IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

# IBKS Economy Monitor

## Focus on Week: 연준과 투자자의 고민이 깊어지는 미국경제의 온도

경기 침체 우려에도 불구하고 견고한 노동시장과 실물지표로 인해 연준 통화정책에 대한 불확실성이 확대되고 있다. 경기에 대한 우려와 실제 경제지표 사이의 괴리가 발생하는 본질적인 요인은 초과저축이다. 초과저축으로 인해 미국 경제는 이전과 다른 이례적인 움직임을 보여주고 있으며 올해 하반기까지 연준 금리 결정과 관련한 시장의 불안과 경기 전망에 대한 불확실성은 계속될 가능성이 높다. 다만 초과저축은 내년 초 소멸될 것으로 보이며 이에 따라 미국경기의 괴리가 해소될 것으로 전망한다.

### 우려와 달리 아직 뜨거운 노동시장과 소비 경기로 인해 연준 금리 인상의 불씨가 꺼지지 않고 있는 금융시장

6월 FOMC를 앞두고 최근까지 금융시장의 관심이 집중되던 미 부채한도 협상이 마무리됨에 따라 시장 참여자들의 관심은 다시 미 연준의 통화정책 결정에 모아지고 있다. 이미 연준 통화정책과 관련한 시장 기대는 요동을 치고 있다. 미국 물가 지표나 연준 관계자들의 발언에 따라 큰 변동성을 보였던 6월 금리 결정에 대한 시장 기대는 최근 들어 기대가 동결 쪽으로 모아지는 분위기이지만 대신 7월 FOMC에서 금리 인상될 것이라는 기대가 높아지며 투자자들의 고민도 깊어지는 모습이다. 5월 FOMC까지만 하더라도 금리 인상 종료 기대가 높고 하반기에는 금리 인하 기대가 형성되었던 것을 생각해 보면 미 연준 금리 인상에 대한 우려가 아직은 꺼진 불이 아니라는 것을 의미한다.

미국 통화정책 결정에 대한 불확실성과 긴축 지속에 대한 우려가 계속 살아나고 있는 것은 계속되는 경기침체 우려에도 불구하고 미국 경제가 이직 뜨겁기 때문이다. 이를 가장 잘 보여주는 지표가 미국 경기선행지수와 동행지수의 흐름이다. 미국 경기선행지수의 흐름은 이미 침체가 현실화되어야 하는 수준으로 하락해 있고 지금도 지속적으로 하락 중이다. 채권시장의 장단기 금리차 역전 폭이 더 확대되고 있고 기업이나 가계들의 체감경기지표들도 계속 하락하고 있기 때문이다. 하지만 이 우려와 달리 미국 GDP 성장률은 쉽게 마이너스 쪽으로 딸려 내려가지 않고 있으며 이런 실물지표의 종합지표인 동행지수흐름도 횡보하는 흐름을 이어가고 있다. 견조한 실물지표의 중심에는 미국 소비지표가 있고 기대보다 양호한 소비의 근간은 최근 고용지표에서 확인한 것과 같은 견고한 노동시장의 강세가 유지되고 있다는 점이고 양호한 소비의 결과물은 기대만큼 가파르게 하락하지 못하고 있는 물가지표라 할 수 있다. 연준과 시장참여자들의 고민의 출발점이다.

이전 자료들에서 여러 번 언급했지만 이번 코로나 팬데믹 국면에서 미국 경기에 대한 우려와 불안을 반영하는 선행지표와 우려만큼 악화되지 않고 있는 동행지표의 괴리를 만들어내며 경기국면과 향후 전망에 대한 판단을 어렵게 만드는 본질적인 요인은 초과저축이다. (2023년 5월 19일 Economy Monitor '수수께끼 같은 미국 경제 흐름을 이해하는 열쇠 – 초과저축', 5월 26일 Economy Outlook 'Cognitive dissonance – 경기 인식과 지표의 괴리 그리고 향후 성장 경로에 대한 고민' 참조)

Economist
정용택
02) 6915-5701
ytjeong0815@ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 팬데믹 국면에서 이례적 현상의 가장 핵심적인 이유는 아직 누적된 초과저축 ➡ 하반기까지는 효과가 이어지고 내년 초 이후 소멸 예상

코로나 팬데믹 발생후 미국의 저축률은 이전에 보기 힘든 큰 폭으로 급등했는데 이전 추세를 벗어난 부분만큼을 '초과저축'으로 규정한다. 이 초과 저축은 미 정부 부양정책의 산물이다. 펜데믹 초기 급락한 경기를 부양하기 위해 GDP 대비 25%가 넘는 재정을 쏟아 부었는데 이 금액 중 상당부분이 가계로 이전되면서 초과저축을 형성한 것이다. 그리고 이렇게 형성된 초과 저축이 소비의 재원으로 가세하거나 자산시장에 유입됨으로써 2021년과 2022년 중반까지 가파른 경기 및 자산시장 상승의 동력으로 작용했다. 또한 이 초과 저축은 금리 인상 충격을 완화해 주는 요인으로도 작용하는데 초과저축이 발생한 초기 가계들이 이 자금을 이용해 부채를 상환함으로써 금리가 가파르게 상승하는 국면에서 이자 지출은 팬데믹 이전 추세를 하회하는 모습을 보여주다 최근 추세를 회복하고 있다.

누적된 초과저축은 지난해 이후 지속적으로 감소되는 흐름에 있으나 여전히 상당한 규모(고점 대비 약 30% 정도)가 남아 있으며 여전히 경제에 작동 중이다. 미국 가계 가처분 소득 금액의 약 5% 정도를 추가로 지원하는 효과를 냄으로써 경기 불안 뉴스가 넘쳐남에도 불구하고 소비성향이 줄지 않게 하고 있고 잔고가 남아 있기 때문에 조금 더 여유를 가지고 일자리를 고르고 있음에 따라 임금이 쉽게 줄지 못하고 국제 원자재가격이 가파르게 하락하고 있음에도 미국 소비자 물가 하락은 완만하게 진행되고 있는 중이다.

대규모 초과저축의 영향이 팬데믹 이후 이전과 다른 미국 경제의 이례적인 움직임을 설명하는 중요한 요인이라면 지금 보여지는 미국 경기의 괴리가 해소되기 시작하는 시기는 결국 초과저축의 향배에 영향을 받을 수 밖에 없다. 초과저축은 지금도 줄어들고 있는데 가계의 저축이 팬데믹 이전 추세로 돌아가는 시점 즉, 초과저축이 소진되는 시기가 오면 고금리 등 경기 위축의 충격을 줄여주는 완충재가 사라지는 것을 의미하는 만큼 지금보다는 소비가 약해질 수 밖에 없고 노동시장의 타이트함도 빠르게 사라질 가능성이 높아질 것이다. 결국 이 시기가 미국 경제가 실제 경기 침체 기로에 놓이는 시기가 될 수 있다. 여러가지 변수가 작용하는 문제 일 수 있지만 최근 축소되고 있는 추세를 이어보면, 팬데믹 이후 형성된 미국 초과저축은 금년 4분기까지는 양(+)의 값을 유지하다가 내년 1분기 중에 마이너스(팬데믹 이전 추세값 이하로)로 내려갈 가능성이 높아 보인다. 이를 감안해서 판단해 보면, 올해 미국경제에 대한 불안감은 계속해서 높겠지만 우려보다는 양호한 지표가 계속 발표될 가능성이 높고 실제 경기침체에 노출되는 시점은 내년 초반일 가능성이 높다고 할 수 있다. 최근 미국경제 성장률에 대한 컨센서스를 보면, 올해 성장률에 대한 기대값은 계속 상승하고 있는 반면 내년 성장률에 대한 전망은 계속 하향 조정되며 4월 이후 역전되었는데 이는 초과저축 소멸을 전후로 한 경기 흐름을 반영한 결과로 해석할 수 있다.

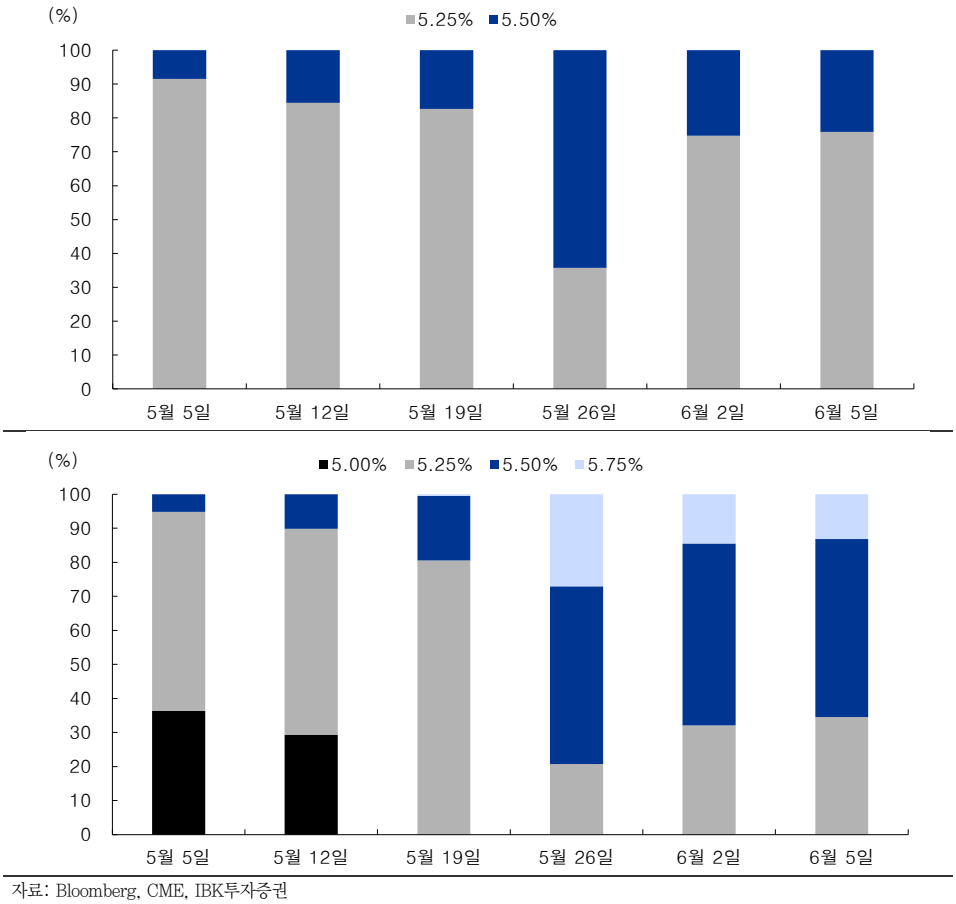
## 결과적으로 미 연준 금리가 인상되지 않을 확률이 더 높다고 하더라도 연준 금리 결정과 관련한 시장의 불안과 투자자들의 갑론을박은 하반기에도 지속되는 현상일 가능성

이런 경기의 흐름을 기준으로 보면, 지금 미국 인플레이션이 미 연준의 목표치를 크게

상회하고 있고 노동시장이 여전히 타이트함에도 불구하고 추가 금리 인상을 결정하기는 쉽지 않을 것으로 보인다. 미국경제가 당초 우려보다 뜨겁고 이로 인해 이른바 '노랜딩(No Landing)' 기대가 제시되기도 하지만 경기침체 우려가 소멸되고 있다기보다는 초과저축으로 인해 뒤로 밀리고 있을 뿐이고 올해가 지나 초과저축이 소멸되면 갑작스럽게 우려가 높아질 수도 있기 때문이다. 또한 인플레이션 지표 수준이나 노동시장의 타이트함이 당초 기대보다 높게 형성되어 있기는 하지만 정점을 지나 둔화되고 있다는 점도 감안할 필요가 있다.

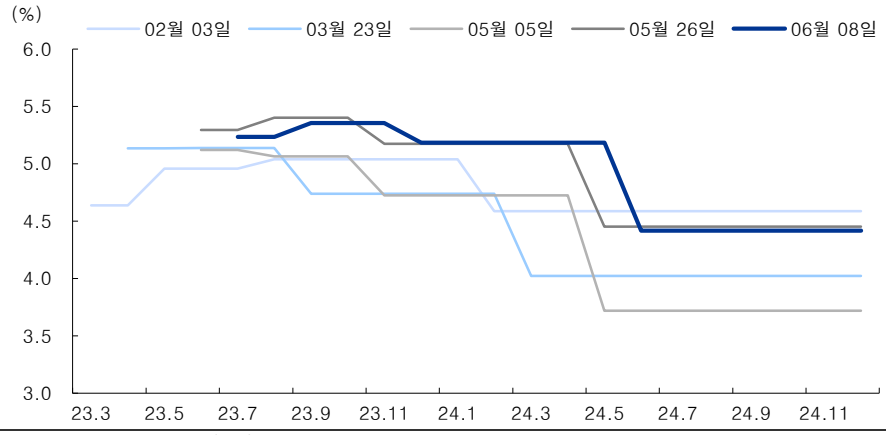
하지만 결과적으로 미 연준 금리가 인상되지 않을 확률이 더 높다고 하더라도 연준 금리 결정과 관련한 시장의 불안과 투자자들의 갑론을박은 하반기에도 지속되는 현상일 가능성이 높다. 규모는 계속 줄어들겠지만 하반기까지 초과저축이 잔존해 있다면, 이 초과저축이 발생시키는 선행지표들과 동행지표들간의 괴리나 경기에 대한 우려와 실제 경제지표 사이의 괴리 등에서 보여지는 혼란스러운 흐름이 하반기에도 지속될 수 있음을 의미하기 때문이다.

**그림 1. 미국 물가 지표나 연준 관계자들의 발언에 따라 큰 변동성을 보였던 6월 금리 결정에 대한 시장 기대(위쪽 그림)는 최근 들어 기대가 동결 쪽으로 모아지는 분위기이지만 대신 7월 FOMC에서 금리 인상될 것이라는 기대(아래 그림)가 높아지며 투자자들의 고민도 깊어지는 모습**



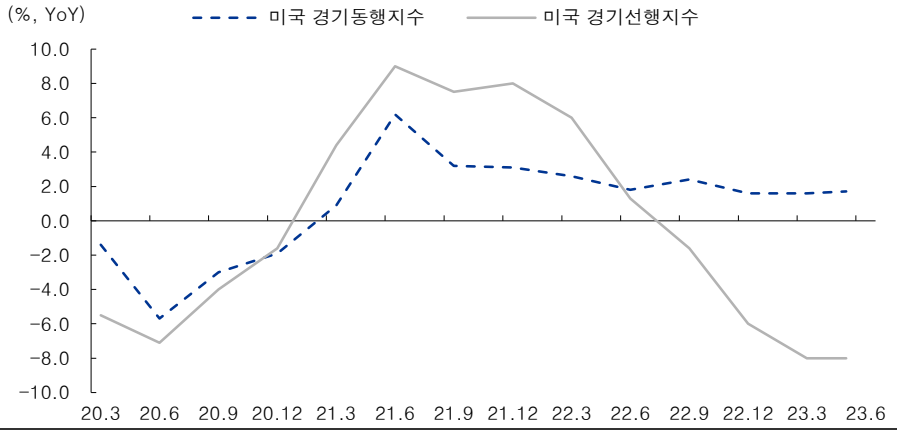

자료: Bloomberg, CME, IBK투자증권

그림 2. 연준 금리 인하 시기에 대한 기대도 뒤로 밀리는 흐름



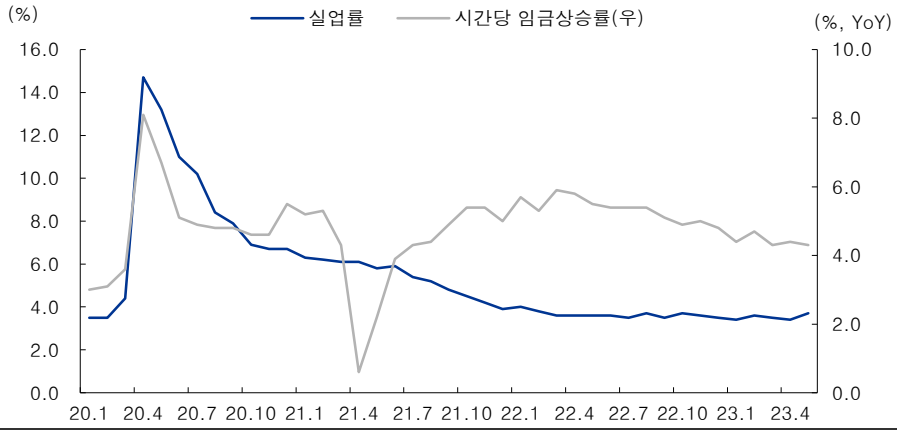

자료: Bloomberg, CME, IBK투자증권

그림 3. 경기침체 우려에도 불구하고 미국 경제가 이직 뜨겁기 때문. 이를 가장 잘 보여주는 지표가 미국 경기선행지수와 동행지수의 괴리



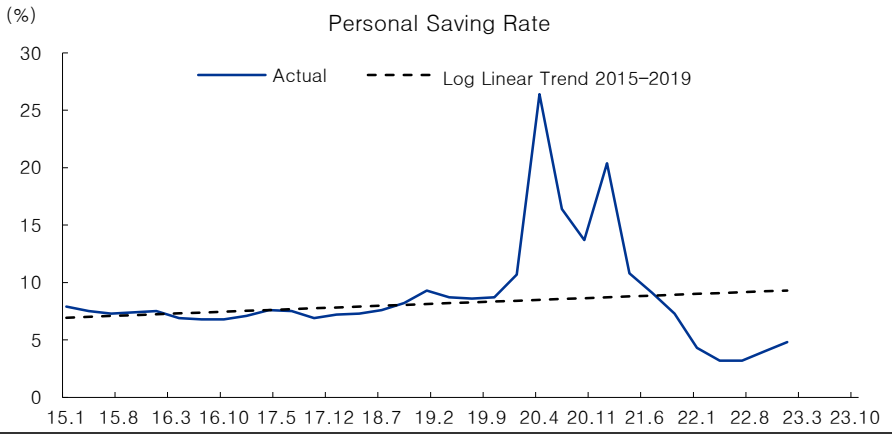

자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 4. 우려와 달리 견조한 실물지표의 중심에는 미국 소비지표가 있고 기대보다 양호한 소비의 근간은 최근 고용지표에서 확인한 것과 같은 견고한 노동시장의 강세가 유지되는 데 있음



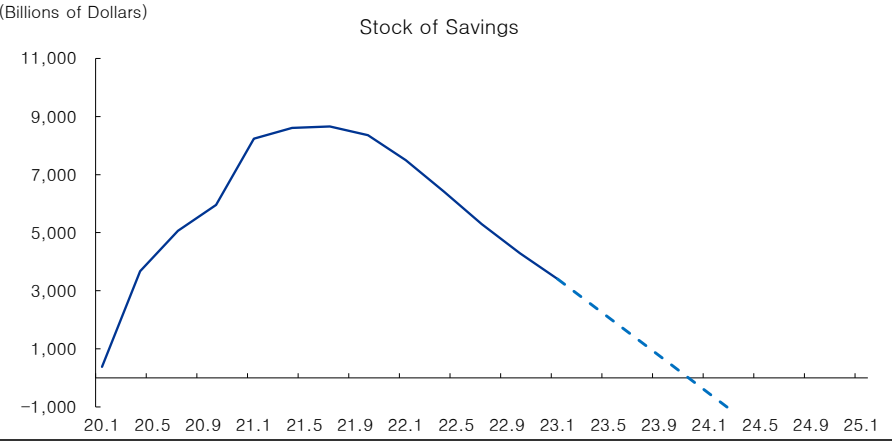

자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 5. 이번 팬데믹 국면에서 나타나는 여러가지 경제 현상을 설명하는 가장 중요한 포인트 중 하나는 대규모 '초과저축' 발생



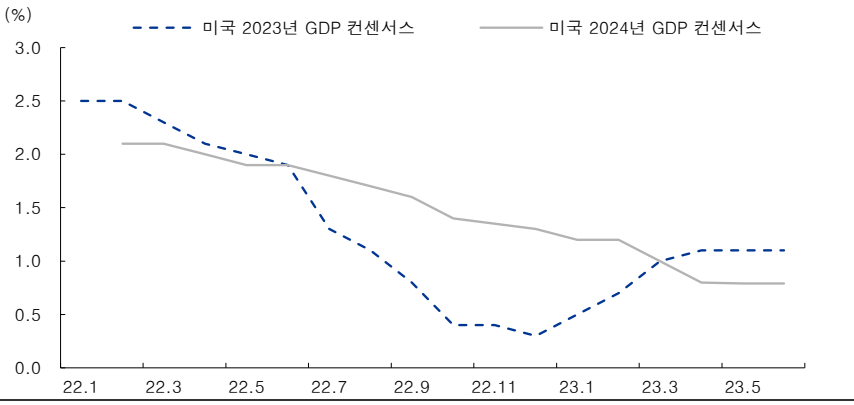

자료: Bureau of Economic Analysis, Fed, IBK투자증권

그림 6. 누적된 초과저축은 지난해 이후 지속적으로 감소되는 흐름에 있으나 여전히 상당한 규모가 남아 있으며 여전히 경제에 작동 중 ➡ 금년 말 지나며 초과저축 소멸 전망




자료: Bureau of Economic Analysis, Fed, IBK투자증권

그림 7. 최근 크게 바뀌고 있는 미국 경제성장률 컨세서스는 이 초과저축 소멸과 관련한 우려를 반영한다고 판단




자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 8. 여전히 뜨겁지만 정점은 지나고 있는 노동시장이나 소멸이 아니라 이연된 경기침체 등을 감안하면 연준 추가 금리 인상이 쉽지는 않을 전망. 하지만 초과저축이 유지되는 기간 동안 지표 왜곡이 지속될 것임을 감안하면 하반기에도 연준 통화정책 결정과 관련한 불안 지속될 듯

자료: Fed, Bloomberg, IBK투자증권