IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

IBKS Economy Monitor

Focus on Week: New Misery Index ➡ 기대 만큼 쉽게 금리 인상이 이루어질까?

크게 높아진 하반기 금리 인상에 대한 기대. 하지만 높은 성장률과 물가에도 불구하고 금리 인상에 신중한 전망인 것은 심화된 양극화 때문

4월 미 FOMC의사록이 공개되고 다음주 한국은행 금융통화위원회를 앞두고 향후 통화정책에 대한 관심이 높은 상황이다. 특히 최근 국제 유가 급등을 반영해 미국과 우리나라 모두 시장금리가 큰 폭으로 상승한 상황이라 향후통화정책의 매파적인 변화 가능성에 투자자들이 촉각을 곤두세우고 있다. 이미 시장 금리가 반영하고 있는 것처럼 미국이나 우리나라 통화정책에 대한 시장 기대는 하반기 이후 금리 인상 가능성을 반영하고 있다. 미국 선물 파생시장(CME)에 반영된 향후 연준 기준금리에 대한 기대치는 미국과 이란간 전쟁이 시작되며 금리인하 가능성이 사라진데 이어 지난 주 4월 미 소비자물가지표가 발표된 후 연말까지 1~2회 금리 인상 기대가 절반을 넘어서고 있다. 우리나라의 경우도 주요 언론 보도를 보면 올해 하반기 금리 동결보다는 인상 쪽의 비중이 더 높아지기 시작했다. 시장 컨센서스는 향후 금리 인상 쪽으로 기울고 있는 것이다.

하지만 우리는 향후 우리나라나 미 연준 모두 금리 인상 가능성에는 신중한 입장이다. 미국과 이란 간 전쟁으로 급등한 유가 및 물가지표로 인해 금리 인하 가능성은 매우 낮아졌지만 금리 인상으로 이어지기보다는 금리가 동결된 상태를 유지할 가능성이 훨씬 높다고 보는 것이다. 이전 자료들(2026년 5월4일자 IBKS Economy Monitor '2%대 성장률이 한은 금리 인상을 담보하는 것은 아니다 ➡ 심화되는 양극화와 어려워지는 금리 결정' 참조)에서 정리했던 것처럼 향후 금리 인상 결정이 쉽지 않을 것으로 보는 이유는 이번 경기의 특징인 극심한 양극화 때문이다. 2024년 이후 미국 경제와 연준 결정이 보여주는 것처럼 잠재성장률을 크게 상회하는 경제성장률을 계속해서 기록하고 있고 물가 상승률도 연준의 목표치를 크게 웃돌고 있음에도 불구하고 연준의 기준금리는 인상이 아니라 동결 및 인하 쪽으로 결정되어 왔다. 화려한 경제성장률과 대비되는 부진한 고용이나 상대적으로 확장 폭이 덜한 소비 경기 등에 따른 영향으로 볼 수 있다. 헤프닝으로 마무리되기는 했지만 고용지표에 기반을 둔 '샴룰'과 같은 지표가 경기침체를 가리키며 경기침체 우려가 금융시장을 휩쓸기도 했다. 우리나라 역시 미국만큼 극심해진 양극화로 인해 성장률이나 물가지표와 고용지표 등 경제지표들이 서로 엇갈리고 체감경기도 경제주체들별로 크게 엇갈리는 만큼 한국은행의 금리 인상 결정이 쉽지 않을 것으로 보고 있다.

이런 흐름을 조금 더 정리해서 구체적으로 보여주고자 우리는 경제지표를 하나 구상해 보았다. 기존에 있는 경제지표인 'Misery Index'를 조금 변형해서 수정한 것이다. 'Misery Index'는 소비자물가와 실업률을 더한 것으로 소비주체인 가계가 느끼는 경제적 어려움의 정도를 직관적으로 보여주는 지표로 '고통지수'나 '궁핍지수' 등으로 번역된다(미 경제학자 Arthur Okun). 그런데 이 지표는 체감적인 소비 경기나 소비여력을 보여주는 것만큼 통화정책 결정과 관련한 여건도 직관적으로 보여준다.

Economist
정 용 택
02) 6915-5701
ytjeong0815@ibks.com

RA
김 예 슬
02)6915-5526
chchu93@ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

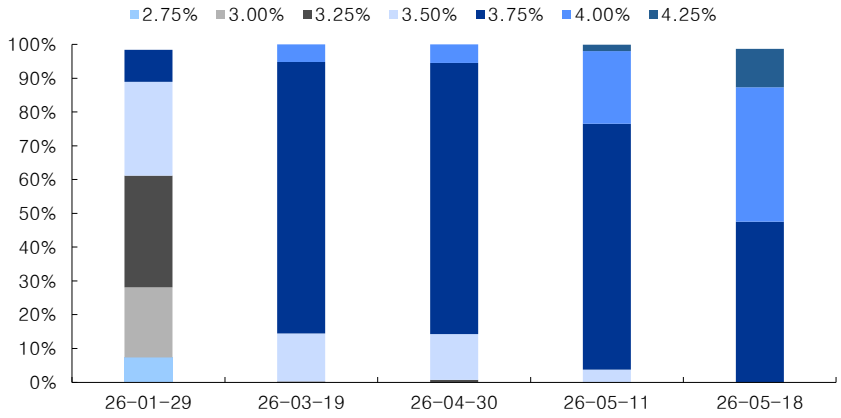
New Misery Index ➡ 물가와 고용의 두 축이 어떻게 통화정책 결정에 영향을 미치는지 보여 줌 ➡ 금리 인상보다는 금리 인하 방향을 가리키고 있는 New Misery Index. 한국도 마찬가지

특히 미 연준의 경우 물가와 고용 목표를 동시에 상정하고 있기 때문에 물가와 실업률로 구성된 Misery Index는 중요하게 참고할 만한 지표가 될 수 있다.

그런데 우리는 이 지표를 조금 수정했다. 전년동월대비 물가 상승률을 사용하지 않고 전월비 물가를 사용하고 변동성이 미미한 실업률 대신에 월간 고용 수치를 사용했다. 단기적인 급등락과 계절성을 줄이기 위해 12개월 이동 합계를 사용했고 두 변수간 'scale error'를 조정하기 위해 표준화(5년 평균과 표준편차)처리를 했다. 이렇게 변형된 'New Misery Index'는 미 연준 기준금리를 6개월에서 1년 정도 선행하며 유사한 궤적을 보여준다. 2022년 이후 New Misery Index는 계속해서 하락하는 흐름을 보여주고 있다. 최근에는 오히려 하락 기울기가 더 가팔라지는 흐름이다. 전쟁으로 크게 높아진 유가로 인한 물가 압력으로 연준 기준금리 인상 기대가 높아지기는 했으나 미국 경제 상황은 오히려 금리 인하 쪽을 가리키고 있는 것이다. 이런 흐름에는 표면적으로 보여지는 것보다 고용지표의 영향이 미국 통화 정책 결정에 크게 작용하고 있음을 확인할 수 있다. New Misery Index를 분해해서 보면, 표준화된 비농업고용 증감이 마이너스인 국면에서는 거의 예외 없이 금리 인하가 단행되었다. 이를 감안하면 이번 국면 역시 물가의 고공행진에 가려져 있지만 부진한 고용지표가 쉽게 기준금리 인상을 결정하지 못하는 가장 중요한 요인임을 알 수 있다.

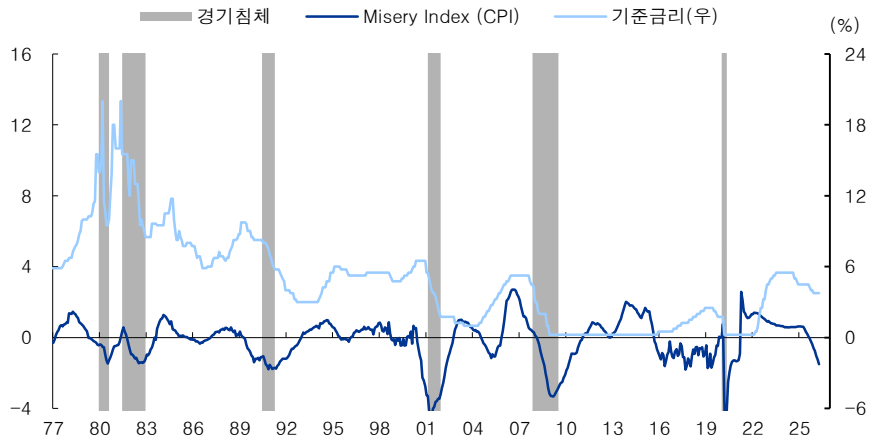
이 지표는 우리나라 통화정책에 대해서도 설명력을 갖는다. 우리나라 New Misery Index는 한국은행 기준금리 대비 동행 또는 6개월 정도의 선행성을 가지고 연동되어 움직인다. 이번 경기사이클을 보면, 2022년 이후 하향 흐름이 지속되고 있고 2024년 하반기 이후 마이너스 수치로 전환되어 있다. 경제적인 환경을 보면, 금리 인상이 아니라 금리 인하가 적절한 정책일 수 있다는 판단이다. 특히 최근에는 하락 기울기가 더 가팔라지고 있다. 이 지수를 분해를 해보면, 미국과 달리 물가안정목표제를 채택하고 있는 우리나라는 고용지표의 설명력이 그리 높지 않다. 대부분은 표준화된 물가 변동에 기준금리가 연동된다. 다만 고용지표가 진폭을 조금 더 크게 하는 역할을 한다. 눈여겨 볼 것은 유가로 인해 지금 물가에 대한 우려 높지만 정규화된 물가는 마이너스로 전환되어 있다는 점이다. 이 역시 의미가 있다. 지금 물가가 한국은행 목표치를 상회하며 높게 형성되어 있는 것은 맞지만 수년 전 우리는 이보다 훨씬 높은 물가 상승률을 경험했고 변동성도 크게 높아져 있는 것을 감안하면 과거보다 물가에 대한 적응력과 감내력은 더 높아진 것으로 해석할 수 있다. 즉 고물가에 익숙해진 상황도 감안할 필요가 있다는 점이다. 예기치 못한 반도체 호황으로 인해 성장률이 높아졌고 전쟁으로 인해 물가가 통화당국 목표치를 상회한다는 사실 만으로 쉽게 금리 인상을 결정할 수 없는 이유다.

그림 1. 미국과 이란간 전쟁이 시작되며 금리인하 가능성이 사라진데 이어 지난 주 4월 미 소비자물가지표가 발표된 후 연말까지 1~2회 금리 인상 기대가 절반을 넘어서고 있음



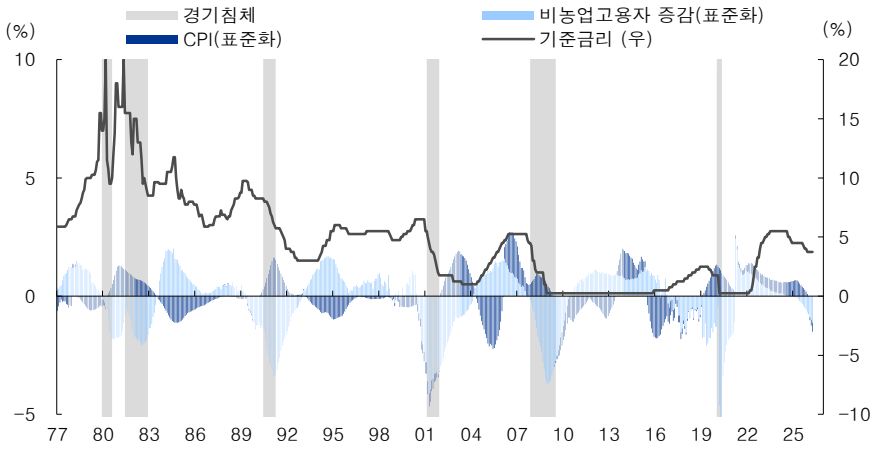
자료: Bloomberg, CME, IBK투자증권

그림 2. 2022년 이후 New Misery Index는 계속해서 하락하는 흐름. 최근에는 오히려 하락 기울기가 더 가팔라지는 흐름 ➡ 유가로 인한 물가 압력으로 연준 금리 인상 기대가 높아졌으나 미국 경제 상황은 오히려 금리 인하 쪽을 가리키고 있는 것



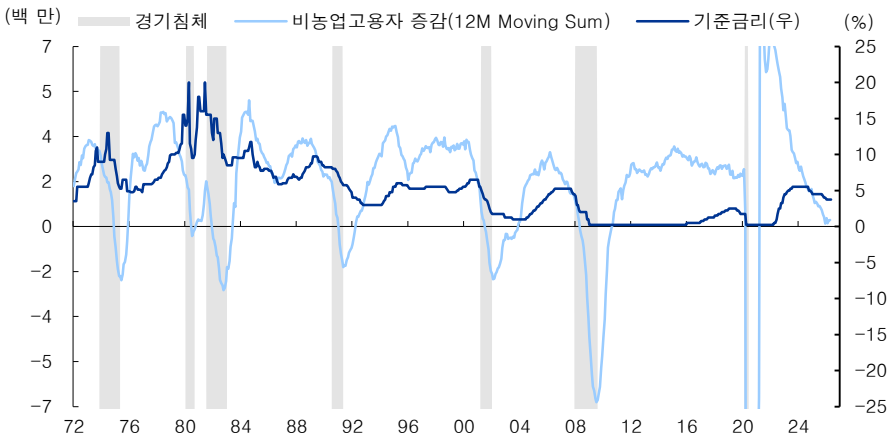
자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

그림 3. 금리 인상 가리키는 물가의 신호를 금리 인하를 가리키는 고용 신호가 계속 희석시키는 모습



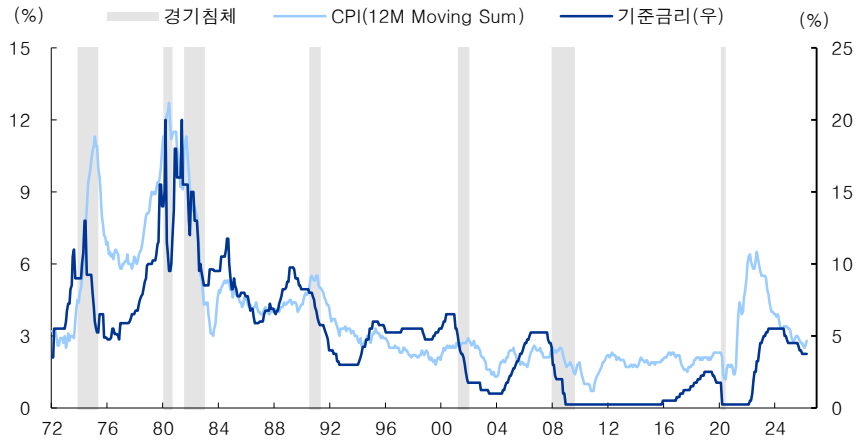
자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

그림 4. 표면적으로 보여지는 것보다 고용지표의 영향이 미국 통화 정책 결정에 크게 작용하고 있음을 확인 ➡ 표준화된 비농업고용 증감이 마이너스인 국면에서는 거의 예외 없이 금리 인하가 단행



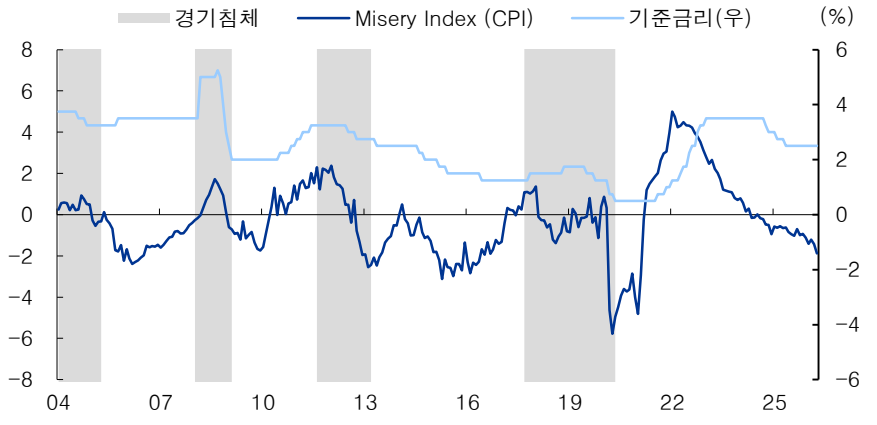
자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

그림 5. 물가도 당연히 중요한 역할을 미치는 요인. 하지만 과거보다 물가 균형점은 상당히 상향 조정된 것으로 추정 ➡ 통화정책 물가 목표치 상향 필요?



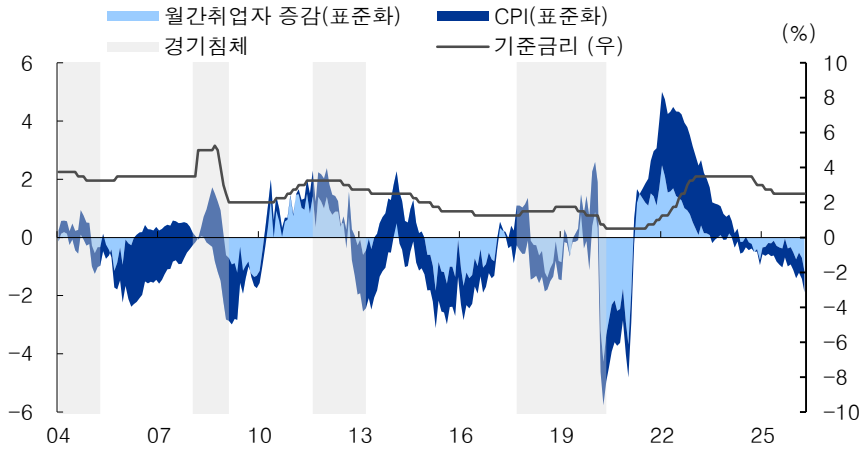
자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

그림 6. 우리나라 New Misery Index 2022년 이후 하향 흐름 지속, 2024년 하반기 이후 마이너스 수치로 전환 ➡ 경제적인 환경을 보면, 금리 인상이 아니라 금리 인하가 적절한 정책일 수 있다는 판단



자료: 국가데이터처, 한국은행, IBK투자증권

그림 7. 부진한 노동시장이 주된 하락 요인이지만 표준화된 물가 요인이 헤드라인 물가 상승률과 달리 마이너스로 전환되어 있는 점도 주목

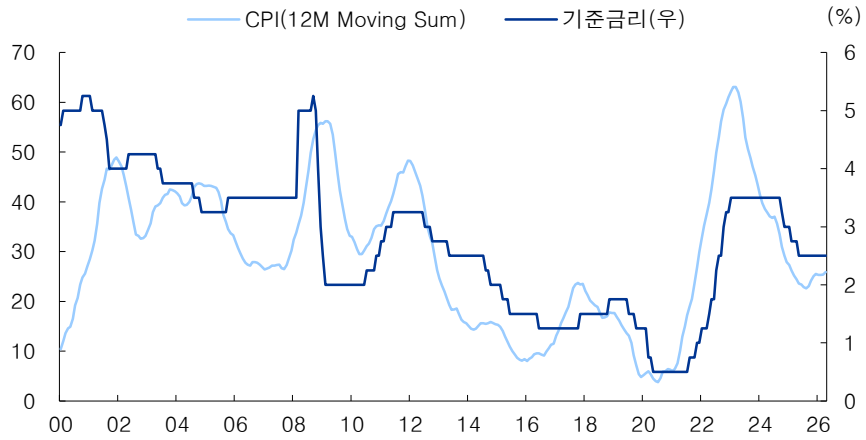


자료: 국가데이터처, 한국은행, IBK투자증권

그림 8. 물가 안정 목표제를 채택하고 있는 우리나라는 미국만큼 고용지표와 한국은행 기준금리 간 직접적인 상관관계가 높지는 않음

자료: 국가데이터처, 한국은행, IBK투자증권

그림 9. 반면, 물가와는 매우 밀접하게 연동되는 모습. 다만, 지금 물가가 한은 목표치를 상회하고 있지만 과거보다 물가에 대한 적응력과 감내력은 더 높아진 것도 감안해서 통화정책 결정할 필요



자료: 국가데이터처, 한국은행, IBK투자증권