

Strategist 이경민

kyoungmin.lee@daishin.com

강경해진 파월 Vs. 여전한 시장의 기대

- 파월 연준의장의 짧은(8분) 잭스홀 미팅 연설이 금융시장을 뒤흔들어 놓았다. 연설 시작 당시 언급했던 대로 "더 짧아지고, 초점이 좁아지고, 메시지는 더 직설적"이었다. 현재 당면한 인플레이션 억제와 당위성에만 초점을 맞춘 것이었다. 인플레이션이 지속되고, 고착화되는 것이 더 위험요인이라는 언급과 함께 인플레이션 억제를 위한 불행한 비용을 감수하더라도 인플레이션 안정을 위한 금리 인상, 긴축을 이어가겠다는 의지를 천명했다. 파월 연준의장은 여느 때보다 강경했고, 직설적이었고, 매파적이었다.
- 이번 잭스홀 미팅의 주제가 '경제와 정책에 대한 제약 조건 재평가'였다는 점을 감안해 지난 통화정책을 재평가하면서, 통화정책에 대한 시장 전망을 재조정하고, 향후 통화정책 프레임에 제시할 것이라는 필자의 전망에서 크게 벗어난 결과였다.
- 매번 FOMC 회의때마다 다소 비둘기파 어휘를 통해 금융시장을 진정시키는 행보를 보였던 파월 의장이 이번에는 매우 간단하고, 명료하게 현재 통화당국이 직면한 핵심 쟁점은 여전히 물가 안정임을 강조한 이유는 무엇일까?
- 최근 다수 연준 위원들이 인플레이션 억제를 위해 긴축을 이어가야 한다는 의견을 피력하고 있었던 것이 사실이다.
- 강경 매파로 평가받는 제임스 볼러드 세인트루이스 연은 총재가 9월 75bp, 연내 3.75 ~ 4% 금리인상을 주장하는 것은 물론, 가장 온화한 비둘기파로 평가받는 닐 카시카리 미니애폴리스 연은 총재까지 경기침체를 촉발하는 대가를 치르더라도 가능한 한 빨리 높은 인플레이션을 낮춰야한다고 주장(8월 18일)하고 있다. 최근에는 고용과 인플레이션 균형을 맞추기 위해 통화정책을 강화해야 하고, 물가가 2%대로 가고 있다는 강력한 증거가 필요하다고 언급했다.
- 이러한 연준위원 전반의 인플레이션 억제 의지는 물가가 장기간 고공행진하면서 그들이 예상했던 연착륙 가능성이 약화되고, 자칫하면 스태그플레이션으로 전개될 가능성이 높아지기 때문이라고 생각한다. 따라서 중앙은행이 통제할 수 있는 물가를 최대한 빠르게 진정시키 경착륙은 불가피하더라도 스태그플레이션은 피해야 한다는 목소리가 커지는 것으로 보인다.
- 그럼에도 불구하고 시장은 통화정책 완화, 2023년 금리인하 기대를 지속해왔다. 파월 연준의장은 이번 잭스홀 미팅을 통해 이같은 시장의 기대를 억제하려고 했던 것으로 보인다. 미래 인플레이션에 대한 대중의 기대는 인플레이션 안정의 매우 중요한 변수라고 언급한 부분에 주목한다. 시장의 기대를 꺾어서라도 최대한 빠르게 인플레이션 안정이 필요함을 시사한 것이다.

*다음 페이지에서 계속됩니다

그림 1. 파월 연준 의장의 잭슨홀 연설 요약. 인플레이션 억제에만 포커스를 맞춰 직설적이었던 것으로 평가

인플레이션 안정을 위해서는 추세 이하의 성장 감내. 노동시장 완화 가능성 매우 높음
 높은 금리와 느린 성장, 완화된 노동시장이 인플레이션을 하향안정으로 이어질 것
 이 과정에서 가계와 기업에 고통을 수반할 수 있음
 이는 인플레이션 압력 완화, 물가 안정을 위한 불행한 비용

그러나, 물가안정을 회복하지 못하는 것이 훨씬 큰 고통으로 이어질 것
 역사적인 기록적 인플레이션 경고는 이완된 정책에 대한 것
 인플레이션 완화/안정까지 중앙은행의 책무는 계속 이어져야 함

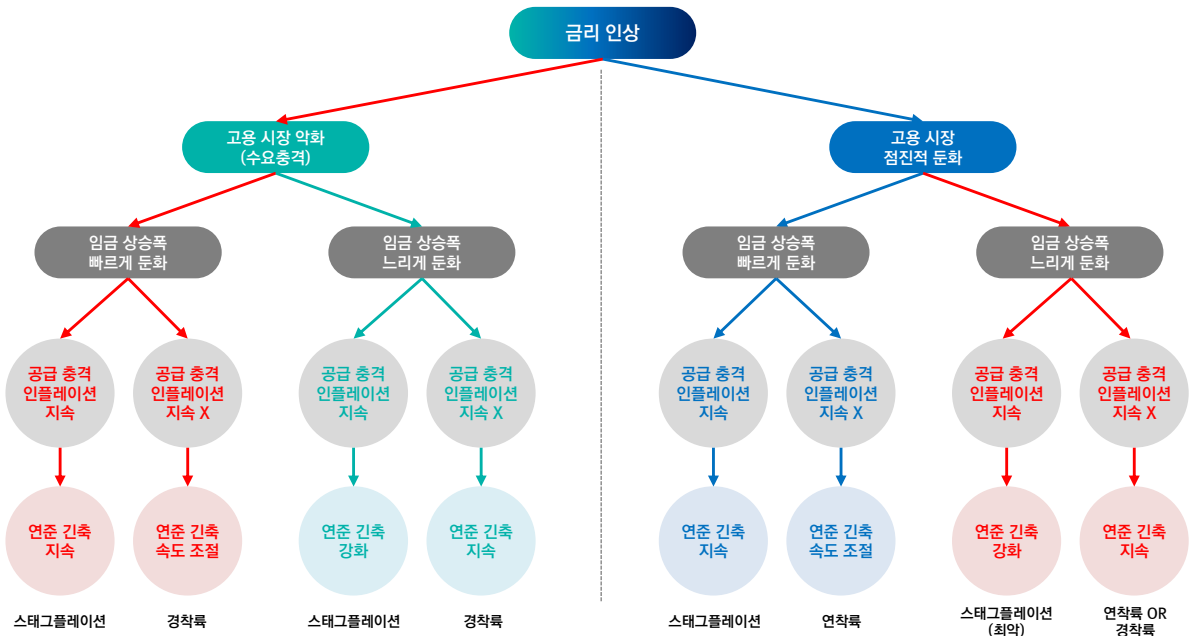
역사는 인플레이션 낮추는 데에 따른 고용비용은 지연될수록 증가할 가능성이 높음을 증명
 현 인플레이션 지속 시 더 높은 기대인플레 고착화 가능성 존재. 더 큰 위험요인
 미래 인플레이션에 대한 대중의 기대는 인플레이션 안정의 매우 중요 변수

우리는 수요 조절로 공급과 더욱 일치하고, 인플레이션 기대 고정을 위해 빠르고 강력히 조치를 취하고 있고,
 이것이 확신이 들 때까지 지속할 것

7월 인플레이션 하락은 환영하지만, 한달 인플레이션 하락 개선은 위원회가 확신하기엔 너무 짧은 기간

자료: FED, 대신증권 Research Center

그림 2. 그동안 연착륙 가능성을 언급해왔던 연준. 물가 고공행진 장기화로 스태그플레이션 부담이 커지며 수요 둔화, 충격을 감수하더라도 물가를 빠르게 잡아야 한다는 목소리가 커지는 상황

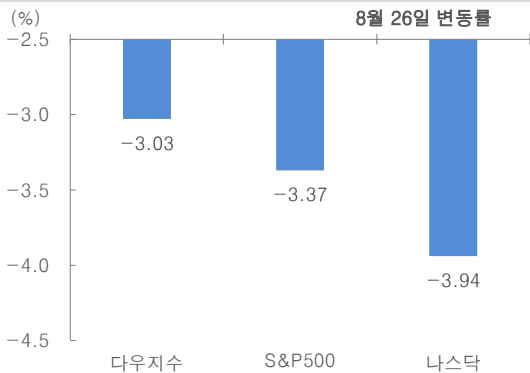


자료: 대신증권 Research Center

- 파월 연준의장의 이례적으로 짧고, 간결하지만, 매파적 색깔을 확실히 드러낸 연설 직후 증시는 급락세를 보였다. 미국 증시는 장 중 낙폭을 확대해가며 장대음봉으로 직전 저점을 크게 이탈했다. 경제성장과 통화정책에 대한 연설 속에 통화정책 전환, 균형감각, FED Put을 기대했던 투자심리가 급격히 냉각된 결과라고 생각한다.
- 반면, 여타 금융시장의 변동성은 제한적이었다. 미국채 금리는 2년물만 1.06bp 상승했을 뿐, 여타 만기물은 0.5bp 전후 등락에 그쳤다. 경기침체 우려가 반영되었기 때문으로 보인다. 달러화도 0.3% 상승에 그쳤다. ECB도 자이언트 스텝(75bp)을 단행해야 한다는 목소리가 커진 영향(유로화 강제 압력 확대)이다. 원자재 시장은 다소 의아한 흐름이었다. 제한적인 달러 강세로 개별 이슈에 등락을 보였다고는 하지만, 안전자산인 금은 1% 이상 하락하고, 경기민감 원자재인 구리는 약보합, WTI는 상승 마감했다. 단기, 중기 중심을 잘 잡아야 할 시점이다.
- 그 동안 필자가 언급해왔던 물가-통화정책-경기 간 선순환 고리는 더욱 약해지고, 시간을 두고 악순환의 고리로 전환될 것으로 예상된다. 파월 연준의장이 이례적으로 잭슨홀 미팅 연설을 통해 장기적인 통화정책 방향성, 프레임이 아닌 인플레이션 억제 의지를 피력했다는 점에 주목할 필요가 있다. 향후 물가가 잡혔다고 인정하기 전까지 투자자들의 통화정책 완화, 금리인하 기대를 꺾으려 할 가능성이 높다는 판단이다.
- 특히, 이 과정에서 경제지표 부진, 경기 둔화 가속화 및 악화 등 경착륙 시그널이 뚜렷해질 전망이다. 당분간 긴축과 경기부진이라는 두가지 부담을 함께 가져가야 할 것이다. 점차 무게감은 경기로 이동을 할 수 밖에 없겠지만, 어떤 상황이 전개되던 시장은 불안정한 딜레마에 시달릴 수 밖에 없다고 생각한다. 물가가 빨리 잡혀야 다음 숙제인 경기회복에 통화정책을 집중할 수 있다. 공즉변(窮則變, 궁하면 변한다)까지 시간이 필요하다.

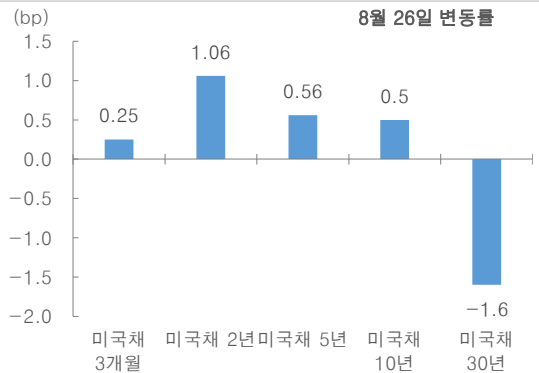
*다음 페이지에서 계속됩니다

그림 3. 파월 연준의장 잭슨홀 연설 이후 하락반전, 장 중 낙폭확대. 3%대 급락세로 증시 마감



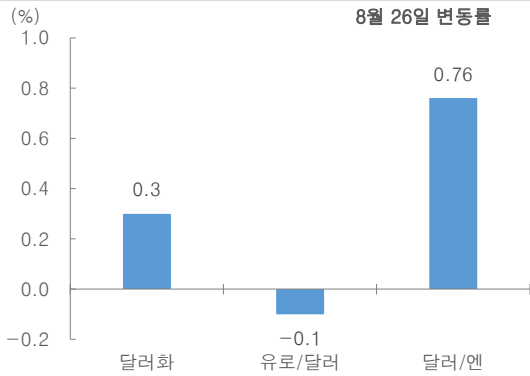
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 채권금리는 연설 전 상승폭 축소, 10년물 3%, 2년물 3.38%대에서 등락 반복



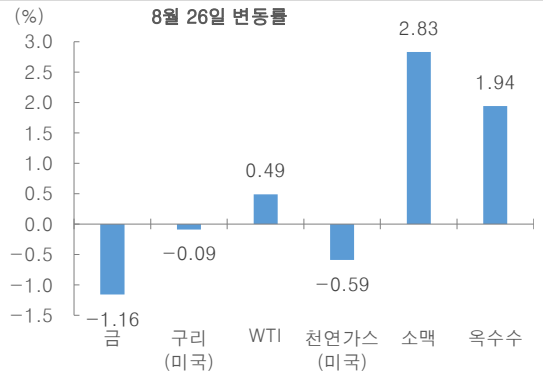
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 5. 외환시장 변동성도 제한적. 달러 109p 하회, 전고점 넘어서지 못해



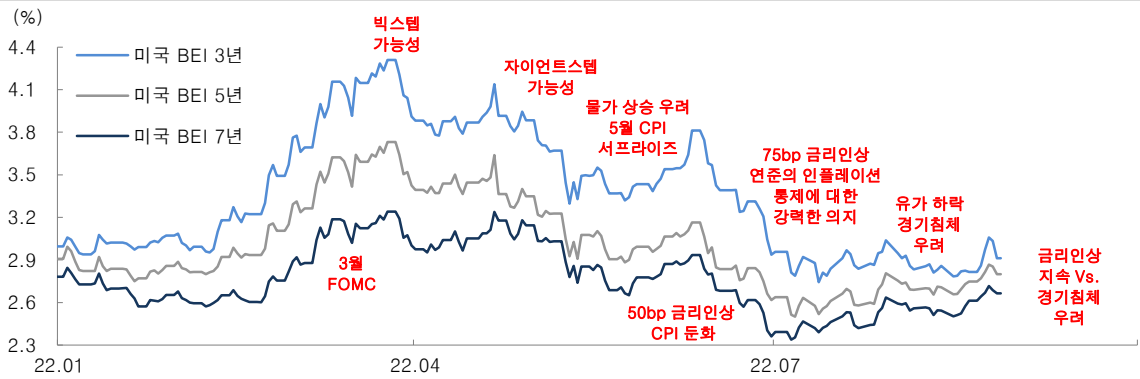
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 6. 원자재는 개별 이슈에 따라 등락 엇갈려 달러, 금리 충격은 크지 않았다?



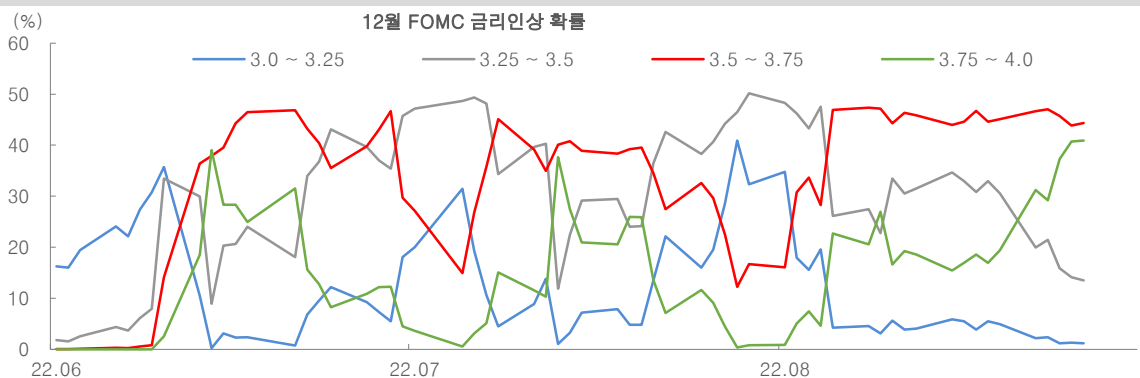
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 7. 파월 연준의장 잭슨홀 연설 이후 기대 인플레이션 하락반전. 물가 안정을 위한 긴축과 경기둔화/약화 우려가 공존하는 시간을 지날 것



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 8. 연내 3.75 ~ 4% 금리인상 확률 40.9%까지 급등. 아직 3.5 ~ 3.75% 확률이 44.4%로 가장 높아

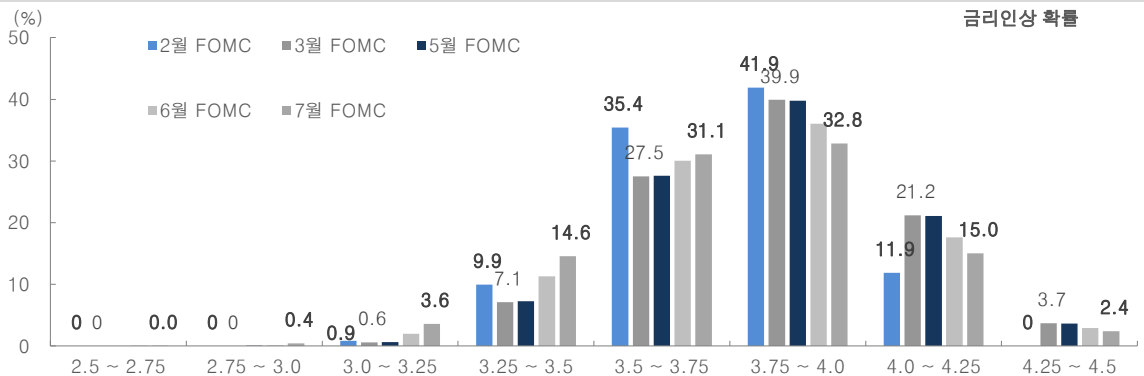


자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 다만, 물가 - 통화정책 - 경기 간의 순환고리가 빠르게 악순환 국면으로 전환될 가능성도 높지는 않다. 파월 연준의장의 간결하고, 강력한 경고에도 불구하고 시장은 여전히 2023년 기준금리 고점을 3.78%로 예상하고 있다. 연준이 6월에 제시한 3.8보다 소폭 낮은 수준이다. 게다가 2023년 하반기부터 금리인하를 기대하고 있다. 이전보다 완화되기는 했지만, 2023년 하반기 중 한 번 이상의 금리인하가 컨센서스로 형성 중이다.
- 시장은 8월 CPI(9월 13일)와 9월 FOMC(21일)까지 물가와 통화정책에 대한 희망의 끈을 잡고 갈 가능성이 높다. 그 전까지 경제지표 결과에 일희일비하는 장세가 지속될 전망이다. 미국 8월 ISM 제조업 지수와 중국 8월 PMI, 미국 8월 고용지표 발표가 예정되어 있다. 예상을 크게 벗어나지 않는다면 경기, 고용은 둔화되고 있지만, 여전히 확장국면에서 임금상승 압력이 정점을 통과하고 있다는 기대를 자극할 수 있다. 이 경우 단기 급락에 따른 되돌림 시도가 가능해 보인다. 이번 기술적 반등, Bear Market Rally의 마지막이 될 것으로 예상된다.
- 9월 글로벌 증시, KOSPI는 점차 하락압력을 높여갈 전망이다.
- 잭슨홀 미팅 이후에도 2023년 통화정책 완화, 금리인하 기대가 유효함에 따라 경제지표 결과에 따른 반등시도가 9월 초반 이어질 가능성이 높다.
- 그러나 8월 CPI(9월 13일)를 통해 여전히 높은(Inflation Now 기준 CPI 8.28%, Core CPI 6.25%) 물가 수준을 확인하고, 9월 FOMC에서 새로운 점도표를 확인하면서 통화정책에 대한 기대가 우려로 전환될 가능성이 높다고 본다. 다수의 연준위원과 파월 연준의장까지 물가 억제에 최우선 과제로 피력하면서 긴축을 지속하겠다는 의지를 천명한 만큼, 2023년 금리인하 기대를 불식시키려고 할 것으로 예상된다.
- 이 과정에서 경기는 더 둔화되고, 약화될 것이다. 9월 중순 이후 프리어닝 시즌을 시작으로 10월부터 본격화되는 3분기 어닝시즌에 대한 불안심리 또한 커질 가능성이 높다. 9월 중순부터는 KOSPI를 비롯한 글로벌 금융시장이 역설적 장세로 진입할 전망이다. 9월초 반등시도가 이어진다고 하더라도 리스크 관리, 포트폴리오 방어력 강화에 집중할 것을 권고한다.

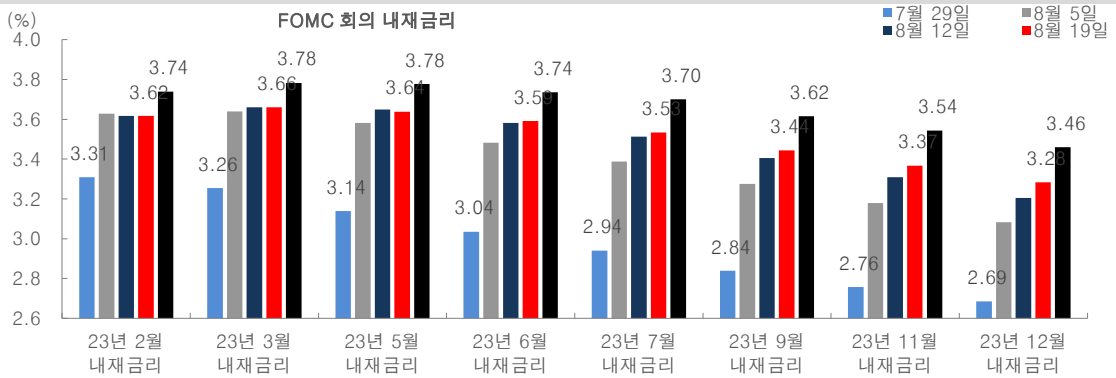
* 자세한 내용은 8월 30일자 9월 전망을 통해 언급할 예정

그림 9. 2023년 3.75 ~ 4%까지 금리인상 이후 통화정책 완화, 금리인하 기대 여전히 유효



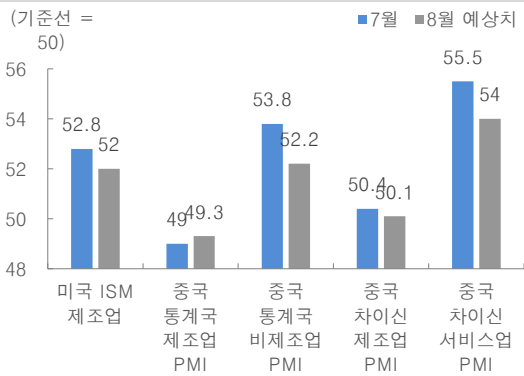
자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

그림 10. 연준 23년 점도표 수준(3.8%)으로 정상화된 금리인상 전망. 하반기 중 1회 + α 금리인하 기대 중



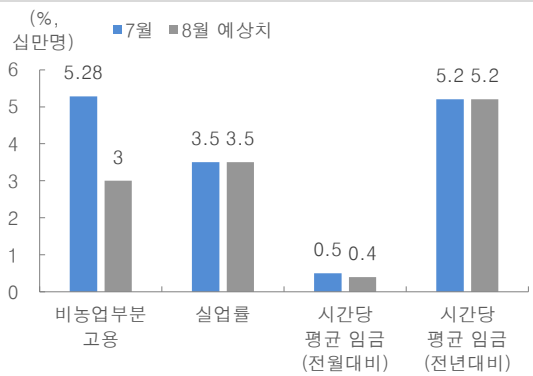
자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

그림 11. 미국 ISM 제조업 지수와 중국 PMI, 전월대비 소폭 둔화되지만 여전히 확장국면



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 12. 미국 8월 고용지표, 고용은 둔화되지만, 실업률 3.5% 유지 & 임금 상승 정체/둔화



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이경민)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
