



알기쉬운 경제분석 **김지현**입니다.

(02)3770-3572

jihyun.kim@tongyang.co.kr

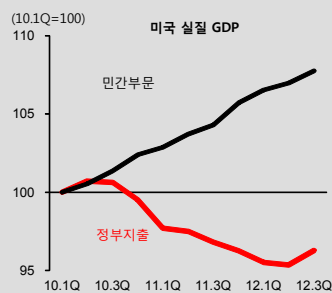
**동양증권**

## 내년이 더 기대된다

**Economist**  
**김지현**

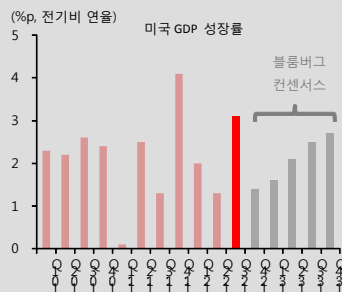
jihyun.kim@tongyang.co.kr

미국 10.3Q 이후 재정긴축 이미 진행 중



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

1Q 성장을 둔화, 그러나 이후 성장 가속화



자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터



### Why This Report

내년부터 미국도 본격적인 재정긴축을 시작해야 하기 때문에 미국경제 전망에 대해 우려하는 투자자들도 있을 것입니다. 긴축 영향으로 내년 1분기 성장률은 둔화되겠지만, 이후에는 장기 재정건전성에 대한 경제주체들의 신뢰회복, 부동산시장 회복 등에 의해 미국 경제의 성장세는 점차 가속화될 것으로 예상됩니다. 그리고, 인플레이를 용인하는 Fed의 통화정책, 유로존 위기 완화, 중국 경착륙 우려 완화 등으로 내년에는 위험자산 선호 현상이 더 강화될 것으로 보입니다.

### Investment Point

#### 미국 재정긴축 이미 진행 중, 내년 긴축 영향 단기에 그칠 전망

- ▶ 2010년 3분기 이후 사실상 미국 재정긴축 진행 중
- ▶ 정부지출 축소 불구, 민간부문이 전기비연율 평균 2.5% 성장해 2%대 초반 수준의 성장 유지
- ▶ 중산층 감세 결국 연장될 것이기 때문에 내년 긴축 규모는 실제 2천억 달러도 안될 전망

#### 민간부문의 성장 동력(1) - 부동산 시장 회복

- ▶ 주택가격 상승과 주택재고 감소, 주택재고 2005년 수준
- ▶ 상업용 건설투자도 회복세

#### 민간부문의 성장 동력(2) - 설비투자과 소비 회복

- ▶ 4분기 설비투자 회복세, 11월 소비도 크게 개선
- ▶ 재정절벽 우려만 해소되면, 지연된 설비투자 빠르게 회복될 전망

#### 재정절벽 불확실성 남아 있지만, 큰 그림을 본다면 매수 기회

- ▶ 연내 중산층 감세 부분은 합의 가능성 높아
- ▶ 연내 합의 불발 시 조정 불가피, 그러나 마지막 저가매수 기회

- 미국 민간부문의 강한 성장동력과 인플레이를 용인하는 연준의 통화정책을 고려할 때, 내년 위험자산 선호 강화될 전망

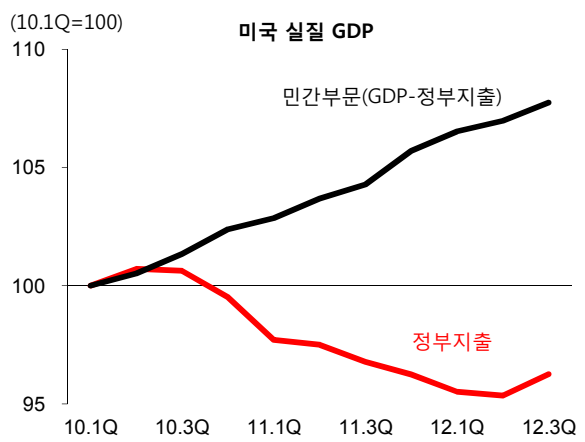
## 미국 재정긴축 이미 진행 중, 내년 긴축 영향 단기에 그칠 전망

유럽은 재정긴축으로 인해 경기침체가 지속 중인데, 미국도 내년부터 본격적인 재정긴축을 해야 하기 때문에 미국경기에 대해 우려하는 투자자들도 있을 것이다. 금일 보고서에서는 **재정긴축을 하더라도 미국경제의 성장이 지속가능하다고 판단하는 이유를 살펴보고자 한다.**

우선 짚고 넘어갈 부분은 **미국 경제는 2010년 하반기부터 사실상 재정긴축이 이미 진행 중이다.** 연준의 지속적인 양적완화 정책에도 불구하고 유로존 위기 영향으로 경기회복 속도가 예상보다 느렸고, 이로 인해 미국 정부가 단기적인 경기부양책을 시행(고용세 2% 인하, 긴급실업수당 지급 등)했기 때문에 **재정긴축 규모가 크지 않았을 뿐**이다.

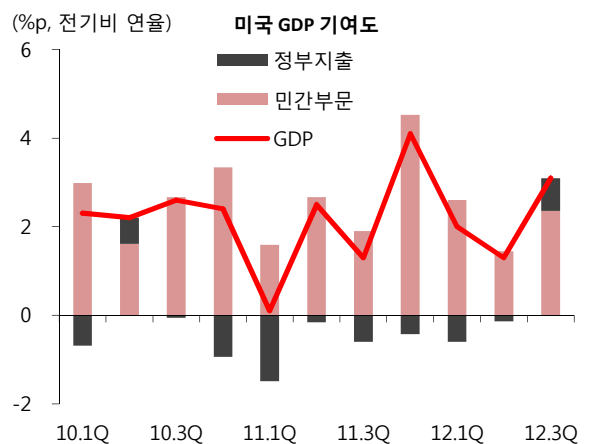
**2010년 1분기 이후 미국경제는 분기 평균 2.17%(연율) 성장했는데, 정부부문을 제외한 민간부문은 평균 2.51% 성장했다.** 즉, 정부지출 축소가 미국 성장률을 분기 평균 0.34%p씩 끌어내렸기 때문에 미국의 GDP 성장률이 2%대 초반에 그치고 있는 것이다.

미국 2010년 하반기 이후 재정긴축 이미 진행 중



자료: BEA, 동양증권 리서치센터

2010년 이후 정부지출 감소가 성장률 평균 0.35%p 끌어내려



자료: BEA, 동양증권 리서치센터

지난 3분기 GDP 성장률이 3.1%로 모멘텀이 크게 개선되었지만, 국방비 지출이 일시적으로 크게 증가해 성장률을 0.8%p 끌어올렸고 재고투자 기여도 또한 0.7%p나 되기 때문에 의미있는 성장률은 아니다. 따라서, **올해 4분기와 내년 1분기 성장률이 지난 3분기에 비해 모멘텀이 크게 약화되는 것으로 보기는 어려우며, 결국 올해 1분기부터 내년 1분기까지 비슷한 성장세가 유지되는 것으로 볼 수 있다.**

한편, 올해 4분기 성장률 컨센서스(블룸버그)는 1.4%이지만, 11월 개인소비와 설비투자(핵심 자

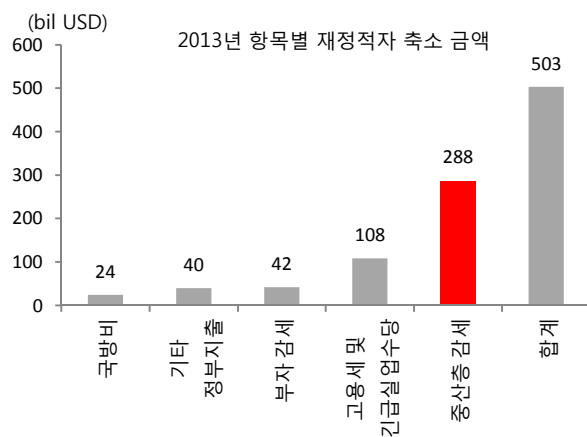
본재출하)가 예상외로 크게 개선되었기 때문에 컨센서스보다 높은 1%대 후반도 가능할 것으로 보인다. 따라서, 올해 4분기 성장률이 내년 1분기 성장률보다는 높을 것으로 예상된다.

재정절벽을 피하기 위한 논의가 교착상태에 빠져 합의가 지연되고 있지만, 가장 큰 부분인 중산층 감세 연장은 양당의 의견이 일치되는 부분이기 때문에 연말 또는 연초에 합의가 이루어질 것이다. 따라서, 내년 실질적인 재정긴축 규모는 언론에서 얘기하는 5천~6천억 달러가 아닌 2천억 달러 내외가 될 것이다.

물론, 연간 2천억 달러 규모의 재정긴축은 GDP의 1~1.5%에 해당하기 때문에 최근 민간부분의 성장률이 평균 2.5% 정도인 것을 감안하면, 내년 1분기 성장률은 1~1.5% 수준으로 둔화될 것으로 보인다. 참고로 내년 1분기 성장률 전망 컨센서스(블룸버그)는 1.6%이다.

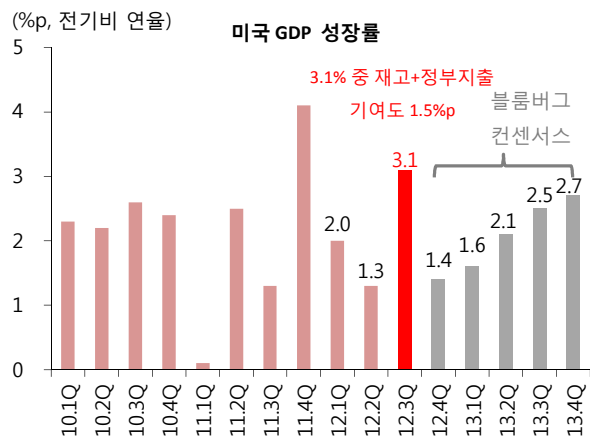
재정긴축 규모가 확대되면서 1분기 성장률은 크게 영향을 받겠지만, 2분기부터는 점차 회복될 것이고, 하반기부터는 상당기간 3%대 성장도 가능할 것이다. 내년 1분기 성장률은 둔화되겠지만 향후 경기회복 전망, 그리고 연준의 월 850억 달러 자산매입과 인플레이를 용인하는 통화정책(Evans Rule 도입) 등의 영향으로 내년에 위험자산 선호는 지속될 것으로 예상된다.

재정절벽 절반 차지하는 중산층 감세 합의는 시기의 문제



자료: CBO, 동양증권 리서치센터

재정긴축으로 13.1Q 성장률 둔화되겠지만, 이후 모멘텀 강화



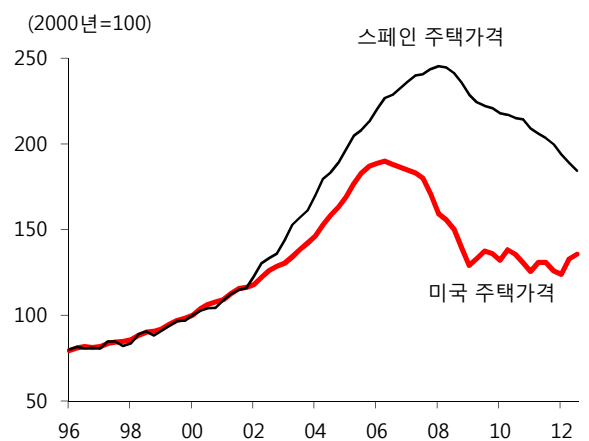
자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

## 민간부문의 성장동력(1) - 부동산 시장 회복

재정긴축의 충격 감내할만큼 미국 민간부문은 충분히 강하다. 글로벌 경기둔화에도 불구하고, 미국 경제가 상대적으로 강한 것은 주택시장 회복이 본격화되면서 내수가 회복되고 있기 때문이다. 미국 주택가격은 반등 중이고, 주택재고는 빠르게 감소하고 있다. 미국 기존주택재고는 2백만 채까지 하락해 2002년 수준으로 감소했고, 기존주택재고 소진에 걸리는 기간(기존주택재고/월간 기존주택판매)도 4.8개월로 2005년 수준까지 감소했다. 신규주택재고 소진기간도 마찬가지로 4.8개월로 2005년 수준까지 감소했다.

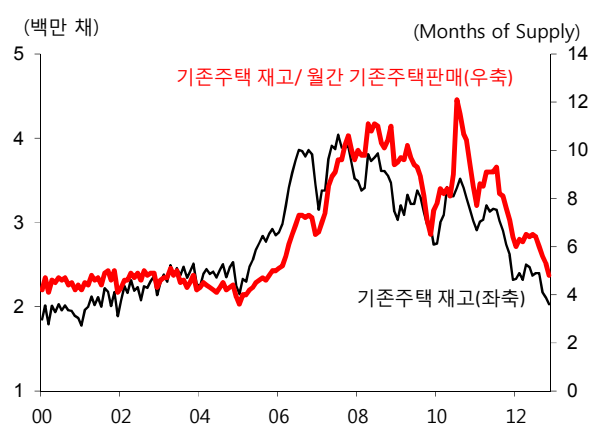
주택재고 감소는 주택가격 상승과 주택건설 증가로 연결될 것이다. 따라서, 향후 주택가격 상승과 주택건설 증가는 고용회복과 소비증가를 유발할 것이고, 내수시장 회복은 기업 설비투자 증가 요인이 될 것이다.

미국 주택가격 회복 중, 반면 스페인 주택가격 하락세 지속



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

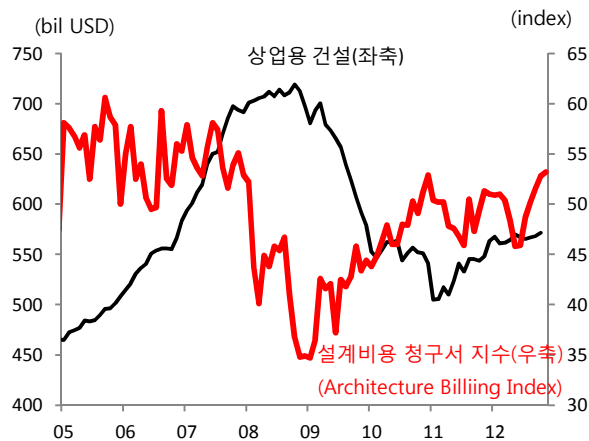
미국 기존주택재고 2002년 수준까지 감소, 주택가격 상승 유발



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

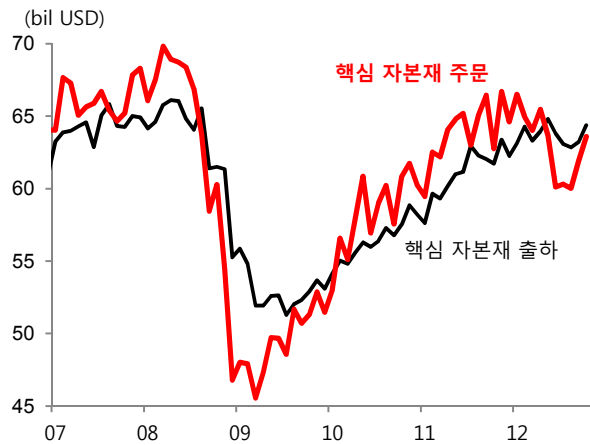
상업용 건설투자도 회복세를 보이고 있다. 최근 증가세가 둔화되고 있지만, 상업용 신규 건설투자에 9~12개월 선행하는 설계비용 청구서 지수(Architecture Billing Index)가 건설시장이 붕괴되기 직전인 2007년 11월 이후 최고치를 기록했다. 설계비용 청구가 최근 크게 증가했다는 것은 신규 상업용 건축물 건설을 위한 설계 디자인 수요가 증가했다는 것을 의미한다. 다시 말하면, 다수의 신규 건설 프로젝트가 대기 중이라는 의미이며, 재정절벽 불확실성만 해소되면 예정대로 진행될 것이다.

상업용건설 1년 정도 선행하는 설계비용청구서 2007년래 최고



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

4Q 설비투자 크게 개선, 견조한 내수와 제조업경기 회복 반영



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

## 민간부문의 성장 동력(2) - 설비투자과 소비 회복

최근 발표된 경제지표 중 예상외로 크게 개선된 것이 설비투자이다. 설비투자를 나타내는 지표라 할 수 있는 핵심자본재주문(국방 및 항공 제외)은 10월과 11월 각각 전월비 3.2%, 2.7% 급증해 **3분기 부진했던 설비투자가 4분기 들어 빠르게 회복**되고 있다. 4분기 설비투자 회복은 주택시장 회복으로 인해 미국 내수가 견조하고, 중국을 비롯한 글로벌 제조업 경기도 회복세를 보이고 있기 때문으로 판단된다.

유럽재정위기, 글로벌 경기둔화, 재정절벽 우려 등으로 미국 기업들은 현금(국내 1.7조 달러, 해외 자회사 포함 시 약 5조 달러 규모)을 쌓아두고 있지만, **유럽재정위기 우려가 크게 완화되었기 때문에 재정절벽 우려만 해소되면 기업들은 그 동안 미루었던 설비투자를 빠르게 늘릴 것**이다.

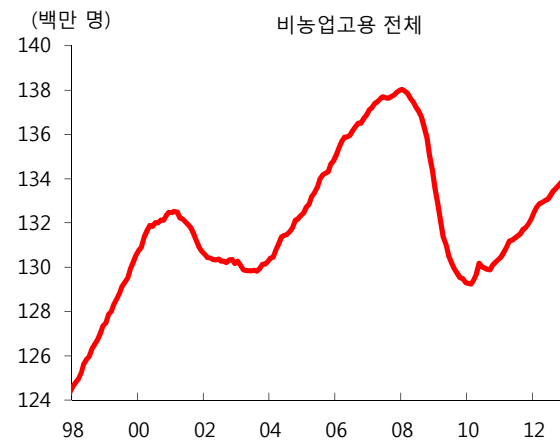
그리고, **고용회복, 주택가격 상승, 부채상환부담 감소 등으로 인해 가계소비도 회복**세를 보이고 있다. 고용회복세가 최근 둔화되긴 했지만 여전히 월평균 15만 명 정도의 고용회복이 진행 중이고, 이는 소비회복 요인이 되고 있다.

**2008년 한 때 8%대까지 상승했던 저축률은 11월 기준 3.5%까지 하락했는데, 주택가격 상승과 고용회복으로 미래에 대한 불안감이 완화되면서 소비심리가 개선**되고 있음을 반영한다.

단, 12월 미시견대 소비자심리지수가 내년 세금인상 우려(고용세 2% 인하 종료, 부유층 세금인

상 등) 때문에 10P 가까이 급락했는데, 재정절벽 논의가 지연될 경우 단기적으로 소비에 부정적인 영향을 줄 수 있다.

고용증가 지속, 주택시장과 소비 회복에 영향



저축률 하락과 소비개선, 미국인들의 미래에 대한 자신감 반영



## 재정절벽 불확실성 남아 있지만, 큰 그림을 본다면 매수 기회

미국은 2010년 하반기 이후 이미 재정긴축이 진행 중이다. 정부부문이 GDP 성장률을 끌어내리고 있지만, 민간부문의 회복세가 강해 견조한 회복세를 지속하고 있다. 내년 초 성장률은 재정긴축 규모가 커지면서 일시적으로 둔화되겠지만, 이후 성장률은 장기 재정건전성에 대한 민간부문의 컨피던스가 회복되면서 점차 개선될 것이다.

미국 민간 부분의 강한 성장 동력(부동산시장 회복, 소비회복, 지연된 설비투자 회복 등)과 인플레이션을 용인하는 연준의 통화정책을 고려할 때, 미국 재정절벽 문제만 잘 해결되면 내년에는 위험자산 선호가 강화될 것으로 예상된다. 인플레이 기대가 형성되면서, 이미 미국채 자금의 이탈 조짐이 나타나고 있다.

단, 재정절벽과 관련해 미국 정치권의 연내 합의 전망이 불투명하다는 점은 불안 요인이다. 연말까지 5일 정도 밖에 남지 않았기 때문에 포괄적합의(grand bargain)는 가능성은 낮아졌지만, 중산층 감세 부분은 연내 합의가 가능할 것으로 보인다.

만일 연내 합의가 실패할 경우, 정치적 불확실성 확대에 의해 국내증시도 조정을 받게 될 것이다. 그러나, 연내 합의가 이루어지지 않더라도 연초에는 합의가 이루어질 것으로 예상돼 일시적인 조정엔 그칠 것이기 때문에 정치적 불확실성이 확대에 의해 내년 초 조정이 온다면 마지막

저가매수 기회가 될 것이다.