

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

2017. 11. 8 (수)

MERITZ Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

트럼프 월드에서 1년 살아보기

### 오늘의 차트

미국 상업용 부동산 버블 붕괴, 아직은 기우

### 칼럼의 재해석

또 하나의 가족

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 투자전략팀) 동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

**MERITZ**  
메리츠증권

www.imeritz.com

**Strategy Idea**



▲ **경제분석**  
 Analyst **이승훈**  
 02. 6098-6619  
 seunghoon.lee@meritz.co.kr

## 트럼프 월드에서 1년 살아보기

- ✓ 재정자금 확대에 대한 기대는 크게 약화: 2018년 미국 경제성장률 전망 2.3% 유지
- ✓ 금융규제 완화 및 Dovish한 통화정책 기조는 지속
- ✓ 경상수지 개선, 특히 주요국과의 무역적자 축소 위한 달러 약세 및 통상압박 전개도 유효

### 서론: 트럼프 당선 이후 1년간 금융시장 복기(復記)

트럼프 당선 이후 1년... 대개는 부정적인 시각 우세했었음

오늘(2017년 11월 8일)은 도널드 트럼프 미국 대통령이 지난 45대 미국 대선에서 대다수의 예상을 뒤엎고 힐러리 클린턴 민주당 후보에 승리한 지 정확히 1년이 되는 날이다. 미국 대선 직전까지만 하더라도 시장은 1) 트럼프의 당선을 기본 시나리오로 상정하고 있지 않았을 뿐 아니라, 2) 그의 당선에도 부정적이었다. 이는 트럼프가 당선되었을 경우, 대규모 정책변화로 금융시장 내 불확실성이 높아질 것이라는 우려 때문이었다. 특히 아시아 주요국의 투자자일수록 1) 대규모 재정적자 용인에 따른 미국의 대내외 금리차 확대가 달러 강세를 심화시키고, 2) 미국 우선주의와 보호무역주의로의 선회로 미국에 대해 무역흑자를 누리고 있는 아시아 EM경제에 부정적일 수 있다는 견해(특히 중국에 대한 즉각적인 환율조작국 지정과 징벌적 관세부과 이슈)가 다수를 이루었다.

그러나 트럼프 당선 이후 금융시장은 환호

그러나, 거짓말처럼 트럼프가 당선되고 나서 금융시장은 오히려 환호했다. 정책변화에 따른 시장 불확실성 증대 위험보다는, 트럼프가 공언한 대규모 감세/인프라 투자 확대 등 경기부양이 의미 있는 총수요 진작으로 연결될 수 있다는 기대를 반영했기 때문이다. 이 과정에서 미국 증시와 채권금리가 크게 오르는 한편, 달러화 강세가 두드러진 바 있었다. 미 2년물과 10년물 금리는 트럼프 당선 직후 불과 1달 만에 26bp와 55bp 올랐고, 달러 인덱스는 동 기간 중 3.3% 절상되었다.

클린턴이었어도 금융시장 위험선호 강화라는 큰 그림에는 변화 없었을 것

힐러리 클린턴이 대통령에 당선되었더라도, 주가지수/채권금리 상승이라는 "방향성"에는 큰 차이가 없었을 것이다. 이는 1) 클린턴 후보도 노후시설 교체와 같은 인프라 투자 필요성에 대해 트럼프 후보와 유사한 입장을 취하고 있었고, 2) 대선 결과와 무관하게 작년 11월부터 중국 생산자물가가 4년 여만에 정(+의) 상승률로 복귀하는 등, 일부 지역에 국한되었던 경기회복이 마침내 글로벌 제조업으로 확산되는 시기였기 때문이다. 이 무렵 한국 수출도 증가하기 시작했다.

그러나 트럼프에 대한 기대감은  
실망으로 바뀌기 시작

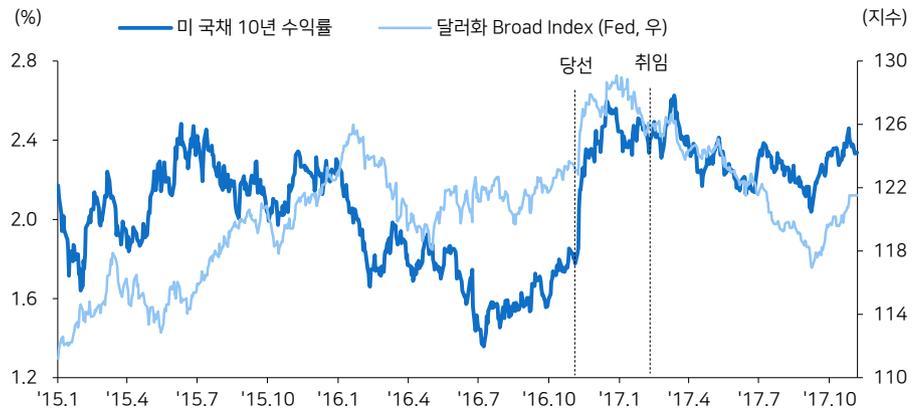
그러나, 최초의 높아진 기대만큼 정책의 가시성이 조기에 확보되지 못하고, 트럼프 대통령 역시 취임 이후 정치적인 내용(?)을 겪으며 지지율이 취임 초기 47.3%에서 38%까지 꾸준히 하락하면서(Real Clear Politics 조사 기준, CNN조사 36%) 전반적인 트럼프 정책 기대 역시 약화되었다. 이는 3월 2.6%까지 급등했던 국채 10년물 금리가 현재까지 2.0~2.4%의 박스권에서 등락하도록 한 요인 중 하나가 되었다.

한편, 일부 정치평론가들은 트럼프 본인이 지니는 "돌발성"과 이에 따른 사회적 논쟁 격화(이민자/북핵 문제, 인종갈등 등)를 고려해 볼 때, 향후 무엇이 벌어질 지 전망을 하는 것 자체가 선부르다는 견해를 제시하기도 한다. 이는 시장이 얼마 전까지 트럼프 행정부의 "inaction"에 무게를 두어 왔던 것과도 무관하지 않다.

아무것도 기대할게 없을까?  
사안별로 접근이 필요!

그렇다면 앞으로 트럼프가 주도하는 정책에서 기대할 것이 전혀 없는 것일까? 여기에 대해서는 사안별로 다른 접근이 필요하다. 본고에서는 1) 미국 재정정책, 2) 금융규제 완화와 통화정책, 그리고 3) 미국 경상적자 축소 이슈를 다루고자 한다.

그림1 미 국채금리와 달러화 지수 (2016~17)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 트럼프 취임 이후 지지율 변화와 미 국채 10년 수익률



자료: Real Clear Politics, Statista (2017. 11. 3), Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**대규모 재정자극 부여에 대한 기대는 크게 약화**

취임 초기 대규모 재정자극 확대 기대 표면화

백악관이 최초로 2018년 예산안 초안을 공개할 때만 해도, 재량지출에 대한 삭감이 거의 없이(2017년 대비 -0.3%) 세계개혁안에 대한 감세 효과로 미국의 10년 후 국가채무비율이 25%pt 정도 늘어나면서 대규모 재정자극이 현실화될 것이라는 기대가 대부분이었다. 이를 반영한 일부 전망기관은 미국 2018년 성장률을 2.5% 이상으로 높여 잡기도 했으며, IMF의 4월 Fiscal Monitor에서도 Fiscal Impulse가 2018~19년에 걸쳐 크게 확대되는 것으로 추계하였다.

의회 심의 과정에서 일몰 조항 삽입 이슈 제기되었으나...

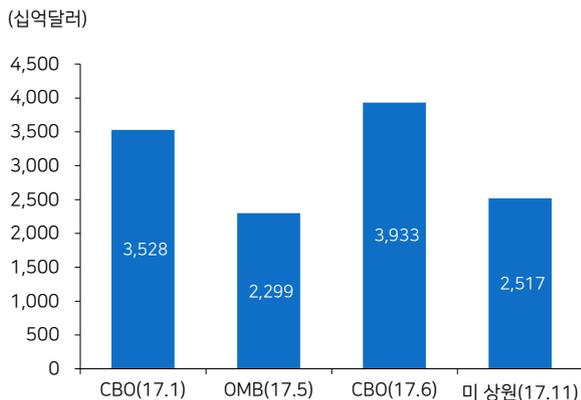
그러나, 대규모 재정적자 확대와 국가채무 비율의 급증은 미국 의회의 예산심의 과정에서 고려되는 중요한 원칙인 "장기 재정중립성(budget-neutrality) 유지"에 위배되는 것이다. 따라서 그 절충안으로 미 의회가 예산안을 심의하는 과정에서 일몰 기한을 삽입, 대규모 적자/국가채무 확대를 향후 3~4년간이라도 용인할 가능성이 대두되기도 했다.

결국 당초 기대에 비해 재정자극은 크게 약화되는 모습

하지만 1) 세출/세입계획을 포괄한 백악관의 2018년 예산안 최종안이 궁극적으로 GDP대비 세입/세출의 삭감을 통한 재정중립성 원칙을 고수하는 것으로 공표되었고, 2) 미국 양원에서 재량지출 감소(향후 10년간 5,340억 달러)과 의무지출 구조조정(향후 10년 4.3조 달러) 등 10년간 총 5.1조 달러(2018년의 경우 0.2조 달러)의 지출 삭감을 골자로 하는 예산안을 통과시키면서 재임초기에 거론되었던 대규모 적자 용인 기대는 사실상 무산되었다.

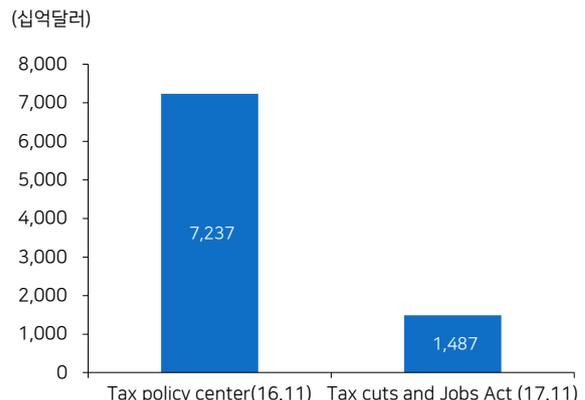
예산 편성에 따른 향후 5년간 재정적자 규모 추산액은 CBO의 3.5~4.0조 달러를 밑도는 2.5조 달러로 계획되었고, 트럼프 취임 전 세계개혁으로 향후 10년간 7.2조 달러의 적자가 확대될 것이라는 전망(Tax Policy Center, 2016년 10월)에 비해, 이번 Tax cuts and Jobs Act(2017년 11월)에 의거한 향후 10년간 적자 확대폭은 1.5조 달러를 소폭 밑도는 수준이다.

**그림3 2018~2022년 누적 재정적자 규모 추산**



자료: CBO, OMB, Senate Budget Committee, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림4 세계개혁에 따른 향후 10년간 적자 발행액 추산**



자료: Tax Policy Center (2016년 10월), Senate Budget Committee

IMF도 미국 재정정책에 대한 전망을 조정

즉, 5.1조 달러의 지출삭감으로, 미 의회가 향후 1.5조 달러 규모의 세제개혁안(개인소득세율 3단계 간소화, 법인세율 20%로 인하 등)을 통과시킨다 하더라도 재정중립성 원칙이 유지되고, 장기적으로 재정적자/GDP비율이 줄어드는 방식으로 예산안이 확정된 것이다. IMF도 10월 수정 전망에서 2018년의 재정정책 기조가 작년에 비해 오히려 긴축적으로 변할 가능성(Fiscal impulse +0.5%pt)을 제시하면서 내년도 미국 경제전망을 2.3%로 하향 조정했다 (당사 전망치와 동일).

의도치 않은 적자 및 국가채무 확대 위험은 예의주시 요인

물론 재정적자와 국가채무가 의도치 않게 늘어날 가능성도 있다. 미국의 경상성장률이 당초 계획한 수준에 미치지 못하여 세입에 차질이 발생할 위험이 그것이다. 이는 백악관 예산안과 미국 의회예산국(CBO)이 설정한 기본 시나리오 간의 차이를 설명하는 결정적인 이유이다. CBO는 다소 보수적인 성장률(2018년 2.0%, 2019~20년 1.5%)을 가정하고 있기에 이들의 중기 재정적자/국가채무 전망이 백악관 계획에 비해 높게 추산되어 있다. 백악관 최종안에서 가정한 2018~20년 실질 GDP성장률은 각각 2.4%, 2.6%, 2.9%이며, 경상성장률은 향후 3년간 4.4~4.9% 수준에 달한다.

실제 예산집행과 이에 따른 경제적 효과 가시화로 실제 실질성장률이 다수의 전망기관에서 제시하는 미국의 잠재성장률 수준(2%대 초반)을 장기간 상회할 지 여부도 변수이지만, 저물가 고착화 위험이 있는 상황에서 경상성장률이 꾸준히 높아질 수 있을 지 여부도 예의주시해야 할 요인으로 판단한다.

그림5 미국 fiscal impulse\*



주: \* GDP대비 Cyclical adjusted 기초재정수지의 전년대비 변화임. 음(-)의 영역일수록 부양적인 기조를 의미함  
 자료: IMF Fiscal Monitor 각호, 메리츠증권증권 리서치센터

**반면, 금융규제 완화 기조 및 느린 통화정책 정상화는 지속될 전망  
인적 쇄신을 통한 "재량적" 인 규제완화 추구**

인적 쇄신을 통한 재량적인  
규제완화 노력

대규모 재정자극에 대한 기대가 사실상 무산된 반면, 정책의지가 표면화되는 부문도 있다. 이는 다름 아닌 금융규제 완화이다. 우리는 지난 9월 발간한 "Fed Reshuffle" 을 통해, 미국의 금융규제 완화가 법안의 개정을 통해서라기보다는 금융규제를 총괄하고 집행하는 기관들의 수장들을 교체하는 "인적 쇄신"을 통해 이루어질 개연성이 점차 높아지고 있음을 주장한 바 있었다.

Quarles 부의장과 Powell  
신임의장 후보는 모두 칼라일  
출신

이미 퇴임한 Daniel Tarullo 이사가 총괄하던 금융규제는 새로 부임한 Randal Quarles 부의장이 맡게 되며(10월 16일 부임), 금융규제 완화에 대한 원론적 반대 입장을 보여 온 Yellen 의장의 후임에는 Jerome Powell 현 연준 이사가 지명되었다. 이들 두 사람의 공통점은 금융계에서 오랜 경험을 했던 법조인이며, Carlyle 출신이라는 것이다. 특히 Powell 신임 의장 후보는 은행 스트레스 테스트 규준을 완화하는 것이 필요함을 지속적으로 주장하는 등 "규제는 필요하지만 시장 상황에 맞게 적용해야 한다" 는 입장을 지닌 실용주의자로 평가 받고 있다.

CFTC/SEC 신임의장도 모두 Wall  
Street Friendly

인적 쇄신을 통한 규제 완화 조짐은 비단 연준에서만 발생하는 일은 아니다. 금융규제 적용의 또다른 축인 선물거래소와 증권거래소 수장도 트럼프 취임 후 얼마 지나지 않아 바뀌었다. 선물거래소 의장인 Christopher Giancarlo(2017년 3월 14일 부임, 임기: 2019년 4월)는 과거 금융서비스 업체인 GFI의 부사장이었고, 증권거래소 의장인 Jay Clayton(2017년 5월 4일 부임)은 민간기업들의 M&A와 IPO 등 업무를 주로 담당했던 Sullivan & Cromwell의 파트너 변호사 출신으로, "Wall Street Attorney" 라고 불리던 사람이다. 두 사람 모두 규제 완화에 우호적인 인물들이었다.

그림6 CFTC 의장: Christopher Giancarlo

그림7 SEC 의장: Jay Clayton



자료: CFTC, SEC, 메리츠증권증권 리서치센터

**Fed Reshuffling... More to come**

Tarullo, Fischer, Yellen 에 이어... Dudley 도 내년 중 사임 표명

연준 구성원의 변화폭은 우리가 당초 예상했던 수준을 상회할 것으로 보인다. 파월 이사의 연준의장 지명으로 향후 공석을 채워야 할 연준 이사진의 수는 4명으로 늘어났다. 피셔 부의장(당초 2018년 1월 임기만료)과 엘런 의장 교체는 시기의 차이가 있었을 뿐 이미 예견된 것이었지만, 이번 주 들어 주요 미국 언론들이 월리엄 더들리 뉴욕 연은 총재가 후임인선이 결정되는 대로 내년 중반 어느 시점에 은퇴할 의사를 밝혔다고 보도한 것은 서프라이즈이다. 더들리 총재의 후임까지 감안해 볼 때, 소위 연준의 고위직(이사와 상근 부의장: 뉴욕 연은 총재)에 해당하는 5명의 구성원이 새로이 지명되어야 한다.

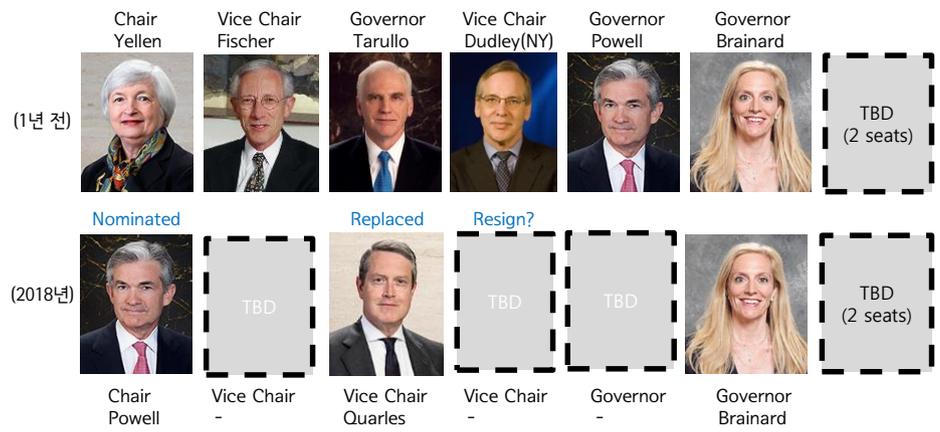
트럼프 행정부 하에서 최대 5명의 연준 이사+부의장 인선 필요

이는 과거 행태와는 분명 다른 것이다. 연준은 이사회의 정치적 독립성을 유지하기 위해 개별 이사진의 임기만료 시점이 약 2~3년간의 시차를 두고 발생하도록 설계해 놓고 있다. 이는 당연히 특정 행정부가 연준 인사를 좌지우지할 위험을 방지하고자 하는 포석이다. 예를 들면, 연준 이사로서의 엘런 의장 임기는 2024년에, 브레이너드와 파월 이사의 임기는 각각 2026년과 2028년에, 켈스 부의장 임기는 2032년에 끝나는 방식이다. 트럼프 행정부 들어 이 원칙이 깨질 가능성이 높아진 것이다.

현재의 Hawk-dove scale 만으로 연준의 매파 선회 여부를 단정할 수 없음

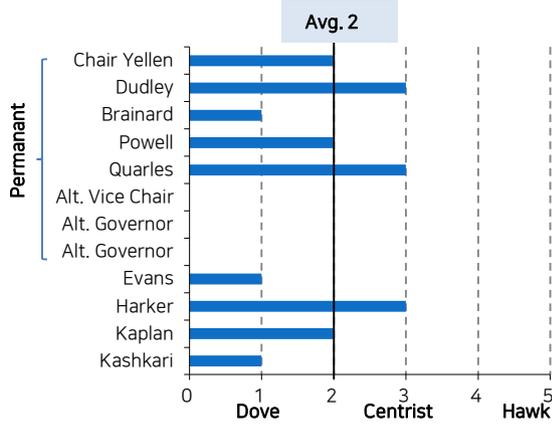
이러한 연준 이사진의 교체와 더들리 후임 인선 필요성은 통화정책의 관점에서든 매우 중요한 시사점을 지닌다. 일부에서는 내년도 FOMC에서 voting 권한을 갖는 지방 연은 총재들의 성향이 올해에 비해 현저히 매파적일 것이라는 점에서 2018년 금리인상 횟수가 올해와 유사하거나 빨라질 수 있을 가능성까지 제기하고 있다. Voting member들의 성향을 표시한 Hawk-dove scale의 평균값이 올해 2.0에서 내년에는 2.9~3.0, 다시 말하면 중도(centrist)의 방향으로 선회할 가능성이 높다는 것이다. 그러나 여기에는 다음 세 가지 변수를 고려해야 한다고 본다.

**그림8 연준 이사진 및 부의장 구성변화**



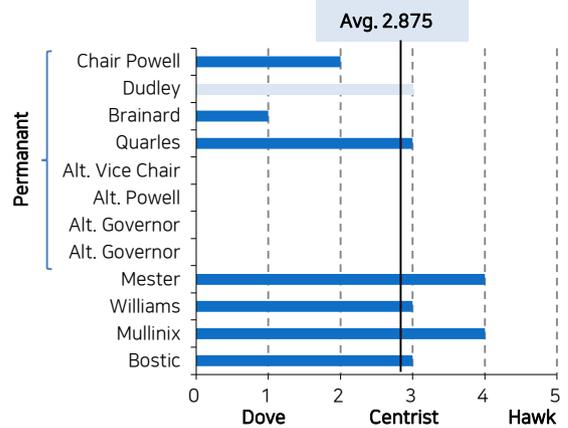
자료: Federal Reserve, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 Hawk-dove scale (2017)



자료: Thomson Reuters, 메리츠증권 리서치센터

그림10 Hawk-dove scale (2018)



자료: Thomson Reuters, 메리츠증권 리서치센터

Mullinix 성향을 아직 모름

- 첫째, 내년 처음으로 voting 권한을 부여 받는 리치몬드 연은 부총재 Mark Mullinix의 성향에 대한 불확실성이다. Mullinix는 매파였던 Jeffery Lacker 총재의 공석을 메운다는 점에서 매파적 성향을 지닐 것으로 추정되고 있지만, 실제 그의 성향을 파악할 만한 기준/증거가 부재했다는 점에서 성향을 “단정” 짓기 어렵다.

새로 들어오는 연준 이사들이 비둘기파 성향일 가능성

- 둘째, 현재 공석인 연준 이사들과 내년 중반 더들리 총재의 후임이 어떤 성향의 사람들로 채워질 지도 변수이다. 연준 의장과 마찬가지로 연준 이사직도 대통령 지명-상원 인준의 과정을 거쳐야 한다. 비록 공석인 자리를 메울 인선이 내년 중 일괄적으로 완료될 가능성은 낮지만, 트럼프 대통령이 John Taylor 교수나 Kevin Warsh 전 연준 이사 대신 Jerome Powell 이사를 의장에 지명한 것을 토대로 추론해 보자면, 대통령이 선호하는 비둘기파 성향의 인사들로 공석이 채워질 개연성이 상대적으로 높다는 판단이다.

힘을 내는 슈퍼 파월(Powell): Yellen 과 인식이 유사하다면?

- 셋째, 과거에 비해 영향력이 확대될 Powell 신임의장이 Yellen 의장과 인플레이션/통화정책 대응에 대한 인식을 같이 할 개연성이다. 이러한 관점에서 9월 26일 옐런 의장의 “Inflation, Uncertainty and Monetary Policy” 연설 내용을 재음미해 볼 필요가 있다. 현재의 저물가가 전통적인 계량모형으로 설명되지 않는 이른바 긍정적인 공급충격(Positive supply-type shock)에 의한 것이라면, 그렇지 않은 경우에 비해 더욱 완화적인 통화정책이 바람직하다는 주장을 받아들일 개연성이 있기 때문이다. 우리는 Fed가 저물가 장기화 원인을 진단하는 과정에서 상기한 옐런 의장 견해가 지지될 가능성을 높게 보며, 이에 따라 내년 금리인상 횟수가 올해보다 적은 2차례에 그칠 것으로 예상하고 있다.

이들 변수는 voting 권한이 있는 연준 위원들의 본래 성향과는 별개로, 여러 변수 (특히 인적 구성)에 의해 내년 통화정책 정상화 속도가 다소 느려질 가능성이 있음을 시사하는 것이라는 점에서 지속적으로 주시할 요인들이다.

**미국 경상수지 적자를 더욱 줄이기 위한 노력도 이어질 것  
무엇이 그간의 경상적자 축소에 기여했는가를 알아보는 것이 우선**

과거 10년간 경상적자 축소 동인 분해

지난 10년간의 미국 경상수지 적자 축소에도 불구하고, 이를 더욱 줄이기 위한 노력도 이어질 개연성이 높다. 결론 도출에 앞서, 과거 10년간 어떤 항목의 변화가 경상적자 축소의 동인이었는가를 살펴보는 것도 의미 있는 작업이 될 것이다.

상품수지보다는 서비스수지와  
본원소득수지 개선에서 비롯

우선, 미국의 연간 경상적자 규모는 2006년 8,060억 달러(GDP대비 5.7%)에서 2016년 4,517억 달러(GDP대비 2.4%)로 3,500억 달러 가량 줄어 들었다. 그 과정에서 국제수지를 구성하는 각 항목별 수지 변화를 살펴 보면, 상품수지의 개선(+848억 달러)보다는 서비스수지(+1,721억 달러)와 본원소득수지(+1,464억 달러)의 개선이 경상적자에 가장 크게 기여한 것으로 나타났다. 이를 다시 세분화해보면, 다음과 같은 결과를 얻을 수 있다.

1. 셰일혁명에 따른 원유수입  
감소

- 첫째, 상품수지의 개선은 미국의 셰일혁명에 기반한 원유 자급률 확대와 수입 감소에 주로 기인한다. 원유를 포함하는 산업용 원자재/중간재 수지가 지난 10년간 2,791억 달러 개선된 것은 원자재 수출 확대보다는 수입 감소의 영향이 더욱 두드러지게 반영된 결과였다.

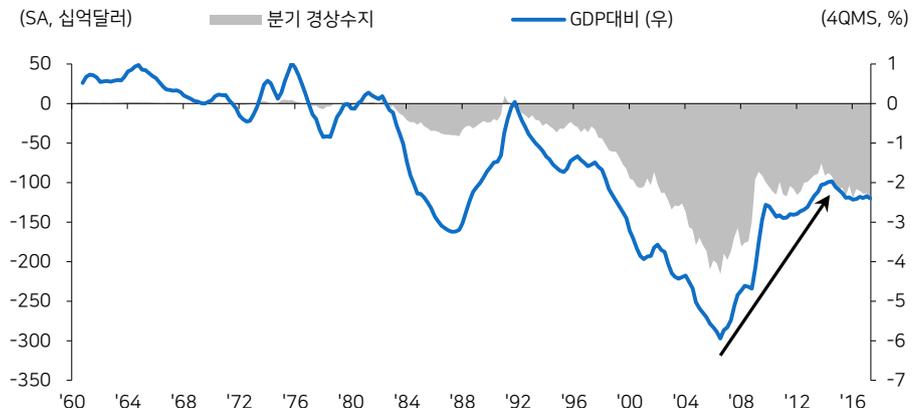
2. 유학/여행수요 + 금융서비스 +  
IT boom의 영향

- 둘째, 서비스 수지 개선에 가장 크게 기여한 부문은 여행(+614억 달러), 금융(+396억), 지적재산권(+216억)이었다. 여행수지는 해외유학과 외국인 관광목적 방문, 금융서비스수지는 자산관리 서비스나 전자신용공여 확대에 따른 개선이 주로 나타났다. 지적재산권은 영화와 같은 문화컨텐츠보다는 IT기술 발전에 따른 산업공정 개선과 소프트웨어 관련 수지개선이 두드러졌다.

3. 해외투자 수익이 경상수지  
개선에 기여

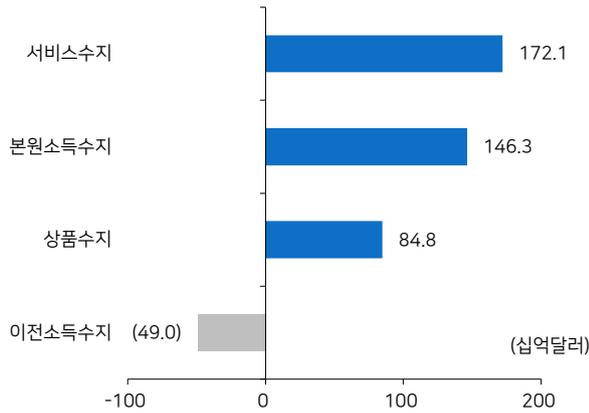
- 셋째, 소득수지의 개선은 노동소득 수취(-22억)보다는 해외직접/증권투자로부터 파생된 투자수익의 증가(+1,549억 달러)에 의해 주로 설명된다. 미국이 그간 중국/인도 등 아시아 고성장 국가에 대한 지분투자를 늘려 온 점, 글로벌 주식에 대한 투자 수익을 거둔 점 등이 고루 반영되었다.

그림11 미국 장기 경상수지 추이



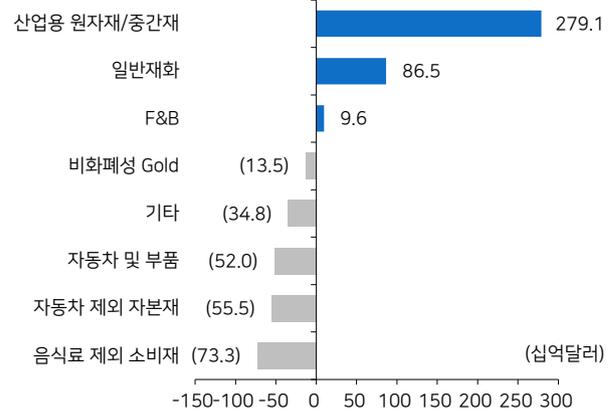
자료: US Bureau of Economic Analysis(경제분석국), 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 2006~2016년 경상수지 변화 (1)



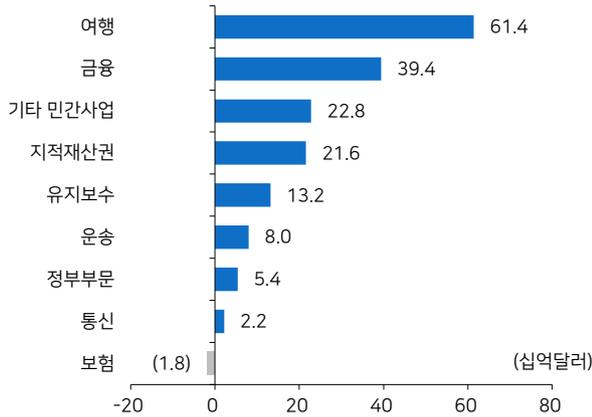
자료: US BEA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 2006~2016년 경상수지 변화 (2): 품목별 상품수지



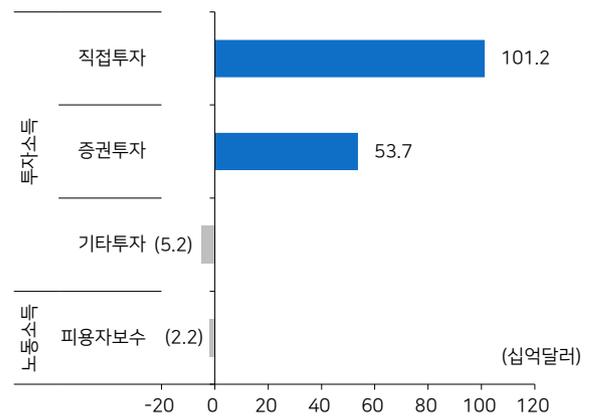
자료: US BEA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 2006~2016년 경상수지 변화 (3): 품목별 서비스수지



자료: US BEA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 2006~2016년 경상수지 변화 (4): 품목별 본원소득수지



자료: US BEA, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 2006~16년 동안 여행, 금융, 지식재산권 수지 변화

| (백만달러)                                        | 수출액 증감         | 수입액 증감        | 수지 변화분        |
|-----------------------------------------------|----------------|---------------|---------------|
| <b>Travel incl Education</b>                  | <b>100,800</b> | <b>39,412</b> | <b>61,388</b> |
| Business                                      | 1,627          | (7,168)       | 8,795         |
| Personal                                      | 99,173         | 46,581        | 52,592        |
| Education Related                             | 24,778         | 3,117         | 21,661        |
| Other Personal Travel                         | 72,865         | 41,990        | 30,875        |
| <b>Financial</b>                              | <b>50,298</b>  | <b>10,896</b> | <b>39,402</b> |
| Sec Brokerage, Underwriting & Related         | (3,957)        | 1,464         | (5,421)       |
| Financial Mgmt/Advisory & Custody             | 28,965         | 4,954         | 24,011        |
| Credit Card & Other Credit-related            | 15,761         | 6,367         | 9,394         |
| Securities Lending, Electronic Funds Transfer | 9,530          | (1,888)       | 11,418        |
| <b>Intellectual Property Charges</b>          | <b>40,904</b>  | <b>19,354</b> | <b>21,550</b> |
| Industrial Processes                          | 15,097         | 6,665         | 8,432         |
| Computer Software                             | 13,966         | 4,450         | 9,516         |
| Trademarks and Franchise                      | 6,216          | 1,517         | 4,719         |
| Audio Visual & Related Products (AVR)         | 5,649          | 6,738         | (1,089)       |

자료: US BEA, 메리츠증권증권 리서치센터

**경상적자 추가 축소 가능할까? 미국 고유의 요인과 외부 요인**

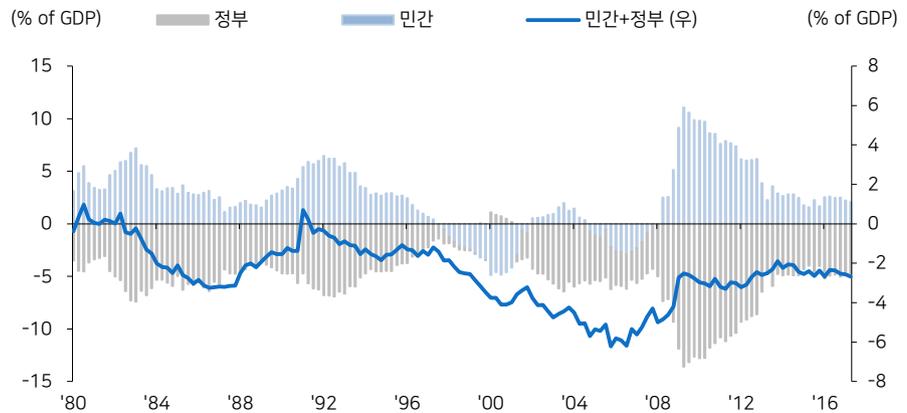
미국 고유 요인에 따른 경상적자 추가 축소 여지는 크지 않아...

다음으로, 향후 미국 고유의 요인으로 경상적자가 줄어들 개연성이 있는 지를 살펴보기로 한다. 아래는 국민계정 항등식을 정리한 것이다. 총산출은 주요 경제주체의 소비와 저축, 세금으로 나뉘며, 또 한편으로는 우리가 GDP를 주로 볼 때 사용하는 방식인 소비, 정부지출, 투자, 그리고 순수출(경상수지)로도 나뉘 볼 수 있다. 이 두 공식을 정리하면 경상수지 = (저축-투자) + (세입-세출=재정수지)로 요약할 수 있다.

$$Y = C + S + T, Y = C + I + G + (X - M) \rightarrow (X - M) = (S - I) + (T - G)$$

저축(투자자금의 원천)-투자(투자자금의 운용)는 민간부문의 자금잉여/부족 상태를, 재정수지는 정부부문의 자금잉여/부족 상태를 각각 나타내는 것이다. 결국 이들의 합이 구조적인 경상수지의 흑자/적자 여부를 결정하게 되는 것이다. 그림 16은 미국 민간/정부부문의 자금잉여/부족 상태, 즉 net lending/borrowing position을 나타낸 것이다. 민간부문은 저축률의 하락과 기업투자 확대로 자금잉여분이 금융위기 이후 줄어들었고, 정부부문은 GDP대비 5% 내외의 자금부족(적자) 상태에 있다. 향후 재정자극이 점차 약화되는 반면, 민간부문의 투자가 비주거용/주거용에 걸쳐 늘어날 개연성은 적어도 미국 고유의 요인에 의해서는 경상적자 축소 여지가 크지 않을 수 있음을 시사해 준다.

**그림16 민간과 정부부문의 자금잉여/부족(net lending/borrowing) 포지션**



자료: 메리츠증권리서치센터

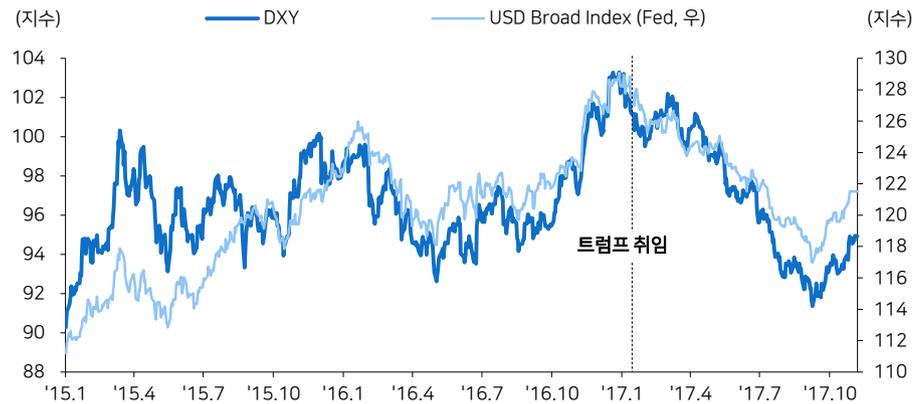
밖에서 적자축소 해법을 모색할 것... 통상압력 지속 예상

그렇다면 방법은 미국 밖에서 찾는 것이다. 마침 트럼프가 자국 제조업의 부활을 이유로 무역수지(국제수지 기준으로는 상품수지)의 개선에 힘을 쏟고 있다는 점과도 부합한다. 내수의 점진적 회복으로 수입수요가 확대될 가능성이 높다면, 미국 제품의 수출 확대를 통해 상품수지와 경상수지 적자 축소를 도모해야만 하는 것이다. 이러한 관점에서 미국이 주요국과의 무역협정 재조정(NAFTA, TPP, 한/미 FTA 등)을 통한 통상압력을 고조시키는 것은 어찌 보면 자연스러운 현상으로 이해할 수 있다.

달러 약세 장기화 개연성

보다 충격을 줄이면서 미국 제품의 수출 확대를 견인하는 방법은 환율 정책이다. 미국 달러 약세와 미국 이외 지역의 통화강세를 유도하는 것으로 1) 자국 상품의 가격 경쟁력을 제고시키는 한편, 2) 상대국의 구매력을 향상시키면서 미국산 제품의 수요를 늘리도록 하는 방안이다. 비록 최근 발간된 환율보고서에서 대미 무역 흑자국에 대한 압박수위가 다소 완화되었지만, 미국 내 외환정책 기조의 변화와 개방압력 강화를 통한 자국산 제품의 수출 확대 유도는 상당 기간 지속될 개연성이 높아 보인다. 달러화 약세가 장기화될 개연성이 높다는 것이다.

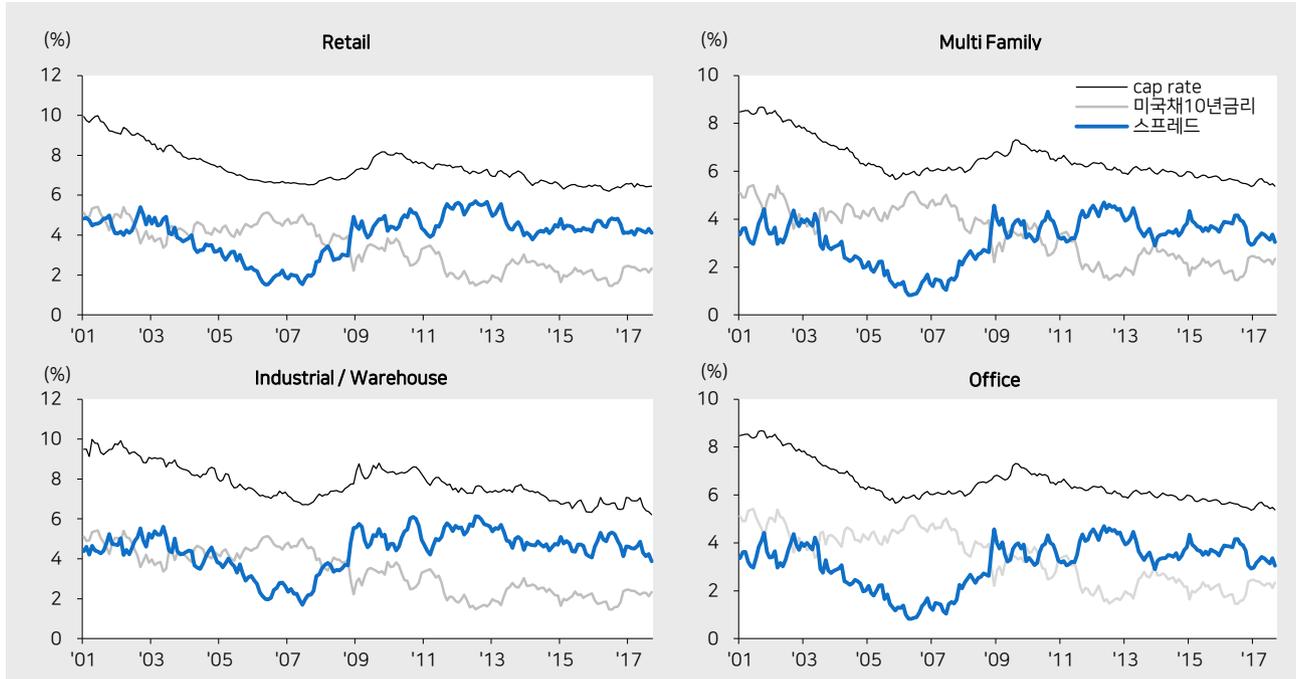
그림17 달러화 지수 추이



자료: ICE, Federal Reserve, 메리츠증권증권 리서치센터

**오늘의 차트** 예수빈 연구원

**미국 상업용 부동산 버블 붕괴, 아직은 기우**



자료: RCA(Real Capital Analytics), Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**연준은 상업용 부동산의 버블과 붕괴를 우려**

연준은 2015년부터 상업용 부동산의 가격 과열과 붕괴에 대해 우려하고 있다. 연준이 우려하는 바는 상업용 부동산 투자가 많은 대출을 기반으로 하고 있다는 점이다. 미국 상업은행의 상업용 부동산 대출 규모는 지난 4월 이후 2조달러를 넘어섰으며, 이전 버블 당시 고점에 비해 19% 확대된 수준이다. 상업용 부동산 대출은 전체 대출 중 16%를 차지한다.

**상업용 부동산 투자는 대출을 기반으로 하고 있기에 담보물 가치 하락은 은행 도산으로 이어질 수 있어**

상업용 부동산 시장의 버블 붕괴가 현실화 된다면 이는 은행들의 도산 및 경기침체를 유발하는 요인으로 작용할 수 있다. 특히 부동산 대출 노출 정도가 큰 중소형 은행은 더욱 취약할 수 있다.

**cap rate 과 국채수익률간 스프레드는 부동산 시장의 상대적 가치 척도로 이용**

상업용 부동산의 투자 수익률은 cap rate라는 지표를 이용한다. 부동산에 투자한 비용과 실제 부동산으로부터 벌어들이는 수익을 비교하여 부동산 투자 수익률을 산출하는 방식이다. 다시 말해 임대 수익(NOI)를 자산 가치(property value)로 나눈 값을 의미한다. 이를 10년만기 국채수익률과 비교한 스프레드는 부동산 자산에 내재된 리스크 프리미엄을 뜻하는데, 이는 부동산 시장의 상대적 가치에 대한 척도로 이용된다. 스프레드가 낮을수록 자산가치가 고평가 되어있음을 의미한다. 2001년 이후 Cap rate과 10년만기 국채수익률 간의 스프레드는 현재 상업용 부동산 가격이 역사적 평균 수준에 비해 과대평가되어 있지 않다는 것을 보여준다. 하지만 스프레드가 점차 축소되고 있다는 점에서 자산가치가 고평가 될 수 있는 가능성도 배제할 수 없다.

**역사적 평균과 비교, 고평가 영역에 속하지 않아**

**칼럼의 재해석** 윤보미 연구원

**또 하나의 가족 (Forbes)**

최근 TV를 틀면 '개밥주는 남자', '세상에 나쁜 개는 없다' 등 반려동물과 관련된 TV프로그램 편성이 증가한 점을 느낄 수 있다. 동물 조련사가 애완견 훈련법을 알려주거나 애완동물의 심리를 파악하여 문제점을 해결해 주기도 한다. 반려동물에 대한 관심이 높아지면서 관련 시장 또한 높은 성장률을 보이고 있다. 성장 요인으로는 1) 애완동물을 가족 구성원의 일부로 생각해 '또 하나의 가족'인 반려동물로 인식이 변화하고 있고, 2) 비혼족, 고령화, 1인가구 증가 등 사회적 현상에 따른 구조적인 요인이 있다.

반려동물 관련 산업은 선진국과 신흥국에 관계 없이 각광받고 있다. 전세계 1위 시장인 미국에서는 IT기술 기반의 스타트업이 중심이 되어 산업을 다양한 방향으로 발전시키고 있다. 일본 반려동물 용품은 프리미엄화 전략으로, 서비스산업은 전문화 전략을 펼치고 있다. 비교적 미성숙한 시장인 중국은 온라인 채널이 활발하며 프리미엄화에 대한 수요가 국내 기업에게 기회로 다가올 수 있다. 국내 반려동물 관련 산업은 온라인에서의 성장이 두드러진다.

선진국형 산업인 반려동물 관련 산업은 향후 생활용품 및 소비재 업체들의 신성장동력이 될 가능성이 높다고 판단한다. 국내 소비재 업체들은 이미 확보한 유통채널을 통해 관련 산업에 활발히 진출하고 있다. 성장이 둔화되고 있는 내수 시장의 현 시점에서 의미있는 성장을 가져다 줄 새로운 카테고리 진화할 전망이다.

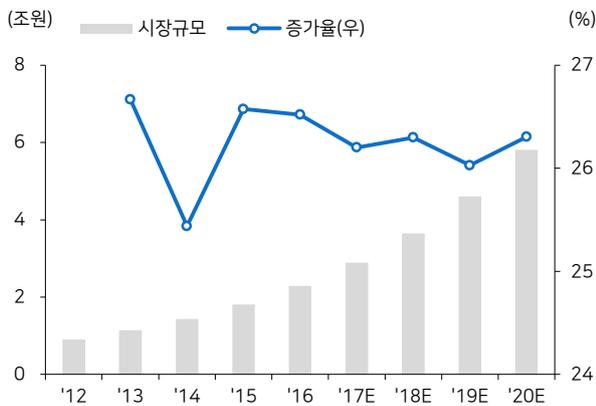
**애완동물에서 반려동물로**

**펫코노미 시장의 성장**

비혼족, 고령화, 1인가구 증가 등 사회적 현상에 따라 애완동물이 '또 하나의 가족'이라는 반려동물로 인식이 변화하고 있다. '펫팸족 (Pet+Family)', '펫코노미 (Pet+Economy)'와 같은 신조어들이 등장했고, 반려동물 관련 시장의 수요 역시 증가 추세다. 국내 반려동물 관련 시장규모는 2015년 1.8조원에서 2020년 5.8조원까지 증가해 연평균 26.2%씩 성장할 전망이다.

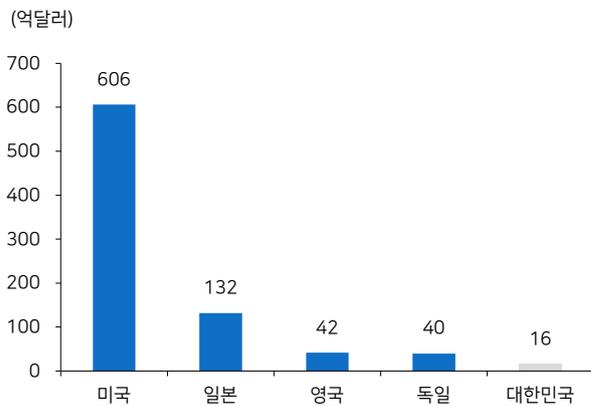
반려동물 산업은 향후 생활용품 및 소비재 업체들의 신성장동력이 될 가능성이 높다고 판단한다. 소비력이 높은 미국과 일본에서만 아니라 중국과 같은 신흥국에서도 주목 받고 있기 때문이다. 반려동물 시장에서 가장 큰 비중을 차지하는 식품, 의료, 반려용품 외에도 펫유치원, 펫보험 등 서비스도 다양하게 발전하고 있다.

**그림1 국내 반려동물 관련 시장규모 및 증가율**



자료: 농림축산식품부, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림2 국가별 반려동물 관련시장 규모**



자료: 농협경제연구소, 메리츠증권증권 리서치센터

### 선진국 반려동물 관련 시장 현황

미국: 전세계 1위 시장  
IT 기술 기반의 스타트업 각광

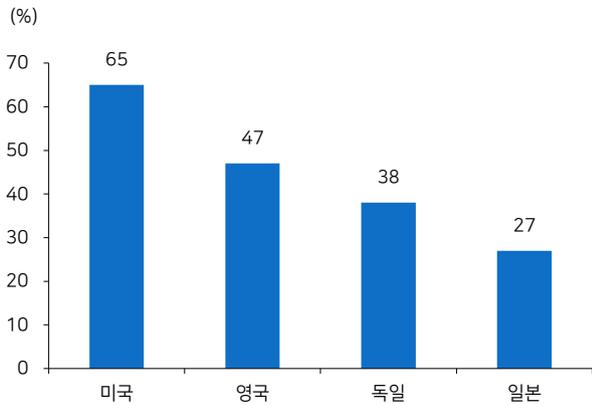
미국은 전세계 1위의 반려동물 관련 시장으로 2016년 기준 전체 가정의 68%가 반려동물을 보유하고 있다. 미국 애완동물용품협회에 따르면 반려동물 관련 지출 규모는 2006년 385억달러에서 2016년 628억달러로 꾸준히 증가하고 있다.

미국 반려동물용품 시장규모는 다양한 유통채널을 기반으로 최근 10년간 73% 성장했다. 시장이 성숙한 만큼 단순 패션용품보다는 인터넷과 기술을 내세운 스타트업 성장이 주를 이룬다. 반려동물 스타트업 퍼보(Furbo)는 사물인터넷 기반의 보안카메라를 출시하여 펫IT 클라우드펀딩에 가장 성공한 기업으로 각광받고 있다.

일본: 프리미엄화, 전문화 추세

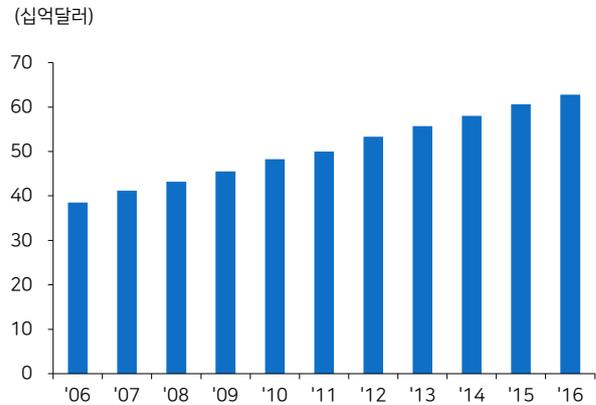
일본의 2015년 반려동물 관련시장은 1.5조엔(15조8천억원)을 기록했다. 일본 생활용품기업 유니참은 프리미엄화 전략으로 반려동물용품 관련 매출이 연평균 8%씩 증가하고 있다. 또한 일본은 2013년 반려동물을 죽을 때까지 책임지도록 의무화하면서 펫신탁, 보험, 장례서비스 등 다양한 펫 전문서비스가 출현하였다.

그림3 선진국 반려동물 보유가구 비중 (2015년 기준)



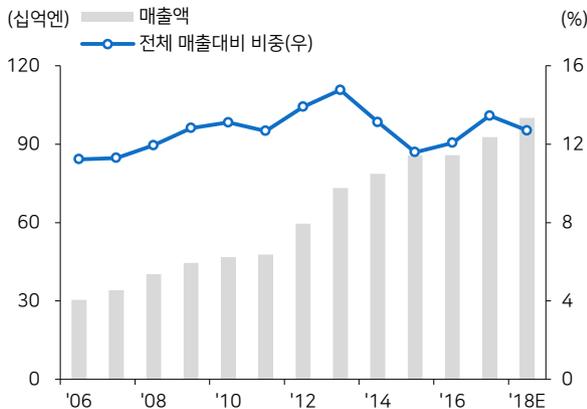
자료: 농협경제연구소, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 반려동물 관련 지출 규모



자료: APPA(미국 애완동물용품협회), 메리츠증권 리서치센터

그림5 Unicharm 반려동물용품 매출액 추이



자료: Unicharm, 메리츠증권 리서치센터

그림6 유니참(Unicharm, 8113 JP) 반려동물용품 현황



자료: Unicharm, 메리츠증권 리서치센터

### 국내 기업의 진출 가능성이 큰 중국

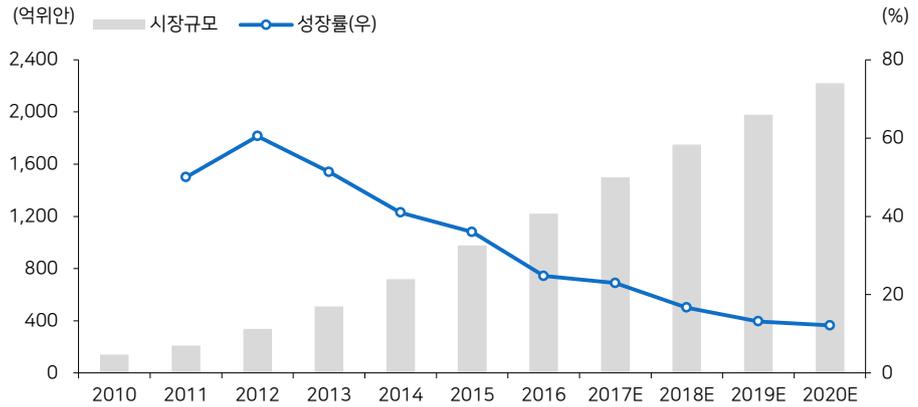
#### 중국 애완동물 시장 규모

중국 반려동물 관련 시장은 선진국에 비해 비교적 미성숙한 시장으로 향후 가처분 소득 증가에 따른 시장성장을 예상한다. 2010년 140억위안에서 2020년 2,220억 위안까지 증가해 연평균 32% 성장률을 기록할 전망이다.

#### 온라인과 프리미엄에 대한 수요 활용 기회

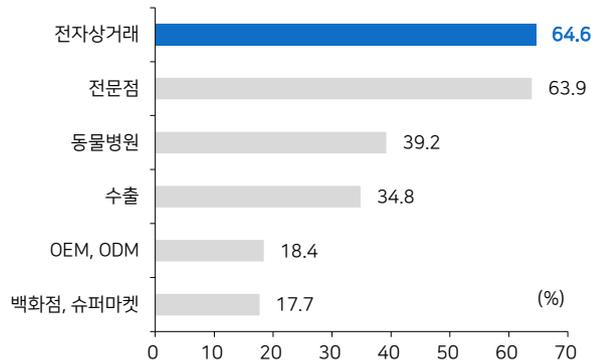
온라인 채널의 활성화와 프리미엄을 선호하는 중국 소비자들의 니즈를 활용해 국내 애완동물 기업들의 중국 진출을 고려할 수 있다. 중국 반려동물용품의 주요 유통채널은 온라인이 64.6%로 가장 많은 비중을 차지한다. 주요 소비자들은 평소 위챗, 웨이보를 통해 반려동물과 관련된 정보를 얻는다. 소비자들은 품질과 브랜드 신뢰성을 중요시 여기는 반면 현지 기업의 제품 품질은 이를 만족시켜주지 못한다. 국내 기업이 온라인과 프리미엄 전략을 활용해 진출할 수 있는 기회다.

그림7 중국 반려동물 시장 규모 및 성장률 추이



자료: 2016年度中国宠物行业白皮书, 메리츠증권증권 리서치센터

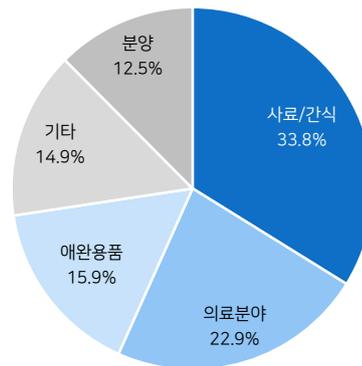
그림8 중국 반려동물용품 주요 유통채널 이용 비중



주: 복수응답 포함

자료: 중국 애완동물산업소비자행위조사보고, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 중국 반려동물 산업 품목별 비중



자료: 中国产业信息, 메리츠증권증권 리서치센터

**작지만 강력한 신성장 산업**

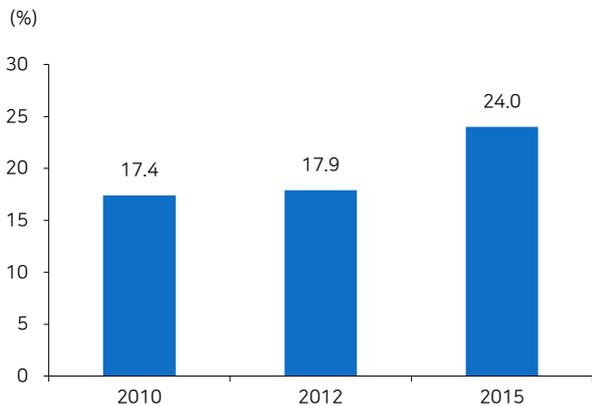
**국내 소비재 업체들 본격 진출**

반려동물 관련 산업은 향후 생활용품 및 소비재 업체들의 신성장동력이 될 가능성이 높다고 판단한다. 반려동물 보유가구 비중은 2015년 기준 미국이 65%, 한국이 24%를 기록했다. 반려동물 산업이 선진국형 산업임을 고려하면 향후 성장 여력은 충분하다. 국내 소비재 업체들 역시 반려동물용품, 사료, 각종 서비스 브랜드를 런칭하기 시작했다.

**온라인 중심의 시장 성장**

국내 반려동물 관련 산업은 온라인에서의 성장이 두드러진다. 온라인쇼핑몰 애완동물용품 거래액은 올해 들어 40% 이상씩 급격하게 증가했다. 이커머스 내에서는 26.6% 성장하며 화장품과 음식료 다음으로 3위를 기록했다. 신성장동력이 필요한 소비재 내수 시장의 현 시점에서 의미 있는 성장을 가져다 줄 새로운 카테고리로서 진화할 전망이다.

**그림10 국내 반려동물 보유가구 비중**



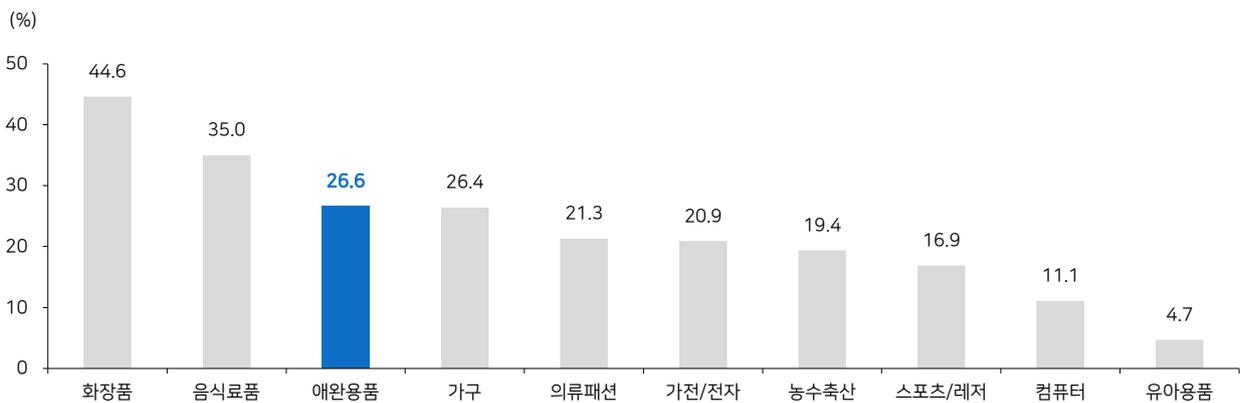
자료: 산업연구원, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림11 온라인 애완동물용품 소비지출**



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림12 카테고리별 이커머스 성장률**



자료: Nielsen, 메리츠증권증권 리서치센터

원문: How Generational Change Boosts The Roaring Pet Care Market, 2017年中国宠物行业潜在发展空间分析