

# 최근의 미국경제 상황과 평가

2016. 5.

뉴욕사무소

# 차 례

## < 요약 >

<b>I. 최근의 미국경제 동향</b> .....	<b>1</b>
1. 실물경제 .....	1
2. 금융시장 .....	7
<b>II. 연준 통화정책</b> .....	<b>13</b>

<참고 1> 2016.1/4분기 미국 GDP 성장률에 대한 시장의 평가

<참고 2> 2016.4월 고용지표에 대한 시장의 평가

<참고 3> 최근 중국 기업부채 급증에 대한 월가의 평가 및 전망

<참고 4> 최근 엔화 강세 움직임에 대한 월가의 평가

<참고 5> 미 대선이 연준 통화정책에 미치는 영향

### < 요약 >

- 최근 미국의 **실물경제**는 에너지 부문 등에서의 투자가 부진한 가운데 민간소비 증가세도 둔화되면서 **성장 속도가 다소 주춤**한 모습
  - **고용사정**은 4월중 취업자수 증가폭이 시장기대에는 못 미쳤지만 여전히 양호한 증가세를 유지하는 것으로 평가되며 앞으로도 노동시장의 개선 흐름은 당분간 지속될 전망
  - **주택시장**은 견조한 주택 구매수요, 낮은 수준의 모기지 금리 등이 주택경기 호조를 뒷받침할 전망
  - **물가**는 최근 국제원자재가격 및 달러화 가치 안정, 최저임금 인상 등이 향후 인플레이션에 긍정적으로 작용하겠지만 노동시장 내 유희인력의 잔존, 지난해 저유가 및 강달러의 영향이 완전히 해소되지 않은 점 등을 고려할 때 당분간 물가상승 속도는 완만할 전망
- ⇒ 견조한 가계소득 여건 등을 감안할 때 **2/4분기 이후에는 소비가 개선**되면서 **완만한 경기 확장**으로 이어지겠으나 제조업은 미약한 글로벌 수요 등으로 업황 회복이 완만할 것으로 보여 **투자**와 **수출은 당분간 성장 제약요인**으로 작용할 전망
- **금융시장**은 유가 상승에 따른 위험자산 선호심리 확대, 1분기 기업실적 호재 등으로 **금리**와 **주가**가 동반 **상승**한 가운데 주가 변동성지수(VIX)도 안정된 모습
  - 한편 **달러화**는 연준의 점진적 금리인상 기대, 일본 당국의 경기부양 정책 효과에 대한 의구심에 따른 안전자산으로서 엔화 수요확대 등으로 **유로화 및 엔화에 대해 약세**를 보임
- 2016.4월 FOMC 회의결과 미 연준은 정책금리 목표범위를 현 수준 (0.25~0.50%)에서 유지하기로 결정
  - 투자 및 수출 부진 등으로 전반적인 경제활동이 다소 주춤한 것으로 평가한 가운데 대외여건의 경우 **글로벌 경제·금융 상황이 위험요인으로 작용하고 있다는 3월 회의시의 표현을 삭제**
  - 4월 고용지표 발표(5.6일) 직후 **주요 투자은행들이 금리인상이 유력시 되는 시기를 종래의 6월에서 9월로 이연**하는 가운데 금년중 총 인상 횟수 전망도 축소 조정하는 움직임
- ⇒ 당초 예상보다 미흡한 미국내 실물경제 상황으로 인해 6월 금리인상에 대한 시장의 기대가 후퇴하고 있으나 **연준은 6월 금리인상 가능성을 열어두고 있는 상황**
  - 앞으로 1/4분기 GDP의 상향 조정 가능성, 향후 발표되는 고용·물가 등 실물지표 향방이 6월 금리인상 여부의 관건이 될 전망

# I. 최근의 미국경제 동향

1

## 실물경제

### ① 경기 : 다소 둔화

□ 최근 미국 경제는 에너지 부문 등에서의 투자가 부진한 가운데 민간소비 증가세도 둔화되면서 성장 속도가 다소 주춤한 모습\*

\* <참고 1> ‘2016.1/4분기 미국 GDP 성장률에 대한 시장의 평가’ 참조

○ 3월중 개인소득은 전월대비 0.4%(시장예상치: 0.3%) 늘어나 꾸준한 증가세를 이어갔으나 소비지출은 전월 수준을 유지하는 데 그침

	2015.10월	11월	12월	2016.1월	2월	3월
▶ 개인소득(전월대비, %)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.1	0.4

- 4월 들어서는 지난달에 부진했던 자동차 판매가 전월대비 5.2% 증가
- 다만 4월중 소비자신뢰지수(Conference Board)는 양호한 고용사정 등으로 현재 상황에 대한 평가는 개선되었으나 향후 경제전망에 대한 우려가 다소 커지면서 전월대비 하락(96.1 → 94.2)

○ 3월중 산업생산은 전월대비 0.6% 감소

- 4월중 ISM 제조업지수(50.8)는 4개월만에 하락\*, ISM 비제조업지수(55.7)는 시장 예상치(54.8)를 웃도는 실적을 나타냄

\* Chicago PMI, Philly Fed index 등 여타 서베이 지표들도 4월 들어 일제히 하락하였는데 주요 투자은행들은 최근의 주가 및 원자재가격 상승, 금융여건 개선 등에 따른 제조업 업황 회복에 대한 기대감이 3월 서베이 지표에 과도하게 반영된 것으로 평가

### 주요 실물경제 지표<sup>1)</sup>

	(전기대비, %)											
	2014		2015				2016					
	연간	연간	2/4	3/4	4/4	1/4	1월	2월	3월	4월		
실질 GDP 성장률	2.4	2.4	3.9	2.0	1.4	0.5	-	-	-	-		
■ 소비(실질) 증감률	2.7	3.1	3.6	3.0	2.4	1.9	0.0	0.3	0.0	..		
- 소비자신뢰지수 <sup>2)</sup>	86.9	98.0	96.2	98.3	96.0	96.0	97.8	94.0	96.1	94.2		
■ 산업생산 증감률	2.9	0.3	-2.7	1.5	-3.3	-2.2	0.5	-0.6	-0.6	..		
- ISM제조업지수	55.6	51.3	52.6	51.0	48.6	49.8	48.2	49.5	51.8	50.8		
- ISM비제조업지수	56.2	57.2	56.5	58.2	56.9	53.8	53.5	53.4	54.5	55.7		

주: 1) 분기는 전기비 연율 또는 월평균(지수)

2) Conference Board 기준

⇒ 견조한 가계소득 여건 등을 감안할 때 2/4분기 이후에는 소비가 개선되면서 완만한 경기 확장으로 이어지겠지만 제조업은 미약한 글로벌 수요 등으로 업황 회복이 완만할 것으로 보여 투자와 수출은 당분간 성장 제약요인으로 작용할 전망

<참고 1>

### 2016.1/4분기 미국 GDP 성장률에 대한 시장의 평가

□ 2016.1/4분기중 미국 GDP 성장률(전기비 연율, 속보치)은 시장 예상치(+0.7%)를 하회하는 0.5%로 나타남

○ 주택투자(+14.8%)는 두자릿수의 높은 증가세 보였으나 개인소비(+1.9%)가 둔화된 가운데 에너지 부문\*을 중심으로 민간투자(-3.5%) 부진이 지속

\* 광물탐사, 유정 등 구조물 투자(전기비 연율) : 2015.4/4분기 -39.6% → 2016.1/4분기 -86.0%

■ 재고투자 및 순수출의 성장기여도(각각 -0.3%p)는 3분기 연속 마이너스를 보임

#### GDP 성장률

(% , 전기비 연율)

	2014		2015				2016
	연중	1/4	2/4	3/4	4/4	연중	1/4
GDP	2.4	0.6	3.9	2.0	1.4	2.4	0.5
개인소비	2.7	1.8	3.6	3.0	2.4	3.1	1.9
민간투자	5.4	8.6	5.0	-0.7	-1.0	4.9	-3.5
비주택	6.2	1.6	4.1	2.6	-2.1	2.8	-5.9
(구조물)	8.1	-7.4	6.2	-7.2	-5.1	-1.5	-10.7
(설비)	5.8	2.3	0.3	9.9	-2.1	3.1	-8.6
(지식재산생산물)	5.2	7.4	8.3	-0.8	-0.2	5.7	1.7
주택	1.8	10.1	9.3	8.2	10.1	8.9	14.8
재고증감 <sup>1)</sup>	0.1	0.9	0.0	-0.7	-0.2	0.2	-0.3
순수출 <sup>1)</sup>	-0.2	-1.9	0.2	-0.3	-0.1	-0.6	-0.3
수출	3.4	-6.0	5.1	0.7	-2.0	1.1	-2.6
수입	3.8	7.1	3.0	2.3	-0.7	4.9	0.2
정부지출	-0.6	-0.1	2.6	1.8	0.1	0.7	1.2

주: 1) GDP성장에 대한 기여도(%p)

□ 시장에서는 고용사정, 소비심리 등 양호한 기초여건에 비추어 볼 때 2/4분기에는 소비 증가세가 확대되면서 2% 내외의 경제성장률을 보일 수 있을 것으로 예상

▶ 2010~15년중 분기별 GDP 평균 성장률(%)

	1/4	2/4	3/4	4/4
0.8	3.1	2.2	2.4	

○ 자동차판매\*를 제외하고는 여타 내구재, 비내구재 및 서비스 소비가 견조한 흐름을 지속하고 있으며 주택투자 호조는 가계의 재무상황이 건실함을 반영

\* 1/4분기중 소비 증가세 둔화는 자동차구매 감소에 상당 부분 기인하는데 그간의 높은 판매 실적을 감안할 때 최근의 자동차구매 축소는 보다 지속가능한 수준으로 조정되는 과정 (Barclays)

○ 기업투자 및 수출은 최근 국제원자재가격 및 달러화 가치 안정 등이 긍정적으로 작용하겠지만 개선 속도는 매우 완만할 것으로 평가

■ 재고투자의 경우도 기업들의 재고조정이 상당히 진척되면서 성장 하방효과가 점차 약화될 전망

## ② 고용사정 : 개선

□ 2016.4월중 비농가취업자수는 시장 예상치(+20만명)를 밑도는 16.0만명 (전월대비) 증가\*

\* <참고 2> ‘2016.4월 고용지표에 대한 시장의 평가’ 참조

○ 경제활동참가율(62.8%)은 전월대비 0.2%p 하락하였으며 실업률(5.0%)은 전월 수준 유지

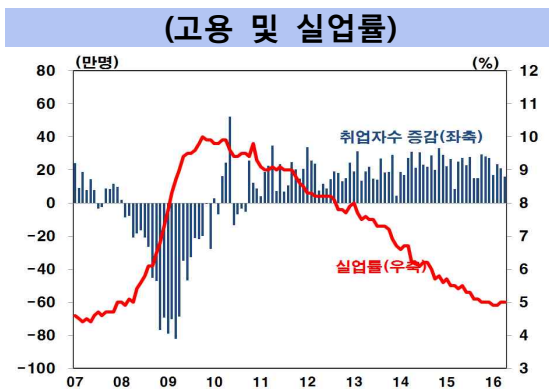
○ 시간당 평균임금은 전월대비 0.3% 올라 전월에 이어 상승폭이 확대\* 되었으며 주당 평균노동시간(34.5시간)도 전월보다 0.1시간 증가

\* 전년동월대비: 3월 2.3% → 4월 2.5%

	15.9월	10월	11월	12월	16.1월	2월	3월	4월
▶비농가취업자수 증가(만명)	14.9	29.5	28.0	27.1	16.8	23.3	20.8	16.0
▶실업률(%)	5.1	5.0	5.0	5.0	4.9	4.9	5.0	5.0
▶경제활동참가율(%)	62.4	62.5	62.5	62.6	62.7	62.9	63.0	62.8
▶시간당 평균임금 증가율(m/m)	0.1	0.3	0.2	0.0	0.5	0.0	0.2	0.3
▶주당 평균 노동시간(시간)	34.5	34.5	34.5	34.5	34.6	34.4	34.4	34.5

□ 2016.4월중 신규 실업수당 청구권자수(5주 평균)는 26.0만명으로 전월(4주 평균 26.3만명)대비 소폭 감소

	2016.3월	4월	1주	2주	3주	4주	5주
▶신규 실업수당 청구권자수(만명)	26.3	26.0	26.6	25.3	24.8	25.7	27.4



⇒ 4월중 취업자수 증가폭이 시장기대에는 못 미쳤지만 여전히 양호한 증가세를 유지하는 것으로 평가되며 앞으로도 노동시장의 개선 흐름은 당분간 지속될 전망

<참고 2>

### **2016.4월 고용지표에 대한 시장의 평가**

□ 시간당 임금상승률이 시장예상치를 상회하였으나 헤드라인 취업자수 증가폭이 둔화된 데다 직전 2개월 취업자수가 하향조정되고 경제활동참가율도 하락하는 등 전월보다 부진한 모습을 보임에 따라 4월 고용지표는 다소 실망스럽다는 반응이 우세

- 이에 따라 차기 금리인상 시기를 6월로 전망했던 일부 주요 투자은행들이 노동시장 개선세 및 성장세 둔화 가능성 등을 고려하여 차기 인상 시점 및 연내 인상 횟수 전망을 조정하는 등 연준의 완만한 금리인상 속도 전망에 무게가 실리는 모습

**Goldman Sachs** : 헤드라인 취업자수가 예상치를 하회하고 직전 2개월 취업자수도 하향 조정되는 등 지표 내용이 부진하였음. 건설, 소매 판매, 정부 부문 등이 부진하였으며, 이중 건설부문은 연초 온화한 기후로 큰 폭 증가하였던 데 따른 반작용이 있었던 것으로 판단. 가계부문 취업자수 감소에도 불구하고 경제활동 참가율 하락으로 실업률은 변동이 없었음. 시간당 평균임금 상승 및 노동시간 증가는 다소 고무적인 부분. 부진한 고용지표 및 최근 연준의 커뮤니케이션 내용 등을 감안하여 차기 금리인상 시기를 6월에서 9월로 변경(차기 인상: 6월 → 9월, 연내 인상: 3회 → 2회로 변경)

**BOAML** : 3개월 평균 취업자수 증가규모가 20만명으로 무난한 수준이나 6개월 평균(22만명)을 하회. 경제활동참가율이 하락한 가운데 실업률이 하락하지 않은 점도 부정적임. 다만 평균임금상승률(전년동월비) 2.5%는 최근 추세의 상단 수준이며 노동시간이 함께 늘어난 점은 고용시장 여건이 개선되고 있는 점을 시사하는 것으로 긍정적임. 금일 고용 지표 및 최근 발표된 지표 내용을 종합적으로 고려할 때 향후 연준의 금리인상 속도가 다소 완만해 질 수 있을 것으로 전망(차기 인상: 6월 → 9월, 연내 인상: 2회 → 1회로 변경)

**JP Morgan** : 고용지표가 예상보다 부진하였으나 크게 문제될 만한 수준은 아님. 4월 지표 내용만으로 최근 노동시장 개선 추세에 변화가 있을 것으로 판단하기는 어려움. 취업자수 증가폭 축소는 소매업 및 정부부문 취업자수 감소에 의해 주도. 평균임금 상승 추세는 느리지만 견조할 것으로 전망. 2분기 성장률은 여전히 2.0%로 전망하고 있으며 연준의 입장에도 변화가 있을 것으로 생각하지 않음. 다만 우려할 점은 2분기 생산성이 악화될 것으로 전망되는 부분임(차기 인상: 7월, 연내 인상: 2회 전망 유지)

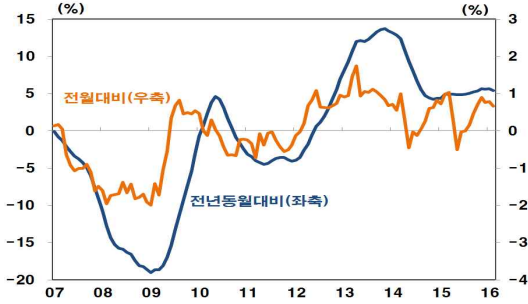
**HSBC** : 취업자수 증가가 예상치를 하회하였으나 고용시장 여건이 악화되었다고 보기에는 이르다고 판단. 소매업 취업자수가 감소하였으나 전월까지 15개월 연속 증가하는 등 증가세 지속에 따른 일시적 조정으로 해석. 정부부문도 감소하였으나 향후 완만한 증가세를 보일 것으로 전망 (차기 인상: 6월, 연내 인상: 2회 전망 유지)

**Morgan Stanley** : 시간당 평균임금 상승을 제외하고는 지표 내용이 전반적으로 부진하였으며 특히 소매업종은 2014.2월 이후 가장 부진한 모습. 연초 소매업종 취업자수 증가규모가 이례적으로 컸던 점, 직전 몇 분기에 걸쳐 생산성이 하락한 점 등을 감안할 때 금번 고용 증가폭 둔화는 이미 예측되었던 바임. 시장가격에 반영된 연준의 연내 1회 인상 가능성은 55%으로 동 수준은 경제활동 둔화 및 향후 인플레이션 상승세 약화 가능성 등에 비추어 볼 때 적절한 것으로 판단 (차기 인상: 12월, 연내 인상: 1회 전망 유지)

### ③ 주택시장 : 회복세 지속

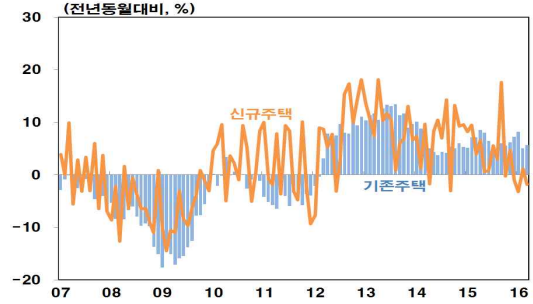
- 2016.2월중 20대 도시 평균 주택가격(S&P Case-Shiller지수)은 전년동월대비 5.4% 상승(전월대비 +0.7%)
- 3월중 기존주택가격은 전년동월대비 5.7% 상승, 신규주택가격은 1.8% 하락

**S&P 20대 도시 평균 주택가격**



자료: S&P

**신규 및 기존 주택가격<sup>1)</sup>**



주: 1) 중위수 기준 자료: 상무부, NAR

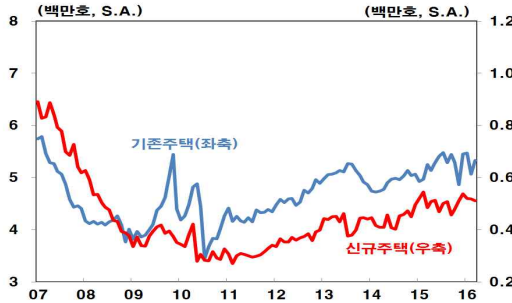
- 3월중 기존주택판매는 전월대비 5.1% 증가, 신규주택판매는 1.5% 감소
- 주택 허가 및 착공 건수는 각각 전월대비 8.6%, 8.8% 감소\*

\* Nomura(4.19일)는 최근 주택착공#에서 single-family 건설 비중이 높아지고 있어 GDP 기여도 측면에서 보다 긍정적이라고 평가

# 주택착공건수 평균(만호, 계절조정 연율 기준) : 2015.1/4분기 97.8 → 2016.1/4분기 113.3

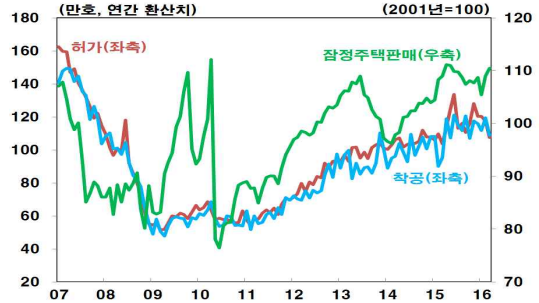
	(전월대비, %)							
	15.8월	9월	10월	11월	12월	16.1월	2월	3월
■ 기존주택판매	-3.5	2.8	-2.8	-8.1	12.1	0.4	-7.3	5.1
■ 신규주택판매	1.4	-9.9	5.0	6.5	5.1	-3.0	-0.4	-1.5
■ 잠정주택판매	-1.0	-1.2	0.7	-0.4	0.9	-3.0	3.4	1.4
■ 주택허가건수	2.7	-4.8	5.1	10.4	-6.1	0.0	-2.2	-8.6
■ 주택착공호수	-3.1	8.2	-11.3	9.8	-1.4	-3.6	6.9	-8.8

**신규 및 기존 주택판매**



자료 : 상무부, NAR

**잠정 주택판매, 주택 허가 및 착공**



⇒ 앞으로도 견조한 주택 구매수요, 낮은 수준의 모기지 금리 등이 주택 경기 호조를 뒷받침할 전망

④ 물가 : 근원 PCE 물가 전년동월대비 1.6% 상승

□ 3월중 근원 PCE 물가상승률(전년동월대비)은 전월보다 다소 하락한 1.6%를 나타냄

○ 소비자물가는 전년동월대비 0.9% 상승

	(전년동월대비, %)							
	15.8월	9월	10월	11월	12월	16.1월	2월	3월
▶ 근원PCE 물가	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.7	1.7	1.6
	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.1)
▶ PCE 물가	0.3	0.2	0.2	0.5	0.7	1.3	1.0	0.8
	(0.0)	(-0.1)	(0.1)	(0.1)	(-0.1)	(0.1)	(-0.1)	(0.1)
▶ 소비자물가	0.2	0.0	0.2	0.5	0.7	1.4	1.0	0.9
	(0.0)	(-0.1)	(0.2)	(0.1)	(-0.1)	(0.0)	(-0.2)	(0.1)

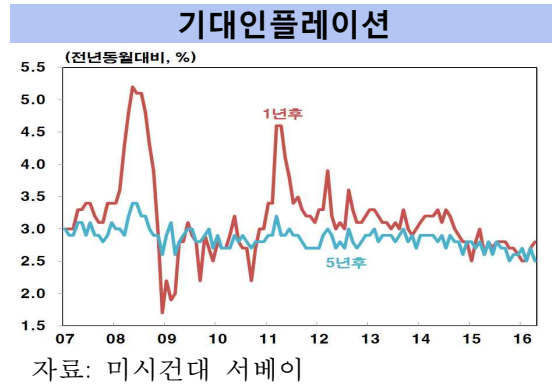
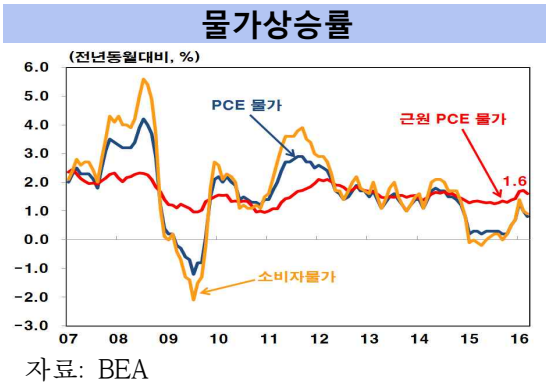
주: ( ) 내는 전월대비(%)

□ 2016.4월중 단기 기대인플레이션(미시건대 서베이)은 2.8%로 상승하였으나 장기 기대인플레이션(2.5%)은 전월(2.7%)에 비해 하락

○ BEI(Break-Even Inflation Rate, 일반 국채금리와 물가연동 국채금리간 차이)는 1.60%로 전월대비 9bp 상승

	15.8월	9월	10월	11월	12월	16.1월	2월	3월	4월
▶ BEI <sup>1),2)</sup> (%)	1.29	1.08	1.19	1.29	1.28	1.20	1.26	1.51	1.60

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



⇒ 최근 국제원자재가격 및 달러화 가치 안정, 최저임금 인상\* 등이 향후 인플레이션에 긍정적으로 작용하겠지만 노동시장 내 유희인력의 잔존, 지난해 저유가 및 강달러의 영향이 완전히 해소되지 않은 점 등을 고려할 때 당분간 물가상승 속도는 완만할 전망

\* 4월초 뉴욕, 캘리포니아에서 최저임금 인상을 결정(뉴욕은 2018년말까지 10인이상 사업장의 최저임금을 9달러에서 15달러로, 캘리포니아의 경우 2022년까지 10달러에서 15달러로 인상)

## 2

## 금융시장

### ① 금리 : 전월 대비 상승

□ 2016.4월중 시장금리(국채 10년)는 글로벌 증시 호조 및 유가 상승에 따른 위험자산 선호심리 확대 등으로 전월대비 상승하였으나 5월 들어서는 유로지역 경제전망 하향 조정 등에 따른 risk-off 분위기로 하락(3월말 1.77% → 4월말 1.83% → 5.5일 1.75%)

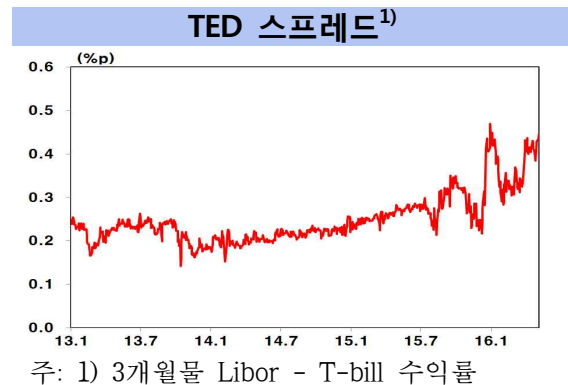
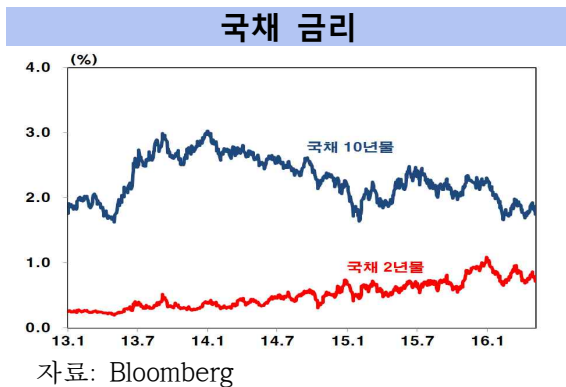
○ 장래의 정책금리 기대를 보다 잘 반영하는 2년물 금리도 전월대비 상승(3월말 0.72% → 4월말 0.78% → 5.5일 0.72%)

	15.10월말	11월말	12월말	16.1월말	2월말	3월말	4월말	5.5일
▶ 국채 10년물(%)	2.14	2.21	2.27	1.92	1.73	1.77	1.83	1.75
▶ 2년물(%)	0.72	0.93	1.05	0.77	0.77	0.72	0.78	0.72

□ 단기금융시장 유동성 지표인 회사채 스프레드와 TED 스프레드 모두 전월 대비 하락(각각 3월말 171bp → 4월말 151bp, 3월말 0.430%p → 4월말 0.428%p)

	15.10월말	11월말	12월말	16.1월말	2월말	3월말	4월말	5.5일
▶ 회사채 스프레드 <sup>1)</sup> (bp)	162	164	168	204	214	171	151	155

주 : 1) 투자등급 회사채의 정부채 대비 스프레드



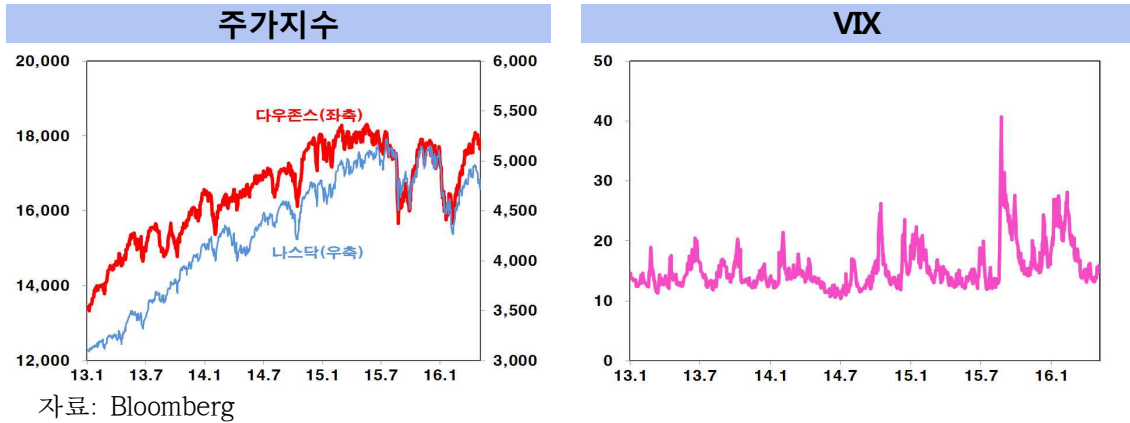
### ② 주가 : 상승

□ 4월중 주가(다우존스)는 양호한 중국 무역지표\*, 유가 상승에 따른 글로벌 투자심리 회복, 1분기 기업실적 호재 등으로 전월보다 상승하였으나 5월 들어서는 글로벌 경기둔화 우려 확산 등으로 하락세를 보임(3월말 17,685 → 4월말 17,774 → 5.5일 17,661)

\* 중국 정책당국의 적극적 경기부양 정책 등에 힘입어 최근 실물 경제지표가 다소 안정되는 모습을 보이고 있으나 시장에서는 중국의 높은 부채, 특히 과도한 기업 부채 수준 및 빠른 증가 속도에 대한 우려 또한 커지고 있음. 보다 자세한 내용은 <참고 3> ‘최근 중국 기업부채 급증에 대한 월가의 평가 및 전망’ 참조

○ 주가 변동성지수(VIX)는 안정된 모습(3월말 14.0 → 4월말 15.7 → 5.5일 15.9)

	15.10월말	11월말	12월말	16.1월말	2월말	3월말	4월말	5.5일
▶다우존스	17,664	17,720	17,425	16,466	16,517	17,685	17,774	17,661
▶나스닥	5,054	5,109	5,007	4,614	4,558	4,870	4,775	4,717



### ③ 美 달러화 : 약세

□ 2016.4월중 미 달러화는 유로화 및 엔화에 대해 약세를 나타냄

- 유로화에 대해서는 연준의 점진적 금리인상 기대, 미 경제지표 부진 등으로 약세를 보임(3월말 1.138 → 4월말 1.145 → 5.5일 1.141)
- 엔화에 대해서도 일본 증시 부진 및 당국의 경기부양정책 효과에 대한 의구심 등으로 글로벌 안전자산으로서 엔화 수요가 확대되면서 약세 시현\*(3월말 112.6 → 4월말 106.5 → 5.5일 107.3)

\* <참고 4> ‘최근 엔화 강세 움직임에 대한 월가의 평가’ 참조

	15.10월말	11월말	12월말	16.1월말	2월말	3월말	4월말	5.5일
▶ 달러/유로	1.101	1.057	1.086	1.083	1.087	1.138	1.145	1.141
▶ 엔/달러	120.6	123.1	120.2	121.1	112.7	112.6	106.5	107.3



<참고 3>

**최근 중국 기업부채 급증에 대한 월가의 평가 및 전망**

□ 중국의 부채규모는 2015년말 기준 GDP 대비 약 250% 수준\*으로 금융위기 이후에만 100%p(2007년말 GDP의 148% 수준) 가량 증가한 것으로 추정

\* 기관별로 상이하지만 대략 200%~300% 범위로 추정(FT: 16.3월말 237%, BIS: 249%, McKinsey: 14년 중반 282% 등)

○ 부문별로는 국유기업(SOE)을 포함한 기업부문 부채가 전체의 2/3 가량(GDP 대비 120%~160%)을 차지하여 주된 리스크 요인으로 인식

○ 또한 최근 회사채 시장에서 부도발생\* 및 채권발행 취소 사례가 크게 증가함에 따라 신용부문의 건전성에 대한 우려도 확산

\* 부도(default) 건수 : 2014년 1건 → 2015년 9건 → 2016년 1~4월 16건(JP Morgan 집계)

■ 금년 들어 60여개 기업이 600억위안에 달하는 채권발행을 연기 또는 취소하였으며 부도발생 기업도 민간 뿐만 아니라 국유기업 자회사로까지 확대되는 양상

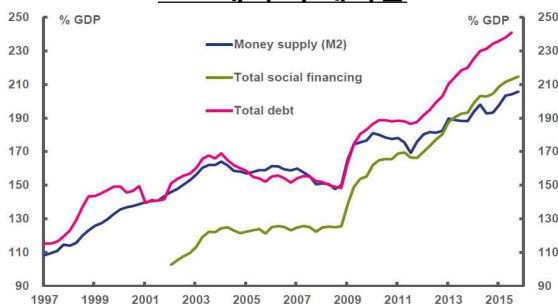
□ 시장에서는 최근 중국 정부의 신용확대 정책이 경기 회복에 긍정적으로 작용한 점은 인정하면서도 다음 사항을 감안할 때 현재 수준의 부채 증가속도가 지속 가능하지는 않을 것으로 전망

○ 중국의 경우 소비나 복지확대 보다는 투자 목적의 기업부채 조달이 대부분인데 생산성이 떨어지고 자금회수에도 상당기간이 소요되는 부동산 또는 건설 부문 투자에 조달자금의 상당부분이 사용

○ 성장속도가 둔화되고 있는 가운데 기업이익 하락 및 현금흐름 감소 등으로 기존 부채의 이자부담이 늘어나면서 신규부채를 조달하여 기존 부채의 원리금 상환에 사용하는 비중도 증가하는 추세

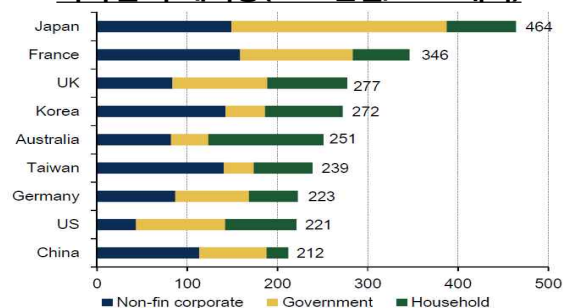
○ 금융위기 이후 급격히 이루어진 신용 확대의 상당부분이 고수익 자산관리 상품(Wealth Management Products) 판매 등 변동성이 높은 단기자금 조달에 주로 의존하고 있어 시장상황 악화시 급격한 금융위기로 이어질 위험성 잠재(Emerging Advisors Group)

**GDP대비 부채비율**



자료: AXA IM

**국가별 부채비중(2014년말, GDP대비)**



자료 : BoAML

□ 그러나 현재의 기업부채 수준이 위기를 촉발할 수 있는 임계점까지 도달한 것은 아니며 다음과 같은 요인으로 인해 단기간 내 금융시장의 시스템적 리스크로 이어질 가능성은 제한적이라는 평가가 대체로 우세

① 최근 중국 기업부문 부채의 빠른 증가속도는 우려스럽지만 정부와 가계부문을 포함한 전체적인 부채 수준은 여타 국가에 비해 상대적으로 높지 않은 상황

② 중국의 높은 부채수준은 높은 저축률(45% 이상) 및 주식시장 미발달에서 비롯된 자연스러운 현상\*으로 위안화 표시의 국내 조달이 대부분(95% 이상)이며 외화표시 대외부채 비중은 GDP의 8%에 불과

\* 신흥국의 경우 전체 저축률이 1%p 증가할 때마다 GDP대비 부채비중이 약 3.6%p 증가하는 경향(HSBC)

③ 은행 위주인 중국 금융부문은 대체로 정부가 소유하고 있고 차입자도 상당수 정부와 관련되어 있는 등 대출자와 차입자 모두 정부 통제가 가능함에 따라 개별 신용사건의 파급효과 차단이 용이하고 은행시스템에 대한 중앙은행의 유동성 공급 여력도 충분

④ 최근 회사채 부도 증가에도 불구하고 부도율은 미미한 수준\*이며 회사채 스프레드도 역사적 저점이었던 연초보다는 상승하였으나 수년 전에 비해서는 여전히 상당폭 낮은 수준을 유지

\* 2015년 기준으로 중국 회사채 시장의 부도율은 약 0.24% 수준(Goldman Sachs)

□ 시장은 대체로 장기적인 관점에서 중국 기업부문의 디레버리징은 필수적이고 현재의 기업부채 수준을 감안할 때 향후 디레버리징에 상당기간이 소요\*될 것이며 동 과정에서 크레딧 이벤트 및 은행 부실채권 증가, 실업 확대 등으로 인한 단기적 금융시장 변동성 확대는 불가피할 것으로 전망

\* 일반적으로 GDP의 15~40%p의 부채 감축에 약 5~7년이 걸리는 점을 감안하면 중국의 디레버리징에는 상당기간이 소요될 것으로 예상(AXA IM)

○ 경기부양을 위해 중국 정부가 현상 유지를 선택할 경우 단기적으로는 성장을 확대시킬 수 있어도 부채 버블 리스크를 증가시키고 시장의 신뢰를 저하시켜 결국 급격한 자본유출 및 위안화 절하 등을 통한 금융위기로 이어지거나 일본의 장기침체와 유사한 장기조정을 겪을 수 있다는 견해가 증가

○ 아울러 디레버리징 과정으로 부채 재조정\*(debt re-allocation)을 추진하는 가운데도 국유기업 개혁, 과잉투자 감축, 좀비기업 정리 및 자본시장 육성 등의 구조개혁으로 신용배분의 효율성을 증대시키는 것이 중요하다는 데에 대체로 공감

\* 기업부채를 공적 bailout을 통해 공공부문으로 이전시키거나, 증권화(securitization) 등을 통해 가계부문으로 이전 가능

○ 한편 추가적인 통화 및 재정정책 완화 조치에 대해서는 부채 디플레이션의 위험을 줄이고 성장 촉진을 통해 디레버리징에 도움을 줄 수 있다는 긍정적 견해와 좀비기업을 지속시키고 구조조정을 지연시킴으로써 부채 문제를 더욱 확대시킬 뿐이라는 부정적 견해가 대립

<참고 4>

### 최근 엔화 강세 움직임에 대한 월가의 평가

□ 금년들어 일본 중앙은행의 마이너스 금리 도입(1.29일, 시행일은 2.16일)에도 불구하고 엔/달러 환율은 하락 움직임을 지속

○ 엔/달러 환율은 BOJ의 마이너스 금리정책 발표 직후 일시적으로 상승하기도 하였으나 2월 이후 줄곧 가파른 내림세를 보이고 있으며 4.11일에는 달러당 107엔대(2014.10월 이후 최저치)까지 하락(5.5일 현재 107.3 엔/달러)

□ 이에 따라 월가의 주요 투자은행들은 최근의 엔화강세 배경 및 전망에 대해 다양한 분석과 견해를 제시

○ J.P.Morgan(4.13일)은 최근의 엔화강세가 일본의 경상수지 흑자 확대, 저평가된 엔화가치 조정 등의 거시경제 여건을 반영할 뿐만 아니라

① 엔화절상을 제어할 수 있는 정책여력 소진, ② 글로벌 위험회피 성향 증대, ③ 최근 달러화의 전반적인 약세, ④ 계절적으로 새로운 회계연도가 시작되는 4월에 엔/달러 환율이 하락하는 경향 등에도 기인하는 것으로 평가

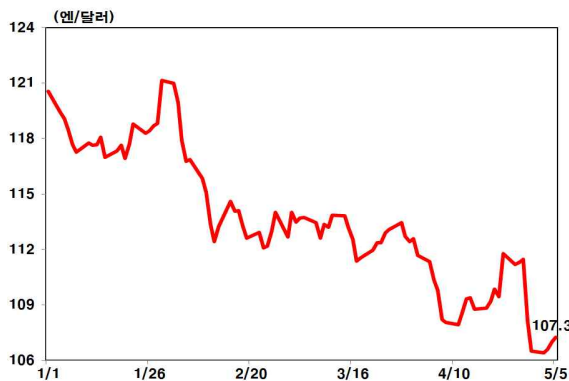
■ 앞으로 엔/달러 환율 하락속도는 둔화되겠지만 엔화강세 흐름은 계속될 전망\*

\* (엔/달러) 2016.3/4분기 106 → 4/4분기 103

○ Barclays(3.22일)는 글로벌 리스크 고조, 통화정책 한계에 대한 우려 등으로 엔화강세 흐름은 불가피할 것으로 예상하며 내년 1/4분기중에는 엔/달러 환율이 100엔을 하회할 가능성이 있는 것으로 전망\*

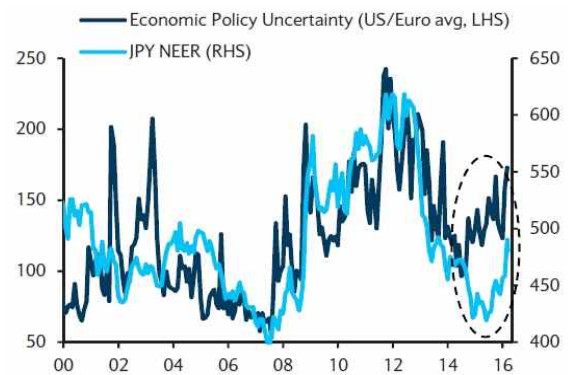
\* (엔/달러) 2016.2/4분기 105 → 3/4분기 100 → 4/4분기 100 → 2017.1/4분기 98

#### 2016년중 엔/달러 환율 추이



자료: bloomberg

#### 불확실성 지수와 엔화 실효환율



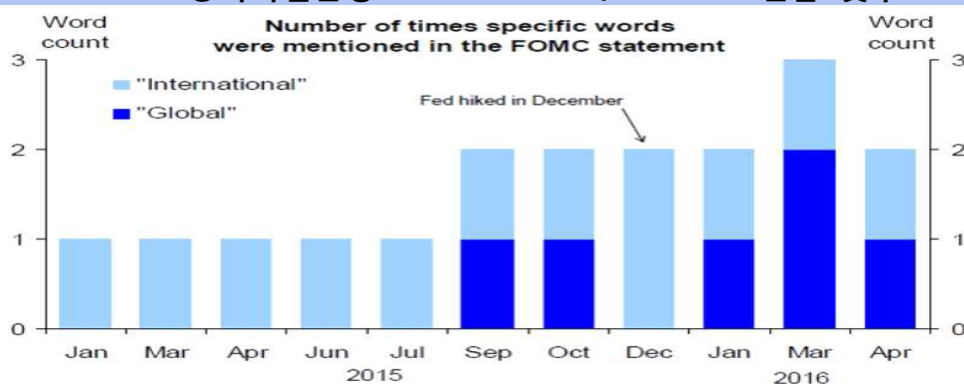
자료: Barclays(3.22일)

- Deutsche Bank(4.14일)는 엔화강세의 주요인으로 미국 경제성장률 둔화, 글로벌 리스크 회피 성향 강화 등을 지적
  - Nomura(4.8일)는 엔/달러 환율 하락에도 일본 정책당국이 구두개입(jaw-boning)에 적극적이지 않았던 점, 일본 수출업자와 기관투자자의 단기 환율전망이 낮아진 점 등이 엔화가 가파르게 절상된 배경이라고 평가
- 한편 엔화강세가 당분간 지속될 가능성이 적지 않다는 인식에 따라 일본 당국의 외환시장 개입에 대해서도 관심이 점차 높아지고 있지만 월가에서는 실제 실행 가능성과 그 효과에 대해서는 대체로 회의적 입장
- Barclays(3.22일)는 추가적으로 급격한 엔화강세가 나타날 경우에는 당국의 외환시장 개입 가능성도 배제할 수는 없지만 지속적인 개입이 이루어지지 않는다면 엔화강세 기조를 제어할 수 없을 것이라 예상
  - Deutsche Bank(4.15일)는 일본 정부가 7월 선거 이전에 엔/달러 환율이 어느 수준 이상 하락하는 것을 용인하지는 않겠지만 엔화강세 흐름을 막기는 어려우며 G20국가들과의 사전 협의도 필요할 것이라 평가
  - Nomura(4.8일)는 엔/달러 환율 하락폭이 더욱 확대된다면 G20국가들의 승인 하에 당국의 시장개입이 실행될 가능성도 조심스럽게 전망
  - J.P.Morgan(2.11일)은 외환시장 개입이 효과적이기 위해서는 미국을 비롯한 G20국가들의 협조와 양적완화 병행이 필수적이며 개입의 목표도 엔화약세 유도가 아닌 환율의 미세조정(smooth out)에 그쳐야 할 것이라 권고
  - 이와 관련하여 최근 일본 당국의 외환시장개입 시사 발언\* 및 동 움직임에 대한 미국 재무장관(Jacop Lew)의 반대의견 발언\*\*(4.15일 기자회견)이 큰 주목을 받음
    - \* 일본 재무장관(Taro Aso)은 외환시장이 일방향으로 빠른 변동을 보이는 것은 바람직하지 않으며 이에 대응하여 필요한 조치를 취하는 것은 G20합의에 위배되지 않는다고 발언 (4.15일)
    - \*\* 미약한 글로벌 성장세를 감안할 때 일본은 수출보다는 내수 부양에 집중할 필요가 있으며 최근 엔화가 강세를 보이고 있지만 이는 시장질서에 부합하는 것이라고 평가#
    - # Given the backdrop of weak global growth, Japan needs to look to domestic, rather than external, demand... Despite recent yen appreciation, foreign exchange markets remain orderly.
  - 특히 미 재무장관의 논평에 대해 월가에서는 직접적인 시장개입을 통한 환율 절하 경쟁을 자제하기로 한 G20 국가간 합의 준수를 재차 강조한 원론적인 발언으로 인식

## II. 연준 통화정책

- 2016.4월 FOMC 회의(4.26~27일) 결과 미 연준은 정책금리 목표범위를 현 수준(0.25~0.50%)에서 유지하기로 결정
  - 노동시장과 주택경기가 개선되고 있으나 투자 및 수출 부진 등으로 전반적인 경제활동은 다소 주춤한 것으로 평가
    - 소비의 경우 견조한 가계실질소득 증가 및 높은 수준의 소비자신뢰지수 유지에도 불구하고 가계지출 증가세는 둔화
  - 인플레이션은 에너지가격 및 비에너지 수입제품가격 하락 등으로 장기 목표보다 낮은 수준에 머물고 있다고 평가
  - 대외여건의 경우 글로벌 경제·금융 상황이 위험요인으로 작용하고 있다는 3월 회의시의 표현을 삭제\*
    - \* ‘global economics and financial developments continue to pose risk’ 문구는 삭제하고 ‘closely monitor ... global economic and financial developments’ 표현을 추가
  - 앞으로 미국 경제는 노동시장의 개선 지속과 더불어 완만한 속도로 확장될 전망이며 인플레이션도 에너지 및 수입가격 하락 등 일시적 요인이 소멸되면서 2% 수준으로 점차 수렴할 것으로 예상
  - 향후 통화정책 방향\*에 대해서는 경제상황을 고려할 때 점진적인 정책금리 인상이 타당한 것으로 판단되지만 실제 정책금리 경로는 앞으로 수집되는 경제지표에 기반한 경제전망에 의존할 것이라는 기존 입장을 견지
    - \* 금년 미국 대선이 다가오면서 이를 둘러싼 변수들로 인해 향후 경제정책 향방에 대한 불확실성 및 시장의 우려가 높아질 가능성. 보다 자세한 내용은 <참고 5> ‘미 대선이 연준 통화정책에 미치는 영향’ 참조

FOMC 정책의결문상 "International", "Global" 언급 횟수



자료: FRB, DB Global Markets Research

□ 시장에서는 정책결정문상 글로벌 경제·금융 상황이 리스크 요인이 되고 있다는 문구를 삭제한 점에 주목하였으나 전반적으로 예상만큼 hawkish 하지는 않았으며 경기상황 등을 보아가며 신중하게 접근하겠다는 기존의 정책기조가 유지되었다는 평가가 중론을 이루었음

○ 하지만 4월 고용지표 발표(5.6일) 직후 주요 투자은행들이 금리인상이 유력시되는 시기를 종래의 6월에서 9월로 이연하는 가운데 금년중 총 인상횟수 전망도 축소 조정하는 움직임\*

\* <Goldman Sachs> 차기 인상시기: 6월 → 9월, 연내 인상횟수: 3회 → 2회  
 <BOAML> 차기 인상시기: 6월 → 9월, 연내 인상횟수: 2회 → 1회

■ 금리선물(fed fund futures) 시장에 반영된 2016년중 연준의 예상 금리인상 횟수는 약 0.7회, 6월 인상확률은 12% 수준(5.5일 기준)



□ 1/4분기 GDP 성장률 둔화, 4월 취업자수 증가폭 축소 등 당초 예상보다 미흡한 미국내 실물경제 상황으로 인해 6월 금리인상에 대한 시장의 기대가 후퇴하고 있으나 연준은 6월 금리인상 가능성을 열어두고 있는 상황

○ 금년 들어 연준의 추가 금리인상을 제약한 요인으로서 글로벌 경제·금융상황에 대한 우려가 진정되는 가운데 4월 FOMC 회의결과에서도 6월 인상 가능성을 완전히 배제하지는 않음

○ 4월중 고용 증가폭이 둔화되었지만 여전히 추세 수준(매월 +8 ~ +15만명 정도로 추정)을 상회하는 양호한 실적으로 평가할 수 있음 (Deutsche Bank Chief International Economist Torsten Slok)

■ 아울러 임금 상승폭 확대는 미국경제가 완전고용 수준에 근접하고 있음을 시사하며 가까운 시일내에 인플레이션 압력이 더욱 커질 가능성을 내포

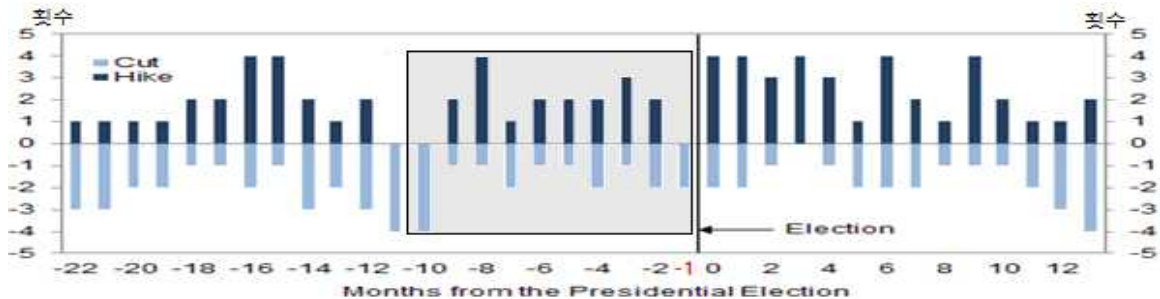
⇒ 앞으로 1/4분기 GDP의 상향 조정 가능성(수정치 발표일: 5.27일), 향후 발표되는 고용·물가 등 실물지표 향방이 6월 금리인상 여부의 관건이 될 전망

<참고 5>

**미 대선이 연준 통화정책에 미치는 영향**

- 대선 연도중 연준의 정책결정 행태는 과거 여타 연도와 크게 상이하지 않았으나 대선 월에 다가갈수록 보다 신중한 접근을 보이는 경향이 관측
  - 1964년 이후 대선 연도의 1~10월중 연준의 정책결정 사례를 보면 경기 및 정책 사이클에 따라 금리결정이 이루어졌던 점이 확인\*
    - \* 총 13회에 걸친 대선 연도의 1~10월중 정책금리 조정폭 평균은 제로
    - 과거 대선 전후 실제 Federal funds rate와 Taylor rule에 기초하여 추정된 정책금리간 갭 추이를 보면 1983년 이전에는 연준의 정책기조가 대선 직전에 보다 완화적인 성향을 보였지만 1983년 이후로는 대선과 연준의 정책기조간 유의미한 상관관계가 보이지 않음
  - 다만 대선 직전(10월) FOMC 회의에서는 금리를 변경하였던 사례가 상대적으로 드물었던(13번 중 2번만 변경) 것으로 나타나 대선 직전에는 정책 접근이 보다 신중하였던 것으로 보임

**과거 대선 전후 미 연준의 정책금리<sup>1)</sup> 조정**



주: 1) 1964~1981년중은 할인율, 1982~2013년중은 Fed funds rate  
자료: Goldman Sachs

- 금번 대선의 경우도 연준 통화정책에 미치는 영향은 크지 않을 것이라는 의견이 일반적
  - 이는 연준의 권한은 의회 및 국민으로부터 부여\*받은 것이므로 대선과는 관계 없이 경제상황 및 전망에 대한 판단하에 투명한 방식으로 통화정책이 이루어질 것이라는 인식에 기초
    - \* Ben Bernanke, “Ultimately, the legitimacy of our policies rests on the understanding and support of the broader American public...” (2013.6)
  - 다만 과거처럼 대선을 앞두고 정치적 논란 및 정책 불확실성이 상승할 가을 시즌(contentious autumn season)에는 가급적 정책 변경을 피하는 등 보다 신중한 접근이 이루어질 것이라는 견해\*도 있음
    - \* J.P.Morgan은 이 점을 고려하여 금년중 연준의 2번째 금리인상 시점을 대선 후인 12월로 예상