
2024년 하반기 미국경제 전망 및 주요 이슈

2024. 6

한국은행
뉴욕사무소

차 례

< 요약 >

I. 2024년 하반기 미국경제 동향 및 전망	1
1. 2024년 상반기 미국경제 동향	2
2. 2024년 하반기 미국경제 전망	5
II. <주요 이슈1> AI가 미국경제에 미치는 영향	14
III. <주요 이슈2> 미 정책금리에 대한 투자은행 전망 내용 및 특징	26

< 작 성 자 >

- 2024년 하반기 미국경제 동향 및 전망 : 구자천 차장, 엄태균 과장
- <주요 이슈1> AI가 미국경제에 미치는 영향 : 구자천 차장, 엄태균 과장
- <주요 이슈2> 미 정책금리에 대한 투자은행
 전망 내용 및 특징 : 조광식 차장

I. 2024년 하반기 미국경제 동향 및 전망

KEY TAKEAWAY

- ① **2024년 상반기 미국경제는 긴축적인 통화정책이 지속되면서 소비와 투자의 증가세가 낮아진 가운데 정부지출도 둔화되면서 성장세가 약화되었다.**
 - 물가는 상품가격의 하락세 지속에도 불구하고, 예상보다 느린 주거비 둔화와 일부 서비스 품목의 강세 등으로 디스인플레이션이 더디게 진행되었다.
- ② **2024년 하반기중 미국경제는 그간 누적된 통화긴축의 효과가 파급되면서 성장세가 다소 둔화될 전망이다.**
 - ▶ 미국경제 전망(77개 투자은행 전망치의 중간값): 2024년 2.4% → 2025년 1.8%
 - 정책금리 인상의 누적효과 등이 내수부문에 영향을 미칠 것으로 보이며, 특히 고금리 장기화에 따른 이자부담 등은 그간 미국경제의 성장을 견인해온 소비의 성장세를 제약할 것으로 예상된다.
 - 개인소비는 고용시장 둔화에 따른 가계소득 흐름 약화, 고금리 지속, 팬데믹 초과저축의 소진 등으로 증가폭이 점차 둔화되겠지만, 팬데믹 이후 높아진 가계순자산, 여전히 양호한 가계 재무여건 등으로 증가세는 이어갈 전망이다.
 - 투자는 기업들의 차입여건 개선, 예상보다 강한 성장세, 인공지능(AI) 확산에 따른 새로운 투자수요 창출 등으로 견조한 증가세를 지속할 것으로 예상된다. 주택투자는 높은 금리 및 주택가격 등에 따른 주택판매량 회복 부진과 임대 공실률 상승 등에 의한 제한적인 신규주택 건설 증가로 완만한 상승세를 보일 전망이다.
 - 정부지출은 정부부문의 고용 증가폭이 낮아지고, 인프라 관련 정부투자가 축소되면서 지난해보다 증가폭이 축소된 흐름을 이어갈 전망이다.
 - 긴축효과에 따른 소비 및 투자 성장세 둔화 등으로 고용유인이 감소하는 가운데, 이민 등 노동공급은 확대되면서 노동 수급여건이 지속적으로 균형을 이루어 갈 것으로 보인다. 이에 따라 취업자수 증가세는 둔화되면서 실업률은 상승할 것으로 전망된다.
 - 물가는 상품가격이 하락하는 가운데 서비스 부문 물가상승률도 둔화되는 등 점진적인 상승세 둔화가 이어질 전망이다.

1. 2024년 상반기 미국경제 동향

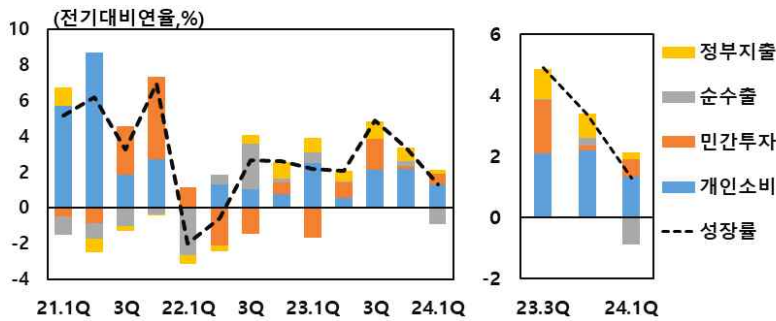
거시경제 여건

1. 미국경제는 긴축적인 통화정책이 지속되면서 소비와 투자의 증가세가 낮아진 가운데 정부지출도 둔화됨에 따라 성장세가 약화되었다. 개인소비¹⁾는 헬스케어 등을 중심으로 서비스 소비의 증가세가 지속되었으나, 상품소비가 감소하면서 둔화되는 모습을 보였다. 민간투자는 건축물 투자를 중심으로 성장세가 낮아졌으나, 주택 및 지식재산권 투자가 크게 증가하였으며, 정부지출은 연방정부를 중심으로 둔화되었다. 한편, 산업생산은 부진한 상품소비 등의 영향으로 둔화되는 흐름을 보였다.

소비, 투자, 정부지출의 증가폭이 모두 축소되며 성장세가 약화

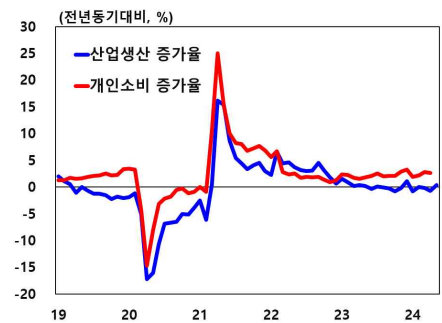
상품소비 부진 등으로 산업생산 둔화

[그림 1.1] 실질GDP부문별 성장 기여도



자료: BEA

[그림 1.2] 개인소비 및 산업생산



자료: BEA, FRB

2. 고용사정은 취업자수와 실업률이 동시에 높아지는 등 일부 지표가 엇갈리는 모습을 보였으나, 노동 초과수요가 축소되고 임금상승세가 둔화되는 등 노동시장 불균형 완화 추세가 지속되었다. 취업자수는 의료·사회복지 분야의 증가세 지속과 더불어 건설, 여가·숙박, 정부부문이 크게 증가하며 재차 확대²⁾되었으나, 실업률이 완만한 상승세를 이어가며 2024.5월에 4%로 높아졌다.³⁾ 엇갈린 지표에도 불구하고 노동 초과수요는 이민 등을 통한 노동공급 증가에 힘입어 지속적으로 완화⁴⁾되었으며, 임금상승률도 노동수급 개선과 이민 증가에 의한 저임금 일자리 확대⁵⁾ 등으로 둔화 흐름을 보였다.

(전기대비연율, 실질, %)	'23.1/4	2/4	3/4	4/4	'24.1/4	3월	4월	5월
▶ 개인소비 증감률	3.8	0.8	3.1	3.3	2.0	5.0	-0.6	-
▶ 산업생산 증감률	-0.3	0.8	1.6	-2.0	-1.7	-1.6	0.1	10.2

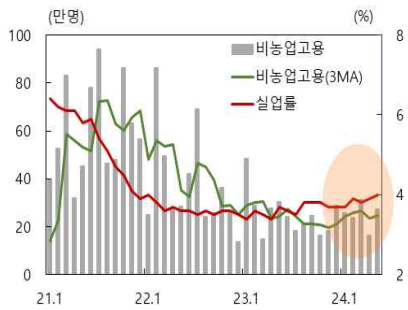
2) 2024.1~5월중 의료·사회복지(1.9%), 건설(1.3%), 여가·숙박(0.8%), 정부(1.1%) 부분의 고용증가율은 여타 부문(0.4%)보다 2배 이상 높은 모습을 보였다.

3) 취업자수(기업조사)와 실업률(가계조사) 통계가 엇갈린 것은 기초 데이터가 상이함에 주로 기인한다. 가계조사상 고용이 취업자수(기업조사) 통계와 달리 2023.12월~2024.5월중에 0.8백만명 감소함에 따라 실업률이 상승하였다.

4) 2023년 미국의 순이민자수는 3.3백만명으로 2010~19년 평균(0.9백만)을 큰 폭 상회하였다. 이민 등을 통한 노동공급 증대로 노동 수급격차(수요-공급)가 2022년말 5.3백만명에서 2024.4월 1.6백만명으로 줄어들었다.

5) 2023년 전체 취업자수 대비 이주 노동자 비중은 18.6%로 2020년(17.0%) 대비 1.6% 높아졌다. 이주 노동자들은 주로 제조·운송·건설(24.9%), 식품·청소·빌딩관리(14%) 등 저임금 업종에 종사하고 있다.

[그림 1.3] 비농업고용 및 실업률



[그림 1.4] 노동 초과수요



[그림 1.5] 시간당평균임금 상승률

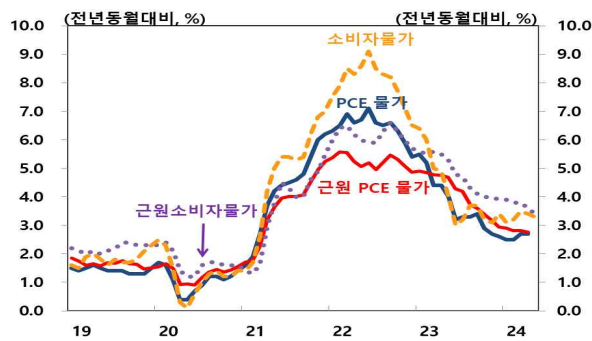


자료: BLS

3. 물가는 상품가격의 하락세 지속에도 불구하고, 예상보다 느린 주거비 둔화와 일부 서비스 품목의 강세 등으로 디스인플레이션이 더디게 진행되었다. 상품가격은 공급망 개선 등에 힘입어 자동차를 중심으로 금년 1월부터 하락세를 지속하며 디스인플레이션을 견인하였다. 그러나 서비스 물가는 주거비 상승률이 5%대에서 정체된 가운데 일부 품목(금융·의료 서비스, 자동차 보험료 등)을 중심으로 상승폭이 확대되었다. 한편, 에너지 가격은 지정학적 리스크에 따른 국제유가 상승 등으로 높은 변동성을 보였다.6) 이에 따라 PCE 물가는 2%대 중반(근원 PCE는 2%대 후반)에서 하방경직적인 모습을 나타내었으며, 기대인플레이션이 장·단기 모두 지난해 말보다 상승하였다.

디스인플레이션이 지체되는 모습

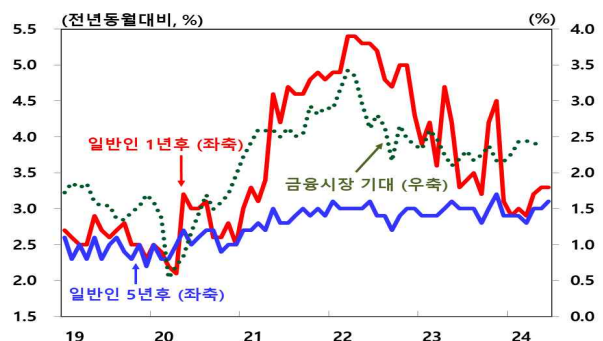
[그림 1.6] 물가상승률



자료 : BLS, BEA

장기 및 단기 기대인플레이션 모두 상승

[그림 1.7] 기대인플레이션¹⁾



주: 1) 시장 기대인플레이션(BE)은 일반 국채금리와 물가연동 국채금리(5년물)간 차이
 자료 : Univ. of Michigan, FRED

6) WTI유가(달러/배럴)는 타이트한 수급과 지정학적 리스크 심화 등으로 2024.4월에 80달러 후반 수준까지 상승한 후 산유국들의 증산 가능성 등으로 낮아졌다가, 여름철 드라이빙 시즌 돌입, 중동지역 학전 가능성 등으로 재상승하면서 2024.6월말 현재 80달러 내외 수준에서 등락하고 있다.

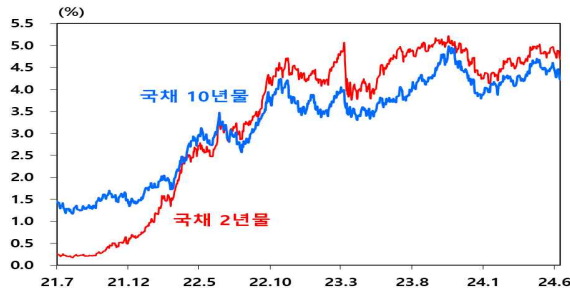
금융시장 여건

4. 금융시장은 통화정책의 불확실성에 민감하게 반응하며 변동성이 확대되었다. 시장 금리는 지난해 말부터 견조한 경제지표 등으로 연준의 금리 인하 기대가 축소되면서 상승세를 지속하였다. 그러나 연준이 금리인상 재개 가능성을 일축⁷⁾하고, 일부 경제 지표가 예상보다 낮은 수준⁸⁾을 보이면서 5월 이후 하락하였다. 주식시장은 시장금리 변동성 확대에도 불구하고 예상보다 양호한 기업실적, AI 부문의 성장 기대감 등에 힘입어 기술주를 중심으로 역사상 최고점을 돌파하였다.

금리는 연준의 금리인상 재개 가능성 일축, 일부 경제지표의 예상치 하회 등으로 5월 이후 하락

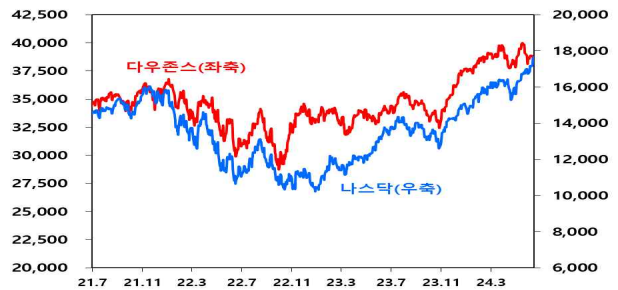
주가는 양호한 기업실적, AI 성장 기대감 등으로 역사상 최고점 돌파

[그림 1.8] 국채금리



자료 : Bloomberg

[그림 1.9] 주가지수



자료 : Bloomberg

5. 미달러화는 금리 인하 기대 축소, 엔화 약세 지속 전망 등으로 지난해 말 대비 높아졌다. 한편, 금융스트레스지수는 금융여건 개선⁹⁾ 등에 따라 하향안정된 흐름을 지속하였다.

달러화가치는 금리 인하 기대 축소 등으로 강세 시현

금융스트레스는 금융여건 개선에 힘입어 크게 완화

[그림 1.10] 달러인덱스



자료 : Bloomberg

[그림 1.11] 금융 스트레스(financial stress)지수¹⁾



주: 1) 장기평균 = 0, 자료 : 캔자스시티 연준

- 7) 2024.5월 FOMC 회의 기자회견에서 Powell 의장은 현재의 정책기조가 충분히 제약적임에 따라 금리인상 재개 가능성이 낮은 것으로 평가하였다.
- 8) 2024.5월 ISM 제조업지수(실적 48.7, 예상치 49.8), 소비자물가(3.3%, 3.4%), 생산자물가(2.2%, 2.5%) 등이 시장예상치를 하회하였다.
- 9) 2024.5월말 미 투자등급 회사채 스프레드는 116bp로 2023.12월말(134bp)보다 크게 하락하였으며, 2024.1~5월중 주가 변동성지수(VIX)는 평균 14.1로 지난해 하반기(15.1)보다 낮은 수준을 기록하였다.

2. 2024년 하반기 미국경제 전망

경제성장

1. 하반기중 미국경제는 노동공급 확대¹⁰⁾ 등에 힘입어 성장세가 이어지겠으나 성장 속도는 다소 둔화될 전망이다.¹¹⁾ 2022년 이후 지속된 통화긴축의 누적효과가 파급 되는 가운데 재정의 경기부양 효과도 감소하면서 내수부문에 영향을 미칠 것으로 보인다. 특히 고금리 장기화에 따른 이자부담 등은 그간 미국경제의 성장을 견인해온 소비의 성장세를 제약할 것으로 예상된다.¹²⁾ 연준 등 주요 기관들은 금년 성장률이 2% 초·중반대 수준이 될 것으로 전망하고 있으며, 2025년말까지 완만한 성장 흐름이 이어질 것으로 보고 있다.¹³⁾

미국경제는 성장속도가 둔화되겠으나 완만한 성장 흐름이 이어질 전망 경기침체 발생 확률은 큰 폭 하락

[표 2.1] 주요 기관의 경제 성장률 전망 [그림 2.1] GDP 성장경로 전망¹⁾ [그림 2.2] 경기침체 확률¹⁾ 서베이²⁾

	전망시점	2024 ¹⁾	2025 ¹⁾
OECD ¹⁾	2024.5월	2.6	1.8
FRB ²⁾³⁾	2024.6월	2.1	2.0
World Bank	2024.6월	2.5	1.8
IMF ³⁾	2024.4월	2.1	1.8
CBO ³⁾	2024.6월	2.0	2.0
투자은행 ⁴⁾	2024.6월	2.4	1.8

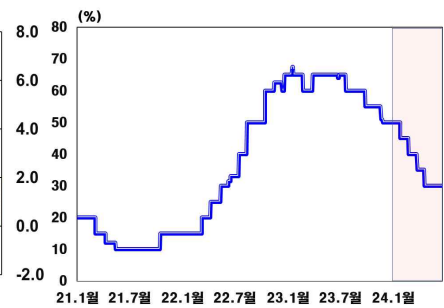
주: 1) Market Price 기준
2) FOMC 전망치 중간값
3) 4/4분기의 전년동기대비
4) 77개 투자은행 전망치의
중간값(6.20일)

자료: 각 기관 보도자료, Bloomberg



주: 1) 62개 투자은행 전망치의
중간값(6.20일)
2) CBO 추정치(2024.6월)

자료: Bloomberg, CBO



주: 1) 조사시점으로부터 1년 이내
Recession 발생 확률
2) 투자은행 대상 서베이 중간값
자료: Bloomberg(6.20일)

다만, 주거비를 중심으로 한 서비스 부문의 디스인플레이션 지연 가능성 등으로 연준의 통화긴축 완화 관련 불확실성¹⁴⁾이 계속되는 상황이며, 금년 11월 대선 결과에 따른 경제정책 향방 등도 성장의 리스크 요인으로 잠재해 있다. 한편, 6월 FOMC 회의에서 공표된 연준의 경제전망(SEP)에 나타난 성장률 전망 불확실성이 지난번 전망(2024.3월)에

10) 이민자 유입 가속화, 핵심연령층 노동시장 복귀 등 노동공급 확대로 경제활동참가율이 팬데믹 이전 수준에 근접하고 있다. 특히, 의회예산처(CBO)에 따르면 지난해에 이어 금년에도 33백만명 규모의 이민자 유입이 이어질 것으로 전망되는데 이는 2010~19년 평균(0.9백만명)을 크게 상회하는 수준이다.

11) FOMC 회의에서 연준 인사들은 고금리 등으로 향후 GDP 성장세가 지난해의 강한 속도에서 다소 둔화될 것으로 전망하였다.(2024.5월 FOMC 의사록)

12) 최근 소비자신뢰지수(Conference Board 기준)는 고금리 장기화에 따른 경기 및 고용여건, 소득에 대한 우려가 커지면서 하락(23.12월 108.0 → 24.5월 102.0)하였다.

13) Wall Street Journal의 이코노미스트 대상 서베이 결과에 따르면 향후 12개월내 미국의 경기침체 확률은 2024.4월 기준 29%로 2022년 4월(28%) 이후 최저 수준으로 하락(2022.10월 63% → 2023.1월 61% → 10월 48% → 2024.1월 39% → 4월 29%)하는 등 향후 미국경제의 연착륙 가능성이 높아진 것으로 평가된다.(WSJ, 4.14일)

14) 파월의장은 향후 인플레이션이 지속적일지는 아직 알 수 없으며, 이를 판단하기 위해서는 1분기 이상의 데이터가 필요하다고 언급하였으며(외국계 은행 연합회 연설, 5.14일), 월러 연준 이사도 수개월의 데이터가 필요하다고 지적(5.21일)하는 등 금리인하를 위해서는 최소 3개월 이상의 물가지표 진전이 필요할 것으로 보인다.

비해 다소 감소한 것으로 나타났다. 그러나 불확실성 수준은 여전히 팬데믹 이전을 크게 상회하고 있어 전망의 불확실성은 높은 것으로 보인다.

개인소비

2. 개인소비는 성장세가 점차 둔화될 것으로 전망된다. 하반기에는 고용사정 둔화로 임금소득 증가세가 약화되면서 가계 소득흐름이 둔화¹⁵⁾되는 데다 고금리가 장기간 지속되면서 이자부담 역시 가중¹⁶⁾됨에 따라 가계의 소비여력이 제약될 것으로 예상된다.¹⁷⁾ 또한 그간 통화긴축의 소비위축 효과를 감소시켜 왔던 가계의 초과저축도 고갈¹⁸⁾되면서 소비 지지력 약화가 불가피할 것으로 보인다.¹⁹⁾

개인소비는 고용사정 둔화, 고금리 등의 영향으로 성장세가 둔화될 것으로 전망

[표 2.2] 개인소비 전망

(전년대비, %)	IMF(4월)	OECD ¹⁾ (5월)	CBO ²⁾ (6월)	OEF(6월)	투자은행 ³⁾
- 2024	2.3	2.5	2.5	2.4	2.3
- 2025	1.6	1.8	1.5	2.0	1.8

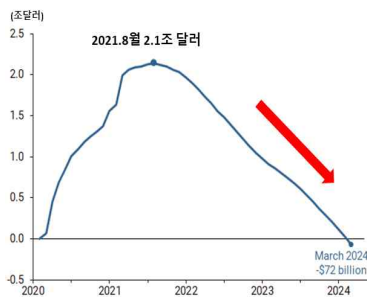
주: 1) Market Price 기준 2) 4/4분기의 전년동기대비 3) 61개 투자은행 전망치 중간값(Bloomberg, 6.20일 기준)

팬데믹 초과저축이 소진되는 등 소비여력을 제약

고금리 등으로 가계 부채 연체율이 5개 분기 연속 증가하는 모습

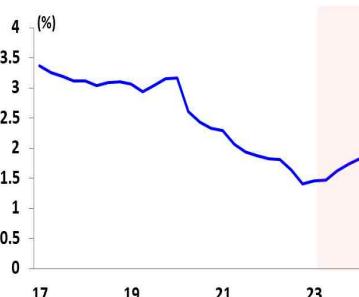
소비는 증가세가 둔화될 것으로 전망

[그림 2.3] 가계 초과저축¹⁾ 추이



주: 1) 실제 저축액 - 팬데믹 이전의 추세 저축액
자료: FED San Francisco(5.3일)

[그림 2.4] 가계 부채 연체율¹⁾



주: 1) 90일 이상 연체금액 기준
자료: FED NY

[그림 2.5] 소비경로 전망¹⁾



주: 1) 60개 투자은행 전망치의 중간값(6.20일)
자료: Bloomberg

15) 실질 가처분소득 증가율 전망(4Q/4Q, %): 2023년 4.1 → 2024년 2.5 → 2025년 2.4(Morgan Stanley)

16) 최근 고물가/고금리의 영향으로 젊은 세대와 저소득층의 자동차 및 신용카드 대출 연체율이 팬데믹 이전 수준을 상회하는 등 취약계층을 중심으로 가계재정이 점차 압박을 받는 모습이 나타나고 있다.(NY Fed, 2024.5월) 연준 인사들도 대출 연체율 증가 등 중·저소득층 가구들의 재무상황이 점점 더 압박을 받고 있다며 이를 소비 전망에 대한 하방 리스크로 지목하였다.(2024.5월 FOMC 의사록)

17) 금리상승으로 차입여력이 제약됨에 따라 차량, 가구 등 금리변화에 민감한 내구재 소비의 위축 효과가 심화될 가능성이 있다.(내구재 소비 증가율, 전년동월대비: 2023.12월 5.5% → 2024.1월 -2.4% → 3월 0.9 → 4월 -0.1%) 고금리에 따른 이러한 소비제약은 고소득층보다는 한계소비성향이 높은 저소득층에서 더 클 것으로 예상된다.

18) 샌프란시스코 연연의 분석(2024.5.3)에 따르면 2020.3월부터 2021.8월까지 18개월간 축적된 팬데믹 초과저축은 2021.8월 2.1조 달러를 정점으로 감소하여 2024.3월에 완전히 고갈된 것으로 추정된다.

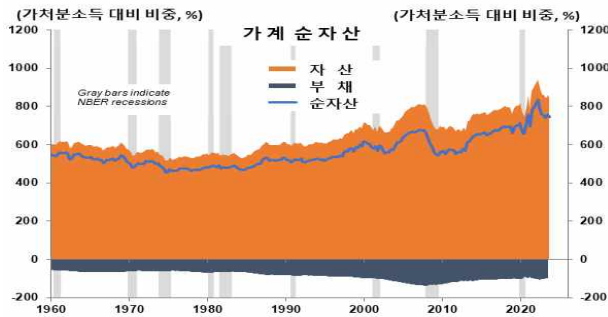
19) 그동안의 낮은 저축률(가처분소득대비, 03~19년 평균 5.2% → 20~21년 13.2% → 24.4월 3.6%)을 가능케 했던 초과저축 소진으로 인해 향후 저축률이 빠르게 상승하면 가처분소득의 감소를 통해 소비에 추가적인 부담을 줄 것으로 전망된다. 향후 저축률이 팬데믹 이전 수준(2020.2월 7.7%)까지 일시에 상승할 경우 소비지출은 약 4% 감소할 것으로 추산된다.

다만, 팬데믹 이후 크게 높아진 가계 순자산²⁰⁾과 양호한 가계 재무여건²¹⁾, 둔화세를 보이거나 여전히 양호한 노동시장 여건 등은 고금리에 따른 소비 증가세의 급격한 둔화를 제한하는 효과가 있을 것으로 전망된다. 이에 따라 주요 전망기관들은 개인소비 증가율(전년대비)이 연간으로 2%대 초중반을 기록할 것으로 예상하였다.

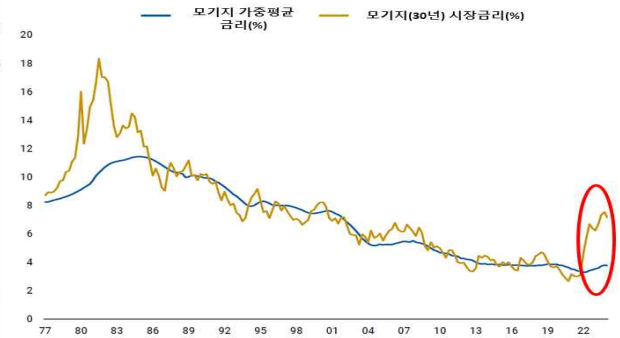
가처분소득 대비 가계순자산 비율이 사상 최고치 부근에 위치하는 등 가계의 재무상황은 양호

모기지 대출의 대부분이 고정금리로 체결되어 금리인상에 따른 대출자의 상환부담이 제한적

[그림 2.6] 가처분소득 대비 가계 순자산¹⁾



[그림 2.7] 모기지 금리



주: 1) 음영부분은 경기침체 시기
자료: Goldman Sachs(5.23일)

자료: Morgan Stanley(5.19일)

기업투자

3. 기업투자²²⁾는 지난해보다 둔화되겠지만 하반기에도 견조한 증가세를 지속할 전망이다. 지난해 기업투자 증가를 견인하였던 정책적 지원효과가 축소되었음에도 불구하고, 지적 재산물투자를 중심으로 1/4분기에 기업투자의 성장폭이 높아졌다. 향후에도 기업들의 차입여건 개선²³⁾과 예상보다 강한 성장세에 힘입어 투자가 호조세를 보일 것으로 기대된다. 또한 인공지능(AI)의 확산에 따라 새로운 투자수요가 창출되면서 관련 투자 및 연구 개발 등을 중심으로 투자 확대가 지속될 것으로 기대된다.²⁴⁾

20) 주택 및 주식가격 상승으로 가계 순자산(2024.1/4분기 기준)은 팬데믹 이전인 2019년말보다 크게 증가(+44조 달러, +37.6%)하였다.(FRB, Financial Account, 2024.6월)

21) 대부분의 모기지 대출이 고정금리로 체결되어 금리인상에도 불구하고 대출자의 상환부담이 제한적이며, 가계 DSR(가처분소득대비 원리금 상환비율)과 연체율도 금융위기 당시보다 현저히 낮은 수준을 유지하고 있다.

▶ 기업투자 전망(%) Morgan Stanley(6.14일) Goldman Sachs(6.20일) Barclays(6.7일) Wells Fargo(6.14일) JP Morgan(6.14일)

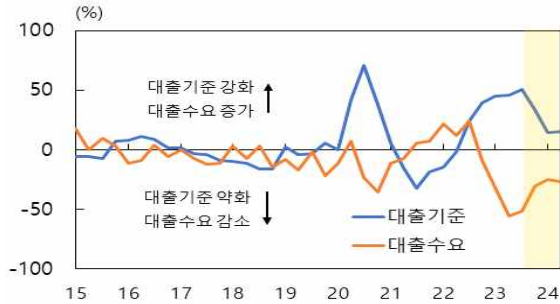
- 2024	3.5	3.4	3.0	3.1	3.7
22) - 2025	3.5	3.7	1.8	3.6	4.6

23) 2024.4월 은행들의 기업대출 태도(대출기준 강화 답변율 - 약화 답변율)은 15.6%로 여전히 제약적이나, SVB 사태 등으로 신용여건이 악화되었던 2023.7월(50.8%)보다 크게 낮아졌다.

24) AI 도입이 확산되면서 관련 하드웨어 및 소프트웨어 투자가 증가하고 있으며, AI 기술 발전이 사회·경제으로 지대한 변화를 가져올 것으로 예상된다. 이에 대한 자세한 내용은 <주요 이슈 1> “AI가 미국경제에 미치는 영향”을 참고하기 바란다.

기업의 차입조건이 지난해보다 개선

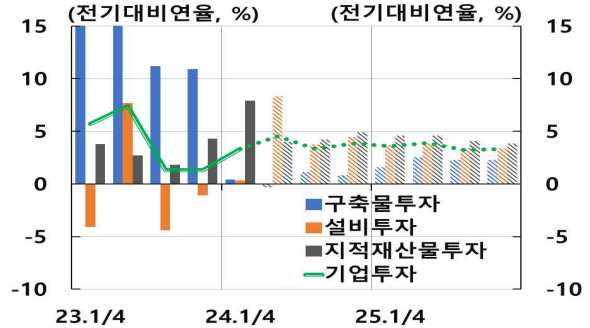
[그림 2.8] 은행의 기업대출 태도



자료: FRB

기업투자는 건조한 증가세를 지속할 전망

[그림 2.9] 기업투자 및 구성 요소별 전망¹⁾

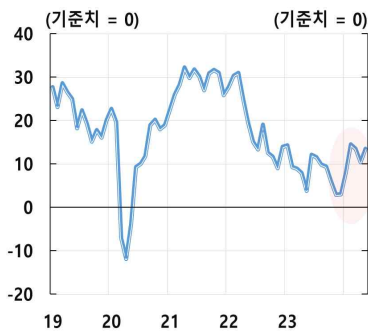


주: 1) Morgan Stanley, Goldman Sachs, Barclays, BofA, JP Morgan 등 5개 투자은행 전망 평균

기업투자를 구성 요소별로 보면, 설비투자는 자금조달 여건 개선으로 기업의 자본지출 계획이 확대되고, 자본재 순수입도 증가로 전환²⁵⁾함에 따라 반등할 것으로 보인다. 지난해 크게 증가하였던 구축물 투자는 정책적 지원에 의한 반도체·2차전지 공장 건설이 마무리 되고, 상업용 부동산 투자가 부진을 지속하면서 증가폭이 크게 줄어들 전망이다. 지적재산물투자는 AI 도입 확산에 힘입어 소프트웨어 투자²⁶⁾와 관련 연구 개발을 중심으로 확대될 전망이다. 재고투자는 향후 경기둔화로 재고 축적 필요성이 크지 않아 GDP 성장률에 미치는 영향이 제한적일 전망이다.

자본지출계획이 확대

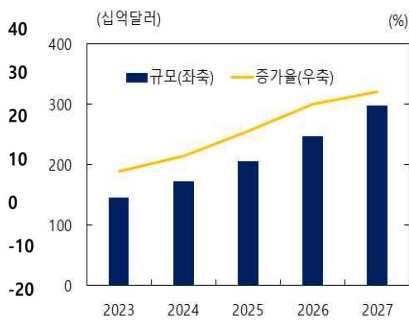
[그림 2.10] Capital Expenditure 기대¹⁾



주: 1) 4개 연준의 6개월 후 설비투자 계획 서베이 diffusion index의 평균
자료: NY, Dallas, Kansas city, Philadelphia

AI 도입 증가로 관련 소프트웨어 투자 및 R&D 확대 전망

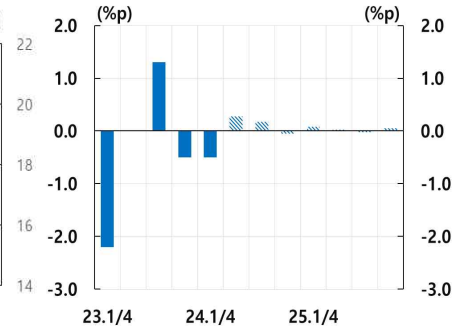
[그림 2.11] AI 소프트웨어 시장 성장 전망



자료: Gartner

GDP 성장률에 대한 재고투자의 영향이 제한적일 전망

[그림 2.12] 재고투자 성장기여도 전망¹⁾



주: 1) Morgan Stanley, Barclays, Wells Fargo, JP Morgan 등 4개 투자은행 전망 평균

25) 자본재 순수입(자동차·항공 제외) 증가율(전년동기대비)은 지난해 감소세를 지속(23년 -6.4%)하다가 2024.1분기에 5.8%로 반등하였다.

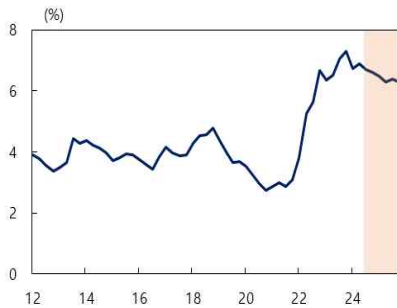
26) Gartner(2024.3월)에 따르면 AI 관련 소프트웨어 지출이 2022년 1,240억달러에서 연평균 19.1% 증가하여 2027년 2,979억달러로 높아질 전망이다.

주택투자

4. 주택투자²⁷⁾는 1/4분기에 일시적인 모기지 금리 하락 등에 힘입어 큰 폭 증가²⁸⁾했지만 하반기에는 완만한 증가세를 보일 전망이다. 연준이 금리를 인하하더라도 하락폭이 크지 않아 기존주택의 잠김효과(lock-in effect)가 지속²⁹⁾될 가능성이 높다. 높은 금리와 주택가격으로 수요자들의 주택구매여력도 낮아 주택판매량 회복이 제한적일 것으로 판단된다. 이에 따라 주택투자의 16%를 차지하는 증개수수료가 부진할 전망이다. 한편, 신규주택 건설은 다가구 주택(multi-family) 공급 확대에 따른 임대 공실률 상승, 엄격한 토지사용 규제, 건설 노동력 부족³⁰⁾ 등으로 증가세가 완만할 전망이다.

모기지 금리 하락폭은 크지 않을 것으로 판단

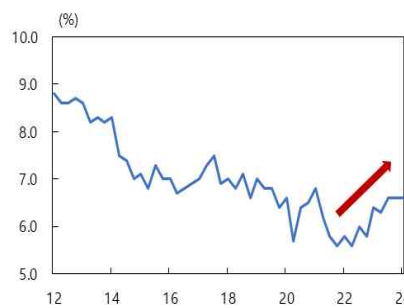
[그림 2.13] 모기지 금리 전망¹⁾



주: 1) 음영은 전망 기간을 의미
자료: Goldman Sachs

다가구 주택 공급 확대 등으로 임대공실률 상승

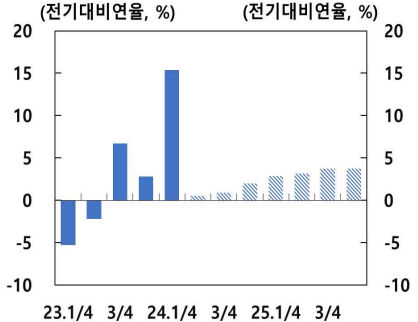
[그림 2.14] 임대공실률 추이



자료: Fred

제한적인 판매량 회복과 주택 건설로 완만한 주택투자 증가 전망

[그림 2.15] 주택투자 증가율 전망¹⁾



주: 1) Morgan Stanley, Goldman Sachs, Barclays, BofA, JP Morgan 등 5개 투자은행 전망 평균

정부지출

5. 정부지출은 지난해보다 증가폭이 축소된 흐름을 이어갈 전망이다. 지난해 정부지출 확대를 주도하였던 정부부문에서의 고용확대와 인프라 관련 투자의 영향이 줄어들 것으로 예상된다. 정부지출의 80%를 차지하는 인건비는 지난해 정부부문에서 고용이 70만명 이상 증가하면서 2.8% 증가하였다. 여전히 10만명 정도가 부족하지만 어느

▶ 주택투자 전망(%) Morgan Stanley(6.14일) Goldman Sachs(6.20일) Barclays(6.14일) Wells Fargo(6.14일) JP Morgan(6.14일)

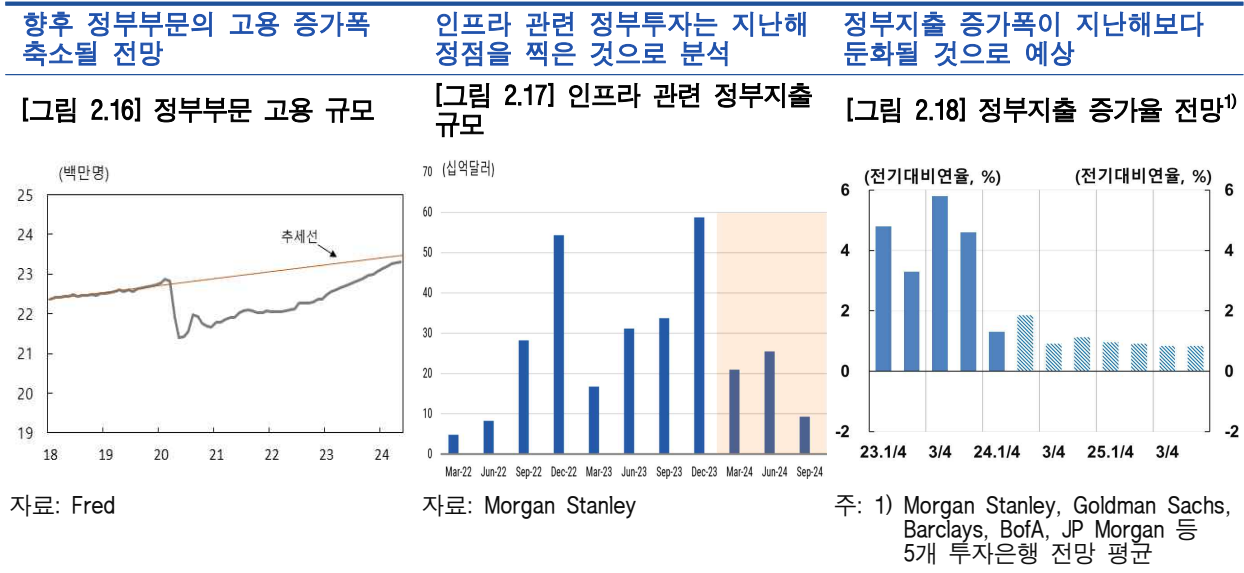
- 2024	5.8	4.2	5.3	4.3	4.9
27) - 2025	3.2	0.6	2.2	2.6	4.0

28) 모기지 금리 하락(30년물 기준, 23.10월말 7.8% → 24.1~2월 6.7%)으로 하락세를 지속하던 기존주택판매량이 크게 증가(전기대비, 23.4Q -3.5% → 24.1Q 8.2%)함에 따라 주택투자가 크게 확대(전기비 연율, 23.4분기 2.8% → 24.1분기 15.4%)되었다.

29) 기존주택 보유자들의 모기지 금리는 평균 3%대로 금리가 큰 폭으로 하락하지 않는 한 주거이전 시 늘어나는 금융비용으로 인해 기존주택 공급이 증가하기 어렵다. BofA는 이러한 잠김효과가 앞으로 6~8년간 지속될 것으로 전망하였다.

30) 주택 수요가 높은 대도시권일수록 규제가 심해 단독주택(single house) 건설 허가를 받기 어려운 것으로 알려져 있으며, 건설 노동력 부족 및 공급망 교란 등으로 단독주택 착공 후 완공까지 소요되는 기간이 2019년 대비 25%(19년 8.1개월 → 23년 10.1개월) 늘어난 것으로 분석된다.

정도 인력이 확충됨에 따라 향후 정부 고용증가 속도가 둔화될 전망이다.³¹⁾ 또한 인프라 관련 지출 등 정부투자는 지난해 정점을 찍은 것으로 판단되며, 올해 대선을 앞두고 추가적인 정책적 투자 결정이 이루어질 가능성은 작은 것으로 분석된다.



고용

6. 고용사정은 하반기에 수급 불균형이 점진적으로 완화되면서 둔화될 것으로 예상된다.

노동수요 측면에서는 연준의 긴축적 통화정책에 따른 소비 및 투자 성장세 둔화로 기업의 인력 고용유인이 감소하는 반면, 공급측면³²⁾에서는 핵심 연령층의 높은 경제활동참가율³³⁾이 유지되는 가운데 이민자 등 외국인의 노동시장 참여가 증가³⁴⁾하면서 노동수급여건 불균형이 개선세를 이어갈 것으로 보인다.³⁵⁾ 이에 따라 하반기중 신규 취업자수 증가세가 둔화되고 실업률도 상승할 것으로 예상된다.³⁶⁾ 다만, 노동수요 감소가 큰 폭의 해고³⁷⁾보다는 신규 구인에 집중되면서 실업률은 완만하게 상승할 것으로 전망된다.

31) 모건스탠리는 정부부문의 월간 고용 규모가 5.3만명(지난 15개월 평균)에서 추세적인 증가 수준인 1.5만명에 근접하는 수준으로 둔화될 것으로 추정하였다.

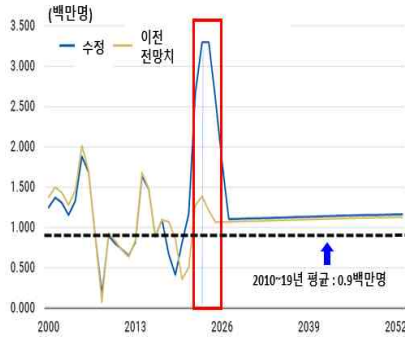
32) 노동공급(2024.5월 1.677억명)은 2023년 이후 273만명 확대되어 팬데믹 이전 수준(2019년 평균 1.64억명)을 능가하고 있으며 경제활동참가율(2024.1~5월 평균 62.6%)은 팬데믹 이전 수준(2019년 평균 63.1%)에 근접하고 있다.

33) 핵심 연령층(25~54세) 노동가능인구의 경제활동참가율은 2024.5월 현재 83.6%로 팬데믹 이전(2020.2월 83.0%)을 상회하고 있다.

34) 바이든 정부 출범 후 외국인 근로자의 노동공급이 빠르게 회복되는 가운데, 외국인 경제활동인구는 2024.1~5월중 월평균 8만명 증가하면서 팬데믹 이전인 2018~19년 추세(월평균 3.9만명)를 상회하였으며 경제활동참가율(66.2%, 2024.5월)도 2019년 평균보다 0.2%p 상승하였다.

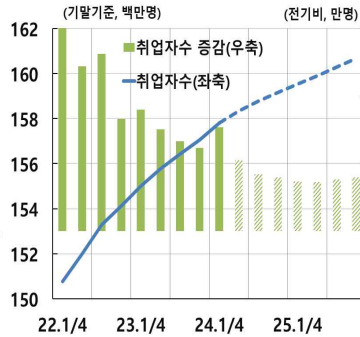
35) 소비자 기대 서베이(SCE) 결과 실적 후 3개월 이내 재취업할 확률은 52.2%로 2023년말(55.9%) 이후 꾸준히 하락하면서 최근 둔화되고 있는 노동시장의 모습을 반영하고 있다.(FED NY, 6.10일) 또한 소비자 신뢰조사(컨퍼런스보드, 2024.5월)에서 일자리가 풍부하다고 응답한 소비자의 비율(37.5%)은 팬데믹 초기를 제외하고는 2018년초 이후 최저수준으로 하락하였다.

[그림 2.19] 이민자 추이 및 전망



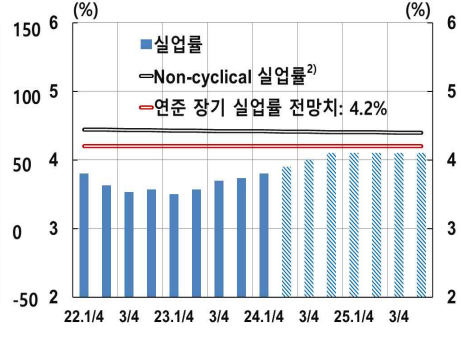
자료: CBO(2024.6월)

[그림 2.20] 취업자수 전망¹⁾ 경로



주: 1) 45개 투자은행 전망치의 중간값(6.20일)
자료: Bloomberg

[그림 2.21] 실업률 전망¹⁾



주: 1) 57개 투자은행 전망치의 중간값(6.20일)
2) CBO 추산(2024.6월 기준)
자료: Bloomberg

7. 임금은 노동시장 수급 불균형 개선, 퇴직률 하락³⁸⁾ 등으로 오름폭이 점진적으로 축소될 것으로 보인다. 최근 구인·이직 보고서(JOLTS)의 구인/실업 비율이 지난 1~2년 전의 기록적인 수준에서 뚜렷한 하락세를 보이는 등 여러 구인·구직 관련 지표에서 노동시장의 타이트함이 개선되는 모습³⁹⁾이 나타나고 있다. 또한 가계의 기대인플레이션⁴⁰⁾도 일정 범위 내에서 안정됨에 따라 임금상승 압력은 지속적인 둔화를 보일 것으로 전망된다. 이에 따라 임금상승률이 하반기에는 연준의 물가목표(2%)에 부합하는 수준(3.0~3.5%)에 점진적으로 근접할 것으로 예상된다. 다만, 일부 서비스업⁴¹⁾을 중심으로 노동수요가 강하게 유지될 경우 높은 임금상승 압력이 예상보다 장기간 지속될 가능성도 잠재해 있다.

실업률 전망(%)	FRB(6월) ¹⁾	IMF(4월)	OECD (5월)	CBO(6월)	OEF(6월)	투자은행 ²⁾
- 2024	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9	3.9
- 2025	4.2	4.2	4.0	4.0	4.1	4.1

36) 주: 1) 4/4분기 기준 2) 63개 투자은행 전망치의 중간값(Bloomberg, 6.20일)

취업자수 ¹⁾ 전망 (천명)	투자은행 (6.20일)
- 2024	177
- 2025	128

주: 1) 전월대비 평균 증가폭

37) 해고율(Layoffs and discharge, %) 추이 : 2023.10월 1.1 → 12월 1.0 → 2024.2월 1.1 → 4월 1.0

38) 노동시장 약세를 가늠하는 선행지표인 퇴직률(2.2%, 전체 고용대비 자발적 퇴사자 비율)은 2020.9월 이후 최저 수준으로 둔화되었다. 자발적 퇴직비율(%) 추이 : 2023.6월 2.4 → 10월 2.3 → 2024.1월 2.2 → 4월 2.2

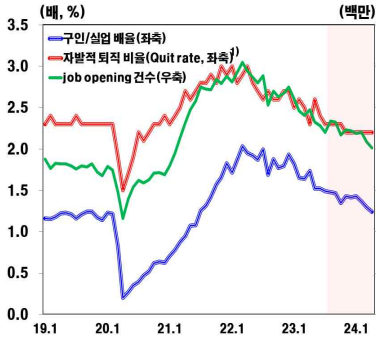
39) 노동시장 불균형 축소는 시차(약 3~6분기)를 두고 임금에 영향을 미치는 것으로 분석되어 금년중 임금상승 압력이 지속적으로 완화될 것으로 보인다.(Goldman Sachs)

40) 향후 1년 및 5년 후 기대인플레이션(미시간대 서베이)이 최근 상승(1년: 24.3월 2.9% → 6월 3.3%, 5년: 2.8% → 3.1%) 하였으나 3% 내외 수준에서 안정된 모습을 보이고 있다.

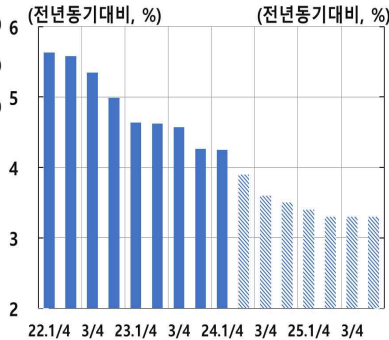
41) 전반적인 고용 둔화가 이어지더라도 고용규모가 여전히 팬데믹 이전 추세를 하회하고 있는 레저/숙박, 교육/보건 분야에서는 고용의 추가 확대 가능성이 있다.(BofA)

구인·구직 지표는 하락세를 지속 임금상승률의 오름폭은 축소 임금 등 고용비용은 감소할 전망

[그림 2.22] 구인·구직 관련 지표 [그림 2.23] 임금¹⁾상승률 전망²⁾ [그림 2.24] 고용비용지수(ECI) 전망¹⁾



주: 1) 자발적 퇴직지수 ÷ 취업지수
자료: BLS



주: 1) 시간당 임금 기준
2) 23개 투자은행 전망치의 중간값(6.20일)
자료: Bloomberg



주: 1) 음영은 전망기간을 의미
자료: Morgan Stanley(5.19일)

물가

8. 물가(근원 PCE 기준)상승률은 점진적인 둔화가 이어질 전망이다. 항목별로는 상품부문의 가격이 팬데믹 이후 수요 정상화, 공급망 개선⁴²⁾ 등에 힘입어 자동차 등을 중심으로 지속적으로 하락할 것으로 예상된다. 지난 1/4분기중 경직적인 모습을 보였던 서비스 부문 역시 높은 비중을 차지하는 주거비 오름세 둔화⁴³⁾가 이어지는 가운데 노동시장 불균형 개선에 따른 임금상승률 둔화 등으로 디스인플레이션 추세가 계속될 전망이다.⁴⁴⁾ 다만 지난해 하반기의 낮은 물가상승률에 따른 기저효과⁴⁵⁾로 인해 물가상승률(전년 대비) 하락세는 완만할 것으로 보인다. 결국, 하반기 디스인플레이션 진전에는 주거비⁴⁶⁾ 및 노동시장 불균형 완화 속도가 주요 관건이 될 전망이다.

42) ISM 제조업지수내 생산물자 조달기간지수(Production Material Commitment Leadtime index)를 보면 공급망 정상화가 진전되고 있으나(팬데믹 당시 최고 100일 → 2024.5월 기준 79일) 여전히 팬데믹 이전(2019년 평균 67일)에 비해 평균 조달기간이 15% 이상 오래 걸리는 등 정상화 여지가 상당히 남아있는 것으로 분석된다.(Goldman Sachs, 6.2)

43) 일반적으로 주거비 물가를 선행하는 지표인 노동통계국(BLS)의 신규 세입자 임대료(New Tenant Rent) 지수와 민간기관 신규 임대료 지수 상승률이 지속적으로 둔화되고 있는데, 두 지수 모두 2023.4분기와 2024.1분기에 연율 1% 미만의 낮은 상승률을 보였다.(Morgan Stanley, 5.19)

44) 하반기 중 노동시장이 점진적으로 냉각되면서 주거비 제외 근원서비스도 완만한 디스인플레이션을 견인할 것으로 예상된다. 생산 과정에서 인력투입이 큰 비중을 차지하는 서비스부문 가격은 노동수급 상황이 반영된 임금, 실업률 등 고용사정과 밀접하게 연계되어 있다. 특히 서비스가격 상승을 견인해온 주거비 제외 근원 서비스 물가의 경우 일반적으로 고용비용(ECI) 등 고용사정에 크게 영향을 받는다.

45) 지난해 근원 PCE 물가는 3-5월 평균 0.31% 상승하였으나 6월 이후에는 9월(0.33%)을 제외하고는 0.1% 내외의 낮은 상승률을 기록하였다.

46) 파월의장은 팬데믹 이후 주거비 상승분이 신규 세입자보다는 기존 세입자의 재계약 임대료에 천천히 반영되고 있다며, 주거비 상승기와 마찬가지로 임대료 하락도 더디게 반영되고 있어 완전히 반영되려면 예상보다 늦게 몇 년이 걸릴 수도 있다고 언급하였다. 다만 임대료가 매우 완만한 수준으로 오르고 있는 이상 시기의 문제일 뿐, 결국 해결될 것으로 전망하였다.(2024.6월 FOMC 기자간담회)

물가상승률은 둔화되었으나 연준의 장기목표(2%)를 상회하는 수준에서 점진적으로 하락할 전망

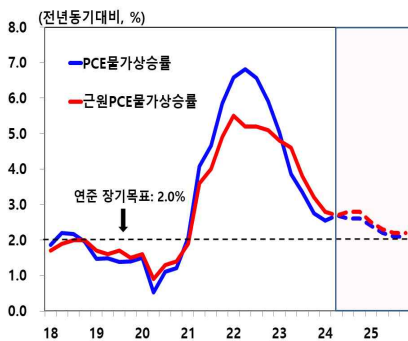
[표 2.3] 연간 물가상승률¹⁾ 전망

(전년대비, %)	FRB[6월] ²⁾	OECD[5월]	OEF[6월]	CBO[6월]	IMF[4월]	투자은행[6.20일] ³⁾
■ 2024	2.8	2.6	3.3	2.9	2.9	2.8
■ 2025	2.3	2.1	2.5	2.4	2.0	2.3

주 : 1) 연간평균 증가율. FRB, OECD, CBO, 투자은행은 근원 PCE물가, OEF 및 IMF는 소비자물가
 2) FOMC 전망치의 중간값, 4/4분기의 전년동기대비
 3) 56개 투자은행 전망치 중간값(자료 : Bloomberg)

물가상승률은 완만하게 하락하여 2025년 하반기에 물가목표(2%)에 근접

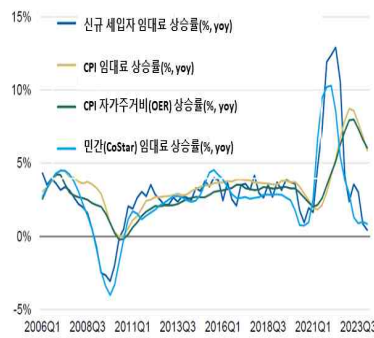
[그림 2.25] 물가상승률(PCE 및 근원PCE) 분기 전망¹⁾



주 : 1) 53개 투자은행 전망 중간값(6.20일 기준) 자료 : Bloomberg

주거비의 오름세는 지속적으로 둔화될 전망

[그림 2.26] 민간기관 임대료 지수 등 주거비 물가 추이



자료 : Morgan Stanley(5.19일)

완만한 서비스물가 상승률 하락으로 근원 물가는 점진적으로 하락할 전망

[표 2.4] 항목별 물가상승률¹⁾(근원PCE 물가) 전망

	(전년동월대비, %)		
	24년4월	24년말	25년말
근원PCE 물가 (100.0)	2.8	2.8	2.1
근원 상품 (25.2)	-0.6	-0.9	0.1
신차 (2.2)	-0.3	-2.5	-0.3
중고차 (1.3)	-4.9	-7.2	-3.3
의류·신발 (3.1)	1.5	1.1	0.8
기타 재화 (9.8)	-0.8	-0.6	-0.2
근원 서비스 (74.8)	3.9	4.0	2.8
주거비 (17.6)	5.6	4.9	3.7
의식·숙박 (8.3)	3.4	3.5	3.6
금융·보험 (8.3)	5.0	5.7	1.8
의료 (18.8)	2.6	3.0	2.7

주 : 1) ()내는 2024.4월 기준 비중 자료 : Goldman Sachs

한편, 주거비 둔화 지연, 노동시장 강세 지속, 중동정세 악화 등 지정학적 불확실성에 따른 원자재 가격 상승과 공급망 교란 등의 가능성은 디스인플레이션 경로에 상방 리스크로 작용할 소지도 있다.⁴⁷⁾

47) 최근 안정세를 보이고 있는 유가 등 원자재 가격이 예상치 못한 공급충격으로 상승세로 전환될 경우 현재 낮은 수준에서 안정되어있는 기대인플레이션을 자극하면서 물가상승 압력을 높일 우려가 상존한다.

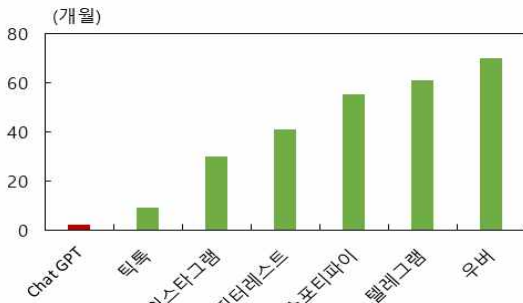
1. AI가 미국경제에 미치는 영향

검토 배경

1. 2022년 ChatGPT 등장 이후 인공지능(Artificial Intelligence, 이하 AI)에 대한 관심이 크게 높아지고 있다. ChatGPT는 인간과 유사한 수준으로 컴퓨터와 유연하고 창의적인 대화가 가능하다는 점에서 큰 관심을 불러일으키며 최단기간(2개월)에 1억명의 사용자를 돌파하였다.(그림1) 이와 같은 생성형 AI는 광범위한 데이터를 학습하여 텍스트부터 이미지까지 새로운 콘텐츠를 만들 수 있고, 범용적으로 활용될 수 있어 경제 전반에 혁신적인 변화를 가져올 것으로 평가된다.(그림2) 특히 미국은 AI 관련 기술을 선도적으로 개발해 이를 경제활동에 신속하게 도입하고 있어 AI로 인한 사회·경제적 변화가 여타 국가에 비해 빠를 것으로 예상된다. 이러한 상황에서 IB 등의 최근 연구결과를 바탕으로 AI가 미국의 생산성과 투자·고용·물가 등 거시변수에 어떤 경로를 거쳐 얼마만큼 영향을 미칠지 검토해보고, 통화정책 측면에서는 어떤 시사점이 있는지 살펴보았다.

빠른 속도로 생성형 AI 사용 증가

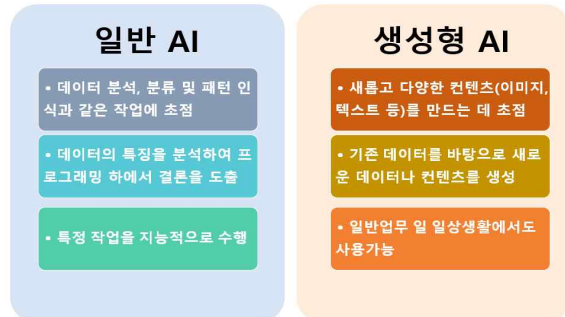
[그림 1.1] 사용자수 1억명 돌파 소요 기간



자료 : Sensor Tower

생성형 AI는 새롭고 다양한 콘텐츠 제작이 가능

[그림 1.2] 생성형 AI의 주요 특징



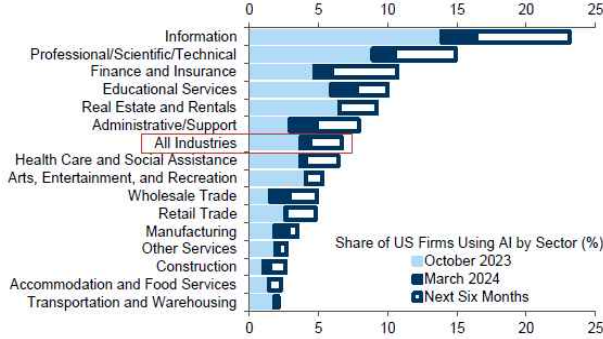
AI 도입 초기의 경제적 영향

2. AI에 대한 큰 관심에도 불구하고 AI를 정식 사용하는 기업 비중은 5% 미만으로 낮은 수준이나, 향후 정보통신 분야를 중심으로 AI 기술이 빠르게 확산될 전망이다. 美 인구조사국(Census Bureau)의 최근 조사 결과(24.3월)에 따르면 정보통신 산업의 AI 사용 비중이 여타 산업보다 월등히 높으며(그림3), 특히 컴퓨팅/데이터/웹 인프라스트럭처·정보·미디어 기업들은 동 비중이 20% 이상으로 AI를 신속하게 도입하고 있는 것으로 나타났다.(그림4) 향후 6개월 동안에도 정보통신·전문과학기술 분야 등을 중심으로 AI 도입이 크게 늘어날 것으로 예상된다. 이처럼 기술 확산 초기에는 AI 사용이 디지털 기술을 전문적으로 활용하는 산업에 집중될 것이며, 여타 분야는 시간을 두고 확산될 전망이다.

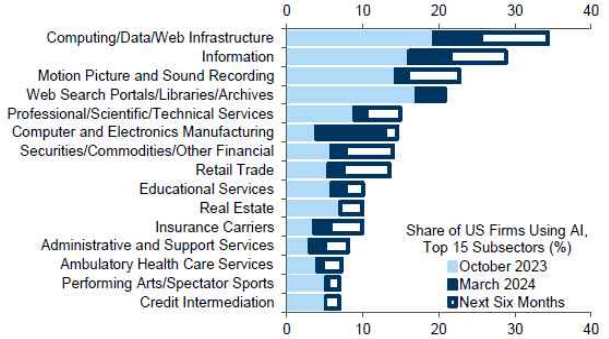
정보통신 산업을 중심으로 AI 도입이 활발

컴퓨팅·정보·미디어 기업의 20% 이상이 AI 도입

[그림 1.3] 산업별 AI 사용 기업 비중 변화



[그림 1.4] AI 사용 비중 상위 15개 섹터

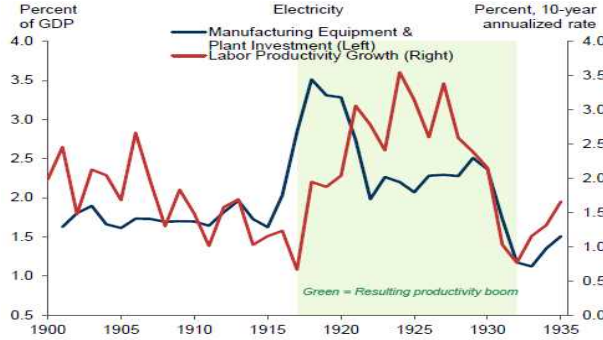


자료: 인구조사국, 골드만삭스

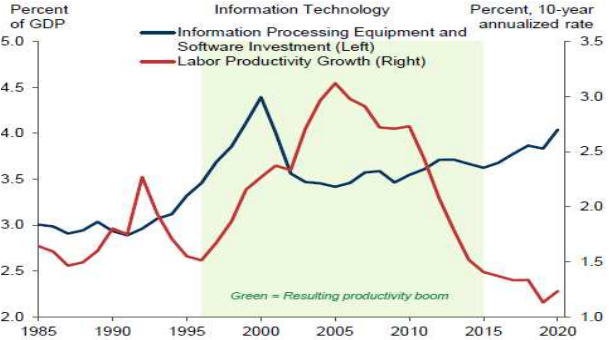
3. 역사적으로 기술혁신에 의한 대규모의 경제적 전환은 인프라, 인적자본 등에 대한 상당한 투자를 동반하였으며, 기술 도입과 효율성 향상에 따른 생산성 증대가 가시화 되기 전에 투자가 선행되는 모습을 보였다. 과거 기술 주도로 빠르게 성장하였던 전기 (20세기 초) 및 IT(1990년대) 혁명 기간에는 투자가 최대 GDP의 2%까지 증가하였으며, 생산성 증대보다 몇 년 앞서 나타났다.(그림 5,6)

기술발전에 따른 생산성 증대에 앞서 대규모 투자가 선행

[그림 1.5] 전기 기술발전 당시 투자 및 노동생산성



[그림 1.6] IT 기술발전 당시 투자 및 노동생산성



자료: 인구조사국, 노동통계국, 골드만삭스

4. 과거 기술혁신 사례와 같이 최근 AI 관련 투자가 빠른 속도로 증가하고 있으나, 투자 사이클은 아직 초기 단계인 것으로 판단된다. 미국의 AI에 대한 민간투자는 2017년 이후 가파른 증가세를 보이고 있다. 투자 규모가 감소했던 여타 주요국과 달리 미국의 AI 투자는 2023년에도 전년대비 22.1% 증가하며 6.7백억달러를 기록하였다. (그림7) 그러나 이는 미국 전체 투자의 1.4% 수준에 불과하다. 최신 데이터 미비로 AI 관련 기업의 수익을 통해 2023.1분기~2024.1분기중 AI 투자를 가늠(48)해보면 엔비디아를 필두로 한 반도체 부문을 중심으로 50% 증가하였다.(그림8) 2025년에는 반도체·클라우드 등 하드웨어 기업의 수익이 2.5천억달러에 이르러 미국 전체 투자의 9%, GDP의 1% 수준으로 높아질 전망이다.(그림9)

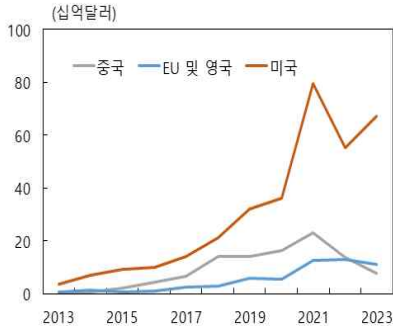
48) AI 관련 투자가 곧 AI 관련 기업이 생산한 제품에 대한 투자지출이라고 보고, AI 관련 기업의 수익을 AI 투자 규모의 대응치로 사용하였다.

미국의 AI 투자가 여타국보다 큰 폭 증가

반도체 투자가 가파르게 증가

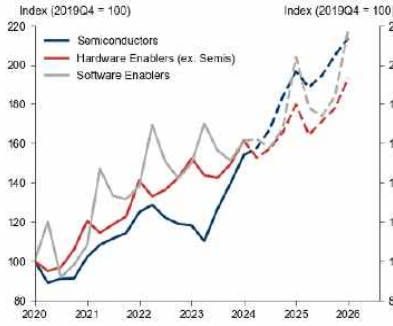
2025년까지 반도체·클라우드 중심으로 AI 관련 투자 증가

[그림 1.7] 주요국 AI 투자 규모



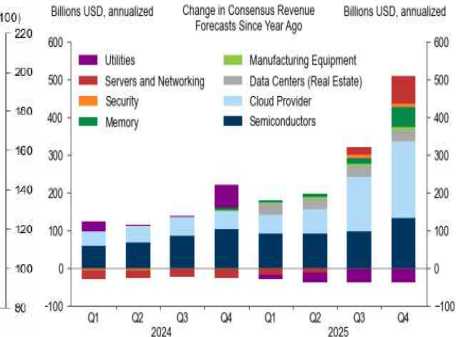
자료: 스탠포드 대학 AI Index Report

[그림 1.8] 주요 부문별 AI 투자



자료: 팩트셋, 골드만삭스

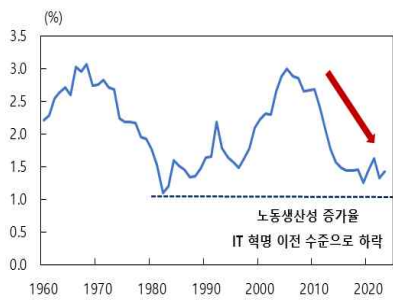
[그림 1.9] AI 투자규모 전망



5. AI 투자의 빠른 증가에도 불구하고 노동생산성 증가 속도가 낮은 수준을 보이고 있으나, AI 도입시 기업의 노동생산성이 크게 향상되는 것으로 나타났다. 미국의 노동생산성 연평균 증가율(과거 10년 기준)은 글로벌 금융위기 이후 하락세를 지속하며 1990년대 IT 혁명 이전 수준으로 낮아졌다.(그림10) 다만 학술연구 결과와 AI 도입 기업들의 보고에 따르면 AI 기술을 통해 노동생산성이 평균 25%~26% 정도 높아진 것으로 나타났다.(그림11, 12)

노동생산성 증가 속도가 IT 혁명 이전 수준으로 낮아짐

[그림 1.10] 노동생산성 증가율¹⁾



주: 1) 10년간 연평균 증가율
자료: 노동통계국

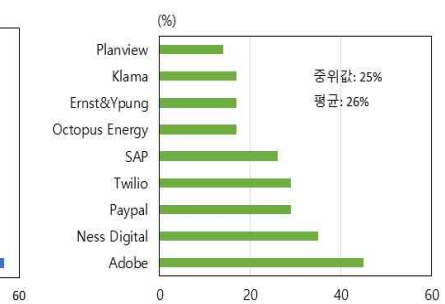
AI 기술 도입시 노동생산성이 평균 25% 상승하는 것으로 나타남

[그림 1.11] AI 도입시 노동생산성 증가에 관한 학술연구 결과



자료: 골드만삭스

[그림 1.12] AI 도입 기업의 노동생산성 증가폭

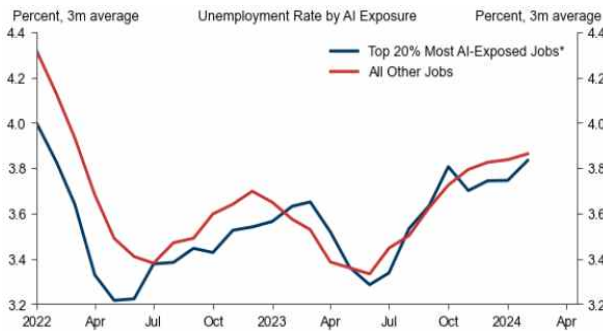


6. AI 기술이 도입 초기인 점을 감안하면 AI가 노동시장에 미치는 영향을 평가하기는 이르나, 현재까지는 생성형 AI의 고용감소 효과가 미미한 가운데 정보통신 등을 중심으로 AI 관련 노동수요가 늘어나고 있다. 최근 테크기업을 중심으로 해고가 크게 늘었으나, 2023.5월~2024.2월중 AI 관련 해고(총 19,855건)는 전체 해고의 0.1%에 불과하다. 또한 AI 노출 상위 20% 직업군의 실업률이 여타 직업군과 큰 차이가 없어 AI에 의한 노동력 대체가 아직은 크지 않은 것으로 보인다.(그림 13) 산업별 AI 관련 노동수요 변화 서베이

결과(24.3월, 인구조사국)를 살펴보면, 지난 6개월 동안 정보통신·교육 부문 등을 중심으로 생성형 AI에 따른 노동수요가 커졌으며, 향후 6개월 동안에도 정보통신 등을 중심으로 AI 노동수요가 더욱 확대될 것으로 조사되었다. 그러나 교통·숙박 등 일부 서비스 산업은 AI로 인해 노동수요가 감소할 것으로 예상됨에 따라 AI가 고용에 미치는 영향이 산업별로 더욱 차별화될 전망이다.(그림 14)

AI 노출 일자리의 실업률은 여타 부문과 유사

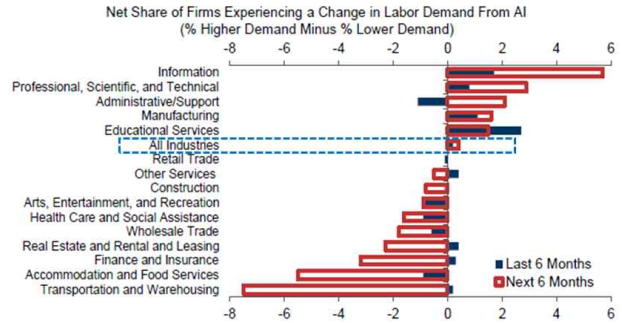
[그림 1.13] AI 高노출 및 여타 일자리의 실업률



자료: 인구조사국, IPUMS

AI가 고용에 미치는 영향이 점차 산업별로 차별화

[그림 1.14] AI에 의한 노동수요 변화



자료: 인구조사국, 골드만삭스

AI에 의한 생산성 향상

7. AI는 총요소생산성⁴⁹⁾과 자본지출 증대를 통해 생산성을 향상시킬 수 있다.(그림15)

CI Jones(2023)는 AI 도입을 통해 노동력을 보다 생산적인 활동에 재분배하고, 새로운 아이디어 창출이 늘어나면 총요소생산성이 높아질 수 있다고 보았다. 노동력 재분배는 완료시 추가적인 생산성 향상이 제한될 수 있다. 그러나 보다 많은 인력이 AI를 통해 새로운 아이디어를 재생산한다면 AI에 의한 생산성 증대가 보다 장기화될 가능성이 있다. 1990년대 후반에도 PC 및 인터넷 보급에 힘입어 총요소생산성 성장폭이 확대된 바 있다.⁵⁰⁾ 또한 AI 기술을 확산시켜 생산성 향상을 위한 기초를 마련하기 위해서는 관련 하드웨어 및 소프트웨어에 상당한 규모의 투자가 수반되어야 한다. 골드만삭스에 따르면 AI 관련 투자는 하드웨어를 중심으로 향후 10년 동안 최대 GDP의 2.0~2.5% 수준으로 증가한 후 2040년에는 GDP의 1.5%로 낮아질 전망이다.⁵¹⁾(그림 16) 이에 힘입어 맥킨지는 현재 수행되는 업무활동의 50%가 2030~60년중에 AI에 의해 자동화될 것으로 예상하였다.

49) 미국 노동통계국(BLS)은 총요소생산성(TFP)을 기술변화, 효율성 개선, 규모의 경제, 자원 재배분 및 기타 요인이 경제성장에 미치는 효과를 합한 것이라고 정의하였다.

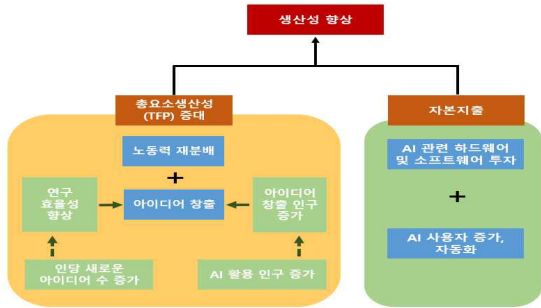
50) 미국의 1996~2000년중 총요소생산성 연평균 증가율은 1.17%로 1987~95년중(0.42%)에 비해 세 배 가까이 높았다.

51) AI 관련 투자는 AI 학습 및 데이터베이스 운영(run AI queries) 등을 위한 하드웨어 투자와 AI 관련 소프트웨어에 대한 지출로 구분할 수 있다. 하드웨어 투자는 초기에 급격히 증가하였다가 AI 모델 규모가 정점에 도달하면 보다 정교한 모델을 광범위하게 사용하는 데 드는 높은 비용으로 인해 모델 개발보다는 효율성을 우선시하면서 투자규모가 줄어들 것으로 예상된다. 반면 소프트웨어 투자는 사용자가 시간을 두고 늘어나면서 투자규모 증가 상당기간 지속될 전망이다.

AI를 통한 총요소생산성 증대와 자본지출을 통해 생산성 향상이 가능

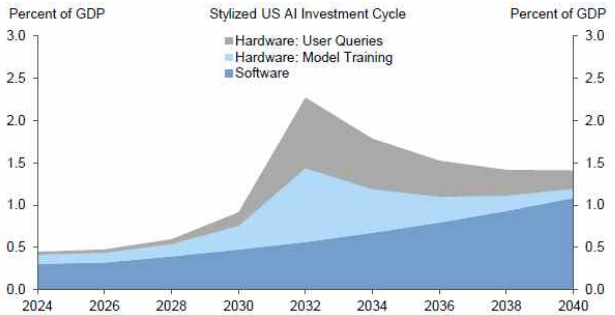
AI 관련 투자는 향후 10년 동안 GDP의 2.0~2.5%까지 증가 전망

[그림 1.15] 생산성 향상 경로



자료: CI Jones(2023)

[그림 1.16] GDP 대비 AI 투자 규모 전망



자료: 골드만삭스

8. 연구결과별로 큰 편차가 있지만, AI가 광범위하게 도입되면 노동생산성이 연간 약 1~2%p 높아질 것으로 기대된다.⁵²⁾(그림 17) 과거 기술혁신 사례(20세기 초 전기, 1990년대 IT)에서도 기술개발 이후 20년이 지나 미국 기업의 절반 정도가 해당 기술을 채택한 시점부터 노동생산성이 빠르게 상승하였다. 노동생산성의 급격한 증대가 시작된 이후에는 10년 동안 노동생산성 증가율이 연간 1.5%p 높아지는 모습을 보였다.(그림 18) 다만 AI 도입을 저해하는 요인들이 크게 작용할 경우 노동생산성 증가폭 및 향상 속도가 예상보다 크지 않을 수도 있음에 유의해야 한다. OECD의 서베이(2022년) 결과 높은 비용(금융업 53%, 제조업 58%), 도입에 필요한 기술 부족(41%, 43%), 기술에 대한 확신 부족(29%, 35%), 정부규제(25%, 19%) 등이 AI 도입에 걸림돌이 되는 것으로 나타났다.(그림 19)

AI 도입으로 노동생산성이 연간 약 1~2%p 높아질 전망

美 기업 절반 정도가 혁신 기술을 채택한 시점부터 노동생산성이 빠르게 향상

높은 비용, 도입에 필요한 기술 부족 등으로 AI 도입이 지체될 수도 있음

[그림 1.17] AI 도입에 따른 노동생산성 예상 증가폭¹⁾

	증가폭	범위
골드만삭스	1.5	0.3~2.9
BNP 파리바	1.0	-
맥킨지	0.5	0.3~1.5
Dauth et al(2018)	0.5	-
Acemoglu et al(2022)	1.9	-
Behrens and Trunschke(2020)	2.6	0.5~4.0
Czamitzki et al(2023)	5.0	-
Alderucca et al(2022)	6.8	-

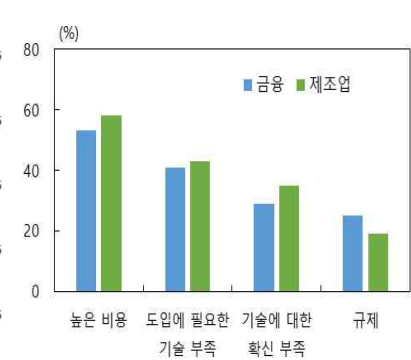
주: 1) 연간 기준

[그림 1.18] 과거 기술혁신 기간중 노동생산성 변화



자료: 노동통계국

[그림 1.19] AI 도입 저해 요인 서베이 결과



자료: OECD

52) 연구결과별로 AI 도입에 따른 노동생산성 증가폭 추정치가 크게 다른 것은 기초데이터 · 분석기법 · 생산성 정의 등의 차이에 주로 기인한다.

생산성 증가가 고용·물가·금리 및 통화정책에 미치는 영향

(고용에 미치는 영향)

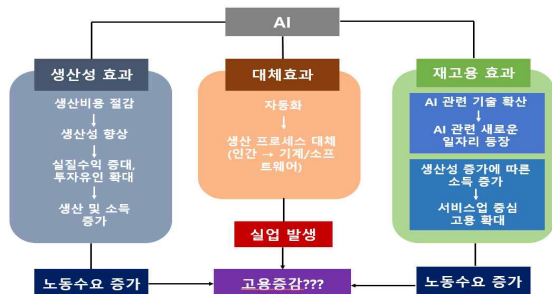
9. AI는 생산성 효과, 대체 효과, 재고용 효과의 경로를 통해 노동수요에 영향을 미칠 것으로 보인다.(그림 20) 생산성 효과(productivity effect)는 AI를 통해 단위당 생산비용을 절감하고, 노동생산성을 높여 노동수요를 증가시키는 것을 의미한다. 생산성 향상은 실질 수익과 투자 증대로 이어져 생산과 노동수요를 확대시킬 수 있다. 이와 반대로 AI를 통한 자동화에 의해 생산 프로세스에서 인간이 대체되는 대체 효과(displacement effect)로 인하여 일부 업종에서 실업이 증가할 수 있다. 재고용 효과(reinstatement effect)는 AI가 새로운 노동 집약적 업무를 창출해 대체된 노동력을 생산 공정에 다시 투입시켜 임금과 고용을 증대시킬 수 있다.⁵³⁾ 또한 생산성 향상 등으로 소득이 증가하면 서비스업(여행·외식 등)에 대한 지출 증가로 이들 업종을 중심으로 고용이 늘어날 수 있다. 만약 AI로 인한 대체 효과가 생산성 효과와 재고용 효과의 합보다 더 크면 노동수요가 감소하고 실질임금에 하방압력이 가해진다. 임금은 비탄력적(sticky)이기 때문에 노동수요의 감소는 단기적으로는 실업률 상승과 임금 상승률 둔화를 초래할 수 있다.

10. AI를 통해 인간과 컴퓨터가 유기적으로 상호작용하고 다양한 주제의 맞춤형 콘텐츠를 제작할 수 있게 됨에 따라, 기술혁신으로부터 안전한 것으로 여겨졌던 지식근로자 및 창의인력 계층의 고용이 AI 혁신으로부터 직간접적인 영향을 받을 전망이다. IMF와 골드만삭스에 의하면 60~70%의 일자리가 AI에 의한 자동화로부터 영향을 받을 것으로 추정되며, 업무량 기준으로는 25% 정도가 AI 자동화에 노출된 것으로 분석되었다. 직군별로 AI 자동화에 대한 업무노출 비중을 보면, 일반사무 및 행정(46%)·법률(44%)·건설공학(37%) 등과 같은 전문직의 업무노출 비중이 높게 나타났으며, 물리적인 노동력을 투입하는 건설노동(6%)·정비(4%)·청소(1%) 등은 낮은 수준을 보였다.(그림 21)

AI는 생산성 효과, 대체 효과, 재고용 효과를 통해 고용에 영향을 미친다

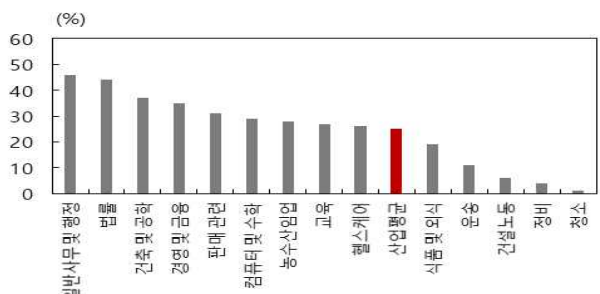
전체 업무량의 25% 정도가 AI 자동화에 노출, 특히 전문직이 크게 노출된 것으로 분석

[그림 1.20] AI의 노동수요 영향력



자료: Acemoglu(2021)

[그림 1.21] 직업군별 AI 노출 업무 비중



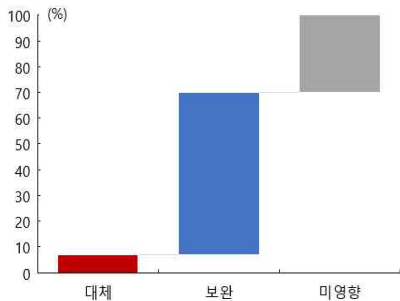
자료: 골드만삭스

53) 산업혁명 이후 선로작업자·기계공 등의 등장, 현대의 소프트웨어 개발자, 디지털 마케팅 전문가, 컴퓨터 보안전문가의 등장 등을 예로 들 수 있다. 다만 재고용 효과는 새로운 일자리와 노동시장에서의 상대적 중요성을 예측해야 하므로 가장 불확실한 채널이다.(Acemoglu, 2021)

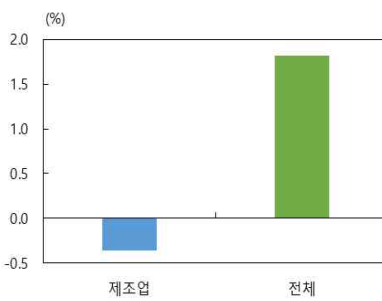
11. AI에 의한 기존 노동력 대체 우려가 있지만, 기술혁신으로 더 많은 일자리가 창출되면서 AI가 노동시장에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 평가된다. 상당수의 일자리가 부분적으로만 AI에 노출되어 있고, 사회적 선호 등을 이유로 대체가 쉽지 않은 직업⁵⁴⁾들도 있어 AI가 기존 근로자의 업무를 보완하는 형태로 활용될 가능성이 크다. 이러한 상황을 반영하여 골드만삭스는 생성형 AI에 의해 미국 고용의 7%가 대체되고 63%는 보완, 30%는 영향을 받지 않을 것으로 추정하였다.⁵⁵⁾(그림 22) IT 혁명 당시(1990년~2000년중)에도 자동화 영향이 컸던 제조업 고용은 보합세(연평균 -0.4%)를 보였지만, 전체 비농업부문 취업자수가 새로운 일자리 생성⁵⁶⁾ 등으로 연간 1.8% 증가한 데 힘입어(그림 23) 취업인구 비율이 2000.1분기에 사상 최고치(67.3%)를 기록하였다.(그림 24)

상당수의 고용이 AI에 의해 보완될 것으로 예상	제조업 등에서 감소했지만 고용이 전반적으로 호조세를 보임	90년대 IT 붐 당시 취업인구 비율이 사상 최고치 기록
----------------------------	---------------------------------	---------------------------------

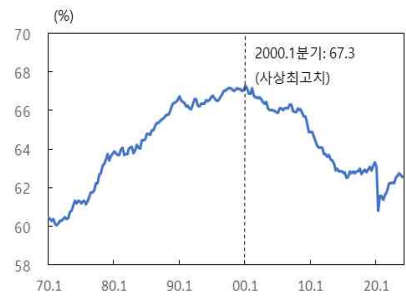
[그림 1.22] AI에 따른 일자리 영향



[그림 1.23] IT혁명 당시 고용 변화



[그림 1.24] 취업인구 비율 변화



자료: 골드만삭스

주: 1) 1990~2000년중 연평균 증가율
자료: 노동통계국

12. 그러나 기술혁신 과정에서 경기침체가 발생하면 기업들이 이를 구조조정의 계기로 활용하는 경향이 있으며, 경기가 회복되더라도 높아진 노동생산성 등을 이유로 고용에 적극적으로 나서지 않아 '고용 없는 회복(jobless recovery)' 현상이 나타날 수 있다. 통상적으로 경기침체가 종료되면 고용이 개선되나, IT 혁명 직후 발생했던 2001년 경기침체에서는 경기가 회복세로 진입한 이후에도 한동안 고용이 부진하였다.(그림 25) 경기침체가 종료된 지 2년이 지난 2003.3분기에 실업률은 침체 종료시점(4.8%)보다 높은 6.1%로 상승하였으며, 비농업고용은 같은 기간에 1.4% 축소되었다.(그림 26) 반면 여타 경기침체(1982년·1991년·2008년)에서는 경기침체 종료 2년후에 실업률이 평균적으로 0.7%p 하락하고, 고용은 2.6% 늘어나 경기회복과 함께 노동시장이 개선되는 모습을 보였다.

54) IMF(2024)는 기술변화에 크게 노출되어 있더라도 외과의사·변호사·판사 등과 같이 높은 수준의 책임과 대면을 필요로 하는 인지업무(cognitive jobs)는 AI가 대체할 가능성이 작다고 보았으며, 이들 일자리가 전체의 30%를 차지하는 것으로 분석하였다.

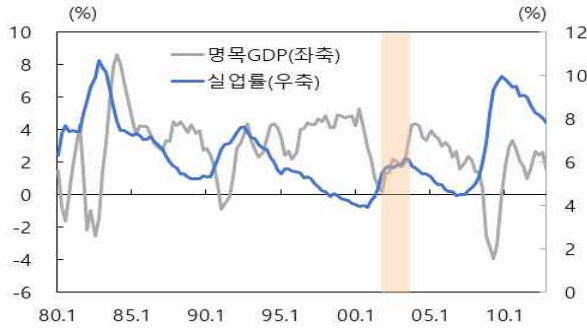
55) 금융 및 제조업 고용주 대상 OECD의 서베이(2022) 결과에서도 AI 도입시 감원·정리해고(금융업 17%, 제조업 14%)보다는 내부 직원 재교육(64%, 71%), 외부 서비스 이용(53%, 53%), 신규 고용(35%, 48%)으로 대응할 것으로 나타났다.

56) IT 혁명으로 기존에 없었던 웹디자이너, 소프트웨어 개발자 등과 같이 새로운 일자리 생겨났다. David Autor(2022)는 현재 60%의 노동자가 1940년대에는 없었던 직종에 종사하며, 지난 80년 동안 85%의 고용 증가가 기술혁신에 따른 새로운 일자리 생성에 기인한 것으로 분석하였다.

2001년 경기침체 후 고용 없는 회복 현상이 나타남

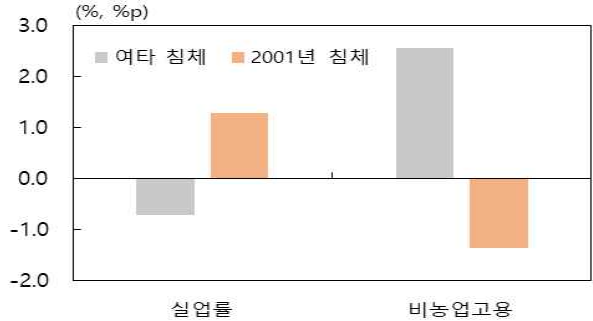
2001년 경기침체 시 고용부진이 상당 기간 지속

[그림 1.25] 미국 경기변동과 실업률



주: 1) 음영은 경기회복 중 실업률이 상승한 기간을 의미 자료: 노동통계국
자료: Fred

[그림 1.26] 경기침체 종료 2년 이후 실업률·고용 변화

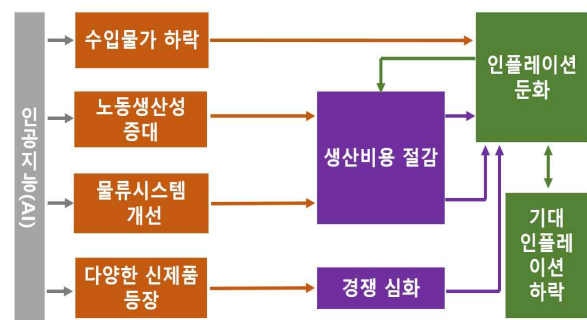


(물가에 미치는 영향)

13. AI 기술이 발전하면 노동생산성 향상, 물류시스템 등 공급망 개선⁵⁷⁾ 등으로 생산 비용이 하락함에 따라 AI가 인플레이션 둔화 요인으로 작용할 가능성이 있다. 간접적으로는 기술혁신으로 새로운 재화가 등장하면서 경쟁이 촉진되고, 글로벌 생산성 향상을 통해 수입물가도 하락하면서 물가상승률이 낮아질 수 있다. 또한 생산성 증대에 따른 생산비용 하락이 체감되기 시작하면 기대인플레이션도 낮아질 것으로 보인다.(그림 27) BNP파리바는 AI로 인해 노동생산성이 1%p 증가하면 소비자물가(Headline CPI) 상승률이 최대 1%p 하락할 것으로 추정하였다.⁵⁸⁾ 특히 생산성 향상이 가속화되는 AI 기술 확산 시기에 인플레이션 하방 압력이 클 것이며, AI 기술이 성숙기에 접어들고 도입이 정체 되면 생산성 증가가 둔화되면서 인플레이션에 대한 AI 영향이 점차 사라질 것으로 예상된다.(그림 28)

AI가 생산성 증대를 통한 생산비용 하락 등을 유발하여 인플레이션이 하락할 가능성

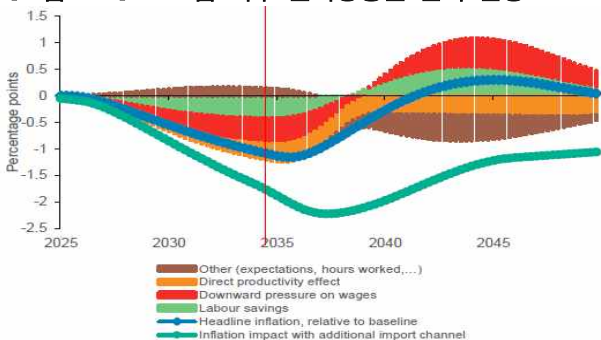
[그림 1.27] AI가 인플레이션에 미치는 영향



자료: BNP파리바

생산성 향상이 가속화되는 AI 발전·도입 확산 시기에 인플레이션 하방 압력이 커질 전망

[그림 1.28] AI 도입 이후 물가상승률 변화 전망



자료: BNP파리바

57) 생성형 AI를 기반으로 과거 데이터, 트렌드 분석 등을 통해 제품에 대한 수요를 예측하여 재고 및 주문량을 적정 수준으로 최적화할 수 있다.

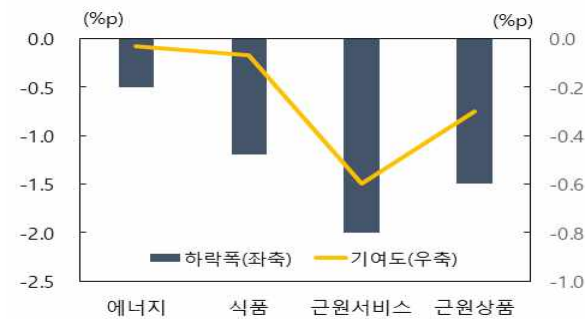
58) 이는 글로벌 생산성 향상에 따른 수입물가 하락을 반영하지 않은 수치로 BNP파리바는 수입물가 하락까지 고려할 경우 인플레이션이 약 2.5%p 낮아질 것으로 추정하였다.

14. AI에 의한 인플레이션 둔화는 주거비 제외 근원서비스 부문을 중심으로 나타날 전망이다. 생산성 향상은 제조업보다는 AI 활용 가능성이 높은 서비스업에서 클 것으로 판단된다. BNP파리바는 소비자물가에서 주거비 제외 근원서비스 부문이 AI에 의해 최대 2%p 하락하면서 인플레이션 하락의 60%를 기여하고, 근원상품은 1.5%p 하락하며 인플레이션 둔화에 30% 기여할 것으로 추정하였다.(그림 29) 세부 품목별로 보면 의료·산업 및 소비자 서비스가 물가하락에 가장 크게 기여할 것으로 예상된다. 소프트웨어와 금융서비스는 AI 관련 생산성 향상이 가장 클 것으로 판단되지만, 소비자물가 바스켓에서 차지하는 비중이 작아 물가하락에 대한 기여도는 낮을 것으로 분석된다.(그림 30)

15. 다만 인구 노령화, 탈세계화(deglocalisation), 저탄소 경제로의 전환 등 인플레이션 상승을 유발하는 구조적 요인의 영향이 클 수 있으므로 AI가 물가에 미치는 영향을 판단하는 데 있어 이러한 상방요인들도 종합적으로 고려할 필요가 있다.

AI에 의한 생산성 증대시 근원서비스를 중심으로 인플레이션이 둔화될 전망

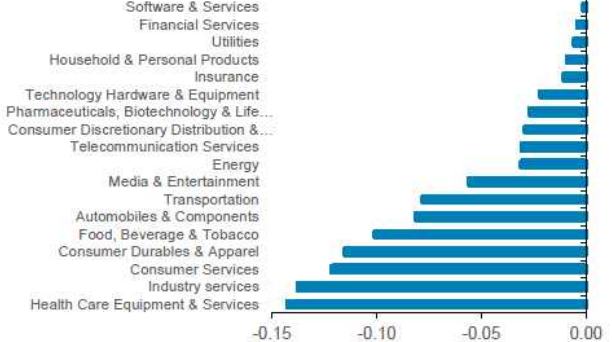
[그림 1.29] 주요 품목별 물가 하락폭 및 기여도



자료: BNP파리바

의료·산업 및 소비자 서비스가 물가 하락에 가장 크게 기여할 전망

[그림 1.30] 세부 품목별 서비스 물가 하락 기여도



자료: BNP파리바

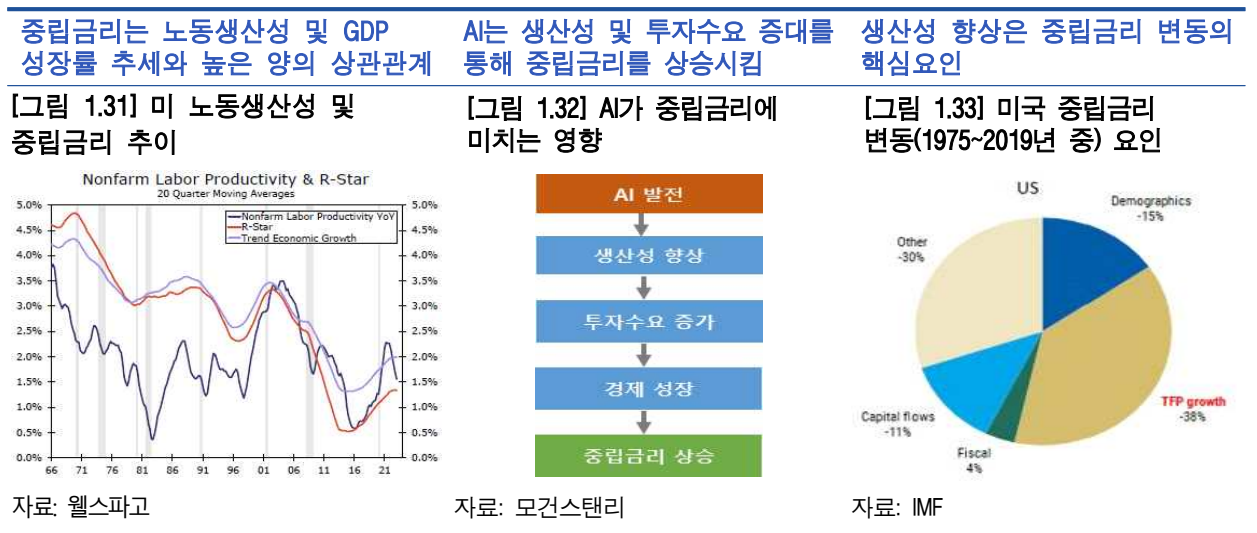
(금리에 미치는 영향)

16. AI로 인한 생산성 증가는 관련 투자수요를 끌어올려 중립금리⁵⁹⁾의 상승요인으로 작용할 수 있다. 미국의 중립금리는 60년대 후반 이후 추세적으로 하락했는데 이는 생산성 증가의 변동과 높은 양(+의 상관관계⁶⁰⁾를 보여왔다.(그림 31) 특히, IT 기술혁신에 따른 생산성 증가가 본격화된 1990년대 후반에는 중립금리가 생산성과 함께 급격히 상승하였다. 따라서 AI로의 전환이 생산성을 높이는 투자 확대에 이어진다면 잠재

59) 인플레이션에 미치는 영향이 중립적이고 경제 전체의 저축과 투자의 균형을 가능하게 하는 이자율을 의미한다. IMF는 경기부양적이지도 긴축적이지도 않고 잠재 산출량 및 안정적인 물가상승률에 부합하는 수준의 금리로 정의하였다.(2023.4월, WEO)

60) IMF 보고서(2023.4월)에 따르면 1975년~2019년 사이 미국 중립금리 감소의 약 40%가 생산성 성장률의 감소로 설명될 수 있다. 또한 Rachel and Smith(2015)에 의하면 생산성 성장률과 중립금리 사이의 승수는 1~2까지 높아질 수 있어 생산성이 1%p 증가할 경우 중립금리는 100~200bp 상승할 수 있다.

산출량이 늘어나면서 중립금리를 높이고⁶¹⁾ 이에 따라 실질금리도 상승할 가능성이 높다.⁶²⁾(그림 32) 이처럼 AI의 생산성 향상 효과가 경제성장으로 이어진다면 소비자와 기업이 실제로 부담하는 명목금리는 2010년대의 금리 수준보다 더 높아질 수 있다.⁶³⁾ 아울러 높은 금리는 대부분 장기 자본수익률에 대한 높은 추정치를 반영하기 때문에 금리상승은 위험자산의 가치 상승과 함께 진행될 가능성도 있다. 다만 중립금리는 관찰할 수 없는(unobservable) 이론적 개념이고, 1960년대 이후부터 중립금리 하락에 크게 기여했던 인구구조 변화 등의 구조적 요인도 지속될 것으로 예상되므로 AI가 중립금리에 미치는 영향을 판단하는데 있어 이러한 요인들도 함께 감안할 필요가 있다. (그림 33)



(통화정책에 미치는 영향)

17. AI 혁신은 중앙은행의 통화정책 수행에 불확실성을 높이는 요인으로 작용할 수 있다. 중립금리는 일반적으로 중앙은행 통화정책의 완화 정도를 판단하는 중요한 준거 기준⁶⁴⁾이 되는데, 한편으로는 인플레이션을 낮추고 다른 한편으로는 중립금리를 높이는 AI의 상반된 영향은 통화정책 수행에 복잡성을 더할 수 있다. 이는 중앙은행 입장에서 선제적(proactive) 대응보다는 사후적인(reactive) 대응에 나설 가능성을 높여 금리 사이클의 변동성을 증폭시킬 위험이 있다. 또한 전술한 바와 같이 AI가 생산성 하락 추세를 반전시킬 수 있다면 글로벌 금융위기 이후 지난 15년 동안 경기를 둔화시키기에

61) 생산성 증가가 가속화되면 실질 수익이 증가하고 투자 매력도가 높아진다. 이로 인해 투자수요 및 총수요가 지속적으로 늘어나게 되면 다른 모든 요인이 동일할 때 중립금리는 상승할 수 있다.
 62) 실질금리 상승이 반드시 경제에 부정적인 것은 아니며, 특히 잠재 GDP 성장률이 더 빠른 경우에는 더욱 그렇다. 가계나 기업의 부채 상환부담이 커지겠지만 이러한 비용은 실질소득 성장률의 상승으로 관리가 가능하다.(2023.8, Wells Fargo)
 63) 다만, 생산성 증대에 따른 중립금리의 상승과는 별개로, AI로 인한 인플레이션의 둔화 또는 인플레이션 불확실성 제거는 장기물 금리의 기간(term) 프리미엄을 낮추는데 기여할 수 있다.
 64) 실질 정책금리(정책금리 - 물가상승률)가 중립금리를 상회하면 통화긴축 상태로, 반대로 하회할 경우에는 통화완화 상태로 평가한다.

충분했던 제약적 정책금리 수준이 더 이상 충분하지 않을 수 있다.⁶⁵⁾ 이는 연준을 비롯한 중앙은행의 향후 정책금리 결정에 불확실성을 높이는 요인으로 작용할 수 있다. 이 밖에도 AI가 초래하는 노동시장 동태 및 생산성 측정⁶⁶⁾의 도전 과제는 중앙은행이 향후 통화정책을 수립하는 데 있어 보다 신중한 접근을 요구할 것으로 보인다.

18. 연준은 AI 혁신을 생산성 향상과 디스인플레이션의 새로운 원동력으로 인정하는 데 있어서 아직까지 조심스러운 입장이다. AI의 생산성 증대 효과에 대한 가능성과 그 중요성은 원론적으로 인정하지만 현시점에서 이를 판단하기에는 시기상조라는 것이 연준 인사들의 대체적인 견해⁶⁷⁾로 보인다. 또한 AI가 금리와 통화정책에 미치는 즉각적인 영향에 대해서도 신중한 태도를 보이면서, 이러한 역학 관계를 완전히 이해하기 위해서는 더 많은 시간과 충분한 데이터가 필요하다는 점을 강조하였다. 2024.5월 FOMC에서도 참석자들은 그간의 생산성 향상이 지속된다면 디스인플레이션에 도움이 될 것이라고 언급하였으나 생산성 향상에 대한 전망은 여전히 불확실하다고 지적하였다.⁶⁸⁾

평가 및 시사점

19. AI가 거시경제 환경을 변화시키고, 생산성을 향상시킬 잠재력이 있다는 점은 분명한 것으로 보인다. 그러나 AI 전환은 아직 초기 단계에 있어 AI가 생산성, 노동시장, 인플레이션 등에 미칠 영향에 대한 불확실성이 매우 크다.⁶⁹⁾ 아직 AI 관련 투자가 초기 단계인데다 AI의 잠재적인 일자리 대체 가능성, 직업별 저항, 정부규제 가능성 등을 감안할

65) 실제로 일부 연준인사(Logan 델러스 연은 총재, Kashkari 미니애폴리스 연준 총재, Bostic 애틀랜타 연준 총재 등)들은 최근 미국의 중립금리가 상승한 것으로 보이며, 이에 따라 현재의 정책금리 수준이 충분히 제약적 인지 여부에 관해 불확실성이 있다고 언급하였다.

66) 생산성 데이터는 시차가 있고 빈번하게 수정되는 등 신뢰성이 높은 실시간 지표가 아닌 데다, 생산성 측정에 중요한 요소인 상품·서비스의 품질 개선을 측정하는 데 있어 특히 서비스의 품질 개선을 반영하기가 쉽지 않아 생산성 통계가 하향 편향되는 경향이 있다.(2023.10월, Morgan Stanley)

67) 파월의장은 '24.1월 FOMC 기자회견에서 AI로 인한 생산성 향상 가능성이 있다면서도 단기간에는 쉽지 않고 아마도 장기간에 걸쳐 가능할 수 있을 것이라는 시각을 밝힌 바 있다. 윌리엄스 뉴욕 연은 총재도 '24.2월 Axios와의 인터뷰에서 AI가 실제 생산성을 높일 수 있을지 아직은 모르며, 이를 판단하기엔 시기상조라는 입장을 밝혔다. 다만 카시카리 총재(연준은 AI가 생산성 향상에 미치는 영향에 대해 관심이 많음), 메스터 총재(기술의 변화가 더 높은 추세의 생산성 성장으로 이어질 가능성이 있음) 쿡 이사(AI가 잠재적으로 생산성 성장의 중요한 원천이 될 것으로 생각) 등 일부 인사들은 AI의 생산성 향상에 긍정적 입장을 보였다. 5월 FOMC 의사록에서도 일부 참석자들은 높아진 효율성과 기술혁신이 지속적인 방식으로 생산성을 높일 수 있으며, 이로 인해 경제가 인플레이션을 유발하지 않고도 보다 빠르게 성장할 가능성이 있다고 언급하였다.

68) FOMC 참석자들은 최근의 생산성 향상이 생산성 수준에 대한 일회성 조정을 반영하거나 지난 몇 년에 걸쳐 계속된 데이터의 높아진 변동성을 반영한 것이므로 지속되지 않을 수 있다는 점도 함께 제시하였다.(2024.5월 FOMC Minutes)

69) 뉴욕 연준이 주최한 생산성 관련 심포지엄(U.S. Productivity Growth: Looking Ahead, 2024.2.16.)에서 참석자들은 AI 등의 신기술이 미국의 생산성을 높일 잠재력이 있지만, 역사적 추세를 보면 이 같은 판단에 신중을 기해야 한다는 점을 강조하였다. 또한 이러한 변화들을 효과적으로 관리하기 위해 지속적인 연구와 정책조정이 필요하며, 미래 생산성 추세를 예측하는 데 있어 불확실성과 복잡성이 높다는 점도 지적하였다.

때 그 효과를 판단하기에는 시기상조로 보이며, AI 구현으로 가는 과정이 예상치 못한 방향으로 전개될 가능성⁷⁰⁾도 배제하기 어렵다. 또한, AI 구현·채택 속도, 적용 범위 및 사용 수준도 함께 고려해야 할 중요한 요소이다. 이와 함께 탈세계화와 인구의 구조적 변화도 추세적인 성장과 장기 실질금리를 제약할 가능성이 있으므로 AI의 잠재력은 이러한 탈세계화, 인구통계학적 변화 등의 구조적인 맥락에서 평가할 필요가 있다. 이처럼 여전히 많은 전망들이 불완전한 가정에 기반하고 있는 만큼 더 많은 정보와 데이터가 누적되면 이러한 전망은 언제든지 변경될 수 있다는 점에 유념해야 한다. 이에 따라 향후에도 AI 관련 데이터 및 위험요인을 신중하게 추적하는 한편, AI가 거시경제 변수 및 연준의 통화정책에 미칠 영향에 대해 지속적인 관심을 가질 필요가 있다.

70) AI 혁신으로 외국인 근로자와 해외 공급망 의존도가 줄어드는 탈세계화가 심화되면서 오히려 전체 생산성을 저하시킬 가능성도 있다.(2023.11월 Wellington)

3. 미 정책금리에 대한 투자은행 전망 내용 및 특징

미 정책금리에 대한 연준 및 투자은행 전망

1. 연준은 6월 FOMC에서 7차례 연속 정책금리를 동결(5.50%, 상단기준)한 가운데, 점도표에서 정책금리 전망치를 상향조정하는 등 금년중 정책기조 전환에 대해 신중한 모습을 보이고 있다. 최근 인플레이션 상승률이 둔화되면서 6월 FOMC 정책결정문에서 인플레이션 목표를 향해 "완만한 추가 진전"이 있었다고 수정(a lack of further progress → modest further progress)하였음에도 불구하고, 금년 1분기중 인플레이션 완화가 예상보다 더디게 진행됨에 따라 Powell 의장은 인플레이션의 완화 추세에 대한 확신을 가지기 위해서는 추가적인 데이터가 필요하다는 언급을 지속하였다. 경제전망(SEP)에서도 물가 전망을 상향조정하였으며, 이에 따라 금년말 정책금리 전망(점도표 중간값 기준)을 4.75%(3월 SEP)에서 5.25%로 50bp 상향조정하였다. 이는 금년중 정책금리 인하 폭 전망이 75bp(3회 인하)에서 25bp(1회 인하)로 축소되었음을 의미한다.

2. 주요 투자은행은 금년중 정책금리 인하 폭(횟수)을 연준과 동일하게 전망하거나 한 두 차례 더 인하할 가능성이 높은 것으로 보고 있다. 주요 10개 투자은행을 보면, 4개 기관이 연준과 동일한 25bp 인하를 전망하였으며 6개 기관이 연준 전망치보다 한 두 차례 더 인하할 것으로 전망(50bp 인하 4개 기관, 75bp 인하 2개 기관)하고 있다.

주요 투자은행은 연준이 정책금리를 금년말까지 1~2회 인하하였다가 내년중 큰 폭 인하할 것으로 전망

표 3.1. 주요 투자은행의 미 연준 정책금리¹⁾ 전망

	24년 ²⁾			25년 ³⁾	
	6월 현재	3분기말	4분기말	2분기말	4분기말
Barclays	5.50	5.25	5.25 (25bp ↓)	4.75	4.25 (100bp ↓)
BOA		5.50	5.25 (25bp ↓)	4.75	4.25 (100bp ↓)
Citi		5.25	4.75 (75bp ↓)	3.75	3.50 (125bp ↓)
GS		5.25	5.00 (50bp ↓)	4.50	4.00 (100bp ↓)
MS		5.25	4.75 (75bp ↓)	3.75	3.75 (100bp ↓)
JPM		5.50	5.25 (25bp ↓)	4.75	4.25 (100bp ↓)
Nomura		5.25	5.00 (50bp ↓)	4.50	4.00 (100bp ↓)
Wells Fargo		5.25	5.00 (50bp ↓)	4.50	4.00 (100bp ↓)
DB		5.50	5.25 (25bp ↓)	4.75	4.75 (50bp ↓)
TD		5.25	5.00 (50bp ↓)	4.50	4.00 (100bp ↓)
연준 점도표	5.50	—	5.25 (25bp ↓)	—	4.25 (100bp ↓)

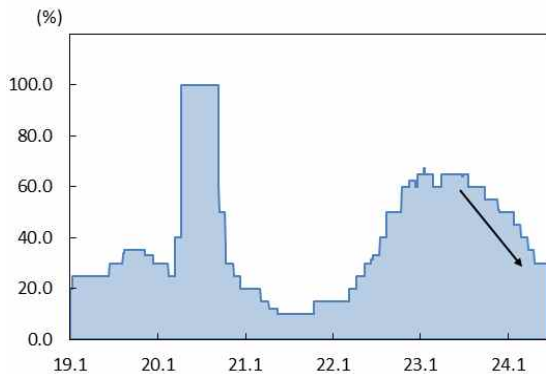
주: 1) 상단기준(%) 2) 인상·인상폭은 하반기중 3) 인하폭은 25년중
 자료: 주요 IB 보고서, Bloomberg

투자은행간 전망의 특징 및 배경

3. 먼저, 지난해 연말의 전망과 비교시 연준과 투자은행간 정책금리 인하 폭 전망 차이가 줄어든 가운데 투자은행간에도 전망의 차이가 줄어들었다. 연준은 작년 12월 경제전망(SEP)에서 금년중 정책금리 인하 폭을 75bp로 제시하였으나 주요 투자은행은 대부분 이보다 큰 폭의 금리인하를 전망하였다. 또한 투자은행간 인하 폭도 75bp에서 200bp까지 다양한 모습을 보였다. 이러한 큰 차이가 발생한 것은 통화정책의 누적효과가 성장에 미칠 영향에 대한 견해 차이가 컸기 때문이다. 당시 연준은 금년 GDP 성장률 전망을 소폭 하향조정(1.5% → 1.4%, 연착륙) 하였으나 투자은행들은 이를 -0.3% ~ 2.0%로 전망하였다. 이중 절반의 투자은행은 공급측 순풍이 소진되는 가운데 제약적인 통화정책(higher for longer)의 누적효과가 나타나면서 금년중 완만한 경기침체(mild recession)를 겪을 것으로 예상하였다. 한편 물가에 대해서는 당시 연준이 금년 근원 PCE 상승률을 하향조정(2.6% → 2.4%)한 가운데 투자은행들은 이를 2.2%~2.7%로 예상하면서 인플레이션이 하락 추세를 이어갈 것이라는 데에는 대체로 동의하였다.

예상보다 건조한 미국의 경제 성장세 등으로 미국 경제의 리세션 우려는 팬데믹 이전 수준으로 감소

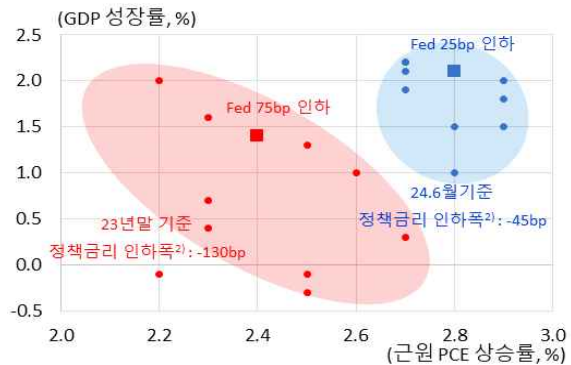
[그림 3.1] 미국 1년내 경기침체 확률 전망¹⁾



주: 1) 전문가 서베이 중간값 기준
자료: Bloomberg

연준 및 투자은행은 모두 미국의 성장률 및 인플레이션 전망을 23년 말에 비해 상향조정하면서 정책금리 인하 폭 전망도 축소

[그림 3.2] IB 근원 PCE 상승률¹⁾ 및 GDP 성장률²⁾ 전망



주: 1) 4분기 전년동기대비 2) 정책금리 인하 폭은 10개 투자은행 평균
자료: 각 투자은행

최근 연준 및 투자은행간에는 금년 하반기중 미국의 성장과 노동시장이 건조한 모습을 지속하는 가운데 물가는 완만하게 둔화될 것이라는 컨센서스가 형성되고 있는 모습이다. 연준은 6월 경제전망(SEP)에서 금년 GDP 성장률을 2.1%로 상향조정하였으며, 대부분 투자은행도 2% 전후의 성장률을 보일 것으로 전망하는 등 연준과 같이 경기침체 가능성은 희박(no-landing)한 것으로 예상⁷¹⁾하고 있다. 물가에 대해서는 1분기중

71) 다만 Citi는 하반기중 고금리 지속 영향 등으로 인해 경제가 급격히 둔화할 것으로 전망(24년 말 GDP 성장률 전망치 -0.9%)

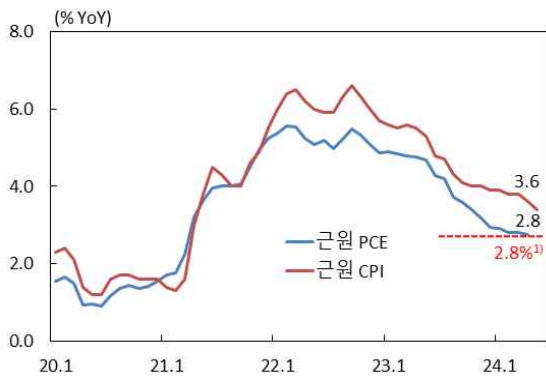
디스인플레이션 진전이 더디어짐에 따라 연준 및 투자은행들은 24년말 인플레이션 전망을 전년말에 비해 상향조정⁷²⁾하였다. 이에 따라 연준은 하반기 정책금리 인하 폭을 25bp로 축소하고 투자은행들은 이를 25bp ~ 75bp로 전망하면서 전년에 비해 상호간 전망의 차이를 좁히고 있다.

4. 투자은행간 인플레이션 전망은 대체로 유사하나 주거비 및 주거비제외 서비스 물가에 대한 예상이 엇갈리고 있다. 연준은 6월 경제전망(SEP)에서 24년말 근원 PCE 물가상승률을 직전 2.6%에서 2.8%로 상향조정하였다. 연준은 임대료 등 주거비 상승률이 높은 수준을 유지하고 있고 주거비 제외 근원 서비스물가 하락세도 더디게 진행되면서 물가상승률이 둔화되는 데 시간이 걸릴 것으로 예상하고 있다. 금년중 정책금리 1회 인하를 전망하는 투자은행은 대체로 연준과 유사하게 물가를 전망하고 있다. 그러나 일부 투자은행은 금년 1분기중 예상치를 상회한 높은 인플레이션은 추세변화가 아닌 이상(aberration) 현상이었고, 최근 주거비제외 서비스 물가상승률이 크게 하락⁷³⁾한 가운데 임대료 등 주거비 상승률 둔화도 가속⁷⁴⁾될 것으로 보고 있으며, 통상 하반기 물가상승률이 상반기보다 낮은 점⁷⁵⁾ 등을 근거로 물가상승률 하락 속도가 연준 전망보다는 다소 빠를 것으로 예상한다.

근원 PCE 상승률 하락이 예상보다 더디게 진행

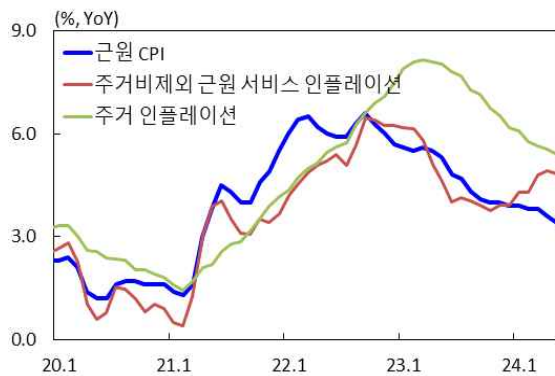
주거 인플레이션 상승률은 아직 높은 수준을 유지하고 있으며 주거비제외 근원 서비스 인플레이션은 최근 하락 반전

[그림 3.3] 근원 PCE, CPI 물가 상승률 추이



주: 1) 6월 FOMC 기준 24년말 Core PCE 전망치
자료: BEA, BLS

[그림 3.4] 근원 CPI, 주거 인플레이션 및 주거비제외 서비스 인플레이션



자료: BEA, Bloomberg

72) 근원 PCE 전망은 연준(2.8%)과 주요 투자은행(2.7%~2.9%) 모두 현재수준(2.8%)과 유사함. 하반기중 점진적인 물가하락을 예상함에도 불구하고 기저효과(23년 상반기중 근원 PCE 상승률은 월평균 0.33%이고 하반기중 상승률은 월평균 0.16%로 하반기 물가상승률이 상반기에 비해 절반 수준) 등으로 인해 하락세가 둔화될 가능성이 높은 것으로 예상

73) 24.5월 주거비제외 서비스 인플레이션(Supercore Inflation) 상승률(MoM 기준)은 -0.04%로 21.9월 이후 처음으로 하락

74) 주거비 상승률은 다른 물가지표에 비해 시차를 두고 움직이며, 큰 폭의 상승세를 지속하고 있는 뉴욕의 OER 증가율도 최근 서부 지역을 중심으로 다른 주요 지역의 OER 증가세가 크게 둔화된 점에 비추어 볼때 조만간 둔화되면서 전반적인 주거비 인플레이션이 하락할 것으로 예상(Citi, MS)

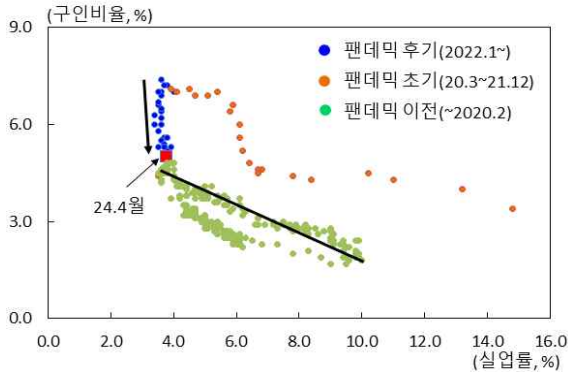
75) 20.1월~23.12월중 분기별 월평균 근원 PCE 상승률(MoM 기준)은 1분기 0.19%, 2분기 0.17%, 3분기 0.15%, 4분기 0.16%로, 1분기가 다른 분기에 비해 평균적으로 높은 근원 PCE 상승률을 보였음

5. 대부분 투자은행은 이민 등으로 인한 노동공급 증가 영향 등으로 타이트한 노동시장이 점진적으로 균형을 찾아가고 있는 데에는 동의하고 있으나 일부 고용지표 둔화 가능성에 대해서는 투자은행간 평가에 차이가 있다. 금년중 1차례 금리인하를 전망하는 투자은행은 최근 실업률의 완만한 상승에도 불구하고 취업자수 및 임금상승률이 높은 수준을 유지하고 있음을 강조하면서 노동시장은 여전히 견조한 모습을 보이는 가운데 균형을 찾아가고 있다고 평가한다. 그러나 2차례 이상 금리인하를 전망하는 투자은행은 노동수요가 둔화됨에 따라 실업급여 청구건수가 예상치를 상회하고 있으며 구인건수(job openings)가 실업률에 영향을 미칠수 있는 수준까지 하락함⁷⁶⁾에 따라 향후 구인건수가 현재 수준보다 감소할 경우 실업률이 상승⁷⁷⁾할 가능성이 높다고 예상하면서 실업률이 가파르게 상승⁷⁸⁾할 가능성도 배제할 수 없다고 평가한다. 또한 최근 가계조사 결과는 견조한 기업조사 결과와 달리 실업률이 상승하고 경제활동 참가율이 하락하고 있으며, 취업자수 증가가 부진한 모습을 보이는 등 노동시장이 기업조사 결과만큼 강하지 않은 모습을 보이고 있다⁷⁹⁾고 평가한다.

노동시장 수급불균형이 완화에 따라 구인비율이 감소하여 베버리지곡선 기울기는 팬데믹 이전 수준으로 평탄화될 가능성

최근 기업조사 취업자수는 지속적으로 증가한 반면 가계조사 취업자수는 정체되어 두 조사간 취업자수 차이가 큰 폭으로 확대

[그림 3.5] 구인비율¹⁾ 및 실업률¹⁾



주: 1) 경제활동 참가인구 대비 비율
자료: BLS

[그림 3.6] 기업조사 및 가계조사의 취업자수¹⁾



주: 1) 22.1월 이후 누적치
자료: BLS, Bloomberg

76) 22년 이후 구인비율은 지속적으로 하락하면서 24.4월 4.8%로 21.1월 이후 최저치를 기록

77) 구인자와 구직자의 갭은 팬데믹 이전 수준으로 회복되는 등 노동시장은 균형수준에 이르렀으며, 팬데믹 이후 가파른 베버리지 곡선에서 벗어나 팬데믹 이전의 평탄한 베버리지 곡선으로 돌아갈 것으로 전망됨에 따라 향후 구인건수 감소는 실업률 상승으로 이어질 것으로 예상(GS)

78) 일부 투자은행은 과거 실업률 상승기간에 대체로 실업률이 낮은 수준을 유지하다가 경기둔화, 노동수요 감소 등으로 노동시장의 충격 발생시 급격하게 상승하는 모습을 보였으며 금번에도 실업률이 급격히 상승할 가능성이 높다고 평가(MUFG, BMO)

79) 일부 투자은행은 5월 고용지표 결과에 대해 기업조사에서의 일자리 증가 폭이 과장(overstate)되었을 가능성이 있고(JPM), 경제활동참가율 하락 및 실업률 상승은 노동수요가 지속적으로 둔화되고 있다는 것을 의미하며(MS), 가계조사 취업자수 둔화는 노동시장이 기대만큼 강하지 않을 가능성이 높다(CACIB)고 평가하면서 향후 기업조사 취업자수가 감소하면서 가계조사 취업자수와 양 취업자수 차이의 중간지점에서 수렴할 것으로 예상(MUFG)

6. 마지막으로 연준 입장(정책반응함수)에 대한 해석 차이도 추가로 금년중 금리 인하폭 전망에 영향을 미치고 있다. 일부 투자은행은 연준이 아직은 정책기조 전환에 대해 신중한 입장을 견지하고 있으나 5월 CPI와 같은 긍정적인 데이터를 추가로 확인하면서 인플레이션 경계감이 차츰 완화되고 정책의 무게 중심을 노동시장으로 옮길 것으로 예상하고 있다. 이에 따라 금년중 정책금리를 2회 이상 인하할 가능성이 높은 것으로 보고 있다. 이들 기관은 6월 FOMC 점도표상 1회 및 2회 인하 전망 위원수가 박빙⁸⁰⁾이었던 가운데 Powell 의장이 기자회견에서 대부분 연준 인사들이 6월 FOMC 당일 오전에 발표된 CPI 결과를 미리 확인하였음에도 불구하고 경제전망(SEP)을 수정하지 않음에 따라 근원 PCE 전망이 보수적(*conservative*)으로 되었다고 언급한 점 등으로 보아 연준 위원들의 대세적인 견해가 조만간 바뀔 수도 있다고 보고 있다. 아울러 Powell 의장이 최근 FOMC 기자회견 등에서 “노동시장의 예상치 못한 악화시 금리를 인하할 수 있다”고 지속적으로 언급한 점도 강조하면서 인플레이션이 기대치에 도달하지 않더라도 연준이 정책금리를 인하할 의지가 충분한 것으로 평가한다. 한편 중립금리에 대한 연준의 입장 및 반응과 관련해서도 기관간 해석이 엇갈린다. 1회 인하를 전망하는 기관은 중립금리⁸¹⁾ 상승⁸²⁾으로 인해 현재 금리수준이 충분히 제약적⁸³⁾ (*restrictive*)이지 않다고 평가하면서 연준이 정책금리 인하를 신중하게 결정할 것이라고 전망하는 반면, 2회 이상 인하를 예상하는 기관은 중립금리가 상승했을 가능성에는 대체로 동의하나 Powell 의장의 중립금리에 대한 발언⁸⁴⁾을 근거로 중립금리가 연준의 정책결정에 영향을 주지 않을 것으로 예상한다.

평가 및 시사점

7. 살펴본 바와 같이 지난해 연말과 비교시 금년 6월 FOMC 이후에는 연준 및 투자은행들간에 성장과 물가의 방향성에 대해 대체로 동질적인 컨센서스가 형성되면서 정책금리 경로의 전망 차이도 좁혀진 것으로 확인된다. 이는 금년 들어서도 미국의 경제성장과 노동시장이 견조한 모습을 지속하면서 대부분 기관들이 경기침체 가능성을 축소하고 디스인플레이션 진행 속도는 더더질 것으로 전망하는 데에 기인한다.

80) 6월 FOMC에서 금년중 금리동결을 전망한 위원은 4명, 1회 인하는 7명, 2회 인하는 8명

81) 중립금리는 인플레이션 압력 없이 경제가 잠재성장률 수준으로 성장할 수 있도록 하는 이론적 금리를 의미하며 중립금리 결정요인으로 생산성 성장추세, 인구통계학적 변화(고령화, 저출산 등), 정부부채 및 재정적자 수준, 안전자산 수요·공급 및 여타 국가 기초여건 변화의 영향(*global spillover*) 등이 고려

82) 중립금리는 팬데믹 이후 재정적자 확대, 민간투자 증가, 생산성 향상 및 생산인구 증가 등으로 상승한 것으로 추정되며 연준도 6월 FOMC 경제전망에서 Longer-run 금리를 2.75%로 상향조정한 가운데 최근 많은 연준인사들이 인터뷰 등에서 중립금리 상승 가능성에 대해 언급

83) 실질정책금리(정책금리-물가상승률)가 중립금리보다 높을수록 정책기조가 긴축적이라고 평가함에 따라 정책금리를 유지하더라도 중립금리가 상승할 경우 정책기조는 완화되었다고 평가할 수 있음

84) Powell 의장은 6월 FOMC 기자회견에서 중립금리는 이론적이고 장기적인 개념으로 단기적으로 통화정책을 결정하는데 중립금리를 활용하지 않는다고 언급

8. 정책금리 경로의 전망 차이가 좁혀지면서 금리경로 전망의 불확실성이 한층 축소된 것으로 보이나 근원서비스물가 및 고용지표 둔화 속도, 연준 정책반응함수에 대한 해석에 있어서는 투자은행간 평가가 일부 엇갈리고 있다.

9. 연준과 투자은행들이 정책금리 경로에 대해 대체로 동질적인 전망을 하고 있으나 정치 및 지정학적 불확실성, 금융경제여건 전개 상황 등에 따른 리스크도 염두에 둘 필요가 있다. Powell 의장은 5월 FOMC 기자회견에서 “미국 대통령 선거와 상관없이 연준은 계속해서 독립적으로 금리 결정을 내릴 것”이라고 언급⁸⁵⁾하는 등 정치상황이 연준의 의사결정에 영향을 미칠 우려에 대해 일축했으며, 일부 투자은행도 과거 미국 선거와 통화정책간에 유의미한 연관성이 없었다고 분석⁸⁶⁾하면서 이번 선거도 연준의 의사결정에 영향을 주지 않을 것으로 예상한다. 다만 대부분 투자은행은 대선 이후 미 정부의 경제, 조세 및 이민 등의 정책 변화 따라 연준의 정책금리 경로는 크게 변경될 가능성⁸⁷⁾이 높은 것으로 전망한다. 최근 중동지역 지정학적 긴장은 다소 완화⁸⁸⁾되었으나 이스라엘과 주변국가의 갈등이 지속되고 있는 가운데 이해관계가 얽힌 국가의 정치적 상황에 따라 국가간 전면전 발발 가능성도 배제할 수 없는 상황⁸⁹⁾이다. 한편 금리인하 시점이 지연될수록 누적된 고금리의 부정적 영향이 취약부문을 중심으로 가시화되면서 연준 및 투자은행들의 전망과 달리 급격한 경기침체가 발생할 수 있다. 또한 재정적자 지속으로 국채 발행이 확대되는 상황에서 미국채에 대한 수요가 둔화된다면 국채수급 부담 확대로 시장금리가 급등할 수도 있다. 시장금리가 급등하면 상업용 부동산(CRE) 문제가 재점화될 수 있고 지난해 발생한 SVB 파산 사태와 같은 은행 위기 상황에도 봉착할 수 있다. 이와 같은 하방 리스크가 현실화되는 경우 연준은 정책금리를 대폭으로 급격히 인하할 가능성도 있다.

85) 2.5일 인터뷰에서도 Powell 의장은 정치적인 요소는 연준의 의사결정에 영향을 주지 않으며, 연준의 진실함(Integrity)은 그 무엇보다도 바꿀수 없으며 앞으로도 이를 지켜나갈 계획(Integrity is priceless, that's all you have. And we plan on keeping ours)이라고 언급

86) 70년 이후 과거 선거가 있었던 연도의 연준 정책금리 결정을 분석한 결과 연준의 금리경로는 선거와 관계없이 물가, 성장 등 경제지표 변화에 대응한 것으로 평가(Barcalys)

87) 선거결과의 불확실성이 높은 가운데 트럼프 당선시 관세 인상, 이민 축소가 예상되며 이는 성장률을 둔화시키고 인플레이션을 상승시키는 효과가 있음. 아울러 당에 관계 없이 하나의 당이 상하원의 다수를 차지하게 될 경우 완화적 재정정책 및 감세정책(TCJA 연장) 등이 지속될 가능성이 높기 때문에 성장에는 긍정적으로 작용하지만 인플레이션은 상승할 것으로 예상됨에 따라 25년중 연준의 정책금리는 현재 전망치보다 높게 유지될 것으로 예상(DB)

88) 미국 등 국제사회는 이스라엘의 가자지구 공격 중단을 촉구하고 있으며, 바이든 정부는 이란과의 핵합의 프로그램(Joint Comprehensive Plan of Action)을 회복하려고 노력하며 핵프로그램을 준수할 경우 이란에 대한 제재를 일부 완화하겠다고 했으나, 트럼프 정부는 2018년 이란 핵합의를 일방적으로 파기하고 이란에 대한 압박 정책을 실행하면서 이란 경제에 큰 타격을 입힘에 따라 이란은 바이든이 재선에 성공하는 것이 유리하다고 판단하며 이스라엘과의 충돌을 자제

89) 중동지역 위기가 고조될 경우 공급망 악화, 유가 상승으로 인한 상품가격 상승 영향 등으로 인플레이션은 상승할 것으로 예상