



## 지금도 맞는 것과 지금은 틀린 것

### 1. 1월 FOMC에 주목하는 부분

- 지난 FOMC에서부터 통화정책에 대한 불확실성 확대로 금융시장의 불안 가중. 현재와 같은 통화당국의 태도는 결국 통화정책의 신뢰성을 하락시키는 요인으로 해석.
- 1월 FOMC에서의 연준 입장은 명확한 가이던스를 통하여 앞으로 진행될 양적 긴축과 금리인상에 대한 방향 제시가 주를 이룰 것

### 2. 그때는 맞고 지금도 맞는 것

- 고용시장의 장기 추이는 실제 실업률이 자연실업률보다 낮은 수준으로 진입하는 과정에서 경기과열 통제를 위한 금리인상이 단행. 2021년 현재 미국의 자연실업률보다 실제실업률(12월 기준 3.9%)이 더 낮은 국면.
- 한편 성장률 측면에서, 장기추세를 상회하는 성장률이 발생하는 경우 금리인상이 단행되었고, 이후 성장률의 정상시계열 복귀가 진행. 현 상황은 일시적인 회귀선 상회 수준인 것을 감안할 필요

### 3. 그때는 맞고 지금은 틀린 것

- 직전 금리인상 시작 시점인 2015년 12월까지 모기지 이자부담과 모기지 잔고 진정. 그러나 금리인상이 진행되면서 이자상환에 대한 부담도 점차 높아짐. 지금은 지난 금리인상기보다 부담이 높아진 상황.
- 실질시간당임금 추이를 살펴보면 현 상황은 직전 금리인상기보다 구매력 확보 여력이 크게 낮아진 상황. 경제활동참가율도 이전보다 낮은 만큼 실질적인 경기회복 신호가 아니라는 점이 연준의 고민 요소로 작용.

## 1. 1월 FOMC에 주목하는 부분

1월 금융시장의 변동성 요인으로 언급되는 가장 큰 부분은 미국의 통화정책 스탠스인 것으로 생각된다. 지난 FOMC에서부터 테이퍼링 종료를 넘어 양적 긴축에 대한 의견과 함께 금리인상 회수에 대한 일관적인 전망치로 수렴되지 못한 상황이 불확실성을 확대시킨 것으로 생각된다. 현재와 같은 통화당국의 태도는 결국 통화정책의 신뢰성을 하락시키는 요인으로 해석될 수 있으며, 시장에서의 연준에 대한 신뢰도 하락은 어떠한 정책방향을 제기하더라도 예상치 못한 방향으로 흘러갈 가능성이 있는 것으로 보인다.

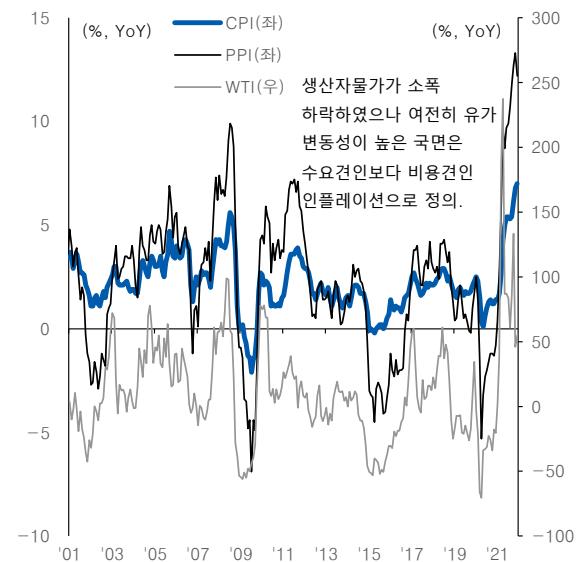
결국 현재의 상황을 타개하기 위한 1월 FOMC에서의 연준 입장은 명확한 가이던스를 통하여 앞으로 진행될 양적 긴축과 금리인상에 대한 방향 제시가 주를 이룰 것으로 판단된다. 이에 더하여 인플레이션에 대한 관리 역시 집중적인 언급이 진행될 가능성이 높다. 향후 물가에 대한 판단이 통화정책을 결정짓는 주요 동력으로 작용되기 때문이다. 생산자물가의 소폭 진정이 진행되고 있지만 여전히 높은 물가수준은 빨라지는 금리인상 사이클에서의 주요 관찰요소로 자리매김하였다. 그렇지만 지금의 물가상승이 공급망왜곡과 고용시장에서 기인하는 만큼 현재 시장에서 우려하는 수준만큼의 빠른 금리인상이 본격적으로 진행될 가능성은 크지 않은 것으로 생각된다.

[챠트1] 시장에서 예상하는 기준금리 인상 횟수는 금년 말 기준 4회를 상회하는 상황.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[챠트2] 생산자물가지수의 소폭 하락이 달성되었으나 비용 견인 인플레이션이 지속적으로 진행.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 2. 그때는 맞고 지금도 맞는 것

성장률과 실업률 추이를 보면 금리를 올리는 것이 합당한 것으로 판단된다. 실제로 성장률이 일정 수준 이상으로 확보되면서 고용시장의 안정이 도모되는 동시에 물가에 대한 부담으로 인한 경기 과열 우려가 발생하는 경우 금리인상이 단행되는 것으로 볼 수 있다.

우선 고용시장의 장기 시계열 추이를 살펴보면, 통상적으로 실제 실업률이 자연실업률보다 낮은 수준으로 진입하는 과정에서 경기과열 통제를 위한 금리인상이 단행되는 것이 일반적이다. 2021년 현재 미국의 자연실업률은 4% 초반대보다 실제실업률(12월 기준 3.9%)이 더 낮은 국면에 위치하면서 금리인상에 대한 당위성이 제공되고 있다. 한편 주의해야 할 부분은 기존 금리인상 사이클 당시에는 추가적으로 실업률이 낮아질 수 있는 여유분이 존재하였지만 지금은 실업률이 추가로 낮아질 수 있을지에 대한 의문이 제기될 수 있다.

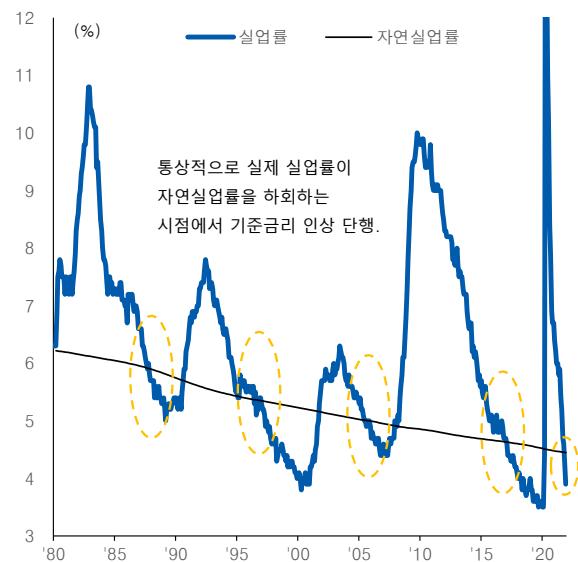
한편 성장률 측면에서 보면, 장기 시계열로 GDP 규모를 시간의 흐름에 따라 회귀분석을 진행한 후 fitted value와 비교해보면, 추정치를 상회하는 성장률이 발생하는 경우 금리인상이 단행되었고, 이후 정상시계열로 빠르게 회귀하는 모습을 보여주고 있다. 그런데 현 상황은 일시적인 회귀선 상회 수준이며 추가적인 상승탄력보다는 진정 국면의 가능성성이 더 높은 것으로 생각된다.

[차트3] GDP의 장기추세를 상향 이탈하는 경우 통상적으로 기준금리 인상이 단행됨.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트4] 실업률이 자연실업률을 하회하는 국면에 진입하는 시점에서 경기과열을 대비한 금리인상 단행.



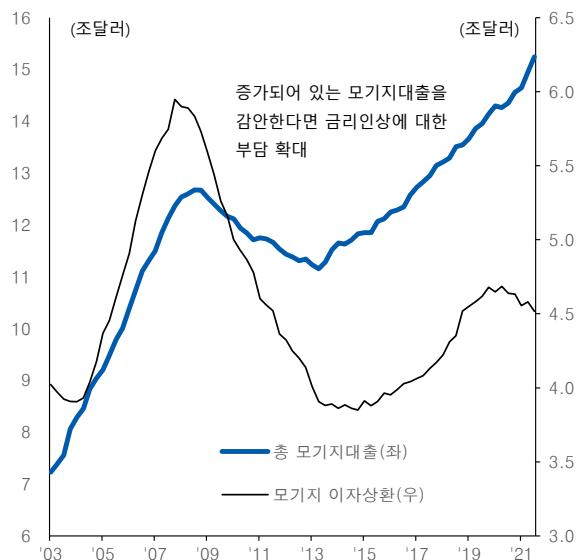
자료: Fred, 유안타증권 리서치센터

### 3. 그때는 맞고 지금은 틀린 것

한편 개인 대출 관련 추이와 임금관련 사항은 예전 금리인상기와는 다른 특징을 보인다. 먼저 대출과 관련하여, 개인대출에서 가장 큰 비중을 차지하고 있는 것은 모기지 대출이다. 그런데 직전 금리인상 기간을 보면, 2009년 이후부터 금리인상 시작 시점인 2015년 12월 이전까지 모기지 이자부담이 꾸준히 감소된 것이 확인되고, 총 모기지규모도 글로벌 금융위기 직전 대비 진정된 모습이다. 그런데 2015년 금리인상 후, 이자상환에 대한 부담도 점차 높아지는 것 역시 관찰할 수 있다. 한편 2004년 이후부터 진행된 모기지대출 증가와 이자상환의 급증의 누적은 결국 글로벌 금융위기를 촉발하는 기제로 작용하였던 점을 감안한다면 현재 총 모기지대출이 증가되는 속도가 전혀 줄어들지 않았으며 이자상환 부담도 높은 수준을 유지하는 것을 감안할 때, 부담수준이 높은 것으로 판단할 수 있다.

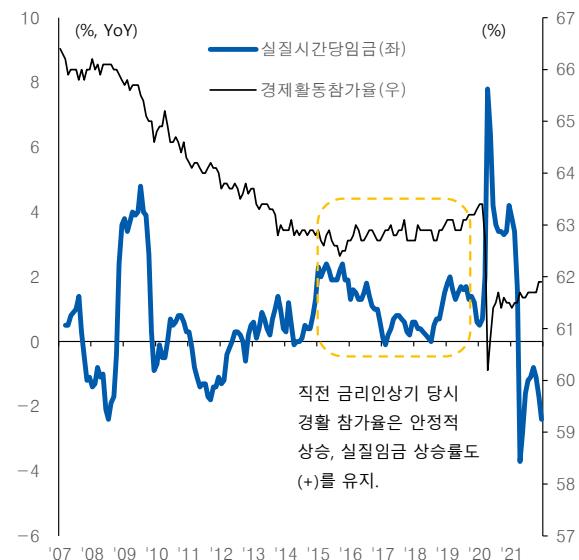
금리인상은 민간의 구매력 역시 부담을 가중시키게 된다. 실질시간당임금 추이를 살펴보면 지난 2015년부터의 금리인상기 당시 실질시간당임금 증가율은 양호한 수준을 유지하고 있었지만 현 상황은 당시와는 다르게 민간의 구매력이 둔화되는 영역에 위치하고 있다. 경제활동참가율도 이전 국면보다 낮게 유지되는 만큼 실질적인 경기회복 신호가 이전 금리인상기 당시와는 상이한 모습은 연준의 정책결정에 고민을 줄 수 있는 부분이다.

[챠트5] 금리인상의 영향력은 실물경제에서 가계의 이자부담 상승으로 이어지는데, 현 시국은 부채 부담 높은 상황.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

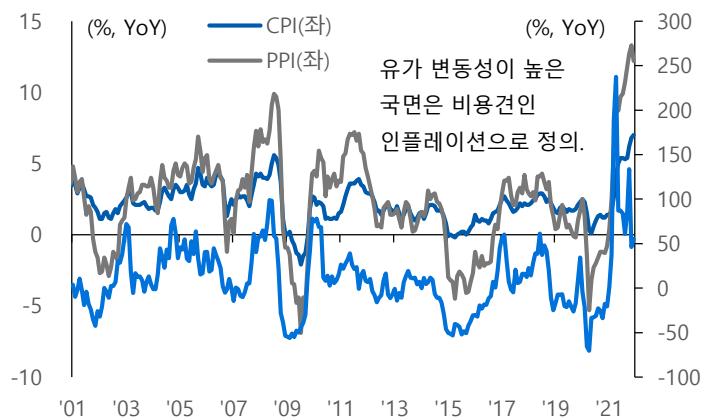
[챠트6] 실질임금상승이 역성장하는 동시에 경활참가가 낮아진 모습은 금리인상 이후 실물경제 충격도 감안.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## Key Chart

생산자물가지수의 소폭 하락이 달성되었으나 비용견인 인플레이션은 지속적으로 진행.



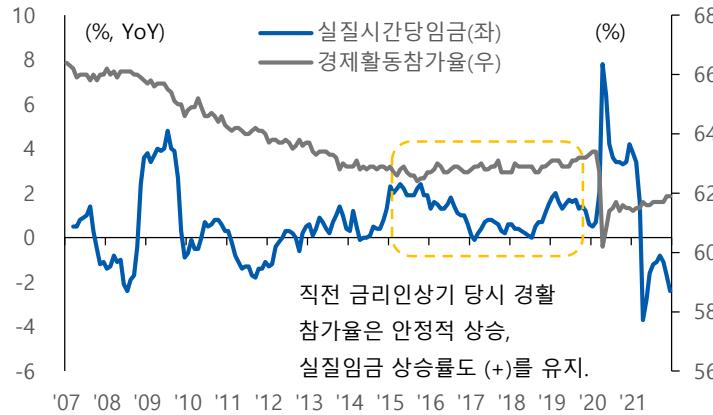
자료: 유안타증권 리서치센터

실업률이 자연실업률을 하회하는 국면에 진입하는 시점에서 경기과열을 대비한 금리인상 단행.



자료: 유안타증권 리서치센터

실질임금상승이 역성장하는 동시에 경활참가가 낮아진 모습은 금리인상 이후 실물경제 충격도 감안.



자료: 유안타증권 리서치센터