

Economy | 2023.08.29

**Economist 김승혁**

82-2-3774-0420

shkim@futures.co.kr

**I. 잭슨홀 리뷰**

# 잭슨홀 미팅 리뷰

## 흐린 하늘 아래에서 별자리를 따라 항해 중

- ▶ 근원 인플레이션이 아직 높은 상황에서 긴축 장기화 필요성은 여전
- ▶ 중립금리(R\*)는 불확실성이 높고 실질금리는 높은 상황
- ▶ 추세 이하의 성장과 노동시장 둔화가 피벗(PIVOT)의 선결조건

이번 잭슨홀 미팅에서 파월 연준의장은 신중했음. 불확실성이 여전히 높은 상황에서 긴축 구조를 유지하고자 했으며, data-dependent를 여전히 강조. 아직 고금리 상황을 벗어날 수 없는 이유는 미국의 경기 성장이 아직까지 견고하며 노동시장 역시 꾸준하게 타이트한 모습을 보여주기 때문. 파월 의장은 이 두 개의 요소가 통화정책 피벗의 선결조건이라 시사.

작년 9월 FOMC에서 파월 의장은 추세 이하의 성장을 피벗의 첫 번째 조건이라 언급. 다만 미국은 아직까지도 소비와 고용이 견고한 모습을 보이고 있음. 애틀란타 연은의 GDP Now는 금년 GDP 성장률을 5%대까지 예측하고 있으며 Fed 및 글로벌 IB들은 연내 미국 경기침체 진입 가능성을 공식적으로 배제. 고용시장 역시 리쇼어링이 진행되어 전세계 일자리가 다시 미국으로 복귀하고 있고, 코로나 이후 미국으로 유입되는 이민자 수가 감소한 것에 힘입어 여전히 많은 구인규모를 기록 중.

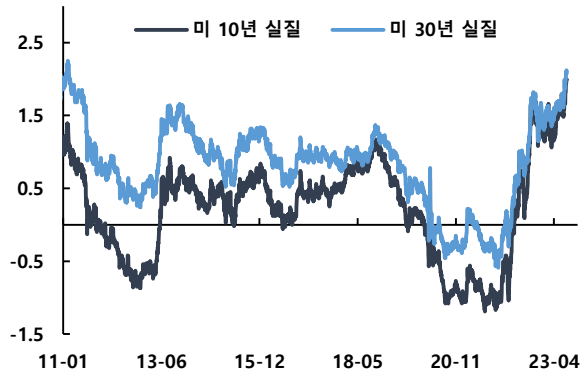
이처럼 현재의 미국 경제는 견고한 모습이나, 앞으로의 경제가 꾸준하게 좋을지는 미지수. 파월 의장이 지금의 통화정책을 “흐린 하늘 아래에서 별자리를 따라 항해하고 있다”고 표현한 이유. 연준 의장은 이번 잭슨홀 미팅에서 과소긴축뿐만 아니라 과잉긴축을 경계하는 태도를 분명하게 보임. 기준치에 미치지 못하는 긴축 정도를 유지해 인플레이션이 잡히지 않는 것도 문제가 될 것이나 지나친 긴축에 따라 경기가 무너지는 것 역시 우려하는 것. 우리는 흔히 이를 ‘사워실의 바보’에 빗대어 표현. 적당한 수준을 알지 못해 뜨거운 물과 차가운 물을 반복적으로 뜨는 모습에 비유한 것.

사워실의 바보가 되지 않기 위해 적당한 긴축을 하기 위해서는 기준이 필요하며, R\*라고 불리는 중립금리가 이 역할을 수행. 중립금리란 중장기적으로 경제가 감당할 수 있는 금리 수준을 의미하며, 인플레이션과 디플레이션 압력이 없는 성장률 수준을 이끌어 내는 금리를 뜻함. 최근 시장은 기준금리를 높은 수준까지 높였음에도 미국 경제가 견고한 것을 근거로 중립금리가 높아졌을 가능성에 주목. 중립금리가 높아졌을 경우 현재 2%로 고정해둔 물가 목표를 상향조정 하는 것이 수순일 수 있기에 이번 잭슨홀 미팅에서 중립금리 관련 파월 의장의 발언이 조명되었음.

그러나 파월 의장은 2% 목표물가를 달성하기 위해 충분하게 제약적인 통화정책을 유지할 것이라 발언하며 ‘중립금리 상승에 따른 목표물가 변경’이란 시장의 기대를 일축. 즉 Higher for Longer의 스탠스를 계속해서 견지하겠다는 의미. 이에 일부 시장 참여자들은 이번 잭슨홀 미팅이 매파적이었다 평가했고 실제 달러인덱스와 미 국채금리는 강세를 보임. (뒤에서 계속)

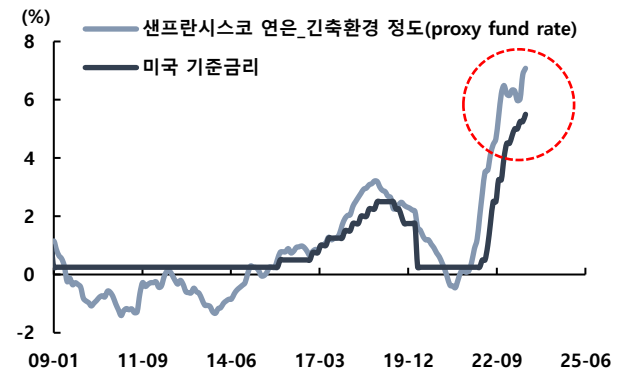
통화정책 외부시차가 언제부터 본격화 될지는 아직 미지수인 상황에서 연준이 이번에도 선택한 전략은 data dependent. 즉 이후 공개될 비농업고용지표 혹은 PCE 물가지수 등이 향후 연준의 통화정책 전략을 결정짓는 핵심 변수들이 될 것이란 의미. 이에 유연한 대응이 필요하며 한동안 시장은 예측의 영역 보다는 대응의 영역이 될 여지가 있음.

차트. 미국 채권 실질금리 (현재 추정 명목 중립금리는 2.5%)



출처: Bloomberg, NH선물 리서치센터

차트. 미국 연준은 지금의 금융환경이 긴축적 수준이라 판단



출처: Bloomberg NH선물 리서치센터

본 자료는 투자의 이해를 돕기 위해 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 작성되었습니다. 당사 고객들에게 배포되는 자료로서 본 조사자료의 내용은 당사의 리서치센터에서 신뢰할 수 있는 자료와 정보를 이용하여 작성한 것이며, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 투자자는 자신의 판단과 책임하에 투자를 하여야 하며, 본 자료는 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다. 그리고 파생상품은 높은 가격변동성으로 인해 단기간에 투자원금의 전부 또는 상당부분을 손실할 수 있습니다. 본 자료는 당사 홈페이지(www.futures.co.kr) 에서도 이용하실 수 있습니다.