



## 정책결정을 좌우할 물가와 고용

### 1. 물가상승 지속성에 대한 판단

- 11월 미국의 소비자물가상승률은 전년비 +6.8%를 기록하면서 상승세가 확대. 지금까지의 물가 흐름보다 향후 방향성에 대한 고민이 필요
- 금년 2월까지의 물가상승률은 1%대에서 머무를 기저효과를 감안한다면 최소한 향후 3~4개월 정도는 현 수준의 높은 물가상승률 유지 가능성.
- 현재 유가 수준으로 보면 적정 CPI는 4~5% 수준. 결국 원자재 가격 이외에도 미국 물가를 자극하는 다른 요인이 있다는 것을 의미.

### 2. 방향성을 알기 어려운 통화정책

- 높은 물가상승률에 따라 시장에서는 첫 금리인상 시점이 5월 FOMC가 될 가능성을 약 65%, 6월은 81% 정도로 평가.
- 장단기 금리차 측면에서 단기금리가 급등하는 가운데 경기의 강건성을 나타내는 장기금리가 정체되어 있는 상황. 현재 경기 위축 가능성을 감안한다면 장단기 금리차 역전 등의 우려도 대두되는 중.

### 3. 고용시장의 실질적 회복이 우선

- 11월 미국의 실업률은 4.2%를 기록하면서 시장전망을 하회. 그러나 경활참가율과 고용률은 코로나19 직전 대비 여전히 낮은 수준에서 정체.
- 근로자의 고용시장 회귀 필요조건으로 실질임금 상승이 요구됨. 명목임금은 높아졌지만 실질임금은 오히려 전년비 역성장이 확대. 이와 같은 양상이 진정되어야 고용시장의 질적 개선으로 판단할 수 있음.

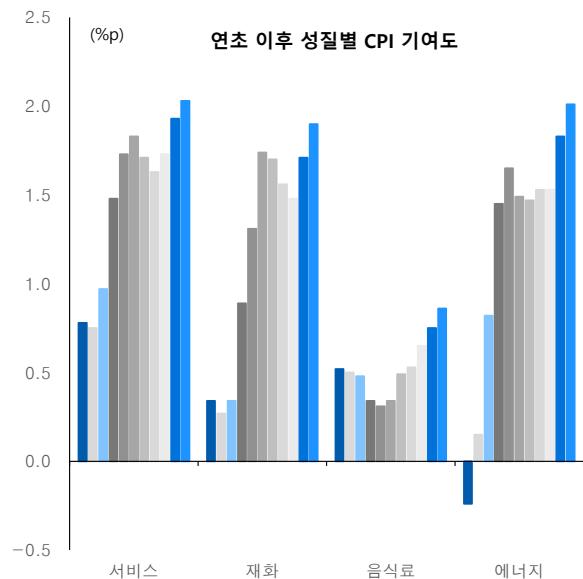
## 1. 물가상승 지속성에 대한 판단

지난 11월 미국의 소비자물가상승률은 전년비 +6.8%를 기록하면서 상승세가 확대된 모습을 보여주고 있다. 특히 금번 물가상승률 발표에 앞서 바이든 대통령이 물가상승에 대한 우려를 진정시키기 위한 언급을 한 상황임에도 불구하고 상승세가 가팔라지면서 최근 수십년래 최고 수준을 기록하는 중이다.

지금까지의 물가 흐름보다 향후 방향성에 대한 고민이 필요한데, 먼저 수치상으로 보면 금년 2월까지의 물가상승률은 1%대에서 머무르고 있었기 때문에 기저효과를 감안한다면 최소한 향후 3~4개월 정도는 현 수준의 높은 물가상승률 수치가 형성될 가능성이 높은 것으로 생각된다.

조금 더 장기적으로 볼 때, 변동성이 높은 에너지 관련 가격수준이 소비자물가에 상당 부분 반영된 것으로 보는 시각이 있다. 그런데 실제로 유가와 미국 CPI의 장기 관계를 살펴 보면 현재 유가 수준으로 보면 소비자물가상승률은 4~5% 수준이 형성되어야 하는 것으로 추정된다. 이는 변동성이 높은 원자재 가격 이외에도 미국 물가를 자극하는 다른 요인이 있다는 것을 의미한다.

[챠트1] 에너지물가 상승에 따른 헤드라인 물가지표의 상승으로 알려져 있지만 서비스와 재화부문 기여도와 유사.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[챠트2] 에너지물가를 활용하여 적정 헤드라인 물가를 추정한 결과 현 수준은 적정수준 대비 높은 상황.



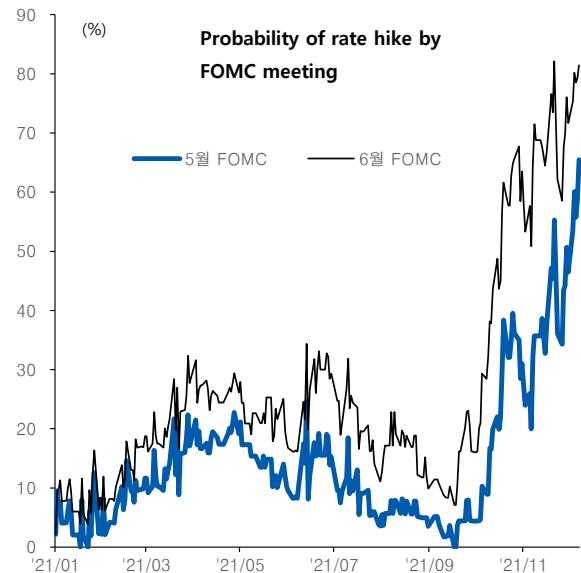
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 2. 방향성을 알기 어려운 통화정책

물가상승률이 매우 높은 수준을 기록하면서 예정되어 있는 테이퍼링 일정 조정을 예상하는 시각이 늘어나고 있다. 물가를 진정시키기 위한 수단으로써 빠른 테이퍼링 종료와 함께 금리인상 시점이 앞당겨질 가능성이 높아졌다는 것이다. 실제로 첫 금리인상 시점이 5월 FOMC가 될 가능성을 시장에서는 약 65%의 확률로 전망하고 있다. 또한 6월 FOMC에서 금리가 높아져 있을 확률을 81% 정도로 평가하고 있는 만큼 첫번째 금리인상 단행이 앞당겨질 것이라는 생각이 확산되고 있으며, 이러한 부분은 결국 물가상승률이 높아짐에 기인하는 것으로 볼 수 있다.

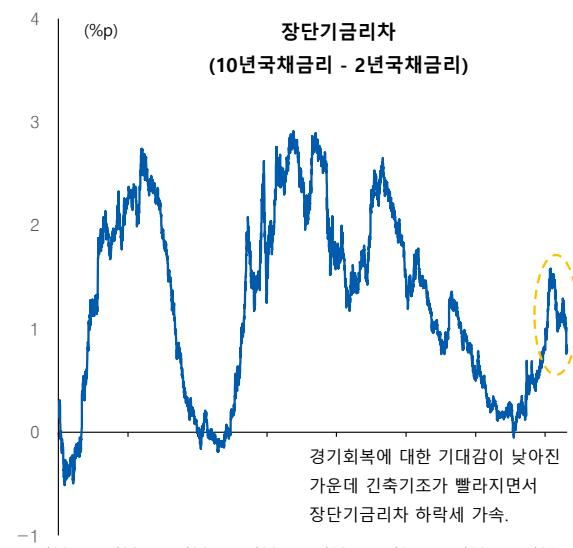
그런데 실제 경기상황을 장단기 금리차를 통하여 살펴보면, 단기금리가 급등하는 가운데 경기의 강건성을 나타내는 장기금리가 정체되어 있는 상황이 이어지고 있다. 물가상승으로 인한 수요와 구매력 확보의 어려움이 지속되면서 공급망 차질 현상이 장기간 지속된다면 경기 위축의 가능성 및 장단기 금리차 역전 등의 우려도 존재하는 상황으로 생각된다. 여러 조사에서 미래 소득증가 전망은 하향되는 가운데 물가상승률 전망이 높아지는 것은 현재의 녹록치 않은 경기전망을 반영하는 것으로 볼 수 있고, 이에 따라 급해진 긴축기조가 오히려 스태그플레이션을 가중시킬 가능성도 존재하는 것으로 판단된다.

[챠트3] 2022년 5월과 6월 FOMC에서의 금리인상 가능성은 점증. 특히 5월 가능성이 최근 크게 상승.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[챠트4] 기준금리가 실제 상승 이전에 선행적으로 장단기금리차 하락. 향후 경기에 대한 신뢰 저하로 해석.



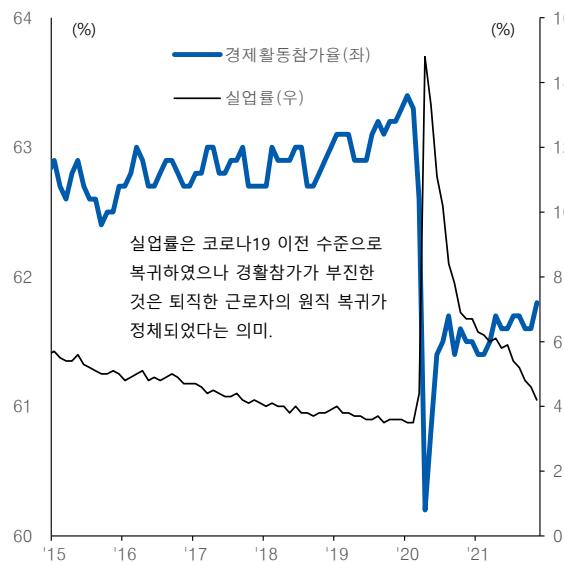
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

### 3. 고용시장의 실질적 회복이 우선

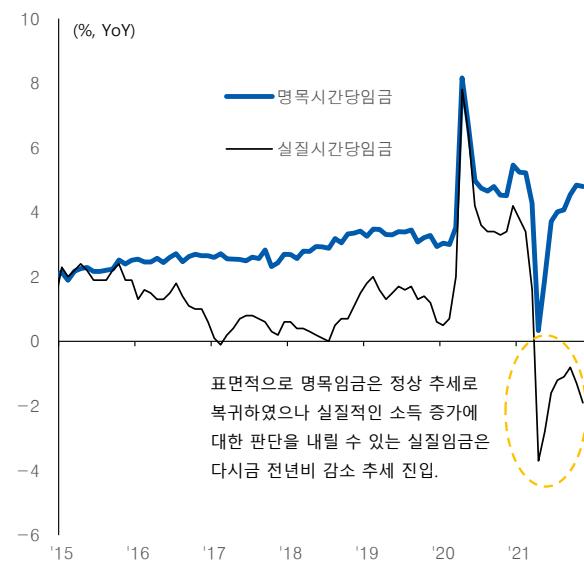
통화 정책을 결정함에 있어서 또다른 고민인 고용시장에 대한 의견도 다수 표출되고 있다. 우선 곁으로 드러난 고용시장지표는 강건성이 확대되는 중인 것으로 볼 수 있다. 11월 기준 미국의 실업률은 4.2%를 기록하였는데, 이는 시장전망치인 4.5%를 크게 하회한 수치이며 코로나19가 본격적으로 대두되던 지난해 3월 이후 가장 낮은 수치로 확인되면서 표면적으로는 긍정적 현상이 이어지는 것으로 평가된다.

그러나 실질적 고용시장의 개선을 확인하기 위해서는 경제활동참가율과 고용률이 코로나19 이전 수준으로 회복되면서 증가된 실업자들이 원직으로 복귀하는 속도가 빨라질 필요가 있다. 경제활동참가율과 고용률은 코로나19 직전인 금년 1월 기준 각각 63.4%와 61.1%를 기록하고 있었지만 현재 두 지표는 당시와 대비하여 2%p 정도 낮은 수준을 보여주고 있다. 동 지표는 구조적으로 빠른 회복이 힘든 만큼 고용시장이 충분히 회복되는 신호를 실업률보다는 원직복귀 비율로 확인할 필요가 있다. 또한 근로자들이 고용시장으로 회귀하기 위한 필요조건으로 실질임금 상승이 요구된다. 현재 높아진 인플레이션으로 실질소득이 낮아진 국면인 만큼 고용시장과 수요의 강건성을 유지하는 등 경기의 후퇴를 방지하기 위한 수단으로의 실질임금 상승폭을 확인할 필요가 있다.

[챠트5] 실업률이 빠르게 하락하면서 정상수준으로 복귀하였으나, 경제활동참가율 부진은 여전.



[챠트6] 명목상 임금상승률이 높아지면서 고용시장의 강건성을 지지하고 있으나 실질임금은 하락추세 가속화.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## Key Chart

에너지물가를 활용하여 적정 헤드라인 물가를 추정한 결과 현 수준은 적정수준 대비 높은 상황.



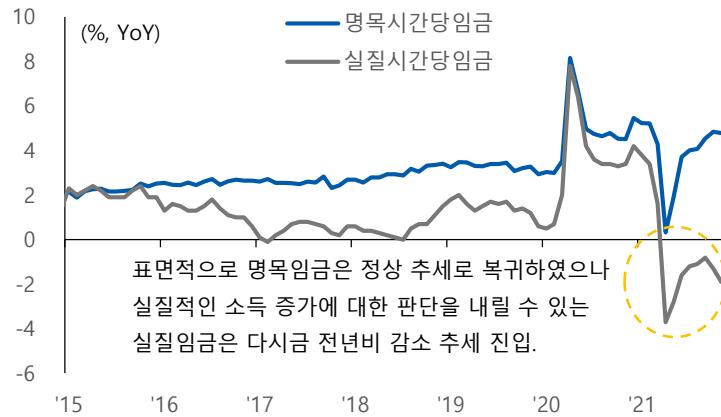
자료: 유안타증권 리서치센터

기준금리가 실제 상승 이전에 선행적으로 장단기금리차 하락. 향후 경기에 대한 신뢰 저하로 해석.



자료: 유안타증권 리서치센터

명목상 임금상승률이 높아지면서 고용시장의 강건성을 지지하고 있으나 실질임금은 하락추세 가속화.



자료: 유안타증권 리서치센터