

미국 금리의 안정적 흐름은 지속될 것인가?

2021/ 6/ 2

Economist

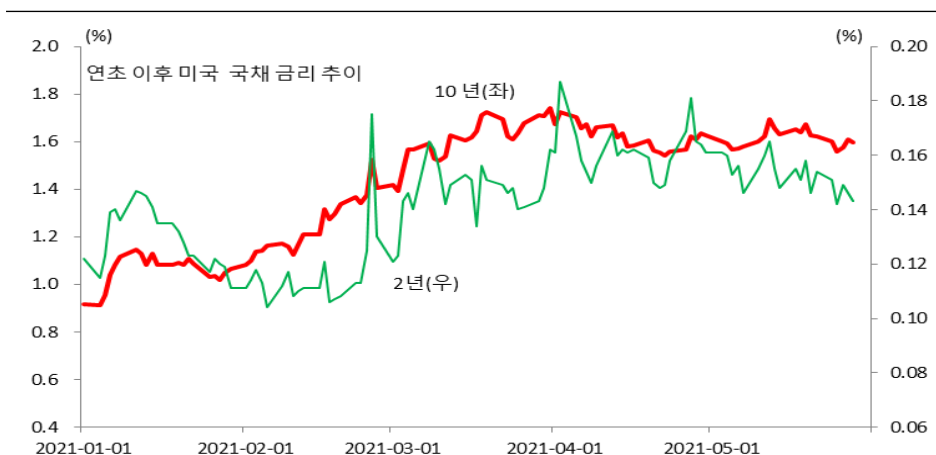
이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

미국 4 월 물가 데이터가 급등한 것으로 발표되면서 인플레이션 논쟁은 더 가열되고 있다. 그럼에도 불구하고, 미국 금리는 안정적 흐름을 지속하고 있다. 주지하다시피 미국 금리의 방향성은 미 달러화 가격 변동, 글로벌 머니 무브 등의 측면에서 이머징 마켓 금융시장에 지대한 영향을 준다. 본 보고서에서는 최근의 안정적인 미국 금리 흐름이 계속 이어질 수 있을지에 대해 판단해 본다.

<그림 1> 안정적 흐름을 이어가고 있는 미국 금리



자료 : Bloomberg

금리는 경기 흐름과 물가 상승률에 의해 주로 결정된다. 따라서 미국 금리의 방향성에 대해서도 ① 미국 경기, ② 미국 물가 상승률의 향후 경로에 대한 판단으로 논의해 보고자 한다.

우선 미국 경기 흐름의 향후 경로에 대한 판단이다. 필자는 미국 경기 상승 국면은 계속되겠지만 상승 모멘텀 측면에서는 이번 2/4 분기가 피크라고 예상한다. 큰 폭의 침체 이후 경기 상승 전반부에서는 회복의 속도가 상대적으로 빠르고 시간이 갈수록 더디지게 되는데 이를 GDP의 계절적 요인 측면에서 판단해 본다.

통상적으로 미국 GDP의 분기별 계절성은 매년 같은 분기간에는 큰 차이가 없다(<그림 2> 좌측의 2010~2019년 기간). 그러나 지난 해에는 코로나 사태로 인해 2010~2019년 평균치 대비 크게 달라진 모습이다(<그림 2> 우측). 2분기 코로나 피해가 극심했을 때의 계절인자 값이 크게 하락하여 1분기, 3분기, 4분기 값이 과거 평균치 대비 크게 형성되었다.

정상화 과정으로 접어드는 금년부터는 작년에 열그려진 계절적 요인도 정상화 과정을 밟게 될 것으로 본다. 이번 2분기의 경우 작년 2분기에 크게 낮았던 계절 인자가 2010~2019년 평균치로 근접할 가능성이 높는데 이럴 경우 yoy 증가율은 경기 회복과 더불어 크게 나타날 가능성이 높다. 그러나 3분기, 4분기는 작년 계절인자가 과거 평균치보다 높아 금년 중에는 평균치 근처로 내려 올 확률이 높는데 이에 따라 하반기 경제 성장의 속도는 2분기보다 둔화될 가능성이 높다고 예상한다.

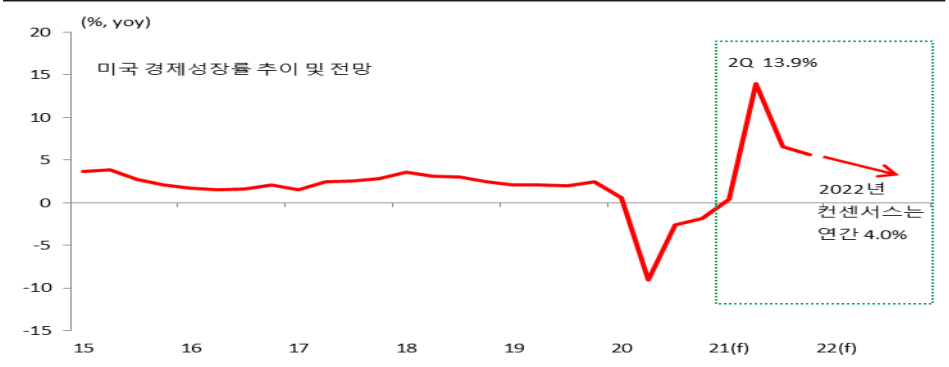
<그림 2> 작년에 열그려진 미국 실질 GDP 분기 계절성이 금년에 정상화될 전망



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

금년 미국 경제성장률 컨센서스(블룸버그)는 연간 6.5%로 형성되어 있다. 여기서 작년에 크게 열그려졌던 분기별 계절인자들이 2010~2019년 평균치로 복원된다고 전제하면 분기별 GDP 성장률(yoy)은 <그림 3>과 같은 궤적이 예상된다. 2분기가 가장 높고(13.9%) 3분기(6.6%), 4분기(5.6%)로 갈수록 둔화되는 모습이다.

<그림 3> 미국 분기별 경제성장률(yoy) 예상

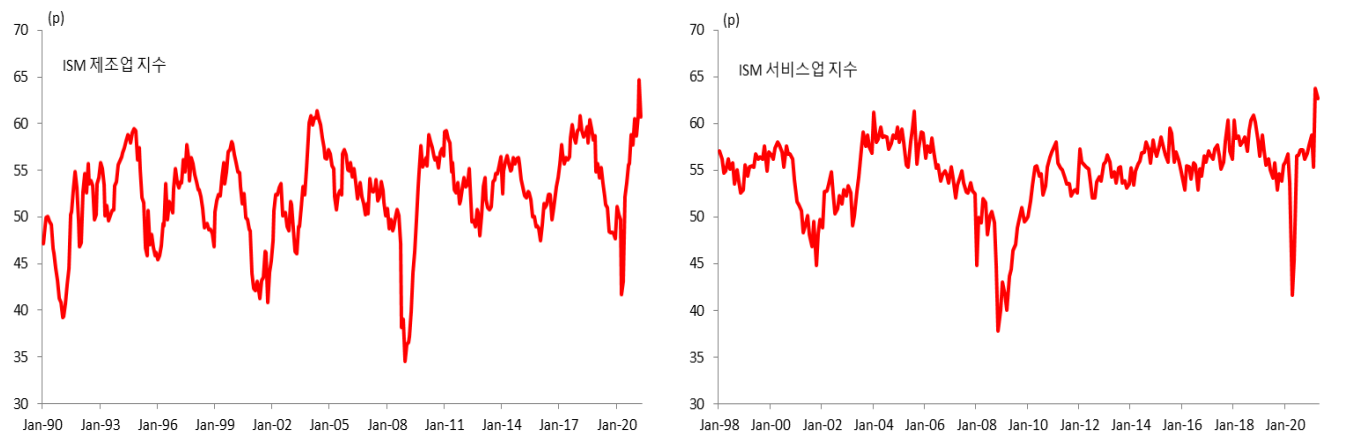


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

다소 극단적인 예이긴 하지만 백신 효과로 인한 보복적 소비가 매우 강력하여 금년 분기별 계절인자도 여전히 작년과 동일한 값을 보인다 하더라도 경제성장률은 2 분기 성장률이 하반기에 그대로 유지되는 모습에 그친다. 이동(여행, 레저 등)과 관련된 서비스 소비를 제외할 경우 여타 재화 소비는 코로나 사태 발발 이후 1 년이 경과했기 때문에 이제 정상화 과정으로 접어드는 상황이라고 보면 향후 GDP 의 분기별 계절성은 코로나 사태 발발 이전의 평균치로 다시 수렴할 가능성이 높고, 이에 따라 분기별 성장 모멘텀은 이번 2 분기가 피크일 가능성이 높다는 판단이다.

2 분기가 미국 경제 성장 모멘텀 측면에서는 피크일 개연성이 높다는 다른 예를 들어 본다. 바로 ISM 지수이다. 제조업의 경우 지난 3 월에 90 년 이후 최고치(90 년 이전에도 드문 수치), 서비스업도 역시 3 월에 90 년대 후반 이후 최고치를 기록하고 4 월에 소폭 둔화된 흐름이다(<그림 4> 참조). 미국 경제도 한국 경제와 마찬가지로 몇 개 분기의 특수 상황(코로나 침체 이후 기저 효과가 큰 회복)을 제외하면 과거 보다 평균 경제 성장률이 낮은 구조하에 있기 때문에 지난 3 월에 기록한 고점이 연속적으로 경신되는 흐름을 보일 가능성은 낮다는 판단이다.

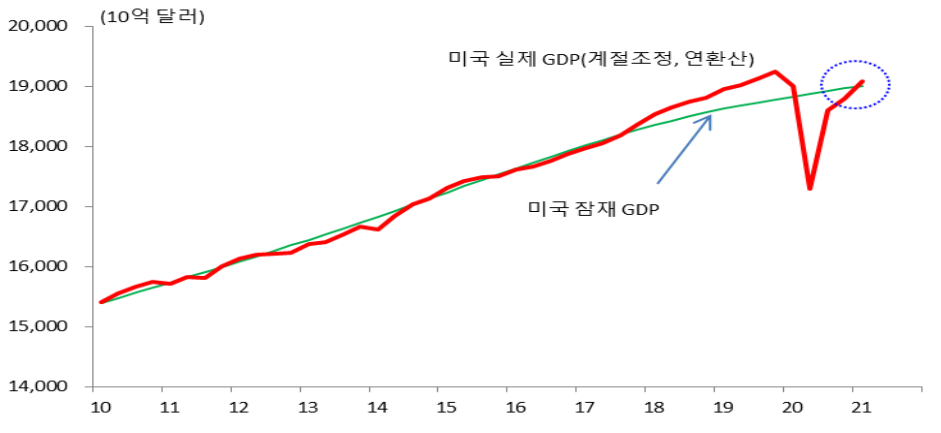
<그림 4> ISM 지수는 지난 3 월에 역사적 고점 수준을 보였음



자료 : Bloomberg

다음으로 미국 물가 상승률의 향후 경로에 대해 판단해 본다. 미국도 여타 국가들과 마찬가지로 수요 측면의 인플레이션 압력이 부담스럽게 커진 상황은 아니다. 수요 측면의 인플레이션 압력은 실제 GDP 와 잠재 GDP 간의 갭인 GDP 갭으로 측정하는데 <그림 5>에서 보는 바와 같이 금년 1/4 분기 현재 실제 GDP 와 잠재 GDP 는 비슷한 상황이다. 경제가 회복되고 있지만 아직 실제 GDP 가 잠재 GDP 를 크게 넘어서 있지는 않다는 것이다. 여기서 GDP 갭은 실제 물가 상승률에 평균 2 분기 선행시차를 가지는 리딩 인디케이터적 성격이 있다는 점을 고려할 필요가 있다.

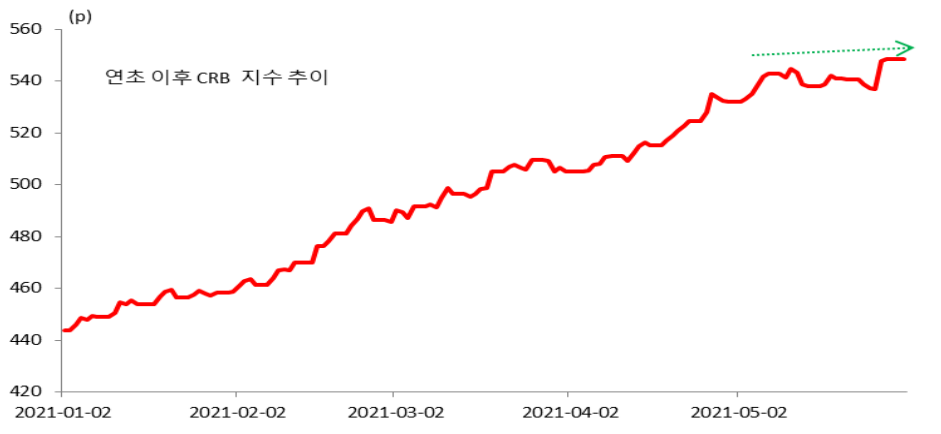
<그림 5> 미국도 수요 측면의 인플레이션 압력은 아직 높지 않은 상황



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

요즘 논쟁이 한창인 공급 측면 인플레이션 압력이 문제이다. 필자는 공급 측면의 인플레이션 압력이 지속적으로 확대될 확률은 낮다고 본다. 아직 단정할 수는 없지만 원자재 가격의 대리변수로 볼 수 있는 CRB 지수가 5 월 들어서 부터는 기존의 상승세에서 플랫폼해지는 양상을 보이고 있다는 점에 주목하고 있다(<그림 6> 참조). 원자재 최대 수요국인 중국이 최근 급등한 원자재 가격으로 인한 부담이 커지고 있어 정책 당국이 사재기 규제 스탠스를 보이고 있기 때문이다. 좀 더 지켜볼 사안이지만 그러한 정책 규제가 유지되는 가운데 하반기 경제 성장 모멘텀이 상반기보다 둔화되는 국면으로 접어들면 기존의 원자재 수급 불균형은 다소 완화될 가능성이 높아질 것으로 기대한다. 여기서 미국 소비자물가지수가 4~5 월이 베이스 효과가 가장 큰데 원자재 가격이 전술한 흐름으로 이어진다면 하반기 소비자물가 상승률은 2 분기 보다 둔화되는 쪽으로 흐름 확률이 높다는 점을 고려할 필요가 있다.

<그림 6> 5 월 들어 주춤해 진 원자재 가격 상승세



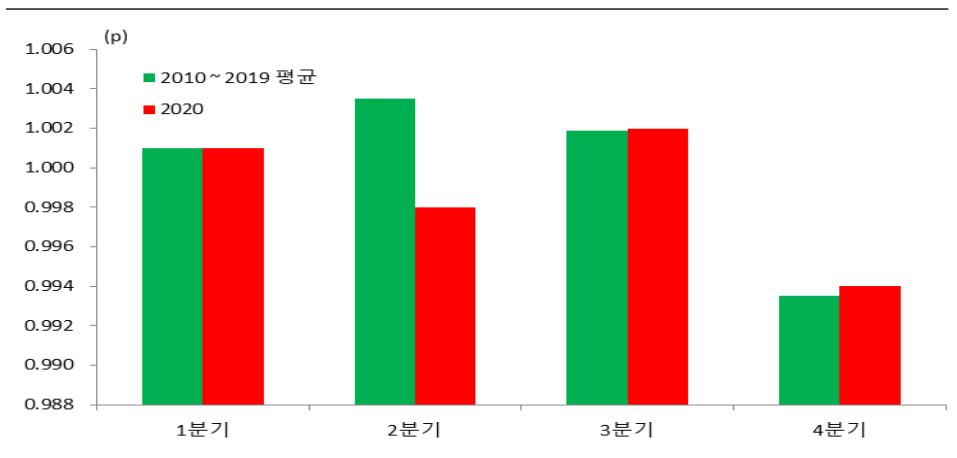
자료 : Dataguide

기존의 대규모 실업급여 프로그램이 9 월초에 종료되기 때문에 그 이전부터 노동 공급이 늘어날 개연성이 높다는 점도 미국 노동시장의 수급 불균형이 완화될 수 있는 기대 요인이다. 임금 상승 압력이 더 높아지지는 않을 수 있다는 것이다. 최근 차량용 반도체 공급량이 늘어나는 조짐을 보이고 있다는 점도 미국 소비자 물가 상승 압력을 낮추는 요인이 된다. 4 월 미국 소비자물가 상승에 크게 기여한 것이 중고차 가격 상승인데 차량용 반도체 공급량 확대가 자동차 생산 증가로 이어져 중고차 시장의 수급 불균형을 완화시키는 역할을 하게 된다는 것이다.

이렇듯 공급 측면에서의 병목 현상으로 인한 인플레이션 압력 확대 우려감은 정책적 규제와 점진적인 공급량 확대로 인해 길게 가지는 않을 것으로 예상한다. 전술한 바와 같이 미국 소비자물가지수의 베이스 효과가 가장 큰 4~5 월을 지나면서 물가 상승률의 흐름은 서서히 둔화되는 양상을 보일 확률이 높다고 예상한다.

한편 미국 소비자물가지수도 앞서 언급한 GDP 와 마찬가지로 분기별 계절성을 가진다는 점을 고려해 볼 필요가 있다. 통상적인 경우 미국 소비자물가지수의 계절인자 값은 하반기보다 상반기가 높은 것이 특징이다(<그림 7> 참조). 하반기에 할인 행사가 많기 때문이다. 그런데 코로나 사태가 발발한 작년의 경우 최악의 시기였던 2 분기에 계절인자 값이 2010~2019 평균치 대비 크게 하락하는 상황이 발생하였고, 3 분기와 4 분기는 평균치 대비 높게 나타났다. 정상화 과정으로 접어드는 금년부터는 물가 지수에 있어서도 작년에 얼그러진 계절적 요인이 정상화 과정을 밟게 될 것으로 예상한다. 이번 2 분기의 경우 작년 2 분기에 크게 낮았던 계절 인자가 2010~2019 평균치로 근접할 가능성이 높는데 이럴 경우 yoy 상승률은 크게 나타나게 된다. 그러나 3 분기, 4 분기는 작년 계절인자가 2010~2019 평균치보다 높아 금년 중에는 그 평균치 근처로 내려 올 확률이 높다는 점에서 물가 상승 속도는 2 분기보다는 둔화될 것으로 예상해 볼 수 있다. 이러한 점을 전술한 ① 하반기 경제성장 모멘텀 둔화, ② 수요 및 공급측면 인플레이션 압력에 대한 판단과 함께 고려하면 하반기 미국 소비자물가 상승률은 2 분기보다 더 높게 형성될 가능성은 낮다는 판단이다. 2 분기를 피크로 서서히 둔화될 것으로 예상한다.

<그림 7> 미국 소비자물가지수의 계절인자 값



주 : 계절인자에는 불규칙 요인이 포함

자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

앞서 언급한 미국 경제의 하반기 경제성장률, 소비자물가 상승률 예상 경로를 종합해 볼 때 미국 금리(장기 금리)는 2/4 분기말 또는 3/4 분기 초에는 고점을 보일 가능성이 높지 않나 생각한다. 5 월 소비자물가 지수가 발표되는 6 월, 2/4 분기 경제성장률의 윤곽이 잡히는 7 월 경에 향후 통화정책의 방향성이 기존보다는 매파적으로 변화될 가능성이 있다고 보는데 그 시기 즈음에 미국 장기 금리는 피크를 형성할 것으로 예상한다.

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.