

IBKS Economy Outlook

Reflexivity :

연준의 목적식과 제약식 그리고 경기침체의 향배

Economist
정용택

02) 6915-5701

ytjeong0815@ibks.com

Jun/Jul 2022

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Executive Summary

✓ 정점을 지나고 있는 기록적인 물가

➔ 완만한 변곡점, 울퉁불퉁한 하락길

지금 물가 지표는? ➔ 여전히 높은 인플레이션 압력. 하지만 고점은 지나고 있다고 판단

- 미국 소비자물가 상승률은 8% 이상을 유지하고 있지만 3월을 정점으로 소폭이나마 반락. 유럽은 미국과 비슷하고 한국과 일본 등은 아직 정점 형성 못함
- 미국 연준이나 전문가 서베이는 여전히 2/4분기 이후 변곡점 형성되고 2023년 이후 정책 목표 수준으로 낮아질 것이라는 전망 유지
- 인플레이션 서프라이즈 지수, 조금씩 정점을 확인하고 있는 과정

왜 고점을 지나고 있다고 판단하나? ➔ 인플레이션 요인들이 점차 완화되는 흐름

- 인플레이션의 이유 1) 공급망 차질 2) 구인난에 따른 임금 상승 3) 국제원자재 가격 급등
- 공급망 정체 조금씩 완화 기대 ➔ 2021년 크게 작용했던 중국발 공급 충격은 거의 해소된 모습이며 해운 부문에서의 병목도 점차 극심한 정체에서 벗어나는 모습
- 아직 불안요인 남아 있지만 추가 상승보다 완만한 하락이 점쳐지는 유가 전망

타이트한 고용여건 완화 기대가 핵심 ➔ 코로나 불안 낮아지고 돈이 떨어지면?

- 공급곡선은 제자리로 돌아가는 중, 조금 기다려 줄 시간이 필요
- 임금 상승은 노동시장 이탈에 따른 공급 축소에 기인 ➔ 영원히 은퇴한 사람들이 아니라 코로나 진정되고 돈이 떨어지면 돌아와야 하는 사람들
- 노동시장 병목이 해소 조짐을 보이며 아직 높지만 임금은 변곡점을 형성하는 모습

낮은 물가를 가능하게 했던 구조적 환경이 변했나?

- 비용을 낮추고 높은 효율을 추구하는 가속화된 미래와 추세 변화 없는 고령화
- 광범위한 잠재성장률 하락과 더 낮아진 통화유통속도
- 총량의 소비수요를 감소시키고 역동성을 줄이는 양극화

Executive Summary

✓ 인플레이션이 압박하는 경기둔화

▶ 뚜렷해진 경기둔화, 경기 침체 우려로 확산 중

경기둔화 국면인가? ▶ Sentiment 하락, 기대에 미치지 못하는 경제지표 증가, 성장 전망치 하락

- 부정적인 뉴스 증가와 체감경기 지표의 하락
- 기대에 미치지 못하는 경제지표 증가와 선행지수 후퇴
- 성장전망에 대한 기대치 하락

불안을 유도하는 중국과 유럽 그리고 EM, 상대적으로 선방하는 미국과 한국

- 미국: 빠르게 식어가는 미래에 대한 기대
- 유럽: 전쟁의 불안과 피해를 가장 직접적으로 대면
- 중국: 경직된 코로나 대응과 쉽지 않은 경기 부양
- 한국: 여전히 대외여건 변화에 민감한 경제구조

무엇이 경기를 둔화로 이끄는가? ▶ 인플레이션을 낮추려는 노력보다 높은 인플레이션의 영향

- 전쟁이나 코로나 외에도 긴축에 대한 우려나 정책 불확실성 등 여러가지가 거론
- 하지만 가장 중요한 것은 비용 증가가 야기한 기업이익 둔화
- 그리고 높은 물가로 인한 실질 소득의 하락

침체 가능성은 높게 보게 하는 과거 데이터들

하지만...

Executive Summary

✓ 연준의 목적식과 제약식

- ▶ 물가, 금융불균형 그리고 경기

왜 연준을 중심으로 보나? 가장 많은 유동성을 공급함으로써 지금 인플레이션에 가장 많이 기여

연준이 유도한 기대인플레이션 그리고 연준의 기대를 벗어난 인플레이션

- 물가연동채권을 통한 기대인플레 자극
- 유도한 수준을 크게 넘어선 실제 물가 지표들 ▶ 기저효과, 연이은 코로나 변이, 지정학적 위험 등
- 지금 물가지표가 모두 통화적 현상은 아님 ▶ 연준은 이미 충분한 역할을 했을 수도...

양적완화의 결과물 '금융불균형'

- 관리해야 할 수요측면의 인플레이션 압력은 양적완화의 결과물
- 양적완화에 의한 금융불균형 확대 그리고 이 현상이 발생시키는 사회적 비용
▶ 주거비, 가격 불안정, 쉐림과 격차 확대 공고화

경기 둔화를 넘어 침체 우려를 반영하는 시장 그리고 이를 모니터링하고 있는 연준

- 채권시장이 반영하기 시작하고 러시아발 불안이 자극하는 경기 둔화 우려
- 장단기금리차는 NY Fed 경기침체확률지표로 연결돼 연준의 의사결정에 영향을 미친다는 점
▶ 경기침체확률 반등 가능성과 변곡점을 지나고 있는 물가지표 변화 주목
- 경기침체 우려에 대한 연준의 견해

연준 통화정책의 목적식과 제약식

- 지금 팽배해 있는 인플레이션 기대심리를 냉각시키고
- 양적완화 기간 확대돼 비용증가(주거비, 마찰적 비용) 부담을 주는 금융불균형 안정 유도하면서
- 경기둔화나 위험에 대비해 정부 운신의 폭을 제약해서는 안됨

Executive Summary

✓ 그래서 연준은 금리를 얼마나 올릴까?

- ▶ 3.0% 이하, 팬데믹 국면 통화정책의 핵심은 금리가 아니라 양적 정책

연준의 질서 있는 정상화가 필요한 이유

- 아직은 안정적인, 하지만 언제든지 침체의 뇌관이 될 수 있는 신용위험
- 신용위험은 당연히 통화정책에 반응 ▶ 정책 충격은 당연히 경제주체들의 부담을 늘림
- 과거와 비교해 볼 때 긴축정책을 감내할 수 있는 좋은 위치에 있지만 계속 임계점 안에서 관리할 수 있는가?가 관건
- 침체 위험에 대비하기 위해 정부 운신의 폭을 제한하지 않는 것도 중요

기준금리를 계속 올릴 수 있나?

- 제약식이 작동, 기대인플레이션 하락을 확인하면 기준금리 인상도 종료
- 연준 통화 정상화의 시작은 인플레이션 기대심리를 냉각시키는 강한 발언
- TIPS를 매각하는 연준은 당분간 기준금리는 계속 올리지만 시장금리는 더 오르지 않아야 한다는 생각 아닐까?

금리인상이 종료되면 자산가격이 다시 오르기 시작할까? or 시장금리(국채금리)를 급등 시키지 않으면서 어떻게 금융불균형을 축소할 수 있을까?

- 물가 지표가 떨어지기 시작해도 금융불균형을 축소해야 하는 목적식은 유효 ▶ 팬데믹 대응의 핵심은 금리가 아니라 정교한 양적완화
- 실질금리는 양적완화 기간 금융불균형 확대의 주된 동인이었던 것처럼 통화정책 정상화 기간 금융불균형 축소의 주된 도구
- 수면 위로 올라온 자산 축소 ▶ 이번 양적 축소는 MBS 매각을 주된 수단으로 삼는 것
- B/S축소 과정에서 MBS를 주목하는 이유 ▶ 부동산 가격이나 가계순자산 배율 등 금융불균형 관련 지표들은 MBS 자체의 매각이나 매입 뿐 만 아니라 국채금리와의 차이도 매우 밀접한 관계를 형성

Prologue

재귀성이론
[theory of reflexivity,
再歸性理論]

늘 유동적인 정책과
그 정책에 따라
변화하는 경기침체 확률

- 조지 소로스는 사람이 어떤 대상과 상황에 대한 이해와 지식을 쌓는 것을 인지기능이라 하고, 어떤 대상과 상황을 자신의 생각대로 바꾸는 것을 조작기능이라고 할 때 이 두 기능이 동시에 작용하면서 인식은 조작에, 조작은 인식에 영향을 주는 양방향 간섭이 일어나는데 이런 상호순환관계를 재귀성(再歸性)이라고 정의 ([네이버 지식백과] 재귀성이론 [theory of reflexivity, 再歸性理論])
- 기대인플레이션과 경기 모멘텀의 변화는 정부와 중앙은행의 판단과 행동에 영향을 미치고 정부와 중앙은행의 결정은 이를 주시는 시장참여자와 경제주체들의 움직임에 영향을 미치고 이 움직임에 따라 기대인플레이션과 경기 모멘텀이 변화하고 이 변화가 다시 정부와 중앙은행의 판단과 행동을 수정
- 지금 보여지는 물가 모멘텀 변화는 연준의 판단과 행위에 영향을 미치고 시장에서 회자되는 경기침체는 예정되어 있는 것이 아니라 하반기 연준의 행위에 따라 침체 확률은 변함



자료: Kaltoon

1

완만한 변곡점, 울퉁불퉁한 하락길

- I. 정점을 지나고 있는 기록적인 물가
- II. 인플레이션이 압박하는 경기둔화
- III. 연준의 목적식과 제약식
- IV. 그래서 연준은 금리를 얼마나 올릴까?

1-1

여전히 높은 인플레이션 압력. 하지만 고점은 지나고 있다고 판단

I. 정점을 지나고 있는 기록적인 물가

- ▶ 지금 물가지표는?
- ▶ 왜 고점을 지나고 있다고 판단하나?
- ▶ 낮은 물가를 가능하게 했던 구조적 환경이 변했나?

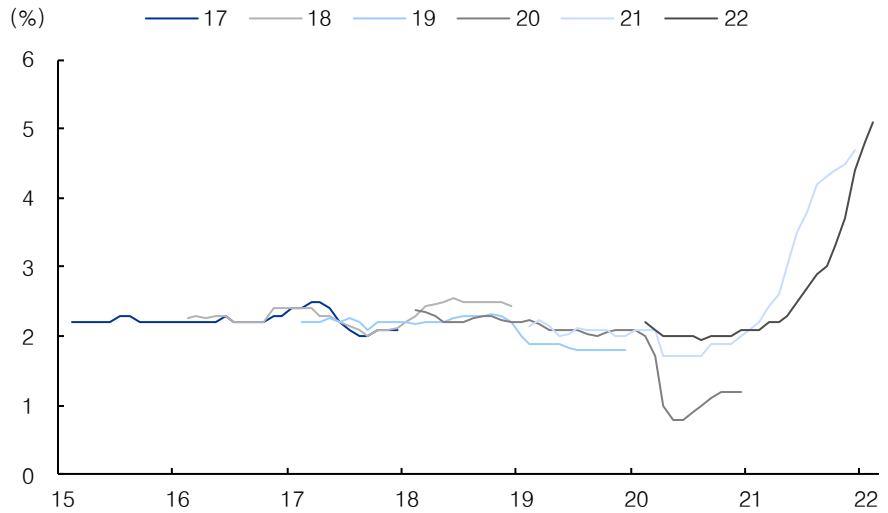
II. 인플레이션이 압박하는 경기둔화

III. 연준의 목적식과 제약식

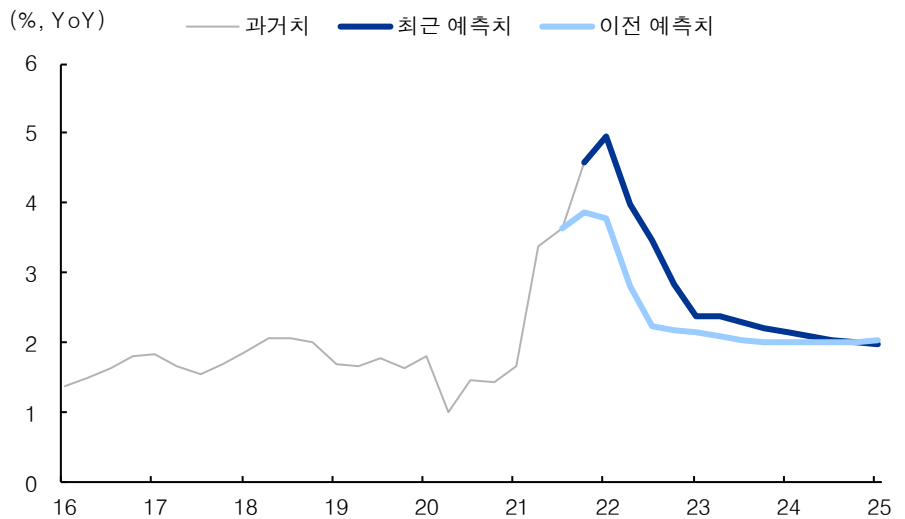
IV. 그래서 연준은 금리를 얼마나 올릴까?

우려 높지만 정점을 지나고 있는 인플레이션

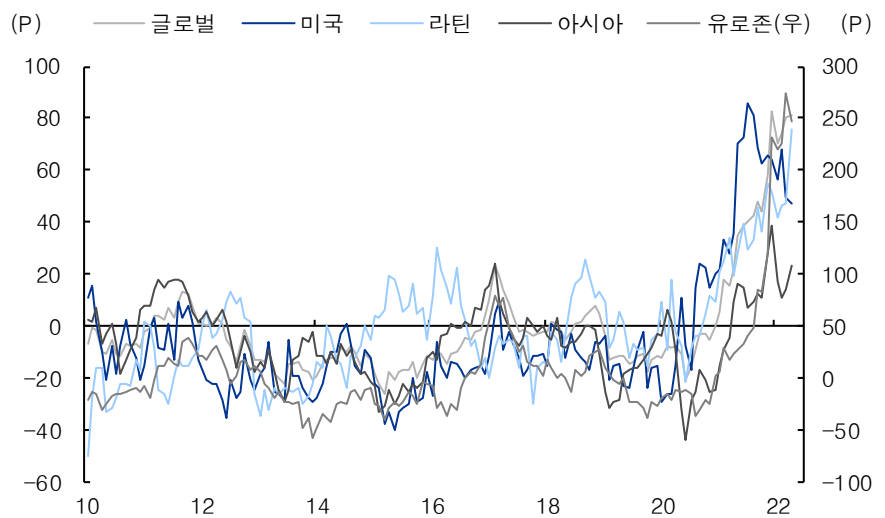
인플레이션에 대한
컨센서스는 아직도
가파르게 상승 중



하지만, 미국 연준이나
전문가 서베이는
여전히 2/4분기 이후
변곡점 형성되고
2023년 이후 정책
목표 수준으로 낮아질
것이라는 전망 유지



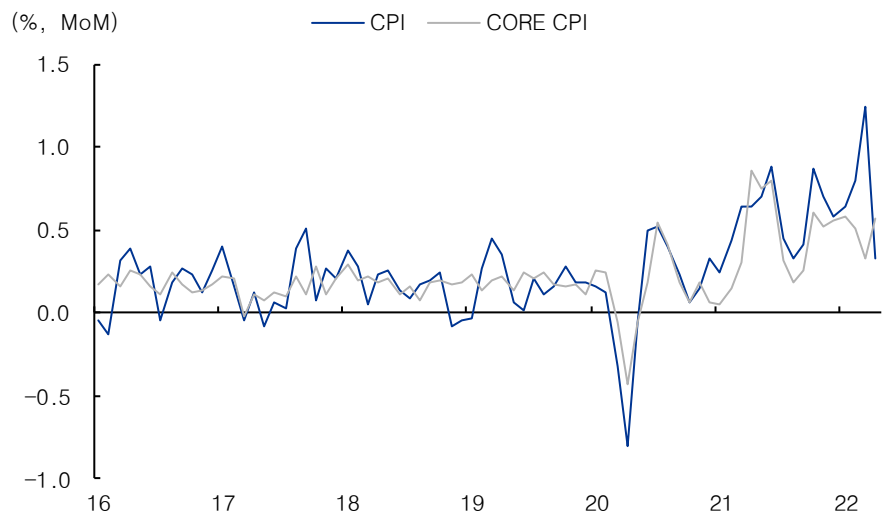
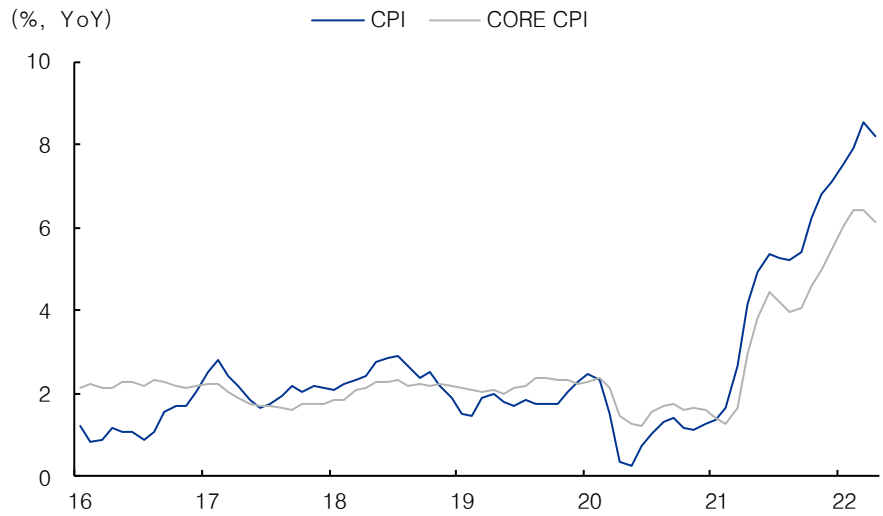
인플레이션 서프라이즈
지수 → 조금씩 정점을
확인하고 있는 과정



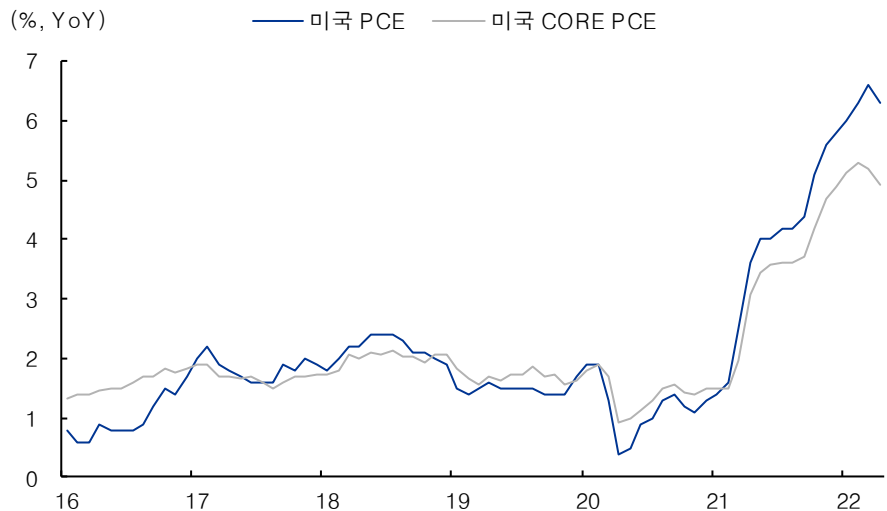
자료: Bloomberg, NY Fed, IBK투자증권

인플레 공포가 가장 큰 미국 지표 고점을 형성하는 모습

미국 소비자물가 상승률은 8% 이상을 유지하고 있지만 3월을 정점으로 소폭이나마 반락



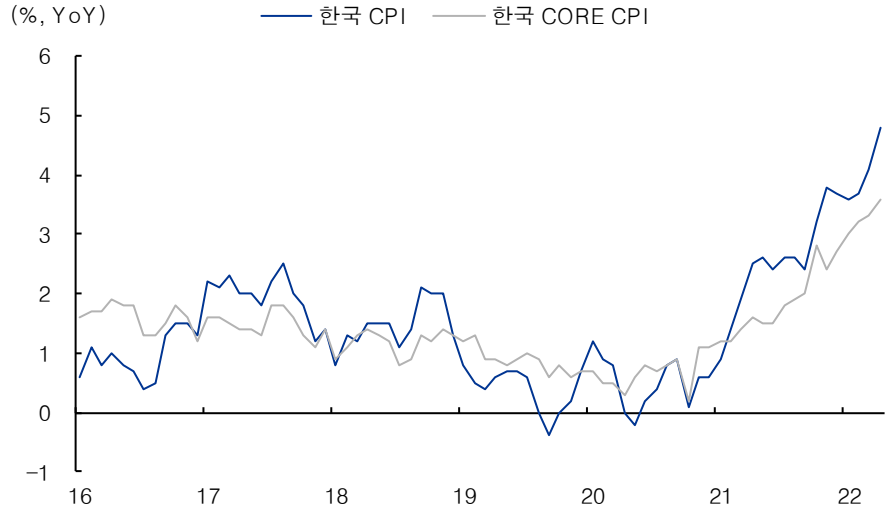
미국 PCE 증가율도 CPI와 유사한 흐름



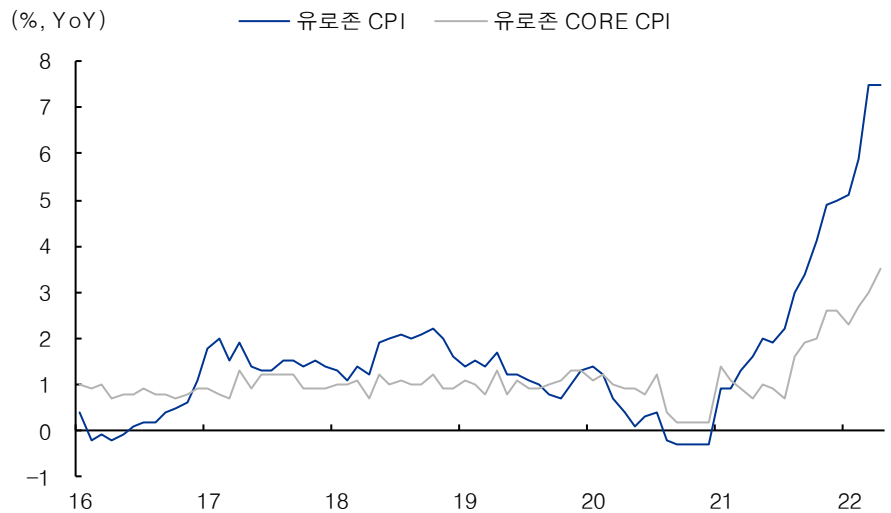
자료: Bloomberg, NY Fed, IBK투자증권

다만 다른 나라들은 아직 미국 만큼 반전 조짐 미흡

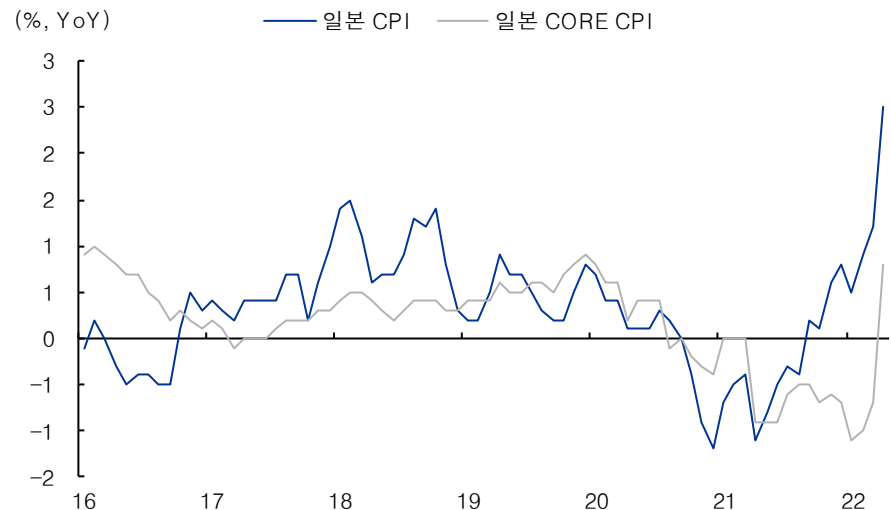
한국은 아직 소비자물가
상승 중 2분기말
정점 형성 전망



유럽은 기저효과
감안하면 정점에
도달했다고 보이나
여러 변수가 많은 상황



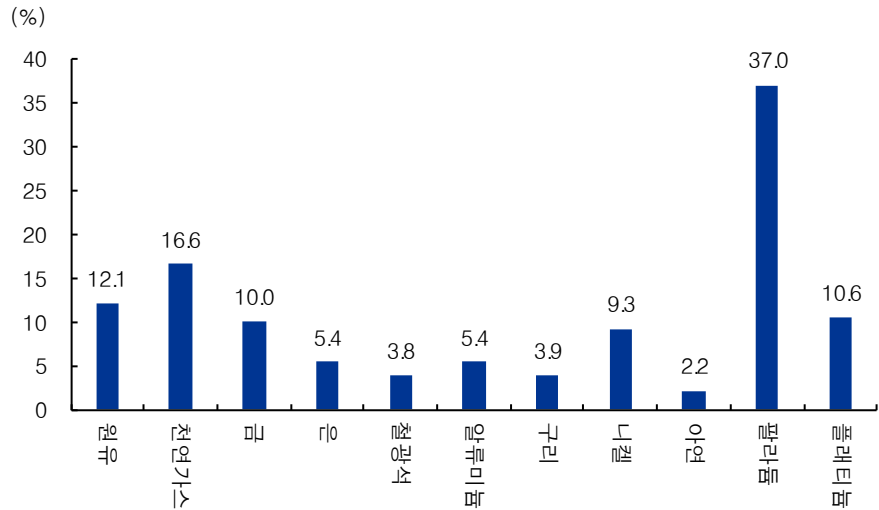
일본의 물가상승세는
올해 들어 본격화된
만큼 아직 정점론을
언급하기는 이름



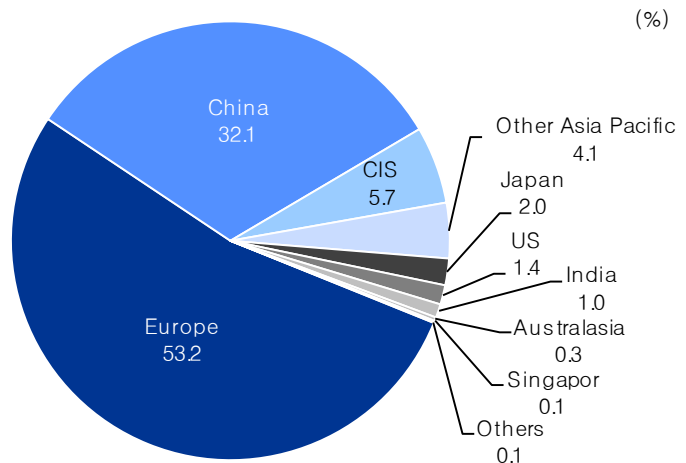
자료: Bloomberg, NY Fed, IBK투자증권

아직 불확실성 남아 있지만...

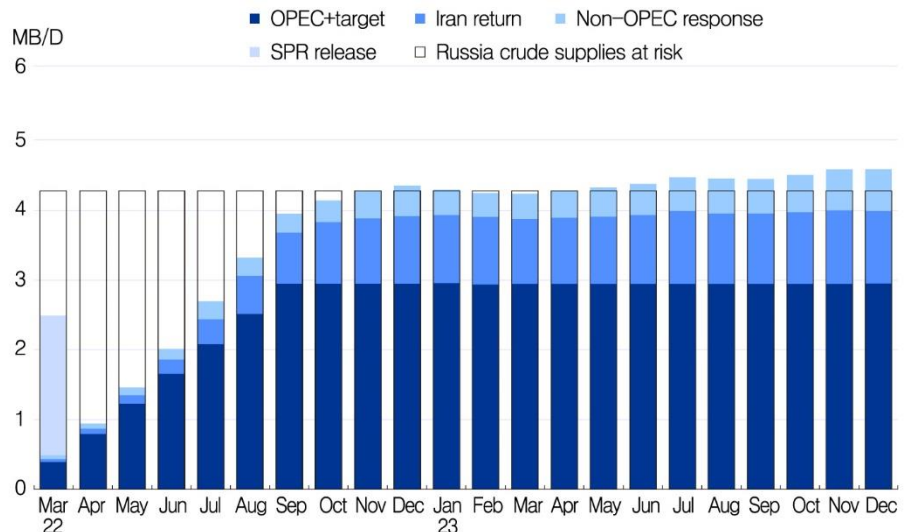
글로벌 원자재
시장에서의 중요한
공급자의 위치를 갖고
있는 러시아



유럽에 대한
원유 수출 비중이 높음



러시아 원유 공백을
OPEC과 이란 등이
메우겠지만 시간이 걸림



자료: BP, USGS, OIES, IBK투자증권

1-2

코로나 불안 낮아지고 돈이 떨어지면?

➔ 노동시장 정상화와 완화되는 공급경색

I. 정점을 지나고 있는 기록적인 물가

➔ 지금 물가지표는?

➔ 왜 고점을 지나고 있다고 판단하나?

➔ 낮은 물가를 가능하게 했던 구조적 환경이 변했나?

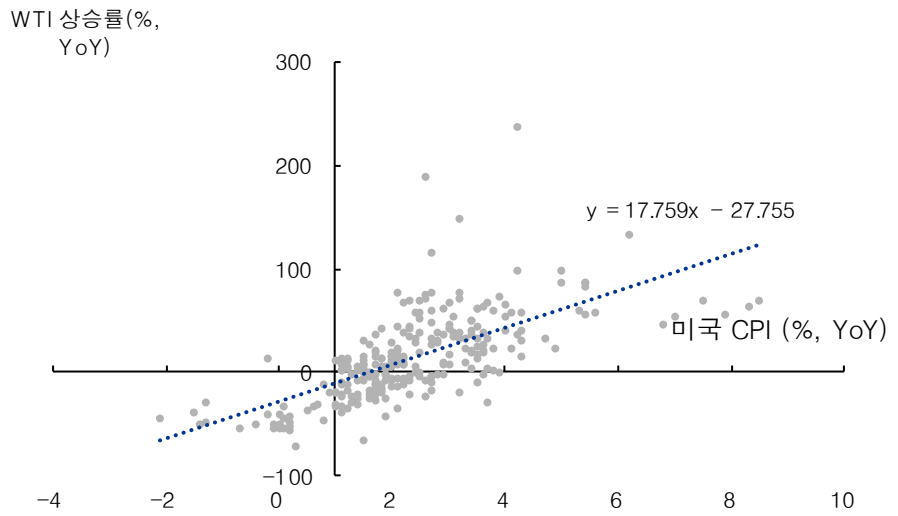
II. 인플레이션이 압박하는 경기둔화

III. 연준의 목적식과 제약식

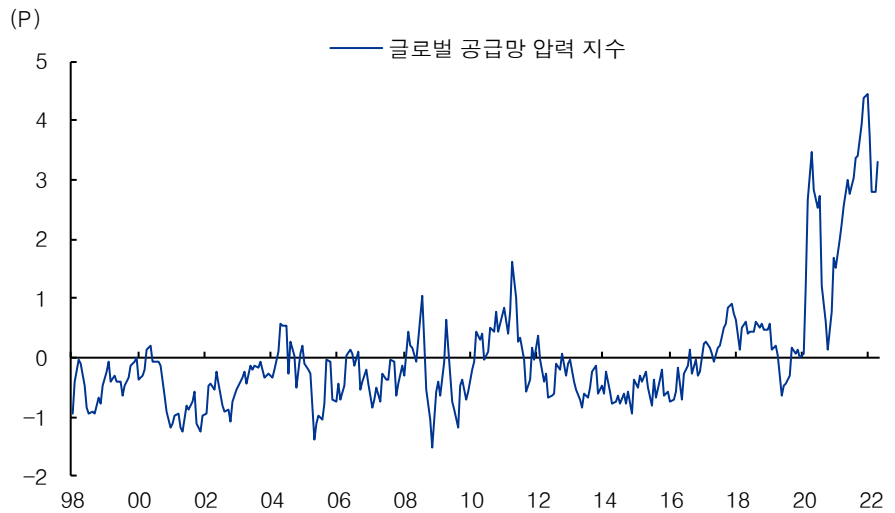
IV. 그래서 연준은 금리를 얼마나 올릴까?

인플레이션의 이유

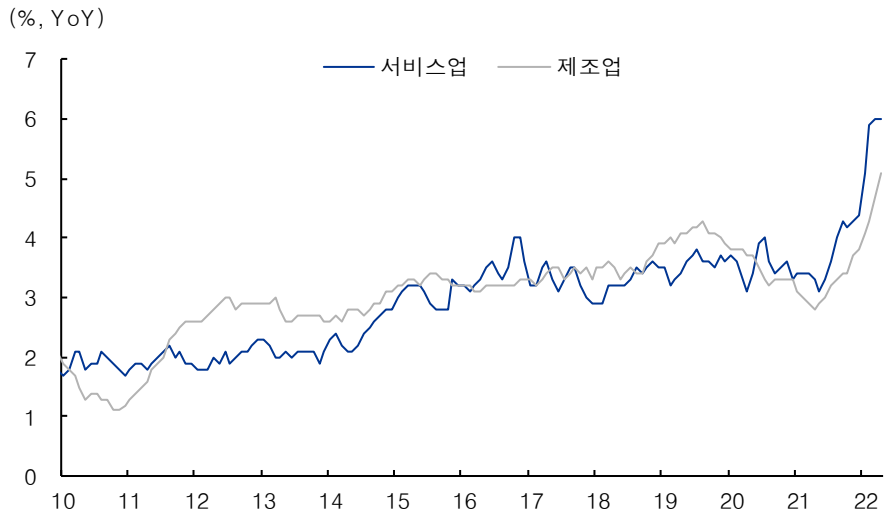
1) 국제원자재 가격 상승 → 미국 물가와 국제유가 간의 상관관계



2) 공급망 차질 → 팬데믹 국면에서의 봉쇄나 충격은 급격한 공급 압박으로 반영



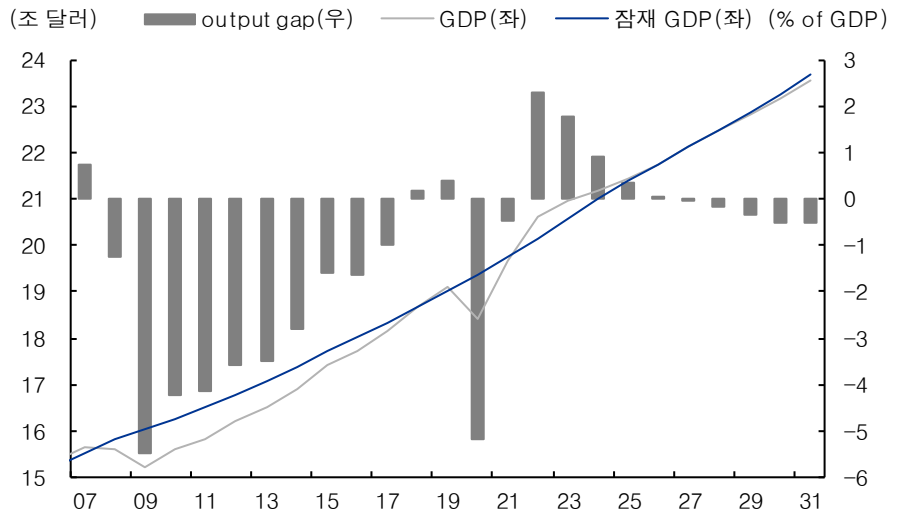
3) 구인난과 임금 상승 → 미국 시간당 평균 임금 상승률



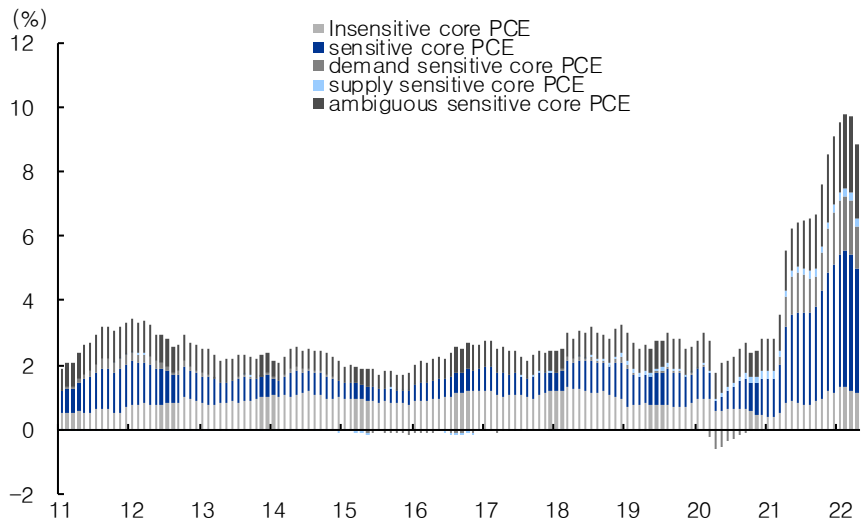
자료: IMF WEO(10월), Bloomberg, Atlanta Fed, IBK투자증권

고착화될 수도 있다는 불안. 하지만...

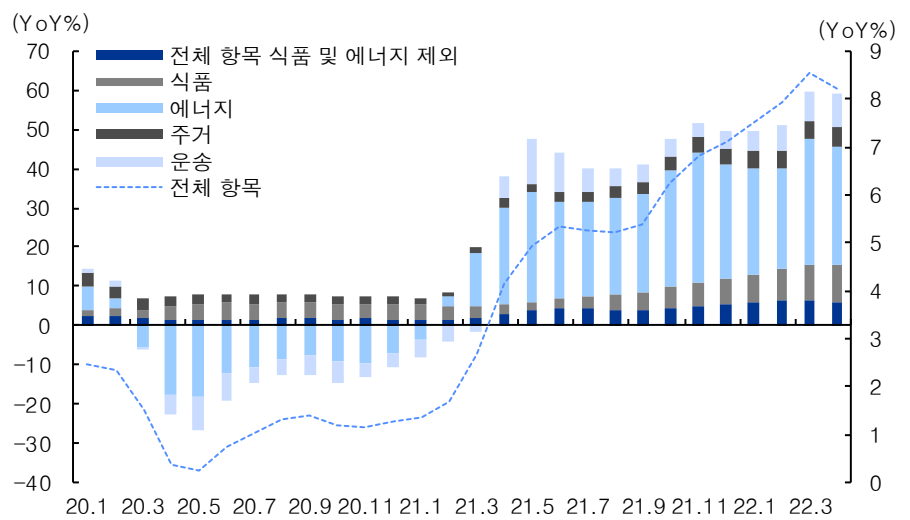
지금 상황에서
기본적인 수요 압력을
보여주는 GDP gap이
당분간 플러스 상황



공급측면의 인플레이션
압력이 여전히 주를
이루고 있지만 수요
측면도 가세하는 모습.
다만 최근 증가율은
조금씩 반락하는 흐름



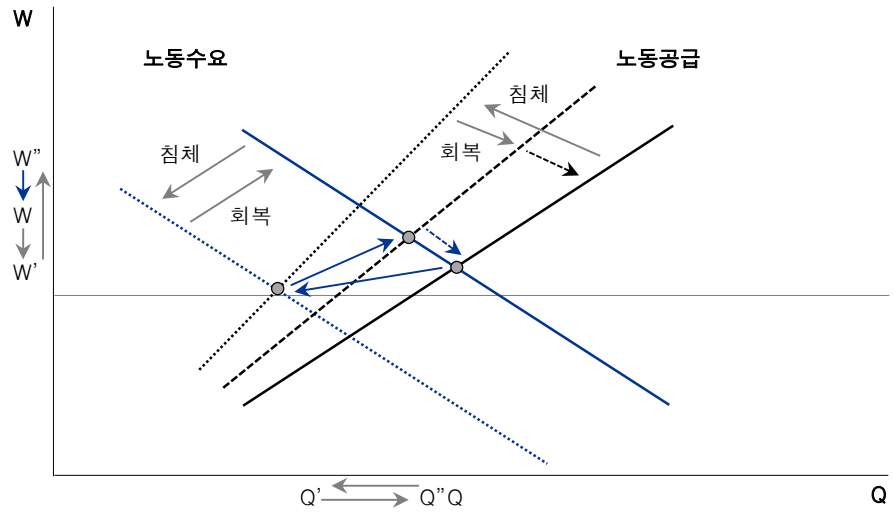
최근 미국 소비자물가
지표는 식품과 주거비
상승률이 예상보다
높게 나오는데 기인



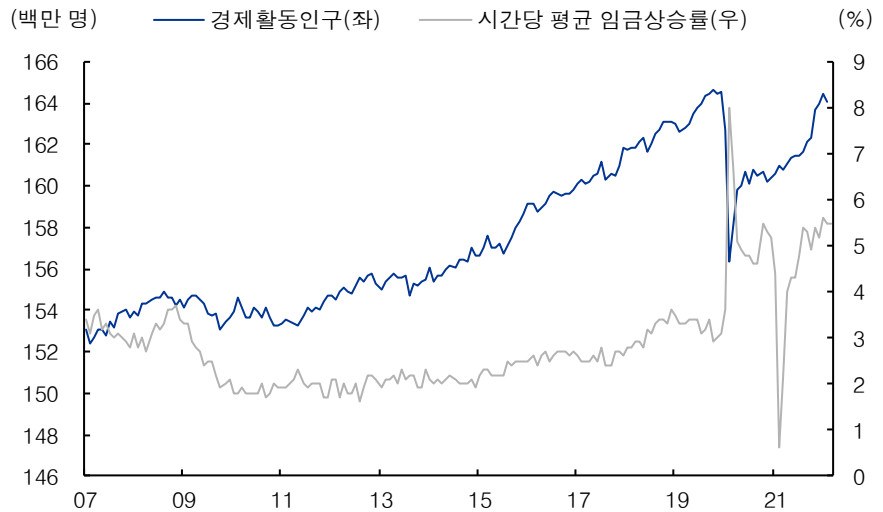
자료: CBO, FRB of san francisco, Bloomberg, IBK투자증권

핵심은 공급 축소에 기인한 노동시장 병목

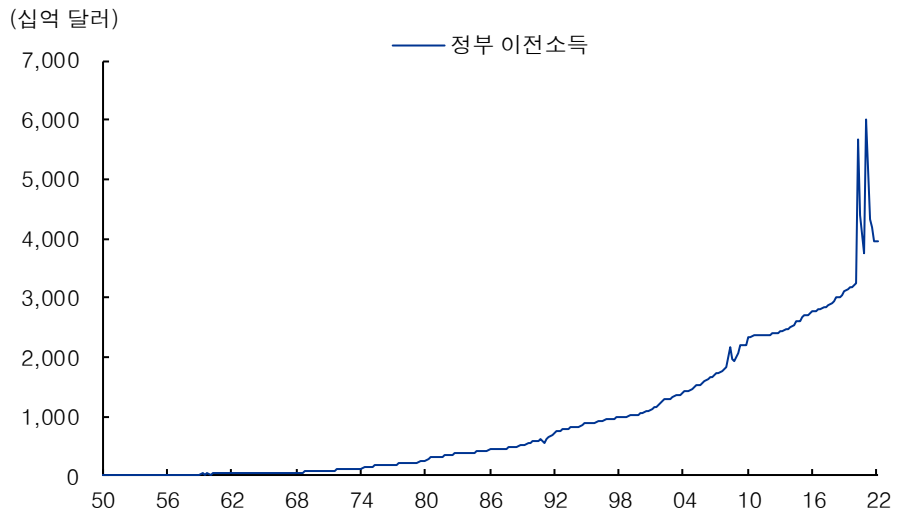
수요만 움직이던 이전
위기국면들과는 달리
쉽게 경험해보지 못한
노동 공급의 충격



노동 공급의 단절은
당연히 비용의 급등을
수반



노동시장을 이탈할 수
있었던 것은 유례없는
정부의 지원

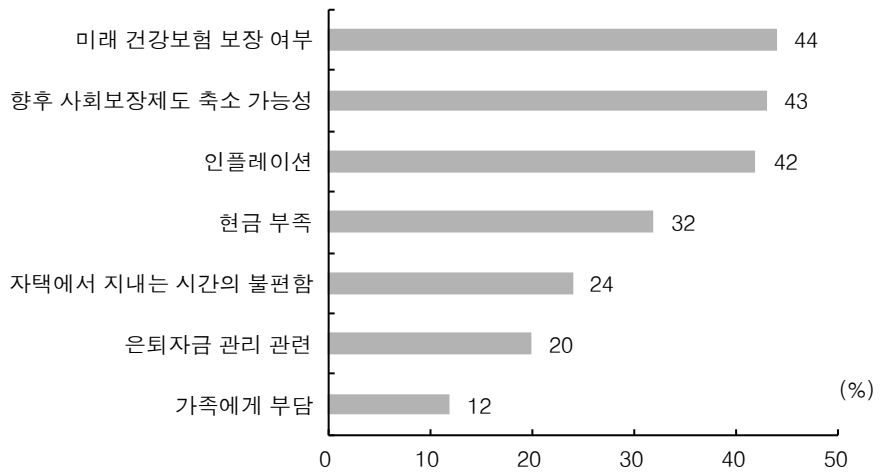


자료: 한국은행, BLS, Bloomberg, IBK투자증권

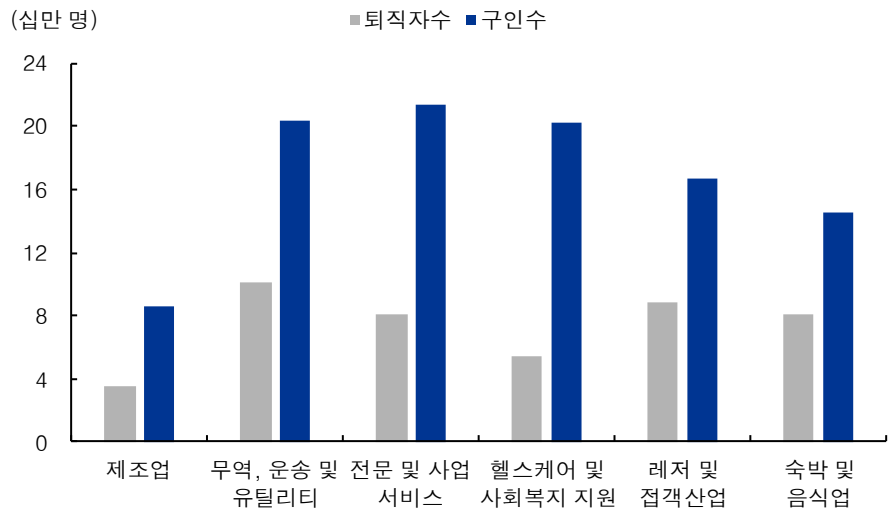
코로나 진정되고 돈이 떨어지면 돌아와야 하는 사람들

은퇴 당시 우려

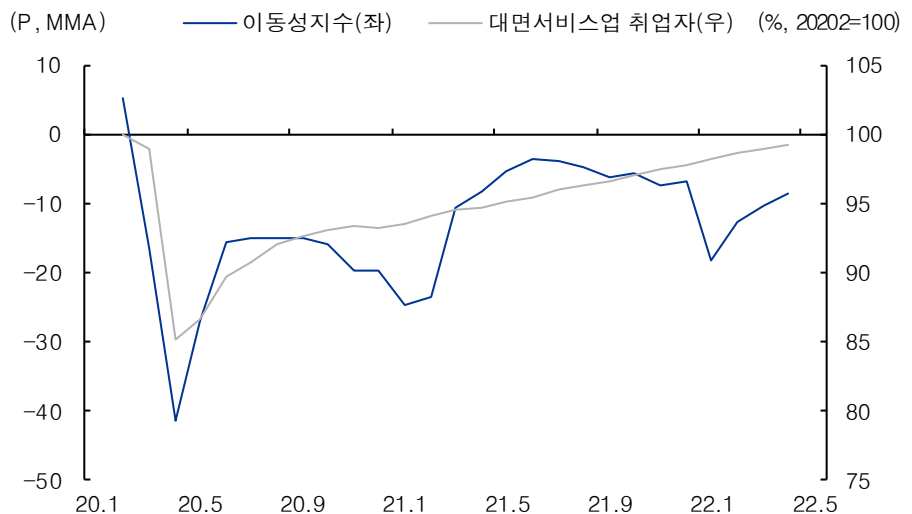
➔ 돈을 더 벌 필요가 없는 사람들이 아니라 미래의 현금을 걱정해야 하는 사람들



이동과 서비스 부문에서 이탈이 많음



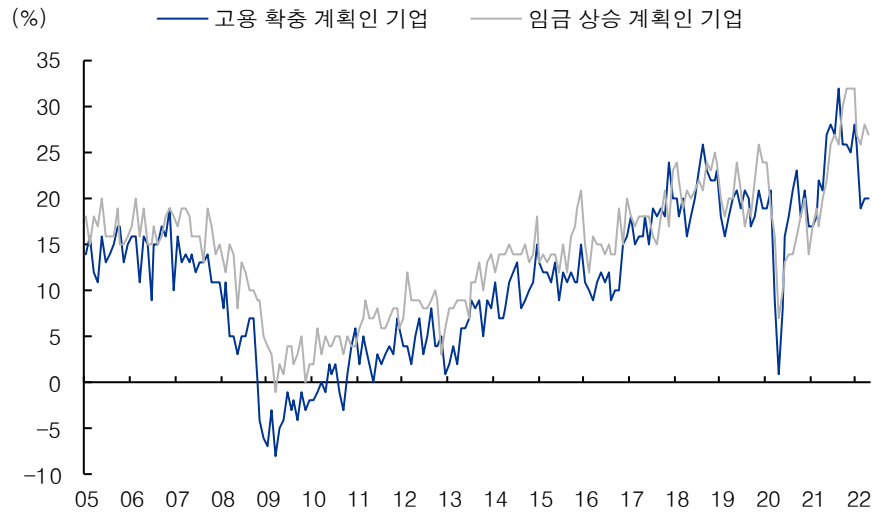
코로나19 불안이 잦아들고 일상으로의 회복은 노동시장 정상화에도 궤를 같이 함



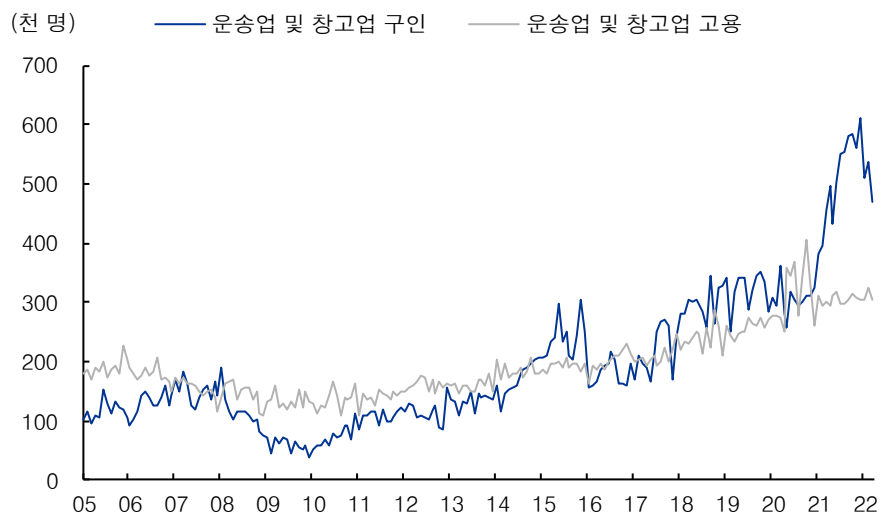
자료: 국제금융센터 자료 재인용, BLS, Google, IBK투자증권

점차 완화되는 미국 노동시장 병목

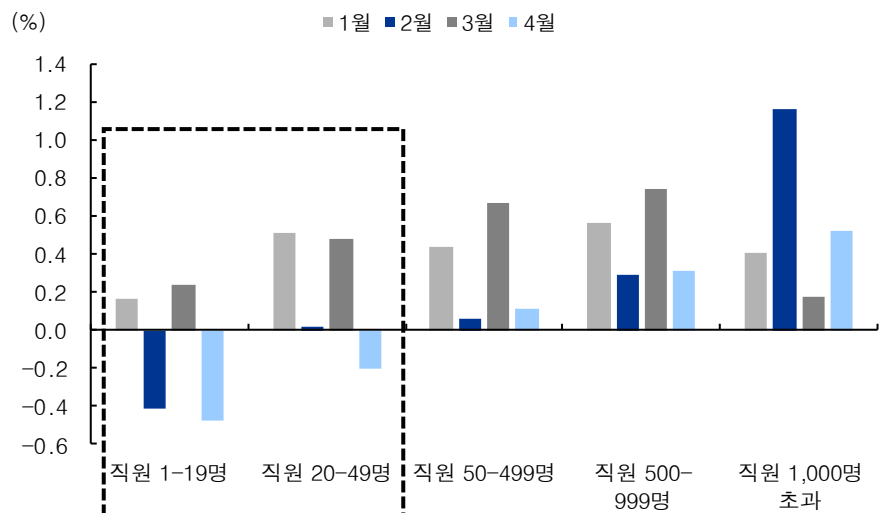
캔자스시티 연준
노동시장여건 지수를
보면 가파르게
상승하던 고용 확충 및
임금 상승 계획 기업수가
둔화세로 반전



공급망 침체의
핵심이었던 운송 부문의
구인난도 완화되는 흐름



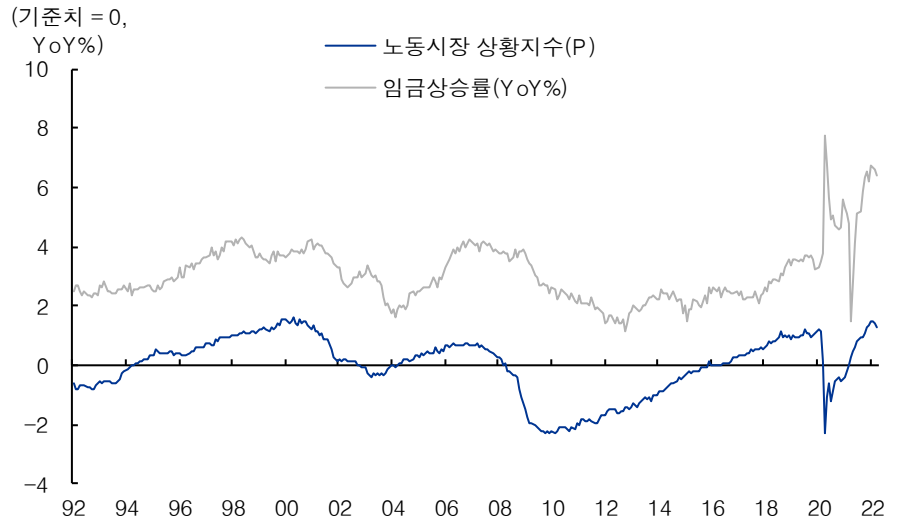
최근 ADP 고용
통계를 보면 소형
사업장의 고용은
마이너스로 전환



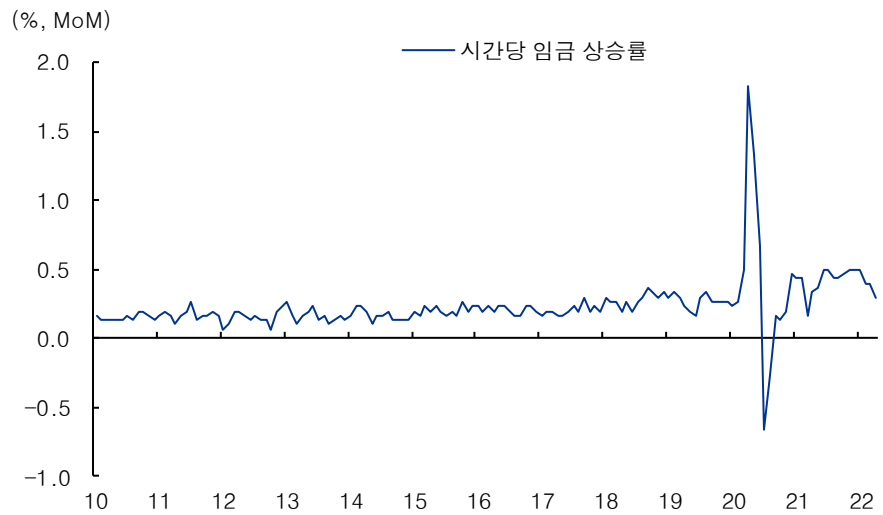
자료: Bloomberg, NFIB, ADP, IBK투자증권

아직 높지만 임금은 변곡점을 형성하는 모습

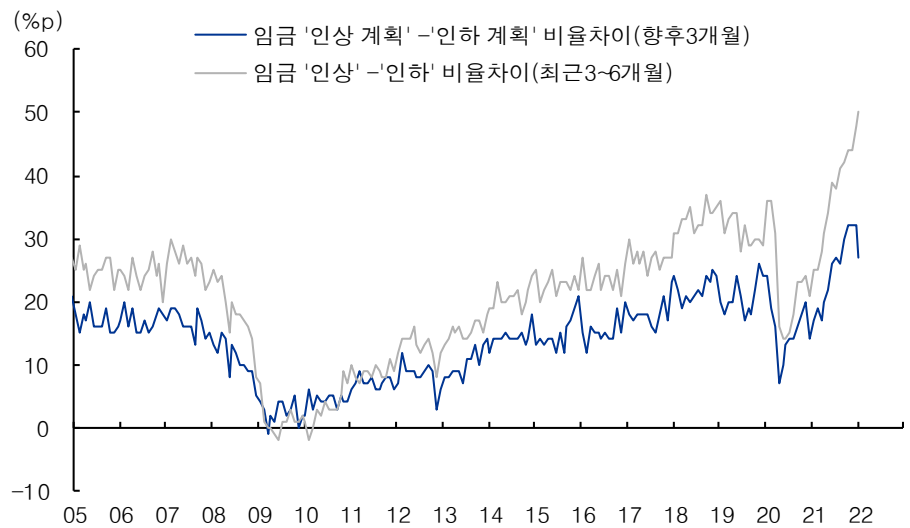
노동시장 경색이
완화되며 임금상승률도
반전 조짐을 보임



시간당 임금 상승률
(연율화) 점차 둔화되는
흐름



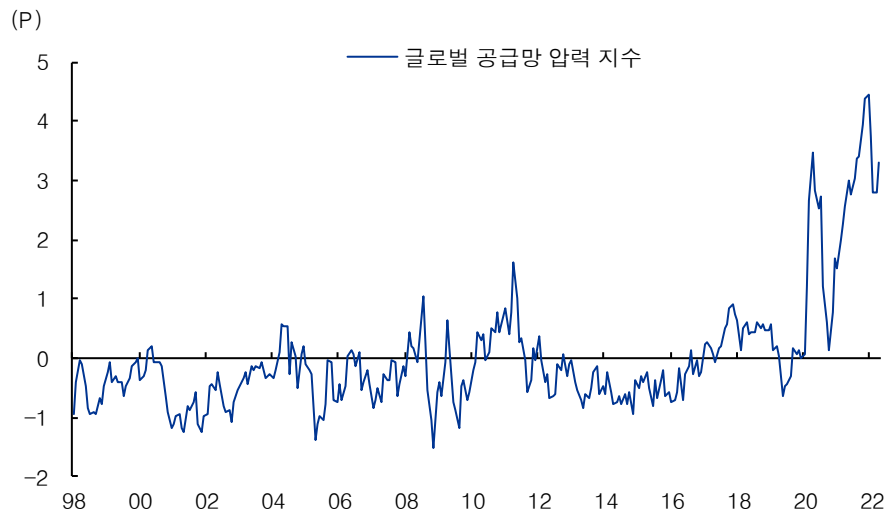
임금 추가 인상 의견
감소



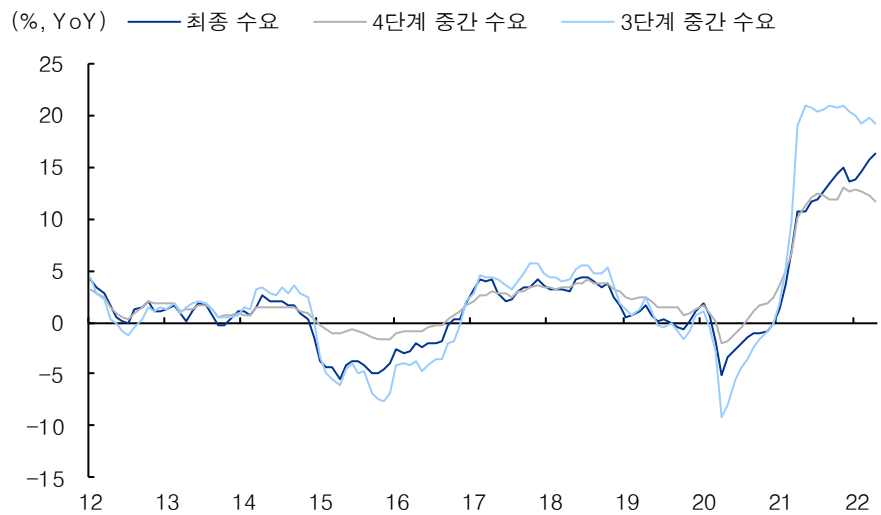
자료: KANSAS FED, FRED, BLS, Refinitiv, Bloomberg, IBK투자증권

공급망 정체 역시 점차 완화 조짐을 보임

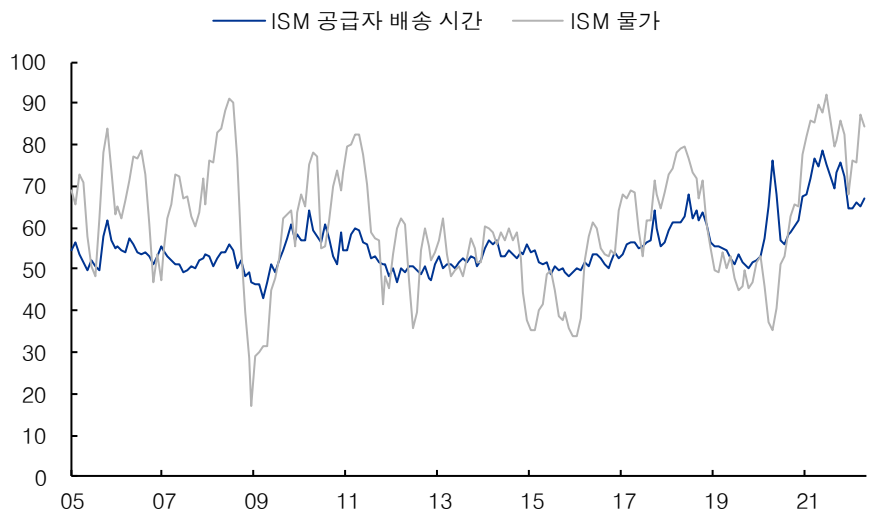
아직 매우 높은 수준
이지만 뉴욕 연준의
공급압력지수는
변곡점을 형성하는
모습



가공단계별 압력도
점차 완화 기대



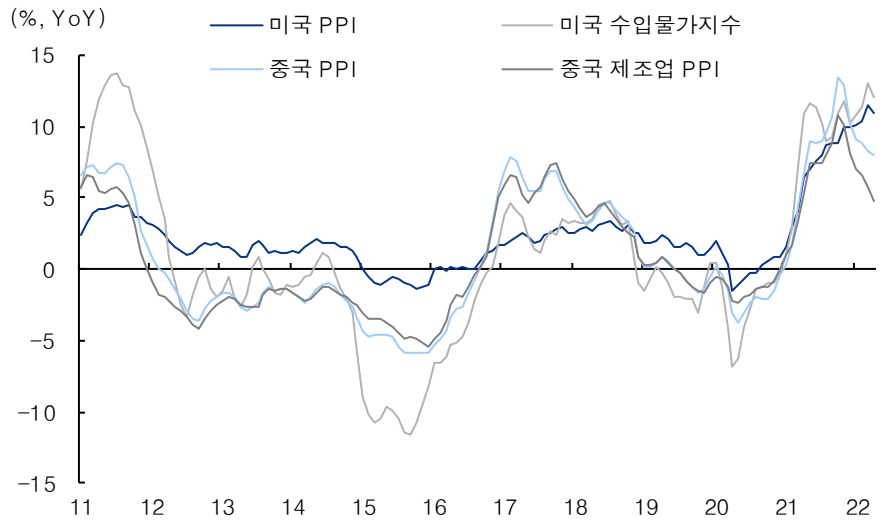
배송 시간도
점차 정상화되는 흐름



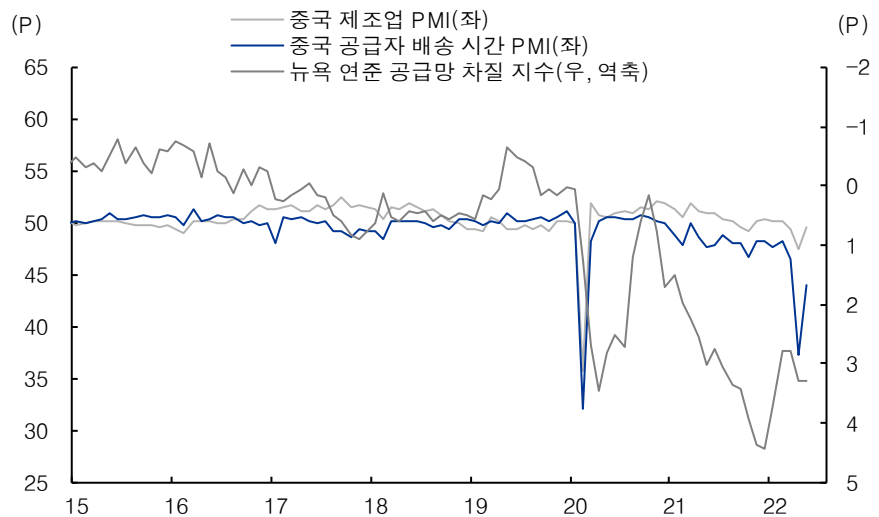
자료: NY Fed, Bloomberg, IBK투자증권

(지정학적 위험 남아 있지만) 글로벌 공급 병목도 점차 정상화 과정

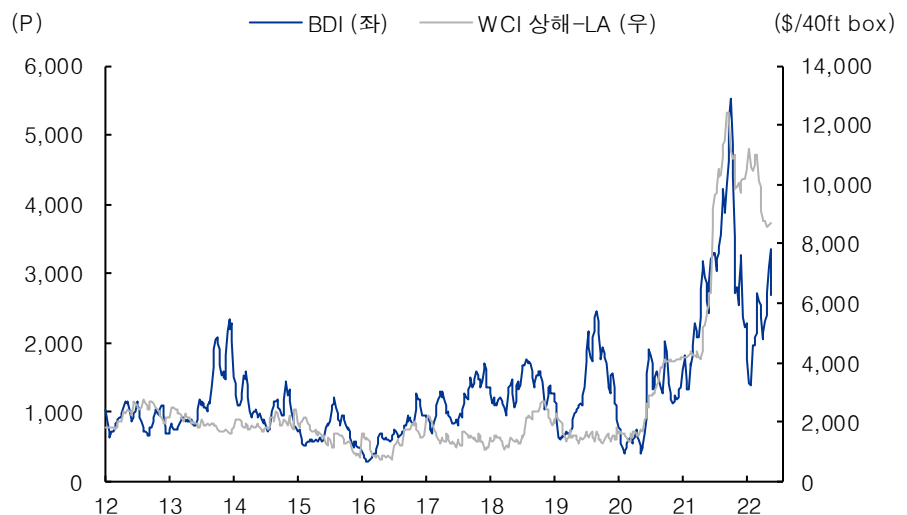
글로벌 제조업의 중요한 포지션을 차지하는 중국의 생산자 물가가 안정되는 것은 중요한 신호



2021년 크게 작용했던 중국발 공급 충격은 거의 해소된 모습



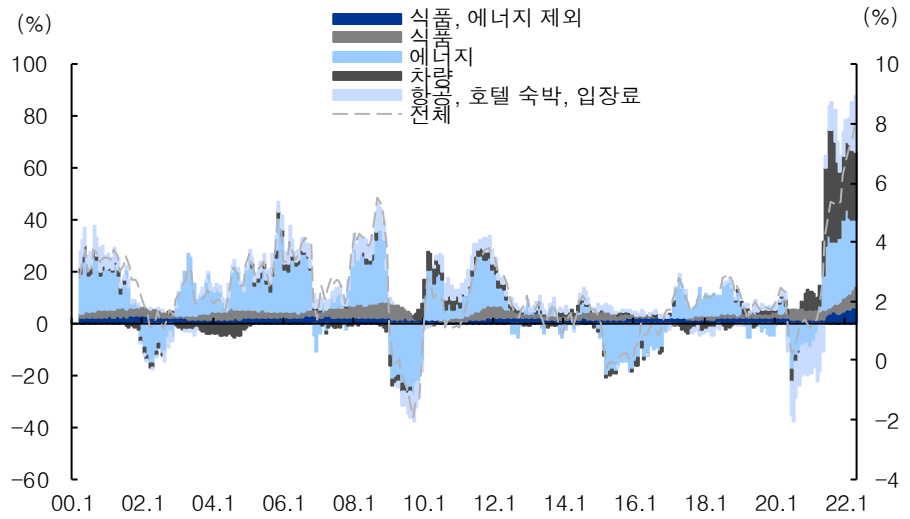
해운 부문에서의 병목도 점차 극심한 정체에서는 벗어나는 모습



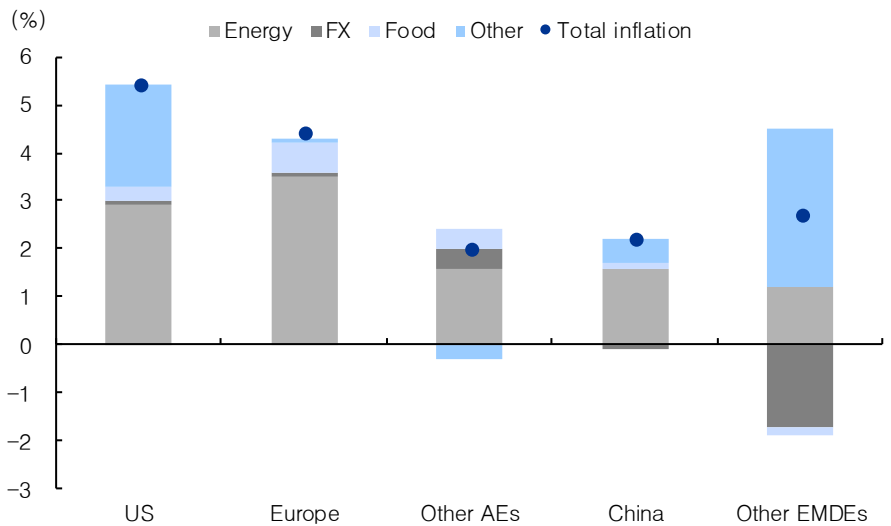
자료: OECD, Bloomberg, IBK투자증권

유가 상승을 통한 인플레이션 압박

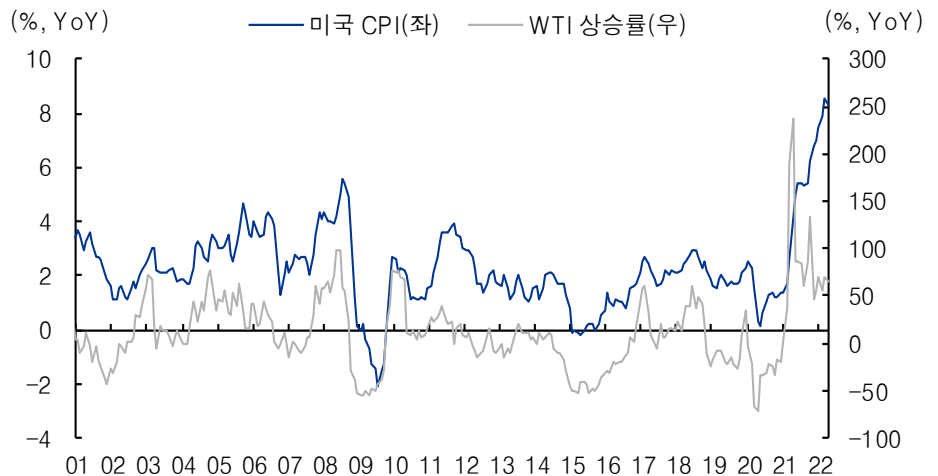
최근 가파른 상승세를 보이고 있는 미국 소비자물가에서도 에너지 가격 상승이 가장 큰 부분을 차지



미국 뿐 아니라 주요 지역 물가변동에서도 에너지 변동이 가장 중요한 요인으로 작용 (Change in Inflation, December 2020)



최근 국제유가는 러시아 전쟁 발발 시점 보다 20% 정도 하락한 상태에서 등락 보임. 기저효과 영향으로 증가율은 둔화세로 전환



자료: IMF, Bloomberg, IBK투자증권

추가 상승보다는 완만한 하락이 점쳐지는 유가 전망

속도는 더디지만
유가에 대한 전망은
금년을 기점으로 하락

(단위: \$)

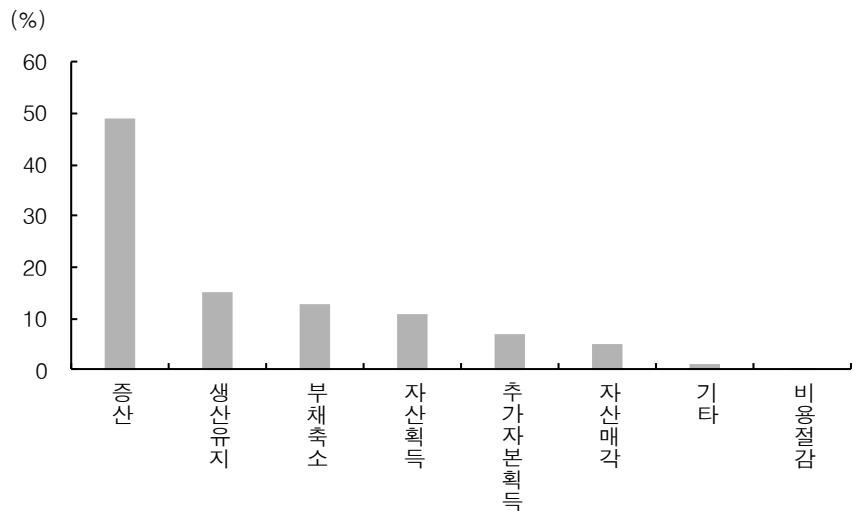
기관	유종	2021년	2022년	2023년
KIEP (2022.4)	WTI	67.98	97.68	83.26
IMF (2022.1)	3종 평균	69.07	106.83	92.63
EIA (2022.4)	WTI	68.21	97.96	88.57
	Brent	70.89	103.37	92.57

러시아 전쟁 등의
영향이 가격에 반영된
결과이며 수급은
이미 공급 우위로 전환

(단위: 백만 배럴/일)

분류	2021	2022	2023
수요(A)	97.38	99.8	101.73
OECD	44.79	46.01	46.37
비OECD	52.59	53.78	55.35
공급(B)	95.55	100.21	102.21
비OPEC	63.89	65.91	67.36
OPEC	31.66	34.3	34.85
초과공급(B-A)	-1.83	0.41	0.48

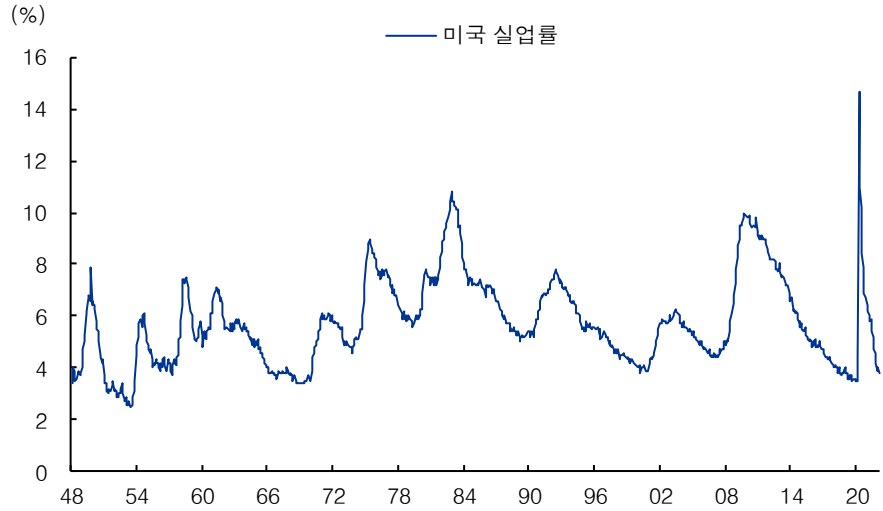
미 원유메이저들의
증산 의사 확고
(2022년 계획 서베이)



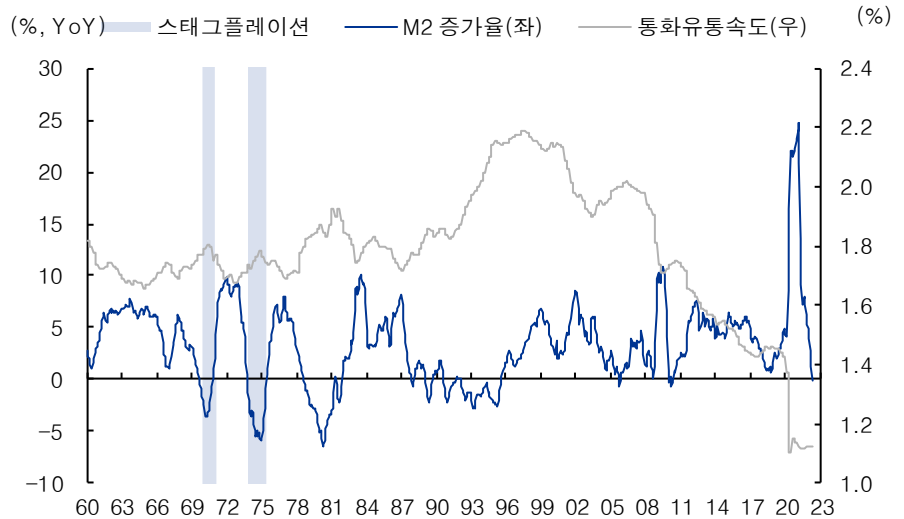
자료: IMF World Economic Outlook(2022. 4), EIA Short – Term Energy OUTLOOK(2022. 4)
EIA(2022. 4), Short – Term Energy Outlook
FRB of Dallas

'70~80년대식 스태그플레이션 우려는 아직 기우

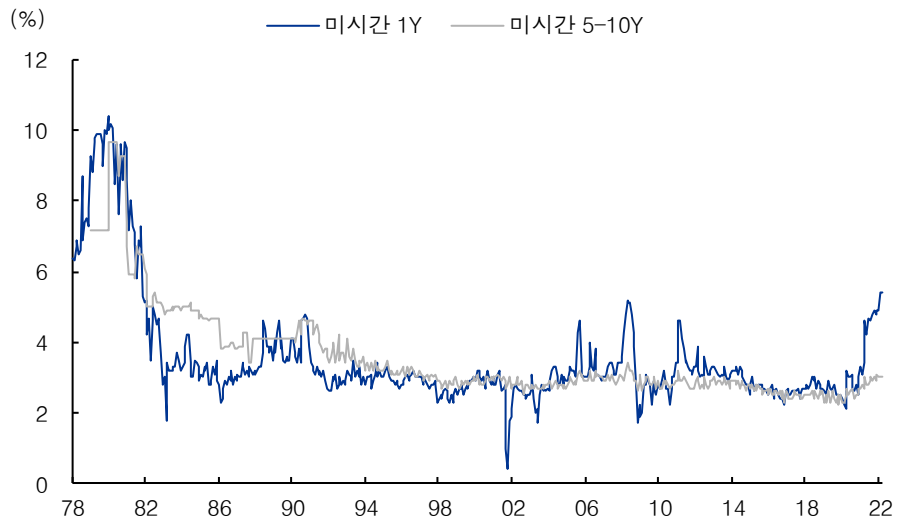
스태그플레이션을 이야기 하기에는 지나치게 낮은 실업률



크게 낮아져 있는 통화유통속도 → 낮아진 투자의존도 등 구조적인 인플레 요인 작음



인플레를 단기적으로 우려하지만 장기적인 기대 심리는 낮은 편



자료: NY Fed, Bloomberg, IBK투자증권

1-3

가속화된 미래, 고령화, 더 낮아진 잠재성장률과 통화유통속도

I. 정점을 지나고 있는 기록적인 물가

➔ 지금 물가지표는?

➔ 왜 고점을 지나고 있다고 판단하나?

➔ 낮은 물가를 가능하게 했던 구조적 환경이 변했나?

II. 인플레이션이 압박하는 경기둔화

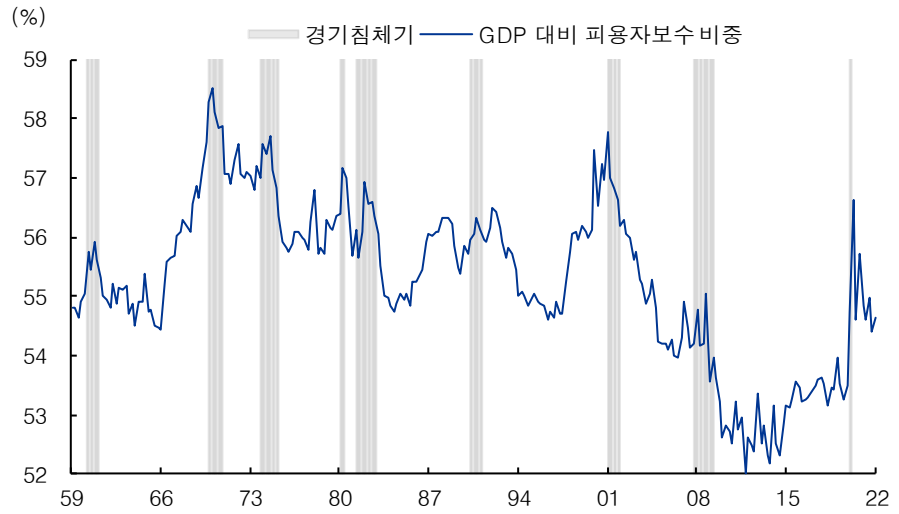
III. 연준의 목적식과 제약식

IV. 그래서 연준은 금리를 얼마나 올릴까?

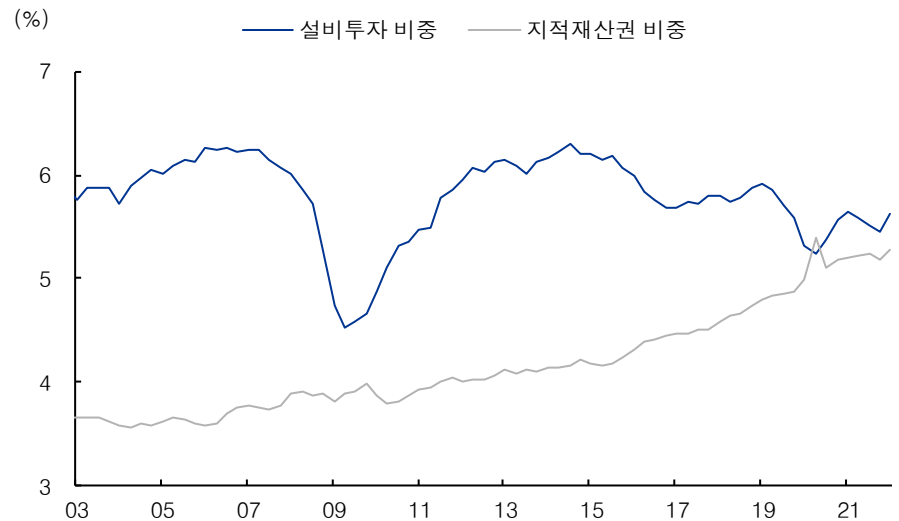
구조적인 비용, 다시 상승 추세를 형성할까?

GDP 대비 피고용자 보수 비용

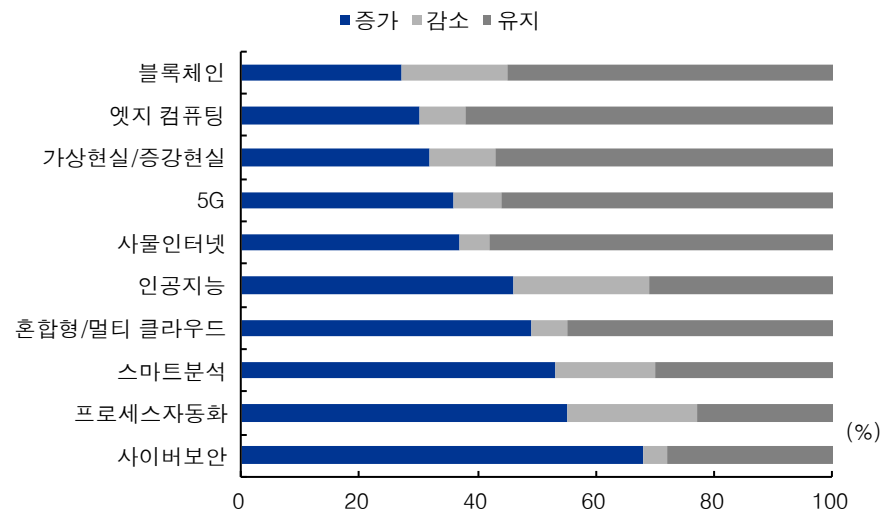
경제 충격 시
이전소득으로
급등하지만 이내
이전 하락 추세로 회귀



2014년 이후 미국 설비
투자 비중 정체 그러나
상승 중인 지식재산생산
물 투자 → 효율 증가
플랫폼 인건비 등 비용
하락



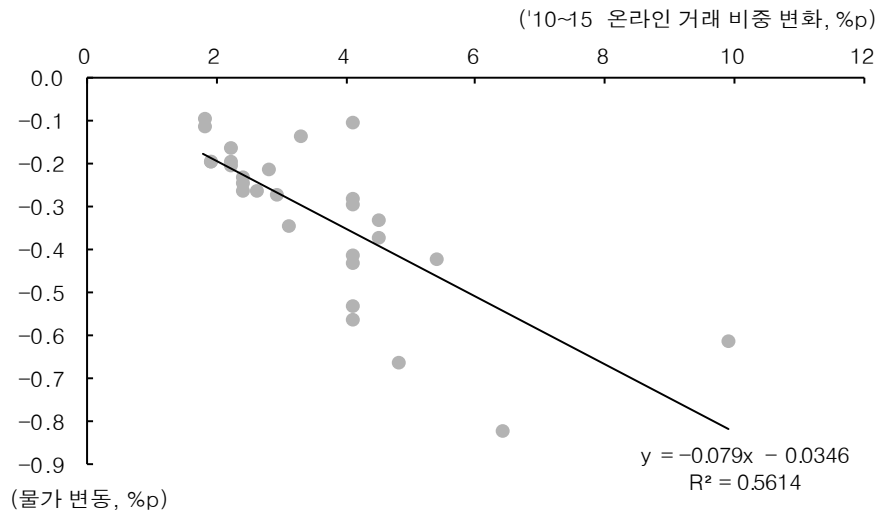
단순히 언택트의 확대가
아니라 구조적으로
인력을 대체하는
투자 확대



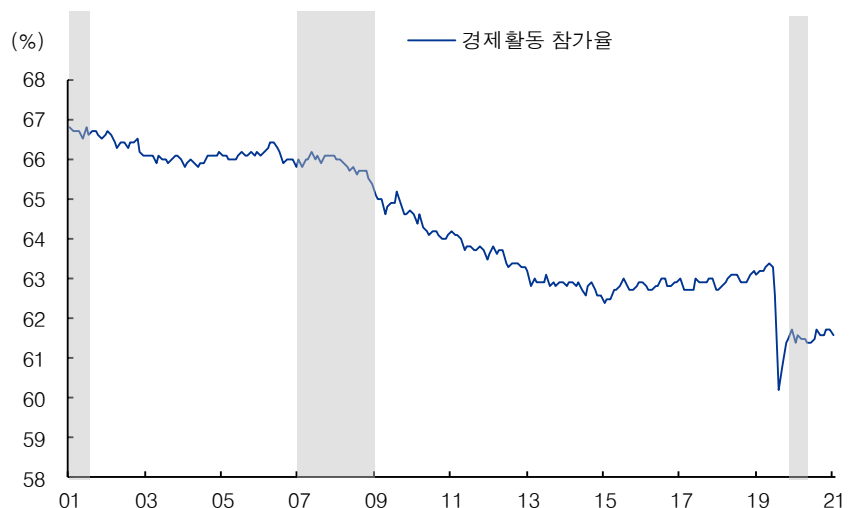
자료: 미국 경제 분석국, 국제금융센터, HFS Research (2020.4), IBK투자증권

구조적 저물가 ➔ 기술발전, 인구구조, 양극화 등

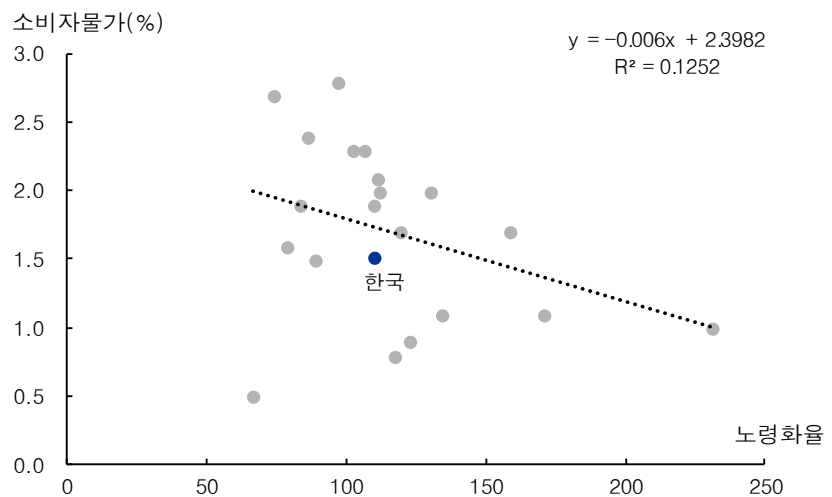
온라인 거래가
 증가할수록 물가 하락
 ➔ 코로나 시대
 더 급속히 증가



금융위기 때보다
 더 극적으로 진행되고
 있는 코로나로 인한
 일자리 퇴장 (미국)



고령화 추세 역시
 인플레이션과 연관



자료: Bloomberg, OECD, IBK투자증권

광범위한 잠재 성장률 하락

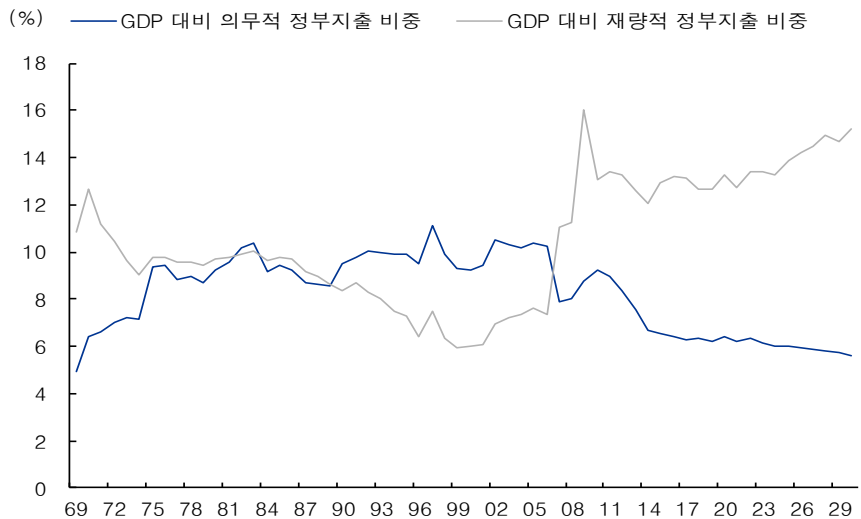
코로나19에 따른
성장률 전망 수정 및
잠재성장률 추정치
변화

생산 및 생산성을
늘리는 투자의 위축에
기인

(단위: %p)

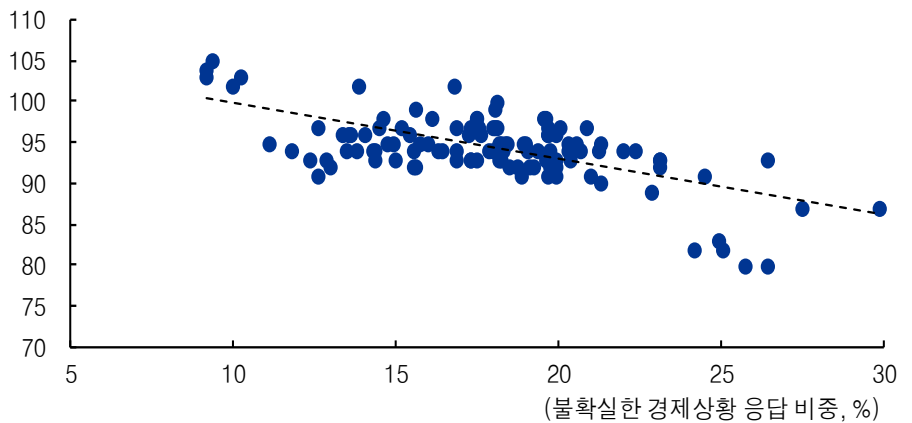
국가	성장률 전망 수정	잠재성장률 추정치 변화
체코	-4.8	-3.6
뉴질랜드	-3.2	-2.6
영국	-2.4	-2.1
노르웨이	-1.3	-1.8
일본	-1.6	-0.6
캐나다	-1.5	-0.5
스웨덴	-0.8	-0.1
미국	-0.5	-0.1
독일	-1.7	0.2

코로나에 대한 대응으로
생산성 투자 여력이
더 줄어든 정부
(미 정부 지출 추이)



코로나와 같은
불확실성은 당연히
기업의 투자를
위축시키는 요인
(한국 BSI)

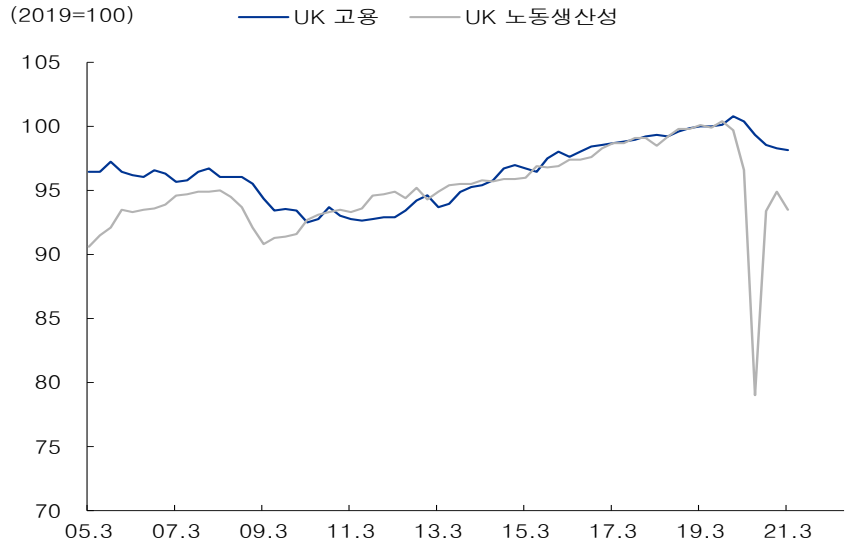
(BSI 설비투자 실적)



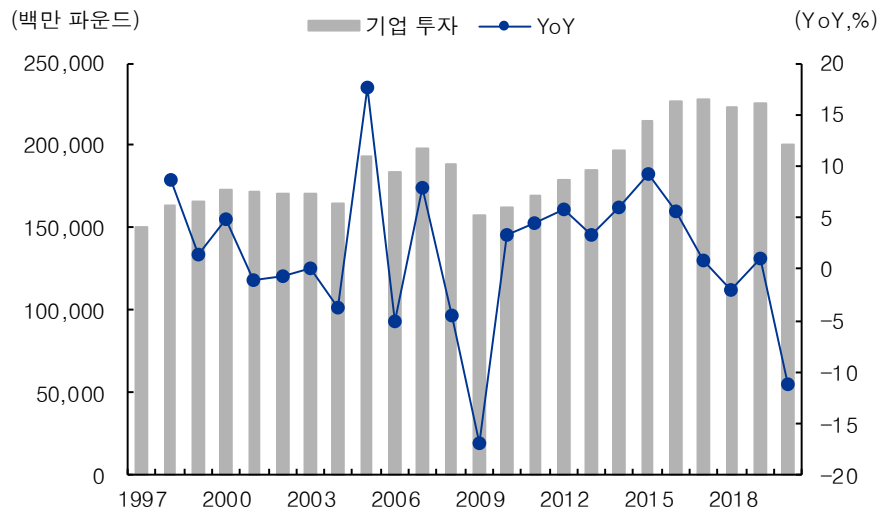
자료: 한국은행, CBO, IBK투자증권

영국 생산성 변화는 코로나 이후도 마찬가지로임을 보여줌

코로나19 국면에서 생산성은 하락

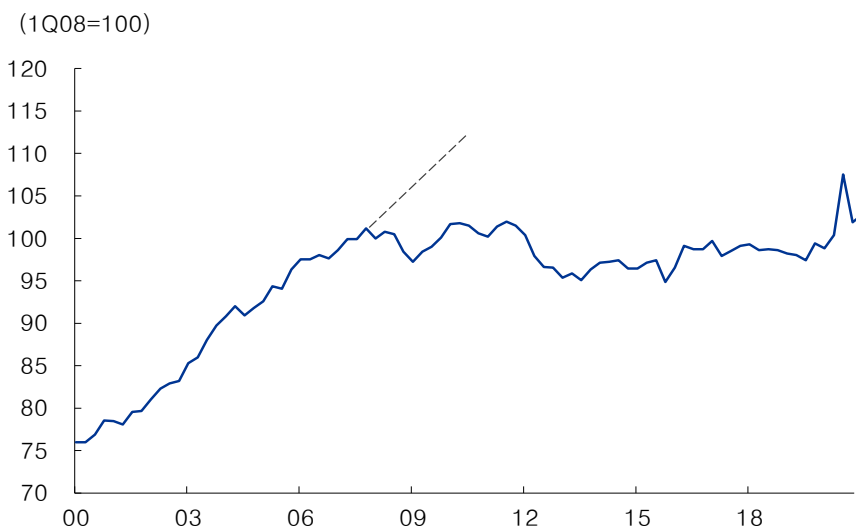


생산성에 영향을 미치는 기업투자의 부진



영국 시간당 노동생산성 추이

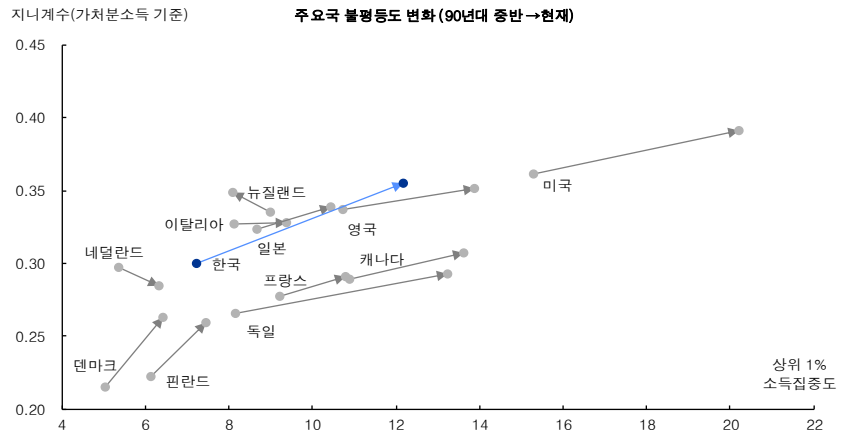
(점선은 1997~2008Q의
증가 추세를 연장)



자료: 영란은행(한국은행 자료 재인용), IBK투자증권

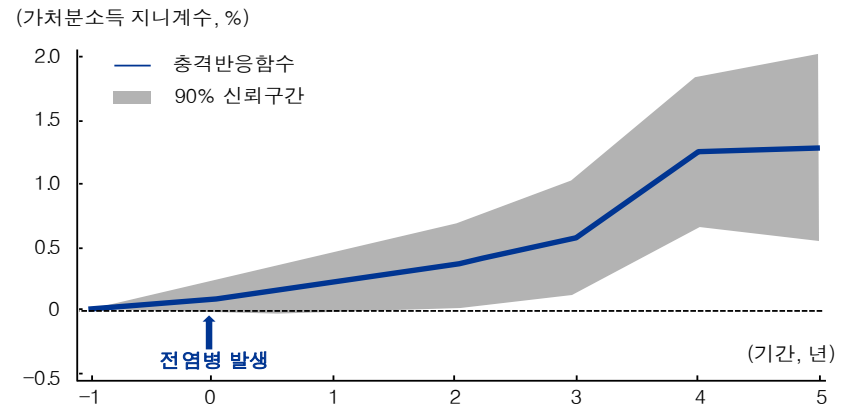
양극화 ➡ 소비 둔화, 계층 고착시켜 경제를 경직화

코로나로 인해 금리가
낮아지고 자산시장
변동성이 커질수록
빈부격차는 확대



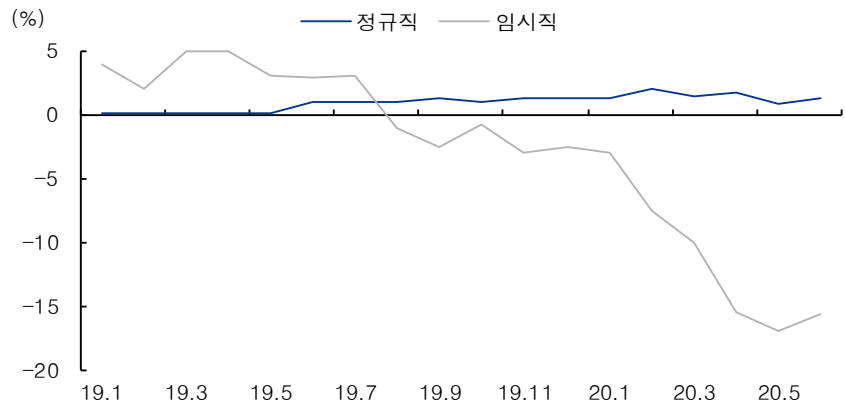
전염병의 발생 자체가
기본적으로 소득
격차를 확대

(Furceri et al 2020,
한국은행 재인용)

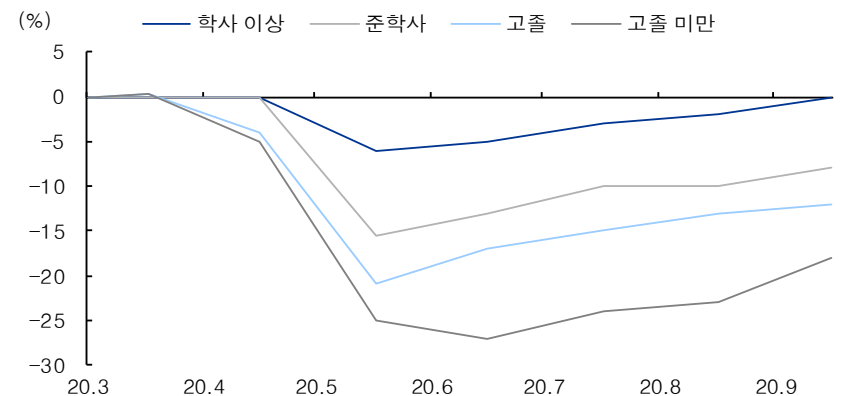


코로나 충격은
불안정한 일자리에서
더 크게 나타남

(유로존 내 일자리 증감)



코로나 이후
일자리 회복 속도 역시
학력별, 계층별로
크게 차이가 남



자료: WID, OECD, ING, USBLS, 한국은행, IBK투자증권

2

뚜렷해진 경기둔화, 경기 침체 우려로 확산 중

- I. 정점을 지나고 있는 기록적인 물가
- II. 인플레이션이 압박하는 경기둔화
- III. 연준의 목적식과 제약식
- IV. 그래서 연준은 금리를 얼마나 올릴까?

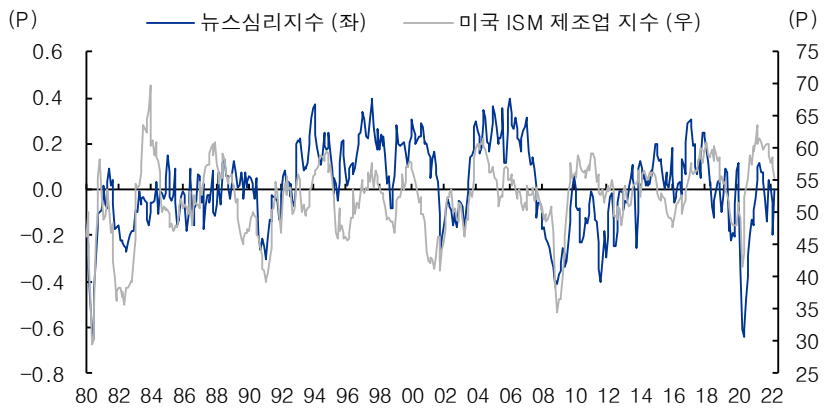
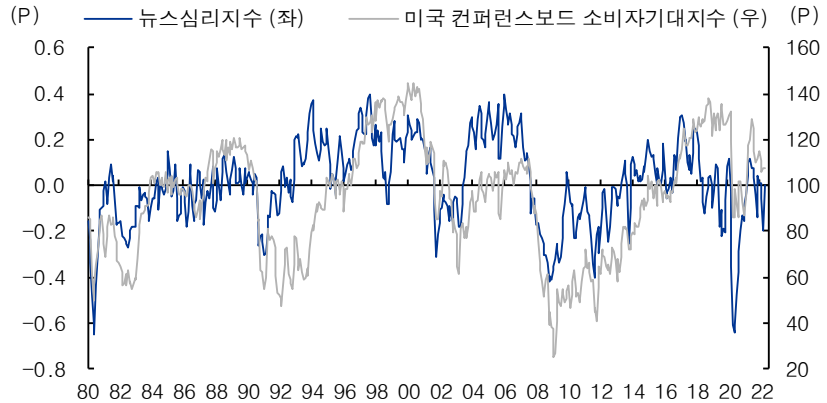
2-1

Sentiment 하락, 기대에 미치지 못하는 경제지표 증가, 성장 전망치 하락

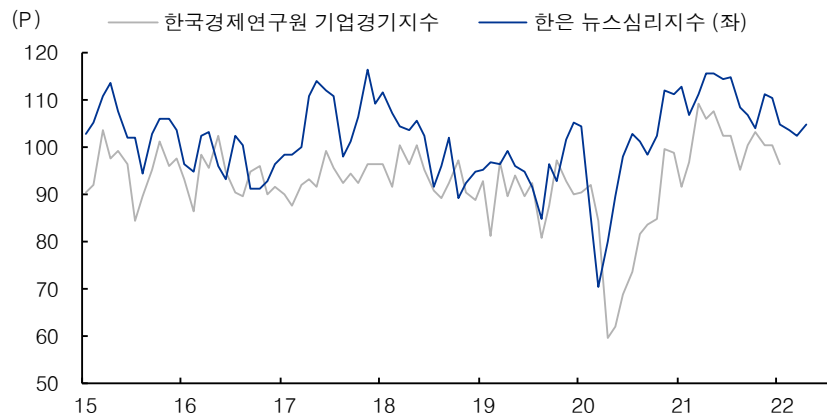
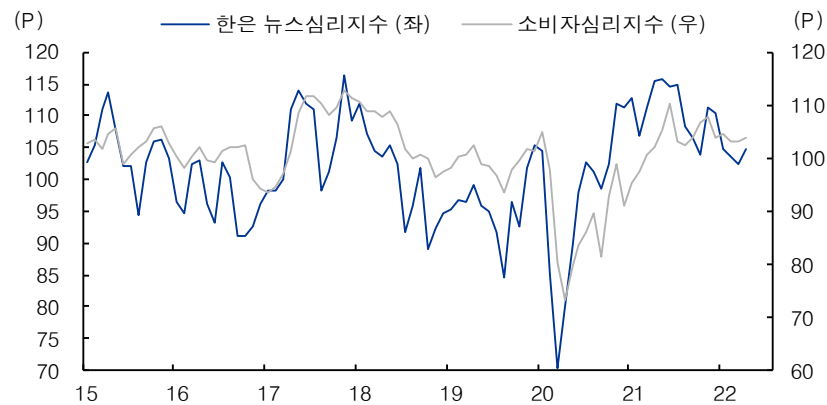
- I. 정점을 지나고 있는 기록적인 물가
- II. 인플레이션이 압박하는 경기둔화
 - ▶ 경기둔화 국면인가?
 - ▶ 주요 지역별 흐름은?
 - ▶ 무엇이 경기를 둔화로 이끄는가?
 - ▶ 경기침체로 이어지나?
- III. 연준의 목적식과 제약식
- IV. 그래서 연준은 금리를 얼마나 올릴까?

부정적 뉴스 증가

미국:
 급격한 인플레이션과
 긴축정책에 대한 우려
 그리고 러시아발 전쟁
 불확실성 등이 부정적
 인 뉴스 빈도를 크게
 늘림



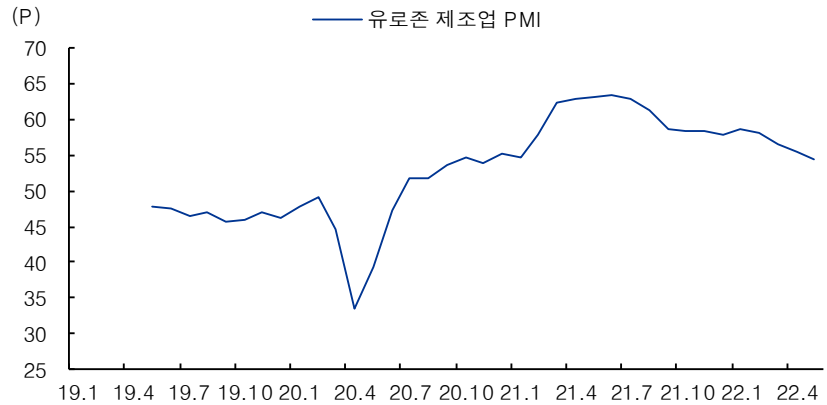
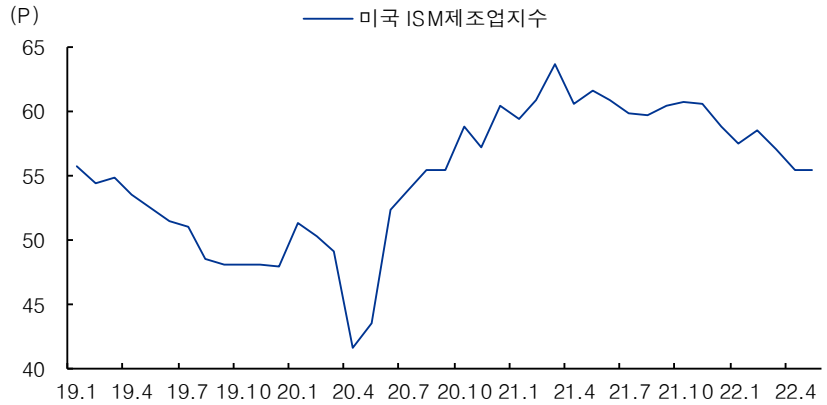
한국:
 새정부 출범에 따른
 규제완화 기대나
 허니문 효과 등으로
 최근 반등했으나
 흐름은 지난해 중반을
 고점으로 부정적인
 뉴스 빈도가 늘어나는
 추세



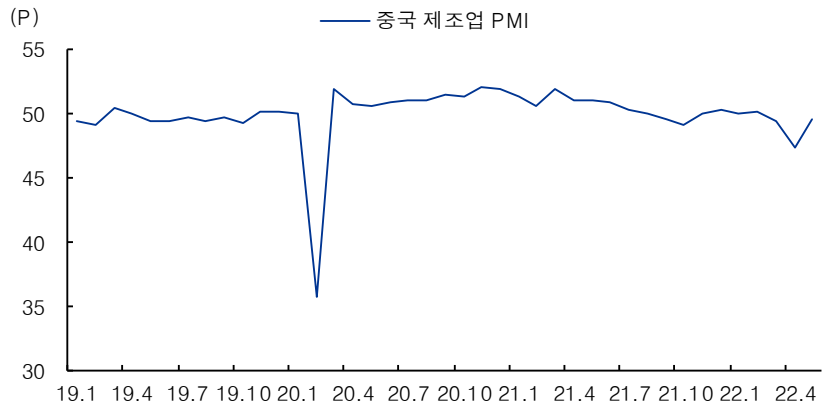
자료: 한국은행, San Francisco Fed, Bloomberg, IBK투자증권

제조업 체감 지표의 하락

공급망 경색과 여러가지
비용 상승 그리고
통화정책 정상화에 따른
금리 상승 등이 맞물리며
2021년 중반부터
제조업 경기에 대한
기대는 후퇴 중



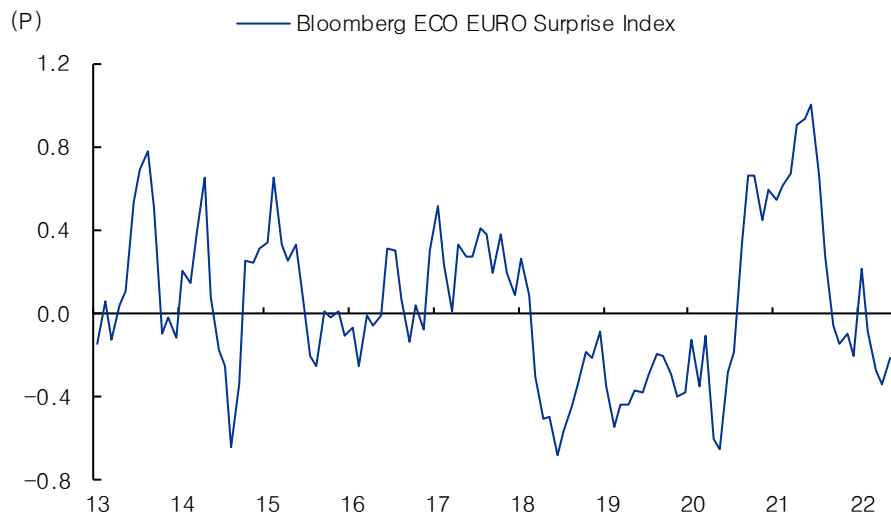
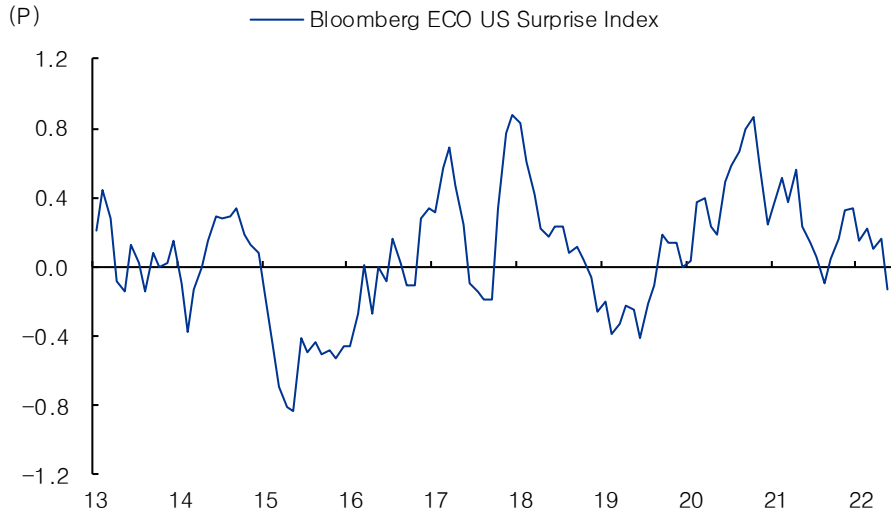
최근 우크라이나-러시아
전쟁이나 중국의 경직적
인 코로나19 대응,
점점 더 표면화되는
진영 갈등 등도
기업 경기 전망을
어둡게 하는 요인



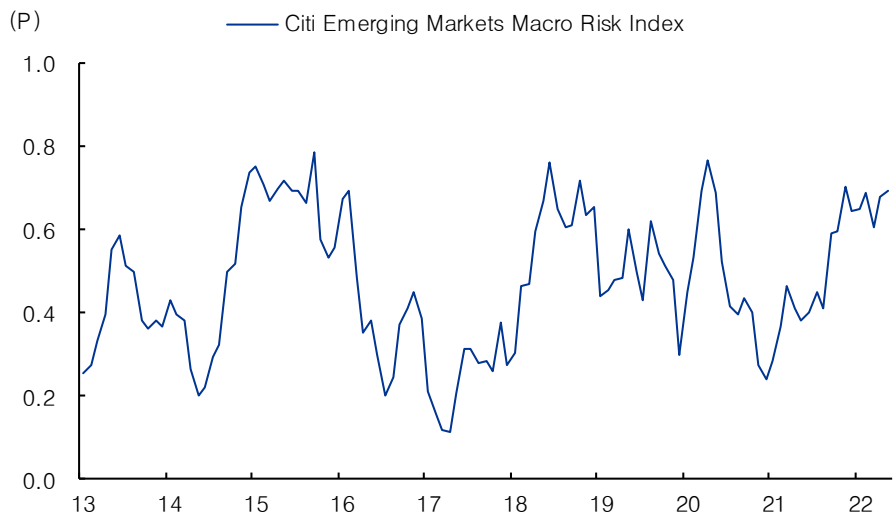
자료: Bloomberg, IBK투자증권

기대에 미치지 못하는 지표 증가

아직 경제전망치가 크게 조정되지 않는 미국이나 우크라이나 전쟁 여파를 직접 겪고 있는 유럽은 기대치를 하회하는 지표 발표가 늘고 있음



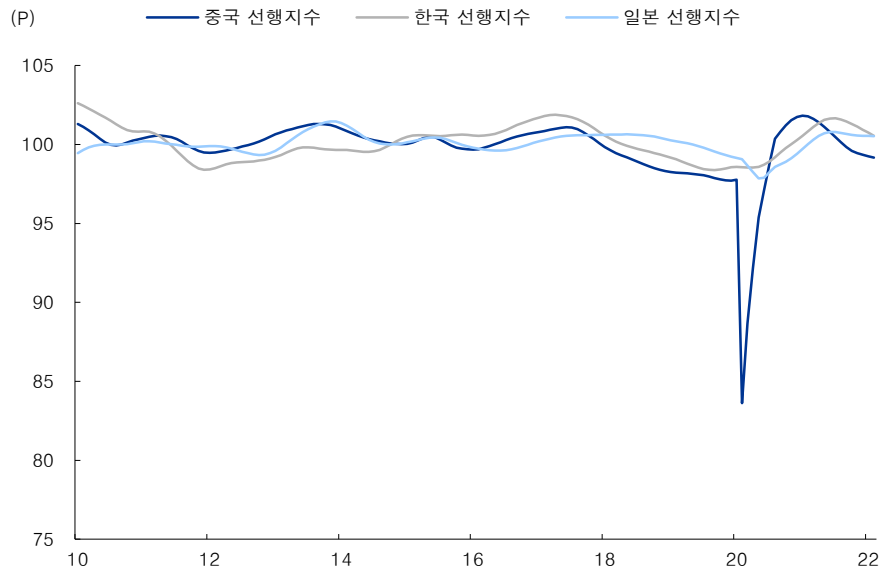
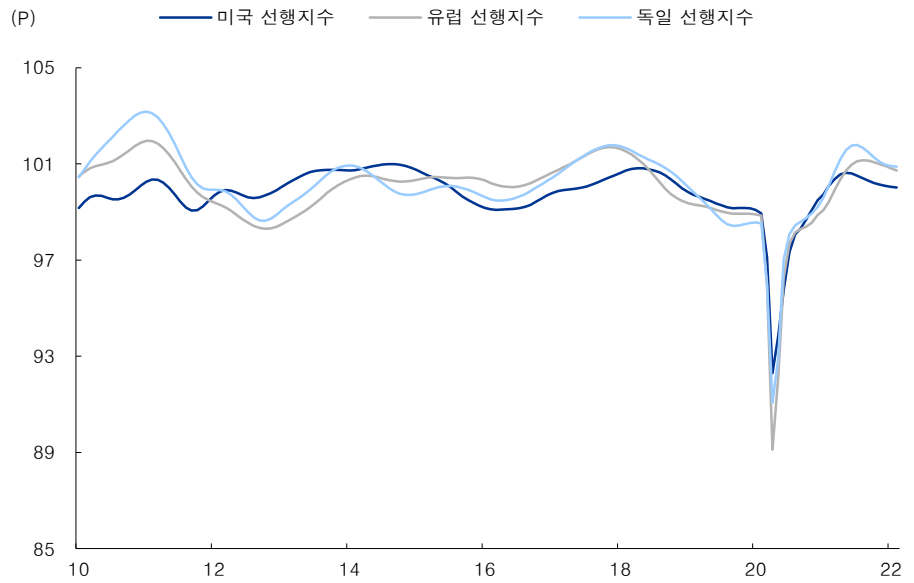
중국을 포함해 경기에 대한 우려가 일찍 반영된 신흥국들은 예상치 상회하는 지표가 많기는 하지만 기대치 자체가 낮게 형성되어 있음을 감안할 필요



자료: Bloomberg, IBK투자증권

선행지수 후퇴

선진국과 신흥국
가리지 않고 경기선행
지수는 6개월 이상
하락하는 흐름
▶ 체감경기지표외에
금년 들어 크게 하락
하는 금융시장 영향도
반영

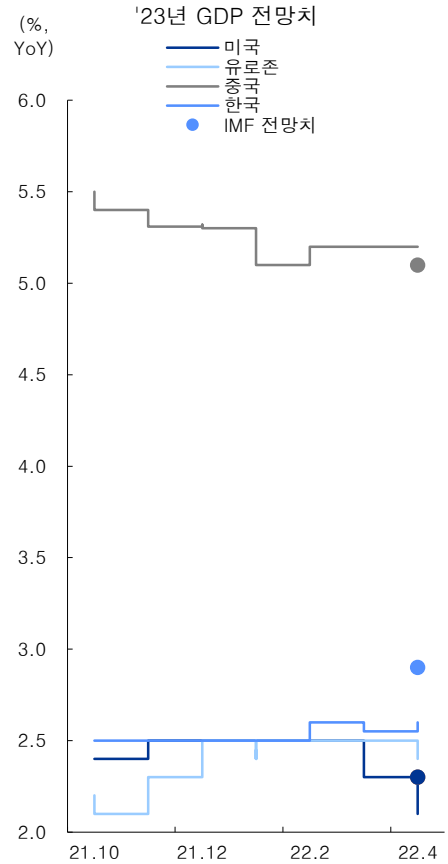
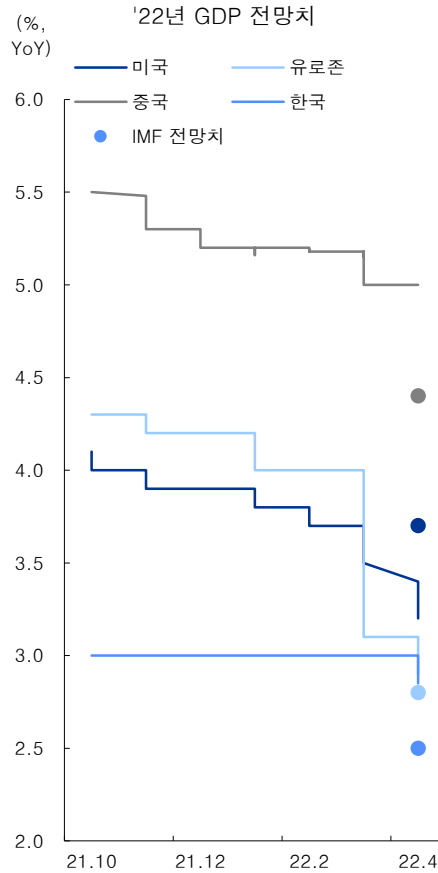


자료: OECD, IBK투자증권

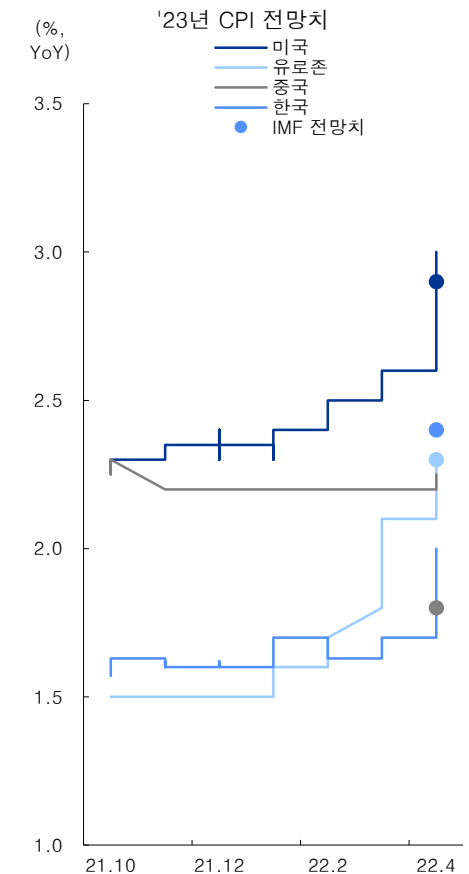
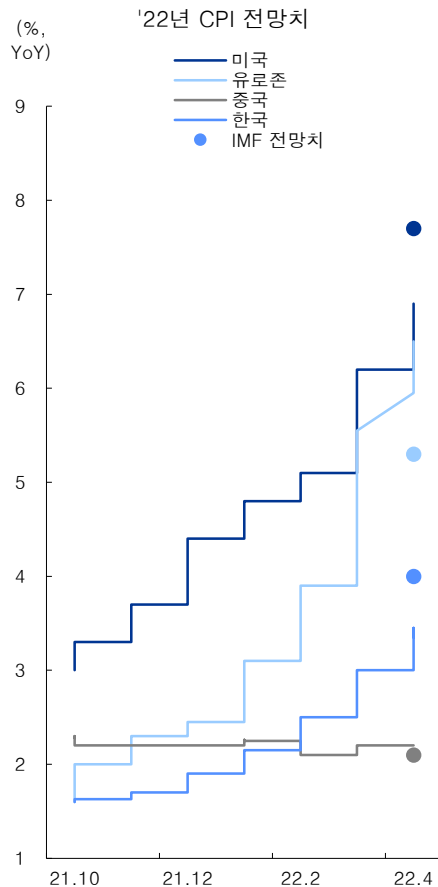
성장 전망에 대한 기대치 하락

경기에 대한 우려는
결국 성장 전망에
반영될 수 밖에 없음

최근까지 주요 국가들
의 성장률 전망치는
지속적으로 하락 중



물가전망치는 이와
대조적으로 여전히
상향 조정 중.
스태그플레이션
이야기가 나오는
배경이지만 이를 근거로
삼기에는 내년 물가
전망치가 올해보다 크게
낮아짐



자료: IMF, Bloomberg, IBK투자증권

2-2

불안을 유도하는 중국과 유럽 그리고 EM, 상대적으로 선방하는 미국과 한국

- I. 정점을 지나고 있는 기록적인 물가
- II. 인플레이션이 압박하는 경기둔화
 - ➔ 경기둔화 국면인가?
 - ➔ 주요 지역별 흐름은?
 - ➔ 무엇이 경기를 둔화로 이끄는가?
 - ➔ 경기침체로 이어지나?
- III. 연준의 목적식과 제약식
- IV. 그래서 연준은 금리를 얼마나 올릴까?

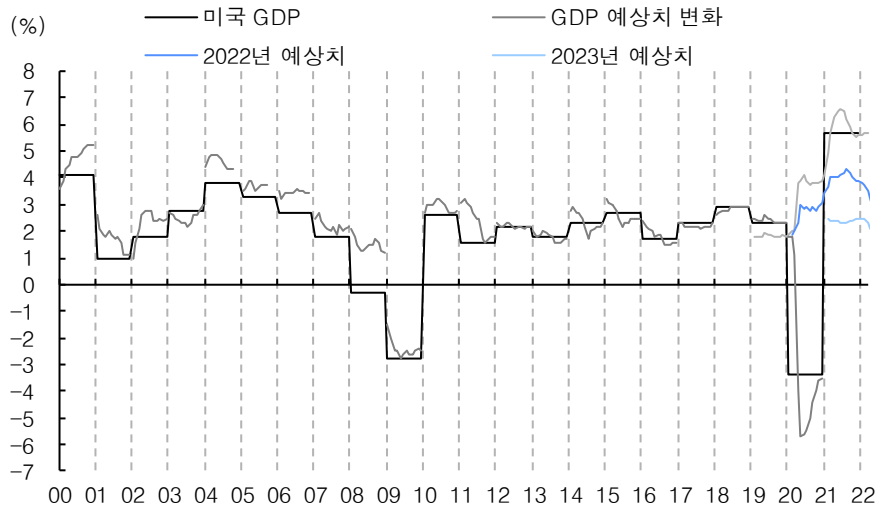
미국: 빠르게 식어가는 미래에 대한 기대

미국:

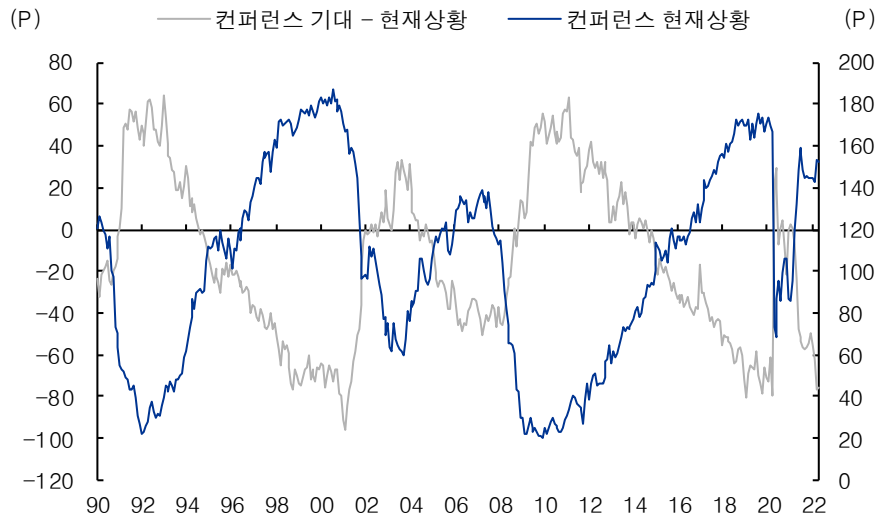
2021년 5.7%

➔ 2022년 2.7%,

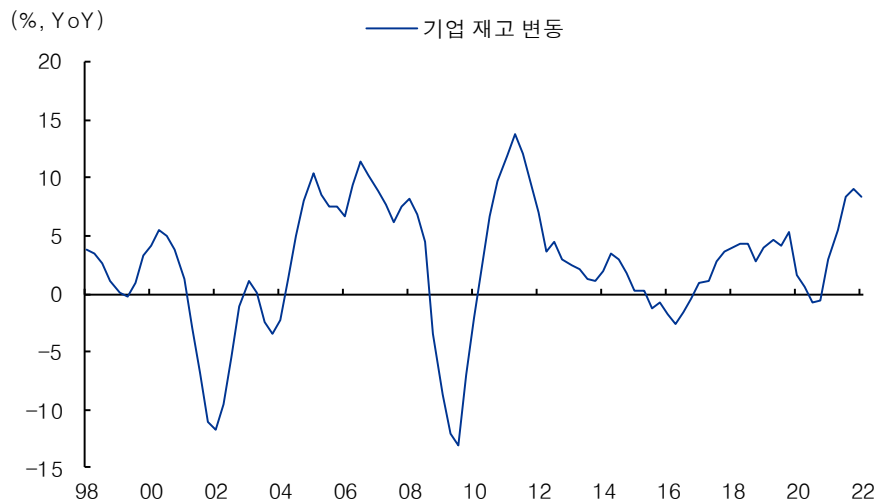
➔ 2023년 2.0%



미국 현재 경기는
매우 호황, 문제는
향후 경기 침체를
우려하는 시각이 크게
늘고 있다는 것



부정적인 전망은
투자를 늘리지 못하고
움추러들게 됨으로써
우려가 현실로 나타날
가능성을 높임



자료: Bloomberg, IBK투자증권

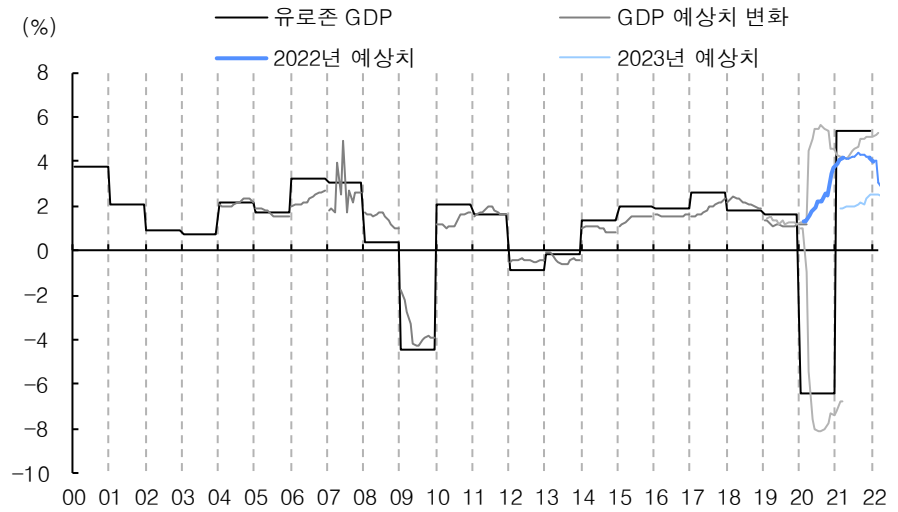
유럽: 전쟁의 불안과 피해를 가장 직접적으로 대면

유로존:

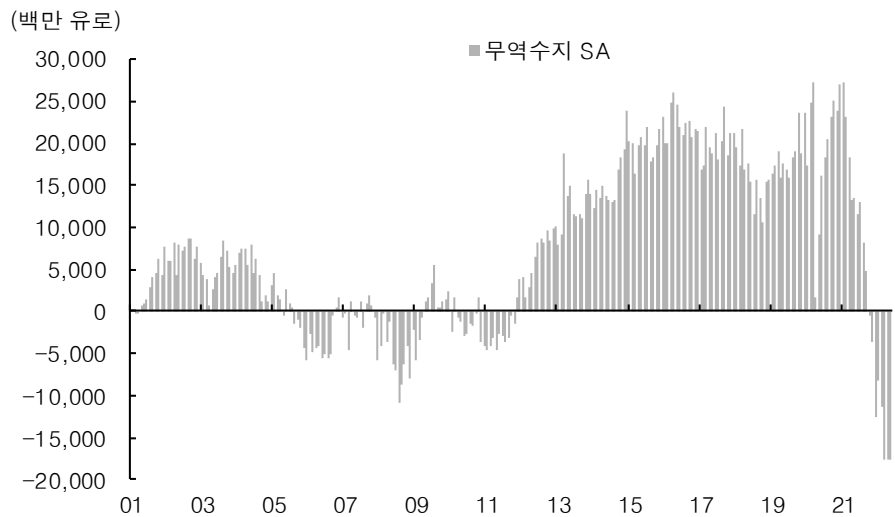
2021년 5.1%

➔ 2022년 2.7%,

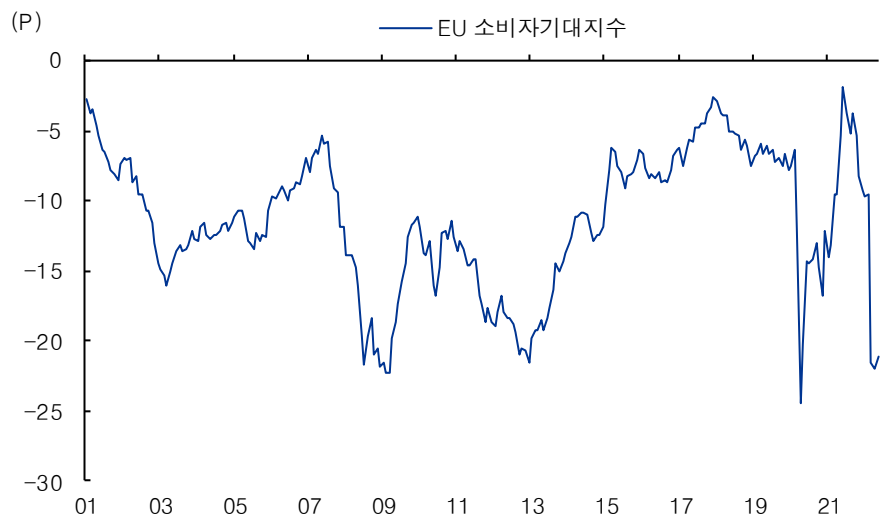
➔ 2023년 2.3%



러시아발 에너지
대란을 가장 직접적으로
겪고 있는 유럽



전쟁이 주는 심리적
불안 외에 에너지
가격 급등이 야기시키는
부담 증가가 실질적인
경제 활동을 억압



자료: Bloomberg, IBK투자증권

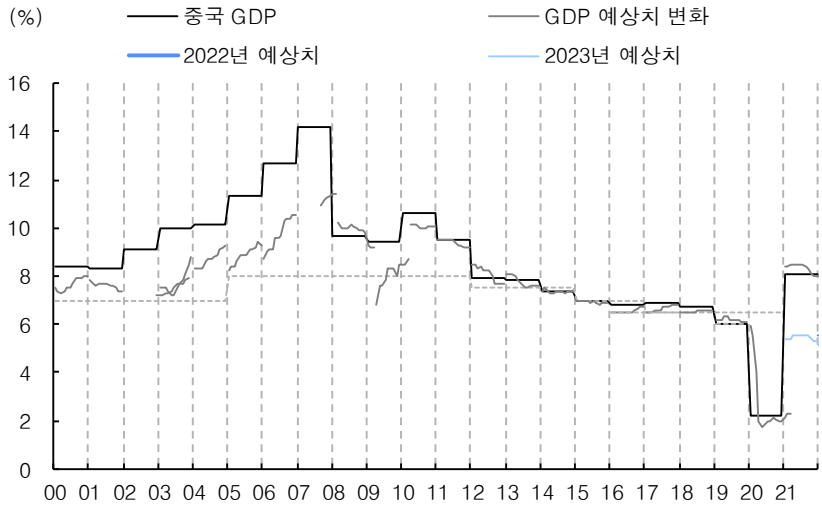
중국: 경직된 코로나 대응과 쉽지 않은 경기 부양

중국:

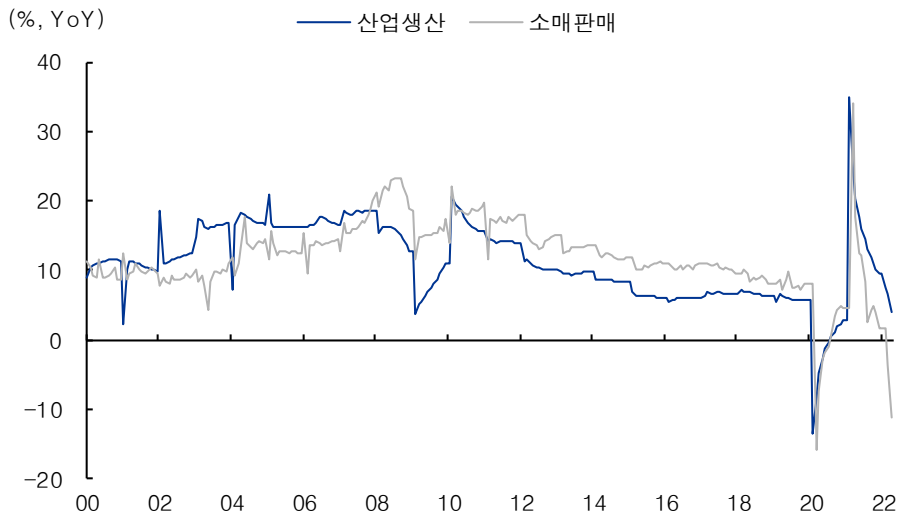
2021년 8.1%

➔ 2022년 4.7%,

➔ 2023년 5.1%



상해 봉쇄를 기점으로
중국 정부의 경직된
코로나 대응이 중국
경제를 크게 위축시킬
것이라는 우려가
광범위하게 확산



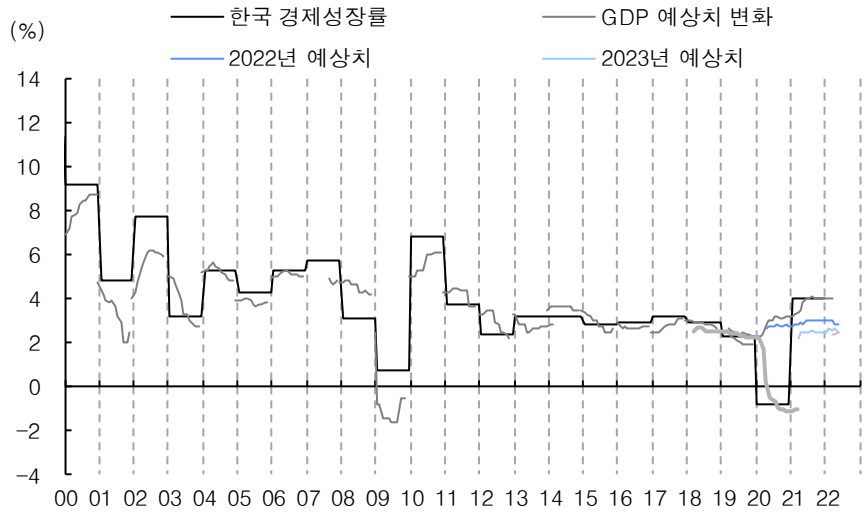
중국 정부는 부양책을
마련 중이지만 부동산
불안을 먼저 야기시킬
수 있다는 점 때문에
어려움



자료: Bloomberg, IBK투자증권

한국: 여전히 대외여건 변화에 민감한 경제구조

한국:
2021년 4.0%
➔ 2022년 2.8%,
➔ 2023년 2.5%



한국경제는
기본적으로 글로벌
교역의 증감을 그대로
성장률에 투사하는
구조

(단위: 전년대비 %)

기관 (발표시점)	구분	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
IMF (2022.4)	교역량(상품+서비스)	4.0	0.9	-7.9	10.1	5.0	4.4	
	수출	선진국	3.6	1.3	-9.1	8.6	5.0	4.7
		신흥국	4.1	0.4	-4.8	12.3	4.1	3.6
	수입	선진국	3.8	2.1	-8.7	9.5	6.1	4.5
		신흥국	5.1	-1.1	-7.9	11.8	3.9	4.8
	교역량(상품)	3.8	0.2	-4.9	10.9	4.4	3.8	
	수출	선진국	3.1	0.5	-6.3	9.4	4.0	4.3
		신흥국	3.8	-0.6	-1.1	11.6	3.6	3.1
	수입	선진국	3.7	0.6	-5.7	10.9	5.6	3.8
		신흥국	5.2	-0.1	-5.5	12.5	3.8	3.9
WTO (2022.4)	교역량(상품)	3.0	0.2	-5.0	9.8	3.0	3.4	
	수출	북미	3.8	0.3	-8.8	6.3	3.4	5.3
		남미	-0.9	-1.2	-4.6	6.8	-0.3	1.8
		유럽	1.8	0.6	-7.8	7.9	2.9	2.7
		아프리카	3.1	-0.3	-7.5	5.1	1.4	1.1
		중동	4.6	-1.9	-9.3	7.3	11.0	2.9
	수입	아시아	3.7	0.9	0.5	13.8	2.0	3.5
		북미	5.1	-0.6	-6.1	12.6	3.9	2.5
		남미	4.8	-1.7	-11.2	25.8	4.8	3.1
		유럽	1.9	0.3	-7.3	8.1	3.7	3.3
		아프리카	5.4	3.0	-11.8	4.2	2.5	3.9
	중동	중동	-4.1	5.2	-9.8	5.3	11.7	6.2
		아시아	5.0	-0.4	-1.0	11.1	2.0	4.5

주: 2022년과 2023년은 전망치
자료: IMF WEO(2022.4), WTO(PRESS/902)(2022.4)

불확실성 충격이 1% 증가했을 때 국내 주요 실물지표 영향

(단위: %p)

불확실성 요인	전산업 생산	소매판매	설비투자	수출	내수출하	제조업 생산	서비스 생산
미국 통화정책	-0.011	-0.014	-0.022	-0.039	-0.019	-0.022	-0.009
러시아 지정학적 위험	-0.006	-0.011	-0.021	-0.019	-0.014	-0.018	-0.007

주: 불확실성 충격이 1% 증가했을 때의 최대 효과를 의미함
자료: Bloomberg, KIET(IMF,WTO), KDI, IBK투자증권

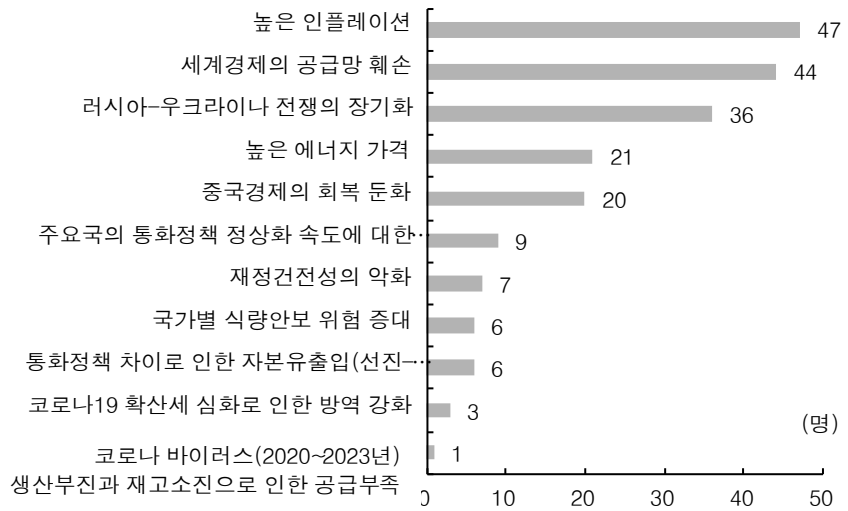
2-3

인플레이션을 낮추려는 노력보다는 높은 인플레이션의 영향

- I. 정점을 지나고 있는 기록적인 물가
- II. 인플레이션이 압박하는 경기둔화
 - ➔ 경기둔화 국면인가?
 - ➔ 주요 지역별 흐름은?
 - ➔ 무엇이 경기를 둔화로 이끄는가?
 - ➔ 경기침체로 이어지나?
- III. 연준의 목적식과 제약식
- IV. 그래서 연준은 금리를 얼마나 올릴까?

여러가지 불확실성은 분명 경기를 둔화시키는 요인

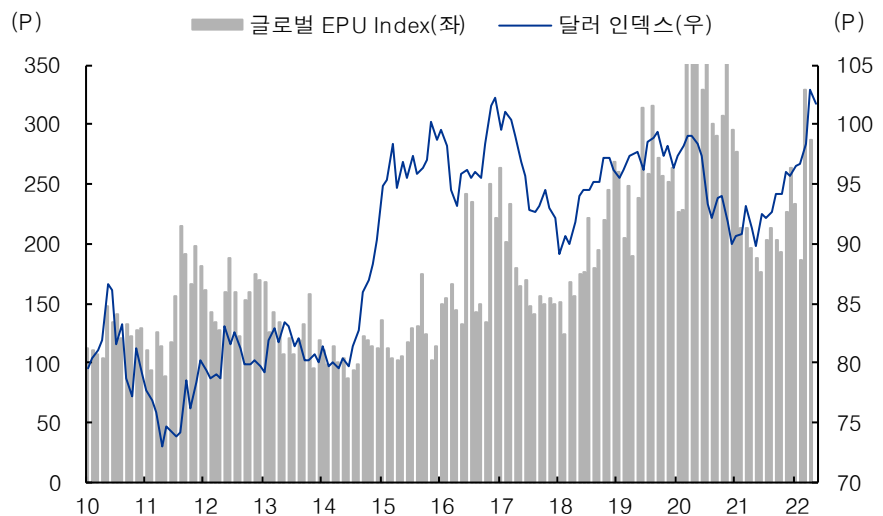
2022년과 2023년
세계경제의 하방 리스크
(KIEP, 2022년 세계경제
전망 중 설문 조사, 복수응답)



긴축에 대한 우려
▶ 조달 비용의 증가,
자산가격의 하락 등



정책에 대한
불확실성 증가

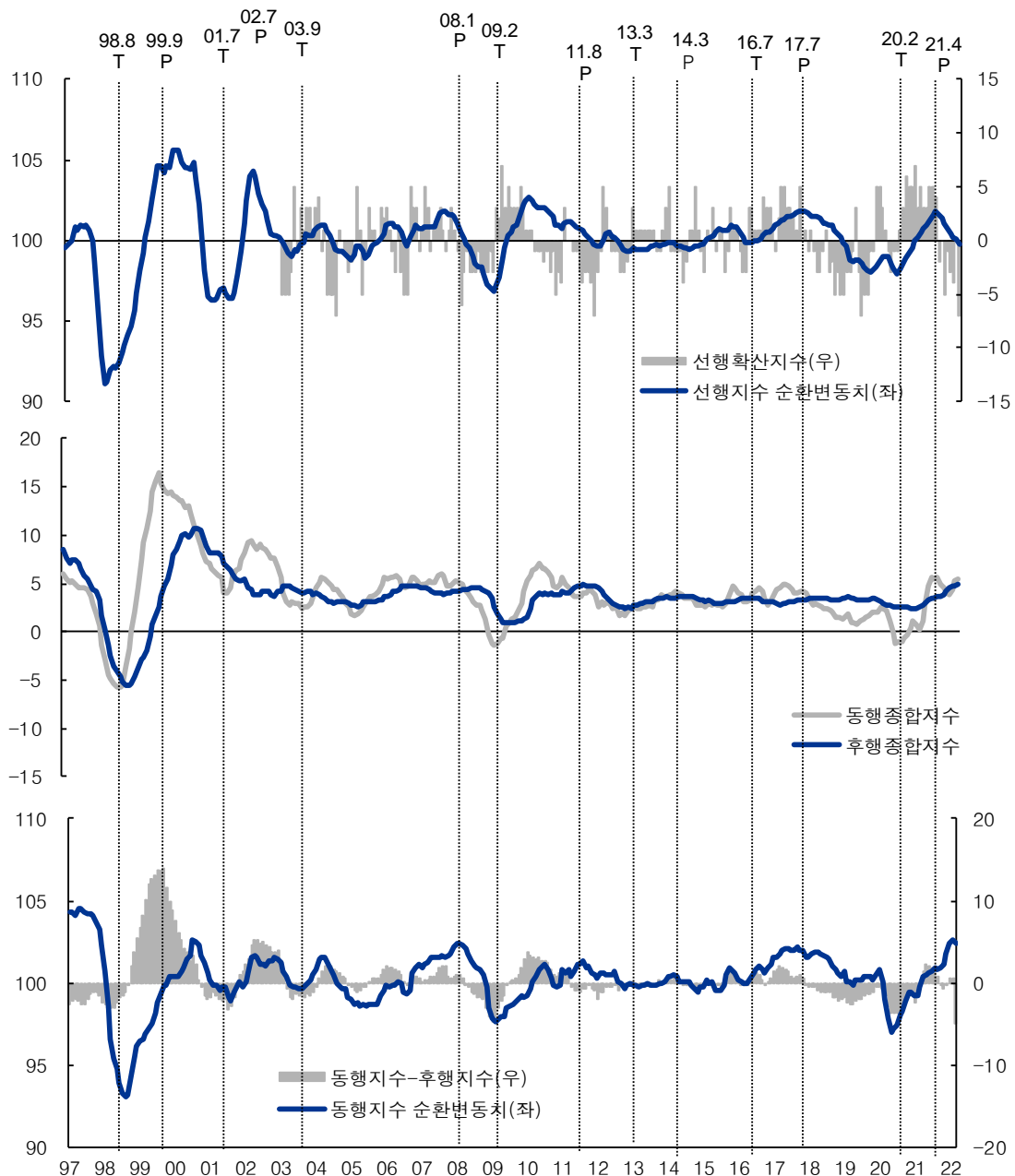


자료: KIEP, Bloomberg, EPU, IBK투자증권

가장 중요한 것은 비용 증가가 야기한 기업이익 둔화

매크로이익모멘텀 지표
(Top-down Earning
Momentum) =
동행지수 (매출) - 후행
지수 (비용)

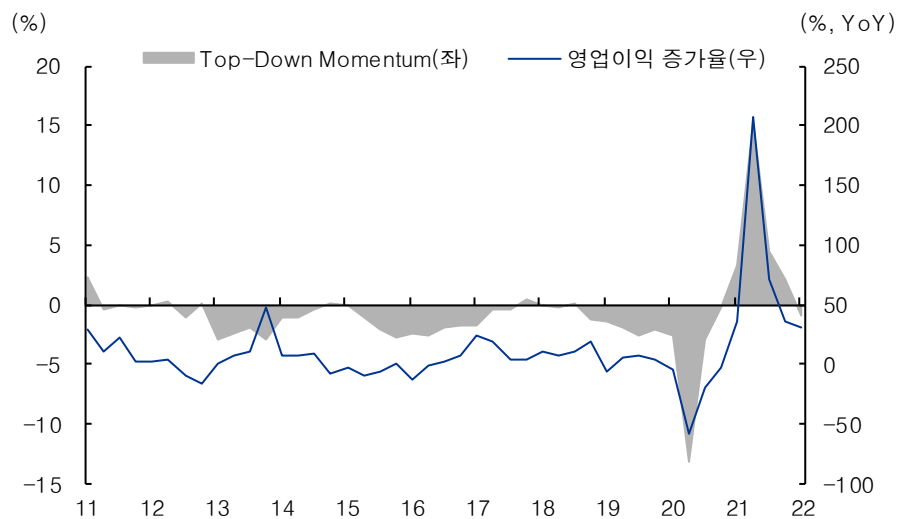
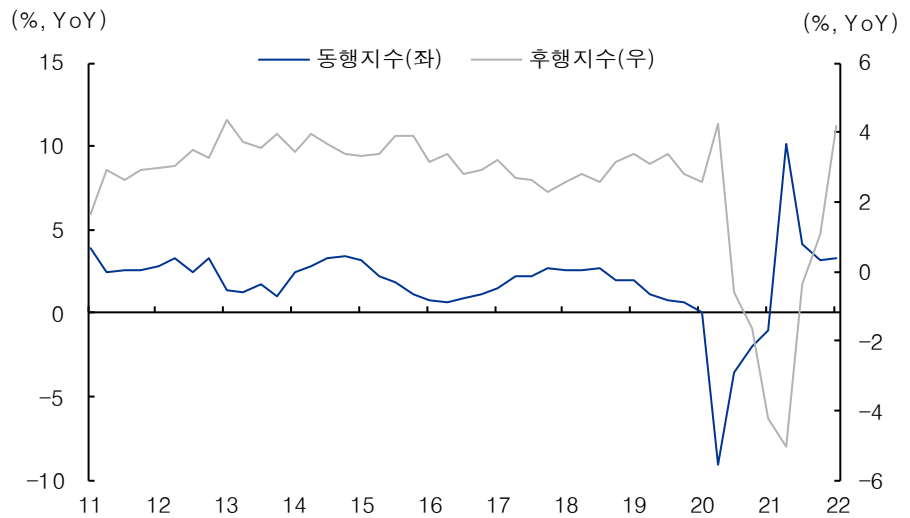
- 인플레이션의 상승은 그 자체로 가계 실질 소득을 하락시켜 수요를 위축시키기도 하지만 기업이익을 매개로 보면, 비용 상승에 따른 기업이익 모멘텀의 악화는 기업의 투자여력을 약화시키고 투자 여력의 악화는 고용 및 임금 상승의 여력을 약화시킴으로써 수요를 위축시키는 고리가 된다는 점. 결국 지금 매크로이익모멘텀 지표는 비용 측면이 부각되며 악화되고 있지만 조만간 매출 부분의 둔화를 수반할 가능성이 높음



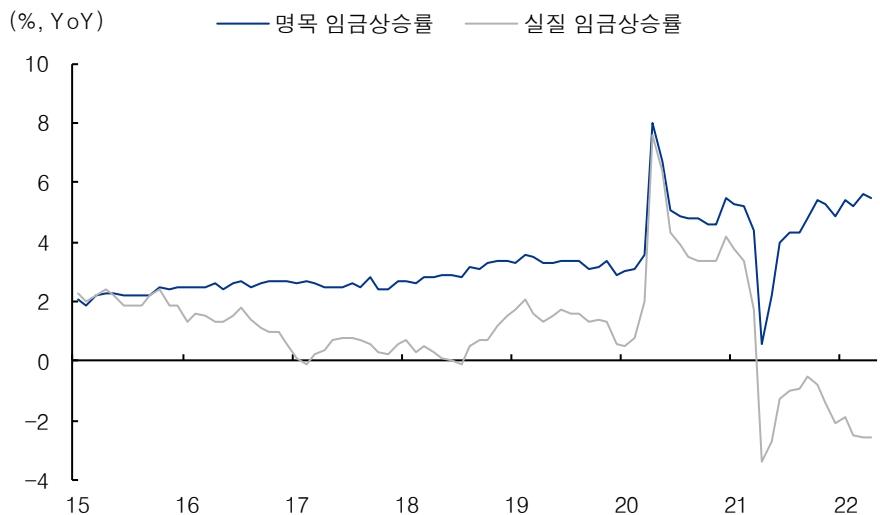
자료: 통계청, IBK투자증권

미국, 기업이익 둔화와 실질소득 하락이 주된 요인

글로벌 기업 비중이 높아 우리나라보다 둔화정도는 덜하지만 미국 역시 비용상승이 기업이익 모멘텀을 압박하는 환경



명목임금 상승에도 불구하고 가파른 물가 상승으로 인한 실질 임금 감소는 향후 미국경기 둔화를 전망하는 가장 중요한 동인



자료: Bloomberg, IBK투자증권

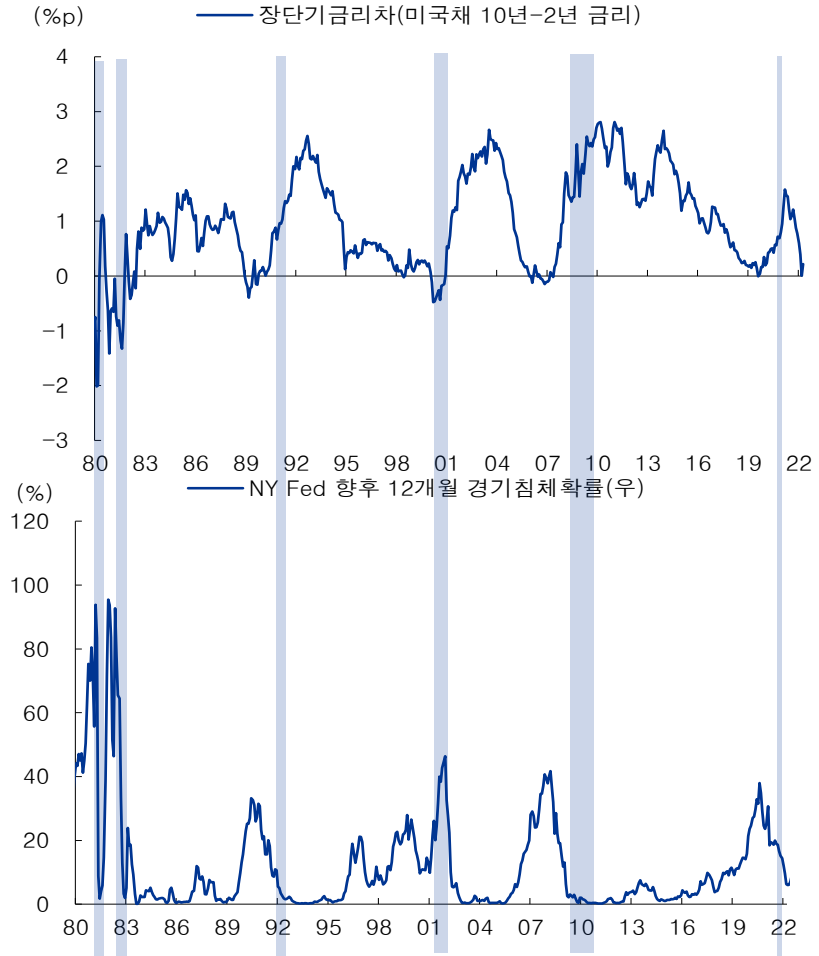
2-4

침체 가능성을 높게 보게 하는 과거 데이터들. 하지만...

- I. 정점을 지나고 있는 기록적인 물가
- II. 인플레이션이 압박하는 경기둔화
 - ▶ 경기둔화 국면인가?
 - ▶ 주요 지역별 흐름은?
 - ▶ 무엇이 경기를 둔화로 이끄는가?
 - ▶ 경기침체로 이어지나?
- III. 연준의 목적식과 제약식
- IV. 그래서 연준은 금리를 얼마나 올릴까?

경기침체를 가리키는 지표들

장단기 금리차,
과거 침체를 가리키는
수준까지 진입하며 향후
경기침체 논란 가열



미국 임금 상승률과
실업률 조건에 따른
역사적 경기 침체 확률
(1955~2019년 data 사용)

TABLE	Avg quarterly wage inflation above:	Avg quarterly UR below:	Prob. Recession over next 4-quarters	Prob. Recession over next 8-quarters	Number of quarters	When did US economy most recently cross threshold?
Wage inflation only	3%	*	28%	51%	110	Q3 2021
	4%	*	33%	55%	67	Q3 2021
	5%	*	37%	66%	41	Q3 2021
Unemployment rate only	*	6%	24%	46%	115	Q2 2021
	*	5%	30%	55%	64	Q4 2021
	*	4%	40%	68%	25	Q1 2022
Wage inflation & unemployment rate	3%	6%	35%	63%	80	Q3 2021
	3%	5%	37%	63%	51	Q4 2021
	3%	4%	44%	65%	23	Q1 2022
	4%	6%	43%	70%	44	Q3 2021
	4%	5%	41%	62%	29	Q4 2021
	4%	4%	33%	60%	15	Q1 2022
	5%	6%	52%	91%	23	Q3 2021
	5%	5%	64%	100%	11	Q4 2021
Now	6.7%	3.6%			8	Q1 2022

주1 : NBER working paper 'A LABOR MARKET VIEW ON THE RISKS OF A U.S. HARD LANDING' 에서 내용 발췌

주2 : WAGE data uses average hourly earnings for all private sector production and non-supervisory employees, Bureau of Labor Statistics

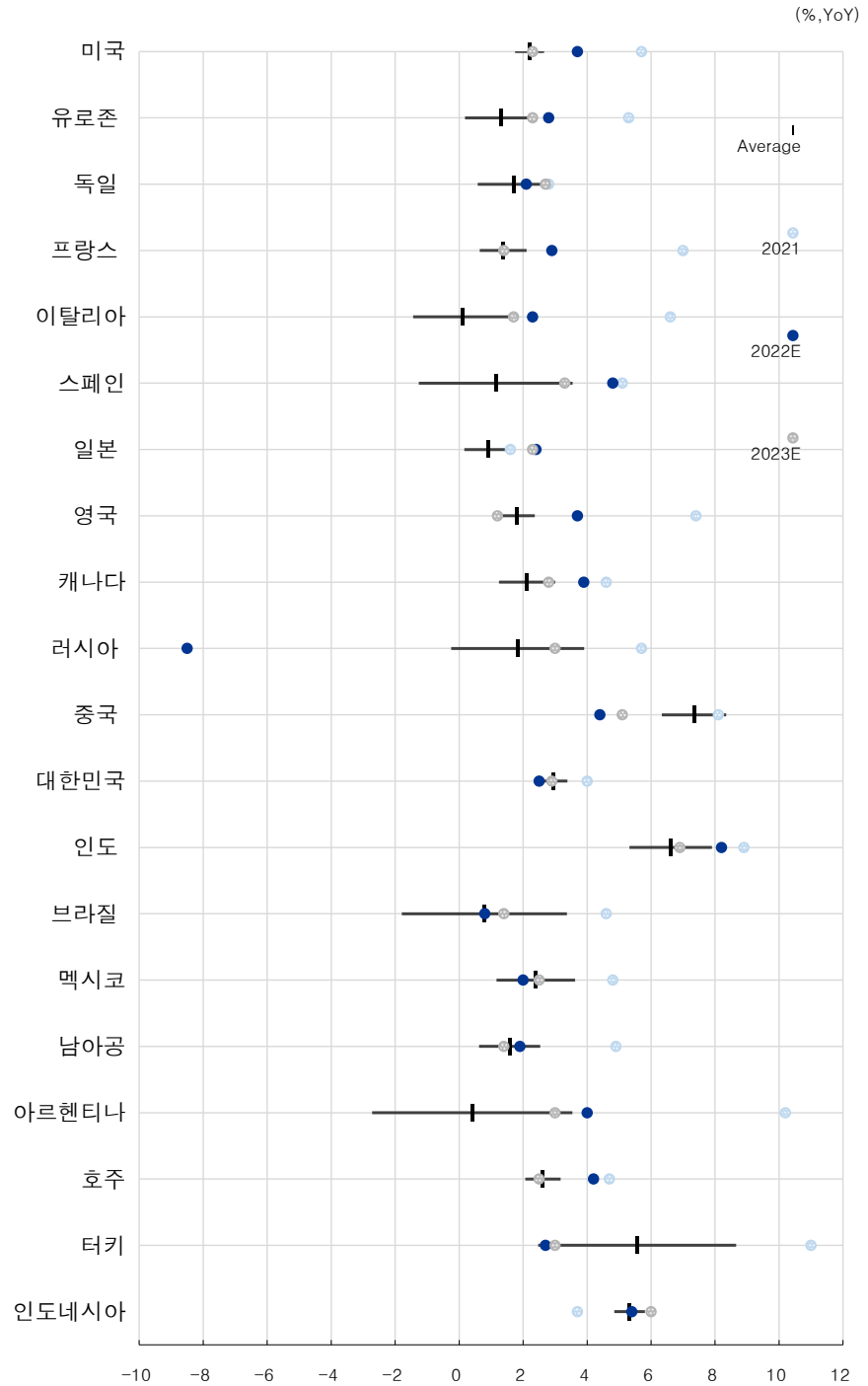
자료: Bloomberg, Fed, NBER, IBK투자증권

아직 전망치는 침체를 반영하지 않고 있음

주요 예측기관들의
2022년과 2023년
성장률 전망치는 아직
침체를 반영하고 있지는
않음

➔ 침체는 지금 상황에
의해 결정되어 있는 것이
아니라 지금 상황을 대처
하는 과정에서 결정

- 쇼크와 이례적인 대응 그리고 기저효과에 크게 휘둘리는 경제지표로 인해 성장률 전망도 팬데믹 국면에서는 크게 움직이고 있지만 2022년과 2023년 전망치는 팬데믹 이전 10년 동안의 평균과 표준편차 밴드와 비교해 볼 때 아직 침체를 반영하고 있는 것은 아님



자료: IMF, IBK투자증권

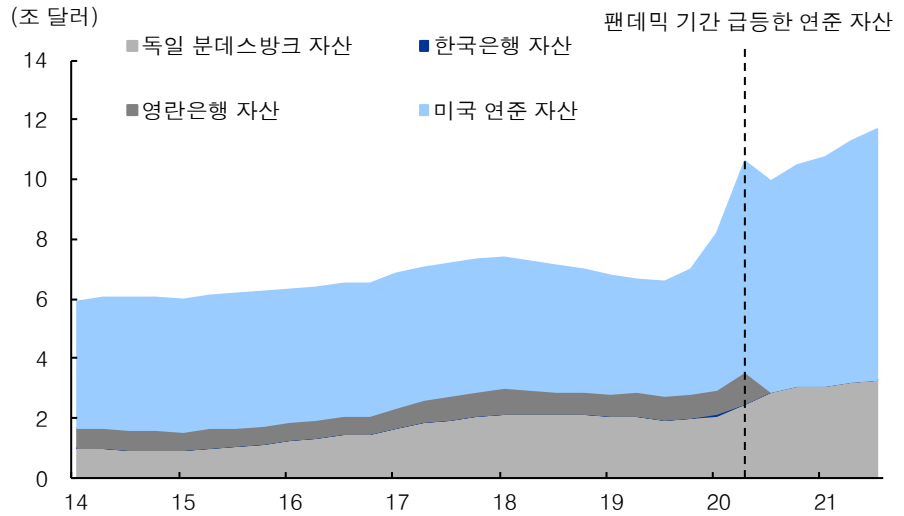
3

물가, 금융불균형 그리고 경기

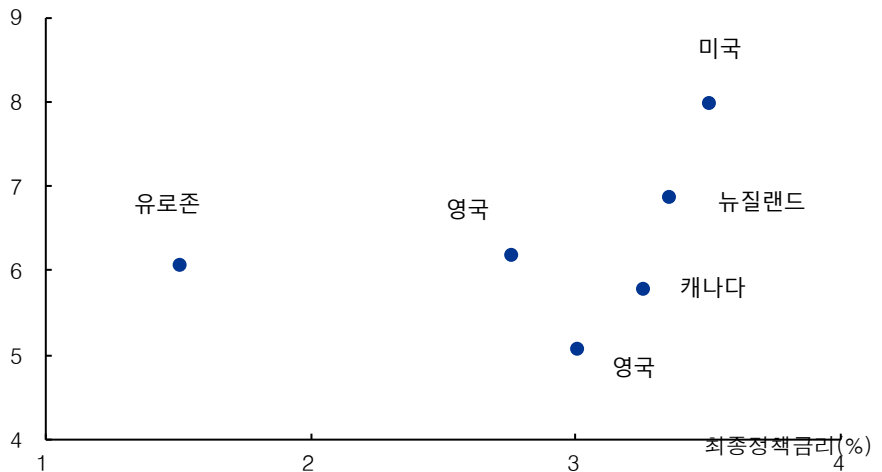
- I. 정점을 지나고 있는 기록적인 물가
- II. 인플레이션이 압박하는 경기둔화
- III. 연준의 목적식과 제약식
- IV. 그래서 연준은 금리를 얼마나 올릴까?

왜 연준을 중심으로 보나?

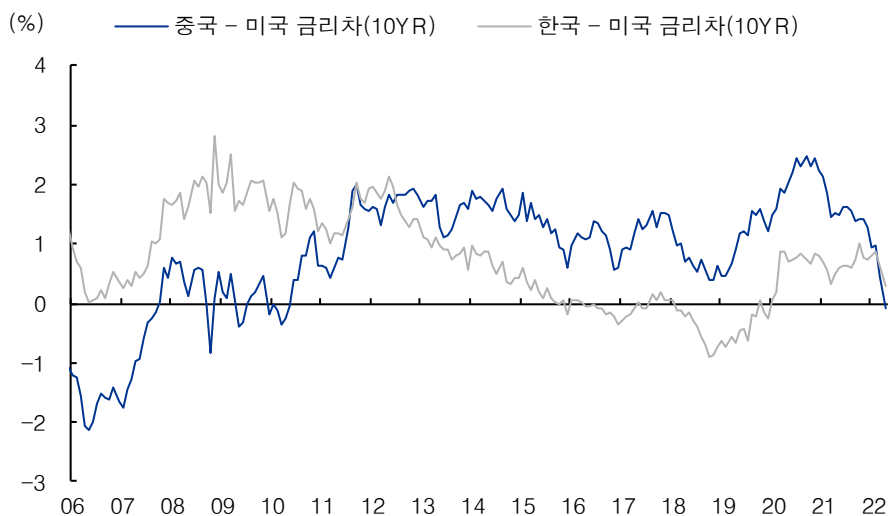
글로벌 경제나
금융시장에서 차지하는
비중을 언급하기에
앞서 팬데믹 국면에서
가장 큰 피해를 입었고
이로 인해 가장 많은
유동성을 공급함으로써
지금 보고 있는
인플레이션에 가장 큰
기여를 한 국가가 미국



'22년 1분기 물가상승률(% YoY)



이 유동성을 정상화
시키려는 미 연준의
행보에 다른 국가 중앙
은행들이 대응해
반응하고 이를 통해
주요국가들의 환율과
금융시장 그리고
경제에 영향을
파급시키기 때문



자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

3-1

연준이 유도한 기대인플레이션 그리고 연준의 기대를 벗어난 인플레이션

I. 정점을 지나고 있는 기록적인 물가

II. 인플레이션이 압박하는 경기둔화

III. 연준의 목적식과 제약식

➔ 물가를 바라보는 연준의 시선은 어떻게 변해 왔나?

➔ 자산 가격 급등의 결과물 ‘금융불균형’

➔ 경기 둔화는 고려 사항이 아닐까?

IV. 그래서 연준은 금리를 얼마나 올릴까?

인플레이션에 대한 미 연준의 인식 변화

2021년 7월 FOMC

- 인플레이션은 대체로 일시적인 요인을 반영하여 상승

2021년 9월 FOMC

- 인플레이션은 대체로 일시적인 요인을 반영하여 높은 상태
- 장기 기대인플레이션(임금상승압력)에의 영향이 우려

2021년 11월 FOMC

- 인플레이션은 대체로 일시적인 요인을 반영하여 높은 상태
- 이전에 평가했던 것보다 물가 압력 진정되는데 오래 걸릴 수 있고 기대 인플레이션이 덜 안착되고 있을 가능성

2021년 12월 FOMC

- 팬데믹과 경제재개 관련된 수급불균형은 높은 인플레이션 수준에 계속 기여
- 기대인플레이션이 목표수준 이상으로 높아질 위험에 대해 논의

2022년 1월 FOMC

- 팬데믹과 경제재개 관련된 수급불균형을 반영하여 최근 인플레이션 수치가 FOMC의 장기 목표치를 초과하고 있고 물가 상승이 예상보다 오래 지속되고 있음
- 수급불균형이 완화되고 완화적 통화정책 종료되면 금년 중 시간이 지남에 따라 (Over the course of the year) 완화될 것으로 예상

2022년 3월 FOMC

- 인플레이션 수치가 FOMC의 장기 목표를 계속 크게 초과(significantly exceed)하고 있으며, 러시아의 우크라이나 침공이 관련 에너지 가격 급등 포함 단기 인플레이션 압력을 가중시킬 것
- 인플레이션 경로에 대한 불확실성이 높아졌고 인플레이션이 상방 위험을 갖는다는 데 동의

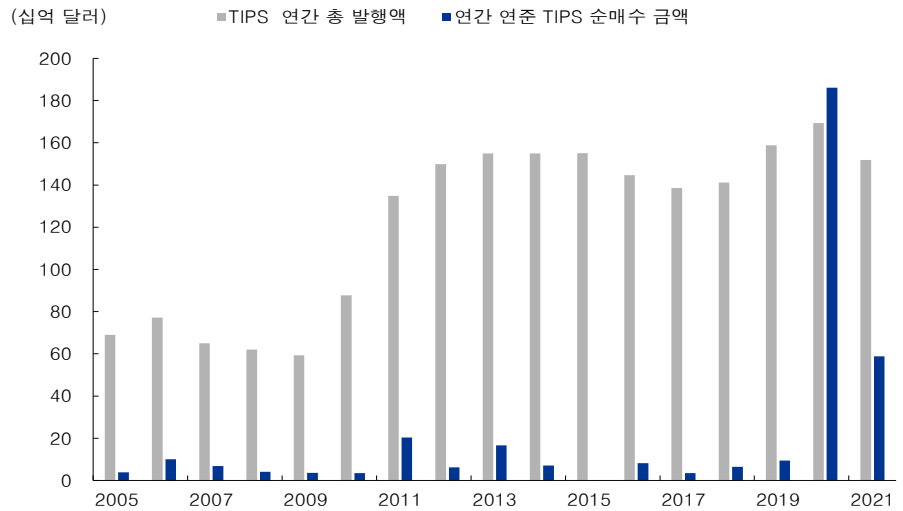
2022년 5월 FOMC

- 인플레이션은 팬데믹과 관련된 수급불균형, 높은 에너지 가격, 그리고 광범위한 물가압력 등을 반영하여 높은 수준이 지속. FOMC는 인플레이션 위험에 매우 주의를 기울이고 있음(highly attentive)
- 연준은 인플레이션이 더 편안한 방향으로 움직이고 있다는 증거를 보길 원함. 핵심 인플레이션이 두 달 정도 조금 낮아졌지만 그것으로 안심할 수 없음

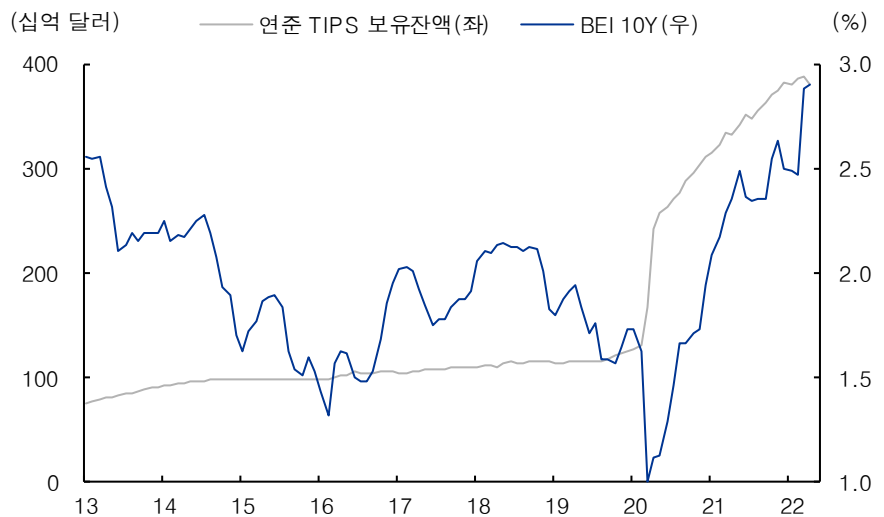


팬데믹 국면에서 연준의 역할 ➔ 연준이 유도한 인플레이

이례적인 대규모
TIPS 매입
왜?

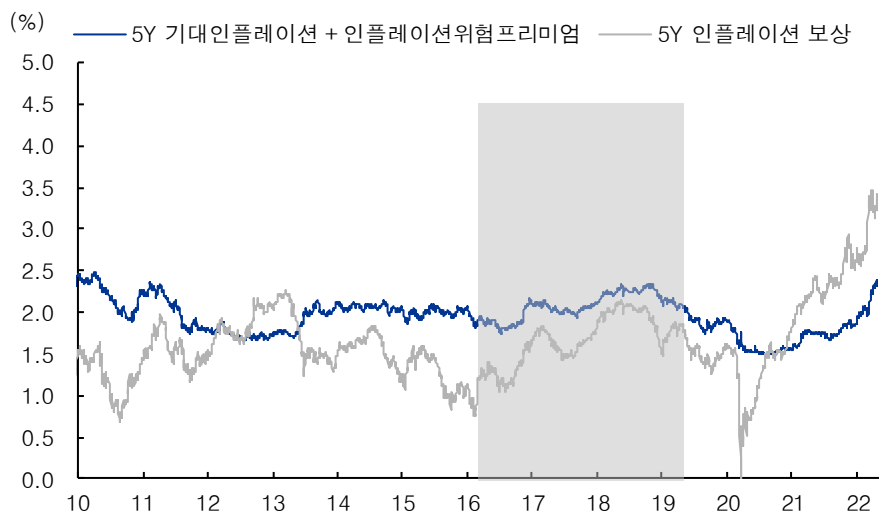


디플레이 우려 확산되기
전에 기대인플레이션
빠르게 반응 ➔ BEI
스프레드 상승



소기의 목적을
효율적으로 달성했고
이제는 되돌릴 차례

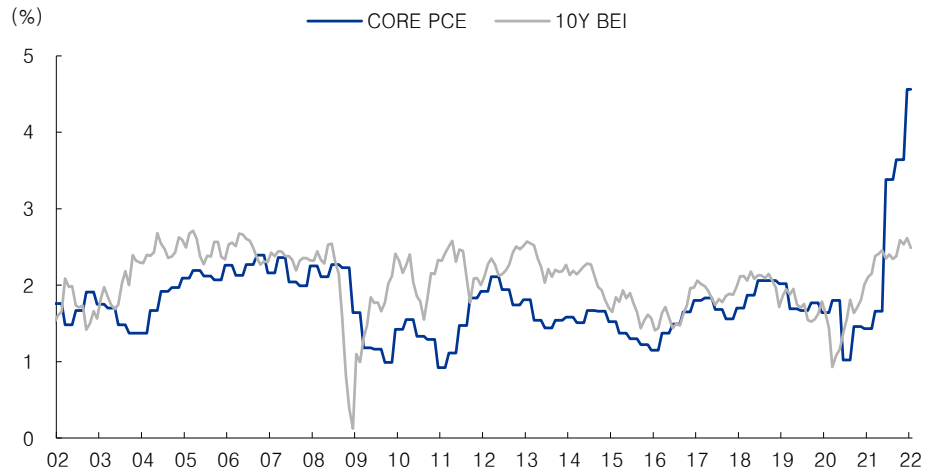
기대 인플레이션을
조정하려던
연준의 의도를 복기할
필요



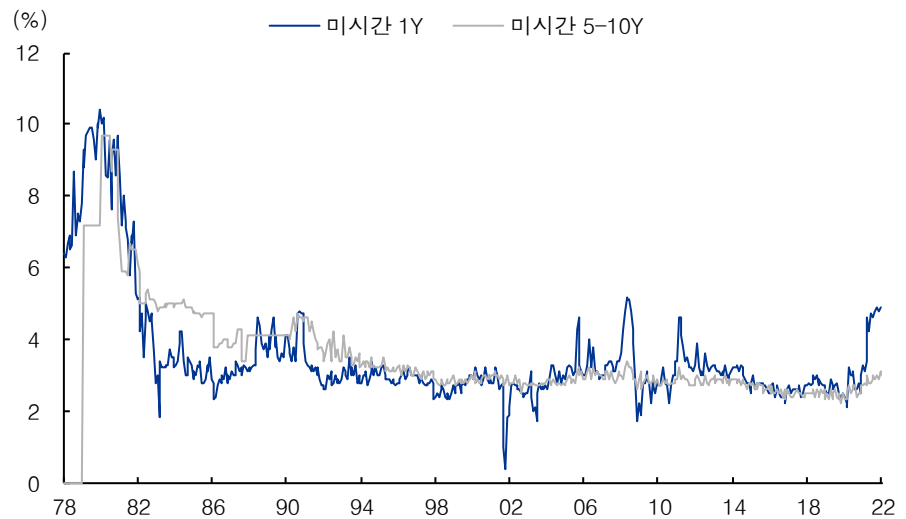
자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

연준의 기대를 벗어난 인플레이

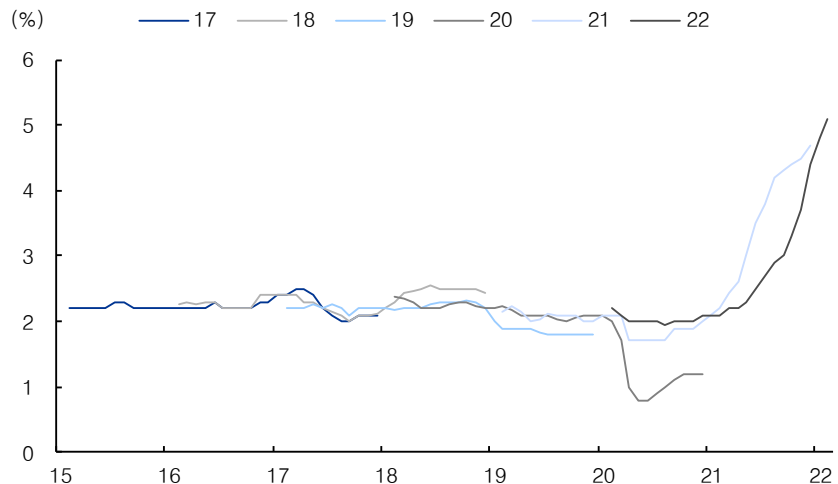
유도한 기대인플레이션 수준을 크게 넘어선 실제 물가 지표들
 ▶ 기저효과, 연이은 코로나 변이, 지정학적 위험 등



장기 기대인플레이션은 비교적 안정적으로 관리되고 있으나 단기 인플레이션은 여전히 고공행진을 지속 중



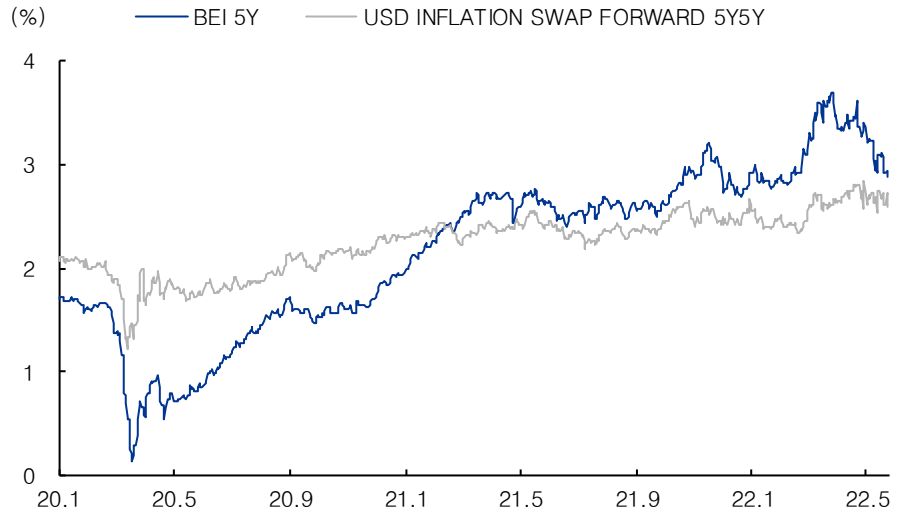
시장의 인플레이션 컨센서스 변곡점도 계속 뒤로 밀림



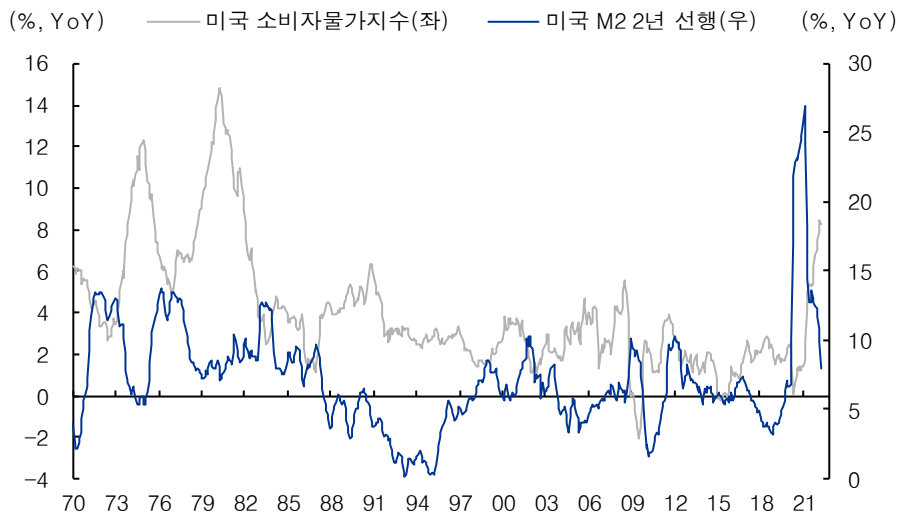
자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

지금 물가지표가 모두 통화적 현상은 아님

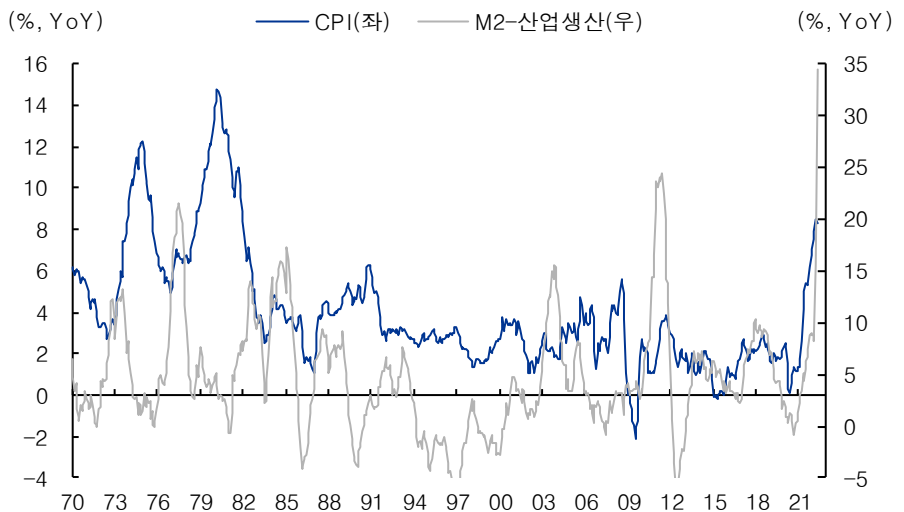
달마다 발표되는 물가지표들과는 달리 채권시장에서의 기대 인플레이션은 비교적 안정적으로 유지되고 있음
왜?



통화증가율에 비해 물가 상승률 수준은 높게 형성



과잉 유동성 현상 해소되고 있는 중

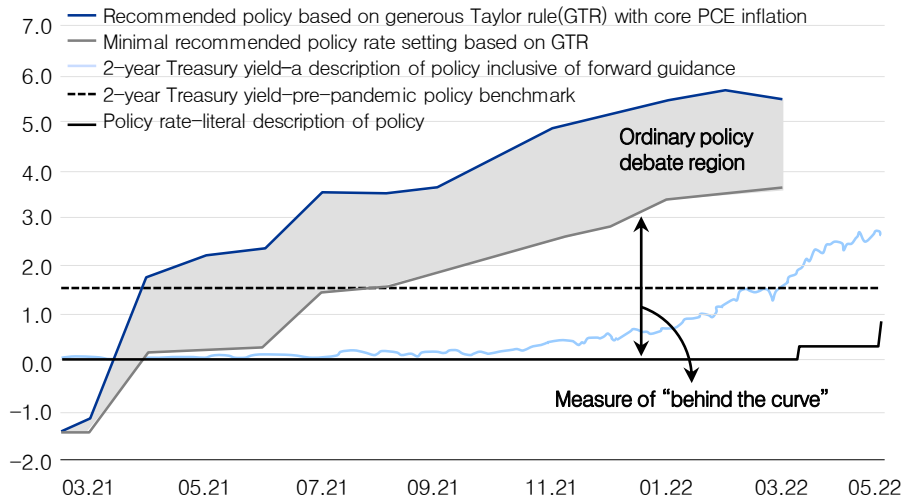


자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

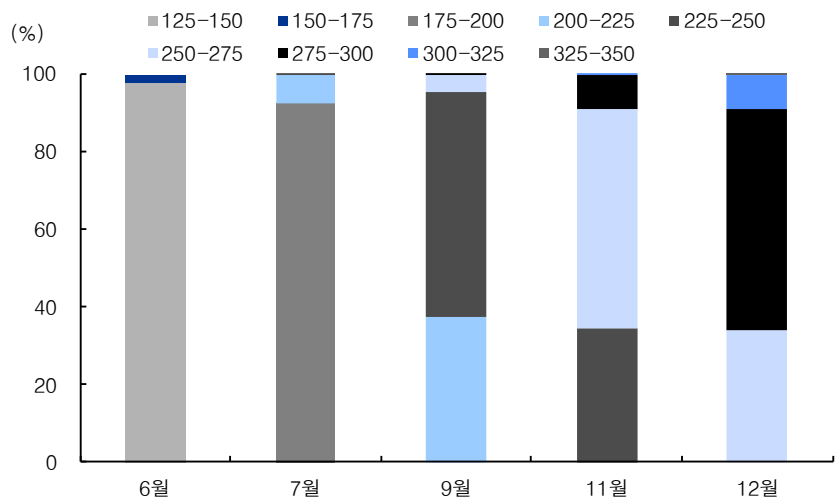
연준의 실기? ➡ 이미 충분한 역할을 했을 수도...

연준 통화정책이 얼마나 뒤처졌나?

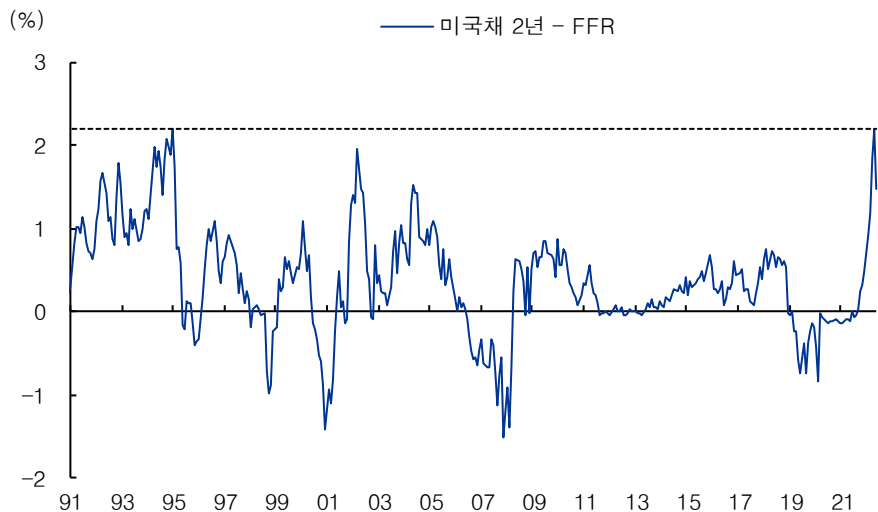
정책금리최소권고치와 실제금리 큰 차이 있지만 연준의 포워드 가이드언스를 고려하지 않은 한계



연준은 이제 금리를 올리기 시작했지만 시장은 빠르게 향후 예상 인상분을 시장 금리에 반영 중 ➡ 미국채 2년 -FFR 스프레드는 약 28년만의 최대폭



연준의 조치는 이미 경기둔화에 작용하고 있고 인플레이션 압력을 약화시키고 있음. 아직 파열음을 발생시키지 않는 범위에서... ➡ 기대를 벗어난 인플레까지 잡으려고 더 조여야할까?



자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

3-2

핵심은 양적완화에 의한 금융불균형 확대 그리고 이 현상이 발생시키는 사회적 비용

I. 정점을 지나고 있는 기록적인 물가

II. 인플레이션이 압박하는 경기둔화

III. 연준의 목적식과 제약식

➔ 물가를 바라보는 연준의 시선은 어떻게 변해 왔나?

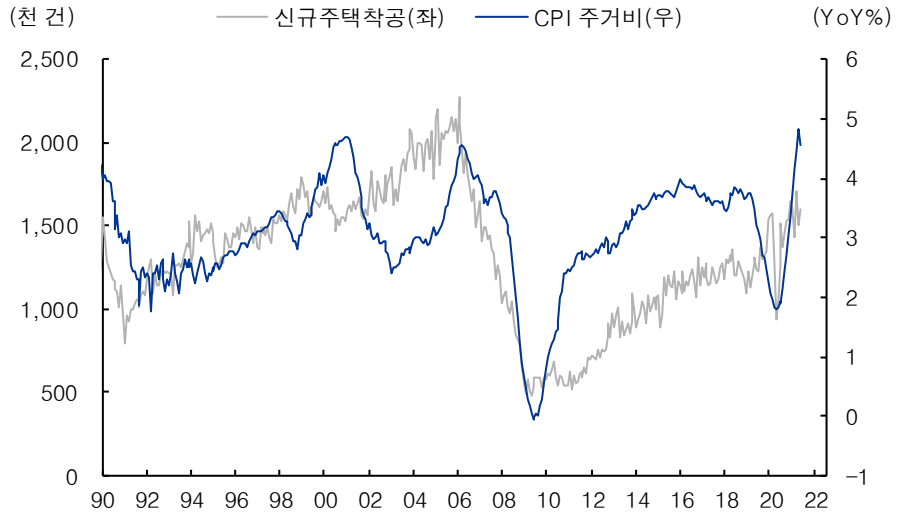
➔ 자산 가격 급등의 결과물 ‘금융불균형’

➔ 경기 둔화는 고려 사항이 아닐까?

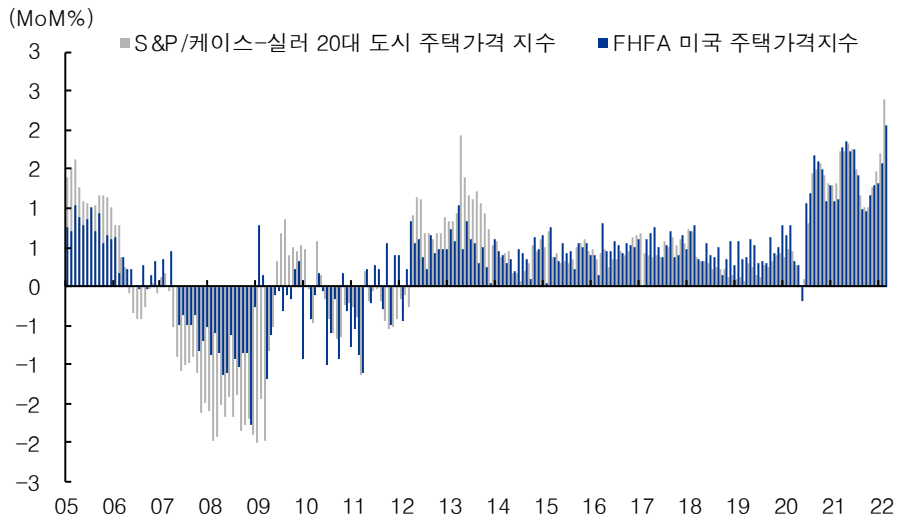
IV. 그래서 연준은 금리를 얼마나 올릴까?

관리해야 할 수요측면의 인플레이션 압력

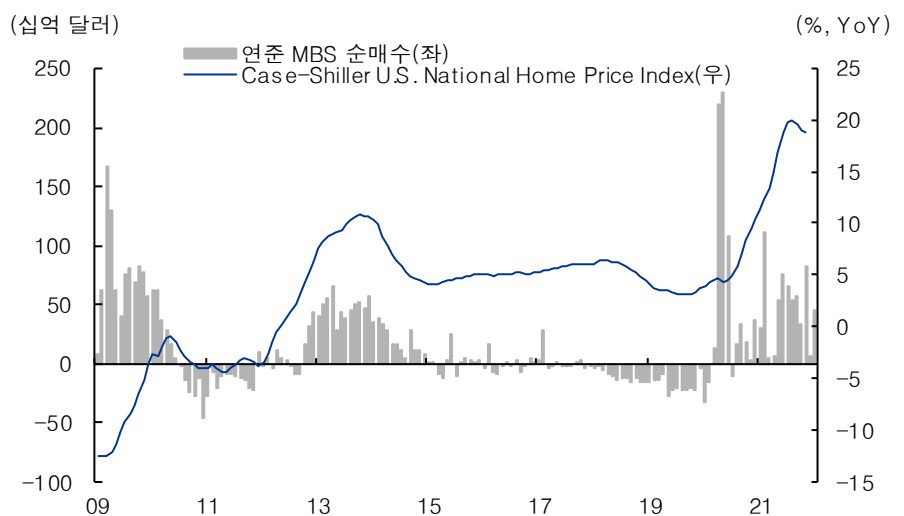
에너지에 이어 주거비 상승에 대한 기대가 최근 물가 부담의 중요한 이슈로 부각



팬데믹 국면에서 가파르게 상승한 주택 가격에 기인

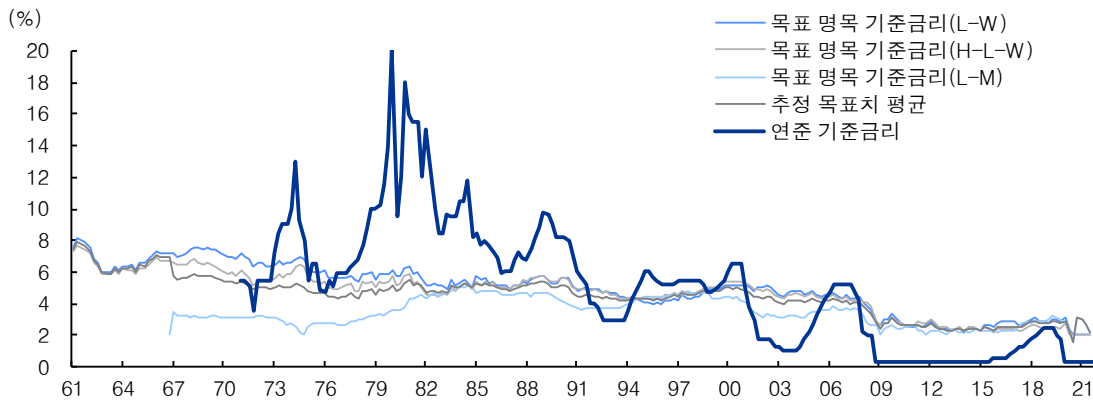
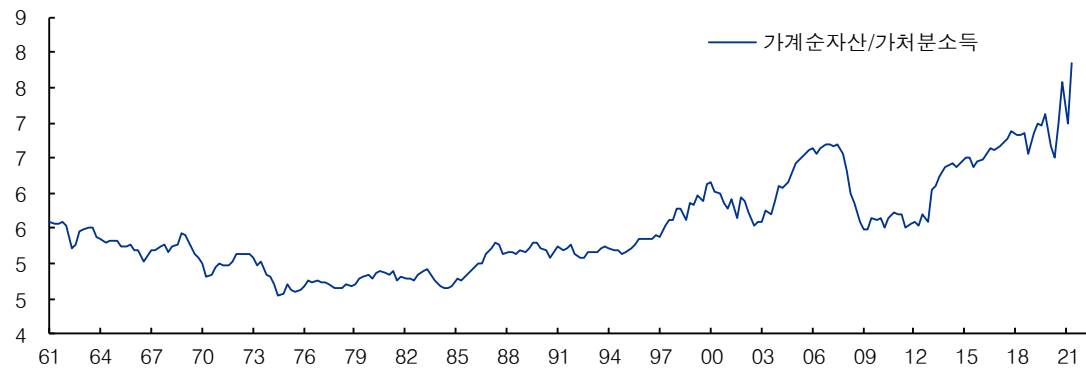
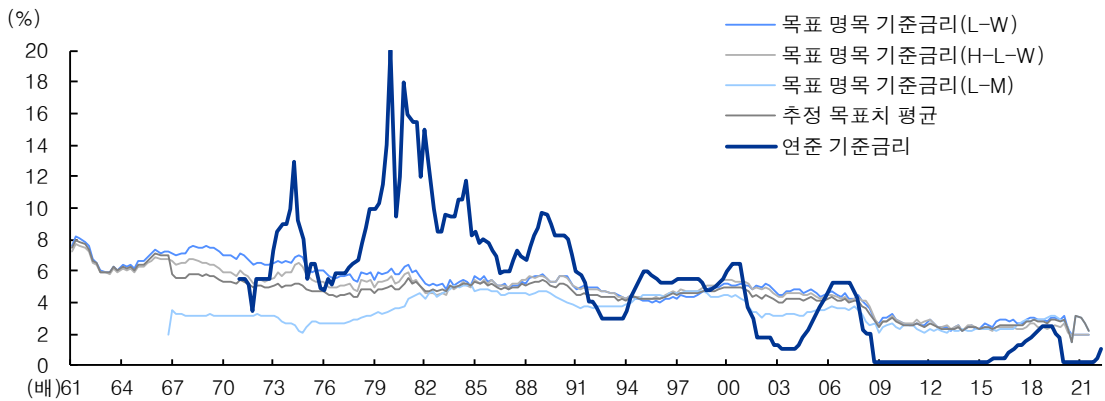


주택 가격 상승은 통화정책(양적완화)의 결과물



자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

자산가격 상승의 기반이 된 연준의 저금리

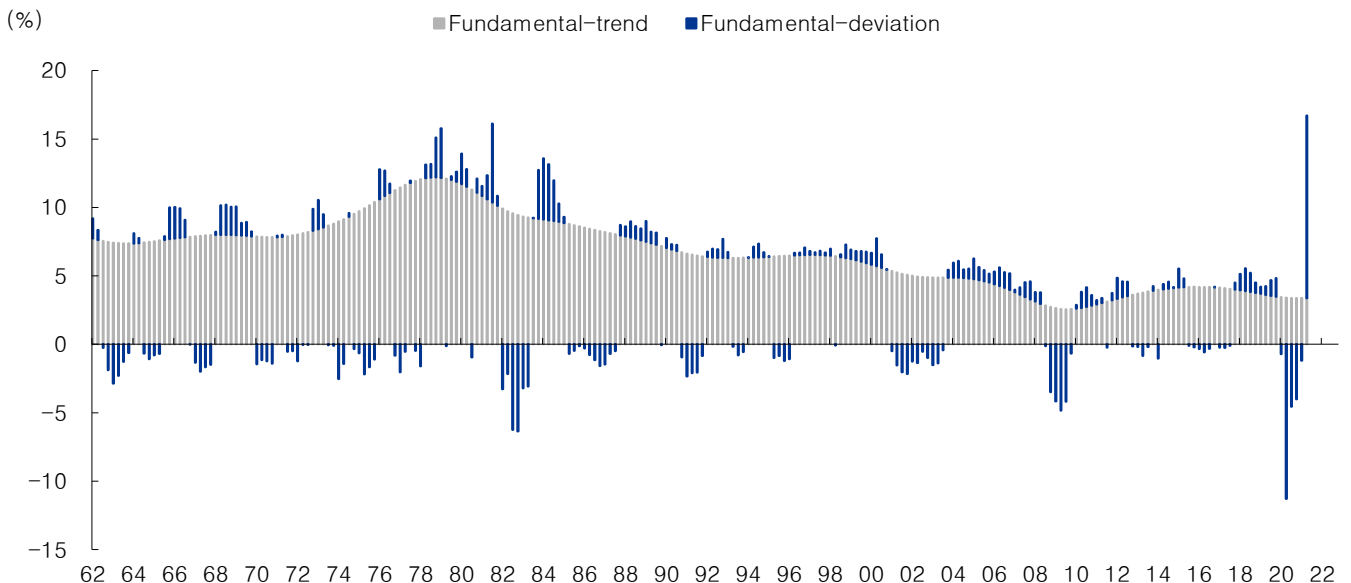
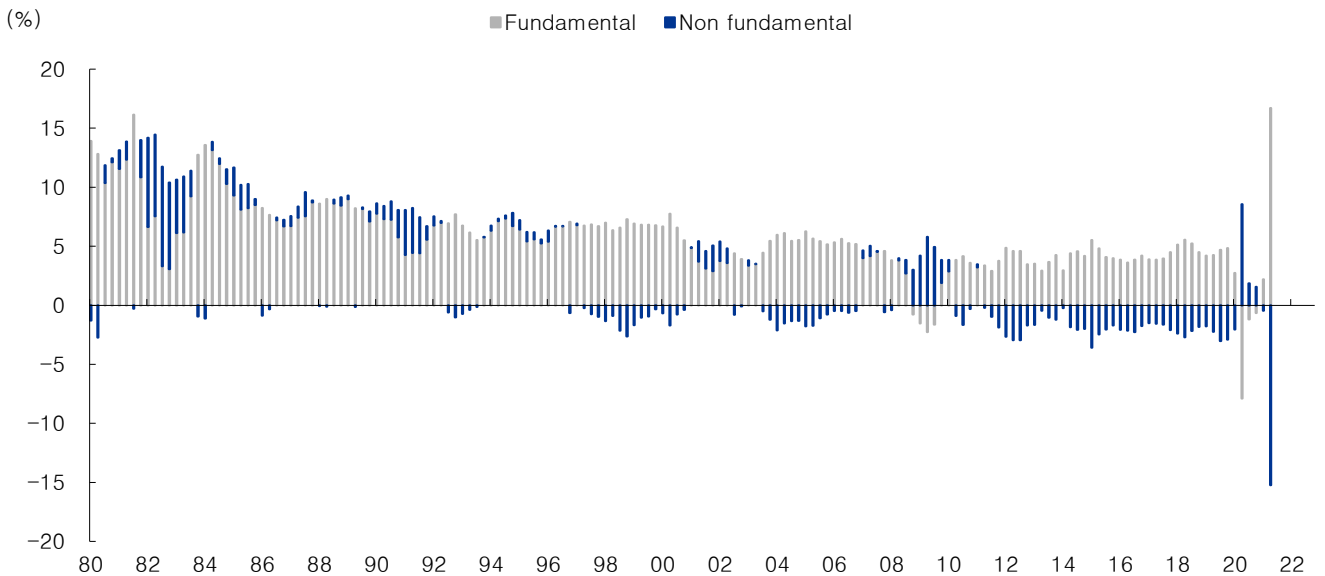


자료: Bloomberg, CEIC, IBK투자증권

유동성 요인에 의한 금리 결정이 높아진 환경

가격변수를 설명하는 데 있어 펀더멘털 부분보다 비펀더멘털 부분의 비중이 확대됨

- (미국 등의) 금리 분해 결과를 보면, 경제성장률과 물가 상승률 즉, 경기 변동과 관련된 부분은 과거에 비해 뚜렷하게 축소됨
- 이에 따라 상대적으로 금리에 대한 비펀더멘털 부분의 설명력은 점점 높아지고, 비경기 요인에 대한 시장 참여자들의 의존도 확대됨
- 비펀더멘털 요인은 중앙은행의 유동성 공급이 대표적. 금융위기 이후 미 연준의 양적완화 시기에 맞춰 빠르게 늘어난 비펀더멘털 부분. 코로나 국면도 마찬가지



자료: Bloomberg, IBK투자증권

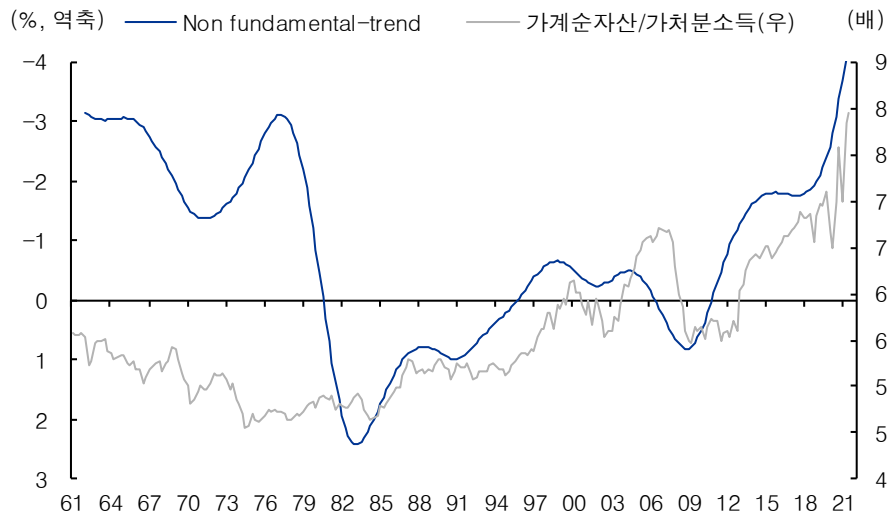
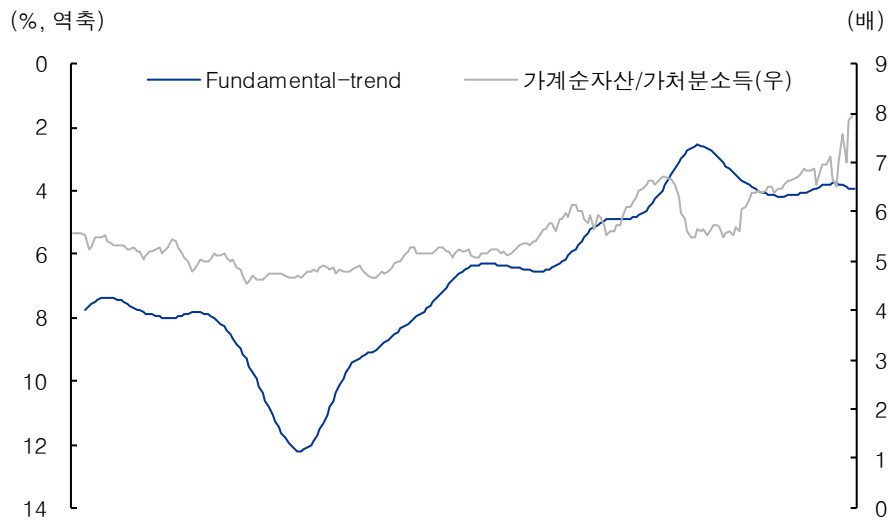
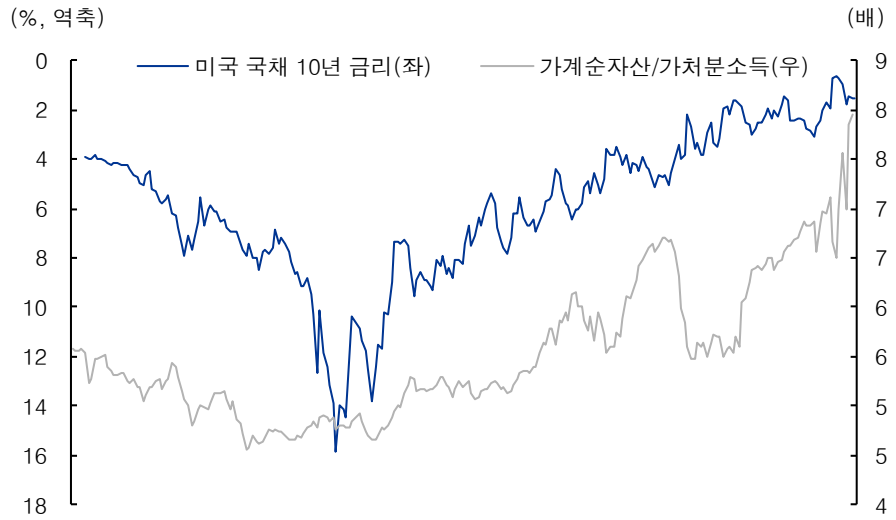
유동성 팩터가 만들어낸 ‘금융불균형’

실물경기 회복을 압도하는 자산가격 상승(금융불균형)의 직접적인 원인은 단순한 저금리가 아님

금리를 분해해 보면, 최근 펀더멘탈 요인은 오히려 자산가격의 하방 압력을 높여왔던 상황

▶ 금융위기 이후 가파른 자산가격 상승의 배경은 유동성(비펀더멘탈 추세) 팩터의 움직임으로 설명됨

2010년 이후 자산 시장 호황의 근원이 미 연준이었던 것처럼 코로나 이후 자산가격 급등 역시 펀더멘탈 요인보다는 유동성 정책



자료: Bloomberg, IBK투자증권

연준 DKW 모형을 통해 본 시사점

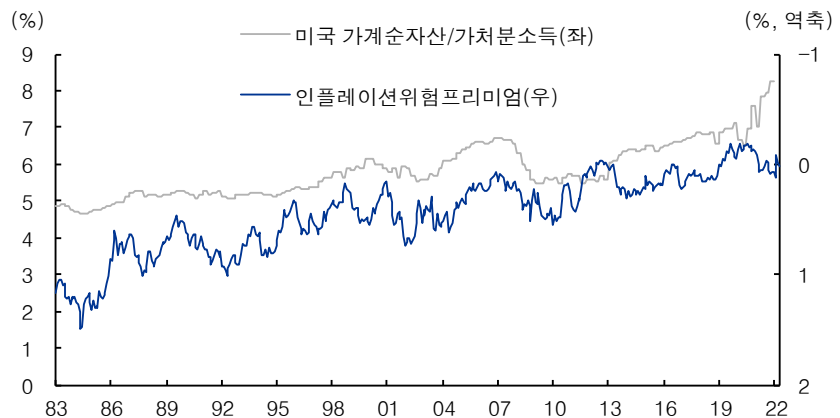
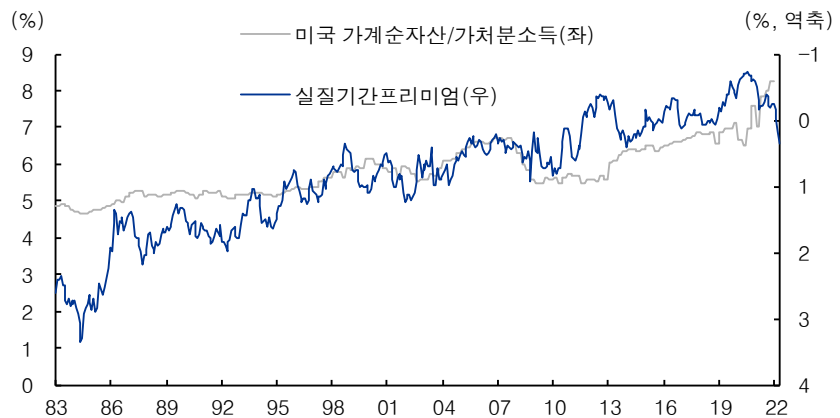
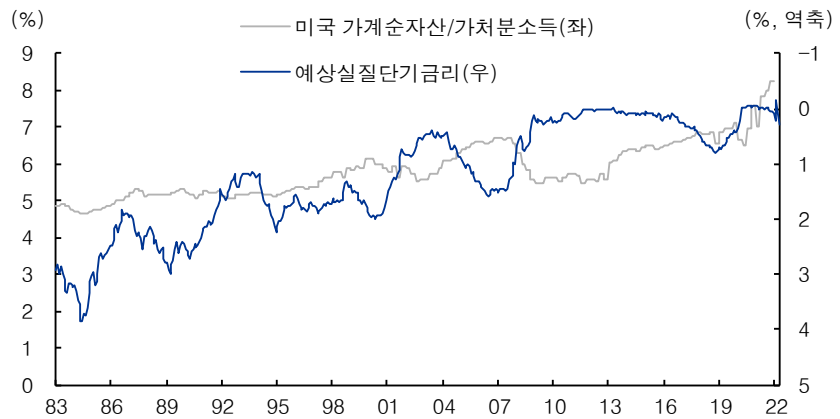
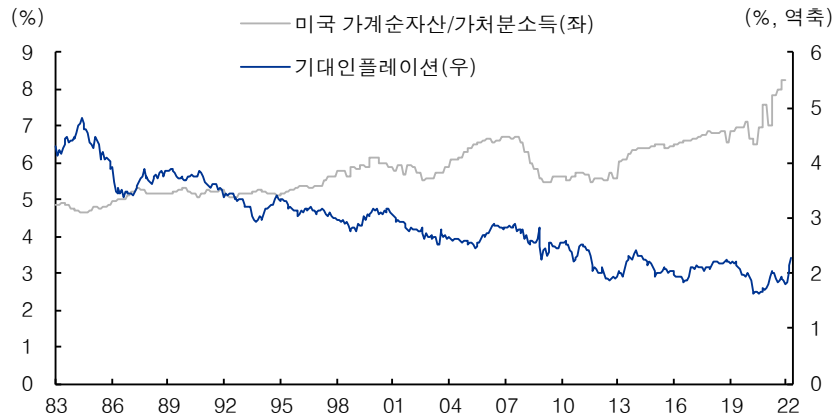
연준 DKW 모형?

명목금리 =
 예상 실질 단기금리 +
 실질 기간 프리미엄 +
 기대 인플레이션 +
 인플레이션 위험
 프리미엄

연준의 모델로 분해한
 팩터 중 매우 의미
 있는 관계를 보여주는
 것은 예상되는 실질
 단기금리와 인플레이
 션 전망의 불확실성을
 보여주는 인플레이션
 위험프리미엄임

결국 실질 연준금리에
 대한 전망이 가장
 중요한 자산가격
 변동요인임을 의미

▶ 팬데믹 기간 연준
 이 Tips를 통해 기대
 인플레이션에 변화를
 주고 이를 통해 실질
 금리 움직임을 유도한
 것과 맥을 같이 함

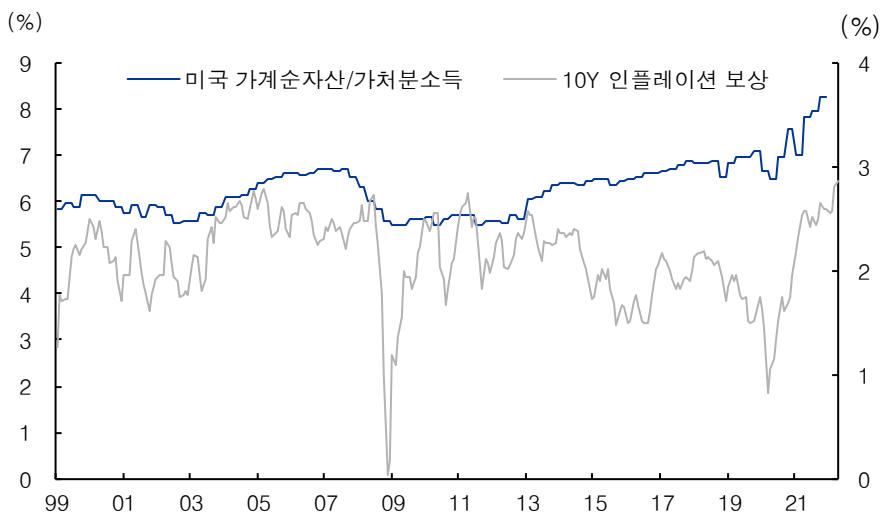
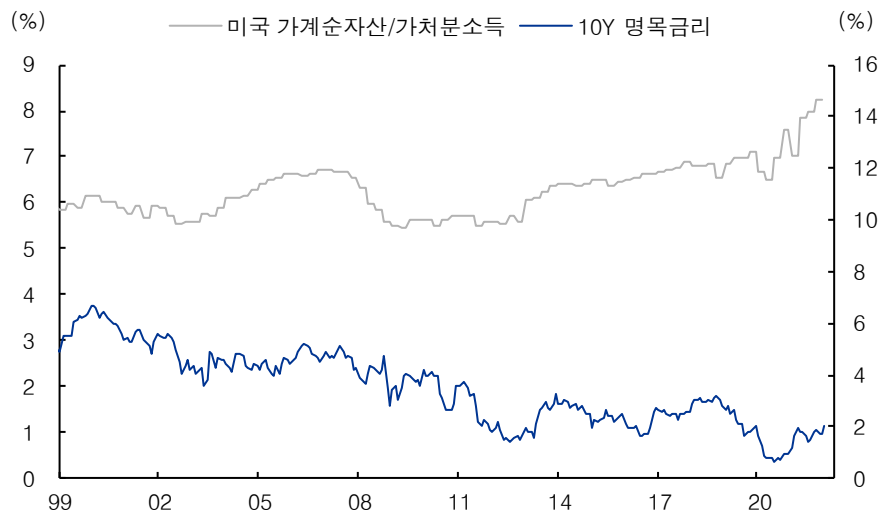


자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

특히 주목할 필요가 있는 유동성 프리미엄

양적완화와 테이퍼링을
주목할 수 밖에
없는 이유

- 인플레이션 보상 = 기대 인플레이션 + 인플레이션 위험 프리미엄
- TIPS 유동성 프리미엄
- 명목금리를 결정하는 중요한 요인인 기대인플레이션을 토대로 자산가격과의 관계를 살펴보면, 기대인플레이션 자체도 큰 흐름이 연동되지만 세부적으로 유동성 요인의 기여가 두드러짐을 확인할 수 있음



자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

3-3

경기 둔화를 넘어 침체 우려를 반영하는 시장 그리고 이를 모니터링하고 있는 연준

I. 정점을 지나고 있는 기록적인 물가

II. 인플레이션이 압박하는 경기둔화

III. 연준의 목적식과 제약식

➔ 물가를 바라보는 연준의 시선은 어떻게 변해 왔나?

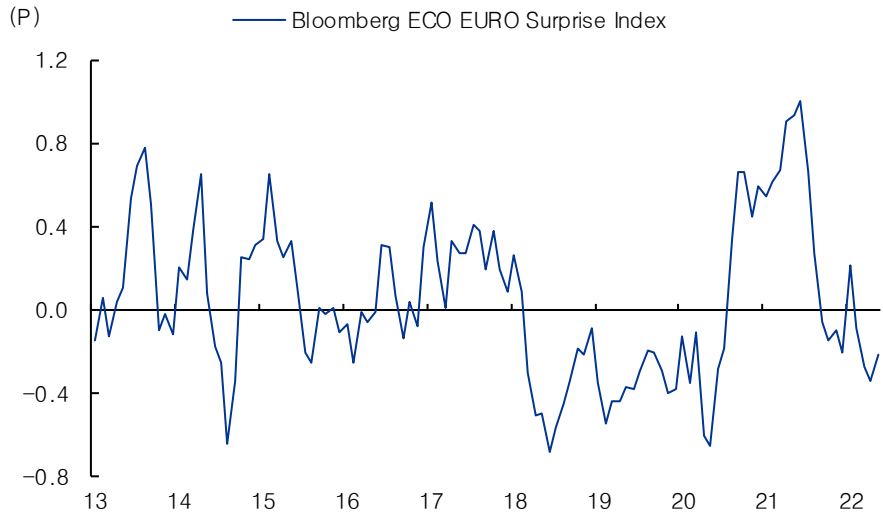
➔ 자산 가격 급등의 결과물 ‘금융불균형’

➔ 경기 둔화는 고려 사항이 아닐까?

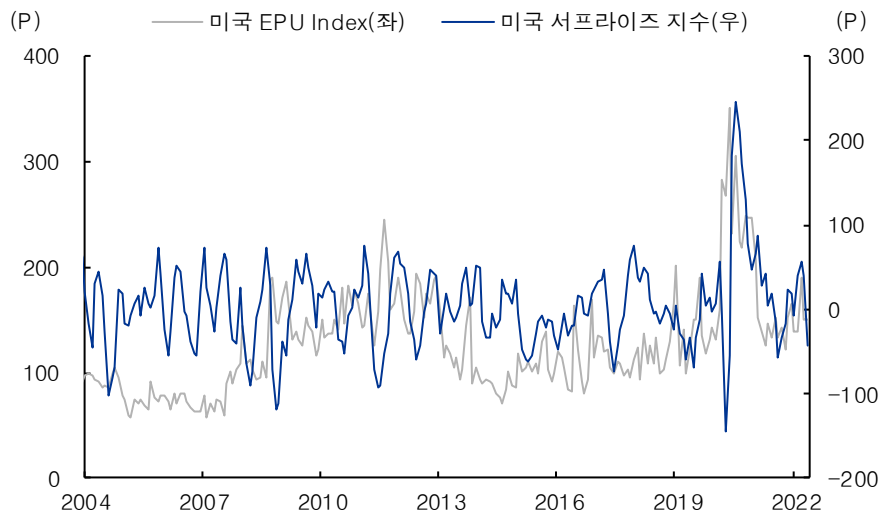
IV. 그래서 연준은 금리를 얼마나 올릴까?

지정학적 위험은 경기둔화 우려를 표면화 시킴

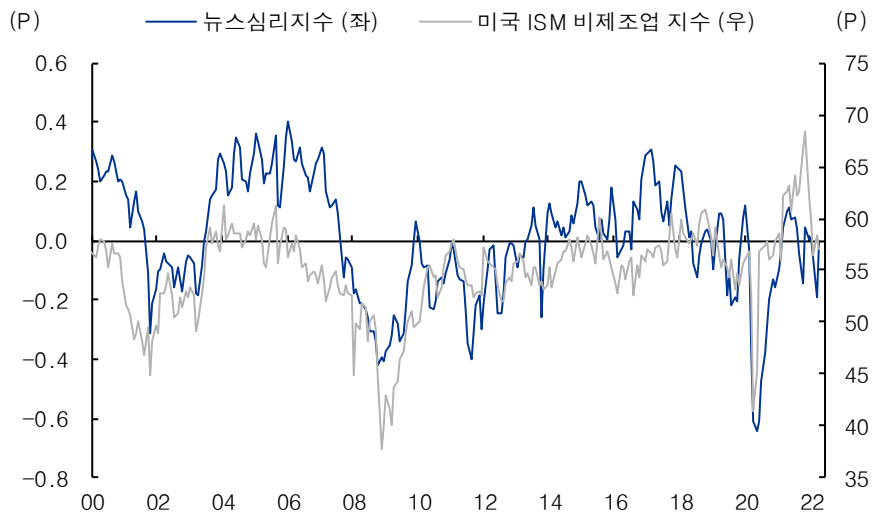
러시아와 지정학적으로
가깝고 에너지 의존도
높은 유럽 경제에 대한
우려 먼저 반영되기
시작



점차 경제정책
불확실성을 높이는
쪽으로 작용할 듯



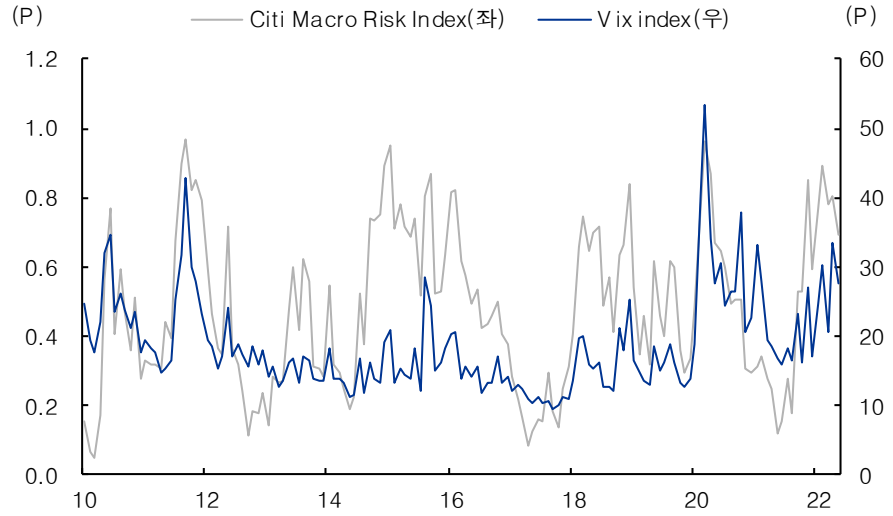
지정학적 위험이 발생
시키는 부정적인 뉴스
들은 체감경기지표를
거쳐 결국 실물 경기
흐름에 부담으로 작용



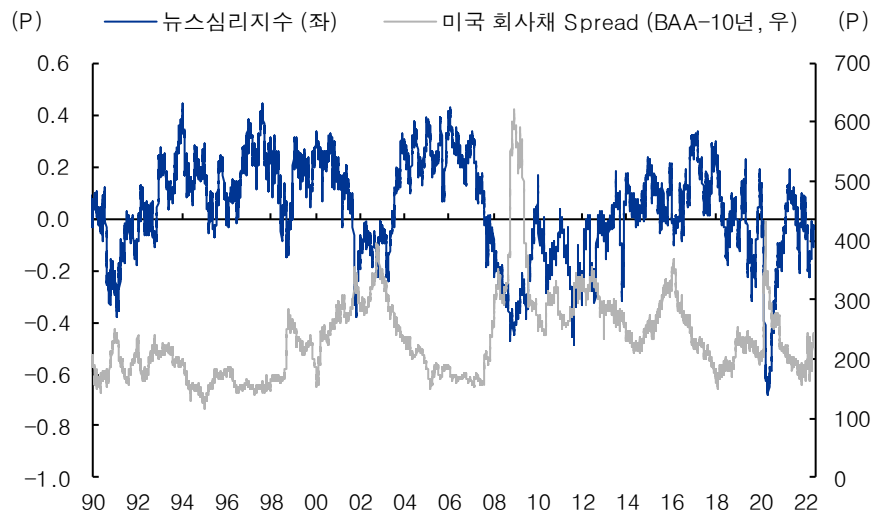
자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

글로벌 위험지표 지정학적 위험에 반응

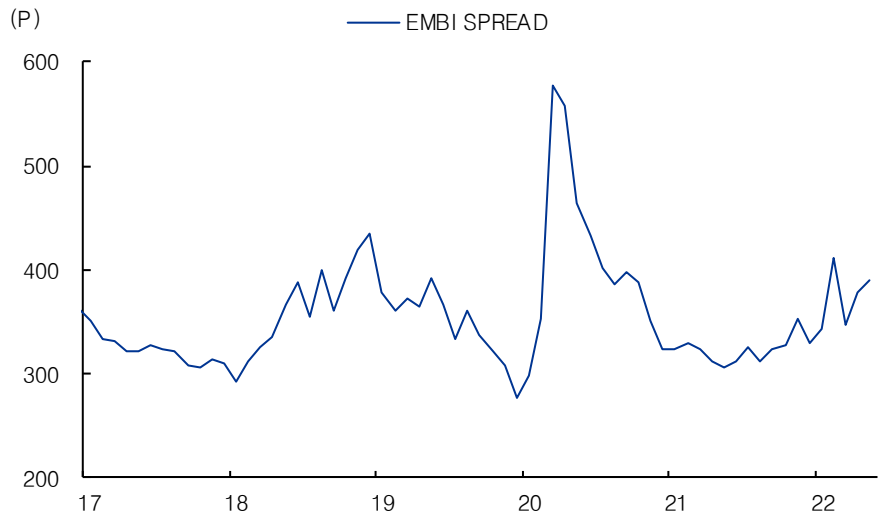
위험자산과 안전자산
선호를 보여주는
Citi Macro Risk
Index는 위기 때와
비슷한 안전자산선호
쪽에 가 있음



러시아발 지정학적
위험은 경제에 부정적인
뉴스 빈도를 높이고
신용위험을 자극



신흥국에 대한
투자위험도 지정학적
위험이 표면화된 후
한단계 level-up

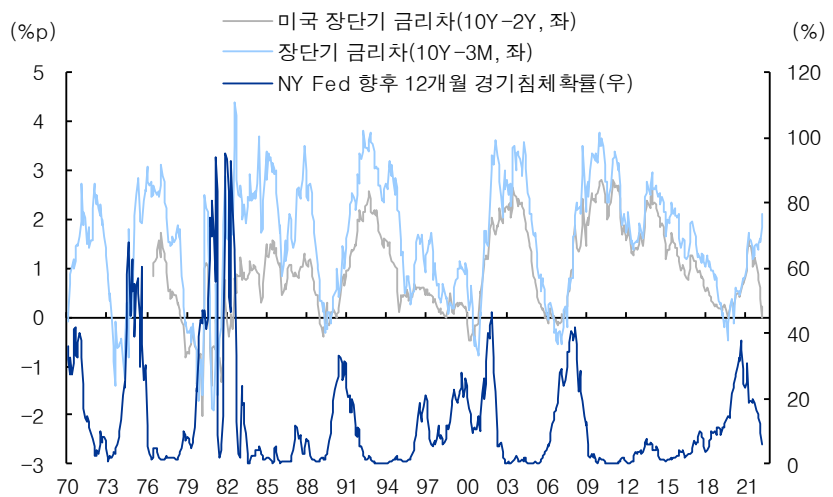


자료: FRB of san francisco, Bloomberg, IBK투자증권

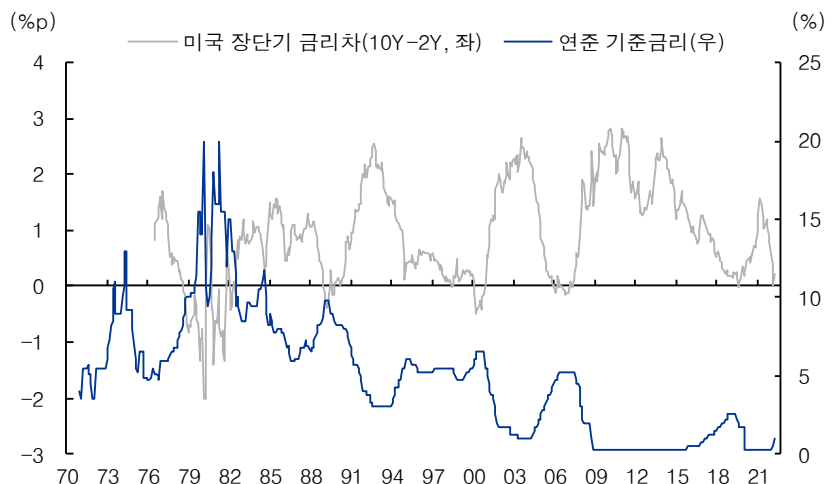
연준도 시장의 변화를 모니터링 중

- 금융시장은 경기둔화 우려를 반영하기 시작 ➡ 선행경기지수 구성항목인 장단기금리차 빠르게 하락
- 장단기금리차는 NY Fed 경기침체확률지표로 연결돼 연준의 의사결정에 영향을 미친다는 점 ➡ 2분기 경기침체확률 반등 가능성 주목

미 연준은 장단기 금리차를 기반으로 경기침체 확률을 작성



경기침체확률은 연준 의사결정에 영향을 미치는 것으로 보임
➡ 침체확률이 10%선을 넘어서면 금리인상을 마무리하는 경향



자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

경기침체 우려에 대한 연준의 견해

5월 FOMC 후 기자 회견에서 경기침체 질의에 대한 파월의장의 답변
(2022년 5월 4일 한국은행 자료 인용)

- 가계와 기업의 재정상태가 양호하고 초과 저축이 존재하며, 노동 시장은 매우 강력하여 경기 침체에 근접한 것으로 보이지 않는 등 경제는 강하고 긴축적인 통화정책을 감내할 수 있는 좋은 위치에 있어 우리가 연락처할 수 있는 좋은 기회가 있다고 말하고 싶음
- 경제가 꽤 잘 돌아가고 있으며, 금년에도 견실한 성장이 예상. 금년 1분기에 일부 부문에서 상대적으로 더딘 모습을 보였으나 가계지출과 기업투자는 상당히 강하며, 노동시장에서도 많은 고용 기회가 있어 임금이 오랫동안 보지 못했던 속도로 상승하고 있음. 경기 침체에 가깝거나, 취약하다는 것을 암시하는 것은 아무것도 없음. 2021년에 팬데믹에서 회복되면서 5% 이상의 성장을 보였고 대부분의 예측기관에 따르면 금년에도 2%의 견조한 속도로 성장할 것으로 전망



자료: Hedgeye

4

3.0% 이하 ➡ 팬데믹 국면 통화정책의 핵심은 금리가 아니라 양적 정책

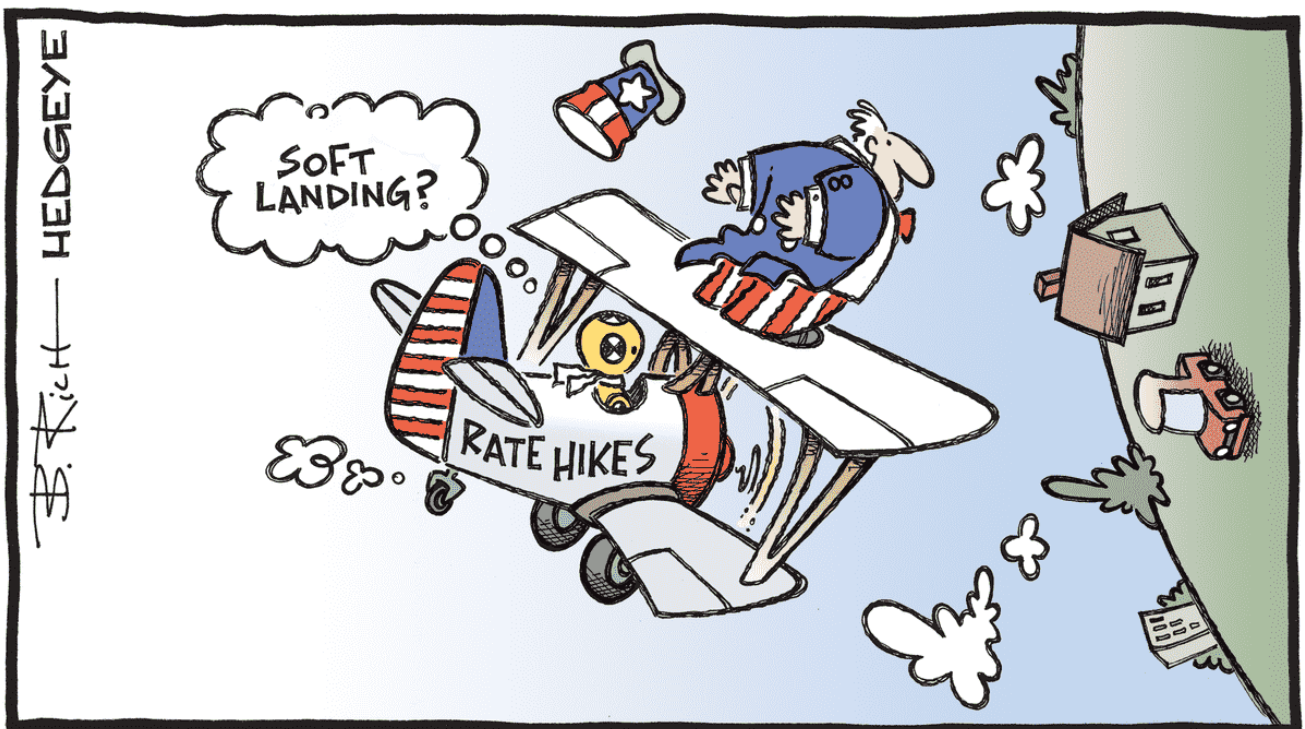
- I. 정점을 지나고 있는 기록적인 물가
- II. 인플레이션이 압박하는 경기둔화
- III. 연준의 목적식과 제약식
- IV. 그래서 연준은 금리를 얼마나 올릴까?

쉽지 않은 과제...

지금 연준 통화정책의 목적식과 제약식

- 지금 팽배해 있는 인플레이션 기대심리를 냉각시키고
- 양적완화 기간 확대돼 비용증가(주거비, 마찰적 비용) 부담을 주는 금융불균형 안정 유도하면서
- 경기둔화나 위험에 대비해 정부 운신의 폭을 제약해서는 안됨
- 경제를 침체로 이끌지 않으면서 고용을 늦출(slow hiring) 수 있다고 어느 정도 확신하는지? ▶ “매우 도전적인 과제이며, 쉽지 않을 것이고 우리가 통제할 수 없는 사건에 따라 달라질 수 있을 것임. 우리는 주어진 수단을 사용하여 책무를 수행할 것임”

(2022년 5월 FOMC 이후 파월 연준 의장 기자회견담화, 한은 자료 인용)



자료: Hedgeye

4-1

아직은 안정적인, 하지만 언제든지 침체의 뇌관이 될 수 있는 신용위험

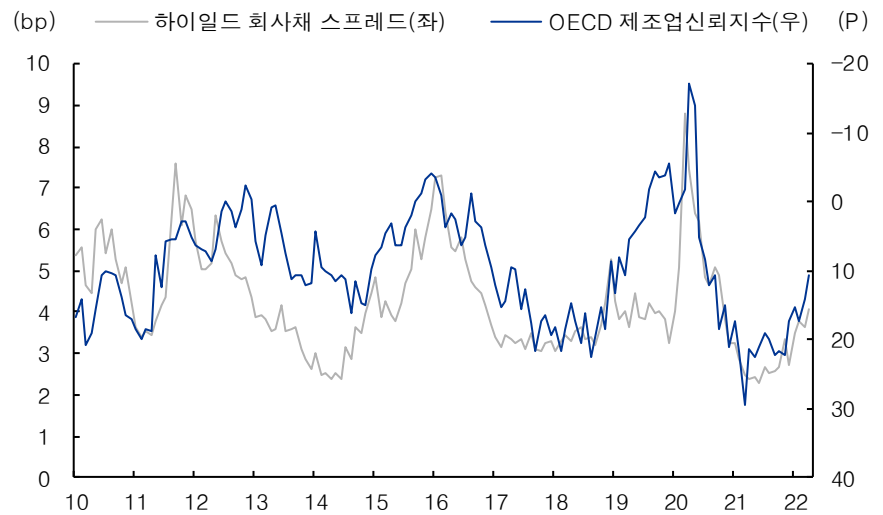
- I. 정점을 지나고 있는 기록적인 물가
- II. 인플레이션이 압박하는 경기둔화
- III. 연준의 목적식과 제약식
- IV. 그래서 연준은 금리를 얼마나 올릴까?
 - ➔ 연준의 질서 있는 정상화가 필요한 이유
 - ➔ 기준금리를 계속 올릴 수 있나?
 - ➔ 팬데믹 대응의 핵심은 금리가 아니라 정교한 양적완화
 - ➔ 금리인상이 종료되면 자산가격이 다시 오르기 시작할까?

아직은 안정적이지만 경기침체 도화선은 신용위험

경기둔화가 깊은
침체로 연결되는 것은
큰 폭의 신용위험이
작용



금융시장 상황에
기업은 당연히
민감하게 반응



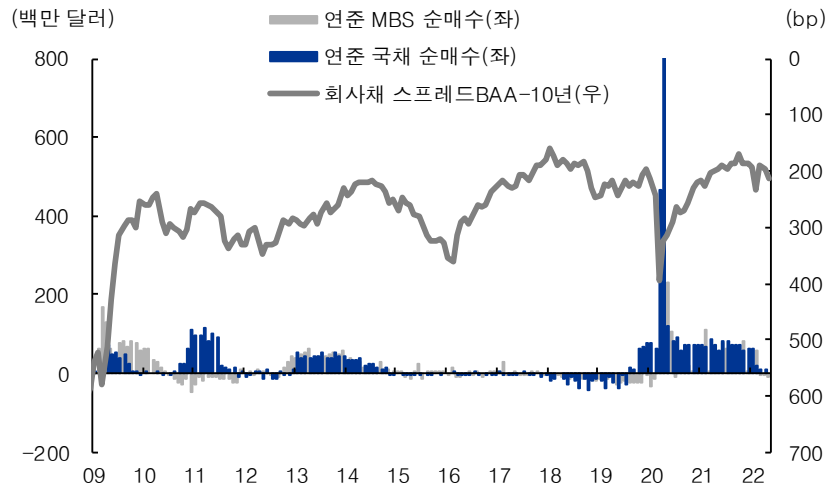
유례없는 인플레이션과
매우 매파적인 통화정책이
시행되고 있지만
아직 금융상황이나
신용상황이 안정적으로
관리되고 있다는 점은
5월 FOMC 후 파월의장의
언급과 맥을 같이함



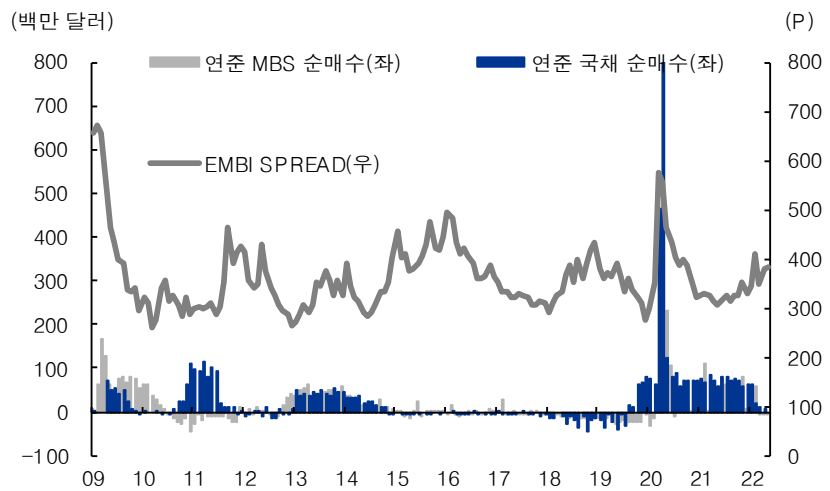
자료: Fed, Bloomberg, IBK투자증권

신용위험은 당연히 통화정책에 반응

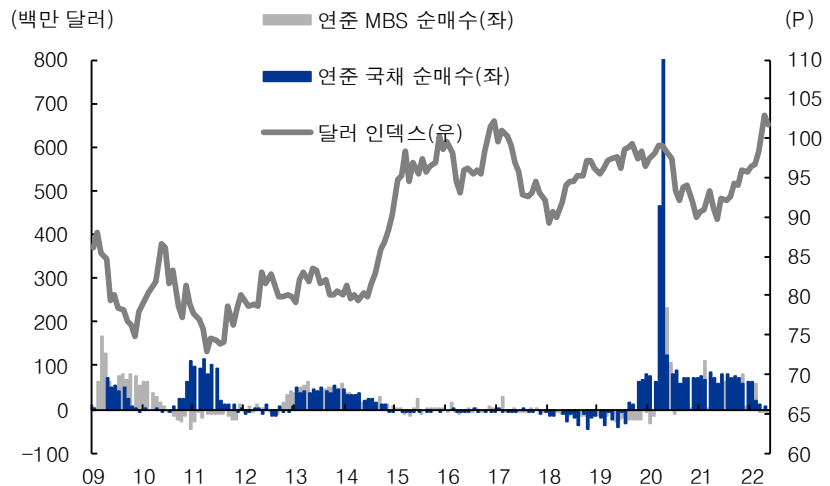
미국내 신용위험은
테이퍼링이나
양적축소에 민감하게
반응



해외 투자에 대한
민감도는 더 크게
나타남



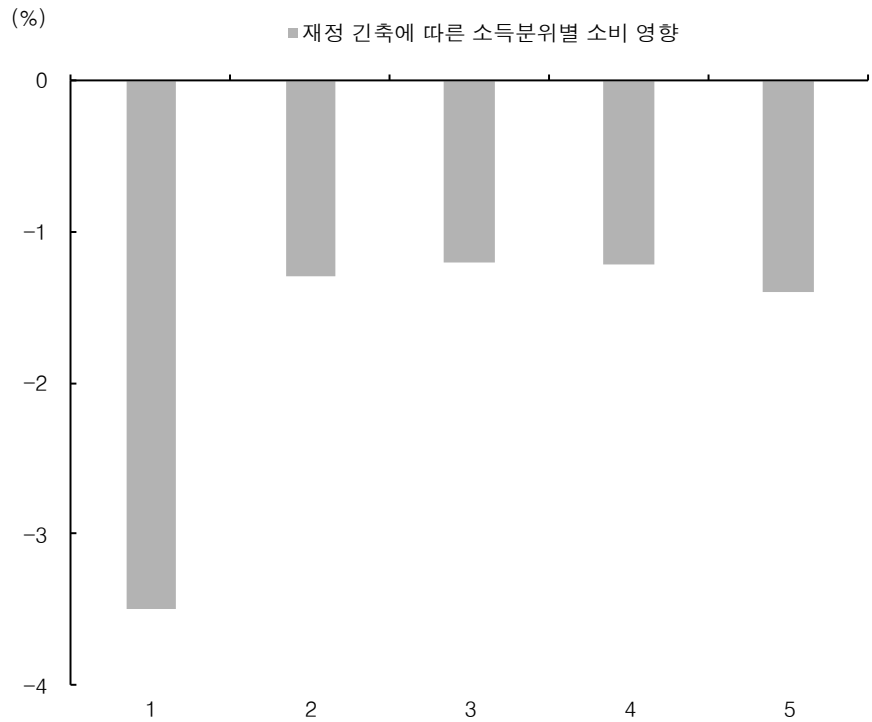
EM에 대해서는
달러 강세의 결과일 수
있고 이는 원자재 가격
에도 적용될 수 있음



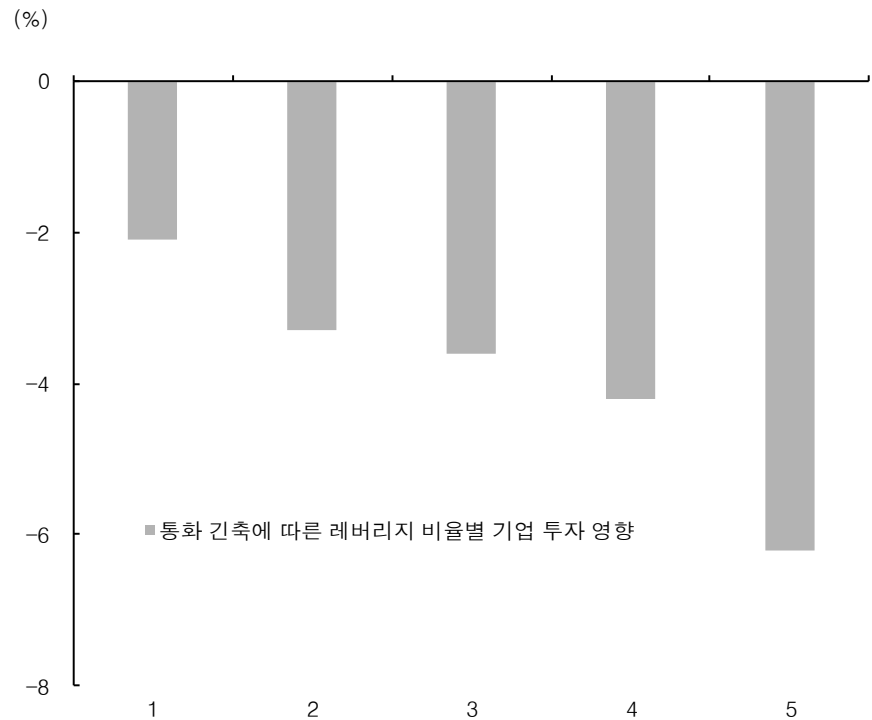
자료: Fed, Bloomberg, IBK투자증권

정책 충격은 당연히 경제주체들의 부담을 늘림

평균적으로 재정지출 줄이는 만큼 영향을 주지만 저소득층에 더 큰 부담이 몰림
(재정 GDP 대비 1% 긴축시, 정책 충격 후 2년 영향)



통화 긴축은 당연히 레버리지 비율이 높은 기업 투자에 더 영향을 미침
(금리 100bp인상시, 정책 충격 후 2년 영향)



- ▶ 지금은 안정된 흐름을 보이고 있지만 긴축 시기에는 시간이 지나며 신용위험은 오를 수밖에 없음
- ▶ 계속 임계점 안에서 관리할 수 있는가?가 관건

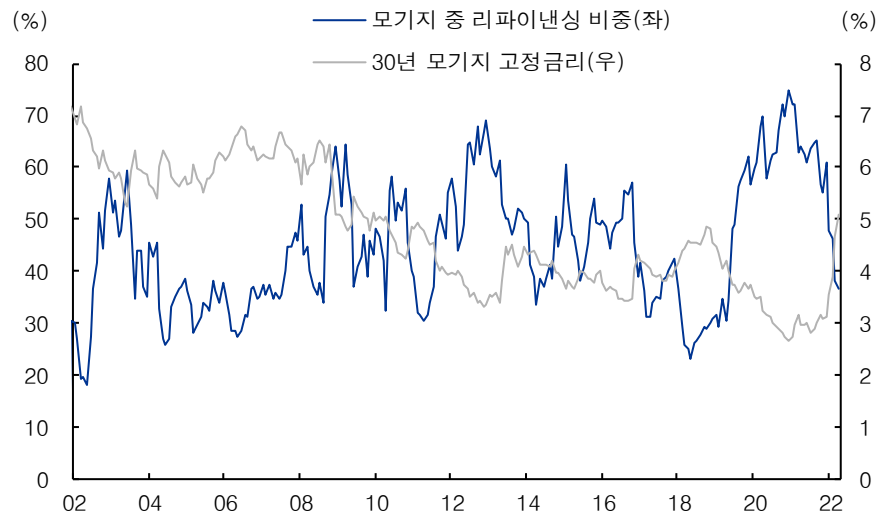
자료: IMF, IBK투자증권

중요한 통화정책 대상이지만 잘 관리해야 하는 주택

주택구입이 어려워지는 것은 1차적으로 가격이 급등해서 일 것이고 다음으로는 금리가 상승하고 이자부담이 늘어서일 것임



지금 통화정책 환경은 주택가격 상승세를 꺾어야 하는 것임



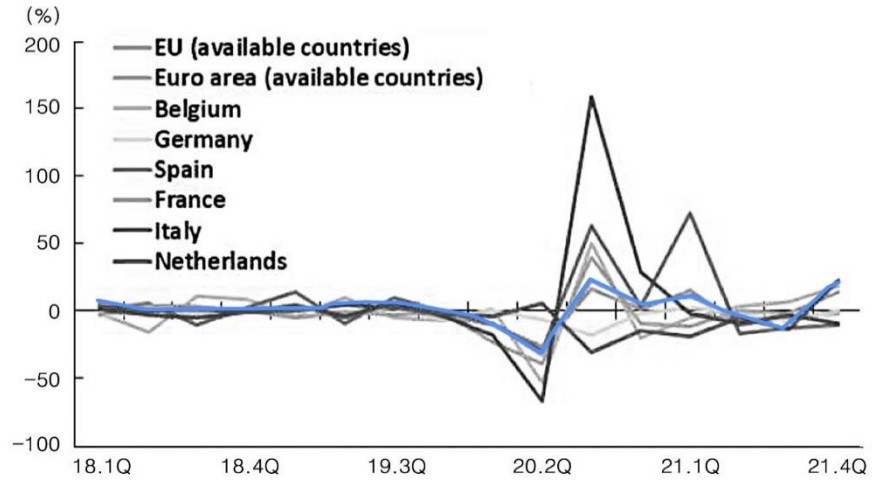
가파른 모기지 금리 상승에도 낮은 연체율이 유지되고 있는 것은 아직까지는 긴축적인 통화정책을 감내할 수 있음을 의미



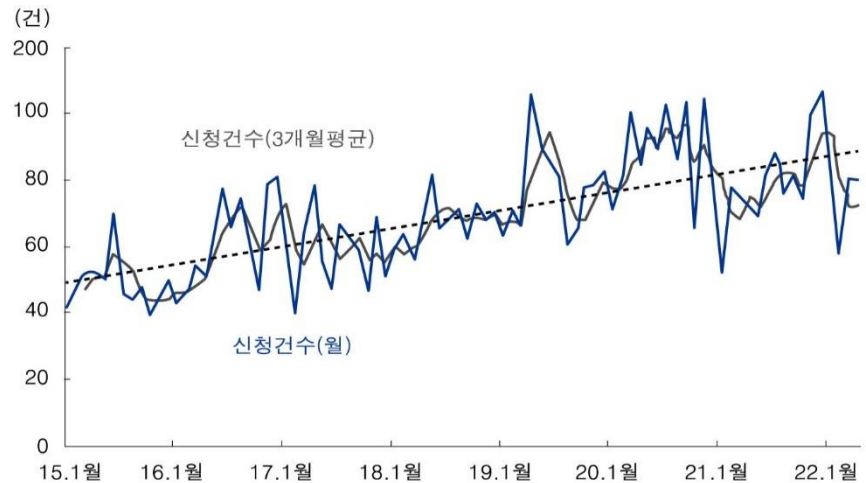
자료: FRB of san francisco, Bloomberg, IBK투자증권

기업파산에 대한 우려도 조금씩 관심을 높여가는 모습

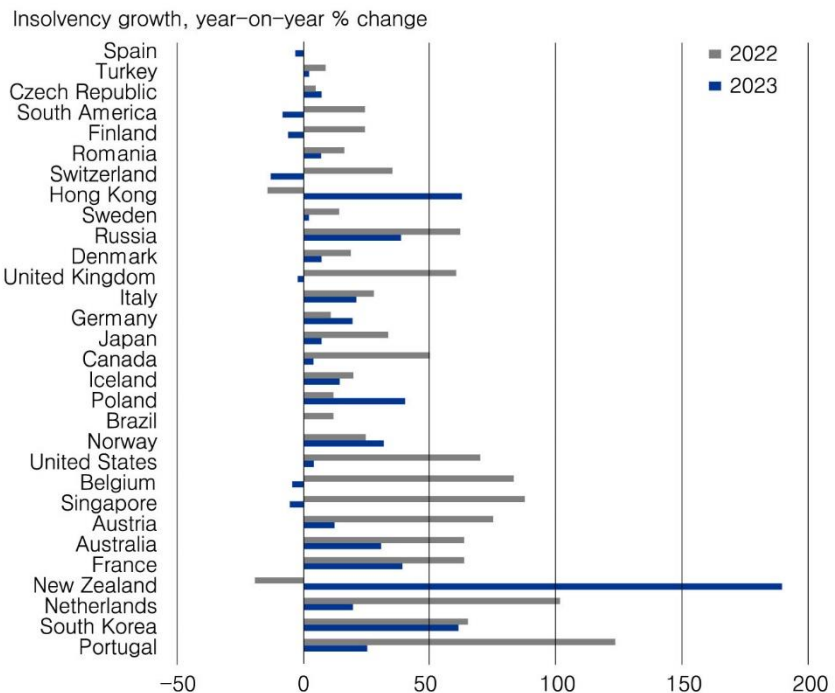
유럽 국가별 기업파산 증감 추이



한국 기업파산신청 증감 추이



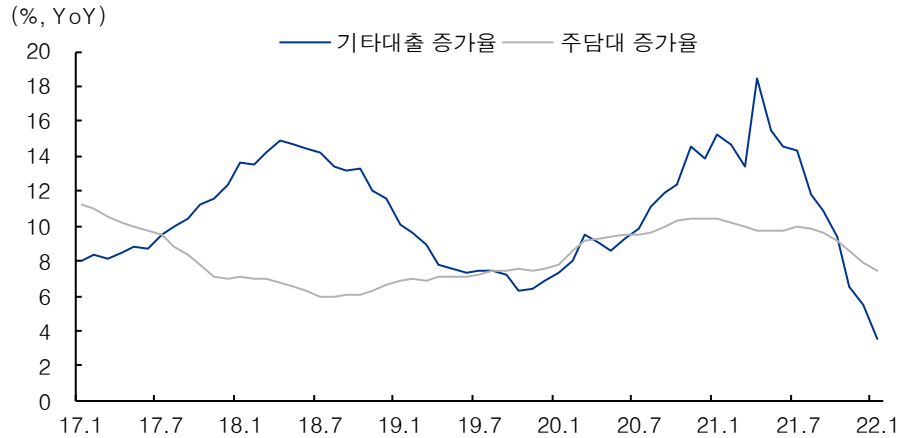
22~23년 기업파산 증감 전망



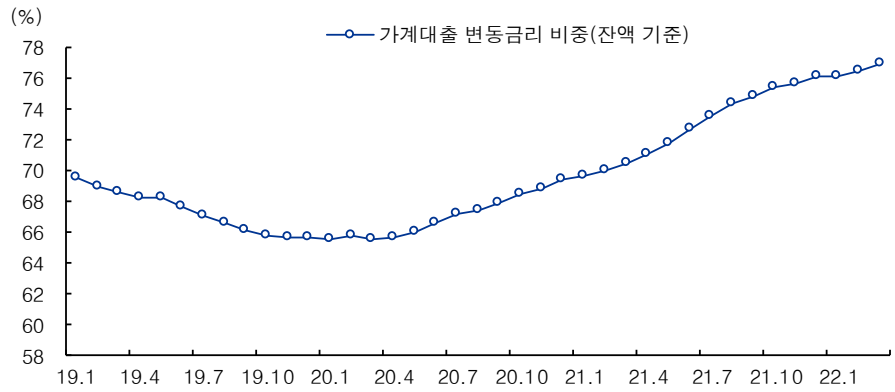
자료: 사법통계연감, Atradius(2022.4), IBK투자증권 (2022sus 5dnjf 23일 한국은행 자료 재인용)

한국 역시 조심스럽게 통화정책 운용이 필요

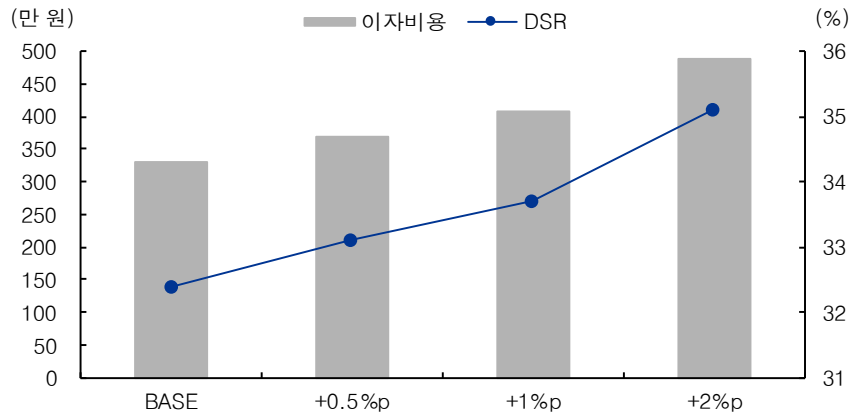
최근 증가세가
둔화되었지만 팬데믹이
확산되며 크게 상승한
한국 가계부채



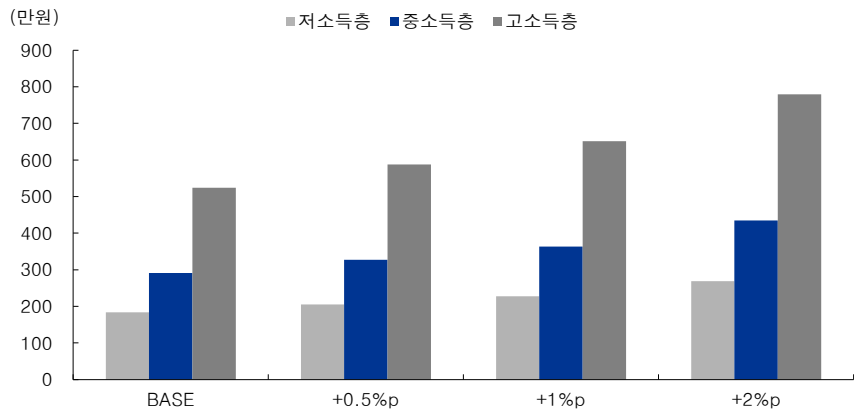
특히 금리 흐름에
영향을 많이 받는
변동금리 대출 비중이
크게 증가



전체 금융부채 보유
가구의 이자비용과
DSR 변화



소득수준별
이자비용 변화



자료: 한국은행, 현재경제연구원(2022년 5월 23일), IBK투자증권

한국 한계기업 현황과 금리변동 영향 (2022년 5월 24일 전경련 자료)

일시적 한계기업(당해년도 이자보상배율이 1미만) 비중 변화 (2017~2021)

		2017	2018	2019	2020	2021
외감기업(17,827)		28.1	31.2	33.0	36.6	34.1
규모별	중소기업(14,656)	28.8	32.1	33.9	37.4	35.5
	대기업(3,171)	25.2	27.3	28.6	32.9	27.6
산업별	제조업(8,995)	23.8	28.1	28.8	32.5	30.8
	숙박음식업(292)	57.2	55.8	53.8	86.3	76.4
	사업시설관리업(385)	51.7	52.5	57.9	59.7	59.5
	부동산업(1,919)	48.7	48.8	51.6	55.1	52.2

주1: 비금융기업, ()는 해당 기업수, 단위는 % 기준
 주2: Kisvalue data를 바탕으로 산출

금리변동에 따른 일시적 한계기업 비중 및 이자비용 변화 (2021)

구분	-3%p	-2%p	-1%p	base	+1%p	+2%p	+3%p
한계 기업수(개)	4,387	4,792	5,284	6,080	7,035	7,780	8,409
증감(개)	-1,693	-1,288	-796	-	955	1,700	2,329
비중(%)	24.6	26.9	29.6	34.1	39.5	43.6	47.2
증감(%p)	-9.5	-7.2	-4.5	-	5.4	9.5	13.1
이자비용(조원)	0.7	9.7	18.6	27.6	36.6	45.5	54.5
증감(조원)	-26.9	-17.9	-9.0	-	9.0	17.9	26.9

주1: 2021년 영업이익은 동일하다는 가정하에 금리변동(+3%~-3%)에 따른 한계기업 계산
 주2: 기업별 금리 = 이자비용/총차입금(자원금, 만기구조에 따른 차이는 반영하지 않음)
 주3: 전체기업 이자비용 합계를 차입금 합계로 나누면 이자율이 3.081%가 나오며 금리 +3%p면 이율이 6.08%로 2배, -3%p면 이자율이 0.081%가 됨
 주4: base 기준 연도는 2021년 기준

금리변동에 따른 일시적 한계기업 비중 변화 (2021)

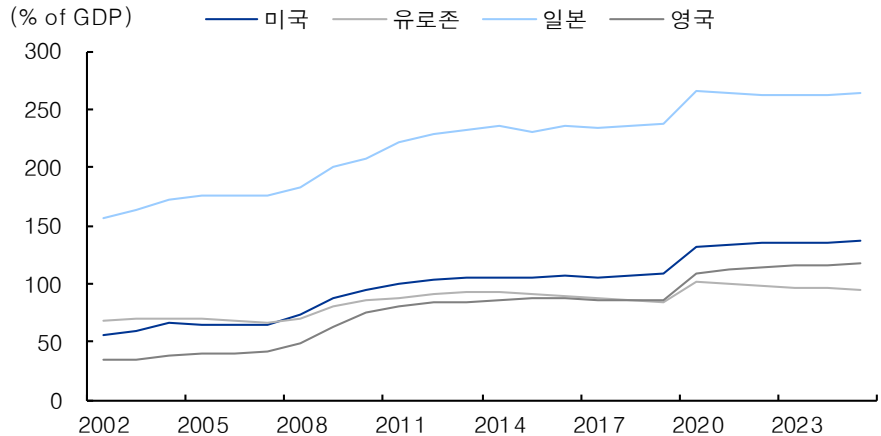
		-3%p	-2%p	-1%p	base	+1%p	+2%p	+3%p
외감기업		-9.5	-7.2	-4.5	34.1	5.4	9.5	13.1
규모	중소기업	-10.2	-7.8	-4.8	35.5	5.9	10.5	14.2
	대기업	-6.0	-4.4	-2.8	27.6	2.9	5.2	7.8
산업	제조업	-7.6	-5.7	-3.4	30.8	6.0	10.8	14.9
	전기, 가스	-13.9	-11.3	-4.6	29.8	4.0	8.6	14.6
	부동산업	-18.3	-13.2	-7.9	52.2	8.0	12.7	16.7
	사업시설관리업	-42.1	-39.2	-33.0	59.5	10.9	12.7	14.8

자료: 전경련, IBK투자증권

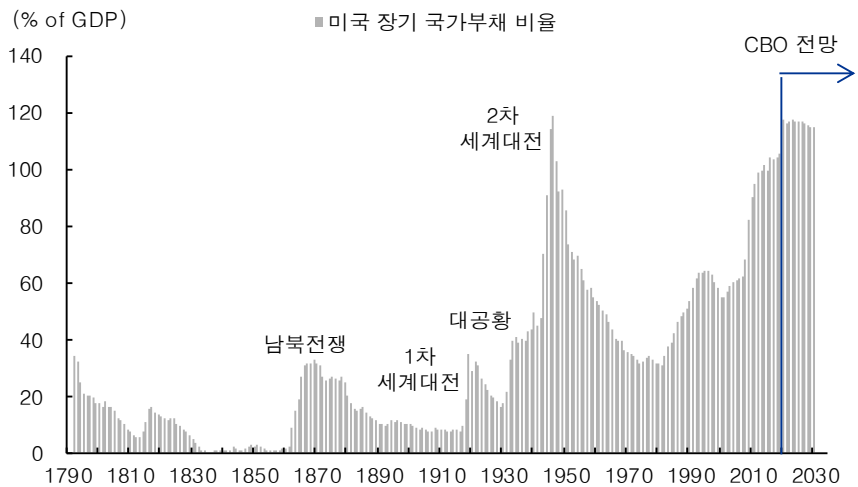
균형재정 주장의 급속한 퇴장

- 위기에 대응하고 경제를 유지하는 정부의 역할이 점점 커짐에 따라 정부 부채의 규모와 재정적자의 확대는 불가피
- 균형재정을 고수하는 목소리 거의 사라졌고 금융위기 이후 IMF 등은 적극적인 재정의 역할을 주문. 팬데믹에서도 마찬가지

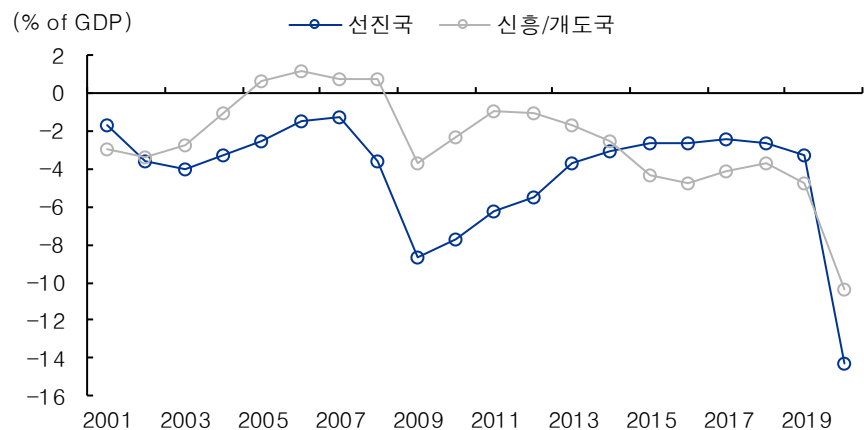
주요 선진국은 재정준칙을 유예 또는 폐지



미국 장기 국가부채



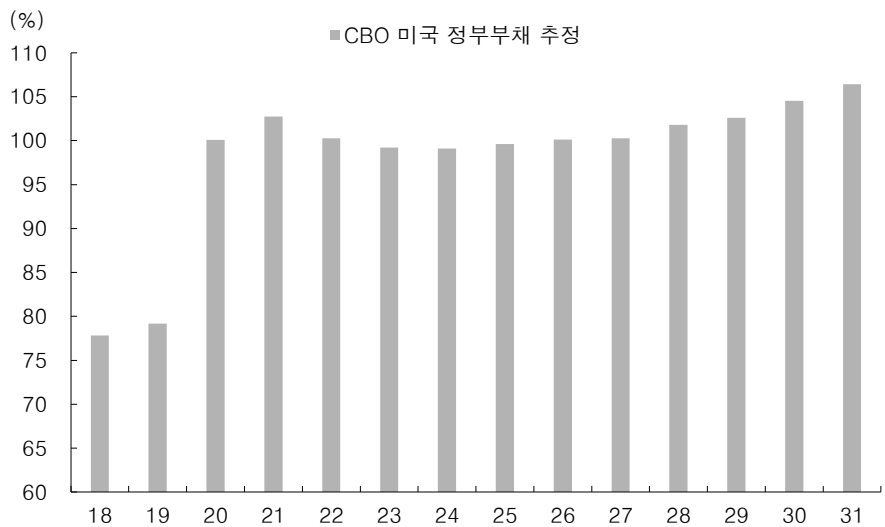
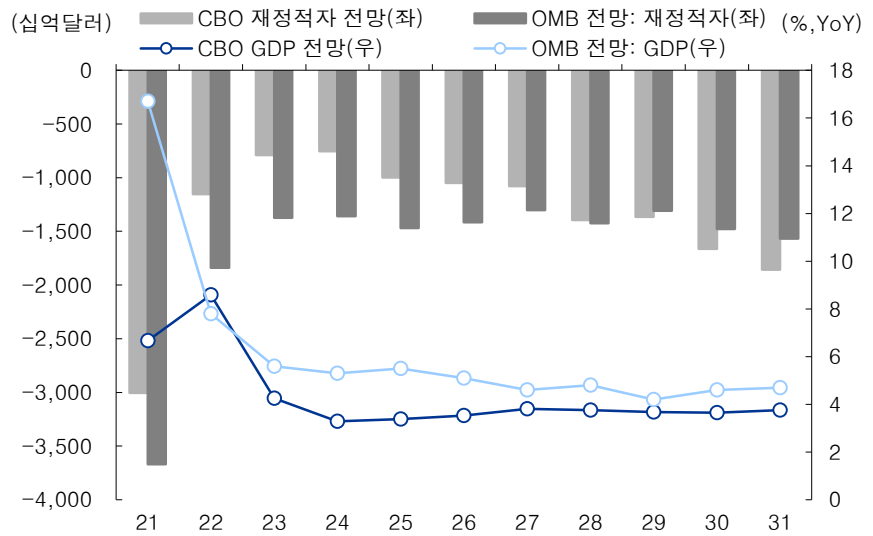
개도국도 마찬가지



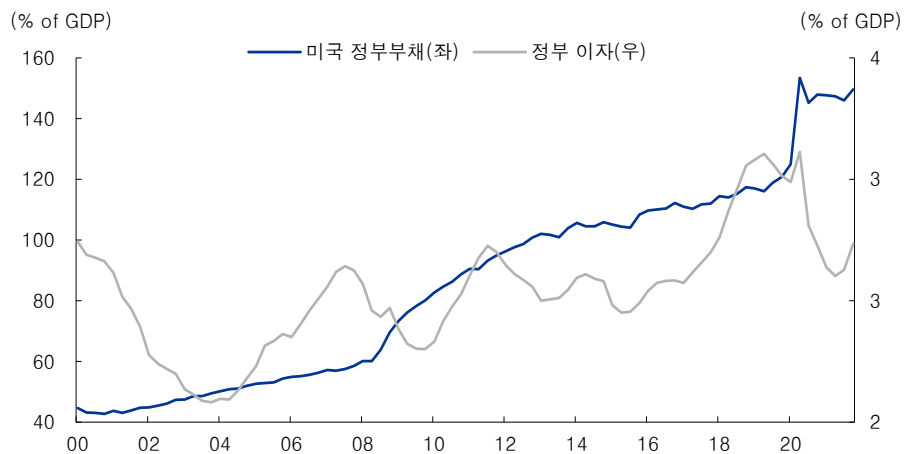
자료: IMF, CBO, www.usgovernmentdebt.us/debt_deficit_history, IBK투자증권
 주: 1790~2018년 usgovernmentdebt 사이트 데이터, 2019~2030년은 CBO 전망치 이용

연준의 운신 폭을 죄는 확대 재정

미국 정부의 대규모 부채 증가와 재정적자는 미 연준의 저금리 정책이 전제되지 않으면 불가능



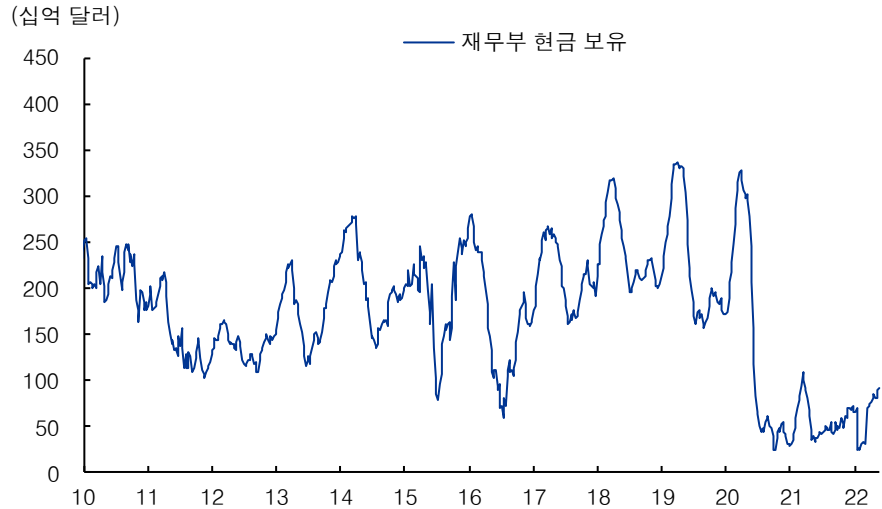
낮은 이자가 가능하게 했던 미 정부의 재정 운용



자료: 미국 백악관 행정관리예산국(OMB), 미국 의회 예산국(CBO), IBK투자증권

조만간 대규모 기채가 불가피한 미 행정부

바이든 부양책
집행 후 크게 감소한
미 재무부 현금



2021년에는
코로나19 충격에
대응해 개인 소득
보전을 통한 직접적인
수요 창출이 재정정책
의 목적이었다면,
코로나19 상황이
2022년 이후에는
재정건전성 관리 및
중장기 성장 동력
마련으로 목적이 변경

여전히 미국 성장률에
가장 중요한 투자 동력
으로 작용

바이든 정책 개괄

아젠다	Build Back Better		
	American Rescue Plan	American Jobs Plan	American Family Plan
주요 정책	American Rescue Plan	American Jobs Plan	American Family Plan
목적	코로나19 위기 상황에서 구제	중장기 성장 동력 마련, 기후 변화 및 공급망 육성	회복 과정에서 양극화 해소, 복지 시스템 개혁
주요 내용	<ul style="list-style-type: none"> 현금 지급 (1인당 최대 1,400달러) 추가 실업수당 지급 연장 자녀세액공제 (1인당 3,000달러) 주지방 정부 지원 중소기업 지원 백신 관련 지원 	<ul style="list-style-type: none"> 도로, 교량, 대중교통, 전기차 충전소 등 운송 인프라 투자 광대역 통신망 접근 확대, 전력망 개선 식수 인프라, 주택 건설 및 보수, 학교 공사 제조업, R&D, 직업 훈련 투자 노인 및 장애 미국인 부양, 돌봄 	<ul style="list-style-type: none"> 보편적 공교육 기간 4년 확대(3~4세 아동, 고등학교 졸업 후 2년 커뮤니티 칼리지) 중/저소득 가정의 5세 이하 아동에 대한 질 좋고 저렴한 보육 서비스 제공 최대 12주의 유급 육아휴직과 병가 보장 자녀세액공제 연장(2025년) 건강보험 보조금 지원 영구화 근로장려세제, 자녀&부양가족 세금공제 확대 조치 영구화
규모	1.9조달러	2.25조달러 (⇒ 약 1조달러 축소 합의)	1.8조달러
재원 마련	국채 발행	<ul style="list-style-type: none"> 법인세율 28% 인상 (⇒ 최저법인세 15% 설정으로 대체) 글로벌 무형자산소득 최저세(GILTI) 유효 세율 인상 21% 글로벌 최저 법인세율 15% 도입 	<ul style="list-style-type: none"> 소득 상위 1% (연소득 40만달러 이상)에 대한 소득세율 39.6% 인상 연소득 100만달러 이상 가구의 자본이득 세율 39.6% 인상 고소득층과 기업에 대한 세무조사 강화
시행 시기	3월 11일 통과 이후 집행 중	하반기 중 단계적 진행	

자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

4-2

제약식이 작동, 기대인플레이션 하락을 확인 하면 기준금리 인상도 종료

- I. 정점을 지나고 있는 기록적인 물가
- II. 인플레이션이 압박하는 경기둔화
- III. 연준의 목적식과 제약식
- IV. 그래서 연준은 금리를 얼마나 올릴까?
 - ➔ 연준의 질서 있는 정상화가 필요한 이유
 - ➔ 기준금리를 계속 올릴 수 있나?
 - ➔ 팬데믹 대응의 핵심은 금리가 아니라 정교한 양적완화
 - ➔ 금리인상이 종료되면 자산가격이 다시 오르기 시작할까?

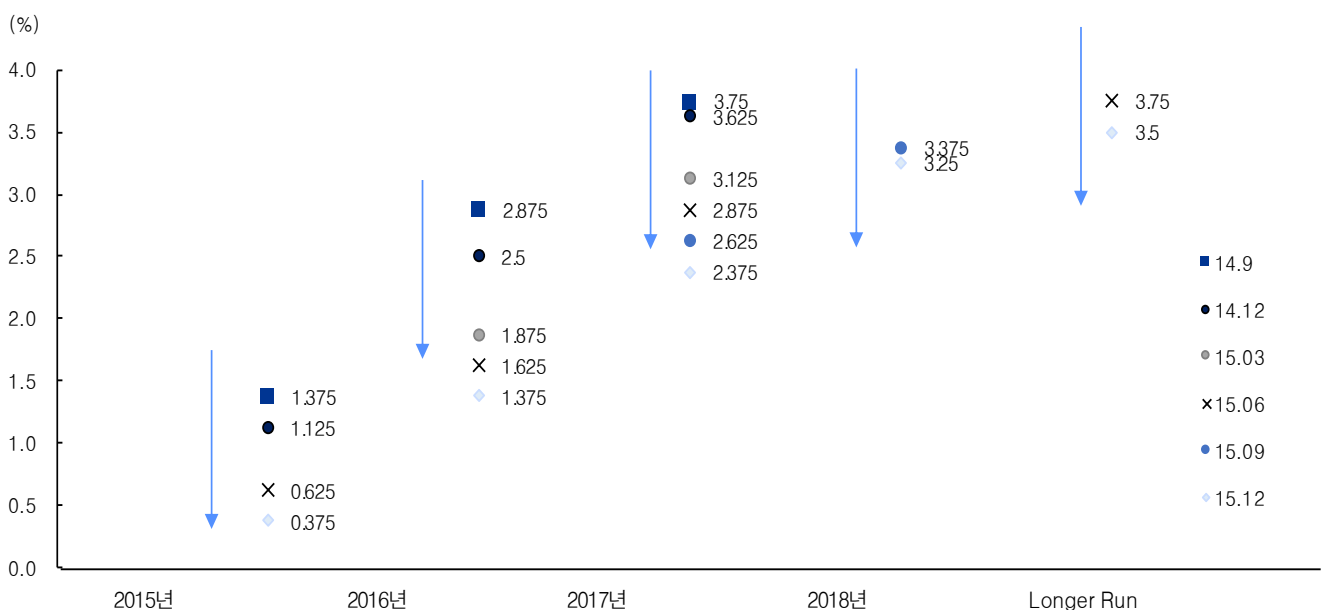
강하게 시작하지만 쉽게 변하는(?) 연준의 성향

연준 점도표에만 의존할 것인가?

▶ 연준은 시장과 게임을 하는 위치에 있고 경제성장률 방향과도 맞지 않음 ▶ 과거 미 연준금리는 얼마나 점도표대로 움직였을까?

연준의 전망과 시장의 기대치는 경제 환경에 따라 매우 가변적

- 과거에 보여준 연준의 성향을 고려할 때 연준은 기준금리 인상을 신중하게 사용할 것으로 보임
- 연준, 보통 점도표는 시장의 컨센서스에 부합하도록 발표하고, 실제 기준금리 조정은 경기 상황에 따라 유동적
- 과거 기준금리 인상기, 연준의 점도표는 하향 조정되는 추세를 보여왔음...점도표와 실제 인상 간의 괴리가 발생
- 연준 등 중앙은행은 경제전망과 통화정책을 실제보다 낙관적으로 전망하는 경향이 있음...“낙관 편향”
- 연준, 실제 기준금리 조절 외에도 점도표나 구두개입만으로 영향력을 미칠 수 있기 때문에 이런 행위가 가능한 것으로 보임

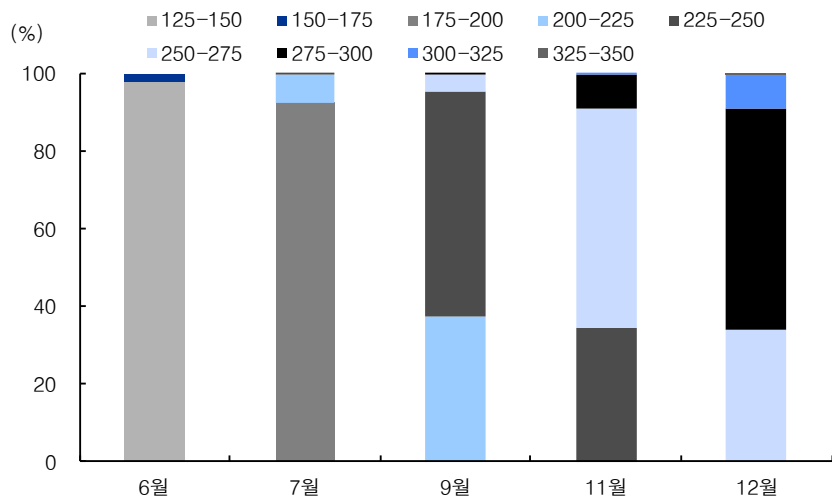


자료: FEB, IBK투자증권

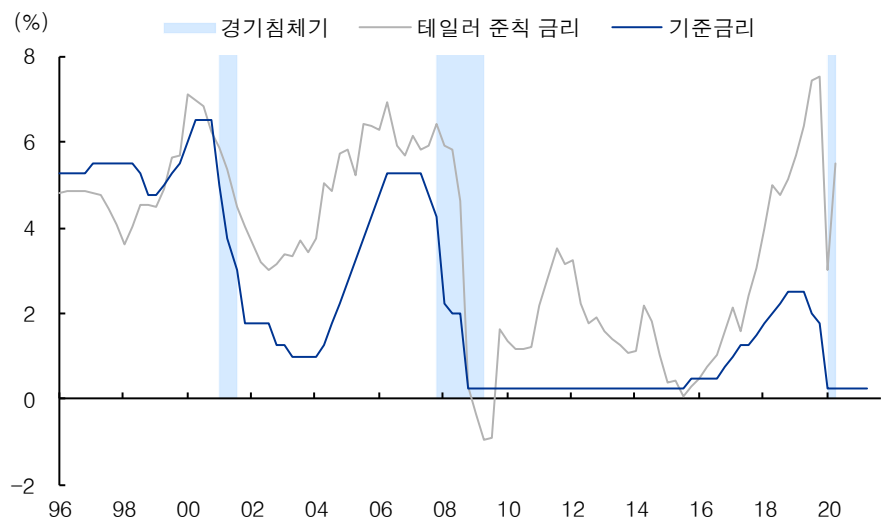
시장 기대에 부응하는 금리인상 시작. 하지만...

- 미 연준 금리인상 3월 FOMC부터 시작 ➡ 물가지표가 꺾일 때까지 지정학적 위험에도 불구하고 금리인상은 지속될 가능성
- 하지만, 물가 지표가 하락반전하고 경기 둔화에 대한 우려가 표면화될 것으로 보이는 하반기 이후 금리 인상 횡수나 폭에 대해서는 연준 점도표처럼 진행될지 잘 모르겠음

연방기금금리 선물에 반영된 금리 인상 확률



불붙는 적정금리 논란,
자연이자율 레벨이
높아졌을 것이라는 추정
vs. 잠재성장률 따라
낮아졌을 것이라는 추정



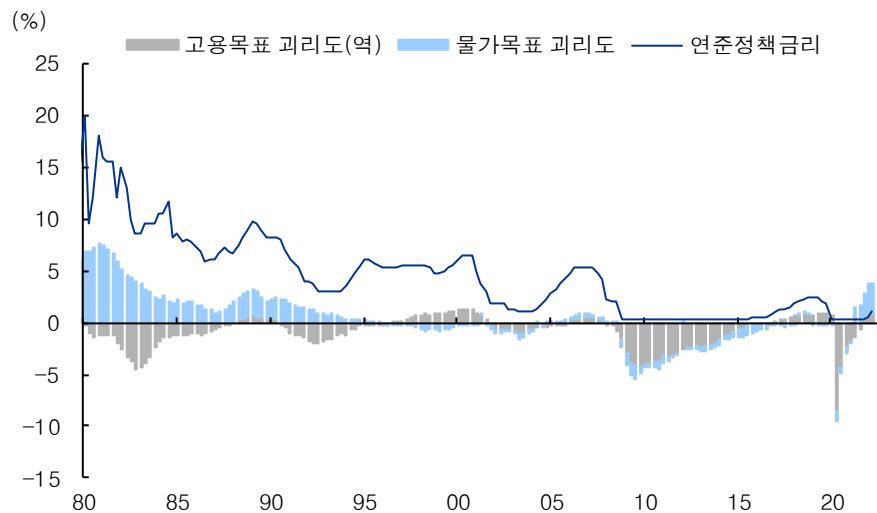
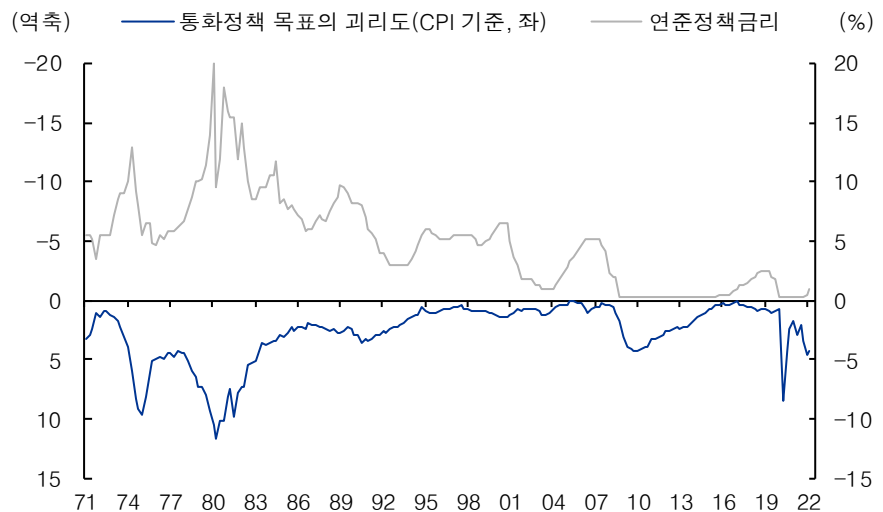
자료: FED, CME Group, Bloomberg, IBK투자증권

지금 시장이 기대하는 것만큼 계속 올려야 하나?

연준 목표 어느 정도 달성됐나?

- 연준 통화정책 목표의 괴리도: FOMC의 인플레이션 목표 2%와 장기 균형 실업률 4%대 초반 대비 현재 물가지표와 실업률 지표의 괴리도 (동일 가중치) → 물가지표를 어떤 지표를 쓰는가?에 따라 차이는 있지만 2022년은 연준의 통화정책 목표에 거의 도달 전망
- 목표괴리 소멸 이후 금리 인상은 정상화라기보다는 본격적인 긴축 → 금융시장 및 실물부문에 부정적인 영향 커짐
- 점도표나 시장 컨센서스보다 금리인상 폭 작을 것으로 판단

금리만 움직였던 과거와 달리 금융위기 이후는 테이퍼링이나 B/S 축소와 같은 양적 조치를 통한 조정 효과도 감안



자료: Bloomberg, IBK투자증권

판단의 기준은 중립금리

중립금리? 자연이자율?

▶ 물가를 변동시키지 않고 저축과 투자가 균형을 이루도록 하는 균형이자율

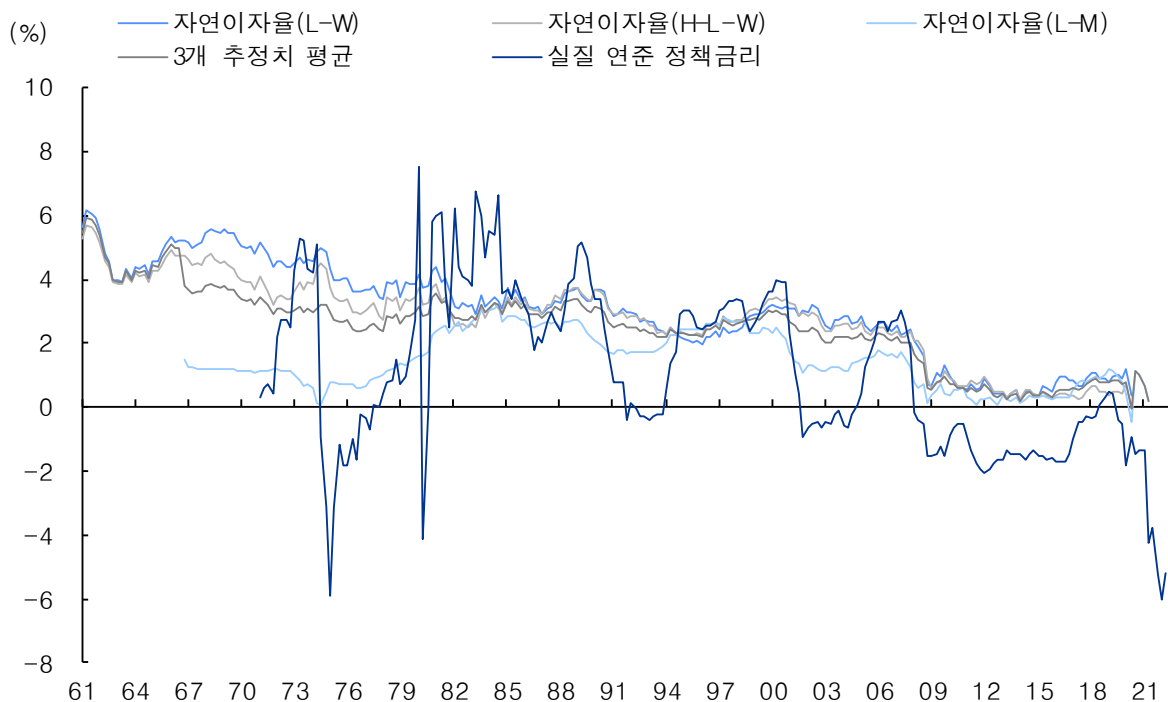
- 글로벌 금융위기 후 피셔 전 연준 부의장은 균형이자율 저하 요인을 성장률 저하 120bp, 인구구조변화(고령화, 은퇴인구 증가에 따른 저축 증가) 75bp, 투자저하 60bp 등으로 분석
- 코로나 팬데믹은 중립금리에 별다른 영향을 미치지 않았을까?

금융위기 이후 낮아진 자연 이자율은 구조적으로 연준의 행동을 제약하는 경제구조 변화

- 자연이자율이 낮아졌다는 것은 통화정책의 경기부양 능력이 낮아졌음을 의미. 기준금리 하향 조정 폭이 작아졌기 때문
- 금리인상기 운신 폭이 적은 것도 마찬가지 ▶ 금리를 높이기 위해서는 생산성이 높아지거나 물가 목표를 상향 조정해야 함 ▶ 둘 다 어려움 ▶ 생산성은 시간과 노력 필요, 물가 상승은 비용의 문제

파월 연준의 장의 답변 (5월 FOMC 후 기자 간담회)

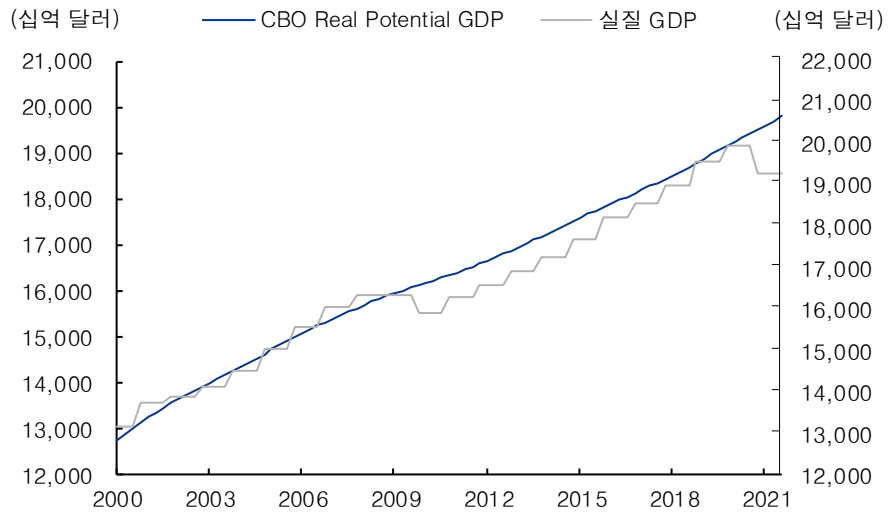
- “중립금리는 경제활동을 더 높이거나 낮추지 않는 수준을 의미함. 이것은 관념적인 것(concept)이며, 정확하게 식별할 수 있는 것이 아니기 때문에 넓은 불확실성 범위를 가지고 추정하는데 현재 FOMC의 추정치는 2~3% 수준임. 동 수치는 장기 추정치이며, 경제가 완전고용과 2%의 인플레이션에 있는 상태에서의 추정치임”



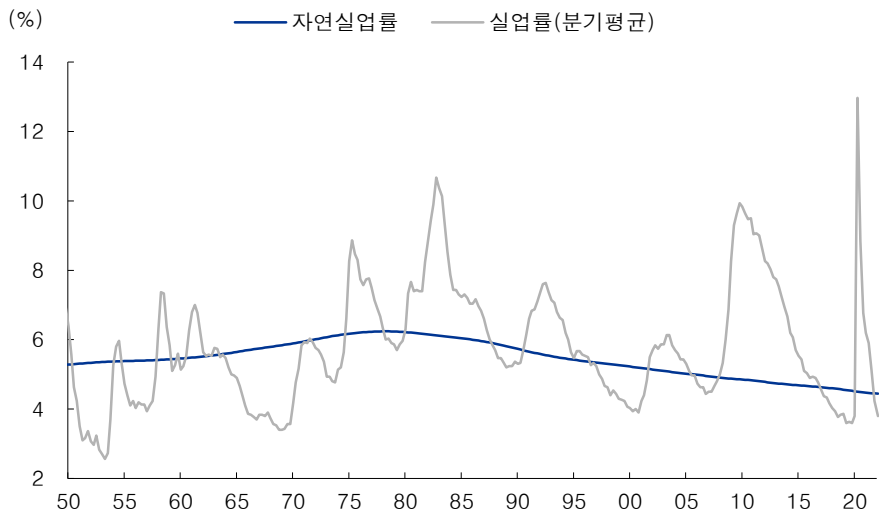
자료: Bloomberg, CBO, Fed, OECD, IBK투자증권

팬데믹 국면 자연이자율은 내려왔을 것으로 생각

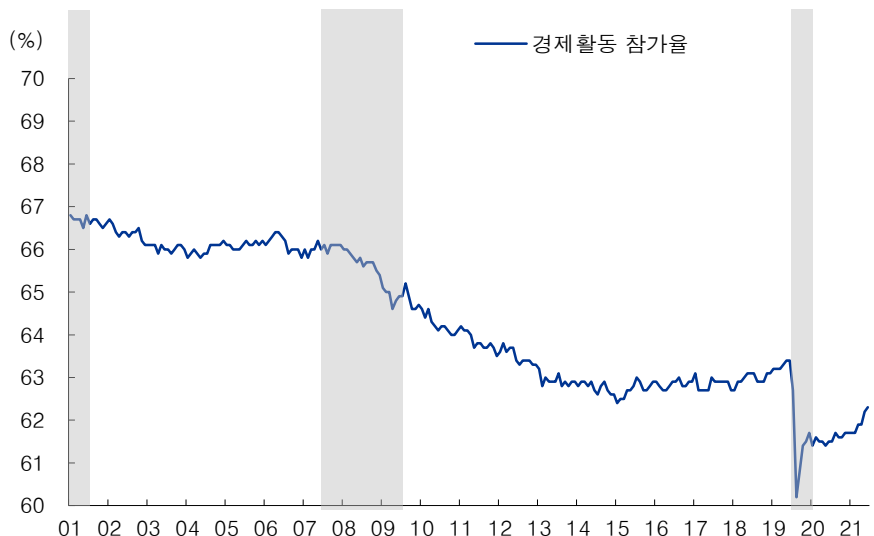
지난 글로벌
금융위기 때처럼 추세를
벗어난 부가가치 갭이
발생



자연실업률의 하락
추세도 지속되고 있고



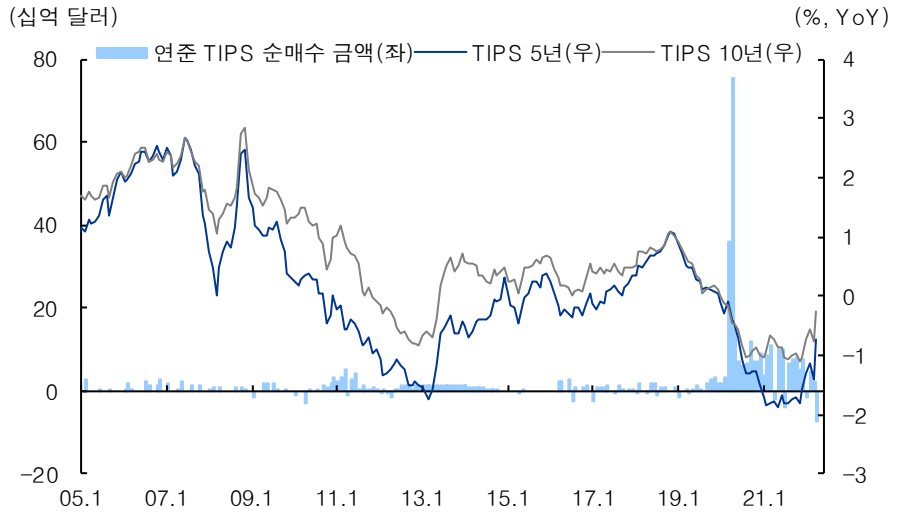
영구실업의 발생도
잠재성장률을
하락시키는 요인



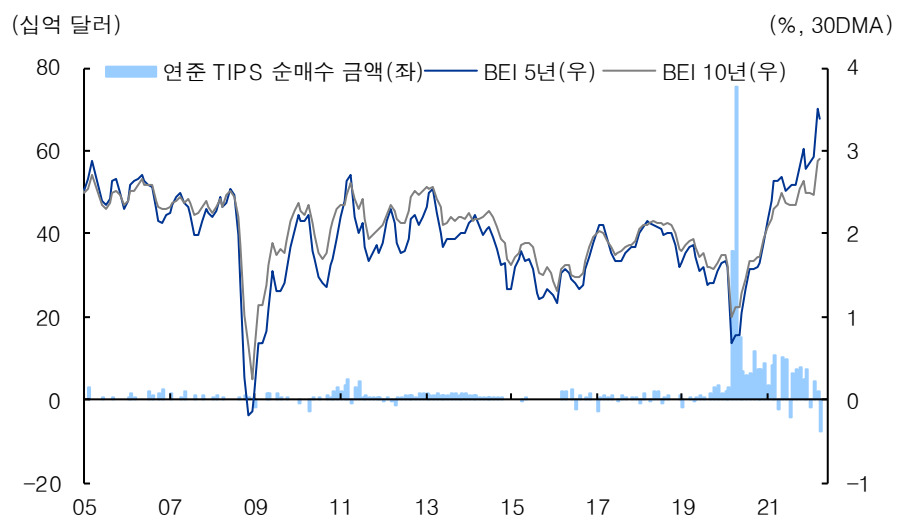
자료: CBO, Fed, OECD, IBK투자증권

물가 정점론에 어른거리는 연준의 그림자

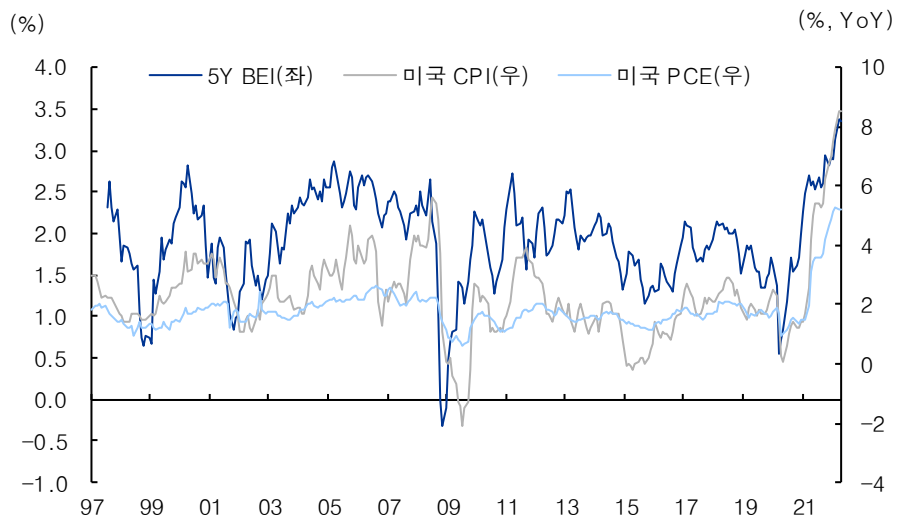
물가 정점론이 전환되던
지난 4월 팬데믹 국면
이후 처음으로 미 연준은
물가연동채권(Tips) 순매
도에 나섬 → Tips 금리
급등했고 손익분기인플레
이션(Break-Even
Inflation, BEI) 반락



채권시장에서
물가정점론을 더 확산
시키고 힘을 실어주기
위해?



Tips를 통해 BEI 흐름에
개입하는 것은 BEI가 물가
지표들과 밀접한 관계를
형성하기 때문



자료: Fed, Bloomberg, IBK투자증권

연준이 내심 하고 싶은 이야기?

TIPS를 매각하는
연준은 당분간
기준금리는 계속
올리지만 시장금리는
더 오르지 않아야
한다는 생각 아닐까?

- 현실의 물가 지표는 3월을 정점으로 변곡점을 형성하고 있다고 하더라도 여전히 가변성과 절대 수준이 높고 이로 인해 미 연준의 표면적인 대응은 지표를 충분히 확인하기 전까지는 지금과 같은 금리인상과 양적축소가 지속될 수 밖에 없음
- 하지만 물가 정점론은 더 분분해질 것이고 추가적인 긴축정책이 채권시장 금리에 전가되는 민감도는 둔화될 가능성이 높고 경우에 따라서는 국채금리가 반락하는 모습을 보일 수 있음
- 이는 채권 시장에서 기대인플레이션(BEI)의 반락이 훨씬 더 뚜렷할 가능성이 높기 때문. 과거 기대인플레이션(BEI)이 미국 소비자물가지수(CPI)나 개인소비지출(PCE)물가 등 현실의 물가지표들과 형성한 밀접한 상관관계를 감안하면 현실 물가가 아직 높고 금리 인상이 아직 가파르게 진행되는 구간이라고 하더라도 채권시장 참여자들의 손이 이전처럼 쉽게 나가기 어려울 것이기 때문

(2022년 5월13일 IBKS Economy Monitor '물가정점론에 어른거리는 연준의 그림자')



자료: Hedgeye

4-3

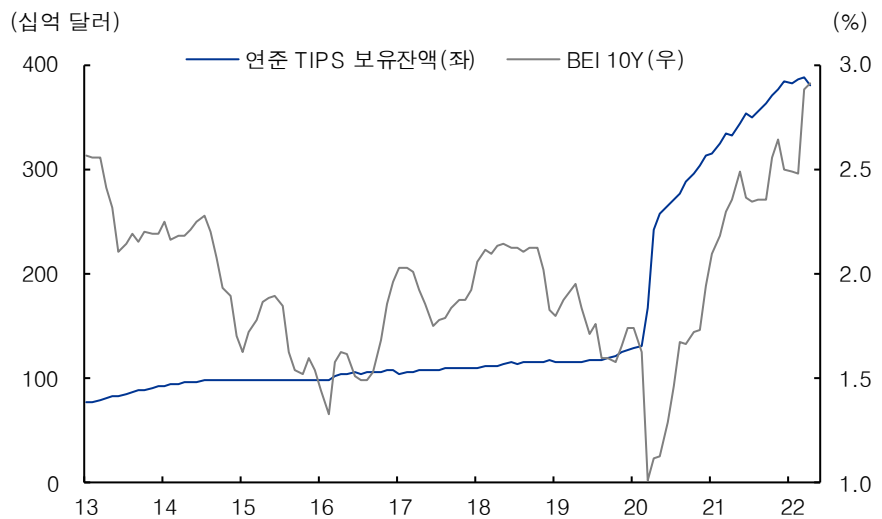
물가 지표가 떨어지기 시작해도 금융불균형을 축소해야 하는 목적식은 유효

- I. 정점을 지나고 있는 기록적인 물가
- II. 인플레이션이 압박하는 경기둔화
- III. 연준의 목적식과 제약식
- IV. 그래서 연준은 금리를 얼마나 올릴까?
 - ➔ 연준의 질서 있는 정상화가 필요한 이유
 - ➔ 기준금리를 계속 올릴 수 있나?
 - ➔ 팬데믹 대응의 핵심은 금리가 아니라 정교한 양적완화
 - ➔ 금리인상이 종료되면 자산가격이 다시 오르기 시작할까?

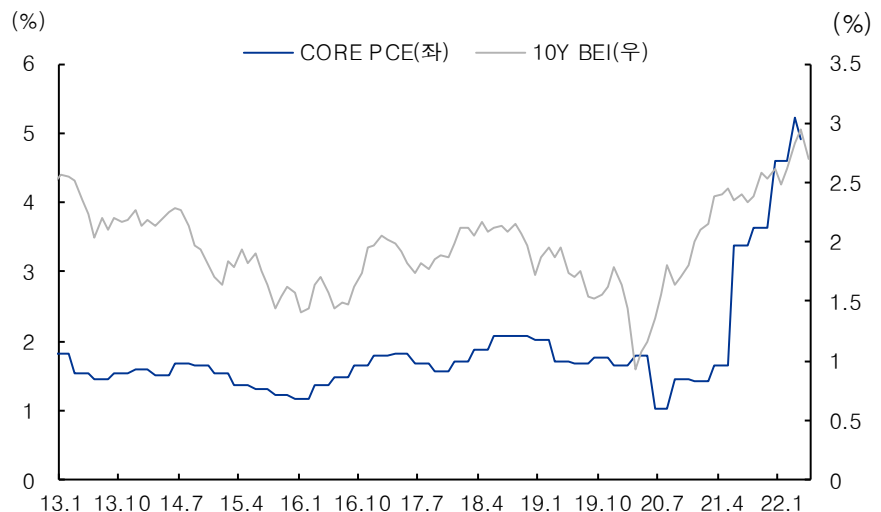
연준, TIPS를 통해 기대 인플레이와 실질 금리를 조절

- 앞에서 언급한 연준의 TIPS 매입과 그로 인한 기대 인플레이션 조정은 실질 금리와의 연결됨
- 연준, 테이퍼링으로 TIPS 매입 축소 → TIPS 금리 상승(=실질금리 상승) → BEI 스프레드 하락 → 기대 인플레이션 하락 유도 → 인플레이션 우려 진정 → 빠른 금리 인상(긴축) 필요성 떨어짐
- 기대 인플레이션이 일시적이라는 연준 관계자들의 발언도 이와 연관...기대 인플레이션 하락을 유도하고 있음

TIPS 매수 줄면 실질금리 상승 가능



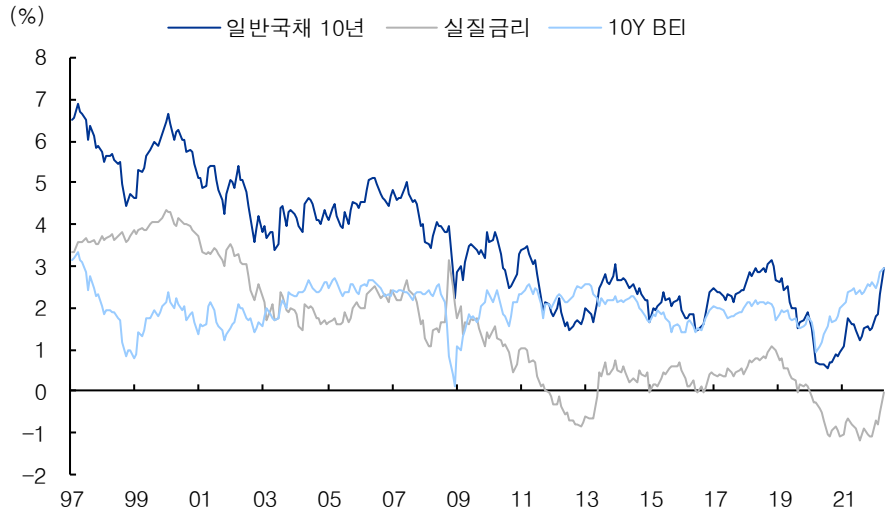
연준 TIPS 보유와 BEI 스프레드



자료: Bloomberg, IBK투자증권

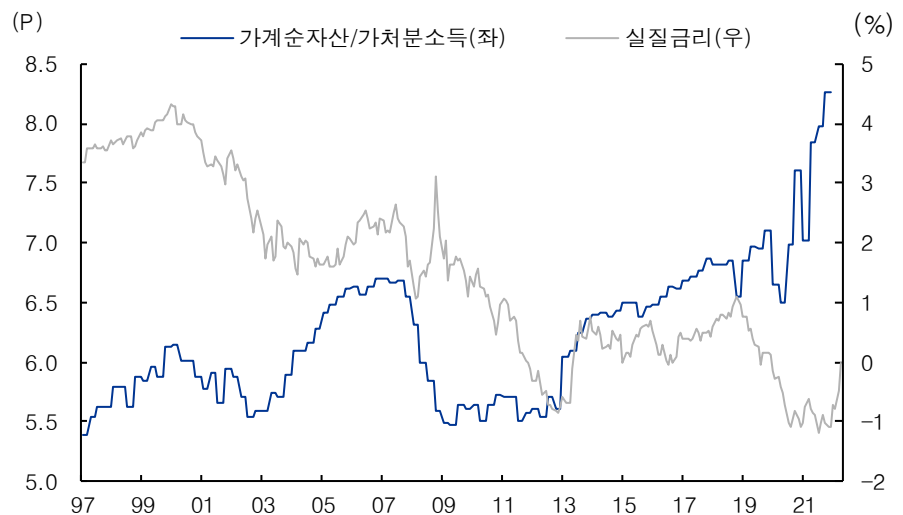
실질금리는 반등 국면으로 전환

기준금리 인상 가능성을 반영하는 명목금리 상승과 더불어 기대인플레이션(BEI) 하락은 미국 실질금리를 플러스로 전환시킴



통화정책과 기대인플레이션 변화를 반영한 실질금리의 흐름은 자산가격과 실물의 괴리를 보여주는 금융불균형 지표들의 방향성에 중요한 영향을 미침

▶ 양적완화 기간 금융불균형 확대의 주된 동인이었던 통화정책 정상화 기간 금융불균형 축소의 주된 도구

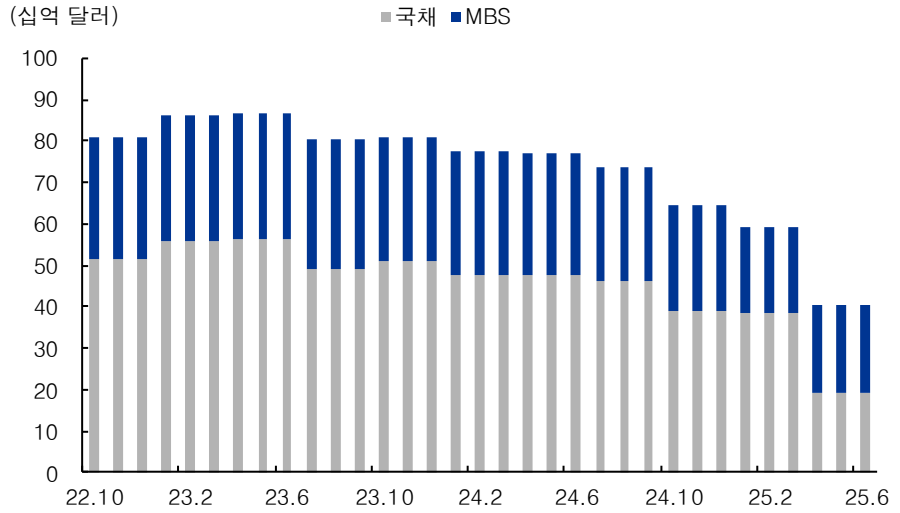


자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

수면 위로 올라온 자산 축소

시장에서 예상 중인 월간 건축 규모

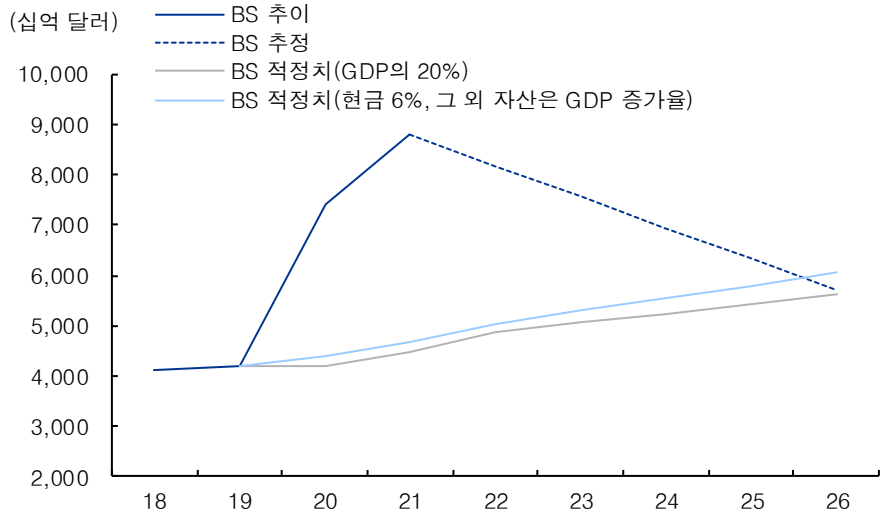
(뉴욕 연준에서 진행한 3월 서베이 결과 기준)



연준의 적정 B/S 추정

'26년 말 약 5.7조 달러 남을 것으로 가정하고 매년 균등 차감

연준 적정자산 GDP의 20% 목표



자료: CBO, Fed, IBK투자증권

MBS 축소에 더 적극적일 가능성

연준 자산과 부채는
비용과 금리 위험이
큰 방향으로 진행

팬데믹 양적완화로 향후
10여년에 걸쳐 매년
500~800억 달러 추가
비용 부담 추정

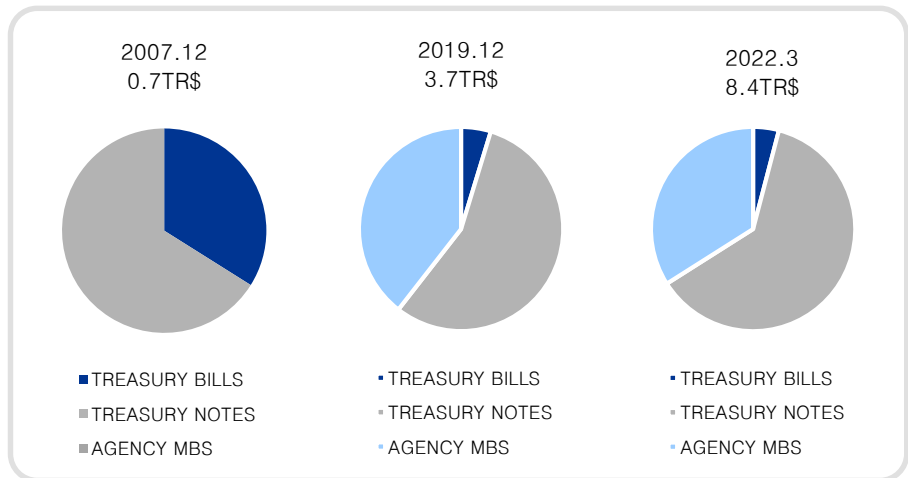
연준 추가 긴축 고려하
면 총 손실액 1조 달러
전망

(2022년 5월 3일 한국은행
'Shadow Fed, 연준의 정책 실행
원인 및 향후 정책제언')

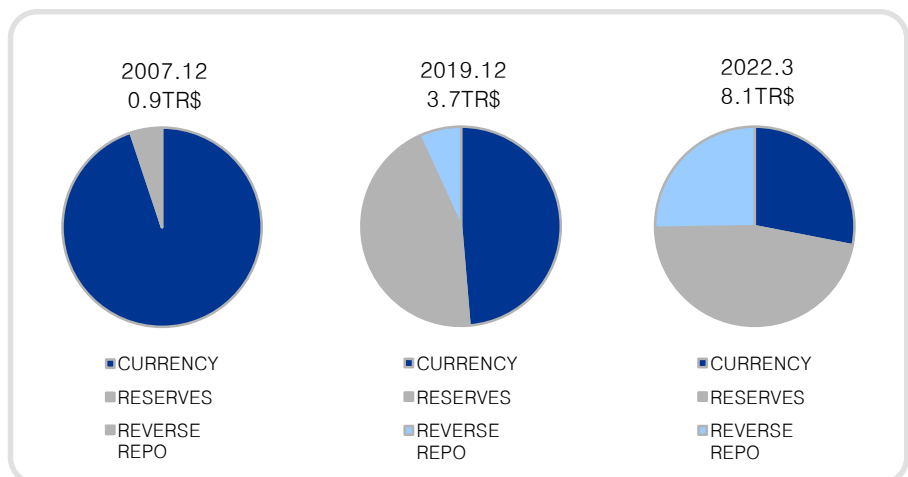
- 자산 구성을 보면, 과거에는 단기 재무부증권이 상당부분을 차지했으나, 현재는 동 비중이 크게 감소하고 MBS(만기 2~10년) 비중이 증가하면서 연준 보유자산의 듀레이션이 크게 상승
- 부채는 과거에는 이자를 부담하지 않는 현금이 대부분을 차지했으나, 현재는 은행들의 지급준비금과 Reverse Repo 등 이자부담 부채가 3/4 정도를 차지
- 연준이 지급준비금, Reverse Repo 등 익일물 자금을 빌려서 만기가 장기인 국채와 MBS에 투자하고 있어 대차대조표 구성이 사실상 헤지펀드와 유사하며, 과거 어느 때보다 금리리스크가 큰 상황

➔ 양적긴축을 시작하고 국채 위주로 자산을 구성하는 이유

미 연준 자산 규모 및
구성 변화



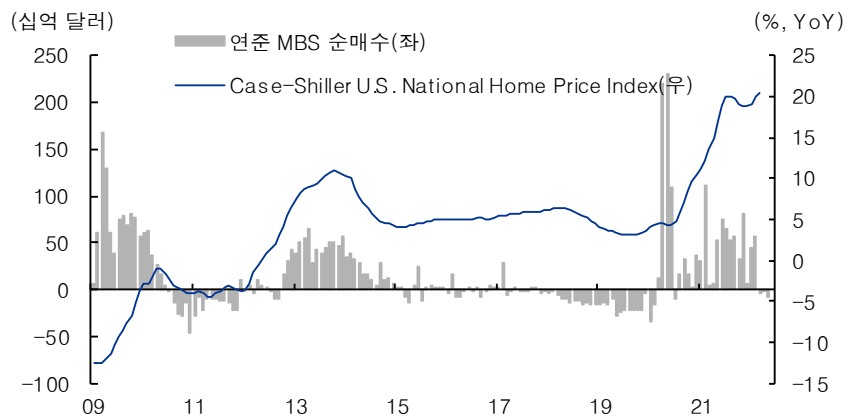
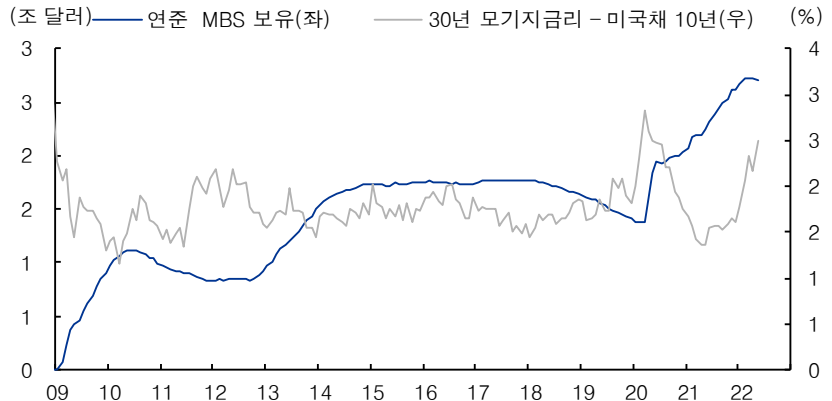
미 연준 부채 규모 및
구성 변화



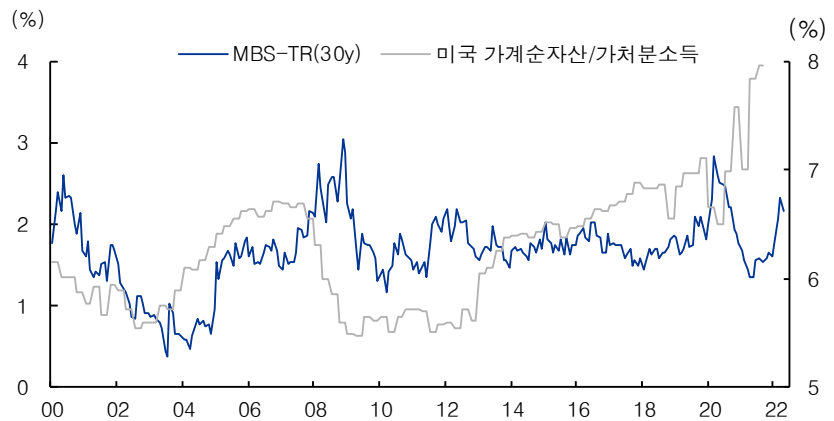
자료: Fed(한은 자료 재인용), IBK투자증권

B/S축소 과정에서 MBS를 주목하는 이유

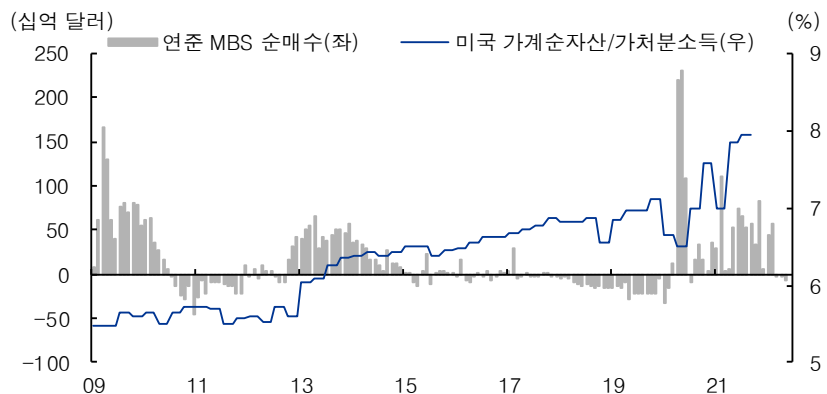
금융불균형에서 가장 비중이 큰 부문인 부동산 가격과 관련해 MBS 채권 매입과 금리 움직임은 큰 영향 미침



MBS 자체의 매각이나 매입 뿐 만 아니라 국채금리와와의 차이도 매우 밀접한 관계를 형성 함



재정정책 및 경기에 대한 고려로 시장금리인 국채 금리를 크게 자극 하지 않고 자산가격을 안정시키는 압력으로 사용할 수 있는 정책 도구



자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

MEMO

MEMO



IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
이승훈	이사	총괄/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구원	ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
김종영	연구원	Quant	6915-5653	jujub0251@ibks.com

기간산업분석부

김태현	연구위원	음식료	6915-5658	kith0923@ibks.com
김은갑	연구위원	은행/증권	6915-5660	egab@ibks.com
김장원	연구위원	통신서비스/지주	6915-5661	jwkim@ibks.com
이상현	연구위원	자동차/기계	6915-5662	coolcat.auto@ibks.com
안지영	연구위원	유통/화장품	6915-5675	jyahn@ibks.com

혁신기업분석부

이건재	연구위원	IT/소재/부품/장비	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체/디스플레이	6915-5656	unokim88@ibks.com
이선경	연구위원	제약/바이오	6915-5655	seonkyoung.lee@ibks.com
채윤석	연구위원	스몰캡	6915-5474	Chaeyunseok87@ibks.com
이환욱	연구원	미디어/엔터/스몰캡	6915-5473	dlghksdnr123@ibks.com

“고객에게 신뢰받고 시장에서 존중받는 자본시장의 리더”



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객만족팀 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 목동	02) 2062-3002
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030
분당센터	02) 705-3600	IBK WM센터 중계동	02) 948-0270
인천센터	032) 427-1122	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
부산센터	051) 805-2900	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
대구센터 (IBK WM센터 대구)	053) 752-3535	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
광주센터 (IBK WM센터 광주)	062) 382-6611	IBK WM센터 남동공단	032) 822-6200
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 강남	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 역삼	02) 556-4999	IBK WM센터 창원	055) 282-1650