

II. 경제 및 통화정책 전망

1. 주요국 경제 전망

가. 최근 주요국 경기상황과 당초 경기전망 비교

□ 세계경제는 2017년 하반기 이후의 성장세를 이어가고 있으나, 점차 개선 흐름이 완만해지고 있는 것으로 판단

- 국별로는 미국이 재정확대 및 고용사정 개선 등의 영향으로 지난해 예상을 상회하는 견조한 성장세를 나타내고 있는 가운데, 중국은 당초 예상에 부합하는 수준의 성장세를 유지하고 있고 유로지역 전망은 연중 하향 조정

〈표 II-1〉 주요국 성장률 조정 추이

(단위: %)

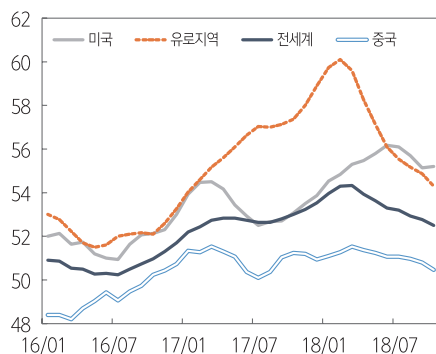
	2017	2018 ¹⁾		
		2017년 11월	2018년 7월	2018년 11월
미 국	2.3	2.4	2.9	2.9
유로지역	2.4	1.8	2.2	1.9
중 국	6.9	6.4	6.5	6.6

주 : 1)은 전망치

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

- 최근 미중 무역분쟁 및 유럽의 정치불안 등으로 경기관련 심리지표 및 선행지표가 둔화되면서 미국 이외의 주요국에서 성장세 둔화에 대한 우려가 점증

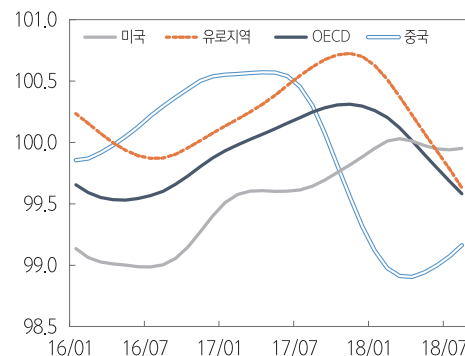
〈그림 II-1〉 제조업 구매관리자 지수



주 : 3개월 이동평균 기준

자료: Datastream

〈그림 II-2〉 OECD 경기선행지수



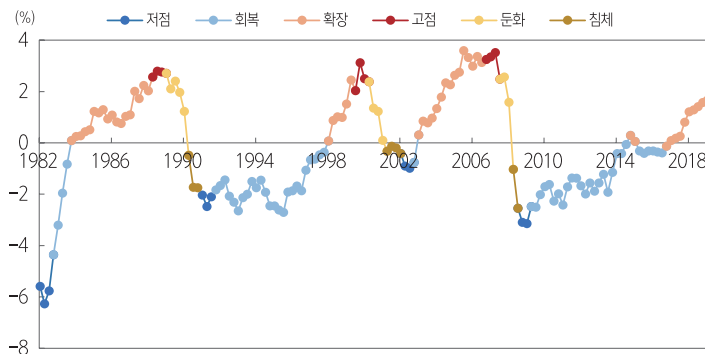
자료: Datastream

나. 주요국 성장경로 전망

□ 미국은 내년중에도 잠재성장률을 상회하는 견조한 성장세를 이어갈 것으로 예상 (2018년 2.9% → 2019년 2.5%)

— 다만, 세제개편의 경기부양 효과가 점차 축소되고 연준의 기준금리 인상이 지속됨에 따라 2020년 상반기중 경기 정점에 도달할 가능성

〈그림 II-3〉 미국의 GDP갭 및 경기순환 국면 추이 및 전망

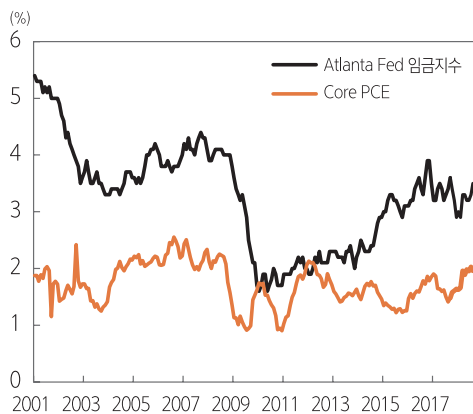


자료: 자본시장연구원 자체 추정

□ 경기 확장세 지속으로 미국의 물가상승세 또한 점차 확대될 전망(2018년 1.9% → 2019년 2.1%, Core PCE 기준)

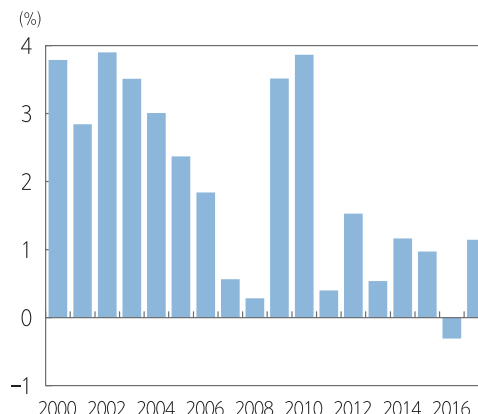
— 노동시장 과열 우려에도 불구하고 생산성의 완만한 개선세 등으로 임금 상승이 제한적일 것으로 보여 물가급등으로 연결되지는 않을 전망(〈참고 2〉 참조)

〈그림 II-4〉 미국 물가 및 임금 추이



자료: Datastream

〈그림 II-5〉 미국 노동생산성 증감률



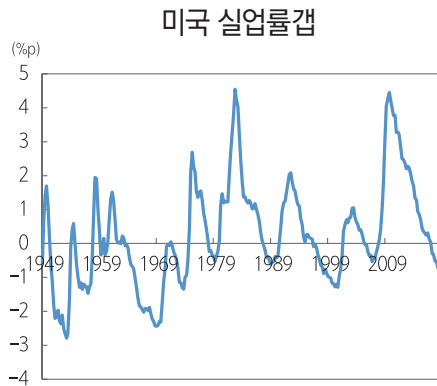
자료: Fernald(2014)

〈참고 2〉

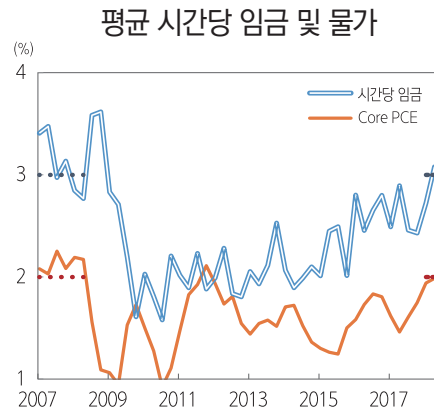
미국의 경기과열에 따른 금리인상 가속화 가능성 진단

□ 미국은 고용사정 개선이 지속됨에 따라 실업률이 자연실업률을 크게 하회하면서 임금상승률 또한 점진적인 상승세

- 2018년 3분기 실업률갭(=실업률-자연실업률)이 $-0.8\%p$ 에 도달했으며, 임금상승률은 3.1% 를 기록하여 연준의 목표물가수준(2%)에 부합하는 수준
- 내년중에도 미국의 경기확장세가 지속될 것으로 보여 노동시장 유희인력(slack) 축소에 따른 임금 상승 → 물가 상승 → 금리인상 가속화에 대한 우려가 확대



주 : 실업률갭 = 실업률 - CBO 추정 자연실업률
자료: FRED



자료: FRED

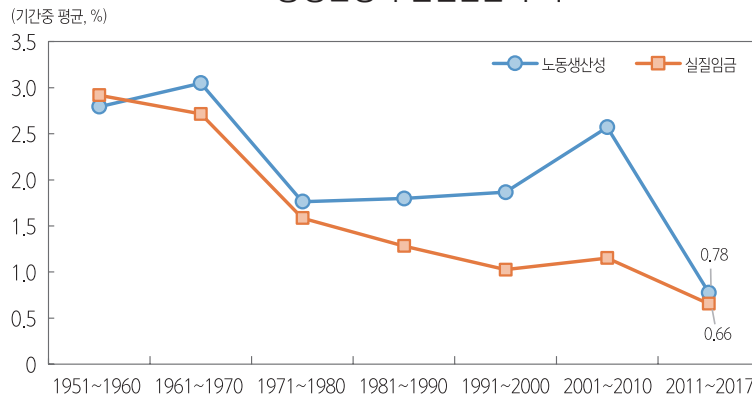
□ 선행연구 결과 임금이나 물가상승률의 고용개선에 대한 반응정도가 축소(Phillips curve flattening)된 것으로 나타나 고용개선과 물가안정이 양립할 것으로 판단

- 최근 데이터를 이용하여 미국의 임금 필립스 곡선을 추정한 결과, 물가상승이나 미래의 임금상승 기대가 현재의 임금상승에 미치는 영향은 큰 반면 실업률갭 축소에 따른 임금상승 효과는 매우 제한적(Gali, 2011; Kang et al., 2018)

— 이러한 필립스 곡선 평탄화의 원인으로는 노동생산성 개선 둔화 및 기대 인플레이션 안정화 등이 원인으로 지적

- 실질임금 상승률이 노동생산성 증가율을 장기간 상회할 수 없는 만큼, 2000년대 중반 이후 둔화된 노동생산성이 향후 임금상승의 구조적 제약요인이 될 전망(Clarida, 2018)

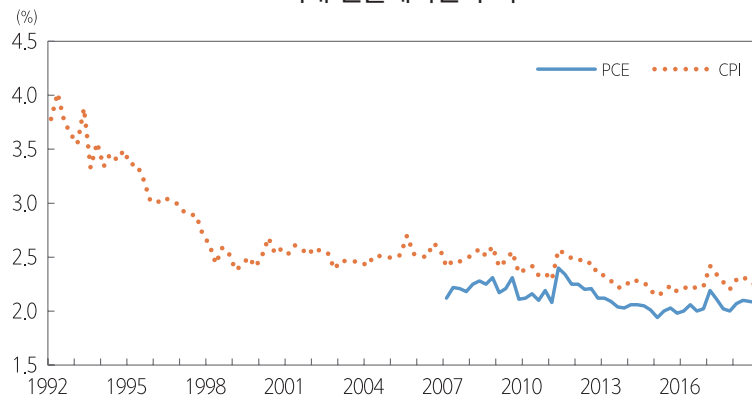
노동생산성과 실질임금 추이



주 : 실질임금은 시간당 보수(compensation per hour)를 GDP deflator로 실질화
 자료: Fernald(2014), FRED

- 또한, 임금 및 물가에 즉각적인 영향을 미치는 기대 인플레이션은 1990년대 후반 이후 고용사정과 무관하게 연준의 목표수준에서 안정적

기대 인플레이션 추이

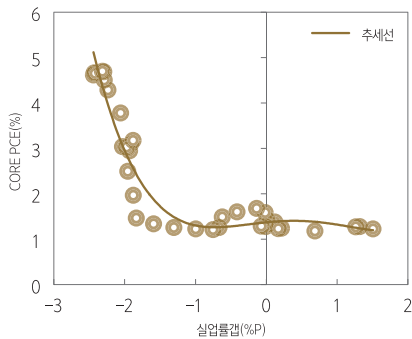


주 : 전문가 대상 향후 10년간 PCE 및 CPI 상승률 전망치의 연간 평균
 자료: Datastream

□ 한편, 1960년대와 같이 경기활황으로 실업률갭이 일정 수준 이하로 하락하면서 물가상승이 크게 확대(non-linear Phillips curve)될 가능성에 대한 우려(Lacker, 2017)도 존재하나, 현재와의 비교가 적절치 않은 상황

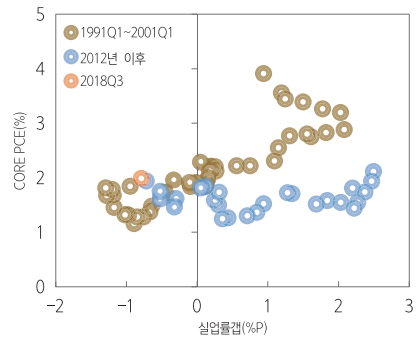
- 1960년대 당시 재정확대로 실업률이 하락하고 물가가 폭등한 바 있으나, 물가가 비선형적으로 급등한 시점의 실업률갭은 -2%p로, 현재 기준으로는 실업률이 2% 중반으로 하락해야 도달 가능한 수준
- 최근 경기순환과 유사성이 큰 1990년대의 경우 실업률갭이 -1.3%p까지 하락하였으나, 물가는 1990년대 중반이후 2% 수준에서 안정
 - Powell(2018)은 당시 노동시장 상황에 대한 연준의 적절한 판단과 이를 바탕으로 한 완만한 금리인상이 미국 경제의 장기 호황에 기여한 것으로 평가

1960년대 실업률갭과 물가상승률



자료: FRED

1990년대 및 최근 비교



자료: FRED

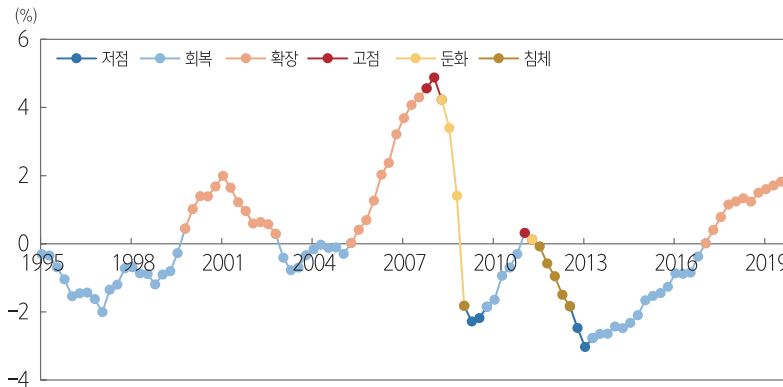
□ 이에 따라 2018년 9월 FOMC 직후 공개된 FOMC위원들의 경제전망 또한 실업률이 계속해서 자연실업률을 하회하겠으나 물가는 안정될 것으로 예상

- 최근 연준 관계자들은 필립스 곡선의 평탄화, 자연실업률의 과대 추정 가능성 등을 언급하며 고용개선에 따른 물가불안 가능성을 낮게 평가
- 다만, 필립스 곡선의 평탄화는 일단 물가가 급등한 이후에는 물가 안정을 위해 큰 폭의 고용손실을 감수해야 한다는 점을 의미(Kuttner and Robinson, 2010)하는 만큼, 연준은 물가안정을 위해 점진적 금리인상을 도모해 나갈 것으로 판단

□ 유로지역은 세계경제 둔화에 따른 수출 및 투자의 둔화로 성장률이 둔화될 전망(2018년 1.9% → 2019년 1.6%)이며, 2020년 상반기중 정점에 도달할 가능성

— 완만한 수요압력 및 통화정책 정상화 기대에 따른 유로화 강세 등으로 물가는 ECB 목표 수준 이하에서 안정될 것으로 예상(2018년 및 2019년 1.7%)

〈그림 II-6〉 유로지역의 GDP갭 및 경기순환 국면 추이 및 전망



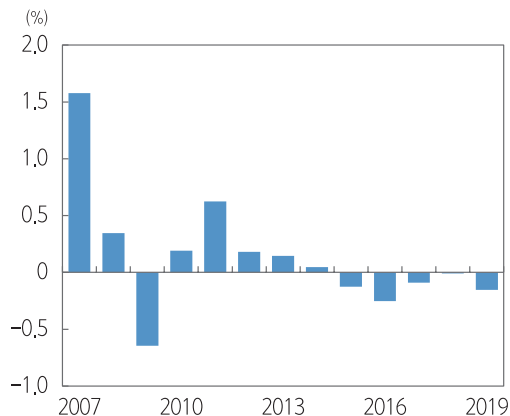
자료: 자본시장연구원 자체 추정

□ 중국은 정부주도 구조개혁 및 미중 무역갈등 등에 따른 투자 둔화로 내년중 성장률이 더욱 둔화될 전망(2018년 6.6% → 2019년 6.2%)

— 미국이 결국 대중국 수입품 전체에 관세를 부과할 것으로 예상되는 가운데, 재정확대 및 완화적 통화정책이 이러한 하방위험을 일부 상쇄할 것으로 예상

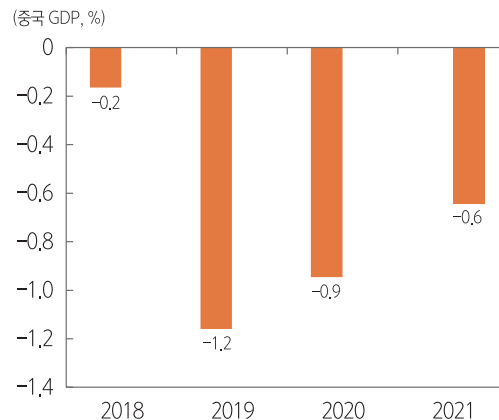
• 무역갈등 장기화에 따른 생산설비의 제3국 이전은 장기 성장에 큰 위협

〈그림 II-7〉 중국의 GDP갭



자료: 자본시장연구원 자체 추정

〈그림 II-8〉 미중 무역갈등의 영향



주 : 미국이 대중 수입품 전체에 관세 부과한 경우

자료: IMF