

Strategy Idea



▲ **채권전략**
Analyst **윤여삼**
02. 6098-6685
yeosam.yoon@meritz.co.kr

크리스마스에 눈이 올까요?

- ✓ 양호한 경기개선에도 불구하고 민간경제가 자생적으로 잘 돌아갈지 의심은 여전
- ✓ 기술진보가 가져온 지나친 효율성은 가계 소득여건을 열악하게 만들어 구조적 저물가 유발
- ✓ 글로벌 금융위기 이후 100개월 째 경기 확장세를 이어온 미국 경기는 재고사이클을 극복하고 스스로 돌아갈 수 있을지를 실질금리 플러스(+) 구간에서 입증해야

매년 퇴색해가는 연말 분위기
주머니 사정을 걱정하는 사람들

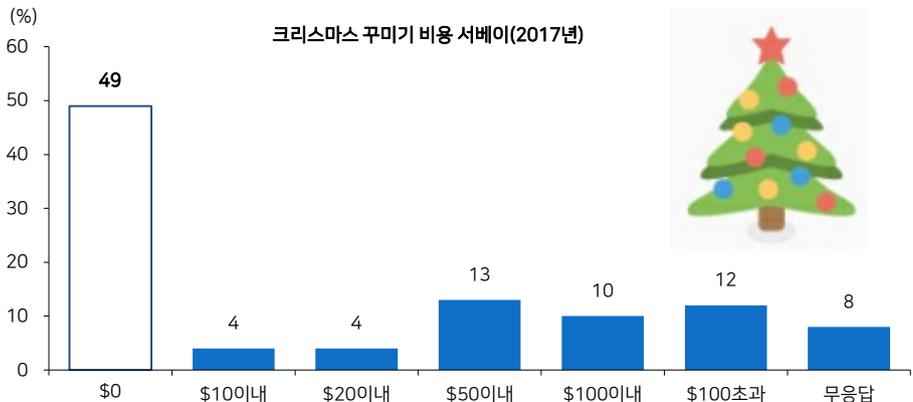
캐롤이 흐르지 않는 크리스마스가 마냥 즐겁지만은 않다

연말이다. 날씨가 추워진 만큼 사람들은 서로의 온기를 느끼기 위해 많은 모임과 가족과 함께 보내는 시간으로 분주하다. 그럼에도 연말이 연말같이 느껴지지 않는다는 소리가 많다. 크리스마스를 앞둔 거리에 언젠가부터 캐롤이 흐르지 않는다.

Statista의 설문에 따르면 올해 미국 가정에서 크리스마스를 꾸며줄 장식에 쓸 비용을 하나도 쓰지 않겠다고 밝힌 사람이 절반에 육박한다<그림 1>. 이전에 비해서 크리스마스를 위해 지출하는 비용이 꾸준히 줄어들고 있다고 한다. 분명히 올해 특히 미국은 경기개선이 이어지고 있는데도 말이다.

그만큼 사람들의 마음에 여유가 없어진 것으로 볼 수 있다. 전세계적으로 가계의 소비성향이 줄어드는 현상이 일반화되고 있는 점은 팩트(fact)이다.

그림1 2017년 미국 가계의 절반은 크리스마스 장식에 돈을 전혀 쓰지 않겠다고 조사



주: 설문기준 1,025 명 조사

자료: Statista Survey Halloween & Holidays, 메리츠증권리서치센터

경기는 개선되는데 우리는 왜 행복하지 않은가?

2017년 분명 경기는 개선
그렇지만 행복한지는 의문

연말이라는 특성으로 크리스마스 이야기로 접근했지만 사람들이 과거에 비해 소비를 적극적으로 하지 않는다. 이번 kitchen사이클에서 기업들이 무리해서 가동률을 높이고 재고를 가져가지 않는 것처럼 가계는 소비에 신중한 모습이다.

엘런을 비롯한 많은 이코노미스트들이 주장했듯 글로벌 과잉저축(glut saving)문제는 일부 완화되는 듯 보이지만 고령화와 노동환경의 변화, 소득여건 위축 등으로 인해 해소되지 않고 있다. 미국을 비롯한 선진국의 주식, 부동산 등 가계의 자산가격 상승만 놓고 보면 부(wealth)의 효과가 나와야 할 상황인데도 말이다.

전체 가계의 순자산 기준으로는 미국만 하더라도 금융위기 이후 위축된 부분을 회복했다. 그럼에도 피케티 인덱스 기준 전세계에서 양극화가 가장 심하다는 현실은 일부 부자들의 소비여건만 개선된 현실을 말해준다. 부자일수록 소비성향이 낮은 것은 잘 알려진 사실이다. 재벌이라고 하루에 열 끼니를 먹지는 않는다.

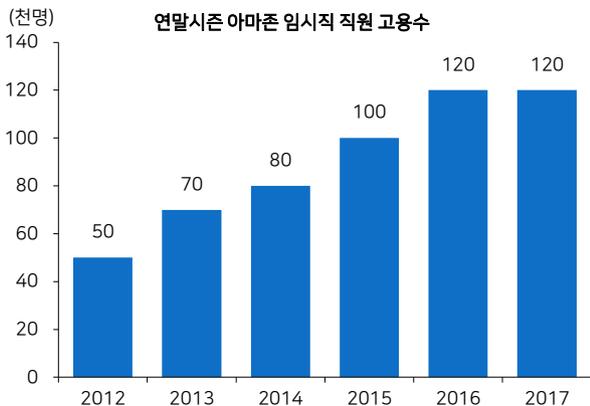
수요견인 인플레이의 부재
가계 원천소득인 임금상승 제한

중요한 것은 현재 저물가의 핵심요인이 공급과잉보다는 수요부족이라는 주장에 대해 고민할 필요가 있다. 근원물가가 낮은 것은 별어서 쓰던지 빌려서 쓰던지 소비가 주도하는(demand pull) 물가압력이 낮기 때문인데 익히 알려졌듯이 임금이 오르지 않고 있다. 임금이 오르지 않으면 소비자물가도 오르지 않을 것이다.

가계의 원천소득인 임금이 낮게 유지되는 이유로 기술혁신에 따른 지나친 효율성을 이야기한다. 올해 글로벌 증시에서 가장 핫(hot)했던 FANG이라는 플랫폼 업체들은 저물가와 낮은 임금의 중요한 업체로 지목 받고 있다. 실제 아마존이라는 공룡의 탄생은 이전까지 연평균 3천개에서 올해 미국의 오프라인 마트와 물이 10월까지 1만개 이상 파산하는 결과를 낳았다.

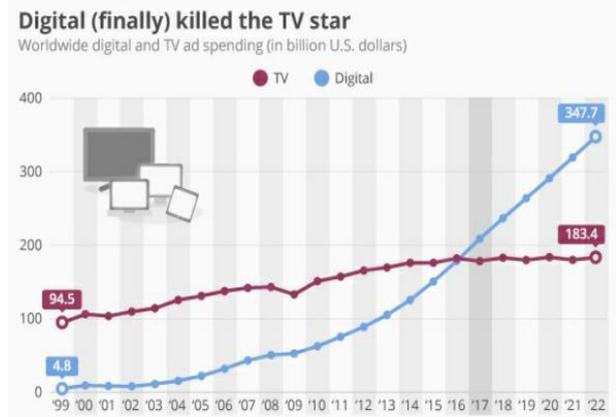
아마존이 가장 바쁜 연말시즌 블랙프라이데이와 크리스마스 매출을 위한 임시직 고용의 경우 역시 매년 늘려오던 숫자가 올해 12만명으로 전년과 같은 수치를 기록할 예정이다<그림 2>.

그림2 아마존 연말 성수기 임시직 고용도 지난해와 같은 수준



자료: Amazon, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 Digital Killed TV Star, 넷플렉스가 미치는 영향력



자료: Magna Global, 메리츠증권증권 리서치센터

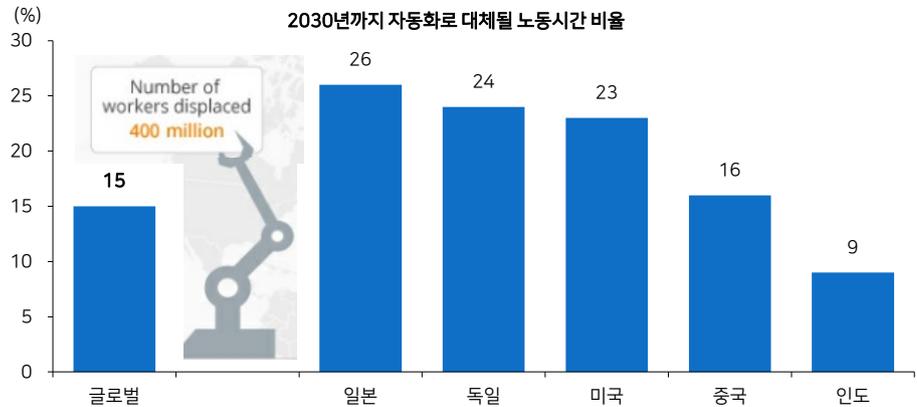
**FANG 으로 대변되는 기술혁신
심화될수록 고용여건은 위축**

아마존은 로봇과 자동화 시스템으로 고용을 최소화하고 있으며, 아마존고와 같은 일부 오프라인 대형마트까지 진출했지만 고용은 불과 5명 내외로 가져가고 있다. 이렇게 높은 혁신을 통해 아마존은 공산품을 매우 저렴하게 공급하여 소비자에게는 착한 기업인 반면 일자리를 구하는 노동자에게는 최악의 회사인 것이다.

같은 FANG 업체 중 넷플렉스의 경우 역시 마찬가지로 기존의 TV가 가져온 미디어, 오락시장을 빠르게 잠식하고 있다<그림 3>. 과거 'Video killed Radio star'라는 노래가 이제 'Digital killed TV star'로 바뀔 처지이다. 넷플렉스의 플랫폼 역시 기존의 방송이 가져온 것보다 높은 효율성을 자랑하고 있다.

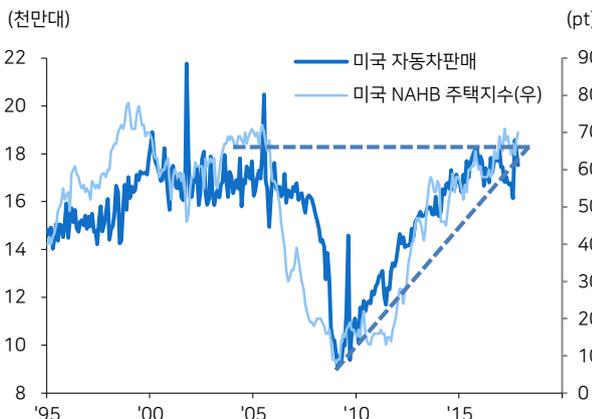
맥킨지는 이러한 기술혁신으로 인해 2016년대비 2030년까지 자동화가 일자리를 전세계적으로 15% 이상 대체할 것으로 분석했다. 중간값 기준 4억명이 일자리를 잃을 것으로 추정했는데 최악의 경우에는 8억명까지도 가능하다고<그림 4>. 가계가 소비를 하기 위해서는 돈을 벌어야 하는데 그 시작부터가 어려워진 것이다.

그림4 다시 러다이트 운동? 기술진보로 인해 2030년까지 4억개의 일자리 감소



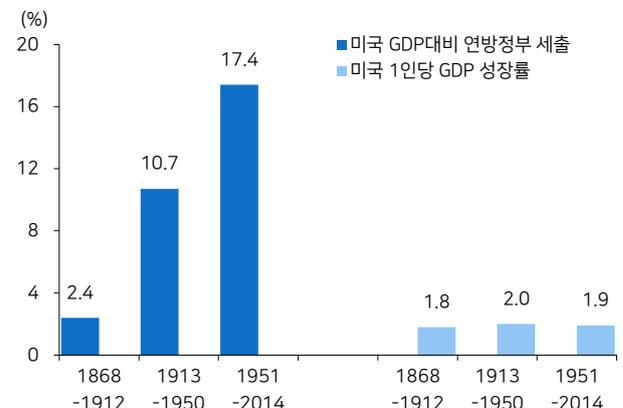
주: 노동시간 자동화 대체비율은 2016년과 비교
 자료: Mckinsey Global Institute, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 자동차와 부동산, 이번 확장국면에서 좋을 만큼 좋은 상황



자료: US Autodata Corporation, NAHB, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 미국에서 맞지 않는 레퍼 곡선, 트럼프 감세안 효과 미미



자료: Slemrod, Bakija, Gale, 메리츠증권증권 리서치센터

기술진보로 미래에 대한 예측력이 높아지면 높아질수록 경제주체들의 소비와 투자의 보수성은 더욱 심화되는 것으로 판단된다. 2016년 이후 심리지표들이 크게 개선되었고 올해 실제 교역량 증대를 통해 실물경기 개선 기대가 높아졌지만 여전히 임금은 오르지 않고 있다. 미국뿐만 아니라 최근 국내 청년들까지 취업을 받아주고 있는 일본의 경우 역시 임금이 정체되는 수수께끼를 겪고 있다.

글로벌경기 late-cycle 인식
내년 상반기 이후 잘 살피야

글로벌 금융위기 이후 가장 앞서간 경제로, 미국은 무려 100개월이 넘는 확장국면에서 가계가 구매하는데 가장 돈이 많이 드는 자동차와 집을 충분히 살만큼 있다는 의견이 제기된다<그림 5>. 자산가격을 끌어올리는데 견인차 역할을 한 통화정책은 연준 자산 축소와 금리인상으로 유동성을 회수하고 있다.

감세를 핵심으로 정책적 안전판을 더 마련하겠다고 주장한 트럼프의 재정정책은 상원을 통과했지만 시장의 기대를 끌어올리지 못하고 있다. 지금 글로벌 경제에 부족한 총수요관점의 정책이 아닌 공급측면에서의 접근은 긍정적이지 않다. 스티 글리츠는 트럼프의 재정정책 관련해 '레퍼곡선은 현실에서 적용되지 않았다'고 밝혀 효과에 의구심을 제기하였다<그림 6>.

Secular Stagnation 은 유효한가? 실질성장률과 금리의 상관성이 열쇠

구조론에 함몰되었다는 비판
충분히 고민하지만 그래도 고민

채권쟁이 관점에서 현재 글로벌 경기개선이 진짜(?)라는 것을 일부 인정하면서도 여전히 남아있는 구조적인 문제들이 해결되었느냐는 관점에서는 할 말이 많다.

올해 10월에 '구조적 장기침체론'을 제기한 래리 서머스는 이전 IMF 수석 이코노미스트인 블랑샤르와 'Rethinking Stabilization Policy. Back to the Future'라는 자료를 내놓았다. 이번 재고사이클은 단순히 가격(P)이 아니라 물량(Q)까지 수반하면서 경기가 좋았지만 우리는 여전히 방심해서는 안 된다고 한다.

2008년 금융위기 이전까지 민간경제가 자생적으로 돌아가던 시기에는 미국의 실질 성장률과 실질금리가 정(+)의 상관관계를 가지고 움직였다<그림 7>. 교과서에서 배웠듯이 경기가 좋으면 금리도 오르고 경기가 나쁘면 금리가 떨어진 것이다.

그림7 미국 실질 성장률과 실질금리의 관계가 정(+)의 상관관계를 회복할 지 주목



자료: US BEA, FRB, 메리츠증권 리서치센터

민간경제가 자생력 회복 증거로
실질성장률과 실질금리 상관성 주목

그렇지만 글로벌 금융위기 이후 정책의 시대에서는 실질성장률과 실질금리가 부(-)의 상관관계를 가지고 움직이고 있다. 정책의 힘으로 실질금리를 마이너스(-)까지 낮춰야 실물경제가 지탱이 되었는데 이후 정책을 환원하여 실질금리가 올라오면 실물경제에 부담이 되면서 다시 둔화되었다는 것이다.

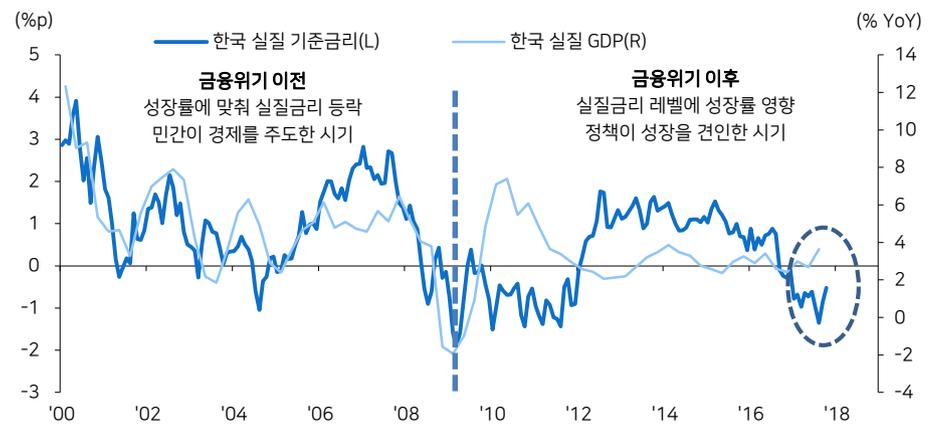
이는 미국뿐만 아니라 국내에도 그대로 적용이 된다<그림 8>. 국내 역시 금융위기 전과 이후에 실질성장률과 실질금리의 상관관계가 뒤바뀐 것이다. 현재 미국을 비롯한 주요 선진국, 특히 한국까지 가세해 낮은 실질금리를 정상화하는 과정에 나서고 있는데 래리 서머스는 현재 정책당국이 오판하고 있다고 강조한다.

실질금리가 올라오면 경기는 탄력을 잃고 또 다시 무기력증에 빠질 것이고 주장한다. 내년 상반기까지 주요국의 통화정책 정상화 과정이 좀 더 진행되고, 미국 역시 연준이 연방금리를 2% 이상으로 끌어올릴 때까지는 현재의 양호한 분위기가 쉽게 깨지지 않을 것으로 보지만 그 이후에는 살필 것이 많아질 것이다.

너무 구조론적인 부분에 함몰되어 있는 것이 아닌지 점검하면서 시장에 대응을 해야 한다고 스스로 반문하고 있다. 그럼에도 올해 유가가 WTI 기준 60달러 수준까지 올라왔는데 미국채30년 금리는 연초대비 50bp 가량 하락한 2.7%에 머물고 있는 현상을 어떻게 해석할지 고민하고 작성한 자료이다.

매년 크리스마스는 돌아오고 아이들이 설레는 마음은 한결같겠지만 주머니 사정이 점점 야박해지는 현실은 돌아볼 필요가 있겠다. 올해 크리스마스에는 눈이라도 내려서 '공짜'로 연말 분위기를 연출해줄지 기대라도 해봐야겠다.

그림8 한국도 마찬가지로, 성장률과 금리의 상관관계가 회복되는 것이 자생적 성장의 증거



자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

본 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 12월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주권사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 12월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 12월 12일 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: 윤여삼)

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 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.