

연준의 태도 변화와 글로벌 유동성

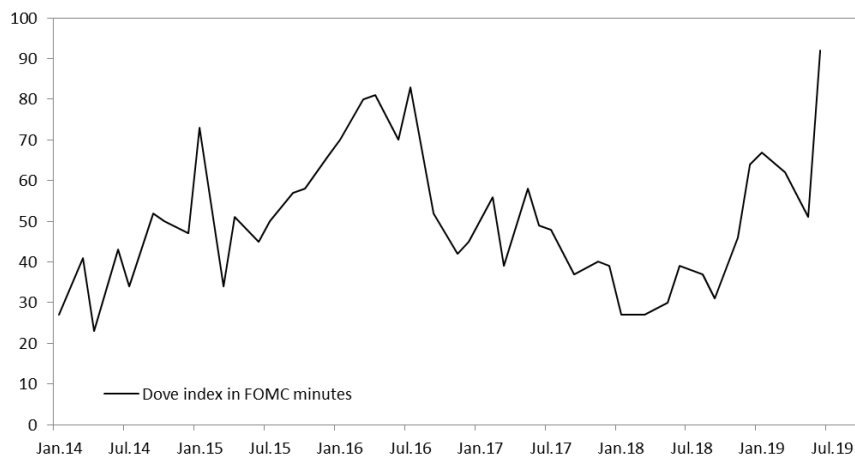
30 July 2019

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

연준의 태도 변화

미국의 연준이 2019년 상반기에 보여주었던 태도 변화는 극적이었다. 연준 위원들이 1월 이후부터 보여주었던 모습은 지난 12월 금리 인상에 대한 반성과 같았다. 6월 FOMC에서 '참을성 (patient)'이라는 단어는 용도 폐기 되었고 시장은 연준의 유연성에 긍정적으로 화답하였다.

FOMC 위원들 사이에서 비둘기파적 평가가 급격히 증가



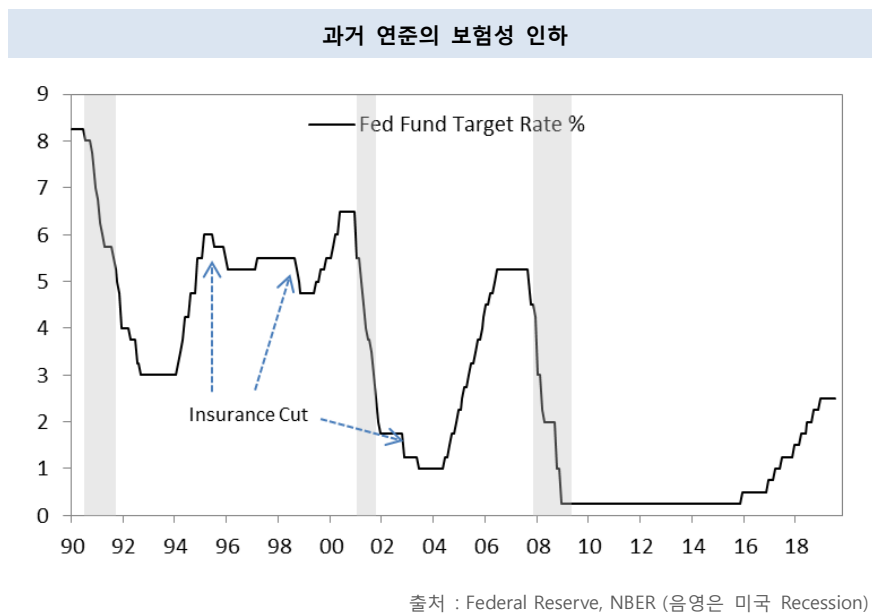
출처 : Federal Reserve

* FOMC 의사록에 나온 비둘기파적 단어들의 숫자를 합산해서 지수로 표현

6월 FOMC 의사록에서 나타난 FOMC 위원들의 현재 상황과 향후 경기에 대한 평가를 보면 연준 내 태도 변화가 뚜렷하게 보인다. 19년 이후 FOMC 의사록에서 '우려스럽다 (concern)', '불확실하다 (uncertainty)' 등 비둘기파적인 단어의 등장 빈도가 잦아졌다. 특히 6월 의사록에서는 비둘기파적인 단어의 등장 회수는 2016년을 넘어섰다. 2016년 연준이 경기 침체와 디플레이션을 막기 위해 적극적으로 대응했다는 점을 생각해보면 현재 연준의 현실 인식을 짐작해볼 수 있다.

지금 시장에서는 8월 FOMC에서 금리 인하는 기정사실로 받아들이고 있다. 그 폭에 대해서는 다소간 인식 차이가 있다. 몇몇 위원들이 이야기하는 보험용 인하가 효과를 발휘하기 위해서는 시장의 기대를 초과하는 50bp 인하가 더 효과적일 것이다. 반면 미국 경기가 아직 침체와는 거리가 있다는 점과 여전히 다수의 위원들이 다음 침체에 대비한 금리 인하 여지를 확보하는 것을 선호한다는 점은 25bp 금리 인하 가능성이 조금 더 높다.

그러나 논의 중심은 이번 FOMC에서의 금리 인하 폭 자체보다는 연준의 전환이 최종적으로 어느 정도 폭으로 언제까지 유지될 것인지가 되어야 할 것이다. 연준의 보험성 인하는 이번이 처음은 아니다. 최근 세 차례의 보험성 인하는 아래 도표에서처럼 1995년, 1998년, 2002년에 각각 있었다.



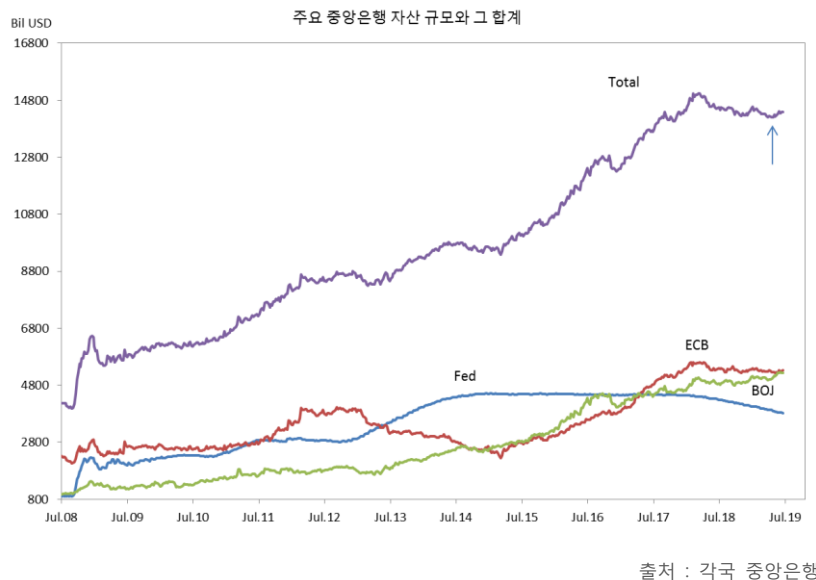
과거 보험성 금리 인하 사례들에서 금리의 최종적인 인하 폭은 모두 75bp였다 (95년 6% → 5.25%, 98년 5.5% → 4.75%, 02년 1.75% → 1%). 처음 금리 인상부터 최종적인 금리 수준까지 인하하는데 걸리는 기간은 각각 7개월, 3개월, 7개월로 평균적으로 6개월이 걸리지 않았다. 그리고 보험용 인하를 시작한 이후 다시 금리 인상을 시작하게 되는 데에는 평균적으로 약 17개월이 걸렸다 (95년 21개월, 98년 10개월, 02년 20개월).

이번 보험용 인하가 과거의 사례와 같다면 우리는 최종적으로 현재보다 75bp 낮은 금리 수준을 연말 내외로 기대해볼 수 있을 것이다. 그리고 보험용 금리 인하 이후 다음 금리 인상까지 1년이 넘는 기간 동안 낮은 금리가 유지될 것 또한 기대해볼 수 있다. 다시 말해 이번에 연준이 보험용 금리 인하를 단행한다면 최소 2020년 중반에서 2021년까지 금리를 인상하지 않을 것으로 판단해 볼 수 있다. 현실화된다면 시장의 주요 테마는 지난 몇 년간 정상화(normalization)에서 다시 한번 유동성(liquidity)로 선회할 것이다.

글로벌 주요 은행의 태도 변화

금융 위기 이후 각국은 경기 침체를 극복하기 위해 중앙은행을 통해 자금을 시중에 공급하였고 이를 통해 자산 인플레이션이 발생하였다. 이것이 금융 위기 이후 시장을 이끌어온 주된 동인이었고 이를 통해 경기 침체를 막을 수 있었다. 상황이 나아지자 긴축으로의 전환은 미국이 시작하였고 이로써 근 10년을 이어온 유동성 장세가 끝나간다는 듯했다.

주요 중앙은행 자산 규모와 그 합계



그러나 유동성의 긴축은 예상대로 진행되지 않았고 오히려 반대 움직임이 관찰되고 있다. 위 도표에서 볼 수 있듯 2018년 이후 연준, ECB, BOJ의 총 자산 규모의 합계는 하락세를 보이며 긴축을 통한 정상화 과정을 지나는 것처럼 보였다. 연준은 자산을 축소하고 있었고 ECB와 BOJ는 더 이상 자산을 늘릴 여력이 부족할 것으로 판단되었기에 글로벌 중앙은행들의 총 자산 감소는 모두가 예상할 수 있는 바였다. 그러나 최근 중앙은행들의 총자산 규모는 조금이지만 다시 상승하고 있다.

연준은 자산규모 축소를 조만간 중단할 계획이며 금리 인하하는 방향으로 돌아설 것으로 예상되고 있다. ECB는 최근 통화정책에서 추가적인 금리 인하와 양적 완화 가능성을 열어두었다. 일본 중앙은행 역시 최근 금리 동결을 결정하였으나 물가 목표 달성이 어렵다고 판단된다면 주저 없이 추가 완화에 나서겠다는 의지를 피력하였다. 다시 한 번 주요 중앙은행들의 자산 규모가 확대될 수 있는 가능성이 커지고 있는 것이다.

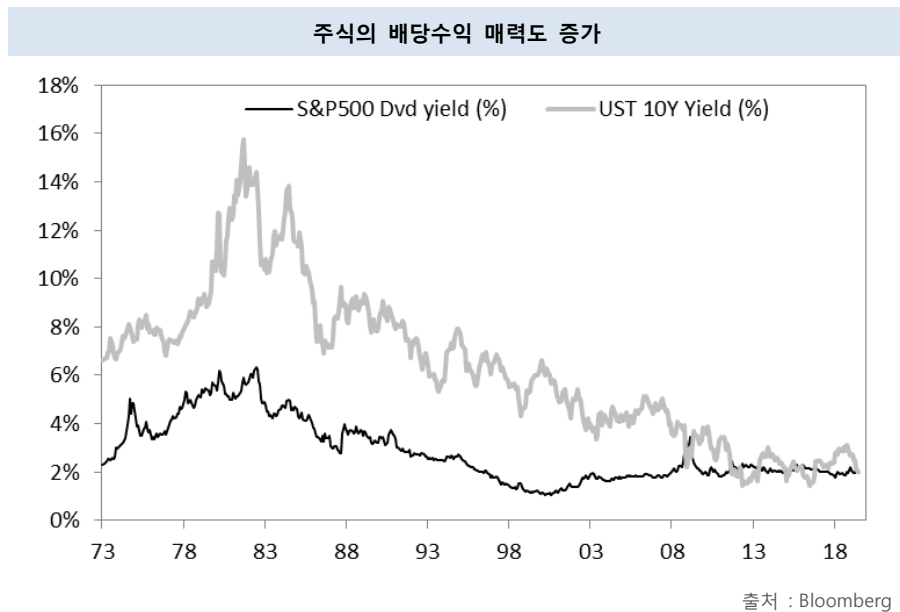
이외에도 인도(2월,4월,6월), 말레이시아(5월), 뉴질랜드(5월), 호주(6월, 7월), 한국(7월), 터키(7월), 인도네시아(7월), 남아프리카 공화국(7월) 등이 금리 인하 대열에 참가하고 있다. 금리 인하를 통한

총수요 확대라는 글로벌 중앙 은행의 (명시적이지는 않지만) 공조 체제가 재개되고 있다.

자산배분 관점에서 주식의 매력도 여전

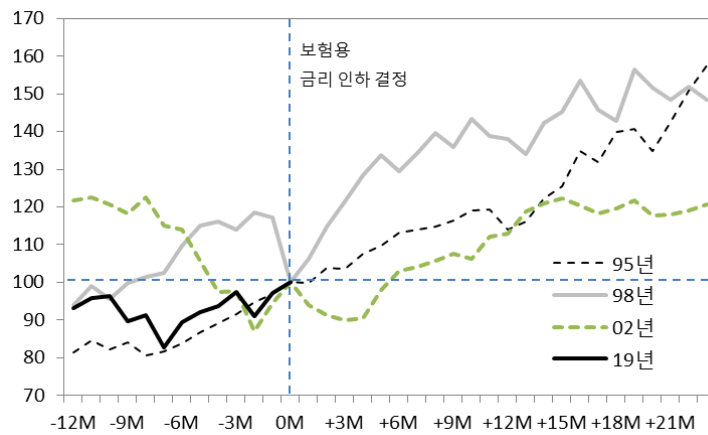
금리 시장은 빠르게 유동성 장세를 가격에 반영하고 있다. 미국의 10년물 금리 역시 한 때 2% 아래로 하락하며 2016년 이래 최저 수준에 머무르고 있다. 미국 이외 지역에서는 마이너스 금리의 채권 규모도 갈수록 커지고 있다.

주식 시장도 S&P500 기준으로 역사상 최고치를 경신해 나가고 있다. 미국의 경기 둔화에 따라 앞으로의 기업 실적이 우려되고 있음에도 불구하고 금리 인하에 대한 기대감을 반영해 나가고 있는 것으로 보인다.



최고치를 돌파했음에도 아직 배당수익률 관점에서 주식의 가격은 과도하지 않아 보인다. 위 도표에서 볼 수 있듯 미국 10년물 금리가 2000년 이후 계속해서 감소했음에도 S&P 500 기업의 배당 수익률은 2% 내외를 꾸준히 기록하고 있다. 이는 가격의 상승만큼 배당 금액 역시 상승해왔음을 말해주며 투자 자산으로서 주식의 가치가 채권에 비해 크게 고평가되었다고 판단하기는 어려워 보인다. 따라서 최근의 고평가 논란에도 불구하고 전반적인 자산 가격 인플레이션 기조 속에서 자산 배분할 때 주식의 매력은 여전하다.

연준의 보험용 금리 인하 결정과 이후 주가 지수 (S&P500) 움직임



출처 : Bloomberg

좀 더 단기적으로 과거 연준이 보험용 금리 인하를 단행한 이후에는 주식이 상승세를 보였다는 점 역시 미국 주식 자산에 긍정적이다. 이는 연준의 유동성 공급과 함께 경기 역시 침체로 빠지지 않았기에 가능했던 결과이다. 만약 다가오는 8월 FOMC에서 연준이 금리 인하를 단행하고 향후 미국 경제가 침체에 빠지지 않는다면 과거 사례들과 비슷한 결과를 기대해볼 수 있을 것이며 현재로서는 그 가능성이 높다고 판단된다.