



매크로분석

미연준, 인플레이션 파이터에서 버블 파이터로 변신

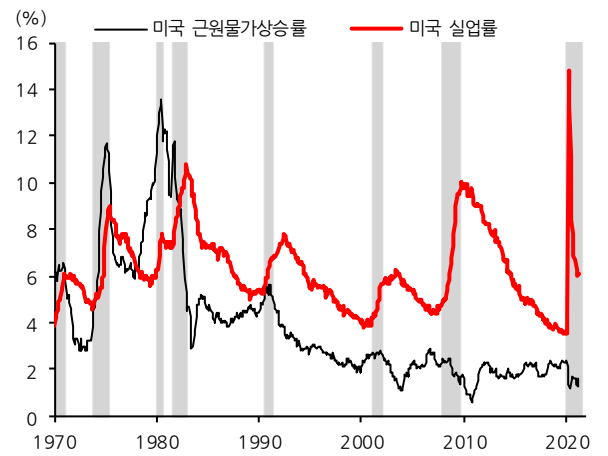
Analyst 김일구 ilgoo.kim@hanwha.com 3772-7579

오랫동안 미연준은 인플레이션 파이터(inflation fighter)로 불렸다. 인플레이션 압력이 나타나면 선제적으로 연방기금금리를 올려 경제 전반을 둔화시키고 인플레이션이 실제로 발생하는 것을 차단했다. 이러한 노력으로 1970-80년대 세계경제를 괴롭혔던 인플레이션은 사라지고 1990년대 미국 역사상 가장 긴 호황을 이끌어냈다.

그러나 이제는 아니다. 인플레이션 압력이 나타나도 선제적으로 연방기금금리를 인상하지도 않고, 또 인플레이션이 현실이 돼도 '일시적이다'고 말하며 연방기금금리를 인상하지 않을 것이다. 왜냐하면 미국경제에 인플레이션은 더 이상 위협이 아니기 때문이다. 대신 자산버블이 미국경제에 가장 큰 위협요인이다. 그래서 미연준도 주적을 인플레이션에서 자산버블로 바꾸고, 적에 맞설 주력 무기도 연방기금금리에서 장기금리로 교체한 것으로 판단된다.

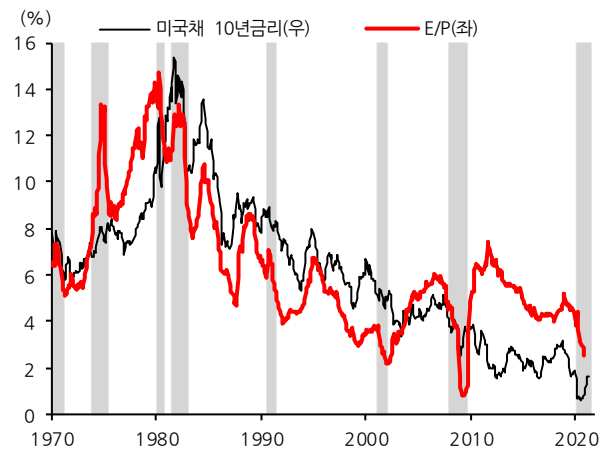
[그림1]은 1970년대 이후 미국의 경기사이클과 실업률, 물가를 나타낸 것이다. 1970년대 이후 1990년대까지 음영으로 표시된 경기침체에는 빠짐없이 높은 물가상승률이 같이 나타났다. 인과관계로 볼 때 경기침체가 인플레이션을 낳았을 리 없고 인플레이션이 경기침체를 낳았을 것이다. 극심한 인플레이션이 경기침체를 낳고, 뒤이어 실업률이 폭등했다. 1990년 경기침체 때까지 예외는 없었다. 그러나 2000년대 이후 경기침체는 인플레이션 때문에 발생한 것이 아니다. 지난해 팬데믹을 제외한 2차례 경기침체는 모두 자산버블 때문이었다. 2000년에는 주식 버블, 2008년에는 부동산 버블이 경기침체를 야기했고, 이 때문에 실업률이 폭등했다. 세월이 흘러도 금융안정과 완전고용이라는 미연준의 기본적인 정책목표는 변하지 않을 것이다. 그러나 시대가 변해서 이제 인플레이션은 위협이 아니고 자산버블이 위협이 된 것이다.

[그림1] 미국의 소비자물가상승률과 실업률



주: 음영은 미국의 경기침체 시기
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 미국 주식시장 밸류에이션과 장기금리



자료: Robert Shiller, 한화투자증권 리서치센터

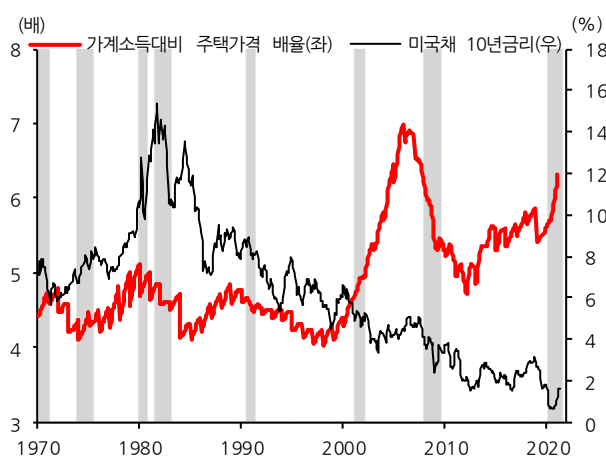
[그림2]와 [그림3]은 주식과 부동산의 밸류에이션을 나타낸 것인데, 장기금리가 하락하면서 PER의 역수인 E/P(주식수익률)와 가계소득대비 주택가격의 배율이 모두 2000년과 2008년 버블붕괴 시기에 근접한 상태다. 지난주 옐런 재무장관이 "과열을 막으려면 금리가 어느정도 올라야 할 것이다(interest rates will have to rise somewhat to make sure that our economy doesn't overheat)"고 말한 것은 주식과 부동산에 나타난 버블 위험을 경고한 것으로 볼 수 있다.

미연준은 전통적으로 연방기금금리를 움직이고 시장과 적절히 소통하면 '모든' 금리를 움직일 수 있다고 생각했다. 그러나 1990년대 중반을 거치면서 장기금리는 미연준의 의도대로 움직이지 않고 경제 펀더멘털보다 낮은 상태에서 유지됐다. 엄청나게 강력한 미국채 매수자들이 등장했기 때문인데, [그림4]에서 보듯이 중국과 일본 등 외국 중앙은행들이 미국채를 끌어담으면서 미국의 장기금리를 낮게 유지한 것이다. 이들은 미국에 수출해서 번 돈을 외환보유고로 모으고, 이 돈으로 미국채를 사서 미국의 장기금리를 낮게 만들고 미국의 자산가격을 끌어올렸다. 미국인들이 재산이 늘어나서 소비를 늘리면 자신들의 수출이 더 증가하고, 이렇게 번 돈을 다시 미국채 매수에 쓰는 행동을 반복하면서 이익을 챙겼다. 외국 중앙은행들이 버블을 만드는 동안 미연준은 속수무책으로 당했던 것이 2000년과 2008년이였다.

그러나 지금은 미연준이 미국채 시장에서 가장 강력한 플레이어로 등장했다. 버냉키 의장 이후 계속해온 양적완화를 통해 미연준은 지난해 말 기준 재무부가 발행한 21조 달러의 국채 중에서 23.4%인 4조 9천억 달러를 갖고 있다. 현재 국채를 매입하는 규모를 줄이는 테이퍼링 뿐만 아니라 갖고 있는 국채를 시장에 매각해서 얼마든지 장기금리를 끌어올릴 수 있다. 다만 아직 경제가 고금리를 버틸 수 있을만큼 체력이 튼튼한 상태가 아니니 지금으로서는 각종 부양책을 써서 경제의 체력을 올리는데 노력하고 있다.

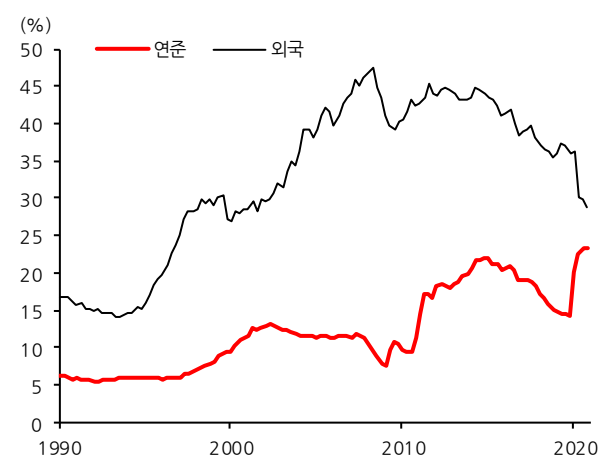
미국의 모기지 시장은 고정금리 대출이기 때문에 미연준이 연방기금금리나 장기금리를 올린다고 해서 가계의 이자부담이 더 증가하지 않는다. 그러나 미국의 고금리정책이 현실화되면 전세계 금리가 모두 올라갈 수 밖에 없을 것인데, 한국과 중국처럼 주택담보대출이 단기금리에 연동된 나라들에서는 큰 경제적인 충격을 받게 될 것이다.

[그림3] 미국의 주택가격과 장기금리



자료: Longtermtrends(longtermtrends.net), 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 미국채 보유현황



주: 단기재정증권(bill) 제외

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.