

□ 미국 정책 금리, 계속 오를 것인가?

미국 정책 금리, 계속 오를 것인가?

현황

- ❖ 12월 13일 미 연방공개시장위원회(FOMC)가 13번째 금리인상 단행, 성명서 수정
- ❖ “accommodation” 표현 삭제 → 현 금리가 더 이상 경기 부양적이 아님을 시사
- ❖ 다만, “measured”(신중한 금리인상 관련)라는 표현은 유지했으며, 수요 측면의 인플레이 압력에 대해서도 우려하는 문구 삽입

시장의 견해

- ❖ 금리인상 중단론 : ① 부동산 선행지표 위축
② 유가와 소비의 동시적 불안
③ 기업의 비용전가로 비용 인플레이는 완화 가계 실질소득은 감소
- ❖ 금리인상 지속론 : ① 연준의 공개적 표현(인플레이 우려, 미국경제에 대한 신뢰 유지)
② 기업이윤 증가로 고용 흡수력 증가세
③ 높은 성장세 속에서도 소비의 성장 기여도는 감소
- ❖ **선물시장에서는 금리인상이 최소 2006년 상반기까지 지속될 것이라는 견해가 우세**

금리인상 지속시의 파급 영향

장단기 금리역전 불가피 → 미 소비위축 → 아시아 수출 둔화
→ 미 국제수요 감소 → 미 시장금리 급등
→ 개도국 금융(금리, 환율, 주가) 불안

대응 과제

정부

- ❖ 내수 활성화 전략 지속
- ❖ 증시 감독 강화
- ❖ 점진적 금리 인상

기업

- ❖ 리스크 관리 (파생상품 활용)
- ❖ 제품 경쟁력 강화

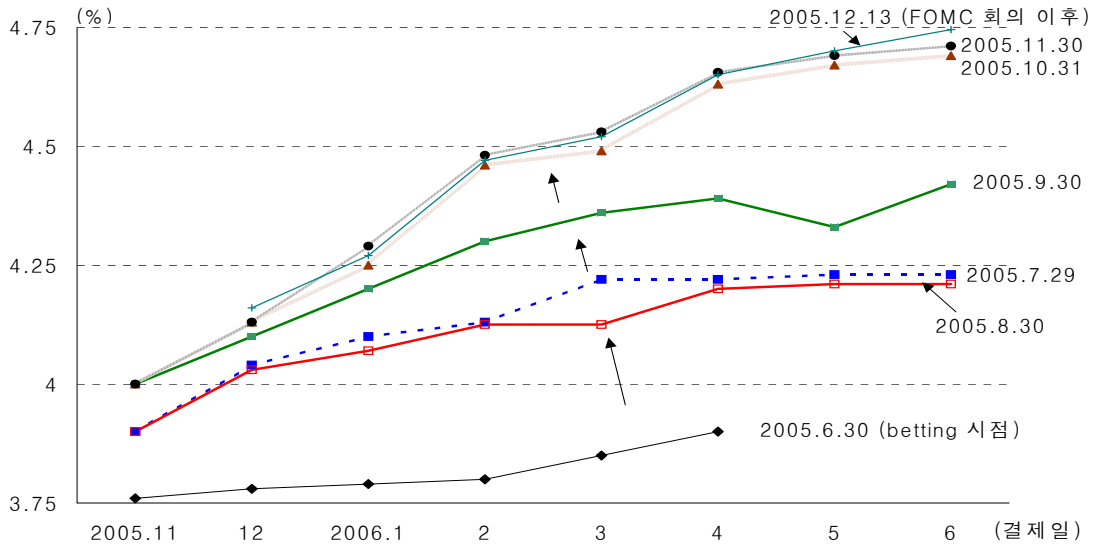
1. 미국 금리정책에 대한 불확실성 대두

- (현황) 2005년 12월 13일, 미 연준의 금리가 예상대로 0.25%p 인상되었으나 지속적 금리인상을 시사하는 문구가 삭제됨으로써 금리인상 중단에 대한 기대감도 높아짐
 - 2005년 12월 13일 미국 연방공개시장위원회는 예상대로 기준 금리를 4.25%로 0.25%p 인상함
 - 2004년 6월말 이후 1년 반 동안 연속해서 13차례 3.25%p 인상
 - 다만, 성명서에서 지속적 금리인상을 시사하는 문구인 "accommodation"은 삭제됨으로써 금리인상 중단에 대한 기대감이 높아짐
 - "확장적 통화정책은 신중한 속도로 제거될 수 있다(Policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured)"는 문구에서 "확장적 내지 수용적(accommodation)"이라는 단어가 빠짐으로써 이제 현재의 통화정책은 경기 부양적 수준은 아니라는 점을 시사
 - 신중한 금리인상을 의미하는 문구인 "measured"는 유지됨으로써 버넌키 취임 이전 한 차례 금리를 더 인상할 여지는 남겼음(→"신중한(measured)" 금리인상으로 물가안정과 성장을 동시에 달성할 수 있다"고 수정)
- 그러나, 그린스펀 퇴임 이후에도 연준 금리가 계속 인상될 가능성이 여전히 남아있음. 이로 인해 환율, 국제 금리 등과 관련한 불확실성이 높음
 - 미국 선물시장의 투자자 및 일부 투자은행들은 상반기까지 4.75~5.0%의 금리인상을 예상하고 있음
 - 최근 6개월간 미국 선물 시장에서는 연방 기준 금리의 인상 폭에 대한 기대 수준이 계속적으로 높아져 왔음
 - 예컨대, 2006년 4월의 연준 선물 금리는 2005년 6월 30일에는 4% 미만이었으나, 11월 30일에는 4.66%로 상승함. 이는 11월 30일 현재 3월 연준 금리가 4.75%로 인상될 확률에 대한 시장의 평가가 매우 높다는 것을 의미¹⁾

1) 확률식으로 계산할 경우 3월 연준이 4.75%까지 금리를 인상할 확률은 62%이며 6월말까지 4.75%로 인상될 확률은 90%에 이릅니다

- 뿐만 아니라 연준이 금리를 4.25%로 인상한 12월 13일 직후에도 선물 금리는 11월 말과 비슷한 수준을 유지하고 있음. 즉, 12월 13일의 FOMC(연방공개시장위원회)의 회의 이후에도 2005년 상반기까지 금리 인상 기조가 유지될 것이라는 시장의 예측에는 아직까지 큰 변화가 거의 없는 상황임²⁾

< 연방 기금 금리 선물(Fed Funds Futures) 추이 >



자료 : 미 시카고 선물거래소

주 : 최근 5개월 간(2005. 6.30~11.30) 미 연방기준 금리에 대한 투자자들의 예측치가 꾸준히 높아져 왔으며, 12월 13일 FOMC 회의 이후에도 이러한 시장의 예측이 변화하지 않고 있음을 나타냄

- 미국의 금리 인상이 지속되면 달러화 강세 지속, 다른 나라와의 금리 격차 확대, 미국의 소비 둔화 등으로 국제금융시장이 불안해질 우려가 있음
 - 미국의 경기 연착륙이 성공해도 미국의 빠른 금리 상승과 환율 불안 등은 개도국의 금융시장을 불안하게 만들 가능성이 있음
- 따라서 미국의 금리 인상이 지속될 지의 여부와 관련된 문제들을 살펴봄으로써 세계 경기 불안 내지 금융 불안 가능성을 사전적으로 진단하고 이에 대비할 필요가 있음

2) JP 모건, 도이치 뱅크, CSFB, Bear Sterns 등 주요 투자은행들도 연준 금리가 1분기 4.75%, 2분기 5%까지 인상될 것으로 전망하고 있으며, 리먼 브러더스 등 일부 투자은행은 2006년 연말까지 5.5%로 인상될 것으로 예상함. 단, 메릴린치, 씨티그룹, UBS 등 4.5% 수준에서 동결될 것으로 전망하는 투자은행들도 존재함

2. 연준의 금리 인상은 지속될 것인가?

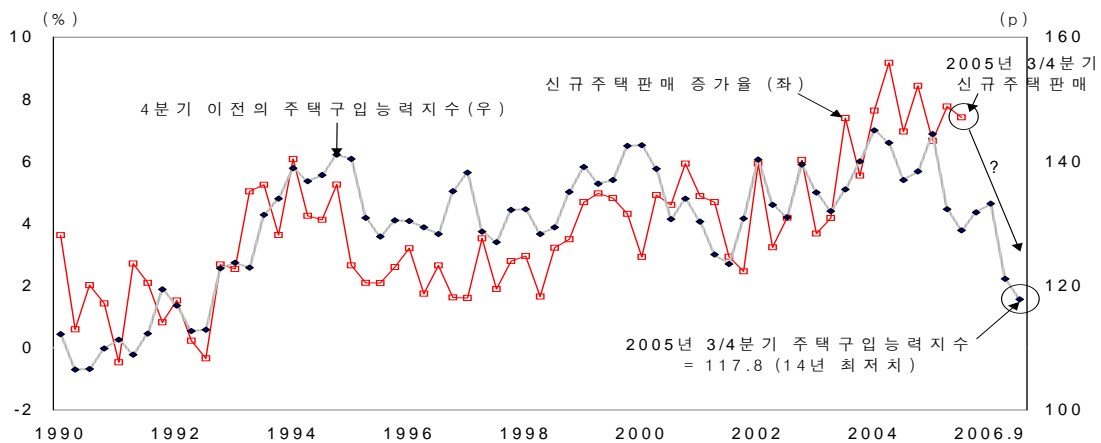
(1) 금리 인상이 곧 중단될 것이라는 견해

○ (리스크 측면) 부동산 경기 위축과 유가 상승으로 소비가 빠르게 위축될 가능성이 있음

- (부동산 경기의 위축 우려) 그 동안 소비 증가를 견인했던 부동산 경기가 금리 인상의 여파로 빠르게 위축될 가능성이 있음

- 건설 경기는 최근 미국 경기 및 소비 증가의 주요 요인으로 작용했음 (건설 관련 고용이 신규 고용의 40%를 차지)
- 그러나, 2005년 3분기 미국 주택구입능력 지수가 14년래 최저치를 기록하면서 부동산 경기 위축 및 그에 기인한 소비 위축에 대한 우려가 높아짐
- 주택구입능력지수는 주택경기에 대한 선행성이 매우 높음(신규주택판매 증가율에 4분기 가량 선행)

< 미국의 주택구입능력지수와 주택 경기와의 관계 >



자료 : 미 상무성, 전미 부동산 협회 등

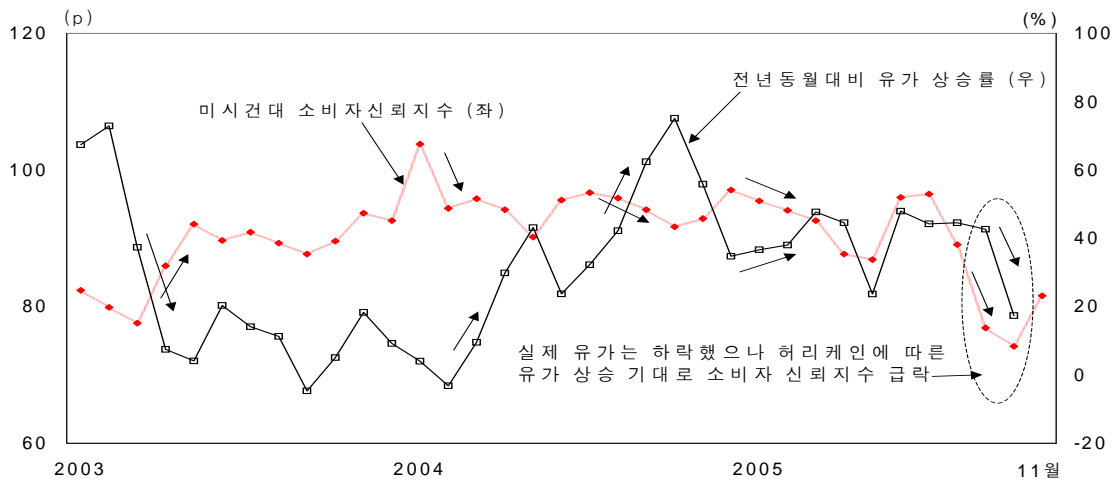
주 : 주택구입능력지수 = 중위 가계소득 / 조정 모기지 상환액

- 소비 심리가 최근 회복되고는 있으나, 에너지 가격 상승으로 소비 심리가 다시 빠르게 위축되면서 실제적인 소비 위축으로 이어질 가능성이 상존

- 금리-소비 간 관계는 약화되는 대신, 유가-소비 간 관계가 강화되고 있으며 소비자 체감 경기가 유가 변화에 민감한 반응을 보이고 있는 추세임

- ※ (유가와 시장금리와의 대체 현상) 개도국 자금의 미국 유입으로 소비와 금리 간 관계가 약화되는 가운데, 유가 급등으로 유가가 미국 가계 구매력에서 차지하는 비중이 높아짐³⁾. 이로 인해 유가의 추가 상승은 소비 불안을 야기할 우려가 있음
- 2005년 9~10월 중 허리케인 등으로 유가 상승이 우려되면서 소비자 신뢰 지수가 급락한 바 있음. 유가 상승이 지속될 경우 소비자 체감 경기 주도로 소비 심리가 빠르게 악화될 가능성이 상존함

< 소비자 신뢰지수 추이 >



- (고유가 기조 지속) 유가와 소비와의 역(-) 관계가 높아지고 있는 가운데, 2006년에도 구조적인 수급 불균형, 중동 정세 불안 등으로 유가 상승세가 지속될 것으로 예상됨

< 주요 에너지 예측 기관의 유가 전망치 >

(단위 : 달러/배럴)

종류	전망 기관	시나리오	2005	2006
WTI	CERA (케임브리지 에너지연구소)	기준		53.5
		낙관	55.4	41.3
		비관		76.0
	EIA (미 에너지청)	기준	57.6	64.5
Brent	CGES (세계 에너지 연구소)	기준	54.8	58.5
		OEF (옥스포드 경제연구소)	기준	56.3

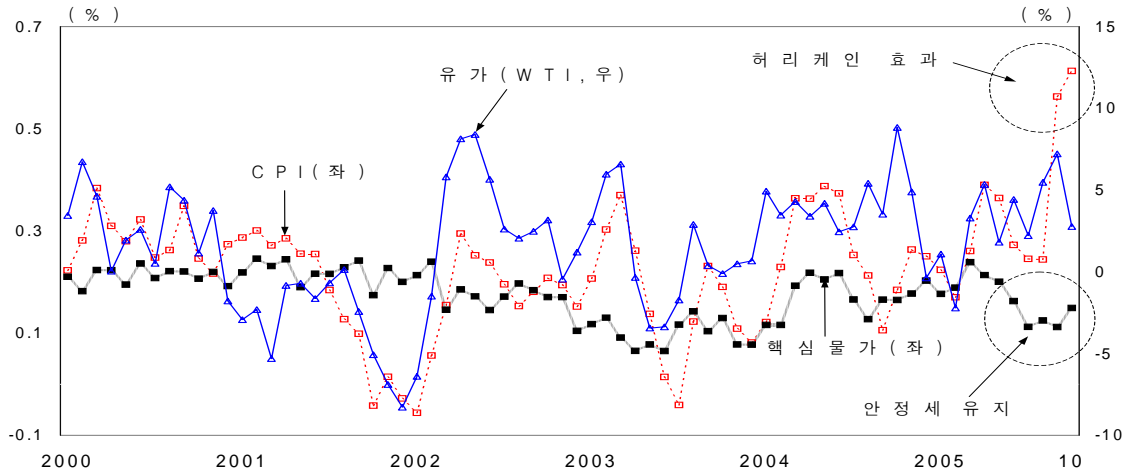
주 : 2005년 10월 전망치임

3) 2005년 12월 2일자 현대경제연구원 자료 참조.

○ (물가 및 펀더멘털 측면) 핵심 물가가 안정된 가운데, 기업이 비용을 근로자에게 전가하는 양상이 나타남. 이는 근로소득 감소를 야기할 수 있음

- 지속적 유가 상승과 허리케인(카트리나, 리타) 효과에 따른 소비자 물가지수(CPI)의 일시적 급등에도 불구하고, 핵심 물가는 안정적인 수준이 유지

< 유가와 주요 소비자 물가 추이 >

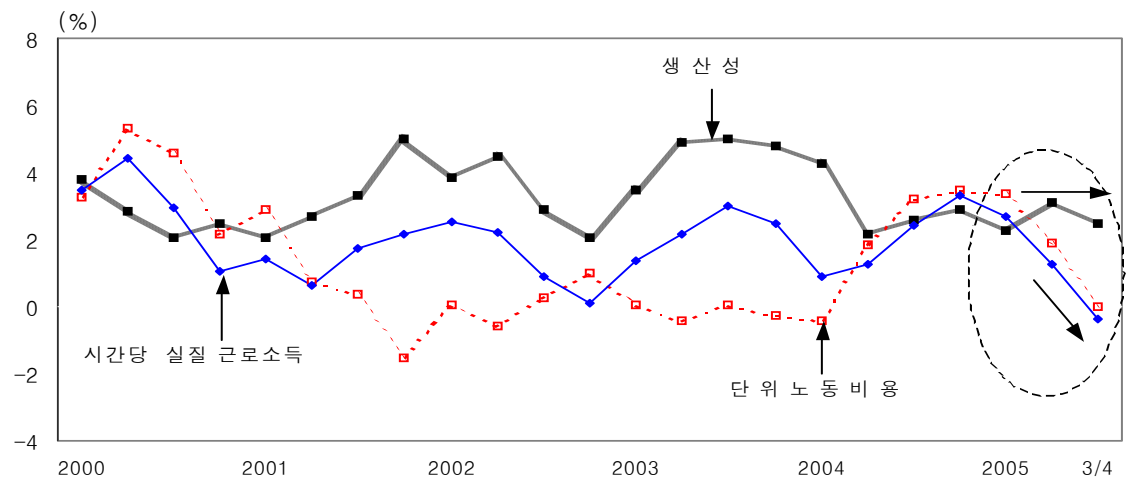


자료 : 미 노동부 등

주 : 전기 대비 증가율의 4분기 이동 평균선임

- 미국의 노동생산성은 견조한 상승세가 유지되는 반면, 노동 비용(단위 실질 소득)이 하락하는 추세에 있어 비용 인플레이 압력 완화 및 소비 둔화 압력으로 작용

< 노동 생산성 및 비용 추이 >



자료 : 미 노동부 등

주 : 비농업 부문 기준이며, 전기 대비 4분기 이동 평균치임

(2) 금리 인상이 지속될 것이라는 견해

- (연준의 입장) 비용 누적과 견조한 성장에 의한 잠재적 인플레이에 대해서는 비관적 시각을 유지하는 반면, 미국 경제에 대한 신뢰와 금리 인상에 대한 내성에 대해서는 낙관적 시각을 유지하고 있음
- 12월 13일 성명서에서는 현재의 금융 정책이 경기 부양적 수준은 아니라는 점을 밝혔으나, 에너지 관련 비용 누적과 견조한 성장에 의한 인플레이 압력이 상존한다는 점은 여전히 유지하고 있음
 - 신중한 금리 인상을 의미하는 “measured”라는 표현은 유지했으나, 현재의 정책이 경기 부양적임을 의미하는 “accommodation” 조항을 삭제했음
 - 그러나 “에너지와 기타 비용 누적이 인플레이 압력으로 작용하고 있다”는 11월 성명서의 내용이 “에너지 가격 상승 뿐 아니라 견조한 경기 상승이 인플레이 압력으로 작용하고 있다”로, 인플레이 우려에 대한 표현이 오히려 강화
- 미 연준이 발표하는 베이지 북(Beige Book)에서도, 일부 지역의 주거용 부동산을 제외하고는 전반적으로 미국 경기에 대한 낙관적 시각이 유지
 - 인플레이 우려 하의 경기 낙관론이므로 금리인상 쪽으로 영향을 줄 가능성

< 베이지 북(Beige Book) 요지 (11월 30일) >

개황	경제 활동은 확장세가 지속
소비 지출	대부분 지역의 소매 판매가 긍정적. 다만, 많은 지역에서 자동차 판매가 둔화되는 양상이며 차종도 대형 고급차에서 연료 절약형으로 바뀌고 있음
제조·서비스	거의 전 지역의 제조업 경기가 확대되는 추세이며, 대부분 지역의 서비스 경기도 호조세가 유지
부동산·건설	주거용 부동산 시장은 경기 호조가 지속되고 있으나, 많은 지역에서 활동 둔화 내지 냉각 현상이 나타나고 있음. 상업용 부동산 수요는 많은 지역에서 강한 성장세를 보이고 있음
금융	주거용 모기지 수요는 대체로 안정적이거나, 일부 지역은 둔화
농업	일부 지역이 허리케인 피해를 입었으나 대체로 양호
천연자원산업	허리케인 리타 등으로 일시 억제되었던 에너지 공급이 점차 증가세
고용·임금	고용 상황은 전반적으로 양호. 임금 상승 압력이 일부 지역에서는 완만하고, 일부 지역에서는 다소 강하게 발생
물가	소비자 물가가 대체로 양호하나 일부 지역에서는 완만한 증가세임. 에너지, 원자재 가격이 상승세이나 기업들이 이를 소비자에게 전가하는 경향

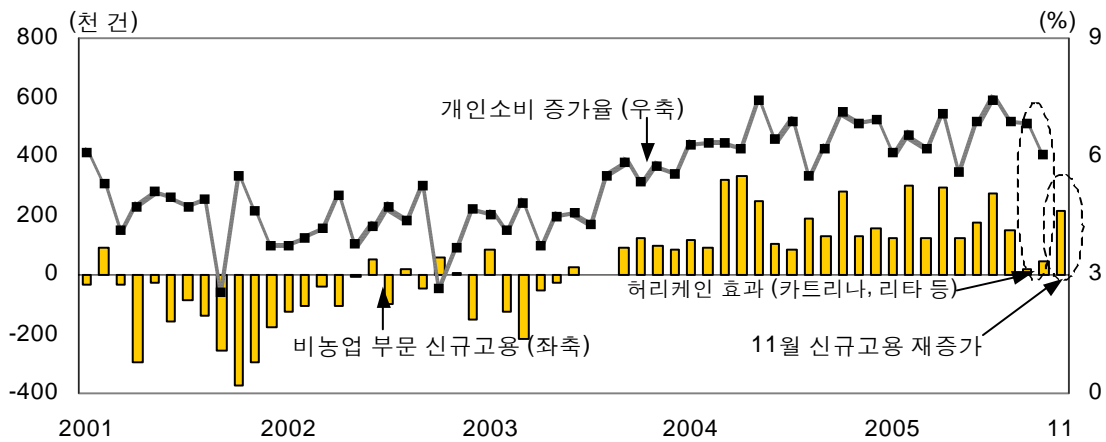
자료 : 미 FRB

○ (미국 경기) 기업 이윤의 증가에 기인한 강력한 고용 성장으로 금리 인상의 내성이 높고, 소비 위축에 의한 경기 급락 가능성도 낮아지고 있음

- 미국은 기업 이윤의 현저한 증가 및 고용 비용의 하락으로 고용 여력이 확대되고 있어 소득 및 소비의 상승세가 계속될 가능성이 높음

· 미국의 고용은 2005년 9~10월 허리케인 영향으로 일시 둔화되어 소비 위축을 야기했으나 11월부터 다시 회복세를 보이며 소비를 계속 견인할 전망

< 미국의 고용 및 소비 추이 >

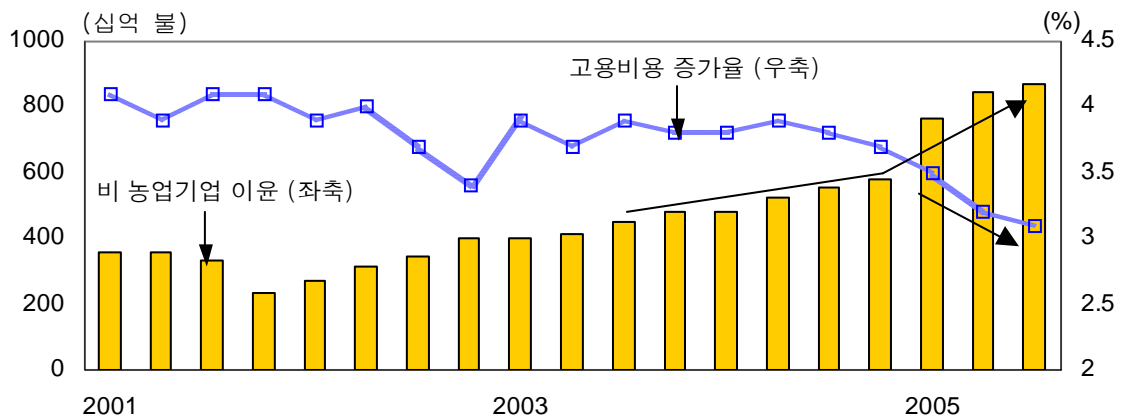


자료 : 미 상무부, 노동부

주 : 신규고용은 전기대비 증감(계절조정), 소득과 소비는 전년동월대비 증가율임

· 미국 고용 지표가 계속 호조를 보일 것으로 예상하는 이유는, 미국 기업 이윤의 증가와 고용 비용의 감소로 고용 여력이 확대되는 추세이기 때문임

< 미국 기업 이윤과 고용 비용 추이 >



자료 : 미 상무부, 노동부

주 : 고용비용 증가율은 전년 동기 대비임

- 또한, 소비의 성장 기여도가 상대적으로 감소함으로써 소비 부진 시에 나타날 수 있는 경기의 급격한 위축 가능성은 완화되고 있음
 - 소비 중심의 견조한 성장세에도 불구하고, 2004년 이후 소비가 미 경제 성장에서 차지하는 비중은 상대적으로 조금씩 줄어들고 있음. 예컨대, 「GDP-소비 기여도」는 2003년 0.6%p에서 2005년 3/4분기 1.3%p 등으로 상승세
 - 또한 설비투자도 회복세를 보이는 데다⁴⁾, 재고도 줄어들고 있어 소비 위축이 경기를 급속히 위축시킬 가능성은 점차 완화되는 추세임

< 미국의 경제 성장과 소비 기여도 추이 >

		2001	2002	2003	2004	2005		
						1/4	2/4	3/4
GDP(%)		0.8	1.6	2.7	4.2	3.8	3.3	4.3
기여도 (%p)	소비	1.7	1.9	2.1	2.7	2.4	2.4	3.0
	설비투자	-0.5	-1.1	0.1	0.9	0.6	0.9	0.9
	재고투자	-0.9	0.4	0.1	0.4	0.3	-2.1	-0.4
GDP - 소비 기여도		-0.9	-0.3	0.6	1.5	1.4	0.9	1.3

자료 : 미 상무성.

주 : 소비 기여도 = {해당년(분기) 소비 - 전년(분기) 소비} / 전년(분기) GDP

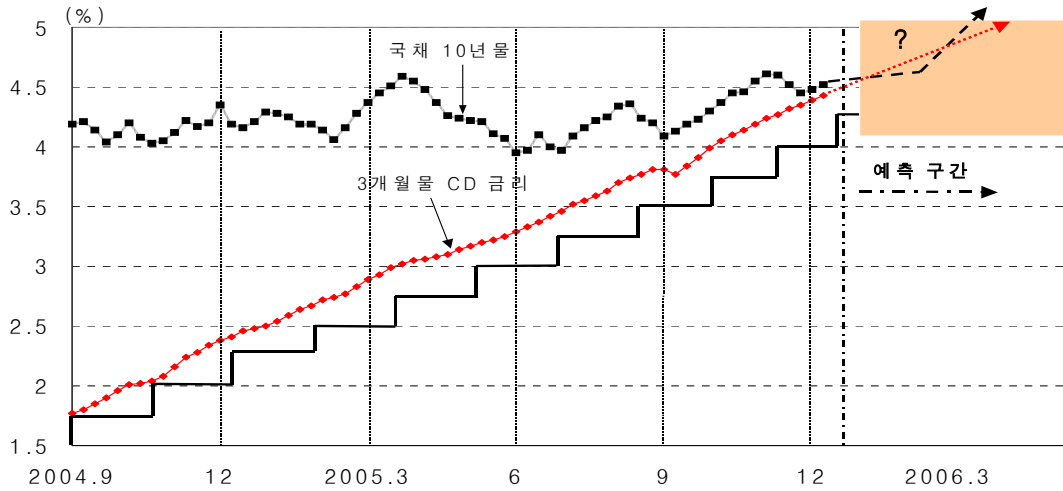
3. 미국 금리 인상이 지속될 경우의 파급 영향

- 그 동안 미국의 시장 금리는 개도국 자금의 미국 유입 등으로 낮은 상태에 머물러 있어 소비를 제대로 견제하지 못했으나, 지속적 금리 인상 시장단기 금리의 역전 등으로 인해 소비 위축이 불가피함
 - 그 동안 미국의 시장 금리는, 소비 중심의 견조한 경기 회복세 등에도 불구하고 개도국 자금의 미국 러시 현상의 영향으로 최근 2~3년간 안정 기조를 보여 왔으며, 이로 인해 소비가 안정적으로 증가해왔음⁵⁾
 - 따라서 연준 금리가 지속적으로 인상될 경우 장기 시장 금리가 급등하거나 역전됨으로써 금융기관의 가계 대출 축소를 통해 부동산 경기 위축과 소비 위축이 야기될 수 있음⁶⁾

4) 2006년에는 M&A 붐과 설비투자 붐이 재현될 것이라는 전망도 있음(The World in 2006, the Economist)

5) 2005년 8월 19일, 11월 9일, 12월 2일 현대경제연구원 경제주평 등 참조

< 미국의 금리 추이 >



자료 : 미 FRB

○ 미국의 금리 상승은 개도국 증시 자금의 미국 환류를 야기할 수 있음. 이는 미국 금융시장의 안정에 기여할 것이나 개도국 금융 불안을 야기할 수 있음

- 미국의 소비 둔화는 중국 등 아시아 국가의 수출 감소를 통해 미 시장금리의 급등을 야기

- 미국의 소비 위축은 중국의 수출 감소를 야기하며, 이는 다시 한국, 대만 등 대중 무역 흑자국의 수출 감소로 이어질 것임
- 이러한 아시아 국가들의 수출 둔화는 미 국채 수요 감소로 이어져 미국 금리의 상승 요인으로 작용(또한, 미국 가계 소비의 둔화는 유가 하락 및 오일머니의 미국 유입 감소를 통해 미국 금리의 상승세를 더욱 부추길 수 있음)

- 미국 시장금리의 급등으로 개도국 시장의 자금이 미국으로 유입되면, 미국 금융시장은 다시 안정될 것이지만 금융 기반이 취약한 개도국 금융시장은 크게 불안해질 가능성

- 미국 시장 금리의 빠른 상승은 개도국 증시에 투입된 국제 자금의 미국 환류를 부추겨 개도국 금융시장을 혼란에 빠뜨릴 수 있음
- 다만, 금융 시스템이 발달한 미국은 해외에 빠져나갔던 자금의 미국 재유입을 통해 금리 안정 및 경기 연착륙에 성공할 수 있음

6) 장단기 금리가 역전되면 금융기관의 입장에서는 저금리의 장기 부채를 조달해 상대적으로 고금리인 단기 자산으로 운용할 유인이 존재함. 이는 가계의 입장에서는 대출 축소의 요인으로 작용

4. 주식시장 등에 버블이 발생하지 않도록 감시를 강화해야

- 미국의 정책금리가 지속적으로 인상되면 개도국 금융시장이 불안해질 가능성이 크므로 이에 대비해야 할 것임
- 지속적 금리 인상 가능성에 대해서는 논쟁의 여지가 있으나, 일단 금리 인상이 지속되면 그 동안 안정세가 유지되던 미국 시장금리에 근본적인 변화가 불가피함
 - 미국의 정책금리가 4.75%를 상회하기 시작하면 그 동안 4.5%에 머물러 있던 시장 금리에 근본적인 변화가 불가피 함. 시장금리가 급등하거나 장단기 금리의 역전 우려가 있음
 - 미국 경제의 금리 인상에 대한 내성은 상당히 강한 것으로 평가되므로, 금리 인상이 예상 외로 길어질 가능성에 대비할 필요
- 미국 장단기 금리의 역전, 또는 미국 시장 금리의 급등은 국제 금융시장의 불안을 통해 개도국에게 더 큰 피해를 입을 것임
 - 미국의 시장 금리가 급등하면 미국 소비가 어느 정도 위축되는 것은 불가피하나, 튼실한 금융 시스템과 해외 자금의 미국 유입 등으로 금리 급등의 부작용은 완화될 것임
 - 반면, 금융 기반이 부실한 개도국은 미국 금리 인상의 여파로 증시 급락, 신용 경색 등의 부작용에 직면할 가능성이 큼
- 정부는 규제 완화와 세율 인하 등으로 내수의 성장 견인력을 강화하고 기업은 제품 경쟁력 강화 및 적절한 위기 대응 체제를 수립함
 - (정부) 규제 완화를 통해 설비 투자 증가를 유도하고 서비스업 개방 촉진 등으로 소비 확대를 유도함. 아울러, 개인 파산제 활성화 등으로 가계 부채 구조조정을 강화해 안정적인 소비 선순환 구조를 마련함
 - 부동산 내지 주식시장 버블이 발생하지 않도록 금리를 점진적으로 인상하고 증시 감시 체제를 강화
 - (기업) 단기적으로 선물 등 파생 상품의 활용으로 적절한 리스크 관리 체계를 수립하고, 중장기적으로는 제품 경쟁력 강화로 수출 불안을 완화 **HRI**

노진호 연구위원 jhno@hri.co.kr ☎ 3669-4031