

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 12. 16 (수)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

12월 FOMC에서 주목할 3가지 이슈

오늘의 차트

코스피, 기관 수급 부담이 없는 업종의 수익률 차별화

칼럼의 재해석

Implications for shipping from IMO's MEPC

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 경제분석
 RA 황수욱
 02. 6454-4896
 soowook.hwang@meritz.co.kr

12월 FOMC에서 주목할 3가지 이슈

- ✓ 금융시장 내에서 통화정책 역할이 다했다는 인식 지배적이지만, 연준의 추가대응 카드가 남아 있다는 점에서 12월 FOMC에 주목할 필요
- ✓ 이 중 1) 자산매입에 관한 정성적인 가이드선 제공 가능성, 2) 일부 긴급 신용대출 프로그램 종료, 3) SEP 전문 조기 공개/추가 정보 제공에 주목
- ✓ 전적으로 재정정책에만 기대는 것이 아닌, 연준이 재정/통화정책 공조와 통화정책 전달경로 보강하는 노력을 병행한다는 함의. 위험자산에는 계속 우호적인 정책환경 조성될 것으로 기대

Fed, 해 줄 것이 더 있다

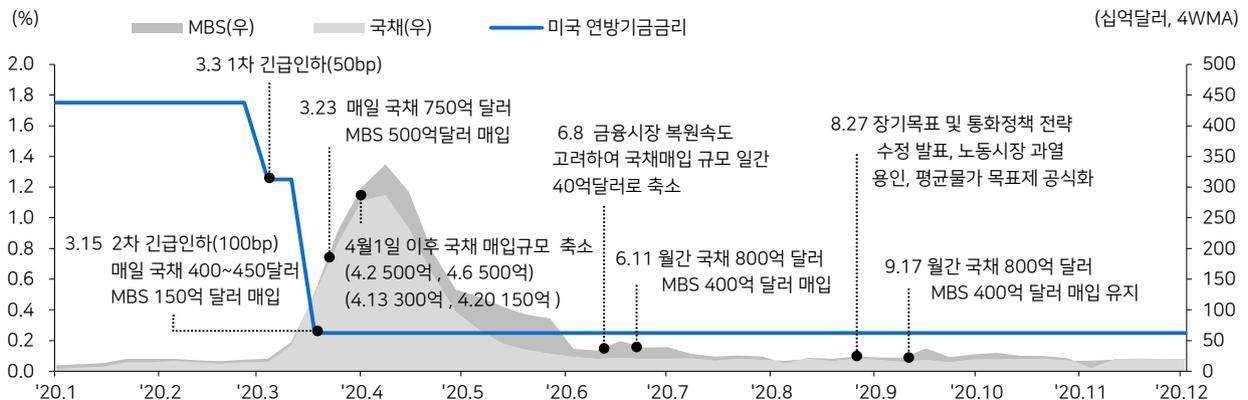
올해 미국 연준은 가용한 모든 수단 동원하여 경기 충격 대응

올해 3월, 전세계 COVID19 확산과 유가 급락이 겹치면서 실물경기 위축과 신용경색에 의한 금융시장 충격이 가중되었다. 연준은 전례없는 정책으로 시장 충격을 최소화하고 경기회복을 유도할 여건을 제공하며 성공적으로 대응했다.

통화정책 역할이 다했다는 인식이 지배적이지만, 대응카드 남아있음

현재 통화정책은 그 할 일을 다했다는 인식이 지배적이다. 제로금리와 무제한 양적완화로 대변되는 주요한 정책이 이미 동원되었기 때문이다. 따라서 시장의 관심은 연말 종료될 부양책을 이어갈 추가적인 재정정책 소식에 집중되어 있는 것이 사실이다. 과거의 주요한 대응에 비해서는 미세조정 성격이 크지만, 연준의 추가 대응 카드가 남아 있고, 그러한 대응이 이르면 12월 FOMC에서 공개될 가능성이 크다는 점에서 이를 3가지 이슈로 나누어 자세히 짚어보고자 한다.

그림1 미국 FFR, 매입자산 주간변동규모와 2020년 FOMC 주요 결정 내용



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

1. 연준 자산매입, 구성변경과 포워드 가이드런스

첫 번째는 연준 자산매입 관련한 이슈들이다. 한 가지는 그간 단기채 일변도의 자산매입에서 장기채 매입비중을 확대하는 것이며, 다른 한 가지는 자산매입 규모 속도 변화를 유발할 수 있는 일정 조건의 제시(즉, 가이드런스의 제시)이다.

(1) 자산매입 구성 변경 가능성

재무부 장기채 발행비중 확대에
연준 매입자산 구성변경 기대 형성

연준의 매입자산에서 장기채 매입 확대가 논의되는 이유는 재무부의 발행과도 관련이 있다. 올해 상반기까지 재무부는 경기충격에 대응하기 위해 발행과 조달이 상대적으로 용이한 단기채 위주의 발행을 통해 필요자금을 조달했다. 이에 따라 재무부 중장기채에서 단기채를 나눈 비율은 올해 6월 2.5배까지 하락하며 10년래 최저치를 기록했다. 9월 이후 중장기채 발행 비중의 상승은 빈번한 롤오버 부담/위험이 있는 단기채 비중을 줄이고 장기채 비중을 늘림으로써 차입 구조를 안정화하는 목적으로 분석된다. 이에 따라 연준이 재무부의 장기채 발행비중 확대에 의한 장기금리 상승 리스크에 대응하여 장기채 매입 비중을 확대할 것을 기대했다.

실제 11월 중순까지는 12월 FOMC에서 장기채 매입비중 확대를 결정할 것이라는 기대감이 적지 않았다. 이유는 위에 언급한 변화와 더불어 대선 직전까지 2조 달러 내외의 추가부양책 시행 가능성이 높았고, 결국 채권발행 확대에 따른 수급 부담이 금리 상승을 가중시킬 수 있다는 우려가 있었기 때문이다. 또한 경기회복을 위해 가용한 모든 수단을 활용하겠다는 연준의 스탠스 역시 이를 뒷받침했다,

기대 효과: 장기채 매입비중 확대
할 경우 금리 상승속도 지연으로
경기회복에 우호적 환경조성 가능

실제로 연준이 장기채 매입 비중을 늘려주면, 장기금리 상승 속도와 장단기 금리 차의 확대를 일정 수준 지연시키는 효과를 기대할 수 있다. 이는 실물경제에 긍정적인데, 장기금리에 영향을 받는 투자를 자극하여 회복국면에서 실물경기가 탄력을 받을 수 있는 환경을 조성해줄 수 있기 때문이다.

그림2 미국 재무부 장기채/단기채 비율



자료: 미국 재무부, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국채 장단기 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

장기채 매입 비중 확대는
오퍼레이션 트위스트와 유사
성격은 더욱 완화적

장기채 매입 비중 확대는 2011년 시행했던 오퍼레이션 트위스트와 유사한 효과를 낼 수 있다. 연준은 2011년 9월 21일부터 2012년 12월 31일까지 총 6,670억 달러 규모의 3년 이하 단기채를 매각하고 동 금액을 6년~30년 장기채 매입에 사용했다. 오퍼레이션 트위스트와 지금의 자산매입 구성변경은 연준이 장기채 매입 규모를 늘려 장기금리를 안정시켜 경기를 부양한다는 점에서 공통점이 있다. 차이점은 현재 연준 정책이 총자산 규모가 지속적으로 늘어나기 때문에 오퍼레이션 트위스트보다 완화적인 정책이다.

과거 오퍼레이션 트위스트는 장기
금리 상승을 억제하는 목표를
효과적으로 달성

오퍼레이션 트위스트는 장기 금리를 떨어트려 경기부양 효과를 내고자 했던 목표를 달성한 것으로 보인다. 오퍼레이션 트위스트 시작 시점으로부터 금리저점 기준으로 미국채 10년 금리와 30년 금리는 각각 101bp와 102bp 하락했고, 2년 금리는 20bp 하락하는 데 그치며 10년-2년 스프레드는 최대 91bp 축소되었다.

그림4 오퍼레이션 트위스트 당시 연준의 만기별 미국채 잔액



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림5 오퍼레이션 트위스트 당시 미국채 장단기 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

장점에도, 12월 FOMC에서 장기
물 비중확대 명시화 가능성 낮음

그러나 이 같은 장점에도 불구하고, 12월 FOMC에서는 연준 자산매입의 장기물 비중 확대가 명시적으로 결정될 가능성이 낮아졌다고 판단한다.

이유 (1)
최근 장기금리 인상속도 빠르지
않아 도입 시급성 적음

장기금리 상승세는 아직 안정적: 우선, 지난주 초장기물인 30년물 입찰에서 양호한 성과를 거두며 30년-10년 스프레드 축소가 축소되었다. 12월 14일 기준 10년 금리도 0.89%로 여전히 1.0%를 넘지 못하는 수준을 등 안정적인 수급과 금리 상승 속도를 유지하고 있다. 연준의 매입구성 조정이 장기금리 상승속도를 조절한다는 목적이라는 점에서 도입 시급성이 당장은 크지 않을 수 있음을 보여준다.

이유 (2)
최근 자산매입 구성변경과 관련한
회의적 시각이 대두된 이유는
당국의 적극적인 의사소통 때문

연준의 인식: 다음으로, FOMC의사록과 주요 인사발언으로 확인되는 연준의 인식도 당장 12월 FOMC에서 장기채 매입비중 확대 결정 가능성을 낮추는 요인이다. 11월 FOMC 의사록에서는 현재 자산 매입속도/구성이 적절하기 때문에 당장 조정이 필요하지 않은 것으로 판단했다.

12월 1일 샌프란시스코 연은 총재는 현재 부양수단이 적절하며 추가적인 조치를 취해야 하는 징후는 보이지 않는다고 했으며, 2일 달라스 연은 총재는 당장 시행보다는 상황 전개에 따라 쓸 수 있는 카드라는 점을 강조했다. 12월 이후 추가 부양책의 기대 규모가 합의과정에서 2조 달러에서 9,000억 달러 내외로 축소되면서 금리상승 리스크가 감소한 영향도 있는 것으로 보인다.

당장 매입 구성변경 발표하지 않더라도 시장 충격은 제한적

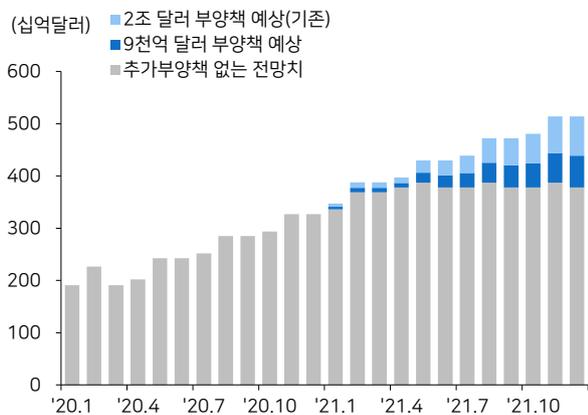
12월 FOMC에서 자산매입 구성 변경에 대한 언급이 없더라도 시장 충격은 제한적일 것으로 예상된다. 12월 1~2일 주요 지역 연은총재들의 인터뷰가 있던 시기에 미국채 10년 금리가 각각 9bp, 4bp 상승하며 12월 FOMC에서 자산매입 구성변경이 일어나지 않을 가능성을 이미 반영했기 때문이다. 연준은 이러한 정책을 충격이 도래했을 때 처방카드로 사용할 가능성이 높다는 점에서, 구성변경이 필요할 경우 언제든 시행할 수 있다는 기대를 줄 가능성이 높다. 이 역시 시장 실망 유발 가능성이 낮음을 지지하는 요인이다.

표1 최근 지역 연은 총재 발언 정리

일자	총재	내용
12월 4일	Charles Evans(시카고)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 현재 자산매입 설정(규모, 속도)이 향후 수개월동안 경제 상황이 명확해질 때까지 적절하다고 판단 ■ 매입 규모를 늘리는 것은 반대하지 않으나, 정확한 타이밍에 대해선 확신할 수 없음
12월 2일	Robert Kaplan(달라스)	<ul style="list-style-type: none"> ■ Fed의 채권 매입 방식 변화는 당장 시행할 의향이 있는 수단이 아니라, 상황이 어떻게 전개되느냐에 따라 마음대로 쓸 수 있는(at our disposal) 도구라는 것을 인지해야
12월 1일	Mary C. Daly(샌프란시스코)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 경기부양을 공격적으로 할 시점이 아님. 현재 정책 수준이 적절하다는 판단 ■ (장기채 매입 확대로 더 부양할 수 있지만), 어떻게든 다른 조치를 취해야 한다는 징후는 보이지 않음
12월 4일	Neel Kashkari(미니애폴리스)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 여전히 완전한 경기 회복으로부터 멀리 떨어져 있음. 미국의 실제 실업률은 약 9.9%
12월 1일	Jerome Powell(의장)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 회복에 진입했다는 확신할 수 있도록 하기 위해 우리가 가진 도구를 모두 사용할 것
11월 24일	John Williams(뉴욕)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 지금은 재정정책이 가장 강력한 (부양) 도구
11월 19일	Loretta Mester(클리블랜드)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 재정정책이 정말로 도움을 필요로 하는 가계와 기업을 대상으로 역할을 할 수 있음
11월 13일	James Bullard(세인트루이스)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 상당한 규모의 자산매입 속도를 유지 중. 위기가 지속되는 한, 불확실성은 지금 우리가 옳다고 생각하게 만들
11월 10일	Eric Rosengren(보스턴)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 전염병의 2차 확산이 진행중인 가운데, 추가 재정부양과 더 완화적인 통화정책이 적절하다는 판단

자료: 언론사 보도 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림6 재무부 채권 발행물량 예상(누적)



자료: 미국 재무부, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림7 12월 초 연준 인사 발언 시점 미국채 10년 움직임



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(2) 자산매입 규모 변화의 조건 제시

자산매입규모 동결, 매입규모를 변화시킬 조건 제시할 가능성

자산매입과 관련한 또 다른 이슈는 매입하는 자산의 규모이다. 이번 12월 FOMC에서 매입자산 규모가 변동하지는 않을 것이다. 대신 향후 매입규모를 변화시키려면 어떠한 조건이 충족되어야 하는지를 제시할 가능성은 높다. 이는 11월 FOMC 의사록에서도 언급되었는데, “대다수 위원들이 빠른 시일 안에 자산매입에 관한 가이드언스를 강화할 필요가 있다”고 판단한 것이 그것이다. 위원들은 소통의 미비로 발생하는 불확실성이 경기회복에 방해가 되는 요소라는 점을 공감하고 있다.

완화 스탠스가 유지되는 기간에 대한 시장의 관심 높은 상황

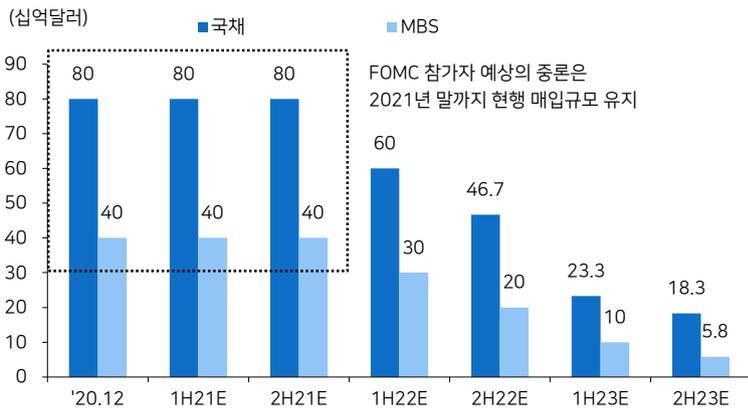
자산매입과 관련하여 시장에서 가장 주목하는 사항들은 1) 현재 시행 중인 완화적 통화정책이 언제까지 지속될 수 있는가와, 2) 현재 자산매입 속도인 월간 1,200억 달러가 언제까지 유지될 것인가로 압축된다.

자산매입 규모의 변화조건(즉, 가이드언스) 제시는 정량적인 방법과 정성적인 압법이 모두 가능하다. 정량적인 방법은 금리인상 조건과 같이 “목표 변수(실업률과 인플레이션율)가 일정 수준에 도달할 때까지” 자산 매입에 대한 변화가 없을 것이라고 제시하는 방식이다.

정성적인 결과 기반 자산매입 가이드언스 제시, 2021년말까지 매입규모 유지 시사 가능성

그러나 11월 FOMC 의사록에서는 정성적인 결과 기반(qualitative outcome-based)의 자산매입 가이드언스를 선호했다. 이는 1) “판데믹이 종식될 때까지, 집단면역 상태로 진입할 때까지” 혹은 2) “경기와 물가 정상화가 본궤도에 들어섰다는 연준 위원들의 확신이 들 때까지” 현재 속도를 유지한다는 방식을 의미한다. 1)에 대해 연준의 판단은, 하반기에 백신 보급이 본격화되고 이르면 2021년 말에는 집단면역 상태로 들어간다는 것이다. 이를 준용한다면, 적어도 2021년 말까지는 현행 월간 1,200억 달러의 자산매입 속도가 유지될 가능성이 높다는 의미로도 해석될 수 있다. 이는 시장이 기대하는 바에 부합하는 가이드언스가 될 것이다.

그림8 FOMC 참가자 서베이: 향후 자산매입 규모 예상 (Median)



자료: New York Fed, "Responses to Survey of Market Participants('20.11)", 메리츠증권 리서치센터

그림9 11월 FOMC 의사록 발췌

Regarding asset purchases, participants judged that it would be appropriate over coming months for the Federal Reserve to increase its holdings of Treasury securities and agency MBS at least at the current pace. These actions would continue to help sustain smooth market functioning and help foster accommodative financial conditions, thereby supporting the flow of credit to households and businesses. Many participants judged that the Committee might want to enhance its guidance for asset purchases fairly soon. Most participants favored moving to qualitative outcome-based guidance for asset purchases that links the horizon over which the Committee anticipates it would be conducting asset purchases to economic conditions. A few participants were hesitant to make changes in the near term to the guidance for asset purchases and pointed to considerable uncertainty about the economic outlook and the appropriate use of balance sheet policies given that uncertainty.

자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

2. 긴급 신용시장 대출 프로그램 부분 종료

일부 신용시장 대출 프로그램 종료 발표 예상

두 번째 이슈는 긴급 신용시장 지원 프로그램 종료이다. 연준은 지난 3월 17일 PDCF, CPMFF를 시작으로 9개의 긴급 신용시장 대출 프로그램을 도입하여 시행해 왔다. 11월 19일 미국 재무부는 CARES Act에 근거하여 자금을 지원해온 PMCCF, SMCCF, MLF, MSLP, TALF 등 5개 프로그램에 대한 종료와 미활용 자금에 대한 반환을 요구했다. 이에 따라 연준은 이번 FOMC에서 해당 프로그램에서는 종료를 발표할 것으로 예상된다. **신용시장의 안전판 역할을 해오던 일부 대출 프로그램이 종료되지만 긴축과는 거리가 멀고 금융시장에 미치는 영향도 제한적 일 것으로 본다.** 이유는 다음과 같다.

시장 충격 제한적일 이유 (1)
활용액이 적고 목적을 이미 달성

- 첫째, 언급한 프로그램들이 소기의 목적을 달성한 가운데, 활용 금액이 크지 않았기 때문이다. 상기한 프로그램들은 3~4월 급격한 신용시장 위축으로 단기자금 조달시장 및 중소기업, 가계, 지방정부에 신용시장의 안정화가 목적이었다. 12월 11일 기준 하이일드 회사채 ETF 지수와 지방정부채 ETF 지수가 각각 86.68과 117.13으로 전염병 충격 이전(88.0과 117.61) 수준까지 회복하며 안정화되었다. 또한 전체 회사채 유통 금액 대비 SMCCF가 매입한 회사채 금액의 비중은 0.06%에 불과할 정도로 미미하다.

(2) 긴축 의도가 없는 근거 법안에 따른 종료, 반환금액은 부양재원으로 활용될 수 있음

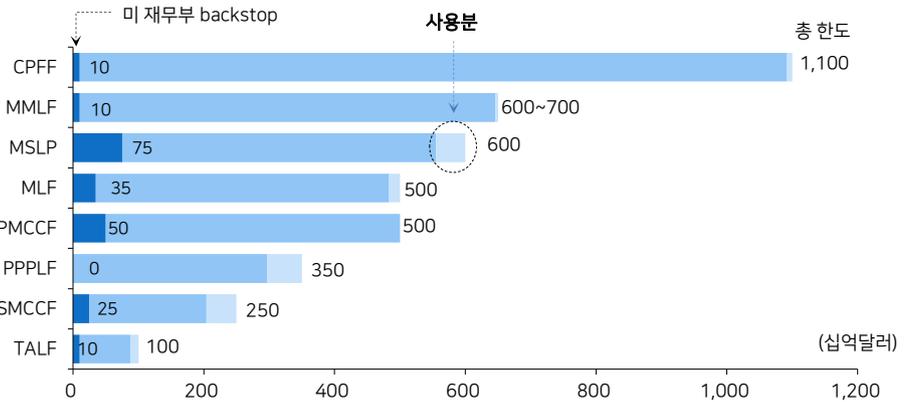
- 둘째, 근거 법안인 CARES Act 종료에 따른 조치이므로 연준이 스스로 의도한 "긴축" 이 아니다. 재무부는 CARES Act에 근거하여 해당 5개 프로그램에 총 1,950억 달러를 제공했다. 이렇듯 법에 의해 보장되었던 정책들이 마찬가지로 법안에 근거해 종료되는 것이다. 긴축 의도가 없다는 점, 보증금액이 다른 부양재원으로 활용될 수 있다는 점을 고려할 때 부정적인 이슈로 보기 어렵다.

(3) 재정/통화정책 공조 기대되는 환경, 유사시 언제든지 재개 가능할 수 있다는 기대

- 셋째, 미국 연준과 재무부와 정책공조가 강화될 것으로 기대되는 환경도 재무부에 의한 연준 지원정책 종료의 우려를 덜어준다. 11월 30일 바이든 대통령 당선인은 새로운 미국 재무장관에 재닛 옐런 전 연준 의장을 지명했다. 옐런의 연준 경력과 적극적 재정지출, 커뮤니케이션을 중시하는 성향을 감안할 때 재무부와 연준의 정책 공조가 원활할 것이라는 예상이 지배적이다. 이번에 종료되는 일부 신용시장 지원 프로그램도 필요하면 충분히 재개될 수 있다는 기대를 갖게 한다.

무엇보다도 추후 3~4월과 같은 신용시장의 큰 충격이 재발될 가능성이 적을 것으로 예상된다. 제로금리와 연준 자산 규모 확대에 따른 대변되는 풍부한 유동성 환경이 조성되어 있고, 신용시장 충격의 또다른 핵심 원인이었던 유가 충격이 재발할 가능성도 낮기 때문이다. 오히려 재무부의 계획대로 기존 신용시장 지원 보증에 쓰였던 미활용 금액이 회수되어 적재적소에 사용되는 것이 실물 경기 회복의 효율성 측면에서 긍정적이라고 생각한다.

그림10 긴급 신용시장 대출 프로그램 사용한다 및 연준 대차대조표 잔액



주: 연준 대차대조표 잔액은 12월 11일 기준
 자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

표2 미국 긴급 신용시장 지원 프로그램

	지원대상	대상자산	주요 내용	재무부 지원
PDCF	Primary Dealer	공개시장조작 담보+회사채, CP, ABS, MBS	재할인창구 Primary Dealer 앞 개방	-
CPFF	기업, CP시장	달러화 CP	SPV 설립, CP 매입	100억달러(ESF)
MMLF	MMMF 시장	미국채, 정부기관보증증권, CP 등	MMMF 보유 자산을 담보로 대출	100억달러(ESF)
CCF	투자등급 기업, 회사채 시장	투자등급 회사채 및 ETF	SPV 설립, 회사채/ETF 인수 및 대출	750억 달러(CARES Act)
TALF	ABS 시장, 기업, 가계	ABS	SPV 설립, ABS 담보로 대출	100억 달러(CARES Act)
MLSP	중소기업	금융기관 대출	SPV 설립, 대출자산 매입	750억 달러(CARES Act)
PPPLF	소기업, 개인사업자	PPP대출 원금	지역연준이 PPP대출을 담보로 대출	-
MLF	지방정부	지방채(2년 이내)	SPV 설립, 지방채 인수	350억 달러(CARES Act)

주: 음영 표시 지원정책은 12월 FOMC에서 종료 발표 대상
 자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 하이일드 회사채와 지방정부채로 자금유입 지속



자료: Federal Reserve, SIFMA, 메리츠증권 리서치센터

그림12 전체 회사채 발행량 대비 연준 매입액 비중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

3. SEP 전문 조기공개 및 불확실성 평가/리스크 차트 추가

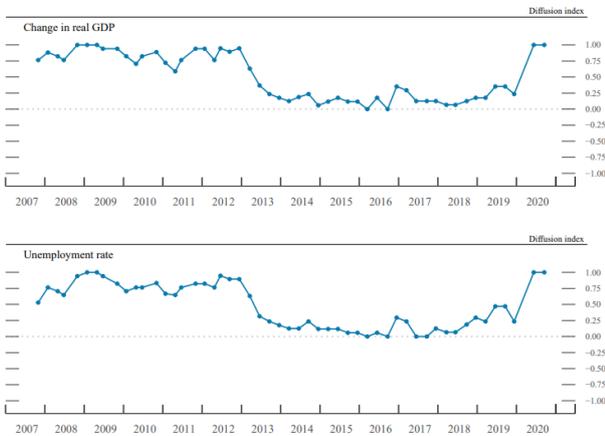
SEP 전문 조기공개와 불확실성 및 리스크에 대한 판단을 수치화한 자료 추가

세 번째 이슈는 FOMC 당일 공개하는 경제전망(SEP: Summary of Economic Projection) 내용의 확대이다. 12월 FOMC부터는 요약만 제시하던 이전과 달리 1) 수정 경제전망 전문을 당일에 모두 공개하고, 2) 참가자들의 경제전망에 대한 불확실성과 리스크에 판단을 수치화한 내용을 담은 차트를 새롭게 공개한다.

연준, 불확실성 평가 및 리스크 지수 예시 공개

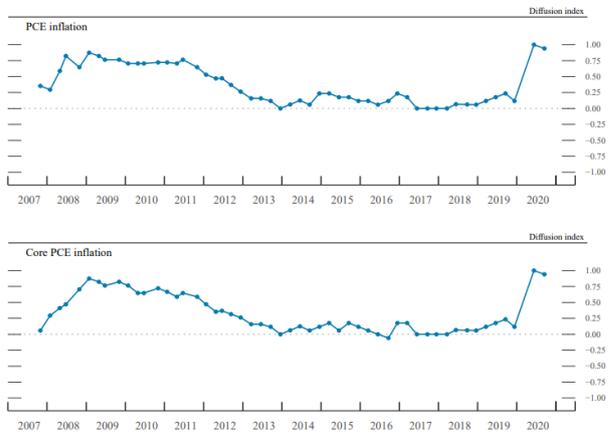
12월 11일 연준은 위원들의 불확실성 평가지수/리스크 가중지수 예시('20년 9월 까지) 형태를 공개했다. 아래의 차트들은 FOMC GDP, 실업률, PCE 인플레이션, Core PCE 인플레이션 예측에 대해 FOMC 참여자들이 느끼는 불확실성 및 리스크에 대한 판단을 보여준다. 그림 12~13은 각 변수의 예측 불확실성이 지난 20년 동안의 평균 불확실성 수준에 비해 더 높거나 더 낮다는 것을 나타내는 참가자의 비율을(Diffusion indexes of participants' uncertainty assessment), 그림 14~15는 예측 리스크를 예측치 상향/하향 조정 빈도로 가중평균한 참가자 비율을 각각 보여준다(Diffusion indexes of participants' risk weightings).

그림13 GDP, 실업률에 대한 불확실성 평가 지수 예시



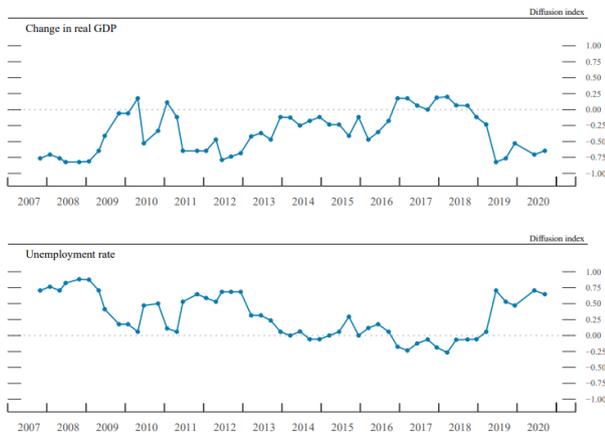
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림14 PCE, Core PCE에 대한 불확실성 평가 지수 예시



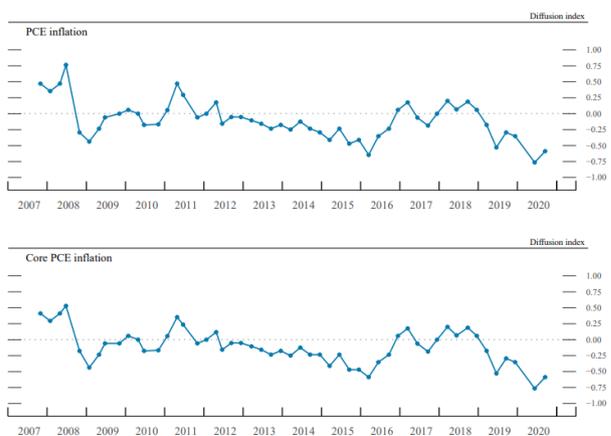
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림15 GDP, 실업률에 대한 리스크 가중 지수 예시



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림16 PCE, Core PCE에 대한 리스크 가중 지수 예시



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

**불확실성 평가지수와
리스크 가중지수 산출 근거**

불확실성 평가지수(그림 13, 14)는 “지난 20년간의 불확실성 수준과 비교하여 당신의 경제전망에 고려된(attached) 불확실성에 대한 판단을 표시해 달라”는 질문에 대해 ‘Higher’ 응답자 수에서 ‘Lower’ 응답자 수를 뺀 값을 총 참여자수로 나눈 값이다. 리스크 가중지수(그림 15, 16)는 “당신의 전망을 둘러싼 위험의 가중에 대한 판단을 표시해 달라”는 질문에 ‘Weighted to the Upside’ 응답자 수에서 ‘Weighted to the Downside’ 뺀 값을 총 참가자 수로 나눈 값이다. 예시로 제시된 차트에 2020년 3월 값이 누락된 이유는 경제전망이 제시되지 않았기 때문이며, 최근 흐름은 경제전망의 불확실성이 높지만 직전 분기대비로는 완화되고 있고, GDP/물가의 하방위험과 실업률 상방 위험이 일부 경감된 것으로 평가된다.

**목표는 연준의 의도대로 시장참여
자들의 ‘기대’를 형성하는 것**

연준은 경제전망에 대해 새로운 차트를 추가하고 이를 FOMC 당일에 공개하며 더 많은 정보를 시장에 빠르게 제공하는 셈이 된다. **그 기저에는 연준의 의도대로 시장참여자들이 경제전망 경로와 통화정책에 대해 형성하는 ‘기대’를 형성해 주기 바라는 의도가 있다.** 적절한 기대 형성은 현대 통화정책에 핵심적인 역할을 하며 가장 중요한 요소로 자리매김하고 있다(자세한 내용은 본문 뒤의 Appendix 참고).

시장 참여자들이 중앙은행의 의도대로 기대를 형성하기 위해서는 정책에 대한 ‘신뢰’가 뒷받침되어야 한다. 연준이 정보전달을 강화하는 이유는 1) 중앙은행의 의도대로 시장이 기대를 형성하고, 2) 좀 더 많은 정보를 제공함으로써 자신들의 정책에 대한 신뢰를 형성하기 위함이다.

**특히 평균물가목표제 하에서는
연준의 의도에 부합하는 시장의
기대 형성이 더욱 중요**

특히 8월 27일부터 공식화한 연준의 평균물가 목표제(AIT, Average Inflation Targeting) 하에서는 이러한 기대 경로의 중요성이 더욱 부각된다. 평균 물가목표제의 핵심 전달경로는 기대이다. 연준이 ‘일정 기간 동안 평균 물가 2% 달성을 추구한다’라는 발표에 시장참여자들이 ‘인플레이션 기대’를 형성하고 이에 따른 소비, 투자 행태를 변화시키는 것을 노리는 정책이기 때문이다.

**시장참여자들이 연준의 의도에
부합하는 합리적 기대를 할수록
정책 목표 달성에 용이함**

연준의 이러한 노력의 의도는 AIT의 액션 플랜으로 함께 제시된 “Monetary Policy Tradeoffs and the Federal Reserve’s Dual Mandate”에서 참고할 수 있다(이하는 8월 31일자 주간 경제脈 참고). 해당 보고서에 따르면 경제주체들의 기대가 과거 저물가에 적응하여 형성되는 기대(적응적 기대)에 그칠 경우, 연준의 2% 물가 목표 달성이 더 어려워질 수 있다. 정책 목표 달성을 위해서는 연준이 시장에 가능한 많은 정보를 제공해 연준의 의도에 부합하는 ‘합리적 기대’를 형성하여 시장이 연준의 의도에 부합하는 하는 것이 중요하다. 이 조건이 충족되어야 인플레이션 기대와 실제 인플레이션을 빠르게 반등하게 할 수 있다.

참고로, 그림 17~18은 이러한 결과가 나타난 시뮬레이션이다. 각각의 데이터는 모든 경제주체가 Fed의 의도대로 합리적인 기대를 한 경우(MCE), 금융시장 참여자 및 가격 결정권자만 합리적 기대를 한 경우(MCAPWP), 금융시장 참여자들만 합리적 기대를 한 경우(MCAP), 모든 경제 주체가 Fed의 의도에 부합하지 않고 적응적 기대를 할 경우(VAR)를 나타낸다. 그림의 궤적은 MCE(합리적 기대)에 가까울수록 연준의 의도에 부합하는 정책 효과가 빠르게 나타남을 보여준다.

그림17 경제주체들의 기대에 따른 AIT도입 시의 결과물

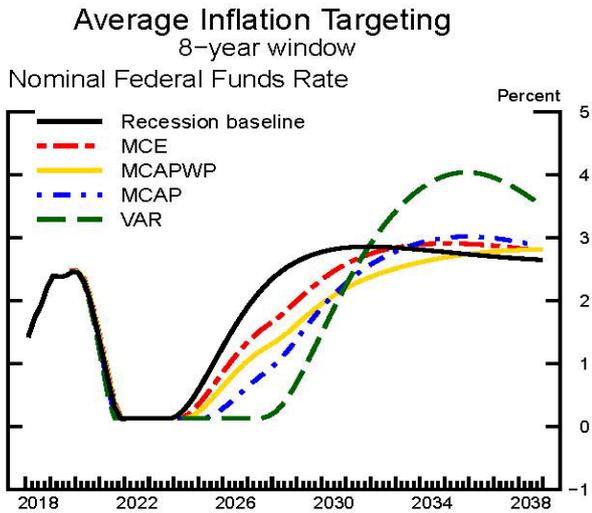
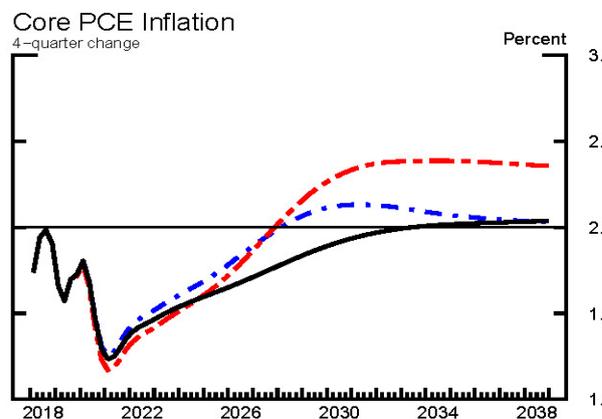
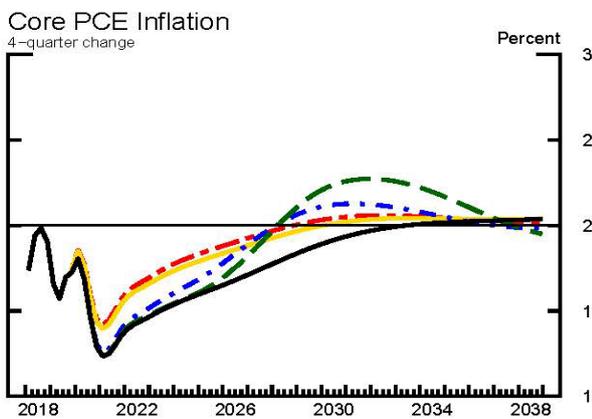
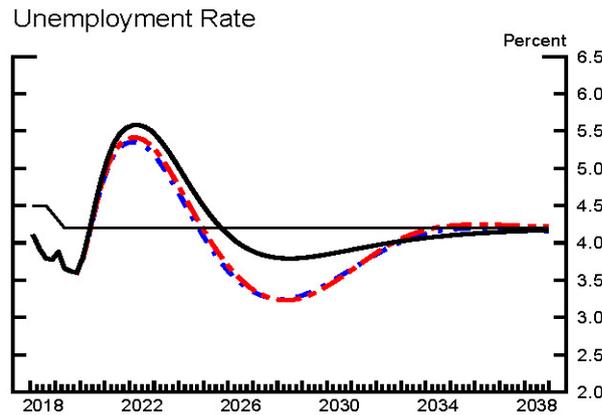
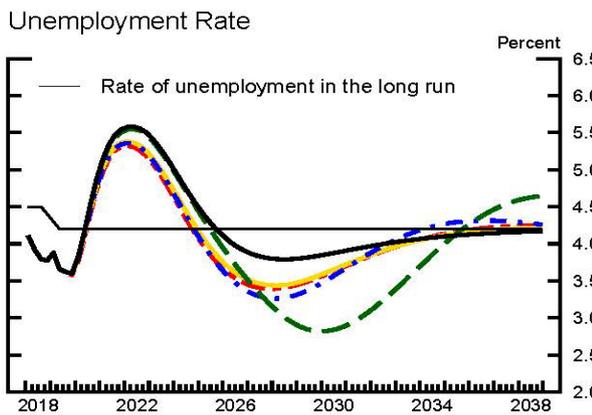
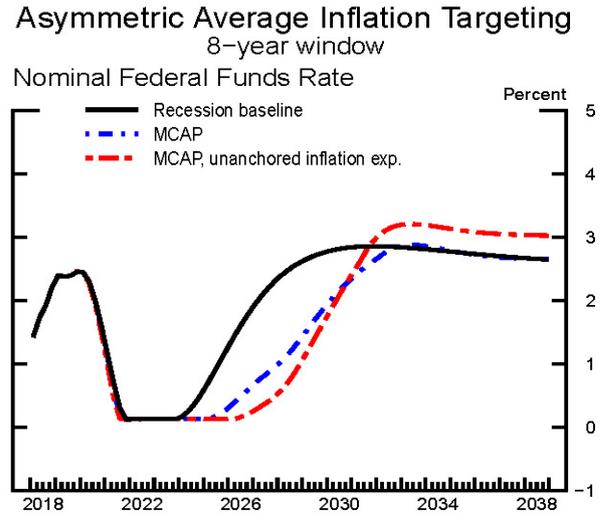


그림18 A-AIT: 장기 인플레이 기대 유지 여하에 따른 결과 변화



자료: Federal Reserve Working Paper: "How Robust Are Makeup Strategies to Key Alternative Assumptions?" (2020년 8월)

요약 및 결론

지금까지 12월 FOMC에서 주목할 주요 이슈들인 1) 자산매입에 관한 코멘트, 2) 긴급 신용시장 대출 프로그램 일부 종료, 3) SEP 전문 조기 공개 및 불확실성 평가와 리스크에 관한 추가정보 공개에 대해 살펴 보았다. 각 절의 주장을 요약하면 아래와 같다.

첫째, 자산매입에 대해서는 향후 장기채 매입 비중 확대 가능성을 열어두면서 경기회복을 더욱 촉진할 수 있는 카드가 남아있다는 자신감을 재확인하고, 매입규모 변화에 관한 정성적 조건을 제시함으로써 결국 완화적 통화정책 장기화 기대감을 강화시켜줄 개연성이 있다. 둘째, 긴급시장 대출 프로그램을 일부 종료하는 것은 Fed의 자의적인 긴축 이슈가 아니며, 필요한 경우 재무부의 승인을 얻어 언제든지 부활이 가능하다. 셋째, 시장참여자들에게 제공하는 정보의 범위를 확대하는 것은 AIT를 배경으로 하는 연준 통화정책의 큰 틀을 강화하고 기대경로 강화를 통한 효율성 제고조치로 이해된다.

미국의 정책대응이 전적으로 재정정책에만 기대는 것이 아니라 연준 스스로도 재정/통화정책의 공조와 통화정책의 전달경로를 보강하는 노력을 병행한다는 의미이며, 위험자산에는 계속 우호적인 정책환경이 조성될 것으로 기대한다.

Appendix. 통화정책 전달경로와 현대 통화정책에서 기대경로의 중요성

이하에서는 통화정책이 실물경제로 파급되는 전달경로와 현대 통화정책에서 핵심이라고 생각하는 기대경로의 작용과정에 대해 경제이론을 기반으로 설명하겠다.

통화정책은 다양한 전달경로를 통해 실물경제에 영향을 줌

통화정책은 정책 당국이 선택할 수 있는 금리 인하, 구두 개입, 양적 완화 등의 액션으로 다양한 파급경로를 통해 실물 경제에 영향을 준다. 이를 통화정책 전달경로라고 하며, 한 가지 액션도 다양한 경로를 통해 실물경제에 영향을 미치게 된다.

표3 통화정책 전달경로	
경로	내용
금리 경로	통화량 증가, 단기시장금리 인하 - 장기 금리 인하(by 기간구조) - 투자 증가 - 경기 회복, 성장
자산가격 경로	통화량 증가 - 실질자산가치 상승 - 가계 부 증가 - 소비 증가 - 경기 회복, 성장
환율 경로	통화량 증가, 금리 인하 - 외화자산 유출 - 환율 상승(마살-러너 조건 충족시) 순수출 증가
은행대출 경로	통화량 증가 - 은행의 대출 여력 증가 - 대출 증가
대차대조표 경로	통화량 증가 - 자금수요자 대차대조표 변화(명목자산 크기 증가) - 은행 대출태도 완화
기대경로	인플레이션 기대 변화 - 이자율, 금융자산 가격, 총수요 물가 등에 영향 미침
리스크 추구 경로	완화적 통화정책이 금융기관 위험/수익률 추구 촉진(금융기관의 대출 태도 완화)

자료: 메리츠증권 리서치센터

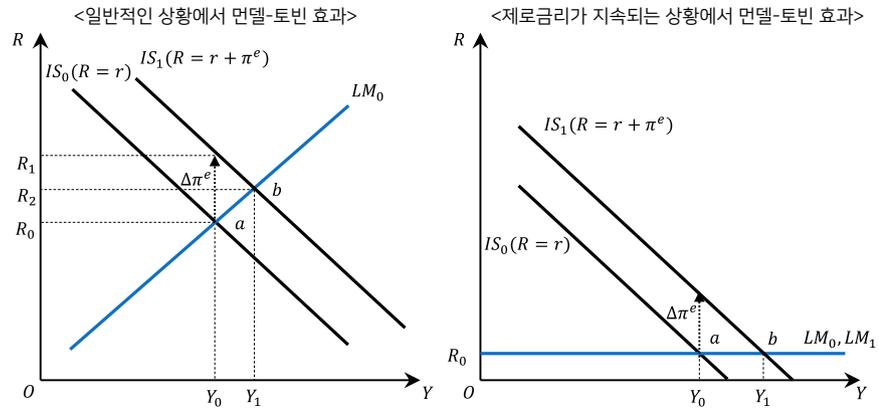
현대 통화정책의 핵심은 기대경로

현대 통화정책에서 가장 주목해야하는 부분은 '기대경로'라고 생각한다. 시장 참여자들에게 적절한 인플레이션 기대를 형성함으로써 당장의 특별한 목표 변수의 조정 없이 정책 효과를 유발할 수 있다.

$$R = r + \pi^e$$

피셔는 명목금리(R)가 실질금리(r)와 기대 인플레이션(π^e)의 합으로 이루어져 있다고 보았다. 투자(I)는 실질금리(r)의 함수이다. 실질금리가 하락할수록 투자는 증가한다. 투자가 증가하면 소비, 투자, 정부지출, 순수출의 합으로 구성된 총수요도 증가한다.

그림19 먼델-토빈효과; 기대 인플레이션 진작을 통한 경기부양효과 작동 경로



자료: 메리츠증권 리서치센터

$$r = \bar{R} - \pi^e$$

먼델-토빈 효과란 기대인플레이션 상승에 따른 실질금리 하락 효과

피셔 방정식에 따르면, 명목금리(\bar{R})의 변동성이 거의 없는 상황에서는 기대 인플레이션을 자극하면 실질금리를 떨어트릴 수 있다. 실질 금리 인하를 통해 투자를 유발하고 총수요가 커지는 것을 먼델-토빈 효과라고 한다.

먼델-토빈 효과와 통화정책의 기대경로에 주목하는 이유는 현재 연준이 1) 제로 금리를 장기간 유지할 것으로 예상되는 상황에서, 2) AIT라는 기대경로를 중시하는 통화정책을 핵심 전략으로 명시하고 있기 때문이다.

명목금리가 0에 근접한 상황에서 유지될 것이라는 예상은 금융시장의 균형을 나타내는 LM곡선도 우상향 형태가 아닌 수평에 가까운 형태를 갖게 한다. 이 때 1) 추가적인 경기충격이 발생하더라도 금리는 더 이상 인하할 수 없고, 2) 통화량을 증가시키는 방법도 소비, 투자로 이어지지 않을 수 있어 실물경기 개선을 장담하지 못한다($LM_0 = LM_1$). 인플레이션 기대(π^e)를 자극해 투자심리를 회복($I_0(r = R_0) < I_1(r = R_0 - \pi^e)$)시키고 총수요를 진작시키는 정책은 이러한 상황에서도 경제를 회복($Y_0 \rightarrow Y_1$)시킬 수 있는 유용한 수단이 된다.

AIT는 이러한 기대경로를 핵심 전달경로로 고려하는 통화정책이다. 이러한 기대 경로가 제대로 작동하기 위해서는 중앙은행의 신뢰가 뒷받침되어야 한다.

AIT는 중앙은행의 신뢰를 기반으로하는 기대형성이 핵심

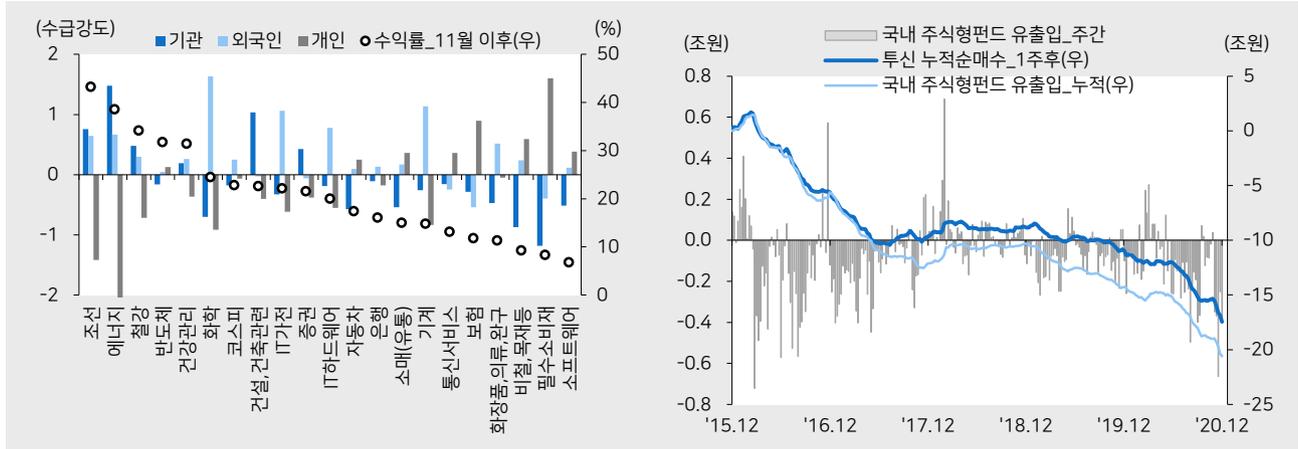
2019년 시카고 컨퍼런스에서 라스 스벤슨 스웨덴 중앙은행 부총재는 지금과 같은 상황에서 예측 목표제가 효과적일 수 있음을 주장했다. 예측 목표제는 통화정책 목표에 대한 예측을 당국이 직접 공표함으로써 '신뢰'를 부여해 시장참여자들이 중앙은행이 의도하는 '기대'를 공고히 할 수 있도록 하는 정책이다. 당시 스벤슨은 1) 평탄화된 필립스곡선과 2) 0에 근접한 정책금리 환경에서 예측 목표제를 이행할 수 있는 전략 중 AIT가 가장 유효하다고 결론지었다.

표4 예측 목표제(Forecast targeting)	
예측 목표제 개요	예측 목표제 3단계
<ul style="list-style-type: none"> ■ 예측 목표제의 성공적인 시행은 인플레이션 예측과 정책 금리 경로에 대한 신뢰(credibility)를 필요로 함 * 신뢰(credibility): 정책금리 경로와 물가상승률과 실업률에 관한 예측에 대한 기대 ■ 경제에 영향을 미치기 위해 의도된 금융환경과 동일한 실질적인 금융 환경을 조성해야 함 ■ 정책 금리 경로를 공표하지 않는 것은 가장 중요한 정보를 숨기는 것 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 주어진 정책금리 경로에서, 새로운 정보를 고려하여 물가상승률과 실업률에 관한 새 예측치 구성 ■ 새 예측치가 "보기 적당하다면," 주어진 정책금리경로를 유지, 예측치가 적절하지 않다면, 새 정책금리 경로를 선택 ■ 예측치 신뢰할 수 있도록(credible) 정책금리 경로와 물가 예측치 공표(publication), 정당화(justification) * 필요하다면, 대안(alternative) 정책금리 경로가 책무(mandate) 이행에 더 안좋은 결과를 냄을 증명

자료: Lars E.O. Svensson, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 이정연 연구원

코스피, 기관 수급 부담이 없는 업종의 수익률 차별화



주: 수급강도: 11월 이후 누적 순매수 대금 / 시가총액
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

**11월 이후 외국인 4조 순매수에
 증시 상승**

11월 이후 코스피 지수는 2,267pt에서 급반등하여 2,700선을 돌파했다. 1) 코로나 백신 개발 기대감과 2) 달러대비 원화 강세, 2021년 한국의 높은 이익 증가율로 인한 외국인 매수 전환이 상승 동력이다. 이에 따라 외국인은 연초이후 10월까지 29조원 순매도 했으나 11월 이후 한달 반 동안 4조원 순매수 했다.

**기관, 외국인 매수에 강한 일부 업
 종 중심으로 수익률 차별화**

최근 상승장에서의 특징적인 부분은 업종별 수급 주체에 따라 수익률 차별화가 나타난 점이다. 11월 이후 코스피 수익률은 23%인 반면 기관과 외국인 모두 매수세가 강했던 경기민감업종(조선, 에너지, 철강, 화학)과 헬스케어 업종은 30% 이상 수익률을 기록했다. 반도체 역시 11월초 외국인 수급 유입에 단기간 가파른 상승세를 보였다.

**기관이 순매도하는 대부분 업종
 성과 부진**

반대로 이들 일부 업종을 제외하고 대부분 업종은 코스피의 상승세를 따라가지 못하며 20% 미만의 수익률을 기록 중이다. 소프트웨어와 필수소비재 등 기관의 매도세가 강한 업종은 11월 이후 수익률이 10%에도 못 미쳤다. 그외 성과가 부진한 업종은 대부분 기관이 순매도한 업종이다.

**주식형 펀드 대규모 환매에 투신
 순매도 지속**

연말까지 기관이 매도하고 있는 업종에 유의해야 할 필요가 있다. 12월 이후 외국인과 기관은 뚜렷한 수급방향성을 띄고 있지 않는 반면, 기관은 투신과 연기금이 기계적으로 매도하는 수급부담이 있기 때문이다. 11월 이후 12월 중순까지 국내 주식형펀드는 2조원 가량이 순유출 됐다. 올해 들어 6조원의 펀드 자금이 순유출된 것과 비교하면 최근 순유출폭이 확대됐다. 따라서 투신의 매도물량이 지속적으로 나타날 전망이다.

**기관의 매도업종에 대한 비중
 축소 전략 필요**

연기금도 주가 상승에 따른 주식비중 조절에 증시 반등 이후 차익 매물을 내놓고 있다. 따라서 일부 경기민감업종을 제외하고 대부분 업종에서 기관의 매도 물량이 나오에 따라 해당 업종에 대한 비중을 축소하는 전략이 필요한 시점이다.

칼럼의 재해석 배기연 연구원

Implications for shipping from IMO's MEPC(Hellenic shipping news)

전세계 선박량 대비 신조선 발주량이 역사적인 저점을 기록하고 있는 가운데, 건화물(dry bulk)시장은 가장 극심한 부침을 겪고 있다고 한다. 선박중계업체 SSY(Simpson Spence Young)에 따르면, 현재 벌크선 수주잔고는 5,610만DWT수준이며 전체 선박량 대비 6.2% 수준으로 최근 30년 간 최저 수준이다.

문제는 벌크선대의 평균 선령이 증가하고 있다는 점이다. 수주잔고 대비 15년이상의 노후선령의 비중이 2003년 이후 최고 수준을 기록하고 있다. 이러한 추세는 시장 방향성에 대한 불확실성 때문이지만, 또한 현실적으로 'Low-carbon'을 실행할 수 있는 선박이 개발되기 위한 시간에 대한 의구심 때문이기도 하다.

최근 국제해사기구(IMO)의 MEPC 75차회의에서 승인된 개정안은 단기적으로 선박의 폐선집행을 강제하는 조항은 없어보이지만, 그렇다고 1) 규제 회피를 위해 저속운항(slow steaming) 지속적으로 일관할 시 벌크선대의 노후화와 2) 벌크시장 내 탄소배출량 증가로 인해 Global 탄소감축목표를 실현하기에는 역부족이라는 사실을 명심해야 한다.

벌크선대 선박량 대비 수주잔고는 30년 최저

벌크선, 선박량 대비 수주잔고는 6.2%로 30년 최저 수준

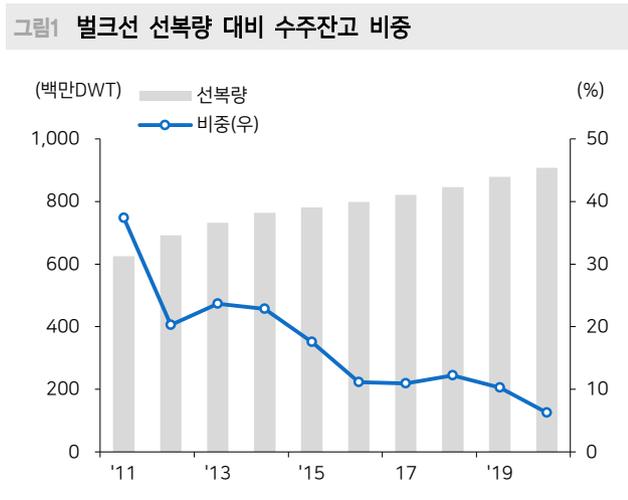
11월 말 벌크선대의 선박량 대비 수주잔고 비중은 6.2%(Fleet: 9.1억 DWT, Orderbook: 5,610만 DWT)로 1996년 이후 최저치이다. 대규모 폐선을 집행했던 2015~16년 당시(월 평균 최저치 11.5%)보다도 현저히 낮은 수준의 잔고비중은 발주량 급감에 기인한다. COVID-19로 인해 전선중에 대한 발주량은 급감했으며 벌크선은 -57.9%(2020년 11월 누계 기준 1,151만 DWT) 급감했다.

노후선령 비중 증가

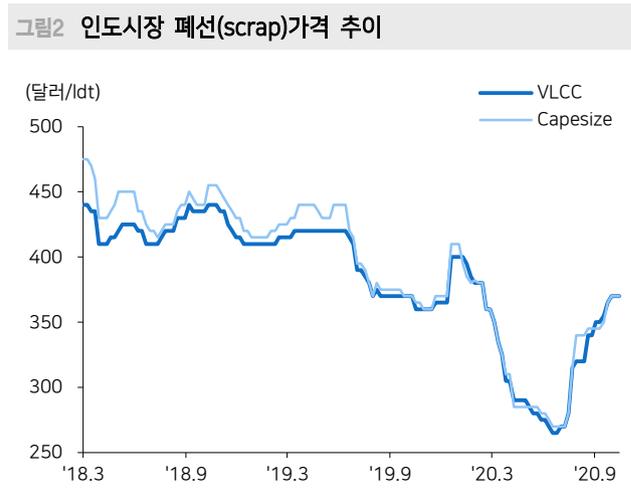
COVID-19

- 1) 발주량 감소,
- 2) 폐선 중단으로 노후선령 비중 확대 불가피

선박중계업체 SSY(Simpson Spence Young)에 따르면 2003년 이후로 벌크선대 내 선령 15년 이상된 선박의 비중은 지속적으로 증가하고 있다. 벌크선 평균 선령은 2015년 이후 Turn around하며 2020년 11월 말 10.5년을 기록했다. 선대의 평균선령을 낮추기 위해서는 신규 발주량 증가 또는 대규모 노후선 폐선이 필요하나 COVID-19는 두가지 방안에 대한 장애요소로 작용했다.



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

인도, 방글라데시 등 폐선소가 집중된 국가들의 팬데믹發 봉쇄조치는 노후선 해체 작업 중단이라는 사태를 야기했다. 폐선시장에서는 폐선소가 구매자, 노후선의 선주가 판매자기 때문에 두 player 간 힘겨루기의 결과인 scrap 가격은 봉쇄령해제 전 270달러/ldt (인도시장 Cap esize 기준)까지 하락했다. 현재는 폐선시장이 정상수준으로 회복 중이다.

MEPC 75차 회의 – MARPOL Annex VI 개정안 승인

MARPOL Annex VI 개정안 승인

올해 11월 16~20일 진행된 국제해사기구(IMO) MEPC(Marine Environment Protection Committee) 75차 회의에서는 해운업 내 새로운 탄소배출 규제 적용을 두고 초미의 관심을 받았다. 2030년까지 국제 해운활동 내 탄소집약도를 2008년의 40% 감축하려는 목표 달성을 위해 MARPOL Annex VI 개정안이 승인됐다.

IMO2020 처벌수위에 대한 모호함은 1) 규제 시행 초기, 2) 항만 국통제(PSC) 때문

개정안은 모든 선박에 대한 연료효율 규제를 확대적용한다는 내용을 골자로 한다. 2020년 10월 19~23일 개최된 ISWG-GHG 7(Intersessional Working Group on Reduction of GHG Emissions from Ships 7차 회의)에서 신조선에 한정되었던 연료효율규제를 확대한다는 아이디어가 고안됐으며, 이후 MEPC회의에서 참가국들의 승인을 받았고, 2021년 6월 열릴 MEPC 76차회의에서 정식 채택될 예정이다.

기존 선박효율지수는 EEDI, SEEMP를 사용해왔다. EEDI(Energy Efficiency Design Index)는 신조선 건조 시 만족해야하는 IMO가 제시하는 연료효율등급이다. SEEMP는 모든 선박을 대상으로, 선주들이 에너지 효율을 개선할 수 있도록 하는 지침이다.

EEXI, CII 도입으로 모든 선박에 대한 연료효율규제 적용

개정안은 EEXI, CII 지표를 새로 도입하여, 기존 두 지표를 모든 선박에 확대 적용한다. EEXI(Efficiency Existing Ship Index)는 400GT(Gross Tonnage, 용적톤수)이상의 기존 선박을 대상으로 EEDI 연료효율 등급을 만족하게 하는 규정이다. CII(Carbon Intensity Indicator)는 5,000GT이상의 선박을 대상으로 'Operational Carbon Intensity' 등급을 매겨 A~E등급으로 구분한다. 3개년 연속으로 D등급 이하의 평가를 받은 선박의 선주에게는 시정명령을 내리며 C등급 이상의 평가를 받기 위한 계획안을 제출하게 한다.

MARPOL Annex VI 개정안, 실효성은?

환경규제의 추가 도입은 조선업계에 긍정적

ISWG-GHG 7에서 개정안이 고안될 당시 D등급 이하의 선박들의 처분 수위를 두고 당초 '폐선 집행' 가능성도 언급되었으나 이번 MEPC회의에서 '시정명령 및 자구안 제출'이라는 수준으로 조정됐다. 처벌 수위가 낮아진 점을 두고 규제의 강제력에 대한 의문보호는 남아있으나 해운업 내 탄소규제가 추가되었다는 사실은 선박 건조업계에겐 긍정적이다.

MEPC에서 제시한 '자구안 제출'의 경우 연료효율이 좋은 신형 선박을 제외한다면, 선주들이 선택할 수 있는 대안은 저속운항(Slow steaming)뿐이다. 운항속도를 낮춰 탄소배출량을 줄일 수 있기 때문이다. 그러나 노후선박일수록 연비 효율이 낮을 뿐 아니라 저속운항에 따른 탄소배출 감축효과도 줄어들기 때문에 결국 '폐선'으로 이어질 수 밖에 없다. 2023년부터 발효가 예상되는 이번 '현존선 연비 규제'는 노후선종의 폐선집행 시기를 앞당길 개연성이 충분하다.

표1 IMO MARPOL Annex VI 개정안을 지원하기 위한 기술지침서 등의 작업계획

Activity	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Amendments to MARPOL Annex VI	Approval & Adoption	Acceptance & Entry into force				Review of Reg. 21A and 22B	
Guidelines on the method of calculation of the attained EEXI	Finalization & Approval			Application			Consolidated into a Carbon Intensity Code, as appropriate
Guidelines on survey and certification of the attained EEXI	Finalization & Approval			Application			
Guidelines on the Shaft/Engine Power Limitation System to comply with the EEXI requirements and use of a power reserve	Finalization & Approval			Application			
Guidelines on operational carbon intensity indicators and the calculation methods(CII guidelines)	Development, Finalization & Approval			Application			
Guidelines on the reference lines for use with operational carbon intensity indicators(CII Reference line guidelines)	Development, Finalization & Approval			Application			
Guidelines on the operational carbon intensity reduction factors relative to reference lines(CII Reduction factor guidelines)	Development, Finalization & Approval			Application			
Guidelines on the operational carbon intensity rating of ships(CII Rating Guidelines)	Development, Finalization & Approval			Application			
Update of 2016 Guidelines for the development of a Ship Energy Efficiency Management Plan(SEEMP), including to incorporate the development of a plan of corrective actions			Development, Finalization & Approval	Application			
Update of 2017 Guidelines for administration verification of ship fuel oil consumption data, as appropriate			Development, Finalization & Approval	Application			
Update of 2017 Guidelines for the development and management of the IMO Ship Fuel Oil Consumption Database, as appropriate			Development, Finalization & Approval	Application			
Update of 2013 Guidance on treatment of innovative energy efficiency technologies for calculation and verification of the attained EEDI, as appropriate			Development, Finalization & Approval	Application			
Update of Procedure on submission of data to the IMO data collection system of fuel oil consumption of ships from a state not party to MARPOL Annex VI, as appropriate			Development, Finalization & Approval	Application			
Update of Procedure for port state control, 2019, as appropriate			Development, Finalization & Approval	Application			
Development of a Carbon Intensity Code		Development, Finalization & Adoption		Application & Entry into force			

자료: IMO, 한국선급, 메리츠증권 리서치센터

원문: Implications for shipping from IMO's MEPC 75 (Hellenic shipping news)