



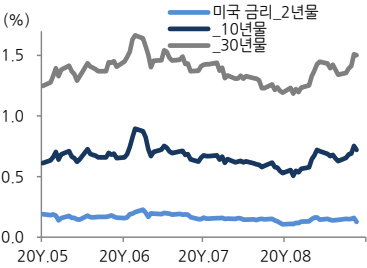
GLOBAL ECONOMY

잭슨홀 미팅 - 향후 10년을 향한 연준의 새로운 이정표

Research Team

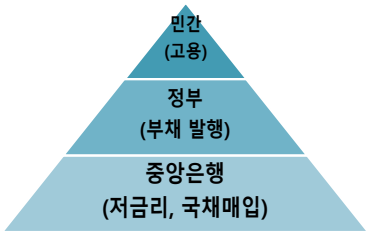
Economist 최서영
sy.choi90@samsung.com

연준 새 체계 발표 이후 커브 스티프닝



출처 : Bloomberg

"민간은 정부가, 정부는 중앙은행이"



출처 : 삼성선물 정리

[Review] 걸림돌 없는 증시 상승 추세, 연준 새 정책과 커브 스티프닝

글로벌 증시 상승세가 걸림돌 없이 진행되고 있다. 전세계 금융시장 관심이 집중되었던 잭슨홀 미팅에서 파월 의장은 "연준 통화정책 리뷰" 연설을 통해 연준의 장기 목표 및 전략 수정의 최종 내용을 발표하면서 사실상 "고압 경제(high pressure economy, 경기침체기 이후 경기 과열을 일정기간 유도해 경기 손실분을 매꾸는 것) 시대의 개막"을 알렸다(이하 본문에 설명). 눈에 띄었던 점은 파월 의장의 통화정책 리뷰 발표 이후 미국을 비롯한 대부분 국가들에서 단기금리 대비 장기금리가 큰 폭으로 오르는 커브 스티프닝 현상이 부각된 점이었다. 이는 연준이 새롭게 발표한 정책의 핵심 내용이 "현재의 낮은 정책금리 환경을 더 길게 유지해 미래의 성장(고용)과 물가를 더 강하게 유도해낼 것"이라는 의지의 표명이 반영된 결과물로 해석된다. 정책금리의 경로를 반영하는 단기금리들은 낮은 레벨에 유지되었던 반면 10년 이후의 장기금리들은 기대물가 상승과 성장에 대한 기대를 반영해 큰 폭으로 올랐다. 장기금리의 강한 반등이 증시 상승, 그 중 성장주(기술주)보다는 경기민감주의 상대적 강세와 함께 진행되었던 부분도 연준의 새로운 목표제가 향후 더 강한 실물경기와 리플레이션으로 연결될 수 있을 것이라는 기대를 반영한 결과였다.

"물가 안정"에서 "최대 고용"으로 이동한 연준의 무게중심, 그 의미

2020년 8월 27일, "향후 10년의 길을 찾다: 통화정책에의 시사점"이라는 주제 하에 개최된 잭슨홀 미팅에서 연준 파월 의장은 새로운 통화정책 목표 및 체계(Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy)를 발표했다. 새로운 정책 목표의 주요 골자는 "고용시장은 더 강하게, 물가 목표는 더 유연하게"로 요약해볼 수 있겠다. 지난 10년보다 더 강한 고용시장, 더 높은 평균 인플레이션을 달성하기 위해 지금의 저금리 환경을 더욱 장기화하겠다는 의지를 천명한 것으로 해석할 수 있다.

파월 의장은 우선 새로운 정책 프레임 도입 배경에 대해 "경제는 언제나 변화하므로, 연준의 정책 전략도 이에 맞게 적응해가야만 우리가 마주하는 과제들을 해결해 나갈 수 있기 때문"이라 언급하며 우리 경제가 지난 10년을 거치며 마주했던 변화를 4가지로 요약했다. 첫째, 잠재성장률이 하락(2012년 2.5%→현재 1.8%)하고 둘째, 장기균형금리가 낮아진(2012년 4.25% → 2.5%) 결과, 경기 침체가 도래했을 때 중앙은행 입장에서 정책금리를 인하할 수 있는 룬이 과거에 비해 크게 줄어든 것을 커다란 과제로 꼽았다. 경기 침체에 적극적으로 대응할 수 있는 수단이 충분치 않다는 것은 고용과 물가에 하방 위험이 구조적으로 높아졌음을 시사한다. 이 두 가지는 연준의 향후 정책 태도가 보다 완화편향적일 것임을 시사한 부분이며, 경기 침체를 상쇄할 만큼의 경기 과열을 만들고 싶어하게 된 근본 배경이라고도 볼 수 있다.

이어서 세번째와 네번째로 파월 의장이 언급한 부분은 "고용과 물가 과열을 용인해도 괜찮다"는 확신을 준 근거들이었다. 세번째는 고용시장이 뜨거우면 뜨거워질수록, 실업률 하락으로 대변되는 양적 회복을 넘어서서 "질적 개선"이 진행된다는 것을 코로나가 터지기 직전까지 눈으로 확인했다는 것이었다. 코로나가 발생하기 이전 약 2년간은 미국 실업률이 50년래 최저치를 지속적으로 기록했던 고용시장 호황기였는데, 이 시기가 장기화되는 과정에서 연준 위원들이 의미있게 확인한 현상들은 (1) 인구구조상 경제활동참가율에 하락 압력이 강했던 시기임에도 불구하고 오히려 상승추세가 나타났던 것(노동시장의 파이 자체가 커짐)과 (2) 그간 소외되어 왔었던 계층들(흑인·히스패닉, 저임금 계층 등)에도 드디어 고용시장 온기가 퍼지기 시작했었다는 것이다. 즉, 강한 고용시장이 장기화될 때 따라오는 "효용"이 생각보다 더 크다는 것이 메시지의 핵심이었다. 이는 지난 7월 FOMC 당시 파월 의장이 기자회견에서 강조했던 부분("고용시장 회복의 온기는 언제나 취약계층에 가장 늦게 도달한다"는 언급을 통해 완화기조 장기화를 시사)과도 일맥상통한다.

Global Economy

네번째는 그토록 강했던 고용시장이 물가를 자극하지 않았다는 사실이었다. 기준 통화정책 프레임 하에서 강한 고용시장의 “비용”은 물가 상승 리스크였다. 연준은 물가상승 리스크를 차단하기 위해 실업률이 완전고용 수준에 도달하기 전부터 긴축 메시지를 던져왔다(필립스커브 기반). 하지만 실업률을 기반으로 한 연준의 물가 전망은 계속 틀려왔다(전망치에 비해 실제 물가는 항상 낮았음). 즉, 고용시장과 물가간 연관성이 과거에 비해 확연히 낮아지면서 강한 고용시장의 “비용”인 “물가 상승 리스크”가 크게 낮아졌던 셈이다.

새 정책 프레임워크는 앞선 네 가지를 기반으로 세팅되었다. 첫 번째 과거와 변화된 것은 “고용시장에 대한 비대칭적 추구”이다. 이전에는 고용시장이 완전고용에서 괴리된 정도(deviation)를 대칭적으로 감안했다. 실업률이 완전고용에 도달하지 못한 것만큼 실업률이 완전고용을 초과한 것 또한 리스크로 고려해 긴축정책을 단행했다면, 이젠 완전고용에 도달하지 못한 정도(shortfall)만을 리스크로 보겠다는 것이다. 그 이유는 앞서 언급했듯, 고용시장이 뜨거워져도 물가가 올라가지 않음을 확인했기 때문이다. 강한 고용시장의 “비용”은 낮아진 반면 “효용”은 높아진 만큼, 연준은 “광범위하고 포괄적인 (취약계층에도 온기가 퍼지는) 고용시장”을 위해 완화편향적 지원을 선언한 셈이다.

다음, 물가에 대해 연준은 현재 2% 아래에 고착화되어 있는 물가와 기대물가를 2%로 회복시켜놓기 위해 물가가 2%를 하회한 만큼 2%를 웃도는 국면을 만들어 “평균 2% 달성”을 목표로 하는 “평균 인플레이션 목표제” 채택을 공식화했다. 물가가 낮은 환경에서 중앙은행은 정책여력이 더 고갈되기 쉽다. 미래의 정책여력 확보를 위해서라도 2%를 구조적으로 하회하는 시기를 끝내고, 2%선으로 끌어올리겠다는 다짐이다. 주목된 부분은, “평균”을 계산하는 특정 조건을 내걸지 않는 “유연한 평균 목표제”를 채택한 것이다. 필자는 이를 지금까지 중앙은행이 “물가”를 최우선 목표로 삼아왔던 시대의 막을 내리는 선언으로 해석한다. 더 이상 물가가 기계적 긴축을 해야하는 요건이 되지 않게끔, 물가 이외의 다른 요인들을 함께 감안하며 정책 유연성을 발휘할 수 있게끔 여력을 남겨놓아 “인플레이션 파이터” 역할에 끝맺음을 내린 것으로 해석한다. 물가에 대해 유연해진 태도의 근간에는 물가가 연준이 편안해하는 범위를 웬만해선 벗어나지 않을 것이라는 강한 확신이 있을 것이다.

한편, 연설 마지막 즈음 파월 의장은 “만일 물가에 강한 상승압력이 쌓이거나 기대물가가 급등할 경우에는 주저않고 행동할 것이다”는 경고를 덧붙였는데, 일각에서는 이를 “연준이 매의 발톱을 여전히 드러내는 것”에 초점을 맞추지만, 필자는 이를 “긴축을 해야하는 상황을 만들고 싶지 않다”는 의도가 녹아있는 경고문으로 해석한다. 지금까지 기대물가와 실제 물가가 적은 변동 범위에 갇혀올 수 있었던 가장 큰 배경은 “중앙은행이 물가가 2%를 벗어나는 것을 용인하지 않을 것”이라는 신뢰와 경계에 기반했다. 물론 이번의 “유연한 평균 목표제”는 물가에 대한 통제 강도를 완화시키는 것을 골자로 하는 것이지만 그럼에도 급등은 결코 용인하지 않겠다는 시그널은 유지해야만 물가가 (늘어졌지만 여전히 제한된 범위 내에) 안정적으로 머무르게 유도할 수 있기 때문이다. 즉, 마지막 메시지는 시장을 계속 긴장시키기 위한 목적이 있다기보다는 물가에 변수가 발생하지 않게끔 제어해 완화 스탠스를 오래 유지할 수 있는 기반을 튼튼히 하고자 하는 메시지라는 생각이다.

마지막으로, 연설 중 파월 의장은 강한 고용시장의 지속을 “통화정책을 포함해 다양한 정책의 지원이 요구되는, 국가의 주요한 목표”로 서술하며 고용시장 지원을 위한 정부의 역할론 또한 크게 강조했다. 필자는 코로나 이후, 정책의 큰 틀은 “민간의 고용은 정부가 책임지고, 정부의 부채는 중앙은행이 책임지는 구조”로 사실상 세팅되었다고 해석하고 있으며, 연준의 해당 문구는 이러한 해석을 뒷받침한다는 생각이다(8/27 발간자료 『정부와 연준의 잠재적 갈등, Tail-Risk에 대해』 참고). 연준의 이번 변화가 큰 이정표로 기록되길 바란다.

[Preview] 연준 위원들 연설, 美 ISM 지수, 고용보고서, 中 PMI 등

당분간 연준 위원들 연설을 주목할 필요가 있다. 새 정책 체계에 대한 개별 위원들의 해설을 통해 금융시장은 아직 비어있는 퍼즐들을 계속 맞춰가며 큰 그림에 대한 이해도를 높여갈 것으로 예상된다. 주요국 경제지표들은 방향성이 혼재되며 발표되고 있지만 우호적 정책 및 치료제·백신 기대가 장세를 이끄는 만큼 경제지표의 증시 영향력은 그리 크진 않은 상황이다. 혼재된 경제지표들 방향성 속, 미국 경기에 대한 시장 판단은 유보되고 있는 만큼 주 후반 발표될 미국 고용보고서 결과에 관심이 집중될 것으로 예상된다.

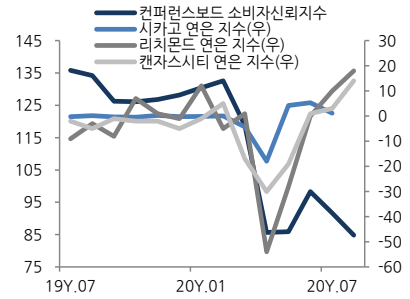
Global Economy

전주 주요지표 발표 결과

지역	해당기간	경제지표	단위	발표치	이전치	서베이
미국	Jul	시카고 연은 경제활동 지수	Index	1.2	5.3	3.7
	Jun	FHFA 주택가격지수	MoM	0.9%	-0.2%	0.3%
	Jun	S&P CS 주택가격지수	YoY	3.5%	3.6%	3.6%
	Aug	컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	Index	84.8	91.7	93.0
	Jul	신규주택매매	MoM	13.9%	15.1%	1.8%
	Aug	리치몬드 연은 제조업지수	Index	18.0	10.0	10.0
	Jul P	내구재 주문	MoM	11.2%	7.7%	4.8%
	Jul P	내구재 주문_운송 제외	MoM	2.4%	4.0%	2.0%
	2Q S	GDP	QoQ 연율	-31.7%	-32.9%	-32.5%
	Jul	개인소득	MoM	0.4%	-1.0%	-0.2%
	Jul	개인소비	MoM	1.9%	6.2%	1.6%
	Jul	PCE 물가	YoY	1.0%	0.9%	1.0%
	Jul	근원 PCE 물가	YoY	1.3%	1.1%	1.2%
유로존	Jul	M3 통화공급	YoY	10.2%	9.2%	9.2%
	Aug	경기기대지수	Index	87.7	82.4	85.0
	Aug	서비스 기대지수	Index	-17.2	-26.2	-23.0
중국	Jul	공업기업 이익	YoY	19.6%	11.5%	--
한국	Aug	소비자심리지수	Index	88.2	84.2	--
	Sep	제조업 BSI	Index	68	61	--

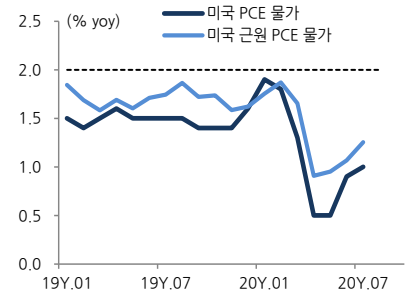
출처: Bloomberg, 삼성선물 정리

여전히 혼재된 방향성의 서베이 지표들



출처: Conference Board, 지역연은

미국, 일단은 지속되고 있는 물가 회복세



출처: BEA

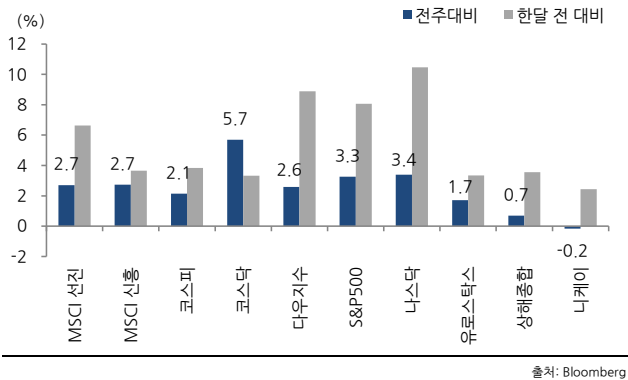
금주 주요 지표 발표 일정

	8월 31일 월요일	9월 1일 화요일	9월 2일 수요일	9월 3일 목요일	9월 4일 금요일
미국	22:00 Clarida 연설 23:30 Bostic 연설	22:45 제조업 PMI(확정) 23:00 ISM 제조업지수 23:00 건설지출	02:00 Brainard 연설 21:15 ADP 민간고용 23:00 Williams 연설 23:00 내구재주문(확정)/제조업수	Mester, Daly 연설 연준 페이지북 무역수지 ISM 서비스업 지수	01:30 Evans 연설 고용보고서
		17:00 제조업 PMI(확정) 18:00 실업률 18:00 CPI	18:00 PPI	17:00 서비스업 PMI(확정) 18:00 소매판매	
일본	10:00 제조업 PMI 10:00 비제조업 PMI	10:45 차이신 제조업 PMI		10:45 차이신 서비스업 PMI	
대한	08:50 산업생산 08:50 소매판매 14:00 소비자기대지수	08:30 실업률 08:50 자본지출/기업이익	08:50 분원통화		
	08:00 산업활동동향	08:00 GDP(확정) 09:00 수출입/무역수지	08:00 CPI		08:00 경상수지

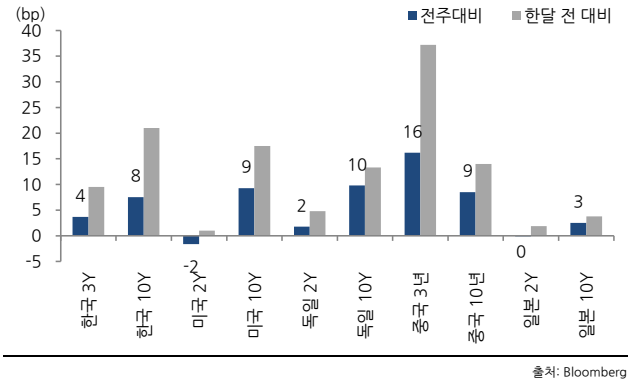
출처: Bloomberg, 삼성선물 정리
주: 한국 시간 발표시점 기준

Global Economy

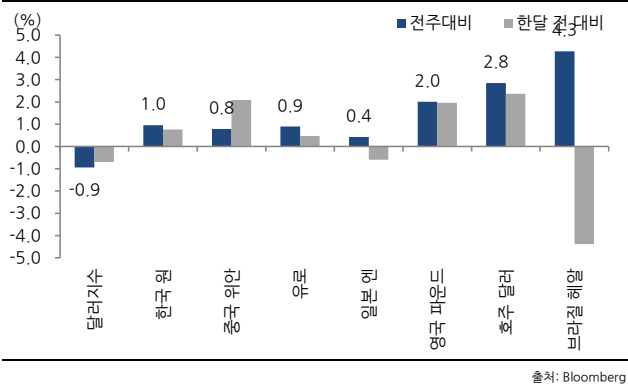
주요국 증시 등락률



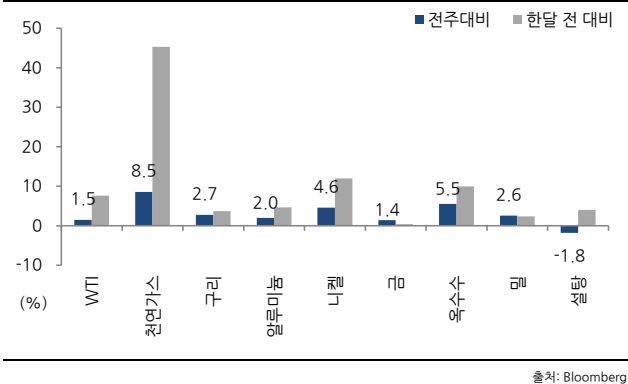
주요국 국채금리 등락폭



주요국 달러 대비 통화가치 변화



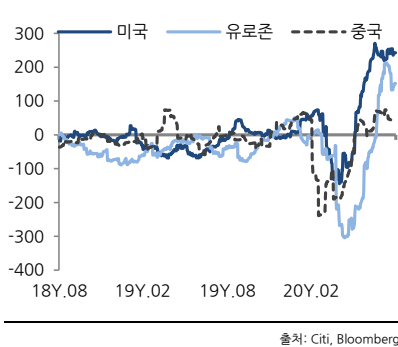
주요 원자재 선물 등락률



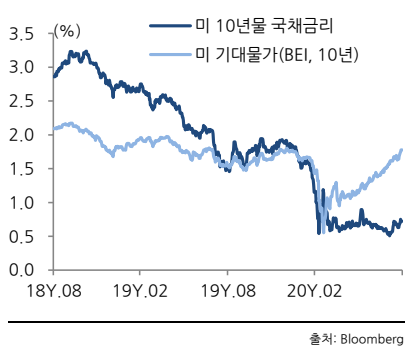
달러 인덱스



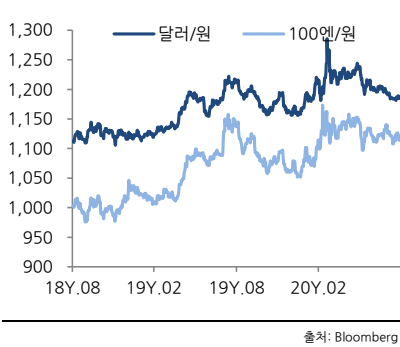
주요국 Economic Surprise Index



미 국채금리, 인플레이션 기대율



달러/원, 100엔/원



VIX, MOVE 지수



JP EMBI, 미 회사채(Baa) 스프레드

