Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

해외채권 Analyst 허성우
deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

해외채권

유가, AI, 그리고 금리

- **노동소득분배율은 꾸준히 하락하고 있는 반면 미국 기업의 세전 이익은 최고치에 근접**
- **소득 증가율 하락에도 소비를 방어할 수 있는 이유: AI 주도주 상승에 따른 자산 효과**
- **AI 인프라 자본지출을 제외한 미국 경제 체력은 강하다고 볼 수 없음. 하지만 기업의 투자 심리는 여전히 강함**
- **이미 유가 하락 반영한 금리. 견조한 성장률 이어진다면 하반기 금리 상승에 무게**

유가 하락 반영된 금리의 다음 방향성 모색

미국의 노동소득분배율(labor share of income)이 역사상 최저치를 기록 중이다. 쉽게 말해 노동자들에게 돌아가는 임금과 급여의 비중이 큰 폭으로 감소했음을 의미한다.

노동소득분배율은 20세기 후반까지 안정적이었지만, 2000년대 초반 닷컴 버블 붕괴와 금융위기를 거치며 구조적 하락을 겪고 있다. 즉, 미국의 생산성이나 물가가 노동자들의 임금보다 빠르게 성장했음을 의미한다. **[도표 1]**

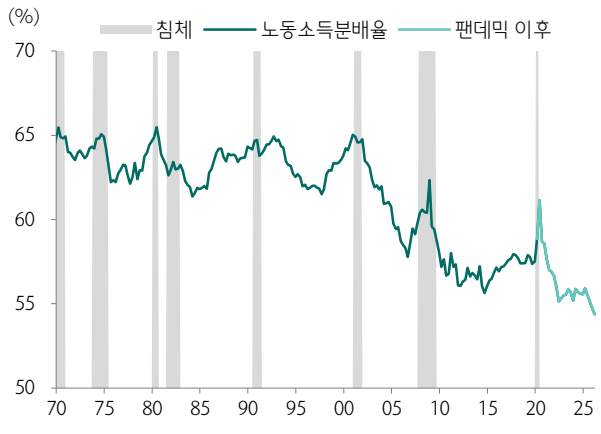
팬데믹 이후 하락세 역시 과거 패턴을 반복하고 있다. 2000년대 이전의 미국 경제는 노동소득분배율이 ① 경기 침체기에 일시적으로 상승 → ② 경기 회복기에 하락 → ③ 경기 확장기 후반 임금 상승과 함께 반등하는 경로를 보였다. 팬데믹 초기 역시 노동소득분배율이 상승한 후 하락하는 전통적인 경로를 밟는 중이다. **[도표 2]**

연준 보고서('The Post-COVID Decline in the Labor Share')에서도 언급한 것처럼 노동소득분배율 하락의 원인은 '산업 간 이동(share)'이 아니라 전적으로 '산업 내부의 변화(shift)'에 의해 주도된 것으로 파악된다. 즉, 특정 산업으로의 쏠림 때문이 아니라 각 개별 산업 내부에서 기업들이 생산성 향상의 과실을 노동자(임금)에게 나누지 않고 자본(마진)으로 온전히 독식하고 있는 것이다.

물론 산업별로 보면 교육·헬스케어처럼 노동 집약도가 높아 노동소득분배율이 높은 업종이 있는 반면, 제조업이나 농업처럼 자동화 비중이 높아 분배율이 낮은 업종이 있다. 팬데믹 기간에 노동소득분배율이 낮은 산업으로 경제 활동이 쏠렸다면, 개별 산업 내 분배율에 변화가 없더라도 전체적인 노동소득분배율은 하락할 수 있다.

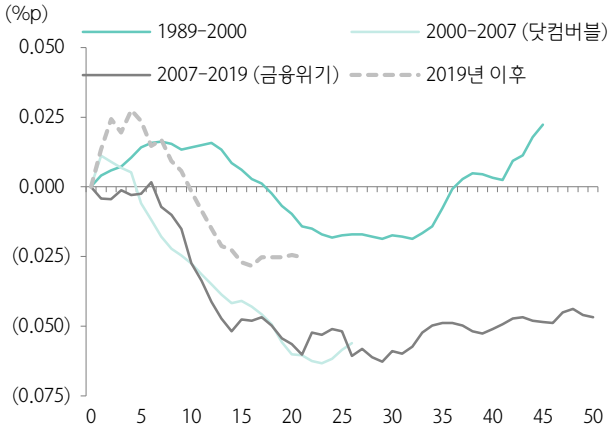
이를 검증하기 위해 산업 생산량 비중의 절대적 변화량을 나타내는 '재배분 지수'를 분석한 결과 닷컴 버블과 금융위기 전후와 유사하게 팬데믹 초기에는 산업 간 재배분이 급증했으나 이후 낮은 수준에서 안정되었음을 확인했다. 즉, 어떤 산업이든 상관없이 모든 산업 안에서 기업들이 벌어들인 돈에 비해 노동자들에게 임금을 덜 준 것이다. **[도표 3~4]**

도표 1. 노동소득분배율 추이
: 팬데믹 이후 역대 최저치까지 하락



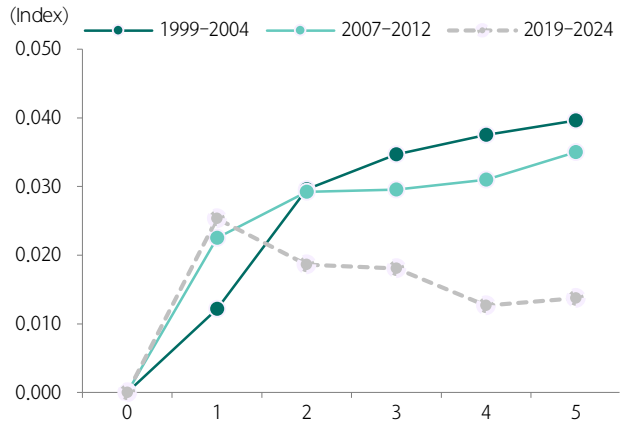
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 침체 국면 이후 노동소득분배율 추이
: 경기 침체기 일시적 상승 → 회복기 하락 → 확장기 반등하는 흐름



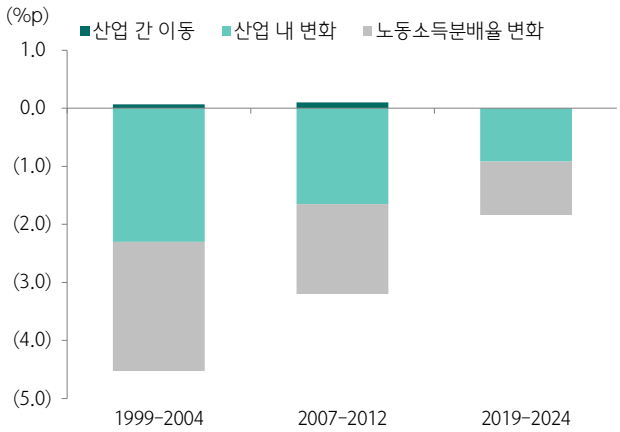
자료: NY Fed, 하나증권

도표 3. 연준의 재배분 지수
: 팬데믹 이후 일시적으로 산업 간 재배분이 급증하다 안정되는 흐름



주: 재배분 지수 상승은 산업 간 이동이 활발해졌다는 의미
자료: NY Fed, 하나증권

도표 4. 노동소득분배율 하락을 주도하는 요인
: 산업 간 이동보다는 산업 내 변화가 노동소득분배율 하락을 주도



자료: NY Fed, 하나증권

노동소득분배율과 기업 세전 이익은 상반된 흐름

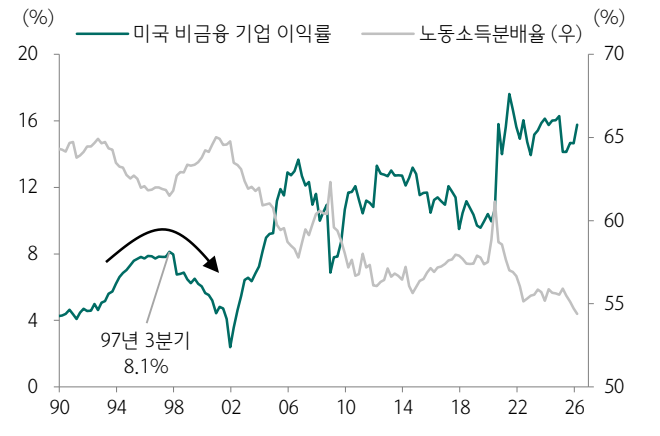
노동소득분배율은 꾸준히 하락하고 있는 반면, 미국 기업의 세전 이익은 역사상 고점 부근에 위치해 있다 **[도표 5]**. 생산성(Productivity) 대비 단위노동비용(Unit labor cost) 상승이 억제되고 있기 때문이다. 즉, 기술 혁신과 공급망 재편의 과정에서 기업의 교섭력은 극대화된 반면, 노동의 몫은 지속적으로 하락하고 있다.

90년대와 달리 임금 상승은 제한적이며 AI를 필두로 생산성이 높아져 기업의 비용 부담 낮아짐

닷컴 버블 직전이었던 1997년 말 기업 세전 이익은 고점을 기록했다. 당시 급격한 임금 상승으로 인해 단위노동비용이 급증했고, 이는 기업 이익 하락으로 연결되었다. 반면 현재는 임금 상승률이 제한적이며, 강력한 생산성이 뒷받침되고 있어 효율적인 생산이 가능하므로 기업의 비용 부담이 상대적으로 크지 않다. **[도표 6]**

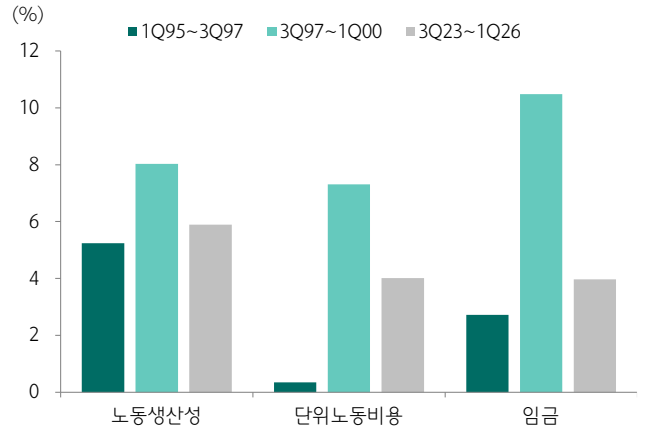
현재 GDP 대비 기술(Tech) 투자 비중은 90년대 고점을 돌파하며 가파르게 상승 중이다. 빅테크 기업(META, AMZN, MSFT, GOOGL)의 26~32년 Capex 규모는 꾸준히 우상향 흐름을 보일 것으로 추정된다(Bloomberg 추정치 인용). **[도표 7~8]**

도표 5. 미국 기업 이익은 꾸준히 상승
: 90년대 말과 달리 기업 이익은 견조한 추세 유지



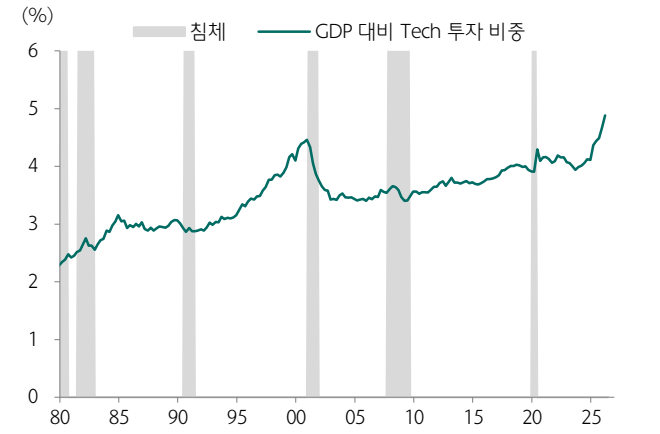
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 단위노동비용과 임금 상승률
: 강력한 생산성 성장으로 임금이 오르더라도 단위노동비용은 하락



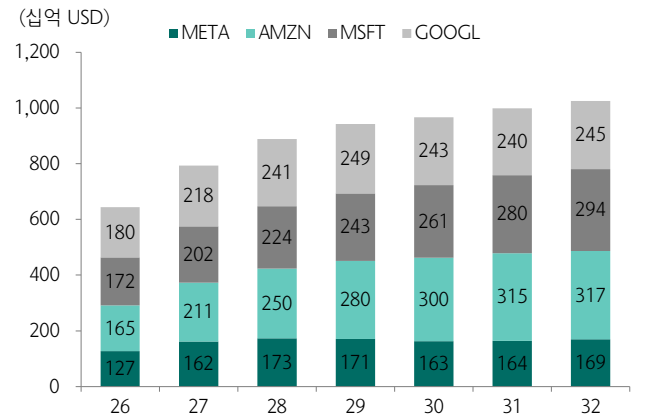
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. GDP 대비 기술(Tech) 투자 비중
: 90년대 말 고점을 상회



주: Tech는 소프트웨어와 정보처리기기를 합산한 수치
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 주요 빅테크의 Capex 투자 규모 예상치
: AI 투자 붐은 당분간 지속될 전망



주: Bloomberg Intelligence 추정치 인용
자료: Bloomberg, 하나증권

경제 호황의 이면에는 가계 저축 하락과 Tech 제외 부문의 투자 침체라는 취약성 존재

미국 경제는 견조한 기업 이익과 꺾이지 않는 민간 소비를 바탕으로 호황을 이어가는 중이다. 그러나 화려한 겉모습 이면에는 가계 저축률의 급격한 하락과 Tech 제외 부문의 침체라는 취약성이 자리잡고 있다. 특히 미국 가계의 소비를 지탱하는 핵심 동력이 견고한 소득 성장이 아니라는 점을 주목할 필요가 있다.

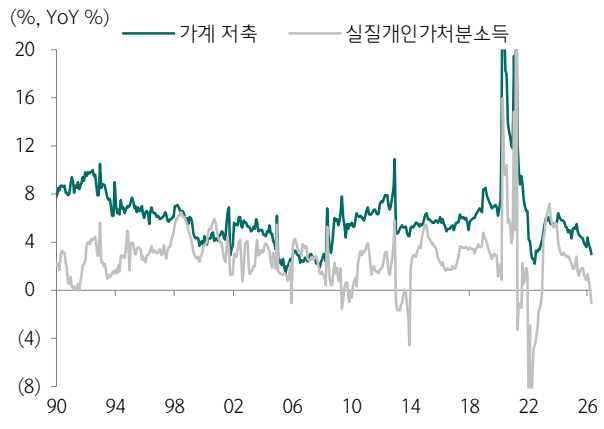
소득 증가세 꺾여도 소비가 유지될 수 있는 이유는 AI 주도주 상승에 따른 자산 효과

코로나 시기 막대한 부양책으로 일시적으로 급증했던 실질개인가처분소득은 최근 역성장을 기록하기 시작했다. 소득 증가세가 가파르게 꺾였음에도 불구하고 소비가 유지될 수 있었던 이유는 가계 저축을 공격적으로 소진했기 때문이다. 현재 가계 저축률은 역사상 최저치 부근에 근접해 있다. **[도표 9]** 소득이 정체되고 저축이 바닥나는 상황에서 가계가 소비를 지속할 수 있었던 자신감은 '주식시장 활황'에서 나왔다.

미국 가계 순자산 내 주식 비중은 부동산 비중에 근접하기 시작

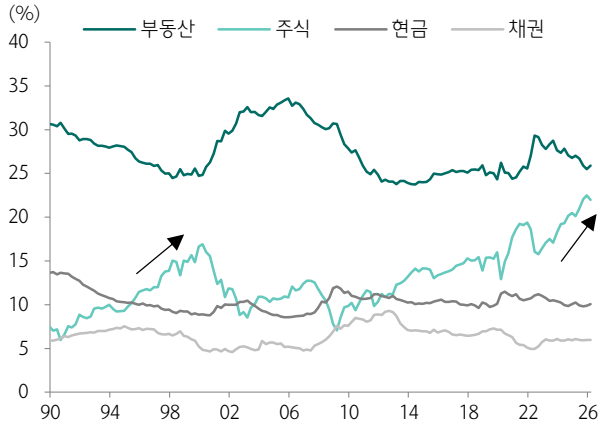
팬데믹 이후 가계 자산 내 주식 비중(22%)은 부동산(26%)만큼 높다. 즉, 미국 가계는 소득이 늘어나서 소비를 하는 것이 아니라, AI 주도주 상승에 따라 불어난 자산 효과로 인해 저축을 공격적으로 갉아먹으며 소비를 방어하고 있는 것이다. **[도표 10]**

도표 9. 경제 호황의 이면
: 소득 증가율과 저축 모두 하락세



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 미국 가계 순자산 항목
: 팬데믹 이후 주식 비중이 큰 폭으로 증가



자료: Bloomberg, 하나증권

90년대 말과 달리 비주거와 주거 항목의 투자는 상반된 흐름

Tech를 제외한 부문의 침체도 여전하다. GDP 대비 고정투자 비중은 1분기 17.8%로 2008년 이후 꾸준히 증가하고 있다. 비주거 항목 내 소프트웨어와 정보처리기기 등 AI 관련 투자는 활황이나, 주거 항목 투자 비중은 꾸준히 낮아지고 있다. **[도표 11]**

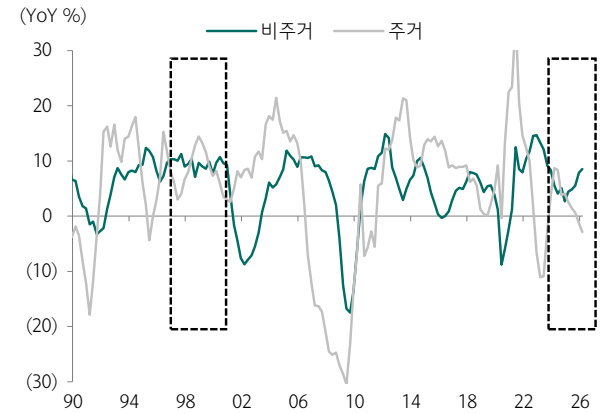
AI 인프라 자본지출을 제외한 미국 경제 체력은 강하다고 볼 수 없음

1990년대 말에는 주거와 비주거 투자 모두 큰 폭 증가하며 고정투자 호조를 이끌었으나 현재 주거용과 Tech 제외 비주거 고정투자는 역성장 중이다. 결국 AI 인프라 자본지출을 제외한 미국 경제 체력은 강하다고는 볼 수 없는 것이다. 자본 지출이 정점을 찍고 AI 관련 기업들의 실적 기대치가 조금이라도 흔들리는 순간 가계 순자산 내 주식 비중 급감과 함께 가계의 소비 여력은 크게 하락할 수 있으며, 견조한 성장률 모멘텀도 꺾일 수 있다.

하지만 기업 투자 심리는 여전히 강함. 금리는 이미 유가 하락을 반영. 견조한 성장 이어진다면 하반기 금리 상승에 무게

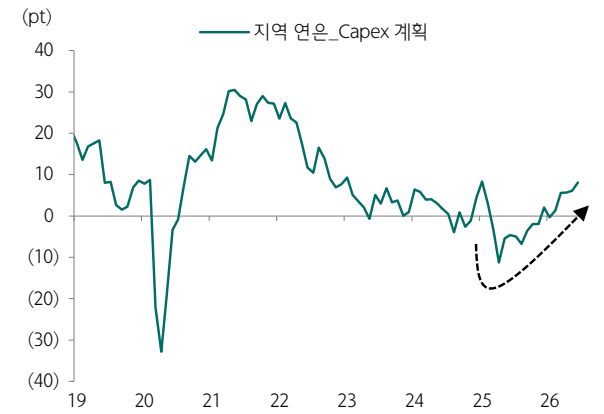
하지만 기업의 투자 심리는 20년 팬데믹과 25년 해방의 날(관세)과 달리 여전히 강해 견조한 성장률 추세가 꺾이기에는 이른 시점이다. **[도표 12]** 유가가 전쟁 직전 수준까지 하락하면서 기대인플레이션은 빠르게 안정되었으나, 연준의 긴축 기조에 실질금리가 높아져 금리 하단을 단단하게 고정하고 있다. 견조한 성장률이 이어진다면 금리 하락폭은 제한적일 것이며, 하반기에는 금리 하락보다는 상승에 무게를 둘 필요가 있다는 판단이다. 연말 미국 10년 금리 4.6% 전망 유지한다(하단 4.4% 상단 4.8%).

도표 11. 고정투자 항목 증가율
: 90년대 말과 달리 현재는 비주거와 주거 투자는 상반된 흐름



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 12. 지역 연은의 자본지출 전망
: 유가 충격에도 기업들의 투자 심리는 여전히 강함



주: 5개 지역 연은의 자본지출(Capex) 예상 평균치 산출
자료: Bloomberg, 하나증권