14-35호 2014.09.16

현안과 과제

미국 기준금리 조기인상 가능성 점검

현대경제연구원

■ 본 보고서 내용은 연구원의 공식의견이 아닌 연구자의 견해임을 밝혀두며, 보고서 인용시에는 반드시 출처를 명기해 주시기 바랍니다

□ 미국 기준금리 조기인상 가능성 점검

■ 미국 기준금리 조기인상 우려 점증

최근 미국 경제 회복세가 지속되면서 미국 연준이 기준금리를 조기에 인상할 것이라는 우려가 점증하고 있다. 이에 미국 연준이 기준금리 인상의 판단 기준으로 삼고 있는 성장, 고용, 물가와 함께 주택시장을 진단하고자 한다.

■ 미국 기준금리 조기인상 가능성 점검

(성장) **미국 경제 회복세는 지속될 것이다.** 민간소비는 최근 개선 추세를 유지하고 있다. 소득 증가세 및 소비심리지수 상승세가 지속되고 있어 향후에도 민간소비 개선세가 유지될 것이다. 투자 역시 개선 추세를 지속하고 있다. 선행지수인 설비가동률과 제조업PMI가 상승세를 보여 향후에도 투자 개선세는 지속될 전망이다.

(고용) **고용 개선이 지연될 것이다.** 실업률이 현재 6.1%까지 떨어졌지만 금융위기 이전 수준(4.8%)에 미치지 못하고 있다. 특히 광의의 실업률(U6)이 12.0%에 달해 금융위기 이전 수준인 8.5%를 크게 상회하고 있다. 고용률은 59.0%로 금융위기 이전의 62.9%보다 3.9%p 낮다. 고용률 1%는 약 250만 개의 일자리를 뜻한다. 이와 같은 노동 저활용 현상을 고려할 때 향후 고용 개선세는 지연될 것이다.

(물가) **물가상승률은 낮은 수준이 유지될 것이다.** 근원소비지출 상승률은 현재 1.5%로 연준의 금리인상 조건인 연간 2~2.5%보다 낮은 수준이다. 디플레이션갭이 지속되고 있고, 임금상승률이 2%대에 머무는 등 수요측과 공급측 모두 물가 상승압력이 크지 않기 때문에 추가 상승 역시 지연될 전망이다.

(주택) **주택시장 역시 개선이 지연될 것이다.** 주택가격과 판매량은 아직 금융위기 이전 수준까지 회복되지 못했다. 향후 기준금리 인상 논의와 함께 모기지금리가 상승하면 추가 개선세가 지연될 전망이다.

(종합판단) **미국 경제 회복에도 불구하고 고용 개선 지연, 미약한 물가상승압력 등을 고려할 때 기준금리 인상이 2015년 상반기로 앞당겨질 가능성은 상대적으로 낮아 보인다.**

■ 시사점

미국 기준금리 인상은 한국경제에 커다란 영향을 미치는 만큼 대비책을 마련해야 한다. **첫째**, 미국 기준금리 인상 논의로 인한 해외 금융시장 불안정성이 국내로 전염되지 않도록 대비해야 한다. 지속적인 모니터링 유지와 외환시장 변동성 확대를 완화해야 한다. **둘째**, 한미간 금리차이가 축소되는 등 국내 금융시장 변동에 대비해야 한다. 국내 외국인 자본의 유출입 변동을 완화하기 위해 외환건전성 확보 유지에 노력해야 한다. **셋째**, 원화 강세로 인한 수출 경쟁력 약화에 대비해야 한다. 환변동에 취약한 기업을 중심으로 무역보험 가입 권장 및 지원 확대가 필요하다. **넷째**, 원/엔 환율 하락세가 지속될 것으로 예상되어 일본 수출품에 대한 경쟁력 제고에 노력해야 한다. 품질 및 브랜드 가치 제고 등 비가격경쟁력을 강화해야 한다.

1. 미국 기준금리 조기인상 우려 점증

○ **(연구 배경) 최근 미국 경제 회복세가 지속되면서 미국 연준의 연방공개시장위원회(FOMC)가 기준금리를 조기에 인상할 것이라는 우려가 점증**

- **미국의 기준금리가 인상되면 외국인 투자자본이 유출될 우려가 있으며 달러화 강세 경로를 통해 국내 금융시장에 영향을 미침**
  - 최근 미국 경제가 회복세를 보이면서 미국 경제 지표가 발표될 때마다 기준금리가 조기에 인상될 것이라는 우려가 커짐
  - 미국의 기준금리가 인상되면 국내 금리와의 금리차이가 축소되고 이는 외국인 투자자본 유출 요인으로 작용할 가능성이 큼
  - 미국의 기준금리가 인상되면 양적완화 정책으로 세계에 풀린 미 달러화의 본국 회귀가 예상되어 달러화는 강세가 예상됨
  - 2014년 2/4분기 이후 1,008원까지 하락했던(2014년 7월 3일) 달러 대비 원화 환율도 최근 미국 경제 지표 호조세에 따른 달러 강세 영향으로 1,037원까지 상승했음(2014년 9월 16일 : 1,036.7원)

○ **(연구 목적) 미국 연준이 기준금리 인상의 기준으로 삼고 있는 성장과 고용, 물가와 함께 주택시장을 진단하여 기준금리 조기인상 가능성을 점검하고자 함**

- **미국 연준은 성장세와 고용 개선세가 빠를수록, 물가상승률이 높을수록 기준금리를 조기에 인상할 것으로 예상됨**
  - 성장 측면에서 민간소비와 투자는 미국 GDP 중 각각 70%와 15% 정도를 차지하여 민간소비와 투자의 개선이 경제성장률 상승에 대부분의 영향을 미침
  - 미국 연준은 고용 측면에서 실업률과 고용률, 경제활동참가율, 장기실업률 등을 주요 판단 지표로 삼고 있음
  - 물가 측면에서는 소비자물가상승률 대신 근원소비지출 상승률을 주요 판단 지표로 삼고 있음
  - 주택시장은 미국 연준의 기준금리 인상을 위한 주요 근거는 아니지만 주택시장의 붕괴가 금융위기 발생의 주요 원인이었음

2. 미국 기준금리 조기인상 가능성 점검

○ (성장) 향후 미국 경제는 최근의 회복세를 유지할 전망

- 최근 소비지출과 소매판매 증가율은 개선 추세를 유지

  · 국민계정상의 실질민간소비지출의 전기대비 증가율은 2014년 2/4분기에 0.6%를 기록하여 금융위기 이전 수준(2005~2007년간 평균증가율 0.6%)을 회복

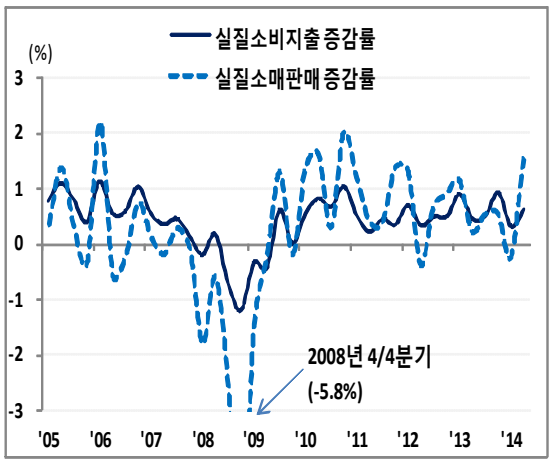
  · 실질소매판매지출의 전기대비 증가율은 2014년 2/4분기에 1.5%로 금융위기 이전 수준(2005~2007년간 평균증가율 0.3%)보다 높음

- 최근 소득이 증가세를 보이고 소비심리지수가 상승세를 보여 향후에도 민간소비 증가세는 유지될 것임을 시사

  · 1인당 실질처분가능소득의 전기대비 증감률은 2014년들어 1/4분기 0.7%, 2/4분기 0.8%로 상승 추세

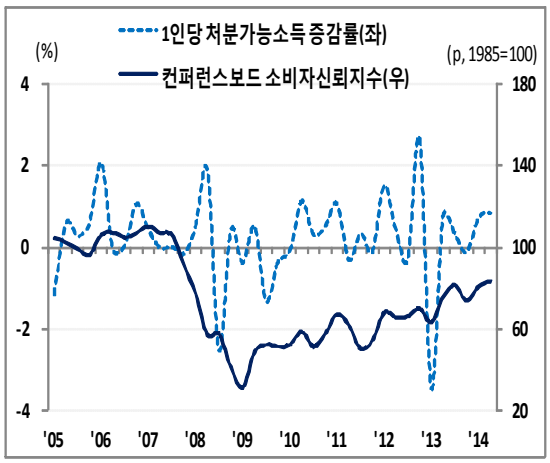
  · 현재의 미국 경기 상태와 향후 6개월 이후의 개선 정도에 대해 소비자들이 어떻게 판단하는지 나타내는 컨퍼런스보드의 소비자신뢰지수 역시 상승세

< 소비지출 및 소매판매 추이 >



자료 : 미국 상무부(BEA), 연준(FRB).
주 : 증감률(계절조정 전기대비).

< 소득 및 소비자신뢰지수 추이 >



자료 : 미국 상무부(BEA), 컨퍼런스보드.
주 : 증감률(계절조정 전기대비).

- 최근 민간부문의 투자는 개선 추세

· 기업투자(총고정자본형성)의 전기대비 증감률은 2014년 2/4분기에 2.0%로 금융위기 이전 수준(2005~2007년간 평균증감률 0.1%)보다 매우 높음

· 총고정자본의 절반을 차지하는 설비투자의 전기대비 증감률도 2014년 2/4분기에 2.6%를 기록하여 금융위기 이전 수준(2005~2007년간 평균증감률 1.5%)보다 높음

· 총고정자본의 1/3을 차지하는 지적재산권 부문 투자의 전기대비 증감률은 2014년 2/4분기에 1.1%를 기록하여 금융위기 이전 수준(2005~2007년간 평균증감률 1.2%)에 근접

· 주택부문 투자의 전기대비 증감률은 2014년 2/4분기에 1.8%를 기록하여 금융위기 이전에 분기평균 3.4%씩 감소했던 것과는 대조적인 성과를 보임

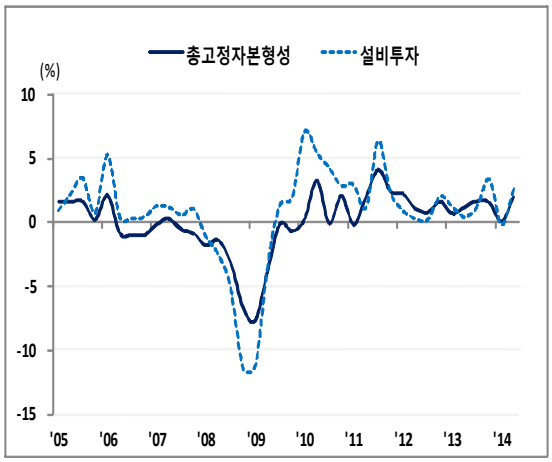
- 설비가동률과 제조업PMI가 상승세를 유지하고 있어 향후 투자 개선 추세 지속 전망

· 향후의 생산량 증가 요구에 대비하여 산업부문의 능력과 유연성을 반영하는 설비가동률은 2014년 7월 현재 79.2%로서 2008년 상반기의 80.0% 이후 최고치

· 제조업의 경기 전망을 나타내는 제조업PMI는 2014년 8월 현재 59.0p로 2011년 상반기 이후 최고치를 기록하는 등 향후 경기 회복에 대한 기대감을 나타냄

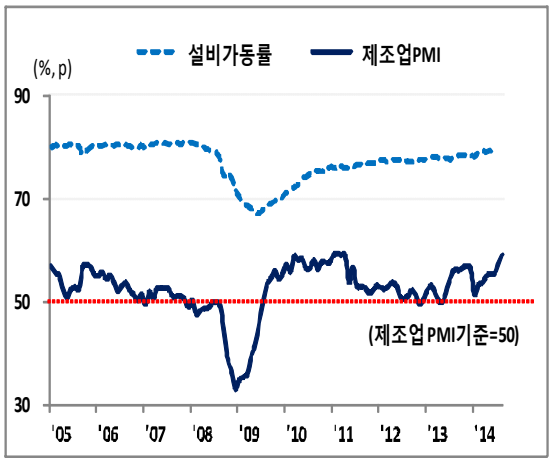
· 제조업 경기의 향후 전망을 나타내는 내구재 주문의 전월대비 증가율은 2014년 5월 -0.9%, 6월 2.7%에서 7월에는 22.6%로 급등

< 총고정자본형성 및 설비투자 증감률 추이 >



자료 : 미국 상무부(BEA).
주 : 상승률(계절조정 전기대비).

< 설비가동률 및 제조업PMI 추이 >



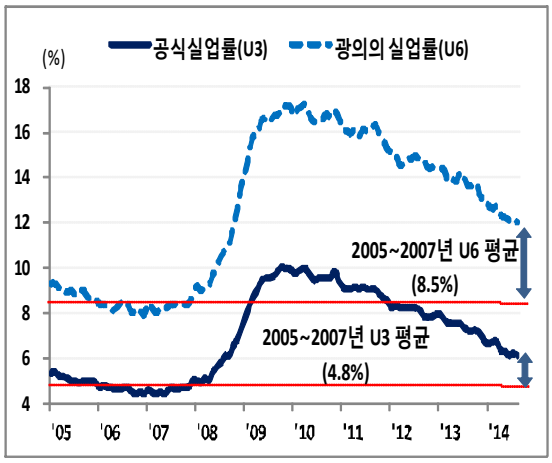
자료 : 미국 연준(FRB), 공급자관리협회(ISM).
주 : 계절조정자료.

○ (고용) 최근 노동시장은 아직 금융위기 이전 수준까지 회복하지 못했고 향후에도 개선세는 지연될 전망

- 실업률이 하락하고 있지만 금융위기 이전 수준으로 회복되지는 못하고 있음
  · 경제활동 참여 인구만을 고려하는 공식실업률(U3)은 2014년 8월 현재 6.1%까지 하락했지만 금융위기 이전 수준(2005~2007년간 월평균 4.8%)보다 높음
  · 비경제활동인구와 불완전취업자까지 고려하는 광의의 실업률(U6)은 2014년 8월 현재 12.0%까지 하락했지만 금융위기 이전 수준(2005~2007년간 월평균 8.5%)보다 높음

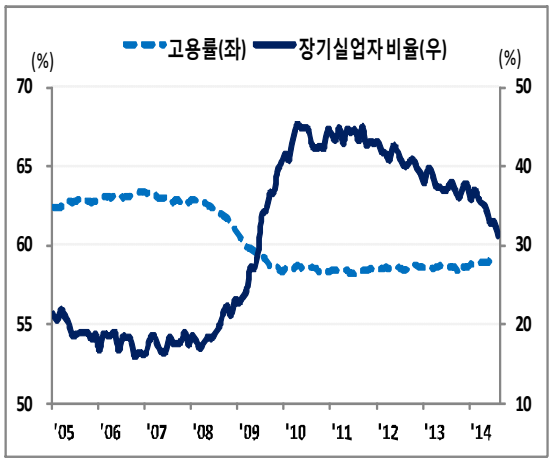
- 정체된 고용률, 높은 장기실업자 비율, 낮은 경제활동참가율 등 노동시장에서의 노동 저활용 현상이 적체되어 있어 향후 고용시장의 회복 속도는 빠르지 않을 전망
  · 고용율은 2014년 8월 현재 59.0%로서 금융위기 이전 수준(2005~2007년간 월평균 62.9%) 대비 매우 낮으며 2010년 이후 58~59%에서 정체되어 있음
  · 총실업자수 중에서 27주 이상 장기실업자수가 차지하는 비율은 2014년 8월 현재 31.2%로 금융위기 이전 수준(2005~2007년간 월평균 18.2%)보다 매우 높음
  · 경제활동참가율은 2014년 8월 현재 62.8%로서 금융위기 이전 수준(2005~2007년간 월평균 66.1%)보다 낮을뿐더러 1979년 월평균 63.2% 이후 최저치

< 실업률 추이 >



자료 : 미국 노동부(BLS).
주 : 계절조정자료.

< 고용률 및 장기실업자 비율 추이 >



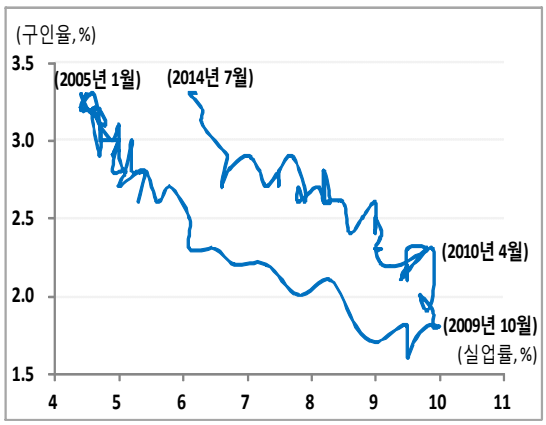
자료 : 미국 노동부(BLS).
주 : 계절조정자료.

- **구인율과 실업률간의 상관관계를 나타내는 베버리지 커브[1]는 좌상향하는 모습을 보여 실업률이 하락하는 것은 경제활동 인구의 감소로 인한 현상임을 뒷받침함**
  - 베버리지 커브가 좌상향하는 경우, 현재와 같은 고용률이 정체된 상태에서는 경제활동 인구 감소로 인한 실업률 하락으로서 경기 팽창을 의미하지는 않음
  - 또한, 2009년 10월 이후 원점에서 멀어지는 이동 경로를 보여 일자리 매칭의 효율성이 떨어지고 있음을 시사

○ **(물가) 최근 물가상승률은 금융위기 이전 수준까지 도달하지 못했고 향후에도 추가 상승은 지연될 전망**

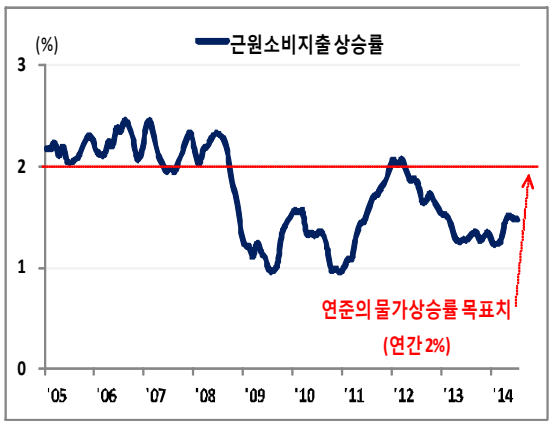
- **최근 물가상승률은 높아지고 있지만 금융위기 이전 수준과 연준의 금리 인상 조건인 연간 2%에는 다소 못 미침**
  - 미국 연준이 중시하는[2] 근원소비지출 상승률은 2014년 7월 현재 1.5%로 금융위기 이전 수준(2005~2007년간 월평균 2.2%) 및 연준의 인플레이션 목표치인 2%보다 낮음
  - 소비자물가의 전년동월대비 상승률은 2013년 하반기 월평균 1.4%에서 2014년 상반기 월평균 1.7%, 7월에는 2.0%로 확대

< 베버리지 커브 추이 >



자료 : 미국 노동부(BLS).
주 : 계절조정자료.

< 근원소비지출 상승률 추이 >



자료 : 미국 상무부(BEA).
주 : 상승률(전년동월대비 기준).

1) 베버리지 커브는 인력수요 구조의 변화에 대해서 노동시장의 조정이 신속히 이루어지지 못할 때 노동력과 일자리(job)간의 노동시장 일자리 불일치 현상을 설명하는 것임(용어 설명 : 현대경제연구원, '최근 국내 고용 시장의 특징과 전망', 2009년 10월).

2) 미국 연준은 소비자들의 실제 지출액은 근거로 하는 소비지출 상승률이 재화별로 서로 다른 가격 상승분에 따른 대체소비효과를 반영한다고 판단하여 소비자물가상승률보다 (에너지와 농산물을 제외한) 근원소비지출상승률을 인플레이션 변수로 중시함.

- **물가상승 압력은 수요측면과 공급측면에서 모두 낮아 물가상승률의 추가 상승은 지연될 전망**

  · **수요측** : 미국 의회예산정책국(CBO)에 따르면, 미국의 GDP갭률[3]은 2014년 2/4분기 현재 -4.1%이며 2019년까지는 디플레이션갭을 유지할 것으로 전망됨

  · 디플레이션갭이란 실제GDP가 잠재GDP[4]에 미치지 못하는 상태를 의미하며, 경제가 디플레이션갭 상태일 경우 물가 상승압력은 크지 않음

  · **공급측** : 민간기업 근로자의 임금상승률은 2014년 2/4분기 현재 전년동기대비 1.9%를 기록하여 금융위기 이전 수준(2005~2007년간 분기평균 2.9%)보다 낮음

○ **(주택시장) 최근 주택가격 및 판매규모는 금융위기 이전 수준까지 회복하지 못했고 향후 주택시장의 개선세는 지연될 전망**

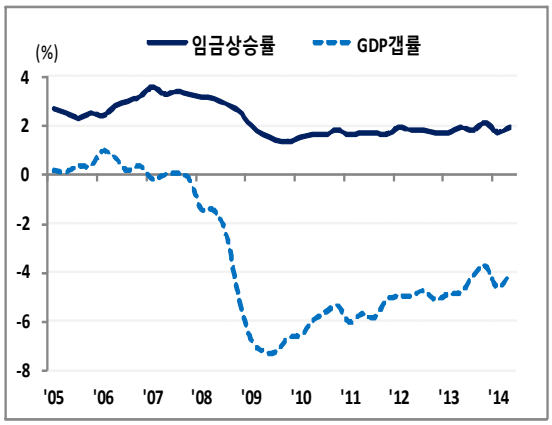
- **주택가격은 아직 위기 이전 수준까지 상승하지 못했고 최근 상승세가 둔화**

  · 케이스-쉴러 주택가격지수는 2014년 2/4분기 현재 171.1p로 금융위기 이전 수준(2005~2007년간 분기평균 197.4p)보다 낮음

  · 연방주택금융청이 발표하는 FHFA주택가격지수 역시 2014년 2/4분기 현재 208.9p로 금융위기 이전 수준(2005~2007년간 분기평균 218.0p)보다 낮음

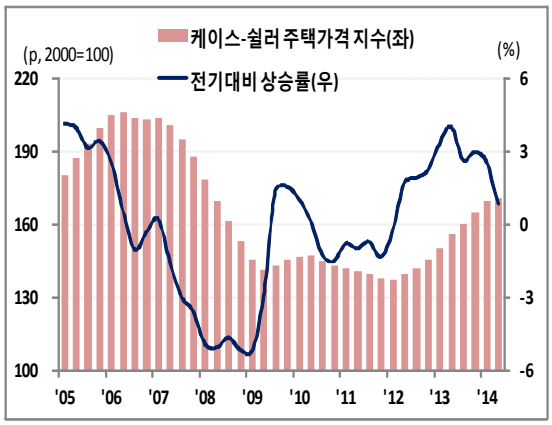
  · 주택가격의 전기대비 상승률은 2013년 상반기에 2~3%까지 확대되었으나 이후 상승세가 둔화되면서 2014년 2/4분기 현재 1%미만 수준까지 하락

< 임금상승률 및 GDP갭률 추이 >



자료 : 미국 노동부(BLS), 의회예산정책국(CBO).
주 : 1) 임금상승률(전년동기대비 기준).
2) GDP갭률=(실제GDP-잠재GDP)/잠재GDP.

< 케이스-쉴러 주택가격 추이 >



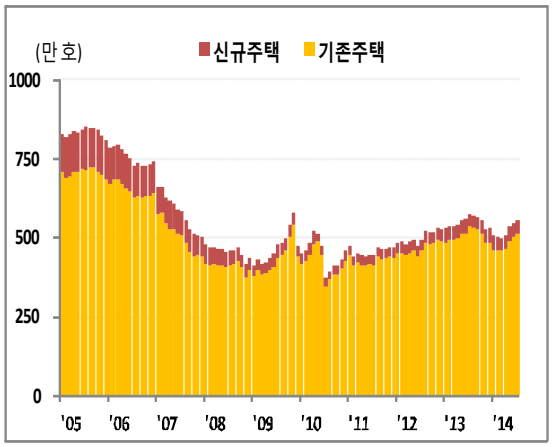
자료 : S&P.
주 : 상승률(계절조정 전기대비 기준).

3) GDP갭률=(실제GDP-잠재GDP)/잠재GDP. (자료 : 미국 의회예산정책국(CBO)).
4) 잠재GDP란 한 나라가 갖고 있는 모든 생산요소를 사용해 인플레이션 없이 달성할 수 있는 생산수준.

- **주택판매 규모는 증가 추세이지만 아직 금융위기 이전 수준을 회복하지 못하고 있으며, 신규주택 착공 및 허가 건수도 금융위기 이전 수준에 미달**
  - · 기존주택판매량(계절조정연율)은 2014년 7월 현재 515만 호를 기록하였지만 금융위기 이전 수준(2005~2007년간 월평균 621만 호)보다 낮음
  - · 신규주택판매량(계절조정연율)은 2014년 7월 현재 41만 호를 기록하였지만 금융위기 이전 수준(2005~2007년간 월평균 103만 호)보다 낮음
  - · 신규주택 착공 및 허가 건수(계절조정연율)는 2014년 7월 현재 각각 109만 호와 106만 호로 2010년 이후 완만한 증가 추세이지만, 금융위기 이전 수준(2005~2007년간 월평균 착공 174만 호, 허가 180만 호)보다 낮음

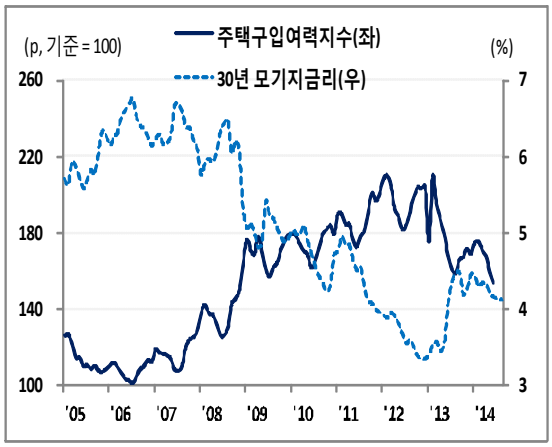
- **향후 주택경기 개선세는 지속되겠지만, 금리가 인상되면 이전과 같은 빠른 개선세를 보이기는 힘들 것으로 전망**
  - · 30년모기지금리는 최근 하락세가 주춤하며 향후 미국 연준의 기준금리 인상 논의 시작과 함께 상승할 것으로 예상됨
  - · 모기지금리가 반영되는 주택구입여력지수[5]는 2014년 7월 현재 154p까지 하락하였고, 향후 기준금리 인상에 대한 논의가 시작되면 하락세 지속 전망

< 주택판매 추이 >



자료 : 미국 상무부,
미국 부동산중개인연합회(NAR).
주 : 계절조정연율.

< 주택구입여력지수 및 모기지금리 추이 >



자료 : 미국 연준(FRB),
미국 부동산중개인연합회(NAR),
주 : 비계절조정자료.

5) 주택구입여력지수(Housing Affordability Index)는 중위주택가격, 중위가구소득, 평균모기지금리를 반영하는 지수로 100p를 기준으로 높을수록 가구의 주택 구매 여력은 높은 것으로 해석됨.

3. 시사점

○ **(기준금리 인상 시점) 미국 경제성장률 상승에도 불구하고 기준금리 인상 시점이 2015년 상반기로 앞당겨질 가능성은 상대적으로 낮아 보임**

- **미국 경제성장률 상승에도 불구하고, 고용 개선 지연 및 낮은 물가상승률 등을 고려하면 기준금리 인상이 2015년 상반기로 앞당겨질 가능성은 상대적으로 낮아 보임**
  - 향후 미국은 민간소비와 투자 중심의 경기 회복세가 지속될 것으로 예상됨
  - 미국은 노동시장에서 노동 저활용 현상이 지속되어 왔고 물가상승 압력이 높지 않은 점을 고려하면 고용의 추가 개선과 물가상승률의 추가 상승은 지연될 전망
  - 금융위기의 진원지였던 주택시장은 아직 위기 이전 수준을 회복하지 못했고 향후 회복세가 지연될 가능성도 배제하지 못함

○ **(시사점) 기준금리 인상 논의로 인한 국내외 금융시장 불안정성 확대, 원화 강세로 인한 수출경쟁력 약화, 특히 원/엔 환율 하락에 대비해야 함**

- **첫째, 미국의 기준금리 인상 논의로 인한 해외 금융시장 불안정성이 국내로 전염되지 않도록 대비**
  - 미국의 테이퍼링 종료와 기준금리 인상 논의로 글로벌 달러화 가치가 급등하는 등 세계 금융시장의 불안정성 확대 우려
  - 미국의 기준금리 인상에 대한 우려가 확대되는 경우 신흥국을 중심으로 외국인 투자자본이 유출될 가능성이 있음
  - 신흥국을 중심으로 금융시장 변동성이 확대될 경우, 조기경보시스템 등의 모니터링을 강화하여 신흥국 금융시장의 불안정성의 국내 전염을 방지
  - 글로벌 달러화 가치 급등으로 국내 외환시장 변동성 확대, 특히 쏠림현상에 대비하여 외환시장 참여자 확대 유도

- **둘째, 미국 기준금리 인상 논의와 함께 한미간 금리차이가 축소되어 외국인 투자자본의 국내 유출이 예상되는 등 국내 금융시장 변동에 대비**
  - 국내 내수 경기 회복세 미약으로 완화적 통화정책 시행에 대한 여지가 있는 반면, 미국 기준금리 인상 논의로 양국간의 시장금리차는 축소 예상

· 한미 금리차 축소로 국내 자본수지는 악화될 가능성이 있음
· 국내에서 외국인 투자자본이 유출되는 상황에 대비하여 충분한 외환보유고를 유지하고 통화스왑도 확충하는 등 양호한 외환건전성을 유지하는 노력이 필요
· 최근 다시 증가하고 있는 국내 단기외채에 대한 지속적인 모니터링과 감독에 주력해야 할 것임

- 셋째, 원화 강세로 인한 수출경쟁력 약화에 대비

· 신흥국 대비 양호한 국내경제 펀더멘털을 고려하면 해외자금의 국내 유입 가능성도 상존하여 원화 가치의 절상 지속이 예상됨
· 해외자금의 국내 유입이 확대됨에 따라 원화 가치의 급격한 절상에 대비하여 환율에 대한 미세조정 등 대응 프로세스를 사전에 마련
· 원화 가치 절상시 수출 기업의 타격이 예상되므로 이에 대비한 환변동보험의 가입을 권장하고, 중소 수출 기업에 대한 보험 지원을 확대

- 넷째, 원/엔 환율 하락세가 지속될 것으로 예상되어 일본 수출품에 대한 경쟁력 강화에 노력

· 원화 강세 대비 엔화 약세로 원/엔 환율 하락이 지속되면 한국 수출기업 입장에서는 수출 경합도가 높은 일본 수출기업과의 경쟁이 더욱 치열할 것으로 우려
· 일본과 수출경합도가 높은 산업을 중심으로 R&D 지원을 확대하고, 일본과 차별화된 기술 경쟁력을 확보
· 일본에 비해 강점을 지닌 FTA를 적극 활용하여 엔저에 따른 수출 피해를 최소화하고, 제품의 품질 및 브랜드가치 제고 노력 강화

경제연구본부 **연구위원 홍준표(2072-6214, jphong@hri.co.kr)**