

한국경제의 디플레이션 가능성을 다시 생각한다

금융분석실 임일섭 실장 ilseop.lim@woorifg.com

최근 저성장 국면이 지속되는 가운데, 2013년 소비자물가 상승률이 1999년 이후 최저치인 1.3%에 그치는 등 저물가 기조가 심화되면서 우리경제가 일본식 장기불황에 빠질 우려가 다시 부각되고 있다. 저성장과 저물가 국면에 진입한 수년 이후 디플레이션이 본격화된 일본의 사례를 감안할 때, 향후 우리경제도 수요부진과 원화 강세 등으로 인한 저성장·저물가 기조가 계속되면서 디플레이션 압력이 꾸준히 높아질 가능성에 대비할 필요가 있다. 디플레이션 예방을 위한 통화정책의 역할이 강화되어야 함은 물론, 정부의 거시정책도 내수 활성화를 통한 수요 진작에 초점이 맞추어질 필요가 있다.

2012년경부터 등장한 한국경제의 ‘일본화’(japanification), 즉 장기불황 또는 디플레이션 우려가 최근 들어 다시 부각되고 있다. 돌이켜보면 우리 경제의 장기불황 가능성이 주목받게 된 계기는, 2012년부터 저성장과 저금리 기조가 본격화되고 부동산시장의 침체가 이어지는 모습이 1990년대 이후의 일본경제와 유사하기 때문이었다. 그러나 당시에는 무엇보다 부동산 버블의 형성과 붕괴과정이 다르고, 금융부문의 부실이나 충격 흡수력 등에서 우리 경제가 과거의 일본에 비해 훨씬 양호한 수준이라는 점 등을 고려할 때 장기불황 가능성은 크지 않은 것으로 평가된 바 있다.

그런데 최근 우리 경제의 장기불황 또는 디플레이션 우려가 또다시 부각되고 있는 것은 소비를 비롯한 내수부문의 부진이 지속되는 가운데 수출 증가세도 기대에 미치지 못함에 따라 저성장 국면이 계속되고 있는 상황에서, 무엇보다 저물가 기조가 심화되고 있기 때문이다.

소비자물가는 2012년 6월 이후 19개월 연속으로 한국은행의 목표범위 하단인 2.5%를 하회하고 있으며, 2013년 상승률은 전년도의 2.2%보다도 더 낮은 1.3%에 그쳐 외환위기 직후인 1999년(0.8%)을 제외할 경우 소비자물가 통계 작성이 시작된 1965년 이래 최저치를 기록했다.

이처럼 소비자물가의 상승률이 전례없이 둔화되고 있는 것은 경기둔화로 인해 총수요 측면에서의 상승압력이 낮기 때문만은 아니다. 일부 정책효과 이외에, 국제원자재 가격의 안정과 원화 강세로 인한 수입물가의 하락도 저물가의 중요한 요인으로 작용하고 있는 것으로 보인다.

한국경제의 장기불황 또는 디플레이션 우려가 다시 부각

저성장 국면이 지속되는 가운데 저물가 기조가 심화

수요부진 뿐만 아니라 수입물가 하락도 저물가의 원인

일본 역시 저성장과 저물가가 지속되다가 디플레이션으로 진입

디플레이션의 사전적 정의가 물가수준의 절대적인 하락임을 감안할 때, 1.3%라는 2013년의 소비자물가 상승률은 디플레이션과 제법 거리가 있는 숫자다. 그러나 소비자물가가 1%를 상회하고 있다는 이유만으로 디플레이션 가능성을 일축하는 것 또한 성급하다. 장기불황과 디플레이션의 대표적인 사례로 알려진 일본의 경우 자산버블이 붕괴되며 불황으로 접어든 것은 1991년이었지만, 소비자물가의 절대 수준이 하락하는 디플레이션에 빠진 것은 1999년부터였다. 1991년의 버블 붕괴 이후 성장률이 1%대에 그치는 불황이 지속되면서 소비자물가도 1% 내외의 상승률을 한동안 지속하였다. 즉 저성장 또는 불황의 초기 국면에서 수년간 1% 내외의 물가상승률을 보이다가 점차 낮아지면서 본격적인 디플레이션 국면으로 접어든 것이다. 따라서 현재 우리의 물가상승률이 아직 1%를 상회한다는 이유로 디플레이션 가능성이 없다고 단정할 수는 없으며, 관건은 향후 물가와 성장률 등의 움직임이다.

수요부진 지속 가능성 등 2014년 전망의 하방 리스크 상존

주요 연구기관들은 2014년 우리 경제의 성장률이 전년도에 비해 개선될 것으로 예상하고 있는데, 불확실한 국내외 경제여건을 고려할 때 2014년 전망은 하방 리스크가 더욱 큰 것으로 보인다. 또한 성장률 등에서 숫자상의 개선이 이루어지더라도, 소비 증가를 제약하고 있는 가계부채 등의 구조적 요인으로 인해 체감할 수 있는 내수 회복이 나타나기는 힘들다. 약 1,000조원에 달하는 가계부채 부담의 완화를 위해서는 주택가격이 상승하여 부채를 상환할 수 있게 되거나, 소득이 큰 폭으로 증가해야 한다. 그러나 주택가격의 상승이 가계대출의 증가와 불가분임을 감안할 때, 주택가격 상승을 통해 가계부채 부담을 완화하려는 시도는 바람직하지 않으며 현실적으로 가능하지도 않다. 또한 주택가격이 안정된 가운데 가계소득이 빠르게 늘어날 수 있다면 가계부채 부담의 완화와 소비의 본격적인 회복에 도움이 되겠지만, 이 또한 가까운 시일 내에 기대할 수 있는 일이 아니다. 따라서 가계부채의 연착륙이 진행되는 상당 기간 동안에는 소비의 의미있는 회복을 기대하기 어려운 것으로 보인다.

선진국의 제조업 부활과 글로벌 리밸런싱 등으로 수출 회복도 제한적

대외적으로 보더라도 여건은 녹록치 않다. 미국을 위시한 선진국들이 주도하는 경기회복에 힘입은 수출 개선이 기대되고 있으나, 미국의 제조업 부활로 상징되는 글로벌 리밸런싱 움직임은 선진국의 경기회복이 신흥국의 수출에 미치는 긍정적 영향이 과거보다 작아질 것임을 시사한다. 예를 들면 미국의 GDP 대비 경상수지 적자는 위기 이전인 2006년 5.8%까지 확대되었으나, 위기 이후 수입 억제와 자국 내 제조업생산의 증가 등에 힘입어 적자폭이 꾸준히 축소되어 최근에는 2.2%

수준에 그치고 있다. 이러한 글로벌 성장패턴의 변화로 인해 과거에는 세계교역 증가율이 세계경제 성장률의 두 배를 상회하였으나, 최근 들어서는 교역증가율이 경제성장률을 오히려 하회하는 현상이 나타나고 있다.¹⁾ 이러한 일련의 변화들로 인해 선진국 경기가 회복된다고 하더라도 우리 수출에 미치는 긍정적 영향은 과거보다 작을 수밖에 없다.

이처럼 본격적인 수요 회복을 기대하기 어려운 상황에서, 공급 측면에서의 물가상승 압력도 대외부문을 중심으로 지속적으로 낮아질 가능성이 크다. 2013년 우리경제의 경상수지 흑자는 GDP 대비 7%에 육박할 것으로 추정되는데, 이 정도의 흑자폭은 아니더라도 수출입구조의 변화 등으로 인해 경상수지 흑자가 구조적으로 지속될 가능성이 높아지고 있다. 지난 호황기에 자원 블랙홀로 불리던 중국경제의 내수 주도적 성장으로의 전환, 셰일가스로 대변되는 에너지부문의 변화 등으로 인해 국제원자재 가격은 안정세를 보일 전망이다. 이러한 상황에서 경상수지 흑자에 힘입은 원화 강세는 수입물가의 하락을 통해 국내 소비자물가를 끌어내리는 요인으로 작용할 가능성이 높다.

특히 우리 경제의 전체 수입 중에서 원자재와 자본재가 차지하는 비중이 90%에 달하고 있어 수입의 가격탄력성은 높지 않다. 따라서 원화 강세로 수입가격이 낮아지더라도 이로 인해 수입물량이 늘어나는 효과는 제한적인 수준에 그칠 수 있으며, 오히려 수입가격 하락은 전체 수입액의 증가를 억제하는 요인으로 작용할 수 있다. 따라서 경상수지 흑자로 인한 원화 강세는 수입액의 증가를 제한함에 따라 다시 경상수지 흑자를 확대시키는 요인으로 작용하게 되며, 게다가 원화 자산의 상대적인 안정성 등에 힘입어 해외자본 유입도 이어질 경우, 원화절상 기조는 중장기적으로 계속될 수 있다. 이는 수입물가가 꾸준히 하락하면서 국내 소비자물가의 하락 압력으로 작용할 것임을 의미한다.

한국은행은 최근 소비자의 기대인플레이션이 3%에 가깝다는 점을 디플레이션 가능성이 낮은 유력한 근거로 제시하고 있으나, 과거의 움직임을 보면 우리나라의 기대인플레이션은 소비자물가의 선행지표가 아니며 둘 사이의 괴리도 상당한 수준이어서 디플레이션 가능성을 반박하기 위한 논거로는 불충분한 것으로 판단된다.

경상수지 흑자에 따른 원화 강세로 수입 물가 하락이 지속되며 소비자물가 하락 요인으로 작용

기대인플레이션은 국내 소비자물가의 선행지표가 아님

1) 1980~2011년 세계교역 증가율은 연평균 7%로 세계경제 성장률 3.4%의 두 배를 넘었지만, 2012년 교역증가율은 2.0%로 성장률 2.3%를 밑돌았다. Financial Times, "Trade: Into uncharted waters", 2013.10.25

앞에서도 언급했지만, 우리 경제의 현 상황은 디플레이션이 아니다. 그러나 최근 1~2년간의 변화를 돌이켜보면, 수요와 공급 모든 측면에서 디플레이션 압력이 점차 높아지는 방향으로 움직여 왔으며, 이러한 방향성이 가까운 시일 내에 반전될 가능성은 크지 않은 것으로 보인다. 따라서 불황국면으로의 진입 이후 7년 만에 디플레이션이 본격화된 일본의 사례를 감안한다면, 우리도 디플레이션과 장기불황 가능성에 대해 보다 심각하게 대응할 필요가 있다.

디플레이션에 대한 사전 대응을 위해 일본과 미국 등의 통화정책 사례 연구 필요

일본경제의 장기불황과 디플레이션 요인들 중에서 대표적으로 꼽히는 것 중의 하나가 정책대응의 실패이며, 최근 일본이 디플레이션 탈출을 위해 추진중인 것도 아베노믹스라는 이름의 정책이다. 요컨대 디플레이션의 사전적 예방이나 대응을 위해 중요한 것은 통화정책이다. 미 연준이 2000년대초 IT 버블의 붕괴 이후 디플레이션 조짐이 나타나자 1990년대의 일본 사례와 통화정책의 역할에 대한 본격적인 연구에 착수했던 것처럼, 우리도 미리 준비할 필요가 있다.

팽창적인 통화정책 기조로의 전환도 적극적으로 검토

전통적으로 중앙은행은 인플레이션 파이터로 알려져 있지만, 상황의 변화에 따라 디플레이션 파이터로서의 역할이 중요해질 수 있다. 한국은행의 2013~2015년 물가안정목표는 소비자물가 상승률 2.5~3.5%로 설정되어 있다. 2013년 소비자물가 상승률이 1.3%에 그쳤기 때문에 2014년 소비자물가가 한은의 전망대로 2.5% 상승한다고 하더라도 2015년에 3% 후반으로 올라가지 않으면 목표범위를 벗어나게 된다. 현재 주요 연구기관들은 2014년 완만한 경기회복과 더불어 하반기 정책금리 인상 가능성을 점치고 있지만, 경기와 물가의 흐름이 당초 기대에 미치지 못할 경우 한은은 물가안정목표의 달성을 위해서도 보다 팽창적인 방향으로 통화정책 기조를 전환할 필요가 있다.

중앙은행의 통화정책 뿐만 아니라 정부의 거시정책도 중요

디플레이션 예방은 중앙은행이나 통화정책만의 과제는 아니다. 정부의 거시정책 역시 내수 활성화를 위한 수요 진작에 초점이 맞추어져야 한다. 소득불균형 완화를 위한 “경제민주화” 정책은 내수 활성화에 도움이 되며 디플레이션 억제에도 긍정적이므로 보다 속도감 있게 추진할 필요가 있다. 아울러 케인즈가 얘기한 “절약의 역설”이 반복되지 않도록, 즉 미래 전망의 불확실성에 대응하기 위한 경제주체들의 저축 증대와 안전자산 선호가 결과적으로 내수부진을 심화시키는 악순환을 야기하지 않도록 정책기조를 섬세하게 가다듬는 노력도 중요하다고 하겠다.