

금리 기조의 구조적 전환 가능성 평가

2023. 9. 22.

선임연구위원 강현주, 백인석, 장근혁

연구의 배경 및 목적

- ❖ 금리 기조가 매크로 레버리지 향배의 핵심 결정요인
 - 글로벌 금융위기 이후 저금리 → 자산가격 상승 → 부채확대
 - 저금리 복귀 또는 고금리 고착화 가능성에 대한 상반된 시각 존재
- ❖ 본 연구는 구조변화에 따른 추세적 금리변동의 방향성에 대해 분석
 - 탈세계화, 인구구조 변화 및 생산성 향상 등의 구조변화가 예상
 - 이를 통해 향후 금리 기조 및 부채 관리에 대한 시사점을 도출

금리 기초의 결정요인

❖ 추세 물가(π -star)

- 경제 전체의 수요 및 공급능력을 감안한 균형 물가상승률
- 순환적(일시적) 요인을 배제한 물가상승률의 장기 추세

❖ 실질중립금리(R-star)

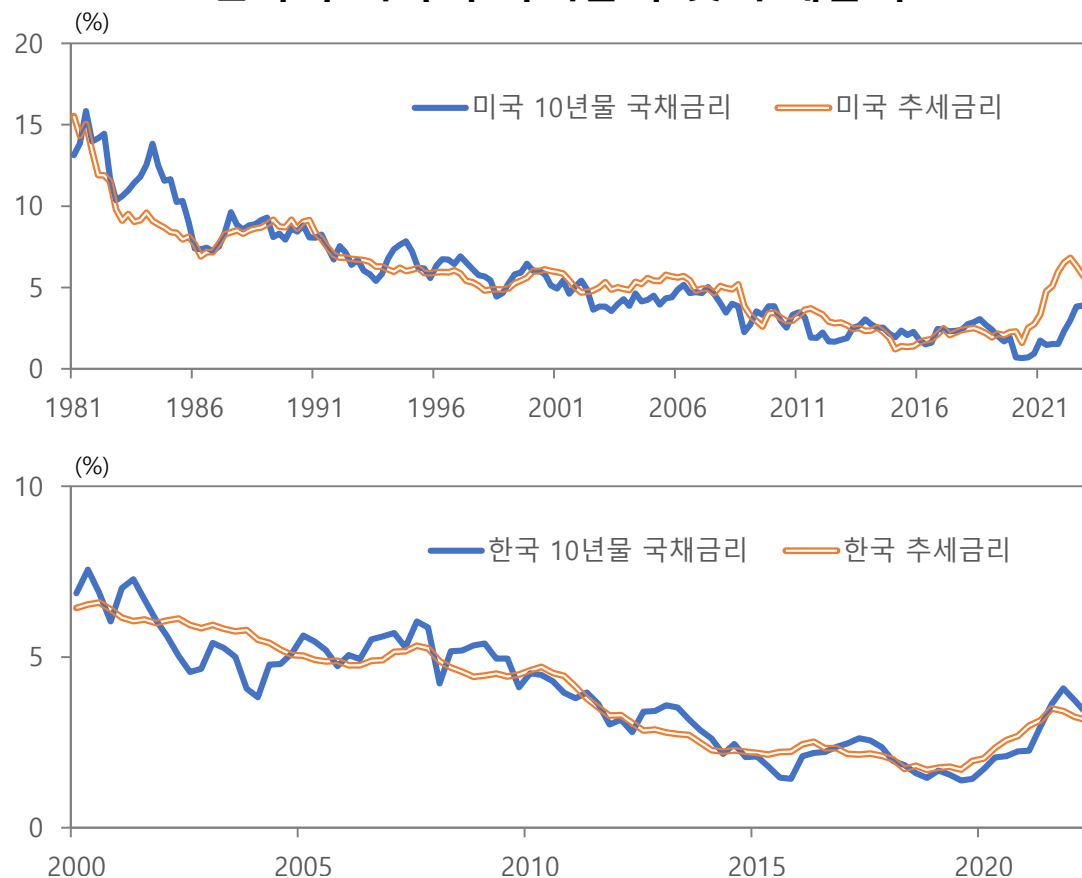
- 인플레이션을 자극 또는 억제하지 않는 균형금리
- 중기적으로 GDP가 경제기초여건에, 물가가 추세 물가 수준일 때의 금리

⇒ 추세 물가 및 실질중립금리에 부합하는 추세금리를 도출

장기 국채금리와 추세 금리

❖ 장기 국채금리는 추세금리와 장기적으로 안정적 관계

한국과 미국의 국채금리 및 추세금리



주: Dynamic OLS를 통한 추정. 추정 결과 각국의 국채금리와 추세금리간 공적분 관계가 존재

연구의 결론 및 요약

❖ 구조변화에 따른 물가상승으로 저금리 기조로 복귀하기 어려울 전망

	한국	미국
실질중립금리 (R-star) 인플레이션을 자극 또는 억제하지 않는 균형금리	→	↑
추세 인플레이션 (π-star) 순환적 요인을 배제한 인플레이션의 장기 추세	↑	↑
추세 금리 (I-star) 실질중립금리 + 추세 인플레이션	↑	↑

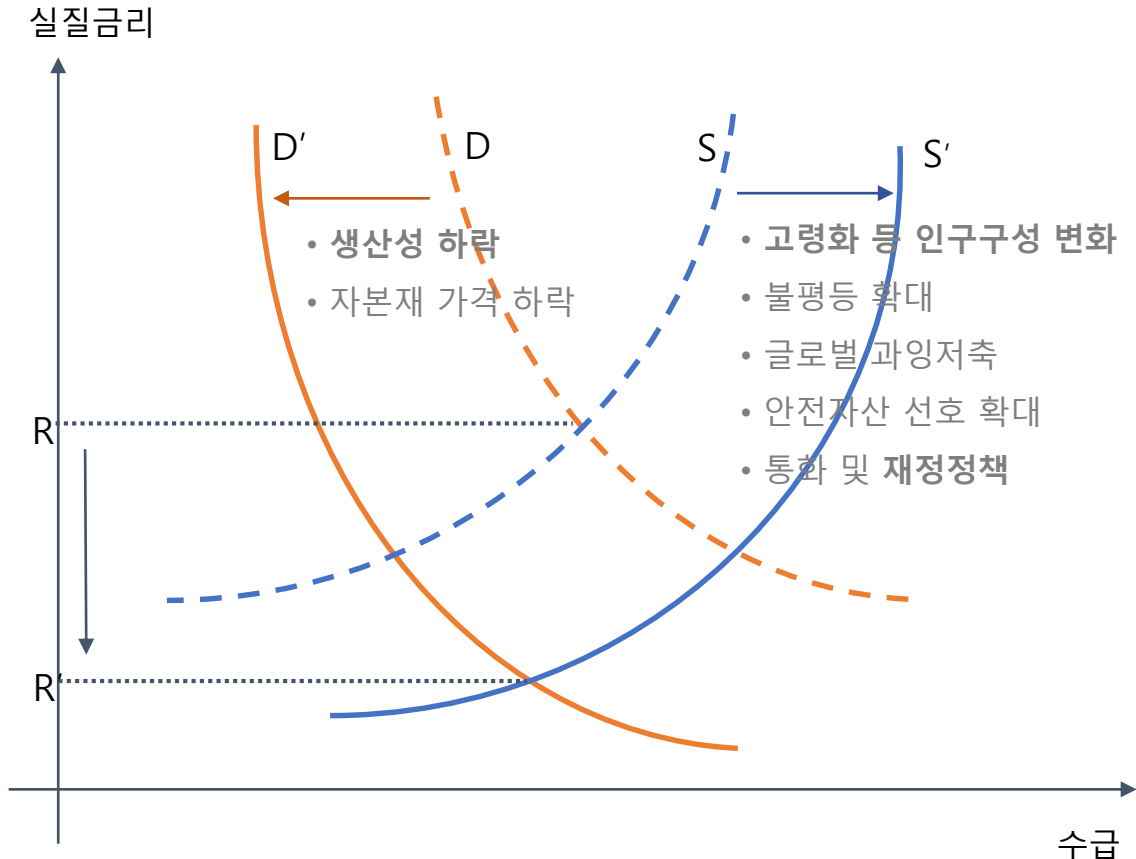
1

경제구조변화와 실질중립금리

실질중립금리의 하락

- ❖ 자금수요 축소 및 자금공급 확대로 실질중립금리가 지속적으로 하락
 - 다만 팬데믹 이후 실질중립금리 하락 추세가 중단되었을 가능성이 제기

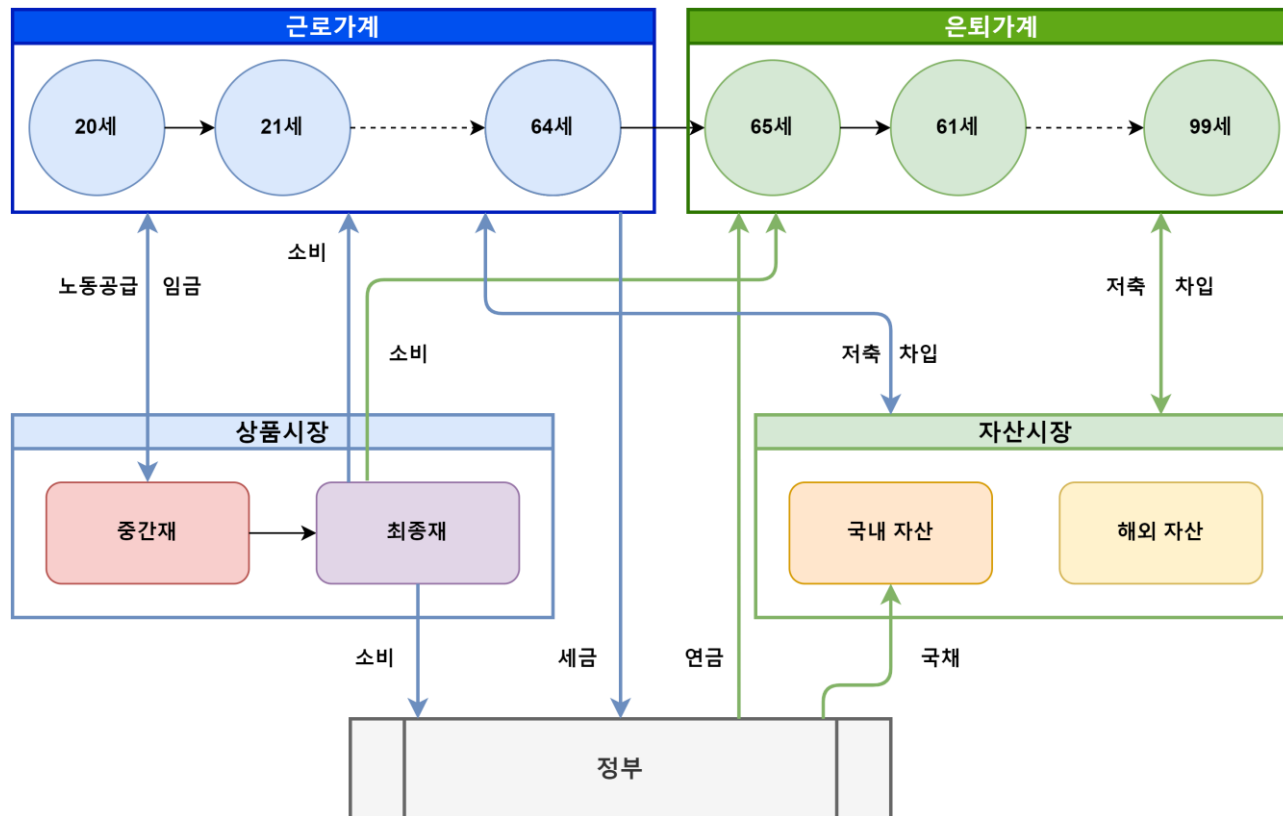
자금의 수급과 실질중립금리



중첩세대모형

❖ 인구구조 등 경제구조변화를 고려하기 위한 모형

- 20~99세까지 한국의 실제 인구구조를 반영
- 근로가구는 연령별 생산성에 따라 임금소득, 은퇴가구는 연금소득을 수취



모형의 핵심 동인



인구구조

- 고령화될수록 저축은 늘고 투자수요가 감소



생산성

- 생산성이 향상될수록 소득 확대 및 투자수요 증가



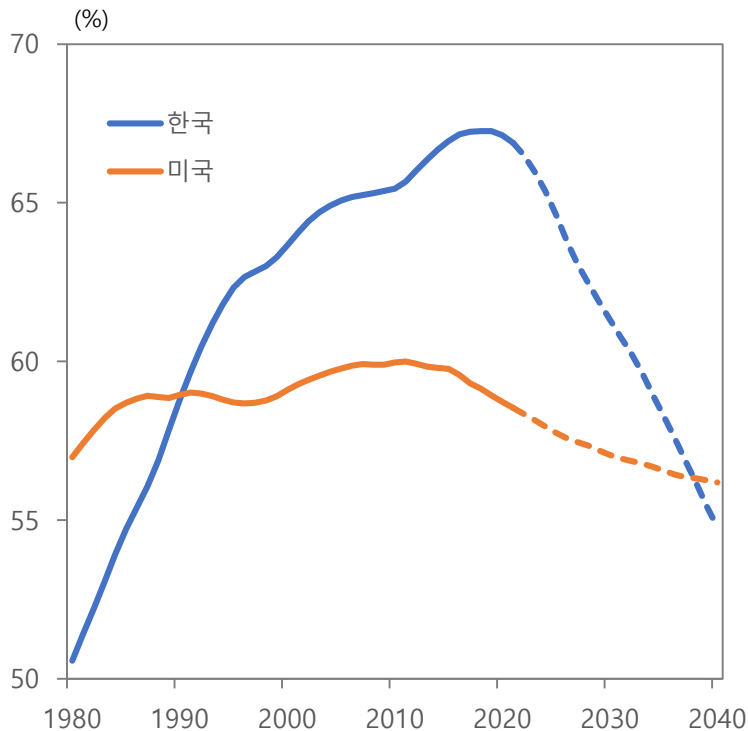
국가채무

- 국가채무가 확대될수록 정부의 차입수요 증가

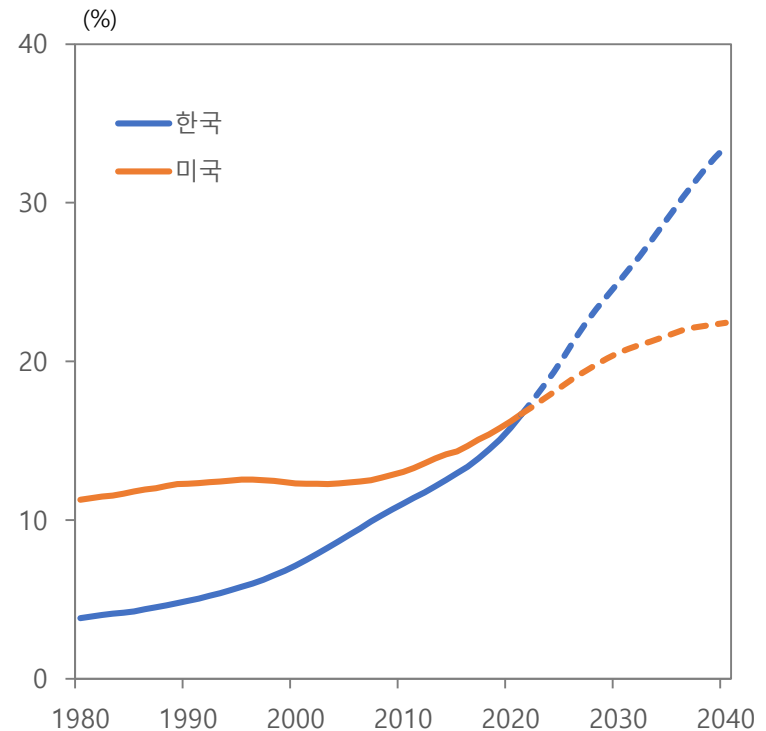
(1) 인구구조 변화

- ❖ 노동인구 감소 및 고령층 증가가 급속히 진행될 전망
 - 미국 또한 한국과 추세는 유사하나 속도에서는 큰 차이

노동인구(20~64세) 비중



고령인구(65세 이상) 비중



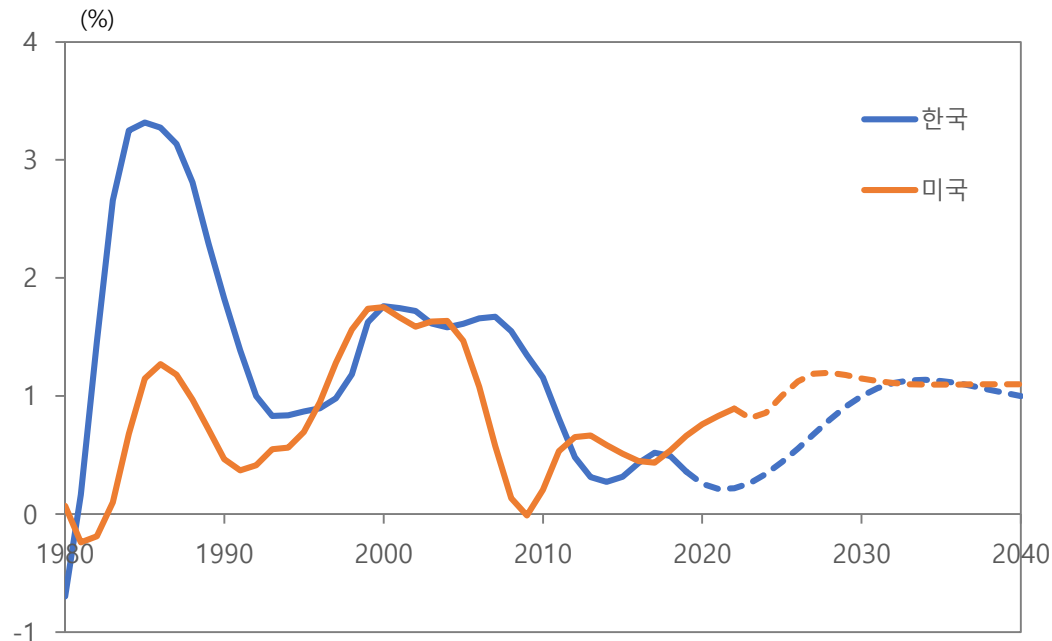
자료: UN World Population Prospects 2022

(2) 생산성

❖ 글로벌 금융위기 이후 부진했던 생산성이 상승할 전망

- 생성형 AI, 친환경 에너지 투자, 생산성의 J-curve 효과 등이 동인으로 거론
- 한국은 OECD 재정전망, 미국은 CBO 장기전망에 기반

총요소 생산성 추이 및 전망

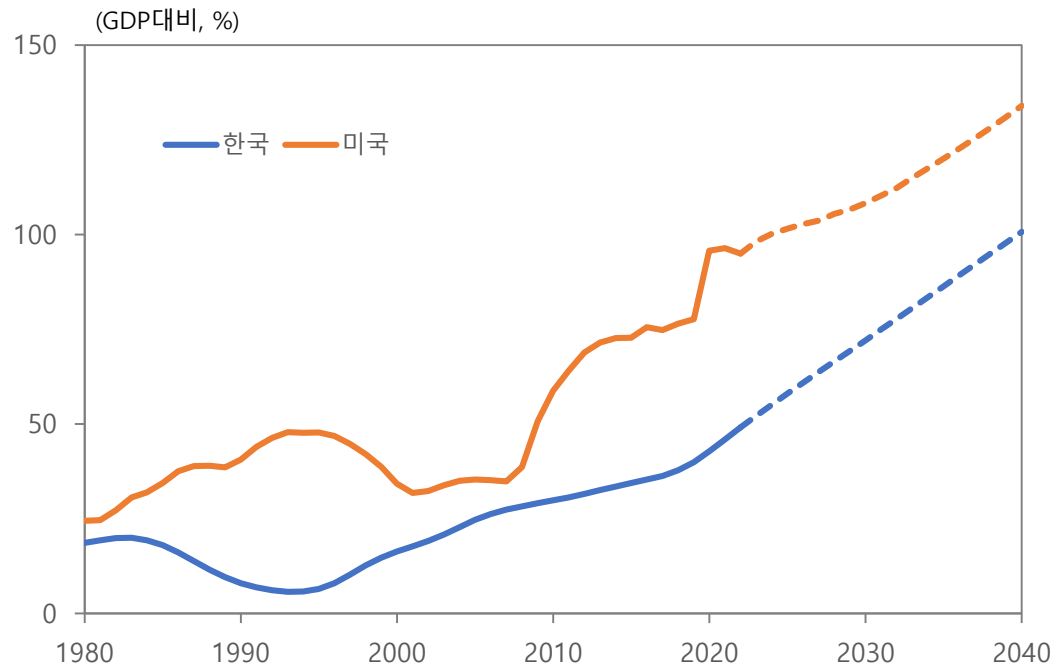


주 : 한국과 미국의 과거 자료는 각각 Penn World Tables 및 Atlanta Fed로 부터 입수하여 장기 추세(HP필터)를 구한 값

(3) 국가채무

- ❖ 2040년 한국은 GDP대비 100%, 미국은 140%에 근접
 - 한국은 국회예산정책처, 미국은 CBO의 장기 재정전망에 기반

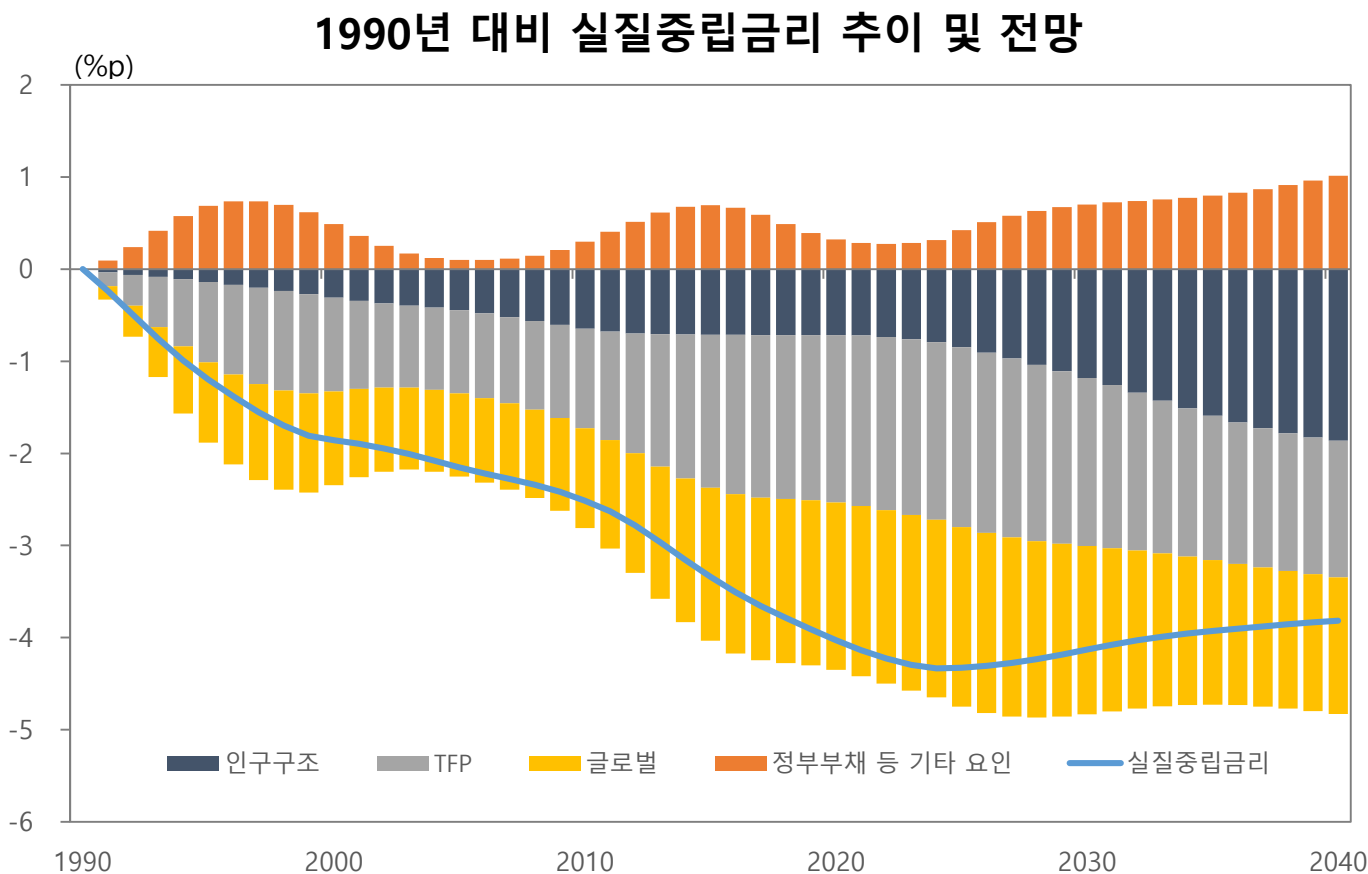
국가채무 추이 및 전망



주 : 한국과 미국의 과거 자료는 각각 한국은행 및 FRED로 부터 입수하여 장기 추세(HP필터)를 구한 값

한국의 실질중립금리 장기 전망

- ❖ 고령화가 생산성 개선 등 다른 상승요인을 상쇄하여 횡보할 전망
 - 생산성 개선여부, 경제활동 참가율 및 연금구조 등이 위험요인



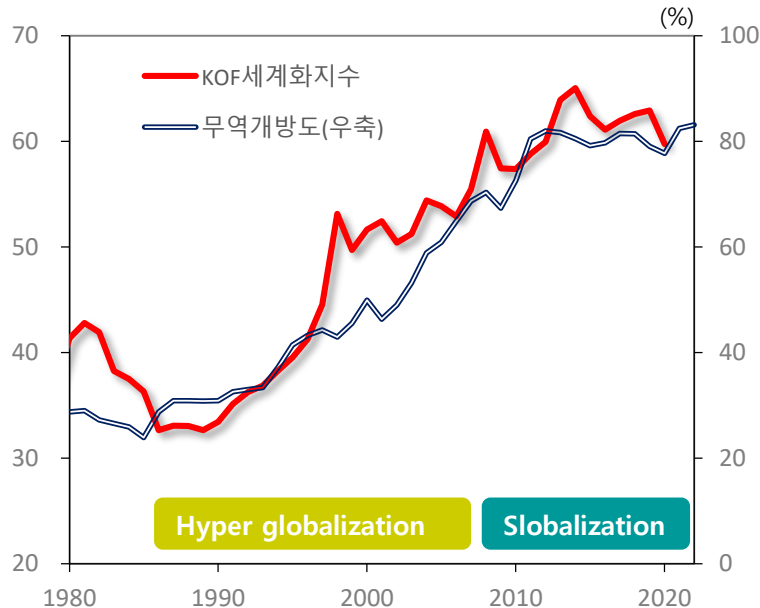
2

경제구조변화와 인플레이션

세계화

- ❖ 1990년대 초세계화 진입 → 글로벌 금융위기 이후 정체
 - 세계화와 인플레이션 간 관계는 상반된 견해가 양립
 - 이에 따라 탈세계화의 인플레이션 영향에 대한 불확실성이 큰 상황

한국의 세계화 추이



주 : 무역개방도 = (수출+수입)/GDP,
세계화 지수는 무역 통계 및 제도 변화를 지수화 (Gygli et al., 2019)

세계화와 인플레 관련 문헌연구

긍정론: 세계화 → 인플레

- 경쟁심화 → 노동 협상력 및 마크업 ↓
- 글로벌 가치사슬(GVC) 확충

부정론: 세계화 ⇄ 인플레

- 통화정책에 의한 기대물가 안정 →
가격 및 임금 결정의 경기 민감도 ↓

인구구조 변화

❖ 인구구조의 물가 영향은 다양한 연구결과가 혼재

- 연령대별로 인플레이션에 미치는 영향이 상이
- 한국은 노동인구비율 감소 및 고령층 비율 증가가 빠르게 진행중

연령대별 경제활동과 인플레이션에 대한 문헌연구

	유년층	생산가능연령층	고령층
경제활동	소비 > 생산 (net consumer)	소비 < 생산 (net saver)	소비 > 생산 (net consumer)
인플레이션 유발 효과	Inflationary	Deflationary	Inflationary

세계화의 인플레이 영향 실증분석

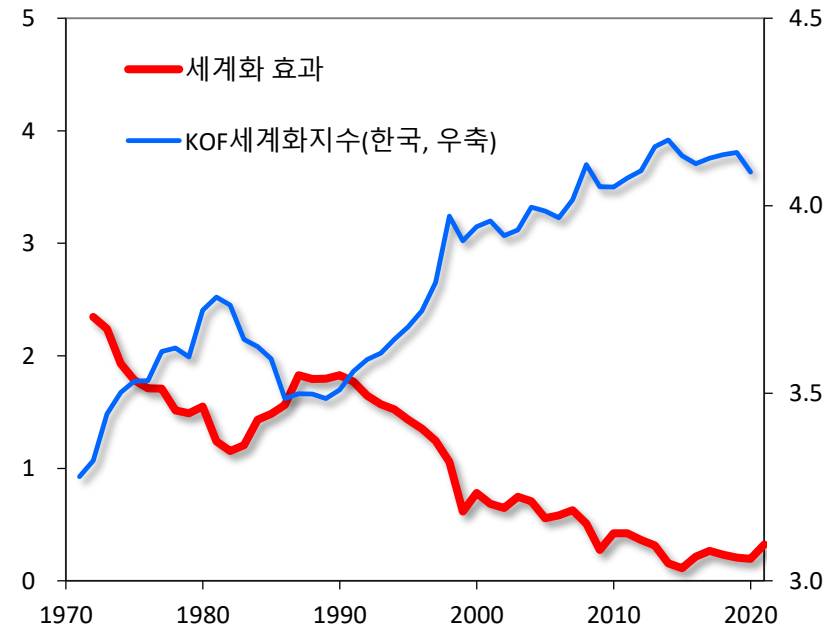
- ❖ 실증분석 결과 세계화로 인플레이션의 국내 경기 민감도가 하락
 - 향후 세계화가 후퇴할 경우 경기와 물가간 관계가 강화될 전망

세계화를 고려한 필립스 곡선

$$\text{물가} = (a - b \times \text{세계화}) \times \text{경기}$$

- $b > 0$ 이면 세계화 $\uparrow \Rightarrow (a - b \times \text{세계화}) \downarrow$
 \Rightarrow 물가와 경기간 관계가 약화
- 실증분석 결과 b 는 통계적으로 유의하게 (+)

한국 인플레이션의 경기 민감도 변화

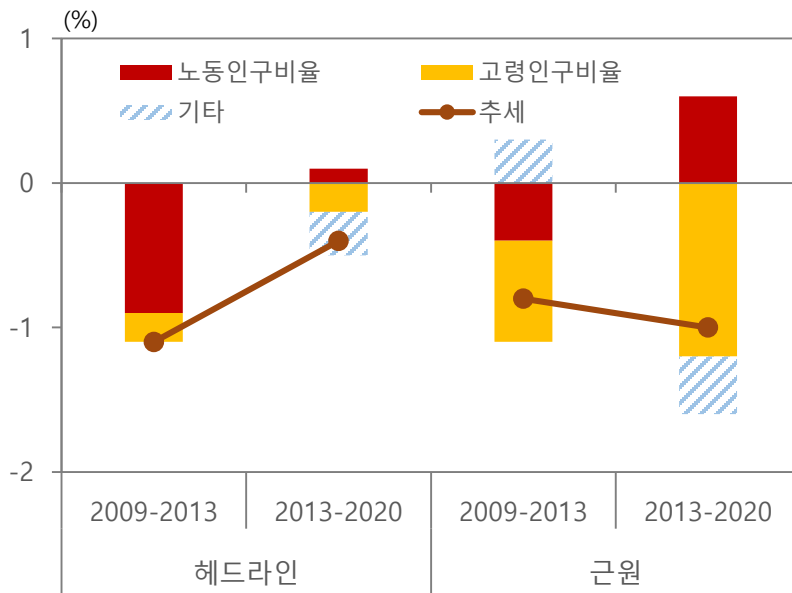


주 : 세계화 효과는 세계화로 인한 인플레이션의 국내 경기 민감도 하락 정도를 의미

인구구조의 인플레이 영향 실증분석

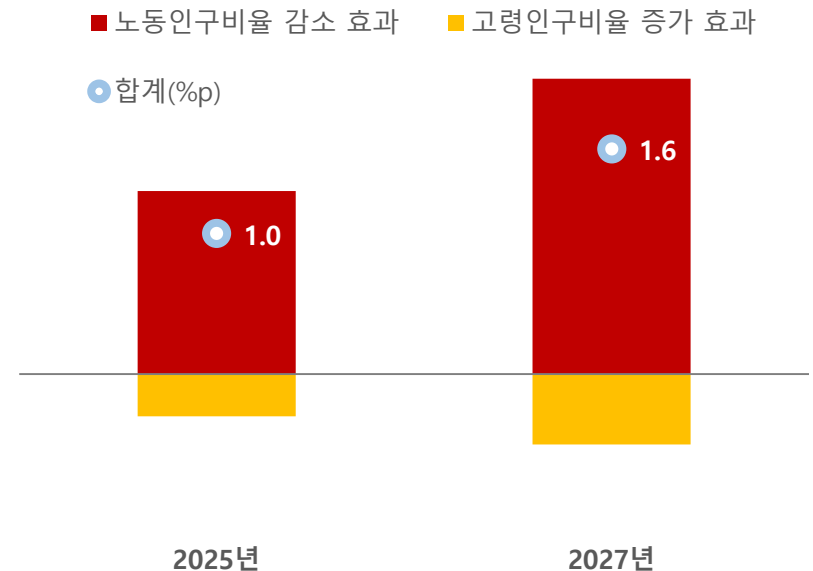
- ❖ 노동인구비율 감소는 물가 상승, 고령인구비율 증가는 물가 하락 요인
 - 2013년을 기점으로 노동인구비율이 감소하면서 물가 상승요인으로 전환
 - 저출산으로 노동인구 감소가 고령인구 증가를 상회 ⇒ 구조적 인플레이 유발

한국 추세 물가에 대한 인구구조 영향



주 : 인구구조가 포함된 필립스 곡선을 ARDL 모형으로 추정한 결과

인구구조 변화에 따른 추세 물가 전망

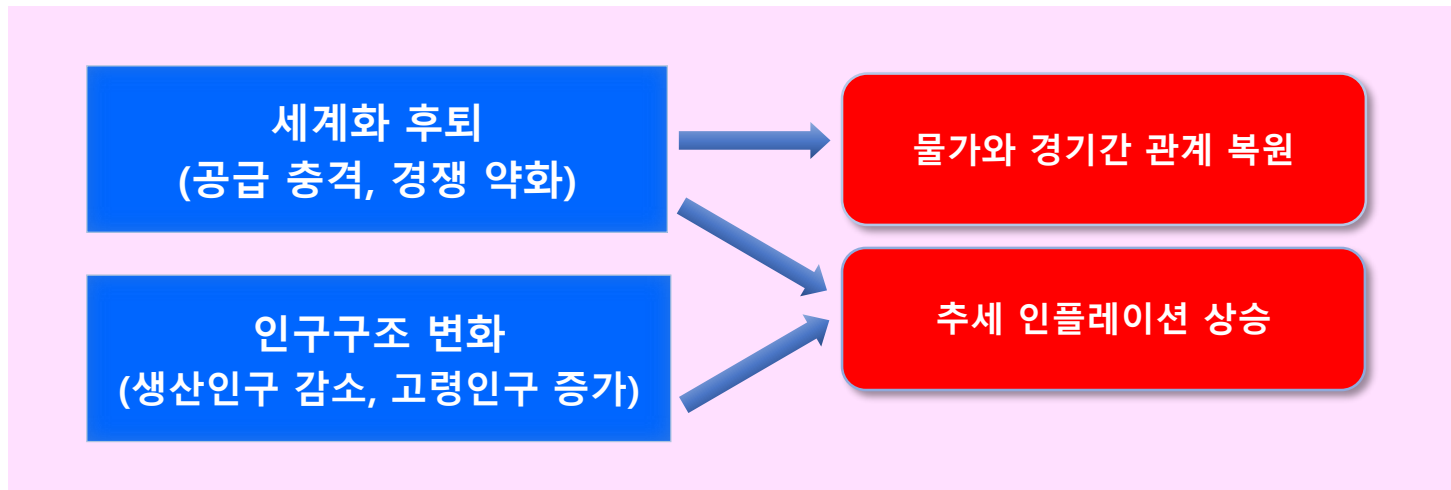


주 : 1) 2020년 대비 연도별 헤드라인 CPI 추세 인플레이션 변화
2) 통계청 중위 시나리오 적용

경제구조 변화와 인플레이션

- ❖ 저물가 기조가 종료되고, 물가 변동성이 구조적으로 확대될 위험
 - 탈세계화로 인플레이션의 경기 민감도가 확대될 전망
 - 인구구조 변화로 구조적 비용상승 압력이 추세 인플레이션 상승을 유발

인플레이션의 구조적 변화



3

결론 및 시사점

결론 및 시사점

- ❖ 국내 금리 기조가 과거와 같은 저금리 수준으로 복귀하기 어려울 전망
 - 글로벌 금리는 실질중립금리 및 추세물가 상승으로 고금리 기조가 고착될 전망
 - 실질금리는 고령화가 생산성 개선 및 글로벌 요인 등을 상쇄하며 횡보할 전망
 - 추세물가는 탈세계화 및 노동인구 부족으로 상승할 전망
 - 후기 베이비붐 세대의 은퇴는 선진국처럼 인플레이 유발적일 가능성
 - 규모가 과도한 가계부채 및 향후 가파르게 증가할 정부부채 관리에 유의

Thank you