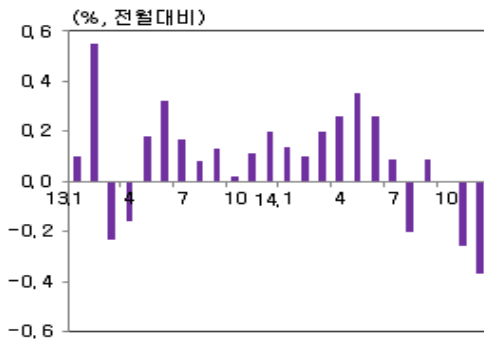


유가하락, 달러강세에 따른 물가하락 지속 가능성 평가

(최근 동향)

- 최근 소비자물가 상승률은 시장 예상치를 소폭 하회하며 큰 폭 하락
 - 12월 CPI(1.16일 발표)는 시장예상치(-0.4%)에 부합하며 전월대비 0.4% 하락(전년동월대비로는 0.8% 상승하며 상승세가 크게 약화(11월, 1.3%))
 - Core CPI는 시장예상치(+0.1%) 보다 낮은 전월수준을 유지(0.0%)하였고 전년동월대비로도 1.6% 상승하며 상승세가 약화(11월 1.7%)

소비자 물가 상승률



소비자 및 근원물가 상승률



자료: BLS, Bloomberg

- 최근 미국의 물가 상승세가 근원물가를 중심으로 예상보다 소폭 약화된 것은 에너지 가격 하락폭이 커지는 가운데(-4.7%) 수입물가 하락에 따른 상품가격 및 항공료 인하 등에 따른 교통서비스 가격 등이 하락(-0.5%)한데 주로 기인

소비자물가 항목별 상승률

	2014년				
	8월	9월	10월	11월	12월
(총 항목)	-0.2	0.1	0.0	-0.3	-0.4
■ 식품	0.2	0.3	0.1	0.2	0.3
■ 에너지	-2.6	-0.7	-1.9	-3.8	-4.7
• Energy commodities(가솔린 등)	-3.9	-1.1	-3.0	-6.4	-9.1
■ 식품 및 에너지 제외(core)	0.0	0.1	0.2	0.1	0.0
■ 서비스(에너지서비스 제외)	0.0	0.2	0.3	0.2	0.1
• 집세	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2
• 교통서비스	-0.6	0.1	0.8	0.3	-0.5

□ 일부 시장참가자들은 근원물가 상승세가 예상외로 약화된 것은 임금상승 압력이 지속적으로 완만할 것으로 예상되는 가운데 유가하락 및 미달러 강세에 따른 소비자물가 하락의 영향이 근원물가까지 파급되고 있는 것으로 평가

(당분간 물가 상승세가 약화될 것으로 보는 이유)

① 완만한 임금상승세 지속

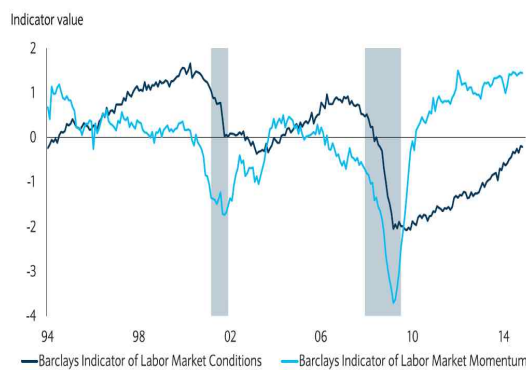
○ 최근 고용사정의 지속적인 개선에도 임금상승세가 확연하지 않은 가운데 향후 노동시장 slack 감소에 따른 임금상승이 과거보다 완만할 가능성이 제기

— 지난해 12월 시간당 평균임금 상승률이 2013.7월 이후 처음으로 전월보다 하락(-0.2%) 하며 Wage 필립스 곡선이 평탄화* 되었을 가능성이 다시 제기(FRB San Francisco, 15.1월)

* 명목임금 하방 경직성 등으로 위기시 임금 조정이 충분치 않았음

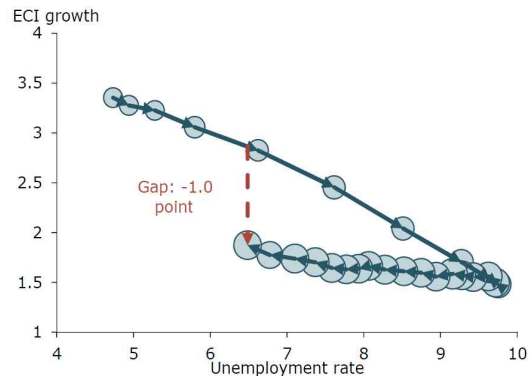
	7월	8월	9월	10월	11월	12월
■ 시간당 평균임금 증가율(m/m)	0.1	0.3	0.0	0.1	0.2	-0.2

노동시장 상황에 대한 평가



자료: Barclays(15.1월)

Wage 필립스 곡선(2008~14년)



자료: FRB San Francisco(15.1월)

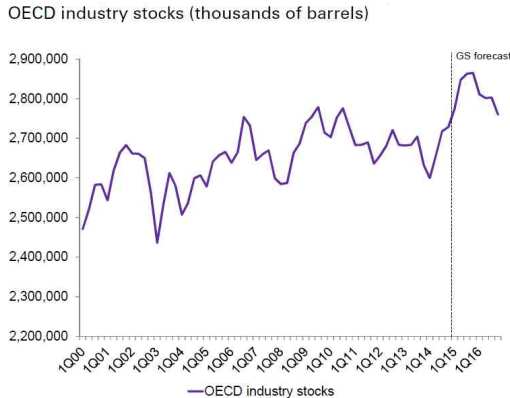
② 저유가 및 달러강세의 지속

○ 유가하락, 달러강세 등의 영향이 금년 상반기중 극대화(4분기 후행)될 것으로 예상되는 가운데 저유가 및 달러강세로 소비자 물가가 크게 하락하며 근원물가에도 파급될 가능성이 높은 것으로 예상

— 금년중 주요 OPEC 산유국의 감산 없는 원유생산 지속, 비 OPEC 산유국의 소폭 감산, 원유 저장고 증가 등으로 글로벌 원유 초과공급이 지속*되며 15.3분기까지 유가가 40달러 수준을 보일 전망(GS, 15.1월)

* 최근 미국 셰일업체들이 자본투자에 따른 원유생산 주기가 매우 빨라진 점을 활용(short-cycle capital nature of shale), 향후 원유가격 증가에 대비하여 생산을 미루고 있음에도 2000년대 이후 저장탱크 증가 등으로 OECD국가의 원유재고는 15.3분기까지 증가가 지속될 것으로 예상

OECD 원유 재고 전망



자료: Goldman Sachs(15.1월)

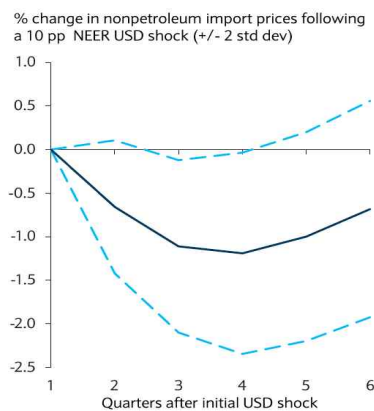
원유가격 전망(WTI 기준)

	WTI			
	New	Old	Forwards	New
1Q15	46.00	75.00	49.00	47.00
2Q15	40.50	70.00	51.50	42.00
3Q15	44.00	75.00	53.50	48.00
4Q15	58.00	75.00	55.50	64.50
1Q16	65.00	80.00	57.00	70.00
2Q16	65.00	80.00	58.50	70.00
3Q16	65.00	80.00	59.50	70.00
4Q16	65.00	80.00	61.00	70.00
2015	47.15	73.75	52.40	50.40
2016	65.00	80.00	59.00	70.00

— 유로지역 경기 부진, 디플레이션 압력 증가 등으로 ECB의 추가적인 양적완화 가능성이 높아져 통화정책 차별화가 심화될 것으로 전망됨에 따라 미달러 강세 현상이 당분간 지속되고 이는 수입물가 등의 하락 요인으로 작용(HSBC)

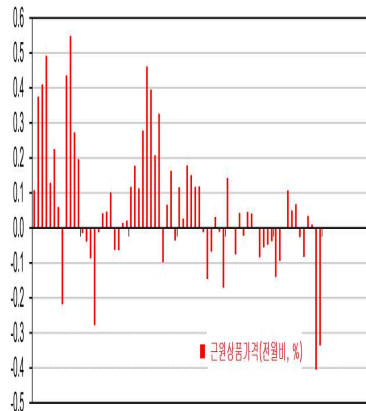
- 근원상품가격이 하락함에 따라 수입물가 하락이 근원물가 하락 압력으로 작용하기 시작한 것으로 분석(HSBC, 1.16일)
- 집세 상승세가 다소 약해진 가운데 유가하락 등에 따른 항공료 인하 등 기타서비스가격 상승압력이 소폭 하락(CS, 1.16일)

미달러 강세의 수입물가 (비석유)에의 영향



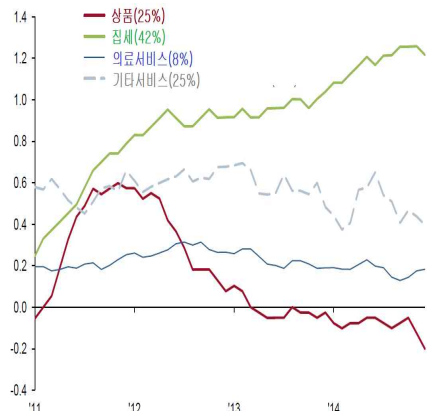
자료: Barclays

근원 상품가격 추이



자료: BLS

근원물가 기여도 추이



자료 : Credit Suisse

③ 연준의 인플레이션 하방리스크 증대 가능성 고려

- 12월 FOMC 회의결과를 보면 연준이 **2015년 인플레이션 전망**을 다소 **하향 조정**(1.6~1.9% → 1.0~1.6%) 하였으며 정책결정문에 향후 인플레이션 전개상황을 면밀히 모니터링할 것이라는 점을 추가 언급*하는 등 물가의 **하방리스크**를 염두에 두는 모습

* The Committee expects inflation to rise gradually toward 2 percent as the labor market improves further and the transitory effects of lower energy prices and other factors dissipate. The Committee continues to monitor inflation developments closely.

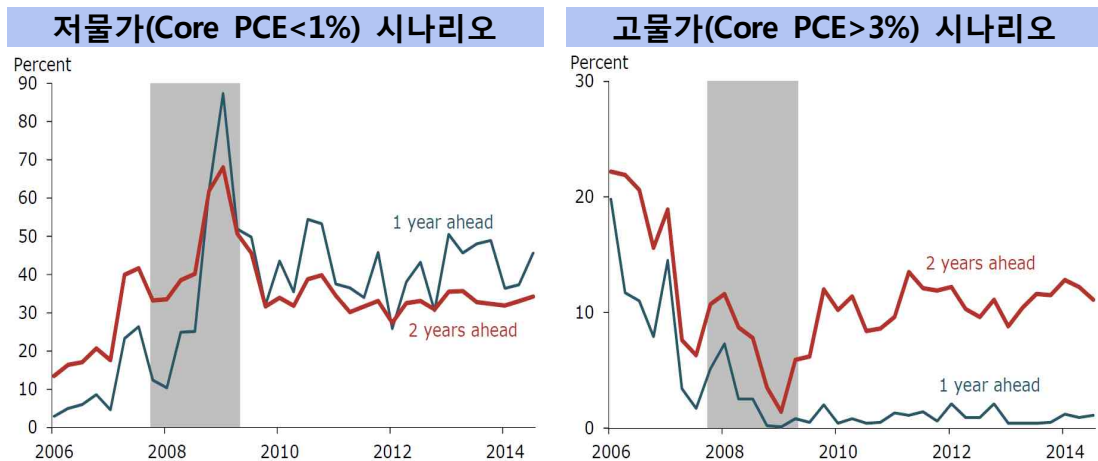
연준의 물가상승률 전망

	중심전망(central tendency)*		
	2014	2015	2016
물가상승률(PCE)**	1.2~1.3	1.0~1.6	1.7~2.0
(2014.9월전망)	1.5~1.7	1.6~1.9	1.7~2.0

* 최고, 최저치 각 3개를 뺀 나머지 전망치의 범위(range)
 ** PCE : 개인소비지출(personal consumption expenditure)

— FRB San Francisco도 향후 1년내 저물가(<1%) 우려가 다소 상승하고 2년내에는 30%정도(장기평균: 19%)될 것으로 추정되어 인플레이션 하방리스크가 더 크다고 분석한 바 있음

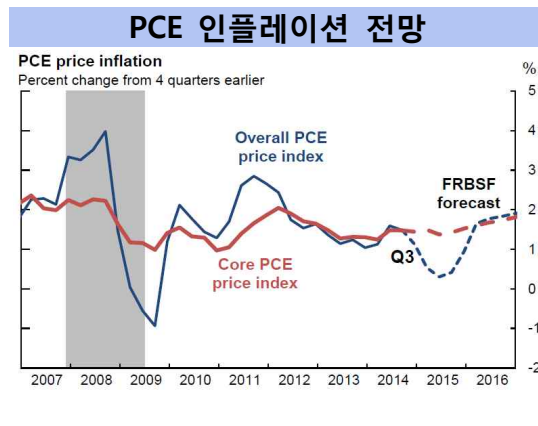
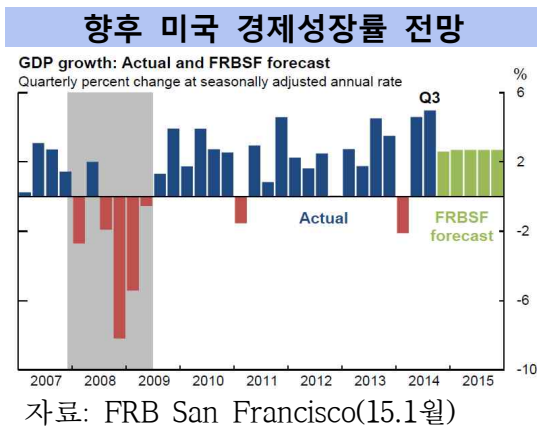
* 반면 고물가(>3%) 우려는 향후 1년내 1% 미만, 2년내 10~13%(장기평균: 31%)수준으로 추정



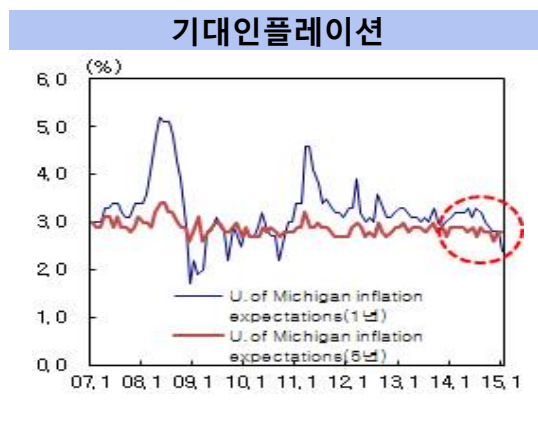
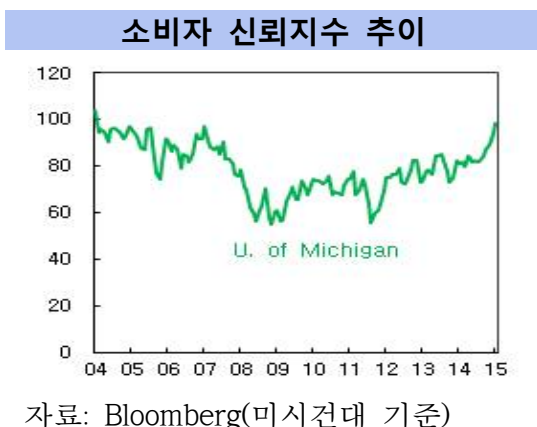
자료: FRB San Francisco(14.11월)

(장기적으로는 물가상승률이 연준의 목표내로 상승할 전망)

- 연준은 향후 경기회복, 노동시장 개선이 지속되고 에너지가격 안정 및 여타 요인의 일시적 효과(transitory effects)가 소멸될 경우 인플레이션이 2% 수준으로 점차 상승할 것으로 예상하고 있음
 - Williams 샌프란시스코 연준 총재는 원자재가격 및 미달러화 변동은 기초적 물가상승률에 영향을 주지 않으며 정책당국자는 1~2년 정도의 선제적 금리전망을 가져야한다고 언급(1.16일)
 - 옐런 연준의장도 실업률이 장기수준을 약간 하회(slight undershoot)할 경우 인플레이션이 약간 더 빠르게 목표수준으로 상승할 것으로 예상(12월 FOMC 회의 후 기자간담회)

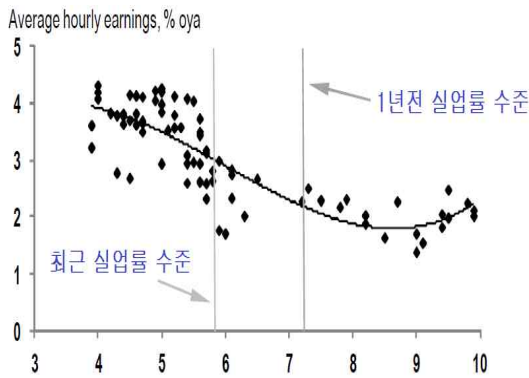


- 또한 에너지가격 하락 등으로 1.16일 발표된 소비자심리지수(미시건대 기준)가 2004.1월 이래 최대 수준으로 상승(12월 93.6 → 15.1월 98.2)하는 등 향후 수요확대를 통한 물가상승압력 증가 가능성은 여전
 - 연준이 물가가 상승할 근거로 믿고 있는 서베이 기준 장기 기대인플레이션도 2.8% 수준에서 안정(14.12월, 15.1월 2.8%)



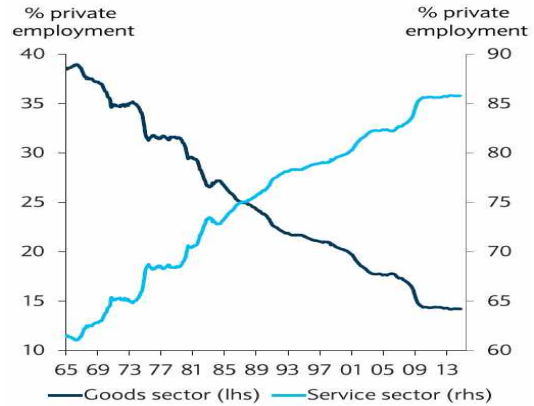
- 시장에서도 실업률이 지속적으로 하락하여 5%초반 이하로 내려갈 경우 임금상승률이 확대되고 특히 최근 비중이 크게 늘어난 서비스 부문을 중심으로 임금상승이 이루어져 점진적인 물가상승세 확대에 기여할 것으로 예상(JP Morgan, Barclays)

실업률과 시간당 평균임금간 관계 (1995~2014년중)



자료: JP Morgan(14.11월)

상품 및 서비스부문 비중 추이



자료: Barclays(15.1월)

(통화정책적 시사점)

- 12월 FOMC 회의 의사록에서 참석자들은 인플레이션이 2% 수준으로 상승할 것이라는 판단에 확신이 서는 경우에는 근원인플레이션이 현재 수준에 머물러 있는 상황 하에서라도 금리인상이 시작될 수도 있음을 언급한 것으로 나타남*

*it was noted that the Committee might begin normalization at a time when core inflation was near current levels, although in that circumstance participants would want to be reasonably confident that inflation will move back toward 2 percent over time.(14.12월 FOMC 회의 의사록)

- 또한 금리인상시점이 향후 경제적 상황에 연계되어 있다는 점을 강조해야 된다는 점에 동의
- 이에 따라 향후 연준의 금리인상 시점 등을 가늠하기 위해 경기회복세 및 유가하락, 미달러 강세가 근원물가에 미치는 영향 정도에 연준 및 시장 모두 주목할 것으로 예상