

미 연준의 정책금리 인상속도에 대한 투자은행간 견해 차이

I. 검토배경

- 2017년 들어 연준이 2차례 금리인상을 단행한 가운데 금년중 1차례 더 금리를 인상할 것이라는 데 대해서는 투자은행들이 대체로 의견을 같이하지만* 2018년중 정책금리 인상속도와 관련해서는 시각 차이가 여전히 큰 상황

* 최근 물가상승세 둔화, 다소 Dovish하다는 평가를 받는 Yellen 의장의 의회증언 이후에도 투자은행들은 연준이 금년중 1차례 금리를 추가 인상할 것이라는 기존 전망을 유지

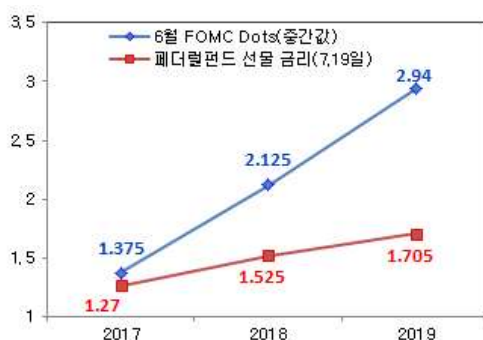
- 2018년 정책금리 인상횟수에 대해 JP Morgan 등 7개 투자은행은 연준 전망과 동일한 3회를, Goldman Sachs 등 5개는 연준보다 많은 4회를, Nomura 등 3개는 2회, HSBC는 1회를 예상

- 한편 선물시장에 반영된 정책정상화 속도와 연준 간의 시각 차이도 매우 큰 상황*

* 연준은 2018년말까지 4회(17년중 추가 1회, 18년 3회)를 전망(6월 FOMC)하고 있으나 페더럴 펀드 선물금리에 반영된 연준의 정책금리 인상속도는 2018년말까지 1.5회(17년중 0.5회, 18년 1회, 7.19일 기준)에 불과

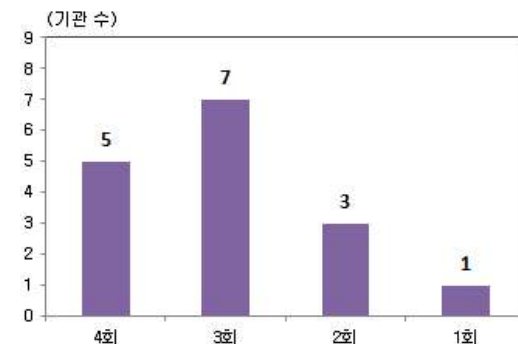
- 이하에서는 미 연준 금리인상 속도에 대해 서로 다른 견해를 보이는 투자은행들의 논거를 살펴보고 향후 연준의 통화정책 방향을 가늠해 보고자 함

미 연준의 향후 금리인상 경로



자료: Bloomberg

투자은행의 2018년중 연준 금리인상 속도 전망



자료: 뉴욕사무소

Ⅱ. 연준의 정책금리 인상 속도가 완만해질 것으로 보는 논거

1 물가목표 달성 가능성이 낮고 노동시장 slack도 여전히 상존

□ 일시적인 요인을 제외할 경우에도 최근 물가상승속도가 상당히 둔화되어 당분간 연준의 물가목표 달성 가능성이 낮고*, 노동시장 slack도 남아 있음

* 1990년대 중반 이후 Core PCE 물가상승률 평균은 1.7% 정도이고 물가와 실업률과의 관계도 불명확하여 고용개선이 지속되더라도 향후 물가목표(2%) 달성 가능성이 낮음 (Credit Suisse, 17.6월)

○ 인구구조 변화를 감안하여 실업률을 재계산해 보면 실업률이 올라가는 것으로 추정되어 노동시장의 slack이 아직 상당한 것으로 평가

■ 2001년 이후 인구구조 변화 등으로 저실업률 그룹(older and more educated)의 비중이 상승하면서 실업률이 낮아진 점(weighting bias)을 고려하여 실업률을 재산정하면 17.5월의 U-3 실업률(4.3%)은 0.4%p, U-6(8.4%)은 0.8%p 상승하는 것으로 추정(Nomura, 17.5월 기준)

○ 경제지표에 의존하여 통화정책을 수행할 것이라는 연준의 정책 커뮤니케이션, 금번 정상화 기간 동안의 정책 경로(track records) 등을 감안할 때 정책 정상화 속도가 과거보다 훨씬 완만할 것으로 예상

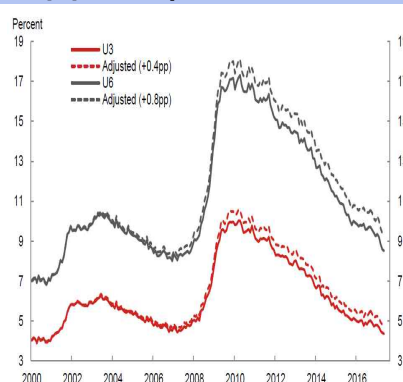
■ 시장에서는 완만한 물가회복세(data dependent)가 예상되는 가운데 그동안 금융시장 불안정시 연준이 정책정상화 속도를 늦추어 온점을 고려할 때, 최종 도달 정책금리 수준이 과거 정상화시기에 비해 크게 낮고, 그 범위도 훨씬 좁을 것(steep and narrow distribution)으로 전망

일시적 요인¹⁾ 제외시 Core PCE 물가



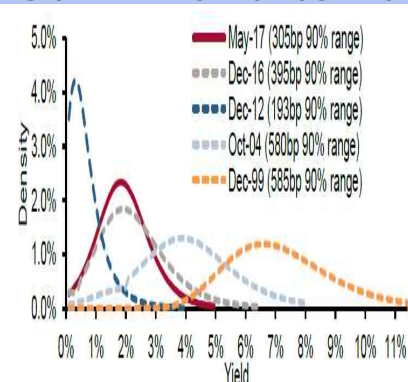
주: 1) 통신비 및 제약비용 제외
자료: Credit Suisse(17.6월)

인구구조 변화 감안 조정 실업률



자료: Nomura(17.6월)

향후 연준정책금리 예상범위



자료: Credit Suisse(17.5월)

2

미국 경제의 구조적 문제에 대한 고려

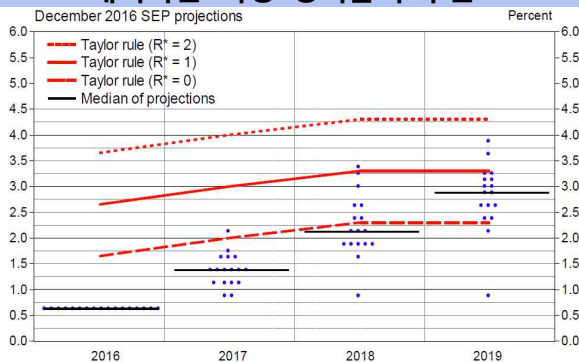
- 경제의 구조적 문제(글로벌 저축 증가, 생산성 증가속도 둔화 등)를 감안하면 실질 중립금리가 연준의 분석보다 더욱 낮은 수준일 것으로 추정되어 정책 정상화가 완료되더라도 정책금리가 연준의 예상수준에 도달하지 못할 가능성
 - FOMC 위원들은 장기적인 실질중립금리 수준을 1% 내외로 전망하고 있으나, 시장에서는 구조적 성장제약요인 등을 고려하면 0% 내외일 것으로 보고 있어 향후 정상화 속도가 둔화될 것으로 예상

실질중립금리 추정 비교

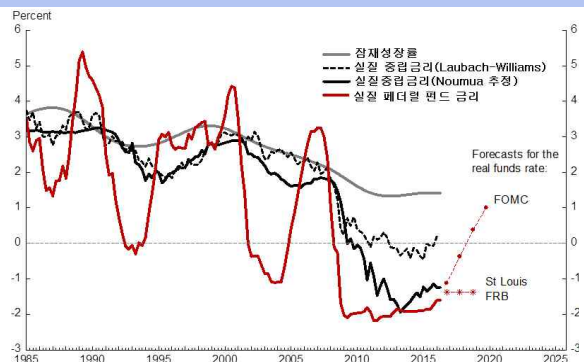
- (1) 통상적인 테일러준칙의 중립금리 수준(금융위기 이전 역사적 평균치) : 2%
- (2) 17.6월 FOMC 위원들의 전망치 : 0.9% (장기정책금리(2.9%)-장기인플레이션(2.0%))
- (3) 구조적 성장제약요인을 고려한 추정치
 - 0% : Holston, Laubach, & Williams(2016)
 - -1%~0% : Nomura(2016)

- Nomura는 잠재성장률이 하락하는 가운데 구조적 문제 등으로 장기 저성장 우려가 제기됨에 따라 미국경제의 회복세를 강화하기 위해서는 금리를 매우 낮은 수준(최종 정책금리 2%)으로 유지할 필요가 있는 것으로 분석
 - 위기 이후 잠재성장률과 실질중립금리간의 괴리가 커졌는데 그 원인과 향후 전망에 대해 연준이 보다 분명히 설명할 수 있어야 연준의 정책금리 정상화가 지속될 수 있을 것으로 평가(17.6월)

실질중립금리(R*)별 테일러준칙¹⁾이 제시하는 적정 정책금리 수준²⁾



잠재성장률과 실질중립금리

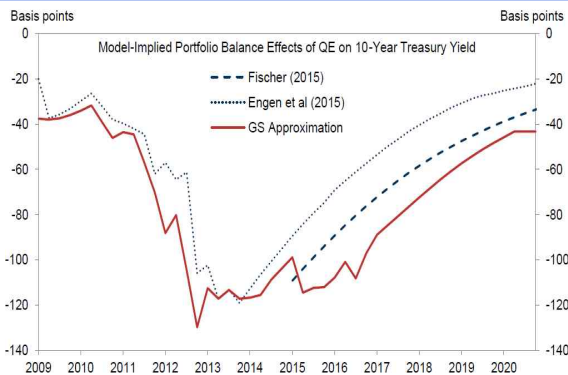


3

연준의 보유자산 규모 축소가 금융여건 긴축을 유발

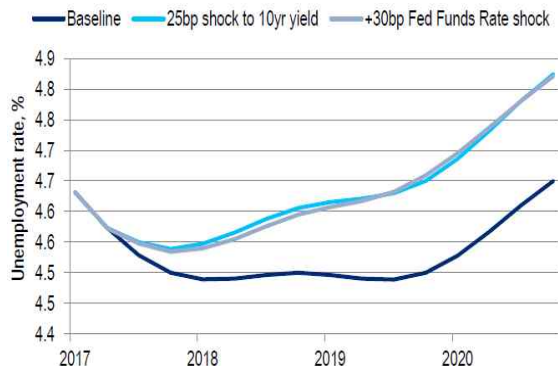
- 연준은 보유자산 규모 축소가 경제에 미치는 영향을 최소화하기 위해 금년 하반기 이후 점진적으로 시행하겠다는 입장이나 시간이 지나면서 보유자산 규모 축소의 영향이 연준의 예상보다 커져 2018년 이후 정책 정상화 속도를 둔화시키는 요인으로 작용할 가능성
- 보유자산 규모 축소도 정책정상화의 한 축(smaller tightening)으로 긴축효과가 있을 것이라는 전망이 시장의 대체적인 견해
 - 시장에서는 6월 FOMC 회의에서 연준이 2017, 2018년중 3회 금리인상을 전망한 것이 보유자산 규모 축소로 인한 긴축영향을 반영하여 연준이 당초 의도한 연간 4회 인상에 비해 한차례 정도 금리인상 횟수를 줄인 것으로 평가
- 특히 일각에서는 보유자산 축소로 장기금리가 예상보다 크게 상승하거나 달러강세가 심화*되는 경우 실물경제에 미치는 부정적 영향이 확대되면서 금리인상 속도를 더욱 늦출 수 있을 것으로 예상(HSBC, 17.7월)
 - * 대차대조표 축소에 따른 기간프리미엄 확대, 장기금리 상승으로 글로벌 투자자금이 미국 금융자산에 유입되면서 달러화 강세를 유발할 가능성도 상존(Citi, 17.1월)
 - 6월 FOMC 회의 의사록(7.5일)에서 몇몇(several) 참석자가 보유자산 규모 축소로 인한 금융긴축은 보다 완만한(less steep) 페더럴 펀드 금리경로를 유도할 것이라는 견해를 표명함에 따라, 향후 보유자산 축소가 실행되고 이의 영향이 반영될 경우 FOMC 전망의 Median 금리 경로가 더욱 낮아질 수 있을 것으로 예상

연준 B/S 축소와 10년물 금리 영향



자료: Goldman Sachs

연준 금리인상과 보유자산규모 축소의 실업률에의 영향



자료: Citi

Ⅲ. 연준의 정책금리 인상속도가 빨라질 것으로 보는 논거

1 미국경제 성장 및 인플레이션 회복세 강화 전망

□ 미국 경제가 꾸준한 회복세를 보여온 가운데 최근의 금융여건 완화* 및 글로벌 경제 개선**으로 성장 속도가 더욱 빨라질 것으로 전망

* 금융여건 변화에 대해서 GDP성장률은 대체로 6~9개월 시차를 두고 반응하는 것으로 분석

** 6월 FOMC 회의 성명서에서는 글로벌 경제 및 금융상황(global economic and financial developments)에 대한 모니터링 언급을 삭제

○ 당초보다 가능성이 낮아지긴 했지만 트럼프 정부의 감세정책이 입법화될 경우 2018년 경제성장률이 더욱 높아질 것이란 기대도 상존

□ 또한 헤드라인 실업률이 16년래 최저수준으로 하락(6월 현재 4.4%)하고 U-6 실업률(8.6%)도 위기 이전 수준에 근접하는 등 완전고용 상태에 도달한 것으로 평가됨에 따라 향후 물가상승세가 확대될 가능성

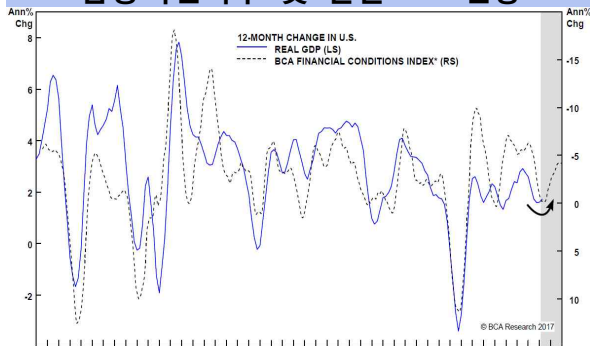
○ 임금상승률이 다소 정체된 모습을 보이고 있으나 필립스곡선의 비선형성(non-linearity)*, 상승세가 확대되고 있는 임금 관련 서베이 등 선행지표를 감안할 때 조만간 임금상승률이 확대되면서 물가상승을 견인할 것으로 전망

* Morgan Stanley는 과거 세 번의 경기사이클에서 집세와 헬스케어 가격을 제외한 서비스물가 등이 경기확장 후반기에 큰 폭으로 상승하며 물가상승을 견인한 것으로 분석(17.5월)

○ 근원CPI의 4개월 연속 예상치 하회 등 최근의 인플레이션 둔화는 무선 통신 가격 하락 등 일시적 요인에 상당부분 기인하며 중기적인 인플레이션 목표 달성 전망은 유효한 것으로 평가*

* Yellen 의장은 잠재 인플레이션 추세가 목표에 미치지 못한다고 결론내리기는 아직 이르며 인플레이션 리스크는 양방향으로 존재한다는 견해를 표명(7.13일)

금융여건지수 및 실질GDP 변동



자료: BCA, 금융상황지수는 7개월 선행

임금상승률 및 선행지수



자료: Goldman Sachs

2

연준의 정책목표간 딜레마시 노동시장 과열 방지 우선

□ 최근 들어 연준이 인플레이션 목표를 조속히 달성하기 보다는 실업률의 지속적인 **undershooting** 방지를 더 중요시하는 쪽으로 입장을 선회(risk ranking의 변화)한 것으로 보는 시각

○ 과거 연준이 양대 책무와 관련하여 상반된 신호(인플레이션 정체 vs 노동시장 과열)가 나타날 때 노동시장 과열우려에 대응하여 당초 전망보다 빠르게 선제적으로 금리인상을 단행(총 +175bp)한 사례*(1999~2000년 금리인상기)를 염두

* 1999.6월 금리인상 개시 시점에 실업률이 NAIRU를 1%p 가량 하회하는 상황에서 core PCE는 1.3%에 불과하였으나, 연준은 중립금리 추정치를 큰 폭 상향조정(1999.6월 3%에서 2000.2월 4.5%로 1.5%p 상향, blue book)하며 당초 전망보다 빠르게 정책금리를 인상(Goldman Sachs, 17.5월)

□ 이는 경기확장기*가 오랫동안 이어지는 가운데 실업률의 **undershooting** 및 노동시장 slack 축소 등 노동시장 과열을 적절히 조절하지 않을 경우 향후 큰 폭의 경기침체를 유발할 수 있으므로 완화정책 축소로 사전에 대응할 필요성을 감안

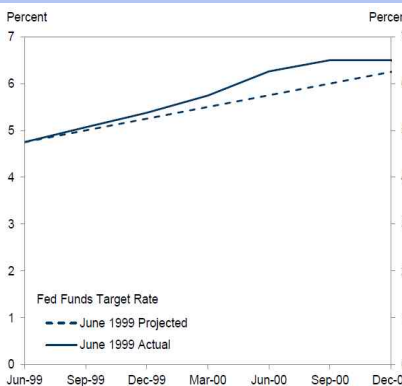
* 1991~2001년(120개월) 및 1961~1969년(106개월) 이후 현재 세 번째로 오랜기간(97개월) 동안 경기확장기가 지속

○ 실업률은 특정 수준에서 안정적으로 유지되기보다는 상승 또는 하락하는 경향이 있어 현재와 같은 자연실업률(NAIRU, 연준 추정 4.6%) 하회(undershooting) 상태가 지속되기는 어려움

○ 이에 따라 연준이 경기확장 지속시기에 금리를 충분히 인상하지 못할 경우 뒤늦은 급격한 금리인상이 실업률의 가파른 상승과 경기침체를 초래할 가능성*

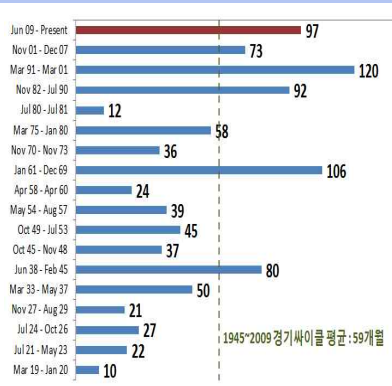
* 전후(postwar) 미국 경제에서 실업률이 0.35%p 이상 상승(또는 3개월 평균 실업률이 0.33%p 이상 상승)한 경우에는 항상 경기침체가 발생

1999년 연준 금리인상 사례



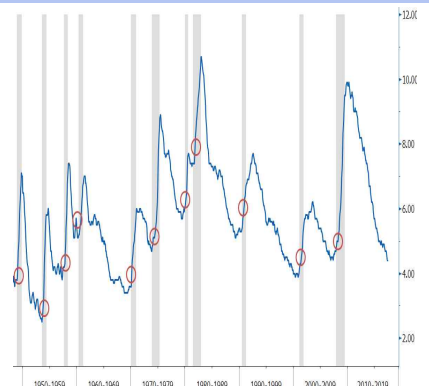
자료: Goldman Sachs(17.5월)

경기확장기 지속기간(개월수)



자료: NBER

U3 실업률 및 경기침체



자료: Bloomberg 실업률은 3개월 이동평균

3

금융안정 등을 고려한 금융여건 긴축 필요성

□ 지난 1년간 3차례의 금리인상에도 불구하고 전반적인 금융여건은 오히려 완화*

* 지난해 12월 이후 기준금리가 75bp 인상되었으나 금융여건은 오히려 25bp 금리인하에 해당하는 것으로 분석(DB)

○ 연준 통화정책 수행시 특정 수준의 금융여건을 목표로 하지는 않지만 금리 인상시에는 금융여건 긴축을 통해 경제활동에 간접적으로 영향을 미치려는 의도를 내포한 것으로 인식

○ 주요 연준 인사들이 정책금리 인상에도 금융여건이 긴축되지 않을 경우 더욱 빠른 속도의 금리인상이 필요할 것으로 언급한 점을 고려*

* Dudley 총재: 최근의 경우와 같이 금융여건이 완화되는 것은 통화정책 완화기조 축소를 지속할 수 있는 추가 동력(impetus)을 제공(6.25일)

□ 아울러 다수의 연준 인사들은 위험자산의 높은 밸류에이션 및 낮은 위험프리미엄 등을 지적*하며 금융시스템의 안전성에 대한 우려를 표명

* 6월 FOMC 의사록: 일부 위원들은 낮은 주식 위험프리미엄과 동반한 시장변동성 축소는 금융안정에 대한 위험을 초래할 수 있음을 우려(7.5일)

Yellen 의장: PER 등 전통적 방법 사용시 자산밸류에이션은 다소 고평가된 상황(6.27일)

○ 이에 따라 시장에서는 ① 저금리와 비전통적 통화정책이 장기간 지속되면서 위험 선호현상이 확대된 점, ② 제로금리에 가까운 상황에서 버블 붕괴시 금리인하로의 대응이 제한됨에 따라 유사시 정책대응을 위한 여력 확보가 필요한 점 등을 고려하여 연준의 적극적인 금리인상 필요성이 커진* 것으로 평가

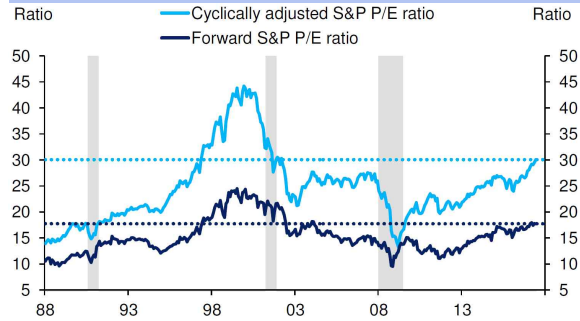
* 다만, 통화정책보다는 규제 및 감독을 통한 대응이 정책효과 측면에서 보다 효율적이고 현재 금융시스템의 건전성이 양호함에 따라 금융안정만을 고려한 통화정책 긴축은 제한적일 것이라는 견해가 많은 상황

정책금리 및 금융상황지수



자료: Bloomberg, Goldman Sachs

S&P지수 PER 추이



자료: Deutsche Bank

IV. 종합평가

- 향후 연준의 정책 정상화 속도를 전망함에 있어 불확실성이 매우 크며 투자 은행들 간에도 의견이 엇갈리는 상황
 - 미국 경제의 구조적 변화로 중립금리가 하락하고, 물가전망 및 자연실업률 추정의 불확실성이 큰 상황에서 보유자산 규모 축소가 미국 경제에 미칠 부정적 영향이 상당할 것으로 보는 측에서는 연준이 예상보다 더욱 완만하게 정책금리를 인상할 것으로 전망
 - 반면 미국 경제의 성장세 및 인플레이션 확대 전망, 연준의 정책 정상화 의지*, 금융안정 등을 고려한 금융여건 긴축 필요성 등을 감안하면 연준의 금리인상 속도가 빨라질 수 있다는 견해도 상존
 - * 연준이 최근 들어서는 인플레이션 목표를 조속히 달성하기보다는 **실업률의 지속적 인 undershooting** 방지를 더 중요시하는 쪽으로 입장을 선회한 점에 주목
 - 더불어 트럼프 정부의 경제정책 및 정치 상황과 관련한 높은 불확실성도 당분간 지속되면서 정책정상화의 상·하방 리스크로 잠재하여 금리인상 속도에 영향을 줄 것으로 예상
- 연준 통화정책 정상화와 관련한 불확실성이 단기간 내에 해소되기는 어려울 것으로 보이며, 통화정책과 관련한 시장의 기대변화에 따라 금융시장의 변동성이 확대될 가능성
 - 이에 따라 향후 물가 등 주요 경제지표, 트럼프 정부 정책의 전개상황 및 연준의 정책 커뮤니케이션 등에 보다 유의할 필요

<참고>

향후 미 연준 금리인상 경로에 대한 주요 투자은행 전망
(17.7.19일 현재)

기 관	금리인상 시점 ¹⁾						연간 인상폭		최종 수준
	2017년중		2018년중				2017년	2018년	
	9월	12월	3월	6월	9월	12월			
Deutsche Bank	BS	○	○	○	○	○	75	100	3.00~3.25
Goldman Sachs	BS	○	○	○	○	○	75	100	3.25~3.50
Morgan Stanley	BS	○	○	○	○	○	75	100	2.50~3.00
BNP Paribas	BS	○	○	○	○	○	75	100	2.25~2.50
RBC	BS	○	○	○	○	○	75	100	-
JP Morgan	BS	○		○	○	○	75	75	3.00
BoAML	BS	○		○	○	○	75	75	2.75~3.00
Barclays	BS	○	○	○		○	75	75	2.00~2.50
Citi	BS	○	○	○	○		75	75	2.75
TD	BS	○		○	○	○	75	75	-
Wells Fargo	BS	○		○	○	○	75	75	-
Societe Generale	BS	○	○		○	○	75	75	-
UBS	○	BS		○		○	75	50	3.00
Credit Suisse	BS	○	○		○		75	50	-
Nomura	BS	○		○	○		75	50	2.00
HSBC	BS	○	○				75	25	2.00

주: 1) BS는 보유자산 규모 축소 발표 시점을 의미