

최근 미국 중립금리 논의 재점화 배경 및 시사점

1 미국 중립금리 논의 동향 및 배경

□ 주요국 실질금리가 팬데믹 이후 반등*하면서 중립금리(R*)가 구조적으로 상승한 것인지 이전 수준으로 회귀할 것인지에 논란을 촉발

* 지난 40여년 간 주요국 실질금리는 지속 하락하여 글로벌 금융위기 이후, 팬데믹 이전까지는 0%를 약간 하회하는 수준까지 도달

○ 특히 미국의 경우 지난해 정책금리 인상이 이어진 가운데서도 하반기 추세 이상의 성장이 이어지고 장기금리가 급등하면서 중립금리 상승 가능성이 시장참가자 등*을 중심으로 집중 거론

* 빌 그로스(픽코 공동창업자, 채권왕), 빌 애크먼(헤지펀드 거물), 윌리엄 더들리(전 뉴욕 연준 총재), 래리 서머스(전 美재무부장관, 하버드대 교수)

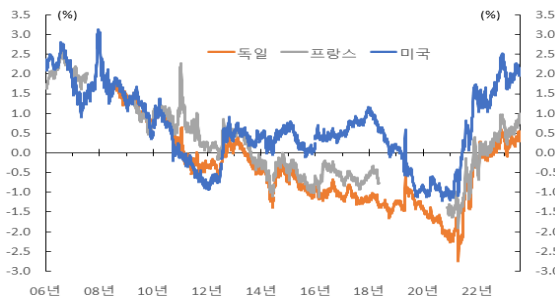
— 다만 당시 장기금리 급등은 재정적자 및 국채공급 증대(수급 문제)에 따른 기간 프리미엄 상승에 주로 기인했다는 설명이 중론

□ 최근에는 고금리 지속에도 디스인플레이션 진전이 지체되고 강한 노동시장이 지속됨에 따라 정책이 '충분히' 제약(긴축)적인지에 대한 의구심이 제기되며 연준인사를 중심으로 중립금리 논의*가 재점화

* 자세한 내용은 <참고> 「최근 연준인사들의 중립금리 관련 발언」 참조

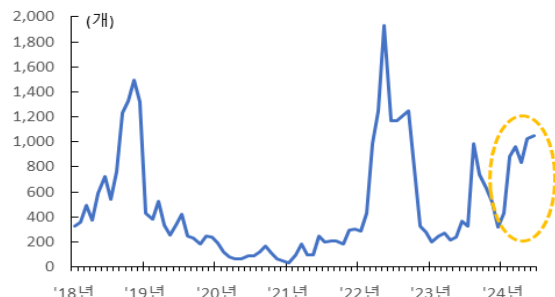
○ 중립금리 상승 가능성을 제기하는 인사들이 지역연준 총재를 중심으로 늘어나면서 이를 부정하는 인사가 소수가 된 가운데, Powell 의장은 원론적·중립적 입장을 유지

주요국 실질금리¹⁾ 추이



주: 1) 물가연동국채(10년) 수익률
자료: Bloomberg

뉴스에서 중립금리 언급 회수



자료: Bloomberg(News Trends)

⇒ 이하에서는 미국 중립금리 상승 주장이 나온 주요 배경, 중립금리의 정책적 함의·한계를 살펴보고, 정책 측면에서의 평가 및 시사점을 정리

작성자: 박주하 팀장, 김태현 과장

2

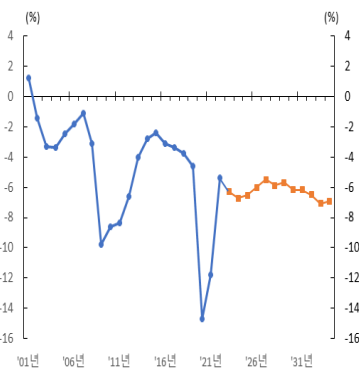
미국 중립금리 상승 주장의 주요 배경(동인)

※ 일반적으로 중립금리 결정요인으로는 생산성 변화, 인구통계학적 변화(고령화, 저출산 등), 국제 등 안전자산 수요·공급, 여타 국가 기초여건 변화의 영향(global spillover) 등을 고려할 수 있으며 최근에는 중립금리 상승 요인들로 탈세계화, 군비증강 등도 거론

① 재정적자(정부부채) 확대

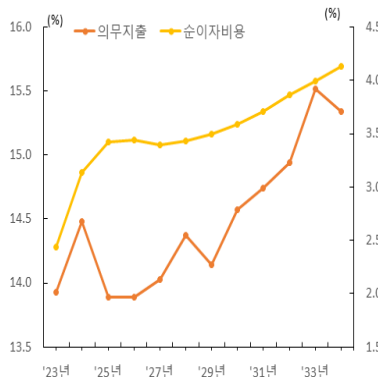
- 재정적자가 확대되면 경기가 부양되는 한편 **국채공급**(발행)이 증가하면서 여타 **시장금리** 등 금융시장 여건을 변화시킴에 따라 중립금리가 상승
 - 한편 확장적 재정정책은 인플레이션을 자극하면서 긴축적인 통화정책을 유도하게 되고 **긴축적 통화정책의 장기화**도 중립금리 상승으로 연결
- **팬데믹 기간** 중 미국은 주요국 중 **재정정책**을 가장 **적극 활용**하였으며, 이후에도 **재정지출**이 지속되면서 **재정적자**가 높은 수준을 유지
 - **최근**의 재정적자는 사회보장 프로그램, 메디케어 등 **의무지출** 및 금리상승에 따른 **이자비용**이 증가하는 가운데*, **국방비** 증가** 등에 주로 기인
 - * CBO는 메디케어 등으로 의무지출이 2034년 15.3%(GDP대비)까지 증가하고, 이자비용은 2025년 역사상 최고 수준을 경신한 후 2034년 4.1%로 증가할 것으로 전망
 - ** CBO는 긴급국방비용으로 1,940억달러를 지출할 것으로 예상하면서 이중 절반가량(950억달러)은 우크라이나, 이스라엘 및 인도·태평양 지역 지원에 기인할 것으로 추정
 - **앞으로도** 상당 기간 GDP 대비 **재정적자**가 팬데믹 이전의 평균(2012~2019년, 3.5%)을 넘어서는 상황이 **지속*** 될 것으로 예상
 - * 금년과 내년의 GDP 대비 재정적자는 각각 5.6%, 5.8%에 이를 것으로 추정(BOA) 되는 가운데, CBO는 2034년 재정적자가 6.9%로 상승할 것으로 전망

GDP 대비 재정적자(-)¹⁾



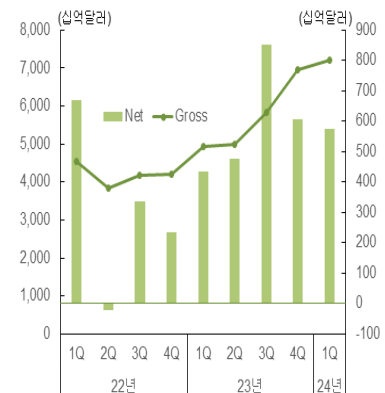
주: 1) '24년부터는 추정치
자료: FRED, CBO

GDP 대비 정부지출



자료: CBO

미 국채 발행량



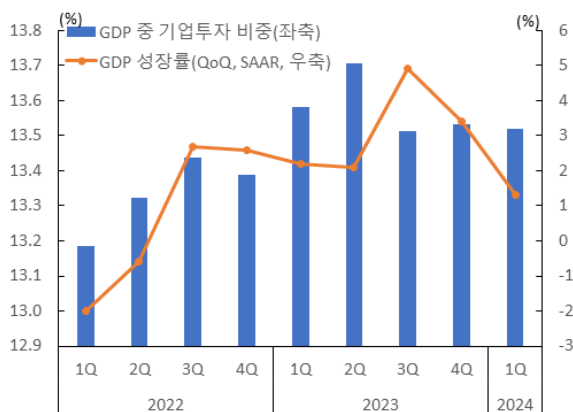
자료: Sifma

② 투자 증가

- 잠재성장률 저하 및 고령화 등 구조적인 요인, 경기 불확실성 등으로 부진하던 **민간투자**가 팬데믹 이후 늘었다면 이는 **자금수요**를 촉진하면서 중립금리 상승압력으로 작용 가능
- 팬데믹 이후 미국 GDP가 꾸준히 성장하고 있는 가운데 **기업투자**도 제조업을 중심으로 **공급망**을 자국으로 옮기려는 움직임(**탈세계화, re-shoring**)과 **산업정책 지원**에 따른 **반도체·2차전지 공장건설** 등으로 견조
 - GDP 대비 **기업투자 비중**이 21년말 12.8%에서 23년말 13.5%로 증가한 가운데, 정부지출도 반도체 등 과학기술, 청정에너지, 인프라 등에 지속 투입*되면서 **기업 경쟁력 강화 및 투자 확대**를 도모
 - * 21년 이후 Infrastructure Investment and Jobs Act(21.11월), Inflation Reduction Act(22.8월), CHIPS and Science Act(22.8월) 등의 법안을 제정하여 미국의 경쟁력 강화 및 지속적인 성장을 제고
 - 최근에는 **AI(인공지능), 기후 변화 대응** 등을 위한 **신기술 개발 등 지적재산 투자**가 빠르게 반등하면서 전체 GDP에서 차지하는 비중이 확대
 - 팬데믹 이전 IT 투자는 소프트웨어*에 집중되어 있었으나 **팬데믹 이후 AI 기술 개발**은 **반도체** 등과 같이 **자본집약적인 하드웨어** 투자도 수반하면서 자본지출을 더욱 촉진

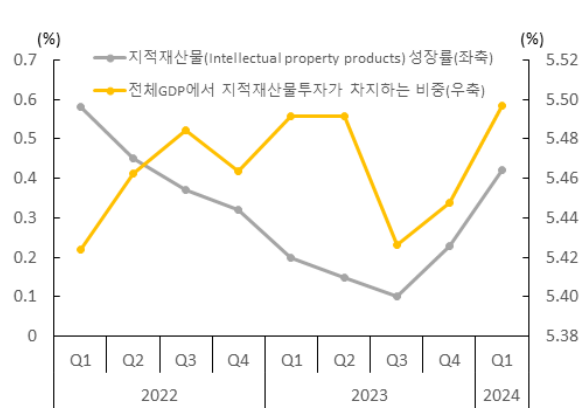
* 자본집약도(자본수요)가 낮기 때문에 상대적으로 금리상승을 억제하는 효과

GDP 대비 기업투자 비중



자료: BEA

GDP 중 지적재산 투자 비중



자료: BEA

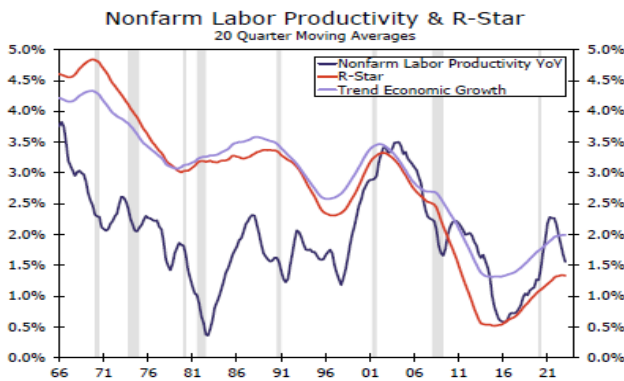
③ 생산성 향상

□ **생산성 향상**은 자본의 한계생산을 증가시켜 중립금리를 높이는 요인으로 작용(Cesa-Bianchi, Richard Harrison and Rana Sajedi 2023, Mankiw 2022 등)

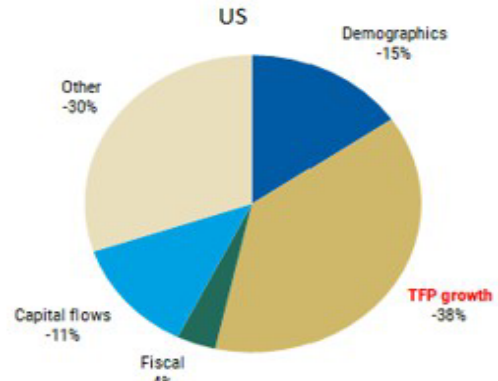
○ **미국 중립금리**는 생산성 변화와 **높은 양의 상관관계**를 보여왔으며, 중립금리 동인 중 **생산성 변화가 핵심**인 것으로 분석(IMF*, 23.4월)

* 1975~2019년중 미국 중립금리 하락의 약 40%가 총요소생산성(TFP) 저하로 설명 가능

미 노동생산성 증가율 및 중립금리 추이 미국 중립금리 변동(1975~2019년) 요인



자료: Wells Fargo



자료: IMF

□ **미국 노동생산성**은 노동투입시간이 팬데믹 이전 수준으로 회복된 가운데 산출 증가세가 지속됨에 따라 **팬데믹 이전 대비 향상**된 모습

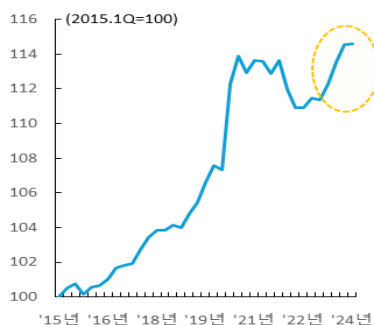
○ 팬데믹을 거치면서 **저생산성부문***의 **구조조정**으로 노동력, 여타 자원이 고생산부문으로 이동·재배치되면서 경제 전체의 **효율성**이 증대되었을 가능성

* 저생산성 부문 내에서도 고용이 어려워지고 임금이 상승함에 따라 인력을 더욱 효율적으로 활용하거나 자동화 등으로 노동을 자본으로 대체하면서 생산성 향상을 도모

○ 팬데믹 이전부터 4차 산업혁명으로 증대된 **R&D 투자**와 여타 **지적재산 투자**가 시차를 두고 생산성에 긍정적인 영향을 배가하고 있을 가능성

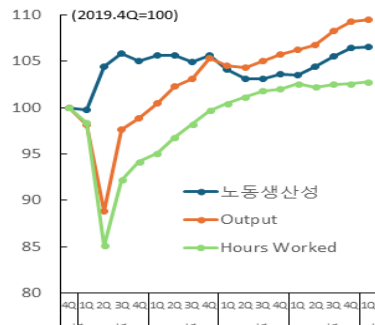
— 아직 초기단계인 **AI가 발전·확산**되면 생산성 향상이 **가속화**될 전망

노동생산성 추이



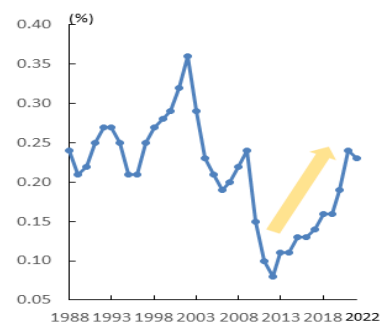
자료: BLS

팬데믹 이전 대비 노동생산성



자료: BLS

R&D의 총요소생산성 기여



자료: BLS

④ 이민유입 확대에 따른 생산인구 증가

- 이민유입으로 **생산가능인구가 추가 확보**되면 경제규모가 확대됨에 따라 **잠재성장률***이 제고되고 **자본수요**도 늘면서 중립금리가 상승

* 중립금리 추정 모형 중 Laubach-Williams(2003) 등 준구조모형에서는 중립금리가 잠재 성장률과 여타 요인의 두 요인에 의해 결정되는 것으로 상정

- 이민유입 효과로 미국은 주요 선진국 중 **고령화(생산가능인구 감소)**가 가장 더디게 진행될 것으로 예상

- 미국으로의 **이민자 수**는 이전 정부의 반이민정책과 팬데믹으로 급감하다가 **2022년부터 빠른 속도로 증가***

* 2022년, 2023년의 이민자수는 각각 260만명, 2023년 330만명으로 2010~2019년 평균치인 90만명을 넘어서는 수준

- CBO는 **미국인구가 이민 영향**으로 2024년 3.42억명에서 2054년 3.83억명으로 **증가**할 것이라고 예상하였으며, 2040년 이후 인구증가는 전부 이민 유입에 기인할 것이라고 전망

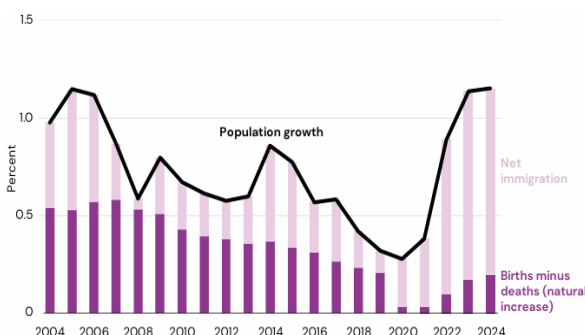
— 이민자 수는 점차 감소(24년 330만명 → 25년 260만명 → 26년 180만명)하겠으나 2027~2054년에도 평균 110만명에 달할 것으로 전망

- **대규모 이민유입**으로 노동수요가 높은 업종에서 **노동력 부족이 완화**되면서 임금상승을 크게 자극하지 않는 가운데 **고용이 큰 폭 증가**

— 최근 3개월 평균 **비농업취업자수 증가폭**은 24.2만명, 12개월 평균은 23.4만명으로 팬데믹 이전 평균(2010~2019년, 18.3만명)보다 높은 수준

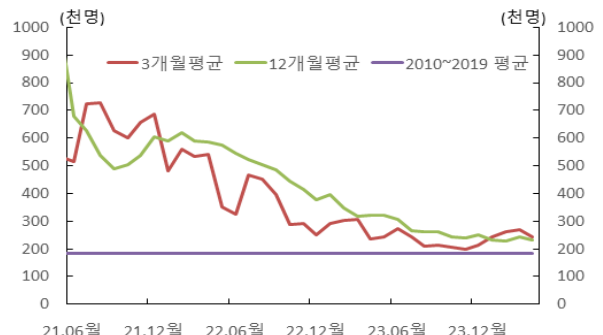
— Brookings 연구소는 임금상승을 자극하지 않는 **적정 고용자수 증가폭**이 팬데믹 이전 6~13만개에서 최근 16~20만개로 증가하였다고 분석

인구전망



자료: CBO

비농업취업자수



자료: BLS

- 중립금리는 **장기적, 이론적 개념***으로서 평소 단기적인 통화정책 판단 및 결정과는 연관성이 떨어질 수 있으나(현재 Powell 의장의 입장), **통화정책 전환기**에는 그 **중요성 및 활용도**가 높아질 수 있음
 - * 인플레이션에 미치는 영향이 중립적이고 경제 전체의 저축과 투자의 균형을 가능하게 하는 이자율, IMF는 경기부양적이지도 긴축적이지도 않으면서 잠재산출량 및 안정적인 물가상승률에 부합하는 금리(실질)로 정의
- 이는 중립금리를 통화정책의 **긴축 또는 완화** 기초 여부를 **판단**하는 **중요한 근거** 중 하나로 활용할 수 있기 때문
 - 실질정책금리(정책금리 - (물가상승률 또는 기대인플레이션))가 중립금리보다 높을(낮을) 경우 정책기조를 긴축적(완화적)이라고 평가
- 실질정책금리갭을 통해 경제주체들에게 **정책결정 배경**을 보다 직관적으로 이해하기 쉽게 **설명**할 수 있으며, **정책기조 전환시** 중립금리를 공표한다면 **정책금리 방향과 수준**에 대한 투명성도 제고 가능
- 또한 **정책기조 전환**이 경제주체들의 기대보다 **지연되는 경우**에도 중립금리를 **지연의 근거**로 활용함으로써 정책 의도를 효과적으로 전달하고 시장과의 기대 불일치를 줄임으로써 정책의 유효성을 높을 수 있음
- 한편 중립금리는 **잠재성장률**에 부합하는 **균형금리**로서 그 변동은 **경제에 구조적인 변화**가 있을 때 가능하므로, 중립금리 논의는 궁극적으로 **정책의 패러다임 변화**에 관한 논의로도 연결
 - 경제구조 변화 요인들은 중립금리 뿐만 아니라 **인플레이션 동학**에도 변화*를 발생시킬 수 있으며 이 경우 **물가안정목표**에 경제 및 인플레이션 동학의 **구조변화를 감안**할 필요성이 증대
 - * 금융위기 이후(팬데믹 이전) 수요·공급 측면 모두에서 인플레이션 압력이 완화되었는데 이는 인구고령화, 글로벌화 등의 구조적 요인에 의해 기초적 인플레이션이 하락한 결과로 분석
 - 또한 경제의 구조적인 문제들은 정책금리 변경 등 통화정책만으로는 해결하기 어려운 측면*이 있으므로 통화정책 이외에 **구조조정, 인구대책 등 경제의 구조 개선**을 위한 정부 정책의 역할이 증대
 - * 중앙은행 통화정책은 물가 수준이 아닌 상승률을 타깃으로 하고 있으므로 구조적인 요인으로 물가수준이 기초적으로 변동한 것이라면 통화정책만으로 해결하기에 한계
 - 팬데믹 이후 인플레이션, 초과수요 등이 정상(균형)으로 회귀하는 과정에서 겪는 일시적 현상에 그치지 않고 **구조변화**에 따른 결과라면 **뉴노멀**이 될 수도 있으며, 이는 **정책 조합 및 운영에 새로운 패러다임**을 요구

추정의 불확실성

- 중립금리는 **관측이 불가능**한 이론적인 개념으로서 다양한 자료와 방식*을 통해 추정해야 하므로 **추정에 상당한 불확실성**이 존재

* 준구조모형(전통적인 IS 및 필립스 곡선을 이용한 LW모형 등), 구조모형(실물 및 금융, 대외 부문과의 관계를 포괄하는 DSGE모형 등), 시계열분석(구조 VAR 모형 등으로 추세적 변동을 추출) 등 세 가지 방식을 주로 적용

- 미국의 경우 **지역 연준(뉴욕, 리치먼드)** 연구자의 추정 결과를 정기적으로(1, 4, 7, 10월) 업데이트하여 홈페이지에 공개하고 있으나, 각기 다른 모형 및 접근법을 사용함에 따라 **추정 결과가 상반***되는 모습

* (뉴욕, HLW 모형) 팬데믹이 경제에 영구적인 영향을 미치면서 잠재GDP가 구조적으로 낮아진 점 등으로 중립금리가 하락, (리치먼드, L-M 모형) 시계열 분석 방법으로서 최근의 높은 인플레이션과 경제성장률이 반영되면서 중립금리가 상승

- **뉴욕연준** 추정치는 '22년 이후 하락세를 지속하여 **0.7%** 수준에 도달, **리치먼드연준** 추정치는 '22년 중 큰 폭 상승 후 **2.5%** 수준을 유지

- 또한 추정 방법의 특성상 과거 시점의 중립금리 수준이 추정 **시점마다 달라질 가능성**도 존재(Powell 의장 등이 중립금리를 **사후에 알 수 있다**고 하는 이유)

HLW 모형 미국 중립금리 추이



자료: 뉴욕연준

L-M 모형 미국 중립금리 추이



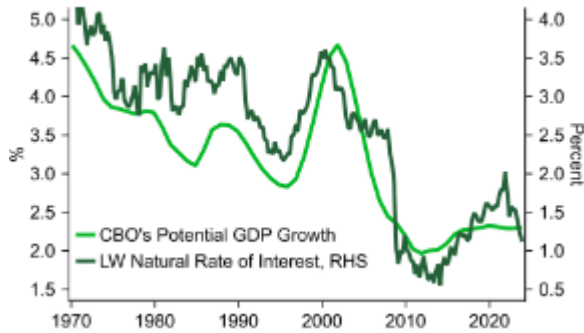
자료: 리치먼드연준

- **투자은행**들은 추정의 불확실성 등으로 중립금리를 자체 모형보다는 **잠재 성장률**, 5년 후 5년물 OIS **선도금리** 등을 통해 **간접적**으로 추정 및 활용

- 상황에 따라서는 FOMC 경제전망(SEP, 연 4회)에서 점도표(dot plot)를 통해 제공되는 연준 위원(투표권 없는 여타 지역연준 총재도 참여)들의 **정책금리 장기 전망치(longer-run rate)**를 중립금리(명목) **대용치**로 활용

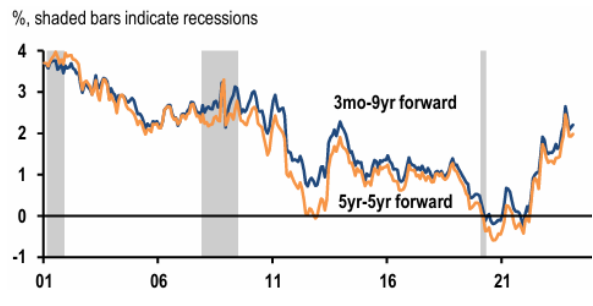
- 금년 들어 longer-run 금리(점도표 중간값 기준)는 **상승 추세**(23.12월 FOMC 2.5% → 24.3월 2.6% → 24.6월 2.8%)

잠재성장률과 중립금리



자료: TD

선도금리



자료: JPMorgan

커뮤니케이션 및 정책활용의 제약

- 중립금리는 **추상적**인 개념이고 **추정이 불확실**함에 따라 각자의 **주관성**이 개입*될 여지가 크므로 현실에서는 **전문가** 사이에서도 구체적이고 객관적인 분석이나 의견 교환이 제한되고 **원론적 담론에 그치는** 경우가 빈번

* 일부 투자은행 이코노미스트들은 면담 등에서 중립금리를 전설이나 상상 속 동물인 유니콘에 비유. 유니콘은 중세 시대 성경 등 여러 자료에서 이마에 뿔이 하나 달린 동물이라는 추상적 관념 하에 야생 나귀, 염소, 말 등의 일종으로, 다양한 모습으로 표현되기 때문

- 개념상 균형상태의 금리로서 **통화정책 기조** 뿐만 아니라 **경제상황 판단**에도 **준거**로 활용할 수 있으나 각자가 생각·지칭하고 있는 중립금리가 다르다면 **불완전**하거나 **평행선**을 달리는 논의(겉도는 이야기)로 귀결될 가능성

— 최근 여러 요인을 고려한 **다양한 구조모형**을 이용해 중립금리를 추정·보완하거나 **금융안정***까지 고려하여 중립금리의 개념 범위를 확대하려는 노력 등으로 **중립금리의 다양성**은 증대

* 뉴욕연준은 실물중심의 거시경제 상황을 반영한 거시안정(macro stability)과 금융 부문을 고려한 금융안정(financial stability) 간에는 내재적 긴장 관계가 존재한다는 점에 착안하여 기존 잠재GDP에 부합하는 중립금리(R*) 개념에서 나아가 금융안정까지 고려한 중립금리(R**)를 추정하여 발표(22.11월)

- 한편 **일반 경제주체**는 중립금리의 동인 및 추정치의 **합의**, 내재된 **한계** 등을 자세히 알지 못하므로 **명확한 설명**이 없다면(설명도 쉽지 않음) 통화정책 커뮤니케이션에 오해가 발생하고 정책수행의 부담이 확대

- 장기적 개념인 중립금리를 **단기간**에 중앙은행이 도달해야 하거나 도달하고자 하는 **정책금리 목표로 오인**할 가능성*

* 이에 상당수 중앙은행들은 중립금리를 비공개하거나 개별 연구자의 견해로 공표

- 통화정책기조는 다양한 정보 및 상황을 종합적으로 고려하여 판단할 필요가 있으나 **중립금리 수치에만 주목**하여 정책결정을 비판·오해할 가능성

5

평가 및 시사점

□ 지난해 장기금리 급등으로 시장참가자를 중심으로 제기되었던 **미국 중립 금리 논란**이 최근에는 **연준인사**들을 중심으로 **재점화**되는 모습

○ **고금리 지속**(high for longer)에도 불구하고 **연준 전망***과 달리 **경제 및 인플레이션 경로 정상화가 지연**되고 있는 것이 주된 배경인 것으로 판단

* 최근 FOMC에서의 금년 경제전망(SEP) 변화 추이

전망시점	'23.12월	'24.3월	'24.6월
GDP	1.4	2.1 ↑	2.1
실업률	4.1	4.0 ↓	4.0
PCE	2.4	2.4	2.6 ↑
Core PCE	2.4	2.6 ↑	2.8 ↑
정책금리	4.6	4.6	5.1 ↑

□ 최근 **미국 중립금리 상승 동인**으로는 **팬데믹 이후 경제구조 변화 가능성**을 시사하는 ① **재정적자**(정부부채) 확대, ② **투자 증가**, ③ **생산성 향상**, ④ **이민유입** 확대(생산가능인구 증가) 등이 주로 거론

○ 동 요인들이 지난 40년간 중립금리 장기 하락 추세를 가져온 요인들을 능가할 만큼 영향력이 **충분하고 지속가능한지**에 대해서는 **아직 논란***

* (a) 재정정책으로 인한 국채공급 증가는 중립금리에 상승압력으로 작용하나 그 영향이 얼마나 클지는 시간이 지나야 평가 가능, (b) 기후변화 관련 투자는 아직 미미한 수준이며, AI 관련 투자도 초기단계로서 AI가 생산성에 미치는 효과를 판단하기에는 시기상조, (c) 탈세계화(re-shoring)가 국내 투자를 늘릴 수 있으나 궁극적으로는 생산성 저하 요인, (d) 미 대선(11월) 이후 이민정책이 크게 변화할 수 있고 베이비부머 세대를 중심으로 대규모 은퇴가 발생한 가운데 고령화가 계속 진행

□ 연준이 디스인플레이션 진전에 대한 확신을 갖지 못한 가운데 **정책 정상화**가 **지연**되면서 하반기 중에도 **중립금리 논의는 계속될** 것으로 예상하며, **인플레이션 재가속**시 금리 **추가 인상 논란**으로도 확대될 가능성

○ 금리인하 시점이 미뤄질수록 **정책의 충분한 제약 정도**에 대한 **의구심**이 커지면서 **관망 논리**(wait and see)가 통하지 않게 될 것이므로 정책의 배경을 **구조변화 측면**에서 설명하거나 근거를 마련하려는 **유인이 확대**

□ 다만 **중립금리 추정 및 활용의 한계** 등을 고려하면 연준이 중립금리 상승(뉴노멀)을 공식화하고 이를 근거로 **정책 패러다임을 변경**하기 위해서는 **보다 많은 시간이 필요**할 것으로 보이며 지금으로서는 그 가능성이 미약

○ 팬데믹 이후 경제여건 및 인플레이션 동학에 **구조적인 변화**가 있었다고 **단정**하기에는 아직 **기간(시계열)이 짧고**, 구조적 요인 및 현상이라고 생각한 것들이 팬데믹 이전의 모습으로 **회귀할 가능성**도 배제 불가

<참고> 최근 연준인사들의 중립금리 관련 발언 (■ 중립 ■ 상승 긍정 ■ 상승 부정)

■ Powell FOMC 의장

- 중립금리는 장기적인 개념으로서 FOMC 정책 결정과의 관련성은 제한적임 (Foreign Banker's Association, 5.14일)
 - 중립금리 상승 요인은 흥미로운 논의거리지만, 연준이 물가안정, 완전고용 목표를 달성에 필요한 금리 수준을 결정할 때는 현재 정책 기조가 충분히 제약적인지, 경제에 무슨 일이 벌어지고 있는지, 시차가 어떻게 되는지 등을 고려
- 중립금리는 장기적, 이론적인 개념으로 직접 관찰이 불가. 중립금리가 의미하는 것은 미래에 수년 동안 경제, 고용 및 인플레이션 등이 균형을 유지할 수 있는 금리이므로 논쟁이 있을 수 있으며 현재 알기 어려움. 이에 따라 단기적인 정책 판단에는 크게 도움이 되지 않는다고 생각(FOMC press conference, 6.12일)

■ Dudley 전 뉴욕 연준 총재(Column at Bloomberg, 5.30일)

- 연준 역할 중 과소평가되는 것이 단기금리인 중립금리를 추정하는 것임. 중립금리는 관찰이 불가능하며, 경제가 단기금리에 어떻게 반응하는지 추론하는 것은 쉽지 않음. 이는 ① 단기금리가 미치는 영향이 장기금리, 주가, 신용스프레드 등 각각에 미치는 영향이 다르고, ② 금리는 길고 다양한 시차를 두고 반영되며, ③ 경제는 통화정책 외에도 인공지능 등 다양한 것들에 영향을 받기 때문
- 중립금리는 연준 생각보다 훨씬 높다고 생각. 이는 ① 미국 경제의 지속적인 강세는 통화정책이 제약적이지 않다는 것을 시사하고, ② 저축이 감소하고 투자가 증가하고 있으며(베이비붐 세대가 은퇴자금을 사용하고, 정부는 적자재정을 편성), ③ 반도체, 친환경 기술 등 자본집약적인 투자가 이어지고 있기 때문임
- 중립금리는 2%(실질)까지 높아질 수 있으며 인플레이션(3%)을 감안하면 적정 중립금리(명목)는 5%가 될 것. 아마도 연준은 'higher for longer'가 아닌 'higher indefinitely'가 정책 기조가 되어야 할지도 모름

■ Mester 클리블랜드 연준 총재

- 생산성 증가와 강력한 고용 성장은 팬데믹 이후 중립금리가 상승했음을 의미할 수 있음(Event in Columbus, Ohio, 2.6일)
- 높은 생산성과 투자 증가(특히 기후변화와 관련한 기술)가 중립금리를 높이는 요인(Event in Las Vegas, 4.2일)

■ Kashkari 미니애폴리스 연준 총재('Policy Has Tightened a Lot. How Tight Is It?', Milken Institute Global Conference, 5.7일)

- 팬데믹 이후 경제의 특수성은 중립금리를 상승시켰을 것. 특히 주택시장에서 증거를 찾을 수 있는데, 주택 공급이 금융위기 이후 계속 줄어들고 있는 가운데 팬데믹으로 재택근무가 많아지고 이민이 늘어나면서 주택 수요는 증가했음. 정책금리 인상으로 30년 모기지금리는 4%에서 7.5%로 상승했지만 아마도 충분히 긴축적이지 않은 것 같음. 주택시장의 중립금리가 팬데믹 이전보다 높아졌음

■ Bostic 애틀란타 연준 총재

- 인플레이션 하락세가 중단된다면 정책입안자들은 중립금리를 높이는 것에 대해 고려해 보아야 할 것(WSJ interview, 5.14일)

- 모두가 장기 중립금리가 얼마인지에 대한 동태(dynamic)를 생각하고 있으며, 연말로 갈수록 더 깊은 논의(dig into)를 나누게 될 것. baseline이 높아졌을 여러 가지 이유가 있을 것으로 생각함(Atlanta Fed conference, 5.21일)

■ Logan 델러스 연준 총재(The Borderplex Alliance Event, 5.30일)

- 에너지 전환, near shoring(공급망이 미국 또는 인근으로 이동), AI 등에 대한 투자 수요 증가가 중립금리를 상승시켰을 것

■ Musalem 세인트루이스 연준 총재(Remarks on the Economic Outlook and Monetary Policy, 6.18일)

- 통화정책 제약성은 기저 인플레이션, 장기 중립금리에 대한 견해에 따라 달라질 것. 기저 인플레이션이 약 2.8%이고 장기 중립금리를 0.5%로 보면 현재 통화정책은 상당히 제약적인 것이나, 기저 인플레이션이 더 높거나 장기 중립금리가 더 높다면 정책은 덜 제약적일 것. 장기 중립금리는 0.5%보다 높다고 생각

■ Barkin 리치먼드 연준 총재(Conference in Global Independence Center, 6.28일)

- 시간이 지나면서 물가 상승세가 완화되겠지만 연준의 통화정책이 기대만큼 긴축적이지 않을 수 있음. 중립금리가 상승했을 가능성에 대해 열어두고 있음

■ Goolsbee 시카고 연준 총재(Economic Club of Minnesota Luncheon, 5.10일)

- 중립금리가 상승하고 있다는 주장에 대한 나의 반대 의견은 지난 6개월 동안 중립금리를 높일 수 있는 경험적인(empirical) 데이터가 변하지 않았다는 것임

■ Waller 연준이사(Reykjavik Economic Conference in Iceland, 5.24일)

- 중립금리에 대한 중요한 사실은 '신뢰성을 확보하면서 간단하게 측정하기가 어려운 이론적인 개념'이라는 것. 모형을 통한 측정, 설문조사를 통한 추정 모두 큰 불확실성이 따르므로 항상 겸손하게 중립금리를 인용할 필요가 있음
- 지난 30~40년간 중립금리를 낮추어왔던 요인들이 지금도 여전히 있다고 생각*하며, 중립금리가 낮다는 견해를 바꿀만한 요인들을 찾기 어려움. 다만, 지속가능하지 않은 재정정책으로 인한 국채공급의 증가는 중립금리에 상승압력으로 작용할 수 있으며, 재정정책이 중립금리에 미치는 영향이 얼마나 클지는 시간이 지나야 알 수 있을 것

* ① 고령화, ② 글로벌 자본시장 자유화, ③ 견고한 달러화의 기축통화 지위(중앙은행의 미 국채 수요 증가), ④ 규제 강화로 인한 은행들의 유동자산(미 국채) 보유 필요성 증가

■ Williams 뉴욕 연준 총재(Economic Club of New York, 5.30일)

- 중립금리 결정에 가장 주요한 요인은 글로벌 저성장과 인구구조 변화(고령화, 저출산)임. 확장적 재정정책이 중립금리를 약간 올릴 수 있겠지만 미미한 수준임
 - 확장적 재정정책이 중립금리를 높였다는 주장이 있으나, 국채발행 증가로 인한 금리상승은 질적(qualitatively)으로는 옳지만, 양적(quantitatively) 측면에서 얼마나 큰 영향을 미쳤는지는 다른 문제임. 역사적으로 중립금리가 계속 하락했던 기간에도 부채는 계속 증가하고 있었음
 - 세계화의 후퇴와 re-shoring이 중립금리를 높인다는 주장에 대해서도, 세계화의 후퇴는 궁극적으로 생산성을 낮추는 요인으로 중립금리를 낮추는 요인임
 - 기후변화 정책으로 인한 녹색기술에 대한 투자 증가도 다른 투자에 비해서는 아주 미미한 수준이며 역시 얼마나 큰 효과를 불러일으키는지는 불명확함