

## 미국의 경기확장세 장기간 지속 가능성에 대한 평가 및 전망

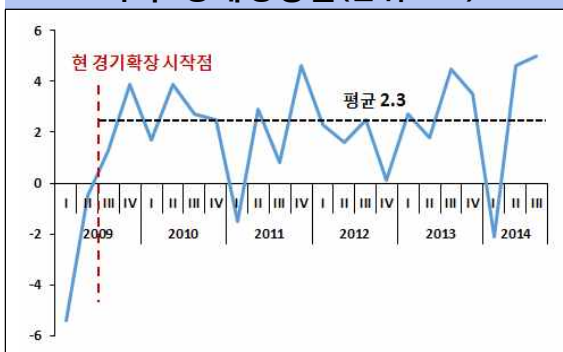
### 1 검토배경

- 지난 2009.6월을 저점으로 미국경제가 미약하지만 꾸준한 회복세를 보임에 따라 시장에서는 현재의 경기확장세가 언제까지 지속될 것인지에 대한 다양한 분석과 전망을 제시\*

\* 현재의 경기확장세 지속 기간에 따라 시중의 자금흐름이 크게 변동될 가능성

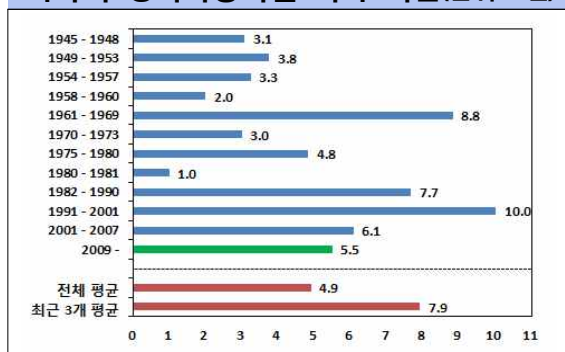
- 일각에서는 작년말 기준으로 현재의 경기확장국면이 5.5년(66개월)이 지속되어 제2차 세계대전 이후 총 11번의 경기확장기의 평균 지속기간인 4.9년(58개월)을 이미 넘어선 점을 지적하며 조만간 경기확장세가 끝나고 다시 경기침체에 접어들 가능성에 대해 우려
- 그러나 현재의 경기확장세 지속 기간은 과거 확장기간과는 달리 거시경제의 펀더멘털에 크게 영향을 받는 바 최근 미국의 경제상황에 비추어 앞으로 상당기간 확장국면을 이어갈 수 있다는 것이 시장의 대체적 인식
- 한편 향후 미국의 경기확장세 지속 기간은 연준뿐 아니라 주요국 중앙은행의 통화정책방향에도 상당한 영향력을 미칠 것으로 보이는 만큼 이들 중앙은행들도 예의주시하고 있는 것으로 알려짐

미국 경제성장률(단위 : %)



자료 : BEA

미국의 경기확장기별 지속 기간(단위 : 년)



자료 : NBER

⇒ 미국의 경기확장세 장기간 지속에 영향을 미치고 있는 제반여건과 향후 지속기간에 대한 시장의 전망 등을 살펴보고자 함

## ② 미국의 경기확장세 장기간 지속에 영향을 미치는 여건 평가

- 경기확장세\* 장기간 지속에 영향을 미치고 있는 ① 글로벌 경기상황, ② 미국경제의 회복속도, ③ 가계의 재무상태, ④ 기업의 투자수준 등 제반 여건은 대체로 양호한 것으로 평가

\* 통상적으로 경기순환(Business Cycle)은 회복기(Recovery), 확장기(Expansion)#, 후퇴기(Slowdown) 및 수축기(Contraction)의 과정을 거침

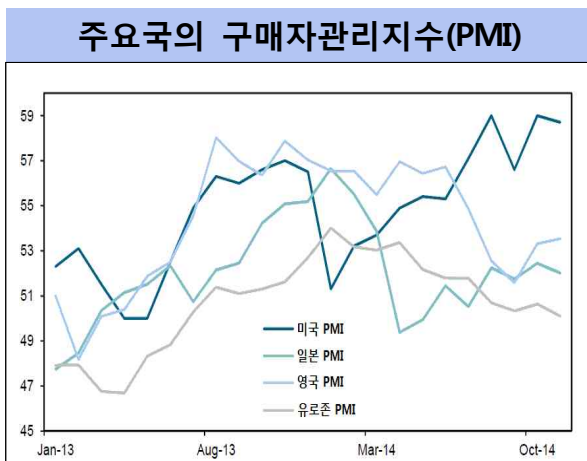
# 경기확장세는 일반적으로 경제주체들의 과도한 자신감 및 높은 부채수준 등이 동반된 경기과열에 대응하기 위한 중앙은행의 긴축적 통화정책이 시행되거나 또는 1970년대 유가의 급격한 상승 등과 같은 우호적이지 않은 대규모 외부충격 발생 등에 따라 둔화되는 것으로 알려짐

### ① 글로벌 경기상황

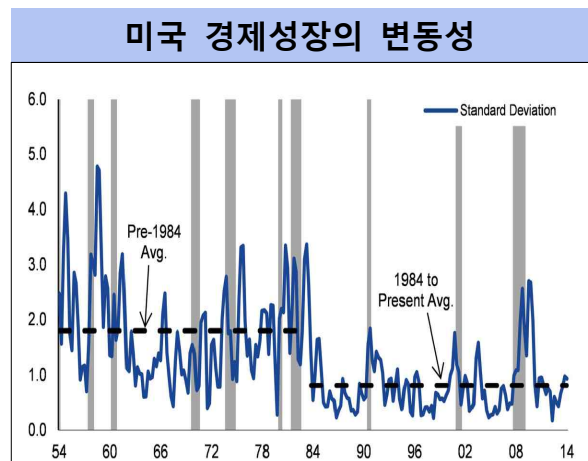
- 최근 미국과 영국의 경기회복세는 강화되고 있는 반면 유로존, 일본 및 중국의 경제는 둔화되는 움직임을 보이고 있는 등 국가별로 차별화된 경제상황이 글로벌 경기의 과열위험을 낮춤으로써 궁극적으로는 미국의 경기확장세 지속에 기여

- 아울러 1980년대 중반 이후 기술혁신 및 기업의 재고관리능력 향상 등에 힘입어 미국 경제성장의 변동성이 크게 축소\*된 점도 경기확장 기간을 확대하게 만드는 요인으로 작용

\* 1980년대 중반부터 시작된 소위 ‘대안정기(Great Moderation)’ 동안 미국경제는 3번의 경기확장기를 경험하였는데 이 기간동안 평균 확장기간은 7.9년(95개월)으로 제2차 세계대전 이후의 평균 지속기간인 4.9년(58개월)을 크게 상회



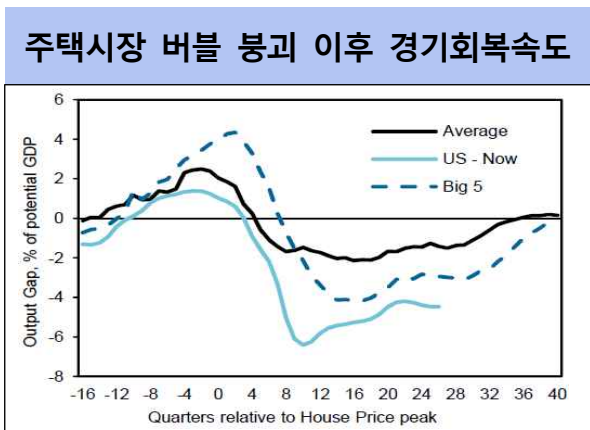
자료 : Goldman Sachs



자료 : Morgan Stanley

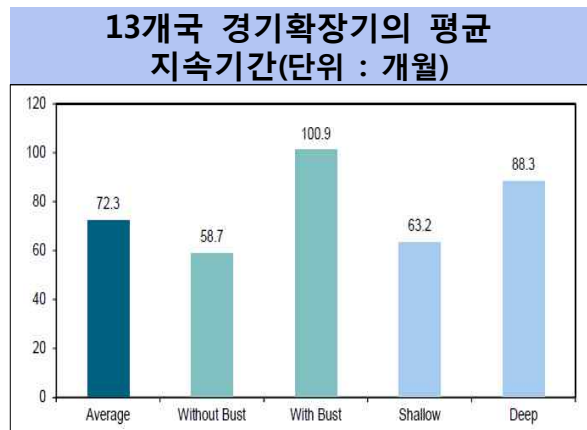
## ② 미국경제의 회복속도

- 현재의 경기확장 국면이 경제내에 대규모 유희생산능력(slack)이 존재하는 상황에서 출발한 가운데 수요부족 등으로 성장속도가 매우 완만한 점 등도 경기확장세 지속에 긍정적으로 작용
- Goldman Sachs는 1970년 이후 13개 선진국의 경기확장기를 대상으로 분석한 결과 지난 2008년의 미국의 사례와 같이 주택시장 버블 붕괴로 심각한 경기침체에 빠진 경우에는 회복속도가 매우 완만하여 경기확장기간이 예외적으로 오래 지속된다고 평가



주 : Big 5는 1982년 일본, 1991년 핀란드, 1991년 스웨덴, 1987년 노르웨이 및 1977년의 스페인의 주택시장 붕괴 사례를 지칭

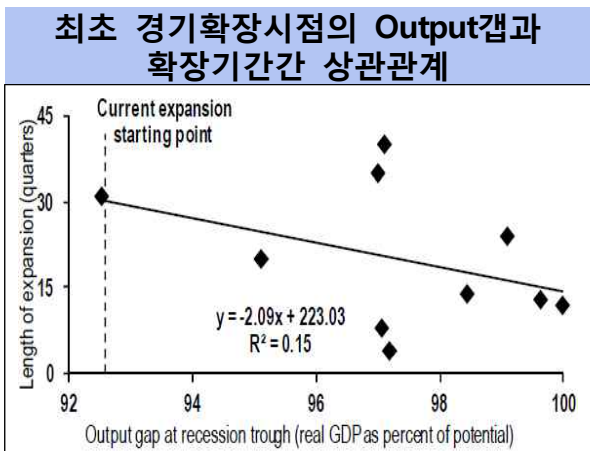
자료 : Goldman Sachs



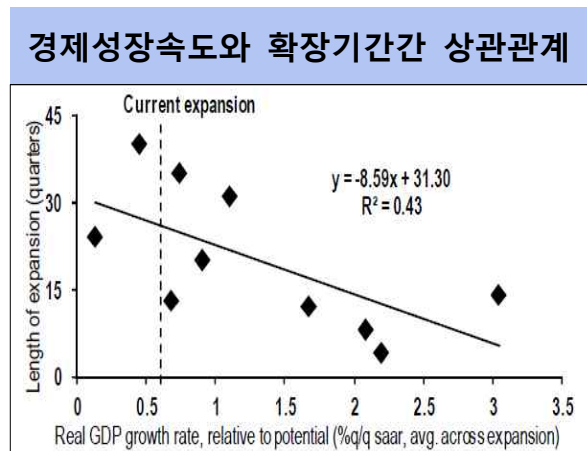
주 : 최초 경기확장시점에서 output갭이 -2%보다 크면 shallow, 작으면 deep 으로 구분

자료 : Goldman Sachs

- JP Morgan은 최초 경기확장 시점에서 마이너스 Output갭이 1%p 더 확대될 경우 경기확장 기간은 2분기 더 연장되며 또한 잠재성장률과 비교하여 실질 경제성장률이 매 1%p 느려질 때마다 경기확장 기간은 8분기 더 지속되는 효과가 있다고 주장



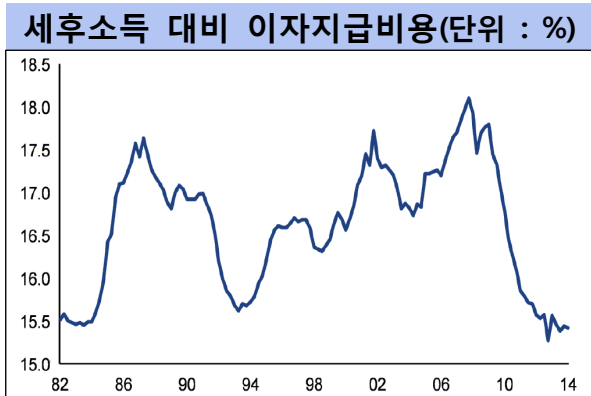
자료 : JP Morgan



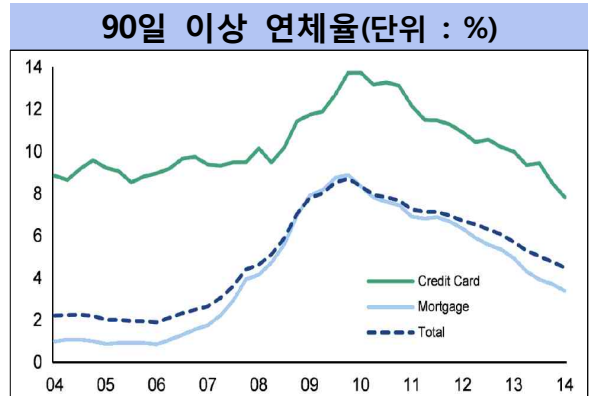
자료 : JP Morgan

### ③ 가계의 재무상태

- 글로벌 금융위기 이후 가계의 재무건전성이 꾸준히 개선되는 추세를 보이고 있는 등 당분간 가계부채가 경기과열이나 침체를 야기하는 요인으로 작용하지 않을 것으로 평가
- 가계의 디레버리징 및 장기간 지속된 연준의 저금리 정책 등에 힘입어 가처분소득 대비 이자지급비율이 역사적 최저 수준으로까지 하락한 가운데 90일 이상 연체율도 꾸준히 낮아지고 있는 상황

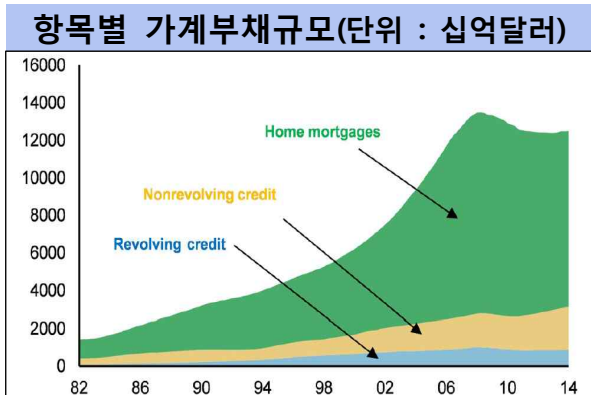


자료 : 연준

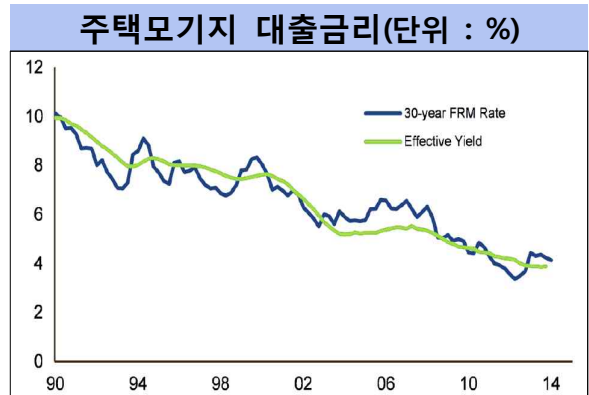


자료 : 뉴욕 연준

- 또한 전체 가계부채 가운데 약 75%를 주택모기지대출이 차지하고 있으나 고정금리 대출비중이 약 90%로 매우 높고 대출금리는 지속적으로 하락하여 현재 매우 낮은 수준에 머물러 있음
- 이러한 가계부채 구조는 금년 중반 이후에 연준이 정책금리를 인상하더라도 가계의 이자지급부담 및 소비가 크게 영향을 받지 않도록 완충역할을 함으로써 현재의 경기확장세 유지에 부정적 영향을 미치지 않을 것으로 예상



자료 : 연준

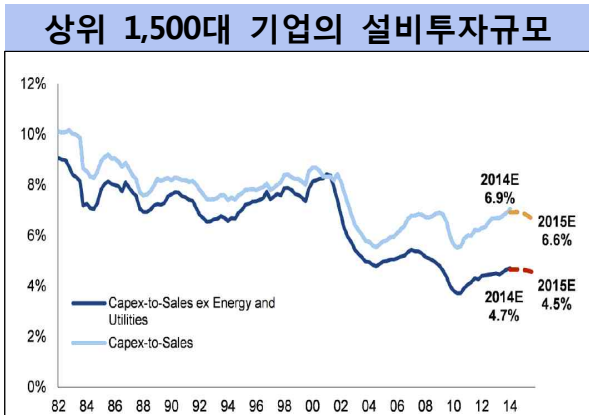


자료 : BEA

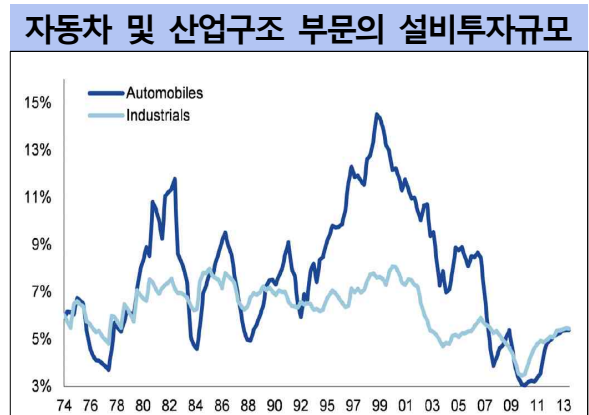
#### ④ 기업의 투자수준

□ 1980년대 이후 대규모 설비투자가 불필요한 Google, Amazon 등 IT기업이 미국경제의 새로운 성장 엔진으로 부각되면서 기업의 설비투자는 하향세를 이어왔는데 당분간 자동차 부문 등을 중심으로 소폭 개선되겠지만 기초적으로 큰 상승세를 기대하기는 어려운 상황 또한 현재의 경기확장세 지속에 우호적\*으로 작용

\* 제2차 세계대전 이후 미국의 통상적인 경기침체 과정은 기업의 과잉설비투자 → 과다한 재고 보유 → 급격한 생산량 축소 → 근로자 대량해고 → 소비 둔화 등의 순으로 진행

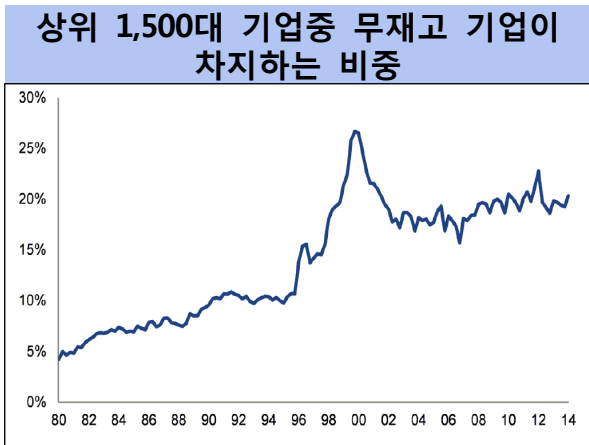


자료 : Morgan Stanley

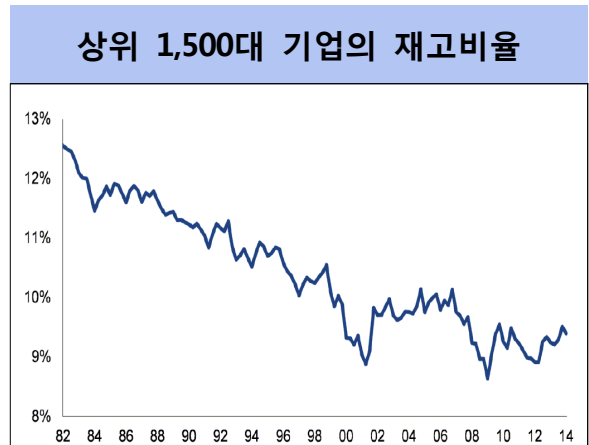


자료 : Morgan Stanley

○ 한편 이러한 기업의 투자부진 및 재고관리기술의 혁신 등에 힘입어 재고를 전혀 보유하고 있지 않는 기업의 비중이 크게 증가하면서 기업의 재고비율이 꾸준히 하락세를 시현한 점이 경기의 변동성을 줄이는 데 일정부분 기여



자료 : Morgan Stanley



자료 : Morgan Stanley

### ③ 향후 미국의 경기확장세 지속기간에 대한 연준 안팎의 전망

- 연준은 현재의 경기확장세가 언제까지 지속될 수 있는지에 관해 구체적인 시점을 밝히지 않았으나 최소한 2017년까지는 실질 경제성장률이 잠재성장률(약 2%로 추정)을 상회할 것으로 전망

**FOMC 위원들의 실질 경제성장률 전망<sup>1)</sup>(단위 : %)**

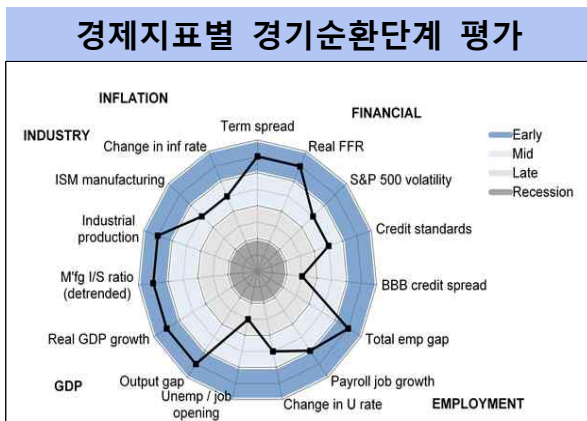
	2015년	2016년	2017년	장기
2014.12월	2.6~3.0	2.5~3.0	2.3~2.5	2.0~2.3
9월	2.6~3.0	2.6~2.9	2.3~2.5	2.0~2.3

주 : 3개의 최고치 및 최저치를 각각 제외한 중심 경향(central tendency) 기준

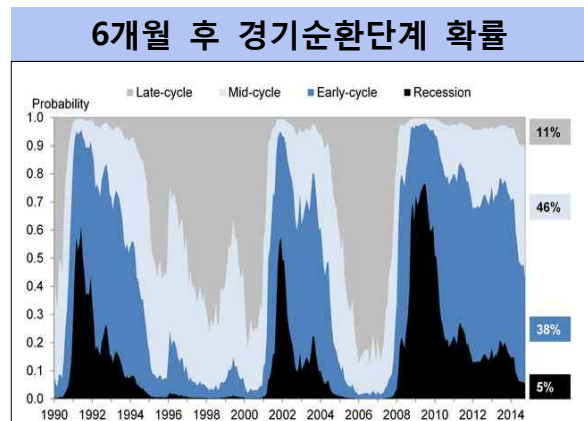
- 한편 월가의 주요 투자은행들의 경우 대부분 현재의 경기확장세가 2018~2020년까지는 지속될 수 있을 것으로 예상하고 있지만 일각에서는 미국경제가 다시 침체에 빠질 위험이 상존하고 있다고 지적\*

\* 보다 자세한 사항은 '<참고> 향후 미국의 경기확장세 지속기간에 대한 시장전망' 참조

- Goldman Sachs 등은 고용, 인플레이션 및 금융상황 등 미국의 주요 경제 지표들이 아직까지 대체로 '회복기(Early)' 또는 '확장기(Mid)' 단계에 위치한 데다 향후 연준의 긴축적 통화정책으로의 전환이 과거와 같이 경기확장세를 급격히 둔화시킬 요인으로 작용할 가능성이 높지 않다고 판단



자료 : Goldman Sachs



자료 : Goldman Sachs

- 반면 Nomura 등은 향후에도 연준의 정책금리가 상당기간 제로 부근에 머물러 있을 것으로 예상되어 또 다른 외부충격 발생시 연준의 정책대응 수단이 충분치 않은 점 및 유로존과 중국 등 주요국 경기의 부진 등이 미국의 경기확장세를 연장하게 하는데 걸림돌로 작용할 수 있다는 입장

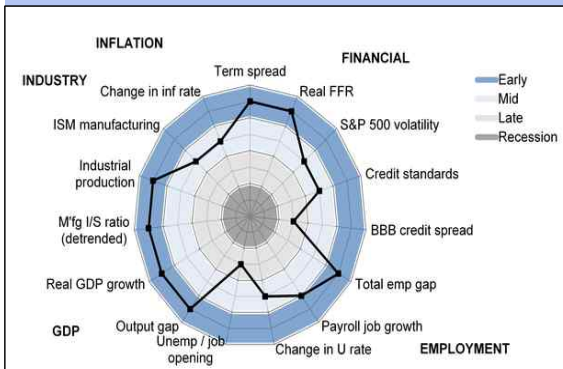


<참고>

### 향후 미국의 경기확장세 지속기간에 대한 시장전망

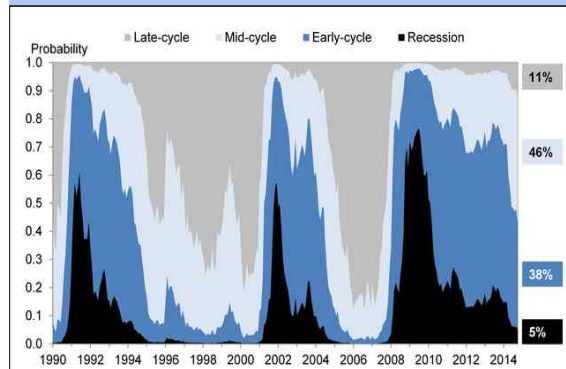
- 월가의 주요 투자은행들을 중심으로 시장에서는 대체로 현재의 경기 확장세가 2018~2020년까지는 지속될 수 있을 것으로 예상
- **(Goldman Sachs)** 1959년 이후의 데이터를 기초로 미국경제지표 15개를 각각 경기순환단계별로 평가한 결과 아직까지 대부분의 지표들이 ‘회복기(Early)’ 또는 ‘확장기(Mid)’ 단계에 위치하여 향후 3~4년 정도 현재의 확장추세가 이어질 여지가 충분한 것으로 판단
- 미국의 경기확장세 지속에 미치는 해외 충격의 영향력이 매우 제한적\*인 데다 ECB 및 일본은행의 통화정책 완화기조가 계속될 것으로 예상되는 점 등을 감안할 때 연준의 긴축적 통화정책으로의 전환이 과도한 시장혼란을 야기할 위험은 크지 않은 것으로 평가
- \* 미국의 경제체제가 대외 의존도가 매우 낮은(closed economy) 점을 감안할 때 무역경로를 통한 부정적 영향은 크지 않은 반면 금융경로를 통한 파급력은 상당하지만 그 영향력이 촉발되는 임계점은 매우 높은 것으로 나타남

#### 경제지표별 경기순환단계 평가



자료 : Goldman Sachs

#### 6개월 후 경기순환단계 확률



자료 : Goldman Sachs

- **(JP Morgan)** 현재의 경기확장세가 심각한 경기침체상태(Great Recession)에서 시작된 가운데 기업의 우수한 재고관리역량 및 연준의 보다 규율있는 통화정책 집행 등에 힘입어 2018년까지는 이와 같은 확장국면이 지속될 것으로 예상
- 특히 1979년 이후 실업률이 자연실업률 수준 이하로 하락\*한 경우 경기확장세가 평균 3년 정도 추가적으로 이어진 점도 감안할 필요
- \* 현재 5.6%인 실업률이 금년 중반에는 연준이 추정하는 자연실업률(5.2~5.5%) 수준내로 진입할 것으로 예상

- **(Morgan Stanley)** 현재의 경기확장세가 경기과열의 징후가 전혀 보이지 않는 등 아직까지 초기 회복단계에 머물러 있는 것으로 판단되어 2020년\*까지는 이와 같은 확장기조가 유지될 것으로 보임

\* 이 경우 현재까지 최장기 경기확장기간인 10년(1991~2001년)을 경신하게 됨

— 이에 따라 주가가 경기확장세 장기간 지속에 힘입어 1.23일 현재 2,051.8인 S&P 500지수가 2020년에 3,000까지 도달할 전망

- **(Bloomberg)** 미국경제가 취업자 수의 빠른 증가 및 향후 높은 임금 상승률 등에 힘입어 상당기간 잠재성장률 이상의 성장세를 이어갈 것으로 예상되는 가운데 연준의 정책금리도 점진적 속도로 인상될 것으로 보이는 등 가까운 장래에 경기가 수축될 가능성은 거의 없는 것으로 판단

□ 그러나 일각에서는 이와 같은 경기확장세 지속 장기화에 대한 낙관적 전망에도 불구하고 미국경기가 다시 침체에 빠질 위험이 상존하고 있다고 지적

- **(Nomura)** 연준이 비록 금년에 정책금리를 인상하더라도 상당기간 금리가 제로 부근에 머물러 있을 것으로 예상되는 바 또 다른 외부충격에 직면할 경우 연준의 정책대응 수단이 충분치 않은 것으로 평가

- **(IMF)** Olivier Blanchard(chief economist)는 현재 미국경제가 과거의 경기순환기와 비슷하게 움직이는 ‘정상시기’와 제로금리 제약하에 있는 ‘비정상시기’ 사이에 놓여 있는데 어느 순간 갑자기 경기가 위축될 위험에 직면할 수 있다고 주장

— 글로벌 금융위기 이전에는 제로금리 제약을 무시하였으나 현재는 미국을 포함한 글로벌 경제가 이러한 제약조건에 부딪힐 가능성이 적지 않은 바 이에 충분히 대비해야 한다고 덧붙임

- **(Morgan Stanley)** 현재의 경기확장세를 충분히 위축시킬 수 있는 다양한 위협요인들이 미국경제를 둘러싸고 있는 것으로 평가

— 유로존과 중국의 경기침체에 가까운 경제상황, 일본경제의 완화적 통화정책에 대한 지나친 의존, 예산·조세·연금 및 이민 제도 등 주요 이슈에 대한 구조개혁 실패 및 연준 통화정책의 기초 변화 등이 미국의 경기확장세를 2020년까지 연장하게 하는데 걸림돌로 작용할 가능성