

Strategy Idea



▲ 경제분석
Analyst 이승훈
02. 6454-4891
seunghoon.lee@meritz.co.kr

2021년 하반기 전망 1-2 경제전망(해설판): ‘Extension’

- ✓ 경기회복 속도는 상반기보다 하반기가 더욱 빠를 것
- ✓ 제조업 회복/확장은 설비투자가 가세하며 장기화될 것
- ✓ 인플레이션의 추세적 가속화와 테이퍼 탠트럼 재현 우려는 과도

메리츠 Macro View의 주요 내용

하반기 경기회복 모멘텀이
강화될 이유 (QoQ 기준)

우리는 올해 하반기 글로벌 경기모멘텀이 상반기보다 강화될 것이라는 기존 견해를 유지한다. 백신접종 속도가 빨라지는 선진국은 미국(7월)을 필두로 순차적으로 집단면역 상태에 진입하며 이연소비 회복이 가시화될 것이고, IT와 산업계가 중심이 되고 있는 제조업 주문은 고객들의 적정재고 확보를 위해서라도 계속 증가하면서 동업종의 회복을 연장시킬 것이다. 경기개선에도 올 한 해 주요국 정책이 대부분 성장지원에 초점을 두고 있다는 것도 회복을 지지하는 요인이 될 것이다.

올해와 내년에 걸친 글로벌 성장률은 지난 4월 1일 전략공감2.0에서 제시한 5.8%와 4.0%에 비해 상향 조정된 5.9%와 4.6%를 제시한다. 이 당시에 비해서는 미국, 유로존, 한국 성장률이 상향 조정되었다. 미국은 1분기 GDP 재고제외 내수기여도가 전분기대비 연율 9.9%에 달할 정도로 강한 내수회복을 보이는 가운데, 봉쇄가 빠르게 완화되고 경제활동이 재개되면서 개선이 두드러지고 있다.

유로존은 백신접종률 가속화에 힘입은 회복세 재개/동참이 가시화되고 있다. 한국은 제조업 호황에 편승한 수출, 설비투자 확대가 성장률 개선 요인이다. 내년 성장률의 큰 폭 상향 조정은 여타 신흥국의 백신보급이 활성화되면서 시차를 두고 이들이 회복에 동참할 가능성이 커졌기 때문이다.

환율 전망의 주요 내용

달러화는 상당 기간 완만한 약세를 시현할 것으로 보인다. 연초 이후 강달러의 원인이었던 미국과 유로존 모멘텀 차별화 기대(미국 우위)는 유로존이 회복에 동참하면서 완화되고 있다. 중국 위안화는 선진국으로의 수출확대와 자본시장 개방에 따른 포트폴리오 투자 유입으로 완만한 강세를 이어갈 것으로 본다. 원화는 이러한 대외환경 속에, 한국 수출확대/경상흑자 요인이 가세하게 될 것이다. 연말 원/달러 환율 1,080원을 유지한다. 아래에서는 경제전망의 주요 논점들을 다룬다.

표1 메리츠 글로벌 경제전망

| (% YoY) | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E |
|-------------------|--------------|------------|-------------|------------|------------|
| GDP 성장률 | World | 2.8 | -3.3 | 5.9 | 4.6 |
| | 선진국 | 1.6 | -4.7 | 5.2 | 4.1 |
| | 미국 | 2.3 | -3.5 | 6.5 | 4.0 |
| | 유로존 | 1.3 | -6.7 | 4.0 | 4.3 |
| | 일본 | 0.7 | -3.9 | 2.0 | 2.8 |
| | 신흥국 | 3.6 | -2.2 | 6.6 | 4.8 |
| | 중국 | 6.1 | 2.3 | 8.5 | 5.4 |
| 한국 | 2.0 | -1.0 | 3.7 | 2.8 | |
| CPI 상승률 | World | 3.5 | 3.2 | 3.8 | 3.2 |
| | 미국 | 1.8 | 1.2 | 3.2 | 2.0 |
| | 유로존 | 1.2 | 0.3 | 1.7 | 1.3 |
| | 일본 | 0.5 | 0.0 | 0.1 | 0.6 |
| | 중국 | 2.9 | 2.5 | 1.3 | 2.0 |
| | 한국 | 0.4 | 0.5 | 1.8 | 1.6 |
| 환율 (기말) | 달러/유로 | 1.12 | 1.22 | 1.24 | 1.25 |
| | 엔/달러 | 108.6 | 103.2 | 107.0 | 106.0 |
| | 위안/달러 | 6.96 | 6.53 | 6.30 | 6.15 |
| | 원/달러 | 1,156 | 1,086 | 1,080 | 1,050 |
| WTI (USD/bbl, 기말) | | 61.1 | 48.5 | 65.0 | 60.0 |

자료: IMF WEO, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림1 하반기 회복세가 강화될 3가지 이유

- 순차적 집단면역과 이연수요 회복**
 - 서비스업, 회복에 동참
 - 미국, 영국에 이어 선진국 개선
- 제조업 회복 연장**
 - △제조업 주문 > △생산
 - IT에 이어 산업재 회복 가세
- 주요국 정책이 모두 성장지원에 초점을 두고 있음**
 - 미국, 유럽(Expansionary)
 - 중국 (Neutral)

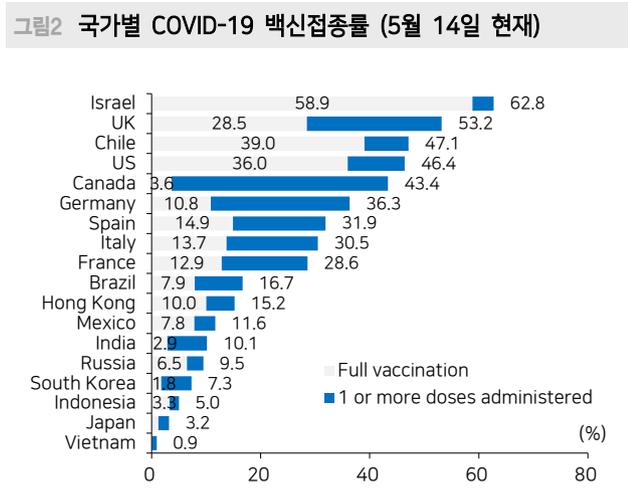
자료: 메리츠증권 리서치센터

논점 1. 순차적 집단면역과 이연수요 회복

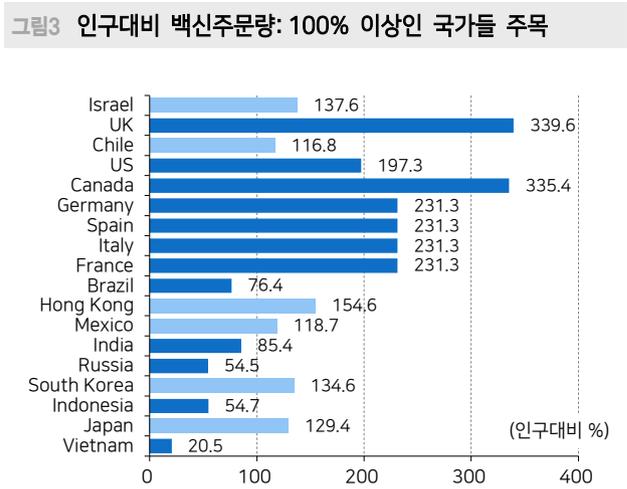
백신보급과 집단면역

이번 침체는 이례적인 서비스업 리세션이었고, 이러한 서비스업의 침체는 판데믹 확산을 막기 위한 정부주도의 지역봉쇄(lockdown)에서 비롯되었다. 따라서 백신의 보급과 집단면역 도달 여부는 향후 경기향방에 있어 중요한 함의를 지닌다.

백신접종 속도가 빠른 이스라엘, 영국, 미국이 가장 먼저 집단면역에 도달할 것으로 예상되며, 유로존 국가가 그 뒤를 잇게 될 것이다. 한편, 현재 접종률에 뒤쳐져 있는 국가들을 모두 비판적으로 바라볼 필요는 없어 보인다. 인구대비 백신주문량이 100%를 상회하는 홍콩, 멕시코, 한국, 일본 등은 다소 시간이 걸릴 수는 있지만 백신이 인도 되는대로 빠른 접종률 상승을 기대할 수 있기 때문이다.



자료: Our World In Data, 메리츠증권 리서치센터



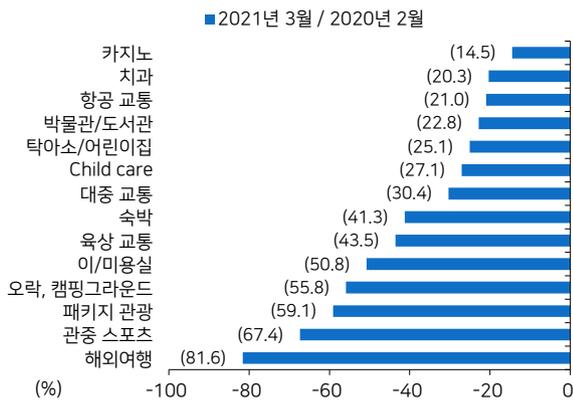
자료: Bloomberg Vaccine Tracker, 메리츠증권 리서치센터

집단면역 이후의 행태

집단면역에 근접했을 때 나타나게 될 현상은 COVID 때문에 하지 못했던 소비활동의 재개일 것이다. 현재까지도 COVID 직전 수준대비 소비액이 크게 감소한 품목들이 그 대상이며, 구체적으로는 여행, 오락, 숙박(호텔 등), 탁아소, 치과, 카지노 등 야외/대면활동이 해당한다. 의복 수요도 야외활동 확대로 증가할 것이다.

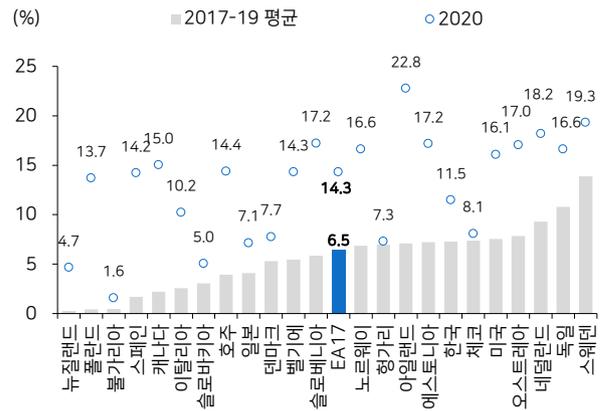
이러한 이연소비는 미국에 국한된 이야기가 아닐 것이다. COVID19로 향후 경제활동에 대한 불확실성이 커지면서 경제주체들은 예비적 저축을 크게 늘렸고, 이는 선진국 전역에서 나타나는 현상이었다. 유로존 17개국 개인순저축률이 2017~19년 평균 6.5%에서 2020년 14.3%로 크게 상승한 점에서도 알 수 있다. 그간 COVID19의 재유행이 잇따르면서 불확실성은 좀처럼 완화되지 못했다. 그러나 앞으로는 백신을 통한 면역체계가 공고해 지면서, 경제주체들의 예비적 저축이 점차 소비지출로 전환될 가능성이 커지고 있다.

그림4 COVID 이후 미국 개인소비지출 감소폭 큰 품목들



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림5 주요국 개인순저축률 비교



자료: OECD Dec 2020 World Economic Outlook, 메리츠증권 리서치센터

논점 2. 제조업 회복: 쇼티지 vs 설비투자

제조업 회복 연장 예상

제조업은 회복세가 연장될 수 있는 환경에 놓여 있다. 신규주문이 빠른 속도로 증가하고 있음에도 불구하고 고객재고가 사상 최저치를 경신할 정도로 수요가 타이트하기 때문이다. 고객들 스스로 적정재고를 확보하기 위해서라도 주문은 당분간 빠르게 늘어날 공산이 크다.

쇼티지가 나타난 이유

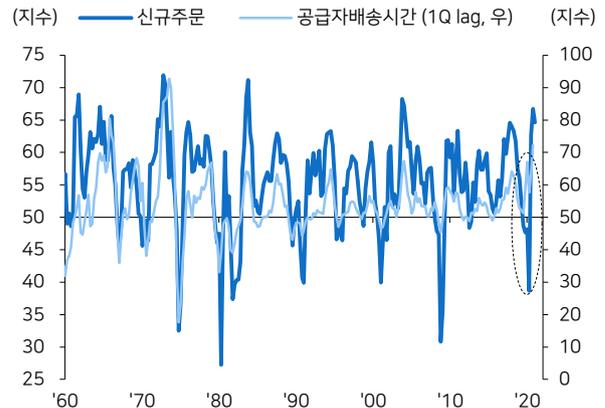
사실 여기에서 비롯되는 문제가 쇼티지이며, 리세션 이후 회복 초기에서 주기적으로 나타났던 현상이기도 하다. 일부는 공급부족을 그 원인으로 제기하지만, 엄밀히 말하면 탄력적인 수요대비 비탄력적인 공급이 '상대적으로' 부족하기 때문에 나타나는 현상이다. ISM제조업 지수 구성항목인 1) 공급자배송시간 지수(Supplier Delivery Time: 완성품 배송까지의 시간을 나타낸 것으로 숫자가 높을수록 시간이 더 오래 걸림을 의미)를 쇼티지의 잣대로, 그리고 2) 주문지수를 수요의 잣대로 본다면, COVID19 초기였던 작년 4월을 제외하고 이들 두 지표는 1960년대 이후 항상 동행해 왔다. 수요회복이 동반되지 않는 쇼티지는 없음을 보여준다.

그림6 미국 ISM제조업: 신규주문과 고객재고 (3MMA)



자료: US ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 ISM제조업: 신규주문과 공급자배송시간



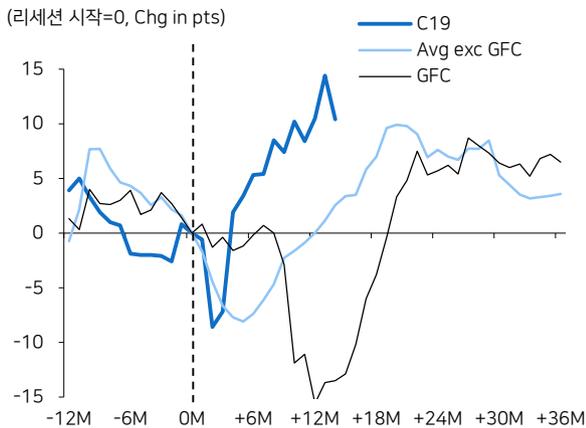
자료: US ISM, 메리츠증권 리서치센터

이번 쇼타지가 유난히 두드러지는 이유

주기적으로 보아왔던 회복 초기의 모습이지만, 현재의 쇼타지 혹은 상대적 공급부족이 유난스러운 이유는, COVID19 리세션 이후 제조업 수요(재화 소비 포함)의 회복 속도가 전례 없이 빨랐기 때문이다. 일반적인 침체에서는 리세션이 시작된 시점으로부터 약 6개월간 위축이 심화되다가, 그 다음 6개월에 걸쳐 점차 회복하는 형태를 띤다. 그러나 이번에는 단 3개월간(2020년 3~5월)의 위축을 겪은 이후 2020년 6월부터는 COVID19 이전 수준을 넘어 빠른 확장을 거듭 중이다.

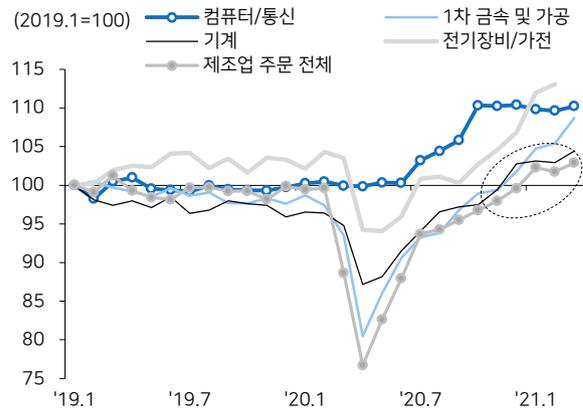
반면, 공급에 해당되는 투자는 2020년 4분기가 되어서야 COVID-19 이전 수준을 넘어서기 시작한다. 작년 3분기 경기의 V자형 회복이 있었음에도 그 지속 가능성에 대한 확신이 결여되면서 기업들의 투자가 뒤늦게 올라온 것이다. 이것이 수요와 공급의 차이를 크게 벌려 놓는 요인이 되었다.

그림8 침체 전후 ISM제조업 지수 변화



자료: US ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 품목별 제조업 주문 (2019년 1월 = 100)



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

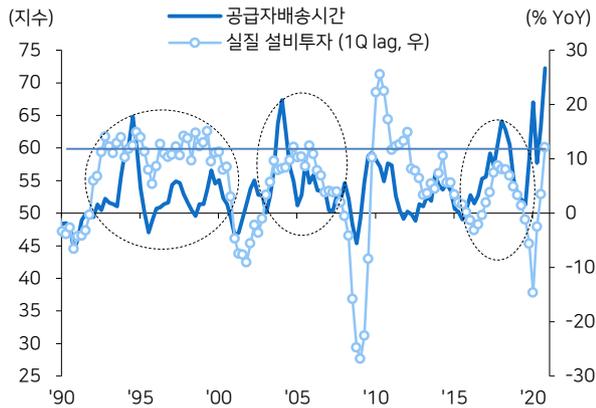
설비투자 사이클의 가세와 제조업 확장 장기화

이러한 쇼티지가 장기화될 가능성은 낮다고 본다. 바로 작년 4분기를 필두로 설비투자 사이클이 재개된 때문이다. 미국 1분기 실질 설비투자가 전년대비 12.4% 증가한 점이 숫자로 확인되는 부분이다. 흥미로운 사실은 극심한 쇼티지(공급자배송시간 지수 기준 60 상회)를 경험한 이후 설비투자 확대가 길어진다는 점이다. 초과수요가 발생한 만큼 좀처럼 공급과잉이 발생하지 않는 환경이기 때문이다. 과거의 경우 1995~99년(4년), 2003~06년(3년)이 그러한 구간이었다.

이러한 사이클 하에서는 제조업 PMI가 정점을 찍은 이후에도 크게 하락하지 않고 55 전후 수준에서 장기간 고원을 그려 왔다. 또한 설비투자가 자본재/교역재의 구입을 의미한다는 점에 착안하여 보면, 이 구간 중 교역량도 꾸준히 증가한다. 미국 주도의 제조업 사이클 호황이지만, 다른 한편에서 설비투자 사이클에 강점을 지니는 한국, 대만, 일본으로도 훈풍이 확산될 수 있는 환경으로 이해된다.

투자자들의 관심은 수요와 공급의 괴리 확대로 빚어진 지금의 쇼티지 환경이 언제 정점을 지날 것인지에 있다. 시클리컬 투자와 인플레 우려와 관련이 있기 때문이다. 우리가 5월 27일자 전략공감2.0에서 자세히 다루겠지만, 내년 1분기에는 정상 상태로 돌아갈 가능성을 높게 보고 있다.

그림10 미국 ISM제조업 공급자배송시간 vs 실질 설비투자



자료: US ISM, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림11 글로벌 제조업 PMI와 글로벌 수입물량



자료: JPMorgan, CPB, 메리츠증권 리서치센터

논점 3. 미국 인플레이션: 공포와 진실

미국 인플레이션에 대한 우리의 견해

최근 인플레이션의 특징

현재 측정되는 인플레이션(measured inflation: 전년대비 물가상승률)이 높아지는 이유는 다음과 같이 요약 가능하다. 첫째는 기저효과이다. 1) 작년 4월 평균 16.7 달러에 불과했던 유가의 전년 대비 상승률이 크게 높아지는 동시에, 2) COVID19 충격으로 작년 2분기 가격이 급락했던 숙박, 운송, 의류 물가의 상승세가 또한 높아지는 현상이다. 둘째는 1.9조 달러 규모의 American Rescue Plan의 효과이다. 가계보조금과 실업급여 증액에 따른 가처분소득의 급증으로 이연소비 회복이 올해 2분기부터 수 분기에 걸쳐 가시화되며 공급능력이 감소한 품목(항공, 개인서비스 등)의 물가압력을 키우는 요인(병목현상)이 되고 있는 것이다.

국지적이고 일시적인 인플레이션

공통점은, "일시적"이고 "국지적"인 인플레이션이며, 공교롭게도 2분기와 3분기 중 이들 압력이 집중되면서 Headline CPI(4%대) 뿐 아니라 Core CPI 상승률을 3%대로 높이고 있는 것이다. 우리는 기저효과와 병목현상으로 초래되는 물가상승 압력이 2022년 중 완화되고, 정책대응과 자생적 경기회복에 시차를 두고 나타나는 기조적 물가압력(underlying inflation)이 비로소 2023년에 서서히 모습을 드러낼 것으로 예상하고 있다.

기조적 물가압력의 본격적 부상은 2023년; 이마저도 완만할 것

현재까지 주어진 정보를 모두 활용하여 보면, 기조적 물가압력에 의해 Core CPI와 Core PCE가 각각 2.5%와 2.0%에 도달하는 시점은 2023년 하반기로 전망된다. 이는 연준의 인식과 유사하다.

그림12 미국 Headline CPI 추정

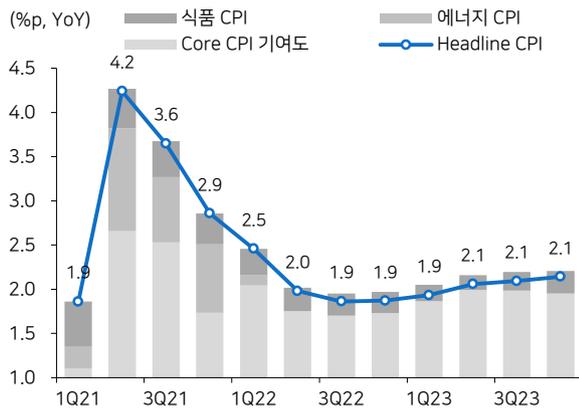
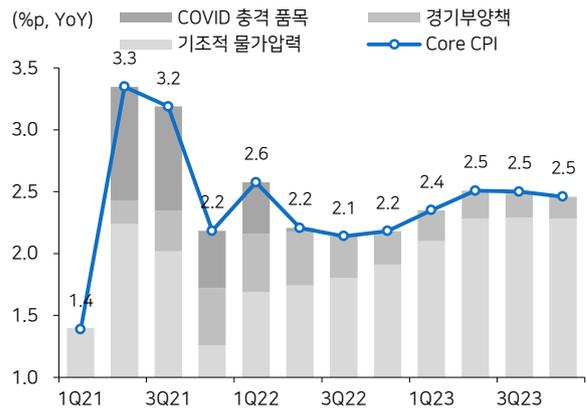


그림13 미국 Core CPI 추정



주: 추정방식/주요 가정은 4월 29일 Global Strategy Indepth, 황수욱, "미국 인플레이션 전망과 통화정책 시사점"을 참고. 본 수치는 4월 실적치를 반영한 업데이트 자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터 추정

미국 인플레이션을 둘러싼 여러 우려와 공포

인플레이션 공포의 여러 원인들

그러나 일부 금융시장 참여자들은, 이러한 전망과는 별개로 여러 비관적인 스토리들을 조합하여 인플레이 공포를 확대 재생산하고 있는 것으로 보인다. 몇 가지를 지목해 보면, 1) 바이든 행정부의 재정정책이 앞으로 가치분소득을 크게 높이며 항구적인 인플레이션으로 연결될 소지, 여기에 더해 2) 4월 물가상승률이 예상을 크게 상회한 서프라이즈라는 점, 3) 임금상승발 인플레이션 압력 고조, 4) 상품가격 상승의 근원물가 전이 우려 등 다양한 우려가 공존하고 있다. 심지어 복합 충격이 가시화된다면 스테그플레이션 내지는 경기침체 재현으로도 귀결될 수 있다는 견해도 나온다. 각각의 우려에 대한 우리의 반박은 다음과 같다.

바이든 재정정책 효과에 따른 인플레이 상승은 기반영된 값

- 첫째, 바이든 행정부의 재정정책 중 가치분소득의 급증과 관련이 있는 정책은 상술한 American Rescue Plan 뿐이다. 정책의 효과는 올해 2~4분기에 집중된 이후, 점차 그 효과가 약화될 가능성을 높게 본다. 이 자체로 물가상승세가 높아지면 소비자들이 비싼 소비를 강행하기 보다는 소비를 뒤로 미룰 가능성이 크기 때문이다. 나머지 American Jobs Plan과 American Families Plan은 규모만 보면 4조 달러에 달하지만, 8~10년에 걸쳐 지출이 이루어지고 대부분 인프라나 의료 등 간접 지원을 골자로 하는 것이다. 특히 의료비에 대한 세금환급/우대는 소비자 입장에서 의료비 절감 요인이기도 하다.

인플레이션 서프라이즈를 막연히 두려워 하기 보다는 원인에 집중

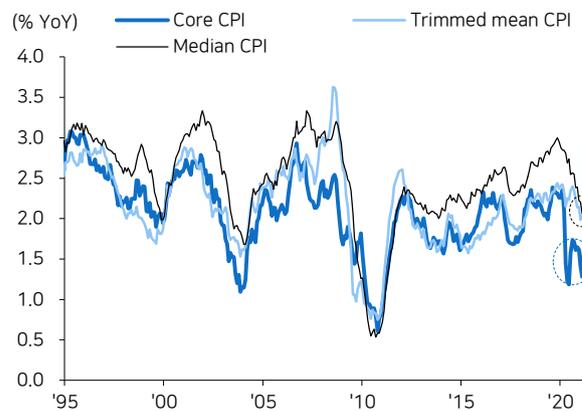
- 둘째, 예상보다 물가상승률이 높았다는 서프라이즈를 막연히 두려워하기보다는 어떠한 이유로 전월대비 0.8%의 물가상승률이 가시화되었는지에 더욱 주목할 필요가 있다. 표 2는 이번 물가 서프라이즈에 기여한 항목들인데, 일시적(중고차: 가계보조금 수령)인 요인들과 경제활동 재개(숙박, 항공료, 입장료) 등이 주를 이루고 있다. 단순히 물가가 높다고 해서 나쁜 것이 아니며, 그 중 일부는 판데믹의 충격에서 벗어나면서 파생된 결과물들이다. 더욱이, 4월에 나타났던 인플레이션이야말로 국지적인 성격을 띤다. 만약 전방위적으로 인플레이 압력이 확산되었다면 중위수 CPI가 급등해야 하나 그렇지 않았기 때문이다.

표2 美 4월 CPI: 서프라이즈 유발품목 vs 주요항목 기여도

| 항목 | 비중 (%) | % MoM | CPI 기여도(%pts) |
|---------|--------|-------|---------------|
| 중고차 구입 | 2.76 | 10.0 | 0.276 |
| 숙박 | 0.90 | 7.6 | 0.068 |
| 항공료 | 0.60 | 10.2 | 0.061 |
| 차량 보험 | 1.63 | 2.5 | 0.041 |
| 차량 렌탈 | 0.15 | 16.2 | 0.024 |
| 입장료 | 0.66 | 3.4 | 0.023 |
| 소계 | 6.69 | | 0.492 |
| (주요 항목) | | | |
| 식품 | 13.98 | 0.4 | 0.056 |
| 에너지 | 6.90 | -0.1 | -0.007 |
| 자가주거 | 23.99 | 0.2 | 0.048 |
| 의료 | 7.28 | 0.0 | 0.000 |
| 교육서비스 | 6.20 | 0.1 | 0.006 |

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 기초적 인플레이션 잣대



자료: US BLS, Cleveland Fed, 메리츠증권 리서치센터

임금상승은 항구적이지 않을 것

- 셋째, 4월 고용데이터를 통해 민간부문 생산직/비관리직 노동자의 임금이 전월 대비 0.8% 급증한 것이 확인되었다. 그러나 세부적으로 들여다 보면, 대부분 임금인상은 소매(2.1%), 레저/여가(2.7%) 등 저임금 업종에서 두드러지게 관찰된다. 실상은 1) 경제활동 재개와 함께 비숙련 노동자에 대한 수요가 늘어나지만, 2) 육아 필요성/실업급여 증액 등에 따른 자발적 실업으로 일터 복귀가 지연되면서, 사업주가 인센티브 차원에서 최저임금을 올려준 결과물이다.

비숙련 노동자들의 임금협상력이 낮기에 항구적인 임금상승 압력으로 귀결될 가능성도 적고, 이번의 임금상승이 최저임금 인상이기에 전반적인 임금상승으로 연결될 소지도 작다. 설령 임금이 상승한다 해도, 1995년 이후 임금과 핵심물가간의 관계가 크게 약화되어 유의미한 물가압력이 가시화될 것으로 기대하기 어렵다. 그리고 이들 사이의 관계 약화에는 1) IT혁명 이후 생산성 확대, 2) 글로벌 아웃소싱, 3) 플랫폼 기업 확장과 디지털 소비확대 등이 고루 작용하고 있다.

상품가격과 핵심물가간 상관성 부재

- 넷째, 상품가격과 Headline CPI 간의 상관계수는 1995년 이후 0.83으로 매우 높은데, 대부분은 국제유가라는 연결고리에서 비롯되고 있다. 최근 나타나는 산업재(비철금속), 목재 등 기타 원자재 가격의 급등이 재화 생산비를 높여 핵심물가 상승으로 연결될 것이라는 우려가 있지만, 1995년 이후 상품가격과 핵심물가의 상관계수는 0.015이다. 상관관계가 없다는 것이다.

올해 4월 상품가격 상승률과 핵심물가 상승률이 같이 올랐던 것은 두 변수간의 상관성 복원과는 거리가 있으며, COVID-19 충격 품목의 기저효과가 마침 같은 시기에 반영된 결과물일 뿐이다. 핵심물가를 결정하는 변수는 상품가격이 아니라 경기, 특히 Output gap이다.

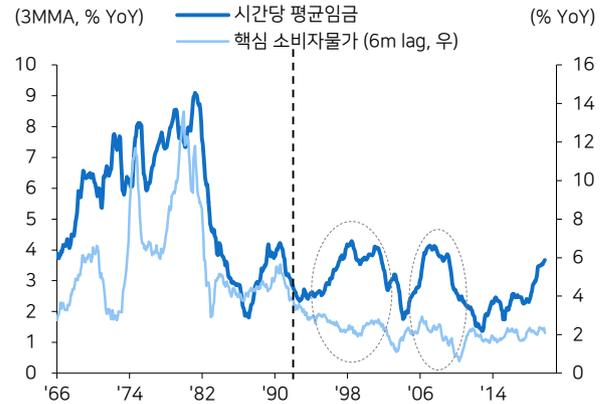
COVID-19 충격 품목의 추가 가격상승과 경제활동 재개 등으로 5월 물가상승률은 4월(4.2%)보다 높아진 4%대 후반을 기록할 것으로 예상된다. 물가상승률이 높아지는 구간에서는 금융시장 참여자들의 공포가 증폭될 수 있으나, 실제 숫자가 내려오는 것을 확인하게 될 하반기 이후로는 인플레이션 우려는 크게 완화될 것으로 예상된다.

표3 미국 4월 시간당 임금 및 상승률

| | 4월 시간당 임금 (달러) | 임금상승률 | |
|----------------|-------------------|------------|------------|
| | | % MoM | % YTD |
| 민간부문 전체 | 25.5 | 0.8 | 1.2 |
| 재화 생산 | 26.2 | 0.8 | 1.6 |
| 서비스 제공 | 25.3 | 0.8 | 1.1 |
| 광업/채굴 | 31.3 | 2.0 | 3.7 |
| 제조업 | 23.4 | 0.2 | 1.1 |
| 도매 | 27.4 | 0.2 | 1.0 |
| 소매 | 18.4 | 2.1 | 2.4 |
| 운송/창고업 | 23.0 | 0.5 | -0.4 |
| 유틸리티 | 39.8 | -0.3 | 2.0 |
| 정보기술 | 36.9 | 0.0 | 1.8 |
| 금융 | 30.1 | 0.3 | 1.3 |
| 사업서비스업 | 30.2 | 0.6 | 1.7 |
| 교육/보건 | 26.5 | 1.3 | 0.9 |
| 레저/여가 | 15.7 | 2.7 | 7.0 |

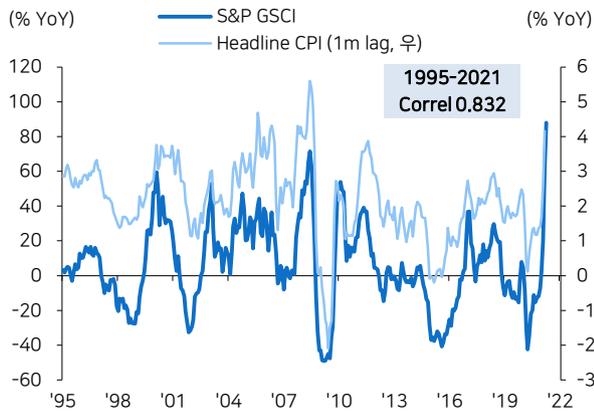
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 시간당 평균임금과 Core CPI



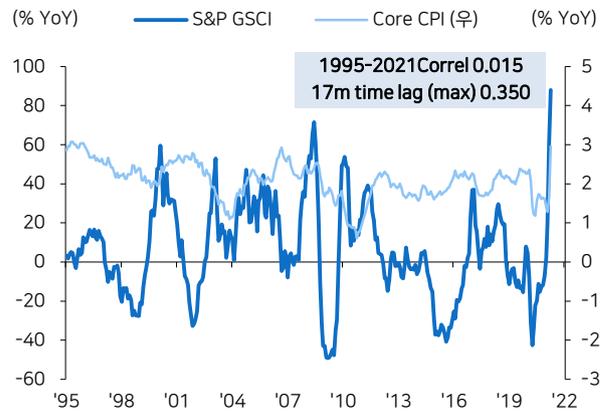
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림16 S&P/GS 상품가격 지수와 미국 Headline CPI



자료: S&P, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림17 S&P/GS 상품가격 지수와 미국 Core CPI



자료: S&P, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

논점 4. 테이퍼링: Another tantrum?

테이퍼링 결정시 고려 조건들

연준은 완전고용과 물가목표로의 “상당한 진전(substantial progress)”을 월간 자산매입 규모 축소(이하 테이퍼링)의 조건으로 제시하고 있다. 그러나 테이퍼링 시점과 기간, 축소 규모 등을 결정하는 데에 있어서 물가는 고려 변수가 되지 못할 공산이 크다. 전술하였듯 올해 2분기와 3분기에 복합적 요인들이 동시다발적으로 작용하면서 물가상승률의 일시적인 오버슈팅을 만들어 낼 것이기 때문이다.

우리는 3월(100만 명 내외 취업자수 증가)에 준하는 고용보고서 여러 건을 확인한 이후에 비로소 연준이 테이퍼링에 대한 윤곽을 제시할 것으로 생각하고 있으며, 윤곽을 드러내는 시점은 7월보다는 9월일 가능성이 크다고 보고 있다. 경제활동 동 재개로 레저/여가/운송업 취업자수가 늘고 이들의 실업률이 결국 떨어지겠지만, 다른 한편에서 실업급여 증액 프로그램(~9월), 가계보조금 등이 3분기까지 자발적 실업 유인을 자극하면서 실업률 하락을 더디게 할 가능성이 있기 때문이다.

연준은 시장 기대 부합하는 결정할 것으로 예상

연준은 현재 시장이 예상하는 대로 내년 1분기부터 1년간에 걸친 테이퍼링을 시사할 것으로 예상된다. 이 때 실업률은 4%대 후반에 진입하면서 연준의 테이퍼링 조건을 충족시켜 줄 것이다. 그러나 시장 참여자들은 “테이퍼링”이라는 단어의 언급(2013년 5월)과 테이퍼링 과정(2014년 하반기)에서 금융시장 변동성이 커진 경험 때문에 관련 논의와 발표를 부담스럽게 생각하는 듯 하다. 이럴수록, 어떠한 연유로 변동성이 크게 확대되었는 지를 파악할 필요가 있다. 그래야 향후 흐름을 가능할 수 있다. 이는 아래에서 다룬다.

2013년 Taper tantrum의 이유 vs 현재와의 비교

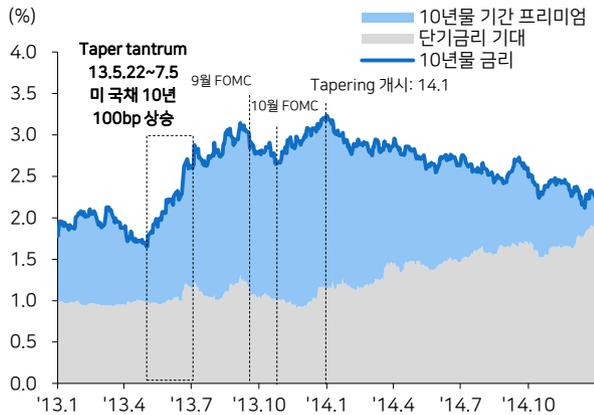
테이퍼 탠트럼은 연준이 시장과 소통에 실패하며 생겨난 결과

2013~14년에 걸친 미국 국채금리 흐름은 그림 18에 정리하였다. 2013년 연초 이후 1.5~2.0% 범위에서 등락하던 10년물 국채금리는 2013년 5월 22일 버냉키 의장의 의회 증언과 6월 FOMC를 거치며 1달 반만에 100bp나 상승하게 된다. 이를 테이퍼 탠트럼이라 한다. 반면 테이퍼링이 개시된 2014년 1월부터 금리는 큰 변동 없이 하향 안정화된다.

사건 1. 2013년 5월 22일

테이퍼 탠트럼은 연준이 시장과의 커뮤니케이션에 연쇄적으로 실패하면서 나타났던 현상이다. 첫 번째 사건은 2013년 5월 22일 버냉키 전 연준 의장은 상/하원 의회 증언에서, “경제환경이 예상대로 개선될 경우 수 개월 내 테이퍼링을 시작할 수 있음”을 언급한 것이다. 이것이 문제가 되었던 이유는, 시장 참여자 그 누구도 6~7월 중 테이퍼링이 개시될 것이라 예상하지 못했기 때문이다. 2013년 4월 뉴욕연은의 프라이머리 딜러 서베이에 따르면, 매파적인 견해를 가진 일부만 2013년 12월에 테이퍼링 시작을 예상하고 있었다. 버냉키 의장의 발언을 통해 시장이 급하게 테이퍼링 시점 기대를 앞당겨 오면서 금리가 급등했다.

그림18 2013~14년 미 국채 10년 금리 분해



자료: New York Fed, "ACM Term Premia", 메리츠증권 리서치

표4 '13년 4월 NY Fed PD Survey: QE속도 서베이

| (십억달러) | TBs | | | MBS | | |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 25th | Median | 75th | 25th | Median | 75th |
| 13. 4월 | 45 | 45 | 45 | 40 | 40 | 40 |
| 13. 6월 | 45 | 45 | 45 | 40 | 40 | 40 |
| 13. 7월 | 45 | 45 | 45 | 40 | 40 | 40 |
| 13. 12월 | 25 | 45 | 45 | 30 | 40 | 40 |
| 14. 4월 | 0 | 0 | 25 | 0 | 0 | 25 |

자료: New York Fed Primary Dealers Survey, 메리츠증권 리서치센터

사건 2. 2013년 6월 FOMC

두 번째 사건은 2013년 6월 FOMC였다. 버냉키 의장은 당시 기자회견 서문을 통해 "앞으로 입수되는 데이터가 우리 예상에 부합할 경우 올해 말에 자산매입 속도를 줄이기 시작하여 내년 상반기에 마무리할 것으로 기대한다"고 발언하였다. 이는 FOMC직전의 프라이머리 딜러 서베이 결과와 정확히 일치하는 것이었다.

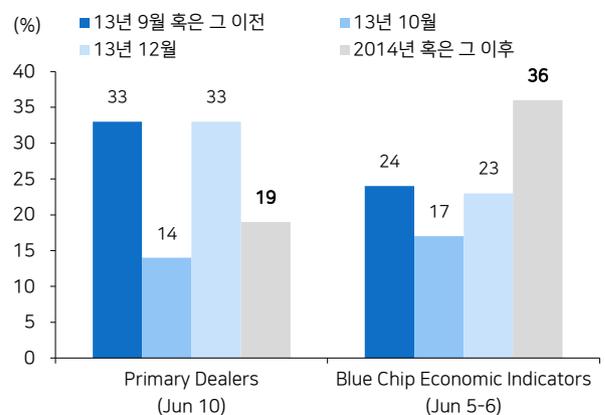
그럼에도 불구하고 금리의 급등이 재현된 것은, 연준의 커뮤니케이션이 기대분포가 넓다는 점을 간과했기 때문이다. 프라이머리 딜러들은 2013년 12월 테이퍼링 개시를 믿고 있었지만 기타 시장 참여자들, 특히 글로벌 IB의 대다수(36%)는 2014년에 가서야 테이퍼링이 시작될 것으로 예상하고 있었다. 버냉키 의장의 발언은 Dovish bias를 지니고 있던 이들의 행태 변화를 유발하였다.

표5 '13년 6월 NY Fed PD Survey: QE속도 서베이

| (십억달러) | TBs | | | MBS | | |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 25th | Median | 75th | 25th | Median | 75th |
| 13. 6월 | 45 | 45 | 45 | 40 | 40 | 40 |
| 13. 7월 | 45 | 45 | 45 | 40 | 40 | 40 |
| 13. 9월 | 35 | 45 | 45 | 30 | 40 | 40 |
| 13. 10월 | 30 | 45 | 45 | 30 | 40 | 40 |
| 13. 12월 | 25 | 30 | 35 | 25 | 30 | 40 |
| 14. 1월 | 20 | 25 | 30 | 15 | 25 | 30 |
| 14. 3월 | 10 | 15 | 20 | 10 | 15 | 20 |
| 14. 4월 | 0 | 10 | 15 | 0 | 0 | 15 |
| 14. 6월 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

자료: New York Fed Primary Dealers Survey, 메리츠증권 리서치센터

그림19 테이퍼링 예상시점: 6월 PD서베이 vs 블루칩 서베이



자료: Stanley Fischer(2017년 4월), "Monetary Policy Expectations and Surprises", Speech at Columbia University School of International Public Affairs

이후 경제활동이 개선되면서 테이퍼링 개시 시점에 대한 기대가 2013년 9월로 앞당겨 졌으나 연준은 회복의 증거부족과 재정정책 불확실성 등을 이유로 테이퍼링 시점을 지연시킨다. 결국 수 차례의 회의 끝에 연준과 시장의 기대가 어느 정도 일치한 2013년 12월에 연준은 이듬해 1월부터 테이퍼링에 나설 것임을 선언한다. 시장은 이를 기반영했기에 금리의 급변동은 나타나지 않았다.

표6 2013년 7월 이후 테이퍼링 관련한 FOMC의 의견과 커뮤니케이션

| 기간 | Comment (기자회견과 의사록) | PD survey | PD survey | FOMC 직전 기대대비 |
|--------|--|--|--|------------------|
| | | 테이퍼링 개시 시점 | 종료 시점 | |
| 13.7월 | <ul style="list-style-type: none"> 6월 전망대로 경제환경이 전개된다면, 올해 말에 테이퍼링을 시작하여 2014년 중반에 마무리하는 것이 바람직. 전망대로 경제환경이 개선될 경우 실업률은 7%대로 내려올 것이고, 물가는 2% 목표에 근접하게 될 것. 일부는 7%라는 실업률을 크게 강조할 필요는 없다고 주장하며, 그러한 수준이 자산매입이 끝났을 때의 환경을 묘사하는 것에 불과할 것이라는 의견을 제시 | 25th: 13.9월 Median: 13.9월 75th: 13.10월 | 25th: 14.6월 Median: 14.6월 75th: 14.6월 | Dovish |
| 13.9월 | <ul style="list-style-type: none"> 경제환경은 중기 경제전망을 지지하는 방향으로 진화했으나, 이번 미팅에서 테이퍼링 개시가 필요하다고 생각될 정도로 Baseline outlook에 대한 확신이 없었음. 더욱이, FOMC는 최근 몇 달간의 타이트한 금융환경이 경기둔화로 연결될 가능성을 우려하고 있으며, 긴축적(restrictive) 재정정책과 그 향방에 대한 불확실성도 존재함. 이를 고려하여 FOMC는 테이퍼링을 시작하기 전에 회복의 증거들을 좀 더 기다리기로 결정하였음 | 25th: 13.9월 Median: 13.9월 75th: 13.9월 | 25th: 14.6월 Median: 14.6월 75th: 14.6월 | Dovish |
| 13.10월 | <ul style="list-style-type: none"> 참여자 대부분은 최근 노동시장 환경의 지속적인 개선이 수 개월 내 자산매입 속도조절을 정당화할 것으로 예상 | 25th: 14.1월 Median: 14.3월 75th: 14.3월 | 25th: 14.9월 Median: 14.10월 75th: 14.12월 | In-line |
| 13.12월 | <ul style="list-style-type: none"> 2014년 1월부터 매월 750억 달러의 자산을 매입할 것. 기존에 비해 국채와 MBS를 각각 50억 달러씩 덜 사는 것임. | 25th: 14.1월 Median: 14.3월 75th: 14.3월 | 25th: 14.10월 Median: 14.10월 75th: 14.12월 | Slightly hawkish |

자료: New York Fed Primary Dealers Survey, Federal Reserve 주요 문건을 참고하여 메리츠증권 리서치센터 정리

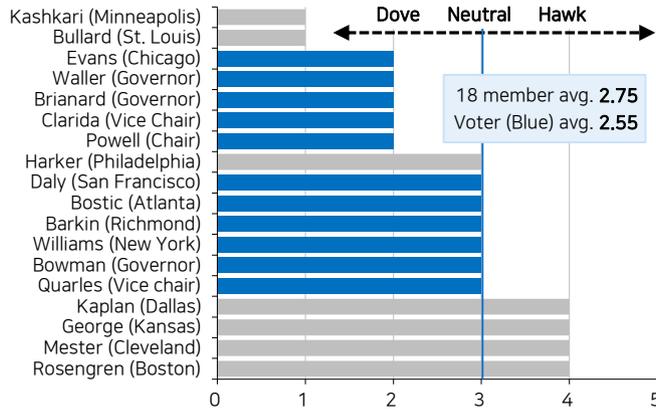
연준이 같은 실수를 반복할 가능성은 매우 낮음

사안이 이러하다면, 연준이 이번에도 같은 실책을 반복할 지 여부를 살펴야 한다. 결론적으로 우리는 테이퍼 탠트럼 재현 가능성이 매우 낮다고 본다.

이는 첫째, 연준이 과거 2013년의 실책을 교훈 삼아 프라이머리 딜러 서베이 외에 시장참여자 서베이(Market Participants Survey)를 2014년부터 추가하여 다양한 계층의 생각을 수렴하고 있기 때문이다. 프라이머리 딜러와 시장참여자들은, 테이퍼링 속도에 대한 견해 차이만 있을 뿐, 2022년 1분기부터 1년간에 걸친 테이퍼링 진행에 대한 이견은 없다.

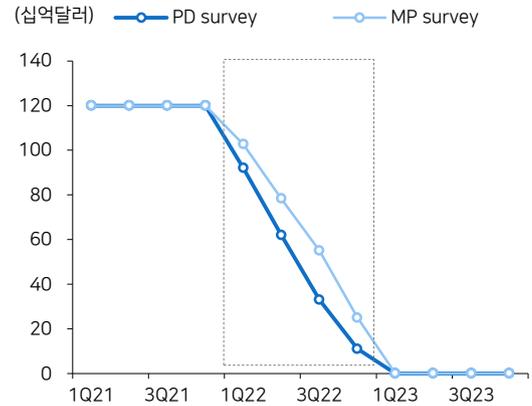
둘째, 연준이 돌연 매파적인 스탠스를 취하여 시장에 충격을 가할 소지가 크지 않기 때문이다. FOMC회의는 18명이 참여하지만 올해 의사결정 권한을 가지고 있는 10명의 참여자 성향은 전체 평균에 비해 dovish하다. 이상을 고려할 때 시장에 부합하는 시점과 속도가 발표될 가능성이 크다는 생각이다. 시장은 이를 기반영하였기에 금융변수 변동성이 높아져도 단기에 그칠 것으로 예상된다.

그림20 미국 FOMC 참여자들의 성향 도해



자료: Bloomberg Fed Spectrometer, 메리츠증권 리서치센터

그림21 '21.3월 PD/MP survey: 테이퍼링 기대



자료: New York Fed, 메리츠증권 리서치센터

2014년 하반기 EM시장의 조정, 테이퍼링 부작용은 아니었음

2014년 하반기 EM시장 조정은 테이퍼링 부정적 효과가 아닌 급작스런 달러화 강세 때문

테이퍼링이 개시될 때는 아무 일이 없었지만, 2014년 하반기 EM주식과 상품, 그리고 외환시장 전반에 걸친 충격이 가시화되었다. 테이퍼링의 부정적 효과 누적으로 오인하기 쉽지만, 실상은 2014년 6월 유로화 급락과 달러화 강세가 나타났기 때문이다. 마침 2014년 중국 공급과잉 우려가 상존하던 시점에 강달러가 가세하면서 상품가격이 급락하고 EM증시와 통화가치가 조정을 받게 되었다.

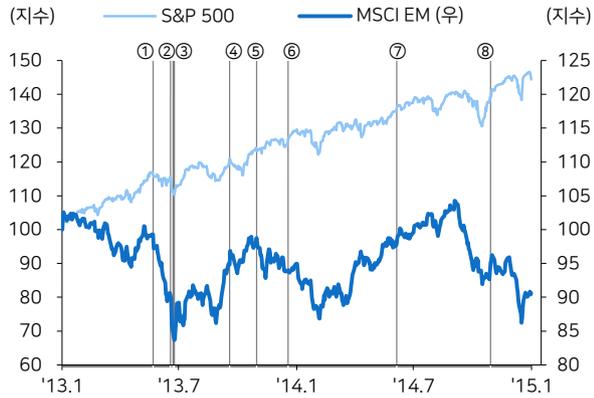
ECB와 연준의 통화정책 결이 차별화되면서 나타난 현상

급작스런 달러화 강세는 연준과 ECB의 통화정책 차별화에서 비롯되었다. 연준은 테이퍼링을 통해 정책을 정상화시키고 있었던 반면 ECB는 2014년 6월 마이너스 예금금리를 도입하여 금리차를 확대하는 한편, 2014년 9월 TLTRO 도입과 2015년 3월 QE개시를 통한 대차대조표 팽창 정책을 도입하였다.

당시의 현상이 재현될 가능성 낮음

따라서, 이 당시의 경험이 되풀이될 지 여부도 연준과 ECB 정책의 결이 같은 방향일 지에 달렸다. 우리는 정책 정상화의 방식만 다를 뿐 양국 중앙은행의 정책 방향성이 같을 것으로 예상한다. ECB는 이르면 6월, 늦어도 9월에는 일시 증액시켰던 PEPP매입 규모를 줄일 것이고, 2022년 3월 개선된 경기를 반영하여 PEPP 프로그램을 종료할 것으로 보기 때문이다. 따라서 테이퍼링이 진행되는 가운데 통화정책 차별화로 강달러가 급작스럽게 재현될 가능성 역시 제한적이다.

그림22 13~14년 주가지수: S&P 500과 MSCI EM



주: ① 13.5 버냉키 의장 의회증언, ② 13.6.18 FOMC, ③ 13.6.24 중국 SHIBOR 위기, ④~⑥ 13.9월/10월/12월 FOMC, ⑦ 14.6월 ECB NIRP 채택/QE 예고, ⑧ 14.10월 FOMC (테이퍼링 종료)
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 13~14년 EM capital flow와 상품가격

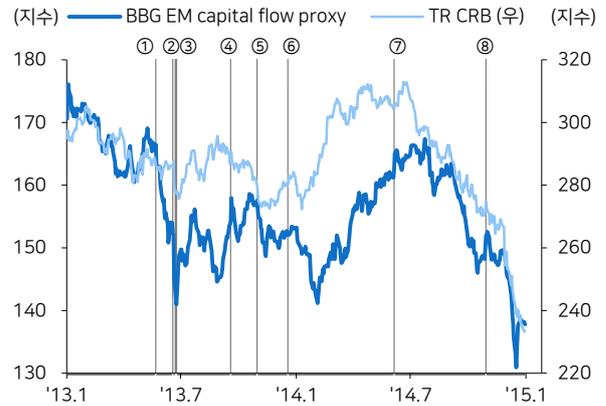
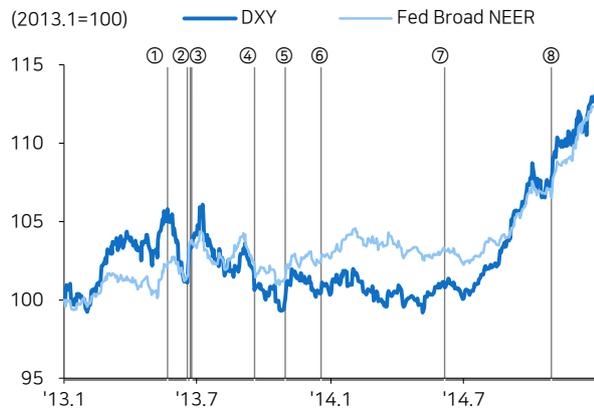
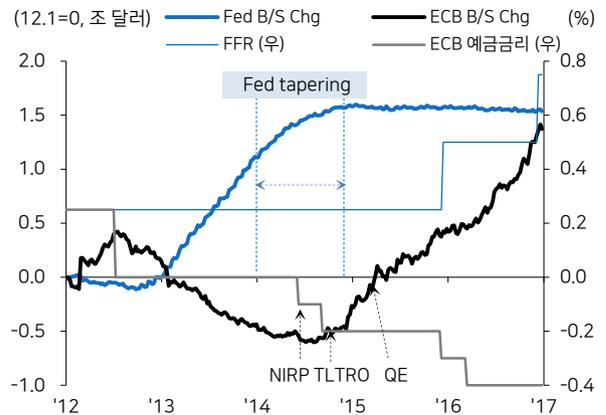


그림24 13~14년 달러화 지수: DXY와 Broad Dollar Index



주: ①~⑧ 이벤트는 그림 22~23 주석 참고
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 FRB/ECB의 통화정책 차별화



주: Fed와 ECB B/S Chg는 '12년 1월 대비 B/S 규모 변화를 나타낸 것임
 자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

요약 및 결론

주요 내용의 요약

하반기 경제전망 요약본을 통해 우리가 주장하는 내용은 다음과 같다.

- 첫째, 글로벌 경제의 회복 모멘텀은 상반기보다 하반기가 더욱 강할 것이다. 제조업의 회복이 연장되고 주요 정책이 성장에 우호적으로 포지셔닝된 가운데, 순차적 집단면역 근접/도달로 이연수요가 서비스 소비를 중심으로 가시화될 것이기 때문이다.
- 둘째, 제조업 회복은 오래 갈 것이다. 극심한 쇼티지를 겪고 난 이후 설비투자가 장기화되는 경향 때문이다. 단순히 빨리 회복했다고 해서 조기에 제조업 확장이 일단락될 수 있다는 우려는 기우일 가능성이 높다.
- 셋째, 최근 나타나는 물가상승세는 일시적이고 국지적이다. 따라서 추세적이며 항구적인 인플레이션으로 전이될 가능성은 매우 낮다. 일부 시장참여자들을 중심으로 제기되는 인플레이션 공포는 결국 물가상승세가 꺾이면 자연스럽게 완화된 것이다. 더욱이, 쇼티지 압력이 핵심물가 상승으로 연결된다는 증거도 없다.
- 넷째, 테이퍼링은 불편한 이슈지만, 연준은 2013년의 같은 실수를 되풀이하지 않을 가능성이 매우 높다. 시장의 기대변화를 면밀히 모니터링하면서 정책결정을 하기 때문이다. 투자자들은 2014년 하반기 EM시장 조정을 우려하지만 이는 통화정책 차별화 때문이지 테이퍼링이 직접적 이유는 아니었다. ECB와 연준은 정상화의 방식만 다를 뿐, 점진적 정상화로 이행하고 있기에 갑작스런 달러 강세가 진행될 가능성 역시 낮다.

글로벌 매크로 환경이 위험자산에 부정적일 이유 찾기 어려워

매크로 환경과 각종 이슈에 대한 오해와 논쟁이 첨예한 상황이지만, 글로벌 매크로 환경이 위험자산에 부정적일 이유는 현재로서 찾아보기 어렵다. 시장의 오해가 증폭되는 과정에서 금융시장 변동성이 확대될 수는 있어도 매크로 변수가 상승 추세를 거스르는 요인으로 작용할 가능성은 제한적이다.

요약본에서 다루지 못한 내용은 1) 각국 정책의 성격, 2) 중국의 상황과 정책 대응, 3) 환율 전망 각론, 4) 미-중 관계의 향방, 5) 미국 증세의 주식시장 영향 등이 있다. 자세한 내용은 당사 2021년 하반기 주식전략, *"위험한 시대, 위대한 내러티브"*의 II-1, II-2장에 수록되어 있다.

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.