

미국의 출구전략 시행조건 점검 및 전망

고희채 국제경제실 북미·대양주팀 전문연구원 (hcko@kiep.go.kr, Tel: 3460-1086)



차 례 ●●●

1. 배경
2. 고용시장 현황 및 분석
3. 향후 전망

주요 내용 ●●●

- ▶ 양적완화정책 조기종료에서 가장 필요한 전제조건(실업률 6.5%, 인플레이션 2.5%)은 고용지표가 충분히 개선되고 인플레이션이 상승해야 하는 경제상황을 가정
 - 2013년 초반 7.9%였던 실업률은 5월에 7.6%를 기록하는 등 전반적인 하락세를 나타내며, 같은 해 5월 비농업부문취업자수는 전월 14.9만 명에서 17.5만 명으로 확대되는 등 고용 호조세를 시현
 - 2013년 1월부터 4월까지 소비자물가는 연방준비제도(이하 연준)가 양적완화정책 및 금리인상의 목표치로 제시하는 수준인 2.5%보다 하회하는 1.5%(전년동기) 수준이며, 근원소비자물가도 0.5%를 기록하는 등 하향 안정세
- ▶ 글로벌 금융위기 이후 베버리지 곡선과 필립스 곡선의 안정적인 우하향 관계가 붕괴된 것으로 분석
 - 2009년 7월 이후 시작된 구인율의 상승에도 불구하고 실업률이 높은 수준에 머무름에 따라, 베버리지 곡선과는 달리 두 변수 간의 안정적인 관계가 붕괴된 것으로 나타남.
 - 현재의 실업률 하락 추세가 이어진다는 가정 하에, 연준이 제시하는 6.5% 실업률에 복귀하는 시간을 계산해보면, 앞으로도 최소 18개월 이상인 2014년 말까지 소요될 것으로 추정
 - 글로벌 금융위기 전에는 실업률과 소비자물가의 상관관계가 음(-)을 유지하던 필립스 곡선이 금융위기 이후에는 완만한 양(+)의 관계로 반전하였으며, 상관관계분석 결과 2001~08년 4월에는 -0.33으로 비교적 안정적인 음(-)의 상관관계에서 2010~13년 4월에는 0.05로 양(+)의 상관관계로 반전
- ▶ 주택 및 고용지표 등 실물경제 지표의 개선으로 양적완화정책 축소 움직임이 제기되고는 있으나, 출구전략의 기준인 실업률과 인플레이션을 고려할 때 현 시점에서는 시기상조인 것으로 분석
 - 연준의 출구전략은 양적완화 정책 축소, 양적완화정책 종료, 기준금리 인상 등 3단계로 시차를 두고 진행될 것으로 전망되며, 버냉키 의장이 언급한대로 하반기부터 심도 있는 논의가 이루어질 수 있을 것으로 판단

1. 배경

- 최근 미국 고용지표를 비롯한 일부 실물경제지표들의 개선으로 인해 미국경제에 대한 낙관적인 기대감이 형성됨에 따라 버냉키 연준 의장은 점진적이지만 확고한 출구전략을 제시
 - 버냉키 연준 의장은 지난 5월 22일 상원 청문회에서 경제지표 개선 여부에 따라 채권 매입 속도를 조절할 수 있음을 언급한 데 이어서 FOMC 6월 회의(18~19일)에서는 경기부양을 위해 지속하였던 양적완화 정책의 축소 및 종료 시점을 제시
 - 다만 미국 경제가 연준의 예상에 부합하는 수준으로 회복된다는 전제하에 올해 하반기에는 양적완화 정책을 축소하고 이후 2014년 중반에는 중단할 수 있음을 시사
 - 올해 예정된 FOMC 회의가 네차례(7월, 9월, 10월, 12월) 예정되어 있는바, 미국의 출구전략 시기와 방식에 대한 관심이 촉발되고 있는 상황

표 1. 2013년 FOMC 정기회의 일정 및 내용

일시	정책금리	할인율	주요 의결사항 및 내용
1월 29~30일	0~0.25%	0.75%	- 기존 통화정책 유지 재확인
3월 19~20일	0~0.25%	0.75%	- 기존 통화정책 재확인 - 경제성장률과 실업률 전망 하향 조정 ▶ 2013년 경제성장률 전망치는 2012년 12월 회의 당시 2.3~3.0%에서 2.3~2.8%로, 2014년 전망치는 3.0~3.5%에서 2.9~3.4%로 하향 조정 ▶ 2013년 4/4분기 실업률 전망치 7.4~7.7% → 7.3~7.5%로 하향 조정, 2014년 4/4분기 전망치는 6.8~7.3% → 6.7~7.0%로 하향 조정
4월 30~5월 1일	0~0.25%	0.75%	- 기존 통화정책 유지 재확인 ▶ 매월 모기지 증권 400억 달러 및 장기 국채 450억 달러씩 매입, 기존 보유 증권 만기 회수분 재투자 등 지속 ▶ 제로 금리는 1~2년 예상, 인플레이션이 2.5% 이상으로 상승하지 않는 한 실업률이 6.5%로 하락할 때까지 유지 ▶ 고용시장 및 인플레이션 전망에 따라 자산매입의 규모를 늘리거나 줄이는 등 속도를 조절할 준비(추가된 부분) - 완만한 경제성장 지속 예상, 경제 전망 하방 위험 상존 ▶ 3월회의 이후 경제활동 완만한 회복 지속, 고용 상황은 다소 개선되었지만 실업률은 여전히 높은 수준, 가계 소비지출 및 기업 고정투자는 개선되고 주택 부문은 보다 호전
6월 18~19일	0~0.25%	0.75%	- 기존 통화정책 재확인 - 경제성장률 상향조정, 실업률 전망 하향 조정 ▶ 2013년 경제성장률 전망치는 올해 3월회의 당시 2.3~2.8%에서 2.3~2.6%로 하향조정, 2014년 전망치는 2.9~3.4%에서 3.0~3.5%로 상향 조정 ▶ 2013년 실업률 전망치 7.3~7.5% → 7.2~7.3%로 하향 조정, 2014년 전망치는 6.7~7.0% → 6.5~6.8%로 하향 조정 ▶ 2013년 개인소비지출(PCE)인플레이션 전망치 1.3~1.7% → 0.8~1.2%로 하향 조정, 2014년 전망치는 1.5~2.0% → 1.4~2.0%로 하향 조정

주: 2012년 12월 FOMC회의에서 장기 국채 월 450억 달러씩 추가 매입 결정과 실업률, 인플레이션 목표 설정(실업률 6.5%, 인플레이션 2.5% 때까지 제로 금리 유지).

자료: 미국 연준.

- 연준은 2008년 글로벌 금융위기 극복을 위해 세 차례의 양적완화정책(Qe: Quantitative Easing)을 시행
 - QE1은 FOMC(2008년 12월)에서 기준금리를 1% → 0~0.25%로 인하하고, 국공채 및 주택저당증권(MBS) 매입에 1조 7,250억 달러를 시장에 투입하였으며, QE2는 2010년 11월부터 2011년 6월 말까지 8개월간 국채매입 프로그램을 통해 매월 750억 달러 내외로 총 6천억 달러의 유동성을 공급
 - 또한 QE3은 FOMC(2012년 9월)가 별도 종료기한을 정하지 않고 매월 주택담보증권 400억 달러 규모를 추가매입하기로 결정
- 특히 지난해 12월 FOMC회의에서 장기국채를 매월 450억 달러씩 추가매입하고 실업률 6.5%, 인플레이션 2.5%까지 제로금리를 유지하겠다고 천명

표 2. 글로벌 금융위기 이후 연준의 양적완화정책

정책	기간	내용
제1차 양적완화정책	2008년 12월 ~ 2010년 3월	- FOMC(2008년 12월)에서 기준금리를 1% → 0~0.25%로 인하하고, 국공채 및 주택저당증권(MBS) 매입에 1조 7,250억 달러를 시장에 투입 - 연준은 2008년 12월에 주택저당증권 5천억 달러, 공공기관채 1천억 달러 등 총 6천억 달러의 자산매입을 시작 - 이후 FOMC(2009년 3월)에서 자산매입규모를 MBS 1조 2,500억 달러, 공공기관채 2천억 달러, 장기국채 3천억 달러 등 총 1조 7,500억 달러로 확대하기로 결정
제2차 양적완화정책	2010년 11월 ~ 2011년 6월	- FOMC(2010년 11월)에서 높은 실업률과 디플레이션 우려를 해소하기 위해 발표 - 2011년 6월 말까지 8개월간 국채매입 프로그램을 통해 매월 750억 달러 내외로 총 6,000억 달러의 유동성을 공급
제3차 양적완화정책	2012년 9월 ~ 현재	- FOMC(2012년 9월)는 별도 종료기한을 정하지 않고, 매월 주택담보증권 400억 달러 규모 추가매입 등 QE3 실시를 결정 - 초저금리 유지기간을 2014년 말에서 2015년 중반까지 연장하고 오퍼레이션 트위스트는 2012년 말까지 지속하기로 결정

주: 각종 자료를 토대로 저자 정리.

- 이에 본고에서는 고용시장 동향과 최근 개선된 지표의 이면을 살펴보면서 연준의 출구전략 시행조건(실업률 6.5%, 인플레이션 2.5%)을 점검 하고자 함.
 - 연준이 제시하는 양적완화정책 조기종료에서 가장 필요한 전제조건은 고용지표가 충분히 개선되고 인플레이션이 상승해야 하는 경제상황을 가정
 - 최근 고용지표의 경우 10%를 상회하였던 실업률은 지속적으로 하락하여 7.6%(5월)까지 낮아졌고, 비농업부문취업자수도 2010년 10월 이후 지속적으로 증가세를 유지하는 등 고용시장이 전반적으로 개선되고 있으며, 인플레이션의 상승우려보다는 오히려 하락하고 있는 상황

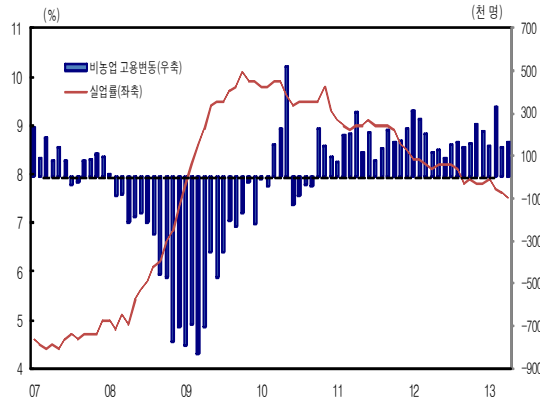
2. 고용시장 현황 및 분석

가. 고용시장 현황

■ 고용증가세는 지속되나, 그 증가세는 완만하게 진행

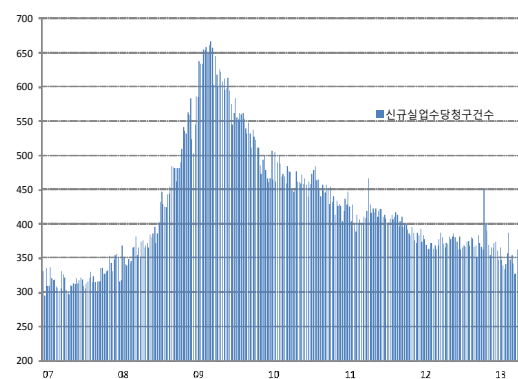
- 2013년 초반 7.9%였던 실업률은 5월에 7.6%를 기록하는 등 전반적인 하락세를 나타내고 있으며, 비농업부문취업자수(5월)는 전월 14.9만 명에서 17.5만 명으로 확대되는 등 고용 호조세를 시현
- 비농업부문취업자수에서 민간부문 고용은 17.8만 명 증가한 반면 시퀘스터의 부정적인 영향으로 정부부문에서 전월에 이어 3천명 감소
- 신규실업수당청구건수는 2013년 5월 넷째 주(5월 31일)에는 전주대비 1.1만 건 감소한 34.6만 건을 기록하여 고용시장 회복세에 대한 기대 증가

그림 1. 비농업부문 고용변동 및 실업률
(단위: %, 천 명)



자료: 미국 노동부 노동통계국(2013년 6월).

그림 2. 신규 실업수당 청구건수
(단위: 천 명)



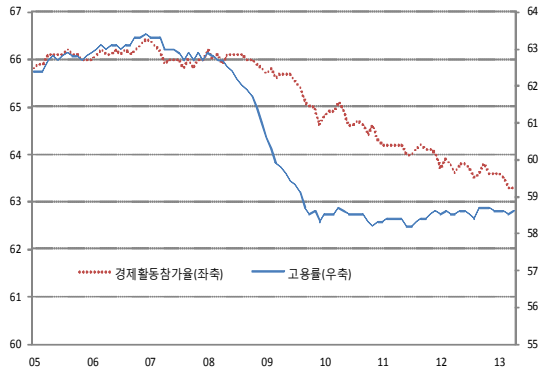
자료: 미국 노동부 노동통계국(2013년 6월).

■ 그러나 이러한 고용지표의 개선이 오바마 행정부의 경기부양정책에 따른 신규일자리 창출은 물론 구직단념자 증가에 따른 경제활동참가율 하락 등이 복합된 것이므로 이를 낙관적으로만 해석하기에는 무리

- 경제활동참가율은 글로벌 금융위기 전인 2007년 평균 66.0%에서 2013년 5월에는 63.4%까지 하락하였는바, 실업자가 구직활동을 포기하고 비경제활동인구로 편입되어 실업률이 하락하는 효과가 상당한 부분을 차지한 것으로 추정
- 고용률 또한 2007년 평균 63.0%에서 2010년에는 58.5% 수준으로 하락한 후 2013년 4월에도 58.6%로 회복세가 더딘 상황

그림 3. 경제활동참가율과 고용률

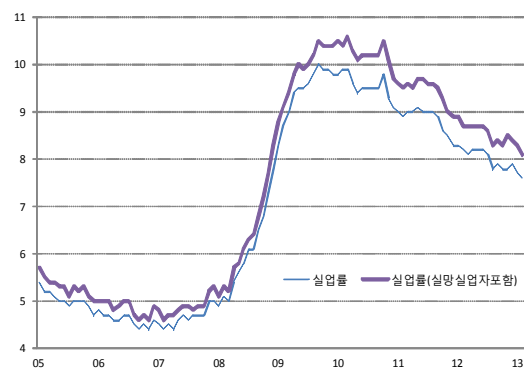
(단위: %)



자료: 미국 노동부 노동통계국(2013년 6월).

그림 4. 실망실업자 포함 실업률

(단위: %)



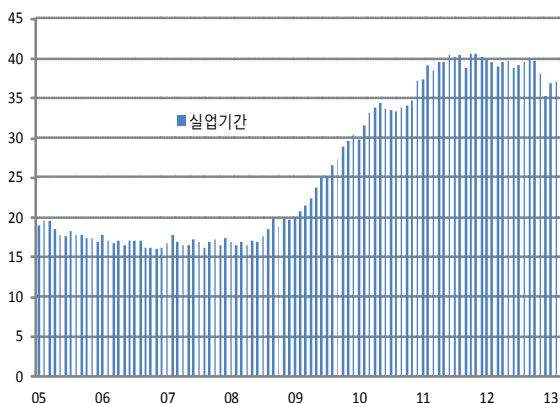
자료: 미국 노동부 노동통계국(2013년 6월).

■ 더구나 실업상태의 장기화와 25세 이하 청년층의 높은 실업률은 여전히 문제점으로 남아있는 상황

- 미국 실업자들의 평균 실업기간이 2007년 중 16.9주였으나, 이후 2009년 24.3주, 2012년 39.5주까지 상승하였으며, 최근 2013년 5월 현재 36.9주로 다소 하락하고 있지만 아직도 여전히 높은 지속기간을 유지
- 장기실업은 실업의 지속기간에 따라 실업이 얼마나 심각한 문제인가를 판단할 수 있는 지표로, 현 수준은 금융 위기 전인 2007년과 비교하면 2배 이상 높음.
- 또한 청년실업률(24세 이하)도 전체실업률의 1.7~3.2배로 여전히 높은 수준이며, 2013년 5월 기준 16~19세 실업률은 24.5%, 20~24세는 13.2%를 기록

그림 5. 평균 실업기간

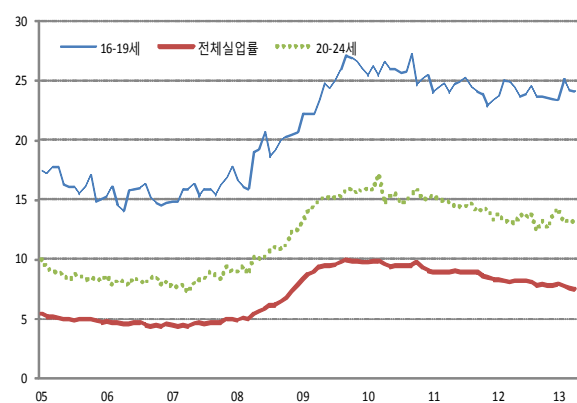
(단위: 주)



자료: 미국 노동부 노동통계국(2013년 6월).

그림 6. 청년실업률(24세 이하)

(단위: %)



자료: 미국 노동부 노동통계국(2013년 6월).

나. 경제이론을 통해 본 고용 및 물가 분석

1) 실업률과 구인율: 베버리지 곡선

■ 2009년 7월 이후 시작된 구인율의 상승에도 불구하고 실업률이 높은 수준에 머무는 데 따라, 베버리지 곡선과는 달리 두 변수 간의 안정적인 관계가 붕괴

- 구인율은 2009년 7월 1.6%에서 2013년 4월에는 1.2%포인트 상승한 2.8%를 기록한 반면 같은 기간 실업률은 9.5%에서 7.6%로 하락하였지만, 아직 여전히 높은 수준

※ 베버리지 곡선(Beveridge curve)은 일반적으로 경기가 호전될 경우 기업의 구인활동이 증가하고, 이에 따라 실업률이 하락하므로, 구인율과 실업률 간에 음(-)의 상관관계를 도식화한 곡선

- Barlevy¹⁾(2011)는 미국 노동시장을 분석한 결과, 기존 우하향하던 베버리지 곡선이 금융위기 이후(2008년 9월~2011년 12월)에는 노동시장에서 수급불일치로 인해 오히려 우상향함으로써 고용시장의 구조적인 변화가 있다고 주장하였으며, Diamond²⁾(2012)도 이러한 사실에 동조

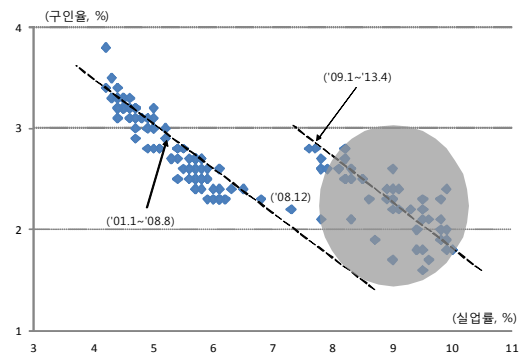
그림 7. 구인율 추이

(단위: %)



자료: 미국 노동부 노동통계국(2013년 6월).

그림 8. 미국의 베버리지 곡선



자료: 미국 노동부 노동통계국(2013년 6월).

■ 과거 경기침체기의 경우를 볼 때, 경기저점에서 균형실업률에 복귀하는 기간은 최소 54~70개월 이상이 소요되었으나, 최근 실업률은 역사적으로 높은 수준이고, 평균 실업기간도 상당히 길어지고 있는 상황

- 전미경제조사국(NBER)에 따르면, 1960년대 이후 미국경제는 총 8번의 경기침체를 경험한 바 있음.

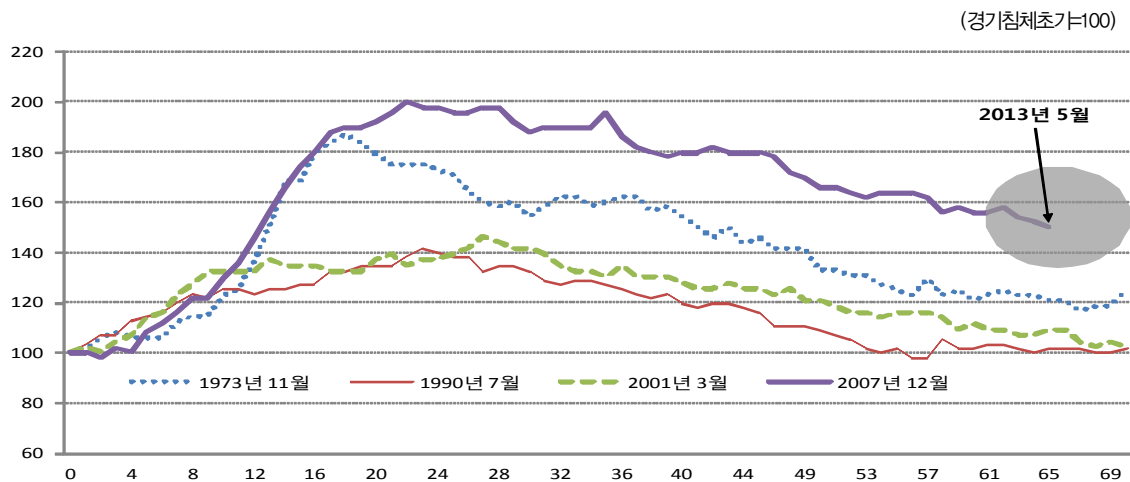
※ NBER은 경기침체기를 1960년 4월~1961년 2월, 1969년 12월~1970년 11월, 1973년 11월~1975년 3월, 1980년 1~7월, 1981년 7월~1982년 11월, 1990년 7월~1991년 3월, 2001년 3월~2001년 11월, 2007년 12월~2009년 6월로 구분

1) Gadi Barlevy(2011), "Evaluating the role of labor market mismatch in rising unemployment," *Economic Perspective*.

2) Peter Diamond(2012), " Cyclical unemployment, Structural unemployment," 13th Jacques Polak Annual Research Conference, IMF.

- 현재의 실업률 하락 추세가 이어진다는 가정 하에 연준이 제시하는 6.5% 실업률에 복귀하는 시간을 계산해보면, 앞으로도 최소 18개월 이상으로 2014년 말까지 소요될 것으로 추정

그림 9. 미국 경기침체기별 실업률



주: 미국 노동부와 전미경제연구소자료를 토대로 저자가 작성하였으며, 경기침체초기별로 기준점을 100으로 설정

2) 실업률과 물가: 필립스 곡선

- 필립스 곡선(Philips Curve)은 인플레이션율과 실업률 사이에 단기적인 음(-)의 상충관계(trade-off)를 보여주는 이론이지만, 글로벌 금융위기 이후 이에 대한 구조적인 변화가 감지

- 실업률이 낮을 때는 총수요가 높아 경제 전체의 임금과 물가에 상승압력이 가해지고, 실업률이 높을 때는 총수요가 낮아 물가 상승압력이 덜 해지므로, 양 변수관계는 우하향하는 곡선으로 표시 가능

- 1958년 영국의 경제학자 필립스(A. W. Phillips)는 1861~1957년 영국의 실업률과 인플레이션 간의 관계를 분석한 결과, 실업률이 낮은 해에는 인플레이션율이 높고 실업률이 높은 해에는 인플레이션율이 낮다는 사실을 제시
- 이후 사무엘슨(P. Samuelson)과 솔로우(R. Solow)가 미국에서도 인플레이션율과 실업률 사이에 음(-)의 상관관계가 존재한다는 사실을 입증하였으며, 이를 필립스 곡선으로 명명

- 2013년 1월부터 4월까지 소비자물가는 연준이 출구전략 시행기준인 2.5%보다 하회하는 1.5%(전년동기)수준이며, 근원소비자물가도 0.5%를 기록

- 이와 같은 전반적인 물가의 하향안정세는 국제유가 하락 안정세에 따른 석유제품 가격의 하락이 주요 원인으로 분석
- 최근의 물가 수준은 연준의 인플레이션 목표치인 2.5%를 하회함에 따라 자산매입규모 축소와 같은 양적완화정책

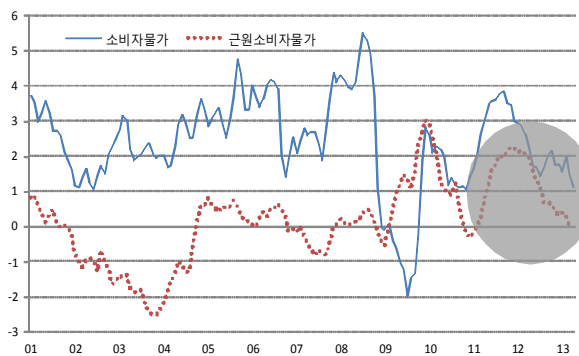
의 조기종료 주장을 약화시키는 요인으로 작용할 것으로 판단

■ 특히 글로벌 금융위기 전에는 음(-)의 상관관계를 유지하던 필립스 곡선이 금융위기 이후에는 완만한 양(+)의 관계로 반전한 상황

- 실업률과 소비자물가의 상관관계분석 결과 2001~08년 4월에는 -0.33으로 비교적 안정적인 음(-)의 상관관계에서 2010~13년 4월에는 0.05로 양(+)의 상관관계로 반전
- 이는 정부가 실업률 하락을 위해 확장적 통화정책 또는 재정정책을 통해 충수요를 진작시키는 정책을 실시한다고 해도 물가는 상승하지 않을 수 있음을 의미

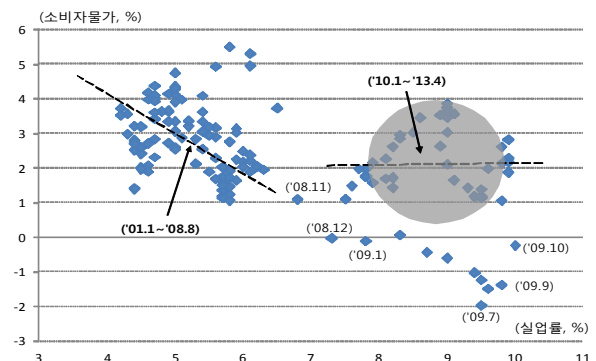
그림 10. 소비자물가와 근원소비자물가

(단위 : 전년동월, %)



자료: 미국 노동부 노동통계국(2013년 5월).

그림 11. 필립스곡선



자료: 미국 노동부 노동통계국(2013년 5월).

3. 향후 전망

■ 주택 및 고용지표 등 실물경제 지표의 개선으로 출구전략이 제시되고는 있으나, 연준이 출구전략의 시행조건으로 제시한 실업률(6.5%)과 인플레이션율(2.5%)을 고려할 때 현 시점에서는 시기상조로 분석

- 금융위기 이후 일자리가 지속적으로 창출되기는 하였으나 신규일자리의 절반은 저임금계층을 위한 일자리이며, 실업률 하락세가 지속되더라도 임금상승률은 높지 않을 것으로 판단되고, 이는 견조한 소비회복세의 제약조건이 될 전망
- 고용시장뿐만 아니라 주택 시장 지표도 개선됨에 따라 경기 회복에 대한 기대감이 증대되고는 있으나, 국가채무한도 상향과 관련된 양당의 협상, 중국 경제 둔화 및 EU 경기 부진 등의 위험요인이 상존
- 세계개혁 및 사회복지 축소와 국가채무한도 상향협상 등과 관련된 양당간 정치적인 합의가 이루어진다면 양적완화정책 종료 가능성은 높아질 것으로 판단되나, 이 문제는 아직 지지부진한 상황

- 연준의 출구전략은 양적완화 정책 축소, 양적완화정책 종료, 기준금리 인상 등 3단계로 시차를 두고 진행될 것으로 전망되며, 버냉키 의장이 언급한대로 하반기부터 심도 있는 논의가 이루어질 수 있을 것으로 판단
- 출구전략 시행의 첫 단추는 금융위기 시행했던 세 차례 양적완화정책으로 인해 대폭 증가된 연준과 자산매입 규모 축소임. 버냉키 연준 의장이 제시한대로 빠르면 올해 하반기부터 이루어질 것으로 전망
- 또한 2단계인 금융기관내에 있는 과잉 유동성을 흡수하는 방법은 출구전략의 1단계와 함께 비슷한 시기에 이루어질 것으로 예상
- 마지막으로 3단계인 기준금리 인상은 연준이 지난 제3차 양적완화정책을 시행하면서 초저금리 유지기간을 2015년 중반까지 하기로 천명하였는바, 이는 향후 경제상황과 차기 연준 의장이 누가 선출되느냐에 달려 있는 것으로 분석

표 3. 출구전략 시기 및 절차

단계	방법	비고
1단계	양적완화정책 축소 및 종료	2013년 하반기~2014년 중반
2단계	금융기관내 과잉유동성 흡수	2014년 상반기~정상화 수준까지
3단계	기준금리 인상	2015년 중반

주: 각종 자료를 토대로 저자 정리.

- 향후 출구전략을 총괄할 연준 의장 인선도 주요 관심사로 대두되는바, 올해 하반기에는 후임이 결정될 것으로 전망
- 버냉키 연준 의장은 2006년에 임기를 시작한 후 2010년 버락 오바마 대통령에 의해 재임명되어 오는 2014년 1월 말에 2번째 임기가 종료되는 상황
- 차기 연준 의장 후보로 거론되는 후보는 벤 버냉키 현 의장은 물론 자넷 엘런 연준 부의장, 래리 서머스 전 백악관 경제자문위원회 위원장, 팀 가이트너 전 재무부 장관, 앨런 크루거 전 백악관 경제자문위원회 위원장 등이 유력 주자로 거론

표 4. 차기 연준 의장 주요 후보군

이름	연령	주요 경력 및 현 위치	오바마 정부와의 관련성
벤 버냉키(Ben Bernake)	59	연방준비제도 의장	오바마에 의해 재임명(2010년~)
자넷 엘런(Janet Yellen)	66	연방준비제도 부의장	오바마에 의해 임명
래리 서머스(Larry Summers)	58	하버드 대학 교수	전 백악관 경제자문위원회 위원장
팀 가이트너(Tim Geither)	51	전미외교협회 연구원	전 재무부장관
스탠리 피셔(Stan Fisher)	69	전 이스라엘 중앙은행 총재	버냉키 의장의 은사
로저 퍼거슨(Roger Ferguson)	61	미국 교직원연금보험(TIAA-CREE) CEO	전 연방준비제도 부의장
앨런 크루거(Alan Krueher)	52	프린스턴 교수	전 백악관 경제자문위원회 위원장
도널드 콘(Don Kohn)	70	브루킹스 연구소	전 연방준비제도 부의장
제러미 스타인(Jeremy Stein)	52	연방준비제도 이사	재무부와 경제위원회에서 근무

주: 이코노미스트, 월스트리트 저널 등 각종 자료를 토대로 작성.