

연준 Powell 의장의 IMF 컨퍼런스에서의 주요 발언내용

◆ Powell 의장은 IMF가 주최(11.9~10일)한 제24차 연례 컨퍼런스*에 참석하여 모두 발언 후 질의에 답변

* Jacques Polak Annual Research Conference : IMF가 매년 11월 주최하는 컨퍼런스로서 올해는 Kenneth Rogoff 교수(하버드大)의 업적을 기리기 위해 저명 경제학자들과 제자들이 주제발표, 토론자 등으로 참여

- 이중 정책패널(주제 : Monetary Policy Challenges In a Global Economy)에는 Powell 의장과 함께 Rogoff 교수, 이스라엘 중앙은행 Amir Yaron 총재와 IMF의 Gita Gopinath 수석부총재도 참석하여 각자 모두 발언 후 질의에 답변 (사회 : IMF 조사국 Pierre-Olivier Gourinchas 국장)

I. 모두발언

【 미국 경제 전망 】

□ 인플레이션이 지난 1년간 하락했지만 여전히 2% 목표를 훨씬 상회* 하고 있음([그림1] 참조)

* PCE 물가 지수는 2022.9월 6.6%에서 23.9월 3.4%로, 근원 PCE 지수는 동 기간중 5.5%에서 3.7%로 하락

○ 이러한 진전에 만족하지만 인플레이션을 2%까지 지속가능하게 낮추려면 아직 갈 길이 먼 것으로 예상함

○ 노동시장은 여전히 타이트하지만, 노동공급 개선과 점진적인 수요 완화로 인해 더 나은 균형을 향해 가고 있음*

* 경제활동참가율이 지난해 말부터 상승(특히 25~54세의 경우 거의 1%p 상승)하고 취업자수는 2023.10월까지 12개월간 월평균 19.1만명이 증가(2022.10월까지 12개월간 월평균 43.5만명 증가에서 하락)하였으며, 퇴직률과 이직자 임금 프리미엄 모두 팬데믹 이전 수준으로 되돌아감

→ 이상의 데이터들은 장기 2% 인플레이션에 부합한 수준을 상회하지만, 여러 지표들을 통해 볼 때, 지난 12개월간의 임금 상승세는 하락하는 추세를 이어가고 있음

- 3/4분기 GDP 성장률은 상당히 강했지만, 대부분의 전망과 마찬가지로 다가오는 분기들에는 성장세가 둔화될 것으로 예상함
 - 물론 보다 더 강한 성장세가 노동시장 균형 회복 및 인플레이션 하락을 향한 추가 진전을 저해할 리스크에 유의하고 있으며, 그러한 경우 통화정책적 대응이 필요할 수 있음
- FOMC는 시간을 두고 인플레이션을 2%로 낮추기 위해 충분히 제약적인 통화정책 기조를 달성하는 데 전념할 것이며, 그러한 기조를 달성했다고 확신할 수 없음
 - 2% 목표를 향한 지속적인 진전이 보장된 것이 아니라는 점을 알고 있으며, 그간 인플레이션이 몇가지 기만적인 신호(head fake)를 보내 왔음
- 정책을 더욱 긴축적으로 운용하는 것이 적절해지면 주저하지 않을 것임
 - 그러나 계속 조심스럽게 결정해 나갈 것이며, 이렇게 함으로써 몇 달간의 좋은 데이터에 현혹될 리스크와 과도하게 긴축할 리스크 모두에 대응할 수 있게 될 것임
- FOMC는 시간을 두고 인플레이션을 2%로 되돌리기에 적절한 추가 긴축의 정도를 판단하면서

입수되는 데이터의 총체성과 경제활동 및 인플레이션 전망에 대한 합의와 함께 리스크 간 균형에 근거하여 매 회의에서 정책을 결정할 것이며, 임무를 완수할 때까지 계속해 나갈 것임

【 현 인플레이션 관련 세 가지 질문 】

(1) 현 인플레이션의 원인과 정책적 함의)

- 근원 PCE 인플레이션은 팬데믹이 발생한 첫 1년간 2% 목표를 하회하다가 2021.3월에 급격하게 상승하였음

- 2021.2월 전망 전문가 서베이에서 전문가들은 근원 PCE 인플레이션이 향후 3년간 목표와 같거나 목표를 하회할 것이라고 전망(2021년 1.8%, 2022년 1.9%, 2023년 2.0%)하듯이 **급격한 인플레이션 상승을 예상하지 못했음**
- 정책 결정자들이 당면한 문제는 무엇이 인플레이션을 초래했으며, 어떻게 정책적으로 대응해야 하는지였음
- 초기에 FOMC 회의 참가자들을 포함한 많은 전문가들은 인플레이션의 **갑작스러운 상승을 주로 팬데믹과 관련된 수요 구성의 변화, 공급망 차질 및 급격한 노동공급 감소의 작용에 따른 결과로 여겼음**
 - 그로 인한 수요-공급 불균형은 팬데믹의 영향을 가장 직접적으로 받은 여러 품목들(특히 재화)의 가격을 크게 상승시켰음
- 이러한 관점은 역동적이고 유연한 미 경제가 **팬데믹이 완화되면서 상당히 빠르게 적응할 것으로 봤음**
 - 공급 차질 및 부족 현상이 줄어들고 노동공급은 백신 개발과 학교 재개에 힘입어 반등하는 한편, 재화에 대한 높아진 수요는 서비스로 다시 전환되어 인플레이션이 **특별한 정책적 대응 없이 상당히 빠르게 완화될 것으로 예상하였음**
- 실제로 월별 근원 PCE 인플레이션이 2021.3월과 4월에 급등했지만 5월부터 5개월 연속 하락하여 이러한 견해를 어느 정도 뒷받침했음([그림2] 참조)
- 그러나 **2021.4/4분기에 신종 코로나19 바이러스 변이가 급증한 가운데 글로벌 공급망 복원이 점진적인 진전만 보이고 비교적 적은 수의 근로자들만 노동시장에 복귀함에 따라** 데이터가 확연히 달라졌음
 - 부진한 진전은 가계의 매우 강한 수요와 결합하여 타이트한 경제, 역대 타이트한 노동시장과 지속적인 高 인플레이션을 야기하였음
- FOMC는 **정책 방식의 변화에 대한 신호를 보냈고 금융여건은 긴축되기 시작했음**

- 2022.2월 러시아의 우크라이나 침공에 따른 새로운 충격은 에너지 및 여타 원자재 가격의 급등을 야기하였음

- 3월 정책금리 인상 당시 인플레이션을 낮추려면 ① 전례없는 팬데믹 관련 수요-공급 왜곡의 해소와 ② 총수요 확대를 지연시켜 공급이 따라잡을 수 있는 시간을 줄 긴축적인 통화정책에 달려있다는 점이 명백했음

— 현재 이 두 가지가 인플레이션을 낮추기 위해 함께 작용하고 있음

- FOMC는 연방기금금리의 목표범위를 5.25%p 인상하고 증권보유량을 1조 달러 이상 줄였음

- 통화정책은 제약적인 영역에 있으며 수요와 인플레이션에 하방 압력을 가하고 있음

- 팬데믹 관련 수요-공급 왜곡 해소가 인플레이션 하락에 중요한 역할을 하고 있음

- 예를 들어 임금 상승률은 견조한 고용 증가 지속에도 불구하고 2022년 중반 이후 꾸준히 하락하고 있으며, 이는 경제활동참가율 상승 및 팬데믹 이전 수준으로의 이민 노동력 회복에 따른 노동공급 반등을 반영 ([그림3] 참조)

- 광범위한 공급 회복이 계속되고 있지만, 이를 추가적인 공급 부문 개선으로 얼마나 더 달성할 수 있을지 확실하지 않음

- 앞으로 인플레이션 하락을 진전시키는 데 있어 총수요 증가를 억제할 긴축적인 통화정책(인플레이션 기대가 잘 안착되어 있음을 전제)이 보다 많이 기여해야 할 수도 있음

(2) 공급충격 외면)

- 수년동안 통화정책은 공급 충격이 일시적이고 이질적인 만큼 이를 대체로 외면하거나 대응을 제한해야 한다고 여겨졌음

- 미래에는 팬데믹 직전 수십년보다 공급 차질이 더 빈번하거나 지속될 것이라는 주장도 다수 있음
- 이에 두 번째 문제는 그간의 표준이었던 외면 방식(“looking through” approach)에 대한 교훈이 무엇인지임

□ **공급 충격이 인플레이션에 미치는 영향에 대한 대응을 자제해야 한다는 생각은 동 충격들이 상쇄적이라는 점에서 비롯됨**

- 공급 충격은 물가와 고용에 상반된 방향으로 영향을 주는 경향이 있는 반면, 통화정책은 둘 다 같은 방향으로 영향을 미침
- 따라서 부정적인 공급 충격으로 인한 물가 상승에 대한 통화정책 대응을 자제해야 하며, 그렇지 않을 경우 원치 않는 고용 감소를 증폭시킬 수 있다는 점임
- 또한 공급 충격은 변동성이 큰 식품 및 에너지 항목들에서 가장 빈번하게 발생했으며 빠르게 지나갔음

- 식품 및 에너지 가격이 가계와 기업의 지출에 중대한 영향을 미치지만, 중앙은행의 정책수단은 상품시장의 움직임보다 느리게 작동함
- 빠르게 지나가는 가격 상승에 적극적으로 대응하면 물가안정에 도움이 되지 않은 채 거시경제적 변동성을 악화시킬 수 있음

□ 그러나 2020년 이후 경험은 이러한 생각의 한계를 부각시킴

- 우선 실시간으로(특히 지난 3년간의 특수한 환경에서는) 수요 충격에서 공급 충격을 구분해내는 것과 각각 얼마나 오래 지속될지 판단하는 것이 어려울 수 있음
- 잠재 산출량에 지속적인 영향을 주는 공급 충격의 경우 충수요를 억압된 총공급 수준에 맞추기 위한 제약적인 정책이 요구될 수 있음
 - 2020~22년간 일련의 글로벌 공급망 충격은 상당 기간동안 산출량을 억제하였으며, 글로벌 공급의 역학 관계를 지속적으로 변경했을 수 있음

— 이러한 일련의 충격에 대해서는 인플레이션의 영향을 제한하기 위한 정책 결정자들의 제약적인 정책 사용이 요구됨

□ 이러한 경우에 제약적인 정책은 **리스크 관리 측면에서도 적절함**

- 공급 충격으로 인해 **인플레이션이 오랫동안 높은 수준으로 상승하면** 가계와 기업의 **장기 인플레이션 기대에 영향을 미칠 수 있음**
- 잘 안착된 인플레이션 기대는 인플레이션을 목표 수준으로 되돌리는 데 도움이 되므로 통화정책은 인플레이션 기대가 이탈할 모든 잠재적인 리스크에 곧바로 대응해야 함
- 2022년중 급격한 긴축정책은 인플레이션 기대가 계속 잘 안착되는 데 기여했을 것으로 봄

(3) 향후 금리 수준

□ 세 번째 문제는 팬데믹의 영향이 완전히 사라진다면 **금리가 어느 수준에서 안정될 것인지**

□ **명목금리 수준은 2019년까지 수십년 동안 꾸준히 하락하였음**([그림4] 참조)

- 많은 선진국들의 경우 인플레이션이 목표를 하회하였고 정책금리는 낮거나 소폭의 마이너스 상태였는데, 팬데믹이 발생하자 **유효하한(effective lower bound, ELB)의 제약을 받는 금리정책의 유효성에 관한 어려운 문제들을 야기**
- 20여년에 걸쳐 진행된 광범위한 연구들을 보면 인플레이션 목표제에 변화를 줄 수 있는 여러 방안들(마이너스 정책금리, 명목 소득 목표제 및 다양한 형태의 만회 전략* 포함)이 제시되고 있음

* 인플레이션이 지속적으로 목표를 하회한 이후에는 한동안 2%를 어느 정도 상회하도록 용인

— **현 인플레이션과 정책금리는 높은 수준에 있으며, 유효하한이 정책 결정에 영향을 주지 않음**

- 그러나 유효하한이 통화정책에 제기하는 과제들이 결국 과거의 일이 되어버릴 것이라고 말하기에는 너무 이름
- 오랜기간 금리가 유효하한에 접근했던 현상이 통화정책 검토와 이에 따른 2020년 통화정책 체계 변경의 주요 동기였음
- 2024년 하반기에는 차기 5년에 대한 검토를 시작하고 그 결과를 1년 정도 후에 발표할 것임
 - 고려하게 될 질문들 중 하나는 팬데믹 이전에 저금리를 초래했던 경제의 구조적 특징이 어느 정도나 지속될 것인지임
- 시간이 지나면서 지난 몇 년간의 경험과 통화정책적 함의에 대해 계속해서 배워나갈 것임

II. 질의·응답 주요 내용

- 미국 경제의 회복세가 매우 강한 모습을 보이는 등 전형적인 경기순환 주기와 다른 양상인데, 통화정책의 파급경로가 달라진 것인지? 긴축적인 통화정책의 시차가 다른 방식으로 작동하고 있는지?

⇒ 경제가 예상보다 강하고 회복력도 좋은 모습임. 많은 전문가들이 경기 침체를 예상하였으나, 놀랍게도 올해는 강한 수요에 힘입어 경제가 2.5% 가까이 성장할 것으로 예상함

대체로 통화정책은 예상하는 방식대로 금리에 민감한 지출, 자산 가격 및 환율에 영향을 미치며 작동하고 있는 것으로 보임

다만 경제 상황이 이전과 조금 다르다고 볼 수 있는 측면이 일부 있는데, 예를 들어 저금리 모기지 대출을 받은 가구들은 고금리의 영향을 느끼지 않고 있으며, 저금리 유지를 원하기 때문에 주택을 매각하지 않고 있음. 기업들 중에서 고정금리로 차입한 몇몇 기업들도 마찬가지임. 미국 경제가 금리에 대한 대응력이 조금 강해진 것으로 보일 수 있지만, 현재로서는 구조적으로나 본질적으로 중대한 차이가 있다고 볼만한 것들은 없다고 생각함

□ 최근 수익률 곡선의 변화(장기금리 상승)에 대해 어떻게 생각하는지? 연준의 정책 기조가 과도하게 긴축적일 가능성에 대해 어떻게 평가하는지?

⇒ 연준은 전반적인 금융여건에 기반하여 정책을 결정함. 최근 장기금리 상승과 같은 하나의 특정 상황과 통화정책을 직접 연계시키기에는 무리가 있음. 우선 장기금리 상승이 얼마나 지속적인지 살펴야 하고 그 배경을 파악해야 함. 이에 따른 금융여건 긴축을 무시하지 않을 것이지만, 당장 대응하지 않아도 되므로 신중하게 접근할 것임

장기금리가 상승한 이유에 대해서는 5~6가지 요인을 생각해 볼 수 있으나, 어느 요인인지는 분명하지 않음. 중요한 것은 높은 금리가 (신규) 모기지 및 변동금리 대출과 경제에도 영향을 미치고 있다는 점임

과도한 긴축과 관련해서는 ① 긴축 초기(2022년 초기)에 가능한 빠르게 정책 금리를 인상해야 해서 속도가 중요했고 ② 그 다음에는 인플레이션을 2% 목표로 되돌릴 정도로 충분히 제약적인 정책 기조를 달성하려면 어느 수준까지 금리를 인상해야 할지가 중요했으며(현 단계이기도 함) ③ 시간이 지나면 정책금리를 제약적인 수준에서 얼마나 오래 유지할지를 고려해야 함

이에 연준은 신규 입수 데이터와 경제 전망에의 함의, 리스크 간 균형 등을 주의 깊게 살펴면서 추가 조치가 필요한지를 판단하기 위해 노력하고 있음. 더 이상 속도가 중요하지 않으며, 적정 긴축 수준을 찾아가는 것이 중요함. 물론 과도하게 긴축하기를 원하지 않음. 그러나 가장 큰 실수는 인플레이션 통제에 실패하는 것임

연준은 인플레이션 통제에 성공할 때까지 계속해나갈 것임. 이를 위해 신중하게 모든 증거를 살펴보고 현명한 결정을 하도록 노력할 것임

□ 2020년에는 재정정책과 통화정책이 조화를 이루었으나, 최근에는 서로 어긋나 있는 것으로 보임. 미국의 재정정책이 확장적이므로 실질금리가 보다 높아져야 하는지?

⇒ 우선 연준은 재정정책에 대한 간접적인 코멘트도 하지 않는다는 점을 말하겠음

현재 연방기금금리가 5.3% 정도이고 향후 1년 인플레이션 전망이 3% 수준이라면 실질 금리는 2%를 상회함. 이는 중립금리에 관한 대부분의 주류 추정치를 크게 상회하는 수준임

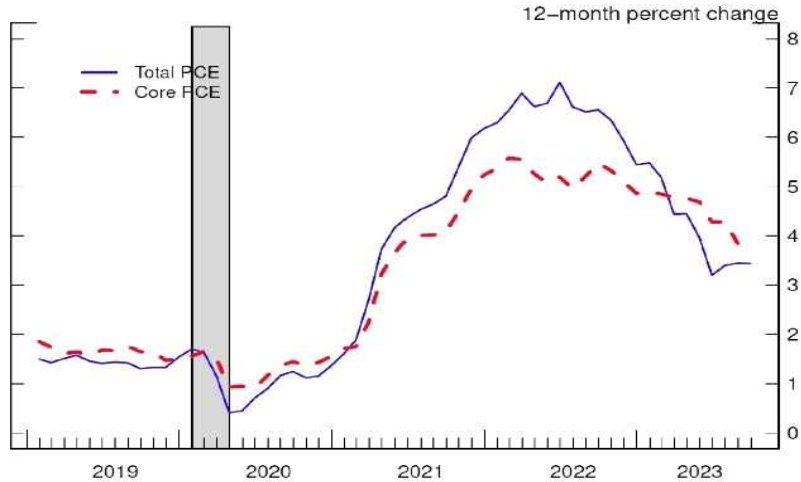
중립금리는 너무나 많은 요인들에 영향을 받을 수 있고 장·단기적으로 변화하기 때문에 정책 수행 시 특별히 유용하다고 생각하지 않음. 현재 통화정책 기조는 상당히 제약적인 영역에 있으며, 경제에 미치는 영향을 주의 깊게 살펴보고 있음. 중립금리가 상승했는지, 상승할지, 어떠한 요인으로 인해 상승할지 등은 정책을 수행해야 하는 연준의 입장에서는 큰 관심사항이 아님. 물론 모든 모형을 갖추고 있고 중립금리를 추정하고 있기는 함

□ 최근 글로벌 경제의 가장 큰 문제는 인플레이션임. 왜 연준은 유럽중앙은행 (ECB)처럼 물가안정을 단일 목표로 설정하지 않는지?

⇒ 연준은 의회로부터 양대 책무인 완전고용과 물가안정을 부여받음. 양대 목표는 법상 동등하며 의회만이 변경할 수 있음.

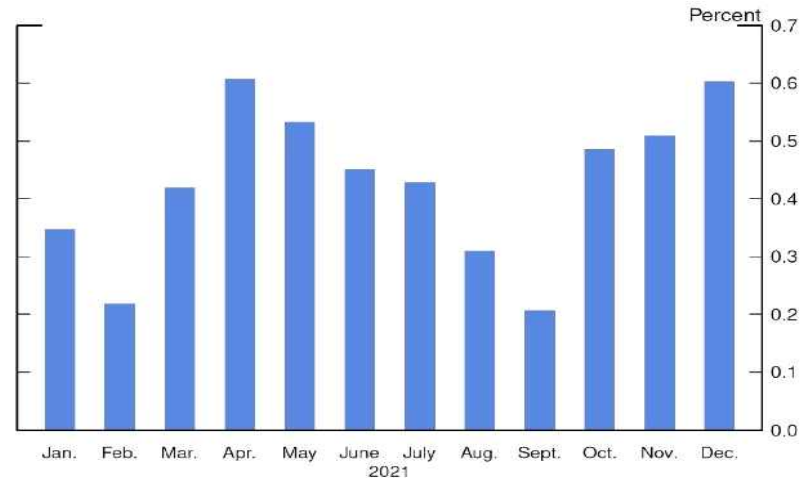
연준은 양대 책무 중 목표로부터 더 떨어진 책무가 있으면 동 책무에 초점을 맞춤. 1년여 전에는 인플레이션이 2% 목표를 크게 상회하였으므로 이에 초점을 맞추었음. 인플레이션이 하락할수록 물가안정과 완전고용은 보다 동등한 중요도를 갖게 되며, 두 책무 모두 각 목표로부터 동일한 수준 만큼 떨어져 있어도 동일한 중요도를 가짐

[그림1] 인플레이션



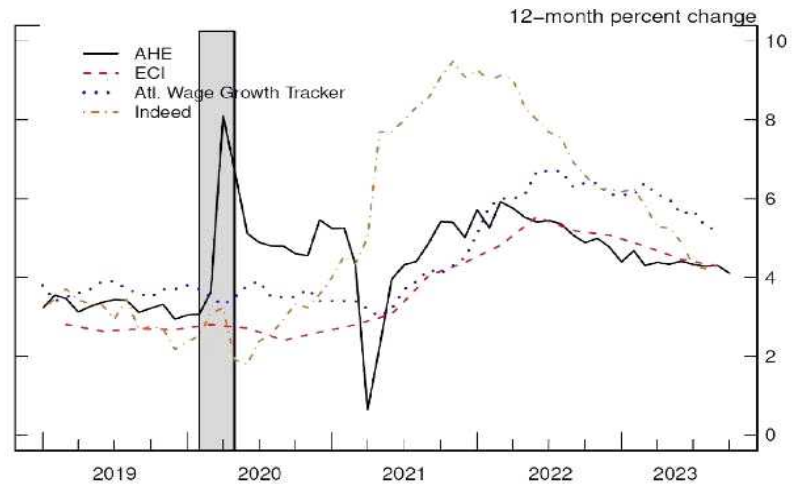
주 : 음영 부분은 전미경제연구소(National Bureau of Economic Research, NBER) 정의에 의한 침체기(2020.2월~4월)
 자료 : BEA (Bureau of Economic Analysis)

[그림2] 2021년 월별 근원 PCE 인플레이션



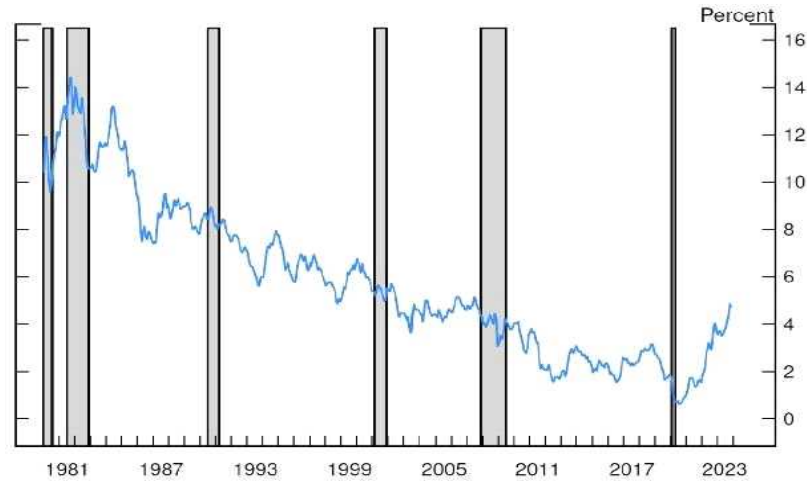
자료 : BEA

[그림3] 임금 상승세



주 : 1) AHE: average hourly earnings
 2) ECI: employment cost index
 3) Atlanta Wage Growth Tracker: 3개월 이동평균
 4) 음영 부분은 전미경제연구소(National Bureau of Economic Research, NBER) 정의에 의한 침체기(2020.2월~4월)
 자료 : Bureau of Labor Statistics, FRB of Atlanta, Indeed

[그림4] 미 국채 수익률(10년물)



주 : 음영 부분은 전미경제연구소(National Bureau of Economic Research, NBER) 정의에 의한 침체기 (1980.1월~7월, 1981.7월~1982.11월, 1990.7월~1991.3월, 2001.3월~2001.11월, 2007.12월~2009.6월, 2020.2월~4월)
 자료 : FRB of New York