



전일 FOMC 다시 보기

1. 보다 가속화되는 정책 정상화

- 12월 FOMC에서는 ①금리 동결, ②테이퍼링 가속화, ③인플레이에 대한 '일시적' 견해 삭제, ④인플레이션 및 금리 전망 상향, ⑤고용 전망 상향 등이 확인 됨
- 테이퍼링의 가속화와 내년 3회 금리 인상 전망이 제시됐지만, 시장에서 사전적으로 예상하고 있었던 수준인 만큼 큰 부담 요인으로 작용하지는 않은 듯

2. 대차 대조표 축소에 대한 논의가 시작된 점에 주목

- 연준의 목표가 안정적인 인플레이션과 완전 고용이라는 측면에서 보면 연준의 정책 스탠스는 보다 매파적으로 진행될 가능성이 존재
- 기존에 비해 빠른 속도로 제시된 금리 인상 속도도 그렇지만 이번 회의에서 처음으로 대차대조표 축소에 대한 논의가 진행됐다는 점도 유의
- 대차대조표 축소는 말 그대로 유동성 규모의 축소를 의미하며 17년 말~19년 당시 국면에서 글로벌 증시의 흐름이 긍정적이지 못했던 바 있음

3. 유동성환경의 방향이 정해진 만큼 펀더멘털에 보다 집중

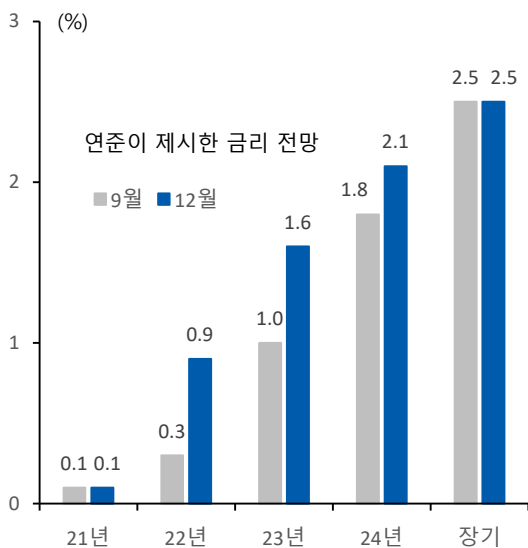
- 이번 FOMC 직후 증시 반응은 무난했지만, 향후에도 연준의 매파적 정책 행보에 대한 불확실성은 수시로 확대될 개연성이 있다고 판단
- 속도나 강도의 미세 조정은 있겠지만 기본적으로 통화 정책이 타이트해진다는 정책 방향성은 확정이 된 것으로 볼 수 있음
- 결과적으로 펀더멘털에 대한 기대치가 뒷받침 될 수 있는지 여부가 22년 증시 방향성에 중요한 결정 요인이라고 판단

1. 보다 가속화되는 정책 정상화

전일 연준의 12월 FOMC가 마무리됐다. 주요 사안들을 정리해 보면 ①금리 동결, ②테이퍼링 속도 가속화, ③인플레이에 대한 '일시적' 견해 공식적으로 삭제, ④인플레이션 및 금리 전망 상향, ⑤고용 전망 상향 등을 찾아볼 수 있다.

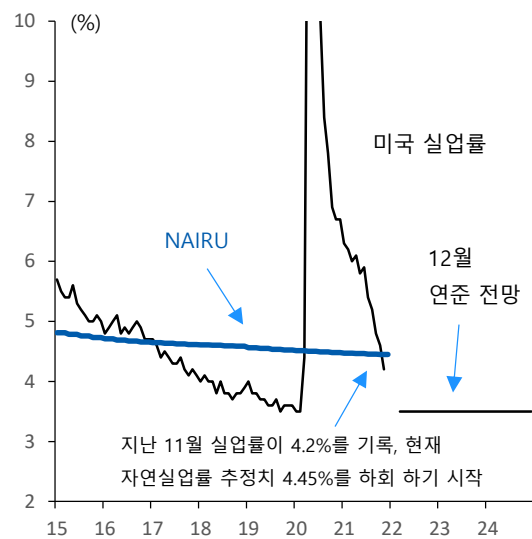
조금 더 구체적으로 보면, 일단 정책 측면에서는 테이퍼링 속도의 조정이 있었다. 매일 150억\$로 설정했던 테이퍼링 속도를 월 300억\$로 확대했다. 때문에 당초 6월까지 진행될 것으로 예상했던 테이퍼링 과정은 3월까지 압축해서 진행된다. 파월 의장은 높은 인플레이션 압력과 빨라진 노동 시장 개선이 그 이유라고 제시했다. 이처럼 조기 테이퍼링 종료는 자연스럽게 금리 인상 가속화 기대로 연결되는데 연준은 점도표를 통해 중위수 기준으로 22년 0.9%(3회), 23년 1.6%(3회) 그리고 24년 2.1%(2회)를 제시했다. 기존보다 빨라진 전망이지만, 사전적으로 형성된 컨센서스 수준이고 장기 전망(longer run)을 기존의 2.5%로 유지했다는 점에서 시장이 당장의 큰 부담 요인으로 받아들이지는 않은 듯 하다. 당장은 정책 이슈가 추가적인 부담 요인으로 작용하지는 않았지만, 높은 수준의 인플레이션 이미 자연 실업률을 하회하는 수준의 실업률 상황에 직면한 미국 경제를 고려할 때, 향후 연준의 정책 스탠스는 더 가속화 될 가능성이 남아 있는 것으로 볼 수 있다.

[차트1] 연준위원들의 향후 2~3년 간 금리전망은 기존에 제시된 것들에 비해 상당히 높아진 것으로 볼 수 있음



자료: Fed, 유안타증권 리서치센터

[차트2] 자연실업률을 하회하기 시작한 실업률, 일시적이지만 높은 인플레이와 충분히 낮은 실업률의 조합이 형성

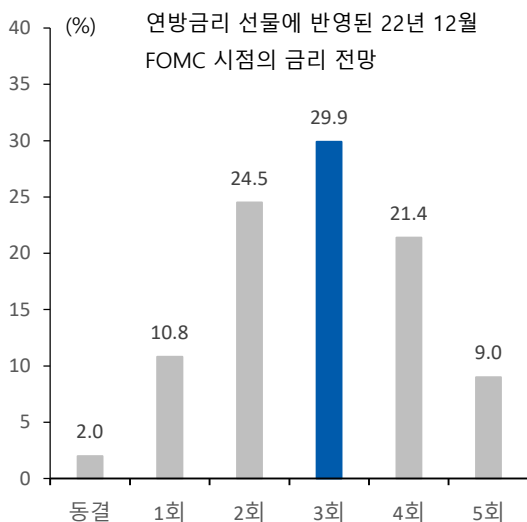


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 대차 대조표 축소에 대한 논의가 시작된 점에 주목

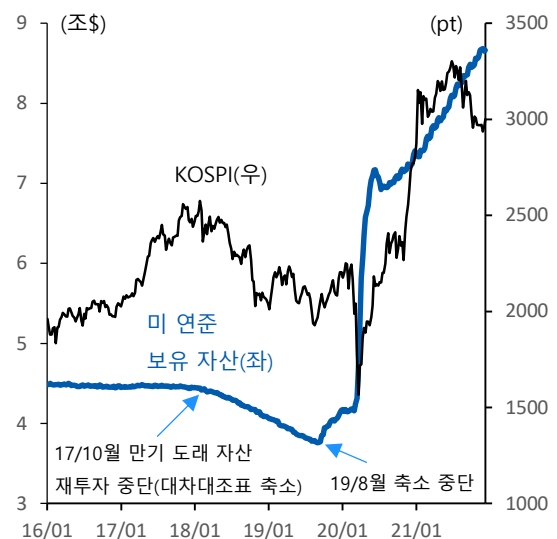
잘 알려진 바와 같이 연준의 두 가지 책무는 완전 고용과 인플레이션의 안정이다. 그렇다면 일시적이 아닌 인플레이와 자연실업을 이하의 실업률 조합은 보다 매파적인 통화정책에 대한 당위성을 제공하게 된다. 매파적인 통화정책이라면 일단 금리 인상 속도 조절이 먼저 떠오를 수 있는데, 살펴 본 바와 같이 장기 금리 목표치가 2.5% 수준에서 변화가 없었다는 점에서 연간으로 1~2차례 속도 변화는 있다 하더라도 새로운 부담 요인이 더해진 것으로 보기는 어려울 듯 하다. 금리 측면의 이슈보다 향후 증시 입장에서 대차대조표의 축소와 관련된 우려가 향후 FOMC와 관련해 새로운 경계 요인이 될 소지가 있다. 전일 기자회견에서 파월 의장은, 관련된 결정은 없었지만 이번 회의에서 대차대조표 축소 이슈를 처음 논의했으며 향후에도 논의 할 것이라고 언급했다. 관련해서 지난 2017년 10월 연준은 만기 도래 자산의 재투자 금지를 통해 대차대조표의 축소 작업을 결정했고 19년 8월까지 이를 진행했던 사례가 있다. 이 기간 동안 글로벌 제조업 사이클의 둔화, 미중 무역 분쟁 심화 등과 같은 매크로 측면의 이슈가 겹쳐지면서 국내를 비롯한 글로벌 증시가 전반적으로 부진한 흐름을 보였다. 테이퍼링이 유동성 공급 속도를 줄이는 것이라면 대차대조표 축소는 말 그대로 유동성을 흡수하는 작업인 만큼 이에 대한 논의가 진행된다는 점은 증시에 있어서 경계심을 자극하는 소재로 자리잡을 개연성이 크다.

[차트3] 이미 시장에서는 내년 3회 금리인상 정도는 예상하고 있던 상황



자료: CME Fed watch, 유안타증권 리서치센터

[차트4] 파월은 이번 회의에서 대차대조표 축소 논의가 있었다고 언급. 그림은 17~19년 대차대조표 축소 사례

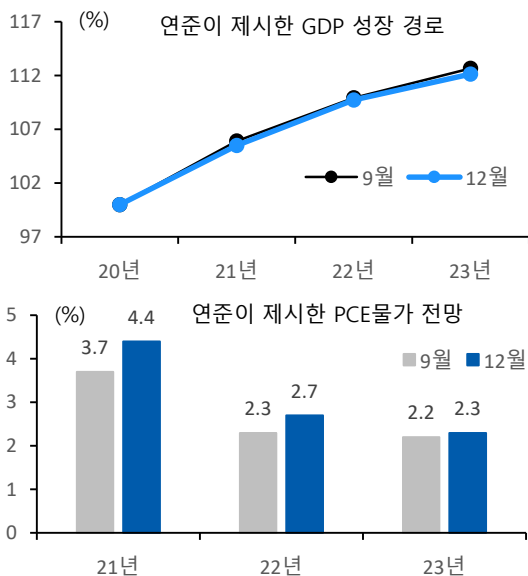


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

3. 유동성환경의 방향이 정해진 만큼 펀더멘털에 보다 집중

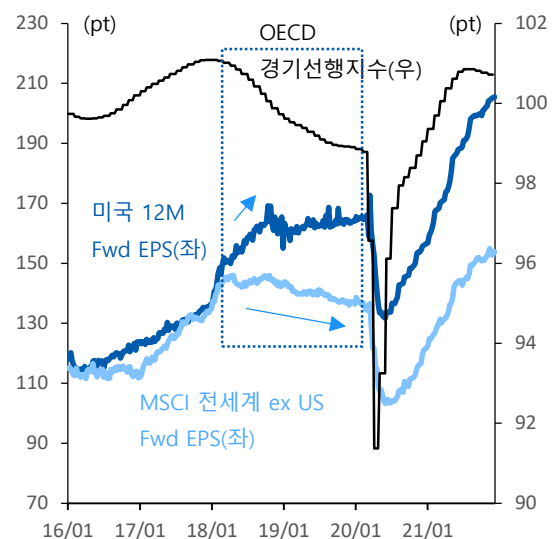
컨센서스 수준의 결과가 도출됐지만 살펴 본 바와 같이 연준의 매파적 성향에 대한 부담이 완전히 사라졌다고 보기는 어려운 FOMC였다. 그럼에도 불구하고 증시의 단기 반응은 꽤 견조한 모습이다. 그 이유는 매크로 측면과 결합해서 생각해 볼 필요가 있을 듯 하다. 회의에서 제시된 전망치를 보면 올해부터 23년까지 인플레이 전망치를 모두 상향조정했음에도 불구하고 GDP나 고용 등 성장과 관련된 지표들을 견조하게 제시했다. 즉, 현재 상정하고 있는 수준의 인플레이션이라면 성장률에 치명적인 충격을 주지는 않을 것이라는 연준의 자신감을 표현한 것으로도 볼 수 있을 듯 하다. 여기서 미루어 볼 때 결국 중요한 것은 펀더멘털에 대한 기대감 회복 여부일 수 있다. 사실 앞서 [차트4]에서 살펴 본 바와 같이 연준의 대차대조표 축소 당시 글로벌 증시의 부진은 글로벌 매크로 사이클 지표들의 부진과 맥락을 같이 한 것으로 볼 수 있고, 글로벌 전체적인 추이와 달리 기업이익 전망치가 상승하는 흐름을 보였던 미국은(트럼프의 법인세 인하 때문이기는 했지만) 부진한 글로벌 증시와 달리 상승세를 보였던 경험이 있다. 결론적으로 단순히 정책과 관련된 불확실성 완화가 증시에 있어 추세적인 반전을 이끌어 낼 것이라는 기대 보다는 통화정책의 강도 차이는 있더라도 방향성이 더욱 확실해진 상황인 만큼 연초까지 매크로 및 펀더멘털 지표들의 방향성 선회 여부를 타진하면서 신중하게 접근할 필요가 있다는 판단이다.

[차트5] 물가 전망치가 꽤 큰 폭으로 상향조정 됐지만 성장률 전망은 크게 영향을 받지 않을 것으로 제시



자료: Fed, 유안타증권 리서치센터

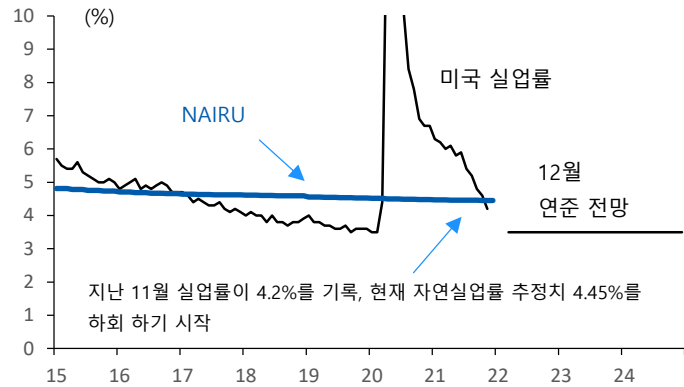
[차트6] 통화정책의 중요성은 높지만 이미 방향성은 확정. 결국 22년 증시의 캐털리스트는 펀더멘털의 방향성



자료: Bloomberg, IBES, 유안타증권 리서치센터

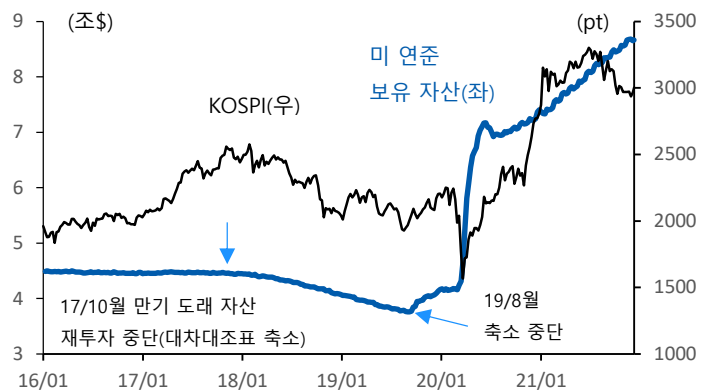
Key Chart

자연실업률을 하회하기 시작한 실업률, 일시적이지 않은 인플레이와 충분히 낮은 실업률의 조합이 형성



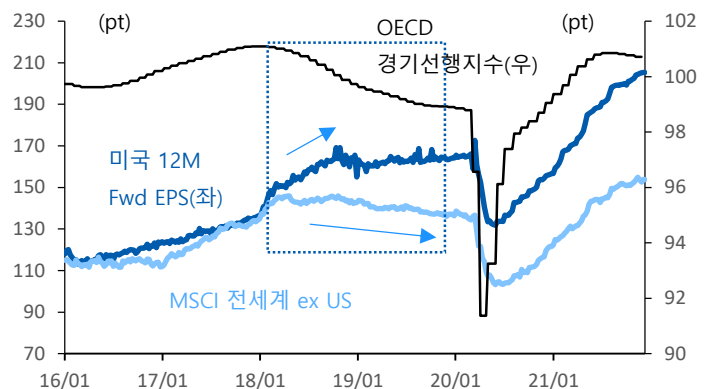
자료: 유안타증권 리서치센터

파월은 이번 회의에서 대차대조표 축소 논의가 있었다고 언급. 그림은 17~19년 대차대조표 축소 사례



자료: 유안타증권 리서치센터

통화정책의 중요성은 높지만 이미 방향성은 확정. 결국 22년 증시의 캐털리스트는 펀더멘털의 방향성



자료: 유안타증권 리서치센터