

국제 금융시장 Monitoring (2013. 07. 22)

송원근 / 한국경제연구원 선임연구위원 (wsong@keri.org)

양적완화 축소 논란에 따른 미국 금융시장 동향

■ 양적완화 축소 계획과 금융시장

- 연방준비제도이사회(FRB) 버냉키 의장의 양적완화 축소 관련 발언으로 금융시장의 변동성 심화
 - 버냉키 의장은 5월 22일과 6월 19일 두 차례에 걸쳐 양적완화의 조기 축소를 시사
 - 양적완화 축소 우려에 따라 금융시장의 변동성이 심화됨.
- 주식시장은 5월 22일 발언 이후 약세를 보이다 6월 19일 FOMC 회의에서 출구전략을 구체화하자 급락하는 모습을 보임.
 - 이후 버냉키 의장의 확장적 통화정책 지속할 것이라는 입장 표명과 7월 18일 의회에서 양적완화 축소 시점을 판단하기 아직 이르다는 발언 등으로 주식시장은 다시 안정세를 찾음.
 - 양적완화 축소 시사에 따른 주식시장의 변동성 심화는 주식시장이 출구전략에 매우 민감함을 보여주는 증거

<그림 1> Dow Jones 산업지수의 최근 변화



자료: CEIC

<그림 2> Nasdaq 지수의 최근 변화



자료: CEIC

<그림 3> S&P 500 지수의 최근 변화



자료: CEIC

- 양적완화 축소와 더불어 연방기금금리도 상승할 수 있다는 우려로 인해 미 국채금리 급등
 - 미 국채금리는 양적완화 축소 우려 이외에도 고용 및 생산지표 등 경기지표 개선에 따라 상승 추세 지속 중

■ 양적완화 축소 계획과 경제지표

－ 미 연준의 양적완화 축소 계획은 개선된 고용 사정과 인플레이션 전망에 근거

- 미 연준은 실업률이 6.5% 이상이고 인플레이션 전망이 2.5%¹⁾를 넘지 않는 한 현재의 확장적 통화정책(연방기금금리 0~0.25% 유지)을 지속하겠다는 방침

<그림 4> 미 국채금리 변화 추이

(단위: %)



자료: Federal Reserve Economic Data

- 현재의 노동시장을 보면 실업률 7.5%이고 비농업부문 고용증가가 월평균 20만명에 육박하고 있으며 주간 신규실업수당청구건수²⁾가 35만개 안팎인 상황임.
- 연방공개시장위원회(Federal Open Market Committee: FOMC)에 따르면 현재의 확장적 통화정책 종료의 기준인 실업률 6.5%는 2014년 말경에 도달할 것으로 전망하고 있음.
- 인플레이션율은 2015년까지 2.0%를 넘지 않을 것으로 전망하고 있음.
- 이런 전망 하에서 양적완화는 실업률 7.0%에 도달하기 전에 종료될 것으로 예측할 수 있으며, 현재의 경기회복 추세와 FOMC의 경기 전망을 고려하면 이 시기는 늦어도 내년 중반이 될 것임.
- 6월 18~19일 FOMC 미팅의 회의록에 따르면 FOMC 위원의 절반 가량이 올해 말까지는 양적완화를 종료하는 것이 적절하다는 의견임.

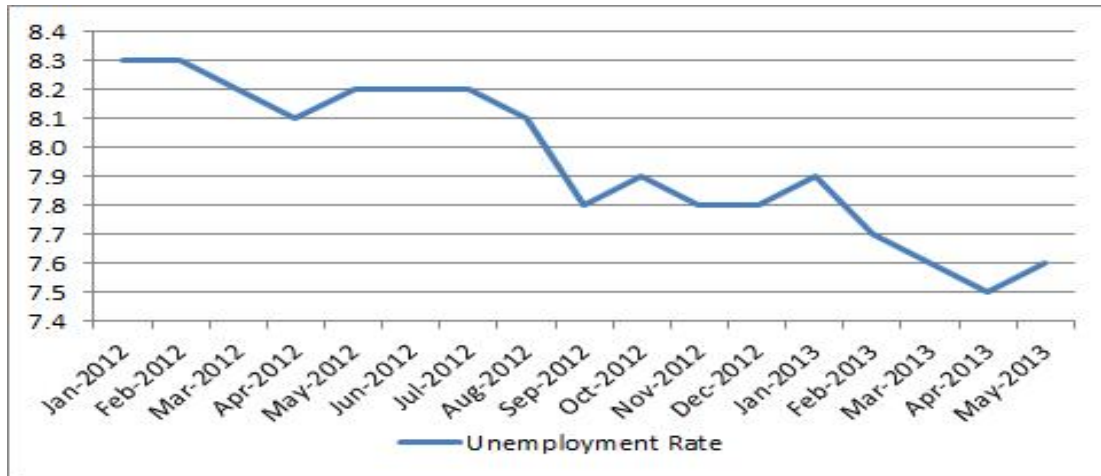
1) 미 연준의 장기 인플레이션 타겟은 2%이고, 향후 1~2년간 인플레이션 전망이 이 타겟보다 0.5%p 이상 높지 않는 한 인플레이션 위험은 크지 않다는 것이 연준의 입장

2) 일반적으로 주간 신규실업수당청구건수가 40만개 이하이면 향후 고용이 빠르게 증가한다는 신호로 간주함. 2012년부터 신규실업수당청구건수는 2012년 11월에 잠시 40만개를 초과했던 것을 제외하면 40만개 이하에서 점진적으로 감소하는 모습을 보여 고용이 증가하고 있음을 간접적으로 보여줬고 그 결과 실업률도 2012년 초 8.3%에서 현재 7.5% 수준까지 떨어졌음.

- FOMC의 GDP성장률, 실업률, 인플레이션에 대한 전망과 통화정책의 방향에 대한 FOMC 위원들의 의견을 종합해보면 양적완화 축소는 올해 3분기부터 시작될 가능성이 높음.
- 이로 인해 양적완화 축소의 조기 실시와 금리 인상에 대한 우려로 주식시장이 급락하는 등 금융시장이 요동침.
- 금융시장을 안정시키기 위해 연준과 버냉키 의장은 물가가 안정된 상황에서 노동시장 전망이 크게 개선될 때까지 양적완화의 조기 종료는 없으며 채권 매입의 증감 속도도 노동시장과 인플레이션 변화에 대한 전망에 따라 신중적으로 조절될 것임을 시사

<그림 5> 미국 실업률 추이

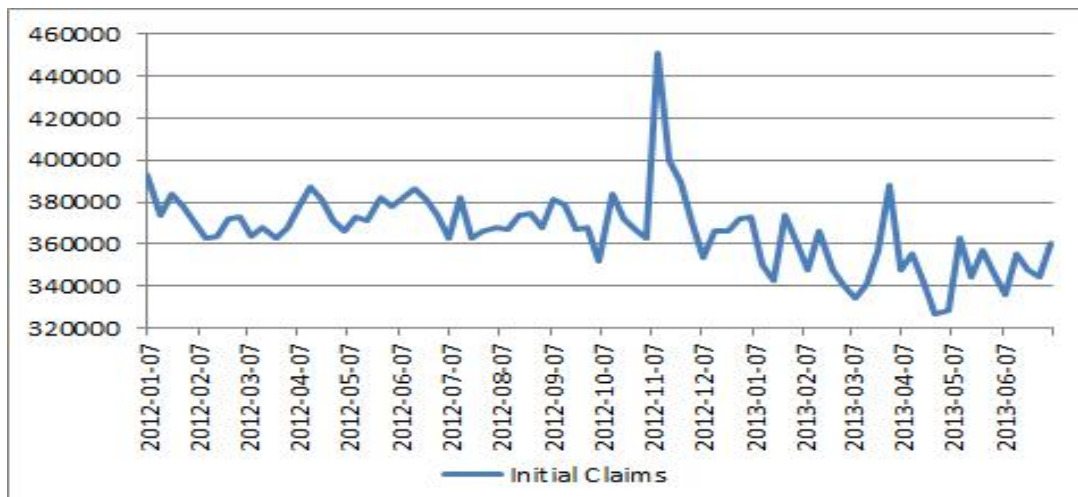
(단위: %)



자료: 미국 노동통계국

<그림 6> 미국 주간 신규실업수당청구건수

(단위: 건)



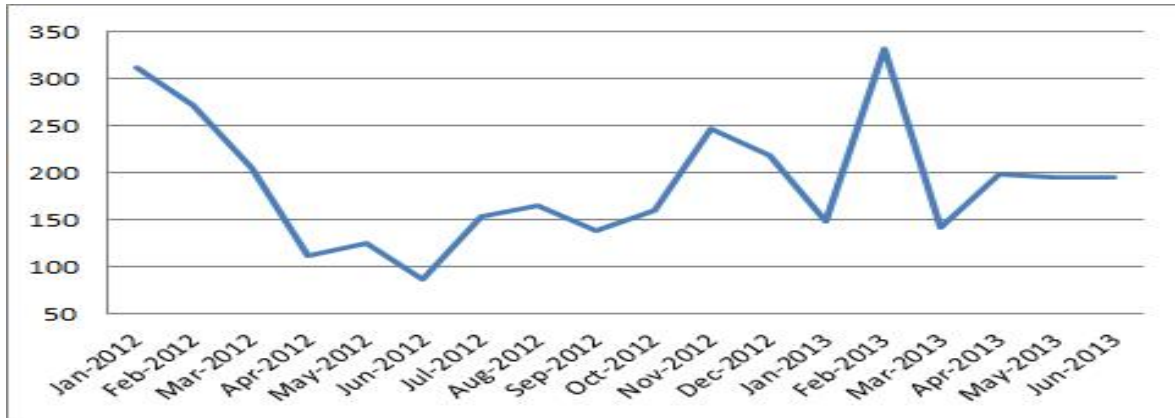
자료: Federal Reserve Economic Data

－ FOMC의 미국경제 전망에 대한 해석

- FOMC의 현재 미국경제에 대한 평가는 ‘노동시장 조건의 빠른 개선’, ‘예상보다 낮은 소비자물가 상승률’, 그리고 높지도 낮지도 않은 ‘적당한 수준의 실질GDP 증가’의 세 가지로 요약할 수 있음.
- ‘노동시장 조건의 빠른 개선’: 앞의 고용 지표에서 보듯이 글로벌 금융위기 이후 경기침체에 따른 해고의 증가세가 사라지고 고용이 증가하고 있으며 이에 따른 실업률 감소도 점진적으로 이루어지고 있음.
- ‘예상보다 낮은 소비자물가 상승률’: 근원 소비자물가 상승률은 전년 대비 1% 수준

<그림 7> 미국 비농업부문 고용변화 추이

(단위: 천명)



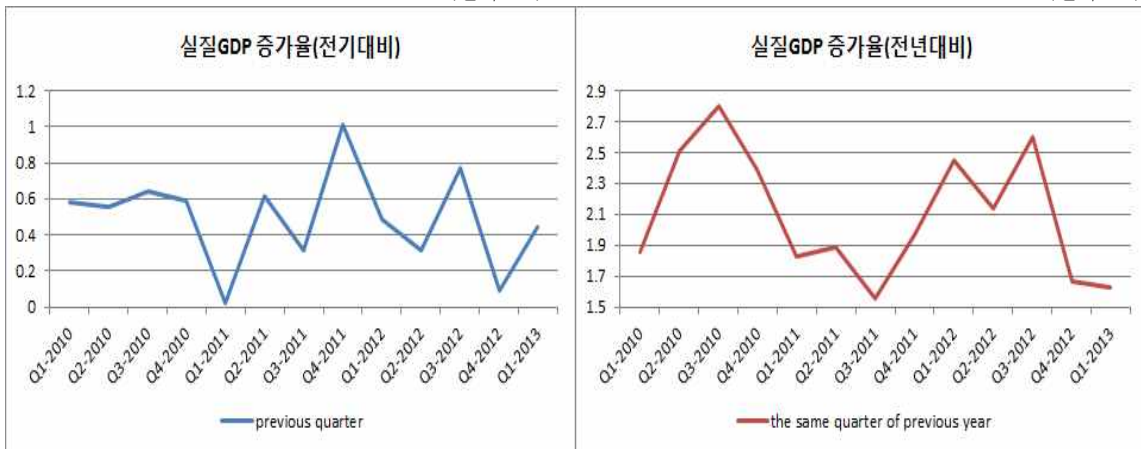
자료: 미국 노동통계국

- ‘적당한 수준의 실질GDP 증가’: <그림 8>에서 보는 바와 같이 미국의 1분기 실질GDP는 전기 대비 0.44%, 전년 동기 대비 1.6%의 증가율을 보이고 있음.

<그림 8> 미국 실질GDP 증가율

(단위: %)

(단위: %)



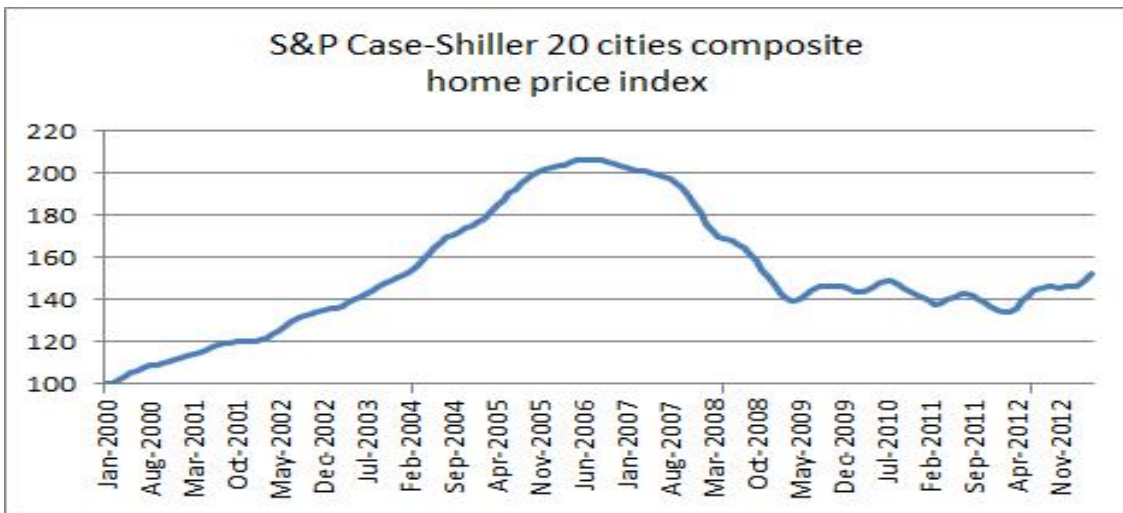
자료: OECD

- 실질GDP와 관련하여 주목해야 할 점은 시퀘스터의 실시에 따른 재정절벽의 우려와 유로존 경기침체 등에 따른 수출수요의 정체와 같은 악재에도 불구하고 실질GDP가 양호한 증가세를 보이고 있다는 점
- 주택시장의 회복세와 고용 증가에 따른 소비 증가, 그리고 저금리 기조에 따른 신용조건의 완화가 불안한 대외환경과 시퀘스터에 따른 정부지출의 감소와 증세로 인한 부정적 효과를 상쇄하여 성장을 견인하고 있다는 것이 FOMC의 분석

－ FOMC의 분석에 대한 평가

- 미국경제가 긴축적인 재정정책과 불안한 대외환경에도 불구하고 양호한 성장을 하고 있다는 것은 민간부문이 뚜렷한 회복세를 보이고 있다는 것을 입증
- 시퀘스터에 따른 공공부문의 고용 감소에도 불구하고 고용 증가세가 뚜렷한 것은 고용의 증가가 정부의 재정정책이 아닌 민간부문의 경기 회복에 따른 것임을 보여줌.
- 2008년 하반기 이후 지속된 제로 금리와 양적완화 같은 비전통적인 확장적 통화정책에도 불구하고 <그림 9>에서 보는 바와 같이 주택시장은 2012년 초에 바닥을 찍고 완만한 회복세를 보이고 있어 최근의 주택시장 회복세는 확장적인 통화정책의 효과가 아닌 주택 수급의 균형에 의한 시장 자체의 회복세라고 평가할 수 있음.

<그림 9> S&P Case-Shiller 주택가격지수



자료: S&P Dow Jones Indices

- 이와 같은 고용 증가 및 주택시장 회복세에 기인한 소비 증가세와 이를 통해 견인되는 양호한 성장은 경기부양적인 정부 정책의 효과가 아닌 민간 부문의 경기회복에 근거하므로 미국경제는 상당 기간 견고한 성장세를 보일 가능성이 있음.

- 따라서 현 시점에서 미 연준이 출구전략을 고려하는 것은 당연하며 출구전략이 늦어질수록 금융시장을 포함한 자산시장의 거품 혹은 과도한 유동성에 기인한 신흥시장의 금융시장 과열, 글로벌 인플레이션 등의 부작용이 나타날 가능성은 커짐.

■ 양적완화 축소 계획과 금리

— 양적완화 축소와 연방기금금리 인상은 별개라는 것이 연준의 입장

- 연방기금금리가 0~0.25% 수준의 제로금리에서 벗어나는 것이 허용되는 기준은 2.5% 이하의 인플레이션을 전망 하에서 실업률이 6.5%까지 떨어지는 것
- 최근 연준과 버냉키 의장의 입장은 실업률이 6.5%에 도달하더라도 연방기금금리를 바로 인상하지 않을 것이며 낮은 인플레이션이 유지된다면 통화완화정책을 지속시키겠다는 것
- FOMC 위원들도 대부분 연방기금금리의 인상은 2015년이나 가능할 것이라는 견해
- 따라서 양적완화 축소가 연방기금금리의 인상으로 이어져 금리가 전반적으로 급등할 수 있다는 일각의 우려는 과도한 우려라고 할 수 있음.

— 금리 상승이 경기회복에 미칠 영향

- 현재의 경기회복 추세와 연준의 향후 전망을 고려하면 2014년까지 제로금리(0~0.25%의 연방기금금리)는 지속될 것으로 보임.
- 국채금리는 양적완화 축소에 따른 통화정책의 전환, 즉 연방기금금리의 조기 인상 등에 대한 우려와 더불어 미국경제의 견고한 회복세에 따라 <그림 4>에서 보듯이 최근 상승 추세로 전환됨.
- 국채금리의 상승과 더불어 모기지 금리도 전반적으로 상승하여 주택시장의 회복세를 제약할 수 있다는 우려가 있음.
- 연준의 양적완화 축소 시사 이후 모기지 금리도 급등세(0.7~1.0%p 상승)를 보였고 이런 급등세가 지속된다면 주택시장의 회복세를 제약할 수 있음.
- 주택시장의 회복세가 소비 증가세로 이어져 성장에의 기여도가 큰 상황에서 주택시장 회복세의 제약은 경기회복에 부정적 영향을 미칠 것으로 전망할 수 있음.
- 그러나 통화완화정책을 지속한다는 연준의 입장 표명에 따라 국채금리와 모기지 금리 모두 안정세를 찾을 전망이고, 모기지 금리 의 경우 최근 급등하였으나 최근 3년 혹은 5년 동안의 수준을 비교해보면 여전히 낮은 수준³⁾임.
- 따라서 금리 상승이 주택시장 회복을 제약하여 경기회복에 부정적 영향을 미칠 가능성은 현재 상황에서 높다고 말하기는 어려움.

3) '30년 만기 고정 모기지'의 평균 금리는 7월 현재 4.35%로 최근 3년간 최고 금리인 4.97%에 훨씬 밑도는 수준임.

■ 양적완화 축소 논란의 시사점

－ 금융시장의 과도한 유동성 의존도

- 글로벌 금융위기 이후 연준은 3차에 걸쳐 양적완화를 실시하였으며 현재는 매달 850억 달러의 유동성을 공급하고 있는 상황
- 제로금리에 더하여 막대한 유동성을 공급하고 있는 현재의 비전통적인 통화정책은 논란은 있으나 실물경제의 회복에 크게 기여하지 못한 반면 주식시장 등 금융시장을 떠받치는 역할을 하고 있음.
- 양적완화 축소 계획에 대한 언급만으로도 주가가 급락하고 금융시장의 변동성이 증폭되는 현상을 보이는 것은 글로벌 금융위기 이후 실시한 비전통적이고 비정상적인 확장적 통화정책에 의해 금융시장의 유동성 의존도가 과도하게 높아졌음을 시사함.
- 경기가 회복되고 있는 상황에서 막대한 유동성을 공급하는 비전통적인 확장적 통화정책의 지속은 자산시장의 거품으로 이어질 가능성이 높아 출구전략의 계획과 시행이 필요함.

－ 향후 전망 및 시사점

- 양적완화 축소에 대한 전망: 현재와 같은 경기회복 추세가 지속된다면 2013년 하반기에는 양적완화 축소가 시작될 것으로 전망됨.
- 양적완화 축소의 시작과 더불어 금융시장의 유동성에 대한 높은 의존도로 인해 주가의 하락과 금리의 상승이 예상되나 이런 금융시장의 하락세는 경기회복에 따른 긍정적 영향으로 일정 부분 상쇄될 것으로 보임.
- 금융시장 변동성 증폭에 대한 우려로 양적완화의 축소가 지연된다면 금융시장 상승세는 당분간 유지될 것으로 보이나 시장의 과열과 거품으로 이어져 장기적으로 미국의 금융시장과 실물경제에 매우 부정적인 결과를 가져올 가능성도 배제할 수 없음.