

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 1. 4 (수)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

미국 경기침체 논쟁에 대한 생각

칼럼의 재해석

국제유가, 중국 리오프닝은 문제가 아니다

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 경기침체 논쟁에 대한 생각

- ✓ 선행지표는 리세션 가능성을 높이고 있으나, 반드시 온다고 단정짓기는 어려움
- ✓ 투자조정 불가피하나, 소비 지탱될 요인은 많음. 예금 활용 및 실질임금 개선 가능성 주목
- ✓ 노동 초과수요 상태인 점과 Job stayer에 대한 임금인상 고려한다면 고용감소 가능성 낮아
- ✓ 우리의 미국경제 기본 시나리오는 0%대 저성장 및 리세션을 피해간다는 것

1. Recession 공포와 실제 사례

연초부터 제기된 리세션 공포

연초부터 경기부진 공포와 함께 미국 리세션(경기후퇴) 논쟁이 한창이다. 1월 2일 월스트리트저널에서 23개 대형은행(글로벌 IB)들을 대상으로 설문한 결과, 응답 기관 중 2/3가 올해 미국 경제가 리세션에 진입할 것이라 전망했다.

이들 주장의 근거는 1) 미국 주택시장 하강이 이어지고, 2) 은행들이 타이트한 대출태도를 가져가면서 비주거용 투자가 위축될 것이며, 3) 코로나19 이후 누적되었던 초과 저축이 연내 소진되면서 그나마 버팀목 역할을 했던 소비 마저도 악화된다는 것이다. 이러한 환경에서 연준의 올해 말 금리인하 가능성을 높게 보고 있다.

공교롭게도 23개 기관 중 우리에게 널리 알려진 골드만 삭스, 모건 스탠리, 크레디트 스위스 등 5개 기관만이 미국 경제가 2023~24년 리세션을 피해갈 수 있다는 전망을 내 놓고 있어, 리세션이 실제 도래할 지에 대한 불확실성이 여전히 큰 상황으로 평가할 수 있겠다.

리세션 우려는 타당하다: 선행지표들이 이를 가리키고 있기 때문

리세션 우려가 타당한 이유

1) 장단기 금리역전폭 확대

리세션 우려 자체는 타당하다. 경기후퇴의 조기경보 역할을 하는 여러 지표들이 리세션 실현 가능성을 높이는 방향으로 움직이고 있기 때문이다. 먼저, 전통적인 잣대는 미 국채 10년과 3개월물 수익률 간의 스프레드이다. 장기물 금리가 단기물 금리를 밀돌고, 금리역전폭이 확대될수록 향후 리세션 도래 가능성이 커진다. 작년 11월 36bp 역전에서 12월에는 60bp로 역전폭이 확대되었다.

향후 12개월 내 리세션 진입 확률은 11월 38%까지 상승했고, 12월에는 40%를 웃돌 것으로 보인다. 이렇게까지 리세션 확률이 높아졌음에도 실제 리세션이 오지 않았던 사례는 1967년과 2019년으로 예방적 금리인하가 수반되었던 시기였다.

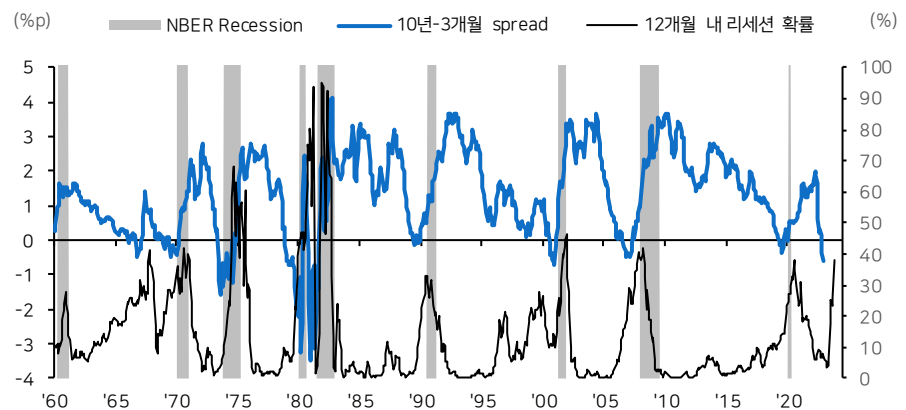
2) 경기선행지수 하락폭 확대

경기선행지수도 리세션 가능성을 높이고 있다. 작년 11월 기준 컨퍼런스보드 선행지수는 전년대비 4.5%, 6개월 전 대비 연율 기준으로는 7.3% 하락했다. 컨퍼런스보드 스스로가 0%를 조기경보, -4%를 리세션에 준하는 수준으로 평가하고 있음을 고려한다면, 가능성은 적지 않다.

3) 제조업 신규주문 위축

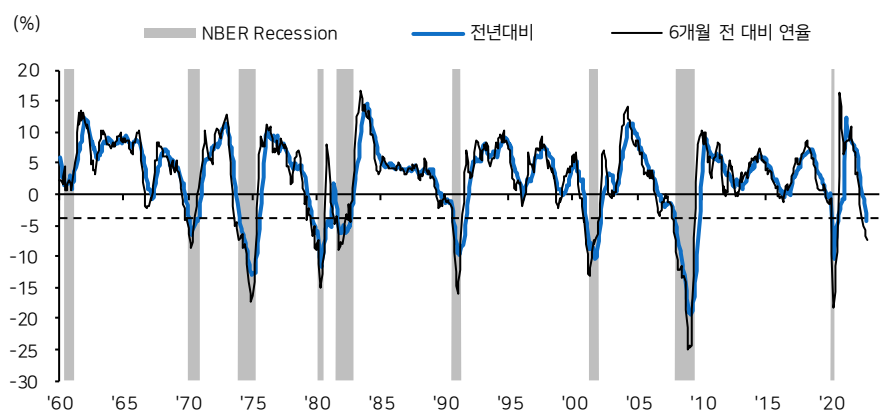
끝으로, 경기선행지수 구성항목 중 가장 선행성을 띠는 ISM 제조업 신규주문 지수도 작년 6월부터 기준선을 밀돌기 시작하였고, 추가 하락 가능성이 커지고 있다(11월 47.2). 동 지수가 45를 밀돌게 되면 대부분 리세션이 찾아 왔다. 그렇지 않은 경우는 1967년, 1995년, 2019년 예방적 금리인하 수반 시기였다.

그림1 미 국채 10년-3개월 spread와 12개월 내 recession 확률



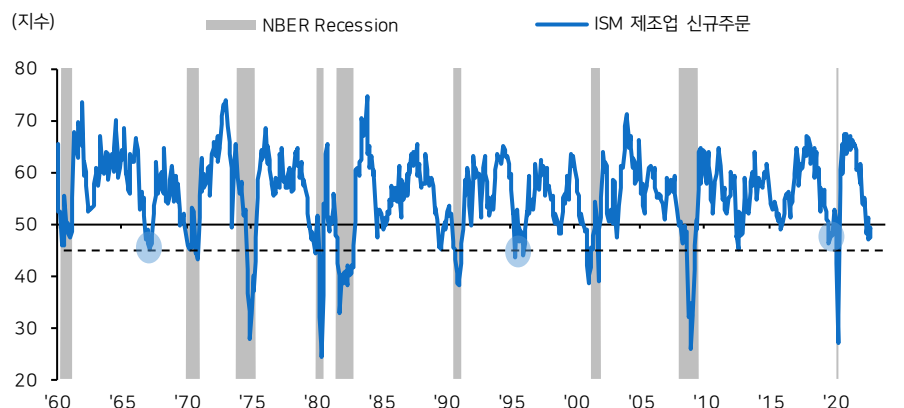
자료: New York Fed, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 컨퍼런스보드 경기선행지수 전년대비 및 6개월 전 대비 (연율) 증감률 vs 리세션



자료: The Conference Board, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 ISM제조업 신규주문과 리세션



자료: US ISM, 메리츠증권 리서치센터

현재 미국 경제전망 컨센서스가 시사하는 바는?

컨센서스는 얇은 리세션을 예상

현재 경제전망은 어떠한가? 주요 전망 기관이 생각하는 궤적을 보여주기 위해 2022년 12월 말 기준으로 작성된 경제전망 컨센서스를 표 1에 가져 와 보았다. 컨센서스는 전분기 대비 연율 기준 올해 1분기 0%, 2분기 -0.6%, 3분기 0%를 예상하면서, 경기 저점 전망을 기존 1분기에서 2분기로 미뤄 놓은 상태이다. 2~3개 분기의 기간을 리세션이라고 한다면 GDP의 손실은 0.15%에 불과하다. 역사적으로 봤을 때 IT버블 다음으로 얇은 사례가 된다.

컨센서스 의견은 우리 생각과 대체로 동일하다. 대부분의 경기하강은 금리상승에 민감한 민간투자에 의해 유발되고, 소비가 꺾이겠지만 마이너스로 들어가지는 않는다는 것이다. 후자가 경기를 지탱시키는 동인이라는 것이다.

4Q22 들어 소비증가세의 현저한 둔화와 고용감소 전망으로 변화

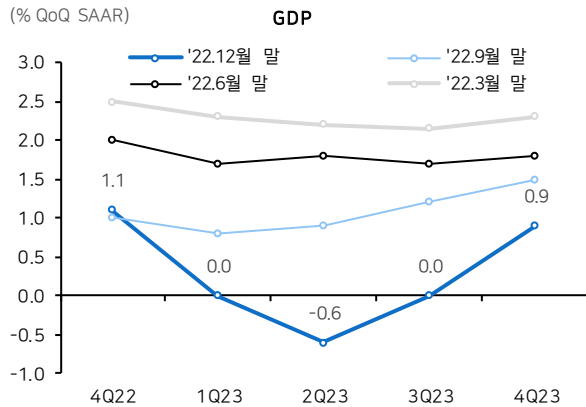
그럼에도 불구하고 지난 수 개월간 GDP, 민간소비, 민간투자, 비농업 고용에 대한 전망 변화를 본다면 4분기 들어 하향 조정 폭이 커졌으며, 버팀목 역할을 해 주었던 민간소비와 고용 전망도 예외가 아니었다. 심지어 이들은 올해 2~3분기 비농업 고용 감소를 예상하기 시작했다.

표1 2022년 12월 말 기준 미국 경제전망 컨센서스

(% QoQ SAAR)	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24
실질 GDP	-1.6	-0.6	3.2	1.1	0.0	-0.6	0.0	0.9	1.5	1.8
민간소비	1.3	2.0	2.3	2.4	0.7	0.3	0.4	1.0	1.4	1.7
정부지출	-2.3	-1.6	3.7	1.0	1.1	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
민간투자	5.4	-14.1	-9.6	-0.1	-2.0	-2.1	-0.8	0.9	2.2	3.1
수출	-4.6	13.8	14.6	0.5	-0.9	-0.8	1.0	1.6	2.8	3.0
수입	18.4	2.2	-7.3	3.3	0.5	-0.5	0.2	1.7	2.3	2.7

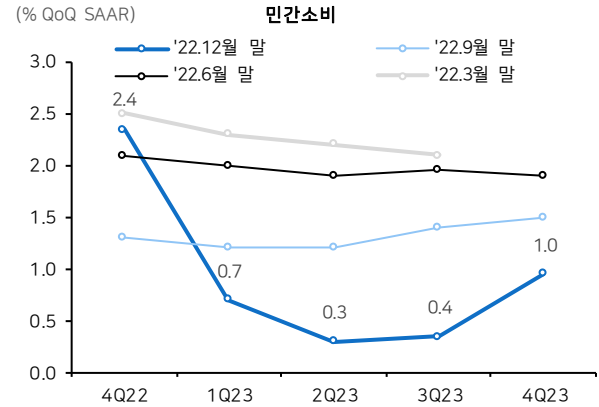
자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 분기별 GDP 컨센서스 변화



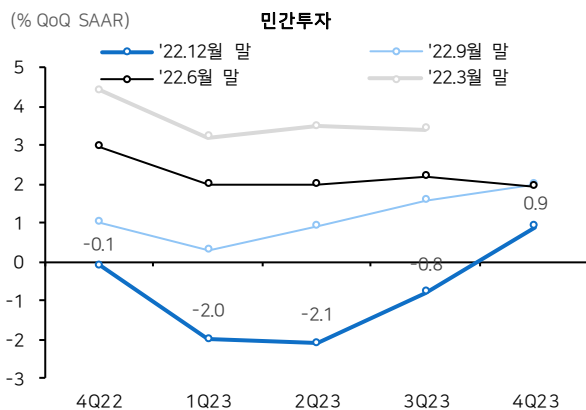
자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 분기별 민간소비 컨센서스 변화



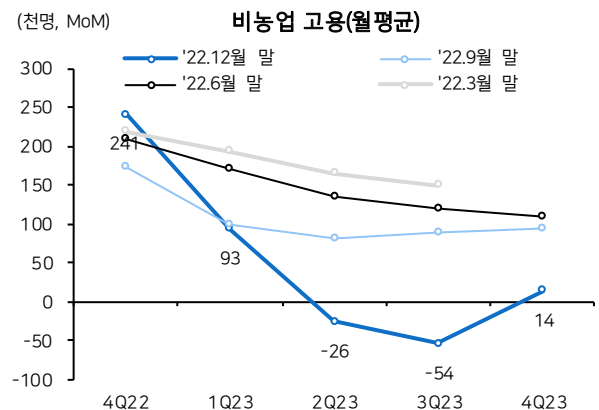
자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 분기별 민간투자 컨센서스 변화



자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 분기별 비농업 고용증감 컨센서스 변화



자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

실제 리세션 기준에 부합하고 있는가, 과거 사례는?

GDP 2개 분기 연속 역성장이
리세션과 동치는 아님

우리는 일반적으로 GDP성장률이 전분기대비 기준으로 2개 분기 연속 역성장을 하면 리세션인 것으로 인식한다. 그러나, 경기사이클을 판정하는 NBER 위원회는 GDP성장률을 포함한 다음 페이지 표 2의 8개 지표를 모니터링하면서 수 개월 간 광범위한 경기하강이 이루어졌을 때를 경기후퇴기로 판별한다.

“광범위한” 경기하강이어야 함

과거 리세션으로 판명되었던 1) IT버블 붕괴(2001년 3~11월), 2) 글로벌 금융 위기(2007년 12월~2009년 6월), 3) 코로나19(2020년 3~4월) 사례를 보면, 8개 지표 중에 6개 이상이 전분기 대비 감소할 경우가 여기에 해당되었다. 2001년 리세션은 소비가 감소하지 않았던 사례였다. 그럼에도 불구하고 고용이 수 분기 동안 위축되면서 광범위한 경기하강 범주에 들어가게 된 것이다.

현재는 경기하강이 진행 중이지만, 가계조사 고용을 제외한 7개 항목이 전분기 대비 (+) 상태를 유지하고 있다. 4분기 실질 GDP성장률 전망은 (+)이며, 실질 GDI는 이전소득을 제외한 개인 가처분소득(실질)과 같은 방향으로 움직여 왔음을 고려한 것이다.

향후 산업생산이나 실질 제조업/도소매판매가 (-)로 전환될 가능성이 높지만 이를 고려해도 8개 중 3개이다. 결국은 소득, 소비, 고용 여건의 추가 부진이 수반되어야 광범위한 경기하강이 될 수 있다. 이러한 점은 앞으로 리세션이 '반드시' 온다고 단정하기 어려움을 시사해 준다.

표2 NBER Recession 판단 지표 추이

	실질 개인소득 (이전소득 제외) % QoQ	비농업 취업자수 월평균 증감, 천명	실질 소비지출 % QoQ	실질 제조업, 도소매판매 % QoQ	가계조사 고용 월평균 증감, 천명	산업생산 % QoQ	실질 GDP % QoQ	실질 GDI % QoQ	# of negatives
IT버블									
3Q00	1.30	97	0.96	0.01	-16	-0.10	0.10	0.89	2
4Q00	0.58	119	0.87	-0.27	240	-0.28	0.59	-0.02	3
1Q01*	0.76	13	0.36	-0.63	56	-1.29	-0.32	1.13	3
2Q01	-0.57	-149	0.20	-1.32	-303	-1.27	0.62	-0.19	6
3Q01	-0.40	-176	0.35	-0.40	-9	-1.41	-0.40	-0.55	7
4Q01	-0.72	-263	1.61	1.53	-266	-1.09	0.28	-0.80	5
1Q02	0.02	-88	0.22	-0.05	43	0.73	0.83	1.23	2
금융위기									
1Q07	0.76	181	0.62	0.91	117	0.99	0.29	-0.01	1
2Q07	0.74	92	0.26	0.52	-86	1.19	0.64	0.49	1
3Q07	0.00	9	0.67	0.40	60	0.15	0.60	-0.83	1
4Q07*	-0.01	99	0.39	0.54	10	0.32	0.61	0.03	1
1Q08	0.06	-39	-0.14	-1.20	-62	-0.33	-0.41	-0.04	7
2Q08	-1.07	-196	0.28	-0.70	-116	-1.49	0.57	-0.20	6
3Q08	-0.62	-311	-0.77	-3.32	-220	-3.22	-0.53	-0.13	8
4Q08	0.68	-638	-0.90	-4.75	-569	-4.27	-2.18	-2.28	7
1Q09	-3.66	-776	-0.25	-3.65	-887	-5.63	-1.17	-1.68	8
2Q09	-1.47	-501	-0.49	-1.97	-233	-2.80	-0.17	0.35	7
3Q09	-1.20	-255	0.67	1.46	-397	1.61	0.36	0.41	3
4Q09	0.19	-152	-0.11	1.21	-268	1.54	1.07	1.51	3
코로나19									
4Q19	0.79	182	0.58	-0.75	174	-0.67	0.44	0.88	2
1Q20	0.59	-261	-1.58	-1.37	-1058	-1.56	-1.18	-0.09	7
2Q20	-5.24	-4449	-9.22	-7.23	-4460	-12.57	-8.48	-8.74	8
3Q20	3.89	1324	9.35	11.12	1784	9.27	7.85	5.49	0
현재									
4Q21	0.67	637	0.77	0.41	723	1.17	1.70	1.64	0
1Q22	-0.56	539	0.34	0.62	828	1.16	-0.41	0.19	2
2Q22	-0.37	349	0.51	-1.76	-116	1.22	-0.14	-0.20	5
3Q22	0.48	366	0.56	1.29	275	0.43	0.80	0.21	0
4Q22	0.38*	274*	0.82*	0.91**	-233*	0.06*	-	-	1

주: + 2001년 3월, 2007년 12월부터 리세션 시작. * 2022년 10~11월, ** 2022년 10월 데이터 기준

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

2. 부문별 동향과 향후 전망

본절에서는 미국 경기가 최근까지 어떻게 흘러왔는 지에 대한 점검과 더불어 향후 부문별 전망을 제시한다. 주거용, 비주거용 투자와 민간소비, 고용 여건을 다룬다.

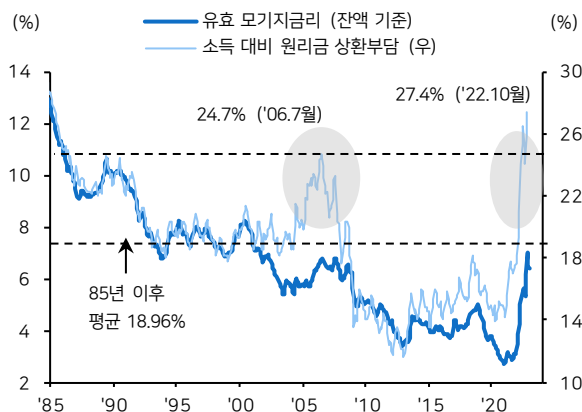
(1) 주거용 투자

주택시장 부진의 계기는
금리인상과 모기지금리 급등

이번 사이클은 정책금리 인상이 국채금리 급등을 유발하면서 10년물 금리에 연동되는 모기지금리가 크게 상승했다. 2021년 말 3.15%에 불과했던 30년물 고정금리는 2022년 말 6.36%까지 올랐다. 이것도 10월 중 6.98%에서 하락한 것이다.

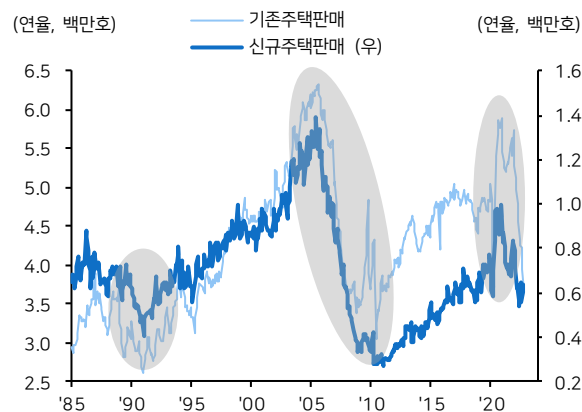
모기지 금리 급등으로 기존주택 구매를 위한 소득대비 원리금 상환부담은 작년 10월 27.4%까지 치솟았다. 이러다 보니 주택수요는 빠르게 악화되었고, 기존 및 신규주택판매 급감으로 연결되었다. 수요 부진은 다시 건설 일감을 크게 줄였고 (NAHB지수: 2021년 말 84→2022년 말 31), 주택허가와 착공건수의 감소로 귀결되었다. GDP 내 실질 주거용 건설투자도 급감했다.

그림8 미국 유효 모기지금리와 소득 대비 원리금 상환부담



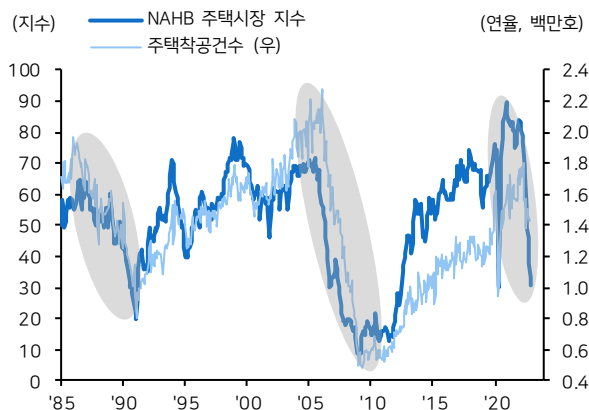
자료: National Association of Realtors(NAR), 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 기존 및 신규주택판매 (단독주택 기준)



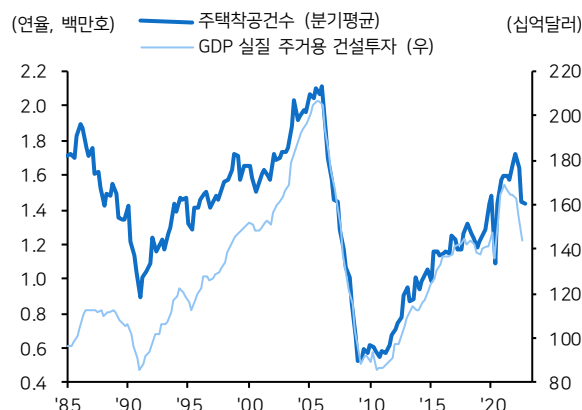
자료: US NAR, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 NAHB 주택시장 지수와 주택착공건수



자료: National Association of Home Builders, US Census Bureau

그림11 주택착공건수와 GDP 실질 주거용 건설투자



자료: US Census Bureau, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

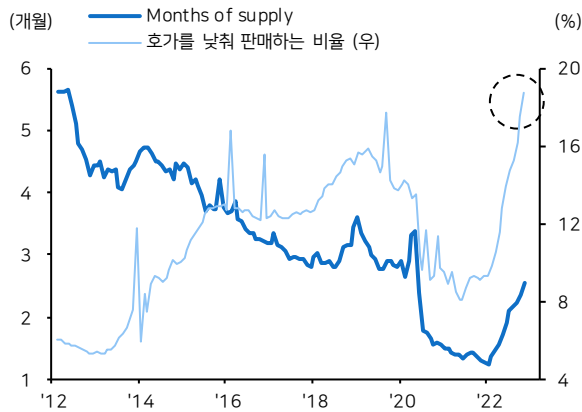
판매량 추가 감소와 주택가격 조정이 추후 수반될 것

이 과정에서 주택 재고가 쌓이고, 호가를 낮춰서 주택을 팔겠다는 비중도 10년래 최고치인 18.8%로 상승했다. 지금은 집을 사고 팔기에 좋지 않은 환경이라는 응답이 많아 지는 가운데, 구매자의 심리가 훨씬 크게 악화되었다는 점을 고려한다면, 판매량이 추가 감소하는 가운데 주택가격의 조정이 수반되는 양상이 전개될 가능성이 크다고 봐야 할 것이다.

하강 진정은 상반기 중에 이루어 질 것으로 예상

기존주택 가격이 작년 6월부터 11월까지 10.5% 하락한 반면 신규주택은 거의 가격조정이 없었다. 이에 따라 기존주택 대비 신규주택 가격 프리미엄이 27%까지 상승했다. 건설 중인 신규주택이 지어지면서 이들 가격도 하락할 것인데, 모기지 금리가 하향 안정화 되기 전까지 수요부진-가격 하락-건설 위축의 고리가 작동할 가능성이 커 보이며, 하강의 진정은 상반기 중 이루어질 가능성을 높게 본다. 연준 금리인상 중단이 1분기 말 경에 수반될 가능성이 있기 때문이다.

그림12 미국 주택재고 및 단독주택 호가 인하 비율



자료: Redfin, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미시건대 소비심리: 집사기 vs 집팔기 좋은 환경



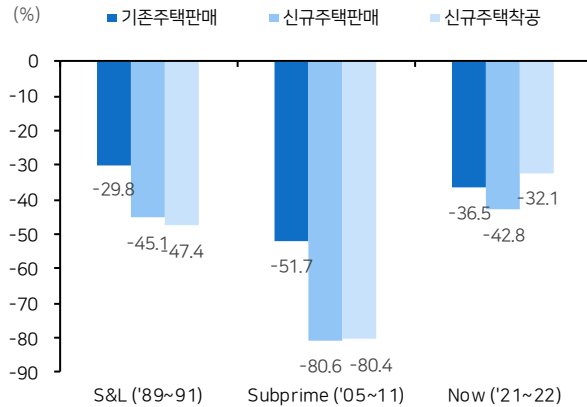
자료: University of Michigan, 메리츠증권 리서치센터

이번 주택시장 하강이 서브프라임 재현은 아닐 것

현재 주택판매와 착공 위축 폭은 1989~90년 저축대부조합 사태 이후 수준과 유사하며, 금융위기의 단초가 되었던 서브프라임 사태 당시에 비해서는 온건한 조정이다. 여전히 판매, 가격, 착공 등의 조정 속도가 빠르다는 이유로 서브프라임의 재현을 우려하는 사례들이 있는 것 같다.

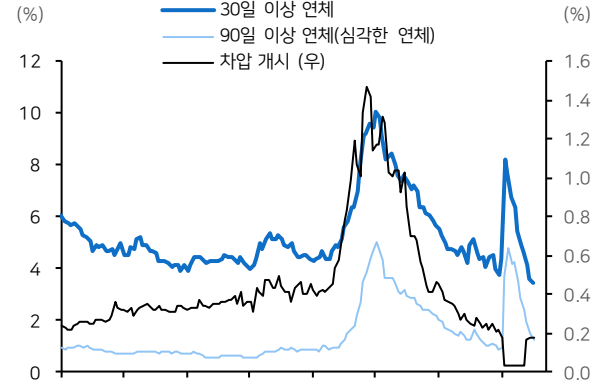
여기에 대해서 명확히 선을 긋는 이유는, 1) 당시와 다르게 현재는 상환능력이 있는 우량 차주 중심으로 모기지 생성되고 있고, 2) 그 당시 주택가격의 급락, 투매 등을 유발했던 연체와 차압 급증도 지금과 거리가 멀기 때문이다. 심각한 연체 혹은 차압으로 가는 가장 초기의 단계가 30일 이상 연체율의 상승이다. 2022년 3분기 말 기준 3.45%로 역사적 최저치이고, 차압 개시 비율도 0.18%로 2020~21년 제도적으로 차압을 금지했던 구간을 제외하면 역시 매우 낮은 수준이다.

그림14 과거 주택버블 당시 주택판매/착공 감소폭



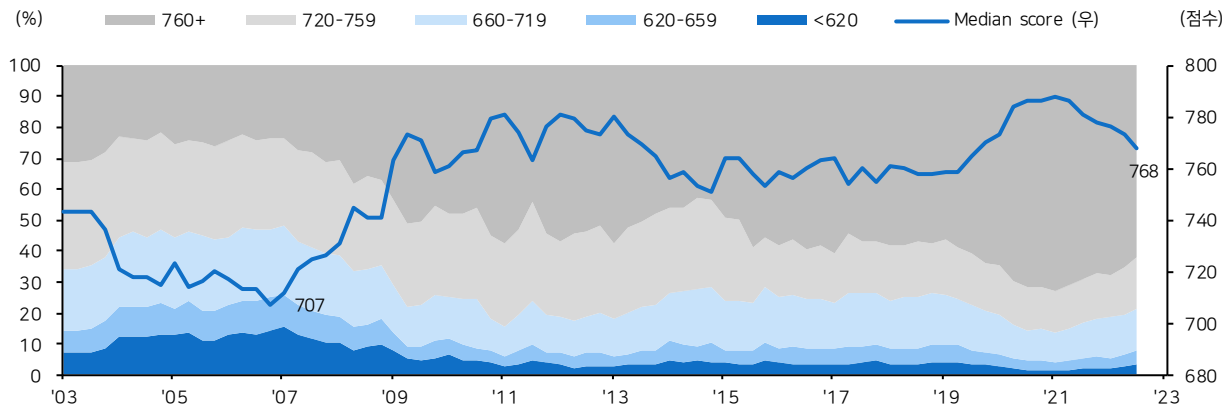
주: 기간 내 각 통계 고점/저점을 비교한 것으로 시점이 일치하지 않을 수 있음
 자료: US NAR, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림15 주택 모기지 연체율과 차압 개시 비율



자료: US Mortgage Bankers Association, 메리츠증권 리서치센터

그림16 모기지 생성 당시 신용점수 분포와 중위수 신용점수



자료: New York Fed, "Household Debt Statistics", 메리츠증권 리서치센터

(2) 비주거용 투자(capex)

불확실성 및 비우호적 대출태도로
Capex도 하강 연장 불가피

설비/시설투자를 포괄하는 기업부문의 비주거용 투자도 하강 사이클에서 자유로울 수 없다. 경기와 사업환경에 대한 불확실성과 은행들의 보수적인 대출태도는 비주거용 투자 계획의 지연/축소를 유발하고 있다. 지역 연은 제조업 서베이에서의 향후 6개월 capex 전망은 악화되고 있고, 이는 시차를 두고 실질 핵심 자본재 주문 감소로 연결되고 있다.

상업은행들의 대기업 대출태도 지수는 작년 4분기 +39.1까지 상승했다. 타인자본 조달이 더욱 쉽지 않은 환경으로 가고 있다는 의미이다.

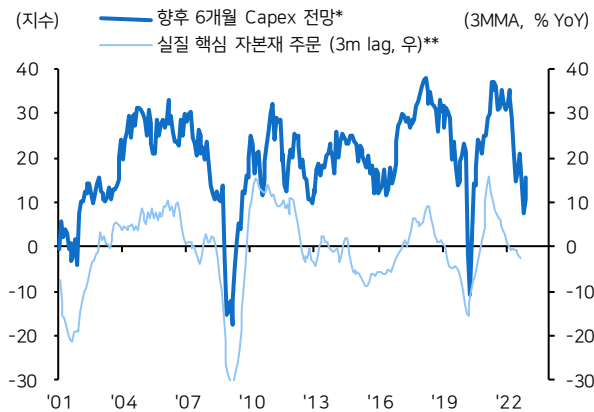
기업들이 capex 계획을 세우거나 집행할 때는, 신용이용 가능성이 확보되는지와 집행 시점에 신용여건이 우호적일지 여부를 따진다. 전미 자영업 협회(NFIB) 서베이에 따르면, 향후 신용여건 전망이 악화되고 있다. 이 때문에 기업규모를 막론하고 대출수요도 감소하는 중이다. 더불어, 기업투자를 제약할 또 다른 요인은 조달비용의 상승이다. 같은 서베이의 단기대출 이자율은 11월 7.9%까지 상승했다. 투자는 장기대출을 수반하기에 이보다 금리가 높을 가능성도 있다.

실질금리 하락 이후 시차를 두고 23년 하반기부터 회복 예상

투자 사이클을 반등시키기 위한 조건은, 우리가 2023년 경제전망에서 제시하였듯 실질금리의 하락일 것으로 판단한다. 이는 상반기까지 하강 사이클이 이어진 이후 하반기부터 회복기 진입 가능성이 높음을 시사한다. 작년 3분기 가장 강력한 긴축으로부터의 시차를 고려한다면 투자 사이클 바닥은 1분기 말일 가능성이 크다.

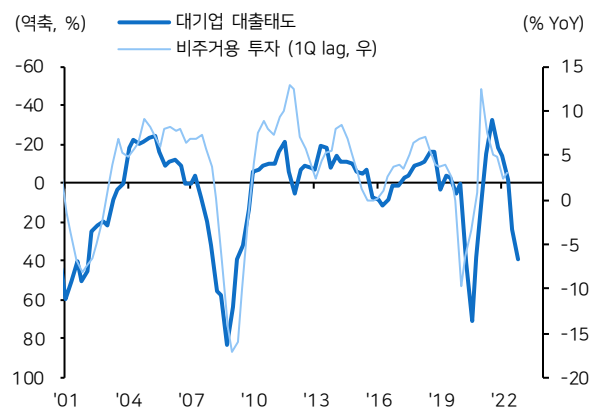
이론적으로 투자는 실질금리 상승에 가장 민감한 영역이며, 이번에도 주거용과 비주거용이 함께 영향을 받고 있다. 결국 민간소비 지지 여부가 중요하다.

그림17 지역 제조업 서베이 capex 전망과 자본재 주문



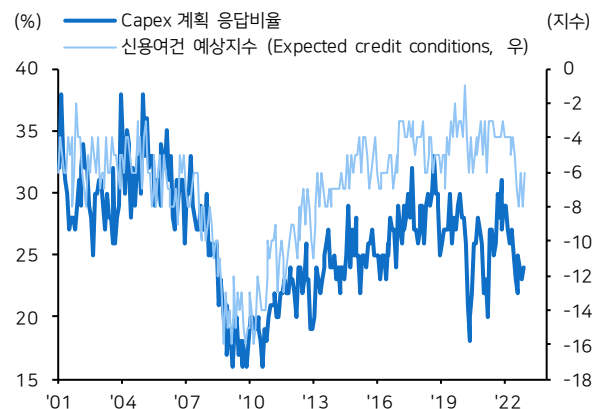
주: * 5개 지역 연은 단순평균, ** 핵심자본재 주문/민간 자본재 장비 PPI
자료: 각 지역 연은, US Census, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림18 미국 상업은행 기업 대출태도와 실질 비주거용 투자



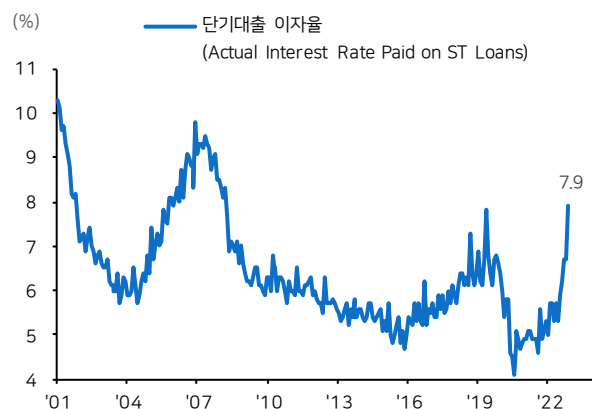
자료: Federal Reserve, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림19 미국 중소기업: Capex 계획과 신용여건 예상



자료: National Federation of Independent Business, 메리츠증권 리서치센터

그림20 미국 중소기업: 단기대출 이자율



자료: National Federation of Independent Business, 메리츠증권 리서치센터

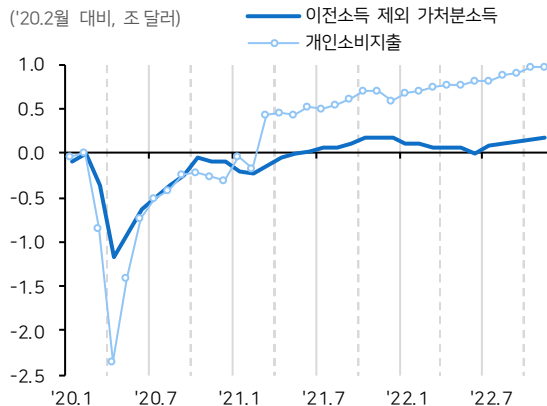
(3) 민간소비

작년 말까지 민간소비 데이터
양호했음

민간소비는 순항하고 있다. 보통은 개인가처분소득에 비례하여 소비지출이 증가하지만, 인플레이션으로 인한 실질 가처분소득 정체 속에서도 개인소비지출은 소득 증가분을 꾸준히 웃도는 신장세를 2022년에 시현해 왔다. 동력은 재화보다는 서비스이다. 재화는 코로나19 초기에 이미 왕성한 수요를 경험했다. 또한 내구재는 레버리지를 일정 부분 수반하는 소비이다 보니, 최근 금리상승 영향에서도 자유롭기 어렵다. 소외되었던 대면 서비스 수요가 중심이다. 신장 속도가 11월 이후 다소 완만해 지는 모습이나 추수감사절 관련 소비가 10월로 앞당겨진 효과도 있다.

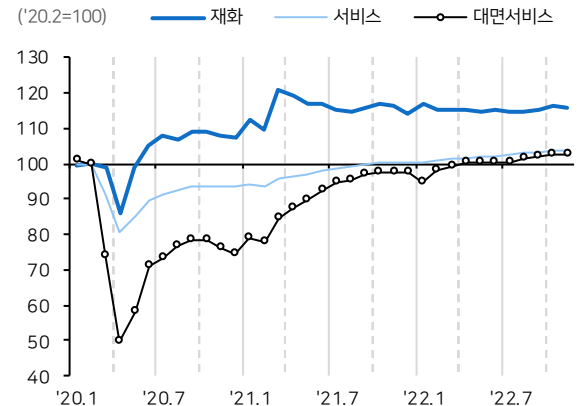
아직까지 12월 소매판매나 개인소비지출 데이터를 알 수 없기에 속보지표인 존슨 레드북 동일점 매출, 신용카드 사용액으로 추정해 보면, 12월 동일점 매출은 전년 대비 7.2%, 신용카드 사용액은 9.8%로 공히 소비자물가 상승률을 웃돈다. 따라서 소비절벽을 논할 단계는 아니다. 소비지표까지 포함한 주간 경제활동 지수도 전년 대비 1% 수준을 유지 중이다.

그림21 미국 이전소득 제외 가처분소득 vs 소비지출 (실질)



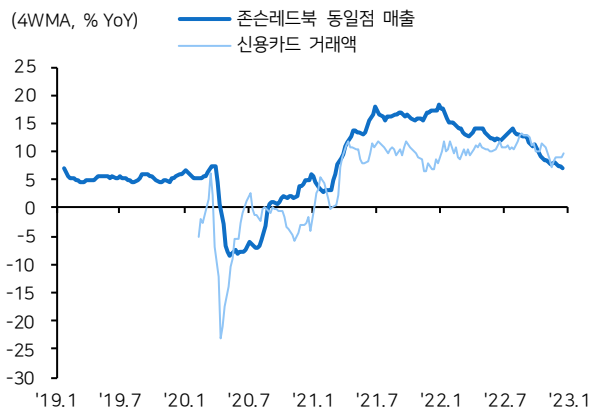
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림22 미국 개인소비지출 (실질)



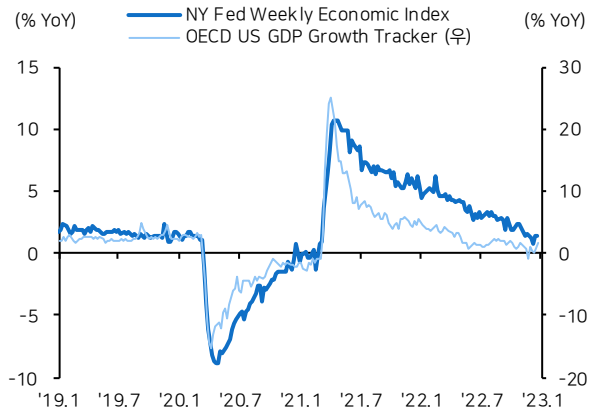
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림23 미국 존슨레드북 동일점 매출 vs 신용카드 거래액



자료: Redbook Research, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림24 주간 경제활동 지수: 뉴욕 연은 vs OECD



자료: NY Fed, OECD, 메리츠증권 리서치센터

이러한 흐름이 가능했던 것은 코로나19 이후 정부가 지급한 막대한 이전소득이 모두 소비되지 않고 초과저축의 형태로 남아 있었기 때문이다. 이는 실질 소득이 정체되거나 일시적으로 감소하는 구간에서 소비의 재원으로 활용되었다.

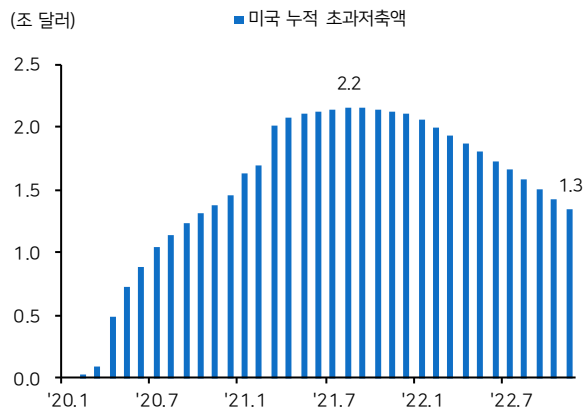
초과저축액은 향후 18개월 정도 buffer에 준할 것으로 예상

초과저축액 규모는 정확히 알 수 없기에 추정의 영역이다. 미국 가계가 지난 20년간의 저축속도를 계속 유지했을 경우와 코로나19 이후 급증한 부분의 차이를 통해 추정해 보면, 초과저축 규모는 2021년 7월 2.2조 달러까지 쌓인 이후 작년부터 소진되면서 2022년 11월 기준 1.34조 달러 정도 남아 있는 것으로 계산된다. 최근 6개월 간 매월 760억 달러 내외를 소진했기에 이 흐름이 유지되었을 때는 18개월 정도의 buffer가 남아 있다. 이것이 2023년 내 소진될 것이라 주장하는 진영은 고용/소득 부진 심화를 전제로 하고 있는 것으로 보인다.

명목 예금 증가분도 코로나19 이후 5조 달러에 달해

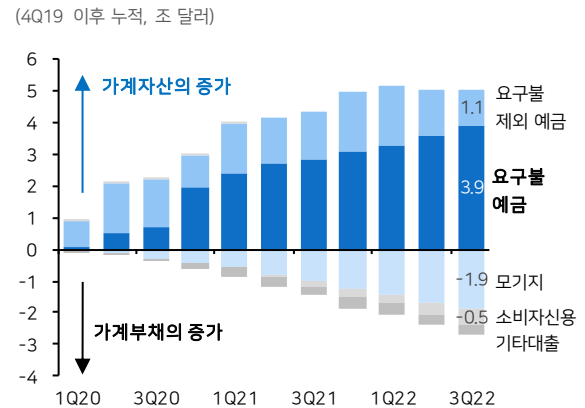
고려해야 할 다른 부분은 코로나19 이후 누적된 예금의 크기이다. 2019년 말을 기준으로 요구불 예금은 3.9조 달러, 요구불 제외 예금 포함시 5조 달러가 늘었다. 소득 하위분위는 조기에 보조금을 소진하여 차입가구로 전환되면서 소비자신용을 늘렸지만, 동 기간 중 소비자신용 증가분이 5천억 달러에 불과하여 가계부문 전체적으로 수익자산(주식)을 제외한 금융자산은 증가한 것으로 보인다. 이것도 소비의 buffer 역할을 해줄 수 있다.

그림25 미국 코로나19 이후 누적 초과저축액 추정



주: 2002년 이후 Net Savings HP trend로부터 deviation 값의 누적임
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림26 미국 코로나19 이후 가계자산/부채 증감



자료: Federal Reserve, "Flow of Funds", 메리츠증권 리서치센터

한편, 앞으로도 저축을 소진해야만 소비신장이 가능한 환경일까? 이 부분에 대해서도 의심을 해볼 필요가 있다. 다음 페이지 그림 27은 코로나19 전후 시간당 평균임금과 소비자물가 지수를 그린 것이다. 최근 물가급등으로 실질 구매력이 크게 감소한 것처럼 인식되지만, 전체 노동자의 81% 내외를 차지하는 생산직 및 비관리직 임금은 2020년 2월부터 2022년 11월까지 소비자물가 상승분을 웃돌고 있다. 저임금 노동력이 부족했기 때문이며, 사실상 이들의 구매력 훼손은 없었다.

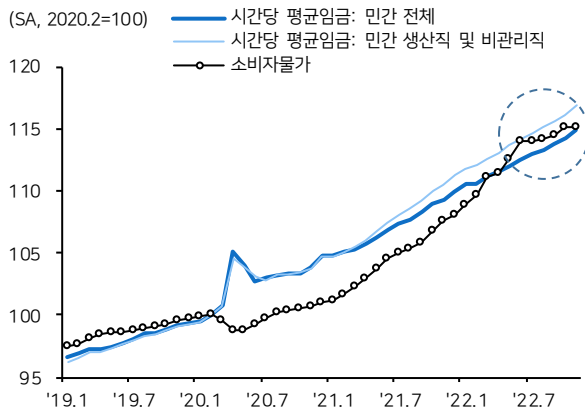
실질 임금이 버틸 가능성도 있음

이를 좀 더 쉽게 표현한 그림이 그림 28이다. 이것은 민간부문 전체와 생산직/비관리직 임금을 당월 소비자물가지수로 나눈 것을 지수화한 것이다. 2022년 6월 소비자물가 상승률이 정점을 통과한 이후로 시간당 '실질' 임금은 개선되고 있다.

이것이 소비심리 개선과도 무관하지 않다고 생각한다. 소비자 기대, 즉 소비성향은 향후 실질임금 기대를 반영한다. 최근 실질임금이 인플레이션으로 제약을 받았고, 인플레이션 압력이 줄기 시작하면서 기대인플레이션이 하락하고 소비심리가 개선되는 흐름을 보이고 있다.

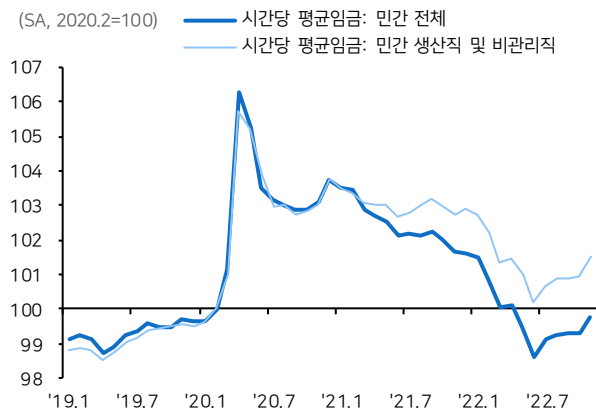
연준 정책이 수요 둔화를 통해 노동시장의 과열을 완화하면서 임금상승률을 약화시킬 것이나 임금의 경직성을 고려시 Headline 물가상승률 둔화가 더 빠를 것으로 예상된다. 이는 소비자 구매력이 장기간 악화되기 보다는 개선될 가능성이 높음을 시사한다.

그림27 미국 시간당 평균임금과 소비자물가



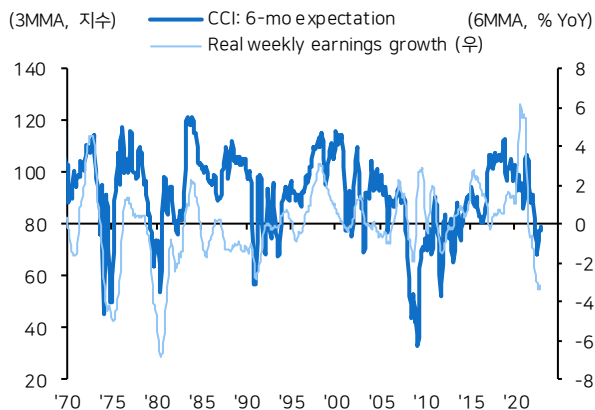
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림28 미국 실질 시간당 평균임금 추정



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림29 미국 컨퍼런스보드 소비자기대 vs 실질 주간 임금



자료: The Conference Board, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림30 미국 Headline CPI 상승률과 향후 1년 기대인플레이



자료: US BLS, University of Michigan, 메리츠증권 리서치센터

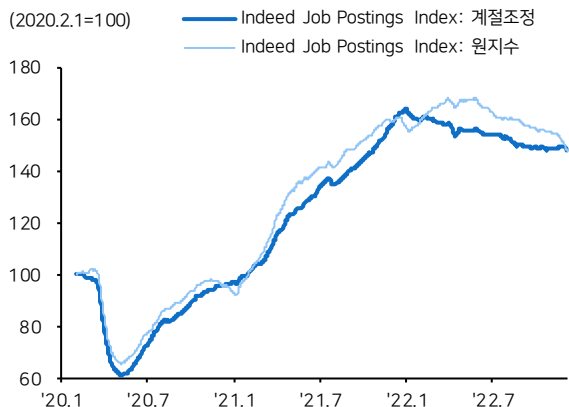
(4) 고용 감소 가능성 점검

초과수요 상태임을 고려한다면
고용감소를 기본 시나리오로 잡기
어려움

임금 상승률이 (+)를 유지하더라도 취업자수가 감소할 경우, 경제 전체의 노동소득 및 소비위축 요인이 될 수 있다. 우리는 고용이 물리적으로 감소할 가능성은 낮음에 무게를 두고 있다. 노동시장의 과열이 해소되고 있으나, 여전히 미국 노동 시장은 초과수요 상태에 있다. Indeed.com의 구인광고 건수가 12월 중 빠르게 하락했으나 계절조정치는 작년 7월 이후 횡보 흐름을 보이고 있다. 이는 구인건수가 11~12월까지도 유의미하게 줄지 않았으며 실업자수 대비 배율이 1.6~1.7배 내외에서 유지될 가능성을 의미한다. 고용절벽이 나타난다고 단정짓기 어렵다.

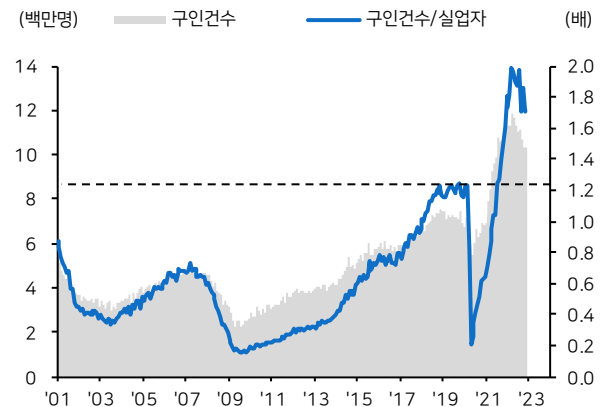
중소기업도 상황은 마찬가지이다. 구인 계획이 최근월 들어 다소 보수적으로 바뀌었지만 리세션에 준하는 수준은 아니며, 구인공고를 냈다는 응답비율도 11월 44%로 예년 수준을 훌쩍 웃돈다. 기업이 인력을 비용으로 생각했다면 대규모 해고나 직(職)을 유지하는 사람들에 대한 임금상승률 둔화가 나타나야 정상이지만 그렇지 않다. 신규채용 중단(Hiring freeze)이나 대량해고는 주로 테크/플랫폼 기업의 이야기이며, Job stayer 임금상승률은 오히려 소폭 개선되었다.

그림31 Indeed.com Job Postings Index (미국)



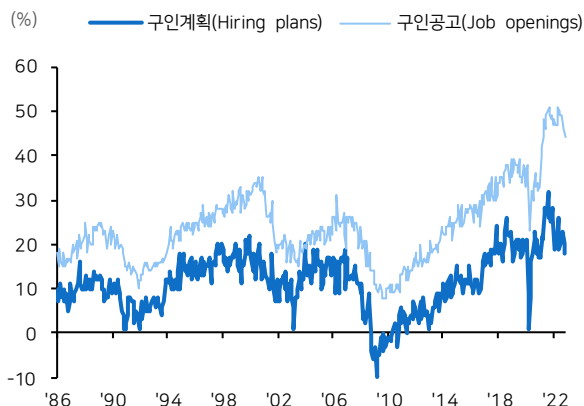
자료: Indeed Hiring Lab, 메리츠증권 리서치센터

그림32 미국 구인건수 및 실업자수 대비 배율



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림33 NFIB: 구인계획 있음 및 구인광고 게시 응답비율



자료: NFIB, 메리츠증권 리서치센터

그림34 미국 Wage Growth Tracker: 전체 vs Job stayer



자료: Atlanta Fed, 메리츠증권 리서치센터

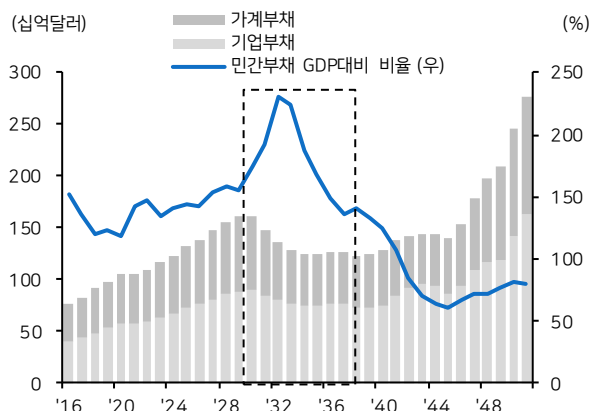
3. Deep and long recession?

디레버리징 없다면
장기침체도 아닐 것

리세션이 찾아 온다면 어떤 형태가 될 지에 대한 우리의 견해는 기존과 같다. 우리는 대공황과 금융위기와 같은 장기 침체 가능성은 현저히 낮다고 본다. 그러한 형태가 가시화되려면 민간부채에 대한 인위적인 디레버리징이 있어야 한다.

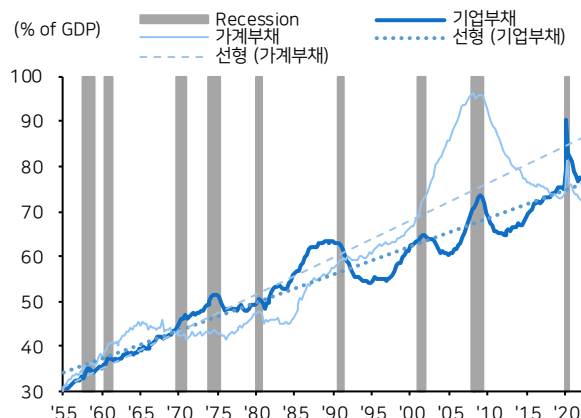
그러나 현재는 1) 가계나 기업 모두 GDP대비 부채비율이 추세선 아래에 있고, 2) 가계 원리금 상환부담과 기업의 영업이익 대비 이자부담이 역사적 평균을 밑돌 정도로 안정적이다. 리세션이 현실화되더라도 단기의, 얇은 형태일 가능성에 상당한 무게가 실리며 그러한 모습이 바로 시장 참여자들이 예상하는 양상이다.

그림35 미국 민간 순부채 잔액과 GDP대비 비율 (1916~60)



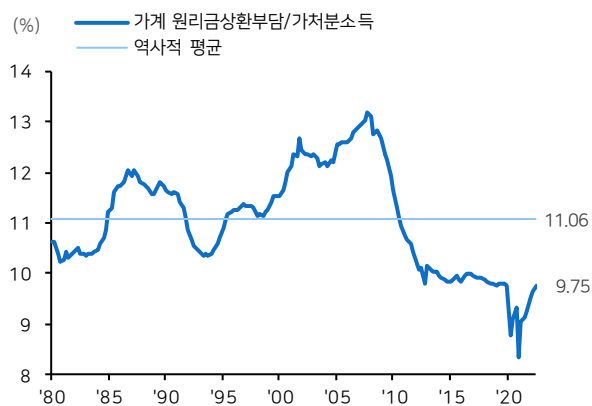
주: 순부채 = 계열사(inter-affiliate)간 기업부채 제외. 가계부채는 총부채
자료: "Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970"

그림36 미국 가계 및 기업 이자지급성 부채/GDP (1955~)



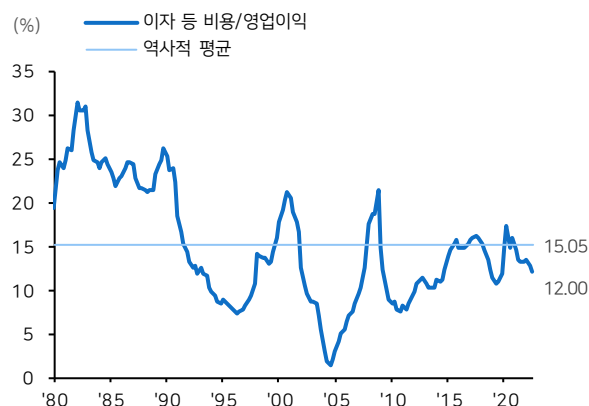
주: 이자지급성 부채에 한함. 가계부채는 대출, 기업부채는 채권과 대출
자료: Federal Reserve, "Flow of Funds", 메리츠증권 리서치센터

그림37 미국 가계 가처분소득 대비 원리금상환부담



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림38 미국 기업부분 영업이익 대비 이자 등 제비용



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

4. 요약 및 결론

이상을 통해 전개한 내용은 다음과 같이 요약 가능하다.

첫째, 리세션에 대한 공포는 타당하다. 장단기 금리역전폭이 확대될 뿐 아니라 경기선행지수 하락이 심화되고 있기 때문이다. 향후 12개월 내 리세션 도래 확률도 올라가고 있지만 현재로서 리세션에 진입할 것이라 단정짓기도 어려운 상황이다.

둘째, 리세션은 단순히 GDP성장률의 2개 분기 이상 역성장으로 성립되지 않는다. NBER이 집계하는 8개 지표 중 6개 이상이 전분기대비 감소해야 광범위한 경기하강으로 인식되며, 소득이나 고용여건 부진이 수반되었던 경험이 대부분이다.

셋째, 지출항목별로 나누어 보면, 주거용 투자는 이미 침체단계에 진입하였으며, 비주거용 투자도 향후 추가 하강이 불가피해 보인다. 이들의 회복 전환을 위해서는 실질금리 하향 안정화가 중요하며, 연준의 1분기 말 금리인상 중단이 그 계기가 될 수 있을 것으로 본다.

넷째, 소비에 대한 비판론은 초과저축 소진과 취업자수 감소 가능성에서 비롯되는 것으로 보인다. 초과저축은 현재와 같은 속도의 소진이면 18개월치가 남아 있다. 그 과정에서 축적된 예금의 사용과 실질임금 개선 가능성까지 고려한다면 소비절벽 우려는 과도해 보인다. 고용증가세가 둔화될 수는 있어도 감소로 귀결될 가능성 역시 낮다. 노동수요는 공급 대비 왕성하며, 신규채용 중단/해고는 일부 업종에 국한된 이야기일 가능성이 크기 때문이다.

결론: 우리의 기본 시나리오는 미국이 올해 0%대의 저성장을 시현하는 것이며, 물리적인 리세션을 경험할 가능성은 낮다는 것이다. 경기모멘텀은 전분기대비 기준으로 1분기가 바닥이며, 회복은 하반기부터 완만히 이루어질 것으로 예상된다.

칼럼의 재해석

박수연 연구원

국제유가, 중국 리오프닝은 문제가 아니다 (WSJ)

중국이 드디어 완전한 리오프닝을 맞이했다. 이에 일각에서는 국제유가가 상승할 것이라 전망한다. 그러나 지난해 말 국제유가는 사뭇 다르게 해석된다. 방역규제 완화 발표 전후로 유가가 상승했으나 추세적 반등으로 이어지지는 못했다. 중국 원유 수요에서 운송보다, 부동산이나 중공업 비중이 크기 때문이다. 하지만 중국 부동산 시장은 회복까지 시간이 걸릴 것으로 전망된다. 산업생산 또한 마찬가지다. 미국과 유럽 등의 경기부진으로 수출 회복 속도가 느릴 수 있기 때문이다.

따라서 중국 리오프닝은 올해 국제유가 상방압력으로 작용하되, 제한적으로만 영향을 미칠 것으로 보인다. 그보다 국제유가 전망에 있어 공급 차질 가능성에 주목할 필요가 있다. 대규모 설비투자가 시작되어야 공급 차질이 근본적으로 해소될 수 있다. 하지만 올해는 신규 프로젝트가 수주되기에는 넘어야 할 산이 많다. 유가 하단이 70달러/배럴 전후로 유지될 가능성이 큰 이유다.

드디어 중국이 열렸다, 그런데 유가는 그대로?

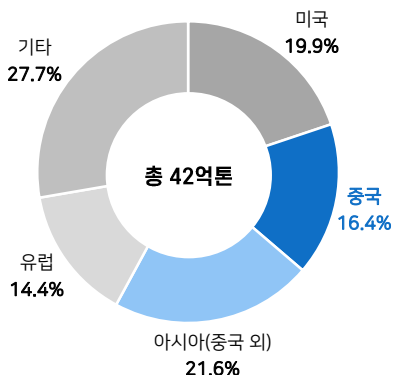
11월부터 중국 리오프닝 시작.
원유 수요 증가 전망에도
반등하지 않은 국제유가

중국이 드디어 완전한 리오프닝을 맞이했다. 11월 11일 격리 기간 단축을 시작으로, 12월말 입국자 시설격리와 밀접 접촉자 구분까지 폐지되며 방역규제 대부분이 해제되었다.

이에 일각에서는 중국의 리오프닝으로 국제유가가 상승할 것이라 전망한다. 2021년 기준 중국은 전 세계 원유의 16.4%를 소비하는 제 2위 원유소비국이다. 그러한 나라가 리오프닝을 맞이한다는 것은 그간 눌러있었던 운송 수요와 산업 생산이 증가하며, 전체 원유 수요가 크게 늘어날 수 있음을 의미한다. 고유가로 물가상승률이 높은 수준을 지속하면, 연준이 추가 인상을 단행할 수도 있다고도 우려된다.

일견 타당하다. 그러나 지난해 말 국제유가는 사뭇 다르게 해석된다. 국제유가는 방역규제 완화 발표 당일에는 대체로 반등했으나, 추세적 반등을 만들어내지는 못했다. 글로벌 경기하강도 전망된다는 것을 고려하더라도 움직임이 작다. 이는 중국 리오프닝으로 인한 원유 수요 증가분이 생각보다 적을 수 있기 때문이다.

그림1 전 세계 지역별 원유 소비 비중(2021년 기준)



자료: BP, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 리오프닝 발표 이후 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

중국 원유 수요가 '산업 > 운송'이기 때문

이유는 중국 원유 수요가
산업 > 운송이기 때문

그 이유는 중국 원유 수요에서 운송보다 부동산이나 중공업 비중이 크기 때문이다. 2020년 중국 운송 부문의 원유 수요는 전체의 31%, 산업과 건설업 수요는 49% 수준이다. 미국 원유 수요의 68% 가량이 운송 부문이라는 사실과 비교된다. 이는 중국 원유 수요가 부동산과 산업 부문에 좌우되며, 민간 소비 영향은 제한적임을 의미한다.

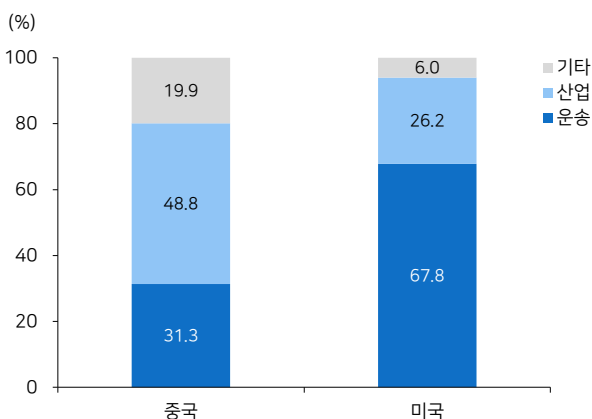
중국 소비 반등하더라도 부동산,
산업 반등은 시간이 걸릴 전망

하지만 중국 부동산 시장은 회복까지 시간이 걸릴 것으로 전망된다. 중국 당국은 이미 지난 5월부터 부동산 부양책을 발표해왔다. 그러나 부동산 투자를 견제하는 정책 기조를 유지하고 있고, 장기간 지속된 봉쇄정책으로 냉각된 소비심리까지 맞물리면서 반등하지 못했다. 2022년 3월 이후 중국 부동산 투자는 지속 역성장 중이며, 감소폭 또한 커지고 있다. 부동산 시장 반등이 선행된 이후 민간건설시장까지 업황이 개선되기 위해서는 더 오랜 시간이 필요할 것이다.

산업생산 또한 마찬가지다. 물론 2022년 락다운으로 기저가 낮기 때문에 산업생산의 전년대비 증가율은 클 수 있다. 그러나 회복 이상으로의 생산 증가가 나타나기는 어려워 보인다. 미국과 유럽 등의 경기부진으로 수출 회복 속도가 느릴 수 있기 때문이다. 실제로 중국 수출의 전년대비 증가율은 하락세를 보이고 있다.

이에 반해 리오프닝 수요 증가분은 크지 않아 보인다. 팬데믹 이전인 2019년에도 운송 부문 원유 수요는 2020년과 불과 3%pt 차이인 34%였다. 리오프닝에 따른 운송 수요 증가분이 크지 않으며, 중국의 원유 소비량 증가세를 크게 웃돌지 않을 것으로 보는 이유다.

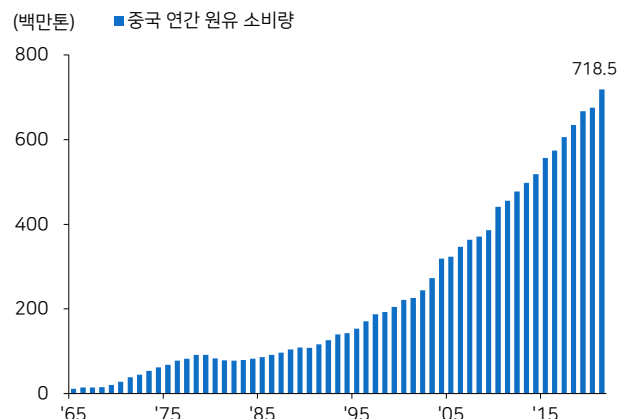
그림3 원유 수요 부문별 비중: 중국 vs. 미국



주: 2020년 기준

자료: 중국 국가통계국, US EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 연간 원유 소비량 추이



자료: BP, 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국 부동산 투자 증가율 추이



자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 산업생산 및 수출 증가율 추이



자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

2023년 국제유가, 수요보다 공급에 유의

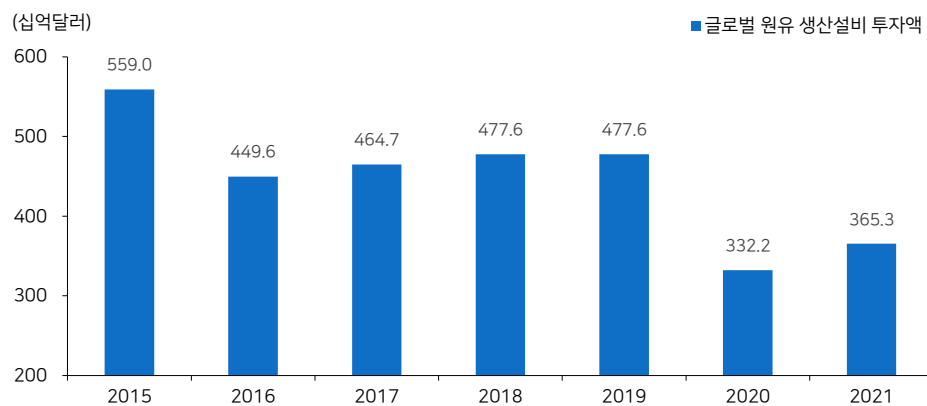
따라서 중국 리오프닝으로 인한
원유 수요 증가는 제한적

따라서 중국 리오프닝은 올해 국제유가 상방압력으로 작용하되, 제한적으로만 영향을 미칠 것으로 보인다. 생산과 부동산 업종이 민간소비 반등에 시차를 두고 회복되는 모양새가 전망되기 때문이다.

2023년 국제유가 추이는
공급이 좌우할 것

그보다 국제유가 전망에 있어 장기간 원유 생산설비 투자규모가 작았다는 점에 주목할 필요가 있다. IEA에 따르면 글로벌 원유 생산설비 투자액은 꾸준히 감소했다. 2021년 기준 3,653억 달러로, 2015년에 비해 35% 감소한 규모다. 공급 차질은 대규모 설비투자가 이루어질 때 비로소 근본적 해소가 가능할 것이다. 그러나 올해는 신규 프로젝트 수주를 위해 넘어야 할 산이 많다. 고금리에 설비투자를 단행하기도 어렵고, ESG에 역행한다는 면에서 투자 반대 세력도 많다. 무엇보다도 최근을 제외하고 지난 10여년간 에너지 가격이 안정적이었기 때문에 주주들이 신규 프로젝트보다는 높은 배당에 관심이 많다는 점도 걸림돌로 작용한다. 국제유가 하단이 70달러/배럴에서 유지될 가능성이 큰 이유다.

그림7 글로벌 원유 생산설비 투자액



주: 2019년 달러가치 기준

자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

원문: China Won't Spoil the Fed's Soft Landing(WSJ)