

잭슨 홀 쇼크와 내러티브 통화정책

[Economist] 박상현 2122-9196 shpark@hi-ib.com / 류진이 2122-9210 jinlee@hi-ib.com



2022-08-29

■ 잭슨 홀 쇼크, 내러티브를 통한 자이언트 스텝 충격

예상되었지만 파월의장이 강한 매파적 연설이 금융시장, 특히 주식시장에 큰 충격을 주었다.

파월의장은 잭슨 홀 연설에서 “중앙은행은 낮고 안정적인 물가상승률을 지킬 책임을 져야 한다”라는 중앙은행의 정책 목표를 강하게 언급하면서 인플레이션 파이터로서 역할을 충실히 할 것임을 재차 강조했다. 또한 “경제성장 둔화, 노동시장 여건 악화, 가계와 기업에도 약간의 고통이 오는 대가를 치를 것이라고” 밝히면서 경기침체 리스크와 금융시장 불안에도 불구하고 당분간 시장과 타협하지 않을 것임을 시사했다.

‘파월 피봇’ 시그널을 의연 중 기대했던 금융시장에는 실망감을 던져주는 매파적 메시지이지만 어찌보면 중앙은행의 통화정책 목표와 원칙을 강하게 상기시켜주는 수준으로도 파월의장 연설을 평가할 수 있다.

중요한 것은 이번 파월의장의 잭슨 홀 연설은 9 월 자이언트스텝(75bp 금리인상) 이상의 금리인상 효과를 경제와 금융시장에 던져주었다. 즉, 추가 금리 인상 조치없이 연설 혹은 구두발언, 소위 내러티브(Narrative) 긴축 통화정책만으로 금리인상의 긴축 효과를 발휘한 것으로 해석할 수도 있다.

다만, 내러티브(Narrative)를 통한 긴축 통화정책 시그널이 금융시장 전반에 큰 영향을 주었다고 평가하기에는 한계도 있었다.

파월의장의 강한 매파적 시그널로 주식시장은 큰 폭으로 하락했지만 여타 금융시장 및 지표, 특히 금리 등은 큰 반응을 보이지 않았다. 대표적으로 26 일 미국 10 년 국채금리 상승폭은 전일대비 0.05%, 2 년 국채금리는 0.91% 상승에 그쳤다. 달러화 지수 역시 전일대비 0.31% 상승했다.

금융시장이 파월의장의 매파적 연설을 어느정도 예상한 측면도 있지만 연설이 주는 심리적 충격 효과와 달리 금융시장은 내러티브(Narrative) 통화정책에 냉정하게 반응했다고 할 수 있다.

■ 파월의장의 내러티브(Narrative) 통화정책 충격에도 큰 틀은 변하지 않았다

파월의장이 인플레이션 리스크와 이에 따른 미 연준의 금리인상 사이클과 관련하여 매파적 메시지, 즉 앞서 언급한 바와 같이 자이언트스텝에 유사한 내러티브(Narrative) 통화정책을 동원했다는 점을 고려할 때 9 월 FOMC 회의에서 75bp 추가 금리인상을 단행될 공산은 높아졌다.

다만, 미 연준이 9 월 이후 추가 자이언트 스텝 지속을 지속할 지와 함께 연말/연초 미 연준 금리수준이 4%를 상회할지는 불확실하다는 판단이다. 즉, 미국 물가 추이에 따라 9 월 이후 미 연준의 금리인상 속도가 둔화될 여지는 남아 있다.

Fed Watch 에 따르면 이번 파월의장의 잭슨 홀 연설에도 불구하고 오는 12 월 FOMC 에서 4% 이상의 정책금리를 예상하지 않고 있으며 내년 2 월 FOMC 회의에서 4% 이상의 정책금리를 예상한 확률도 12%(8 월 26 일 기준)에 불과하다. 9 월 이후 미 연준의 금리인상 사이클이 자이언트 혹은 베이비스텝으로 전환될 가능성을 높게 보고 있는 것이다.

요약하면 파월의장은 7 월 FOMC 회의 이후 확산되었던 '파월 피벗' 기대감으로 재반등한 주가 등 자산가격 재상승이 초래할 수 있는 악영향, 즉 인플레이션 기대심리 재상승 리스크를 이번 잭슨 홀 발언, 즉 매파적 내러티브(Narrative)를 통해 상당부분 억제 혹은 해소시킨 것으로 판단된다.

따라서 향후 미 연준의 금리인상 사이클은 더욱 더 데이터에 의존할 공산이 높다. 즉, 근원 인플레이션을 포함한 인플레이션 압력이 확실히 둔화될 시점까지 금리인상 기조 중단과 관련한 잘못된 메시지를 시장에 주지 않기 위해 매파적 내러티브(Narrative)를 지속적으로 시장에 전달할 것으로 보인다. 긍정적으로 보면 파월 의장이나 미 연준이 9 월 이후 자이언트 스텝 지속 대신 매파적 내러티브(Narrative)를 통해 자이언트 스텝 지속과 같은 효과를 얻고자 한 것이 아닌가 싶다.

■ '중물가-중금리' 국면 현실화 가능성은 높아짐

이번 파월의장의 잭슨 홀 연설 중 금융시장에 실망감을 준 또 하나의 메시지는 내년 초중반 정책금리 인하 기대감이 사라졌다는 점이다. 일부지만 미국 경기 침체 리스크 현실화 등으로 내년 미 연준이 곧바로 정책금리 인하에 나설 것이라는 주장도 있었지만 이번 파월 의장 연설을 보면 그 가능성은 희박해졌다. 소위 "고(高) 인플레이션에 따른 고금리 상황이 장기화 혹은 고착화되는 'Higher for longer' 리스크가 높아졌다.

물론 미국 물가 상승률은 추세적으로 하향 안정될 것으로 기대하지만 미 연준의 물가 목표선 도달까지는 상당한 시간이 소요될 것이다. 블룸버그 서베이 조사 결과 역시 이를 뒷받침하고 있다. 23년과 24년 미국 소비자물가 상승률은 각각 3.7%와 2.7%로 조사되고 있다.

당사의 지난 4 월 20 일자 보고서(중물가-중금리 시대로)에서 밝힌 바와 글로벌 경제 상황 등을 고려할 때 상당기간 중물가 환경이 이어질 공산이 높다. 미 연준의 공격적인 금리인상 사이클 지속 리스크는 점차 악화되었지만 중물가 환경으로 인해 미 연준이 금리인상 사이클 종료 이후에도 곧바로 금리인하 국면으로 진입할 가능성은 커 보이지 않는다. 미국 등 글로벌 경제가 '중물가-중금리' 라는 새로운 국면에 진입하고 있음도 이번 파월 의장 연설에 일부 확인되었다는 생각이다.

그림1. 12월 FOMC 정책금리 수준과 관련하여 3.75~4.0% 확률이 높아졌지만 여전히 3.5~3.75% 확률도 높아

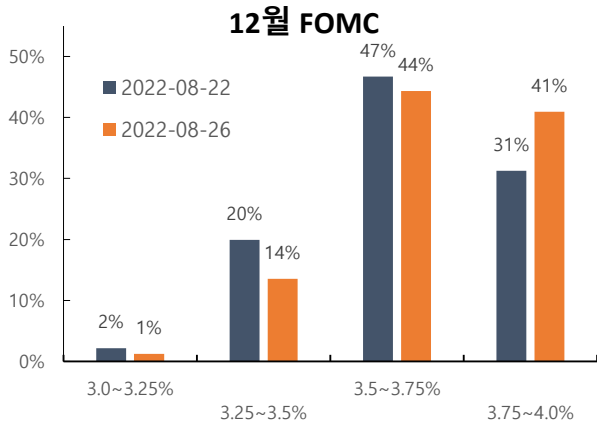


그림2. 내년 2월 FOMC 회의 정책금리 확률을 보더라도 아직 4% 이상의 정책금리를 금융시장이 예상하지 않고 있음

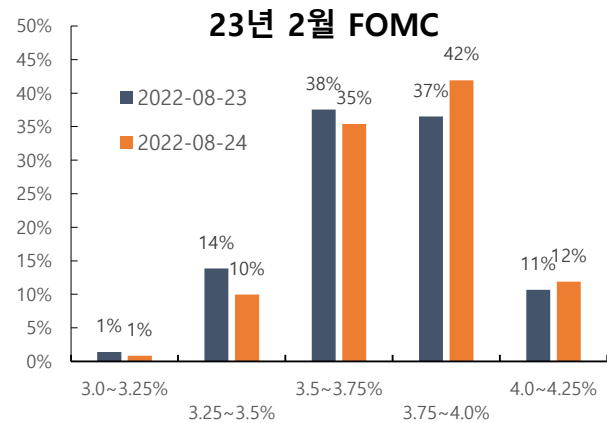


그림3. 지난 주(8월 22~26일) 주요 금융지표 일간 등락률: 잭슨 홀 쇼크에도 불구하고 주가를 제외하고 대부분의 금융지표는 의외로 큰 동요를 보이지 않음

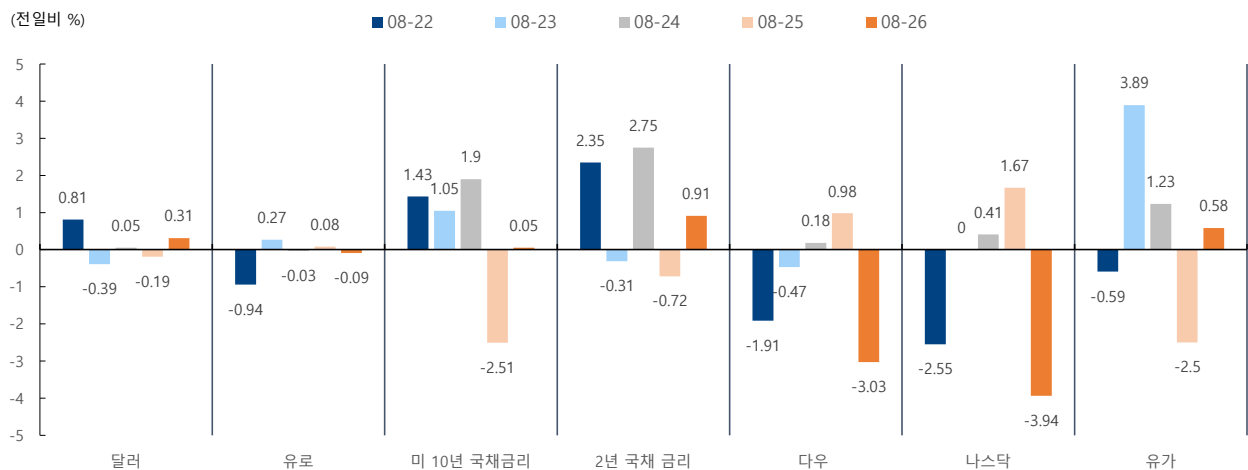


그림4. 7월 PCE 상승률도 소비자물가 상승률과 같이 시장 예상치를 하회하면서 물가 정점론에 힘을 더해줌

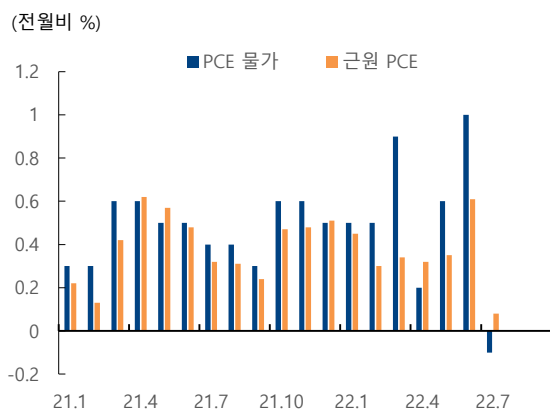
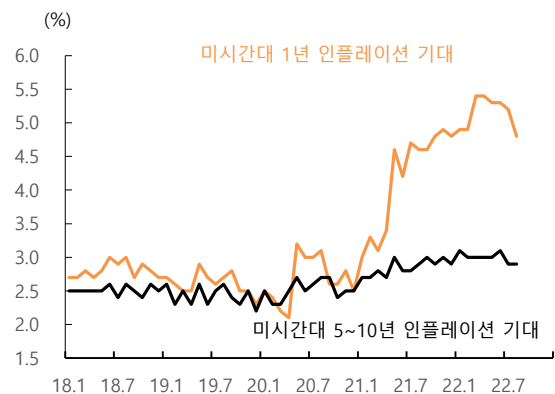


그림5. 인플레이션 기대심리가 한 풀 꺾이고 있음을 보여주는 미시간대 인플레이션 기대



자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

Compliance notice

- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 박상현, 류진이)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.