

2025.03.31

Econ Weekly

DS 준클리



김준영 경제
02-709-2652
elvis.kim@ds-sec.co.kr

앞당긴 수요도 끝을 보이는 중

경기 둔화 지속 전망

관세의 영향으로 일시적으로 반등했던 제조업 지표들이 망가지고 있다. ISM PMI를 다소 선행하는 경향이 있는 지역 연은 제조업 데이터는 전반적으로 하락 전환했다. 2월 제조업 PMI에서도 신규주문이 부진한 것을 확인했고 비국방 자본재 주문 또한 하락하는 모습이다. 선형성을 보이는 세부 지표의 부진은 일시적인 수요 증가를 뒷받침한다. 관세로 인해 일시적으로 늘어나는 수요는 향후 특정 시점의 수요를 앞당긴 것이다. 향후 제조업 지표 둔화세가 커질 수 있다. 경기 둔화 우려가 재차 커질 수 있을 것으로 보인다.

중시 조정이 동반되면 미국 소비가 둔화될 수밖에 없다고 지적한 바 있다. 미국 실질 가처분소득은 꾸준히 늘어나고 있지만 소비자심리지수가 망가지면서 소비를 줄이는 모습이 확인된다. 부의 효과가 사라지면서 저축률은 늘어날 것으로 보인다. 저축률은 소비의 결과물이지 소비를 전망하는 데이터로 활용하기 힘들다. 2023년 초과저축 고갈 이후 소비가 망가질 것으로 예상했지만 예상외로 사람들은 낮은 저축률을 오랜 기간 유지하기도 했다. 실질 개인소비지출은 전월 대비 0.1% 상승하며 1월 하락폭을 반도 되돌리지 못했다.

PCE 물가는 2.5%로 예상치에 부합했지만 근원 PCE 물가는 2.8%로 예상치 2.7%를 소폭 상회했다. 낮은 유가에도 물가가 빠르게 안정되지 못하는 모습을 보이고 있다. 작년까지 강한 소비 속에서 기업의 가격 전가가 컸던 점이 주요 원인으로 보인다.

물가가 높은 이유 중 하나는 기업의 이익에 있다. 작년 4분기 기준 GDP 대비 기업 이익은 역대 최고 수준이다. 명목 경제가 팽창하는 속도보다 기업의 이윤이 커졌다는 점은 물가가 높은 배경에는 강한 수요와 이를 바탕으로 한 기업의 가격 전가가 있다. 물가가 안정되기 위해서는 수요 둔화를 통한 기업의 가격 전가력 약화가 필요하다.

코로나 이후 강한 소비로 인해 기업의 가격 전가가 용이했다. 물가를 잡기 위해서는 역대 가장 높은 기업의 이익 비중을 조금 줄일 필요가 있다. 점진적으로 기업이 비용 증가에도 가격을 천천히 전가하는 과정이 필요하다. 구매력 둔화가 확인되는 가운데 경기 둔화로 인한 물가 하방 압력은 계속될 것으로 보인다. 경기 둔화가 진행되고 있어 물가도 높은 수준을 유지하기는 힘들 것이다.

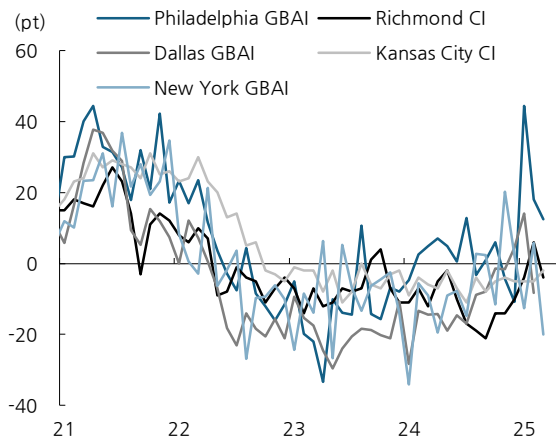


DS투자증권
리서치센터

아직까지 크레딧 리스크로 확산되는 모습은 아니다. 하이일드 스프레드는 2007년 금융 위기 이후 가장 낮은 수준을 기록했다. 크레딧 리스크는 적지만 크레딧 스프레드가 아직 안정적이기 때문에 미국 경제가 나쁘지 않다고 보기는 힘들다. 코로나 이후 하이일드 스프레드가 매크로 경기 사이클을 보여주는 데이터로 작동하지 않았다는 점을 고려할 필요는 있다. 유동성이 개선되고 더 높은 명목 이자에 대한 수요가 늘어나면서 크레딧 스프레드가 구조적으로 하락했다. 증시 조정 타이밍에 맞춰 하이일드 스프레드가 확대되는 모습을 보였다. 증시 조정 속에서 스프레드가 확대될 가능성은 열려있다.

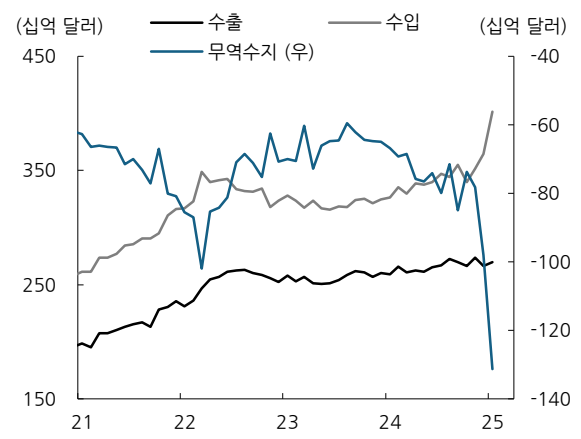
아직 시장은 2.5회 인하를 기대하고 있다. 연준의 점도표 중간값은 3.9%로 2~3회를 시사하고 있다. 다만 물가가 높아 연준이 시장의 바람대로 제때 피벗하지 못한다면 불편한 상황은 지속될 것이다. 연준이 물가를 잡기 위해 금리를 내리지 못하는 상황이 경기 둔화와 맞물릴 때 긴축적인 환경으로 인해 경기 둔화세는 우리가 생각하는 것 이상으로 빠를 수 있다.

그림1 지역 제조업 데이터도 부진



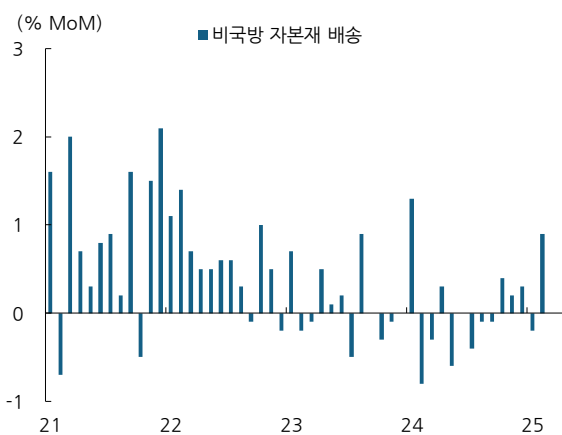
자료: Philadelphia-Richmond-Dallas-Kansas City-NY Fed, DS투자증권 리서치센터
주: GBAI = General Business Activity Index, CI = Composite Index

그림2 무역수지 적자폭 줄어들며 제조업 데이터 둔화될 듯



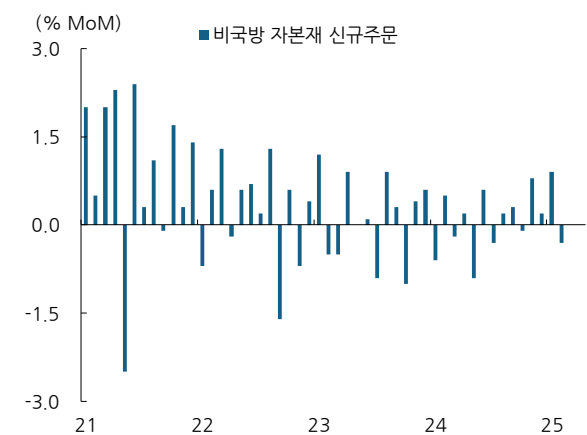
자료: US Census Bureau, DS투자증권 리서치센터

그림3 자본재 배송은 늘었지만...



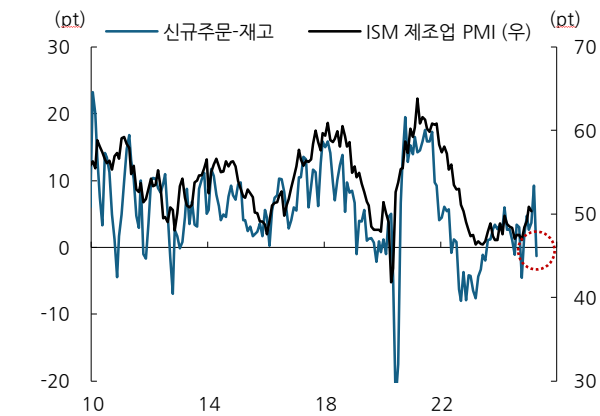
자료: US Census Bureau, DS투자증권 리서치센터

그림4 신규 주문은 하락



자료: US Census Bureau, DS투자증권 리서치센터

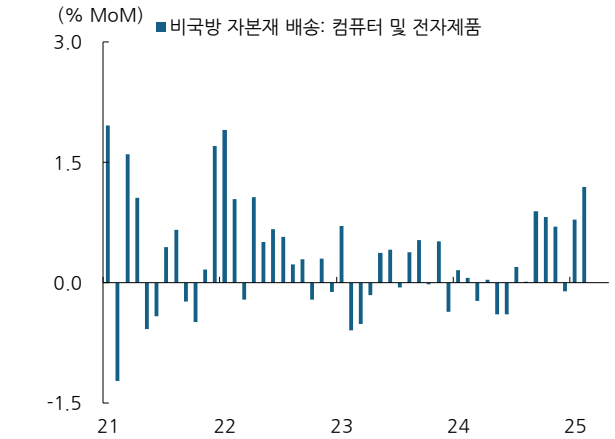
그림5 내용이 그닥 좋지 않은 ISM 제조업 PMI



자료: ISM, DS투자증권 리서치센터

주: 신규주문-재고 2개월 선행

그림6 관세 불확실성 속에 앞당겨 IT 내구재 주문 급증



자료: US Census Bureau, DS투자증권 리서치센터

그림7 기업의 가격 전가가 원활했던 포스트 코로나



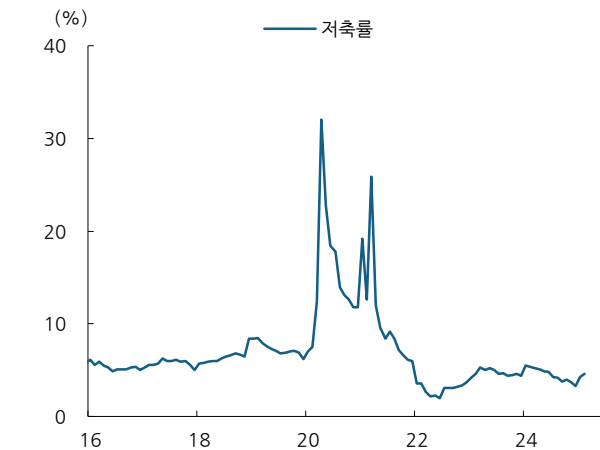
자료: BEA, DS투자증권 리서치센터

그림8 소득이 늘어나도 소비심리가 망가지면서 소비 부진



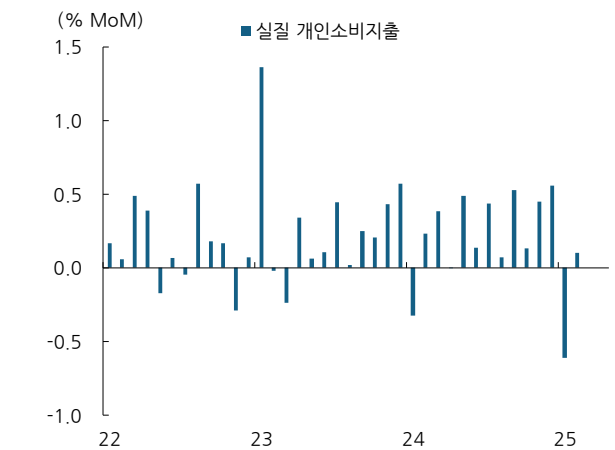
자료: BEA, University of Michigan, DS투자증권 리서치센터

그림9 부의 효과 감소 속에 저축률은 늘어날 것



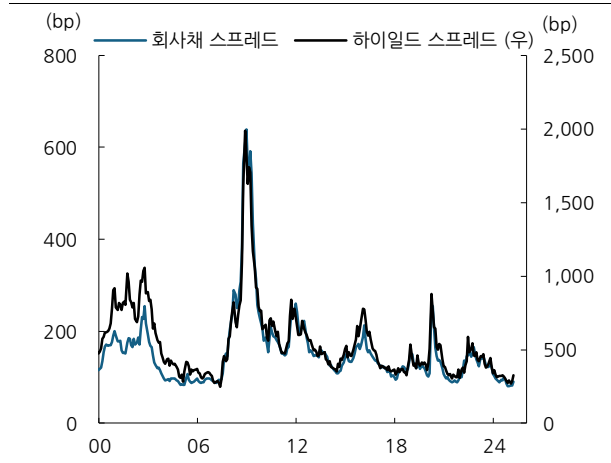
자료: BEA, DS투자증권 리서치센터

그림10 실질 개인소비지출 올해 들어 둔화



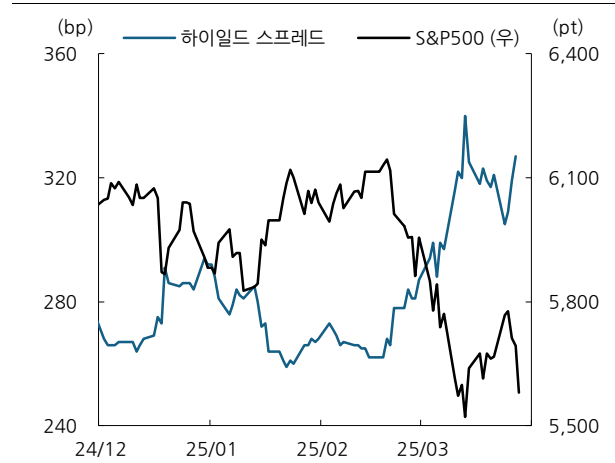
자료: BEA, DS투자증권 리서치센터

그림11 07년 금융위기 이후 가장 낮은 하이일드 스프레드



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림12 증시 조정과 스프레드 확대는 동시에 확인됨



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김준영)
 - 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.
-