

미국 금리인상 경로는 ECB와 BOJ에 달려있다

Fixed Income 김지만
02) 3787-2385
jm@hmcib.com

건조한 미국 고용지표

11/6일 발표된 미국의 10월 고용지표는 뚜렷한 개선세를 이어갔다. 실업률은 9월의 5.1%에서 5.0%로 하락해 7년래 최저 수준을 나타냈고 비농업부문 고용은 27만 1천명 증가해 18만명 수준의 전망치를 크게 뛰어넘었다. 또한 시간당 평균임금은 25.2달러로 전년비로 2.5%증가해 2008년 4월 이후 최대 상승률을 나타내며 고용의 질적인 측면도 개선되고 있음을 확인시켰다.

무르익는 미국 금리인상 기대

10월 FOMC이후 미국의 12월 금리인상 기대는 점점 더 높아지고 있다. 지난 10월 FOMC성명에서 글로벌 경제에 대한 우려가 언급된 부분이 삭제되고 '다음회의(next meeting)'라는 단어가 명시된 것을 시작으로, 지난주에는 옐런의장의 "12월 금리인상 가능성은 살아있다"는 발언, 10월 고용지표 호조까지 미국의 12월 금리인상 기대를 높이는 재료들이 많아졌다. CME가 제공하는 FedWatch에 나타난 12월 미국 금리인상 확률은 이 같은 상황을 반영하여 치솟 증가해 현재는 70%수준으로 높게 나타나고 있다.

미국 금리인상 경로는 ECB와 BOJ에 달려있다

최근 ECB는 추가 통화정책 완화를 강하게 시사하고 있다. BOJ도 통화정책 조정 가능성은 열어두고 있다. 주춤했던 달러화 강세가 다시 심화될 조짐을 보이고 있는데, 미국 금리인상 기대가 높아진 것도 원인이겠지만 ECB의 추가 통화정책 완화 가능성에도 상당한 영향을 받고 있는 것으로 보인다. 달러강세가 심화될 경우 다음 두 경로로 미국 경제에는 부정적인 영향을 미치게 된다. 1) 달러강세 → 미국 제조업 경쟁력 약화, 2) 달러강세 → 미국 내 수입물가 하락 → 인플레이션 하락압력 강화. 따라서 미 연준이 오는 12월 기준금리 인상을 시작하더라도 달러화의 강세에 대해서는 상당한 경제심을 가질 것으로 판단한다(12월 ECB금정위와 FOMC회의 예정일은 각각 12/3일, 12/17일).

결론: 12월 금리인상 시작 후 완만한 금리인상 진행 예상

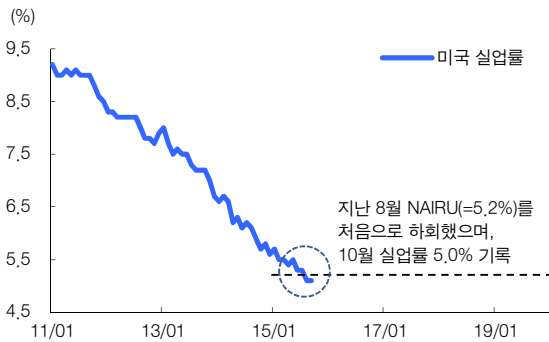
1) **미국 금리인상 시작 시점**: 미국 금리인상은 오는 12월 FOMC에서 시작될 것으로 예상된다. 1)9월 금리결정 당시 불안했던 글로벌 증시는 안정을 찾았고 2)고용지표는 더 개선되었으며 3)물가는 에너지 가격의 기저효과로 상승하는 흐름이 예상된다. 4)또한 옐런의장이 연내 금리인상 가능성을 지속 언급해왔기 때문에 정책신뢰도 측면에서도 12월에 금리인상을 단행할 가능성이 높다고 판단한다.

2) **미국 금리인상 속도**: 미국의 금리인상에도 불구하고 ECB와 BOJ가 완화적인 통화정책 스탠스를 지속할 가능성이 높아 달러화에는 강세압력이 높을 것으로 판단된다. 따라서 미국은 금리인상 속도를 빠르게 하기보다 첫 금리인상 이후 충분한 시간을 두고 추가 금리인상을 고려할 것으로 예상된다. 당사는 12월 금리인상 시작 이후 반기 1회 25bp씩 추가로 인상하는 경로를 예상하며, 2016년 말, 2017년 말 미국의 기준금리는 각각 1.00%, 1.50%를 예상한다.

건조한 미국 고용지표

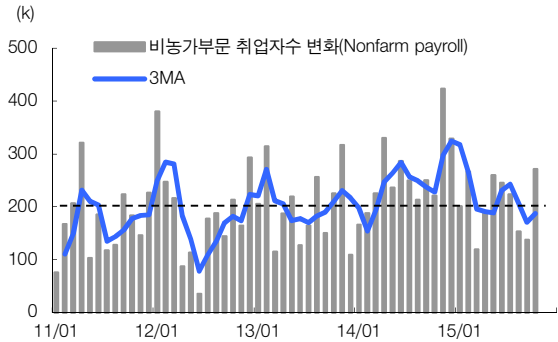
11/6일 발표된 미국의 10월 고용지표는 뚜렷한 개선세를 이어갔다. 실업률은 9월의 5.1%에서 5.0%로 하락해 7년래 최저 수준을 나타냈고 비농업부문 고용은 27만 1천명 증가해 18만명 수준의 전망치를 크게 뛰어넘었다. 또한 시간당 평균임금은 25.2달러로 전년비로 2.5%증가해 2008년 4월 이후 최대 상승률을 나타내며 고용의 질적인 측면도 개선되고 있음을 확인시켰다.

〈그림1〉 미국 10월 실업률 5.0%로 7년래 최저



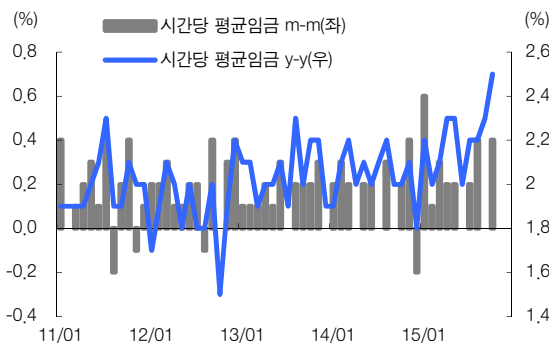
자료: BLS

〈그림2〉 미국 10월 비농업부문 고용 27.1만명 증가



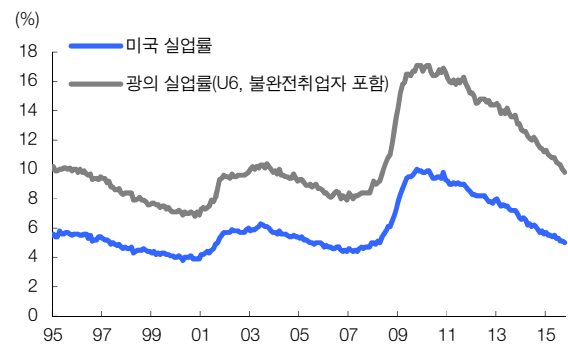
자료: BLS

〈그림3〉 임금상승률 뚜렷하게 확대



자료: BLS

〈그림4〉 미국 실업률 장기 추세



자료: BLS

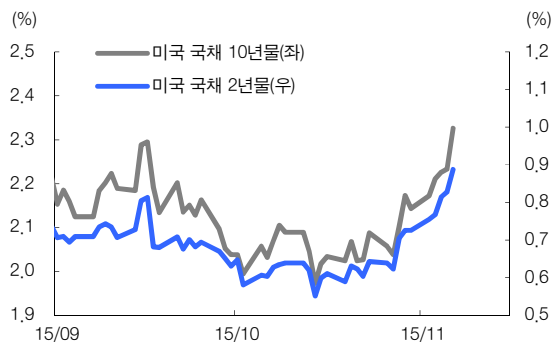
무르익는 미국 금리인상 기대

10월 FOMC이후 미국의 12월 금리인상 기대는 점점 더 높아지고 있다. 지난 10월 FOMC성명에서 글로벌 경제에 대한 우려가 언급된 부분이 삭제되고 ‘다음회의(next meeting)’라는 단어가 명시된 것을 시작으로, 지난주에는 엘런의장의 “12월 금리인상 가능성은 살아있다”는 발언, 10월 고용지표 호조까지 미국의 12월 금리인상 기대를 높이는 재료들이 많아졌다. CME가 제공하는 FedWatch에 나타난 12월 미국 금리인상 확률은 이 같은 상황을 반영하여 차츰 증가해 현재는 70%수준으로 높게 나타나고 있다.

At this point, I see the U.S. economy as performing well...Domestic spending has been growing at a solid pace and if the data continue to point to growth and firmer prices, a December rate hike would be a live possibility. However, no decision at all has been made on that(“현시점에서 미국의 경제는 잘 돌아가고 있는 것으로 보인다. 국내소비가 견고한 속도로 증가하고 있다. 만일 데이터가 성장과 물가를 지속적으로 지지한다면 12월의 금리인상 결정은 살아있는 가능성이다(가능성이 있다). 하지만 아직 어떠한 결정도 내려져있진 않다.”)

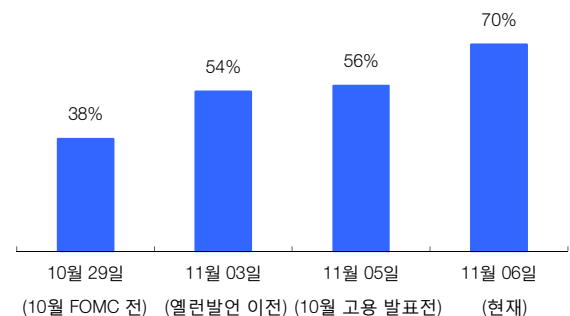
— 엘런 연준의장, 11월 4일 하원 금융위원회 청문회 발언

〈그림5〉 미국채 금리(2년, 10년) 추이



자료: Bloomberg

〈그림6〉 선물금리에 내재된 12월 금리인상 확률



주: 연방기금 금리선물에 내재된 금리인상 확률

자료: CME

미국 금리인상 경로는 ECB와 BOJ에 달려있다

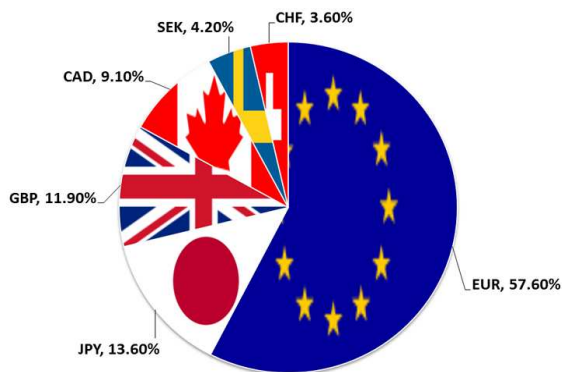
최근 ECB는 추가 통화정책 완화를 강하게 시사하고 있다. BOJ도 통화정책 조정 가능성은 열어두고 있다. 주춤했던 달러화 강세가 다시 심화될 조짐을 보이고 있는데, 미국 금리인상 기대가 높아진 것도 원인이겠지만 ECB의 추가 통화정책 완화 가능성에도 상당한 영향을 받고 있는 것으로 보인다. 달러강세가 심화될 경우 다음 두 경로로 미국 경제에는 부정적인 영향을 미치게 된다. 1) 달러강세→ 미국 제조업 경쟁력 약화, 2) 달러강세→ 미국 내 수입물가 하락→ 인플레이션 하락압력 강화. 따라서 미 연준이 오는 12월 기준금리 인상을 시작하더라도 달러화의 강세에 대해서는 상당한 경제심을 가질 것으로 판단한다(12월 ECB금정위와 FOMC회의 예정일은 각각 12/3일, 12/17일).

〈표1〉 ECB 드라기 총재, BOJ 구로다 총재 최근 발언

구분	일자	발언내용
드라기	2015.09.03 (9월 ECB회의)	"필요할 경우 자산 매입 프로그램을 2016년 9월 이후에도 계속할 수 있다"
드라기	2015.09.23	"가격하락 리스크가 현재 전망보다 물가 상승률 전망을 중기적으로 위협한다면 우리는 조치에 나서는 것을 주저하지 않을 것이다" "자산 매입 프로그램은 충분한 유연성이 있다. 추가 통화 정책 자극이 필요하면 프로그램의 규모와 구성, 기간을 적절히 조정할 수 있다"
드라기	2015.10.22 (10월 ECB회의)	"ECB가 예금금리를 추가 인하하는 것을 포함해 가능한 책무 안에서 모든 수단을 사용할 용의가 있다" "통화정책 수준은 12월 정책 회의에서 다시 검토할 필요가 있을 것이다"
구로다	2015.11.06	"최대한 빨리 목표를 달성하는 데 필요하다면 주저 없이 정책을 조정할 것"

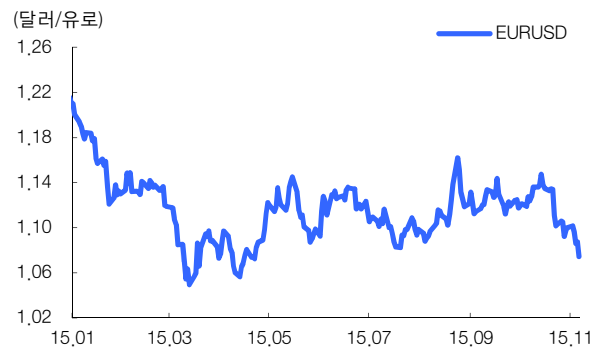
자료: HMC투자증권

〈그림7〉 달러인덱스 구성



자료: Babypips

〈그림8〉 유로화 추가 통화정책완화 기대 반영 중



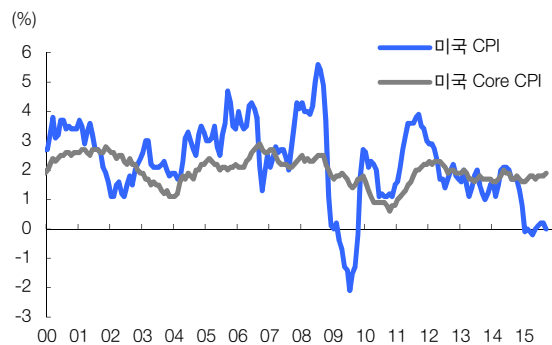
자료: Bloomberg

결론: 12월 금리인상 시작 후 완만한 금리인상 진행 예상

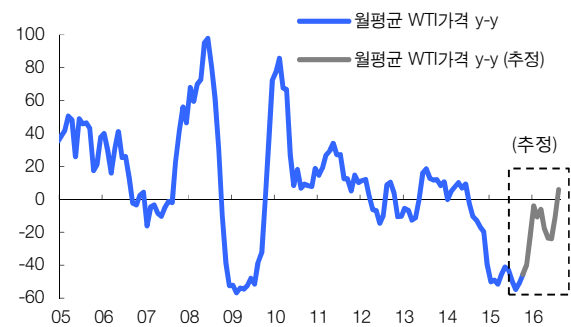
1) 미국 금리인상 시작 시점: 미국 금리인상은 오는 12월 FOMC에서 시작될 것으로 예상된다.

1) 9월 금리결정 당시 불안했던 글로벌 증시는 안정을 찾았고 2) 고용지표는 더 개선되었으며 3) 물가는 에너지 가격의 기저효과로 상승하는 흐름이 예상된다. 4) 또한 엘런의장이 연내 금리인상 가능성을 지속 언급해왔기 때문에 정책신뢰도 측면에서도 12월에 금리인상을 단행할 가능성이 높다고 판단한다.

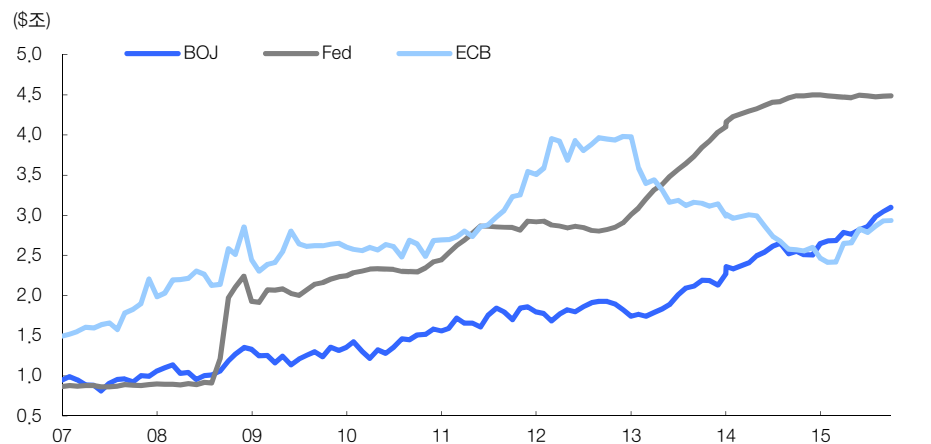
2) 미국 금리인상 속도: 미국의 금리인상에도 불구하고 ECB와 BOJ가 완화적인 통화정책 스탠스를 지속할 가능성이 높아 달러화에는 강세압력이 높을 것으로 판단된다. 따라서 미국은 금리인상 속도를 빠르게 하기보다 첫 금리인상 이후 충분한 시간을 두고 추가 금리인상을 고려할 것으로 예상된다. 당사는 12월 금리인상 시작 이후 반기 1회 25bp씩 추가로 인상하는 경로를 예상하며, 2016년 말, 2017년 말 미국의 기준금리는 각각 1.00%, 1.50%를 예상한다.

〈그림9〉 미국 CPI 핵심물가와 괴리 큰 상황

자료: BEA

〈그림10〉 유가의 마이너스 효과는 지금부터 상쇄국면

주: 유가가 현재수준을 계속 유지한다고 가정할 경우의 전년동기비 유가흐름
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림11〉 중앙은행별 자산 추이

주: 달러환산

자료: Bloomberg, HMC투자증권

-
- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
 - 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
 - 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
-