



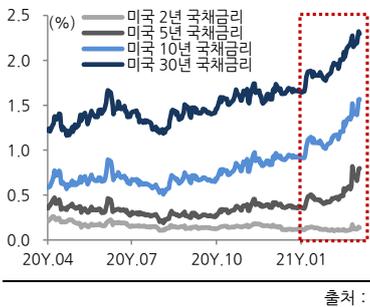
연준의 신뢰, 향후 민간의 "장기 기대물가"에 달렸다

Research Team

Economist 최서영

sy.choi90@samsung.com

5년물부터 밀어올리는 장기금리 상승



큰정부+정상화, 실질금리 상승 정당화



[Review] 美 장기금리, 연준 용인 속 추가 상승 / 대규모 소득보전 상원 통과

미국 국채금리가 금융시장 변동성을 여전히 지배했던 주간이었다. 주 초반, 브레이너드 이사가 연준 인사들 중 처음으로 ‘국채금리 동향을 주시하고 있다’는 발언을 한 이후 시장에서는 주 후반 파월 의장이 대담에서 보다 구체적인 개입을 시사해줄길 기대했으나, 장기금리 상승을 여전히 용인하는 스탠스를 보이면서 직후 장기금리는 또 다시 급등했다.

지난 주말 미국 상원 민주당은 하원에서 넘어온 \$1.9조 부양 패키지를 일부 수정해 통과시켰다. 상원은 현금지급 대상의 소득기준을 기존에 비해 소폭 강화했으며(기존 대상자, 개인 \$10만/부부합산 \$20만 미만 → 개인 \$8만/가족 합산 \$16만 미만) 실업급여는 기존 주당 \$400에서 \$300로 지급액을 낮춘 대신 기한을 일주일 연장했고(8/29 → 9/6), 가장 논란이 되었던 최저임금 인상안은 제외되었다. 수정된 부양안은 오는 9일 하원 표결에 부쳐질 예정이며, 바이든 대통령은 기존 실업급여 종료일인 3/14 전에는 최종 서명을 예고하고 있다.

한편 미국 이외 국가들의 중장기금리는 지난주 안정된 양상을 보였는데, 연준과 달리 ECB, BOJ, RBA 등 여타 선진국 중앙은행의 경우 ‘최근 장기금리의 가파른 상승을 불편하게 보고 있다’는 시그널을 시장에 명확히 전달하면서 장기금리 상당 방어 의지를 상대적으로 강하게 드러내고 있기 때문으로 풀이된다. 최근 장기금리 상승에 대한 각국 중앙은행들간 발언에 온도차가 있는 이유는 각국의 성장 및 인플레이션 전망 차이, 다르게 말해 과열 발생 가능성에 대한 국가간 전망에 차이가 있기 때문일 것이다. 미국 이외 선진국들은 경제 회복 기대는 있지만 과열 가능성은 거의 없다. 이에, 해당국 중앙은행들은 장기금리 제어 의지를 상대적으로 편안하게(?) 내비치고 있다. 반면 미국의 경우에는 예상보다 빠른 경제 정상화 전망과 그럼에도 불구하고 상당한 규모로 통과될 바이든 행정부의 재정부양책 영향으로 최근 경제 과열 가능성 및 추세적인 인플레이션 논쟁이 부각되고 있다는 점이 중앙은행들간 대응에 온도차를 만들고 있는 것으로 해석된다. 미국과 미국 이외 선진국 중앙은행들간 정책 대응 온도차는 최근 달러 강세 요인으로도 작용하고 있는 듯 보인다.

한편, 선진국 중앙은행은 각자의 경제 상황에 맞게 정책 대응을 할 수 있지만 **신흥국의 경우에는 미국 경제 정상화 속도와 그에 뒤따를 연준의 정책 정상화 속도가 빨라질 가능성을 대비해야 하는 국면으로 진입할 수 있어 모니터링이 필요하다.** 연준이 아무리 완화 편향 스탠스를 내비친다 하더라도 미국 경제 정상화 시점이 앞당겨지고 미국 경제가 감내할 수 있는 금리 레벨이 계속 높아져간다면 신흥국 중앙은행들에는 정책 정상화 속도를 앞당겨야 하는 이유로 작용할 수 있다. 만일 인플레이션을 둘러싼 연준과 시장간 실랑이가 심화된다면 신흥국들의 시장 상황도 급변할 가능성을 배제하기 어려울 것이다.

시험대에 오른 연준의 "기대물가 관리 능력". 연준은 잘 극복해낼 수 있을까

지난 목요일 파월 의장의 대담 직후, 미국 장기 국채금리는 급등했다. 일각에서는 이를 ‘파월의 시장 달래기 실패라 표현하기도 하지만 파월 의장 발언과 시장 반응 사이에 딱히 오해는 없었다. 파월 의장은 (1) 까다로운 정책금리 인상 조건을 재확인해 연준의 완화 편향적인 정책 경로를 다시 강조했고, 재정정책과 백신으로 향후 전망이 개선되었지만 완화정책을 후퇴할 만한 여건이 오기까지는 여전히 상당한 시간이 필요할 것으로 예상했다. 인플레이션 리스크에 대해서는 “기저효과, 정부의 일회성 현금지급, 경제활동 재개 영향, 일부 공급능력 훼손 등으로 인한 일회성 이벤트일 것”이라 강조하고 또 강조하며, 해당 요인들이 추세에 큰 변화를 만들지는 않을 것이라 전망했다. (2) 장기금리에 대해서는 최근의 가파른 움직임이 관심을 끌기는 했지만 “**전반적인 금융 여건은 여전히 괜찮다**” 표현하며 개입에 나설 생각이 없음을 시사했다. 다만 만일 시장에서 무질서한 흐름이나 금리의 긴축 양상이 지속되어 연준의 목표를 위협할 경우에는 우려할 것이라고만 언급했다. 시장에 더 큰 충격이 발생하기 전에 연준의 개입은 없을 것이라는 점을 못박은 셈이다.

Global Economy

(1)과 (2)는 모두 장기금리 상승 요인이다. 우선 (2) 연준의 장기금리 개입 기대의 경우, 거의 모든 위원들이 입을 모아 최근의 장기금리 동향은 “자연스러운 것”이라 언급한 만큼 웬만한 상황이 발생하지 않는 이상 3월 FOMC에서도 같은 언급이 반복될 것이다. 시장도 어느정도 기대를 접었을 것이므로, 장기금리는 이제는 민간에서 자체적인 균형 레벨을 찾아가기 위한 과정을 겪을 것으로 예상된다. 다만 앞으로 관건은 (1) 연준의 정책금리 인상 경로(점도표)와 연준의 인플레이션에 대한 판단을 둘러싼 소통일 것으로 예상된다.

최근 시장에서는 연준의 금리인상 시점 전망이 앞당겨진 동시에 기울기 또한 이전보다 가팔라질 가능성을 반영하고 있는데, 대담에서 파월 의장은 시장이 금리인상 경로를 너무 앞서 반영하지 않기를 당부하는 듯 “우리가 정책에 변화를 줄 때에는 단순히 ‘전망’을 기반으로 하는 것이 아니라, 관련 경제지표들의 뚜렷한 개선을 실제로 확인한 이후에 결정할 것”이라 언급했다. 겉으로 보기엔 전 구간의 금리들을 안정시킬 법 한 발언이다. 하지만 이 발언은 시장의 향후 인플레이션 전망에 따라 자칫 장기 기대물가와 장기금리를 위로 더 자극할 수 있는 발언이다. 향후 2~3분기 가장 주시해야 할 주제는 연준이 일시적이라 판단할 물가 상승을 금융시장도 정말 “일시적”이라 여겨줄 것인가에 달려있다.

만약, 아무리 실제 물가지표가 위로 강하게 튀더라도 많은 사람들이 “이번의 물가 상승은 일시적 요인에 의한 것이며, 다시 원래의 추세로 돌아갈 것”이라는 생각을 가지고 있으면 장기 기대물가는 크게 변하지 않는다. 장기 기대물가가 적정 수준에서 유지된다면 강하게 튀었던 물가는 원래의 추세선으로 돌아오기 마련이다. 하지만 위로 튼 물가가 지속될 가능성이 있다는 전망이 확산된다면 장기 기대물가도 따라서 위로 올라가게 될 것이고, 실제 물가도 원래의 추세선으로 하향 안정되기 어려운 상황이 올 수도 있다. 연준이 이번 물가 상승을 “일회성”이라 강조하고 또 강조하는 이유이다. 아직 고용시장이 충분히 회복되지 못했는데, 일시적으로 자극된 물가가 장기 기대물가를 자칫 적정 범위 위로 자극하는 현상이 나타나게 되면 연준은 고용시장을 충분히 기다려주지 못한 채 기대물가를 제어하기 위한 긴축정책을 택할 수 밖에 없는 상황으로 몰릴 수 있기 때문이다.

만일 연준의 “일시적 물가 상승” 판단과 달리 시장이 인플레이션을 의심하기 시작하면 그때부터 문제는 복잡해진다. 인플레이션에 대한 시장의 의구심이 살아있는 상황에서 연준이 예상보다 완만한 점도표를 발표한다면(지금의 물가 상승은 일시적이니까..) 시장은 인플레이션을 실제로 용인하는 연준의 스탠스로 인해 인플레이션 리스크가 현실화될 가능성을 오히려 높이면서 연준의 의도와 달리 장기 기대물가와 장기금리는 위로 더 자극될 수 있고, 그 경우 연준의 점도표는 신뢰를 점차 잃게 될 수도 있다(연준은 물가 급등을 방어하기 위한 금리인상을 결국은 할 것이므로). 지금과 같은 시기에 너무 완만한 점도표는 오히려 리스크를 키울 수 있음을 의미한다. 반대로, 만일 연준의 “일시적”이라는 설득이 시장에서 수용될 경우에는 이번의 단기 인플레 급등 국면을 부드럽게 지나갈 수 있을 것이다.

요약하자면, 연준은 올해 중순 집중될 물가 상승 압력을 “일시적”이라 최대한 강조하면서 실제 물가 동향이 민간의 장기 기대물가에 영향을 미치지 않게끔 노력할 것이며, 만일 인플레이션이 일시적이지 않다면 주저없이 대응할 것(금리인상)이라는 시그널도 강화해 기대물가 상단을 막기 위한 노력에 집중할 것이다. 이러한 시기에 장기금리를 인위적으로 잡는 정책을 펴는 것은 오히려 인플레 리스크를 자극하는 정책이기 때문에 웬만한 상황이 발생하지 않는 이상 가능성이 매우 낮다. 장기금리 제어 정책은 가까워서 보면 시장이 좋아하는 정책일 수 있으나, 멀리서 보면 연준의 신뢰를 훼손해 리스크를 키우는 정책이 될 것이다. 올해 중순, 기대물가들이 실제 물가를 따라 위로 올라간다면 상황이 복잡해질 수 있음을 염두에 둘 필요가 있다. 반대로, 시장이 연준에 대한 신뢰를 유지해 기대물가가 안정된 양상을 유지한다면 곳곳에서 불거지던 인플레 리스크 경고는 완화되어갈 것이다.

[Preview] 美 금리와 증시 동향, 미 국제입찰, 부양책 통과, CPI, ECB 회의 등

지난 금요일, 미국 금리가 다소 안정되고 증시도 큰 폭 회복 마감했던 만큼 금리 발작으로 인한 단기 증시 조정 마무리 여부를 주시하며 대응할 필요가 있다. 다만 여전히 미 국제입찰 결과나 물가지표에 따른 금리 변동성에 주의가 필요하며(10월 10년물, 11월 30년물 입찰 예정), 통과를 코앞에 둔 소득보전 정책이 기대물가나 장기금리에 영향을 미칠지도 주목 사안이다. ECB 회의에서는 금리 추가 상승 시 자산매입 정책 확대에 대응할 여력이 충분히 있음을 강조하면서 연준과는 다른 정책 스탠스를 보일 전망이다.

Global Economy

전주 주요지표 발표 결과

지역	해당기간	경제지표	단위	발표치	이전치	서베이
미국	Feb	ISM 제조업지수	Index	60.8	58.7	58.9
	Feb	ADP 민간고용	천명	117k	195k	205k
	Feb	ISM 서비스업지수	Index	55.3	58.7	58.7
	Jan	제조업수주	MoM	2.6%	1.6%	2.1%
	Feb	비농업부문 취업자수 증감	천명	379k	166k	200k
	Feb	실업률	%	6.2%	6.3%	6.3%
	Feb	경제활동 참가율	%	61.4%	61.4%	61.4%
유로존	Feb	CPI	YoY	0.9%	0.9%	0.9%
	Jan	PPI	YoY	0.0%	-1.1%	0.1%
	Jan	실업률	%	8.1%	8.1%	8.3%
	Jan	소매판매	MoM	-5.9%	1.8%	-1.4%
중국	Feb	차이신 서비스업 PMI	Index	51.5	52.0	51.5
	Feb	수출(1~2월)	YoY	60.6%	--	40.0%
	Feb	수입(1~2월)	YoY	22.2%	--	16.0%
	Feb	무역수지(1~2월)	bil \$	\$103.25b	--	\$59.00b
일본	4Q	자본지출	YoY	-4.8%	-10.6%	-2.0%
	4Q	기업이익	YoY	-0.7%	-28.4%	--
한국	Jan	광공업생산	MoM	-1.6%	2.7%	0.7%
	Feb	CPI	YoY	1.1%	0.6%	1.0%

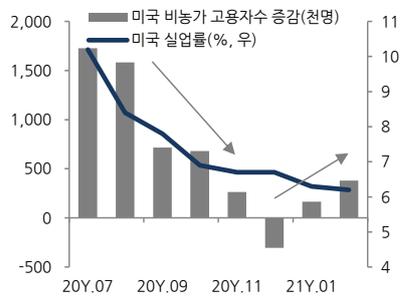
출처: Bloomberg, 삼성선물 정리

미 ISM 제조업, 강한 비용측 물가 압력



출처: ISM

미국 고용, 정상화 속도 얼마나 빠를까



출처: BLS

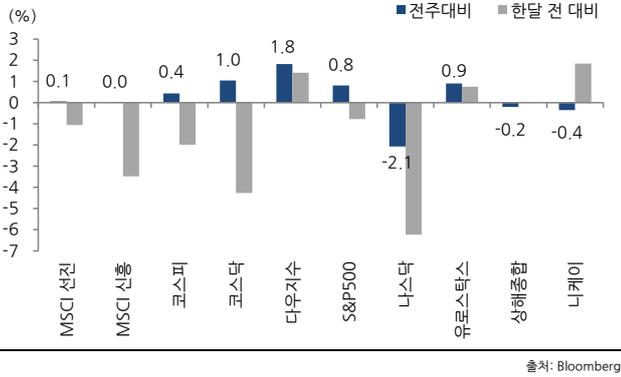
금주 주요 지표 발표 일정

	3월 8일 월요일	3월 9일 화요일	3월 10일 수요일	3월 11일 목요일	3월 12일 금요일
미국		19:00 OECD 경제전망 20:00 NFIB 소기업 낙관지수	22:30 CPI		00:00 구인이적보고서 구인건수 22:30 PPI
유럽	18:30 섀티스 투자자기대지수	19:00 고용(확정) 19:00 GDP(확정, 지출별 발표)		21:45 ECB 회의	19:00 산업생산
중국		09~15 사회용자총액 09~15 통화공급 M2	10:30 CPI 10:30 PPI		
일본	08:50 경상수지 08:50 은행대출 14:00 경기관찰조사	08:30 임금/가계 소비지출 08:50 GDP(확정) 15:00 공작기계 수주		08:50 PPI	08:50 제조업 BSI
한국		08:00 경상수지	03/15 은행 가계대출		

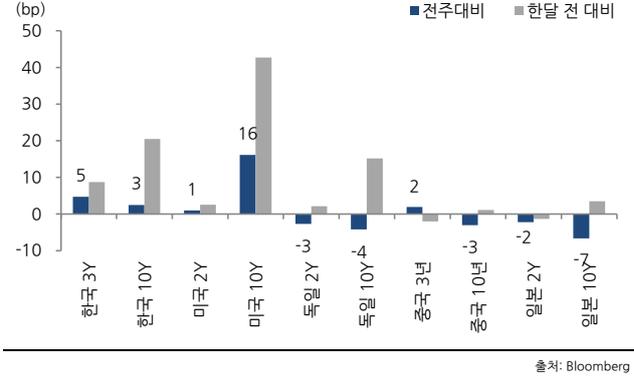
출처: Bloomberg, 삼성선물 정리
주: 한국 시간 발표시점 기준

Global Economy

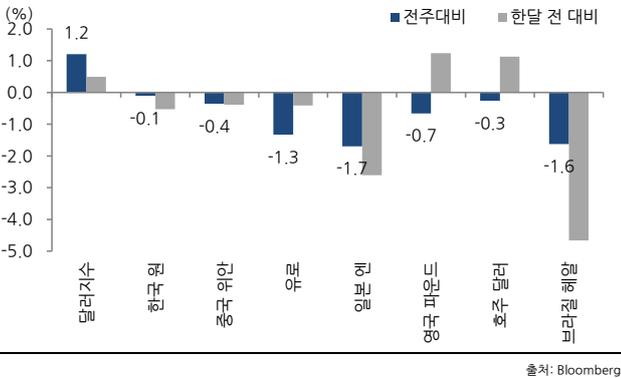
주요국 증시 등락률



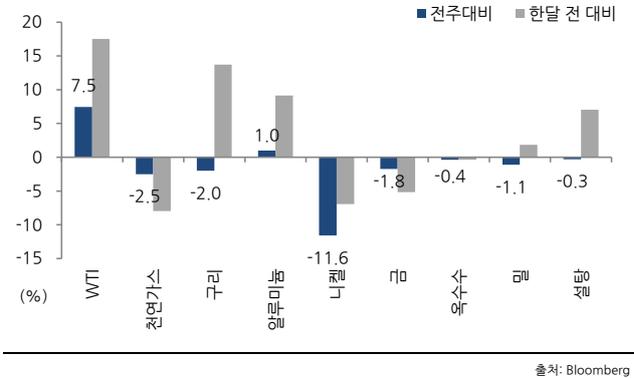
주요국 국채금리 등락폭



주요국 달러 대비 통화가치 변화



주요 원자재 선물 등락률



달러 인덱스



주요국 Economic Surprise Index



미 국채금리, 인플레이션 기대율



달러/원, 100엔/원



VIX, MOVE 지수



JP EMBI, 미 회사채(Baa) 스프레드

