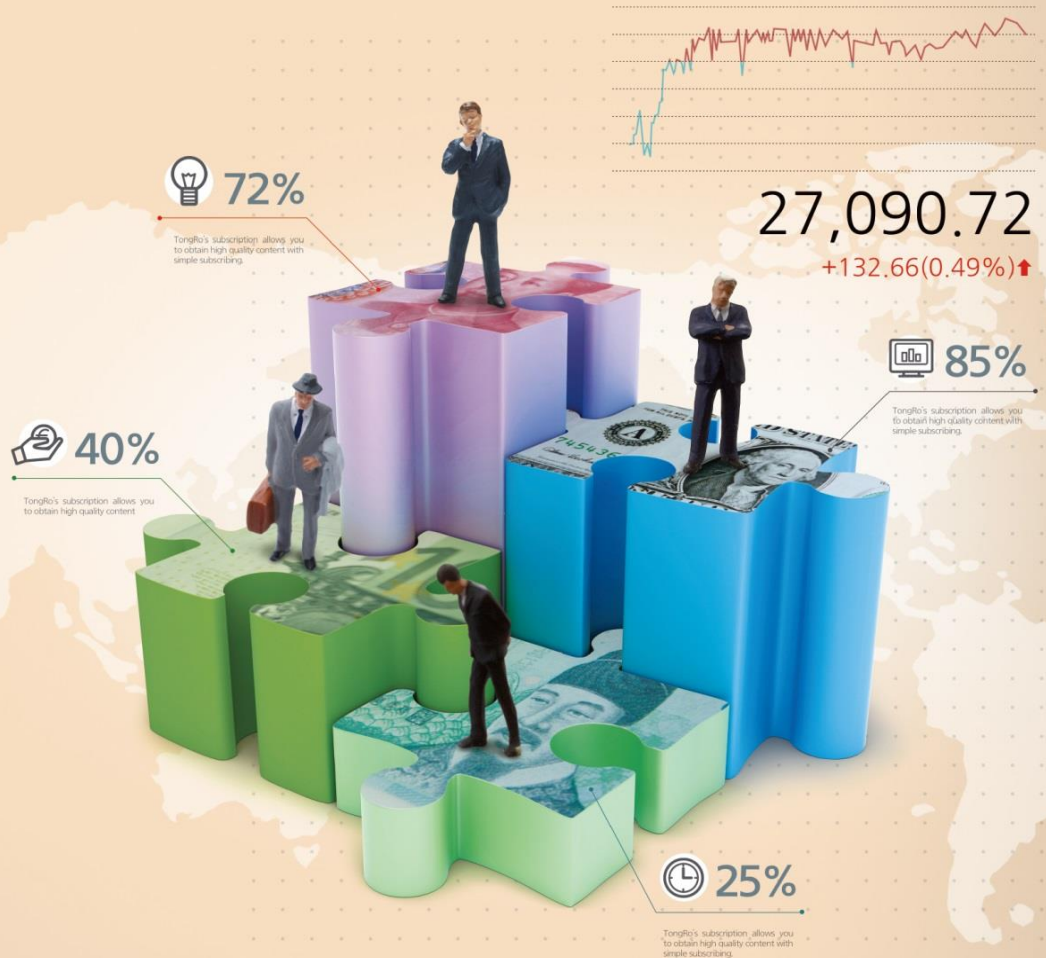


Fed Watcher

인플레이션 상승은 멈출 것인가?

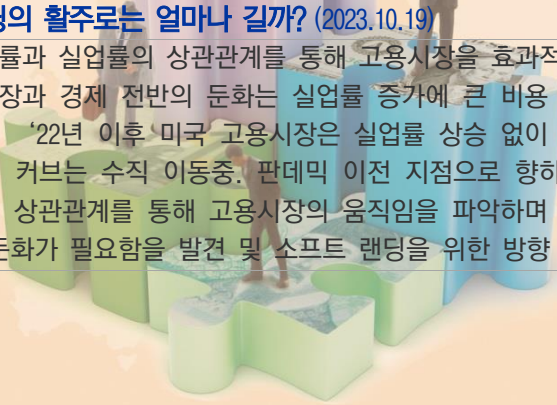
Part I Funds Watcher

Part II Fed/Issue Watcher Is Inflation on the Way Out or Here to Stay?



Money & Policy Tracker

	<p>사우디 국부펀드, 이슬람 채권 매각을 통해 35억 달러 조달 (2023.10.18) 4P</p> <p>사우디아라비아 국부펀드 PIF는 이슬람 채권(수쿠크)의 첫 판매로 35억 달러를 조달할 예정. 미국 국채 대비 120bp 높은 5년 만기 수쿠크를 22.5억 달러, 140bp 높은 10년 만기 수쿠크를 12.5억 달러만큼 발행. 사우디 정부의 5년 만기 수쿠크는 약 5.56%에 거래되고 있는데 비해 PIF는 이보다 50bp 높은 이자율을 제시. 한편 중동 분쟁 심화에 따라 미 국채 대비 사우디 채권의 스프레드는 15bp 가량 확대</p>
	<p>호주 국부펀드, 2022-2023년 포트폴리오 조정 발표 (2023.10.20) 5P</p> <p>호주의 국부펀드 Future Fund는 높은 인플레이션과 낮은 수익률에 대한 대응으로 포트폴리오 전반에 걸쳐 600억 달러 이상의 조정을 시행했다고 발표. 펀드 측은 새로운 투자환경이 야기하는 리스크에 대한 포트폴리오 복원력을 지속적으로 추구하는 것에 중점을 두었다고 밝히면서 호주 국내 자산에 대한 선호를 이어간다고 언급. 또한 인프라 및 목재 관련 투자는 증가한 데 반해 부동산 투자는 전년동기대비 감소</p>
	<p>캐나다 트뤼도 총리, 앨버타 주 단독 연기금 반대 (2023.10.19) 6P</p> <p>캐나다 트뤼도 총리는 앨버타 주의 캐나다 연금(CPP)을 이탈해 독립 연기금 설립에 반대. 앨버타 주는 기여도 대비 혜택이 적다는 보고서를 토대로 단독 연기금 설립 원함. CPP의 순자산은 '23년 6월 5750억 캐나다 달러. 앨버타 주는 '27년 기준 3340억 캐나다 달러에 자력이 있다는 주장. 결정은 앨버타 주 시민들에게 달렸으며, 앨버타 주 수상 대니얼은 이탈 확정 시 트뤼도 총리의 지지 기대</p>
	<p>영국 확정급여형(DB) 연기금들, 경제성장 기초 반대되는 움직임 (2023.10.20) 7P</p> <p>영국의 DB 연기금들이 영국 정부의 생산적 금융정책에 반대되는 행동을 보이고 있다고 WTW가 밝힘. 영 당국은 경제성장에 최우선적 비중을 두고 있으며 연기금들의 생산적인 자산 투자에 기대중. 하지만 생산적 자산은 유동성이 낮고 리스크 분배가 힘들어 DB들은 투자 중단 및 회수중. 영국 재무부는 최근 750억 파운드(910억 달러) 규모 투자 발표. 투자대상은 확정급여형(DC)과 지방 연기금들. DB는 포함되지 않음</p>
	<p>인플레이션 상승은 멈출 것인가? (2023.10.19) 9P</p> <p>'21년 3월 이후 인플레이션은 Fed의 목표치인 2%를 상회. '22년 6월 정점을 찍은 후 전년동기대비 PCE는 꾸준히 하락했지만 여전히 목표수준 웃돌. 향후 인플레이션의 방향성에 대해 점검해보기 위해 각 지출 별 추세와 개인저축 등의 여건을 살펴봄. 개인저축의 정보를 바탕으로 분석한 결과 지금까지의 추세가 지속된다면 '24년 상반기 말 무렵에는 저축의 초과분이 사라지고 인플레이션은 연간 2% 수준으로 떨어질 것을 전망. 다만 유가나 서비스 물가, 정부 적자 등 물가 상승 변수는 존재</p>
	<p>고용시장 소프트 랜딩의 활주로는 얼마나 길까? (2023.10.19) 15P</p> <p>베버리지 커브는 구인률과 실업률의 상관관계를 통해 고용시장을 효과적으로 바라볼 수 있음. 현재 노동시장과 경제 전반의 둔화는 실업률 증가에 큰 비용 없이 이례적인 경기 순환 진행중. '22년 이후 미국 고용시장은 실업률 상승 없이 높은 구인율을 보여주며 베버리지 커브는 수직 이동중. 팬데믹 이전 지점으로 향하는 국면. 이어 분리율과 구인율의 상관관계를 통해 고용시장의 움직임을 파악하며 과열된 고용시장에서 어느 정도 둔화가 필요함을 발견 및 소프트 랜딩을 위한 방향 제시</p>



Part I

Funds Watcher

글로벌 집행기관 동향

최근 업데이트 된 글로벌 집행기관들(국부펀드, 연기금, 대학기금 등)의 최신 동향을 요약, 정리 했습니다.

국부펀드 (Sovereign Fund)

- ✓ 사우디 국부펀드, 이슬람 채권 매각을 통해 35억 달러 조달
- ✓ 호주 국부펀드, 2022-2023년 포트폴리오 조정 발표

연기금 (Pension Fund)

- ✓ 캐나다 트뤼도 총리, 앨버타 주 단독 연기금 반대
- ✓ 영국 확정급여형(DB) 연기금들, 경제성장 기조 반대되는 움직임



Funds Watcher

사우디 국부펀드, 이슬람 채권 매각을 통해 35억 달러 조달 - 2023.10.18, 로이터

사우디 아라비아 국부펀드는 중동시장을 대상으로 한 조사에서 강한 수요를 이끌어낸 이슬람 채권의 첫 판매로 35억 달러를 조달할 예정이다.

거래에 관한 은행 문서에 따르면 PIF 는 수요일에 미국 국채 대비 120 베이스포인트(bp) 높은 5년 만기 이슬람 채권, 즉 수쿠크를 22억 5천만 달러, 미 국채 대비 140bp 높은 10년 만기 수쿠크를 12억 5천만 달러만큼 발행했다.

5년 만기 트랜치는 140억 달러 이상의 수요를, 10년 만기 트랜치는 100억 달러 이상의 주문을 이끌어냈다.

익명을 요구한 한 채권 분석가는 해당 채권이 "투자자의 관점에서 보면 상당히 매력적으로 보인다." 고 밝혔다.

이어 "사우디 정부의 5년 수쿠크는 약 5.56%에 거래되고 있는데 PIF 5년 수쿠크는 이보다 50bp 더 높은 이자율을 제시한다."고 덧붙였다.

이번 매각은 10월 7일 하마스의 이스라엘 공격과 그에 따른 이스라엘의 가자지구 폭격 이후 중동 채권에 대한 투자자들의 욕구를 시험하는 핵심적인 시험대로 여겨지고 있다. 사우디의 국가 스프레드, 즉 미국 국채 투자를 포기하는 대신 요구하는 프리미엄은 이번 달 들어 지금까지 약 15bp 정도로 확대됐다. JP 모건과 모건스탠리와 같은 주요 투자은행들은 여전히 고조되고 있는 갈등으로 인해 관련 지역에 대한 견해를 하향 조정했다.

이번 발행은 PIF가 지난 2월 녹색채권을 통해 55억 달러를 조달한 데 이어 올해 두 번째로 실시하는 국제 채권 매각이다.

Maplecroft의 중동 및 북아프리카 지역 수석 분석가인 Torbjorn Soltvedt는 투자자들이 지정학적 리스크와 사우디 경제를 부양하는 유가 상승 간의 균형을 맞춰야 한다고 말했다.

한편 하마스의 공격, 그리고 가자 지역 병원에서 팔레스타인 수백 명의 목숨을 앗아간 폭발 사고가 발생한 후, 시장에 위험에 대한 불안이 확산됨에 따라 유가는 수요일 새벽 3달러가량 상승했다.

OIC 회원국들은 사우디 체다에서 고조되고 있는 분쟁을 논의하기 위해 긴급회의를 열고 있다.

이란 외무장관은 석유수출국기구(OPEC) 회원국들에게 이스라엘에 대한 석유 관련 제재 조치를 취할 것을 요구했지만 OPEC 의 소식통들은 로이터에 제재와 관련된 즉각적인 조치 등은 계획되지 않았다고 전했다

< Saudi wealth fund PIF to raise \$3.5 bln in Islamic bonds sale>
<https://www.reuters.com/world/middle-east/saudi-wealth-fund-pif-first-test-bond-markets-since-israel-conflict-escalation-2023-10-18/>

호주 국부펀드, 2022-2023 년 포트폴리오 조정 발표 - 2023.10.20, InvestorDaily

호주의 국부펀드 Future Fund 는 2022~2023 년 회계연도 동안 높은 인플레이션과 낮은 수익률에 대비하기 위해 포트폴리오 전반에 걸쳐 600 억 달러 이상의 변화를 주었다.

Future Fund 는 “변동성이 크고 불확실한 미래” 에 더 잘 대비하기 위해 투자 포트폴리오 전반에 걸쳐 상당한 변화를 주었다.

2022~2023 년 연례 보고서에서 국부펀드는 회계연도에 600 억 달러 규모의 변화를 이루었으며 높은 인플레이션과 낮은 수익률에 대한 대응이라고 밝혔다.

펀드의 회장 Peter Costello 은 “지난 2 년간 포트폴리오에 상당한 변화를 가졌다” 고 밝히며 “그 결과 보유자산과 수익률이 다른 투자자들과는 다른 양상을 띠 것” 이라고 덧붙였다.

Future Fund 에 따르면 포트폴리오가 구조적 변화에 더욱 탄력적으로 대응할 수 있도록 하기 위해 회계연도 동안 모든 자산 분류에서 재배치가 발생했다.

포트폴리오의 대부분은 Future Fund 가 국제시장과 민간 자산 전반을 포함해 더 넓은 다각화를 추구하면서 “새로운 투자환경” 이 야기하는 위험에 대한 포트폴리오 복원력을 지속적으로 구축하는 것에 중점을 두었다고 밝혔다.

펀드 측은 한 해 동안 더 높은 인플레이션의 위험이 현실화되면서 장기적인 위험 조정 수익을 창출할 기회를 찾는 동시에 장기적인 고금리를 이어지는 근원 인플레이션을, 지정학적 위험 및 세계적인 불황의 위험을 포함한 다양한 시나리오를 고려해오고 있다고 말했다.

Future Fund 는 이어 높은 인플레이션 환경에서 가치를 유지할 능력이 있는 호주 국내 자산에 대한 선호를 유지했다고 덧붙였다.

당 펀드는 선진시장 주식에 자금의 15.9%(328 억 3000 만 달러), 신흥시장 주식에 5.9%(121 억 2000 만 달러)를 투자했다. 한편 현금이 차지하는 비중은 12.1%에서 11.2%(231 억)로 감소했다. 또한 인프라 및 목재 등과 관련한 투자가 10.0%로 전년 동기 대비 증가했으며 부동산은 전년 동기 대비 감소한 모습을 보였다.

한편 Costello 는 당 펀드가 겪은 위기들을 언급하며 “Future Fund 는 금융위기와 코로나 19 대유행이라는 사건을 헤쳐나가면서 2060 억 달러의 잔액을 가진 정교하고 세계적으로 존경받는 투자기관으로 성장했다.” 고 언급했다.

이어 “두번째 임기를 마치면서 Future Fund 가 호주를 위해 이룬 모든 것이 자랑스럽다.” 고 언급했다. 호주 정부에 따르면 내년 Costello 회장은 10 년 간의 회장직을 포함해 14 년 간의 이사직을 마치고 퇴임한다.

< Sovereign wealth fund reveals \$60bn portfolio adaptation in 2022-2023 >
<https://www.investordaily.com.au/markets/54146-sovereign-wealth-fund-reveals-60bn-portfolio-adaptation-in-2022-2023>

캐나다 트뤼도 총리, 앨버타 주 단독 연기금 반대 – 2023.10.19, Pension & Investments

캐나다 총리 저스틴 트뤼도는 앨버타 주의 캐나다 연기금(CPP, Canada Pension Plan)에서 이탈을 주도하고 있는 앨버타 수상 대니얼 스미스를 저지할 것이라고 경고했다. 올해 9 월 말, 앨버타 주 정부는 캐나다의 LifeWorkds 사의 보고서를 토대로 앨버타 주의 독립된 연기금은 주 내 시민들에게 수억 달러의 혜택 및 높은 경제적 자립성, 낮은 기여율을 제공할 수 있다고 밝혔다.

보고서는 앨버타 주가 CPP 로부터 2027 년에 3340 억 캐나다 달러 수준의 자산에 자격이 있다고 설명하며 앨버타 주 시민들이 1966 년부터 CPP 에 기여하는 금액 대비 얼마나 적은 혜택을 받고 있는지 설명했다.

그러나 트뤼도 총리가 10 월 18 일에 스미스 수상에게 보낸 편지에서 “앨버타 주 시민들이 직면한 불확실성을 볼 때, 캐나다 시민들은 은퇴 시 CPP 가 도움을 줄 수 있는지에 대해 고민할 필요가 없다.” 라고 밝히며 앨버타 주의 이탈은 수백만의 노인들과 성실한 시민들의 연금을 약화시킬 것이라며 깊은 우려를 보였다.

또 캐나다인들은 CPP 에 대한 신뢰를 가지고 있으며 앨버타 주의 이탈은 수백만 명의 캐나다인들을 더 큰 변동성에 노출 시키며 전 세대에 준 혜택의 확실성과 안정성에 부정적인 영향을 미칠 것 이라고 알렸다.

트뤼도 총리는 내각 및 관료들과 함께 앨버타 주의 CPP 이탈을 막는 방안을 고안중이다.

올해 6 월 30 일 기준, CPP 의 순 자산은 5750 억 캐나다 달러(4336 억 달러)를 기록했다.

스미스 수상은 트뤼도에게 총리로서의 어조에 우려를 표하며, “캐나다 은퇴자 들에게 두려움을 부각시키는 것은 솔직하지 못하고 부적절하다.” 라고 알렸다. 또한 퀘벡 주가 CPP 설립 초기부터 불참했으며 앨버타 주는 제재 없이 같은 선택을 할 수 있도록 설계되었다고 밝혔다. 만약 앨버타 주가 CPP 에서 탈퇴한다면 스미스 수상은 트뤼도 총리가 이러한 결정을 존중할 것으로 기대한다고 말했다.

CPP 의 글로벌 홍보 및 커뮤니케이션 담당 미셸 레두크는 앨버타 독립 연금 초기 패널 의장 짐 다이닝에게 편지를 보내 탈퇴 가능성에 대한 우려를 표명했다.

레두크는 많은 앨버타 주 시민들이 노후 소득의 상당부분을 CPP 에 의존하고 있으며 CPP 에서의 이탈은 앨버타 주의 몇 세대에 걸쳐 영향을 미칠 것 이라고 알렸다. 또한

앨버타 주 정부의 광고 캠페인과 설문조사는 불균형적이며 CPP 탈퇴에 따른 “장기적인 위험과 비용” 을 설명하지 못한다고 밝혔다.

앨버타 주 재무장관인 네이트 호너는 앨버타 주 독립 연금 초기 패널에 장단점에 대한 모든 의견교환을 환영한다고 밝혔다.

호너 장관은 CPP 는 앨버타 주가 차지하는 큰 비중을 고려할 때 CPP 에게 앨버타 주의 이탈은 악재일 수 있음을 이해한다고 알렸다. 또한 CPP 의 보고서에 대한 비판은 인지하고 있으나 CPP 는 그에 반대되는 증거를 제시하지 못하고 있다고 밝혔다.

호너 장관은 앨버타 주와 같이 기여금보다 혜택이 적은 주들은 순 자산이 훨씬 많다고 알렸다.

〈 Trudeau fires back at Alberta proposal to leave Canada Pension Plan 〉
<https://www.pionline.com/pension-funds/trudeau-fires-back-alberta-proposal-leave-canada-pension-plan>

영국 확정급여형(DB) 연기금들, 경제성장 기초 반대되는 움직임 – 2023.10.20, IPE

확정급여형(DB, Defined Benefit) 연기금들이 영국 정부의 생산적 금융정책에 반대되는 행동을 보이고 있다고 밝혔다.

WTW 의 영국담당 피터 스타인은 영국 정부의 정책기조는 경제성장에 큰 비중을 놓고 있으며, “당국은 연기금들의 생산적인 자산에 투자가 늘어난다면 경제 성장에 중요한 요소가 될 것이다. 이것이 올해 여름 동안 정책기조 설정에서 중요하게 대두되어 왔다.” 라고 말했다.

생산적 자산이란 생산성을 높일 수 있으며 경제에 실질적인 변화와 성장을 기대할 수 있는 자산이다. 또한 이러한 자산들은 비유동적인 경우가 많으며 DB 연기금들은 주로 이러한 자산에 투자했다. 하지만 최근엔 비유동적 자산에 투자를 멈추는 것에 그치지 않고 투자금을 회수하고 있다고 밝혔다.

물론, 리스크 분배와 수익성을 위해선 유동자산 투자와 보험사들의 기준에 맞춰야 한다. 스타인은 DB 연기금들이 생산적 자산에 투자하려면 시간이 많이 걸릴 수도 있으며 결과적으로는 영국정부의 경제성장 기초에 뜻하지 않게 반대되는 행동을 보이고 있으나, DB 연기금들은 다른 기준의 인센티브가 있다고 밝혔다.

한편 영국 재무부 장관 제러미 헌트는 올해 7 월, 맨션 하우스 컴팩트(Mansino House Compact)라 불리는 750 억 파운드(910 억 달러) 규모의 신규 투자를 발표했다. 투자처는 확정기여형(DC, Defined Contribution) 연기금들과 지방정부 연기금들이 될 예정이며 영국 경제의 성장이 주요 목표이다.

〈 DB pension funds ‘working against’ government’s productive finance agenda 〉
<https://www.ipe.com/news/db-pension-funds-working-against-governments-productive-finance-agenda/10069582.article>

Part II

Fed/Issue Watcher

미국 연방준비제도, 국제 금융기관 연구 및 최신 이슈

연방준비제도를 포함한 국제 금융기관(FRB, ECB, BOE, BOJ, IMF, WB, BIS, CEPR, NBER 등)에 게재된 최근 연구물 혹은 글로벌 언론기관의 최신 기사 중 흥미로운 주제를 하나 선정하여 깊이 있게 소개하고, 몇몇 주제들을 요약, 정리하였습니다.



인플레이션 상승은 멈출 것인가?

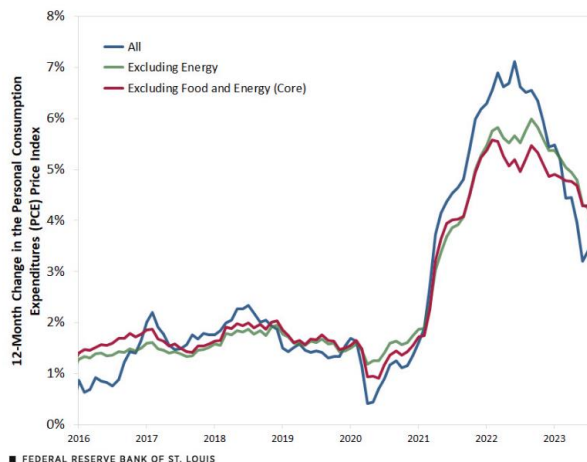
* St.Louis Fed의 게시 내용을 요약, 편집했습니다. 저작권은 St.Louis Fed에 있습니다.

2021년 3월 이후 인플레이션은 Fed의 목표치인 2%를 상회하고 있다. '22년 6월에 정점을 찍은 후 전년동기대비 PCE 물가지수변화로 측정된 인플레이션은 1년 동안 꾸준히 하락하는 모습을 보였다. 이 하락세는 '23년 7월과 8월 반등했지만 다른 인플레이션 측정치는 꾸준히 하락했다. 그러나 측정 방식에 상관없이 인플레이션은 여전히 높은 수준이다. 이번 자료는 향후 통화정책의 중심이 되는 물가상승률의 행방을 조명할 수 있는 증거를 제공하고자 한다. 또한 최근 BEA가 국민계정에 대한 포괄적인 업데이트를 발표함에 따라 이번 자료를 통해 데이터를 살펴볼 수 있는 기회를 얻을 수 있을 것이라 판단된다.

The Overall Inflation Picture

- 인플레이션은 일정 기간 동안 물가 수준의 변화를 알린다.
- 물가 수준에 대해 Fed가 선호하는 척도는 BEA가 발표하는 PCE 물가지수다. Fed는 또한 근원 PCE, 즉 변동성이 매우 크고 외부 요인에 의해 쉽게 좌우되는 경향이 있는 식품 및 에너지 가격을 제외한 물가 상승 지수를 주의 깊게 살펴본다.
- 따라서 근원 PCE는 근본적인 물가 상승 추세에 더 많은 정보를 제공하는 것으로 간주된다. 그러나 최근의 경험적 지식과 일부 연구는 식품을 제외한 물가 지수 산정의 적절성에 대한 의문을 제기하고 있다.
- 아래 그림은 전년동기대비 물가상승률을 나타낸 것으로 소비품목을 모두 포함한 (헤드라인) 지수와 에너지를 제외한 지수, 그리고 식량과 에너지를 모두 제외한 (근원) 지수 등 세 가지 척도를 포함하고 있다.

그림1 Annualized Inflation Rates



자료: St.Louis Fed, 이베스트투자증권 리서치센터

- 세 가지 인플레이션 측정치 모두 '21년 3월 이후 크게 증가했으며 연 2%를 훨씬 상회하는 수준을 유지하고 있다. 분명히 에너지 가격은 인플레이션의 움직임에 기여했으며 초기 인플레이션 상승과 그에 따른 하락을 더욱 뚜렷하게 만들었다. 또한 최근 에너지 가격 상승은 헤드라인 인플레이션 반등에 기여했으며 향후 몇 달 동안 상승 압력에 기여할 것으로 보인다. 에너지를 제외한 지수와 근원 지수를 비교하면 '22년 전체 인플레이션에 대한 식품 분야의 기여도를 확인할 수 있다.

What Are the Key Components Driving Inflation?

- 아래의 표는 인플레이션을 식품, 에너지, 핵심재, 주택을 제외한 핵심 서비스, 주택의 다섯 가지 범주로 분류한다.
- 이들 구성 요소가 총 소비지출에서 차지하는 기여도는 각각 약 8%, 4%, 22%, 50% 및 16%이다. 표는 다양한 기간의 물가상승률을 측정해 연율화 하였다. 이를 통해서도 다른 기간에 걸쳐 비교가 가능하다.

그림2 Annualized Inflation Rates

Annualized Inflation Rates

	Food	Energy	Core Goods	Core Services Excluding Housing	Housing
2016-2019	0.2%	4.2%	-0.6%	2.2%	3.4%
2020	3.9%	-7.5%	0.1%	2.1%	2.2%
2021	5.7%	30.5%	6.2%	5.2%	3.7%
2022	11.1%	6.9%	3.1%	4.8%	7.7%
2023	1.4%	1.8%	0.9%	3.9%	6.6%

SOURCES: Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics and author's calculations.
 NOTE: The 2023 period is the year through August.

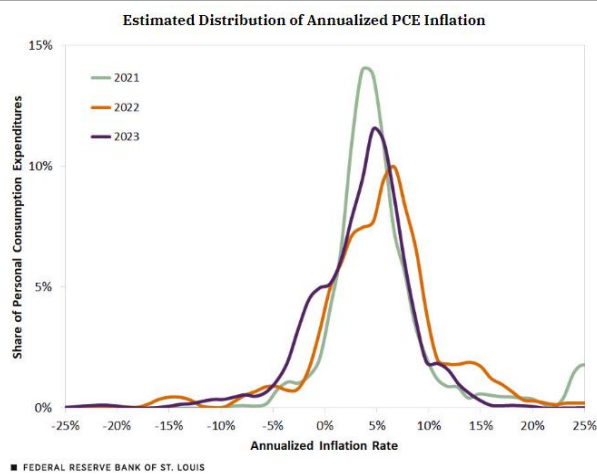
자료: St.Louis Fed, 이베스트투자증권 리서치센터

- 표에 따르면 인플레이션은 넓은 분야에 걸쳐 큰 차이가 있다는 것을 알 수 있다. 팬데믹 이전에는 식료품 가격이 안정적이고 핵심 상품 가격이 하락하는 반면 주택과 주택을 제외한 핵심 서비스는 모두 Fed의 목표 금리 이상으로 성장하고 있었다. 이들 수치를 종합하면 전체 인플레이션은 연간 1.6%로 목표치를 하회했다.
- 모든 범주는 '21년과 '22년의 전반적으로 높은 인플레이션에 기여했다. '23년 현재까지 식품, 에너지 및 핵심 제품의 인플레이션은 현저하게 둔화되어 연율 2% 미만으로 떨어졌다.
- 이에 반해 주택을 제외한 핵심 서비스와 주택 서비스의 인플레이션은 둔화됐지만 연율 2%를 크게 상회하고 있다. 주택을 포함한 핵심서비스는 전체 소비 지출의 3분의 2를 차지하는 만큼 해당 범주의 인플레이션이 훨씬 더 하락해야 한다는 것을 알 수 있다.

How Widespread Is Inflation?

- 필자는 개별 상품 카테고리 전반에 걸친 인플레이션 분포를 추가로 확인했다. BEA가 발표한 세분화 데이터는 지출, 가격, 실질 수량에 대한 월별 데이터로 244개의 상품 카테고리로 구성되어 있으며 각 카테고리에 대해 연간 가격 변화량과 지출 비중을 계산했다.
- 아래 그림은 '21년, '22년, '23년(8월까지)의 상품 카테고리 전반의 인플레이션 분포를 추정한 것으로, 수평축은 연간 가격 변화량, 수직축은 해당 지출 비중을 추정한 것이다.

그림3 Estimated Distribution of Annualized PCE Inflation



자료: St.Louis Fed, 이베스트투자증권 리서치센터

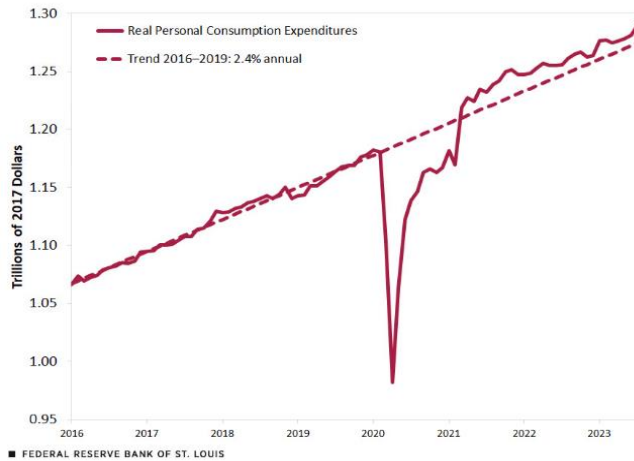
- 지금까지의 '23년 상품 카테고리 간 물가상승률 분포는 이전 2년의 분포 사이에 위치하는 것으로 보이지만 중요한 차이가 있다.
- 특히 '23년 전체 물가 상승률에 대한 이상치의 기여는 예년만큼 크지 않으며 즉, 현재 높은 물가 상승률을 경험하는 항목의 지출 비중은 훨씬 작다. 또한 소비 지출의 약 5분의 1이 디플레이션을 경험하는 카테고리에 있어 전체 물가하락의 원인이 된다.
- 이들 상품의 가격이 하락하지 않고 일정하게 유지됐다면 '23년 8월까지의 연간 물가 상승률은 0.8%p 높았을 것이다.

The Effects of the Pandemic and Monetary Policy on Consumption

- '20년 팬데믹이 닥치자 Fed는 정책금리를 거의 제로 수준으로 낮췄으며, 경제를 지탱하기 위한 여러 조치를 발표했다. '22년 3월부터 높은 인플레이션이 지속되면서 연방준비제도는 빠르고 지속적인 정책 금리 인상에 착수했다. '23년 8월 기준, 연방기금금리와 모든 만기의 국채 수익률은 물가상승률을 상회하고 있다.

- 금리가 오르면 소비 수요가 하락하는데, 금리가 오르면 개인의 자금 조달 비용이 증가하고 저축 유인이 커지기 때문이다. 수요가 낮아지면 생산자와 판매자가 가격을 인하시하기 어려워지면서 인플레이션 압력이 낮아진다.
- 아래의 그림은 '17년 달러로 측정된 월별 소비지출과 팬데믹 이전의 추세를 보여준다.

그림4 Monthly Real Consumption



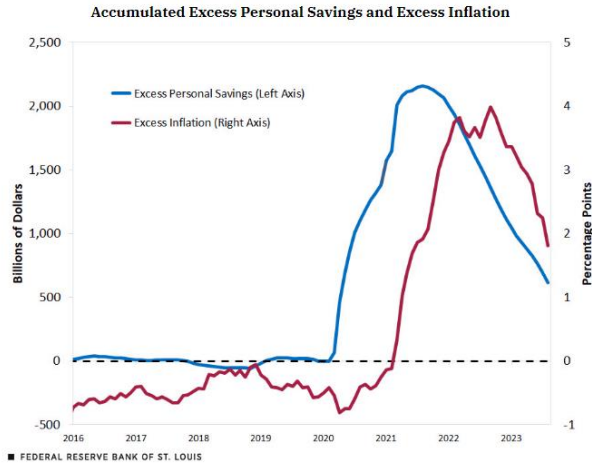
자료: St.Louis Fed, 이베스트투자증권 리서치센터

- 실질 소비는 팬데믹 초기에 크게 감소해 팬데믹 이전 추세로 복귀하는데 시간이 걸렸다. 그 이후 실질 소비는 인플레이션과 마찬가지로 높은 금리에도 불구하고 지속적으로 추세 이상의 수준을 유지하고 있다. 실질 소비의 호황은 주로 상품에 대한 지출에 의해 주도되었다.
- 실제 실질 소비와 팬데믹 이전의 추세 차이를 살펴보면 팬데믹이 시작된 이후 누적된 소비 적자는 3750억 달러(2017년 물가기준)이며, 이 적자는 현재 물가로 환산하면 4550억 달러, 즉 월 소비의 약 3분의 1에 해당한다.

Households Still Hold Excess Personal Savings

- 개인 저축은 가처분 소득에서 개인 지출을 뺀 것으로 정의된다.
- 팬데믹이 시작되기 전까지, 개인 가처분 소득과 지출 모두 각각의 추세에 매우 근접함에 따라 초과 저축은 평균 0을 기록했다. 팬데믹 기간 동안 연방 정부는 주로 개인에 대한 직접적인 이전과 가구에 전달되는 다른 형태의 지원으로 구성되는 3차예의 지원을 시행했다.

그림5 Accumulated Excess Personal Savings and Excess Inflation



자료: St.Louis Fed, 이베스트투자증권 리서치센터

- 개인 저축의 누적 초과 금액은 '21년 8월 2.2조억 달러로 정점을 찍고 그 이후 계속 감소했다. 그러나 '23년 8월 기준 여전히 6천억 달러 이상을 기록하고 있다. 이는 위에서 계산한 소비 적자보다 1500억 달러 더 많은 수치다. 즉, 높은 금리로 인한 억제 요인에도 불구하고 가계는 평균적으로 실제 추세 이상의 소비를 지속하고 팬데믹 관련 빚꼴을 메울 수 있는 여력이 있다.
- 초과저축은 '20년 4월 처음으로 코로나 바이러스 구호 및 경제보장(CARES) 법으로 인한 이전소득으로 급증했으며 인플레이션은 몇 달 후 급등했다. 또한 누적 초과 저축은 '21년 8월에 정점을 찍었고 초과 인플레이션은 '22년 9월에 정점을 찍었다.
- 초과저축과 초과인플레이션 모두 최고치에 도달한 후 지속적으로 하락하고 있는데, 인플레이션이 저축보다 조금 더 빠른 것은 긴축적인 통화정책 때문일 가능성이 있다. 이러한 최근 추세가 지속된다면 '24년 상반기 말에는 두 지표의 초과 부분이 모두 사라질 것이라 전망된다. 즉, '24년 6월까지 누적된 저축 초과액은 고갈될 것이고 인플레이션은 연간 2% 수준으로 떨어질 것이다.

The Road Ahead

- 요약하자면 인플레이션은 2년 동안 높은 수준을 유지한 후 '23년을 지나오며 둔화세를 보이고 있지만 Fed의 목표치를 크게 상회하고 있다. 특히 핵심서비스의 인플레이션은 아직 뚜렷하고 지속적인 둔화세가 보이고 있지 않아 여전히 우려의 대상이다.
- Fed의 고금리 정책에도 불구하고 실질 소비는 여전히 추세 이상을 유지하고 있다. 팬데믹 기간 동안의 재정 정책에 힘입은 초과저축은 천천히 감소하고 있지만 추세 이상의 소비에 자금을 조달할 수 있을 만큼 충분히 높은 수준을 유지하고 있어 긴축 통화 정책의 효과를 약화시키고 있다.

- 문제는 인플레이션이 계속해서 2%를 향해 내려갈 것인가 아니면 인플레이션이 그 이상의 수준에 정착될 것인가 하는 것이다. 후자의 경우는 특히 문제가 되는데 인플레이션이 지속적으로 목표치를 상회함에 따라 통화정책의 성공적인 수행에 필수적인 수단인 Fed의 신뢰성이 훼손될 수 있기 때문이다.
- 소위 “Higher for Longer” , 즉 인플레이션이 하락하더라도 높은 금리를 유지하는 정책은 인플레이션이 성공적으로 2% 목표로 낮아질 때까지 높은 금리가 소비를 억제하는 메커니즘이 계속 활성화되도록 하기 위한 것이다.
- 최근의 생산량과 미래 성장에 대한 기대에 대한 데이터는 상향 조정되었고 실업률은 역사적으로 낮은 수준에 머물고 있다. 이러한 요인들은 Fed가 높은 인플레이션과의 싸움에 집중할 수 있는 충분한 여력을 제공했으며 또한 최근의 장기 금리 상승에도 기여했다.
- 궁극적으로 소비자 행동에 가장 큰 영향을 미치는 것은 장기금리라는 점에서 중요한 통화정책의 메커니즘이다.
- 한편 인플레이션 하락을 지연시키거나 반전시킬 수 있는 몇 가지 위험이 남아 있다. 첫째, 에너지 가격은 다시 급등했으며 현재 석유는 ‘22년 말과 비슷한 가격에 거래되고 있다. 이러한 반등은 헤드라인 인플레이션의 모멘텀을 차단할 가능성이 높으며 이 랠리가 지속될 경우 기대 인플레이션에 악영향을 미칠 수 있다.
- 둘째, 서비스 인플레이션은 여전히 높은 수준을 유지하고 있다. 이러한 수준이 지속될 경우 소비자가 인플레이션에 대한 기대를 조정하기 때문에 서비스가 재화의 인플레이션을 상승으로 이끌 수 있는 추가적인 위험이 있다.
- 셋째, 예비 추정치에 따르면 ‘23년 회계연도 연방적자는 1.7조 달러로 FY22 보다 약 3000억 달러가 더 많은 것으로 나타났다. 부채는 향후 10년 이상 지속적으로 증가할 것으로 예상된다. 비록 더디지만 꾸준한 초과저축 감소에서 입증되듯이 팬데믹 지출의 효과는 사라지고 있지만 지속적인 대규모 적자는 다시 미래의 인플레이션에 상승 압력을 가할 수 있다.

< Is Inflation on the Way Out or Here to Stay?>

By Fernando M. Martin. 2023.10.19.

<https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2023/oct/inflation-way-out-here-stay>



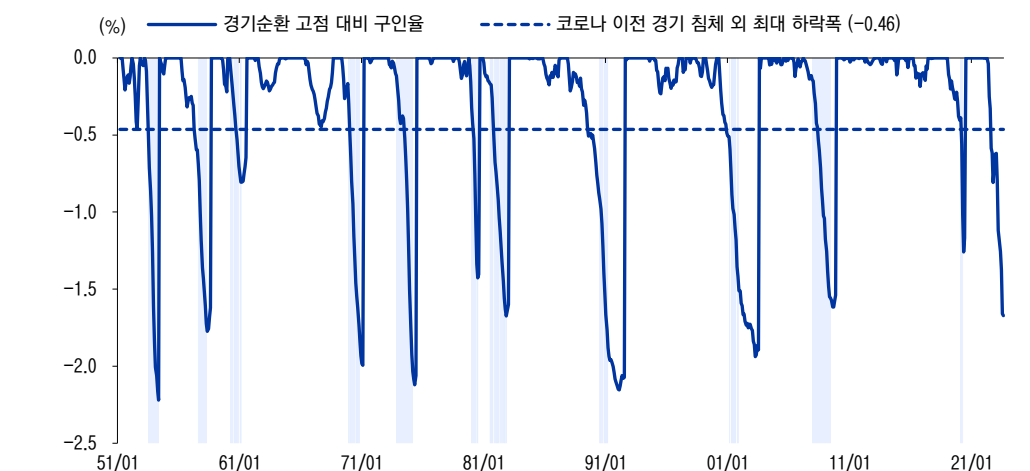
고용시장 소프트 랜딩의 활주로는 얼마나 길까?

* Dallas Fed의 게시 내용을 요약, 편집했습니다. 저작권은 Dallas Fed에 있습니다.

베버리지 커브는 구인률과 실업률의 상관관계를 통해 고용시장을 효과적으로 바라볼 수 있다. 현재 노동시장과 경제 전반의 둔화는 실업률 증가에 큰 비용 없이 이례적인 경기 순환 진행중이다. '22년 이후 미국 고용시장은 실업률 상승 없이 높은 구인율을 보여주며 베버리지 커브는 수직 이동중이며, 판데믹 이전 지점으로 향하는 국면을 보인다. 이어 분리율과 구인율의 상관관계를 통해 고용시장의 움직임을 파악하며 과열된 고용시장에서 어느 정도 둔화가 필요함을 발견하며 및 소프트 랜딩을 위한 방향을 제시한다.

- 연방공개시장위원회 (FOMC)는 인플레 인하를 위해 지난 18개월간 기준금리를 5.00% 인상했다. 노동시장의 둔화는 확실시해 보이나, FOMC는 아직 강경한 입장을 거두지 않고 있다.
- 9월에 3분기가 끝나며 실업률은 평균 3.7%를 기록했는데, 이는 2022년 3월 긴축 통화정책이 시작된 때와 비슷하며 1960년대 이후 저점과 가장 가깝다. 또한 3분기 동안 26.6만개의 일자리가 추가되며 노동력 강화 추세를 보여주었다.
- 같은 기간 동안, 노동통계국(JOLTS)에 따르면 평균 구인구직률은 2022년 3월 7.1%에서 올해 8월 5.5%로 떨어졌다. 역사적으로 이와 같은 노동시장의 급속한 둔화기는 경기 침체와 실업률 증가 시기에만 발생하였다.

그림6 Large decline in vacancy rate has not led to a recession in most recent period

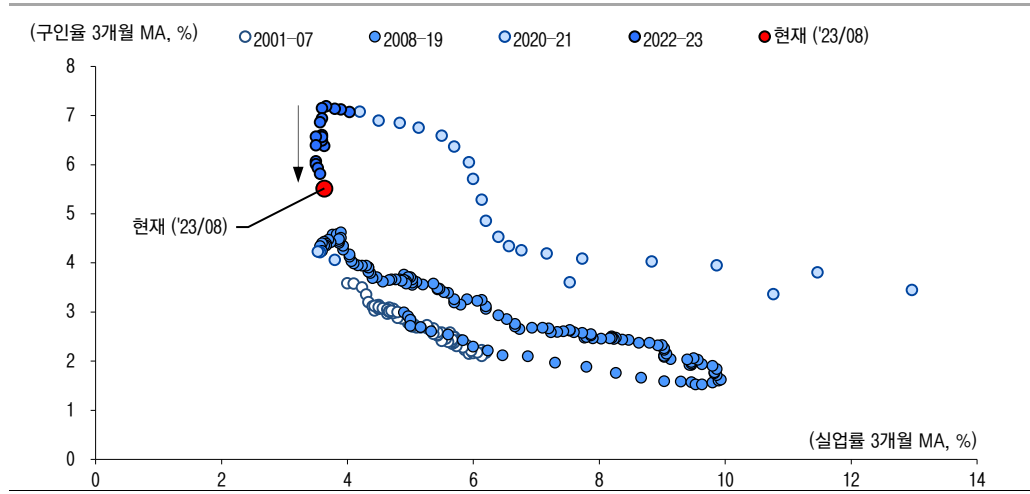


- 코로나-19 시대 이전, 동 경기순환 내 구인구직률의 0.5%p 하락은 경기침체의 신호로 활용되었다. 하지만 현재의 구인구직률 하락률은 이에 세 배가 넘는 수치이다. 퇴직률 (퇴직자/노동자) 또는 가구당 노동자 등 많은 노동시장 둔화 지표가 노동시장 둔화로 접어들고 있음을 같이 보여주고 있다.

Why this labor market ‘de-tightening’ cycle differs from historical precedent

- 올해 7월, 경제학자 앤드류 피구라와 연준 이사 크리스 윌러가 발간한 FEDS Notes “베버리지 커브와 소프트 랜딩의 관계” 에 따르면 타이트한 노동시장 덕분에 소프트 랜딩이 가능할 것으로 봤다. 노동시장이 둔화되면서 기업들은 해고대신 신규 고용을 줄이고 있다. 이런 가정을 토대로 구인구직률은 실업률을 크게 높이지 않으며 코로나 이전 시기로 돌아오는 소프트 랜딩을 기대했다.
- 베버리지 커브는 구인율과 실업률의 관계를 나타낸다. 아래 표는 JOLTS 보고서가 첫 발간된 2001년 이후 구인구직률과 실업률을 보여준다. 2001년부터 2007년 사이 및 2008년부터 2019년 사이, 우리는 음의 관계를 확인할 수 있다.

그림7 Economy has been moving along steep part of the Beveridge curve



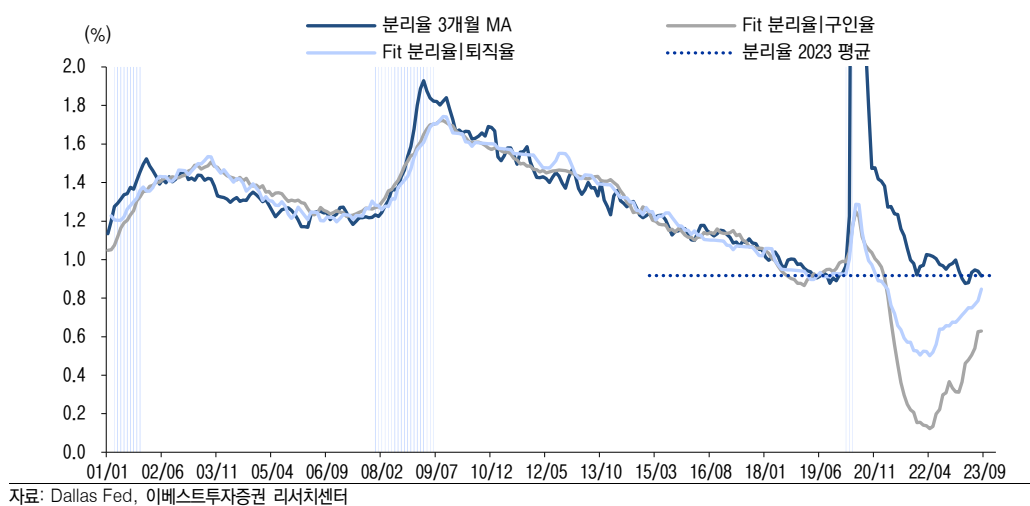
자료: Dallas Fed, 이베스트투자증권 리서치센터

- 구인구직률이 하락하면서 실업률은 증가했다. 2020년과 2021년 사이의 팬데믹 기간동안 이런 관계는 계속 유지되었으나, 커브는 지속적으로 우측 움직임을 보였다. 이는 팬데믹 기간 동안 전 산업과 레벨에 걸친 고용의 어려움으로 해석된다.
- 2022년 초기부터는 커브가 수직이동만을 보였다. 일자리 수가 급격하게 늘어나며 실업률 증가 없이 커브에서 높은 기울기의 이동을 보였다.
- 최근 베버리지 커브는 팬데믹 이전 가장 높은 점을 향하고 있다. 이것은 고용시장이 커브의 평탄한 지점에 안착하는 것을 보여준다. 현재의 전례없는 경기상황에 일자리 수 임계값의 불확실성은 실업률을 올릴 수 있으며, 만약 그러한 경우 팬데믹 이전의 확장국면과 비슷한 모습을 보일 수 있다.

A theory of recent unemployment dynamics and prospects for a soft landing

- 피구라-월러의 주요 논점은 베버리지 커브의 하향이 고용시장에서 비고용시장으로의 이동하는지를 예측한다. 이러한 이동은 분리율이라고 정의하며, 분리율이 늘어나면 베버리지 커브는 이동하고 어떠한 구인율에도 높은 실업률을 보일 수 있다.
- 2022년 초반에는 고용시장의 움직임이 낮았으며 이는 구인률과 분리율이 음의 상관계수를 보여줌을 시사한다.
- 아래 그림은 2001년부터 2019년까지의 시계열을 보여주는데 분리율을 기점으로 회귀분석(regressional fit)을 거친 구인율과 퇴사율(quits rate)을 보여준다. 판데믹이 시작되며 구인율과 분리율 사이에 큰 차이가 발생하는 것을 볼 수 있다.

그림8 Vacancy-separation rate relationship broke down with the pandemic, could reemerge



- 판데믹 사이에 기업들의 폐업이 이어진 이후 경제가 되살아나며 고용시장의 수요가 늘어났다. 구인율은 2019년 레벨로 빠르게 되살아났으며, 이러한 경우 보통 분리율이 급격히 떨어진다.
- 다만 노동수요의 정도와 상관없이 항상 노동시장에서 발생하는 최소한의 해고와 실업으로의 이직이 존재할 가능성이 높기 때문에 분리율은 하한에 도달했을 수 있다. 당 이론 하, 구인율이 지속적으로 하락한다면 분리율은 올해의 같이 일정한 수준을 유지할 것으로 보인다.
- 최근 구인율을 내포한 분리율(fit 분리율|구인율)은 2023년 평균을 하회하고 있다. 이는 일자리 수 하락의 임계값에 아직 도달하지 못함을 시사하며 실업률 상승 없이 노동시장에 둔화세를 불러올 수 있다. 일자리 수가 계속 하락한다면 실업률은 상승할 가능성이 높다.

- 지난 12개월 동안의 지속적인 구인율 하락은 2024년이 되어야 임계점에 도달할 것으로 보아 경제에 대한 위험은 낮아 보인다. 하지만 노동시장의 긴축 정도는 높은 불확실성을 보이고 있으며, 구인난은 잘 포착하기 힘들다. 퇴사율과 같은 다른 지표들은 상당히 냉각된 모습을 보이며 2019년과 유사한 수준에 근접하고 있다.
- 만약 노동시장 상황이 퇴사율에 의해 더 정확하게 파악된다면, 그림 8의 하늘색 선과 같이 베버리지 커브의 안정화 및 분리율의 상승은 약간의 노동시장의 둔화만을 필요할 것으로 본다.

Implications for the runway ahead

- 지금까지 노동시장과 경제 전반의 둔화는 실업률 증가라는 측면에서 거의 비용이 들지 않아 매우 이례적인 경기 순환을 가져왔다. 이러한 패턴의 중요한 동인은 노동시장의 긴축 상태가 크게 오르락내리락했음에도 불구하고 대체로 낮은 수준에서 일정한 이례적으로 안정적인 분리율이었을 것이다.
- 이런 희소식에도 불구하고 경제가 소프트 랜딩으로 확정지으려면 “착륙”이 필요하다. 여전히 과열된 노동시장에서 안정을 찾는 것은 연준이 목표한 2% 인플레이를 적시에 지속 가능한 방식으로 달성하는 것과 일치하지 않을 가능성이 높다.
- 한편 낙관적으로는 실업률 증가 없이 어느 정도 노동시장의 냉각이 가능해 보인다. 그러나, 노동시장 정상화는 해고와 노동시장 긴축지표 사이의 보다 일상적인 관계를 수반할 가능성이 높으며, 조만간 실업률이 높아질 것이다.

< How long is the soft-landing runway for the labor market? >

By Tyler Atkinson, Alex Ritcher. 2023.10.19

<https://www.dallasfed.org/research/economics/2023/1019>

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 신중호).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

Vol 212. 2023. 10. 17 (화) ~ 2023. 10. 23 (월)

이 자료는 미국 12개 연방준비은행, 국제 금융기관(IMF, BIS, BOJ, ECB, CEPR 등) 및 기타 연구센터에서 최근 게재한 연구물과 글로벌 집행기관들(연기금, 국부펀드, 대학기금 등)의 최신 동향을 정리 및 번역한 것입니다. 주요 국제 금융기관에서 두드러진 주제가 없는 주에는 해외 언론사, 운용사의 칼럼, 오피니언, 특집기사 등에서 발간기간에 제한 없이 눈에 띄는 주제를 요약, 인용, 편집을 거쳐 데이터를 덧붙여 정리했습니다.