

2017년 상반기 미국경제 동향 및 하반기 전망

2017. 6

뉴욕사무소

차 례

< 요약 >

I. 2017년 상반기 미국경제 동향	1
1. 실물경제	1
2. 금융경제	3
II. 2017년 하반기 미국경제 전망	4
1. 경제성장	4
2. 고용사정	7
3. 물 가	8
III. 주요 이슈	9
1. 인플레이션과 실업률	9
2. 트럼프 정부 경제정책의 추진 상황 및 전망	12
3. 연준 통화정책	15

< 요약 >

I. 2017년 상반기 미국경제 동향

- 2017년 상반기중 미국경제는 소비 및 투자 심리가 개선되는 가운데 **내수 중심**으로 **완전히 성장**
 - 노동시장은 완전고용에 근접한 수준에서 개선흐름을 지속하였으며 물가는 3월 이후 일시적 요인(무선통신요금 하락) 등에 기인하여 상승속도가 둔화

II. 2017년 하반기 미국경제 전망

- 2017년 하반기 미국경제는 글로벌경제가 회복되는 가운데 양호한 경제심리 및 금융여건 등의 영향으로 소비와 투자가 견고하게 증가하여 연중 **경제성장률은 2016년(1.6%)보다 확대된 2%대 초반**을 기록할 것으로 예상
 - 수요부문별로는 **민간소비**가 소득여건 개선, 자산효과, 양호한 소비심리 등으로 1/4분기의 일시적 부진에서 벗어나 견고하게 증가하면서 성장을 견인할 것으로 예상되며, **설비투자**는 글로벌 경기회복에 따른 대내외 수요 증대, 투자심리 개선 등으로 증가세를 이어갈 전망
 - **고용사정**은 개선추세를 지속하겠으나 완전고용에 근접한 상황임에 따라 취업자 수 증가규모는 다소 축소될 가능성
 - **인플레이션**은 당분간 연준의 목표치인 2%를 하회하겠으나 중기적으로는 일시적인 둔화 요인의 소멸, 임금 상승, 수입물가 상승 등으로 인플레이션 압력이 높아질 것으로 예상

III. 주요 이슈

- **(인플레이션과 실업률)** 실업률의 하락세가 지속되는 반면 인플레이션은 둔화되어 양자간 전통적인 역(-)의 관계가 나타나지 않고 있는데, 실업률이 잠재수준 아래에서 더욱 낮아질수록 **필립스 곡선**의 기울기가 가팔라지는 **비선형성**을 보이는 점 등을 감안할 때 향후 고용시장의 추가 개선에 따른 임금상승의 영향이 증대되면서 인플레이션 압력이 점차 확대될 것으로 예상
- **(트럼프 정부 경제정책의 추진 상황 및 전망)** 재정부양, 보호무역 등의 경제정책들은 건강보험법안 처리 난항 이후 추진동력이 약화됨에 따라 예상보다 **완화된 수준에서 지연되어** 실행될 가능성이 있으며 당분간 높은 **불확실성**이 이어지며 성장의 **상·하방 리스크**로 잠재할 것으로 예상
- **(연준 통화정책)** 연준은 금년 들어 2회(3월, 6월)에 걸쳐 정책금리를 인상한 데 이어 경제여건 개선에 맞추어 연내에 **1회 추가인상**하고 **보유자산규모 축소**를 개시할 가능성이 높은 상황으로 구체적인 시기 등과 관련하여 주요 경제지표 흐름, 정부정책 전개상황, 연준 커뮤니케이션 등에 유의할 필요

1. 실물경제

□ (경제성장) 2017년 상반기중 미국경제는 소비 및 투자 심리가 개선되는 가운데 내수를 중심으로 완만히 성장

○ 민간소비*는 연초 비교적 온화한 날씨에 따른 에너지수요 둔화, 소득세 환급 지연 등 일시적 요인으로 주춤하였다가 3월 이후 반등

* 소비(실질) 증감률(% , 전월비) : (17.1월) -0.3 → (2월) -0.1 → (3월) 0.5 → (4월) 0.2

○ 민간투자는 설비, 구조물 등 비주택투자와 주택투자 모두 호조를 보이며 지난해 하반기 이후의 회복세를 지속

○ 순수출의 경우 글로벌 경기회복, 달러화 강세 둔화 등의 영향으로 성장 기여도가 소폭의 플러스로 전환

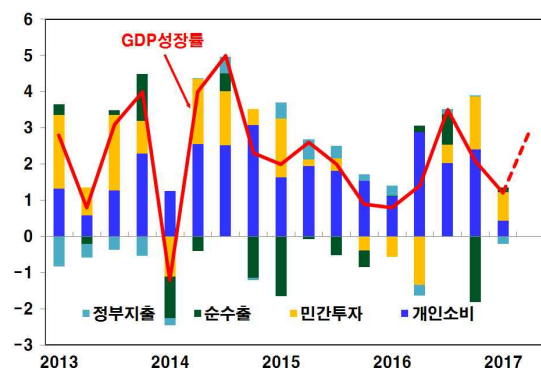
□ (노동시장) 완전고용 또는 이에 근접한 수준에서 취업자수*가 꾸준히 증가하고 임금이 상승하는 등 개선추세를 지속

* 비농가취업자수 증가규모(만명, 월평균) : (2016년) 18.7 → (2017.1~5월) 16.2

○ 실업률(U3, 16.12월 4.7% → 17.5월 4.3%)은 연준 FOMC 위원들이 추정하는 장기균형실업률(4.6%)보다 낮은 수준으로 하락하였으며 광의의 실업률(U6*, 9.2%→ 8.4%)도 상당폭 하락

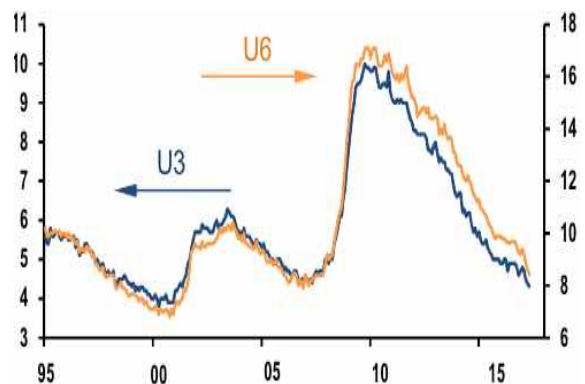
* 비자발적 시간제 근로자, 일할 의사 및 능력이 있으나 구직활동을 하지 않은 실망 노동자 등을 포함

GDP성장률 및 부문별 기여도
(전기비연율, %, %p)



자료: BEA

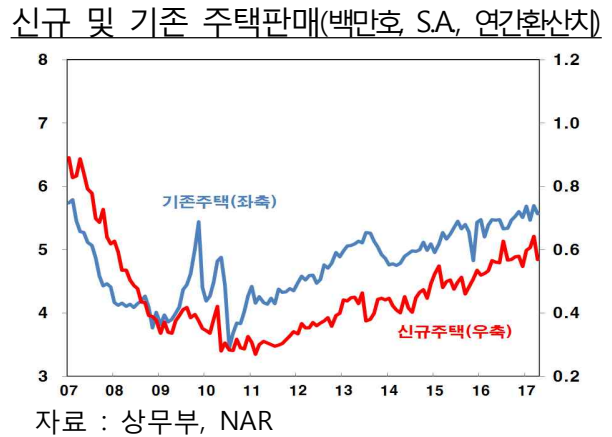
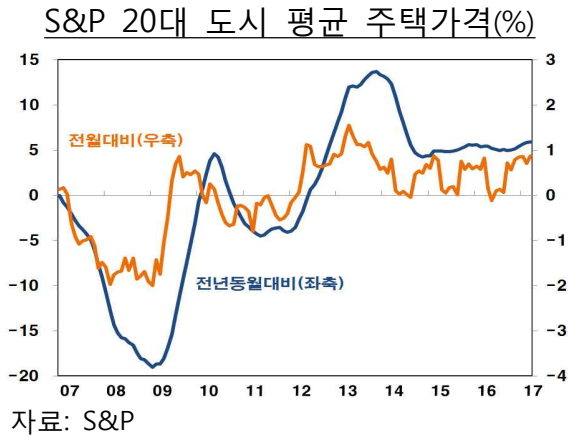
실업률(% , 계절조정)



자료: BLS, JP Morgan

□ (주택시장) 모기지금리 상승에도 불구하고 가계의 양호한 재무건전성* 및 소득 증대 등으로 주택구매 수요가 지속되며 **완만한 회복세**를 유지

* 가계의 가처분소득 대비 채무상환부담 비율(debt service ratio)은 16.4/4분기 9.98%로 금융위기 이전 최고치(07.4/4분기 13.21%)에 비해 크게 낮은 수준임



□ (물가) PCE 물가상승률은 연초 빠르게 높아져 17.2월(2.1%, 전년동월비) 연준의 장기목표치(2%)를 소폭 상회하였다가 이후 무선통신요금 하락*(17.3월 -11.4%), 주거(shelter)비용 오름세 둔화** (17.2월 3.5% → 3월 3.1%) 등으로 상승세가 주춤

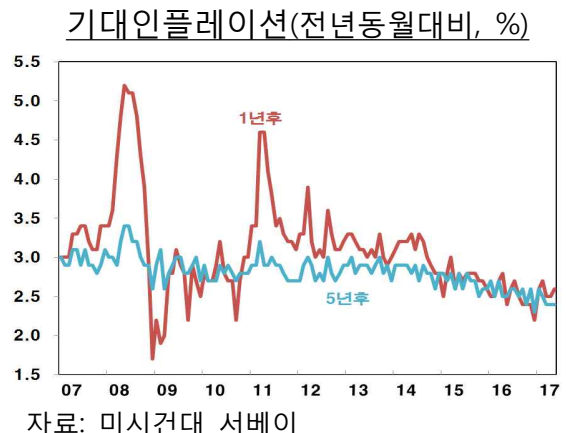
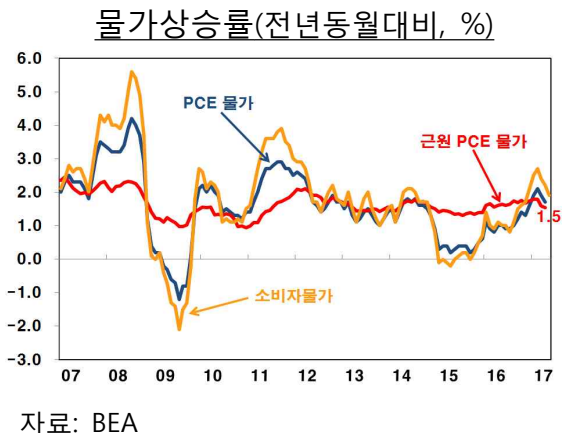
* 통신사 경쟁심화에 따른 무제한 데이터 패키지 도입을 반영

** 시장에서는 그간 지속된 다가구주택의 공급확대에 주로 기인하는 것으로 추정. OER(Owner's Equivalent Rent, 자가소유자의 임차비용 추정치) 등 shelter 비용은 CPI에서 33.7%, Core PCE에서는 17.8%의 비중을 차지

○ 근원PCE 물가상승률은 기대인플레이션에 큰 변화가 없는 가운데 연준의 장기목표치를 계속 하회

	(전년동월대비, %)						
	15.12월	16.3월	6월	9월	12월	17.2월	17.4월
▶ 근원PCE 물가	1.4	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.5
▶ PCE 물가	0.6	0.8	0.9	1.2	1.6	2.1	1.7
▶ 소비자물가	0.7	0.9	1.0	1.5	2.1	2.7	1.9 ¹⁾

주 : 1) 17.5월 기준



2. 금융시장

- 금리(국채 10년물)는 3월 연준의 금리인상 등으로 상승하였다가 이후 정부의 친성장정책(감세, 인프라투자 등) 지연 우려, 시리아·북한 등의 지정학적 리스크, 유로지역·미국의 정치적 불확실성 등으로 하락
 - 주가는 금년 들어 기업실적 호조, 감세정책 기대 등으로 빠르게 상승하였다가 3월 이후 친성장정책 기대 약화, 국내외 지정학적·정치적 리스크 등으로 상승세가 둔화
 - 달러화는 미 보호무역주의 및 정치적 불확실성에 대한 우려 등으로 주요국 통화에 대해 약세를 나타냄



자료: Bloomberg

< 연준 통화정책 >

- 미 연준은 2017년 상반기중 2회(3월, 6월)에 걸쳐 정책금리를 인상
 - 고용시장의 개선이 지속되는 가운데 인플레이션은 3월 이후 둔화되었으나 중기적으로 연준의 2% 목표에 근접할 것으로 예상되고 있으며 금융시장 및 글로벌경제 여건도 비교적 양호
- 연준은 또한 경제여건이 예상대로 전개될 경우 금년에 보유자산 규모 축소를 시작할 것임을 발표(17.6월 FOMC 의결문)
 - 월별로 국채와 MBS의 보유규모 축소 한도(cap)를 설정하고 동 한도를 점차 확대해 나가는 방식*을 선택(「Addendum to the policy Normalization Principles and Plans」 (6.14일))
 - * 초기 한도는 국채 60억달러, MBS 40억달러로 설정하고 이후 3개월 간격으로 4차례에 걸쳐 각각 60억달러 및 40억달러를 증액(이후 국채 300억달러 및 MBS 200억달러 한도를 유지)

II

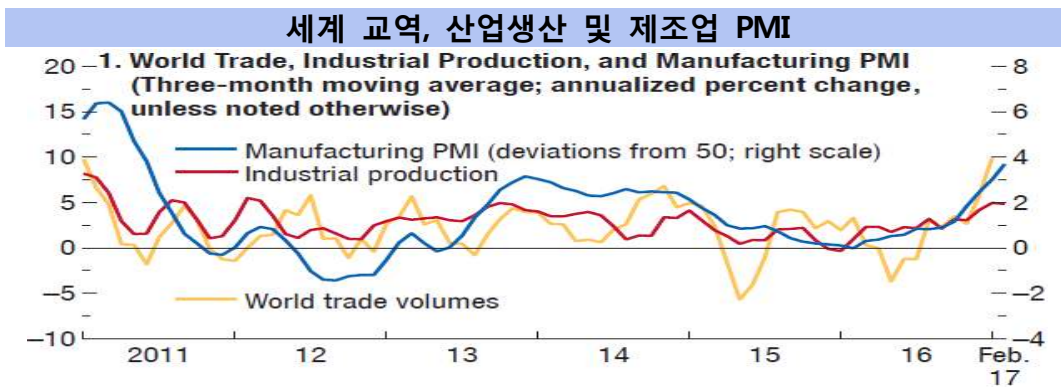
2017년 하반기 미국경제 전망

<글로벌 경제여건>

◇ 2017년중 세계경제는 그간 부진했던 **교역** 및 **투자**가 회복되며 선진국, 신흥국 모두 **성장세가 확대될** 전망*

* IMF(17.4월) : 3.1%(2016년) → 3.5%(2017년), OECD(17.6월) : 3.0% → 3.5%

○ 다만 **보호무역** 등 주요국의 자국이익 중시 정책 추진, **지정학적 불안** 등이 하방 리스크로 잠재



1. 경제성장

[개황]

□ 2017년중 미국 경제성장률은 글로벌경제 회복, 양호한 경제심리, 완화적 금융여건 등의 영향으로 2016년(1.6%)보다 확대된 **2%대 초반**을 기록할 것으로 예상

주요 기관별 2017년 미국 경제성장률 전망

전망시점	미 연준 ¹⁾		IMF		OECD		투자은행 ²⁾
	16.12월	17.6월	16.10월	17.4월	16.11월	17.6월	17.6월
전망치	2.1	2.2	2.2	2.3	2.3	2.1	2.2

주: 1) FOMC회의 직후 발표되는 Summary of Economic Projections 중앙값(median) 기준

2) 89개 기관의 중앙값(Bloomberg, 6.9일 기준)

○ **기간별로 보면 1/4분기 중 주춤했던 GDP 성장률이 2/4분기에 크게 반등하여 상저하고의 성장경로를 나타낼** 전망

	2017.1/4	2/4	3/4	4/4
▶ 경제성장률 ¹⁾ (전기비 연율, %)	1.2	3.0	2.4	2.3

주: 1) 77개 기관 중앙값

자료: Bloomberg(6.9일)

[수요부문별 전망]

- 주요 투자은행들은 민간소비의 증가세가 확대되며 하반기 성장을 견인하고 투자도 설비투자과 주택투자 모두 꾸준히 증가하며 하반기 성장에 기여할 것으로 전망

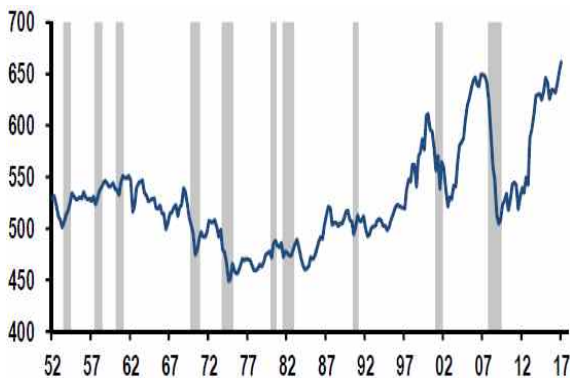
주요 투자은행의 수요부문별 성장률 전망

	JP Morgan (6.9일)		Goldman Sachs (6.10일)		BOA Merrill Lynch (6.9일)		Morgan Stanley (6.4일)	
	상반	하반	상반	하반	상반	하반	상반	하반
GDP 성장률	2.1	1.8	1.8	2.4	1.9	2.3	2.1	2.3
민간소비	1.8	2.4	1.8	2.4	1.8	2.4	1.8	2.3
설비투자	4.8	2.4	4.2	3.3	5.9	3.0	5.4	4.6
주택투자	7.8	1.2	8.2	1.5	8.4	4.0	7.5	4.3
정부지출 ¹⁾	-0.2	0.8	<-0.3> [0.2]	<0.4> [1.8]	-1.0	0.2	-0.3	1.0

주: 1) < >내는 Federal Government, []내는 State and Local Government를 나타냄

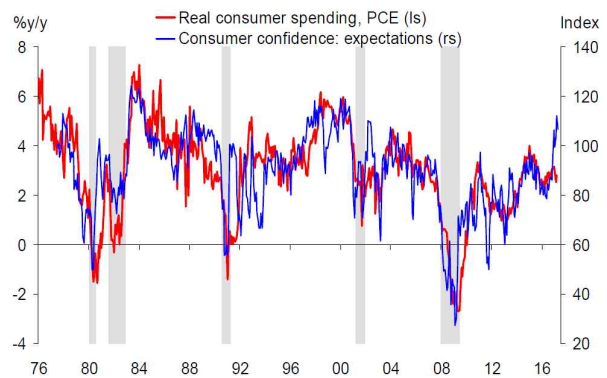
- ① 민간소비는 고용증가 및 임금상승에 따른 소득여건 개선, 주택가격 및 주가 상승에 따른 자산효과, 양호한 소비심리 등으로 1/4분기의 일시적인 부진에서 벗어나 견고한 증가세를 보일 전망
 - 다만 인플레이션 확대에 따른 실질소득의 증가세 둔화, 감세 지연 등에 따른 소비심리 위축 가능성 등은 하방리스크로 작용

가계 순자산(가처분소득 대비 비중, %)



자료: FRB, JP Morgan

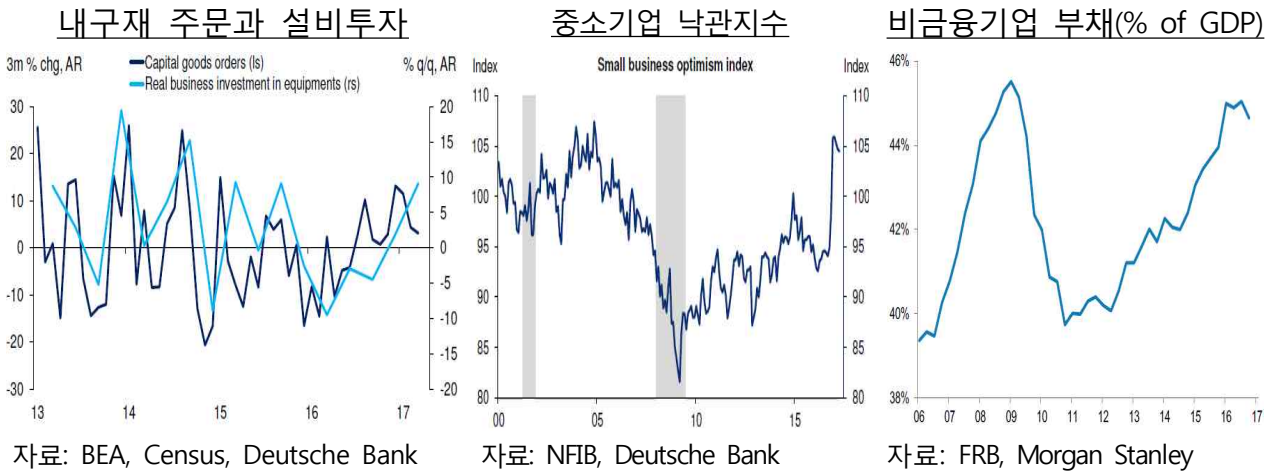
소비자신뢰지수와 실질소비



자료: BEA, Conference Board, Deutsche Bank

② 설비투자는 글로벌 경기회복에 따른 대내외 수요 증대, 감세 및 규제완화 추진에 따른 양호한 기업투자심리 등으로 증가세를 이어갈 전망

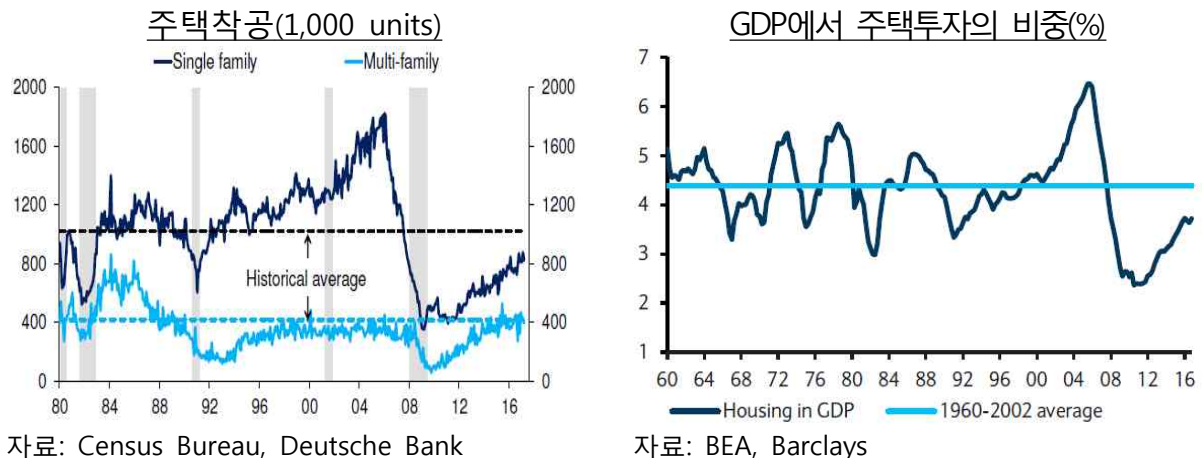
- 다만 정부 친성장정책이 크게 후퇴할 경우의 투자심리 위축 가능성이 하방 리스크로 잠재하며, 일각에서는 높아진 기업 레버리지가 설비투자 억제 요인으로 작용할 수 있음을 제기(Morgan Stanley)



③ 주택투자는 가계의 소득여건 개선 등으로 주택구매 수요가 꾸준히 이어지면서 당분간 회복세를 지속할 전망

- 공급 측면에서도 다가구(multi-family)주택 건설은 과거 평균 수준을 회복하였으나 단일가구(single-family)주택의 건설은 더욱 확대될 여지가 있으며, GDP 대비 주택투자 비중 역시 과거 평균에 비해 낮은 수준
- 다만 연준의 정책금리 인상 등으로 높아진 모기지금리가 주택투자의 하방압력으로 작용*함으로써 회복세는 완만할 것으로 예상

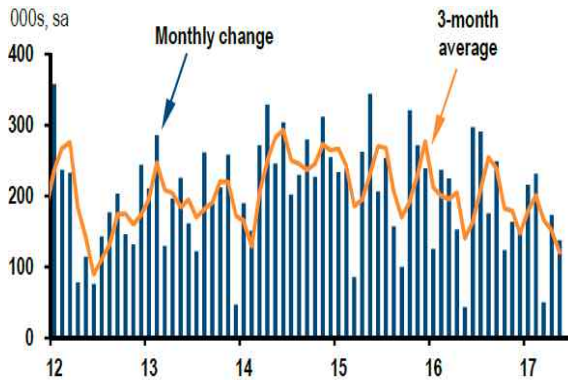
* 모기지금리 100bp 상승은 주택가격을 0.6% 낮추고, 신규주택판매를 3% 감소시키는 영향이 있는 것으로 분석(Goldman Sachs, Deutsche Bank)



2. 고용사정

- 경기개선과 함께 취업자 수가 꾸준히 증가하고 실업률은 잠재실업률보다 낮은 수준을 유지하는 등 고용사정은 개선추세를 지속할 전망
 - 다만 노동시장이 완전고용 수준에 거의 도달함에 따라 투자은행들은 2017년중 비농가취업자수 증가규모(월평균 16.6만명^e, bloomberg)가 2016년(월평균 18.7만명)보다는 다소 축소될 것으로 예상

비농가 취업자수



자료: BLS, JP Morgan

신규 실업수당 청구권자수
(4주 이동평균, 만명)



자료: BLS

- 실업률은 잠재 수준 이상의 경제성장*이 이루어지는 가운데 고용이 꾸준히 늘어나며 연준 FOMC 위원들이 추정하는 자연실업률(4.6%)을 하회하는 4%대 초중반 수준을 유지할 전망

* 연준 및 시장에서 전망하는 2017년 경제성장률은 2%대 초반으로 FOMC 위원 추정의 잠재성장률 1.8%를 상회

2017년 실업률 전망

	미 연준 ¹⁾		IMF		OECD		투자은행 ¹⁾
							(%)
전망시점	16.12월	17.6월	16.10월	17.4월	16.11월	17.6월	17.6월
전망치	4.5	4.3	4.8	4.7	4.7	4.6	4.4

주: 1) FOMC회의 직후 발표되는 Summary of Economic Projections 중앙값(median) 기준

2) IMF와 OECD의 실업률 전망치가 상대적으로 높은 것은 17.5월 고용지표(실업률 4.3%, 6.2일 발표)가 아직 반영되지 않은 데 주로 기인하는 것으로 추정

3) 69개 기관 중앙값(Bloomberg, 6.9일 기준)

3. 물 가

- 인플레이션(PCE물가)은 최근 연준 목표치(2.0%)보다 낮아진 수준을 당분간 유지할 가능성

2017년 물가상승률(PCE¹ 기준) 전망

	미 연준 ²⁾		IMF		OECD		투자은행 ³⁾
전망시점	16.12월	17.6월	16.10월	17.4월	16.11월	17.6월	17.6월
전망치	1.9	1.6	2.3	2.7	1.7	2.1	1.7

주: 1) IMF는 CPI 기준. IMF와 OECD의 전망치가 비교적 높은 것은 17.3월 이후의 부진한 데이터가 충분히 반영되지 않은 데 주로 기인하는 것으로 추정

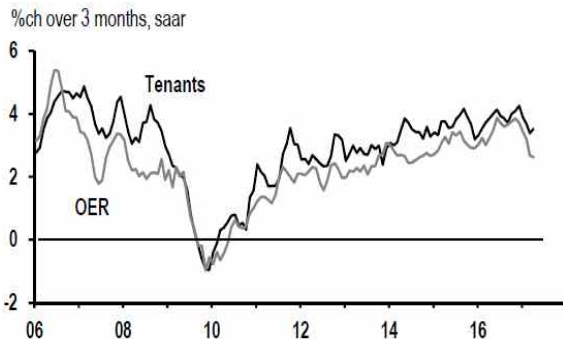
2) FOMC 회의 직후 발표되는 Summary of Economic Projections 중앙값(median) 기준

3) JP Morgan, Goldman Sachs, BoAML, Citi 등 8개 기관의 중앙값(Bloomberg, 6.9일 기준)

- 지난 3월의 일시적 둔화요인(무선통신요금 하락)이 반복되지 않겠으나 기술적으로 내년 3월까지 전년동월대비 물가상승률을 낮추는 요인으로 작용
 - 이에 더해 주거비용(shelter costs)을 중심으로 최근 상승세가 둔화된 부분*의 약세가 당분간 이어지면서 인플레이션 제약 요인으로 작용할 가능성

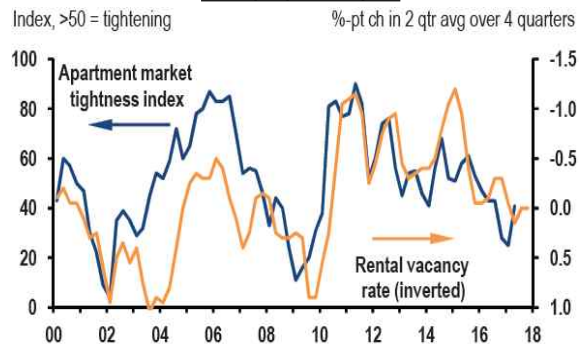
* 주거비용 외에 자동차(중고차 공급 증가, 신차 판매부진), 의료(환자대비 의사 수 증가) 등도 수급요인 등으로 인해 당분간 상승세 둔화가 지속될 가능성이 제기

CPI 주거비용(shelter costs) 상승률



자료 : BLS, JP Morgan

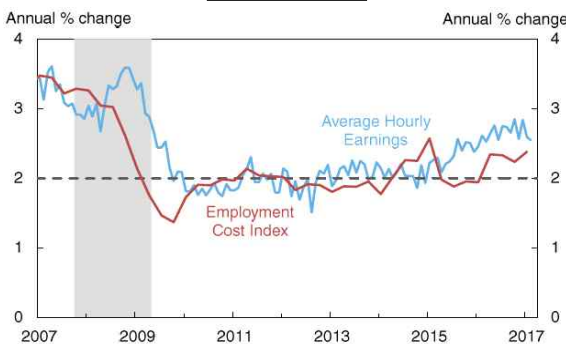
임차시장 여건



자료 : NMHC, Census Bureau, JP Morgan

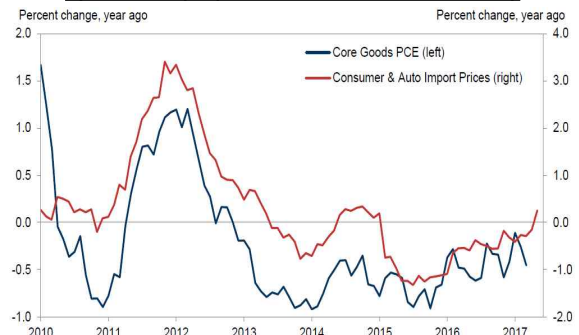
- 다만 중기적으로는 고용시장 개선에 따른 임금상승, 수입물가 상승 등이 상방압력으로 작용하여 인플레이션이 연준 목표에 근접할 것으로 예상

임금상승률



자료: BLS, FRB

수입물가와 근원상품 PCE 물가



자료: 상무부, BLS, Goldman Sachs

Ⅲ

주요 이슈

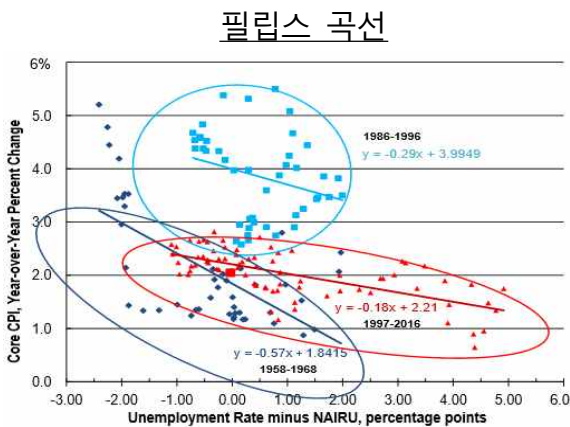
1. 인플레이션과 실업률

- 노동시장이 완전고용에 근접한 수준에서 실업률이 계속 하락하는 반면 인플레이션은 3월 이후 주춤한 모습으로 고용사정과 인플레이션이 상반된 방향을 보이는 배경과 향후 인플레이션 전망에 대한 관심이 고조

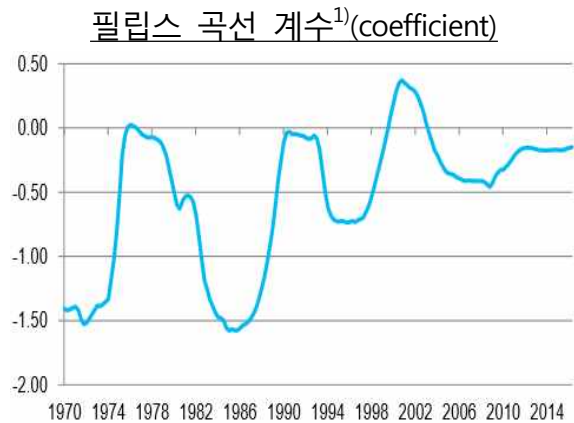
(고용사정 강화에도 인플레이션이 둔화된 배경)

- (평탄한 필립스 곡선) 통상적으로 실업률과 임금 및 물가 상승률은 역(-)의 관계에 있는 것으로 알려져 있으나 근래에는 이러한 관계가 크게 약화
 - 실업률과 물가상승률 간의 관계를 나타내는 필립스 곡선의 기울기가 매우 평탄해진 상황

* A variety of economic estimates would suggest that the classic Phillips Curve influence of resource utilization on inflation is, at best, very weak. - Brainard 연준 이사(2015)



자료 : BLS, Citi



주: 근원CPI 상승률을 실업률 갭(실업률-자연실업률)에 이동(10년) 회귀분석하는 경우 실업률 갭의 계수
자료: BLS, Citi

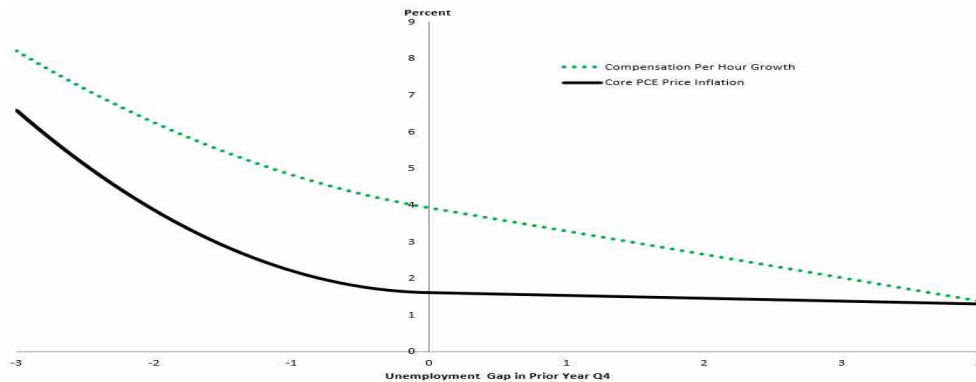
- (일시적 요인 등의 영향) 이러한 가운데 최근의 인플레이션 둔화에는 무선 통신요금 하락 등 일시적 요인이 크게 영향을 미침
 - 이에 더해 주거비용(shelter) 등 일부 부문은 수급요인 등의 영향으로 인플레이션 둔화 요인으로 가세하고 있으며, 당분간 하방압력으로 계속 작용할 가능성

(향후 인플레이션 전망)

- 앞으로 인플레이션은 경제가 잠재수준 이상으로 성장하는 가운데 고용시장의 추가 개선에 따른 임금상승의 영향 증대, 일시적인 둔화 요인 소멸 등으로 중기적으로 **완만한 상승세**를 보일 것으로 예상
- (비선형적인 필립스 곡선) 필립스 곡선의 기울기가 매우 완만해졌으나 실업률이 자연실업률보다 더 낮아질수록 인플레이션에 미치는 영향은 비선형적으로(non-linearly) 확대(필립스 곡선의 기울기 상승)되는 것으로 분석*되고 있음

* “Non-Linear Phillips Curve with Inflation Regime-Switching” (FRB, 16.8월)

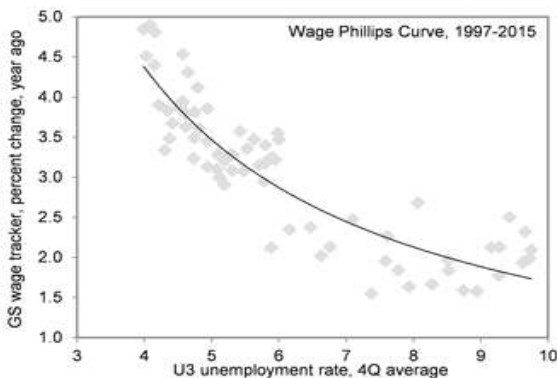
비선형(non-linear) 필립스 곡선



자료: FRB, “Non-Linear Phillips Curve with Inflation Regime-Switching”

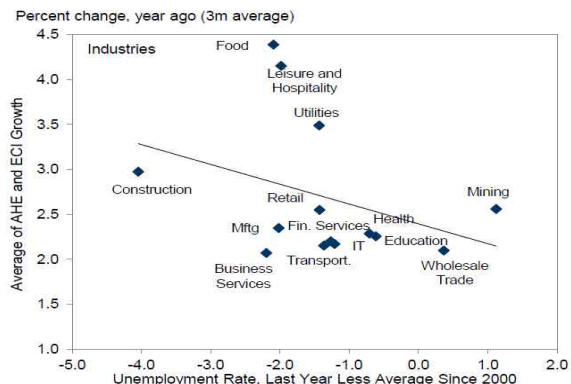
- 완전고용 수준에 근접하여 유희인력(slack)이 많이 줄어든 상태이나 당분간 고용사정의 개선추세가 지속될 것으로 예상되고 있으며 이는 임금상승을 통해 인플레이션 확대 요인으로 작용할 전망(Goldman Sachs, Deutsche Bank 등)
- 실업률이 낮아질수록, 유희인력이 적은 산업 또는 지역일수록 임금상승률이 높은 것으로 나타나며 물가에 일부 영향을 주는 것으로 분석됨 (실업률 1%p 하락시 임금은 0.2~0.6%p 상승하고 물가는 0.1~0.15%p 상승, Goldman Sachs)

임금 필립스 곡선



자료: Goldman Sachs

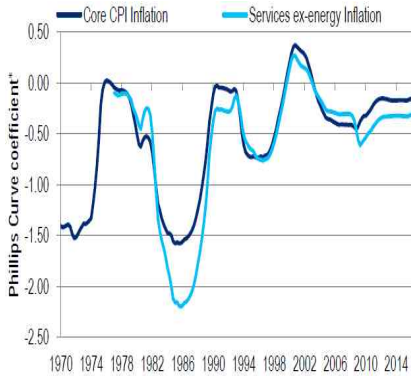
산업별 고용사정과 임금상승률



○ 연준의 일부 FOMC 위원들도 완전고용 수준을 더욱 하회하는 실업률의 overshooting이 인플레이션의 상방리스크로 작용하는 것으로 평가 (17.5월 FOMC 의사록)

□ (일시적인 둔화 요인 소멸) 실업률과 인플레이션의 관계는 서비스 부문에서 더 잘 나타나는데 무선통신요금의 일시적 하락 영향이 소멸된 후에는 고용사정의 영향을 받으며 서비스 인플레이션이 다시 확대될 전망 (Citi, Goldman Sachs 등)

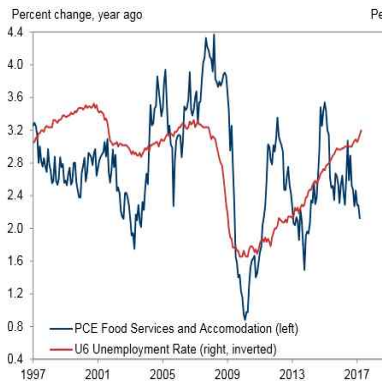
필립스 곡선 계수



자료: BLS, Citi

실업률과 서비스 인플레이션

(음식·숙박 서비스)



(통신 등 기타 서비스)



자료: Department of Commerce, Department of Labor, Goldman Sachs

□ (주거비용 상승세 둔화는 완만할 것으로 예상) 주거비용의 상승세가 당분간 둔화될 가능성이 있으나 고용 개선, 높은 임차수요 등이 다가구주택 공급 증가로 인한 하방압력을 일부 상쇄시켜 크게 둔화되지는 않을 전망

임차 가구 수 및 자가 비중



자료: Census Bureau, Barclays

실업률과 주거비용



자료: Goldman Sachs

□ (높은 불확실성) 한편 물가에 대한 고용사정의 영향이 증대되더라도 특정 부문에 국한된 예기치 못한 요인의 영향이 이를 압도할 여지*가 여전히 있으므로 향후 인플레이션 경로에 높은 불확실성이 내재되어 있음에 유의할 필요

* 17.3월 무선통신요금 하락이 근원PCE 인플레이션에 미친 영향은 실업률 1~2p 하락의 영향과 비슷한 것으로 분석(Goldman Sachs)

2. 트럼프 정부 경제정책의 추진 상황 및 전망

□ (경제정책의 추진 상황) 재정부양, 보호무역, 이민제한, 금융규제 완화 등 경제관련 정책을 추진 중에 있으나 어느 정도 예견*된 바와 같이 현 시점에서는 아직 구체적인 실행단계에 이르지 못하고 있는 상황

* 주요 투자은행들은 지난해 연말 2017년 경제전망 시 경제공약들이 대체로 2017년 중반에 구체화되어 2017년 하반기 또는 2018년부터 시행될 것으로 예상하였음

○ (재정부양) 법인세율 인하(35% → 15%), 소득세 최고세율 인하(39.6% → 35%) 등을 주요 내용으로 하는 세제개편안을 발표(4.26일)하며 감세를 추진 중

- 반면 인프라투자(10년간 1조달러)의 경우 논의가 본격 진행되지 않고 있음

○ (보호무역) TPP(Trans-Pacific Partnership, 환태평양경제동반자협정)를 탈퇴하고 NAFTA 재협상(8월 개시 가능성), 불공정한 무역관행 조사 등을 추진

- 그러나 수입업체들의 반대 등으로 국경조정세(Border-Adjusted Corporate Tax*) 도입 추진이 중단되었으며, 중국을 환율조작국으로 지정하지 않음

* 수출에 비과세하고 수입 관련 비용은 과표에서 미공제하여 수출촉진·수입억제 유도

○ (이민제한) 멕시코 국경장벽 설치, 이민 단속직원 권한 강화 및 단속 대상범위 확대 등을 통해 이민제한을 추진

- 일부 국적자에 대한 입국제한 행정명령(17.1월, 3월)의 경우 법원의 집행 정지 결정으로 시행이 중단된 상태

○ (금융규제 완화) 도드-프랭크법* 개편을 통한 금융규제 완화를 추진

* 금융위기 이후 금융회사에 대한 규제·감독 강화(위험자산 투자규제(블커룰) 등), 금융 감독기구 개편(소비자금융보호청 신설) 등을 내용으로 제정된 금융개혁법(2010년)

- 트럼프 대통령은 금융규제의 핵심원칙(Core Principles*)을 제시하고 재무부가 이에 부합하는 개편방안을 마련토록 하였으며(17.2월 행정명령), 재무부는 자본·유동성 요건, 블커룰 등에 대한 수정을 권고하는 보고서를 제출(6.12일)

* 미 국민에게 금융의사결정권 부여, 공적자금이 투입되는 규제금융 방지 등

- 한편 도드-프랭크법의 대체 법안인 Financial CHOICE Act*가 미 하원을 통과(6.8일)하였으나 금융위기 재발 방지를 위한 도드-프랭크법의 존치 여론 등으로 인해 원안대로 상원을 통과하기는 어려울 전망

* 재무구조가 건전한 금융기관에 대한 블커룰 등 도드-프랭크법의 일부 조항 적용 면제, 소비자금융보호청 개편 등이 포함

□ (향후 전망 및 영향) 공화당이 우선 처리하고자 하는 미국건강보험법안 (AHCA, 오바마케어 대체법안)의 난항*, 대통령 탄핵 논란** 등으로 추진동력이 약화되면서 경제정책들이 예상보다 완화된 수준에서 지연되어 실행될 가능성

* 공화당이 AHCA를 3월에 철회하였다가 다시 입법 추진하여 동 법안이 5월에 하원을 통과하였으나 시장에서는 상원 통과에 다소 시일이 소요될 것으로 보고 있음

** 트럼프 대통령의 러시아에 대한 기밀 유출 및 동 사건 수사에 대한 외압 의혹이 제기

○ 재정부양의 경우 투자은행들은 대체로 GDP의 0.5~1.0%*(1~2천억달러) 규모가 될 것으로 예상해 왔으나 최근에는 감세를 중심으로** 이보다 더 약화된 GDP의 0.5%(1천억달러) 정도에 그칠 것으로 예상(Goldman Sachs, Nomura 등)

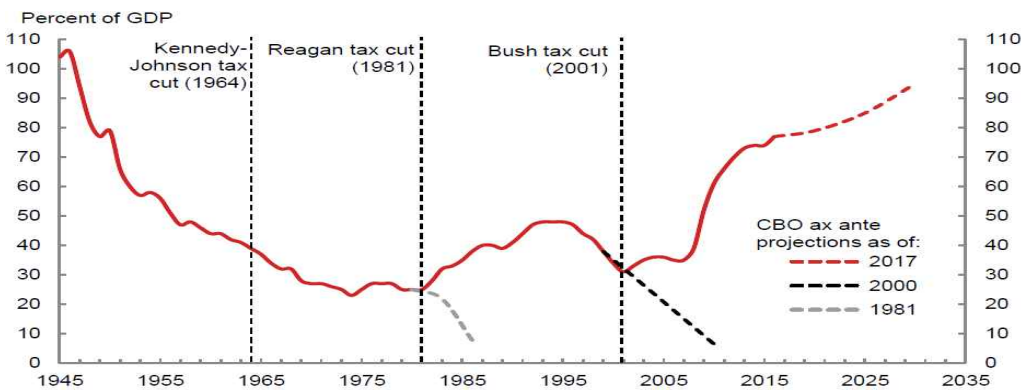
* 당초 공약에 따른 연간 재정부양(인프라투자 포함) 규모는 GDP의 2.5%(5.3천억달러) 정도일 것으로 추정(Committee for a Responsible Federal Budget)

** 인프라투자 확대는 가까운 시계(time horizon)에 이루어질 가능성이 거의 없는 것으로 평가(Barclays, Morgan stanley 등)

- 경제가 완전고용 수준에서 개선을 지속하고 있어 경기부양이 **긴요하지 않으며** 높은 수준의 **정부부채비율**이 더 악화될 우려*가 있는 데다 추진동력도 약화된 상황으로 **의회**를 거치는 과정에서 감세규모가 하향 조정될 전망

* 현 시기의 GDP 대비 정부부채 비율(77.5%^e, 2017년)은 이전 감세시기(1981년, 2001년)보다 2~3배 정도 높으며, 의회예산처(CBO)에 따르면 과거와 달리 감세 이후 정부부채 비율이 더 상승할 것으로 추정되는 상황

GDP 대비 정부부채 비율 변화 추정



자료: CBO, Nomura

○ 감세 시기와 관련해서는 내년 의회의 중간선거(18.11월)를 앞두고 가시적 성과를 내하고자 하는 공화당이 보다 적극적으로 나설 경우 감세안이 조정을 거쳐 **금년 중 의회를 통과할** 가능성도 있으나(Goldman Sachs, Nomura 등)

감세가 실제 시행되어 소비, 투자 등에 영향을 미치는 시기는 **2018년**으로 보는 견해가 우세(Citi, Morgan Stanley, OECD 등)

○ 한편 이러한 재정부양에 대한 시장의 기대 약화는 금년보다 내년의 연준 금리인상 확률을 낮추는 방향으로 영향을 미치고 있는 것으로 평가

* 금리선물시장에 반영된 2018년중 금리인상 횟수가 16.12월 중순의 2.1회에서 5월말 1.1회로 하락(2017년중 금리인상 횟수는 같은 시기에 모두 2.4회 수준으로 큰 변화가 없음)

■ 금년의 금리인상 확률에는 별다른 영향을 주지 못한 것은 시장에서 당초 재정정책이 본격 시행되는 시기가 빨라야 금년 하반기부터일 것으로 예상한 데다 상당한 불확실성이 있음을 감안하고 있었던 데 주로 기인

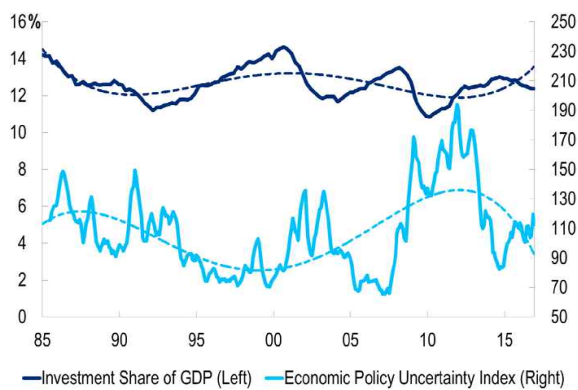
□ (리스크) 앞으로 트럼프 정부의 경제정책 및 정치 상황과 관련한 높은 불확실성이 당분간 지속되며 성장의 상·하방 리스크로 잠재할 것으로 예상

○ 예상보다 빠른 감세안 통과 및 인프라투자 확대 시 고용시장이 더욱 강화되고 물가상승세가 확대될 가능성

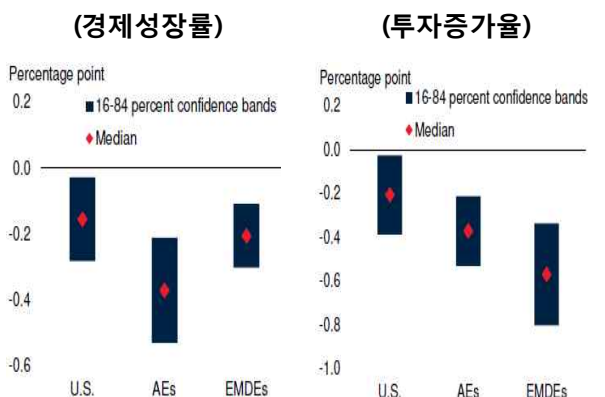
○ 반면 친성장정책에 대한 기대감이 더 약화되고 정치·경제적 불확실성이 매우 높아져 투자심리가 위축*되거나, 보호무역 추진이 가시화되면서 교역 위축 등의 부작용이 나타나는 경우 성장세 둔화 요인으로 작용할 우려

* 정책 불확실성이 지속적으로 확대될 경우 투자심리를 위축시켜 미국의 투자 및 경제 성장률을 낮추는 요인으로 작용하고 여타 선진국 및 신흥·개도국으로도 크게 파급되는 것으로 분석(World Bank 「Global Economic Prospects」, 17.1월)

정치적 불확실성(1985=100)과 기업투자(GDP대비 비중)



미국 경제정책 불확실성지수(EPU: Economic Policy Uncertainty Index) 10% 상승시 영향



주: EPU 10% 상승시 미국, 23개 여타 선진국, 18개 신흥개도국의 성장률과 투자증가율에 대한 1년 후의 누적충격반응(cumulative impulse response)

자료: PolicyUncertainty.com, BEA, University of Michigan, Citi

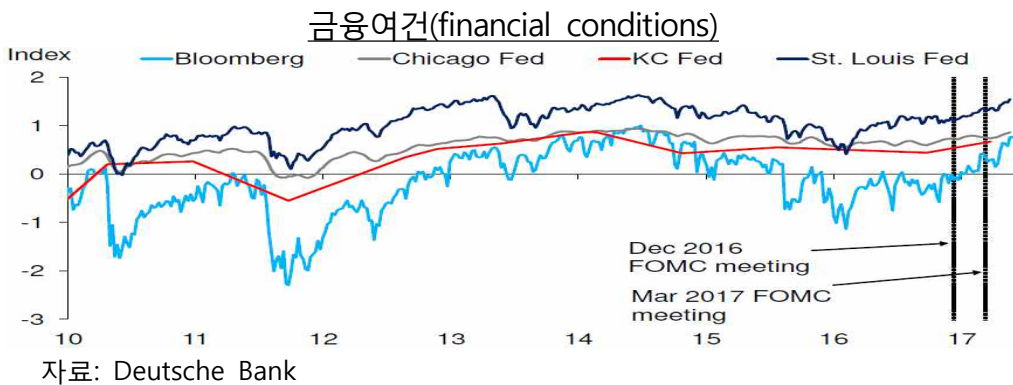
자료: World Bank 「Global Economic Prospects」 (17.1월)

3. 연준 통화정책

[정책금리 정상화]

□ 연준은 금년 들어 두 차례(3월, 6월)에 걸쳐 정책금리를 인상한 데 이어 연내에 한차례 추가 인상할 가능성

- 글로벌경제 여건이 개선되는 가운데 실업률이 잠재 수준을 상당폭 하회하는 데다 연이은 정책금리 인상에도 불구하고 금융여건(financial conditions)은 지난해 12월 FOMC 이전보다 완화적인 상태



- 인플레이션이 최근 둔화되었으나 연준은 이에 대해 큰 비중을 두지 않고* 중기적으로 목표수준에 도달할 것으로 예상하는 기존 전망을 유지**하며 예상 정책금리 경로(2017년, 2018년 각각 3회 인상)에도 변화를 주지 않음

* Yellen 의장은 6월 FOMC 회의 이후의 기자회견에서 인플레이션 데이터에 지나치게 반응하지 않는 것이 중요하다고 언급(“It’s important not to overreact to a few readings and data on inflation.”)

** 연준은 6월 수정경제전망에서 실업률에 대해서는 2017~2019년 및 장기균형실업률 전망치를 모두 낮춘 반면 인플레이션은 금년도 전망치만 하향조정

	중간값(median)			
	2017	2018	2019	장기
실업률	4.3(4.5)	4.2(4.5)	4.2(4.5)	4.6(4.7)
PCE물가 상승률	1.6(1.9)	2.0(2.0)	2.0(2.0)	2.0(2.0)

주 : () 내는 3월 전망치

- 지난 2015.12월 이후의 점진적인 금리 인상에 있어서 저인플레이션 상황은 큰 장애 요인은 아니었으며, 1999~2000년에도 고용시장은 과열된 반면 인플레이션은 완만하였으나 연준이 금리를 선제적으로 175bp 인상한 바 있음
- 6.14일 현재 주요 투자은행들은 기존의 정책금리 전망(금년중 3회 인상)을 유지하고 있으며, 금리선물시장에 반영된 연내 추가 금리인상 확률은 40%* 수준에서 형성

* 6.14일 발표된 CPI상승률(17.4월 2.2% → 5월 1.9%(예상 2.0%), 전년동월비) 부진 영향으로 전일(6.13일 48%)보다 다소 하락

[연준 대차대조표 정상화]

- 한편 연준의 보유자산 규모 축소 발표시기와 관련하여 시장에서는 12월에 이루어질 것으로 보는 견해가 대다수였으나 5월 FOMC 회의 의사록 발표, 6월 FOMC 회의를 거치면서 **9월로 앞당겨질 것으로 보는 견해가 우세해짐**
 - 5월 FOMC 회의에서 위원들이 금년 중 보유자산 축소 개시가 적절하다는 데 공감한 것으로 나타난 데 이어 6월 FOMC 의결문에는 경제여건이 예상대로 전개될 경우 **금년에 대차대조표 정상화 프로그램을 시행할 것임을 명시**
 - 또한 6월 FOMC 의결문에는 금리 정상화가 원활히 진행될 때까지 재투자 정책을 지속할 것이라는 문구*가 삭제되었는데 일각에서는 현재 재투자 정책 변경을 위한 **금리 관련 여건이 조성되어 있음**을 나타낸 것으로 해석 (BNP Pariba)
 - * “The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting ~ until normalization of the level of federal funds rate is well under way.” (15.12월 이후 FOMC 의결문에 명시)
 - 이에 더해 Yellen 연준 의장은 기자회견에서 대차대조표 정상화가 **조만간** (“relatively soon”) 개시될 수도 있음을 언급
 - 이에 따라 16개 주요 투자은행 중 9월 보유자산 규모 축소 발표를 예상한 기관은 5월 FOMC 회의 의사록 발표 이후의 7개에서 **6월 FOMC 이후에는 14개 기관으로 확대***(6.14일 기준)
 - * JP Morgan, BoAML, Citi, TD, Nomura, HSBC, Credit Suisse 등 7개 기관이 6월 FOMC 회의 이후 보유자산규모 축소 예상 발표시기를 기존의 12월에서 9월로 앞당김
 - 보유자산 규모 축소 발표시기로 9월이 유력해지면서 이와 더불어 금년중 **추가 금리인상 시기에 있어서는 9월보다 12월로 보는 견해가 우세***해짐
 - * JP Morgan 등 7개 기관은 보유자산 규모 축소 예상 발표시기를 앞당기면서 추가 금리인상 예상시기를 기존의 9월에서 12월로 조정 (16개 주요 투자은행 중 12월 인상 예상기관 수 : 5.30일 6개 → 6.14일 13개)
- ⇒ 연준의 9월 보유자산규모 축소 발표 및 12월 금리인상 가능성에 무게가 실리고 있는 상황

다만 실제 금리 및 대차대조표 정상화 정책 시기는 앞으로 경제여건 변화에 따라 유동적일 수 있음을 염두에 두고 고용·물가 등 주요 **경제지표 흐름**, 미 정부정책 전개상황, 연준 커뮤니케이션 등에 계속 유의할 필요

《참고자료》

- 김상훈, “미 연준의 보유자산 규모 축소 조기 시행 가능성과 관련한 시장의 논의”, 뉴욕 사무소, 2017.6
- Barclays, “2017-18 US housing outlook : Facing cyclical headwinds”, 2017.2
- Barclays, “US Inflation: Shelter in place”, 2017.5
- Barclays, “US CPI Inflation Outlook”, 2017.6
- BNP Paribas, “Global Outlook Steady Ahead - US : Good growth, with risks”, 2017.6
- BOA Merrill Lynch, “End of days?” 2017.6
- Citi, “US Economics & Policy Outlook, Trumponomics : Polices & Prognostications”, 2017.4
- Citi, “US Economics Weekly - Still looking through?”, 2017.5
- Citi, “Tax Reform Countdown – Ranking 「Trump-Headline News」 Risks”, 2017.5
- Citi, “Bringing down the Fed’s Balance Sheet”, 2017.5
- Deutsche Bank, “Recent rate increase unlikely to derail housing recovery”, 2017.1
- Deutsche Bank, “US outlook : Above consensus growth and inflation risk rising”, 2017.5
- Deutsche Bank, “Loose financial conditions helping to keep the Fed on track”, 2017.6
- Federal Reserve Bank of New York, “US Economy in a Snapshot”, 2017.5
- Goldman Sachs, “Labor Market Overheating vs Soft Inflation : The Fed’s Familiar Dilemma”, 2017.5
- Goldman Sachs, “The Rocky Road to Reflation”, 2017.5
- Goldman Sachs, “Heating Up As Slack Declines”, 2017.5
- Goldman Sachs, “The Political Outlook : Low Expectations Are Harder to Disappoint”, 2017.6
- IMF, “World Economic Outlook : Gaining Momentum?”, 2017.4
- Jeremy Nalewaik, FRB, “Non-Linear Phillips Curves with Inflation Regime-Switching”, 2016.8
- JP Morgan, “US Weekly Prospects”, 2017.5~6
- Lael Brainard, “Navigating the Different Signals from Inflation and Unemployment”, 2017.5
- Morgan Stanley, “US Economics Mid-Year Outlook : Aging Gracefully”, 2017.6
- Nomura, “US : History and the Fiscal Outlook Suggest Modest Tax Cuts”, 2017.3
- Nomura, “US : Trump’s Skeleltal Tax Reform Guidelines”, 2017.4
- OECD, “Economic Outlook : Better, but not good enough”, 2017.6
- World Bank, “The U.S. Economy and the World”, *Global Economic Prospects*, 2017.1