



2022. 1. 18 (화)

**meritz Strategy Daily**

# 전략공감 2.0

## Strategy Idea

메리츠 자산배분 전략 2021년 리뷰 :  
MVAA 10.5%, MDAA 1.5% 수익률 기록

## 오늘의 차트

삼전/하이닉스 이익 전망치 소폭 반등 → 외국인 순매수

## 칼럼의 재해석

왜 유로존 임금상승률은 미국보다 낮을까?

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



▲ 퀸트  
Analyst 강봉주  
02. 6454-4903  
bj.kang@meritz.co.kr

## 메리츠 자산배분 전략 2021년 리뷰 : MVAA 10.5%, MDAA 1.5% 수익률 기록

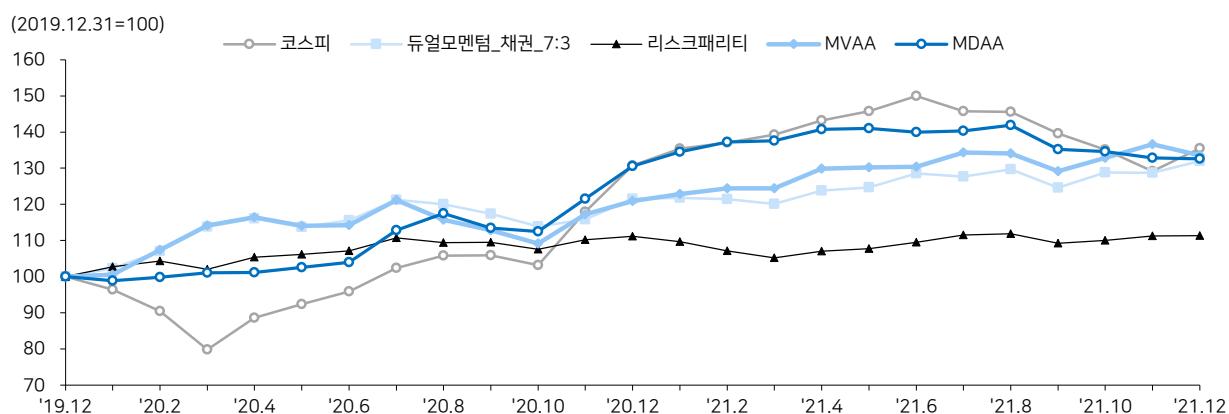
- ✓ 2020년 5월 이후 제시한 4개 자산배분 모델 성과 점검, 핵심 모델인 MVAA, MDAA 2개 모델 2021년 연간 10.5%, 1.5% 수익률 기록하여 양호한 성과 지속
- ✓ 2021년 하반기에 미국 주식, 미국 리츠 강세, 채권, 금 소폭 강세, 신흥국 주식 약세
- ✓ 2022년에도 MVAA, MDAA와 같은 '규칙 기반'의 안정적인 전술적 자산 배분 전략 유리

### 2021년 하반기 미국 주식, 미국 리츠 수익률 강세, 채권, 금 소폭 강세, 신흥국 주식 약세

필자는 2020년 5월 'ETF와 해외 자산배분 전성시대, MVAA 자산배분 전략' 자료에서 16개 핵심 자산군을 선정하고 총 3개의 자산배분 전략(듀얼 모멘텀, 리스크 패리티, MVAA)을 설명했다. 이후 2020년 11월 25일에는 '금리 변동에 대비한 자산배분 전략' 자료에서 금리 상승기를 대비해 단기채권을 활용한 MDAA(Meritz Defensive Asset Allocation) 자산 배분 전략을 추가로 제시했다.

본 자료에서는 해당 모델들의 2021년 연간 성과를 점검한다. 참고로 본 자료의 충분한 이해를 위해서는 2020년 5월, 11월 보고서를 먼저 읽을 것을 권한다. 4개 모델의 2020년 성과는 10~28%로 상당히 우수했으며, 핵심 모델인 MVAA, MDAA 모델은 2021년 연간 10.5%, 1.5%의 양호한 성과를 기록했다.

그림1 MVAA, MDAA 중심의 메리츠 퀸트 4개 자산 배분 모델의 2020년 이후 투자 성과

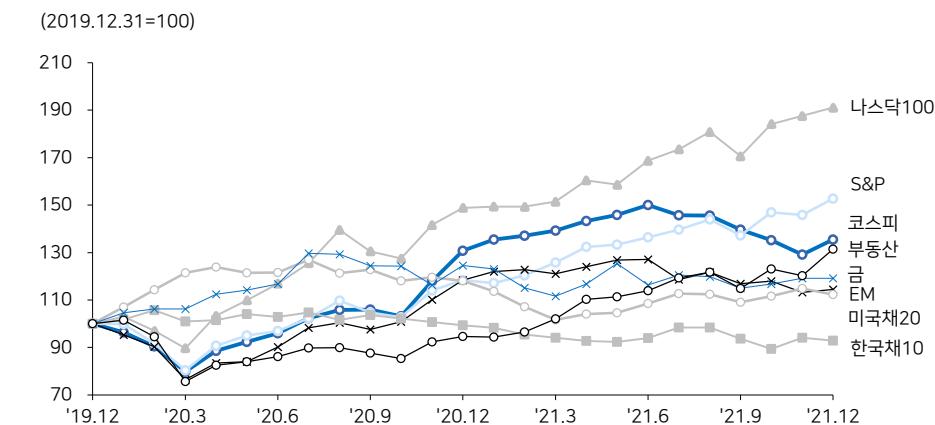


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2021년 하반기 미국 주식, 미국  
리츠 강세  
신흥국 주식은 금리 인상 우려,  
2022년 이익 증가율 둔화 우려로  
수익률 하락 전환

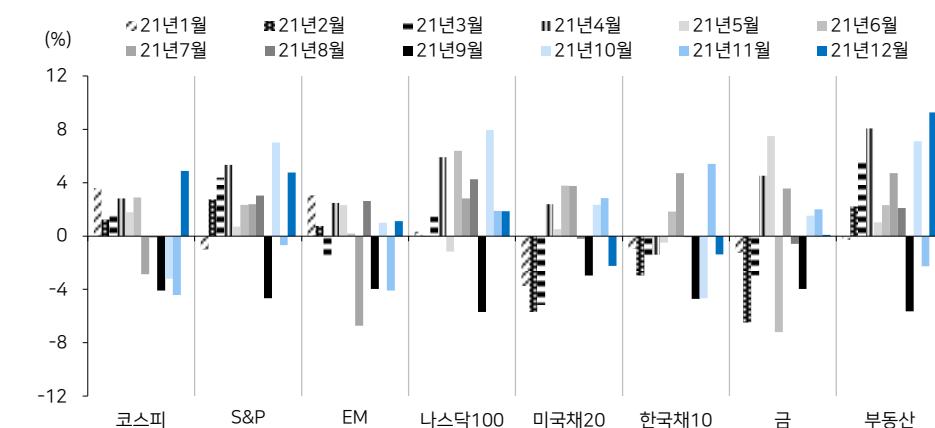
우선 작년 하반기 8개 주요 자산군의 성과를 점검하자. 미국 중심은 하반기 공급망 우려, 물가 상승 우려에도 불구하고 양호한 기업 실적으로 추가 상승했다. 상반기에 부진했던 미국 장기채 가격은 하반기에는 오히려 소폭 반등했다. 미 연준의 금리 인상 기조에도 불구하고 경제 불확실성 등 복합요인으로 장기 채권 금리 상승폭이 크지 않았던 터이다. 금은 소폭 강세를 나타냈고, 2020년에 수익률이 가장 부진했던 미국 리츠는 상반기에 이어 하반기에도 강세를 지속했다. 신흥국 주식은 2022년 금리 인상 우려, 기업 이익 증가율 둔화 우려로 수익률이 하락 전환했다.

그림2 2020년 이후 8개 주요 자산군 월별 성과



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2021년 이후 8개 주요 자산군별 성과 : 월별 수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 메리츠 자산배분 MVAA, MDAA 모델 성과 우수\_2021년 10.5%, 1.5%

2021년 성과 듀얼모멘텀 8.6%  
리스크 패리티 0.2%  
MVAA 10.5%, MDAA 1.5%

필자의 4개 모델 중 리스크 패리티 모델은 자산별 노출 변동성을 동일하게 배분하는 가장 보수적인 모델이다. 듀얼 모멘텀 전략은 16개 자산군 중에서 절대 수익률과 상대 수익률이 가장 강한 4개의 자산에 채권과 함께 투자하는 전략이다. MVAA 모델은 듀얼 모멘텀 전략의 모멘텀 추종 성격과 위험 관리 성격 모두를 강화한 것이 특징이다. MDAA는 MVAA의 안전자산 부분을 단기채로 변경하고 주식 자산의 비중을 늘리는 방향의 모델로 금리 상승기에 유리한 전략이다.

표1 4개 자산 배분 전략의 월별 수익률

(%)	듀얼모멘텀	리스크 패리티	MVAA	MDAA	코스피
1Q20	13.8	2.1	14.1	1.1	(20.2)
2Q20	1.6	4.9	0.1	2.9	20.2
3Q20	1.6	2.2	(1.2)	9.1	10.4
4Q20	3.5	1.5	7.1	15.1	23.4
'21.1	0.2	(1.3)	1.6	3.0	3.6
'21.2	(0.3)	(2.3)	1.3	2.0	1.2
'21.3	(1.1)	(1.8)	0.0	0.3	1.6
'21.4	3.0	1.7	4.4	2.3	2.8
'21.5	0.7	0.7	0.3	0.2	1.8
'21.6	3.1	1.6	0.1	(0.8)	2.9
'21.7	(0.7)	1.8	3.1	0.3	(2.9)
'21.8	1.6	0.3	(0.2)	1.1	(0.1)
'21.9	(3.9)	(2.4)	(3.7)	(4.7)	(4.1)
'21.10	3.4	0.7	2.8	(0.4)	(3.2)
'21.11	(0.1)	1.1	2.8	(1.3)	(4.4)
'21.12	2.5	0.1	(2.2)	(0.2)	4.9

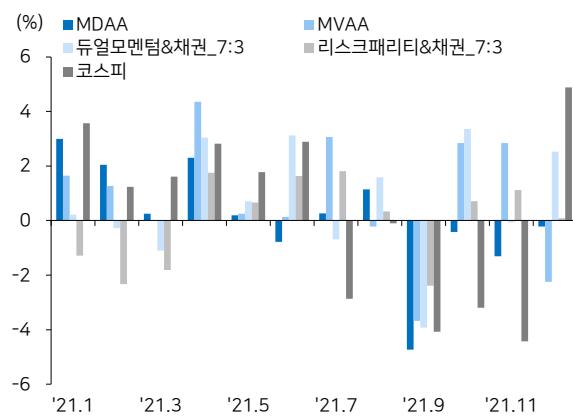
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 4개 자산 배분 전략의 2020년 이후 누적 성과 지수

(19.12.31=100)	듀얼 모멘텀	리스크 패리티	MVAA	MDAA	코스피
'19.12	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1Q20	113.8	102.1	114.1	101.1	79.8
2Q20	115.6	107.1	114.3	104.0	95.9
3Q20	117.4	109.5	112.9	113.4	105.9
4Q20	121.6	111.1	120.9	130.6	130.8
'21.1	121.8	109.7	122.9	134.5	135.4
'21.2	121.5	107.2	124.4	137.2	137.1
'21.3	120.1	105.2	124.5	137.6	139.3
'21.4	123.8	107.0	129.9	140.8	143.2
'21.5	124.7	107.8	130.2	141.0	145.8
'21.6	128.6	109.5	130.4	139.9	150.0
'21.7	127.7	111.5	134.4	140.3	145.7
'21.8	129.7	111.9	134.1	141.9	145.6
'21.9	124.6	109.2	129.2	135.2	139.6
'21.10	128.8	110.0	132.9	134.6	135.2
'21.11	128.7	111.2	136.6	132.9	129.2
'21.12	132.0	111.3	133.6	132.6	135.5

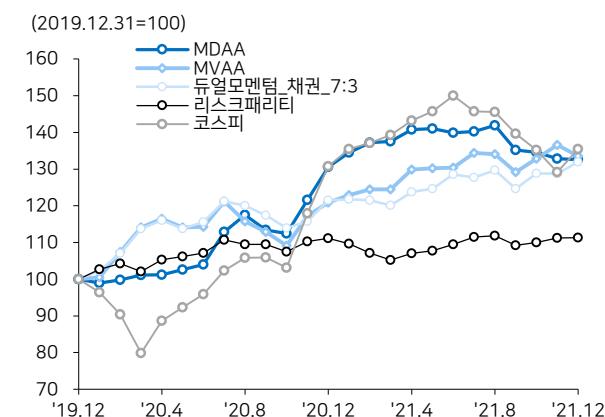
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 4개 자산 배분 전략의 월별 수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 4개 자산 배분 전략의 2020년 이후 누적 지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 듀얼 모멘텀 : 2021년 수익률 8.6%, 현재 주식 비중 53%로 평균 상회

듀얼 모멘텀 전략은 모멘텀이 상대적으로 강한 자산군 4개와 20년 만기 미국채의 성과를 비교해서 모멘텀 상위 자산에 투자한다. 역시 자세한 설명은 2020년 5월 보고서로 대체한다. 해당 모델은 2020년 3~5월에는 주식 비중을 0%까지 줄인 이후, 6월부터는 나스닥100을 다시 17.5% 편입했다. 2021년 이후로는 주식 비중을 다시 크게 높였고, 2022년 1월 현재 주식 비중 53%로 과거 평균보다 높다.

2020년 3~5월 주식 보유 0%  
 6월 이후 나스닥100 보유  
 12월 이후 주식 비중 크게 확대  
 2022년 1월 현재 주식비중 53%  
 로 과거 평균(36%) 상회

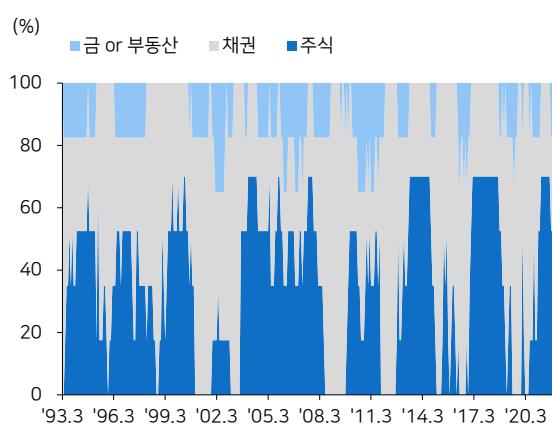
결국 코로나 1년차인 2020년 상반기 주식 급락 국면에서 주식 비중을 0%까지 줄인 점이 유효했다. 이후 하반기에 주식 비중 확대가 조금 더뎠지만 2020년 12월 이후 크게 확대한 점, 2021년 채권 가격 급락 국면에서 채권 비중을 줄인 점, 2021년 하반기에 미국 주식 및 미국 리츠의 비중을 확대한 점이 효과적이었다.

표3 듀얼모멘텀&채권\_7:3 전략 자산 배분 내역

날짜	듀얼모멘텀 70%				채권 30%
	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	30%
'20.1	나스닥100	S&P	부동산	러셀2000	미국채20
'20.2	나스닥100	미국채20	미국채20	미국채20	미국채20
'20.3 ~ 20.5	미국채20	미국채20	미국채20	미국채20	미국채20
'20.6	나스닥100	금	미국채20	미국채20	미국채20
'20.7	나스닥100	미국채20	미국채20	미국채20	미국채20
'20.8	나스닥100	금	미국채20	미국채20	미국채20
'20.9	나스닥100	금	S&P	코스피	미국채20
'20.10~'20.11	나스닥100	금	미국채20	미국채20	미국채20
'20.12	나스닥100	코스피	금	EM	미국채20
'21.1	나스닥100	코스피	금	러셀2000	미국채20
'21.2~'21.3	나스닥100	코스피	러셀2000	EM	미국채20
'21.4~'21.5	러셀2000	코스피	나스닥100	EM	미국채20
'21.6	러셀2000	코스피	EM	나스닥100	미국채20
'21.7	러셀2000	코스피	나스닥100	EM	미국채20
'21.8	러셀2000	코스피	나스닥100	S&P	미국채20
'21.9~'21.10	러셀2000	코스피	부동산	S&P	미국채20
'21.11	러셀2000	나스닥100	부동산	S&P	미국채20
'21.12	나스닥100	부동산	S&P	러셀2000	미국채20

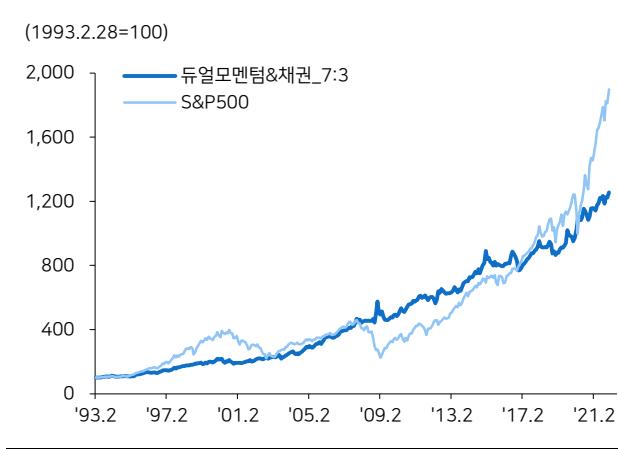
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 듀얼모멘텀&채권\_7:3 전략의 장기 자산 배분 내역



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 듔얼모멘텀&채권\_7:3 전략, S&P500 장기 성과



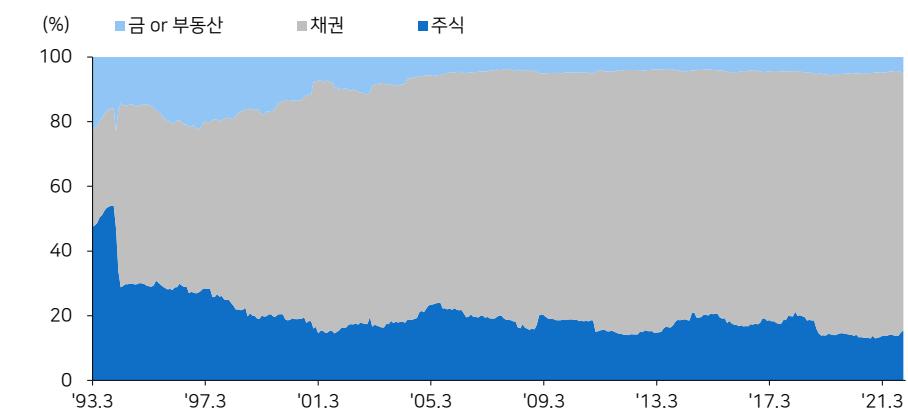
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 리스크 패리티&채권\_7:3 : 높은 채권 비중으로 2021년 성과 0.2%

리스크 패리티 & 채권 전략은 1월 현재 주식 비중 15%로 과거 평균(20%) 대비 낮은 비중

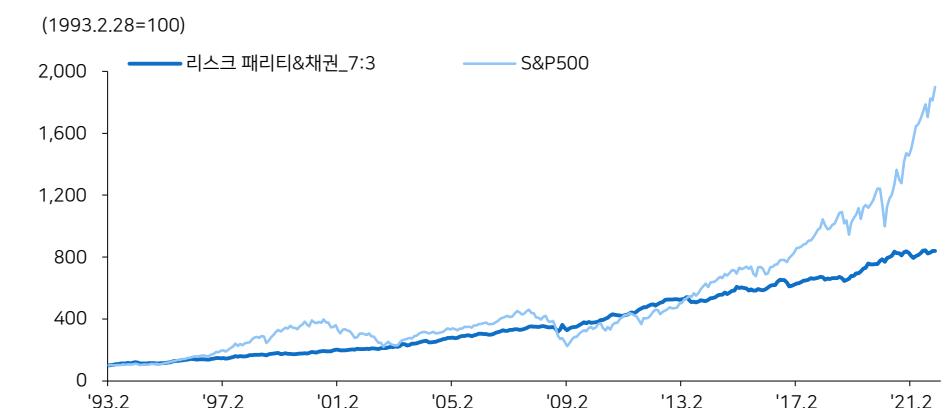
리스크 패리티 전략은 4개 전략 중에서 가장 보수적인 자산배분 전략이다. 사실상 듀얼모멘텀, MVAA 전략의 성과를 평가하기 위한 대조군 성격이 강하다. 그럼에도 불구하고 장기적으로 개별 자산군 투자에 비해 상당히 우수한 '위험 조정 수익률' 특성을 나타내는 점은 의미가 있다. 해당 전략은 모델의 구조상 채권 비중을 70~80%로 높게 유지하게 되며 2021년 연간 수익률 0.2%로 성과가 부진했다.

그림8 리스크 패리티&채권\_7:3 전략의 장기 자산 배분 내역



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 리스크 패리티&채권\_7:3 전략, S&P500 장기 성과



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**MVAA 전략 : 2021년 수익률 10.5%, 2020년 2월~6월 주식 비중 0%, 2020년 9월 이후 주식 비중 증가, 2022년 1월은 주식 53%, 채권 30%**

MVAA 전략은 자산별 모멘텀  
추종을 하면서도 듀얼 모멘텀  
전략에 비해 채권 비중이 높은  
보수적 전략

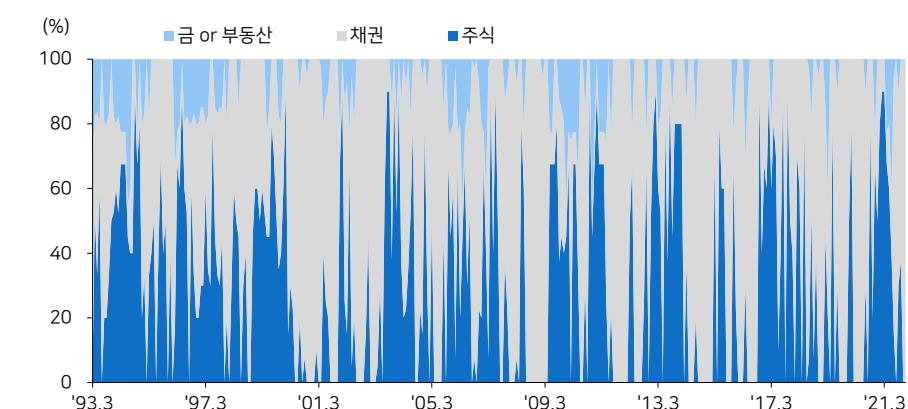
MVAA (Meritz Vigilant Asset Allocation) 전략은 듀얼 모멘텀 전략의 장점(모멘텀 자산 추종)을 따르되, 보다 보수적인 전략이다. 보수적인 이유는 전체 기준 자산군(필자의 경우 16개) 내에서 안전 자산(20년 미국채)보다 모멘텀이 강한 자산의 수가 일정 수치(6개) 이하이면 안전 자산으로만 투자하기 때문이다. 2020년 상반기 선제적인 주식 비중 축소와 9월 이후 주식 비중 확대로 성과가 우수했다.

표4 MVAA 전략 자산 배분 내역

2020년	Top4 모멘텀 상위 자산					채권	2021년	Top4 모멘텀 상위 자산					채권
1월	EM 20%	나스닥100 20%	S&P 20%	AC_exUS 20%	미국채20 20%	미국채20	1월	코스피 20%	러셀2000 20%	EM 20%	나스닥100 20%	미국채20 20%	
2~6월	n/a 0%	n/a 0%	n/a 0%	n/a 0%	미국채20 100%		2월	러셀2000 23%	코스피 23%	신흥국 23%	나스닥100 23%	미국채20 10%	
7월	나스닥100 10%	EM 10%	금 10%	코스피 10%	미국채20 60%		3월	러셀2000 23%	코스피 23%	신흥국 23%	AC_exUS 23%	미국채20 10%	
8월	n/a 0%	n/a 0%	n/a 0%	n/a 0%	미국채20 100%		4월	러셀2000 23%	코스피 23%	S&P 23%	부동산 23%	미국채20 10%	
9월	나스닥100 20%	S&P 20%	코스피 20%	EM 20%	미국채20 20%		5월	부동산 20%	러셀2000 20%	S&P 20%	나스닥100 20%	미국채20 20%	
10월	코스피 5%	나스닥100 5%	EM 5%	S&P 5%	미국채20 80%		6월	코스피 20%	금 20%	부동산 20%	EAFE 20%	미국채20 20%	
11월	EM 23%	러셀2000 23%	나스닥100 23%	금 23%	미국채20 10%		7월	나스닥100 5%	코스피 5%	부동산 5%	러셀2000 5%	미국채20 80%	
12월	러셀2000 13%	코스피 13%	EAFE 13%	AC_ex.US 13%	미국채20 50%		8월	n/a 0%	n/a 0%	n/a 0%	n/a 0%	미국채20 100%	
							9월	나스닥100 10%	부동산 10%	S&P 10%	러셀2000 10%	미국채20 60%	
							10월	미국하이일드 13%	EAFE 13%	S&P 13%	러셀2000 13%	미국채20 50%	
							11월	n/a 0%	n/a 0%	n/a 0%	n/a 0%	미국채20 100%	
							12월	n/a 0%	n/a 0%	n/a 0%	n/a 0%	미국채20 100%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 MVAA 전략 자산 배분 내역



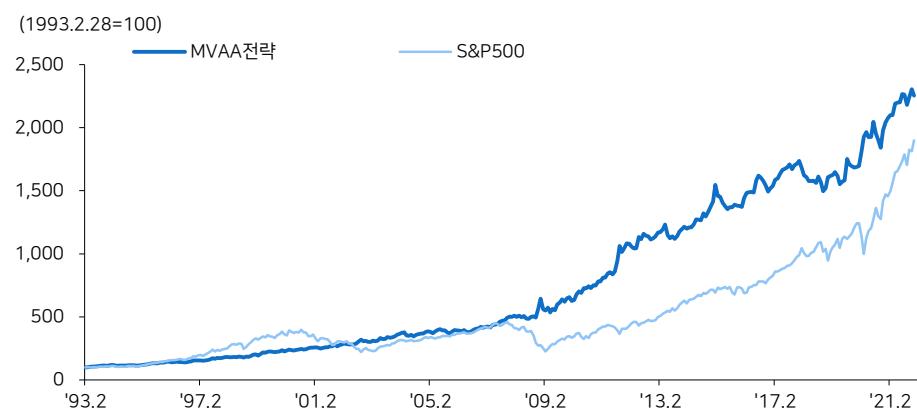
자료: 메리츠증권 리서치센터

2020년 이후 자산별 높은 가격  
변동에도 불구하고 MVAA 전략의  
자산별 비중 배분 효과 우수  
2021년 상반기 주식 비중 확대,  
하반기 주식 비중 축소 효과적

결국 MVAA 전략의 보수적인 특성 덕분에 2020년 상반기의 코로나 증시 급락을  
효과적으로 방어했다. 게다가, 자산 비중에 대한 타이밍 효과를 충분히 발휘했다.  
2020년 4월의 증시 반등보다는 느렸지만 9월 이후 주식 비중을 크게 증가시키  
며 증시 상승 효과를 누렸다. 이후 2021년 상반기에 채권 비중을 10~20%로 크  
게 낮춤으로써 금리 반등으로 인한 채권 가격 하락을 상당 부분 회피했다.

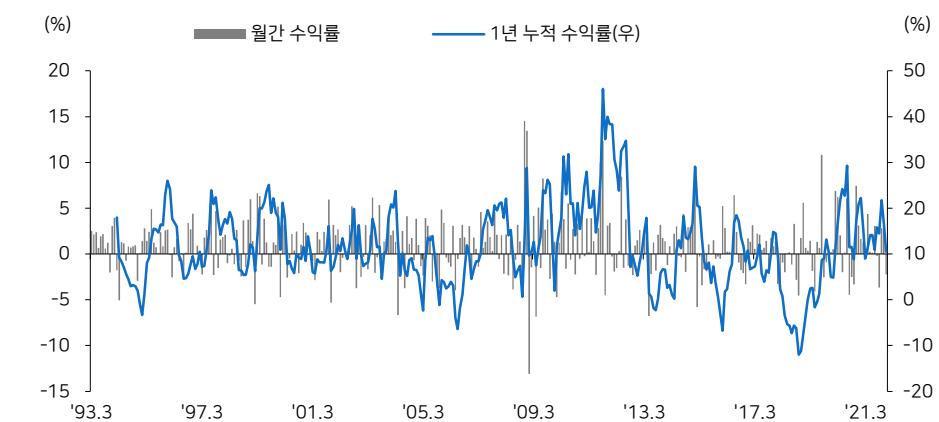
2021년 하반기에는 반대로 주식 비중을 평균 15% 이하로 낮추고 채권 비중을  
다시 높인 점이 성과 방어에 유리하게 작용했다. 한편, 최근 2022년 1월에는  
MVAA 모델에서 주식 비중을 과거 평균(32%)보다 높은 52%로 높이고 미국 리  
츠 18%, 미국 장기채 30%를 배분한 점이 특징이다.

그림11 MVAA 전략, S&P500 장기 투자 성과



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 MVAA 전략 월별 및 12개월 누적 수익률



자료: 메리츠증권 리서치센터

**MDAA 전략 : 2020년 수익률 28%, 2021년 수익률 1.5%, 주식 비중 2020년 5월부터 증가, 현재 1월 주식 비중 37%, 채권 50%, 리츠 13%**

MDAA 전략은 금리 상승기에 성과 방어 능력이 우수하며 주식 상승기에 성과가 강한 특징

MDAA 모델 2020년 성과 28%  
2021년 성과 1.5% 기록  
현재 1월 주식 비중 37%로  
과거 평균(47%)대비 소폭 낮아  
주식 위험 회피도 증가

MDAA(Meritz Defensive Asset Allocation) 전략은 2020년 11월 보고서에서 추가로 제시한 전략이다. Defensive라는 이름이 붙은 이유는 금리 상승기에 채권의 가격 하락 위험을 방어하는 특징 때문이다. MDAA 전략은 신흥국 주식, 신흥국 채권 지수 2가지의 모멘텀 평가를 통해 안전자산 비중을 정한다. 기본 안전자산으로 20년 미국채를 활용하는 MVAA와 달리 1~3년 만기 미국채를 배분하기 때문에 금리 상승 위험에서 상당히 자유롭다.

MDAA 모델의 코로나 1년차인 2020년 성과는 28%로 4개 모델 중 가장 우수했다. 2020년 상반기 주식 급락 국면에서 주식 비중을 0%로 줄이고, 이후 주식 비중을 빠르게 늘린 점이 유효했다. 주식 비중이 높은 모델의 특성상 2021년 상반기 성과가 7%로 우수했으나 하반기 중시 하락으로 2021년 연간 성과가 1.5%로 감소했다. 2022년 1월 현재 주식 비중은 37%(과거 평균 47%), 단기채 50%, 미국 리츠 13%로 배분 중이다.

**표5 MDAA 전략 자산 배분 내역**

2020년	Top4 모멘텀 상위 자산				채권	2021년	Top4 모멘텀 상위 자산			
1월	EM	나스닥100	S&P	AC_exUS	미국채1~3년 25% 25% 25% 25% 0%	1월	코스피	러셀2000	EM	나스닥100 25% 25% 25% 25% 0%
2월	나스닥100	미국채20	금	미국_투자등급	미국채1~3년 13% 13% 13% 13% 50%	2월	러셀2000	코스피	EM	나스닥100 25% 25% 25% 25% 0%
3월	미국채20	금	미국채10	한국채10	미국채1~3년 13% 13% 13% 13% 50%	3월	러셀2000	코스피	EM	AC_exUS 13% 13% 13% 13% 50%
4월	n/a	n/a	n/a	n/a	미국채1~3년 0% 0% 0% 0% 100%	4월	러셀2000	코스피	S&P	부동산 13% 13% 13% 13% 50%
5월	나스닥100	미국채20	금	S&P	미국채1~3년 13% 13% 13% 13% 50%	5월	부동산	러셀2000	S&P	나스닥100 25% 25% 25% 25% 0%
6월	나스닥100	금	S&P	미국채20	미국채1~3년 13% 13% 13% 13% 50%	6월	코스피	금	부동산	EAFE 25% 25% 25% 25% 0%
7월	나스닥100	EM	금	코스피	미국채1~3년 25% 25% 25% 0%	7월	나스닥100	코스피	부동산	러셀2000 25% 25% 25% 25% 0%
8월	금	나스닥100	EM	코스피	미국채1~3년 25% 25% 25% 0%	8월	부동산	나스닥100	S&P	한국채10 13% 13% 13% 13% 50%
9월	나스닥100	S&P	코스피	EM	미국채1~3년 25% 25% 25% 0%	9월	나스닥100	부동산	S&P	러셀2000 25% 25% 25% 25% 0%
10월	코스피	나스닥100	EM	S&P	미국채1~3년 25% 25% 25% 0%	10월	n/a	n/a	n/a	n/a 0% 0% 0% 0% 100%
11월	EM	러셀2000	나스닥100	금	미국채1~3년 25% 25% 25% 0%	11월	나스닥100	S&P	부동산	러셀2000 25% 25% 25% 25% 0%
12월	러셀2000	코스피	EAFE	AC_exUS	미국채1~3년 25% 25% 25% 0%	12월	n/a	n/a	n/a	n/a 0% 0% 0% 0% 100%

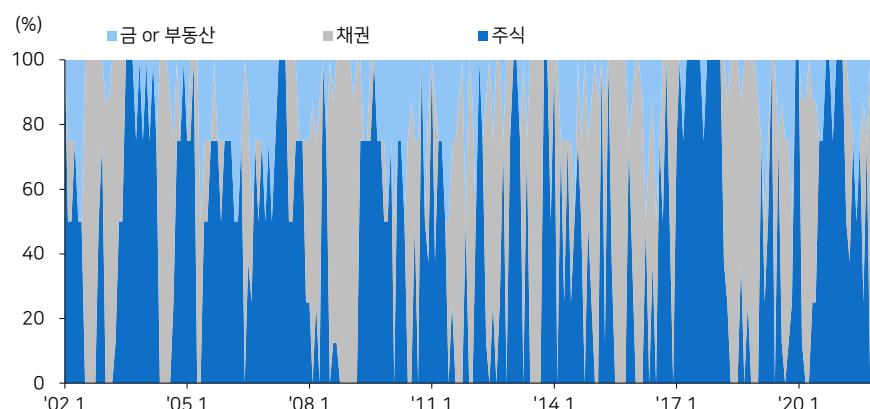
자료: 메리츠증권 리서치센터

2020년에 이어 2021년에도  
MVAA, MDAA 모델 성과 우수  
2022년 다양한 리스크 요인을  
고려할 때 안정적이고 정교한  
자산배분 전략 필요

모든 국면마다 금융자산의 등락을 맞춰 투자하는 것은 불가능에 가깝다. 따라서 장기적으로 가격이 상승하면서도 투자과정 중 분산투자 효과로 변동성을 줄일 수 있는 자산 배분 투자(주식, 채권, 금, 부동산)가 효과적이다. 현재에도 금리인상, 인플레이션 우려, 2022년 기업이익 신뢰 저하 등 불확실성 요인들이 상당하다.

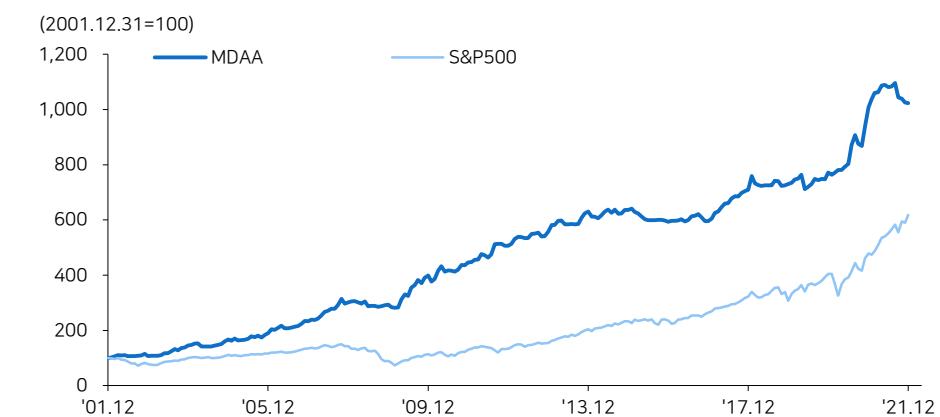
그런 점에서 필자는 주력 모델인 MVAA, MDAA를 중심으로 자산을 배분할 것을 제안한다. 작년에 보고서에서 방법론을 설명한 이후 올해의 혼란스러운 국면에서도 두 모델의 성과가 안정적인 점이 긍정적이다. 향후에도 효과적인 자산 배분 방법론을 지속 제시할 예정이다.

그림13 MDAA 전략 자산 배분 내역



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 MDAA 전략, S&P500 장기 투자 성과



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 오늘의 차트

강봉주 연구위원

## 삼전/하이닉스 이익 전망치 소폭 반등 → 외국인 순매수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**삼성전자,SK하이닉스 2022년  
이익전망치상향 조정**

삼성전자와 SK하이닉스의 2022년 이익전망치가 연초 이후 각각 5.0%, 5.1% 상향조정됐다. 8월 고점 대비 11월까지 12.6%, 29.0% 이익전망치가 하향됐다는 점을 고려하면 소폭 반등한 셈이다. 이익전망치가 상향 조정되면서 외국인 순매수가 나타났다. 이에 대해 분석하고자 한다.

**이익전망치 소폭 상향 조정  
외국인 순매수**

2021년 연초 이후 11월까지 외국인은 가격부담 및 이익전망치 하향을 이유로 삼성전자를 22조원, 하이닉스를 3조원 순매도했다. 한편 지속적으로 매도하던 외국인은 11월 이후 이익 전망치가 소폭 반등하자 매도를 멈추고 삼성전자 5조원, 하이닉스 2조원을 순매수했다.

**이익전망치 반등폭 대비  
높은 외국인 자금 유입 강도**

외국인 순매수세가 이익전망치 반등폭에 비해서 강하게 나타났다는 것이 특징이다. 하이닉스의 이익전망치는 고점 대비 하향조정된 것에 비해 반등폭이 크지 않았으나 외국인 자금이 급격히 유입되면서 2021년 매도한 분을 대부분 회복했다. 이익전망치 상향조정과 외국인 자금 유입에 현재 주가는 11월 대비 21%, 10월 저점 대비 40% 상승한 상태다. 삼성전자 또한 11월 대비 10% 상승했다.

**이익모멘텀 개선, 외국인 자금 유입되는 종목 유리**

2022년은 이익 성장이 희소해질 것으로 예상된다. 삼성전자와 하이닉스가 이익 전망치 반등으로 주가가 상승한 것처럼 이익에 대한 기대와 그에 따른 외국인 수급이 주가를 움직이는 동인이 될 가능성이 높다. 따라서 이익모멘텀의 개선이 나타나면서 외국인 자금이 유입되는 종목, 특히 하이닉스처럼 이익 상향폭 대비 순매수세가 강하게 나타나는 종목에 집중하는 전략이 유리할 것으로 판단한다.

## 칼럼의 재해석

황수욱 수석연구원

### 왜 유로존 임금상승률은 미국보다 낮을까? (WSJ)

최근 유로존과 미국의 노동시장은 경기 회복에 힘입어 팬데믹 이전 수준까지 실업률이 하락했다. 하지만 임금상승률은 상이하다. 미국의 12월 시간당 임금은 전년대비 4.68% 상승한 반면, EU27은 2021년 3분기에 전년동기대비 2.77% 상승에 그쳤다.

두 지역의 시간당 임금상승률 격차는 팬데믹 보조 프로그램 방식 차이에 기인한다. 미국은 대대적인 실업보조 프로그램을 실시하여 정책 대상을 실업자로 특정했다. 반면, 유로존은 유휴노동력이 발생한 기업에 임금을 지급하는 정책을 펼쳤다. 일차적으로 노동력 해고 방지 목적이 강했던 것이다. 이로 인해 유로존 노동시장은 느슨한 상태로 유지되었다. 실업률과 경제활동참가율 변동폭이 제한된 대신 전반적인 근무시간은 감축되었다. 노동력이 완전히 활용되지 못하고 있는 현재의 환경 하에서, 기업 입장에서는 생산성을 증대시키기 위해 임금상승률을 통해 신규 고용을 창출하기 보다는 현재의 유휴노동력을 활용하는 것이 합리적인 선택일 것이다. 노동자 입장에서도 팬데믹 이전 대비 노동시간이 감소했기 때문에 임금상승률을 쉽게 요구하기 어려운 환경이다.

낮은 임금상승률은 ECB가 미 연준 대비 완화적인 정책 스탠스를 유지할 수 있는 이유 중 하나다. 이론적으로 임금이 상승하면 구매력이 증가할 경우 수요가 확대된다. 하지만 생산성 증대가 뒷받침되지 않을 경우, 생산비용 상승이 더욱 빠르게 일어나면서 연쇄적인 인플레이션으로 이어지게 된다. 아직까지 ECB는 임금상승 인플레이션 발생 가능성성이 제한적이라는 판단하는 한편, 인플레이션이 일시적일 것이라는 견해를 유지하고 있다. 다만 ECB 역시 물가상승률 목표치를 상회하는 높은 인플레이션이 장기화될 경우, 노동자들이 구매력을 보존하기 위해 임금 상승을 크게 요구할 것이라는 점을 인정했다. 따라서 임금상승률의 추가적인 상승이 나타날 경우에 한해, ECB 또한 정상화 기대를 앞당길 가능성에 무게를 둔다.

### 유로존, 노동시장 회복에도 낮은 임금상승률 지속

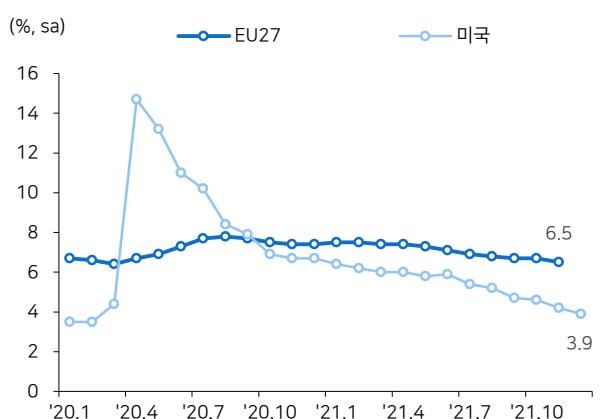
**유로존과 미국의 실업률이 팬데믹 이전 수준까지 하락**

최근 주요국 노동시장은 경기가 점차 회복되면서 팬데믹 이전 수준까지 실업률이 하락했다. 미국은 12월 실업률이 3.9%를 기록했는데, 이는 자연실업률(4.4%)을 밑도는 수준이다. EU27 또한 11월 실업률이 6.5%로, 팬데믹 이전 수준(2019년 12월 6.6%)을 하회한다.

**하지만 임금상승률은 유로존보다 미국에서 크게 높은 상황**

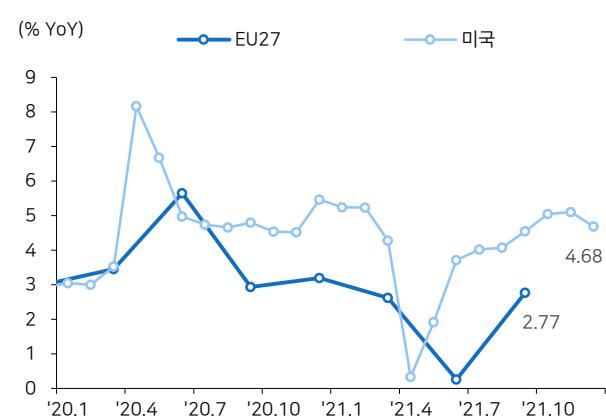
하지만 임금상승률은 상이하다. 미국의 12월 시간당 임금은 전년대비 4.68% 상승한 반면, EU27은 2021년 3분기 상승률이 전년동기대비 2.77%에 그쳤다. 두 지역 모두에서 이례적으로 높은 인플레이션에 따른 구매력 하락이 나타났겠으나, 미국의 임금상승률이 훨씬 높다는 사실은 일견 모순적으로 보인다.

그림1 EU27, 미국 실업률 추이



자료: Eurostat, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 EU27, 미국 시간당 임금상승률 추이



자료: Eurostat, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

## 낮은 임금상승률의 원인: 팬데믹 보조프로그램 방식

### 팬데믹 보조 프로그램:

미국은 실업자, 유럽은 기업 보조

시간당 임금상승률을 격차는 팬데믹 보조 프로그램 방식 차이에 기인한다. 미국은 정책 대상을 실업자로 특정하여, 대대적인 실업보조 프로그램을 진행했다. 반면, 유로존은 유휴노동력이 발생한 기업에 임금을 지급하는 정책을 펼쳤다. 영국은 중위임금의 80%까지를, 덴마크는 임금의 90%까지를 보조금으로 지급했다. 일차적으로 노동자들의 해고를 방지하여 불확실성을 낮추는 데에 초점이 맞춰진 것이다.

이에 유로존에서는 미국에 비해 팬데믹에 따른 실업률과 경제활동참가율 변동폭이 크지 않았다. 그림1에 나타나듯, 미국에서 실업률이 2020년 3월 4.4%에서 4월 14.7%까지 무려 10.3%pt 상승하는 동안, EU27에서는 2020년 3월 6.4%에서 2020년 8월 7.8%까지 약 1.4%pt 상승에 그쳤다. 경제활동참가율 또한 미국은 2020년 2월 63.3%에서 2020년 4월 60.0%까지 3.3%pt 하락했다. 한편, 유로존은 2021년 1분기 73.5%에서 2분기 71.6%까지 하락폭이 1.9%pt 정도였다.

유로존 유휴노동력이 취업상태로  
유지됨에 따라, 노동시장은  
느슨한 상황

다만 문제는 유휴노동력이 실직하지 않아, 유로존 노동시장이 느슨한 상태로 지속되고 있다는 점이다. 일례로 노동자들의 근무시간은 단축되었다. 2021년 3분기 유로존의 평균 노동시간은 2019년 4분기 대비 2.1% 적은 수준이다. 그 가운데, 2021년 3분기 이후에는 신규 바이러스 재확산으로 코로나19 4차 대유행까지 발생했다. 이동활동은 또다시 제한되었고, 경제활동이 위축되면서 유휴노동력의 추가 증가로 이어졌다. IFO의 연구결과에 따르면, 독일의 유휴노동력은 2021년 10월 298,000명에서 11월 608,000명으로 늘어났다.

즉, 기업이 임금을 올릴 유인이 적음. 노동자들도 높은 임금을 요구하기 어려움

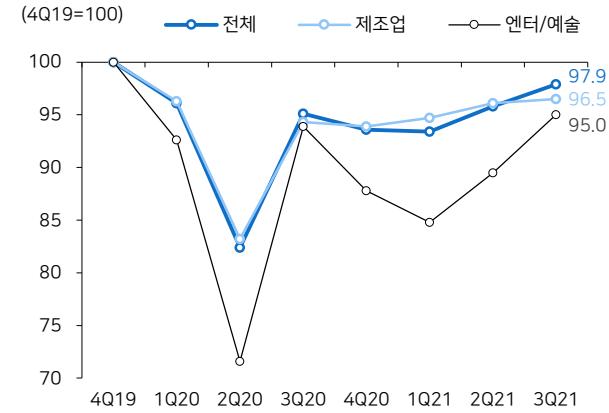
노동력이 완전하게 활용되지 못하는 지금의 환경 하에서 기업이 임금을 올릴 유인은 적다. 임금 상승을 통한 신규 고용 유치보다는 현재의 임금 수준에서 노동생산성을 높이는 방향이 보다 효율적이기 때문이다. 노동자 입장에서도 팬데믹 이전과 비교하여 근무시간이 짧아졌기 때문에 더 높은 임금을 요구하기 어렵다.

그림3 유로존, 미국 경제활동참가율 추이



자료: OECD, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 유로존 노동시간 추이



자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

## ECB의 완화적 스탠스, 임금상승 인플레이션 가능성의 낮기 때문

임금상승 인플레이션 발생 가능성  
이 낮아, ECB가 연준보다  
완화적이라 생각

현재 ECB는 미 연준에 비해 완화적인 스탠스를 유지하고 있다. 연준은 12월 FOMC 점도표에서 2022년 금리인상 3회를 시사했다. 그리고 의사록에서는 연내 대차대조표 축소 개시를 기정사실화했다. 반면, ECB는 12월 통화정책회의에서 2022년 3분기까지 자산 매입을 지속할 것이라 발표했다. 연내 금리인상 가능성은 일축한 상황이다.

연준이 정상화 기대를 앞당기고 있는 이유 중 하나는 임금상승 인플레이션을 방지하기 위해서다. 이론적으로 임금이 상승하면 구매력이 증가할 경우 수요가 확대된다. 하지만 생산성 증대가 뒷받침되지 않는다면, 생산비용이 빠르게 상승하게 된다. 생산비용 상승은 상품 가격 상승으로, 다시 임금 상승으로 이어지면서 연쇄적인 인플레이션이 나타날 수 있다.

하지만 향후 임금상승률이  
높아지면 ECB 또한 정상화 시기  
앞당길 수 있음

아직까지 ECB는 임금상승 인플레이션 발생 가능성이 제한적이고, 현재의 인플레이션 또한 일시적이라는 입장이다. 하지만 임금상승률이 높아진다면, ECB 또한 임금상승 인플레이션을 우려하여 정상화 시기를 앞당길 가능성이 높다고 생각한다. 높은 인플레이션이 장기화되면 노동자들이 구매력 보존을 위해 추가적인 임금 상승을 요구할 수도 있다는 점을 ECB가 인식하고 있다는 점에서 유추할 수 있는 사실이다.

원문: *Europe's Workers See Living Costs Rise, but Pay Isn't Keeping Pace(WSJ)*