

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 11. 10 (수)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

2022년 전망 시리즈 1-2 **경제**_Inflation Puzzle(해설판)

오늘의 차트

미국 사이버 보안 기업 주가 아웃퍼폼의 배경

칼럼의 재해석

미국 민주당 온건파의 비타협적 태도의 이유

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

본 자료의 원본은 2022년 11월 8일 발간된
[2022년 전망 시리즈 1-2 - 경제: Inflation Puzzle] 임



▲ 경제분석

Analyst 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

2022년 전망 시리즈 1-2

경제_Inflation Puzzle (해설판)

- ✓ 세계 경제는 정책 역할이 약화되면서 민간중심 회복으로 이행하는 제자리 찾기 과정
- ✓ 제자리 찾기 과정의 걸림돌은 초과수요에 기반한 쇼티지와 인플레이션, 인플레이를 유발한 각 요인의 영향이 순차적으로 완화되며 1Q를 정점으로 안정화 예상
- ✓ 상반기 soft-patch가 있겠지만, 결국 공급이 수요를 따라가는 그림일 것
- ✓ 내년 말 원/달러 환율 전망치는 1,130원

제 자리 찾기: 정부+민간에서
민간 주도 회복으로 이행하는
과정에서 성장률 둔화

1. Global view: 제 자리 찾기

세계 경제는 코로나19의 충격과 과감한 정책대응으로부터 점차 제 자리를 찾아가는 과정에 있다. 올해 세계 경제성장률 5.8%는, 작년 부진에 따른 기저효과와 경제를 충격으로부터 탈피시키기 위한 정책당국과 민간부문의 합작품이었다. 백신이 보급되고 바이러스가 점차 통제범위 안으로 들어 오면서 정책자극은 약화되는 것이 자연스럽다.

결국, 가게-기업-정부의 세 바퀴가 견인했던 세계 경제가 앞으로는 민간부문에 의해 주도적으로 성장하는 모습으로 재차 변모해 나갈 것이다. 그 과정에서 성장률이 둔화되는 것은 자연스러운 현상이다. 2022년 성장률 4.5%는 올해보다는 낮지만, 코로나19 이전 세계경제가 성장해 왔던 속도인 3%의 1.5배에 상응하는 수준이다. 성장률은 둔화되지만, 여전히 견고한 확장을 거듭하는 의미이다.

민간 부문 회복 자생력은
살아 있음

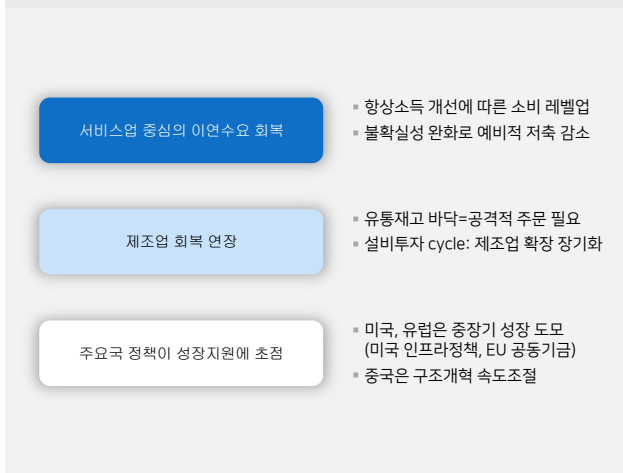
정책자극이 약화된다면 민간의 자생력이 담보되는 지가 관건일 것이다. 우리는 그러한 가능성이 높다고 본다. 서비스업(소비)은 가게 향상소득 개선에 따른 레벨업을 이어갈 것이고, 제조업은 모멘텀 둔화 우려가 있지만, 향후 재고(축적) 사이클과 쇼티지 이후 설비투자 장기화 요인이 남아 있다. 미국-유럽이 장기 성장을 도모하기 위한 재정정책으로 선회하고, 중국이 구조개혁 속도조절에 나서는 등 주요국의 정책도 비교적 성장을 우선시하는 기조가 지속될 것이다.

표1 글로벌 경제전망 요약

(% YoY)		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
GDP 성장률	World	2.8	-3.3	5.8	4.5	3.3
	미국	2.3	-3.5	5.5	4.1	2.3
	유로존	1.3	-6.7	5.2	4.5	2.2
	일본	0.7	-3.9	1.7	2.5	1.6
	중국	6.1	2.3	7.9	5.1	5.5
CPI 상승률	World	3.5	3.2	4.5	4.1	3.7
	미국	1.8	1.2	4.4	3.8	2.4
	유로존	1.2	0.3	2.3	2.1	1.6
	일본	0.5	0.0	-0.2	0.5	0.6
	중국	2.9	2.5	1.0	2.2	2.2
환율 (기말)	달러/유로	1.12	1.22	1.17	1.20	1.19
	엔/달러	108.6	103.2	113.0	112.0	112.5
	위안/달러	6.96	6.53	6.40	6.30	6.40
	원/달러	1,156	1,086	1,150	1,130	1,150
	WTI (달러/배럴, 기말)	61.1	48.5	85.0	85.0	80.0
WTI (달러/배럴, 평균)		57.0	39.6	69.3	90.0	82.5

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림1 민간 자생력 개선의 3가지 동인



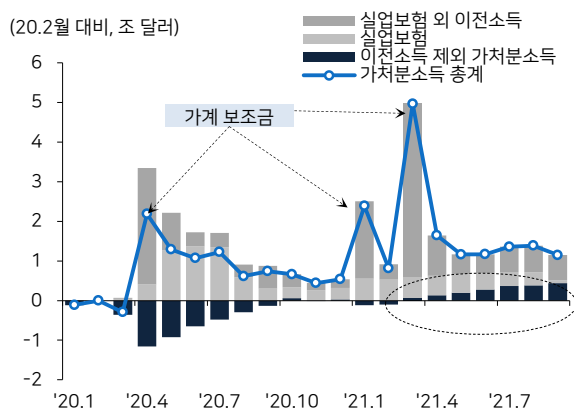
자료: 메리츠증권 리서치센터

항상소득 개선에 따른 서비스업/소비 레벨업

서비스업(소비): 2021년 3월 이후 미국 개인소비지출이 레벨업된 배경에는 American Rescue Plan으로 대변되는 정부의 대규모 부양도 있었겠지만, 이보다 더욱 중요한 것은 이전소득을 제외한 가처분소득이 이 때부터 코로나19 이전 수준을 상회하기 시작했다는 데에 있다. 보조금 등 일시적인 소득은 보통 저축으로 가지만, 항상소득은 소비로 직결되는 경향이 있다. 이것이 Reopening에 따른 대면 서비스업의 개선과 더불어 재화소비 지탱에 기여하게 된 것이다.

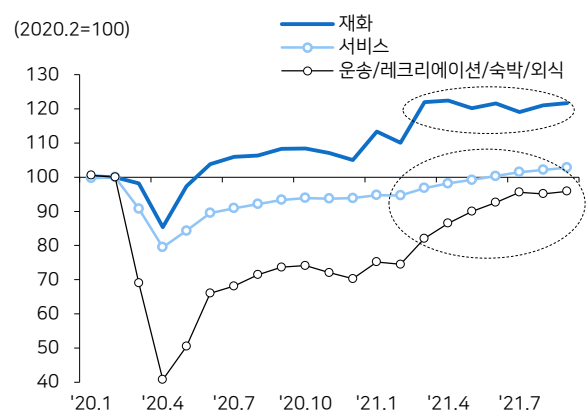
가계 저축률의 하락도 소비회복에 일조할 요인이다. 미국과 같은 대규모 부양책이 부재했던 유로존 17개국의 저축률도 2021년에는 11.9%에 달했던 것으로 추정된다(OECD 추정치). 이것이 불확실성 완화와 더불어 7.5% 내외로 낮아질 전망이다. 가처분소득에서 저축으로 가는 비중이 낮아진다는 의미이다.

그림2 미국 개인가처분소득 분해



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 명목 개인소비지출: 재화, 서비스 vs 대면서비스



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

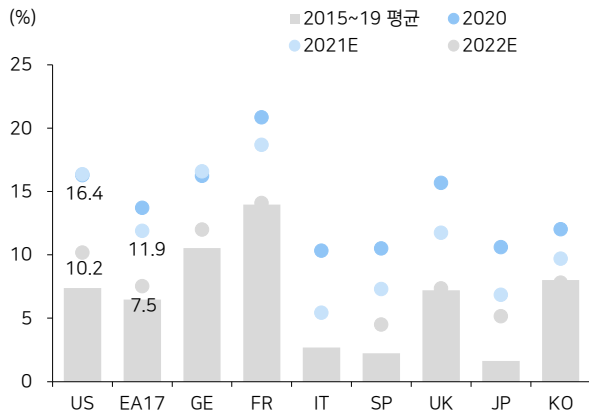
재고축적 사이클과 설비투자 장기화에 힘입은 제조업 회복

제조업: 제조업은 재고사이클과 설비투자라는 회복 동인이 남아 있다. 그간 왕성한 재화수요에 대응하기 위해 유통상은 그들이 원래부터 보유하고 있던 재고를 소진해 왔다. 최근 몇 개월 사이 상황은 호전되고 있지만, 여전히 재고수준이 너무 낮다고 응답하는 고객들(유통상)의 비율은 10월에도 43.2%에 달한다. 주문을 해야 재고를 쌓을 수 있다. 따라서 제조업의 수요에는 당분간 문제가 없을 것이다.

설비투자의 장기화는 극심한 쇼티지(미국 ISM 제조업 공급자배송시간 지수 60 이상) 이후 예외 없이 발생했던 사안이다. 초과수요를 경험한 기업들이 새로운 장비를 들이는 것을 주저하지 않기 때문이다. 더욱이 최근 데이터 트래픽 증가는 정보기술 장비 수요를, 자동화 수요가 산업기계 주문을 확대시키고 있다. 공급망 다변화는 복선화 전략을 통해 이들 장비수요를 더욱 신장시키는 요인이 되고 있다.

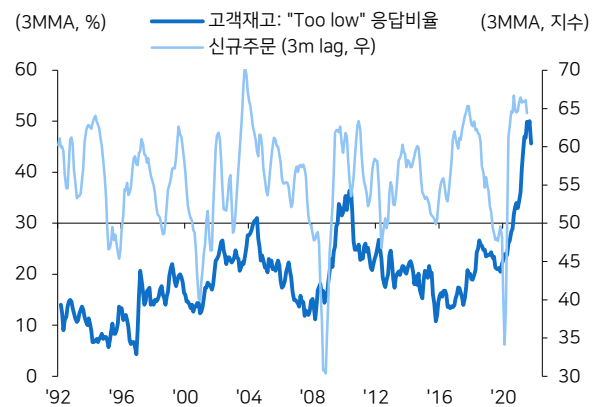
미국 설비투자 사이클에서는 세계 교역량이 동반 증가하며, 한국 수출도 예외는 아니다. 최근 우리나라 수출 중에서 IT와 기계류 수출물량 증가세가 두드러져 보이는 것도 같은 맥락이다.

그림4 주요 선진국 저축률 추이 및 전망



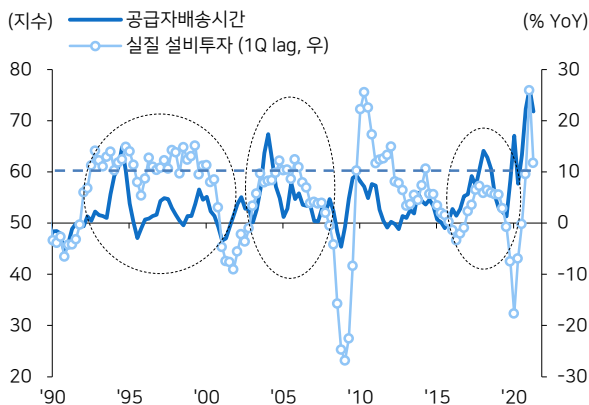
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 ISM: 고객재고 "Too low" vs 신규주문



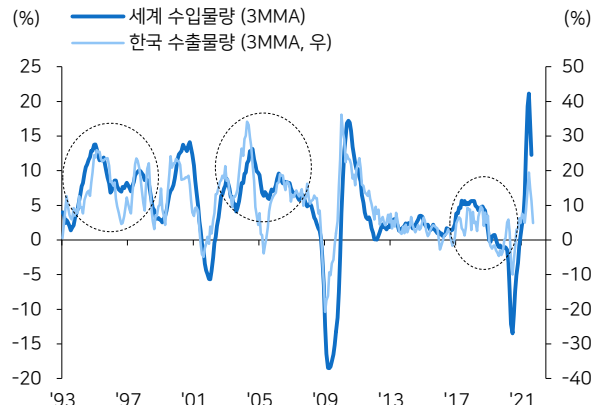
자료: US ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 ISM 제조업 공급자배송시간 지수 vs 설비투자



자료: US ISM, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림7 세계 수입물량 vs 한국 수출물량 증감률



자료: CPB, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

2. Shortage-inflation puzzle

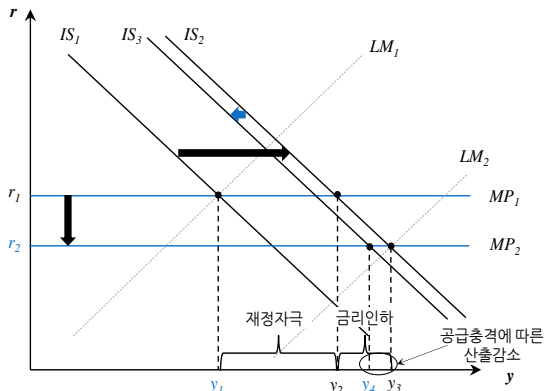
2-1. 인플레이션은 어떻게 유발되었나?

인플레이션은 필연적이었으나,
최근에는 회복의 걸림돌

전술한 “제 자리 찾기”가 지속되기 위한 최적조건은 당연히 걸림돌이 없는 것이다. 그런데 최근 들어 쇼티지와 인플레이가 생산과 소비회복을 일부 제약하는 중이다. 코로나19 충격에서 헤어나오는 과정에서 인플레이는 불가피했다. 이는 대응 과정에서 재정/통화정책 조합(IS곡선의 우측 이동과 MP(정책금리)의 하향 이동)이 큰 폭으로 산출량(GDP)을 확대시켰고(그림 8~9에서 $Y_1 \rightarrow Y_3$), 비탄력적인 공급으로 인해 물가도 P_1 에서 P_3 으로 상승하게 되었다.

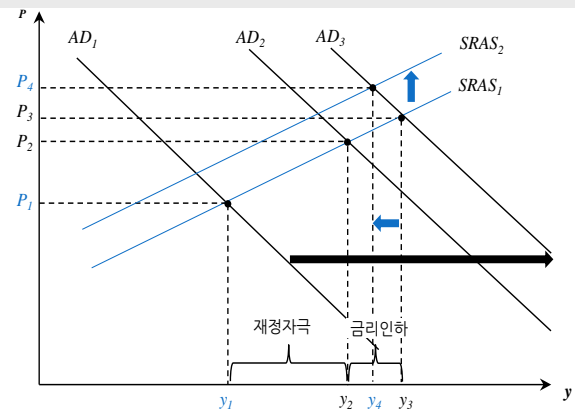
문제는 아시아 공급기지의 조업차질, 일부 원자재/중간재 등의 조달차질 등이 공급충격($SRAS_1 \rightarrow SRAS_2$)을 유발하면서 물가는 더 오르고($P_3 \rightarrow P_4$), 산출량은 일부 위축($Y_3 \rightarrow Y_4$)된 것이다. 이상은 지금 현재 우리가 경험하는 쇼티지와 인플레이션이 매우 강한 재화수요로부터 비롯되고 있음을 보여 준다. 실제 공급망 교란이 나타나고 있는 지역도 수요가 강한 선진국이다. 그러나 글로벌 제조업이 서로 연결되어 있는 탓에 생산자물가의 급상승은 세계 공통적인 현상이 되고 있다.

그림8 IS-LM: 정책공조 → IS우측 이동, MP 하향 이동



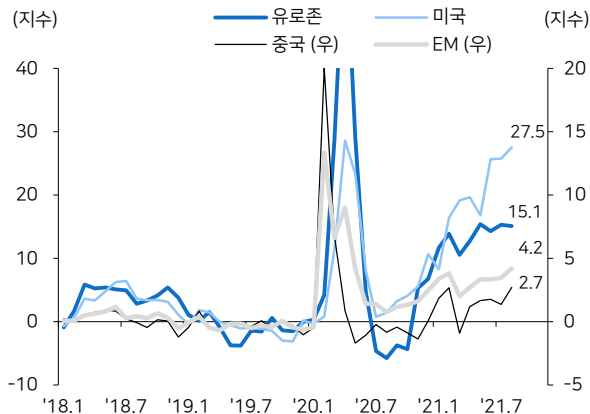
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 AD-AS: 총수요 증가 + 공급충격 = 물가상승세 확대



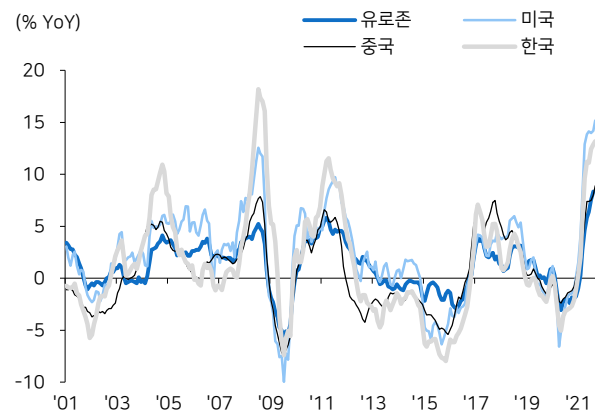
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 Supply Chain Disruption 지수



주: 지수가 높을 수록 공급망 충격이 심함을 의미
자료: IMF WEO (Oct 2021), 메리츠증권 리서치센터

그림11 주요국 제조업 생산자물가 상승률



자료: Eurostat, US BLS, 중국 국가 통계국, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

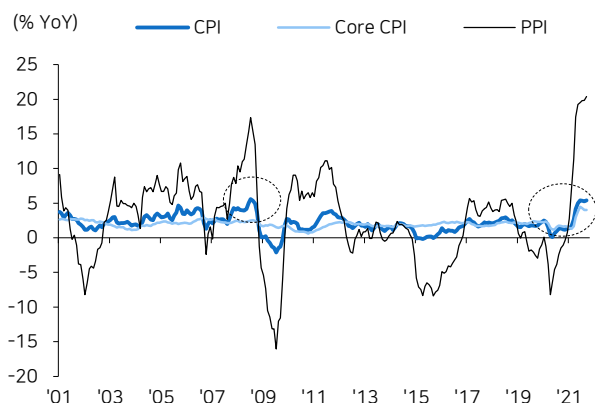
PPI 상승 압력의 CPI 전이
일부에서는 항구적 인플레이션을 우려

생산자물가 상승은 가공단계를 따라 원자재에서 중간재로, 다시 최종재로 파급되고 있으며, 최종재 가격의 상승은 결국 소비자물가 상승압력으로 귀결되고 있다. 전미 자영업 협회(NFIB) 조사에 따르면, 향후 가격인상 계획을 가지고 있는 업체는 전체 응답자의 46%로 통계 집계 이래 사상 최고치에 달한다. 이는 앞으로 중위수 물가가 추가 상승, 즉 전방위적 인플레이션이 심화될 위험을 노정하고 있다.

하지만 60~70년대 Great
Inflation과 지금은 환경이 다름

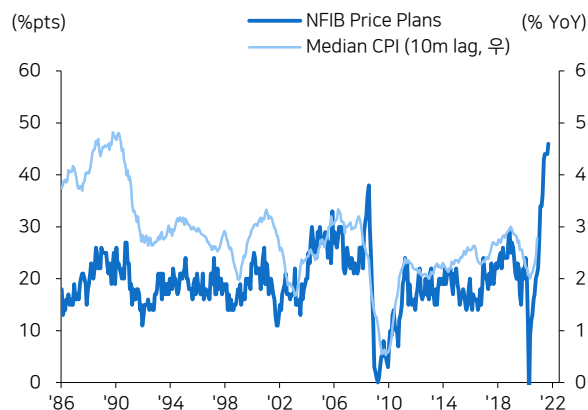
상황이 여기에 이르다 보니, 일각에서는 1960~70년대와 같은 항구적 인플레이션이 재현될 가능성을 우려하기 시작했다. 경기모멘텀이 둔화되는 과정에서 물가상승세가 언제 끝날 지 모른다는 점에서 우려는 일견 타당할 수 있다. 그러나 우리는 1960~70년대와 현재 환경이 크게 두 가지 측면에서 달라, 항구적 인플레이션 재현 가능성이 매우 낮다고 보는 입장이다.

그림12 미국 제조업 PPI, CPI, Core CPI



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림13 NFIB 중소기업 가격인상 계획 vs US Median CPI



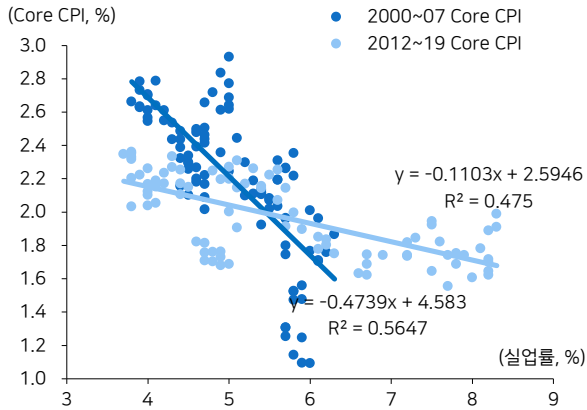
자료: NFIB, Cleveland Fed, 메리츠증권 리서치센터

- 첫째, 1960년대 필립스곡선은 가팔랐을 뿐 아니라 원점에 대해 볼록한 형태를 띠었다. 경기과열이 노동시장 과열을 유발하여 자연실업률 아래로 실업률이 내려가면 물가상승세가 매우 빨라지는 것이 그 당시의 특징이었다. 최근 필립스 곡선은 더욱 평탄화되고 있다.
- 둘째, 공급충격 이전에 연준은 경기진작을 위한 정부와의 정책공조 차원에서 본원통화를 과도하게 발행했다. 당시는 돈이 풀리면 물가가 오르는 화폐적 인플레이션 압력이 있었던 시대였다. 지금도 연준은 본원통화를 크게 늘렸지만, 1980년대 이후 화폐유통속도가 금융시장의 발전과 더불어 추세적으로 낮아지면서 화폐량 증가와 인플레이션의 관계가 더욱 약화되는 모습이다¹.

¹ 1960년대 환경에 대한 논의는, 10월 19일 전략공감2.0, “역사 이야기: 미국 Great inflation 태동기의 시사점”을 참고

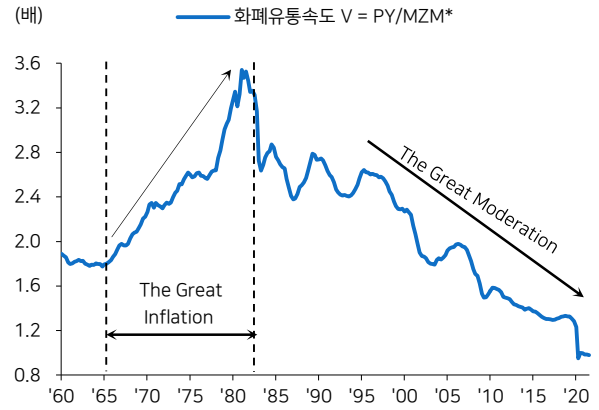
따라서 이보다는 무엇이 최근의 인플레이션을 유발하고 있으며, 어떤 조건 하에 언제 압력이 완화될 수 있을지를 판단하는 것이 유효한 접근이 되겠다.

그림14 필립스곡선은 평탄화되고 있음



주: Core CPI가 실업률에 12개월 후행하도록 그린 것
자료: 미국 노동통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림15 화폐적 인플레이션 현상도 부재



주: 2021년 이후 MZM growth는 M2 growth를 준용
자료: US BEA, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

2-2. 인플레이션을 유발한 요인들에 대한 고찰

최근 인플레이션을 유발했던
4가지 공급측 요인

수요가 왕성한데 공급이 부족해서 인플레이션 압력이 커졌다면, 공급측 요인을 살펴 보는 것이 우선순위가 될 수 있다. 우리는 1) Global supply chain(글로벌 공급사슬 교란), 2) 상품가격 상승, 3) 미국을 중심으로 나타나고 있는 물류대란, 4) 노동력 부족 등이 현재 비용상승형 인플레이션의 주범인 것으로 판단하고 있다. 각각의 요인에 대한 우리의 판단은 다음과 같다.

그림16 Shortage-inflation puzzle

Factors	Risks	Outlook	Estimated time of peak
(1) Global supply chain	아시아 코로나19 대응과정에서의 조업중단 중기적으로 중국 생산기지 의존도 약화 가능성	✓ 아시아 델타변이 상황 진정, 전력난 정점 통과 ✓ 중국 의존도 축소가 생산비 낮은 곳으로의 offshoring 이라면 인플레이션 크지 않을 수 있음	Peaked out
(2) Commodities	ESG 드라이브 vs 화석연료 생산 제약과 전력난 US shale rigs 정체, OPEC도 소극적 증산	✓ ESG drive 속도조절과 bridge fuel(원자력)부상 ✓ 미국/OPEC의 전략적 공조 수반	1H peak
(3) Transportation and logistics	항만 가동률 낮음 선복량 대비 물동량 반등: 컨테이너선 부족	✓ 항만뿐 아니라 물류산업 전반의 ramp-up 필요 ✓ 연말수요, 춘절, 컨테이너 적재 벌금 등은 부담 ✓ 2022년 컨테이너선 인도와 함께 운임 안정화	2H~
(4) Labor shortages	취직의 시급성 낮음 (저축이 많음) 지금보다는 더 나은 곳으로 이직하려는 유인	✓ 추가 임금 상승 수반 이후 마찰적 실업 안정화	1H peak

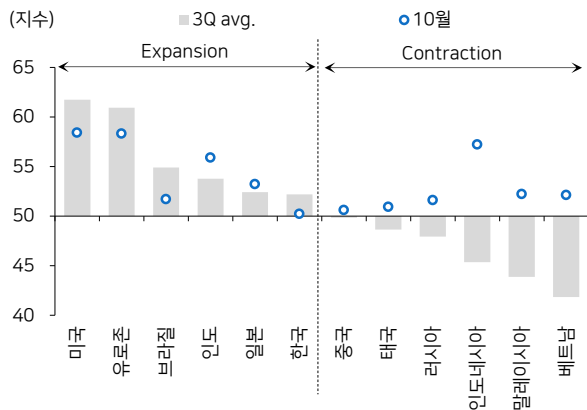
자료: 메리츠증권 리서치센터

공급망 교란 이슈는 정점을 통과

(1) Global supply chain(이미 정점을 지났음): 동남아시아 생산국이 코로나19에 대응하는 과정에서 초래한 조업중단과 생산차질은 정점을 통과한 것으로 보인다. 3분기까지 선진국과 신흥국의 제조업 PMI가 차별화되어 움직이다가, 특히 차량용 반도체 수급은 4분기를 기점으로 점차 해소되어 내년 상반기 중 정상화될 것으로 예상된다.

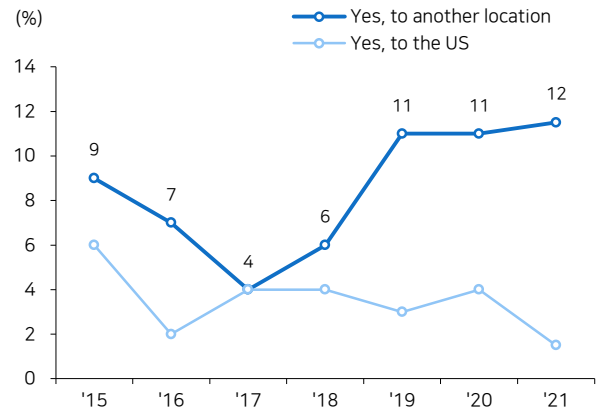
공급망과 관련한 추가 우려는 미-중 분쟁 대응 과정에서 생산기지의 리쇼어링 문제이다. 만약 다국적 기업이 리쇼어링을 선택한다면 생산비 상승을 유발하여 인플레이션을 키우는 요인이겠으나, 이들은 자국보다는 중국 이외의 다른 지역으로 기지를 이전하려는 유인이 더욱 크다. 애초에 글로벌 아웃소싱을 선택한 주된 목적이 생산비 절감에 있기 때문이다. 따라서 이 관점에서 공급망 변화는 중기적으로 디스인플레이션 요인일 가능성이 높다.

그림17 주요국 제조업 PMI: 코로나19 여건에 따른 차별화



자료: Markit, 메리츠증권 리서치센터

그림18 기업이 중국에서 철수했거나 할 계획이 있는가?



자료: US-China Business Council Member Survey(2020~21), 메리츠 리서치

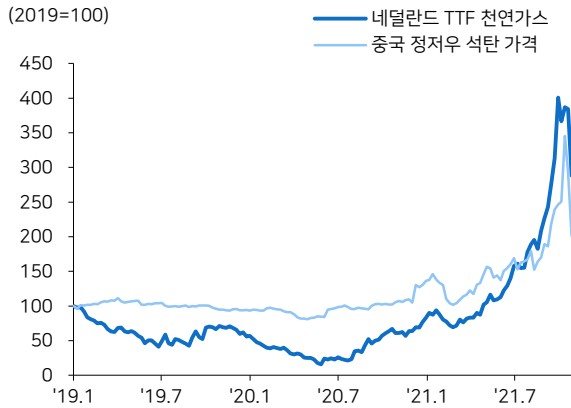
상품가격 상승세는 내년 상반기 말 전후 안정될 것

(2) Commodities(상반기 말 이후 안정): 전방위적인 상품가격의 상승도 인플레이션 압력을 끌어올리는 주범이었다. 소비자물가 내의 에너지 바스켓은 차량연료와 전기료로 크게 나뉘며, 전자에 해당하는 원료가 석유, 후자에 해당하는 것이 천연가스와 석탄이다. 후자는 다소 무리한 친환경 드라이브와 국가간 정치적 분쟁(호주-중국간 석탄분쟁, 독일-러시아 간 Nordstrom 2 이견) 등으로 가격이 급상승했으나, 최근 들어 무리한 가격상승이 경제활동과 전력발전에 지장을 줄 수 있다는 컨센서스 도출에 힘입어 빠르게 하락 중이다.

가격상승 압력이 남아 있는 에너지원은 원유이다. EIA에 따르면, 석유수요의 67.8%가 운송수요이며(미국 기준, 2020년), 최근 경제활동 재개와 맞물린 이동 및 운송의 증가가 수요 우위 환경을 만들어 내고 있다. 공급이 수요에 맞춰 늘어나야 유가가 안정화될 수 있으며, 이 조건이 충족되려면 미국과 OPEC+의 증산 공조가 이루어져야 한다고 본다. 11월 OPEC 회의에서 미국 이외 산유국들은 현재 속도에서 추가적으로 증산하는 것을 거부했다.

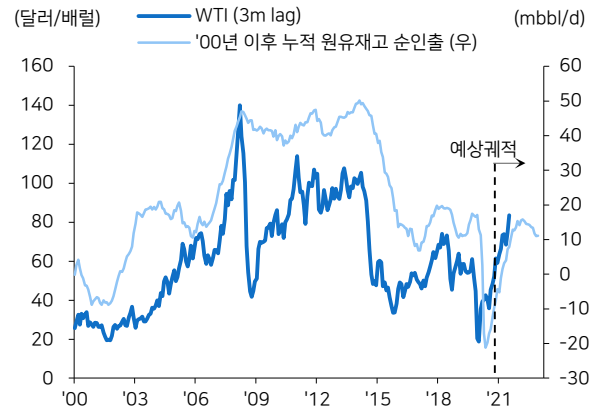
그러나 유가가 계속 상승 압력을 받게 된다면, 양측이 내년 상반기 중 합의를 통해 공급을 수요에 맞출 것으로 예상된다. WTI 국제유가는 올해 말 배럴당 85달러에서 내년 상반기 말 95달러까지 상승한 이후 연말에는 다시 85달러로 하락하는 것이 당사가 상정하고 있는 기본 가정이다.

그림19 유럽 천연가스와 중국 석탄가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 WTI 국제유가: 추이 및 예상궤적

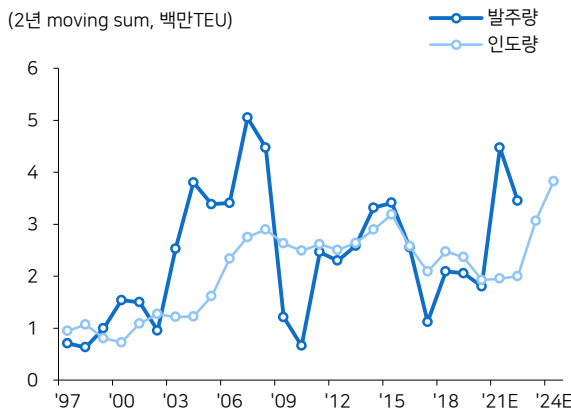


자료: EIA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

물류대란은 내년 하반기부터 해소되기 시작

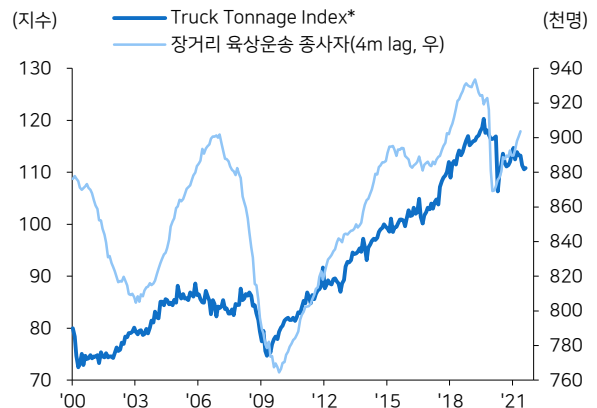
(3) Logistics(하반기부터 완화 시작): 물류대란은 두 가지 사안이 복합적으로 결부된 것이다. 한 가지는 물동량의 증가분 대비 선박이 부족해 진 상태이다. 이것은 2020년 하반기 발주된 컨테이너선이 2년 내외 시차를 두고 인도될 올해 하반기 경 해소되기 시작할 것이다. 다른 한 가지는 미국 내 육상운송 병목현상이다. 미국은 아직도 육상운송의 70% 가량을 트럭운송이 담당하고 있다. 늘어나는 화물의 양에 비해 항만에서 내륙으로 이를 수송할 수 있는 장거리 육상운송 종사자는 COVID-19 이전 수준을 여전히 밑돌고 있다. 최근 들어 인력충원이 가속화되고 있지만, 동 업종의 인력 쇼티지는 5년 이상을 끌어온 장기적인 사안이라, 문제가 해결되더라도 언급한 4가지 사안 중 맨 마지막에 해결될 가능성이 크다.

그림21 컨테이너선 발주량 및 인도량 전망



자료: 당사 운송업 보고서, "Supply Chain Maestro" 재구성, 메리츠 리서치센터

그림22 미국 트럭운송지수와 장거리 육상운송 종사자수



주: * 육상으로 1달간 미국 내 운송된 화물 물동량의 지수

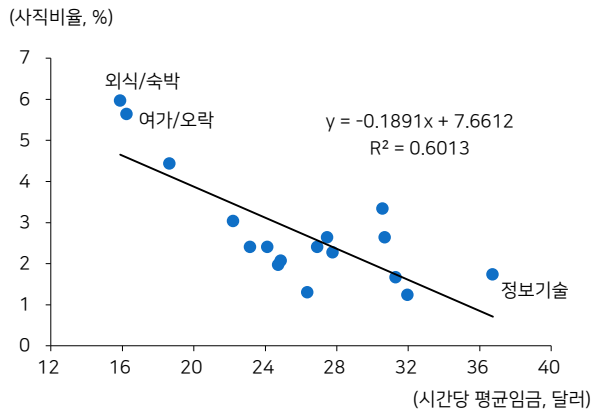
자료: 미국 교통부, 미국 노동통계국, 메리츠증권 리서치센터

노동력 부족이 유발한 임금상승 압력도 상반기가 정점일 것

(4) Labor(상반기 정점): 미국 실업률이 위기 이전 수준을 웃돌고 있지만, 구인비용은 사상 최고치 수준에 머물러 있다. 이 같은 극심한 미스캐치는 자발적 실업이 많기 때문이며, 특히 저임금 직종일수록 심각하다. 따라서 저임금 직종의 사업주들은 인력 확보를 위해 임금을 실제로 올려주고 있다.

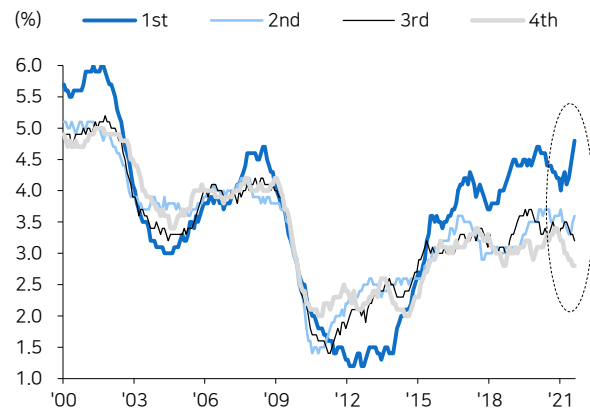
주목할 사실은 임금상승이 전방위적으로 나타나기 보다는 임금분위별로 하위 25%에 해당되는 계층에서 집중적으로 나타나고 있다는 점이다. 임금이 오를 경우, 오른 임금이 물가를 자극하고, 상승한 물가가 다시 임금상승을 유발하는 Wage-inflation spiral이 우려되기 마련이지만, 저임금 계층에 집중된 임금상승 압력이기에 그러한 현상은 발생하지 않을 가능성이 높다. 이유는 노동비용 부담이 지나치게 커지면 사업주들은 이를 절감하는 기술도입(예: 자동화)에 나서기 때문이다. 미국 취업자 중 저숙련/자동화 취약계층 비중이 계속 줄고 있다는 것도 저임금 노동자들의 협상력(bargaining power)이 오랫동안 지속되지 못할 가능성을 시사한다. 임금은 상반기까지 비교적 빠르게 오른 후 안정화될 것이다.

그림23 미국: 저임금 직종일 수록 사직비율 높음



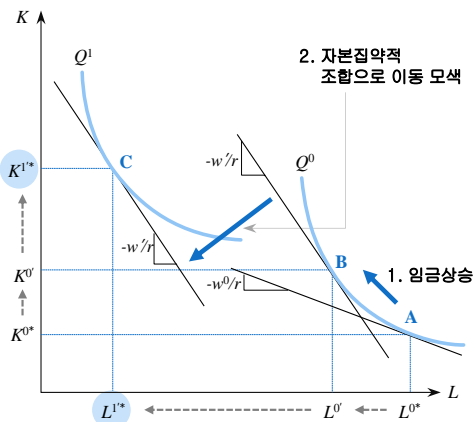
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림24 미국 임금분위별 임금상승률



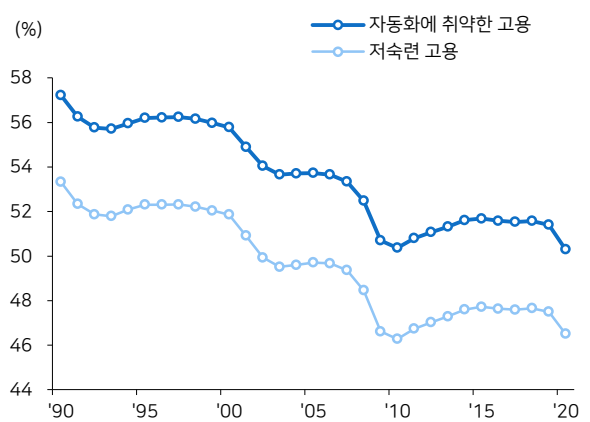
자료: Atlanta Fed Wage Tracker, 메리츠증권 리서치센터

그림25 임금이 높다면 노동력 절감 기술도입이 효율적



자료: "Innovations for a Shrinking Agricultural Workforce(Charlton, Taylor)"

그림26 미국 취업자 중 저숙련/자동화 취약계층의 비중



주: IMF WEO (Apr 2021) Online Annex 3의 분류를 준용

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

PPI/CPI 전년 대비 상승률은 내년 1분기가 정점

비용상승형 인플레이션은 생산자물가 압력을 키우고 다시 소비자물가로 전이되기
에, 전술한 네 가지 변수를 이용하여 미국 생산자물가의 궤적을 추정하는 것이 유
용한 방법이다.

우리는 시차상관계수 및 표기탐색을 통해 회귀분석을 시행하였고, 앞선 가정에 따
라 추정된 결과 PPI 상승률은 올해 2월(1분기)을 정점으로 둔화, 22년 말에는 과
거대비 높은 수준에서 안정될 것으로 계산되었다. 미국 CPI 상승률도 내년 1분기
5.6%(상반기 4.9%)를 정점으로 하반기 2.7%로 안정화될 것으로 예상된다.

2-3. 경기와 통화정책 시사점

인플레이션율이 계속 높아지는 1Q는 soft-patch 이후 성장 복원

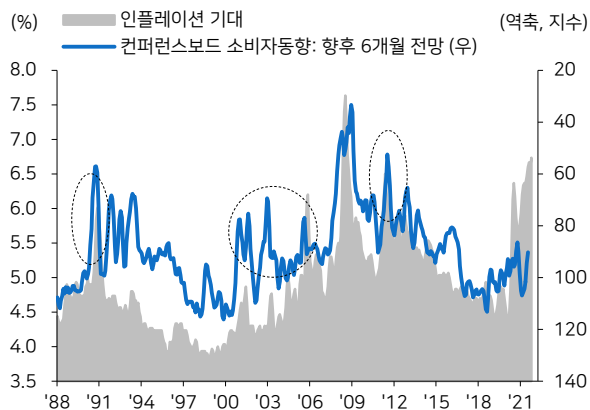
경기 시사점: 인플레이션이 경기에 미치는 영향을 알아보기 위해서는 이로부터 비
롯되는 가계와 기업의 반응을 살필 필요가 있다. 그림 27은 컨퍼런스보드 소비자
동향조사에서의 인플레이션 기대와 향후 경기전망을 나타낸 것이다. 경기전망을
소비성향으로 본다면, 인플레이션 압력이 고조되거나 이에 대한 공포가 생길 경우
가계의 소비성향은 낮아진다. 반면, 그림 28을 보면, 인플레이션 압력이 높아져도
기업은 비용을 전가할 수만 있다면 주문과 생산활동을 지속한다.

특히, 인플레이션율이 상반기보다 하반기에 안정될 것이라는 기대가 존재한다면,
1) 가계의 상반기 경제활동이 일시 주춤(수요 둔화)한 이후 하반기 이연수요 회
복, 2) 기업은 Recession이 아니라면 수요가 먼저 무너지지 않고 활동을 지속할
가능성이 크다는 점을 도출할 수 있다.

기업은 생산활동 멈추지 않을 것이기 결국 공급이 수요를 따라갈 것임

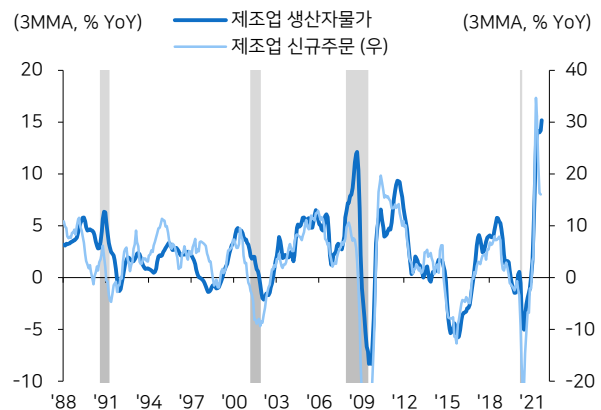
여기에서의 시사점은 1) 내년 상반기 soft patch 이후 하반기 QoQ 성장 가속화
가능성이 크다는 것(미국, 유로존), 그리고 2) 소비(수요)가 주춤한 사이 생산이
이어지면서 결국 공급이 수요를 따라잡을 가능성이 있다는 것이다. 그 이면에 투
자사이클도 병행되는 그림일 것이다.

그림27 미국 CB* 소비자동향: 인플레 기대와 향후 경기전망



자료: The Conference Board(*), 메리츠증권 리서치센터

그림28 미국 제조업 생산자물가 상승률 vs 제조업 신규주문



주: 음영은 미국 리세션 구간임

자료: 미국 노동통계국, IMF, 메리츠증권 리서치센터 추정

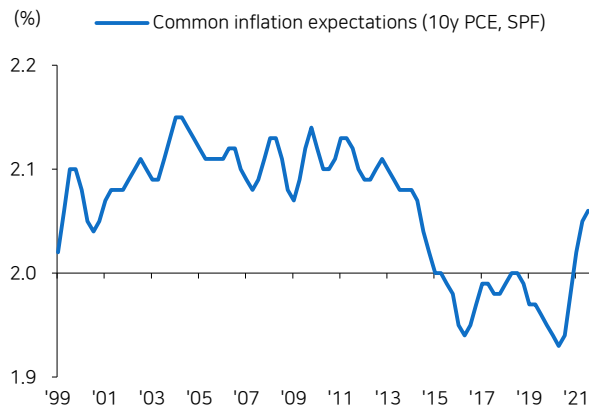
연준은 물가를 잡으려 선제적으로 움직이지 않을 가능성이 큼

연준 통화정책 시사점: 인플레이션이 내년 상반기까지 고공행진 한다면, 연준이 기존의 정책반응 함수를 바꾸어 완전고용 달성 이전에 물가를 잡으려 갈 것인가가 논점이 될 수 있다. 연준이 반응함수를 바꾸려면, 현재의 고물가가 장기 기대인플레이션을 추세적으로 끌어올려 통제가 어렵다는 인식이 확산되어야 한다.

그런데 그러할 가능성은 제한적일 것으로 판단한다. 이는 WTI 국제유가가 배럴당 145달러에 달했던 2008년에도 장기 기대인플레이션의 큰 변화가 없었기 때문이다. 장기 기대인플레이션이 계속 상승하려면 1960~70년대와 같은 항구적 인플레이션 압력 존재해야 할 것인데, 이미 앞에서 그러할 가능성이 낮음을 주장한 바 있었다.

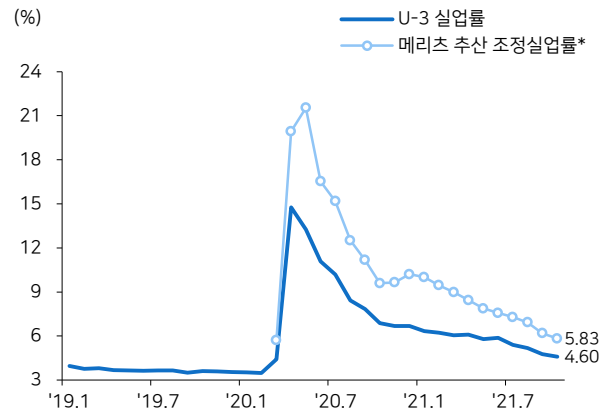
결국 연준은 완전고용을 달성할 때까지 금리인상을 기다릴 것인데, 완전고용으로 가기 위해서 극심한 마찰적 실업² 해소와 구조적 실업(이력효과 문제)을 넘어야 한다. 현재 점도표에 찍혀 있는 첫 번째 금리인상 시점인 2022년 말보다는 2023년 1분기 인상 가능성이 더욱 높다는 견해를 유지한다.

그림29 Common Inflation Expectations



주: Ahn & Fulton, "Index of Common Inflation Expectations", FEDS Notes
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림30 미국 Headline 실업률 (U-3)과 조정실업률



주: * 팬데믹 때문에 경제활동인구에 편입되지 못한 사람들을 포함
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터 추정

² 11월 9일 전략공감2.0 오늘의 차트, "더디게 회복되는 미국 노동시장, 그 이유는?" 참고

3. 원/달러 환율 전망

내년 말 원/달러 1,130원 예상

우리는 원/달러 환율이 올해 말 1,150원에 수렴한 이후, 내년 상반기 말 1,170원으로 소폭 약세를 시현했다가 내년 말 1,130원으로 다시 안정화될 가능성을 가장 높게 보고 있다. 상반기 원화약세를 유발할 수 있는 글로벌 요인으로는 1) 선진국 인플레이 우려에 따른 soft-patch (1분기), 중국 수출위축 위험에 따른 위안화 절상 자체(2분기) 등을 들 수 있다.

내년 상반기 일시적인 원화 약세 유발할 요인들

달러화 강세는 일반적으로 1) 미국 중심의 성장세 강화, 2) 미국과 여타지역 통화 정책 차별화, 3) 경기둔화/하강 등 환경에서 나타났었으며, 코로나19 이후의 흐름도 이와 크게 다르지 않았다. 1분기까지 고조될 수 있는 인플레이 우려와 경기 soft-patch는 강달러 요인이겠으나, 그 이후로는 미국보다 높은 유로존 경제성장률(2022년 미국 4.1%, 유로존 4.5%)과 ECB의 추가적인 정책 정상화 동참(APP로 PEPP통합 이후 자산매입 규모 점차 축소)에 힘입어 약세 전환할 것으로 본다.

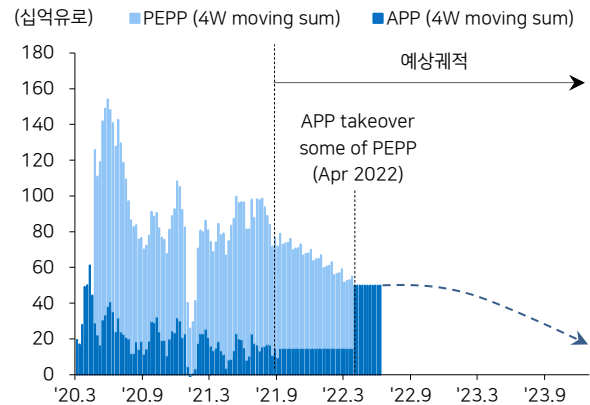
중국도 상반기 경제성장률이 4%에 그칠 것으로 본다. 더욱이 춘절 이후 수출주문 지수의 하강에 시차를 두고 실제 통관수출이 위축될 위험이 있다. 이러한 환경에서 중국 외환당국이 위안화의 절상을 용인하기 보다는 이를 자제시킬 가능성이 크다. 중국 위안화에 연동되는 원화도 덩달아 영향을 받을 수 밖에 없다고 본다.

그림31 2020년 이후 달러 인덱스



자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림32 ECB PEPP와 APP의 통합 예상: 향후 예상궤적



자료: ECB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

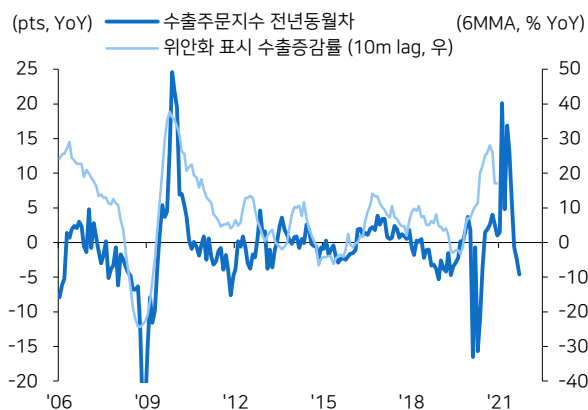
국내 요인 중에서는 코로나19
영향 탈피가 우선순위에 있음

한국 원화는 올 들어 위안화와 상당한 디커플링을 시험하였다. 달러화와의 역상관 관계가 높아진 것이며, 그 이면에는 동북아 주요국 중에서 코로나19가 가장 늦게 잡히고 있다는 점을 지목할 수 있을 듯 하다. 선진국이 백신보급 확대를 통해 바이러스 대응에 성공했음을 고려한다면, 올해 내내 상승했던 원/위안 환율은 다시 하락할 가능성이 높다는 판단이다.

더불어 미 국채와 신흥국 국채의 차이인 EMBI spread가 안정적인 신흥국 리스크가 크지 않다는 것을 보여주고 있다. 상반기 원화 약세를 유발할 수 있는 글로벌 및 국내 요인 해소된다면 완만한 강세 복귀 가능성이 높다.

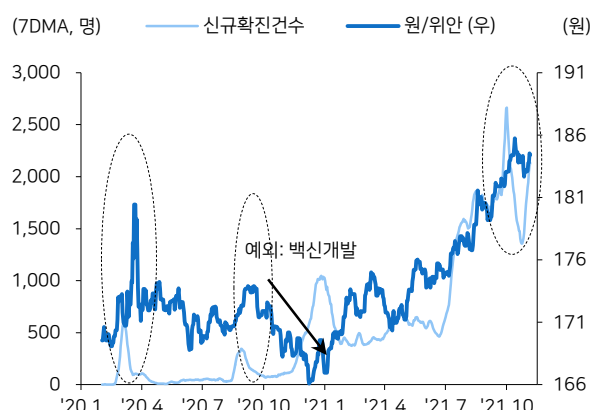
오늘 정리한 2022년 경제전망의 자세한 내용은, "2022년 전망 시리즈 1. 주식전략: Novel Cosmos"의 p. 59~116에 자세히 수록되어 있다.

그림33 중국 수출주문지수와 위안화 표시 수출증감률



자료: 중국 물류구매연합회, 중국 해관, SAFE, 메리츠증권 리서치센터

그림34 한국 신규확진건수와 원/위안 환율

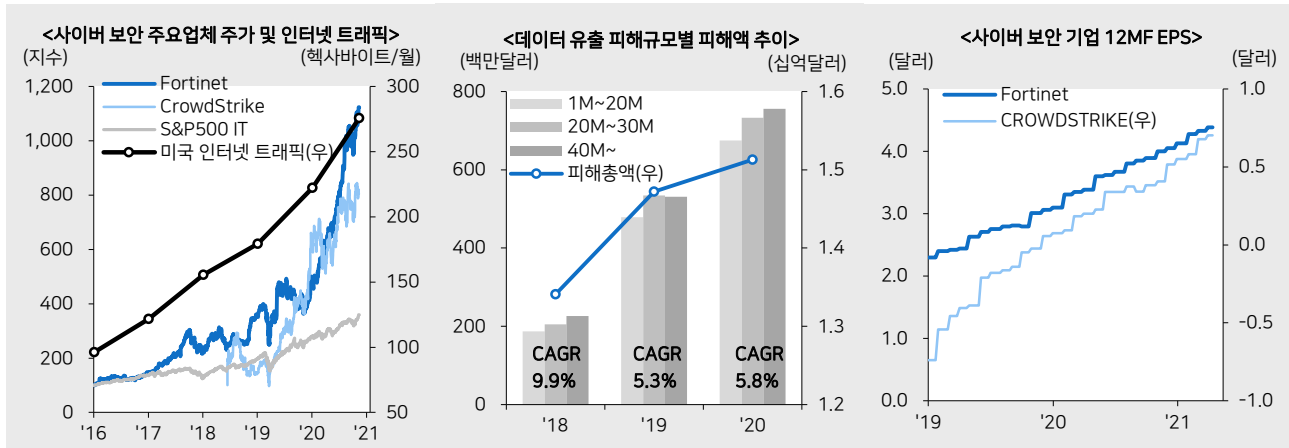


자료: 질병관리본부, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이진우 연구위원

미국 사이버 보안 산업 주가 아웃퍼폼의 배경



자료: IBIS World, IDC, Bloomberg, Refinitiv I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

COVID-19를 계기로
데이터의 중요성 재부각

COVID-19를 계기로 소프트웨어 기업들이 빠르게 성장했고, 차세대 생산요소로서 데이터의 중요성이 부각되고 있다. 미국의 1.2조달러 규모 인프라 법안 내 사이버 보안 관련 예산 언급, '20년 3월 중국 당국의 생산요소 규정 내 데이터 포함 등을 통해 이를 확인할 수 있다.

데이터 사용량 증가와 함께
이로부터 파생되는 피해 또한
증가 중

데이터 유출 피해 총액 또한 트래픽 증가와 함께 증가하고 있다. IBM에 따르면 2018년 이후 미국의 데이터 유출 피해 총액은 2018년 13.4억달러에서 2020년 15.1억달러로 증가했다. 현재, 피해 규모가 큰 집단(5,000만달러 이상)의 피해액 총합이 피해규모가 작은 집단(100만달러~2,000만달러)의 피해액 총합대비 3.4 배 수준이나, 주목할 점은 데이터 유출 피해액 증가 속도는 피해규모가 작은 집단에서 더욱 두드러진다는 것이다. 이는 향후 빅테크 기업뿐만 아니라, 비교적 작은 기업들로부터의 사이버 보안 수요도 확대될 수 있음을 시사한다.

현재 미국의 대내외적 상황 고려
1) 미중 분쟁 영역 확대
2) 사이버 보안 산업 중요성
증가

이에 더해, 미국의 대/내외 상황을 고려했을 때, 2가지를 생각해볼 수 있다. 1) '21년 미·중 데이터 분쟁의 시발점이 디디추싱의 데이터 공개 여부라는 점과, 지난 달 30일 발표된 중국의 '데이터 해외이전 안전평가법'은 G2 경쟁의 범위가 무역을 넘어 데이터로까지 확대돼 정치적 수요 증가로 이어질 가능성을 시사한다. 2) 데이터 산업이 성장할수록 이에 연동된 유출 피해는 늘어나고, 사이버 보안 산업의 중요성이 커진다.

사이버 보안 기업들의 이익전망치
상향 지속, 아웃퍼폼의 계기
성장성에 주목

상기된 2개 요인이 7월 이후 S&P500 대비 사이버보안 기업들이 아웃퍼폼할 수 있는 동력으로 작용한 것으로 보인다. 7월 이후 S&P 500 이익전망치는 6.6% 상승한 반면, Fortinet, CrowdStrike는 각각 8.3%, 36.3% 상승했다. 데이터를 기반으로 산업 구조가 변화하는 가운데 이들 기업의 성장성에 주목해볼만 하다.

칼럼의 재해석

이종빈 연구원

미국 민주당 온건파의 비타협적 태도의 이유 (Bloomberg)

지난 5일 미국 하원의 승인으로 1.2조 규모의 인프라 패키지가 상/하원 모두 통과되어 바이든 대통령의 승인만을 앞둔 상태다. 향후 미국 인프라 투자, 경제 성장에 긍정적인 효과를 가져올 것으로 기대되나 초기 바이든 행정부가 내세웠던 안에 비해 규모와 지출항목 면에서 부족한 것이 사실이다. 이유는 민주당 내 온건파들의 비협조 때문인데, 51:50이라는 상원의석 수는 당내 만장일치 합의를 요구하기 때문에 의원 한 사람의 의견이 중요해진다. 대표적인 민주당 온건파 의원으로는 조 맨친, 키어스틴 시네마 의원이 있다. 이들은 이번 1.2조 규모의 인프라 패키지 통과 과정 속 마찰과 지출규모가 초안 대비 줄어드는데 크게 공여했다. 이어 민주당이 통과시키고자 하는 1.7조 규모의 사회지출 법안에도 CBO의 심사 전까지는 반대하겠다는 의견을 내세운 상황인데, 2022년 중간선거를 앞두고 있다는 것과 바이든 대통령의 지지도가 점차 하락하고 있다는 것, 공급망 병목 등으로 경제상황에 대한 우려가 높아지고 있다는 점에서 민주당 내 의견일치 시간이 예상보다 장기화 되고 있다는 것에 의문이 있을 수 있는 부분이다. 그러나 이들이 대규모 재정지출에 필요한 정치인으로서의 신중함과 원칙에 따라 행동했는지, 그저 선거구에서의 지지층을 다지기 위해서였는지 정확히 알 수 없다. 다만 재정지출 결정에는 책임감과 투명성, 적절한 숙고의 시간이 필요하다. 이러한 점에서 맨친과 시네마가 없었다면 결과적으로 예산과 결부된 혼란을 가져왔을 가능성이 크다.

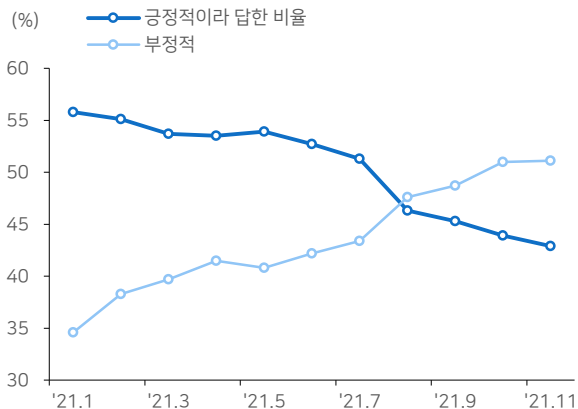
51:50으로 부족했던 Bluewave

시장 기대에 미치지 못한
미국 재정지출 협의 진행도

새해 이슈는 조지아 상원 선거에서의 민주당 석권이였다. 시장은 Bluewave 이후 대규모 재정지출 가능성에 기대를 걸었었다. 그러나 결과적으로 51:50이라는 의석은 Bluewave라 하기엔 역부족이었다. 만장일치가 필요한 상황에서 민주당 내 의견 대립은 예상 대비 심했기 때문이다.

결국 1) 'Build back better', 'American families plan' 등 1분기 발표된 법안들은 아직 통과되지 못하거나 금액(3.5조 달러 → 1.2조 달러)을 대폭 낮춰 통과되었다. 그리고 2) 공급망 병목과 물가상승, 3) 아프가니스탄 마찰 등과 더불어 바이든 행정부의 지지율은 급락했다. 최근 버지니아 주 주지사 선거 패배와 뉴저지 주 선거에서 일어난 접전 역시 바이든 행정부에 대한 미국 국민들의 선호도를 직접적으로 대변하는 요소 중 하나다.

그림1 바이든 국정 지지도, 9월 이후 부정적 의견 역전



자료: Reuters, 메리츠증권 리서치센터

표1 국정 내 중요도 서베이, 현 경제상황에 대한 판단 내포

항목	중요도	민주당 지지자	공화당
경제	27	19	32
헬스케어	11	16	18
환경	10	15	10
공공의료	10	14	8
이민	9	9	6
범죄	6	4	6
불평등	6	4	3
도덕성	4	3	3
교육	3	3	2
테러	3	2	2
전쟁	1	2	1

자료: Reuters, 메리츠증권 리서치센터

중간선거 결과 예측도
민주당에 불리하게 변화 중

다수당 입지에 대한 우려 부각되는 중

이번 지방선거 결과를 두고 2022년 예정된 중간선거에 대해 여러 예측들이 다분한 가운데, 민주당이 다수당의 지위를 잃을 가능성에 대한 언급들의 빈도가 높아지고 있다. 미국 정치 분석기관인 The Cook Report에 따르면, 네바다 주와 뉴햄프셔 주의 민주당 후보 당선 가능성 조사결과가 Likely(가능성 높음)수준에서 Lean(소폭 우위) 수준으로 하향되기도 했다.

집권당의 중간선거 부진은 경험적으로 계속되어온 이슈다. 때문에 지출법안의 원만한 통과를 통해 지지층을 더욱 견고히 하리라 예상됐다. 지출법안을 두고 벌어지는 당내 마찰에 더 관심이 가는 이유다.

표2 초선 대통령이 속한 정당은 의석을 잃는 경우가 다수

	대통령	소속	선거결과
2020	트럼프	공화당	민주당+3
2018	트럼프(초선)	공화당	공화당+2
2016	오바마	민주당	민주당+2
2014	오바마	민주당	공화당+9
2012	오바마	민주당	민주당+2
2010	오바마(초선)	민주당	공화당+6
2008	부시	공화당	민주당+8
2006	부시	공화당	민주당+6
2004	부시	공화당	공화당+4
2002	부시	공화당	공화당+1
2001	부시(초선)	공화당	민주당+4
1998	클린턴	민주당	-
1996	클린턴	민주당	공화당+2
1994	클린턴(초선)	민주당	공화당+8

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

표3 상원 중간선거 경합 주 및 소속 의원 - 네바다, 뉴햄프셔는 Likely에서 Lean으로

주	이름	소속	이전 지지율 (%)	대선결과 (%p)	여론조사
애리조나	Mark Kelley	민주당	51.2	-0.3	Lean D
조지아	Raphael Warnock	민주당	51.0	-0.3	Lean D
네바다	Catherine Cortez Masto	민주당	47.1	-2.4	Lean D
뉴햄프셔	Maggie Hassan	민주당	48.0	-7.4	Lean D
노스캐롤라이나	OPEN	공화당	51.1	1.3	경합
펜실베이니아	OPEN	공화당	48.8	-1.2	경합
위스콘신	Ron Jognson	공화당	50.2	-0.6	Lean R

주: OPEN은 은퇴등의 이유로 재선에 출마하지 않는 의원, 여론조사는 Solid - Likely - Lean - Toss up 순

자료: The Cook Report, 메리츠증권 리서치센터

온건파의 비타협의 이유는?

그리고 2022년을 앞두고 향후 미국 재정정책의 향방을 예상하기 위해선 민주당 내 대립의 근본적인 이유에 대한 분석이 필요할 듯하다. 정치적인 부분이기 때문에 예단하기 어려우나 Bloomberg Opinion에 수록된 The Case for Manchin's Intransigence에선 다음과 같은 이유를 들어 신중한 재정집행의 필요성을 강조하는 민주당 온건파들을 지지했다.

1. 규모에 비해 정책 영향에 대한 선제적인 분석의 부족

칼럼의 저자는 법안 통과 전 초당파적인 의회 예산국의 정책 영향 분석이 진행되어야 한다고 주장한다. 그리고 예산조정권이라는 절차가 명목상 지출-세입-부채 한도 안전에 국한해 안전당 연간 최대 1회만 발의할 수 있다는 것을 들어 재정지출 패키지가 너무 많은 것을 담고 있다 지적했다.

2. 비용의 과소추정

또한 저자는 사회지출 패키지에 소요되는 비용이 과소추정 되었다 언급했다. 그러면서 실제 늘어나는 세수 2조 달러에 반해 지출 비용이 5조 달러를 상회할 것이라고 주장한다. 지출-세수의 시차에서 오는 괴리 때문이다. 법안 계획은 비용을 명목상 늘어나는 세입을 통해 충당하도록 구성되어 있으나 실제 지출이 계획된 기간은 세입의 기간보다 단기다. 즉, 지출이 끝난 이후 세수를 일정기간 더 거두어야 비로소 비용이 충당되는 것인데, 10년 이후의 세수 정책의 변화 가능성에 대한 고려가 없다는 것이다.

3. 인플레이션

마지막으로 저자는 인플레이션이 12년래 최고치를 기록하고 있어 대규모의 재정지출을 발표하는 데에는 더 많은 주의를 기울여야 하는 상황이라 주장한다. 공급망 문제로 인한 물가상승 국면에서 수요확대 정책은 더 큰 부작용을 불러올 수 있다는 것이다.

관련 노이즈는 연말까지 지속될 수 있어, 단기적으로는 CBO 심사가 중요

CBO 예산 심의 결과에
관심을 가질 필요

상기한 이유가 문제라면 정치적 불확실성 해소의 키는 CBO의 예산안 심사결과 발표와 공급망 차질/물가상승 장기화 여부다. 다만 사회지출법안이 총수요 진작의 일방향적 정책이 아니라는 점에서 추가적인 재정지출 법안들 또한 결국 통과될 가능성이 크다는 생각이다. 지출액이 장기간 분산되어 있을 뿐만 아니라 미국내 공급망 차질과 다른 국가들의 에너지난이 항만 인프라 노후와 송전/저장 인프라 부족과 결부된 것이라는 것을 고려할 때, 사회지출법안에 내재된 친환경 관련항목은 투자의 마중물로서 생산성 향상의 효과를 가져올 가능성이 높기 때문이다. 이는 재정지출 항목 중 투자부문의 재정승수가 가장 높은 이유이기도 하다. 다가올 CBO 심사에도 이러한 측면의 고려가 함께 논의될 것이라 예상하며 미국의 재정지출 모멘텀은 2022년에도 계속될 것으로 기대된다.

원문: The Case for Manchin's Intransigence - Bloomberg Opinion