

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

2022. 2. 3 (목)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

미국 인플레이션과 연준의 행보: 불확실성의 연속인가, 완화가인가?

### 오늘의 차트

미국 전망치/기대 지표 변화의 시사점

### 칼럼의 재해석

마이크로소프트의 인수 발표와 미국 반독점 규제의 구체화 가능성

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 인플레이와 연준의 행보: 불확실성의 연속인가, 완화인가?

- ✓ 인플레이션율은 1분기 정점일 가능성 여전히 높아. PPI는 정점 통과했고, PCE/CPI도 압력이 약화된다는 징후들이 확인 중
- ✓ 연준은 인플레이션 안정화와 함께 더욱 매파적으로 진화할 확률이 낮아질 가능성 유의

### 들어가며: 설 연휴 중 주요국 증시 반등

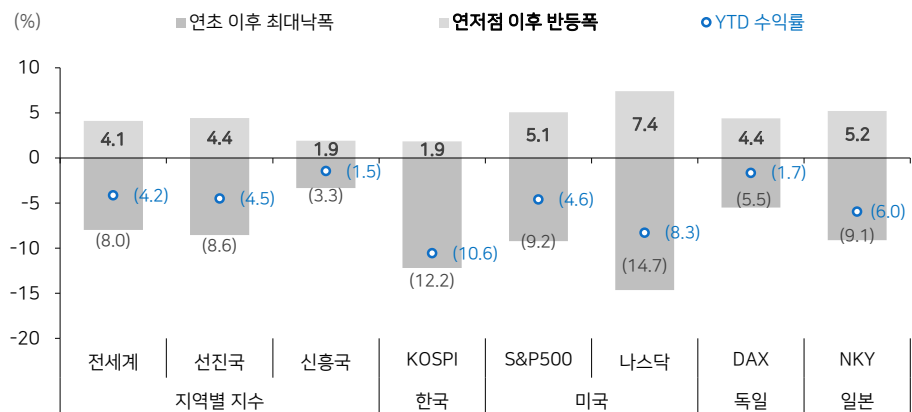
설 연휴 기간 중 주요국 증시반등 (~2.1)

주요국 증시는 1월 FOMC의 충격이 이어지며 27~28일까지 하락세를 이어갔다. 우리나라가 설날 연휴로 휴장한 가운데, 주요국 증시는 반등하였고, 연초 이후 낙폭의 절반 가량을 되돌렸다. 미국 S&P500과 나스닥은 연초 이후 각각 9.2%와 14.7%까지 하락했으나 연저점 이후 각각 5.1%와 7.4% 상승하였다. 실적이 뒷받침되는 성장주의 랠리가 있었을 뿐, 조정의 이유로 지목된 매크로 변수인 인플레이션이나 연준의 스탠스 관련 불확실성은 변화를 관찰하기 어려운 것이 사실이다.

매크로 변수에 대한 불확실성이 완화된다고 있는가를 진단하고자 함

주요국 증시가 조정을 멈추고 V자형 회복을 할 지, 적정수준은 어디인지에 대한 우리의 판단은 곧 다룰 기회가 있을 것이다. 오늘 전략공감2.0에서는 시장의 공포를 자아냈던 끝 모를 인플레이션의 향방과, 최근 연준 행보에 대한 필자의 생각을 담는다. 그리고 이것이 불확실성의 연속일지, 완화일지를 다뤄 보고자 한다.

그림1 연초 이후 주요국 주식시장 성과 (~2월 1일)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 1. Inflation: Coming off the peak?

CPI 뿐 아니라 PCE 물가상승률도 계속 높아지고 있음

미국 12월 소비자물가와 PCE물가는 각각 전년대비 7.0%와 5.8% 오르며 11월 (6.8%, 5.7%) 대비 상승폭을 키웠다. 물가지표 발표 직전의 시장 기대에는 공히 부합하는 숫자였지만, 인플레이션율이 꺾이지 않고 계속 오르면서 시장과 연준이 인플레이션 전망치를 추가 상향 조정하는 모양새이다. 일각에서는, 경기모멘텀 둔화와 더불어 2/4분기 중 물가의 고공행진이 이어지면서 스태그플레이션에 준하는 모습이 가시화될 수 있음을 우려한다. 과연 그럴까?

돌발변수(중국 Zero COVID, 지정학적 위험) 제외한다면, 정점이 임박했을 가능성 높아

앞으로 넘어야 할 돌발변수들이 있는 것은 사실이다. 예를 들면, 1) 동계올림픽을 치르는 중국이 제로-코로나 정책을 지속하며 글로벌 공급망 교란을 유발할 가능성, 2) 원유 초과수요와 지정학적 위험으로 인한 원자재 가격의 고공행진 장기화 우려 등이 그것이다. 이들은 높은 물가상승세를 지속시킬 "위험" 요인이다. 반면, 이러한 변수들을 제외한다면 미국 물가상승세가 정점을 곧 지날 가능성이 높아 보인다. 우리는 여전히 2~3월 중 인플레이션율이 정점을 형성할 것으로 본다.

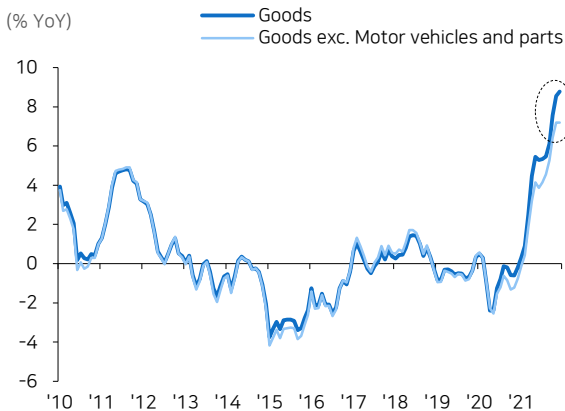
#### CPI, PCE 물가상승률 정점이 임박해 있을 가능성

1. 자동차와 주거비를 제외한 재화/서비스 물가압력 소폭 완화

지금껏 우리는 물가상승 속도가 가파르다는 것뿐 아니라, 인플레이션 압력이 일부 품목을 넘어 전방위적으로 확산되고 있음을 우려해 왔다. 정책 의사결정자들이나 연준도 같은 생각이었다. 비록 초기징후이기는 하지만 PCE 물가와 CPI에서 정점 도래 징후가 관찰되기 시작했다고 본다.

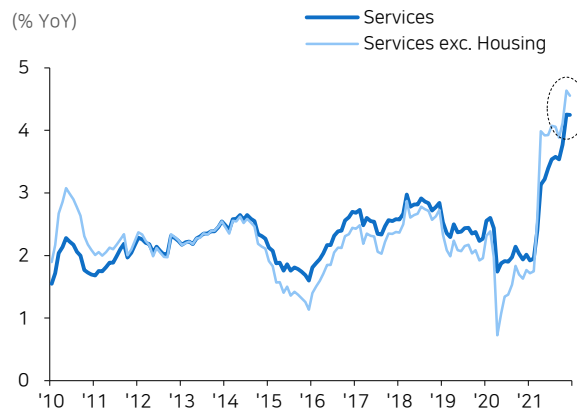
아래 그림 2~3은 미국 PCE 물가를 재화와 서비스로 나누고, 최근 인플레이션을 크게 높인 주범이었던 자동차와 주거비를 제외한 것이다. 재화 물가상승세 자체는 높아지고 있지만(11월 8.6%, 12월 8.8%) 자동차를 제외하면 11월과 12월이 7.2%로 대동소이하다. 서비스 PCE물가는 11월과 12월이 4.25%로 큰 변화가 없다. 주거비를 제외하면 4.64%에서 4.55%로 압력이 소폭 낮아지는 모습이다.

그림2 미국 PCE 물가: 재화 vs 자동차 제외 재화



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 PCE 물가: 서비스 vs 주거비 제외 서비스



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

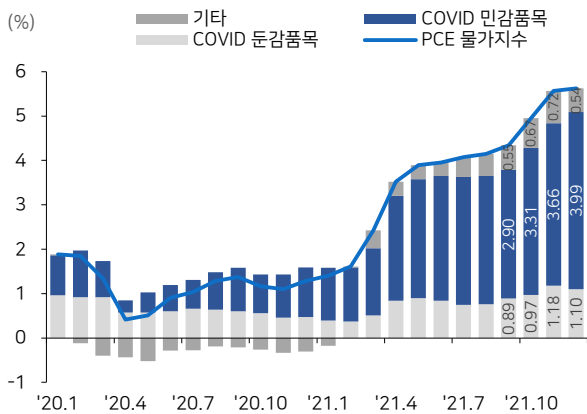
2. 코로나19 둔감품목 물가압력 완화

다른 데이터를 보자. 그림 4는 샌프란시스코 연은이 PCE 물가 구성항목을 코로나 19 민감-둔감품목으로 구분한 것이다. 신차/중고차 가격과 숙박료 가격 등이 오르면서 코로나19 둔감품목의 기여도는 확대되었다(12월 3.99%포인트). 다른 한편에서 같이 물가압력을 키웠던 코로나19 둔감품목이나 물가압력의 확산 잦아졌던 기타 부문의 압력은 12월 들어 빠지기 시작했다.

3. 기초적 물가압력의 전월대비 상승률 둔화

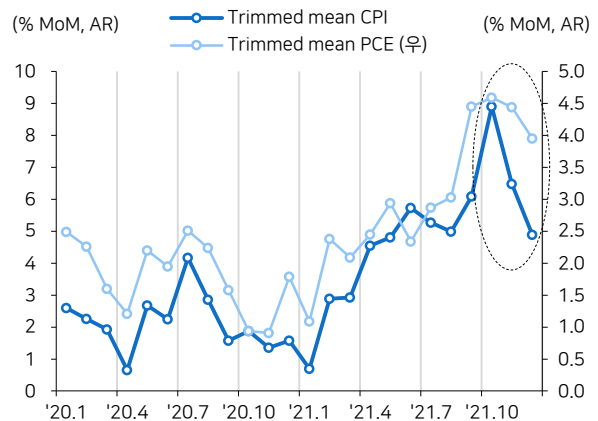
물론 이들은 한 달짜리 변화이기에 인플레이션이 정점에 임박했음을 주장하는 데에는 한계가 있다. 그러한 관점에서 그림 5를 보자. 그림 5는 기초적 물가압력의 잦아진 Trimmed mean CPI와 PCE의 전월대비 변동률을 연율화한 것이다. 쇼티지가 정점에 달했던 9~10월 중 전월대비 물가압력이 크게 부상한 이후 11~12월 들어서는 점차 약해지는 모습이다. Trimmed mean CPI의 경우는, 인플레이션 압력이 본격적으로 부각되기 시작한 3~4월 수준(연율 5%, 월간 0.4% 내외)까지 내려온 상태이다.

그림4 미국 PCE물가 분해: COVID 민감 vs 둔감품목 기여도



주: 세부 내용은 샌프란시스코 연은이 제공하는 "Inflation Sensivity to COVID Data" 엑셀파일을 참고  
 자료: US BEA, San Francisco Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Trimmed mean CPI와 PCE의 전월대비 변동(연율)



자료: Dallas Fed, Cleveland Fed, 메리츠증권 리서치센터

4-1. 중고차 물가의 정점 임박 가능성

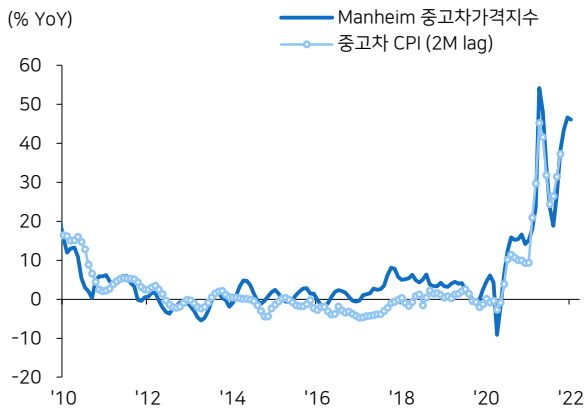
이제 인플레이션 고공행진의 주범인 중고차와 주거비 물가의 흐름을 살펴 볼 차례이다. 중고차 물가의 선행지표는 Manheim.com에서 집계하는 중고차 가격지수 (Used vehicle price index)이다. 1월 상반기 중 전월대비 0.8% 올랐으나, 대부분 계절조정에 기인하며, 실제 가격은 12월과 유사하다는 것이 이들의 설명이다. 이를 1월치에 대입해 보면, 전년 대비 상승률이 아주 소폭 둔화되었음을 나타낸다.

한편, Ward Intelligence가 집계하는 1월 자동차 판매가 연율 1504만 호로 12월 대비 20.9% 증가한 것은, 차량용 반도체 쇼티지가 정점을 지나 신차 수급이 안정화되기 시작했다는 신호일 수 있다(여타 지역의 자동차 생산 데이터 개선도 같은 맥락이라는 판단). 중고차 가격의 급등이 재현될 가능성은 시간이 갈수록 점차 낮아질 것임에 무게가 실린다고 본다.

4-2. 주거비는 전월대비 0.4% 페이스 지속 가정하면 1월이 YoY 정점

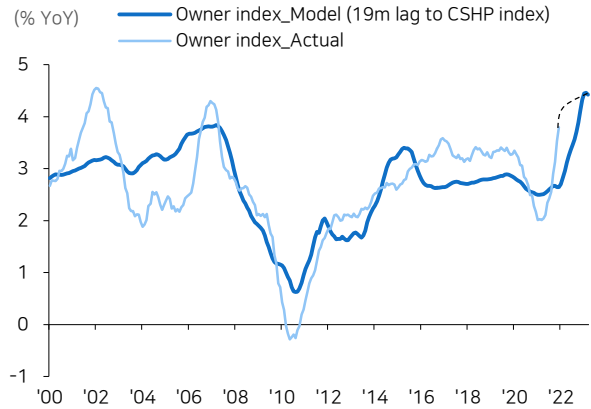
주거비를 보자. 그림 7은 집주인이 생각하는 가상의 임차료를 집계한 Owner's equivalent rent 항목이며, CPI의 23.5%, PCE의 11.3% (2021년 12월 기준)를 차지한다. 이 주거비는 주택가격에 1년 반 가량 후행하여 움직이며, 주택가격의 궤적을 그대로 답습했을 때의 모습이 파란색 실선이다. CPI를 기준으로 Owner's equivalent rent는 9월 이후 매월 전월대비 0.4%씩 상승하였음에도 전년대비 상승세가 최근 빨라지고 있다. 같은 속도의 상승세를 가정했을 때 1월 이후 전년 대비 상승률은 점차 둔화될 가능성이 높아 보인다(기저효과 때문).

그림6 Manheim 중고차 가격지수와 중고차 CPI



자료: Manheim.com, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Owner's equivalent rent: Model 궤적 vs 실제



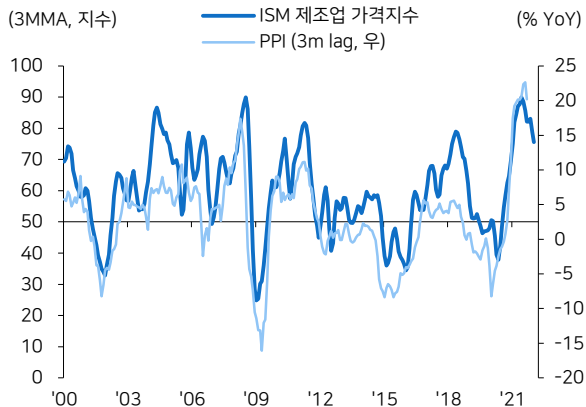
자료: S&P, US BLS, 메리츠증권 리서치센터 추정

생산자물가 상승 압력

생산자물가 압력 진원지인 원자재/중간재 물가압력 정점 통과 중

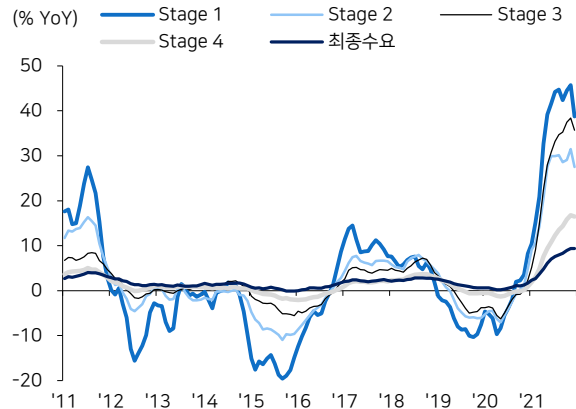
비용 상승형 인플레이션은 대개 생산자물가에 반영되며, 가공단계를 타고 소비자물가로 전이된다. 생산자물가 압력은 정점을 이미 통과했을 가능성이 높다. ISM제조업 가격지수가 1월 중 상승(76.1)했지만 작년의 정점(92.1)에 비해서는 현저히 낮은 수준이다. 이에 시차를 두고 모든 재화를 대상으로 하는 PPI 상승률이 둔화되기 시작했다. 특히 그간 생산자물가 인플레이션의 진원지로 지목되었던 원자재/중간재 부문에서 그러한 모습이 두드러지게 나타나고 있다.

그림8 ISM 제조업 가격지수와 미국 PPI (all commodities)



자료: US ISM, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 가공단계별 생산자물가 상승률



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

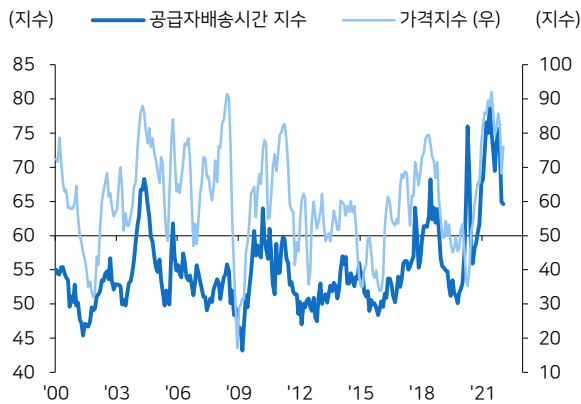
**1월 ISM가격지수 높아진 것은  
재료비 보다는 인건비의 문제**

ISM 제조업 지수 내 가격지수와 같은 궤적을 그려 왔던 공급자배송시간 지수도 극심한 쇼티지 여부를 가르는 기준선인 60에 점차 수렴하고 있다. 그럼에도 불구하고 1월 가격지수가 다시 상승한 배경은 노동력 부족에 따른 인건비 상승을 들 수 있다.

**양대 쇼티지 문제 중 한 가지는  
완화되고 있는 셈**

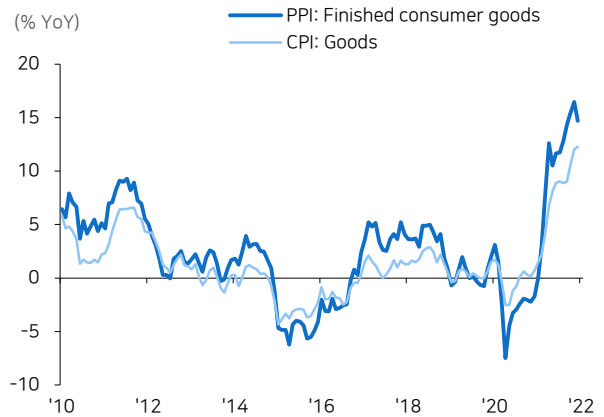
실제 1월 ISM제조업 서베이의 업종별 코멘트를 보아도 그렇다. 여전히 원자재 조달애로가 극심함을 토로하는 업종(화학, 음식료, 기타 제조업)도 있으나 전기전자, 금속가공, 기계류 등은 원자재 조달에 다소 숨통이 트였고, 이동제한과 노동력 부족이 가장 큰 문제임을 지적하고 있다. 일단 원자재/노동력이라는 양대 쇼티지 중 한 가지(원자재)는 부분적으로 완화되고 있는 셈이다.

**그림10 미국 ISM제조업: 공급자배송시간 vs 가격지수**



자료: US ISM, 메리츠증권 리서치센터

**그림11 미국 최종소비재 PPI와 재화 CPI**



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

**인건비 상승의 문제**

**인건비 부담은 계속 가중되는 중**

원자재 쇼티지가 완화되면서 이로부터 비롯되는 물가 상승압력은 정점을 지나는 모습이지만, 여전히 문제는 인건비이다. 이는 왕성한 노동수요에 비해 부족한 노동 공급에서 비롯되는 것이다. 실제로 미국 노동통계국이 분기별로 집계하는 노동비용지수(Employment cost index)는 작년 4분기 전년대비 4.0% 상승했고, 그 기저에 임금상승률(4.5%)의 고공행진이 자리하고 있다.

연준은 인건비 부담, 즉 노동비용의 상승 속도가 생산성 개선 속도를 상회함을 우려하고 있으며, 이러한 추세가 지속될 경우 원치 않는 그림인 Wage-inflation spiral(임금과 인플레이션이 서로 상호작용하며 물가상승 압력을 높이는 것)이 현실화될 가능성을 우려한다.

현재 생산성 개선 속도를 뛰어넘는 임금상승세가 나타나는 것은 어찌 보면 당연하다. 그림 13은 작년 4분기 미국 업종별 사직비율(Quits rate)과 시간당 임금상승률 변화를 나타낸 것이다.

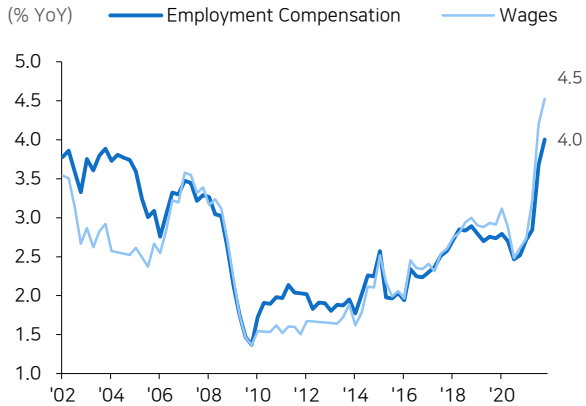
업종 내에서 그만 두는 사람이 많을수록, 그리고 다른 업종에 비해 임금의 수준이 낮을수록 임금 상승률이 높았다. 저임금 업종에서의 인력이탈을 막기 위한 임금인상의 성격이 짙었기에 생산성과 별개로 임금이 올랐던 것이다.

**임금상승률 1Q 정점 전망의 근거**

임금상승률 정점은 쉽게 예단하기 어렵지만, 우리는 1분기 중일 것이라 "가정" 하고 있다. 이는 1) 1월이 대체로 재계약 시즌이기에 임금상승분이 일거에 반영될 가능성이 가장 높은 구간이고, 2) 오미크론 변이의 확산으로 인해 대면서비스업을 중심으로 노동공급을 꺼려 하는 인원이 많아질 가능성 때문이다. 그리고 나서 3) 노동자들의 복귀가 마냥 지연되면 궁극에는 키오스크와 같은 자동화 장비로 대체될 가능성이 크다고 보고 있다.

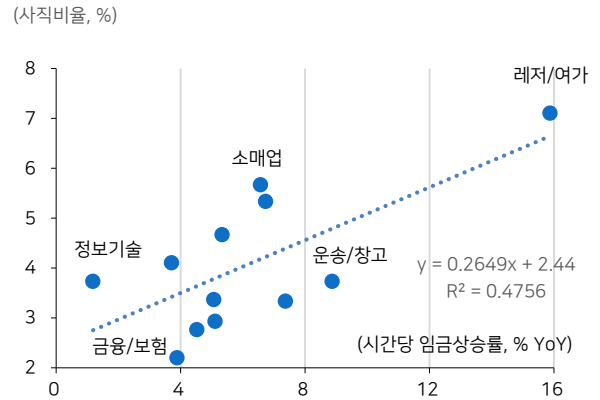
실제 코로나19에 가장 민감한 업종인 외식업 현황을 보면, 1월 중 영업 중인 레스토랑의 수가 기준구간인 2019년 대비 20% 정도 감소한 것으로 나타나고 있다. 1월 비영업 취업자수 증감도 10만 명 이내로 왕성한 노동수요를 충족시켜 주지 못할 공산이 크다. 그러나 바이러스가 찾아들면 공급은 점차 개선될 가능성이 있다.

**그림12 미국 노동비용(Employment cost): 총보상 vs 임금**



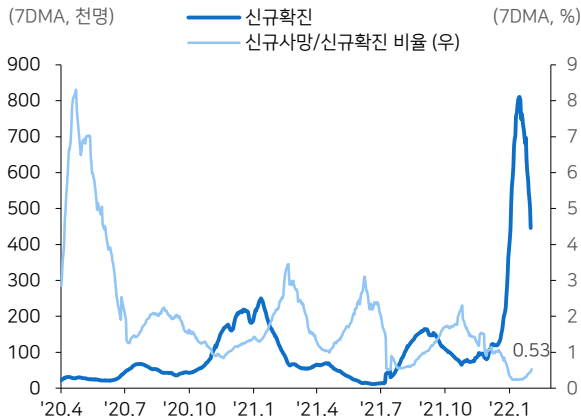
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

**그림13 미국 사직비율과 시간당 임금상승률 (4Q21 기준)**



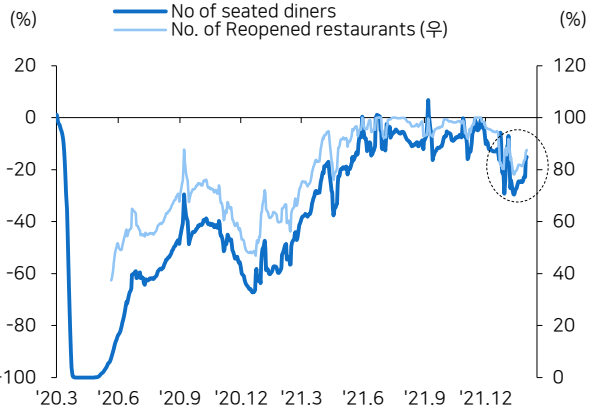
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

**그림14 미국 코로나19 신규확진자수 vs 치명률**



자료: US CDC, 메리츠증권 리서치센터

**그림15 미국 레스토랑 현황: 착석 가능 vs 영업 재개 업소**



자료: Opentable.com, 메리츠증권 리서치센터

## 2. 인플레이션에 대응하는 연준의 행보

인플레이션율이 2~3월 정점을 형성하더라도, 연준의 목표치를 크게 상회하고 있기에(12월 Headline PCE 5.8%, Core 4.9% vs 연준 2%) 물가압력을 억제하기 위한 연준의 행보가 연내 본격화될 가능성은 매우 높다.

### 인플레이션 기대가 알려주는 것: 장기 기대인플레는 안정적인

다행스러운 것은, 단기에서 중장기로 올수록 인플레이션 기대가 안정적이라는 점이다. 연준 스스로 공급측 물가압력이 인플레이션 오버슈팅을 유발했음을 인정하더라도, 수요와 공급 요인의 합인 인플레이션율이 절대적으로 높고, 그것이 인플레이션 기대를 높이는 요인이 된다면 그들이 통제할 수 있는 수요를 건드려서라도 인플레이션을 억제할 수 밖에 없다. 지금 이러한 행보를 시작하겠다는 것이다.

10년 시계에서 보면 BEI나 5Y5Y 인플레이션 스왑금리가 공히 2.4% 내외이며 인플레이션 스왑은 역사적 평균 수준(2.6%)을 하회한다. 전문가들을 대상으로 조사한 향후 10년간 PCE 물가상승률에 대한 기대는 작년 4분기 2.08%로 역사적 평균(2.07%)을 소폭 웃돌지만, 2% 목표에서 크게 벗어나지 않았다.

만약 물가상승 과정에서 장기 인플레이션 기대가 급상승한다면 문제가 커진다. 이때는 연준이 중립수준을 넘어 긴축영역으로 금리를 인상한다는 시그널까지 불사해야 하는 상황이 될 수 있는데, 지금은 그렇지 않다는 것이다. 그래서 대부분이 예측하는 것이 중립 수준(2.50%) 정도까지 금리를 인상하되, 인플레이션 압력이 높은 올해 대부분의 화력을 집중하는 것이다. 조기집행(frontloading) 같은 것이다.

올해 3월 금리인상을 예상하는 블룸버그 컨센서스 참여기관 43곳의 전망치를 보면, 19곳이 연말 1.00%, 18곳이 1.25%로 대략 3~4차례 금리인상을 전망하고 있는 것으로 보인다. 우리는 올해 말 1.25%를 전망 중이며, 우리와 글로벌 전망기관 중 연방기금금리의 중착점이 2.50%를 넘을 것이라 전망하는 곳은 한 곳에 불과하다.

연준은 수요를 조절해서라도 물가압력을 꺼뜨리겠다는 것

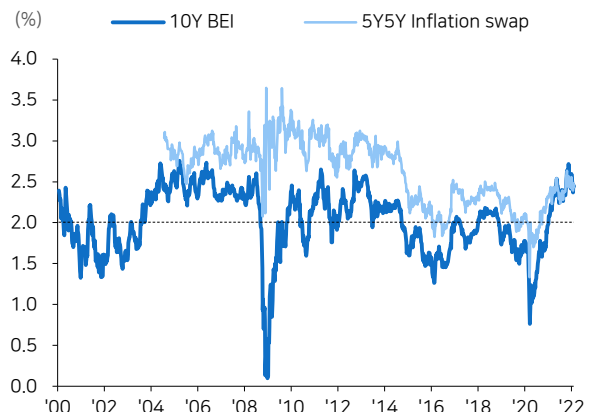
긴축까지 금리를 물고 갈 가능성은 제한적

그림16 미국 인플레이션 기대: 단기 (향후 1년)



자료: University of Michigan, The Conference Board, 메리츠증권 리서치센터

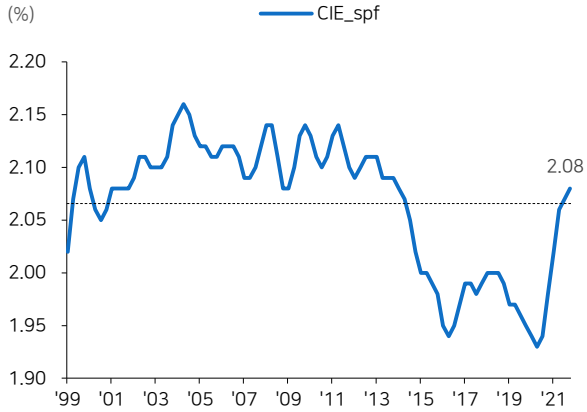
그림17 미국 인플레이션 기대: 중장기 (시장)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

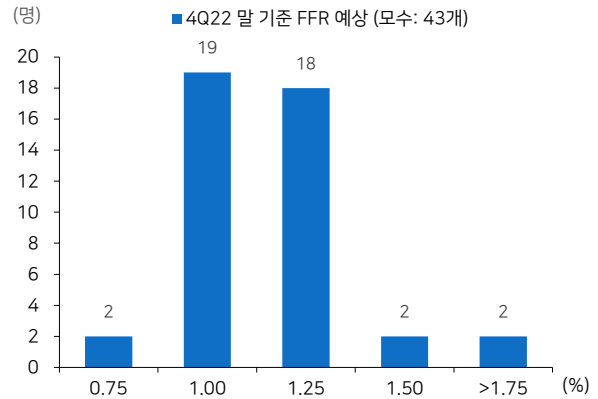


그림18 미국 인플레이션 기대: 중장기 (전문가 조사)



자료: Ahn & Fulton (2021), "Index of Common Inflation Expectations, FRB"

그림19 4Q22 말 기준 연방기금금리 예상치 분포



자료: Bloomberg Consensus(2022년 1월), 메리츠증권 리서치센터

**시장 가격에 반영된 기대값은?**

다음으로 시장 가격에 반영된 기대를 보자.

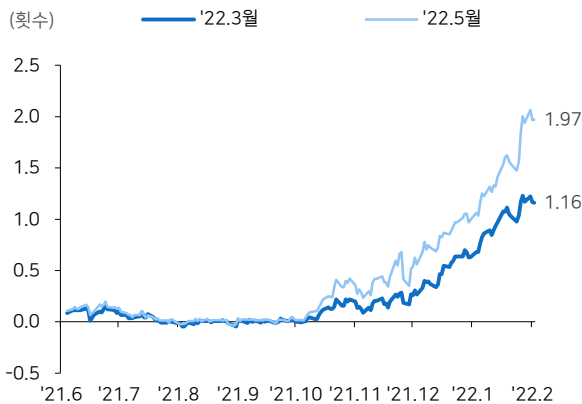
**시장 가격이 반영하는 단기 전망:**  
3월 50bp보다 3, 5월 연속 인상

1월 FOMC 직전 3월 50bp 인상도 가능하다는 의견이 있었고, 파월 의장도 점진주의(Gradualism)와의 결별 가능성을 애써 "부인하지 않았다". 연방기금금리 선물에 내재된 향후 금리인상 횟수를 보면, 3월은 1.16회로 25bp 이상 인상 가능성이 반영되어 있으나 50bp가 베이스라인은 아니다. 오히려 25bp씩 연달아 3월과 5월에 인상하는 시나리오가 힘을 얻고 있다(5월 1.97회).

**시장 가격이 반영하는 중기 전망:**  
연말까지 4~5회 인상

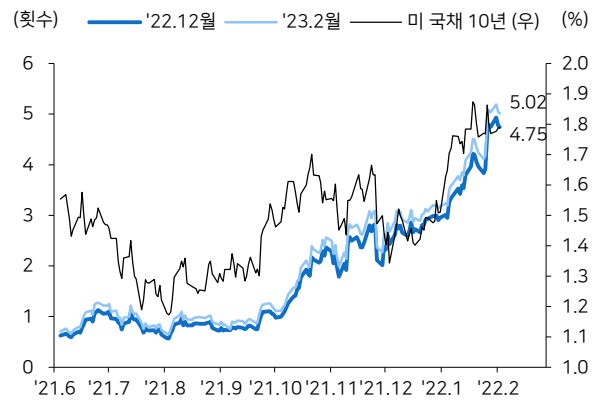
조금 더 긴 시계에서 올해 12월과 내년 2월까지의 금리인상 횟수는 4.75회와 5.02회로 컨센서스 전망에 비해 높다. 올해 12월 전망치는 1월 FOMC 전후(직전 3.9회, 직후 4.5회)에 비해 더욱 상승하였다. 그나마 학계와 글로벌 IB의 CEO 일부가 예상하는 극단값(7~8회 인상)과 거리가 있다는 것 정도가 위안이다. 시장은 연준이 더욱 매파적일 가능성을 반영하고 있다.

그림20 FFR 선물에 내재된 향후 금리인상 횟수 (1)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 FFR 선물에 내재된 향후 금리인상 횟수 (2)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 3. 금융시장이 인지하기 시작한 것은 무엇일까: 결국 Data-dependent?

앞서 서론의 내용으로 다시 돌아가보자. 설 연휴동안 일부 성장주의 실적 호조 외에 인플레이션 압력이 둔화될 것이라는 징후나 연준의 태도변화가 있을 수 있다는 명시적인 증거들은 부재했다.

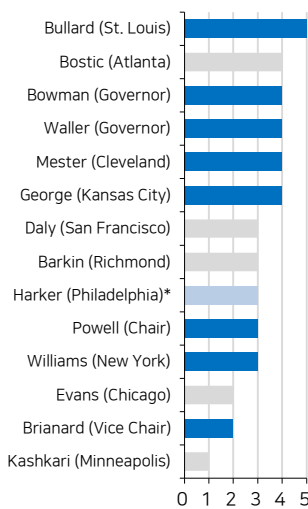
1월 FOMC 이후 data dependent 관련 발언이 재등장

추론해 볼 수 있는 것은 1월 FOMC 이후 여러 연준 인사들의 발언내용일 수 있다. 주식시장이 반등하는 과정에서 3월 FOMC에서 첫 번째 금리인상이 이루어지는 것 이외의 향후 행보(beyond March)에 대해서는 결정된 바가 없다는 인식이 확산되었는데, 이는 매파-중립-비둘기파 진영을 막론하고 "data-dependent"에 대한 언급을 한 것과 무관하지 않다고 본다.

매파들의 코멘트를 주목할 것

올해 투표 권한을 보유하는 인사들 대부분(그림 22 짙은색 막대)은 매파 성향의 위원들이다. 1월 중순 이후 이들의 발언을 곱씹어 보면, Bostic 애틀랜타 연은 총재는 3회 인상을 기본 시나리오로 삼고 있고, Mester나 George 등 전통 매파는 B/S 축소를 통한 장단기 금리차 유지에 무게를 두고 있으며, George의 경우는 B/S 축소가 병행될 경우 금리인상을 적게 해도 된다는 입장마저 보이고 있다. 비둘기 진영인 Brainard 부의장 내정자는 일관되게 데이터를 강조하고 있다(표 1).

그림22 FOMC 멤버들 성향



주: \* 로젠그렌(보스턴) 사퇴로 대신 투표  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 1월 중순 이후 주요 연준 인사들의 발언 내용

날짜	인사	내용
1월 11일	Powell	■ 시간을 두고 금리를 더 많이 올려야 한다면, 그렇게 하겠음. 우리의 수단을 이용하여 인플레이션을 되돌려 놓겠음
1월 12일	Mester	■ 연준은 금융시장에 교란을 주지 않는 범위 내에서 <b>최대한 빠르게 B/S를 축소</b> 해야 함. 통화완화를 제거하는 것에 설득력이 있는 상황임
1월 13일	Brainard	■ FOMC는 연내 몇 차례의 금리인상을 예상해온 바 있음. QE가 끝나는대로 이를 할 수 있는 조건충족, 그리고 그 이후로는 <b>데이터가 어떤 정책을 요구하는 지를 볼 것</b>
1월 14일	Williams	■ 통화완화를 축소하는 다음 수순은 매우 낮은 수준으로부터 <b>점진적으로 FFR</b> 을 정상적인 수준으로 되돌리는 것
1월 26일	FOMC meeting	■ 우리는 모든 결과에 대응할 수 있을 정도로 민첩함(nimble) 필요가 있음. 우리는 인플레이션이 예상보다 항구적일 위험을 포함한 제반 위험을 계속 예의주시할 것
1월 28일	Kashkari	■ 금리인상은 브레이크를 밟는 게 아니라 엑셀에서 발을 살짝 떼는 것 ■ 바라는 바는, <b>공급망 문제가 해결되어 물가압력이 자연스럽게 해소되는 것. 이렇게 된다면 연준은 덜 해도 될 것</b>
1월 30~31일	Bostic	■ <b>데이터에 따라 다르겠지만</b> , 현재로서는 2022년 3회 금리인상을 예상 ■ 인플레이션을 잡기 위해 공격적 행동이 필요하다면 50bp 인상도 가능
1월 31일	Daly	■ 매우 강한 지원이 필요했던 경제를 자생적인 경로로 되돌리려면, <b>data-dependent 해야 함. 그 말은 정책이 점진적</b> 이어야 하며 교란을 가해서는 안된다는 말임
1월 31일	George	■ 보다 <b>공격적인 B/S 축소</b> 는 느린 정책금리 인상(shallower path) 용인을 가능케 함 ■ 반대로 금리를 빨리 올리면서 B/S 축소를 천천히 하면 장단기금리차가 줄면서 민간부문의 금융중개기능이 약화될 수 있음

자료: Bloomberg, "Fed Watch" (2월 1일), 메리츠증권 리서치센터

### 4. 결론

이제 결론을 이야기하겠다.

인플레이션 정점 도래 전까지는  
관련한 경계감이 높아지게 될 것

연초 이후 주식시장 등 위험자산의 조정 요인이었던 인플레이션과 연준에 대한 불확실성은 완벽히 해소되지 않고 있다. 필자는 인플레이션율이 몇 개월간 계속 높아지게 되면 이에 대한 경계감이 지속되고 연준도 상응하는 움직임을 보일 것이라고 예상한다. 이러한 관점에서 3월 금리인상은 fact로 받아 들여야 할 것이다.

인플레이션율은 수 개월 내  
(1분기) 정점 도래할 가능성 높음

반면, 인플레이션 데이터를 좀 더 분해해 보면, 정점이 머지 않은 시점에 도래할 가능성에 무게가 실린다. 소비자물가와 PCE 물가에서 관찰되는 전방위적 인플레이션 확산 위험도 코로나에 둔감한 품목 중심으로 완화되고 있을 가능성이 있고, 중고차와 주거비 상승률도 수 개월 내 둔화될 것에 무게가 실린다. 공급망 문제와 원자재 조달 이슈로 높아져만 왔던 생산자물가 압력의 경우는 향후 임금이 1분기 정점으로 안정화된다는 전제하에 이미 정점을 통과했을 가능성이 크다.

연준은 매파적일 것이나...

연준의 행보는 매파적일 것이고, 인플레이션을 억제하는 데 올해 통화정책 역량을 집중할 것이다. 다만 장기 기대인플레이션이 안정적이라는 점에 비추어 볼 때 긴축으로 갈 가능성은 낮고 화력을 인플레이션 압력이 높은 초반부에 집중하는 그림일 것이다.

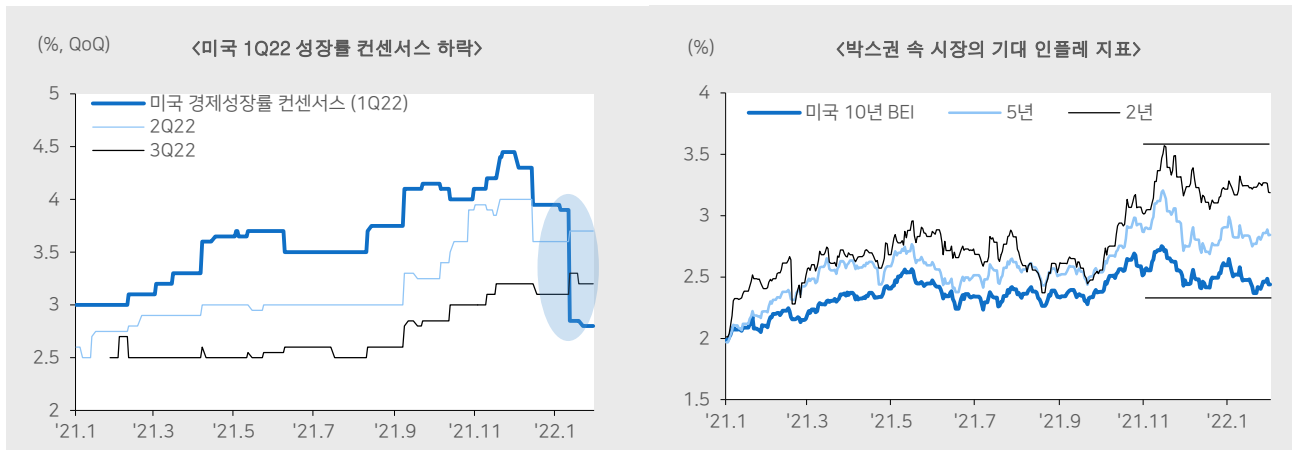
지금보다 더 매파적 기조로  
일관할 확률이 낮을 가능성

3월 FOMC 이후의 향방은 인플레이션이 실제 둔화되는지, 어떠한 속도로 둔화되는지에 따라 달렸다. 우리의 예상대로 인플레이션율이 1분기 중 정점을 찍고 4분기 2% 중후반대로 수렴하는 그림이라면, 연준이 현재 시장기대 이상의 공격적 금리인상을 단행할 가능성이 향후 낮아질 수 있음을 염두에 두어야 한다.

물론, 이 모든 것은 데이터와 그 전망의 수렴(분산의 축소)이 불확실성을 완화해주는 과정으로 이끌 것이라 기대한다.

**오늘의 차트** 이종빈 연구원

**미국 전망치/기대 지표 변화의 시사점**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**1월 미국 경제전망  
컨센서스의 조정**

1월들어 1분기 미국 경제성장률(QoQ) 전망치(Bloomberg 컨센서스 기준)가 크게 하향 조정되었다. 각 전망치 제공기관들이 공급망, 인플레이션 등 매크로변수 해소시기 지연 등을 비로소 반영했기 때문이다. 1분기 전망치의 조정에도 2분기를 비롯해 하반기 성장률 전망치는 소폭 개선되는 흐름을 보였는데, 아직 상기한 매크로 변수 압박들이 항구적이진 않으며, 정책회수에도 매크로 불확실성이 해소된다면 경기가 안정화될 수 있을 것이란 생각이 반영되어 있는 듯 한 움직임이다.

**채권시장 기대인플레이션  
지표는 박스권**

주식시장 대비 경기여건에 더 민감한 채권시장 가격지표에서 확인되는 부분은 정책 회수에 따른 인플레이 요인 안정화와 물가연동 채권 수급 여건 등이 소화되어가고 있는 흐름이라는 것이다. 매파적인 연준의 영향으로 실질금리가 크게 반등했지만, 시장의 높은 인플레이션 경계감에 비해 채권시장의 기대인플레이션 지표인 BEI(기대인플레이션)는 작년 12월 이후 박스권 흐름을 이어가고 있다.

**가격지표는 일시적 vs. 구조적 눈  
란에서 시장의 스탠스를  
나타내지만**

컨센서스 전망과 금리지표 변화는 결국 장기화되고 있는 공급부족 현상과 인플레이션이 일시적 요인에 의한 것인지, 구조적 요인인지에 대한 시장의 스탠스를 나타낸다고 볼 수 있다. 상기한 지표 움직임은 시장은 아직 매크로 변수들의 불확실성이 정책과 시장에 의해 연내 해소될 것이라는 것에 무게를 두고 있는 것으로 보인다.

**전망치 내 가정의  
변화여부를 주시할 필요**

그리고 이러한 시장 전망들에 내재된 불확실성은 코로나19다. 코로나19의 불확실성 해소가 곧 노동자의 복귀와 수요/공급 측 경제활동의 정상화로 이어진다는 가정이 실현되어야 비로소 하반기 긍정적인 시각을 유지할 수 있을 것으로 보인다. 백신, 치료제 등으로 경각심은 많이 완화되었지만, 미국 ISM PMI나 중국 관방 PMI 지수에서 여전히 코로나19로 인한 피해가 보고되고 있다. 정책당국의 코로나 19 대응 시나리오 등에도 계속 관심을 가져야 하는 이유다.

**칼럼의 재해석** 이진우 연구위원

**마이크로소프트의 인수 발표와 미국 반독점 규제의 구체화 가능성**(Financial Times)

1월 18일 Microsoft가 Activision Blizzard 인수 계획을 밝혔다. 발표 기준 인수가액은 687억달러, 인수 프리미엄은 46.0% 이다. 회사가 밝힌 이번 인수를 통해 모바일, PC, 콘솔과 클라우드 전반에 걸친 게임 산업 내 Microsoft의 성장을 가속화하고, 메타버스 산업 내 경쟁력을 제고하기 위함이다.

같은 날, 연방거래위원회(FTC)와 미 법무부(DOJ)는 반독점 규제 내 합병 지침의 현대화를 위한 공개 조사(Public Inquiry)를 시작했다. 이는 팬데믹 이후 빅테크 기업들의 M&A가 가속화됐고, 이들 기업들로의 산업 집중도가 높아진 데에 따른 조치다. 대중 조사 분야 5가지중에는 비가격 경쟁에 대한 정의에 대한 판단과 잠재적 경쟁자에게로의 위협 여부에 대한 판단 기준에 대한 조사가 포함되어 있다. 구체화된 사안은 없지만, 비가격적 독과점 형태 등 신산업에 대한 현실적 규제책을 마련하려는 의도이다.

마이크로소프트의 인수는 대표적 신산업인 메타버스 산업 내 경쟁기반을 마련하기 위한 목적을 가졌다는 점에서 규제 당국의 공개조사와 관련성을 가진다. 예정된 인수 완료 시점은 2023년 6월로, 이번 인수에 시장의 이목이 집중되어 있는 만큼 허용 여부의 판단에 있어 명확한 근거, 구체화된 기준점이 제시되어야 한다. 규제 가이드라인의 구체화는 빅테크 기업들의 성장에 대한 기대를 낮출 수 있는 요인이나, 보다 명확한 기준점의 제시는 반독점 규제 관련 불확실성을 완화시켜줄 요인으로 작용할 가능성도 있어 관련 이슈에 대한 지속적인 관심이 필요하다.

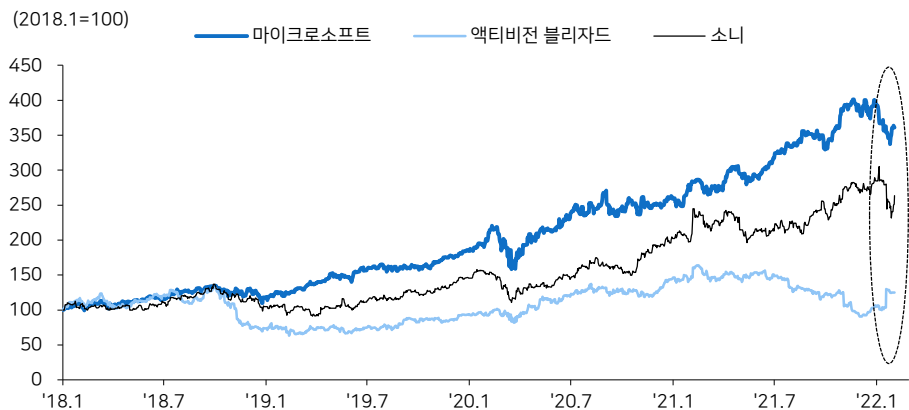
**마이크로소프트의 액티비전 블리자드 인수 선언**

마이크로소프트의 액티비전 블리자드 인수 발표

1월 18일 마이크로소프트가 액티비전 블리자드 인수계획을 밝혔다. 인수가액은 687억달러(주당 95달러, 지분 100% 매입)로, 46.0%의 인수 프리미엄이 포함되어 있다. 인수 목적은 게임 산업 내 성장 및 메타버스 산업 내 경쟁력 제고로, 인수 완료 시 마이크로소프트는 텐센트, 소니에 이어 매출액 기준 글로벌 3위 게임사로 거듭나게 된다.

인수 이후 게임 산업 내 지형 변화에 대한 기대가 주가에 반영되는 모습이다. 마이크로소프트와 주요 경쟁사인 소니의 주가는 각각 0.5%, 10.3% 하락한 반면, 피인수기업인 액티비전 블리자드의 주가는 20.7% 상승했다(2.2 기준).

**그림1 마이크로소프트의 인수발표 전후 주가 추이**



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

### 연방거래위원회(FTC)와 미 법무부(DOJ), 반독점 규제 현대화를 선언

FTC와 DOJ의 반독점 규제 관련 인수합병 지침 개선을 위한 공개 조사 시작

같은 날, 연방거래위원회(FTC)와 미 법무부(DOJ)는 반독점 규제에 대한 현대적 합병 지침 개선을 위한 공개 조사(Public Inquiry)를 시작했다. 이는 빅테크 기업 중심의 M&A가 증가한 데에 따른 우려 때문이다. 빅테크를 중심으로 높아지는 산업 집중도가 산업 내 경쟁력 약화를 야기하고, 소비자, 근로자의 가격결정력에 타격을 입힐 수 있기 때문이다. 대중 조사 영역은 다음과 같다.

1. 인수합병 검토의 목적과 범위
2. 거래가 반경쟁적이라는 판단을 위한 가정
3. 비가격 경쟁에 대한 정의 및 판단
4. 신생 업체, 잠재적 경쟁자에 대한 위협 여부에 대한 판단
5. 노동 시장 등에서의 가격결정력의 영향 평가

구체적인 사안이 제시되진 않았으나, 비가격적 독과점, 신산업에 대한 구체적 규제책 마련을 위함

아직 조사 단계로 구체화된 결과물 없지만, 공개 조사의 목적은 광고 등 비가격적 독과점 형태에 대한 보다 명확한 판단 기준을 마련하고, 신산업에 대한 현실적 규제책을 마련하는 것이다.

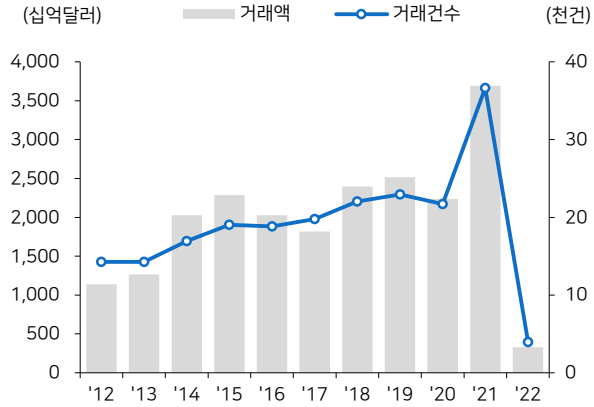
### 증가하는 빅테크 M&A 거래액, 규제 구체화의 필요성 촉발

팬데믹 이후 산업구조의 전환이 가속화되며 빅테크 기업 중심으로 M&A 거래가 활발해졌다. 2021년 미국 M&A 거래액과 거래건수는 각각 3.7조달러, 36.6건으로 10년래 최대 수준을 기록했다. 인수합병의 증가 자체는 산업의 역동성을 증가시키고, 기업들의 성장 기반으로 작용할 수 있다는 점에서 긍정적이다.

2020년 이후 빅테크 기업들의 M&A의 두드러진 증가 산업 전환 속 반독점 규제 구체화 필요성 촉발

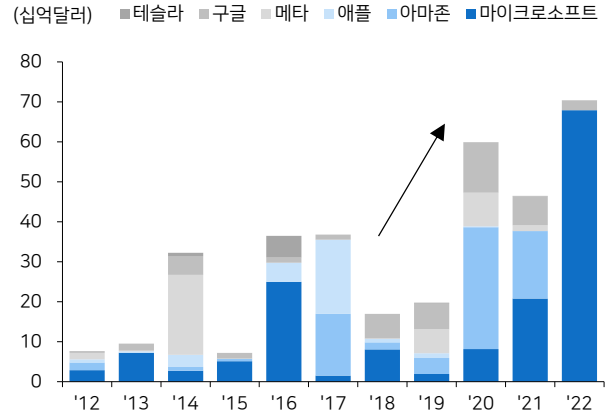
그러나, 문제는 2020년 이후 빅테크로 일컬어지는 시가총액 상위기업들의 M&A 거래액이 두드러지게 증가하며 독과점과 관련된 우려가 가중되었다는 점이다. 2020년 미국 빅테크 기업(애플, MS, 아마존, 메타, 구글, 테슬라)의 합산 M&A 거래액(발표일 기준, 미결 포함)은 598.9억달러로, 2019년의 3배 수준이다. 뿐만 아니라, 2021년에도 이들 기업의 인수합병 거래액은 높은 수준을 유지하며 반독점 규제 구체화에 대한 필요성을 촉발시켰다.

그림2 미국 전체 M&A 거래금액, 건수 추이



주: '22년 거래건수는 2월 2일까지의 누적 건수  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 시가총액 상위기업 M&A 거래금액



주: '22년 거래건수는 2월 2일까지의 누적 건수  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 마이크로소프트 인수건, 규제 불확실성 해소의 실마리?

마이크로소프트의 인수는 빠르게 성장하는 게임 산업과 대표적 신산업인 메타버스 산업 내 경쟁력 확보를 목적으로 한다는 측면에서 규제 당국의 공개조사 선언과 관련성을 가진다. 또한, 인수와 관련해 시장의 이목이 집중되어 있는 만큼, 규제 당국에게는 인수 허용 여부에 대한 판단에 있어 명확한 근거와 구체화된 기준이 필요하다. 이는 2022년 3월 31까지의 의견 수렴 이후 보다 구체적인 인수합병 규제책이 마련될 가능성을 시사한다.

인수합병 규제 가이드라인의 구체화는 빅테크 기업들의 성장 기대를 낮출수도, 규제 불확실성을 완화시켜줄 수도 있음

인수합병 규제 가이드라인의 구체화는 빅테크 기업들의 성장에 대한 기대를 낮출 수 있는 요인이다. 다만, 보다 명확한 신산업 규제 가이드라인이 제시된다면 그간 빅테크 기업들에 대한 투자심리를 위축시켰던 반독점 규제와 관련된 불확실성이 완화될 수 있는 계기가 될 가능성에 대해서도 생각해볼 수 있다.

원문: Gaming deal is a chance to spell out US antitrust policy (Financial Times)