



2021. 12. 21 (화)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

연준이 생각하는 완전고용이란 무엇인가?

오늘의 차트

11월 미국 소매판매 예상치 하회의 배경

칼럼의 재해석

오미크론과 미국 은행주 투자

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

연준이 생각하는 완전고용이란 무엇인가?

- ✓ 완전고용 책무의 유래와 정의: 1977~78년 연준법 개정 계기. 정의는 태생적으로 모호
- ✓ 완전고용 판별의 기준: 실업률, 경활률, 고용률, 사직비율, 노동보상지수 등
- ✓ 완전고용 달성을 여부 평가: 완전고용으로 인식되는 수준에 대부분 근접한 상태

들어가며

완전고용이 무엇이며, 어떤 잣대로 측정하는가?

주요국 중앙은행이 물가안정을 유일한 명시적 통화정책 목표로 제시하고 있는 것과는 달리, 연준은 의회가 부여한 완전고용과 물가안정이라는 이중책무(dual mandate) 하에서 통화정책을 운영 중이다. 물가안정이라는 목표는 정량적인 기준이 세워져 있다. 2012년에는 PCE 디플레이터(이하 PCE물가로 통칭) 2% 목표를 공식화했고, 비대칭적 평균물가목표제 하에서는 PCE 물가기준 2%를 소폭 웃도는 수준을 지향함을 수 차례 밝힌 바 있었다.

반면, 다른 한편의 목표인 완전고용에 대해서는 모호성이 자리하는 것이 사실이다. 코로나19가 미국에 상륙하기 직전인 2020년 2월의 상황이 완전고용에 부합하는 모습이었으며, 실업률, 경제활동참가율, 사직비율, 시간당 임금 등 복합적인 지표를 토대로 연준이 판단하는 영역이라는 것 정도만이 알려진 바이다.

과거 필자의 연말 전략공감 내용이 그러했던 것처럼, 오늘 전략공감2.0은 완전고용이 무엇이고, 어떠한 역사적 유래가 있으며, 연준의 완전고용 잣대를 어떻게 해석해야 할지에 대한 문헌의 내용들을 소개하는 것으로 갈음한다. 문헌 내용을 언급한 이후 연준 정책이 인플레이션 안정을 우선시하는 "Pivot to inflation"에 대한 설명을 덧붙이고자 한다. 오늘 전략공감2.0에서 주로 참고한 문헌은 아래와 같다.

- "How Should We Think about Full Employment in the Federal Reserve's Dual Mandate?", Lael Brainard, 하버드대 경제원론 초청강연, 2021년 2월 24일
- "Full employment: an assumption with BLS projections", BLS Monthly Labor Review, November 2017

1. 완전고용 책무의 유래와 정의(definition)의 문제

1-1. 완전고용 책무의 유래

연방정부의 완전고용 책임은
1946년 명문화

완전고용 달성을 대한 정부의 책무는 1930년대 대공황으로 거슬러 올라가며, 보다 구체적으로는 2차 세계대전 이후 군인들이 사회로 복귀하였을 때 대공황 때와 같은 상황에 직면할 수 있다는 위기 의식이 연방정부의 완전고용 책임을 강화하는 계기가 되었다. 이것이 법으로 명문화된 것이 1946년의 "Employment Act of 1946"으로, "일할 수 있고, 일하기를 원하며 일자리를 찾는 자들에게 유용한 고용을 제공할 환경을 조성, 완전고용/생산/구매력을 지향한다"는 것이 명시되어 있다. 완전고용이라는 상태가 미국민들이 추구할 권리 중 하나이며, 정부는 이를 지향해야 한다는 것이다.

연준에 완전고용 책무 부과된
것은 1977~78년

연준에 완전고용 책무가 부여된 것은 그로부터 상당 기간이 경과한 1977년이었다. 이 때 연준의 역할을 규정하는 **Federal Reserve Act**가 개정되면서 통화정책이 "완전고용, 물가안정, 그리고 온건한(moderate) 장기금리"를 지향하도록 했다. 의회에서는 Hubert Humphrey와 Augustus Hawkins가 완전고용 관련 법안제정에 나서면서, 1978년에는 이들의 이름을 딴 "Humphrey–Hawkins Full Employment and Balanced Growth Act"가 세상에 나오게 된다. 연준이 의회가 부여한 이중책무를 잘 이행하고 있는지에 대한 정례적인 보고도 이 때부터 시행되었다. '반기 의회 통화정책 보고'라는 이름으로 알려져 있는 제도이다.

1-2. 완전고용 정의(definition)의 문제

완전고용에 대한 명확한 정의는
없음

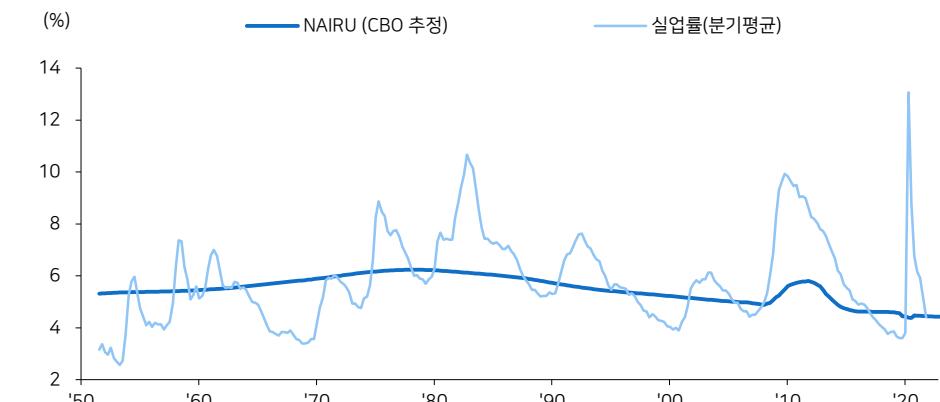
완전고용의 정확한 정의는 없다. 1978년 법안 제정을 주도한 Hawkins는 **구직을 하는 미국인 모두에게 일자리가 부여되는 상태를 완전고용으로 규정하고** 있다. 부수적으로는 가난이나 불평등, 차별, 범죄, 국민들의 삶의 질을 공히 개선하는 방향이어야 한다는 조건을 달았다.

미국 노동통계국은 경제와
노동시장의 장기균형 상태를 상정

보다 이론적인 기준은 노동통계국의 문헌에서 제시된다. 노동통계국은 **완전고용을 경제의 장기균형 상태인 잠재 산출량(혹은 잠재 GDP)과 연관** 지어 생각한다. 장기 균형 하에서는 경제 내에 존재하는 대부분의 자원이 고용되어 있고, 재화시장의 균형이 존재하며 이에 따라 노동수요와 노동공급이 만나게 된다. 또한 이 상태에서는 인플레이션율이 안정적이기에 완전고용의 잣대로 자연실업률, 즉 물가상승 가속화를 유발하지 않는 실업률(NAIRU: Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment)이 빈번히 사용되어 왔다.

그러나 실제에서는 크고 작은 충격(혹은 정보집합의 변화를 유발하는 뉴스풀로우의 유발)이 발생하기에 장기균형 상태로부터의 이탈이 발생한다. 더불어 경제의 구조적 충격이 있을 경우 자연실업률의 수준도 변한다. 따라서 이들은 공히 추정의 영역이며, **태생적으로 모호성을 떨 수 밖에 없는 한계점을** 지닌다. 그러므로 연준은 이에 대해 판단을 내리겠다고 하는 것이다.

그림1 자연실업률 (추정치)과 실제 실업률



자료: US BLS, CBO, 메리츠증권 리서치센터

완전고용은 마찰적/구조적 실업이
아닌 경기적 실업 여부를 판단

케인즈(1936)와 베버리지(1944)에 따르면, 완전고용 상태 하에서는 마찰적 실업만이 존재한다. 마찰적 실업은 노동자들의 이직/전직에 의해 발생하는 실업을 의미하며, 경기요인에 따른 실업은 아니다. 최근에는 구조적 실업 요인도 제거하여 완전고용을 봐야 한다는 견해도 있다. 구조적 실업은 1) 노동자가 보유한 기술과 사업주가 원하는 기술간에 차이가 있거나, 2) 구인/구직자간의 지리적 차이가 발생하여, 단순히 구직만으로 실업을 해결할 수 없는 상태를 의미한다. 직업교육/훈련이나 노동자의 이주 등 요인들이 추가적으로 수반되어야 한다.

1-3. 완전고용이 다양한 지표를 기반으로 판단될 수 밖에 없었던 배경

완전고용은 실업률이라는 단일
잣대로 측정되지 않음. Hawkins의
문제제기를 계기로 인구통계학적
변수를 종합적으로 관찰

지금까지의 논의는 완전고용을 실업의 잣대에서 정의한 것이며, 주된 기준이 실업률과 자연실업률 간의 수렴 여부임을 보여준 것이다. 그러나 최근 파월 의장이 12월 FOMC 기자회견에서 언급하였듯 완전고용은 단일한 잣대로 측정되지 않는다. 이는 다음 사건들의 영향 때문이다.

첫 번째는 1950년 **실업률의 정확성 논쟁**이다. 당시 "Review of Economics and Statistics" 학술지가 주관한 컨퍼런스에서 와튼대 교수 Palmer는, 실업률이라는 단일 잣대는 그 정의와 도출과정에 관계 없이 정책결정 기반이 되어서는 안 된다고 주장하였다. 이로부터 **경제활동인구 전반의 여러 움직임을 함께 보는 전통**이 확립되었다.

두 번째는, 앞서 언급한 Hawkins 의원의 영향이다. 그는 경제호황기에도 로스엔젤레스 지역에 높은 실업률이 유지되는 것을 목도했고, 이를 인종간 고용여건의 상이성으로 진단했다. 그는 순수한 완전고용 상태에서는 고용기회에 대한 연령, 성(性), 인종, 종교, 출생지(혹은 출생국), 장애 등에 따른 차별이 없어야 한다고 주장하고 있다. 이는 연준이 **완전고용을 측정할 때 인종/학력별 격차, Prime age(25~54세)의 경제활동까지 면밀히 살피는 계기가 되었다**.

2. 완전고용 판별의 기준들

이하에서는, Brainard 연준 부의장 내정자의 강연 내용을 바탕으로 연준이 어떠한 것대로 완전고용 상태 수렴 여부를 고려하는지 살펴본다. 취지는 실업률에 국한하지 않고 노동시장 전반의 그림(holistic picture)을 보기 위해서이다.

실업률, 경제활동참가율, 고용률

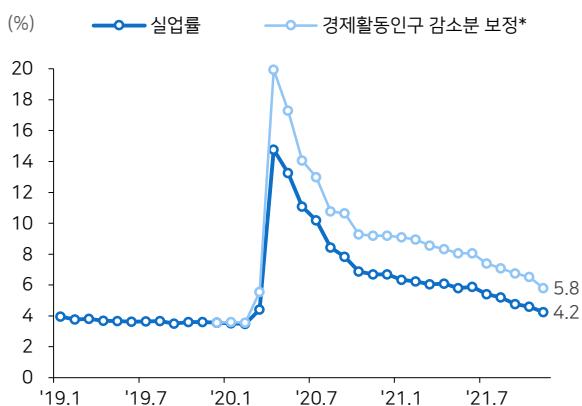
1. 노동시장 광범위한 흐름 포착
2. 연령별, 인종별, 학력별, 성별
추이를 함께 관찰

실업률: 실업률 자체는 많은 정보를 지닌 통계이나, 다방면으로 이를 관찰함으로써 계층간 고용기회가 제대로 부여되는지를 파악할 수 있다. 판데믹으로 경제활동인구에서 이탈한 자들을 실업자로 간주하여 실업률을 다시 계산하면 11월 기준 Headline 실업률 4.2%보다 높은 5.8%에 달한다. 또한 경제적 충격이 인종/성별/연령에 비대칭적 영향을 미쳤음을 고려하여 여성, Prime-age(25~54세) 실업률 뿐 아니라 백인-흑인 실업률 격차를 함께 본다. 후자의 경우 실업률이 낮아지면서 양 인종간 격차가 줄어드는 것을 확인할 수 있으며, 대개는 백인 실업률이 1%p 상승하면 흑인 실업률이 2%p 상승하는 관계가 있었다고 언급하고 있다.

경제활동참가율: 실업률에 담기지 않은 노동시장 여건은 경제활동참가율을 통해 포착할 수 있다. 판데믹으로 학교와 탁아시설이 문을 닫으면서 양육부담으로 경제활동 복귀가 남성에 비해 지연되었다. 여성 경제활동참가율은 판데믹 이전 고점에 비해 1.3%포인트 낮아, 동 기간 남성 경활률 차이(1.1%p)를 웃돈다. 특히 작년 말~올해 초에 걸친 2차 Wave 당시 6~17세 아동 양육을 이유로 경제활동인구에서 빠진 비율은 14%로 전년대비 1.75%포인트 높았다고 지적한다. 고령층 은퇴로 이들의 경제활동참가율이 크게 하락한 점도 고려 대상이다. 판데믹 이전 고점인 2020년 1월 대비 Prime age 경제활동참가율은 1.2%포인트 낮지만(81.8% vs 83.0%), 전체 16세 이상 인구를 고려하면 1.6%포인트 낮다(61.8% vs 63.4%).

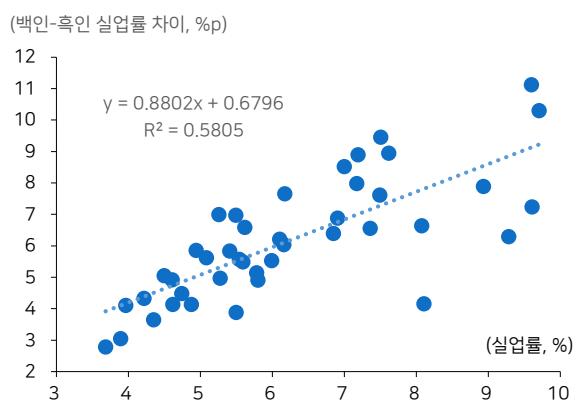
고용률: 경제활동참가율이 노동가능인구 중 경제활동인구의 비율을 시산한 것이라면, 고용률은 가계조사에서 집계되는 취업자를 노동가능인구로 나눈 것이다. 경제활동참가율과 유사한 궤적을 보이며, 실업률이 낮아질수록 백인-흑인 고용률 차이와 대졸자-고졸 미만 간의 고용률 차이도 함께 줄어든다(후자는 인구조정).

그림2 실업률(Headline)과 경제활동인구 감소분 보정 실업률



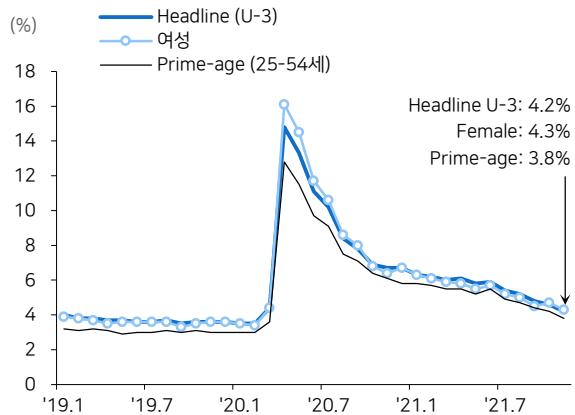
주: * 판데믹에 따른 경제활동인구 감소분을 실업자로 간주하여 재계산한 것
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 연간 실업률과 백인-흑인 실업률 차이 (1980~)



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 실업률: Headline, 여성, Prime-age



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

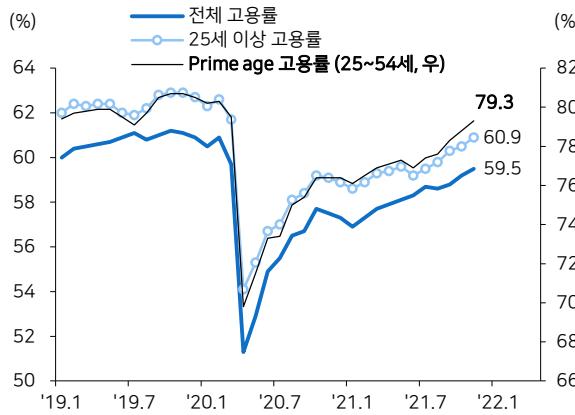
노동시장 slack 측정 (1)

경제적 이유로 인한 파트타이머와 광의실업률

경제적 이유로 인한 파트타이머와 광의실업률: 지금까지의 지표는 노동시장을 폭넓게 보는 데에 유용했다. 이제 노동시장의 추가 개선 잠재력(혹은 slack의 정도)을 파악해 볼 차례이다. 그러한 관점에서 보는 것이 경제적 이유로 인한 파트타이머의 수(Part-timers for Economic reasons)와 이들을 포함한 광의실업률(U-6)이다. 경제적 이유로 인한 파트타임 종사자는, 경기가 호전되었을 때 풀타임으로 종사할 수 있었던 사람들이나 경기부진 때문에 부득이한 선택을 했던 사람들로 간주한다. 이러한 점에서 자발적 파트타임 종사자와 구별된다.

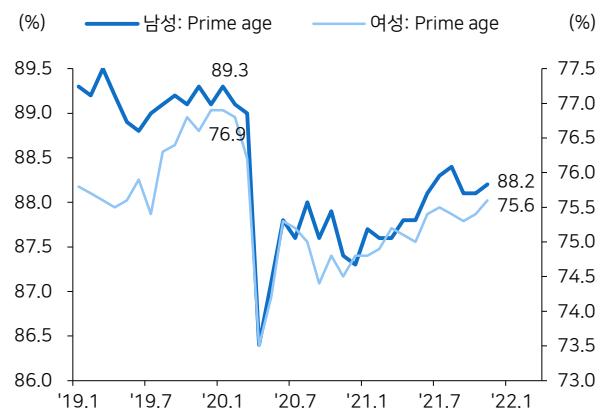
U-6는 보다 광범위한 기준으로 실업률을 측정한 것이다. 헤드라인(U-3) 실업률이 통계 집계 이전 4주간 적극적 구직활동 여부를 따지는 반면, U-6에는 구직의 향이 있어 최근 1년간 구직활동을 했지만 최근 하지 못한 사람들, 경제적 이유로 파트타이머로 종사할 수 밖에 없었던 사람들을 모두 포함한다. 그림 9에서 보듯, 경제적 이유로 인한 파트타임 종사자는 11월 기준 428.6만 명으로 2020년 1월 수준에 이미 수렴했고, 11월 U-6 실업률도 7.8%로 2020년 2월(7.0%)과 3월(8.8%) 수준의 사이에 와 있다.

그림6 고용률(원자수): 전체, 25세 이상, Prime age



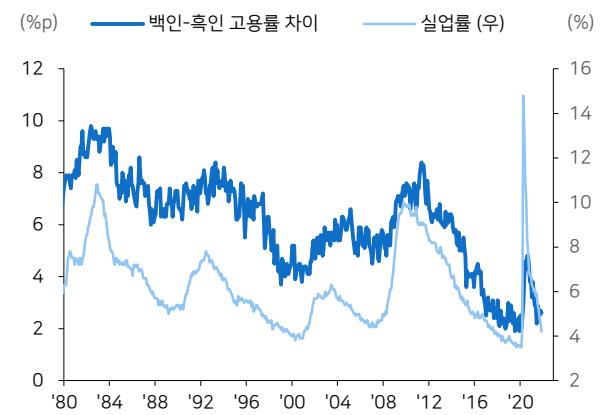
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 경제활동참가율(Prime age): 남성 vs 여성



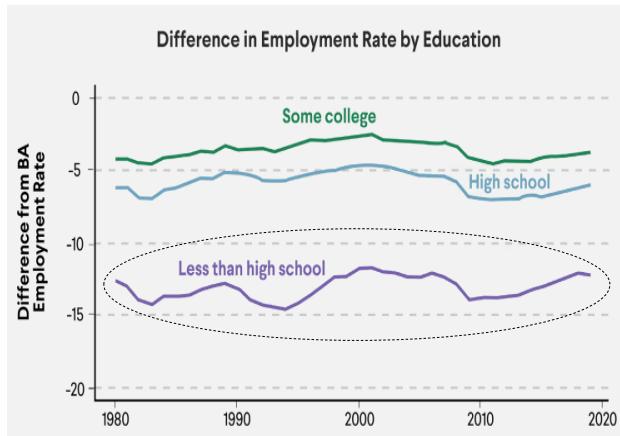
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 실업률과 백인-흑인 고용률 차이



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 대졸자와의 고용률 격차 (인구 조정)



주: 연령 인구로 조정

자료: Reimagining Full Employment, Roosevelt Institute, July 2021

노동시장 slack 측정 (2)

사직률과 노동보상지수

사직률과 노동보상지수: 노동시장의 slack이 얼마나 존재하는지를 판단하기 위한 지표도 있다. 사직률(quits rate)은 새로운 직장에 대한 사람들의 자신감과 기업들의 채용의지를 보여주는 지표이다. 또한 1) 사직비율 상승이 임금 상승과 동행하며, 2) 이러한 현상이 고임금 직종으로의 사다리가 작동하고 있다는 증거로 간주 된다는 점에서 중요성을 띤다. 역사적으로는 얼마나 많은 구인이 이루어지고 있는가에 비례하여 사직비율도 상승했다. 최근 월(10월) 기준으로 보면, 민간 구인비율은 7.4%로 사상 최고치이며, 사직비율도 3.1%로 판데믹 이전 고점(2.7%)을 상당 폭 상회하고 있다.

노동보상지수(Labor compensation index)는 임금(wages)과 기업들이 노동자에게 부여하는 혜택(복지 등 benefit)을 포괄하는 개념으로, 기업이 노동자를 채용할 때 들이는 총 비용이다. 이 지표가 중요한 이유는 고령화에도 불구하고 경제활동참가율이 2015년부터 상승한 것과 맥을 같이 하면서 노동시장의 양적/질적 개선을 보여주는 잣대였기 때문이다. 현재는 금융위기 이전 수준으로 복귀해 있다.

그림10 민간 구인비율과 사직비율



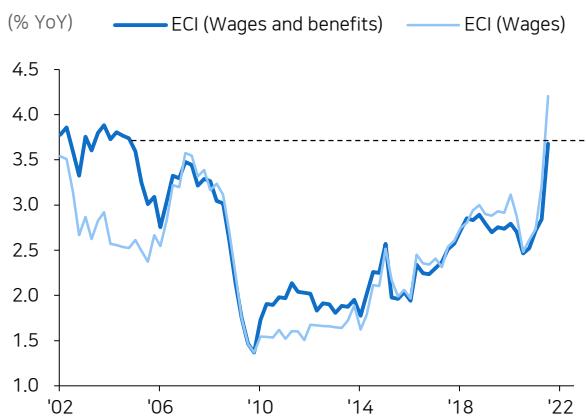
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 경제적 이유로 인한 파트타이머 vs 광의실업률



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 노동보상지수: 전체 vs 임금



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

3. 완전고용 달성 여부 평가와 Pivot to inflation의 이유

3-1. 완전고용 달성 여부 평가

최근월 기준 대부분 고용지표는
완전고용 수준에 근접

지금까지 살펴본 완전고용의 여러 기준에 따르면, 경제활동참가율을 제외한 대부분의 기준은 원래 연준이 완전고용의 기준으로 제시했던 코로나19 이전 수준에 수렴하고 있음을 확인할 수 있다: 1) 10~11월 평균 실업률은 4.4%로 CBO가 추정하는 NAIRU에 수렴했고, 연준 경제전망 내의 Longer-run(장기균형) 4.0%에도 근접했다. 2) 실업률의 하락과 더불어 여성, Prime-age 실업률 하락/고용률 상승이 동반되었고, 백인-흑인 실업률 격차도 3.0%p로 2020년 초 수준과 같다. 3) 경제적 이유로 파트타이머로 종사하는 사람의 수 역시 2020년 초 수준으로 수렴했다. 그리고 4) 사직비율과 노동보상지수는 판데믹 이전 고점을 훌쩍 넘어섰다.

경제활동참가율 개선이
미진한 이유

이러한 기준에 다소 미달하는 지표는 경제활동참가율이다. 이에 대한 연준의 평가는 다음과 같다. 당초 연준은 학교 개교와 돌봄 시설의 재가동, 실업급여 프로그램의 종료 등 요인이 발생하면 사람들의 적극적 구직이 늘어나면서 경제활동참가율이 개선될 것으로 예상했었다.

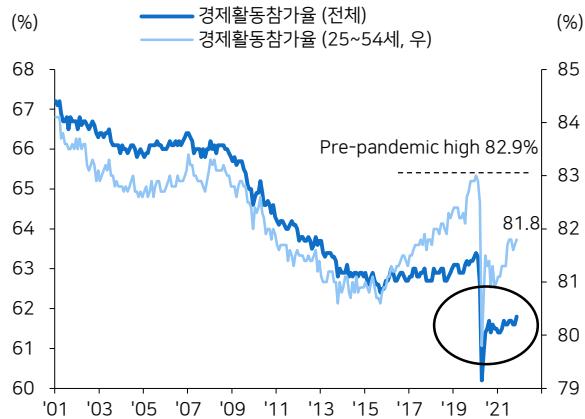
그러나 1) 바이러스 감염 위험 등 보건 이슈, 2) 육아 및 노인 돌봄의 필요성, 3) 가계자산(주식, 주택) 팽창에 따른 맞벌이 필요성 경감, 4) 대규모 정부보조금에 기반한 강제저축(소비지출을 할 기회가 없었음) 등이 자발적 유인에 의한 노동시장 복귀를 지연시키고, 판데믹이 종료되더라도 기존 추세로 경제활동참가율이 회귀할 가능성은 낮추는 요인이 되고 있다고 설명했다. 따라서 이는 장기적으로 해결될 이슈가 아니라고 판단하였고, 다소 구조적일 수 있음을 인정한 것으로 보인다. 덧붙이자면 은퇴의 가속화가 경제활동참가율을 판데믹 이전으로 끌어올리지 못할 가능성도 염두에 둔 것으로 판단한다.

연준의 완전고용 기준이 사전적
의미로 회귀하고 있다는 판단

한편, 노동통계국이 언급한 완전고용의 기준에서나, 브레이너드 이사의 강연자료에서 마찰적 실업과 구조적 실업 이야기는 제외되어 있다. 완전고용이 경기적 실업을 의미하고 있다는 점에서는 당연하다. 이와 별개로 필자가 그간 마찰적 실업과 구조적 실업의 해결 문제를 금리인상의 선결조건으로 함께 간주했던 이유는, 1) 금융위기 이후 첫 번째 인상 시점에 이르는 기간 동안 연준은 노동시장 효율성이 제고될 때까지 기다려 왔음을 고려했고, 2) 구조적 실업의 문제는 엘런 전 의장(현재 재무장관)이 주장한 통화정책의 고압경제—즉, 과열 유도를 통한 노동시장의 이력효과 제거—라는 명제가 유지되고 있을 가능성을 보았기 때문이다.

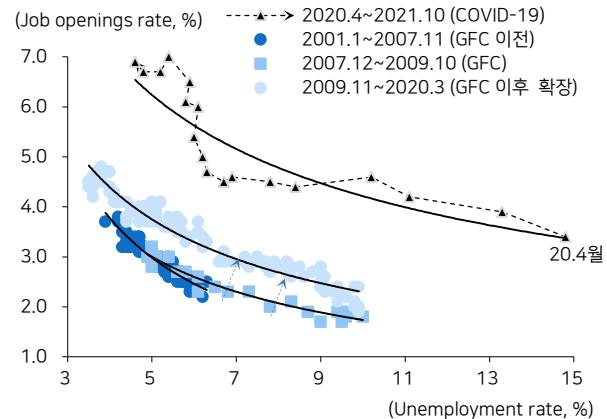
파월 의장 2기에 들어와서 금리인상 선결조건으로서의 완전고용 의미는 다시 사전적인 의미로 회귀한 것으로 판단한다.

그림12 경제활동참가율: 전체 vs Prime age



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 노동시장의 효율성 기준: 베버리지 곡선



주: 원점에서 멀수록 mismatch가 심함(=마찰적 실업이 심함)을 의미

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

3-2. Pivot-to-inflation의 이유

연준의 장기 통화정책 전략
A-AIT

끝으로, 최근 연준이 완전고용이 완벽히 충족되지 못했음에도 인플레이션으로 선호한 이유를 다룬다. 연준은 파월 의장의 2020년 8월 잭슨홀 미팅 기조연설을 통해 비대칭적 평균물가목표제를 장기 통화정책 전략으로 채택하였다. 주요 골자는 1) 완전고용으로부터의 괴리가 아닌 그 과부족만을 고려하여 통화정책을 펴겠다는 점, 2) 장기 기대인플레이션이 2%에 수렴하도록 하기 위해 일정 기간은 PCE 기준 2%를 웃도는 인플레이션을 용인하겠다는 것이다. 이미 널리 알려진 바이다.

단서 조항의 내용이 결정적

이번에 연준이 꺼내 든 것은 아래 단서 조항의 내용이다.

The Committee's employment and inflation objectives are generally complementary. However, under circumstances in which the Committee judges that the objectives are not complementary, it takes into account the employment shortfalls and inflation deviations and the potentially different time horizons over which employment and inflation are projected to return to levels judged consistent with its mandate.

지금은 완전고용보다 인플레이션
괴리가 더욱 크게 후자를
안정화하는 데 주력

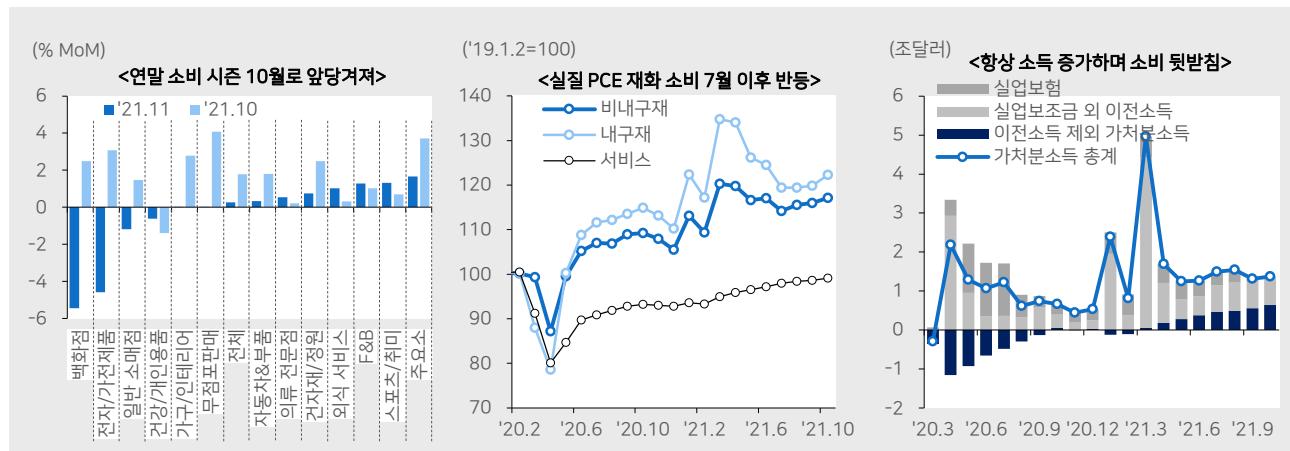
번역하자면, “연준의 고용과 인플레이션 목표는 대개 상호보완적이다(역자주: 고용 여건이 호전되면 시차를 두고 수요측 인플레이션이 발생하기 때문). 그러나 위원회(FOMC)가 양 목표가 상충된다고 판단할 경우, 완전고용으로부터의 과부족과 인플레이션 목표와의 괴리를 고려하고, 잠재적으로 고용과 인플레이션이 연준에게 부여된 이중책무에 수렴하기 위한 시계를 판단한다”는 것이다.

즉, 현재는 노동시장은 완전고용에 거의 근접한 상태(예를 들어 95점)인 반면, 인플레이션은 목표치를 크게 웃돌고 있어(70점) 인플레이션 문제를 우선시해야 할 필요성을 느꼈다는 의미이다. 만약 연준의 예상대로 인플레이션이 시차를 두고 안정화된다면, 그들의 통화정책 전략도 신축적으로 바뀔 것이라 예상한다.

오늘의 차트

임제혁 연구원

11월 미국 소매판매 예상치 하회의 배경



자료: BEA, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

11월 소매판매 예상치 하회

미국 11월 소매판매가 전월대비 +0.3%에 그치며, 예상치(+0.8% MoM)를 밑돌았다. 부진했던 소매판매의 배경으로는 1) 공급망 차질 및 배송지연 우려로 인한 선제적인 소비(10월), 2) 인플레이션 심화로 인한 소비심리 훼손이 언급되었다.

연말 소비시즌 10월로 앞당겨진 영향이 커

소비자들은 연말 쇼핑 시즌을 앞두고 10월부터 선제적인 소비 행태를 보였다. 아마존 등 리테일 업체들은 블랙프라이데이 세일을 10월 초부터 진행하며 연말 쇼핑 시즌을 앞당겼다. 품목별로 살펴보면, 백화점/전자/가전제품/일반 소매점 등의 품목이 10월 큰 폭으로 반등한 뒤 11월 큰 폭으로 하락한 것을 확인할 수 있다.

인플레 확대로 소비 위축 우려 있었으나 3분기 실질소비 반등

인플레로 인한 소비심리 위축은 중장기적인 소비부진 리스크로 작용할 가능성이 있다. 다만 과거 추이를 살펴보면 3월 이후 대규모 가계보조금 지급 이후 재정 자극도 약화되는 가운데 인플레로 소비심리까지 훼손되며 실질 PCE 재화소비는 전월대비 하락세가 지속되었으나, 7월 이후에는 재차 반등하며 레벨업된 소비 수준이 유지되는 모습을 보였다.

항상소득 증가하며 소비 뒷받침 해줄 것으로 전망

이는 항상소득(permanent income, 이전소득 제외 가처분소득)이 고용 회복세와 임금 상승을 바탕으로 증가한 영향으로 보인다. 이전소득은 대체로 저축을 증가시키나 항상소득은 이에 비해 소비로 연결되는 특성이 있다. 12월 고용에서도 실업자 감소와 함께 고용개선 흐름이 이어질 것임을 고려한다면, 항상소득 증가가 소비신장을 앞으로도 뒷받침 해주는 역할을 할 가능성은 크다.

델타변이 확산으로 인해 올해 소비개선을 견인했던 리오프닝 관련 품목 소비가 주춤할 수 있으나, 이동제한 조치를 최소화하는 미국의 방역조치로 인해 큰 폭의 위축이 현실화될 가능성은 낮다. 미국 소비는 점진적인 항상소득 증가세를 바탕으로 점차 레벨업될 것으로 예상한다.

칼럼의 재해석

은경완 수석연구원

오미크론과 미국 은행주 투자 (Wall Street Journal)

2021년 12월 주요 이슈는 오미크론이다. 이번 오미크론으로 은행주들의 복원력이 다시 시험대에 올랐다. 팬데믹 기간 동안 은행주들은 복원력이 있다고 평가되어왔다. 이러한 복원력에 신뢰를 가진 투자자들은 오미크론 변수 영향이 단기적이며 저가 매수의 기회로 보고 있는 듯하다. 그러나 투자하기 전에 고려해야 할 점이 있다.

이번 사태로 보완 레버리지 비율(SLR) 규제가 다시 이슈로 떠올랐다. 오미크론으로 인해 미국 규제당국이 SLR 규제 강화 카드를 꺼낸다면 은행주에 대한 투자자들의 기대심리가 위축될 가능성이 높다. 또한 경기 부양을 위한 무제한 양적 완화, 긴급 유동성기구 설치 등을 결정하는 경우에도 SLR비율 준수가 어려워져 은행주가 하락으로 반영될 수 있다.

오미크론으로 은행들에 대한 자본비율 규제 완화가 불투명해졌다. 국채 보유와 고객 예금을 줄이게 되면 배당금 지급뿐만 아니라 자사주 매입 등의 조치가 어렵게 된다. 미국 은행주 투자 고려 시, 경제 상황에 따른 규제 재조정 시기를 기다려야 한다는 의견이다.

오미크론으로 흔들리는 시장

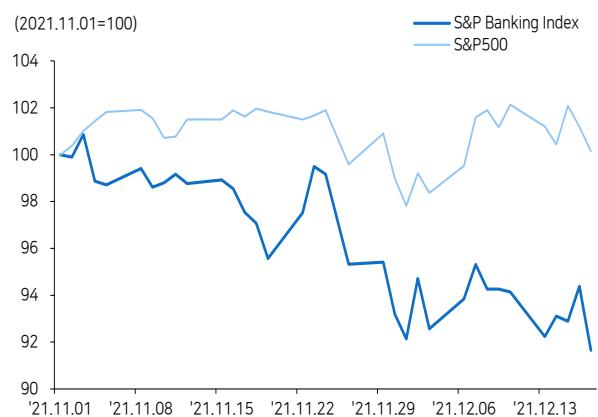
오미크론으로 인한 불확실성

2021년 12월의 주요 이슈는 오미크론이다. 새로운 코로나19 바이러스 변종은 더 강력한 전파력으로 국내외 시장을 또다른 불확실성에 휩싸이게 했다. S&P500 은행 지수 추이를 보면, 오미크론 이전보다 변동성이 심화된 모습을 보이고 있다. 특히 11월 23일을 기점으로 하락추세인 가운데 등락을 보이고 있다.

은행주들의 복원력 다시 시험대에 올라

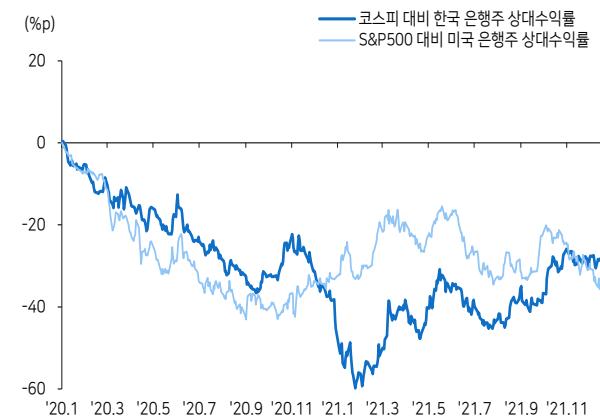
이번 오미크론으로 은행주들의 복원력이 다시 시험대에 올랐다. 2020년 초 코로나19 바이러스 출현 이후 팬데믹 기간 동안 은행주들은 복원력 있다고 평가되어왔다. 이러한 복원력에 신뢰를 가지고 있는 투자자들은 오미크론으로 인한 은행주의 약세가 단기적이며 저가 매수의 기회로 보고 있는 듯하다. 그러나 투자하기 전에 고려해야 할 점이 있다.

그림1 S&P500 은행 지수 추이 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 은행주 상대수익률 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

SLR 규제 추가 강화?

SLR 규제 이슈 재부각

이번 오미크론 사태로 보완 레버리지 비율(Supplementary Leverage Ratio: SLR) 규제가 다시 부각되었다. 보완 레버리지 비율은 2018년부터 시행된 바젤 III에 포함된 자본규제이다.

SLR의 의의

은행들이 국채를 포함한 위험 자산 추가 매입을 할 수 있도록 자기 자본을 일정 수준 이상 보유하게 한다. 미국 대형은행들은 국채 발행시장에서 주요 매수자이자 유통시장에서 헤지펀드, 운용사 등에 대한 주요 매도자 역할을 하기 때문이다.

SLR에 의한 자본요건

총 익스포저(대차대조표 자산 이외 부외(off-balance) 자산까지 포함) 대비 자기 자본을 3% 이상 유지해야 하고, G-SIBs에 선정되었다면 5% 이상 유지해야 한다. 즉, 은행이 보유한 자산에 비례해 추가로 자기 자본을 적립해야 하는 제도이다.

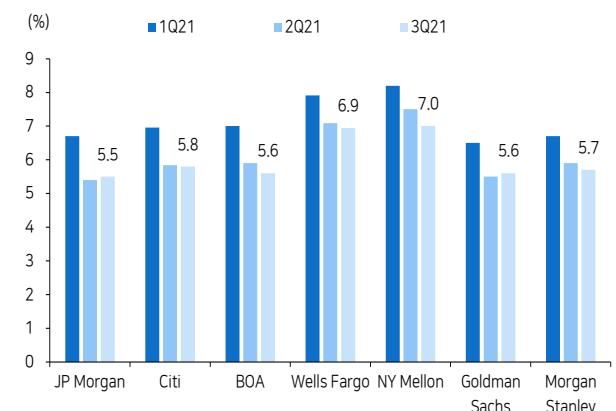
그림3 SLR 산식 개요

$$\text{Basel III Leverage Ratio(%)} = \frac{\text{Tier1 Capital}}{\text{Exposure Measure}}$$

• All on-balance sheet assets
• Derivative exposures
• Securities financing transaction exposures
• Other off-balance sheet exposures

자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 G-SIBs SLR 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2020년 4월

SLR 규제 완화 조치

2020년 4월 미국 연준은 국채를 SLR 비율에 넣지 않을 수 있도록 규제를 완화하여, 은행들이 대출과 국채매입을 늘릴 수 있게 했다. 한시적으로 원활한 대규모 국채 발행 및 자산매입을 위한 조치였다.

국채발행 규모와

은행들의 국채 보유액 증가

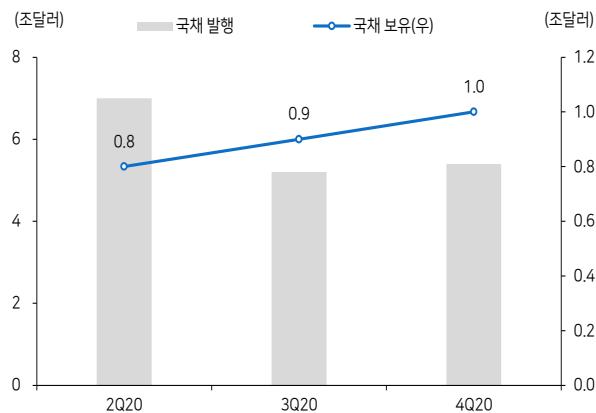
규제완화 이후 미국 정부의 확장적 재정정책 일환으로 국채 발행이 급격히 증가했다. 2020년 2분기 국채 발행 규모는 7조 달러로 전분기 3.3조 달러에 비해 2배 이상 증가했다. 더불어 연준은 자산매입 등 양적 완화를 지속했다. 그리고 은행에서는 국채 보유액이 지속적으로 증가했었다. 국채보유 규모는 2020년 2분기 8천 억 달러에서 계속 상승세였다.

SLR 완화조치로 인해

주주환원 조치 수행 용이

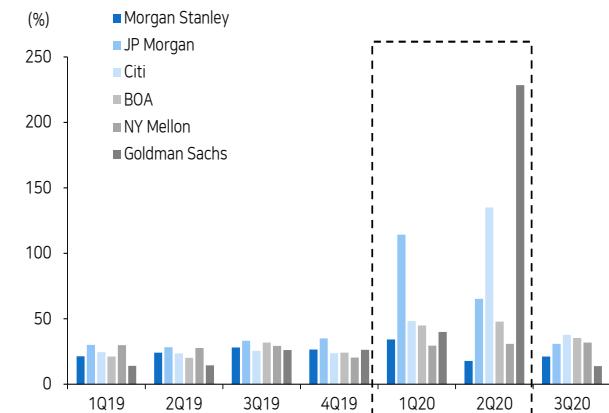
또한 미국 대형은행들의 배당성향이 2019년에 비해 현저하게 증가했다. 당시 주가 또한 상승추세를 보이며 화답했다. 업계 관계자는 SLR 완화조치가 없었다면 국채 보유와 고객 예금 규모를 줄일 수밖에 없었을 것이라 설명했다. 이렇게 되면 배당금 지급, 자사주 매입 등 주주환원 조치 수행이 어려웠을 것이다.

그림5 미국 채권 발행규모와 은행권 보유 추이



자료: Sifma, FDIC, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 대형은행 배당성향 변화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

다음 재조정 시기를 노려야

추가 SLR 규제 카드 제시할 시
투자자들의 기대심리 위축 가능성

오미크론으로 인해 미국 규제당국이 SLR규제 강화 카드를 꺼낸다면 은행주에 대한 투자자들의 기대심리가 위축될 가능성이 높다. 또한 경기 부양을 위한 무제한 양적 완화, 긴급 유동성기구 설치 등을 결정하는 경우에도 SLR 비율 준수가 어려워져 은행주가 하락으로 반영될 수 있다.

다음 규제 재조정 시기 대기 필요

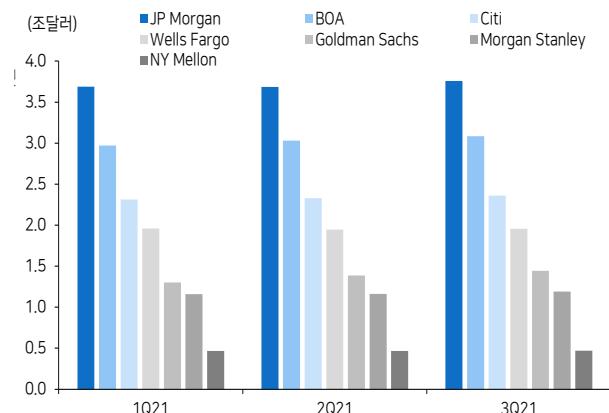
미국 대형은행들은 자본요건 조정을 오랫동안 희망해왔다. 코로나19 팬데믹 기간 동안 해당 은행의 자산규모에 기초해 높은 수준의 비율을 유지해왔기 때문이다. 그러나 이번 오미크론 사태로 은행들에 대한 자본비율 완화여부가 불투명해졌다. 경제 상황에 따른 규제 재조정 시기를 기다려야 한다는 의견이다.

그림7 2021년 미국 대형은행들의 주가 흐름



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국 대형은행들의 대차대조표 상 자산 규모



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: *As Banks Face Omicron Risk, Their Size Could Become a Handicap*