



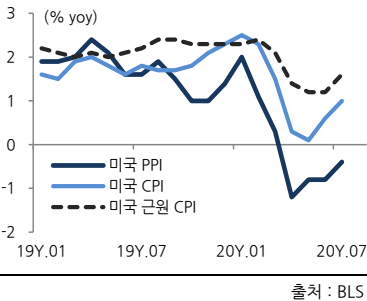
GLOBAL ECONOMY

연준의 물가 과열 유도 정책, 금융시장 과열도 따라간다

Research Team

Economist 최서영
sy.choi90@samsung.com

美 물가상승률, 저점 통과 후 반등 중



금리 상승 전환, 금 가격 조정을 야기



[Review] 주요국 장기금리 상승 압력, 글로벌 증시 탄력을 저하

미국을 비롯한 주요국가들의 장기금리 상승 압력이 글로벌 증시 상승 탄력을 다소 약화시킨 한 주였다. 지난주 중 **미국 10년물 국채금리는 약 2달래 가장 높은 수준인 0.72%**를 기록했으며, 주간으로는 15bp 상승 마감했다. 국채금리 상승의 배경으로는 (1) 미국 물가지표들이 예상보다 크게 반등하면서 Reflation 기대가 높아졌던 점과 (2) (신뢰도에 의문이 제기되고 있지만) 러시아의 깜짝 백신 승인 소식, (3) 미국 재무부의 장기물 위주 국채 입찰 부담(30년물 입찰 부진 소식) 등이 거론된다. 이번주에도 미국 재무부의 대규모 입찰이 예정되어 있어 당분간 장기금리 향방에 대한 금융시장의 관심과 민감도가 높을 수 있을 텐데, **낮은 금리에 대한 글로벌 금융시장 의존도가 워낙 높았던 만큼 금리가 단기 변동성 요인으로 작용할 수 있어 금리 향방을 지켜볼 필요가 있다.** 한편, **미국 의회는 결국 경기 부양안을 통과시키지 못한 채 휴회에 들어갔다.** 일단은 트럼프 대통령이 독자적으로 발표했던 행정명령이 단기적인 재정절벽은 막아줄 수 있을 것이라는 기대, 그리고 해당 자금이 소진되기 이전(행정명령에 의한 실업수당 재원, 이르면 9월 말 경 소진 가능성)에는 어떻게든 의회에서 최종 협상안이 도출될 것이라는 전망에 시장 충격이 제한되고는 있으나, 당분간은 타결 가능성이 축소된 만큼 모멘텀은 약화될 것으로 보인다.

지난주 달러지수는 -0.4%로 추가 약세를 기록했으나 하락속도는 완만해지는 모습이다. 달러화 약세가 지속되기 위해서는, 다른 말로 여타 통화의 강세 흐름이 지속되기 위해서는 해당국가들의 경제 펀더멘털이 자국통화 강세를 소화해주어야 한다. 하지만 아직은 뚜렷한 성장이 나오는 국가가 부재한 만큼 **통화 강세를 충분히 소화해내는 주변국들이 딱히 보이지 않는 상황**이다. 이러한 환경에서는 달러화 약세 모멘텀이 계속 이어지기는 어렵다.

한편, **지난 주말(15일) 예정되었던 미중 고위급 무역협상 이행상황 점검 회의는 당일 갑작스럽게 연기되었다(새 일정은 미정).** 표면적으로는 중국의 베이다이하 회의(중국 전철적 지도부들간 비공개 현안 논의 연례행사) 일정과 중복된다는 것이 회담 연기의 배경이었으나, 갑작스러운 무산의 이유로 충분히 설명되지는 않는다. **다만 금융시장에서는 회의 연기 결정을 미중간 무역 갈등 부각 가능성을 낮춘 이벤트로 해석할 수 있다.** 지난 6월까지를 기준으로 중국의 대미 수입 이행률은 50%가 채 되지 않는다(연간 매입 약속을 기준으로 삼는다면 6월까지 이행률은 약 23%). 미국이 문제 삼고자 하면 삼을 수 있고, 문제삼지 않고자 한다면 넘어갈 수 있는 불확실한 상황에서 회담 연기 결정은 일단 **미국 대선 이전에는 무역을 둘러싼 미중간 잡음은 나오지 않을 가능성에 무게를 싣고 있다.** 특히 트럼프 대통령은 선거를 위해 중국에 강경하게 대응한다는 이미지를 고수하는 동시에 팜벨트를 위한 중국의 미국산 농산물 구매 지속을 원하고 있어 중국에 기본적으로는 강경한 입장을 유지하되, 무역협상은 건드리지 않고자 하는 것으로 비춰지고 있다. 미중간 갈등은 여러 부문에서 계속되겠지만 중장기 전략이 수정될 수 있는 대선이 얼마 남지 않은 만큼 **사안의 중대성에 비해 시장 민감도는 높지 않은 현 흐름이 유지될 가능성이 있다.**

금리 변동성, 금융시장 조정의 빌미를 제공할까?

최근 저금리에 대한 자산시장의 의존도는 전례를 찾기 어려울 정도로 높다. 금리의 절대 수준이 매우 낮은 동시에 금리 변동성 또한 이례적으로 낮은 환경이 몇 달간 이어져오면서 **금융시장 주체들은 금리 변수에 대한 경계를 접고 자산시장으로 뛰어들고 있다.** 특히, **“마이너스 실질금리” 환경은 어떤 자산에든 투자해 놓지 않는다면 부의 실질적인 가치가 깎일 수 있다는 경계를 높이면서 거의 대부분 자산들의 가격을 올려놓는 결과를 야기했다.**

금융시장의 높은 금리 의존도는 지난주 단기적으로 나타난 시장 충격에서도 보여졌다. 지금까지 제한적 범위 내에 머무르던, 상방보다는 하방 압력이 우세했던 미국 국채금리가 지난주 러시아 백신 소식 및 미국 물가 반등 소식에 갑작스럽게 상승 전환하면서 저금리

Global Economy

의존도가 특히 높았던 금 가격과 나스닥의 큰 폭 조정을 가져왔던 것이다. 이어서 미국 장기물 입찰 결과가 다소 부진했다는 소식은 10년 이상 장기물 금리들을 자극하면서 시장참가자들을 긴장시켰다. 사실 따지고 보면 (아무리 신뢰도 문제가 있다고는 하지만) 러시아 백신 등록 소식이 촉발한 서구권 국가들의 백신 개발 가속화 기대와 물가 회복 데이터들은 경제의 정상화 가능성을 반영하고 있는 긍정적인 소식들이다. **하지만 해당 소식들이 금리 상승을 촉발해 오히려 자산가격 조정을 야기했던 지난주의 현상은 예상보다 빠른 경제 정상화나 백신 개발, 더 나아가 확장적 재정정책이 수반하는 국제공급 확대가 자산시장에 마냥 긍정적인 소식이 아닐 수 있음을 한 편에서 고민하게 만드는 듯 하다.**

아직은 절대 금리 레벨이 낮아 지난주 금리 상승이 자산시장 가격 전반의 조정 요인으로 작용하지는 않았지만, 만일 시장에서 금리 레벨을 테스트하는 과정에서 상승 압력이 지속될 경우에는 연준의 금리안정 의지에 대한 의구심과 함께 상당한 폭의 자산가격 조정이 발생하지 않으리란 보장이 없다. 금융시장에서의 심리 훼손은 결국 실물경제 참가자들의 심리 훼손과 맞물릴 수 있으며(증시 조정은 회사채 크레딧 스프레드 상승과 함께 나타남) 이는 경기 회복의 속도를 지연시키는 요인이 될 수 있다. 특히, 대규모 정부 지출이 경기를 끌어올리는 역할을 해야 하는 상황에서 **국제발행에 의한 금리상승, 다른 말로 구축효과가 재정정책의 효과를 깎아내리게 된다면 경기회복 속도는 더욱 느려질 수 있다.**

여기에서, 연준의 명확한 정책목표 및 포워드 가이드선, 소통의 중요성이 설명된다. 코로나 이전부터 연준 내부에서는 **물가목표 달성 실패의 원인 중 하나로 2011년부터 지금까지 도입하고 있는 “2% 물가 목표제”의 형태를 거론했었다.** 이 목표가 금융시장으로 하여금 마치 2%가 연준이 용인하는 “상한선”이라는 인식을 심었고, 이에 실제 물가가 2%에 도달하기도 전에 금융시장이 긴축 경계를 세우기 시작하면서 나타난 시장금리 상승이 결국 기대물가의 추가적인 회복을 가로막았으며, 계속해서 낮아진 기대물가가 결국 실제 물가의 발목을 잡았을 가능성이 있다는 것이다. 즉, **현재 연준이 물가 목표를 “2% 오버슈팅 용인 또는 유도” 의미를 담은 형태로 바꾸고자 하는 이유는 금융시장이 연준의 의도보다 선제적으로 금리인상 가능성을 반영해가지 않게끔, 긴축 경계를 지나치게 빨리 세우지 않게끔 소통해 과거의 목표달성 실패를 반복하지 않고자 함에 있다.** 아직 경기 정상화가 요원한 환경에서 장기금리들이 예상보다 빠르게 상승할 경우에는 지금의 기대물가 상승 추세가 다시 꺾일 가능성이 있다. 또한 시장금리 상승을 마냥 용인한다면 연준 정책목표에 대한 신뢰도가 낮아질 수 있고 재정정책 효과가 구축효과로 깎일 수 있다는 보수적 전망이 늘어날 수 있다. **기대물가 회복 흐름을 훼손하지 않기 위해서라도 연준은 시장금리들을 낮고 안정적인 수준에서 관리하고자 나설 것이다.** 환경 변화에 따라 연준의 금리안정 의지가 약해질 수도 있다는 의구심을 벌써부터 들게 하면 안된다.

사실 이미 낮은 수준인 국제금리 추가 하락 가능성에는 쉽게 무게 두기 어려운 것이 사실이며, 이에 연준이 앞으로 기여할 수 있는 바가 제한적일 수 있다는 시각도 있다. 하지만 연준은 경기나 물가 기대, 국제발행 등이 금리상승 요인으로 떠오를 때 **명확한 정책목표와 가이드선을 제시하고 자산매입 정책 활용도를 높여 잠재적 금리상승 압력을 제어하는 방식을 통해 완화된 금융환경을 충분히 유도할 수 있다.** 만일 그 결과, 기대물가 추가 상승 와중에 명목금리 상승이 제어된다면 **마이너스 실질금리는 유지되거나 더 낮아지면서 금융시장과 경기를 추가로 뒷받침할 수 있을 것이다.** 다르게 말하면, **연준은 정책 정상화 이전에 경기 및 물가 과열을 유도하고자 할 것으로 예상되며 그 과정에서 금융시장 과열도 추가로 진행될 가능성이 높다는 판단이다.** 단기적으로는 제한적인 폭의 금리 상승과 시장 조정이 있을 순 있지만 길게 이어지진 않을 것으로 판단한다.

[Preview] 美 재정 모멘텀 공백기, 7월 FOMC 의사록, 주요국 8월 PMI 등

미국 의회가 결국 부양책을 합의하지 못한 채 지난 13일부터 휴회에 돌입하면서, 의회가 다시 열리는 다음 달 8일까지는 재정 모멘텀 공백기에 들어서면서 증시 모멘텀이 약화될 가능성에 무게가 실리고 있다. 20일 새벽 발표되는 7월 FOMC 의사록에서는 연준의 정책목표 및 기준금리 포워드 가이드선, 자산매입 정책 가이드선 구체화(=장기금리 안정 의지)에 주목할 필요가 있으며 9월 회의에서 최종적인 내용 발표 여부를 가늠할 필요가 있다. 미국과 유로존 PMI 지표 추가 상승 여부도 경기 경로에 대한 힌트가 될 수 있다.

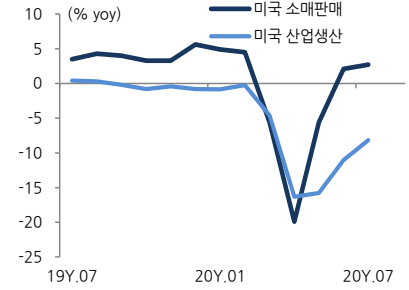
Global Economy

전주 주요지표 발표 결과

지역	해당기간	경제지표	단위	발표치	이전치	서베이
미국	Jun	구인이직보고서 구인건수	천명	5,889	5,371	5,300
	Jul	NFIB 소기업 낙관지수	Index	98.8	100.6	100.5
	Jul	PPI	MoM	0.6%	-0.2%	0.3%
	Jul	근원 CPI	YoY	1.6%	1.2%	1.1%
	Jul	소매판매	MoM	1.2%	8.4%	2.1%
	Jul	산업생산	MoM	3.0%	5.7%	3.0%
	Jul	설비가동률	%	70.6%	68.5%	70.3%
	Aug P	미시건 소비심리지수	Index	72.8	72.5	72.0
유로존	Aug	센틱스 투자자대지수	Index	-13.4	-18.2	-16.0
	Aug	ZEW 서베이 예상	Index	64.0	59.6	--
	Jun	산업생산	MoM	9.1%	12.3%	10.0%
	2Q P	고용	QoQ	-2.8%	-0.2%	--
중국	Jul	PPI	YoY	-2.4%	-3.0%	-2.5%
	Jul	CPI	YoY	2.7%	2.5%	2.6%
	Jul	통화공급 M2	YoY	10.7%	11.1%	11.2%
	Jul	사회용자총액	bil 위안	1690.0b	3434.2b	1850.0b
	Jul	산업생산	YoY	4.8%	4.8%	5.1%
	Jul	소매판매	YoY	-1.1%	-1.8%	0.1%
	Jul	고정자산투자(YTD)	YoY	-1.6%	-3.1%	-1.6%

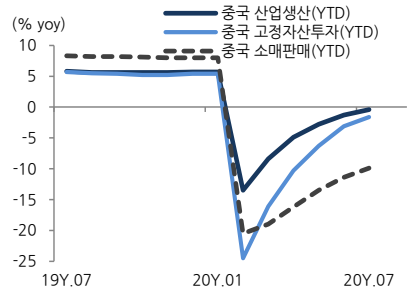
출처: Bloomberg, 삼성선물 정리

미국, 소득보전 정책 기반의 소비 회복



출처: BLS, FRB

중국, 생산 및 투자 대비 더딘 소비 회복



출처: NBS

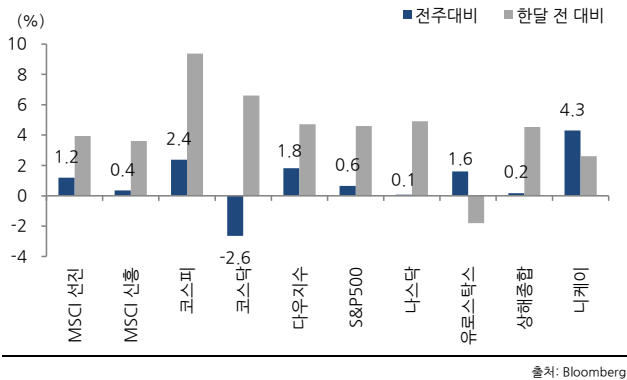
금주 주요 지표 발표 일정

	8월 17일 월요일	8월 18일 화요일	8월 19일 수요일	8월 20일 목요일	8월 21일 금요일
미국	21:30 뉴욕 제조업 지수 23:00 NAHB 주택시장지수	21:30 건축허가 21:30 주택착공건수		03:00 FOMC 의사록	02:00 Daly 연설 22:45 제조업/서비스업 PMI 23:00 기존주택매매
일본	18:00 건설생산		17:00 경상수지 18:00 CPI(F)		17:00 제조업/서비스업 PMI 23:00 소비자대지수
유럽				10:30 대출우대금리(1년, 5년)	
대한민국	08:50 GDP 13:30 산업생산(F)/설비가동률		08:50 무역수지 08:50 수출입 08:50 핵심기계수주		08:30 CPI 09:30 제조업 PMI
대한민국			12:00 가계 신용	12:00 단기 대외채무	06:00 PPI 09:00 수출입(20일)

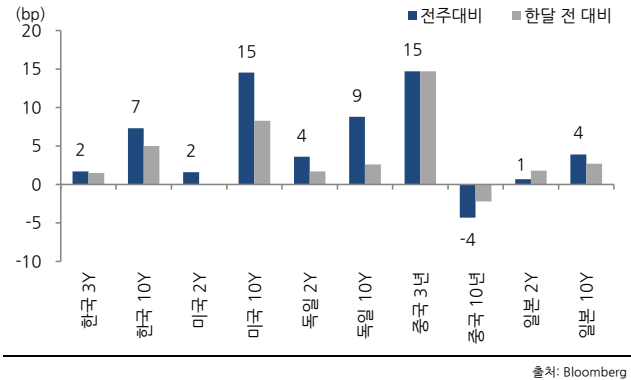
출처: Bloomberg, 삼성선물 정리
주: 한국 시간 발표시점 기준

Global Economy

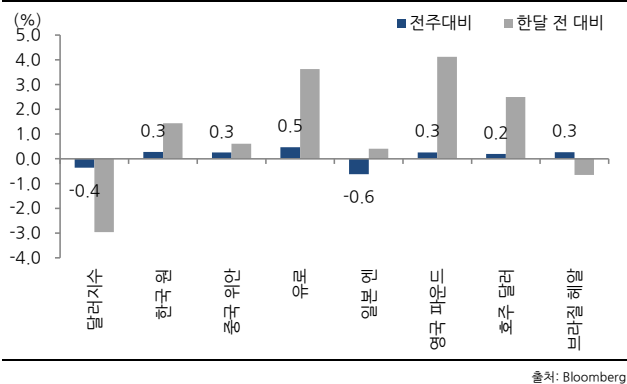
주요국 증시 등락률



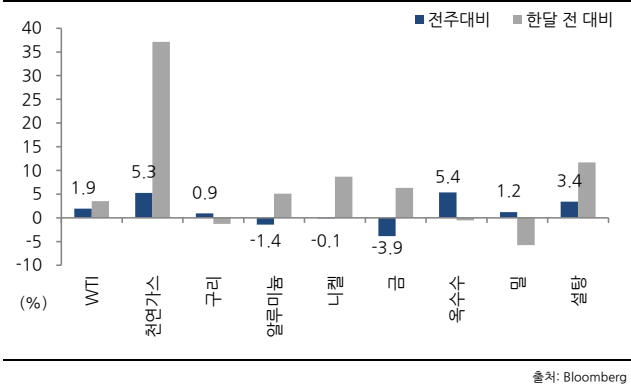
주요국 국채금리 등락폭



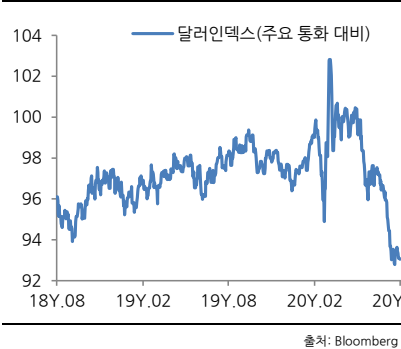
주요국 달러 대비 통화가치 변화



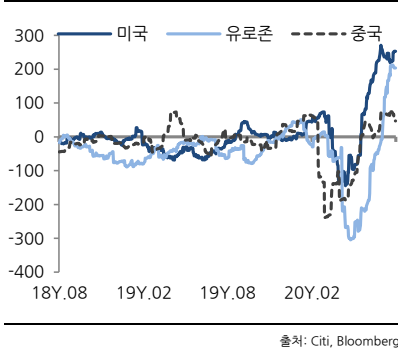
주요 원자재 선물 등락률



달러 인덱스



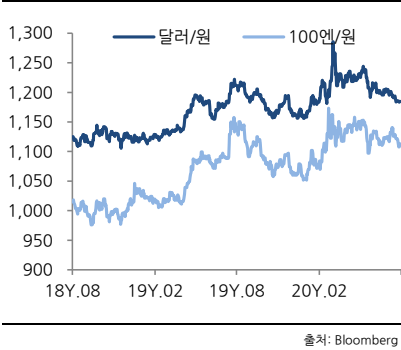
주요국 Economic Surprise Index



미 국채금리, 인플레이션 기대율



달러/원, 100엔/원



VIX, MOVE 지수



JP EMBI, 미 회사채(Baa) 스프레드

