

# 2024년 거시경제 전망 및 주요 이슈

2024. 1. 25.

거시금융실

# 1. 거시경제 전망

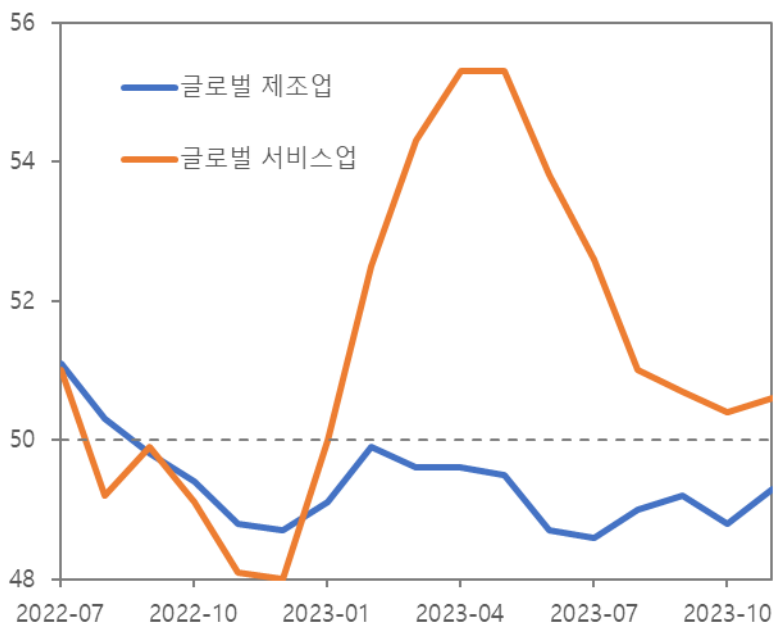
: 미국 및 한국의 성장, 물가 및 통화정책

# 2023년 글로벌 경제 동향

## ❖ 글로벌 제조업 경기 부진으로 국제교역이 위축

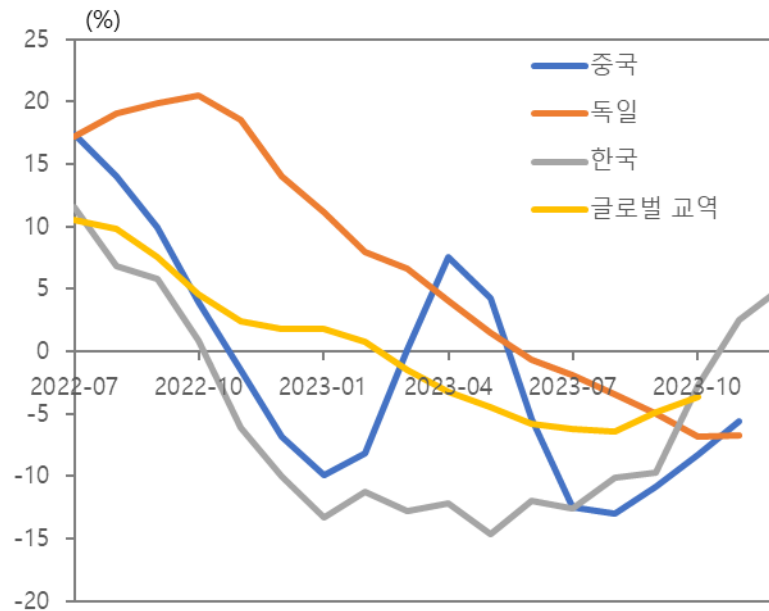
- 한국을 비롯 중국 및 독일 등 주요 수출국의 경제성장이 예상보다 부진
- 반면 고금리에도 불구하고 미국은 서비스 소비 및 고용호조에 힘입어 견조한 성장세

### 글로벌 제조업 및 서비스업 PMI



주 : PMI는 50 이상이면 경기 회복, 미만이면 경기 위축을 의미  
자료: Refinitiv

### 글로벌 교역 및 주요국 수출



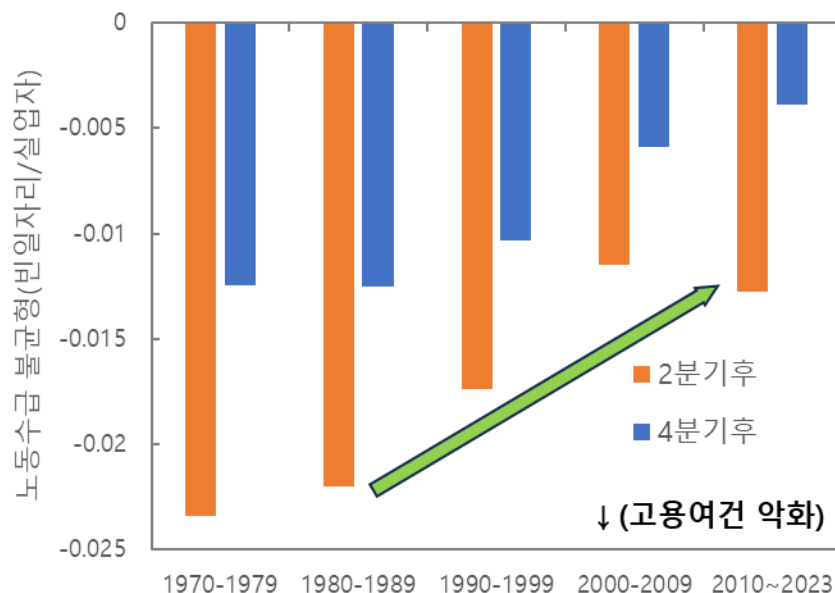
주 : 3개월 이동평균  
자료: Refinitiv

# 2024년 미국 거시경제 전망 : 성장률

## ❖ 견조한 고용여건을 바탕으로 연착륙할 전망(2024년 1.6%)

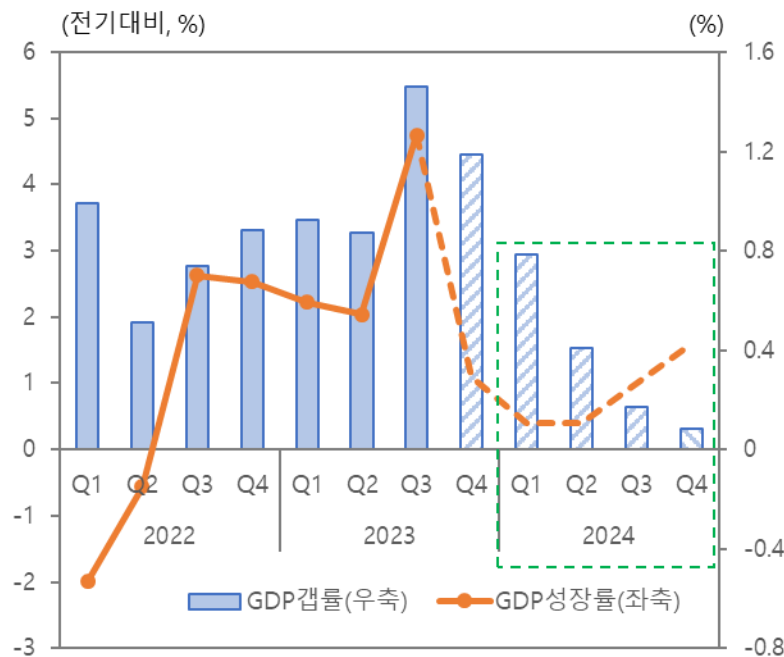
- 통화긴축에도 불구하고 실물경제의 금리 민감도가 구조적으로 하락
  - 특히 금번에는 장기금리 안정, 고정금리 대출 확대 및 고용시장 효율성 회복 등에 기인
- 2023년중 높은 성장률(2.4%)이 안정화되면서 성장률이 완만하게 둔화될 전망

### 시기별 통화긴축에 따른 고용여건 악화



주 : 노동수급 불균형지수, 물가상승률, 연방기금금리로 구성된 시변 파라미터 VAR을 추정된 결과

### 미국의 성장경로 추이 및 전망



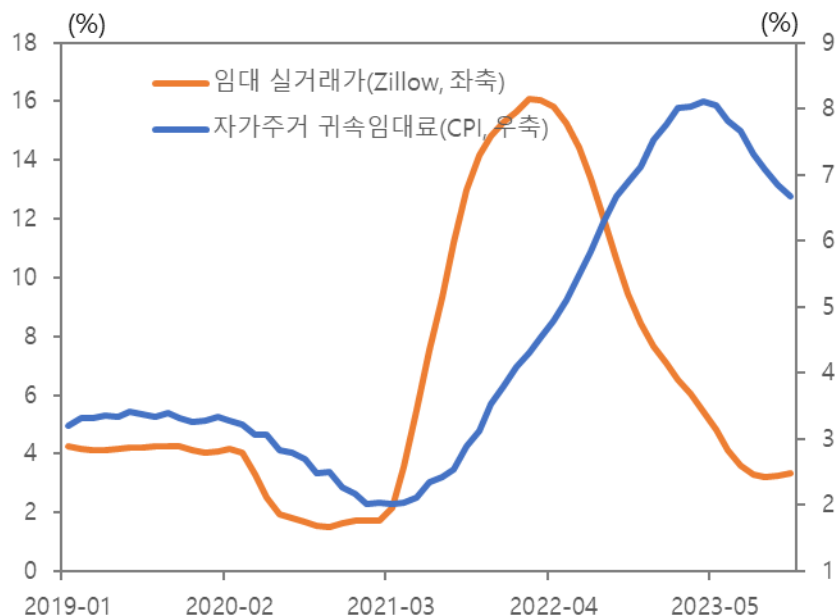
자료: FRED, 자본시장연구원

# 2024년 미국 거시경제 전망: 물가

## ❖ 연준의 물가목표에 근접할 전망(2024년 2.3%, Core PCE)

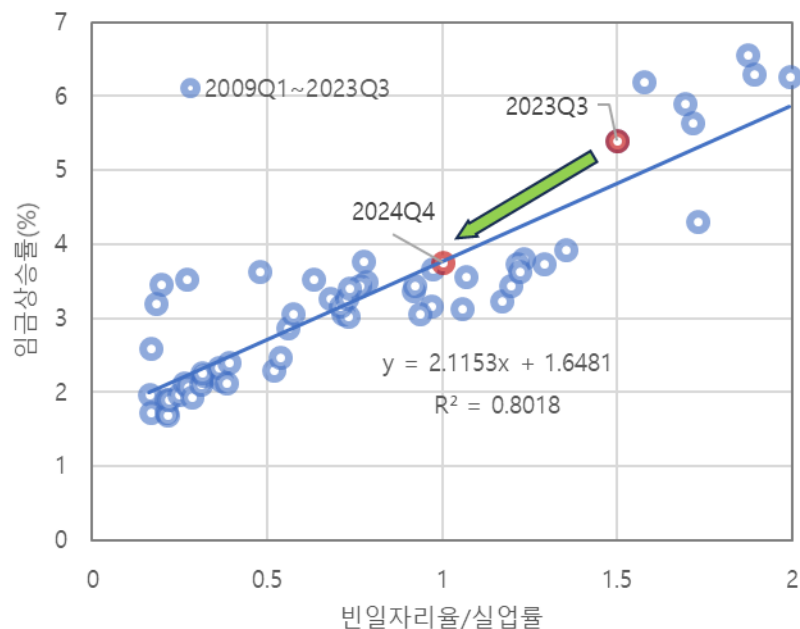
- 미국 GDP갭이 0에 근접함에 따라 수요압력이 축소될 전망
- 주택시장 안정이 시차를 두고 물가지수에 반영될 것으로 예상
- 노동수급이 균형에 도달하면서 임금 또한 연준 목표에 부합하는 수준으로 수렴

### 미국의 주택부문 물가상승률



주 : 자가주거 귀속임대료는 미국 CPI에서 23%를 차지  
 자료: Zillow, Refinitiv

### 미국의 노동수급과 임금상승률

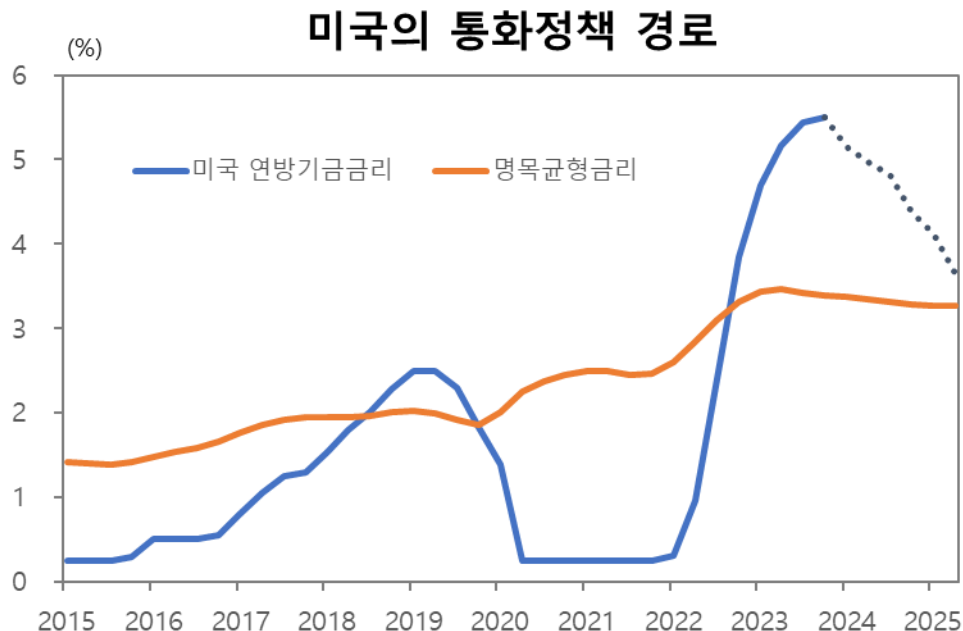


자료: FRED, 자본시장연구원

# 2024년 미국 거시경제 전망 : 통화정책

## ❖ 2024년중 100bp 인하 예상

- 성장 및 물가 경로가 균형에 근접함에 따라 통화정책 또한 균형금리 수준으로 조정
- 금번 금리인하의 최종 종착점은 연준의 점도표보다 높은 3% 중반 수준으로 추정
- 경기침체 가능성을 배제하면 2025년 하반기중 도달할 전망

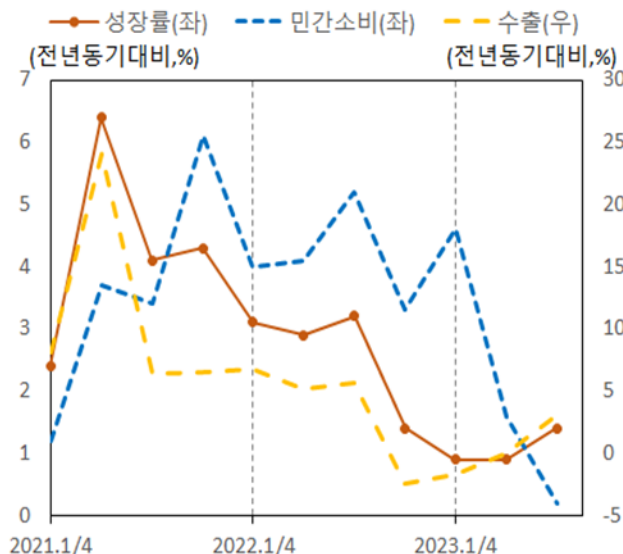


주 : 명목균형금리는 실질중립금리 및 균형 인플레이션 추정치의 합  
자료: FRED, 자본시장연구원

# 2023년 국내 경제 동향

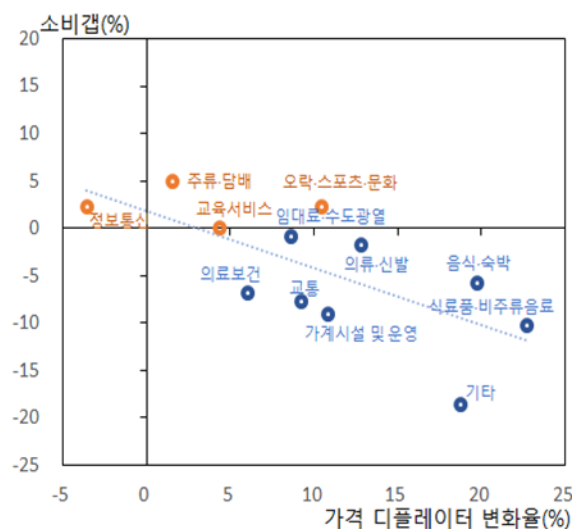
- ❖ (성장) 제조업 및 수출 부진, 민간소비 모멘텀 축소로 성장세가 약화
  - 민간소비 둔화에는 경기·금리와 함께 물가 상승의 여파도 작용
  - 한편, 제조업은 4분기 들어 반도체 부문을 중심으로 개선 움직임
- ❖ (물가) 소비자물가는 석유류 가격 하락에 힘입어 3.6%로 둔화
  - 공급충격의 영향이 점진적으로 반영된 일부 품목들은 예년 수준을 상회하는 오름세

## 성장률



자료: 한국은행

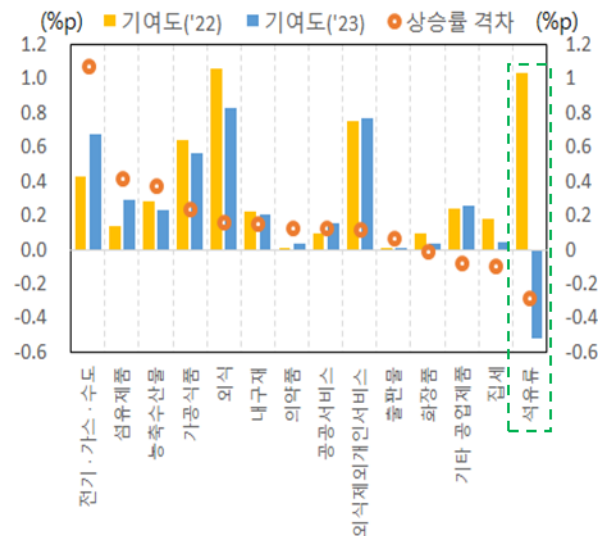
## 품목별 가격 상승률과 소비갭



주 : 소비갭은 17~19년 평균 상승률을 따른 것으로 가장한 수준과의 격차(20년 이후 누적)

자료: 자본시장연구원, 한국은행

## CPI 기여도와 상승률 격차



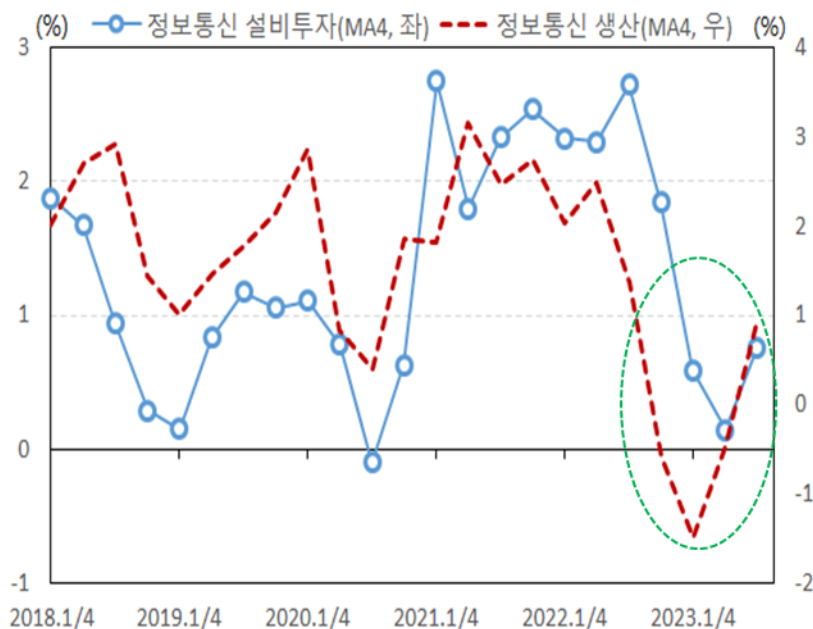
주 : 격차는 2015~2019년 월평균 대비

자료: 자본시장연구원, 한국은행

# 2024년 국내 성장률 전망

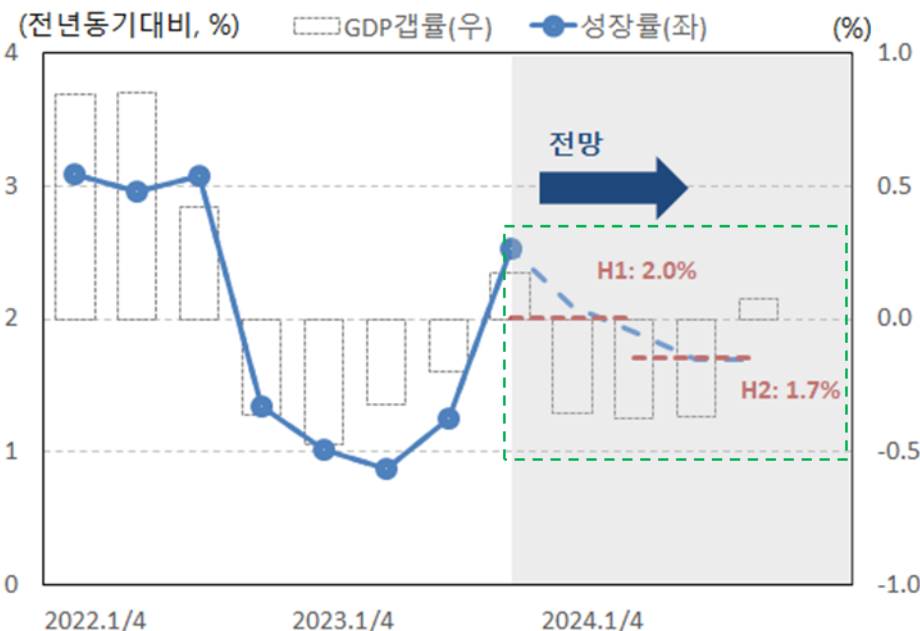
- ❖ 2024년 GDP 성장률은 1.9%를 나타내면서 회복세를 보일 전망
  - IT 부문의 반등에 힘입어 수출 및 설비투자를 중심으로 개선
  - 민간소비 또한 하반기 이후 회복세를 보일 것으로 예상
  - 단, 원가 상승 등에 따른 착공 둔화로 건설투자는 부진한 모습 보일 전망

## 정보통신 부문의 업황과 설비투자



주 : MA4는 전기대비 변화율의 4분기 이동평균을 의미  
 자료: 한국은행, 자본시장연구원

## 성장률 전망



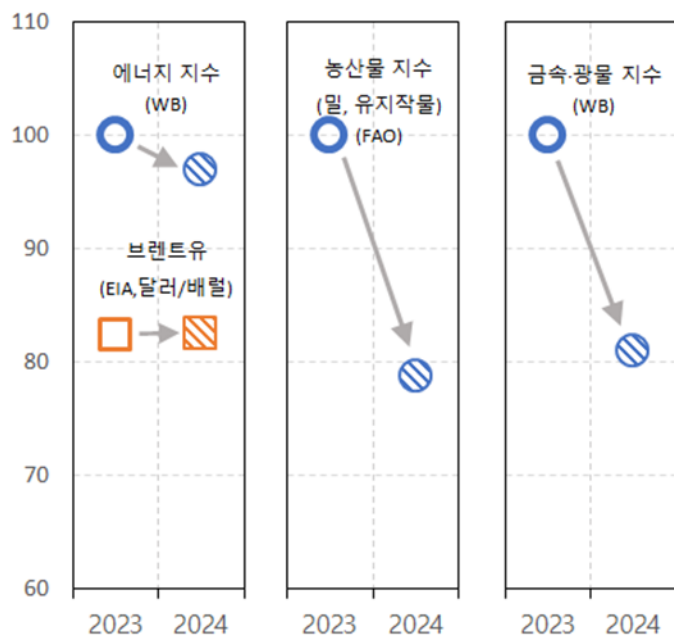
자료: 자본시장연구원



# 2024년 국내 물가상승률 전망

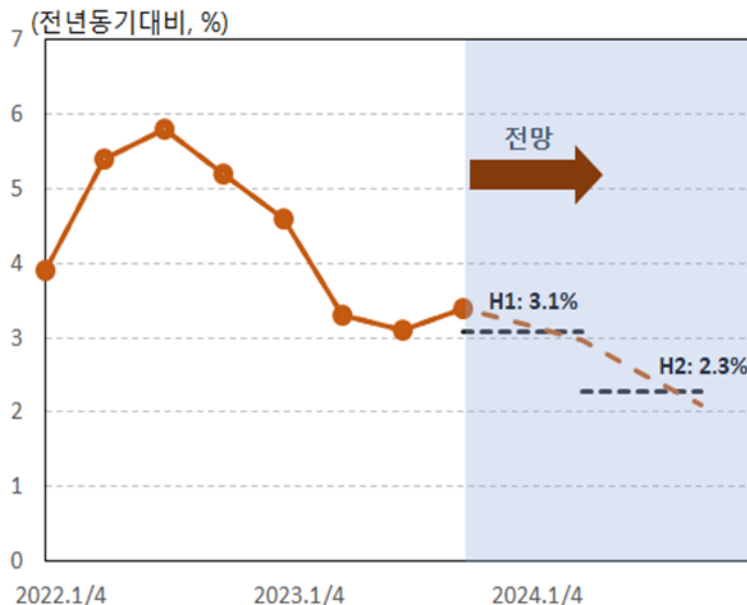
- ❖ 2024년 소비자물가 상승률은 2.7%로 둔화될 것으로 예상
  - 상반기에는 3% 이상의 상승폭을 보이다가 하반기에는 2% 초반으로 축소
    - 국제 유가가 횡보하는 가운데 주요 국제 원자재 가격이 안정될 전망
    - 공업제품 등 상품 가격에 점차 반영되면서 물가 상승세가 둔화

## 주요 원자재 가격 전망



자료: World Bank(WB), Energy Information Administration(EIA), Food & Agriculture Organization(FAO)

## 물가상승률 전망

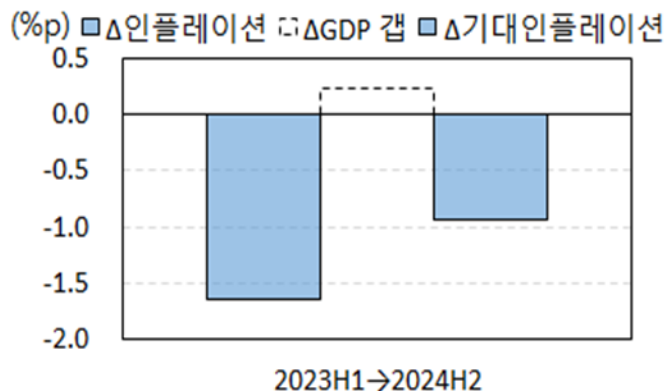


자료: 자본시장연구원

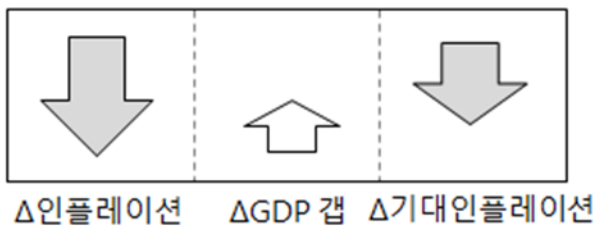
# 2024년 국내 통화정책 전망

- ❖ 국내 기준금리는 하반기 중 두 차례 인하될 것으로 예상
  - 소비자물가 상승률이 뚜렷하게 낮아지면서 기조 전환을 위한 여건이 조성
  - 물가 상승률이 2%대로 진입하는 하반기에 금리인하가 이루어질 전망
    - 시장참가자들도 인하 시점을 하반기로 예상('24.1월 Bloomberg 및 Reuters 서베이)

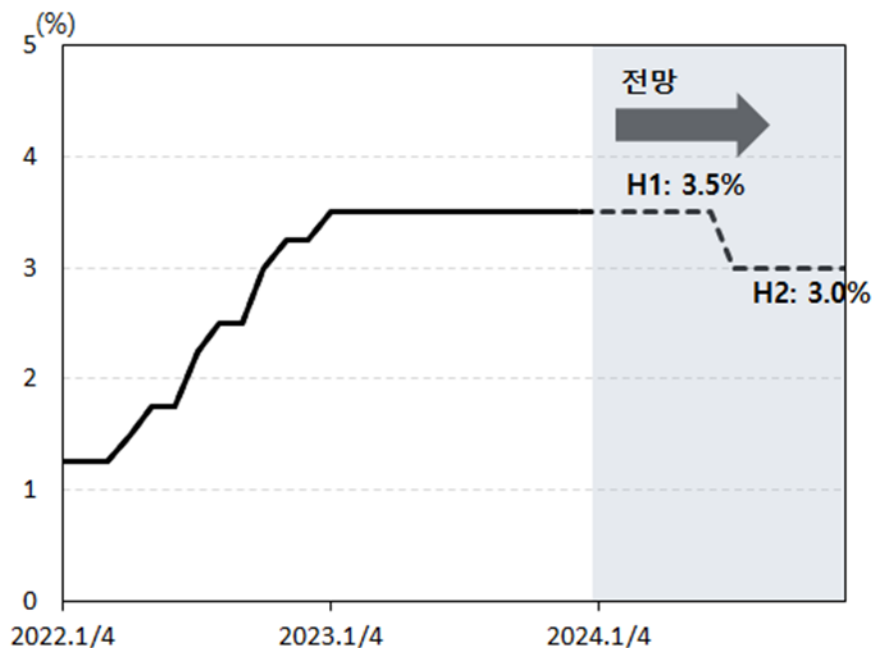
**통화정책 여건 변화**  
(금리인상 종료 당시 대비)



**기준금리 결정에 대한 영향**



**기준금리 전망**



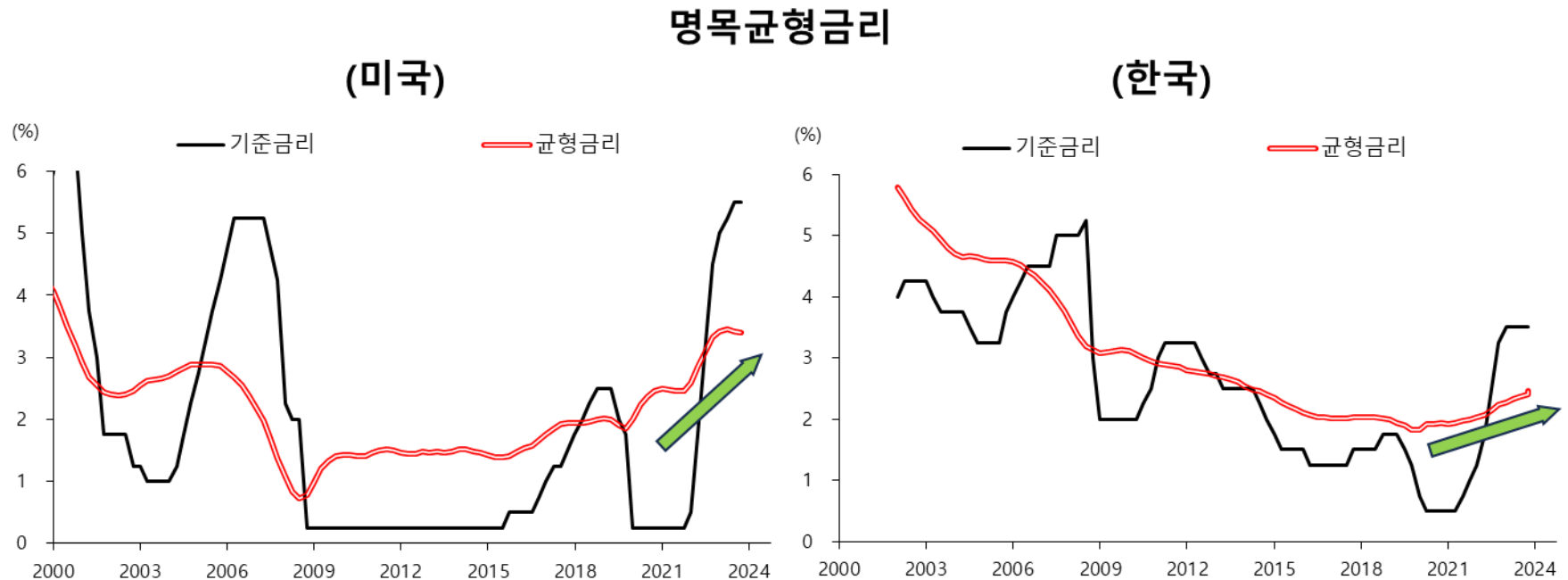
자료: 자본시장연구원

## 2. 거시경제 주요 이슈

- (1) 통화정책 전환에 따른 저금리 회귀 가능성 평가
- (2) 고물가·고금리의 민간소비에 대한 영향 및 시사점
- (3) 건설부문 수익성 악화에 따른 부동산PF 리스크 점검

# 저금리 회귀 가능성 평가: 균형기준금리 상승 전환 가능성

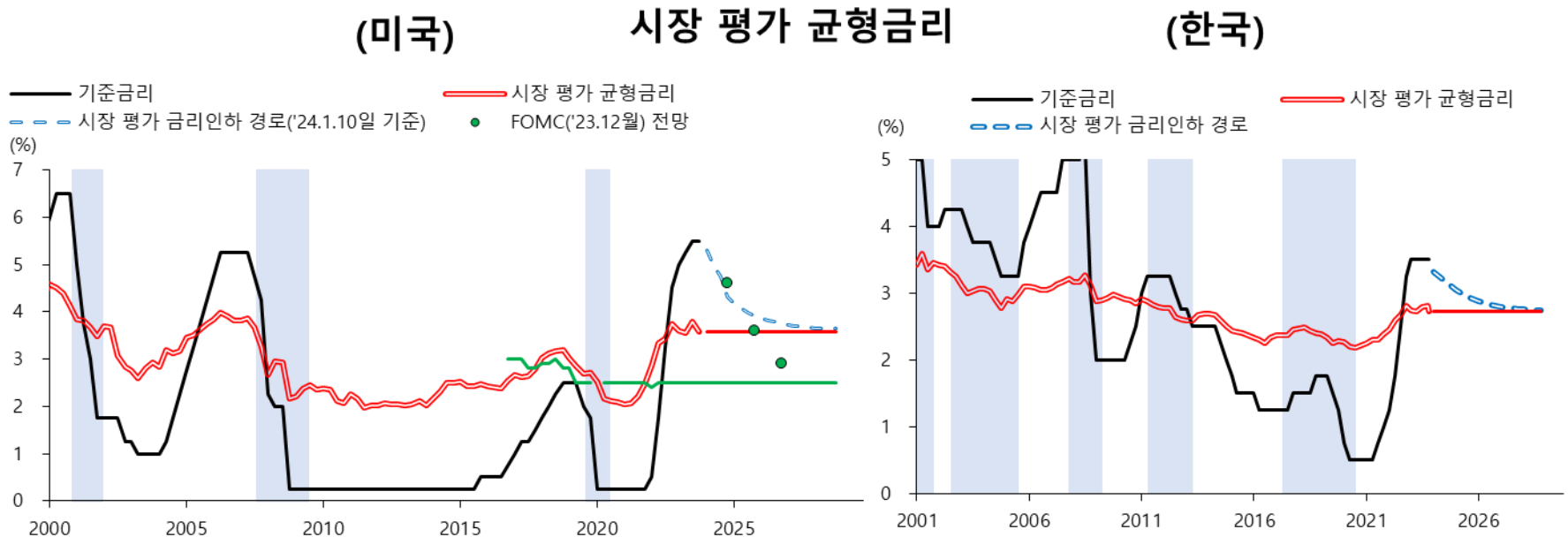
- ❖ 국채 금리는 통화정책에 대한 시장의 평가와 기간 프리미엄으로 구성
  - 금번에는 최종 기준금리가 명목균형금리(중립금리) 부근에서 형성될 가능성
- ❖ 균형금리는 팬데믹 이후 상승세로 전환
  - 탈세계화, 인구구조 변화 등 경제구조 변화를 반영



주 : 1) 신인석·강현주(2022) 준구조거시모형 적용  
2) 명목균형금리는 실질균형금리와 균형인플레이션의 합  
자료: 자본시장연구원

# 저금리 회귀 가능성 평가: 시장 평가 균형금리

- ❖ 채권시장이 평가하는 균형금리도 상승 전환
  - (미국) 시장 평가 · 경제모형 3%대 중후반 ↔ 연준 2.5%
  - (한국) 시장 평가 · 경제모형 2%대 중후반
- ❖ 한미 국채 금리는 기준금리 인하경로를 합리적 수준에서 반영 중 (2024년 1월 중)
  - (미국) '24년 5회 내외, '25년 2회, '26년 1회 인하 반영 ('26년말 3.6~3.8% 수준)
  - (한국) '24년 2회, '25~26년 1~2회 인하 반영 ('26년말 2.6~2.7% 수준)



주 : 1) Adrian et al.(2013) 이자율기간구조모형 적용  
 2) 시장 평가 균형금리는 5년 후 5년(5y5y) 위험조정금리, 금리 인하 경로는 '24년 1월 10일 기준 위험조정 1개월 선도금리

자료: FRB, 키스자산평가, 자본시장연구원

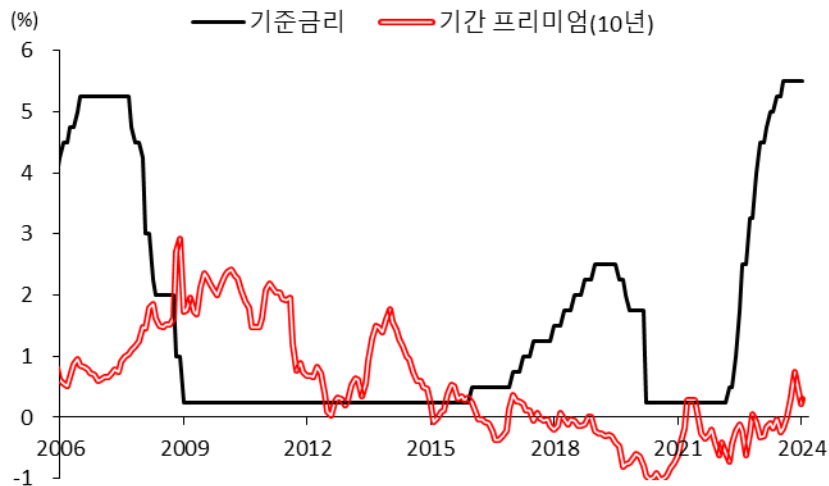
# 저금리 회귀 가능성 평가: 기간 프리미엄

## ❖ 저금리 회귀를 견인할 만큼의 하락세를 보일지 불투명

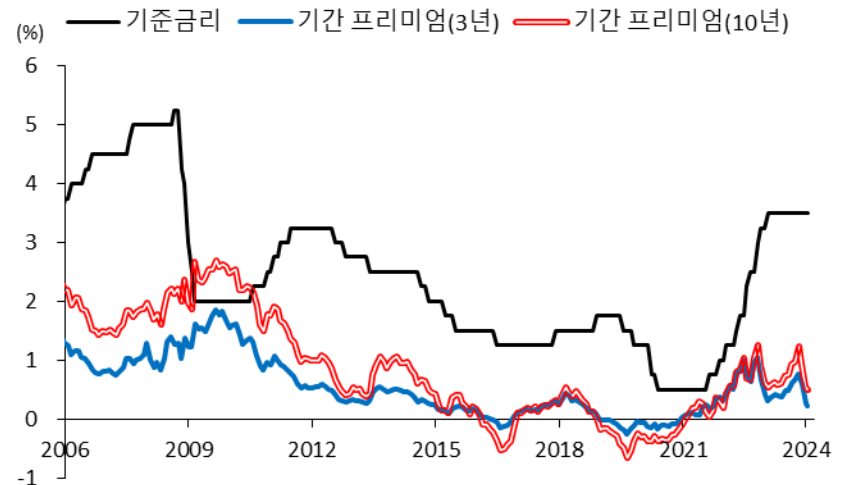
- (하락요인) 통화정책 불확실성 감소, 미국 양적긴축(QT) 규모 축소 후 종료 가능
- (상승요인) 미국 국채 발행 확대 → 구조적 요인으로 자리잡을 가능성
- 미국 기간 프리미엄 축소는 한국 기간 프리미엄 하락 요인

### 국채 기간 프리미엄

(미국)



(한국)

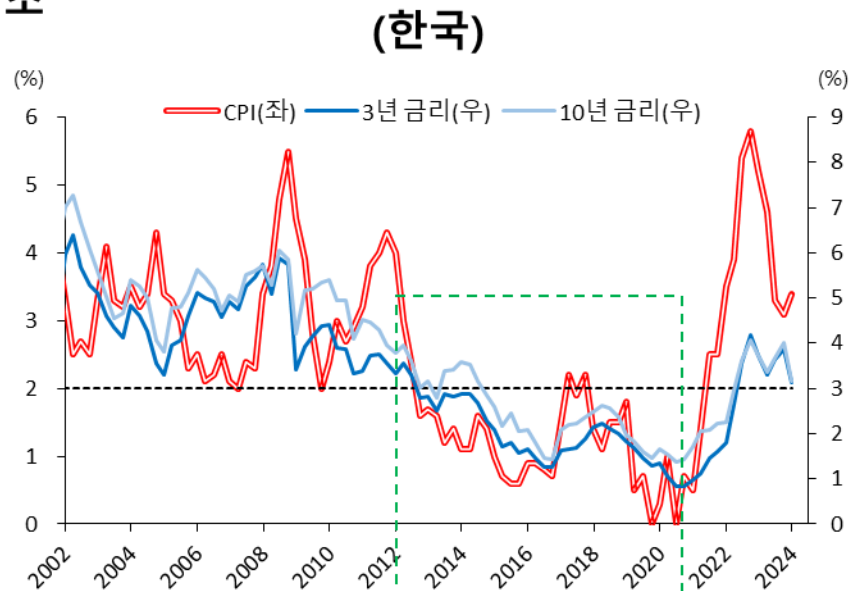
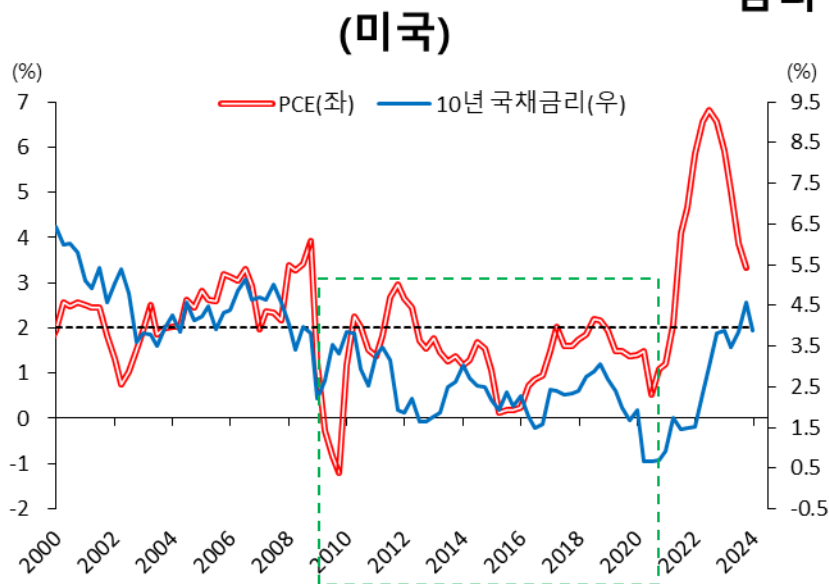


주 : Adrian et al.(2013) 이자율기간구조모형 적용  
자료: FRB, 키스자산평가, 자본시장연구원

# 저금리 회귀 가능성 평가

- ❖ 중장기 국채 금리는 하락세를 나타내겠지만 하락 폭은 다소 제한될 가능성
  - 2010년대 저금리(저물가·양적완화)로 회귀하는데 어려움이 있을 가능성
- ❖ 글로벌 통화정책 기조 전환 시 인플레이션 안정 범위에 유의할 필요
  - 중기적으로 2% 수준에서 안착하면 시장 금리의 추가 조정 가능성이 상당

금리 기조

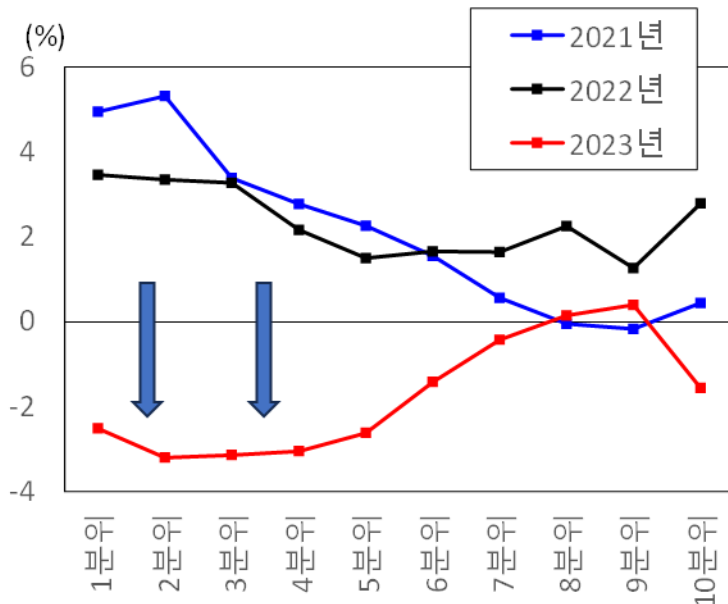


자료: FRB, 세인트루이스연준, 키스자산평가, 한국은행, 자본시장연구원

# 고물가·고금리의 민간소비에 대한 영향 및 시사점

- ❖ 고물가로 인한 가계의 실질소득 감소는 소비둔화를 유발
  - 소비성향이 높은 소득 하위가구에서 2023년 소득이 더 큰 폭으로 감소
  - 고금리로 인한 원리금 상환부담 증가도 소비 제약 요인으로 작용
- ❖ 고물가·고금리 여건이 점차 완화되는 하반기 이후 민간소비가 점차 회복될 전망

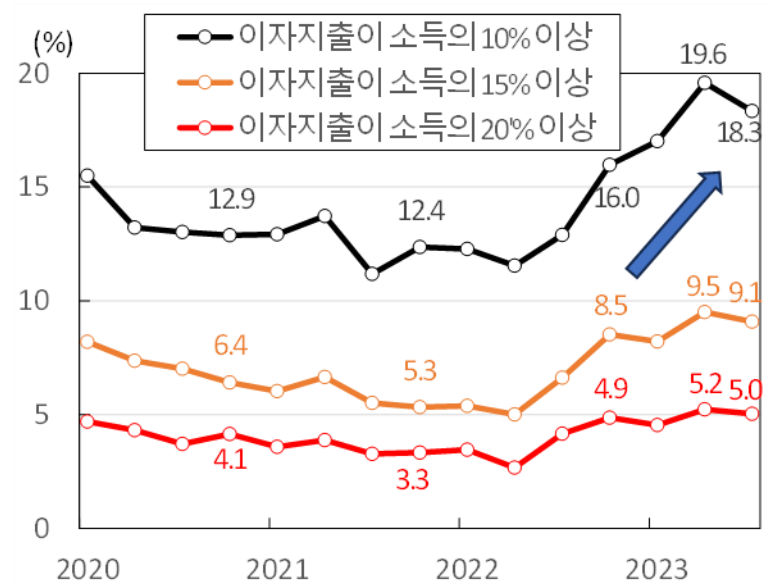
소득분위별 실질소득 증가율



주 : 소득10분위 그룹별 평균 실질소득의 전년대비 증가율  
(2023년은 1~3분기 중 증가율)

자료: 가계동향조사 마이크로데이터, 자본시장연구원

소득 대비 이자지출 비율별 가구비중



주 : 부채 보유가구(이자지출이 있는 가구) 기준

자료: 가계동향조사 마이크로데이터, 자본시장연구원

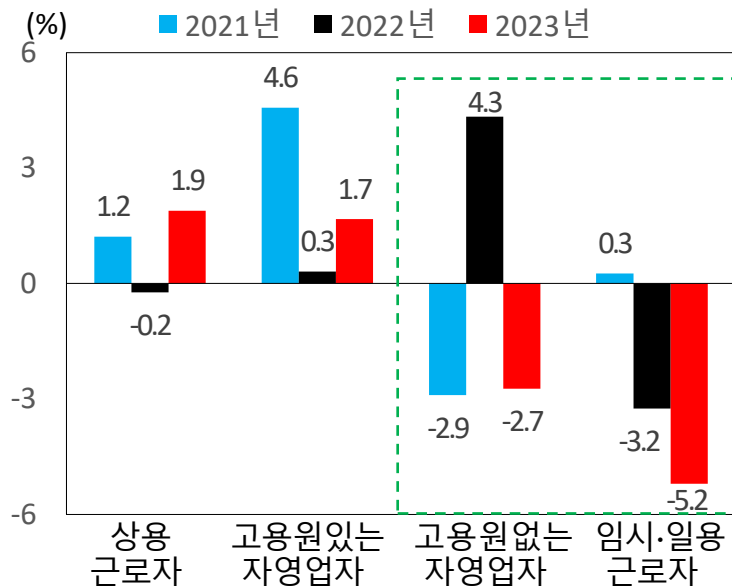


# 고물가·고금리의 민간소비에 대한 영향 및 시사점

❖ 다만 저소득 가구의 소득 개선이 지연되면서 소비 약세가 장기화될 가능성에 유의

- 2023년 소비 부진으로 영세자영업자 및 임시·일용직의 소득이 더 악화
  - 영세자영업자 및 임시·일용직 비중: 도소매업 40.6%, 음식·숙박업 57.0%
- 소비회복세 약화 시 고용을 감소한 체감경기 회복이 지연될 가능성

종사상지위별 실질 근로·사업소득 증가율

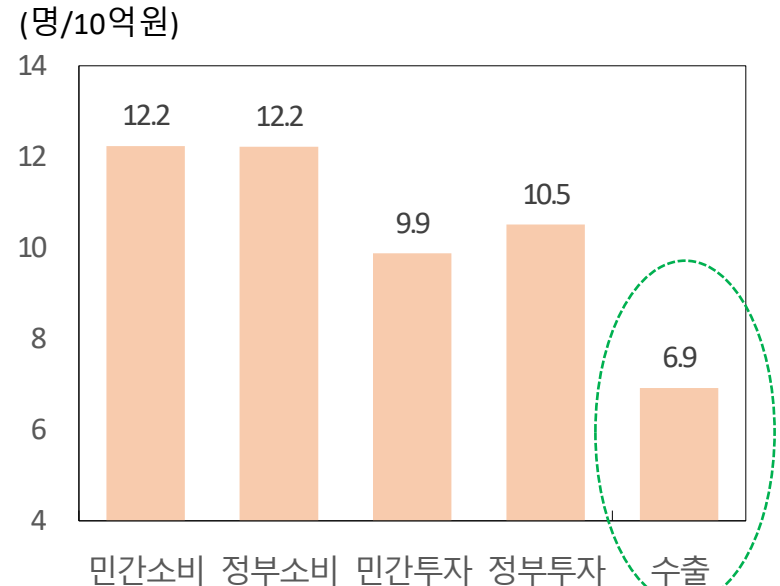


주 : 1) 가구주 종사상지위별 실질 근로 및 사업소득(가구 평균)의 전년대비 증가율

2) 2023년은 1~3분기 중 증가율

자료: 가계동향조사 마이크로데이터, 자본시장연구원

최종수요 항목별 취업유발계수



주 : 1) 국산품에 대한 소비, 투자, 수출이 각각 10억원씩 발생할 때 전산업에서 직·간접적으로 유발되는 전업환산 취업자수

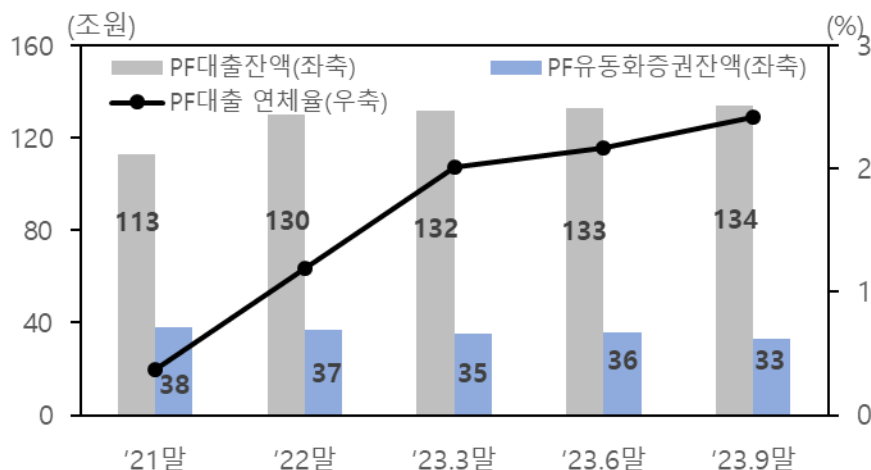
2) 투자는 고정자본형성 기준

자료: 한국은행 산업연관표 (2019년 기준)

# 2023년 부동산PF 현황

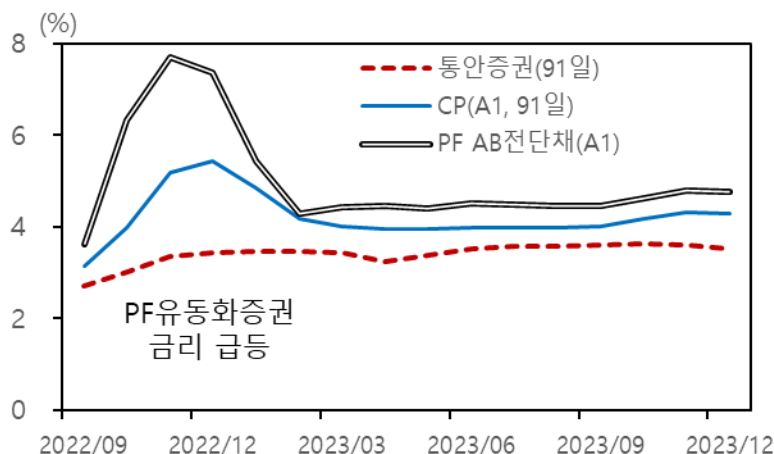
- ❖ 2023년 정부의 대책과 시장금리 안정에 따라 부동산PF 위험은 진정된 상황
  - PF 대출 연체율의 상승세가 둔화되고 PF 규모(대출, 유동화증권)도 안정적으로 유지
    - 정부는 유동성 지원과 함께 「PF 대주단 협약」 등을 통해 만기연장 및 재구조화 유도
- ❖ 다만, 여전히 부동산PF 수익성이 악화되고 공사가 지연되고 있는 만큼 부동산 PF는 2024년 금융시장 및 실물경제의 위험요인으로 작용할 전망
  - 공사 뿐만 아니라 분양 및 입주가 완료되어야 기존 부동산PF 위험이 해소

## 금융권 부동산PF 현황 및 연체율 추이



주 : PF 유동화증권은 ABCP, AB전단채를 포함  
 자료: 금융위원회(보도자료), 예탁결제원, 자본시장연구원

## CP 및 PF AB 전단채 금리 추이

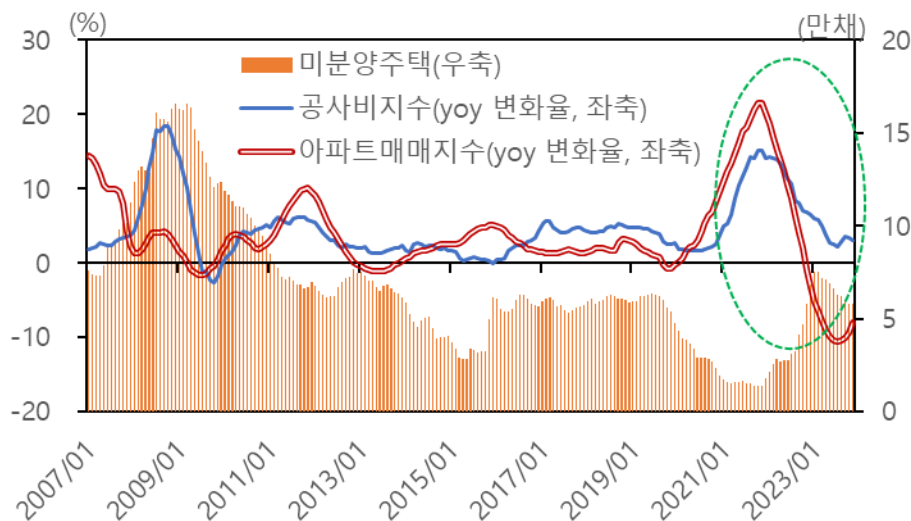


주 : 월평균 금리  
 자료: 예탁결제원, 금융투자협회, 자본시장연구원

# 2024년 부동산PF 위험요인

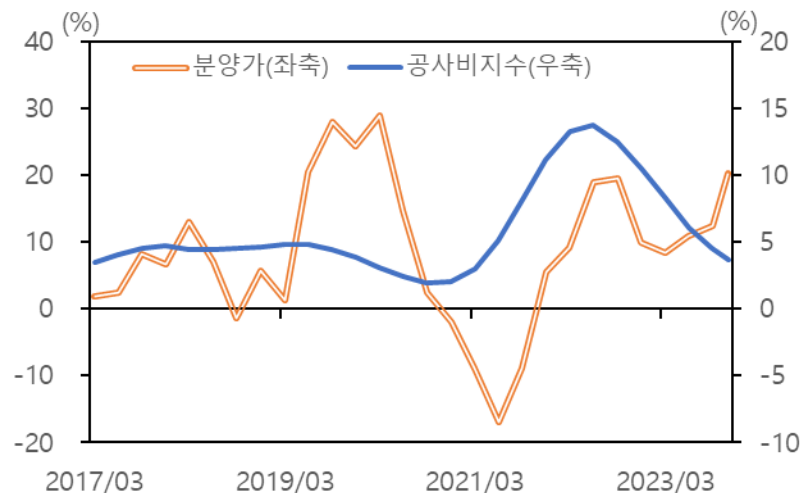
- ❖ 부동산시장 조정 및 공사비 상승으로 부동산PF 수익성이 악화
  - 수익성 악화로 본PF 전환이나 기존 PF 사업장의 공사 진행에 어려움이 발생
    - '23년 연평균 공사비가 '20년 대비 27% 상승
- ❖ '22년은 증권사, PF 유동화증권 위기 vs. '24년은 건설사, PF사업장 위기가 원천
  - **부동산PF의 특성을 감안하여** 건설사의 구조조정 및 지원 방향을 마련할 필요
  - 수익성이 있는 PF사업장 선별 및 **원활한 공사 진행을 유도**하는 정책 필요

건설공사비, 주택가격과 미분양주택



자료: 국토교통부, 한국건설기술연구원, KB부동산

건설공사비와 분양가 상승률



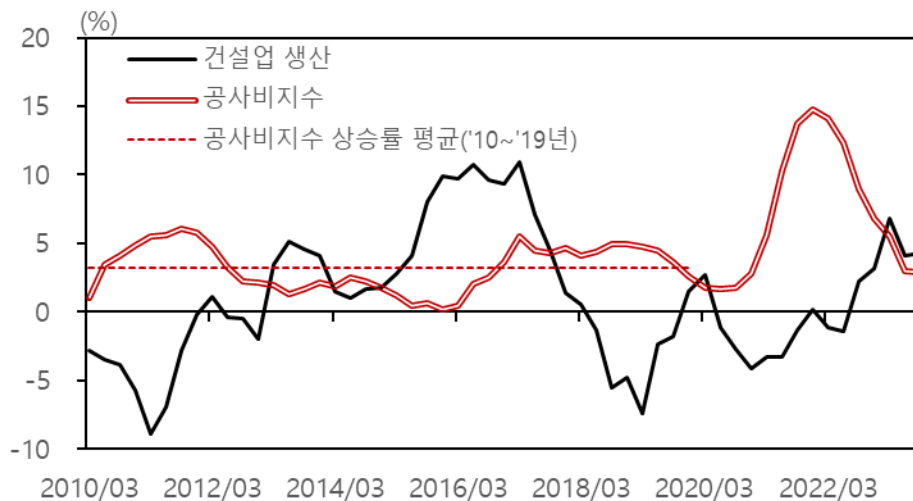
주 : 4분기 이동평균의 전년동기대비 상승률  
자료: 주택도시보증공사, 한국건설기술연구원

# 부동산PF 위험의 실물경제 영향

❖ 누적된 공사비 상승 및 기존 PF에 대한 부담으로 인허가·착공이 급감한 가운데 건설경기가 상당기간 위축될 가능성 존재

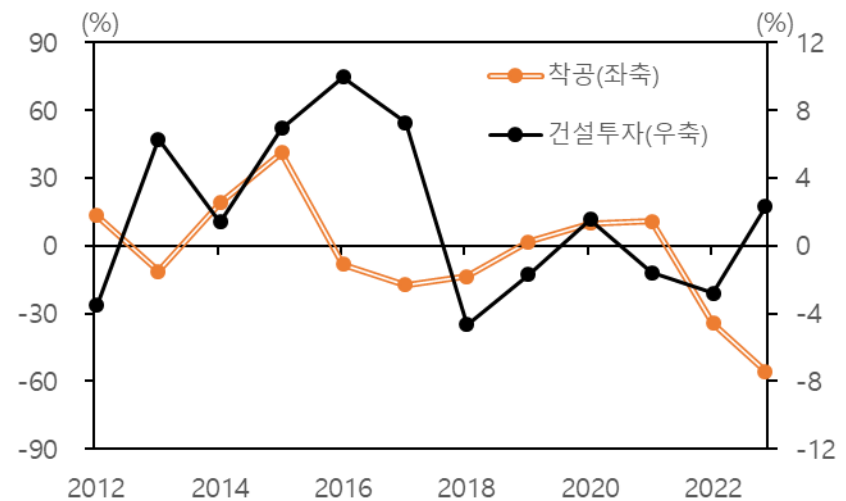
- 건설업의 높은 고용효과를 감안하면 민간소비에도 부정적 파급효과가 예상
  - 건설업 취업계수(6.5)는 산업평균(5.6)보다 크며, 특히 일용직 비중이 높음
- 부동산PF 위험이 금융기관으로 전이될 경우, 신용축소에 따른 실물경제활동 둔화가 예상

## 건설공사비와 건설업 생산



주 : 전년동기대비 상승률, 원자재 공급에 따라 공사가 진척되면서 '23년 상반기 중 건설업 생산이 다소 개선  
자료: 한국건설기술연구원, 한국은행

## 건축 착공과 건설투자



주 : 전년비 변화율  
자료: 국토교통부, 한국은행

### 3. 종합평가

# 종합평가

- ❖ 한미 양국의 성장 및 물가 경로가 균형수준으로 수렴함에 따라 통화정책 또한 균형금리 수준으로 점진적으로 조정될 전망
  - 하반기 이후 통화정책 전환이 본격화되어 2025년까지 진행될 것으로 예상
- ❖ 다만, 상·하방 위험요인이 혼재한 가운데 하방 위험이 다소 큰 것으로 판단

## 상방 불확실성

- 글로벌 AI투자 확대에 따른 IT경기의 가파른 반등 → 수출 및 투자 회복세 강화
- 유가 하락 가속화 → 주요국 디스인플레이션 가속화 및 기준금리 조기 인하

## 하방 위험

- 중국의 제조업 고도화 및 미국 대선국면에서 미중 무역분쟁 심화
- 지정학적 분쟁 확대 → 글로벌 원자재 가격 상승 및 해상운송 차질
- 주요국 물가하락세 둔화에 따른 통화정책 전환 지연으로 고금리 지속
- 국내 건설업 수익성 악화 → 내수 부진 심화 및 금융시장 불안

# Thank you