

허태오, CFA

Fixed Income Analyst

theo.huh@samsung.com

Fixed Income Analytics

기대 인플레이 상승, 시장과 연준의 실랑이 경계

- 미국 물가 유의미한 반등과 동시에 상승한 명목 금리와 기대 인플레이션
- 명목 금리 하향 안정화로 실질금리를 낮추려는 연준과 시장의 충돌 가능성
 - 아직 완화된 스탠스가 필요한 연준과 기대 인플레이션을 높일 요인들
- 코로나로 변화된 소비 행태, 물가 지표와 체감물가 단기 괴리 발생 가능성
 - 2분기 실제 물가보다 과소 평가 가능성
 - 체감 물가를 반영하는 기대 인플레이션과 단기 괴리의 해소
- 금리의 하향 안정화에 익숙해진 시장, 변동성을 높일 요인들
 - 글로벌 금리의 동반 하향 안정화
 - 미국과 한국 채권선물 시장에서 보여지는 쓸림의 강화
- 미국 금리 상승시 시장은 연준이 염두하는 상단 레벨을 테스트 할 수 있어
 - 연준은 제어가 가능하겠지만 그 과정에서 수반되는 변동성은 불가피
 - 연준이 제공한 여력 직간접적으로 받는 시장, 안정화 깨질 상황 경계 필요

미국 10년 금리 레벨에 대한 시장과 연준의 실랑이

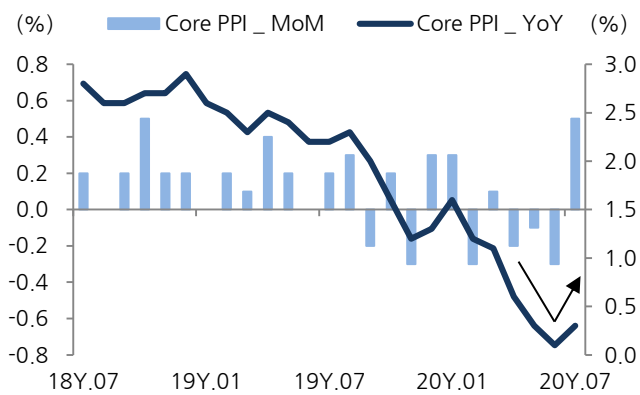
미국 물가 유의미한 반등.
동시에 반등한 명목 금리와
기대 인플레이션

미국 7월 핵심 생산자물가가 전월비 0.5% 상승하며 글로벌 코로나 사태가 본격화된 2월 이후 3월(+0.1%)을 제외하고 유의미하게 플러스로 전환했다. 7월 핵심 소비자물가도 전월비 0.6% 상승하며 1991년 1월 이후 최고치를 나타냈다. 물가 지표의 반등에 따라 미국 10년 물가채에 반영된 기대 인플레이션은 1.60%를 상회하며 코로나가 본격화되기 이전인 올해 2월 수준으로 회복되었다. 주목하는 지점은 기대 인플레이션과 명목 금리인 미국 10년 금리의 동반 상승으로 미국의 10년 실질금리도 반등했다는 점이다.

명목 금리 하향안정을
목표하는 연준과
균형점을 찾는 시장의
실랑이.
그 과정에서 동반될 변동성

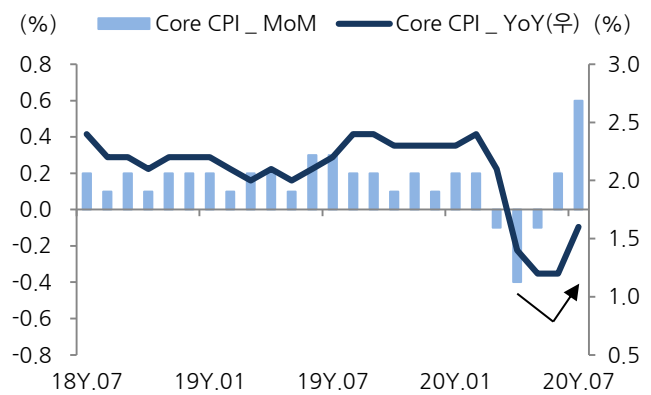
연준은 명목 금리의 하향 안정화를 통해 실질금리를 낮추는 완화책을 사용하고 있는데 명목 금리가 반등할 경우 사용중인 무제한 양적완화를 통해 하향안정화에 나설 필요성이 생긴다. 명시적으로 하향 안정화 수준을 밝히지 않은 상태에서 시장과 연준의 균형 찾기를 위한 실랑이가 벌어질 수 있다. 이 과정에서 그동안 역사적 최저 수준으로 떨어진 미국 금리의 변동성이 높아질 수 있으며 우리 나라를 포함해 동반 안정화되었던 주요국 글로벌 금리의 변동성이 같이 높아질 수 있어 경계가 필요하다는 판단이다.

차트 1. 미국 핵심 생산자 물가(PPI) 추이



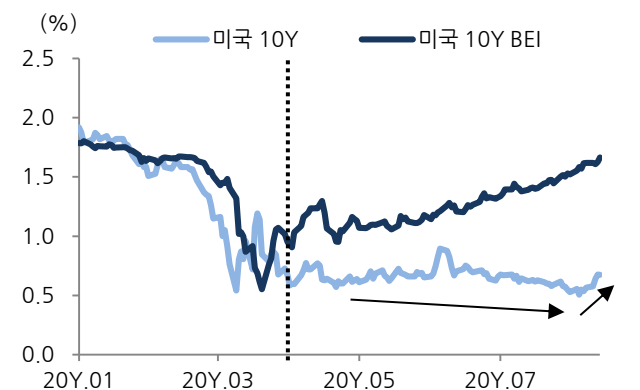
출처: Bloomberg

차트 2. 미국 핵심 소비자 물가(CPI) 추이



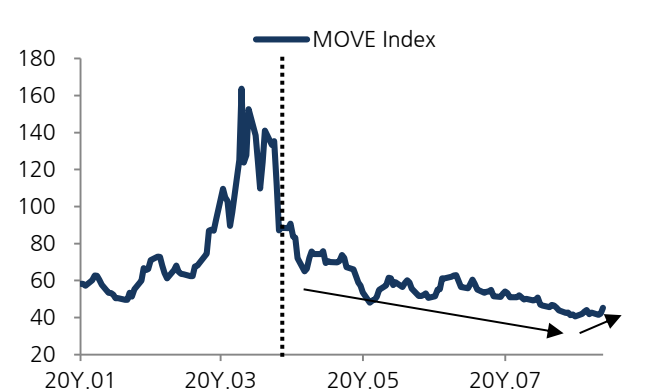
출처: Bloomberg

차트 3. 미국 10년 명목금리와 기대 인플레이션



출처: Bloomberg

차트 4. 미국 채권시장 변동성

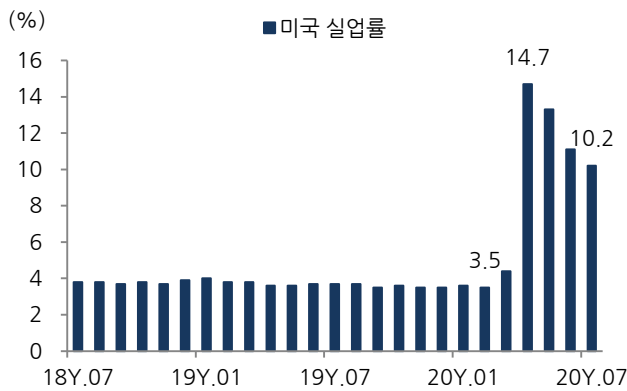


출처: Bloomberg

**여전히 완화 스탠스 유지가
필요한 연준**

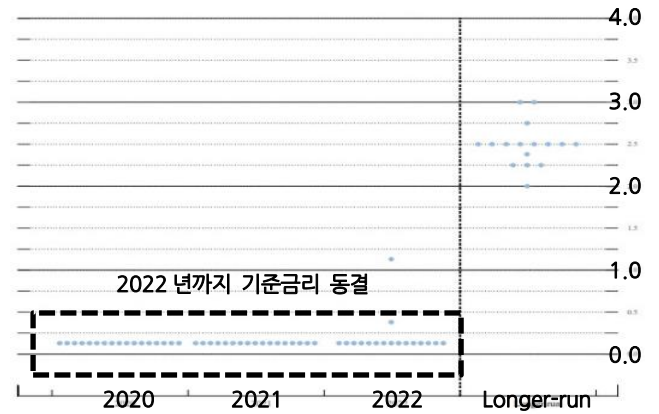
미국이 코로나 2 차 확산에 놓여 있지만 1 차 확산 이후 사태 민감도가 약화되었고 백신의 개발 진전으로 코로나 사태 해소 기대는 높아져 있다. 하지만 연준이 목표하는 ‘최대 고용’ 관점에서 7 월 실업률 10.2%는 최악이었던 14.7%보다 개선되었지만 올해 2 월의 3.5%와 여전히 큰 격차를 보이고 있다. 연준은 경기 회복과 코로나 사태의 경과에 큰 불확실성이 놓여 있다며 신중하고 조심스런 입장을 취하고 있다. 연준은 2020 년 6 월 점도표를 통해 2022 년까지 기준금리를 동결할 뜻을 밝힌 바 있다.

차트 5. 미국 실업률 추이



출처: Bloomberg

차트 6. 연준 2020 년 6 월 점도표

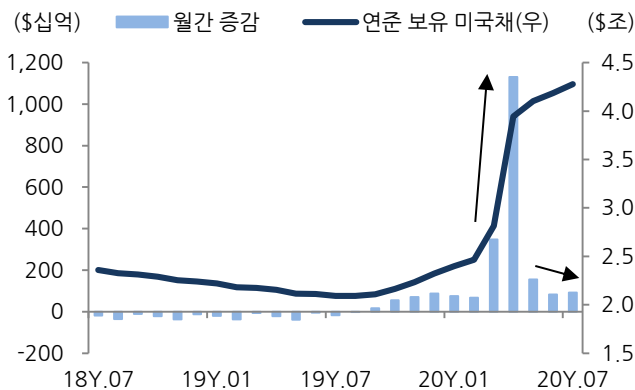


출처: FOMC 자료 재인용

**하향 안정화는 이루었으나
반등한다면 재등장해야 할
연준**

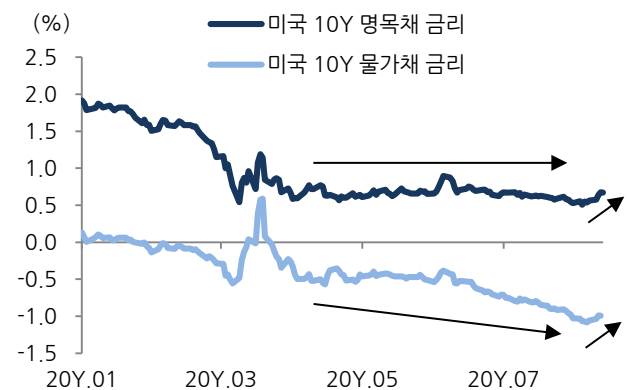
마이너스 금리에 부정적인 연준은 기준금리가 제로 하한에 도달한 이후 명목 금리 상승은 제어하고 기대 인플레이션 상승은 용인해 실질금리를 낮추는 완화책을 사용하고자 한다. 문제는 연준이 고려하고 있는 10년 명목 금리 상한이 명시적이지 않다는 점이다. 3월 연준이 무제한 양적완화를 시행한 이후 10년 금리는 0.80~0.90% 에서 상한을 형성했고 시장은 연준이 매입량을 줄여가는 것을 보며 상한이 0.80% 수준이라고 짐작만 하고 있을 뿐이었다. 암묵적인 수익률 곡선 통제는 유효한 것으로 보였다. 하지만 기대 인플레이션 상승과 동시에 반등한 명목 금리는 시장이 연준에게 통제의 수준이 어디인지를 묻는 계기가 될 수 있다. 연준은 커뮤니케이션을 통해 수익률 곡선 타겟(YCT, Yield Cap or Target)을 설정하는 방안을 언급한 바 있다. 그러나 아직 구체적으로 도입 방안은 정해지지 않았다.

차트 7. 연준 자산규모와 매입량 추이



출처: Bloomberg

차트 8. 미국 명목금리와 실질금리 추이

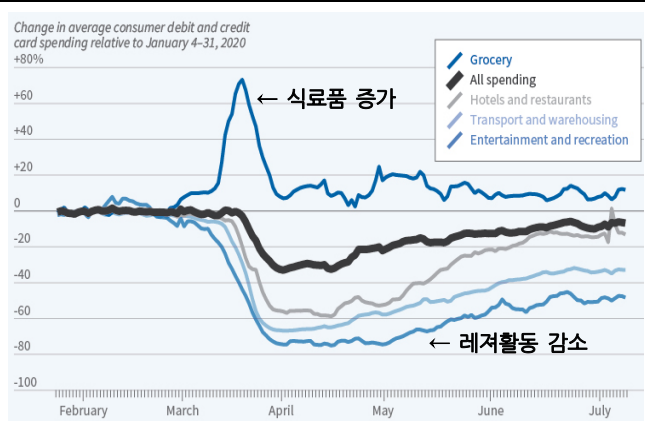


출처: Bloomberg

**기대 인플레이션을 자극할
요인,
코로나에 따른 소비행태
변화와 지표의 단기적 괴리**

연준이 정책 결정의 기준으로 삼는 물가지표는 개인소비지출(PCE, Personal Consumption Expenditure)이다. 미국 BEA(Bureau of Economic Analysis) 에서 산출하는 PCE 물가지수와 미국 BLS(Bureau of Labor Statistics)에서 산출하는 소비자물가지수(CPI) 는 산출방식에 차이가 있다. PCE 물가지수는 판매된(Business 측면) 소비지출을 측정해 행태변화를 반영하지만 CPI 는 소비자 조사(Consumer 측면)를 통해 과거 행태가 반영된 가중치로 지수를 산출한다. 따라서 CPI 는 코로나에 따른 미국 소비행태 변화를 제대로 반영하지 못한다. PCE 지수는 판매된 소비 지출을 측정하지만 분기 단위로 가중치를 변동해 2 분기 코로나와 봉쇄 조치로 소비 행태가 극적으로 변화한 것을 반영하는데 지연이 있다. 미국 전미경제연구소(NBER)는 이에 따라 기존의 물가 지표가 코로나 사태로 변화된 소비자 행태를 제대로 반영하지 못해 물가 상승을 과소평가하고 있을 가능성을 제기했다. (출처 : Inflation with Covid Consumption Baskets by Alberto Cavallo, Working Paper 27352)

차트 9. 미국 소비 행태 변화



출처: NBER, Inflation with Covid Consumption Baskets 재인용

차트 10. CPI 가중치와 Covid 물가 가중치

CPI Category	Weight	
	Monthly CPI Inflation	CPI Covid CPI
Food at Home	2.67	11.28
Alcoholic Beverages	0.30	1.52
Apparel	-4.38	2.20
Housing	-0.03	55.80
Medical Care	0.28	5.60
Transportation	-4.97	6.25
Recreation	-0.27	2.23
Education and Communication	0.13	8.97
Food Away from Home	0.15	3.13
Other Goods and Services	-0.04	3.03

출처: NBER, Inflation with Covid Consumption Baskets 재인용

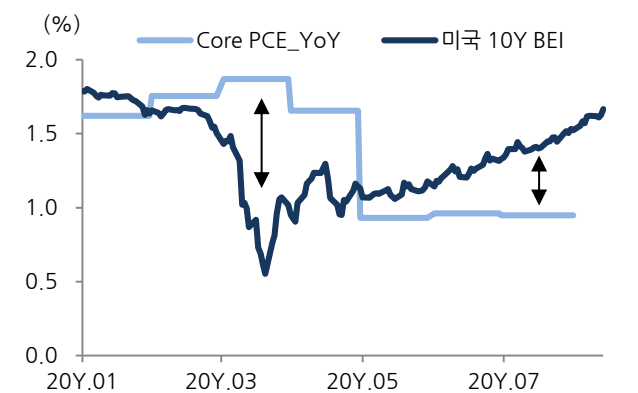
차트 11. 미국 가계 소비의 항목별 증감 추이

	Monthly Inflation Rate (1-month change, %)		Annual Inflation Rate (12-month change, %)	
	CPI	Covid CPI	CPI	Covid CPI
January	0.39	0.39	2.50	2.50
February	0.27	0.28	2.35	2.35
March	-0.22	-0.12	1.56	1.67
April	-0.69	-0.09	0.35	1.05
May	-0.02	0.11	0.13	0.95

Table 1: US Inflation Rates During the Covid Pandemic

출처: NBER, Inflation with Covid Consumption Baskets 재인용

차트 12. PCE 물가지수 전년비 수치와 기대 인플레이션



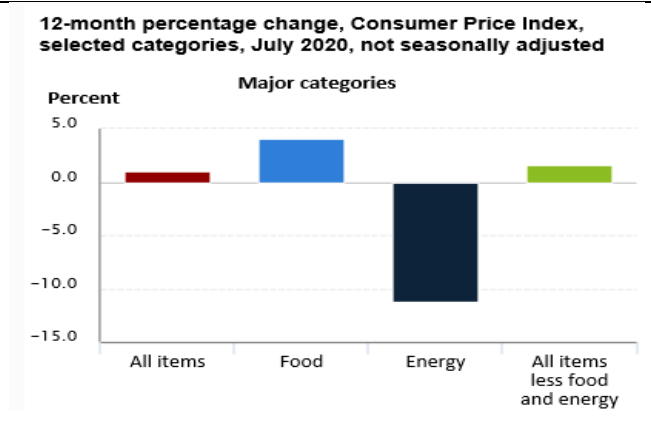
출처: Bloomberg

**단기적으로 비탄력적 공급이
체감물가를 높였을 가능성.
하지만, 급격히 줄었던 부분의
회복으로 높아질 물가**

코로나 사태는 개인이 느끼는 실생활의 변화가 큰 만큼 식료품의 가격 상승은 과거 대비 체감물가를 크게 높일 수 있는 요인이다. 고려할 부분은 이러한 품목의 공급이 단기적으로 비탄력적이라는 점이다. 예를 들어 'Grocery' 소비가 늘고 'Food at Home' 비중이 높아졌지만 그 중 채소류는 공산품 대비 공급이 단기적으로 비탄력적이다. 주택 가격 역시 비탄력적이다.

그러나 7월 미국의 소비자물가를 항목별로 살펴보면 기존에 크게 감소했던 부문의 물가가 상승하고 있다. 'Food at Home'의 물가는 하락하고 그동안 낮았던 'Energy'와 교통 관련 항목들은 상승 반전했다. 즉, 지난 3월과 4월에는 물가 지표가 코로나로 변화된 소비 행태를 제대로 반영하지 못했고 7월 들어서는 기존에 크게 위축되었던 부문이 코로나 장기화에 따라 느린 속도지만 일정 부분 회복되면서 중장기적으로 물가를 높일 요인으로 자리잡아가고 있다.

차트 13. 미국 7월 소비자물가 항목별 전년비



출처: BLS 재인용

차트 14. 미국 7월 소비자 물가 항목별 월별 전월비 추이

	Mar. 2020	Apr. 2020	May 2020	June 2020	July 2020
All items	-0.4	-0.8	-1.1	.6	.6
Food	3	1.5	7	.6	-4
Food at home	.5	2.6	1.0	.7	-1.1
Food away from home (1)	.2	.1	.4	.5	.5
Energy	-5.8	-10.1	-1.8	5.1	2.5
Energy commodities	-10.4	-20.0	-3.5	11.7	5.3
Gasoline (all types)	-10.5	-20.6	-3.5	12.3	5.6
Fuel oil	-13.7	-15.6	-6.3	10.2	4.3
All items less food and energy	-0.1	-0.4	-0.1	.2	.6
Commodities less food and energy commodities	-3	-7	-2	.2	.7
New vehicles	-4	.0	.3	.0	.8
Used cars and trucks	.8	-4	-4	-1.2	2.3
Apparel	-2.0	-4.7	-2.3	1.7	1.1
Medical care commodities	.0	-1	.1	.2	.0
Services less energy services	.0	-4	.0	.3	.6
Shelter	.0	.0	.2	.1	.2
Transportation services	-1.9	-4.7	-3.6	2.1	3.6

출처: BLS 재인용

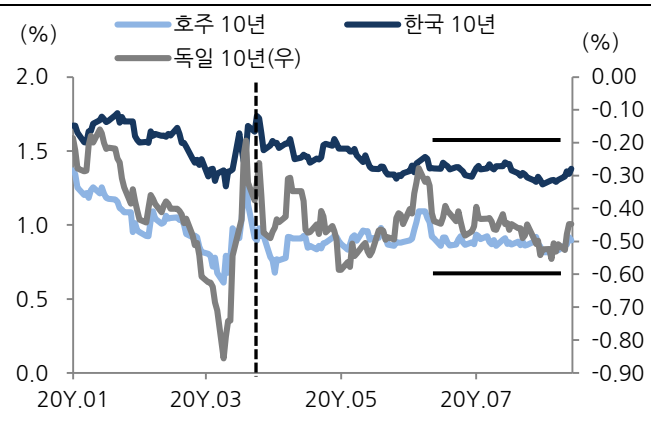
하향 안정화에 어느덧 익숙해진 시장
금리 반등과 변동성 발생시
당황할 요인들

- ① 안정화된 글로벌 금리
- ② 안정화된 회사채 시장
- ③ 투기적 포지션 순매수
- ④ 사상최고의 10년 국채선물 외국인 포지션

3월 이후 각국 중앙은행의 유동성 공급과 완화적인 통화정책은 시장을 안정시키고 금리를 하향 안정화시키는데 성공했다. 하지만 어느덧 이러한 환경에 너무 익숙해져 반대의 상황에 대한 경계는 열린 모습이다. 국고 금리도 3차 추경이 확정되면서 당초 공급 증가 우려는 높았지만 한은의 단순 매입기대를 버팀목 삼아 하향 안정화되어 왔다. 비단 우리나라뿐 아니라 이는 글로벌 주요국에 공통적으로 적용되는 상황이다.

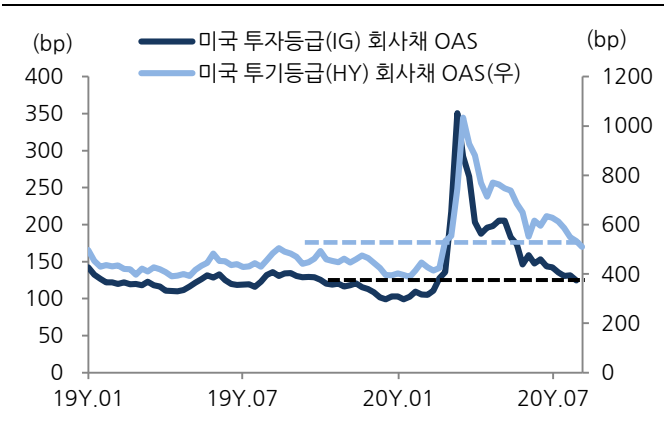
3월 이후 안정화된 글로벌 금리는 각 중앙은행 역할에 따른 것이다. 하지만 이는 직간접적으로 연준이 제공한 여력에 기인한다. 회사채 시장은 유동성 공급과 각종 기구를 통한 지원으로 작년 수준으로 회복했다. 미국 10년 채권선물의 투기 목적 포지션은 순매도 포지션이 좀 더 일반적이다. 하지만 현재 순매수로 전환해 포지션을 늘리고 있다. 마지막으로 국내에서 외국인은 국채선물 10년 순매수를 늘리며 미결제약정이 사상 최고치를 경신 중이다.

차트 15. 한국, 독일, 호주 10년 금리 추이



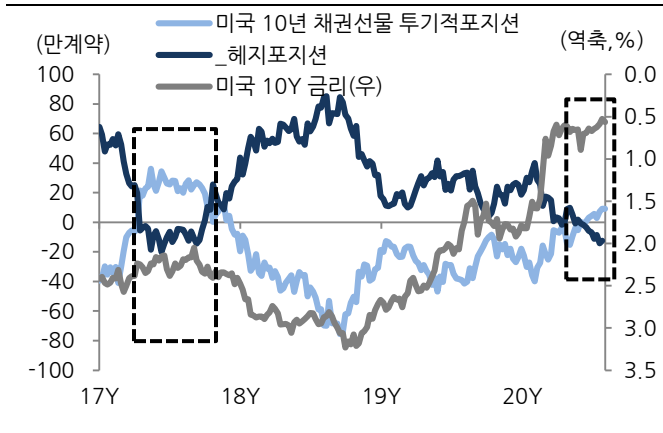
출처: Bloomberg

차트 16. 미국 회사채 시장 투자등급, 투기등급 OAS



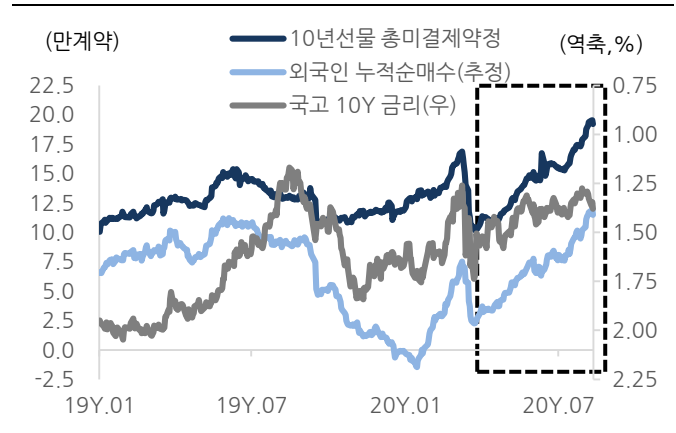
출처: Bloomberg

차트 17. 미국 10년 채권선물 헤지 / 투기목적 순포지션



출처: Bloomberg

차트 18. 국채선물 10년 O.I와 외국인 누적순매수(추정)



출처: 삼성선물

변동성 발생시 결국 각 시장에서 소화해야 할 문제

글로벌 금리의 안정은 각 국가별 중앙은행의 역할이 1 차적이다. 우리나라의 경우 만약 10년 금리가 상승한다면 단순 매입이 가시화되어야 할 필요성이 생긴다. 현재까지 커뮤니케이션에 머물러 있는 단계에서 구체적인 레벨을 보여줘야 하는 상황을 맞이하는 것이다. 호주의 경우 3년 금리 0.25% 타케팅 이후 10년 금리가 0.85% 수준에서 안정화되었으나 변동성 발생시 장기채 매입량을 늘리며 적정 수준을 보다 적극적으로 고민해야 할 여건에 놓인다. 하지만 이러한 중앙은행의 역할에도 불구하고 선물 시장에 나타난 쏠림은 단기적인 변동성을 확대시키는 요인이 될 수 있다. 이는 이미 우리가 3월 WTI 선물의 폭락이 각 시장으로 퍼뜨린 변동성에서 경험한 바 있다. 미국과 우리나라 채권선물 시장에 나타난 수치는 극단의 크기를 높이는 방향이어서 되돌려지는 순간을 맞이하면 수급에 따른 변동성이 확대가 불가피하다.

결국 연준을 바라볼 수 밖에 없는 여건

결국 답은 연준의 능력에 달려있다. 코로나 사태의 혼란을 제압하고 금융 시장을 안정화시킨 것도 연준이고 이러한 안정을 깨려는 시도에 맞서야 하는 것도 연준이다. 주요국의 채권금리와 각 시장의 안정화도 연준이 제공한 여력을 활용했다는 측면에서 결코 무관할 수가 없다. 특히 선물 시장이 보여주고 있는 상황은 현재의 상황이 되돌려질 경우 큰 변동성이 수반될 수 있음을 보여주고 있다.

기대 인플레이션 상승과 명목 금리 상승을 분리할 능력을 테스트할 시장과 명시적 수준을 제시하기 곤란한 연준의 시험대

하반기 코로나 사태의 해소와 느리지만 회복되는 국면에서 기대 인플레이션 상승과 덩달아 상승하는 모습을 보인 명목 금리를 어떻게 제어할지 시장의 테스트에 관심이 쏠린다. 필자는 그 가능성이 적지 않다고 생각한다. 미국 시장은 균형을 찾기 위해 도전적인 자세를 취해왔기 때문이다. 하지만 연준이 이러한 테스트에서 크게 흔들릴 것이라고 생각지도 않는다. 다만, 그 과정에서 변동성이 수반될 뿐이다. 우려되는 요인은 연준이 명시적인 수준을 제시하지 않은 상황에서 정치적인 요인이 맞물린다는 점이다. 미국의 대선을 앞두고 트럼프 대통령의 부양책 사용과 그 과정에서 늘어나는 국채 발행을 두고 명시적 장기 금리 상한을 제시하기 어려울 수 있다. 재정의 화폐화 논란이 수반될 수 있기 때문이다. 따라서 기존의 '안정화'에 익숙해서 변동성이 올 수 있는 상황을 배제하는 것은 경계할 필요가 있다는 판단이다.