

미국, 소비 둔화는 피하기 어려워

Economist 김승현 769-3912 economist1@daishin.com

재정절벽 관련 합의 내용

미국 경기충격 완화시키는
부양정책 연장 및 세율에
합의

지난 연말 미국 양당 및 행정부는 감세안 연장과 세율변화에 대해서 극적인 합의에 성공했다. 고소득층을 제외한 계층에서 감세안 연장에 합의했고, 급여세(Payroll tax) 2%p 인상이 가장 크게 가계에 영향을 줄 수 있는 변화였다. 이정도 합의는 최대한 6천억 달러까지 긴축효과가 발생할 수 있었던 것을 3천억 달러 이상 줄인 것이다. 한편 2월까지의 자동 재정긴축액 1,100억 달러까지 연장시켰기 때문에 연초 경기에 미치는 영향을 최소화하는데 성공한 것으로 평가할 수 있다.

합의 결과 미국 가계 평균
세부담 소득의 1%p 상승

이런 합의 결과 미국 가계가 더 내게될 세금의 총액은 소득증가에 따른 증가요인을 포함하면 2천억 달러 내외에 달할 것으로 볼 수 있다. 2012년 기준으로 보면 미국 가계의 총소득대비 평균세율은 약 11%였던 것이 1%p 상승하는 효과가 생기는 것이다.

급여세 인상이 소비에 가장
영향이 큰 변화

급여세를 제외한 세금증가효과는 고소득층에 집중되어 있기 때문에 미국 소비에 미치는 영향은 제한적이고 그 규모도 크지 않다. 전체 중세규모중에서 36.4%인 660억 달러는 고소득층 소득세 증세이다. 원천과세되는 급여세율 2%p 인상에 따른 영향은 대부분 중간 이하 소득자에게 영향이 귀속(20만 달러 이상 소득자 부담 증가가 전체의 88%)되기 때문에 소비에 미치는 영향이 크다.

정부 지출축소에 합의하면
가계 소득은 추가적 감소
불가피

한편 아직 완전히 합의되지 않는 정부지출 축소 역시 가계소득에 영향을 준다. 실업급여 및 의료비지원 등 정부 이전지출은 2천억 달러가 넘고, 총소득에서 차지하는 비중이 17.4%이다. 정부지출 축소 합의시 가계소득이 줄어드는 효과가 있다.

미국 부양정책 연장 및 세율변화 합의내용

분야	구분	규모(십억달러)	합의내용	재정절벽 규모(십억달러)
조세	소득세	171.2	연소득 45만달러 미만 감세혜택 유지	감세혜택 영구화
	고소득층 증세		연소득 45만달러 이상 소득세율 35%에서 39.6%로 인상	7.4
	자본이득세, 배당소득세	8.2	부부합산 연소득 45만달러이상 15%에서 20%로 인상	58.5
	상속세 (Estate Tax)	31.2	500만달러 이상 35%에서 40%로 인상	(공화당 입장이 반영되면서 규모 축소, 70% 적용)
	Pease and PEP(인적공제)	44.2	부부합산 연소득 30만달러 이상 감세혜택 축소	
	AMT(대체최저한세)	40.2	현행대로 유지(기준 74,450달러) 인플레이션 연동	감세혜택 연장 효과
	부양책(세액공제) ETC, CTC, AOTC	27.2	5년간 연장	감세혜택 연장
	급여세 감면 payroll tax	115.2	세금감면 종료 세율 4.2%에서 6.2%로 인상	115.2
조세 소계		437.4		181.1
재정지출	자동지출감축	110(55)	2개월 시행 유보	110*
	장기실업수당	31	1년 연장	
	메디케어 지출 감축	10	시행 유보	
총계 재정절벽 규모		588.4	합의안에 대한 재정절벽 규모	291.1

자료: TPC, 대신증권 리서치센터

증세가 미국 소비에 미치는 영향. 1% 소비증가도 쉽지 않다

증세 결과, 저축을 최소화해 대응해도 소비둔화 불가피

비록 큰 폭의 세금 폭탄을 피했지만 불가피한 세부담 증가와 정부의 이전지출 감소에 따라서 미국 소비 위축은 불가피해 보인다. 현재 합의된 1,800억 달러의 증세와 1천억 달러의 정부 이전지출 감소를 가정한다면 미국 가계 명목소비 지출은 3.4% 증가에 그칠 수 있다. 2013년 물가상승률 평균 예상치가 2.0%인 것은 감안하면 최소한의 저축을 하여도 실질 소비지출 증가율이 1.4%로 낮아질 수 있다는 것이다.

가계소득 5%증가해도 소비 증가는 3.6%에 그칠 것

세부담뿐만 아니라 가계 소득증가에 대한 가정에 따라서 그 결과는 다소 달라진다. 소득증가율을 전년보다 조금 더 높아진 5%로 높여서 추정한다면 명목소비 증가율은 3.6%로 늘어난다. 한편 가장 낙관적인 전망을 가정해서 정부 이전지출 축소가 없고, 자산소득이 10% 정도 증가하는 것을 가정한다면 명목 가계소비지출은 4.7%까지 늘어날 수도 있다.

증세와 지출감축하, 미국 소비지출 연간 1% 이상 증가하기 쉽지 않음

아래 표는 각 가정에 따른 미국 가계소득 및 소비지출 예상 변화결과를 추정한 것이다. 이 결과가 시사하는 것은 실질 미국 소비가 1%이상 증가하는 것(아래 표에서 3% 이상 소비증가)이 쉽지 않음을 시사한다. 가장 낙관적인 3)의 경우에도 정부 이전지출이 1천억 달러 감소할 경우 소비증가율은 실질 기준으로 2.0%로 떨어진다.

급여세 인상과 이전지출은 소득에 민감한 저소득층이 주대상

일반적으로 소득 수준이 낮을수록 소득변화가 소비에 미치는 영향은 더 크다. 여기에 가정한 급여세 인상효과와 정부 이전지출 감소 모두 저소득층에 영향이 집중되어 있다는 점에서 소비위축 효과가 클 것으로 예상된다. 미국 정부는 2012년 11월 현재 65세 이상이 대상인 Medicare에 5,650억 달러, 저소득층이 대상인 Medicaid에 4,340억 달러를 지원했다.

부동산 가격 상승이 충분한 대안이 되기 어려움

소위 재정절벽 효과를 상쇄시킬 수 있는 요인으로 주로 부동산 등 자산가격 상승 가능성을 제기하곤 한다. 그런데 자산은 소득이 높을수록 많은 특성 때문에 역시 저소득층 소비회복에 크게 기여하지는 못할 것이다.

미국 세율변화와 이전지출의 변화, 그리고 소득증가율 변화에 따른 소비영향 시나리오별 분석

	2011			2012			2013(E1)		2013(E2)		2013(E3)	
	금액(조달러)	금액(조달러)	증가율(%)	금액(조달러)	금액(조달러)	증가율(%)	금액(조달러)	증가율(%)	금액(조달러)	증가율(%)	금액(조달러)	증가율(%)
총소득	13.0	13.5	4.1	13.9	2.6	14.0	3.5	14.4	6.4			
급여소득	8.3	8.6	3.6	9.0	4.0	9.1	5.0	9.1	6.0			
자산소득	3.3	3.5	5.6	3.6	3.0	3.6	4.0	3.8	10.0			
정부 이전지출	1.4	1.4	3.8	1.3	-6.9	1.3	-6.9	1.4	0.0			
세금	1.4	1.5	5.4	1.7	15.3	1.7	16.2	1.8	19.1			
가처분소득	11.6	12.0	4.0	12.2	1.0	12.3	1.9	12.6	4.8			
가계총지출	11.2	11.6	3.5	12.0	3.3	12.0	3.6	12.2	4.8			
기타지출	0.3	0.3	4.2	0.3	0.0	0.3	0.0	0.4	6.0			
소비지출	10.9	11.3	3.5	11.6	3.4	11.7	3.7	11.8	4.7			
저축액	0.4	0.4	17.4	0.2	-61.1	0.2	-43.8	0.5	5.5			
저축율	3.2	3.6		1.4		2.0		3.7				

자료: 대신증권 리서치센터 기타지출은 이자 비용 및 이전지출

주 : 가정 1 = 급여소득 4%, 자산소득 3% 증가, 정부 이전지출 감소 1 천억 달러, 저축율은 최저수준인 1.4%까지 낮추어 소비

가정 2 = 급여소득 5%, 자산소득 4% 증가, 정부 이전지출 감소 1 천억 달러, 저축율은 2.0%까지 낮추어 소비

가정 3 = 급여소득 6%, 자산소득 10% 증가, 정부 이전지출 감소 없음, 저축율은 전년 수준인 3.7% 유지

상반기 미국 경기후퇴 가능성 높음

재정절벽 합의는 경기
위축폭을 결정하는 문제

과거 경기둔어라운드기와
대조적으로 미국 가계가
직면한 비용은 10% 이상
증가임

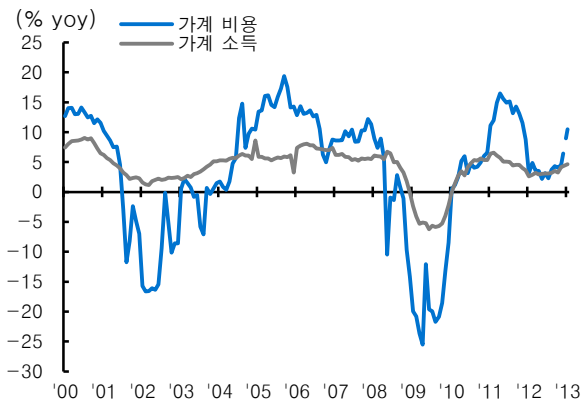
급여세 인상은 고용이 3백
만명 증가해야 상쇄할 수
있는 규모

미국 재정절벽 문제가 합의되었다는 것은 미국 경제가 위축되는 정도를 결정하는 문제다. 최소한의 증세와 지출 축소에 합의했지만 이것은 경기에 호재가 아니라 경기 위축폭을 완화시켰을 뿐이다. 특히 미국은 GDP의 70%이상을 소비가 차지하고, 저축율은 3%대에 불과할 정도로 소비자들이 여유가 없어서 소득 변화에 민감할 수 밖에 없다.

대조적으로 과거 경기부양기에 미국 정부의 정책과 대비해서 보면 그 결과는 보다 명확해진다. 경기가 위축될 경우 금리를 인하하던가 감세 및 재정지출 확대를 통해 경기 부양에 나선다. 여기에 덩으로 유가도 하락함으로써 가계 비용이 크게 낮아져 소비 여력이 생기고 이를 바탕으로 소비가 회복되곤 했다. 정부가 경기를 부양할 경우 전년대비 이 비용은 15~20%씩 하락했었다. 유가와 이자율 하락이 없다면 올해 미국 가계 비용은 10% 넘게 증가하고, 또한 소득 증가율과 괴리도 커진다.

미국 고용이 연간 3백만명이 증가할 경우 창출되는 소득은 1,280억 달러(주당 평균 임금 818.7달러를 감안)로 급여세 인상에 따른 효과를 상쇄할 수 있다. 그런데 고용이 한번에 늘어나는 것이 아니기 때문에 상반기 경기 둔화는 불가피하다. 최근 늘어난 재고부담을 감안하면 상반기 미국 경기 후퇴는 불가피하다.

그림 1. 미국, 소득보다 비용이 빠르게 증가할 것



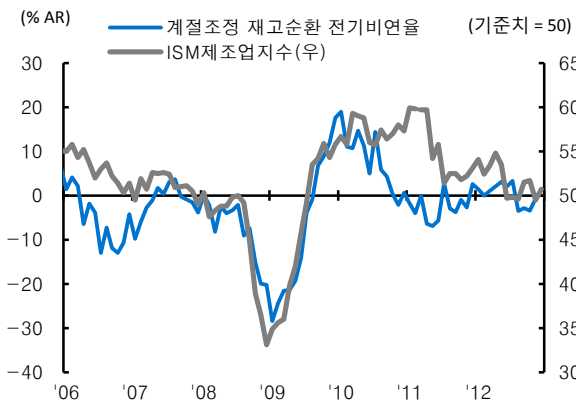
자료: CIBC 대신증권 리서치센터
주 : 가계비용 = 에너지 + 이자 + 세금

그림 2. 증세로 가계비용은 1%p 상승



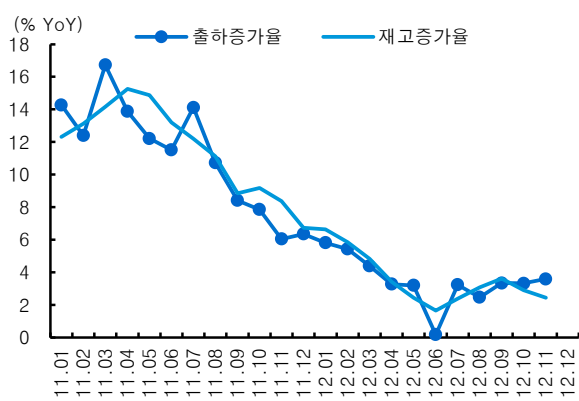
자료: CIBC, 대신증권 리서치센터
주 : 가계비용 18.2%는 세금(12%), 에너지(5%), 이자(1.2%)로 구성

그림 3. 미국, 4Q에 높아진 재고순환 부담



자료: CIBC, 대신증권 리서치센터

그림 4. 재고감소(생산 감축) 또는 출하증가가 필요하지만...



자료: CIBC 대신증권 리서치센터

아직 미완의 부채협상

여전히 부진한 부채한도
협상. 남은 시간은 2월까지

부분적 재정절벽 합의에도 불구하고 여전히 부채한도 상향과 관련된 논의는 진전이 없다. 미국의 부채한도 16.4조 달러는 이미 12월말에 소진되어 지금은 임시방안에 의해 정부지출이 운용되고 있다. 그런데 이런 임시방편은 2개월 이상을 견디지 못할 것으로 예상된다. 현재 정부가 마련한 재원은 2,500억 달러인데 현재 정부지출은 전년수준을 유지하기로 합의되어 있음을 감안하면 1~2월중 재정적자 규모를 감당하지 못할 것으로 보인다.

부채한도 상향과정에서
공화당은 정부지출 감축을
주장할 것으로 예상

시행을 2개월간 유예시킨 자동적 재정지출 감축액(Sequester) 연간 1,100억 달러는 2012년 1월에 늘린 부채한도 1.2조 달러에 대한 후속 조치이다. 균형예산법에 따라서 부채한도 상향시 향후 10년간 부채한도 상향규모 이상의 부채감축을 진행하도록 되어 있기 때문이다. 이에 근거해서 이번에도 부채한도를 상향하는 과정에서 공화당은 추가적인 정부지출 감축을 요구할 것이다. 연말에 부양정책 종료 시점에 임박한 벼랑끝 협상에서 공화당은 어쩔 수 없이 지출 감축 조건 없이 부분적 합의에 동의했지만 부채한도 상향 과정에서 긴축요구는 명분이 충분하기 때문이다.

향후 10년간 4조 달러 부채
규모 축소를 위해서는 1조
달러 이상 지출감축이 필요

지난 수년간 양당간 논의에서 향후 10년간 필요한 미국 긴축 규모는 4조달러이다. 이 중 자동 긴축액 1.2조 달러와 해외주둔 미군 철군에 따른 6천억 달러 감축을 제외한 2.2조 달러의 긴축안을 만들어야 한다. 이를 두고 민주당은 1.6조 달러의 증세를 주장했다. 공화당은 1.4조 달러의 정부지출 감축을 주장했다. 이번에 합의된 증세(부자증세에 따른 세수 증대효과는 총 6천억 달러 정도로 추산)에도 불구하고 여전히 모자란 부채감축 규모를 맞추기 위해 1조 달러(연간 1천억 달러)이상의 정부 지출 추가 축소가 필요하다.

완만한 긴축에 합의할 경우
남는 위험은 미국 신용등급
강등 가능성

물론 정부지출 축소규모를 이보다 낮은 수준에서 합의할 수 있는 여지가 없는 것은 아니다. 그러나 부채감축 규모가 작을 경우에는 신용평가기관의 미국에 대한 신용등급 강등 가능성이 높아진다. 혹은 부채한도 상향이 지연되면서 미국채의 일시적 디폴트 가능성이 높아질 경우에도 등급 강등 가능성은 역시 높아진다. 미국 등급 강등시에는 국채 금리 상승을 통한 경기에 부정적인 영향을 피하기 어려워진다.

미국, 부채한도 소진에 따른 임시 대응안. 2월을 넘기기 어려울 것

구 분	금액(십억달러)
공무원 연금 재투자 중단	159.0
외평기금 투자중단	23.0
Civil Service Fund, Postal fund 이자와 납입금 투자중단	20.0
지방정부 채권발행 중단	0.0
보유 현금 추산액	50.0
총계	252.0
2012 1~2 월 세수입	337.7
2012 1~2 월 정부지출	596.8
예상 적자액	259.1
Balance	-7.1

자료: 미국 재무부, 대신증권 리서치센터

미국경기에 대한 낙관론을 경계

**대규모 양적완화, 재정절벽
부분 합의이후 확산된 미국
경기에 대한 낙관론 현실화
가능성은 낮음**

QE3와 QE4 정책에 이어 연말에 재정절벽 부분적 합의에 도달함으로써 미국 경기에 대한 낙관적인 시각이 확산되었다. 긴 그림으로 보면 미국 경제의 호전 가능성은 충분히 높다. 그러나 경기를 끌어올릴 수 있는 고용회복과 부동산 경기 회복 속도는 아직은 충분하지 못하다. 따라서 상반기에는 기대하는 미국 경기 호조 지속이라는 시나리오의 현실화 가능성은 높지 않아 보인다.

**2월은 미국 경제와 관련된
불확실성이 높아질 수 있는
시점
경기회복 기대는 하반기로**

1월 미국 경제 상황이 파악되기 시작하는 2월부터는 미국 경기에 대한 시각이 빠르게 후퇴할 여지가 있다. 여기에 1월내에서 부채한도 상향에 합의하지 못할 경우 2월에 이와 관련된 불확실성이 다시 확산될 여지도 남아있다. 이처럼 미국이 만드는 불확실성 요인이 금융시장이 기대하는 경기회복을 지연시킬 가능성이 높다는 판단이다. 추세적인 경기회복은 한번의 불확실성을 더 거친 후, 하반기에 가능한 시나리오이다.

미국, 디폴트를 피할 수 있는 방안으로 제기되었던 1조 달러 동전(Coin) 발행 문제에 대한 소고

2월내에 미국이 부채한도 상향에 실패하여도 디폴트를 피할 수 있는 방안으로 1조달러짜리 동전을 발행하면 된다는 아이디어가 있었다. 화폐 발행은 연준의 소관이지만 동전의 주조는 재무부가 그 액면과 종류를 결정하고 발행할 수 있도록 되어 있다. 따라서 액면가 1조 달러짜리 Platinum Coin을 발행해서 이의 매각을 통해서 마련한 재원으로 정부 기능을 유지할 수 있다는 것이 기본적인 아이디어이다.

누가 이 동전을 사줄까? 이 동전은 백금으로 만들었는지언정 1조 달러의 가치를 가질리 없으며(백금 시세는 온스당 1,580 달러이고 이것이 1조 달러의 가치를 가질려면 6.3억 온스, 18만톤 이여야 한다. 제대로 가치를 가지려면 건물크기의 동전이 등장할지도 모르겠다), 채권처럼 정해진 금리와 상환에 대한 약속도 확실하지 않다. 이런 동전을 사줄 수 있는 유일한 대상은 미국의 연준이다. 결국 편법적인 방법으로 연준으로부터 차입을 통해 정부지출을 마련하는 방안이다. 이는 그간 누중된 정부 부채 문제에도 유럽에서 깨지 않고 지켜졌던 '화폐의 재정화 반대'라는 원칙을 깨게 되는 것이다. 일순간에 미국은 유럽보다 더 심각한 부채국으로 전락하게 되는 것은 명확하다.

미국이기 때문에 문제가 없을 수 있을까? 기술적으로는 채무불이행을 피했을지언정 정부 채권뿐만 아니라 이를 사준 연준에 대한 신뢰마저 동시에 약화되는 계기가 되는 것은 피할 수 없다. 당연히 이런 경우 미국에 대한 신용등급 강등은 거의 기정사실일 것이다. 이는 기술적인 채무불이행을 피할 수 있는 방법이 될 수 있겠지만 미국 재정건전성을 더욱 악화시키는 계기가 될 가능성이 높다. 그리고 아마도 앞으로 발행되는 미국 채권은 만기에 얼토당토 않은 백금 동전으로 받을지 모르는 상황에서 누가 만기가 된 미국 채권을 다시 미국채에 재투자하겠는가? 채권발행은 원활하지 않을 것이며, 결국 백금동전을 남발하던가, 심각한(기술적이 아닌) 디폴트에 빠지는 것은 시간문제일 것이다.

백금동전 발행! 기발한 아이디어일 수는 있겠지만 이 경우 금융시장이 받을 충격은 아마도 우리가 상상하는 가장 비관적인 경우보다 더 클 것이다. 부디 현실화되지 않기를... 이런 아이디어는 장난끼 섞인 누리꾼의 주장이 아니라 저명한 석학으로 인정받고 있는 Paul Krugman의 제안이기도 하다. 잔인할 수 있는 채무불이행에 빠지는 것 보다는 명청할지도 이런 방안을 통해 위기를 모면할 수 있다는 극히 미국적인 아이디어가 아닐까? 지난 1월 3일에 미국 백악관에 1조달러 동전 발행 온라인 청원이 들어와서 7천명 정도가 서명했다고 한다.