

Today's Report

연설 주제: 경제 전망, 인플레이션, 고용시장

브루킹스 연구소

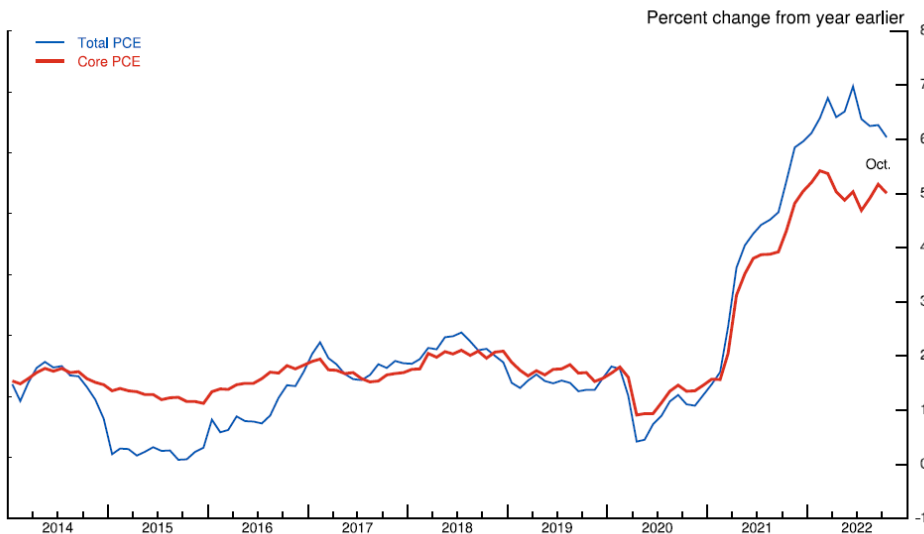
제롬 파월 의장

연설 전문

오늘 저는 미국 국민의 이익을 위해 미국 경제에서 물가 안정을 회복시키기 위한 FOMC의 노력에 대한 경과 보고서를 제공할 것입니다. 보고서는 인플레이션이 여전히 너무 높다는 현실을 인정하는 것으로 시작해야만 합니다. 제 동료들과 저는 높은 인플레이션이 상당한 어려움을 초래하고, 예산에 부담을 주고, 급여의 구매력을 축소시키고 있다는 것을 명확히 인식하고 있습니다. 이는 특히 음식, 주택, 교통과 같은 필수품의 더 높은 비용을 감당할 수 없는 사람들에게 고통스럽게 다가옵니다. 물가 안정은 연방준비제도의 책임이며 우리 경제의 기반 역할을 합니다. 물가 안정 없이는, 경제는 누구에게도 의미가 없습니다. 특히 물가 안정 없이는 모두에게 이익이 되는 강력한 고용 시장의 지속을 달성하지 못할 것입니다.

우리는 현재 10월 기준 전년동월 대비 PCE 상승률이 6.0%에 달한다고 추정하고 있습니다.

Figure 1. Total and core PCE inflation



Note: October data are estimates based on October data from the consumer price index and the producer price index. PCE is personal consumption expenditures.

Source: Bureau of Economic Analysis; Bureau of Labor Statistics; staff estimates.

지금까지 본 10월 인플레이션 데이터는 반값계도 하락하였으나, 이는 지난 두 달 동안의 상승에 뒤따르는 하나의 월간 데이터입니다. 그림 1에서 알 수 있듯이, 지표가 감소한 몇 달 후에 다시 증가하는 경우가 많습니다. 인플레이션이 실제로 감소하고 있다는 위안을 받기 위해서는 실질적으로 더 많은 증거가 필요할 것입니다. 어떤 기준에 따르든, 인플레이션은 여전히 너무 높은 상태를 유지하고 있습니다.

이 논의의 목적을 위해, 최근 낮아졌지만 상당히 변동성이 큰 식품 및 에너지 인플레이션 요소를 제외한 근원 PCE 인플레이션에 집중해서 발언하겠습니다. 식품과 에너지 가격이 가계 예산에 있어 매우 중요하기 때문에 연준의 인플레이션 목표는 당연히 전체 인플레이션을 목표로 합니다. 그러나 근원 인플레이션은 종종 전반적인 인플레이션이 어디로 향하는지를 나타내는 더 정확한 지표가 되기도 합니다. 12개월간의 근원 PCE 인플레이션은 10월 추정치에서 5.0%로, 긴축 정책이 초기 단계였던 지난해 12월 수준에 근접했습니다. 2022년을 지나면서 근원 인플레이션은 5%에서 소폭 상승하고 소폭 하락하였으나, 주로 보합권을 유지했습니다. 그렇다면 인플레이션은 언제쯤 내려올까요?

민간 부문 예보관이나 FOMC 참가자들의 인플레이션 전망을 나타내며 이 질문에 대답할 수 있는데, 이에 따르면 다음 해에 걸쳐 인플레이션이 광범위하게 상당히 감소할 것입니다. 그러나 인플레이션이 완강하게 횡보하는 동안 1년 이상 동안에도 인플레이션이 상당히 감소할 것을 예측해왔습니다. 진실은 인플레이션을 향한 앞으로의 길이 매우 불확실하다는 것입니다. 현재로서는, 예측은 제쳐두고, 시간이 지남에 따라 인플레이션을 2%로 낮추기 위해 우리가 보아야 한다고 생각하는 거시 경제 상황을 살펴봅시다.

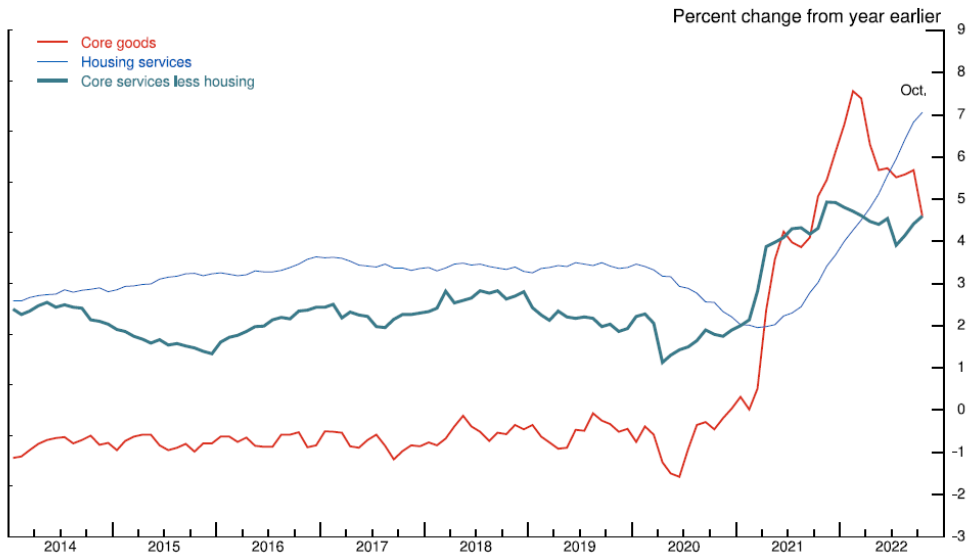
우선 인플레이션을 2%로 되돌리기에 충분히 제한적인 수준으로 금리를 올려야 합니다. 3월 이후 연방기금금리 목표범위를 3.75%포인트 인상하며 실질적인 진전을 이룬 것은 의심할 여지가 없지만 어느 정도 금리가 충분할지에 관해서는 상당한 불확실성이 존재합니다. 우리의 최근 회의 후 성명에서 알 수 있듯이, 연준은 지속적인 인상이 적절할 것으로 예상합니다. 9월 회의와 경제 전망 요약(SEP)에서의 최종금리보다 금리 수준은 생각보다 다소 높아질 필요가 있을 것으로 보입니다. 오늘 발언이 끝날 때에 정책 이야기를 더 하겠지만, 현재로서는 연준이 가야할 길이 더 남았다고 간단히 정리하겠습니다.

우리는 총수요 증가를 늦추기 위해 정책 기조를 긴축하고 있습니다. 수요 증가가 둔화되면 공급이 수요를 따라잡고 시간이 지남에 따라 안정적인 물가를 만들어 낼 균형을 회복할 수 있게 할 것입니다. 그 균형을 회복하기 위해서는 추세를 하회하는 성장이 당분간 지속되는 것이 필요할 것 같습니다.

지난 해, 계속되는 리오프닝은 실질 GDP 성장률을 5.7%로 끌어올렸습니다. 올해 GDP는 첫 3분기 동안 대체로 제자리걸음을 했고, 지표들에 따르면 이번 분기에 완만한 성장을 보여 전체적으로 매우 완만한 성장이 나타나는 한 해가 될 것으로 보입니다. 리오프닝과 팬데믹 재정 지원의 효과 감소, 러시아의 우크라이나 전쟁의 세계적 영향, 그리고 연준의 정책 조치가 특히 주택과 같이 금리에 민감한 부문에서 금융 환경을 긴축하고 경제 활동에 영향을 미치는 등 이러한 성장 둔화에 기여하였습니다. 우리는 수요 증가가 둔화되었다고 말할 수 있고, 성장이 지속적으로 더 느린 속도를 유지할 필요가 있을 것으로 예상합니다.

지난 1년간의 긴축 정책과 성장 둔화에도 불구하고, 우리는 인플레이션 둔화에 있어 뚜렷한 진전을 보지 못했습니다. 인플레이션을 낮추기 위해 무엇이 필요한지 평가하기 위해서는 근원 인플레이션을 근원 재화 인플레이션, 주택 서비스 인플레이션, 주택 이외의 근원 서비스의 인플레이션의 세 가지 범주로 나누는 것이 유용할 것입니다.

Figure 2. Components of core PCE inflation



Note: October data are estimates based on October data from the consumer price index and the producer price index.

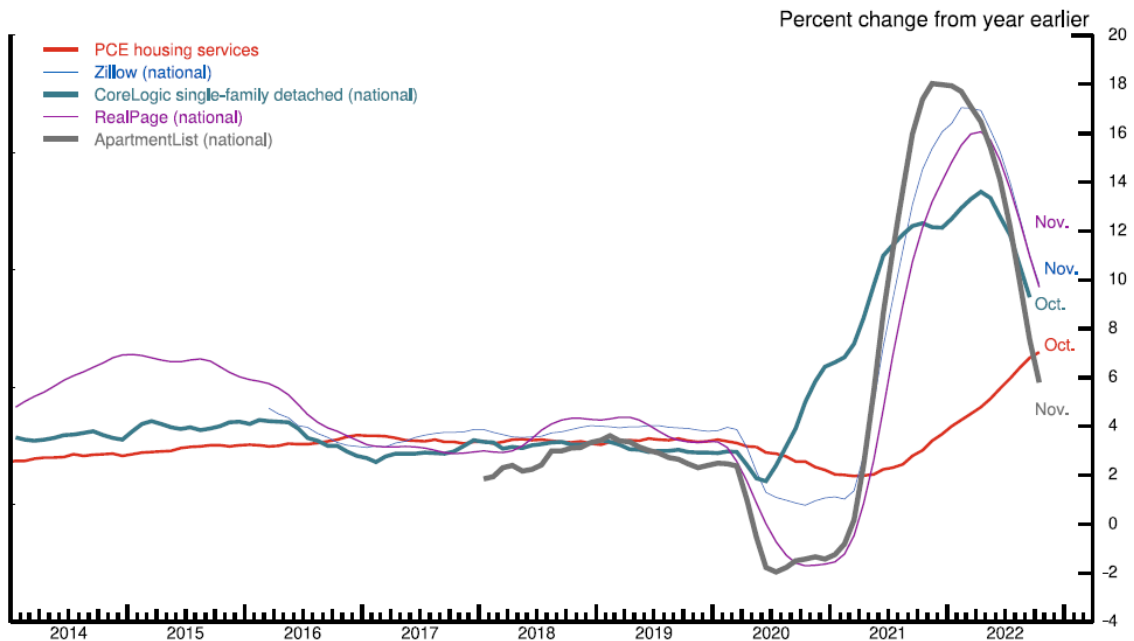
Source: Bureau of Economic Analysis; Bureau of Labor Statistics; staff estimates.

근원 재화 인플레이션은 2022년 동안 매우 높은 수준에서 하락한 반면 주택 서비스 인플레이션은 빠르게 상승했습니다. 주택을 제외한 근원 서비스 인플레이션은 등락을 거듭했지만 뚜렷한 추세를 보이지는 않았습니다. 이 범주들을 차례로 논의하겠습니다.

팬데믹 초기에, 비정상적으로 강한 수요가 팬데믹에 의해 저해된 공급과 만나면서 재화 물가는 빠르게 상승하기 시작했습니다. 기업들의 보고서와 많은 지표들은 공급망 문제가 완화되고 있음을 시사합니다. 최근 몇 달간 연료와 연료외 상품의 수입 물가가 모두 하락했고, 제조사들이 지불하는 물가 지표는 하락했습니다. 12개월간의 근원 재화 인플레이션은 4.6%로 여전히 높은 상태를 유지하고 있지만, 올해 초에 비해 거의 3% 포인트 하락했습니다. 재화 인플레이션이 끝났다고 선언하기에는 너무 이르지만, 현재 추세가 계속된다면 재화 물가는 향후 몇 달 동안 전반적인 인플레이션에 하향 압력을 가하기 시작할 것입니다.

주택 서비스 인플레이션은 모든 임대료와 주택 소유자의 자가거주비의 상승을 측정합니다. 재화 인플레이션과 달리 주택 서비스 인플레이션은 지난 12개월 동안 지속적으로 상승하여 현재 7.1%에 머무르고 있습니다. 그러나 주택 인플레이션은 임대 계약의 갱신 속도가 느리기 때문에 인플레이션 전환점 대비 다른 물가에 뒤쳐지는 경향이 있습니다. 신규 임대에 대한 시장 지표가 향후 1년 정도 동안 전체 주택 인플레이션이 어디로 향할지를 보여주는 더 시의적절한 지표입니다. 신규 임대의 12개월 인플레이션 측정치는 팬데믹 기간 동안 거의 20%까지 상승했지만 약 1년 반이 지난 뒤 급격히 감소하고 있습니다.

Figure 3. Market rents and PCE housing services inflation



Note: ApartmentList, CoreLogic, RealPage, and Zillow measure market rate rents -- that is, rents for a new lease by a new tenant. October PCE (personal consumption expenditures) data are estimates based on October data from the consumer price index. The Zillow data start in March 2016, and the ApartmentList data start in January 2018.

Source: ApartmentList; Bureau of Economic Analysis; Bureau of Labor Statistics; CoreLogic; RealPage; Zillow; staff estimates.

그러나 그림 3에서 알 수 있듯이, 기존 임대료에 대한 높은 수준의 임대료를 따라잡기 위해 기존 임대료가 갱신되고 더 높은 가격으로 신규 임대를 따라잡으려 하다보니 전반적인 주택 서비스 인플레이션이 지속적으로 상승하고 있습니다. 이러한 현상은 내년까지 지속될 가능성이 높아보입니다. 그러나 신규 임대 인플레이션이 계속 하락하는 한 주택 서비스 물가 상승률은 내년 중에 하락하기 시작할 것으로 예상됩니다. 실제로, 주택 서비스 인플레이션의 감소는 인플레이션 감소에 대한 대부분의 전망의 기초가 되고 있습니다.

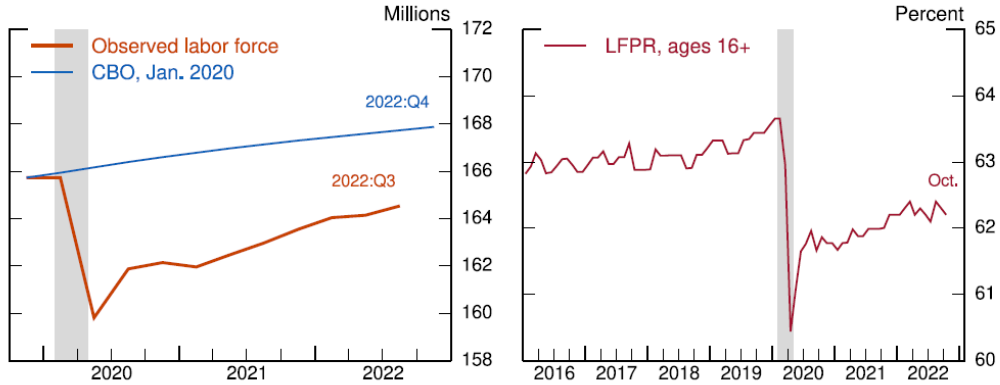
마지막으로, 우리는 주택 이외의 근원 서비스에 대해 이야기 해보겠습니다. 이 지출 범주는 의료 및 교육에서부터 이발 및 접객에 이르기까지 광범위한 서비스를 포함합니다. 이는 근원 PCE 지수의 절반 이상을 구성하여 세 가지 범주 중 가장 큰 비중을 차지합니다. 따라서 주택 이외의 근원 서비스가 근원 인플레이션의 미래 경로를 이해하는 데 가장 중요한 범주가 될 수 있습니다. 이러한 서비스를 제공하는 데 있어 임금이 가장 큰 비용을 차지하기 때문에 고용 시장은 이 범주에서의 인플레이션을 이해하기 위한 가장 중요한 요소가 됩니다.

고용 시장에서 노동자에 대한 수요는 가용 노동자의 공급을 훨씬 초과하고 있고, 명목 임금은 시간이 지나면서 2%의 인플레이션에 부합하는 수준을 훨씬 상회하는 속도로 증가해 왔습니다. 따라서, 우리가 찾고 있는 또 다른 조건은 고용 시장에서 수요와 공급의 균형을 회복하는 것입니다.

2021년 중반 갑자기 고용시장의 타이트한 정도가 높아지는 조짐이 나타났습니다. 당시 실업률은 팬데믹 이전에 타이트하다는 큰 징후 없었던 3.5%보다 훨씬 높은 수치를 기록했습니다. 고용은 팬데믹 시작 전날에도 여전히 수백만 명 아래를 기록하고 있었습니다. 돌이켜보면, 우리는 심각하고 지속적인 노동력 공급 부족이 팬데믹 기간 동안 시작되었다는 것을 알 수 있습니다. 이러한 노동력 부족은 단기간 내에 완전히 해결될 것 같지 않습니다.

현재의 노동력과 의회 예산국의 팬데믹 이전의 노동력 성장 전망을 비교해보면 현재 약 350만 명의 노동력 부족이 드러납니다.

Figure 4. Labor force shortfall and labor force participation rate gap



Note: All data are adjusted for population controls. In the left panel, the "CBO, Jan. 2020" line appends the Congressional Budget Office's (CBO) January 2020 projected labor force growth over the years 2020-22 onto the level of the labor force in 2019:Q4 that is adjusted for population controls. In the right panel, data from 2016 through 2021 are from Robertson and Willis (2022) and are adjusted for the effects of population controls. Data from 2022 are published by the Bureau of Labor Statistics. The shaded bars indicate a period of business recession as defined by the National Bureau of Economic Research: February 2020-April 2020. LFPR is labor force participation rate.

Source: Congressional Budget Office; Bureau of Labor Statistics; Robertson and Willis (2022); staff calculations.

이러한 노동력의 부족은 예상보다 낮은 인구 증가율과 낮은 가계 노동 참여율을 모두 반영하고 있습니다.

팬데믹이 시작되었을 때, 질병, 돌봄, 감염에 대한 두려움 등 많은 요소들 때문에 노동 참여가 급격히 감소했습니다. 많은 예보관들은 팬데믹이 사라짐에 따라 노동 참여가 상당히 빠르게 증가할 것으로 예상했습니다. 그리고 한창 일할 나이의 노동자들에게는 실제로 이러한 현상이 일어났습니다. 그럼에도 전반적인 노동 참여는 팬데믹 이전의 추세에 훨씬 못 미치고 있습니다.

참여 격차의 일부는 코로나-19로 인해 여전히 노동력에서 벗어나 있거나 이전의 코로나 감염으로 인해 지속적인 증상("롱 코로나")을 겪고 있는 노동자들을 반영합니다. 그러나 연준 이코노미스트들의 최근 연구에 따르면 이러한 참여 격차는 현재 대부분 과도한 퇴직, 노화한 1인 가구의 증가로 예상되었던 퇴직의 증가 때문이라고 합니다. 이러한 초과 퇴직은 현재 350만 명의 노동력 부족 중 2백만 명 이상을 차지하고 있어 이에 따르면 설명이 가능합니다.

무엇이 이러한 초과 퇴직을 설명할 수 있을까요? 코로나가 노인들의 생명과 건강에 특히 큰 위협을 가했기 때문에 건강 문제가 확실히 원인 중 하나로 작용했습니다. 게다가, 많은 고령화된 노동자들이 역사적으로 해고가 많았던 팬데믹의 초기 단계에서 일자리를 잃었습니다. 노동 환경에 대한 팬데믹 관련 문제와 건강 문제를 고려할 때, 새로운 일자리를 찾는 비용이 이러한 근로자들에게 특히 크게 다가왔을 수 있습니다. 또한, 대유행의 첫 2년 동안 주식 시장의 상승과 집값의 상승은 일부 사람들로 하여금 조기 은퇴를 촉진할 수 있도록 부의 증가에 기여했습니다.

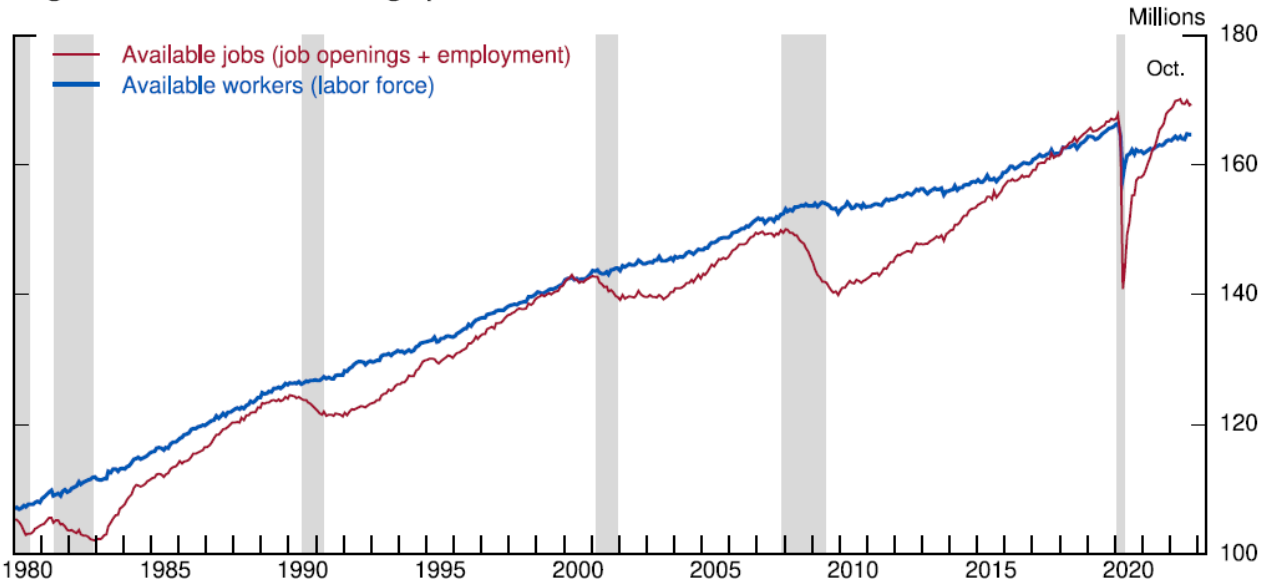
지금까지의 데이터는 퇴직자들이 노동으로 복귀하여 과도한 퇴직이 해결될 가능성이 높다는 것을 시사하지 않습니다. 고령 노동자들은 여전히 더 높은 비율로 은퇴하고 있으며, 은퇴자들은 전체 초과 은퇴자 수를 의미 있게 줄일 만큼 충분히 일자리로 복귀하고 있지 않은 것으로 보입니다.

노동력 공급 부족의 원인이 되는 두 번째 요인은 노동연령 인구의 증가 둔화입니다. 순 이민의 급감과 팬데믹 기간 동안의 사망자의 급증을 합치면 약 150만 명의 노동자가 부족한 이유가 설명될 것입니다.

노동 공급을 지원하는 정책은 연준의 영역이 아닙니다. 연준의 도구는 주로 수요에 작동합니다. 그러나 어느 특별한 정책을 옹호하는 것이 아니라, 노동력 참여를 지원하는 정책은 시간이 지남에 따라 노동에 참여하는 노동자들에게 혜택을 주고 전반적인 경제 성장을 지원할 수 있을 것이라고 말할 수 있습니다. 그러나 이러한 정책들은 시행하고 효과를 보기까지에는 시간이 필요할 것입니다. 단기적으로 고용 시장의 균형을 회복하기 위해서는 노동 수요 증가의 완화가 필요할 것입니다.

현재 실업률은 3.7%로 50년 동안의 최저 수준을 기록하고 있으며, 구인 건수는 가용 근로자를 약 400만 명 초과하고 있습니다. 이는 일자리를 찾는 모든 사람에게 약 1.7개의 일자리가 있다는 뜻입니다.

Figure 5. Jobs-worker gap



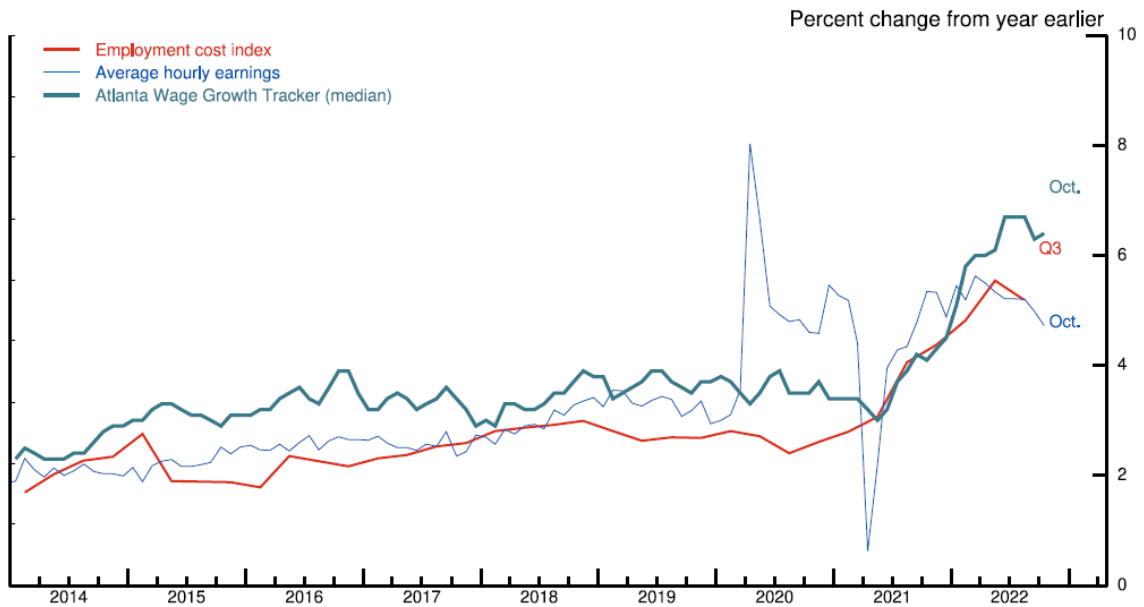
Note: Available jobs are computed as employment in a given month plus job openings in the previous month. The shaded bars indicate periods of business recession as defined by the National Bureau of Economic Research: January 1980-July 1980; July 1981-November 1982; July 1990-March 1991; March 2001-November 2001; December 2007-June 2009; February 2020-April 2020.

Source: Census Bureau, Current Population Survey; Bureau of Labor Statistics, Job Openings and Labor Turnover Survey.

지금까지 우리는 노동 수요가 완화되는 잠정적인 징후만을 보았을 뿐입니다. 올해 GDP 성장률이 둔화되면서 일자리 증가폭은 올 들어 7월까지 월 45만개 이상에서 지난 3개월간 월 29만개 정도로 감소되었습니다. 그러나 이러한 일자리 증가는 시간이 지남에 따라 인구 증가를 수용하는 데 필요한 속도를 훨씬 초과하고 있으며, 많은 사람들이 추정하는 바에 따르면 매달 약 10만 명에 달합니다. 올해 구인 수는 약 150만 명 감소했지만 팬데믹 이전의 어느 때보다 높은 수준을 유지하고 있습니다.

임금 상승 역시 균형을 되찾을 일시적인 조짐만을 보이고 있습니다. 임금 상승을 보여주는 일부 지표는 최근에 감소했습니다.

Figure 6. Wage growth



Source: Bureau of Labor Statistics; Federal Reserve Bank of Atlanta.

그러나 이러한 감소는 이전의 증가에 비해 지금까지 매우 미미한 수준이며 여전히 2%의 인플레이션에 부합하는 수준을 훨씬 상회하고 있습니다. 분명히 말하지만 강력한 임금 상승은 좋은 일입니다. 그러나 임금 상승이 지속 가능하려면 2%의 인플레이션에 부합해야 합니다.

플레이션을 2%로 낮추기 위해 보아야 한다고 생각하는 경제 상황에 대한 이 검토를 요약해 보겠습니다. 경제 활동의 성장은 장기 추세에 훨씬 못 미치는 수준으로 둔화되었으며, 이는 지속되어야 합니다. 재화 생산의 병목 현상이 완화되고 있고 재화 인플레이션도 완화되고 있는 것으로 보이며, 이 또한 계속되어야 합니다. 주택 서비스 인플레이션은 아마 내년까지 계속해서 상승할 것이지만, 신규 임대료에 대한 인플레이션이 계속 하락한다면 내년 하반기부터 주택 서비스 인플레이션이 하락하기 시작할 가능성이 높습니다. 마지막으로, 주택을 제외한 근원 서비스 인플레이션에 특히 중요한 고용 시장은 일시적인 리밸런싱의 징후만 보이고, 임금 인상율은 2%의 인플레이션과 부합하는 수준을 훨씬 상회하고 있습니다. 몇 가지 희망적인 진전에도 불구하고, 우리는 물가 안정을 회복하기 위해 갈 길이 멉니다.

통화 정책으로 돌아가서, FOMC 동료들과 저는 물가 안정을 회복하는 일에 강력하게 전념하고 있습니다. 11월 회의 후, 우리는 시간이 지남에 따라 인플레이션을 2%로 낮출 수 있을 만큼 충분히 제한적인 정책 기조를 달성하기 위해 지속적인 금리 인상이 적절할 것으로 예상한다고 말했습니다.

통화 정책은 불확실한 지연에 따라 경제와 인플레이션에 영향을 미치며, 지금까지의 급속한 긴축의 효과는 아직 완전히 체감되지 않고 있습니다. 따라서 인플레이션을 낮추기에 충분히 제한적인 수준에 접근함에 따라 금리 인상 속도를 조절하는 것이 합리적입니다. 금리 인상 속도를 조절할 때가 바로 12월 회의일 수도 있습니다. 긴축 정책의 진전을 고려할 때, 그 속도 조절의 시기는 인플레이션을 통제하기 위해 얼마나 더 금리를 인상해야 하는지, 그리고 얼마나 오랫동안 정책을 제한적인 수준으로 유지할지에 대한 질문보다 훨씬 덜 중요합니다. 물가 안정을 회복하려면 당분간 제한적인 수준으로 정책을 유지하는 것이 필요해 보입니다. 역사는 정책을 너무 빨리 완화하는 것에 대해 강력하게 경고합니다. 우리는 물가에 관한 연준의 임무가 끝날 때까지 이 과정을 지속할 것입니다.