

물가와 유동성, 정책의 조합





물가와 유동성, 정책의 조합



정원일 Economist

02 3770 3526

wonil.jeong@yuantakorea.com





Contents

Part 1. 한국경제 - 경기방향성 전환의 시작

1. 소득주도성장 3년의 경과와 평가

| | |
|------------------------|----|
| 성장률 둔화 - 소득주도성장의 한계 봉착 | 12 |
| 분배와 성장의 상관관계 | 14 |
| 투자 위축 본격화 | 15 |
| 최저임금 인상으로 인한 가계의 변화 | 16 |
| 도소매업 등 자영업자의 불안 심화 | 19 |
| 역선택으로 인한 노동의지 하락 | 20 |

2. 정책의 공조와 저점확인 기대

| | |
|------------------------------------|----|
| 재정과 통화로 성장을 제고 노력 | 24 |
| 금리인하로 발생할 변화 - 자산가격과 wealth effect | 25 |
| 가계 금융비용의 감소로 가처분소득 증가 | 26 |
| 가계동향조사로 살펴본 실제 소득 변화 | 27 |
| 소비패턴의 변화 - 실제 소비 회복세 발생 | 28 |
| 생산자의 자금조달 측면에서 개선 가능 | 29 |
| 기업의 투자행태 변화 움직임 | 30 |
| 마진율을 통하여 좀 더 큰 그림으로 보는 설비투자 | 32 |
| 투자의 감가상각률 추정 | 33 |
| 물가의 회복 기대 | 35 |
| 디플레이션과 자산가격 조정 | 36 |
| 예산편성 기조의 변화 | 38 |
| 수출둔화는 기저효과로 저점 확인과 지원 강화 | 39 |
| 선행지수와 경기순환 사이클 | 40 |
| 결론 - 유동성과 물가와 정책의 조합 | 42 |

Part 2. 글로벌경제 - 믿을 것은 통화정책

3. 불확실성을 방어할 완화적 통화정책

| | |
|----------------------------|----|
| 글로벌 선행지수 하락 기조 지속 | 46 |
| 성장세에 대한 의구심 | 47 |
| 성장세 방어를 위한 완화적 통화정책기조 | 48 |
| 통화정책의 목표 - 물가안정과 경기부양 | 48 |
| FED의 완화적 기조 - 금리인하와 단기자금시장 | 49 |
| ECB와 BOJ의 통화정책도 완화적 | 51 |
| 주요 신흥국도 일제히 기준금리 인하 | 52 |

4. 물가의 역사

| | |
|--------------------------------|----|
| 이론적으로 접근하는 낮은 물가상승률 | 54 |
| 더 이상 물가하락이 어려운 이유 - 재화가격과 자산가격 | 56 |
| 화폐유통속도의 국가간 비교 | 58 |
| 미국 - 비내구재 위주의 물가 역성장 | 59 |
| | 60 |

5. 국가별 경기현황 점검

| | |
|-----------------------------|----|
| 미국 소비경기의 엇갈림 | 62 |
| 소비 확대는 주택시장의 개선이 필요 | 63 |
| 고용시장에서의 둔화 조짐 | 64 |
| ISM지수에 대한 고민과 반등 가능성 | 65 |
| 유로존 독일 부진 언제까지? | 66 |
| 우려되는 노딜브렉시트, 새로운 가능성의 프랑스 | 67 |
| 세금부담 일본과 내수부담 중국 | 68 |
| 결론 - 특별한 이슈가 없다면 유동성의 효과 기대 | 69 |

Summary: 한국경제 - 경기방향성 전환의 시작

소득주도성장 3년의 경과와 평가

지난 3년여 간 한국경제는 상대적으로 지금까지의 틀에서 벗어나 실험적인 정책기조가 진행되었으나 성장률이 상당히 부진. 많은 기여를 한 것은 결국 투자의 둔화. 역설적이게도 이와 같은 성장세 둔화도 최대한 방어를 한 결과임. GDP 계정 중 민간부문과 정부부문의 성장기여도를 비교해보면 지난 수년간에 비하여 상당히 높은 수준.

최저임금의 상승폭이 예상보다 높다면 노동의 초과공급을 초래할 수 있으므로 장기적으로 실업률이 높아짐. 2017년 이후 실업률은 평균 3% 초반 수준에서 4%대로 급등. 역선택의 확대와 생산성 측면에서의 부진 발생.

정책의 공조와 저점확인 기대

짧은 미래에는 금년의 두차례 금리인하에 대한 효과가 발생할 수 있을 것으로 기대. 특히 가계의 소비심리와 관련되어 가처분소득 증가 및 부의 효과가 발생하면서 소비경기에 대한 효과가 발생할 것으로 전망.

좀 더 장기적인 관점에서는 기업의 투자심리 회복에 따른 시설자금 대출수요 확대와 물가의 반등이 예상되며, 이에 따른 마크업 회복과 함께 이어질 수 있는 설비투자 수요 및 감가상각 측면에서의 신규시설에 대한 투자 경기를 기대.

재정측면에서 정부재정 역할의 강조를 통하여 경기방향성 전환 전망. 특히 소규모 사업장을 위주로 투자심리의 회복이 이어지면서 성장률 둔화를 방어할 수 있을 것.

금리인하를 통하여 발생할 효과

1. 이자비용부담 감소로 가처분소득 증가
2. 주택심리 반등으로 부의 효과와 주택투자 활성화
3. 시설자금 대출수요의 회복과 투자 확대
4. 완화적 통화정책으로 물가 반등 기대

물가의 역할

1. 기업의 마크업 상승으로 투자 결정
2. 화폐유통속도 둔화의 방어

정책방향성의 변화

1. 최저임금 부담 경감으로 소규모 기업의 시설투자 반등
2. 감가상각을 감안한 신규투자수요 발생 시점 도래
3. 예산편성 레짐의 변화로 심리 회복

Summary: 글로벌경제 - 믿을 것은 통화정책

성장세 방어를 위한 완화적 통화정책 기조

IMF 에서는 연초 3.5%의 금년 성장률을 전망하였으나 가장 최근 전망치인 10월 기준 3.0%로 하향조정. 한편 OECD 에서도 금년 성장률 전망치를 이전 전망치인 3.2%에서 0.3%p 하향조정한 2.9%의 전년대비 성장률을 전망. 이는 최근 10년래 가장 낮은 수준. 성장률 둔화 우려에 따라 정부지출을 늘리면서 성장률을 방어하기 위한 노력의 일환으로 GDP 에서 정부지출의 기여도가 크게 높아진 것이 확인. 여기에 더하여 완화적 통화정책이 본격적으로 시작되는 움직임이 관찰됨.

통화정책의 최종적인 목표가 물가안정인 만큼 최근 물가움직임에 대한 동향이 중요해 진 시점. 물가상승이 둔화되는 것은 경제의 회전속도가 느리다는 것을 의미하므로 유의미한 물가 반전이 요구됨. 완화적 통화정책은 물가를 상승시키는 요소로 작동할 전망. 유동성함정에 대하여 우려를 표명하고 있으나 지난 2015년까지의 완화적 기조 당시에 비하여 완화적 정책을 진행하여도 효과가 발생할 수 있을 만큼의 화폐유통속도가 유지되고 있음을 감안할 필요. 자산시장과의 연관성 역시 물가의 하방 지지의 근거.

국가별 경기현황 점검

전반적으로 완화적 통화정책이 물가의 하방을 지지하면서 펀더멘털 지표가 중요해진 시점으로 평가할 수 있으며 불확실성 요소를 제외하면 펀더멘털 지표의 지속적 부진 가능성은 낮음.

미국 - 향후 소비 여건이 개선되기에는 제약조건이 상존

1. 저축률 증가는 미래의 소득불확실성을 예상하는 행태
2. 주택시장 거래와 공급 회복에도 가격 부진은 부의 효과 제한
3. 고용시장에서 추가적인 호조가 부담되는 상황

유로존 - 부진하지만 반등가능성이 있는 독일, 기대가 되는 프랑스

1. 독일의 자동차수주와 기업들의 심리지표 회복
2. 안정적인 노동시장과 견조한 소득수준은 내수의 강건성
3. 프랑스의 소비심리 상승세 유지로 유로존 성장률 방어

중국 - 적극적 경기부양책에 대한 기대

1. 통화정책과 재정정책 여력이 충분
2. 무역분쟁의 향방에 따라 반등가능성

일본 - 소비세인상으로 상당기간 부진이 예상

1. 당장의 성장률은 소비 위주의 충격 가능성
2. 수출감소와 투자부진이 하방압력으로 작용하는 중.



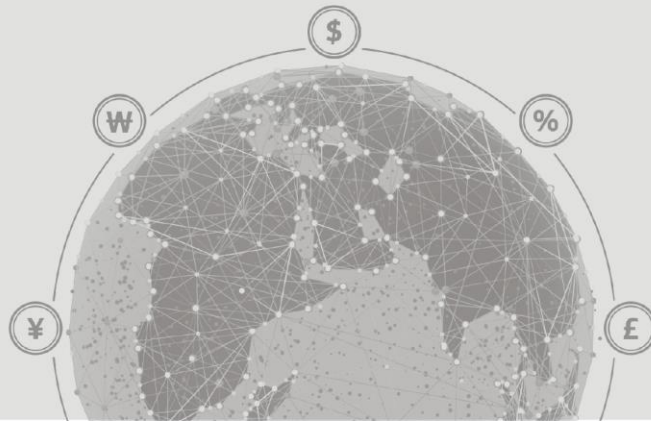


Part 1.

한국경제 - 경기방향성 전환의 시작

1. 소득주도성장 3년의 경과와 평가
2. 정책의 공조와 저점확인 기대





1. 소득주도성장 3년의 경과와 평가

성장률 둔화 – 소득주도성장의 한계 봉착

분배와 성장의 상관관계

투자 위축 본격화

최저임금 인상으로 인한 가계의 변화

도소매업 등 자영업자의 불안 심화

역선택으로 인한 노동의지 하락

디플레이션의 우려 발생

1. 소득주도성장 3년의 경과와 평가

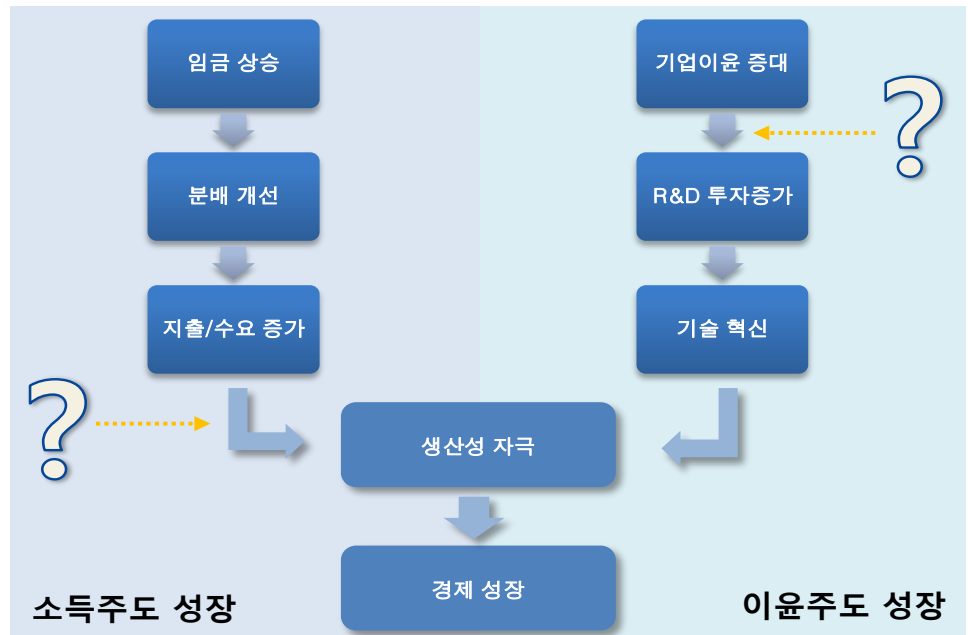
성장을 둔화 - 소득주도성장의 한계 봉착

지난 3년여 간 한국경제는 상대적으로 지금까지의 틀에서 벗어나 실험적인 정책기조가 진행되었다. 성장보다는 분배를 중시하는 소득주도성장이라는 방향성을 통하여 근로자 및 개인의 소득수준 개선을 통한 지출 강화를 추진하였다. 물론 이러한 방향성의 취지는 긍정적이었던 것으로 평가할 수 있지만, 상대적으로 효율성의 손실을 감안한다는 측면에서 부담스러운 부분도 없지않아 있었다.

상대적인 이득과 손실을 구분하기 위해서 필자가 지난 2017년 7월 당시 발간하였던 자료를 다시금 재해석할 시점에 위치한 것으로 보인다. 먼저 소득주도성장과 반대되는 개념인 이윤주도성장부터 공부할 필요가 있다. 이윤주도성장을 통한 경제의 동력 확보는 주류 경제학의 범위에서 확대되면서 진화하고 있는 중이다. 경제학 교과서에서 성장모형을 설명하는 가장 기본 모형인 Solow모형을 필두로 생산성의 확대를 통한 경제성장의 동력을 확보하는 것이다.

Solow의 성장모형에서 성장을 위해서는 생산성의 향상과 더불어 꾸준한 인구증가가 필요하다라는 것을 증명하였다. 이 과정에서 필연적으로 수반되어야 하는 것은 결국 생산성이 어떻게 상승할 수 있을지를 증명하여야 한다.

성장을 위한 목표는 동일하나 목표달성을 위한 경로의 차이가 존재



자료: 유안타증권 리서치센터

슈퍼컴퓨터 등이 언급하였듯이 생산성의 제고는 기술혁신으로 이루어지고, 또한 이러한 기술 혁신을 유도하기 위해서는 결국 잠재적 이윤과 시장의 규모 및 점유율을 강조하고 있다. 쉽게 말하면 이윤을 얻을 수 있는 가능성이 높거나, 혁신을 통하여 점유율을 높일 수 있는 상황에 직면한 기업일수록 기술혁신이 적극적으로 이루어진다는 것이다.

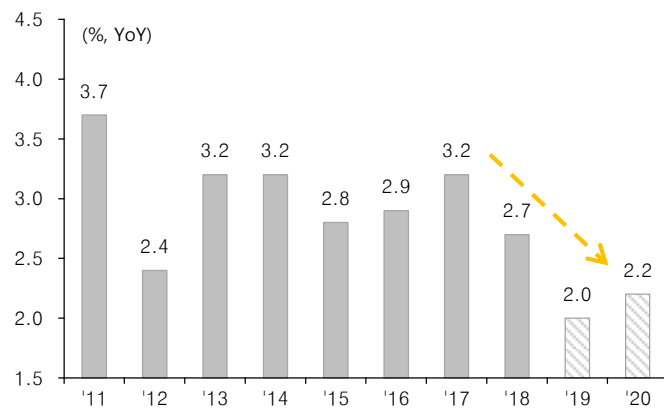
그런데 최근 3년여간 진행된 정책기조의 결과로 성장률이 상당히 둔화된 모습을 보이고 있다. 그리고 성장률 둔화에 많은 부분을 차지한 것은 결국 투자의 둔화였던 것으로 생각된다. 결국 기업보다 개인을 더 중시하는 기조가 진행되면서 기업의 심리 측면에서 많은 왜곡이 발생하게 되었다.

이에 따라 기업의 투자심리가 크게 위축되었고 성장률도 둔화속도가 빠른 결과를 보여지게 되었다. 글로벌 금융위기 이후 한국경제는 3% 초중반대의 성장률을 기록하고 있었으나 2015년부터 2%대의 성장률로 진입한 이후 반등 가능성이 낮은 상황이 이어지고 있다. 특히 무역분쟁 등에 의한 불확실성이 확대된 2019년의 한국경제 성장에 대한 전망수준은 급격히 낮아질 것으로 전망되고 있다(IMF의 10월 전망치 기준 2.0%를 달성할 것으로 전망).

특히 한국은행에서는 금년 한국의 성장률 전망치를 1월 당시 2.6%로 전망하였으나 4월 2.5%, 7월 2.2%로 급격히 하향조정하는 등 당초 우려하던 수준 대비 더욱 불안정한 현상을 반영하는 모습을 보여주고 있다.

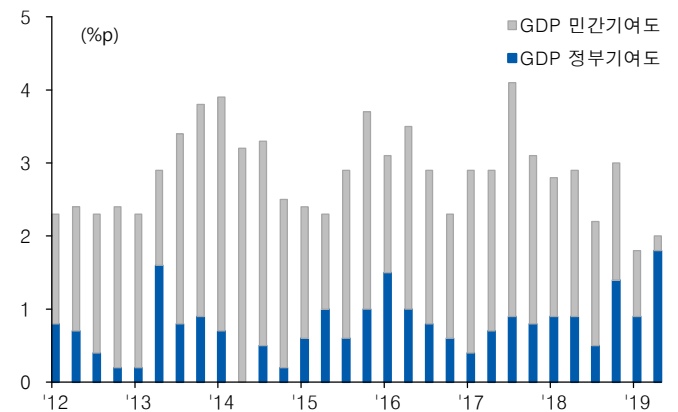
이와 같은 성장세 둔화도 최대한 방어를 한 결과로 판단된다. GDP 계정 중 민간부문과 정부부문의 성장기여도를 비교해보면 지난 수년간에 비하여 상당히 높은 수준을 유지하고 있는 모습이 발견되고 있는 등 소득주도성장이라는 정책기조로 인하여 민간 경제순환의 탄력도가 낮아진 상황이다.

한국경제성장률은 둔화를 지속하여 2% 초반의 성장률을 기록할 것으로 전망



주: 전망치는 10월 IMF 기준. 자료: IMF, 유안타증권 리서치센터

정부의 성장기여도는 18년 이후부터 급등하기 시작



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

분배와 성장의 상관관계

또하나의 분석결과로 제시할 수 있는 것은 대표적인 분배지표인 단위노동비용과 성장의 관계 및 투자와 성장의 관계를 비교하는 것이다.

필자의 지난 소득주도성장 보고서에서는 노동소득분배의 proxy variable로써 OECD에서 제공하는 단위노동비용을 활용하여 분배가 성장을 유도할 수 있을지를 분석하였다. 특히 VAR모형을 활용하여 단위노동비용이 경제성장률과 민간소비, 설비투자, 건설투자, 수출에 미치는 영향을 그랜저 인과관계 검정을 통하여 분석을 진행하였다.

분석 결과 단위노동비용은 경제성장률의 원인변수로 작용하는 것이 나타나고 있다. 그러나 단위노동비용이 민간소비를 인과하는 관계는 나타나지 않고 있다. 오히려 설비투자와 건설투자를 인과하는 관계가 도출되는 결과를 보이고 있다.

이는 결국 노동소득의 분배가 직접적으로 장기소비를 자극하여 경제성장을 유도하기보다는 오히려 기업투자가 분배를 개선시킬 수 있으며 이에 따른 성장이 가속화되는 것으로 해석할 수 있다.

즉 앞서 언급하였듯이 단기적으로 민간소득이 증가할 수는 있지만 이윤주도성장 경로로의 진행이 이루어지는 것이 더욱 유의미한 경제성장이 이루어질 수 있는 것으로 해석된다.

단위노동비용이 성장을 인과하지만, 민간소비를 자극시키기에는 제한적 영향

| 인과관계 | | | chi-square | p-value | causality |
|--------|---|--------|------------|---------|-----------|
| 단위노동비용 | → | 경제성장 | 8.001 | 0.018 | ** |
| 경제성장 | → | 단위노동비용 | 0.798 | 0.671 | X |
| 단위노동비용 | → | 민간소비 | 0.67 | 0.715 | X |
| 민간소비 | → | 단위노동비용 | 4.253 | 0.119 | X |
| 단위노동비용 | → | 설비투자 | 1.435 | 0.488 | X |
| 설비투자 | → | 단위노동비용 | 5.144 | 0.076 | * |
| 단위노동비용 | → | 건설투자 | 0.108 | 0.948 | X |
| 건설투자 | → | 단위노동비용 | 5.583 | 0.061 | * |
| 단위노동비용 | → | 수출 | 1.599 | 0.45 | X |
| 수출 | → | 단위노동비용 | 3.959 | 0.138 | X |

자료: 유안타증권 리서치센터

투자 위축 본격화

소득주도성장을 위한 첫번째의 정책인 최저임금 인상으로 인한 경제활동참가율의 상승은 긍정과 부정을 판단하기는 어려운 측면이 있다. 취업자수 증가와 고용이 고령층을 위주로 증가하였다는 것은 상대적으로 생산성이 낮은 일자리가 많아졌다는 평가를 할 수 있지만, 근로자의 입장에서선 가처분소득을 높일 수 있는 기회가 주어졌다는 점에서 긍정적 평가를 할 수도 있다. 따라서 기업 입장에서의 최저임금 인상효과를 살펴볼 필요가 있다.

사실 최저임금의 상승으로 발생할 수 있는 기업 측면에서의 변화는 생산비의 상승이 가장 직접적인 것으로 볼 수 있다. 생산요소의 중 노동에 대한 비용이 임금이기 때문이다. 따라서 임금이 상승하면 생산비용 측면에서 부담을 느끼게 되는 기업들은 다른 생산요소 혹은 생산에 필요한 제반 투자에 대하여 소극적인 모습을 보이게 된다. 실제로 GDP 계정상 설비투자는 전년동기비 기준 지난 1분기에 금융위기 당시인 2009년 1분기를 제외하면 최근 20년간 가장 낮은 증가율을 기록하였다. 지난 고점영역이 2017년 1분기의 +19.8%였던 것을 감안한다면 2년여 만에 급격한 하락을 기록하였다.

상대적으로 성장보다는 분배를 중시하는 정책기조가 기업 투자심리에 상당부분 영향을 미쳤을 가능성이 높은 것으로 보인다. 한국과 산업구조가 비슷하다고 평가되는 대만의 설비투자가 하락 후 대규모 정책금융 지원책으로 중국에 진출한 기업들에 대한 리쇼어링을 통하여 급반등에 성공한 것을 보면 한국은 부진했던 이유를 정책에서 찾아볼 수 있다.

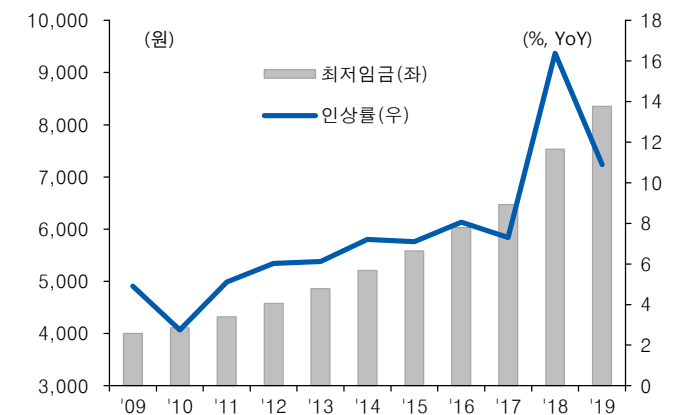
이와 같이 기업의 투자에 대한 결정은 결국 향후 경기에 대한 심리에 따라서 결정될 가능성이 높다. 특히 문재인 정부 이후 기업의 입장에서는 세금에 대한 부담까지 가중되었고 중소 자영업자 위주로 심리가 매우 불안정해 진 것을 볼 수 있었다. 따라서 투자에 대한 결정 역시 위축되면서 한국의 성장세를 상당히 낮추는 현상을 발생시킨 것으로 판단된다.

정책기조의 차이에 의하여 설비투자 방향성이 엇갈림



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

최저임금상승률은 지난 10년간에 비해 월등히 높은 모습



자료: 최저임금위원회, 유안타증권 리서치센터

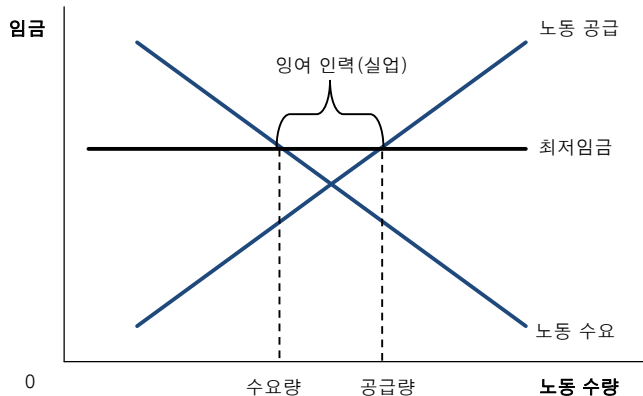
최저임금 인상으로 인한 가계의 변화

이론적으로 보면 최저임금의 상승은 비자발적 실업을 높이는 방향으로 작동될 수 있는 정책적 결정이었다. 사실 최저임금이 실업률을 높이는 역할을 하는지에 대한 판단은 수많은 연구논문에서도 아직까지 결론을 내리지 못한 논의인 만큼 이러한 효과가 이어지는 정착점은 여기이다 라고 말하긴 어렵다.

하지만 직관적으로 국제비교를 통한 실업률과 최저임금의 관계를 살펴보면 그 결과를 미루어짐작할 수 있다. 세로축에는 실업률을 제시하였고, 가로축에는 앞서 언급한 1인당 GDP 대비 실질최저임금의 비율을 제시하면 최저임금과 실업률의 관계에 대하여 판단이 가능하다.

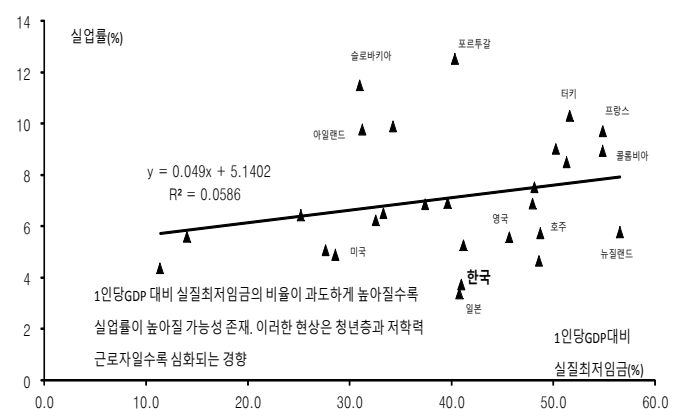
일단 직관적으로 두 변수의 관계가 약한 양의 관계를 가지는 것을 알 수 있다. 실제로 회귀선을 도출해봐도 기울기가 (+)인 것으로 나타난다. 이는 1인당 GDP 대비 실질최저임금 비율이 높아질수록 실업률 역시 높아진다는 것을 의미한다.

가격하한제는 초과공급을 발생시킴



자료: 유안타증권 리서치센터

1인당 GDP 대비 실질최저임금 비율과 실업률의 관계



자료: OECD, ILO, 유안타증권 리서치센터

최저임금이 상승된다면 당장 발생할 수 있는 노동시장의 변화는 노동공급일 것이다. 현재는 비경제활동인구로써 수취용의가 낮은 잠재적 근로자들이 최저임금의 상승폭을 관찰한 후 경제활동에 참가할지에 대한 여부를 결정하는 것이 일반적인 과정이다.

결국 최저임금의 상승폭이 예상보다 높다면 reservation wage가 높은 사람들이 노동시장에 참여하게 되어 경제활동참가율이 높아질 것이다. 그러나 이러한 현상은 결국 노동의 초과공급을 초래할 수 있으므로 장기적으로 실업률이 높아질 수 있다.

최근의 움직임과 연계하여 살펴보면, 결국 정부가 일자리 사업에 힘을 쏟고 있지만 그 효

과는 냉정하게 보았을 때 실질적으로 크지 않다는 언급이 가능하다. 2017년 이후 실업률은 평균 3% 초반 수준에서 4%대로 급등한 모습을 보여주고 있는 만큼 실제 실업률이 상승한 상황이다. 전반적인 실업률 추이도 최저임금 인상의 효과를 잘 반영하고 있다. 2000년 이후 계절조정 실업률 기준 4.0%를 상회하는 시점은 2000년부터 2002년까지, 그리고 글로벌 금융위기 직후인 2010년 정도로 볼 수 있다.

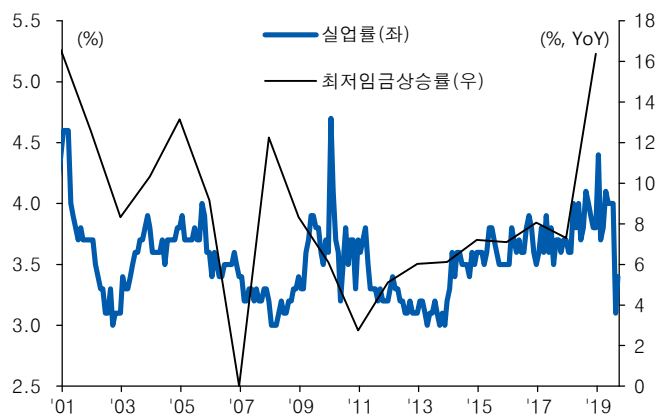
그 이후 다시금 4.0%를 상회하는 국면이 최근 2년래 발생하기 시작하였다. 그리고 여전히 상향 추세를 그리고 있는 것을 볼 수 있다. 결국 이는 노동시장에 참여하려고 하는 노동공급자 대비 노동수요가 적은 초과공급 상태가 이어지는 것으로 판단할 수 있다.

연령별로 구분하여 경제활동참가율과 실업률을 비교해보면 그 효과는 극명하게 드러난다. 경제활동참가율은 노동자의 입장에서 얼마나 노동시장에 참여할 용의가 있는지에 대한 지표를 의미한다. 동 지표는 15~64세 인구인 전통적 의미에서의 경제활동인구의 경제활동참가율은 그리 큰 변화를 보이지 않고 있다. 그러나 60세 이상 인구에서의 경제활동참가율은 지난 20년간 상당한 수준으로 높아진 것을 볼 수 있다.

두 집단간 경제활동참가율의 변화를 직관적으로 살펴보기 위하여 2000년 1월 당시 경제활동참가율을 100으로 정의하고 이후 추이를 추적해보았다. 그 결과 15~64세의 경제활동참가율은 완만한 증가 움직임을 보이고 있는 것을 확인할 수 있다.

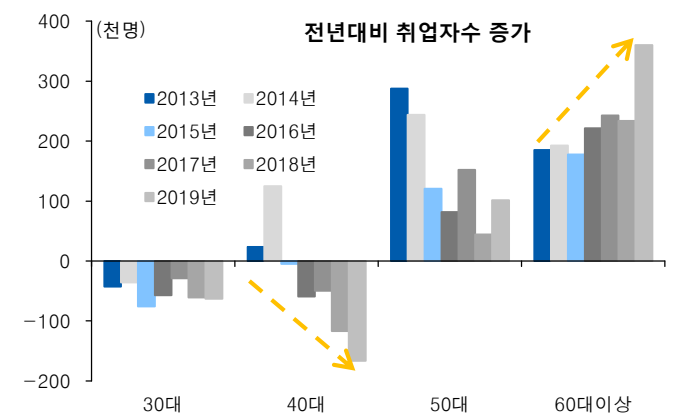
그러나 60세 이상 인구의 경제활동참가율은 지난 2010년 이후 상승곡선을 그리다가 최근들어 복지예산의 편성이 급격히 증가하게 되면서 경제활동참가율도 급격하게 상승한 것으로 볼 수 있다. 이와 같은 현상은 결국 최저임금이 높아지면서 고령층을 위주로 reservation wage가 높은 사람들이 노동시장에 참여하게 되어 경제활동참가율이 높아진 것으로 해석할 수 있다.

최저임금 인상으로 실업 증가 움직임



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

고용의 질적인 측면에서의 부진 발생



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

도소매업 등 자영업자의 불안 심화

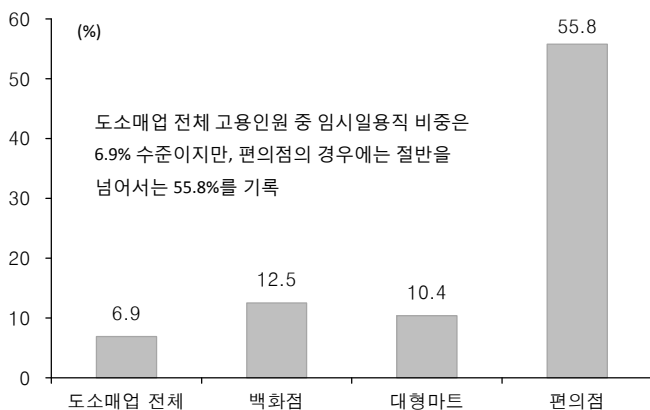
최저임금이 도입되면서 가장 많은 우려를 보이는 업종은 판매직이 많이 종사하고 있는 도소매업인 것으로 추측할 수 있다. 따라서 도소매업으로 분류되는 업종 중 우리에게 친숙한 백화점, 대형마트, 편의점을 대상으로 최저임금의 파급효과를 관찰할 필요가 있다. 여기에서 필자가 강조하고 싶은 것은 본사 차원에서의 수익보다는 일선 사업장에 위치한 자영업자의 수익성이다.

이를 판단하기 위하여 통계청에서 제공하는 도소매업조사 마이크로데이터는 전국의 약 8만여 개의 도소매업 사업장을 대상으로 그들의 매출과 비용구조 및 고용구조에 대하여 조사하고 있다. 고용주 입장에서의 최저임금 인상에 대한 효과를 직관적으로 분석하기 위하여 도소매업 사업장의 임시일용직 비중 및 이들에게 지급되는 인건비를 비교하였다.

도소매업 사업장 전체를 대상으로 근로자 중 임시일용직 비중은 6.9% 수준으로 나타나는 것이 확인되고 있다. 그런데 주된 분석대상인 백화점, 대형마트, 편의점으로 구분해보면 백화점의 임시일용직 비율은 12.5%, 대형마트는 10.4%, 편의점은 55.8%로 나타나, 편의점에서 최저임금을 받고 있는 근로자의 비중이 가장 높은 것이 확인된다. 한편 임금지급액 중 임시일용직 대상 지급금액의 비중은 전체 도소매업 사업장에서는 15.1% 수준을 기록하고 있는데, 업종별로 백화점의 경우에는 5.7%, 대형마트는 7.1%, 편의점에서는 74.8% 정도인 것으로 분석되었다. 결국 임금지급액을 기준으로 보면 편의점에서 발생하는 최저임금 상승 부담이 매우 높을 것으로 짐작할 수 있다.

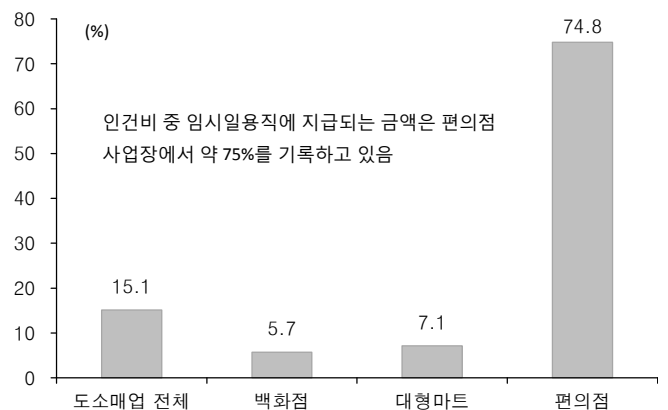
이와 같은 결과는 도소매업 중 편의점업에 국한된 분석이지만, 대다수의 자영업자들이 직면한 환경인 것으로 미루어 짐작할 수 있다. 인건비의 부담은 결국 투자의 위축 및 운영자금 조달에의 필요성이 높아지게 되는 국면으로 이어지게 된다.

전체 고용근로자 중 임시일용직 근로자의 비중



자료: 도소매업조사 원시데이터를 활용하여 필자 직접 계산, 유안타증권 리서치센터

전체 인건비 중 임시일용직 근로자대상 지급금액 비중



자료: 도소매업조사 원시데이터를 활용하여 필자 직접 계산, 유안타증권 리서치센터

역선택으로 인한 노동의지 하락

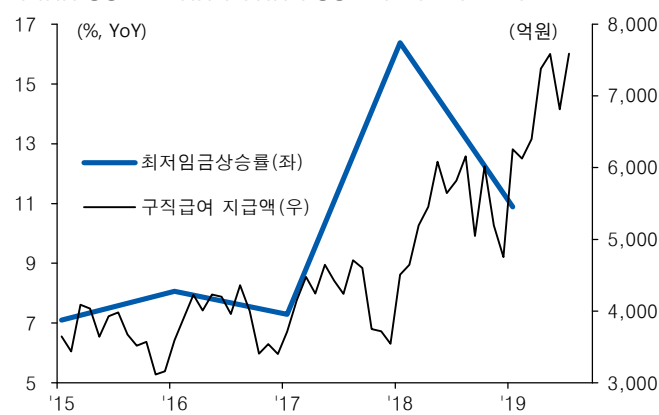
새정부에서 언급하고 있는 정책 중 일부는 역선택을 초래할 가능성이 있다. 특히 실업급여에 대한 보장과 건강보험 확대와 같은 정책은 개인의 경제적 의사결정에 있어서 의도한 부분과는 다른 방향으로 진행될 가능성이 존재한다. 실업급여에 대한 긍정적인 부분은 분명히 존재한다. 고용에 대한 불안정성을 해소하고, 비자발적인 실업에 대한 최소한의 생계를 유지시켜 주는 등의 긍정적인 사회안전망인 것은 당연한 효과이다. 그러나 최저임금이 급격히 상승하게 되면 이에 따른 실업급여액의 최고치 역시 상승하게 되는 것이 사실이다. 노동을 제공하지 않더라도 소득에 대한 보전을 더 많이 해주게 되므로 오히려 실업급여를 수령하면서 일을 하지 않으려고 하는 역선택의 문제가 발생한다.

실제로 최저임금의 상승률과 실업급여 수급현황은 상당히 유사한 관계를 보이는 것을 알 수 있다. 관련 자료를 확보할 수 있는 2008년부터 실업급여 신청자수의 증가율과 최저임금 상승률을 동일 선상에 그려보면 상당히 유사한 모습을 보이는 것이 확인된다. 결국 최저임금의 상승폭이 확대되면서 상대적으로 실업급여를 수령하려고 하는 근로자의 비중이 높아지게 되며 이는 정부의 불필요한 이전지출이 증가하는 것을 해석할 수 있다.

건강보험 역시 역선택과 함께 비효율적 자원배분이 일어날 가능성이 높다. 건강보험 보장 항목의 확대 및 본인부담의 경감은 실제로 병원에서의 진료 및 치료가 불필요한 경우일지라도 과잉진료를 받게되는, 소위 의료쇼핑이라 불리는 행동을 할 가능성도 존재한다.

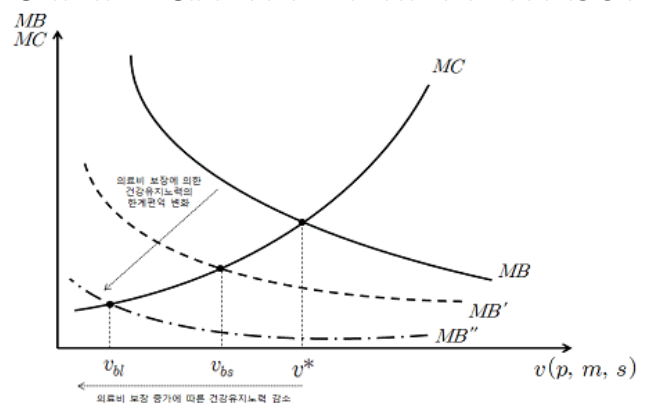
이와 같은 비효율성은 당장 경제 전체의 충격으로 작동하기보다는 장기적으로 분명히 부정적 효과를 가져올 가능성이 높다고 생각된다. 실제로 앞서 언급하였던 보건분야의 물가 하락은 과도한 정부 지원에 따른 가격의 하락으로 볼 수 있는데, 이러한 상황 역시 보험과 마찬가지로 과도한 의료소비가 진행된 결과인 것으로 해석할 수 있다.

최저임금 상승으로 실업급여 수급금액 상승은 역선택 문제를 초래



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

건강보험 도입으로 건강유지노력에 대한 한계편익 감소에 따른 사회적 비용 증대



자료: 정원일(2014), 유안타증권 리서치센터

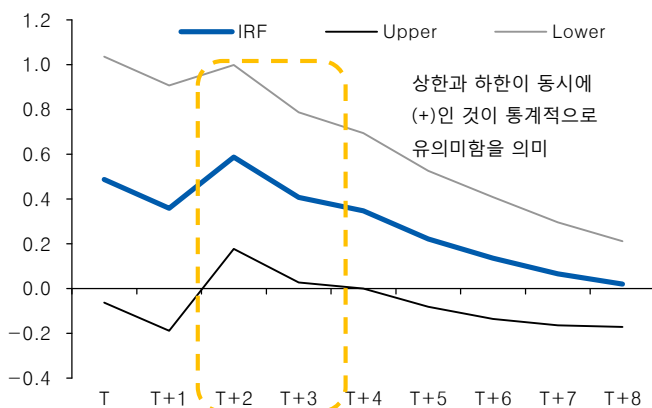
디플레이션의 우려 발생

사실 필자의 2017년 보고서에서 가장 강조했었던 부분은 바로 최저임금 상승에 기인한 물가 불안이었다. 임금은 결국 생산성에 의하여 결정되는데, 인위적인 임금 인상으로 인하여 실제 생산성보다 높은 임금을 지급하게 되면서 발생하는 경제의 거품이 발생할 것으로 생각한 부분이 크다. 그런데 소득주도성장 기조를 유지한지 2년여가 흘렀음에도 불구하고 정확하게 이러한 전망은 반대로 움직이면서 통계 조사 이래 최초로 물가수준이 전년 대비 역성장하는 디플레이션을 맞이하게 되었다. 이와 같이 이론적 분석결과와 상이한 현상이 발생한 이유에 대하여 심도있게 살펴볼 필요가 있다.

계속적으로 살펴보고 있는 필자의 지난 보고서 내용 중 물가에 대한 부분은 다음과 같이 분석하였다. 일반적으로 경제학에서는 각종 이유에 따라 경직가격을 지지하고 있는데, 이와 같은 논리를 따르면 최저임금의 변화라는 충격으로 인한 물가 자극이 빠른 시간에 적용되지는 않을 것으로 생각된다. 따라서 물가상승에 대한 변화는 단기적으로 변화한다고 보다는 장기적인 관점에서 살펴봐야 할 것이다. 분석을 진행하기 위하여 VAR모형을 활용하였으며, 최저임금 상승에 대한 물가의 충격반응함수를 도출하였다. 또한 집계되는 품목별 Granger Causality test를 통하여 최저임금이 각 품목별로 원인변수로 작용되는지를 살펴보았다.

최저임금상승률과 물가상승률을 VAR모형으로 분석하여 그레인저 인과관계 검정을 한 결과, 최저임금의 충격은 물가상승률을 높이는 원인변수로 작용하는 것으로 증명되었다. 그러나 현재의 충격이 현재의 물가수준을 자극한다는 가설은 통계적으로 유의미한 결과를 보이지는 못하는 것도 확인되었다. 다만 T+2기에서의 물가상승은 유의미한 모습을 보여주었다. 이와 같은 결과는 최저임금의 상승으로 인하여 당장 물가수준이 조정되기보다는 장기적이고 꾸준한 충격을 야기하여 약 2년후의 물가를 유의미하게 상승시키는 것이다

최저임금 상승의 shock 발생 후 2~3년이 지나면 통계적으로 유의미하게 물가상승



자료: 유안타증권 리서치센터

품목별로 보면 음식숙박, 식료품 등 필수재 위주의 물가상승 자극

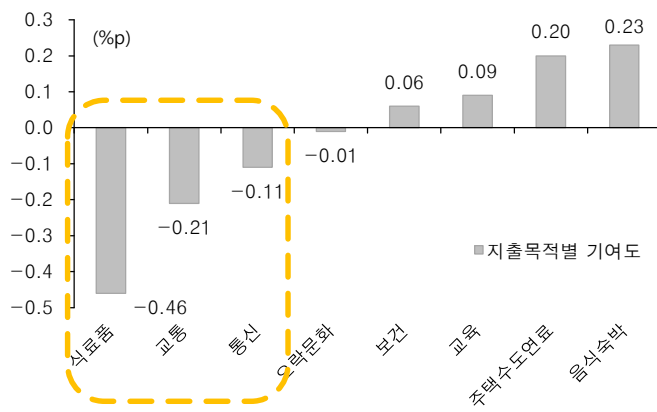
| 품목 | chi-sq | 품목 | chi-sq |
|------|---------|------|-----------|
| 식료품 | 7.113** | 교통 | 4.432* |
| 주류담배 | 0.240 | 통신 | 1.912 |
| 의류신발 | 1.156 | 오락문화 | 2.761 |
| 주거광열 | 5.579* | 교육 | 1.579 |
| 가정용품 | 3.858 | 음식숙박 | 10.596*** |
| 보건 | 0.537 | 기타 | 3.957 |

자료: 유안타증권 리서치센터

이상과 같은 분석결과에도 불구하고 지속적으로 물가수준은 하락하여 금년 8월 소비자물가상승률은 전년동월대비 (-)를 기록하였다. 이와 같은 수치는 조사 이래 처음 발생하는 현상이므로, 0% 수준에 근접한 경우는 있었지만 본격적으로 역성장을 기록하였다.

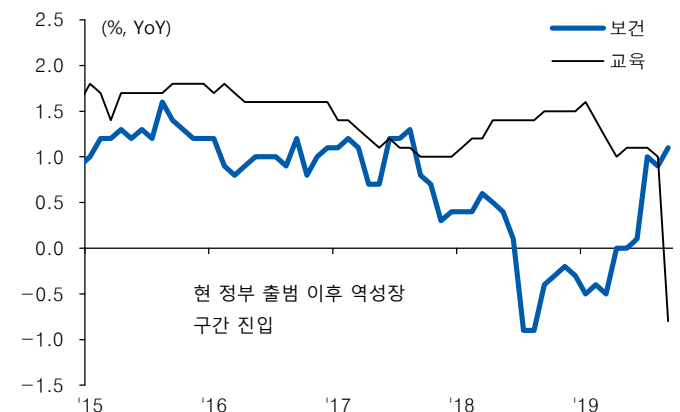
이로써 한국도 상승폭이 둔화되는 디스인플레이션이 아닌 물가가 역성장하는 디플레이션을 경험하게 되었다. 결국 디플레이션이라 함은 전반적으로 모든 품목과 성질에 걸쳐 가격이 하락하는 현상인데 여전히 서비스부문의 물가가 상승하는 것으로 볼 때, 헤드라인 상승률이 부진하게 발표되었지만 디플레이션이라 정의하기까지 아직 더 지켜볼 필요가 있는 것으로 보인다. 근원인플레이션도 전년대비 (+)영역에 위치한 것 역시 감안할 필요가 있다.

8월 디플레이의 시작은 식료품과 교통통신이 기여



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

의료비 지원과 무상교육 등으로 해당 물가 역성장



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

지난 8월 물가 하락의 주요 원인으로 식료품 부문에서의 가격 하락폭이 매우 높았던 것으로 볼 수 있다. 지출목적별로 보면 식료품이 -0.5%p의 기여를 하였으며, 교통, 통신 등의 항목에서도 각각 -0.2%p, -0.1%p를 보여주었다. 품목성질별로 보면 농축수산물 상품에서 -0.6%p의 기여도, 공업제품은 -0.1%p 정도 물가를 낮추는 결과를 기록하였다. 반면 개인서비스 부문은 +0.6%p를 기록하여 급격한 물가하락을 방어할 수 있었다.

또한 정부의 지출에 의한 변화를 감안할 필요가 있는데 2분기 성장률 잠정치에서 정부소비비는 건강보험급여비 지출이 늘어났다는 언급이 되어있다. 이는 결국 물가를 측정하는 품목 중 보건 항목의 물가수준을 낮추는 기제로 활용된다.

2017년 이후 보건 관련 물가수준이 상당히 낮은 수준까지 떨어진 것이 수치로 확인된다. 이에 더하여 각종 보조금이 지급되는 교통과 통신 역시 2018년 이후 물가수준이 역성장을 기록하는 등 구조적인 요인이 상당부분 반영된 것으로 생각된다. 그리고 정부지출규모는 보건복지고용 부문에 상당히 집중되어 있었기 때문에 실제 물가를 낮추는 효과를 가져

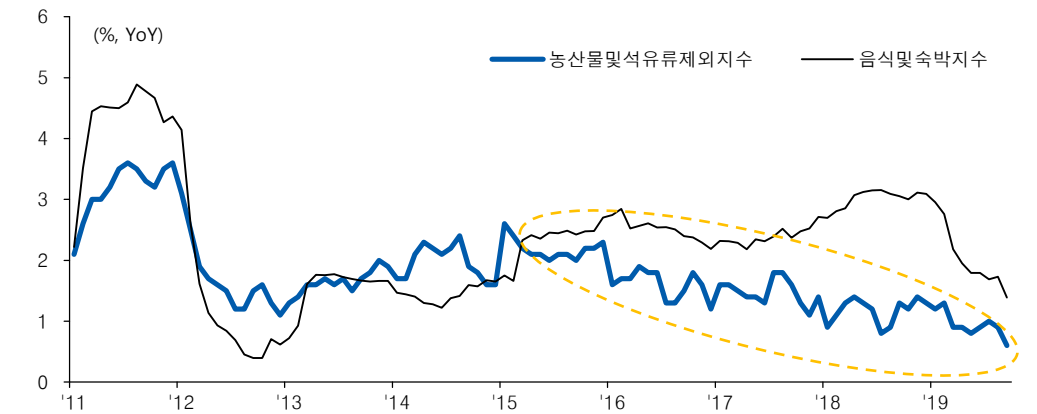
온 것으로 보인다. 이에 따라 정부재정적자폭은 2000년 이후 가장 적자규모가 큰 국면을 지나가고 있다.

8월 당시 좀 더 지켜보기로 하였던 물가수준은 급기야 9월에 더욱 낮아지는 모습을 보여주었다. 9월 소비자물가지수는 8월과 마찬가지로 전년대비 지수가 -0.4%의 변화율을 기록하면서 공식적으로 물가상승률이 (-)을 보이게 되었다. 이와 같은 상황을 두고 통계청에서는 이례적으로 참고자료를 배포하여 디플레이션으로 판단하기에는 이르다는 입장을 정리하고 있다. 무상교육 확대 및 건강보험의 보장성 강화 등 정부정책에 기인한 하락요인이 많은 영향을 준 것으로 해석하고 있다.

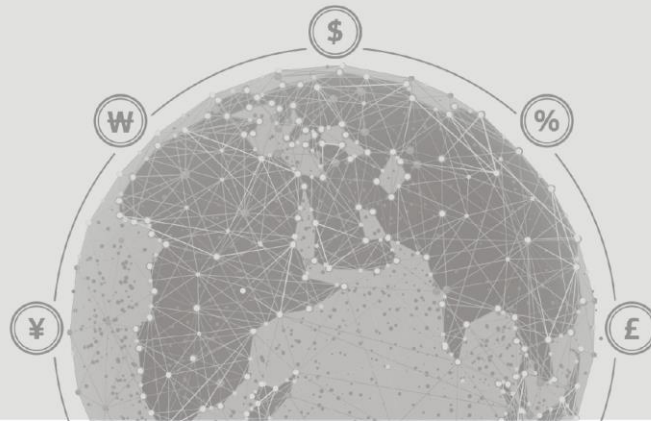
이러한 일시적 요인과 더불어 기저효과가 소멸되는 연말 시점에 가면 다시금 물가상승률이 회복될 것으로 판단하고 있는데, 품목별로 보면 농축수산물 $-0.7\%p$ 의 기여도를 보여주었고, 석유류 $-0.26\%p$, 공공서비스 $-0.17\%p$ 가 전체 물가상승률을 낮추는 요인으로 작용하였다.

필자의 의견 역시 전반적인 물가가 역성장하는 것은 아니라고 판단되지만 상승률이 둔화되고 있는 모습은 눈여겨볼 필요가 있다. 근원CPI의 건조함이 언급되고 있으나 지속적으로 둔화되고 있다. 특히 물가상승률이 높았던 음식 및 숙박 부문에서도 금년 들어 본격적인 둔화세가 발생하고 있다. 결론적으로 전반적인 물가상승률 둔화에 대응하기 위한 적극적인 통화정책 기조를 기대할 수 있다.

일시적 요인을 제외한 근원물가지수 및 생활물가와 밀접한 음식숙박 물가의 지속적 둔화



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터



2. 정책의 공조와 저점확인 기대

재정과 통화로 성장률 제고 노력

금리인하로 발생할 변화 – 자산가격과 wealth effect

가계 금융비용의 감소로 가처분소득 증가

가계동향조사로 살펴본 실제 소득 변화

소비패턴의 변화 – 실제 소비 회복세 발생

생산자의 자금조달 측면에서 개선 가능

기업의 투자행태 변화 움직임

마진율을 통하여 좀 더 큰 그림으로 보는 설비투자

투자의 감가상각률 추정

물가의 회복 기대

참고 – 디플레이션과 자산가격 조정

예산편성 기조의 변화

수출둔화는 기저효과로 저점 확인과 지원 강화

선행지수와 경기순환 사이클

결론 – 유동성과 물가와 정책의 조합

2. 정책의 공조와 저점확인 기대

재정과 통화로 성장을 제고 노력

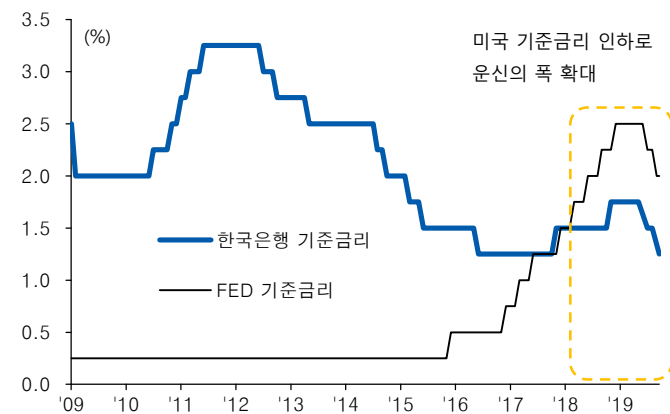
앞선 장에서는 지난 3년여간 한국의 경제정책 기조인 소득주도성장으로 인하여 발생한 변화와 그 파급효과를 나열하였다. 요약하자면 그동안 미중 무역분쟁에의 우려 등으로 인한 불확실성이 확대된 상황임에도 불구하고 시장친화적 정책이라 하기 어려운 정책기조가 이어졌기 때문에 소국개방경제인 한국을 감안한다면 충격의 완충작용을 하기 힘들었던 것으로 평가된다.

결국 경기둔화에 대한 대응이 늦었다고 할 수 있는데, 이를 개선하기 위하여 시급히 시작한 것이 지난 7월의 금리인하였던 것으로 생각된다. 당시 시장에서의 전망은 동결을 예상하였으나 현 상황이 녹록치 않은 상황을 감안한 것으로 보이며, 이에 따른 빠른 대응을 진행한 것으로 평가할 수 있다.

특히 앞선 장에서 자세히 언급하였듯이 디플레이션 국면에 접어든 한국경제를 감안한다면 이미 8월 금통위에서 금리 수준을 추가적으로 인하하였어야 되는 것으로 생각된다. 그러나 실제 인하는 10월에 이루어졌기 때문에 조금 늦은 감이 없지 않다. 조금 느린 대응이 발생한 만큼 이러한 효과를 확인할 때 까지는 긴축적인 스탠스로의 전환보다는 현 상황을 유지하려고 하는 노력을 기울일 것으로 생각된다.

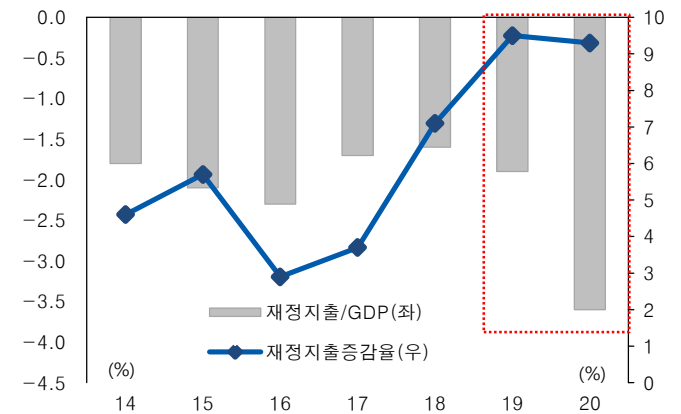
이와 같은 정책변화는 policy mix의 관점에서 바라보는 것이 합당할 것으로 생각된다. 이미 한국의 재정정책 역시 확장적인 기조를 보이고 있으며, 2020년의 예산편성이 500조를 넘어서는 수준으로 결정되어 전년대비 증가폭이 약 10%에 육박하는 만큼 완화적 통화정책과 재정정책의 결합으로 인한 효과가 기대된다.

미국의 금리인하 기조로 한국도 금년 중 두차례의 금리인하 단행



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

지금까지의 재정지출 증가율을 현재보다 확대할 계획



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

금리인하로 발생할 변화 - 자산가격과 wealth effect

금리의 하락은 결국 주택시장에서의 매매 수요 증가로 이어질 수 있고, 이는 주택가격의 상승으로 이어질 것으로 생각된다. 전세 공급이 줄어들게 되며, 이에 따른 전세 수요자의 매매시장으로의 이탈이 이어지게 되면서 매매량이 증가할 수 있다. 이와 같은 변화는 결국 GDP 계정상 건설투자를 자극할 수 있게 되므로 성장률에도 일정 부분 기여할 수 있을 것으로 생각된다.

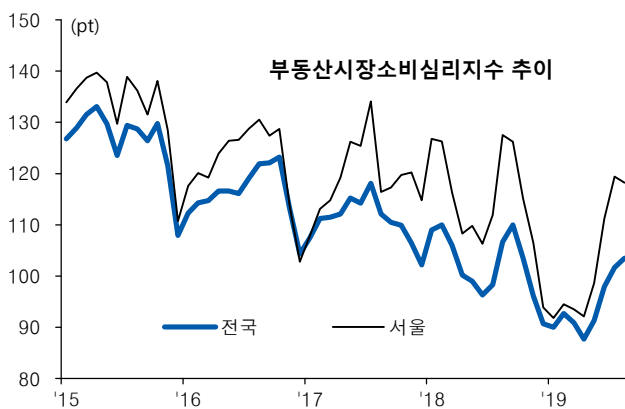
한편 소비의 증가는 자산가격의 상승이라는 또다른 경로를 통해서 기대할 수 있다. 직접적인 소비 증가는 소득의 증가이지만, 자산가치의 상승을 통한 부의 효과(wealth effect)의 발생 역시 간접적으로 소비를 증가시키는 효과를 가져오게 된다.

그런데 최근 서울의 주택시장은 주택가격전망지수의 급등과 함께 분양가 상한제 등 정부의 각종 규제에도 불구하고 거래량이 저점을 통과하면서 가격도 상승기조를 보이고 있다. 본격적인 가격상승 국면이 형성된 시점은 7월 금통위 이후인 것으로 생각된다. 주택시장에서의 금리인하는 두 가지의 효과를 지니고 있다.

첫번째는 주택매수를 위한 대출 실행 시 자금조달비용의 감소를 가져올 수 있다. 실제로 시중금리가 지난해에 비하여 크게 낮아진 것이 확인되는데, 이를 통하여 임차가구의 자가 매매 유인이 발생하게 된다.

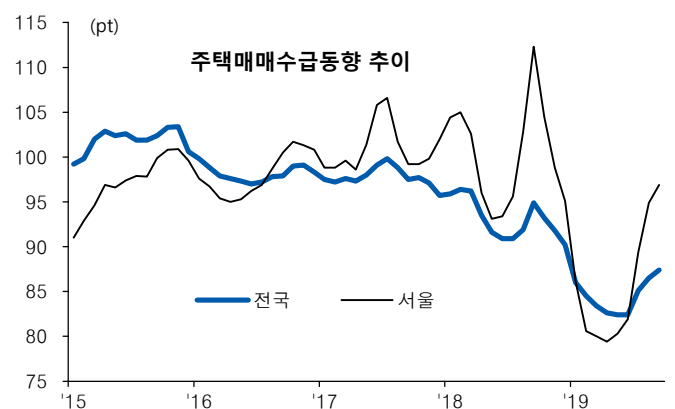
실제로 주택의 거래는 통상 대출을 수반하여 진행되는 것이 일반적인데, 낮은 가격으로 자금을 조달할 수 있는 여건이 조성됨에 따라 대출에 대한 개인의 태도에 있어서의 변화를 예상할 수 있다.

부동산시장 소비자심리지수 급등세 지속



자료: 국토연구원, 유안타증권 리서치센터

매매가 원활해지는 국면으로 반전



자료: 한국감정원, 유안타증권 리서치센터

두번째는 전세 공급이 줄어들게 된다는 점이다. 임대사업자 입장에서는 금리하락으로 전세 임대를 통한 기대수익률이 낮아지게 되고, 이에 따라 임대 물건이 감소하게 된다. 따라서 공급부족이 진행되면 임차가구의 매매시장으로의 이전이 발생하면서 주택매매수요가 증가하고, 주택가격 상승효과가 발생하게 된다.

이와 같은 주택가격상승을 통하여 부의 효과가 발생한다면 결국 내구재 위주의 소비 증가와 함께 간접적인 내수 진작 효과를 가져올 수 있다. 따라서 기준금리 인하를 통한 성장을 방어는 가능한 것으로 생각된다.

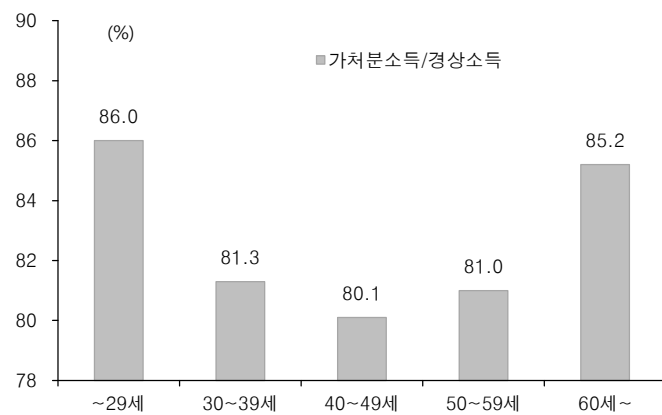
가계 금융비용의 감소로 가처분소득 증가

한편 기준금리 인하를 통하여 가처분소득 및 이자부담 경감을 통한 소비증가는 성장을 방어에 위해 꼭 필요한 상황인 것으로 판단된다. 따라서 통화정책의 연속성이 중요한 요소임을 감안한다면 금리 수준의 하락을 통하여 현 시국에 대한 통화당국으로써의 대처가 필요하고 이는 분명 성장을 방어에 위한 전초로 작용할 것이다.

실제로 금리인하는 가계의 가처분소득 측면에서의 변화를 가져온다. 금리인하로 가계는 소비지출 패턴을 변화시킬 수 있는 여력을 확보할 수 있다. 원론적으로 금리인하는 차입자의 현금흐름경로를 바꾸고, 이에 따라 소비에도 영향을 미치게 된다.

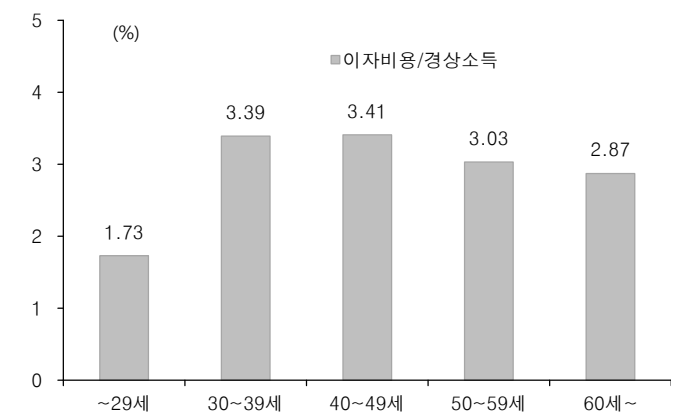
한국의 연령별 경상소득대비 가처분소득 비율은 약 80~85% 수준이다. 이는 소득이 100이라도 실제로 지출할 수 있는 금액은 80 정도밖에 되지 않는다는 것을 의미한다. 그리고 이러한 고정지출에서 중요한 부분이 이자비용이다. 이자비용 부담은 상대적으로 지출이 높은 30~49세 구간에서 높은 것을 감안한다면 금리인하는 가처분소득 증가를 유도하여 소비지출효과를 발생시킬 수 있을 것으로 보인다.

총소득대비 가처분소득비율은 주력 소비계층인 30~50 대가 낮은 특징



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

이자비용의 감소로 가처분소득 상승 기대



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

가계동향조사로 살펴본 실제 소득 변화

한편 최근 발표된 2분기 소득분배지표는 빈부격차가 매우 악화되었다는 결과를 보여주고 있다. 그러나 분배라는 이념적인 부분보다는 성장이라는 관점에서 바라보면, 구매력이 상대적으로 높은 고소득층의 소득 증가 속도가 높아지는 것을 긍정적으로 평가할 수 있다.

결국 기본적인 생존을 위한 소비 증가보다는 삶의 질을 높이기 위한 소비가 늘어날 수 있는 국면으로 판단할 수 있다.

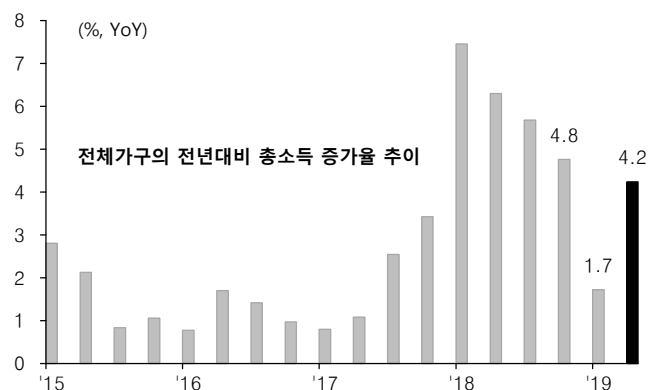
2분기 기준 가계동향조사의 발표결과를 요약하면, 분배 측면에서는 1분위의 소득이 약 133만원 정도인 반면 5분위의 소득은 약 942만원 수준으로 격차가 크게 벌어져 있는 것을 볼 수 있다.

그러나 전체 가구의 평균소득은 약 470만원을 기록하여 전년동기비 3.83%의 증가율을 기록하였다. 지난해 전체가구 평균소득 증가율 평균이 4.05%였고, 1분기 증가율이 1.33%였던 것을 감안한다면 전체적인 소득증가 속도는 양호한 수준으로 돌아온 것을 볼 수 있다.

이와 같은 현상을 통하여 도출할 수 있는 시사점은 결국 전반적인 소득증가율이 회복되고 있다는 점이며, 중산층의 소득증가 속도가 높다는 점, 그리고 고소득층의 소득증가율이 다시금 탄력을 받고 있다는 측면에서 내수 소비 회복에 대한 기대가 점차 높아지는 것으로 생각된다.

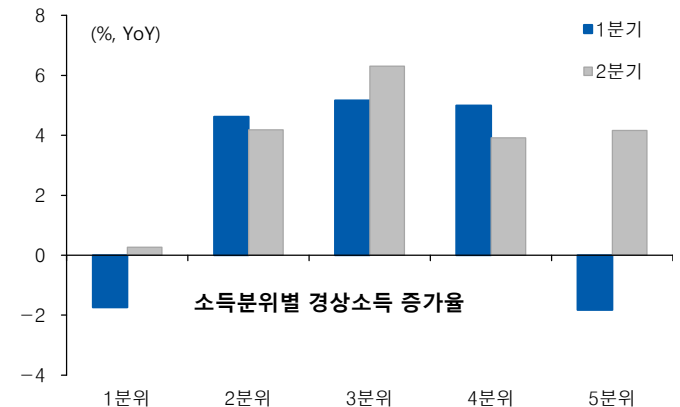
또한 기준금리의 인하로 시중금리가 낮아져, 이에 따라 대출을 보유한 사람들의 가처분소득이 높아지는 효과와 더불어 소득 증가추세도 추가로 고려할 필요가 있다.

가계동향조사에서의 총소득 증가속도는 지난 1분기 부진을 만회



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

소득분위별 소득증가율에서 고소득층 역성장 종료



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

소비패턴의 변화 - 실제 소비 회복세 발생

한편 현재 한국 내수에 있어서 상당히 부정적인 시각이 팽배해 있지만 실제 소비지표상으로 보면 과도한 우려인 것으로 생각된다. 8월 산업활동동향에서 소매판매의 증가율은 전월대비 +3.9%, 전년대비 +4.1%의 증가율을 기록하였다.

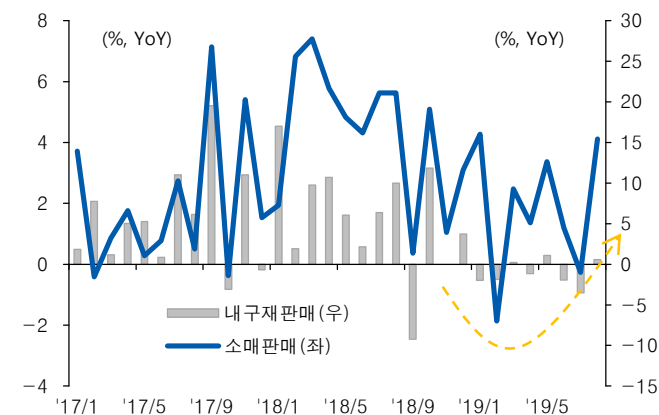
특히 7월에 일시적으로 전년대비 -0.3%의 역성장을 기록하였지만 기저효과가 상당히 존재함에도 불구하고 강한 반등세를 보여주었다. 전월비 역시 2개월 연속 역성장이 종료되었다. 전년도의 기저효과가 7월과 비슷한 수준을 보였지만 금년 1월 이후 가장 높은 증가율을 보여주고 있으며, 특히 내구재 부문에서 전년대비기준 2개월 연속 하락기조를 보였지만 8월에 다시금 (+) 전환에 성공한 것이 고무적인 상황으로 평가할 수 있다.

조금 더 가치를 부여하자면 8월부터 디플레이션 우려가 있었음에도 소매판매 실적이 견조한 것은 우리가 우려하는 내수부진 수준보다는 긍정적인 상황이 발생하고 있는 것으로 해석된다. 지속적으로 언급하였듯이 시중금리의 본격적 하락이 7월부터 발생하였고, 이는 가계의 이자비용부담을 낮추는 효과로 이어져, 소비 역시 상승을 시작한 것으로 판단된다.

또한 추가적인 금리인하가 10월에 단행되었으며, 한국은행 총재는 향후 경기의 방향성을 살펴보고 추가적인 대책을 마련하겠다고 밝히면서 지속적인 완화정책의 가능성을 열어놓은 만큼 통화완화를 통한 소비증가 가능성에 대하여 효과를 지켜볼 필요가 있다.

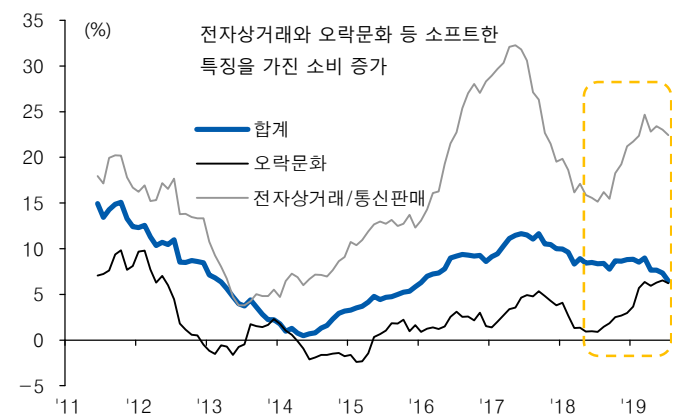
직관적으로 민간의 소비지출을 확인할 수 있는 지표로 신용카드 사용금액을 조사해보면, 신용카드 사용금액의 전년대비 증가율은 여전히 (+) 영역에 위치하고 있지만 완만한 둔화세가 발생하고 있다. 그러나 오락문화 및 인터넷쇼핑 등과 관련된 지출규모를 늘리고 있는 만큼 가처분소득 증가에 따른 소프트한 소비생활 확대가 전망된다.

긴 그림으로 볼 때 소비의 바닥 확인 과정



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

신용카드 사용금액은 전자상거래와 오락문화 중심 상승



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

생산자의 자금조달 측면에서 개선 가능

2019년 8월 현재 한국의 비임금근로자는 약 680만명 수준이며, 이 중 자영업자는 약 566만명이고, 무급가족종사자는 114만명 정도의 규모로 분포되어 있다. 임금근로자가 약 2055만명 정도이므로 전체 근로자의 약 24.8%가 자영업자 및 여기에 포함되어 근로를 제공하는 사람인 것으로 볼 수 있다. 따라서 이들의 사업이 잘 영위될 수 있도록 유지시켜 주는 것 역시 중요한 부분이다.

그런데 사실 일선 기업들의 경우에는 상대적으로 채권발행 및 금융시장에서의 자금 조달이 용이하다고 판단할 수 있다. 그러나 영세 자영업자의 입장에서는 이러한 조달방법이 어렵기 때문에 시설자금 및 운전자금의 조달은 거의 전적으로 은행 대출에 의존할 수 밖에 없다. 따라서 전체 경제활동인구의 약 25%에 해당하는 근로자의 경제활동과 소득수준을 유지시켜주기 위해서는 그들의 사업을 잘 영위할 수 있도록 자본조달을 용이하게 해 줄 필요성이 존재한다.

이 시점에서 우리는 20년전에 발생한 외환위기를 상기할 필요가 있다. 당시에 신용경색이 발생하여 경제 전반의 위기가 발생하였는데, 지금도 이와 같은 위기에 선제적으로 대응하여야 하는 것으로 생각된다. 기업대출의 연체율이 조사 이후 지금까지 잘 관리되고 있는 모습이지만 자금조달이 급격히 어려워지는 경우 위험성이 높아질 가능성이 존재하는 것으로 생각된다.

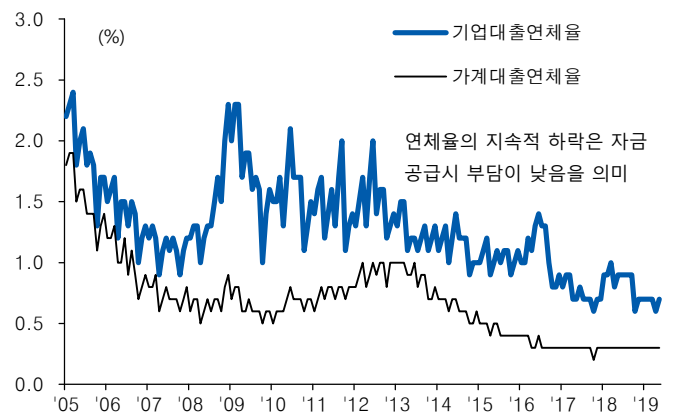
사실 예금은행 자금별 대출금 추이를 보면 지난 2016년 이후 시설자금의 증가율은 꾸준히 낮아지는 모습을 보였지만 운전자금의 추이는 오히려 증가세가 빨라진 점을 볼 수 있다. 당장 시설투자보다는 운영을 위한 자금이 요구되는 시점이 경기둔화를 의미하는 시점이기 때문에 이를 해소하고 신용경색을 막기 위한 노력이 필요하다.

시설자금수요의 둔화를 금리인하로 방어할 수 있는 상황



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

조사 이래 연체율이 가장 낮은 수준인 것은 기업대출의 건전성이 담보되는 의미



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

기업의 투자행태 변화 움직임

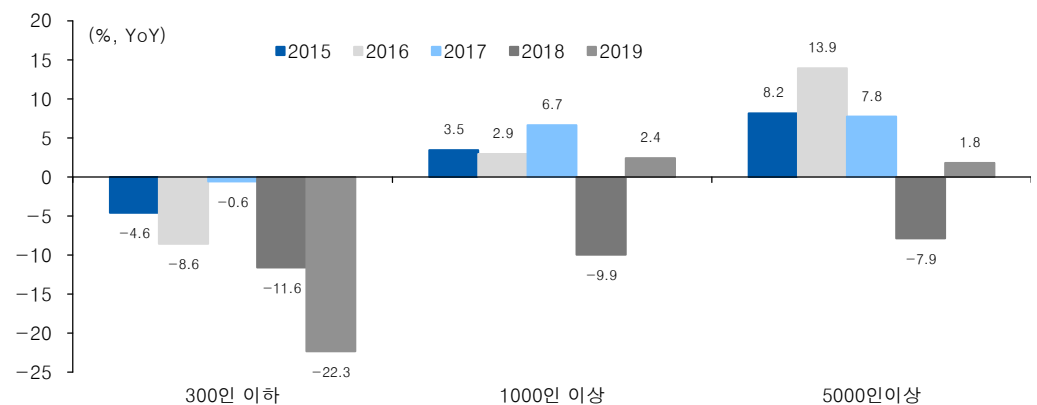
앞선 장에서는 기업의 투자에 대한 부진을 최저임금 인상에 따른 결과인 것으로 분석하였다. 최저임금 인상으로 생산비용이 높아지면 자연스레 설비투자에 대한 부담이 높아지면서 투자를 위축시키는 절차를 통하여 부진이 지속될 것으로 판단할 수 있다. 그런데 지금부터는 조금 다른 양상이 펼쳐질 것을 조심스레 예상할 수 있다.

한국산업은행에서 조사하는 설비투자계획조사는 통계청의 승인통계로써 국내 기업의 설비투자 실적 및 계획을 조사함으로써 업종별 설비투자 동향을 파악하여 국내 설비투자의 연구 및 정부의 경제·산업정책 수립에 필요한 기초자료를 제공하는데 목적이 있다.

총 3550개의 기업체에 대하여 설비투자계획금액, 자금조달방법, 투자확대이유, 투자 지원책 등이 조사되고 있다. 본 연구에서는 직관적으로 금액 부분의 추이를 통하여 투자행태의 변화 가능성을 판단하고자 한다.

최저임금이 본격적으로 높아지기 시작한 것은 2018년도부터 적용되었으며, 2019년 역시 높은 수준의 최저임금 인상률이 적용된 시점으로 볼 수 있다. 그런데 규모별 설비투자계획금액을 살펴보면, 상대적으로 규모가 작은 300인 이하 사업장의 2018년과 2019년 증가율이 각각 -11.59%, -22.31%를 기록하고 있다. 한편 동 기간동안 상대적으로 규모가 큰 1000인 이상 사업장의 증가율이 -9.94%, +2.43%를 기록하였고, 특히 5000인 이상 사업장은 -7.88%, +1.81%의 투자금액 증액을 준비하고 있다.

사업장 규모별 설비투자계획금액 변화 추이는 대규모사업장은 반등에 성공하였으나 소규모사업장은 여전히 부진



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

이상의 결과에서 찾아볼 수 있는 함의는 상대적으로 규모가 작은 사업장에서 투자계획이 대폭 축소된 이유가 최저임금의 인상이라는 것이다. 2018년과 2019년 공통적으로 10%를 상회하는 최저임금인상률이 적용되었기 때문이다. 규모가 큰 사업장에서는 오히려

2018년도의 투자계획 감소폭이 적었고, 2019년도에는 소폭 반등에 성공한 것을 보면 대규모의 사업장은 최저임금에 의한 투자위축보다는 글로벌 경기둔화에 대한 효과인 것으로 해석된다.

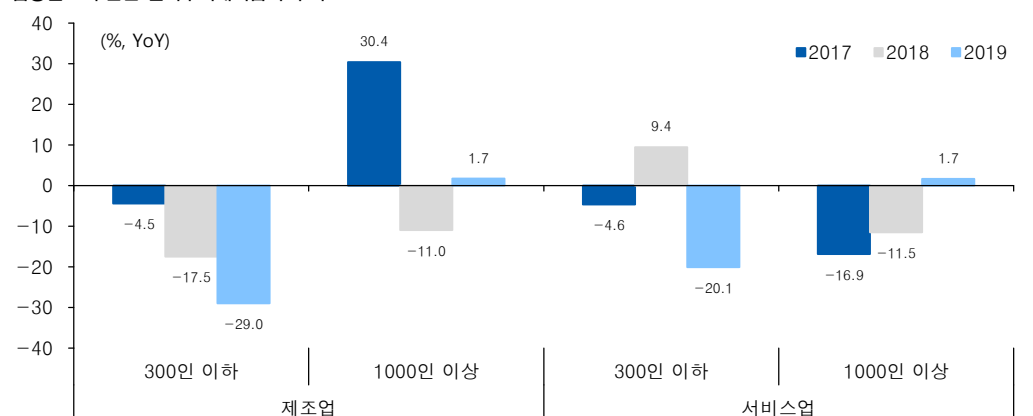
소규모 사업장 역시 기회는 존재하는 것으로 생각된다. 지난 2년여간 높아진 최저임금 수준에 의하여 투자가 위축되었지만 2020년 기준 최저임금인상률은 기존보다 대폭 낮아졌기 때문에 심리의 회복이 가능할 것으로 생각된다. 또한 대규모 사업장의 투자계획이 반등에 성공한 만큼 이들과 연계되어 있는 소규모 사업장 역시 효과를 받을 수 있을 것으로 판단된다.

한편 업종별로 크게 구분하여 제조업과 서비스업을 비교하면서 새로운 함의도 찾을 수 있다. 먼저 제조업 사업장에서는 상대적으로 소규모 사업장에서의 투자 위축이 급격히 발생한 모습을 보이고 있다. 이는 최저임금에의 타격에 더하여 최근 발생한 무역분쟁에의 우려로 투자가 위축된 것으로 판단할 수 있다.

그런데 서비스업에서의 300인 이하 사업장은 지난 2018년에 설비투자가 (+)로 전환된 것이 확인된다. 이러한 현상은 정부 정책에 있어서 고용 촉진과 확대를 위하여 소규모 서비스업 사업장에 대하여 임금을 보조해주는 등의 정책이 영향을 미쳤던 것으로 판단된다. 결국 정책적인 부분에 있어서 임금부담이 덜어졌기 때문에 투자의 반등이 있었던 만큼 지금부터 최저임금 상승률 부담이 낮아지면서 투자 역시 회복될 가능성에 좀 더 비중을 둘 수 있는 환경이 제공된 것으로 생각된다.

결국 지금까지 노동관련 생산비용의 상승 우려에 의하여 눌러 있던 소규모 사업장의 투자 심리 회복은 한국경제에 있어서 근본적인 투자 회복 가능성을 제시할 수 있는 한 가지의 근거로 작용할 수 있을 것으로 생각된다.

업종별로 구분한 설비투자계획액 추이



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

마진을 통하여 좀 더 큰 그림으로 보는 설비투자

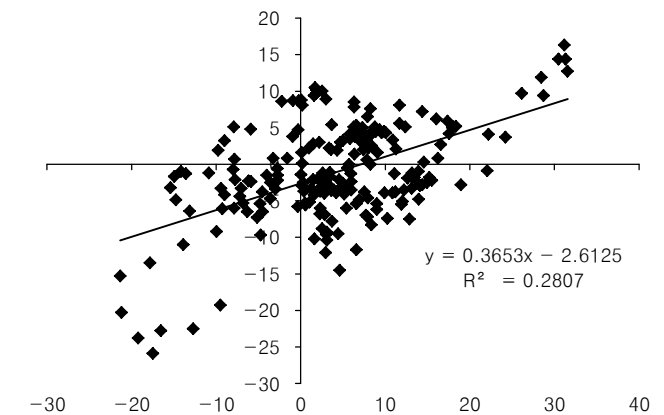
기업의 입장에서 투자를 진행하는 시기는 결국 여유자금의 존재하는 시기인 것으로 볼 수 있다. 그런데 여유자금을 축적하기 위해서는 재화 및 서비스의 판매가 원활하게 이루어지는 동시에 그만큼 마진을 많이 남길 수 있는 상황이 유지되어야 하는 것으로 볼 수 있다. 따라서 기업 이윤 가능성을 물가수준을 통하여 판단할 수 있다.

한국은행에서는 생산자물가지수에서 특수분류의 일종으로 생산단계별 물가수준을 조사하고 있다. 특히 원자재와 중간재를 결합하여 생산재라는 명칭으로 통계가 집계되고 있다. 여기서 중요한 것은 생산재와 최종재의 물가수준 움직임을 통하여 기업의 마진을 추정할 수 있고, 이러한 흐름이 결국 생산증가를 위한 설비투자로 이어질 수 있다는 것이다.

직관적으로 기업의 마진은 최종재물가상승률과 생산재물가상승률의 격차(마크업)로 설명할 수 있다. 최종재물가가 생산재물가를 상회하는 경우 투입된 비용 대비 수익이 더 많은 것으로 정의할 수 있기 때문에 기업의 채산성을 설명할 수 있는 지표로 활용할 수 있다. 한편 통계청에서 매월 발표되는 산업활동동향에서의 설비투자지수는 기업의 투자활동을 살펴볼 수 있는 가장 일반화된 지표이다. 이 두 지표의 선후관계를 확인하여 향후 투자의 방향성을 판단하도록 한다.

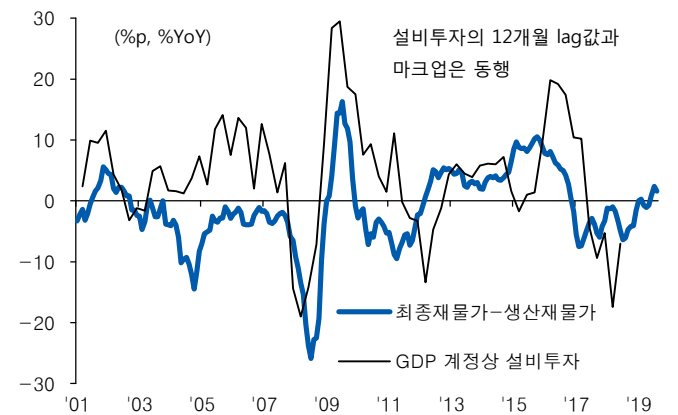
분석 결과 두 지표는 서로 동행하는 것이 아니라 마크업이 투자에 선행하여 움직이는 것으로 확인되고 있다. 약 1년여의 시차가 존재하는 것으로 나타나고 있으며 그 상관계수는 약 0.53 수준으로 나타나고 있기 때문에 상당한 연관성이 있는 것으로 볼 수 있다. 그런데 마크업의 움직임은 지난 2017년부터 2018년 11월까지 낮은 수준에서 머물러 있다가 금년 들어 높은 수준으로의 반전 움직임이 관측되고 있다. 약 1년여의 시차를 감안한다면 설비투자의 증가율은 2020년 이후 상승반전이 기대된다고 판단된다.

마크업과 설비투자의 scatter plot



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

마크업은 설비투자에 약 12개월 선행하는 특징을 보임



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

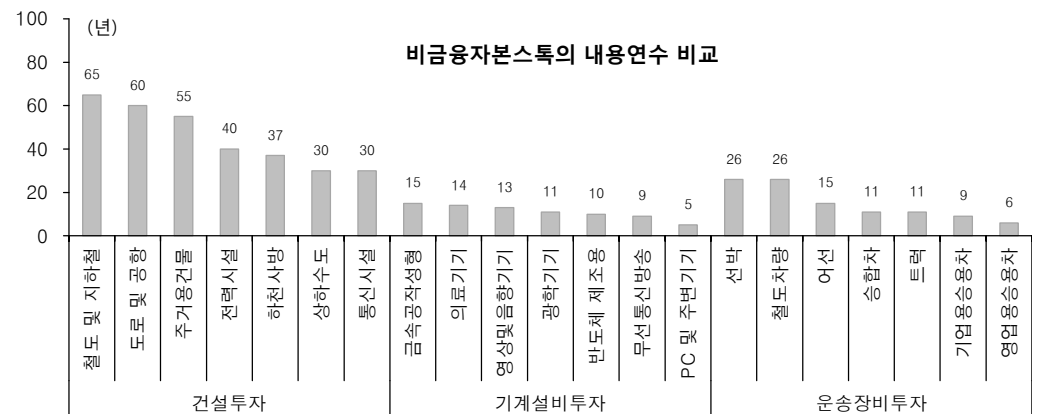
투자의 감가상각률 추정

GDP 계정상 투자항목을 정확하게 정의하자면 기존 수준에서 추가로 발생한 부가가치의 크기를 집계하는 것이다. 따라서 중고품에 대한 거래는 GDP 계정상 투자에 집계되지 않는다. 예를 들어 생산장비를 A라는 기업에서 100만원에 신품을 구입한 것은 투자항목에 계산되지만, 이를 사용하다가 B라는 기업에 70만원을 받고 중고품을 넘기는 것은 추가적인 부가가치가 발생하지 않은 것이기 때문에 GDP에 계산되지 않는다.

여기에서 최초 가치가 100만원이었는데 사용 후 70만원의 가치가 남아있다면 이는 30만원만큼의 감가상각이 이루어진 것으로 볼 수 있다. 따라서 경제 내에서의 총 생산능력 혹은 전체적인 자본의 부를 측정하고, 향후 투자의 증가를 예상할 수 있는 항목으로 감가상각을 고려할 수 있다.

거시적으로 감가상각을 측정하는 것은 거의 불가능에 가깝다. 각 장비 혹은 건설물들의 내용연수 혹은 내구연한 등이 상이하게 형성되어 있기 때문이다. 예를 들어 한국에서 공식적으로 정의하는 내용연수 중 기업용 승용차는 9년의 내용연수를 가지지만, 영업용 승용차는 6년의 내용연수를 가지고, 각종 기계들은 10~15년 정도로 정의하고 있다. 이와 같이 품목별로 상이한 감가상각률이 적용되기 때문에 자본스톡을 추정하는 여러 가지의 방법론이 제시되어 있다.

자본 특성별 내용연수는 기계설비투자의 내구연한이 짧은 특징



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

그러나 다행히도 한국은행에서는 국민대차대조표를 통하여 비금융자산의 자본스톡을 추계하고 있다. 10년 주기로 진행되는 국부통계를 기반으로 하여 영구재고법이라는 추정방법으로 국가 전체의 자본 규모를 산출하고 있다.

자본스톡은 총자본스톡과 생산자본스톡, 그리고 순자본스톡으로 구분되어 정의할 수 있다.

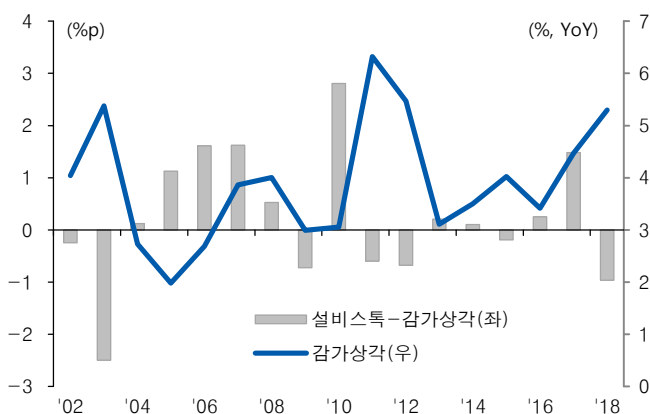
각각의 의미가 조금씩 상이한데, 총자본스톡은 신품자산 취득당시의 가격으로 계산한 자산의 규모이고, 생산자본스톡은 생산효율저하를 반영한 스톡으로써 여기에서 감가상각이 반영되어 있다. 한편 순자본스톡은 부의 스톡으로도 정의되는데, 현재가격 기준으로 평가한 것이기 때문에 부의 수준을 측정할 수 있다. 본 연구에서는 생산자본스톡을 기준으로 하여 설비투자와의 관계를 감안한 감가상각의 크기를 정의하고자 한다. 예를 들어 t 기의 자본스톡은 $t-1$ 기의 자본스톡에 t 기의 설비투자금액을 합산한 후 감가상각 부분을 차감한 값으로 정의할 수 있으며 이를 통하여 감가상각의 크기를 추정할 수 있다.

하단의 그래프는 설비스톡과 감가상각의 관계를 나타낸 것이다. 최근의 움직임을 살펴보면 감가상각의 증가율이 점차 높아지는 모습을 보여주고 있다. 특히 설비스톡 증가율과 감가상각 증가율의 격차가 지난해 기준으로 (-) 영역에 위치하고 있는 것은 설비자산의 증가보다 감가상각이 더 많이 이루어지고 있다는 것으로 해석할 수 있다.

감가상각이 빨라진다는 것은 그만큼 설비에 대한 교체수요가 많아진 것으로 해석할 수 있는데, 앞서 언급하였던 내용연수를 감안한다면 지난 2009년에 설비스톡이 감가상각 대비 크게 상승한 경험을 상기할 필요가 있다. 글로벌 금융위기를 겪으면서 상당히 낮아져 있는 금리수준을 활용하여 노후 설비에 대한 새로운 투자가 대폭 진행되었으나 약 10여년 정도의 내용연수를 가진 설비들이 많은 만큼 지금에 와서는 효율성이 낮아지는 장비들이 다수 존재할 것이며, 이에 따라 감가의 상승률이 높아진 만큼 새로운 투자가 발생할 가능성이 높은 상황이 도래한 것으로 볼 수 있다.

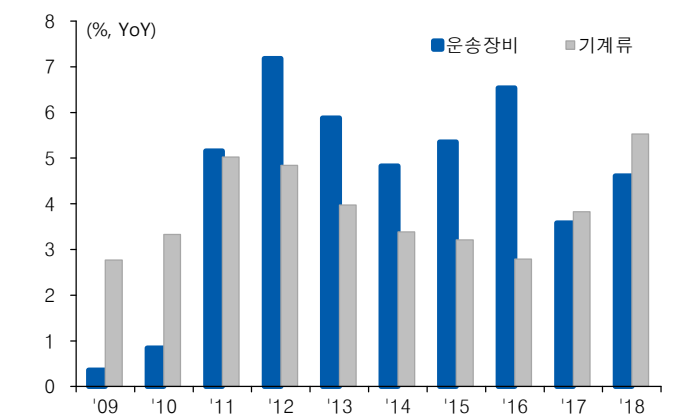
한편 설비투자는 기계류와 운송장비로 구분할 수 있는데, 운송장비는 2012년부터 2016년까지 감가가 많이 이루어진 이후 최근에는 낮은 수준으로 형성되어 있다. 반면 기계류는 최근 그 속도가 높아지는 추세인 것은 결국 기계류 설비투자의 하락세를 방어할 수 있는 근거로 제시할 수 있다.

최근 감가상각이 많이 이루어지면서 설비스톡이 둔화되면서 신규투자 수요 발생



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

최근 품목별 감가상각은 기계류에서 더 높은 모습



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

물가의 회복 기대

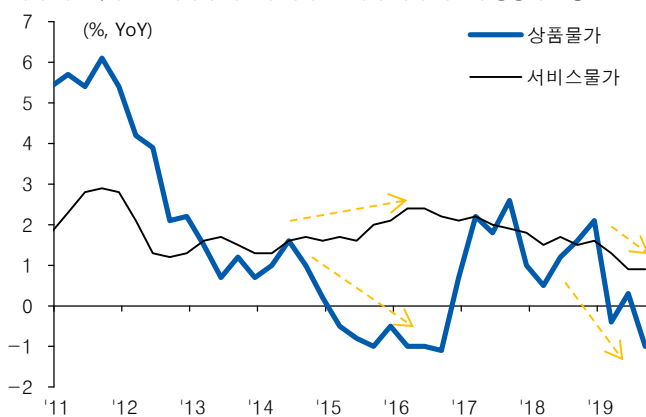
디플레이션에 대한 우려보다는 오히려 낮아진 물가수준이 다시금 상승모멘텀을 그릴 수 있을지에 대한 고민이 필요한 상황인 것으로 생각된다. 앞서 언급하였듯이 현재의 디플레이션은 전반적인 물가수준이 낮아진 것이라기보다는 일시적인 정책에 의하여 발생한 부분이 상당히 크게 작용한 결과인 것으로 판단된다.

조금 긴 그림으로 물가에 대한 고찰을 해 보면, 한국의 물가는 지난 2014년 말부터 2016년 중순까지 전년대비 1%를 하회하는 수준의 물가상승률을 기록하였다. 그런데 동 시기는 잘 알려져있듯이 100불을 넘어서던 유가수준이 20불대로 하락한 기간과 동일한 기간이다. 따라서 물가에 민감한 유가 충격으로 인하여 물가상승률이 둔화되었던 시점으로 볼 수 있다. 그런데 지금은 그 성격이 달라져 있는 상황인 것으로 해석할 수 있다. 일단 물가상승률 자체가 역성장으로 진입해 있는 상황이며, 유가 등 외부적 요인이 크게 발생하지 않았던 시점인 것을 감안한다면 지금의 물가상승률이 부진한 이유를 내부에서 확인해야 한다.

가장 먼저 언급할 수 있는 것은 상품과 서비스물가의 동조화이다. 지난 2015년 당시 상품물가는 이미 역성장 영역에 진입해 있었던 것을 확인할 수 있다. 그런데 동 기간 서비스물가는 오히려 상승국면을 연출하고 있었던 것이 확인된다. 상품가격은 낮아졌으나 내수경제에서의 활력은 유지되면서 물가상승률 역시 방어가 가능했었던 것으로 생각된다.

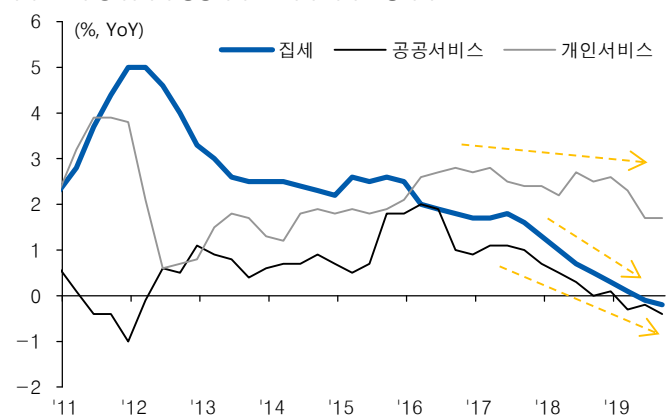
그러나 지금의 디플레이션은 상품물가와 서비스물가가 동반 하락하는 모습을 보이고 있다. 상품물가는 내수보다는 글로벌 경기측면에서 그 이유를 찾는다면, 서비스물가는 내부적인 요인을 확인하여야 할 것이다. 서비스물가는 집세, 공공서비스, 개인서비스로 구분할 수 있는데, 집세와 공공서비스의 둔화세가 가파른 것을 확인할 수 있다.

현재의 디플레이션은 과거와 다르게 서비스물가의 하락 기조가 상당히 반영



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

서비스물가 중 집세와 공공서비스물가의 하락은 정책과 연관

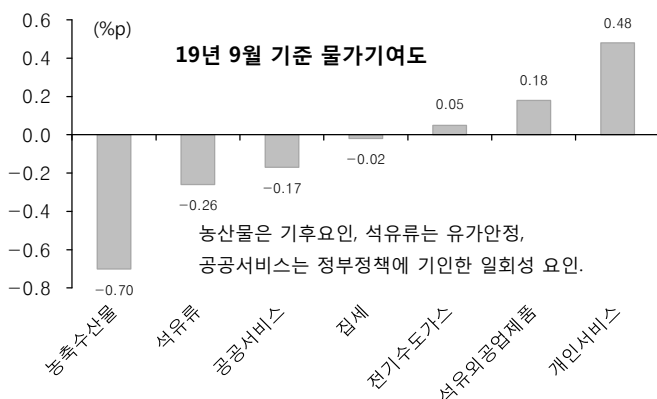


자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

결국 현 정부 출범 이후인 2017년 이후부터 공공서비스 물가와 집세가 낮아졌다는 것은 정부 정책의 영향을 상당히 받았기 때문인 것으로 볼 수 있다. 공공서비스물가 중에서도 무상교육 및 건강보험 확대에 의한 서비스물가 하락이 많은 영향을 미친 것으로 해석할 수 있다. 이와 같은 영향은 상대적으로 다른 효과보다 일시적일 것으로 생각된다. 이미 무상이 된 교육 및 건강보험 혜택에 편입 등이 이루어졌기 때문에 추가적으로 물가수준이 내려갈 여력이 없기 때문이다. 따라서 기저효과가 강하게 발생할 가능성이 존재한다. 또 하나의 중요한 부분은, 물가를 구성하는 품목의 가중치가 다른 부문보다 더 큰 농축수산물과 같은 식품류에서 많은 기여를 한 것이다. 기상여건이 양호한 환경이 이어지면서 농산물의 물가상승률 기여도가 총 물가상승률 -0.4% 중 -0.7%p에 달하는 기여를 한 것으로 나타나고 있다.

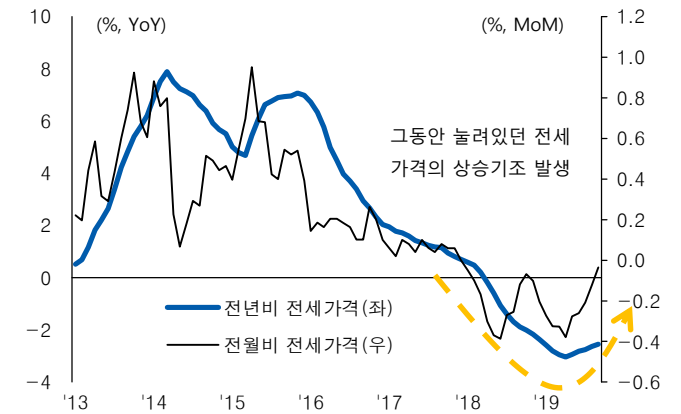
결국 정부 정책이 1회성이며 추가적으로 내려갈 수 있는 사항이 존재하기 힘든 부분을 감안하고, 농산물 가격은 인위적으로 조정하기 어려운 부분을 감안한다면 적어도 정책 등에 의하여 추가적인 물가하락 가능성은 크지 않은 것으로 볼 수 있다. 또한 한국의 실정에서 물가를 고민할 때 전월세가격 등 주거비용에 대한 부분도 중요한 포인트이다. 현재 한국 주택시장은 금리 인하로 인한 전세공급 부족 등으로 인하여 전세가격이 높아지고 있는 것도 물가의 상승을 기대하는 한 가지의 요인으로 볼 수 있다.

9월 디플레이션도 8월과 마찬가지로 일시적 요인이 크게 작용



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

전세가격변화를 모멘텀의 전환이 발생



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

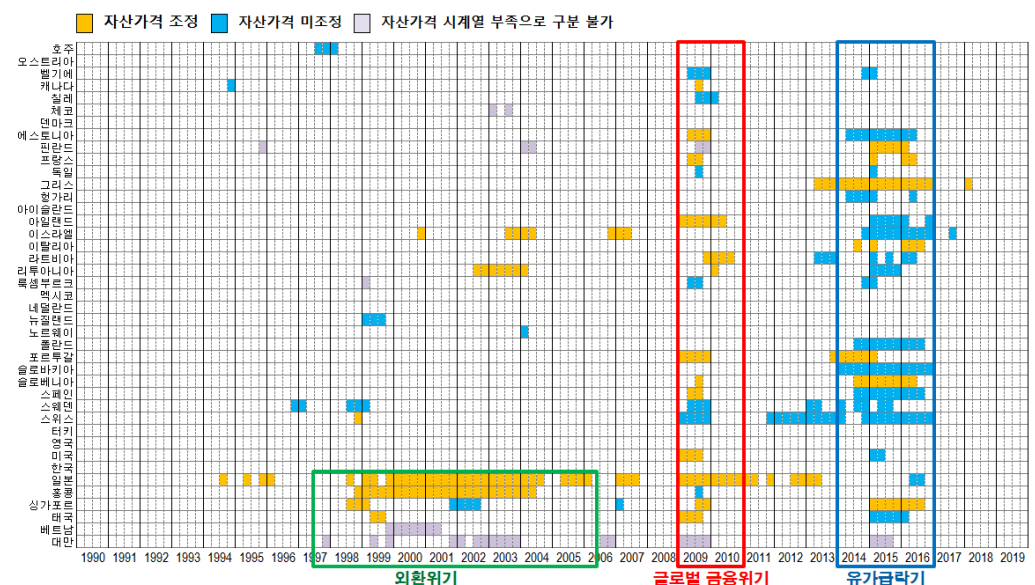
참고 - 디플레이션과 자산가격 조정

우리가 일반적으로 언급하는 자산의 개념은 국가의 부 측면보다는 금융자산에 국한된 개념의 성격이 강한 것이 사실이다. 그런데 디플레이션이 발생하면 전반적인 자산가치의 하락을 우려하는 목소리가 높아지게 된다. 지난 8월 이후 한국의 물가상승률이 전년동기대비 역성장을 기록하면서 본격적으로 이러한 문제가 대두되고 있다.

그런데 한국은행에서는 최근 발생한 디플레이션 현상을 두고 일시적 현상이라는 분석을 제시하면서 우려를 불식시키기 위한 노력을 진행하고 있다. 여기에서는 물가하락의 기간이 길어질수록 자산가격에 미치는 영향이 클 것으로 전망하고 있다.

1990년 이후 주요국의 물가하락 현황을 살펴보면 약 1년여 이상 장기에 걸친 물가하락을 경험한 기간은 1990년대 후반부터의 아시아 외환위기, 2009년의 글로벌 금융위기, 2015년의 유가 급락 등이 있는 것으로 파악된다. 이 중 수요측면의 충격인 아시아 외환위기와 글로벌 금융위기 당시에는 자산가격이 조정된 것으로 나타나고 있으나 공급충격인 유가 하락 국면에서는 그 효과가 제한적인 것으로 나타나고 있다.

주요국 디플레이션과 자산가격의 관계는 총수요 충격시 자산가치 하락. 반면 공급충격시 영향 제한적



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

결국 지금의 경제상황이 어떠한 국면에 위치하고 있는 것인지를 판단하는 것이 중요한 상황이다. 필자의 관점으로는 글로벌 경제에서의 신용경색 가능성은 그리 크지 않은 것으로 판단되므로 수요 측면에서의 위기라기보다는 무역분쟁 등 불확실성 확대에 따른 외생적인 리스크인 것으로 판단된다.

결국 물가하락의 확산 및 장기화 가능성이 낮은 것으로 생각된다. 실제로 한국 물가하락의 주요 요인으로 언급되는 것은 무상급식 및 의료비지원 등 정부 정책에 기인한 부분이 크기 때문에 더욱 수요측면에서의 디플레이션으로 정의하기는 어려운 것으로 판단된다. 그렇다면 물가하락의 확산 역시 제한적일 것이며, 이에 따른 자산가격 하락 역시 발생할 가능성이 낮은 것으로 생각된다.

예산편성 기조의 변화

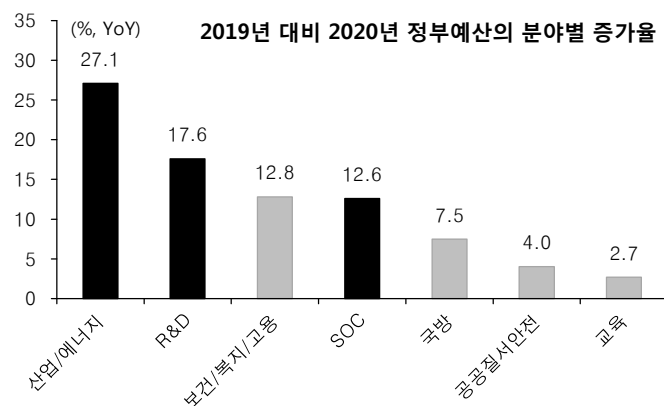
앞선 장에서는 지난 3년여간 한국의 경제정책 기조인 소득주도성장으로 인하여 발생한 변화와 그 파급효과를 나열하였다. 요약하자면 그동안 미중 무역분쟁에의 우려 등으로 인한 불확실성이 확대된 상황임에도 불구하고 시장친화적 정책이라 하기 어려운 정책기조가 이어졌기 때문에 소국개방경제인 한국을 감안한다면 충격의 완충작용을 하기 힘들었던 것으로 평가된다. 그러나 2020년도부터의 예산편성 변화 움직임을 감안한다면 조금씩 변화가 발생하고 있는 것으로 판단된다.

예산안의 변화를 통하여 실질적인 경제성장 동력을 자극시키는 방향으로의 예산 편성이 구성되었는데, 금년 대비 2020년 정부예산은 약 9.4% 증가한 513조원이 계획되었다. 물론 현 정부에서 지속적으로 강조하고 이는 보건복지고용 부문에서의 예산이 가장 많은 것은 변함없는 사실이다. 그러나 산업/중소기업/에너지 부문의 증가율이 금년 대비 27.1% 증액되었고, R&D 부문과 SOC 부문도 각각 17.6%, 12.6% 증액된 것을 감안한다면 실물경제를 위한 예산편성에 좀 더 노력을 기울이는 정책방향성이 확립된 것으로 볼 수 있다.

여기에서 중요한 점은 재원조달의 문제인 것으로 생각된다. 재정지출은 리카르도 동등정리에 기반한 구축효과가 발생하게 되는데, 이는 결국 재정의 확대가 미래의 세금부담으로 돌아올 것을 예상해서 확장재정의 효과가 크지 않을 것으로 예상하는 것이다.

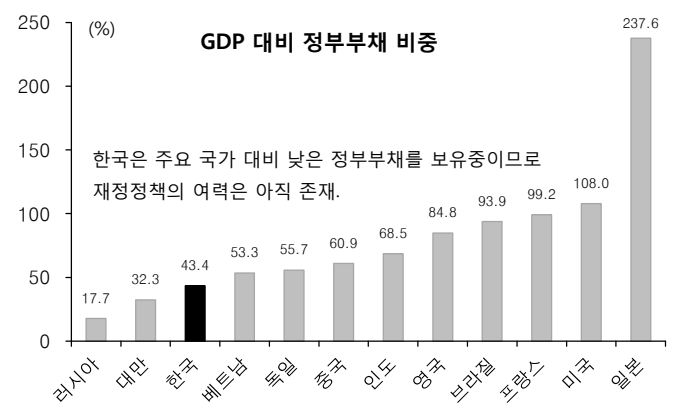
그렇지만 여전히 강조할 수 있는 부분은 한국은 GDP 대비 정부부채의 비율이 일본 등 다른 주요 국가들에 비하여 현저히 낮은 수준을 기록하고 있다. 이는 세금의 인상 없이 추가적인 정부의 대응 여력이 있다는 의미로 해석할 수 있다(물론 그 이후의 부담에 대한 부분은 추후에 논의하기로 한다).

정부의 예산편성은 기업 활력을 주입시킬 수 있는 투자 위주로 구성



자료: 기획재정부, 유안타증권 리서치센터

정부부채의 비중이 다른 국가 대비 낮은 만큼 재정지출 여력 존재



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

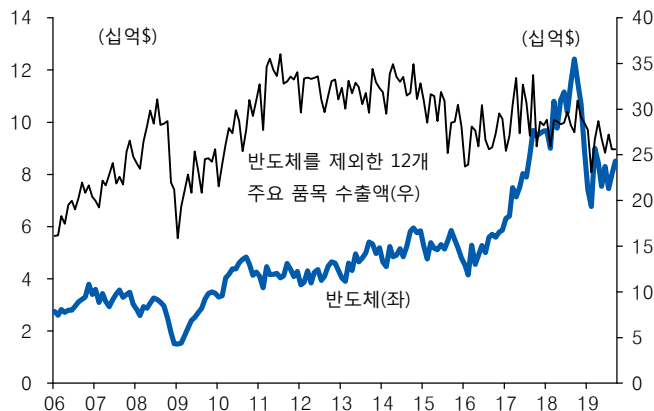
수출둔화는 기저효과로 저점 확인과 지원 강화

지금까지 내수에 대한 언급을 지속하였지만 한국은 소국개방경제의 성격을 가진 만큼 수출의 호조를 통한 경기의 활력을 도모하는 것이 가장 빠른 방법이다. 그러나 최근의 상황은 무역분쟁이 예상보다 길게 회자되면서 수출의 부진이 당초 전망 대비 지속적으로 이어지는 모습을 보이고 있는 것이 사실이다.

그러나 최근 미중간 무역분쟁에 있어서 작게나마 협의가 재개된 부분과 더불어 IMF의 경제전망에서 글로벌 교역량이 19년 +1.1%를 저점으로 2020년에는 +3.2%까지 회복될 것을 전망하고 있으므로 글로벌 교역량과 거의 유사하게 움직이는 한국의 수출 역시 지금까지의 기저효과와 동시에 작동할 경우 반등을 할 수 있을 것으로 예상된다.

또한 글로벌 중앙은행들의 적극적인 통화정책을 통한 대응이 본격화되고 있는데, 글로벌 경기에 민감하게 반응할 수 밖에 없는 한국의 수출구조 특성상 전세계 유동성과 동행하여 움직이는 글로벌 선행지수의 반등 가능성을 감안하여 긍정적인 시각을 가질 수 있다.

지난해 연말 이후 반도체를 위주로 급격히 수출 둔화



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

글로벌 완화적 통화정책으로 수출 회복 가능성 타진



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

또다른 효과 중 하나로써 환율효과에 따른 가격경쟁력을 언급할 수 있다. 미국과 북한의 지난 2월 회담 결렬 이후 미중 무역분쟁에의 여파도 원달러환율 상승에 일정 부분 기여한 것으로 생각된다.

사실 최근 원화가치는 중국 위안화 가치와 유사한 궤적으로 움직이는 특징을 보이는데, 무역분쟁은 위안화 가치를 약세로 만드는 요인으로 작용되었기 때문에 이에 따라 원화 가치의 위안화 동조화에 의하여 약세 방향성을 가지고 있다.

무역분쟁 이슈는 2020년에도 지속적으로 대두될 가능성이 높은 이슈인 만큼 본격적인 원화의 강세를 제한하는 요인이고, 여러 가지의 기대감은 있지만 성장률 자체의 기대치가 낮아진 상황이기 때문에 1150원 이하의 원달러환율을 달성하기는 어려울 것으로 생각된다. 따라서 당분간 높은 환율에 의한 효과를 보게 된다면 수출금액 측면에서 긍정적이다.

원달러환율은 지정학적 리스크로 상승이 촉발된 후 무역분쟁 등으로 약세 움직임



선행지수와 경기순환 사이클

전반적인 경기상황에 대한 인식 및 심리지수도 지금까지의 부진에서 벗어날 가능성을 보여주는 것으로 확인된다. 우선 소비자심리지수가 4개월 연속 하락을 종료하고 반등에 성공하였다. 소비심리를 선행지표로 직결하여 사용하기에는 무리가 따르지만 세부항목 증가계수입전망에서의 기여도가 높은 것으로 확인된다. 이는 앞선 장에서 언급하였듯이 가처분소득이 높아지는 효과로 이어질 수 있다.

기업경기실사지수의 반등도 관찰할 수 있는데, 특히 전망지수와 제조업 기업들의 수출전망이 서서히 회복되는 흐름을 볼 수 있다. 금년 중순부터 무역분쟁 불확실성 이벤트에 많은 영향을 받은 심리가 조금씩 저점이 확인되는 모습이라 판단된다. 소비자심리지수와 기업경기실사지수를 결합한 경제심리지수 역시 아직까지는 하락하는 기조를 보이고 있다. 그러나 그 낙폭을 고려해보면 동 지수의 순환변동치의 전월대비 하락폭이 줄어드는 모습이 관찰된다. 결국 경기둔화 기간의 저점에 위치한 것으로 해석된다.

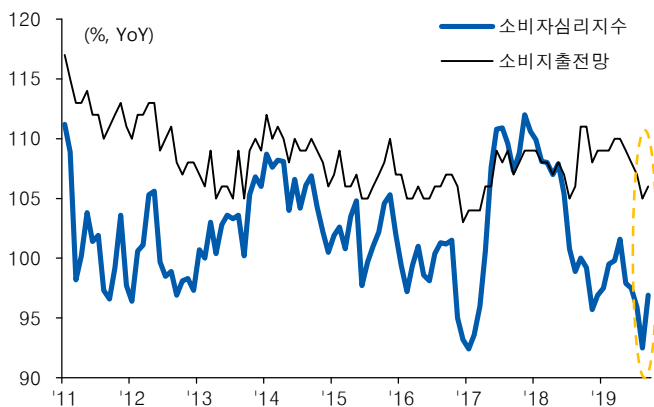
경제심리지수에 대한 언급이 중요해진 상황은 또다른 지표에서도 확인할 수 있다. 경제심리지수는 한국은행에서 집계하지만, 통계청에서는 경기선행지수와 동행지수를 발표하고 있다. 그런데 최근 통계청에서는 경제순환기상 최근 고점인 시점을 발표하면서 동 지수 산출 방식의 개편까지 진행하였다. 가장 큰 변화는 기존 선행지수에 소비자심리지수를 포

함시켰으나 변경된 방식에서는 경제심리지수가 포함된 것이 확인된다.

앞서 언급하였듯이 경제심리지수는 소비자심리지수와 기업경기실사지수를 결합한 지표인데, 그 가중치를 보면, 제조업 기업경기실사지수가 45%를 차지하고, 비제조업 기업경기실사지수 30%, 소비자심리지수가 25%를 차지하고 있다. 사실 소비자심리지수가 소비경기를 나타내는 지표이기도 하지만 정권의 지지율과 밀접한 연관성도 보이는 만큼 산업경기를 좀 더 잘 대변하는 지표로 변경된 것으로 생각할 수 있다. 경기선행지수에도 관심을 가질 시점인 것으로 생각된다.

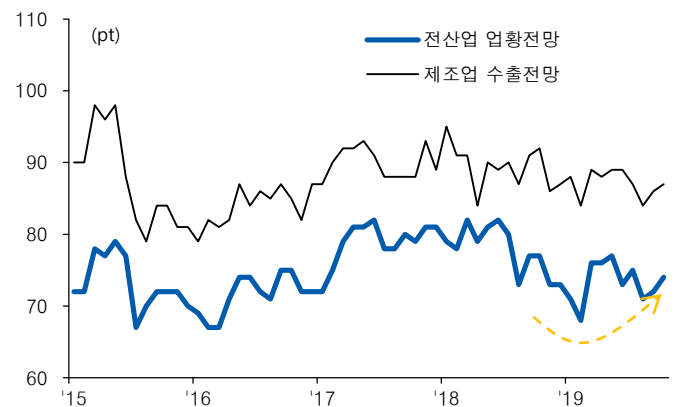
선행지수는 약 2년여의 하강국면이 이어지고 있다. 역대 가장 긴 하강기간이 90년대 후반의 29개월이었던 만큼 금번의 순환도 기간상 저점 영역에 접어든 것으로 생각된다(두 번째는 카드대란 당시 28개월). 최근의 경기선행지수 순환변동치의 움직임은 지난 3개월간 $-0.1p \rightarrow -0.2p \rightarrow -0.3p$ 로 확대되었으나 금번에는 다시금 기계대수출하, 재고순환 등이 긍정적으로 바뀌면서 $-0.1p$ 로 낙폭이 축소된 것을 눈여겨 볼 필요가 있다.

최근 2년여간 부진한 소비심리의 소폭 회복.



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

기업경기에 대한 신뢰도 차츰 높아지는 중



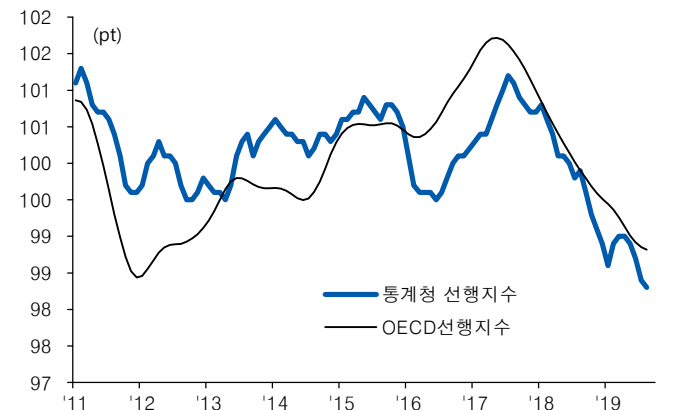
자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

경기순환상 저점 영역에 위치할 가능성이 높은 상황

| | 순환일 | 확장기 | 수축기 | 순환기 |
|------|---------------|-----|-----|-----|
| 1순환 | 1972.3~1975.6 | 23 | 16 | 39 |
| 2순환 | 1975.6~1980.9 | 44 | 19 | 63 |
| 3순환 | 1980.9~1985.9 | 41 | 19 | 60 |
| 4순환 | 1985.9~1989.7 | 28 | 18 | 46 |
| 5순환 | 1989.7~1993.1 | 30 | 12 | 42 |
| 6순환 | 1993.1~1998.8 | 38 | 29 | 67 |
| 7순환 | 1998.8~2001.7 | 24 | 11 | 35 |
| 8순환 | 2001.7~2005.4 | 17 | 28 | 45 |
| 9순환 | 2005.4~2009.2 | 33 | 13 | 46 |
| 10순환 | 2009.2~2013.3 | 30 | 19 | 49 |
| 11순환 | 2013.3~ | 54 | ** | |

자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

여전히 선행지수는 하락하고 있으나 그 낙폭이 줄어드는 중



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

결론 - 유동성과 물가와 정책의 조합

본 연구에서 첫번째 파트인 한국경제에 대한 2020년의 전망을 요약하자면 다음과 같다. 먼저 짧은 미래에는 금년의 두차례 금리인하에 대한 효과가 발생할 수 있을 것으로 기대된다. 특히 가계의 소비심리와 관련되어 가처분소득 증가 및 부의 효과가 발생하면서 소비경기에 대한 효과가 발생할 것으로 전망된다.

좀 더 장기적인 관점에서는 기업의 투자심리 회복에 따른 시설자금 대출수요 확대와 물가의 반등이 예상되며, 이에 따른 마크업 회복과 함께 이어질 수 있는 설비투자 수요 및 감가상각 측면에서의 신규시설에 대한 투자 경기를 기대할 수 있다.

재정정책적인 측면에서도 정부재정 역할의 강조를 통하여 지금까지와는 다른 방향성을 보일 것으로 전망되며, 특히 소규모 사업장을 위주로 투자심리의 회복이 이어지면서 성장을 둔화를 방어할 수 있을 것으로 전망된다.

금리인하를 통하여 발생할 효과

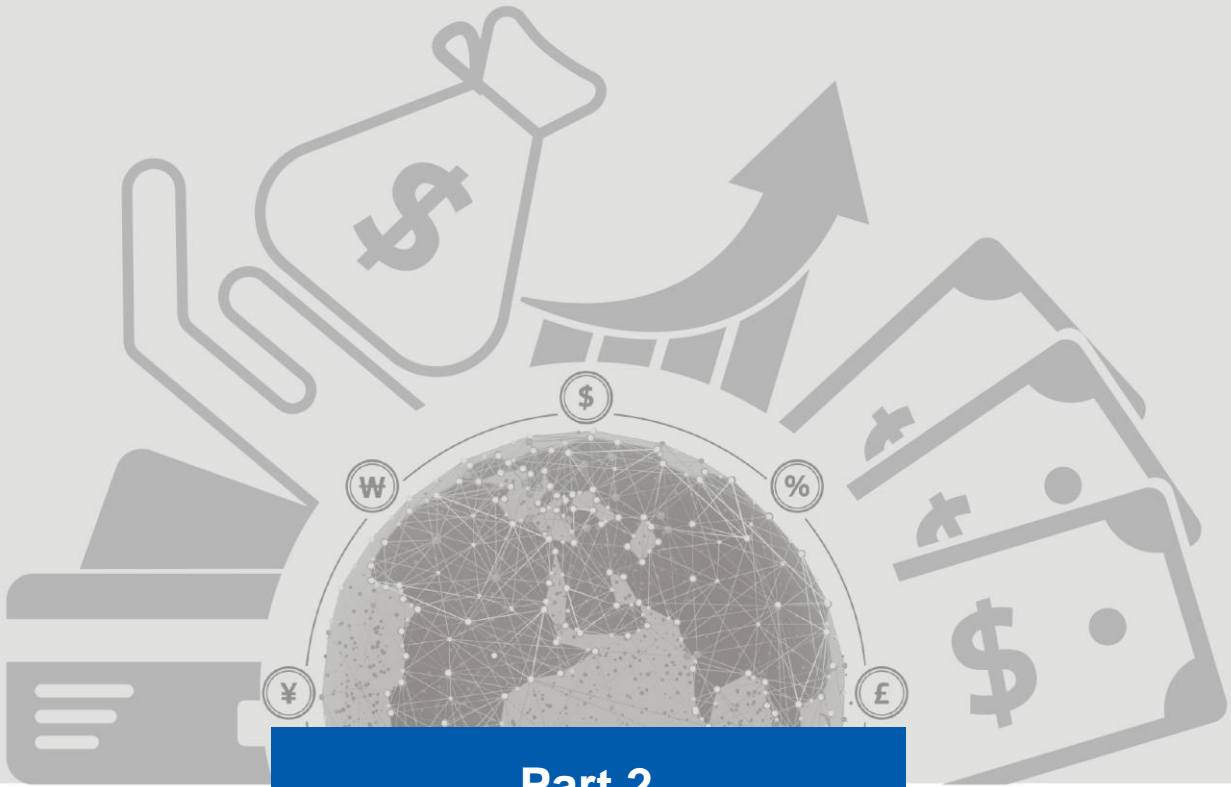
1. 이자비용부담 감소로 가처분소득 증가
2. 주택심리 반등으로 부의 효과와 주택투자 활성화
3. 시설자금 대출수요의 회복과 투자 확대
4. 완화적 통화정책으로 물가 반등 기대

물가의 역할

1. 기업의 마크업 상승으로 투자 결정
2. 화폐유통속도 둔화의 방어

정책방향성의 변화

1. 최저임금 부담 경감으로 소규모 기업의 시설투자 반등
2. 감가상각을 감안한 신규투자수요 발생 시점 도래
3. 예산편성 레짐의 변화로 심리 회복

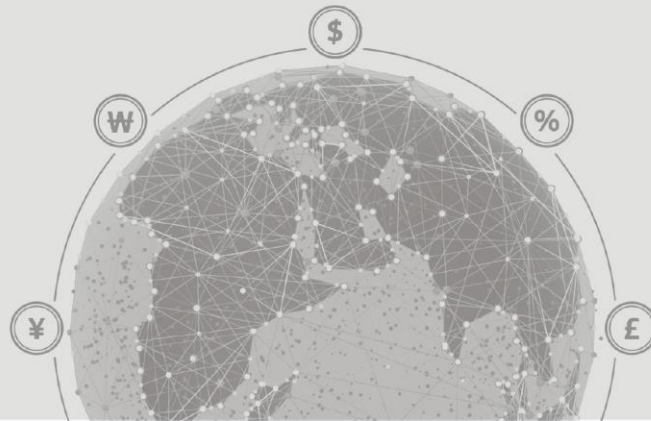


Part 2.

글로벌경제 – 믿을 것은 통화정책

3. 불확실성을 방어할 완화적 통화정책
4. 물가의 역사
5. 국가별 경기현황 점검





3. 불확실성을 방어할 완화적 통화정책

글로벌 선행지수 하락 기조 지속

성장세에 대한 의구심

성장세 방어를 위한 완화적 통화정책 기조

통화정책의 목표 - 물가안정과 경기부양

FED의 완화적 기조 - 금리인하와 단기자금시장

ECB와 BOJ의 통화정책도 완화적

주요 신흥국도 일제히 기준금리 인하

3. 불확실성을 방어할 완화적 통화정책

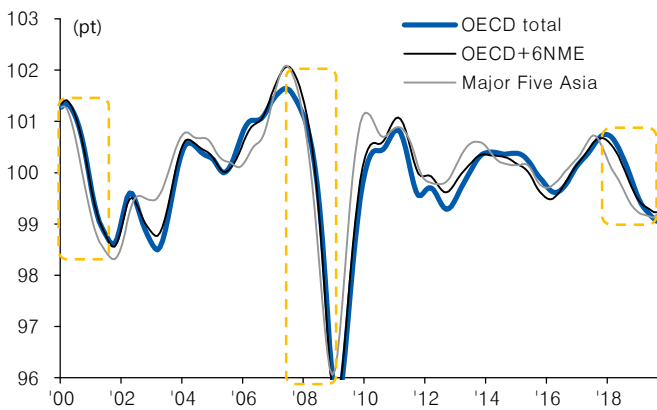
글로벌 선행지수 하락 기조 지속

8월까지 발표된 OECD 글로벌 선행지수는 여전히 정체가 지속되고 있다. 지난 2017년 12월을 정점으로 하여 금년 8월까지 20개월째 하락세가 연출되는 모습을 보이고 있는데, 이는 지난 여러 글로벌 경기침체 시점과 유사한 수준인 것으로 볼 수 있다. 특히 OECD + 6NME의 선행지수는 22개월째 하락 기조를 보여주고 있는 모습이 확인된다. 이는 2014~2016년의 22개월과 동물을 이루는 것으로써 글로벌 금융위기 당시 19개월, 아시아 외환위기 시절 17개월, IT버블 당시 19개월을 상회하는 기록이다. 하지만 진폭이 조정된 낙폭을 고려한다면 지금의 상황은 기간이 길게 형성되어 있는 정도이며 지난 IT버블 및 글로벌 금융위기 당시만큼 낙폭이 크지 않은 것을 볼 수 있다. 따라서 완만한 형태의 둔화 기조가 발생하고 있는 국면으로 볼 수 있다.

이러한 수치가 보여주듯 글로벌 전체적인 경기 상황은 쉽지 않은 모습이 지속되고 있다. 가장 주된 원인으로 볼 수 있는 것은 미국과 중국의 무역분쟁으로 인한 기업의 투자심리와 생산관련 지표의 부진으로 볼 수 있다. 이와 같은 분쟁이 장기화될수록 글로벌 경기를 나타내는 지표들은 부진할 수 밖에 없는 것으로 생각된다.

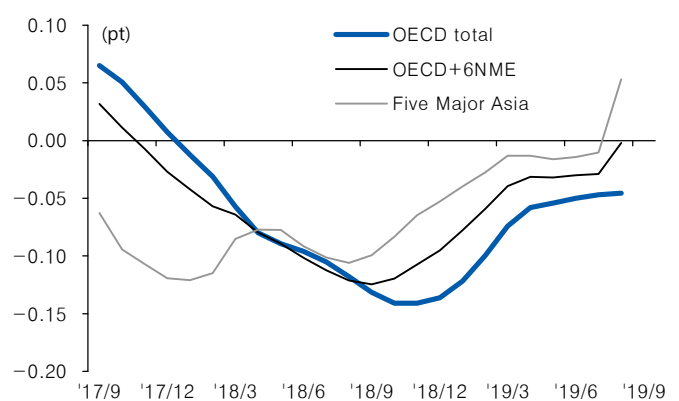
다만 한가지 의미있는 지표는 선행지수의 전월차이다. 한국에서 사용하는 선행지수 순환변동치는 OECD 선행지수에서는 진폭조정된 지수 자체를 의미하는데, 한국 지수에서도 전월차를 중시 여기는 만큼 OECD 선행지수도 전월차를 살펴볼 필요가 있다. 선행지수의 전월차는 OECD 국가 기준으로 가장 낙폭이 큰 시점은 지난해 8월이었고, 이후 낙폭을 점차 줄여가고 있는 것이 확인된다. 6NME까지 포함하면 현재 낙폭은 거의 사라졌는데, 이는 중국을 필두로 한 신흥국의 선행지수 반등이 발생하였기 때문으로 생각된다.

OECD 국가들의 선행지수는 20개월째 하락 기조 발생



자료: OECD, 유안타증권 리서치센터

선행지수 하락의 속도는 점차 낮아지는 중



자료: OECD, 유안타증권 리서치센터

성장세에 대한 의구심

앞선 선행지수에서도 경기상황은 지속적으로 둔화 우려가 존재하고, 이러한 부분은 경제 전망치를 작성하는 공신력있는 기관인 IMF와 OECD 전망에서도 나타나고 있다. 이들 기관은 금년들어 세계경제의 전망치를 지속적으로 하향조정하고 있다.

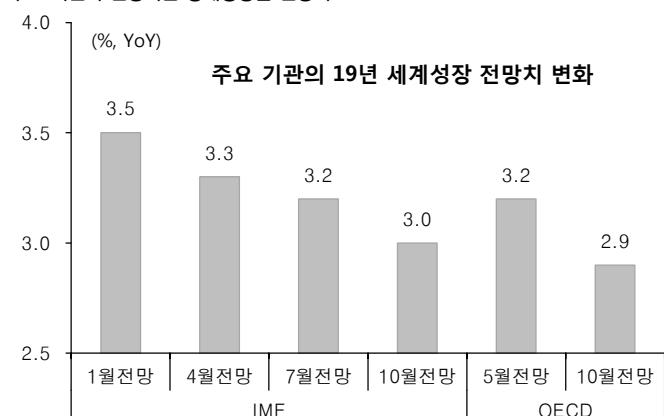
IMF에서는 연초 3.5%의 금년 성장률을 전망하였으나 가장 최근 전망치인 10월 기준 3.0%로 하향조정되었다. 한편 OECD에서도 금년 성장률 전망치를 이전 전망치인 3.2%에서 0.3%p 하향조정한 2.9%의 전년대비 성장률을 전망하고 있다.

이는 최근 10년래, 그리고 금융위기 이후 가장 낮은 수준으로 전망하고 있는 것으로 볼 수 있다. 특히 미중 무역분쟁을 가장 큰 위험요소로 언급하면서, 글로벌 밸류체인의 붕괴에 따른 성장성 저하를 우려하고 있다.

실제로 한국의 경우 성장률 둔화 우려에 따라 정부지출을 늘리면서 성장률을 방어하기 위한 노력의 일환으로 GDP에서 정부지출의 기여도가 크게 높아진 것이 확인된다. 그런데 이와 같은 현상은 한국 뿐만이 아닌 것으로 보인다. 주요국의 금년 성장률을 분해해보면 정부지출이 GDP 성장률에 기여하는 부분이 높게 나타나고 있다.

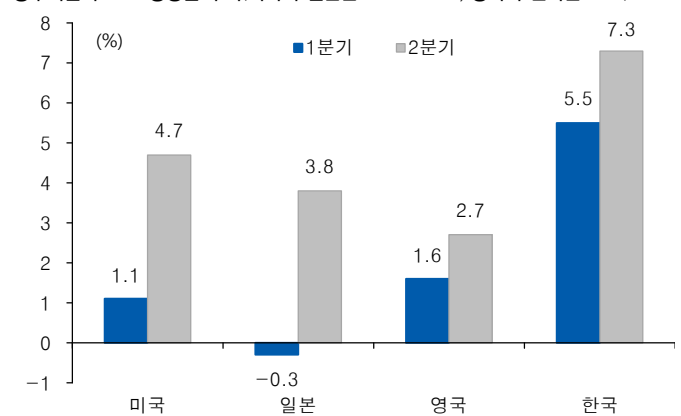
이와 같은 상황을 타개하기 위하여 각국 정부가 선택할 수 있는 것은 결국 완화적 통화정책인 것으로 판단된다. 사실 재정투입을 통한 경기부양은 각종 절차들이 소요되며, 시중에 재정이 집행되더라도 이러한 재원이 경제지표에 미치는 영향력은 상대적으로 낮을 수 밖에 없다. 따라서 주요 국가에서도 완화적 통화정책을 추진하고 있는 상황이다.

주요 기관이 전망하는 경제성장률 전망치



자료: IMF, OECD, 유안타증권 리서치센터

정부지출의 GDP 성장률 추이(미국과 일본은 QoQ SAAR, 영국과 한국은 YoY)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

성장세 방어를 위한 완화적 통화정책 기조

이와 같은 경제성장세의 둔화를 방어하고 침체로 이어지지 않게 하기 위해서 결국 필요한 것은 정책적 대응이다. 물론 미중 무역분쟁도 양국의 무역에 대한 노선과 태도가 다름에 기인한 것으로 볼 수 있지만, 이와 같은 다름이 이제는 상수화가 되어버린 만큼, 전통적인 경제정책인 재정과 통화정책을 적극적으로 활용하는 것이 요구되는 상황이다.

OECD에서도 성장률 전망치를 하향조정하면서, 각국 정부의 대응이 지체되면 세계경제가 장기간 저성장에 머물 것이라 전망하고 있는 실정이다. 특히 IMF에서 발간하는 10월 World Economic Outlook에서는 금년 세계 성장률 전망치를 3.0%로 하향조정하면서 지난 글로벌 금융위기 기간인 2008~2009년 이후 가장 낮은 수치를 기록할 것으로 보고 있다. 또한 2020년 전망치 역시 3.4%로 제시하면서 상승탄력 가능성을 낮추었다.

이상과 같은 상황을 타개하기 위하여 정책입안자들의 역할을 강조하고 있는데, 금융규제의 완화 및 확장적 재정을 통한 경기둔화 대응 노력을 주문하는 동시에 국제 교역에 있어서도 서로 합의를 통하여 교역 관련 긴장을 완화시킬 필요성을 제시하고 있다.

특히 작금의 무역분쟁과 관련하여 지속적인 관세부과가 계속되면서 발생하는 시장에서의 충격 및 자원배분의 변화에 따른 생산성 충격이 지속되는 경우 세계경제에 미치는 영향은 상당히 큰 것으로 분석하고 있다. 동 분석을 적용하면 세계경제는 전망치 대비 -0.8%p 성장이 하향될 것으로 보고 있다.

당사자인 미국과 중국의 타격이 가장 크게 발생할 것으로 보고 있는데, 중국은 2020년 -2.0%p, 미국은 -0.6%p의 성장률 하회를 전망하고 있다. 결국 세계경제 전체로 볼 때도 무역분쟁과 같은 이슈를 배제하기 위한 노력을 기울여야 되는 것으로 전망하고 있다.

통화정책의 목표 - 물가안정과 경기부양

일반적으로 우리는 통화정책을 수립하는 목적이 경기에 대한 대응인 것으로 인식되고 있다. 즉, 경기둔화 시기에는 완화적인 통화정책을 통하여 둔화속도를 늦추고, 확장 및 과열 시기에는 긴축적 정책을 통하여 실물경제를 조절하는 것을 목적으로 알고 있다.

이와 같은 해석이 틀렸다고 볼 수는 없으나, 현재 주요국의 통화정책의 기본적 목표는 물가안정목표제(inflation targeting regime)이다. 통화량 조절 등으로 실물경제의 안정 및 둔화에 대응하기에는 이미 경제규모가 커진 부분들도 고려하여야 하기 때문이다. 물가안정을 위한 수단변수로써 이자율 조절이 활용되는 구조인 것으로 볼 수 있다.

인플레이션 타겟팅은 1990년도에 뉴질랜드에서부터 도입되었고, 이후 주요 유럽 국가들을 중심으로 도입이 확산되기 시작하였다(ECB는 비록 인플레이션 타겟팅을 최종목표로 설정하지 않았으나, 유로존 출범부터 물가안정에 대한 언급을 지속적으로 하고 있다). 한국은 1998년도부터 도입이 되었으며, 미국과 일본은 각각 2012년과 2013년에 물가목표를 천명하면서부터 통화정책의 최종 목표가 물가안정이 되었다.

중앙은행의 최종목표로 인플레이션 타겟팅을 설정한 국가

| 연도 | 국가 | 연도 | 국가 | 연도 | 국가 |
|------|---------|------|-----------------------|------|-----------|
| 1990 | 뉴질랜드 | 1999 | 폴란드, 콜롬비아, 칠레, 브라질 | 2008 | |
| 1991 | 캐나다 | 2000 | 스위스, 태국, 남아공 | 2009 | 조지아, 세르비아 |
| 1992 | 영국 | 2001 | 노르웨이, 아이슬란드, 멕시코, 헝가리 | 2010 | |
| 1993 | 스웨덴, 호주 | 2002 | 필리핀, 페루 | 2011 | |
| 1994 | | 2003 | | 2012 | 미국 |
| 1995 | | 2004 | | 2013 | 일본 |
| 1996 | | 2005 | 인도네시아, 루마니아 | 2014 | 러시아 |
| 1997 | 이스라엘 | 2006 | 터키 | 2015 | 카자흐스탄 |
| 1998 | 한국, 체코 | 2007 | 가나 | 2016 | 인도, 아르헨티나 |

자료: Bank of England, 유안타증권 리서치센터

이와 같은 인플레이션 타겟팅의 도입은 선진국과 신흥국을 막론하고 도입되고 있는데, 그 성격에 있어서는 사뭇 다른 모습이다. 신흥국의 경우에는 일반적으로 변동성이 크게 나타나며, 물가상승률 역시 선진국과는 달리 상당히 높은 수준을 경험하는 경우가 많다. 이러한 상황이 이어진다면 자국통화의 가치가 낮아지면서 물자의 조달에 어려움을 겪는 경우가 많으므로 물가목표를 통하여 전반적인 내수시장을 관리하는 것으로 볼 수 있다.

반면 미국과 일본을 필두로 한 선진국의 경우에는 상대적으로 최근에 도입되었으며, 그 움직임 역시 디플레이션으로 인한 경제순환의 문제점에 대한 대응 관점에서 해석할 수 있다. 사실 물가에 대한 조절은 경제 전반적인 가격을 의미하는 것이기 때문에 더욱 중요하게 작용된다. 명목 기준으로 계산되는 재화와 서비스 및 국가의 소득인 GDP 측면에서도 중요한 척도가 되기 때문에 P와 Q의 관리 중 P의 관리에 해당하는 것으로 볼 수 있다.

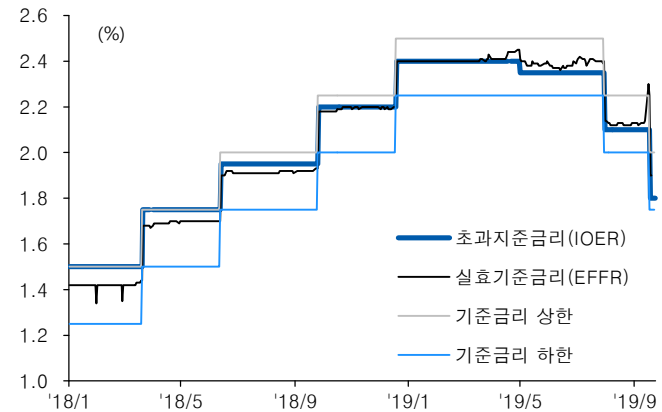
FED의 완화적 기조 - 금리인하와 단기자금시장

지난 7월 금리인하를 단행한 연준은 두 달 만에 FOMC정례회의에서 2.00~2.25%에서 1.75~2.00%로 25bp 인하를 단행하였다. 금리인하의 배경은 크게 두 가지로 해석되는데, 첫째, 미중 무역분쟁과 글로벌 경기 둔화에 따른 불확실성 및 위험에 대한 대응과 둘째, 목표 인플레이션의 부진으로 꼽을 수 있다.

10월 FOMC에서의 주요 관건 역시 금리가 낮아질 것인가에 대한 논의라 볼 수 있다. 그러나 실제 금리인하의 결정이 내려지던지 혹은 동결 후 자산확대의 결정이 내려지던지 이는 그 자체로 완화적인 통화정책이 상당기간 지속될 것으로 예상된다. 9월 의사록에서는 무역분쟁에 대한 우려가 지속적으로 언급되고 있으며, 기업투자 약화와 제조업에서의 우려가 상당한 것으로 평가하고 있다. 특히 미국의 입장에서는 단기자금시장에서의 왜곡 현상이 지속적으로 발생하고 있다. Repo 금리의 급등에 따라 긴급히 시장안정화 조치를 취하는 등의 정책적 결정을 하였으며, 초과지준금리 등의 조정이 이루어지고 있다.

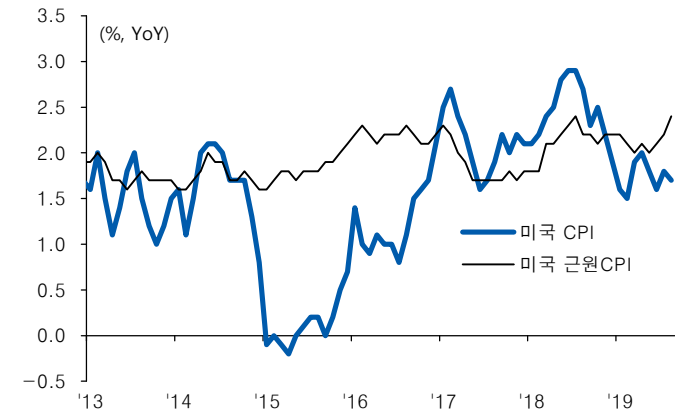
실제로 재무부의 부채한도 합의에 따라 발생하는 국채발행 증가는 결국 시중 금융기관들의 부담으로 작용하게 된다. 국채매입을 위해서는 단기 자금시장에서 자금을 조달해야 하는데, 유동성이 풍부하지 못한 상황은 결국 단기금리를 상승시키는 요인으로 작용한다.

단기자금 유통을 위한 초과지준금리 하향폭 확대는 향후 유동성공급 확대 의지



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

헤드라인 물가는 낮아지고 있지만 근원물가상승률이 최근 10여년래 최고수준



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

IOER(Interest on Excess Rate)와 EFFR(Effective Federal Fund Rate)의 관계는 항상 IOER이 높은 수준을 유지했던 것으로 볼 수 있다. 그런데 금년들어 EFFR이 IOER를 상회하는 상황이 이어지면서 시중 유동성 부족을 걱정하는 국면으로 접어들었고, 이에 따라 지난 5월에는 IOER 금리를 소폭 하락시키면서 단기자금시장에서의 유동성환경을 개선시키기 위한 노력을 하였던 것으로 볼 수 있다.

금번의 9월 FOMC에서는 IOER 금리를 30bp 인하하였는데, 이는 기준금리 하락폭인 25bp보다 큰 것으로 볼 수 있다. 이를 통하여 단기자금시장에서의 유동성 확보에 대한 왜곡을 방어하기 위한 수단적인 측면이었던 것으로 해석된다. 이와 같은 정책적 변화는 결국 Fed에 예치된 지급준비금을 시중은행에 풀리게 하는 효과를 가지면서 유동성 공급을 확대시키는 역할을 하는 것이다.

ECB 와 BOJ 의 통화정책도 완화적

ECB는 지난 9월 12일 시장의 예상을 상회한 비둘기파적인 조치를 시행하였다. ECB는 예금금리를 현행 -0.4%에서 -0.5%로 인하했고, 11월1일부터 월 200억 유로 수준의 순자산매입을 재개하는 양적완화(QE) 정책을 발표했다.

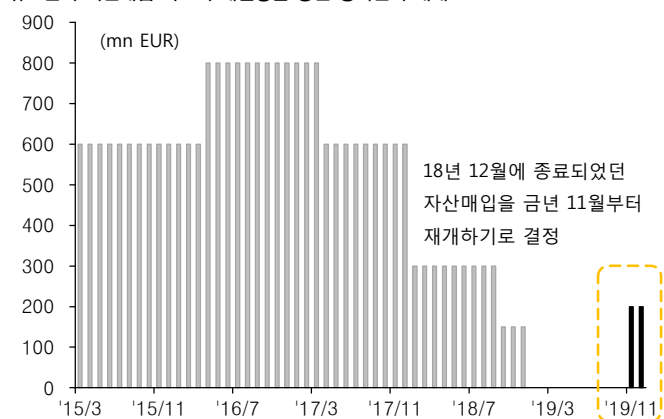
사실 200억 유로 수준은 시장 예상보다 소폭 작은 수준이지만, 선제안내와 관련해 추가적 가능성을 열어둔 점과 양적완화의 기한을 성절하지 않고 재개하는 등은 시장의 기대보다 더 비둘기파적인 스탠스로 전향했다고 볼 수 있다.

양적완화의 수준이 충분한지를 떠나 이는 현재 부진한 유로존의 인플레이션에 자극이 될 수 있는 점은 분명하다. 추후 여건을 고려해야 하겠지만 유로존의 하방 압력에 대응하고 금융시장에서 불확실성을 완화했다는 점에서 고무적인 조치이다.

한편 BOJ는 지난 9월 18~19일 이틀간 정례 금융정책회의에서 정책금리를 동결하며 금리에 대한 변화는 발생하지 않았다. 당좌 계정 일부에 적용하는 금리를 -0.1%로 유지하고 10년 만기 국채금리 목표치도 현행 수준인 0% 정도로 동결한다고 밝혔다. 또한 적어도 2020년 봄까지는 상당 기간 현행 수준의 금리를 유지할 것이라는 점을 분명히 했다.

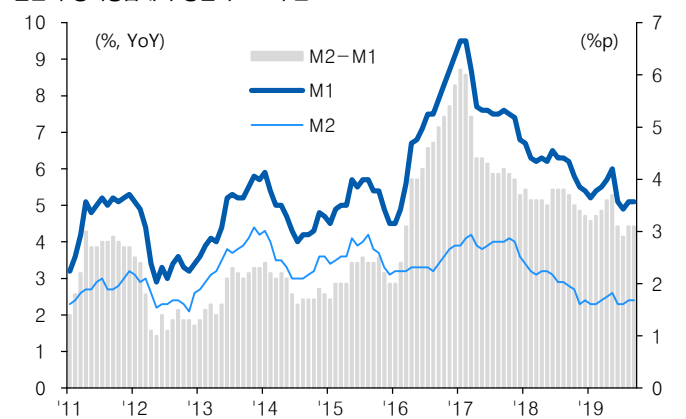
사실 성장 동력이 크게 낮아져 있는 일본이 재정정책에 적극적이지 못하고 오히려 소비세를 인상시키는 이유는 GDP 대비 정부부채의 비율이 다른 국가에 비하여 과도하게 높은 부분에 기인한다. 세수 확보를 위하여 울며 겨자먹기식의 소비세 인상과 이로 인하여 성장률을 일정부분 손해보는 수순으로 이어지게 된다. 결국 일본에서 취할 수 있는 유일한 정책수단은 확장적 통화정책의 유지이고, 상대적으로 아직까지 재정적인 측면에서 여력이 있는 유로존 및 독일경제 대비 우위에 있지 못한 것이 사실이다.

유로존의 자산매입 목표치 재설정을 통한 양적완화 재개



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

일본의 통화공급대비 창출속도도 부진



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

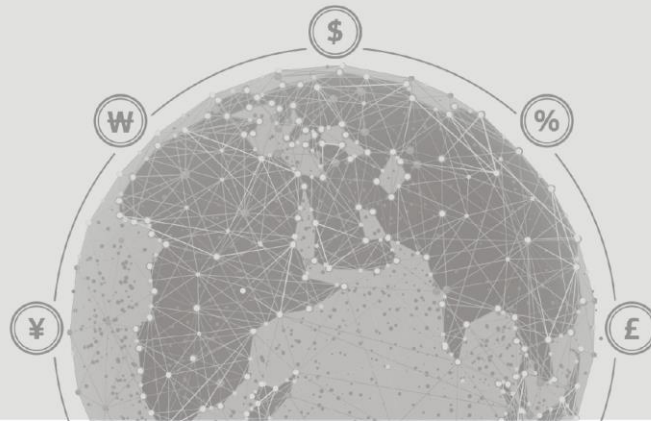
주요 신흥국도 일제히 기준금리 인하

금리인하 랠리는 신흥국 중앙은행에서도 이어지고 있다. 중국 인민은행은 지난 9월 16일부터 모든 은행에 대한 기준율(RRR)을 50bp 내렸다. 또한, 지난 9월 20일 새 기준금리인 1년 만기 대출우대금리(LPR)를 기존 4.25%에서 4.20%로 5bp 내려 두 달 연속 금리 인하를 단행하며 완화에 나서고 있다.

아울러 러시아, 브라질, 터키, 칠레, 인도네시아, 홍콩 등 신흥국도 금리를 인하하며 완화적 통화정책 공조를 펼치고 있는 것이 확인된다. 이와 같이 완화적 통화정책 기조를 통하여 성장률에 대한 기대가 낮아져 있는 상황을 회복하기 위한 노력이 지속되고 있다.

| 금년 중 주요국 기준금리 인하 현황 추이 - 하반기 이후 인하 급증 | | | | | | | | | | (단위: bp, %) |
|---------------------------------------|-----|-----|----|----|----|----|-----|-----|-----|-------------|
| | 1월 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 | 6월 | 7월 | 8월 | 9월 | 현재수준 |
| 미국 | | | | | | | 25 | | 25 | 2.00 |
| 유로존 | | | | | | | | | 10 | -0.50 |
| 영국 | | | | | | | | | | 0.75 |
| 일본 | | | | | | | | | | 0.00 |
| 호주 | | | | | | 25 | 25 | | | 1.00 |
| 뉴질랜드 | | | | | 25 | | | 50 | | 1.00 |
| 홍콩 | | | | | | | | 25 | 25 | 2.25 |
| 한국 | | | | | | | 25 | | | 1.50 |
| 중국 | 100 | | | | | | | | 50 | 13.00 |
| 대만 | | | | | | | | | | 1.38 |
| 브라질 | | | | | | | 50 | | 50 | 5.50 |
| 러시아 | | | | | | 25 | 25 | | 25 | 7.00 |
| 인도 | | 25 | | 25 | | 25 | | 35 | | 5.40 |
| 남아공 | | | | | | | 25 | | | 6.50 |
| 인도네시아 | | | | | | | 25 | 25 | 25 | 5.25 |
| 멕시코 | | | | | | | | 25 | | 8.00 |
| 필리핀 | | | | | | | | 25 | | 4.25 |
| 말레이시아 | | | | | 25 | | | | | 3.00 |
| 태국 | | | | | | | | 25 | | 1.50 |
| 터키 | | | | | | | 425 | | 325 | 16.50 |
| 칠레 | | | | | | 25 | | | 25 | 2.00 |
| 콜롬비아 | | | | | | | | | | 4.25 |
| 이집트 | | 100 | | | | | | 150 | | 15.25 |
| 페루 | | | | | | | | 25 | | 2.50 |
| UAE | | | | | | | 25 | | 25 | 2.25 |

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



4. 물가의 역사

이론적으로 접근하는 낮은 물가상승률

더 이상 물가하락이 어려운 이유 - 재화가격과 자산가격

화폐유통속도의 국가간 비교

미국 - 비내구재 위주의 물가 역성장

유로존과 일본의 물가상승률 둔화

4. 물가의 역사

이론적으로 접근하는 낮은 물가상승률

현재 글로벌 물가상승률은 디스인플레이션을 넘어서는 디플레이션이 발생하는 경우가 빈번한 상황이 이어지고 있다. 특히 최근에는 한국이 디플레이션을 경험하면서 더욱 친숙한 개념으로 볼 수 있다.

기본적으로 물가를 이론적으로 설명하기 위해서는 필립스커브를 활용하게 된다. 일반적으로 분석하는 필립스커브는 기대부가 필립스커브를 상정하는데, 가장 최근 연구로 연준의 장을 지낸 Yellen(2015)에 기반한 수식을 소개하도록 한다.

$$\pi_t = \alpha + \beta_1 \pi_t^e + \beta_2 \pi_{t-1} + \beta_3 \pi_{t-2} - \beta_4 (u_t - u_t^n) + \beta_5 imprice + \epsilon_t$$

기대부가 필립스커브 수식에서 물가를 설명하기 위하여 도입된 각각의 항을 설명하자면 다음과 같다. 먼저 기대물가는 명목임금 결정에 영향을 주는데, 물가가 높아질 것을 고려한 근로자들은 상대적으로 높은 임금을 요구하고, 이에 따라 제품의 가격 상승으로 인해 실제 인플레이션이 발생하는 구조로 해석할 수 있다.

두번째로 자연실업률은 총수요를 의미하는데, 경기호황으로 실제실업률<자연실업률이 되면 물가가 상승하는 구조로 이어지게 된다(그런데 미국의 경우에는 이러한 로직이 잘 성립하지 않는 상황이다).

세번째로 수입물가 항목도 인플레이션을 설명하는 요소인데, 이는 자국통화가치의 약세가 발생하는 경우 수입품의 가격이 상대적으로 높아지기 때문에 중요한 요소로 볼 수 있다.

한편 위 수식에서 오차항은 공급충격을 의미한다. 특히 유가 및 지정학적 리스크 혹은 기술의 발전으로 설명할 수 있는 총공급의 변화를 의미하는데, 이는 앞서 언급한 총수요적인 부분을 제외한 나머지 모든 물가에 영향을 줄 수 있는 변수로 해석해도 무방하다.

그런데 원래 필립스곡선은 실업과 인플레이션이 아니라 실업과 명목임금상승률의 관계를 의미하는 것이다. 명목임금상승률은 결국 생산에서 노동이 차지하는 비중에 의하여 결정되는 과정을 거친다. 본 절에서는 인플레이션이 둔화된 요인을 이론적으로 찾아보는 데 그 목표가 있기 때문에 명목임금상승률이 상승하기 어려운 이유를 언급하고자 한다.

첫째, 이론적으로 노동자들이 임금인상을 요구하더라도 계약 갱신 등으로 인하여 명목임금이 경직적인 부분이 존재한다. 실제로 일반적인 근로자들은 통상적으로 연간 단위의 임금계약을 진행하고 있으며, 이에 따라 계약기간 중간에 갑작스럽게 물가가 움직일 수 있는 요인이 발생하더라도 명목임금에 반영되기 어려운 것으로 해석할 수 있다.

둘째, 2000년대 이후 언급되는 노동생산성의 하락으로 인하여 실업률이 낮아져도 명목임금이 상승하기 어려운 상황이다. 특히 국제분업화가 발생한 상황을 고려한다면, 생산기지가 저임금을 받고 있는 중국으로 옮겨간 부분이 많은 영향이 큰 것으로 생각할 수 있다.

셋째, 기업의 입장에서 임금 높여주기 어려운 환경에 위치하고 있는 것으로 생각된다. 글로벌 가치사슬의 강화로 인해 국가별 산업의 연관도가 높아지기 시작하였고, 이와 함께 경쟁 역시 격화되었다. 따라서 기업의 이윤 부과인 마크업이 쉽지 않은 상황임을 고려할 필요가 있다. 이와 같이 필립스커브를 기반으로 하여 현재 물가상승률이 크게 반등하지 못하는 상황이 이어지고 있는 것을 명목임금의 경직성 및 경쟁 격화 등으로 해석이 가능한 것으로 볼 수 있다.

한편 총수요 부문에서의 좀 더 근본적인 변화를 고민할 필요가 있다. 먼저 자연실업률의 개념 자체가 약해진 상황임을 감안하여야 한다. 자연실업률은 인플레이션을 야기시키지 않는 수준의 실업률을 의미한다. 그런데 이는 이미 미국에서부터 개념이 약해진 것으로 판단된다. 통화팽창으로도 물가가 상승하지 않는다는 것을 확인한 노동자들은 다음기에도 물가상승이 크지 않을 것이라는 예상으로 명목임금 상승에 덜 치중하게 되는 수준으로 이어지게 되고, 결국 장기필립스곡선 자체가 지속적으로 이동하는 상황인 것으로 해석된다.

총수요가 확대되고 있는 국면은 사실이지만 그보다 더 빠른 국제분업화와 경쟁의 확대가 지속되면서 마크업이 힘든 상황이 지속되었고, 특히 정보통신 중심의 기술발전 등으로 기존 산출방식 기준의 물가 혹은 소득수준이 최신 기술적인 측면을 반영하기 어려워진 상황이다. 이에 따라 기존 방식으로 측정된 물가상승률은 상품물가 중심으로 하락하고 있는 상황이 이어지고 있는데, 이러한 기조는 예전처럼 물가의 급반등을 예상하기 어려운 국면인 것으로 생각된다.

또하나의 이유로 좀 더 심도있게 다루어야 되는 부분은, 총수요가 제품수요가 아니라 자산수요로 이동하였기 때문에 필립스커브의 작동이 안되는 것으로 생각할 수도 있다. 통상적으로 물가는 재화와 서비스에 대한 가격을 의미하는데, 추가적으로 자산의 가격까지 개인이 가진 자원을 배분하면서 비용을 지불하는 것으로 간주할 수 있다. 따라서 자산수요와의 연관성을 살펴볼 필요가 있다.

더 이상 물가하락이 어려운 이유 - 재화가격과 자산가격

물가를 설명함에 있어서 통화량을 제외하고 설명하는 것은 상당히 어렵다. 기본적으로 물가는 돈의 가치이기 때문에 시중에 풀려있는 화폐의 수요와 공급에 의하여 큰 영향을 받기 때문이다. 따라서 본고에서는 통화량과 물가를 통하여 새로운 지표를 산출해 보았다.

물가를 설명함에 있어 통화량을 기준으로 분석한다면 통화량이 늘어나면서 화폐의 가치는 상대적으로 낮아져야 한다. 그런데 자산시장이라는 변수가 이 관계에 개입한다면 조금 다른 관점에서 접근을 할 수 있다.

자산시장에서는 신용의 창출이 가능하며, 경제 내에서 순환되는 돈의 규모가 바뀔 수 있다. 예를 들어 주식시장의 활황으로 인해 자산시장의 규모가 증가한다면 통화량 역시 증가할 수 있다.

따라서 통화량과 물가, 그리고 자산시장까지 함께 고려하여 향후 물가의 방향성을 살펴볼 수 있다. 분석을 단순화하기 위하여 M2 증가율, 물가상승률, 주식시장 대표지수의 상승률을 전년대비로 산출하였고, M2 증가율과 물가상승률의 차이와 주가상승률의 관계를 파악하였다.

분석 결과는 다음과 같다. 미국의 사례를 살펴보면 M2 증가율과 물가상승률의 격차는 주식상승률에 약 30개월 정도 후행하여 움직이는 것을 볼 수 있었다. 다른 국가도 마찬가지로인데, 유로존은 동일한 분석시 26개월 후행, 일본은 27개월 후행, 한국은 23개월 정도 후행하는 모습을 보여주고 있다.

이와 같은 분석 결과를 해석하자면, 자산시장의 규모가 증가하면서 유동성이 확대되는 모습을 보이고, 이에 따라 상대적으로 상품과 서비스 등 실물시장에서의 가격변동보다 자산시장에서의 가격변동이 더 크게 발생하였기 때문에 상품과 서비스의 가격상승이 둔화되는 모습을 보였다는 것으로 해석할 수 있다.

물론 이러한 분석의 정당성을 부여받기 위해서는 정교한 실증분석을 통하여 통계적 유의성을 점검해야 하겠지만 단순히 그래프를 통한 선행성을 판단한다면 이상과 같은 로직이 만들어진다(단순한 Granger Causality test 결과는 주가지수가 M2-물가의 원인변수로 작용한다는 것이 증명됨).

그렇다면 앞으로의 움직임은 어떻게 진행될지에 대한 고민이 필요하다. 단순한 접근법으로 대부분의 국가에서 보면 M2증가율과 물가상승률 격차의 lag 값이 고점 영역에 위치한

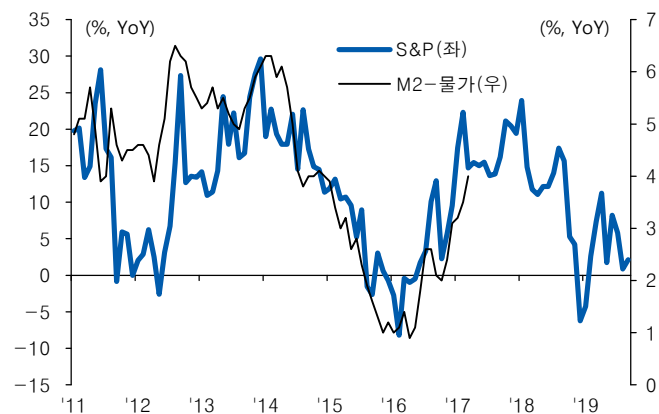
것으로 해석이 가능하다. 즉 동 지수는 더 이상 상승보다는 오히려 하락 전환의 가능성이 더 높은 것으로 볼 수 있다.

여기에서 주목할 점은 동 지수의 하락이 M2 증가율의 하락에 기인할 것인가 혹은 물가 상승률의 증가에 기인할 것인가이다. 그런데 향후 예정되어 있는 정책 기조 상 글로벌 완화적인 통화정책 기조에 의하여 통화량의 증가율은 더 높아질 가능성에 좀 더 무게를 둘 수 있다. 따라서 M2 증가율이 하락하지 않는다면 자연스러운 수준은 물가의 상승이다.

좀 더 자세히 설명하자면 약 26~30개월 정도 이전의 자산시장 확대 효과로 인하여 현재의 실물시장의 물가가 영향을 받아 상대적으로 물가수준이 낮았다면 지금부터는 실물시장에서의 회전속도가 높아짐과 더불어 수요 확대 가능성이 존재하는 것으로 해석된다.

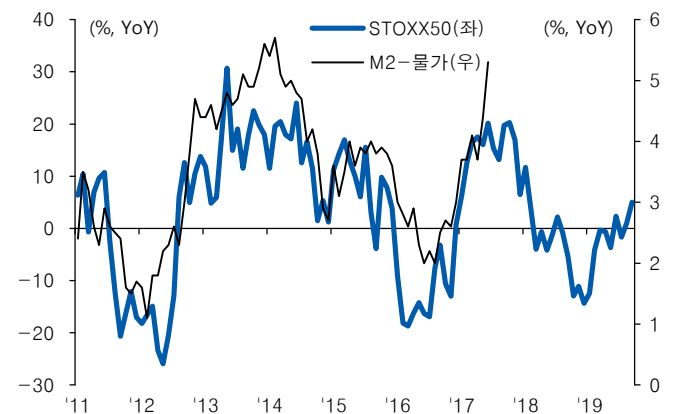
이와 같이 물가가 반응한다면 일각에서 제시되고 있는 유동성함정에의 위험에서도 일정 수준 벗어날 수 있을 것으로 생각된다.

미국은 30개월의 시차를 두고 두 변수의 움직임이 동행



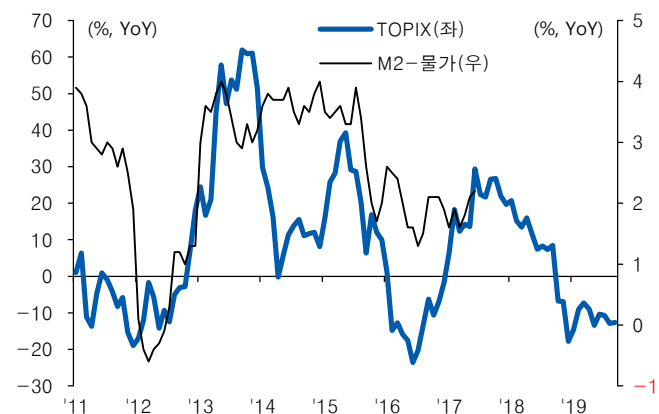
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

유로존은 26개월의 시차를 두고 두 변수의 움직임이 동행



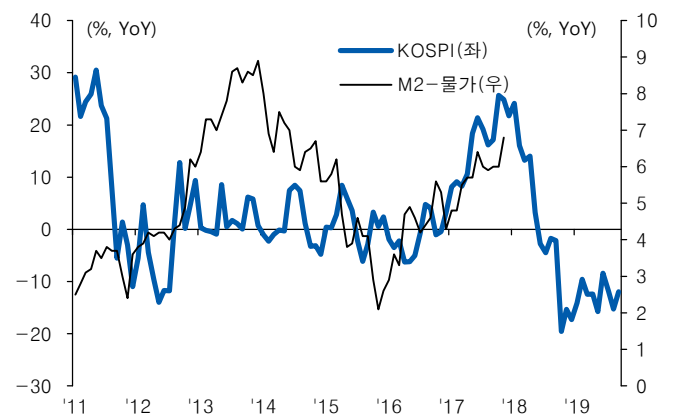
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

일본은 27개월의 시차를 두고 두 변수의 움직임이 동행



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

한국은 23개월의 시차를 두고 두 변수의 움직임이 동행



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

화폐유통속도의 국가간 비교

유동성함정은 결국 통화량과 성장세의 관계를 의미한다고 볼 수 있다. 이를 단순히 측정하기 위해서 본고에서는 통화량 증가율과 명목GDP의 성장률의 관계를 살펴보았다. 실질GDP가 아니라 명목GDP를 사용하는 이유는 성장속도를 측정하는 것이 아니라 규모 자체를 측정하는 것이기 때문이다. 화폐수량설에 기반한 수식은 앞서 언급하였듯이 $MV=PY$ 로 정의된다. 이를 정리하면 화폐유통속도인 $V=PY/M$ 으로 변형할 수 있다.

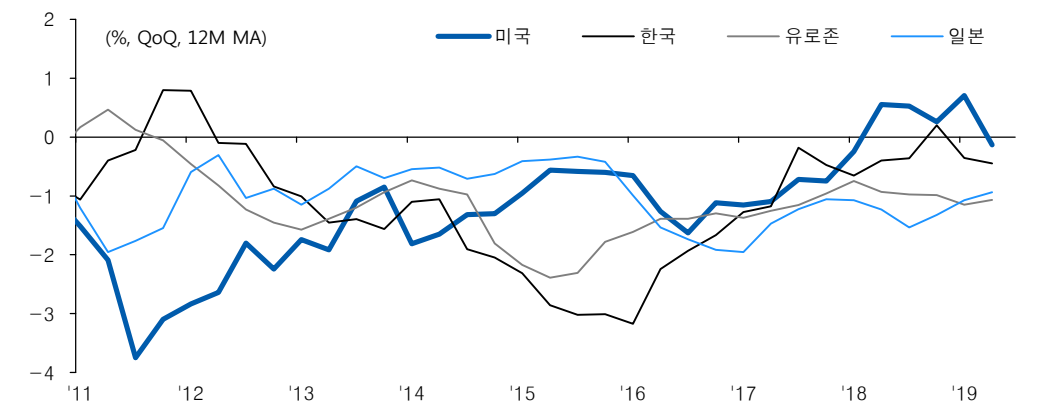
미국, 유로존, 일본, 한국을 대상으로 2011년 이후로 한정하여 분석한 결과는 다음과 같다. 먼저 미국의 경우 글로벌 금융위기 이후 통화량 증가세에 비하여 경제규모의 성장이 뒤쳐지는 국면을 2017년 중반까지 지속하였던 상황이 확인된다.

그러나 2018년에 진입하면서 성장세가 통화량 증가세를 앞서게 되는데, 이를 단순히 해석해보면 유동성함정 국면에서 탈출한 것으로 해석할 수 있다. 다만 금년 들어 다시금 동 지표가 하락하면서 다시금 (-)영역으로 진입한 것이 확인된다.

한편 유로존과 일본도 여전히 동 지수가 (-) 국면에 머물고 있는 것을 볼 수 있고, 변동성 자체도 낮은 것을 볼 수 있다. 상대적으로 일본보다 유로존의 모멘텀은 한국과 마찬가지로 개선되어 있는 모습을 볼 수 있기 때문에 화폐유통속도 측면에서는 양호한 것으로 해석할 수 있다.

전반적으로 주요 국가들의 유동성환경은 지난 10여년간에 비하여 높은 상황이기 때문에 유동성의 확대에 따른 효과를 누릴 수 있는 시점인 것으로 생각되며 이에 따라 물가수준도 추가적으로 낮아질 가능성은 낮은 것으로 생각된다.

주요국의 M1 화폐유통속도 변화 - 지난 2016년 당시와 비교할 때 개선되어 있는 모습



자료: 유안타증권 리서치센터

미국 - 비내구재 위주의 물가 역성장

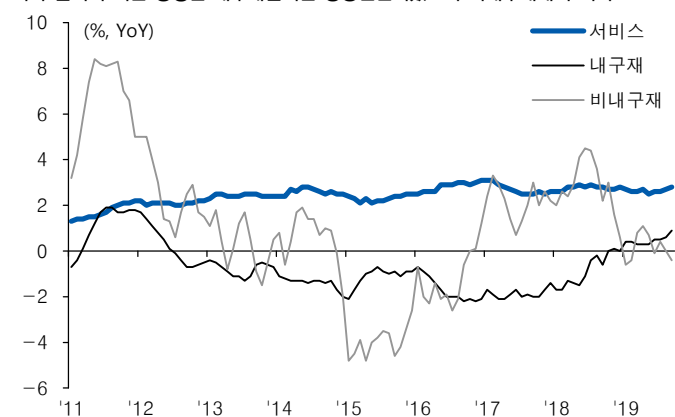
최근 미국의 물가를 둔화시킨 주요 원인은 비내구재 위주의 물가 역성장인 것으로 볼 수 있다. 지난 2017년 당시부터 물가수준이 낮게 형성되면서 우려를 보였었는데, 그 당시에는 내구재 물가가 상당히 낮은 모습을 보였다. 특히 내구재물가는 2012년 중순부터 전년 대비 역성장 기조를 지속하였는데, 2018년 연말부터 (+)로의 전환이 달성된 것이 확인된다. 결국 비내구재에 대한 고민이 필요한 상황으로 볼 수 있다.

대표적인 비내구재로 볼 수 있는 연료, 식품, 의류 등이 동 지수를 구성하는 것으로 해석할 수 있는데, 연료 물가는 국제유가와 밀접하게 연관되어 있기 때문에 쉽게 설명이 가능하다. 그러나 의류 등의 품목에 관한 고민은 조금 더 살펴볼 필요가 있다. 사실 지난해 연말과 금년 연초 미국의 소비 실적은 상당히 둔화된 모습을 보였다. 이에 따라 재고 등의 물량이 남아있게 되면서 현재의 가격 하락이 지속된 것으로 해석이 가능하다.

반면 메디케어 및 주택가격과 같은 서비스 관련 물가지수는 높은 수준을 유지하는 모습을 보이고 있다. 이에 따라 서비스물가지수는 여전히 상승하는 중인 것으로 볼 수 있다. 특히 메디케어의 경우 지난 2년여간 미국의 약가통제 등으로 인해 상승률이 상당히 낮은 수준에 있었으나 최근 2개월간 급격한 상승을 경험하였다.

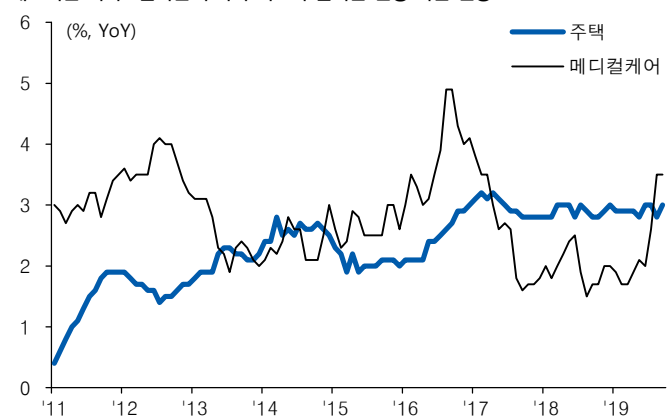
이상과 같은 미국의 물가는 결국 통화정책과 연결지어 생각해야 한다. 지금의 물가는 교역이 가능한 소프트한 상품으로 볼 수 있는 비내구재 위주의 하락세가 이어지고 있기 때문에 완화적인 통화정책은 달러화의 약세 가능성을 높여주게 되며, 이에 따른 수입물가 상승 및 물가의 회복으로 이어질 수 있다. 적어도 해당 지표의 디플레이션 우려를 해소하기 위해서 통화정책이 완화적으로 진화된다면 경제 내에서의 상품 관련된 재화의 회전속도가 높아질 수 있을 것으로 생각된다.

미국 물가의 최근 동향은 내구재물가는 상승반전하였으나 비내구재에서 하락



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

대표적인 서비스물가인 주거와 의료의 물가는 안정 혹은 반등



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

유로존과 일본의 물가상승률 둔화

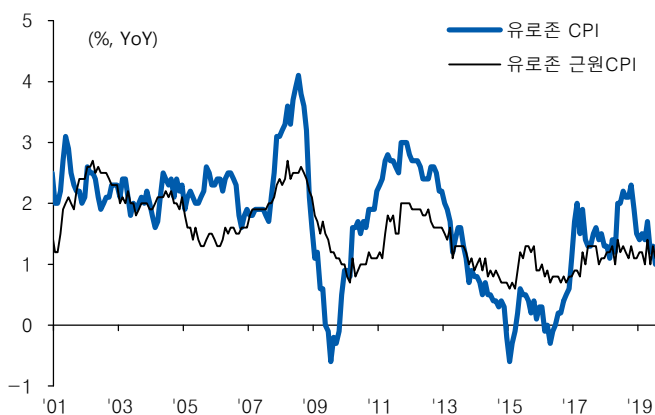
통화정책의 목표가 물가안정인 만큼 주요국의 물가추이를 확인하는 것도 중요하다. 특히 유로존과 일본의 물가는 그 수준이 높지 못하고, 상승속도도 느리기 때문에 물가의 하향 안정보다는 상승을 통하여 경제의 활력을 주입하는 방향으로 진행될 것으로 생각된다.

우선 유로존의 물가상승률 수준을 살펴보면, 지난 8월의 헤드라인 CPI는 전년대비 1.0%를 기록하였다. 최근 디플레이션 국면에 진입해 있는 한국과 비교한다면, 그리고 지난 2015년 당시의 상황과 비교한다면 상당히 높은 수준인 것으로 보인다. 그러나 최근의 방향성은 지난해의 역기저효과를 감안하더라도 상당히 빠른 속도로 낮아지는 모습이 연출되고 있다. 따라서 물가를 높이려는 노력과 더불어 완화적인 통화정책을 지속할 가능성이 높은 것으로 해석된다. 근원CPI는 2017년 이후 1~1.5% 사이에서 큰 변동이 없는 모습이다. 장기 시계열로 보면 평균값 자체가 상당히 낮아져 있는 기간이 길게 형성되어 있다.

일본의 경우에는 헤드라인 CPI만 보면 상당히 심각한 상황인 것으로 볼 수 있다. 만성적인 디플레이션에서 조금이나마 탈출한 모습이지만 여전히 1%에 채 미치지 못하는 수준이 이어지고 있으며, 지난 8월에는 전년대비 0.3%의 상승률을 기록하고 있다. 4분기에 예정되어 있는 소비세 인상 및 적극적인 재정정책 의지가 있기 때문에 반등할 수 있는 여지가 존재하는 것, 근원CPI가 2017년의 역성장에서 벗어나 소폭이나마 꾸준히 상승세를 유지하고 있는 것을 감안하더라도 여전히 낮은 모습을 보이고 있다.

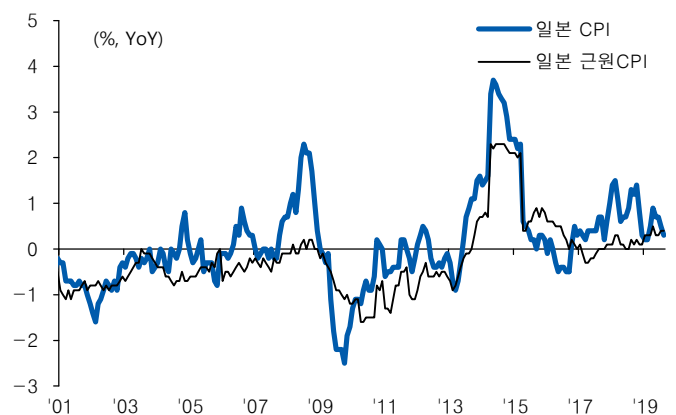
결국 유로존과 일본 모두 물가안정을 목표로 통화정책을 집행한다면 현재의 물가상황은 완화적 정책을 가져가야된다는 당위성을 확보해 준다는 측면에서 향후 완화적 통화정책이 지속될 수 있다는 예상을 할 수 있다. 물론 이미 금리수준이 마이너스 영역에 있기 때문에 양적완화 등 비전통적인 통화정책을 통한 진행 가능성이 높을 것이다.

유로존의 물가상승률은 최근 급격히 둔화되는 모습

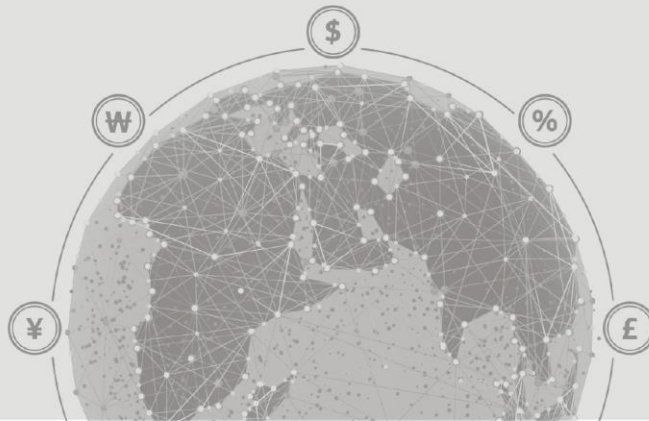


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

일본 물가는 여전히 반등이 요원한 상황



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



5. 국가별 경기현황 점검

미국 소비경기의 엇갈림

소비 확대는 주택시장의 개선이 필요

고용시장에서의 둔화 조짐

ISM지수에 대한 고민과 반등 가능성

유로존 독일 부진 언제까지?

우려되는 노딜브렉시트, 새로운 가능성의 프랑스

세금부담 일본과 내수부담 중국

결론 – 특별한 이슈가 없다면 유동성의 효과 기대

5. 국가별 경기현황 점검

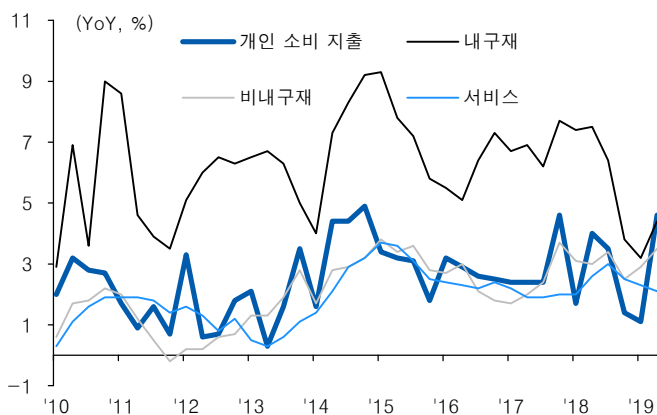
미국 소비경기의 엇갈림

미국의 가계소비지출은 GDP 대비 대략 70%를 차지하고 있어 미국의 가계소비 향방은 경기현황을 점검하는데 있어 매우 중요하다. 결론부터 말하자면 금년 미국의 소비 흐름은 가시적인 반등을 하지 못한 가운데 뚜렷한 방향성을 보여주지 못하는 상황이다. 소매판매는 지난해 12월 전년비 +1.2%를 기록하며 급락한 이후, 연초에는 소폭 회복세를 보였다. 8월에는 전년비 +4.4%를 기록하며 소비회복에 대한 기대감을 불러 일으켰으나 이는 변동성이 큰 주유소와 자동차관련 매출의 증가에 기인한 결과로 해석된다. 결국 9월 발표된 소매판매는 8월대비 -0.3%p 감소하며, 다시 감소세를 나타낸다. 소비는 등락을 거듭하며 뚜렷한 방향성을 보여주지 못하고 있다.

존슨 레드북 소매판매 지수는 주간단위로 발표되는 지표로 지난해 소비시즌 이후 금년 2월까지 급락했으나, 이후 등락을 거듭하며 8월에는 전년수준을 회복하는 모습을 보였다. 하지만 관세부과가 본격화된 9월부터는 하강하고 있는 모습이다.

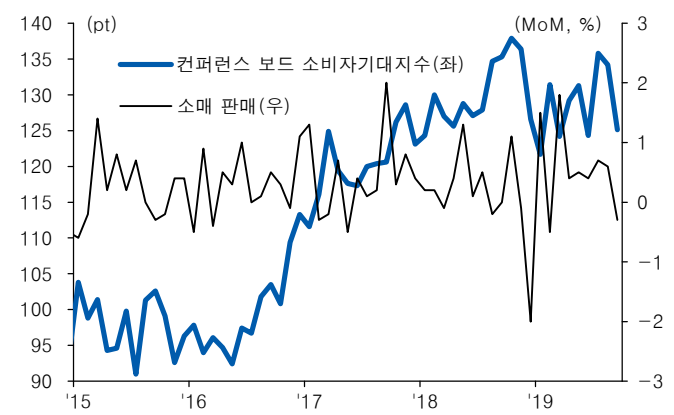
한편 소비자심리지수를 통해 현재 소비여건을 확인할 수 있다. 미시간대학교 소비자신뢰지수의 경우 금년 5월 100.0pt 도달 이후 9월에는 93.2pt를 기록하며 하락세를 보이고 있고, 컨퍼런스보드의 소비자신뢰지수 또한 등락을 거듭하다가 두 달 연속 하향추세를 보이고 있다. 미시간대학교 소비자신뢰지수 세부조사항목에서 소비자들의 구매여건에 대한 항목에서 미국 소비자들이 판단하는 소비여건을 확인할 수 있는데, 내구재중 자동차 구매여건에 대한 긍정응답은 증가했으나 가정용 내구재 구매여건에 대해서는 부정적응답 비중이 높아지는 등 엇갈리는 방향성을 보여주고 있다. 따라서 향후 소비전망에 대한 분석을 위하여 근본적으로 소비에 영향을 미치는 주택시장과 고용시장을 살펴볼 필요가 있다.

미국 GDP 성장률에 대한 개인소비 기여도와 1, 2분기 등락하는 모습



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

하드지표와 소프트지표에서 소비흐름은 좋지 못한 상황



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

소비 확대는 주택시장의 개선이 필요

근본적으로 소비에 대해 접근할 때 중요하게 고려할 사항은 바로 가계의 소득과 저축이다. 미국의 실질개인소득 증가율은 지난해 8월 이후 감소추세에 있다. 반면, 가계저축 증가율은 지난해 12월 전년대비 +39.3% 증가이후 등락을 거듭하며 상승하고 있는 추세이다.

가계가 소비를 줄이고 저축을 늘리는 것은 자산가격의 하락과 더불어 고용시장 불안에 따른 미래의 소득 불확실성 때문이다. 따라서, 가계소비의 증가는 고용시장에서 소득과 주택시장에서 자산효과가 발생이 중요하다.

먼저 주택시장에 대해 살펴보면, 지난해 하반기부터 수요, 공급의 감소와 가격 상승폭 둔화가 현저하게 나타나면서 우려가 확대되었다. 한편 금년초 모기지 금리 하락과 연준의 금리인하 등 금융여건 개선으로 거래가 반등했으나 등락을 거듭하며 여전히 불안한 모습이다. 하지만 금년 하반기들어서는 둔화세가 차츰 개선되는 양상이 나타나고 있다.

공급측면에서 8월 주택착공건수는 136.4만호를 기록하며 전월대비 +12.3% 증가하였고, 건축허가도 142.5만호를 기록하며 전월대비 +8.2% 증가하는 모습이 나타났다. 9월 건축허가는 8월 대비 감소하였으나 컨센서스를 상회하였고, 금년중 두번째로 높은 수준에 위치하고 있다. 수요측면에서는, 8월 기존주택매매가 전월대비 +1.3% 증가한 549만호를 기록하며, 2개월 연속 증가세를 보이며 개선되는 모습이 확인되었다.

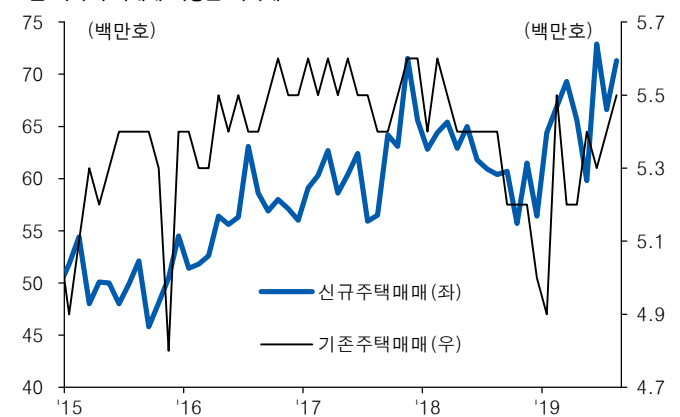
이러한 주택시장의 흐름속에 10월 NAHB 주택시장지수는 71pt로, 지난해 1월(72pt) 이후 연중최고치를 기록하며 주택시장의 흐름이 개선되는 모습이다. 하지만, 주택가격 상승폭 둔화는 아직까지 개선되고 있지 않은 모습으로 최근 흐름을 가격에 반영되어 자산효과로 실현되기까지는 조금 더 시간이 필요할 것으로 보인다.

가계소비지출은 지난해 12월 이후 감소세 저축은 등락을 거듭하며 상승세



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

8월 미국 주택매매 시장은 회복세



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

고용시장에서의 둔화 조짐

미국의 고용시장은 외형상 탄탄한 것으로 보이지만 확장세가 언제까지 지속될 것인가 생각해볼 필요가 있다. 9월 비농업부문 고용 예비치는 13.6만명 증가에 그쳤는데, 지난 7월(15.9만명), 8월(16.8만명) 이후 고용 둔화가 뚜렷한 모습이다. 최근 3개월 평균은 16.8만명 수준으로, 지난 10년간 월 평균 19만명을 크게 밑도는 수준이다.

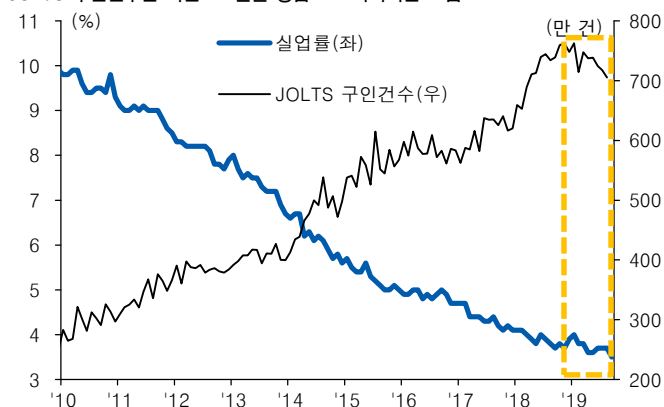
한편, 9월 실업률은 전망치 3.7%를 하회하며 3.5%를 기록했다. 이는 1969년 12월에 기록한 3.5% 이후 50년만에 최저 수준이다. 외형상 노동시장은 호조를 보이고 있으나, 고용지표는 경기 후행적 성격임을 상기해 볼 때, 실업률이 일반적인 사이클 지표들 가운데 가장 후행하는 성격을 지니고 있는 만큼 향후의 흐름은 현재 실업률 수준이 이어질 것으로 기대하기는 힘들 것으로 생각할 수 있다.

미국 고용시장에 높아지는 긴장을 보여주는 또다른 지표로 구인구직 지표가 있다. JOLTS 구인구직지표에서 9월 구인 수는 전망치(725만 건)를 크게 하회한 705.1만 건으로 전월대비 -12.3만 건 감소하며 부진한 모습을 보였다.

헤드라인 숫자가 주는 의미 이외에 9월 구인 수 데이터를 조금 더 살펴볼 필요가 있다. 정부 부분의 고용을 제외한 민간 부분의 구인 수는 632만 건으로 전월대비 -142만건 감소하며 큰 폭의 하락을 기록했다. 현재의 부진이 일시적인 상황이 아닌 3개월 연속 부진했다는 점에서 8월 지표의 부진은 명확한 고용시장의 위축 추세전환의 우려를 가중시키는 상황을 형성했다는 점에서 눈여겨볼 필요가 있다.

미국의 고용시장도 이제는 정점에 도달했다는 우려는 한층 높아질 수 있으며, 더불어 해당 지표의 흐름은 소비자 심리의 위축으로 이어져 부담이 될 수 있다.

JOLTS 구인건수는 작년 11 월을 정점으로 하락하는 모습



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

이직률 하락은 노동시장에서 일자리에 대한 자신감 하락을 의미.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

ISM 지수에 대한 고민과 반등 가능성

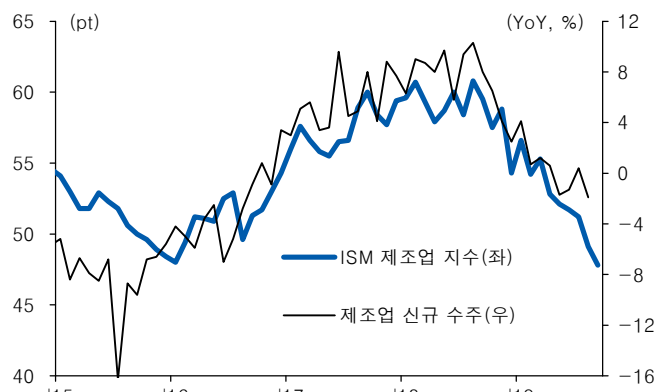
9월 미국의 ISM제조업 지수는 기준선 수준을 회복할 것으로 예상된 컨센서스를 하회하였고, 전월치(49.1pt)를 하회하며, 47.8pt를 기록했다. 2009년 6월(46.3pt) 이후 최저 수준을 기록하며, 연준의 10월 베이지북에서도 언급하고 있듯이 제조업 침체 우려가 확대되고 있다.

세부지표에서도 부정적 모습이 다수 발견된다. 총 10개 항목 중 물품인도 항목을 제외한 모든 항목에서 기준선인 50pt를 넘지 못하는 상황이 이어지고 있다. 특히 세부지표중 핵심적인 신규수출주문은 4개월 연속 하락했으며, 제조업생산은 3개월 연속 하락하며 헤드리인지수의 하락을 주도한 것으로 보인다. 특히, 7월부터는 신규수출주문의 감소폭 확대가 현저하게 나타나며 무역분쟁의 격화가 실제로 반영된 모습을 확인할 수 있다.

한편 신규수주 항목에서 미약하지만 반등이 확인되었다. 같이 살펴볼 지표로 재고 수준에 대한 의견 중 재고감소에 대한 응답 비중이 크게 증가하였다. 또한 재고지수는 46.9pt로 2016년 12월(47.0pt) 이후 최저치를 기록했다. 8월 제조업 신규수주와 재고의 스프레드를 살펴보면, 빠른 속도로 재고의 소진이 발생하고 있는 것으로 판단할 수 있다. 이에 따라 제조업 신규수주와 재고의 스프레드는 +0.1%p를 기록하며 (+)로의 상승반전한 것으로 확인된다. 이에 9월 ISM 제조업지수에서 신규수주는 미약하지만 반등에 성공한 것으로 해석할 수 있다.

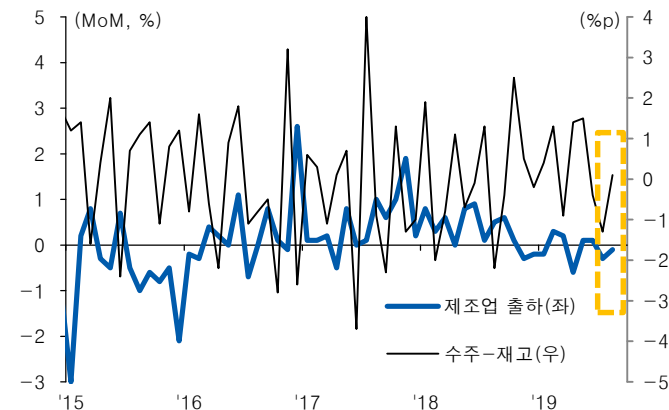
결국 현재의 ISM 지수의 하락기조에는 재고소진의 영향을 무시할 수 없으며, 현 수준의 재고 수준이 추가적으로 감소하기 힘든 상황으로 생각해볼 때 재고의 재축적 의지가 하방을 지지할 수 있을 것으로 생각된다. 특히 무역분쟁과 연관성이 높은 지수인데, 이달 미중은 스몰딜에 합의한 만큼, 지수의 반등 가능성은 열어둘 필요가 있다.

9월 ISM제조업지수, 47.8pt로 2개월 연속 위축 국면



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

수주-재고 스프레드 플러스 전환. 일정부분 재소 소진 확인



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

유로존, 독일 부진 언제까지?

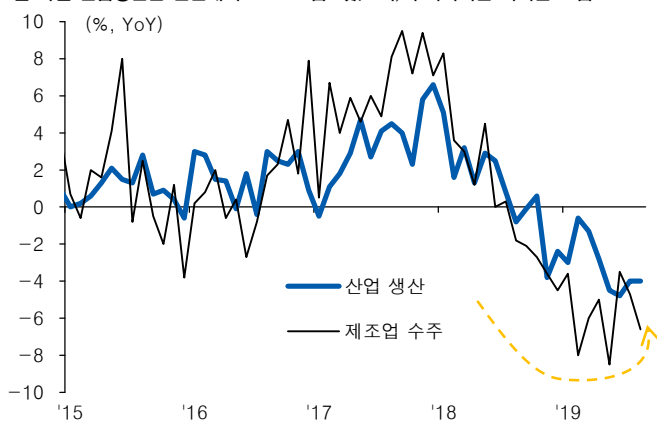
독일정부는 금년 성장률 전망치를 0.5%로, 내년 전망치는 1.0%로 하향 조정했다. IMF도 10월 경제전망에서 독일의 성장률 전망치를 금년 0.5%, 내년 1.2%로 각각 0.5%p, 0.2%p 하향 조정하며 독일의 부진은 이어질 것으로 전망하고 있다. 그런데 이러한 결과를 해석해보면 상대적으로 금년이 예상보다 더 힘들었지만, 내년에는 그만큼 더 긍정적으로 볼 상황이 될 수 있는 것으로도 해석이 가능하다.

실제로 8월 독일 산업생산은 전년대비 -4.0% 감소했고, 전월비로는 +0.3% 증가하는데 그쳤지만 희망적인 부분도 확인된다. 세부항목 중 비내구재를 제외한 항목에서 감소폭 축소가 확인되고 있는 점은 긍정적이다. 내구재 항목중에 자동차, 운송장비, 금속류 생산 반등이 확인된 점은 긍정적이다.

실물지표 둔화에 따라 이를 방어하기 위한 독일에 대한 균형재정 철폐와 확대재정에 대한 기대가 높아지고 있다. 하지만 독일 재무부는 추가적인 재정지출에 대해 선을 그으며 탄탄한 내수시장에 대한 자신감을 피력하고 있다. 여전히 재정정책이라는 카드를 확보하고 있는 것으로 볼 수 있다. 실제로 독일 경제를 지탱해주는 힘은 건조한 노동시장과 튼튼한 내수이다. 우선, 독일의 9월 실업률은 5.0%를 기록했다 금년 5월부터 5개월 연속 5.0%를 기록하는 중이다. 또한, 9월 실업인구는 -1만명 감소하였고, 전월에는 +2천명 증가하는데 그치며 고용여건은 상대적으로 건조한 흐름임을 보여주고 있다.

소프트지표에서도 긍정적인 부분이 확인된다. 독일 시장조사기관 GfK는 10월 소비자심리지수가 9.9pt로 발표되었고, 전망치(9.7pt)를 상회하였다. 주목할 만한 점으로 하위 지표중 구매의향지수가 3개월 연속 반등하여 55.1pt를 기록했다. 소프트지표 그래도 아직까지 독일 소비자들은 소비를 급격히 줄이지 않을 것이라는 것을 생각해볼 수 있다.

8월 독일 산업생산은 전년대비 -4.0% 감소했으나, 추가하락은 피하는 모습



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

독일은 낮은 실업을 견조한 소득을 바탕으로 경기를 지탱



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

우려되는 노딜브렉시트, 새로운 가능성의 프랑스

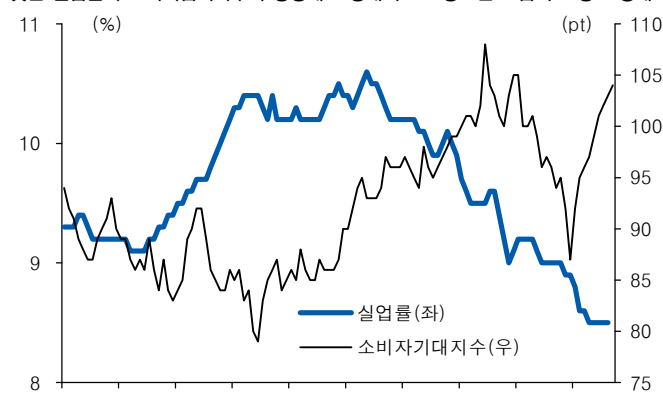
보리스 존슨 영국 총리는 EU와 합의한 브렉시트안에 대해 의회 표결에 실패했다. 하원에서는 존슨 총리가 브렉시트안에 대한 승인투표를 요구하자 상황변동이 없다며 거부하며 영국 의회의 승인투표는 부결되었다. 이제 EU는 지금 상황에서 향후 정치적 경로를 명확히 제시하라고 강하게 요구할 수 있다. 이에 존슨 총리는 브렉시트를 추가 연기를 요청하며 불확실성은 쉽게 해소되지 못하고 있다. 영국 정부는 승인투표 개최가 불발되자 즉시 EU 탈퇴협정 법안과 관련 이행법률을 상정할 것이라고 밝혔다. 10월 24일까지 브렉시트 탈퇴를 위한 이행법률이 통과된다면 곧바로 브렉시트 합의안이 표결에 부쳐져 의회를 통과할 경우 예정대로 10월 31일에 노딜 브렉시트가 현실화 된다.

사실 브렉시트의 충격이 유로존 전체로 확산되기보다는 영국에 좀 더 큰 타격을 줄 것이라는 전망이 우세한 상황임을 감안한다면 전반적으로 유로존의 펀더멘털에 크게 영향을 줄 수 있는 변수는 아닌 것으로 생각된다. 다만 파운드화 환율 등의 변동성 확대에 따른 유로화 가치의 움직임이 일정수준 발생할 수 있을 것으로 생각된다.

한편 다른 유로존 국가들인 프랑스, 스페인 등의 국가들도 아직 고용과 내수가 강건한 수준인 것으로 볼 수 있다. 프랑스는 2분기 전망치(+1.3%)를 상회한 +1.4% 성장을 달성하였고, 10월 IMF 경제성장전망에서 미세조정되는데 그치며, 글로벌 경기 둔화속에서 비교적 양호한 흐름을 보이고 있다.

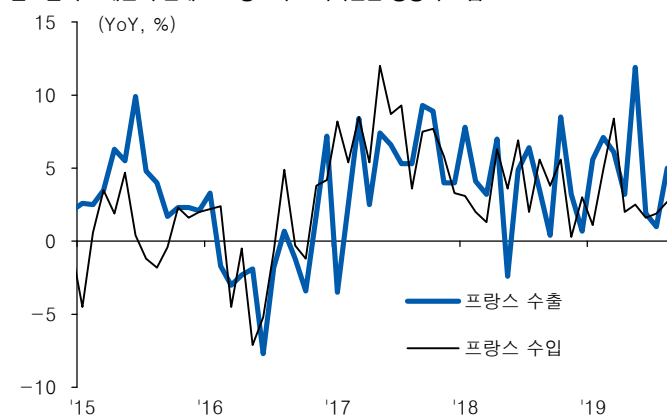
또한 프랑스의 8월 실업률은 8.5%를 기록하며, 금년 4월부터 5개월 연속 견조한 모습을 보이고 있고 금융위기 이후 가장 낮은 수준에 위치해 있다. 프랑스의 수출액 증가율은 상대적으로 좋은 흐름이다. 8월 프랑스의 수출은 전년대비 +5.0%를 기록하였는데, 글로벌 수요둔화에서도 플러스 영역을 유지한 것을 감안한다면 안정적 성장이 기대된다.

낮은 실업률과 소비자심리지수의 상승세로 상대적으로 양호한 흐름의 프랑스 경제



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

글로벌 수요제인 부진에도 프랑스의 교역여건은 긍정적 흐름



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

세금부담 일본과 내수부담 중국

주변국인 일본과 중국의 경기흐름은 좋지 못한 상황이다. 일본은 10월 1일자로 소비세 인상이 단행되었다. 지난 2014년에도 소비세 인상이 진행되었는데, 당시 2분기 연속 마이너스 성장을 기록하였다. 이러한 경험을 한 일본은 이번 인상 시점도 두 번이나 늦췄지만 인상을 단행한 지금 시점이 일본 경제에는 좋지 못한 실정이다.

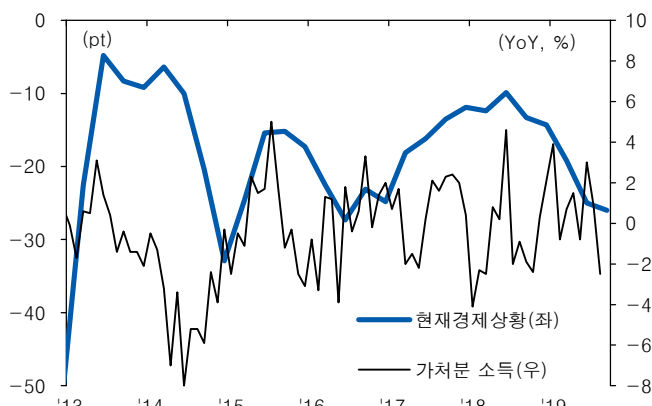
4분기 소비 위축은 불가피한 상황이다. 또한 수출감소와 투자부진이 하방압력으로 작용하는 한 정상화 과정은 쉽지않다. BOJ의 총자산은 10월 10일 기준 5조302억달러로, GDP와 비교해도 BOJ의 보유 자산은 상당하다. 일본은행도 지속적으로 목표인플레이션과 경기방어에 신경쓰고 있지만 이번 소비세 인상으로 경제는 상당기간 부진이 예상된다.

중국의 경우도 우려가 높아지고 있다. 무역분쟁의 당사자인 만큼 이러한 이슈가 사라지지 않는다면 경제에 대한 희망을 보기가 쉽지않은 모습이다. 중국의 3분기 GDP는 24.7조위안으로 전망치 +6.1%를 하회하며 전년대비 +6.0% 성장에 그쳤다.

연초부터 지준율인하, 특수목적채권 발행 등 온갖 부양책 속에도 아직까지 그 효과는 나타나지 않는 모양새다. 리커창 총리, 류허 부총리는 국무원 단위급 경제금융 회의에서 대외 불확실성 인식과 부양책 시행 필요성을 표명하였고, 내년 특수목적채권 조기발행도 논의되는 상황으로 부양책에 대한 기대는 그래도 아직까지 남아있다.

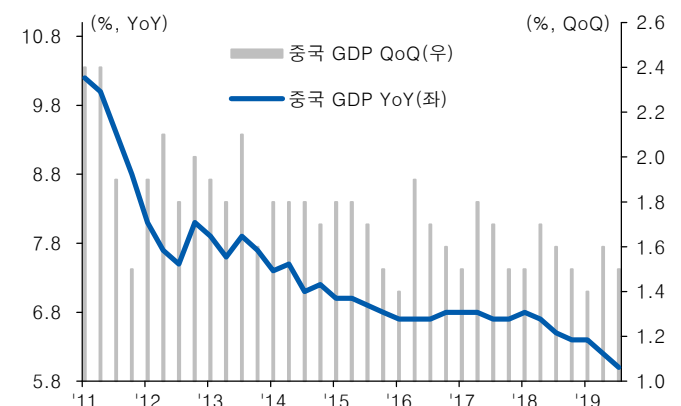
다만 중국이 그래도 아직까지 통화정책과 재정정책 여력은 남아있다는 점, 사이클 지표중 제조업 PMI에도 원자재, 생산품 재고가 각각 47.6, 47.1을 기록하며 재고 소진이 상당히 진행되어 저점에 있는 만큼 소강상태에 있는 무역분쟁의 향방에 따라 반등가능성도 열어둘 필요가 있다.

일본 경기상황지수와 가처분소득 증가율은 부진한 상황



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

통계작성이래 최저치를 기록한 3분기 중국 GDP



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

결론 - 특별한 이슈가 없다면 유동성의 효과 기대

본 연구를 통하여 전망하는 글로벌 경기 상황은, 실물지표의 강한 반등을 이끌어 낼 만한 요소가 크지 않은 상황이기 때문에 완화적 통화정책을 통하여 상당히 둔화되어 있는 경제의 동력을 살리는데 총력을 다할 한해가 될 것으로 생각된다. 다만 무역분쟁 등 글로벌 경기에 대한 불확실성 요소들이 추가적으로 악화가 될 가능성보다는 최소한 현 상황을 유지할 가능성이 높기 때문에 정책의 효과로 추가적인 경기의 하강 움직임은 제한적일 것으로 생각된다. 2019년이 글로벌 금융위기 이후 가장 부진한 한해였다면 2020년에는 성장률 측면에서 더 하락할 가능성은 낮은 것으로 생각된다.

주요 국가별 전망을 요약하자면 다음과 같다.

미국 - 향후 소비 여건이 개선되기에는 제약조건이 상존

1. 저축률 증가는 미래의 소득불확실성을 예상하는 행태
2. 주택시장 거래와 공급 회복에도 가격 부진은 부의 효과 제한
3. 고용시장에서 추가적인 호조가 부담되는 상황

유로존 - 부진하지만 반등가능성이 있는 독일, 기대가 되는 프랑스

1. 독일의 자동차수주와 기업들의 심리지표 회복
2. 안정적인 노동시장과 견조한 소득수준은 내수의 강건성
3. 프랑스의 소비심리 상승세 유지로 유로존 성장률 방어

일본 - 소비세인상으로 상당기간 부진이 예상

1. 당장의 성장률은 소비 위주의 충격 가능성
2. 수출감소와 투자부진이 하방압력으로 작용하는 중

중국 - 적극적 경기부양책에 대한 기대

1. 통화정책과 재정정책 여력이 충분
2. 무역분쟁의 향방에 따라 반등가능성



- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함(작성자: 정원일).
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



물가와 유동성, 정책의 조합