

문홍철의 Concise

채권/FX

26. 06. 22

연준의 5가지 TF, 제도의 본질을 꿰뚫다

- 연준이 조성한 5가지 주제에 대한 TF, 당연한듯 받아들여지던 것을 원점에서 재검토
- 커뮤니케이션 TF를 제외한 나머지는 큰 변화를 가져오기 어려울 것
- 연준의 커뮤니케이션 축소가 현실화되면 시장의 변동성은 낮아진다

연준이 조성한 5가지 주제에 대한 TF, 당연한듯 받아들여지던 것을 원점에서 재검토하라: 사이비 교주는 약한 마음을 가지고 신도를 속이는 것처럼 보이지만 교주 본인에게 물어보면 그들은 진심으로 자신을 신(神)이라고 생각한다. 인간의 뇌는 거짓에 저항하도록 설계되어 있기 때문에 거짓말을 할 때는 자기 자신부터 속인다. 금융시장 참여자들은 연준이나 정부가 보다 나은 정보를 가지고 마치 신처럼 더 나은 예측을 할 것이라는 통념이 있다. 그러나 역사적인 실증 분석은 일관되게 그렇지 않음을 증명한다. 그런 면에서 우리는 캐빈 위시의 '포워드 가이드نس, 경제 전망 제시 무용론'에 격하게 공감한다. 특히 연준 인사들의 언론 접촉은 적을수록 좋다. 미래 전망이 부정확한 상태에서 말이 많아지는 것도 문제지만 더 큰 폐해는 우리와 똑같이 잘 모르는 그들이 금리를 결정하는 '권력'을 가지고 있기 때문이다. 이는 마치 금치산자에게 총을 쥐어주는 것에 비유된다. 게다가 인간은 내뱉은 말에 앵커링되는 편향이 있어 정책이 경직된다. 가령, 연준 인사가 경제전망과 점도표를 발표하면 그 이후의 지표와 현상을 그에 맞춰서 아전인수로 해석하려 한다. 경제 지표라는 것이 최종적으로 확정되기까지 수개월~수년간 부정확한데다가 수치가 금융 시장도 급작스럽게 변한다. 특히 크레딧 위기는 순식간에 확산될 수 있다. 연준이 정책 가이드نس를 대중에게 공개하면 앵커링 때문에 대응이 늦어지고 결국 사후약방문으로 후행적 정책이 불가피하다. 결과적으로 연준의 5가지 TF중 커뮤니케이션에 있어서는 향후 보다 간략하고 언론 노출 및 보도 자료가 줄어드는 방향으로 움직일 것이다.

데이터 출처와 활용 TF는 앞서 커뮤니케이션 오류와 연결된다. 우리는 이미 비농업고용지표는 데이 트레이더가 아니라면 차리라 보지 말 것을 권고한 바 있다. 현실을 반영하지 못하는 저신뢰 지표를 이용하여 통화정책을 해왔음에도 불구하고 연준은 과거 정책에 대해서 잘못을 인정한 적도 없다. 새로운 TF는 고빈도 지표나 시장 가격을 활용하여 통화정책 적시성을 높일 요량인 듯하다. 가령, 민간 산출 지표, 수익률 곡선, 스왑 스프레드, TIPS BEI 등은 필립스 곡선, 포워드 가이드نس, 2%물가 타겟과 같은 현실성이 의심스러운 이론 놀음보다 그나마 약간 더 가치가 있다. 다만 우리는 현 지표의 부정확성 만큼이나 대안 지표 의존이 실질적 성과를 거두지는 의문이다. 가령, 2024~2025년 비농업고용이 잘못되었음을 지적한 민간 산출 자료가 많았다. 그럼에도 불구하고 시장은 NFP를 압도적으로 참고하기 때문에 연준을 떠나 대중들이 새로운 프레임 변화를 받아들일 수 있는 역량이 부족하다. 이는 연준 정책에 정치적, 여론적인 부담이 될 수 있다. '공식 자료와 상반되는 민간 출처의 지표를 참고하다니?! 틀리면 책임질 것인가?'와 같은 비난으로부터 자유롭기 어렵기 때문이다. (다음 페이지 계속)

대차대조표 정책 TF는 호기롭기는 하나 이를 금융위기 이후부터 20년 가까이 연구한 당사 입장에서 볼 때 큰 효과를 거두기 어려울 것이다. 이미 현재의 자산매입(RMP, 기준관리 프로그램)이 과거 금융위기 직후 QE의 장기물, MBS매입과는 다르다는 점을 우리는 밝혔던 바 있다. 풍부한 기준 시스템이 주요 검토 대상이 될 듯하다. 동 시스템은 금융위기 이후 은행 규제, 경제 규모 확대 등에 의해 불가피하게 적용된 것이다. 은행 규제를 대폭 완화할 것일 아니라면 TF에서도 큰 변경, 수정점은 찾을 수 없을 것이다.

생산성과 일자리 TF는 시발전에 따라 연준도 한번 이를 검토해보자는 보여주기식 차원일 것이다. 그 결과가 어찌될지는 불확실하고 경제학의 연구도 이제 초반이어서 결론은 알 수 없다. 다만 우리가 주장해왔듯이 과거의 신기술이 고용에 미치는 영향이 반복될 것이라고 생각한다. 즉, 시는 일의 양태를 바꿀 것이고 고용 총량에 미치는 영향은 제한적일 것이다. 그 과정에서 마찰적 실업 및 창업의 증가 등은 나타날 수 있다. 장기적으로 보더라도 역사적으로 늘 진실이었던 '슬로우의 역설'에 의해 시가 수백년간 이어져온 생산성 추세에 영향을 주지 않을 것이라는 견해를 고수한다. 단, AI CAPEX 투자 급증을 AI 생산성 증가로 오해하는 사람들이(심지어 경제학자들조차도) 부지기수인 점, 현재 데이터에 자신의 데이터를 건강부회하는 경제학의 탁월한 기술력을 고려하면 연준이 잘못된 판단을 내릴 가능성도 없지 않다.

마지막으로 **인플레이션 프레임워크 TF**는 과거에도 자주 있었던 검토내용이므로 새로운 것은 없다. 지금까지 자주 있었던 인플레 프레임워크가 늘 뒷북이거나 결국 잘못된 정책이었던 사례(가령 평균 물가제(AIT) 등)가 많아서 굳이 신경쓸 필요는 없어 보인다.

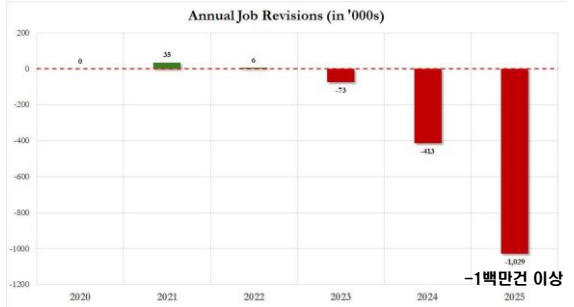
근본부터 새롭게 검토하는 것은 환영할 만, 그러나 큰 변화를 추구하기는 어려워: 결과적으로 연준의 새로운 TF구성은 당연하듯 받아들여지던 기존의 상식을 뒤집어 근본부터 다시 검토한다는 점에서 신선하고 환영할만하다. 더 나아가서 왜 단기 금리를 중앙은행이 결정해야하는지에 대해서도 재검토한다면 좋겠지만 이미 고착화된 제도이니 이 정도만이라도 어디나 싶다. 앞서 살펴본 5개의 TF중 커뮤니케이션을 제외하면 나머지는 이미 오랜 기간 검토되었던 주제들이거나 뜬 구름 잡는 이야기(AI 생산성)여서 별다른 해법을 찾아내기 어려울 것이다. 커뮤니케이션 TF 이후 점도표나 경제전망 발표 등을 축소하면 시장 변동성이 줄어들 것이다. 언론과 분석가는 이에 불만이 많을 것이고 시장 변동성이 커질 것이라고 지레 짐작하지만 완전한 오해다. 권력을 쥐었지만 잘 모르는 사람(연준)이 스스로도 모른다고 인정하고 가만히 있으므로 시장이 더 자율적이 되며 스스로 생각하게되고 노이즈가 감소하므로 환영할 일이다. 연준발 금융시장 변동성이 완화되고 중앙은행이 보다 유연해지는 계기가 되었으면 하는 바램이다.

도표 1. 부적확성을 가진 특정 집단이 신념과 금리 조절이라는 막강한 힘을 가지면 재앙이 찾아온다.



자료: 구글 이미지
주: 스스로의 무지를 인정하면 적어도 사고는 치지 않는다 "소크라테스"

도표 2. 연준은 고장난 나침반으로 항해하면서도 너무 강한 힘과 확신을 가지고 있다. 위험하다.



자료: 미국노동통계국
주: 연간 1백만건 이상의 수정이 가해지는 잘못된 지표로 막강한 정책을 펼치는 것은 너무 이상하지 않은가?

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.