

Economy Brief

3고 현상, 악재지만 위기 시그널은 아니다

Economy Brief

[경제] 박상현 2122-9196 shpark@imfnsec.com

Check Point

3고 현상(고물가-고금리-고유가) 가시화가 반도체를 중심으로 한 미국 등 글로벌 증시의 조정 압력으로 작용 중이며 국내 역시 또 다른 3고(고물가-고금리-고환율) 현상으로 투자심리가 악화됨

3고 현상이 악재지만 위기 시그널은 아님: 1) 양호한 미국 경기 펀더멘탈, 2) 국채 금리 발작 리스크가 뚜렷치 않고 동시에 하이퍼스케일러 CDS 역시 안정세를 유지 중, 3) AI 사이클의 진화, 4) 현 반도체 슈퍼사이클의 경우 IT 버블 당시와는 다르다는 점

3고 리스크를 확산시킬 잠재 리스크는 호르무즈 봉쇄 장기화에 따른 글로벌 원유재고 부족 현상임

3고 리스크 부각 중

필라델피아 반도체지수 및 비트코인 가격 급락 등 미국 증시를 포함해 주요 자산시장이 휘청거리고 있지만 결론적으로 증시 호황 및 견조한 경기 사이클에는 큰 변화가 있는 것은 아니다. 다만, 미국-이란 전쟁 장기화에 따른 유가 불안 지속으로 3저(저금리-저물가-저유가) 환경이 3고 현상(고금리-고물가-고유가)으로 전환되면서 일시적으로 증시 조정압력이 확대되고 있음은 분명하다. 여기에 6월 주요 이벤트, 즉 5월 미국 물가지표, 6월 FOMC회의 경계감과 스페이스 X 공모 청약을 위한 미국 시중 자금 이동 등이 증시 등 자산시장에 단기 악재로 작용하고 있다는 판단이다.

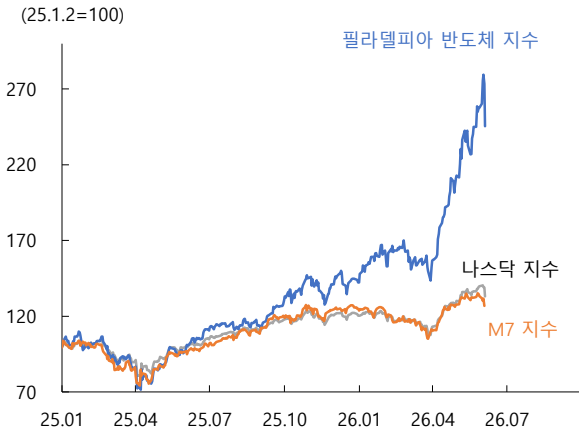
국내 금융시장 상황도 마찬가지로. 고유가 영향으로 3고 현상(고금리, 고물가 및 고환율)이 강해진 것이 증시에 큰 부담을 주고 있다. 우선 국채 금리 흐름을 보더라도 미국-이란 전쟁 이후 국내 10년 국채 금리 상승폭이 주요국 대비 가장 큰 폭으로 상승했다. 경기 개선 속도 강화와 더불어 유가발 인플레이션 압력 등으로 인한 금리인상 현실화가 국내 국채 금리 급등으로 이어지고 있다.

원화 가치 불안도 투자심리에도 부정적 영향을 미치고 있다. 달러-원 환율이 글로벌 금융위기 이후 처음으로 1,550원으로 상회하는 등 원화 가치가 큰 폭으로 하락 중이다. 반도체 업황 호황에 따른 무역/경상수지 흑자 급증에도 불구하고 외국인의 대규모 주식 순매도에 따른 달러 수급 불안이 달러-원 환율의 급등 현상으로 나타나고 있다. 참고로 <그림4>에서 보듯 올해 들어 외국인은 거래소에서 약 760억 달러를 순매도했다. 월간 기준으로는 약 150억 달러의 달러자금인 한국에서 이탈하고 있다. 국내 1~5월 무역수지 흑자규모와 월평균 무역수지 흑자 규모가 각각 1,019억 달러, 약 204억 달러 수준임을 고려하면 올해 외국인 월 평균 주식 순매도 규모는 월 평균 무역수지 흑자액의 약 74% 수준에 달한다. 특히, 5월 한달 동안의 외국인의 주식 순매도액은 279억 달러로 5월 무역수지 흑자 규모인 269억 달러를 상회했다. 국내 경제 펀더멘탈과는 다소 무관하게 달러 수급 여건이 달러-원 환율 급등 요인으로 작용하고 있다.

여기에 정부와 한국은행의 개입의지가 다소 약화된 것도 투기적 수요를 자극하면서 달러-원 환율의 또 다른 상승 요인으로 작용하고 있다. 신현승 한은 총재가 지난 5월 금통위 기자회견에서 환율 쓸림 현상이 발생할 경우 여러 수단을 동원해 단호히 대처하겠다고 강조했지만 최근 환율 급등 과정에서 별다른 대책을 내 놓지 않아 정부와 한국은행의 개입 의지가 다소 약화되었다는 심리 역시 원화 약세에 대한 투기적 수요를 일부 자극한 것이 아닌가 싶다.

요약하면 글로벌 반도체 주가의 단기 급등에 따른 차익실현 압박이 커진 것도 있지만 국내외적으로 이란발 리스크 장기화에 따른 고유가 현상이 3고 현상을 촉발시킨 것이 증시 및 가상화폐 등 주요 자산가격의 조정압력으로 작용하고 있다.

그림1. 급락한 미국 필라델피아 반도체 지수



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림2. 6만 달러를 위협받고 있는 비트코인 가격

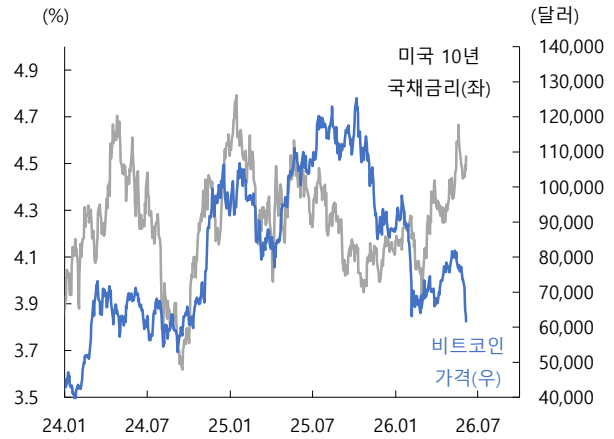
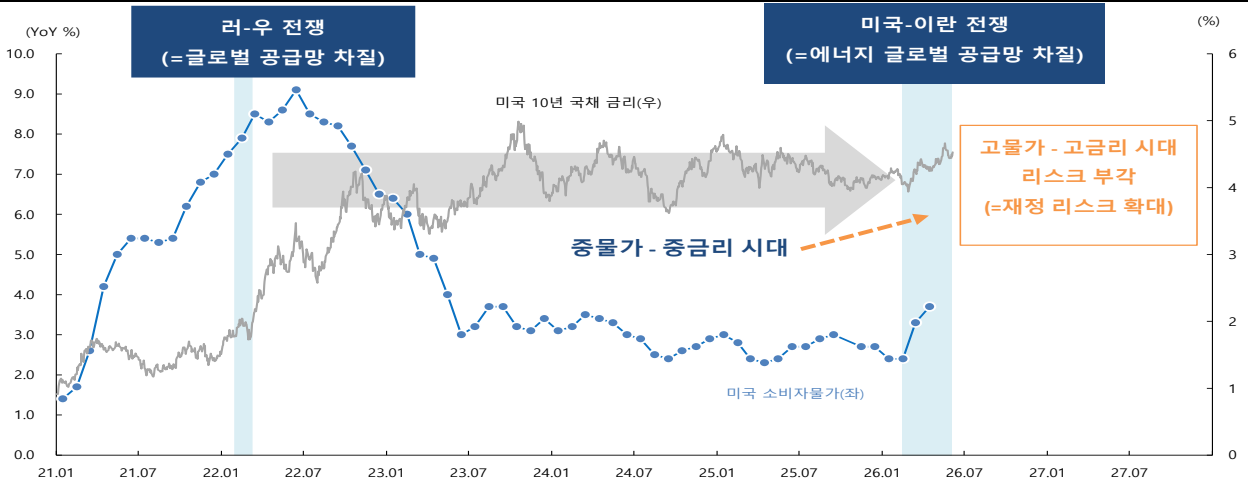
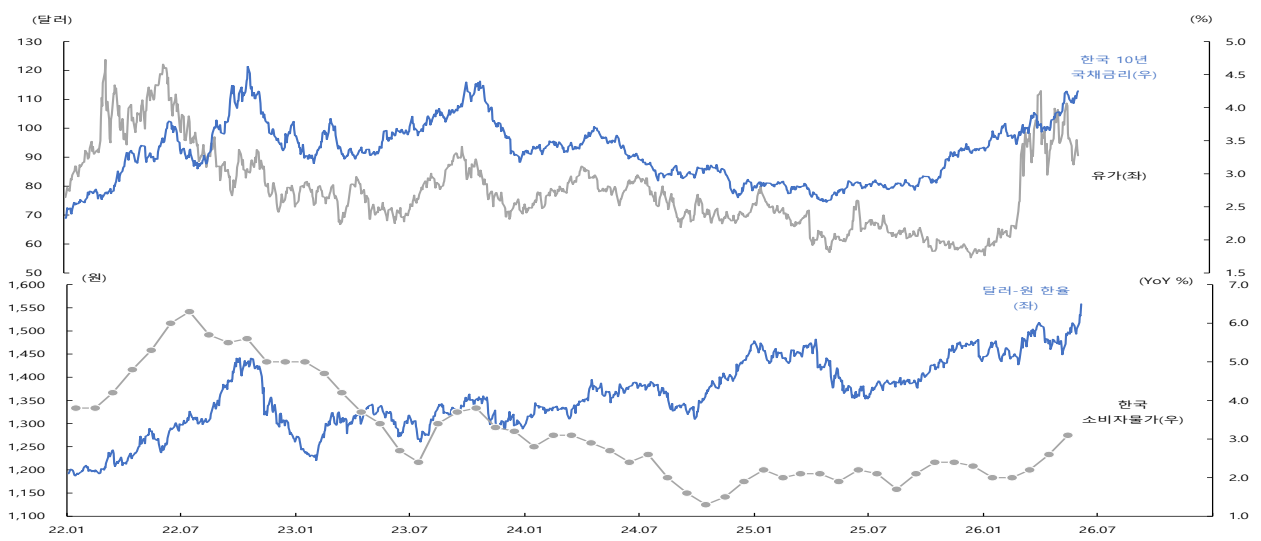


그림3. 중물가-중금리 국면에서 고물가-고금리 국면으로 전환될 리스크 부각 중



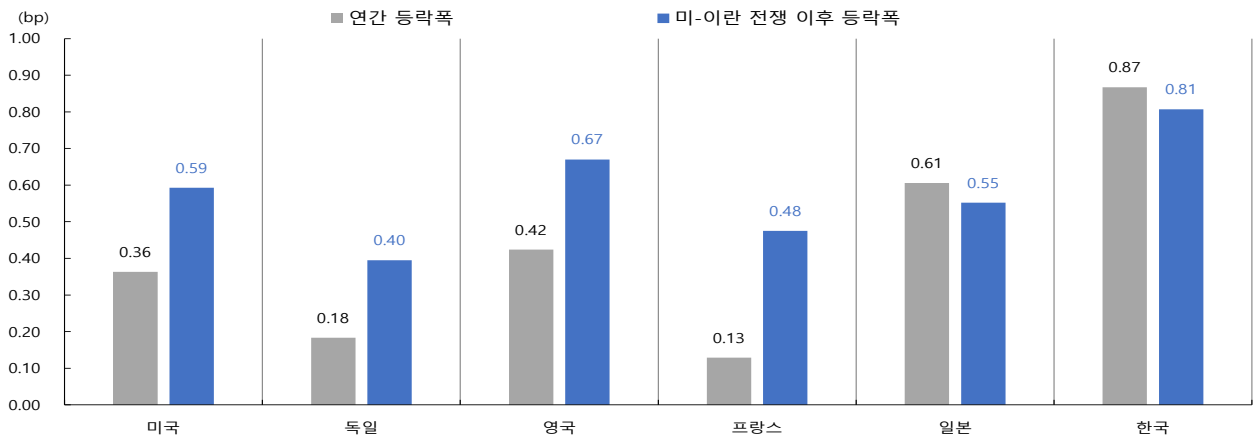
자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림4. 국내 3고(고물가-고금리-고환율) 현상이 뚜렷해지고 있음



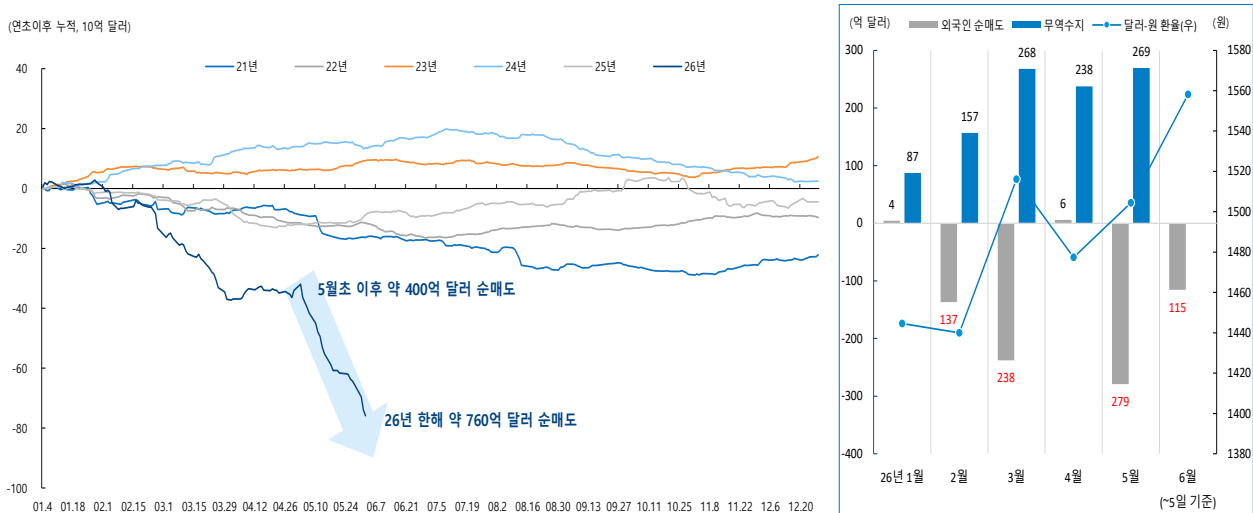
자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림5. 주요국 10년 국채 금리 등락폭: 미국-이란 전쟁 이후 국내 10년 국채 금리 가장 큰 폭으로 상승



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림6. 국내 외국인의 국내 주식순매수/순매도 추이: 올해들어 외국인 순매도 규모가 큰 폭으로 증가하면서 달러-원 환율에 큰 부담으로 작용 중임



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

3고 현상, 악재지만 위기 시그널은 아니다

3고 현상에 따른 반도체 주가 조정이 또 다시 버블 논란을 소환시키고 있지만 아직 버블 붕괴와 같은 위기를 논할 단계는 아니라는 기존 입장을 유지한다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 양호한 미국 경기 펀더멘탈이다. 5월 미국 고용지표 호조로 미 연준의 금리인상 우려가 높아진 것은 사실이지만 또 다른 한편으로 투자 지표에 이어 견조한 고용시장은 양호한 미국 경제 펀더멘탈을 대변한다. <그림7>에서 보듯 닷컴 버블, 및 부동산 버블 붕괴 당시를 보면 결국 미국 고용시장이 무너지면서 버블 위기가 본격화되었다. 이런 점에서 현재 강력한 미국 투자사이클과 견조한 고용시장은 하반기에도 미국 경제가 견조한 추세를 유지할 수 있음을 시사하는 동시에 주가 급락 가능성을 낮추는 현상이다.

둘째, 국제 금리 발작 리스크가 뚜렷치 않고 동시에 하이퍼스케일러 CDS 역시 안정세를 유지 중이다. 3고 현상 중 가장 우려되는 지표는 아무래도 금리다. 소위 국제 금리의 발작 현상이 확산된다면 주가 등 자산가격의 추가 조정압력은 확대될 수 밖에 없다. 그러나 최근 미국을 위시한 주요국 국제 금리가 반등했지만 지난 5월 고점 수준보다는 낮다. 심각한 국제 금리 발작을 우려할 상황은 아니다. 또한 국제 금리 반등에도 불구하고 하이퍼스케일러 CDS 흐름은 지난해말 및 연초대비 안정세를 유지 중이다. 하이퍼스케일러의 자본지출 확대 및 수익성 등을 우려하는 목소리가 다시 커지는 분위기는 아니라는 의미다. 동시에 자금 검색과 같은 신용위험 시그널도 잠잠한 상황이다.

셋째, AI 사이클의 진화다. 일부에서 반도체 수요 둔화, 소위 반도체 사이클 정점 통과 가능성을 주장하는 측도 있지만 반도체 사이클의 정점을 논하기 이르다는 판단이다. 최근 AI 사이클을 보면 AI agent를 넘어 피지컬 AI 분야도 빠르게 진화 및 성장하고 있다. 이는 당분간 반도체 수요가 견조할 것임을 시사한다. 또한 중국 반도체 투자 확대에 따른 초과 공급 우려도 제기되지만 중국 반도체업체의 성장이 글로벌 반도체 시장의 기존 구도를 흔들 정도의 수준은 아직 아니다. 중국발 투자과잉 등을 우려할 단계가 아니라는 것이다. 국내 반도체 수출 호황 지속이 반도체 업황 정점 주장을 반박할 수 있는 중요한 지표다.

넷째, 무엇보다 현 반도체 슈퍼사이클의 경우 IT 버블 당시와는 다르다는 점이다. 버블 신호 혹은 버블이라고 가정할 경우 버블 붕괴 시그널인 투자 과잉 및 수요 급감과 같은 버블 붕괴 전조 현상이 나타나지 않고 있다.

다만, 경계해야 할 것은 호르무즈 봉쇄 장기화에 따른 글로벌 원유재고 부족 현상

3고 현상이 글로벌 자산시장에 리스크로 대두된 것은 부인할 수 없는 것은 사실이다. 중요한 것은 3고 현상이 더욱 심화될지 여부인데 이는 아무래도 유가 흐름에 좌우될 수 밖에 없다. 미국-이란간 종전 협상이 교착 국면에 접어들면서 글로벌 원유재고 부족을 경고하는 목소리가 커지고 있다.

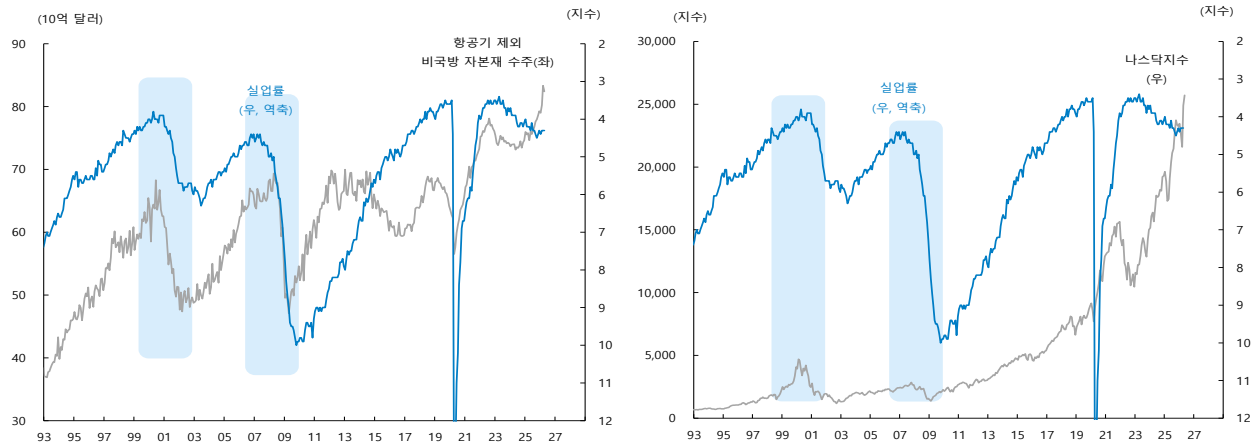
호르무즈 해협 봉쇄 장기화에 따른 원유 공급망 차질로 원유재고 수준이 빠르게 줄어들고 있다. 미국을 중심으로 주요국이 전략비축유를 방출하고 있지만 점점 한계에 진입하는 모습이다. 미국의 경우를 보더라도 5월 기준 전략비축유 재고 수준은 3.65억 배럴 수준까지 급감했다. 미국-이란 전쟁 이후 전략비축유 재고가 약 5천억 배럴 감소한 것이다. 현 미국 전략비축유 수준은 러-우 전쟁 직전 수준인 6.3억 배럴의 약 57% 수준에 불과하다. 미국이 전략비축유를 추가로 방출하는데 한계에 이르고 있음을 시사한다. 가뜩이나 드라이빙 시즌을 앞두고 상업원유 재고마저 이전 평균 수준을 크게 밑돌고 있는 상황에서 호르무즈 해협 봉쇄가 지속된다면 국제유가의 추가 급등을 피하기 어렵다. 글로벌 원유재고 부족 현상이 3고 현상을 심화시킬 위험이 잠재해 있다.

한편, 달러-원 환율 폭등 현상과 관련하여 달러-원 환율을 단기적으로 하향 안정시킬 재료가 부재하다는 점에서 추가 상승 가능성을 열어두어야 할 것이다. 물론 정부의 구두 및 직접적 외환시장 개입이 추가 상승을 억제시켜 주겠지만 대외환경 변화, 즉 이란 사태 완화에 따른 유가 급락 등의 재료가 부각되어야 달러-원 환율이 하락할 수 있을 것으로 기대된다.

다만, 달러-원 환율 상승이 국내 금융시장 혹은 경기의 위험 시그널도 해석하는 것은 과도하다는 판단이다. 국내 주가 급등으로 외국인 자금이 예상 밖으로 주식시장에서 큰 규모로 이탈하는 것을 제외하면 국내 금융시장과 경기 흐름에 크게 흔들 리스크도 부재하기 때문이다. 현 시점에서 3고 현상이 위험 신호지만 3고 현상은 결국 유가 흐름에 좌우될 공산이 높다.

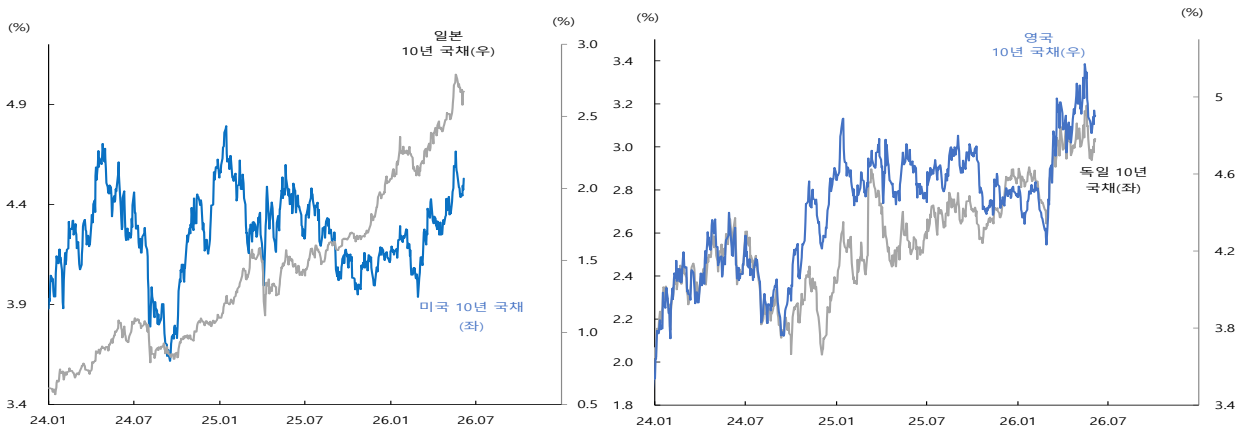
결론적으로 6월중 호르무즈 해협 봉쇄 해제 등 미국-이란간 종전 협상 타결이 더욱 중요해졌다.

그림7. 이전 버블 버블(닷컴 버블 및 주택시장) 붕괴 당시와 다른 미국 투자사이클과 고용시장



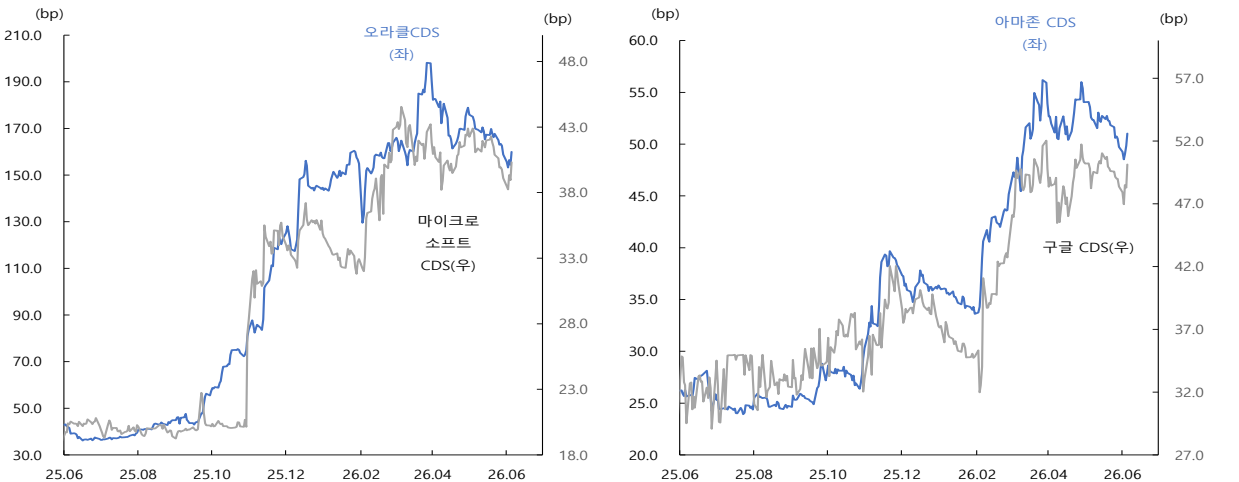
자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림8. 글로벌 국제 금리 급등에 따른 금리발작 현상이 확산되는 분위기는 아님



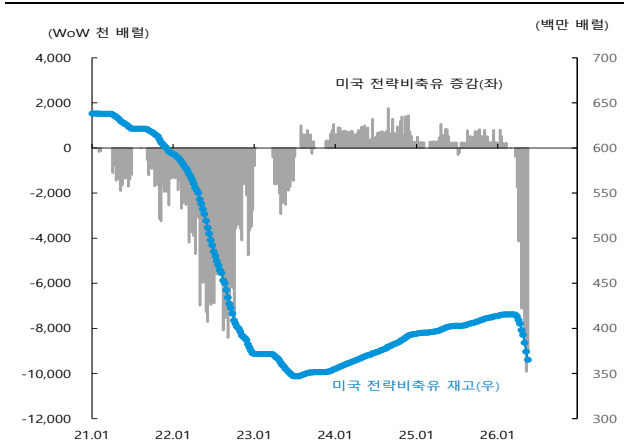
자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림9. 하이퍼스케일러 CDS도 안정세를 유지하고 있음



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림10. 급감 중인 미국 전략비축유 재고 수준



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림11. 미국 상업원유 재고 수준도 드라이빙 시즌을 앞두고 불안한 수준을 유지 중임

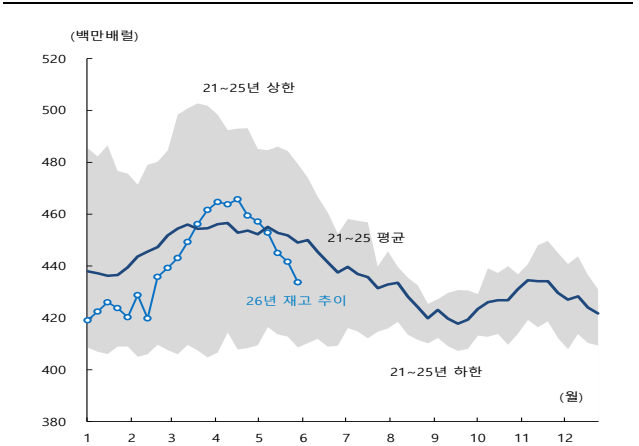
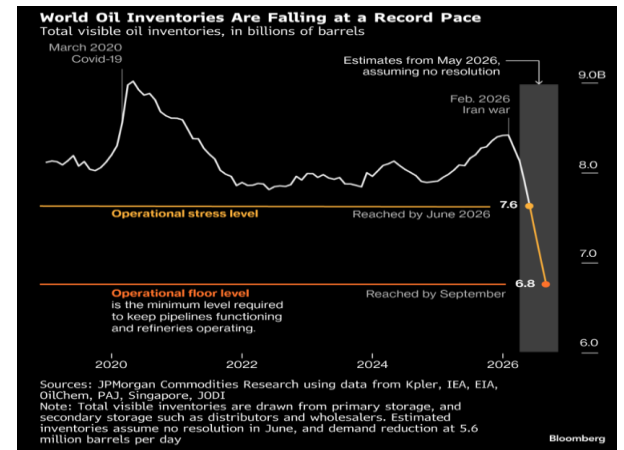
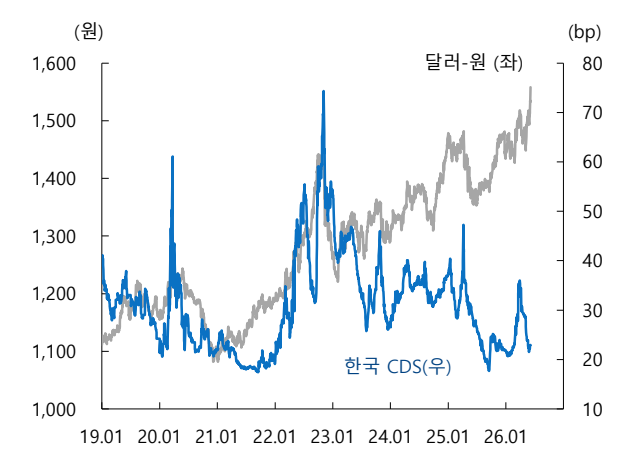


그림12. 호르무즈 해협 봉쇄 지속 시 7월부터 글로벌 원유재고 수준에 경고등이 켜질 수 있음



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림13. 달러-원 환율 급등과 달리 국내 CDS는 하향 안정세



Compliance notice

· 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 · 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (박상현)
 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.