

연준의 인플레이션 경계감

28 Nov 2018

장진우
+82.2.2179.1166
jinwoo.jang@kic.go.kr

요약

- 단기적으로 미국의 인플레이션은 둔화될 가능성이 큼. 구조적으로도 미국 경제에서 인플레이션이 가속화될 우려는 낮은 편
- 인플레이션 하락하면 연준의 정책 금리는 현재 수준에서도 시장에 긴축적으로 작용할 수 있음
- 인플레이션 하락에 대응하여 연준은 금리 인상 속도를 완만하게 가지고 갈 것을 예상

민주주의의 구조는 인플레이션을 유발하기 쉽다. 과도한 인플레이션은 자본주의 시스템을 망칠 수 있는 위험이 있기 때문에 민주주의 국가는 인플레이션 위험으로부터 스스로를 지켜낼 장치가 필요했다. 이 필요에 따라 연준을 비롯한 각국의 중앙은행이 가격 안정성 유지라는 목적으로 설립되었으며 정치로부터의 독립성을 인정받았다.

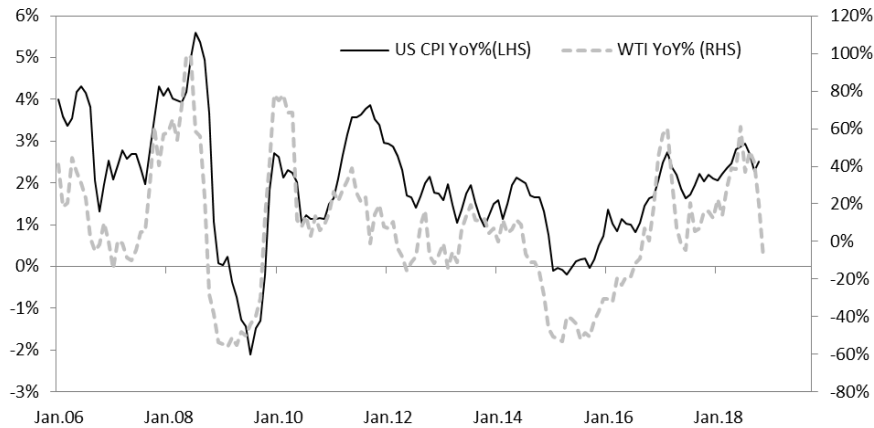
최근 미국에서 인플레이션 압력이 점증하면서 연준은 기준 금리를 인상하며 대처하고 있다. 금리 정책의 효과가 후행적으로 나타난다는 점을 고려하면 지금까지의 금리 인상은 필요했던 것으로 보인다. 그런데 만약 인플레이션 압력이 현재 평가되는 것보다 약하다면 연준의 고민은 깊어질 수밖에 없다. 최근 유가 하락 및 달러 강세 등은 이러한 고민을 더하게 만들었다.

유가 하락에 따른 인플레이션 둔화 기대를 넘어서

트럼프 대통령은 최근 본인의 트위터를 통해 자신 있게 유가 하락에 따라 인플레이션은 낮아졌다고 단정하였으나 공식적인 지표로 뚜렷하게 확인되지는 않는다. 그럼에도 불구하고 그가 언급한대로 유가 하락은 곧 미국 물가 상승 압력의 단기적 안정에 기여할 것이다. 지금까지 미국의 명목 소비자 물가

상승률(Headline CPI Inflation)의 움직임은 유가 상승률과 높은 상관 관계를 보여왔기 때문이다. 이 관계에 따르면 미국 명목 물가 상승률은 향후 단기적으로 연율 환산으로 1% 내외 증가하는 데 그칠 수도 있다. (10월 기준 연율 +2.5%)

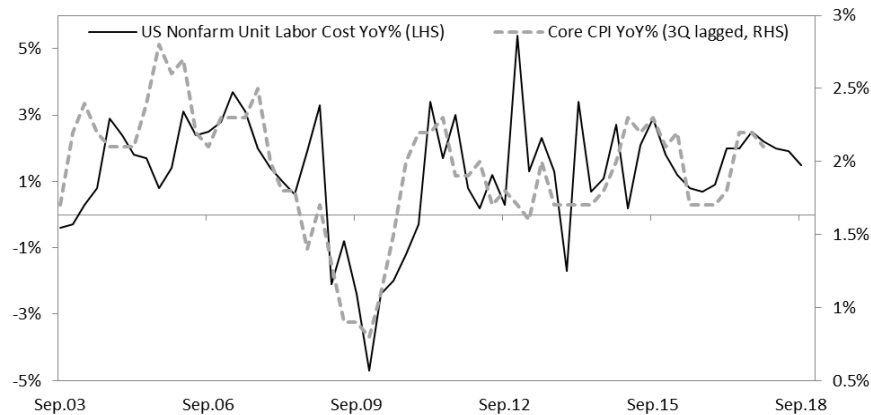
유가 하락은 인플레이션 둔화에 기여



출처 : Bureau of Labor Statistics, Bloomberg

그러나 유가 하락만이 물가 상승률 둔화의 유일한 이유라면 트럼프의 도발은 연준에게 큰 의미를 주기 힘들다. 유가의 영향을 단순히 일시적인 것으로 치부하면 되기 때문이다. 또한 유가의 하락은 연준이 중요하게 생각하는 핵심 물가지표 (변동성이 큰 식품과 에너지 부분 제외한 물가 지표)에 미치는 영향이 제한적이다. 오히려 연준 입증에서는 앞으로 나타날 미국의 물가 상승률 둔화가 1) 핵심 물가에서도 확인되는지와 2) 단기적 현상을 넘어 구조적 추세인지가 금리 인상 전략에 더 중요하다.

단위노동비용 증가율이 핵심 물가 상승률을 설명



출처 : Bureau of Labor Statistics

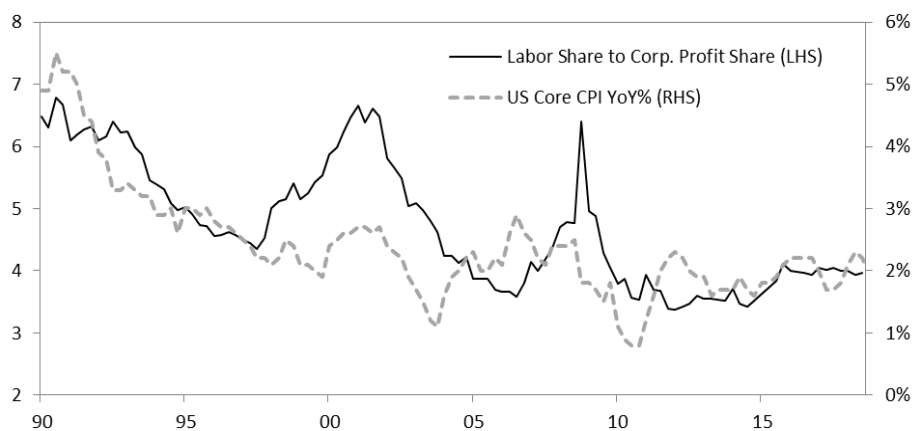
먼저 미국의 핵심 물가 지수의 증가율은 위 도표에서 확인할 수 있듯이 단위노동비용(Unit Labor Cost) 증가율에 후행하며 뚜렷한 상관 관계를 갖는다. 단위노동비용은 전체 노동비용을 실질 생산량으로 나누는 것으로 정의된다. 즉 생산량 1단위를 위해 소요되는 노동비용이다. 단순히 노동자 한 명이 받는 임금과는 다른 개념으로 노동자의 생산성 증가가 임금 상승을 초과한다면 임금 상승률이 높아지더라도 단위노동비용은 감소하게 된다. 이에 따르면 핵심 물가 상승률이라는 것은 단기적으로 생산성 대비 사람 값으로 결정된다는 것을 알 수 있다.

2017년 2%를 넘어갔던 단위노동비용 증가율은 2018년 3분기 다시 1.5% 수준으로 하락하였다. 단위노동비용이 인플레이션을 선행함에 따라 앞으로 단기적으로 미국의 핵심 물가 지수 증가율은 둔화될 것으로 생각하는 것이 자연스럽다. 그렇다고 단기적으로 핵심 물가 지수의 큰 폭 하락이 예상되는 바도 아니다. 다만 4%를 하회하는 실업률, 물가 상승을 촉발하는 재정 확대 정책 등에도 불구하고 핵심 물가 상승률이 2%를 크게 초과하지 못하고 둔화하는 모습을 보인다는 것은 수요가 견인하는 인플레이션의 상방이 크지 않음을 의미할 수 있다는 점을 언급해 두고자 한다.

저인플레이션을 초래하는 구조적 요인

단기적인 관점을 넘어 물가 상승률의 둔화에는 구조적인 요인도 작용하고 있다는 증거가 여럿 관찰되고 있다. 기술 발전과 세계화가 대표적인 원인으로 거론되고 있다. 기술 발전은 생산성을 높여주어 단위노동비용을 낮춘다. 세계화가 진행되면서 신흥국의 저임금 노동력은 무역 확대를 통해서 미국과 같은 선진국의 물가에도 영향을 확대하였다.

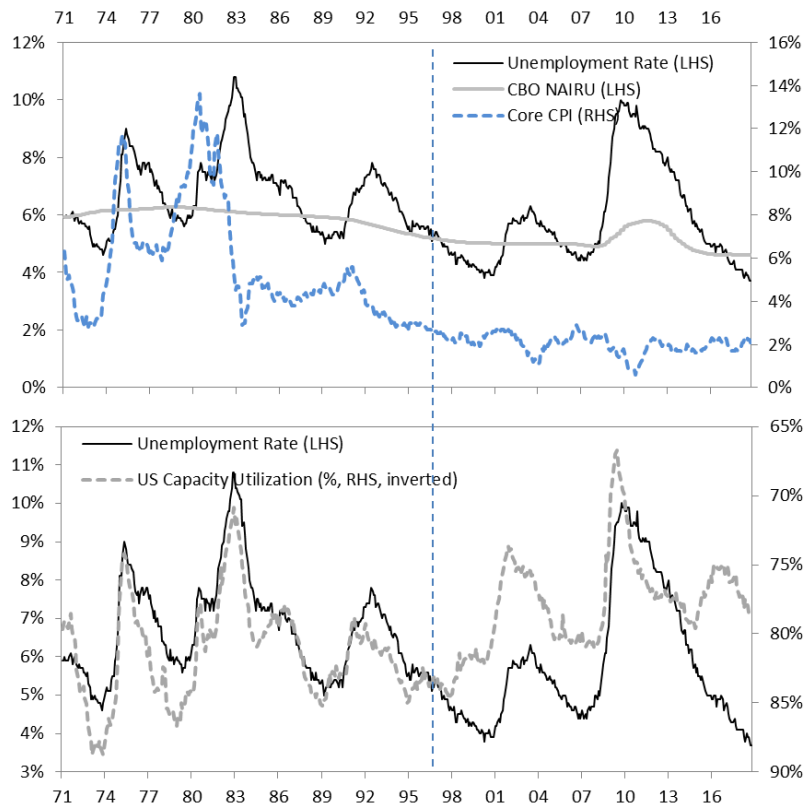
전체 생산에서 노동의 비중이 감소함



출처 : Bureau of Labor Statistics, Bloomberg

기술 발전과 세계화, 노동 조합 활동의 약화는 부의 분배에서 임금의 비중을 낮추는 결과를 낳았다. 이는 예전에 비해 생산 활동 증가 대비 단위노동비용의 증가가 크지 못하는 이유가 되며, 곧 핵심 물가 지수에 대한 인플레이션 압력이 예전보다 구조적으로 감소했음을 뜻한다. 위 도표에서 볼 수 있듯 1990년대 이후 몇몇 시기를 제외하고 기업의 이윤 대비 노동자의 임금 비율은 추세적으로 하락하였다. 같은 기간 미국의 핵심 물가 상승률 역시 하락세를 보였다.

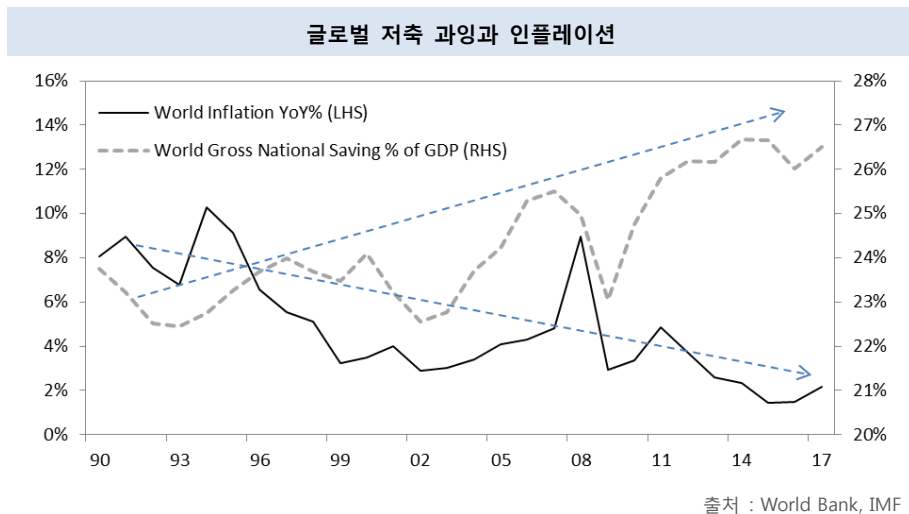
물가안정실업률에 따른 인플레이션 압력 추정이 부정확해짐



출처 : Bureau of Labor Statistics, Federal Reserve, Congressional Budget Office

생산 요소 조합의 구조적 변화에 따라 물가안정실업률 (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, NAIRU, 물가상승률이 안정적으로 유지될 수 있는 수준의 실업률) 개념에 기반한 인플레이션 추정도 과거와 같은 정확도를 보증하지 못하고 있다. 90년대 이전까지는 미국의 실업률이 물가안정실업률 이하로 하락하면 어김없이 물가 상승이 나타났었다. 그러나 90년대 중반 이후부터 실업률이 물가안정실업률 이하로 하락하더라도 물가의 상승세는 뚜렷하지 않게 되었다. 최근까지 이어지고 있는 미국의 확장기에도 이 현상이 반복되고 있다. 더 이상 물가안정실업률의 개념이 유효하지 않거나 유효하더라도 현재 추정하고 있는 수준보다 물가안정실업률 실제 수준이 낮을 수 있음을 추론해 볼 수 있다.

실제로 90년대 중반 이전과 이후의 실업률(노동의 희소성)과 설비가동률(자본의 희소성)은 거의 같이 움직였다. 그러나 90년대 중반 이후에는 가용 노동력이 부족해지는 상황 속에서도 설비가동률은 여전히 낮은 상태가 관찰되기 시작했다. 과거에는 노동의 고갈과 설비의 고갈이 동시에 진행되었고 이는 곧 동시에 생산력의 한계와 인플레이션을 의미했었다. 그러나 지금은 노동과 설비의 고갈이 더 이상 동치가 아니며 실업률의 하락이 물가 상승에 반영되는 영향이 희석되고 있다. 따라서 실업률이 물가안정 실업률을 하회하는 상황에 놓여 있더라도 설비 가동률의 반등이 확인되지 않는다면 급격한 물가 상승 압력에 직면할 가능성은 낮다고 판단된다.



미국의 저인플레이션에 대한 또 다른 구조적 요인으로 글로벌 저축 과잉(Global Saving Glut)을 들 수 있다. 90년대 이후 저축에 대한 수요가 증가하는 구조적 변화가 관찰되었으며 이 또한 인플레이션 하락 압력에 기여하고 있다고 판단된다. 90년대 아시아 외환위기와 2000년대 글로벌 금융 위기를 겪으면서 각 경제 주체들은 투자보다는 안전 자산에 대한 선호를 높였다. 저축 과잉은 총수요를 하락시키게 되며 저 인플레이션을 유도하는 원인이 된다. 실제로 위 도표에서처럼 90년대 이후 전세계 저축 비율은 증가하는 데 반해 글로벌 인플레이션은 추세적으로 하락해 왔다.

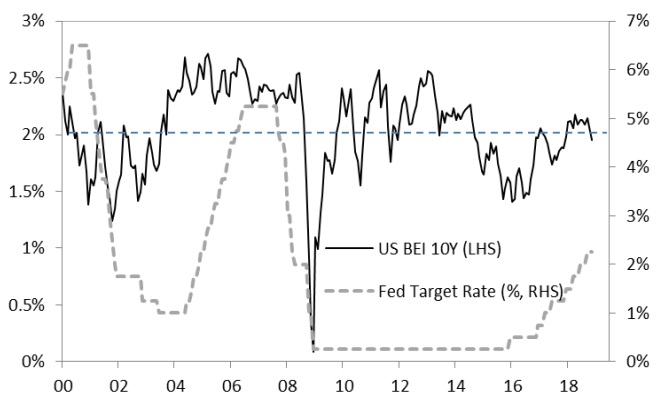
이처럼 미국의 물가 상승률은 단기적으로 그리고 구조적으로도 하방 압력에 직면해 있다. 단기적으로 중국 수입품에 대한 관세 부과가 국내 물가 상승 압력으로 작용할 수 있다. 그러나 관세 부과는 단기적 영향에 머물 것이며 달러 강세에 따른 상품 가격 하락이 관세 부과 효과를 상쇄할 가능성이 높다. 또한 무역 분쟁에 따른 경제적 악영향이 총수요에 영향을 미쳐 디플레이션 압력으로 작용할 가능성도 배제하기 힘들다. 따라서 이 관세 부과가 지속적인 인플레이션을 촉발할 위험은 낮다.

따라서 인플레이션이 하락한다는 연준을 향한 트럼프 대통령의 도발은 의미가 있다. 이는 물가 상승률을 안정적으로 관리해야 하는 연준의 장기적 전략에 대한 물음이며 동시에 미국의 성장 전략에 미치는 연준의 영향력이 어디까지여야 하는지에 대한 물음이다.

2% 목표와 Data Dependent

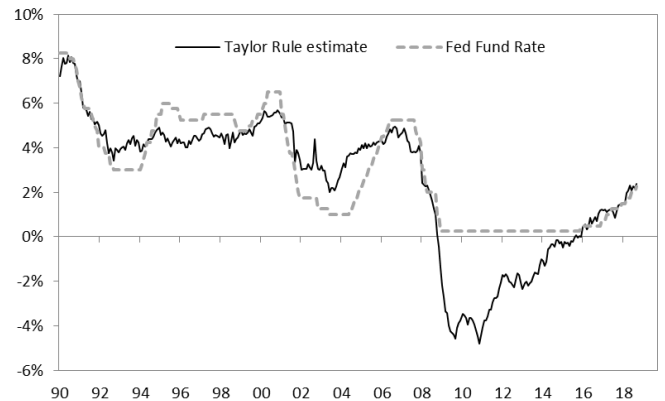
현재 연준은 정책 결정에 있어 데이터에 따르겠다(data dependent)는 대답을 내놓고 있다. 여기서 데이터는 한 달, 한 분기의 단기적 데이터의 움직임에 한정되지 않을 것이다. 연준의 안정적인 물가 관리라는 목표는 보다 장기적 목표로서 단기간의 물가 상승률에 따라 그 성공 여부가 평가되기는 어려운 성격이 있기 때문이다. 따라서 인플레이션 목표치가 단기적으로 2%를 넘었다고 정책 금리 인상을 해야 할 이유도, 인플레이션이 단기적으로 2% 목표치를 하회한다고 해서 정책 금리 인상을 중단해야 할 이유도 없는 것이다.

시장의 인플레이션 기대에 따르면 추가 금리 인상은 난망



출처 : Federal Reserve, Bloomberg

테일러 준칙에 따르더라도 현재 금리 수준은 중립적



출처 : Federal Reserve, Bloomberg

그럼에도 불구하고 과거의 연준의 기록을 보면, 앞으로 단기적으로 인플레이션 둔화가 뚜렷해진다면 금리 인상의 정당성을 확보하기 어려워질 것으로 판단된다. 2000년 이후 연준은 시장에서 평가하는 장기 기대 인플레이션율(10년 Breakeven inflation, BEI)이 2% 미만으로 하락하는 경우 곧 금리 인상 사이클을 멈췄다. 2015년의 경우 장기 기대 인플레이션이 2%를 넘지 않는 수준에서 금리 인상을 단행했지만 이후 회복세를 보이지 않자 금리 인상을 거의 1년간 중지한 적이 있다. 2017년에도 시장의 장기 기대 인플레이션이 2%를 넘어서면서 금리 인상을 재개했다. 최근 10년 BEI가 2%를 하향하였고 시장은 연준의 판단을 기다리고 있다. 만약 이후에도 금리 인상을 매 분기 반복한다면 현재의 금리 인상 기조는 과거에 비해 긴축적이라고 생각해도 무방하다.

테일러 준칙에 따르더라도 금리의 추가적인 인상 필요성은 크지 않다. 위 오른쪽은 지금까지 연준의 기준 금리와 테일러 준칙¹을 적용한 적정 기준 금리 수준을 표시하였다. 이에 따르면 최근의 금리

¹ 분석의 용이성을 위해 다음과 같이 수정 적용함.

Estimate rate = Neutral real rate + Inflation + (1/2)*(Inflation - Target) + (1/2) * Okun Factor * (NAIRU - Unemployment)
Neutral Real Rate는 Laubach and Williams 추정치 사용, Inflation은 Core PCE 사용, NAIRU는 1990-1994년까지 5.5, 1995-2007년까지 5, 2008년 이후부터는 4를 사용하여 적용

수준은 테일러 준칙이 제시하는 것과 비슷한 수준이다. 여기서 핵심 물가 상승률이 하락한다면 테일러 기준에 따른 적정 금리 수준은 지금보다 낮아지게 될 것이다. 반면 연준이 기준 금리 인상을 지속한다면 테일러 준칙에 따르면 긴축적인 금리 환경이 전개되는 것이다. 테일러 준칙이 연준 금리 결정에 절대적인 기준이라는 이야기를 하고자 하는 것은 아니다. 다만 이 기준에 따라 연준의 행동을 분석해보았을 때 앞으로의 금리 인상이 과거 대비 긴축적인 움직임이라는 점을 알 수 있다.

더구나 연준은 현재 금리 인상과 동시에 자산 규모 축소를 동시에 진행하고 있다. 아무도 자산규모 축소가 전체 금융 시스템을 어느 정도로 긴축시킬지 확신하기 어려운 상황이다. 그런 의미에서 중립금리 논의에서 연준의 자산 규모 축소의 영향이 종종 누락되는 것은 흥미로운 지점이다. 자산 규모 축소가 긴축적이라는 사실을 고려한다면 연준의 중립 금리 수준은 과거 데이터를 기준으로 도출한 결과보다 낮아야 할 것이다.

다음 경기 침체를 대비하기 위해서 연준이 미리 금리를 올려놓아야 한다는 주장도 있다. 그러나 지금까지 미국의 거의 모든 경기 침체는 연준의 긴축 정책이 (의도적이든 의도적이지 않든) 초래하였다. 결국 이러한 주장은 경기 침체를 대비하기 위해 경기 침체를 유도해야 한다는 논리가 되어버린다. 그리고 이는 데이터에 따르면 그들의 약언과는 다른 것이다.

따라서 지금까지의 논의에 따르면 앞으로 연준이 금리 인상 기조에 있어 더욱 더 완만한 속도를 선택할 것이라고 예상된다. 미국의 경기가 여전히 확장세에 있고 연준이 금리 인상에 있어 완화적 태도를 드러낸다면 신흥국 자산의 랠리가 가능할 것이다. 특히 신흥국 통화 대비 달러 약세가 나타날 것이다. 반면 우리의 기본적인 생각과 달리 연준이 내년 내내 지금의 금리 인상 경로를 유지한다면 미국의 경기 침체 가능성이 상승할 것이며 안전 자산에 대한 매력도 더욱 올라갈 것이다. 이 경우 미국 장기물 금리의 하락이 나타나며 수익률 곡선의 평탄화가 가속화될 것이다.