



**meritz Strategy Daily**

# 전략공감 2.0

## Strategy Idea

과거 인플레 시기 미국 주식시장 매크로 환경 분석과 시사점

## 오늘의 차트

코스피 수익성 하락 우려: 이익마진을 선방 업종 주목 필요

## 칼럼의 재해석

Post-Lockdown, 사무실로의 대귀환?

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



▲ 글로벌 투자전략 - 선진국  
Analyst 황수욱  
02. 6454-4896  
soowook.hwang@meritz.co.kr

## 과거 인플레이션 시기 미국 주식시장 매크로 환경 분석과 시사점

- ✓ 과거 사례 점검 결과, 금리인상/인플레이션 국면에서 증시는 상승 추세
- ✓ 상승 추세 배경에는 경기 확장국면 지속, 금리인상 초기 조정도 반복적으로 나타남
- ✓ 경기선행지수 등 매크로 지표 지속 확인하며 경기 overkill 여부 체크 중요

### 매크로 변수가 조정 요인으로 작용하는 시장

작년말부터 커진 인플레이션 우려와 금리 인상 리스크는 중기 시계에서 주가에 대한 고민이 깊어지게 한다. 전례 없는 공급측 물가 압력이 인플레이션 폭을 확대하며, 통화정책 관점에서도 통화정책 정상화 경로에 대한 불확실성을 키우는 요인이다. 여기에 우크라이나 전쟁 리스크는 방향성을 예측하는 것이 사실상 불가능한 대응의 영역으로 남아 글로벌 증시 하방 압력으로 작용 중이다.

전쟁 리스크는 장기화되지만 않는다면, 추세적 요인이라기 보다는 조정 요인에 가깝다(2월 14일자 Weekly DM.C 참고). 연방기금금리와 대차대조표 축소에 대한 시장 참여자들의 예상 케이스 편차가 커지면서 나타난 투자심리 위축은 연준의 확신과 신뢰가 뒷받침된 구체적인 가이던스가 제시되어야 완화될 수 있을 것이다. 우리는 빠르면 3월 FOMC에서 이러한 변화를 기대할 수 있을 것으로 보고 있다.

우크라이나 지정학적 리스크가 완화되면 추가적으로 나타날 유가 안정화(2월 21일자 Weekly DM.C, 1월 19일자 Spot DM.C 참고), 중고차 가격 압력 완화, 고용 회복 등 공급측 물가 압력을 키웠던 요인들이 상반기 중 완화될 수 있다는 징후들이 발견되고 있다. 1분기 인플레이션 Peak-out 이후 안정화 케이스로 들어서게 될 것이라는 견해를 유지하는 이유다.

미국 인플레이션/금리인상 사이클을 이어지는 것은 자명. 과거 사례 점검

그런데 우리의 전망대로라면 공급측 압력이 완화되어도 미국은 올해 연간 5%대의 높은 물가상승률을 마주하게 될 것이다. 당장 마주하고 있는 불확실성 변수들이 언제 끝날지는 예단하기 어려우나, 분명한 것은 그 이후에는 인플레이션과 금리인상 환경에서 증시 방향을 고민해야 한다는 점이다. 이번 전략공감 2.0에서는 1970년 이후 미국 인플레이션과 금리인상 국면에서의 주가 흐름과 매크로 환경(경기, 물가, 정책금리, 주가, 유동성)을 점검하고 시사점을 제시하고자 한다.

## 사례분석: 1970년대부터 2000년대까지 미국 주식시장과 맥크로 환경

### 1970년대: 스테그플레이션 충격과 회복 과정

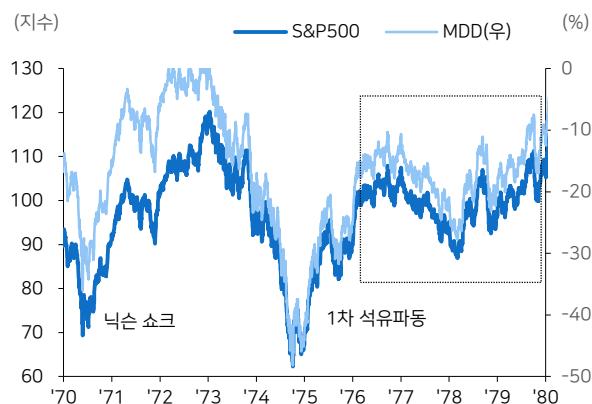
베트남 철수, 구조조정, 오일쇼크  
겹치며 스테그플레이션 발생

1970년 경기침체 이후 닉슨의 경기안정화정책(임금, 가격동결)과 금태환 정지에 따른 달러공급확대로 저물가와 유동성 환경이 조성되며 제조업중심의 경기 호황이 이어졌다. 이후 베트남전 미군 철수와 실업률 상승, 신산업 국가의 성장(독일, 일본)으로 미국의 제조업 구조조정이 발생하는 가운데 오일쇼크가 겹치며 스테그플레이션이 나타났다. S&P500 지수는 직전 고점(120.2pt)대비 50% 하락했다.

오일쇼크 여파로 경기회복에 따른  
주가 상승에도 전고점에는 도달하  
지 못함

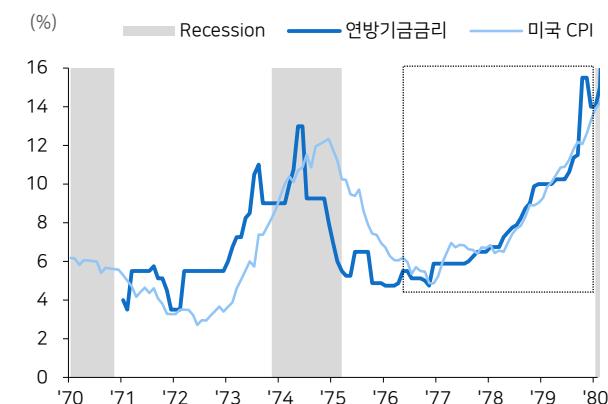
1979년 2차 오일쇼크 전까지 유가상승에 따른 물가압력(CPI '76.11월 4.9% → '79.10월 12.2%)과 금리인상(4.75% → 15.00%)에도 주가가 회복했으나 전고점에는 도달하지 못했다('79.12월 109.3pt). 주가 회복의 배경에는 침체 이후 경기회복이 있었기 때문인데, 1975년부터 1979년까지 CAGR 3.7%의 경제성장률(vs 72~75년 1.2%)을 기록했으며, 실업률은 9.0%에서 5.7%로 하락했다. 경기선행지수는 '76년부터 '79년까지 지속적으로 기준선(100pt)을 상회했다.

그림1 1970년대 미국 S&P500과 직전 고점대비 조정폭



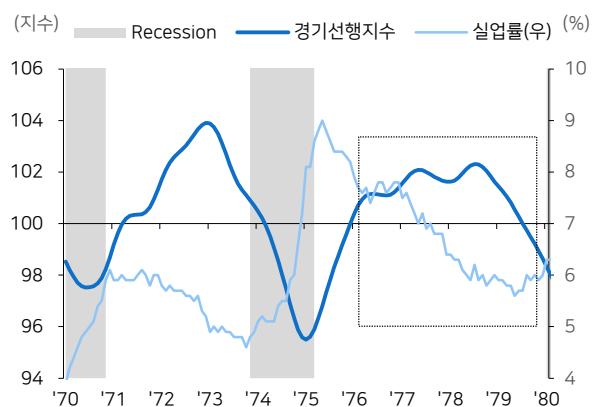
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 1970년대 연방기금금리와 미국 CPI 상승률



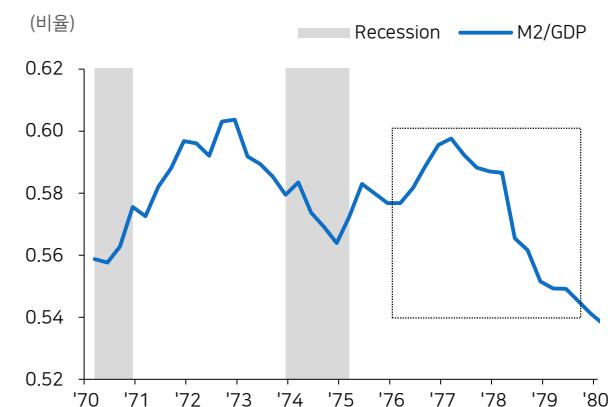
자료: NBER, Federal Reserve, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 1970년대 미국 경기선행지수와 실업률



자료: NBER, OCED, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 1970년대 미국 GDP 대비 M2 비율



자료: NBER, Federal Reserve, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

레이거노믹스: 재정지출과 감세  
플라자 합의: 국가 경쟁력 회복

금리인상 가운데 경기 확장국면  
지속, 실업률 하락 이어짐

### 1980년대: 레이거노믹스와 플라자 합의. 주가는 10년간 3배 상승

1981년, 2차 석유파동에서 촉발된 높은 인플레이션을 억제하기 위해 연준은 기준금리를 20%까지 인상했다. 제조업과 주택시장이 악화되었고, 실업률도 10.8%까지 치솟는 경기침체가 발생했다. 더블딥 이후 1983년부터 미국 경제는 빠르게 회복했다. '레이거노믹스'로 대규모 감세와 재정지출이 단행되었고, 유가도 안정화되며 경기회복 발판을 마련했다. 여기에 1985년 플라자 합의는 미국 제조업체들이 국제무역 시장에서 가격 경쟁력을 회복하는 계기로 작용했다.

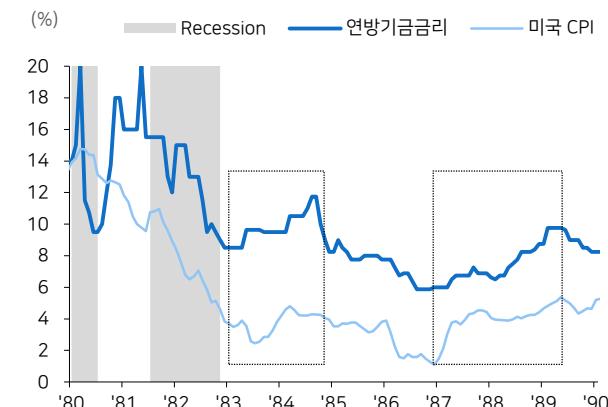
1987년 이후 다시 인플레이션이 부각되며 금리 인상 사이클이 시작되었으나 주가는 상승추세를 이어갔다. 소비자물가 상승률은 1.5%에서 4.5%까지 확대되었고, 이에 대응하기 위해 '87년 4월부터 금리를 인상하기 시작했다. 10월 19일 S&P500은 전거래일 대비 20.5% 하락하는 '검은 월요일'을 겪었으나, 경기확장국면(경기선행지수 기준선 상회 지속, 실업률 '86.6월 7.2% → '89.9월 5.2%) 속에서 상승추세를 이어갔다.

그림5 1980년대 미국 S&P500과 직전 고점대비 조정폭



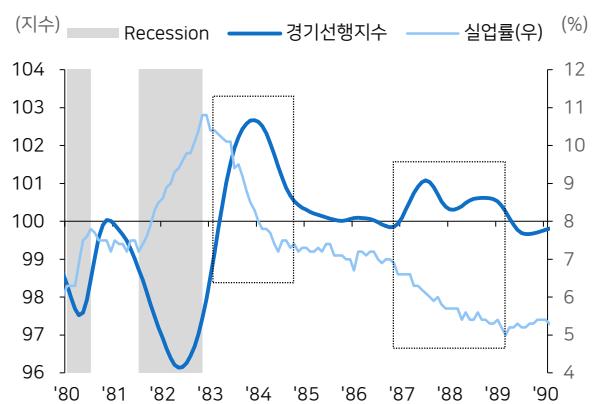
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 1980년대 연방기금금리와 미국 CPI 상승률



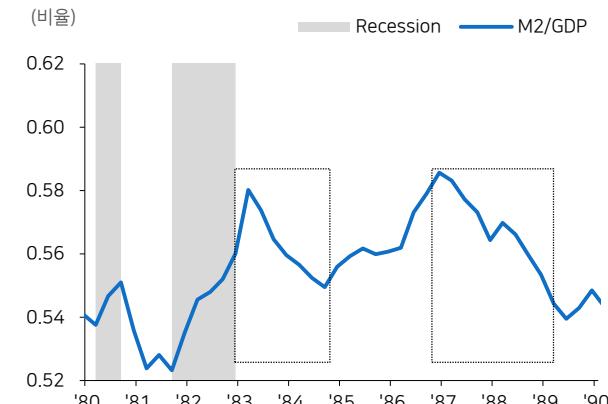
자료: NBER, Federal Reserve, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 1980년대 미국 경기선행지수와 실업률



자료: NBER, OECD, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 1980년대 미국 GDP 대비 M2 비율



자료: NBER, Federal Reserve, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

분석기간 중 유일하게 인플레  
/금리인상기에 주가 하락한 시기

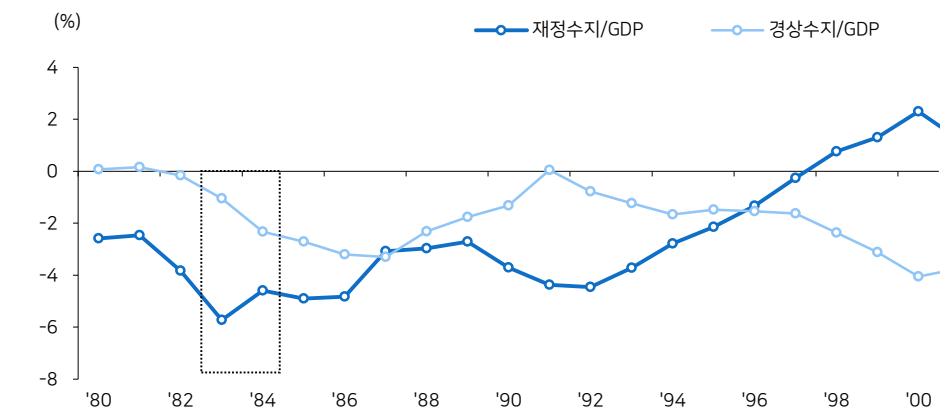
금리인상에 따른 달러강세로 교역  
조건 악화, 제조업 중심 미국  
경쟁력 약화, 쌍둥이 적자 문제

1983년 금리인상기 나타난 주가 하락: 쌍둥이 적자와 국제 경쟁력 문제

1983년 금리인상기는 분석 대상 기간에서 유일하게 주가가 추세적으로 하락한 시기다(그림 5). 연준은 당시 물가압력을 유동성에 의한 인플레이션으로 판단하여 8.50%에서 11.75%까지 금리인상을 단행했고(Allan H. Meltzer, a History of the Federal Reserve, 2003), 물가상승률은 3.5%에서 4.8%까지 상승했다. S&P500은 약 1년 4개월 간 14.3% 조정되었다.

배경에는 쌍둥이 적자 문제가 있었다. 금리인상에 의한 달러 강세는 미국 기업들의 교역조건을 악화시켰다. 또한 일본 등 경쟁국가에서 엔화 가치를 낮은 상태로 유지하는 가운데, 당시 제조업 중심의 미국 경제의 국제경쟁력을 약화시키는 데 일조했다. 이에 따라 1983년부터 경상수지 적자폭이 심화되었고(GDP 대비 경상수지 '82년 -0.2%→'83년 -1.1%→'84년 -2.3%), 레이건 정부의 재정부양으로 '83년 GDP 대비 재정적자도 -5.7%까지 확대되었다.

그림9 1980년대 미국 GDP 대비 재정수지와 경상수지



자료: Fred, 메리츠증권 리서치센터

그림10 1980년대 달러인덱스와 엔달러 환율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 1990년대: IT 혁명과 유일한 강대국 지위 획득. 주가는 10년간 4배 상승

IT 혁명과 경쟁국의 쇠퇴로  
미국 성장 가속

1990년대 미국이 10년동안 고속성장 할 수 있었던 배경은 1) 90년대 초 미국과 경쟁해오던 국가들이 쇠퇴(소련 해체, 일본 버블 경제 붕괴, 독일 통일에 의한 비용 발생)하며, 미국이 단독으로 국제무대에서 수위국가 지위에 오를 수 있게 되었기 때문이다. 여기에 2) PC 중심의 IT 혁명으로 90년대 말로 갈수록 경제확장 속도도 가속화되었다(미국 성장률 '91~'95년 CAGR 2.6% vs '96년~'00년 3.5%).

90년대 후반 주가 상승 모멘텀  
강화 배경에는 성장기대와 우호적  
투자 환경 조성도 한 몫 했음

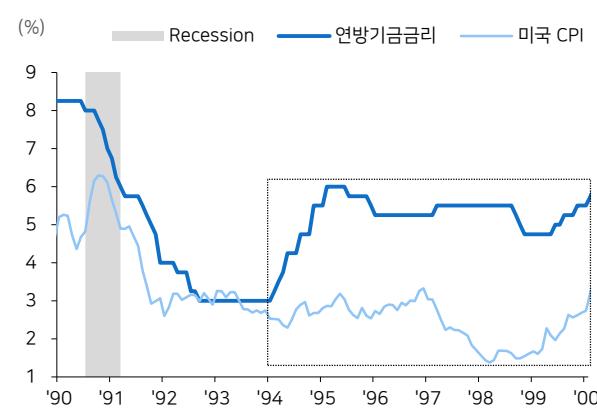
90년대 초반은 걸프전 이후 저물가와 저금리에 힘입어 경기 회복이 가속화되었고, '94년에는 과열에 대응한 선제적 인상을 시작으로 금리 인상 사이클이 시작되었다. 인상 초기 10% 내외의 주가 조정을 겪었으나, '95년 이후 미국 중시 상승 모멘텀이 강화되었다. '96년 통신법이 재정되며 새로운 IT 기술에 대한 기대가 증폭되었고, '97년 납세자 구제법 개정으로 개인의 자본 가용성이 확대되고 더 많은 투기적 투자를 가능하게 하여 이 기간 동안 개인투자가 크게 늘었다.

그림11 1990년대 미국 S&P500과 직전 고점대비 조정폭



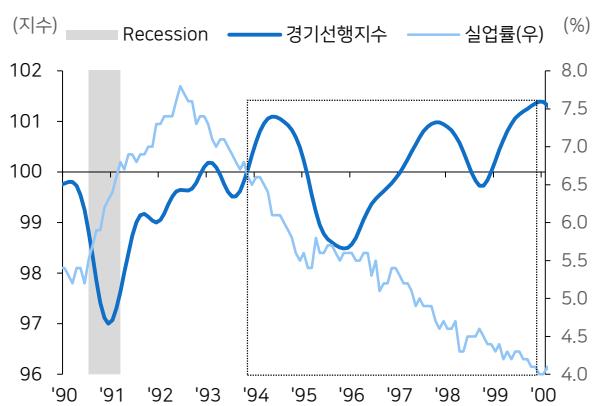
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 1990년대 연방기금금리와 미국 CPI 상승률



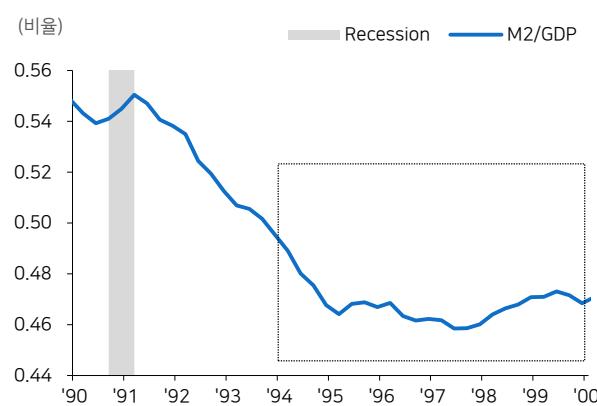
자료: NBER, Federal Reserve, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림13 1990년대 미국 경기선행지수와 실업률



자료: NBER, OCED, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림14 1990년대 미국 GDP대비 M2 비율



자료: NBER, Federal Reserve, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

### WTO 출범 이후 자유무역주의 본격화, 중국의 등장

### '03~'07년 경기 확장국면 지속 금리는 17차례 연속 인상

### 2000년대: 세계화와 경제성장

2000년대 초반 IT 버블 붕괴로 S&P500은 전고점대비 47.5%까지 하락했다. 이후 회복을 이끈 것은 세계화다. 1995년 WTO가 출범하며 자유무역주의가 태동하기 시작했고, 2001년 중국이 WTO에 가입하며 세계무대에 등장했다. 중국이 도시화를 중심으로 빠르게 경제성장하며 글로벌 성장을 견인했고, 국가간 분업구조가 고도화되며 효율성 개선으로 동반성장했다.

S&P500은 '03.3월 801pt에서 '07.10월 1,565pt까지 95.5% 상승했다. 경제는 2003년부터 2007년까지 연 2.4% (CAGR) 성장했고, 실업률은 '03.6월 6.3%에서 '07.5월 4.4%까지 하락했다. 이 기간 동안 경기선행지수는 기준선(100)을 상회하며 확장 국면이 지속되고 있음을 시사했다. 물가상승률은 '03년 6월 2.1%에서 '05년 9월 4.7%까지 상승폭이 확대되었고, 연방기금금리는 '04.6월부터 '06.6월까지 17차례 연속 인상했다(1.00% → 5.25%).

그림15 2000년대 미국 S&amp;P500과 직전 고점대비 조정폭



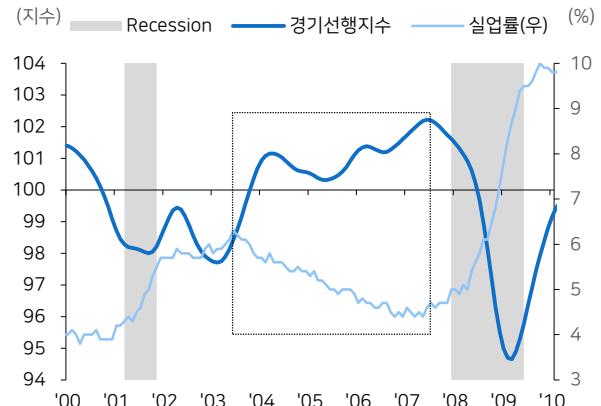
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 2000년대 연방기금금리와 미국 CPI 상승률



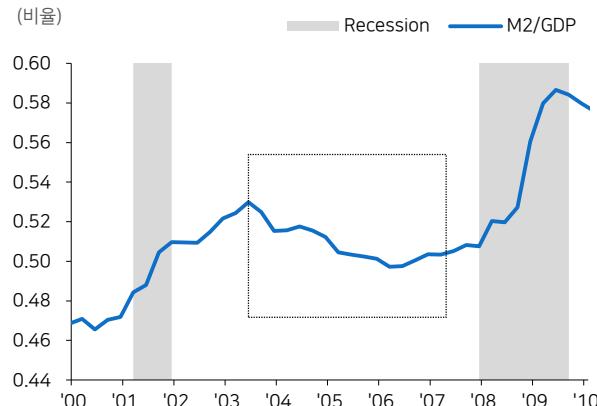
자료: NBER, Federal Reserve, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림17 2000년대 미국 경기선행지수와 실업률



자료: NBER, OECD, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림18 2000년대 미국 GDP 대비 M2 비율



자료: NBER, Federal Reserve, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

## 요약 및 시사점

1) 인플레이션과 금리인상 국면에서 대부분 주가는 상승추세였음

1970년대부터 2000년대까지 미국 인플레이션과 금리인상 국면에서 주식시장을 분석했다. 요약하자면 첫째, 1970년대 후반, 1980년대 후반, 1990년대 후반, 2000년대 중반에 인플레이션과 금리 인상 국면에서 주가는 상승추세였다. 인플레이션 국면에서 주가가 전고점대비 25% 이상 하락했던 시기는 스테그플레이션에 의한 경기침체가 나타난 1, 2차 석유파동과 금융위기뿐이었다.

2) 금리인상 초기 국면에 10% 내외의 주가 조정 나타났음

둘째, 인플레이션 조정을 위한 금리인상 초기 국면에서 주가 조정이 나타났던 사례가 있다. '94년, '99년, '04년에 10% 내외의 조정이 나타났다. 해당 시점들의 조정 이후에는 상승 추세가 이어졌다. 예외적으로 NBER 기준 경기침체 시기가 아니었음에도 20% 내외의 주가 조정이 나타났던 시기는 검은 월요일이며, 분석 기간 외에서는 '18.12월 중립 금리를 상회하여 금리인상을 했던 시점이 있다.

3) 인플레이션과 금리인상에도 주가 상승했던 시기의 공통점은 경기확장 국면에 이어졌다

셋째, 인플레이션과 금리인상에도 주가가 상승했던 시점의 공통점은 경기 확장 국면이 장기간 이어졌다는 것이다. 1) 경기변동을 나타내는 지표인 경기선행지수가 지속적으로 확장국면을 시사했고, 2) 실업률이 추세적으로 하락했다. 확장국면이 이어진 배경으로는 1) 1980년대 정책(레이거노믹스와 플라자 합의), 2) 1990년대의 신기술의 등장(IT, PC), 2) 2000년대 세계화를 꼽을 수 있다.

4) 분석 기간 중 한 번의 사례에서 하락 추세 나타났으나, 반복될 가능성 낮음

넷째, 리세션이 아니면서 인플레이션과 금리인상 국면에서 주가가 하락했던 시점은 분석 기간 중 1984년 쌍둥이 적자 사례가 유일하다. 그러나 비슷한 결과가 반복될 가능성은 적다는 견해다. 그 이유는 당시에 금리인상이 직접적으로 기업이익 악화나 투자심리 위축으로 이어졌다가 보다는, 제조업 중심의 미국 경제구조 때문에 환율과 교역 조건 악화에서 피해를 보며 건전성 문제가 나타났다. 그런데 그때와 지금은 미국의 경제구조(제조업→서비스업)도 다르고, 미국의 건전성 문제가 현재 시점에 다시 부각될 가능성도 높지 않다고 본다.

## 현재 국면에 매크로 지표를 주시해야 하는 이유

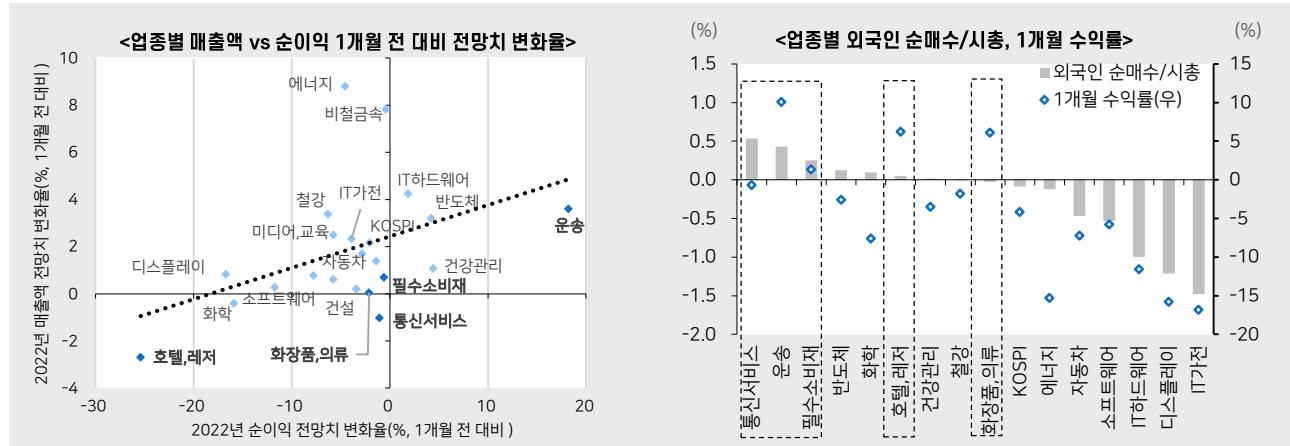
경기선행지수 등 매크로 지표로 경기의 overkill 여부 확인 필요

과거 금리인상과 인플레이션 시기에 미국 중심은 경기침체가 아니라면 금리인상 초기에 조정을 겪고 상승 추세를 이어갔다. 그 배경에는 경제 상황이 금리인상을 지지해줄 수 있는지가 중요했다. 따라서 인플레이션과 금리인상 사이클이 시작되는 것이 자명한 지금 국면에서는 매크로 지표가 둔화되지 않는지 민감하게 체크할 필요가 있다. 우리가 경기 변동을 먼저 확인할 수 있는 경기선행지수를 확인해야 한다고 이야기하는 이유다. 금리인상 국면에서도 통화정책에 의해 경기가 overkill 되지만 않는다면 중심의 상승 추세는 유지될 수 있다.

## 오늘의 차트

강봉주 연구위원

## 코스피 수익성 하락 우려: 이익마진율 선방 업종 주목 필요



주: 소매(유통), 기계 업종 제외

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

주: 금융 업종, 유트리티 등 업종 제외

## 코스피 수익성 하락 우려

글로벌 및 한국 중시 불확실성이 확대된 상황이다. 1) 러시아-우크라이나 지정학적 리스크에 따른 원자재 가격 상승 2) 4분기 실적 발표 이후 코스피 순이익 전망치 하향 조정 지속, 두 가지 요인에 의해 2022년 코스피 이익마진율 하락에 대한 우려가 커지고 있다. 코스피 순이익률 전망치 하락을 업종별로 살펴보고, 상대적으로 긍정적인 업종을 선별하고자 한다.

## 업종 전반 순이익률 하향

선방 업종: 운송, 통신서비스, 필수소비재, 화장품, 호텔/레저

최근 1개월 코스피 2022년 매출액 전망치는 상향, 순이익 전망치는 하향조정되면서 순이익률이 하락하고 있다. 금융 업종을 제외한 23개 업종 중 15개 업종이 같은 양상을 보였기 때문이다. 주목할 만한 업종은 순이익 상향 업종, 순이익 하향폭 대비 매출액 상향폭이 크지 않아 순수익률 하락을 선방하는 업종이다. 평균회귀선 아래에 위치한 운송, 필수소비재, 통신서비스, 화장품, 호텔/레저가 해당한다.

## 해당 업종 외국인 순매수 강하게 나타남

외국인 순매수가 집중되고 있다는 것 또한 이 업종들에 주목해야 하는 근거다. 최근 1개월 업종별 외국인 순매수 강도(순매수금액/시총)는 운송 0.4%, 필수소비재 0.3%, 통신서비스 0.5%로 금융업종을 제외하고 가장 높았고, 호텔/레저도 외국인 순매수가 나타났다. 수익률 측면에서는 최근 1개월 기준 코스피 대비 0.5%p~14.7%p 아웃퍼폼했다.

전반적인 수익성 약화  
수익성 선방, 개선 업종 주목

코스피 전반적으로 순이익률 전망치가 하락하고 있는 가운데 운송, 필수소비재, 통신서비스, 화장품, 호텔/레저 업종은 순이익률 하락에 선방했다. 외국인 관심도 높았으며 수익률은 코스피를 아웃퍼폼했다. 작년부터 지속된 인플레이션과 최근 부각된 우크라이나 지정학적 리스크로 인해 코스피 전반적인 수익성이 약화되고 있다. 따라서 수익성 선방, 개선 업종에 주목할 필요가 있다.

## 칼럼의 재해석

이종빈 연구원

## Post-Lockdown, 사무실로의 대귀환? (Bloomberg)

Lockdown shock로 근로자들은 대대적인 재택근무를 경험했다. 그리고 이러한 재택근무의 경험은 새로운 근로 형태에 대한 요구를 불러일으키기 시작했다. 근로자들은 Post-Lockdown 시대에도 재택근무와 같은 직장의 위치적 유연성을 요구하고 있다. 이러한 요구에 화답한 대표적인 기업은 IBM이다. 생산성이 충분히 받쳐준다면 근무지는 크게 의미가 없다는 것이다. 반면 JP모건의 경우 모든 직원들의 사무실 복귀를 요청한 기업이다. 사원 교육의 필요성, 동료 간 유대감 등 비대면으로 필요한 부분을 현재의 시스템이 채워주지 못한다는 이유다.

재택근무의 정당성을 부여하는 데이터는 생산성이다. 기업들의 재택근무가 본격적으로 시행된 2020년 1분기 이후 미국의 노동생산성 데이터는 재택근무의 확대를 지지한다. 또한 노동자들의 협상력(Bargaining Power)가 확대도 중요하다. 팬데믹 이후 여타의 이유로 은퇴자가 늘고 근로자가 복귀하지 않는 현상(The Great Resignation)에 기업은 하나의 회유책으로 성과보상과 더불어 원하는 근무형태를 보장해주는 것이다.

근로자들의 근로형태 변화 요구는 부동산 업계로 그 영향을 넓히고 있다. 뉴욕, 런던, 도쿄, 파리 등 주요 도시 내 사무실 건물의 공실이 늘고 있고 샌프란시스코의 경우 전체 공실률은 20%에 달한다. 이에 맞추어 초고층 빌딩들은 전망대와 예술시설이나 "Last-mile" 배송의 거점으로 변모하고 있다. 근로형태의 변화 그 자체만이 아닌 이동성의 변화와 그와 연관된 산업에까지 영향까지 고려할 필요가 있다.

## Lockdown shock는 업무형태의 변화를 불러올까

Lockdown으로 인해

변화된 근무형태 굳어질까?

Lockdown shock로 근로자들은 대대적인 재택근무를 경험했다. 그리고 이러한 재택근무의 경험은 새로운 근로 형태에 대한 요구를 불러일으키기 시작했다. 동 칼럼(Who will win the Great Return-to-the-office Face-Off?)의 저자는 생산성 측면에서 Post-Lockdown 시대에도 재택근무와 같은 새로운 근무형태가 충분히 받아들여질 수 있음을 주장한다.

## 기업과 근로자의 입장

일부 기업에서 영구 재택근무  
채택하는 경우도

IBM은 근로자들의 재택근무를 수용한 대표적인 기업이다. 생산성이 충분히 받쳐준다면 근무지는 크게 의미가 없다는 것이다. 반면 JP모건의 경우 모든 직원들의 사무실 복귀를 요청한 기업이다. 사원 교육의 필요성, 동료 간 유대감 등 비대면으로 필요한 부분을 현재의 시스템이 채워주지 못한다는 이유다.

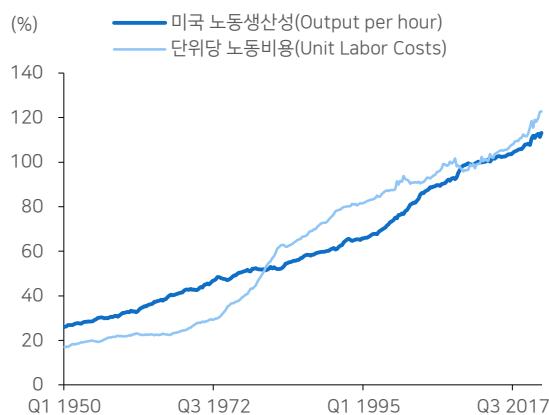
근로자 중 일부도 집과 사무실의 완전한 분리를 원하며 사무실 복귀를 반기는 경우도 있었다. 그러나 칼럼에서 언급한 Korn Ferry의 설문조사에 따르면 미국 기업의 53%는 사무실을 직장으로 여긴 반면, 근로자 중 78%는 직장의 위치적 유연성(location flexibility)을 요구했다. 기업-근로자 간 특이한 경우도 존재하나 대부분의 경우 근로형태를 두고 이견이 갈리는 것이다.

## 재택근무와 생산성의 연관성?

### 재택근무 시 생산성은 낮아질까?

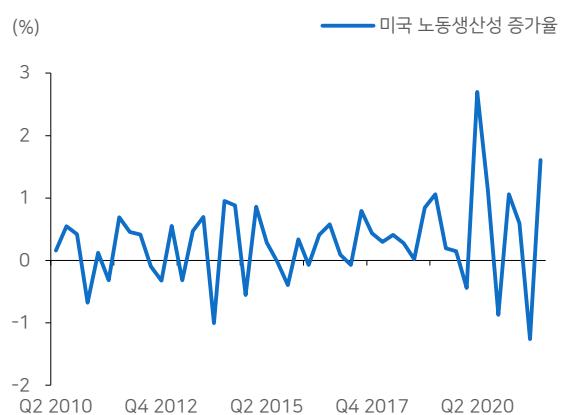
칼럼의 저자가 재택근무의 정당성을 부여하는 데이터는 생산성이다. 기업들의 재택근무가 본격적으로 시행된 2020년 1분기 이후 근로자 노동생산성은 전분기 대비 평균 0.6%씩 상승했는데 이는 코로나19 이전 5년간의 평균치(0.3%) 대비 높은 수치다. 2021년 7월 골드만삭스의 데이터도 2020년 미국 노동생산이 3.1% 증가해 Pre-Pandemic 시기보다 성장률이 두 배 이상임을 가리키기도 했다.

그림1 팬데믹 이후 생산성의 추세변화는 보이지 않음



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

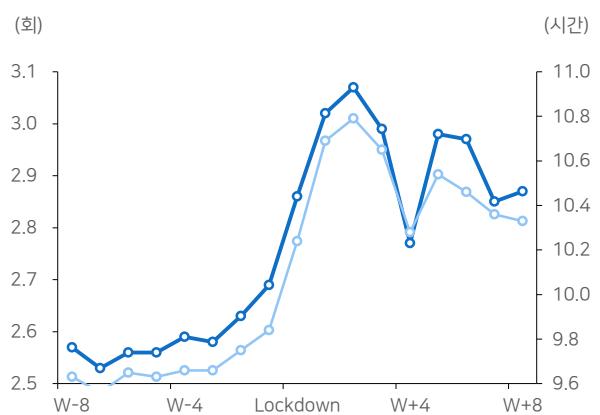
그림2 전분기 대비 노동생산성 증가율



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

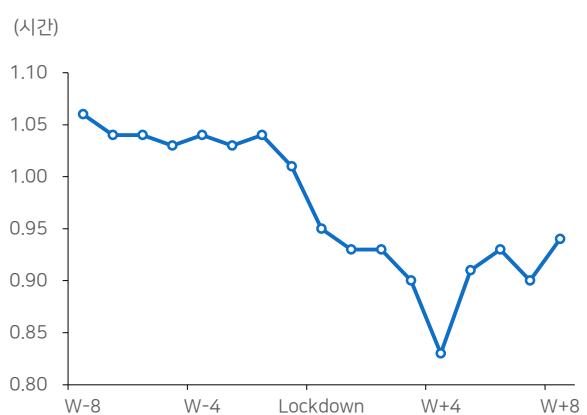
Havard Business Review의 연구는 표본을 늘려 미국, 유럽 및 중동의 16개 도시에서 Lockdown 기간동안 21,000개 이상의 기업의 300만 명의 근로자들의 평균 근로시간은 락다운 이전 대비 오히려 48.5분 늘어났고, 대면회의와 비대면 회의의 차이에서 회의 별 소요시간은 줄어든 반면 회의 횟수는 늘어났음을 보였다.

그림3 봉쇄 전후 평균 회의 횟수와 근무시간



자료: HBR, 메리츠증권 리서치센터

그림4 봉쇄 전후 회의 별 소요시간: 원격근무의 효율성?



자료: HBR, 메리츠증권 리서치센터

노동력 품귀현상도  
이러한 요구에 한몫

또한 저자는 노동자들의 협상력(Bargaining Power)가 확대도 중요한 이유로 보고있다. 팬데믹 이후 여타의 이유로 은퇴자가 늘고 근로자가 복귀하지 않는 현상(The Great Resignation)에 기업은 하나의 회유책으로 성과보상과 더불어 원하는 근무형태를 보장해주는 것이다.

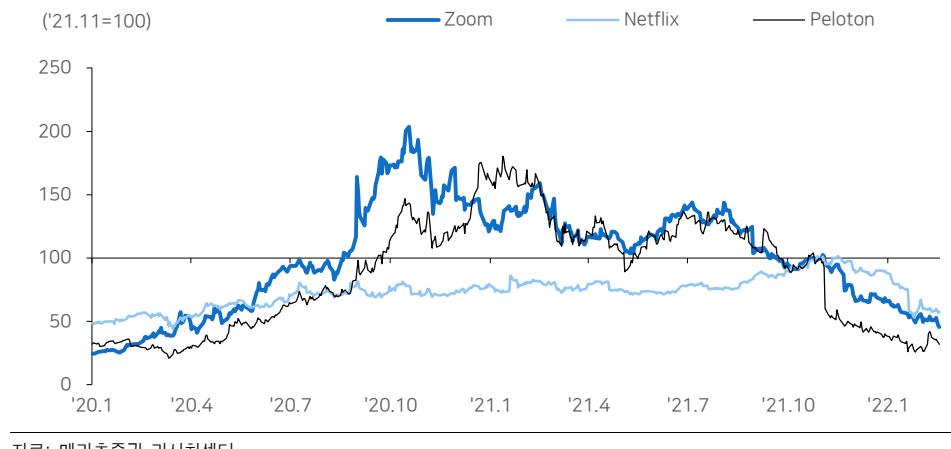
자산군 중 큰 변화를 겪고 있는  
부문은 부동산

### Pandemic Growth → Endemic Growth(?)

근로자들의 이러한 특별한 요구를 시장의 관점에서는 어떻게 받아들일 수 있을까? 첫번째는 '바이러스 후에는 끝났다'라는 팬데믹 수혜주에 대한 일반화된 평가는 재고할 필요가 있다. 비대면을 가능하게 한 S/W의 효용은 팬데믹 이후에도 충분히 누릴 수 있는 부분이기 때문이다.

주식보다 더 직접적인 변화를 겪고 있는 부문은 부동산이다. 사무실(Office) 복귀가 여전히 불확실한 가운데 뉴욕, 런던, 도쿄, 파리 등 주요 도시 내 사무실 건물의 공실이 늘고 있다. 전세계적으로 사무실 공실률은 4%p(8% → 12%) 늘어났고 선진국의 경우 평균대비 높은 수준이다(런던 18%, 뉴욕 16%, 샌프란시스코 20% 등). 공실률 증가는 곧 건물용도의 변화로 이어지고 있다. 초고층 빌딩들이 전망대와 예술시설이나 운송수요 증가에 맞추어 "Last-mile" 배송의 거점이 되어가고 있다. 이렇듯 근로형태의 변화는 이동성의 변화와 그와 연관된 산업에까지 영향을 미치고 있는데, 리오프닝에도 재택근무가 활성화 될지, 근로자들의 근무변화가 여러 산업에 어떠한 변화를 만들어낼지 주목된다.

그림5 Lockdown 종료와 함께 하락세를 걷는 Pandemic 수혜주



자료: 메리츠증권 리서치센터

원문: *Who will win the Great Return-to-the-office Face-Off?- Bloomberg*