

경기확장과 은행위기

Economist 안기태 02)768-7205, kt.an@nhqv.com

SVB 직전의 매크로 이슈는 계절조정

- ① 12월은 연말 쇼핑시즌이기 때문에 소매판매가 평소보다 높고, 시즌을 마친 1월에는 평소보다 소비 감소
- ② 이 같은 계절효과를 제거하기 위해 원계열 데이터를 수집한 후, 12월은 원계열보다 줄이고 1월은 원계열보다 늘리는 계절조정을 거치며, 원계열 대비 계절조정 비율은 과거 장기간의 데이터를 통해 결정
- ③ 그런데 코로나19 이후에는 연말 소비시즌이 이전보다 빠른 11월부터 시작됨. 이에 따라 12월 소매판매가 예전처럼 많이 늘지 않게 됨
- ④ 과거 통계를 바탕으로 계절조정을 하게 되면 필요 이상으로 12월 원계열 데이터를 더 많이 줄이고(계절조정 소매판매 전월대비 증가율 하락), 기저효과로 1월 소매판매 전월대비 증가율은 높아짐. 이것이 연말~연초 미국 경제통계에 나타난 변동성 확대의 배경이며 이 문제는 2월 데이터에도 영향
- ⑤ 계량모형은 과거 통계를 바탕으로 미래를 예측하므로 현재의 소비 패턴 변화를 포착하지 못함. 단순한 산수가 나올 수 있는데, 미국 소매판매 3개월 이동평균 값(=수요)은 과거 추세선(=공급)을 웃돌고 있음
- ⑥ 12월~2월 소비/물가/고용 통계를 보면 인플레이션 압력(=수요>공급)이 남아 있는 상황. 잉여저축과 2월 고용통계를 보면 침체는 내년 중반으로 추정

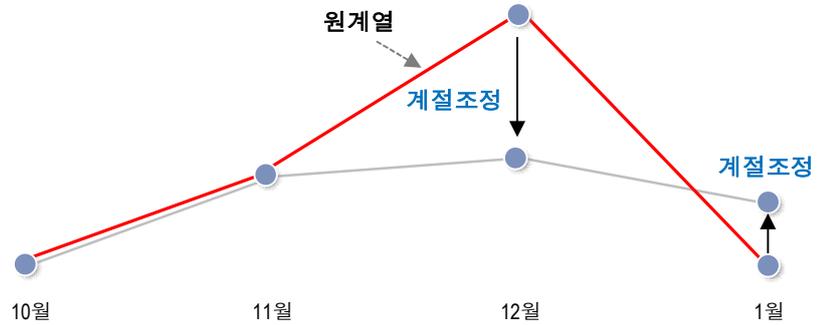
SVB 직후의 매크로 이슈는 은행위기 가능성

- ① 물가 변화를 감안하면 지금의 SVB 파산과 비슷한 규모는 1984년 컨티넨털 일리노이 은행 파산(전액 예금보호)인데, 당시는 침체를 비켜 나감. 미국 대형은행은 2008년 이후 강화된 규제가 지속됐기 때문에 시스템 리스크 가능성은 낮게 평가할 수 있음
- ② 그러나 자산 2,500억 달러 이하의 소형은행은 상업/산업용 대출의 35%, 부동산 대출의 55%를 담당하고 있기 때문에 뱅크런이 번지는 수준에 따라 상업은행의 유동성 축소에 따른 경기 둔화 압력 강도가 달라짐. 1986~1989년에 미국은 금리인상 여파로 부동산 경기가 둔화되면서 저축대부조합 파산을 경험(=당시에 침체는 비켜 갔으나 부동산 부문은 10년간 장기 부진)

Fed가 할 수 있는 것

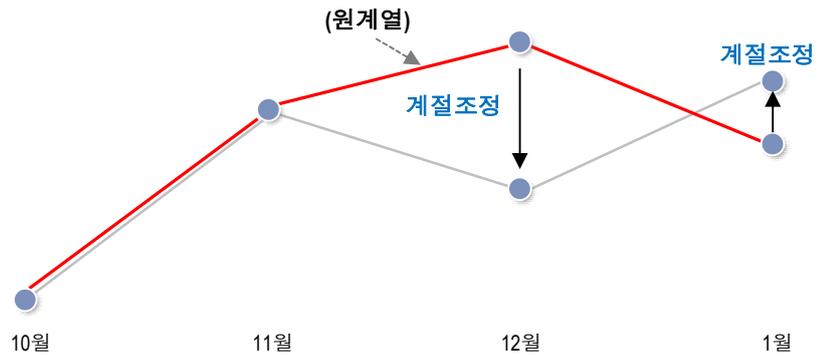
- ① 미국 중소은행이 직면한 문제는 예금금리는 낮고 단기 국채금리는 높아, 예금이 인출되었다는 점인데 매우 단순화하면 장기금리(예금금리)가 높아지고 단기금리가 낮아지면 수습
- ② 그런데 지금의 인플레이션 상황에서 Fed가 당장 기준금리(=단기 국채금리)를 인하하기는 쉽지 않고 예금금리를 Fed가 결정할 수는 없음(1984년 일리노이 은행 파산 때에는 특정 은행에만 지원O+ 경제 전체 유동성 확대X)
- ③ 대안으로 생각할 수 있는 것은 Fed가 단기 국채는 매입하고 장기 국채는 매도하는 것임. 시장 전체 유동성은 늘리지 않으면서 조정하는 것으로 2012년에 시행된 Operation Twist(단기채 매도+ 장기채 매입)을 거꾸로 하는 것임. 현재 거론되는 시나리오는 아니지만 상황 변화에 따라 나올 수 있는 방안

그림1. 12월 연말 쇼핑시즌 때문에 소매판매가 늘기 때문에 계절조정으로 줄이고, 1월에는 연말 소비 종료 때문에 소매판매가 줄기 때문에 계절조정으로 늘림



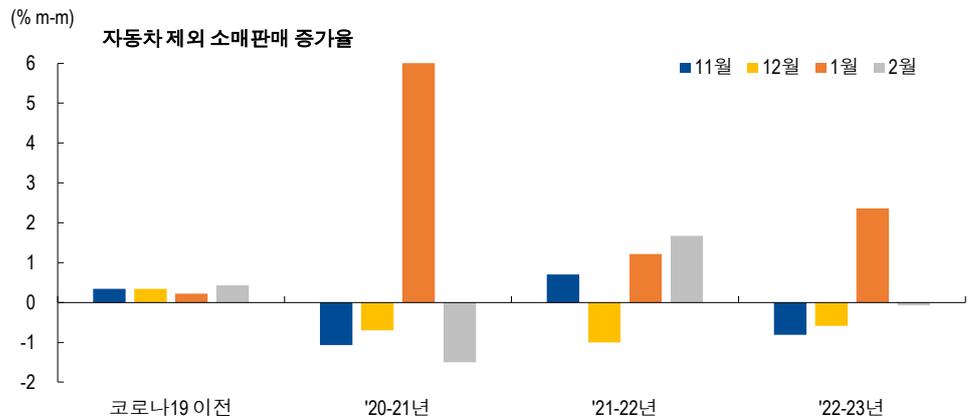
자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 코로나19 이후에는 연말 쇼핑시즌이 11월부터 시작되면서, 예전방식을 고수하게 되면 12월 통계는 계절조정 값이 과하게 줄고 1월 통계는 과하게 늘어남



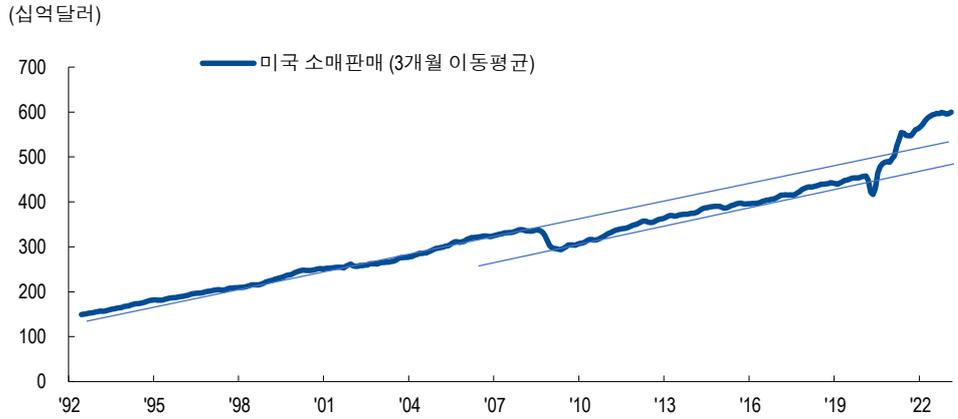
자료: NH투자증권 리서치본부

그림3. 코로나19 이전과 달리, 이후에는 1월 소매판매 증가율이 전년 12월을 넘어서는 패턴이 나옴



자료: 미국 인구조사국, NH투자증권 리서치본부

그림4. 미국 소매판매는 추세선 웃돌고 있음=인플레이션 압력 남아 있음



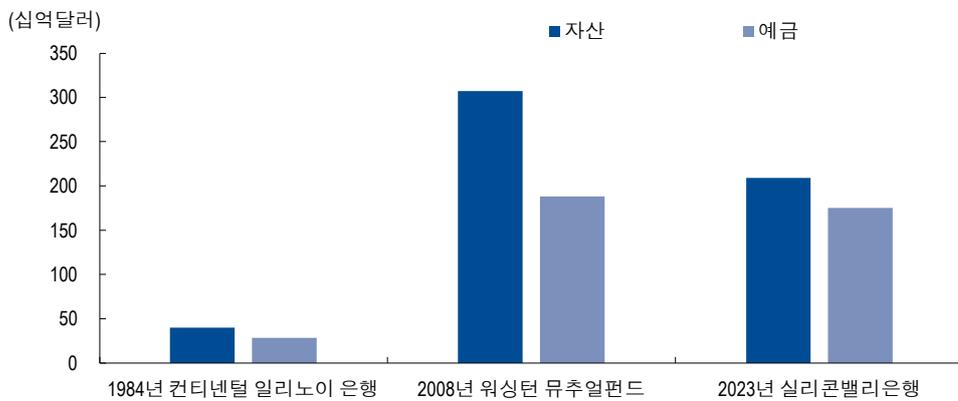
자료: 미국 인구조사국, NH투자증권 리서치본부

그림5. Fed 기준금리 인상의 끝에는 누군가의 파산이 있었음



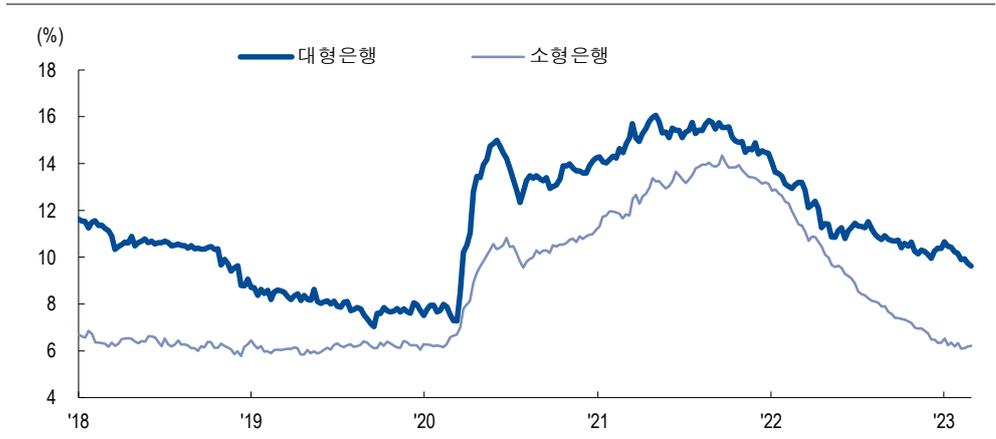
자료: 미국 연방준비제도, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림6. 역대 주요은행 파산 당시 자산과 예금 규모



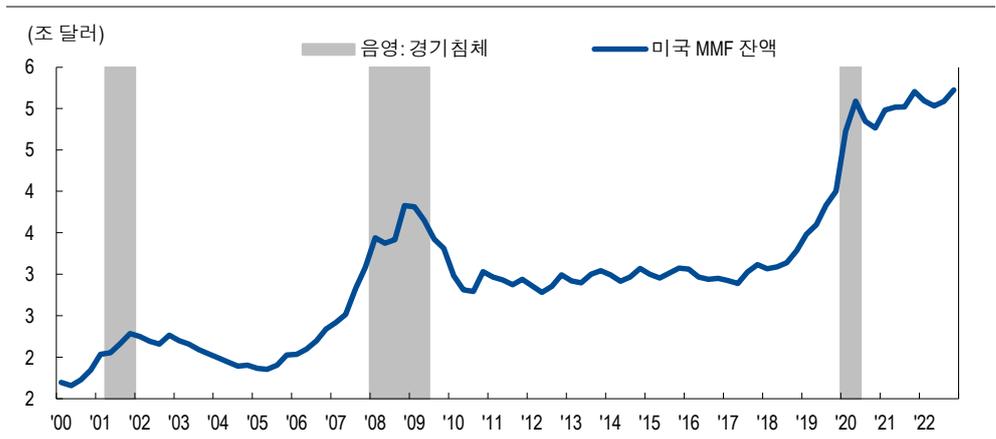
자료: 월스트리트저널, NH투자증권 리서치본부

그림7. 대형은행과 소형은행의 자산 대비 현금 비율에 차이가 있음



자료: 미국 연방준비제도, NH투자증권 리서치본부

그림8. 단기 채권을 운용하는 MMF로 자금이 쏠림



자료: 미국 연방준비제도, NH투자증권 리서치본부

• Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자 상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

• 고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다.