

투자포커스

미국, FOMC회의를 앞두고 알아야 할 것들

Economist 김승현 769-3912 economist1@daishin.com

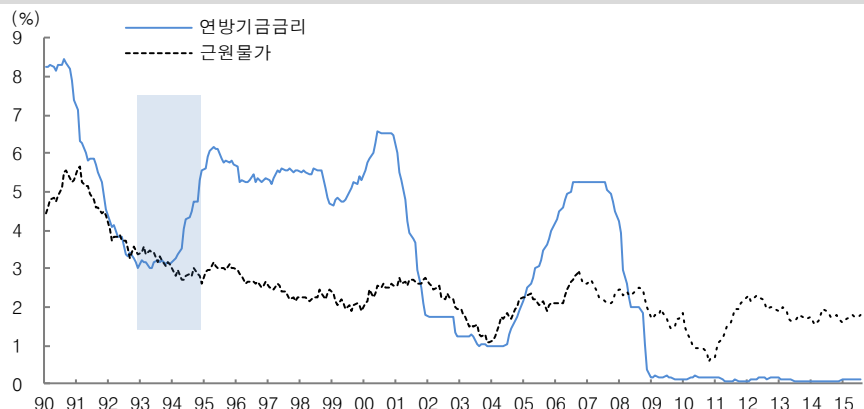
9월 vs. 12월. 언제 금리인상?

9월 17일 미국 FOMC 회의에 많은 시선이 집중되고 있다. 낮은 물가, 불충분한 미국의 경기상황 등의 이유로 9월 금리인상이 어렵다는 시각과 금리를 올리기에 9월이 적절한 시점에 도달했다는 시각이 공존하고 있다. 이런 시각차이는 연준이 경기대응적인 통화정책을 하고 있는가, 아니면 통화정책 정상화측면에서 접근하고 있는가에 따라서 달라질 수 있다. 이에 대해서 연준은 이미 오래전부터 현재 계획하고 있는 것은 통화정책 정상화(Policy Normalization)라고 명시적으로 밝혔다.

따라서 금리인상과 관련해서 우리가 점검해야 할 것은 경기지표의 단기적인 변동이 아니라 총체적으로 미국 경제여건이 점진적 금리인상을 견딜 수 있는지에 대한 판단이 더 중요한 변수이다. 이런 관점에서 금리인상 시점이 9월인가 12월인가는 커다란 의미가 없다. 그리고 설령 연준이 9월에 기준금리 인상을 하지 않아도 이것이 의미하는 것은 12월 금리인상이다. 10월도 가능성이 제기되고는 있지만 이 중요한 금리인상을 기자회견 없이 진행하지는 않을 것이라는 측면에서 고려 대상에서 제외된다. 여하튼 9월 FOMC회의에서는 연준의 금리인상 시점이 확정된다.

금리인상 시점이 확정된다면 점에서 연준은 그간 제시해왔던 통화정책 정상화의 시작을 전달하는 것이 9월 FOMC회의이다. 시장이 좀 더 준비할 기간이 필요하다고 판단할 경우에는 그 시작은 12월이 될 것이다. 이제 우리가 고민할 것은 연준의 금리인상이 마치 94년과 같은 성격인지 아닌지를 파악하는 것이다. 과도한 유동성 공급에 따른 경계감과 자산 거품 형성 이전에 과잉 유동성을 정상으로 되돌린다는 측면에서 94년과 비슷한 방식의 기준금리 인상 가능성에 대해서 우리는 대비해야 할 시점에 있다.

그림 1. 94년 금리인상때도 물가는 고려변수가 아니었다



자료: CBC, 대신증권

왜 금리인상이 불확실성의 해소인가?

미국 연준이 오랫동안 지연해온 기준금리 인상에 나서는 악재의 해소가 될 것이라는 기대가 있다. 금리인상을 기다리는 사전적인 조정과정에서 신경질적인 탠트럼 현상도 있었고, 신흥국, 일본 국채, 원자재, 독일 및 미국 국채, 중국 주식시장, 바이오주식 등이 큰 폭의 조정을 겪었다.

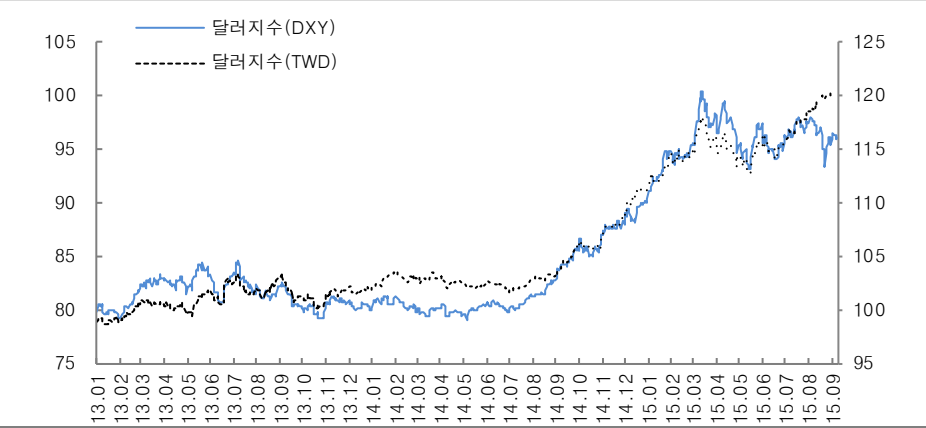
자산간의 자금이동이 이런 큰 폭의 조정을 초래한 이유였다고 볼 수 있다. 연준이 금리를 인상하면 자본의 이동이 멈출리는 없고, 오히려 이동의 유인은 더 커진다. 왜 이동 유인이 더 커지는지 과정은 다소 복잡하다. 이전에는 없었던 새로운 정책이 들어오면서 연준이 보유하고 있는 초과지준, 새로 발행하게 될 RRP, 본원통화간의 자산교환이 발생하게 된다. 어떤 식이든 유동성 축소의 결과는 위험자산 비중이 줄어드는 방향으로 진행된다.

미국이 금리를 올리면 달러가 약세로 전환된다? 쉽게 상상되지 않는 시나리오 이다. 단지 불안감을 조성했던 미국 금리인상 대기라는 변수가 해소된다고 달러의 방향이 바뀔리는 없다. 대부분 이런 생각은 달러가격의 측정오류에서부터 나오는 경우가 많다. 시장에서 거래되는 달러지수(DXY, 6개 통화로 구성)를 달러의 가격이라고 보면 최근 미국 금리인상을 앞두고 달러가격이 오르는 것이 진정된 것처럼 보인다.

그런데 실질적인 달러가격을 측정하는 무역가중 달러지수(TWD, 26개 통화)로 보면 달러는 제 3차 랠리를 펼치고 있다. 심지어 아베노믹스 효과로 달러가 강했다고 생각했을때보다 달러가격이 오르는 속도는 더욱 빠르다. 1차는 일본엔화 주도, 2차는 유로화가 주도하는 달러 랠리였고, 3차는 중국 등 신흥국이 펼치는 달러 상승랠리가 진행되고 있다. TWD 달러지수에서 중국 위안화가 차지하는 비중은 21.3%로 유로화의 16.4%와 일본 엔화 6.9%를 합한 정도의 비중을 차지한다. 다른 신흥국가 중에서 달러가격에 영향을 주는 통화는 멕시코 페소 11.9%, 한국 원화 3.9%, 브라질 헤알화 2.1% 이다.

금리인상 이후 안도감에 대한 기대, 특히 달러 약세 전환에 따른 안도감의 기대는 무모한 역발상이다. 중국이 어떤 비용을 감당하더라도 위안화를 다시 평가절상 하겠다고 나서지 않는한 달러 강세전환은 어렵다. 단지 미국 통화정책 변화이후 예상되는 변화의 일부만 반영하고 있을 따름이다.

그림 2. 달러가격 두개의 지수 비교, 잘못된 달러를 보면 오판한다

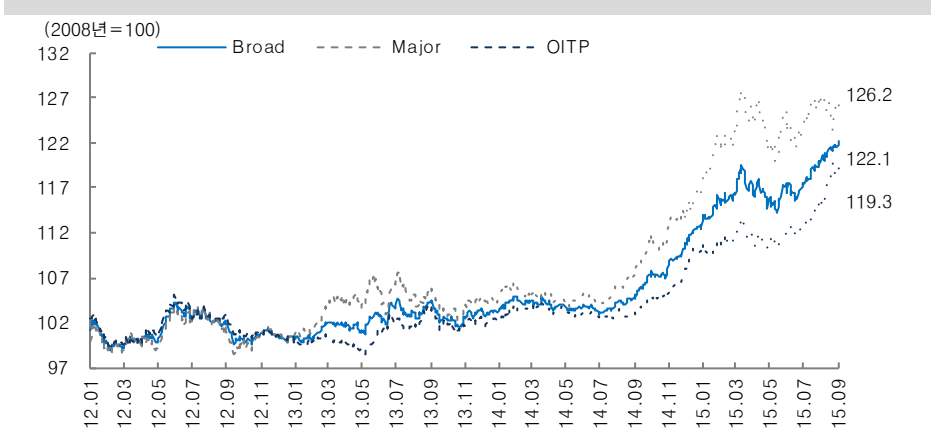


자료: CIBC, 대신증권 리서치센터

선진국 통화대비 달러지수가 밀린 이유는 유로화와 엔화 강세때문이다. 그런데 왜 이 두개 통화가 강해졌는가를 생각해보자. 안전 선호 현상 때문에 이 두 통화가 안전통화로 복귀하는 현상이 주된 이유이다. 이미 앞에서 달러대비 충분히 가격이 하락한 반면 자본이탈 우려가 약해서 달러만으로는 부족한 안전통화군에 이들이 복귀하면서 나타난 현상이다. 달러 값이 선진국 통화대비로 더 하락하려면(DXY 달러지수 기준으로 달러 약세가 이어지려면) 안전 선호가 더 강해져야 한다. 이 경우 실질적인 달러값은 더욱 더 상승(TWD 달러지수 기준)할 것이고, 이에 대한 대응으로 중국은 추가 평가절하, 혹은 절하유도 정책을 다시 들고 나올수 밖에 없다.

달러가 강한 이유는 비교 대상 국가대비 미국의 차별적인 금리인상, 높은 부채에 따른 글로벌 유동성 불안요소의 증대, 장기 성장성에서의 미국의 우위에 따른 미국의 대외 경쟁력 제고 세가지 요인을 들 수 있다. 미국이 금리인상을 시작한다고 해서 사라질 재료들이 아니며, 오히려 그 상황은 더욱 강화될 수 있다. 특히, 신흥국가에 대한 달러의 강세는 금융시장 불안기에는 예상을 넘어서곤 했음을 기억할 필요가 있다.

그림 3. 무역가중 달러지수의 세가지 얼굴. 달러가 신흥국가대비 강세로 전환



자료: CBC, 대신증권 리서치센터

주 : Major : 유로, 캐나다, 일본, 영국, 스위스, 스웨덴, 호주

OITP(Other Important Trading Partners) : 중국, 멕시코, 한국, 대만, 브라질, 싱가포르, 홍콩 등 19개국

금리인상 이후 무엇이 바뀌나

연준이 금리인상을 선언하면 이제 기준금리는 마치 세개인 것으로 보아야 한다. 기존 기준금리인 연방기금금리(FFR)가 있고, 역알파금리(RRP rate), 그리고 초과지준부리(IOER) 세개이다. 기준금리는 25bp단위의 범위로 제시하겠다는 연준의 계획대로 진행 되면 하단금리는 0.25%의 RRP 금리가 새로 제시되고, IOER은 0.50%로 25bp가 오른다. 연방기금 금리는 0.35~0.40% 범위로서 등락할 것으로 현재대비 대략 20bp 정도 상승하는 효과가 있다. 연준이 제시할 기준금리 범위는 0.25~0.50%이다.

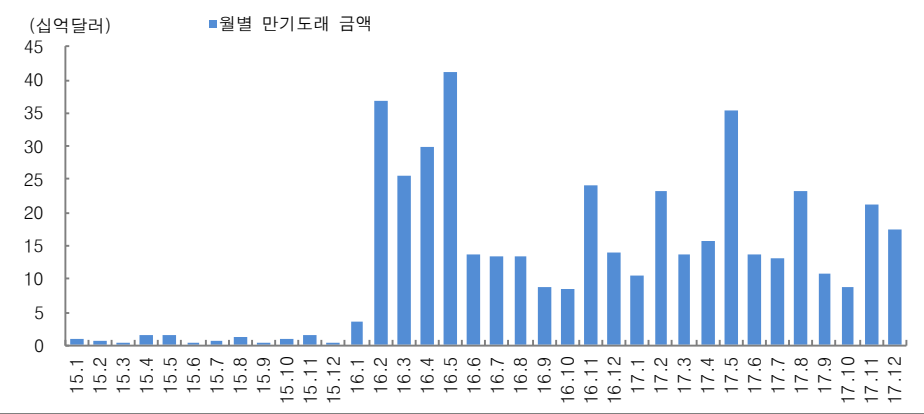
기준금리 인상과 동시에 향후 만기도래 채권에 대한 재투자 계획에 대해서 시장에 전달해야 하는데, 금리인상 이후 바로 재투자를 중단할 것인지, 시차를 두고 점진적으로 중단해 갈 것인지를 확인해야 한다. 만기가 빠르게 증가하기 시작하는 것은 16년 2월부터이기 때문에 이 시점 이후로 만기도래 채권 재투자 중단시점을 미루지 않는다면 실질적인 의미는 없다.

이번 연준의 통화정책 변화는 기준금리의 인하와 유동성의 회수 두가지가 맞물릴 수 있다는 점에서 경계요소가 많다. 금리인상 속도가 완만하고, 경기회복에 맞춘 금리인상 이기 때문에 크게 문제될 것이 없다는 시각은 위험하다. 두가지 요소를 감안해야 한다.

첫째, 연준이 예상대로 향후 1년간 100bp 정도 금리를 인상한다면 94년도에 1년간 300bp 인상한 것에 비한다면 1/3의 속도로 금리를 올리는 것이다. 하지만 0.25%에서 1.25%까지 금리가 상승하는 것은 이자로 환산하면 4배가 오르는 것이다. 94년도에 이자가 두배 많아졌지만, 이번은 그보다 두배 더 많은 4배가 상승한다. 금리가 낮을수록 부채금액도 높아진다는 점을 감안해야 한다.

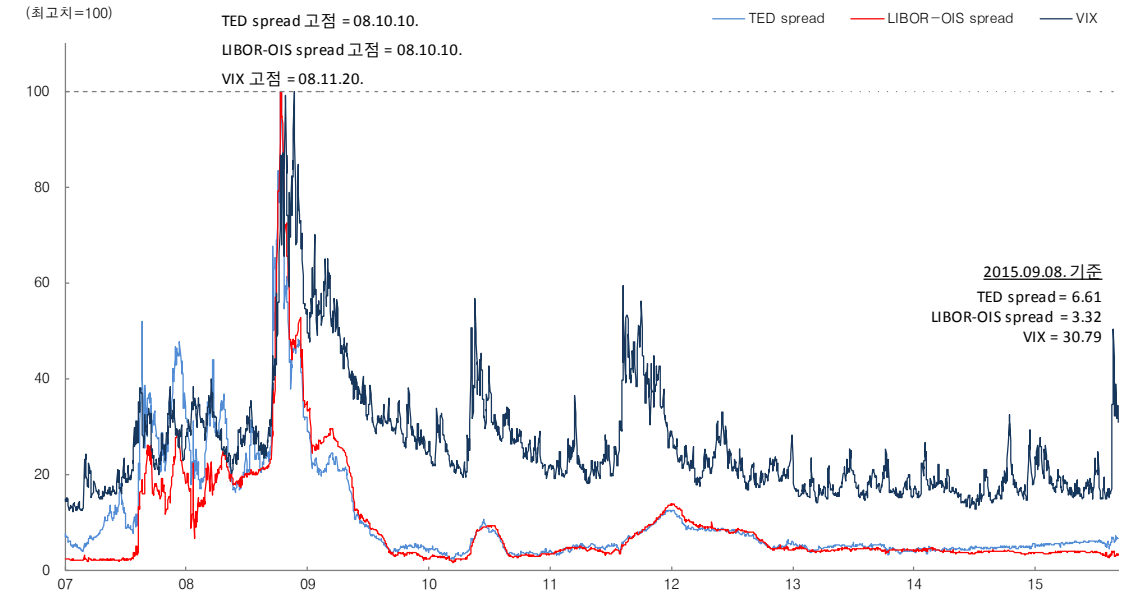
두번째, 유동성 회수가 어느정도 금리인상 효과를 줄 것인지 매우 불확실하다. 1천억 달러 정도 유동성을 회수한다면 시장 금리를 얼마나 올릴 수 있을지 측정하기 어렵다. 시장에서 신용위험이 빠르게 증가한다면, 그리고 유동성 축소에 따른 유동성 위험이 확산된다면 1천억 달러의 자금 회수(만기채권 재투자 중지를 통한)는 100bp 이상의 금리인상 효과에 준하는 압박을 초래할 수도 있다.

그림 4. 연준보유 채권만기는 2016년 2월부터 빠르게 증가. Operation Twist 의 역풍



자료: CBC, 대신증권 리서치센터

그림 5. 낮은 위험에서의 반전. 고점대비 TED 스프레드 6.6%, OIS 스프레드 3.3%, 변동성 30% 수준에 불과



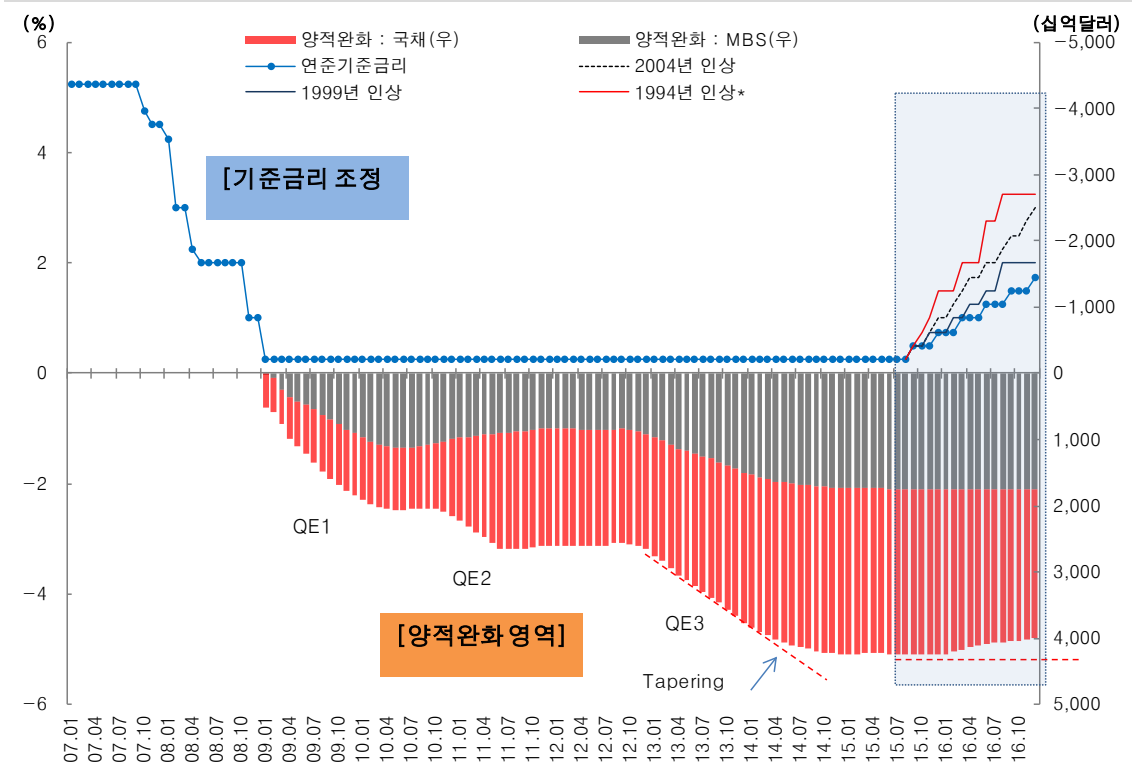
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터 주: TED spread 신용위험 척도, OISspread 유동성 위험 척도, VIX 주식시장 변동성의 척도

경험으로 추론하지 말아야 한다

이번 9월 FOMC회의를 통해서 연준은 완전히 새로운 통화정책을 소개하는 것과 같다. 물론 그 시작시점은 아직 9월일지 12월일지 불확실하지만 3개월의 시간보다 연준이 정책을 바꾼다는 사실이 주는 영향이 더 크다. 우리가 앞으로 피해야 할 것은 단기간의 경험에 기댄 추론이다. 예전보다 금리인상 속도가 느리다거나, 경기가 좋아짐에 따라서 금리를 올려간다는 식의 평가와 같은 것들이다. 기대하는 불확실성 해소에 따른 완화 국면의 지속 기간은 기대처럼 길지 않을 것으로 예상된다.

연준은 과다하게 많이 시중에 유동성이 공급될 수 있는 위험으로부터 미국 경제를 보호하기 위해서 과다한 유동성을 점진적으로 회수하기 시작하는 통화정책의 정상화를 시작하는 것이다. 94년도에 시장의 생각보다 강한 금리인상이 있었던 이유는 그 이전에 대부조합 위기에서 벗어나기 위한 유동성 공급이 선행되었던 것처럼, 서브프라임 위기를 극복하기 위한 과다 유동성을 미국 경제로부터 격리시켜가는 정책을 시작하는 것으로 보아야 할 것이다. 이런 강경함을 연준이 이번 FOMC회의에서 확인해준다면 글로벌 유동성 환경에 대한 시각을 바꾸어야 한다. 높은 부채비율에 노출되어 있는 자산은 시간이 갈수록 점증하는 이자부담에 시달리게 될 가능성이 그만큼 높아진다.

그림 6. 연준의 새로운 정책. 기준금리 인상과 유동성의 회수를 동시에 진행



자료: CBIC, 대신증권 리서치센터

Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.