



2021. 3. 16 (화)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

금리 Tantrum의 돌파구는 결국 '성장(g)'

오늘의 차트

MBS 드레이션 상승, 미국채 수급부담 증가 요인

칼럼의 재해석

Inflation Dynamics

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



▲ 투자전략
Analyst 이진우
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

금리 Tantrum의 돌파구는 결국 '성장(g)'

- ✓ 1994년~1995년의 금융시장 격변기: 긴축과 기술의 공존. 무엇을 시사하나?
- ✓ 현재 통상적인 금리 Tantrum 강도는 선반영. 이후의 모습은?
- ✓ 결국은 쏠림과 반작용으로 인한 변동성: '진짜' 성장에 집중하는 것이 중요

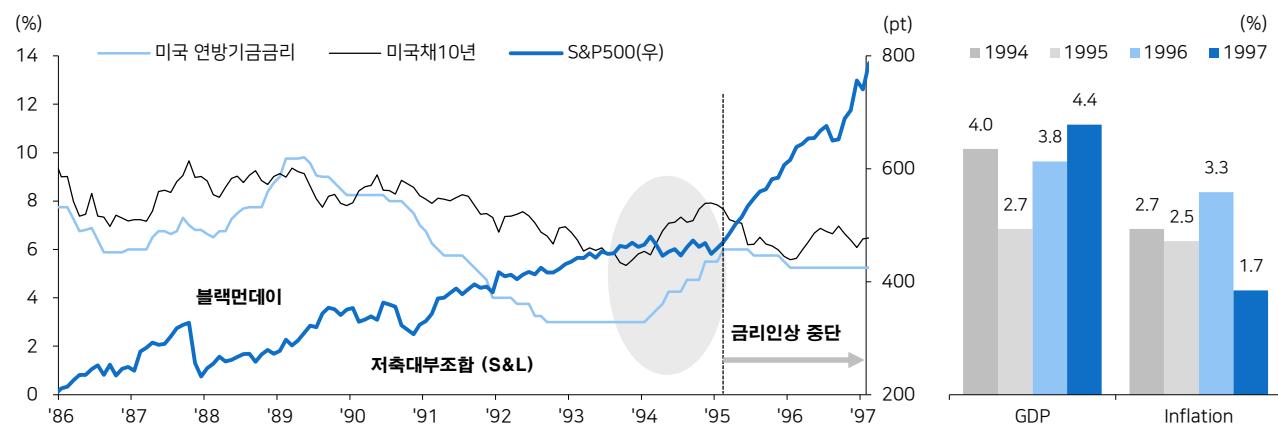
1994년~1995년 금융시장 격변기: 금리(긴축) vs 기술 Cycle(성장)

긴축과 기술혁신의 공존의 표현되는 1994년~1995년

금리와 기술에 대한 시장의 반응이 격렬했던 시기를 꼽자면 1994년~1995년이다. 정책과 기술의 변곡점 시기였다. 지금과의 차이점이라 한다면 '통화정책'과 '시차'이다. 연준의 긴축이 실제로 단행됐다는 점(1994년초 시작) 그리고 새로운 기술에 대한 기대감(1994년말 이후)이 긴축 이후 본격적으로 투영되기 시작했다는 것이다.

우리가 참고해야 할 것은 1994년의 경험(정책실패)이 연준에게 어떤 정책적인 시사점을 주었는지 그리고 금리 급변기 속 기술에 대한 시장의 반응은 어떠했는지이다. 먼저 1994년 이전의 환경을 살펴보자. 1987년 블랙먼데이, 1990년대 초반 저축대부조합사태(S&L)로 연준은 정책금리를 1989년 9% 초반에서 1992년 3%로 빠르게 낮췄다. 주식시장도 순항했다. 1994년초 S&P500은 블랙먼데이 당시

그림1 정책의 전환점이 된 1994년: '87년 블랙먼데이, '90년초 저축대부조합(S&L) 이후 저금리 정책 유지. 반전의 트리거는?



자료: Bloomberg, NBER, 메리츠증권 리서치센터

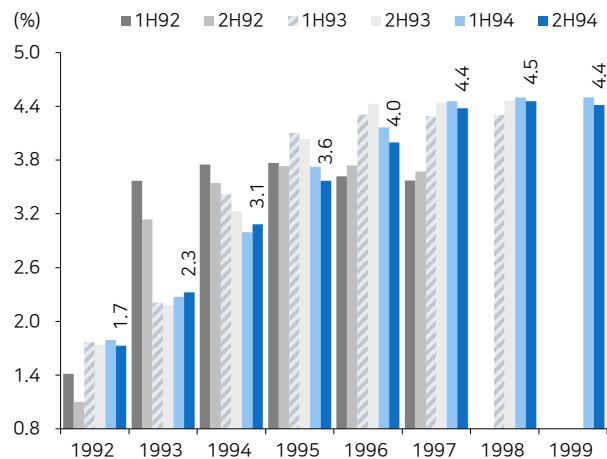
1994년 이전의 환경: 완화적 통화 정책 속 주식시장 순항

저점 대비 2배 가량 올랐다. 문제는 1994년에 들어서다. 예상보다 빠르게 경기회복의 징후가 관찰됐기 때문이다. 1990년 초반 저축대부조합사태(S&L) 이후 이어져 온 경기침체가 종료될 수 있다는 기대감이다. 당시 IMF는 전망(WEO)은 1994년부터 미국은 3%의 성장률 정상 국면에 진입하고, 1995년부터는 4%에 가까운 성장을 할 것이라는 전망을 제시했다. 물가는 1995년부터 3%대 중반으로 오른다는 인플레이션 전망이 확산되면서 연준의 '선제적인 통화정책 대응'이 주문되었다.

1994년 2월 연준의 깜작 금리 인상. 이후 본격적 긴축 행보

당시 채권시장은 연준의 정책 전환이 조기에 발생할 것을 예상하지 못했다. 하지만 결과는 연준(그린스펀 연준 의장)의 깜작 금리인상이었다. 속도도 빨랐다. 1994년 2월 첫 인상을 시작으로 1995년 2월까지 1년 동안 3번의 50bp 인상과 1번의 75bp 인상이 단행됐다. 정책금리가 1년 남짓한 기간에 3.0%에서 6.0%로 두 배 올랐다. 역사는 이 시기를 '채권시장 대학살'이라 부른다. 채권시장의 충격이 그 만큼 컸던 셈이다. 그리고 과격한 정책 전환은 결국 부작용을 낳았다.

그림2 IMF, 미국 실질 GDP '95년 이후 4% 전후 성장 예상



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림4 1994년 2월, Fed 금리인상 시작. 긴축의 신호탄

Pittsburgh Post-Gazette: Tuesday, February 1, 1994

BUSINESS

Fears of inflation keep Fed chairman in the line of fire

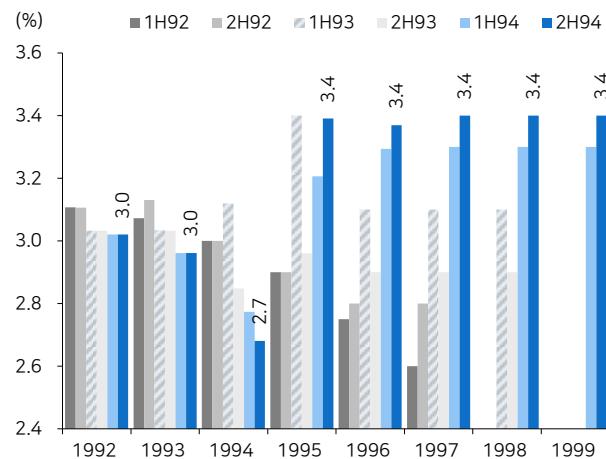
Digitized by srujanika@gmail.com

By Martin Crutinger
The Associated Press
WASHINGTON — With the lowest inflation in two decades and the fastest economic growth since 1987, Federal Reserve Chairman Alan Greenspan should be taking bows, but instead he's been getting a lot of brickbats lately.

But probably the largest amount of heat is coming from those worried that the central bank will start worrying about imaginary inflationary pressures and start jacking up interest rates.

자료: Businessinsider, 메리츠증권 리서치센터

그림3 물가(CPI)는 '95년 이후 3% 중반대로 급등(?) 전망



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림5 1994년 12월, 미국 지방정부 파산신청

Financial lunacy caused Orange County debacle

Say the words "municipal bonds" and "interest rates," and you can see peoples' eyes glaze over. Soon, they're nodding off. After all, these are two of the most boring financial terms in existence, exceeded only by "life insurance" and "accounting."

But last week, muni bonds and interest rates suddenly became electrifying topics, thanks to the incredible plunge into bankruptcy by Orange County, Calif. Despite panic and mayhem in the muni bond market, the debacle was followed almost immediately by hints out of Washington that the Federal Reserve Board might soon in-



giving the county a very high return on its money.

The county says it's lost \$1.5 billion, about 20% of the money that various government entities had entrusted to Citron's fund. No one complained, of course, when Citron's bets worked, and the returns were higher than market.

Which brings us to the Fed's Alan Greenspan, who has been raising rates since February. He's being attacked because he says he's raising rates to fight inflation, but there doesn't seem to be much inflation around.

자료: Businessinsider, 메리츠증권 리서치센터

긴축 행보의 제동은 '돌발변수' 그리고 성장과 물가에 대한 오판

시사점: 1) 1994년 정책 실패를 되풀이 하지 않을 것이라는 확신. 그리고 2) 금리 급등으로 야기되는 돌발 문제도 중요

1994년말은 금리 급변동기 속 기술의 급변기

- 1) 1차 기폭제: 1994. 10. 13
- 2) 2차 기폭제: 1995. 8. 24

1994년 12월 미국 지방정부인 '오렌지 카운티'가 파산신청을 하게 된다. 금리 관련 파생상품의 손실이 그 배경이다. 성장률과 물가도 기대했던 것 보다 크게 못 미쳤다. 우려했던 경기과열, 인플레이션은 없었던 셈이다. 결과적으로 연준은 그해 7월 금리인하를 단행했고, IT버블이었던 1999년까지 수년간의 금리 동결 기조가 유지되게 된다. 당시의 연준의 정책을 두고 경기 및 인플레이션에 대한 오판 그리고 벼블 형성에 일조한 '정책실패'로 평가되는 이유다.

여기서 두 가지 시사점을 떠올릴 필요가 있다. 하나는 1994년 전후의 기억을 보면 경기 및 인플레이션에 기댄 연준의 선제적 혹은 적극적인 정책의 변화(긴축) 가능성은 낫다는 점이고, 다른 하나는 '금리'뿐만 아니라 금리의 급변동으로 인해 야기될 수 있는 돌발문제(ex. 한계기업의 부실, 파생상품 손실 등)를 점검할 필요가 있다는 것이다. 당시 지방정부의 파산 이슈가 돌발변수로 작용했듯이 말이다. 현재도 마찬가지다. 금리뿐만이 아닌 신용시장의 위축 여부를 체크해 나가는 것도 중요할 듯 하다. 다행히 현재까지 이상징후는 없다.

1994년말은 금리에 대한 시장의 민감도가 매우 높았던 시기이기도 하지만 기술의 격변기이기도 했다. 첫 기폭제는 1994년 10월 13일이었다. 넷스케이프(Netscape)의 창업자인 마크 안드레센은 지금의 형태와 유사한 웹브라우저인 '넷스케이프 네비게이터'를 만들었고, 대중에게 무료로 배포하기 시작했기 때문이다. 구호는 '모든 사람들을 위한 웹'이다. 인터넷 대중화의 신호였다.

두 번째 기폭제는 1995년 8월 24일 마이크로소프트의 Window95 운영체계 출시이다. 넷스케이프에 대항하기 위해 만들어진 새로운 브라우저인 '익스플로러' 탑재한 채 말이다. 훗날 넷스케이프의 몰락을 야기했고, 브라우저 '끼워팔기' 논란이 마이크로소프트의 반독점 소송으로 연결되기는 했지만 새로운 기술 패러다임 변화는 더욱 가속화됐다. 당시 주가는 금리 논란에도 큰 영향을 받지 않았다. 금리(r)보다는 성장(g)이 부각된 탓이다. 눈여겨볼 점은 당시 PC시대의 대표주자였던 IBM과의 비교다. 1994년의 금리 급변동기에서 마이크로소프트와 IBM의 주가는 꾸준히

그림6 넷스케이프 네비게이터 무료 배포(1994. 10. 13)



자료: Marketwatch, 메리츠증권 리서치센터

그림7 마이크로소프트 윈도우95 출시(1995. 8. 24)



자료: MBC, 메리츠증권 리서치센터

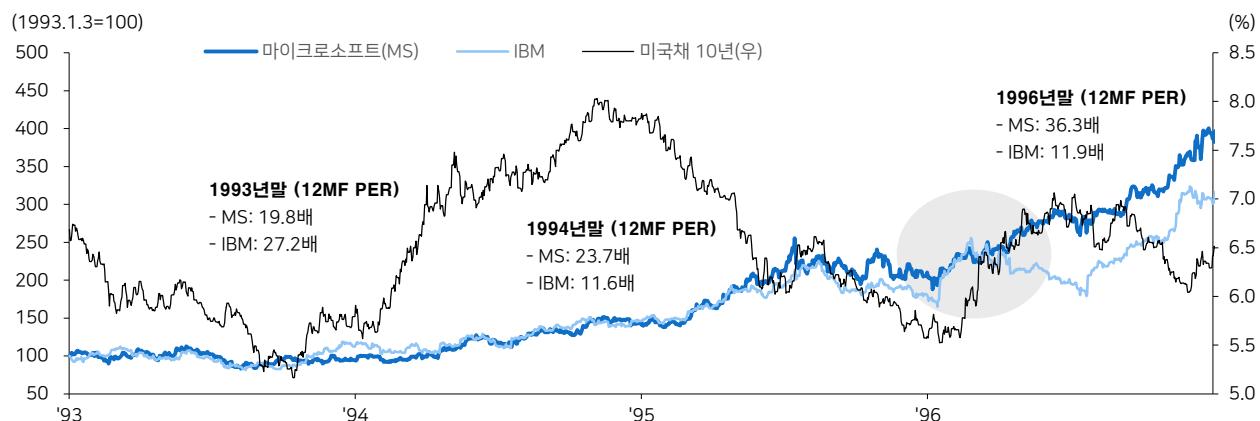
마이크로소프트와 IBM의 차별화가 시사하는 것은?

성장기업에게는 금리 보다는 성장 그 자체가 중요

올랐지만 벨류에이션 차별화가 시작된다. 1993년말 마이크로소프트의 PER(12개월 예상)은 19.8배에서 1994년 23.7배로 상향조정 된 반면 IBM은 27.2배에서 11.6배로 디스카운트 받기 시작했다. 1996년 금리 재상승기가 진행되는 과정 속에 변화는 더욱 심화됐다. 이들간의 시가총액 역전이 수반됐고, 벨류에이션 격차는 3배 가까이 확대됐다. 금리 환경의 변화가 새로운 트랜드를 바꿨다기 보다는 오히려 그 과정에서도 '성장'에 따른 차별화가 투영된 셈이다.

이러한 경험이 지금의 우리 기술 기업에 주는 메시지는 분명하다. 기술 기업에게는 금리 및 할인율 보다는 성장의 지속 vs 도태 여부가 더 중요하고, 금리 상승기는 성장 기업 내에서도 차별화를 오히려 가속화 시킬 수 있다는 점이다. 최근 낙폭이 커진 기업들의 배경도 마찬가지다. 금리 자체 보다는 단기간에 너무 빨리 높아진 성장 기대감 때문이 아니었을까. 성장을 훼손하지 않는 금리 레벨은 눈높이 조정의 명분일 가능성이 높다. 지금은 성장의 핵심 기업을 고르는 게 중요해졌을 뿐이다.

그림8 금리 급등 속 마이크로소프트와 IBM: 성장주의 세대교체 시작. PC에서 인터넷으로



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

현재는 통상적인 금리 발작(Tantrum) 강도는 선반영. 이후의 모습은?

지금은 어디쯤 와 있나? 통상적인 Tantrum은 선반영

다시 지금의 주식시장으로 돌아와 보자. 시장이 안정을 찾고 있지만 여전히 금리 민감도는 높게 유지되고 있다. 여전히 불안정한 모습을 보이고 있는 채권시장 때문이다. 큰 폭의 금리 급등이 재연될 경우 주식시장의 위축 우려도 크다. 앞으로 시장의 흐름은 어떻게 전개될까? 금리가 오를 때마다 주식시장은 조정을 수반할까?

현재는 금리 적응기

우리의 생각은 이렇다. 현재는 달라진 금리 환경에 대한 적응기로 판단한다. 긴축이 수반되지 않았던 과거 금리 발작(Tantrum) 사례를 감안하면 금리 이슈에 대한 가격은 선반영되어 있다고 본다. 현재와 유사한 단기금리(정책) 안정 속 장기금리(경기, 인플레이션 등) 급등 시기인 2003년, 2010년, 2013년과 유사하기 때문이다. 결과적으로 동 시기에 나스닥과 신흥시장(EM)의 차별적 부진이 전개되는

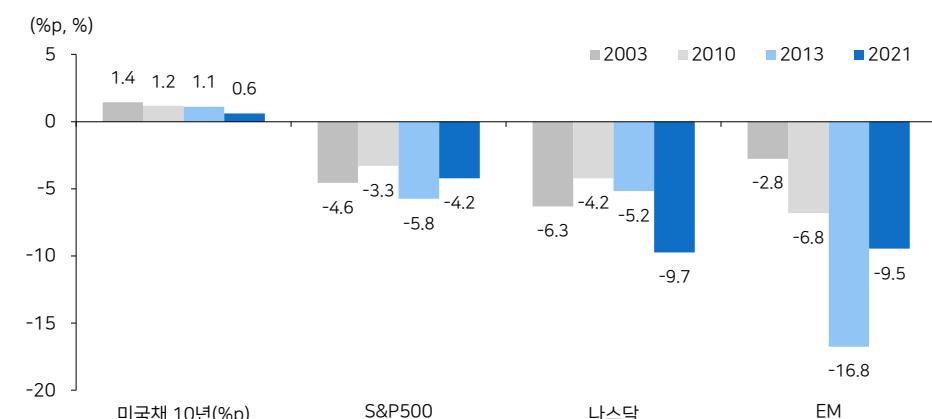
것도 이번에도 예외가 아니었기 때문이다. 이전과 차이점이 있다면 현재는 나스닥의 하락폭이 조금 더 컸을 뿐이다.

금리에 대한 주식시장의 반응도

달라질 것: 동행성 회복

금리에 대한 시장의 반응도 시차를 두고 달라질 것으로 본다. 금리가 상승 속 주식시장 조정이 아닌 금리와 주식시장의 동행성이 강해질 가능성이 높다. 금리에 대한 주식시장의 적응이 완료되면 양(+)의 상관성을 회복하는 것이 금리 발작(Tantrum) 이후 대부분의 경로였기 때문이다. 결국 성장(g)으로 귀결된다는 점에서다. 금리 급변동 이후 금리 상승 과정에서 기업실적의 상향조정이 예외 없이 수반되고 있는 것도 같은 이유다.

그림9 현재와 유사한(단기금리 안정 속 장기금리 급등) 금리Tantrum 시기 반응: '대동소이'



주: 금리 Tantrum 사례 중 단기 금리 상승 없었던 시기는 2003년, 2010년, 2013년.

주가 하락폭은 금리 급등 기간 중 고점 대비 최대 낙폭

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

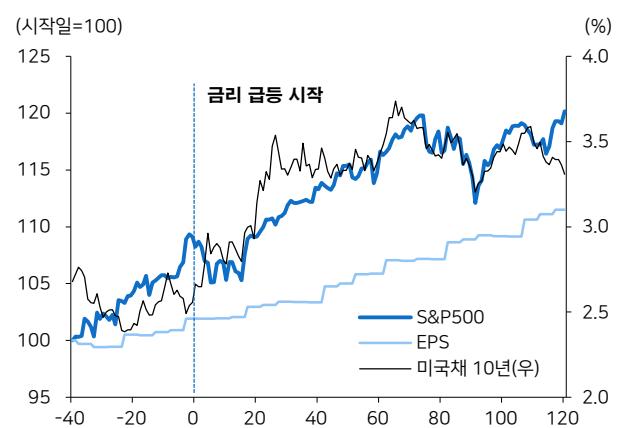
그림10 2003년 금리 Tantrum 시기 금리, 주가, 이익



주: 금리 급등일 D=0, S&P500와 12MF EPS는 D-40을 100으로 환산

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림11 2010년 금리 Tantrum 시기 금리, 주가, 이익



주: 금리 급등일 D=0, S&P500와 12MF EPS는 D-40을 100으로 환산

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림12 2013년 금리 Tantrum 시기 금리, 주가, 이익

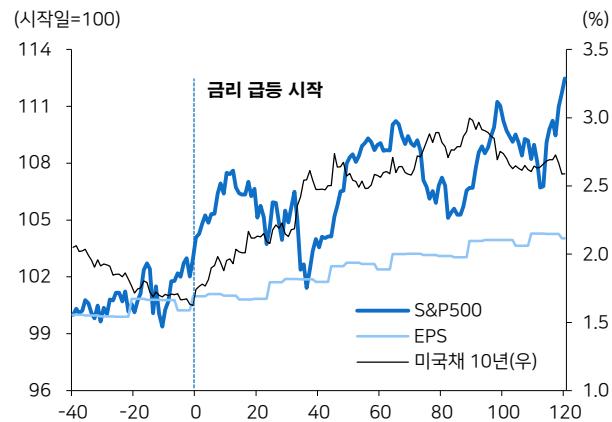
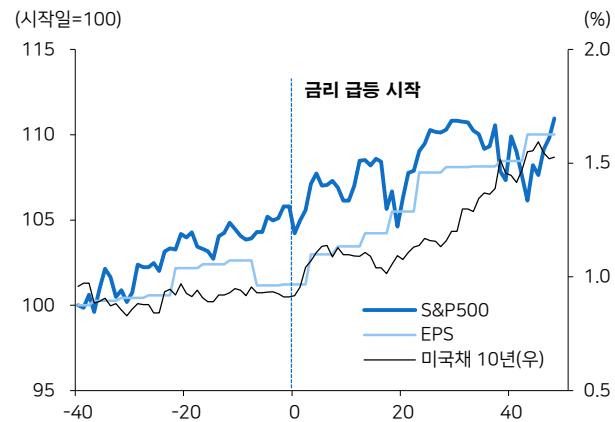


그림13 2021년(현재) 금리 Tantrum 시기 금리, 주가, 이익



이번 조정기가 체감적으로 크게 느껴지는 이유. 쏠림과 반작용의 성격 때문

결국은 쏠림과 반작용: '진짜' 성장에 집중하는 것이 중요

그렇다면 이번 금리 Tantrum이 체감적으로 크게 느껴지는 이유는 무엇일까? 쏠림이 커진 만큼 반작용도 커지기 때문이다. 내연기관(가솔린)과 전기차 기업, 에너지(화석연료)와 신재생에너지 기업간의 차별적인 주가 흐름이 일부 조정되는 과정이 대표적이다. 연초 이후 누적수익률 기준 전기차의 대표기업인 테슬라는 마이너스 (-)전환된 반면 포드와 GM은 30~40%대의 성과를 보였다. 미국 신재생에너지 1위 기업인 넥스트라에너지, 태양광 기업인 First Solar의 주가 부진 속 전통 에너지 업체의 주가 선전도 같은 맥락이다. 결국은 시장은 과도한 쏠림에 따른 조율과정이 진행된 셈이다.

중요한 것은 이제부터다. 내연기관에서 전기차로, 전통에너지(화석연료)에서 신재생에너지로 전환되는 것이 시대의 변화라면 우리는 어떠한 선택을 해야 할까.

그림14 내연기관 vs. 전기차: 무엇이 달라졌나

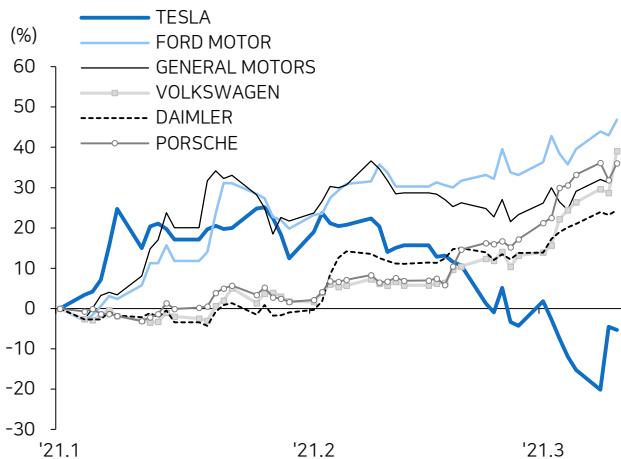
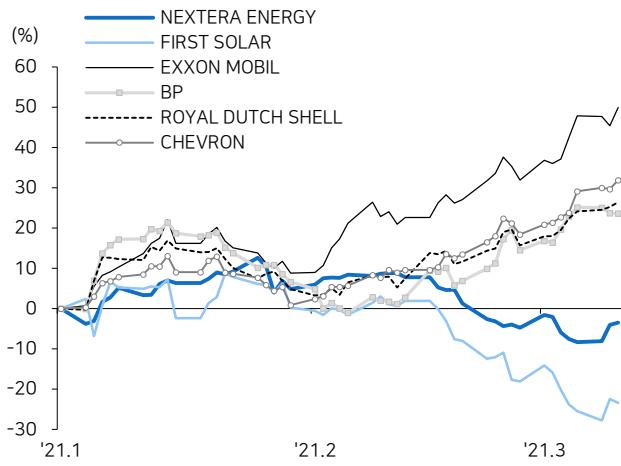


그림15 에너지 vs. 신재생에너지: 과도했던 쏠림 해소 중



이제부터가 중요하다. '진짜' 성장에 집중하는 것이 필요

순환매의 연장에 대비를 할 것인지 아니면 기존의 새로운 산업을 주도하고 있는 기업의 진입 시점을 고려해야 하는지 고민이 될 수 밖에 없기 때문이다. 선택은 우리의 뜻이지만 중기적인 투자자라면 후자가 확률 높은 선택이라고 본다. 금리 적응이 완료되면 주식시장은 원래의 시장 스타일이 재개됐던 경험에서다(금리 Tantrum 전후 Nasdaq과 S&P500 상대지수 참고). 금리(r)가 진정 & 완만한 상승이 전개되면 '진짜' 성장(g)을 쫓는 것이 주식시장이기 때문이다. 우리가 인지하고 있는 성장의 대표기업들이 그 대상이다.

그림16 2003년 금리 Tantrum 시기 Nasdaq / S&P500

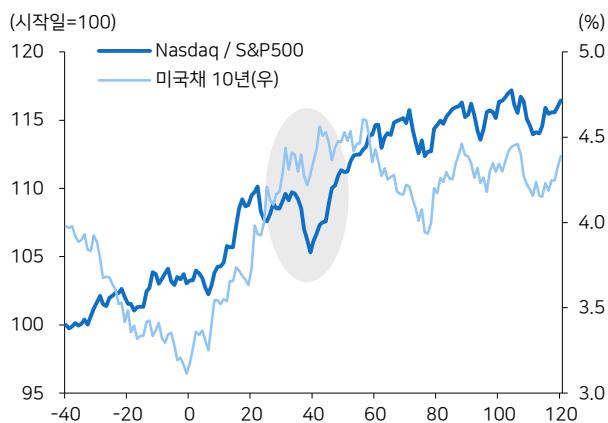


그림17 2010년 금리 Tantrum 시기 Nasdaq / S&P500

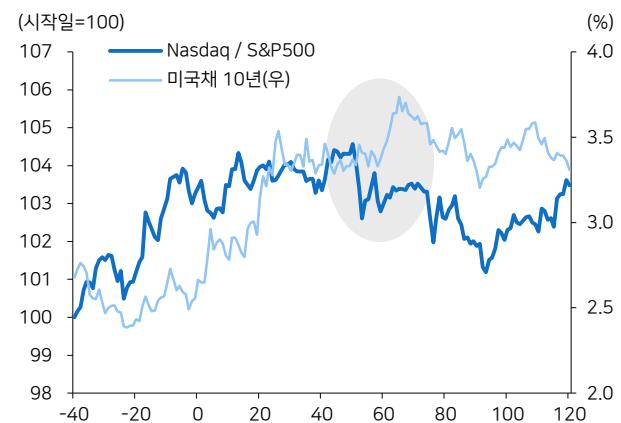


그림18 2013년 금리 Tantrum 시기 Nasdaq / S&P500

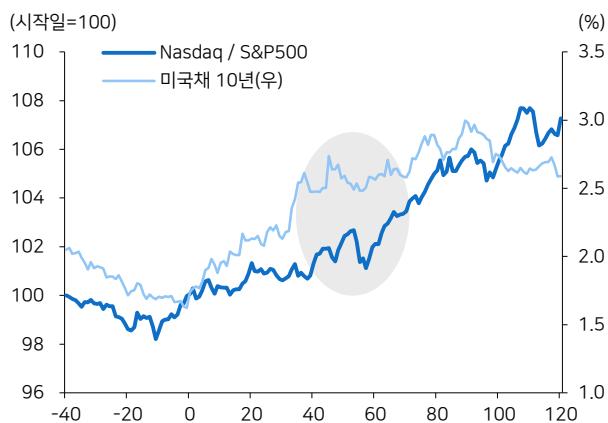
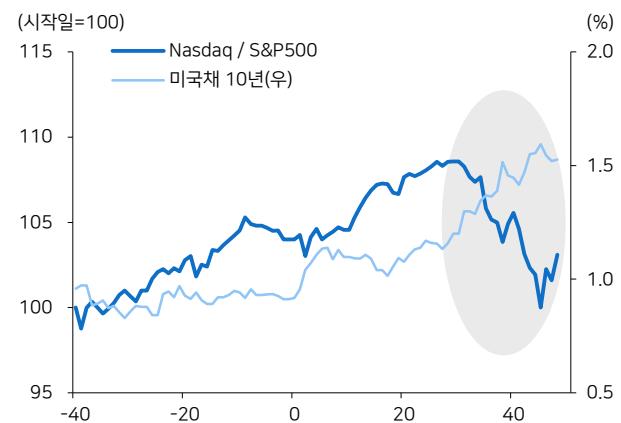


그림19 2021년 금리 Tantrum(현재) Nasdaq / S&P500



오늘의 차트

윤여삼 연구위원

MBS 듀레이션 상승, 미국채 수급부담 증가 요인



자료: Bloomberg, US treasury, Fed, 메리츠증권 리서치센터

수급부담, 미국채 시장 금리 상승압력으로 작용

2월부터 미국채 10년 금리는 1.62%까지 55bp 상승했다. 같은 기간 동안 채권시장의 인플레이션 기대를 나타내는 BEI는 18bp 상승하는 데 그쳤다. 이는 최근 벌어진 매수매도 호가 스프레드에서도 확인되는 수급부담 요소가 금리 급등에서 큰 비중을 차지하고 있음을 나타낸다.

금리 상승기에도 듀레이션이 상승하는 MBS

주요한 공급물량 부담 요인으로 언급되는 것은 MBS(주택저당증권)의 컨벡시티(볼록성) 헛징이다. 일반적인 채권은 시장금리가 상승할 경우 듀레이션이 하락한다. 듀레이션은 채권 투자금의 회수에 걸리는 시간이자, 금리에 대한 민감도를 나타낸다. MBS의 기초자산인 모기지론의 경우 만기와 상관없이 조기상환이 가능하는데, 금리 상승기에는 조기상환 유인이 줄어든다. 이로 인해 투자금 회수에 걸리는 시간이 늘어나고 MBS는 금리가 상승할 때 듀레이션이 같이 상승한다.

리스크 관리자원에서 국채를 매도하거나 IRS Pay 포지션 취함

이러한 MBS의 특성으로 인해 최근 시장금리의 급등은 MBS의 급격한 듀레이션 확대로 이어졌다. 투자자 입장에서는 듀레이션 상승으로 인한 금리 민감도 증가 리스크를 관리하려는 목적에서, 만기가 상대적으로 긴 국채를 매도하거나 스왑시장에서 IRS pay 포지션을 취하게 된다. 컨벡시티 헛징 수요는 최근 빠르게 상승하는 IRS 금리에서도 확인할 수 있다.

MBS 발행 지난해 급등하며 채권시장의 변동성 확대 요소로 작용할 가능성

MBS 시장은 지난해 저금리 기조가 이어지면서 더 낮은 금리로 모기지론을 재융자하고자 하는 수요가 컸다. 지난해 3.5조 달러 규모의 MBS가 발행되며 총 발행액도 8조 달러를 넘어섰다. 연준은 컨벡시티 헛지를 하지 않는 MBS 투자자로 MBS를 매달 400억 달러씩 매입해주고 있으나 전체시장에서 차지하는 비중은 30% 부근에서 주춤한 상황이다. 일각에서는 3월 FOMC에서 연준이 테이퍼링을 선언할 수도 있다는 우려를 표명하고 있으나 채권시장 안정을 위한 정책당국의 역할이 더욱 부각되는 현실이다.

칼럼의 재해석

이승훈 연구위원

Inflation Dynamics (NBER)

실업률과 인플레이션 간의 관계를 나타내는 필립스곡선의 기울기에 대한 관심은 현재진행형이다. 특히 금융위기 이후 낮아진 실업률에 대한 인플레이션 민감도는 금융시장과 정책당국의 큰 관심사였다. 이에 학계에서는 필립스곡선의 기울기와 기울기 변동의 원인을 찾고자 무수히 많은 노력을 기울였는데, Nakamura Emi(2020)는 미국의 '필립스곡선 기울기는 과거부터 현재까지 평탄했으며 기울기 변동은 크지 않았다'는 것을 밝혀냈다. 문헌에서 Nakamura Emi가 필립스곡선의 기울기 추정에서 가장 심혈을 기울인 부분은 '기대인플레이션'이다. 과거 2007년 Mishkin, Bernanke 등 기대인플레이션 안정화와 인플레이션-실업률 민감도를 설명하려는 노력은 많았지만, 이를 직접 추정하기에는 '식별의 문제'로 어려움이 많았다. 이에 Nakamura Emi는 지역별 필립스곡선을 도출하는 Multi-region model을 통해 식별의 문제를 해결했다. 그리고 실업률과 인플레이션의 민감도가 높았다고 생각되던 1980년대 Volker's era의 총(Aggregate) 필립스곡선의 기울기가 0.46에 불과하다는 사실과 인플레이션 변동에 대한 설명력이 실업률보다 장기기대인플레이션이 더 높음을 밝혀냈다. 이를 현 상황에 적용하면 경기의 과열은 인플레이션과 직접적인 연관이 낮다. 중요한 것은 경기의 과열을 경제주체들이 인식하고 인플레이션에 대한 의심이 증폭되며 이것이 결국 장기적인 기대인플레이션의 이탈(de-anchor)를 불러오느라이다. 따라서 현 인플레이션 논쟁의 키는 민간의 장기기대인플레이션 이탈 가능성에 대한 인식차이에서 비롯된다고 볼 수 있다.

인플레이션을 바라보는 Top-down적인 시각

인플레이션 불확실성 심화 수요, 공급, 정책적 요인 상존

인플레이션에 대한 불확실성이 심화되고 있다. 저축동기 약화에 따른 이연수요(Pent-up demand) 등 수요측 요인과 원자재가격 강세, 달러약세(수입물가 상승 압력)로 인한 공급 측 요인, 지나치게(인플레이션을 주장하는 사람들이 지나치다 느끼는) 완화적인 재정/통화정책으로 인한 정책적 요인 등 향후 인플레이션 압력이 고조될 것이라는 경제주체들의 의심을 불러일으키는 요소들이 다분하다.

반면, 그 동안의 물가와 실업률 관계의 약화는 인플레이션에 대한 무지의 베일을 더 두껍게 만들었다. 화폐유통속도의 하락, 금융연관비율의 상승, 양극화, 공급기술의 혁신, 아마존 효과 등 디스인플레이션을 설명할 수 있는 변수도 무수히 많다.

인플레이션에 대해 숲을 보는 시각의 필요성

불확실성 속에선 숲을 보면 큰 맥락을 잡는 것이 도움이 될 수 있다. 연준 인사들을 비롯한 경제학자들이 바라보는 가격이라는 변수의 동학(Dynamics)과 그에 대한 문헌들을 기반으로 인플레이션을 바라보는 큰 줄기를 잡는다면, 앞으로의 연준과 금융시장의 움직임, 우리가 바라 보아야 하는 변수 등을 이해하는데 도움이 될 듯 하다.

가격에 대한 두 시각 케인즈 vs. 하이에크

가격에 대한 상반된 가정 신축 VS. 경직

경제학은 크게 나누어 케인지안과 고전학파가 꾸준하게 자신들의 알력을 다퉈왔다. 보통의 경우 케인지안은 큰 정부, 고전학파의 경우 작은 정부로 인식되는 경우가 많은데, 두 학파의 본질적인 차이는 가격이라는 변수에 대한 시각차이다. 케인지안은 단기적으로 가격이 경직적(Price stickiness)이란 견해를 주창하는 반면, 고전학파는 가격이 신축적(Flexible Price)이라는 견해를 기초로 경제를 설명한다. 그리고 우상향하는 총공급곡선, 우하향하는 필립스곡선은 가격이 경직적이라는 케인지안적 사고를 기초로 한다.

그림1 케인지안 vs. 고전학파

□ Gregory Mankiw

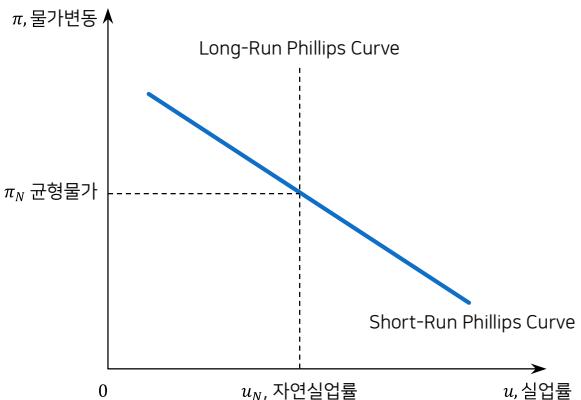
단순화하면, 경제주체는 가격을 거래 전에 공지 해야 하는데
가격 변화는 분명 비용을 유발한다. 이러한 '메뉴비용'은 작지만,
큰 후생손실을 유발할 수 있다. 가격조정비용이 낮다 해서 이것이
경기변동을 유발한다는 점을 반박하지 못한다(Small menu cost
and Large business cycle)

□ Friedrich von Hayek

가격체계를 인간이 의도적으로 설계한 것이고, 가격 변화에 따라
사람들이 결정에 눈앞의 목적을 훨씬 초월하는 큰 의미가 있음을
이해한다면, 이 시장 체계는 인간 생각이 아룬 결과 중 가장
위대한 찬사를 받을 수 있음을 확신한다

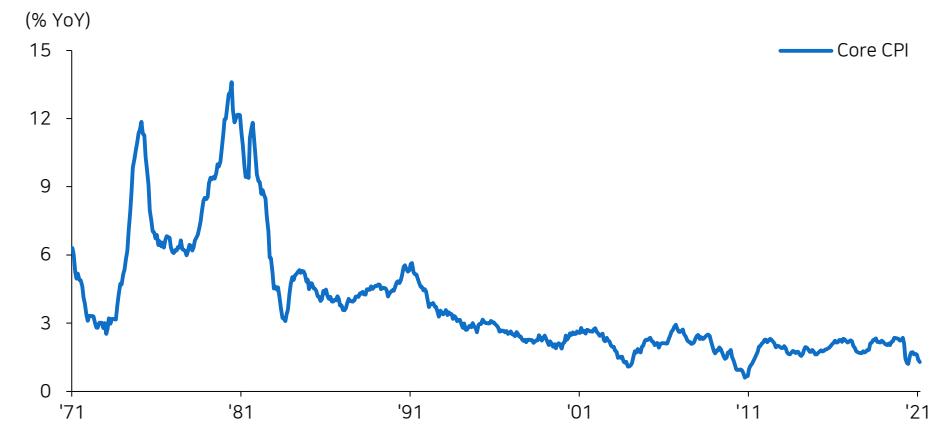
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 장기 필립스곡선과 단기 필립스곡선



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 Core CPI 변동 추이, 저 인플레이션 사회진입의 배경은?



자료: US, BLS, 메리츠증권 리서치센터

인플레이션의 동학

가격이 신축적인 가정은
경기변동 설명에 한계 존재
가격, 임금의 경직성 수용

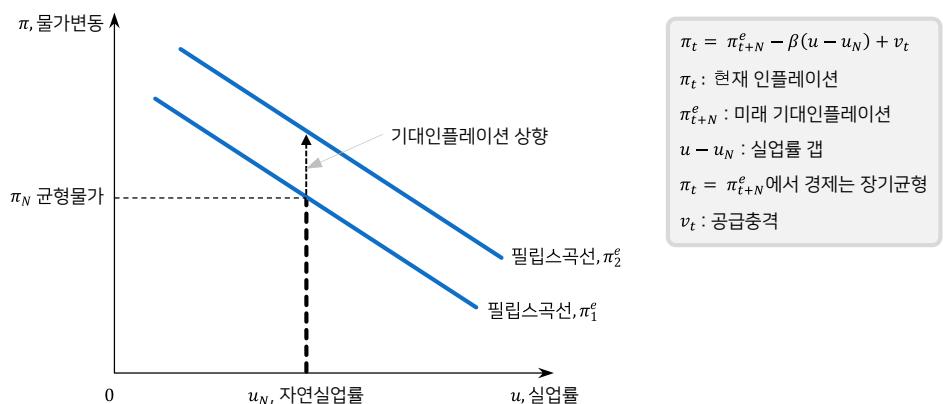
시간이 흘러 경기변동에 대한 다양한 논쟁들을 거치며 고전학파와 케인지안들의 견해는 점차 서로의 의견을 받아들이며 수렴해왔다. 고전학파는 모형의 한계를 극복하기 위해 임금 및 가격경직성에 기반한 케인지안의 견해를 도입하였다. 그러면서 그들의 모형은 여러 거시경제 현상들을 모두 설명할 수 있는 형태로 진화해갔다.

고도화된 경기모형은
기대인플레이션을 강조
안정된 기대인플레이션은
1) 인플레이션 지속성 약화
2) 필립스곡선 평탕화
3) 물가 충격에 대한 민감도하락

그리고 이 같은 거시경제 모형의 고도화는 실물경제와 인플레이션 현상을 설명할 때 '기대인플레이션'의 중요성을 강조하고 있다. 연준 이사를 겸한 콜롬비아대 Frederic Mishkin은 2007년 6월 발간한 Inflation Dynamics라는 문헌에서 1) 인플레이션의 지속성이 점차 둔화되고 있고(현재 인플레이션과 미래 인플레이션 간의 관계가 약화), 2) 실업률과 인플레이션의 관계를 나타내는 필립스 곡선이 완만해졌으며, 3) 물가의 다른 충격(공급, 수요충격, 유가 등)에 대한 민감도가 낮아지고 있는데, 이에 대한 이유로 통화정책의 패러다임 변화를 주목했다. 통화정책이 인플레이션

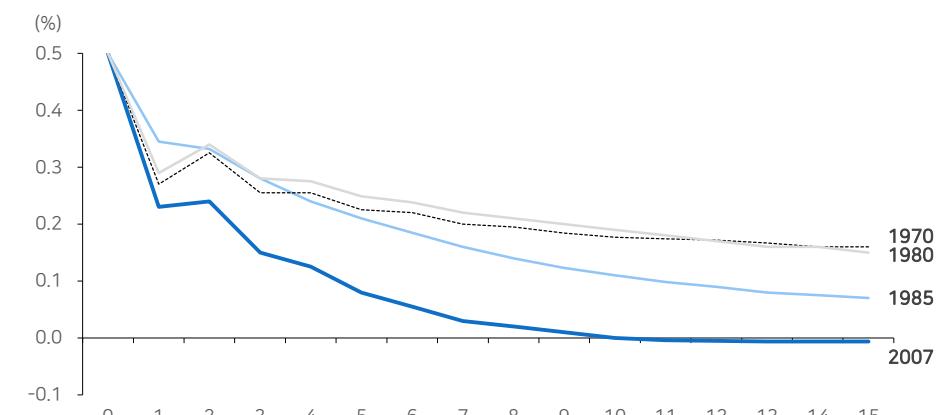
타겟팅을 성공적으로 수행하며 경제주체들의 기대인플레이션을 안정화시켰고, 이러한 경제주체들의 장기인플레이션 기대의 안정화(Anchor)가 실제 인플레이션율의 안정화를 불러왔다는 것이다. 이는 아래의 문현들을 통해서도 확인되고 있다.

그림4 기대인플레이션을 감안한 필립스곡선



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 0.5%의 Core PCE 인플레이션이 향후 전이되는 경로 – 시간이 지나며 약화



자료: Clark-Nakata(2008), 메리츠증권 리서치센터

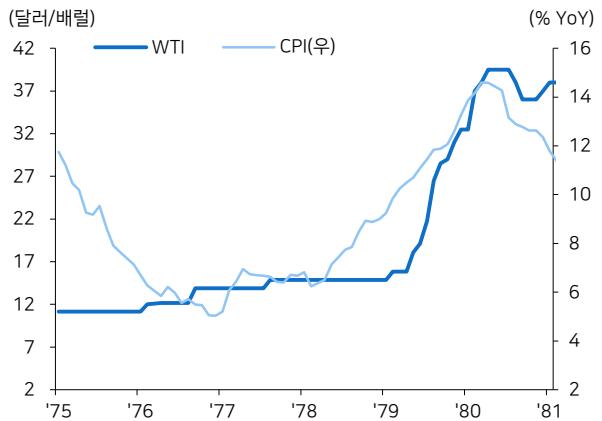
표1 인플레이션과 Output, 전기인플레이션과의 상관관계 약화

	1960-1998	1999-2019	1999-2007
Corr (P, Y)	0.14	0.03	0.07
Corr (P, P-1)	0.75	0.2	0.2

주: P는 현재 분기 균원인플레이션, P-1은 전기 균원 인플레이션 Y는 Output

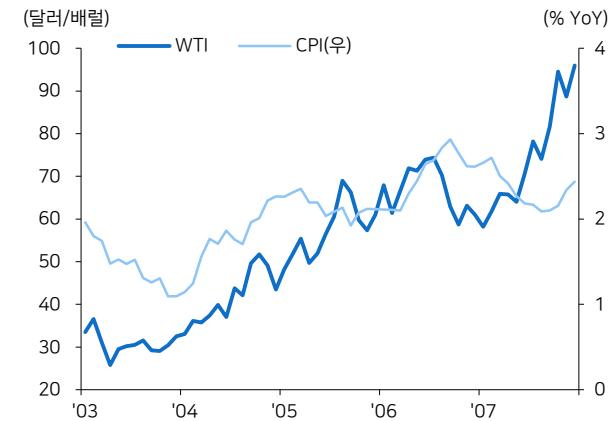
자료: Jorgensen-Lansing(2019), 메리츠증권 리서치센터

그림6 1975-1981 유가와 물가반응



자료: US BLS, EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2003-2007, 유가 3배 상승에도 CPI 반응은 멋밋



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

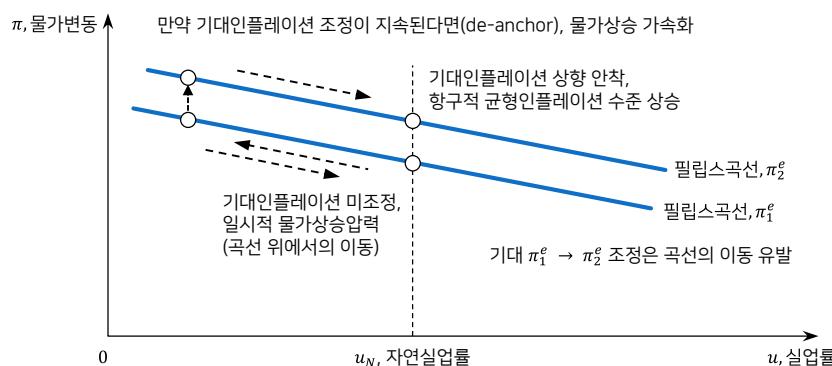
'기대'가 추상적일 수 있으나
기업은 가격을 결정할 때
현 상황뿐 아니라 향후 상황에
대한 전망을 의사결정 시 고려

기대인플레이션은 경제주체들이 현재의 경제상황뿐 아니라 미래의 경제상황에 대한 예측 또한 의사결정 시 고려한다는 가정에서부터 시작하기에 실제 인플레이션을 설명하는 중요한 변수로 인식된다. '기대'라는 것이 추상적일 수 있지만, 커피 원두가격이 오늘 올랐다 하더라도 향후 안정화될 것이라 생각되면 메뉴판을 고치는 것(가격을 인상하는 것) 보다 가격을 유지해 경쟁력을 높이는 것이 더 합리적인 선택인 것처럼 실제 의사결정에 투영되는 변수이다.

Nakamura Emi는 Mishkin의 주장보다 기대인플레이션이 더욱 중요하게 작용함을 밝혀

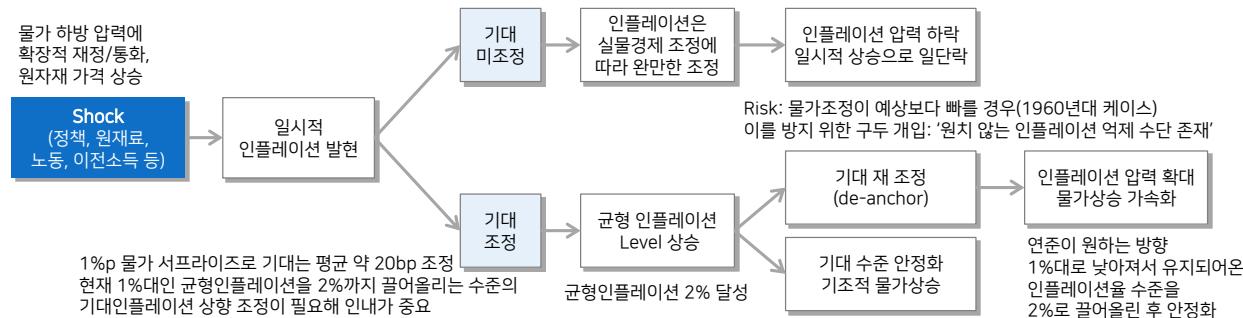
여기에서 더불어, UC Berkeley의 Nakamura Emi는 Mishkin의 필립스 곡선이 완만해지고 있다는 주장에 필립스 곡선이 이미 1980년부터 충분히 완만했지만, 그 당시의 높은 통화정책 불확실성으로 인해 기대인플레이션이 크게 변하며 필립스 곡선이 가파른 것처럼 왜곡되어 보이는 것임을 밝혔다. 즉 '기대인플레이션'이 인플레이션 변동에 기존에 알려졌던 사실보다 더 중요하게 작용한다는 주장이다. 따라서 Nakamura Emi의 주장대로 필립스곡선에 기대인플레이션을 고려해 실업률-현재 인플레이션 2차원 평면에 단순화(실제로는 5차원 이상이다) 나타내면 기대인플레이션은 절편변수의 역할을 한다. 필립스 곡선상의 이동이 아닌 곡선의 이동을 통해 실현 인플레이션 변동을 불러올 수 있다는 것이다.

그림8 Nakamura Emi(2020) 필립스곡선에 대한 평면 도해



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 인플레이션 동학, Post-pandemic 예상경로



자료: 메리츠증권 리서치센터

연준 최근 발언에 대한 이론적 함의

(1) 'Well anchored Long-run inflation expectation'

안착된 기대인플레이션은
경제 혼란 속 완전고용 목표
달성을 역량을 강화

연준은 지난 8월 평균인플레이션 타겟팅으로 통화정책 목표 및 전략을 수정했다. 성명문에는 전략 도입 근거가 명시되어 있다. '2%의 안정화(Anchored)된 장기 기대인플레이션(Long-term inflation expectations)은 가격의 안정화와 적절한 (Moderate) 장기금리를 불러오며 경제의 혼란 속에서도 연준의 완전고용 목적달성을 역량을 강화할 것이라 판단한다'라는 내용이다.

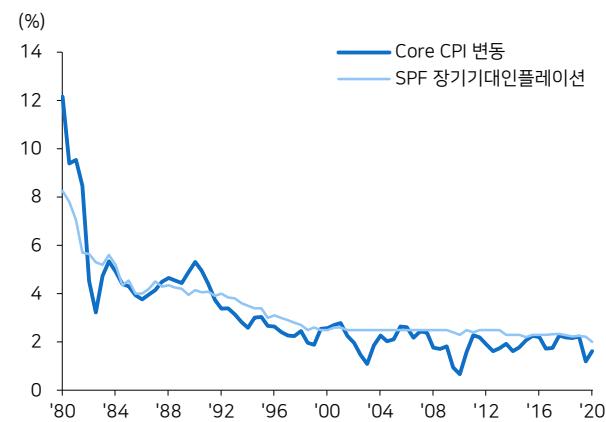
이 성명문의 내용을 앞선 연구결과와 연관지어 생각해보면 연준은 1) 기대인플레이션이 안정화 되어있다. 2) 인플레이션-실업률간의 관계는 1980년대부터 이미 약했다. 3) 따라서 우리의 완화정책은 큰 인플레이션 변동을 가져오지 않을 것이다라는 이론적, 실증적 기반을 가진 결정이었다고 판단할 수 있다.

그림10 AIT 도입 성명문

- The Committee judges that longer-term inflation expectations that are well anchored at 2 percent foster price stability and moderate long-term interest rates and enhance the Committee's ability to promote maximum employment in the face of significant economic disturbances'
- In order to anchor longer-term inflation expectations at this level, the Committee seeks to achieve inflation that averages 2 percent over time, and therefore judges that, following periods when inflation has been running persistently below 2 percent, appropriate monetary policy will likely aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time.

자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림11 기대인플레이션과 실현인플레이션



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

(2) 파월 '일시적인 인플레이션에 인내 해야 한다'

인내의 의미

: 일시적 인플레이션이 기대조정을 통해 구조적인 인플레이션으로 향하는데 시차가 매우 깊

연준 파월 의장은 연일 일시적인 인플레이션이 구조적이고 지속적인 인플레이션으로 이어지지 않기 때문에 인내(Patient)해야하고 완화기조를 지속 해야한다고 발언하고 있다. 이 또한 기대인플레이션의 관점으로 바라보면 파월은 기대가 안정적인 상황에서 일시적인 경기과열 후에 경제는 다시금 균형점으로 회귀하기 때문에 일시적 인플레이션은 그 지속성이 높지 않을 것이다라고 생각하는 듯하다.

그렇다면 현재 인플레이션이 미래 기대인플레이션에 미치는 영향은 어느 정도일까? 많은 연구결과 미래 기대인플레이션의 현재 인플레이션(Realized inflation)에 대한 민감도는 낮다. 연구 중 연준이 정책 또는 경제주체들의 행동변화에 따른 경기변동 시뮬레이션에 활용되는 FRB/US Model에서는 1년간의 Core PCE Inflation 1%p 증가는 20bp의 기대인플레이션 변화를 불러온다는 결과가 도출됐다. 3%로 Core PCE 상승률이 높아져도 기대인플레이션에 미치는 영향은 0.2%p에 불과한 것이다. 파월의 인내라는 발언 속에는 이렇듯 여러 연구결과 속 견고한 이론적 기반이 존재하는 것이라 추론된다. 그리고, 연준의 정책기조 전환은 결국 현재의 인플레이션 압력이 충분한 시간을 두고 미래 기대인플레이션으로 전이되어 기조적인 인플레이션의 변화가 관찰될 때일 것이다.

표2 현 가격변동 1%p가 미래 기대인플레이션에 미치는 영향에 대한 연구결과

문헌	영향	요약
FRB/US	20bp	Fed 모형에서 Core PCE 변동이 인플레이션 기대에 미치는 영향 추산
Levin-Natalucci-Piger	25-35bp	Consensus Economics 인플레이션 기대의 민감도 측정 미국 기준 이전 3년 평균인플레이션에 5년 기대 34bp, 10년 기대 24bp
Clark-Nakata	20bp	0.5%p의 Core PCE 변동은 4년간 0.1%p의 기대 변동 유발 2007년 이후 데이터 활용하면 0%p에 수렴
Buono-Formai	0bp	미국에 한정해 인플레이션 기대의 민감도는 점차 하락해 현재는 0에 수렴
Jorgensen-Lansing	0-5bp	기대인플레이션의 실현인플레이션 민감도는 시간이 흐르며 하락해옴 1960: 30bp, 1980-2007: 12bp, 2007~: 0.8bp

자료: 문헌참고, 메리츠증권 리서치센터 정리

(3) '연준은 원치 않는 인플레이션을 억제할 수 있는 수단이 있다'

인플레이션 억제수단 발언은
기대인플레이션의 급격한 조정을
방지하기 위한 구두개입으로 해석

동 발언에 대한 정확한 함의는 알 수 없다. 그 수단이 무엇인지 연준이 명확히 밝힌 바는 없기 때문이다. 그러나 앞선 내용을 감안하면 이 발언은 '기대인플레이션 조정이 빠를 수 있다'라는 것에 대응한 발언이 아닐까 생각이 든다.

과거의 결과만을 토대로 미래의 가격변수들의 움직임을 단정짓기에는 분명 위험이 존재한다. 1) 필립스곡선보다 기대인플레이션이 더 중요하다는 Nakamura Emi의 연구결과와 2) 실현 인플레이션과 기대인플레이션과의 관계가 강하지 않다는 연구결과들을 모두 사실로 받아들이더라도, 지금과 같은 대규모 부양책과 완화적인 통화정책이 이례적이기에 새로운 경제사적 이벤트가 일어날 가능성은 의심하는 것도 합리적이다.

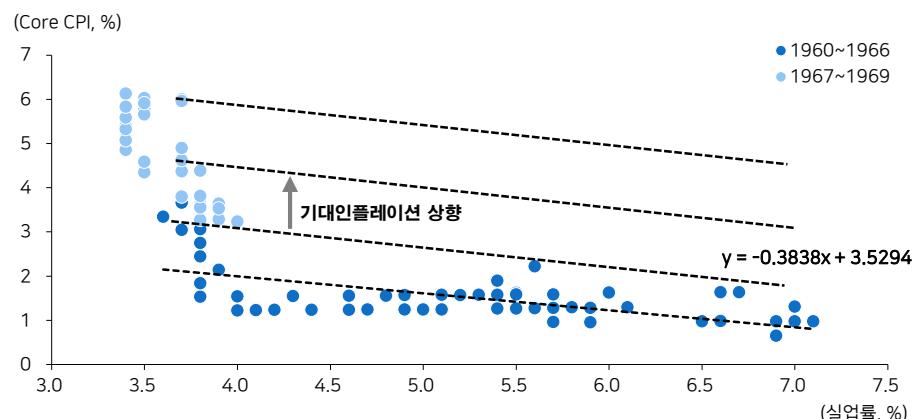
**이례적 완화정책이
기대인플레이션 조정을
불러올 가능성에 대한 대비 격**

1960s
1960-1967년까지 평탄한
필립스 곡선 경로를 따르던
경제가 기대인플레이션 조정에
급격한 물가변동성 시현

Nakamura Emi의 연구결과에는 1980년대에는 기대인플레이션이 안정적이지 않았기 때문에 인플레이션 변동이 심했다면, 대규모 부양책과 완화적 통화정책이 기대인플레이션의 변동을 높여 과거와 같은 고 인플레이션 시대로 진입할 가능성이 있다고 볼 수 있지 않은가? 라고 반문해볼 수 있다. 또한 실현물가와 기대물가간의 점차 낮아져왔다라는 것을 반대로 생각하면 다시금 둘의 민감도가 높아질 가능성 또한 염두 해두어야 한다.

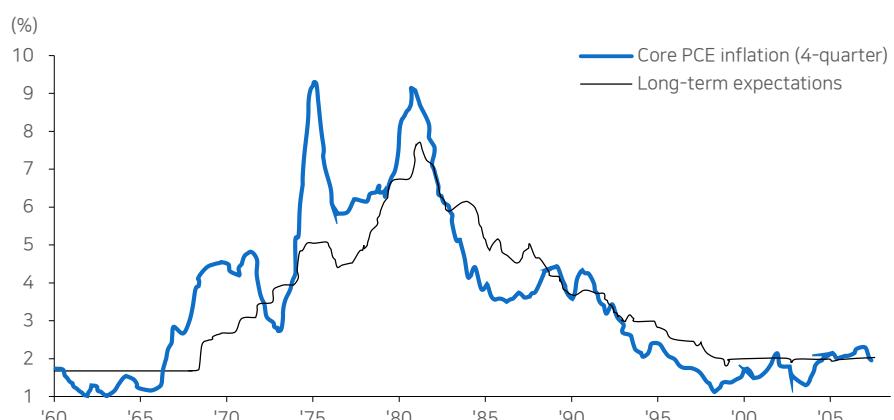
피터슨 국제경제연구소 Olivier Blanchard가 In defense of concerns over the \$1.9 trillion relief plan에서 밝힌 우려도 이와 맥을 같이한다. Blanchard는 1961~1967년 캐네디 행정부가 잠재 수준 이상으로 경기를 부양함에 따라 실업률이 하락했고 인플레이션율도 1%에서 3% 미만으로 매우 적게 올라 필립스 곡선이 평탄했음을 보여주지만, 1967년부터 기대인플레이션이 조정되며 1969년 인플레이션이 6%에 달했던 사례를 예로 들며 우려를 표명했다.

그림12 1961~1969년의 필립스곡선



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림13 67년 기대인플레이션 상향이 큰 폭의 실현 인플레이션 변동 유발



자료: Clark-Nakata(2008), 메리츠증권 리서치센터

즉, 1960년의 사례대로 1) 경기과열로 인한 민간의 인플레에 대한 의심이 피어나고 2) 이에 대해 정치인들이 낙관한다면(인플레 기대를 안정시키려 하지 않는다)면, 3) 사소한 트리거가 기대인플레이션의 조정을 불러와 높은 인플레이션의 시대를 불러올 수 있다는 것이다.

연준이 이러한 리스크를 인식하고 있다고 본다면 '연준은 원치 않는 인플레이션을 억제할 수 있는 수단이 있다'는 결국 2)에 대해 낙관하지 않을 것이라는 신호를 연준이 보내는 것이라 해석할 수 있다. 수단을 밝히지 않더라도 언제든 인플레이션을 누를 수 있다는 구두개입을 통해 미연에 기대인플레이션을 안정화 하려고 하는 것일 수 있다는 생각이다.

모니터링 변수는 기대인플레이션

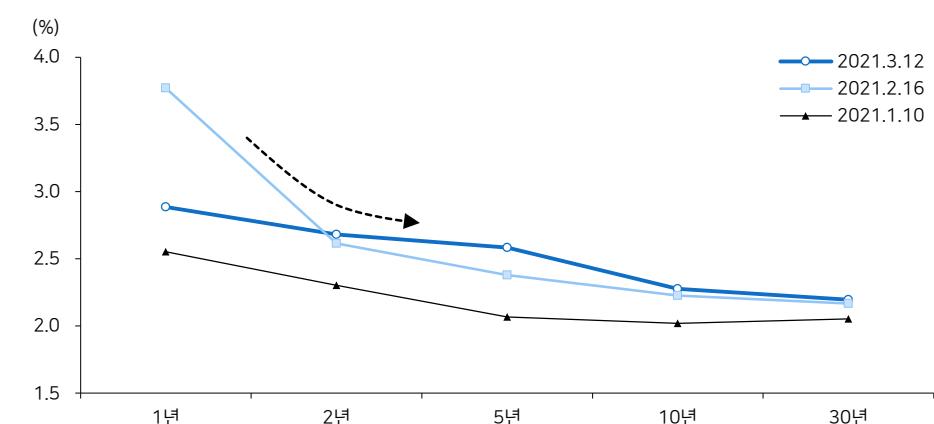
바라 보아야 할 지표는
기대인플레이션

연준의 노력에도 불구하고 기대인플레이션의 상향 조정이 예상보다 빨라 연준이 칼을 빼야하는 상황이 온다면, 금융시장에는 치명적인 시나리오이기에 앞으로는 기대인플레이션에 대한 모니터링이 중요하다. 이에 시장참가자로서 참고할 수 있는 기대인플레이션 지표를 소개한다.

BEI는 가장 고빈도 지표이나
가격변수라는 한계가 존재

일반적으로 우리는 기대인플레이션을 측정할 때 채권시장에서 나타나는 Break even inflation을 활용한다. 그리고 BEI는 현재 장기수준에서 안정적이기 때문에 연준의 시각과 동일한 견해를 채권시장 투자자들이 가지고 있는 것이라 보여진다. 하지만 BEI는 가격지표인 만큼 종종 펀더멘털과 괴리가 있을 수 있기 때문에 순수한 인플레이션 기대만을 투영하고 있다고 보기는 어렵다는 한계가 있다.

그림14 채권시장 기대인플레이션 BEI(Break Even Inflation)도 장기 인플레 기대는 안정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이외 약 21개의 기대지표 존재
연준은 이들의 공통요인 추출해
CIE Index를 도출하기도

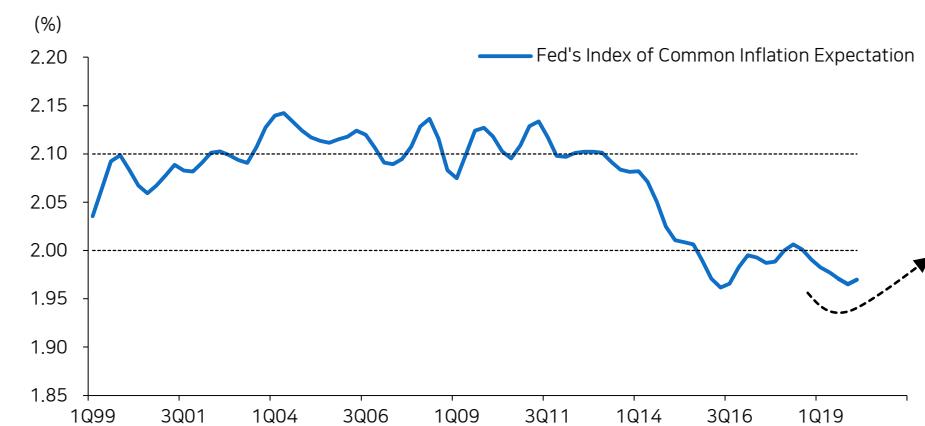
연준은 2020년 9월 Index of Common Inflation Expectations에서 21개의 인플레이션 기대 지표와 Dynamic factor model을 사용해 도출한 공통지수(Common Index)를 소개했다. 광범위한 인플레이션 기대지표들의 변화들에서 공통요인을 추정해 이를 활용해 하나의 지표로 설명할 수 있도록 한 것이다. 그런데 CIE의 경우 발표 빈도가 높지 않아, 우리는 이에 활용된 21개의 기대지표의 방향성을 통해 공통적인 움직임을 추론 해야한다. 동 지표들이 연준이 앞서 말한 2%에서 높은 수준에 안착된 상황이 지속되었을 때 비로소 우리는 '기조적인 물가압력'과 연준의 본격적인 Inflation targeting 전략을 볼 수 있을 것이다.

표3 인플레이션 기대지표 목록

Indicator	Relevant inflation concept	Forecast horizon
Blue Chip survey	Consumer price index (CPI)	1 year ahead; long horizon (7 to 11 years ahead)
Conference Board survey	Prices in general	1 year ahead
Consensus Economics	CPI	6 to 10 years ahead
TIPS	CPI	5 years; 10 years; 10-year, 10-year forward; 5-year, 5-year forward
Livingston	CPI	1 year ahead; 10 years ahead
Michigan survey	Prices in general	Next 12 months; next 5 to 10 years
Michigan survey (25, 75 percentile)	Prices in general	Next 5 to 10 years
Survey of Professional Forecasters (SPF)	CPI	1 year ahead; 6 to 10 years ahead; next 10 years
	Personal consumption expenditures (PCE) price index	1 year ahead; 6 to 10 years ahead; next 10 years
	Core PCE price index	1 year ahead

자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림15 연준의 인플레이션 기대지수, Pre-pandemic level은 2.1% 수준



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

원문: *The Slope of the phillips curve evidence from U.S. States (2020) - NBER*