

## 시장의 안전판 : 미국의 Wealth Effect

Strategist 오승훈 769-3803 oshoon99@daishin.com

미국 증시의 상승 행진이 지속되고 있다. 미국증시 상승은 통화정책 확장, 재정감축 이월이 만들어 낸 정책 효과에 기반한다.

그러나 미국증시의 최고치 돌파를 온전히 정책효과로만 설명하기는 어렵다.

정책효과 이상의 강한 기대가 존재한다. 경기에 대한 낙관, 좀더 구체적으로 '부의 효과'에 대한 기대가 자리잡고 있다고 본다.

부의 효과(Wealth Effect)는 부동산, 주식등 가계가 보유한 자산가격이 상승함에 따라 소비가 증가하는 현상을 일컫는다.

2012년 부의효과는 900억달러로 추정된다. 급여세 감면 혜택 종료로 인한 가계 부담이 1,150억달러인 점을 감안하면 가치분소득의 감소를 상당부분 상쇄한다. 1분기에도 지속되고 있는 주식시장의 호조와 부동산 가격의 상승은 부의 효과를 더 가속시킬 수 있다. 예고된 재정지출 감소에도 불구하고 미래에 대한 낙관이 유지되는 이유는 여기에 있다.

특히 부동산의 부의 효과에 대한 기대가 크다. 주식의 부의 효과는 주가의 최고치 경신에서 보듯이 추가적인 확대가능성이 낮다. 또한 변동성이 커 언제라도 역의 부의효과가 나타날 수 있다.

부의 효과의 핵심은 주식부문이 아닌 부동산 부문에 달려있다. 가계 부동산 자산은 2007년말 고점대비 78% 수준에 머물러 있어 부의효과의 확대 가능성이 높다. 또한 주식과 달리 부동산은 부의효과가 크고, 지속되는 특징을 보인다. 최고치를 경신한 미국주가가 설령 조정을 받더라도 부동산의 부의효과가 시장의 안전판 역할을 할 수 있다.

부의 효과는 기본적으로 미래에 대한 기대이다. 현재의 소득이 아닌 미래의 소득을 근거로 소비를 늘리기 때문이다. 예상보다 강한 재정감축 이슈가 들어오면 가치분소득 감소의 충격이 부의 효과를 압도할 수 있다. 또한 통화정책의 후퇴가 나타나면 부채축소가 재 가속될 위험 또한 상존한다.

문제는 타이밍이다. 미국의 재정문제, 중국의 경기둔화, 이탈리아 재총선등 악재가 결합되는 시기는 5월 이후일 것으로 생각한다. 악재의 결합을 미리 걱정하기보다 미국 부의 효과가 가져오는 미래의 낙관을 사는 것이 여전히 유효하다.

## 미국 가계의 '부의 효과'

부의 효과(Wealth Effect)는 부동산, 주식등 가계가 보유한 자산가치가 상승함에 따라 소비가 증가하는 현상을 의미한다.

소비함수는 [그림1]과 같이 정의할 수 있다.

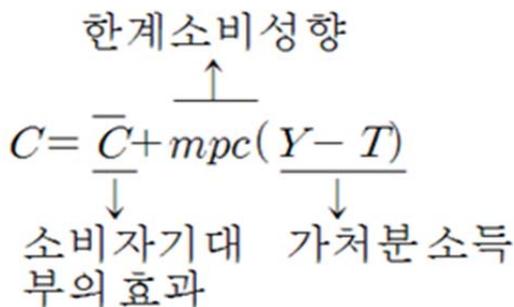
소비는 가처분소득과 한계소비성향(소득 증가분 대비 지출 증가분의 비율)에 의해 좌우된다. 1월 종료된 급여세 감면은 순조세(T)를 증가시켜 가처분소득의 감소를 가져온다. 한계소비성향의 변화도 한계가 있다. 이미 1월 저축율이 2007년 11월 이후 최저치 수준으로 떨어져 있기 때문이다.

한계소비성향이 고정된다면 남아있는 것은 상수인 C의 변화이다. 상수 C는 가처분소득 이외의 요소를 반영한다. 소비는 현재의 소득 뿐만 아니라 미래의 소득에 의해서도 영향을 받는다. 예를 들어 소비자들이 미래에 대해 더 낙관적인 기대를 갖고 현재의 가처분소득 수준에서 더 소비하기를 원한다면 상수 C의 증가가 나타난다. 미래의 낙관적 기대는 보유 자산 가치의 증가, 이에 따른 소비자신뢰의 개선에 근거한다. 상수 C가 만들어내는 소비가 바로 부의 효과이다.

### 부의 효과에 대한 측정

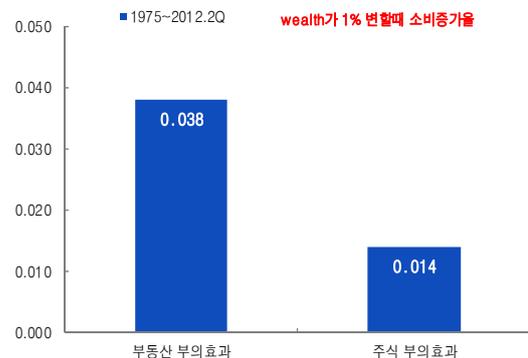
부의 효과의 측정에서는 다양한 연구가 진행되어 왔다. 여기서는 미국 전미경제조사국의 working paper 'WEALTH EFFECTS REVISITED:1975-2012'(2013.1월, Karl E. Case, John M. Quigley, Robert J. Shiller)의 결과 값을 인용했다(그림2). 일반적으로 알려진 바와 같이 부의 효과는 주식보다 부동산에서 더 크게 나타났다.

그림 1. 소비 함수와 부의 효과



자료: 대신증권 리서치센터

그림 2. 부의 효과 : 부동산이 주식보다 크다



자료: NBER, working paper 'WEALTH EFFECTS REVISITED:1975-2012'(2013.1월, Karl E. Case, John M. Quigley, Robert J. Shiller) 인용

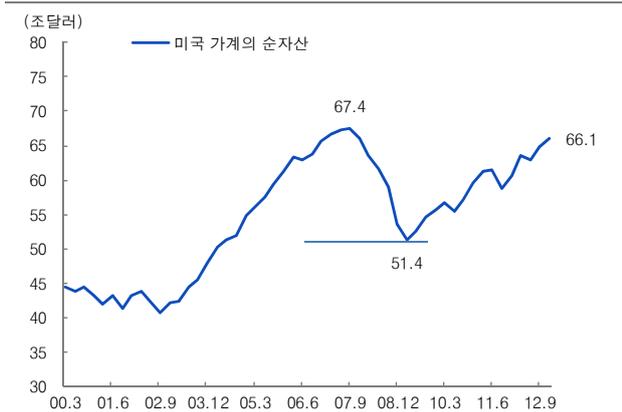
## 확장가능성이 높은 부동산부문의 부의 효과

앞서 언급한 측정값을 근거로 현재 미국 가계의 자산 현황과 부의 효과를 측정해 보았다.

\*미국 가계 순자산 회복 : 금융자산(주식)이 주도

미국 가계의 순자산은 2012년 4분기에 66조달러에 달해, 금융위기 이전인 2007년 말수준에 근접해 가고 있다[그림3]. 가계 순자산의 증가는 부채 축소(디레버리징)와 자산가격 상승에 근거한다. 특히 미국 가계 순자산의 회복은 금융자산이 주도하고 있다[그림4]. 가계 금융자산은 주가 상승에 힘입어 이미 금융위기 전 수준을 회복했다. 그러나 부동산의 경우 회복이 더딘 편이다. 가계의 부동산 자산은 금융위기 전대비 78% 수준에 머물러 있다[그림5].

그림 3. 미국 가계의 순자산



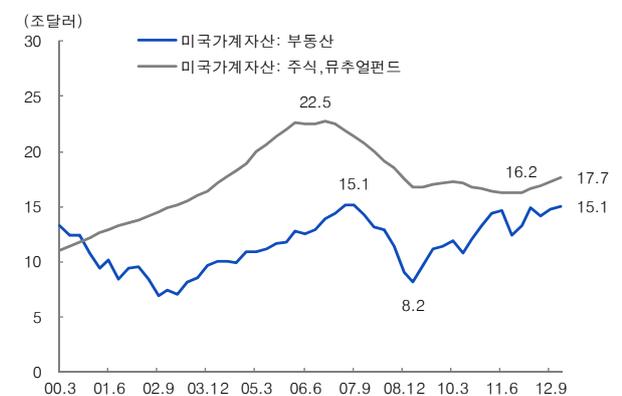
자료: CEC 대안증권 리서치센터

그림 4. 미국 가계 자산 - 부동산과 주식 가치의 변화

미국가계 자산 변화	2007.9~2009.3	2009.3~2012.12
	단위: 십억달러	
가계자산	-16,147.6	14,184.2
부동산	-4,630.3	887.8
금융자산	-11,238.3	12,864.6
주식	-5,360.8	4,727.2
뮤추얼펀드	-1,572.4	2,185.5
pension fund	-3,694.3	4,096.8
비상장주식	-2,181.3	758.9

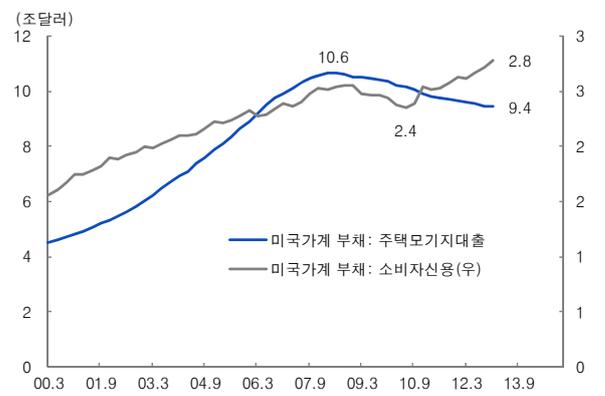
자료: CEC, 대안증권 리서치센터

그림 5. 미국 가계자산 증가 - 주식 부문이 주도



자료: CEC 대안증권 리서치센터

그림 6. 미국 가계부채 축소 - 모기지대출 주도, 소비자신용은 증가



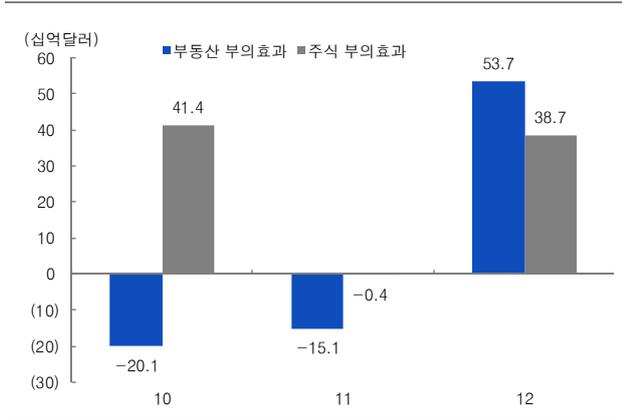
자료: CEC, 대안증권 리서치센터

**\*확장가능성이 높은 부동산 부문 부의 효과**

1월 급여세 감면 혜택 종료로 미국 개인의 가처분소득은 12월대비 4%가 줄었다. 그럼에도 불구하고 개인 소비지출은 늘어났다. 이는 저축율을 낮추면서 한계소비성향을 높이고, 부의 효과가 반영된 결과로 해석한다.

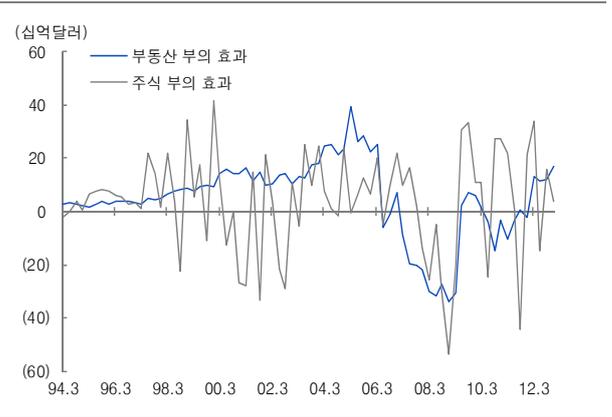
저축율이 2007년 11월이후 최저치로 떨어진 상황이기 때문에 저축을 더 줄이기는 어려워 보인다. 결국 부의 효과가 미국 소비지출에 결정적 변수가 될 것으로 보인다. 1,150억달러에 이르는 급여세 감면 종료 영향은 부의 효과로 상당부분 상쇄가 가능하다. 2012년 기준 주식과 부동산 가격 상승에 의한 부의 효과는 900억달러로 추정된다[그림7]. 여기서 주식부문의 부의 효과는 보수적으로 볼 필요가 있다. [그림8]에서 보듯이 주식부문의 부의 효과는 추세적인 흐름보다는 변동성이 커 시장 리스크가 높아질 경우 언제라도 역의 부의 효과로 전환될 수 있기 때문이다. 추세의 안정성과 부의효과의 크기 측면에서 부동산의 부의효과가 향후 미국 소비지출의 안정성을 높이는데 가장 결정적 변수가 될 전망이다[그림9,10].

그림 7. 2012년 부의 효과는 900억달러로 추정



자료: CIBC 대신증권 리서치센터

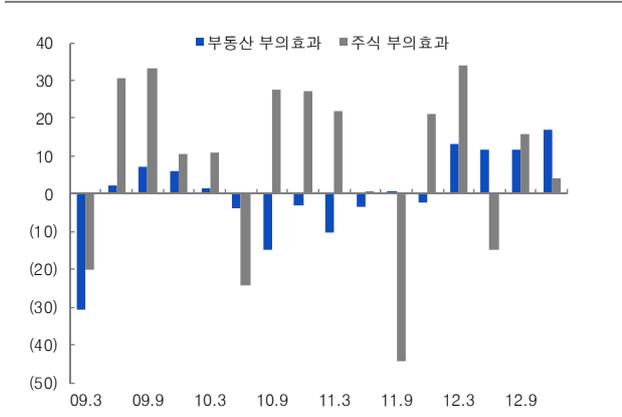
그림 8. 부의효과, 주식은 변동성이 커, 부동산이 더 중요



자료: CIBC, 대신증권 리서치센터

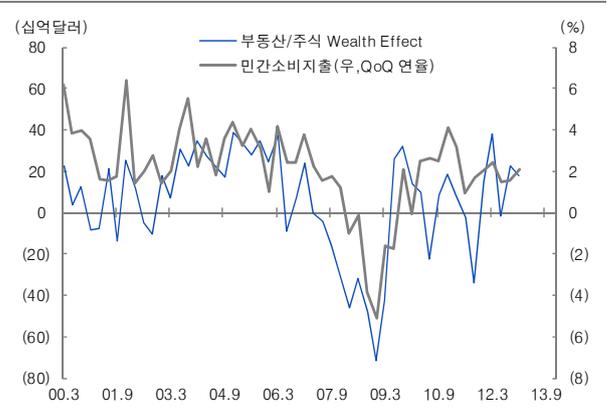
주: 정부지출 축소만큼 총수요 감소하고 다른 부문에 의해 상쇄되지 못하는 경우 가절

그림 9. 부동산 부문의 부의효과 영향력 높아지고 있어



자료: CIBC 대신증권 리서치센터

그림 10. 부의 효과와 미국 민간소비지출



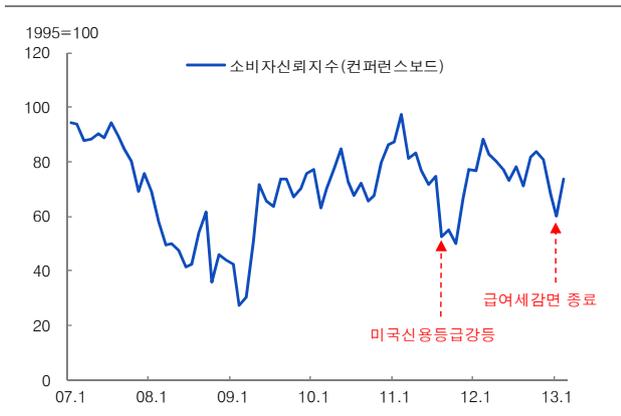
자료: CIBC, 대신증권 리서치센터

부의 효과의 핵심은 주식부문이 아닌 부동산 부문에 달려있다. 가계 부동산 자산은 2007년말 고점대비 78% 수준에 머물러 있어 부의효과의 확대 가능성이 높다. 또한 주식과 달리 부동산은 부의효과가 크고, 지속되는 특징을 보인다. 최고치를 경신한 미국주가가 설령 조정을 받더라도 부동산의 부의효과가 시장의 안전판 역할을 할 수 있다.

부의 효과는 기본적으로 미래에 대한 기대이다. 현재의 소득이 아닌 미래의 소득을 근거로 소비를 늘리기 때문이다. 예상보다 강한 재정감축 이슈가 들어오면 가처분소득 감소의 충격이 부의 효과를 압도할 수 있다. 또한 통화정책의 후퇴가 나타나면 부채축소가 재 가속될 위험 또한 상존한다.

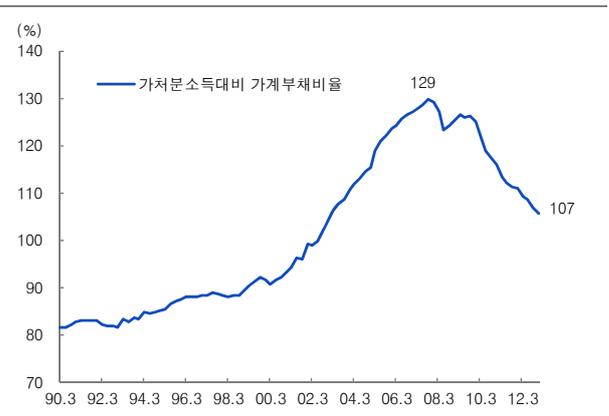
문제는 타이밍이다. 미국의 재정문제, 중국의 경기둔화, 이탈리아 재총선등 악재가 결합되는 시기는 5월 이후일 것으로 생각한다. 악재의 결합을 미리 걱정하기보다 미국 부의 효과가 가져오는 미래의 낙관을 사는 것이 여전히 유효하다

그림 11 소득 축소에도 소비자 신뢰지수 개선



자료: CEC 대신증권 리서치센터

그림 12. 가처분소득대비 가계 부채비율, 아직은 높은 수준



자료: CEC, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.