

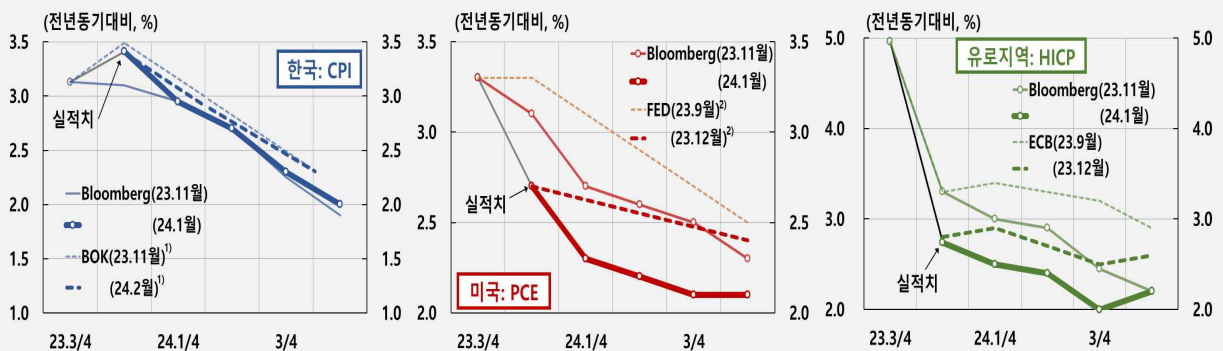
BOX 2 최근 한국·미국·유로지역의 디스인플레이션 흐름 평가

최근 주요국 물가전망 변화

지난해 4/4분기 중 미국, 유로지역 등 주요 선진국의 물가상승률이 예상보다 빠르게 둔화되면서 연말연초에 중앙은행과 시장은 2024년도 물가전망을 하향 조정하였다⁷²⁾. 미국, 유로지역은 우리나라와 달리 2023년 4/4분기 headline 물가상승률의 실적이 당시 중앙은행이나 시장의 전망을 크게 하회하였다. 특히 미국 경제는 이에 더해 성장세도 당초 예상을 웃도는 흐름을 지속하면서 일각에서 '골디락스^{Goldilocks}'보다 좋은 상황이라는 평가까지 제기되고 있다⁷³⁾.

우리나라와 달리 미국과 유로지역의 24년도 headline 물가상승률 전망은 상당폭 하향 조정

[그림 1] 시장 및 중앙은행의 주요국 Headline 물가상승률 전망



주: 1) 한국은행 전망은 반기 기준
2) 미 연준 전망은 각 연도 4/4분기 전년동기대비 상승률을 선형보간
자료: Bloomberg, 각국 중앙은행

디스인플레이션 동인 drivers 차별화

하지만 최근 주요국 소비자물가 상승률의 둔화 추세가 크게 완만해진 가운데 올해 1월 **美 CPI** 상승률이 예상을 상회하면서 '라스트 마일^{last mile}' 과정에서 물가가 목표수준으로 순조롭게 수렴해 갈지에 대한 우려가 다시 커진 상황이다. 주요국 headline 물가상승률은 정점부터 12개월 동안(이하에서 「정점+12개월」로 표기)은 에너지가격 하락이 글로벌 디스인플레이션의 공통요인으로 작용⁷⁴⁾하면서 빠르게 둔화되었으나, 「정점+12개월」 이후에는 기저 효과가 사라지고 유가가 다시 상승하면서 둔화 흐름이 주춤하고 있다. 미국은 올해 1월 CPI 상승률이 3.1%로 전월(3.4%) 대비 둔화되었으나 근원서비스물가의 상승모멘텀이 확대되면서 시장 예상(2.9%)을 상회하였으며, 유로지역은 지난해 11월 2.4%까지 낮아졌다가 올해 1월 2.8%로 반등하였다. 우리나라의 소비자물가 상승률은 지난해 10월 3.8%를 기록한 이후 둔화 흐름을 재개하여 올해 1월 2.8%까지 낮아졌으나 여전히 지난해 7월 (2.4%)보다 높은 수준이다.

72) 24년 Headline 물가상승률 전망(%), 전망시점: 23.11월 → 24.1월. 단 미국·유로지역 중앙은행은 23.9월 → 12월

▶ 중앙은행: 한국CPI 2.6 → 2.6(2월 전망) 미국PCE(4/4분기) 2.5 → 2.4 유로지역HICP 3.2 → 2.7

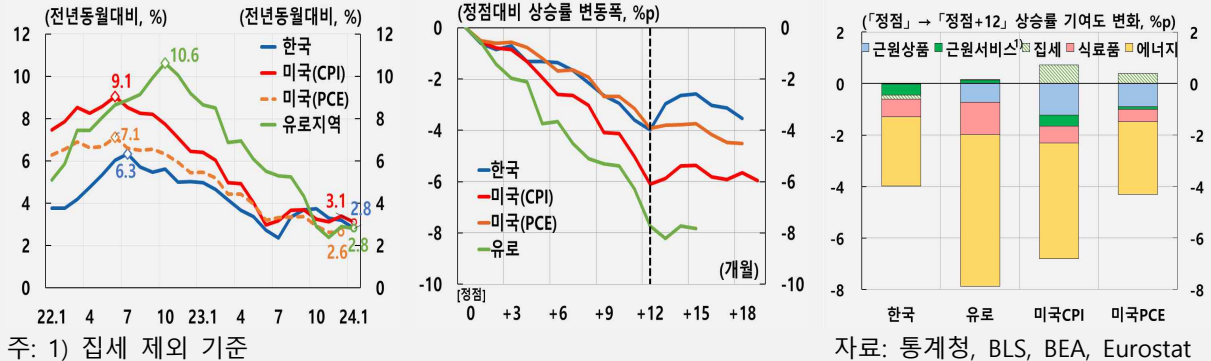
▶ Bloomberg: 2.5 → 2.5 2.5 → 2.2 2.6 → 2.3

73) Krugman은 최근 미 경제를 소프트랜딩 가능성을 넘어 '골디락스'보다 더 견조한 상황(Our Economy Isn't 'Goldilocks.' It's Better)으로까지 평가하였다(NYT, 2.1일).

74) 정점 이후 12개월간은 기저효과가 하방요인으로 크게 작용한 가운데 유가도 하락세로 전환하였다.

주요국 Headline 물가상승률은 22년 정점 이후 12개월간 빠르게 둔화하다가 이후에는 다소 주춤

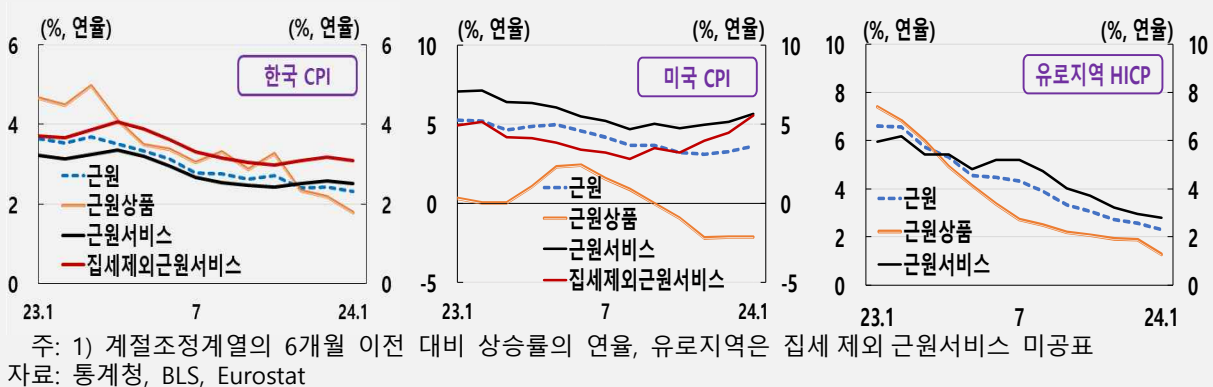
[그림 2] 주요국의 Headline 인플레이션 추이



이들 국가에서 「정점+12개월」 이후 인플레이션 둔화 흐름이 공통적으로 주춤한 모습을 보이는 데에는 에너지가격 상승과 함께 국별로 차별화된 동인이 작용하고 있다. 국제유가가 최근 중동궤 지정학적 위기가 고조되면서 다시 80달러를 상회하는 등 글로벌 디스인플레이션을 저해하는 요인으로 작용하고 있다. 에너지가격 외의 요인은 국가별로 다소 차별화되는데, 미국의 경우 지난해말 이후 근원상품이 디플레이션에 진입하였으나 견조한 고용상황이 지속되면서 근원서비스물가 상승모멘텀은 여전히 높은 수준을 나타내고 있다. 특히 1월 CPI의 경우 집세 상승률이 여전히 높은 가운데 이를 제외한 근원서비스물가^{supercore}의 상승모멘텀도 상당폭 확대되었다⁷⁵⁾. 우리나라는 내수압력 약화의 영향으로 근원서비스물가의 상승모멘텀이 주요국 대비 낮은 수준에서 꾸준히 둔화하고 있으나 주요국과 달리 농산물가격이 높은 수준을 지속하고 있다. 실제로 지난해 8월~10월 중 소비자물가 상승률이 큰 폭 상승(+1.4%p)한 데에는 농산물가격의 급등이 크게 작용(3개월간 상승률의 1/3 기여)하였다.

우리나라와 유로지역의 근원서비스 물가 상승모멘텀은 완만하나마 둔화 추세, 미국은 최근 다시 확대

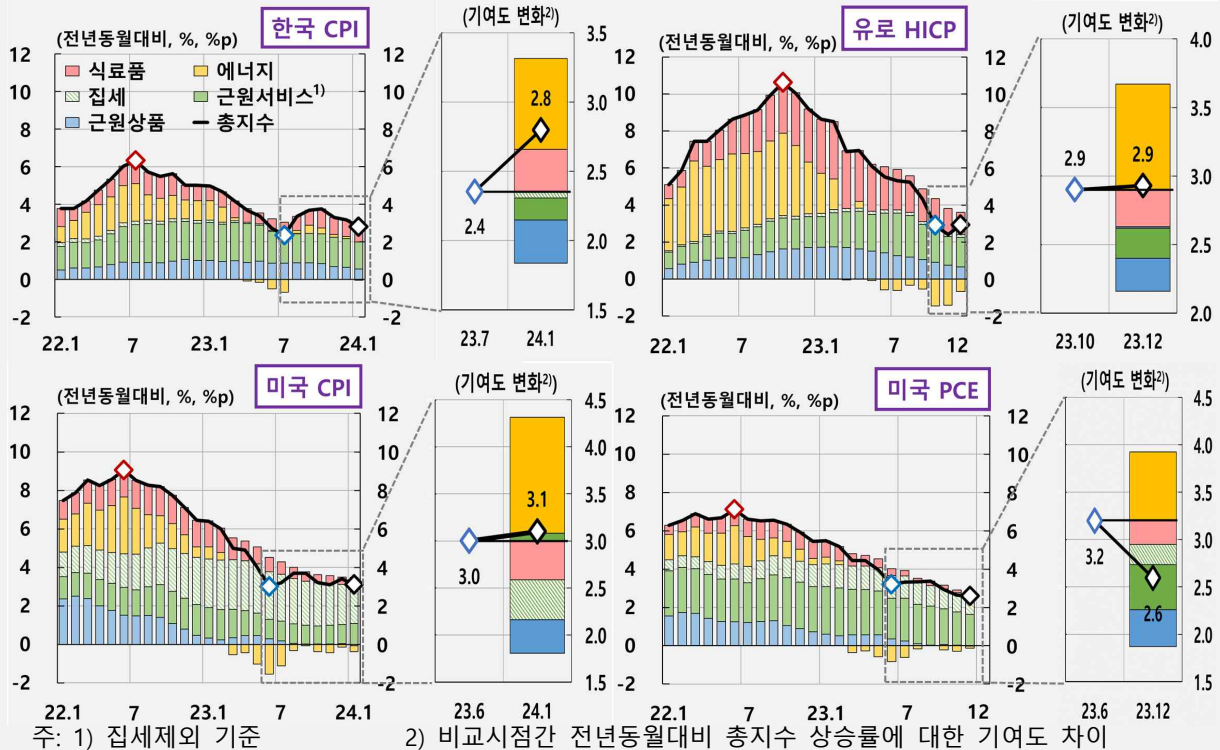
[그림 3] 주요국의 근원물가 상승모멘텀¹⁾



75) 미국 1월 PCE물가상승률은 CPI에 비해 상당폭 낮은 2.3%(23.12월 2.7%)로 예상(클리블랜드 연준 Inflation Nowcasting, 2.16일)되고 있어 물가지수에 따라 물가 상황 판단이 엇갈릴 수 있다. 특히 PCE물가상승률에 대한 근원서비스의 기여도가 외식 및 기타서비스를 중심으로 크게 축소되었는데, 이들 품목은 근원CPI에서 상당부분 제외된다. 미국 PCE물가와 CPI의 차이는 <참고> 미국 PCE물가 vs CPI를 참조하기 바란다.

「정점+12개월」 이후 주요국의 디스플레이션 동인은 국별로 다소 차별화

[그림 4] 주요국의 Headline 인플레이션 기여도



주: 1) 집세제의 기준
2) 비교시점간 전년동월대비 총지수 상승률에 대한 기여도 차이
자료: 통계청, BLS, BEA, Eurostat

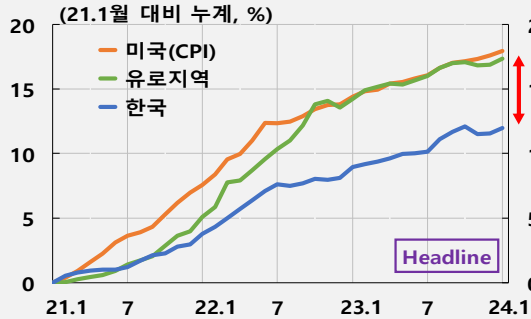
평가 및 시사점

한국, 미국, 유로지역의 물가 둔화 흐름은 에너지가격 하락의 영향으로 지난해 중반까지 대체로 순조롭게 진행⁷⁶⁾ easy disinflation 되었으나, 최근 그 속도가 더딘 가운데 앞으로는 인플레이션의 동인과 경기 흐름에 따라 둔화 흐름이 달라질 수 있으며 이는 각국의 통화정책에도 영향을 줄 수 있다. 실제로 팬데믹 이후 지금까지의 통화긴축 정도의 차이는 대체로 국별 누적 물가상승률 차이에 비례하는 모습을 보였다⁷⁷⁾⁷⁸⁾. 앞으로는 지정학적 위험 고조에 따른 국제유가 상방리스크뿐 아니라 미국의 견조한 경기 및 노동시장 상황, 우리나라의 높은 농산물가격 수준과 누적된 비용압력, 유로지역의 높은 임금오름세 등이 향후 물가 둔화 흐름을 더디게 할 수 있으며, **라스트 마일에서 물가 둔화 속도는 각국의 통화긴축 기조 전환^{pivot} 시점에도 영향을 줄 수 있을 것으로 보인다.**

76) 향후 미국 물가가 둔화할지 여전히 확신하기 어려우며(Summers, 2.11일) 물가경계심을 높여야 한다(El-erian 2.14일)는 견해와 인플레이션 둔화 추세가 여전히 2% 목표 달성을 위한 궤도를 유지(Yellen 재무장관, Goolsbee 시카고연은 총재, 2.15일)하고 있다는 견해가 엇갈리고 있다.
77) 우리나라의 경우 미국이나 유로지역에 비해 공급망 차질의 영향이 작았던 데다 선제적 금리 인상, 양호한 노동공급 등의 영향으로 팬데믹 이후 누적 물가상승률이 상대적으로 낮았다.
78) 우리나라의 3년간 누적 물가상승률을 과거와 비교해 보면 최근 상승률은 98년 외환위기 이후 최고 수준을 나타내고 있어 체감물가는 지표물가에 비해 높을 수 있다.

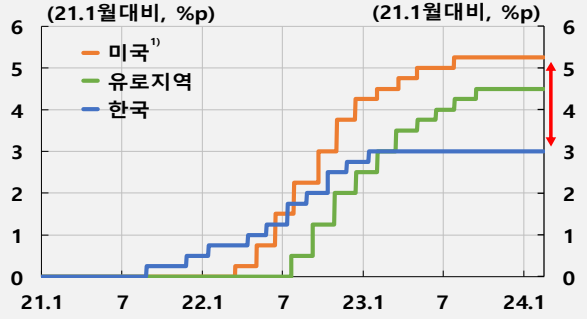
지금까지 주요국의 통화긴축 정도는 누적 물가상승률에 대체로 비례하는 모습

[그림 5] 주요국의 누적 물가상승률



자료: 통계청, BLS, Eurostat

[그림 6] 주요국의 정책금리 누적 상승폭



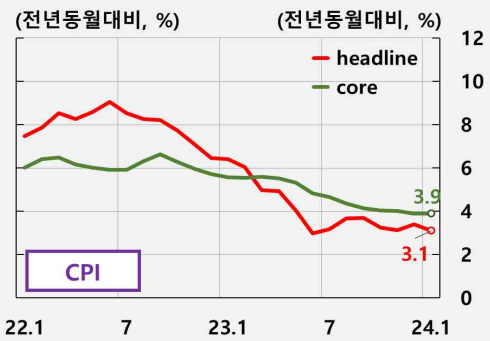
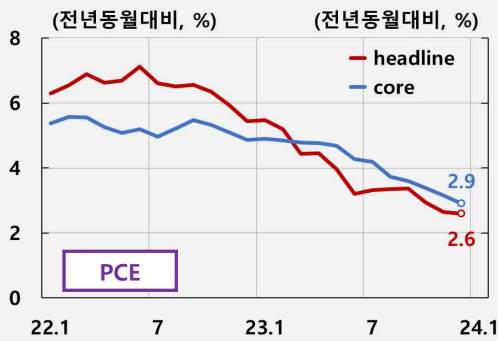
주: 1) 상단 기준

자료: 각국 중앙은행

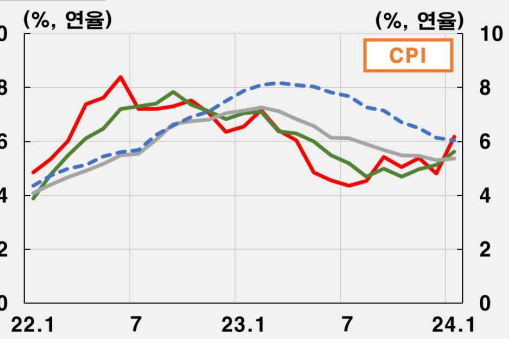
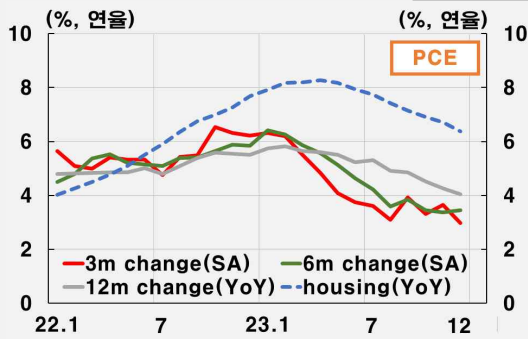
<참고> 미국 PCE물가 vs CPI

미국 PCE물가상승률은 CPI와 흐름은 유사하지만 대체로 낮은 수준을 나타내는데, 이는 ① 소비대체효과 반영도, ② 포괄범위, ③ 가중치 등의 차이에 주로 기인한다. ① 먼저 PCE물가의 경우 매월(CPI는 매년) 가중치가 달라지기 때문에 가격이 오르면 소비량이 줄면서 가중치가 축소되는 소비대체효과가 보다 잘 반영된다. ② 다음으로 PCE물가는 CPI와 달리 소비자가 실제 지출하는 품목 외에 고용주나 정부가 소비자를 위해 지출한 품목(메디케어, 메디케이드 등)도 포함하고 있다. ③ 최근에는 높은 오름세를 지속하는 집세 가중치도 PCE물가(23.12월 15.4%)가 CPI(34.5%)보다 작은 점도 PCE물가상승률이 상대적으로 낮은 요인으로 작용한다.

미국 headline PCE 및 CPI



미국 core PCE 및 CPI



자료: BLS, BEA