



어느 쪽을 믿어야 할까

1. 연준의 인식과 물가

- 디스인플레이션이 재화 부문에서 진행되고 있는 것이 언급되면서 물가상승 우려는 조금씩 진정.
- 최근 6개월 전월비 평균 물가상승률은 +0.03%를 기록. 기초가 이어진다면 4월 이후 물가상승률은 2%대가 형성.
- 물가상승이 본격화된 21년의 전월비 물가상승률을 적용하더라도 금년 상반기 중 3%대까지는 충분히 낮아질 수 있는 것으로 확인.

전월비 추세를 가정하여 CPI 전망시 상반기의 기저효과가 반영되어 예상보다 빠른 하향안정 가능성.

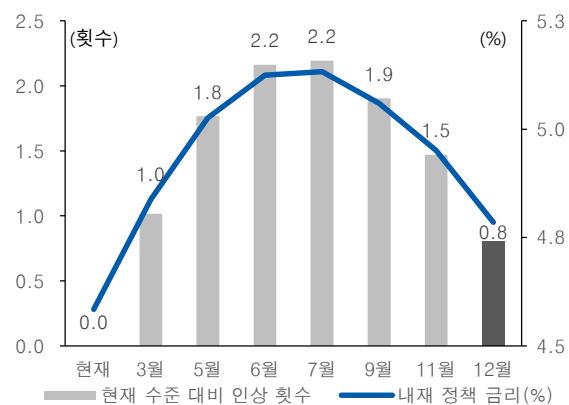


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 데이터 의존 정책방향 설정

- 수요위축과 통화량 감소 등으로 물가진정세는 시장에서의 전망보다 빠르게 진행될 것으로 예상.
- 실업률이 3%대 중반을 하회하였지만 구인건수 및 저임금 노동 증가를 감안한다면 고용시장 강건성의 지속가능성은 낮은 것으로 판단.
- 고용과 물가 두 목표 중 물가는 이미 진정되는 과정이기 때문에 지난해 당시 상황보다 완화적 정책의 기대감은 확대된 상황.

시장에 반영된 내재 정책금리는 하반기부터 하향되고 있으며 연말 기준 금리인하 가능성도 대두.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

1. 원달러환율의 일시적 급등

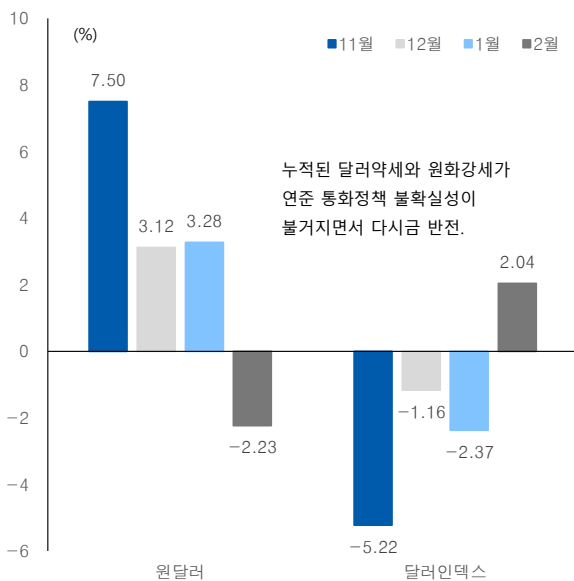
연초 이후 1230원대에서 형성되어 있던 원달러환율이 1260원대까지 상승하면서 다 시금 금융시장의 변동성이 높아질 것을 우려하는 시각이 확대되고 있다. 미국의 경제 지표들이 일관성이 결여된 모습을 보이면서 달러화의 반등이 눈에 띄는 모습이다.

특히 연준에서 통화정책 결정에 있어서 눈여겨보는 고용시장지표의 서프라이즈가 발생하면서 시중금리가 급등하는 등 피봇의 기대감이 높아진 상황에서 반전이 이루어졌던 것으로 볼 수 있다. 실제로 달러가치 역시 금리의 급등과 함께 빠른 강세의 전환이 관찰되고 있다.

현재의 물가상승률이 진정되고 있는 과정에서 통화정책 방향성에 대한 전망은 고용시장지표로 옮겨질 수 밖에 없다. 실업률이 극단적으로 낮게 형성된 것은 추가적인 금리 인상 근거로 작용하고, 이에 따라 기준금리경로의 시장 전망도 빠르게 변화하였다.

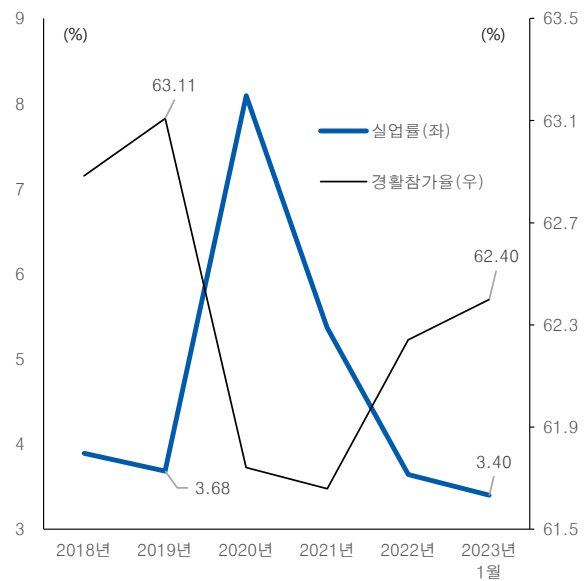
고용시장지표를 살펴볼 때 중요한 것은 실업률도 있지만 경제활동참가율을 동시에 고려하여야 한다. 실업률 자체는 낮아졌지만 경제활동참가율이 코로나19 이전 대비 낮은 수준에 머무는 것은 수치상 해석에 주의할 필요가 있다는 근거로 활용된다.

[차트1] 빠르게 진정된 환율 변동성은 연준의 정책결정 방향성을 나타내는 경제지표에 의하여 2월 들어 반전.



자료: Bloomberg, 유엔타증권 리서치센터

[차트2] 실업률은 코로나19 이전 수준보다 낮게 형성되었지만 경제활동참가율은 아직 회복이 더딘 상황.



자료: Bloomberg, 유엔타증권 리서치센터

2. 연준의 인식과 물가

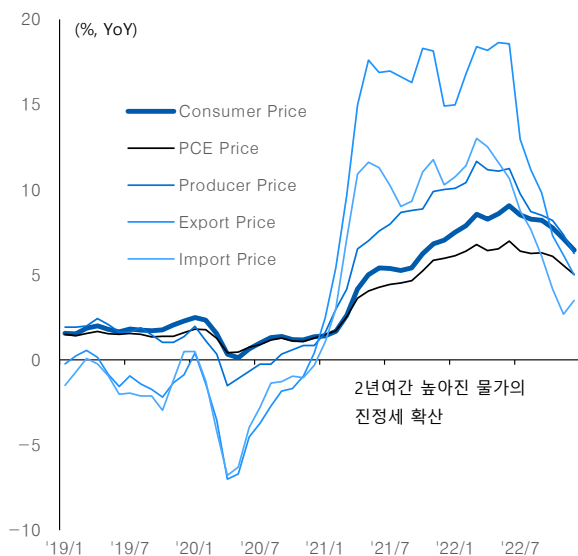
통화정책과 관련된 물가와 실업률 등 매크로지표들이 방향성을 예측함에 있어서 엇갈린 결과를 발표하고 있다. 이에 따라 시장에서는 다시금 파월의 발언에서 힌트를 찾기 위한 노력이 진행 중이다.

가장 최근 파월의 발언에서는 디스인플레이션이 재화 부문에서 진행되고 있는 것을 언급하면서 지난해 가장 부각되었던 물가상승에 대한 우려는 조금씩 진정되고 있다는 것을 확인시켜주고 있다. 특히 금년 중 인플레이션 하락으로 2024년에는 목표수준인 2%에 근접할 것이라 발언하면서 적어도 물가 관련 우려는 소멸중인 것으로 보인다.

그런데 2%대의 물가는 금년 중에도 충분히 확인할 수 있을 것으로 기대된다. 수요 위축이 진행된 최근 6개월여 간 전월비 평균 물가상승률은 +0.03%를 기록하였는데, 이러한 기조가 이어진다면 4월 이후 물가상승률은 2%대가 형성되는 것으로 나타난다.

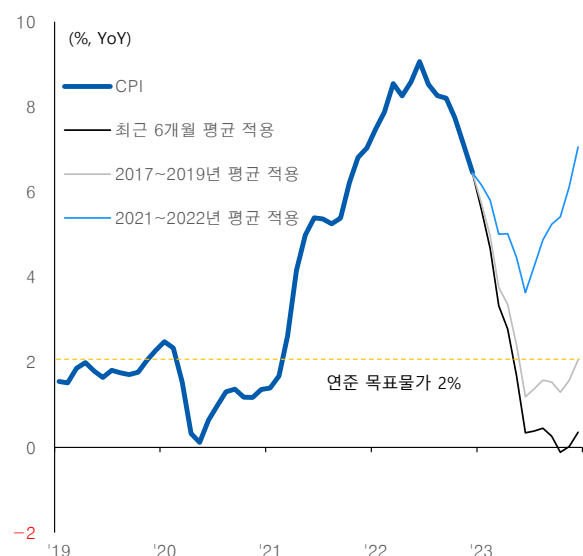
한편 코로나19 이전 3개년 전월비평균치인 +0.17%를 적용하면 5월 이후 2%대의 CPI가 형성된다. 물가상승이 본격화된 21년의 전월비 물가상승률을 적용하더라도 금년 상반기 중 3%대까지는 충분히 낮아질 수 있는 것으로 확인된다.

[차트3] 다양한 측정방법의 물가수준은 급등세가 진정되고 하향안정되는 과정에 진입.



자료: Bloomberg, 유인타증권 리서치센터

[차트4] 전월비 추세를 가정하여 CPI 전망시 상반기의 저효과가 반영되어 예상보다 빠른 하향안정 가능성.



자료: Bloomberg, 유인타증권 리서치센터

3. 데이터 의존 정책방향 설정

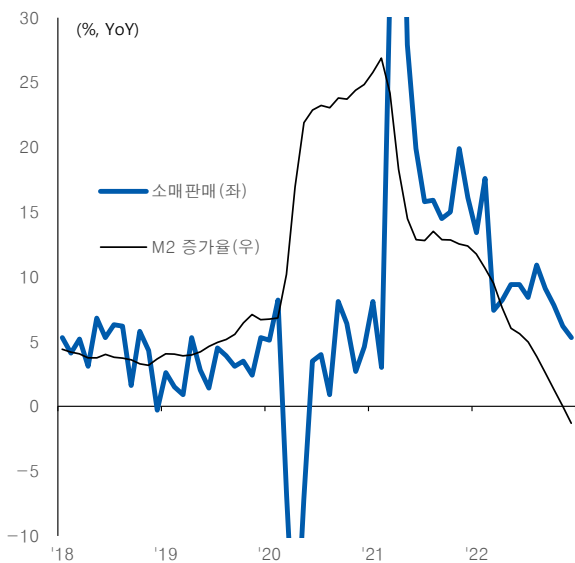
물가상승률은 수요위축과 통화량증가율의 감소 등으로 진정세는 시장에서의 전망보다 빠르게 진행될 것으로 예상된다. 그런데 고용시장지표가 일시적으로 강한 모습을 보이면서 데이터 의존적인 현재의 통화정책 방향성에 대한 논란이 가중되고 있다.

결국 고용시장지표의 신뢰성과 해석에 따라 향후 정책방향성과 경제의 흐름이 결정될 가능성이 높은 것으로 생각된다. 당장 발표된 실업률이 3%대 중반을 하회한 만큼 수치상으로 볼 때 정책 결정의 혼란이 가중되는 상황으로 보인다.

결과론적으로 보면 2월 FOMC 당시의 상황과 바뀐 것이 사실이지만 수요 위축에 따른 구인감소 등을 감안한다면 이 정도 수준의 고용시장이 지속될 수 있을 가능성이 크지 않을 수 있다. 또한 고용과 물가 두 목표 중 물가는 이미 진정되는 과정이기 때문에 지난해 당시 상황보다 완화적 정책의 기대감은 확대된 상황인 것으로 생각된다.

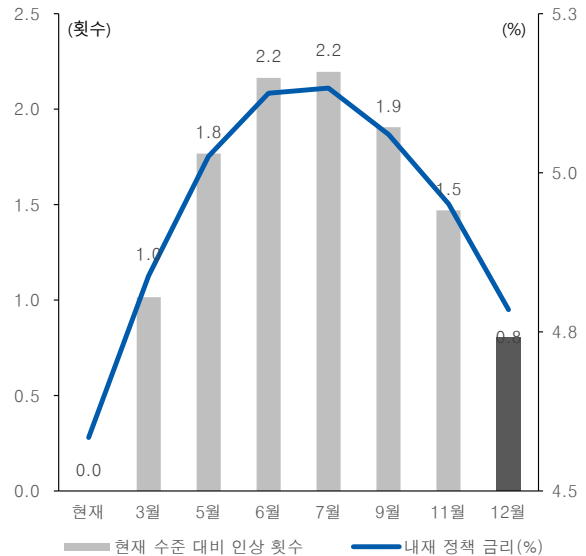
일시적으로 금리 및 환율의 반전이 발생한 것은 데이터 의존적 정책방향 결정이라는 연준의 의지가 반영된 것으로 볼 수 있다. 그러나 여전히 의구심이 존재하는 고용시장보다는 확정적으로 진정이 예정되어 있는 물가지표에 조금 더 집중할 필요가 있다.

[차트5] 통화량 증가율이 급격히 하락하는 동시에 시중 수요의 위축 기조는 여전히 이어지고 있음.



자료: Bloomberg, 유인타증권 리서치센터

[차트6] 시장에 반영된 내재 정책금리는 하반기부터 하향되고 있으며 연말 기준 금리인하 가능성도 대두.



자료: Bloomberg, 유인타증권 리서치센터