

최서영

Economist

sy.choi90@samsung.com

MACRO ANALYTICS

9월 FOMC: 연준이 불평등에 기여하는 방법과 금융시장에의 함의

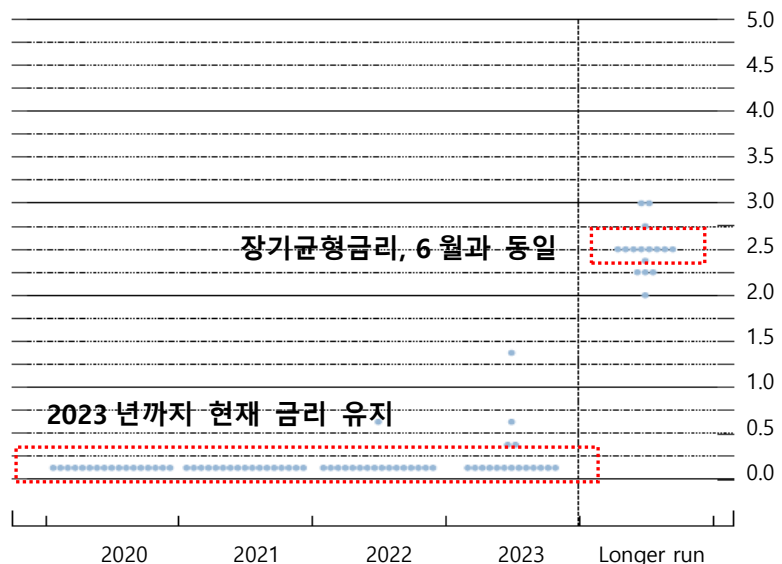
9월 FOMC: 연준이 불평등에 기여하는 방법과 금융시장에의 함의

- 장기 목표 발표 이후 첫 회의, 새로운 정책금리 포워드 가이드스 도입
 “(1) 고용 환경이 우리의 최대고용 평가에 부합하고, (2) 물가가 2%까지 상승하고 한동안(some time) 2%를 적당히(moderately) 초과하는 궤도에 오를 때까지 유지할 것”
- 2023년, 물가 2% 도달 전망하면서도 기준금리 중앙값 현 수준 유지 전망
- 금융시장, 연준의 명확한 지침 요구하지만 당분간 더 구체화해주진 않을 듯
- 향후 연준의 운명(?)을 결정하는 것은 정부 재정정책일 것이라는 생각. 재정정책이 강하게 나와야, 연준도 정책의지를 증명해 보일 기회를 얻게 됨
- 연준, 취약계층이 일자리를 최대한 찾을 수 있을 때까지 “Lower-for-Longer”
- 이는 골디락스 장기화 의미. 하지만 자산밸리 강도에 대해서는 고민 필요

※ FOMC 성명문 비교(6p)

※ 9월 美 FOMC 경기 전망 변화(7p)

[2020년 9월 FOMC 점도표]



출처: FRB

▶ 9월 FOMC: 연준이 불평등에 기여하는 방법과 금융시장에의 함의

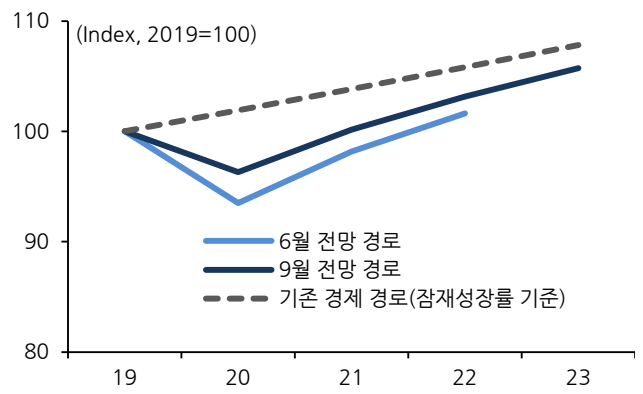
새로운 장기 목표 발표
이후 첫 회의, 연준은
새로운 정책금리 포워드
가이드를 도입

“유연한 평균 인플레이션 목표제(Flexible Average Inflation Targeting, FAIT)”와 “최대 고용 추구”라는 장기 정책목표 변경 이후 처음 열렸던 9월 FOMC 회의에서 연준은 새 목표를 지원해줄 새로운 정책금리 포워드 가이드를 발표했다. 회의와 함께 발표된 성명문에서 연준은 “물가가 2%를 밑도는 기간만큼 2%를 웃도는 기간을 어느정도 유지해 물가가 2%에 평균적으로 유지되게끔 유도하고, 장기 기대물가가 2%에 잘 고정되게끔 할 것”이라는 새로운 목표에 대한 설명 문구와 함께, “현재의 0~0.25% 금리를 (1) 고용시장 환경이 우리의 최대고용 평가에 부합하고, (2) 물가가 2%까지 상승하고 한동안(some time) 2%를 적당히(moderately) 초과하는 궤도에 오를 때까지 유지할 것이다”라는 새로운 포워드 가이드를 발표하였다. 고용과 물가에 대한 조건을 “and”로 묶은, 강한 의지를 표현하고자 한 형태의 포워드 가이드로 평가된다. 추가로, 자산매입에 대해서는 현재의 “최소한 현재 수준(매일 국채 \$800 억, MBS \$400 억) 매입”이라는 기존 조건을 유지하되, 목적을 “금융시장의 기능 유지를 통한 통화정책 전달경로 효율화”에서 “금융시장 기능 유지 및 완화적 금융환경 지원”으로 수정하였다. 지금까지 자산매입 정책의 주요 기능은 망가졌던 금융환경의 복구에 초점이 맞춰져 있었으나, 이제는 시장 기능이 정상화된 만큼 자산매입이 부양의 수단일 것이라는 점을 강조하고자 한 것으로 해석된다.

2023년, 물가 2% 도달
전망하면서도 기준금리
중양값 현 수준 유지 전망

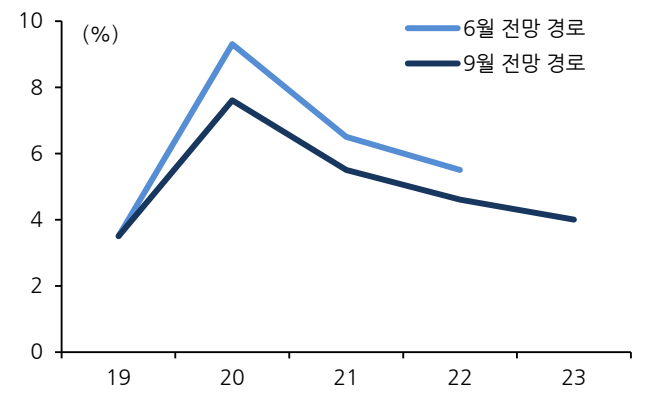
3개월만에 발표된 경제지표 및 점도표 전망의 경우, 예상보다 빨랐던 지금까지의 경기 및 물가 반등, 실업률 하락 등을 반영해 전반적인 경로의 개선이 반영되었다. 다만 이러한 경제전망 경로에 대해 파월 의장은 두 가지를 짚었는데, (1) 이번 전망에는 (올해 중 추가적인 부양안을 포함한) 재정정책의 역할이 전제로 깔려있으며, (2) 지금까지의 경기 반등 속도는 예상을 뛰어넘었지만, 그것이 향후 경기 반등 속도에 주는 힌트는 제한적이라는 점이였다(경기 반등 탄력 약화를 전망). 추가로 주목된 부분은 이번 회의에서 처음 발표된 2023년 전망치였는데, 2023년 물가 및 근원물가는 2% 도달을 전망하면서도 점도표상 기준금리 중양값은 현재의 0~0.25% 동결이 유지되었다(17명 중 4명 금리인상 전망)는 점이다. 새롭게 변경된 목표의 의미를 점도표를 통해 전달코자 했던 것으로 풀이된다.

차트 1. 연준 성장률 전망 경로 변화(2019=100 기준)



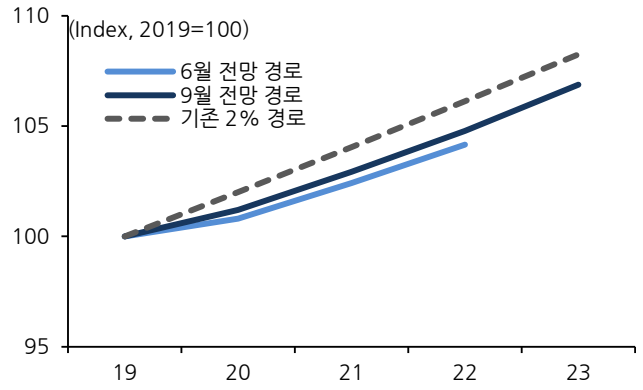
출처: FRB

차트 2. 연준 실업률 전망 경로



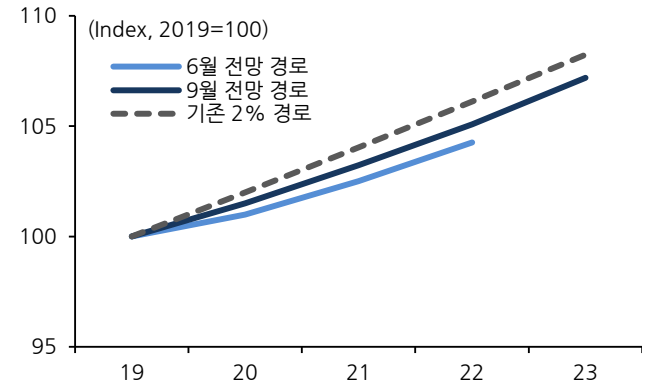
출처: FRB

차트 3. 연준 PCE 물가 전망 경로(물가 인덱스 기준)



출처: FRB

차트 4. 연준 근원 PCE 물가 전망 경로(물가 인덱스 기준)



출처: FRB

금융시장, 연준에게 보다 구체적이고 명확한 지침 요구하지만 당분간 더 구체화해주진 않을 듯

최근 금융시장이 연준에게 요구하고 있었던 것은 정책 목표나 의도에 대한 좀 더 구체적이고 명확한 지침이었다. 과거 연준은 “최대 고용”과 “물가 안정”이라는 두 목표에 대해, “완전고용 실업률(현재 4.1%)”과 “2%”라는 상대적으로 뚜렷한 기준을 가지고 정책을 펴왔지만 **지금의 새로운 목표는 그 어느 것도 사실상 명확한 기준이 없기 때문이다.** (1) 최대 고용을 판단할 때 실업률만을 보지 않을 것이며 포괄적이고 광범위한 정보들을 다 함께 참고하겠다고는 했지만 구체적으로 무엇을 더 볼 것인지, (2) 물가에 대해서는 “적당한(moderate)” 범위의 오버슈팅을 “어느정도 기간(some time)” 용인하겠다는데 **적당함과 어느정도의 기준이 뭔지에 대한 구체적 지침을 주지 않는 것에 대해 시장참가자들은 답답함을 내비치는 듯 하다.** 이에 대한 연준의 입장을 보면, 당분간은 “새로운 접근 방식인 만큼, 진척되는 상황들을 보면서 그때 가서 실용적으로 잘 판단해 조금씩 구체화시키겠다”는 답 이상으로 주진 않을 듯하다.

그 이유, 현 국면은 통화정책이 주도권 가지는 국면이 아니기 때문. 정부가 나오지 않는다면 연준은 절름발이 정책을 펼 수 밖에

다만 연준의 이러한 태도는 기본적으로 현재의 경제 환경에서 통화정책이 주도권을 가지고 무언가를 추가로 해 나갈 수 있는 상황이 아니기 때문일 것이다. 원래 연준은 선출된 행정부 및 의회가 결정하는 대부분 사안들에 대한 코멘트를 꺼린다. 하지만 코로나 국면 이후 연준 위원들은 한 목소리로 정부와 의회가 추가적인 소득보전 정책에 더해 주정부 및 지방정부에 대한 지원, 더 나아가 성장 정책에서 더 큰 역할을 할 필요가 있음을 거침없이 주장한다. 재정정책의 강도와 시점이 향후 경제전망의 가장 중요한 요인이라는 통화정책 입안자들의 주장은, **정부가 역할을 하지 않는다면 연준은 절름발이 정책을 펼 수 밖에 없다는 것을 표현하고 있는 것일 수 있다.**

연준이 기준금리와는 달리 자산매입 정책에 남겨놓은 정책 유연성, 그 의미

연준이 자산매입 계획에 대해 절반의 표현(최소한 현재의 매입규모 유지)만 하고 있는 것 또한 재정정책에 대한 연준의 의존도를 의미하는 것일 수 있다. 파월 의장은 기자회견에서 자산매입 가이드스에 대한 질문에 “지금은 이정도가 적절한 듯하다, 향후 적절히 조정해 나갈 여지가 많다, 유연하게 할 것이다”고만 언급하며 (정책금리와 달리) 유연한 자세를 피력했다. 이는 결국 재정정책이 주도적인 경기부양 역할을 해야 하는 지금의 경제 상황에서, **연준의 자산매입은 정부의 재정계획과 국채발행 계획, 그로 인한 중장기 시장금리 변동성에 따라 자산매입 행태를 적절히 맞춰가기 위해 남겨놓은 유연성일 것이라는 생각이다.** 재정정책과 국채발행 강도, 중장기 국채금리 상승압력에 따라 연준 자산매입 정책이 유연하게 활용되어 갈 것으로 전망한다.

“물가 목표를 높인 건 알겠지만, 연준이 무슨 수로 물가를 올릴 수 있나?”

향후 연준의 운명(?)을 결정하는 것은 정부 재정정책일 것이라는 생각. 재정정책이 강하게 나와야, 연준도 정책의지를 증명해 보일 기회를 얻게 된다

향후 금융시장의 주요 정책 변수는 더 이상 연준이 아닌 정부일 것. 다만 재정정책의 추가적인 허들은 “정치적 합의 과정”

최근 연준에 대한 금융시장의 추가적인 의문은, “물가 목표를 높인 것은 알겠지만, 지난 10 년의 경기 확장기에도 이루지 못했던 목표를 이번에는 무슨 수로 이루겠다는 것인가?”이다. 물가에 대한 태도가 바뀐 것은 알겠는데, 그렇다면 물가를 올릴 수 있는 정책수단을 추가로 얘기를 해줘야 하지 않느냐는 것이다. 이미 우리는 통화정책의 강화, 장기화 만으로는 물가 상승이 유도되기 어렵다는 것을 지난 10 년을 통해 경험했다. 말만 하고 행동으로 증명하지 못한다면 중앙은행은 신뢰를 얻을 수 없고, 신뢰를 얻지 못하는 통화정책은 더 이상 제대로 된 역할을 하지 못하게 된다. 그리고 이 부분에 대해, 필자는 통화정책이 물가를 높이기 위해 추가로 할 수 있는 것이 별로 없다는 것에 동의한다.

그래서, 필자는 향후 연준의 운명(?)은 정부의 재정정책이 결정할 것이라는 생각을 강하게 가지고 있다. 결국 지금과 같은 깊은 디플레이션 갭(마이너스 GDP 갭) 환경에서 물가에 유의미하게 기여할 수 있는 것은 재정정책이다. 정부가 효과적인 역할을 수행해 주면서 실제로 경기와 고용시장을 끌어올리고, 그 과정에서 기대물가와 실제 물가에 긍정적인 기여를 한다면 연준은 “물가 오버슈팅 용인 의지”를 그제서야 증명해 보일 수 있을 것이며, 연준에 대한 신뢰도 그제서야 다져질 수 있을 것이다. 하지만 정부가 충분한 역할을 하지 못하고 경제가 충분히 일어나지 못해 물가에 하방 압력이 완화되지 못한다면, 연준은 “물가 오버슈팅 용인 의지”를 증명할 기회조차 얻지 못하게 된다. 즉, 아무리 연준의 이번 정책목표 변화가 10 년, 길게는 40 년만에 새롭게 세워진 이정표라 할지라도, 이것이 실제로 증명되고 사람들에게 받아들여지기까지는 시간이 필요할 수 밖에 없다는 생각이다. 지금까지 연준은 재정정책에 대한 행정부와 의회의 정치적 결정 과정에 “정책 여력”이나 “금리 리스크”가 장벽이 되지 않게끔 환경을 조성했다. 이제 남은 것은 정치인들의 고민과 합의이다. 정부와 의회의 결단을 촉구하는 것 외에 연준이 추가로 할 수 있는 것은 별로 없을 수 있다.

앞으로 금융시장의 주요 정책 변수는 연준이 아닌 정부이다. 물론 이번 위기에서 금융시장을 빠르게 구출해준 것이 연준이며, 시장을 지탱하는 강한 역할을 하고 있기 때문에 금융시장은 지금도 계속 연준만을 보는 것 같다. 하지만 이제는 “연준이 추가로 무언가를 해줄까?”보다는 “정부가 나올까?”를 봐야 한다. 정부가 나오면, 연준도 역할을 할 것이다. 당분간은 연준에 대한 기대와 실망이 시장 변동성 요인이 될 수 있겠지만, 중장기적으로는 정부에 대한 기대와 실망이 시장 변동성을 키우는 주요 요인이 될 수 있다는 생각이다. 다만 정부 재정정책은 통화정책에 비해 허들이 좀 더 높다. 통화정책이 정책을 주도하던 시기에는 경제 및 금융시장 환경과 정책 여력, 두 가지를 고민했다면 정부 재정정책의 경우에는 환경과 여력 문제에 더해 정치적 합의 절차가 더해진다. 절차도 더 복잡하고, 시차도 더 오래 걸리고, 세부적인 내용들에 대해서도 훨씬 더 치열한 고민이 필요하다. 재정정책의 특성상, 항상 기민하고 적극적이고 효과가 높은 정책이 나와줄 것이라 마냥 기대를 거는 것이 현실적으로 어렵다는 것이다. 기본적으로 재정정책이 정책 모멘텀을 주도하는 환경에서 금융시장 전반의 변동성은 더욱 높을 수 있겠다는 생각이다.

연준이 “경제 불평등”에 기여하는 방법, 그 사람들이 일자리를 찾을 수 있을 때까지 “Lower-for-Longer”

연준의 이러한 태도, 금융시장의 골디락스 국면 장기화를 의미. 하지만 위험자산 랠리 강도가 계속 강할지에 대해서는 고민 필요. 이번 연준 정책은 Asset Inflation 보다는 정부 지원 성격이 더 강함

마지막으로, 코로나 이후 가장 큰 화두로 떠오른 “경제 불평등”에 대한 연준의 기여 방법과 그것이 금융시장에 주는 함의에 대한 고민이다. 중앙은행의 통화정책은 사회 전반에 동시에 영향을 미치며, 특정 주체들에게만 기여를 할 수는 없다. 현재 도입 중인 민간 크레딧 부문 지원, 메인스트리트 대출 프로그램 등은 비정상적 상황에서 특별히 사용이 허락되는 수단일 뿐, 연준의 주요 정책수단이 될 수는 없다. 이렇듯 특정 계층을 타게팅할 수 없는 연준이 취약계층에 기여할 수 있는 거의 유일한 방법은, 그 사람들이 마지막까지 일자리를 찾아 노동소득을 얻을 수 있을 때까지 완화정책을 유지하는 것이다. 코로나 이후 주변을 둘러보면, 코로나로부터 가장 영향을 덜 받는데다 가장 빨리 회복하는 주체는 이전부터도 잘 살던 사람(기업)들이다. 모든 위기가 그러했듯, 가장 많은 타격을 받고 가장 늦게 회복되는 주체들은 기존의 취약계층들이다. 연준이 “Lower-for-longer”를 강하게 외치는 이유는, 이러한 사람들이 회복될 때까지 기다릴 것이며 그것이 연준이 불평등에 기여할 수 있는 방법이라는 의지의 표현이다. 연준은 “최대 고용”의 정의를 바꾸었고(실업률 → 연준이 얻을 수 있는 거의 모든 고용지표들), “최대 고용”에 대한 정책 태도를 바꾸었다(강하면 강할수록 좋다).

이러한 연준의 태도가 금융시장에 주는 함의는 “골디락스 국면의 장기화”일 것이라는 생각이다. 금융시장에서 골디락스는 “경제는 회복되고 있지만 물가는 연준이 금리를 연이어 올려야 할 만큼 높지 않은, 뜨겁지도 차갑지도 않은 국면”이다. 여기에 더해, 연준이 정책적으로 유지시킬 마이너스 실질금리 환경은 민간 주체들의 자금을 금융시장으로 지속적으로 유입시킬 환경일 것이다. 하지만 그것이 “위험자산 랠리의 강도 또한 계속 강할 것”이라는 것까지 뒷받침을 해줄지는 좀 더 고민이 필요하다. 물론, 과거와 달리 이제는 정책금리뿐 아니라 중장기 금리에도 더 이상 내릴 룬이 제한적이라는 것도 이유이지만, 이번 연준의 경기부양 정책은 과거에 비해 좀 더 정교해지지 않을까, 생각한다. 지난 2008년 글로벌 금융위기 이후 시행되었던 연준의 통화정책은 “Asset Inflation”을 주요 중간고리로 삼아 경제를 부양하고자 했던 성격이 강하다. 자산시장을 부양시키는 것이 정책의 주요 경로였다. 하지만 이번에 연준이 경기를 부양하기 위해 사용하고자 하는 중간 수단은 재정정책이다. 정부의 지출은 금융시장 유동성으로 직결되는 돈이 아니라 실물경제 주체들의 주머니를 향하면서 경제를 지지하는 돈이다. 코로나 직후부터 지금까지는 금리를 현재의 수준으로까지 강하게 내리는 과정, 그리고 마이너스 실질금리 환경에 처음 맞닥트리는 과정에서 그 누구의 예상보다 강했던 자산시장 랠리가 진행되었지만, 초기 국면이 지난 이후 그 기울기는 완만해질 것으로 예상된다.

▶ 美 FOMC 성명문 비교

| | 2020년 7월 | 2020년 9월 |
|--------------------------|--|--|
| 도입부 | → 모든 정책적 도구 사용해 완전고용과 물가안정 목표 추진에 전념 | → 모든 정책적 도구 사용해 완전고용과 물가안정 목표 추진에 전념 |
| 경기진단 | <ul style="list-style-type: none"> → 코로나 발병은 미국과 전세계에 엄청난 인적, 경제적 어려움 야기 → 경제활동과 고용은 급격한 감소 후 최근 몇 달간 다소 회복했지만, 연초 수준보다는 훨씬 낮은 수준에 머물러 → 악화된 수요와 낮은 유가는 인플레이를 억제 → 전반적 금융여건은 경제와 가계 및 기업으로의 신용흐름을 지원하는 조치를 어느 정도 반영해 최근 몇달간 개선 | <ul style="list-style-type: none"> → 코로나 19 팬데믹발병은 미국과 전세계에 엄청난 인적, 경제적 어려움 야기 → 경제활동과 고용은 급격한 감소 후 최근 몇 달간 다소 회복했지만, 연초 수준보다는 훨씬 낮은 수준에 머물러 → 악화된 수요와 낮은 유가는 인플레이를 억제 → 전반적 금융여건은 경제와 가계 및 기업으로의 신용흐름을 지원하는 조치를 어느 정도 반영해 최근 몇달간 개선 |
| 정책 결정 배경 및 정책의 전망 | <ul style="list-style-type: none"> → 경제경로는 바이러스 진행상황에 크게 좌우될 것. 보건위기는 단기적으로 경제활동, 고용, 물가에 큰 부담. 중기 전망에 대해서도 상당한 위험 내포 → 최근 이벤트를 이겨내고 완전 고용, 물가안정 목표 달성 궤도 들어선 것으로, 자신할 때까지 금리 범위 유지할 것 | <ul style="list-style-type: none"> → 경제경로는 바이러스 진행상황에 크게 좌우될 것. 보건위기는 단기적으로 경제활동, 고용, 물가에 큰 부담 지속. 중기 전망에 대해서도 상당한 위험 내포 → 위원회는 완전 고용과 장기적으로 2% 물가 달성을 추구. 물가가 장기 목표를 지속 밑돌고 있어, 위원회는 일정기간 물가가 2%를 완만하게 웃돌아 향후 평균 2%가 되고, 장기 물가대가 2%에 잘 고정되도록 하는 것을 목표로 할 것. 이런 결과가 달성될 때까지 완화적 통화정책 스탠스 유지할 것으로 기대 → 고용시장 상황이 완전고용이라고 평가하는데 부합하는 수준에 도달하고, 물가가 2%까지 오르고, 일정기간 2%를 완만하게 웃도는 궤도에 도달할 때까지 현재 정책금리 범위를 유지하는 것이 적절 |
| 통화정책 적정성의 평가 | <ul style="list-style-type: none"> → 위원회는 공중보건, 글로벌 변화, 낮은 인플레이 등 정보가 경제전망에 미치는 영향을 지속 모니터링할 것 → 완전고용과 대칭적 2% 물가 목표와 관련해 실현됐거나 예상되는 경제상황을 평가할 것 → 노동시장 지표, 인플레이 지표, 인플레이 기대, 금융 및 국제변화 점검 등을 고려할 것 | <ul style="list-style-type: none"> → 입수되는 정보가 경제전망에 미칠 영향을 지속 모니터링할 것. 목표 달성을 지연시키는 위험이 발생할 경우 통화정책 스탠스를 적절하게 조정할 준비 → 위원회의 평가는 공중보건, 노동시장 상황, 물가 압력 및 물가 기대, 금융 및 국제문제 전개에 대한 해석을 포함한 다양한 범위의 정보 고려할 것 |
| 자산매입 정책 | <ul style="list-style-type: none"> → 국채와 주택 및 상업용 모기지증권의 보유규모를 최소한 현재 속도로 확대할 것 → 기간 및 하루짜리 환매채권을 대규모로 제공 지속할 것 | <ul style="list-style-type: none"> → 향후 몇 달동안 국채와 모기지증권의 보유규모를 최소한 현재 속도로 확대해 시장의 원활한 기능을 유지하고, 완화적인 금융여건 추진을 돕고, 이를 통해 가계와 기업으로의 신용흐름 지원할 것 |
| 금리결정 | → 0~0.25% 동결 | → 0~0.25% 동결 |
| 소수의견 | → 만장일치 | → 2명(카플란, 카시카리) |

▶ 9월 美 FOMC 경기 전망 변화(중앙값 기준)

[GDP 전망]

전 기간 성장률 및 잠재 성장률 상향

| GDP | 19.9 | 19.12 | 20.6 | 20.9 |
|-------|------|-------|------|------|
| 2020년 | 2.0 | 2.0 | -6.5 | -3.7 |
| 2021년 | 1.9 | 1.9 | 5.0 | 4.0 |
| 2022년 | 1.8 | 1.8 | 3.5 | 3.0 |
| 2023년 | | | | 2.5 |
| 장기 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.9 |

[실업률 전망]

전 기간 실업률 전망 하향

| 실업률 | 19.9 | 19.12 | 20.6 | 20.9 |
|-------|------|-------|------|------|
| 2020년 | 3.7 | 3.5 | 9.3 | 7.6 |
| 2021년 | 3.8 | 3.6 | 6.5 | 5.5 |
| 2022년 | 3.9 | 3.7 | 5.5 | 4.6 |
| 2023년 | | | | 4.0 |
| 장기 | 4.2 | 4.1 | 4.1 | 4.1 |

[물가 전망]

물가 및 근원물가 전망 상향, 2023년 2% 전망

| PCE 물가 | 19.9 | 19.12 | 20.6 | 20.9 |
|--------|------|-------|------|------|
| 2020년 | 1.9 | 1.9 | 0.8 | 1.2 |
| 2021년 | 2.0 | 2.0 | 1.6 | 1.7 |
| 2022년 | 2.0 | 2.0 | 1.7 | 1.8 |
| 2023년 | | | | 2.0 |
| 장기 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |

| 근원 PCE 물가 | 19.9 | 19.12 | 20.6 | 20.9 |
|-----------|------|-------|------|------|
| 2020년 | 1.9 | 1.9 | 1.0 | 1.5 |
| 2021년 | 2.0 | 2.0 | 1.5 | 1.7 |
| 2022년 | 2.0 | 2.0 | 1.7 | 1.8 |
| 2023년 | | | | 2.0 |

[금리 점도표]

23년까지 모두 0.1% 금리의 장기평균은 2.5% 유지

| 금리 점도표 | 19.9 | 19.12 | 20.6 | 20.9 |
|--------|------|-------|------|------|
| 2020년 | 1.9 | 1.6 | 0.1 | 0.1 |
| 2021년 | 2.1 | 1.9 | 0.1 | 0.1 |
| 2022년 | 2.4 | 2.1 | 0.1 | 0.1 |
| 2023년 | | | | 0.1 |
| 장기 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |