



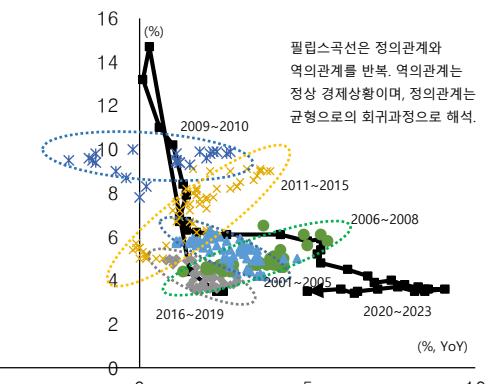
2023.5.8

## 연준의 신호가 현실로 변화하는 시간

### 1. 5월 FOMC에 대한 해석과 평가

- 5월 FOMC에서는 25bp의 금리인상을 단행하였지만 향후 경로 측면에서는 금리인상기조의 중단 가능성은 언급.
- 상업용부동산의 부진과 이에 파생되어 형성되는 지역은행 부실 위험은 결국 연준의 규책사유이므로 긴축기조를 유지하기 어려울 것.
- 4월 실업률이 매우 낮은 수준을 기록. 그러나 수치에 주목하기보다는 장기적 관점에서 필립스곡선 등을 고려할 필요.

2001년 이후로 한정하면 필립스곡선 자체의 이동이 진행되는 중인 것으로 해석

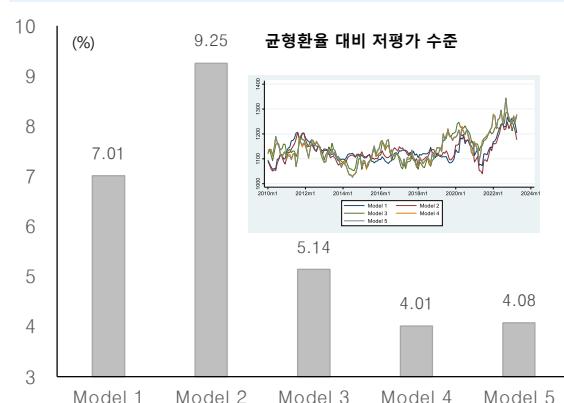


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

### 2. 고민이 많은 원달러환율

- 매크로 분석 관점에서 통화정책은 환율과 연관. 환율에 의하여 교역조건 및 수출기업의 실적 등이 결정.
- 원달러환율이 1300원을 상회하는 것은 경제지표의 비일관성에 기인. 상대적 관점에서 달러대비 저평가 영향.
- 구매력평가에 기반한 여러 모형으로 현재 균형환율수준을 추정해보면, 1200원대 중반에서 1300원까지의 수준을 균형환율로 지지.

구매력평가모형 기반 균형환율 추정 결과 현재 경제지표들을 감안한다면 1200원대 중반의 환율을 지지.



자료: 필자 직접 추정, 유안타증권 리서치센터

## 1. 5월 FOMC에 대한 해석과 평가

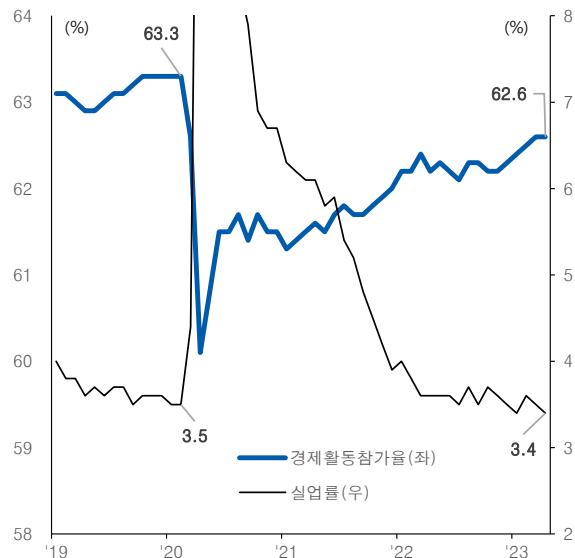
상당히 많은 신호를 보여줄 것으로 기대되었던 5월 FOMC는 결과적으로 시장에서의 기대와 유사한 수준의 정책기조를 보여주었다. 우선 25bp의 금리인상을 단행하였지만 향후 경로 측면에서는 금리인상기조의 중단 가능성까지 언급된 것으로 해석된다.

제반 경제지표들이 일관성이 낮아졌지만 물가의 하락기조로 시장에서는 정책 피봇 기대가 높았었다. 그러나 여전히 2%라는 정책목표를 강조하고 있기 때문에 물가보다는 리스크요인을 더 심도있게 살펴볼 필요가 있는 시점으로 생각된다.

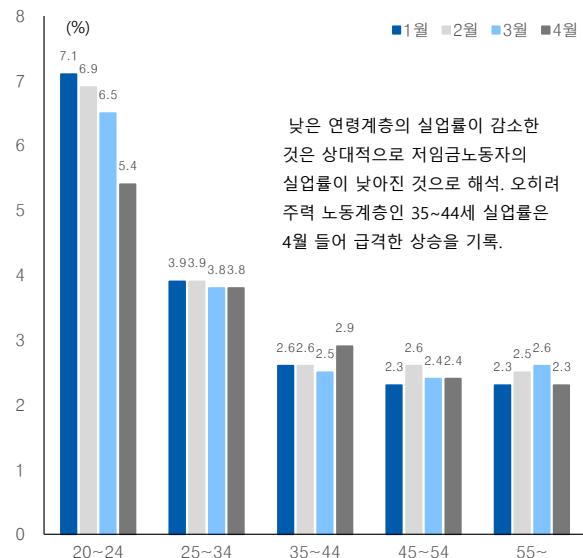
특히 미국 상업용부동산의 부진과 이에 파생되어 형성되고 있는 지역은행의 부실 위험은 점차 확대되는 기조에 진입한 것으로 보이는데, 이러한 상황을 야기한 귀책사유는 연준의 물가판단 실수에 있기 때문에 추가적 금리인상은 어려울 것으로 보인다.

물론 고용시장의 강건성은 경제할 부분이다. 4월 실업률이 매우 낮게 형성되면서 추가 고용에 대한 긍정적 평가가 이어지고 있다. 그렇지만 주력 노동계층인 중년층의 실업률은 유지 혹은 상승을 보이는 것은 고용시장의 왜곡된 상황까지 가정할 필요가 있다. 비농업고용이 전망대비 크게 상승한 이유도 3월 당시 수치의 하향조정에 기인한다.

[차트1] 실업률이 코로나19 이전 수준과 유사한 반면 경활 참가율은 코로나19 직전 대비 유의미하게 낮음.



[차트2] 연령대별 최근 실업률 하락 기조를 감안한다면 상대적으로 저임금인 젊은 계층에서의 실업률이 크게 하락.



자료: Bloomberg, 유인티증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 유인티증권 리서치센터

## 2. 필립스곡선의 slope와 shift

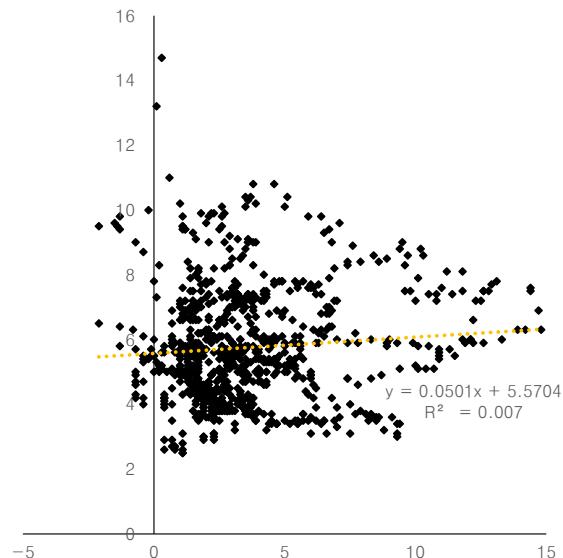
필립스곡선은 통상적으로 인플레이션과 실업률의 관계를 나타내는 것으로써 두 변수의 관계를 역의 관계로 설명하고 있다. 통화정책 및 경기전망을 진행함에 있어서 이 둘의 움직임으로 많은 부분을 예측할 수 있다.

그런데 실제 dataplot을 도식화해보면 일관적인 관계를 찾아내기 어려운 것이 사실이다. 따라서 국면별 두 변수의 관계에서 곡선상의 이동인지 혹은 곡선 자체의 shift인지를 확인할 필요가 있다.

미국의 필립스곡선은 약 3~5년의 주기를 가지면서 shift가 진행된다. 이는 단기 경기 변동으로 생각할 수 있다. 현재의 국면은 코로나19 시기의 마지막 단계인 것으로 생각되며, 필립스곡선의 정상 궤도로의 shift 직전 시기까지 진입한 것으로 판단된다.

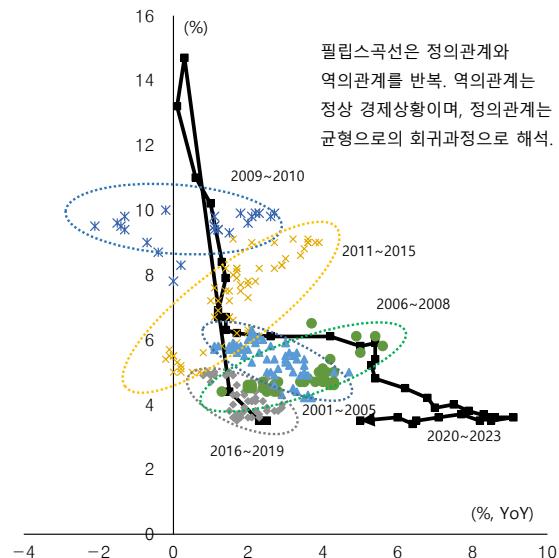
즉, 실업률이 충분히 낮아진 상황이더라도 장기 관점에서는 물가의 꾸준한 하락이 진행되는 시기가 지속될 것이다. 이는 경기에 대한 판단을 조금 다른 시각에서 바라봐야 한다는 근거로 제시될 수 있다. 따라서 고용시장지표에 대한 집중보다는 물가의 하락에 따른 정상기조로 얼마나 빠르게 진입할지에 대한 부분을 보아야 할 것이다.

**[차트3]** 1950년 이후 필립스곡선은 잘 성립하지 않은 모습. 오히려 정의 관계를 보이는 것은 국면별 접근이 유효.



자료: Bloomberg, 유인티증권 리서치센터

**[차트4]** 2001년 이후로 한정하면 필립스곡선 자체의 이동이 진행되는 중인 것으로 해석.



자료: Bloomberg, 유인티증권 리서치센터

### 3. 고민이 많은 원달러환율

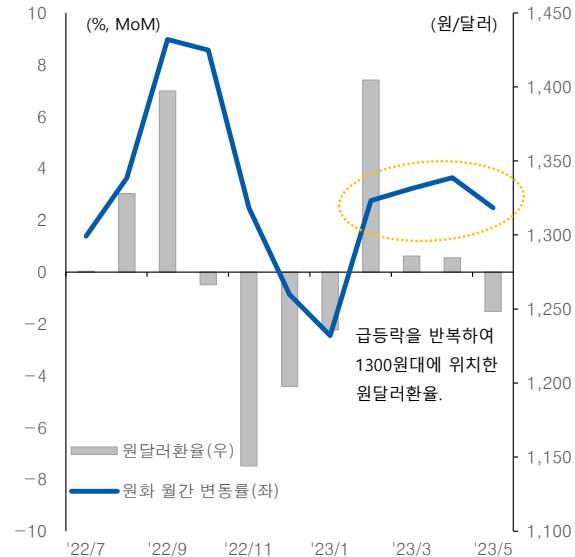
미국의 통화정책이 금융시장에 미치는 영향이 상당하지만, 매크로 분석 관점에서 가장 큰 영향을 주면서 관심을 가져야 하는 부분은 통화가치의 변동이다. 환율의 움직임에 의하여 교역조건 및 수출기업의 실적 등이 결정되기 때문이다.

앞선 내용에서 언급하였다시피 미국의 통화정책 방향성은 은행리스크요인과 실업률 등 데이터요인 중, 필립스곡선이 shift하는 구조적 전환점에 위치하고 있기 때문에 더 이상 긴축적 기조를 가져가기에는 부담이 높은 것으로 생각된다.

최근 원달러환율의 상승기조로 1300원을 넘어서는 수준까지 상승전환이 진행되었다. 이는 전반적인 경제지표가 일관적인 방향성을 보여주지 못하면서 불확실성이 상대적으로 높아진 부분에 더하여 달러가치의 강세 역시 영향을 받은 것으로 보인다. 그런데 통화정책의 완연한 전환을 기대한다면 원달러환율 역시 상승기조의 진정이 예상된다.

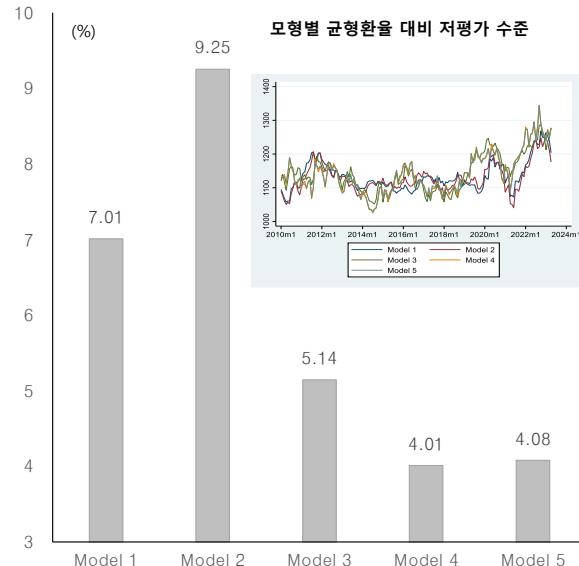
구매력평가에 기반한 여러 가지의 환율결정모형을 기반으로 하여 현재 균형환율수준을 추정해보면, 1200원대 중반에서 1300원까지의 수준을 균형환율로 지지하고 있는 것이 확인된다. 향후 원달러환율의 강세 전환이 기대되는 근거이다.

[차트5] 원달러환율은 지난해 하반기 이후 급격한 약세와 강세 및 상대적으로 변동성이 높은 모습.



자료: Bloomberg, 유인티증권 리서치센터

[차트6] 구매력평가모형 기반 균형환율 추정 결과 현재 경제지표들을 감안한다면 1200원대 중반의 환율을 지지.



자료: 필자 직접 추정, 유인티증권 리서치센터