

## 하반기 인플레이 불확실성 지속, 대응 전략

박희찬 hcpark@miraeeasset.com

손하연 hayeon\_son@miraeeasset.com

- 미국 하반기 인플레이 안정 쉽지 않고 높은 불확실성 유지 예상: 공급망 정상화 vs. 소비 확대, 재고 재축적, 기대 인플레이
- FRB는 머지않아 온건한 QE 테이퍼링을 예고하겠지만, 기대 인플레이 통제 효과 제한될 것 → 테이퍼링 강도 상향 위험.
- 투자전략: 주식 선호도 소폭 하향(중립적 스탠스에서 조정 시 매수), 미국 중심 주식 투자로 안정성 제고, 인플레이 불확실성 지속 가능성에 대비한 적절한 위험관리(투자자들의 성장-가치 스타일 리밸런싱이 지속될 가능성).

## 1. 미국 고용시장, 겉보기보다 타이트하다?

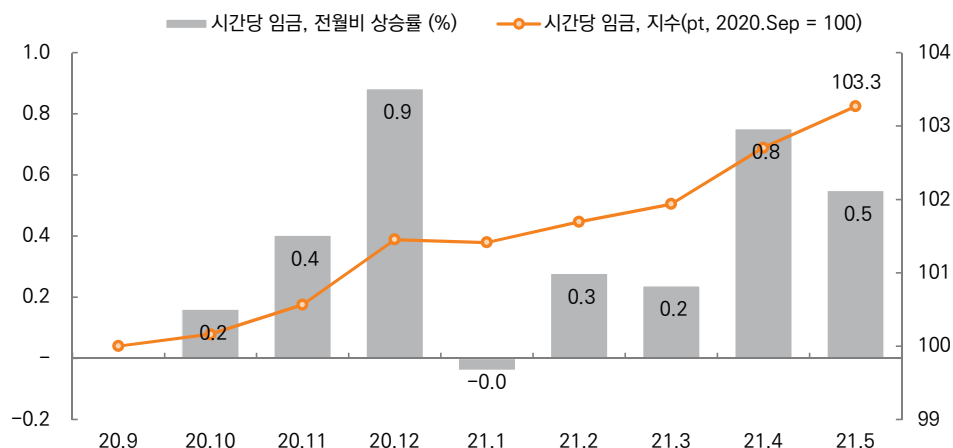
## (1) 5월 고용지표 부진? 볼러드 Bullard 총재의 반대 의견

미국 5월 비농업 일자리는 전월비 55만 건 증가에 그침. 일반적인 경우에는 55만 건도 많은 것이지만, 지난해 실직자들이 돌아오려면 아직 많이 남은 데다가 시장 컨센서스였던 67만 건 증가에도 조금 미달한 것. 이는 FRB 출구전략 우려 완화를 야기하면서 고용지표 발표 당일 미국 증시는 나스닥 중심으로 회복세를 보임.

하지만, 고용지표 세부 내역을 보면 질적으로 나쁜 내용이 아니었으며, 주변 환경들을 살펴 볼 때 미국내 다수 산업에서 인력 부족(labor shortage)을 얘기하고 있는 점, 원활한 백신 접종으로 경제 활동 정상화가 가까워지는 점, 6월 이후 특별 실업급여 축소가 예정된 점 등의 이유로 인해 향후 수개월간 일자리 증가 속도가 빨라질 전망. 따라서, FRB 출구전략 우려는 점차 더 높아지는 방향일 것으로 판단됨.

세인트루이스 연준 볼러드 총재의 미국 잡마켓 상황에 대한 평가에도 주목할 만함(6월 1일 Financial Times 인터뷰). 그는 미국 잡마켓이 보이는 것보다 더 빡빡한 상황(*US job market is tighter than it looks*)이라 평가하고, 이것이 통화정책 정상화 속도를 높일 수 있다(*..which can accelerate the central bank's timeframe for removing some monetary stimulus from the economy*)고 언급함. 참고로, 볼러드 총재는 최근 몇 년간 비둘기파 성향을 띠어 왔으며, 이번에 다소 매파적 색채로 선회한 것으로 볼 수 있겠음.

그림 1. 미국 시간당 임금: 최근 두 달 빠른 속도 상승, 백신 기대감 본격화 이후 10개월간 3.3% 상승



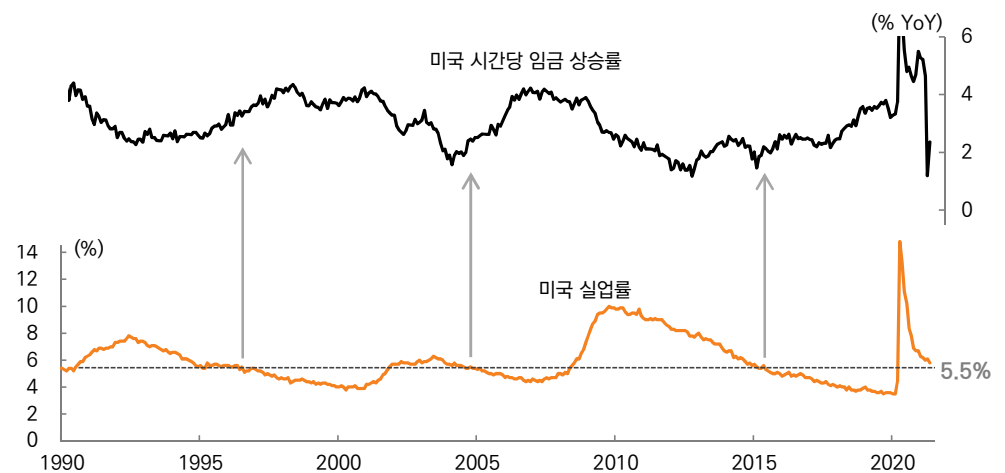
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 좌축이 시간당 임금의 상승률, 우축이 시간당 임금 지수

## (2) 높아지는 임금 상승률, 낮아지는 실업률

근래 일자리 상황이 타이트하다는 것을 보여주는 대표적인 지표 중 하나는 임금 상승률임. 5월 시간당 임금은 전월비 0.5% 상승했고 직전 4월에는 0.8% 상승해서 최근 두 달간 상승 속도가 경험적 평균(전월비 0.2~0.25%)을 크게 초과하고 있음. 4~5월을 포함해서 백신 보급에 대한 기대가 커지기 시작했던 지난해 10월 이후 8개월간 시간당 임금은 총 3.3% 상승. 이런 추세라면 올해 연말께 시간당 임금의 전년비 상승률은 5%에 근접할 수 있음.

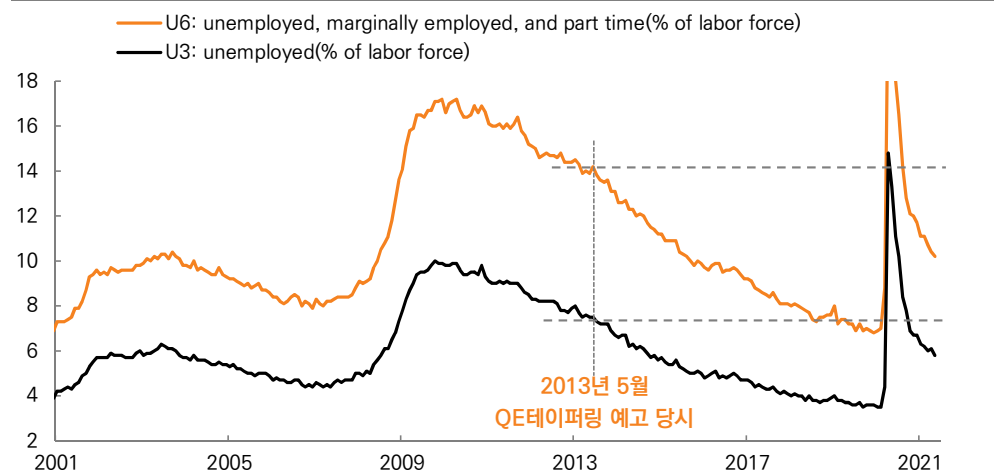
물론, 잡마켓 판단에 실업률 데이터도 중요함. 근래 미국 실업률은 하락세를 지속하면서 임금 상승세를 지지. 5월 실업률은 5.8%로, 경험적으로 임금 상승세가 자극된 5.5% 이하의 실업률에 근접해 가고 있음. 지금은 강력한 실업급여가 지급되고 있어 실업률이 실제 실업 상황을 과소평가 한다는 문제는 거의 없을 것. 광의의 실업률(U6: 공식 실업 외에 실질적 실업자까지 최대한 반영하는 지표)이 공식 실업률보다 더 빠른 속도로 하락하고 있는 상황.

그림 2. 미국 실업률, 경험적으로 임금 상승세가 자극된 5.5%에 근접



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 미국 공식 실업률(U3)보다 광의의 실업률(U6)이 더 빠르게 하락 → 숨은 실업 문제는 거의 없는 듯



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

### (3) 실업기간별 실업자 분포의 의미, 6~9월 일자리 증가 속도 빨라질 것

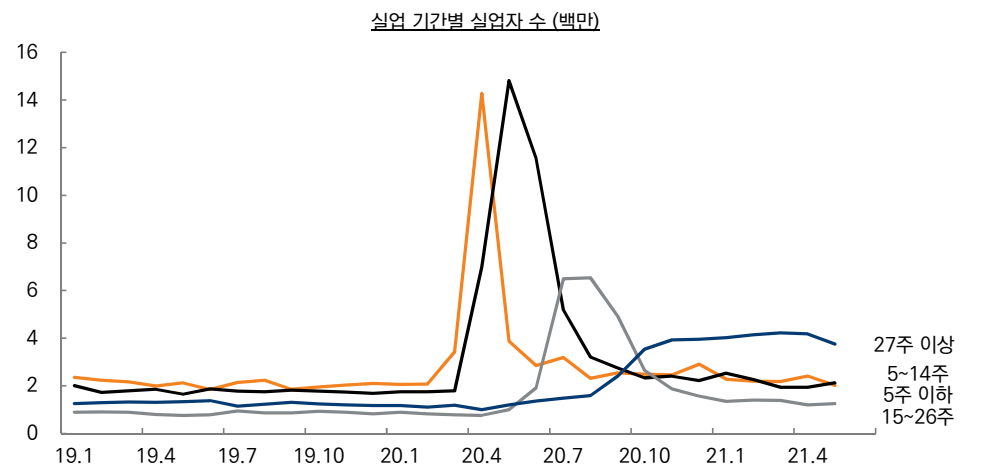
실업 상황에 대해 또하나 주목할 지표는 실업 기간별 실업자 추이임. 일각에서는 27주 이상 장기 실업자 증가가 문제라고 지적하지만, 우리는 조금 반대로 이 상황을 해석하고 있음. 오히려 26주 이하 실업자 규모가 거의 정상화 된 점(팬데믹 위기 직전 수준에 근접)이 더 중요해 보임. 즉, 26주 이하 실업자로만 보면 이미 미국 잡마켓은 위기 전 수준에 가깝게 회복했고, 그래서 타이트하게 느껴질 수 있는 것임.

27주 이상 실업자 수가 잘 감소하지 못하는 중요 이유 중 하나는 실업급여가 충분하다는 것. 저임금 노동자들은 굳이 일을 하기보다 실업급여를 받는 것이 더 나은 경우도 많기 때문. 이들은 앞으로 실업급여 정책에 의해 어쩔 수 없이 일자리로 돌아오게 될 것인데, 현재 계획상 특별 실업급여는 9월 중 종료 예정이며 6월부터 실업급여 축소가 진행될 것으로 알려져 있음. 현재 구인난 상황이기 때문에, 장기실업자라도 많은 사람들이 일자리를 찾는데 큰 어려움은 없을 듯함.

이에 따라, 6~9월 또는 그로부터 몇 개월 후까지 미국 일자리는 상반기 대비 빠른 속도로 증가할 가능성이 높고 실업을 또한 임금 상승 속도 관련해서 중요한 임계점 5.5% 이하로 빠른 속도로 떨어질 것으로 기대할 수 있겠음.

단, 저임금 노동자들이 일터로 돌아오는 구간에는 시간당 평균 임금 상승률이 잠시 떨어질 수 있음. 신규 일자리 증가분 중에서 저임금 비중이 늘면서 평균을 떨어뜨릴 수 있기 때문. 하지만, 그런 구간을 지나면 미국 잡마켓은 더욱 타이트해져 있을 것이고, 임금 상승세도 점차 가속화될 가능성이 높음.

그림 4. 실업기간별 실업자 추이: 26주 이하 실업자 수는 팬데믹 위기 전에 근접, 27주 이상 실업은 아직 많음



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

## 2. 미국 하반기 인플레이션 하향 안정화 쉽지 않음

### (1) 4사분기 인플레이션 재상승 가능성

지난 4월 미국 소비자물가는 전년비 4.2%를 기록했고 5월에는 좀더 높아질 것으로 보임. 이처럼 미국 소비자물가 전년비 상승률이 크게 튀는 것은 지난해 3~5월 소비자물가 하락에 따른 기저효과가 크기 때문. 기저효과는 4~5월 소비자물가 전년비 상승률을 1%p 가까이 끌어올린 것으로 보임. 즉, 기저효과를 제외한 인플레이션은 전년비 3%대 중반 수준.

이러한 기저효과는 6월 이후로는 줄어들게 됨. 지난해 6월부터 물가가 반등했기 때문. 기저효과와 변화로 앞으로 2~3개월 정도는 미국 소비자물가 전년비 상승률이 조금 낮아질 수 있지만, 그것이 하반기 내내 지속될 것으로 보이지 않음. 최근 인플레이션 수치 상승에 기저효과만 있는 것이 아니라, 펀더멘털의 변화라든지 공급망 교란 여파가 섞여 있고, 그에 따라 올해 1~5월 물가 상승률만 2.1%에 달함. 즉, 기저효과보다 이 쪽 여파가 더 크기 때문에, 이에 대한 하반기 상황에 대한 판단이 인플레이션 전망에 더 중요한 의미를 가짐.

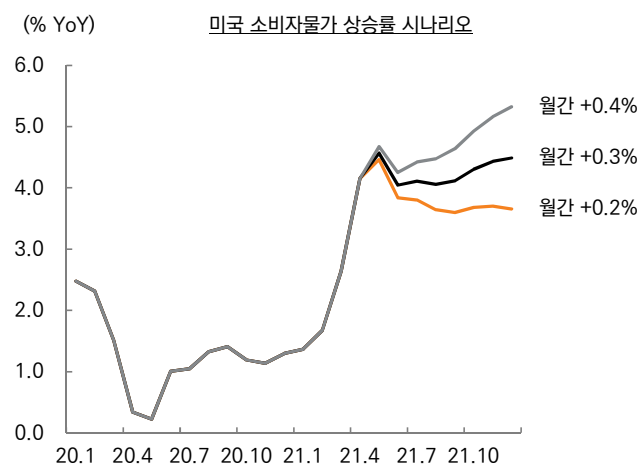
단순하게 몇 가지 시나리오로 접근해 보면, 소비자물가가 하반기에 월간 +0.2%씩 상승하는 경우 전년비 상승률이 2사분기보다 낮아지긴 하나 3%대 중반에 달해 그리 낮지 않은 수준이며, 월간 +0.3%씩 상승하게 되면 4사분기에 전년비 상승률이 다시 4%대로 올라가는 것으로 확인됨.

### (2) 하반기 인플레이션 하향 안정이 쉽지 않은 이유

하반기 공급망 정상화가 인플레이션 하향 안정 기대 요인이지만, 그것이 빠른 속도로 진행될 것으로 보이지 않음. ① 줄어든 재고 상황(당장 공급 부족 + 재고 재축적 압력), ② 팬데믹 쇼크 이후 누적된 초과 저축(약 2조 달러)의 일부 소비 전환 가능성, ③ 금융위기 이후 최고로 높아진 높아진 인플레이션 기대심리 등이 한동안 인플레이션의 하방 경직성을 야기할 수 있기 때문.

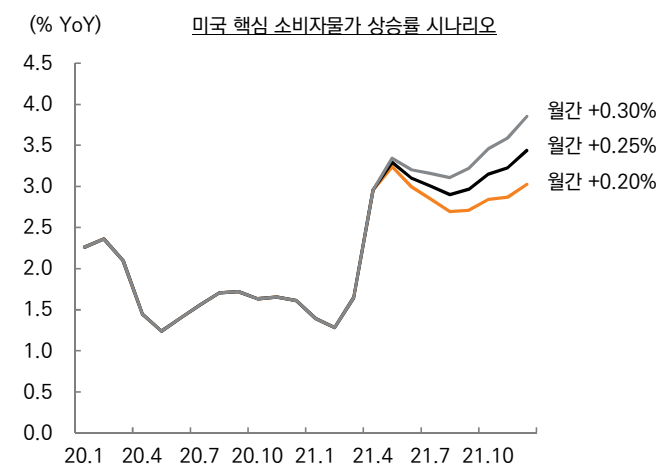
이런 이유로, 하반기 인플레이션이 전월비 0.2%씩 상승하는 온건한 시나리오보다는 그보다 좀더 높은 수준의 인플레이션 상승 시나리오가 좀더 유력해 보임. 따라서, 하반기 인플레이션 하향 안정에 대해서는 크게 기대하기 어려울 것으로 판단됨. 만약 FRB 출구전략 시행 등으로 인플레이션 기대심리 통제에 어느 정도 성과를 보인다면, 2022년 어느 시점에는 인플레이션 안정을 기대할 수 있을 것임.

그림 5. 미국 인플레이션 추이와 세 가지 시나리오



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 미국 코어 인플레이션 추이와 세 가지 시나리오



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

### 3. 기대 인플레이션 상승과 통화정책 정상화 개시

#### (1) 기대 인플레이션 급등, 단기간 내 꺾일 여건 아님

이번 인플레이션 상승 국면에서 중요한 특징 중 하나는 기대 인플레이션 급등으로, 2013~15년 FRB의 완화적 통화정책이 축소되기 시작하던 당시와 차별되는 현상.

미국 인플레이션 기대심리는 지난 10년간 안정된 모습을 보여 왔지만, 미시간대 소비자심리 서베이에 따르면 향후 1년 인플레이션 기대값은 금융위기 이후 최고 수준으로 올랐고, 향후 5년 기대 인플레이션도 가파른 속도로 상승. 미국 채권시장에서 확인된 기대 인플레이션도 2006~07년 이후 최고.

이처럼 크게 오른 인플레이션 기대심리가 단기간에 꺾일 가능성은 높지 않아 보임. FRB는 제로금리 장기화를 지속 천명하고 있고 바이든 정부의 새로운 인프라투자 계획이 조만간 집행될 것이며, 백신 보급 확대에 따른 경제 개방 확대, 경제 정상화 기대감도 크기 때문.

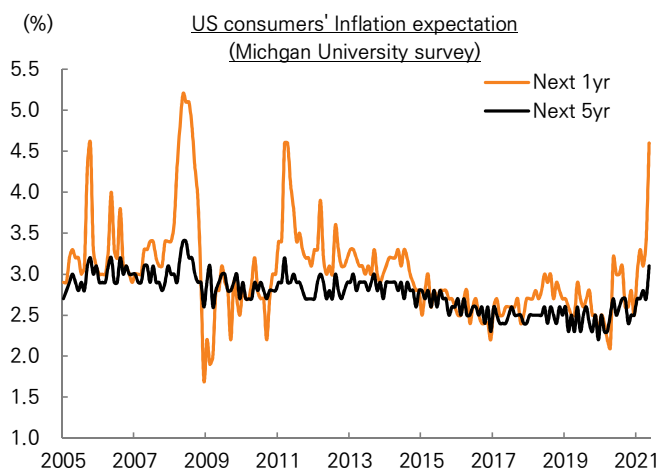
#### (2) QE 테이퍼링 조만간 가시화, 기대 인플레이션 추이에 따라 테이퍼링 강도 가변적

기대 인플레이션의 중요성은 그것이 실제 인플레이션에 영향을 줄 수 있다는 데 있음. 각종 재화·서비스 가격 결정 및 임금 협상 등에 영향을 미칠 수 있기 때문에, 현재 기대 인플레이션 수준에서는 FRB가 나서서 통제할 필요성이 커졌다고 판단됨. 연내 QE 테이퍼링 가능성이 점쳐지고 있는 상황으로, 이르면 다가오는 6월 FOMC에서 QE 테이퍼링에 대한 힌트가 나올 수 있고, 좀 늦어져도 7월말 FOMC 또는 8월 하순 잭슨홀미팅에서는 테이퍼링 가이드라인을 제시할 가능성이 높다고 판단됨.

중요한 것은 테이퍼링 속도일 텐데, 그동안 파월 의장이 일시적 인플레이션이라는 의견을 계속해 왔기 때문에 당장 빠른 속도의 테이퍼링이 제시될 가능성은 낮음. 이 경우에는 금융시장이 별다른 영향을 받지 않겠지만, 문제는 기대 인플레이션도 그다지 꺾이지 않을 가능성이 높다는 데 있음. 테이퍼링 시그널이 기대 인플레이션을 완화하지 못할 경우, 좀더 강도 높은 테이퍼링이 요구될 수 있기 때문.

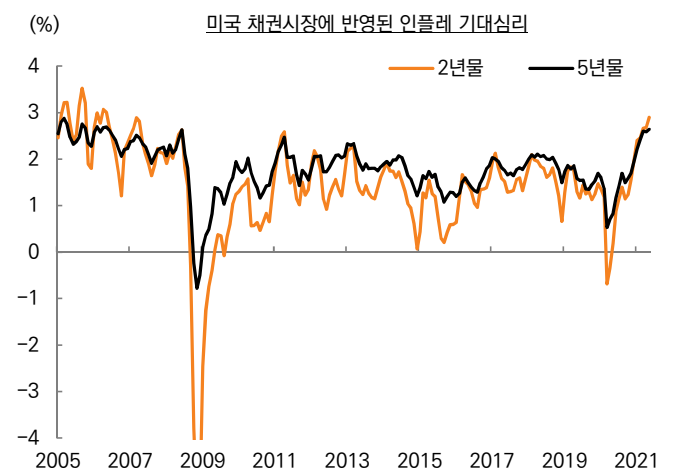
요컨대, 2013년과 차별적인 기대 인플레이션 상황은 QE 테이퍼링 관련 불확실성을 높이는 의미가 있음. 이를 반영하는 가격변수들도 2013년과 사뭇 다른 전개 양상을 띌 수 있어, 모니터링을 면밀히 해 나가야 할 듯함.

그림 7. 미시간대 소비자심리 서베이 결과: 10년간 최고 수준 기대 인플레이션



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 미국 채권시장에 반영된 기대 인플레이션은 2006~07년 이후 최고



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

#### 4. 대응 전략

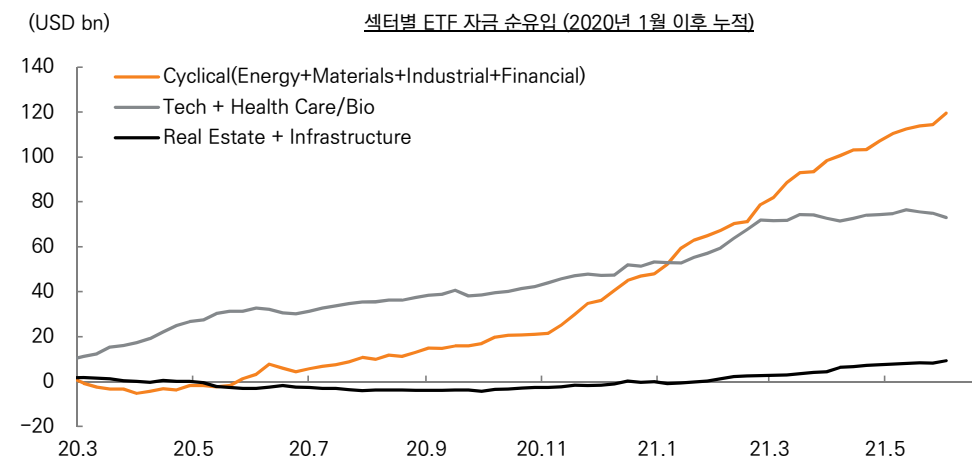
하반기 인플레이션 불확실성과 QE 테이퍼링 가능성에 대한 대응 전략으로, ① 주식 선호도 소폭 하향, ② 미국 주식에 다시 집중, ③ 성장-가치 리밸런싱 지속 가능성에 대비 등 크게 세 가지를 제시함.

첫째, 주식에 대해서는 기본적으로 긍정적 관점을 유지하지만, 이전에 비해서는 조금 선호도가 떨어지는 것은 정책 강도 약화, 정책 변경 불확실성 때문. 앞서 정리한 바와 같이 당장 FRB에서 급진적 QE 테이퍼링을 제시할 가능성은 낮지만, 기대 인플레이션이 쉽게 꺾이지 않으면서 향후 상황을 다소 복잡하게 만들 가능성이 있음. 그래서, 주식은 계속해서 비중확대로 가되 약간의 중립적 스탠스에서 조정 시 매수 관점으로 대응하는 것이 좋을 듯함.

둘째, 미국 주식으로 집중할 필요성은 미국과 미국외 경기 회복 온도차, 특히 신흥국 경기 상황이 좋지 못하다는 점에 기인함. 이머징마켓 주식은 2013년 QE 테이퍼링 당시에도 미국 주식 대비 상대적으로 좋지 못했는데, 펀더멘털 상황을 고려할 때 이번에도 그리 다르지 않을 수 있음.

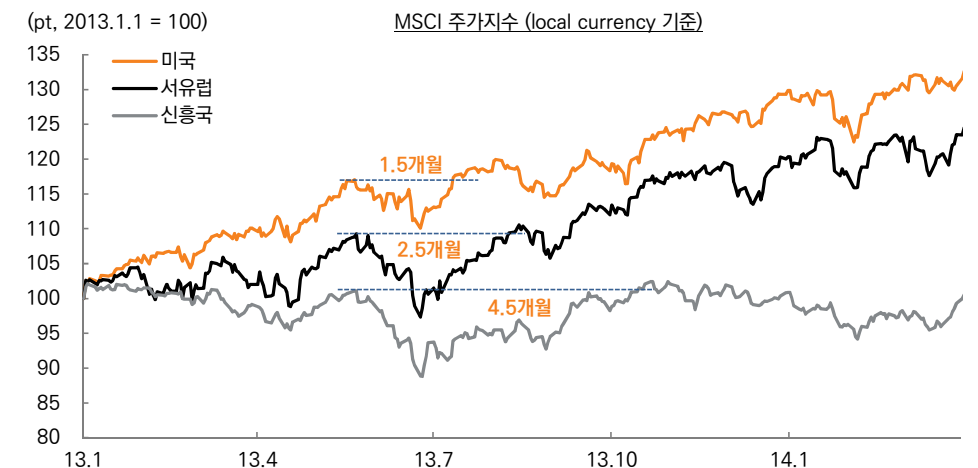
셋째, 지난해 연말 이후 투자자들은 성장-가치 스타일 리밸런싱 중이며, 하반기에도 경기 정상화 기대감과 높은 수준의 인플레이션 불확실성 여건 하에서 이런 움직임을 유지할 가능성에 대비할 필요. 인플레이션 불확실성에 대응하는 방법은 여러 가지가 있을 수 있지만, 인플레이션 또는 금리가 올라갈 때 주가 측면에서 손해가 있는 업종을 보유하는 것이 적극적 위험관리 전략이 될 수 있음.

**그림 9. ETF 자금 동향: 시클릭얼 섹터로 활발한 자금 유입 지속, 테크+바이오 섹터로 자금 유입은 정체**



자료: EPFR, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 10. 2013년 QE 테이퍼링 예고(2013년 5월 22일) 이후 지역별 주가지수 추이**



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

**Compliance Notice**

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.