

## 2022/2 Market Pulse

### 이제 막 시작된 금리인상과 시장 경련

#### 연준의 금리 정상화 과정은 이제 시작

지난 금요일 발표된 미국의 1월 고용지표(non-farm payroll)는 오미크론 변이의 확산에도 시장의 예측을 훨씬 뛰어넘는 467,000명의 신규채용을 기록하였다. 한편, 고용시장의 활황에 따라 노동시장 참여율이 증가하면서 실업률은 약간 증가한 4%를 기록하였다. 연준의 초미의 관심사인 임금상승률은 전년대비 5.7% 상승하며 전달 4.7% 상승에서 상승세가 가팔라지고 있는 모습이다. 이번 고용지표는 연준의 정책금리 조기 정상화 의지를 더욱 강화할 것이다

코로나 위기 발생 후 연준은 물가안정과 성장의 두가지 정책목표 중 성장에 초점을 맞춘 통화정책을 작년 3/4분기까지 펼쳐왔다. 하지만 작년 하반기부터 고용시장이 완전고용 수준에 도달하며 임금의 급격한 상승을 유발하기 시작하고 일시적이라고 진단했던 코로나 초기 인플레이션 압력이 예상과 달리 지속되면서 정책목표를 수정하기 시작했다. 연준의 정책목표가 인플레이션으로 급격히 이동한 것이다. 현재의 고용시장 상황과 인플레이션 추세는 연준이 빠른 속도로 정책금리를 적어도 중립적인 수준까지 끌어올리고 금융여건지수를 긴축으로 조정할 것을 주문하고 있다. 연준이 중립적 정책금리 수준을 2.5% 정도로 평가하고 있다는 점을 고려할 때 앞으로 연준의 금리인상 속도가 기존의 예상보다 더욱 빨라질 것으로 보인다.

지난달 하순 전세계 주식시장은 미 연준의

빨라진 정책금리 인상속도와 높아진 금리수준을 반영하며 한때 20% 가까이 하락하기도 하였다. 또한 미 국채시장은 단기금리 뿐 아니라 10년물을 포함하는 중장기 금리도 급격히 상승하였다. 그럼, 이번 조정을 통해 주식, 채권시장은 연준의 금리인상 속도와 최종 금리수준을 충분히 반영하고 있는지가 올 상반기 시장 전망을 결정할 것이다.

#### 공급측면에서 시작된 인플레이션

코로나 위기로부터의 경제회복국면에서 미국 뿐 아니라 금융위기 후 디플레이션 위협에서 좀처럼 벗어나지 못했던 유로경제권까지 주요 경제권은 모두 인플레이션이 급격히 상승하는 색다른 경험을 하게 된다. 인플레이션 압력이 빠르게 증가함에 따라 서머즈 재무장관을 포함한 일부 경제학자들은 이미 2020년 하반기부터 연준에 금리인상과 통화긴축을 통하여 통화신용정책을 신속히 정상화할 것을 주문하여 왔다. 한편, 연준은 인플레이션 압력이 글로벌 공급망 붕괴에 따른 일시적 현상이기 때문에 백신의 보급과 함께 경제활동이 정상화되면 인플레이션 압력은 자연히 해소될 것이라는 입장을 지난해 3/4분기까지 견지해왔다. 물론 작년 12월을 기점으로 연준은 더이상 현재의 인플레이션이 일시적이라는 용어를 사용하고 있지 않다.

공급측면에서 시작된 인플레이션은 70년대 오일쇼크를 제외하면 거의 한번도 경험해보지 못한 현상이다. 따라서 전망치 오차가 커

#### ☞크레스트아시아자산운용

"Market Pulse"에 실린 전망과 투자 의견은 리서치 의견이며 크레스트아시아 자산운용팀의 운용전략과는 일치하지 않을 수도 있습니다.

질 수 밖에 없다. 코로나 확산으로 인한 경제 활동 봉쇄조치는 글로벌 공급망 붕괴로 이어져 중국 및 아시아로부터의 부품 공급이 차질을 빚는 1단계 인플레이션을 일으켰다. 여기에 선진국들의 봉쇄조치로 소비패턴이 서비스에서 상품으로 급격히 이동하게 되면서 초과수요에 의한 2단계 인플레이션이 발생하게 되었다. 또한 정부의 적극적인 재정지출은 가계의 이전소득을 증가시킴으로써 상품소비를 더욱 부추이게 된다.

공급망 붕괴와 상품에 대한 초과수요로 발생한 코로나 초기단계의 인플레이션은 한단계 더 상승하며 3단계로 접어든다. 상품생산의 투입요소인 원유를 비롯한 원자재 가격이 금융위기 후 지속된 가격하락으로 인한 투자부진에 더하여 지난 몇년 활발히 도입된 ESG개념에 의해 신규자금 유입이 크게 감소하게 되면서 더욱 악화된 공급부진에 시달리며 구조적 가격상승세로 접어든 것이다. 원자재 공급부족과 가격상승은 생산자물가상승으로 이어졌고 상품에 대한 초과수요는 생산자와 유통업자들로 하여금 소비자에게 가격인상을 전가할 수 있도록 하였다. 금융위기 이후 좀처럼 보기 어려웠던 가격결정력을 상품생산자와 유통업자들이 갖게 된 것이다.

인플레이션 압력은 전년 대비 물가상승세로 측정되기 때문에 원자재와 상품가격은 균형 가격에 근접하게 되면 높은 가격수준을 유지하더라도 전년대비 상승률은 하락한다. 또한 경제활동이 본격적으로 재개되면 상품공급은 좀더 원활해지는 반면, 상품의 초과수요는 서비스수요로 이동하면서 균형가격 자체가 낮아질 수도 있다. 따라서 좀더 긴 안목으로 보면 올 상반기를 기점으로 인플레이션 압력은

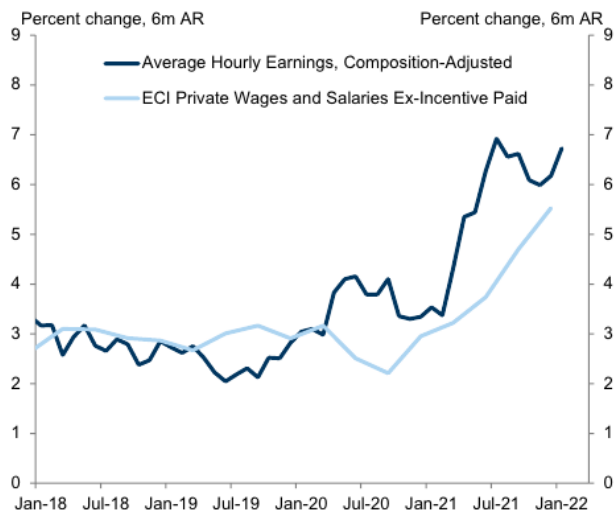
점차 낮아질 것으로 예상된다. 여기까지는 주요 중앙은행들이 견지했던 인플레이션은 일시적이라는 진단과 일치한다. 인플레이션이 수요가 충분히 회복되지 않았음에도 공급차질에서 촉발되었다는 점은 중앙은행들의 인플레이션에 대한 운신포를 제한할 수 밖에 없었다. 인플레이션이 경기과열로 인한 초과수요에 의해 발생한 것이라면 정책대응은 당연히 금리인상과 긴축을 통한 수요억제에 초점을 맞출 수 있다. 하지만 경제가 충분히 회복되지 못한 상황에서 발생한 공급차질로 인한 인플레이션에 대한 대응책은 통화긴축에 의한 수요억제보다는 일시적으로 높은 수준의 인플레이션을 용인하는 인내심을 필요했다. 백신보급과 함께 경제활동이 재개되면서 공급망이 정상화되는 과정을 기다릴 수밖에 없었던 것이다.

그런데 공급차질이 상품과 원자재 시장 뿐 아니라 경기회복세가 지속되면서 고용시장과 주택시장에서도 발생하며 인플레이션 추세를 좀더 구조적으로 변화시키게 되었다 반면 중앙은행들이 백신보급과 함께 빠른 속도로 정상화될 것으로 기대했던 상품공급망은 코로나 변이 발생이라는 변수가 작용하며 병목현상이 지속되었다. 임금과 주택시장 모두 연준의 인플레이션 모니터링 기준이 되는 개인소비지출 가격지표 상승률에 상대적으로 큰 영향을 끼친다. 임금과 주택가격은 상승추세가 한번 시작되면 쉽게 꺾이지 않는다는 점에서 인플레이션 압력이 상당기간 지속될 가능성이 높아진 것이다.

미국의 경제활동참가율은 코로나 위기 발생으로 하락한 이후 좀처럼 위기 전 수준까지 회복하지 못하고 있다. 현재 경제활동참여율

은 코로나 위기 전과 비교할 때 1.2%p 낮은 수준으로 250만명 정도 모자란 수준이다. 이 중 노령화에 따른 은퇴 등 경제활동참여율을 낮추는 자연적 요소들을 고려할 때 약 170만명 정도가 아직 경제활동에 복귀하지 않은 것으로 골드만삭스는 평가한다. 골드만삭스는 170만명 중 약 100만명 정도가 올해 말까지 경제활동을 재개하고 나머지는 내년 이후에나 복귀할 것으로 전망한다. 경제활동참여율이 전반적으로 낮은 수준을 벗어나지 못하면서 고용시장 수급 불균형이 지속될 것으로 보인다. 노동력 공급부족은 임금상승으로 이어지고 있는데 현재 전년대비 6% 수준의 임금상승률이 올해말에도 5% 수준을 유지하며 크게 하락하지 않을 것으로 예상된다. 5% 수준의 임금상승률은 연준의 2% 평균 인플레이션 목표치를 크게 위협하는 상황이기 때문에 연준이 현재 시장의 전망보다 훨씬 더 적극적인 긴축정책을 실시한다 하여도 놀랍지 않다.

그림 1: 미국 임금상승률 6% 수준 지속



출처: US Bureau of Labor Statistics, Goldman Sachs Global Research

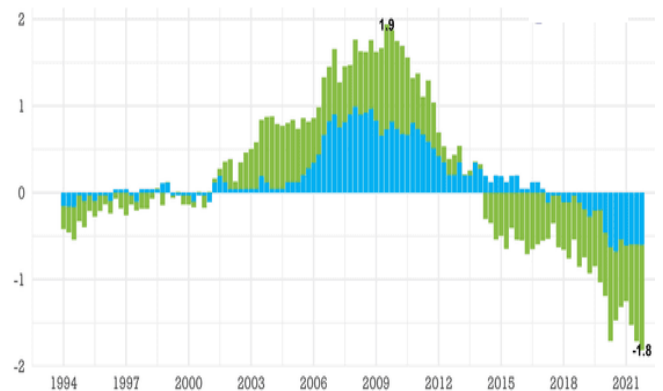
주택시장은 코로나 위기 발생 후 재택근무 활성화 등으로 근무환경이 변화하며 교외주거 수요가 증가한데 반하여 코로나 위기 전부터 이어진 공급차질이 더욱 악화되면서 가격상승으로 이어지고 있다. 또한 연준의 금리 인상 예고에도 불구하고 절대적으로 낮은 금리 수준은 주택수요를 더욱 부추이는 상황이다. 주택공급 부족이 단기간에 해결되기 어렵다는 점은 인플레이션의 장기 지속 가능성을 예고한다.

그림 2: 미국 주택시장 수급불균형 악화

U.S. housing has gone from oversupply to undersupply

U.S. vacant housing over/undersupply

■ For-Rent Inventory (Millions) ■ For-Sale Inventory (Millions)



출처: @lenkiefner, Freddie Mac, Daily Shot

점점 빨라지는 연준의 긴축정책

미 연준은 작년 12월을 기점으로 인내심의 한계를 드러내며 통화정책의 초점을 인플레이션으로 급격히 선회했다. 미국 경제는 이미 추세성장율을 훨씬 뛰어넘는 회복세를 보이고 있다. 뒤늦게 연준은 성장보다 인플레이션 억제에 초점을 맞추어 통화정책을 빠른 속도로 정상화시켜야 하는 상황에 처하게 된 것이다. 한번 시작된 임금상승세과 주택가격상승세는 좀처럼 쉽게 꺾이지 않을 전망이다 반면 연준의 금리인상과 양적긴축은 시차를 두

고 효과를 나타낼 수 밖에 없기 때문에 연준은 서두를 수 밖에 없는 입장이다.

**인플레이션과 성장 사이**

연준의 긴축정책은 결국 수요를 억제하며 성장률을 떨어뜨린다. 이미 미국을 비롯한 선진 경제권의 성장률은 작년 여름을 기점으로 하락세에 접어들었다. 하지만 미국의 고용시장이 과열기미를 보이고 있고 경기 모멘텀이 꺾이기는 했으나 올 하반기에도 성장률이 장기평균보다 높은 수준을 기록할 것으로 전망되어 당분간 연준의 정책 정상화 과정은 거침없이 진행될 듯하다. 유럽중앙은행 역시 올 하반기를 시작으로 연준의 긴축을 쫓아갈 기세이다.

**연준은 장기금리 전망을 더욱 높이려 할 듯**

미국의 지난 달 임금상승률과 소비자물가상승률이 이미 높이 형성된 시장예상치를 초과한 것으로 발표되면서 채권시장은 연준이 다음달 FOMC회의에서 50bp 정책금리 인상을 단행할 가능성을 반영하기 시작했다. 또한 올해 안에 연준이 25bp씩 다섯차례에 걸쳐 금리를 인상할 가능성도 반영되기 시작했다. 필자는 3월 50bp 금리인상은 주식, 채권시장에 충격을 줄 가능성이 있고 연준이 정책오류를 시인했다는 시그널을 시장에 보내면서 투자자 패닉을 초래할 위험이 있기 때문에 현재로선 확률이 크지 않다고 생각한다. 50bp 인상은 또 다른 정책오류의 여지를 높일 수 있는 것이다. 따라서 연준은 매번 FOMC회의에서 25bp씩 금리를 인상하면서 금리인상 사이클이 상당기간 지속될 것이라는 시그널을 통해 시장의 장기금리전망을 정상화시키려 할 것이다. 금융여건지수의 주요 요소이며 자산

가치 평가에 가장 중요한 기준이 되는 미국 채 10년물 금리는 아직 2%에 못미치며 10년물과 2년물의 장단기 금리차는 연준의 긴축 선회와 함께 오히려 축소되는 현상을 보이고 있다. 따라서 연준은 연속적 금리인상이 나타내는 시그널을 통해 10년물 금리전망을 끌어올리려 할 것이다. 연준의 중립적 정책금리 수준을 2.5%로 평가할 때 10년물 금리는 적어도 2.5% 이상으로 끌어올려 금융여건을 긴축으로 의미있게 조정하길 원할 것이다.

**그림 3: 미 국채 장단기 금리차 축소**



골드만삭스의 미국 금융여건지수 (GS US Financial Conditions Index)의 구성요소는 연준의 정책금리, 미 국채 10년물 금리, BBB회사채 금리 스프레드, S&P 500 지수와 무역가중 달러인덱스로 구성되는데 이중 국채 10년물 금리와 회사채 금리 스프레드가 85%이상의 비중을 차지하는 가장 중요한 요소이다. 연준이 목표로 하는 긴축 수준을 금융여건지수로 측정한다면 골드만삭스는 금융여건지수를 적어도 50bp이상 긴축으로 돌려야 경제성장율을 장기추세에 근접시킬 수 있을 것으로 평가한다. 이는 S&P 500이 기록한 이달 초

저점에서 10%수준의 추가 하락을 의미한다. 실제 금융여건지수의 움직임은 추가하락 한 가지 요소에 의해 견인되기보다는 5가지 요소가 상호작용하면서 복합적으로 견인한다는 점에서 50bp 정도의 금융여건지수 긴축은 추가의 추가하락, 회사채 금리스프레드 확대, 국채 10년물 금리 상승과 달러 강세로 나타날 가능성이 크다.

그림 4: 미국 금융여건지수 긴축으로 쓸리기 시작



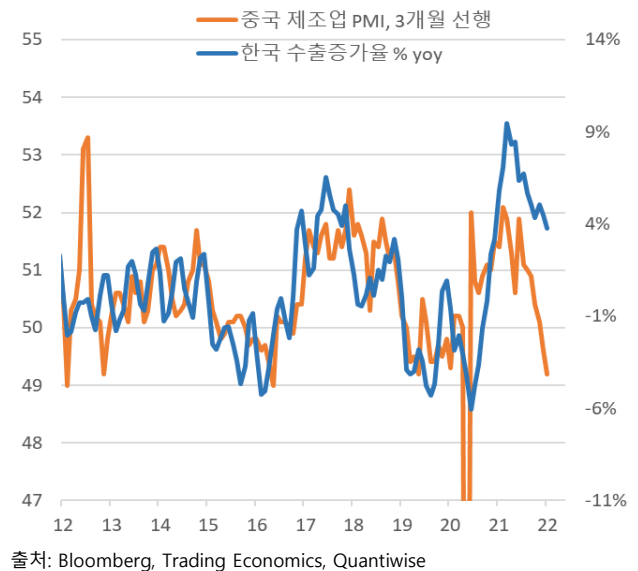
### 한국경제는 쉽지 않은 도전에 직면

2020년부터 이어진 원자재가격 상승으로 인해 작년 12월부터 우리나라의 무역수지는 이미 적자를 기록하고 있다. 오미크론 변이 확산세가 이미 미국, 유럽 등지에서는 정점을 지나며 기온상승과 함께 경제활동이 본격적으로 재개될 전망이다. 그동안 상품소비로 쓸려 있었던 가계소비행태는 급격히 서비스소비로 쓸리게 될 것이다. 소비행태의 변화는 미국의 상품가격 상승세를 완화시키는 효과를 나타내겠지만 상품수출국인 우리나라의 수출전망은 크게 흔들릴 수 있다. 또한 우리나라의 오미크론 변이 확산세도 2월말 3월초를 기점으로 수그러들게 되면 2/4분기를 기

점으로 서비스수지가 급격히 악화되는 상황이 나타날 수도 있다. 경상수지의 악화는 원화의 추가약세와 외국인 자금유출로 이어질 수 있다.

우리나라 수출의 또다른 축인 중국경제의 전망이 크게 나아지기는 어려운 것으로 평가된다. 이미 중국의 기업경기실사지수는 하락세를 지속하고 있고 코로나로 인한 상품특수가 마무리 되면서 제조업경기는 더욱 악화될 전망이다. 중국정부의 경기부양책이 기대되기는 하나 건설업 등의 부실채권과 급증한 부채규모를 감안할 때 지난 10년간 보았던 대규모 부양책은 기대하기 어렵다. 또한 제로 코로나 정책은 오미크론 변이로 인해 탈출전략이 당분간 보이지 않고 있어 내수경기의 본격적 회복도 쉽지 않을 전망이다.

그림 5: 중국경제의 지속적 하강



우리나라의 경제는 아직도 장기성장추세에 못미치는 회복세를 나타내고 있는 반면 원자재와 농산물을 비롯한 수입물가의 지속적인 상승은 국내 인플레이션 압력을 전방위로 확산하고 있다. 여기에 코로나 위기 후 경기회

복세를 이끌어 왔던 수출은 전망이 어두워지고 있다. 또한 작년 주요기업들의 실적이 사상최고치를 기록하자 MZ세대를 중심으로 분배에 대한 욕구가 폭발하면서 촉발된 임금상승세가 심상치 않다. 실제 주요 수출기업들의 올 실적전망치가 지속적으로 하향조정되고 있다.

한국은행은 경기하강과 인플레이션의 동시 발생이라는 정책 딜레마에 처한 것이다. 연준은 현재의 경기상황을 고려할 때 충분한 긴축정책의 여지를 확보하고 있는 반면 한국은행은 그렇지 못하다. 한국은행의 금리인상 폭은 제한될 수 없으며 올해를 기점으로 미 금리와의 역전이 전망된다.

### 인플레이션, 가치주 그리고 성장주

올 상반기 주식시장 키워드는 계속되는 원자재 가격상승과 인플레이션 그리고 미 금리상승으로 인한 밸류에이션의 재평가 과정이다. 금리상승은 특히 실적이 크게 나아지고 있지 않은 성장주들의 밸류에이션에 하방압력으로 작용할 것이다. 공모주시장의 열기가 빠르게 식어가면서 성장주에 대한 환상도 무너질 것이다. 방어적 가치주로의 로테이션은 이미 작년 하반기부터 시작되었고 앞으로도 당분간 지속될 가능성이 높다. 반대로 본격적 경기하강세가 전망되는 하반기 이후에는 밸류에이션이 충분히 조정된 성장주에 대한 관심도 다시 필요할 것이다. 결국, 저성장 국면에서 성장주는 장기적으로 프리미엄에 거래될 수 밖에 없다.

**임 태 섭**  
수석전략가/경영학박사

**Disclaimer:**

---

본 자료에 수록된 내용은 리서치 의견이며 (주)크레스트아시아자산운용의 운용전략과 일치하지 않을 수도 있습니다. 본 자료의 견해는 자본시장의 상황에 따라 언제라도 변경될 수 있습니다. 본 자료는 당사 고객들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료는 어떠한 증권의 매수/매도에 관한 제안이나 권유가 아니며 그렇게 해석되어서도 안됩니다. 본 자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락없이 복사, 대여, 배포될 수 없습니다.

---