

# 최근의 미국경제 상황과 평가

2015. 3.

뉴욕사무소

# 차 례

## I. 최근의 미국경제 동향 ..... 1

### 1. 실물경제 ..... 1

### 2. 금융시장 ..... 10

## II. 연준 통화정책 ..... 12

<참고 1> 최근 눈 폭풍(Snow storms) 등이 미국경제에 미치는 영향

<참고 2> 2월 고용지표에 대한 시장의 평가

<참고 3> 최근 미 고용시장 개선에도 임금상승이 완만한 원인과 정책적 시사점

<참고 4> 최근 미국의 자연실업률 하락이 연준 통화정책에 미치는 영향에 대한 평가

### < 요약 >

- 최근 미국의 **실물경제**는 주요 선행지표가 다소 주춤하는 가운데도 1월 소비 및 생산이 증가세로 반전하는 등 **비교적 양호**한 모습
  - **고용사정**은 기상악화에도 비농가취업자수가 시장예상치를 상회함에 따라 실업률이 다소 하락(5.5%)하는 등 꾸준한 개선이 이어지고 있으며 앞으로도 비교적 견조한 회복세가 지속될 것으로 보임
  - **주택시장**은 주택가격 회복세가 주춤하는 가운데 주택관련 선행지표도 혼조된 모습을 보이고 있으나 다만 경기회복과 함께 완만한 회복세를 이어갈 것으로 예상
  - **물가**는 최근의 유가하락, 달러화 강세 등의 영향이 근원 물가까지 파급되는 것으로 보이며 당분간 물가상승세가 약화될 가능성이 있으나 장기적으로는 노동시장 개선에 따라 점진적으로 상승할 전망
- ⇒ 최근 기상 악화, 대내외 여건 변화 등의 부정적 영향이 일부 나타나고 있는 것으로 보이나 **향후** 고용사정 개선 등에 따라 개인소비 등을 중심으로 경기회복 모멘텀은 지속될 전망
- 금융시장은 유가 반등, 주요국 중앙은행의 완화정책 지속 및 그리스 관련 우려 완화 등으로 **금리** 및 **주가**가 상승하고 **달러화**는 강세를 지속
  - 연준 통화정책 관련 커뮤니케이션이 변화될 경우 미국 경제지표 추이에 따른 금융시장 가격변수의 민감도는 보다 확대될 것으로 보임
- Yellen **연준** 의장은 상원 은행위원회에 출석하여 금리인상 전에 “금리인상에 신중(patient)할 것”이라는 Forward Guidance를 수정할 것이나 FG의 수정이 반드시 이후 2번의 회의에서 금리를 인상하는 것을 의미하는 것이 아니라고 언급
  - **시장**에서는 FG의 수정이 특정 시점에서의 금리인상을 의미하는 것은 아니라는 점을 강조함에 따라 증언 내용이 예상보다 덜 hawkish하였다는 평가가 조금 더 우세
  - 3월 FOMC에서 금리인상에 관한 “patient” 문구를 삭제하기 위한 준비단계일 가능성이 높다는 견해도 다수 제기되었으며 FG 변화는 연준의 **통화정책 운신**의 **폭**을 넓혀 주는 동시에 금리인상 시점에 대한 **불확실성**을 보다 확대시킬 것으로 예상
- 한편 경기회복세 지속, 고용사정 개선 등으로 근원물가상승률이 하락을 멈추고 상승으로 반전되는 추세를 보일 때가 Yellen 연준의장의 물가목표 달성에 대한 **“Reasonable Confidence”**를 모두 확인할 수 있는 시점이 될 것으로 판단
- ⇒ 향후 미 연준은 이르면 **3월 FOMC회의**에서 Forward Guidance를 수정하는 가운데 경제상황 전개에 따라 금리인상시기를 결정하고 **인상속도**에 대한 **분석**도 한층 강화할 것으로 예상

# I. 최근의 미국경제 동향

1

## 실물경제

### ① 경기 : 비교적 양호한 모습

- 최근 경기는 주요 선행지표가 다소 주춤하는 가운데도 1월 소비 및 생산이 증가세로 반전하는 등 비교적 양호한 모습
  - 저축률이 2개월 연속 상승(12.12월 이후 최고수준)하였으며 소비가 증가세로 전환되고 경기선행지수도 12개월 연속 상승세를 지속
  - 다만 2월 소비자신뢰지수가 에너지가격 하락세 진정 등으로 소폭 하락한 가운데 ISM 제조업지수도 2014.1월 이후 가장 낮은 수준으로 하락하는 등 주요 선행지표는 다소 주춤

	8월	9월	10월	11월	12월	15.1월
■ 제조업 수주(전월대비, %)	-10.0	-0.5	-0.7	-1.7	-3.5	-0.2
■ 건설지출(전월대비, %)	0.1	0.6	1.4	-0.6	0.8	-1.1
■ 개인 저축률(%)	4.7	4.6	4.5	4.5	5.0	5.5
■ 경기선행지수(전월대비, p)	0.1	0.6	0.6	0.3	0.4	0.2

- 4/4분기 GDP 성장률(수정치)은 재고 증가폭이 잠정치보다 크게 축소되고 순수출 감소폭은 보다 확대됨에 따라 속보치(2.6%) 보다 하락한 2.2%를 기록

### 주요 실물경제 지표<sup>1)</sup>

	2013		2014				2015			
	연간	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	11월	12월	1월	2월
실질 GDP	2.2	2.4	-2.1	4.6	5.0	2.2	-	-	-	-
산업생산	2.9	4.2	3.3	4.2	4.6	4.8	1.1	-0.3	0.2	..
소비(실질)	2.4	2.5	1.2	2.5	3.2	4.3	0.6	-0.1	0.3	..
ISM제조업지수	53.8	55.7	53.5	55.5	56.9	56.9	57.6	55.1	53.5	52.9
소비자신뢰지수 <sup>2)</sup>	79.2	84.1	80.9	82.8	83.0	89.8	88.8	93.6	98.1	95.4
소비자신뢰지수 <sup>3)</sup>	73.2	86.9	80.5	83.4	90.9	92.7	91.0	93.1	103.8	96.4

주 : 1) 분기는 연율 또는 월평균(지수) 2) 미시건대 기준 3) Conference Board 기준

⇒ 최근 기상 악화, 대내외 여건 변화 등의 부정적 영향\*이 일부 나타나고 있는 것으로 보이나 향후 고용사정 개선 등에 따라 개인소비 등을 중심으로 경기회복 모멘텀은 지속될 전망

\* 1~2월 기상악화 등에 따른 소매판매, 신규주택 착공 및 건설지출 부진 등에 따라 1/4분기 GDP 성장률은 기존 예상보다 0.2~0.5%p 낮아질 것으로 예상되며 내수 확대 및 미달러 강세 등으로 인한 순수출 감소 또한 성장세 확대를 제약할 가능성 (<참고 1> “최근 눈 폭풍(Snow storms) 등이 미국경제에 미치는 영향” 참조)

<참고 1>

**최근 눈 폭풍(Snow storms) 등이 미국경제에 미치는 영향**

\* 보다 자세한 내용은 당 사무소에서 작성한 동향분석자료 '최근 눈 폭풍(Snow storms) 등이 미국경제에 미치는 영향'(2.24일) 참조

□ 2013년말 ~ 2014년 초반의 한파 등이 미국경제의 회복세에 부정적 영향을 미친 바 있어 최근(2015년초) 미국 동북부 지방(보스턴, 뉴욕 등)을 중심으로 한 눈 폭풍 등이 미국 경제에 미칠 영향에 관심이 집중

○ 최근(2014/15)의 누적 적설량은 2013년말 ~ 2014년초반 수준에는 미치지 못하지만 과거 평균수준을 넘어서며 미 경제에 부정적 영향을 미쳤을 우려

□ 시장에서는 대체로 최근 일부 경제지표의 부진에는 눈 폭풍 등 기상악화가 일정부분 부정적 영향을 미쳤을 것으로 판단

○ 기상악화는 자동차 판매\* 등을 중심으로 한 소매판매에 부정적 영향을 미치고 항공기 취소 등으로 GDP 계산시 포함되는 여행지출도 감소했을 것으로 보임(Goldman Sachs, 2.20일)

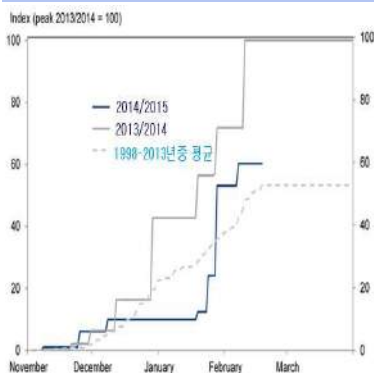
\* 극심한 추위 및 눈 폭풍 등으로 자동차 구매 전 시운전 등이 미루어지고 이에 따라 자동차 판매가 가장 큰 영향을 받는 것으로 나타남

○ 한파 및 눈 폭풍 등 겨울 기상악화가 주택 착공 및 기존주택 판매 등 주택시장 활동을 저해하였을 것으로 판단(Citi, 2.23일)

○ 또한 눈 폭풍 직전 시행되었던 1월 비농업취업자수 서베이에 비해 2월 비농업취업자수 서베이는 눈 폭풍기간중 이루어져 부정적 영향을 어느 정도 받을 가능성(BNP Paribas, 2.14일)

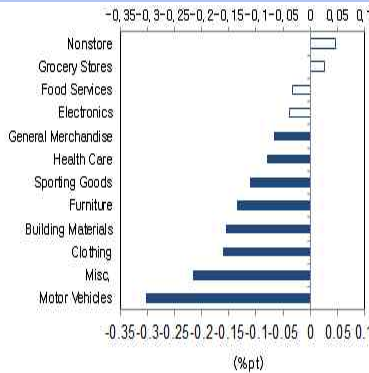
\* 실업수당 청구 등도 기상악화시 관공서 휴무로 감소하는 것처럼 보이나 이후 정상적인 업무를 재개할 경우 다시 증가하는 경향

**누적 적설량 비교**



자료: 미 상무부, Goldman Sachs

**기상악화가 품목별 소매판매에 미치는 영향**



자료: 미 상무부, Goldman Sachs

**항공기 취소 건수**



자료: Department of Transportation

**(2014년 대비 부정적 영향은 크게 작을 것으로 예상)**

□ 그러나 미국 경제에의 부정적 영향은 2014년과 비교하여 크게 작은 수준에 그칠 것으로 분석

- ① 개인가처분소득 및 개인소비가 여전히 양호하고, 경제활동참가율 하락이 멈춘 가운데 실업률 하락세가 이어지고 있어 가계를 중심으로 민간부문의 성장모멘텀이 유지되고 있는 것으로 보임(JP Morgan, 2.24일)
- ② 여타 지표의 부진에도 불구하고 소비자신뢰지수는 높은 수준을 유지하고 주가도 거의 영향을 받지 않는 등 가계 및 금융시장의 경기회복에 기대가 여전
- ③ 주택착공 감소가 1월중 2% 감소하였으나 14.12~15.1월중으로는 5% 증가하여 13.12월~14.1월중 -20%를 보였던 것에 비해 부정적 영향 정도가 작았음(Goldman Sachs, 2.20일)
- ④ Yellen 연준의장도 상원 은행위원회 청문회에서 현 미국경제 성장세가 추가적인 실업률 하락을 유도할 만큼 충분히 강하다고 평가하며 폭설, 한파 등의 부정적 영향에 대해서는 별도의 언급이 없었음

\* While GDP growth is not anticipated to be sustained that pace, **it is expected to be strong enough** to be result in a further gradual decline in the unemployment rate.(상원 은행위원회 청문회, 15.2.24일)

— 지난해 상원 은행위원회 청문회에서는 소비지출이 폭설, 한파 등의 부정적 영향으로 향후 경기회복이 당초 예상에 부합하는지 신중히 지켜볼 것이라고 언급(14.2.27일)

**(다만 1/4분기 경제성장률에의 부정적 영향은 불가피)**

□ 1월 소매판매, 신규주택 착공 및 건설지출 부진 등에 따라 1/4분기 GDP 성장률은 기존 예상보다 0.2~0.5%p 낮아질 것으로 예상(Barclays, BNP Paribas, Goldman Sachs, 3.2일)

\* Barclays(2.5%→2.1%), BOAML(2.6%→2.4%), Goldman Sachs(3.0%→2.5%), JP Morgan(3.0%→2.5%)도 최근 1/4분기 성장률을 하향 조정(Bloomerg 평균은 2.5%, 3.2일 기준)

○ 2014.4분기 GDP 성장률도 순수출 및 재고증감의 성장에의 기여도가 큰 폭 감소될 것으로 추정됨에 따라 속보치(2.6%)를 훨씬 밑도는 2.2% 내외를 보임

□ 한편 최근 발생한 서부해안 항구 노동분쟁도 1/4분기 GDP에 부정적 영향\*을 미칠 것으로 전망(Morgan Stanley, 2.17일, Goldman Sachs, 2.24일)

\* 서부해안 항구 5일간 폐쇄는 동 분기 GDP를 0.7%p 감소시키고 10일간 폐쇄는 1.2%p 감소시키는 것으로 분석(National Retail Federation and National Association of Manufactures, 2014)

⇒ 기상악화 및 대내외 여건의 부정적 영향 등이 복합적으로 작용하며 금년 상반기 중의 경기회복세가 당초 연준의 기대보다 완만해질 가능성이 높아지고 있는 것으로 보임

## ② 고용사정 : 비교적 견조한 회복세 지속

□ 직전 2개월 취업자수는 1.8만명 하향조정 되었으나 2월 비농가취업자수는 기상악화에도 29.5만명 늘어나 시장예상치(+23.5만명)를 상회하고 실업률도 하락하는 등 노동시장은 견조한 회복세를 지속\*

\* <참고 2> “2월 고용지표에 대한 시장의 평가” 참조

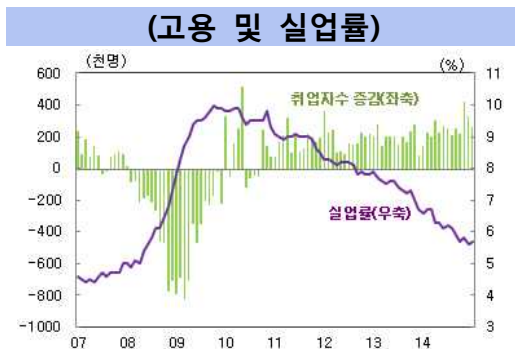
- 민간부문의 취업자수가 28.8만명 증가하였으며 공공부문은 0.7만명 증가
- 실업률은 신규 취업자수 증가 및 경제활동참가율 하락(62.9%→62.8%)으로 다소 하락(5.7%→5.5%, 2008.5월 이후 최저)
- 다만 시간당 평균임금 증가율은 상승세가 다소 완만해졌으며(0.1%) 주당 평균 노동시간(34.6시간)은 전월 수준을 유지

	9월	10월	11월	12월	15.1월	2월
■ 비농가취업자수 증가(만명)	25.0	22.1	42.3	32.9	23.9	29.5
■ 실업률(%)	5.9	5.7	5.8	5.6	5.7	5.5
■ 경제활동참가율(%)	62.7	62.8	62.9	62.7	62.9	62.8
■ 시간당 평균임금 증가율(m/m)	0.0	0.1	0.2	-0.2	0.5	0.1
■ 주당 평균 노동시간(시간)	34.5	34.6	34.6	34.6	34.6	34.6

□ 2월 평균(4주 이동평균) 신규 실업수당 청구권자수는 기상악화 등으로 전월 보다 소폭 증가(29.3만명 → 30.5만명)

	1월1주	2주	3주	4주	5주	2월1주	2주	3주	4주
■ 신규 실업수당 청구권자수(천명)	304	317	309	267	279	304	282	313	320

### 고용사정



⇒ 고용사정은 기상악화에도 비농가취업자수가 시장예상치를 상회함에 따라 실업률이 다소 하락(5.5%)하는 등 꾸준한 개선이 이어지고 있으며 앞으로도 비교적 견조한 회복세가 지속될 것으로 보임

<참고 2>

## 2월 고용지표에 대한 시장의 평가

□ 2월중의 한파 및 폭설에도 불구하고 취업자수가 예상치를 크게 상회하고 실업률도 하락하는 등 날씨의 영향이 거의 나타나지 않은 점이 시장의 주목을 받은 가운데 고용지표에 대한 평가는 대체로 긍정적이었음

○ 이에 따라 3월 FOMC회의 정책결정문에서의 “patient” 삭제는 거의 기정사실화하는 분위기이나 다만 주요 투자은행들의 경우 즉각적으로 금리인상시기 전망을 변경하는 등의 움직임은 나타나지 않았음

■ 6월 인상을 주장하는 측은 노동시장의 견조한 개선 모멘텀에 큰 의미를 부여한 반면, 9월 이후 인상을 주장하는 측에서는 연준이 당분간 임금 및 인플레이션 상승의 징후가 나타날 때까지 기다릴 것으로 예상

(JP Morgan) 이번 고용지표 호조로 6월 금리인상 가능성이 높아졌으며 3월 정책결정문에서의 “patient” 삭제는 거의 확실해진 것으로 판단. 또한 실업률이 FOMC의 자연실업률 전망중심구간 상단에 도달함에 따라 FOMC가 향후 인플레이션 상승에 대해 합리적 신뢰(reasonable confidence)를 갖게 될 것임. 한편 전일 Williams 샌프란시스코 연준 총재 발언\*은 연준 mainstream의 견해를 반영하는 것일 수 있으며 이에 따르면 이번 임금 상승폭 둔화도 금리인상에 큰 걸림돌이 되지는 않을 것임

\* 임금은 경기사이클에 후행하므로 중기 인플레이션 전망과 관련해서는 slack의 변화를 살펴보는 것이 더 유용함

(Goldman Sachs) 건설, 레저 등 기후민감업종 취업자수가 견조한 증가를 보이는 등 날씨영향은 거의 나타나지 않았음. 고용지표가 호조를 나타냄에 따라 3월 FOMC회의에서 “patient”를 삭제하고 6월 금리인상의 여지를 남겨두는 정도의 표현을 추가하여 forward guidance를 수정할 것으로 예상되나 9월 금리인상 전망은 그대로 유지

(Barclays) 임금 상승이 둔화되었지만 연준의 guidance는 (실제 임금 상승폭 확대 여부보다는) 노동시장 개선세가 향후 임금 및 서비스물가 상승에 대한 기대를 유지하기에 충분한지 여부에 중점을 두고 있음. 따라서 임금 상승이 연준 정책긴축의 전제조건은 아니라고 판단하고 있으며 이번 고용지표도 견조한 모습을 보인 만큼 3월 FOMC회의에서 forward guidance를 삭제하여 6월 이후 언제든 금리를 인상할 수 있는 상황을 조성할 것으로 예상

(Morgan Stanley) 취업자수가 예상치를 크게 상회하였지만 시간당 평균임금 상승이 기대에 못미쳐 전체적으로는 혼조 수준의 지표(mixed report)였음. 시장에서 기대하였던 날씨의 악영향이 나타나지 않은 것은 고용 서베이 시기와 한파 도래 시점간의 차이\*에 기인함

\* 2월 BLS 서베이 종료시점이었던 2.14일까지는 미국내 대부분 지역의 날씨가 평년대비 온화하였던 반면 한파 및 폭설은 월 후반에 집중

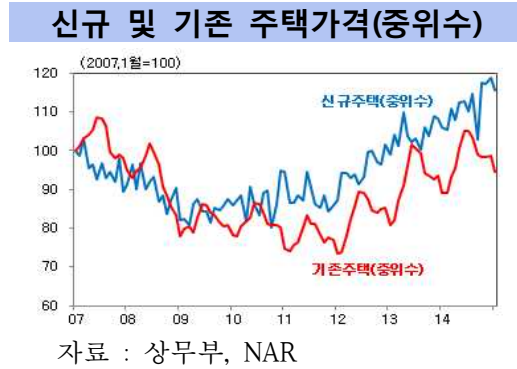
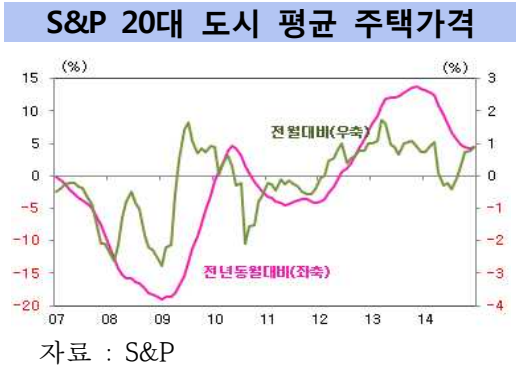
(UBS) 취업자수가 가파른 증가세를 유지하고 있고, 높은 수준을 유지하고 있는 주당 노동시간 및 구직건수 등을 감안할 때 노동력에 대한 수요도 견조하므로 노동시장 개선 모멘텀이 지속될 것으로 전망. 고용지표 호조로 연준이 통화정책 긴축 수순을 밟을 것으로 판단됨에 따라 6월 금리인상 전망을 그대로 유지

(BoA Merrill Lynch) 고용이 매우 견조한 모습을 보이고 있지만 최근 경제활동지표가 부진하고 향후 GDP 전망이 밝지 못한 데다 인플레이션 상승 기미가 나타나지 않는 점 등에 비추어 연준이 신중함을 유지할 것임. 즉 3월 FOMC회의에서 “patient”를 삭제하겠지만 인플레이션 반등의 증거가 나타나기를 기다릴 것으로 판단되며 이에 따라 9월 금리인상 전망은 유지



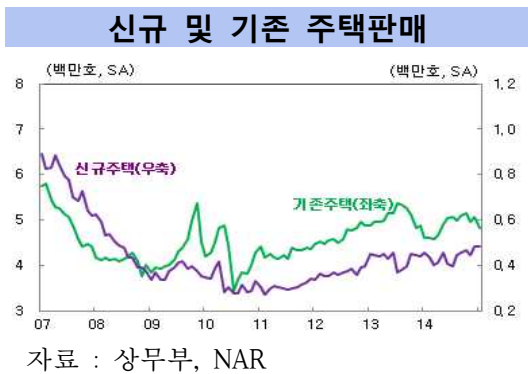
### ③ 주택시장 : 완만한 회복세 지속

- 12월 20대 도시의 평균 주택가격(S&P의 Case-Shiller지수, 계절조정 기준)이 전년 동월대비 4.5% 상승하였으며 전월대비로는 0.9% 상승
  - 반면 1월 기준 주택가격(중위수) 및 신규 주택가격은 모두 전월에 비해 하락 전환(기준 -4.1%, 신규 -2.6%)



- 1월중 잠정주택 판매는 증가로 돌아서 2~3개월내 기존주택 판매 증가를 예고하고 있으나 기존주택 판매 및 신규주택 판매는 감소로 전환되는 등 지표간 혼조된 모습
  - 주택허가건수 변동이 미미한 가운데 주택착공호수는 단독주택 착공이 감소하며 1월중 하락 전환

	(전월대비, %)					
	8월	9월	10월	11월	12월	15.1월
■ 기존주택판매	-1.4	2.0	1.2	-4.1	2.4	-4.9
■ 신규주택판매	12.3	1.8	2.9	-4.9	8.1	-0.2
■ 잠정주택판매	-0.2	0.6	0.0	0.4	-1.5	1.7
■ 주택허가건수	-5.1	2.8	5.9	-2.9	0.0	0.0
■ 주택착공호수	-12.3	6.7	6.2	-7.1	7.1	-2.0



⇒ 최근 주택가격 회복세가 주춤하는 가운데 주택관련 선행지표도 혼조된 모습을 보이고 있으나 다만 경기회복과 함께 완만한 회복세를 이어갈 것으로 예상

\* 주택건설업체 2월 서베이에 따르면 주택건설업자는 작년 하반기 보다 금년 주택시장이 덜 긍정적(less optimistic)일 것으로 전망된다고 평가(15.2월, NAHB)

#### ④ 물가 : 소비자 물가 하락에 이어 근원 물가도 하락 추세

□ 1월 근원PCE 물가상승률(전년동월대비)은 전월(1.34%)보다 소폭 하락\*(1.31%)

\* 주요 투자은행들은 에너지가격 하락, 미달러 강세의 근원 PCE에 대한 영향이 2015년 중반에 가장 크게 나타날 것으로 예상되어 금년 중반중에 근원 PCE 상승률이 1.0~1.1% 수준으로 하락할 것으로 전망(Goldman Sachs, 2.20일, JP Morgan, 3.4일)

○ 소비자물가상승률(전년동월대비)은 집세 및 교통서비스 가격 상승에도 에너지 가격 하락폭이 커짐에 따라 하락세로 전환(0.8% → -0.1%)

	(전년동월대비, %)					
	8월	9월	10월	11월	12월	15.1월
■ 근원PCE 물가	1.5 (0.1)	1.5 (0.1)	1.5 (0.3)	1.4 (0.1)	1.34 (0.0)	1.31 (0.1)
■ PCE 물가	1.5 (0.0)	1.4 (0.1)	1.4 (0.0)	1.2 (-0.2)	0.8 (-0.2)	0.2 (-0.5)
■ 소비자물가	1.7 (-0.1)	1.7 (0.1)	1.7 (0.1)	1.3 (-0.3)	0.8 (-0.3)	-0.1 (-0.7)

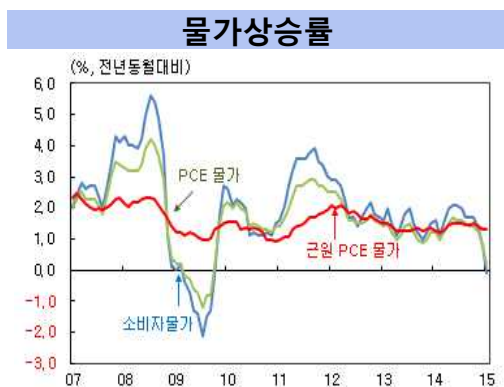
주 : ( ) 내는 전월대비(%)

□ 2월 장기 기대인플레이션(미시건대 서베이, 5년 기준)은 전월 보다 소폭 하락하였으나(2.8% → 2.7%)하였으나 단기 기대인플레이션은 상승(2.5% → 2.8%)

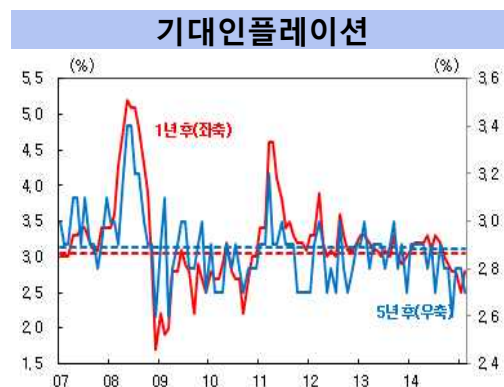
○ BEI(Break-Even Inflation Rate, 일반 국채금리와 물가연동 국채금리간 차이)는 전월 보다 26bp 상승한 1.64%를 나타냄

	8월	9월	10월	11월	12월	15.1월	2월
■ BEI <sup>1),2)</sup> (%)	1.85	1.64	1.57	1.40	1.21	1.38	1.64

주 : 1) 월말 기준      2) 국채 5년물 - TIPS 5년물



자료 : BEA



주: 점선은 2000년 이후 평균  
자료: 미시건대 서베이

⇒ 최근의 유가하락, 달러화 강세 등의 영향이 근원 물가까지 파급되는 것으로 보이며 당분간 물가상승세가 약화될 가능성이 높지만 장기적으로는 노동시장 개선에 따라 점진적으로 상승\*할 전망

\* <참고 3> “최근 미 고용시장 개선에도 임금상승이 완만한 원인과 정책적 시사점” 참조

<참고 3>

### 최근 미 고용시장 개선에도 임금상승이 완만한 원인과 정책적 시사점

\* 보다 자세한 내용은 당 사무소에서 작성한 조사연구자료 ‘고용시장 개선에도 임금상승이 완만한 원인과 정책적 시사점’(2.23일) 참조

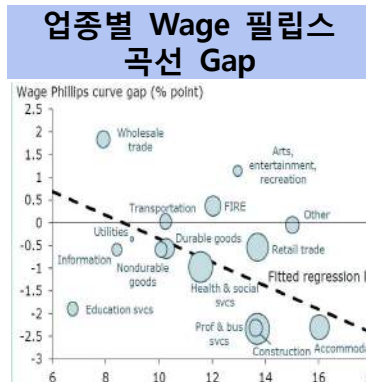
- 최근 고용시장의 견조한 양적 개선에도 불구하고 임금상승률(명목)은 여전히 과거에 비해 미약한 수준을 보이고 있음
  - 임금상승 정도는 노동시장내 유휴 인력 수준을 가늠해 볼 수 있는 주요 지표인 동시에 물가상승률에도 직접적이고 큰 영향을 미친다는 점에서 향후 연준의 통화정책 정상화 시점을 가늠하는 데 있어서 매우 중요한 의미를 가질 것임
- (임금상승이 완만한 원인) ① 경기 회복과정에서(2010년 이후)의 고용증가가 주로 저임금 업종을 중심으로 진행되며 일자리 감소·증가간에 불일치가 발생 (composition shift)한 점과 ② 경기침체기 중 명목임금의 하방경직성에 따른 “Pent-up wage deflation” 존재 가능성이 제기



자료: BLS

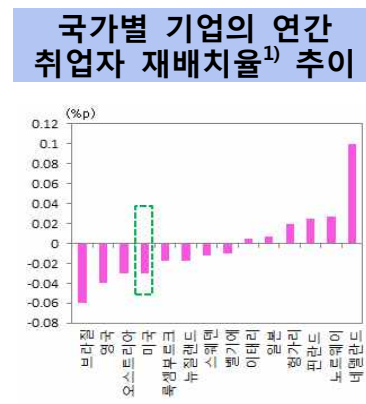


자료: BLS

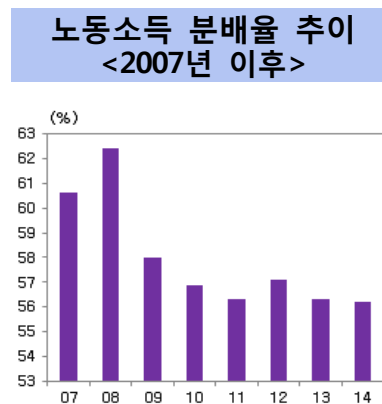


자료: FRB San Francisco(15.1월)

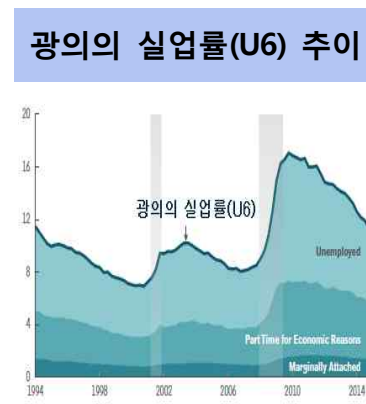
○ 또한 ③ 위기 이후 미 노동시장의 유연성 등이 큰 폭 감소함에 따라 근로자의 임금협상력이 약화되어 노동소득 분배율도 하락하고 ④ 장기실업률 및 임시직 종사자가 높은 수준을 유지하고 경제활동참가율이 잠재수준을 하회하는 등 고용의 질적개선이 미흡한 점 등도 작용



주: 1) 2002~2009년중



자료: BEA



자료: BLS, CBO(15.1월)

□ **(향후 임금상승 전망)** 임금상승을 저해하는 여러가지 요인에도 임금 관련 선행 지표가 위기이후 최고 수준에 도달하고, 중위연령의 노동력 증가 등 인구구조 변화 및 최저임금 인상 등에 따라 향후 경기회복과 함께 **임금상승세**는 지속 될 것으로 예상

**기업 고용보수 증가 예상<sup>1)</sup>과 임금상승과의 관계**



주 1) NFIB 서베이 기준(3분기 선행) 자료: BLS, NFIB

**이직률<sup>1)</sup>(Quits rate)과 임금상승과의 관계**



주 1) JOLTS(3분기 선행) 자료: BLS(15.1월)

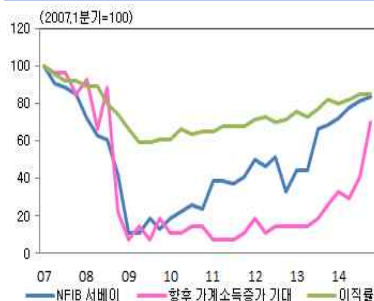
**미 노동력 인구의 중위연령 전망**



자료: BLS, Goldman Sachs(15.1월)

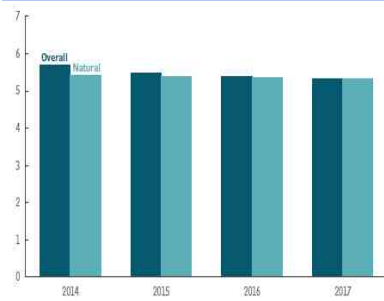
- 다만 선행지표의 회복정도가 다소 미흡하고 상당한 유휴인력이 남아있는 점, 이에 따른 실업률의 장기평균 하회 가능성 감소 등으로 당분간 **완만한 수준**에서 크게 높아지지 못할 전망

**임금 관련 선행지표 회복 정도**



자료: NFIB, BLS, Bloomberg

**실업률 및 자연실업률 전망**



자료: CBO(15.1월)

**비선형 Wage 필립스 곡선가정 임금상승 전망**



자료: Goldman Sachs(15.1월)

□ **(정책적 시사점)** 고용사정 개선에 따른 임금상승이 미국 경제의 경기회복 및 연준의 물가목표 달성을 뒷받침 할 것이나 **완만한 임금상승 속도**에 따라 정상적인 임금상승률 수준으로의 복귀가 다소 늦추어 질 것이며 시장에서는 연준의 금리 인상시기도 다소 늦추어질 가능성이 있는 것으로 판단

- 연준은 3~4%의 임금상승률(정상적인 수준)에 도달할 것이라는 **충분한 근거**를 확인하고자 할 것으로 예상
- 또한 노동시장의 과열정도와 인플레이션과의 시차관계가 변화하였을 가능성이 있으나 임금이 급격히 상승한다 하더라도 근시일내 물가상승세가 확대 될 가능성도 낮아 보임

⇒ 향후 비농가취업자수 증가 등 고용시장의 양적인 개선이 지속됨에 따라 실업률이 하락하는 것은 노동시장이 개선되는 것을 보여주는 좋은 신호이나 임금상승 등 여타 질적인 지표가 수반되는지에 더욱 주목할 필요

## 2

## 금융시장

### ① 금리 : 큰 폭 상승

□ 최근 시장금리(국채 10년)는 연준의 기준금리 인상기대 변화\*에 영향을 받는 가운데 그리스 관련 우려 완화 등으로 큰 폭 상승(1월말 1.64 → 3.4일 2.12, +48bp)

\* 1월 고용지표 발표 후 비농가취업자수 호조 등의 영향으로 향후 연준의 금리인상 기대가 크게 증가(2.6일, +14bp)하였다가 1월 FOMC 의사록 공개(2.18일, -6bp) 및 Yellen 의장의 상원 은행위원회 증언(2.24일, 8bp) 등으로 조기인상 기대가 약화되며 다소 하락

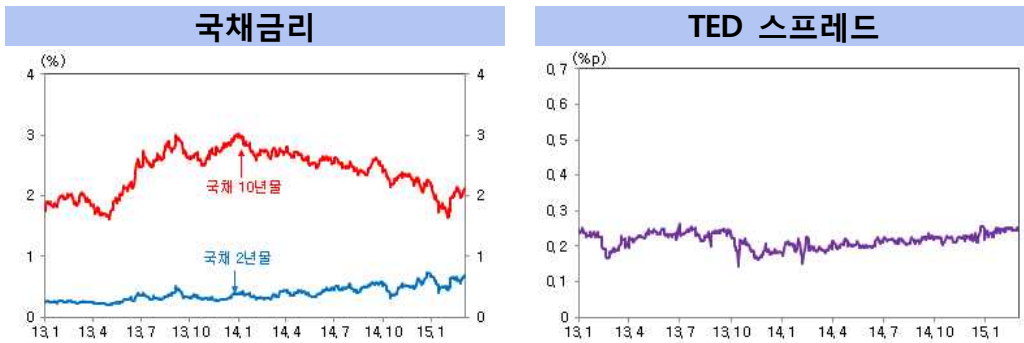
○ 향후 정책금리 기대를 보다 잘 반영하는 2년물 금리는 상당 폭 상승(1월말 0.45 → 3.4일 0.65, +20bp)

	9월말	10월말	11월말	12월말	1월말	2월말	3.4일
■ 국채 10년물(%)	2.49	2.33	2.16	2.17	1.64	1.99	2.12
■ 2년물(%)	0.57	0.49	0.47	0.66	0.45	0.62	0.65

□ 단기금융시장 유동성 지표인 TED 스프레드(3개월물 Libor - T-bill 수익률)는 안정세를 지속하였으며 회사채 스프레드는 ECB의 자산매입 기대감 등에 영향 받으며 하락

	9월말	10월말	11월말	12월말	1월말	2월말	3.4일
■ 회사채 스프레드 <sup>1)</sup> (bp)	95	104	110	118	126	114	113

주 : 1) 투자등급 회사채의 정부채 대비 스프레드



자료: Bloomberg

### ② 주가 : 상승

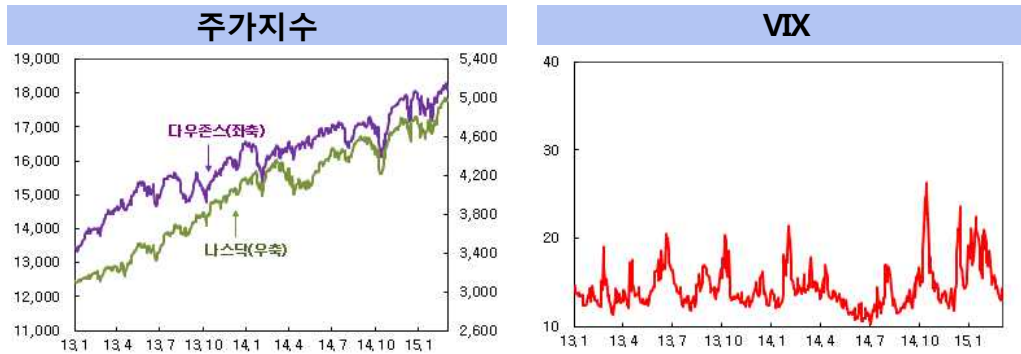
□ 주가(다우존스)는 유가 반등, 주요국 중앙은행의 완화정책 지속\* 및 그리스 관련 우려 완화 등에 따라 위험선호가 개선되면서 큰 폭 상승(1월말 17,165 → 3.4일 18,097 +5.4%)

\* 호주의 기준금리 인하(-25bp, 2.3일), 중국의 기준금리 인하(-50bp, 2.4일), 중국 예대 기준금리 인하(-25bp, 3.2일) 등



- 주가 변동성지수(VIX)도 그리스 우려 완화 등으로 큰 폭 하락(1월말 21.0 → 15.3.4일 14.2)

	9월말	10월말	11월말	12월말	1월말	2월말	3.4일
■ 다우존스	17,043	17,391	17,828	17,823	17,165	18,133	18,097
■ 나스닥	4,493	4,631	4,792	4,736	4,635	4,964	4,967



자료: Bloomberg

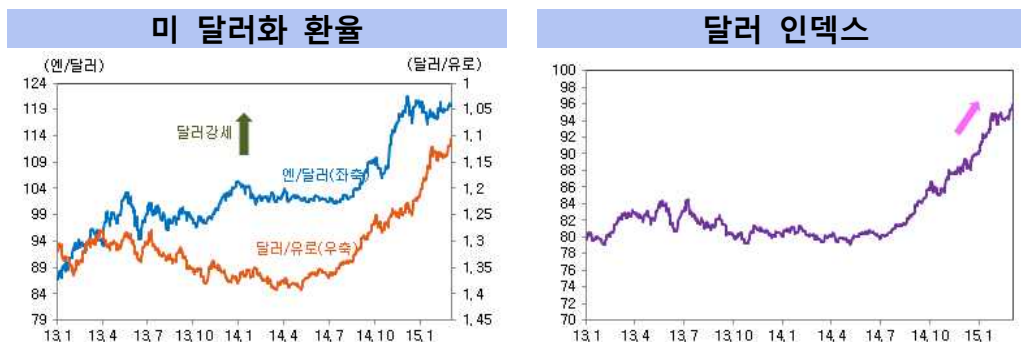
### ③ 美 달러화 : 강세 지속

□ 미달러화는 주요국 통화에 대해서 강세를 지속

- 유로화에 대해서는 미국 및 유로지역 경제지표 추이, 그리스 채무 재정 협상 경과 등의 영향을 받으며 변동하다 3월 ECB 자산매입 실시 기대감 등에 따라 강세를 지속(1월말 1.129 → 3.4일 1.108, +1.9%)
- 엔화에 대해서도 일본은행의 추가 부양책의 역효과에 대한 우려\* 등에도 미 경제지표 호조 등으로 소폭 강세를 시현(1월말 117.5 → 3.4일 119.7, +1.9%)

\* 일본은행 내부에서 현시점에서의 추가 부양책과 엔화 약세가 소비심리 위축 등의 역효과를 초래할 가능성이 제기(2.12일)

	9월말	10월말	11월말	12월말	1월말	2월말	3.4일
■ 달러/유로	1.263	1.253	1.245	1.210	1.129	1.120	1.108
■ 엔/달러	109.7	112.3	118.6	119.8	117.5	119.6	119.7



자료: Bloomberg

## II. 연준 통화정책

□ Yellen **연준** 의장은 반기 통화정책보고서 제출을 위해 상원 은행위원회에 출석하여 미국 경제 현황·전망 및 통화정책 수행에 대해 보고하는 자리에서 향후 Forward Guidance 수정과 관련한 의견을 개진(2.24일)

- 금리인상 전에 “금리인상에 신중(patient)할 것”이라는 Forward Guidance를 수정할 것이나 그러한 FG의 수정이 반드시 이후 2번의 회의에서 금리인상이 시행될 것을 의미하는 것은 아님

\* “... a **modification** of the forward guidance should **not** be read as indicating that the Committee will **necessarily increase the target range in a couple of meetings.**”

— 현 Forward Guidance는 향후 예정된 최소 두 번의 FOMC 회의에서는 금리인상이 시행되지 않을 것이라는 것을 의미하나 **인상 결정은 개별회의시 경제상황**에 따라 이루어 질 것임을 부연

□ **시장**에서는 FG의 수정이 특정 시점에서의 금리인상을 의미하는 것은 아니라는 점을 강조함에 따라 증언 내용이 예상보다 덜 hawkish하였다는 평가가 조금 더 우세한 가운데 3월 FOMC에서 금리인상에 관한 “patient” 문구를 삭제하기 위한 준비단계일 가능성이 높다는 견해가 다수 제기

□ 이와 같은 커뮤니케이션의 변화는 그간 연준 내부에서 지속적으로 제기\* 되어 온 시간을 정하는(calendar-based) 방법이 아닌 **경제상황 전개**를 반영하는 FG(data-dependant)로의 변경 필요성이 반영되는 것으로 보임

\* 커뮤니케이션 소위원회 구성원(Stanley Fischer, Mester 클리블랜드 연준총재, Williams 샌프란시스코 연준총재 등)을 중심으로 FG 변경 필요성이 공개적으로 제기되어 옴

- 이와 같은 FG변화는 연준의 **통화정책 운신**의 **폭**을 넓혀 주는 동시에 금리인상 시점에 대한 **불확실성** 및 미 경제지표 추이에 따른 금융시장의 **변동성**을 보다 확대시킬 것으로 예상

□ 경기회복세 지속, 고용사정 개선에 따른 임금상승 등으로 근원물가상승률이 하락을 멈추고 상승으로 반전되는 추세를 보일 때가 Yellen 의장의 물가목표 달성에 대한 **“Reasonable Confidence”**를 모두 확인할 수 있는 시점이 될 것으로 판단

⇒ 향후 미 연준은 이르면 3월 FOMC회의에서 Forward Guidance를 수정하는 가운데 **경제상황 전개**에 따라 금리인상시기를 **결정\***하고 인상속도에 대한 분석도 한층 강화할 것으로 예상

\* <참고 4> “최근 미국의 자연실업률 하락이 연준 통화정책에 미치는 영향에 대한 평가” 참조

<참고 4>

### 최근 미국의 자연실업률 하락이 연준 통화정책에 미치는 영향에 대한 평가

\* 보다 자세한 내용은 당 사무소에서 작성한 동향분석자료 '최근 미국의 자연실업률 하락이 연준 통화정책에 미치는 영향에 대한 평가'(2.17일) 참조

- 자연실업률이 약 5% 수준으로 하락한 데 대해서는 이견이 많지 않지만 향후 통화정책방향에 미치는 영향에 대해서는 최초 정책금리 인상시점을 금년 6월 또는 9월 이후로 예상하는 입장에 따라 다르게 나타남

#### ① 정책금리 최초 인상시점에 대한 영향

- [금년 9월 이후 정책금리 인상 기대론자] 자연실업률의 하락은 현재 물가상승 압력이 크지 않다는 점을 시사하는 것으로 연준의 정책금리 최초 인상이 금년 9월 이후에야 이루어지게 하는 결정적 요인이라는 평가

- Rosengren 보스턴 연준 총재는 임금과 물가가 상승하는 징후를 발견할 때까지 통화정책 정상화에 인내심을 유지해야 한다고 언급(1.15일)
- 또한 BAML은 물가를 연준의 목표수준(2%)으로 상승시키기 위해서는 실업률을 더욱 하락시켜야 하는 바 정책금리 최초 인상시점을 9월로 미루는데 중요한 요인으로 작용할 것이라고 판단(1.9일)
- 한편 NYT는 물가상승률이 매우 낮은 상황에서 정책금리를 조기에 인상하는 것은 해소에 수년 또는 수십년이 소요될 수 있는 디플레이션 위험을 가중시킬 수 있다고 지적(2.3일)

- [금년 6월 정책금리 인상 기대론자] 자연실업률이 하락한 것으로 추정되지만 통화정책 파급효과에 시차가 있는 점을 감안하면 정책금리 인상시점이 9월 이후로 연기될 필요성은 크지 않다는 입장

- Williams 샌프란시스코 연준 총재는 금년말 또는 내년초\*에 실업률이 자연실업률에 도달하여 물가상승 압력이 점차 높아지기 시작할 것으로 예상되지만 통화정책이 물가상승률에 미치는 효과는 약 1-2년의 시차를 두고 나타나는 점에 비추어 선제적으로 대응할 필요가 있다고 강조(2.11일)

\* 자연실업률(5%)과 현재 실업률(5.7%)간의 격차가 크지 않은 데다 그동안 실업률이 매우 빠르게 하락해온 점을 감안

- 아울러 실업률이 약 8~9%로 매우 높은 가운데 물가상승률이 완만할 경우에는 디플레이션 가능성이 우려되지만 노동시장 개선으로 완전고용 달성이 멀지않은 현 시점에서는 디플레이션 위험이 크지 않다고 평가

- Deutsche도 연준의 Optimal control rule에 입각하여 분석한 결과 자연실업률이 5.0%\*일 경우 정책금리 최초 인상시점은 금년 6월이 적절하다고 주장(1.22일)

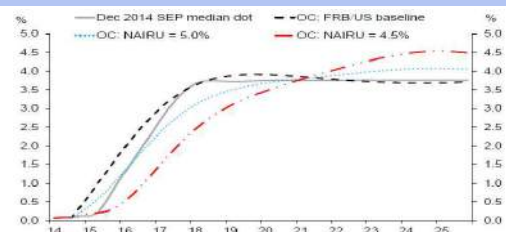
\* 만일 자연실업률이 4.5%로 추정될 경우에는 정책금리 최초 인상시점은 금년말 또는 내년초로 연기되는 것으로 나타남

#### FOMC 전망 대비 실업률 하락속도



자료 : 연준

#### 자연실업률 추정치별 정책금리 인상경로



자료 : Deutsche(1.22일)



**② 정책금리 인상속도에 대한 영향**

□ **[금년 9월 이후 정책금리 인상 기대론자]** 필립스 곡선의 기울기가 지속적으로 감소하는 등 실업률이 자연실업률에 근접하더라도 물가가 급격히 상승할 가능성은 높지 않으며 설령 물가가 2% 목표치를 상회하더라도 정책금리를 빠르게 인상할 필요성은 크지 않은 것으로 판단

○ Goldman Sachs 및 Citi 등 일부 투자은행들은 필립스 곡선의 기울기가 지속적으로 하락\*하는 등 물가가 실업률에 더 이상 크게 반응하지 않는 반면 연준의 물가 목표치에는 확고하게 안착(anchoring)되어 있다고 평가

\* 경제활동참가율 하락, 장기 실업률 확대 및 파트타임 근로자 수 증가 등 노동시장의 구조적 변화로 실업률이 노동시장 유희인력 수준을 정확하게 반영하지 못하는 데 주로 기인한 것으로 판단(Washington Post, 1.18일)

— 이에 따라 연준이 정책금리를 금년 9월 이후에 인상하더라도 향후 물가가 급등할 가능성은 높지 않다고 주장

○ 한편 NYT는 지난 5년동안 물가가 연준의 목표수준을 대체로 하회한 점을 감안할 때 비록 물가가 2%를 상회하더라도 이를 바로잡고자 연준이 급격하게 금리를 조정할 가능성은 높지 않다고 보도(2.3일)

□ **[금년 6월 정책금리 인상 기대론자]** 실업률이 6% 아래로 하락할 경우 임금이 급격히 상승하는 점에 비추어 자연실업률에 근접할 때까지 정책금리 최초 인상시점을 미루는 것은 자칫 정책 실기(behind the curve)로 이어질 수 있다는 입장

○ Williams 샌프란시스코 연준 총재는 향후 유가가 반등하고 미 달러화 강세가 둔화되는 등 대외적 요인의 영향이 줄어드는 가운데 실업률이 자연실업률 수준에 도달할 경우 물가가 급등할 가능성이 높다고 우려(2.11일)

— 이러한 상황에서 물가상승이 가시화될 때까지 정책금리 인상을 늦춘다면 추후 물가가 목표수준을 크게 상회하게 되어 급격한 정책금리 인상 에 따른 시장혼란 및 경기침체가 초래될 수 있다고 경고

○ 한편 WSJ은 현재 경제학자들이 정책금리 조기 인상 위험보다는 정책금리 인상시점을 놓치는 위험을 더 심각하게 고려하고 있다고 보도(2.12일)

**③ 최종 정책금리 수준에 대한 영향**

□ 자연실업률 추정치가 정책금리 최초 인상시점뿐 아니라 최종 금리수준에도 영향을 미친다는 것이 시장의 공통된 인식

○ Deutsche 및 BAML 등은 자연실업률이 낮아질수록 정책금리 최초 인상시점이 지연되지만 실업률 추가 하락에 따른 경기과열로 최종 금리수준은 더욱 높아진다고 분석

**자연실업률 추정치별 최종 정책금리 수준**

자연실업률 추정치	정책금리 최초 인상시점	최종 정책금리 수준
5.4%	2014년말	3.9%
5.0%	2015년 상반기	4.1%
4.5%	2015년말 또는 2016년초	4.5%

자료 : Deutsche(1.22일)