

연착륙을 향한 파울의 드리블



2023.09.22

김준영 경제

02-709-2652
elvis.kim@ds-sec.co.kr

Executive Summary



- 중장기적으로 우하향해 온 중립금리 추세가 유효하다고 보입니다. 다만 단기적으로 중립 금리가 높아졌다고 판단합니다. 높아진 중립금리와 물가 환경을 고려해 보면 내년 금리 인하 폭이 적어도 연착륙 기대감은 유효하다고 판단합니다.
- 목표 물가 상향에 대한 논의에 대해 다뤘습니다. 당장 연준이 실무적으로 검토할 내용은 아니지만 고용시장의 둔화를 마냥 기다리면서 물가를 잡을 수 없는 연준이기에 내년 끝자락부터 본격적으로 공론화될 것으로 보입니다.
- 고정금리 비중이 높은 국가일수록 제로금리 시대 이후 긴축의 파급효과는 크게 줄어든다고 판단합니다. 이는 가계의 구매력 보전과 소비 지속으로 이어집니다.
- 고용시장이 연준의 생각대로 안정되면서 실업률 상승 없이 서서히 물가를 잡을 수 있다는 기대감이 커지고 있습니다. 최근 근원 물가 지표는 긍정적인 전개를 보여주고 있습니다. 단기 자금 시장 또한 예상대로 역레포 유출에 따라 안정적인 모습을 보이고 있습니다.

Con- tents

중립금리와 골대 옮기기 04

중립금리에 대한 논의
목표 물가를 바꿀 수 있을까?

양호한 미국 경제 18

파급효과는 서서히 나타날 것
소비 The Money

경제 데이터 모니터링 27

월러의 상상은 현실이 된다
근원 물가는 괜찮다
통화정책 및 유동성 전망

Appendix 40

경제 지표 일정

중립금리와 골대 옮기기

중립금리에 대한 논의

연준이 생각하는 실질 중립 금리

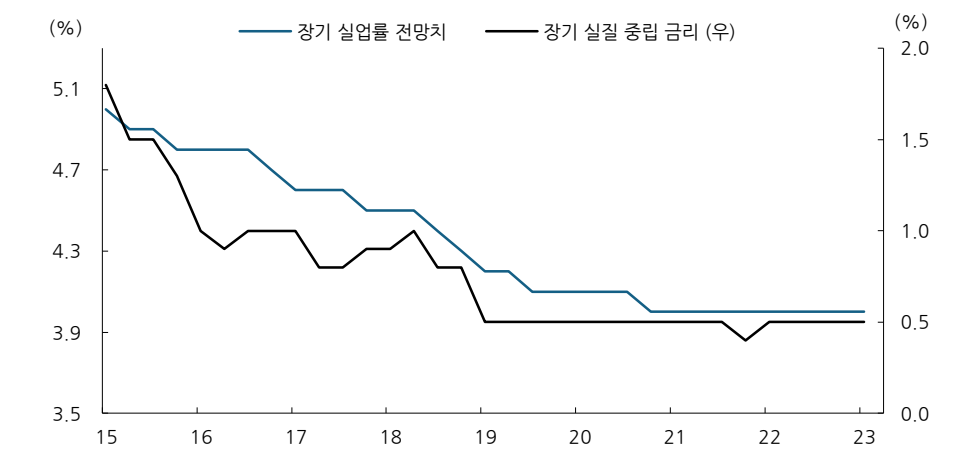
장기 실질 중립 금리는
우하향

연준의 실질 중립 기준금리는 우하향해 왔다. 2015년 6월부터 이어져 온 장기 물가 전망과 장기 기준금리의 차이를 연준이 생각하는 중립적인 실질 기준금리로 꾸준히 우하향해 왔다. 저성장/저물가의 우려가 재차 살아났던 2019년 장기 실업률 전망치는 큰 폭으로 하락했다. 2018년 12월 마지막 인상을 기점으로 1여년 만에 0.4%p 하락했다.

물가에 대한 장기 전망치는 2%에 고정되어있다. 2012년 1월 연준이 공식적으로 목표 물가를 2%로 결정한 이후 변화가 없었던 점을 고려해보면 당연한 결과일 수도 있다. 장기 실질 중립 금리가 내려왔다는 것은 장기 기준금리에 대한 눈높이가 낮아졌다는 뜻이다. 실질 중립 기준금리는 19년 6월 이후 줄곧 0.5% 수준에 머무르고 있다. 일시적으로 0.4%로 낮아진 적이 있는데 22년 3월로 인플레이가 일시적일 것이라고 여겨지는 외중에 첫 금리 인상이 있었던 FOMC라는 점은 아이러니하다.

이번 사이클 이후 2010년대 저물가 시대로의 회귀에 대해 회의적인 시각이 많다. 연준의 물가 목표에 변화를 줄 가능성과 향후 실질 금리의 방향이 어떻게 움직일지 고민해볼 필요가 있다. 특히 중립 금리가 높아진다면 연준의 금리 인하 폭에도 큰 영향을 줄 것으로 보인다.

그림1 연준의 장기 전망치 추이



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

꾸준히 하락해 온 중립 금리

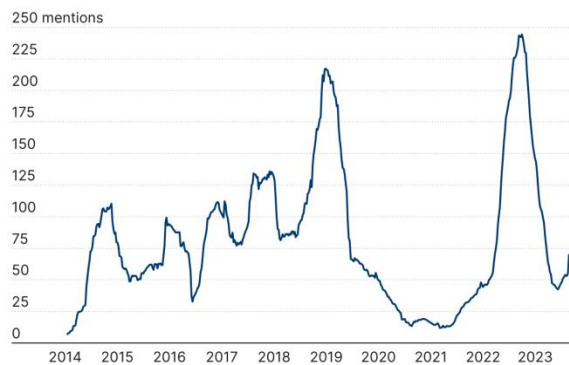
과열시키지도 냉각시키지도
않는 수준의 금리

중립 금리는 부양적이지도 않고 긴축적이지도 않은 가상의 금리 수준이다. 중립 금리에 대해 논의할 때 대체로 인플레이션을 뺀 실질 중립 금리를 지칭한다. 경제 상황에 따라 달라지고 이론적으로만 존재한다. 연준이 정할 수 있는 수준은 아니지만 관점과 향후 경제에 대한 전망에 따라 예상되는 실질 금리 수준이 상이할 수밖에 없다. 그렇기 때문에 시장에서는 연준이 생각하는 중립 금리 수준에 관심을 가진다.

뉴욕 연에서 추정하는 주요국 실질 금리 추이는 우하향해 왔다. 코로나 이후에도 우하향 추이가 사라졌다는 증거가 약하다고 발표했다. 앞으로도 중립 금리가 우리가 경험한 대로 우하향할지를 살펴봐야 한다.

그림2 금리 인상 혹은 인하에 대한 기대감이 커질 때 중립금리에 대한 관심이 커짐

News stories mentioning the term "neutral rate"



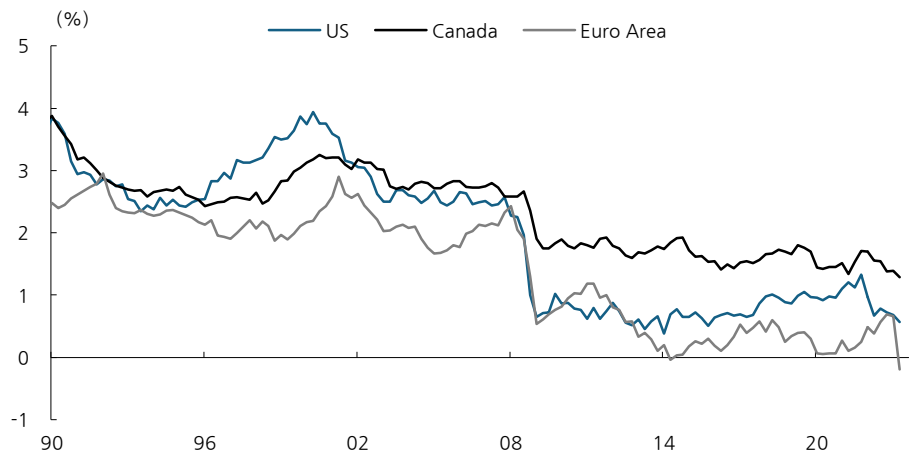
Source: Bloomberg

Note: Data shows the 26-week rolling average of stories across sources from Bloomberg's News Trend (NT) function.

Hutchins Center
on Fiscal & Monetary Policy
at BROOKINGS

자료: Brookings, DS투자증권 리서치센터

그림3 주요국 실질 금리는 우하향 추이를 유지 지속



자료: NY Fed 'Holston-Laubach-Williams' Model, DS투자증권 리서치센터

중립 금리의 방향은 어디로

중립금리가 높아졌을 수도 있다?

중립 금리에 영향을 주는 요인을 살펴보면 추세적인 성장 둔화, 고령화, 저축 과잉, 안전자산 부족, 투자 감소 등이 있다. 코로나 이후 미국 경제가 양호한 성장을 지속하고 재정적자가 확대되면서 중립 금리 상승에 대한 논의가 커지고 있다. 단기적으로 중립 금리가 높아졌을 가능성을 열어둘 필요가 있으나 중장기적으로 기존의 트렌드가 계속될 가능성이 더 높다고 판단한다.

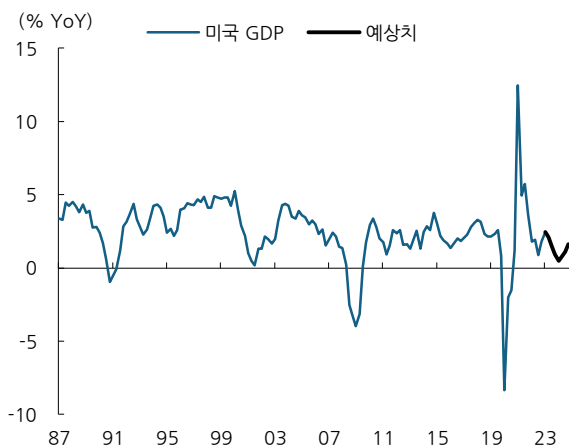
저성장 기조 지속은 중립 금리의 하방 압력

중립 금리 하락을 주도해 온 요인 중 하나는 실질 생산의 추세 성장 둔화다. 실질 금리와 경제 성장률 사이에 양의 관계가 있다고 알려져 있다. 선진국 경제의 추세 성장은 1980년대 초부터 감소하고 있다. 25년 미국 성장률 전망치는 1.9%로 2010년대 2.2%를 살짝 하회한다. 장기적으로 미국의 성장률이 과거 수준으로 회복할 수 없다면 중립 금리가 계속 하방 압력을 받을 것이다.

고령화가 실질 금리를 높이는 요인일지는 지켜봐야 함

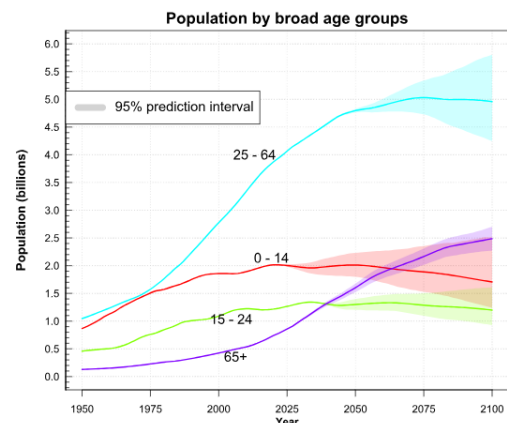
고령화는 거스를 수 없는 인구 구조적인 문제인데 중립 금리를 내리는 요인으로 작용해왔으나 향후 방향에 대해서는 찬반이 팽팽하다. 과거에는 중년기 인구의 비중이 높아졌고 이에 따라 저축 공급이 많아졌지만 고령화가 본격화되면서 저축이 줄어들 수 있다는 견해가 있다. UN에 따르면 2020년대부터 본격적으로 고령층 인구 비중이 높아지면서 저축이 줄어들고 금리가 상승할 수 있다는 자료가 있다. 다만 기대수명이 늘어나면서 상대적으로 이러한 저축 감소 추세가 긴 시간에 걸쳐 분산되어 나타날 수 있다는 기대감도 있다.

그림4 미국 성장률 추이



자료: BEA, DS투자증권 리서치센터

그림5 UN의 연령별 글로벌 인구 전망



자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터

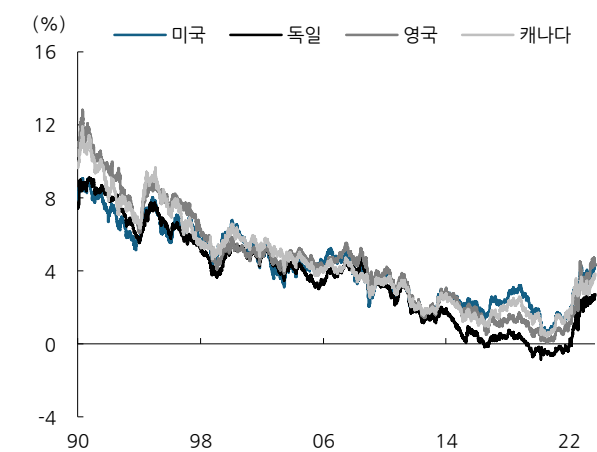
저축과 안전자산의 부족

저축의 급증은 안전자산 부족으로 이어지면서 금리가 계속 하방 압력을 받을 수 있었다. 특히 지난 30여 년간의 금리 하락은 안전자산 선호에 비해 안전자산의 공급이 부족해진 영향으로 알려져 있다. 또한 한번 금리가 하락세를 보이면서 채권 수익률이 양호한 실적을 냈던 것도 영향을 준 것으로 보인다.

부의 불균형 심화는 실질 금리를 누르게 됨

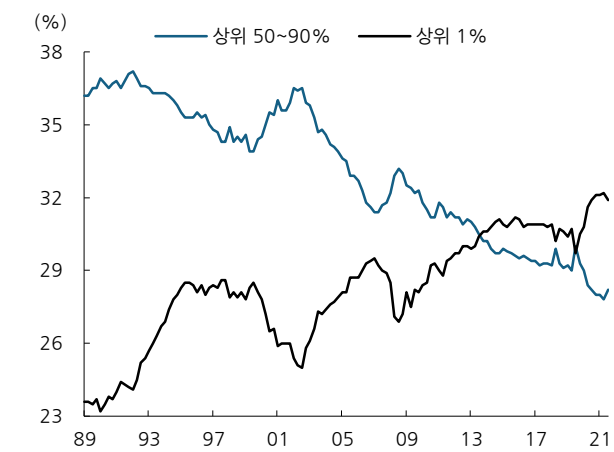
불균형이 심화되면 실질 금리가 낮아지기도 한다. 고소득일수록 소득 대비 저축을 많이 하는 경향이 있다. 일부 논문에서는 1980년 이후 글로벌 실질 금리 하락의 약 20%가 부의 양극화에서 시작되었다고 보는 시각도 있다. 부의 양극화는 대략 1990년대부터 심화되었는데 코로나 이후 자산가격의 상승으로 격차가 커졌다. 기술 혁신과 디지털화는 부의 양극화를 심화시킬 가능성이 높다.

그림6 30여 년간 우하향했던 금리



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림7 부의 양극화는 계속되고 있음



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

정부의 채권 발행과 장기 관점의 성장

큰 정부의 기초는 실질 금리를 올리는 요인

단기적으로 코로나 이후 정부의 재정 적자가 심해졌다. ESG와 리쇼어링을 위한 정부의 지출은 크게 바뀔 수 없는 변화로 보인다. CBO는 미국 정부 부채가 명목 GDP 상승률보다 더 큰 폭으로 늘어날 것으로 전망하고 있다. 정부의 자금 조달 수요가 많아지는 것은 실질 금리에 상방 압력을 준다.

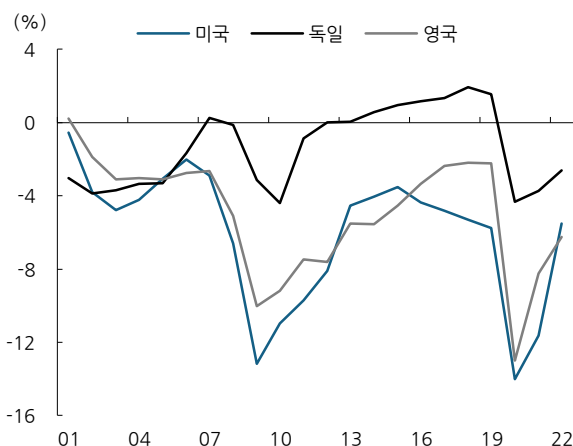
단기적으로 정부의 자금 조달 필요성 확대되며 실질 금리는 상승

8월 초 재무부의 국채 발행 이슈 이후 장기물 금리가 상방 압력을 줄곧 받고 있는데 정부의 재정정책 때문이다. 하지만 재정 적자를 희생하면서 성장을 도모하는 경우 중장기적 관점에서 저성장으로 이어진다는 연구가 다수 있다. 정부의 이자 부담이 늘어나는 것은 새로운 일자리 혹은 투자로 이어지는 정책 예산의 비중이 줄어든다는 것을 의미한다. 재정정책 직후 4~6개 분기 동안은 정부지출 상승효과가 양의 영역에 머무르지만 그 이후 마이너스로 돌아서는 것으로 알려져 있다. 게다가 부채 비중이 이미 높은 국가일수록 정부지출 승수가 하락하는 속도와 폭이 크다.

장기적으로는 저성장으로 이어지기 때문에 하방 요인

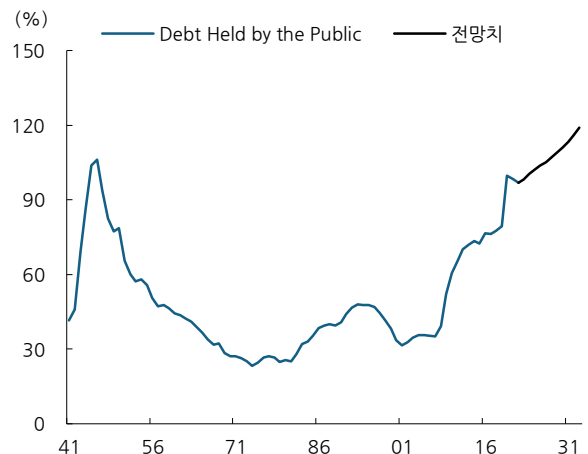
코로나 이후 재정정책이 힘을 받을 수 있었던 것은 연준의 자산 매입과 상대적으로 낮은 채권 금리의 영향이 컸다. 연준의 QT가 진행됨에 따라 이자 부담이 커지는 것 또한 결국 미국 성장에 저해되는 요소다. QT의 금리 상승효과보다는 조금 더 시계를 넓혀 정부의 이자 부담에 초점을 더 둘 필요도 있다. 종합해 보면 정부의 국채 조달로 인한 실질 금리 상승은 단기적으로 영향을 줄 수 있으나 장기 실질 중립 금리에는 영향이 크게 없거나 하방 압력을 줄 가능성이 더 높다고 판단된다.

그림8 재차 늘어난 주요국 재정적자



자료: IMF, DS투자증권 리서치센터

그림9 재무부의 부채는 GDP 상승률보다 더 빠르게 늘어날 것



자료: CBO, DS투자증권 리서치센터

주: CBO 전망치

높아진 중립 금리와 연준의 판단

연준은 중립 금리가 높아졌을 가능성을 염두하고 있다. 9월 SEP에 따르면 연준은 더 큰 폭의 실질 금리가 필요하다고 말하고 있다. 특히 내년 실질 기준 금리 수준을 0.5% 높였고 내후년 수준 또한 0.4% 상향했다. FOMC 기자회견에서도 집요하게 기자들이 물어본 중립 금리가 높아졌을 수도 있겠다는 뉘앙스를 보였다.

단기적으로 높아진 실질
금리를 연준도 고려할 것

가계의 높아진 소비성향, 정부의 채권 순발행 확대, 재정정책으로 낮은 확률이지만 가까워진 연착륙, 높은 기준금리에 큰 타격을 받지 않는 환경을 고려해 보면 단기적으로 실질 중립 금리가 높아졌을 가능성이 크다고 판단한다. 미국은 글로벌 주요국 중 고정금리 대출 비중이 높은 국가다. 고정금리로 인한 가계와 기업에 직접적인 타격이 크지 않다는 것도 더 높은 기준금리 수준에서 긴축적인 효과가 있다는 것을 시사하기도 한다.

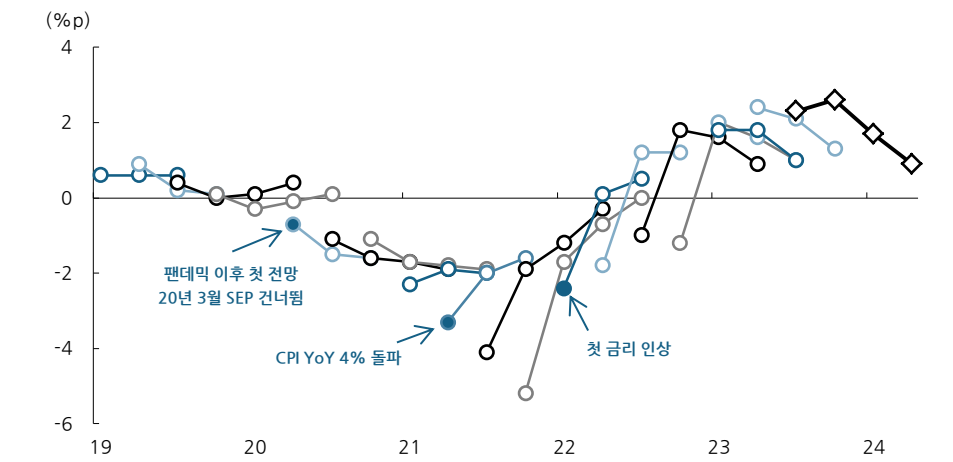
높아진 금리에 경제가 얼마나 버틸 수 있을지에 대한 의문이 커지고 있다. 주식시장이 연준의 예상 인하 폭 축소에 민감하게 반응하고 있다. 하지만 명목 GDP 성장률은 여전히 미국 국채 금리보다 높은 수준이기 때문에 이자의 비용 부담이 과거보다는 적을 수 있다.

내년 인하 폭이 크지 않을
가능성

중립 금리가 높아진 환경을 연준도 인지하고 있음을 9월 FOMC 경제 전망치에서 확인할 수 있었다. 침체의 경우를 제외하면 향후 연준의 금리 인하 폭이 크지 않을 가능성도 배제할 수 없다고 판단한다. 9월 FOMC에서 확인한 연준의 생각 또한 비슷한 맥락이다. 혹여 경기 둔화가 심해진다면 중립 금리가 높은 상황이기때문에 금리 인하의 효과를 더욱 빠른 시일 내에 확인할 수 있다.

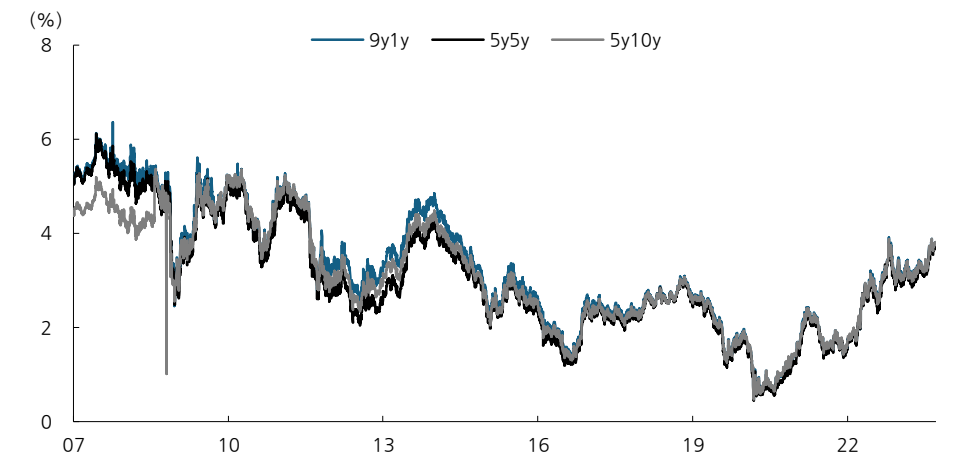
확인하기 전까지 정확한 레벨을 알기 어려운 중립 금리 수준을 보수적으로 추정하며 흐린 날씨 속에도 앞으로 달려 나가고 있다. 중립금리는 경제 상황에 따라, 관점에 따라, 전망에 따라 변하는 가상의 금리기에 적절한 명목 기준금리를 찾기가 어려운 국면이다. 움직이는 골대(중립금리)를 향해 연준의 슛(인플레이 파이팅과 연착륙 사이의 밀당)이 들어가기를 희망할 뿐이다. 중앙은행은 매달 발표되는 경제 데이터를 보고 정확한 판단이 필요하다. 금리 인하 폭이 크지 않더라도 연착륙에 대한 기대감은 합리적이라고 판단한다.

그림10 연준의 실질 금리 예상치 변화 추이



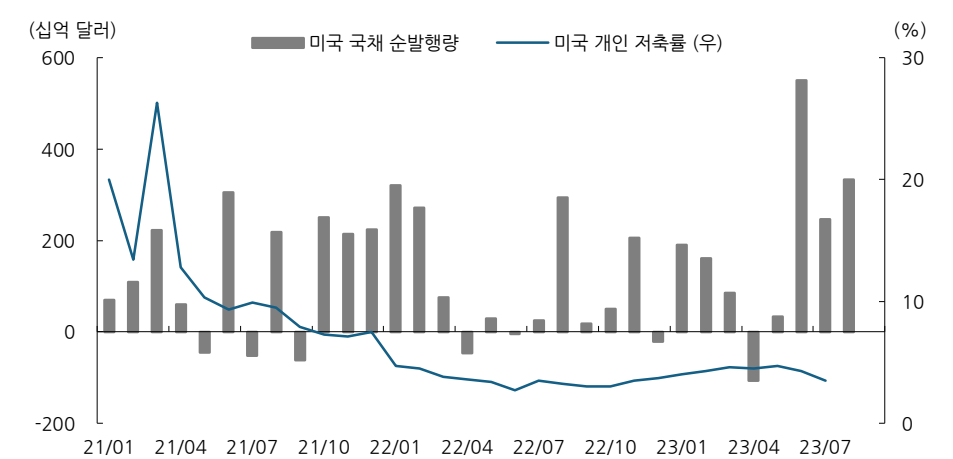
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림11 시장은 이미 중립 금리 상향 가능성을 어느 정도 인지하고 있음



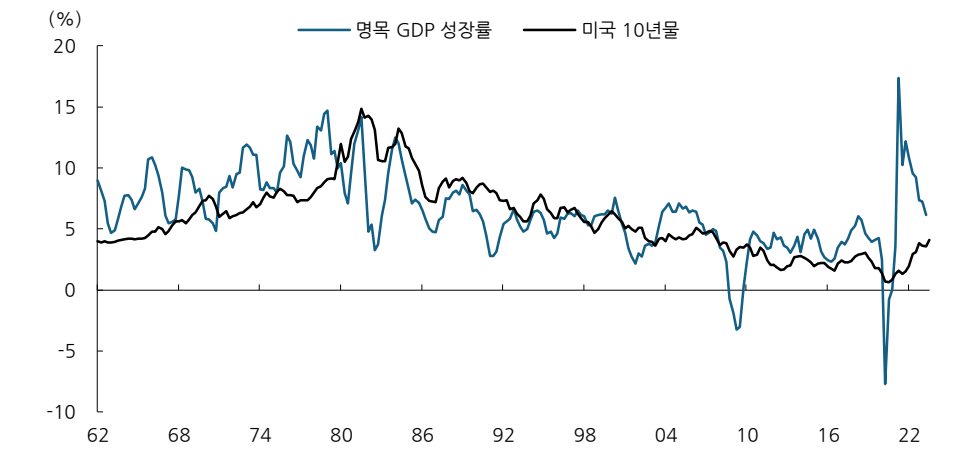
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림12 저축률은 줄어들고 순발행량은 많아졌음



자료: BEA, Sifma, DS투자증권 리서치센터

그림13 명목 GDP 성장률이 장기채 금리보다 높은 수준이라 당분간 경제는 버틸 체력이 있을 것



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

목표 물가를 바꿀 수 있을까?

목표 물가는 버냉키 당시 연준 의장이 공표

2012년 1월 연준은 공식적으로 PCE 2% 목표 물가를 선언한다. 버냉키의 2% 목표 물가 선언이 있기 전부터 비공식적으로 이미 연준은 목표 물가 2%를 고려하고 있었다. 1996년 7월 그린스펀과 엘런의 토의 끝에 나온 결과물이다.

특정 시기에는 물가 목표를 크게 하회하기도 했음

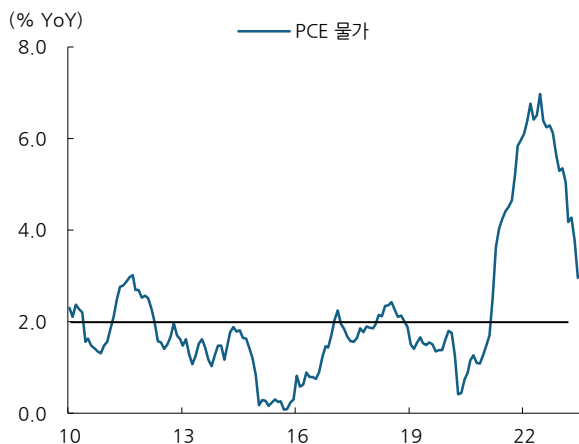
버냉키가 2% 목표를 설정하고 난 이후 2015년 저물가 시기에는 큰 의미를 부여하지 않는 듯한 뉘앙스를 보이기도 했다. “I don’t see anything magical about targeting 2% inflation”. 한국도 마찬가지로 2013년~2015년 3년간 소비자물가 상승률을 2.5~3.5%로 목표했는데 동기간 물가는 목표 밴드에 한참 미달하기도 했다.

코로나 이후 20년 잭슨홀 미팅에서는 AIT가 도입된다. 어느 정도 목표 물가를 상회하더라도 용인하겠다는 것이다. 이는 ‘Transitory’ 연준의 시발점이기도 하다. 코로나 이후 물가 목표 수준은 더 모호해졌다.

물가 목표 변경에 대한 논의가 있을 것

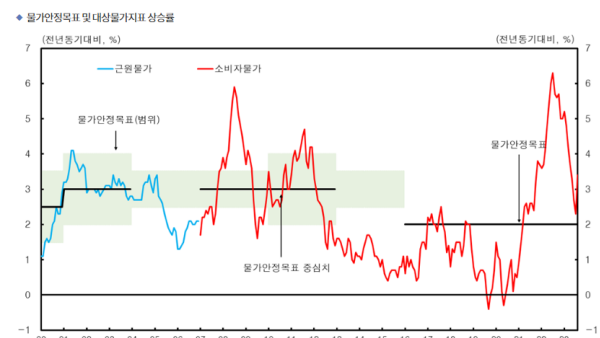
목표 물가에 대한 논의가 점점 커질 것으로 보인다. 고용과 물가의 균형점이 바뀌었을 가능성이 있고 향후 연준의 통화정책을 더욱 효과적으로 만들어 줄 수 있기 때문이다. 2% 물가로 돌아가기 위해 불필요한 수준의 침체를 만드는 것이 바람직한 것은 아닐 것이다.

그림14 PCE 물가, 2%를 크게 상회한 적도 없었던 2010년대



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림15 한국은행의 물가안정 목표



자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터

목표 물가를 상향시켰을 경우의 장점

목표를 높일 때의 장점

목표 물가를 2%로 설정할 때만 해도 제로 금리 혹은 그 이하 수준의 완화적인 통화 정책이 필요할 것이라고 생각하지 못했다. 제로금리를 오랫동안 유지해야 했고 비전통적인 통화정책의 조합으로 부양적 기조를 유지해 나갔다. 하지만 이제는 금리 인하의 여력이 더 필요하다는 공감대가 형성되고 있다.

코로나 위기도 연준의 최대 인하 폭 150bp 인하 단행

돌이켜 보면 코로나 당시에도 팬데믹 위기에 연준은 150bp밖에 인하하지 못했다. 2019년 침체의 기로 앞에서 미국 경제는 가장 긴 기간 동안 침체를 겪지 않았다. 3번의 보험성 금리 인하로 사실상의 소프트 랜딩을 시도하던 찰나 코로나 위기가 닥쳤다. 다시 한번 제로 금리로 돌아가게 되었다. 2015년 12월 이후 약 4년 만에 재차 제로 금리 하한을 맞이한다.

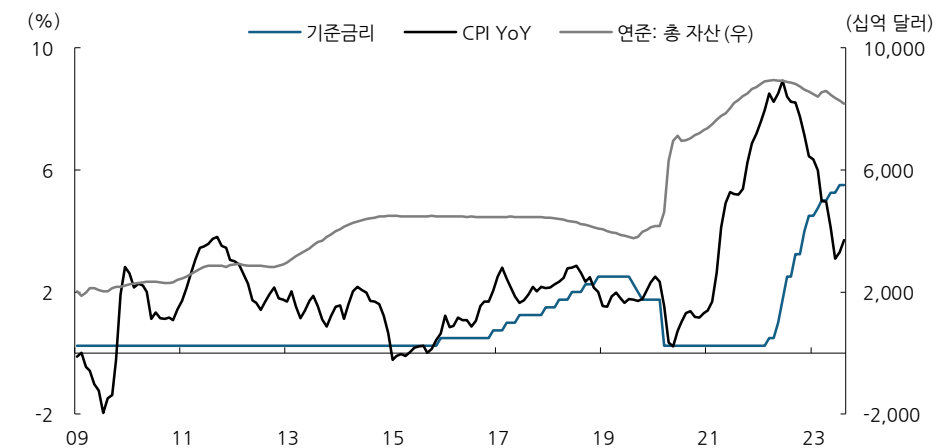
금리 인하 여력이 높아짐

만약 물가 목표를 상향한다면 중립 금리 수준이 높아지게 되고 기준금리를 통한 통화정책의 여력이 커진다는 장점이 있다. 금리를 내리고 싶어도 더 이상 못 내리는 상황을 피할 수 있다. 만약 물가 목표가 3%라면 중앙은행은 더 큰 폭으로 기준금리를 내릴 수 있게 된다. 똑같은 기준금리 1%라도 물가 목표가 높으면 높을수록 실질 기준금리가 더 큰 폭의 마이너스를 기록하게 된다. 경제 위기나 문제가 발생했을 경우 더 낮은 실질 금리(중앙은행의 목표 물가 수준에 맞춰 기대인플레이션이 2%보다 더 높은 수준에 고정되어 있으면)를 경제에 주입할 수 있다.

비전통적 통화정책 의존도가 낮아질 수 있음

상대적으로 비전통적인 통화정책에 대한 의존도를 줄일 수 있다. QE나 알파벳 프로그램으로 불리는 다양한 자산 매입 프로그램의 도입 필요성이 줄어들거나 규모가 제한될 가능성이 높아진다.

그림16 금리를 내릴 수 있는 여력이 적으면 비전통적 통화정책 활용 불가피



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

목표 물가를 상향시켜도 물가 안정이 가능할까?

4% 물가에 미달하면
사람들의 관심은 적다

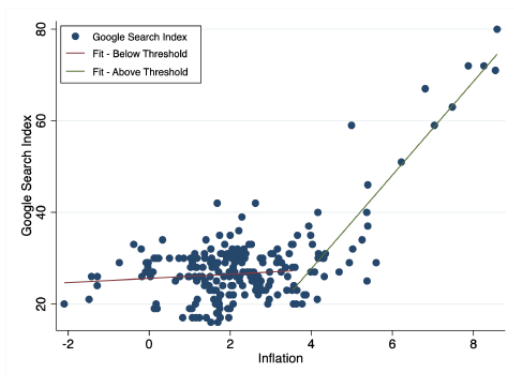
물가가 4%를 상회하기 시작하면 경제 주체들은 인플레이에 대한 관심이 커진다. 여기서부터 우리가 흔히 코로나 이후 걱정하던 인플레이가 인플레이로 이어지는 진성 인플레이션을 걱정하기 시작해야 하는 구간이다. 코로나 이후 임금-가격 악순환(소용돌이)이 문제가 되었다. 경험하지 못한 높은 물가는 임금 상방 압력을 키우게 되고 높아진 임금이 또 다른 인플레이로 이어지는 악순환을 가장 경계해야 한다.

3%대 물가에서는 진성인플
레로 이어지지 않을 가능
성이 높음

미국의 경우 물가 상승률이 4%를 넘어가기 시작하면 인플레이에 대한 구글 검색 빈도가 늘어난다. 목표 물가를 3%로 바꾸어도 당장 경제 주체가 인플레이를 유발하는 행동의 연속을 보이지 않을 가능성이 크다. 65년부터의 통계를 살펴보면 물가가 약 5% 수준을 상회하는 구간부터 임금상승률이 물가상승률을 높은 확률로 상회한다는 것을 볼 수 있다. 인플레이가 인플레이를 낳는 악순환의 고리로 이어지지 않는 물가 수준이 얼마인지 명확하게 알아낼 필요가 있다.

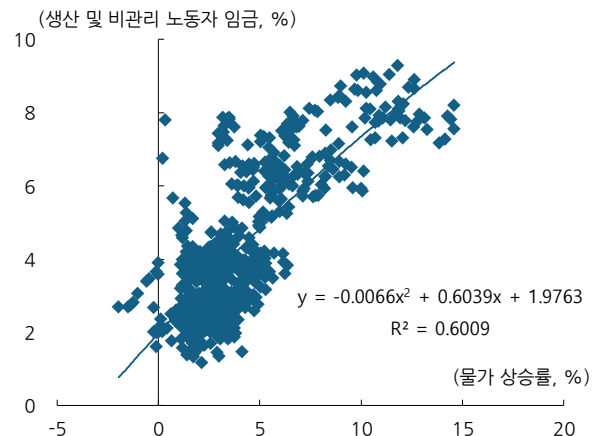
물가상승률이 안정적으로 3% 수준을 유지한다면 악성 인플레이션으로 전개될 가능성이 낮다고 추론할 수는 있다.

그림17 3.55%보다 낮은 물가에서는 크게 인플레이에 관심 없음



자료: 논문 인용 "Inflation and attention thresholds", DS투자증권 리서치센터

그림18 5% 물가 이상, 임금은 높은 확률로 더 높은 상승폭 기록



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

목표 물가 상향 시 연준이 조심해야 할 부분

중앙은행의 물가 안정 달성
능력에 대한 신뢰 제고 필요

만약 연준이 목표 물가를 옮긴다면 시장과의 소통을 명확하게 해야 한다. 중앙은행은 물가 안정을 달성할 수 있다는 신뢰를 잃어서는 안 된다. 더 높은 물가 목표 수준에 부합하는 인플레이션은 중장기적으로 민간의 경제활동에 영향을 주지 않을 것이라는 믿음을 확산시켜야 한다. 신뢰를 잃어버리는 순간 인플레이션 불확실성과 채권금리가 높아지고 정부의 부채 부담이 커지면서 민간 투자가 위축된다. 이러한 부분을 막기 위해서 2가지를 연준은 유의할 것으로 보인다.

1. 물가를 잡기 힘들어서
목표를 변경하면 안 됨
2. 수정된 물가 목표를 달성
하기 위해 노력해야 함

게다가 코로나 이후 물가를 잡는데 쉽지 않았다. 물가를 잡기가 힘들어서 물가 목표를 상향한다는 우려를 불식시켜야 한다. 인플레이션 파이팅을 피하기 위해서 목표를 변경하는 것은 추후 또다시 높은 수준은 인플레이션이 발생하면 목표가 재차 상향될 수 있다는 의심을 심어주게 된다. 두 번째로 한번 변경한 물가 목표를 오랜 기간 유지해야 하며 해당 수준의 물가상승률에 도달하기 위해서 통화정책을 펼쳐야 한다.

아직 이번 사이클에서 물가는 아직 완전히 잡히지 못했다. 추후 물가 목표를 조금이라도 빠른 시점에 변경하기 위해서 혹은 변경할 수 있는 여지를 조금이라도 키우기 위해서 작금의 인플레이션 파이팅에 더 집중해야 한다. 연준은 물가 잡기에 진심이라는 것을 깊이 각인시켜야 한다. 50여 년 만에 처음 보이는 중앙은행의 책무 수행에 전념하는 모습을 보여야 한다.

내년 하반기부터는 본격
논의가 있을 것

물가 목표를 변경한다면 물가를 확실히 잡았다고 다수가 동의하는 시점이 적절하다. 이에 선제적으로 물가상승률이 2%대 들어오는 내년 상반기에 시장에서 논의가 있을 가능성이 높다. 연준은 표면적으로 부인하겠으나 내부적으로 검토는 시작할 가능성이 높을 것으로 보인다.

목표 물가를 얼마나 빠르게
도달해야 하는지에 대한
모호함이 남아 있음

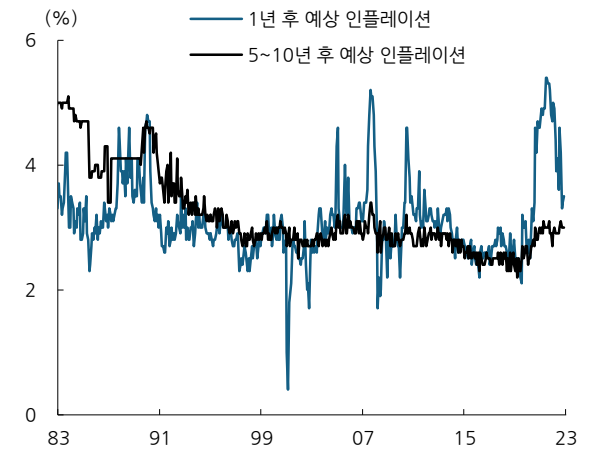
경제가 빠르게 냉각되는 것보다는 서서히 열을 식히는 모습이 경제가 침체를 피하기 위해 필수적일지도 모른다. 서서히 과열된 물가를 식히는 과정에서 또다시 달아오르지만 않으면 된다. 급격하게 인플레이션이 잡힌다면 상승세를 유지하려는 관성이 있는 임금에 대한 부담을 기업이 크게 느낄 것이다. 오히려 지금까지의 경제는 물가가 빠르게 식지 않았기에 가능한 성장 경로를 보이고 있을 수도 있다. 2% 목표 물가를 얼마나 빠르게 도달해야 하는 것일지에 대한 의구심도 한 권으로 커지고 있다. 물가만 바라보고 통화정책을 조절하는 연준이 아니기 때문에 통화정책의 대칭적인 대응 여력을 줄 필요가 있다.

중앙은행의 정책 대응
여력을 늘려줄 필요가 있음

범위를 물가 목표로 하는
국가도 있음

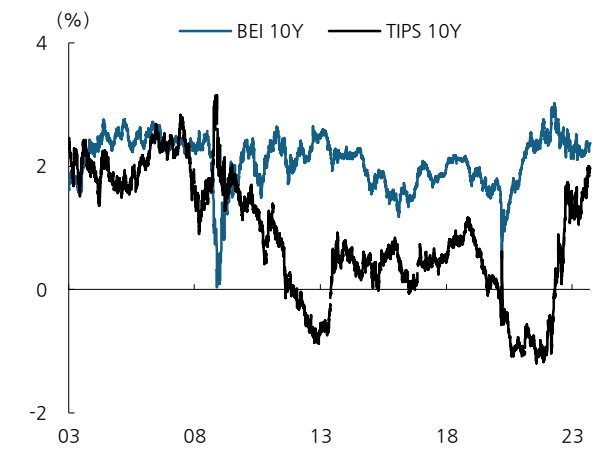
호주는 물가 목표가 2~3%이며 뉴질랜드의 경우 1~3%다. AIT의 연장선으로 물가 목표를 범위로 지정하는 방법도 있다. 기대인플레이션을 잘 고정할 수만 있다면 다양한 가능성을 열어두고 유연한 대처를 할 수 있는 여지를 주는 물가 목표를 설정하는 것도 고려해 볼 만하다.

그림19 기대인플레는 물가 수준과 무관하게 잘 고정되어 옴



자료: University of Michigan, DS투자증권 리서치센터

그림20 장기적으로 물가에 대한 기대는 안정적



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

높은 물가가 균형점이라면...

연준은 성장률이 낮아지지만 물가는 상대적으로 천천히 하락할 것으로 바라보고 있다. 동시에 실업률은 상승하지 않을 것이라고 전망하고 있다. 성장률이 낮아져도 물가가 천천히 하락하는 점을 고려해 보면 당장 내년 물가 목표에 부합하기 위해서는 침체 수준의 경제 둔화가 필요하다는 것을 시사한다. 혹은 다소 높은 물가가 당분간의 균형점이라는 것을 의미할 수도 있다.

물가 목표 상향할 때
긍정적인 점도 많음

만약 높은 물가의 균형점이 고착화된다면 물가 목표를 상향하는 방안이 적극 검토될 것이다. 물가 목표를 상향해도 인플레가 문제가 되지 않는다면 고용시장의 추가 개선이 기대된다. 이미 미국의 경제활동인구 대비 비농업 일자리 수가 역대 최대 수준이라는 점을 고려해 보면 매력적인 방안으로 다가온다. 높은 물가 상승률은 투자를 촉진하기도 하는 장점이 있다. 먼 미래지만 실질 금리 레벨과 함께 고민은 계속될 것으로 보인다.

표1 9월 연준 경제 전망치(SEP)

		Median					Range				
		2023	2024	2025	2026	장기	2023	2024	2025	2026	장기
실질 GDP	23년 9월	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.8-2.6	0.4-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
	23년 6월	1.0	1.1	1.8		1.8	0.5-2.0	0.5-2.2	1.5-2.2		1.6-2.5
실업률	23년 9월	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
	23년 6월	4.1	4.5	4.5		4.0	3.9-4.5	4.0-5.0	3.8-4.9		3.5-4.4
PCE 물가	23년 9월	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.1-3.8	2.1-3.5	2.0-2.9	2.0-2.7	2.0
	23년 6월	3.2	2.5	2.1		2.0	2.9-4.1	2.1-3.5	2.0-3.0		2.0
근원 PCE	23년 9월	3.7	2.6	2.3	2.0		3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	
	23년 6월	3.9	2.6	2.2			3.6-4.5	2.2-3.6	2.0-3.0		

자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

양호한 미국 경제

파급효과는 서서히 나타날 것

회사채 만기도래 아직 여유 있다

순이자 지출은 크게
늘어나지 않음

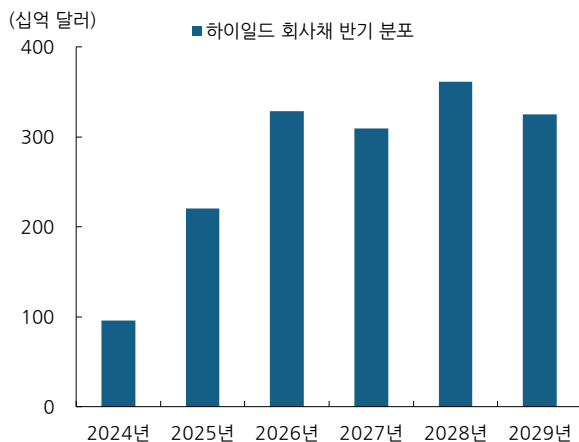
기업의 순이자 지출은 크게 늘어나지 않았다. 연준의 역사적으로 빠른 금리 인상 사이클에서도 고정금리로 자금을 조달할 수 있는 환경 덕분이다. 게다가 현금성 자산의 이자 소득이 높아지기도 했다.

하이일드 회사채는 상당
부분 26년부터 만기 도래,
긴축 파급효과 적을 것

긴축의 파급효과는 저금리에 조달한 회사채 만기가 다가오면서 서서히 후행적으로 나타날 것이다. 하이일드 회사채의 상당 부분 26년부터 본격적으로 만기가 도래한다. 연준의 금리 인하를 기다리듯 24년과 25년 만기 도래분이 26년 혹은 그 이후 규모에 비해 적다. 우리가 걱정했던 파급효과가 생각보다 적을 수 있다는 것을 시사한다. 게다가 기업들의 현금 비중은 과거에 비해 코로나 이후 높아졌다. 총자산 대비 비중임을 고려해 보면 절대적인 금액은 인플레이를 따라 크게 늘어났다고 볼 수 있다. 기업은 고용을 줄이거나 투자를 줄이는 대신 부채 부담을 현금으로 줄여나갈 수 있다.

Higher for longer에서 higher는 기준금리를 의미한다. 늘 금리 인하를 앞둔 상황에서 장기물이 강세 전환했던 것을 고려해 보면 연준의 금리 인하 시점보다는 더 이른 시점부터 기업의 부채 롤오버 부담은 줄어들게 될 것으로 보인다. 연준의 금리 인하 시점이 하반기로 본격 밀리게 되더라도 장기물 강세 패턴을 고려해 보면 25년 만기 도래분에 대해서는 상대적으로 큰 부담이 없을 것으로 보인다.

그림21 하이일드 회사채 만기는 26년부터 본격



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림22 기업이 보유한 현금도 충분한 상황



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

미국 가계 부채 걱정은 조금 덜어도 될 듯

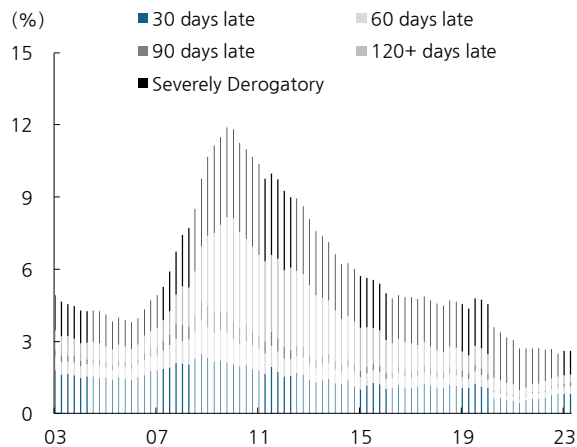
모기지 연체 추이도 양호

미국의 가계의 부채 상황은 나쁘지 않다. 가계 부채의 연체율이 높아진다는 우려가 있다. 전체 가계 부채 중 연체가 되는 부채의 비율은 늘어나지 않고 있다. 연체된 기간도 늘어나지 않고 있다. 90일 혹은 120일 이상 연체된 대출의 비중은 코로나 이후에도 꾸준히 줄어들고 있다. 연체기간이 늘어나는 모기지 대출의 비중도 코로나 이전에 비해 더 적다.

가계 소비자 대출 또한 아직
우려할 수준은 아님

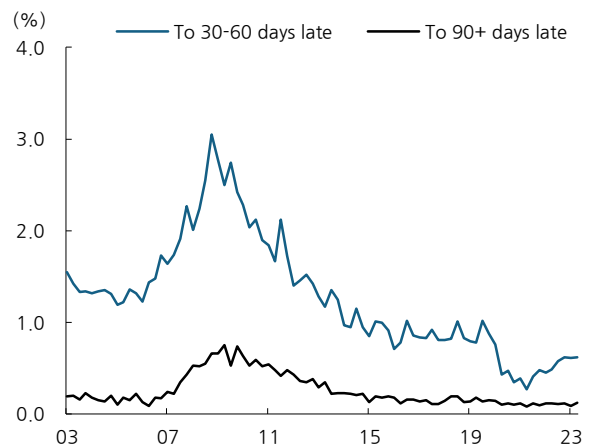
가계의 신용카드 및 리볼빙 대출은 명목 금액으로 코로나 이전에 비해 가파르게 상승해왔다. 하지만 물가를 감안하면 코로나 직전보다 여전히 소폭 낮은 수준이다. 가계 DSR은 1분기 오히려 하락하는 모습을 보였다. 대출 활용도가 높아짐에 따라 소비가 위축될 수 있다는 우려는 다소 줄어들 수 있다.

그림23 연체되는 가계 부채의 비중은 제자리



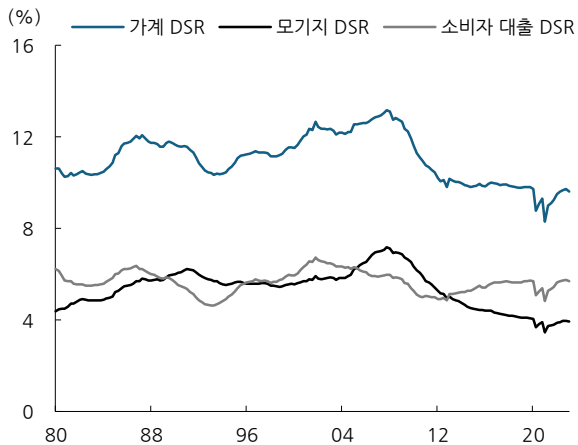
자료: NY Fed, DS투자증권 리서치센터

그림24 모기지 대출 연체 이슈는 코로나 이전보다 적음



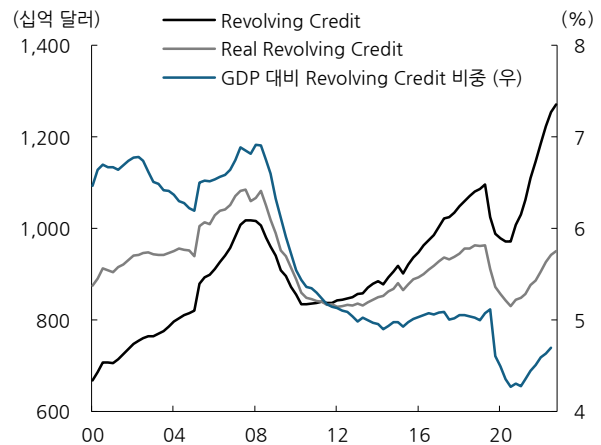
자료: NY Fed, DS투자증권 리서치센터

그림25 DSR은 여전히 낮은 상황



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림26 인플레이션을 감안하면 대출 규모는 크진 않음



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

주: 실질 대출은 2012년 달러 기준

고정금리의 마법

한국은 변동금리 비중이
높아 금리 인상기의
파급효과가 빠르게 확산

한국은 금리를 올릴 때마다 큰 타격을 받는다. 우리가 체감할 수 있듯 신용 대출금리, 주택담보대출 등 다수의 대출 금리가 상승한다. 실제로 한국 민간 대출의 약 75%가 변동금리로 구성되어 있다. 고정금리 비중이 낮다 보니 금리 인상기에 경제가 더 민감하게 반응할 수밖에 없다.

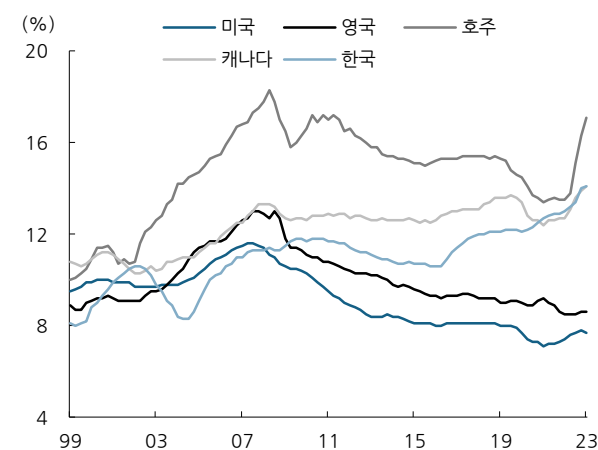
코로나 이후 제로 금리를 다시 경험할 수 있게 되었고 역사상 가장 낮은 장기물 금리를 맞이하게 되었다. 2010년대 제로금리 시기의 채권 금리 수준보다 크게 낮아졌다. 2010년대 미국 10년물의 평균값은 2.33%다. 코로나 이후 10년물 금리는 2022년에 접어들어서야 2% 수준을 상회하게 되었다. 제로 금리를 겪었다는 경험은 고정금리로 대출을 빌리기 용이한 국가일수록 금리 인상에 대한 면역을 극대화 해준다.

미국 모기지 대출은 낮은
금리로 갈아타기 용이

미국 모기지 대출은 금리가 낮아지면 대환대출이 용이하다. 모기지 금리가 하락하는 시기에 리파이낸싱이 활발해지는데 장기물 금리가 0%대였던 2020년에 활발했다. 코로나 이전에 집을 샀던 사람들도 상당수가 낮은 금리로 갈아탔다. 높아지는 금리는 신규 모기지 대출을 줄일 뿐 기존의 사람들은 큰 타격이 없다.

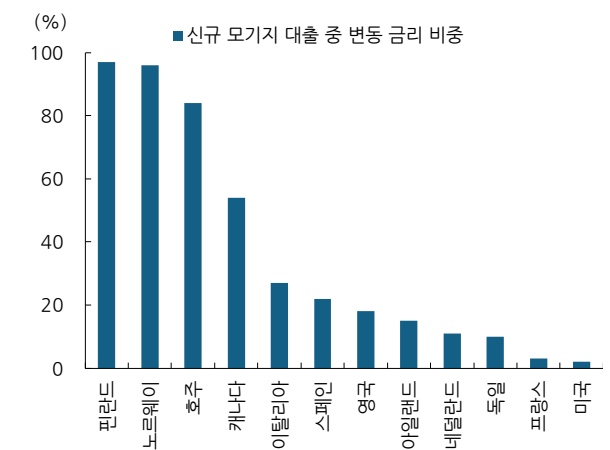
제로 금리를 경험한 유무가 기준금리의 파급력의 정도에 큰 영향을 주는 것으로 보인다. 미국 가계의 DSR이 가장 낮은 배경이며 고정금리 비중이 높은 국가일수록 금리 인상에 따른 경기 희생이 적다고 볼 수 있다.

그림27 국가별 가계 DSR 추이



자료: BIS, DS투자증권 리서치센터

그림28 고정 금리 비중이 압도적으로 높은 미국



자료: OECD, DS투자증권 리서치센터

주: 2022년 기준

소비 The Money

소비가 당장 큰 타격을 받지 않을 것

초과저축이 사라지면 소비도 줄어든다?

지금까지의 경기를 이끌어 온 것은 강한 고용시장과 초과저축의 효과로 높아진 소비 성향이 지속될 수 있었다. 초과저축 고갈 이후 소비 부진에 대한 논의가 있다. 초과저축은 가상의 개념으로 초과저축이 고갈된다고 해서 사람들이 소비할 재원이 부족해지는 것은 아니다. 어느 정도 수준의 저축이 적절한 수준인지에 따라 누적초과저축 규모가 달라진다. 가처분소득 대비 지출이 높은 수준을 유지하고 있다. 사람들의 소비성향은 쉽게 바뀌기 힘들다.

높아진 소비성향은 저항을 보이고 있음. 관성을 고려하면 소비는 괜찮을 것

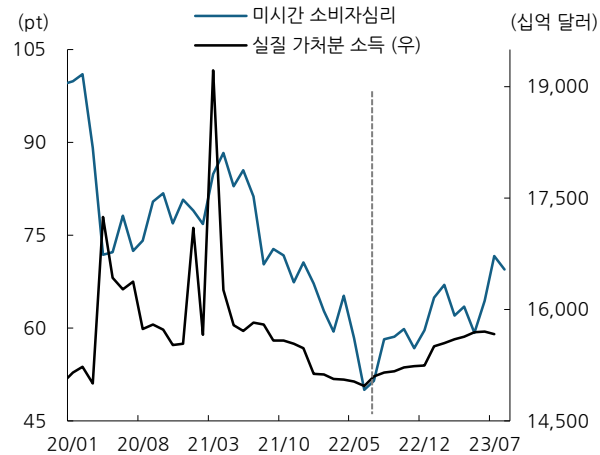
게다가 실질가처분소득은 반등 추세를 유지하고 있다. 실질가처분소득 반등과 동시에 미시간 소비자심리지수 반등이 동반되었던 것을 고려하면 향후 소비도 양호한 추이를 지속할 가능성이 높다. 코로나 이후 소비가 폭발하며 소비 성향이 높아졌고 이후 꾸준히 하락하고 있다. 하지만 올해 들어 소비성향은 92%대에 계속 머무르고 있다. 동기간 실질 소비도 약 0.7% 상승했다. 소비성향이 낮아지는 것에 대한 저항이 확인되고 있다고 볼 수도 있으며 저항이 점차 약해지며 소비성향이 낮아진다고 하더라도 실질 소득 개선에 맞물려 절대적인 실질 소비의 감소폭은 미미할 것으로 보인다. 즉, 소비성향이 되돌아가기 전 혹은 되돌아가는 과정에서 소비성향이 하락하는 속도보다 소득 개선이 더 빠르면 우리가 확인하는 소비 지표에 큰 충격은 없을 것으로 보인다.

부의 효과도 고려해야

높은 소비 성향을 뒷받침하는 근거 중 하나는 부의 효과다. 미국 가계는 다른 국가에 비해 압도적으로 높은 금융자산 및 주식 보유 비중을 자랑한다. 연준이 자산 가격의 인플레이를 용인하면서 경기를 부양해 온 것과 일맥상통한다. 2019년 발간된 전미경제연구소 논문에 따르면 1달러의 주식 상승당 3.2센트 소비로 이어진다고 알려져 있다.

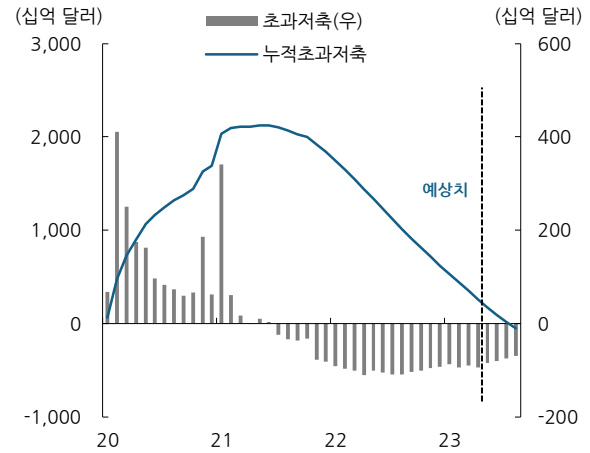
잭슨홀에서 파월의 코멘트처럼 명목 임금은 잡혔지만 실질 임금이 빠르게 개선되고 있는 상황이다. 인플레이 웨이브의 끝자락에서 임금의 관성은 유지되고 물가가 잡히면서 구매력이 개선되는 구간에 있다. 소비성향의 저항과 소득 개선은 전반적인 소비 수준을 유지해 줄 것이다.

그림29 소득 개선과 소비심리 개선 타이밍 일치



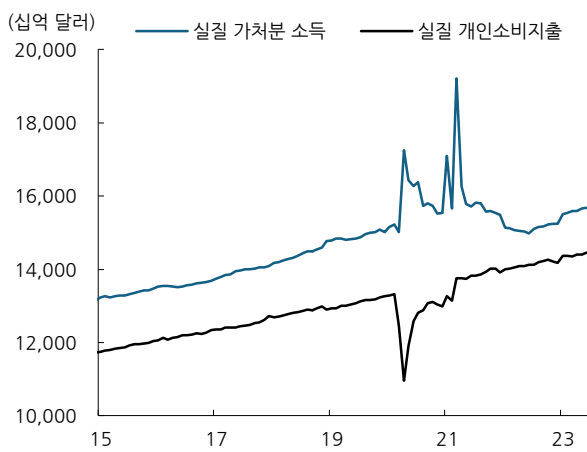
자료: University of Michigan, BEA, DS투자증권 리서치센터

그림30 4분기 초과저축 고갈



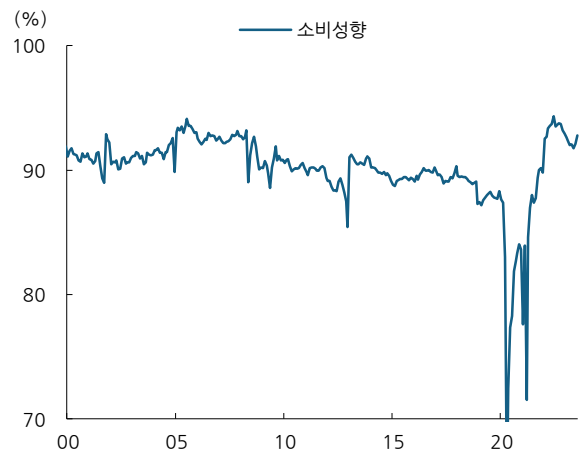
자료: BEA, DS투자증권 리서치센터

그림31 소득과 무관하게 소비는 안정적인 추이 유지 중



자료: BEA, DS투자증권 리서치센터

그림32 소비 성향을 갑자기 줄이기 힘들 것



자료: BEA, DS투자증권 리서치센터

표2 주요국 가계 금융자산 구성 비교

(단위: %)	한국	미국	일본	영국	호주
현금 및 예금	43.4	13.2	54.2	27.1	21.6
금융투자상품	25.4	58	16.3	15.6	18.2
(주식)	20.8	40.2	10.4	11.1	17.3
(채권)	2.3	2.3	1.3	0.2	0.1
(펀드)	2.3	15.5	4.5	4.3	0.8
보험 및 연금	30.4	28.6	26.7	53.1	58.2
기타	0.8	0.2	2.8	4.2	2.0

자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터

주: 2021년 말 기준

실업률 상승이 침체로 이어지려면

고용시장을 두고 침체를
걱정하기엔 과도한
확대 해석

실업률이 상승하면서 고용시장발 침체에 대한 우려가 커졌다. 향후 마진 축소와 주요 둔화에 따른 고용시장의 과열은 식겠으나 최근 실업률 상승이 침체의 전조 증상으로 해석하기에는 무리가 있다는 생각이다.

삼의 법칙은 지난 12개월 중 가장 낮은 실업률 혹은 지난 3개월 평균 실업률을 0.50%p 이상 상회하면 침체에 근접했다고 보는 선행지표다. 이번 8월 고용지표 이전 3달 치 실업률 평균값은 3.57%다. 지난 12개월 중 가장 낮은 실업률은 올해 4월 기록한 3.39%다. 8월 실업률은 3.58%로 아직 걱정할 수준은 아니라고 판단된다.

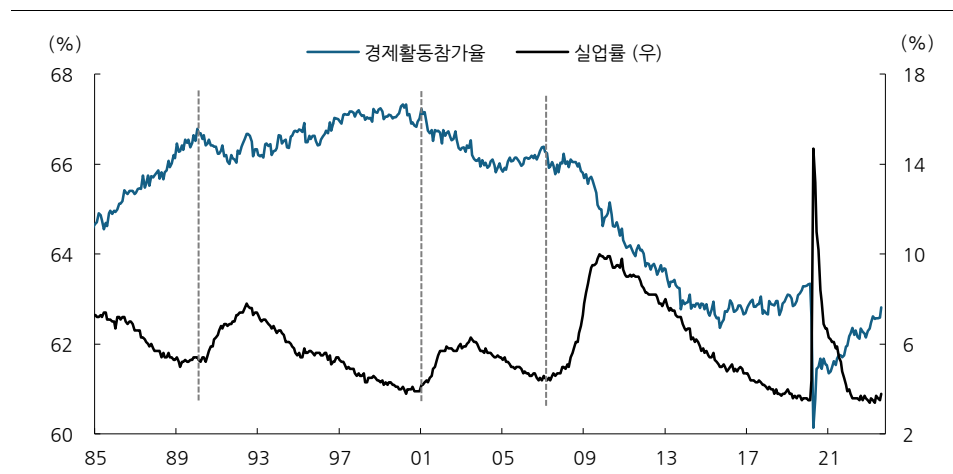
공급이 늘리는 실업률
상승은 괜찮다

게다가 경제활동참가율의 상승이 만들어 낸 실업률 상승이라는 점도 주목해 볼 필요가 있다. 역사적으로 침체가 올 때는 경제활동참가율이 하락함과 동시에 실업률이 상승한다. 공급이 늘어나는 과정에서 침체가 온 적은 없었다는 이야기다. 일반적으로 경제가 좋지 않을 때 실업률이 상승하고 경제활동참가율이 하락한다고 알려져 있다.

실망 실업자 수는 지난달 오히려 감소했다. 등락을 보이고 노이즈가 있는 데이터지만 지난달 실업률이 상승한 것을 감안해보면 긍정적인 시그널이다. 일자리를 찾아야 할 정도로 경제 상황이 좋지 않은지 일자리를 찾기 쉬운 만큼 고용시장에 뛰어드는 것인지를 중점에 두고 향후 데이터를 해석해야 할 것이다.

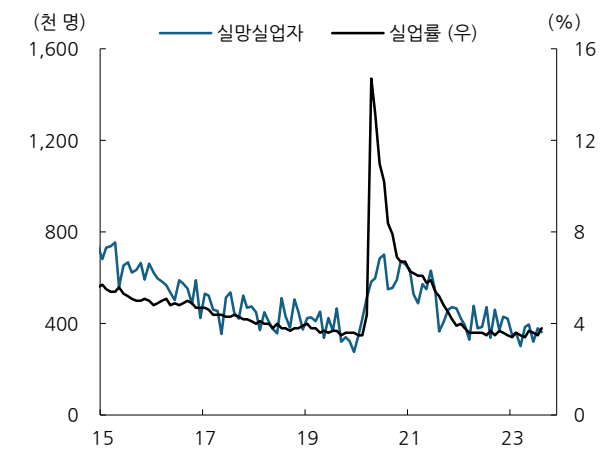
다만 과거의 패턴과 지난달 세부 데이터를 고려해 보면 당장 부정적인 시그널은 부재한 것으로 판단한다.

그림33 경제활동참가율이 하락할 때 실업률 상승은 부정적 시그널



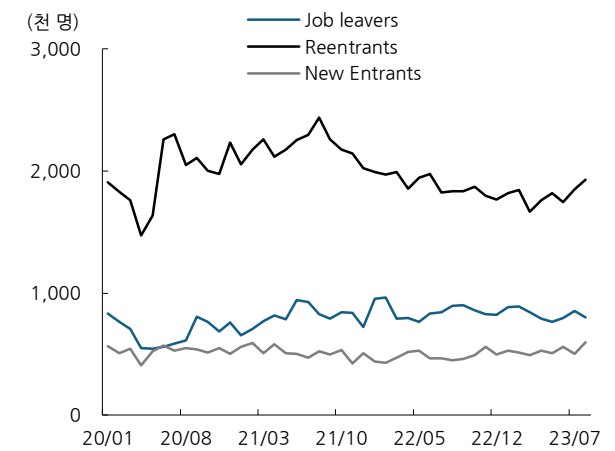
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림34 실망실업자는 오히려 하락



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림35 고용시장으로 다시 들어온 사람들이 늘었음



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

SAVE plan, 학자금 이슈는 큰 우려 없음

학자금대출 탕감 정책은 지난 6월 대법원의 정부 패소 판결로 물거품이 되었다. 내년 대선을 앞두고 바이든의 주요 공약 중 하나가 불허되었다. 당장 오는 10월부터 상환이 재개될 예정이다. 그렇게 새롭게 내놓은 정책이 기존 소득 기반 상환(IDR) 프로그램 REPAYE를 개편한 SAVE Plan이다. 기존 제도와 달리 대출 잔액이 아닌 소득과 가족 규모에 따라 차등 적용한다는 점에서 차이가 있다.

저소득층의 상환 부담을
줄여줌

SAVE Plan은 학자금 대출 상환 재개에 따른 소비 위축 우려를 상당 부분 줄여줄 것으로 예상된다. 기존 정책은 연간 소득이 연방빈곤선의 150% 미만이면 상환을 면제 받는다. 이 폭을 24년 7월 이후 225%(\$32,805)로 늘려 저소득층의 면제 범위를 확대하였다. 또한 기존 정책은 월 상환액 납부금이 연방빈곤선 초과 소득의 10%로 산정된 것과 달리, SAVE Plan은 이를 5%로 하향해 월 상환액 부담을 절반으로 줄였다. 가령 연간 소득이 \$50,000인 채무자는 \$32,805를 제외한 \$17,195의 5%만큼 1년 동안 월 분할로 납부하게 된다. 현재 7월 전까지 약 100만 명의 저소득 대출자가 전액 면제될 예정이다.

반면 고소득층의 경우 상환 부담이 상대적으로 크겠지만 학위와 소득의 선형관계 및 소비성향을 고려했을 때 제한적인 영향에 그칠 것으로 예상된다. 우선 월별 상환액을 초과하는 이자가 더 이상 대출 잔액에 쌓이지 않아 장기적으로 상환 부담이 줄어든다. 이들은 총자산에서 주식과 부동산이 차지하는 비중이 높고 올해 성과가 좋았기 때문에 단기적인 소비 위축을 부분적으로 상쇄할 것으로 판단한다.

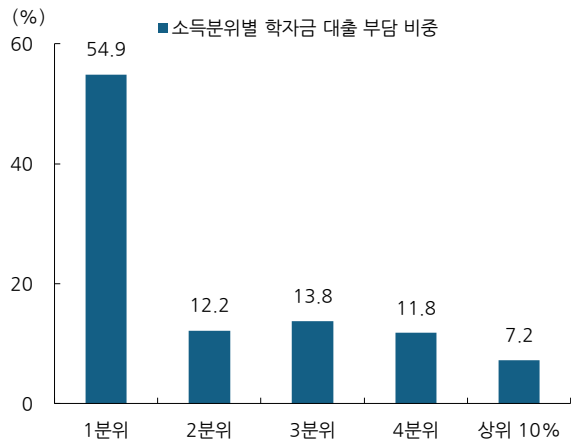
젊은 중산층에게 정책 수혜
확대 예상

부부의 경우 SAVE 소득 계산 시 배우자를 제외하는 조항이 추가되었다. 미국은 부부의 근로소득 분위가 비슷한 정도를 측정하는 소득동질혼 지수가 높은 편이다. 학자금 대출 상환 계획이 IDR로 되어 있다면 소득을 더 많이 신고해야 하므로 월 납부금이 늘어날 수 있다. 앞으로는 채무자 사정에 따라 유리한 방법을 선택하게 된 것이다. 여기에 연령대별 전체 학자금 대출 비중에서 30~50세가 55%에 달한다. 다시 말해, 상환에 필요한 기준소득 산정 시 중산층 기혼자가 SAVE 정책 수혜 범위에 상당수 포함될 것으로 예상된다.

연체율은 완만하게 상승할
것

미국 GDP 대비 학자금 대출 잔액 비중은 약 6%로 적지 않다. 하지만 장기적으로 우하향 추세가 예상된다. SAVE는 대출 잔액이 적은 채무자에게 조기 면제를 제공하기 때문이다. 기존에는 중간에 학교를 그만둔 사람도 최소 20년 또는 25년 동안 상환해야만 남은 잔액이 면제되었다. 앞으로 대출금 \$12,000 미만 채무자는 10년 동안만 상환한다면 남은 잔액은 면제된다. 학자금 대출 연체율은 장기간 분할 상환하는 특성과 위 정책을 고려했을 때 완만하게 상승할 전망이다.

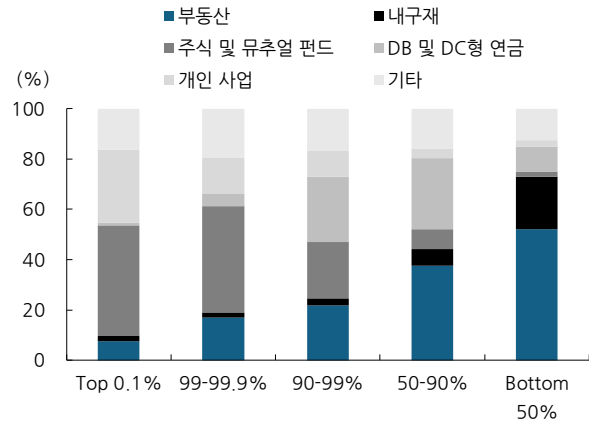
그림36 저소득층이 전체 학자금 대출 절반 이상을 차지



자료: People's Policy Project, DS투자증권 리서치센터

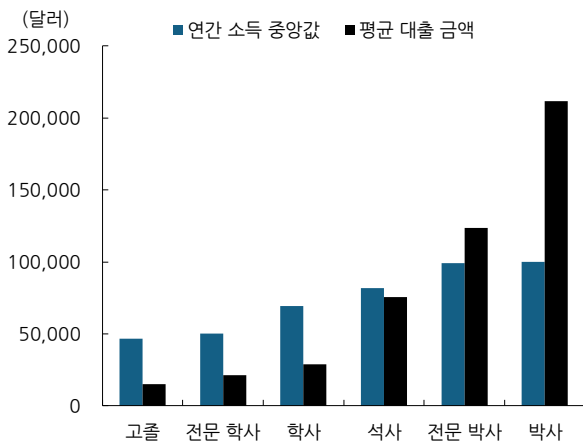
주: 1분위 = 가장 가난한 계층, 2019년 기준

그림37 소득구간별 자산 비중



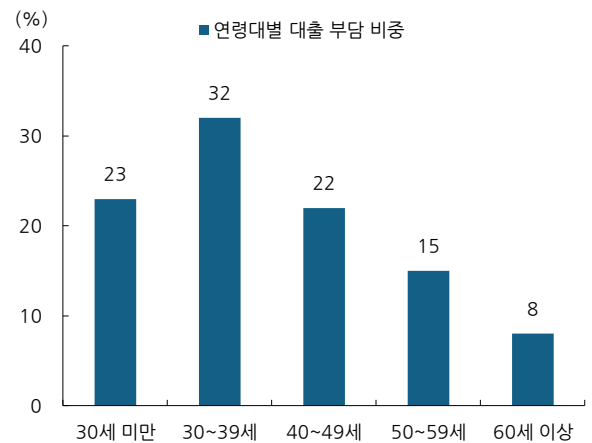
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림38 소득은 학위 수준과 비례



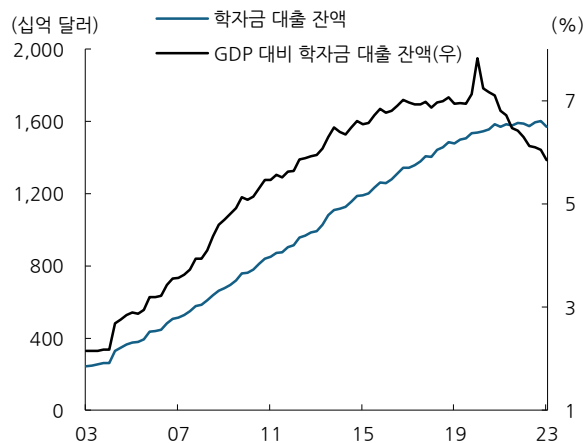
자료: US Department of Education, DS투자증권 리서치센터

그림39 학자금 대출은 젊은 층 비중이 높음



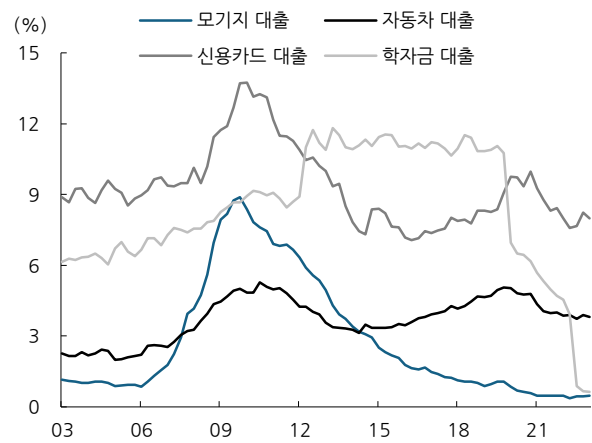
자료: US Department of Education, DS투자증권 리서치센터

그림40 학자금 대출 상환 부담은 크지 않을 것



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림41 학자금 대출 연체율은 완만히 상승할 전망



자료: NY Fed, DS투자증권 리서치센터

경제 데이터 모니터링

월러의 상상은 현실이 된다

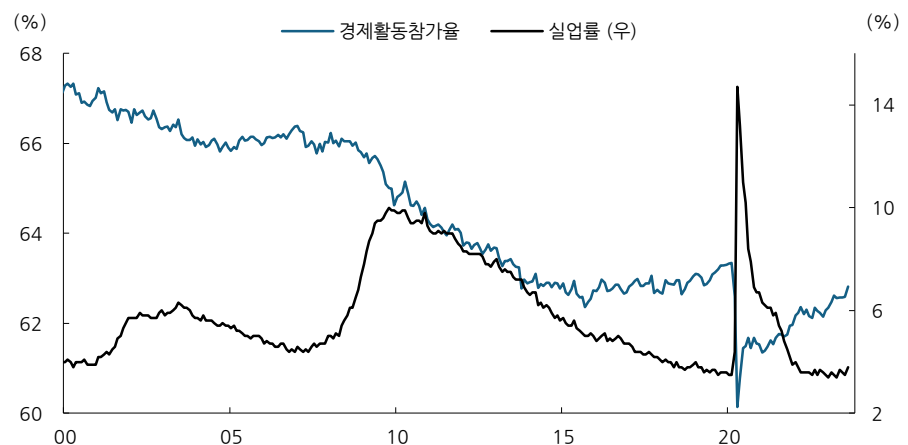
8월 고용, 균형점을 향해 가는 중

실업률은 시장의 예상치(3.5%)보다 높은 3.79%를 기록했다. 반면 비농업 일자리 수는 예상치보다 많이 늘었다. 18.7만 개 증가하며 코로나 이전 평균 수준의 성장 폭을 보였다. 실업률이 상승한 배경에는 경제활동참가율의 반등이 컸다. 수요가 부진하진 않은 가운데 공급이 회복한 것으로 보인다.

경제활동참가율은 62.81%로 전월 대비 0.23%p 상승했다. 22년 8월 이후 최대 상승 폭이다. 경제활동참가율 회복은 여성과 외국인의 경제활동참가율 증가가 활발해진 영향으로 보인다. 외국인 경제활동참가율은 코로나 직전 대비 0.5%p 낮으며 여성 경제활동참가율은 0.2%p 더 높다. 공급 회복으로 인한 실업률 상승으로 보이며 수요가 줄었다는 시그널은 제한적이다. 이는 파월이 언급한 고용시장의 불균형을 해소해 나가고 있다는 강한 시그널이 된다. 즉 긍정적인 실업률 상승으로 평가할 수 있다.

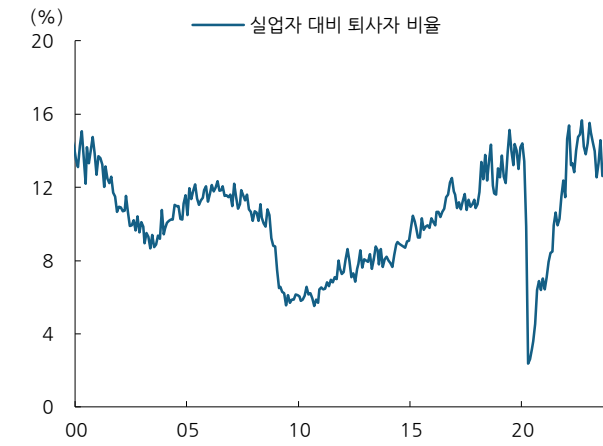
JOLT 구인 일자리 수가 크게 하락하면서 고용시장의 수급 불균형은 크게 해소가 되었다. 실업자가 늘었고(공급 증가) 구인일자리 수 또한 감소했다(수요 하락). 임금은 전월 대비 0.24% 상승하며 22년 2월 이후 가장 낮은 상승률을 기록했다. 많이 오르지도 덜 오르지도 않는 수준을 유지하고 있는 모습은 베버리지 곡선을 원점에 가깝게 끌어당기고 있다.

그림42 공급 회복에 따른 실업률 상승



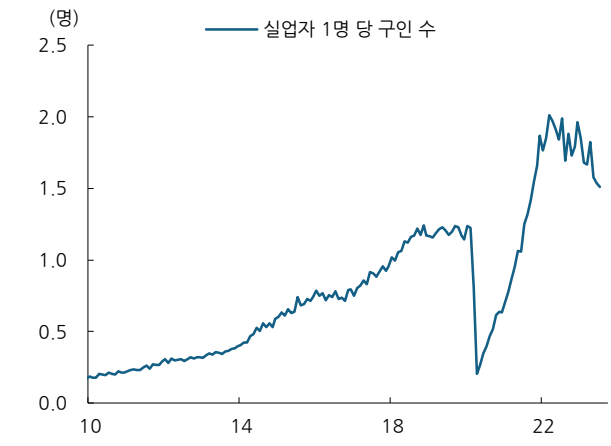
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림43 퇴사자의 비율이 낮아지고 있음 - 노동자 우위 악화



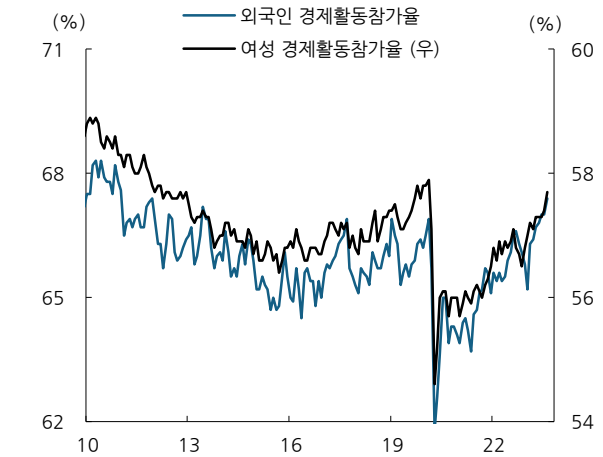
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림44 고용시장의 불균형은 해소되는 중



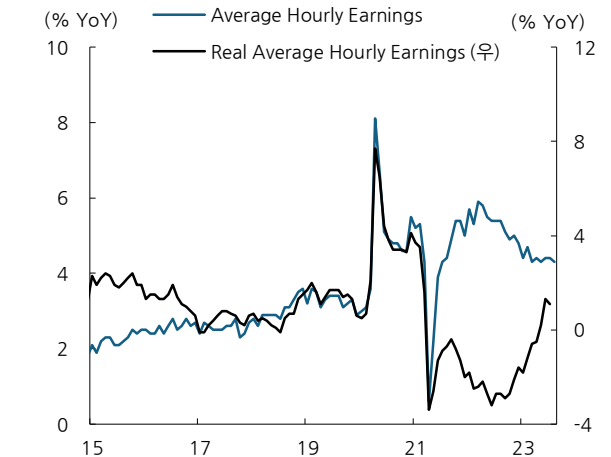
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림45 외국인인과 여성의 경제활동참가율 회복 지속



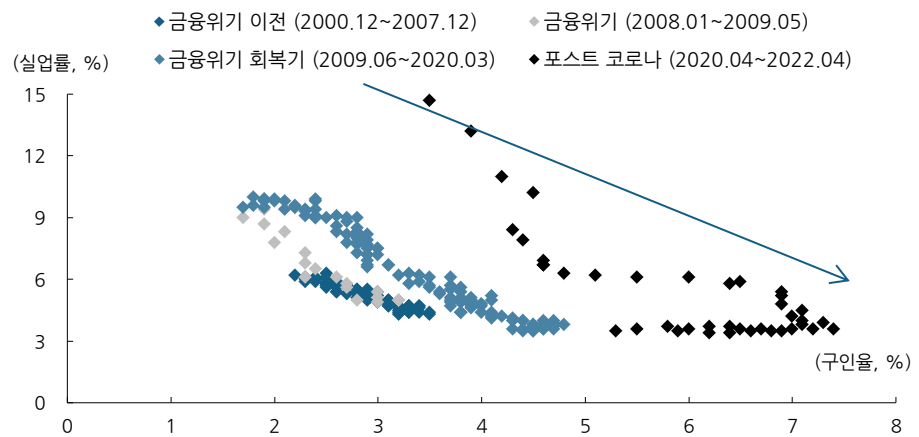
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림46 임금상승률은 안정적인 레벨에 안착



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림47 월러의 그림대로 흘러가는 고용시장



자료: BLS, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

고용 지표에 대한 신뢰도 이슈

고용 우려는 아직 이르다

올해 들어서 비농업일자리 수가 하향 조정된 폭이 크다는 지적이 있다. 경기 둔화를 암시하는 것이 아니냐는 우려가 퍼지고 있다. 하지만 작년에 비해서 오히려 가게 서베이 데이터는 견조한 고용시장을 시사하고 있다. 섬불리 고용시장의 둔화를 예상하기에는 무리가 있다는 판단이다.

작년 하반기에는 비농업
일자리가 과대평가 되었다는
걱정

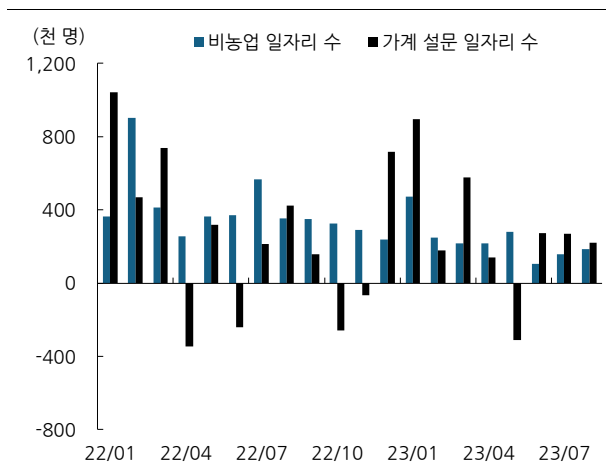
작년 하반기를 돌이켜 보면 가게 설문과 기업 설문 데이터의 괴리에 따른 고용지표에 대한 의구심이 커지기도 했다. 비농업 일자리 수가 취업자 수(가게 설문으로 집계된 숫자)에 비해 너무 높았기 때문이다. 작년 하반기 비농업 일자리 수는 212.3만 개 늘었으나 취업자 수는 93.6만 명 늘었다. 한 사람이 2개 이상의 일을 하는 소위 N잡러가 많아졌다는 것을 감안하더라도 괴리가 너무 컸다.

하지만 올해 들어서는 정반대의 결과를 확인할 수 있다. 올해 비농업 일자리 수는 188.4만 개 늘었는데 취업자 수는 224만 명 늘었다. 일을 하는 사람 수는 꾸준히 늘어나고 있음을 뜻하며 이는 견조한 소비의 배경을 설명할 수 있다. 비농업 일자리 수의 하향 수정치에 큰 의미를 부여하지 않아도 될 것이다.

세부 지표는 여전히
긍정적인 상황

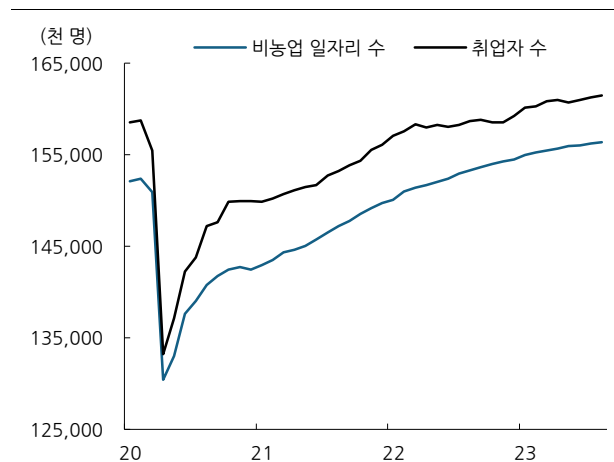
인구에 비해 비농업 일자리 수는 이미 역사적 고점 수준까지 도달해 있다. 경제활동 인구에 비해 집계된 비농업 일자리 수 비율은 이미 높다는 것이다. 영구실업자 비율도 여전히 낮은 수준을 유지하고 있으며 장기 실업자 비율 또한 안정적이다. 비농업 일자리 성장세가 둔화하더라도 경제가 침체를 앞두고 있다는 것을 시사하지 않을 가능성이 높다.

그림48 가게 설문 대비 비농업 일자리 수



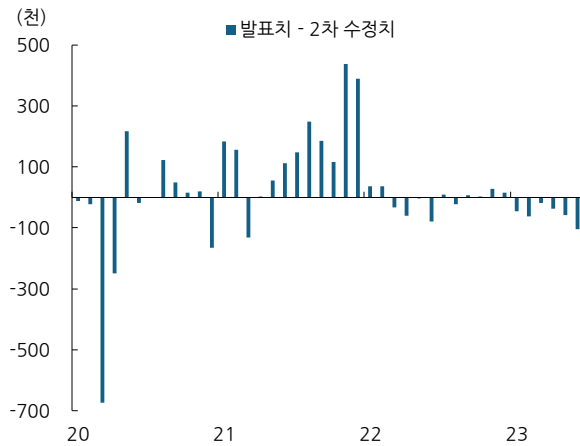
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림49 22년 하반기 취업자 수에 비해 비농업 일자리 수는 증가



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림50 올해 들어 뚜렷하게 하향 조정되어온 비농업 일자리 수



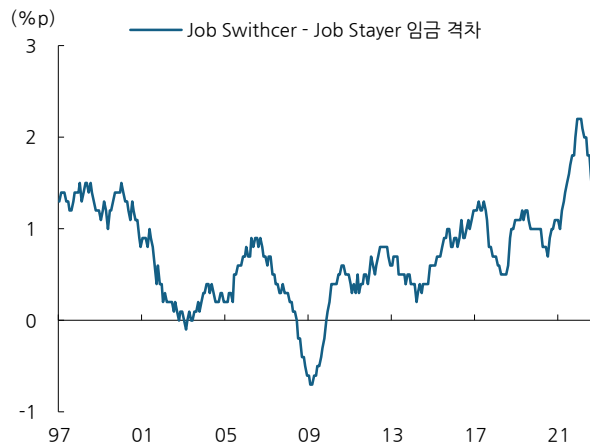
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림51 세부 지표도 안정적



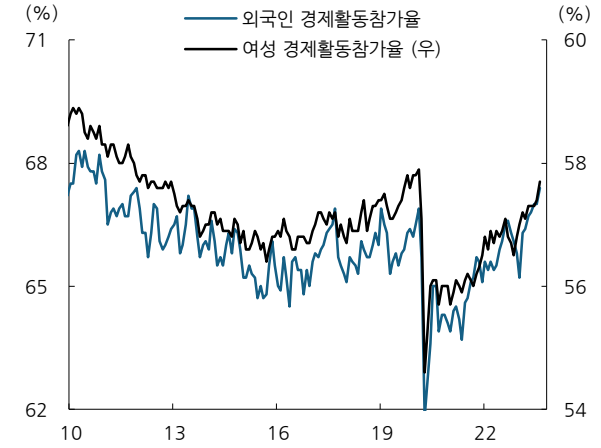
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림52 이직할 유인이 점점 줄어들고 있음



자료: Atlanta Fed, DS투자증권 리서치센터

그림53 경제활동참가율 상승의 배경



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

근원 물가는 괜찮다

연준을 걱정시키진 않는 물가

헤드라인 물가는 예상치
부합

8월 미국 소비자물가는 각각 전년 동월 대비 3.665%, 전월 대비 0.631% 상승했다. 시장 예상치에 사실상 부합한 수준이다. 전월 비 상승률 중 에너지가 0.39% 기여했다. 식품 가격은 0.03% 상승했으나 식품 및 에너지의 전월 대비 물가 기여도는 0.42%다. 헤드라인 물가가 높은 수준을 기록할 것이라는 점은 시장이 알고 있던 부분이라 큰 충격은 아니었다.

근원 물가는 운송 서비스에
서 크게 기여한 영향에 예상
치 소폭 상회

근원 물가가 예상치를 소폭 상회했다. 근원 물가는 전월 대비 0.278% 상승하며 시장의 예상치였던 0.2%를 상회했다. 근원 물가가 높았지만 내용은 좋았다고 판단된다. 특정 품목의 왜곡이 컸기 때문이다. 전체 물가에 대한 근원 물가 상승률 기여도는 0.22%인데 운송 서비스가 절반 이상인 0.12%를 기록했다. 특히 그중에서도 자동차보험료가 많이 상승한 탓이다. 자동차 보험비는 리오프닝 이후 자동차 사고가 급격히 늘어나며 보험비가 계속 높아지고 있다. 코로나 이전에 비해 약 3년 만에 18% 늘었다. 이상 기후도 한몫한 것으로 보인다.

주거비는 전월 대비 0.288% 상승하며 케이스-섀러 주택가격지수 상승률에 후행적으로 안정되는 패턴을 보이고 있다. 21년 8월 이후 가장 낮은 상승률이다. 주거비가 가장 큰 비중을 차지하는 점을 고려해 보면 향후 물가 경로는 기저효과와 유가의 반등분을 제외하면 양호할 가능성이 높다고 판단된다. 근원 물가를 강조한 파월은 유가나 원자재 가격의 외생적 충격을 크게 고려하지 않을 가능성도 크다.

헤드라인 숫자는 기저효과로
반등할 예정. 진성인플레이
션의 요인을 구별하면서 지
표 해석할 필요.

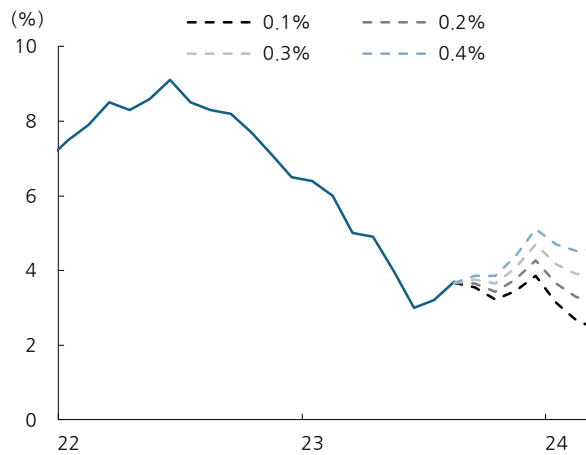
사람들의 지출이 늘어난 것은 맞지만 연준이 걱정하는 인플레이의 지속성 관점에서 이번 물가는 물가에 대한 우려를 크게 줄여줬다고 볼 수 있다. 올해 12월까지 기저효과로 인해 헤드라인 지표 자체는 크게 반등하지만 내년 1분기에는 3%를 향해 안정될 것이다. 매달 물가가 0.2% 상승하기만 해도 4분기 물가는 약 3.8% 수준을 기록하게 된다. 이럴 때일수록 진성인플레이 요인에 집중하면서 물가 지표를 해석할 필요가 있다.

그림54 운송 서비스를 제외하면 근원 물가는 예상치 부합한 수준

	전월 대비 상승률 (계절조정)								12개월 상승률 (비계절 조정, 2023년 8월)
	2023년 2월	2023년 3월	2023년 4월	2023년 5월	2023년 6월	2023년 7월	2023년 8월		
모든 품목.....	0.4	0.1	0.4	0.1	0.2	0.2	0.6	3.7	
식품.....	0.4	0.0	0.0	0.2	0.1	0.2	0.2	4.3	
가계 식품.....	0.3	-0.3	-0.2	0.1	0.0	0.3	0.2	3.0	
외식 식품*.....	0.6	0.6	0.4	0.5	0.4	0.2	0.3	6.5	
에너지.....	-0.6	-3.5	0.6	-3.6	0.6	0.1	5.6	-3.6	
에너지 상품.....	0.5	-4.6	2.7	-5.6	0.8	0.3	10.5	-4.2	
휘발유 (모든 종류).....	1.0	-4.6	3.0	-5.6	1.0	0.2	10.6	-3.3	
에너지 서비스.....	-1.7	-2.3	-1.7	-1.4	0.4	-0.1	0.2	-2.7	
전기.....	0.5	-0.7	-0.7	-1.0	0.9	-0.7	0.2	2.1	
유틸리티 가스 서비스.....	-8.0	-7.1	-4.9	-2.6	-1.7	2.0	0.1	-16.5	
식품 및 에너지 제외.....	0.5	0.4	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3	4.3	
상품.....	0.0	0.2	0.6	0.6	-0.1	-0.3	-0.1	0.2	
자동차 신제품.....	0.2	0.4	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	0.3	2.9	
중고차 및 중고 트럭.....	-2.8	-0.9	4.4	4.4	-0.5	-1.3	-1.2	-6.6	
의류.....	0.8	0.3	0.3	0.3	0.3	0.0	0.2	3.1	
의료 상품*.....	0.1	0.6	0.5	0.6	0.2	0.5	0.6	4.5	
서비스.....	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	5.9	
주거.....	0.8	0.6	0.4	0.6	0.4	0.4	0.3	7.3	
운송 서비스.....	1.1	1.4	-0.2	0.8	0.1	0.3	2.0	10.3	
의료 서비스.....	-0.7	-0.5	-0.1	-0.1	0.0	-0.4	0.1	-2.1	

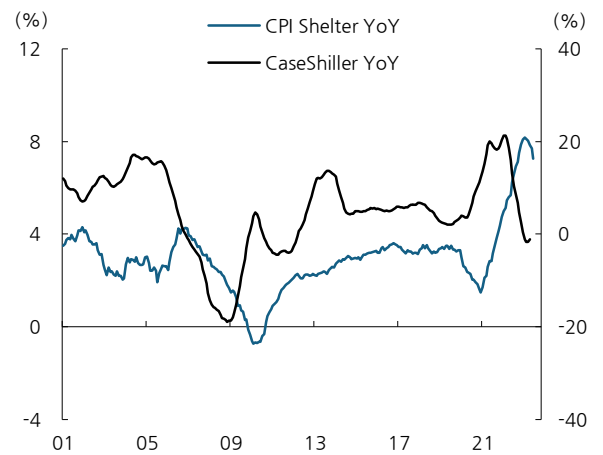
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림55 헤드라인 물가의 기저를 감안하면 숫자는 높아짐



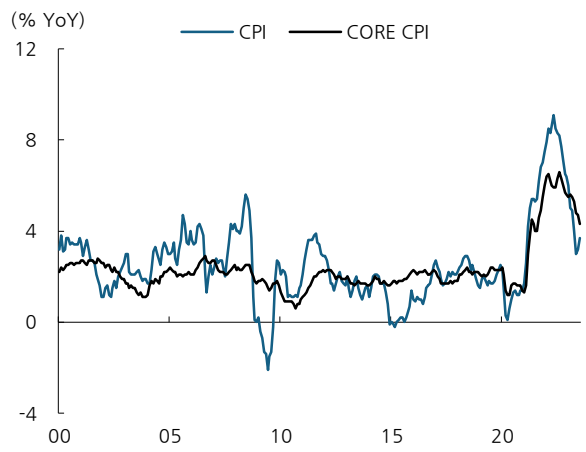
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림56 주거비는 안정세를 보이고 있음



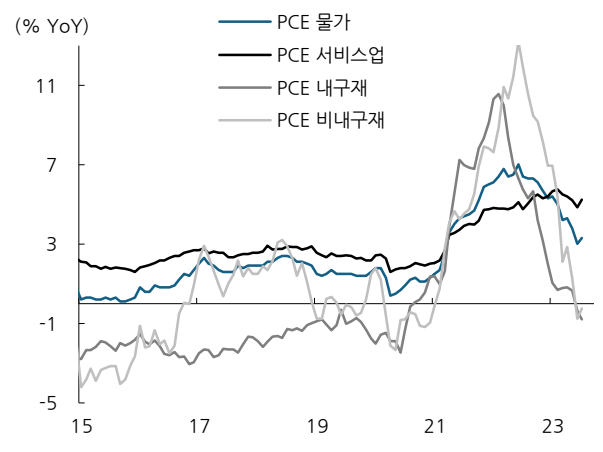
자료: BLS, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림57 근원 물가는 하락세 확인 중



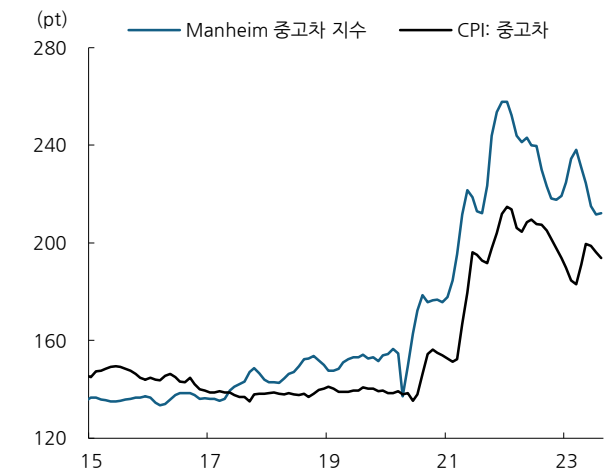
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림58 PCE 물가 또한 안정적인 경로 지속 중



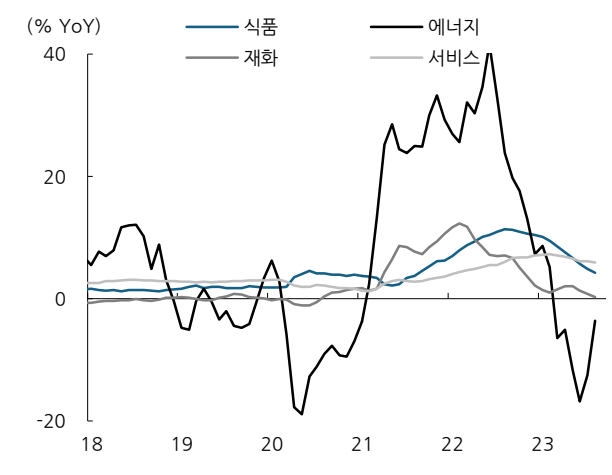
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림59 아직 하락 여력이 남아있는 중고차 가격



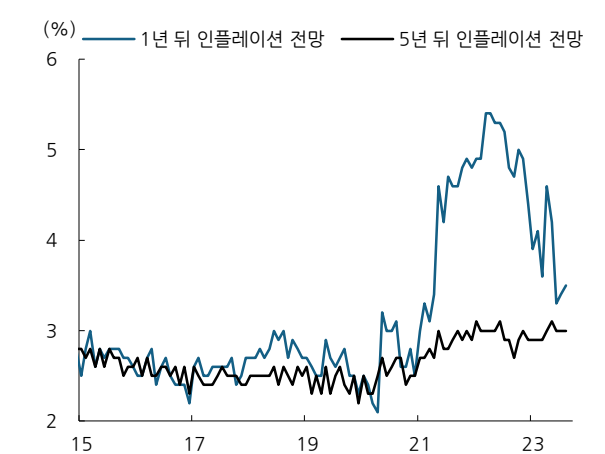
자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림60 물가 세부항목 전년 동월 대비 추이



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

그림61 미시간대학교 기대인플레이션 추이



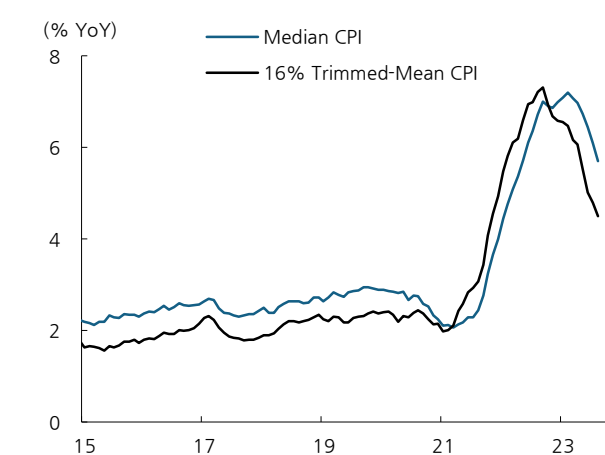
자료: University of Michigan, DS투자증권 리서치센터

그림62 뉴욕 연은 기대인플레이션 추이



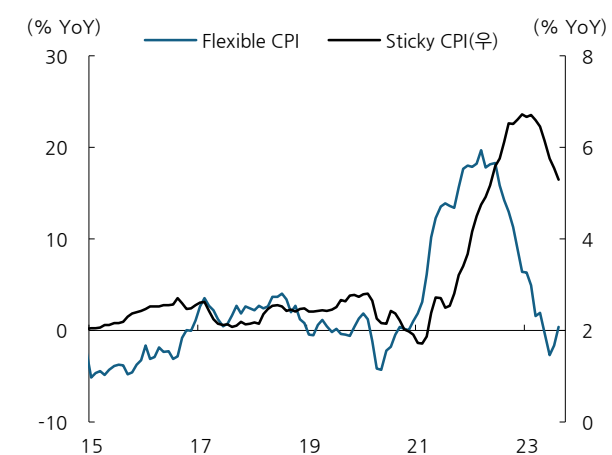
자료: NY Fed, DS투자증권 리서치센터

그림63 변동성이 큰 품목을 제외하면 물가는 안정적



자료: Cleveland Fed, DS투자증권 리서치센터

그림64 경직적인 품목 물가도 피크아웃 뚜렷



자료: Atlanta Fed, DS투자증권 리서치센터

통화정책 및 유동성 전망

9월 FOMC Review: 조심스러운 매

만장일치 동결, 그러나 때파
적인 모습을 보인 파월

9월 FOMC에서 연준은 예상대로 만장일치 동결했다. 시장은 11월 인상을 어느 정도 감안하고 있어 연준의 경제 전망이 눈길에 쏠렸다. 점도표상에서 연내 추가 인상
의 필요성은 크게 바뀌지 않았지만 내년 인하 폭이 대폭 줄어들었다. 그만큼 경제
성장률 전망치를 상향 시켰지만 희망적인 시그널을 주는 것에 대해서는 조심스럽다
며 과도한 확대 해석을 미연에 차단하려는 모습이였다. 완화적인 금융환경 지수를
더 풀어줄 수 없다고 판단하는 것일지도 모른다. SVB 사태 전까지 연준의 금리 인상
에도 금융환경지수가 계속 상승하면서 물가를 잡는 데 방해가 되는 요인으로 지적되
기도 했다.

24년 경제 성장률 상향 폭이
컸음

그런 모습은 경제 전망은 연준의 연착륙에 대한 생각이 들어있기 때문일지도 모른
다. 올해 성장률은 2% 부근으로 상향하는 부분은 예상된 점이었다. 하지만 내년 성
장률을 1.5%로 상향한 부분이 눈에 띈다. 시장은 예상치는 0.9%로 연준은 시장보다
경제를 더 좋게 보고 있다.

기자회견에서 파월은 연착륙의 가능성은 있는데 베이스 시나리오는 아니라고 했다.
다만 주요 목표는 연착륙이라며 기대감을 두고 중립적인 스탠스를 유지하려는 모습
을 보였다. 금융시장이 완화되는 것에 대해 경계하는 것일지도 모른다.

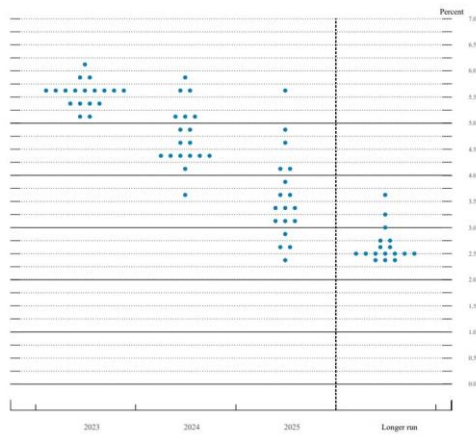
올해 근원 물가 전망치를 내리고 헤드라인 물가를 상향시키는 것 또한 유가 상승으
로 인해 예상된 부분이었지만 동시에 내년 물가 전망에 변화를 주지 않았다. 유가가
오랜 기간 높아지지 않는다는 전제와 고용시장에서의 수급 불균형 개선을 감안한 수
치로 보인다.

연준의 시나리오 하에서 내년 인하에 대한 기대감이 점차 사라지면서 향후 경제의
침체 가능성과 높은 금리에 대한 부담이 주식시장에는 악재로 해석되고 있다. 연준
의 연착륙에 대한 확신이 부족하기 때문으로 보인다. 현시점에 예상보다 잘 나오는
경제 데이터가 내년 인하라는 선물의 크기를 줄이고 있다고 보고 있다.

연착륙에 대한 불확실성
해소 증시 반등의 포인트

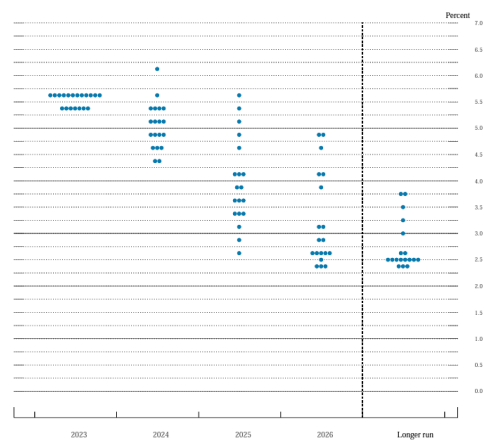
연준이 집중하는 근원 물가의 하락세가 지속된다면 통화정책 결정에 있어서 인하 여
력을 넓혀준다. 점도표상 인하 폭 축소는 경제 전망치 상향에 따른 당연한 결과일지
도 모른다. 연착륙에 의구심이 줄어들게 되면 오히려 높은 금리가 주식시장에는 호
재로 작용할 것이다.

그림65 6월 점도표 (24년 중앙값 4.625%)



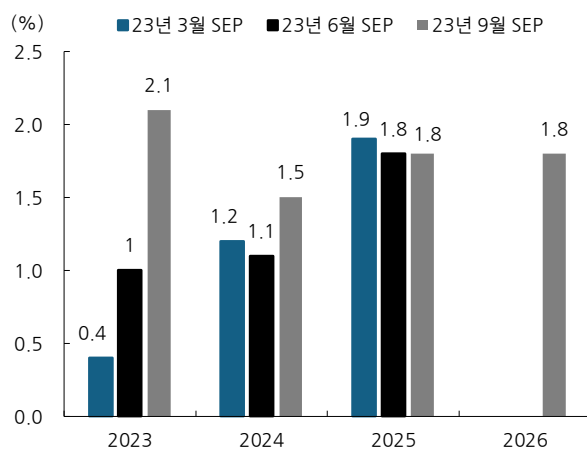
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림66 9월 점도표 (24년 중앙값 5.125%)



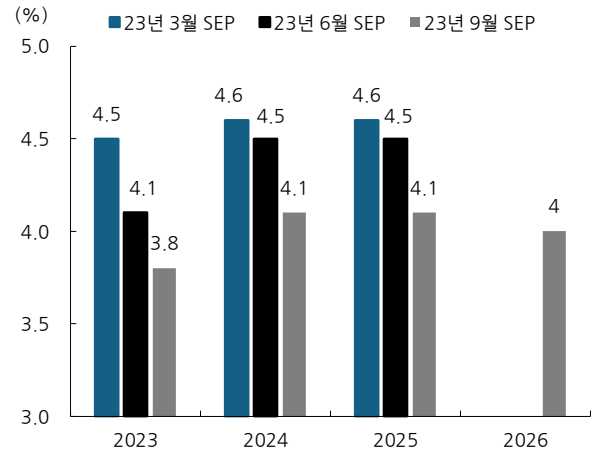
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림67 미국 성장률 전망치 변화



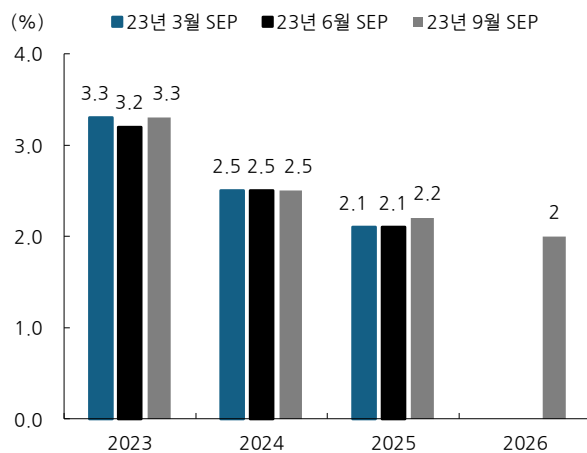
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림68 미국 실업률 전망치 변화



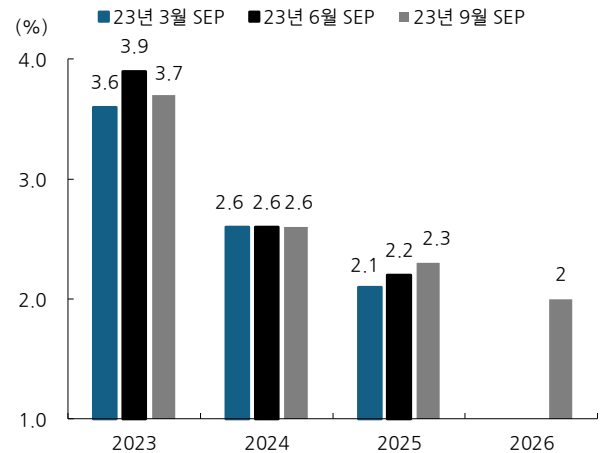
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림69 미국 PCE 전망치 변화



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림70 미국 Core PCE 전망치 변화



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

단기채 발행과 역레포에서 빠져나오는 유동성

재무부는 시장의 예상보다 국채 순발행량을 더 크게 발표했다. 이것이 장기 국채 약세의 시작이었다. 하지만 단순히 장기채만 발행을 많이 하겠다는 것이 아니었다. 재무부 계정(TGA)을 채우기 위해 단기물 발행 또한 늘리고 있다. 이는 전 구간의 국채 금리 상방 압력을 늘린다.

장기채 발행은 역레포 자금
유출입과 큰 상관 없음

단기채와 장기채는 전혀 다른 영역이다. 수요로 하는 채권 펀드의 성격도 전혀 다르다. 그래서 장기채 발행이 많아져도 역레포에서 자금이 빠져나갈 여력이 컸고 여전히 남아있다고 판단한다.

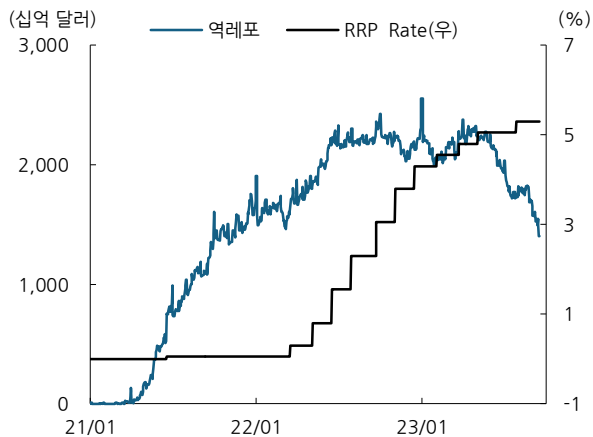
단기채 발행을 하는 것이
유리한 재무부

재무부는 갑작스럽게 조달해야 할 때 단기채 의존을 늘린다. 코로나 이후에도 그러했다. 게다가 올해 여름 역레포 계정에 1.7조 달러 이상의 자금이 묶여있었다. 단기채 순발행을 늘리면 오히려 지준도 늘릴 수 있었다. 일석이조의 기회를 재무부가 놓칠 리가 없다. 8월과 9월 또한 국채 순발행량을 보면 단기채의 비중이 압도적으로 많다. 전체 국채 중 단기채의 비중이 20%가 넘어가지 않도록 권고하고 있으나 이는 일시적으로 예외적으로 넘어도 괜찮다. 장기물 금리가 높은 요즘 재무부에서 장기물을 많이 찍어내는 것 또한 부담일 것이다.

채권시장 변동성 하락

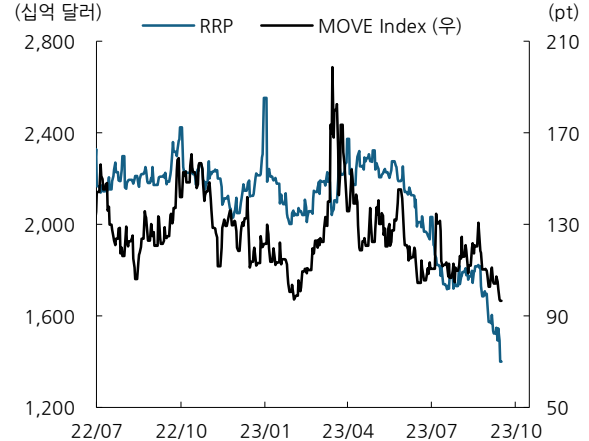
단기 자금 시장에 유동성이 확대되자 채권 변동성 지수 또한 안정되는 모습이다. 코로나 이후 증시와 지준의 상관관계가 높아지면서 지준 수준에 대한 관심이 높았다. 재무부의 단기채 발행 의존도가 당분간 지속될 것으로 보이며 연준의 금리 인상기 끝에 접어들수록 역레포의 매력도가 하락하게 된다. 단기채 순발행량이 다소 주춤하더라도 내년 2분기 연준의 인하 시점을 앞두고 MMF의 단기채 수요가 더 많아질 것으로 보인다. 즉 역레포에서의 자금 이탈 가능성이 높을 것으로 판단된다.

그림71 역레포의 자금 이탈은 계속 될 것



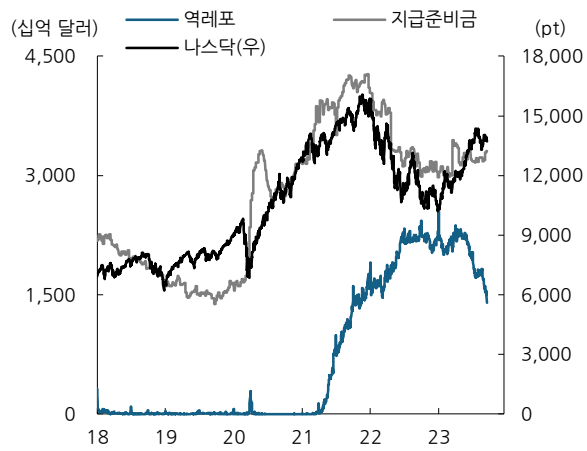
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림72 단기 유동성이 늘어남에 따라 채권시장 변동성 하락



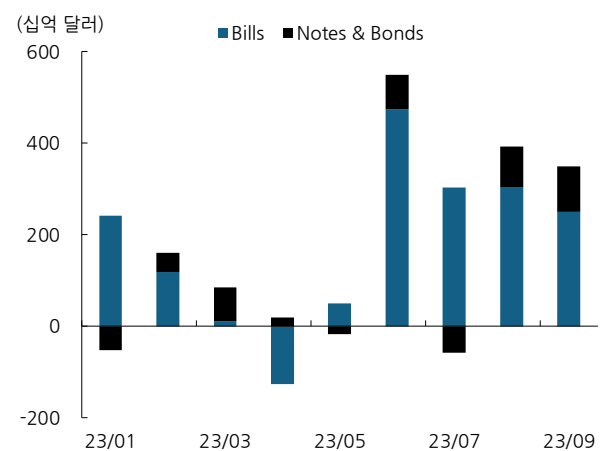
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림73 유동성 관점에서 시장은 큰 문제 없을 것



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

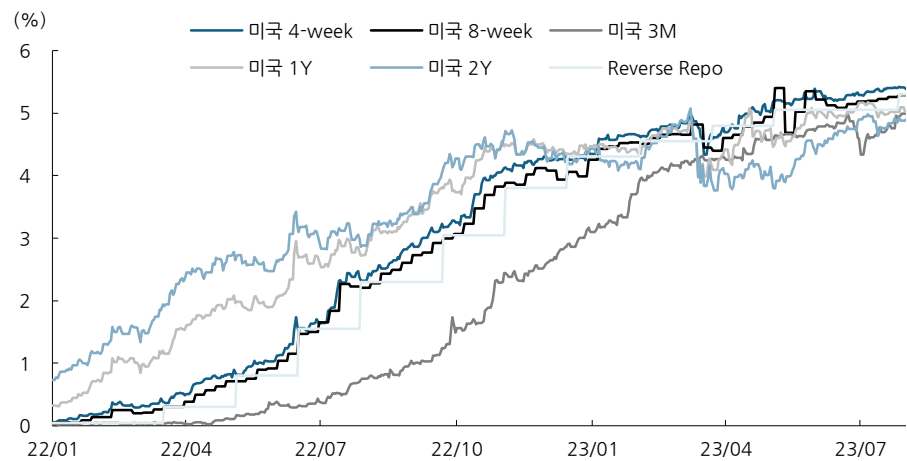
그림74 계획 외의 중장기채 발행 지양 & 단기채 중심으로 발행



자료: Sifma, DS투자증권 리서치센터

주: 8~9월은 예상치

그림75 단기채 금리가 7월 인상 이후 역레포 금리보다 높은 수준에 머무르고 있음



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

연준의 양적 긴축은 계속되고 있으나: 사실상 Operation Twist?

양적 긴축은 큰 문제 없이
순항 중

연준의 QT는 계속 차질 없이 진행되고 있다. 연준이 보유하고 있는 국채와 MBS는 연초 대비 각각 5,183억 달러, 1,423억 달러 줄어들었다. 한 달에 대략 775억 달러 정도 줄어든 셈이다. 큰 문제 없이 대차대조표 줄이기에는 성공하고 있다.

균일하게 재투자하지 않는
연준

하지만 연준은 만기 별로 고르게 국채를 줄이고 있지 않다. 연준은 장기물 보유 비중은 오히려 늘리고 있다. 줄어든 국채 중 85%는 5년 미만 만기 국채다. 사실상 5년 이상 장기물은 크게 줄인 것이 없다. 게다가 10년 초과 만기 국채의 경우 연초 대비 388억 달러치 늘었다. 만기 도래분 중 목표 수준을 상회하는 분에 대해서는 국채를 재매입해야 하는데 만기별로 균일하게 매입하지 않았다.

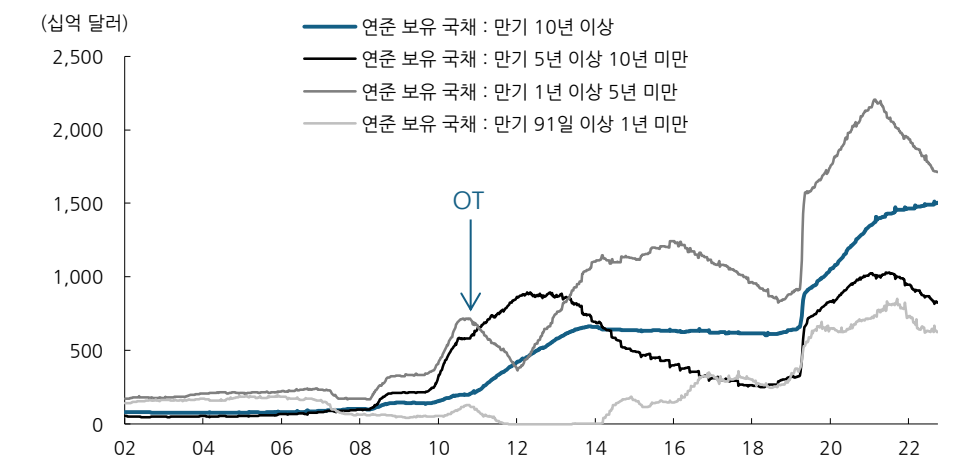
OT와 같은 연준의 자산
구성 변화

사실상 OT를 연상케 하는 연준의 BS 변화다. 연준은 OT를 11년 9월 시작해서 2012년 연말까지 연장되어 진행했다. 장단기 역전 폭이 여전히 역사적 최대치 수준인 상황에서도 OT스러운 BS 변화를 준 것은 역레포 유동성을 빼내고자 하는 의지가 강한 것으로 해석된다.

QT는 더 오래 지속 가능할
것

이런 움직임은 연준의 QT를 더 오래 진행할 수 있는 여력을 준다. 적어도 단기 자금 시장의 유동성이 망가지면서 QT를 멈추지 않아도 될 가능성이 높다. 물론 단기 자금시장의 수급 이슈는 2019년 선례가 하나뿐이기 때문에 어느 수준의 지점에서 문제가 발생할지 모르지만 작년 연말 최대치 이후 1조 달러가량 유동성이 빠져나온 점을 고려해 보면 당분간 큰 문제는 없을 것으로 보인다.

그림76 국채 10년물은 연준이 의도적으로 줄이지 않고 있음



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

채권 시장 변동성이 커질 가능성?

최근 채권금리 상승은 일부 풀림 현상의 되돌림의 영향도 있었을 것으로 보인다. 특히 헤지펀드들의 베이스 트레이딩을 줄이는 과정에서 채권 약세 영향이 있었을 것으로 보인다. 여기서 헤지펀드들의 포지션은 현물 매수, 선물 매도를 가리킨다.

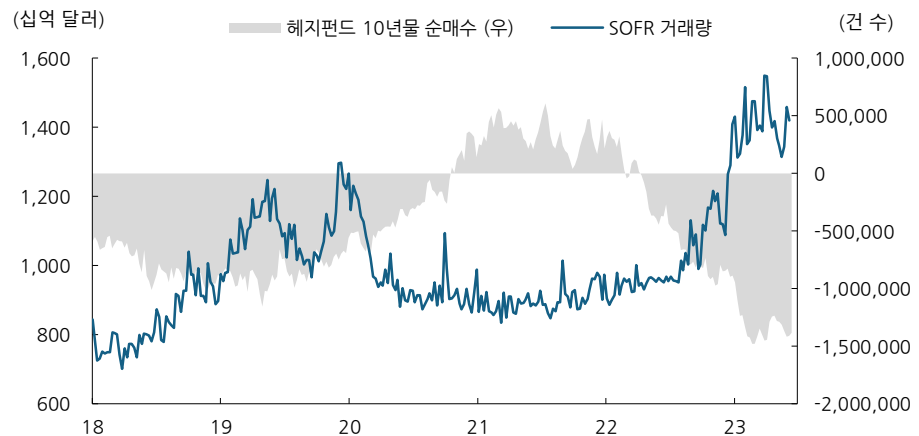
베이스 트레이딩이 채권
변동성을 일으킴

지속적으로 헤지펀드의 국채 선물 숏포지션의 비중이 확대되어왔는데 이는 베이스 트레이딩 수요가 많아졌기 때문으로 파악된다. 현물을 매수하는 과정에서 레포로 자금 조달을 하는 경우가 많다. 베이스 트레이딩이 많아지면 특정 방향으로의 채권 변동성이 높아지는 부작용이 있다. 코로나 직후 국채 금리의 과도한 변동성에 대한 주요 원인으로 지적되기도 했다.

국채 발행 확대와 국채
선호도 감소가 원인

베이스 트레이딩이 많아진 정확한 이유를 파악하기는 힘들지만 몇 가지 가능성은 있다. 미국 국채 발행 확대와 미국 국채 선호도 감소가 맞물려 상대적으로 금융시장에서 현물의 저평가를 지속했을 수 있다. 규제 속에서 은행의 국채 보유량이 코로나 이후 늘어났다가 대출이 늘어나면서 감소하기도 했다. 공급은 늘어나는데 국채를 시장에서 받아낼 사람이 적어진 것이 선물 대비 현물의 저평가를 만들어 낸 것으로 보인다.

그림77 헤지펀드의 현선 차익거래는 여전히 활발함



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

Macro Appendix

경제 지표 일정

2023.9

Mon	Tue	Wed	Thu	Fri
<u>25</u> 미국 달러스런은 제조업지수 시카고 연방 국가활동 지수 독일 FO 기업환경지수	<u>26</u> 미국 CB 소비자심리지수 S&P 500 주택가격지수 신규주택판매 한국 소비자심리지수	<u>27</u> 미국 내구재수주 한국 제조업 BSI 비제조업 BSI	<u>28</u> 미국 2분기 GDP 미결주택판매 유럽 소비자자기대지수 한국 추석연휴	<u>29</u> 미국 PCE 물가지수 미시간대 소비자지수 유럽 소비자물가지수 중국 차이신 제조업 PMI

2023.10

<u>2</u> 미국 ISM 제조업 PMI 한국 산업생산 소매판매 중국 개천절 휴장	<u>3</u> 미국 JOLTs 고용보고서 호주 금리 결정	<u>4</u> 미국 ISM 비제조업 PMI ADP 비농업 고용 변화 유럽 마켓 구매관리자지수 생산자물가지수	<u>5</u> 미국 무역수지 한국 소비자물가지수	<u>6</u> 미국 실업률 비농업고용지수 일본 가계지출
<u>9</u> 미국 CB 고용동향지수 독일 산업생산 한국 한글날 휴장	<u>10</u> 영국 소매판매 일본 경상수지	<u>11</u> 미국 생산자물가지수 독일 소비자물가지수	<u>12</u> 미국 소비자물가지수 신규실업수당건수 일본 생산자물가지수	<u>13</u> 미국 BA 원유재고 변동 미시간대 소비자지수 중국 소비자물가지수 생산자물가지수 무역수지
<u>16</u> 미국 앰파이어 제조업 지수 일본 산업생산	<u>17</u> 미국 소매판매 산업생산 NAHB 주택시장지수	<u>18</u> 미국 건축허가지수 주택착공지수 영국 소비자물가지수 중국 산업생산 소매판매 GDP 성장률	<u>19</u> 미국 기존주택판매 필라델피아 제조업 지수 일본 무역수지 중국 주택가격지수	<u>20</u> 영국 소매판매 일본 소비자물가지수
<u>23</u> 미국 시카고 연은 활동지수	<u>24</u> 미국 S&P 글로벌 PMI 한국 생산자물가지수	<u>25</u> 미국 신규주택판매 BA 원유 재고 변동 호주 소비자물가지수	<u>26</u> 미국 신규실업수당건수 GDP 성장률 한국 GDP 성장률	<u>27</u> 미국 개인소비지출 물가지수 미시간대 소비자지수 일본 도쿄 소비자물가지수

자료: DS투자증권 리서치센터

Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김준영)
 - 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.
-