

고도를 기다리며*

선진국 리플레이션과 아시아 EM 투자 의견

22 Mar 2017

장진우
+82.2.2179.1166
jinwoo.jang@kic.go.kr

0. 요약

- 경기 지표의 개선이 확인되고 있으며 본격적인 경기 확장 - 리플레이션(reflation)에 대한 기대감이 고양됨. 이에 따라 예상되는 선진국의 긴축 기조로 인해 신흥국 자산에 대한 우려도 존재.
- 최근의 리플레이션을 주도했던 두 가지 원인으로 유가의 반등, 중국 경제의 안정을 들 수 있음. 그러나 이 두 요소가 앞으로 경기 확장을 지속적으로 견인할지는 의문.
- 연준은 금리를 인상하기 시작하였으나 이를 본격적인 긴축 신호로 해석하기는 어려움. 아직 디플레이션의 위협을 완전히 극복했다고 보기는 어렵기에 연준을 포함한 선진국 중앙은행들은 한동안 긴축 기조를 지양할 것.
- 트럼프의 정책이 인플레이션을 추동할 수 있으나 정책의 집행까지 극복해야 하는 점들이 많으며 상황에 따라 수정될 가능성이 농후함.
- 이러한 선진국 상황의 전개는 신흥국 경제에 긍정적. 특히 아시아 신흥국의 경우 금융위기 이후 경쟁력을 갖추어 왔으며 세계 경제에서 차지하는 중요도도 크게 증가함. 과거 대비 외부 충격에 내구성이 높아졌으며 최근 국내 경기 상황도 긍정적.
- 비록 최근의 리플레이션 기대감은 잠시 후퇴할 수 있지만 추세적인 경기 회복은 아직 유효해 보이며 아시아 신흥국 자산은 선진국 경기 회복에 수혜를 입을 것으로 판단. 따라서 아시아 신흥국 자산에 대한 매수 의견을 유지함.

* 샤뮤엘 베케트의 부조리극 '고도를 기다리며'에서 제목을 차용. '고도를 기다리며'는 인간의 삶 속에 내재된 보편적인 기다림을 작품화한 것. 고도는 기다림의 대상이지만 그것에 대한 해석은 여러가지.

내 용

1. 들어가며 : 고고, 그런 소리 말게. 내일이면 다 잘 될 거니까.....	3
기대감에 차 있는 금융 시장	
선진국 정상화에 대한 신흥국 투자자의 우려	
2. 리플레이션(Reflation)의 실마리	5
글로벌 경제 지표 상승 모멘텀 뚜렷	
미국 및 선진국 경제 지표의 호조	
3. 그 놈이 말하길 고도가 내일 온다는군, 그게 무슨 뜻이겠나?.....	10
리플레이션의 재료	
리플레이션은 지속 가능할까?	
중앙은행들이 본격적인 긴축 기조로 진입할 수 있을까?	
4. 트럼프의 약속 = Inflationary !?.....	30
무역 장벽과 재정 지출 확대는 인플레이션 촉진 요인	
은행 규제 완화는 유동성 확대를 촉발	
생산성 증가 없는 인플레이션은 장기 성장성을 훼손	
공약의 성공적 이행과 인플레이션 발생까지 아직 시간적 여유가 있어	
5. 아시아 신흥국에 대한 불안은 아직은 장기적 관점	37
신흥국 경기의 급등도, 급락도 신흥국 경제에는 부정적	
아시아 신흥국의 강세를 바라보는 이유	
6. 결론 : 여전히 고도를 기다리며.....	45

블라디미르 : 우린 여기서 할 수 있는 게 없네.
에스트라공 : 어딜 가도 마찬가지지.
블라디미르 : 고고, 그런 소리 말게, 내일이면 다 잘 될 거니까.
에스트라공 : 잘 된다고? 왜?
블라디미르 : 자네 그 꼬마가 하는 얘기 못 들었나?
에스트라공 : 못 들었네.
블라디미르 : 그 놈이 말하길 고도가 내일 온다는군. 그게 무슨 뜻이겠나?
에스트라공 : 여기서 기다려야 한다는 뜻이지, 뭐.

블라디미르 : 내일 같이 목이나 매세. 고도가 안 온다면 말이야.
에스트라공 : 고도가 오면?
블라디미르 : 그럼 사는 거지.

사뮈엘 베케트, <고도를 기다리며> 中

들어가며 : 고고, 그런 소리 말게. 내일이면 다 잘 될 거니까

기대감에 차 있는 금융 시장

2008년 글로벌 금융 위기 이후 경제 상황의 개선을 고대해왔지만 매년 그 기대는 좌절되었다. 미국 신용 등급 강등, 유럽 재정 위기, 유가 폭락, 중국 증시 및 위안화 가치 급락 등의 발작은 심심치 않게 찾아와 경기의 정상화(Normalization)를 바라는 이들에게 찬물을 끼얹었다. 때문에 사람들 사이에서 '새로운 정상'(New Normal)이라든지 '장기적 침체'(Secular Stagnation)라는 개념이 점점 설득력을 더하고 있었다.

통화 정책의 한계를 인식한 이들은 새로운 돌파구를 찾았다. 재정 정책은 새로운 화두로 부상하였다. 새로 당선된 미국의 트럼프 대통령은 사람들에게 대규모 인프라 투자와 감세 등의 재정 정책을 약속하였다. 미국 증시를 포함한 선진국의 금융 시장은 대통령 선거 이후 상승세를 유지하며 트럼프에게 화답하였다. 아래 도표에서 확인할 수 있듯 트럼프가 당선되면 금융 시장에 큰 충격이 있을 것이라는 예상과 다르게 선거 이후 S&P 500 지수 등 선진국 증시는 꾸준한 상승세를 보여주었다. 이제 금융 시장은 미래에 대한 기대감에 차있다.

때마침 경제 상황 개선도 확인해지고 있다. 연말부터 발표되는 선진국의 경제 지표는 경기의 개선 추세가 뚜렷하다고 확인해주었다. 난망 했었던 인플레이션이 고개를 드는 모습은 디플레이션 공포에 직면했던 통화 정책자들에게 다소간의 안도감을 주기에 충분했다.

트럼프 당선 이후 S&P500 지수 꾸준히 상승

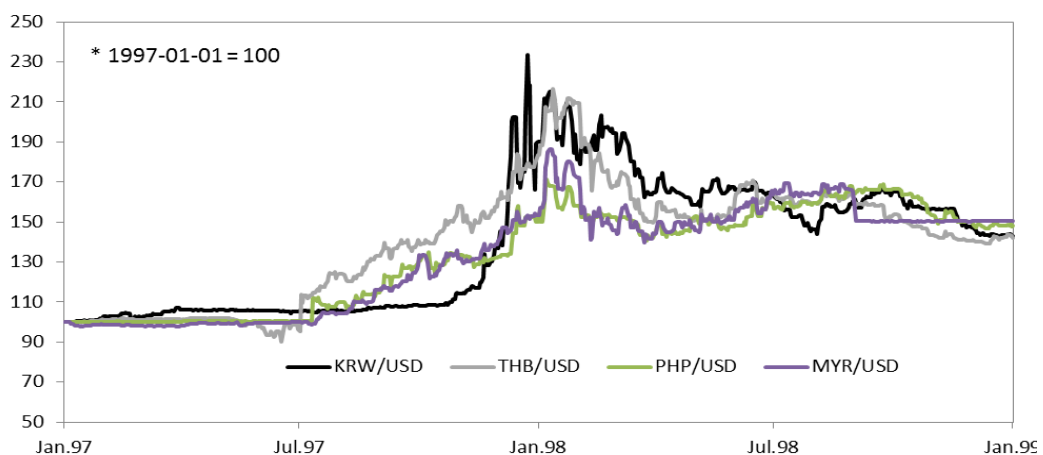


출처 : Bloomberg

선진국 정상화에 대한 신흥국 투자자의 우려

그러나 신흥국 입장에서 이는 달갑지만은 않다. 미국 경기의 정상화는 금리의 상승을 의미하고 곧 신흥국으로 유입되었던 달러 자금이 회수될 수도 있음을 의미하기 때문이다. 트럼프의 당선 이후 신흥국 증시의 반응도 이를 대변한다. 트럼프의 당선 이 확실시되면서 MSCI 신흥국 지수는 하루에 2.5% 하락하였고 4영업일간 7% 하락하는 등 격렬히 반응하였다. 비록 그 이후 증시는 반등에 성공하였고 신흥국 통화 가치도 안정세를 찾아가고 있는 모습이지만 신흥국을 바라보는 투자자들은 미국 경기의 호조에 따른 저변의 불안감을 여전히 떨쳐버리지 못하고 있다. 90년대 후반 외환 위기를 겪었던 아시아 신흥국들은 그 때의 트라우마가 있으며 달러와 미국 금리의 향방에 촉각을 세우고 있다.

많은 아시아 신흥국에게 외환 위기는 트라우마



출처 : Bloomberg

| 리플레이션(Reflation)의 실마리

글로벌 경제지표 상승 모멘텀 뚜렷

위험 자산 랠리를 이끈 리플레이션 스토리는 어느 정도 근거가 있다. 공사 거시분석팀에서 측정하는 글로벌 매크로 스코어카드에 따르면 최근 글로벌 경제의 상승 모멘텀은 뚜렷하다. 제조업, 서비스, 부동산 등 거시 경제의 각 부분별 주요 경제 지표의 움직임을 합산하여 산출하는 이 지표는 2012년 이후 가장 높은 수준을 보여주고 있으며 최근까지 높은 수준을 유지하고 있다.

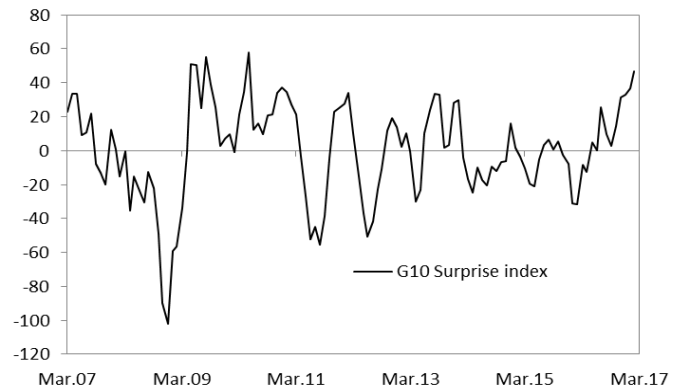
예상치를 넘어서는 경제 지표 발표도 지속되고 있다. 씨티그룹에서는 시장의 기대치 대비 경제 지표가 어떻게 발표되는지 추적한 결과를 서프라이즈 지표(Surprise index)로 발표하고 있다. 이 중 주요 10개국의 서프라이즈 지표를 확인해보면 아래 도표와 같이 지속적으로 상향되면서 금융 위기 이후 최고점에 근접해 있다. 지속적으로 예상치를 웃도는 경제 지표 발표가 없는 한 어려운 일이다.

Global Macro Score 지속적 상승



출처 : KIC 거시분석팀

주요 10개국 Surprise index는 금융위기 이후 최고치 근접

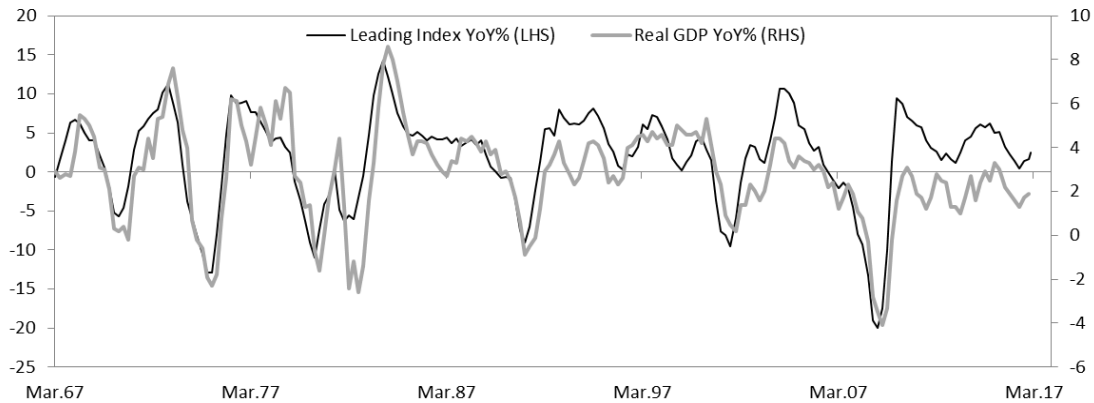


출처 : Citigroup global market Inc.

미국 경제지표의 호조

현재 전세계 경기 호조의 중심은 미국이다. 미국의 경기 개선을 의심하는 이는 찾아보기 어렵다. 글로벌 금융 위기 이후 고장나 버린 엔진으로 생각되었던 미국이 이제 다시 한 번 세계 경제를 견인할 것이라는 기대감이 확산되고 있다.

경기 선행 지수는 미국 GDP 반등을 예상

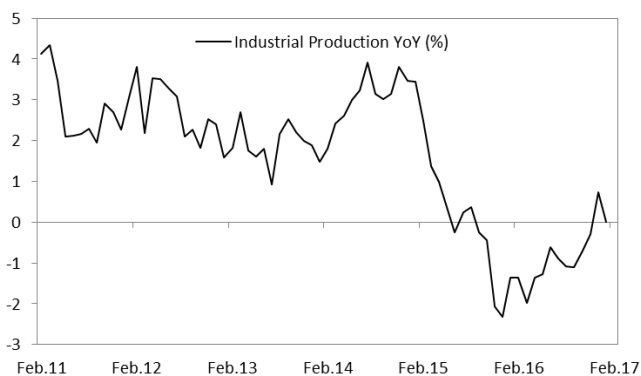


출처 : Conference board, Bureau of Economic Analysis

컨퍼런스 보드(Conference Board)에서 발표하는 미국의 경기 선행지수(Leading Index)의 상승률은 2014년 단기 고점을 기록한 이래로 2016년 6월까지 하락세를 지속했다. 그러나 그 이후 바닥을 다지고 상승세로 전환하고 있다. 선행지수 증가율은 역사적으로 미국 실질 GDP를 성공적으로 예측해왔다. 이에 따르면 미국 경제 성장의 상승세는 앞으로도 한동안 유지될 것으로 기대된다.

산업 활동도 긍정적이다. 산업 생산은 2016년 이후 반등세가 확연하다. 2016년 12월 미국 소기업들의 향후 경제에 대한 낙관 지수(NFIB Small Business Optimism Index)는 1980년 이래 가장 크게 상승하여 지수 자체는 2004년 이후 최고치를 기록하였다. 트럼프 대통령 당선 이후 친기업적 감세와 재정 정책에 대한 기대가 기업 활동 예상에 긍정적으로 작용하고 있는 것으로 풀이된다.

산업 생산은 바닥을 확인하고 반등중



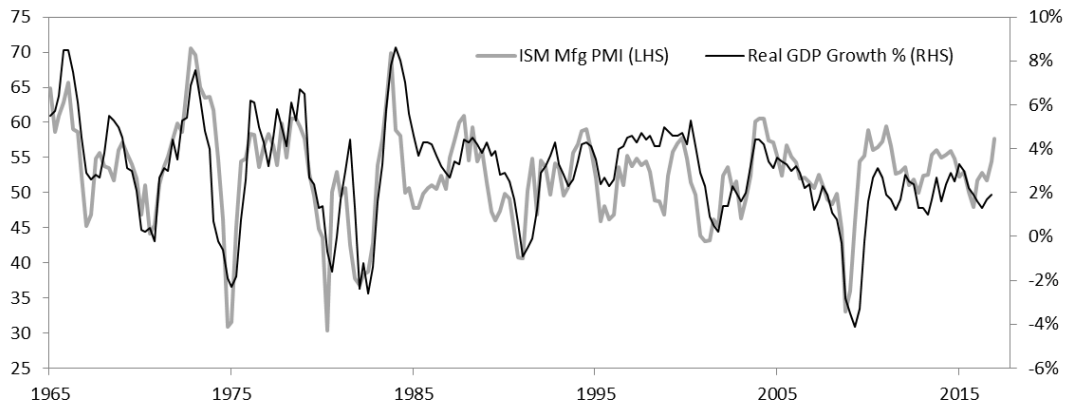
출처 : Federal reserve

기업활동에 대한 전망도 긍정적



출처 : National Fed of Ind. Business

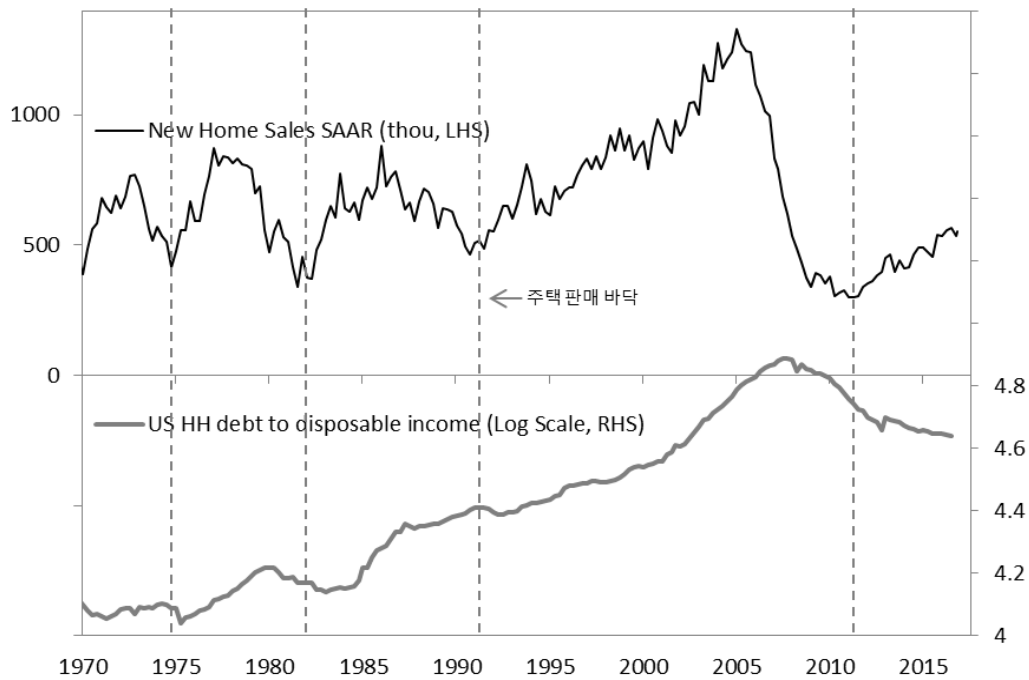
제조업 PMI는 경기의 지속적 팽창을 예상



출처 : ISM, Bureau of Economic Analysis

또 다른 경기 선행 지수인 구매관리자지수(PMI) 또한 미국의 경기의 호조를 알리고 있다. 제조업 PMI 지표는 전반적인 경제 활동을 파악하기에 유용한 지표이다. 위 도표를 참고하면 제조업 PMI의 움직임은 통상 미국의 GDP를 약 6개월 선행하는 양태를 보여왔다. 2017년 2월 ISM에서 발표하는 미국의 제조업 PMI는 57.7을 기록하여 빠른 상승세를 나타냈다. 추가적인 경기의 팽창을 제조업 PMI에서도 예상해볼 수 있는 것이다.

주택시장 회복과 가계의 디레버리징이 이어짐



출처 : US Census Bureau, Bloomberg Intelligence

주택 시장도 안정적이다. 신규주택 판매로 주택시장 상황을 가늠해 보자면 앞 페이지 도표에서처럼 2010년에 저점을 확인한 이후 지속적으로 상승세를 보이고 있다고 판단할 수 있다. 2016년의 신규 주택 판매수는 역사적으로 높은 수준은 아니지만 2000년대 주택 호황 시기를 제외하고는 평균적인 수준으로 볼 수 있다.

금융 위기 이후 미국의 가계는 디레버리징(De-leveraging) 국면으로 전환하여 지금까지 가처분 소득 대비 부채를 줄여왔다. 위 도표에서 확인할 수 있듯이 통상 주택 시장이 고점을 지나 하락하기 시작할 때에도 한동안은 가계의 가처분 소득 대비 부채 수준은 상승한다. 주택 시장 하락으로 가처분 소득이 감소하는 정도가 부채 정리 규모를 초과하기 때문이다. 반대로 주택 시장이 바닥을 찍고 반등하는 상황에서도 가계는 한동안 소득 대비 부채 감축을 지속한다.

90년대 초부터 2000년대 중반까지 이어진 장기간의 부동산 호황은 미국 가계의 적극적인 차입이 있었기에 가능했다. 레버리징의 규모의 기간이 길었던만큼 금융위기 이후 디레버리징의 기간 또한 지난 50년간 그 어느 때보다 길다. 그러나 주택 시장의 회복 및 상승은 언젠가는 가계의 레버리지를 다시 촉발할 것이고 그렇게 된다면 현재의 경기 회복 속도에 가속도가 붙을 것이 예상된다. 주택 시장과 가계 부채 상황을 놓고 본다면 본격적인 리플레이션은 이제 시작일 수 있다고 판단된다. 리플레이션의 실마리가 이제 막 보이기 시작한 것이다.

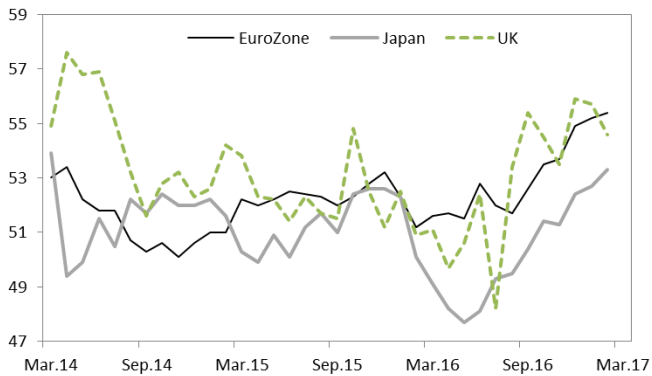
때마침 여타 선진국의 상황도 개선세

미국이 세계 경제를 주도하긴 하지만 미국 단독으로 글로벌 경기 회복을 주도하기에는 한계가 있다. 갈수록 미국은 여타 선진국들과 중국 등 국외 경기에 영향을 무시할 수 없게 되었다. 최근 옐런 연준 의장은 2016년 금리 인상이 예상보다 늦어졌던 이유에 대해서 GDP 성장률과 인플레이션 부진과 같은 국내 문제와 함께 중국 경착륙 및 영국의 유럽연합 탈퇴 우려를 언급하였다¹. 국내 경기가 개선되면 주변 상황을 의식하지 않고 금리 인상을 단행했었던 과거의 자신감과는 괴리가 느껴진다. 따라서 미국 국내 경기 개선과는 별개로 글로벌 경기가 침체를 지속한다면 미국의 리플레이션은 지속되기 어렵다고 판단된다.

그런데 때마침 유럽, 영국, 일본의 경기 지표에서도 개선세가 관찰된다. 유럽, 영국, 일본의 제조업 PMI는 모두 2016년 반등에 성공하여 3년래 최고치에 근접하고 있다. 각국의 산업 생산도 2016년 이후의 상승세를 견지하고 있다. 브렉시트(Brexit)와 유럽의 분열 위기 등의 정치적 이슈와 디플레이션 위험 등을 고려한다면 작년부터 이어진 산업 활동의 견실함은 고무적이다.

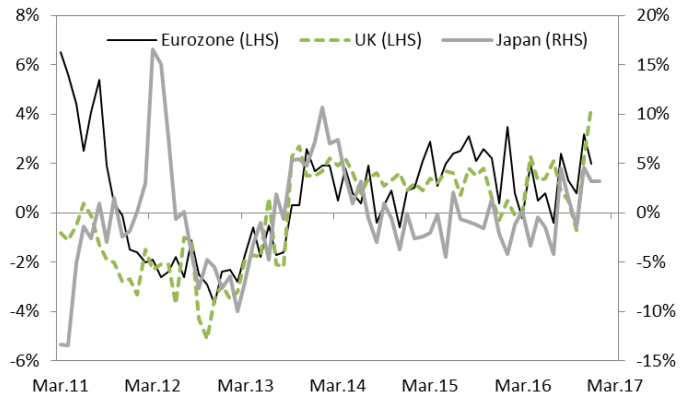
¹ Janet L. Yellen, "From Adding Accommodation to Scaling it Back", Mar. 2017.

유로존, 일본, 영국의 제조업 PMI 상승



출처 : Markit

산업 생산 증가율(YoY%)도 최근 상승세 견지

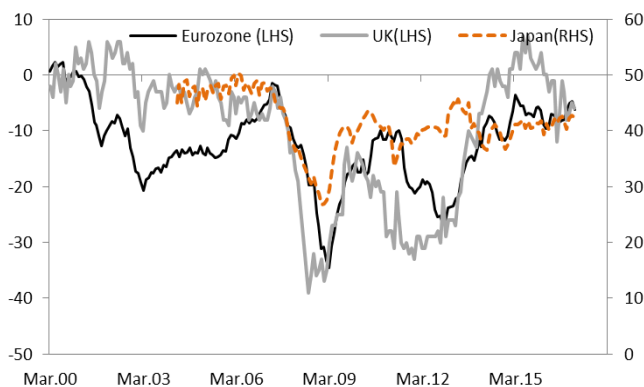


출처 : 각국 통계

또한 아래 도표들에서 확인할 수 있듯이 소비자들의 심리 상태도 만연했던 불확실성에 비해 건전한 수준을 유지하고 있다. 유럽 연합 탈퇴 결정 이후 영국의 소비 심리가 급락할 것이 우려되었으나 소비자 신뢰 지수만을 본다면 브렉시트로 인한 소비 심리의 타격은 예상보다 양호하다. 유로존과 일본의 소비자 심리는 여전히 개선 국면에 놓여 있다. 실질 경제 성장률도 유로존, 영국, 일본 모두 2% 내외에서 안정적이다.

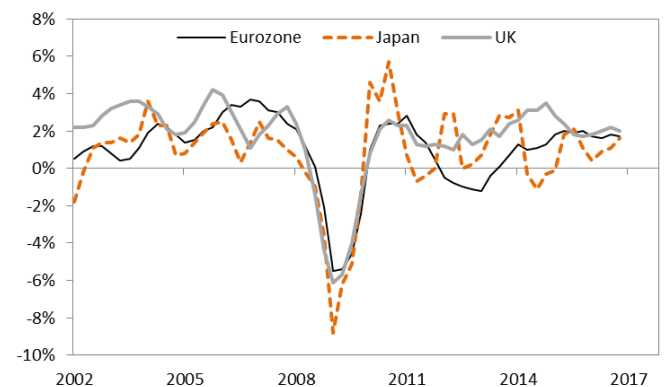
물론 이런 경제 지표들이 폭발적인 경제 성장을 지지하지는 않는다. 그러나 2016년 이후 지속되어 오고 있는 선진국들의 경기 안정은 미국의 리플레이션, 더 나아가 글로벌 경기 팽창에 찬물을 끼얹지는 않을 것으로 보인다. 유럽과 영국, 일본 경제에 대한 여러 우려가 완전히 사라진 상황은 아니지만 반대로 보면 그런 우려에도 불구하고 각국의 경제는 잘 헤쳐나가고 있다. 이처럼 리플레이션의 실마리는 곳곳에서 관찰되고 있다.

소비자들의 신뢰도도 견조함



출처 : 각국 통계

전반적으로 꾸준한 경제성장률(GDP Growth YoY%) 유지



출처 : 각국 통계

| 그 놈이 말하길 고도가 내일 온다는군, 그게 무슨 뜻이겠나?

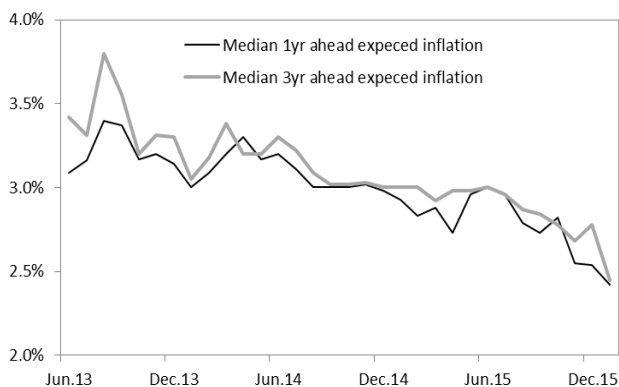
고작 1년 전 : 기대하기 어려웠던 리플레이션

그러나 1년 전만 하더라도 시장의 미래 전망은 암울했다. 유행처럼 번지던 장기 침체론에 대응할 수 있는 정책적 대응 수단은 무력하게만 보였다. 당시 디플레이션은 현실적인 위협이었다. 2015년 이후 미국의 실질 경제 성장률은 하락세를 벗어나지 못했다. 소비자들의 인플레이션 기대치 하락은 급격했다. 일반적으로 소비자들의 향후 인플레이션 기대 심리는 변동성이 크지 않고 일정 수준을 유지하며, 이것이 바로 지금까지 안정적인 인플레이션을 달성할 수 있었던 핵심이었다. 만약 상대적으로 안정적이었던 소비자들의 인플레이션 기대 심리조차 무너진다면 다시 회복하기 얼마나 힘들지를 우리는 일본의 장기 침체 사례를 통해 알고 있다. 미국 경제가 일본이 걸었던 장기 침체의 길로 들어설 수 있다는 시나리오는 단순히 가능성에 머무르지 않은 실질적인 위협이었다. 아래와 같이 당시 연준의 의사록을 살펴보면 연준이 얼마나 이를 경계했는지 확인할 수 있다.

*Moreover, some emphasized the need for longer-run inflation expectations to remain well anchored. ... some others expressed **concern** about the further decline in inflation compensation recently and the historically low levels of some survey measures of longer-run inflation expectations. ... in light of recent developments, they viewed the outlook for inflation as somewhat more uncertain or saw the risks as being to the **downside**.*

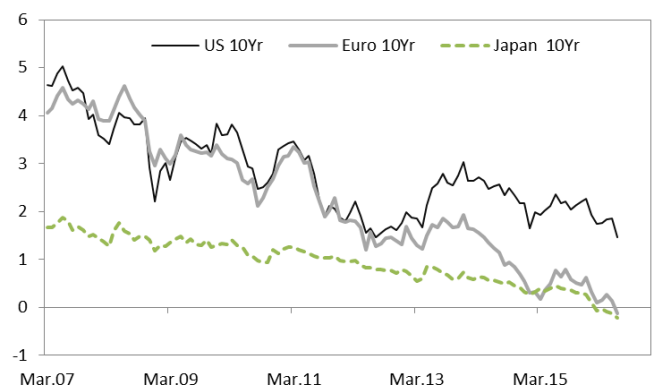
- Federal Reserve, "Minutes of the Federal Open Market Committee", Jan. 2016

2015년 말부터 소비자 인플레이션 기대치의 급격한 하락



출처 : Federal Reserve Bank of New York, as of Jan 2016

전세계 장기물(%) 최저치 기록

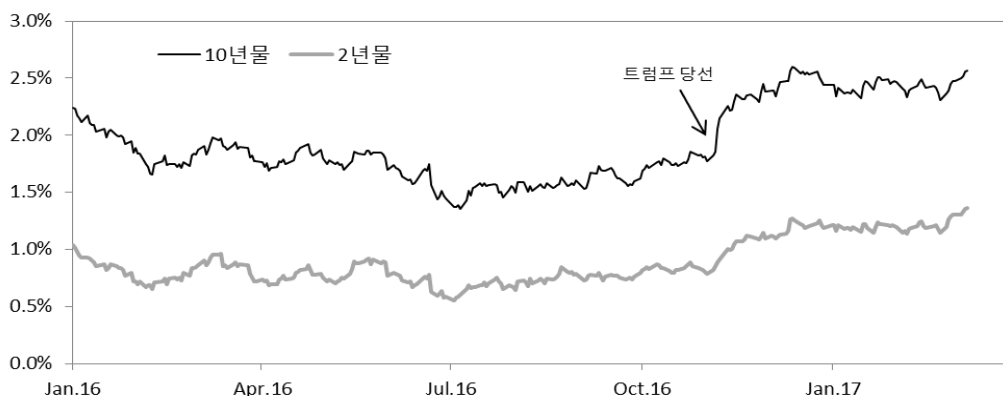


출처 : Bloomberg, As of Jun 2016

상황이 이렇기에 금리의 상승은 바라보기 어려웠다. 실제로 인플레이션 기대치가 바닥을 찍고 반등하는 시점에서도 전세계 주요국의 장기물 국채 금리는 한동안 하락세를 지속했다. 미국 10년물 금리는 브렉시트의 여파까지 겹쳐 7월 1.4%를 하회하기까지 하였다. 그럼에도 불구하고 시장에서는 장기물 수요가 여전히 꾸준하다는 평가였다. 그러나 아래와 같이 금리의 수준이 지나치게 낮다는 논리도 주목되기 시작하였다.

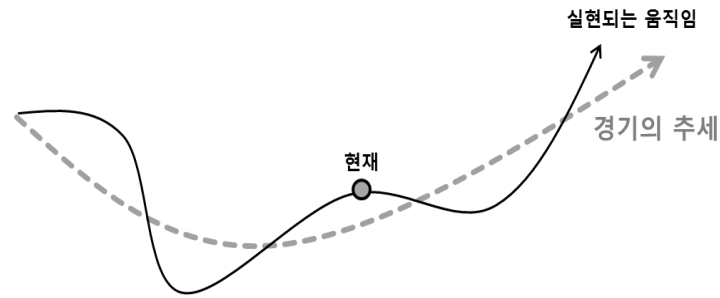
- 1) 미국 경기의 기초 체력은 튼튼하며 아직 장기 침체를 논할 상황은 아니다.
- 2) 장기물 금리 하락을 주도한 기간 프리미엄(Term premium)의 하락은 양적 완화로 왜곡되어 있다. 금리 인상 시기와 맞물려 정상화가 진행될 것이다.
- 3) 힐러리와 트럼프 후보 모두 대규모의 재정 정책을 약속하고 있다. 결국 누가 당선되든 이는 장기물 금리 상승을 촉발할 것이다.
- 4) 장기물 금리 하락에 대한 연준의 우려가 존재하며 이에 대응하여 연준이 시행할 수 있는 대응 수단은 남아 있는 상황이다.
- 5) 장기물 밸류에이션 부담감이 높다.

2016년 이후 미국 장-단기물 국채 금리 움직임



출처 : Bloomberg

트럼프의 당선은 금리 시장의 움직임을 극적으로 바꿨다. 그런데 주목해야 할 점은 위 도표에서 볼 수 있듯 트럼프 당선 이전에도 장기물 금리는 완만하게 반등하고 있었으며 장단기 스프레드도 천천히 벌어지던 추세였다는 것이다. 트럼프가 추진하는 대규모 재정 정책은 클린턴 또한 추진했을 것이다. 트럼프의 당선에 따라 시장이 좀 더 빠르게 경기 확장 기대감을 반영한 것을 부정하기는 힘들다. 트럼프에 대한 기대감이 현재 시장의 반등을 모두 설명할 수 있는 것은 아니다. 오히려 시장의 반등은 추세상으로 위에서 금리 스티프너 진입 당시 논리처럼 어느 정도 예견이 되어왔던 것이었다. 트럼프의 당선과는 별개로 앞서 살펴보았던 리플레이션의 실마리를 볼 수 있었을 것이다.



지금의 상황은 마치 용수철을 눌렀다 떼었을 때 반동이 크게 나오는 것과 같다. 개략적으로 표현해보자면 위의 그림과 같은 모습이 될 것이다. 현재는 추세상 확장 국면에 놓여있는 동시에 단기 주기의 상승과 맞아 떨어지면서 반동이 상대적으로 크게 나온 상황으로 파악한다.

최근의 반동이 컸기에 상대적으로 그 반동을 소화할 시간이 필요할 것이다. 작년 초에 시장의 부정론이 과도했듯 현재 시장이 보여주는 긍정적 기대 또한 다소 과도해 보인다. 여기서 이는 앞으로의 경기 냉각을 예상하는 것이 아니라는 점을 강조하고 싶다. 여전히 장기 추세는 경기 확장 국면에 놓여 있다고 판단된다. 다만 지금까지 리플레이션을 이끌어왔던 요소들이 향후 추가적인 경기 확장을 이끌 수 있을 것 같지 않아 보인다. 반면 정부의 지원 없이 경기가 스스로 확장 사이클을 유지하기에는 아직 기반이 약해 보인다.

'고도'가 내일 올 것이라는 이야기를 들었고 몇 가지 실마리도 찾았다. 그러나 여전히 '고도'가 올 내일까지 우리는 기다려야 한다. 마찬가지로 경기 확장과 호황이 미래에 온다고 하더라도 그 도래 시기가 언제가 될지 확정하기 어렵거니와 그 전에 있을 경기나 기대감의 단기적 냉각도 고려하지 않을 수 없는 상황에서 경기의 폭발적인 상승을 예상하기에는 아직 이르다.

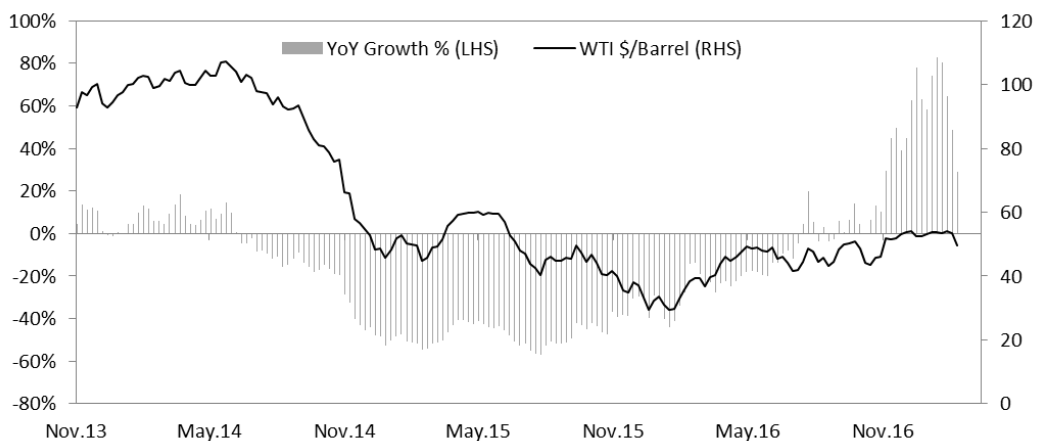
그렇다면 앞서 '리플레이션의 실마리'에서 살펴보았던 경기의 반등 신호를 어떻게 해석해야 할까? 경기 전망을 강하게 눌렀던 두 가지 요인, 즉 1) 유가 하락, 2) 중국 경제 성장률 하락 우려가 해소되면서 나타난 결과로 생각해볼 수 있다. 그리고 그 두 가지 요인은 서로 영향을 주고 받는다. 결국 이 두 가지 요소가 지속적으로 경기 확장에 기여할 것인지 판단해 보는 것이 현재 리플레이션의 지속성을 예상하는 데 첫 걸음이 될 것이다.

반등의 재료 1: 유가 반등

배럴 당 100달러를 호가하던 원유 가격은 2014년 하반기 이후 급락하기 시작했다. 하락세는 2016년 초까지 지속되어 한 때 배럴당 20달러 가까이 유가가 후퇴하기도 하였다. 유가 하락률은 80%에 달했고 글로벌 경제 전반에 충격파를 전했다. 물가 상승률 둔화 혹은 디플레이션 압력, 에너지 섹터 기업들의 도산, High Yield 신용채 금리 상승에 따른 시장 불안, 원자재 수출 중심 신흥국들의 재정 수지 악화 등 경제 상황 곳곳에서 유가 폭락에 따른 파쇄음이 들렸다.

2016년 상반기 이후 유가는 안정되는 모습을 보였다. 그리고 2016년 하반기가 되자 유가의 기저 효과가 본격적으로 나타나기 시작했다. 2017년 2월 서부 텍사스유 기준 전년 대비 유가 상승률은 80%를 상회하였다.

2016년 하반기부터 유가 하락의 기저 효과가 강화됨

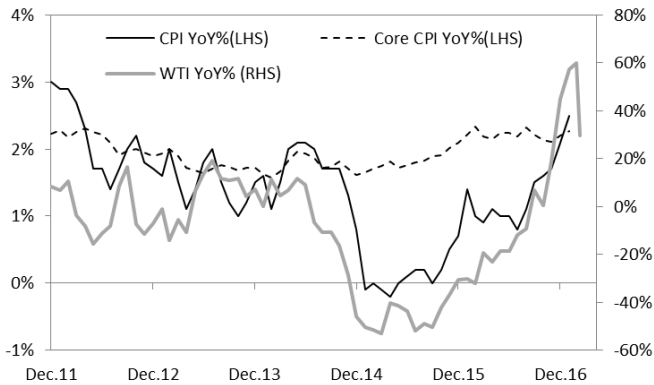


출처 : Bloomberg

유가 폭락의 기저효과가 본격적으로 반영되면서 인플레이션도 회복세로 돌아섰다. 아래 도표를 보면 미국의 소비자물가 상승률은 유가 상승률과 같은 모습으로 상승세를 나타내었으며 유가와 음식료 가격 변동을 제외한 핵심 소비자 물가지수 또한 유가 상승률 반등이 본격화된 이후 완만하게 올라가고 있다. 중국의 생산자 물가지수도 마찬가지로 유가 상승률과 거의 일치하는 움직임을 보여왔다.

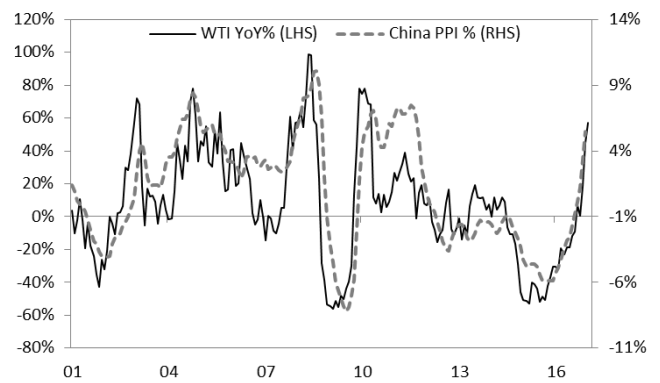
이처럼 유가 상승이 인플레이션 반등에 주요 원인이 되었다는 사실을 부정하기는 힘들다. 유가의 변동성을 제외한 핵심 물가지수의 경우에도 간접적으로 유가 상승의 영향을 받을 수밖에 없다. 에너지 가격은 산업 전반에 영향을 미치기 때문에 물가지수 산정에 유가 등락이 빠진다고 하더라도 시차를 두고 전반적인 물가 수준을 올리게 된다.

유가 반등은 미국 인플레이션 상승률 회복에 기여



출처 : US BLS, Bloomberg

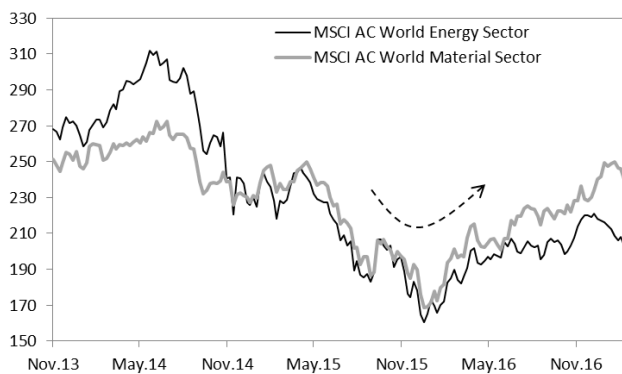
중국 생산자 물가 반등은 유가 반등에 기인



출처 : China NBS, Bloomberg

유가 하락 시기에 도산 위기에 빠졌던 에너지 섹터 기업들과 원자재 수출 중심 신흥국들의 상황도 유가 반등에 따라 개선되었다. 유가 하락은 에너지 기업들의 구조조정을 촉발하였다. 많은 기업들이 영업의 상당 부분을 중단하면서 과잉 생산 문제를 개선해 나가기 위해 노력하였다. 덕분에 살아남은 기업은 경쟁력을 강화할 수 있었다. 기업들의 경쟁력이 강화되고 유가가 안정세를 보이면서 기업의 상황은 급격히 개선되었다. MSCI 지수에서 글로벌 에너지 섹터 주가 지수는 2016년 1월 저점 이후 1년만에 약 40% 반등하였고, 소재(Material) 섹터 역시 약 50%의 상승하였다. 에너지 종목들이 많이 포함된 미국 하이일드(High Yield) 채권 금리도 2016년 초 8%를 넘어서며 기업들의 도산을 경고하였지만 유가가 안정되면서 2016년 동안 급격히 정상화되었다.

에너지, 소재 기업 주가 반등



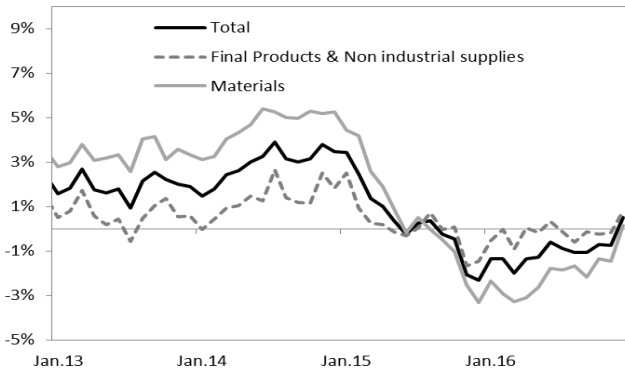
출처 : MSCI

High Yield Credit Spread 상황 개선



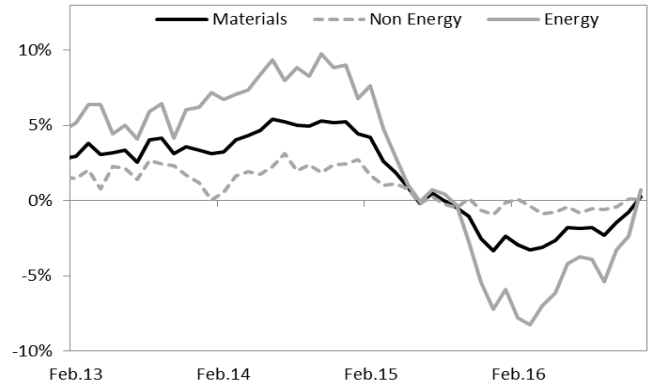
출처 : Barclays, Bloomberg Intelligence

미국 IP 증가율 반등은 Materials 반등에 큰 영향 받아



출처 : Federal Reserve

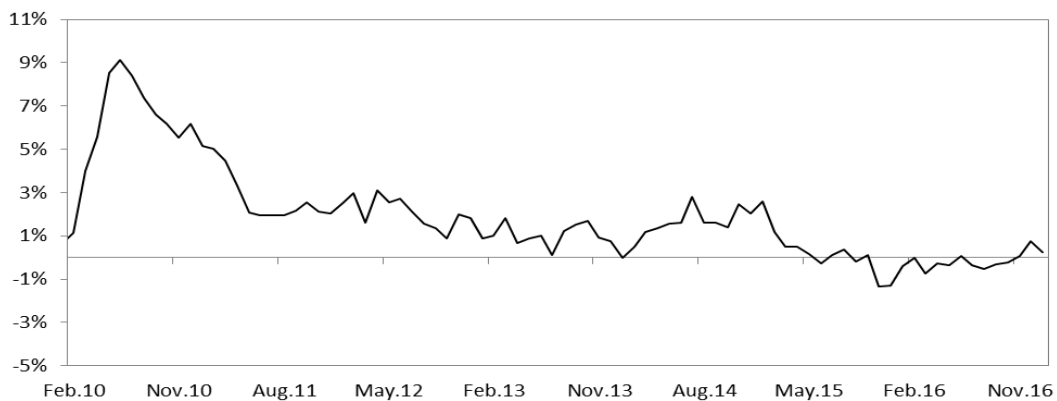
Materials 반등은 Energy 반등에 기인



출처 : Federal Reserve

미국 산업 생산의 반등에도 유가 안정이 핵심적인 역할을 수행하였다. 위 도표에서처럼 미국의 산업 생산 증가율을 각 부분별로 나누어 살펴본다면 지난 1년간 소재 부문을 제외한 부문의 산업 생산 증가율은 큰 변화가 없는 수준임에 반해 소재 부문의 산업 생산 증가율은 빠르게 회복하는 모습을 확인할 수 있다. 소재 부문의 반등도 마찬가지로 요소별로 분리해서 바라보면 결국 에너지 부문의 생산 증가가 많은 부분을 설명한다. 요컨대 최근 미국 산업 생산 증가율 회복은 에너지 부문의 반등에 따른 것이다. 유가 상승의 기저 효과가 크기에 최근의 산업 생산 증가율이 빠른 반등을 보이고 있는 것이다.

Energy 부문 제외한 미국의 산업 생산 증가율은 여전히 고전중



출처 : Federal Reserve 데이터를 기반으로 계산. 요소의 비중은 2015년 기준 적용

에너지 부문을 제외한 미국의 산업 생산의 모습은 어떠한지 다시 계산해 본 결과를 위 도표에 나타내었다. 이 역시 2016 년 이후 상승세를 나타낸 것은 맞으나 변동성은 훨씬 적은 모습을 보이고 있다. 따라서 최근의 산업 생산의 반등은 에너지 업종의 산업 생산이 반등한 데 기인한 바가 크다.

반등의 재료 2 : 중국의 안정

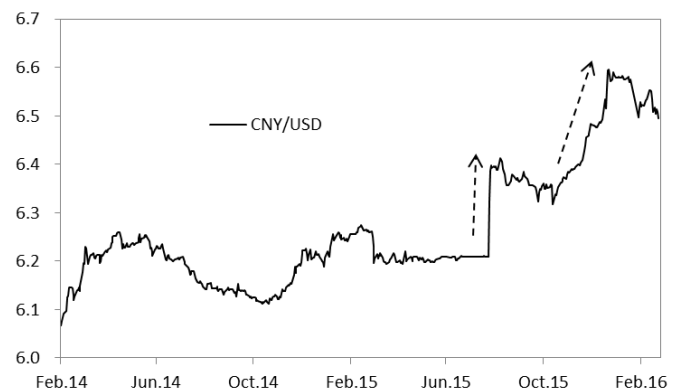
중국에 대한 시장의 우려는 중국 경제가 성장하는 과정 중에 언제나 있어 왔다. 상승세를 타던 중국 증시의 거품이 2015년 중순, 2016년 초 두 차례에 걸쳐 빠지면서 본격적으로 중국 경제의 종말을 예고하는 목소리가 커졌다. 경제 기반에 대한 불안은 곧 자본 유출 압력으로 나타났다. 달러 대비 위안화 약세가 가속화되면서 시장의 우려는 한 때 패닉으로 바뀌었다.

2015년 이후 중국 증시의 연속적 급락



출처 : Bloomberg, as of Mar. 2016

위안화 역시 절하 압력 거세짐



출처 : Bloomberg, as of Mar. 2016

이때는 매일 중국에 대한 부정론이 확산되던 시기였다. 많은 이들이 중국의 부채 수준을 걱정하면서 중국에서 시작하는 글로벌 금융 위기 가능성을 타진하였다. 조지 소로스와 카일 배스와 같은 투자자들은 중국이 위안화를 절하를 막지 못할 것이라며 위안화 매도의 선봉에 섰다. 소로스는 아래와 같이 언급하면서 중국의 붕괴 가능성을 알리고 다녔다.

중국은 신용 팽창에 의해 지지되던 과거 금융 위기 전 미국의 모습과 닮아 있습니다. 은행이 공급하는 대부분의 돈이 악성 부채와 부실 기업을 유지하는 데 사용되고 있습니다. ... 위기는 1~2년 뒤로 미뤄질 수 있지만 부채 문제는 중국 내부에서 기하급수적으로 증가하고 있습니다.

- 조지 소로스

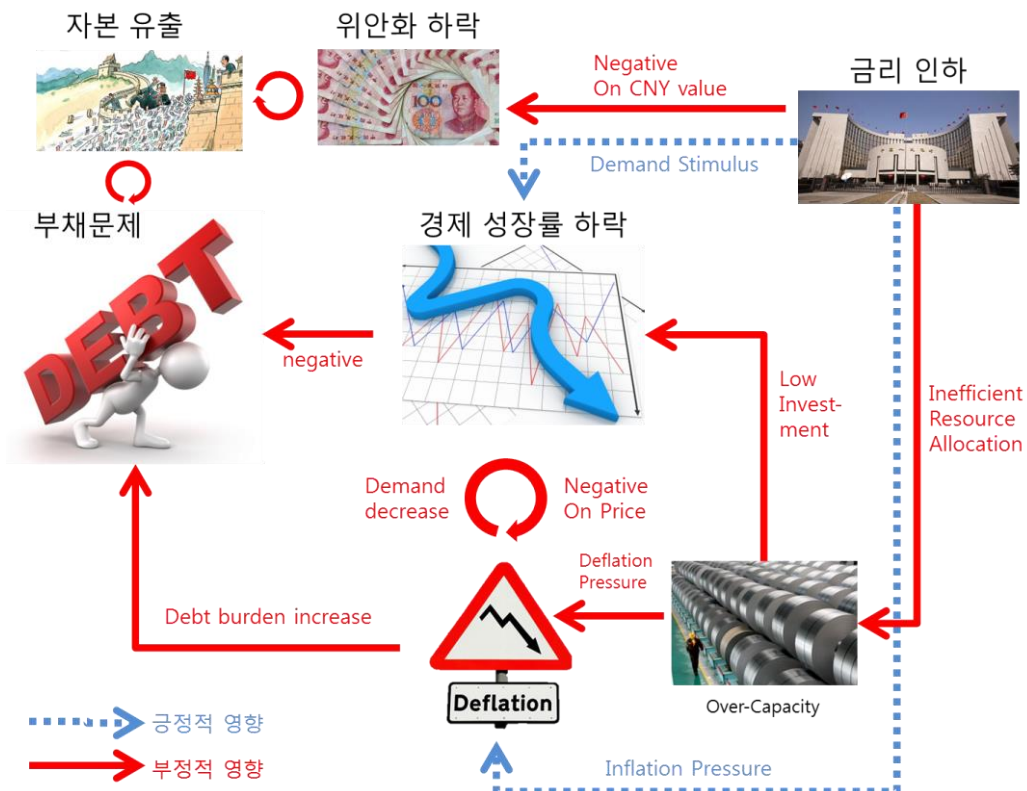
중국이 경제 위기에 봉착할 것이라는 이유는 사람마다 다르지만 큰 논리 흐름만을 추려보자면 다음 페이지 도표와 같이 정리할 수 있다.

글로벌 금융 위기를 극복하는 과정에서 중국은 과도하게 경기를 부양했다. 위기는 별 무리 없이 극복할 수 있었으나 과잉 설비와 부채 증가는 피할 수 없었다. 부채의 수준이 크더라도 경제 성장률이

유지된다면 큰 문제가 일어나지는 않는다. 그러나 국내에 만연한 과잉 설비는 디플레이션을 촉발하였고 이는 또 총수요를 감소시키는 상호 작용을 일으키며 중국 경제 성장을 하락과 디플레이션이 지속적으로 나타나는 악의 순환고리(vicious cycle) 상황에 놓였다. 중국 경제 문제가 한창 불거지던 2016년 초 당시 중국 생산자물가지수(PPI) 증가율은 -6%로 심각한 수치를 보여주었다. 생산자물가지수의 감소는 중국 기업 이익 감소로 연결되어 경제 성장을 하락과 부채 문제를 심화시켰다. 중국의 민간 기업 부채는 GDP 대비 160%로 빠르게 증가하였다.

정부는 공격적인 금리 인하라는 수단을 통해 대응할 수 있었다. 그러나 이는 부작용이 많은 수단이었다. 금리 인하를 단행한다면 시장에 강한 완화 신호를 주게 되어 자본 유출이 가속화될 것으로 예상되었다. 자본 유출이 심화된다면 위안화 하락이 가속화될 것이고 이는 또한 국내 부채 문제를 악화시킴과 동시에 위안화의 세계화를 노리는 중국 정부의 목표에도 치명적인 타격을 가할 것이었다. 또한 금리를 인하한다면 부동산 시장이나 과잉 설비 부문 등 이미 과잉이 나타나고 있는 부분에 자금이 공급되면서 자원의 비효율적 분배를 지속시키는 단점이 있었다.

따라서 진퇴양난(進退兩難)의 상황에서 정부는 문제를 키울 것이며 조금의 정책 실패도 중국 경제에 큰 타격을 주기에 충분하다는 것이다. 이런 종류의 중국 경착륙설은 인기를 끌었고 투자자들은 중국 경착륙 시나리오를 가격에 반영하고 있었다.



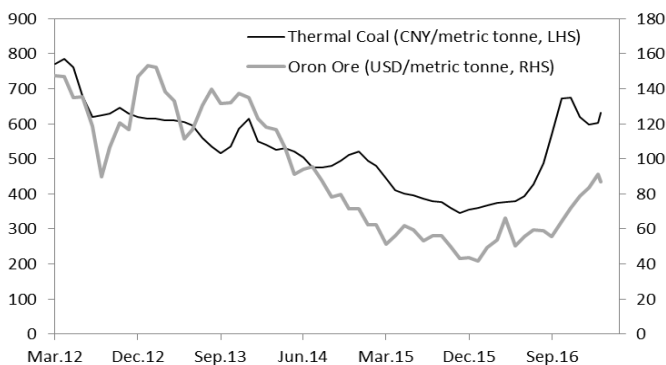
그러나 중국 경제는 붕괴되지 않았다. 오히려 상황은 점점 안정되어 가고 있다. 정부 당국은 위안화 절하를 막기 위해 적극적으로 자본 통제에 나섰다. 비록 2016년 한해 동안 달러 대비 위안화 가치는 절하를 지속했지만 이는 글로벌 통화 대비 달러 강세의 영향이 더 컸다. 무역 중요도를 고려하여 CFETS에서 발표하는 위안화 바스켓 지수는 안정적이었고 시장도 이를 인정했다. 위안화는 SDR에도 편입되면서 국제 통화로서의 위상을 얻어가는 과정에 있다.

동시에 중국 정부는 약속했던 공급측 개혁을 달성하였다. 시진핑 주석은 직접 나서 공급측 개혁을 강조하였다. 그 결과로 중국은 2016년 철강 생산 감축 목표를 4,500만톤으로 설정하였는데 실제로는 6,500만톤 감축에 성공하였다. 마찬가지로 석탄 생산도 감축 목표를 초과 달성하였다. 유가의 반등과 함께 공급 개혁은 원자재 가격 상승을 견인하였고, 중국 경제를 위협했던 디플레이션의 고리를 끊는데 결정적인 역할을 하였다. 2016년 상반기 중국 출장을 통해 만나본 현지 사람들은 인플레이션 반등을 이미 예상하고 있었으며 이를 출장 이후 작성한 "중국 국가 보고서"에서 다음과 같이 서술하였다.

2015년까지 중국 디플레이션은 현실적인 위협이었다. 그러나 최근 중국 내 투자자들 사이에서는 인플레이션 압력에 집중하며 디플레이션은 철 지난 이야기로 치부하는 의견이 증가하고 있다. 인플레이션에 주목하는 측의 대부분은 2016년 초 반등한 원자재 가격과 부동산 가격에 주목하고 있다. 또한 2015년의 기저 효과가 반영되면서 앞으로 인플레이션 압력이 나타날 것으로 예측하고 있다.

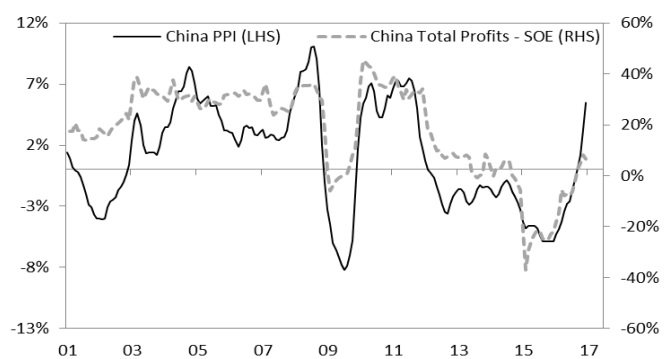
디플레이션 압력 해소에 따라 국영 기업 이익 증가율이 회복되었다. 아래에서 알 수 있듯 국영 기업들의 이익 증가율은 생산자 물가 지수와 같은 움직임을 보인다. 이익률 감소는 국영 기업 부채 압력을 가중시키는 요인이었으나 이익률이 향상되면서 국영 기업의 부채 문제를 정부가 관리할 수 있다는 의견이 다시 힘을 얻고 있다. 정부는 국영 기업을 인수 합병하는 것과 함께 Debt-equity Swap 등의 정책을 도입해 가면서 완만하게 부채 문제 해결에 노력하고 있다. 부채 문제의 위급함은 경감되고 있다.

공급측 개혁은 기타 원자재 가격 상승을 촉발



출처 : Bloomberg

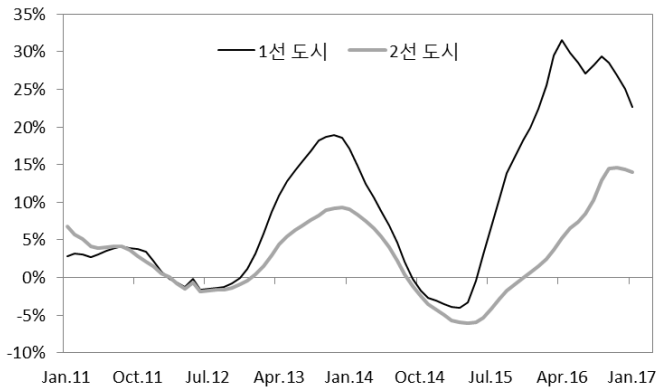
생산자 물가 반등은 국영기업 이익률 증가에 기여



출처 : China NBS

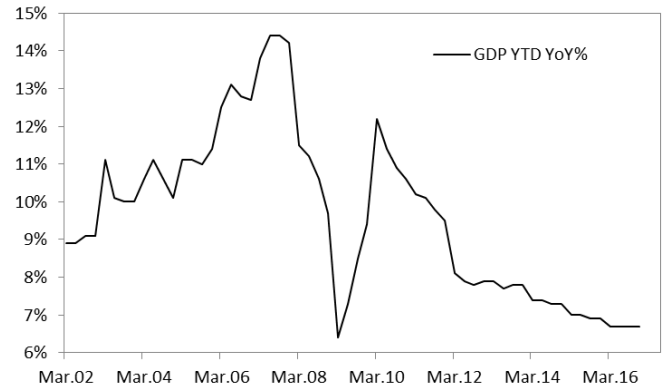
우려되었던 중국의 경제 성장률도 안정적으로 관리되고 있다. 비록 중국의 실질 경제 성장률은 금융 위기 이후 최저치에 머무르고 있지만 6% 중반의 수치는 경착륙과는 거리가 멀다. 이를 위해 중국 정부는 그 동안 완화적인 통화 정책을 유지하며 확장적인 재정 정책을 펼쳤다. 1선, 2선 도시의 부동산 가격의 상승을 어느 정도 용인하는 모습도 보였다.

중국 부동산 가격 상승 (1,2선 도시 신규 주택 가격 상승률)



출처 : Bloomberg

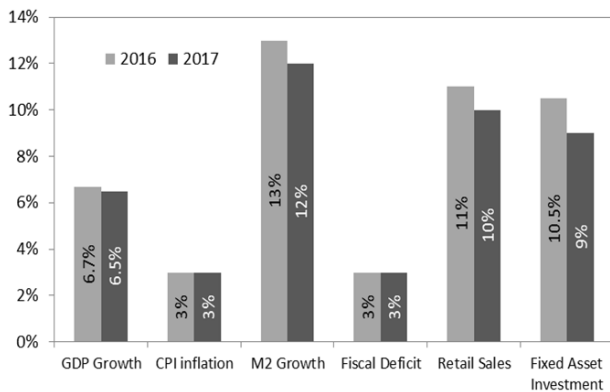
중국의 L자형 성장은 세계 경제에 안정성을 가져다줌



출처 : China NBS

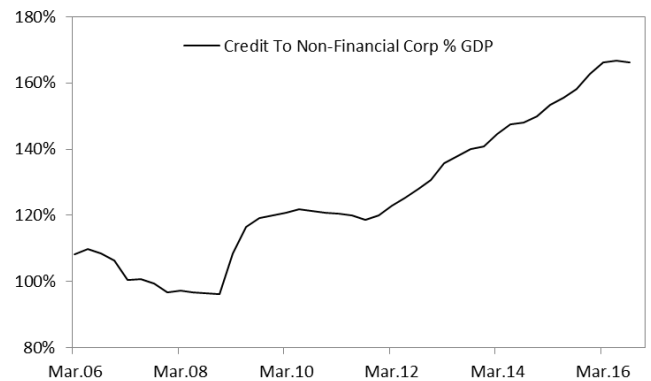
앞으로도 한동안 중국 경제는 안정적으로 운영될 것으로 예상된다. 최근 진행된 양회(兩會)에서도 중국의 안정적인 경제 관리 의도를 확인할 수 있었다. 이번 양회에서 리커창 총리가 발표한 정부공작보고에 따르면 2017년 중국의 경제 성장률 목표는 6.5%로 현재의 수준과 큰 차이는 없다. 화폐 유동성, 총신용, 인플레이션 등 각론 수준의 경제 목표에서도 큰 변화는 관찰되지 않았다. 2017년 하반기 19차 당대회라는 대형 이벤트를 앞두고 조심스러운 모습이다. 권력 강화에 나선 시진핑은 특히 올해 금융 시장의 큰 변동성과 경제 우려를 용납하지 않을 것이다.

2017년 주요 경제 지표 목표는 2016년과 크게 달라지지 않아



출처 : 중국 정부공작보고

중국 민간 비금융 기업 GDP 대비 부채 규모 증가율 둔화



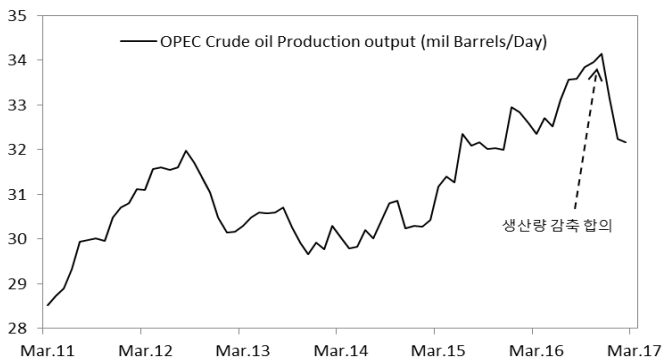
출처 : Bank for International Settlements

중국 경제의 문제는 더 이상 중국 혼자만의 문제로 끝나지 않는다는 사실을 우리는 지난 2년의 금융 시장의 반응을 보면서 확인할 수 있었다. 중국 경제의 경착륙 가능성은 세계 경제에도 위협 요소로 다가온다. 중국이 경제 위기에 직면한다면 글로벌 총수요가 감소할 것이다. 또한 전세계에 디플레이션 압력을 수출할 것이다. 중요 채권국의 하나로서 중국은 언제나 미국을 포함한 금융 시장에 폭탄을 안길 수 있다. 따라서 지난 1년간 중국의 안정은 전세계 경제 입장에서 안도할만한 일이다.

반등은 지속 가능할까?

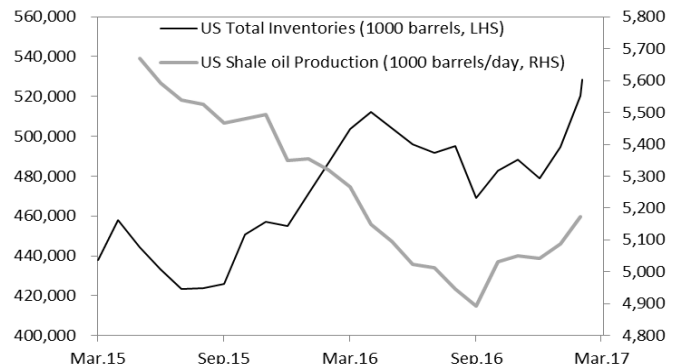
앞서 살펴보았듯 반등의 두 가지 요인, 즉 1) 유가 반등과 2) 중국의 안정은 최근까지의 경제 지표와 시장의 반등을 이끌어온 주요 요소였다. 그러나 앞으로도 이 두 요인이 시장과 경제의 반등을 이끌어 나갈 수 있을지에 대해서는 부정적이다. 유가의 반등은 지난 1년 동안 보여주었던 강도를 유지하기 어렵고, 중국의 안정적 경제 성장도 글로벌 시장에 추가적인 모멘텀을 제공하는 데에는 한계가 있어 보인다.

OPEC은 합의한대로 원유 생산량 감축을 진행



출처 : Bloomberg

그러나 미국 원유 재고량과 셰일 생산량 증가가 가격 상승을 저해



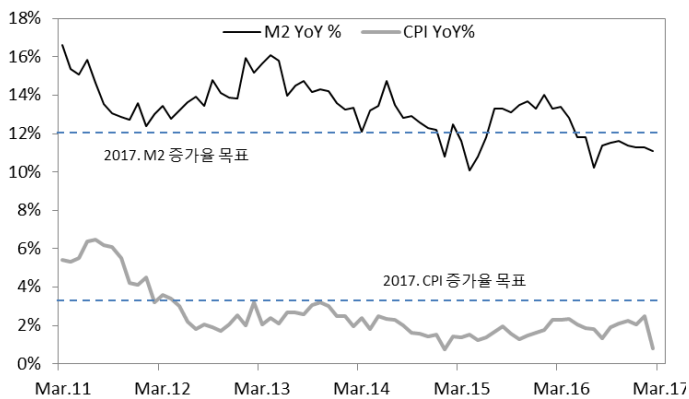
출처 : US Department of Energy, Rystad Energy

2016년 하반기, OPEC이 러시아와 함께 석유 생산량 감축에 합의하면서 원유 가격 상승 전망에 힘을 실었다. 실제로 생산량 감축은 11월 이후에 나타났다. 유가도 긍정적으로 반응하면서 WTI 기준 배럴당 54달러까지 상승하였다. 그러나 합의에도 불구하고 그 이상의 유가 상승은 쉽지 않았다.

최근 미국 원유 재고량은 빠른 속도로 증가하기 시작하였기 때문이다. 미국 에너지청(Department of Energy)의 발표에 따르면 전략적 비축량을 제외한 미국의 원유 재고는 1월 이후 빠른 속도로 늘어나 전고점을 돌파한 것으로 확인되었다. 중단되었던 미국 셰일 생산도 재개되는 움직임이다. 2016년 9월 이후 셰일 생산량은 반등하여 최근까지 지속적으로 상승하고 있다. 이것이 곧 원유 가격이 하락함을 의미하지는 않지만 유가의 추가적인 상승은 상당 기간 동안 제한될 것임은 예상해볼 수 있다.

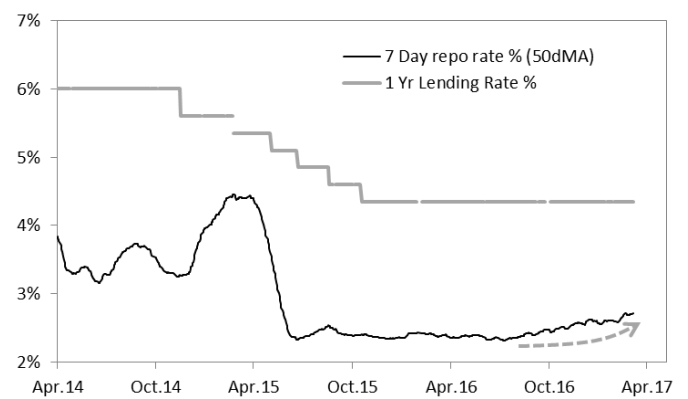
유가가 현재 수준에서 크게 벗어나지 않는다고 가정하면 최근 나타난 저유가의 강력한 기저 효과를 지속적으로 누리는 힘들 것으로 보인다. 앞서 밝혔듯 유가의 기저 효과는 인플레이션, 산업 생산 등 여러 경제 지표에 긍정적 영향을 미쳤다. 그리고 그 효과는 리플레이션의 기대감을 형성하게 하였다. 그러나 앞으로 그 기저 효과는 빠른 속도로 사라질 것이고 리플레이션 논리가 지속되기 위해서는 유가 반등 이외의 요소를 찾아야 할 것이다.

중국 유동성 증가량은 목표치에 근접한 수준



출처 : PBoC, China NBS, 중국 언론

중국의 완만한 긴축 움직임



출처 : PBoC, Bloomberg

중국 경제의 안정은 글로벌 경기가 반등하는 데 기여하였지만 그렇다고 중국이 추가적으로 경기를 부양시킬 가능성도 크지 않다. 오히려 그 반대에 가깝다. 현재 중국의 M2 증가율 수준은 11.1%로 정부가 2017년 목표로 하고 있는 12% 수준에 가까운 상황이다. 추가적인 시장의 유동성 확대를 정부가 원하지 않는다고 해석할 수 있다. 지난 5년간 M2 증가율의 추이를 본다면 올해 목표치인 12%를 하회한 적이 많지 않았다는 것을 알 수 있다. 따라서 양회에서 제시한 목표는 추가적인 통화 완화 정책은 지양될 것을 이야기하고 있다. 소비자 물가 상승률도 안정세를 되찾아가고 있어 통화 완화 정책이 요구되는 수준으로 보이지 않는다.

따라서 앞으로 중국에서의 통화 정책은 중립 혹은 약간의 긴축 기조를 이어갈 것으로 전망된다. 그러나 기준 금리의 인상과 같이 뚜렷한 신호를 주는 통화 정책수단보다는 단기 역레포 금리와 같은 공개시장조작정책(OMO), 중기 유동성창구(MLF) 등이 선호될 것이다. 실제로 2016년 하반기 이후 중국 은행간 7일물 레포 금리는 완만하게 상승하는 움직임을 보이고 있으며 시장의 유동성도 완만하게 조정하려고 노력하고 있다.

물론 중국이 성장을 포기하는 것은 아니다. 확대 재정 등의 정책은 지속될 것이다. 그러나 현재 중국 정부 경제 정책의 제1목표는 '안정성'이다. 위기 극복을 위해 안정보다는 성장을 택했던 과거와 같은 사례는 올해 예상하기 힘들다. 따라서 중국이 중심이 된 글로벌 경제 회복의 모멘텀은 지속되기 힘들 것으로 생각된다.

따라서 2016년 하반기 이후 글로벌 경제 상황에 반등을 이끌어왔던 두 가지 요인이 앞으로 지속적으로 경제 상황을 선도할 수는 없을 것이다. 세계 경제가 본격적인 리플레이션 국면에 들어서기 위해서는 소비 성향의 완벽한 회복과 기업들의 공격적인 투자 재개가 있어야 할 것이다. 이것들이 선행되어야 글로벌 리플레이션은 비로서 자기 강화 주기(Self-reinforcing cycle)에 들어설 수 있을 것이다. 그러나 아직 그러한 증거는 약하다. 경기 추세의 완전한 회복을 위해서 우리는 좀 더 기다려야 한다.

중앙은행들이 본격적인 긴축 기조로 들어설 수 있을까?

디플레이션 위협에 대응했던 선진국 중앙은행들의 공조에 금이 가고 있다. 연준은 2016년 12월 금리 인상 이후 2017년 3월에도 금리 인상을 단행했다. 이번 금리 인상을 포함해 올해 3번의 금리 인상이 예상되고 있다. 시장도 이를 인정하고 있는 분위기이며 보다 빠른 금리 인상을 경계하고 있다. 영란은행(BOE)과 유럽중앙은행(ECB)은 여전히 완화적 기조를 유지하고 있지만 정책의 방향은 기존보다 매파적이다.

마리오 Дра기 ECB 총재는 3월 9일 통화정책 발표 기자회견에서 유로존의 디플레이션 위협이 크게 사라졌다고 디플레이션 위협에 대응하기 위해 조치를 취해야 하는 절박성이 사라졌다고 밝혔다. 얼마 전까지 강한 어조로 ECB의 완화적 통화 정책을 유지해야 한다고 밝힌 것과는 대조되는 모습이다. 양적완화 축소 논의가 없었다고 선을 긋긴 하였지만 회복되는 유럽 경제 상황에서 통화 완화책을 철회해야 한다는 독일 등의 공격에서 자유롭지 못했을 것이다.

브렉시트 이후 충격을 완화하기 위해 충격을 다하겠던 영란은행의 태도 변화도 주목을 끌고 있다. 2월 통화정책회의에서 영란은행은 기준 금리를 동결하고 국채 자산매입 한도를 유지하였지만 인플레이션에 대한 입장을 전환하였다. 기존에는 단기적 물가 상승을 감내해야 한다고 하였으나 이제는 향후 물가 상승 추이에 대해 유의하자는 입장으로 전환하였다. 기존보다 물가 상승에 대한 우려를 상대적으로 강하게 드러냈다는 점에서 매파적으로 변하는 선진국 중앙은행들의 움직임의 일환으로 보인다.

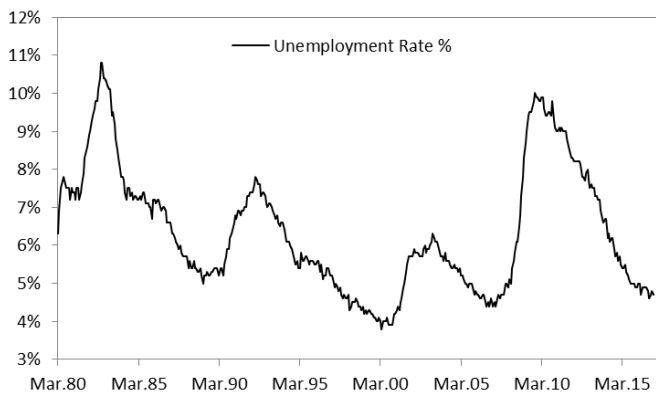
2017년 2월 말이 되자 연준 총재들과 이사들은 거의 입을 맞춘 듯이 3월 금리 인상 가능성에 대해 이야기하기 시작했다. 옐런 연준 의장의 복심으로 알려진 윌리엄스 샌프란 연은 총재는 연설을 통해 3월의 금리 인상이 충분한 고려 대상임을 강조했다. 또 한 명의 복심인 더들리 뉴욕 연은 총재 또한 금리 인상이 훨씬 더 설득력이 있다(a lot more compelling)며 한 목소리를 냈다.

옐런 의장 본인도 3월 초 연설을 통해서 3월 금리 인상 가능성을 열어놓았다. 그녀는 3월 FOMC 미팅에서 FOMC 위원들은 고용과 인플레이션이 예상 경로에 따라 움직이는지 평가할 것이고 만약 그렇다면 추가적인 금리 인상이 적절하다고 발언했다. 또한 금리 인상을 너무 늦춘다면 향후 급격한 금리 인상의 리스크가 있다고 하면서 매파에 힘을 실어주었다.

연준이 예상보다 매파적으로 나오는 공식적 이유는 의회가 연준에게 부여한 두 가지 목표를 거의 달성해가고 있다는 내부적 판단에 있다. 첫 번째 목표인 완전 고용(maximum sustainable employment)과 관련하여, 실업률은 4.7%를 기록하고 있어 연준 내부에서 생각하는 자연실업률(NAIRU, Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment)에 가까워져 있다. 추가적인 실업률 하락은 인플레이션을 자극할 가능성이 있다는 이야기이다.

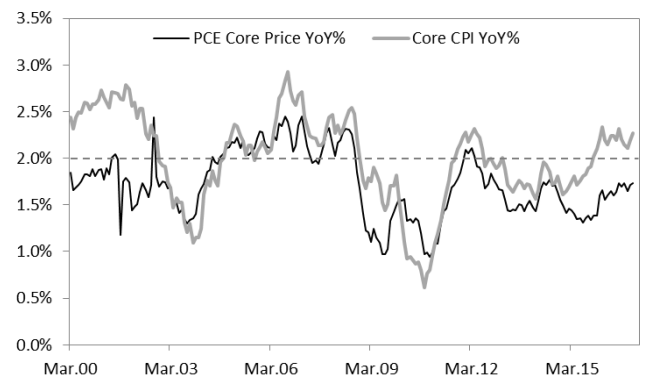
두 번째 목표인 가격 안정성(Price Stability)을 달성하기 위한 인플레이션의 목표 2%는 달성하지 못하고 있다. 그러나 연준 위원들은 중기적으로 인플레이션 목표를 달성할 수 있을 것으로 자신하고 있다. 시장에서 추정하는 인플레이션 기대치도 회복되었으며 예전에 연준이 우려하였던 소비자들의 인플레이션 기대심리도 완연하게 회복되고 있는 모습이다. 이제 정말 연준을 선두로 해서 중앙은행들이 본격적인 긴축 기조로 태도를 전환할 것이라는 말을 그저 흘려 들을 것은 아닌 것이다.

연준의 실업률 관리 목표는 달성에 가까움



출처 : Bureau of Labor Statistics

그러나 인플레이션 목표는 여전히 미달

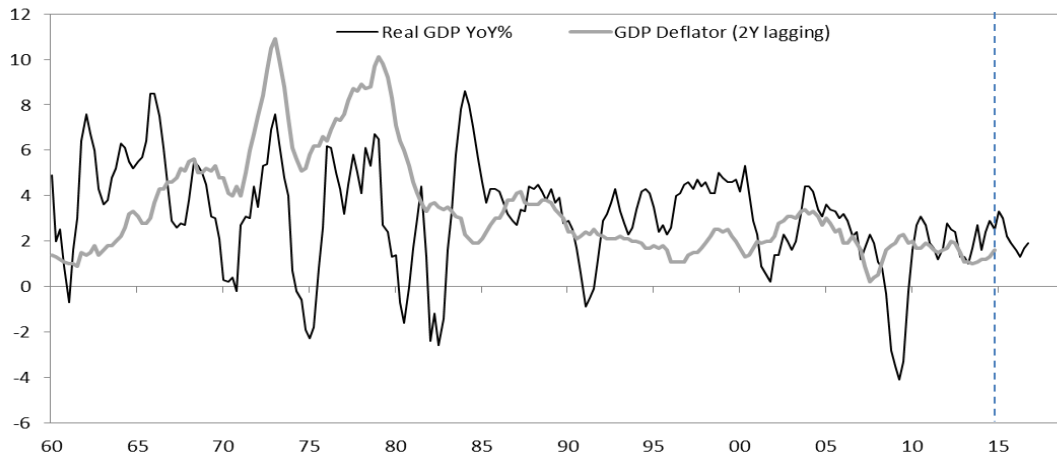


출처 : BEA, BLS

아직 저인플레이션의 위험이 사라졌다고 보기는 어려워

지금 연준 위원들의 관심은 달성하지 못한 목표, 그러나 곧 달성할 수 있다고 확인했던 목표인 인플레이션에 집중되어 있을 것이다. 인플레이션은 다음 페이지 도표와 같이 대체로 경기를 후행한다. 또한 70년대 1,2차 석유 파동과 같이 공급측 충격 있지 않은 상황에서는 물가는 대체로 2년 이전의 실질 경제 성장률보다 낮은 수준에 머물러 있음을 확인할 수 있다. 앞서 '리플레이션의 실마리'에서 확인했듯이 최근 인플레이션 상승은 유가의 기저 효과에 따른 것으로 일종의 공급 충격과 같은 효과를 보였다. 그러나 이 효과가 사라진 이후에도 인플레이션이 현재보다 높은 수준에서 안정화되기 위해서는 지속적인 경제 성장이 담보되어야 할 것이다.

성장에 후행하는 물가 움직임

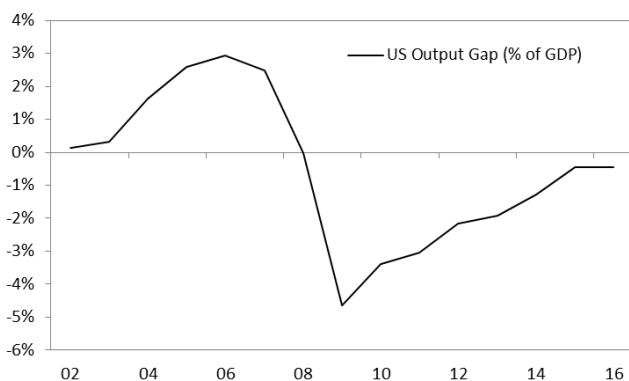


출처 : BEA

그러나 미국의 경기는 아직 예열 상태를 벗어나지 못하고 있다고 판단된다. IMF에서 추정하는 미국의 Output Gap은 아직 미국 경제가 잠재 성장률 미만으로 성장하고 있음을 나타낸다. Output Gap은 정확한 추정이 어렵고 향후에 개정이 빈번하다는 단점이 있어 근래의 경기 상황을 판단하기에는 부족한 면이 있으나 현재 미국의 유휴 설비 상황을 본다면 IMF의 Output Gap 추정은 오히려 낙관적인 것으로 보일 정도다.

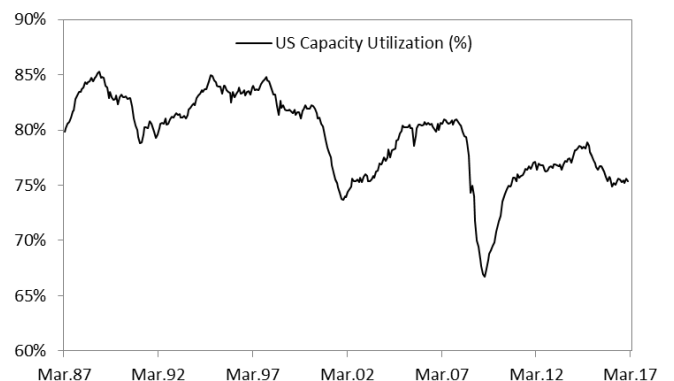
미국 산업은 글로벌 금융 위기 이후 설비 가동률을 이전 수준으로 회복하지 못하고 있다. 최근의 설비 가동률 수준(75%)은 역사적 평균과 비교해서 낮은 수준이다. 공급량이 수요를 소화하지 못하면서 인플레이션이 일어난다는 사실을 생각해 보았을 때, 설비 가동률이 떨어진다는 것은 그만큼 인플레이션 압력이 앞으로 쉽지 않을 것임을 말해준다. Output Gap이나 설비 가동률으로 파악한 미국 경기 상황은 아직 과열과는 거리가 있어 보인다.

Output Gap 여전히 남아 있어



출처 : International Monetary Policy

유휴 설비 회복 부진

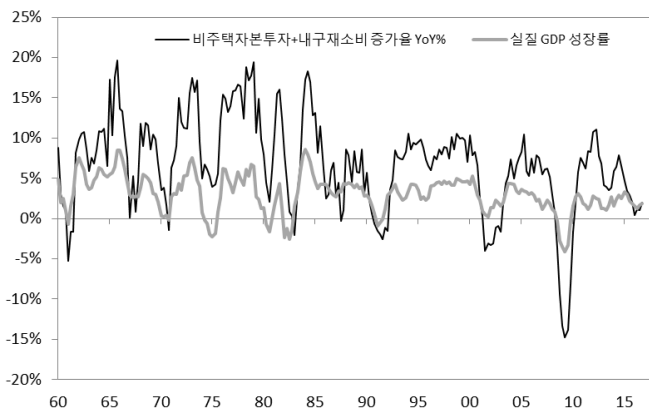


출처 : Federal Reserve

따라서 2% 수준의 안정적인 인플레이션을 달성하기 위해서는 미국 경기의 성장이 물가를 자극할 정도로 충분해야 한다. 아래 도표를 참고하면 역사적으로 미국의 경제 성장은 비주택 자본 투자와 내구재 소비 증가가 뒷받침되어야 지속 가능했다는 사실을 확인할 수 있다. 상대적으로 높은 수준의 경제 성장에는 언제나 그보다 높은 수준의 비주택 자본 투자와 내구재 소비의 증가가 동반되어왔다. 그러나 현재의 상황은 그렇지 못하다. 미국의 비주택 자본 투자와 내구재 소비 증가율은 아래 도표에서 볼 수 있듯 금융 위기 이후 최저치에 머물고 있다. 최근 약간의 반등이 관찰되고 있지만 이것이 성장 궤도를 회복시킬지는 좀 더 지켜봐야 할 것으로 보인다.

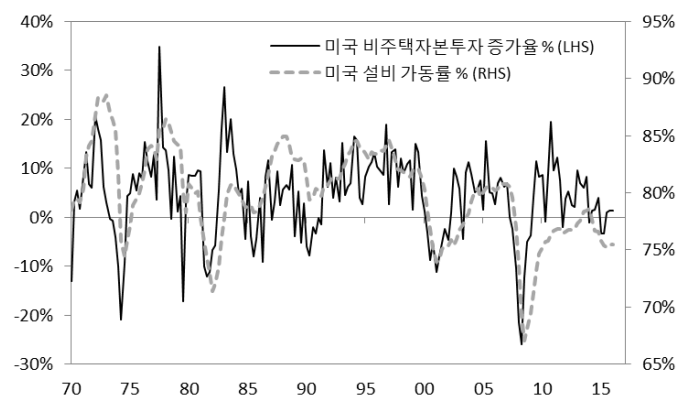
미국 비주택 자본 투자 증가율 경우 앞서 살펴본 설비 가동률과 밀접한 관계를 가진다. 유휴 설비가 존재하는 기업이 추가 투자를 감행할 유인이 별로 없을 것이라는 사실에서 이 관계를 쉽게 유추해 볼 수 있다. 아래 도표에서처럼 아직 설비 가동률이 상승하지 못한 상황에서 비주택 자본투자 증가율이 상승할 것으로 예상하기는 어렵다.

미국 경제의 본격적 성장은 투자와 소비의 회복에 따름



출처 : BEA

설비 가동률이 낮은 상황에서 투자의 회복은 난망

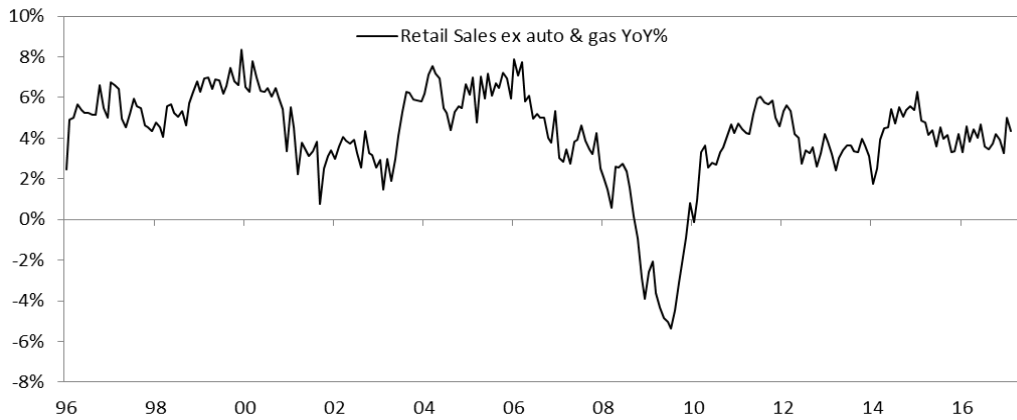


출처 : BEA, Federal Reserve

또 다른 성장 동력인 민간 소비는 글로벌 금융 위기 이후 미국 경제의 주요한 지지 기반이었다. 역사적으로 미국의 소비자들은 위기 때 소비를 확장하면서 경제 회복을 도왔다. 다음 페이지 도표에서처럼 금융 위기 이후에도 미국의 소매 판매 증가율은 놀라운 수준의 복원력을 보여주었다. 아직까지 지지부진한 투자 증가율과는 다른 모습이다.

소비 증가 → 기업 생산 증가 → 투자 증가 → 고용증가 → 소비 증가의 선순환 고리는 경기 회복의 고전적 청사진이다. 앞서 미국 가계가 금융 위기 이후 디레버리징을 성공적으로 진행해 왔음을 보았다. 이를 통해 미국 소비자들은 향후 소비 증가의 여력을 마련해둔 상황이다. 자연 실업률에 가깝다고 평가되는 현재의 고용 수준을 보더라도 향후 가계의 소득 증가, 그리고 소비 증가로의 길이 마련된 것처럼 보인다.

금융 위기 이후에도 소비는 상대적으로 견조한 모습을 유지

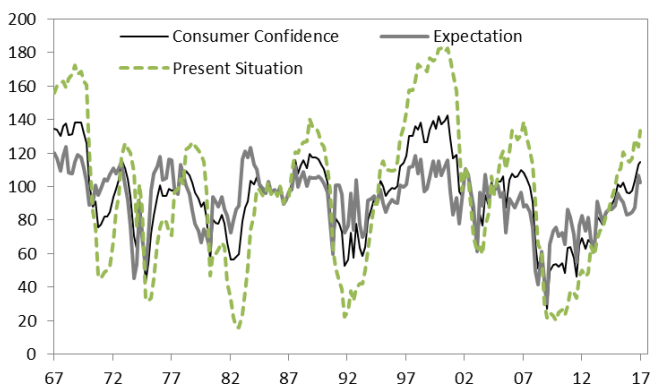


출처 : US Census Bureau

이처럼 소비가 견조하다는 것은 사실이나 향후 수요 인플레이션을 추동할 정도로 강한 것인지는 논란의 여지가 있다. 현재 미국 소비자들의 신뢰 지수는 금융 위기 이후 최고치에 가깝다. 그러나 세부적으로 높은 상승세를 지속하고 있는 현재 상황에 대한 평가와는 달리 향후 기대치는 이에 미치지 못하고 있는 모습을 보인다. 물론 미래 전망치 역시 아래 도표를 보면 금융 위기 이후 최고치를 기록하고 있다. 그럼에도 불구하고 최근 소비자 신뢰 지수의 상승세는 현재 상황에 대한 소비자들의 자신감에 기인한 점이 크다는 점을 짚고 넘어가려 한다.

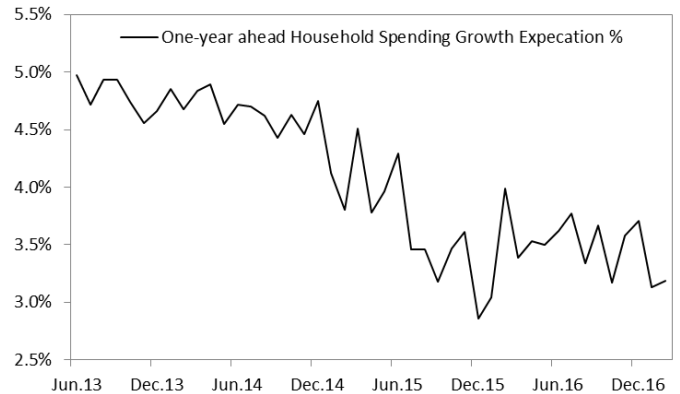
뉴욕 연준에서 시행하는 소비자 설문조사에 따르면 미국 소비자들의 1년 이후 소비 증가 계획은 아직 낮은 수준에 머무르고 있다. 2013년 5%에 이르던 소비 증가 기대감은 2013년 이후 하락세를 보이며 최근에는 3% 수준에 머물고 있다. 비록 경기에 대한 소비자들의 평가(Consumer Confidence)는 개선되고 있지만 구체적인 소비 계획 증가로 이어지지 않고 있는 모습이다.

소비자들의 현재에 대한 평가와 미래에 대한 기대 차이는 큼



출처 : Conference Board

소비자들의 1년 후 소비 예상은 하락세 지속



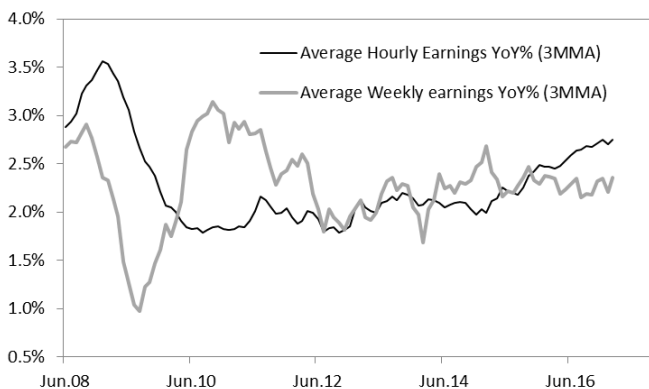
출처 : Federal Reserve Bank of New York

소비가 소득의 함수인 점을 생각해 본다면 소비 증가율 예상이 본격적인 상승세를 그리지 못하는 데에 소득 증가율의 정체가 영향을 끼쳤을 것으로 추측해볼 수 있다. 실제로 완전 고용을 거의 달성했다는 평가와는 달리 본격적인 임금 인상은 지지부진한 상황이다. 아래 시간당 임금 증가율을 보면 어느 정도 회복의 모습이 보인다. 그러나 다른 지표들은 아직 소득 증가를 확신시키지 못한다. 대표적으로 시간당 임금은 상승했음에도 불구하고 주당 노동 시간이 감소하면서 주간 노동 임금은 감소하였다. 결국 시간당 임금의 상승에도 불구하고 노동자 1인이 받아가는 임금에 큰 상승은 없었다.

인플레이션을 감안한 실질 임금을 보면 임금 상황은 악화되었다. 2월 주간 실질 임금 증가율을 보면 전년 대비 0.3% 감소한 것으로 나타나 실질 임금은 오히려 감소하고 있음을 알려준다. 소비의 출발점이 되는 소득의 증가가 아직 뚜렷하지 않기에 지금까지 견조했던 소비 증가에도 불구하고 앞으로의 소비 증가가 경기 확장에 크게 도움이 될지는 여전히 의문이 남아 있는 상태이다.

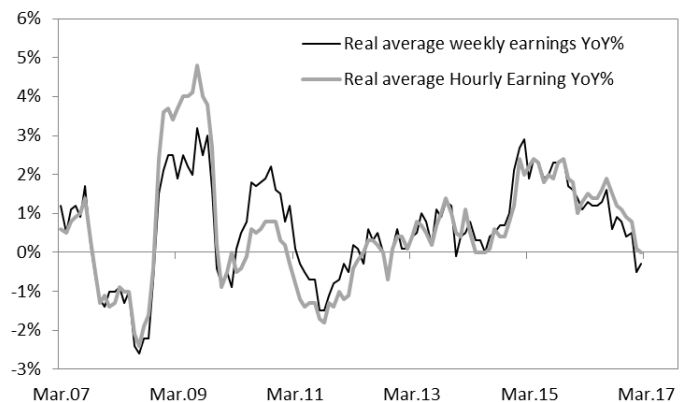
금융 위기 이후 소득 증가의 수혜를 일부 고소득층이 주로 취했다는 점도 소비 증가에 부정적이다. 소득 1, 2분위의 경우 지난 5년간 평균 소득 증가율이 0에 가까워 실질적으로 소비를 할 수 있는 여력이 크지 않은 상황이다. 전반적인 고용 상황 개선에도 불구하고 아직 상당 수의 사람들이 소외되어 있는 셈이며, 이는 미국 소비 증가에 걸림돌이 되고 있다.

시간당 임금은 상승했지만 주간 임금은 정체중



출처 : Conference Board

실질 임금 소득 증가율은 감소세로 돌아섬



출처 : Bureau of Labor Statistics

정리하자면 디플레이션 우려를 떨치고 인플레이션의 기조적 회복에 들어서기 위해서는 경기가 반등해야 하며, 이를 소비자들의 소비나 기업의 투자 증가에서 확인할 수 있다. 그러나 아직 소비와 투자 상황 모두 추가적으로 개선될 부분이 남아 있다고 판단된다. 따라서 아직 경제 성장을 바탕으로 한 수요 견인 인플레이션을 기대하기에는 이른 상황으로 보인다.

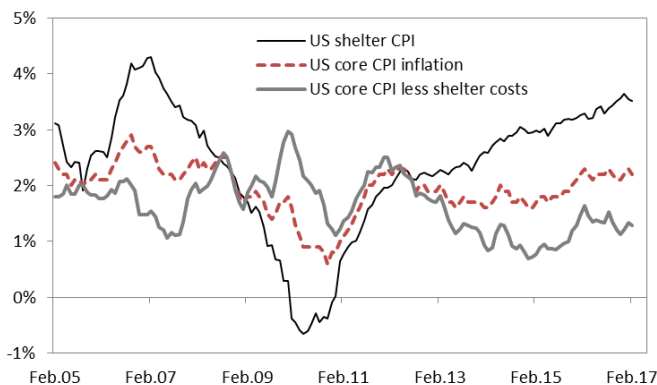
연준은 본격적 긴축 신호는 지양할 것

연준이 주목하고 있는 PCE 인플레이션과 소비자물가지수(CPI) 증가율의 가장 큰 구성의 차이는 주거비와 의료비이다. CPI의 경우 주거비의 비중이 높은 반면 PCE는 의료비의 비중이 높다. 핵심 CPI 인플레이션은 2%를 상회하는 수준인데 반해 PCE 인플레이션은 연준의 목표치인 2%를 하회하고 있다. 어떤 지표가 인플레이션을 보다 정확하게 나타내는지는 알 수 없으나 CPI와 PCE 인플레이션의 차이는 주거비와 의료비의 상승률 차이에 의한 것이라는 것은 유추해볼 수 있다.

실제로 2010년 이후 CPI가 측정하는 주거비(Shelter) 증가율은 계속해서 상승하여 최근 연간 4%에 가깝게 나타나고 있다. 금융 위기 이전 주택 버블 시기보다는 낮은 수준이지만 충분히 높은 수준으로 보이며 현재 수준 이상으로 상승하기에는 쉽지 않아 보인다. 반면 아래 도표에서 주거비 증가율을 제외한 미국의 핵심 CPI 인플레이션을 보면 1% 초반대의 상승세만을 보일 뿐이다. 따라서 주거비를 제외한 물가 상승 압력은 그다지 크지 않은 상황임을 알 수 있다.

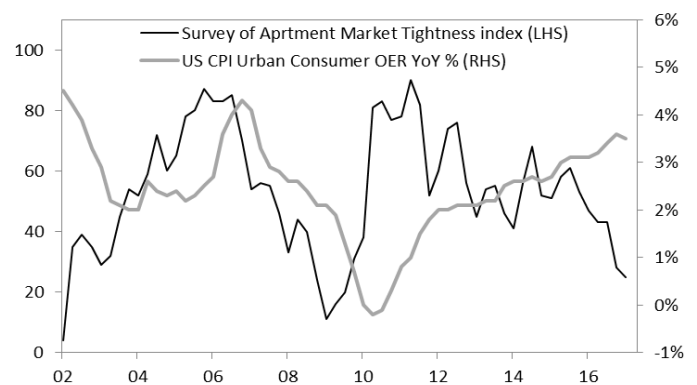
아래 오른쪽 그래프는 아파트 시장 설문 지수와 CPI 임대료 증가율을 비교한 것이다. 이에 따르면 설문 지수는 임대료 증가율을 선행하는 모습을 보여왔는데, 최근의 수치는 앞으로 도시 지역의 임대료는 하락할 여지를 보여준다. 만약 임대료 하락이 CPI 증가율 둔화로 이어진다면 시장은 다시 한번 연준의 인플레이션 관리 능력에 의심을 보낼지 모른다.

주택 가격을 제외하면 인플레이션 압력 낮아



출처 : Bureau of Labor Statistics

설문 조사는 임대료 증가율 둔화를 예상



출처 : Bureau of Labor Statistics, NMHC

연준 위원들은 이런 상황을 충분히 인식하고 있다고 생각한다. 옐런 연준 의장은 금리 인상을 결정한 3월 FOMC 기자회견에서 미국 경제는 향후 추가로 개선될 여지(more room to run)가 있다고 밝혔다. 더불어 한 발 더 나아가 래리 서머스의 장기침체론 주장을 똑같이 반복했다. 미국의 실질 중립 이자율은 역사적으로 낮은 수준에 있으며 중립 이자율의 감소는 미국만의 상황이 아닌 전세계적인 추세라는 것이다. 그리고 이런 현상은 금융 위기 이전부터 있어왔다고 옐런 의장은

언급했다. 시장이 리플레이션의 실마리에 도취되어 있었던 순간에도 연준에서는 여전히 장기 침체론의 위험성에 대해서 배제하고 있지 않고 오히려 점점 인정해 가는 제스처를 취하고 있다.

점도표에 따르면 연준 위원들은 기준 금리의 장기 수준을 3%로 예상하고 있다. 2017년부터 1년에 3차례씩 차분히 인상한다면 충분히 도달할 수 있는 수치이다. 따라서 중립 금리가 1% 수준에 머물고 있다고 가정한다면 연준은 금리를 1년에 3번 이상 급하게 올릴 필요가 없는 상황이다. 이것조차 경기 상황이 지금과 비슷하다는 가정에 기반한 것이다. 지금까지 경기와 인플레이션을 살펴보면 리플레이션 압력이 근시일 내에 약해질 수 있음을 예상해 보았다. 만약 이 예상이 현실화된다면 연준이 향후 금리를 올릴 수 있는 여력은 이보다 더 약해질 것이다. 따라서 앞으로 한동안 연준의 완화적인 통화 정책은 지속될 것이다. 이는 미국 경제의 확장 국면을 연장해줄 것임과 동시에 글로벌 금융 자산의 가격을 지지해줄 것으로 예상된다.

그런데 만약 트럼프 대통령이 본인이 공약을 약속대로 이행한다면 인플레이션에 대한 예상은 달라질지도 모른다. 연준이 금리를 완화적으로 유지할 것이라는 가장 큰 이유가 낮은 인플레이션 수준이었기 때문에 만약 인플레이션에 대한 전제가 바뀐다면 지금까지의 의견을 바꿔야 할 것이다. 트럼프 정책에 대한 평가와 예상이 필요한 시점이다.

트럼프의 약속 = Inflationary !?

뚜렷한 트럼프의 정책 방향성

세계화와 금융 위기 이후 저금리에 큰 수혜를 받았던 사업가 도널드 트럼프를 세계화에 분노한 시민들이 대통령으로 선택했다는 것은 우리 시대의 역설이다. 그러나 트럼프는 자신의 성공 방정식을 잘 파악하고 있었으며 자신의 지지 세력이 누구인지, 어떻게 만족시킬 수 있을지 정확하게 파악하고 있었다. 정치 경력으로 따지면 신인일지 모르겠으나 협상과 사람 관리에는 베테랑적 면모를 보여주고 있다. 집권 초기부터 자신의 지지 세력을 위한 정치적 행위에 적극적이다. 그의 정책 방향성은 비교적 뚜렷하다. 그것은 미국 우선주의로 정리할 수 있다. 1) 미국 위주의 외교 안보 강화, 2) 인프라 투자, 3) 세제 개혁 및 제도 개편을 각론으로 들 수 있다.

트럼프 주요 정책 정리

분류	미국보호주의	인프라 투자	세제개혁/제도개편
핵심 행정지시	1. TPP의 영구적 탈퇴 2. 반이민법 강화	1. 인프라 투자 신속한 재개 2. 주요 파이프라인 건설	1. 오바마케어 재검토 2. 금융규제법 개혁 + 대규모 감세 등 세제개혁
핵심 행정지시 세부내용	1. TPP 영구적 탈퇴 - 향후 무역협상은 양자간 협상을 지향할 것임을 재확인 2. 반이민법 강화 - 남부국경 장벽 건설, - 불법이민 방지 및 불법 체류자 신속 추방 지시	1. 인프라투자 신속한 재개 - 인프라 프로젝트 우선순위 지정, 필요한 행정적 절차 신속한 처리 주문 2. 주요 파이프라인 건설 - 다코타 액세스/키스톤XL 파이프라인 건설 촉구 - 송유관 건설에 미국산 재료/장비 사용 지시	1. 오바마케어 재검토 - 오바마케어 폐지 지시 그전까지 모든 규제 및 부담을 최소화할 것 2. 금융규제법 개혁 - 규제 실효성을 면밀히 분석할 것 지시. 사실상 도드-프랭크 법안 염두

출처 : 동부 리서치

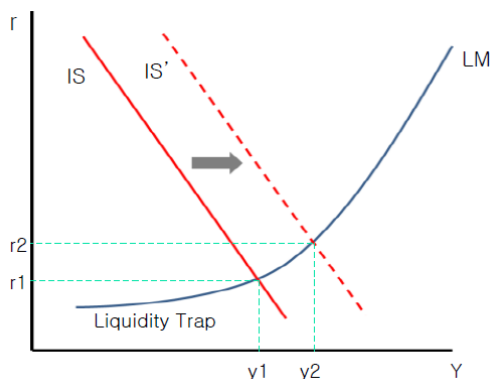
트럼프는 세계화로 인해 미국 경제가 막대한 피해를 입었다고 생각하고 있으며 따라서 보호 무역주의를 통해 국내 일자리를 보호하고자 한다. 반이민법 또한 같은 맥락이다. 대규모 인프라 투자를 약속하였으며 이를 통해 경제 성장과 일자리 창출을 목표로 하려 한다. 조세 구조를 단순화 시킴과 동시에 감세 정책을 통해 시민들의 소득 개선을 지원하려고 한다. 오바마 케어 폐지와 금융 규제법 개혁 등 과거 정부의 규제 철폐를 도모하고 있다.

무역 장벽과 재정 지출 확대는 인플레이션 촉진 요인

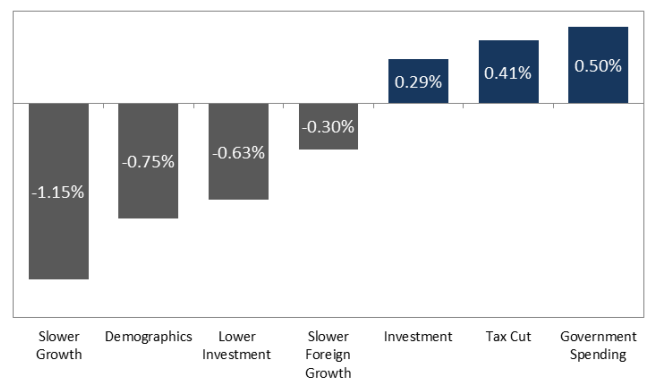
그런데 조금만 살펴보면 이와 같은 트럼프의 약속은 하나같이 국내 인플레이션 압력을 증가시킨다는 것을 알 수 있다. 관세 등의 무역 장벽 정책은 수입품 가격을 상승시켜 국내 인플레이션을 자극할 수 있다. 반이민법의 강화는 국내 저임금 노동자의 유입을 차단하면서 서비스 인플레이션을 강화시킬 것이다.

인프라 투자 등 재정 지출 확대 또한 인플레이션 자극 요인이다. 인프라 투자 등의 재정 지출은 사회 전체적인 투자를 증가시키면서 중립 금리 수준을 상승시킨다. 스탠리 피셔 연준 부의장은 연설을 통해 정부 지출 증가(+0.5%), 감세(+0.41%), 고정투자 증가(+0.29%) 등을 중립 연방기금금리 상승에 영향을 주는 주요 요인으로 뽑은 바 있다. 중립 금리가 상승한다면 현재 수준의 정책 금리는 상대적으로 더욱 완화적이게 되는 것이고 향후 인플레이션 압력이 나타날 수 있다.

재정 정책은 중립 금리 상승에 영향



각 요소가 중립 연방기금금리에 미치는 영향 분석



출처 : Stanley Fischer, "Why are interest rates so low? Causes and Implications", Oct. 2016

감세와 금융 규제 완화는 유동성 확대를 촉발

트럼프는 감세와 규제 완화를 통해 미국의 경제를 활성화시킬 수 있을 것으로 믿고 있다. 미국은 금융 위기 이후에도 대규모 감세를 통해 소비자들이 받을 경제적 피해를 경감시켰다. 금융 위기 사태가 어느 정도 진정된 이후 가처분 소득 대비 미국의 소득세율은 점점 상승하여 현재 위기 이전의 수준을 회복해 있다.

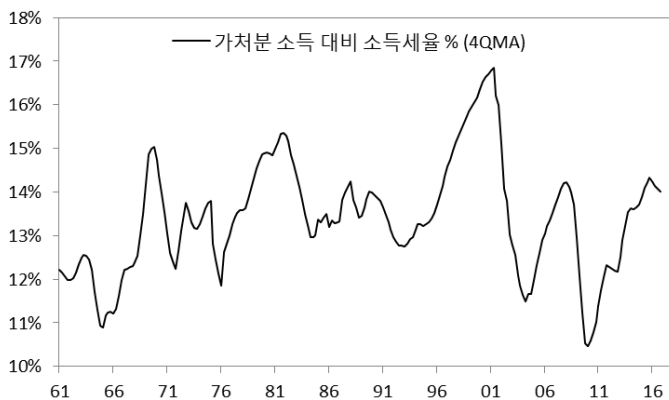
대규모 감세를 약속한 트럼프는 이를 수행하기 위해서는 세수 확보가 필수적이다. 공화당도 막연한 재정 정책을 지지하지는 않을 것이다. 때문에 오바마케어 폐지, 국경조정세 (Border Adjustment Tax)

도입 등을 통해 세수 확보 노력을 하고 있다. 만약 트럼프의 생각대로 세수 확보 방안을 마련하고 감세 정책을 시행할 수 있다면 가계와 기업의 현금 흐름은 개선될 것이고 소비와 투자 확대로 이어질 것이다. 이에 따라 시장의 유동성은 증가할 것이다.

또 하나의 유동성 확대 고리는 금융 규제 완화이다. 금융 위기 이전 은행 딜러들은 자기자본 거래를 활발히 하였다. 그 과정에서 은행 딜러들이 가지고 가는 포지션은 시장의 유동성 제공자로서 역할을 수행하였다. 그러나 도드-프랭크 법안의 일환인 볼커룰과 바젤 III 개혁으로 인해 자기 자본 거래는 힘들고 이윤이 적은 일이 되었다. 규제에 따라 딜러들은 자신의 포지션을 정리하는 방향으로 움직였고 대표적으로 현재 프라이머리 딜러(Primary dealer)의 포지션은 2000년 이후 최저 수준에 머물고 있다.

트럼프는 도드-프랭크 법안을 폐지할 의도를 여러 번 드러내었다. 만약 금융 규제 완화에 따라 은행들이 과거와 같이 적극적으로 자기 자본을 운용할 수 있는 시대가 도래하고 경기 반등에 따라 수익이 나는 사업이 나타나기 시작한다면 시장의 유동성은 폭발적으로 증가할 것이다. 규제에 의해 각 은행들이 중앙 은행에 예치해둔 자금들이 쏟아져 나오면서 시장에 유동성 충격을 줄 가능성도 배제할 수 없다. 그렇게 돌기 시작한 유동성이 어디로 향하는지 관계 없이 거시 경제적 관점에서는 인플레이션을 유발할 것임은 비교적 뚜렷하다.

금융 위기 이후 하락한 소득세율 회복



출처 : BEA

회사채 시장 유동성 감소



출처 : Federal Reserve Bank of New York

이처럼 트럼프가 추진할 주요 정책들은 모두 인플레이션 촉매제 역할을 할 가능성이 높다. 트럼프 당선 이후 시장에서 나타나는 인플레이션 기대 심리가 상승한 것도, 시장이 연준보다는 트럼프의 입에 집중하는 것도 모두 이 때문이다. 그러나 여기서 시간에 대한 고려는 다소 결여되어 보인다. 트럼프가 설령 본인이 약속한 것들을 이행할 수 있다고 하더라도 하루 아침에 달성할 수 있는 과업은 아니다. 의회와의 줄다리기도 예정되어 있다. 아직 많은 대중들은 트럼프를 믿지 않고 있다. 이 상황을 극복해나가면서 본인의 약속을 지켜나갈 수 있을지는 아직 불투명해 보인다.

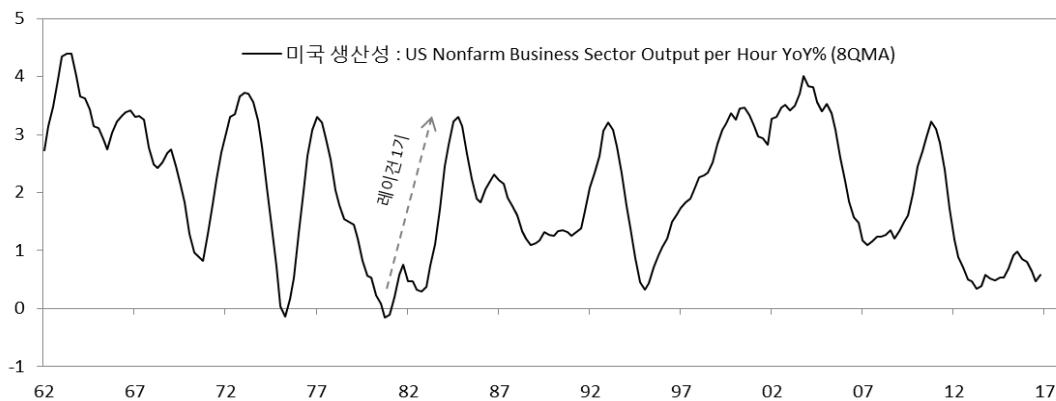
트럼프 정부가 바라는 것 - 생산성 증가

금융 위기 이후 미국이 정말로 바라는 것은 장기 잠재 성장률의 회복이다. 금융 위기의 상흔이 경제 곳곳에 남아 있는 상황에서 경제 성장률 2%조차 쉽게 달성하기 어렵게 되었다. 미국의 지속 가능한 번영을 위해서는 잠재 성장률의 신장이 필요한 상황이다. 므누신 재무 장관 또한 이를 인지하고 있으며 한 인터뷰에서 다음과 같이 언급하였다.

*Our most important priority is sustained economic growth, and I think we can absolutely get to sustained 3% to 4% GDP, and that is **absolutely critical** for the country.*

이처럼 핵심적인(critical)이라고 강조까지 한 '지속적인 성장률 달성'의 핵심 요소는 생산성의 복구이다. 경제 성장에 있어 중단기 변동성은 소비와 신용이 결정하지만 결국 장기 경제 성장 추세는 생산성이 좌우하기 때문이다. 미국의 생산성 성장은 나타난 아래 도표에서 알 수 있듯 2000년대 초반 이후 둔화되는 추세를 보이고 있다. 생산성 향상의 둔화는 금융 위기 이전부터 나타나던 현상이었다. 과거 다시 생산성 향상을 촉발했던 것은 정부 주도의 구조조정이나 신기술의 개발이었다. 레이건 1기 때에는 규제 완화를 통해 둔화되던 생산성 추세를 되돌리는 데 성공했다. 트럼프 정부 또한 레이건 정부 1기에 달성했던 생산성의 회복을 기대하고 있을 것이다.

결국 성장률의 핵심은 생산성의 복구



출처 : BLS

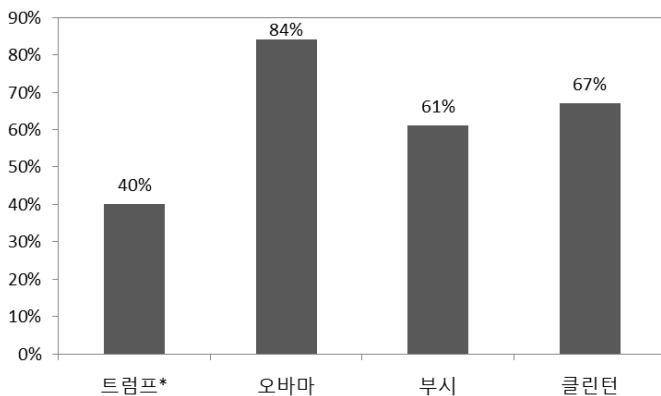
만약 트럼프의 정책이 목표한 바를 달성한다면 미국은 생산성 증가의 수혜를 입을 것이다. 대표적인 수혜는 인플레이션 압력 완화이다. 생산성 향상에 따라 재화의 공급이 효율적으로 증가하고 이에 따라 가격 상승 압력은 감소하는 것이 일반적이다. 트럼프 정부가 대규모의 투자를 통해 생산성을 극적으로 증가시킬 수 있다면 앞서 우려한 바와는 달리 경제 성장률이 높아짐에도 불구하고 인플레이션 압력은 상대적으로 낮은 상황에 머물 것이다.

만약 트럼프의 정책이 원하는 바대로 생산성 증가를 달성하지 못하고 비효율적인 자원 배분으로 인플레이션 압력만을 더하게 된다면 경제 발전은 더욱 힘들어질 것이다. 경제 성장 없는 인플레이션이 본격화된다면 미국의 통화 정책은 균형을 잃어버리게 될 것이다. 트럼프를 지지했던 사람들의 실질 임금은 더욱 하락할 것이다. 트럼프 경제팀은 이를 고려하고 있을 것이며 스스로 이 길로 나아가려고 하지 않을 것이다. 따라서 인플레이션 관리는 이들에게도 중요한 과제이다.

트럼프 정부가 공약 이행 능력을 유지할지 미지수

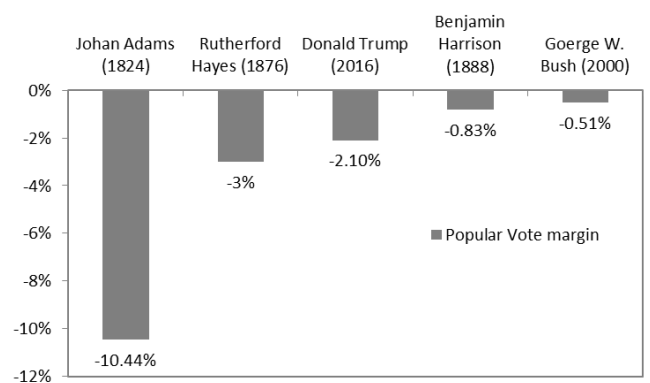
만약 트럼프가 다른 모든 상황을 무시하고 본인의 공약을 지키는 데에만 집착하게 된다고 하더라도 그의 정책이 온전히 실현될지는 여전히 미지수이다. 무엇보다도 트럼프의 낮은 지지율이 문제이다. 트럼프의 취임 전 지지율은 오바마의 절반 정도에 불과했다. 또한 트럼프는 선거 상대방보다 낮은 전국 득표수를 획득했음에도 불구하고 대통령에 당선될 수 있었던 미국 역대 대통령 5명 중 한 명이다. 경쟁자인 힐러리 클린턴과의 득표율 차이는 무려 2.1%나 나면서 역대 3위에 이름을 올렸다. 조지 부시 전 대통령이 2000년에 당선될 당시 엘 고어에게 0.51% 뒤졌던 사례를 제외한다면 20세기 이후 전국 득표수에서 밀리고도 대통령에 당선된 유일한 사람이다. 이는 아직도 트럼프의 약한 정치 기반을 명백하게 드러내주고 있으며 앞으로 트럼프가 공약을 강하게 이행할 수 있을지에 대한 의문을 낳게 하는 지점이다.

미 역대 대통령 정권 출범 직전 지지율 비교



출처 : 연합뉴스, * CNN/ORC가 1월 12~15일 조사한 데이터

낮은 득표율에도 당선된 역대 미국 대통령



출처 : Govtrack

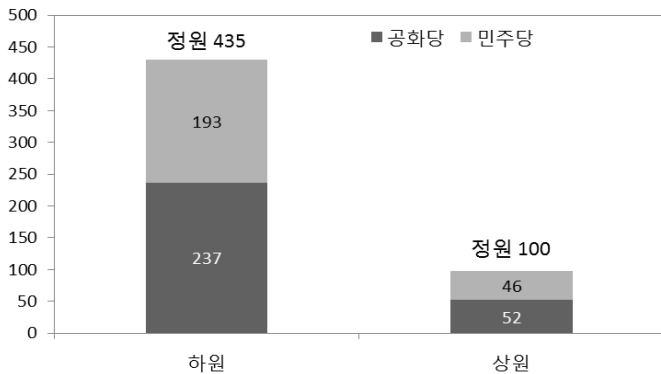
공화당과 트럼프와의 관계도 모호하다. 집권 초기인 현재는 트럼프와 공화당이 한 목소리를 내고 있지만 애초에 트럼프는 공화당의 입장에는 차이가 있다. 이 입장 차이를 앞으로 어떻게 조율할지도 법안 통과 과정에 있어 문제가 될 수 있을 것이다. 민주당과의 관계는 취임 이후 악화 일로를 걷고

있다. 비록 공화당이 의회의 다수당을 장악하고 있다고 하더라도 법안 통과에는 한계가 있다. 최종 표결에 붙이기 위해서는 상원 100명 중 60명의 찬성이 필요한데, 현재 공화당의 의석 수는 52석으로 정족 의석수에 미치지 못하고 있다. 더구나 민주당에서는 필리버스터와 같은 합법적 의사 진행 방해도 불사하겠다는 의지를 표명하고 있어 향후 트럼프 정책을 위해 필요한 법안이 의회를 통과하기는 쉽지 않을 것으로 보인다. 또한 미국 의회의 법안 통과 건수는 갈수록 낮아지고 있으며 이는 광범위한 변화를 추진하려는 트럼프의 의도와 상충된다. 트럼프가 일하기에는 의회의 일처리 속도가 따라주지 않을 가능성이 크다.

따라서 지금 트럼프의 공약이 인플레이션을 가리키고 있다고 해도 아직 인플레이션에 대한 과도한 기대를 하는 것은 선부른 판단일 수 있다. 일례로 트럼프의 재정 정책을 원만하게 추진하기 위해서는 오바마 케어 폐지를 통한 예산 확보가 시급하다. 트럼프 정부는 이것조차 의회와 씨름하고 있으며 아직 별다른 소식을 얻고 있지 못하고 있다. 정책의 도입이 늦어질 수 있고 트럼프 정책에 따른 인플레이션은, 만약 나타난다고 하더라도, 예상보다 시간이 걸릴 지 모른다.

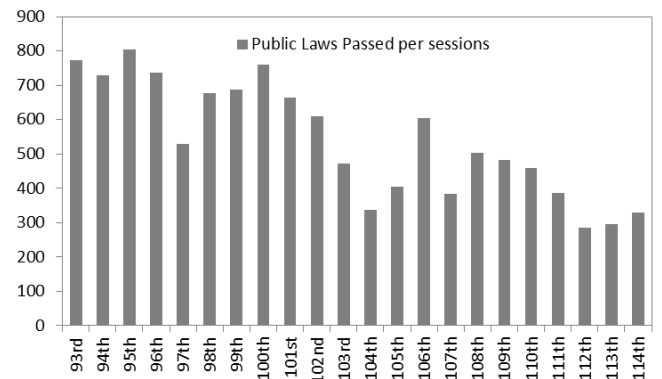
트럼프는 강경하게 정책을 밀어붙이겠다고 공언하고 있지만 트럼프가 직면한 정치 상황은 그렇게 녹록지 않다. 만약 정책의 결과가 부정적이라 다음 의회 선거에서 민주당 지지도가 상승한다면 트럼프는 정책 집행의 모멘텀을 일찍 잃어버릴지도 모른다.

공화당이 의회 다수 그러나 의결 정족수를 넘지는 못함



출처 : Wikipedia

의회의 법안 통과 건수는 감소세



출처 : Govtrack

정책 도입 과정에서 강도는 낮아질 가능성 높아

트럼프가 대중에게 내세우는 정책이 다소 극단적인 것은 대중에게 본인의 정책을 각인시키기에는 효율적인 방법이다. 그리고 효율적인 선거 방법이기도 하다. 그러나 당선 이후 이 정책을 실현시키는 것은 또 다른 이야기이다.

애초에 다소 거친 레토릭을 구사하였기에 트럼프가 제시한 정책은 도입에 있어 모순점을 내재하고 있는 경우가 많다. 예를 들어 글로벌 공급 사슬을 고려해 보면 멕시코에서 1달러어치를 수입할 때 미국산이 평균 40센트가 포함된 것으로 분석되고 있다. 때문에 멕시코산에 대한 관세 부과는 미국산 제품에 대한 결과적인 세율 증가로 이어지게 된다. 보호무역주의를 주창하긴 했지만 실무진 레벨에서 정책을 조율하는 단계에서는 현실적인 선택을 해야 할 것이다. 국경 조정세도 이런 현실화 과정에서 나온 대안 중 하나이다.

도드프랭크 법안에 대한 재검토도 마찬가지다. 트럼프는 2월 3일 금융규제 재검토를 지시하였고 이는 금융 규제 완화의 시발점으로 생각되고 있다. 그러나 아직 구체적 내용이 서술되어 있는 것도 아니고 세부 내용 중 납세자의 세금이 투입된 규제 금융 방지는 도드 프랭크 완화를 선언한 것과 모순되는 행동이기도 하다.

트럼프를 단순히 제도적 모순과 포퓰리즘으로 탄생한 미치광이 대통령 썸으로 치부하는 태도는 지양해야 한다. 성공한 부동산 사업가로서 성장한 그는 스스로를 거래에 능숙한 사람으로 생각하고 있으며 협상 과정을 즐긴다. 협상 과정에서 판을 흔드는 것은 상대방에게 혼란을 주며 그 과정에서 판세를 본인에게 유리하게 이끌어 함이다. 트럼프가 급진적인 정책을 내놓으면서 국내-외 협상 상대방을 압박하는 동시에 실무자들은 상황에 맞추어 유리한 협상을 이끌어낼 수 있다.

정책 도입 과정에서 트럼프의 정책 방향성은 얼마든지 수정될 수 있다. 본인이 원하는 가장 중요한 것 - 미국 중심의 발전 - 을 얻을 수 있다면 트럼프는 얼마든지 본인의 공약을 철회할 준비가 되어 있다고 본다. 그는 비난을 두려워하지 않는다는 장점이 있다.

| 아시아 신흥국에 대한 불안은 아직은 장기적 관점

선진국 경기의 급등도, 급락도 신흥국에는 부정적

다시 처음 질문으로 되돌아가보자. 미국과 글로벌 리플레이션에 따른 금리 인상은 아시아 신흥국에 부정적일까? 미국 위주의 무역 구조 재편에 따라 수출에 의존했던 아시아 신흥국들의 경제는 위험에 직면한 것일까? 앞서 전개된 내용들은 이 모두를 부정하고 있다.

최근의 리플레이션 기대는 경기 주기상 과도한 면이 있으며 이전의 디플레이션 공포가 해소되는 과정에서 나타난 반작용의 결과이다. 또한 트럼프의 정책도 법안으로 통과되고 본격적으로 실행되기에는 넘어야 하는 장애물이 많기에 상당 시간이 소요될 것이다. 그렇다고 경기 회복의 기대를 접는 것 또한 아니다. 오히려 경기가 과열 국면에 들어서지 않으면서 경기를 지지하는 통화, 재정 정책은 지속될 수 있을 것이고 현재의 경기 확장 주기는 상당 기간 이연될 수 있을 것으로 보인다.

미국의 경기가 좋다고도, 그렇다고 나쁘다고도 하지 않는 애매모호한 결론은 신흥국에게 희소식이 아닐 수 없다. 신흥국 자산 가격이 펀더멘털과 유동성의 함수라고 보았을 때 미국 등 선진국의 경기 상황은 유동성을 좌우하는 요소이다. 특히 소규모 개방 경제가 많은 아시아 신흥국들의 경우 선진국 자본의 유출입은 국내 경기에도 영향을 미친다. 경기가 추세적으로 확장되고 중앙 은행이 상대적으로 완화적 입장을 지속한다면 상대적으로 고수익을 제공하는 신흥국 자산에 자본이 유입되면서 유동성을 높일 것이다.

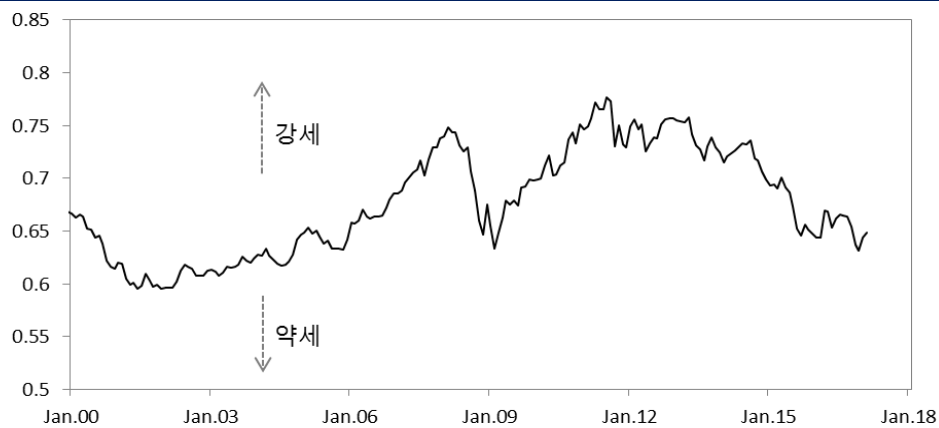
아시아 신흥국 경제의 기초 체력도 개선되었다. 지난 5년간의 통화 약세는 아시아 신흥국들의 경쟁력 확보에 주효하게 작용했다. 경제 규모나 외환 보유고 규모도 커지면서 외부의 충격에 내성 또한 강화되었다. 트럼프의 보호 무역 정책이 본격화된다면 아시아 경제는 타격을 받을 수 있으나 이러한 우려에도 불구하고 트럼프 당선 이후에도 수출이 지속적으로 증가하고 아시아 신흥국 자산 가치가 반등한 것은 고무적이다.

지난 5년간의 통화 약세를 통해 경쟁력 확보

2000년대 초반 이후 신흥국 랠리에 따라 미국 달러 대비 아시아 신흥국 통화는 강세 추세에 놓여 있었다. 이 추세가 전환된 것은 2011년 이후부터이다. 2011년 7월 고점 대비 2017년 2월 아시아 신흥국의 통화 가치는 약 16.5% 절하되었다. 최근 통화 가치의 반등이 관찰되고는 있으나 아직 하락 추세를 본격적으로 되돌리는 움직임은 보이지 않는다.

통화 약세는 해당국의 수출 경쟁력과 자산 가치의 매력도를 높여준다. 미국 중심주의를 외치는 트럼프 행정부가 무역 상대방의 통화 약세 유도에 민감한 이유이다. 트럼프 본인은 '달러가 너무 강하다'며 달러 강세에 대한 불편함을 드러냈다. 므누신 재무 장관 역시 달러화의 장기적 강세를 지지하고는 있지만 현재 달리는 '매우 매우' 강세라고 표현하였다. 미국은 환율 조작국 지정 등 외환 시장에 영향을 광범위한 영향을 미칠 수단을 가지고 있다. 따라서 현재 수준에서 신흥국 통화 가치가 지속적으로 절하를 유지할 수 있어 보이지는 않는다. 그럼에도 불구하고 지난 5년간 통화 약세는 한동안 아시아 신흥국들 수출 경쟁력에 큰 도움이 될 것이다.

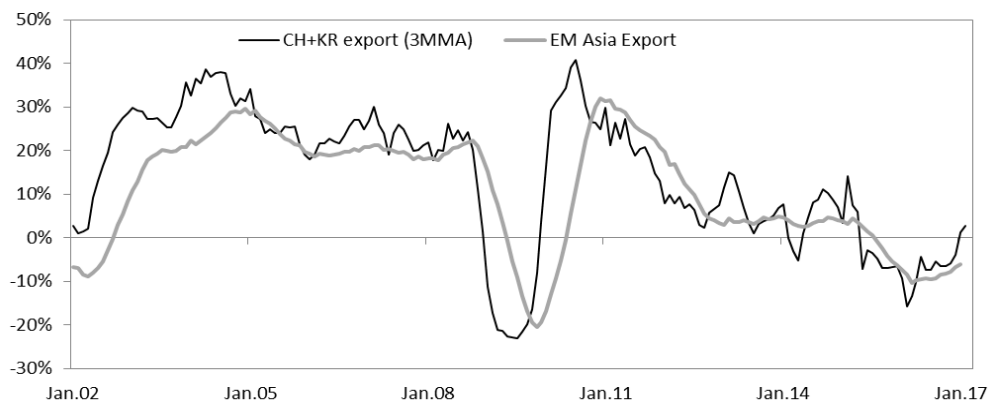
2011년 이후 아시아 신흥국 통화는 약세 전환



출처 : Bloomberg, * CNY, MYR, KRW, TWD, INR, IDR, SGD, PHP, THB, INR 단순 평균으로 지수 계산

이는 수출 데이터를 보면 확인할 수 있다. 아시아 신흥국 수출에 선행지표 역할을 하는 중국과 한국의 수출 지표 개선이 뚜렷하다. 실제로 인도, 대만 등 아시아 신흥국의 수출 증가율은 상승세를 보이고 있다. 2015~2016년의 기저 효과와 함께 달러 강세에 따른 영향으로 판단된다.

EM Asia Export의 반등



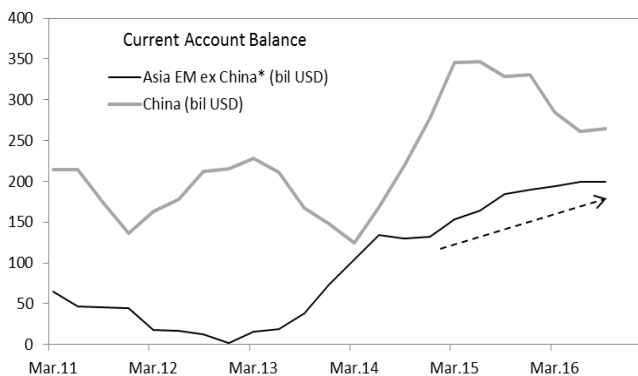
출처 : Bloomberg, 각국 통계청 자료

경상 수지 개선과 상대적으로 단단한 외환 보유고

아시아 신흥국들의 경상 수지 개선세는 뚜렷하다. 중국을 제외한 아시아 신흥국들의 경상 수지 합계는 2013년 이후 지속적인 상승세에 놓여 있다. 중국은 경상 수지 흑자 폭이 대규모 감소하고 있지만 여전히 여유로운 수준으로 흑자폭을 유지하고 있다.

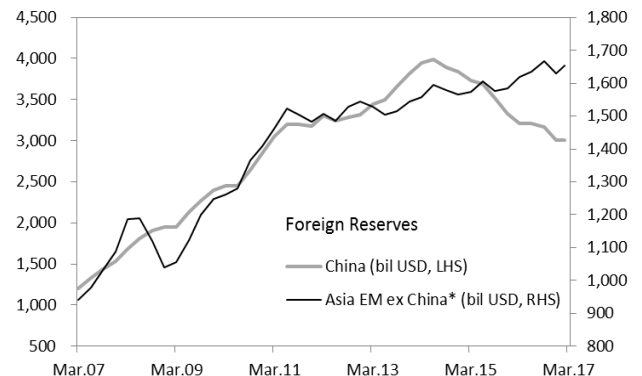
중국을 제외한 아시아 신흥국들의 외환 보유고 규모도 지속적으로 증가하고 있다. 중국의 경우 자본 유출과 환율 절하 압력에 대응하면서 상대적으로 빠른 속도의 외환 보유고 축소를 경험하였다. 그럼에도 불구하고 아직 약 3조 달러의 막대한 외환 보유고를 보유하고 있다. 때문에 중국의 외환 보유고 감소는 펀더멘털이 크게 훼손되는 문제가 아니다. 중국을 제외한 주요 아시아 신흥국들의 외환 보유고는 금융 위기 이후 1조 달러 미만에서 현재 1조 6천억 달러까지 증가했으며 이는 외부 충격에 대응 여력을 높여준다.

중국 제외 아시아 EM 지역 경상수지 개선세 뚜렷



출처 : Bloomberg, *KR, TH, TW, ID, IN, PH, MY

중국 제외 외환 보유고 증가세

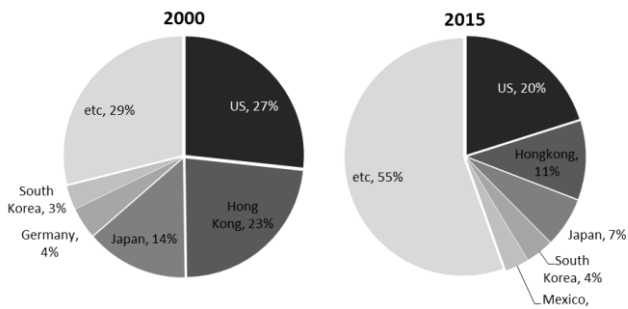


출처 : 각국 통계, *KR, TH, TW, ID, IN, PH, MY

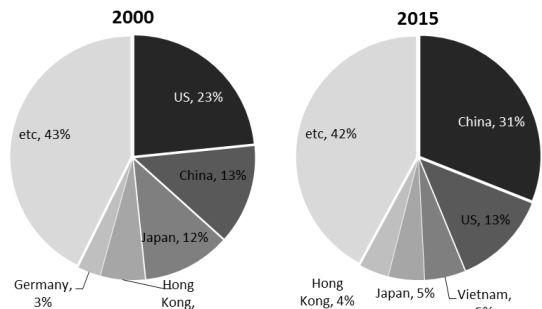
대안의 성장 - 또 다시 중국

미국의 보호무역주의 움직임에 대응하여 중국은 세계 경제의 개방을 강하게 주장하고 있다. 미국에서 자국 정부의 주권이 침해된다면 WTO의 제재를 무시할 수 있다는 의견이 나오고 있는 반면에 중국에서는 WTO의 대응을 지지하고 WTO를 중심으로 개방적인 다국 간 무역 제도를 유지하는 것이 세계 경제 성장에 도움이 된다고 지적하고 있다. 2017년 다보스 포럼에서 시진핑 주석이 자유무역의 중요성을 역설한 연설은 미국이 주도하던 세계화에 익숙한 우리들에게 생경한 장면으로 기억되고 있다.

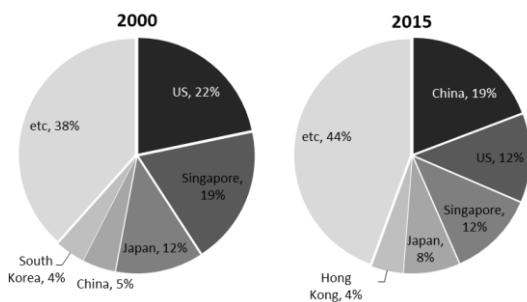
중국 수출 대상국



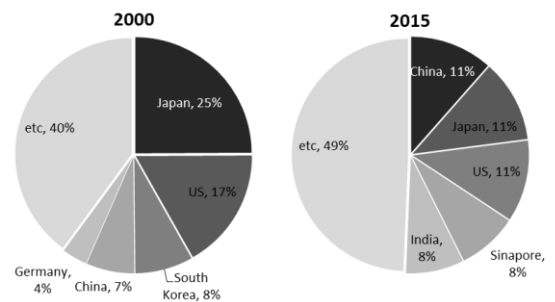
한국 수출 대상국



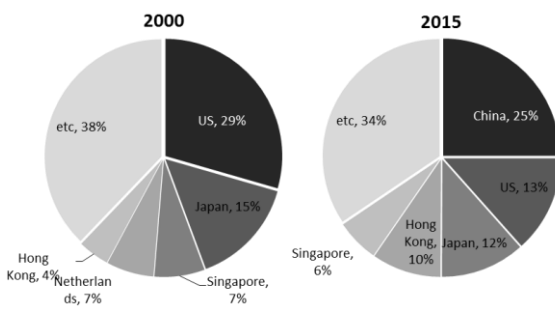
말레이시아 수출 대상국



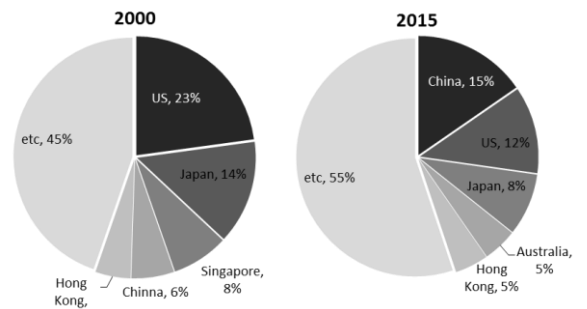
인도네시아 수출 대상국



필리핀 수출 대상국



태국 수출 대상국



출처 : Bloomberg, 각국 통계

그러나 아시아 신흥국들의 무역 현황을 살펴보면 이는 전혀 낯선 모습이 아니다. 지금 아시아 권역에서 무역 중심 국가란 단연 중국이다. 중국이 결국 미국으로 수출할 물품을 생산하기 위해 수입한다는 점에서 미국의 중요성을 무시할 수는 없으나 인도를 제외한 대부분의 아시아 신흥국들에게 최대 고객은 중국이다. 위 도표는 2000년과 2015년 무역 상대방 비중을 나타낸 것으로 단 15년만에 아시아 무역에서 중국의 부상을 뚜렷이 확인할 수 있다.

중국이 점점 소비 중심의 국가로 전환하면서 내수 시장이 성장한다면 앞으로 중국으로의 수출은 더욱 중요해질 것이며 미국에 대한 의존도는 더욱 감소할 것으로 보인다. 아시아 지역의 패권을 두고 중국과 힘을 겨루고 있는 미국 입장에서 아시아 신흥국들에 대한 경제적 영향력이 줄어드는 것은 전략 실책이다. 대표적으로 필리핀만을 보더라도 미국과 거리를 두며 중국과 친밀한 관계를 유지하려

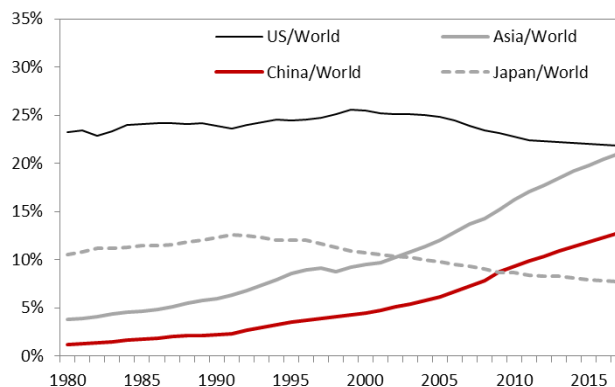
하고 있다. 따라서 미국의 보호 무역주의로의 회귀는 아시아 지역에서 영향을 확대하고자 하는 중국에게 큰 기회로 작용할 수 있으며 이는 미국 입장에서 달가운 상황이 아니다.

아직 충분하지는 않지만 중국이라는 대안은 미국의 보호 무역으로 인한 아시아 경제의 충격에 완충 작용을 해 줄 것이다. 더 나아가 중국이라는 대안 자체가 미국과의 협상력을 높여주어 아시아 신흥국들에게 유리한 방향으로 무역 구조를 재편할 수도 있을 것이다. 트럼프가 전세계 무역의 판을 흔들고 있는 현재의 상황이 아시아 신흥국들에게 기회가 될 수도 있다.

국내 소비 성장

아시아 경제가 전세계에서 차지하는 비중도 과거와 달리 커졌다. 아시아 국가들의 국내총생산 규모는 미국과 비슷하다. 중국의 급격한 성장에 따른 영향이 크지만 아시아 지역의 경제 규모가 외환 위기를 겪던 1990년대 말에 비해 월등히 커졌다. 이는 이제 아시아의 경제 상황이 글로벌 경제에 미치는 파급력이 커졌다는 것을 의미함과 동시에 아시아 신흥국들이 과거에 비해 글로벌 경기 변동에 대한 내성이 높아졌다는 것을 의미한다.

전세계에서 아시아* GDP 비중은 미국과 비슷

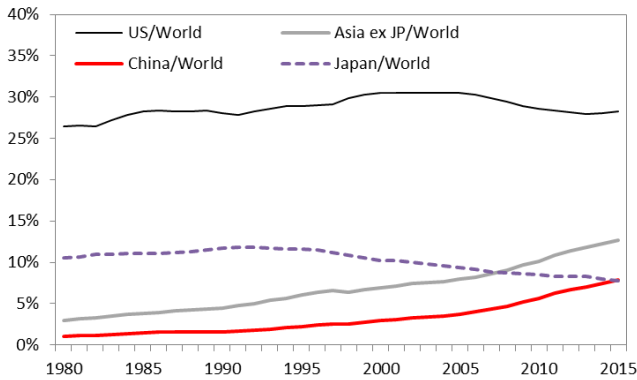


출처 : Oxford Economics, USD Constant 기준

* 아시아 국가 : 중국, 한국, 대만, 인도, 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 싱가포르

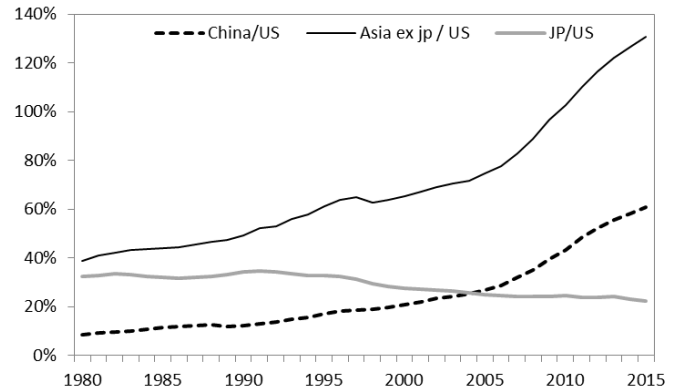
경제 규모가 커지면서 국내 소비 시장도 발전해가고 있다. 물론 달러 기준 GDP 통계에 따르면 아시아 신흥국의 소비 수준은 여전히 미국과 큰 차이를 보이고 있다. 그러나 PPP 기준 민간 소비는 아래 도표에서 확인할 수 있듯이 미국의 수준을 넘어섰다. 특히 2000년대 후반 들어서 이 지역의 소비 수준의 증가는 더욱 빨라지고 있다. 과거 선진국과의 무역이 경제 발전의 중심이었던 국가들이 어느새 소비력 또한 갖추어 가고 있다는 증거가 나타나고 있는 것이다.

민간 소비 수준은 미국과 여전히 큰 차이



출처 : Oxford Economics, USD Constant 기준

아시아 PPP 기준 민간 소비는 미국을 넘어서

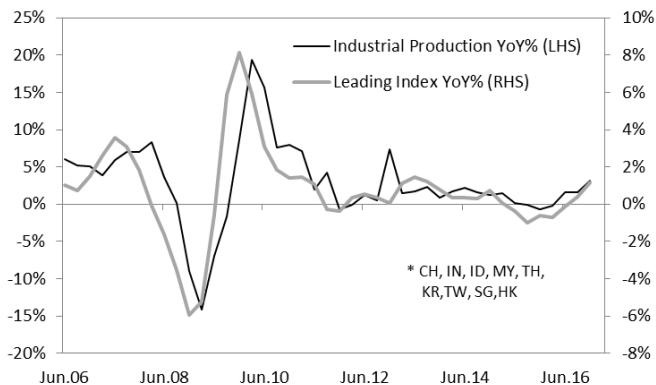


출처 : Oxford Economics, PPP 기준

최근 나타나는 아시아 지역의 경제 지표도 긍정적이다. 산업 생산은 반등하는 가운데 인플레이션은 안정적이다. 아래 도표에 따르면 중국을 포함한 아시아 신흥국들의 산업 생산 증가율이 뚜렷한 것을 알 수 있다. 산업 생산을 선행하는 선행 지수 증가율 또한 아직 상승 추세를 유지하고 있는 것을 볼 때 산업 생산의 반등세는 지속될 수 있을 것으로 예상된다.

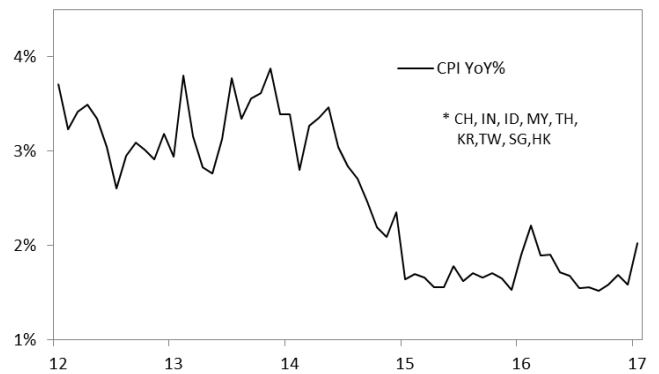
2014년 하반기 이후 인플레이션의 둔화는 유가 하락 영향이 작용한 것으로 보인다. 2016년 이후 유가가 안정되면서 기저 효과가 나타났음에도 불구하고 아시아 신흥국들의 인플레이션은 안정되는 모습을 보이고 있다. 인플레이션 안정은 경제 안정의 중요한 재료이다. 신흥국들은 주로 높은 인플레이션에 시달려왔다. 인플레이션이 낮은 수준에서 머무를 수 있다면 중앙 은행들은 완화책을 쓸 여지가 많아지고 인플레이션으로 인한 자산 가치 상각 위험이 줄어들면서 자본 유입이 증가하는 등 긍정적인 거시 경제 환경이 전개될 수 있다. 따라서 현재 아시아 신흥국들의 거시 경제 환경은 투자자들에게 충분히 매력적인 수준이다.

아시아 신흥국 평균 산업 생산 수준 반등



출처 : 각국 통계

인플레이션은 안정

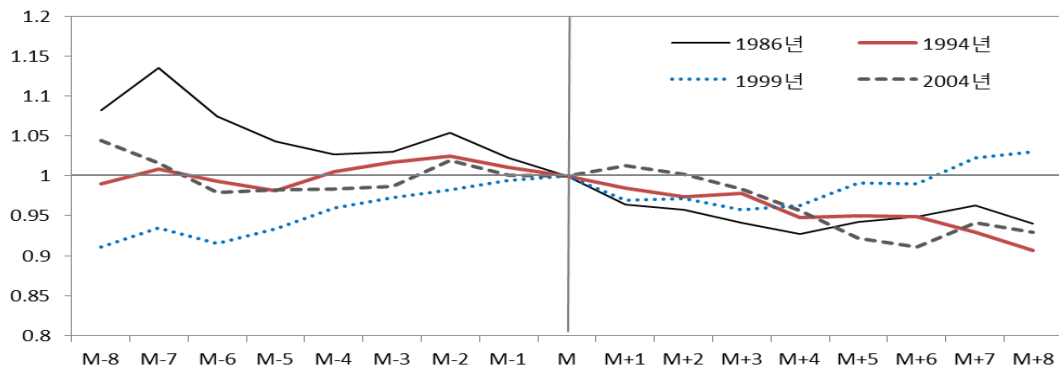


출처 : 각국 통계

되살아나는 캐리 트레이드 수요

미국이 금리를 인상하면 달러가 강세로 움직일 것이라 막연히 생각할 수 있다. 그러나 과거 미국이 금리를 인상하기 시작한 시점부터 달러의 움직임을 보면 이런 생각과는 반대되는 움직임이 연출되고 있다. 아래 도표를 보면 지난 4번의 금리 인상 시기를 전후해서 달러는 강세를 보이지 않았다.

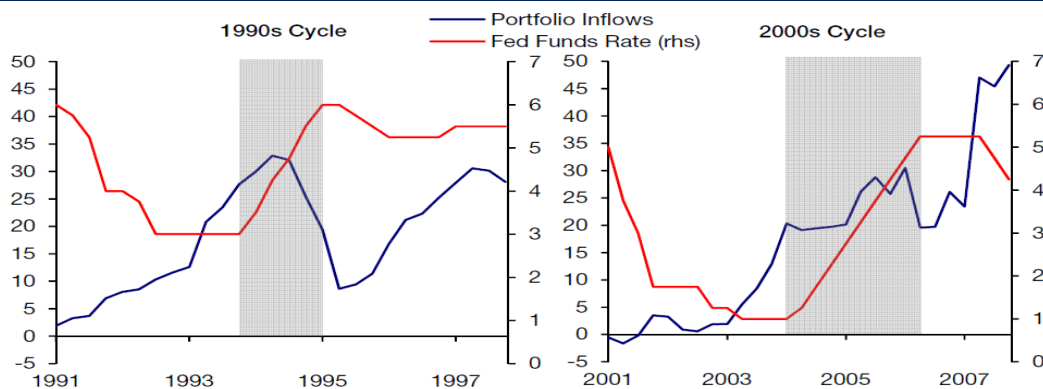
과거 금리 인상시 달러는 강세로 움직이지 않아



출처 : Bloomberg

미국이 금리를 인상한다는 것은 경기가 개선되고 있다는 이야기와 같다. 경제가 발전할 것이라는 자신감은 사람들의 '야성적 충동'을 고양시킨다. 이 때 신흥국은 보다 높은 수익률을 보장하는 좋은 투자처로 떠오른다. 과거 금리 인상 시기의 상황을 되돌아 생각해보면 미국 금리 인상 초기에는 오히려 신흥국 포트폴리오 투자 자금이 늘어났다. 신흥국에서 자금이 유출되는 것은 금리 인상이 상당 부분 진행되어 금리 수준이 높아졌을 때에야 일어났다는 것은 현재 우리에게 시사하는 바가 있다.

연준 금리 인상 시기의 신흥국 포트폴리오 투자 자금 유입 (bil USD, 4QMA)



출처 : IIF, IMF Balance of Payment Statistics

아시아 신흥국 자산에 대한 긍정적 전망

금융 위기 이후 이례적으로 낮은 금리를 유지한 이래로 미국과 글로벌 경기가 반등의 조짐을 보이기 시작했다. 전세계 중앙 은행들이 유동성을 경제 시스템에 밀어 넣으며 경기를 살리기 위해 노력했지만 자금은 선진국 국채 등 안전 자산 위주로만 머물러 있었다.

미국이 2015년 이래 기준 금리를 세 번째 올렸지만 본격적인 통화 긴축의 시대는 아직 먼 이야기이다. 오히려 금리 인상은 미국 경제의 자신감의 표현으로 해석해야 한다. 때문에 투자 환경의 긴축은 나타나지 않을 것이며 건전한 거시 경제 환경에 놓여 있는 아시아 신흥국들은 매력적인 투자처로 부각될 것이다.

트럼프의 등장이 시장 전망에 리스크 요인으로 떠올랐지만 트럼프의 정책은 협상 여지가 있다는 점에서 아시아 신흥국들에게 또 다른 기회 요인이 될 수 있다. 오히려 미국 대선 이후 트럼프 이슈가 부각되었음에도 불구하고 상대적으로 견조한 모습을 보였던 아시아 신흥 시장의 모습은 시장의 호흡이 상당히 강한 상황임을 보여주고 있다.

비록 최근의 리플레이션 기대감은 잠시 후퇴할 수 있지만 아직 추세적으로 선진국의 경기 회복은 진행되고 있다. 선진국 경제가 회복을 마쳤을 때 신흥국 자산 가치는 더 빠르게 오를 수 있다. 2007년 금융 위기 직전에 브릭스 펀드, 베트남 펀드 등 신흥국에 대한 전국민적인 투자 광풍을 우리는 경험했었다. 따라서 리플레이션 분위기가 잠시 주춤한다고 하더라도 장기 투자로서 아시아 신흥국 자산에 대한 투자 매력도는 여전히 높다.

| 결론 : 여전히 고도를 기다리며

금융위기 이후에 경기 회복 기도(企圖)는 번번히 깨져왔다. 비전통적 통화정책과 높은 수준의 국제 공조에도 현상을 유지하는 것조차 쉽지 않았다. 경기 도약이 실패할 수도 있다는 공포는 한 때 시장을 엄습했지만 결과적으로 현실화되지 않았다. 시장이 반등하면서 경기에 대한 불안은 다시 기대로 바뀌었다. 때마침 광범위한 규제 완화와 투자를 앞세운 트럼프 행정부의 출범은 경제 구조의 근본적인 변화가 가능할 수도 있다는 예측을 하게 한다.

선진국 중심의 경제 성장과 물가 상승은 신흥국 경제에는 하나의 묵시록(默示錄)이다. 외환 위기를 경험했던 아시아 신흥국들이다. 미국 경제 회복과 금리의 상승이 곧 자본의 유출과 경제 침체로 이어질 수 있음을 그들은 체감하고 있다. 더구나 트럼프 대통령은 미국 우선주의(America-First)를 주창하며 반세계화의 선봉에 서 있다. 무역을 통해 성장 동력을 찾던 대부분의 아시아 신흥국들이 혼란에 빠질 수밖에 없는 상황이다.

본 보고서는 신흥국에 대한 우려가 한동안은 기우(杞憂)에 불과할 것이라고 주장한다. 경기가 확장 추세에 들어섰음은 인정하나 최근의 급격한 선진국의 반등은 일시적일 가능성이 크다. 리플레이션을 가능하게 했던 재료들이 지속 가능하지 않기 때문이다. 미국 경제가 본격적인 성장 국면으로 들어서기에는 아직 시간이 좀 더 필요하다. 유럽과 일본 경제는 성장을 논하기 전에 풀어야 할 숙제가 산적해있다. 경기 과열을 우려한 설부른 처방이 미치는 해악이 얼마나 파괴적인지 우리는 경험했었고 정책 입안자들도 충분히 인지하고 있다고 생각한다. 따라서 아시아 신흥국에 타격을 줄 정도의 급격한 긴축 정책이 나타나기는 어려울 것이다.

경제 성장의 유무를 떠나 인플레이션이 현실화된다면 이것 만으로도 신흥국은 타격을 입기 쉽다. 트럼프가 내놓은 정책은 인플레이션을 유발할 요소가 많다. 공약대로 이행한다면 미국 물가는 현재와는 다른 수준으로 상승할 가능성도 있다. 그러나 트럼프 행정부가 인플레이션을 자극하는 정책을 공격적으로 추진할 것인지 뚜렷하지 않으며 그렇게 할 능력이 있는지도 확실하지 않다. 더구나 공약 이행과 그 정책에 따른 물가 충격이 본격화되기에는 시간이 필요하다. 트럼프라는 기관차가 아시아 신흥국을 향해 폭주한다고 하더라도 충돌까지는 시간이 남아 있고 그 동안 신흥국 투자 기회는 충분하다.

아시아 신흥국 경제에 대한 위기 의식은 장기적으로는 올바른 진단일 수 있다. 그러나 아시아 신흥국은 통화 약세에 따라 경쟁력을 확보하였고 펀더멘털의 개선을 이루고 있다. 지난 몇 년간의 신흥국 회피 기조에 따라 아시아 신흥국 금융 자산에 대한 투자 포지션이 상대적으로 크지 않고 최근 투자 자금의 선회가 나타나고 있다. 아시아 신흥국의 실물 경제는 과거에 비해 자체 수요가 크게 성장하였고 앞으로 지속적으로 발전할 잠재력이 여전하다. 미국의 보호무역이 강화된다면 중국 중심의 아시아 경제 블록이 가시화될 가능성도 있다. 아직 미국은 아시아 지역에 대한 전략적 우선 순위를 포기하지 않고 있으며 따라서 이는 가장 피하고 싶은 시나리오일 것이다.

맹목적으로 '고도'만을 기다리는 블라디미르와 에스트라공에게 꼬마는 '고도'가 내일 올 것임을 알린다. 그러나 '고도'가 내일 올 것인지 아닐 것인지는 내일 되어야 알 수 있다. 전에도 고도를 만날 수 있다는 희망은 둘을 여러 번 배신했었다. '고도'가 나타나기 전까지 그들이 했던 것은 그저 '여기서 기다리는' 것뿐이었다.

그러나 우리는 좀 더 적극적으로 기다릴 필요가 있어 보인다. 세계 경제가 리플레이션 실마리를 보였다. 최근의 기대는 과도하다고 평가했지만 경기 확장의 추세까지 부정할 것은 아니다. 곧 다가올 경기의 본격적인 성장 추세를 투자자로서 우리는 대비해야 하며 아시아 신흥국 자산은 아직 매력적인 투자처로서 존재하고 있다.