문홍철의 Concise

채권/FX

25. 11. 03

연준은 고용을 좋다고 평가하며 이는 실수다

- 연준은 고용을 나쁘지 않게 보고 있다. 시장은 이를 오해하고 있어
- 연준은 고용자수를 볼 때 인구 증감을 생각해야 한다고 교과서를 기계적으로 적용
- 연준 덕분(?)에 채권을 매수할 시간적 여유와 고금리를 일정시간 향유할 수 있다

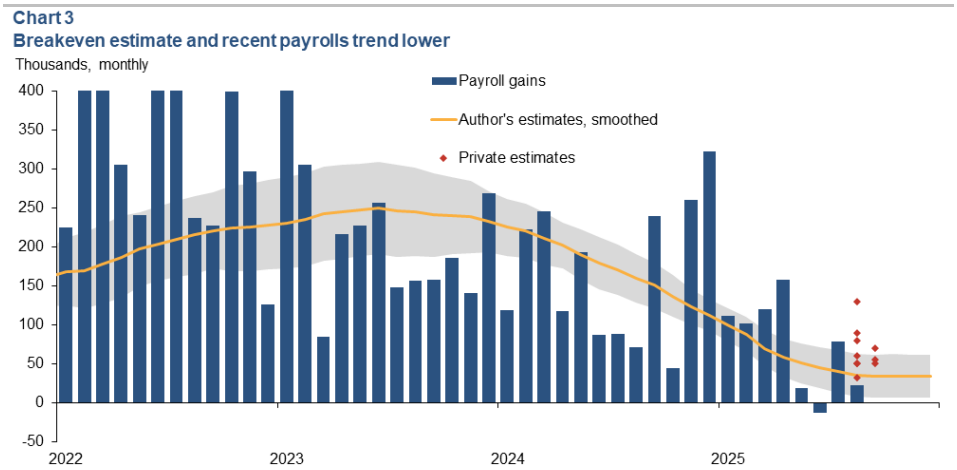
연준은 고용을 나쁘지 않게 보고 있다. 시장은 이를 오해하고 있어: 9월의 매파적 금리 인하에 이어 10월에도 FOMC는 비슷한 흐름으로 진행되었다. 시장은 매파성에 놀라며 연준이 고용을 부진하다고 평가하면서도 왜 금리 인하에 소극적인지 의아해한다. 그러나 이는 연준의 속마음을 오해한 것이다. 말과는 달리 연준은 고용을 나쁘지 않다고 보고 있다. 그렇다면 왜 속마음과 다른 이야기를 하는 걸까? 고용이 정치적으로 민감한 주제이기 때문이다. 월 3만건의 고용은 최근 몇 년 대비 절대 수치가 매우 낮기 때문에 얼핏 생각하면 누가 봐도 좋다고 말할 수 없다. 그래서 연준이 고용을 긍정적으로 말했다가는 언론과 시장, 정치인들의 공격에 노출된다. 어차피 금리인하는 천천히 진행될 것이고 정치 리스크를 감내하기 보다는 공감가는 말로 시민들의 고통을 어루만져주는 척하는 것이 현명하다. 고용에 대해서 심금을 울리는 단어선택과 표면적 공감은 역대 연준의장들의 유구한 역사다. 그렇다면 연준은 왜 고용을 나쁘지 않게 보는가?

연준은 고용자수를 볼 때 인구 증감을 생각해야 한다고 교과서를 기계적으로 적용: 개인과 마찬가지로 공공기관은 말로 할 수 없는 것을 글을 통해 은밀히 보여주는 사례가 잦다. 교과서에서는 노동인구 증감과 고용자수 증감이 일치하는지 여부를 통화정책에서 고려해야 한다고 말한다. 가령, 노동인구가 100이 증가하는데 고용이 80증가에 그친다면 금리를 인하해야 할 것이다. 댈러스 연은은 10월 보고서에서 인구를 고려한 적정 고용창출건수를 추정하여 현재 비농업고용과 대조해 보여줬다. [도표1]에 따르면 현재 적정한 비농업 고용은 월 4만건에 못 미친다. 보고서대로라면 연준은 금리를 빠르게 인하해서는 안된다. 그랬다가는 자칫 경기과열과 인플레를 불러올 것이라고 경제원론에 쓰여 있다. 그러나 우리는 이것이 미국만의 특징인 대규모 이민의 특징을 고려하지 않은 경제학의 획일적 적용일 뿐이라고 평가한다. 미국의 노동인구는 다른 나라와는 다르게 미국의 경기, 즉, 구인수에 영향을 받는다[도표2]. 경기가 개선되면 구인이 늘고 이민자들이 급증한다. 미국은 교과서의 사례와 달리 노동인구가 외생변수가 아닌 경기에 종속된 변수다. 만약 우리의 말이 맞다면 연준은 과도하게 고금리를 유지하는 셈이고 이는 결국 미국의 체력에 부담을 주어 내년에 더 크고 급한 금리인하를 유발할 것이다. 판단은 독자들에게 맡긴다.

연준 덕분(?)에 채권을 매수할 시간적 여유와 고금리를 일정시간 향유할 수 있다: 통화정책은 연준이 하는 것이므로 만약 우리의 평가가 맞다면 고금리 기간이 꽤 유지되면서 최고의 매수기간과 금리 수준을 제공해줄 것이다. 이는 달러 가치에 대해서도 판단을 어렵게 만들 수 있다. 펀더멘털은 약달러인데 연준 정책은 강달러이기 때문이다. 그러나 오래 못 가서 FF금리가 대폭 하락할 것이다. 약간의 여유만 가지고 채권 자산 비중을 지속적으로 확대해 나가도록 하자.

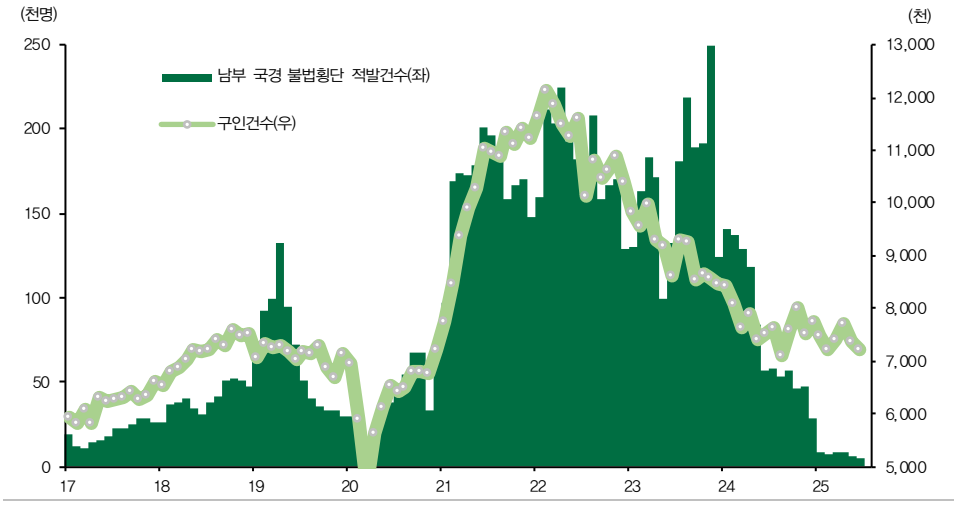
Analyst 문홍철 02 369 3436 m304050@dbsec.co.kr

도표 1. 댈러스 연은의 적정 고용 증감 보고서. 지금의 고용은 부진한 것일 아니라 인구를 고려한 적정 수준으로 수렴해가고 있다고 주장



자료: 댈러스 연준
주: 노란색 선은 인구 증감을 고려했을 때 현재 적정한 수준의 월별 비농업 고용 창출건수, 현재 4만건 이하다

도표 2. 미국은 예외적으로 노동인구가 외생변수가 아니다. 미국의 경기, 즉, 구인율에 의해 크게 변동하고 노동인구는 종속변수다. 따라서 연준의 생각과 달리 적극적 금리인하가 필요하다.



자료:DB증권

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.