

전략공감 2.0

Strategy Idea

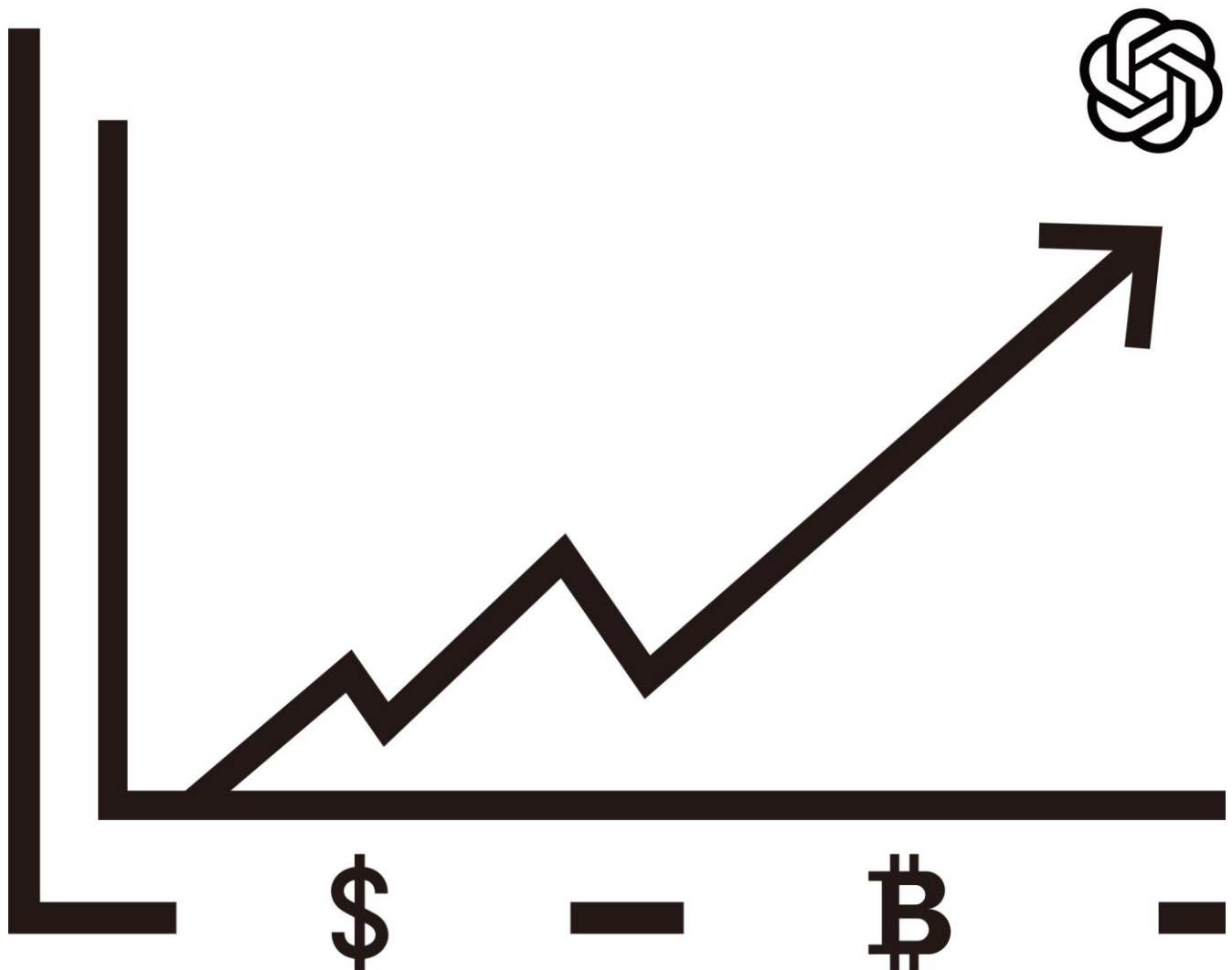
관세와 증세

오늘의 차트

유럽의 AI 인프라 투자, 시작된 걸까?

칼럼의 재해석

트럼프의 노동통계국 국장 해임과 그 함의



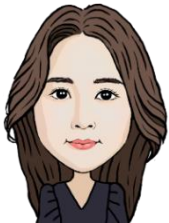
본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 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



투자전략

Analyst 이수정
02. 6454-4893
sj_lee@meritz.co.kr

관세와 증세

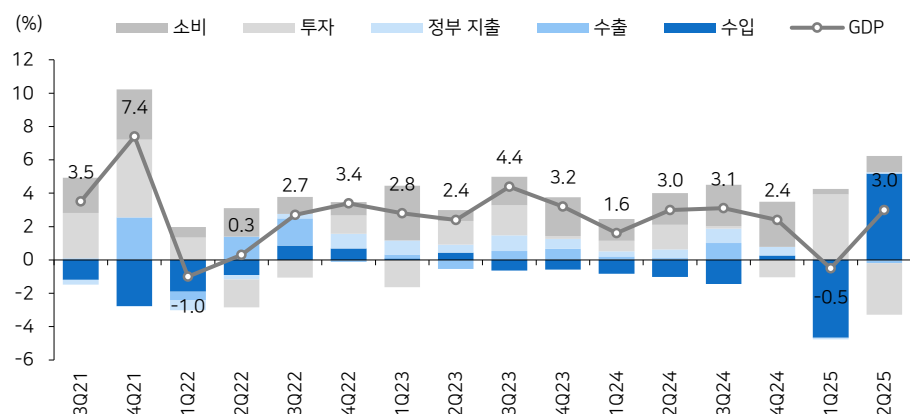
- ✓ 미국 관세: 고용 부진 선행, 물가 상승 후행하며 stagflation-lite의 위험
- ✓ 한국 증세: 연말 양도소득세 회피 매물 출회 재현 우려
- ✓ 8~9월 비우호적 계절성: Low Vol, Quality 팩터 아웃퍼폼 가능성

미국 관세

미국 2분기 실질 GDP 성장률 속보치는 +3.0%로 1분기 -0.5% 대비 크게 개선됐다. 1분기 역성장의 원인이었던 관세 인상 이전 선제적 수입 급증분이 반전된 결과다. 수입의 성장 기여도는 1분기 -4.7%p(수입 증가)에서 2분기 +5.2%p(수입 감소)로 돌변했다. 1분기 성장률이 과소평가됐던 것처럼 2분기 성장률은 과대평가돼 있다.

문제는 수입을 제외한 경제활동의 둔화다. 국내 민간 최종구매액은 1분기 +1.9%, 2분기 +1.2%로 코로나 당시였던 2022년 4분기 이후 최저 수준이다.

그림1 미국 실질 GDP 성장률 분해



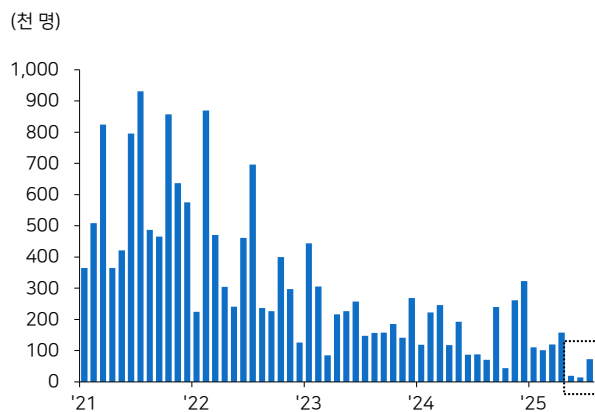
주: 계절 조정, 전기 대비 연율화

자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, 메리츠증권 리서치센터

관세 협상은 주요 교역국과 나뉘는 결론을 도출하며 마무리 단계에 진입했다. 반면 관세가 경제에 미치는 부정적 영향은 이제 막 가시화되고 있다. 관세 불확실성이 경기 불확실성으로 진화한 것이다.

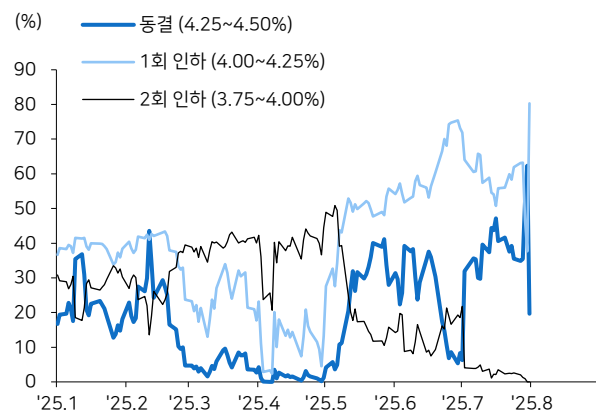
미국 7월 비농업 고용은 7.3만 명 증가로 부진했다. 특히 5~6월 고용이 이전 발표치 대비 25.8만 명 하향조정돼 3개월 평균 3.5만 명 증가에 그쳤다. 9월 FOMC 기준금리 인하 기대는 7월 31일 37.7%에서 8월 1일 80.3%로 급등했다. 매파로 분류되던 쿨러 연준 이사가 임기를 6개월 앞두고 돌연 사임을 선언한 것도 이 여파로 짐작된다.

그림2 미국 비농업 고용 월간 증감



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 메리츠증권 리서치센터

그림3 연방기금금리 선물 내재 9월 FOMC 금리 조정 확률

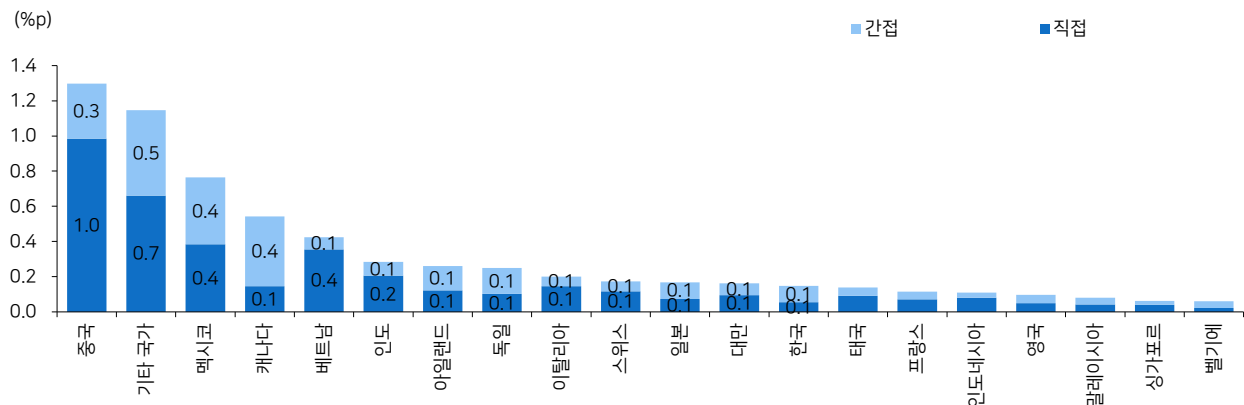


자료: CME FedWatch, 메리츠증권 리서치센터

그러나 관세 인상 결과 고용 부진과 물가 상승이 결합된 스태그플레이션의 형태로 나타날 경우 통화정책의 효과성은 떨어진다.

수입은 근원 PCE의 약 10%에 해당한다. 국가별로는 중국으로부터의 수입이 1.3%p, 멕시코가 0.8%p, 캐나다와 베트남이 각각 0.5%p를 차지한다.

그림4 미국 근원 PCE 국가별 수입 비중

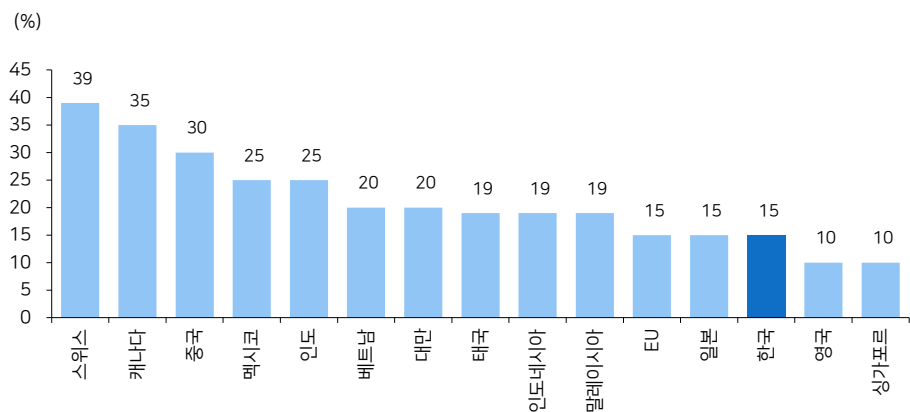


자료: US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Bank of Boston, 메리츠증권 리서치센터

7월 31일 기준 제조정된 상호관세율과 근원 PCE 국가별 수입 비중을 곱해 단순 민감도를 계산해보면, 관세 인상분을 100% 전가할 경우 근원 PCE 물가는 +1.46%p 상승할 수 있다.

2018년 미·중 무역전쟁 당시 실증 분석 결과, 관세 인상분은 거의 대부분 미국 내 수입업자와 최종 소비자에게 전가됐다. 또한 관세로 인한 경쟁 약화, 국내 기업들의 상대적 가격 우위가 오히려 마크업(markup) 상승으로 이어져, 관세 대상이 아닌 제품들에도 가격 상승 압력이 전파됐다.

그림5 대미 상호관세율(2025-07-31)



자료: 백악관, 메리츠증권 리서치센터

표1 미국 근원 PCE 국가별 수입 비중 * 관세율 = △ PCE 영향

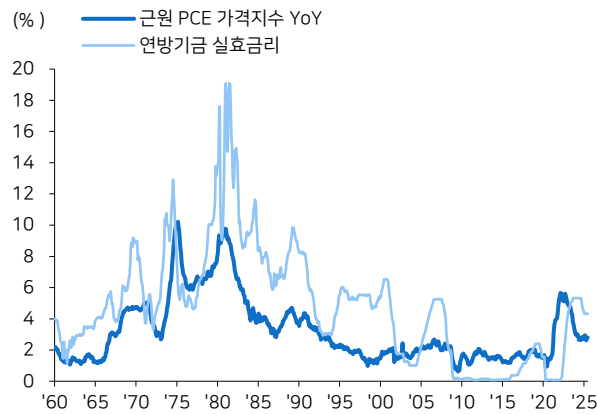
	수입 비중(%)	상호관세율(%)	25%	50%	75%	100%
중국	1.30	30	0.10	0.19	0.29	0.39
기타 국가	1.15	15	0.04	0.09	0.13	0.17
EU 5개국	0.89	15	0.03	0.07	0.10	0.13
멕시코	0.77	25	0.05	0.10	0.14	0.19
캐나다	0.54	35	0.05	0.09	0.14	0.19
베트남	0.42	20	0.02	0.04	0.06	0.08
인도	0.28	25	0.02	0.04	0.05	0.07
스위스	0.17	39	0.02	0.03	0.05	0.07
일본	0.17	15	0.01	0.01	0.02	0.03
대만	0.16	20	0.01	0.02	0.02	0.03
한국	0.15	15	0.01	0.01	0.02	0.02
태국	0.14	19	0.01	0.01	0.02	0.03
인도네시아	0.11	19	0.01	0.01	0.02	0.02
영국	0.10	10	0.00	0.00	0.01	0.01
말레이시아	0.08	19	0.00	0.01	0.01	0.02
싱가포르	0.06	10	0.00	0.00	0.00	0.01
합계	6.48		0.36	0.73	1.09	1.46

자료: 메리츠증권 리서치센터

6월 근원 PCE 물가 상승률은 YoY +2.8%로 이미 연준의 물가 안정 목표 2%를 상회하고 있다. Taylor Rule [$i_t = r^* + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5 \cdot \text{output gap}_t$]에 따르면, 근원 PCE +1%p 상승은 명목 기준금리 처방 +1.5%p를 요구한다.

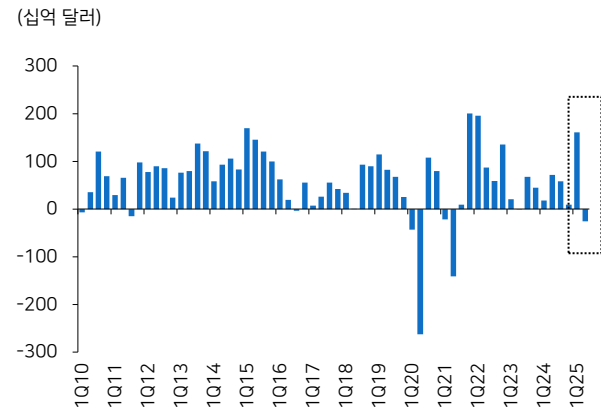
관세 우려에 따른 선구매(Pull-in) 수요로 미국 1분기 수입 및 실질 재고가 급증했다. 재고가 소진되는 동안 관세가 물가에 미치는 영향은 정체되고 고용 부진이 먼저 부각됐다. 현재로서는 9월 FOMC 기준금리 인하가 명백해보이나 경제 지표에 따라 금융시장 변동성도 높아질 수 있는 구간이다.

그림6 미국 근원 PCE 가격 변동과 연방기금 실효금리



자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, Board of Governors of the Federal Reserve System, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 분기 실질 재고 변화



자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, 메리츠증권 리서치센터

한국 증세

한국 증시는 상법 개정의 긍정적 영향을 반영한 이후 세법 개정의 부정적 영향이 시작됐다.

표2 상장주식 대주주 요건 변화 추이

시행일	KOSPI		KOSDAQ		KONEX	
	지분율 기준	보유액 기준	지분율 기준	보유액 기준	지분율 기준	보유액 기준
1999년 1월	5% 이상 -		5% 이상 -		-	
2000년 1월	3% 이상	100억 원 이상	3% 이상	100억 원 이상		
2005년 8월			5% 이상	50억 원 이상		
2013년 2월	2% 이상	50억 원 이상	4% 이상	40억 원 이상		
2013년 6월						
2016년 4월	1% 이상	25억 원 이상	2% 이상	20억 원 이상	4% 이상	10억 원 이상
2018년 4월	1% 이상	15억 원 이상	2% 이상	15억 원 이상		
2020년 4월	1% 이상	10억 원 이상	2% 이상	10억 원 이상		
2021년 4월	1% 이상	3억 원 이상	2% 이상	3억 원 이상	4% 이상	3억 원 이상
2023년 12월	1% 이상	50억 원 이상	2% 이상	50억 원 이상	4% 이상	50억 원 이상
2025년 8월	1% 이상	10억 원 이상	2% 이상	10억 원 이상	4% 이상	10억 원 이상

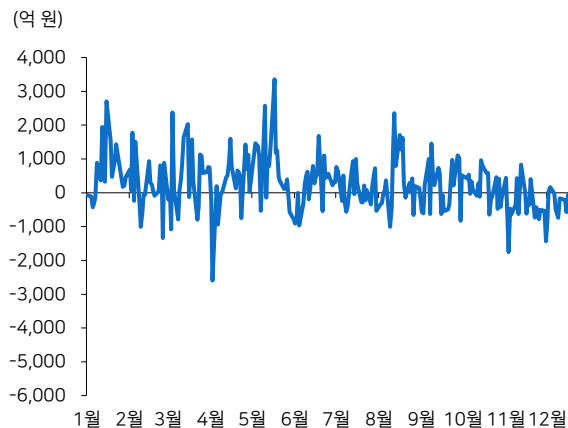
주: 2017년 세법 개정안에서 2021년 4월부터 '종목별 3억 원'으로 낮아질 예정이었으나, 기획재정부 시행령 개정으로 종목별 10억 원 기준 유지

자료: 국회예산정책처, 메리츠증권 리서치센터

법인세율 인상은 2026년 이후 상장사 세전이익 추정치 하향 조정 요인이다. 또한 고배당기업 배당소득 분리과세 도입은 긍정적이나, 2026~2028년 사업연도 귀속 배당소득분에 적용되므로 올해는 오히려 배당을 감축할 유인이 생겼다. 대주주 등에 대한 자본준비금 감액 배당 배당소득세 과세는 일반 주주도 수혜인 감액 배당 자체를 위축시킬 수 있다.

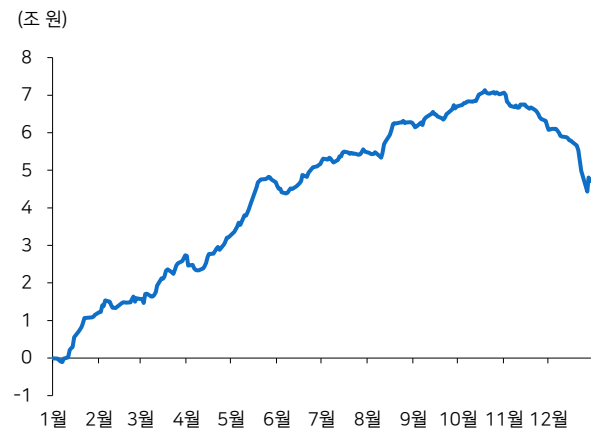
증권거래세율 환원도 국내 주식 투자의 매력을 저하시킨다. 무엇보다 양도소득세 부과 대상인 상장주식 대주주 기준 보유금액 50억 원에서 10억 원으로의 하향 조정은 중대 사항이다. 매년 반복되는 연말 양도소득세 회피 매도를 증폭시킬 수 있기 때문이다.

그림8 2000~2024년 연평균 개인 일간 순매수



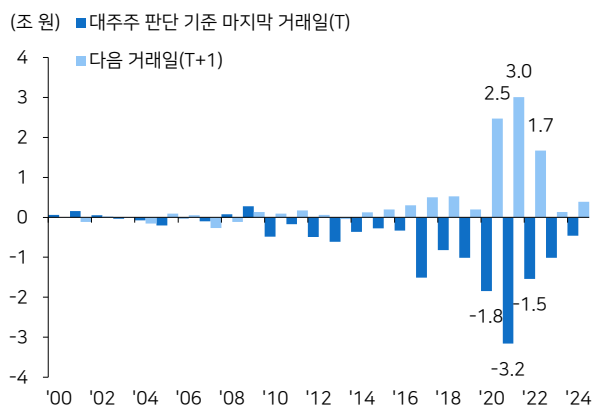
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림9 2000~2024년 연평균 개인 일간 순매수 - 누적 추이



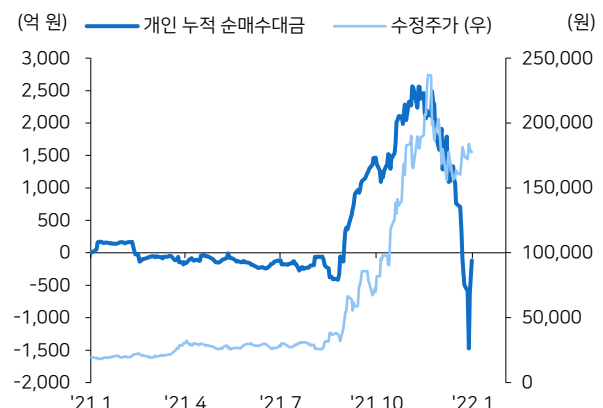
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림10 2000~2024년 말 양도소득세 회피 매매



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림11 2021년 위메이드 개인 매매 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

국내 증시는 매년 대주주 판단 기준 마지막 거래일에 대규모 매도, 그 다음 거래일 대규모 매수의 패턴이 반복돼왔다. 이는 대주주 판단 보유금액 기준이 10억 원이었던 2020~2022년 더욱 두드러졌다.

올해 대주주 판단 기준이 10억 원으로 확정된다면, 1) 11월 이후 개인 매수 비중 상위 종목 매도 심화, 2) 관련 종목들에 대한 공매도 집중, 개인 매매와 반대 방향의 Event-driven Play, 3) 양도세 회피를 위한 개인 명의 주식 보유 감소 & CFD 또는 사모펀드 자금 유입 증가, 4) 12월 매도 심화에 따른 다음 해 1월 효과 강화가 예상된다.

계절성의 무게

8~9월은 미국 관세, 한국 증세의 영향을 반영하는 기간으로 증시 체반 환경이 비우호적이다. 마침 미국 증시의 계절성도 8~9월 투자 의욕을 저하시킨다.

표3 1964~2024년 S&P 500 월간 수익률

	평균 수익률	상승 확률	Best	Worst	표준편차
1월	1.1%	59%	13%	-9%	4.9%
2월	0.0%	54%	7%	-11%	3.9%
3월	1.1%	66%	10%	-13%	3.8%
4월	1.5%	72%	13%	-9%	4.1%
5월	0.3%	61%	9%	-8%	3.6%
6월	0.2%	59%	7%	-9%	3.5%
7월	0.8%	54%	9%	-8%	4.1%
8월	0.1%	56%	12%	-15%	4.7%
9월	-0.7%	46%	9%	-12%	4.4%
10월	1.0%	59%	16%	-22%	6.0%
11월	1.6%	69%	11%	-11%	4.4%
12월	1.2%	70%	11%	-9%	3.5%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주목할 점은 과거 고관세 구간에도 주식은 150년간의 장기 평균에 해당하는 5%대 수익률을 기록했다는 사실이다. 이 시기에는 회복력이 높고 위험도가 낮은 기업을 선호하며 Low Vol과 Quality 팩터가 아웃퍼폼하는 경향이 나타났다.

7월 주가지수 상승에 Laggard 종목이 반등하며 순환매가 활발했던 것과 달리, 거시경제 불확실성이 부각되는 국면에서 '관세 무풍지대'로 요약되는 기존 주도주가 다시 부각될 수밖에 없는 이유다.

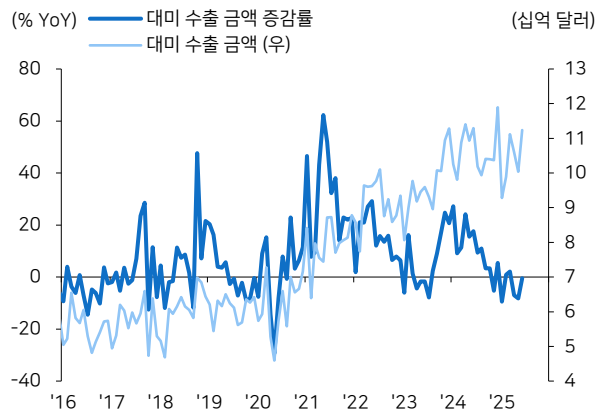
표4 관세 체제와 투자 수익률

(단위: %)		1875-1913년 산업 보호주의 (높음)	1913-'30년 완화 (감소)	1930-'45년 Smoot-Hawley (급등)	1945-'70년대 안정적 (하락)	1980-'90년대 우루과이 라운드 (낮음)	2000-'10년대 자유 무역 (최저)	2018-'24년 트럼프 (상승)	1875-2024년 전체 기간
글로벌 인플레이션		0.9	6.2	2.7	5.3	3.7	1.6	3.2	3.3
자산	주식	5.3	-3.1	5.1	4.8	11.9	4.2	8.7	5.1
	채권	2.7	-3.2	1.1	-1.9	6	3	-1.7	1.1
	금	-1.2	-6.2	1.9	2.9	-1.6	8.4	7	1
Factor	Size	6.4	-2.8	9.1	5.9	11.4	6.2	7.8	6.2
	Value	6.7	-2.2	8.8	7.4	13.7	5.7	7.4	6.9
	Momentum	7.4	2.4	6.3	9.8	17.4	5.9	10	8.5
	Low Vol	8.8	1.7	5.2	7.7	16.9	8.0	9.2	8.4
	Quality	-	-	-	5.7	13.7	6.3	10.2	8.4
	Multi-Factor	7.3	-0.2	7.1	7.3	14.6	6.4	8.9	7.4

주: Quality는 1940년부터 시작

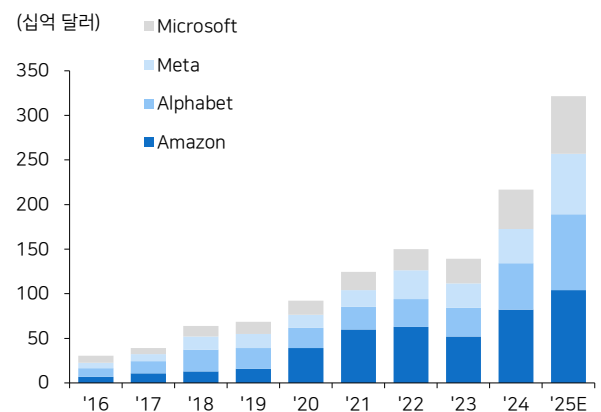
자료: Baltussen 외 (2023), Yale BudgetLab, Northern Trust Asset Management – Quantitative Strategies, 메리츠증권 리서치센터

그림12 한국 대미 수출



자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림13 빅테크 연간 자본 지출(CapEx)

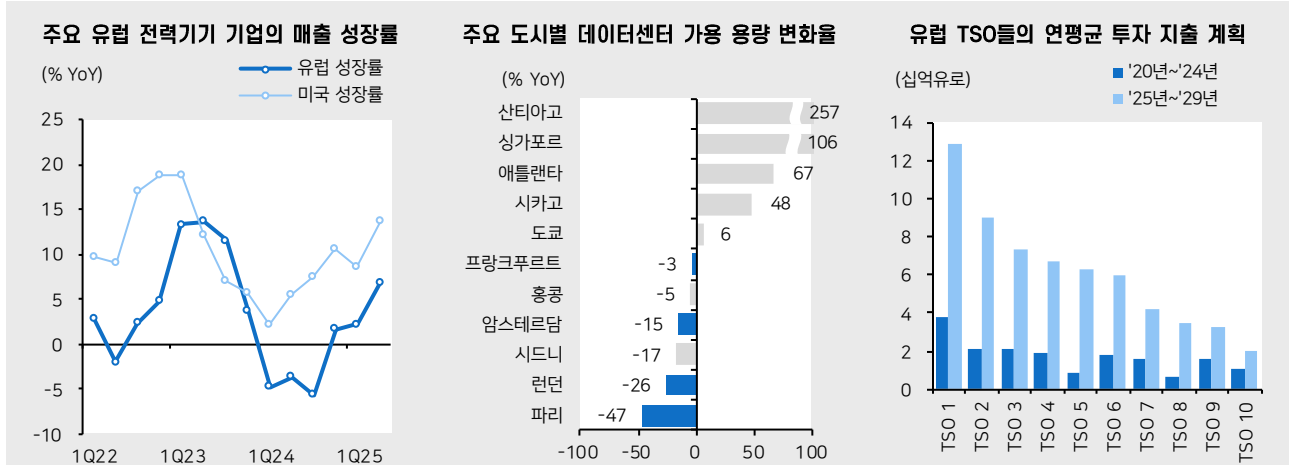


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

박보경 연구원

유럽의 AI 인프라 투자, 시작된 걸까?



자료: Bloomberg, CBRE, BCG, 메리츠증권 리서치센터

유럽에서도 전력 장비 기업들이
아웃퍼폼 중

7월 한 달 동안 유로존 증시가 보합세를 이어가고 있는 가운데, Stoxx600 내에서 전력 장비(+12.9%) 섹터가 가장 높은 수익률을 기록하며 아웃퍼폼하고 있다. 이는 미국에서 전력 장비(+11.3%)의 수익률을 소폭 상회하는 수준이다.

사실 미국향 매출이 호조를 견인,
다만 유럽에 대한 기대도 상존

유럽 전력 장비 기업들의 주가가 아웃퍼폼하고 있는 것은 미국 덕이다. 공통적으로 2Q 실적발표에서 미국 데이터센터향 매출 확대(합산 +14% YoY)를 언급한 이후 주가 상승폭이 두드러졌다. 다만 유럽향 매출도 +7% 증가하며 상승폭을 확대하고 있는 점도 주목해야 한다. 그 배경으로 AI 데이터센터를 위한 전력 장비 수요 강세가 지목된 만큼 유럽의 AI 인프라 투자 현황도 점검할 필요가 있다.

수요: EU도 미국과 마찬가지로
데이터센터 확대를 추진 중

EU는 미국과 달리 정부 주도 하에 AI 인프라 투자를 진행하고 있다. 대표적으로 EU는 지난 4월 AI Continent Action Plan을 통해 5년~7년 내로 유럽 내 데이터센터 용량을 3배 이상 확대하겠다는 계획을 세웠으며, 실행 중에 있다. ICIS에 의하면 '24년 EU 데이터센터 전력 소모량은 96TWh인데, 7월 31일 공개된 Stargate Norway 프로젝트만 해도 연간 1.41TWh가 추가될 것으로 계산된다.

공급: 다만 연결 가능한 전력망이
부족한 상태 → TSO의 투자 확대

다만 데이터센터를 연결할 수 있는 전력망이 부족해, 연결 대기 기간이 적게는 2년에서 길게는 7년까지 소요되고 있다. 그 결과 1Q25 유럽 주요 도시의 데이터센터 가용 용량은 미국, 일본과 달리 감소했다. 이에 대응하기 위해 유럽 전력망 운영사(TSO)는 투자를 확대를 계획하고 있다. 주요 15개 TSO의 '25년~'29년 전력 확충 투자액은 3,450억 유로로, '20년~'24년 대비 3배 규모이다.

투자 확대가 유럽향 매출 확대로
이어질 지 주목

유럽이 AI 경쟁력을 확보하기 위해서는 데이터센터 투자와 별개로, 전력망에 대한 투자가 선제적으로 이루어져야 하는 상황이다. TSO들의 투자 윤곽이 구체화됨에 따라 유럽 전력 장비 기업들에 신규 모멘텀이 더해질 지 지켜볼 필요가 있다.

칼럼의 재해석

윤여삼 연구위원

트럼프의 노동통계국 국장 해임과 그 함의 (The New York Times)

칼럼의 저자는 트럼프 대통령이 세계적으로 신뢰받는 노동통계국 국장을 해임한 것은 제3세계 공화국식 조치로, 통계의 독립성과 신뢰성에 대한 중대한 위협으로 평가했다. 국장 에리카 맥엔타퍼는 실제 고용통계에 조작할 수 있는 위치에 있지 않는 것이 아니기 때문이다. 역사적으로 큰 변동폭을 기록하긴 했지만 계절 조정 알고리즘과 응답 지연에 따른 자연스러운 결과물이다. 트럼프는 과거 바이든 정부에서도 같은 방식의 하향 수정을 두고 정반대의 주장을 펼친 바 있어, 결국 누군가 정치적 희생양이 되어야했던 상황이다. 이번 고용 하향 수정은 오히려 트럼프의 금리 인하 주장에 힘을 실어줄 수 있다는 점에서도 자가당착적이다. 금번 사태는 통계기관에 대한 신뢰를 훼손시켜 정책 결정자와 시장 참가자들의 의사결정에 악영향을 줄 수 있다. 과거 그리스와 아르헨티나처럼 통계 조작은 경제위기를 초래했기 때문에, 통계 기관의 독립성과 신뢰는 반드시 보호되어야 한다.

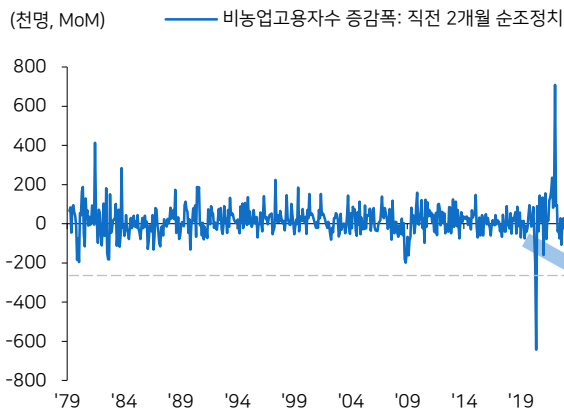
7월 고용보고서 발표 직후 해고된 미국 노동통계국 국장

시장에 큰 파장을 일으켰던
미국 고용보고서

지난 주 금요일 오전 고용보고서 발표된지 몇 시간 뒤 트럼프 대통령은 미국 노동통계국 맥엔타퍼 국장을 경질했으며, 후임자를 수일 내 발표할 것이라고 밝혔다. 명백한 증거는 없었지만, 바이든 시절 임명된 맥엔타퍼 국장이 민주당에 유리한 방향으로 데이터를 조작했다는 것이 사유였다. 실제 수정된 비농업고용자수 감소폭은 역대 두 번째로 컸으며, 미국 경기에 대한 우려가 제기되고 있다<그림 1>.

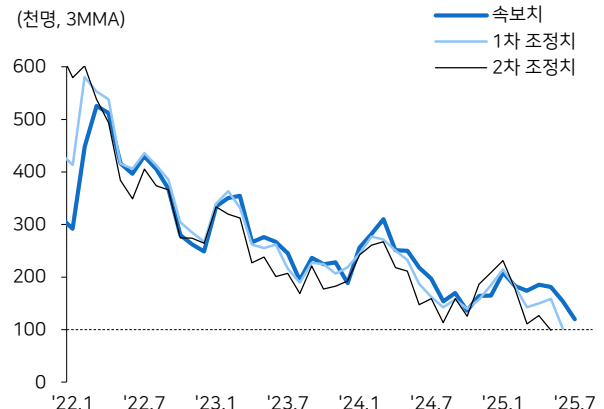
금번 사태는 노동통계국 국장이 수치를 조작할 수 없는 구조임에도 해고를 단행해 통계의 독립성이 훼손되었다는 평가를 받고 있다. 국장은 기관의 운영 방향을 설정할 뿐, 기업에서 받은 고용 설문을 종합한 자료는 국장에게 도달하기 전에 이미 확정된다는 게 사실이다. 그래서 정치적으로 임명됨에도 연속으로 재임하는 경우가 많았다. 역설적인 부분은 트럼프는 과거 바이든 행정부 시기에 고용통계 조정을 지적한 적이 있는데, 당시에 조정치가 속보치를 하회했음에도 초기 수치를 부풀려 민주당에게 유리하게 조작되었다고 주장했다<그림 2>. 동일한 상황에서 이처럼 상반된 주장은 논리적으로 성립되기 어렵다.

그림1 집계된 이후 역대 두 번째로 큰 하향 조정



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 월간 비농업고용자수, 속보치 대비 감소하는 흐름



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

7월 미국 고용통계 변동 요소

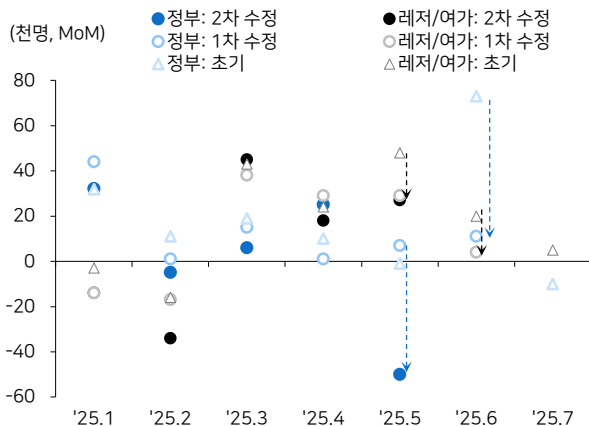
시의성과 정확성 간의 등가교환은 적절했는가

7월 고용보고서 내용 중 특히 정부 고용이 가장 크게 조정되었다<그림 3>. 미국 대법원의 연방 공무원 해고 조치에 대한 하급심 명령 무효화와 공교육 종사자에 대한 계절조정이 영향을 준 것으로 추측된다. 또한, 이민자 추방과 재량적 지출과 밀접한 레저/여가 역시 소비 둔화로 하향 조정 압력이 높았던 것으로 풀이된다. 통상 이들은 여타 섹터보다 신뢰구간 폭이 넓지만 <그림 4>, 그림에도 언제든지 위축으로 뒤바뀔 수도 있는 상황은 데이터를 신뢰하기 어렵게 만들었다.

수정치에서 대폭 변동이 발생한 구조적 원인: 응답률 저하

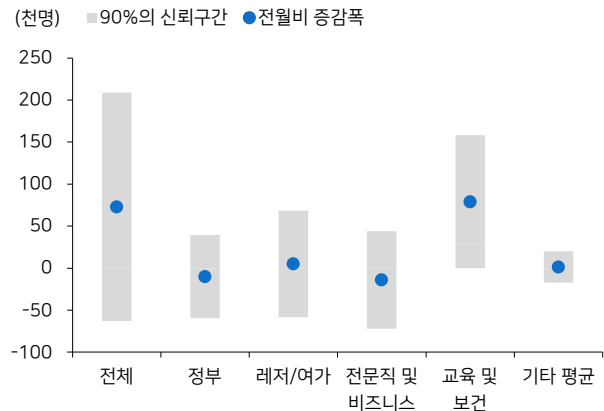
그리고 예산과 인력 문제로 지난 10년동안 기업조사 고용설문에서 초기 응답률이 점진적으로 하락해왔다<그림 5>. 이에 충분한 데이터가 입수되지 못했고, 추정치로 채우다 보니 왜곡의 소지를 남겼다. 비단 고용통계만의 문제가 아니라 미국 노동통계국이 관리하는 많은 데이터가 수집하는 과정에서 고초를 겪고 있다<그림 6, 그림 7>. 미국 CPI는 조사인력 부족으로 일부 지역의 데이터 수집을 중단했고, 해당 지역은 추정을 통해 기입하는 것으로 대체되었다.

그림3 세부적으로는 정부 부문과 레저/여가에서 큰 변화



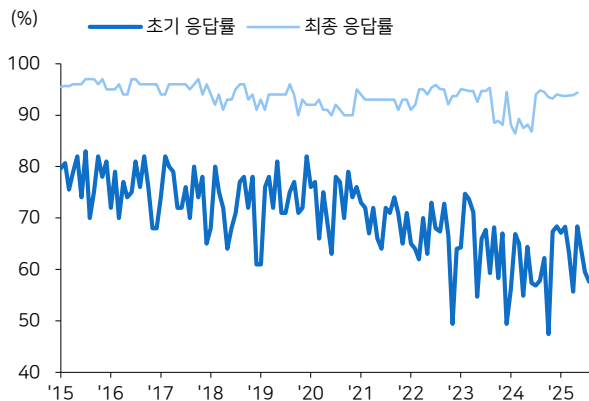
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 신뢰구간 생각하면 재발 가능성 배제할 수 없어



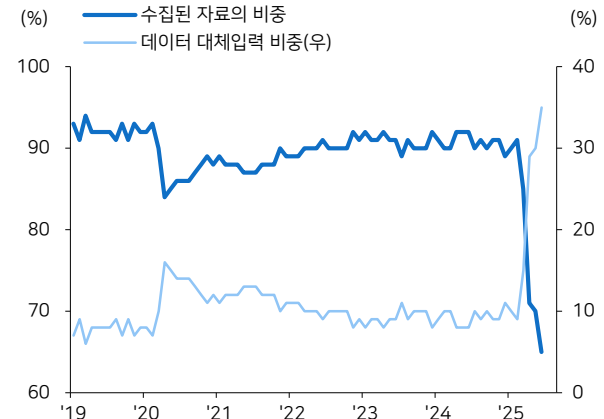
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 고용통계 응답률 추이, 아래쪽으로 향하고 있어



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 CPI도 데이터 수집률이 저조해진 건 마찬가지



자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

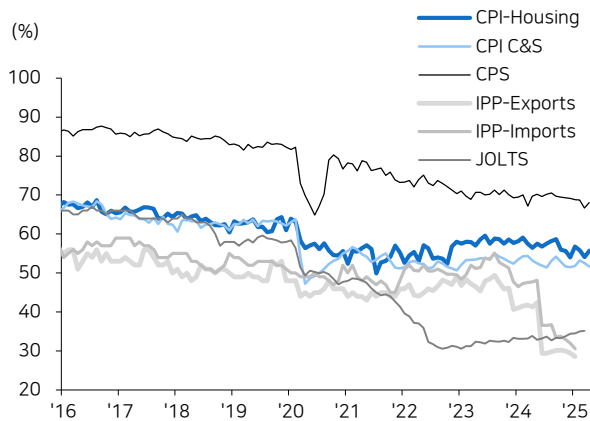
변동을 야기한 다른 원인 : 계절조정치

또 주목해야할 부분은 과거 취업자수의 하향 조정이 원지수에서 계절조정 지수로 변환시 곱하는 배수의 변화에서 비롯되었다는 점이다<그림 8>. 만일 5월 계절조정 인자가 조정 전 수치를 유지했다면 12.5만명이 하향된 것이 아니라 2.8만명 하향에 그쳤을 것이다. 그렇다고 노동시장의 하방 리스크가 줄어드는 건 아니다. 실업률은 경제활동참가율이 하락하지 않았다면 4.4%를 상회했을 것으로 추정되기 때문이다<그림 9>.

시사점

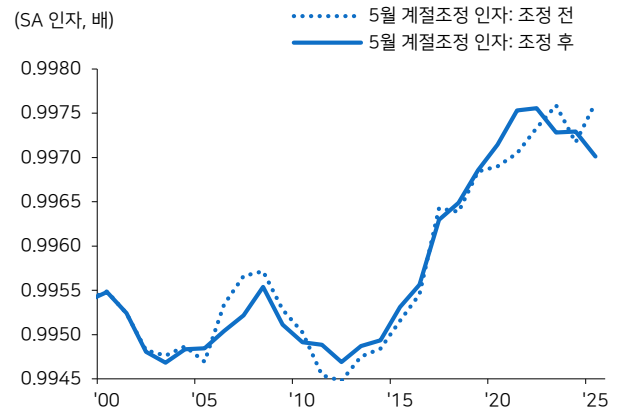
미국 노동통계국 국장의 해임이 파월 의장 해임만큼 위협적이지 않지만, 데이터의 중립성을 해침과 동시에 데이터를 정치의 영역으로 끌고 들어왔다. 과거 그리스와 아르헨티나에서 발생한 통계 조작은 정책을 잘못 이끌게 만들었고 끝내 경제위기를 초래했다<그림 10>. 국가 차원에서 발생하는 경제지표 조작은 그 위험성이 매우 크다. 따라서 미국 노동통계국은 금번 사태를 계기로 자의적 개입 가능성을 재검점함과 동시에 기존방식을 개선하는 등 채신의 기회로 삼아야 한다는 생각이다.

그림7 노동통계국이 제공하는 데이터 응답 원활하지 않아



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

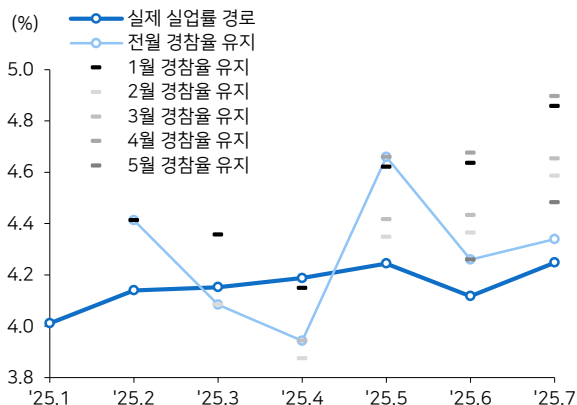
그림8 5월 비농업 취업자수 계절조정 인자(2000~25)



주: 계절조정지수 / 원지수 = 계절조정 인자

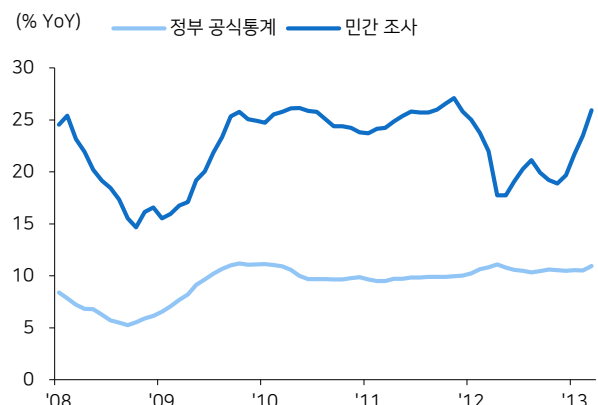
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 노동시장의 균열을 부정할 수는 없는 실정



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림10 과거 아르헨티나 정부의 인플레이션 조작



자료: INDEC, State Street, 메리츠증권 리서치센터

원문: Why Trump's Firing of the B.L.S. Commissioner Is So Damaging (The New York Times)