



잭슨홀 미팅의 주인공은 ‘스탠리 피셔’

2016. 08. 29

글로벌 자산배분
장화탁
02 369 3370
mousetak@dongbuhappy.com

잭슨홀 미팅을 어떻게 해석해야 할까? 열린 연준의장보다는 스탠리 피셔 연준부 의장에 집중하는 것이 혼란스럽지 않다. 열린 연준의장이 잭슨홀 미팅에서 행한 연설은 전문(보고서 Appendix 참조)만을 가지고는 Fed의 스탠스를 단언하기 힘들다. 최근의 경제상황 및 전망과 관련된 부분에 초점을 맞출 경우에는 기준금리 인상과 관련해서 때때로 해석할 수 있다. 반면 새로운 통화정책도구를 미래 경기하강과 관련해 언급한 부분에 초점을 맞춘다면 비둘기파적으로 보일 수 있다. 데이터 의존적인 정책결정에 초점을 맞춘다면 이전의 정책 스탠스와 크게 바뀐 것이 없다고 생각할 수도 있다. 결론적으로 잭슨홀 미팅에서 열린 연준의장이 행한 연설은 다양한 해석이 가능하기 때문에 누군가 이를 결론 내줘야만 한다. 그리고 스탠리 피셔 연준부 의장이 그 역할을 했다.

스탠리 피셔 연준부 의장이 누구인가? 버냉키 전 연준의장의 스승일 뿐만 아니라 전세계 중앙은행 총재의 절반은 피셔 연준부 의장이 훈련시켰다는 말까지 나올 정도이다. 연준 부의장을 지내기 이전에는 이스라엘의 중앙은행 총재였으며, IMF, 세계은행에서 전세계 경제를 분석했다. MIT 교수로 수많은 제자들을 키웠으며, 그리고 현 연준의장이 열린 14년에 삼고초려 끝에 피셔를 연준 부의장으로 영입했다. Fed 이사로서 공식업무를 시작한 이후에는 ‘상당기간’이라는 저금리 표현 삭제, 15년말의 금리인상, 그리고 이밖에 시장의 생각과 연준의 스탠스에 괴리감이 크다고 여겨질 때는 이를 해소시키는 역할을 맡았다. 통화정책 변곡점에서 ‘연준의 입’ 역할을 한 것이다. Fed 1인자인 의장은 만약의 사태에 대비해야 하기 때문에 지나치게 명확한 신호를 주면 안 된다. 상황이 급작스럽게 변했을 경우 기존의 말을 바꾸기 어렵기 때문이다. 반면 Fed 2인자인 피셔 부의장의 경우엔 시장이 인정할만한 영향력을 지녔지만, 상황이 바뀌었을 경우에는 연준의장이 나서서 해결하면 된다. 따라서 최근 같이 스탠리 피셔 연준부 의장이 작심하고 말을 하는 경우에는 그만의 생각이 아니고 연준의 잘 짜여진 대본에 의해 움직이고 있다고 봐야 한다.

잭슨홀 미팅 일주일전에 갑작스럽게 등장한 피셔 부의장의 경제에 대한 시각은 다음의 내용에서 알 수 있다. 1) 연준이 물가의 기준으로 삼는 핵심개인소비지출 물가는 1.6%인데 이는 목표치인 2.0%에서 부르면 들리는 곳에 있다. 그리고 이미 핵심소비자물가는 2%를 넘어서었다. 2) 실업률을 안정적으로 유지하는데 필요한 신규고용 추정치는 대략 7.5만명 ~ 15만명 이다. 3) 최근 미국의 GDP성장을 부진은 재고소진에 의한 부분이 크다. 4) 노동생산성 하락은 고용증가대비 생산이 부진하기 때문이다. 5) 구조적이고 장기적인 문제에 대해서는 통화정책만을 가지고 해결하는 데는 한계가 있다.

빌 그로스는 스탠리 피셔를 옐런과 꼭 닮은 비둘기라고 평가했다. 그런 피셔 부의장이 옐런 연준의장의 연설을 두고 연내 두 차례 금리인상 가능성을 명확히 했다고 평가했다. 그리고 빌 그로스는 조건을 달기는 했지만 9월 금리인상 가능성을 열어둬야 한다고 언급했다. 만약 11월에 미국 대선이라는 이벤트가 없었다면 당사도 9월을 금리인상 시점으로 제시했을 것이다. 최근 미국의 경제지표를 보면 당위론적 측면에서 9월 금리인상 주장이 가능하다. 다만 개연성 측면에서는 9월보다는 12월 금리인상 가능성이 높다는 기존 View를 유지한다. 이번 보고서에서 전달하고 싶은 내용은 “미국 금리인상 시점이 9월이다, 12월이다”와 같이 금리인상 시점 예측이 아니다. 왜 갑자기 비둘기파적인 피셔 부의장이 금리인상과 관련해 보다 명확한 신호를 보내려고 할까? 와 같은 근본적인 질문이다. 미국 경기 사이클이 하반기 들어 1년 반 만에 상승 전환했기 때문이라고 생각한다. 그리고 이번 사이클은 이전과는 달리 물가 정상화를 동반할 가능성이 높기 때문이다. 따라서 시장이 이전과 동일하게 반응하지 않고 새로운 변화를 인식하도록 만들어 미래의 경기순환 진폭을 제어하기 위해서이다. 관련해 당사는 미국 주택공급 사이클 도래, 미국 주거비용 상승과 관련된 지표에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

결론적으로 잭슨홀 미팅 이후의 투자는 옐런 연준의장보다는 피셔 연준부의장의 생각을 염두에 두고 전략을 펼쳐야 한다. 단기적으로는 미국 금리인상 가능성 확대로 금리의 상방압력 증가, 이와 연관된 자산시장 변동성 확대가 발생할 수 있다. 중장기적으로는 미국의 디플레 탈출과 미국 경기 사이클 상승에 따른 긍정적인 파급효과(spillover effect)에 주목해야 한다. 따라서 미국 통화정책 정상화와 관련해 일시적으로 자산시장이 혼란을 보인다면 이는 위기보다는 기회 요인으로 활용하는 전략이 필요하다.

Appendix: 엘런 연준의장 잭슨홀 미팅 연설문 중요 내용 요약

현재 경기상황과 전망

기업 투자는 여전히 약세를 유지하고 있고 해외 수요 부진과 2014년 중순 이후 지속되고 있는 달러 강세로 수출은 억제되고 있지만 미국 경기는 확장세를 이어가고 있습니다. 이는 가계 소비의 견고한 성장에서 기인하고 있습니다. 급격한 경제성장은 없었지만, 노동 시장에서의 개선을 만들어내기에는 충분했습니다. 월별로 변동이 있었지만, 지난 3달간 신규취업자는 평균 19만 명을 기록하였습니다. 실업률은 올해 5% 수준으로 일정하게 유지되었음에도 불구하고, 넓은 수준의 노동 지표들은 개선되었습니다. 물가상승률은 에너지와 수입 가격 하락의 일시적인 영향으로 FOMC 목표치였던 2%를 하회하였습니다.

FOMC는 노동 시장의 추가 개선, 그리고 향후 몇 년 이내에 2% 이상의 물가상승률 등에 힘입어 실질 국내 총생산의 완만한 성장을 기대하고 있습니다. 이러한 경제전망을 기반으로, FOMC는 연방기금금리의 점진적인 상승이 고용과 물가상승률 목표치를 달성하고 유지하는 데에 적절할 것이라고 예상하고 있습니다. 지속적인 노동시장의 성장과 경제 활동 및 물가상승에 대한 우리의 전망에 기초하여, 저는 기준 금리의 인상 가능성이 몇 달 사이에 증가하였다고 믿습니다. 물론 우리의 결정은 항상 향후 지표가 위원회의 전망에 부합하는지에 달려있습니다.

언제나 그렇듯, 경제 전망은 불확실하고, 통화정책은 확정적인 것이 아닙니다. 무엇이 우리 경제를 뒤흔들던간에 통화정책은 그에 대응해야 하기 때문에 연방기금금리를 어떻게 발전시킬지를 예상하는 우리의 능력은 제한되어 있습니다. 쇼크가 발생하여 경제 전망이 변했을 때, 통화 정책은 조정될 필요가 있습니다. 그러나 우리는 다양한 환경 변화에 대응할 수 있는 정책 수단을 원하고 있습니다.

이제 어디로 가는가?

지급준비금 이자를 활용하는 것은 향후 몇 년간 중요한 역할을 할 것으로 기대됩니다. FOMC가 최근의 의사록에서 언급하였듯이, 연방기금금리 상승 과정이 순조롭게 진행된 후에, 우리는 증권 자산의 원금 상환금 재투자를 중단할 것입니다. 일단 우리가 재투자를 중단하고 나면, 우리의 자산과 그들을 조달하기 위해 사용된 지급준비금이 보통의 수준으로 내려오는 데까지 수년이 걸릴 것입니다. 그러나 지급준비금 양이 급격하게 축소된 이후에도 초과 지급준비금 이자율은 여전히 비상 대비 도구로서 중요한 역할을 할 것입니다. 우리는 연방기금금리가 장기적으로 3% 수준에서 정착할 것이라고 예상합니다.

저는 자산 매입과 선제적 안내가 연준의 정책 도구로서 중요한 역할을 유지할 것이라고 생각합니다. 하지만 이 도구들은 만병통치약은 아니기 때문에 미래 정책입안자들이 길어지고 있는 경기 침체를 다루는 데에 적절하지 않을 수도 있습니다. 이런 이유로, 정책입안자들과 사회는 강한 경제를 만들기 위해 추가적인 옵션 도구들을 바랄 수도 있습니다.

통화정책적인 측면에서, 미래의 정책입안자들은 다른 중앙은행들이 사용한 추가적인 도구를 사용하기를 고민할 수 있습니다. 하지만 이런 정책을 연준의 통화정책 도구에 포함시키는 것은 비용과 이익을 고려하여 조심스럽게 이루어져야 합니다. 예를 들면 정책입안자들은 더 광범위한 자산을 구입하고 싶을 수 있습니다. 몇몇은 FOMC의 2% 물가상승률 목표치를 높이거나 명목 GDP 목표설정과 같은 대안적인 통화정책 체계를 제안하기도 했습니다. 그러나 그들이 조사하기에 중요한 주제임에도 불구하고 FOMC는 이러한 추가적인 도구와 정책 체계들을 고려하고 있지는 않습니다.

Current Economic Situation and Outlook

U.S. economic activity continues to expand, led by solid growth in household spending. But business investment remains soft and subdued foreign demand and the appreciation of the dollar since mid-2014 continues to restrain exports. While economic growth has not been rapid, it has been sufficient to generate further improvement in the labor market. Smoothing through the monthly ups and downs, job gains averaged 190,000 per month over the past three months. Although the unemployment rate has remained fairly steady this year, near 5 percent, broader measures of labor utilization have improved. Inflation has continued to run below the FOMC's objective of 2 percent, reflecting in part the transitory effects of earlier declines in energy and import prices.

Looking ahead, the FOMC expects moderate growth in real gross domestic product (GDP), additional strengthening in the labor market, and inflation rising to 2 percent over the next few years. Based on this economic outlook, the FOMC continues to anticipate that gradual increases in the federal funds rate will be appropriate over time to achieve and sustain employment and inflation near our statutory objectives. Indeed, in light of the continued solid performance of the labor market and our outlook for economic activity and inflation, I believe the case for an increase in the federal funds rate has strengthened in recent months. Of course, our decisions always depend on the degree to which incoming data continues to confirm the Committee's outlook.

And, as ever, the economic outlook is uncertain, and so monetary policy is not on a preset course. Our ability to predict how the federal funds rate will evolve over time is quite limited because monetary policy will need to respond to whatever disturbances may buffet the economy. In addition, the level of short-term interest rates consistent with the dual mandate varies over time in response to shifts in underlying economic conditions that are often evident only in hindsight. When shocks occur and the economic outlook changes, monetary policy needs to adjust. What we do know, however, is that we want a policy toolkit that will allow us to respond to a wide range of possible conditions.

Where Do We Go from Here?

For starters, our ability to use interest on reserves is likely to play a key role for years to come. In part, this reflects the outlook for our balance sheet over the next few years. As the FOMC has noted in its recent statements, at some point after the process of raising the federal funds rate is well under way, we will cease or phase out reinvesting repayments of principal from our securities holdings. Once we stop reinvestment, it should take several years for our asset holdings--and the bank reserves used to finance them--to passively decline to a more normal level. But even after the volume of reserves falls substantially, IOER will still be important as a contingency tool, because we may need to purchase assets during future recessions to supplement conventional interest rate reductions. Forecasts now show the federal funds rate settling at about 3 percent in the longer run.

I expect that forward guidance and asset purchases will remain important components of the Fed's policy toolkit. That said, these tools are not a panacea, and future policymakers could find that they are not adequate to deal with deep and prolonged economic downturns. For these reasons, policymakers and society more broadly may want to explore additional options for helping to foster a strong economy.

On the monetary policy side, future policymakers might choose to consider some additional tools that have been employed by other central banks, though adding them to our toolkit would require a very careful weighing of costs and benefits and, in some cases, could require legislation. For example, future policymakers may wish to explore the possibility of purchasing a broader range of assets. Beyond that, some observers have suggested raising the FOMC's 2 percent inflation objective or implementing policy through alternative monetary policy frameworks, such as price-level or nominal GDP targeting. I should stress, however, that the FOMC is not actively considering these additional tools and policy frameworks, although they are important subjects for research.

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.