Economist
김지현

이전과 달라진 버냉키 발언, QE 조기 축소 우려 완화

Why This Report

5월과 6월 금융시장에 큰 충격을 주었던 버냉키 의장이 이번에는 시장 달래기에 나서면서 글로벌(특히 신흥국) 증시가 모처럼 크게 상승했습니다. 미국 경제 상황이 5월, 6월과 달라진 것이 없음에도 버냉키 의장이 이전보다 상당히 비둘기파 성향이 강한 발언을 한 것은 신흥국 자산시장에서 자금 이탈이 너무 빠르게 진행돼 신흥국 경기에 부담을 줄 수 있고, 국채금리의 너무 빠른 상승이 미국 경제에도 부담이 될 수 있다고 판단해 국채금리 상승 속도 조절을 위해 개입한 것으로 판단됩니다. 금일 자료에서는 어제 버냉키 의장의 발언에 어떠한 변화가 있었는지를 중심으로 살펴보았습니다.

5월, 6월 실망시켰던 버냉키 의장, 7월엔 시장 달래기에 적극 나서

- 실업률은 여전히 높고 물가는 하락세를 보이고 있어 연준의 이중 의무(dual mandate)인 완전고용과 물가안정 2가지 모두 만족스럽지 못해, 상당히 완화된(highly accomodative) 통화정책 지속할 필요
- 버냉키 의장의 발언 중 예전과 크게 달라진 부분은 물가에 대한 우려를 나타낸 부분. 버냉키 의장은 너무 낮은 물가 수준은 디플레를 유발할 수 있기 때문에 높은 인플레만큼이나 우려된다는 점을 강조
- 물가 우려에 대한 발언이 조기 QE 축소에 대한 시장 우려를 완화, 물가 하락에는 QE가 효율적이기 때문
- 실업률 6.5%가 기준금리 인상 여부를 판단할 threshold(기준점)이 될 수는 있지만 trigger(실업률 6.5% 도달 시 즉각적인 금리인상)는 아니라는 점을 재차 강조해 조기 금리인상 기대도 완화

FOMC 의사록, QE 축소 위해선 지표 추가 개선 필요하다는 것이 다수 의견

- 버냉키 의장이 6월 FOMC 후 기자회견에서 언급했던 구체적인 QE 축소 시기에 대한 내용은 의사록에 없어
- 많은 수(many)의 위원들이 QE 축소를 위해서는 고용시장의 추가적인 개선이 필요하다고 판단. 반면, 다수(several)의 위원들은 조만간 QE를 축소해야 한다는 입장
- 통상 FOMC 의사록에서 다수(several)는 3명 정도를 의미하기 때문에 아직은 QE 축소를 위해서는 경제지표의 추가적인 개선이 필요하다는 것이 다수 의견

버냉키 발언으로 국채금리 상승 및 달러 강세 진정, 단기 추가 상승 기대

- 어제 버냉키 의장의 발언은 이전과 달리 상당히 비둘기파 성향이 강한 발언
- 버냉키 의장 발언으로 달러 강세 진정돼, 그 동안 상대적으로 부진했던 신흥국들의 증시 상대적 강세 기대
- QE 축소가 지연된다하더라도 12월 FOMC에는 결정될 것이고, 중국 경기 불확실성 남아 있어 아직은 추세적 상승으로 보기는 어려워

버냉키 발언으로 달러 강세 진정, 외국인 수급 변화 기대

- **조기 QE 축소 우려 완화로 달러 강세 진정, 단기적으로 투자심리와 외국인 수급에 긍적적 요인**
- **QE 축소는 시기의 문제일 뿐이고, 중국 구조조정 및 경기둔화 우려 여전해 불확실성은 남아**

5월, 6월 실망시켰던 버냉키 의장, 7월엔 시장 달래기에 적극 나서

6월 비농업고용이 호조를 보이면서 최근 6개월 비농업고용이 월 평균 20.2만 명 증가해 오는 9월 FOMC 부터 QE 축소가 시작되고, 내년 말에는 기준금리가 인상될 것이라는 시장 기대가 높아졌었다. 그런데, 어제 NBER(전미경제연구소)에서 주최하는 컨퍼런스에서 **버냉키 의장의 발언으로 이러한 기대가 약화**되었다.

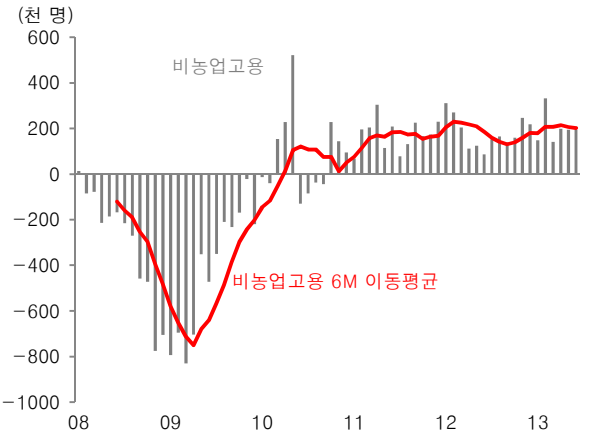
5월 22일(의회 발언), 6월 19일(FOMC 기자회견) QE 축소 시사와 QE 축소 시기에 대한 구체적인 언급을 통해 두 차례나 시장을 실망시켰던 버냉키 의장이 이번에는 상당히 비둘기파 성향이 강한 발언을 해 시장 달래기에 나선 것이다.

버냉키 의장은 **실업률은 여전히 높고 물가는 하락세를 보이고 있어 연준의 이중 의무(dual mandate)인 완전고용과 물가안정 2가지 모두 만족스럽지 못하기 때문에 상당히 완화된(highly accomodative) 통화정책을 지속할 필요**가 있다고 했다.

버냉키 의장은 고용시장이 회복되고는 있지만, 경제활동참가율, 장기실업, 불완전고용(underemployment) 등을 고려할 때 고용시장의 실제 상황은 겉으로 드러난 것보다 더 취약하다고 했다. 6월 비농업고용은 크게 개선되었지만, 불완전고용(실업자+파트파임)은 14.3%로 전월 13.8%보다 오히려 0.5%P 나 상승했다.

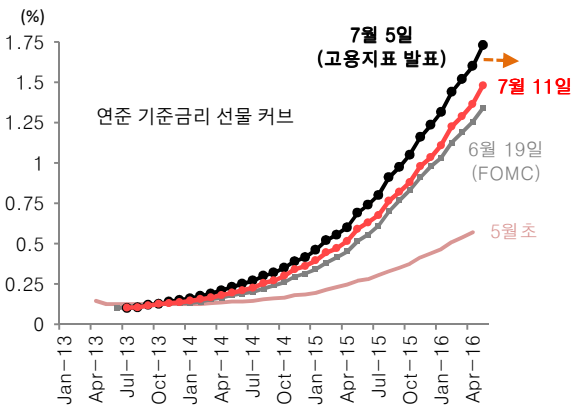
버냉키 의장의 발언 중 예전과 크게 달라진 부분은 물가에 대한 우려를 나타낸 부분이다. **버냉키 의장은 너무 낮은 물가 수준은 디플레를 유발할 수 있기 때문에 높은 인플레만큼이나 우려된다는 점을 강조했는데, 물가 우려에 대한 발언이 조기 QE 축소에 대한 시장 우려를 완화**시켜준 것으로 판단된다.

6 월 고용지표 호조로 최근 6 개월 비농업고용 평균 20 만명 이상 증가



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

고용지표 발표일에 조기 기준금리 인상 기대 피크, 버냉키 의장 발언으로 조기 금리인상 기대 약화



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

실업률은 Evans Rule 을 통해 제로금리를 장기간 유지해 낮출 수 있지만, **물가 하락에는 QE 가 더 효과적**이기 때문이다.

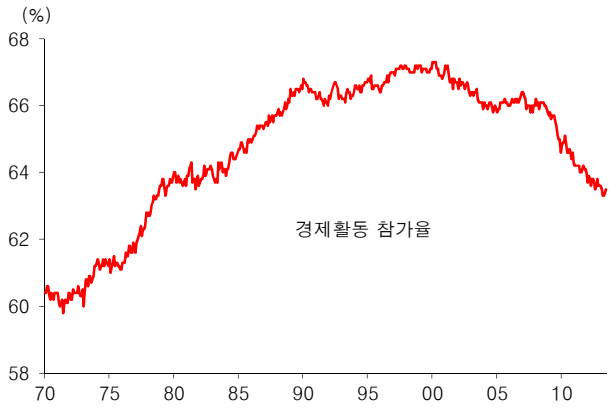
현재 근원물가가 1% 수준으로 연준의 물가목표인 2%에 크게 못미치고 있다. 버냉키 의장의 이날 발언은 비둘기파 성향이 매우 강한 제임스 블러드 세인트루이스 총재가 그 동안 연설 때마다 **"연준의 통화정책이 실업률보다 물가 목표에 따라 결정되어야 한다"고 강조했던 부분을 반영**한 것으로 볼 수 있다.

버냉키 의장의 발언 이후, 달러 약세와 함께 글로벌 증시는 한국 및 신흥국 증시를 중심으로 급등세를 나타냈다. **하락세를 보이고 있는 물가와 경제활동참가율, 장기실업, 불완전고용 등 아직 부진한 고용지표들을 지적한 것은 버냉키 의장이 경기부양 의지를 적극적으로 드러낸 것으로 볼 수 있으며, 이로 인해 QE 축소 시점이 당초 시장예상(9월)보다 늦어질 수도 있다는 시장의 기대감이 반영**된 것으로 보인다.

버냉키 의장은 또한 실업률 6.5%는 기준금리 인상 여부를 판단할 threshold(기준점)이 될 수는 있지만 trigger(실업률 6.5% 도달 시 즉각적인 금리인상)는 아니라는 점을 재차 강조해 **조기 금리인상 우려도 완화**시켜 주었다. 연준 기준금리(federal fund rate)의 선물 커브를 보면, 5월초 이후 기준금리 인상 기대가 계속해서 앞당겨졌었는데, **버냉키 의장의 발언 이후 기준금리 조기 인상 기대도 약화**되었다.

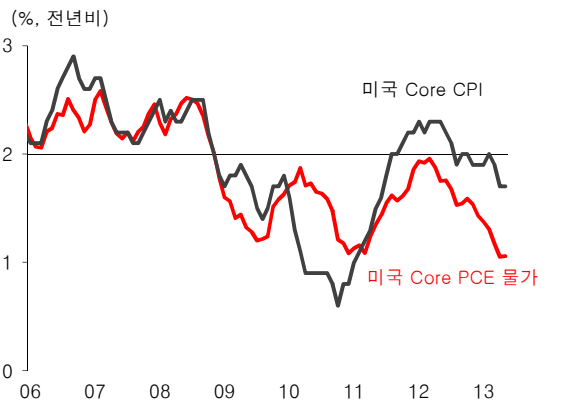
미국 경제 상황이 5월, 6월과 달라진 것이 없음에도 버냉키 의장이 이전보다 상당히 비둘기파 성향이 강한 발언을 한 것은 달러 강세 기대로 인해 신흥국 자산시장에서 자금 이탈이 너무 빠르게 진행되고 있고, 국채금리의 너무 빠른 상승이 미국 경제에도 부담이 될 수도 있다는 판단 하에 국채금리 상승 속도 조절을 위해 개입한 것으로 판단된다.

고령화, 베이비붐 세대 퇴직 등으로 미국 경제활동 인구 하락세



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

근원물가도 하락세, 연준 물가목표 2% 크게 하회



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

다음주 17~18일 양일 간 버냉키 의장의 의회 증언이 예정되어 있는데, 여기서 QE 축소, 출구 전략 등과 관련해 업데이트 된 내용이 있을지 지켜 볼 필요가 있다.

FOMC 의사록, QE 축소 위해선 지표 추가 개선 필요하다는 것이 다수 의견

6월 FOMC 의사록에는 회의 직후 기자회견에서 버냉키 의장이 언급했던 "연말 QE 축소를 시작해 내년 중반에 QE 를 종료하겠다"처럼 **구체적인 QE 축소 시기나 조건 등에 대한 내용은 없었다.** 향후 경제지표들을 보고 판단하겠다는 것이 FOMC 위원들의 전반적인 견해였다.

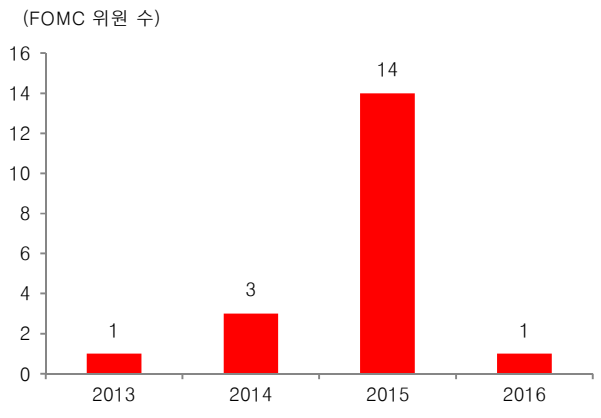
많은 수(many)의 위원들이 고용을 비롯해 경제지표들이 전반적으로 회복되었지만, QE 축소를 위해서는 **고용시장의 추가적인 개선이 필요**하다고 판단했다. 반면, **다수(several)의 위원들**은 QE3 시작했던 지난해 9월 이후 실업률 하락, 민간고용 개선은 향후에도 고용시장 회복이 지속될 것임을 시사하기 때문에 **조만간 QE 를 축소해야** 한다는 입장을 보였다.

통상 FOMC 의사록에서 다수(several)는 3명 정도를 의미하기 때문에 아직은 QE 축소를 위해서는 경제지표의 추가적인 개선이 필요하다는 것이 다수(투표권 기준으로 12명 중 9명 정도) 견해이다.

버냉키 의장을 포함해 다수(majority)의 위원들은 경제지표가 추가적으로 개선될 때까지 상당히 완화된 통화정책을 지속해야 한다는 견해를 갖고 있는 것이다.

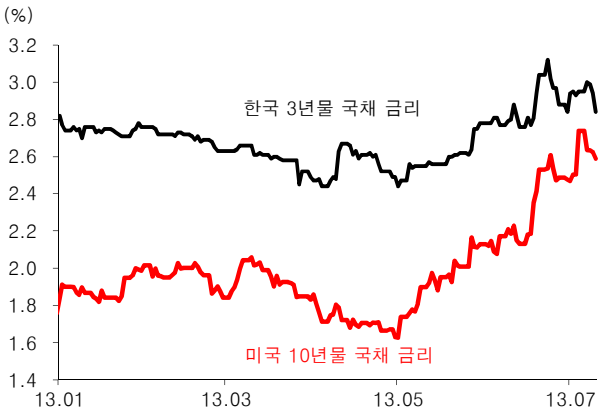
Fed 는 QE 가 종료된 이후에도 고용회복과 경제성장을 지원하기 위해 상당 기간 매우 완화된 통화정책을 지속할 것이다. 즉, **QE3가 내년 중반 무렵 종료되더라도 1년 정도 뒤에나 기준금리 인상이 이루어질 것**으로 보인다. 따라서, QE 와 Evans Rule(첫 기준금리 인상 시점과 연계)은 별개이고 기준금리 인상이 실행되기 전에는 완화된 통화정책이 유지되는 것으로 볼 수 있다.

연준 위원 19 명 중 14 명은 2015 년 기준금리 인상 전망



자료: FOMC, 동양증권 리서치센터

버냉키 의장 발언 및 FOMC 의사록 영향으로 국채금리 상승세 진정



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

버냉키 발언으로 국채금리 상승 및 달러 강세 진정, 단기 추가 상승 기대

미국 경제 상황이 5월, 6월 당시 상황과 달라진 것이 없음에도 버냉키 의장이 이전보다 상당히 비둘기파 성향이 강한 발언을 해 투자자들은 다소 혼란스러울 것이다. **어제 버냉키 의장의 발언은 이전과 달리 상당히 비둘기파 성향이 강한 발언**이었고, 이로 인해 달러 약세와 함께 글로벌 증시는 급등세를 보였다. 특히 **그 동안 상대적으로 부진했던 신흥국들의 증시가 강하게 반등**했다.

버냉키 의장의 발언으로 인해 QE 축소가 당초 시장예상(9월)보다 늦어질 수도 있다는 가능성이 열렸다. 그러나, **QE 축소 시기가 다소 늦춰질 수는 있겠지만 아무리 늦어도 12월에는 결정될 것으로 예상되고 중국 구조조정과 경기 불확실성도 여전하기 때문에 지나친 낙관론에 젖을 상황도 아니다.** 따라서, QE 축소 우려 완화로 모든 업종, 종목들이 상승할 것으로 기대하기보다는 **어닝 시즌을 맞아 실적 전망이 좋은 종목들 위주로 선별해서 접근할 필요**가 있다.

조기 QE 축소 우려 완화로 인해 국채금리 상승세가 진정되고, 달러 강세 현상도 진정될 것이라는 점에서 단기적으로 투자심리와 외국인 수급에는 분명 긍정적인 요인이다. 버냉키 의장이 (의도와는 상관없이) 2Q 어닝 시즌을 맞아 실적을 확인하고, 하반기 글로벌 경기모멘텀이 개선될 때까지 시간을 벌어줬다는 생각이 든다.