OPINION

거시금융실

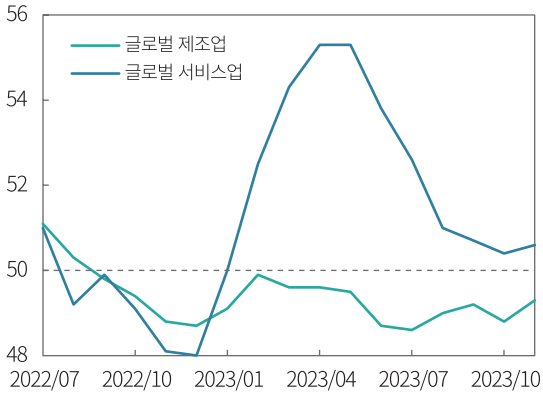
2024년 거시경제 전망*

2024년 중 미국 경제는 통화긴축에 따른 경기침체 우려에도 불구하고 연착륙(2023년 2.5% → 2024년 1.6%)할 것으로 예상되는 한편, 물가상승률 또한 연준의 목표수준에 근접(4.1% → 2.3%)할 것으로 전망됨에 따라 미 연준은 기준금리를 100bp 인하할 것으로 판단된다. 한국 경제는 수출 및 설비투자 개선에 힘입어 성장세가 회복될 것으로 예상(1.4% → 1.9%)되는 가운데 물가상승률 또한 둔화(3.6% → 2.7%)되면서 한국은행은 기준금리를 50bp 인하할 것으로 예상된다. 종합적으로 한국과 미국 모두 코로나19 감염확산 이후 균형수준을 크게 벗어난 성장 및 물가 경로가 점차 안정화되면서 각국의 기준금리 또한 균형금리 수준으로 조정되는 흐름세를 나타낼 것으로 보인다.

2023년 글로벌 경제동향

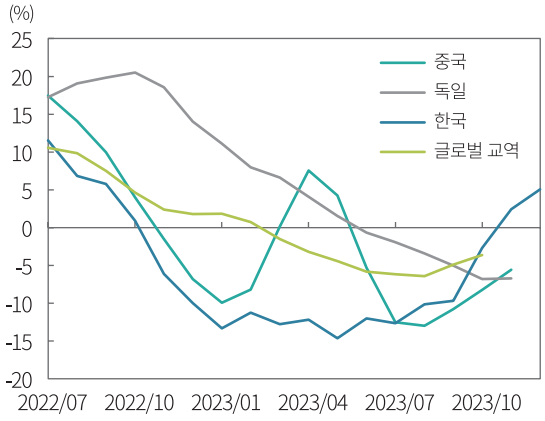
2023년 글로벌 경제는 자동차를 제외한 IT 등 제조업 경기 부진으로 국제교역이 위축되었다. 〈그림 1〉에서 나타난 바와 같이 글로벌 제조업 구매관리자지수(Purchasing Mangers' Index: PMI)는 2023년중 기준치인 50을 밑돌아 경기 부진을 시사하였다. 이에 따라 한국을 비롯하여 중국 및 독일 등 주요 제조업 국가들의 수출이 전년대비 크게 감소하면서 경제성장이 당초 예상보다 부진했다(〈그림 2〉 참조). 반면, 통화긴축에 따른 고금리에도 불구하고 미국은 서비스 소비 및 고용호조에 힘입어 견조한 성장세를 나타내는 등 국별로 상이한 성장 흐름을 보였다.

〈그림 1〉 글로벌 제조업 및 서비스업 PMI



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

〈그림 2〉 글로벌 교역 및 주요국 수출



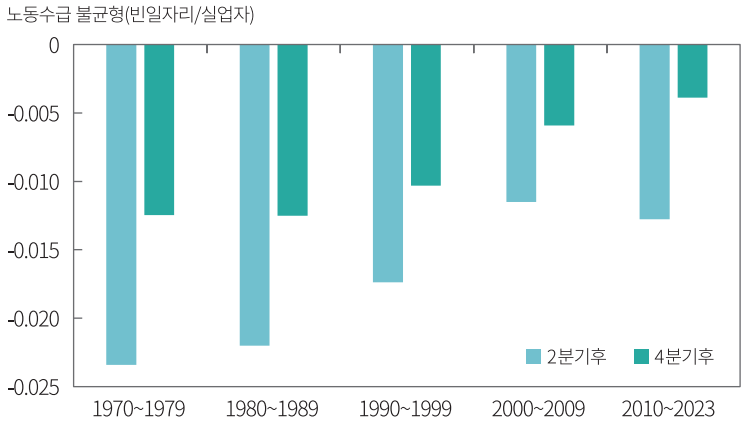
주 : 3개월 이동 평균
자료: Refinitiv

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

2024년 미국 경제 성장률 전망

2024년 중 미국 경제는 미 연준의 통화긴축에 따른 경기침체 우려에도 불구하고 2023년에 이어 견조한 고용여건 및 양호한 민간소비에 힘입어 연착륙할 것으로 전망된다. 이러한 판단의 근거는 미국 실물경제의 금리 민감도가 구조적으로 하락한 데다 명목균형금리의 상승으로 긴축효과가 축소되었기 때문이다. 우선, 〈그림 3〉은 시기별로 통화긴축에 따른 고용여건의 악화 정도를 나타낸다. 세로축은 실업자대비 빈일자리수로 정의되는 노동수급 불균형지수가 통화긴축으로 얼마나 변화하였는지를 나타낸다. 기준금리가 상승하면 분모인 실업이 늘어나고 분자인 기업의 구직공고가 줄어들어 노동수급 불균형지수가 하락하게 되는데, 통화긴축 효과의 시기별 변화를 시변 파라미터 벡터회귀모형(VAR)을 통해 추정해 보면 통화긴축의 고용여건 악화 효과가 1970~80년대에 비해 2010년대에는 절반(통화긴축 충격 발생후 2분기 지난 시점) 또는 1/3(충격 발생후 4분기 지난 시점)로 줄어들었음을 알 수 있다. 즉, 동일한 크기의 통화정책 충격에 대해 1970~80년대에 비해 2010년대 이후에는 미국의 고용여건 악화 정도가 절반 이하로 줄어들었음을 의미한다. 금번 금리인상기에 미국 경제의 금리 민감도 하락은 더욱 두드러진 것으로 판단되는데 주요 원인으로 장기 국채금리의 하향 안정과 함께 고정금리 대출 비중의 확대로 통화정책의 고전적 전달경로가 약화된 점이 지적된다(강현주 · 백인석, 2023).

〈그림 3〉 시기별 통화긴축에 따른 고용여건 악화



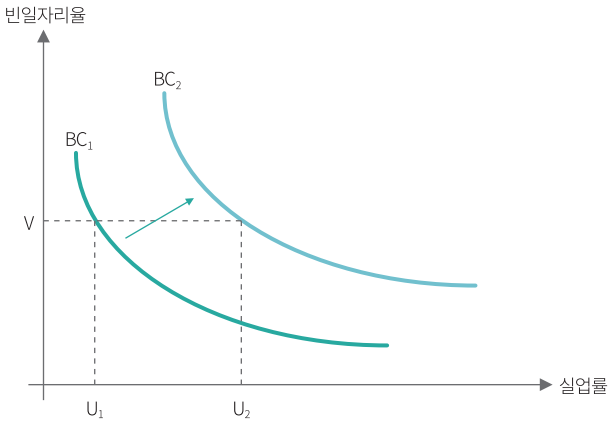
주 : 노동수급 불균형지수, 물가상승률, 연방기금금리로 구성된 시변 파라미터 VAR을 추정하여 통화정책 충격반응 결과를 시기별로 비교한 결과

자료: 자본시장연구원

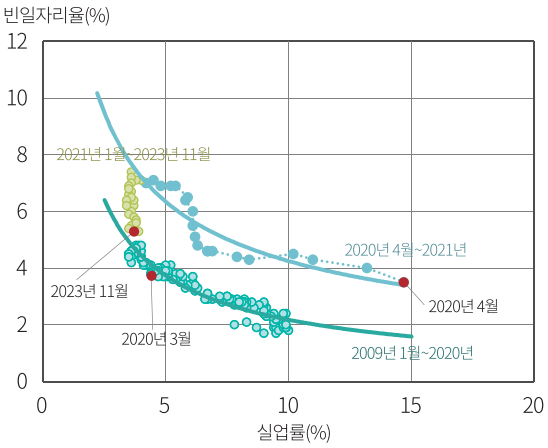
이와 더불어 미국의 고용시장 효율성이 회복된 것 또한 고금리에도 불구하고 실업률이 낮게 유지된 데 기여한 것으로 판단된다. 〈그림 4〉에서는 세로축이 빈일자리율, 가로축이 실업률인 베버리지 곡선(Beveridge Curve)을 제시하고 있다. 이론적으로 경기가 악화되어 실업이 늘면 기업의 신규채용도 줄어듬에 따라 베버리지 곡선은 우하향하는 형태를 나타낸다. 또한, 외생적 충격으로 베버리지 곡선이 우측으로 이동(〈그림 4〉의 BC1→BC2)하게 되면 동일한 빈일자리율 V에 대해 실업률이 U1에서 U2

로 높아지므로 고용시장의 일자리 매칭 효율성(job matching efficiency)이 악화됨을 의미한다. 〈그림 5〉는 코로나19 충격으로 미국의 베버리지 곡선이 2020년 4월 우측으로 크게 이동한 후 새로운 베버리지 곡선을 따라 고용 여건이 점차 개선되다가 미 연준의 금리인상 이후 최근까지 코로나19 팬데믹 이전 수준으로 점차 회귀(일자리 매칭 효율성 개선)하는 모습을 나타내고 있다. 이러한 점은 통화긴축이 실업률 악화 없이 빈일자리율만을 하락시켜 경기연착륙을 유도할 수 있다는 미 연준의 Waller 이사의 예측에 정확히 부합하는 결과이다(Waller, 2022).

〈그림 4〉 베버리지 곡선



〈그림 5〉 미국의 베버리지 곡선

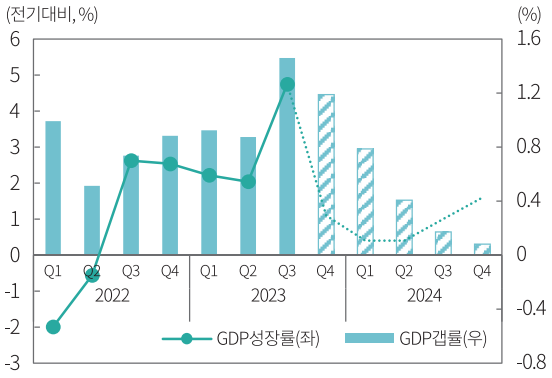


자료: FRED, 자본시장연구원

다른 한편으로 코로나19 팬데믹을 거치면서 미국 경제의 균형금리가 과거 글로벌 금융위기 이후 저금리 시기에 비해 상승했다는 점 또한 현재의 기준금리 수준이 생각보다 덜 긴축적일 가능성을 시사한다. 명목균형금리는 실질균형금리와 추세 인플레이션의 합으로 구성되며, 경기를 부양하거나 위축시키지 않는 단기금리 수준으로 정의될 수 있다. 통화정책 전망에서 후술하는 바와 같이, 경제모형을 통해 추정해 본 결과 2020년대 이후 명목균형금리 수준이 상승하여 연준의 점도표가 제시하는 중기 기준금리 전망치인 2.5%보다 높은 3% 중반으로 판단된다. 따라서 현재의 기준금리는 표면적으로 2001년 2월 이후 가장 높은 수준이나 통화긴축의 정도를 나타내는 기준금리와 균형금리간 차이인 금리갭은 균형금리의 상승으로 예상보다 크지 않을 가능성이 존재한다.

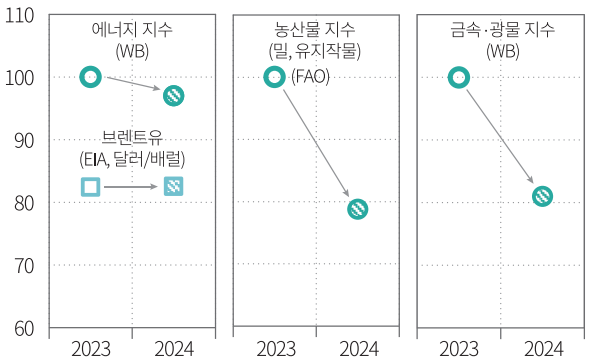
이와 같이 금리 민감도의 하락 및 균형금리의 상승 가능성을 종합적으로 감안하면 고금리의 부정적 영향이 크게 확대되지 않을 것으로 판단된다. 다만 2023년 중 높은 성장률에 따른 기저효과 및 통화정책의 정책시차(policy lag) 등을 감안한 성장률 둔화는 자연스러우나 큰 폭은 아닐 것으로 예상된다. 이에 따라 2024년 중 미국 경제는 1.6% 성장할 것으로 예상되며 2023년 3분기를 정점으로 실제 GDP와 추세 GDP간 차이를 나타내는 GDP갭률이 완만하게 축소되어 균형 수준의 성장세에 점진적으로 근접할 것으로 전망된다(〈그림 6〉 참조).

〈그림 6〉 미국의 성장경로 추이 및 전망



주 : GDP갭 = (실제 GDP − 추세 GDP)/추세 GDP
자료: FRED, 자본시장연구원

〈그림 7〉 주요 국제 원자재 가격 전망



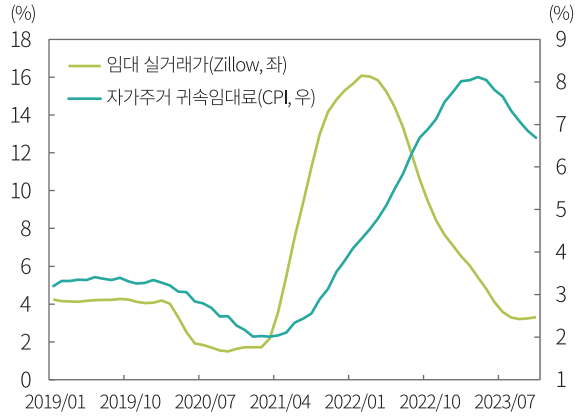
주 : FAO 전망 기간은 2023년 하반기~2024년 상반기
자료: EIA, World Bank, FAO

2024년 미국 물가상승률 전망

2024년 중 미국 물가상승률은 점차 연준의 물가목표에 근접할 것으로 예상된다. 우선, 글로벌 물가여건을 살펴보면 2024년에는 국제 유가를 비롯한 주요 국제 원자재 가격이 안정됨에 따라 각국의 물가안정에 기여할 전망이다. 국제 유가는 사우디아라비아를 중심으로 한 OPEC의 감산을 통한 가격 지지 노력에도 불구하고 미국의 셰일오일을 중심으로 공급이 확대될 것으로 판단되는 가운데 글로벌 제조업 경기의 완만한 회복세에 힘입어 수요 또한 늘어날 것으로 예상된다. 이에 따라 원유에 대한 수급이 대체로 균형을 이룰 것으로 예상되는 만큼 국제 유가가 2023년 수준을 유지할 것으로 판단된다(EIA, 2024). 또한, FAO(Food and Agriculture Organization, 2023)는 〈그림 7〉과 같이 가공식품의 가격 상승에 큰 영향을 미쳤던 곡물과 유지작물 등 농산물의 가격이 하락할 것으로 예상하였다. 아울러 여타 공업제품의 소재인 주요 금속 · 광물의 가격도 2023년에 비해 낮아질 것으로 보인다(World Bank, 2023).

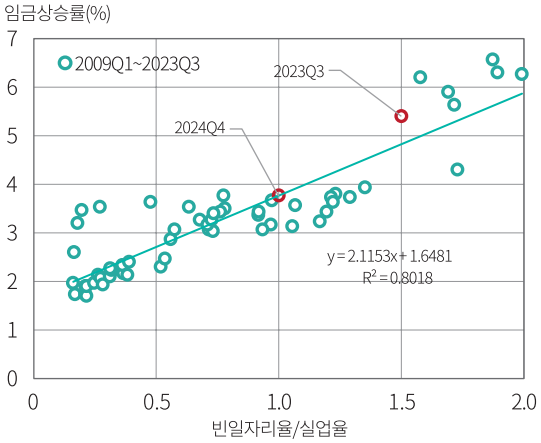
한편, 미국 국내 요인들을 살펴보면 〈그림 6〉에서 제시된 바와 같이 미국 GDP갭이 0에 근접함에 따라 수요부문 물가압력이 점차 축소될 것으로 전망된다. 또한, 〈그림 8〉에서 나타난 바와 같이 주택시장의 실거래 가격이 코로나19 이전 수준으로 회귀함에 따라 시차를 두고 물가지수에 반영될 것으로 예상된다. 뿐만 아니라 〈그림 5〉에서 제시된 바와 같이 노동수급이 점차 안정화되어 2024년 4분기 중에는 균형 수준에 도달할 것으로 보여 임금상승률 또한 연준의 목표에 부합하는 수준인 3% 중후반 수준으로 수렴할 것으로 판단된다(〈그림 9〉). 이에 따라 종합적으로 미국의 2024년 물가상승률(Core PCE)은 2.3%가 될 것으로 전망된다.

〈그림 8〉 미국의 주택부문 물가상승률



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

〈그림 9〉 미국의 노동수급과 임금상승률

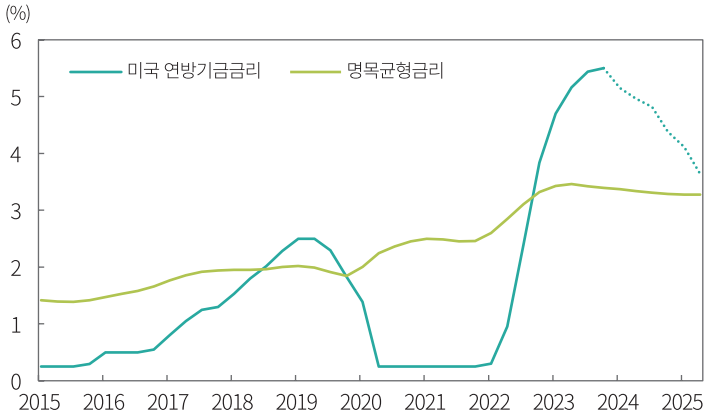


자료: FRED, 자본시장연구원

2024년 미국 통화정책 전망

이러한 성장 및 물가 경로를 테일러 준칙(Taylor rule)에 대입해 보면 미국의 기준금리는 2024년중 100bp 정도의 인하 여력이 있는 것으로 판단된다. 경기가 연착륙하는 가운데 인플레이션이 점차 연준의 목표수준에 수렴함에 따라 기준금리 인하는 경기둔화 대응 목적이라기보다는 인플레이션 둔화로 높아진 실질금리를 하향 안정시켜 기준금리를 균형 수준으로 조정하기 위한 것으로 해석할 수 있다. 즉, 예상한 대로 물가상승률이 2% 초반 수준으로 하락하는 가운데 현재 수준의 기준금리가 유지될 경우 실질 기준금리가 3%를 상회하게 되므로 1% 수준으로 추정되는 실질균형금리에 비해 매우 높은 수준이기 때문이다.

〈그림 10〉 미국의 통화정책 경로



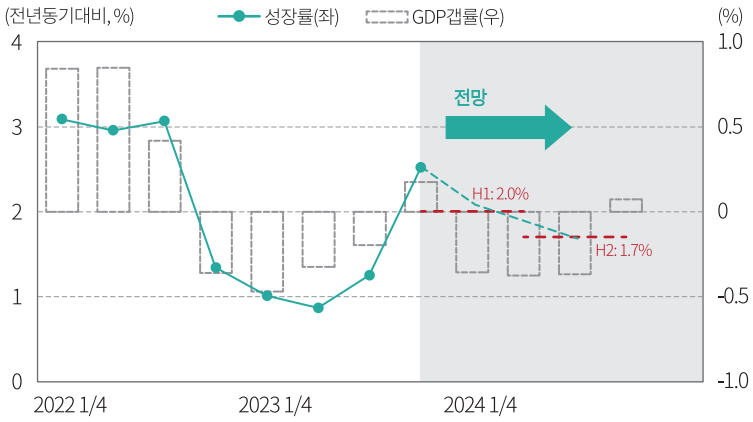
주 : 점선은 예상된 성장 및 물가 경로를 추정된 테일러 준칙에 대입하여 산출한 예상 경로. 명목균형금리는 신인석·강현주(2022)를 일부 변형하여 미국 데이터로 추정한 실질균형금리와 추세 인플레이션의 합
자료: FRED, 자본시장연구원

구체적인 금리인하 시기는 불확실성이 매우 큰 상황으로 2023년 하반기중 Core PCE가 이미 전기대비 연율 기준 2% 수준으로 하락한 만큼 테일러 준칙에 따르면 2024년 1분기중 인하 여력이 충분하나 경제지표 의존적인 미국의 통화정책 운영을 감안하면 실제 인하시기는 다소 후행할 가능성이 크다. 한편 금번 금리인하기의 최종 기준금리(terminal rate)는 명목균형금리 수준인 3% 중반 수준으로 판단되며 예상대로 미국 경제가 경기침체 없이 연착륙한다면 2025년 하반기 중 금리인하가 종료될 것으로 전망된다.

국내 성장률 전망

2023년 국내 경제는 제조업 및 수출 부진이 이어진 가운데 민간소비의 모멘텀이 축소되면서 성장세가 약화되었다. 2024년에는 경기가 회복세를 보이면서 GDP 성장률이 1.9%를 나타낼 것으로 전망된다. 〈그림 11〉과 같이 전년동기대비 성장률은 상반기에 2.0%, 하반기에는 1.7%의 흐름을 보일 것으로 예상된다. 하반기의 경우 성장률(전년동기대비)이 다소 축소되는 모습이지만 성장세 약화가 아닌 기저효과에 의한 결과로 해석할 필요가 있다. 즉, 전기대비 성장률은 하반기에 더 높고, GDP갭도 4분기에는 플러스로 전환될 것으로 전망된다.

〈그림 11〉 성장률 전망



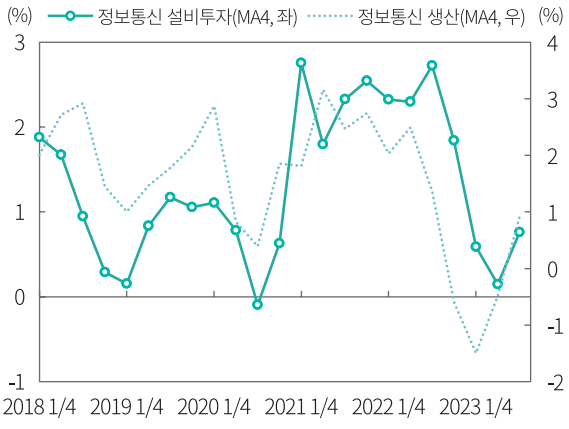
주 : H1은 상반기, H2는 하반기를 의미(이하 동일)
자료: 자본시장연구원

금년의 성장세 회복은 IT 부문의 반등이 견인할 것으로 보인다. WSTS(World Semiconductor Trade Statistics) 등 주요 시장조사 기관들에 따르면, 금년에는 AI 기술 상용화 및 관련 인프라 도입이 가속화되는 등 반도체를 중심으로 IT 산업이 상승 사이클에 진입할 전망이다. WSTS는 2023년 12월 전망에서 2024년 반도체 시장 규모가 2023년 대비 13.1% 증가할 것으로 전망하고 있으며 트렌드포

스(TrendForce)는 D램 및 낸드 평균판매단가가 2024년 1분기중 각각 전년동기대비 13~18% 및 15~20% 오를 것으로 예상했다. 이러한 예측은 일차적으로 우리나라의 수출 확대에 상당히 긍정적인 영향을 미치는 효과가 있다. 또한, 〈그림 12〉와 같이 IT 산업의 투자는 업황에 동조화되는 특징이 있으므로 IT 부문을 중심으로 설비투자가 확대될 것으로 예상된다. 다만, 설비투자와는 달리 건설투자는 부진이 지속될 것으로 생각된다. 여기에는 예정(기존 인허가) 물량의 감소와 함께 원가 상승으로 인한 착공 지연 등이 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

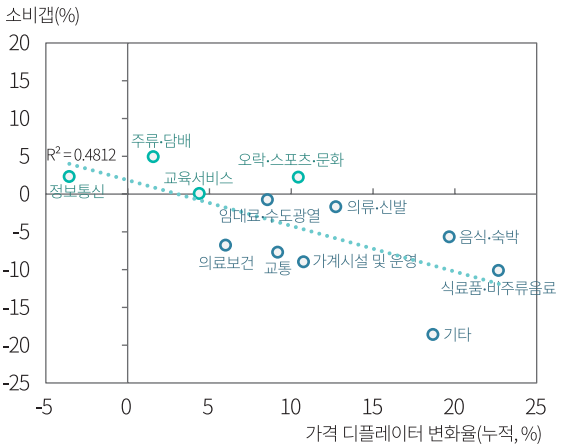
한편, 민간소비는 하반기에 회복세를 보일 것으로 전망된다. 코로나19 팬데믹을 비롯하여 러시아 · 우크라이나 전쟁, 기상 악화 등 공급 충격이 크게 영향을 미친 품목들은 가격 상승과 수요 위축이 상당 기간 지속되었다. 특히 팬데믹 이전 3년간(2017~2019년)의 소비 증가율로부터 산출한 추세 수준과 2020년 1분기부터 2023년 3분기까지의 실제 소비(누적 기준)와의 차이인 소비갭을 나타내는 〈그림 13〉을 살펴보면, 식료품 · 비주류 음료, 가계시설 · 운영(전자제품, 가구 등 내구재 등) 등의 소비가 큰 폭의 마이너스 갭을 나타내고 있으며 해당 품목들은 동 기간중 큰 폭으로 가격이 상승한 것으로 나타났다. 금년 하반기에는 금리와 함께 물가 압력이 어느 정도 완화되면서 앞서 언급한 품목을 중심으로 민간소비가 개선될 것으로 예상된다.

〈그림 12〉 IT 부문의 업황과 설비투자



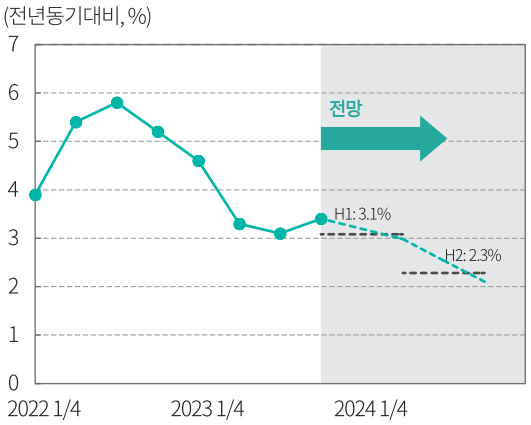
주 : MA4는 전기대비 변화율의 4분기 이동평균을 의미
자료: 한국은행, 자본시장연구원

〈그림 13〉 가격 상승률과 소비갭



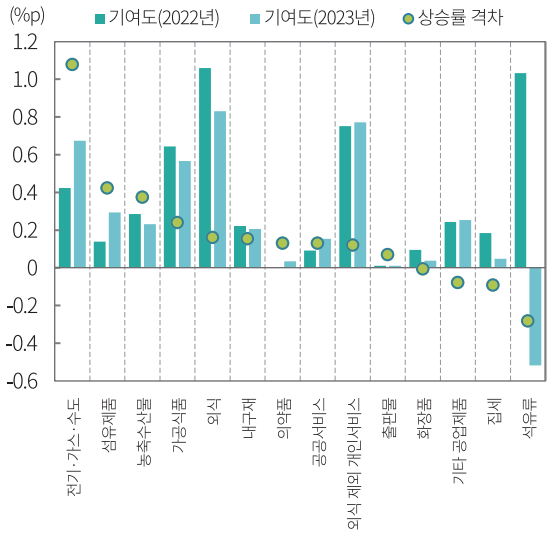
주 : 소비갭은 2017~2019년 동안의 소비 증가율로부터 산출한 추세 수준과 2020년~2023년 3분기까지의 실제 소비와의 차이(%)를 의미. 가로축은 2020년 이후 2023년 3분기까지의 누적 가변화율임
자료: 한국은행, 자본시장연구원

〈그림 14〉 소비자물가 상승률 전망



자료: 자본시장연구원

〈그림 15〉 CPI 기여도와 상승률 격차



주 : 격차는 2015~2019년 월평균 대비
자료: 한국은행, 자본시장연구원

국내 물가상승률 전망

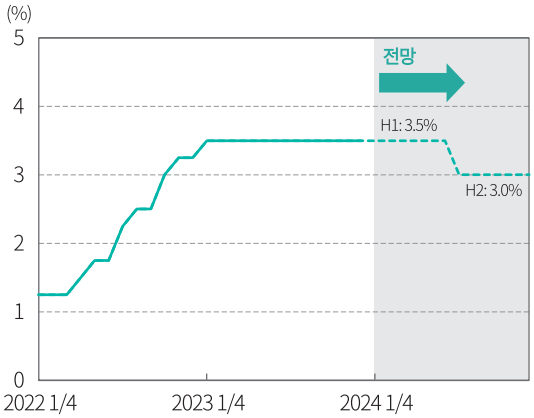
2024년의 소비자물가는 2.7% 상승하여 2023년에 비해 오름세가 둔화될 것으로 예상된다. 〈그림 14〉와 같이 상반기까지는 3% 이상의 상승률(전년동기대비)을 보이겠으나 하반기에는 2% 초반으로 낮아지면서 한국은행의 물가 목표(2%)에 근접할 전망이다. 여기에는 주요 공업제품의 가격 상승세 둔화가 기여할 것으로 판단된다. 소비자물가 상승률은 2022년 5.1%에서 2023년 3.6%로 1.5%p 낮아졌는데 그 폭은 석유류의 소비자물가 상승률에 대한 기여도 변화(2022년 1.0%p→2023년 −0.5%p)와 동일하다. 이러한 점은 2023년 들어 석유류 가격이 큰 폭 하락(-11%)했음에도 불구하고 여타 품목의 가격은 여전히 높은 오름세를 나타내었음을 시사한다. 특히 〈그림 15〉를 살펴보면 공급 충격의 영향이 점진적으로 반영된 전기 · 가스 · 수도, 섬유제품, 가공식품, 외식, 내구재 등이 예년 수준을 상회하는 상승률을 보이면서 물가 안정을 제약한 것으로 나타났다. 2024년에는 전술한 바와 같이, 국제 원자재 가격의 하향 안정화가 국내 상품 가격에 점차 반영되면서 금년도 소비자물가 상승률 둔화에 기여할 것으로 판단된다.

국내 통화정책 전망

한국은행은 2023년 1월 기준금리를 3.5%로 인상한 이후 현재까지 동 수준을 유지하고 있다. 2024년에는 기준금리가 하반기에 25bp씩 두 차례 인하되어 3.0%로 낮아질 것으로 전망된다(〈그림 16〉 참조). 주요 예측기관들을 대상으로 조사한 Reuters 및 Bloomberg의 최근 예상 기준금리 경로도 이러

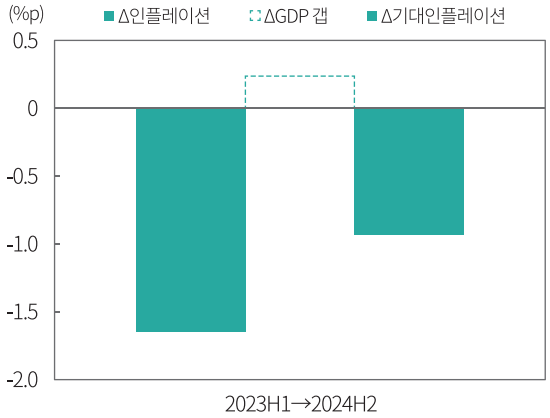
한 전망과 유사한 것으로 나타났다. 최근 부동산PF 대출과 일부 건설사의 유동성 문제가 부각된 바 있는데 한국은행은 금융·경제적 파급 영향이 크지 않은 것으로 인식하고 있다.[1] 따라서 향후 통화정책을 전망하기 위해서는 이러한 금융시장 상황보다는 앞으로의 실물 경제 및 물가 여건에 초점을 맞추어 판단할 필요가 있다고 생각된다. 기준금리 인상 종료 시점과 대비하여 여건 변화를 예상해 볼 때, 금년 하반기에는 소비자물가 상승률이 2% 초반대까지 낮아지는 등 정책 기조를 전환할 수 있는 환경이 조성될 것으로 평가된다. 〈그림 17〉을 통해 주요 요인별로 살펴보면, 2024년 하반기에는 소비자물가 상승률이 상당폭 축소되고 기대 인플레이션[2]도 하락할 것이라는 점을 알 수 있다. 2023년 상반기에 비해 GDP 갭이 소폭 높아지면서 금리 인하를 일부 제한할 수도 있지만, 인플레이션 및 기대 인플레이션 하락이 크게 작용하면서 금리 인하가 유력한 방향으로 전개될 것으로 예상된다.

〈그림 16〉 기준금리 전망



자료: 자본시장연구원

〈그림 17〉 통화정책 여건 변화



주 : 1) 금리인상 종료 시점(2023년 상반기) 대비 2024년 하반기의 변화
2) 인플레이션, 기대 인플레이션은 금리 인하 요인, GDP 갭은 금리 인상 요인

자료: 자본시장연구원

종합 평가

2024년 중 한국과 미국 경제는 성장 및 물가 경로가 균형수준으로 수렴함에 따라 통화정책 또한 균형금리 수준으로 점진적으로 조정될 전망이다. 미국은 2023년 중 잠재성장률을 크게 상회하는 높은 성장세가 하향 조정되면서 미국 경제가 기초경제여건에 부합하는 잠재 GDP 수준으로 점차 근접하는 한편 코로나19 감염확산 이후 크게 상승했던 물가상승률 또한 연준의 목표 수준에 가까워질 전망이다. 이에 따라 연준의 통화정책은 인플레이션 둔화로 높아진 실질금리를 하향 안정시켜 기준금리를 균

1) 이에 대해 2024년 1월 「통화정책방향 관련 총재 기자간담회」를 참고할 수 있다.

2) 기대 인플레이션이 하락하면 실질 기준금리(=기준금리-기대 인플레이션)가 상승하므로 통화정책의 긴축 강도가 자연적으로 확대되게 된다. 이를 상쇄하기 위해서는 기준금리를 낮추는 것이 필요하다. 한편, 이러한 평가에 활용된 2024년 하반기의 기대 인플레이션(일반인)은 소비자물가 상승률과 기대 인플레이션 간 관계에 따라 산출된 전망치이다.

형 수준으로 조정하기 위한 금리인하에 나설 것으로 예상된다. 한국 또한 그동안 부진했던 수출이 반등하면서 경제성장률이 잠재성장률에 근접하는 가운데 물가상승률이 둔화되어 하반기 이후 통화정책 전환이 본격화될 것으로 판단된다.

〈표 1〉 미국 및 한국 경제전망 요약

	미 국		한 국	
	2023년	2024년	2023년	2024년
경제성장률	2.5%	1.6%	1.4%	1.9%
물가상승률주)	4.1%	2.3%	3.6%	2.7%
기준금리	5.5%	4.5%	3.5%	3.0%

주 : 미국은 Core PCE, 한국은 CPI 기준
자료: 자본시장연구원

다만, 이러한 기본 전망에도 불구하고 향후 국내외 성장경로에 대한 상·하방 위험요인이 혼재된 가운데 하방 위험이 큰 것으로 판단된다. 우선, 향후 성장경로를 상향 조정시킬 요인으로는 글로벌 AI 투자가 확대되면서 IT 경기가 예상보다 가파르게 반등함에 따라 국내 수출 및 투자 회복세가 강화될 가능성이 있다. 또한, 국제 원자재 가격이 예상보다 큰 폭으로 하락하여 주요국의 물가상승률 둔화가 빨라지면서 기준금리가 조기에 인하됨에 따라 경기 회복세를 뒷받침할 수도 있다. 반면, 향후 성장경로를 예상보다 하향 조정시킬 요인으로는 중국의 제조업 고도화 추진과 더불어 미국의 대선 국면에서 미중 무역분쟁이 심화됨에 따라 IT 경기 회복이 지연될 가능성이 있다. 또한, 2022년 이후 지속되고 있는 지경학(geo-economics)적 분쟁이 더욱 확대되면서 글로벌 원자재 가격이 예상과 달리 상승하는 한편 해상운송 차질로 공급교란이 발생할 수 있다. 국내적 요인으로는 부동산PF의 수익성 악화가 건설투자 및 민간소비의 동반 부진을 초래하는 한편 내수 부진의 장기화를 유발할 가능성에 유의할 필요가 있다.

참고문헌

강현주 · 백인석, 2023, 『미국 경제의 금리 민감도 하락 및 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-22.

신인석 · 강현주, 2022, 한국 통화정책의 최근 기조 평가 및 쟁점, 『한국경제포럼』 제14권 제4호, pp. 25-55.

Energy Information Administration, 2024, *Short-term Energy Outlook*, January 9.

Food and Agriculture Organization of the United Nations, 2023, *Food Outlook*.

Waller, C.J., 2022, Responding to high inflation, with some thoughts on a soft landing, Speech at the Institute for Monetary and Financial Stability(IMFS) Distinguished Lecture, May 30.

World Bank, 2023, *Commodity Markets Outlook*.