

긴축이 잘 듣지 않을 때 고민해 볼 경우의 수



Global Equity Strategist

김성환

☎ (02) 3772-2637

✉ shawn.kim@shinhan.com

긴축이 잘 듣지 않는 미국 경제와 연준의 고민. 다음 수순 찾기

연초 미국 경제 펀더멘탈은 예상을 뛰어넘는 회복세를 보여주고 있다. 물가가 하락하는 속도는 더디지만 한데, 고용시장이 여전히 견재한데다 작년말 약화되는 듯 했던 소비와 심리지표들도 다시 돌아오고 있다. 시장의 침체 진입 예상 시점은 계속 지연되고 있으며, 침체가 없을 수도 있다는 전망도 대두된다.

경기 모멘텀 회복 속 2월들어 금리 반등이 본격화됐음에도 불구하고 주식시장은 가격 조정을 피해갔다. 금리 상승에도 PER이 유지되는 현상은 실적 기대감이 높아진 것으로 설명될 수 있다. 지금까지의 흐름만 놓고보면, 주식시장은 ① 생각보다 펀더멘탈이 강한데, ② 연준은 기준금리를 5.5% 이상 올리지 않을 것이고 긴축 사이클은 곧 종료되며, ③ 경기가 훼손될 위험이 적어졌기 때문에, 조금만 기다리면 실적도 본격적으로 회복될 수 있다는 계산을 했던 것으로 보여진다.

주식시장이 이런 생각을 할 수 있었던 내막이 중요하다. 핵심은 연준이 기준금리를 450bp나 올렸음에도 지금까지의 긴축이 수요를 억제하기에 충분하지 않아보인다는 것이다. 실제로 금리 인상이 직접적인 피해를 가한 섹터는 적자 기술주 이외에는 당장 크게 보이지 않는다. 금리에 민감한 주택시장과 자동차시장조차 기준금리가 450bp나 올랐음에도 불구하고 연초 회복세를 보여주고 있다.

‘긴축이 수요를 억제하는 메커니즘’이 아직 효과를 보지 못하고 있기 때문에, 시장은 금리에 둔감해졌다. 향후 방향성은 다시 한번 연준의 긴축 의지가 얼마나 강해지느냐에 달렸다. 1) 3월 FOMC 전후 긴축 전망이 크게 강화되지 않는다면 주식시장 상단은 우리의 이전 전망보다 높아질 수 있다. 2) 연준이 꽤 강경하게 나온다면 S&P 500 기준 3,600~4,200pt의 레인지 장세가 이어질 전망이다.

10년 금리가 4%를 회복했지만, 급한 가격 조정은 피해가는 주식시장



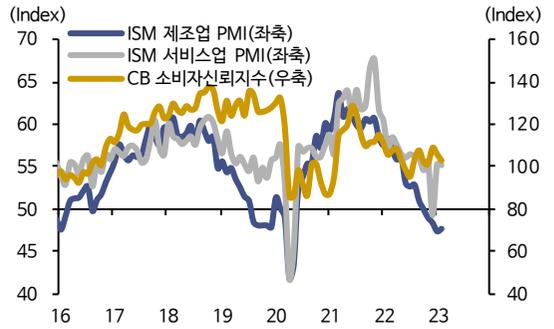
자료: Refinitiv, 신한투자증권

여전히 견재한 고용시장



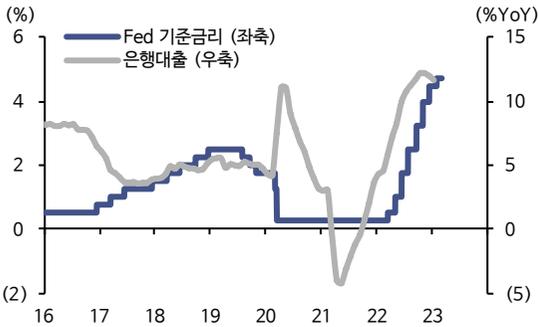
자료: Refinitiv, 신한투자증권

소비자와 기업들의 심리도 바닥을 통과



자료: Refinitiv, 신한투자증권

금리도 올렸고, 대출증가율도 둔화되지만



자료: Refinitiv, 신한투자증권

소비와 물가는 연초 다시 가속화



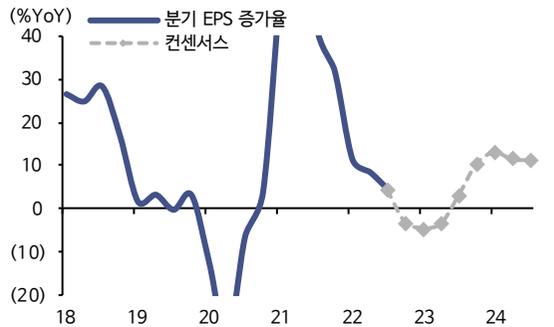
자료: Refinitiv, 신한투자증권

금리에 민감한 주택, 자동차시장도 회복 조짐



자료: Refinitiv, 신한투자증권

여전히 유지되는 하반기 기업이익 반등 기대



자료: Refinitiv, 신한투자증권

긴축에도 불구하고 수요가 억제되지 않는 이유들

① 초과저축이 아직도 많다

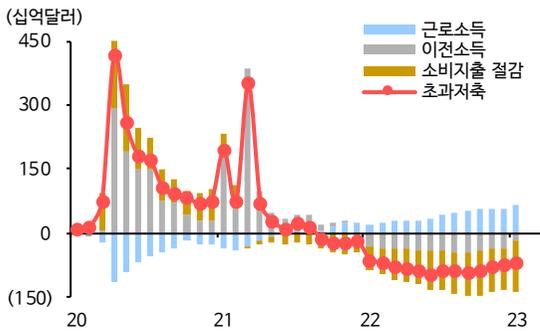
아직도 돈이 넘치는 미국 가계. 금리 올려도 소비 타격 부재

연준이 지난 40년내 가장 빠른 속도로 긴축을 단행하고 있음에도 소비를 비롯한 수요가 잘 약화되지 않는 근본적인 이유는 가계가 쌓아둔 초과저축이 아직도 많기 때문이다. 팬데믹 이전의 소득, 지출 추세를 정상 추세라고 가정하고 팬데믹 이후의 초과소득과 초과지출을 합산해보면 미국 가계는 아직 1.15조달러 수준의 초과저축을 보유하고 있다는 계산이 나온다.

저량으로 봐도 돈이 많다. 가계가 보유한 현금성 자산은 작년 3분기 18.4조달러로 미국 GDP의 71%에 해당한다. 팬데믹 이전 가계의 현금성 자산은 GDP 대비 60% 수준에서 안정적으로 유지됐었고, 현재 미국의 GDP가 25조달러라는 점을 감안하면 대략 2.5조달러 가까이 평시 대비 현금을 많이 갖고 있는 셈이다.

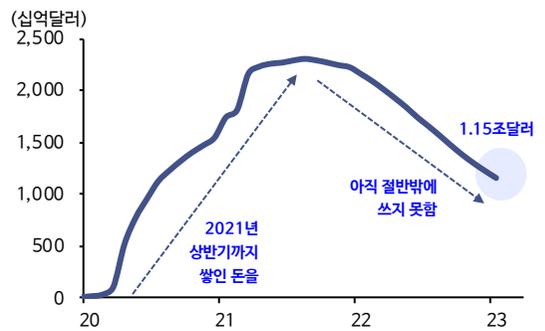
가계가 초과저축을 축적하는 과정에서 부채부담은 줄고 건전성은 개선됐다. GDP 대비 가계부채비율은 팬데믹 이전을 하회 중이고, 연체율 등 건전성 데이터들도 개선됐다. 애당초 쌓아놓은 돈이 많은데다 부채부담이 적기 때문에, 금리가 급격하게 올라가도 과거만큼 수요를 위축시키는 효과는 크지 않은 것으로 보여진다.

소득-지출 추세대비 편차로 추정한 초과저축 Flow



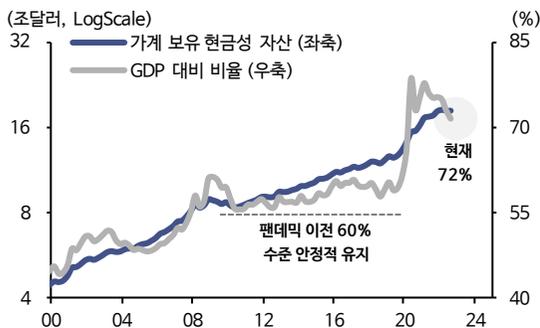
자료: Refinitiv, 신한투자증권
주: 근로소득, 이전소득, 소비지출의 2015년-2019년의 추세 대비 편차를 2020년 이후 추세에 대입

팬데믹 이후 누적 초과저축. 아직도 절반 남았다



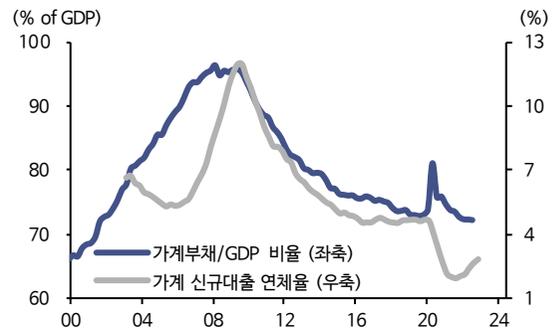
자료: Refinitiv, 신한투자증권
주: 근로소득, 이전소득, 소비지출의 2015년-2019년의 추세 대비 편차를 2020년 이후 추세에 대입

현금성 자산도 적정 대비 2.5조달러 초과 보유



자료: Refinitiv, 신한투자증권

건전해진 재무 상태. 긴축 효과가 듣지 않는 이유



자료: Refinitiv, 신한투자증권

기대인플레이에 미치지 못하는 예금금리. 소비자들이 저축할 이유가 없다

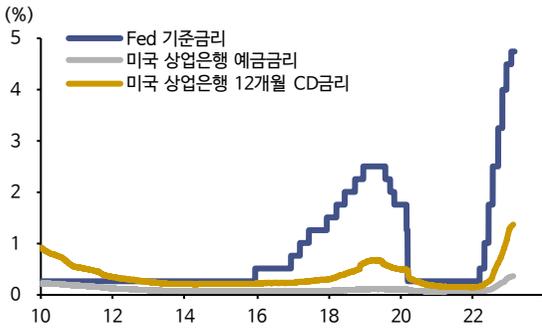
② 소비자들, 굳이 소비 수요 줄이면서 저축을 할 이유가 없다

금리 인상이 의도하려는 것은 소비자들에게 소비 대신 저축을 늘릴 유인을 부여하는 것이다. 그런데 지금 소비자들은 굳이 소비 수요를 줄이면서 저축을 할 이유를 느끼지 못한다. 기준금리는 4.75%까지 높아졌지만, 미국 소비자들이 주로 돈을 묻어두는 미국 시중은행의 단기 예금금리는 2월말 기준으로 0.35%에 불과하다. 만기가 1년인 CD 금리도 1.36%에 그친다.

은행이 굳이 예금을 더 받을 유인이 없기 때문이다. 상업은행 예금은 팬데믹 직전과 비교해 31% 증가했고, 미국 상업은행의 예금은 대출의 146%로, 작년 초보다는 다소 낮아졌지만 그래도 지난 30년내 최고 수준이다. 가계의 초과저축이 은행 예금으로 이미 많이 흘러갔다고 해석할 수 있다. SLR 규제는 대형은행이 예금을 거둘 유인을 더욱 낮춘다. 대형은행들의 SLR 비율은 대체로 규제 하한(5%)에 근접했으며, 예금을 더 수취하려면 자본확충이 요구된다.

단기 예금금리는 아직도 1% 수준을 벗어나지 못했는데, 소비자들의 1년 기대 인플레이션은 5%를 상회한다. 소비자 입장에서는 예금에 넣어두면 4%의 구매력 손실이 발생하기 때문에, 저축을 하지 않고 소비를 하는게 합리적이다. 현재까지의 긴축이 소비 수요를 억제하지 못하는 또다른 이유다.

기준금리를 크게 하회하는 예금금리



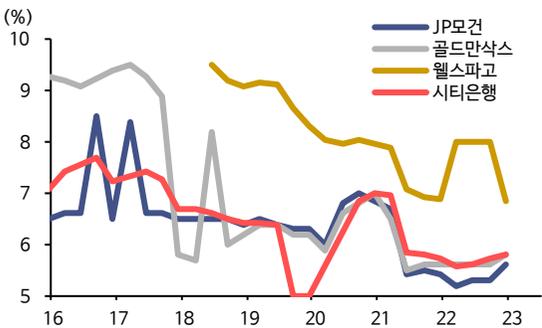
자료: Refinitiv, FDIC, 신한투자증권

상업은행 예금/대출 비율



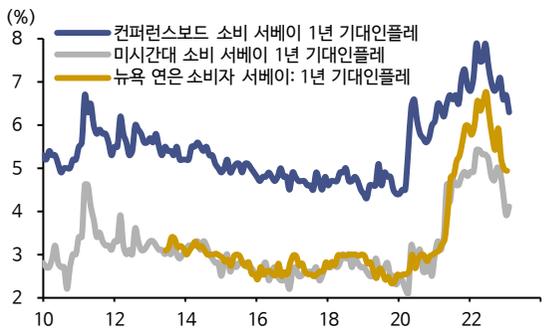
자료: Refinitiv, 신한투자증권

대형은행들의 SLR 비율 추이



자료: Refinitiv, 신한투자증권

소비자 기대 인플레이션 서베이



자료: Refinitiv, 신한투자증권

③ 고용 수요를 거둘 필요가 없는 기업들. 임금 상승은 초과저축 소진 늦출 것

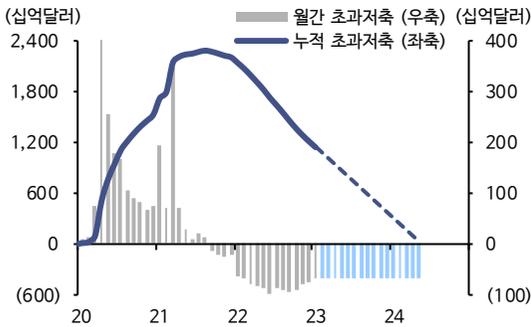
임금 상승, 초과저축 소진 늦추고 소비 지지

요약하면 현재 강한 소비 수요는 초과저축에 의해 뒷받침되고 있다. 가계의 재무 상태가 건전하고 예금금리가 낮기 때문에, 기준금리가 많이 올랐음에도 불구하고 소비는 금리의 영향을 덜 타고 있다. 향후 초과저축이 소진되기까지 소비 수요가 쉽게 약화되지 않을 것이란 생각이 도출될 수 있다.

앞서 논의한대로 현재 잔존한 초과저축은 최소 1.1조달러 수준으로 추정되는데 현재 가계는 한달에 7백만달러 가량 초과저축을 초과소비로 풀고 있다. 다른 변수가 개입하지 않는다면, 대략 내년 2분기 쯤 초과저축이 소진된다. 지금은 강한 소비도 내년에 들어가면 속도가 둔화된다는 계산이 나온다.

이를 뒤흔들 변수가 될 수 있는 것은 고용 상황이다. 고용시장 호황과 임금 소득 증가세가 이어진다면 초과저축이 소진되는 시간은 더욱 느려질 수 밖에 없다. 양적 고용 성장, 시간당 임금, 근로시간의 함수인 미국 가계의 총 근로소득은 1월 전년대비 7.4% 성장해 명목 개인소비지출 성장률(7.9%)를 따라잡았다. 소득 증가가 이어지면 수요 억제는 요원해진다. 결국 연준은 고용을 약화시켜야 한다.

현재 추세대로 간다면 초과저축은 내년 2Q 소진



자료: Refinitiv, 신한투자증권

임금과 소비는 동행. 임금 상승 시 수요 억제 요원



자료: Refinitiv, 신한투자증권

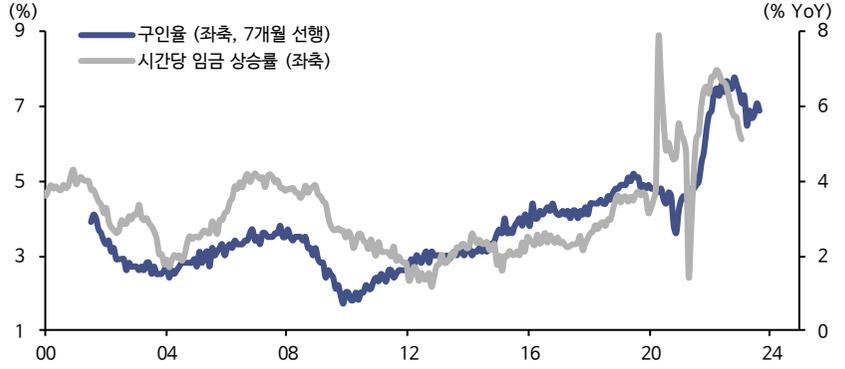
문제는, 기업들이 고용수요를 거둘 필요가 없다는 것

임금을 대가로 노동을 수요하는 주체는 기업이다. 기업들의 구인 수요는 여전히 강하다. 민간 기업의 구인율(공석률)은 7% 수준을 유지하고 있다. 이민 제약, 인구구조 변화로 공급이 제약되다보니 구인 경쟁이 이어지고 있으며, 현재 5% 수준인 시간당 임금 상승률은 다시 높아질 가능성을 배제할 수 없다.

공급 부족은 변하지 않는 주지의 사실이다. 문제는 수요인데, 긴축을 하더라도 고용 수요가 약화될 유인이 많지 않아보인다. 우선 추가 고용으로 얻어지는 효용이 아직 높다. S&P 500의 인당 분기 매출은 작년 4분기 56만달러, 인당 분기 순이익은 7만달러로 사상 최고 수준이다. 인플레이션의 덕이다. 단순하게 계산하면 한 명을 고용할 때마다 연 28만달러 가량 이익을 더할 수 있다는 계산이 나온다.

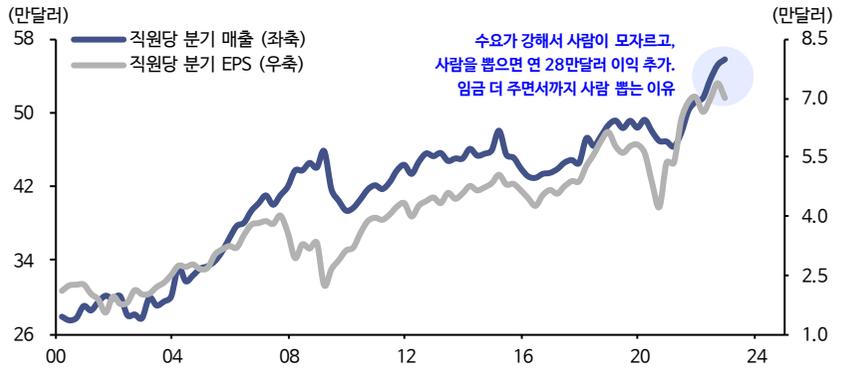
여력도 많다. 임금을 지출할 동력이 되는 flow인 미국 기업들의 이익률, stock으로 볼 수 있는 현금성 보유 자산은 모두 높다. 소비자들의 초과저축과 마찬가지로, 금리가 높아졌지만 기업들이 돈 쓰는 데는 문제가 없다. 당장 매출이 보이고 거기서 이익을 거둘 수 있다면, 굳이 기업 입장에서 고용 수요를 거둘 필요가 없다.

구인 경쟁 (7개월 선행) → 시간당 임금 상승 지속.



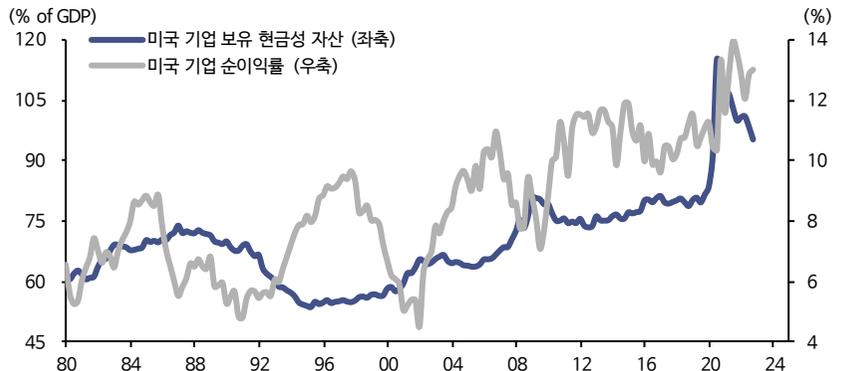
자료: Refinitiv, 신한투자증권 / 주: 민간기업 기준

S&P 500 인당 매출, 인당 순이익



자료: Bloomberg, 신한투자증권

고용을 지탱할 여력도 충분. Flow = 미국 기업 순이익률, Stock = 현금성 자산



자료: Refinitiv, 신한투자증권

긴축이 잘 듣지 않을 때, 생각해 볼 다음 전략적 수

긴축이 수요를 억제하는 메커니즘, 아직 잘 작동하지 않고 있음

요약하면, '긴축이 수요를 억제하는 메커니즘'은 적자 기술주, 주택시장 등 일부 섹터에 국지적으로 타격을 가한 이외에는 아직까지 경제 전반에 타격을 주고 있다고 보여지지 않는다. 우선적으로는 가계의 초과저축, 다음으로는 기업들의 구인 수요와 임금 상승이 약화될 때까지 미국 경제의 펀더멘탈과 S&P 500의 매출 전망은 쉽게 깨지지 않을 전망이다.

뚜렷한 매파 강화 없다면
주식시장 상단 상향

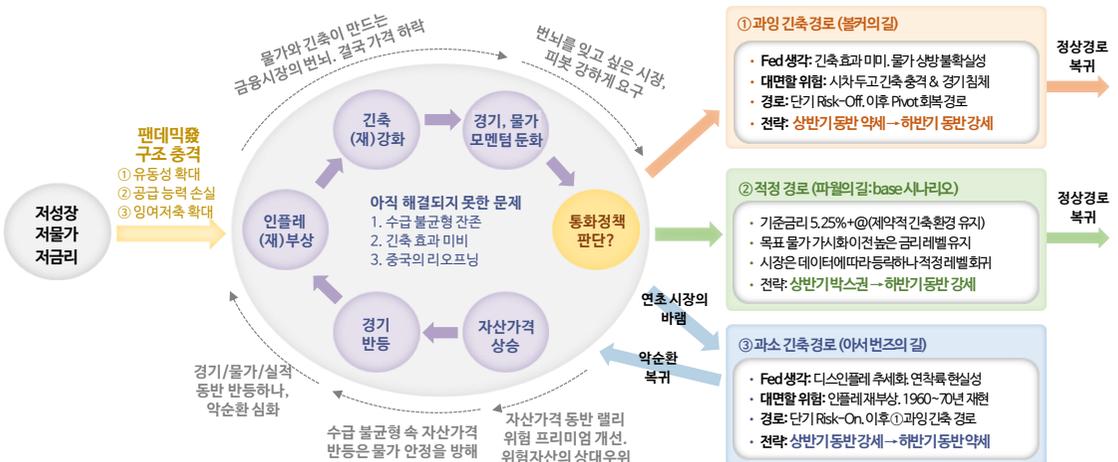
긴축이 잘 듣지 않을 때 다음 전략적 수를 고민해 볼 시점이다. 연준이 기준금리를 4.75%까지 올렸음에도 불구하고 펀더멘탈이 강한 내성을 보여주고 있다는 걸 금융시장도 연초 확인했기 때문에, 긴축이 현재 시장이 반영하고 있는 5.5%까지의 금리 인상으로 마무리된다면 시장은 당장의 이익 부진을 차치하고 하반기 기업이익 반등 가능성을 더욱 신뢰하게 될 공산이 커보인다.

긴축 기초 크게 강화 시
이전 박스권 유지

따라서 돌고 돌아서 시장의 방향성을 결정하는 것은 또 다시 연준이 될 것이다. 당장 현상만 놓고보면 경제가 잘 작동하는 것 처럼 보이지만, 결국 이는 물가가 잘 잡히지 않을거란 사실을 내재한다. 연준이 어떤 긴축 경로를 택할지 고민이 깊어질 시점이다. 3월 FOMC 전후 매파 기초가 크게 강화되는지, 아닌지 여부가 시장의 향방을 가를 공산이 크다. 만약 매파 기초가 공고해지지 않는다면 2분기 중 주식시장의 상단은 우리의 이전 전망인 4,200pt보다 높아질 가능성이 크다.

지금까지 강한 수요를 제어하기 위해 3월 FOMC 전후 연준이 긴축 의지를 강하게 다지고, 최종금리 전망을 시장이 예상하는 5.5% 이상으로 크게 상향한다면 하반기 EPS 반등 기대감은 되돌려질 공산이 크다. 이렇게 되면 금리 상승에도 불구하고 실적 바닥 통과 기대감으로 유지됐던 PER은 힘이 빠진다. 따라서 2분기 중 S&P 500의 상단은 이전에 우리가 예상했던 상단인 4,100~4,200pt을 넘어 서지 못할 전망이다. PER 18배 영역에 해당한다.

아직 완전히 끝나지 않은 물가 악순환. 긴축 시나리오별 투자전략



자료: 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김성환).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.