

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

그림1

2021. 9. 9 (목)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

미국 경기정점 우려: 실효성이 작은 이유

### 오늘의 차트

DAX Index - 지수 편입기준 변경의 배경과 시사점

### 칼럼의 재해석

저금리 환경과 소득 불평등 간 새로운 연결고리

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 해당 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.

**Strategy Idea**



▲ **경제분석**  
 Analyst **이승훈**  
 02. 6454-4891  
 seunghoon.lee@meritz.co.kr

## 미국 경기정점 우려: 실효성이 작은 이유

- ✓ 제조업: 적정재고 확보(restocking), 병목현상 완화로 생산 가속화 가능성
- ✓ 소비: 이동활동 제약 크지 않아 대면서비스 수요는 지속; 준내구재/비내구재 소비확대 징후
- ✓ 노동시장: 8월에도 완전고용 형태에 더욱 근접, 구인활동은 매우 왕성한 상태
- ✓ 2022년까지 잠재성장률 크게 상회하는 경제성장세 이어질 것

### 경기정점 우려 vs 경제전망 컨센서스 변화

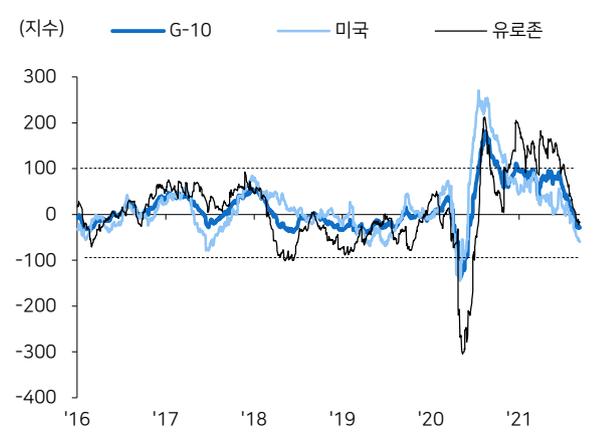
미국 경기 peak-out 징후로 제기되는 요인들

미국 2분기 GDP의 예상 하회와 델타변이, 그리고 3분기에 들어와서도 예상치를 밑도는 경제지표의 흐름은 하반기 이후 미국 경기정점 우려를 증폭시키는 듯 보인다. 그러나 예상 외로 미국 경기는 올해 4분기까지 전분기대비 연율 기준 6% 내외의 높은 성장세를 기록하면서 고원을 그릴 가능성이 크다는 판단이다. 올해 4분기와 내년 1분기 경제전망이 상향 조정되고 있다는 점이 그 증거이다.

내년까지 Above trend growth 정점 논란 실효성이 크지 않음

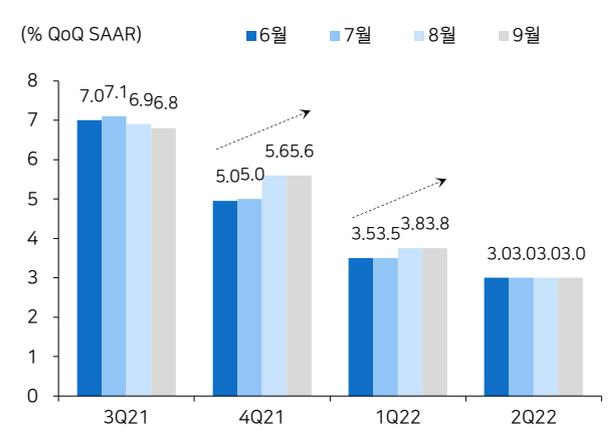
물론, 올해 수요진작에 크게 도움을 주었던 부양책 효과가 점차 잦아드는 등 2022년에 가서는 재정자극 약화 및 거저효과 소멸로 성장률은 올해 6%대에 비해 낮아진 4%대 초반을 기록할 것으로 예상된다. 그렇다 하더라도 미국의 잠재성장률인 2.1%를 크게 웃도는 성장세를 시현하는 것이다. 견고한 미국 경기확장은 지속되는 그림이다.

**그림1 Citigroup Economic Surprise Index**



자료: Citigroup, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림2 2021년 이후 미국 경제전망 변화**



자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

오늘 전략공감2.0은 올해 하반기 경기모멘텀이 꺾인다는 우려가 실효성이 작은 이유를 각각 제조업, 델타변이와 소비, 노동시장 환경으로 나누어 살펴보기로 한다.

### 1. 제조업을 보는 시각

#### 가파른 수요신장세 유효; 이제는 생산이 따라 올라오기 시작할 시점

8월 ISM 신규주문 66.7은 역사적 고점 수준의 수요신장 시사

미국 제조업의 수요는 여전히 빠르게 팽창하고 있다. 8월 ISM제조업 지수가 계속 내리막길을 걸을 것이라는 시장의 우려를 불식시키며 해당 지수는 59.9로 레벨업(7월: 59.5)되었고, 수요에 해당하는 신규주문지수는 66.7(7월 64.9)로 올라섰다.

올해 연말까지는 신규주문 신장세가 크게 꺾일 가능성은 낮아 보인다. 제조업 고객들의 재고수준이 여전히 낮아, 적정재고를 확보하려는 노력을 계속 기울일 가능성 때문이다. 고객재고지수는 8월 30.2로 역사적 저점인 7월의 25 대비 상승했지만, 적정재고로 간주할 수 있는 지수의 역사적 평균 46에는 크게 못 미친다.

그림3 ISM제조업 신규주문과 고객재고 지수



자료: US ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림4 ISM제조업 수주잔고 및 공급자배송시간 지수



자료: US ISM, 메리츠증권 리서치센터

쇼티지가 정점을 지나며 생산이 숨통을 트기 시작할 것

다행스러운 것은 제조업 수요와 공급간 불균형을 심화시켰던, 그래서 쇼티지를 야기했던 요인들이 점차 해소되기 시작했다는 점이다. 공급자배송시간, 구입가격, 수주잔고 지수들이 정점에서부터 일제히 떨어지는 것이 그 증거이다. 7월 이후 자발적 실업 유인이 완화되며 실업률이 하락하고 가동률이 오르고 있어 생산에 숨통이 트이기 시작했다는 것이 우리의 진단이다.

중장기적으로는 설비투자 확대 통한 수요-공급 불균형 해소

그러나 쇼티지 완화가 '시작' 되었다는 것일 뿐, 수요와 공급이 만나는 균형점까지는 상당기간이 소요될 것이다. 그림 6이 단적인 예이다. 제조업의 고객에는 B2C와 B2B가 있는데, 결국 B2B 수요의 끝에 최종소비자가 있다면 실질 소매판매를 재화수요의 잣대로 볼 수 있다. 반면 공급은 얼마나 생산되는가에 달려 있기에 산업생산을 기준으로 삼을 수 있다. 미국에 코로나19가 상륙하기 직전인 2020년 2월을 100으로 보면 2021년 7월 실질 소매판매는 112.1, 제조업 생산은 101.1로 코로나19 이후 양 지수간 격차가 11%나 벌어진 상태이다.

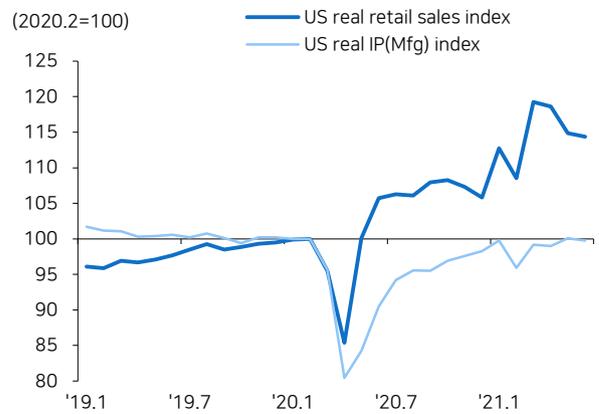
결국 장기간에 걸친 설비투자를 통해 노후화된 기계를 교체하고 설비증설에 나서야 수요와 공급의 불균형이 해소될 수 있다. 1990년대 후반과 2000년대 초반과 같은 3년 이상의 설비투자 사이클 현실화 가능성이 높다는 시각에는 변화가 없다. 즉, 하반기는 제조업 생산과 설비투자가 계속 확장하는 기간이며, 그 확장의 여전한 초입이다.

그림5 미국 제조업 설비가동률과 실업률



자료: Federal Reserve, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 실질 소매판매와 산업생산 추이



자료: US BEA, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

재고사이클의 개선

2분기 재고제외 GDP성장률은 7.9%

한편, 재고사이클의 개선도 하반기 경기를 지지하는 요인으로 작용할 전망이다. 2분기 GDP성장률이 시장 기대를 밑돌았던 요인 중 하나는 재고증감 기여도가 2분기에도 큰 폭의 마이너스(-1.3%)를 기록했기 때문이다. 재고증감을 제외하고 GDP성장률을 산출하면 7.9%로 최초의 기대치였던 8%대 초반 수준과 유사하다.

경기회복 초입에는 수요가 탄력적으로 움직이며, 여기에 대응하기 위해 재고를 우선 소진

경기회복 초입에서는 생산이 크게 ramp-up되지 않기 때문에 보유한 재고를 소진하면서 탄력적인 수요확대에 대응하는 것이 일반적이다. 이는 2003년과 2010년, IT버블과 금융위기 이후에도 공통적으로 관찰되었던 현상이었다<sup>1</sup>. 더욱이 최근에는 수요확대에도 불구하고 원자재 가격상승이나 노동력 부족, 글로벌 공급망 문제 등으로 생산이 더욱 제약된 상태였기에 재고소진이 심화될 수 밖에 없었다. 특히 최종수요와 맞닿아 있는 소매업 재고가 크게 하락하였다. 소매업의 재고/판매비율은 1.08배로 역사적 저점 수준에 머물러 있다.

<sup>1</sup> 2021년 8월 11일 전략공감2.0, "미국 재고 사이클: 향후 성장률 개선의 동인", 황수욱 수석연구원

2분기까지 진행되었던 재고조정 사이클의 반전 징후

그런데 2분기까지 진행되어 왔던 재고조정(destocking) 사이클이 3분기에는 restocking 사이클로 전환될 전망이다. 다음 페이지 그림 8은 GDP의 재고증감 기여도 (전분기대비 연율 기준)와 재고사이클의 proxy를 그린 것이다.

3분기 이후 재고는 GDP성장률에 긍정적으로 기여

여기서의 재고사이클 proxy는 다음과 같이 계산한다. 1) 월별 제조업과 도소매업 재고스탁 합계(금액)이 3개월 전 대비 얼마나 증가했는지를 구한다. 그리고 2) 당월의 1) 값을 3개월 전의 1)로 차감한다. 예를 들어 (2분기 재고증감: 6월 재고액 - 3월 재고액) - (1분기 재고증감: 3월 재고액 - 12월 재고액)으로 구하는 것이다. 이를 통해 보면, 5월까지의 재고사이클이 계속 아래 방향에 있다가 6~7월 들어 (+)로 전환한 것으로 추정된다.

3분기 이후 재고는 GDP성장에 긍정적으로 기여하게 될 것이며, 이는 ISM제조업 지수에서 나타난 원자재 재고지수와 고객재고지수의 동반 상승과 맥을 같이 한다.

**표1 미국 분기별 GDP 성장률: 재고 포함 vs 재고 제외**

(% QoQ SAAR)	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
GDP	1.9	-5.1	-31.2	33.8	4.5	6.3	6.6
재고증감	-1.0	-0.5	-4.0	6.8	1.1	-2.6	-1.3
재고증감 제외 GDP	2.9	-4.6	-27.2	27.0	3.4	8.9	7.9

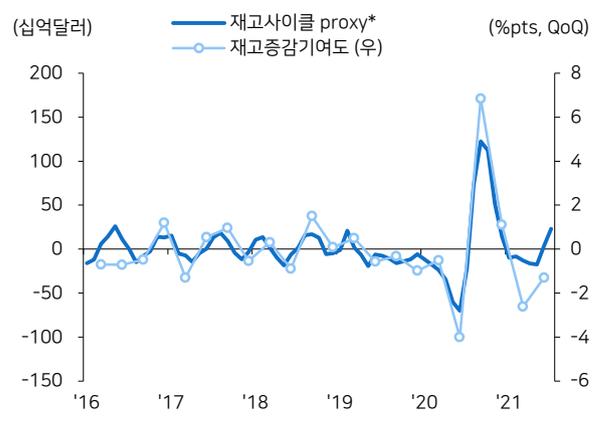
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림7 재고/판매 비율: 도매업과 소매업



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림8 재고사이클 proxy와 GDP의 재고증감 기여도



주: \*  $\{(재고_t) - (재고_{t-3})\} - \{(재고_{t-3}) - (재고_{t-6})\}$   
 자료: US Census Bureau, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

## 2. 소비를 보는 시각

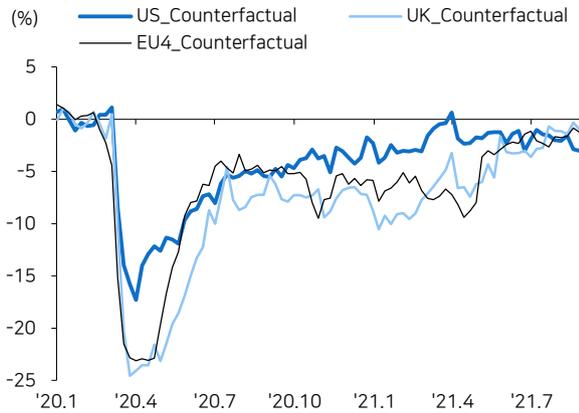
델타변이를 빼놓고 소비를 이야기할 수 없다. 이는 2020년 이후 민간소비, 특히 대면 서비스업 소비가 바이러스 확산을 차단하기 위한 정부의 인위적 봉쇄에 의해 좌우되어 왔기 때문이다. 실제 소매판매나 개인소비지출 데이터를 통해 여파를 판단하는 데에는 시차가 상당히 존재하기에 High frequency data를 통해 일간/주간 단위로 업데이트 하는 것이 유용한 방법이다.

### 서비스 소비와 이동활동

우려와 달리 경제주체들의 이동활동 크게 위축되지 않음

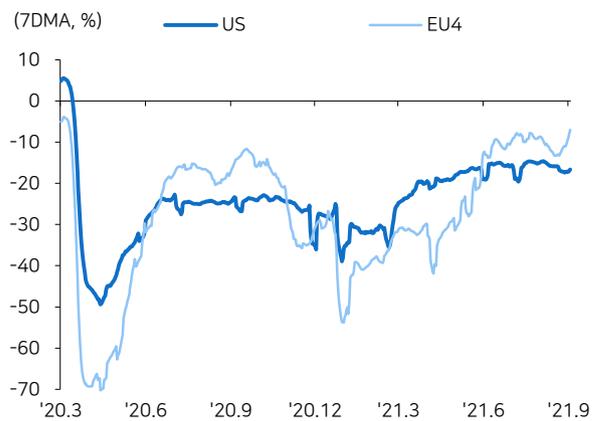
최근 방역통제에 성공하고 있는 영국과 유로존 주요 4개국(독일, 프랑스, 이탈리아, 스페인)과 달리 미국의 주간 경제활동(OECD)은 8월 셋째주 들어 다소 주춤한 것으로 나타났다. 소매/여가 시설, 대중교통 시설, 업무공간 체류를 평균하여 도출한 이동활동의 경우도 유로존은 8월 이후 개선 흐름에 있는 반면 미국은 모멘텀이 답보 상태이다. 다행스러운 점은, 2020년 3~4월의 1차 Wave와 올해 초 2차 Wave 때에 비해서는 경제활동 위축 정도가 현저히 적다는 것이다. 이는 대면 서비스업의 단기적인 위축이 나타나더라도 미미한 수준일 가능성을 내포한다.

그림9 OECD 주간 경제활동 지수 (COVID-19 이전이 기준)



자료: OECD Weekly Tracker of Economic Activity, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국/유로존 4개국 이동활동 (20.1.3~2.6일이 기준)



주: 1) Retail & Recreation, 2) Transit, 3) Workplace 의 평균치임  
자료: Google Mobility Trends, 메리츠증권 리서치센터

### 재화 소비

8월만 보면 내구재 소비는 다소 부진할 것. 반면 준내구재, 비내구재 소비는 개선에 무게

재화소비는 어떤가? 8월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수에서는 자동차나 가전제품과 같은 내구재를 향후 6개월 내 구입할 것이라는 응답비율이 하락했다. 바이러스 확산에 따른 경제전망의 불확실성이 소위 "Big item" 소비를 일시적으로 제약했을 가능성이 있다. 반면, 백화점과 할인점 동일점 매출 잣대인 Johnson Redbook 지수는 전년대비와 2년 전 대비 CAGR 기준으로 8월 이후 크게 개선되는 흐름이다.

경제활동 정상화 기대의 반영일 수 있음

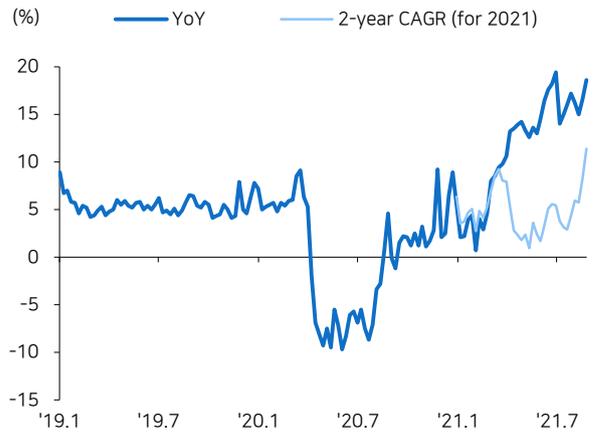
7월 소매판매에서는 가전제품 전문점의 나홀로 매출증가를 제외한 자동차, 준내구재/비내구재가 부진했다. 8월의 경우 내구재 판매는 부진하지만, 준내구재/비내구재가 의외의 서프라이즈를 기록할 가능성도 있음을 보여준다. 학교가 문을 열고 일터에 나가야 하는 환경일 것임을 고려한다면, 자연스러운 현상일 수 있다.

**그림11 미국 CCI: 6개월 내 내구재 구매의향 응답비율**



자료: The Conference Board, 메리츠증권 리서치센터

**그림12 Johnson Redbook Index: YoY vs 2-year CAGR**



자료: Redbook Research, 메리츠증권 리서치센터

**7월 개인소비지출 데이터의 시사점**

대면서비스, 내구재 소비회복 일시  
지연될 수 있어도 충격 크지  
않을 것

델타변이가 영향을 미치는 구간에서는 대면서비스업과 내구재의 회복이 일시 지연될 수 있다. 그러나 충격이 크지도 않을 뿐 아니라 다른 부문은 우려와 다르게 영향을 크게 받지 않을 가능성이 있다고 본다. 우리는 이미 7월 개인소비지출 데이터를 통해 다음을 확인한 바 있다.

- 첫째, 사람들의 이동활동에 큰 개선이 없었지만 운송/레크리에이션/숙박/외식 등 대면서비스업의 빠른 회복이 이어졌다는 것이다. 델타변이로 신규확진자수가 늘기 시작했던 7월에도 대면 서비스업은 전월대비 3.1% 증가하며 5~6월과 유사한 회복을 이어갔다.
- 둘째, 코로나19를 겪는 과정에서 이미 재화를 많이 소비했기에 서비스 수요가 올라오게 되면 재화수요가 위축될 것이라는 시각이 있었다. 그러나 이러한 시각이 무색하게도 재화소비는 올해 3월에 레벨업된 이후 고원을 그리고 있다. 다음 페이지의 그림 14는 이러한 재화소비를 자동차 포함과 제외로 나누어 본 것이다. 최근 차량용 반도체 쇼티지로 자동차 및 부품소비는 감소하였지만 이를 제외한 경우(검정색 실선)는 매우 안정적인 흐름을 보이고 있다.

바이러스 영향권에서 벗어나면  
소비총액은 레벨업

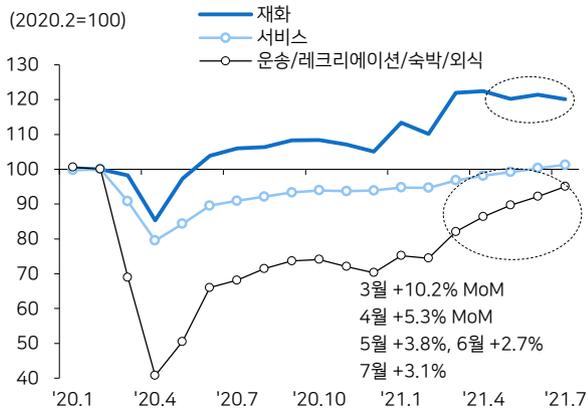
바이러스 영향권에서 점차 벗어나게 되면 소비총액은 레벨업될 것으로 예상된다. 재화소비가 계속 일정 수준을 유지하는 가운데, 그간 소외되었던 대면 서비스업이 계속 회복할 것이라는 시각이 그것이다. 이러한 소비총액의 레벨업을 뒷받침하는 것은 다름 아닌 소득이다.

**개인가처분소득의 추세적 증가  
요인 발생: 노동소득 개선**

올해 3월 이후 개인가처분소득에서 두드러진 변화 중 하나는 이전소득의 큰 폭 확대였다(가계 보조금의 대규모 지급). 그러나 이보다 중요한 것은 이전소득을 제외한 가처분소득이 3월부터 코로나19 이전 수준을 넘기 시작했다. 고용여건이 개선되고 임금이 오르면서, 노동소득이 개선되었기 때문이다.

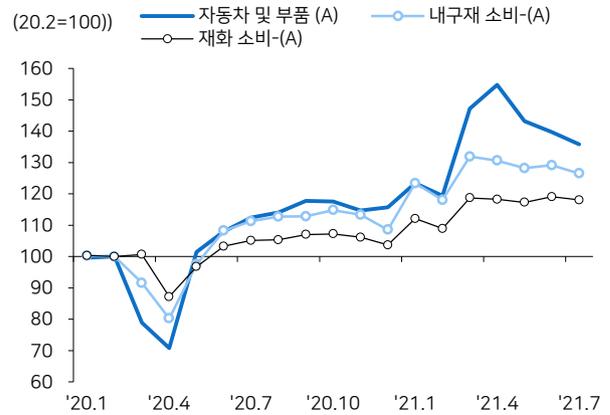
8월 비농업 취업자수가 예상을 밑돌았지만, 민간고용과 민간 시간당 임금의 곱으로 민간기업 종사자 노동소득이 얼마나 늘었는지를 계산해 보면, 전월대비 0.8% 증가하였다. 4~7월 사이의 전월대비 1.0% 페이스와 큰 차이가 없이 꾸준히 개선 중이다. 이는 소비를 뒷받침하는 기초여건인 고용과 임금은 소비회복에 우호적인 환경을 조성 중임을 보여준다.

**그림13 미국 개인소비: 재화, 서비스, 대면 서비스**



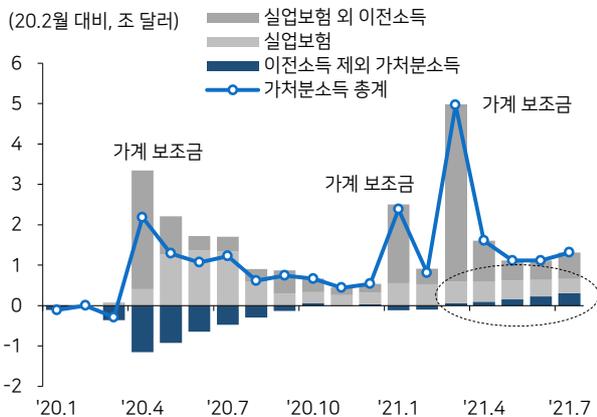
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

**그림14 미국 재화소비: 자동차 포함 vs 자동차 제외**



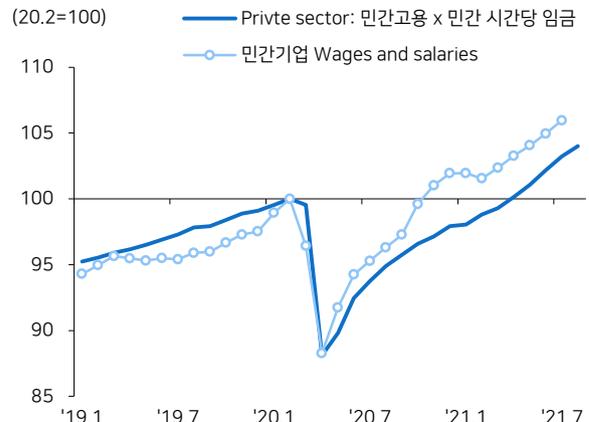
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

**그림15 미국 개인가처분소득의 분해와 변화**



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

**그림16 노동소득 개선: 8월에도 연장 흐름**



자료: US BLS, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

### 3. 노동시장을 바라보는 시각

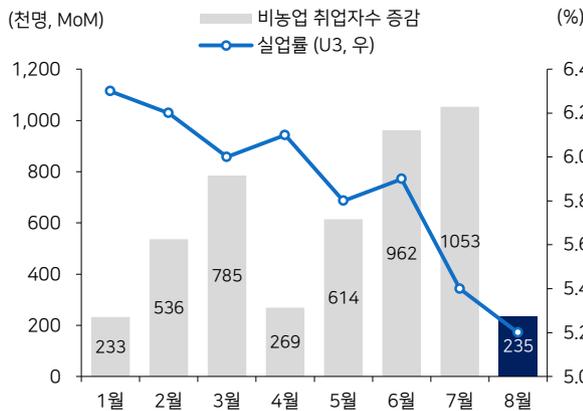
#### 8월 고용동향이 긍정적인 면을 다수 내포한 이유

8월 실업률, 경제활동참가율,  
고용률 일제히 개선  
완전고용 형태에 더욱 근접한 것

델타변이 여파로 8월 비농업 취업자수가 예상(73.3만 명)을 크게 밑도는 23.5만 명, 6~7월 상향조정분 포함시 36.9만 명에 그쳤다. 그러나 1) 취업자수 통계를 제외한 실업률, 경제활동참가율, 고용률이 일제히 개선되었고, 2) 사정상 최근 4주간 구직활동을 못했다가 적극적으로 구직활동을 재개하면서 경제활동인구로 재편 입된 사람의 수가 20만 명 증가했으며, 3) 인종간/학력간 고용/실업률 격차가 줄어드는 등 연준이 원하는 완전고용의 형태에 한 발짝 더 다가갔음을 보여 주었다. 노동시장은 개선 흐름에 있다는 것이다.

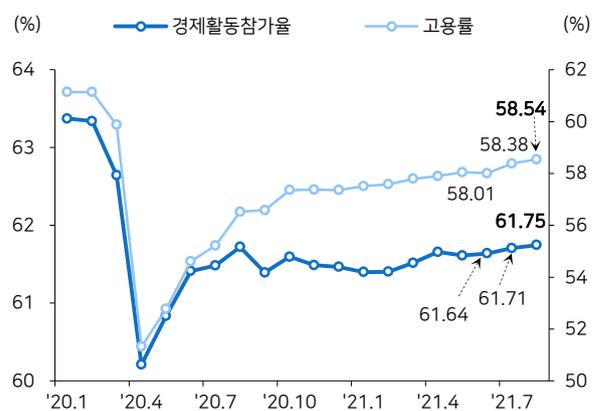
통화정책 관점에서 본다면, 일부의 테이퍼링 후퇴 우려에도 불구하고, 우리는 여전히 9월 FOMC에서 12월 개시와 신축적 자산매입 속도조절을 골자로 하는 윤곽이 발표될 가능성이 높다는 시각을 유지한다.

그림17 연초 이후 비농업 고용증감과 계절조정 실업률



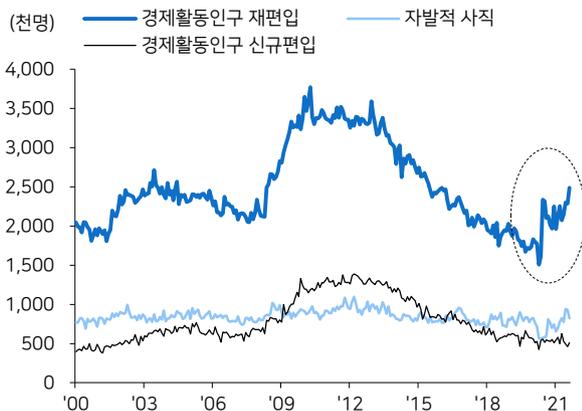
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림18 미국 경제활동참가율과 고용률



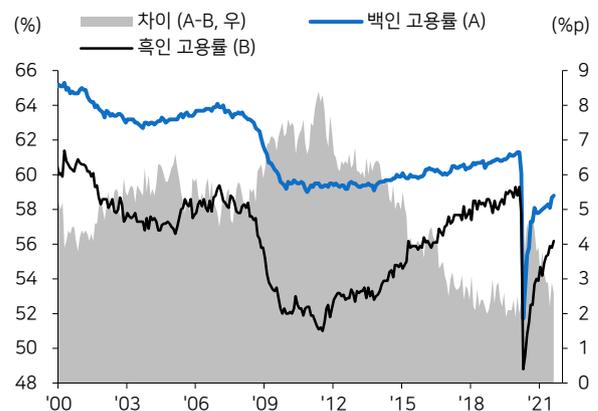
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림19 실업자 분해: 경제활동인구 재편입/신규편입 vs 사직



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림20 미국 인종간 고용률 및 격차



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

**8월 고용부진은 노동수요 문제인가, 공급의 문제인가?**

현재 노동시장의 문제는 노동수요  
보다는 공급측에 있을 것

한편 일각에서는 델타변이 여파로 인한 노동수요 확대가 주춤할 가능성을 우려한다. 그러나 8월 취업자수의 예상 하회는 노동공급, 즉 구직자의 상황 때문이며, 노동수요(구인)와는 거리가 있는 것으로 판단한다. 그림 21~23은 NFIB(미국 자영업자 협회)에서 집계하는 소기업 낙관지수의 고용 관련 항목들이다. 7월 기준으로 현재 구인 중인 사업체가 전체 응답자의 49%로 역사적 최고점에 있다. 구인 중이지만 적절한 인력이 나타나지 않고 있다는 것이 문제라면 문제일 것이다.

기업들의 구인 의지는 확고  
임금인상 압력도 존재

그럼에도 불구하고 노동력 쇼티지를 해소하고자 "향후 3개월 내에 고용을 늘리겠다", "임금 인상 계획이 있다"고 응답한 비율도 공히 27%로 사상 최고치 수준이다. 전자는 계절조정 실업률에 후자는 이직자 임금상승률(Atlanta Fed Wage Tracker)에 각각 1개월과 3개월 선행한다. 노동수요의 팽창이 노동시장 여건을 타이트하게 만들면서 실업률의 추가 하락과 임금상승의 확산으로 연결될 소지가 있다는 것이다. 특히 현재 노동력 쇼티지를 크게 겪고 있는 대표적 저임금 업종인 레저/여가, 소매업 임금의 키 맞추기가 이어질 것이다.

**그림21 NFIB: Job openings vs 구인난 응답비율**



자료: National Federation of Independent Business, 메리츠증권 리서치센터

**그림22 NFIB Hiring Plans 응답비율과 실업률**



자료: NFIB, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

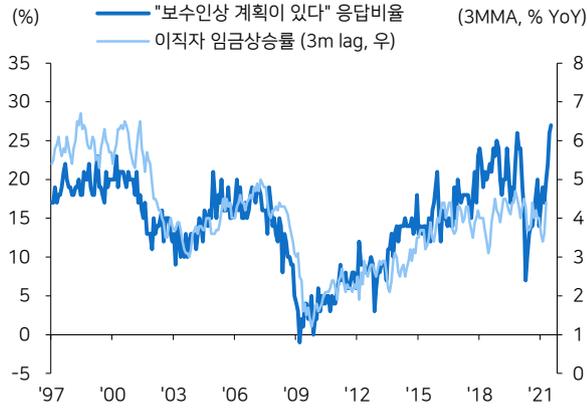
8월에도 Job Posting 더욱 증가

그런데 이러한 서베이 결과는 8월 상황을 대변해 주지 못한다. 그림 24는 구인구직 사이트인 Indeed.com의 Hiring Lab에서 제공하는 Job Postings(구인광고) 데이터이다. 7월 말에서 8월 초 사이 일시 주춤하였으나, 8월 중순부터는 다시 구인광고건수가 늘어나, 8월 27일에는 통계의 기준 시점인 2020년 2월 1일 대비 39.4%나 증가한 상태이다.

델타변이에 따른 구직제한 풀릴  
경우 노동시장 추가 개선 보일 것

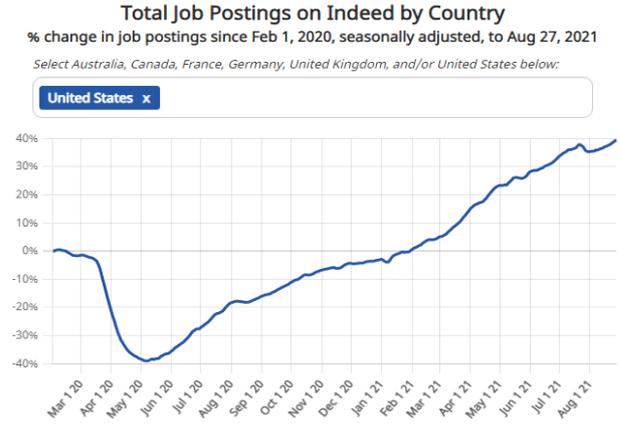
델타변이라는 돌발변수가 바이러스 감염 위험이나 돌봄 서비스 재개의 지연 등으로 구직활동을 일부 제약했을 가능성이 있다. 그러나 노동수요가 매우 견고한 만큼, 바이러스의 파고를 넘은 이후 노동시장은 꾸준한 개선세를 이어갈 가능성이 크며, 이는 전술한 소비확대를 위한 우호적 기초여건 정립에 긍정적인 요인일 것이다. 이상을 고려한다면, 미국 경기정점 논란의 실효성은 크지 않다.

그림23 NFIB 임금인상 계획 응답비율과 이직자 임금상승률



자료: NFIB, Atlanta Fed Wage Tracker, 메리츠증권 리서치센터

그림24 Indeed.com Job Postings 추이



자료: Indeed.com Hiring Lab, 메리츠증권 리서치센터

**오늘의 차트** 이정연 수석연구원

**DAX Index - 지수 편입기준 변경의 배경과 시사점**



자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**DAX Index의 종목편입 기준 변경** 9월 20일부터 독일 주요 지수인 DAX Index에 변경된 종목편입 기준이 적용된다. 이는 3월 회계 투명성, 예측성을 제고하기 위한 내부 감사위원회 설립, 분기 및 연간공시에 관련 기준을 적용한 이후 2번째 기준 변화이다. 9월에는 편입비중 결정 및 편입종목수 관련 기준이 변경된다.

**편입기준 변화의 이유**  
 1) Wirecard 파산  
 2) 지수 대표성 보완

3월 이후 편입기준이 변화되고 있는 이유는 1) Wirecard의 파산과 2) 지수 대표성 약화이다. Wirecard는 2020년 6월 파산한 독일의 핀테크 기업으로, 한 때 시가총액 기준으로 도이치뱅크를 넘어섰으나, 분식회계 사실이 드러나며 파산했다. 문제는 파산 전 부정회계 의혹이 수 차례 제기됐음에도 불구하고 Wirecard가 DAX Index에서 편출되지 않았다는 점이다. 편입기준 변화를 통해 관련 취약성을 개선하고 적은 편입종목수로 인한 지수 대표성 문제를 보완하려는 것으로 보인다.

**주요 변경사항**  
 1) 편입종목수  
 2) 최근 2년 EBITDA 흑자  
 3) 편입/편출 기준

9월 주요 변경사항은 1) 지수 편입종목수 증가(30개→40개), 2) 최근 2개년도 EBITDA 흑자(신규 편입종목 해당), 3) 시가총액을 통한 편입/편출 결정이다. 편입종목수가 늘어나며 투자자 안정성을 제고할 수 있고, 수익성 관련 기준 설정을 통해 실적 안정성을 높였다. 또한, 기존에 시가총액과 함께 편입/편출 기준에 포함됐던 유동성 기준을 제외하고, 유동성 관련 최소기준으로 대체했다.

**편입예정 종목 및 편입 이후 변화**

편입 예정 종목은 Airbus SE, Siemens Healthineers SE를 포함한 10개 기업이다. 신규편입되는 10개 기업 중 바이오, 플랫폼 기업이 4개를 차지하고 있고, 신규편입 이후 IT, 헬스케어 업종의 편입비중은 29.2%에서 33.0%로 증가할 것으로 예상된다.

**추가적인 투자매력으로 이어질 수 있을지에 대한 모니터링 필요**

이번 편입기준 변경은 지수의 높은 개별기업 의존도를 완화하고 포트폴리오 다각화 측면에서 지수 안정성에 기여할 것으로 보인다. 상기된 요소들이 지수의 추가적인 투자매력 확보로 이어질 수 있을지에 대한 모니터링이 필요해 보인다.

**칼럼의 재해석** 이승훈 연구위원

**저금리 환경과 소득 불평등 간 새로운 연결고리 (Bloomberg)**

올해 잭슨홀 컨퍼런스의 주제는 '불균등 경제에서의 거시경제정책(Macroeconomic Policy in an Uneven Economy)'이었다. 컨퍼런스에서 다루어진 안건 중, '저금리와 불균등 경제(Low Interest Rates and an Uneven Economy)'를 주제로 한 논의에서 Amir Sufi 교수는 낮은 이자율 환경을 바라보는 시각을 뒤집어서 제시했다. 일반적으로는 낮은 이자율 때문에 경제적 불평등이 심화된다고 알려져 있는데, Sufi 교수는 경제적 불평등이 심화되었기 때문에 이자율이 하락했다는 것이다.

기존(저금리→경제 불평등)에는 장기적인 저금리 환경이 마련된 데에서 논의를 시작한다. 각국의 금융당국은 경기 부양을 목적으로 완화적인 통화정책을 펼쳐왔다. 즉, 중립금리를 하회하는 실질정책금리를 설정한 것이다. 여기서 중립금리란 1) 물가 상승/하락 압력 없이 2) 완전고용을 달성할 수 있는 3) 장기 균형 상태에서의 실질단기금리를 의미한다. 하지만 중립금리가 저축률 상승, 잠재성장을 하락, 생산성 향상 등의 원인으로 장기간 내려오면서 정책금리를 비롯한 여타 이자율 역시 함께 하락했다. 이자율이 하락하며 자산 수요 증가로 인해 자산 가격이 상승하며, 자산가들은 부가 증식했지만, 그렇지 못한 사람들은 수혜를 입지 못했다는 입장이다.

반면, Sufi(경제 불평등→저금리)는 소득 상위 계층의 소득점유율이 높아졌다는 사실에서 논의를 시작한다. 소득이 높을수록 저축성향이 높아지는데, 이들의 소득이 증가했다는 것은 전체 저축량의 증가로 해석되기 때문이다. 저축액, 즉 자금 공급이 증가하면서 이자율이 하락하는 환경이 만들어졌다는 것이 그의 핵심 주장이다.

Sufi의 관점은 향후 정책당국들이 소득 불평등이라는 변수까지 고려하여 정책을 수립해야 함을 시사한다. 즉, 경기 부양을 위해 통화정책 스탠스를 결정하는 것 이상으로, 소득 불평등을 해소하여 저금리 환경에서 벗어날 수 있도록 정책이 결정되어야 할 것이다. 그리고 이는 중립금리를 상승시키는 방향으로 작용하여, 완화적 통화정책의 유효성과 여력까지도 높일 것이라 판단한다.

**잭슨홀 컨퍼런스의 주제: 불균등 경제에서의 거시경제정책**

이번 잭슨홀 컨퍼런스의 주제는 '불균등 경제에서의 거시경제정책'

8월 27일 개최된 잭슨홀 컨퍼런스에서는 '불균등 경제에서의 거시경제정책(Macroeconomic Policy in an Uneven Economy)'을 주제로 논의가 진행되었다. COVID-19 극복 과정에서 발생한 국가별, 계층별 경제력에 따른 확연한 회복속도 차이 때문에 불균등에 대한 인식이 커진 점이 주제에 반영되었다는 생각이다.

Amir Sufi 교수는 경제 불평등이 저금리 환경을 야기했다고 주장

컨퍼런스 당일에는 불균등 경제와 관련된 다양한 의제들이 발표되었다. 그 중 특히 흥미로웠던 내용은 '저금리와 불균등 경제(Low Interest Rates and an Uneven Economy)'라는 주제 시간에 제시되었다. 일반적으로는 낮은 이자율 때문에 불균등이 심화된다고 알려져 있는데, 시카고 대학의 Amir Sufi 교수는 역으로 불균등이 심화되었기 때문에 이자율 하락이 촉진되었다고 주장했다.

**기존의 주장: 이자율 하락 → 경제 불평등**

기존에는 중립금리가 하락하여 저금리 환경이 야기되었다고 설명

현재의 저금리 환경은 중립금리가 추세적으로 하락하는 것에서 기인한다. 여기서 중립금리란 1) 물가 상승/하락 압력 없이 2) 완전고용을 달성할 수 있는 3) 장기 균형 상태에서의 실질단기금리를 의미한다. 이론적으로만 존재하기는 하나, 통화정책 스탠스를 측정하는 중요한 잣대이다. 통상적으로 실질기준금리가 중립금리를 하회할 경우, 통화정책이 완화적이고 반대의 경우 긴축적이라 판단한다.

구체적인 중립금리 하락 원인에 대해서는 의견이 갈리나, 동일한 금리 수준 하에서 경제주체들이 과거에 비해 소비와 투자를 줄이면 이자율이 하락한다는 기본 원칙은 동일하다. 고령화로 인한 저축률 상승, 잠재성장률 하락, 생산성 향상에 따른 장비 투자 필요성 제한 등이 대표적인 중립금리 하락 원인으로 꼽힌다.

저금리는 자산 가격을 상승시켜, 자산가와 비자산가의 소득격차를 확대시킴

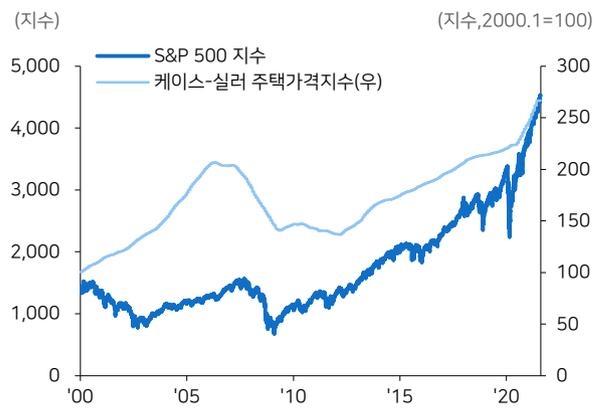
각국의 금융당국은 경기 부양을 목적으로 완화적인 통화정책 스탠스를 취해왔다. 즉, 이미 낮아진 중립금리 이하로 기준금리를 설정한 것이다. 장기적인 저금리 환경은 경제주체들이 자산을 매입하는 비용을 낮췄고, 이는 자연스럽게 자산 수요 증가로 이어졌다. 늘어난 자산 수요에 자산 가격은 큰 폭으로 상승했다. 그 과정에서 자산가 계층의 부는 기하급수적으로 늘어났지만, 자산을 소유하지 못한 계층은 상대적으로 부의 증식에서 소외되어 소득 불평등이 심해졌다는 설명이 일반적이다.

그림1 미 연준이 추정한 중립금리 및 잠재성장률 추이



자료: Federal Reserve Bank of New York, 메리츠증권 리서치센터

그림2 S&P 500 지수 및 주택가격지수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**Sufi의 주장: 경제 불평등 → 이자율 하락**

Amir Sufi는 소비성향이 낮은 소득 상위 계층의 소득점유율이 높아진 데서 논의 출발

이와 달리, Sufi는 소득 상위 계층의 소득점유율이 높아졌다는 사실에서 논의를 출발한다. 그는 논문을 통해, 각 출생 코호트별 소득 상위 10% 집단의 소득점유율이 1980년 대비 10~15%pt 상승해서 2019년에는 전체 소득의 45%를 점유하게 되었다고 언급했다.

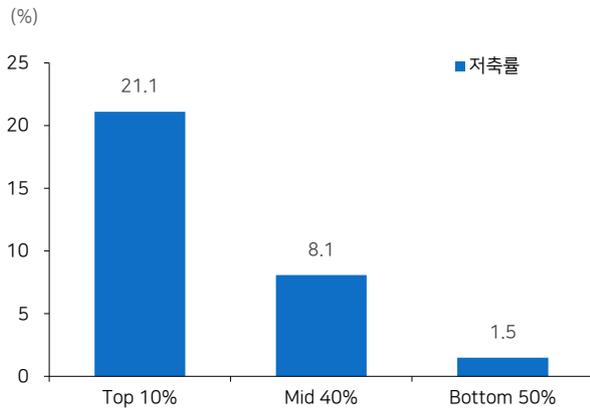
해당하는 상황은 출생 코호트를 고려하지 않은 소득 계층별 소득점유율 추이에서도 발견된다. 미국 소득 상위 1% 계층의 소득점유율은 1980년 10.67%였으나, 이는 2014년에 20.20%로 상승했다. 같은 기간에 소득 하위 50% 계층은 소득점유율이 반대로 20.66%에서 13.11%로 하락했다.

이에 과잉저축(=자금 공급)이 발생하여 이자율 하락이 야기되었다고 설명

문제는 소득수준이 높아질수록 저축률 또한 함께 높아진다는 사실이다. 1953년부터 2019년까지 각 출생 코호트 내에서 소득수준별 저축률을 계산한 결과, 소득 상위 10% 계층은 저축률이 21.1%인 반면, 상위 10~40% 계층은 저축률이 8.1%, 하위 50%는 1.5%로 집계되었다.

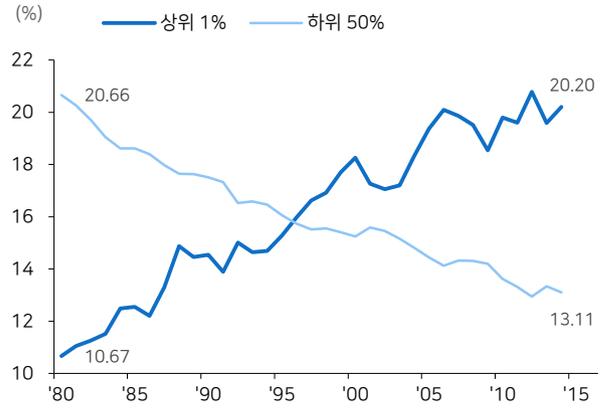
더불어 같은 기간 동안 전체 인구가 증가했고, 고령화가 진행되면서 저축성향이 높은 고령인구 비율까지 증가했다는 점을 고려한다면, 소득상위계층의 저축액이 더욱 빠른 속도로 증가했으리라는 점을 가늠해볼 수 있다. Sufi의 계산 결과에 따르면, 1995년부터 2019년까지 상기한 이유에 따른 저축액은 전체 저축액의 30~40%, 수 조 달러에 이른다. 그리고 천문학적 규모의 과잉 저축에서 과생된 자금 공급 증가가 이자율을 하락시켰다고 설명한다.

그림3 출생 코호트 별 소득수준 기준 저축률



자료: Mian, Straub, and Sufi(2021), 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 소득점유율 추이: 상위 1% vs 하위 50%



자료: Piketty, Saez and Zucman(2018), 메리츠증권 리서치센터

### 향후 경제정책 환경에의 시사점

Sufi의 관점은 소득 불평등까지 고려한 정책 설정이 필요함을 시사

Sufi의 관점은 향후 정책당국들이 소득 불평등이라는 변수까지 고려하여 정책을 수립해야 함을 시사한다. 즉, 중앙은행이 경기 부양 및 물가 안정 외에도 불평등 완화를 고려함으로써 근본적으로 저금리 환경에서 벗어나는 정책을 수립할 필요가 있다는 것이다. 더 나아가 불평등을 해소하는 것이 완화적 통화정책의 어려움과 유효성까지도 높일 수 있다는 판단이다. 소비성향이 높은 저소득층으로 소득이 재분배되는 과정에서 인구 전반의 소비성향이 높아지는데, 이는 중립금리 상승으로 이어지기 때문이다.

원문: *Post-Pandemic Economic Puzzle Widens to 'Phantom Menace' Rate (Bloomberg)*