meritz Strategy Daily

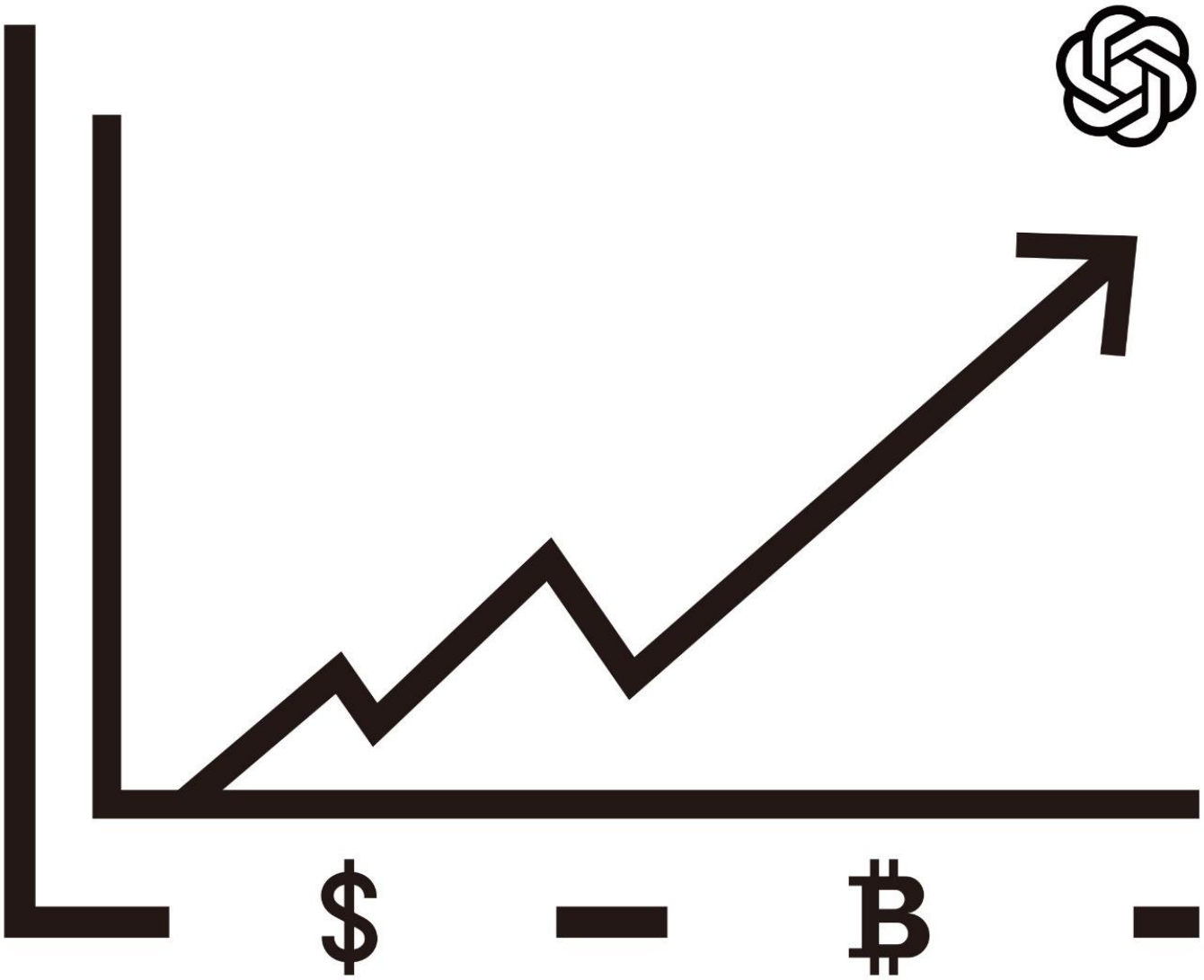
전략공감 2.0

2024. 3. 28 (목)

Strategy Idea
자산가격 상승과 미국 소비

오늘의 차트
트럼프소셜 상장, 트럼프의 동아줄이 되다

칼럼의 재해석
코로나 이후 나타난 노동시장의 변화



본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

meritz 메리츠증권

Strategy Idea

해외채권/크레딧
Analyst 임제혁
02. 6454-4898
jeyhyuk.im@meritz.co.kr

자산가격 상승과 미국 소비

- ✓ 자산가격 상승, 소득분위별로 영향 차별화. 중하위층 부의 효과(wealth effect) 제한적
- ✓ 중하위층 임금둔화 & 부채부담 국면에서 자산투자 늘리지 못하고 있음
- ✓ 부의 효과→소비 확대의 단기적인 모멘텀 약해, 리세션 막는 안전판 효과 기대

여전히 높은 미국 소비성향

높아진 소비성향, 지난해 소비 기여도 높아

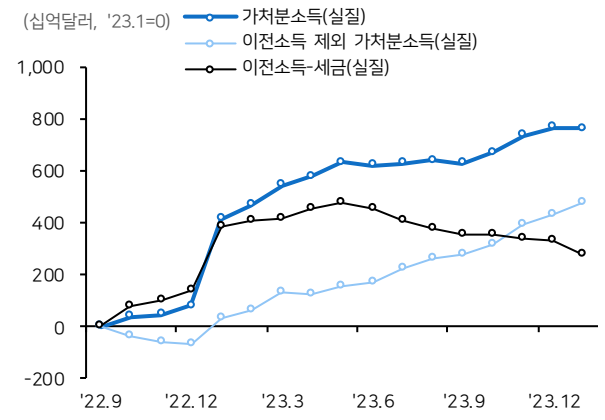
지난해 견조했던 소비의 배경에는 1) 재정자극 감소를 상쇄한 임금소득<그림 1>, 그리고 2) 지난해 하반기부터 높아지기 시작한 미국 가계의 소비성향이 있다<그림 2>. 지난해 6월 이후 가처분소득이 0.83% 오르는 동안 소비성향도 +0.84% 상승하며, 개인소비지출(+1.68%) 증가세에 크게 기여했다.

다만 예상치를 지속적으로 상회했던 소비가 올해 들어 둔화세를 보이고 있다. 지난 2월 소매판매도 시장 예상치를 하회하며 아틀랜타 연준의 GDP Now의 1Q GDP 전망치는 2%까지 하향 조정되었다.

자산↑→소비↑ 부의효과, 단기적인 모멘텀 약해져

경직적인 소비성향과 가계의 자산가격이 상승으로 인해 소비 둔화가 지속되지 않을 수 있다는 의견이 일부 제기되고 있으나, 자산가격 상승으로 인한 부의효과는 지난해에도 제한적이었고, 향후 단기적인 모멘텀 또한 약한 것으로 판단한다.

그림1 실질 이전소득 감소를 상쇄한 견조한 임금소득



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 가계 소비성향 추이

자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

Wealth Effect의 소득분위별 차별화

낙관적인 실업 전망 되돌리며 소비 성향도 둔화될 것

높은 소비성향의 근간은 여전히 타이트한 노동여건의 영향력이 가장 큰 것으로 판단한다. 다만 현재 낮은 실업률을 고려하더라도 미시간대학교의 서베이 결과에서 실업에 대한 우려가 과도하게 낮다<그림 3>. 현재 부채부담 및 중소기업의 고용계획을 고려할 때 고용시장의 타이트함이 추가적으로 완화되면서 낙관적인 실업 전망 또한 일부 되돌릴 것으로 예상한다.

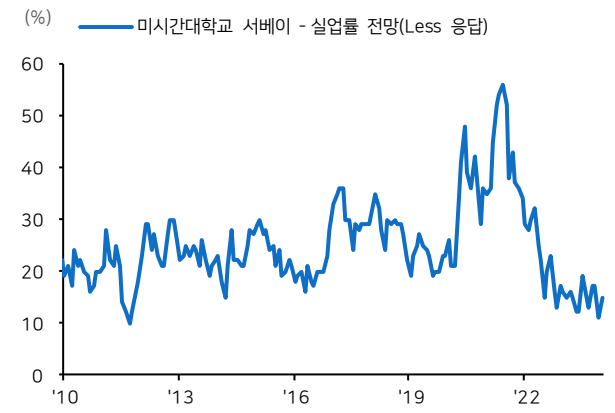
순자산 추이, 소득분위별로 차별화

한편 미국 가계의 순자산(자산-부채)은 부동산과 주가 회복에 힘입어 2023년부터 (+) 전환에 성공했다. 다만 순자산 추이는 임금소득별로 상위층과 중하위층 간에 차별화가 진행되고 있다<그림 5 >.

상위 10%를 제외하고 순자산 전년대비 감소

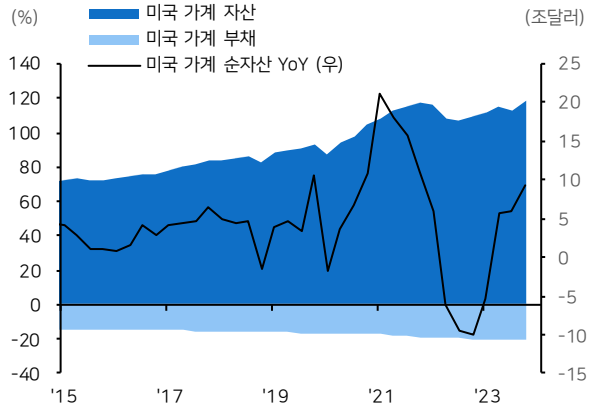
상위 10%를 제외한 계층에서 2023년 4분기 순자산(PCE deflated)은 전년동기 대비 거의 늘어나지 않았고, 가처분소득 대비로는 오히려 소폭 줄어들었다. 순자산이 증가한 소득분위는 상위 10%에만 해당되었다. 이러한 차별화의 주요 배경에는 부채부담이 자리하고 있는 것으로 판단한다.

그림3 낙관적인 실업률 전망 점차 되돌릴 것



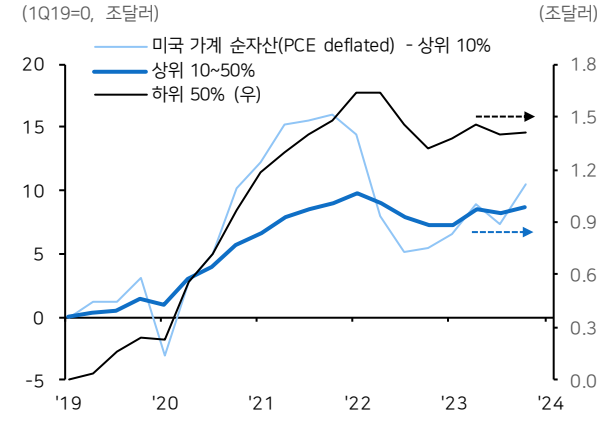
자료: Mich.U, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 가계 순자산 지난해부터 (+) 전환



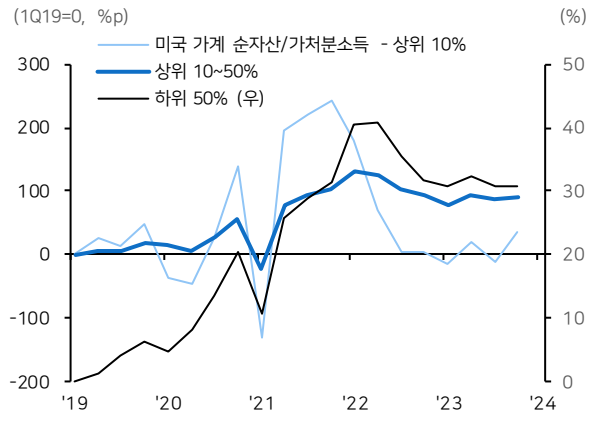
자료: FED, 메리츠증권 리서치센터

그림5 중하위등급 순자산, 거의 늘어나지 않아



자료: FED, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 가처분소득 대비해서는 지난해대비 소포 감소



주: 임금소득별 가처분소득 비중은 2022년과 동일하다고 가정
자료: FED, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

미국 가계 30~40% 지출<소득

미국 가계의 30~40%는 벌어들인 소득을 다 지출하는, 하루 벌어 하루 살아가는 소비패턴을 보인다. 2021년 막대한 재정으로 이전소득이 늘어나며 1~2분위 소득자들의 소비성향이 하락했으나, 이후 해당 분위의 소비성향은 다시 이전 수준으로 회복되었다<그림 7>.

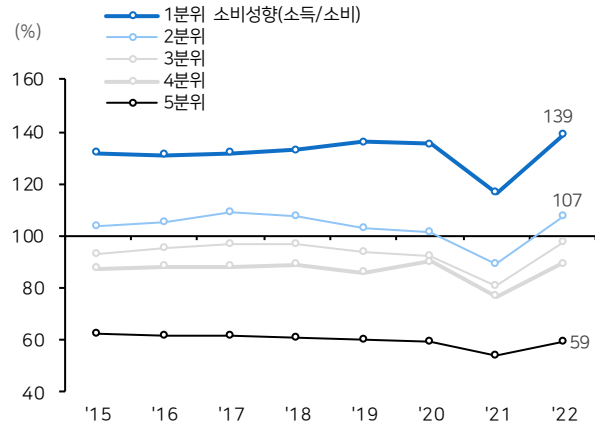
코로나 이후 더 빠르게 늘어난 중하위층의 부채부담

소득보다 소비가 더 많은 하위등급 소득자들의 특성상 이들의 부채는 추세적으로 증가하게 된다. 하위 50% 소득자의 순자산 보유 비중은 5.8%에 불과하지만, 전체 소비자 신용 대비 비중은 51%, 부채 비중은 31%에 달한다. 상위 10~50% 소득자들 또한 부채 비중이 44%로 순자산 보유 비중 30.6%보다 높다.

2023년 순자산 증가, 상위10%가 80%차지 (상위 1%: 41% 차지)

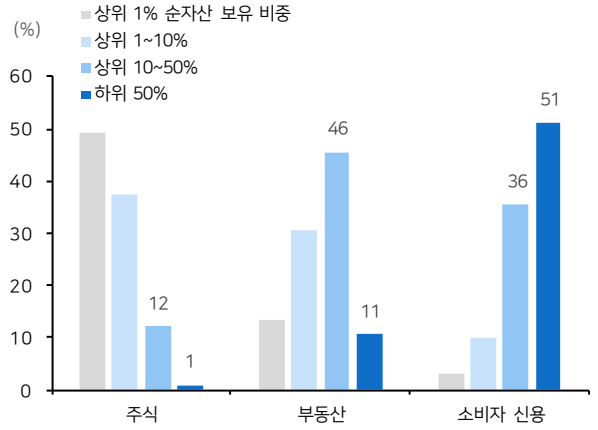
코로나 이후 중하위층의 부채 증가 기울기는 더 가팔라지는 가운데 긴축으로 인해 금리가 상승하며 이자부담이 높아졌다. 이로 인해 상위등급에 비해 추가적인 자산 투자가 줄어들었을 것으로 예상한다. 결국 2023년 순자산 증가분의 80%는 소비성향이 낮은 상위 10%에게 돌아갔으며, 하위 50%, 상위 10~50% 소득자의 가구당 순자산 증가는 각각 2천 달러, 2.8만 달러 수준이었다<그림 10>.

그림7 소득분위별 소비성향 추이



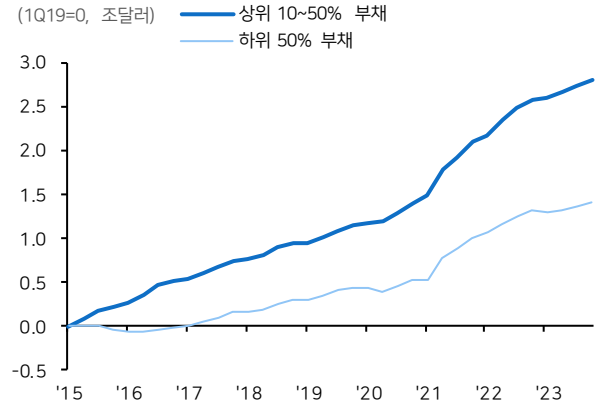
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림8 중하위층, 자산은 적고 부채는 많은 경향



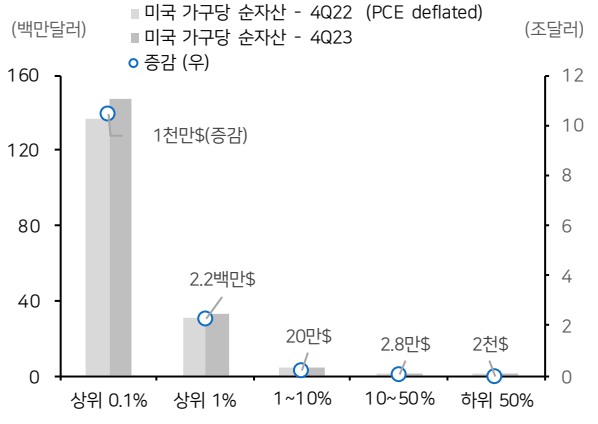
자료: FED, 메리츠증권 리서치센터

그림9 코로나 국면 이후 부채 빠르게 늘어나



자료: FED, 메리츠증권 리서치센터

그림10 순자산 증가, 상위층 가계에 집중



주: 임금소득별 가처분소득 비중은 2022년과 동일하다고 가정
자료: FED, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

하위 90% 소득자, 부의효과 0.16% 수준으로 추정

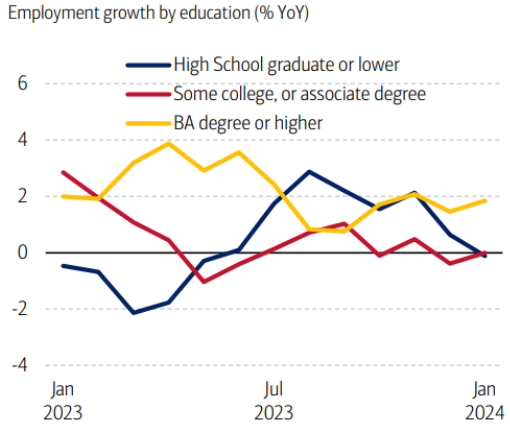
Bostic, Gabriel, Painter(2009)의 연구결과에 따르면 집값 1달러 상승으로 인한 소비증가 효과는 6센트 수준이었다. 중하위등급의 순자산 가격 상승이 대부분 부동산이었다는 점을 고려했을 때 2023년 하위 90% 가계의 부의효과의 소비 기여도는 0.16% 수준에 불과했던 것으로 추정한다. 향후 부채 부담이 지속되는 국면에서 중하위층의 부의 효과로 인한 소비 부양도 제한적일 것으로 예상한다.

중하위층의 부담, 리세션은 아니지만 소비 둔화로 이어질 것

코로나 국면 이후 레저와 같은 저임금노동 섹터를 중심으로 임금 상승세가 가팔랐었다. 그러나 고용쇼티지가 완화되는 국면에서 저임금섹터의 임금 모멘텀은 축소되었으며, 고용 증가세 또한 둔화되고 있다<그림 11>. 저노동자 비중이 높은 중소기업 또한 부정적인 채용계획 의사가 늘어났다<그림 12>.

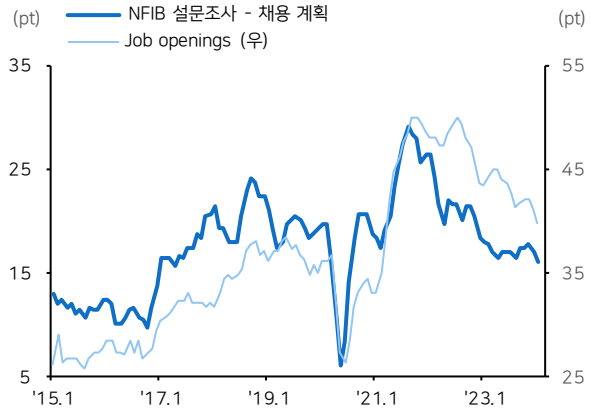
지난해와 달리 소비 추이는 결국 임금이 결정할 것이다. 1) 올해 재정적자가 지난해와 비슷하게 책정되며 재정자극 확대가 제한적이고, 2) 세율이 정상화되고 있기 때문이다. 개선되는 고용여건을 기반으로 소비 둔화세가 이어질 것으로 예상된다.

그림11 저임금 섹터 고용 모멘텀 둔화 중



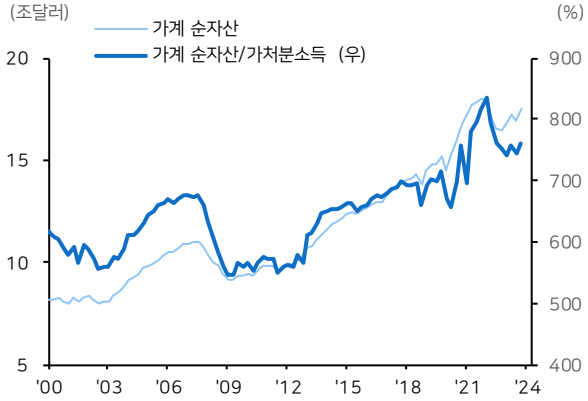
자료: BOA

그림12 중소기업 부정적인 채용 계획 늘어나



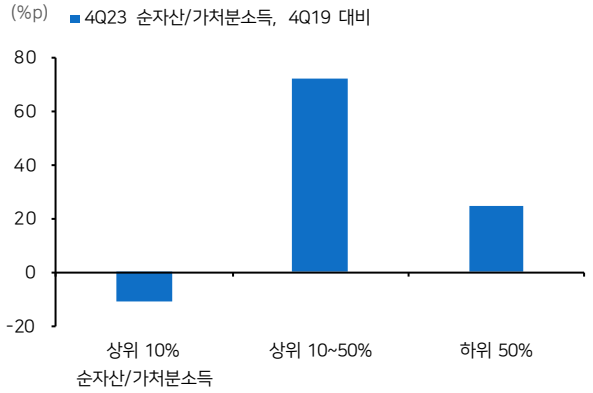
자료: NFIB, 메리츠증권 리서치센터

그림13 코로나 이전 대비 개선된 미국 가계 자산건전성



자료: FED, 메리츠증권 리서치센터

그림14 2019년 대비 순자산/가처분소득 증감



자료: FED, 메리츠증권 리서치센터

개선된 중하위층 자산건전성, 소비의 급격한 위축 막을 것

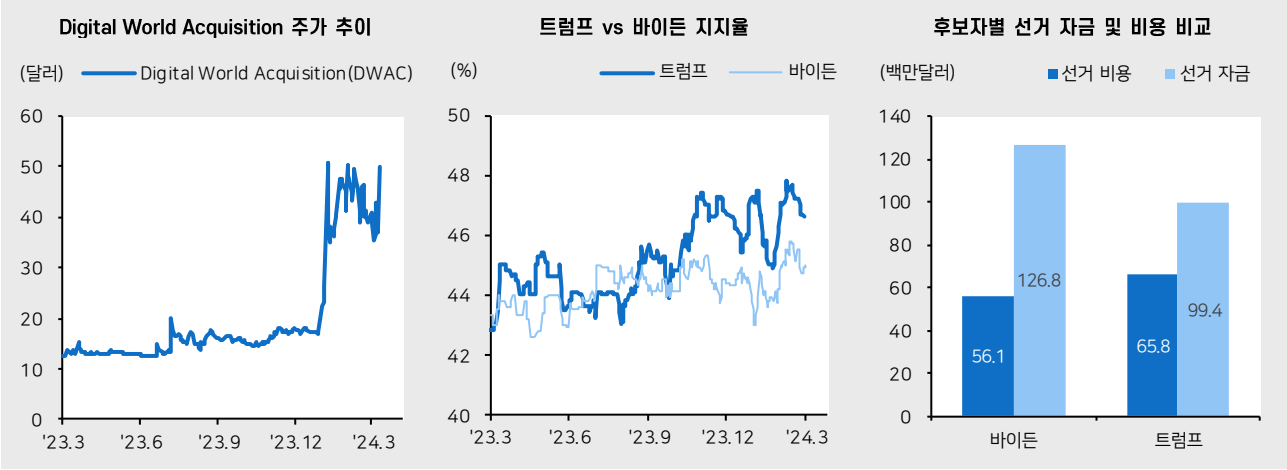
순자산 증가세의 단기적인 모멘텀은 줄어들었지만, 코로나 이전대비 중하위층의 자산건전성은 개선되었다<그림 13, 14>. 코로나 이전 대비 순자산/가처분소득 비중은 상위 10%보다 중하위 층을 중심으로 상승했었다.

개선된 중하위층의 재정건전성은 향후 고용둔화 국면에서 소비의 침체를 막는 안전판 역할을 할 것으로 기대된다.

오늘의 차트

황수욱 수석연구원

트럼프소셜 상장, 트럼프의 동아줄이 되다



자료: Bloomberg, RealClearPolitics, Federal Election Commission, 메리츠증권 리서치센터

Trump Media and Technology(DJT)의 상장

3/25 트럼프 전 대통령이 설립한 소셜미디어 '트루스소셜'의 모기업인 Trump Media and Technology의 상장이 확정되었다. 이후 트럼프 지지세력의 매수세로 인해 SPAC회사인 DWAC 주가는 당일 35% 상승했다.

트럼프의 자금 리스크

이번 상장이 주목받는 이유에는 트럼프의 자금난 해소가 있다. 대선 레이스에서 현재 트럼프의 주요 걸림돌은 사법 리스크와 자금난이다. 트럼프가 얽혀있는 95개의 사건 중, 가장 대표적인 것은 '부동산 부풀리기 사기 대출' 의혹이다. 재판 진행을 위해서 트럼프는 법원에 약 1억 7,500만 달러의 공탁금을 납부해야 한다.

자금 리스크: 경합 상황에서 자금난이 변수가 될 가능성

이에 따라 대선 캠페인을 8개월 앞두고 자금난이 또 다른 리스크로 떠올랐다. 트럼프와 바이든의 지지율 격차가 1.6%p로 크지 않은 상황에서, 자금 부족으로 캠페인 활동에 제약이 생긴다면 지지율에 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 선거 자금 모집은 바이든이, 비용은 트럼프가 앞서는 와중에 각종 사법 이슈와 관련된 대규모 비용 추가가 예상되자 자금 리스크가 더욱 부각되고 있다.

상장 결과, 한 시름 놓은 트럼프

그런데 이번 상장으로 트럼프가 지분을 취득하게 되며 공탁금 납부 여력이 확보된 것으로 풀이된다. 27일 종가 기준 시가총액 18억 달러, 지분율 58%을 고려했을 때 DJT 상장으로 얻은 트럼프의 지분 가치는 약 11억 달러이다. 트럼프는 상장을 통해 확보한 재원을 재판 진행에 활용하겠다는 의지를 우회적으로 드러냈는데, 이로써 자금 리스크가 일단락 된 것으로 보여진다.

그러나 향후 주가 변동에 따른 리스크 재점화에 유의

한편 1) 트루스소셜은 설립 이후 순이익을 기록한 적이 없어 펀더멘털이 부진한 상황이며 2) 그동안의 주가 상승이 펀더멘탈이 아닌 트럼프 지지자의 매수세에 기인했기에, 향후에도 상승세가 지속될 지는 지켜봐야 한다. 또한 주가 하락 시 트럼프 지지율 관련 리스크가 재점화될 가능성도 고려해야 한다.

칼럼의 재해석

이승훈 연구위원

코로나 이후 나타난 노동시장의 변화 (Brookings)

코로나 19 발생 이후, 미국의 실업률이 역사적 고점을 기록하고 경제활동참가율이 1970년대 이후 최저치로 하락하는 등의 문제가 발생했다. 여기에 인플레이션율까지 1980년대 이후 가장 빠른 속도로 상승하며 미국 경제는 충격에 빠졌다. 물론 최근에는 실업률과 경제활동참가율이 코로나 이전 수준을 대체로 회복하고, 인플레이션율이 연준의 목표치인 2%에 다가가고 있는 모습이다.

그럼에도 분명 노동시장에는 코로나 19 발생 이전과 다른 현상이 나타나고 있다. 첫 번째는 필립스 곡선이 적용되지 않는 현상이 나타난 것이다. 필립스 곡선은 단기적으로 실업률과 인플레이션율이 역의 상관관계가 있음을 나타낸다. 그런데 2022년 이후, 인플레이션율은 하락하는데 실업률은 상승하지 않고 3%대 후반을 유지하는 현상이 나타났다. 심지어는 실업률이 아닌 구인건수/실업자수 배율과 인플레이션율과의 관계가 더 설명력이 높았다. 두 번째는 베버리지 곡선의 우상방 이동이다. 곡선 자체가 상방이동하는 것은 노동시장의 효율성이 저하된 것을 의미한다. 뿐만 아니라, 구인율이 하락함에도 실업률이 유지되는 점 역시 주목할만한 부분이다.

앞으로 주목해볼 노동시장의 변화는 재택근무의 증가에 미친 임금 상승 완화 전략의 영향이다. 여러 보고서에 따르면 기업들은 임금 부담 완화를 위해 재택근무 옵션을 제공하고 있다. 코로나 시기 활성화 되었던 재택근무는 최근까지도 지속되고 있는데, 재택근무의 증가에는 임금 상승세 관리를 위한 기업의 전략이 영향을 주었을 수도 있다는 생각이다.

코로나 이후, 노동시장에 변화가 나타났다

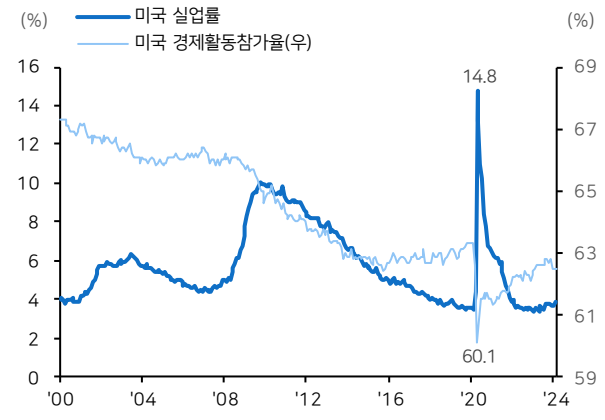
코로나 이후, 미국 경제 충격 발생

코로나 19 발생 이후 미국 실업률(Unemployment rate)이 2020년 4월 14.8%로 역사적 고점을 기록했고, 경제활동참가율(Labor Force Participation)도 2020년 6월 61.5%로 1970년대 이후 최저치를 기록했다. 인플레이션율 역시 코로나 이후 지속적으로 상승하여 2022년 6월 Headline 기준 +9.1% YoY에 이르렀다.

경제가 회복에 접어들었음에도, 노동시장에 변화가 나타남

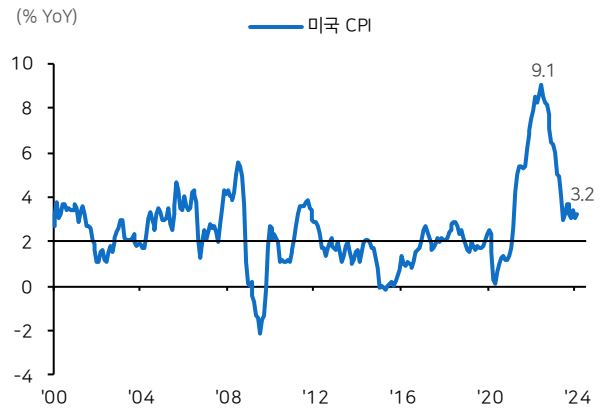
물론 지난 2월 기준, 실업률은 3.9%, 경제활동참가율은 62.5%로 코로나 19 이전 수준을 대체로 회복했다. 인플레이션율 역시 연준의 목표치인 2%는 상회하고 있으나, 둔화 추세를 이어가는 상황이다. 그럼에도 노동시장에서는 코로나 19라는 격변의 시기를 지나며 기존과는 다른 현상이 나타나고 있다.

그림1 미국 실업률 및 경제활동 참가율



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 소비자물가상승률



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

필립스 곡선의 설명력이 낮아졌다

필립스 곡선: 실업률-인플레이션율 간의 역의 상관관계

필립스 곡선은 단기적으로 실업률과 인플레이션율 간에 역의 상관관계가 있음을 나타내는 곡선이다. 이는 실업률이 노동시장에 대한 신뢰할 수 있는 척도라는 가정에 기초한 것이고, 그간 노동시장을 설명하는 중요한 개념으로 자리잡아 왔다.

필립스 곡선의 설명력 하락

<그림3>을 보면, 2021년 이후 인플레이션율이 본격적으로 급등하자, 실업률은 기존의 필립스 곡선의 개념에 따라 점차 하락하기 시작했다. 문제는 코로나에서 벗어나기 시작한 2022년 이후부터다. 인플레이션율은 지속적으로 하락하는 반면, 실업률은 상승하지 않고 대체로 3%대 후반을 유지하는 현상이 나타났다. 즉, 코로나 이후 필립스 곡선의 설명력이 낮아진 것이다.

오히려 구인건수/실업자수 배율과 인플레이션율 관계가 더 명확

오히려 구인건수/실업자수 배율과 인플레이션 관계가 더 명확했다. <그림4>에서 구인건수/실업자수 배율과 인플레이션율의 우상향 관계가 코로나 이후에도 유지되는 모습을 확인할 수 있다. 구인건수/실업자수로 표현되는 노동시장 초과수요가 증가함에 따라 임금 상승 압력이 증가하고, 인플레이션 상승으로 연결된 것이다.

그림3 **필립스 곡선: 코로나 이후 설명력 하락**

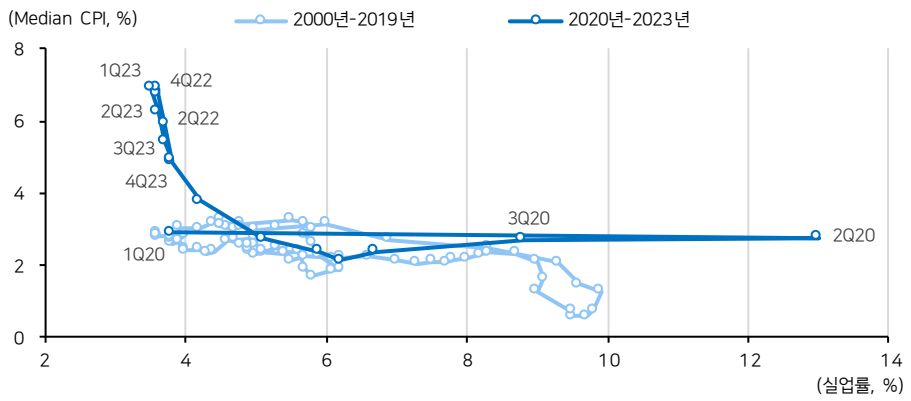
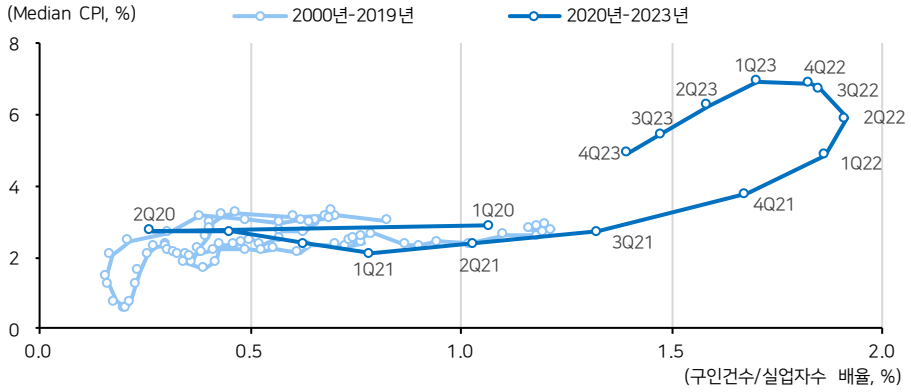


그림4 **구인건수/실업자수 배율과 인플레이션 간의 관계: 노동의 초과수요 → 인플레이션**



주: Median CPI는 구성품목의 지출비중 중앙값을 대상으로 집계 (그림3도 동일)
자료: Cleveland Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터 (그림3도 동일)

베버리지 곡선의 변화

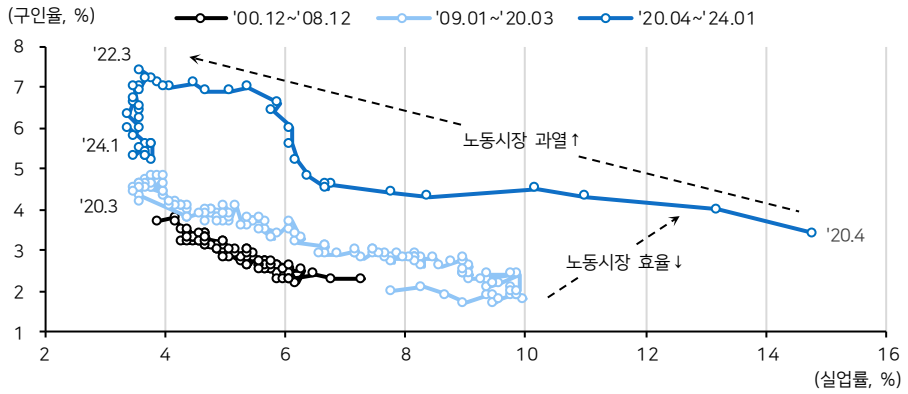
베버리지 곡선 해석 방법:
1) 곡선 이동: 노동시장 효율성
2) 곡선 상 이동: 노동시장 과열

베버리지 곡선은 구인율과 실업률 간에 역의 상관관계를 나타내는 곡선이다. 이는 1) 곡선 상의 이동, 2) 곡선 자체의 이동 두 가지 측면에서 해석할 수 있다. 1) 곡선 상에서 왼쪽으로 이동(구인율↑, 실업률↓)할수록 유휴노동력의 축소를 의미하는데, 더 이동할수록 노동시장의 과열을 의미하게 된다. 그리고 2) 곡선이 원점에서 멀어질수록(구인율↑, 실업률↑) 유휴노동력이 확대되며 노동시장의 효율성이 낮아졌음을 의미한다.

최근 미국 노동시장 진단
1) 회복을 넘어 노동시장 과열
2) 베버리지 곡선 우상방 이동
3) 구인율 하락에도 실업률 유지

미국 노동시장은 코로나로 인해 실업률이 급등한 이후 서서히 하락하며 회복이 진행되어왔다. 그런데 2022년까지 지속적으로 좌상단을 향해 이동하며, 1) 오히려 노동시장의 과열이 나타나게 되었다. 한편, 코로나 이전과의 차이점은 2) 베버리지 곡선 자체가 우상방 이동하며 과거에 비해 노동시장의 효율성이 뚜렷하게 낮아졌다는 점이다. 뿐만 아니라 3) 2022년 이후부터 구인율 하락에도 실업률이 유지되고 있다는 것은 주목할 부분이다.

그림5 미국의 베버리지 곡선



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

앞으로 주목해볼 노동시장의 변화

임금 상승 압력 완화를 위해서 재택근무를 권하는 기업 증가

전미경제연구소(NBER)의 보고서 'The Shift to Remote Work Lessens Wage-Growth Pressures'에 따르면, 조사 대상 기업 500개 중 38%는 임금 상승 압력을 완화하기 위해 원격 근무 기회를 사용한다고 답했다. 그리고 스탠포드 대학교 소속 Hoover Institution의 Steven Davis도 재택근무의 증가는 근로자에게 비금전적 혜택을 제공하는 효과를 줄 수 있기에 임금 부담을 줄일 수 있다고 언급했다.

코로나 이후 활성화된 재택근무는 현재까지도 지속되고 있다. 따라서 재택근무의 증가가 단순히 편리함뿐만 아니라, 임금 상승 완화를 위한 전략에 의한 것일 가능성도 고려할 필요가 있다는 생각이다.

원문: *The U.S. Labor Market Post-Covid: What's Changed, and What Hasn't? (Brookings)*