

CEO Brief

CEO Brief는 보험산업 관련 이슈를 분석하여 보험회사 CEO와 유관기관의 기관장분들께만 제공되는 리포트입니다.

미국 금리 하락 시기 경험과 시사점

요약

1960년대 이후 미국의 경우 첫째, 장·단기금리가 상승하던 시기 대부분 장·단기금리 역전 현상이 나타남. 둘째, 장·단기금리 역전 현상은 항상 경기 침체를 겪으면서(경착륙) 사라짐. 셋째, 일반적으로 장·단기금리 고점이 소비자물가 상승률 고점을 선행하였는데, 이는 경기에 대한 우려로 통화정책이 선제적으로 완화되었기 때문임. 2024년 들어 시작될 연준의 기준 금리 인하는 과거와 달리 경기에 대한 우려보다는 예상보다 빠른 소비자물가 상승률 하락에 기인함. 이에 따라 기준금리 인하 및 장기금리 하락 속도는 빠르지 않을 것이며, 사상 처음으로 경기 침체를 겪지 않으면서(연착륙) 장·단기금리 역전 현상이 사라질 것으로 기대됨

1. 검토 배경

○ 미국 연방준비위원회(이하 '연준')는 2023년 12월 기준금리를 현 수준(5.25~5.50%)에서 동결하였으나 2024년 0.75%p 인하를 예고함

- 2024년 말 기준금리는 4.50~4.75%가 될 것으로 전망되는데, 시장에서는 2024년 3월부터 기준금리 인하가 시작될 것으로 예상함
- 기준금리 인하를 예고한 것은 미국 경제의 경착륙(경기 침체)에 대한 우려 때문이 아니라 소비자물가 상승률이 예상보다 빠르게 하락하고 있기 때문임
 - 연준은 2023년 미국 경제 성장률을 2.6%로 상향(9월 전망 시 2.1%) 조정하였으며, 2024년 성장률도 1.4%로 예측하는 등 미국 경제가 완만히 둔화될 것으로 예상함
 - 연준은 PCE(Personal Consumption Expenditures Price Index; 개인소비지출물가지수)¹⁾ 상승률을 2023년 2.8%로 하향(9월 전망 시 3.3%) 조정하였으며, 2024년 2.4%로 예측함

1) 개인소비지출지수는 CPI(Consumer Price Index; 소비자물가지수)에 비해 포함되는 재화와 용역이 더 많으며, 특히 CPI에 비해 주택 가격의 가중치가 적어 소비패턴 변화에 민감도가 높아 연준이 소비자물가를 모니터링하는데 있어 선호함. PCE 상승률은 CPI 상승률에 비해 장기 평균적으로 0.5%p 정도 낮음

CEO Brief

- 이처럼 2024년 들어 연준이 기준금리 인하에 나설 것으로 전망됨에 따라 본고는 과거 미국 금리가 하락하던 시기의 경험을 간략히 살펴보고 시사점을 찾아보고자 함

2. 미국 금리 하락 시기 경험

- 1960년대부터 미국 장·단기금리 추이를 살펴보면, 첫째, 장·단기금리가 상승하던 시기에 장·단기금리 역전(수익률 곡선 우하향) 현상이 나타났고, 반대되는 시기에 수익률 곡선이 우상향함
 - 1960년대 후반, 1970년대 초반, 1970년대 후반, 1980년대 후반, 2000년대 초반, 2000년대 중반, 그리고 코로나19가 진정된 이후와 같이 장·단기금리가 상승하던 시기에 장·단기금리가 역전됨(부록 그림 1) 참조
 - 그러나 1980년대 초반과 1990년대 중반, 그리고 2010년대 중반의 경우 장·단기금리가 상승하였으나 장·단기금리가 역전되지 않았음
 - 장·단기금리가 하락하던 시기에는 장·단기금리 역전 현상이 없었고(있더라도 매우 일시적), 수익률 곡선이 우상향하는 모습을 보임
- 둘째, 장·단기금리 역전 현상은 항상 경기 침체(마이너스 성장)를 겪으면서 사라지는 모습을 보임(부록 그림 1) 참조
 - 장·단기금리 역전 현상이 나타나던 시기 또는 직후 경기가 항상 침체하였음
 - 반면 코로나19 진정 이후 장·단기금리가 역전되었으나 아직까지 미국 경제는 과거의 경험과는 달리 견조함
- 셋째, 1970년대 후반을 제외하고 장·단기금리 역전 현상이 나타난 시기에 장·단기금리 고점이 소비자물가 상승률 고점을 선행함(부록 그림 2) 참조
 - 장·단기금리 역전 시기 또는 이후에 경기가 항상 침체하였는데, 경기에 대한 대응으로 연준은 소비자물가 상승률이 고점에 도달하기 이전이더라도 선제적으로 통화정책을 긴축에서 완화로 피벗(Pivot)했기 때문임
 - 1970년대 후반의 경우 소비자물가 상승률이 10%를 크게 상회하는 높은 수준이었기 때문에 연준은 경기 침체에도 불구하고 기대 인플레이션을 안정시키고자 소비자물가 상승률이 충분히 낮아지는 것을 확인한 이후 통화정책을 완화함
 - 코로나19 진정 이후 소비자물가 상승률 고점이 장·단기금리 고점을 선행하는 것은 소비자물가 상승률이

CEO Brief

연준의 목표 수준보다 크게 높으나 경기가 높은 금리에도 견조한 모습을 보이고 있어 연준이 경기에 대해 선제적으로 기준금리를 인하할 유인이 적기 때문임²⁾

3. 시사점

○ 미국의 경우 2024년 들어 기준금리 인하가 시작됨에 따라 장·단기금리 역시 하락할 것이나 지금까지 경험하지 못한 현상에 직면할 가능성이 높아 보임

- 첫째, 통화정책 피벗이 경기에 대한 우려보다는 예상보다 빠른 소비자물가 상승률 하락에 기인하고 있어 제2차 세계대전 이후 처음으로 경기 침체를 겪지 않고(연착륙) 장·단기금리 역전 현상이 사라질 것으로 기대됨
 - IMF에 따르면 미국 경제는 2024년과 2025년 각각 1.5%, 1.8% 견조한 성장세를 지속하는 한편, 실업률도 3.8% 전후로 완전고용에 근접한 수준을 유지할 것으로 예상됨(부록 표 1) 참조)
- 둘째, 미국 경제의 연착륙이 예상됨에 따라 연준의 기준금리 인하 및 장기금리 하락 속도는 빠르지 않을 것이며, 장·단기금리 역전 현상이 사라지는데 상당한 시간이 소요될 것으로 보임
 - OECD는 미국의 장·단기금리가 2024년과 2025년 4%를 상회하는 가운데, 2025년 하반기에 장기금리가 단기금리보다 높아질 것으로 전망함(부록 그림 3) 참조)

○ 우리나라의 경우 소비자물가 상승률 하락이 상대적으로 느리게 진행되고 있어 기준금리 인하 시기는 미국보다 늦고, 장기금리는 연준의 기준금리 인하에도 큰 폭으로 하락할 가능성은 낮아 보임

- 우리나라 장기금리는 한국은행의 기준금리보다 미국의 장기금리에 더 크게 영향을 받고 있는데(동조화)³⁾ 이러한 현상이 지속될 것으로 예상됨
- OECD에 따르면 우리나라 장·단기금리는 2024년 각각 3.6~4.1%, 3.3~3.8%, 2025년 각각 3.1~3.4%, 2.7~3.3%로 전망됨(부록 그림 4) 참조)

윤성훈 선임연구위원
shyun@kiri.or.kr

2) 설사 경기가 침체되었더라도 1970년대 후반의 경험처럼 소비자물가 상승률을 억제하기 위해 연준은 기준금리를 인하하지 않았을 것으로 판단됨

3) 보험연구원(2023), 『2024년 보험산업 전망과 과제』

CEO Brief

부록. 주요 경제지표

〈부록 그림 1〉 미국 경제 성장률과 장·단기금리 추이

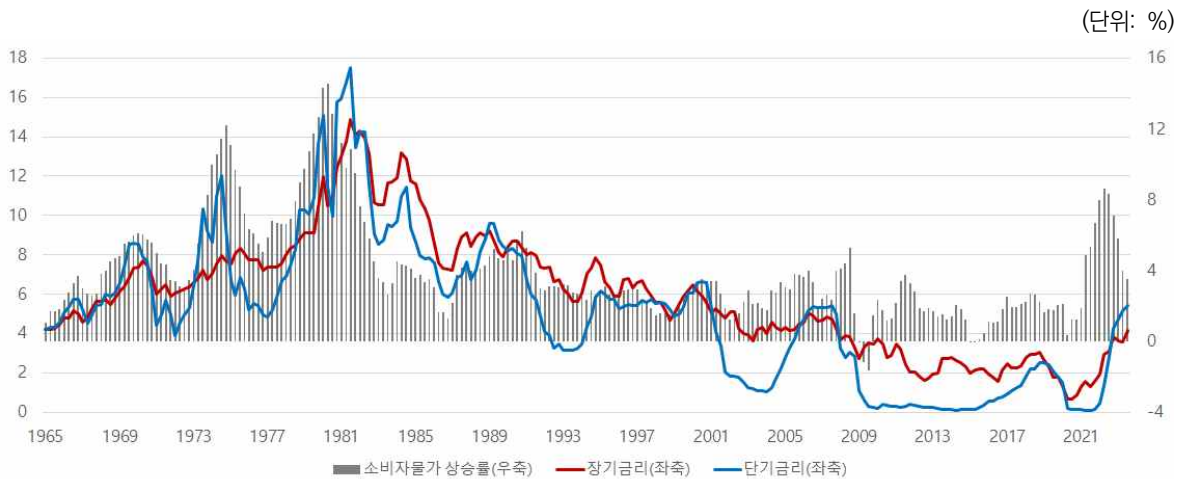


주: 1) 분기자료임

2) 단기금리는 은행 간 3개월 금리, 장기금리는 10년 만기 국채 금리, 경제 성장률은 전년 동기 대비임

자료: 한국은행, 경제통계시스템

〈부록 그림 2〉 미국 소비자물가 상승률과 장·단기금리 추이



주: 1) 분기자료임

2) 단기금리는 은행 간 3개월 금리, 장기금리는 10년 만기 국채 금리, 소비자물가 상승률은 전년 동기 대비임

자료: 한국은행, 경제통계시스템

CEO Brief

〈부록 표 1〉 미국 경제 전망

(단위: %)

항목	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년
경제 성장률	2.1	2.1	1.5	1.8	2.0
실업률	3.6	3.6	3.8	3.9	3.6
소비자물가 상승률	8.0	4.1	2.8	2.4	2.2

자료: IMF(2023.10), "World Economic Outlook"

〈부록 그림 3〉 미국 장·단기금리 전망

(단위: %)



- 주: 1) 분기자료임
 2) 단기금리는 은행 간 3개월 금리임
 3) 장기금리는 10년 만기 국채 금리임

자료: OECD Data

〈부록 그림 4〉 한국 장·단기금리 전망

(단위: %)



- 주: 1) 분기자료임
 2) 단기금리는 3개월 CD 금리임
 3) 장기금리는 10년 만기 국채 금리임

자료: OECD Data

CEO Brief

CEO Brief is a report highlighting key current issues the insurance industry faces.

The US Fed Rate Pivot: Lessons from the History

ABSTRACT

Since the 1960s in the US, ① when both long-term and short-term interest rates were rising, yield curve inversions tended to occur, ② the yield curve inversions always disappeared as the economy entered into recession, and ③ the long-term and short-term interest rate peaks generally preceded the CPI inflation peaks because authorities proactively eased monetary policy due to economic recessions. However, the anticipated Fed rate cuts in 2024 will be driven not by concerns about an economic downturn but by the faster-than-expected CPI inflation decline. As a result, for the first time in history, the yield curve inversion will disappear without an economic recession.

1. Background

The US Federal Reserve (the Fed) decided to keep policy interest rates in a targeted range between 5.25% and 5.50% in December 2023 but indicated policy interest rate cuts of 0.75%p in 2024. The expected rate cuts will be driven not by concerns about economic recession but by the faster-than-expected CPI inflation decline. At the December meeting, the Fed revised its view and projected the US economy to grow 2.6% in 2023, higher than the September forecast by 0.5%p, and 1.4% in 2024. The Fed expected the Personal Consumption Expenditures Price Index (PCE) inflation to fall to 2.8% in 2023 – 0.5%p lower than the September forecast – and to 2.4% in 2024. The Fed policy interest rate would be in a targeted range between 4.50% and 4.75% by the end of 2024, and markets anticipate it will start a rate cut in March 2024.

CEO Brief

With a clear indication of the Fed rate cuts in 2024, this report briefly examines the periods when the US interest rate declined in the past and finds some implications.

2. The US Fed Rate Pivot: Lessons from the History

First, since the 1960s, when long-term and short-term interest rates were rising (in the late 1960s, the early 1970s, the late 1970s, the late 1980s, the early 2000s, the mid-2000s, and the post-COVID-19 period), the yield curve inversions occurred in the US. However, when long-term and short-term interest rates were falling, the yield curve inversion did not happen – if it occurred, temporarily – and the yield curve exhibited an upward-sloping trend.

Second, yield curve inversions always disappeared as the US economy entered into recession. But, in the post-COVID-19 period, even though the yield curve inversion occurs, the US economy exhibits resilience, contrary to the past.

Third, except in the late 1970s, when yield curve inversions occurred, the peaks of long-term and short-term interest rates preceded the peaks of CPI inflation. It is because, in response to economic downturns, the Fed had to pivot its monetary policy from tightening to easing, even before the CPI inflation reached its peak. In the late 1970s, since the CPI inflation was surpassing 10%, despite economic recession, the Fed started to ease monetary policy after the CPI inflation had sufficiently retreated to stabilize the inflation expectations.

3. Implications

With the start of rate cuts in 2024, the long-term and short-term interest rates will also decline. However, we will probably observe unique circumstances that we have never experienced. First, the pivot in the monetary policy seems driven more by a

faster-than-expected decline in the CPI inflation than concerns about an economic downturn. As a result, for the first time since World War II, the yield curve inversion would disappear without economic recession (so-called soft landing). The IMF expected the US economy to grow by 1.5% in 2024 and 1.8% in 2025 and projected the unemployment rate to stay at around 3.8%, near the full employment level.

Second, as the US economy is likely to head for a soft landing, the pace of the Fed rate cuts and the decline in long-term interest rates will not be fast. And it would take a considerable time for the yield curve inversion to disappear. The OECD forecasted the US long-term and short-term interest rates to fall to around 4% in 2024 and 2025, and the long-term rates would be higher than the short-term rate in the second half of 2025.

We expect the Bank of Korea (BOK) to start a rate cut later than the Fed as Korean CPI inflation retreats slowly. Despite the Fed rate cuts, it is unlikely for the long-term interest rates to fall sharply. Also, Korean long-term interest rates have been more affected by the US long-term interest rate than the BOK policy rates. And this trend will last for some time. The OECD projected Korean long-term and short-term interest rates to be around 3.6~4.1%, 3.3~3.8% in 2024 and 3.6~4.1%, 3.3~3.8% in 2025, respectively.

Seong Hun Yun, Senior Research Fellow
shyun@kiri.or.kr