

# 미국경제의 주요 이슈 점검 및 2015년 전망

2014. 12

뉴욕사무소

---

# 차 례

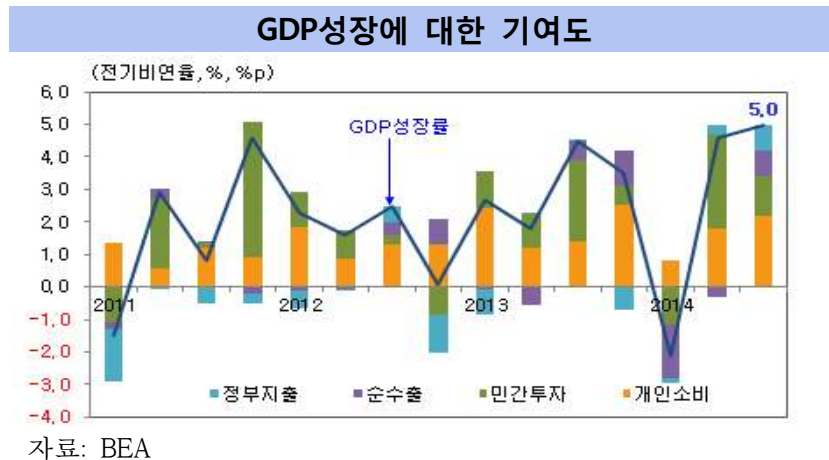
<b>I. 머리말</b> .....	<b>1</b>
<b>II. 미국경제의 주요 이슈 점검</b> .....	<b>2</b>
1. 주요 리스크	
가. 소비의 견조한 회복 가능성 .....	2
나. 저물가관련 이슈 .....	5
다. 금융시장 변동성 확대 및 대외수요 약화 .....	8
2. 향후 연준의 통화정책 .....	12
<b>III. 2015년 미국 경제전망</b> .....	<b>15</b>
1. 경제성장 .....	15
2. 물    가 .....	20
3. 고용사정 .....	21
<b>IV. 종합 의견</b> .....	<b>22</b>

### < 요약 >

- 최근 들어 미국경제는 인플레이션이 안정적인 수준을 유지하는 가운데 회복세가 다소 강화되는 모습
- 다만 민간소비의 증가 모멘텀 약화 및 저물가 지속 가능성, 금융시장 변동성 확대 우려, 세계경제 성장세 둔화 가능성 등으로 향후 위기가 전 수준으로까지의 경기 확대에는 다소간 불확실성이 잠재
  - **완만한 임금상승**이 지속될 경우 민간소비가 견조한 증가세를 이어가기 힘들고 통화정책 정상화 단계에서의 **금융시장 변동성 확대**도 실물경제의 하방위험으로 작용할 우려
    - 연준의 **물가목표 달성**에 대한 시장의 **의구심**이 증대될 경우 경제성장이 현재보다 더 둔화될 수 있음
  - **세계경제 성장세가 둔화**되고 **주요국과 통화정책 차별화**가 더욱 심화될 경우 중기적으로 결국은 미국경제가 부정적 영향을 받을 가능성
    - 특히 **유로지역 경기침체** 등으로 **미달러 강세**가 심화될 경우 실물경제에 미치는 부정적 영향이 확대될 수 있음
- 한편 연준은 그간의 경제상황 개선 등을 고려하여 **2015년 중반 이후 최초 정책금리 인상**을 시작하고 금융시장의 반응, 향후 경제지표 개선 등을 고려하며 정책금리 인상 속도를 결정할 것으로 보임
  - 인상시점 자체보다 이를 예상한 **시장반응** 및 금리인상 속도가 더욱 중요하고 연준이 이를 **적절히 관리**할 수 있느냐가 연준의 통화정책 정상화에 있어 가장 큰 **관건**이 될 것으로 판단
- **2015년 미국경제**는 위와 같은 불확실성 요인에도 불구하고 연준의 완만한 금리인상과 더불어 재정정책의 성장제약이 해소되고 민간부문의 성장 모멘텀이 지속되는 등으로 **3% 내외의 비교적 견조한 회복세**를 이어갈 전망
  - **소비자물가 및 근원물가 상승률**은 금년과 비슷한 **1%대 후반**에서 안정될 것으로 예상
  - **실업률**은 경기회복세가 지속됨에 따라 꾸준히 낮아져 **연평균 5%대 중반** 수준에 머무를 전망

## I. 머리말

- 최근 들어 미국경제는 인플레이션이 안정적인 수준을 유지하는 가운데 회복세가 다소 강화되는 모습
  - 3/4분기 GDP성장률이 소비 및 투자의 회복세 지속에 따라 5.0%를 기록한 데 이어 10~11월 소비, 고용 등의 주요 경제지표들도 당초 예상보다 양호
  - 4/4분기에는 정부지출 등의 감소로 3/4분기 보다 낮은 2%대 중반 수준의 성장을 달성할 것으로 전망



- 그러나 미국경제는 대내외 부문에서 다소간 경기하방 리스크에도 노출되어 있어 2015년 이후의 경제전망에는 불확실성이 상존
    - 대내적으로는 고용사정 회복에도 완만한 임금상승, 저물가 우려 등으로 위기이전 수준으로의 경기확대에 불확실성이 잠재하고 통화정책 정상화 단계에서의 금융시장 변동성 확대가 실물경제에 부정적 영향을 미칠 가능성
    - 대외적으로는 유로지역을 중심으로 한 세계경제 성장세 둔화, 주요국 통화정책과의 차별화가 심화될 경우 금융불안으로 미국경제가 부정적 영향을 받을 우려
- ⇒ 이하에서는 향후 미국경제 전망 관련 주요 이슈들을 점검하고 이를 토대로 2015년도 경제를 전망해 보고자 함

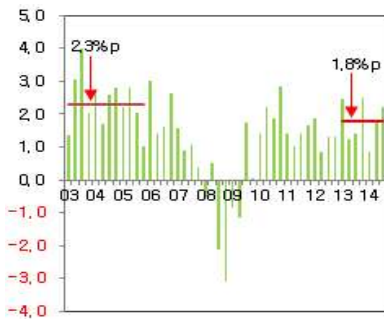
## Ⅱ. 미국경제 주요 이슈 점검

### 1 주요 리스크

#### 가. 소비의 견조한 회복가능성

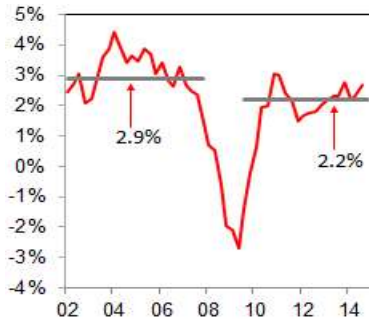
- 수요측면에서 미국경제의 약 70%를 차지하는 민간소비가 위기이전 수준으로 회복될 경우 3%대 성장률 달성이 용이하다는 것이 시장의 중론이며 이의 가능성 점검을 통해 미국경제 성장세 확대 정도를 가늠해 볼 수 있음
- (최근 동향) 민간소비는 금년 2/4분기 이후 2%대 후반 수준(2/4분기 2.5%, 3/4분기 3.2%, 전기비 연율)으로 다시 회복하였으나 GDP성장에의 기여도(1.8%p)를 살펴보면 과거 금리인상기(2.3%p)에는 다소 미치지 못하는 수준
  - 전년동기대비로도 위기이전의 평균 2.9% 수준에는 미치지 못하지만 위기이후 평균인 2.2% 수준 이상으로 상승

소비의 GDP증감에의 기여도

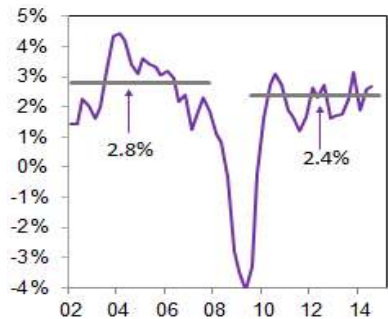


자료: BEA, HSBC

개인소비 증가율(전년동기대비)



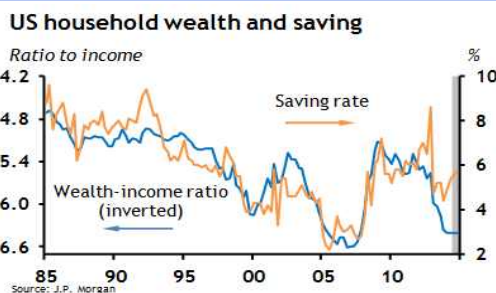
GDP 증가율(전년동기대비)



- 시장에서는 최근의 주가상승 등에 따른 부의 효과, 에너지가격의 큰 폭 하락 등이 소비여력 확대\*에 도움이 된 것으로 분석

\* 유가가 15~20% 하락시 개인 가처분소득의 0.5%수준 정도의 소비여력이 확대되는 것으로 평가(Barclays, Morgan Stanley)

가계의 자산 및 저축률



자료: JP Morgan

국제유가와 미국 가솔린 가격



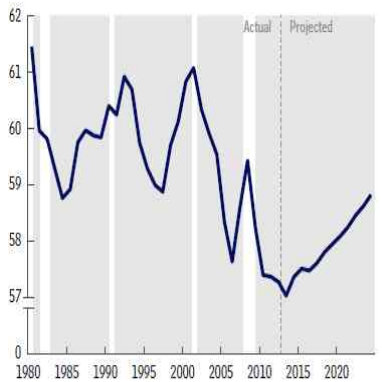
자료 : Citi

□ (평가) 최근의 소비개선 움직임이 내년에도 지속될 것으로 예상되나 위기 이전 수준으로 회복되기에는 다소간 불확실성이 잠재

- 임금상승률이 여전히 완만한 상태에서 소비확대가 과거에 비해 어려워졌고\* 모기지 대출에 대한 가계의 디레버리징이 지속되고 있어 소비의 견조한 확대를 제약하는 요인으로 작용할 가능성(OECD)

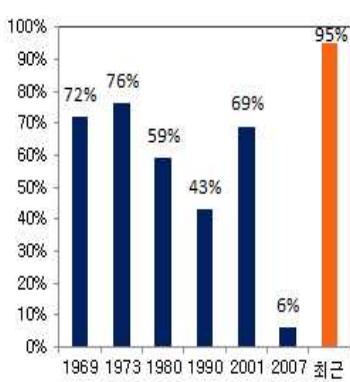
\* 임금상승과 소비와의 상관관계가 과거 경기상승기에 비해 매우 높아졌으며 Yellen 연준 의장은 실질임금상승에 대한 기대가 정체되어 있는 것이 향후 견고한 소비수준 회복에 걸림돌로 작용할 것으로 언급(9.17일)

**임금소득(GDI에서 비중) 추이 및 전망**



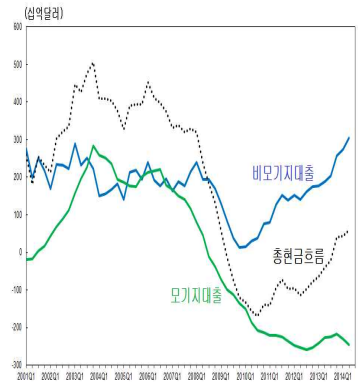
자료: CBO

**경기상승기별 임금과 소비와의 상관관계**



자료: NBER, RBC

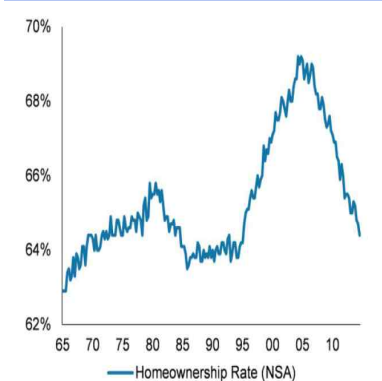
**가계대출로부터의 가계 현금흐름**



자료: FRB NY

- 또한 일부에서는 금융위기 이후 한계소비성향이 높은 중산층 이하 및 젊은 세대를 중심으로 주택보유 비율이 꾸준히 하락하고 있어 주택가격 상승 등 부의 효과(wealth effect) 대신 오히려 임차료 부담에 따른 소비 제약 현상을 초래할 수 있다고 평가(Morgan Stanley)

**자가주택 보유율**



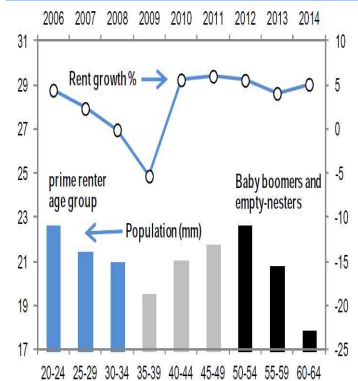
자료: Morgan Stanley

**자가 및 렌트 가구수 변화**



자료: Morgan Stanley

**연령별 렌트 증가율**



자료: JP Morgan

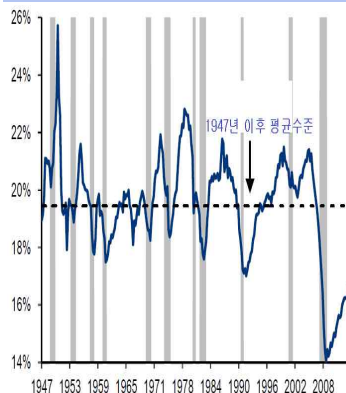
- 아울러 위기 이후 소비를 포함한 민간부문의 성장세가 본격적으로 확대되는 조짐이 나타나지 않고 있어 아직 충분한 회복단계에 들어서지 않았다고 평가(Barclays, BOA Merrill Lynch)
  - GDP에서 경기에 민감한 소비내구재, 주택건설 및 설비투자의 비중이 16%를 넘어섰지만 여전히 장기평균 수준(19.5%)에 미치지 못하고 있는 상황
  - 과거 소득증가와 부의 효과를 통해 소비가 확대되었던 규칙적인 패턴이 단절되었을 경우 내년중에도 완만한 성장에 머무를 가능성(Citi)
  - Dudley 뉴욕 연준 총재는 금년 2/4분기 이후 크게 확대된 내구재 소비(자동차 판매중심)의 추이를 지켜보아야 한다고 언급

**민간 최종수요  
증가율(4분기 이동평균)**



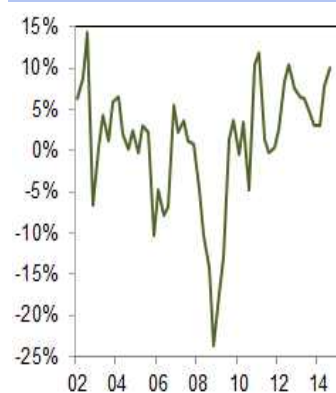
자료: Barclays

**소비내구재, 주택건설 및  
설비투자의 GDP 비중**



자료: BOAML

**자동차판매량  
(전년동기대비)**



자료: BEA

## 나. 저물가관련 이슈

□ 당분간 물가상승률이 연준의 목표수준을 하회할 것으로 예상됨에 따라 연준의 물가목표 달성에 대한 시장의 의구심이 증대되고 이는 중기적으로 경제성장을 현재의 예상보다 더 둔화시키는 동시에 향후 연준 통화정책 정상화에 있어 걸림돌로 작용할 수도 있음

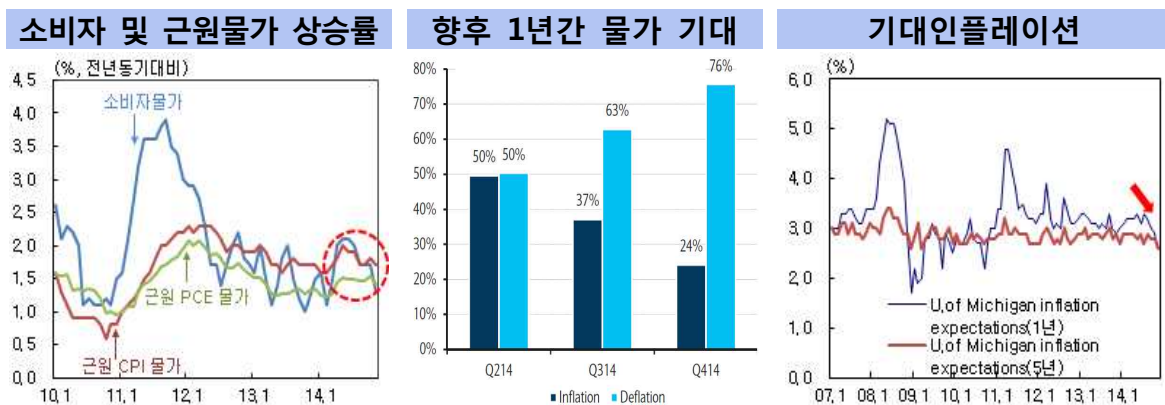
□ (최근 동향) 에너지가격의 급격한 하락 등으로 소비자물가가 다소 하락하였으나 근원인플레이션은 안정적인 수준을 유지\*

\* 11월 소비자물가는 시장예상치를 하회하여 전년동월대비 1.3% 상승하였으며 근원인플레이션은 전년동월대비 1.7% 상승하며 전월수준을 유지

○ 에너지가격이 지속적인 소비자물가 하락요인으로 작용함에 따라 시장의 향후 디플레이션 기대가 다소 상승

○ 이에 따라 기대인플레이션이 하락\*하였으나 근원인플레이션은 안정적인 수준을 유지

\* 11월 기대인플레이션(미시건대 서베이 기준, 1년 및 5년)은 각각 0.1%p(2.9% → 2.8%), 0.2%p(2.8% → 2.6%) 하락



자료: BLS, Bloomberg, Barclays

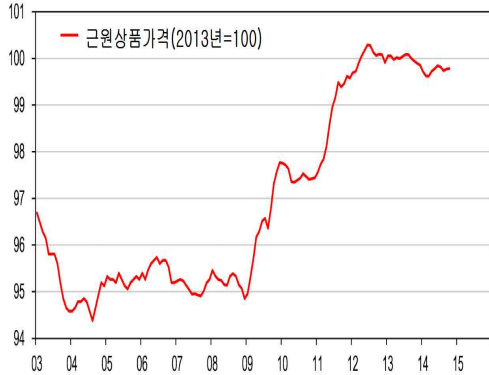
□ 시장에서는 향후 근원인플레이션율은 안정적 수준을 보이며 상승할 것으로 예상

○ 2012년 초반 이후 상품가격(자동차, 의류 및 컴퓨터 등)이 안정적인 수준을 보이고 있는 상황에서 미달러화 강세로 인한 수입물가 하락 등으로 이러한 추세가 이어질 것으로 예상(HSBC)

○ 집세가 지속적인 근원물가 상승요인으로 작용하고 있는 가운데 에너지 가격 하락에 따른 소비심리 강화 등으로 여가 등 기타서비스가격은 상승할 가능성(CS)

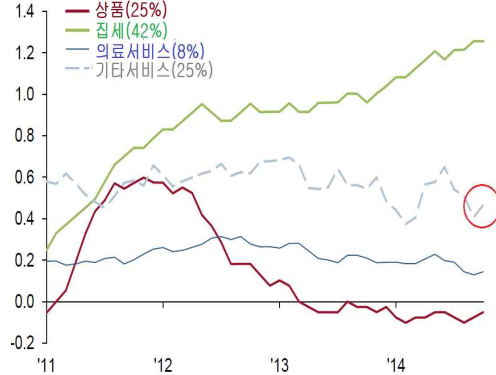


### 근원상품가격 추이



자료: BLS

### 근원물가 기여도 추이

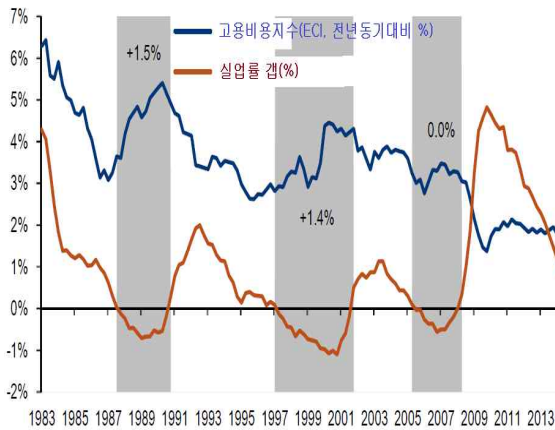


자료: Credit Suisse

- 또한 실업률이 NAIRU수준 이하로 떨어지더라도 임금상승에 미치는 영향이 크지 않은것\*으로 예상되고 실업률이 물가상승률에 미치는 영향력도 과거에 비해 약화(BOAML, HSBC)

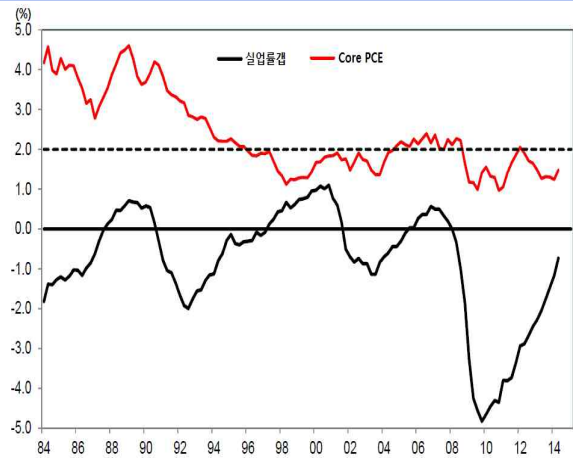
\* 과거에 비해 실업률이 NAIRU수준 이하로 떨어지더라도(음영부분) 고용비용 상승에 미치는 영향이 완만해짐

### 고용비용지수 및 실업률 갭



자료: BOAML

### 실업률과 물가상승률간의 관계



자료: HSBC

- 연준도 향후 근원 PCE물가가 연준의 목표수준으로 상승할 것이라는 입장을 견지

- Yellen 의장은 해외 리스크에도 불구하고 경기신장세에 대해 확신을 갖고 있으며 향후 실업률이 추가적으로 하락할 경우 물가수준이 연준의 목표수준으로까지 상승할 것으로 발언\*(10.15일)

\* “inflation eventually rising back to the Fed’s 2 percent target as unemployment falls further”

- Fischer 연준 부의장은 최근 고용상황이 개선되는 가운데 물가상승 조짐이 나타날 경우 정책 정상화를 추진한다고 발언하며 물가하락 가능성에 대한 우려를 차단하였고 Dudley 뉴욕연준 총재도 최근 유가하락에 따른 물가하락은 일시적 현상에 그칠 것으로 판단한다고 언급(12.3일)

### FOMC 위원들의 인플레이션 및 실업률 전망

(%)

	2015년	2016년	2017년	장기
PCE 지수	1.0~1.6	1.7~2.0	1.8~2.0	2.0
Core PCE 지수	1.5~1.8	1.7~2.0	1.8~2.0	-

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

- (평가) 향후 물가는 연준의 목표범위내로 상승할 것으로 전망되나 장기 기대인플레이션 하락에 따라 중기적으로 경제성장이 현재 예상보다 더 둔화되고 연준 통화정책에도 부정적 영향을 미칠 가능성에 대해서는 유의해야 할 것으로 보임

- 실제 기대인플레이션 하락과 성장세 둔화가 동시에 발생할 경우 연준 통화정책의 제약요인으로 작용할 가능성\*이 있음(BNP)

\* 해외 경제 · 금융 상황의 악화되거나, 경제주체들이 향후 인플레이션이 더욱 낮아질 것으로 예상할 경우 중기적으로 경제성장이 현재 예상보다 더 둔화될 수 있음

- 또한 10월 FOMC 회의 의사록에서도 다수의 회의 참가자가 장기 기대인플레이션의 하락 가능성에 유의\*해야 한다는 견해를 표명

\* Many participants observed the committee should remain attentive to evidence of a possible shift in longer-term inflation expectations

- James Bullard 세인트루이스 연준 총재도 최근의 서베이 기준 기대인플레이션 하락이 향후 연준의 통화정책에 부담이 될 수 있음을 언급(11.25일)

— 현재의 낮은 물가수준이 다시 보다 높은 수준으로 회귀할 것이라는 연준의 믿음은 기대인플레이션이 안정적 수준을 유지하고 있는 점에 근거하고 있는데 추가적인 기대인플레이션 하락은 연준의 물가 목표 달성을 어렵게 하고 향후 정책금리 인상의 걸림돌로 작용할 수 있다고 평가

## 다. 금융시장 변동성 확대 및 대외수요 약화

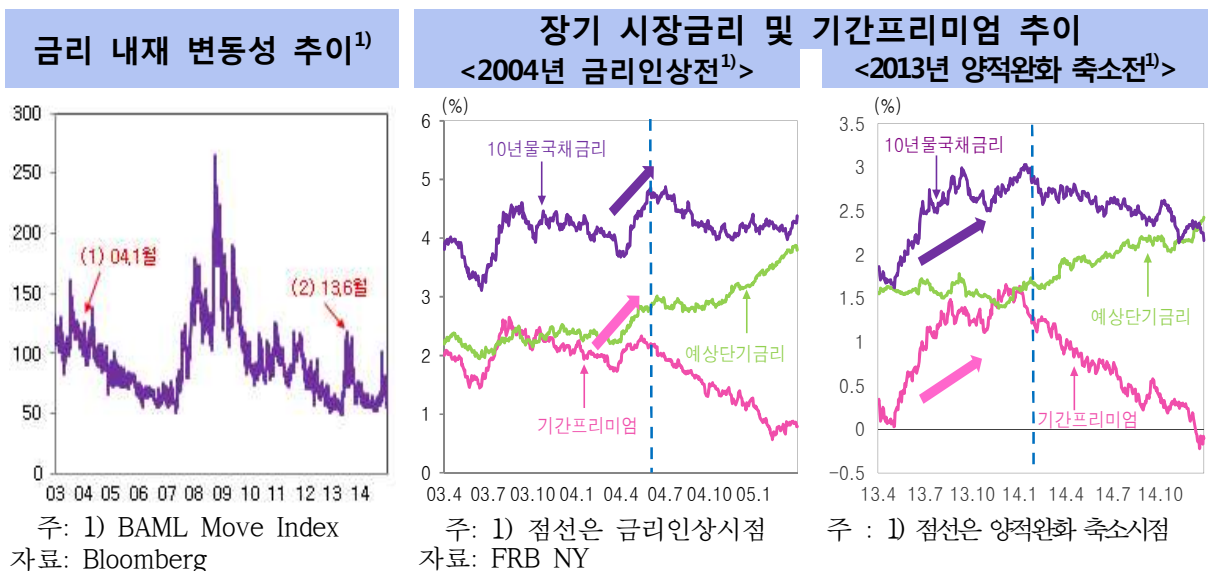
- 고용관련 지표 개선 및 연준의 커뮤니케이션 등으로 연준의 통화정책 정상화를 시장이 본격적으로 인식할 경우 **시장금리가 연준의 정책금리 인상 이전부터 빠르게 상승하며 금융불안이 나타날 가능성**
  - 또한 **미달러 강세가 실물경제에 미치는 부정적 영향이 유로지역 경기 침체 등 글로벌 경기둔화가 심화될 경우 확대될 소지**

### (1) 금융시장 변동성 확대 가능성

- 10월 FOMC회의 의사록에 따르면 FRB staff 경제전망 및 참가자들이 **금융시장 변동성 확대 및 대외수요 약화가 중기적으로 성장의 하방리스크**로 작용할 가능성에 대해서도 **논의\***한 것으로 나타남(11.19일)

\* It was observed that if foreign economic or financial conditions deteriorated further, U.S. economic growth over the medium term might be slower than currently expected.

- 시장에서도 향후 연준이 실제 정책금리를 인상하기 이전부터 **자산가격 변동성이 확대되거나 급격히 금리가 상승하는** 등으로 실물경제가 부정적 영향을 받을 가능성에 주목하는 모습
  - 특히 연준의 포워드 가이드스 등으로 인한 금리 불확실성 감소 및 물가의 하방위험 증대 등으로 매우 낮아진 **기간프리미엄이 변동성 확대\*** 등으로 **상승하면서 금리상승 요인으로 작용할 것**을 우려하는 모습\*\*



- \* (1) 2004년 금리인상(2004.6.30일) 5개월전인 2004.1.28일 statement에서 2003.8월 이후 계속 사용해왔던 표현인 ‘for a considerable period’ 이 ‘patient in removing its policy accommodation’ 로 대체되었을 때, (2) 2013년 양적완화 축소(2013.12.18일) 6개월전인 2013.6.19일 버냉키 전 연준 의장의 양적완화 축소 기자회견담회 발언#시 금리변동성이 확대

# appropriate to moderate the monthly pace of purchases later this year

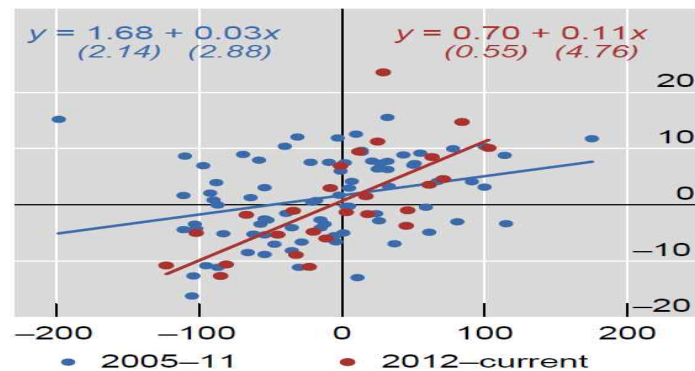
\*\* ‘Market Tantrums and Monetary Policy’(2014 US Monetary Policy Forum)

- 실제 ① 2004년 금리인상 이전(2004.1.28-04.6.30)에 기간프리미엄이 59bp 상승(저점대비 고점, 이하 동일)하고 장기 시장금리는 119bp 상승하였으며, ② 2013년 양적완화 축소 이전(2013.6.19~2013.12.18)에도 기간프리미엄이 88bp 상승하고 장기 시장금리가 106bp 상승

□ (평가) 통화정책기조 전환 논의가 본격화 될 경우 시장참가자들의 실물 경제 지표에 대한 민감도가 커지고 연준내 주요 인사의 통화정책 관련 발언에 따라 금융시장의 변동성이 크게 확대될 가능성이 매우 높아 이의 실물경제에의 부정적 영향에 유의해야 할 필요

- 경제지표에 연계하는 Forward guidance 도입 이후 미래 단기금리 기대 및 장기금리가 경제지표가 일정요건에 근접해 갈수록 FOMC 결정 뿐 아니라 고용 등 경제지표에 대한 뉴스에도 더욱 민감하게 반응하는 것으로 분석(‘Forward guidance at the zero lower bound’, BIS, 14.3월)
- Mester 클리블랜드 연준 총재도 통화정책이 정상화되어 가는 과정에서 금융시장의 변동성이 확대될 가능성이 커졌다고 언급(14.9월)

고용지표 surprise와 국채(10년물) 금리간의 관계<sup>1)</sup>



주 : 1) x축: 서베이와 실제의 차이(천명),  
y축: 고용지표 발표당일 금리변동폭(bp), 괄호는 t값  
자료 : BIS(2014.3월)

## (2) 글로벌 경기 둔화 가능성

- 한편 IMF 및 투자은행들은 중국의 성장률이 금년보다 소폭 낮아지겠으나 내년중 일본 및 유로존의 경제성장률이 높아지는 등에 힘입어 글로벌 경제성장률이 금년보다 높아질 것으로 전망
  - 중국은 SOC 투자 등 정부의 성장유지 정책에도 부동산경기 위축, 구조조정, 제조업 과잉설비 등으로 **하방압력이 지속될 것으로 예상**

### 주요국 경제성장률 전망(%)

	전세계 <sup>1)</sup>			유로존			중국			일본		
	14	15	16	14	15	16	14	15	16	14	15	16
IMF(10.9일), 일본 민간기관(12.1일), ECB(12.4일)	3.3	3.8	-	0.8	1.0	1.5	7.4	7.1	-	-0.4	1.0	-
투자은행 평균(12.5일)	2.5	2.9	3.1	0.5	0.9	1.4	7.4	7.0	6.7	0.9	1.0	1.1

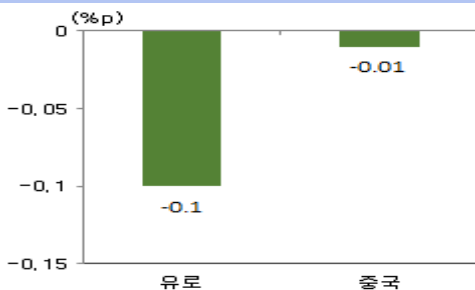
주: 1) IMF 및 투자은행의 포괄범위가 다름

자료 : IMF, Bloomberg

- 다만 유로존 및 일본의 경우에는 성장에 대한 하방리스크가 작지 않아 **글로벌 경기의 빠른 회복을 기대하기는 이른 것으로 예상**
  - 유로존은 성장동력 약화, 민간부문의 신뢰도 하락 및 미진한 구조개혁 등의 영향으로 경제의 하방위험이 증가(ECB, 12.4일)
  - 일본은 해외경제 상황, 실질소득 증가 지체 및 미국 금리정상화 등에 따른 금융·외환시장 불안 가능성 등이 하방리스크 요인으로 제시(OECD, UBS)
- (평가) 다만 미국경제의 실물경제에 미치는 직접적 영향보다는 Financial Channel을 통한 금융시장 변동성 확대\* 및 **달러강세**, 이에 따른 경제활동 위축 가능성이 우려되고 특히 **유로지역 경기침체** 등 예상보다 변동성이 확대될 경우에는 **부정적 영향**이 보다 커질 수 있음

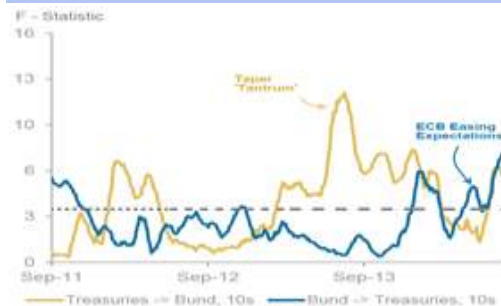
\* BOAML 등은 최근 미 장기국채의 움직임이 경제지표나 연준의 통화정책 등 국내요인보다 유로존 경제 및 ECB의 통화정책에 대한 기대 등 해외요인에 보다 크게 좌우되고 있다고 분석

### 주요국 경제성장률 둔화<sup>1)</sup>가 미국경제성장률에 미치는 영향



주 : 1) 유로 및 중국 GDP 1%p 하락  
자료: UBS

### 유럽 및 미국금리 그랜저 인과관계 분석

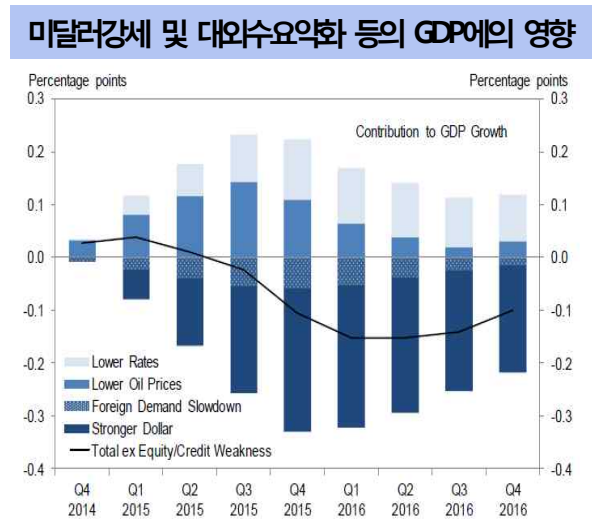


자료: Morgan Stanley

- FOMC 회의에서도 일부(several) 참가자는 유럽·중국·일본 경제의 하방 위험 증가 및 달러강세 효과를 저금리 및 에너지·원자재 가격 하락이 상쇄시키고 있는 것으로 판단(10월 의사록)
  - 많은 참가자(many participants)들은 달러 강세가 ① 미국 경제에 있어 대외부문 규모가 상대적으로 크지 않아 순수출에 미치는 영향이 완만하고 ② 향후 대외수요 약화가 예상보다 크지 않을 수 있어 제한적일 것으로 평가
- 시장에서도 현재 미달러 강세의 금융상황 및 GDP에의 부정적 영향이 유가하락 및 낮은 금리, 추가상승의 긍정적 영향에 의해 상쇄되고 있는 것으로 분석(GS, Barclays)
  - 특히 유로존의 경기가 예상보다 크게 둔화되고 이에 따라 달러강세가 더욱 확대될 경우에는 GDP에 미치는 부정적 영향도 커질 것을 우려(BOAML)

금융시장 긴축 등의 GDP에의 영향				
	shock	GDP 영향(연간 pp)	변동률(14.7~11월중)	순효과(pp)
주가(S&P)	10%	0.2	5.4%	<b>0.1</b>
USD(Trade Wtd. USD)	10%	-0.4	9.3%	<b>-0.4</b>
유가	10%	-0.1	-28.8%	<b>0.3</b>
세계경제 성장률(전망)	1%	0.2	-0.2%	<b>0.0</b>

자료: FRB, Barclays



자료: Goldman Sachs(FRB/US 모델 원용)



## 2

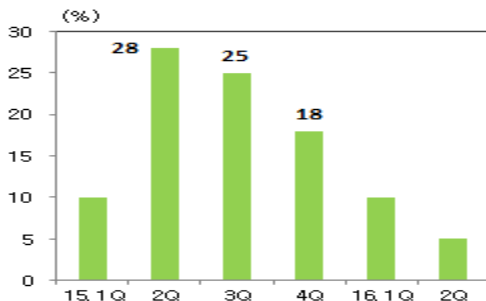
## 향후 연준의 통화정책

- 정책금리 인상시점 자체보다 이를 예상한 시장 반응(orderly 또는 disorderly) 및 금리인상 속도(the pace of subsequent rate hikes)가 더욱 중요할 수 있으며 시장 반응이 다소 급격할 경우 연준이 이를 적절히 관리할 수 있느냐가 연준의 통화정책 정상화에 있어 가장 큰 관건이 될 것으로 판단

### (1) 인상시점

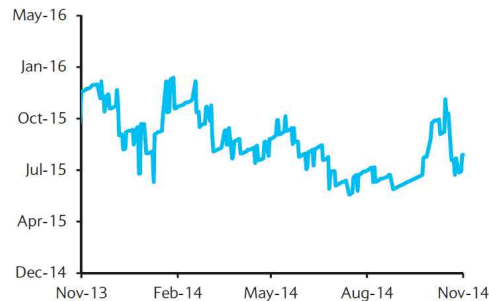
- 시장에서는 2015년 6월 또는 9월 연준이 최초 정책금리 인상을 시작할 것으로 기대

Primary Dealer의 연준 정책금리 최초 인상시점



자료: FRB NY

시장의 연준 정책금리 최초 인상시점 기대



자료: Barclays

- 연준 지도부도 최근 내년중 통화정책 정상화 필요성에 공감하는 분위기
  - Stanley Fischer 연준 부의장은 최초 정책금리 인상을 언제, 어떻게 할지가 현재 연준의 관심사\*라고 언급하였고 Dudley 뉴욕연준 총재는 시장의 2015년 중반 금리인상 예상이 적절\*\*하다는 의견을 피력(WSJ, 12.3일)
    - \* ① 대외수요는 미국경제의 주요 동력이 아니며 ② 고용상황 개선이 지속되는 가운데 물가상승 조짐이 나타날 경우 ③ 금리인상, 즉 정책 정상화가 시작될 것임
    - \*\* ① 2015년 미 경제가 2.5~3.0% 성장할 것으로 예상되며 이에 부합될 경우 제로에 가까운 기준금리를 올리기 시작할 것임 ② 또한 최근 유가하락에 따른 물가하락은 일시적 현상에 그칠 것으로 판단

□ (평가) 2004년 금리인상기와 달리 주요국 통화정책 차별화가 미치는 영향을 가늠하기 어려우나 **향후 금융경제 상황이 크게 변하지 않는 한**

경제상황 개선, 그간 연준의 커뮤니케이션에 대한 시장의 기대 등을 고려하여 **2015년 중반 이후 최초 정책금리 인상**을 시작할 가능성이 높음

① 우선, 금융시장 혼란 등 **금융안정 위험**을 고려하여 시장의 예상에 부합하는 **금리인상 시점\***을 선택

\* GS도 금융시장 혼란 등을 최소화하기 위해 **금리인상 시점**이 연준 내부적으로 **사전조율(sticky)**되어 있을 가능성을 언급

② 이후 금융시장의 반응, 경제지표 개선 및 주요국 통화정책과의 차별화에 따른 영향\* 등을 고려하며 **정책금리 인상속도**를 결정할 것으로 예상

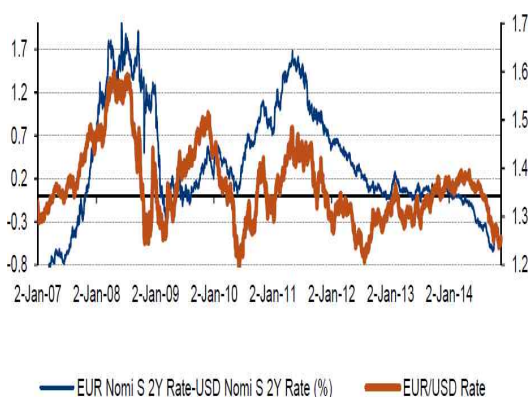
\* 미달러 강세로 EUR/USD가 2015년말 1.10수준으로 하락할 경우 1.20수준에 비해 물가상승률을 0.1% 추가 하락시킬 것으로 전망(BOAML)

■ (근거1) 유로지역과 미국의 금리차이와 유로/달러 환율의 상관관계가 매우 높아 동 금리차 하락시 유로/달러 환율이 하락(미달러 절상)하는 것으로 나타났음(BOAML)

■ (근거2) 2004년 금리인상시에는 세계경제 성장세 확대 등으로 달러가 강세를 보이지 않았고 원유가격은 상승추세를 보임(Barclays)

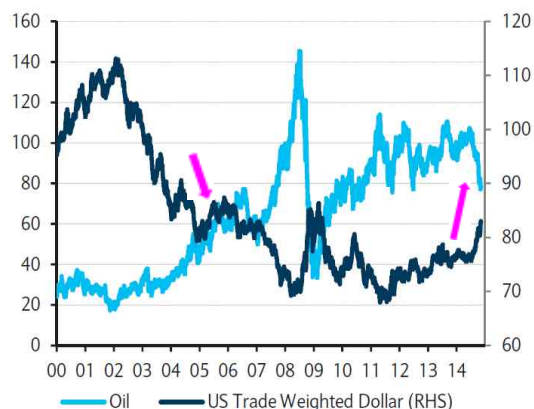
■ (근거3) 일부 FOMC 위원들 및 Stanley Fischer 연준 부의장도 달러화 가치 상승이 연준의 통화정책 결정에 어느 정도 영향을 미칠 것이라는 입장

**미국과 유로지역의 금리(2년물)차이와 유로/달러 환율 추이**



자료: BOAML

**미달러화 가치와 오일가격**



자료: Barclays



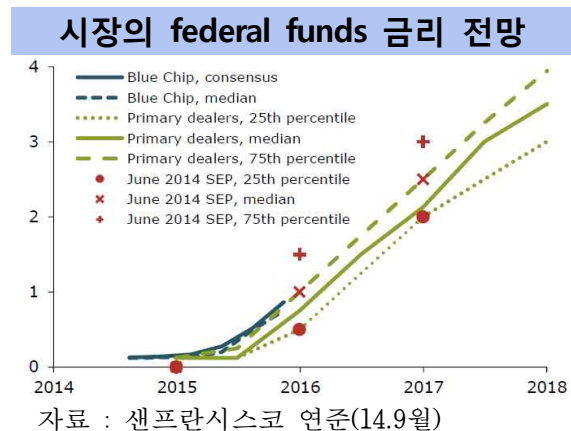
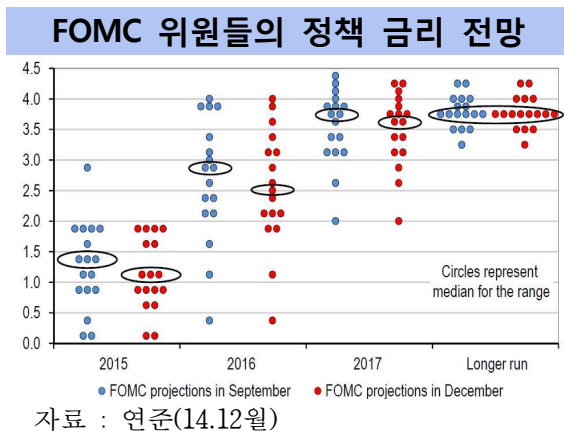
## (2) 인상속도\*

\* 자세한 내용은 뉴욕사무소 조사연구자료 “연준의 양적완화정책 종료 이후 통화 정책방향 전망(10.20일)” 참조(최종 정책금리 수준, 정책금리 인상방법 포함)

□ FOMC 위원들의 분기별 경제전망(dot chart)에서 나타난 federal funds 금리의 인상속도는 계속 가팔라져 왔으나 현재 대다수 위원들은 완만한 인상을 선호하고 있는 것으로 보임

○ Dudley 뉴욕 연준 총재는 최근 노동시장 지표가 빠르게 개선되고 있으나 아직까지 상당한 규모의 유휴 인력이 여전히 남아있어 연준이 빠른 속도로 정책금리를 인상해야 할 만큼 경제가 과열될 것으로 생각하지 않는다고 발언(10.7일)

— 아울러 금리인상시 시장반응도 중요한데 작년 5~6월과 같이 시장금리가 급격히 상승할 경우에는 보다 신중한 접근이 요구된다고 덧붙임



□ 현재 시장에서도 연준의 낙관적 경제전망, 낮은 물가상승률 등을 이유로 정책금리 인상속도가 dot chart에서 제시된 전망치 및 과거 정책금리 인상 시기에 비해서는 보다 완만하게 진행될 것으로 예상\*

\* FOMC 회의 2회당 한 번 정도로 정책금리가 인상될 것으로 예상하는 가운데 9월 FOMC 회의 직후 기자회견에서 정책금리 인상속도에 대한 시장의 과소평가 여부를 묻는 질의에 Yellen 연준 의장은 ‘정책금리 인상속도와 관련하여 시장과 FOMC 위원들간에는 아무런 차이를 발견할 수 없다’ 고 답변한 점에 주목

### 과거 금리인상기의 정책금리 인상속도

과거 정책금리 인상시점	평균 인상기간(월)	평균 금리인상폭(bp)
88.3월, 94.2월, 99.7월, 04.6월	16	296

### Ⅲ. 2015년 미국경제 전망

#### 1

#### 경제성장

◆ 2015년에는 GDP 성장률이 금년보다 다소 상승한 3% 내외를 보일 것으로 전망

- 금융시장 변동성 확대 및 대외수요 약화 가능성 등에 따른 성장경로의 불확실성이 제기되는 가운데 가장 가능성이 높다고 판단되는 ‘시나리오 2’를 전제

#### 시나리오별 2015년 미국 경제성장률 전망

시나리오	내 용	성장률	금융시장 특징
1	■ 미달러강세 확대 및 글로벌경제 둔화 심화	2% 초중반	- 물가하락 및 경기둔화 우려 등으로 금융시장 변동성 확대
2	■ 민간소비 확대, 완만한 미달러강세, 글로벌 경제 회복세 유지	3% 내외	- 금융시장 다소 긴축 후 안정
3	■ 견조한 민간소비 확대 및 글로벌 경제 회복세 강화	3% 중반	- 금융시장 안정

자료 : 각 투자은행

- 주요전망기관, 월가에서도 대부분 2015 미국 경제성장률이 금년(2.2%)보다 다소 높은 3% 내외를 기록할 것으로 전망

#### 경제성장률 전망

경제성장률 전망 (%)							
FRB (9.17일) <sup>1)</sup>		IMF (10.9일)		OECD (11.27일)		투자은행 평균 (12.6일)	
2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
2.0~2.2	2.6~3.0	2.2	3.1	2.2	3.1	2.2	3.0

주 : 1) 최고, 최저치 각 3개를 뺀 나머지 중심치 전망

- 연중으로는 하반기 성장률이 상반기 성장세를 넘어서지 못할 것으로 예상

	14.1/4	2/4	3/4	4/4	15.1/4	2/4	3/4	4/4
■ 경제성장률 <sup>1)</sup> (전기비 연율, %)	-2.1	4.6	5.0	2.6	2.9	2.8	2.8	2.8
주 : 1) 83개 투자은행 등의 전망치 평균(12.6일)				자료 : Bloomberg				

## (수요부문별 전망)

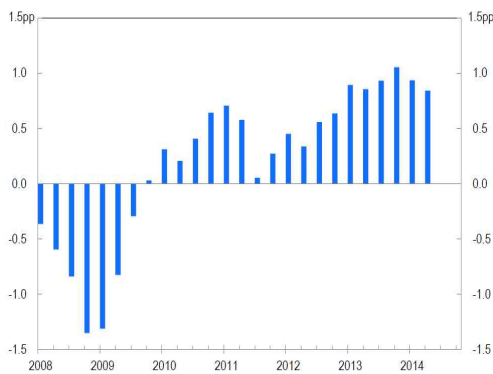
- 주요 투자은행들은 민간소비가 2%대 후반의 비교적 높은 증가율을 보이는 가운데 기업투자 및 주택투자가 계속 늘어나고 정부지출도 증가세로 반전할 것으로 전망

주요 금융회사들의 수요부문별 성장률 전망								
	JP Morgan (12.1일)		Goldman Sachs (11.19일)		Citi (12.2일)		Morgan Stanley (11.30일)	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
GDP 성장률	2.2	3.0	2.2	3.1	2.3	3.1	2.2	2.9
민간소비	2.3	2.9	2.3	2.9	2.3	2.8	2.3	2.8
설비투자	6.0	5.6	5.8	5.7	6.1	6.3	6.1	5.8
주택투자	1.6	9.8	2.0	9.9	1.6	4.5	1.8	10.2
정부지출	-0.1	1.0	-0.9	0.5	-0.2	0.3	-0.2	0.8

주 : ( )내는 전망시점

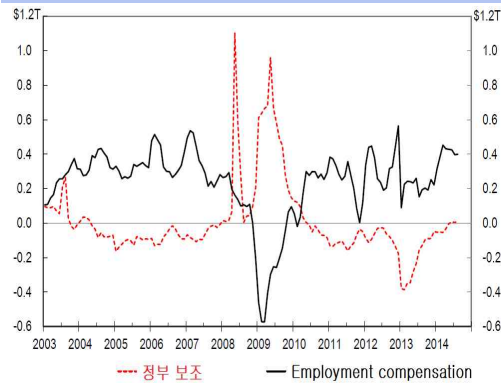
- ① 민간소비는 고용사정 회복, 최근 주가상승 및 에너지 가격 하락, 재정정책 제약 해소 등으로 2%대 후반의 비교적 높은 증가율을 보일 전망
  - 최근 주가상승에 따른 부의 효과가 지속되고 4년여만에 재정정책의 소비제약 요인이 해소(neutral)될 것으로 예상

부의 효과가 소비에 미치는 영향



자료: BEA, Citi

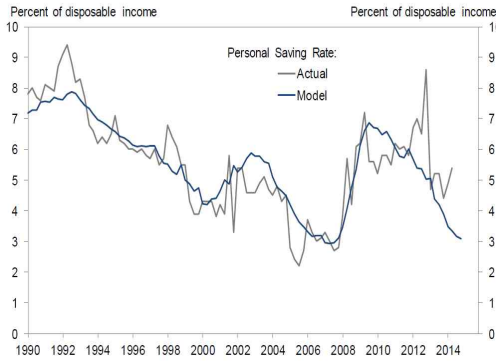
재정정책과 고용보수



자료: BEA, Citi

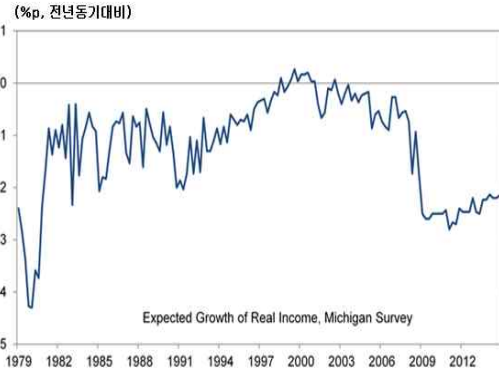
- 다만 위기시 경기침체 경험에 따른 가계의 예비적 저축 상승, 실질임금 상승에 대한 기대 정체 등으로 가계가 소비성향을 적극적으로 확대하기 어려울 가능성도 적지 않을 것임

### 저축률 추이와 전망



자료: Goldman Sachs

### 실질 임금상승 기대



자료: Goldman Sachs

② 설비투자는 기업들의 양호한 투자여력, 낮은 자본비용, 경제 회복세 지속 등에 따른 향후 양호한 경영성과 전망\* 등으로 회복세를 지속하여 5~6% 가량 늘어나면서 금년(6%대) 수준을 이어갈 것으로 전망

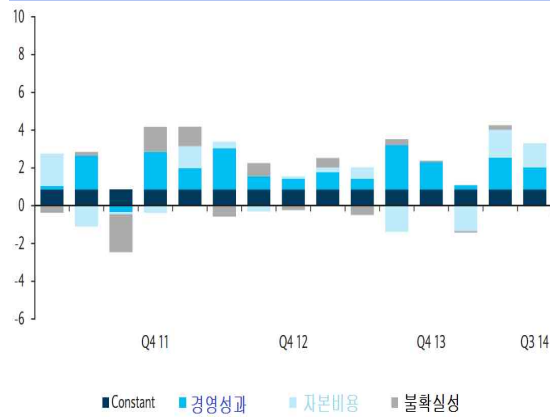
\* 설비투자가 기업의 경영성과가 늘어날 것으로 예상되는 경우 증가하는 것으로 분석(Barclays)

### 향후 6개월 매출 예상 비중



자료: NFIB

### 설비투자의 요인분해(2011~최근)

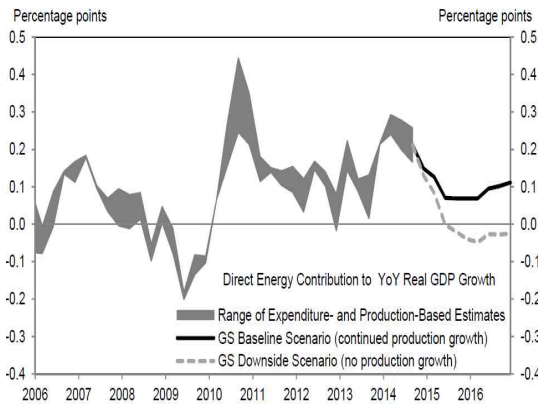


자료: Barclays

○ 다만 에너지 가격의 추가하락에 따른 동 산업\* 관련 투자정체, 향후 글로벌 경제 성장세 불확실성이 하방리스크로 작용할 가능성(Goldmansachs, Business Roundtable, Barclays)

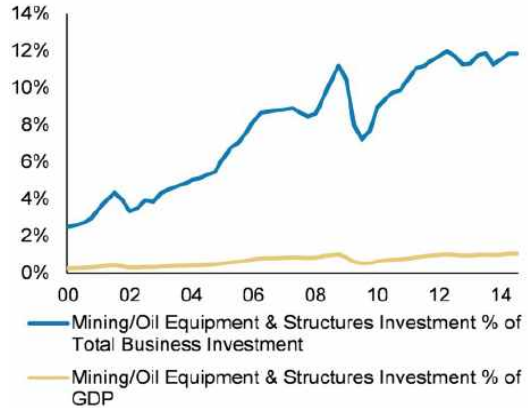
\* 에너지 관련 산업이 설비투자(GDP의 10%)에서 차지하는 비중은 10%정도로 2015년 동 산업 설비투자가 6%정도 감소할 것으로 추정(GS)

### 에너지관련 산업의 GDP에의 영향



자료: Goldman Sachs

### 오일 관련 산업의 설비투자내 비중



자료: Barclays

③ 주택투자는 완만한 주택시장 회복세가 이어지면서 금년중 1~2% 내외 증가할 것으로 예상되는 가운데 내년에는 5~6% 가량 늘어나면서 증가세가 확대될 것으로 전망

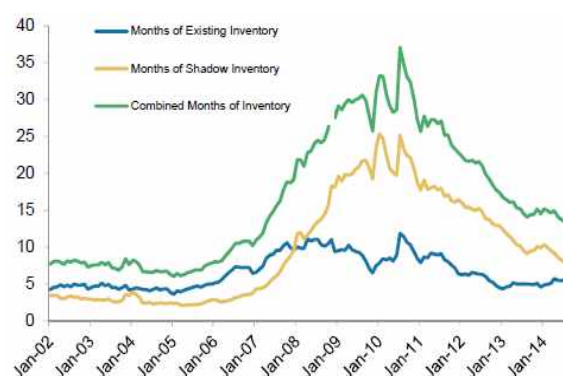
- 주택시장 관련 주요 선행지표인 잠정 주택판매, 건축허가, 건축착공 모두 꾸준한 회복세를 보이고 있으며, 주택재고는 기존 및 신규주택 모두 금융위기 이전 수준으로까지 감소

### 잠정 주택판매, 주택 허가 및 착공



자료: NAR, 상무부

### 신규 및 기존 주택재고

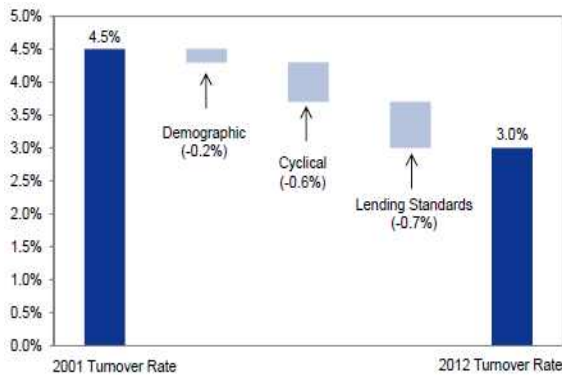


자료: Goldman Sachs

- 다만 금융기관의 엄격한 대출태도 지속\*, 신규가구형성 정체 등은 주택시장 회복세를 구조적으로 제약

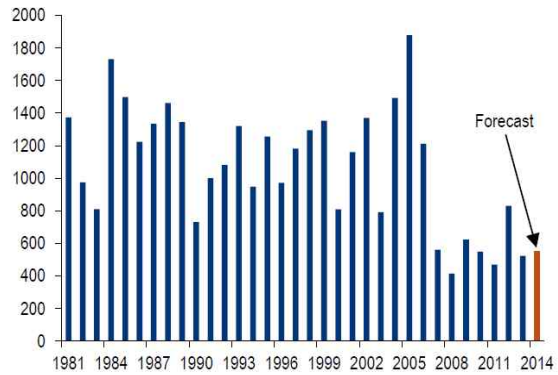
\* 과거수준에 비해 매우 엄격한 금융기관의 모기지 대출태도가 주택시장 회복을 제약하는 요인이 될 것으로 전망(BOAML)되고 주택회전을 둔화의 50% 정도가 금융기관의 대출기준 강화에 기인한 것으로 분석(GS)

### 주택 회전을 둔화(2001-2012) 요인분해



자료: Goldman Sach

### 신규가구 형성



자료: BOAML

#### ④ 정부지출은 그간의 재정건전성 강화를 위한 재정구조 및 세제 개편이 종료되어 소폭의 증가세로 반전될 것으로 예상

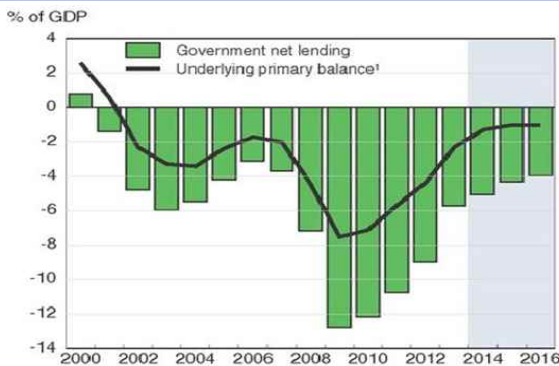
- 정부부채가 아직도 높은 수준\*을 유지하고 있어 큰 폭의 증가세로 반전되기는 어려우나\*\* 군비지출 등이 확대\*\*\*되면서 경제성장에 플러스 요인으로 작용할 것으로 전망(OECD, Barclays)

\* GDP 대비 정부부채(OECD 기준)  
: 14년 109.7%<sup>e</sup> → 15년 110.1%<sup>e</sup> → 16년 110.0%<sup>e</sup>

\*\* GDP 대비 재정수지(OECD 기준)  
: 14년 -5.1%<sup>e</sup> → 15년 -4.3%<sup>e</sup> → 16년 -4.0%<sup>e</sup>

\*\*\* 현재 오바마 대통령이 시리아 주둔 미군을 위한 추가적인 군비지출 법안을 발의하였으며 내년중 공화당과의 합의가 이루어질 것으로 보임

### 재정수지<sup>1)</sup> 추이

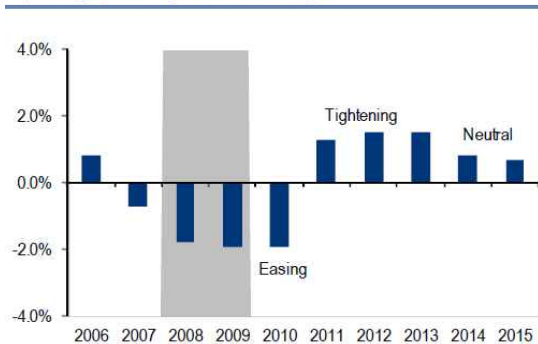


주: GDP대비 비율

자료 : OECD

### 정부 구조적 재정수지

(change, % of potential GDP)



자료: BOAML



## 2

## 물가

◆ 소비자물가 및 근원인플레이션율은 금년과 비슷한 1%대 후반에서 안정될 전망

□ 주요 기관들은 2015년 미국의 소비자물가(CPI) 및 근원인플레이션율이 금년과 비슷한 1%대 후반에 머무를 것으로 전망

### 물가상승률(CPI 기준<sup>1)</sup>) 전망

FRB (9.17일) <sup>2)</sup>		IMF (10.9일)		OECD (11.25일) <sup>2)</sup>		투자은행 평균 (12.6일)	
2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
1.5~1.7	1.6~1.9	2.0	2.1	1.4	1.5	1.7	1.7

주 : 1) FRB, OECD는 PCE 물가 기준

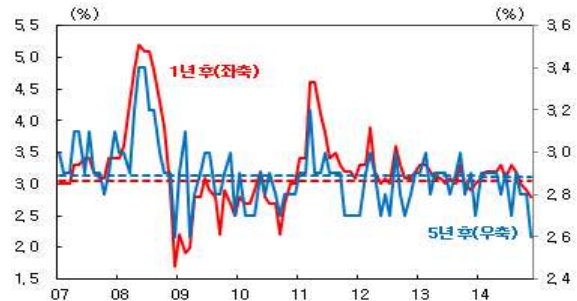
2) 최고, 최저치 각 3개월 뺀 나머지 중심치 전망

### 물가지수



자료: BEA, BLS

### 기대 인플레이션<sup>1)</sup>



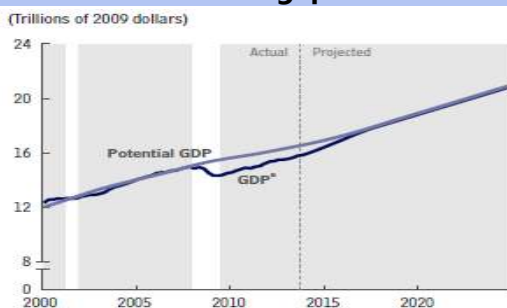
주: 1) 점선은 2000년 이후 평균

자료: 미시건대

- CBO 추정에 따르면 GDP gap이 여전히 마이너스인 상황으로 수요측면에서의 물가상승압력은 크지 않은 것으로 보임
- 다만 추가적인 기대인플레이션 하락\*에 따른 부정적인 영향에는 유의하여야 할 것으로 판단

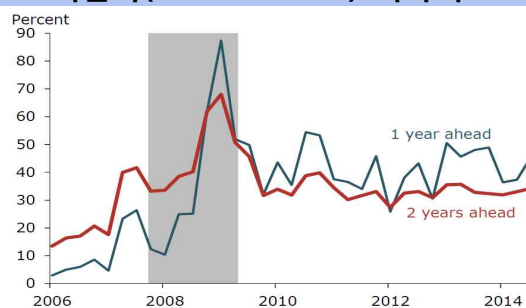
\* FRB San Francisco는 1년내 저물가(<1%)우려가 다소 상승하지만 2년내에는 30%정도 장기평균 19%에 머물것으로 보여 향후 인플레이션 하방리스크가 더 크다는 보고서를 발표

### GDP gap



자료: CBO

### 저물가(Core PCE<1%) 시나리오



자료: FRB San Francisco

### 3

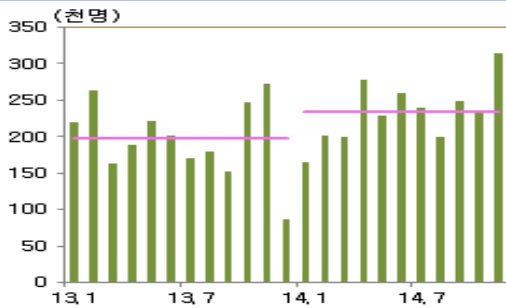
## 고용사정

◆ 고용사정은 꾸준한 개선 움직임을 나타내어 실업률은 5%대 중반 수준으로 하락할 것으로 전망

□ 취업자수는 최근 들어 완연한 증가세를 나타내고 있는 가운데 내년에는 금년보다 증가폭이 소폭 감소할 것으로 전망\*

\* 투자은행들은 2015년도 비농가취업자수 증가폭이 금년(월평균 23.3만개<sup>㉞</sup>)보다 소폭 감소한 21.0만개 증가할 것으로 예상

#### 취업자수 추이(전월대비)



자료: BLS

#### 신규실업수당 청구건수



자료: CBO

○ 경기회복과 함께 고용사정 개선이 이어지며 실업률은 5%대 중반 수준으로 하락할 것으로 전망\*

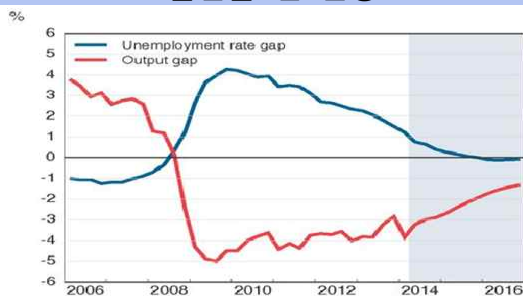
\* OECD는 2015년말경 실업률갭이 제로수준에 도달할 것으로 예상

#### 실업률 전망

FRB (9.17일) <sup>1)</sup>		IMF (10.9일)		OECD (11.25일)		투자은행 평균 (12.6일)	
2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
5.9~6.0	5.4~5.6	6.3	5.9	6.2	5.6	6.2	5.6

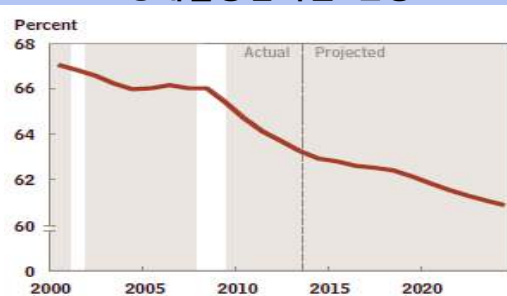
주 : 1) 최고, 최저치 각 3개를 뺀 나머지 중심치 전망

#### 실업률 갭 전망



자료: OECD

#### 경제활동참가율 전망



자료: CBO



## IV. 종합의견

---

- 미국 경제는 금년 1/4분기중 한파로 **마이너스 성장률**을 기록하며 성장모멘텀이 훼손될 것이라는 우려가 제기되기도 하였음
  - 하지만 2/4분기 이후 **일시적 요인**들이 해소되면서 소비 및 투자를 중심으로 성장세가 다시 확대되는 모습
- 다만 2015년중에도 위기 이전 수준으로까지 회복하기에는 다소간 **불확실성**이 잠재
  - 국내적으로는 임금 상승률이 완만할 경우 **민간소비**가 위기 이전수준으로 견조히 증가하지 못할 가능성이 높은 것으로 보이고 7년여만의 통화정책 정상화에 따른 **금융시장의 잠재적 위험**이 표출될 가능성
  - 대외적으로도 과거 금리인상기와 달리 유로존 및 중국 경제 등을 중심으로한 **세계경제 성장세 둔화**, 주요국과의 **통화정책 차별화** 확대가 예상됨에 따라 이의 미국경제에의 영향을 가늠하기 어려운 측면
- 한편 연준은 그간의 경제상황 개선 등을 고려하여 **2015.9월** 최초 정책금리 인상을 시작하고 **금융시장의 반응**, 향후 **경제지표 개선** 등을 고려하며 정책금리 인상 속도를 결정할 것으로 예상
  - 인상시점 자체보다 이를 예상한 **시장반응** 및 **금리인상 속도**가 더욱 중요하고 연준이 이를 **적절히 관리**할 수 있느냐가 연준의 통화정책 정상화에 있어 가장 큰 관건이 될 것으로 판단
- 2015년중 미국경제는 위와 같은 불확실성 요인에도 불구하고 연준의 점진적인 통화정책과 더불어 **재정정책의 성장제약**이 해소됨에 따라 민간부문을 중심으로 GDP가 **3%내외**의 비교적 견조한 성장세를 보일 것으로 전망
  - **소비자물가** 및 **근원물가 상승률**은 금년과 비슷한 **1%대 후반**에서 안정될 것으로 예상
  - **실업률**은 경기회복세가 지속됨에 따라 꾸준히 낮아져 **연평균 5%대 중반** 수준에 머무를 전망