

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 1. 19 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

미국 인플레이션과 연준의 정책반응 함수

오늘의 차트

연초 이후 투자 주체별 수급 점검, 중형주의 수급주체 부재

칼럼의 재해석

늘어나는 부채우려에도 금리급등은 아니다

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

Analyst 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

미국 인플레이션과 연준의 정책반응 함수

- ✓ 통화의 급팽창에도 불구하고 인플레이션이 강하게 부각될 가능성 낮아
- ✓ 인플레이션 정상화 시사하는 다양한 요인 존재; Fed 목표치 수렴은 오래 걸릴 것
- ✓ 일시적이며 국지적 인플레에 연준은 대응하지 않을 것임. 완전한 자원활용 하에서 나타나는 구조적 물가압력에 대응; 보조지표로 설비가동률, 실업률 갭 모니터링 유효
- ✓ 모든 조건을 고려해도 올해 인플레/정책 정상화 우려는 너무 이른 걱정

인플레 우려의 본질은 중앙은행
태도 변화에 대한 걱정에서 비롯

1. 미국 인플레이션 우려의 본질

최근 들어 인플레이션에 대한 문의를 많이 받고 있다. 투자자들이 인플레이션을 걱정하는 이유는, 물가상승률이 높아지면, 1) 여기에 반응하는 통화정책 정상화가 수반될 수 있고, 2) 연준 등 주요국 중앙은행 정책으로 유발된 "위험자산에 우호적인 금융시장 환경"이 지속되지 못할 것이라는 걱정에 기인한다.

오늘 전략공감2.0에서는 1) 인플레이션을 둘러싼 금융시장의 우려 요인을 점검해 보고, 2) 미국 인플레이션이 예측 가능한 시계 내에 어느 정도 수준에 수렴할 가능성이 높은가를 가늠해 본다. 이를 기초로 3) 어떠한 조건이 조성되었을 때 비로소 연준이 통화정책 정상화를 할 수 있을 지를 따져 보고, 4) 일부 투자자의 우려대로 통화정책 정상화가 예상보다 조기에 현실화될 수 있을 지를 판단해 본다.

통화가 팽창함으로 인해 발생하는
인플레 압력, 현재도 유효할까?

(1) 돈이 많이 풀렸으니 인플레이션이 세계 올 것이다?

우리가 지난 수 년간 경험하지 못했던 인플레이션 환경이 도래할 것이라는 주장, 다시 말해 주요국 중앙은행의 물가목표인 2%를 크게 상회하는 인플레이션이 도래할 수 있다는 주장은 COVID-19 대응 과정에서 급팽창한 광의통화와도 연관이 있다. 중국에서는 인플레이션을 "통화팽창(通貨膨脹)" 이라고 표시한다. 즉 통화량이 팽창하여 돈의 가치를 떨어뜨리는 만큼, 그 대책점에 있는 재화와 서비스의 가격이 오른다는 의미로 통용된다.

금융위기 이전까지 중국의 M1, M2 증가율에 12개월 가량 시차를 두고 소비자물가가 실제 움직여 왔음을 고려해 본다면, 이러한 우려가 실재하는 것도 이상한 현상은 아니다. 하지만 미국에서 이러한 연결고리가 작동하는 지에 대한 검증은 해 봐야 한다.

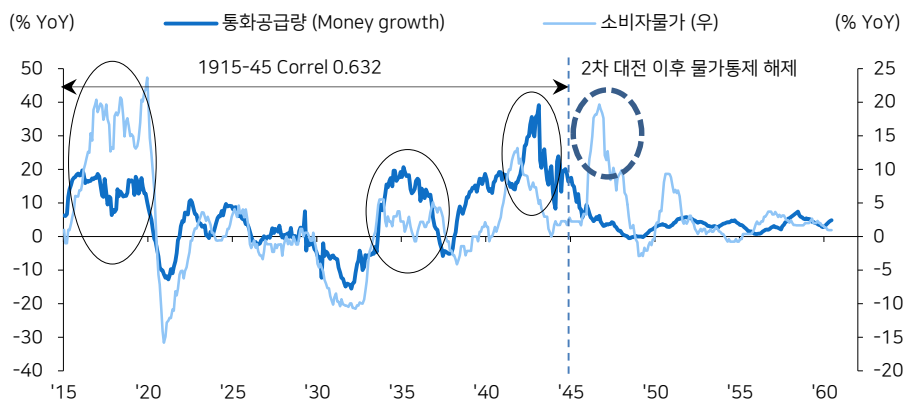
2차 대전 이전 통화량과 인플레이션의 상관관계 존재

아래 그림 1~3은 1915년 이후 현재까지 통화공급량과 소비자물가 간의 상관관계수(혹은 시차상관계수)를 나타낸 것이다. 통화공급 확대/축소와 맞물려 소비자물가 인플레이션/디플레이션이 반복되었던 시기가 있었다. 1915년부터 2차 세계대전 직전까지였다. 유의해야 할 점은, 이 당시의 경기침체는 금융시스템 문제를 야기하였기에 은행의 신용창조 경로를 통한 통화량 팽창이 사실상 어려웠다. 이는 수요 부족 심화로 연결되면서 디플레이션을 유발했고, 다시 통화량이 팽창하면서 인플레이션이 나타났던 것이다.

1960~80년 구간도 시차를 두고 상관관계 있었으나 1980년 이후 관계 깨짐

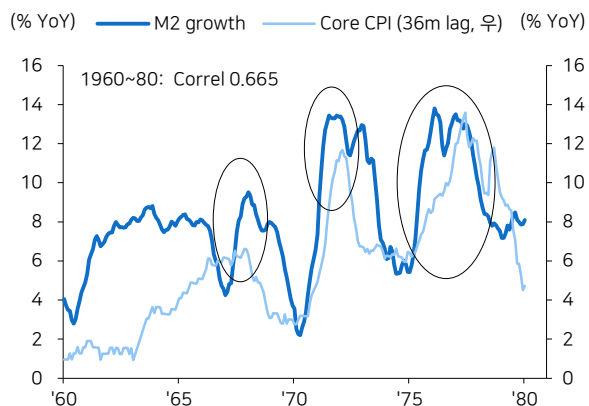
1960년부터 1980년까지도 상관관계가 존재한다. 2차 세계대전 직전까지의 구간에서 통화량 팽창의 강도에 따라 인플레이션이 즉각적으로 반응했다면, 이 때는 3년의 시차를 두고 67%의 상관관계수를 보인다. 통화량 팽창이 신용이용 가능성을 제고시키고, 실물경제 회복과 노동시장 개선으로 연결되면서 가파른 필립스 곡선이 나타났던 구간이기도 하다. 그런데 1980년 이후부터는 M2 증가율과 소비자물가 상승률(핵심소비자 물가) 간의 상관관계를 찾아보기 어렵다.

그림1 통화공급과 소비자물가 (1): 1915~1960



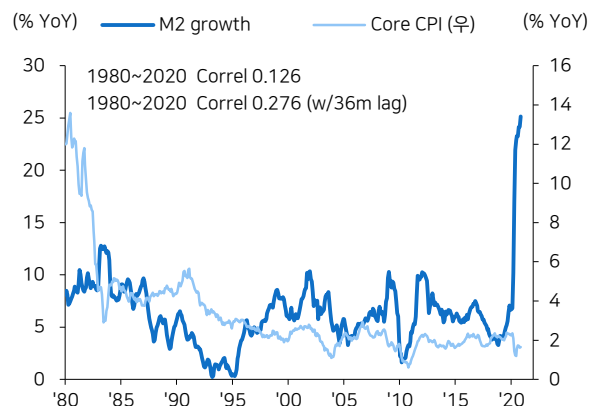
자료: NBER, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 통화공급과 소비자물가 (2): 1960~80



자료: Federal Reserve, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 통화공급과 소비자물가 (3): 1980~2020



자료: Federal Reserve, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

화폐유통속도의 하락과 풀린 통화
의 자산시장 유입
(실물 경제 입장에서는 누수현상)

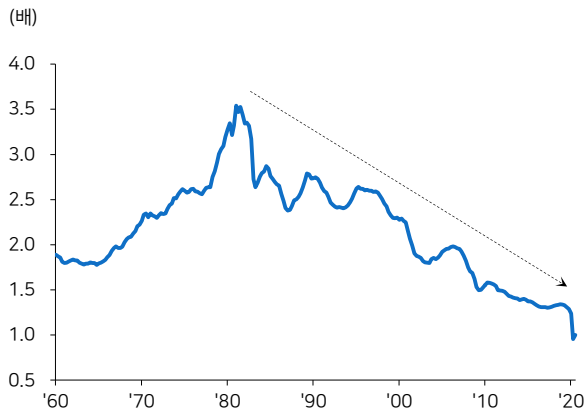
1980년대 이후 통화량과 물가상승률 간의 관계가 약화되고 있다는 점은 이미 우리가 2021년 경제전망을 통해 언급한 바 있다. 만약 통화량과 물가상승률간 정(+)의 관계가 성립한다고 한다면, 화폐수량 방정식인 $MV=PY$ (통화량 * 화폐유통속도 = 명목 GDP)가 충족되어야 한다. 이 공식에서 가정하는 것은 V(화폐유통속도)가 일정하다는 것인데, 그림 4에서 보는 것처럼 1980년대 이후 화폐유통속도는 계속 하락해 왔다. 이는 그림 5의 금융연관비율 상승과도 연관하다고 본다.

즉, 1980년대 이전에는 신용이용 가능성이 확보되면 대부분의 자금이 실물 경제로 유입되었으나 1980년대를 기점으로 소위 유동성이 금융자산 축적에 상당 부분 사용되면서 자산시장에 머물러 있는 것으로 해석할 수 있다.

단순히 M2 증가율 25% 내외라
하여 높은 인플레이션 구현된다 단정
짓기 어려워

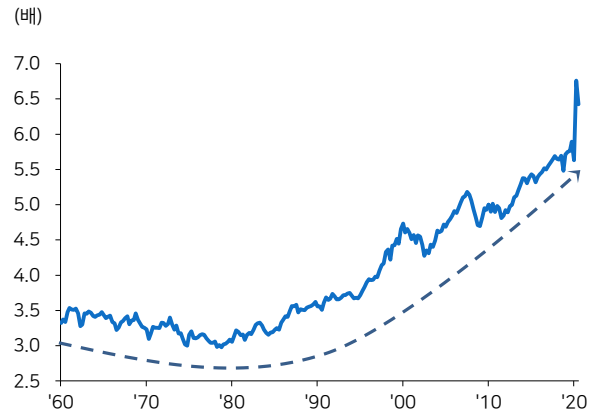
최근 들어 그러한 흐름은 오히려 더욱 힘을 받고 있다. 이러한 환경이라면 현재 미국 M2 증가율이 전년대비 25%에 달한다고 하여, 과거와 같은 높은 인플레이션이 현실화될 것이라 단정짓기가 오히려 어려워진다.

그림4 미국 화폐유통속도 (V=명목 GDP / MZM)



주: MZM = 현금 + 요구불/저축성 예금 + MMF
자료: US BEA, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 금융연관비율 추이



주: GDP대비 민간 금융자산 비율로 계산
자료: US BEA, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

(2) 반대로, 인플레이션이 올 수는 있는가?

향후 인플레이션 숫자가 높아질
수 있는 여러 요인들 존재

그렇다면 반대로 질문을 해보자. 인플레이션이 과연 올 수는 있는가? 파월 의장이 이야기하는 측정 인플레이션(즉, 물가의 전년대비 상승률)을 기준으로 본다면, 현재 수준에서 숫자가 올라올 가능성이 매우 높다. 그리고 이를 뒷받침할 수 있는 다양한 증거들이 존재한다.

(1) 유가 (기저효과 + a)

가장 쉽게 생각할 수 있는 부분은 유가이다. 작년 4월 우리는 사상 초유의 마이너스 유가를 경험한 바 있었다. 마이너스 구간이 일시적이었지만 4월 월평균 WTI 유가는 배럴당 16.7달러에 불과했다. 최근일 유가가 배럴당 52달러이니, 이 수준이 4월까지 유지되면 유가의 전년대비 상승률만도 211%에 달할 수 있다는 것이다. 실제 국제유가와 에너지 제품물가는 각각의 상승률보다는 절대 레벨로 비교하는 것이 합리적이다. 이 기준 하에서 연말 55달러와 60달러로 유가가 선행성을 띠고 상승할 경우, 에너지 제품물가는 연말 전년대비 10~20% 상승할 수 있다.

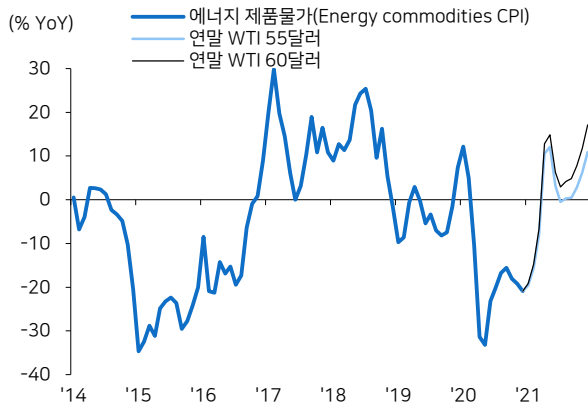
(2) COVID-19로 소비가 부진했던 항목들 (이연수요)

변동성이 큰 농산물이나 에너지를 제외하고 생각해 보자. 현재 Headline CPI 못지 않게 핵심소비자물가(Core CPI)도 눌러 있기 때문이다. COVID-19 직전 2.3~2.4% 내외에서 움직이던 Core CPI 상승률이 1.6~1.7%로 낮아진 주된 이유는 의류와 운송서비스 물가하락에 기인한다. 이들 두 항목을 제외하고 본다면 Core CPI는 전년대비 2.2% 상승한 것으로 봐도 무방하며, 기조적 물가압력에 해당되는 Trimmed mean CPI와 대동소이한 수준이다.

조금 더 범위를 확장하여 CPI 구성항목 중 물가가 여전히 전년대비 크게 하락해 있는 대표 품목들을 보자. 대부분은 COVID-19로 수요가 위축되었거나 판매채널의 변화로 물가가 크게 하락한 것들이다. 의류의 경우는 온라인 채널에서의 판매 확대로 판매단가가 낮아진 품목에 해당되는 것으로 보인다. 이 밖에 그림 8에 나와 있는 시내 대중교통, 숙박시설이용료, 학교/직장 급식, 항공료 등은 모두 수요 위축의 영역이다.

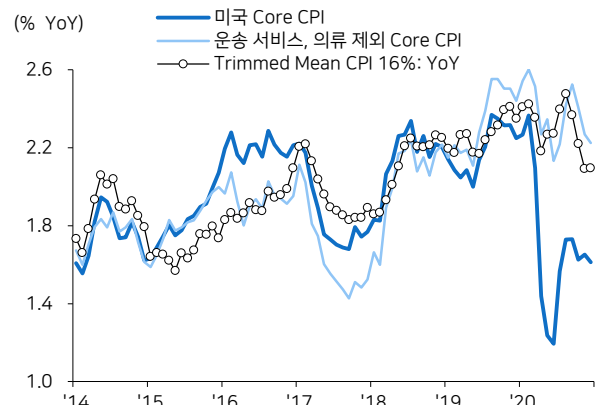
특히 이 중 숙박과 항공료 등은 백신접종 가속화로 인한 집단 면역 도달시 큰 폭의 물가상승이 기대되는 항목이기도 하다. 수요가 급팽창할 것인 반면, 생산(공급) 능력(capacity)은 많이 줄여 놓았기 때문이다. 이들 5가지 항목이 핵심 소비자물가 하락에 얼마나 기여했는 지를 계산하면, 0.4%포인트로 추정된다.

그림6 연말 WTI 유가 가정에 따른 에너지 제품물가 상승률



자료: Thomson Reuters, US BLS, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림7 미국 Core CPI: 전체 vs 운송/의류 제외

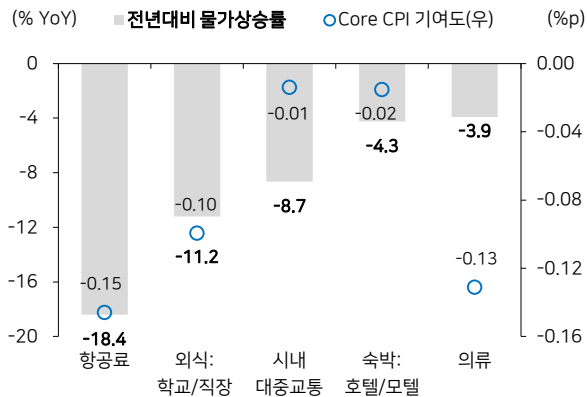


자료: US BLS, Cleveland Fed, 메리츠증권 리서치센터

(3) 경기순환적/구조적 요인들

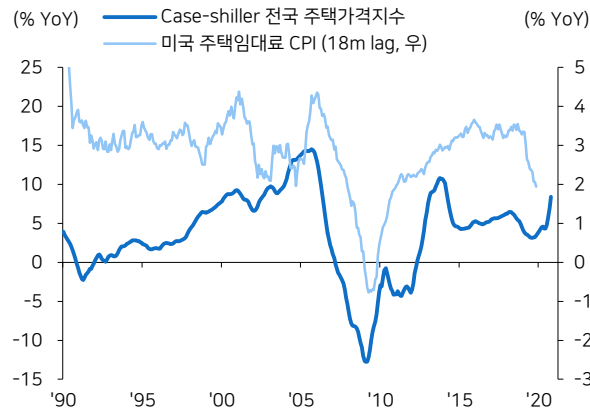
기저효과와 이연수요로 단기간 내 물가가 선택적으로 급등할 개연성이 있는 반면, 순환적이거나 구조적인 관점에서 물가를 높일 요인들도 존재한다. 이는 1) 주택가격 상승에 시차를 두고 미국 주택임대료가 완만히 상승할 가능성과 2) 달러화 약세에 편승한 수입물가 상승 개연성, 그리고 3) 수요우위의 시장에서 나타나는 생산자물가(공급자가 제공하는 최종재 가격) 상승 압력 등으로 요약된다.

그림8 미국 CPI: 물가가 전년대비 크게 하락한 대표 품목들



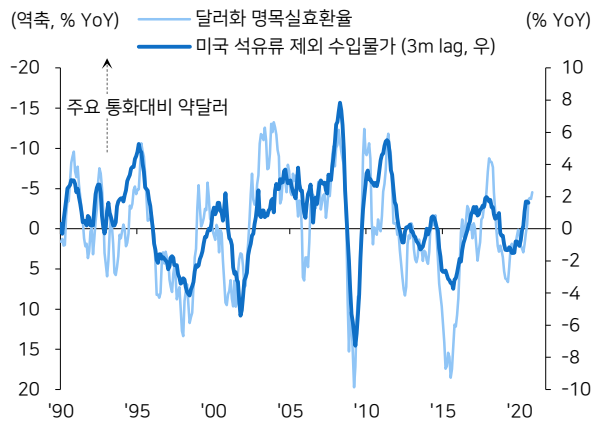
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 케이스실러 주택가격지수와 주택임대료 CPI



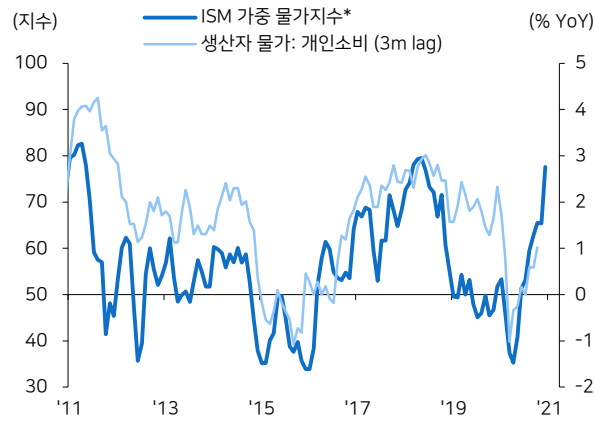
자료: Standard and Poors, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림10 달러화 명목실효환율과 미국 석유류 제외 수입물가



자료: BIS, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 ISM 가중 물가지수와 개인소비용 생산자물가



주: * ISM제조업 및 서비스업을 명목 GDP비중으로 가중평균
 자료: ISM, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

2. 중기적으로 인플레이션율이 어디까지 상승할 수 있을까?

(1) 선행지표를 통한 수준 가늠

Output gap, ISM, 선행지수, NY Fed UIG 등 Core CPI 선행지표들로 향후 궤적 추정

연준의 정상화 시점을 가늠해 보기 위해, 중기 시계에서 수요회복에 기반한 인플레이션율이 어느 수준까지 상승할 수 있을 지를 가늠해 보는 것도 유용한 방법이다. 아래에서는 우리가 2019년 전망, "FEVER" 에서 다루었던 Core CPI의 여러 선행지표를 통해, 실제 Core CPI가 시차를 두고 선행지표의 궤적을 그대로 따라간다는 가정을 부여하여 추정한 것들을 업데이트한 것이다.

이들은 1) Output gap (잠재성장 경로를 실제 실질 GDP가 상회/하회하는 정도, 상회한다면 수요측 인플레이션 발생), 2) ISM제조업/서비스업 가중평균 지수(경기순환적 인플레이션), 3) 컨퍼런스보드 선행지수(순환), 4) 뉴욕 연준의 기초적 인플레이션 기준(UIG/순환)이다. 과거 시계열을 통해 시차상관계수가 가장 높게 나오는 기간을 도출한 이후 해당 선행지표 경로를 그대로 Core CPI가 답습함을 상정한 것이다(Forecast 함수 사용).

여기서 한 가지 유의할 사항이 있다. 모델은 선행지표의 궤적을 "그대로" 답습한다고 가정하는 것이기에 올해 2/4분기에 일정기간 시차를 둔 특정 시점에 물가상승률이 크게 둔화되는 것으로 궤적이 형성되어 있다. 이러한 가능성은 제한적이며, 현재 경기나 선행지표가 회복한 끝점에서 시차를 적용했을 때 예측 가능한 미래에 물가상승률이 어느 정도 수준에 수렴하는 지를 보는 것이 합리적인 접근법이다.

결과는 다음과 같다.

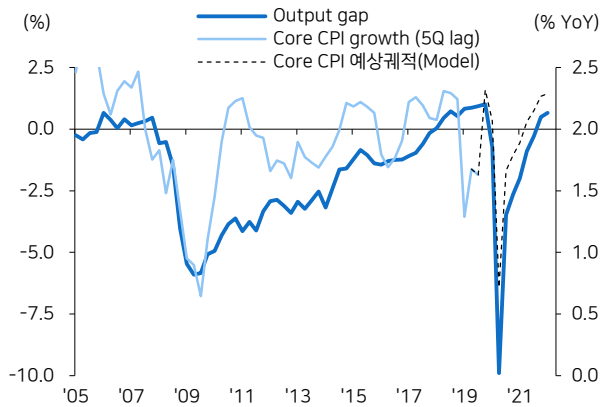
공통적으로 추정되는 기간의 끝점은 2022년 3월. 4가지 경우의 평균은 1.8%, 상단은 2.1%

- CBO에서 부여하는 잠재GDP에 당사 2021년 분기별 GDP전망을 대입하였다. Output gap과 Core CPI 상승률 간 5개 분기(즉 15개월)의 시차가 존재함을 고려한다면 2021년 4분기 Output gap에 해당하는 물가상승률은 2023년 1분기의 것이다. 2.3%로 계산이 된다. 2022년 1분기의 경우 1.8%로 도출된다.
- 같은 방식으로 ISM가중평균 지수(18개월 선행), 선행지수(17개월 선행), UIG(15개월 선행)를 통해 추정해 볼 수 있는 가장 장기시계 기간은 2022년 3월이다. ISM은 2.1%, 선행지수는 1.7%, UIG는 1.6%으로 도출된다.

상단값이 연준 추정치와 유사 모델의 추정값을 기준으로 보면 실제 물가는 연준 추정과 같거나 낮을 개연성

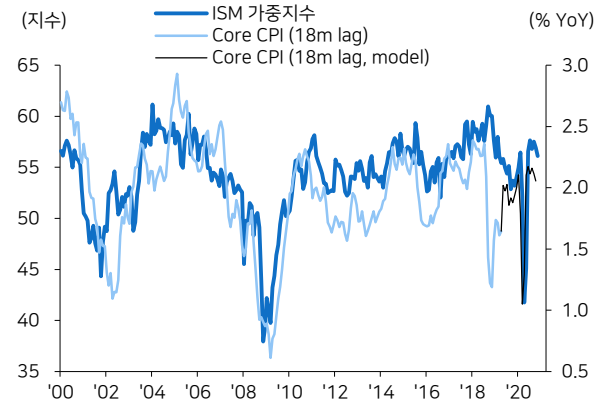
- 4가지 경우의 평균은 1.8%, 가장 상단값을 적용하면 2.1%이다. PCE로 환산하면 1.6~1.8% 범위에 있고, 상단은 현재 연준이 추정하고 있는 값과 크게 다르지 않아, 결과적으로는 연준의 추정치와 같거나 실제 물가압력이 낮을 개연성을 시사해 준다고 본다. 물론 어디까지나 모형의 추정값에 근거한 것이다.

그림12 미국 Output gap과 Core CPI 상승률



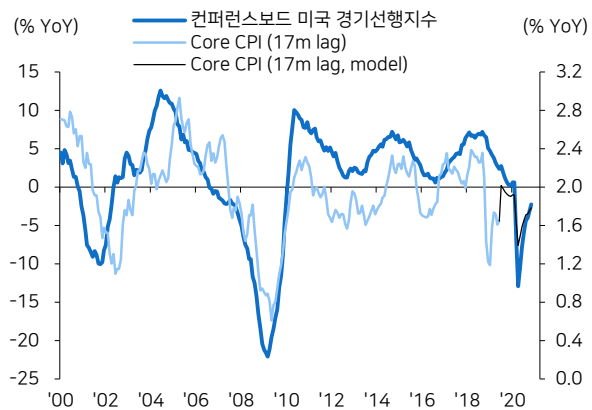
자료: US BEA, BLS, CBO, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림13 ISM 가중평균 지수와 Core CPI 상승률



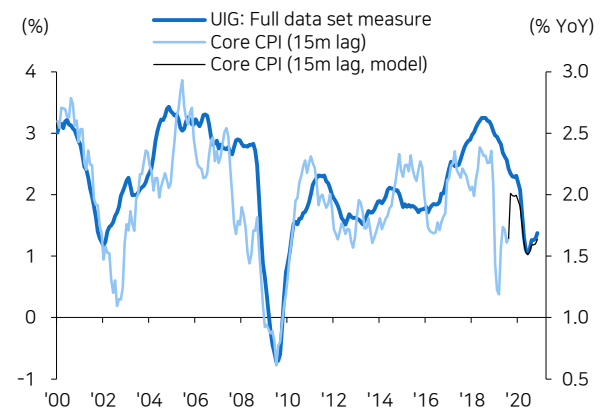
자료: US ISM, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림14 컨퍼런스보드 경기선행지수와 Core CPI 상승률



자료: Conference Board, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림15 NY Fed UIG와 Core CPI 상승률



자료: New York Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

(2) 연준 목표치로의 조속한 수렴은 어려울 가능성

물가상승 압력은 있지만, 필립스 곡선 평탄화와 구조적 재화물가 디플레이 고려시 목표치로의 수렴은 오래 걸릴 것

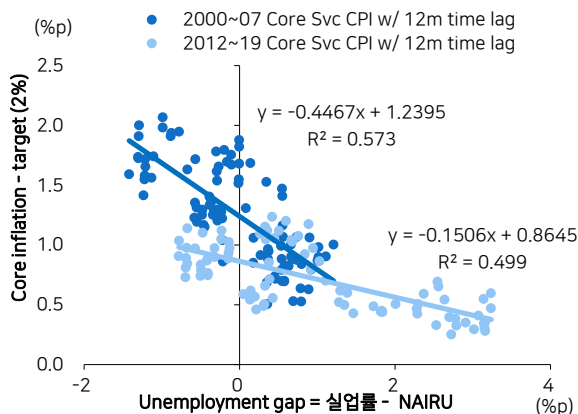
앞서 여러 측면에서의 물가상승 요인(일시적, 순환적)들을 나열했으나 실제 모형에서 추정하는 물가 정상화 속도는 매우 느린 것으로 도출되고 있다. 굳이 모형을 통한 검증이 아니더라도, 연준 목표치로의 조속한 물가상승률 수렴 가능성은 낮다고 생각한다.

모두가 알고 있는 사실은 필립스곡선이 평탄화되었다는 것이다. 우리의 주장은 여기에 더해, 필립스 곡선이 사실상 재화가 아닌 서비스 물가에 국한되어 나타나는 현상일 가능성이 높음을 제기한다. 여러 차례 언급했지만, 아마존 등 규모의 경제를 지닌 무점포판매(온라인 쇼핑)의 영향력 확대가 이들 유통채널을 통해 공급되는 재화가격을 빠르게 하락시키고 있고, 다른 한편에서 이들과 경쟁관계에 있는 오프라인 유통가격도 덩달아 끌어내리고 있다.

재화 물가는 구조적 디플레이의 상태이기에, 연준의 목표치 수렴을 위해서는 서비스 물가가 재화 물가상승률(-) 부분을 상쇄하고도 남을 정도로 상승해야 한다.

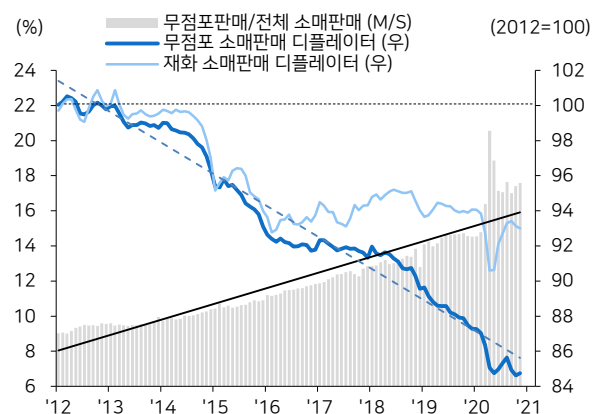
그런데 그림 16에서 확인되다시피, 노동시장과 핵심 서비스물가와와의 관계만을 그린 필립스 곡선도 상당 부분 평탄화되어 있다. 경기 및 노동시장 과열이 수반될 환경 하에서, 상당 기간에 걸친 물가목표로의 수렴을 예상하는 것이 이러한 환경 하에서는 합리적이라 생각하고 있다.

그림16 필립스곡선: 실업률과 핵심 서비스물가와와의 관계



자료: US BLS, US CBO, 메리츠증권 리서치센터

그림17 무점포판매 영향력 확대 = 재화물가 항구적 디플레이



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

3. 연준의 정책 반응함수

(1) 일시적 물가상승에 연준이 반응할까?

올해 2분기 Core CPI 2% 상회,
PCE 2% 내외 예상

인플레이션에 대해 크게 걱정하는 사람들은, 당장 올해 2분기 기저효과와 항공료/숙박 등 이연수요(pent-up demand)가 갑자기 팽창하며 발생할 수 있는 가격의 상승이 단기간 내 소비자물가와 PCE물가를 Fed의 목표치 수준으로, 혹은 그 이상으로 끌어올릴 가능성을 주시한다. 이는 충분히 가능한 일이며, 대다수 이코노미스트들의 물가 전망에 이미 반영되어 있다(그림 18).

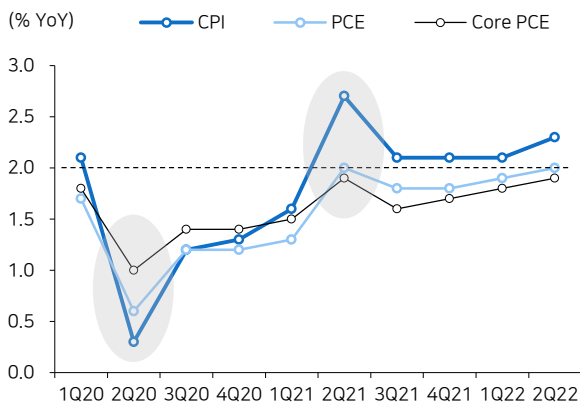
이들의 사고는 2023년이나 되어야 PCE 물가상승률이 2%에 근접할 것이라 전망하던 연준의 전망에 한참 앞서서 이 숫자를 보게 되었을 때, 연준의 정상화가 빨라질 수 있다는 우려로도 연결된다. 그러나 이는 과도한 걱정이다.

그러나 일시적이며 국지적 인플레이션에 반응하지 않는다는 것이 연준의 입장

이 점에 있어서는 12월 FOMC 기자회견을 필두로 파월 의장이 여러 차례 언급한 바 있다. 파월 의장의 발언을 통해 확인되는 일관된 논리는 1) 그러한 일시적인 인플레이션 압력이 항구적인 물가상승으로 연결될 가능성이 제한적이며, 2) 그러한 물가상승으로 연준의 태도변화가 유발되지 않는다는 것이다.

일시적이며 일부 품목에서만 관찰되는 인플레이션은 연준의 대응 영역이 아니라는 것이다. 후술하겠지만 연준이 비로소 “정상화”—금리인상이나 월간 자산매입 규모 축소(테이퍼링)의 방식으로 대응에 나설 인플레이션의 성격은 수요회복에 기반한 “기조적(추세적)”인 물가상승이다.

그림18 미국 인플레이션 전망 컨센서스 (2021년 1월)



자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림19 인플레이션 관련한 파월의장의 주요 발언 내용

- (1월 14일 프린스턴대 강연) As the pandemic recedes... there could be exuberant spending and we could see some upward pressure on prices. By the way, at the same time we will see measured inflation go up because of the lapse below readings in March and April of last year. But the real question is, 1) How large is that effect going to be, and 2) really be persistent? Because **clearly a one-time increase in prices is unlikely to be persistently high inflation, and that just is a function of the underlying inflation dynamics of the US economy...** if inflation were to go up for any reason, it doesn't follow. Inflation doesn't stay up.
- (12월 FOMC) ...that has all the markings of a transient increase in the price level. So you can imagine that as people really want to travel again—let's say, airfares—But what inflation is, is a process whereby they go up year upon year upon year upon year. And if—given the inflation dynamics that we've had over the last several decades, just a single, **single sort of price-level increase has not resulted in ongoing price-level increases. So the kind of thing that the Fed would, would be trigger—happy to? No.**

자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터 정리

(2) 중기 시계의 관점에서, 현재는 연준 경제전망을 신뢰하는 것이 최선

현재는 연준 경제전망을 신뢰하는 것이 최선인 것으로 판단

중기적인 시계에서 노동시장의 과열에도 불구하고 물가상승세가 느리게 나타나는 점을 고려한다면, 연준이 경제전망(Summary of Economic Projection)을 통해 제시하고 있는 실업률과 물가에 대한 전망, 연방기금금리의 적정성 판단 등은 설득력이 있다 사료된다.

당사는 2024년 상반기 금리인상, 2022년 하반기 테이퍼링 개시 예상

현행 연준의 경제전망 하에서 PCE물가가 2%에 "도달" 하는 시점은 2023년 말로 예상되고 있으며, 첫 번째 금리인상은 그 이후일 것으로 전망된다(당사는 2024년 상반기 예상). 한편, 테이퍼링의 조건인 "목표치로의 상당한 근접"은 2022년 말에 도달할 것으로 예상되는 실업률 4.2%, PCE 물가상승률 1.9%에 상응하는 조합일 가능성이 높다. 연준은 실제 테이퍼링 시행에 상당 기간 앞서 이를 예고할 것이라 언급하였다.

테이퍼링 예고도 올해보다는 내년 초 무렵의 문제일 것으로 판단

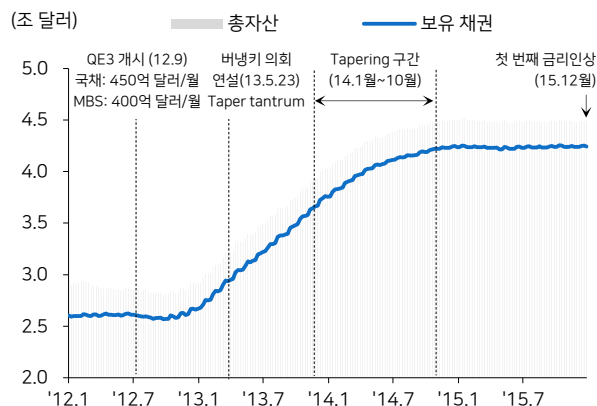
참고할 만한 사례는 2013~14년 case이다. QE3에 대한 테이퍼링은 2014년 1월에 시작했지만, 사실상 그 가능성을 처음 언급한 것은 2013년 5월의 테이퍼 텐트럼으로 볼 수 있다. 6~7개월 앞서 예고가 들어갔다는 점을 그대로 적용한다면, 테이퍼링 기대 형성도 올해 보다는 내년 초에 부각될 문제일 것으로 판단한다. 시장의 기대보다는 dovish한 선택인 것이다.

표1 FRB 12월 수정 경제전망 (Summary of Economic Projections; 중위수 기준)

(4Q/4Q, %)	2020	2021	2022	2023	장기
실질 GDP	-2.4	4.2	3.2	2.4	1.8
실업률 (%)	6.7	5.0	4.2	3.7	4.1
PCE	1.2	1.8	1.9	2.0	2.0
Core PCE	1.4	1.8	1.9	2.0	-
연방기금금리 (연말, %)	0.125	0.125	0.125	0.125	2.5

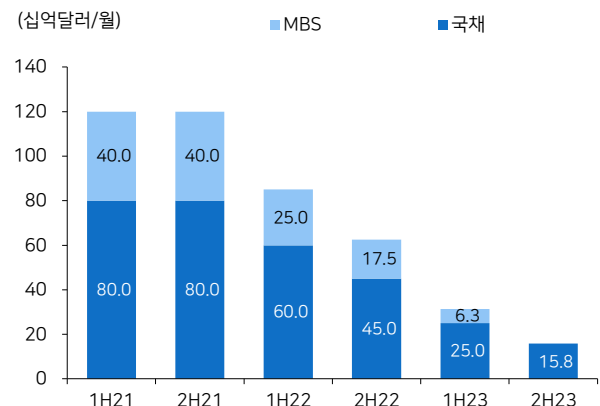
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림20 연준 자산과 보유채권 잔액 추이: 테이퍼링 전후



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림21 시장 참여자들이 예상하는 테이퍼링 시점 = 1H22



자료: New York Fed, "Survey of Market Participants" (Dec 2020)

(3) 전망의 변수와 판단

확장재정 강화로 경제전망 개선되고, 뒤이어 인플레 올라온다면 다른 그림이 전개될 위험

현재로서는 경제전망을 신뢰하는 것이 최선이라 판단하지만, 전망이 앞으로도 변하지 않을 것이라는 보장이 없다는 것이 문제이다. 실상 향후에는 하방 위험보다는 상방 위험이 더욱 커 보인다.

바이든 행정부 출범과 의회 내 Blue Wave 현실화로 확장적 재정정책이 힘을 받고 이것이 경기를 빠르게 회복시키면서 연준의 예상보다 이른 시점에 목표치에 근접한 인플레가 달성된다면 다른 이야기를 할 수 있기 때문이다.

연준의 힌트: Full resource utilization 하에서 기조적 물가압력 부각 시 대응; 가동률, 실업률이 유용한 보조지표

연준은 국지적이며 일시적인 요인에 의해 발생하는 인플레이션에 대해서는 선제적으로 대응하지 않을 것이며, 잉여가 거의 없는 수준에서 생산요소가 완전히 가동되는 경우(full resource utilization) 나타나는 기조적 물가압력에 대해서 대응하겠다고 언급했다. 이러한 환경이 조성되는 가운데 물가상승 압력이 추세적으로 부각되는 지 여부를 파악할 잣대가 필요하다.

경제 내에서 가용할 수 있는 자원의 활용률로 볼 수 있는 지표는 크게 두 가지를 들 수 있다. 자본의 활용측면에서는 설비가동률을, 노동의 활용측면에서는 자연실업률과의 격차를 보여주는 실업률 갭(자연실업률-실제 실업률)이 기준이 될 수 있다.

생산요소의 완전한 가동을 언급한 점에 비추어 보아, 호황기 수준의 가동률과 장기 실업률 하회라는 조건 하에서 정상화할 가능성

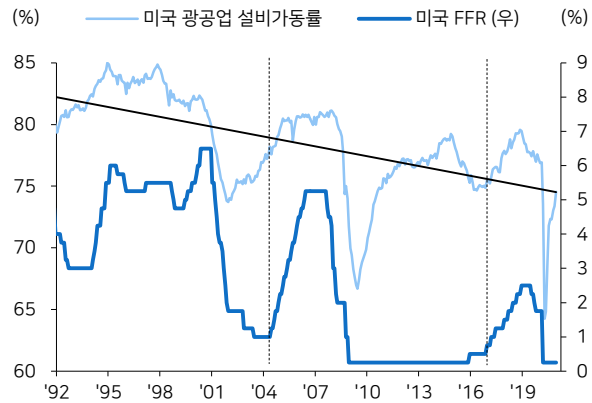
과거 연준은 설비가동률이 추세선을 넘거나, 실제 실업률이 자연 실업률을 하회할 조짐이 보일 때 금리인상을 하곤 했다. 연준이 생산요소의 완전한 가동을 언급한 만큼, 과거 호황기 수준의 설비가동률(79~80% 내외) 수렴과 실업률의 충분한 하락(장기 실업률 전망 4.1%, 혹은 CBO 자연실업률 전망 4.4% 하회)이라는 두 가지 조건이 모두 충족된 상태에서 기조적 인플레이션의 상승 여부에 따라 반응할 가능성이 높아 보인다.

그러나 이러한 기준 하에서도 통화정책 정상화가 빨라질 수 있다는 신호는 찾기 어려움

그러나 이러한 기준 하에서도 연준의 통화정책 정상화가 "임박" 했거나 빨라질 수 있다는 신호는 아직 관찰하기 어렵다(12월 가동률 74.5%, 실업률 갭 -2.3%p). 즉, 인플레이션이나 통화정책 정상화를 미리 걱정할 필요가 없다는 이야기이다.

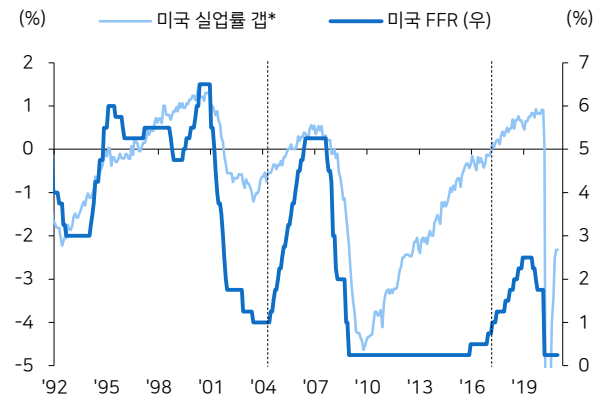
우리는 인플레이션과 연준 정책반응 함수의 측면에서 공히 2021년이 일종의 허니문 기간일 것으로 판단하고 있다. 적어도 올해 말까지는 위험자산에 우호적인 환경이 조성된다는 견해를 유지한다.

그림22 미국 설비가동률과 연방기금금리



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림23 미국 실업률 갭과 연방기금금리

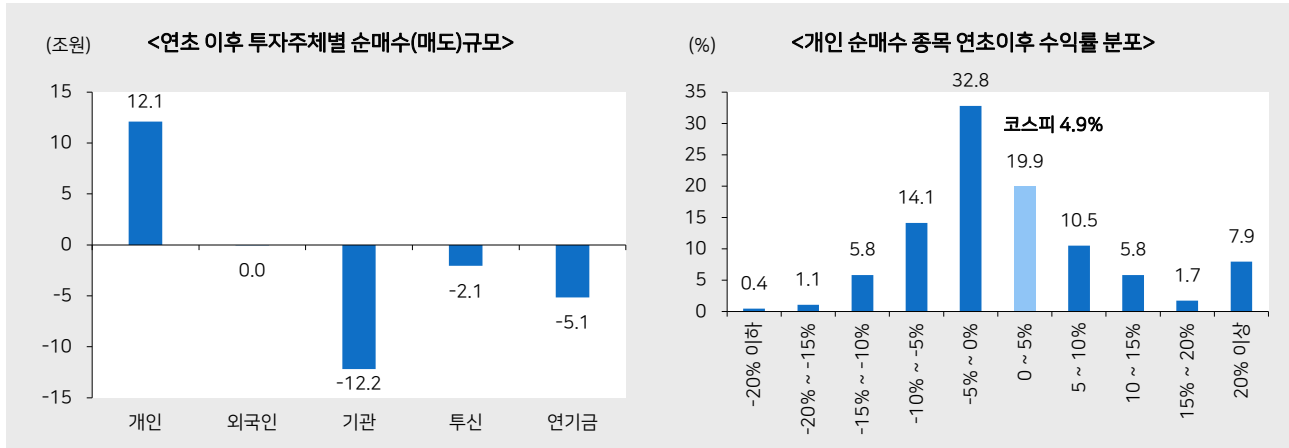


주: * 실업률 갭 = CBO 추정 자연실업률(NAIRU) - 실제 실업률
 자료: US BLS, CBO, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이정연 연구원

연초 이후 투자 주체별 수급 점검, 중형주의 수급주체 부재



주: 누적 순매수 및 수익률은 연초이후 1월 18일 종가 기준

자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

코스피 가격 변동성 보이는 반면
개인 매수, 기관 매도 수급 방향성
뚜렷

코스피지수는 1월 11일 장중 3,200pt를 돌파하며 가파르게 상승했으나 1월 18일 종가기준 3,013.9pt로 하락하며 변동성이 커지고 있다. 반면, 코스피지수의 가격 변동과는 달리 투자 주체별 수급방향은 뚜렷하다. 개인은 올해 12조원 순매수 했으며 기관이 12조원 순매도하면서 기관이 개인의 수급 물량을 받아내고 있다. 투자 주체별 수급 환경을 좀더 자세하게 점검해 보고자 한다.

개인의 순매수 종목 중 일부 종목
만이 코스피 대비 성과 강세

먼저 개인의 순매수세는 일부 대형우량주 중심으로 나타났다. 코스피 상장종목 중 60%만이 연초 이후 누적 순매수를 기록했다. 단기간 기록적인 순매수 규모에도 불구하고 종목 전반적인 매수세는 나타나지 않았다. 특히 개인 순매수를 기록한 60%의 종목들 중 27%만이 코스피 지수 대비 높은 성과를 기록한 점을 보면, 반도체, 자동차 종목 등 대형우량주를 중심으로 가격 상승을 동반한 매수세가 나타났다는 것을 알 수 있다. 그 외 순매수를 기록한 중형주에 대해서는 가격을 들어 올리며 시장가로 매수하는 수급이 부족함에 따라 (+) 수익률을 기록하지 못한 종목이 대다수이다.

기관은 연기금과 투신의 기계적
매도 물량 나타남에 따라 수급주
체가 부재한 중형주의 성과 부진

기관은 연기금과 투신을 중심으로 뚜렷한 매도세를 보이고 있다. 연기금은 증시 급등으로 자산배분상 국내 주식 비중에 대한 부담이 있고, 투신은 개인투자자들의 직접투자 증가에 따른 주식형 펀드 환매로 두 수급주체 모두 기계적인 매도물량이 나타났다. 한편, 외국인 수급은 뚜렷한 방향성은 없지만 인터넷과 화학 업종 내 대형주에 순매수세가 나타났다. 이러한 투자주체별 수급을 보았을 때, 기관은 종목 전반적으로 매도 물량을 내놓는 반면 개인과 외국인은 일부 대형주에 대해서 강한 매수세로 기관의 매도물량을 방어함에 따라 수급 주체가 부재한 중형주가 상대적으로 부진한 성과를 보이고 있다. 최근 증시가 수급요인에 의해 가격 변동성을 보이는 만큼 이러한 투자주체별 수급환경에 대응한 투자전략이 필요한 시점이다.

칼럼의 재해석

윤여삼 연구위원

늘어나는 부채우려에도 금리급등은 아니다 (Financial Times)

미 민주당의 'Blue wave'가 현실화되며 정부부채 증가 우려로 인해 미국채 금리가 큰 폭으로 상승했다. 공급부담과 함께 일부 연은 총재의 연내 테이퍼링 가능성 언급은 수요에 대한 우려까지 자극하며, 금리 상승추세로 전환을 우려하는 시각이 늘고 있다. 그러나 역사적으로 부채부담이 증가하는 시기에 금리는 하락하는 흐름을 보이는 경우가 많았다. 통화정책 경로상 금리인하를 통해 유동성을 공급하고 확장적 재정정책으로 늘어나는 이자부담 등의 경감 등을 고려하여 저금리환경이 조성되었다.

현재 COVID 같은 불확실성 요인이 산재한 가운데 정책의 초점이 재정정책에 집중되는 상황에서 통화정책 역시 공조측면에서 신중성이 요구되고 있다. 과거와 달리 연준은 강화된 포워드 가이드를 활용해 자산매입 종료 시기에 대한 구체적인 조건을 제공하며 시장과 더 원활한 소통을 이어나가고 있다. 지난 12월 FOMC에서 '진일보한 증거들이 확인되기 전까지 현재 정책기조를 유지'한다고 한 연준의 정책방향에는 변화가 없다는 점에서 통화정책 기조에 대한 의심을 높일 시점은 아니라고 생각한다. 14(일) 파월의장의 연설 내용에서도 '통화정책 출구(exit)를 논할 시점이 아니다'는 이를 뒷받침한다.

미국 연방금리와 시장금리의 상단은 1980년 이후 낮아지는 성장성과 추세물가 하락 등 구조적인 문제들을 반영하며 점차 낮아져왔다. 향후 적정 금리수준에 대한 고민은 고령화 문제, 누적된 부채의 이자증가 문제 등을 감안하면서 결정될 것으로 보인다.

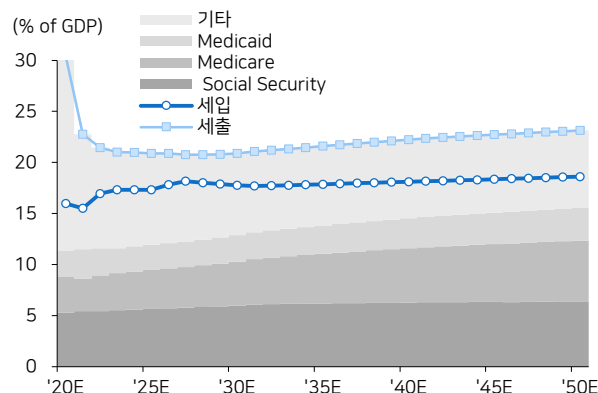
바이든 당선과 블루웨이브, 늘어나는 금리상승 우려

수급부담 및 자산매입 축소 우려
반영하며 상승하는 금리

민주당이 조지아주 상원 결선투표 2석 모두에서 승리하며 'Blue wave'가 현실화되었다. 이에 따라, 대규모 경기부양책의 추진에 탄력이 붙을 것이라는 기대감이 커졌다. 지난해 12월 통과된 'Bipartisan(초당파) Bill' 9천억 달러와 별도로 바이든 당선인은 14일(목) 1.9조달러의 코로나 부양책인 'American Rescue Plan'을 발표했다. 블루웨이브가 아니었다고 하더라도 2조달러 정도 규모의 확대재정을 고려했던 시장예상보다 더 큰 공급부담이다.

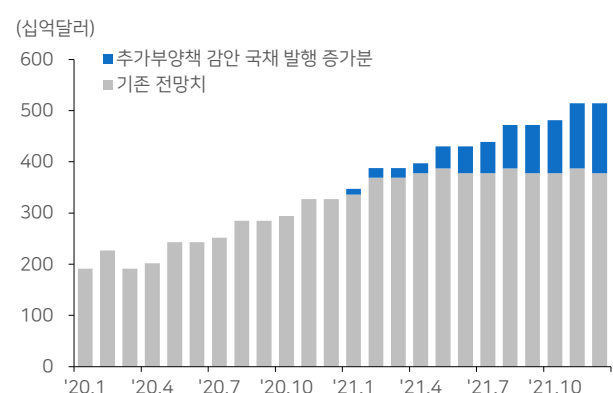
공급물량 부담과 더불어 보스틱 애틀란타 연준 총재를 포함 일부 인사들은 연내 연준 자산 매입축소 및 내년에 금리인상까지 가능할 수 있다고 언급하여 금리상승 압력을 가했고 올해 0.9%대에서 출발한 미국채 10년 금리는 1.2% 부근까지 20bp 이상 상승했으며 2년과 10년 금리 스프레드는 100bp 수준으로 확대되었다. 일각에서는 향후 미국금리가 추가 혹은 추세적 상승을 걱정하기 시작했다.

그림1 구조적으로 재정적자 장기간 지속될 가능성



자료: CBO, 메리츠증권 리서치센터

그림2 올해 2조달러 부양책 감안 시 국가부채 부담



자료: US treasury, Morgan Stanley, 메리츠증권 리서치센터

부채규모와 금리는 반대로 움직인다

완화적인 통화정책을 바탕으로
부채 증가 시기에 금리는 하락

그러나 역사적으로 볼 때, 부채가 늘어나는 시기에 오히려 채권금리는 하락하는 경우가 많았다<그림3>. 이는 통화정책이 경기안정을 위한 완화조치이자 확장적 재정정책으로 증가하는 부채부담, 즉 이자비용 문제를 고려해 완화적인 통화정책 조와 같은 공조를 이루었기 때문이다.

이번 COVID 확산국면에서도 경제회복의 불확실성이 존재하는 과정에서 재정정책이 지원되는 상황에서 통화정책이 먼저 정상화에 나서는 것은 불협화음을 야기할 수 있다. 일부 자산가격 거품에 대한 우려가 있더라도 소득수준이 이자부담($r-g$)을 감안할 수 있는 안정적 성장여건이 확인될 때까지 공조가 필요하다.

현재 COVID로 인한 경제침체 대응차원에서 미국의 정부부채는 '20년 말 전년동기대비 4조달러 가량 늘어나 GDP대비 130%를 상회했다. 정부부채가 역대 최대치로 늘어난 상황에서 현재 금리의 1%p의 상승은 20년전 금리의 3, 4%p 상승과 비슷한 부담을 주는 것으로 판단된다<그림4>.

과거 4~5% 금리시절 1bp와 현재 1~2% 시점의 1bp의 가치는 다르다. 극단적으로 예를 들면 현재 우리나라 기준금리 0.5%에서 1.0%로 인상은 불과 50bp 인상에 불과하지만 이자액기준으로는 2배가 늘어난다고 볼 수 있다. 실제 대출금리 수준은 이보다 높아 민감도가 낮지만 통화정책을 결정하는 정책당국자 입장에서 금리정상화가 어려운 이유는 이러한 부분도 점검해야 하기 때문이다.

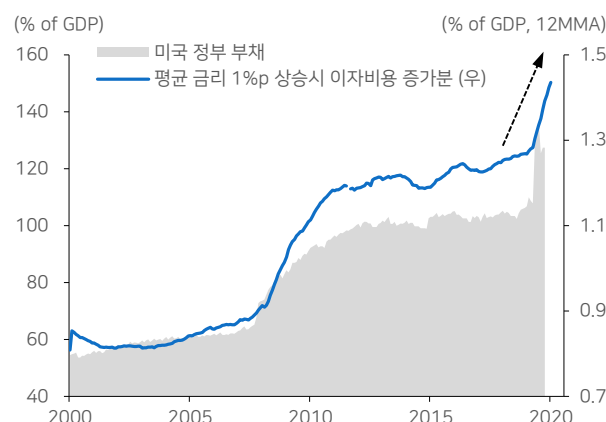
COVID로 인한 단기적인 재정부담도 존재하지만 <그림1>에서 보듯이 향후 고령화 같은 구조적인 문제대응을 위해 재정적자 규모나 정부부채가 커질 수 있는 우려는 존재하고 있다. 정상화가 필요한 시점에 통화정책 환수에 나서야겠으나 과거보다 신중성이 더 요구되는 이유이다.

그림3 정부부채 확대 시기에 금리는 하락하는 추세



자료: NBER, 메리츠증권 리서치센터

그림4 부채 확대/저금리 기조 이어져 금리 상승 부담 증가



자료: Bureau of Fiscal Service, 메리츠증권 리서치센터

연준, 이른 긴축 전환 가능성은 제한적

2013년 5월 버냉키 전 연준의장의 자산매입 속도조절을 시사로 미국채 금리는 급등하고 기대 인플레이션은 하락반전 되었다. 시장 일부에서는 당시의 기억을 떠올리며 이른 긴축 전환으로 금리가 급등할 가능성에 대해 경계하는 시각이 존재한다. 그러나 연내 긴축 발작이 일어날 가능성은 제한적일 것으로 예상된다.

연준, 테이퍼링 관련한 구체적인 조건 제시하며 시장과 소통

과거 테이퍼 텐트럼은 자산매입 규모를 실제로 조절하지 않았음에도 불구하고 금리가 빠르게 상승한 것은 심리적인 요인이 컸다. 2013년 5월 버냉키 의장 발언도 중요했으나 FOMC 의사록에서 일부(a number of) 의원들은 6월 FOMC 회의에서부터 자산매입 규모의 조절에 준비(ready)되어있다는 내용이 확인되면서 테이퍼링이 예상보다 빠른 시일 내에 시행될 수 있다는 우려가 커졌다.

강화된 포워드 가이드스 제시하며
시장의 반응 점검 지속 중

과거 텐트럼이라는 학습효과를 가지고 있는 현재 연준 당국자들은 테이퍼링 시행 예고에 보다 섬세하고 신중하게 대응할 것이다. 실제 지난해 12월 FOMC에서 자산매입 속도와 관련해 완전고용과 물가안정이라는 목표 수렴에 "상당한 진전"이 보이기 전까지 유지할 것이라는 새로운 '포워드 가이드스'를 제시했다.

이전까지 향후 종료 시점이 불분명한 자산매입 관련해서 시장과 소통을 좀 더 명확하게 노력한 부분으로 볼 수 있겠다. 연준 의장은 실업률이 완전고용에 근접하고, 인플레이션은 2% 수준으로 상승한 상황을 의미한다고 덧붙였다. 이는 8월 잭슨홀 컨퍼런스에서 거론된 'Average inflation target' 도입과 연결선상에 있다.

연준의 '완전고용과 평균물가'라는 허들을 확인하기 전까지 이번 통화정책 정상화 과정에서 테이퍼링 예고는 2013년도와 같은 금리의 급등을 유발하기에는 어려워 보인다. 큰 틀에서 경제개선 기대와 자산가격 상승에 대한 경계심을 가지고 있는 연준 인사들이 등장한 반대쪽에 여전히 신중한 입장의 위원들도 존재한다.

경기회복 흐름 고려 시 기준금리 동결기조는 장기간 유지될 것

2016년 미국 금리정상화 시기도 신중하게 금리인상이 진행되었지만(baby step) 이번 금리정상화 국면은 더 신중할 수 밖에 없을 것이다. 상기했듯이 물가에 대한 연준의 신중한 입장은 고용의 안정성까지 담보되어야 한다. 최근 원자재 가격상승과 더불어 올해 미국물가 상승압력이 높아지고 있지만 중요한 것은 지속성이다.

기대인플레이 지표인 미국 BEI 10년은 2%대로 올라서며 COVID 발생이전뿐만 아니라 2018년 이후 최고 수준을 기록하고 있다. 올해 2분기까지 기저효과를 감안한 물가상승률 역시 높아질 것이다. 연간으로 미국물가 전망은 2% 정도로 최근 상향조정이 진행 중이다.

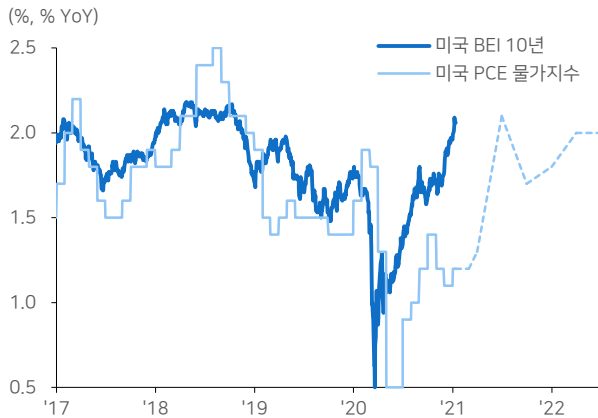
현재 경기회복 수준, 기준금리
인상 기준에는 충분하지 않아

그렇지만 연준이 통화정책 기준으로 여기는 PCE 물가지수는 1%대 중반에 머물고 있으며 연간으로도 2%를 넘지 않을 것으로 예상되고 있다<그림5>. 주거비(rent) 비중이 높은 CPI대비 헬스케어 비중이 높은 PCE 속성상 상대적으로 물가 상승 압력이 제한적이다. 그리고 2분기 정점을 기록한 이후 하반기 물가는 기저효과가 역으로 하방 압력이 높아지는 부분도 고려할 부분이다.

여기에 미 실업률은 기저효과를 반영하며 빠르게 개선되었지만 12월 숫자에서 확인했듯이 탄력성은 떨어지며 기울기가 완만해졌다. 다수의 지표에서 확인된 V자 회복은 이제 현실적으로 마무리 국면에 진입한 가운데 COVID에 따른 일시적 영향을 감안하더라도 Bloomberg consensus에 반영된 미 실업률은 자연실업률 수준까지 안정되는데 상당 시일이 걸릴 것이다<그림6>.

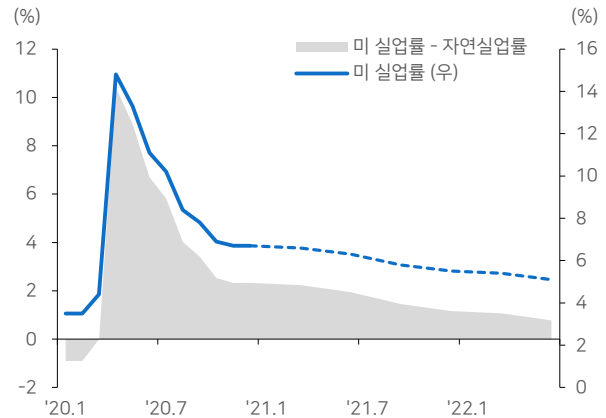
상기한 내용을 근거로 연준은 2023년 말까지 기준금리 동결을 시사했다. 높은 불확실성은 정책의 기한을 앞당길 수도, 지연시킬 수도 있는 상황이라는 점에서 단기적 여건만 가지고 금리 혹은 가격지표들의 추세를 논하기 이르다.

그림5 물가 상승 압력 또한 높지 않을 것



자료: Bloomberg, St. Louis Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 실업률은 장기간 자연실업률을 상회할 것으로 전망



자료: Bloomberg, CBO, St. Louis Fed, 메리츠증권 리서치센터

저금리 기조는 장기간 지속 중

정책결정 과정에서 단기적인 이슈도 중요하나 중장기적인 시각도 중요하다. 금리의 적정수준은 장기적인 경제와 물가의 추세여건이 중요하다. 역사적 수준의 정부 부채와 함께 인구구조의 고령화는 경제활동 참가율 저하로 이어져 경제성장을 장기적으로 저해하는 요소로 작용하고 있다.

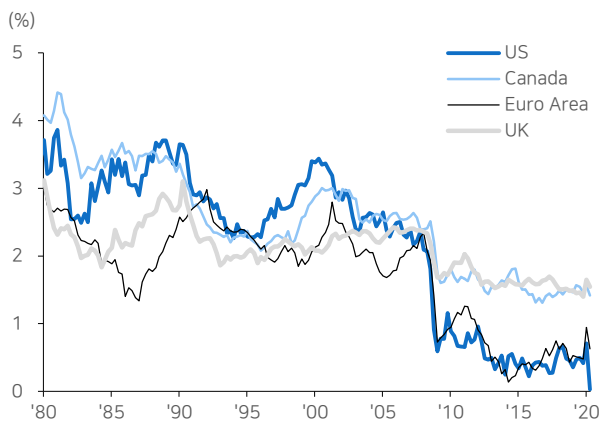
인플레이션이나 디플레이션 압력 없이 잠재성장률을 유지할 수 있는 적정금리인 자연금리(r^*)는 펜데믹을 지나며 역사적 저점 수준에 머물러 있다<그림7>. 작년 실물경제 충격에 따른 기저효과로 인해 올해는 외형적인 성장개선은 분명하지만 장기적인 성장률의 탄력자체의 개선은 아직 자신하기 쉽지 않다.

장기적 관점에서 금리의 상단은
지속적으로 낮아지는 중

구조적으로 낮아진 경제 성장률을 반영해 저금리 기조 또한 유지될 가능성이 높아 보인다. 소득이 증가했던 1950~1980년대와 달리 성장기조가 낮아지기 시작한 1980년대 이후 현재까지 기준금리와 시장금리 공히 하락했다 반등하더라도 이전 수준 이상으로 복귀한 적은 없다.

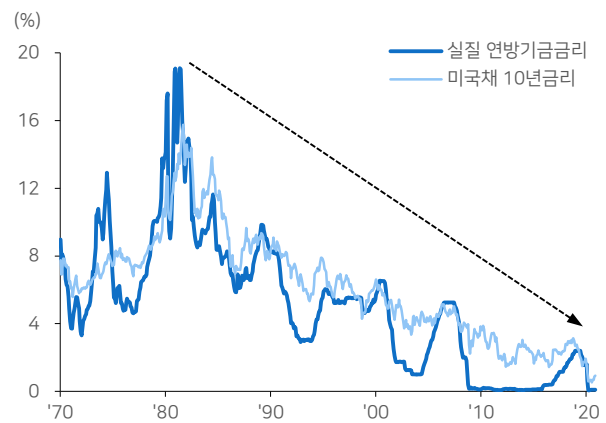
2018년 미국 금리정상화 정점시기 연방금리 2.50% vs 미국채10년 3.25% 같이 시장금리는 최근과 유사하게 단기적 이슈들과 기대로 오버슈팅 과정이 나타날 수 있다. 그에 비해 기준금리의 상단은 늘 이전보다 낮아져 왔다는 점에서 앞서가는 시장금리 상승에 대한 속도와 수준에 대해 고민이 필요할 것이다.

그림7 주요국 자연금리 급락하는 추세



자료: FRBNY, 메리츠증권 리서치센터

그림8 구조적인 문제들 이어지며 금리 상단은 낮아지는 중



자료: US treasury, 메리츠증권 리서치센터

원문: Why US rates will continue to remain low for longer -Financial Times