

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

2023. 8. 29 (화)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

'23년 잭슨홀: 파월 의장 연설의 시사점

### 오늘의 차트

미국 건설지출 확대의 배경: 제조업과 공공부문이 견인

### 칼럼의 재해석

새로운 글로벌 질서 개편을 꿈꾸는 BRICS

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## Strategy Idea



## ▲ 경제분석

Economist 이승훈  
02. 6454-4891  
seunghoon.lee@meritz.co.kr

## ‘23년 잭슨홀: 파월 의장 연설의 시사점

- ✓ 파월 의장 연설은 예상된 수준이나, 인플레이-노동시장 관계 강화 언급은 채권시장 경계감 높임
- ✓ 인용된 논문은 구인/실업자>1 넘어서며 총공급 곡선 가팔라지고 인플레이 압력 커졌다고 주장
- ✓ 현재 구인/실업자 1.6배이기에 경계는 가능하나, 중요한 것은 임금상승률 추세적 둔화 가능성
- ✓ 7월 마지막 인상이었을 것이라는 미국 통화정책 견해 유지

## 이번 잭슨홀 심포지엄이 주목 받았던 이유

왜 잭슨홀을 주목하는가:  
굵직한 충격들이 있었기 때문

8월 24일부터 3일간 미국 와이오밍주 잭슨홀에서는 캔자스시티 연은이 주최하는 연례 경제 학술대회(Economic Symposium)가 개최되었다. “잭슨홀 회의” 혹은 “잭슨홀 컨퍼런스”라 불리우는 이번 이벤트가 세간의 주목을 받았던 것은, 지난 수 차례의 연준 의장 기조연설에서 시장을 놀라게 할 만한 정책의 발표나 발언이 있었기 때문이다. 2020년에는 연준의 장기목표 및 통화정책 전략 변경과 함께 비대칭적 평균물가 목표제 도입을 공식화했고, 2022년에는 폴 볼커 前 의장을 연상시키는 강한 어조로 물가상승세를 억제하겠다는 의지를 명확히 했다<sup>1</sup>.

이번은 파월 의장 매파적 발언 및  
중립금리 언급 여부가 관심

이번의 경우, 잭슨홀 심포지엄을 앞두고 발표된 7월 FOMC 의사록에서 대다수 참여자가 인플레이션의 상방 위험을 경계하며 추가 금리인상이 요구될 수도 있다는 입장을 표명한 바 있어, 파월 의장이 또 한 번의 매파적인 메시지를 시장에 던질 수 있다는 우려가 있었다. 또한, 이번 심포지엄 주제가 “글로벌 경제의 구조적 변화(Structural Shifts in the Global Economy)”였던 만큼 통화정책 기조 및 중립금리에 대한 논의가 있을 지, 특히 중립금리 상향 조정에 대한 언급이 있을 지에 대한 금융시장 참여자들의 관심이 집중되었다.

오늘 전략공감2.0은 인플레이션의 진전과 전망(Inflation: Progress and the Path Ahead)을 주제로 한 파월 의장 기조연설 함의를 기술하고, 중립금리 논쟁 및 9월 FOMC에서 무엇이 중요할 지를 짚어 보도록 하겠다.

<sup>1</sup> 이승훈, 주간 경제맥, “연준 장기목표와 전략 변경(AIT 도입)의 시사점” (2020년 8월 31일), “파월 의장 잭슨홀 연설의 시사점 (링크: 2022년 8월 29일) 참고

## 파월 의장 기조연설 내용의 시사점

인플레 진전과 전망에 대한 의장 연설은 대체로 무난하다는 평가

파월 의장의 기조연설은 시장의 기대를 크게 벗어나지 않으며, 그간의 통화정책 회의를 통해 피력했던 의견을 유지하였다(필요시 추가 인상할 수 있음). 시장에서 우려했던 통화정책의 구조적인 변화나 중립 금리 상향에 대한 언급은 부재했으며, 2% 물가목표 달성에 대한 명확한 의지도 확인할 수 있었다. 대체로 무난한 발언으로 평가되면서 미국 주식시장 3대 지수(S&P 500, Dow Jones, NASDAQ)가 공히 상승했고, 달러화 지수도 당일 0.1% 오르는데 그쳤다. 유독 미 국채 2년물 수익률만 5.5bp 상승하며 추가 통화긴축에 대한 "경계"를 이어 갔다.

최근 흐름은 고무적이나 앞으로 갈 길이 멀다는 점을 언급

파월 의장은 Core PCE가 2022년 2월 5.4%에서 2023년 7월 4.3%로 내려 왔고, 최근 두 달간의 데이터가 연준의 목표치(2%)에 수렴할 수 있다는 확신의 시발점 역할을 한다는 점에서 고무적이라 평가하였다. 그러나 전년대비 상승률이 여전히 높은 수준이며 기초적 물가압력이 수 분기 내 어떤 지점에 와 있을 지 불확실하다는 점에서 앞으로 갈 길이 멀다는 점을 언급하였다.

세부 내용 진단도 FOMC 회견과 대동소이

세부적으로는 1) 핵심 재화 물가 압력이 내구재를 중심으로 빠르게 완화되었고 그 기저에 고금리로 대변되는 통화긴축이 자리하고 있음을 역설했다. 2) 금리상승에 민감한 주택시장은 건설 활동의 위축이 수반되고 임대료 실거래가가 하락했으며, 측정되는 주거비 물가는 임대계약의 갱신 주기를 고려하여 시차를 두고 내려오고 있다고 평가했다(그림 3).

서비스물가와 노동시장 관계 언급

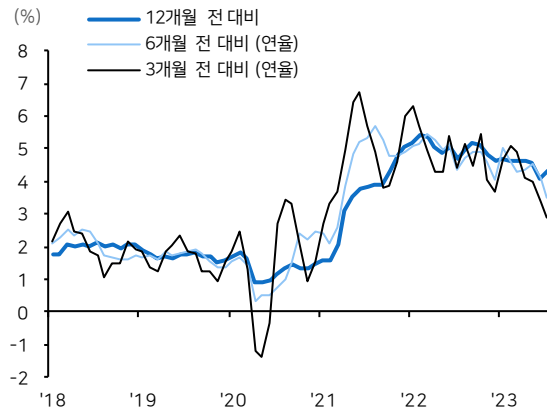
마지막으로, 3) PCE물가의 절반 이상을 차지하는 주거비를 제외한 핵심 서비스 물가는 전년대비 상승세가 높아진 이후 최근까지 횡보하고 있으나 3개월, 6개월 전 대비 변화율이 둔화되고 있다고 진단하였다(그림 2). 이 항목은 금리에 덜 민감할 뿐 아니라 서비스의 생산이 노동집약적인 경우가 많아, 타이트한 노동시장 여건에 민감하다고 보았다. 향후 긴축적인 통화정책 여건이 수급 균형을 도모하고, 인플레 압력을 낮출 것으로 기대하였다. 이상은 그간 FOMC 기자회견을 통해 전달해 온 인플레 진단과 크게 다르지 않았다.

노동시장에 대해서는, 수요가 약화된 가운데, 25~54세(Prime age) 연령의 취업과 이민자 유입에 따른 공급의 확충으로 균형에 수렴하고 있으며 이는 다양한 데이터에서 임금상승률 둔화로 투영되고 있다고 진단했다(그림 4).

채권시장이 민감해 했던 이유는 인플레의 노동시장 연동 강화 언급 때문이었다 생각

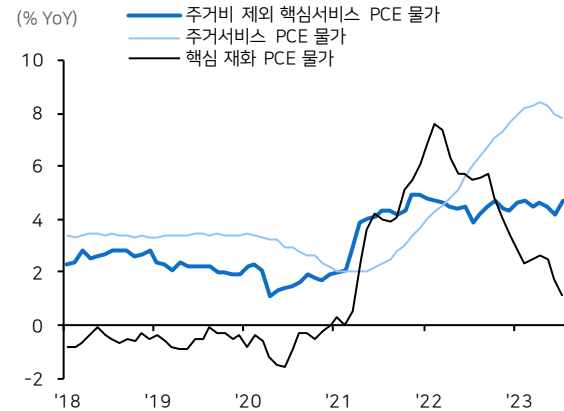
정책 불확실성에 대한 언급도 있었다. 작년 심포지움 이후 1년간 연방기금금리는 300bp가 인상되었고 QT도 이어지고 있어 향후 경기/물가에 하방을 가중시킬 위험이 있다고 했다. 이러한 전통적인 불확실성에 더해, 기존 경로로부터 공급과 수요가 이탈한 점이 통화정책 효과 가능을 더욱 어렵게 하고 있다고 강조했다. 특히, 과거에 비해 인플레이션이 타이트한 노동시장 여건에 더욱 연동되고 있다는 증거를 제시했다. 이러한 복합적 불확실성 때문에 데이터 의존적인 의사결정을 해야 한다고 했지만, 채권시장에서는 추가 긴축에 대한 경계를 늦추지 않았다. 이 내용은 뒤에 자세히 다룬다.

그림1 미국 Core PCE 인플레이션율: 3, 6, 12개월 전 대비



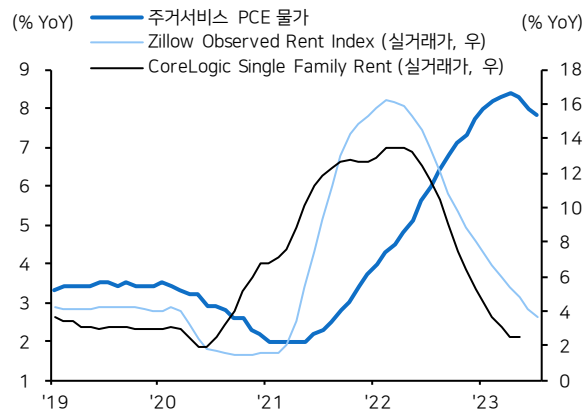
자료: US BEA, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 핵심 재화, 주거비, 주거비 제외 핵심서비스 PCE



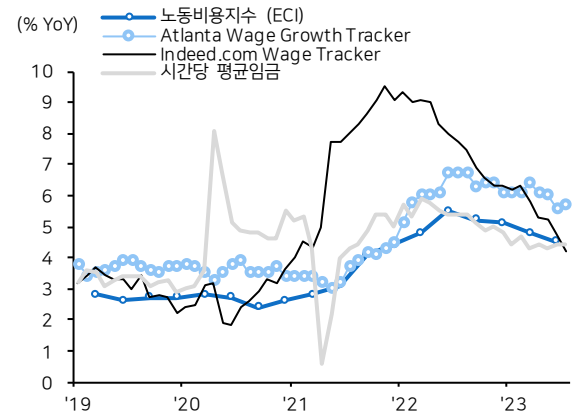
자료: US BEA, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 주거서비스 PCE물가와 임대료 실거래가



자료: US BEA, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 임금상승률 추이



자료: US BLS, Atlanta Fed, Indeed.com, 메리츠증권 리서치센터

### 해석: Super-core 물가와 임금과의 관계는 어제 오늘의 일이 아니다

원래부터 서비스 물가와 임금은  
밀접한 관계였음

주거비 제외 핵심서비스는 의료, 외식, 운송, 숙박 등 우리가 일상생활에서 이용하는 대부분의 서비스를 망라한다. 금리 상승에 덜 민감할 뿐 아니라 노동집약적인 생산의 형태를 띠기에 다른 인플레이션 부문과 달리 임금 상승률에 연동되는 경향이 있다. 이는 코로나19 이전에도 CPI 데이터를 통해 일관적으로 나타났던 바이기도 하다 (그림 5).

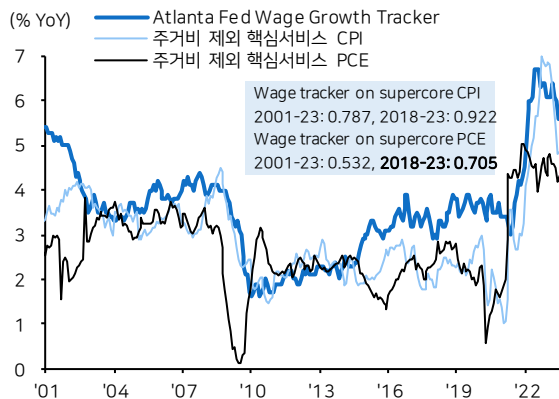
Atlanta Fed가 집계하는 Wage growth tracker는 2001년 이후 현재까지 주거비 제외 핵심 서비스(Super-core) CPI와 0.787의 높은 상관관계를 보여 왔고, 최근 5년간은 상관관계수가 무려 0.922로 높아졌다. 연준이 중시하는 Super-core PCE는 같은 잣대의 CPI보다 상관관계수는 낮다. 그러나 최근 5년 동안 상관관계수는 0.705로 유의미한 영역에 들어 왔다. 이제는 임금의 영향을 PCE에서도 무시할 수 없다는 것이다.

최근 임금상승률 둔화는 공급  
확충에 따른 불균형 완화에 기인

통상 노동시장은 초과공급 상태에 있기에, 사업이 번창하고 인력수요가 늘어나게 되면 취업자수가 늘어난다. 이 때는 노동수요 개선에 의한 취업자수 증가이므로 보통은 이 때 임금상승률이 가속화된다. 반면 코로나19 이후에는 취업자수의 급증이 오히려 임금상승률의 둔화를 동반하는 현상을 보여 왔다. 현재 노동시장이 초과수요 상태이기에 취업자수 증가가 노동 공급 확충의 의미를 띠기 때문이다.

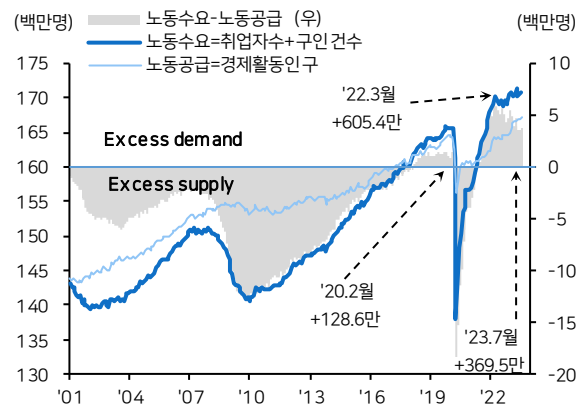
실제 코로나19는 55세 이상 연령의 빠른 은퇴와 이민자 유입 제한, 그리고 질병/사망을 통해 경제활동인구 공백을 최대 350만 명까지 늘렸고, 그 이후 25~54세 연령층의 경제활동 참여 확대 등으로 노동 초과수요분이 줄어들게 된다. 노동 초과수요가 가장 극심했던 2022년 3월(605.4만 명 초과 수요로 추산) 전후 시점의 임금상승률이 정점을 기록한 후 내려오기 시작한다. 이상이 Super-Core CPI와 PCE 물가 압력이 현재까지 완만히 둔화되는 결과를 낳았다.

그림5 Wage Tracker와 Super-core CPI/PCE 상승률



자료: Atlanta Fed, US BEA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 노동수요와 노동공급



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

### 인플레이션과 노동시장 연동 강화의 증거: Return of non-linear Philips Curve

현재까지의 진전은 고무적이나,  
연준 입장에서는 상방 위험 경계

이상은 지금까지 인플레이션 압력 둔화, 즉 디스인플레이션의 진전 사항을 설명한 것이다. 파월 의장이 과거에 비해 인플레이션이 타이트한 노동시장 여건에 더욱 연동되고 있다는 증거로 제시한 논문을 본다면 연준 스스로 인플레이션의 상방 위험을 상당히 경계하고 있다는 해석도 가능할 수 있다. 이는 2023년 4월 NBER에서 발표된 "2020년대 인플레이션 급등과 비선형적인 필립스 곡선의 귀환<sup>2</sup>"이라는 논문이다. 내용을 소개하고자 한다.

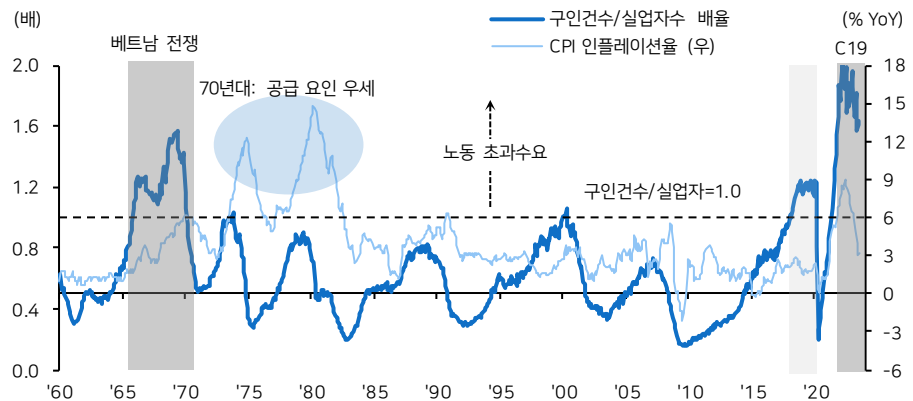
특히 최근 노동시장과 인플레이션  
관계 강화라는 학술적 증거 제시

논문은 지난 100년사에서 노동공급 부족으로 인플레이션이 야기된 1~2차 세계대전과 한국전쟁의 경우를 제외한 1960년대 이후의 사례를 점검한다. 구인건수 추계가 1951년부터 가능하므로, 이를 이용하여 1960년대 이후 구인건수/실업자 비율과 소비자물가 인플레이션과의 관계를 규명한다. 구인건수/실업자 비율이 1인 경우가 노동수요와 노동공급이 일치하는 균형( $\theta^*$ )이라 한다.

인용된 논문은 구인/실업자 비율  
1.0 넘어서며 노동 초과수요가  
인플레 압력 가중시켰다고 주장

1970년대는 동 비율이 1 미만으로 노동 초과수요 환경은 아니었으며, 유가 등 상품가격 급등으로 유발된 공급발 인플레이션이었다. 현재와 유사한 사례는 장기호황 및 베트남 전쟁의 여파로 노동 초과수요가 나타났던 1960년대 후반이라 설명한다. 당시 실업률과 물가상승률의 역상관관계를 보여 주는 필립스 곡선도 원점에 대해 볼록한 고전적인 형태를 띠었다<sup>3</sup>. 논문은 당시와 마찬가지로 코로나19 이후 구인건수/실업자 비율이 1을 넘어서면서 노동 초과수요 영향이 인플레 압력을 가중시켰다고 주장하고 있다.

그림7 미국 구인건수/실업자수 비율과 CPI 인플레이션을



주: 2000년 12월 이전 구인건수 추정치는 Blanchard et al (July 2022), "Bad News for the Fed from the Beveridge Space", PIIIE Policy Brief에서 인용  
자료: PIIIE, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

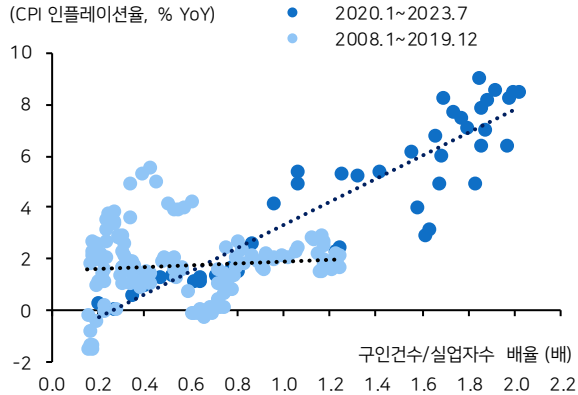
<sup>2</sup> Pierpaolo Benigno and Gauti B. Eggertsson, "It's Baaack: The Surge in Inflation in the 2020s and the Return of the Non-Linear Phillips Curve", NBER Working Paper No. 31197, April 2023

<sup>3</sup> 이승훈, 전략공감2.0, "역사 이야기: 미국 Great Inflation 태동기의 시사점" (링크: 2021년 10월 19일)

### 구인/실업자 배율 1.0을 기점으로 양 변수 관계 분절화로 귀결

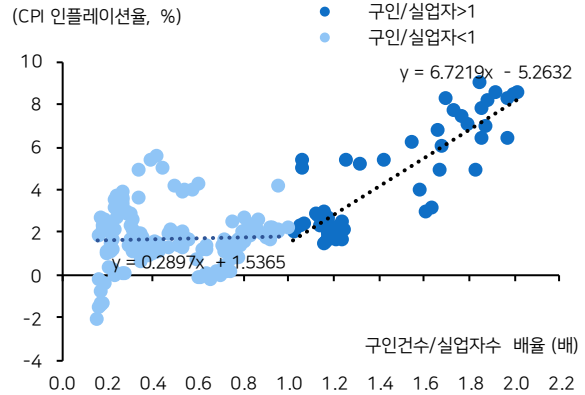
논문에서는 구인건수/실업자 배율이 1을 넘어선 이후, 동 배율이 1 미만이었던 구간과 분절 현상이 관찰된다고 주장한다. 논문의 내용을 따라 실제 데이터를 통해 도해해 본 결과가 그림 9이며, 선형이라 가정하더라도 기울기는 1 미만일 때의 0.29에서 1 초과일 때 6.72로 현격히 변화한다. 그리고 시기별로 구간을 나누어 보면, 코로나19 이후 기울기가 유독 가팔라 졌음을 알 수 있다(그림 8).

그림8 구인건수/실업자와 인플레이션 (08년 이후 구간 분해)



자료: Benigno & Eggertsson, NBER Working Paper 31197, Figure 4 재구성

그림9 구인건수/실업자와 인플레이션 (구인/실업 1.0 기준)



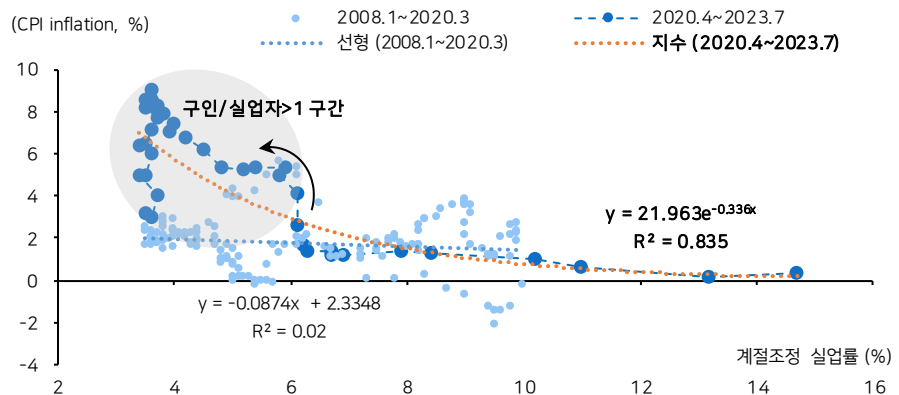
주: 2008년 1월~2023년 7월

자료: Benigno & Eggertsson, NBER Working Paper 31197, Figure 4

### 비선형적인 필립스 곡선과 왜곡된 총공급 곡선 형태 유발

그리고 이러한 모습이 기존의 평탄화된 필립스곡선의 형태와 달리 비선형적인 곡선의 형태를 만들어 냈다고 주장하고 있다. 아래 그림 10은 논문의 내용을 보다 알기 쉽게 재해석한 것인데, 구인건수/실업자 배율이 1에 근접하고 넘어서기 시작하면서 필립스곡선의 형태가 비선형적으로 변했고, 그 궤적도 위쪽 방향으로 더욱 옮겨갔음(화살표 방향)을 보여 준다. 분절화의 또 다른 증거인 것이다.

그림10 코로나19 전후 미국 필립스 곡선의 변화



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

필립스곡선의 분절화 및 형태 변화는 총공급 곡선의 왜곡도 가져 왔다. 우하향 하는 필립스곡선과, 실업률-GDP(산출량) 사이 역상관성 경험칙을 나타내는 오킨의 법칙(Okun's law)을 준용<sup>4</sup>하면, 논문은 아래 그림처럼 구인건수/실업자 배율이 균형( $=1.0, \theta^*$ )인 수준을 상회했을 때 급격히 가팔라지는 총공급 곡선의 형태가 나온다고 적고 있다.

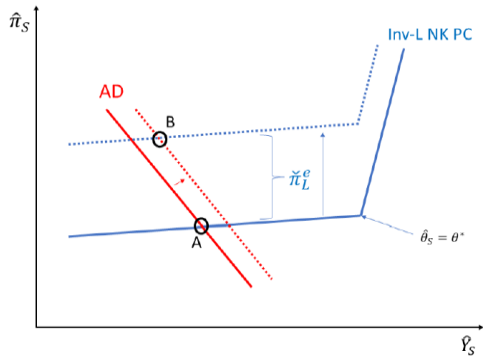
현재는 총수요가 급팽창하며  
가파른 총공급 곡선과 만나는  
구간에 진입한 것: 인플레이 상승

시사점은 이것이다. 1970년대 인플레이션은 노동시장 요인이 아닌 공급충격이기에 총공급곡선의 좌측 이동으로 설명된다. 반면, 현재는 노동 초과수요가 필립스 곡선과 총공급곡선의 분절화를 야기했고, 총수요의 급팽창(재정 등)하며 가파른 총공급 곡선과 만나는 구간으로 들어 오면서(그림 12. 총수요곡선이 AD1에서 AD2로 이동) 과거와 다른 인플레이션율의 급등을 유발했다는 것이다.

정책당국 관점에서는 구인/실업자  
배율이 1을 넘고 있으면 인플레이  
상방 위험이 계속 고려될 수 있음;  
채권시장은 바로 이 점을 경계

노동시장이 구인건수/실업자 배율이 1을 초과하는 구간에 계속 머물러 있다면 그 스스로 임금상승률 및 인플레이션 상방 요인이 되기에, 연준 입장에서는 그 구간에서 벗어나도록 하기 위해 총수요를 더욱 꺼뜨릴 유인이 커질 수 있다는 것(총수요 곡선을 AD2에서 AD3 방향으로 이동시키려 할 것)이다. 동 배율은 작년 3월 2.01에서 2023년 7월(추정) 1.63까지 내려 왔으나 1.0은 크게 상회하고 있다. 이러한 점을 고려한다면, 파월 의장 연설을 소화하며 채권시장이 일말의 추가 긴축에 대한 경계감을 드러낸 것은 오히려 자연스럽다고 볼 수도 있겠다.

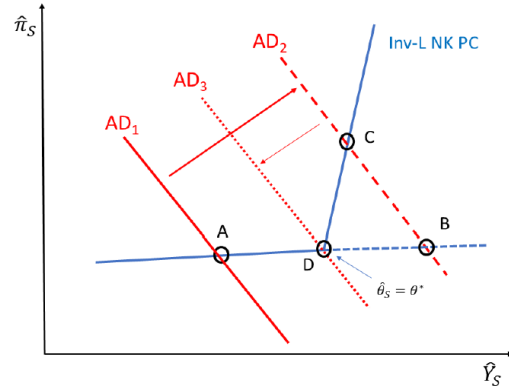
그림11 70년대 인플레이션: 총공급곡선의 좌상 이동



주: 가로축은 산출량, 세로축은 물가

자료: Benigno and Eggertsson, NBER Working Paper 31197, Figure 9

그림12 최근: 총수요 확대 + 가파른 총공급 곡선구간과 만남



주: 가로축은 산출량, 세로축은 물가

자료: Benigno and Eggertsson, NBER Working Paper 31197, Figure 10

<sup>4</sup> 이론적인 내용이므로 본문에서의 기술은 생략. 정운찬, "거시경제론", 제5판, p170~171을 참고했음  
필립스 곡선의 산식은  $\pi - \pi^e = h(u - u_n)$ , ( $h < 0$ ), 오킨의 법칙은  $(y^* - y)/y^* = a(u - u_n)$ , ( $a > 0$ )  
 $\varphi = h/a$ 로 치환하면,  $\pi - \pi^e = \varphi(y - y^*)$ , ( $\varphi' > 0$ )인 우상향하는 총공급 곡선 도출  
 $\pi$ 는 물가상승률,  $\pi^e$ 는 기대인플레이션,  $u$ 는 실업률,  $u_n$ 은 자연실업률,  $y$ 는 산출량,  $y^*$ 는 잠재 산출량

### 우리의 견해

생각건대, 노동의 수요와 공급은 임금이라는 가격에 투영

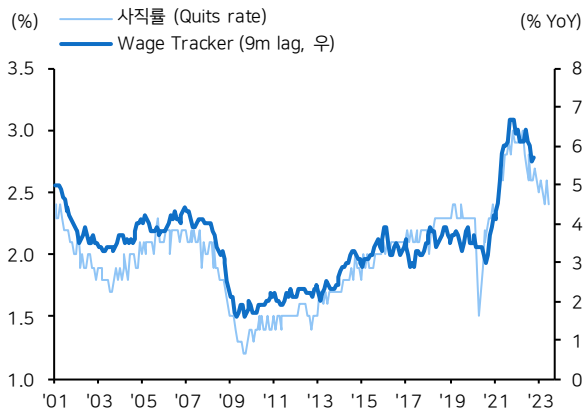
우리는 여전히 추세적 임금상승률 둔화 가능성을 높게 봄

7월 인상이 마지막이었을 것이라는 기존 견해 유지

다른 한편에서 생각해 보면, 노동의 수요와 공급은 임금이라는 노동시장의 균형가격을 통해 결정된다. 결국 임금상승률이 추세적으로 둔화되는 흐름이라면 여기에 연동되어 디스인플레이션의 마지막 퍼즐인 주거비 제외 핵심서비스 물가도 하향 안정화될 것이다. 우리는 1) 작년 4월 이후 사직률이 꾸준히 하락하고 있는 점, 그리고 2) 임시직/일용직 고용의 6개월 연속 감소가 향후 추가적인 민간부문 취업자수 증가분 축소로 연결될 가능성을 고려할 때, 임금상승률이 추세적으로 둔화될 것으로 예상하고 있다<sup>5</sup>.

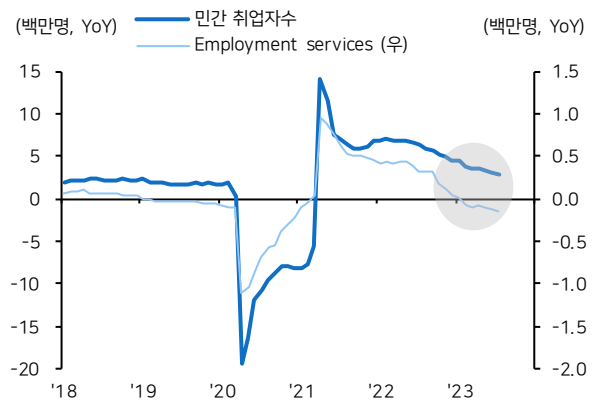
지금까지의 임금상승률 둔화가 노동공급 확충에 의해 주로 설명되었다면 2)의 요인 가세는 노동수요 약화를 의미한다. 노동시장이 균형으로 수렴하는 힘이 더욱 생긴 것으로 보고 있다. 따라서, 현재 선물시장이 11월까지의 금리인상 확률을 50% 이상으로 반영하고 있는 것과는 달리, 우리는 7월의 금리인상이 마지막이었을 것이라는 기존 견해를 유지한다. 앞으로의 인플레이션 데이터는 핵심물가의 추세적 디스인플레이션을 확인시켜 줄 가능성이 크다고 보기 때문이다.

그림13 미국 사직률과 Wage Tracker



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 민간 취업자수 및 고용서비스 취업자수 증가분



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

<sup>5</sup> 노동시장 개선세 약화 징후에 대해서는 경제맥, "미국 7월 고용: 회복세 약화 징후([링크](#): 8월 7일)"를 참고

## [補論] 중립금리, 그리고 9월 FOMC에서 무엇이 중요한가

### 중립금리에 대한 논점

학계와 업계 의견이 분분한 분야  
연준 생각변화 여부: 점도표 확인

통화정책 기조의 긴축 여하를 판단할 때 이용되는 실질중립금리( $r^*$ )는 경기에 중립적인 장기 균형 금리로, 추정 방식에 따라 상당한 차이가 있다. 현재 FOMC 참여자들이 예상하고 있는 장기균형 연방기금금리는 실질중립금리에 물가목표를 가산한 명목 값으로, 중위수는 2.5%이며 추정치는 대략 2.5~3.0% 수준에 분포되어 있다. 코로나19 이후 왜곡으로 공개가 중단되었던 Williams-Laubach 모델의 가장 최근값은 올해 1분기 기준 1.13%(실질 중립금리)이며, 물가목표를 가산할 경우 3.13%이다. 이는 여러 모델 중 하나이며, 코로나19 전후 연준 참여자들의 장기균형 금리 추계가 변하지 않은 것처럼 동 모형의 추정치도 거의 변화가 없었다.

학계와 금융업계에서도 중립금리에 대한 의견이 분분하다. 중립금리가 상향되어야 한다는 입장<sup>6</sup>은 1) 현재 경제성장세가 연준이 제시하는 1.8%를 상회하고 있다, 2) 재정적자 확대와 친환경 투자 증가가 저축수요를 유발하여 실질금리 상승으로 귀결된다, 3) IT R&D 등 생산자산 투자확대로 잠재성장률이 제고된다는 주장으로 요약된다. 반면, 잭슨홀 컨퍼런스에서 발표된 "Monetary Policy and Innovation" 논문<sup>7</sup>에 따르면, 일련의 통화긴축이 R&D지출과 벤처투자의 위축으로 귀결되면서 생산성 제고가 지연되어 잠재성장 경로를 제약할 수 있다고 주장한다.

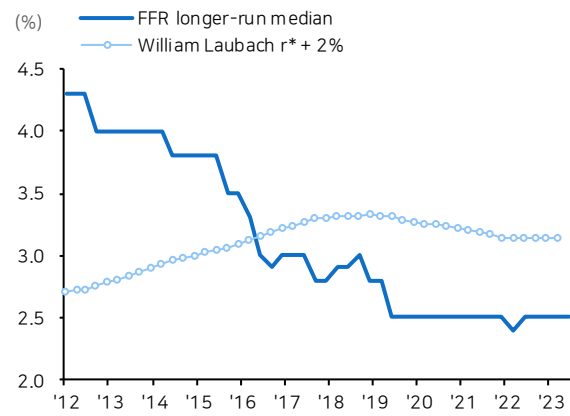
다시 말하면, 중립금리 조정은 잭슨홀 컨퍼런스에서 연준 의장 한마디로 결정될 수 있는 사안이 아니라는 것이다. 연준의 생각이 바뀌고 있다면 점도표 중위수 및 분포 변화를 통해 확인해야 할 것이다.

그림15 6월 FOMC 점도표 분포



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림16 중립금리 추정: FOMC (중위수) vs W-L 모델



자료: Federal Reserve, New York Fed, 메리츠증권 리서치센터

<sup>6</sup> "Why the Era of Historically Low Interest Rates Could Be Over", Wall Street Journal, August 20, 2023

<sup>7</sup> Yueran Ma and Kaspar Zimmerman, "Monetary Policy and Innovation", July 2023, Presented at Jackson Hole

## 9월 FOMC에서는 무엇이 중요한가

내년 물가상승률 전망 변화 없이  
금리인하에 더욱 소극적 행태  
보인다면 시중금리 상승 요인

매 분기말의 FOMC는 수정 경제전망의 발표를 수반한다. 따라서 9월 FOMC 의사 결정 내용 및 근거도 중요하지만, 앞으로의 통화정책 방향 및 궤적에 대한 연준의 생각이 더욱 관심을 끌 것이라 생각한다.

경제전망(GDP, 실업률)은 6월보다 개선되는 방향일 것이다. 올해 4분기 GDP 전망치는 1.0%에서 1.4~1.5%로 높아지고 실업률 전망은 낮아질 것이다. 물가 전망의 경우, 6월 Core PCE 물가상승률이 4.1%로 4분기 전망치 3.9%에 근접했으나, 7월에는 4.3%로 올라선다는 것이 연준의 추정치이기에 4Q 3.9%보다 낮은 전망치가 이번에 제시될 지 여부는 불확실하다. 우리는 7월 Core PCE의 상승세 확대가 주가지수 상승에 연동되는 포트폴리오 서비스 수수료 급등(7월 서비스 PPI 상승분의 40% 설명)이라는 일시적 요인에 상당 부분 기인한다고 본다. 따라서 4분기 Core PCE 상승률은 연준의 6월 전망치를 결국 밀돌 것으로 예상하고 있다.

적정 FFR의 경우 올해 한 차례 인상 여지를 남겨둘 것이다. **보다 중요한 것은 2024년 4분기까지 Core PCE 물가상승률이 2.6%를 향해 수렴할 경우 100bp 금리인하가 적절하다는 기존 입장이 바뀔 지 여부**이다. 내년 금리인하에 대한 연준과 선물시장 간 괴리가 최근 현격히 줄며, 선물시장도 내년 100bp 인하를 반영 중이다. 연준이 기존 물가전망을 유지하면서도 인플레이션의 상방 위험을 크게 본 나머지 내년 금리인하에 대한 가이드라인을 바꾼다면 미국 단기/장기금리의 추가 상승 위험이 될 수 있다. 현재 우리의 기본 시나리오는 아니다.

표1 Summary of Economic Projections (2023년 6월)

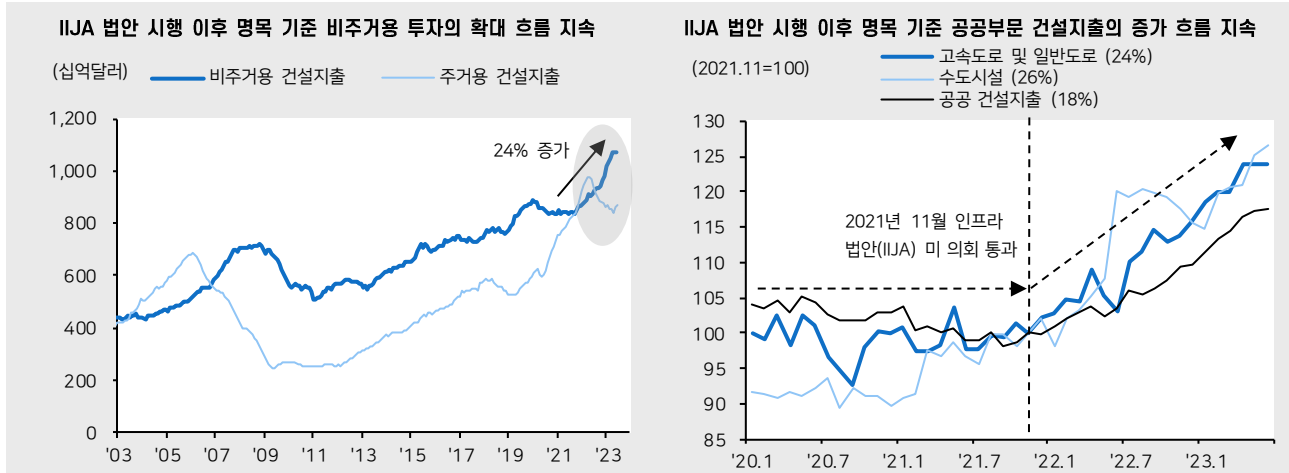
(4Q/4Q, %)	Median				Central tendency			
	2023	2024	2025	장기	2023	2024	2025	장기
GDP	1.0	1.1	1.8	1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0	1.7-2.0
3월 전망	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0
실업률 (4Q)	4.1	4.5	4.5	4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6	3.8-4.3
3월 전망	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3
PCE 물가	3.2	2.5	2.1	2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4	2.0
3월 전망	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0
Core PCE 물가	3.9	2.6	2.2		3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4	
3월 전망	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2	
FFR (4Q)	5.6	4.6	3.4	2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1	2.5-2.8
3월 전망	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6

자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

## 오늘의 차트

윤여삼 연구위원

## 미국 건설지출 확대의 배경: 제조업과 공공부문이 견인



자료: US Treasury, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

소비 외에 비주거용 투자가  
가세하며 미국 경기를 지지

최근 미국채 금리 상승을 설명하는 기저에는 양호한 경기가 자리하고 있다. 실제로 올해 1, 2분기 미국 실질 GDP 성장률은 2%대(전분기대비 연율)를 기록하며 예상을 상회했다. 24일 업데이트된 애틀랜타 연은의 GDPNow 예측 모델에 따르면 올해 3분기 미국의 실질 GDP 성장률은 5.9%에 달할 것으로 추정된다. 안정적으로 증가하고 있는 소비 외에 비주거용 투자가 가세하면서 미국 경기를 지지하고 있다.

IIJA 법안 시행 이후 제조업을  
중심으로 비주거용 건설지출 증가

건설지출은 고금리로 인한 비용 상승, 노동인력 부족 등 여러 제약 요인에도 불구하고 견고히 성장하고 있다. 비주거용 건설지출은 미 의회가 '인프라 투자 및 일자리법(IIJA, Infrastructure Investment and Jobs Act)'을 통과시킨 2021년 11월부터 2023년 6월까지 약 24% 증가했다. 비주거용 건설지출의 증가를 견인하는 것은 제조업으로 이는 공장과 물류창고, 상업시설 등 기업들의 건설 확대가 이루어졌음을 의미한다.

IIJA 법안 시행 이후 인프라 투자  
확대되며 공공부문 건설지출 증가

공공부문의 건설지출도 IIJA 법안 시행 이후 상당한 증가세를 보여왔다. 총 공공부문 건설지출은 2021년 11월대비 약 18% 증가한 가운데 수도시설에 대한 공공 건설지출은 26% 이상 증가했다. IIJA 법안에 의해 미 정부가 5년간 1,100억 달러 이상을 도로 및 교량 프로젝트에 지원함에 따라 고속도로 및 일반도로에 대한 공공 건설지출도 약 24% 증가했다.

건설지출 확대에 따른 경기개선세  
지속은 금리하락 압력 제한할수도

이와 같이 바이든 행정부의 강력한 정책 주도 하에 제조업 건설지출 증가, 특히 기업의 공장 건설 확대와 인프라 투자 확대는 미국내 투자를 진작시키며 미국 경제에 긍정적인 효과를 미치고 있다. 이에 따른 미국 경기개선세 지속 및 연착륙 가능성 증가는 금리의 하방 경직성을 지지하는 요인으로 작용할 수 있다.

## 칼럼의 재해석

최선헌 연구위원

## 새로운 글로벌 질서 개편을 꿈꾸는 BRICS (Financial Times)

제15차 BRICS 정상회의가 지난 22-24일 팬데믹 기간 이후 4년만에 남아프리카공화국 요하네스버그에서 대면으로 진행되었다. 이번 회의의 핵심 의제는 '회원국 확대를 통한 BRICS의 외연 확장'이었다. 현재 총 40개국 이상이 BRICS 가입에 관심을 표명했으며, 23개국이 공식적으로 가입을 신청한 것으로 알려졌다.

인도와 브라질의 외연 확장 반대에도 불구하고 BRICS 회원국은 '요하네스버그 II 선언문(Johannesburg II Declaration)'을 통해 아르헨티나, 이집트, 에티오피아, 이란, 사우디아라비아, 아랍에미리트(UAE) 이하 6개국의 BRICS 정회원 가입을 발표하였다. 또한 선진국 중심의 기존 글로벌 질서 개편 필요성을 강조하였다. 향후 BRICS의 글로벌 영향력이 확대되면서 에너지 무역 등 분야에서 BRICS 중심 개발도상국 블록이 형성될 것으로 예측된다. 이러한 BRICS 움직임에 기존 선진국들의 대응 전략 구상이 필요해 보인다.

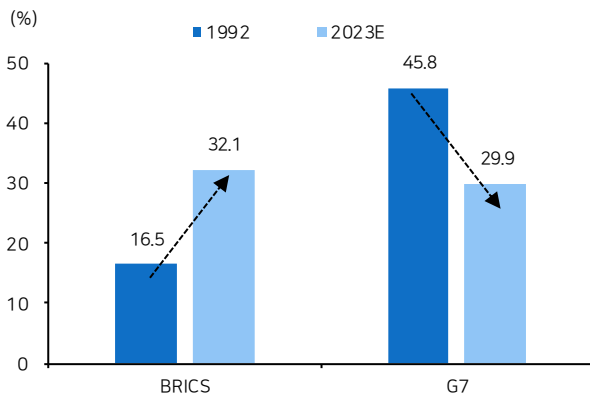
## 4년만에 개최된 제15차 BRICS 정상회의

2001년 경제학자 짐 오닐(Jim O'Neill)은 '더 나은 글로벌 경제 BRICs의 구축(Building Better Global Economic BRICs)'에서 최초로 'BRICs'라는 용어를 사용했다. 그는 BRICs 4개국이 지속적인 경제 성장 속도를 유지한다면 2050년 해당 국가들을 중심으로 글로벌 경제 질서가 재편성될 것이라 예측했다. 이후 최초의 BRICs 정상회의가 2009년 러시아에서 개최되었으며, 다음해인 2010년에 남아프리카 공화국이 중국의 초청을 받아 공식적으로 동맹에 가입하면서 지금의 'BRICS(Brazil · Russia · India · China · South Africa)'가 완성되었다.

2020년, BRICS 회원국의 PPP 기준 GDP의 글로벌 비중은 G7을 앞질렀음

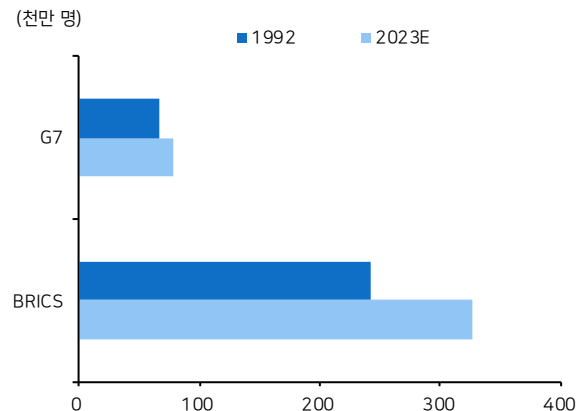
2020년 BRICS 회원국의 구매력평가(PPP) 기준 GDP가 전세계에서 차지하는 비중은 31%로 G7(30.9%)을 앞질렀다. IMF는 올해 이들 국가의 PPP 기준 GDP가 전세계의 32.1%를 차지할 것으로 전망했다(그림1).

그림1 BRICS와 G7 회원국의 PPP 기준 GDP의 전세계 비중



자료: IMF WEO, 메리츠증권 리서치센터

그림2 BRICS와 G7 회원국의 인구 수



자료: IMF WEO, 메리츠증권 리서치센터

## 외연 확장에 엇갈리는 입장차 보였던 BRICS 회원국

이번 BRICS 정상회의의 핵심 의제는 '회원국 확대를 통한 BRICS의 외연 확장'

제15차 BRICS 국가 간 정상회의가 팬데믹 이후 4년 만에 대면으로 개최되었다. 이번 정상회의는 'BRICS와 아프리카: 동반 성장 · 지속 가능한 발전 · 포용적 다자주의를 위한 파트너십'을 주제로 22일-24일(현지시각) 남아프리카공화국 요하네스버그에서 진행되었다.

이번 핵심 의제는 단연 '회원국 확대를 통한 BRICS의 외연 확장'이었다. 현재 40개국 이상이 BRICS 가입에 관심을 표명했고, 총 23개국이 공식적으로 가입을 신청했다.

외연 확장에 대해 BRICS 회원국은 상이한 견해를 보여왔음

BRICS의 외연 확장에 지속적으로 긍정적인 입장을 표명해 온 국가로는 중국과 러시아가 있다. 중국은 자국 중심의 글로벌 경제 질서 확립 계획의 일환으로 BRICS 동맹 규모 확대를 통한 글로벌 영향력 확대를 추진해왔다. 러시아는 우크라이나 전쟁의 정당성 확보로 국가 고립을 벗어나기 위한 움직임으로 판단된다.

반면 인도와 브라질은 앞선 두 국가와는 대비되는 다소 소극적인 입장이다. 이들은 BRICS의 '반(反)서방 동맹으로의 확대'를 경계하는 모습을 보였다. 브라질 룰라 대통령은 본인의 SNS를 통해 "BRICS는 G7이나 G20의 대항마가 아니다"라고 공개적으로 밝혔다. 인도는 중국과 국경 분쟁 문제로 BRICS 가입 희망 의사를 밝힌 국가 대부분이 중국으로부터 투자를 받았다는 점에서 해당 국가들의 동맹 합류를 반대했다. 또한 인도는 현재 안보 협의체 쿼드(Quad)의 가입국으로서 미국, 일본, 호주와의 이해 관계도 무시할 수 없는 부분이다.

표1 BRICS 회원국 공식 가입 신청 23개국

대륙	국가
아시아	인도네시아, 태국, 베트남, 카자흐스탄, 방글라데시, 바레인, 쿠웨이트, 팔레스타인
유럽	벨라루스
중동	이란, 사우디아라비아, 아랍에미리트
아프리카	알제리, 이집트, 에티오피아, 나이지리아, 모로코, 세네갈
중남미	아르헨티나, 볼리비아, 쿠바, 베네수엘라, 온두라스

주: 볼드체로 표시한 국가는 2024년부터 BRICS 정식 가입 예정

자료: 남아프리카 공화국 외교부, 메리츠증권 리서치센터

## BRICS의 본격적인 외연 확장을 알린 이번 정상 회의

정상회의 선언문과 함께 공개된 새로운 6개 국가의 BRICS 가입

24일 BRICS 정상회의의 폐막과 함께 '요하네스버그 II 선언문(Johannesburg II Declaration)'이 채택되었다. 그리고 해당 선언문을 통해 아르헨티나, 이집트, 에티오피아, 이란, 사우디아라비아, 아랍에미리트(UAE) 이하 6개 국가의 BRICS 정회원 가입이 발표되었다. 이는 2010년 남아프리카 공화국 가입 이후 13년만의 BRICS 외연 확장이다.

이로써 BRICS의 회원국은 총 11개국으로 늘어나게 되며, 이들 회원국은 2024년 BRICS 회의부터 정식 회원국으로서 활동하게 된다.

기존 선진국 주도의 국제 기구 및 국제 포럼에서 개발도상국의 리더십 직책 확대 요구

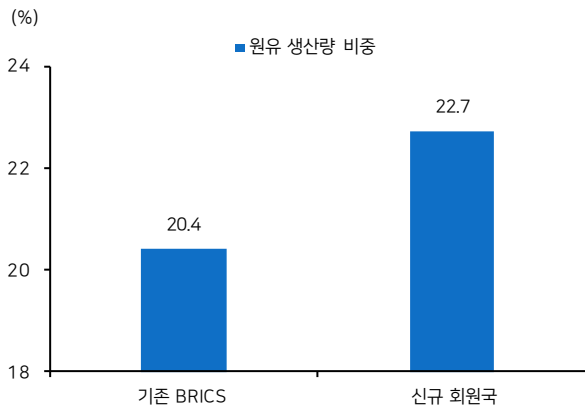
이번 정상회의 선언문을 통해 BRICS 회원국은 기존의 국제 기구와 국제 포럼이 개발도상국가에 더 많은 권한을 부여하는 방향으로 개혁되어야 한다고 강조했다. 또한 선언문에는 미국, 일본 및 기타 서방 국가가 주도하는 UN, 세계은행, IMF의 개편을 주장하는 내용이 포함되었다.

IMF에 따르면, 신규 회원국 포함 BRICS 11개 회원국의 2028년 PPP 기준 GDP가 전세계에서 차지하는 비중은 38.6%로, 기존 회원국 비중(33.6%)대비 증가는 물론 G7(27.8%)과의 격차 또한 더욱 확대될 전망이다(그림2).

이번 외연 확장으로 에너지 무역에서 BRICS 결정권 확대와 탈 달러 움직임 전망돼

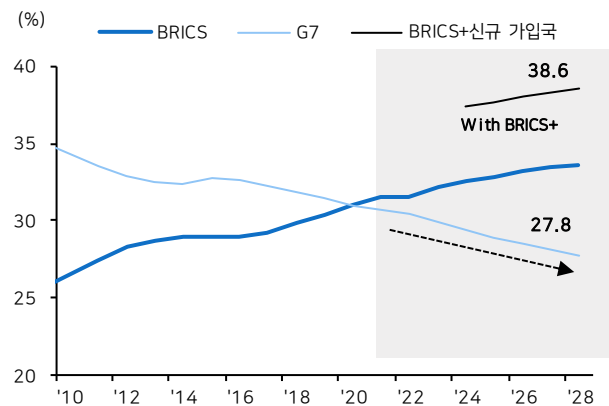
또한 2022년 기준 BRICS 기존 회원국과 신규 회원국의 글로벌 원유 생산 비중은 각각 20.4%, 22.7%이다(그림1). 이번 외연 확장을 통해 BRICS 동맹 내 산유대국이 대거 포함되면서 에너지 무역에서의 BRICS 동맹국 결정권 확대와 함께 탈 달러 움직임까지 전망되고 있다.

그림3 신규 가입국과 기존 BRICS 회원국 원유 생산 비중(2022)



자료: Energy Institute, 메리츠증권 리서치센터

그림4 신규 회원국 포함 BRICS의 PPP 기준 GDP 비중 전망

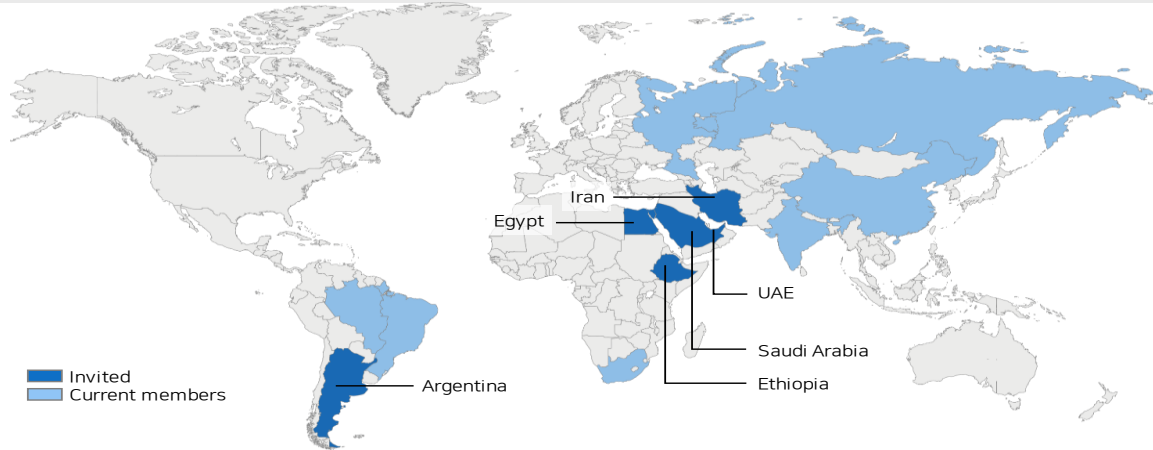


자료: IMF WEO, 메리츠증권 리서치센터

BRICS의 글로벌 영향력 확대 전망되면서, 이에 대한 기존 선진국 대응 전략 구상 필요성 대두

이번 BRICS 회원국 확장으로 기존 선진국 중심 글로벌 질서에 대항하는 개발도상국들 간 블록이 형성될 것이라는 관측이 제기된다. 향후 더 많은 국가들이 본격적으로 BRICS에 참여한다면, 이는 BRICS의 글로벌 영향력 확대로 이어질 것이다. 때문에 BRICS의 영향력 확대에 대한 미국 중심의 기존 선진국들은 대응 전략 구상이 필요할 것으로 보인다.

그림5 2024년부터 BRICS의 정식 회원국에 포함된 6개국과 기존 회원국



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: *China hopes expanded Brics will turn world upside down (Financial Times)*