

# 침체가 와도 유튜브는 본다

[Economist] 박상현 2122-9196 shpark@hi-ib.com / 류진이 2122-9210 jinlee@hi-ib.com



2023-04-05

## 【Summary】

### ■ 3월 ISM 제조업 지수, 찜찜한 수준이지만 침체를 논하기도 일러

미국 경기사이클을 대표하는 지표인 ISM 제조업 지수가 경기 침체에 준하는 수준까지 하락했지만 미국 경제의 침체 진입을 단언하기는 이릅니다. 무엇보다 탄탄한 고용시장이 흔들리지 않고 있기 때문임. 고용지표와 함께 과거 경기 패턴과 달라진 미국 경기 흐름 뒤에는 서비스 지출 호조, 디지털 경제 성장 그리고 리쇼어링 효과 등이 있음.

### ■ 위기가 와도 유튜브는 본다 : 서비스 지출 견조

현 소비 흐름을 보면 자동차를 포함한 재화 소비사이클의 경우 전년동월 기준으로 여전히 상승 추세를 유지 중이며 서비스 소비지출은 더욱 견조한 추세를 보이고 있음. 리오프닝 관련 수요가 여전히 서비스 지출을 지탱해주고 있지만 또 다른 이유로는 디지털 서비스 지출이 크게 증가했음을 들 수 있음.

디지털 서비스 수요의 경우 자동차 등 재화 수요보다 경기 및 금리에 다소 둔감하다는 특징을 보유함. 이러한 미국 소비사이클의 구조적 변화는 이미 투자사이클에서도 확인됨. 미국 GDP 항목 계정 중 고정투자에서 무형자산 투자(=지식재산생산물투자) 비중이 기존 유형자산 투자(=설비투자 비중)을 상회하는 등 경제가 빠르게 디지털 경제로 전환되고 있음.

### ■ 리쇼어링 및 에너지 전환 정책 효과도 미국 경기 침체 방어 역할

ISM 제조업 사이클과 투자를 대변하는 비국방 자본재 수주사이클간 괴리 현상 확대에는 물가 요인도 일부 영향을 미쳤지만 디지털 산업관련 투자의 급성장도 큰 역할을 하고 있음. 여기에 미국 정부의 글로벌 신공급망 구축 전략에 힘입은 리쇼어링 정책 효과와 에너지 전환 정책도 영향을 미침.

즉, 'ISM 제조업 사이클과 비국방 자본재 수주사이클간 괴리현상'에는 각종 산업 패러다임 변화와 정책효과가 반영되어 있음. 물론 ISM 제조업 지수 둔화 여파가 시차를 두고 자본재 수주에도 부정적 영향을 미칠 수 있지만 우려보다 자본재 수주사이클 및 실제 산업활동 위축 폭이 확대되지 않을 여지도 있고 이는 미국 경기의 급격한 침체국면 진입을 막는 요인이 될 것임.

### ■ 미국이 대내외적으로 직면한 4 가지 갈등(=전쟁) 리스크

미국 경제지표를 둘러싼 해석이 분분하고 경기 둔화가 현실화된 것도 분명하지만 3월 ISM 제조업 지수 부진만으로 경기 침체를 속단하기 이르다는 판단임. 다만, 미국 경제는 대내외적으로 4 가지 갈등(=전쟁) 리스크, 은행발 신용리스크, 러시아와의 신냉전 리스크, 공급망 및 기술패권을 둔 중국과의 갈등 그리고 에너지 패권을 둘러싼 사우디아와의 갈등에 직면해 있음. 따라서 이들 리스크를 얼마나 줄여갈지가 경기침체는 물론 신용위기 확산의 중요한 변수가 될 것임.

신용위기를 제외한 나머지 3 대 갈등은 단기간에 해소되기 어려우며 미국 경제와 산업이 중장기적으로 풀어야할 갈등 리스크임. 반면 신용위기는 미 연준의 선제적 정책 대응으로 어느정도 해소 내지 봉합 가능한 리스크라 판단됨.

### 3 월 ISM 제조업 지수, 꺾임한 수준이지만 침체를 논하기도 일러

미국 경기사이클을 대표하는 지표인 ISM 제조업 지수가 3 월 46.3 까지 추락했다. 동 지수가 46.3 까지 하락한 것은 팬데믹 당시를 제외하면 글로벌 금융위기로 미국 경제가 침체국면에 있었던 09 년 6 월 이후 처음이다. 미국 경기에 적신호가 켜진 것이다. 역사적으로 1948 년부터 발표된 ISM 제조업 지수가 46.3 이하를 기록한 것은 총 16 차례인데 이중 미국 경제가 침체에 진입한 경우는 총 12 차례이다. 장단기 금리 스프레드 역전 폭 확대와 더불어 ISM 제조업 지수 모두 미국 경제의 침체 진입 확률이 높아졌음을 시사해주고 있다. 여기에 SVB 발 사태로 인한 신용경색 우려도 침체 압력을 높이는 또 다른 요인이다.

다만, ISM 제조업 지수의 부진에도 불구하고 미국 경제의 침체 진입을 단언하기는 이르다. 무엇보다 탄탄한 고용시장이 흔들리지 않고 있기 때문이다. 앞서 지적한 ISM 제조업 지수가 46 선까지 급락했던 과거 사례를 보면 어김없이 고용시장이 크게 악화, 즉 실업률이 급등한 바 있다. 그러나 이번 경우 ISM 제조업 지수 급락에도 불구하고 고용시장, 실업률은 큰 변화를 보이지 않고 있다. 물론 고용지표가 후행지표라는 특성상 시차를 두고 악화될 수 있지만 'ISM 제조업지수-고용지표간 상관관계'가 크게 약화된 것은 분명하다. 이는 경기침체 우려와 달리 실제 기업들의 생산활동은 견조함을 의미할 수 있는 동시에 현 미국 고용시장이 경기보다 구조적 요인에 의해 좌우되고 있기 때문으로 해석해 볼 수 있다.

고용지표와 함께 미국 경제 침체 진입을 확신하기 어렵게 하는 지표로 당사는 미국 자동차 판매를 지적하고자 한다. 3 월 미국 자동차 판매(연율기준)는 1,482 만대를 기록했다. 2 월 1,489 만대에 비해서는 소폭 둔화되었지만 기대보다 양호한 수치이다. 팬데믹 이전 미국 자동차 판매는 연율기준 1,600~1,700 만대 수준이었음을 감안하면 1,400 만대 수준의 자동차 판매는 분명히 실망스러운 수준이다. 그러나 지난해 생산차질 영향이 있었지만 월 평균 자동차 판매(연율기준) 대수가 1,370 만대 불과했던 점과 비교하면 자동차 수요가 완만하지만 회복되고 있는 것이다. 특히 미 연준의 공격적 금리인상으로 인해 자동차 할부 금리가 급등했음에도 불구하고 1,400 만대 후반 수준의 자동차 판매는 견조하다고 평가할 수 있다. 08 년~09 년 경기침체 당시 자동차 판매가 900 만대까지 감소했음을 주목할 필요가 있다.

요약하면 일부 선행지표와 ISM 제조업 지수 등은 분명히 미국 경제의 침체 진입을 시사하고 있는 반면 실업률 및 소비 사이클 등 또 다른 지표들은 침체 진입을 회피할 수 있음을 보여주고 있다.

이처럼 과거 경기 패턴과 달라진 미국 경기 흐름 뒤에는 서비스 지출 호조, 디지털 경제 성장 그리고 리쇼어링 효과 등이 있다는 생각이다.

그림1. 22년 3월 미국 ISM 제조업 지수 부진 현상은 경기침체를 다시 한번 부각시킴

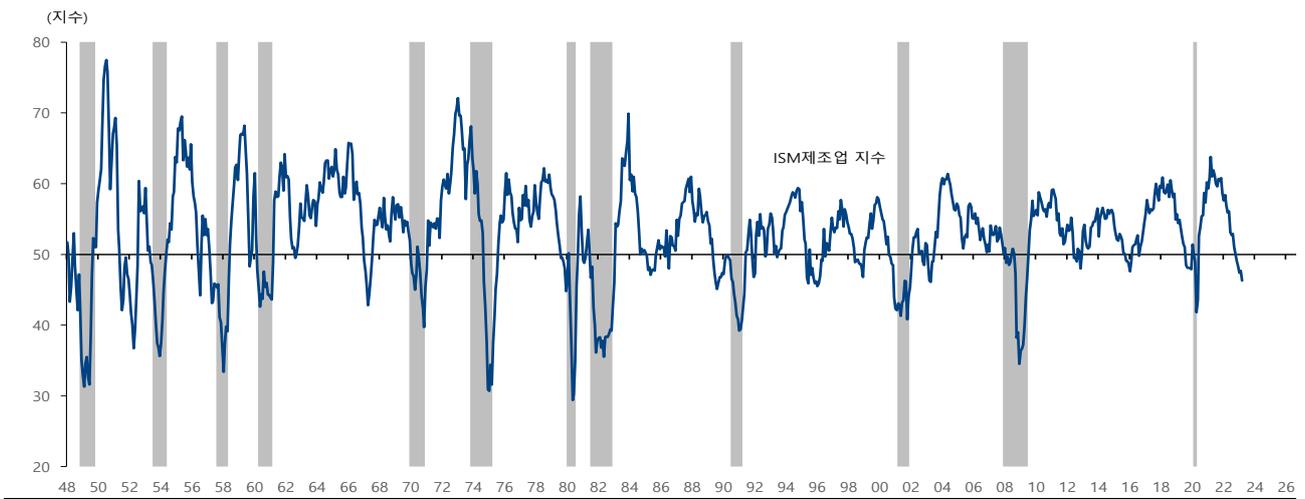


그림2. ISM 제조업 지수 부진 현상과 달리 고용시장은 침체를 논하기 일러 보임

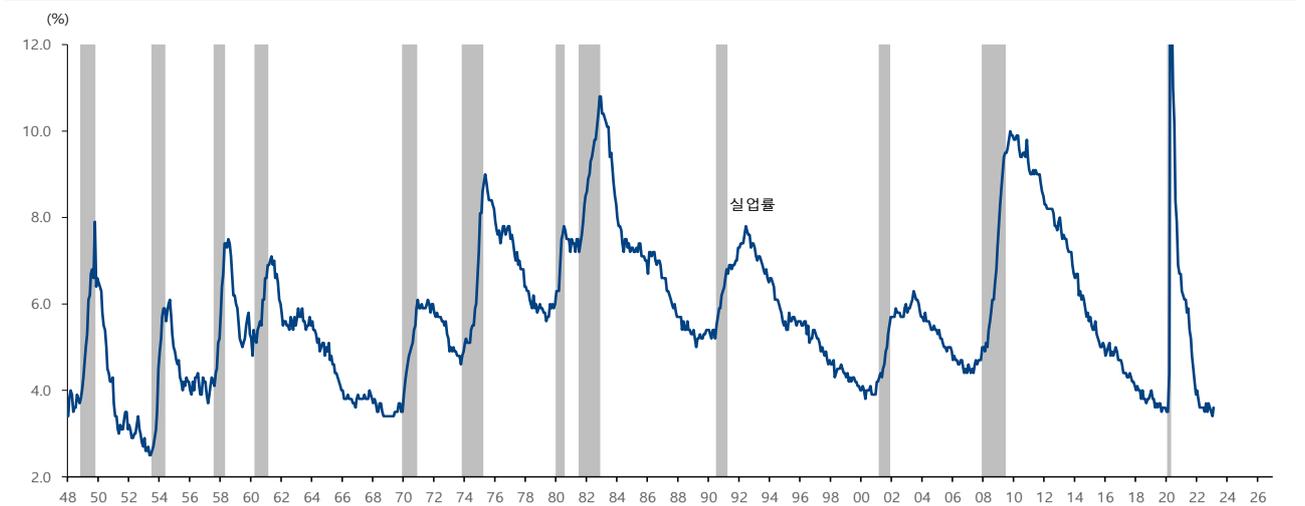


그림3. 자동차 대출금리 급등을 고려하면 미국 자동차 판매 추이는 아직까지 양호한 수준이라고 평가할 수 있음



그림4. ISM 제조업 지수와 달리 경기침체와는 거리를 두고 있는 ISM 서비스 지수



자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

### 침체가 와도 유투브는 본다: 서비스 지출 견조

당사가 서브프라임발 금융위기 당시와 비교할 때 늘 지적하는 차별적 요인 중에 하나는 GM 파산이다. 미국 경제와 산업을 대표하는 자동차 산업이 08년 금융위기 당시 심각한 타격을 받았다. 그 배경에는 자동차 산업 내부적인 요인도 있었지만 서브프라임 사태로 부채 위기와 고실업에 가계가 큰 고통을 받으면서 자동차 수요가 붕괴되었기 때문이다. 자동차 수요 급감이 소비사이클의 급격한 침체를 의미하는 시절이었다.

반면 현 소비 흐름을 보면 자동차를 포함한 재화 소비사이클의 경우 전년동월 기준으로 여전히 상승 추세를 유지 중이다. 더욱이 서비스 소비지출은 더욱 견조한 추세는 물론 전년동월 기준 증가율만 보면 호황 수준의 증가율을 기록 중이다.

팬데믹 이후 리오프닝 관련 수요가 여전히 서비스 지출을 지탱해주고 있는 것이 분명하지만 또 다른 이유로는 디지털 서비스 지출이 크게 증가했기 때문으로 판단된다. 즉, 디지털 서비스 수요의 경우 자동차 등 재화 수요보다 경기 및 금리에 다소 둔감하다는 특징이 있다. 자동차와 같이 일시적인 고액지출 소비가 아니고 소위 구독경제로 상징되는 것처럼 매월 일정한 지출이 발생하기 때문이다. 소제목 처럼 위기 발생시 자동차 수요는 급감할 수 있지만 디지털 서비스지출은 크게 줄어들지 않을 것으로 보인다.

이러한 미국 소비사이클의 구조적 변화는 이미 투자사이클에서도 확인되고 있다. 미국 경제 및 산업 패러다임 변화가 급속히 진행되고 있음을 의미한다.

<그림 7>에서 보듯 미국 GDP 항목 계정 중 고정투자에서 무형자산 투자 (=지식재산생산물투자) 비중이 기존 유형자산 투자 (=설비투자 비중)을 상회하고 있음은 미국 경제가 빠르게 디지털 경제로 전환되고 있음을 잘 보여주는 지표이다. 이와 같은 미국 경제 및 산업 패러다임 변화가 이번 금리인상 사이클에서 미국 소비 및 고용시장을 지탱해주는 중요한 역할을 하고 있는 것으로 여겨진다.

그림5. '정책금리+실업률' 상승에도 개인소비지출 중 재화 소비는 플러스 증가율을 유지 중

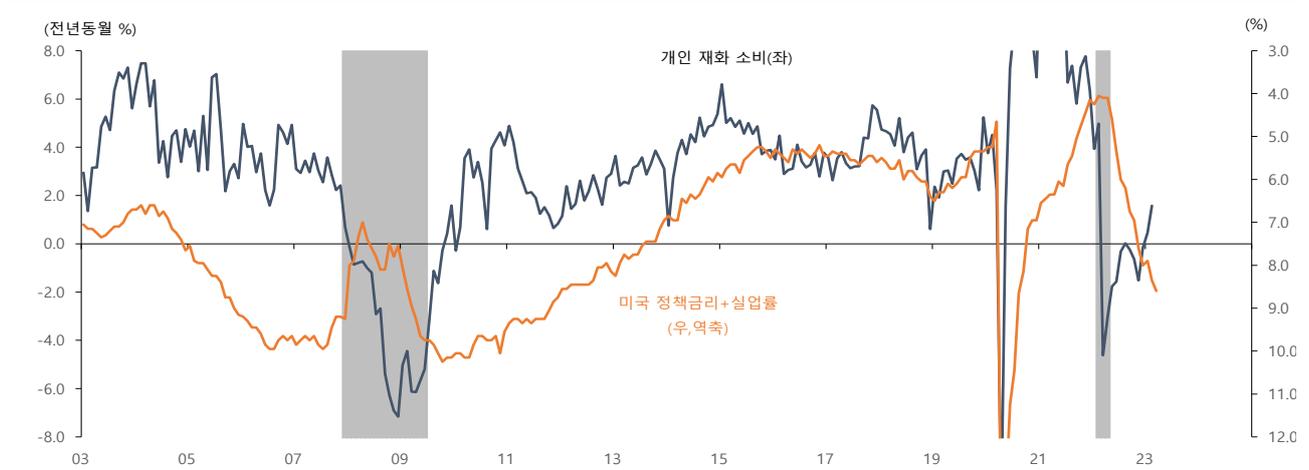


그림6. '정책금리+실업률' 추이에 상대적 비탄력적 추이를 보이는 개인소비지출 중 서비스 소비

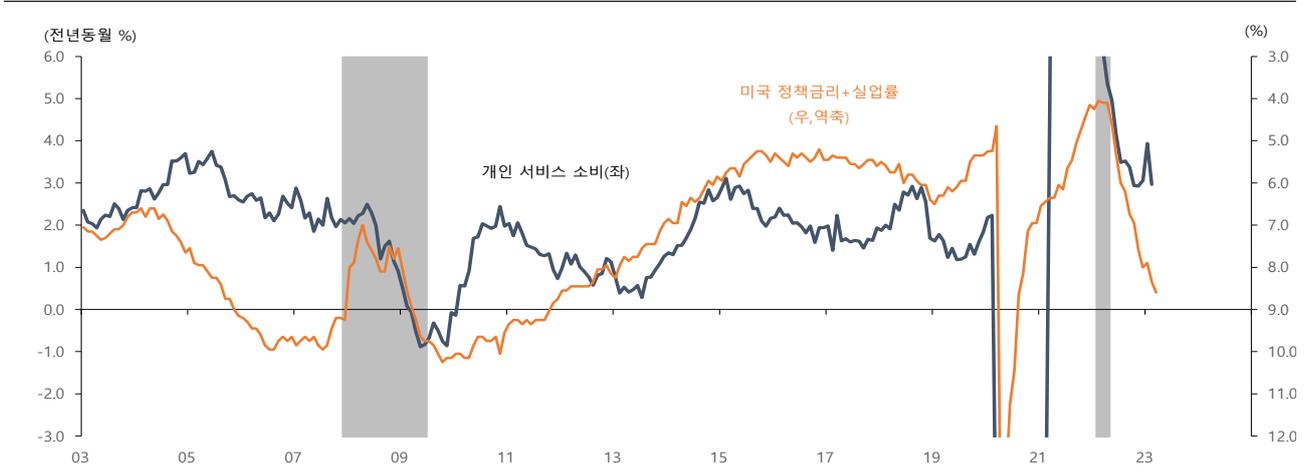


그림7. 미국 투자패턴이 빠르게 전환 중

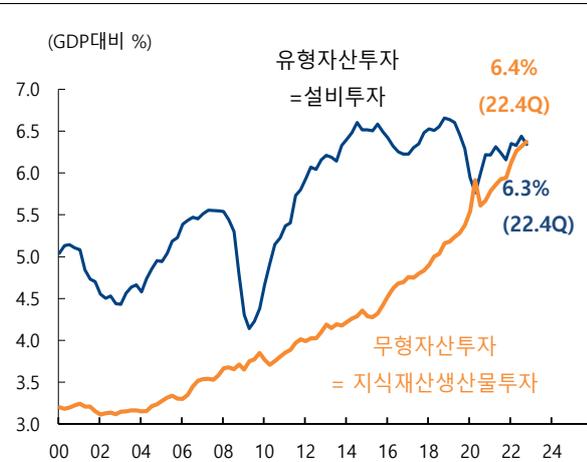
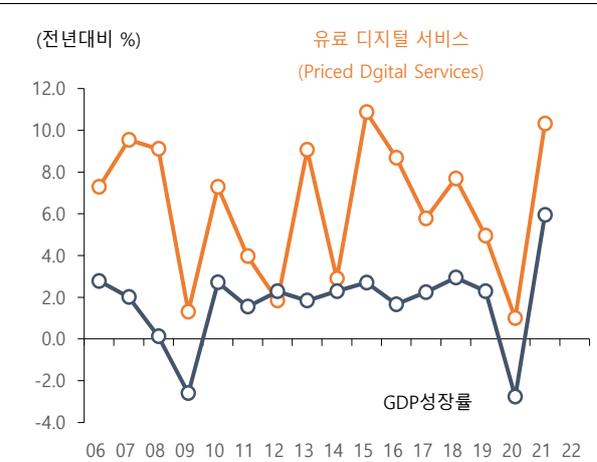


그림8. 빠른 신장세를 보이는 유료 디지털 서비스



자료: BEA, Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

## 리쇼어링 및 에너지 전환 정책 효과도 미국 경기 침체 방어 역할

〈그림 9〉의 미국 설비투자의 대응변수인 비국방 자본재수주액이 각종 약재에도 불구하고 강한 사이클을 유지중임이 확인되고 있다. 특히, 과거 ISM 제조업 사이클과 비국방 자본재 수주사이클은 높은 상관성을 보여왔지만 이번 경우 상관성이 크게 약화된 상태이다. 물론 이전에도 동지표간 괴리현상이 없었던 것은 아니지만 이번처럼 큰 괴리현상을 보여준 사례는 전무하다.

이처럼 'ISM 제조업 사이클과 비국방 자본재 수주사이클간 괴리현상' 이 확대된 배경은 물가 요인도 일부 영향을 미쳤지만 당사는 앞서 언급한 디지털 산업관련 투자 급성장도 큰 역할을 한 것으로 판단된다.

여기에 미국 정부의 글로벌 신공급망 구축 전략에 힘입은 리쇼어링 정책 효과와 에너지 전환 정책도 영향을 미친 것으로 여겨진다.

IRA 법 및 반도체지원법으로 상징되는 미국 정부의 신공급망 정책 강화와 이에 따른 리쇼어링 정책 효과가 미국 제조업은 물론 앞서 지적한 자본재 수주사이클에도 긍정적 영향을 미치고 있는 것이다.

에너지 패러다임 전환은 미국 경기사이클을 지지하는 또 다른 방어막 역할을 하고 있다. 미국 에너지정보청(EIA)에 따르면 지난해 미국의 신재생에너지 전력 생산 비중이 사상 처음으로 석탄을 앞질렀다. 2022 년 태양광과 풍력, 수력, 바이오매스, 지열 등 신재생에너지의 전력 생산 비중이 21%로 20%인 석탄비중을 앞서기 시작했다.

요약하면 'ISM 제조업 사이클과 비국방 자본재 수주사이클간 괴리현상'에는 각종 패러다임 변화와 정책효과가 반영되어 있다는 생각이다. 물론 ISM 제조업 지수 둔화 여파가 시차를 두고 자본재 수주에도 부정적 영향을 미칠 수 있지만 우려보다 자본재 수주사이클 및 실제 산업활동의 위축 폭이 확대되지 않을 여지도 있다. 이는 미국 경기의 급격한 침체국면 진입을 막는 요인이 될 것이다.

그림9. ISM 제조업지수와 비국방 자본재 수주간 괴리현상이 크게 확대

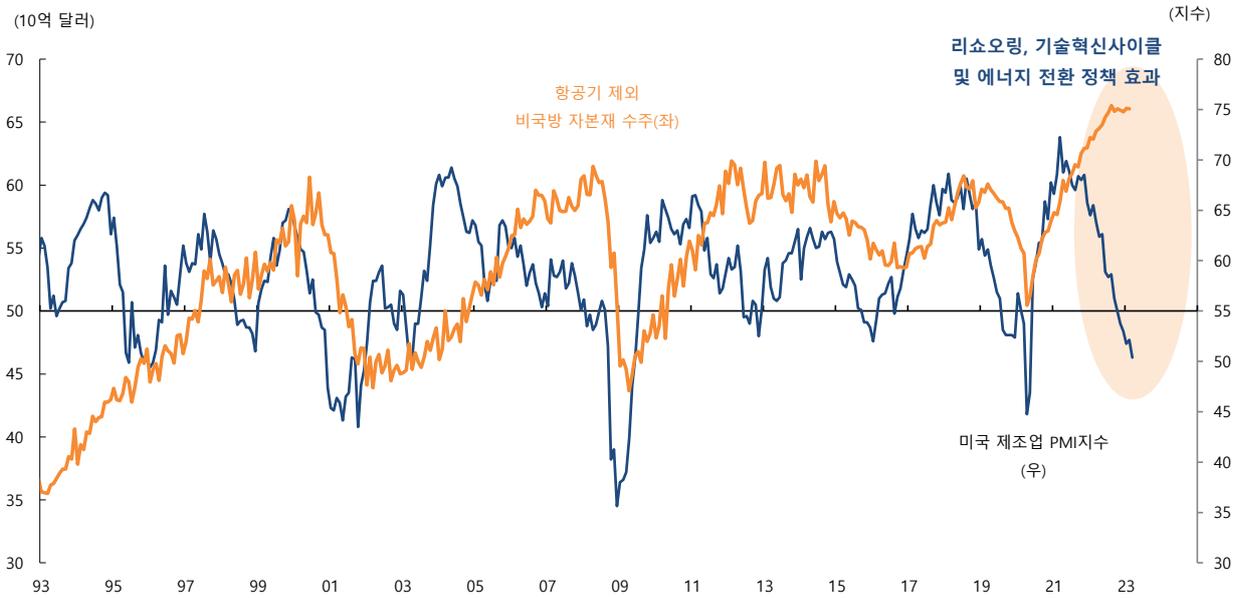


그림10. 미 행정부의 리쇼어링 정책(국제금융센터자료)

오바마 행정부 ('09~'16년)	트럼프 행정부 ('17~'20년)	바이든 행정부 ('21년~)
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2008 금융위기 이후 경제성장과 일자리 창출원으로서의 제조업 중요성 부각</li> <li>- 자동차산업 구제금융으로 시작</li> <li>- 세제 인센티브, 보조금, 인프라, 혁신정책, 인적자원 육성 등</li> <li>- 2011~16년, 21만개 제조업 일자리 창출</li> <li>- 임기말 본국회귀 일자리 규모와 해외 유출분 동등해지며 일자리 대외 순유입 전환</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- '미국 우선주의'. 공격적 무역정책</li> <li>- 2017년 법인세율 인하(35-&gt;21%) 등으로 2017~20년 31만개 일자리 창출</li> <li>- 중국으로부터의 리쇼어링 활발.</li> <li>- 중국으로부터의 리쇼어링 활발. 제조업 수입의 중국 의존도는 2017년 26.2% -&gt; 2020년 22.2%로 하락</li> <li>- 무역/통상정책에 치중. 구체적 산업연계 정책은 미흡했다는 평가</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 공급망 복원력 향상 위해 리쇼어링 장려</li> <li>- 안보, 무역통상, 산업정책 간 연계 강화</li> <li>- 미국산 물품구매 의무 강화 행정명령 등</li> <li>- 반도체 투자 증가로 컴퓨터/전자기기 부문 급등. 중고위 이상 기술산업 일자리 비중 전년 58% -&gt; 80%까지 확대</li> </ul>

그림11. 리쇼어링+FDI로 창출된 일자리 추이

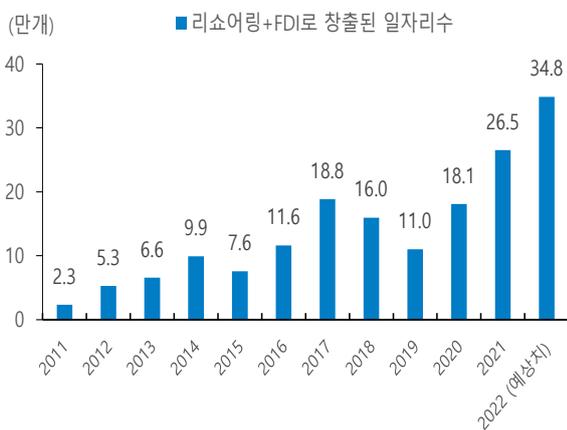
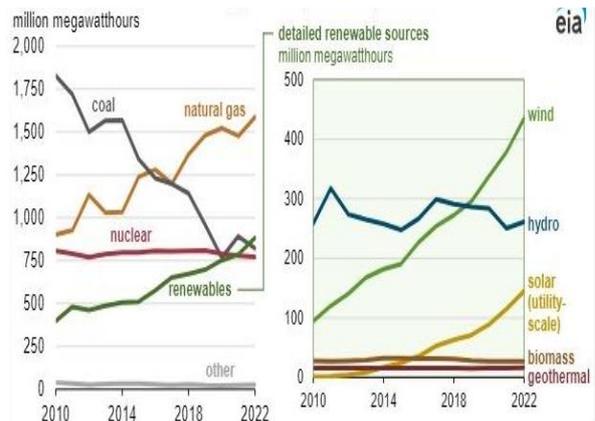


그림12. 미국 전력생산중 신재생에너지 비중이 원자력과 석탄 비중을 넘어섬



자료: Reshoring Initiative, EIA, Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

### 미국이 대내외적으로 직면한 4 가지 갈등(=전쟁) 리스크

미국 경제지표를 둘러싼 해석이 분분하고 경기 둔화가 현실화된 것도 분명하지만 당사는 경기 둔화가 반드시 경기침체를 의미하는 것은 아니라고 판단한다. 인플레이션 리스크와 함께 잠재해 있는 신용위험은 당분간 경기 침체 압력을 높이는 요인이지만 앞서 지적한 미국 경제와 산업의 구조적 전환이 경기침체 진입을 막는 역할을 할 것이다. 따라서 3월 ISM 제조업 지수 부진만을 경기사이클을 속단하기 이르다는 판단이다.

다만, 미국 경제는 대내외적으로 4 가지 갈등(=전쟁) 리스크에 직면해 있으며 이들 리스크를 얼마나 줄여갈지가 경기침체는 물론 신용위기 확산의 중요한 변수가 될 것이다. 4 대 갈등 리스크는 은행발 신용리스크, 러시아와의 신냉전 리스크, 공급망 및 기술패권을 둔 중국과의 갈등 그리고 에너지 패권을 둘러싼 사우디와의 갈등이다.

신용위기를 제외한 나머지 3 대 갈등은 단기간에 해소되기 어려우며 미국 경제와 산업이 중장기적으로 풀어야 할 갈등 리스크이다. 반면 신용위기는 미 연준의 선제적 정책 대응으로 어느정도 해소 내지 봉합 가능한 리스크라 판단된다.

ISM 제조업 지수 하락에서 보듯 미 연준이 원했던 경기 둔화 현상은 가시권에 들어왔다는 점에서 이제 미 연준은 금융안정에 정책 초점을 맞추어야 할 것이다. 신용우려가 다소 진정되는 분위기지만 불씨는 타고 있다. 대표적으로 <그림 13,14>에서 보듯 자금이 은행에서 MMF로 여전히 이동 중이다. 뱅크런 현상이 언제든 재개될 수 있고 일부 은행은 예금인출로 인해 준비금 부족에 직면할 수 있다. 예상치 못한 제 2, 제 3의 SVB 사태가 발생할 불씨가 있는 것이다. 따라서 미 연준 입장에서 현재의 긴축 기조를 완화할 수 밖에 없을 것이다. <그림 15>에서 보듯 1971년 이후 미 연준의 금리인상 사이클이 중단되었던 시점의 ISM 제조업 지수는 80년 3월 한차례를 제외하고 이번 3월 지수보다 높다.

결론적으로 부진한 3월 ISM 제조업 지수 부진을 경기측면에서 단순하게 경기 침체 시그널로 해석하기는 이른 감이 있다. 그러나 ISM 제조업 지수 부진이 미 연준의 정책 기조 전환 압력을 높이는 역할을 할 것으로 기대한다.

그림13. 주간 은행 규모별 예금 증감 추이: 진정국면이지만 중소은행은 물론 대형 은행에서 예금 이탈이 진행 중

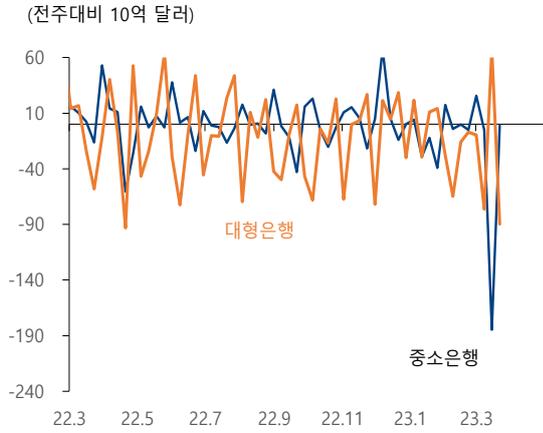


그림14. 은행에서 이탈할 예금자금이 MMF 로의 이동중

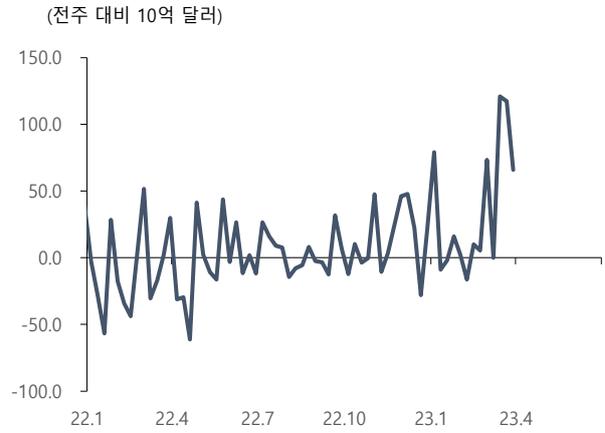


그림15. 과거 미국 금리인상 사이클 중단시점과 ISM제조업지수 수준



그림16. 미국과 사우디 원유생산 추이



그림17. 낮아지는 미국의 대중국 수입의존도



자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

**Compliance notice**

- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
  - ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 박상현, 류진이)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.