

Economist 이다은
daeun.lee@daishin.com

RA 이주원
joowon.lee2@daishin.com

과거와 같은 듯 다른 미국의 금리 인상 사이클

- 경기가 악화된다면 기준금리를 인하할 것이라는 기대는 긍정적인 바람
- 연준의 물가 안정에 대한 의지는 미래 물가 안정을 위한 비용을 줄임
- 장기금리가 올라갈수록 연준의 기준금리 경로는 오히려 낮아질 수 있음
- 미 달러화의 가치가 안정적으로 유지되는 것이 금융시장 안정에 중요

2021년부터 시작된 미국의 기준금리 인상 사이클은 과거와 같은 듯 다른 모습을 가지고 있다. 현재와 유사 특징을 가졌던 과거 금리 인상 사이클(1972년, 1994년, 2004년)을 살펴보고 현재에 대한 시사점을 얻고자 한다.

71.7월~74.7월(3년): 달러 가치 저하와 중앙은행의 이른 금리 인하

1970년 기준금리 인상의 이유는 인플레이션이다. 특히, 1970년대는 유례없는 스태그플레이션이 발생했는데 발생의 주요 요인은 오일쇼크가 아닌 '닉슨 쇼크'에 따른 '달러 가치의 저하'였다. 베트남 전쟁(1955년 11월~1975년 4월)이 예상보다 길어지면서 전쟁 비용을 충당하기 위해 달러를 단기간 내 찍어내어 확장적 재정 정책을 단행했고 이로 인해 1960년 후반부터 미 달러화 가치는 하락하고 인플레이션 압력은 자극되었다.

이에 달러의 내재적 가치가 떨어지고 미국 외 국가에서 달러를 금으로 교환하려는 수요가 확대되면서 1971년 8월 미국의 닉슨 대통령은 금과 달러의 교환을 중지한다는 성명을 발표하였다(닉슨쇼크). 갑작스러운 브레튼우즈 체제의 종말은 달러 가치 저하를 심화시키고 글로벌 인플레이션의 주요 원인이 되었다. 1973년 유가상승의 배경에는 옴 키푸르 전쟁(제4차 중동전쟁)뿐만 아니라 달러 가치의 하락으로 OPEC이 실질 구매력 유지하기 위해 유가 가격을 올린 영향도 존재한다.

연준은 초기에는 인플레이션을 수습하기 위해 적극적으로 긴축 정책을 시행하였으나, 경기침체가 심화되자 1974년 7월 금융완화 정책을 시행하였다. 1974년 7월 13.00%에서 1976년 1월 4.75%까지 825bp 가까이 기준금리를 인하하면서, 1974~75년 2개년 연속 역성장에서 반등하는 모습을 보였다.

문제는 인플레이션이 제대로 잡히지 않은 상황에서 중앙은행이 너무 빨리 긴축 기조를 전환하면서 기대인플레이션이 계속 상승하는 우를 범했다는 것이다. 이는 2차 인플레이션으로 이어짐에 따라 1977~1982년 6년의 기간 동안 명목성장을 역 성장과 1979년 폴 볼커 취임 이후 더 큰 폭의 기준금리 인상을 경험하였다.

94.1월~95.2월(1년 2개월): 필요할 땐 과감하게 파티를 끝내야 한다

1994년 2월 연준의 기준금리 인상의 특징은 '프론트 로딩'이다. 연준이 기준금리 인상을 단행하게 된 계기는 경기 개선이 뚜렷해지면서 향후 경기 과열에 대한 우려 때문이다. 미국은 주택대부조합 사태에 따른 경기침체를 극복하기 위해 수년간 저금리 정책을 유지하였다. 수년간 이어져 오던 금융완화기조가 갑작스럽게 변화되면서 단기적으로 자산시장은 큰 충격을 받았다. 미국 기준금리는 사전 인상 예고도 없이 최대 75bp 인상 속도로 1년 만에 기준금리를 300bp 가까이 올랐다.

* 다음 페이지에서 계속됩니다.

당시 S&P는 20% 가까이 하락하였으며, 채권시장은 채권 대학살이라 불리며 채권가격 폭락 사태를 맞이했다. 하지만 기준금리 인상에도 미국의 회복기가 지속되고 글로벌 경제도 성장률을 계속 높여가면서 시장은 빠르게 안정을 찾았다.

빠른 금리 인상은 시차를 두고 미국 실물경제에 영향을 끼쳤다. 1995년 1분기 GDP 성장률은 전분기 +4.7%에서 +1.4%로 떨어졌다. 물가(PCE 물가지수 기준)는 2% 초반을 유지할 때였다. 연준은 15개월의 금리 인상 사이클을 종료하고 과도한 긴축에 따른 경기침체 발생 가능성에 선제적으로 대응하기 위해 '보험용 인하'를 단행하면서 미국 경기는 연착륙하게 된다. 이때 미국의 가파른 기준금리 인상 여파로 남미는 외환위기를 겪게 되는데

더불어 2년 후인 1997년 아시안 금융위기가 발생하게 된다. 다만, 아시안 금융위기의 경우 미국의 기준금리 인상보다 1995년 5월에 시행된 '역플라자 합의'에 따른 영향이 컸다. 합의 이후 의도적으로 미 달러화 강세와 일본 엔화 및 독일 마르크화의 약세를 이어가면서 1985년 플라자 합의로 수혜를 받던 한국, 대만 등의 동아시아 국가의 수출 경쟁력이 악화되었다. 경상수지 적자가 대폭 늘어나면서 외환보유액이 고갈되었고 외환위기로 이어졌다.

04.6월~06.7월(2년 2개월): 자산가격 급등과 물가에 대한 불안정성

2004년 연준의 기준금리 인상의 계기는 '자산가격의 급등'과 '물가에 대한 불안정성'이다. 2001년 경기 후퇴를 막기 위해 시행한 기준금리 인하와 신흥국·유럽의 미국 국채 수요 증가에 따른 자본 유입 확대로 인해 미국 내 유동성이 풍부해졌다. 이는 미국 부동산 가격의 급등을 야기하고 가계들은 부의 효과로 인해 소비를 늘리면서 미국 경제와 부동산 경기는 활황기를 경험하였다.

경기 상황이 호전되고 부동산 가격 버블이 우려되자 2004년 6월 연준은 기준금리 인상을 빠른 속도로 단행한다. 하지만 외국인의 미국 국채 수요로 시장금리는 기준금리 인상 속도에 비해 빠르게 올라가지 않았고(그린스펀의 수수께끼) 덕분에 미국 실물경제는 상대적으로 잘 버티는 모습을 보였다. 2006년 중반이 되어서야 부동산 가격이 정점을 찍고 하락하면서 미국 경기는 악화되기 시작하고 서브프라임 모기지 문제가 대두되었다. 다만, 당시 중국, 유럽, 신흥국 등의 미국 외 국가 경제가 관찮았기 때문에 2007년 초만 하더라도 미국 모기지만 국한된 문제이며 미국 경기 악화가 큰 문제로 인식되지 않았다. 글로벌 증시도 사상 최고치를 기록하며 대세 상승장을 지속하였다.

하지만 2007년 하반기 모기지 상품을 기초로 만든 파생상품으로 인해 금융시스템 전반에 리스크가 확대되었다. 연준은 위기가 본격적으로 수면으로 올라온 2008년 1월부터 기준금리 인하를 단행하였으나, 위기 확산을 막기에 역부족이었다. 기준금리 인상을 종료한 후 2년 후인 2008년 9월 리만브라더스 등 중요 IB가 파산하면서 신용 경색이 발생하고 금융위기가 본격적으로 시작되었다. 신용 경색 영향으로 실물경제도 빠른 속도로 얼어붙기 시작하면서 2008년 11월 연준은 역사상 처음으로 1.75조달러 규모의 양적완화를 단행하였다.

경기 악화에도 고금리가 지속될 수 있으며, 미 달러화 가치 안정이 금융시장 안정에 중요

3가지 과거 사이클을 통해 몇 가지 시사점을 도출하고자 한다. 첫 번째 물가의 경직성을 보면 선제적 기준금리 인하(보험용 인하)보다 'higher for longer'가 어울리는 시기이다. 문제는 경기가 악화되는 상황(실업률이 증가하는 상황)에도 통화정책을 자유롭게 사용하기 힘들다는 것이다. 만약, 물가가 제대로 잡혀 있지 않은 상황에서 경기 침체 우려로 통화정책을 완화할 경우 70년대 상황처럼 기대인플레이션을 자극할 가능성이 높다. 2년이 넘게 2%를 훨씬 뛰어넘는 물가상승률을 유지하였기 때문에 기대인플레이션을 안정적으로 누르기 위해서는 적어도 몇 개월간은 2%를 하회하는 물가상승률이 필요하다. 따라서 현재의 물가 상황에서 선제적 인하 가능성은 낮으며, 경기가 악화된다면 중앙은행이 기준금리를 인하할 것이라는 기대도 긍정적인 바람일 수

* 다음 페이지에서 계속됩니다.

있다. 연준은 이미 1970년대 기대인플레이션이 올라갔던 일을 다시 경험하고 싶진 않기 때문에 오히려 중앙은행의 딜레마는 심화될 것이다.

두 번째 연준이 정말 물가를 안정시킬 수 있을지 여부이다. 공급 요인에 의한 유가 변동성이 강해질 경우 경기 둔화가 물가안정의 필요조건이지 충분조건은 아니다. 변해버린 물가의 구조적 상방 압력도 마찬가지이다. 시장은 연준의 물가 통제력을 신뢰하고 있으나, 연준의 물가 안정 의지가 크다고 해서 목표를 무조건적으로 달성할 순 없다. 다만, 중앙은행이 강한 의지를 보여줄수록 기대인플레이션은 안정화되면서 물가안정을 위한 비용이 줄어들 가능성이 높다.

세 번째는 기준금리보다 시장금리의 방향성이 중요하다는 것이다. 그린스펀의 수수께끼에서 보듯이 시장금리가 기준금리에 미치지 못할 경우 가파른 기준금리 인상에도 실물경제가 느리게 둔화될 가능성이 높다. 최근 로건 총재가 장기금리가 현재 수준을 지속한다면 추가 금리 인상이 불필요하다는 발언도 같은 맥락이다. 장기금리가 올라갈수록 연준의 기준금리 경로는 오히려 낮아질 수 있다.

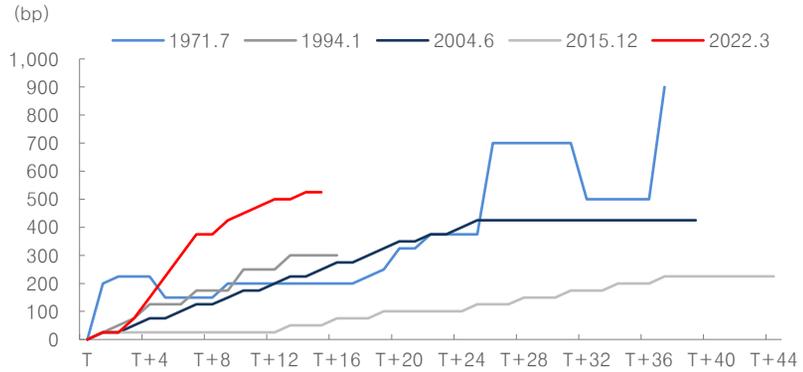
마지막으로 선진국의 통화 중에서도 미 달러화의 가치가 안정적으로 유지되는 것이 무엇보다도 중요하다. 앞서 브레튼우즈 체제의 종말과 역플라자 합의에서도 보듯이 통화 가치의 급격한 변동은 글로벌 경제 충격을 야기한다. 국가의 통화가치 하락은 해당 국가의 전반적인 물가의 상승을 수반하게 되는데 기축통화인 미국의 경우는 글로벌 전반적인 인플레이션을 유발할 수 있다. 최근 부채의 화폐화로 인해 달러 가치의 하락에 대한 우려가 많다. 정부의 지출 증가로 재정적자가 늘어날 경우 중앙은행의 발권력을 동원해 재정적자를 보전해 줄 수 있는데 이는 통화가치 하락을 유발할 수 있다. 미국이 현재와 같이 과도한 재정지출을 지속할수록 금리에는 상방 압력으로 작용하는 반면, 달러가치는 오히려 떨어질 가능성이 높다. 따라서 향후 금리와 달러의 방향성에 예의주시할 필요가 있다.

표 1. 사이클별 특징

		1971년	1994년	2004년	2021년
기준금리	인상 이유	인플레이션	경기 과열 우려	부동산 가격 상승	인플레이션
	기준금리 범위	3.75%~13.00%	3.00%~6.00%	1.00%~5.25%	0.25%~5.50%
	기준금리 인상폭	925bp	300bp	425bp	525 bp
	고금리 유지기간	36 개월	17 개월	39 개월	15 개월(23.10 월 기준)
	사전신호	x	x	o	o
	인상 사이클	1971년 7월~ 1974년 7월	1994년 1월~ 1995년 2월	2004년 5월~ 2006년 7월	2021년 3월 ~
	인하 시점	1974년 7월	1995년 7월	2008년 1월	-
거시경제 환경	평균물가상승률	5.7%	2.6	3.4	4.0
	장단기 금리 역전 여부	o	o	o	o
	주요 이벤트	베트남 전쟁, 1차 오일 쇼크(4차 중동전쟁), 닉 슨 쇼크에 따른 통화질 서 붕괴	프론트 로딩, 보험용 인하	미국 및 중국 경기활황	코로나 19, 우크라이나 사태, 미국 대규모 부양 정책
기준금리 인상 이후 영향	경기침체 여부	경기 경착륙	연착륙 후 97년 아시아 외환위기	연착륙 후 2008년 금융위기	경기 침체 x
	주식시장	변동성 컸음	변동성 컸음	변동성 적음	변동성 컸음
	채권시장	변동성 컸음	변동성 컸음	"변동성 적음 (그린스펀의 수수께끼)"	변동성 컸음
	유가	공급 요인으로 상방	변동성 적음	수요 요인으로 상방	공급 요인으로 상방

자료: 대신증권 Research Center

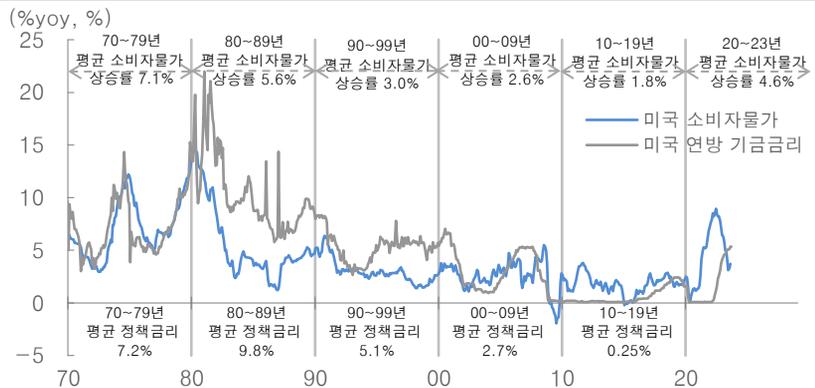
그림 1. 기준금리 인상 사이클별 금리 인상폭



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주: T+1은 금리 인상 시작 시점

그림 2. 미국 소비자물가상승률과 연방기금금리



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해 관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이다은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
