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

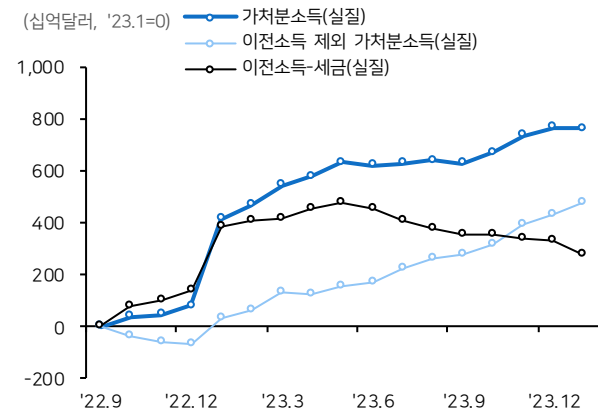
지난해 견조했던 소비의 배경에는 1) 재정자극 감소를 상쇄한 임금소득<그림 1>, 그리고 2) 지난해 하반기부터 높아지기 시작한 미국 가계의 소비성향이 있다<그림 2>. 지난해 6월 이후 가처분소득이 0.83% 오르는 동안 소비성향도 +0.84% 상승하며, 개인소비지출(+1.68%) 증가세에 크게 기여했다.

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.

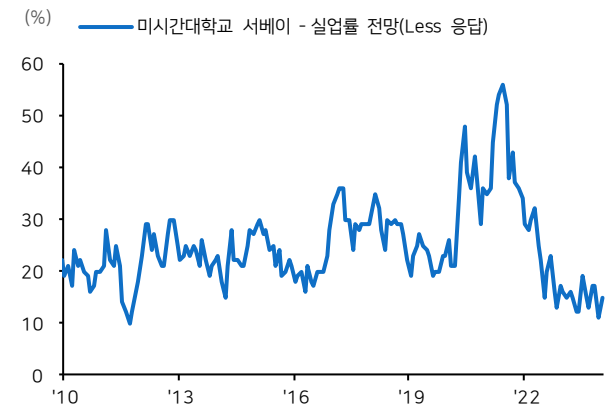
순자산 추이, 소득분위별로 차별화

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

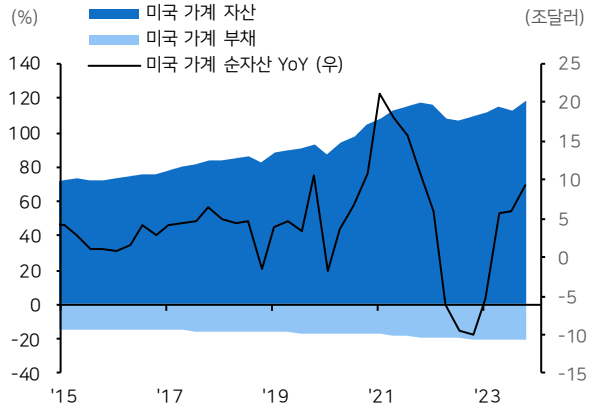
상위 10%를 제외한 계층에서 2023년 4분기 순자산(PCE deflated)은 전년동기 대비 거의 늘어나지 않았고, 가처분소득 대비로는 오히려 소폭 줄어들었다. 순자산이 증가한 소득분위는 상위 10%에만 해당되었다. 이러한 차별화의 주요 배경에는 부채부담이 자리하고 있는 것으로 판단한다.

그림3 낙관적인 실업률 전망 점차 되돌릴 것



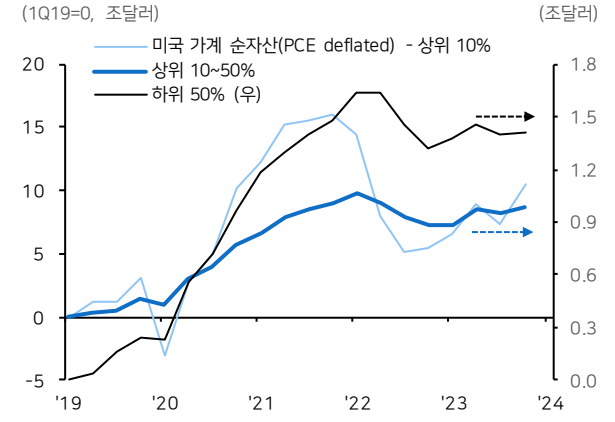
자료: Mich.U, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 가계 순자산 지난해부터 (+) 전환



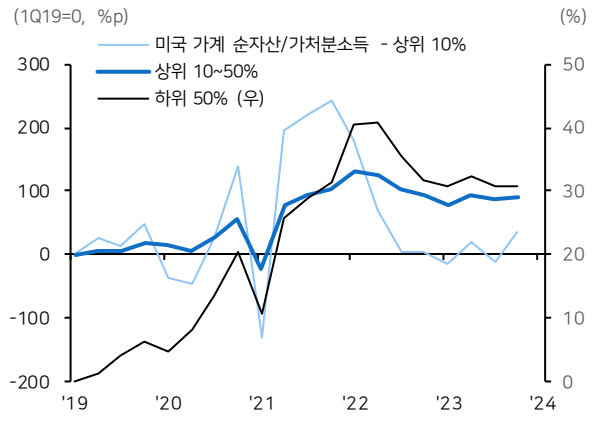
자료: FED, 메리츠증권 리서치센터

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>.

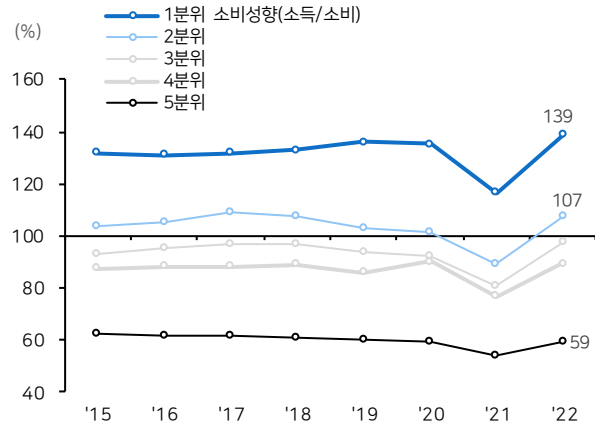
코로나 이후 더 빠르게 늘어난 중하위층의 부채부담

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)

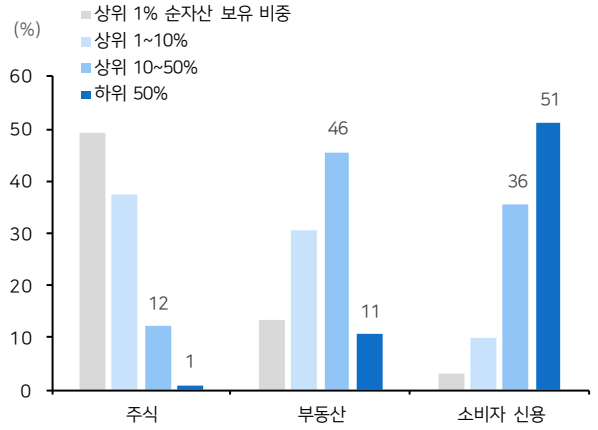
코로나 이후 중하위층의 부채 증가 기울기는 더 가팔라지는 가운데 긴축으로 인해 금리가 상승하며 이자부담이 높아졌다. 이로 인해 상위등급에 비해 추가적인 자산 투자가 줄어들었을 것으로 예상한다. 결국 2023년 순자산 증가분의 80%는 소비성향이 낮은 상위 10%에게 돌아갔으며, 하위 50%, 상위 10~50% 소득자의 가구당 순자산 증가는 각각 2천 달러, 2.8만 달러 수준이었다<그림 10>.

그림7 소득분위별 소비성향 추이



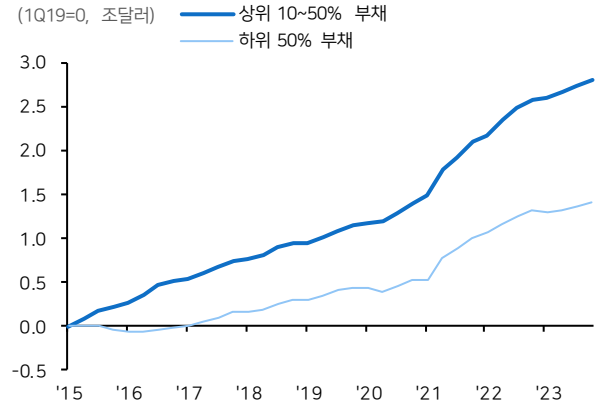
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림8 중하위층, 자산은 적고 부채는 많은 경향



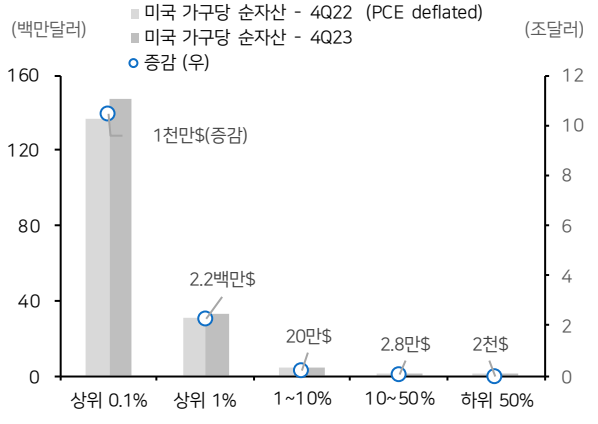
자료: FED, 메리츠증권 리서치센터

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

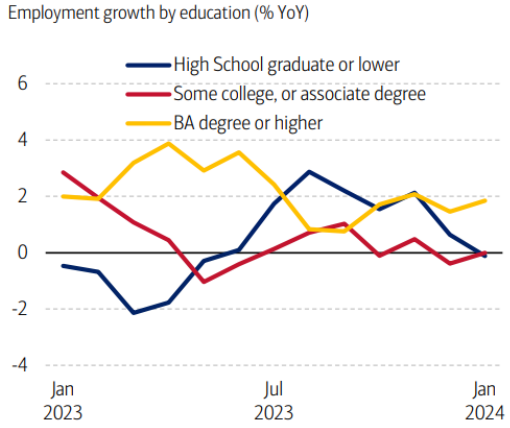
Bostic, Gabriel, Painter(2009)의 연구결과에 따르면 집값 1달러 상승으로 인한 소비증가 효과는 6센트 수준이었다. 중하위등급의 순자산 가격 상승이 대부분 부동산이었다는 점을 고려했을 때 2023년 하위 90% 가계의 부의효과의 소비 기여도는 0.16% 수준에 불과했던 것으로 추정한다. 향후 부채 부담이 지속되는 국면에서 중하위층의 부의 효과로 인한 소비 부양도 제한적일 것으로 예상한다.

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>.

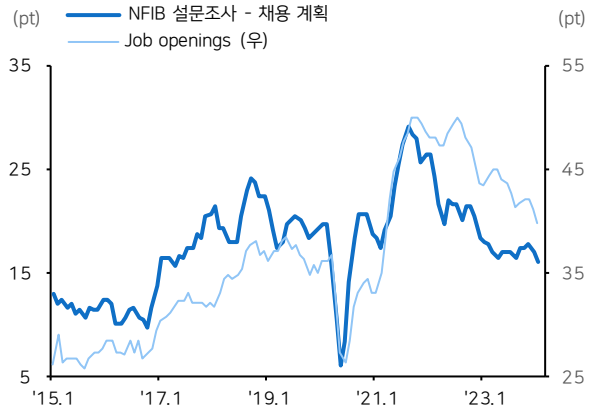
지난해와 달리 소비 추이는 결국 임금이 결정할 것이다. 1) 올해 재정적자가 지난해와 비슷하게 책정되며 재정자극 확대가 제한적이고, 2) 세율이 정상화되고 있기 때문이다. 개선되는 고용여건을 기반으로 소비 둔화세가 이어질 것으로 예상된다.

그림11 저임금 섹터 고용 모멘텀 둔화 중



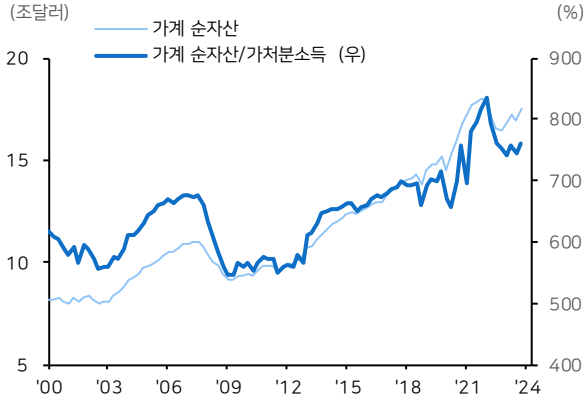
자료: BOA

그림12 중소기업 부정적인 채용 계획 늘어나



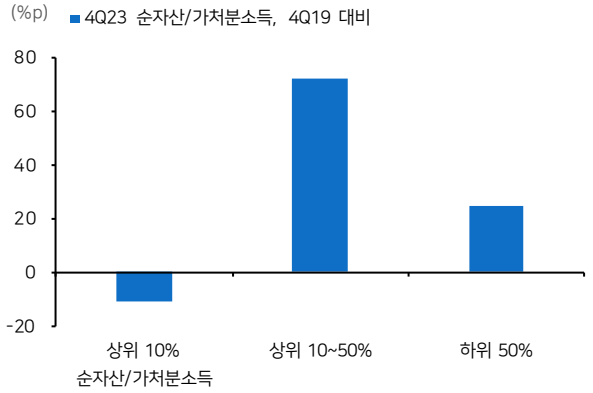
자료: NFIB, 메리츠증권 리서치센터

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.

Compliance Notice

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.