



GLOBAL ECONOMY

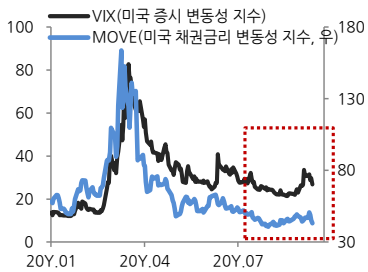
연준이 메울 수 없는 정책 공백기

Research Team

Economist 최서영

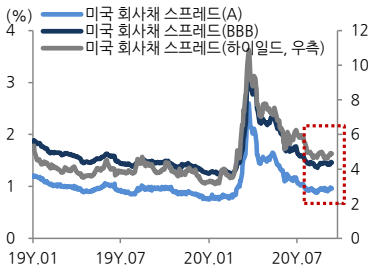
sy.choi90@samsung.com

시장 전반의 변동성 지수는 하향



출처 : Bloomberg

유동성 경색 조짐 없음, 밸류 조정 국면



출처 : Bloomberg

[Review] 기술주 고평가 논란과 정책 공백기, 대선 변수로 취약해지는 심리

미국 기술주 중심 변동성 장세가 지속되고 있다. 높아지는 경계심 속, 지금까지 덮어왔던 약재들(미중 갈등, 부양책 지연 등)에 대한 시장의 민감도도 점차 높아지고 있다. 코로나 사태 이후 예상을 뛰어넘는 반등을 보여주던 경제지표 탄력도 점차 둔화되면서 투심을 약화시키고 있다. **50여일 앞으로 다가온 미국 대선도 방향성 베틀을 어렵게 하는 요인이다.** 대선 결과에 따라 주도 섹터(대형 기술주 유지 vs. 친환경 섹터)에 변화가 있을 수 있다는 시각은 지금까지 한 방향으로 쏠려왔던 지금의 방향성을 고민하게 한다. 추가로 변동성을 유발할 수 있는 리스크는 **백신의 정치화**이다. 백신 출시 기한을 대선 이전으로 못박는 트럼프 대통령의 언급은 오히려 백신 안전성을 의심케 하는 역효과를 낳고 있다. 지난주, 글로벌 제약사들은 백신의 정치화를 견제하기 위해 **“정치적 압력에 백신의 안전성을 포기하지 않을 것”**이라는 공동서약을 발표하기도 했지만 이미 백신이 정치화 도구로 활용되어 온 만큼 만에 하나 백신이 대선 전에 나올 경우에는 안전성에 대한 의구심을 피하기 어려울 수 있어 이러한 논쟁들은 백신의 출시 시점을 오히려 지연시킬 수 있다는 경계도 존재한다.

증시 회복을 가로막고 있는 가장 큰 요인은 계속 지연되는 미국 의회 부양책 합의이다. 예상보다 빠르게 낮아진 실업률이 부양책 시급성을 낮춘 가운데, 얼마 남지 않은 대선에 양당간 팽팽한 신경전을 유발하는 양상이다. 지난주 상원에서 공화당은 기존 제시했던 \$1조 대비 크게 축소된 \$3천억 부양책을 표결에 부쳤지만 민주당 전원 반대로 부결되었다 (상원 공화당 53명, 민주당 47명. 통과 위해 60표 필요하나 찬성 52표에 그침). 민주당은 기존 주장했던 \$3조에서 \$2.2조까지 타협선을 내렸지만 공화당과의 격차는 여전하다. 이에 일각에서는 **대선 전까지는 현실적으로 양당간 부양책 타협이 어려울 것이라는 비관적 시각**이 높아지고 있는 동시에 한 편에서는 만일 부양책이 좌초될 경우 증시가 크게 불안정해질 수 있는 만큼 **대선에 승부수를 띄워야 하는 트럼프 대통령이 다시 해결사로 나설 것이라는 전망**이 함께 나오고 있다. 다만 실업수당 논의가 지연되는 것 자체가 가계 심리를 위축시키고 있는데다 실업수당 청구건수가 뚜렷한 개선세를 보이지 못하고 있다는 점, 최근 실업에 직면한 저소득층의 경우 기존에 저축으로 쌓아놓은 여유자금이 충분치 못한 사람들의 비중이 높아 필수적인 소비에 어려움을 겪고 있다는 점 등을 감안 시 **연말로 갈수록 미국의 소비심리와 소비 지표에 부정적 영향이 드러날 가능성이 우려된다.**

지난주 ECB 회의에서는 정책이 동결된 가운데, **라가르드 총재가 유로존 경제 및 물가에 대해 예상보다 강한 자신감을 보이면서 추가 부양 기대가 축소, 회의 직후 유로화 급등을 유발**했다. 최근 시장에서는 유로화 강세가 유로존 경제 및 물가에 부담으로 작용하는 데다 유로존 CPI의 마이너스 기록, 하락 추세로 돌아선 기대물가 등이 ECB의 추가 행동 의지를 불러낼 가능성에 무게 두고 있었다. 하지만 **ECB가 최근 물가 하락세에는 유가 하락과 독일의 한시적 부가가치세 인하 등 일시적 요인 영향이 높았으며 디플레이션 리스크는 6월 대비 오히려 감소한 것으로 판단하면서 추가 부양에 대한 기대를 낮추었다.** 유로화에 대해서는 **“ECB는 환율을 목표로 하지는 않지만, 환율이 중기 물가 전망에 미치는 영향은 신중하게 모니터링할 것”**이라 언급해 유로화 강세가 통화정책의 고려요인임은 분명히 하면서 추가 완화 가능성은 열어두었다. 하지만 과연 ECB가 유로화 약세를 유도할 수 있는 유의미한 수단을 가지고 있는가에 대한 의구심이 높았던 만큼 보다 더 강한 메시지가 기대되었지만 오히려 중립적인 스탠스를 유지한 것이 매파적으로 해석되었다. 한편, ECB 또한 연준과 마찬가지로 통화정책 리뷰를 진행 중에 있다(올해 말 발표 예정이었으나 코로나로 인해 지연). 세부내용에는 차이가 있겠지만 큰 틀은 연준과 결을 함께 할 것으로 예상되는데 (보다 공격적인 물가 목표), **다만 ECB가 가지고 있는 고유의 정치적인 장벽은 중앙은행의 역할 확대를 어렵게 하는 요인**이다. 강화될 목표를 달성할 적절한 수단을 ECB가 가지고 있는가에 대한 의구심을 해결하지 못한다면 정책 변화의 효과는 제한적일 수 있다.

Global Economy

정부가 역할을 하지 않는다면, 연준도 더 할 수 있는 것이 없다

최근 미국 나스닥을 중심으로 글로벌 증시의 불안한 양상이 지속되면서 일각에서는 지금의 변동성을 의미있게 안정시켜줄 수 있는 연준의 추가적인 역할을 기대하는 듯하다. 하지만 이번 증시 변동성 국면은 연준이 나서야 할 만한 특징을 가지고 있지 않다. 일단 리스크가 변지는 시그널이 없다. 미국 국채금리는 잘 안정되어 있으며 미국 회사채나 신흥국 크레딧 스프레드에도 불안 조짐은 발견되지 않는다. 달러화 움직임에도 특이점이 없다. 증시에 추가 조정이 나타난 지난 한주간, 미국 증시 및 채권금리 변동성 지수는 더 안정되었다. 연준의 입장에서, 특정 성장주 섹터의 고평가 논란이 주도하는 증시 조정은 건강한 조정으로 해석될 것이다. 특히, 지금과 같은 제로금리 시대는 성장주 밸류에이션의 편차나 불확실성이 높을 수 밖에 없는 시기이다. 금주 있을 FOMC에서 최근의 증시 불안을 우려하는 연준의 언급은 없을 것으로 예상된다.

사실 연준은 현재로서는 할 일을 거의 다 했다고 봐야 한다. 연준은 금리를 내릴 만큼 다 내렸고, 금융시스템 경색 리스크를 방어했으며, 민간 크레딧 시장에 직접 개입을 하면서 민간 주체들에 자금이 흘러가는 환경을 복원시켰고, 현재의 저금리 환경을 가능한 한, 물가에 문제가 생기지 않는 한 장기화할 것이라는 약속도 강하게 했다. "물가에 문제가 생긴다는 것의 기준이 무엇인지, 그게 언제쯤이 될지"를 벌써 고민하는 것은 그리 급한 고민은 아니다. 연준이 지금 전달하고자 하는 것은 "근본적인 태도의 변화"이지, 단순히 "기준의 변화"를 말하고자 하는 것이 아니기 때문이다.

연준은 정부의 지출비용을 경감시켜주고, 효과를 높일 수 있는 기반을 만들어놓았다. 지난 1년간 미국 정부 재정적자는 2차 세계대전 이래 가장 악화되었지만 오히려 정부의 이자 지출 비용은 이전 해에 비해 10% 감소하였으며, 향후 수년간 GDP 대비 정부의 이자 비용은 그 어느때보다 낮을 것으로 계산되고 있다(CBO). 즉, 정책 모멘텀 측면에서 이제 중요한 것은 연준이 아니라, 연준이 "저금리 초장기화 약속"을 통해 키워준 정부 재정지출 여력을 정부가 얼마나 잘 활용하느냐에 있다. 하지만 만약 정부가 역할을 하지 않는다면, 연준으로서는 더 마땅히 할 수 있는 것이 없다. 정부가 역할을 해야 중장기 국채금리에 상승 압력이 나타날 것이고(국채발행 규모 확대, 경제 부양 및 리플레이션 기대 등), 그 상승 압력을 연준이 자산매입 정책을 통해 일정부분 제어해주는 과정 자체가 완화된 효과를 내는 고리일 것이다. 하지만 만일 정부가 역할을 하지 않는다면 금리에는 상승 압력이 나올 이유가 딱히 없어지게 되고, 기대물가는 떨어지는 반면 사실상 하한선에 도달한 명목금리는 더 낮아질 룬이 적으므로 실질금리가 긴축적으로 전환될 수도 있다. 최근 상승 모멘텀이 둔화되고 있는 기대물가는 정부정책 기대 후퇴의 영향이 반영된 현상일 가능성이 높다. 이러한 환경에서 연준이 할 수 있는 역할은 제한적이다.

현재 미국 정부 재정정책의 발목을 잡고 있는 것은 "지출 여력"이 아니라 의회 "정치적 합의 과정"이다. 즉, 어쩌면 대선 결과 못지않게 중요한 것은 의회 선거 결과일 수 있다. 상하원 의회가 같은 당으로 통일된다면 정책 추진력에 대한 기대가 다시 높아질 수 있겠지만 만일 분리된 구도가 그대로 유지된다면 앞으로도 정부 부양책이 지지부진할 수 있다는 우려가 시장의 정책 모멘텀 기대를 떨어트릴 가능성이 있다.

요약하자면 이제는 정책 모멘텀과 자본의 방향성에 대한 고민을 할 때 관심있게 봐야 할 주체는 연준보다는 정부이다. 다만 재정정책은 개별국가 내부 정치적 합의의 문제이므로, 그만큼 향후 정책에 대한 예측을 하는 것은 통화정책에 비해 더욱 어려울 수 있으며, 정책 대응의 기민성이나 시차도 통화정책보다 길 수 밖에 없다. 통화정책이 정책 모멘텀을 주도하던 시기에 비해 전반적으로 변동성이 높아질 수 있음을 염두에 둘 필요가 있다.

[Preview] FOMC·BOJ 회의, 美 생산·소매판매, 中 실물지표, OECD 전망 등

금주는 미국 나스닥 변동성이 선물옵션 만기일(17일) 전후로 높아질 가능성과 FOMC가 분기점이 될 수 있을지에 대한 관심이 높을 한 주이다. FOMC는 파월 의장이 장기 목표·전략을 발표한 이후 처음 열리는 회의인 만큼 구체적인 가이드라인 제시 여부 및 2023년이 처음 포함될 점도표에 관심이 집중될 텐데, 당사는 연준이 저금리 초장기화 의지를 다시 한번 확인해줄 것으로 예상하며, 자산매입을 통한 중장기 국채금리 관리 의지 또한 보다 명확히 할 가능성에 무게를 둔다. 다만 최근의 시장 조정에 대해서는 연준이 기여할 만한 성격이 아니므로 별다른 언급을 하지 않을 것으로 예상된다.

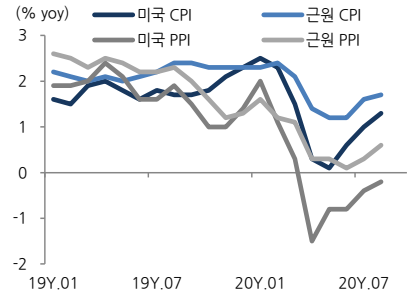
Global Economy

전주 주요지표 발표 결과

| 지역 | 해당기간 | 경제지표 | 단위 | 발표치 | 이전치 | 서베이 |
|-----|-------|--------------|-------|---------|---------|---------|
| 미국 | Jul | 구인이적보고서 구인건수 | 천명 | 6,618 | 6,001 | 6,000 |
| | Aug | PPI | YoY | -0.2% | -0.4% | -0.3% |
| | Aug | CPI | YoY | 1.3% | 1.0% | 1.2% |
| | Aug | 근원 CPI | YoY | 1.7% | 1.6% | 1.6% |
| 유로존 | Sep | 센틱스 투자자기대지수 | Index | -8.0 | -13.4 | -10.5 |
| | 2Q F | GDP | QoQ | -11.8% | -12.1% | -12.1% |
| | 2Q | GDP_고정자산투자 | QoQ | -17.0% | -5.2% | -12.5% |
| | 2Q | GDP_민간소비 | QoQ | -12.4% | -4.5% | -12.2% |
| 중국 | Aug | 수출 | YoY | 9.5% | 7.2% | 7.5% |
| | Aug | 수입 | YoY | -2.1% | -1.4% | 0.2% |
| | Aug | PPI | YoY | -2.0% | -2.4% | -1.9% |
| | Aug | CPI | YoY | 2.4% | 2.7% | 2.4% |
| | Aug | 통화공급 M2 | YoY | 10.4% | 10.7% | 10.7% |
| | Aug | 사회용자총액 | 십억 위안 | 3580.0b | 1694.0b | 2585.0b |
| 일본 | Jul | 명목임금 | YoY | -1.3% | -2.0% | -1.5% |
| | Aug P | 공작기계 수출 | YoY | -23.3% | -31.1% | -- |
| | Aug | PPI | YoY | -0.5% | -0.9% | -0.5% |
| 한국 | Aug | 실업률 | % | 3.2% | 4.2% | 4.2% |
| | Jul | 통화공급 M2 | MoM | 0.5% | 0.8% | -- |

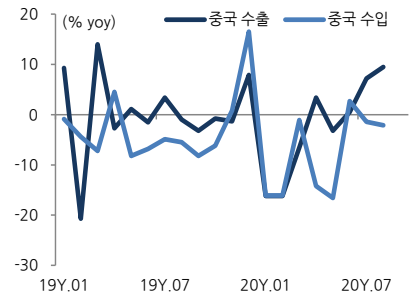
출처: Bloomberg, 삼성선물 정리

미국 물가지수, 코로나 급락분 회복 중



출처: BLS

중국 수출, 코로나 봉쇄 이후 반사이익



출처: BLS

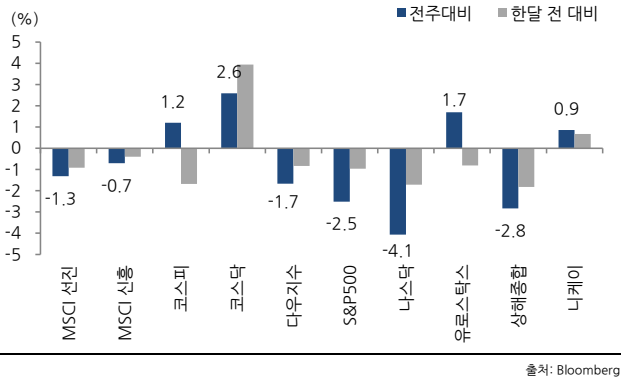
금주 주요 지표 발표 일정

| | 9월 14일 월요일 | 9월 15일 화요일 | 9월 16일 수요일 | 9월 17일 목요일 | 9월 18일 금요일 |
|--------|--|--|---|-----------------------------|--------------|
| 미국 | | 21:30 뉴욕 제조업지수 21:30 수출입물가 22:15 산업생산 22:15 설비가동률 | 21:30 소매판매 23:00 기업재고 23:00 NAHB 주택시장지수 | 03:00 FOMC 회의 | |
| 미국/캐나다 | 18:00 산업생산 | 18:00 노동비용 18:00 ZEW 서베이 | 18:00 무역수지 | 18:00 건설 생산 18:00 CPI(F) | 17:00 경상수지 |
| 캐나다 | 10:30 신규주택가격 | 11:00 산업생산/고정자산투자 11:00 소매판매/실업률 | | | |
| 일본 | 13:30 3차 산업 지수 13:30 산업생산(F) 13:30 설비가동률 | | 08:50 무역수지 08:50 수출입 | BOJ 회의 | 08:30 전국 CPI |
| 대한민국 | | 06:00 수출입 물가 | | | |

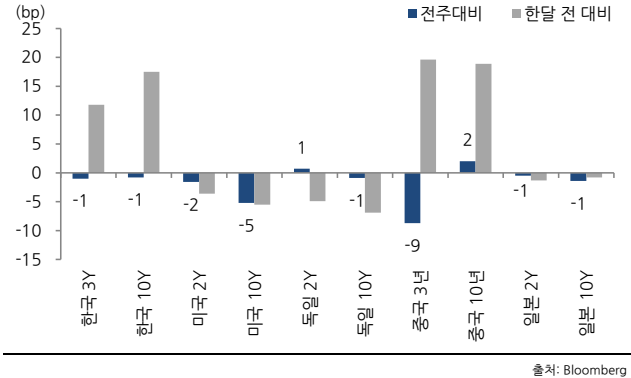
출처: Bloomberg, 삼성선물 정리
주: 한국 시간 발표시점 기준

Global Economy

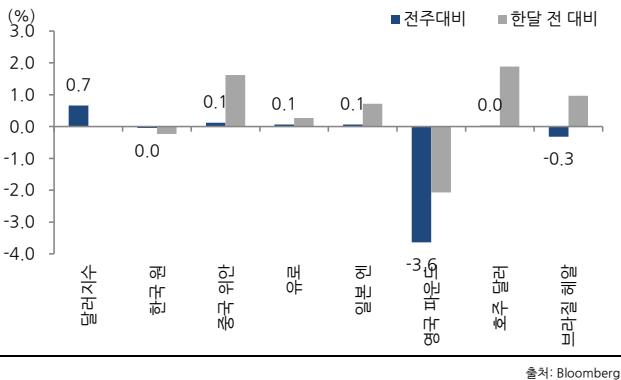
주요국 증시 등락률



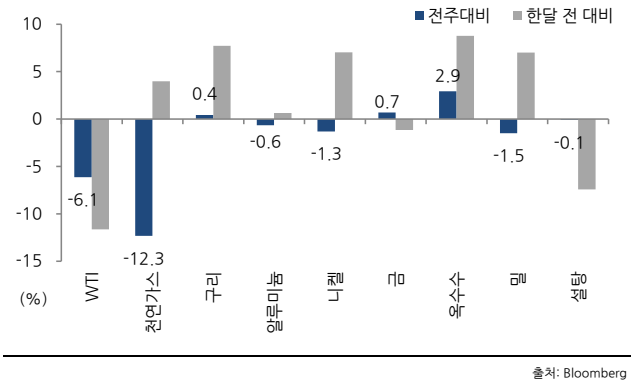
주요국 국채금리 등락폭



주요국 달러 대비 통화가치 변화



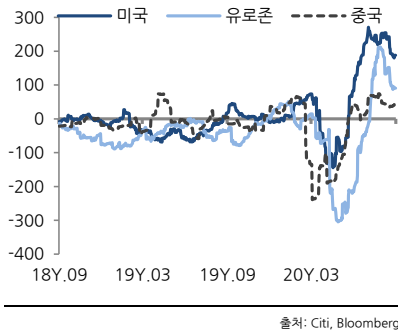
주요 원자재 선물 등락률



달러 인덱스



주요국 Economic Surprise Index



미 국채금리, 인플레이션 기대율



달러/원, 100엔/원



VIX, MOVE 지수



JP EMBI, 미 회사채(Baa) 스프레드

