Strategy Idea



채권/자산배분
Analyst **윤여삼**
02. 6454-4894
yeosam.yoon@meritz.co.kr

시장의 조울증, 높은 정책민감도가 원인

- ✓ 2024년 미국 통화정책 기대 인하 시점부터 인하폭까지 역대급 변화. 펀더멘탈 인식이 끈적한 물가 & 노랜딩 → 실업률 상승으로 침체 우려 → 다시 양호한 고용개선 급변
- ✓ 현재도 미국 경제를 두고 'No landing vs Hard landing'의 전망이 공존하는 높은 불확실성 구간. 고용지표 중심 결과에 일희일비하며 미국 경제 예측이 어려워진 이후는 2022년 연준 긴축 이후 정부의 확장재정(sugar high)에 따른 정책민감도 상승에 기인
- ✓ 향후 펀더멘탈보다 유동성 여건 중요도 높아질 것, 금융환경관련 지표 주목해야

Hard Landing 우려에서 다시 No Landing, 조울증에 걸린 시장

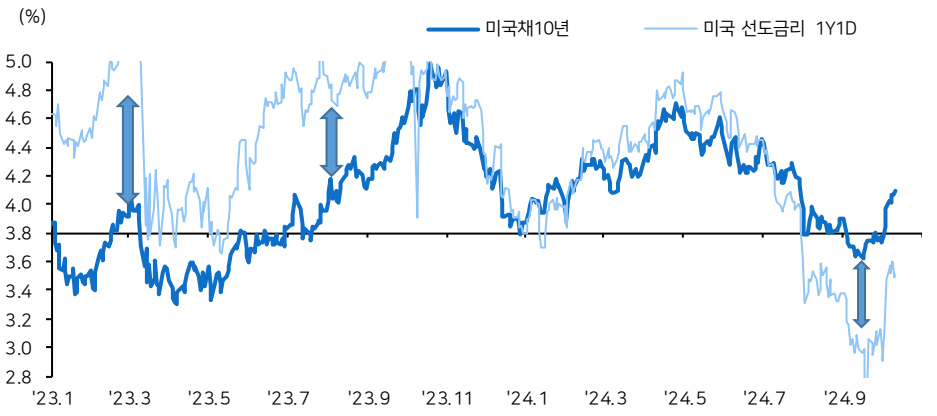
쏠림 현상 심화된 미국 통화정책 선도금리

최근 미국경제와 통화정책 기대를 보면, 일상에서 자주 사용하는 '조울증(bipolar)'이 떠오른다. 지표 한 두개 결과만으로 낙관과 비관을 오가면서, 변동성과 불확실성을 증폭시키는 현 상황은 정상적인 구간은 아니다. 미국의 1년 후 연방금리를 추정하는 선도금리는 위아래로 극단적인 쏠림을 보여준다<그림 1>.

금리인하 폭에 대한 기대가 빈번하게 바뀌는 현 상황

2023년 10월 미국채10년 5%라는 상징적 정점을 확인 이후 파월의장의 피벗으로 시작된 통화정책 및 채권시장 변동성은 여전히 지속 중이다. 2024년을 시작하면서 미국 통화정책 기대는 3월부터 150bp 인하에서 5월~6월 100bp 인하폭 후퇴, 여름에는 9월 시작 연 1~2회였다가 7~8월 고용쇼크 이후는 9월 이후 빅컷들을 단행 연말까지 125bp 인하를 기대했다가 9월 고용호조로 연내 100bp 아니 2번 중 1번은 동결될 가능성까지 거론되고 있다.

그림1 **미국 통화정책 선도금리, 2023년 위로 2024년 3분기는 아래로 쏠림 심화**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

펀더멜탈이 자주 흔들리는 경우는 흔하지 않아

매크로를 펀더멘탈이라고 부르는 이유는 경제와 금융시장의 근간이기 때문인데, 펀더멘탈이 이렇게 흔들리는 경우는 흔한 경우가 아니다. 작년과 올해 미국 성장률만 보면 2% 중반을 넘어서는 양호, 아니 과열이라고 말할 정도이다. 때문에 지난해말 파월의 피벗이 다소 의문스러웠으나 올해 2분기 들어와 재반등하며 끈적거리는 물가와 성장률 전망 상향은 연준의 정책 기대를 후퇴시킬 만했다.

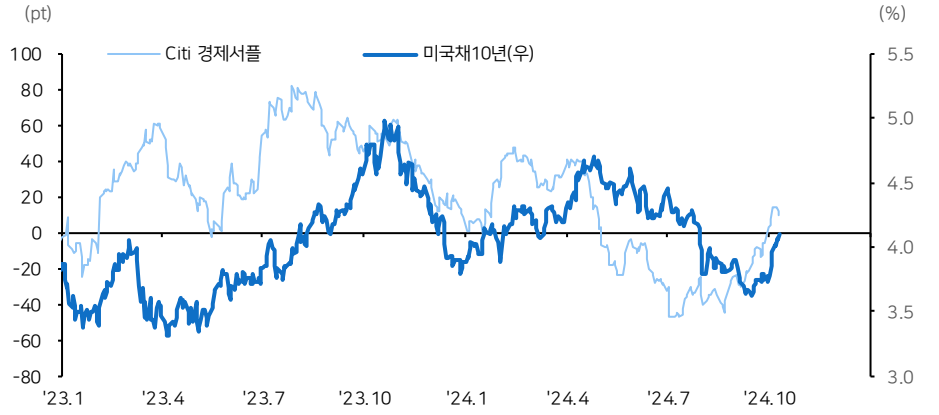
빠른 금리인하가 필요했던 한달전

그러나 8월초 확인된 7월 ISM 제조업을 필두로 고용지표 부진까지 더해지자 샴룰을 앞세워 경기가 급격히 위축될 수 있는 경착륙 위험을 걱정하기 시작했다. 어느덧 통화정책의 초점은 물가에서 고용, 즉 경기로 이전되며 빠른 금리인하의 필요성을 강조하기 시작했다. 그렇게 9월에는 빅컷이 단행되었다.

최근 지표개선으로 통화완화 기대 후퇴하는 상황

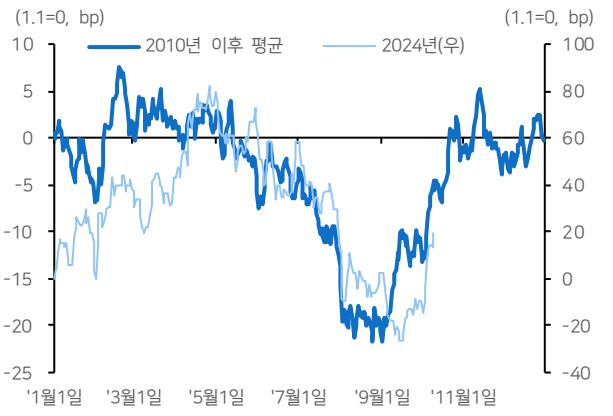
그렇지만 이제 다시 시장은 미국경제가 여전히 '뜨거운 상태'이고 11월 빅컷이 아니라 9월에도 왜 빅컷을 했는지 의문을 나타내고 있다. 경기모멘텀 지표인 서프라이즈 지수가 최근 지표개선을 반영 빠르게 반등하면서 통화완화 기대 후퇴 및 시장금리 상승을 견인하고 있다<그림 2>.

그림2 미국 경기모멘텀 개선, 예상보다 견고한 경기흐름으로 금리상승세



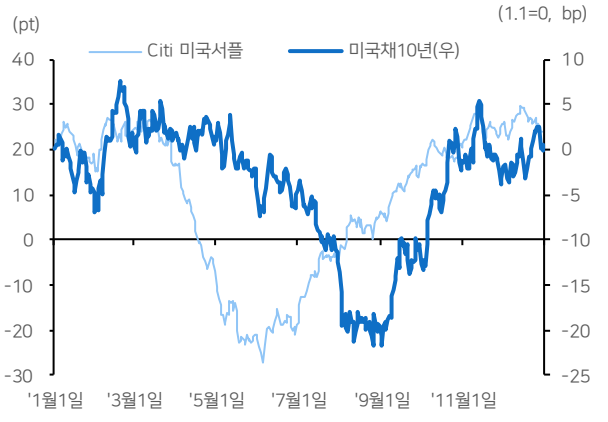
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국채10년 순환적으로 3분기말 약세 현상 존재



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2분기 바닥을 확인한 경기모멘텀 3분기 개선의 영향



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

경기모멘텀 및 계절성에 의해 미국채10년 3분기 반등하는 경향

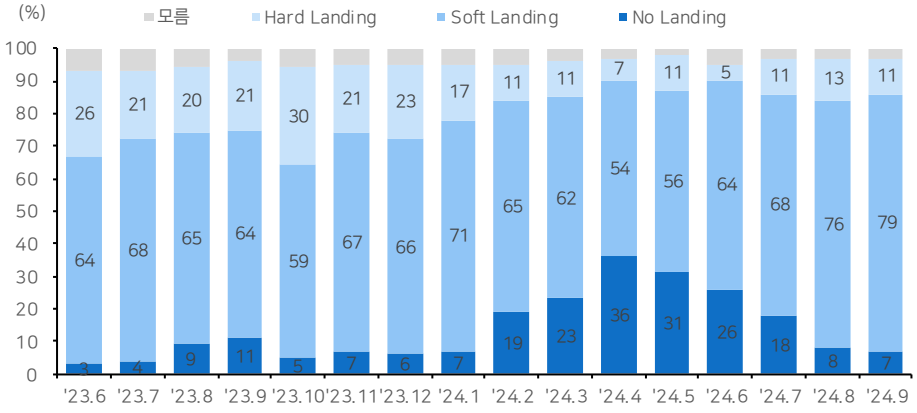
연간 계절성으로 미국채10년 기준 2분기 하락하는 금리가 3분기에는 반등하는 경향을 언급하는 시각도 있다<그림 3>. 이는 경기모멘텀 측면에서 1분기까지 희망적 내용으로 모멘텀이 강세이다가 2분기 실제 현실은 기대에 미치지 못하며 부진했다가 3분기 시작부터 모멘텀이 선제적으로 개선되는데, 올해도 그러한 계절성이 현재 진행중이라는 시각이다<그림 4>.

급격한 변화로 예측이 쉽지않은 물가와 성장률

그렇지만 연간 계절성보다는 큰 틀에서 펀더멘탈을 예측하기 쉽지 않다는 현실을 인정해야 할 부분도 있다. BoA에서 고객을 대상으로 조사하는 서베이결과 미국경제에 대한 경착륙과 노랜딩에 대한 기대는 2023년 하반기 이후 급격하게 변화가 진행되었다<그림 5>. 2023년부터는 물가보다 성장률 전망 컨센서스가 2%p 가까이 상향조정되어 역사적인 수준에서 미스를 기록했다<그림 6>. 연준조차 2022년과 2023년은 물가, 2023년과 2024년은 성장률 전망을 크게 틀렸다.

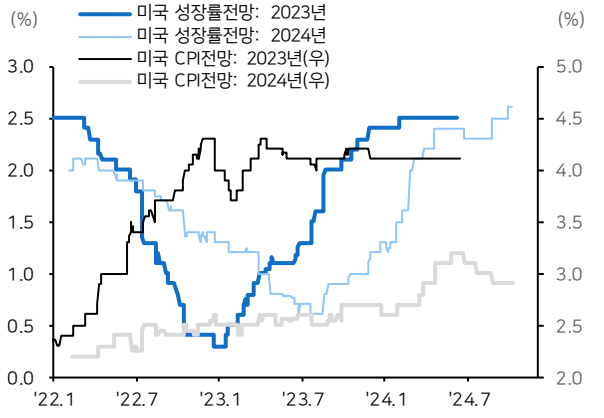
양호한 경기여건대비 ISM 제조업 지수의 부진, 그리고 중소기업들의 역사적 수준의 불확실성 지표 상승은 전망의 어려움을 대변하고 있다<그림 7>.

그림5 미국경제 하드랜딩 우려에서 노랜딩 자신감 늘었다가 다시 균형을 찾는 과정



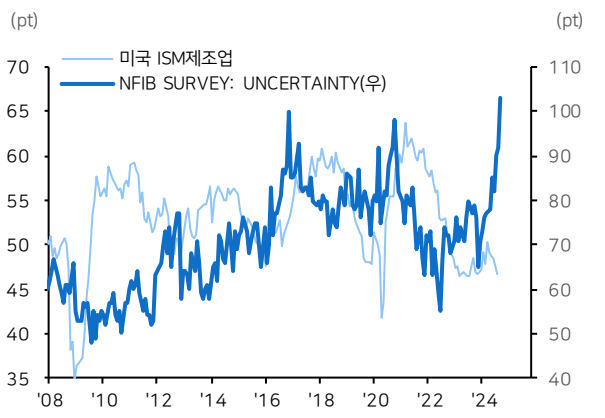
자료: BofA GFMS('24.9), 메리츠증권 리서치센터

그림6 2년째 미국 성장률 전망 드라마틱하게 틀린 시장



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 고용개선에도 역사적 높은 경제불확실성 존재



자료: ISM, NFIB, 메리츠증권 리서치센터

미국 고용지표의 이전 숫자 개선 금번 비농업고용 증가만큼 충격

논란에 중심에 있는 미국 고용지표가 대표적인데 이번 25만4천명의 서프라이즈보다 이전 숫자 개선이 충격이다<그림 8>. 7월 허리케인이 영향을 주었다고 하나 11만4천→8만9천까지 일자리가 줄고 실업률이 4.3%를 넘어서면서 경기침체 우려를 자극했었다. 그렇지만 9월 지표 확인 후 14만4천명으로 개선되었고, 8월도 16만명 가까이 증가했다.

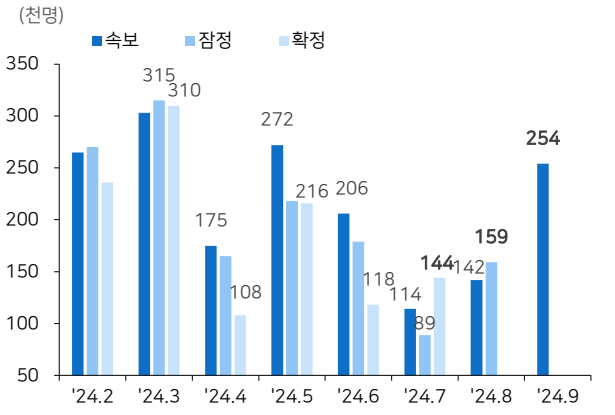
미국 10월 고용지표 둔화를 야기할 수 있는 리스크 존재

올해 비농가취업자수가 18만명대로 둔화되면서 펜데믹 이후 20만명 늘어오던 일자리 증가속도 둔화에 고용추세가 꺾였다는 인식이 강화되었다<그림 9>. 그런 염려속에 9월 지표 개선은 다시 미국경제 노랜딩을 자극할 수 있겠으나, 분명 9월 고용지표 첫번째 응답률은 역사적으로 낮은 수준을 기록했다<그림 10>. 게다가 9월말부터 다시 허리케인 충격이 유입되고 있고, 일부 파업 부담도 존재한다.

펀더멘탈 전망이 어려워진 이유 : Big government

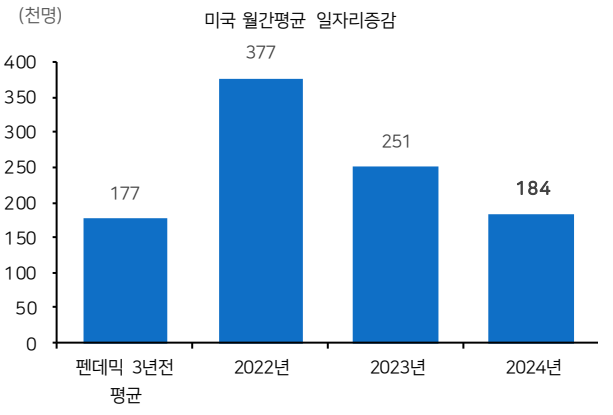
그렇게 10월 고용지표는 다시 둔화의 우려가 높아지는 상황에서 이전 7~8월 고용지표 개선이 정부고용 역할이 컸다는 점에서 미국 펀더멘탈 전망이 이전보다 어려워진 이유를 찾고 있다<그림 11>. Big government 역할 때문이다.

그림8 미국 고용지표 속보치와 확정치 사이 변화 심화



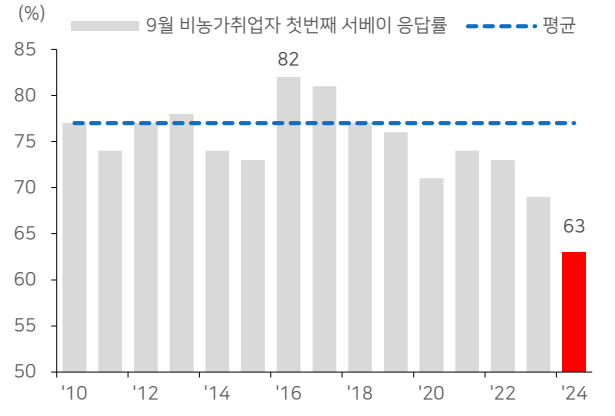
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 2024년 일자리 증가속도 펜데믹 이전으로 회귀 중



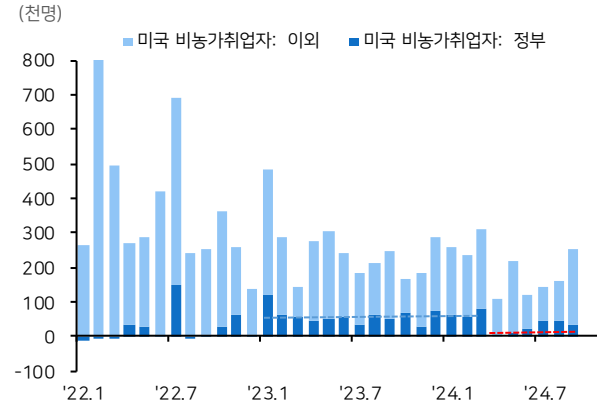
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림10 9월 고용 응답률, 63%로 평균보다 매우 낮아



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 7~8월 고용수치 상향 정부 고용개선이 주도



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

연준의 긴축부담 상쇄한 재정정책, 금융환경 변화가 중요한 시점

지난 미국 고용지표 개선 숫자 중 절반이상이 정부 일자리 개선

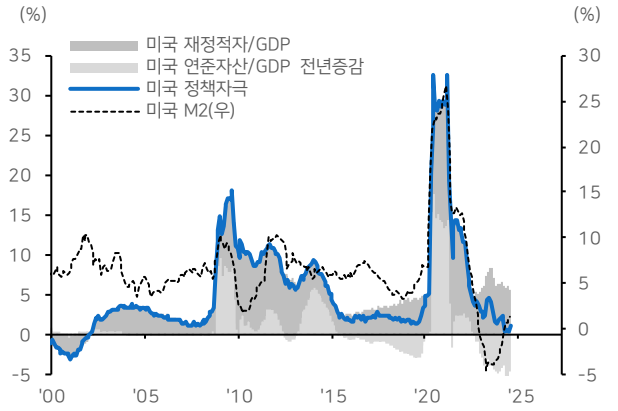
7월 8만9천까지 줄었던 고용지표가 14만명으로 개선되는데 3만명의 일자리가 정부 일자리 개선이었다. 2023년 정부의 성장기여도가 높아진 상황에서 20만개 넘게 늘어나는 고용의 25%인 5만명은 정부고용이 책임져왔다. 올해 재정적자 감소와 성장기여도가 줄면서 고용기여도 줄다가 3분기부터 다시 늘기 시작했다.

대선을 앞둔 미정부의 미세조정 고용지표 신뢰성에 대한 의구심

대선을 앞두고 3분기 경기 우려가 불거지자 정부의 미세조정(sugar high)이 진행되고 있다고 미국정치권에서 비판의 목소리가 높다. 이를 감안한 듯 7월 고용지표는 자연재해 영향이 컸다고 하나 후행적인 정부고용 증가로 향후 고용지표를 신뢰할 수 있을 지 의구심이 높다.

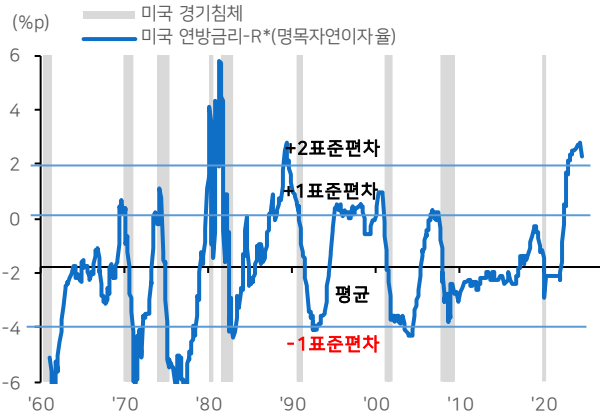
2022년 인플레이션으로 연준의 금리인상 및 QT와 같은 강력한 긴축이 실시될 때 미국 내에 실질적 유동성 공급자 역할은 정부가 주도했다<그림 12, 13>. 실업률이 자연실업률을 하회할 정도로 경기에 대한 우려가 높지 않은 국면에서 재정적자를 늘려 예상보다 높은 성장률을 2023년과 2024년 기록하고 있다<그림 14, 15>.

그림12 연준 긴축하는 동안 정부가 재정적자로 유동성 공급



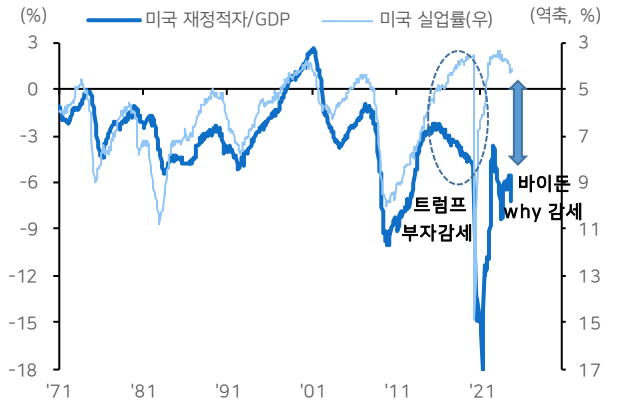
자료: US Treasury, Fed, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림13 적정금리대비 역사적 2번째로 강한 통화긴축 실시



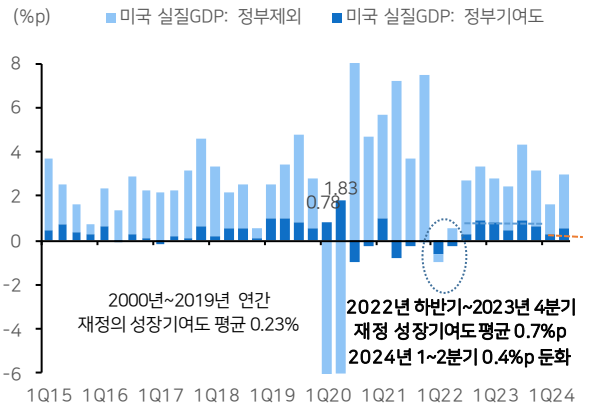
자료: NBER, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림14 실업률이 낮은데도 재정적자를 늘린 바이든 행정부



자료: US Treasury, US BEA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림15 2022년 하반기부터 재정의 성장기여도 급증



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

확장재정 시행, 연준의 긴축강도 부담을 덜어주는 역할

연준의 긴축강도만 보면 역사적으로 중립금리대비 2번째로 강한 긴축으로 평가되는데 인상속도와 강도, 완화로 전환되는 시점을 고려하면 이전 인상기보다 이번에 부담이 크다. 이를 기반으로 일부 전망기관들은 경기침체 우려가 높다고 평가하나 이 부담을 덜어낸 것이 미국 정부의 확장재정을 통한 유동성 공급 및 경제 안정성 증대이다. 당장 침체 논란이 불거진 8월 재정적자 5.5% → 7.2%로 급증했다.

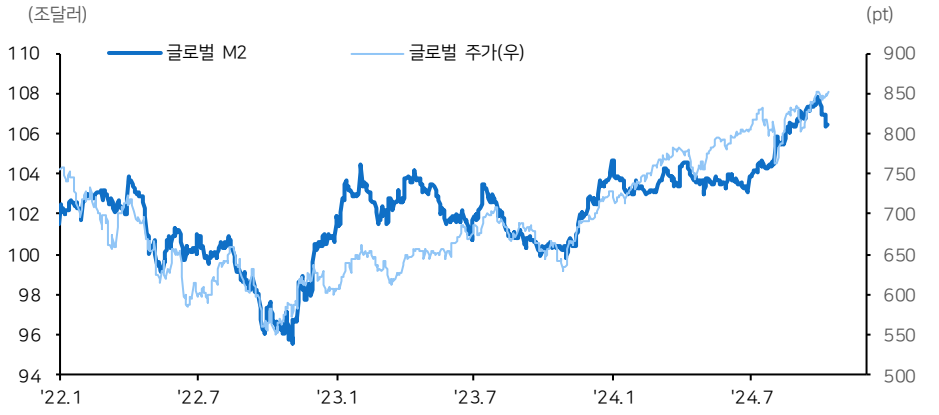
경제의 불확실성이 커진 배경은 높은 정책 민감도와 '샤워기 이론'

한마디로 미국경제 예측도 하락은 정부의 '샤워기 이론' 때문인 것이다. 연준의 긴축으로 차가운 물이 나오던 미국경제를 확대재정의 뜨거운 물을 일시적으로 틀어 미지근하게 만들 목적이었으나, 생각보다 조절이 쉽지 않다. 현재 경제 판단 및 통화정책이 냉탕과 온탕을 오가며, 조울증 같이 움직이는 이유이다.

얼마남지 않은 미국의 재정 여력 통화정책 영향에 주목 필요

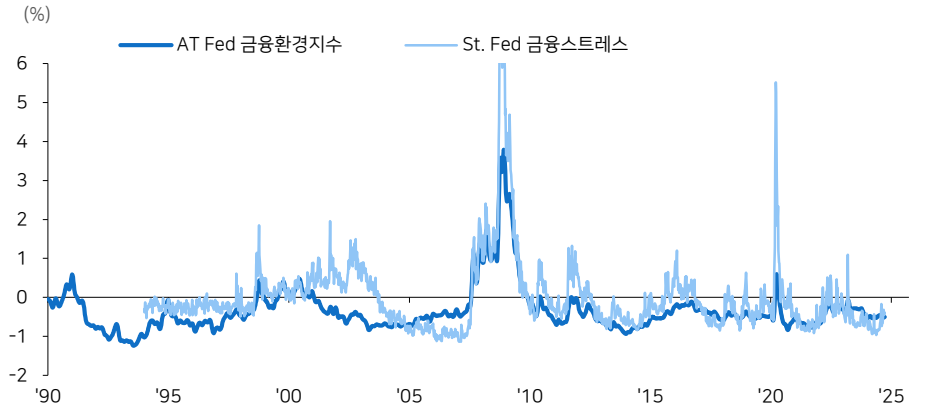
올해 미국대선을 앞두고 추가적인 확대재정 논의가 진행되고 있으나 지난해부터 재정은 여력이 많이 소진되었다. 이제 물가가 안정되고 있으니 물의 온도는 통화정책이 맞춰가야 할 시점으로 판단한다. 이를 기반으로 재정에서 통화정책으로 정책 포커스가 인정하는 만큼 금융시장 환경의 민감도가 중요해졌다.

그림16 향후 미국 재정보다 통화완화에 따른 유동성 공급영향 점검이 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 자산시장 변동성으로 스트레스 다소 높아져도 금융환경은 전반적으로 안정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

금리인하 기조에 글로벌 M2 증가 속도는 빨라지고 있는 상황

미국을 필두로 주요국 금리인하가 실시됨에 따라 올해 3분기 이후 글로벌 M2는 증가 속도가 빨라지고 있다. 여기에는 달러약세와 미국금리 하락 기대가 영향이 컸을 것이다<그림 16>. 그렇지만 최근 미국 금리인하 기대의 후퇴로 시장금리가 오르고 달러는 강세로 전환되어 유동성지표 민감도가 중요하다<그림 17>.

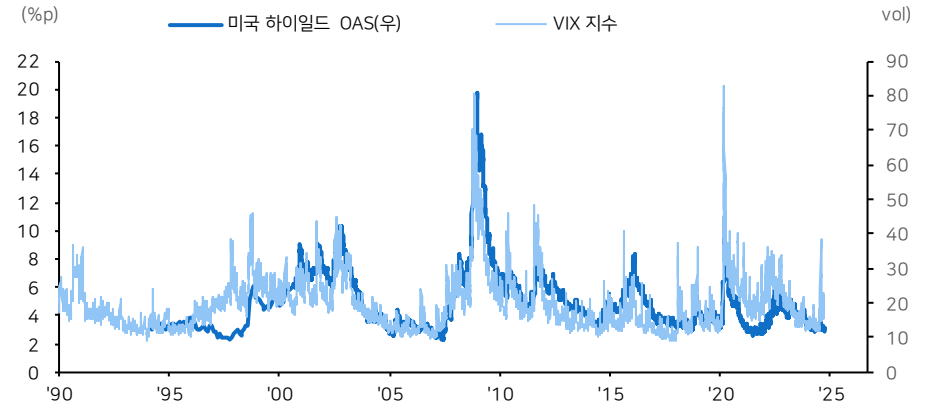
경제 전망이 거듭 바뀌는 가운데 금융시장 안정은 지속 중

현재 유동성 및 금융환경을 나타내는 지표들은 전반적으로 안정적이다. 적어도 하이일드는 금융위기 이후 평균 420bp대 스프레드를 기록했는데 현재는 290bp까지 축소되어 있다<그림 18>. 미국경제 전망이 조울증을 겪고 있지만, 생각보다 물의 온도는 미지근한 수준에서 금융시장 안정은 이어지고 있다.

금리인상 후유증 시차에 금융환경 및 스트레스 지표 양상 주목

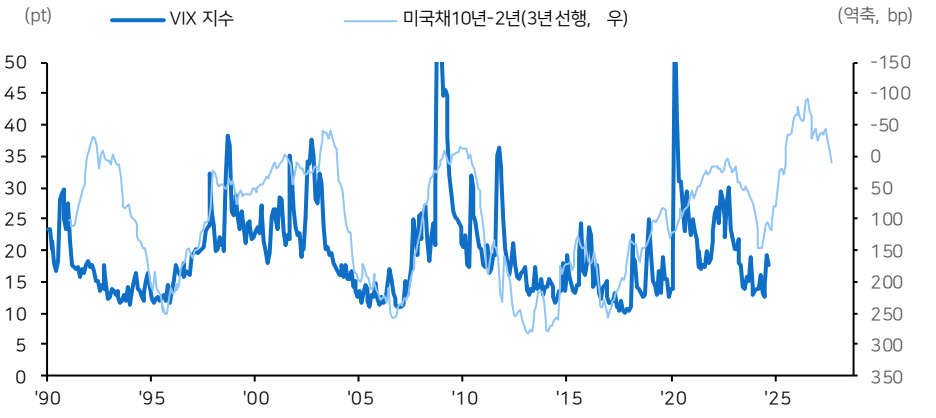
지난해부터 역전되어 온 장단기금리차에 반영된 긴축의 후유증이다. 미국의 고정금리 중심의 부채 부담은 금리인하를 시작했음에도 이제부터 본격 반영되는 구간이다. 역사적으로 장단기금리차 역전에 따른 대출금리에 반영되는 3년 정도의 시차가 유입된다면<그림 19>, 상기한 금융환경 및 스트레스 지표, 특히 하이일드 스프레드는 현재 바닥 수준과 다른 양상을 보일 수 있어 주목해야 한다.

그림18 VIX(stress)와 하이일드(condition) 안정적, 특히 하이일드 스프레드 변화가 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 장단기금리 역전기간의 부담이 향후 금융시장 변동성 확대 유발할지 주목할 시점



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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 추천 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.