

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 4. 20 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

메리츠 자산배분 전략 점검: 주력 모델 MVAA, MDAA 성과 우수

오늘의 차트

공매도 금지 해제 이후 취약 종목은?

칼럼의 재해석

출구전략, 이번엔 선례가 있다

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



▲ **퀀트**
 Analyst **강봉주**
 02. 6454-4903
 bj.kang@meritz.co.kr
 RA **이정연**
 02. 6454-4895
 jungyeon.lee@meritz.co.kr

메리츠 자산배분 전략 점검: 주력 모델 MVAA, MDAA 성과 우수

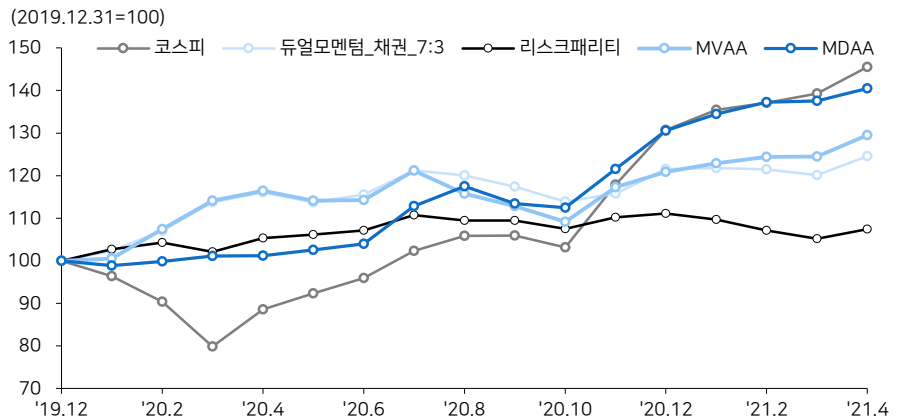
- ✓ 2020년 5월 이후 제시한 4개 자산배분 모델 성과 점검, 핵심 모델인 MVAA, MDAA 2개 모델 모두 2021년에도 7%, 7.4% 수익률 기록하며 성과 우수
- ✓ 주가 강세 지속, 부동산 강세, 1분기 부진했던 채권 및 금 가격도 4월 일부 반등
- ✓ MVAA, MDAA 전략 모두 4월에는 3월보다 주식 비중 소폭 축소, 채권 비중도 여전히 과거보다는 낮은 비중 유지, 올해 높은 금리 변동성, 주가 변동성 예상

3월 이후 주가 추가 상승, 리츠 강세, 채권, 금 가격 반등

필자는 2020년 5월 'ETF와 해외 자산배분 전성시대, MVAA 자산배분 전략' 자료에서 16개 핵심 자산군을 선정하고 총 3개의 자산배분 전략(듀얼 모멘텀, 리스크 패리티, MVAA)을 설명했다. 이후 11월25일에는 '금리 변동에 대비한 자산배분 전략' 자료에서 금리 상승기를 대비해 단기채권을 활용한 MDAA(Meritz Defensive Asset Allocation) 자산 배분 전략을 추가로 제시했다.

본 자료에서는 해당 모델들의 성과를 점검한다. 참고로 본 자료의 충분한 이해를 위해서는 2020년 5월, 11월 보고서를 먼저 읽을 것을 권한다. 결론적으로 4개 모델 모두 2020년 성과가 10~28%로 상당히 우수했으며, 핵심 모델인 MVAA, MDAA 모델은 올해에도 최근까지 7%대의 우수한 성과를 기록 중이다.

그림1 MDAA를 포함한 메리츠 퀀트 4개 자산 배분 모델의 2020년 이후 투자 성과



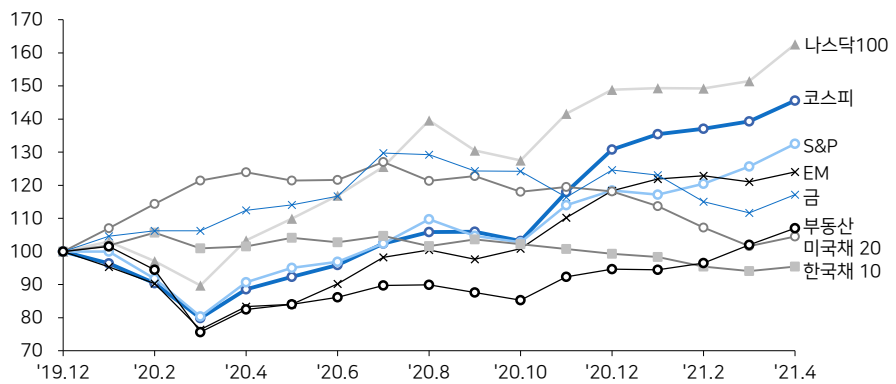
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2021년 연초 이후 미국 중심의
주식 강세, 부동산 강세
채권, 금은 3월까지 가격 하락 후
4월 일부 반등

우선 2020년 이후 8개 주요 자산군의 성과를 보자. 주식은 작년 4월 반등 이후 전반적으로 상승 추세를 지속 중이다. 올해는 미국, 유럽 증시가 10% 정도의 추가 상승했고 신흥국 증시는 5% 상승했다. 지난 수년간 저금리 기조로 초강세 기조를 유지했던 채권은 올해에는 금리 반등으로 미국채 20년물 가격이 10% 이상 하락했다. 금 가격은 1~3월에 10% 이상 하락했다가 4월에 4.9% 반등했다. 미국 리츠(부동산) 가격은 연초 이후 12.5%나 상승했다. 자산군의 수익률 변화가 큰 점을 볼 때 효과적인 자산배분의 필요성을 절감하게 된다.

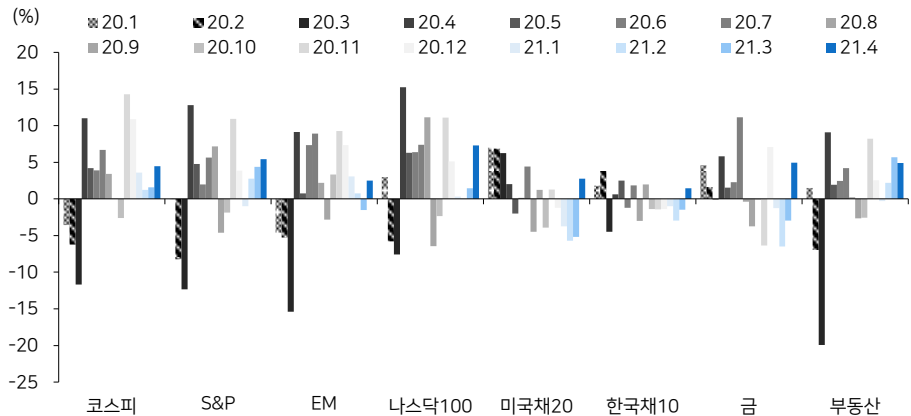
그림2 2020년 이후 8개 주요 자산군 월별 성과

(2019.12.31=100)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2020년 이후 8개 주요 자산군별 성과 : 월별 수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

금리 반등에도 MVAA, MDAA 모델 성과 우수_연초 이후 7%, 7.4%

2021년 성과 듀얼모멘텀 2.5%
 리스크 패리티 -3.3%
 MVAA 7%, MDAA 7.4%

필자의 4개 모델 중 리스크 패리티 모델은 자산별 노출 변동성을 동일하게 배분하는 가장 보수적인 모델이다. 듀얼 모멘텀 전략은 16개 자산군 중에서 절대 수익률과 상대 수익률이 가장 강한 4개의 자산에 채권과 함께 투자하는 전략이다. MVAA 모델은 듀얼 모멘텀 전략의 모멘텀 추종 성격과 위험 관리 성격 모두를 강화한 것이 특징이다. MDAA는 MVAA의 안전자산 부분을 단기채로 변경하고 주식 자산의 비중을 늘리는 방향의 모델로 금리 상승기에 유리한 전략이다.

표1 4개 자산 배분 전략의 월별 수익률

(단위:%)	듀얼모멘텀	리스크 패리티	MVAA	MDAA	코스피
'20.1	2.3	2.7	0.5	(1.1)	(3.6)
'20.2	4.7	1.5	6.9	0.9	(6.2)
'20.3	6.2	(2.1)	6.2	1.3	(11.7)
'20.4	2.0	3.2	2.0	0.1	11.0
'20.5	(2.0)	0.7	(2.0)	1.4	4.2
'20.6	1.6	0.9	0.1	1.4	3.9
'20.7	4.9	3.4	6.1	8.5	6.7
'20.8	(1.0)	(1.1)	(4.5)	4.1	3.4
'20.9	(2.2)	0.0	(2.5)	(3.4)	0.1
'20.10	(3.0)	(1.8)	(3.3)	(0.9)	(2.6)
'20.11	1.7	2.5	7.4	8.1	14.3
'20.12	5.0	0.8	3.1	7.4	10.9
'21.1	0.2	(1.3)	1.6	3.0	3.6
'21.2	(0.3)	(2.3)	1.3	2.0	1.2
'21.3	(1.1)	(1.8)	0.0	0.3	1.6
'21.4	3.7	2.1	4.0	2.1	4.5

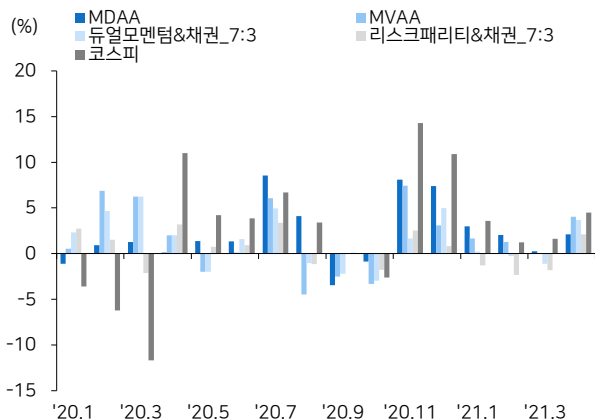
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 4개 자산 배분 전략의 2020년 이후 누적 성과 지수

(단위:'19.12.31=100)	듀얼 모멘텀	리스크 패리티	MVAA	MDAA	코스피
'19.12	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
'20.1	102.3	102.7	100.5	98.9	96.4
'20.2	107.1	104.3	107.4	99.8	90.4
'20.3	113.8	102.1	114.1	101.1	79.8
'20.4	116.1	105.3	116.4	101.2	88.6
'20.5	113.7	106.1	114.1	102.6	92.4
'20.6	115.6	107.1	114.3	104.0	95.9
'20.7	121.3	110.7	121.2	112.9	102.4
'20.8	120.0	109.5	115.8	117.5	105.8
'20.9	117.4	109.5	112.9	113.4	105.9
'20.10	113.9	107.5	109.1	112.4	103.2
'20.11	115.8	110.2	117.2	121.6	117.9
'20.12	121.6	111.1	120.9	130.6	130.8
'21.1	121.8	109.7	122.9	134.5	135.4
'21.2	121.5	107.2	124.4	137.2	121.5
'21.3	120.1	105.2	124.5	137.6	120.1
'21.4	124.6	107.4	129.5	140.5	124.6

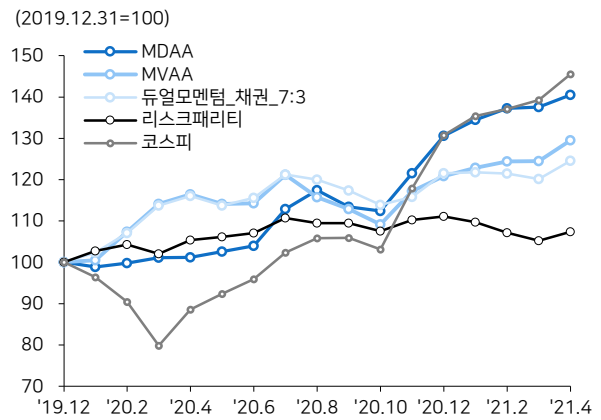
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 4개 자산 배분 전략의 월별 수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 4개 자산 배분 전략의 2020년 이후 누적 성과 지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

듀얼 모멘텀&채권_7:3 전략 : 2020년 12월 이후 주식 비중 확대 유지

듀얼 모멘텀 전략은 모멘텀이 상대적으로 강한 자산군 4개와 20년 만기 미국채의 성과를 비교해서 모멘텀 상위 자산에 투자한다. 역시 자세한 설명은 5월 보고서로 대체한다. 해당 모델은 작년 2월에 주식 비중을 17.5%(나스닥100), 3~5월에는 0%까지 줄인 이후, 6월부터는 나스닥100을 다시 17.5% 편입했다. 12월 이후로는 주식 비중을 다시 크게 높였고, 2월 이후는 최대 비중(70%)을 유지하고 있다.

2020년 3~5월 주식 보유 0%
 6월 이후 나스닥100 보유
 12월 이후 주식 비중 크게 확대
 2021년 4월 현재 주식비중 최대치인 70% 보유

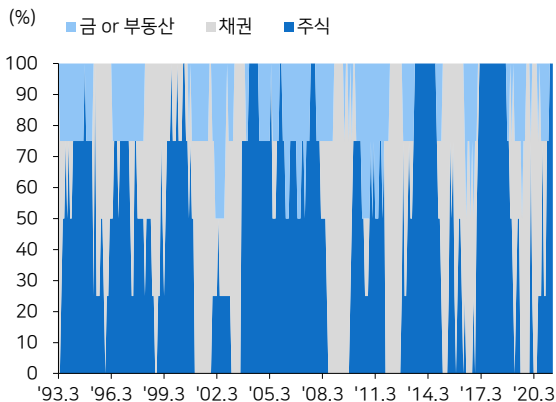
결국 2020년 성과 호조에는 상반기 증시 급락 국면에서 주식 비중을 0%까지 줄인 점이 유효했다. 이후 하반기에 주식 비중 확대가 조금 더뎠지만 12월 이후 크게 확대한 점, 2021년 채권 가격 급락 국면에서 채권 비중을 줄인 점이 상당히 의미가 있다. 현재에는 해당 모델의 주식 최대 비중인 70%가 유지되고 있다.

표3 듀얼모멘텀&채권_7:3 전략 자산 배분 내역

날짜	듀얼모멘텀 70%				채권 30%
	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	30%
'20.1	나스닥100	S&P	부동산	러셀2000	미국채20
'20.2	나스닥100	미국채20	미국채20	미국채20	미국채20
'20.3 ~ 20.5	미국채20	미국채20	미국채20	미국채20	미국채20
'20.6	나스닥100	금	미국채20	미국채20	미국채20
'20.7	나스닥100	미국채20	미국채20	미국채20	미국채20
'20.8	나스닥100	금	미국채20	미국채20	미국채20
'20.9	나스닥100	금	S&P	코스피	미국채20
'20.10	나스닥100	금	미국채20	미국채20	미국채20
'20.11	나스닥100	금	미국채20	미국채20	미국채20
'20.12	나스닥100	코스피	금	EM	미국채20
'21.1	나스닥100	코스피	금	러셀2000	미국채20
'21.2	나스닥100	코스피	러셀2000	EM	미국채20
'21.3	나스닥100	코스피	러셀2000	EM	미국채20
'21.4	러셀2000	코스피	나스닥100	EM	미국채20

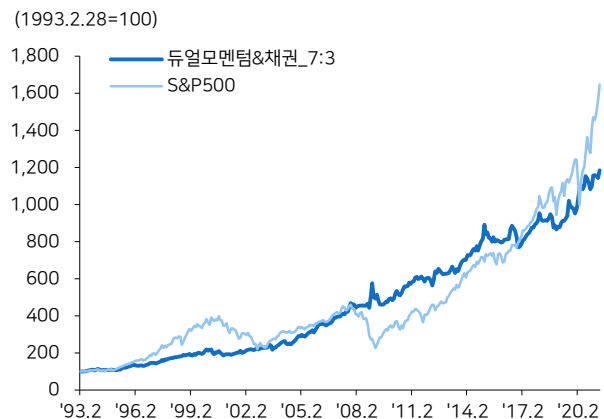
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 듀얼모멘텀&채권_7:3 전략의 장기 자산 배분 내역



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 듀얼모멘텀&채권_7:3 전략, S&P500 장기 성과



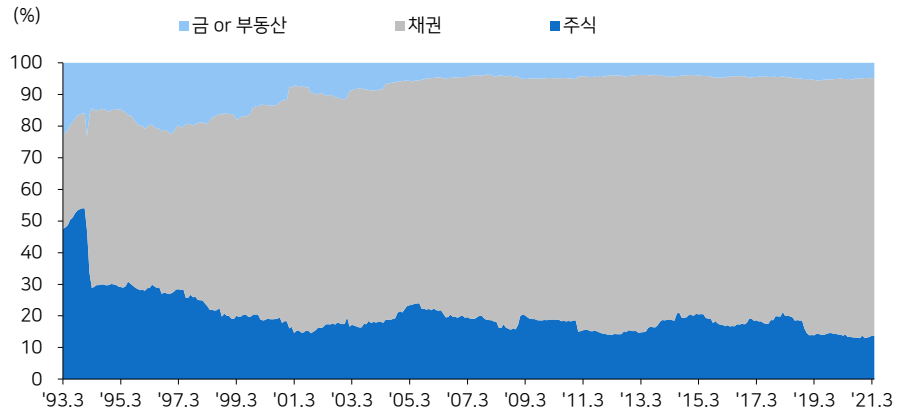
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

리스크 패리티&채권_7:3 : 높은 채권 비중으로 성과 부진

리스크 패리티&채권 전략은
4월 주식 비중 14%로 과거 평균
대비 낮은 주식 비중

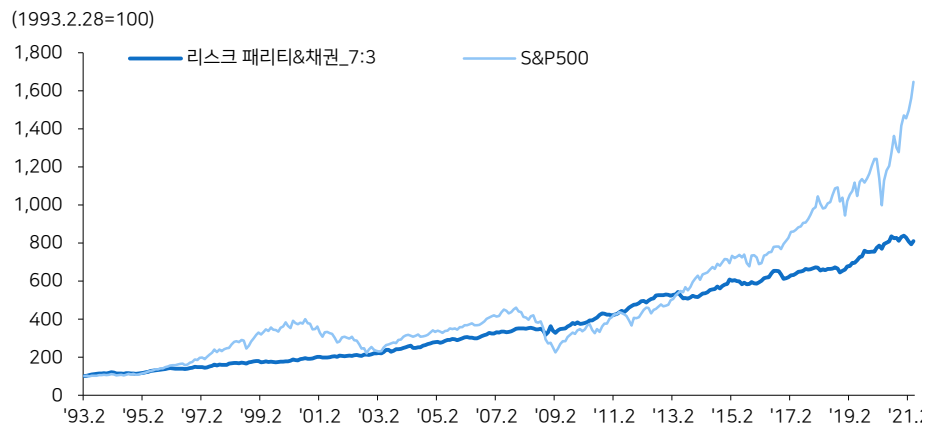
리스크 패리티 전략은 3개 전략 중에서 가장 보수적인 자산배분 전략이다. 사실상 듀얼모멘텀, MVAA 전략의 성과를 평가하기 위한 대조군 성격이 강하다. 그럼에도 불구하고 장기적으로 개별 자산군 투자에 비해 상당히 우수한 '위험 조정 수익률' 특성을 나타낸 점이 주목된다. 해당 전략은 모델의 구조상 채권 비중을 70~80%로 높게 유지하게 되며 올해 연초 이후 -3.3% 수익률을 기록 중이다.

그림8 리스크 패리티&채권_7:3 전략의 장기 자산 배분 내역



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 리스크 패리티&채권_7:3 전략, S&P500 장기 성과



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

MVAA 전략 : 2020년 2월~6월 주식 비중 0%, 2020년 9월 이후 주식 비중 증가, 2021년 4월 주식 68%, 연초 이후 채권 비중 20% 이하

MVAA 전략은 자산별 모멘텀 추종을 하면서도 듀얼 모멘텀 전략에 비해 채권 비중이 높은 보수적 전략

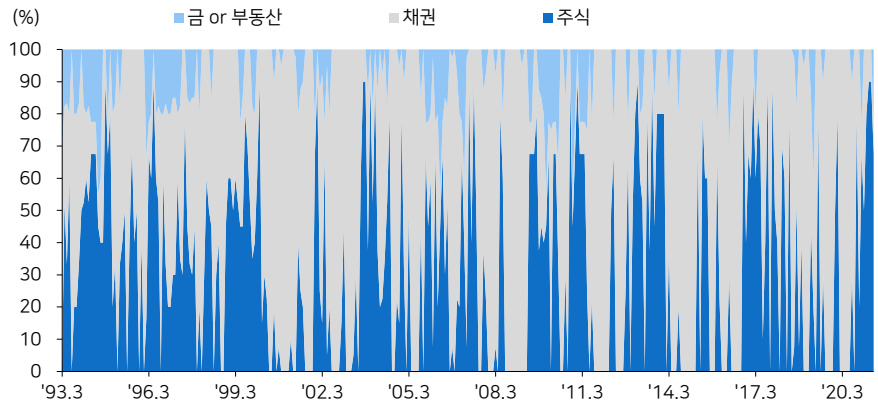
MVAA(Meritz Vigilant Asset Allocation) 전략은 듀얼 모멘텀 전략의 장점(모멘텀 자산 추종)을 따르되, 보다 보수적인 전략이다. 보수적인 이유는 전체 기준 자산군(필자의 경우 16개) 내에서 안전 자산(20년 만기 미국채)보다 모멘텀이 강한 자산의 수가 일정 수치(6개) 이하이면 안전 자산으로만 투자하기 때문이다. 작년 상반기 선제적인 주식 비중 축소와 9월 이후 주식 비중 확대로 성과가 우수했다.

표4 MVAA 전략 자산 배분 내역

연월	Top4 모멘텀 상위 자산				채권
	EM	나스닥100	S&P	AC_exUS	미국채20
20년 1월	20%	20%	20%	20%	20%
2월~6월	n/a	n/a	n/a	n/a	미국채20
	0%	0%	0%	0%	100%
7월	나스닥100	EM	금	코스피	미국채20
	10%	10%	10%	10%	60%
8월	n/a	n/a	n/a	n/a	미국채20
	0%	0%	0%	0%	100%
9월	나스닥100	S&P	코스피	EM	미국채20
	20%	20%	20%	20%	20%
10월	코스피	나스닥	EM	S&P	미국채20
	5%	5%	5%	5%	80%
11월	EM	러셀2000	나스닥100	금	미국채20
	23%	23%	23%	23%	10%
12월	러셀2000	코스피	EAFE	AC_ex.US	미국채20
	13%	13%	13%	13%	50%
21년1월	코스피	러셀2000	EM	나스닥100	미국채20
	20%	20%	20%	20%	20%
2월	러셀2000	코스피	신흥국	나스닥	미국채20
	23%	23%	23%	23%	10%
3월	러셀2000	코스피	신흥국	AC_exUS	미국채20
	23%	23%	23%	23%	10%
4월	러셀2000	코스피	S&P	부동산	미국채20
	23%	23%	23%	23%	10%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 MVAA 전략 자산 배분 내역

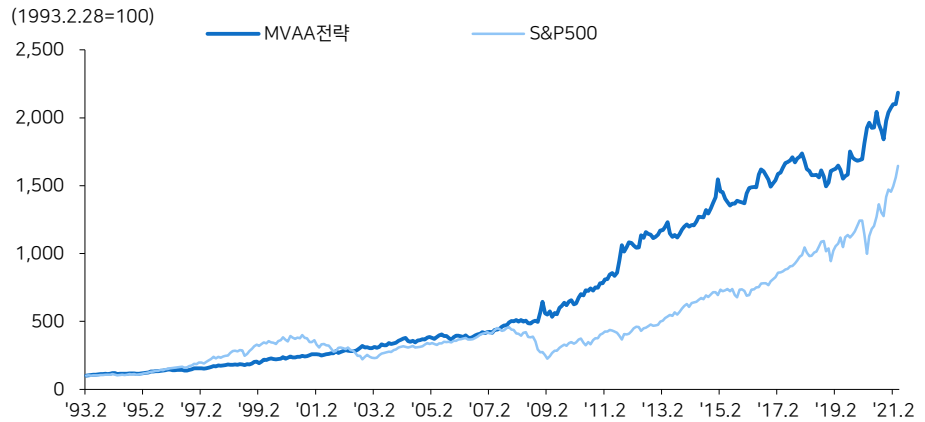


자료: 메리츠증권 리서치센터

2020년 이후 자산간 높은 가격 변동에도 불구하고 MVAA 전략의 자산별 비중 배분 효과 우수

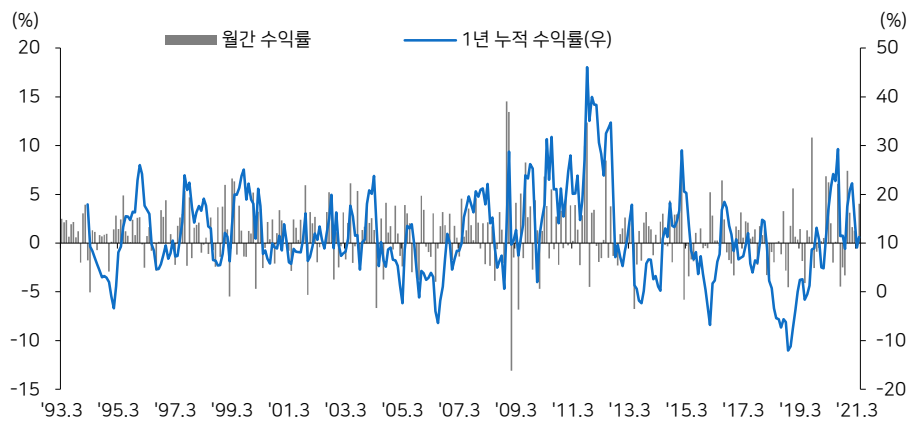
결국 MVAA 전략의 보수적인 특성 덕분에 2020년 상반기의 코로나 증시 급락을 효과적으로 방어했다. 게다가, 자산 비중에 대한 타이밍 효과를 충분히 발휘했다. 2020년 4월의 증시 반등보다는 느렸지만 9월 이후 주식 비중을 크게 증가시키며 증시 상승 효과를 누렸다. 이후 2021년에는 채권 비중을 10~20%로 크게 낮춤으로써 금리 반등으로 인한 채권 가격 하락을 상당 부분 회피했다. 참고로, 최근 4월에는 주식 자산 68%, 부동산(미국 리츠) 22%, 채권 10%로 배분하고 있다.

그림11 MVAA 전략, S&P500 장기 투자 성과



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 MVAA 전략 월별 및 12개월 누적 수익률



자료: 메리츠증권 리서치센터

MDAA 전략 : 주식 비중 2020년 5월부터 증가하여 21년 2월 100%, 3,4월 50%까지 감소, 채권은 20년 7월 ~ 21년 2월 0%, 3월 이후 50%

MDAA 전략은 금리 상승기에 성과 방어 능력이 우수하며 주식 상승기에 성과가 강한 특징

MDAA(Meritz Defensive Asset Allocation) 전략은 2020년 11월 보고서에서 추가로 제시한 전략이다. Defensive 라는 이름이 붙은 이유는 금리 상승기에 채권의 가격 하락 위험을 방어하는 특징 때문이다. MDAA 전략은 신흥국 주식, 신흥국 채권 지수 2가지의 모멘텀 평가를 통해 안전자산 비중을 정한다. 기본 안전자산으로 20년 미국채를 활용하는 MVAA와 달리 1~3년 만기 미국채를 배분함으로써 금리 상승 위험에서 크게 자유롭다.

MDAA 모델 2020년 성과 28%
2021년 성과 7.4%
4월 주식 38%, 부동산 12%,
단기채 50%

MDAA 모델은 작년 성과가 28%로 4개 모델 중 가장 우수했으며 올해에도 4월 16일 기준 7.4% 수익률을 기록한 점이 긍정적이다. 작년 3,4월 주식 비중 0%, 5월 이후 주식 비중을 빠르게 늘린 점이 주요했다. 또한, 작년 하반기부터 올해 2월 까지 채권 비중이 0%인 덕에 채권 가격 하락에서 자유로웠다. 최근 3월 이후에는 주식 비중이 50%, 38%로 감소했고 채권은 50%로 증가한 점도 주목된다.

표5 MDAA 전략 자산 배분 내역

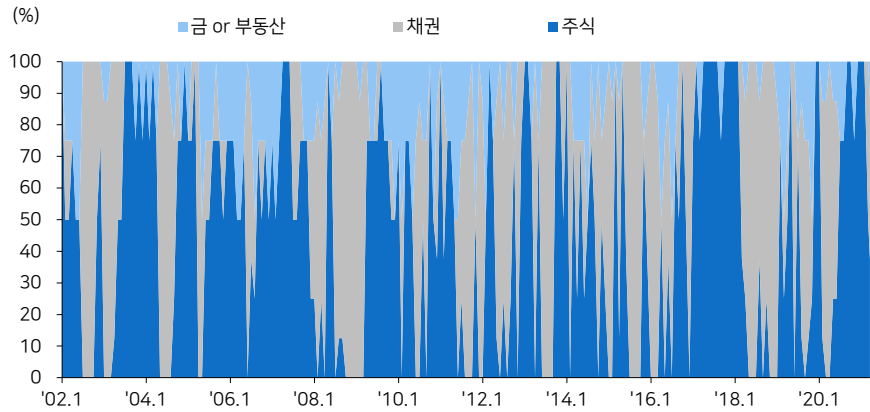
연월	Top4 모멘텀 상위 자산				채권
	EM	나스닥100	S&P	AC_exUS	
20년 1월	EM 25%	나스닥100 25%	S&P 25%	AC_exUS 25%	미국채1~3년 0%
2월	나스닥100 13%	미국채20 13%	금 13%	미국_투자등급 13%	미국채1~3년 50%
3월	미국채20 13%	금 13%	미국채10 13%	한국채10 13%	미국채1~3년 50%
4월	n/a 0%	n/a 0%	n/a 0%	n/a 0%	미국채1~3년 100%
5월	나스닥100 13%	미국채20 13%	금 13%	S&P 13%	미국채1~3년 50%
6월	나스닥100 13%	금 13%	S&P 13%	미국채20 13%	미국채1~3년 50%
7월	나스닥100 25%	EM 25%	금 25%	코스피 25%	미국채1~3년 0%
8월	금 25%	나스닥100 25%	EM 25%	코스피 25%	미국채1~3년 0%
9월	나스닥100 25%	S&P 25%	코스피 25%	EM 25%	미국채1~3년 0%
10월	코스피 25%	나스닥100 25%	EM 25%	S&P 25%	미국채1~3년 0%
11월	EM 25%	러셀2000 25%	나스닥100 25%	금 25%	미국채1~3년 0%
12월	러셀2000 25%	코스피 25%	EAFE 25%	AC_exUS 25%	미국채1~3년 0%
21년 1월	코스피 25%	러셀2000 25%	EM 25%	나스닥100 25%	미국채1~3년 0%
2월	러셀2000 25%	코스피 25%	EM 25%	나스닥100 25%	미국채1~3년 0%
3월	러셀2000 13%	코스피 13%	EM 13%	AC_exUS 13%	미국채1~3년 50%
4월	러셀2000 13%	코스피 13%	S&P 13%	부동산 13%	미국채1~3년 50%

자료: 메리츠증권 리서치센터

2020년에 이어 2021년에도 MVAA, MDAA 모델 성과 우수 올해 금리와 주식의 변동성 증가를 고려할 때 안정적인 정교한 자산배분 전략 필요

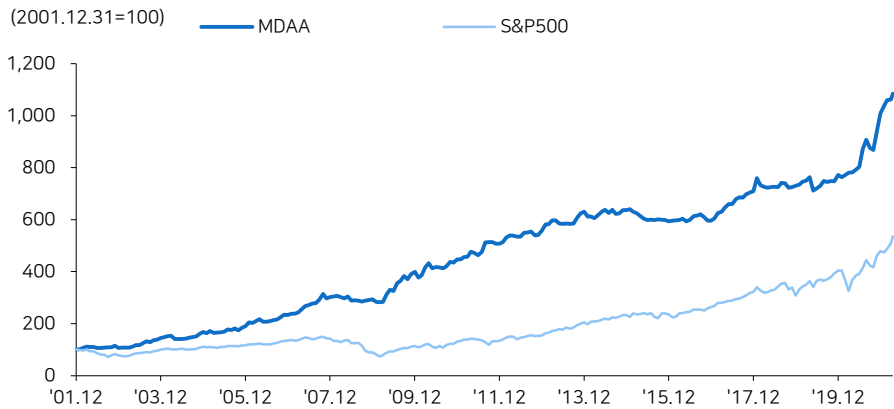
결국 모든 시기에 최대의 효과를 발휘하는 모델은 존재하지 않는다. 시기별 큰 국면의 특징에 맞는 배분 전략이 필요하다. 올해에는 금리 반등 기조, 주식의 변동성 증가 가능성 등을 고려할 때 안정적인 정교한 자산배분 전략이 유리할 수 있겠다. 그런 점에서 필자는 주력 모델인 MVAA, MDAA를 중심으로 자산을 배분할 것을 제안한다. 작년에 보고서에서 방법론을 설명한 이후 올해의 혼란스러운 국면에서도 두 모델의 성과가 안정적인 점이 긍정적이다. 향후에도 효과적인 자산 배분 방법론을 지속 제시할 예정이다.

그림13 MDAA 전략 자산 배분 내역



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

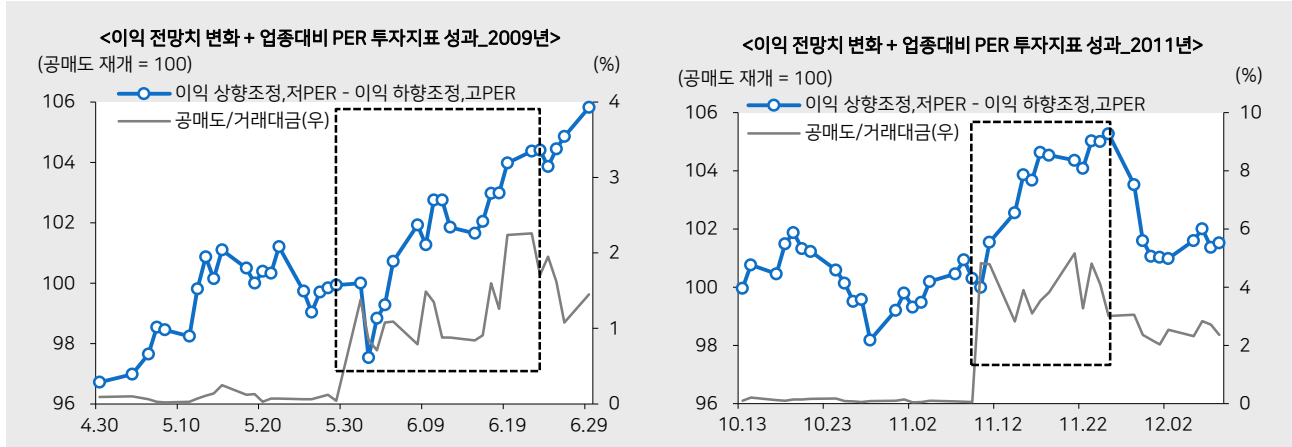
그림14 MDAA 전략, S&P500 장기 투자 성과



자료: 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 이정연 연구원

공매도 금지 해제 이후 취약 종목은?



주: 공매도 재개 당시 '12MF EPS 1개월 전 대비 변화율(50%) + 업종대비 PER (50%)' 기준 상위 20% 종목군 동일비중 롱-숏 투자 성과
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

코스피200, 코스닥150 구성종목 대상 5월 3일 이후 공매도 재개

5월 3일부터 코스피200, 코스닥150 구성종목을 대상으로 공매도가 재개될 예정이다. 당사 투자전략팀은 지난 1월 전략공감 자료를 통해 공매도 재개가 지수 전반의 추세적인 변화를 야기할 요인은 아니지만 1개월 가량 기간 조정이 나타날 수 있음을 밝힌바 있다. 이에 따라 과거 2차례(2009년, 2011년)의 사례 분석을 통해 공매도 재개 이후 수익률 측면에서 취약했던 종목을 알아보려고 한다.

현재 시점에서 매도 수급 나타날 수 있는 종목 재평가할 필요

공매도 금지가 3개월에 불과했던 2011년도에는 공매도 거래가 활발했던 종목들이 금지 조치 해제 이후에 다시 매도 물량이 유입되면서 주가가 부진했다. 반면, 2009년도의 공매도 금지 기간은 8개월로 상대적으로 길었으며 그사이 금융시장 환경이 크게 바뀌었다. 따라서 공매도 거래가 활발했던 종목들은 금지 해제 이후 매도 물량이 크게 유입되지 않았고 수익률도 양호했다. 이번 공매도 금지 기간 역시 13개월로 역대 최장 기간이다. 이전에 공매도가 활발했던 종목보다는 현재 시점에서 숏베어링이 나올 수 있는 종목을 재평가하는 접근이 필요하다.

이익전망치 하향조정 진행과 함께 업종 내 고평가된 종목은 공매도 재개 이후 수익률 부진

결국 공매도 재개 이후 취약했던 종목은 펀더멘탈이 부진한 가운데 고평가되었던 종목이다. 2009년과 2011년 공매도 금지 해제 이후 전체 거래대금에서 공매도 비중이 급격하게 늘어났던 기간동안 이익전망치 상향조정 + 업종내 저평가 종목과 이익전망치 하향조정 + 업종내 고평가 종목의 투자성과는 5%p가량 벌어졌다. 펀더멘탈 부진에도 고평가 되어왔던 종목들에 대해 숏베어링이 가능해지면서 이들 종목을 대상으로 매도 물량이 유입됐기 때문이다.

현재 1분기 실적시즌 진행, 부진한 실적을 발표한 종목은 공매도 변수로 큰 타격 받을 전망

특히, 올해의 경우 공매도 금지 해제 조치가 1분기 실적시즌 중에 재개된다. 즉, 부진한 실적을 발표하면서 이익 전망치가 하향 조정되는 종목의 주가는 크게 타격을 받을 수 있는 환경이다. 따라서 5월 이후 코스피200, 코스닥150 구성종목들은 공매도 변수를 고려해 이익 전망치의 변화와 업종내 고평가 논란에 더욱 유의해야 할 시점이다.

칼럼의 재해석 이승훈 연구위원

출구전략, 이번엔 선례가 있다(PIIE)

정책경로가 불확실할 때 선례가 있다는 것은 '적응'과 '학습효과'라는 측면에서 큰 힘을 지닌다. 이번 통화정책의 출구전략 또한 마찬가지이다. 2013년 처음 시행한 양적완화라는 비전통적 통화정책으로부터의 출구전략은 그 선례가 없어 민간은 연준의 정책경로를 예상하는데 어려움이 있었고, 연준 또한 포워드 가이드스라는 측면에서 조심스러운 행보를 보였다.

그러나, 이번 코로나19 국면의 경우 연준은 가이드스를 크게 바꾸지 않고 AIT, 전방위적 고용여건의 개선이라는 정책 목표를 꾸준히 이어나가고 있다. 이전 시행착오에서 얻은 학습의 결과다. 뿐만 아니라, "출구전략이 2013~14년의 사례를 따를 것"이라는 파월 의장 발언에 시장 또한 과거대비 테이퍼링과 금리인상 경로를 예측하는데 용이해 의견이 점차 수렴되는 분위기다. 시장은 정보를 선반영하는 경향이 있어 정책이 시장의 기대에 부합한다면 그 영향은 보통 제한적이다.

이를 확장한다면, 만약 정말 기대하지 못한 인플레이션이 발생했을 때 연준이 어떻게 행동할지에 대한 힌트를 얻을 수 있다. PIIE의 가능에 따르면, 원치 않는 인플레이션엔 '금리 인상 전 큰 폭(dramatically higher)의 인상 약속'을 통해 경기침체를 불러오지 않으면서 기대인플레이션의 안정화를 유도할 수 있다고 주장했다. 정책에 시장이 적응할 시간을 준다는 것이 굉장히 중요한 역할을 한다는 것을 전제한 주장이다. 이것이 실제로 실현될지는 미지수이나 연준의 출구전략이 2013-14년의 선례를 따를 것이라는 약속을 벗어 나지 않는다면 시장이 정책경로를 예상하고 적응할 시간은 충분해 보이며, 정책 불확실성 또한 완화될 것으로 보인다.

연준에게 선례가 있다는 것: 가이드스의 정교화

파월의 2013-14년 발언은
향후 정책경로에 대한
기대 형성 유도

연준의 파월 의장은 워싱턴 경제클럽 화상회의에 참석해 '테이퍼링은 금리인상을 고려하기 한참 전(Well before) 실시할 것이며, 2013-14년의 사례를 따를 것'이라 이야기했다. 이 발언의 의의는 2013년의 사례라는 것을 특정해 시장참여자들의 정책 정상화 경로 예측을 용이하게 함에 있다. 민간은 이 발언을 기반으로 1) 테이퍼링이 시작되더라도 매입규모 축소는 완만하고 긴 시계로 진행될 것이며 ('13.12월부터 '14년 10월까지 약 10개월간 진행), 2) 테이퍼링 이후 충분한 시간을 가진 후 금리인상('15.12, 약 2년 후 시행)에 나설 것이라는 기대를 형성할 수 있게 되었다.

선례가 있다는 것은
통화정책의 기대경로 효과를
높일 수 있어

나아가 이는 정책의 선례가 존재한다는 것이 금융시장 내 정책불확실성 측면에서 큰 힘을 가질 수 있다는 점을 보여주기도 한다. 사상 처음으로 시도하는 양적완화 출구전략에서 2013년 5월 버냉키 전 의장의 '향후 몇 번의 회의 후 자산매입 규모 축소를 논의할 수 있다'라는 발언에 높아졌던 정책 불확실성과는 대비되는 부분이다.

연준의 입장에서선 선례를
기반으로 정교한 가이드스의
제공이 가능
→ 정책불확실성 감소

포워드 가이드스 부분에서도 연준은 이전과 다른 행보를 보였다. 과거 1) 에반스 룰로 대표되는 실업률과 물가목표의 수치 설정과 삭제, 2) 재량적 가이드스로의 변화 등 빈번한 통화정책 목표 변경이 이루어졌던 것과는 달리, 이번에는 1) AIT의 도입과 2) 전방위적인 고용여건의 개선 언급 등 초반부터 2015년 방식의 재량적 가이드스를 미리 채택하는 모습을 보였다. 정책이 시행되는 기간 중 잦은 목표 변경을 방지해 시장 혼란을 줄이겠다는 취지다.

시장에게 선례가 있다는 것: 기대의 정교화

정책불확실성의 감소는
금융시장 변동성 축소요인
기대에 부합하는 정책이
시장에 미치는 영향은 제한적

선례가 있다는 것은 시장의 입장에서 정보집합의 확장, 정교한 기대의 형성, 그리고 금융시장 가격지표들의 변동성 완화로 이어진다. 기대에 부합하는 정책의 움직임은 비록 그것이 부정적인 영향을 내포하더라도 정책을 실행했을 때의 충격은 제한적이다. 가격지표들이 정책의 영향을 미리 선반영하기 때문이다. 루카스 비판으로 알려진 정책무력성 명제다. 실제 테이퍼링이 발표된 2013년 12월 전후의 주가 흐름과 금리 변동성에서는 2014년 2월 한파로 인한 경기활동 위축(펀더멘탈)에 대한 우려가 관찰되었을 뿐, 통화정책에 대해선 당초 우려만큼 민감하지 않았다.

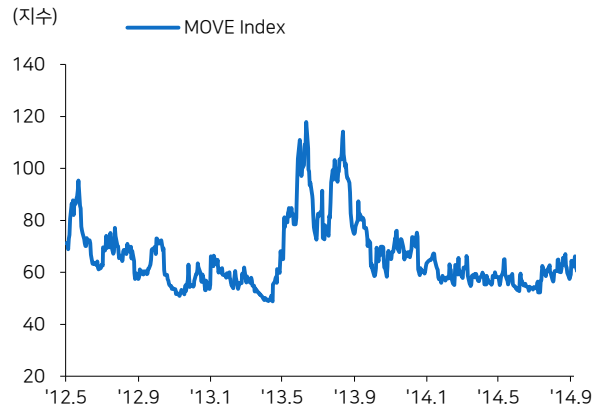
중요한 점은 정책기조가 변화하더라도 기대를 형성할 수 있는 충분한 정보와 이에 적응할 시간이 필요하다는 것이다. 정책 관련 코멘트 중 '소문난 잔치에 먹을 것 없다'가 자주 통용되는 이유이기도 하다.

그림1 '13.12.14 Tapering 이후 주가반응



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림2 '13.12 이후 오히려 금리 변동성 감소



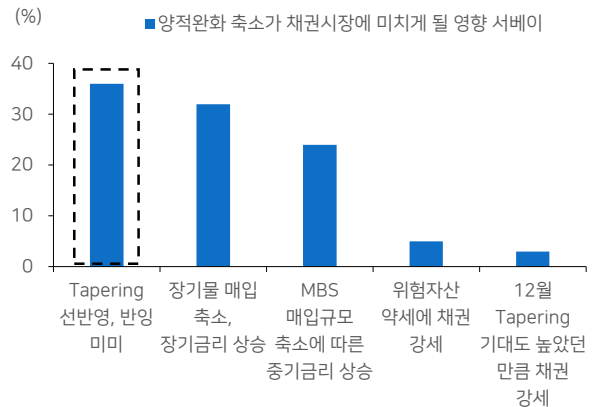
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 금융 스트레스 지수도 완화된 환경을 시사



자료: FRB of St. Louis, 메리츠증권 리서치센터

그림4 이는 테이퍼링이 결국 시장 기대에 부합했기 때문



자료: Barclays survey, 메리츠증권 리서치센터

선례에서 달라질 수 있는 변수: 인플레이션

2013-14경로와 차이점
재정정책과 이로 인한 인플레이션

과월의 '2013년 선례' 발언으로 금융시장은 이에 맞추어 기대를 형성할 것으로 보이지만 선례에서는 학습할 수 없는 부분이 있다. 당시에는 지금과 같은 막대한 재정정책이 수반되지 않았다. 오히려 부채한도에 막혀 정부가 섰다운될 위기가 더러 있기도 했다. 그리고 이 차이는 현재 금융시장 참여자들에게 인플레이션에 대한 불안감을 높이는 요인으로 작용하고 있다. 연준은 일시적인 인플레이션이 항구적이지 않을 것이라 이야기하며 시장의 의심을 줄이려 노력하고 있지만 선례가 없는 상황에서 시장은 연준을 100% 신뢰하지는 못하는 듯 하다.

시장이 걱정하는 일이 일어날 경우

만약 시장의 불안대로 급격한 인플레이션이 발생한다면 연준은 어떻게 대처할 수 있을까? 민간경제의 발작(급격한 긴축전환을 통한 실물경제 구축)을 방지한다는 측면에서는 연준은 앞서 언급한 '기대를 형성할 충분한 정보의 제공과 적응에 필요한 시간'을 전제할 가능성이 높다.

연준은 돌발상황에도
민간의 '기대'형성에 집중할 것

연준에서 부국장을 지낸 피터슨경제연구소(PIIE)의 조세프 가농(Joseph E. Gagnon) 또한 같은 맥락의 의견을 개진하고 있다. 가농은 'Inflation fears and the Biden stimulus'에서 '예상치 못한 인플레이션을 잡는 최적의 방법은 금리를 올리기 한참 전에 큰 폭으로 올릴 것(dramatically higher)을 약속하는 것'이라 주장했다. 동 주장에 대한 기저를 추론하면 큰 폭의 금리가 기대인플레이션을 낮추는 역할을 하고 한참 전이라는 시간은 그 기간 동안 시장이 적응할 시간을 부여한다고 볼 수 있다.

실제 이러한 의견이 실현될 수 있는지는 미지수다. 아직 인플레이션이 항구적인 성격을 띠지 않고 있기 때문이다, 다만 이러한 주장이 제기된다는 점은 그만큼 금융안정에서 중요한 것이 '적응'과 '기대'임을 방증한다. 이들이 잘 수립된다면 오히려 정책불확실성에 대한 인식은 완화될 것이다.

정책경로를 제시한 상황에서
통화정책보다 다른 변수에
집중하는 것이 중요

2014년 이후 주식시장을 이끄는 본질은 실적이었다. 연준의 출구전략이 시장의 기대에 부합해 나간다면 통화정책보다 재정정책의 경기구축여부나 미-중 갈등 등 기업실적에 영향을 줄 수 있는 변수들에 더 집중하는 것이 중요하다.

원문: *Inflation fears and the Biden stimulus: Look to the Korean War, not Vietnam-PIIE*