

OPINION

거시금융실

2024년 거시경제 주요 이슈*

본 고에서는 2024년 국내외 거시경제의 주요 이슈로 한미 양국의 통화정책 전환에 따른 저금리 회귀 가능성 평가와 함께 국내 경제 리스크 요인으로 민간소비의 회복 지연 위험 평가 및 건설부문 수익성 악화에 따른 부동산PF 위험에 대해 분석하였다. 우선, 한미 양국의 기준금리 인하로 2010년대와 같은 저금리로 회귀할 가능성이 제기되고 있으나, 통화정책 전환에도 불구하고 균형금리 상승으로 장기 국채금리 하락 폭은 제한될 것으로 판단된다. 또한, 2023년 중 민간소비를 제약하였던 고물가·고금리 상황이 점차 완화되겠으나 소비성향이 높은 소득 하위가구들의 소득 개선이 지연되면서 소비 부진이 장기화될 위험이 존재한다. 끝으로, 건설비용 상승으로 부동산PF 수익성이 악화됨에 따라 건축투자 부진이 지속되고 건설사 위험이 금융기관 및 자금시장 위기로 전이될 가능성에 유의할 필요가 있다.

거시경제 주요 이슈 1: 통화정책 전환에 따른 저금리 회귀 가능성 평가

금변 고물가, 고금리는 글로벌 경제가 2010년을 전후해 시작된 저물가, 저금리에 익숙한 상태에서 발생한 만큼 경제 및 금융시장이 적지 않은 충격을 겪고 있다. 이런 가운데 미 연준의 기준금리 인하에 대해 강한 기대가 형성되면서 일각에서는 과거 저금리 기조로 급격하게 회귀하게 될 가능성이 대두되고 있다. 실제로 한미 중장기 국채 금리는 2023년 11월부터 통화정책 전환에 대한 기대로 크게 하락하였다. 이에 따라 기준금리 인하로 한미 국채 금리가 2010년대와 같은 저금리로 회귀할 수 있을 것인지 평가해 본다. 특히, 국채 금리가 통화정책에 대한 국채시장의 기대와 기간 프리미엄으로 분해될 수 있으므로 아래에서는 각 요인 관점에서 저금리 회귀 가능성을 살펴본다.

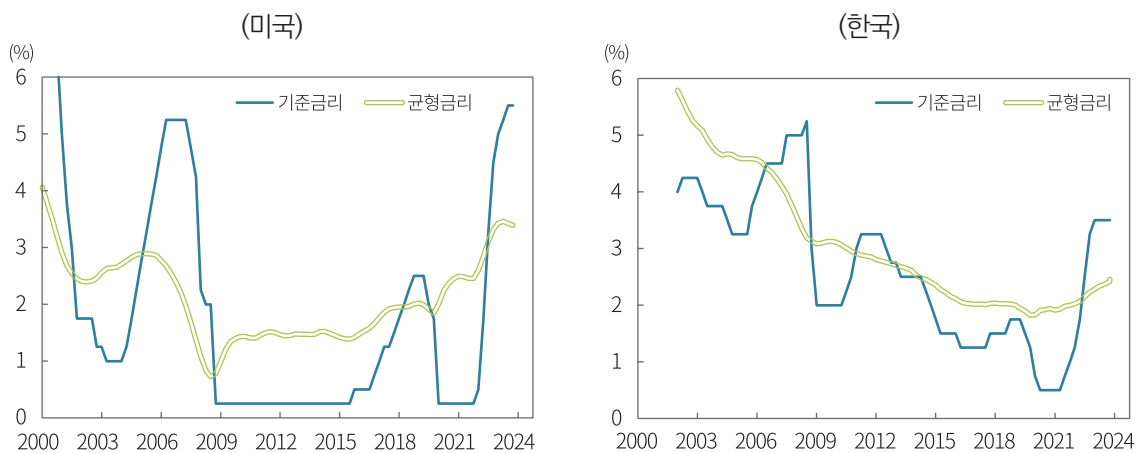
거시경제 전망에서 언급한 바와 같이 한미 모두 2024년 중 경기침체가 발생하지 않는다면 금변 기준금리 인하기의 종착 기준금리는 명목균형금리 수준에서 형성될 것으로 판단된다. <그림 1>은 거시경제여건을 이용하여 추정한 한국과 미국의 명목균형금리를 보여준다. 양국 모두 코로나19 감염확산 이후 명목균형금리가 상승 전환하여 2010년대에 비해 높은 수준을 유지중이다. 다음으로 <그림 2>에는 국채시장이 평가하는 명목균형금리가 제시되어 있다. 동 균형금리는 국채시장 참여자가 평가하는 중장기적 관점의 경제구조변화를 반영한다. 시장 평가 균형금리 또한 감염확산 이후 상승세로 전환하였는데, 2024년 1월 중 시장 평가 균형금리는 미국이 3% 중후반, 한국이 2% 중후반으로 나타났다. 한편 <그림 2>가 보여주듯 양국의 채권시장 참여자는 기준금리가 점진적으로 인하되어 2026년에 균형

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

금리 수준에 근접할 것으로 예상하고 있다.¹⁾

이상을 통해 금번 기준금리 인하기의 종착 기준금리가 2010년대보다 높은 수준에서 결정될 가능성이 있는 것으로 예상할 수 있다. 향후 균형금리가 다시 2010년대 수준으로 낮아질 가능성을 완전히 배제할 수는 없겠으나, 균형금리의 상승 전환이 인구구조 변화 및 탈세계화 등과 같은 경제구조변화를 반영한 현상일 가능성이 존재하는 만큼, 통화정책 측면에서 보면 저금리로의 회귀 가능성이 제한적인 것으로 판단할 수 있다(강현주·백인석·장근혁, 2023).

〈그림 1〉 한미 명목균형금리

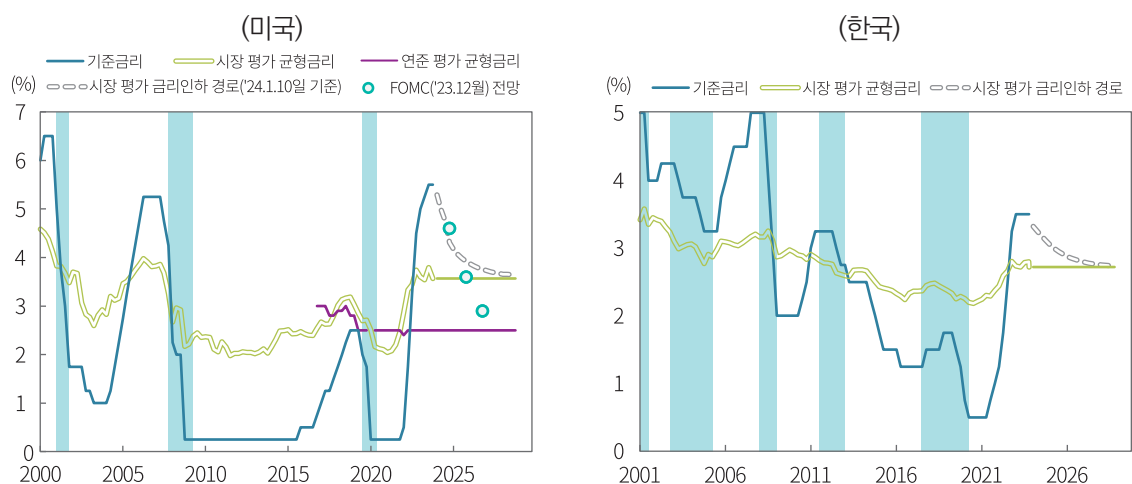


주 : 1) 신인석·강현주(2022) 준구조거시모형 적용

2) 명목균형금리는 실질균형금리와 균형(추세)인플레이션의 합

자료: 자본시장연구원

〈그림 2〉 한미 시장 평가 명목균형금리



주 : 1) Adrian et al.(2013) 금리모형 적용

2) 시장 평가 균형금리는 5년 후 5년 위험조정금리, 금리 인하 경로는 '24.1.10일 기준 위험조정 1개월 선도금리

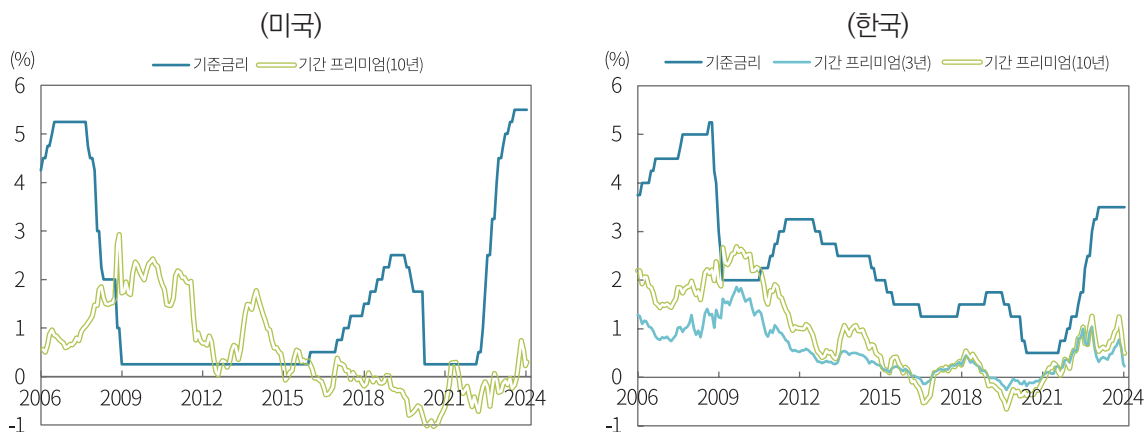
자료: FRB, 키스자산평가, 자본시장연구원

1) 2023년 12월 FOMC 이후 국채 금리의 변동성이 증가하면서 기준금리 인하시기 및 속도에 대한 시장의 기대가 다소 불안정한 양상을 보이고 있다. 위험조정 1개월 선도금리를 통해 분석해 보면 2024년 1월중 미국 국채시장은 대략 2024년 중 4~5회, 2025년

다음으로 <그림 3>은 양국의 기간 프리미엄을 보여준다. 채권의 기간 프리미엄이 금리 인하 및 인플레이션에 대한 불확실성과 함께 국채에 대한 수급 요인에 따라 변화하는 만큼 금년 중 기준금리 인하시기 등에 대한 불확실성이 해소되면서 기간 프리미엄이 낮아질 가능성이 존재한다. 또한 미국 양적긴축(QT)의 경우, 종료 시기에는 불확실성이 있으나 규모는 축소될 것으로 예상되므로 국채 수급 측면에서도 기간 프리미엄이 축소될 여지가 있다. 반면, 미국 국채 발행 확대가 불가피하다는 측면에서 보면 기간 프리미엄이 오히려 상승할 위험도 상존한다. 이처럼 미국의 기간 프리미엄은 상하방 요인이 혼재하는 것으로 볼 수 있으나, 저금리 회귀를 유도할 만큼의 충분한 하락을 보일지는 불투명하다. 2010년대의 낮은 기간 프리미엄에는 양적완화가 크게 기여했다는 점²⁾을 감안하면 금년 중 기간 프리미엄의 하락 폭이 제한될 가능성이 존재하는 것으로 판단할 수 있다. 한국 기간 프리미엄은 미국에 강하게 동조화되는 경향이 있으므로 미국 기간 프리미엄의 향배가 중요 결정요인이 될 전망이다.

이상의 논의를 종합할 때 2024년에는 기준금리 인하에 접어들 것으로 예상되는 만큼 국채 금리가 하락세를 나타내겠으나 하락 폭은 크지 않을 가능성이 있는 것으로 판단된다. 특히 <그림 4>에서 알 수 있듯 인플레이션이 지속적으로 2%를 하회한 가운데 미국 양적완화가 미국 및 한국 국채 금리의 지속적 하락요인으로 작용했던 2010년대와 같은 저금리로의 회귀에는 어려움이 예상된다. 다만, 국채금리의 방향성과 관련하여 균형금리 변화와 맞물려 주요국에서 통화정책 기조 전환 시 인플레이션의 안정 범위에 주목해야 할 것이다. 즉, 향후 인플레이션이 중기적으로 2% 수준에서 안정한다면 균형금리가 재차 하락하면서 금번 금리 인하의 최종적인 기준금리 수준 자체가 낮아져 국채 금리의 추가 조정 가능성이 큰 것으로 볼 수 있다.

<그림 3> 한미 국채 기간 프리미엄

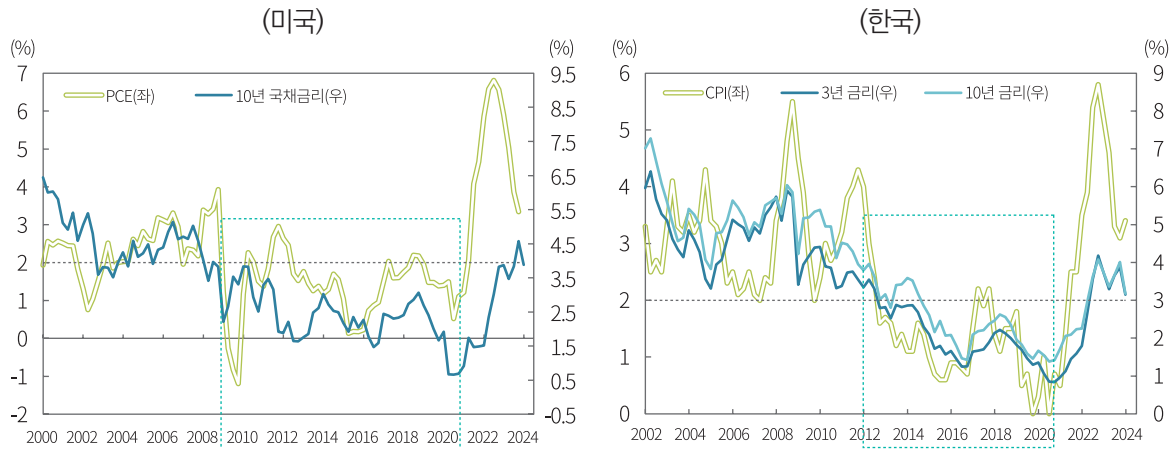


주 : Adrian et al.(2013) 금리모형 적용
자료: FRB, 키스자산평가, 자본시장연구원

중 2회, 2026년 중 1회 기준금리 인하를 예상한다. 반면, 한국 국채시장은 2024년 하반기 중 2회, 2025~2026년에 1~2회의 기준금리 인하를 반영하고 있어 미국에 비해 기준금리 인하 예상이 안정적이다.

- 2) 강현주·백인석(2023)에 따르면 2010년대 미국의 기간 프리미엄은 양적완화로 인해 평균 수준이 100bp 가량 낮아진 것으로 분석되었다. 양적완화와 함께 저물가 기조 및 고령화로 인한 장기 국채 수요 증가도 기간 프리미엄 하락에 기여했을 것으로 추정된다.

〈그림 4〉 시기별 금리 및 물가 기초 비교

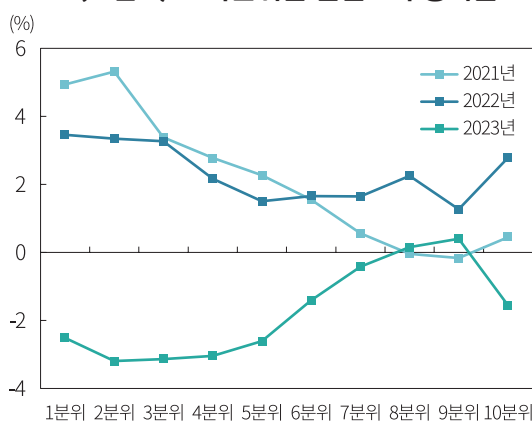


주 : 미국 PCE 및 한국 CPI 상승률은 전년동기대비
 자료: FRB, 세인트루이스연준, 키스자산평가, 한국은행, 자본시장연구원

거시경제 주요 이슈 2: 최근 민간소비의 부진 원인 및 회복 지연 위험 평가

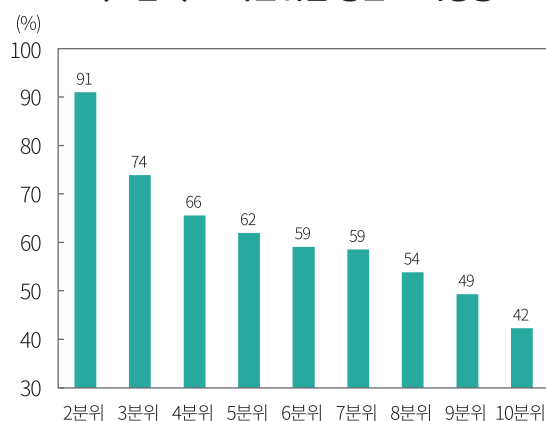
고물가·고금리 상황이 지속되면서 민간소비 부진이 이어지고 있다. 고물가는 실질 구매력을 약화시켜 소비둔화를 유발하는데, 2023년 소득분위 전반에 걸쳐 명목소득 증가율이 물가상승률을 하회하면서 가계의 실질소득이 감소하였다(〈그림 5〉 참조). 특히 소득 하위가구에서 실질소득이 더 크게 감소했는데³⁾, 〈그림 6〉에서 나타난 바와 같이 소득 하위가구의 소비성향이 높다는 점을 감안하면 소비에 미치는 부정적 영향이 더 클 수 있다.

〈그림 5〉 소득분위별 실질소득 증가율



주 : 소득10분위 그룹별 평균 실질소득의 전년대비 증가율
 (2023년은 1~3분기 중 증가율)
 자료: 가계동향조사 마이크로데이터, 자본시장연구원

〈그림 6〉 소득분위별 평균 소비성향

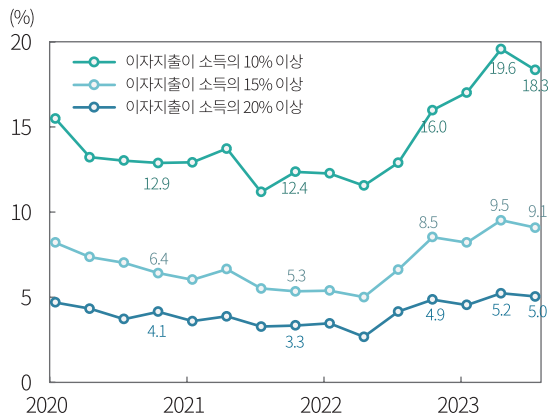


주 : 1) 소득10분위 그룹별 평균소득 대비 평균소비의 비율
 2) 소득 1분위는 적자 가구(평균 소비성향: 165%)이므로 생략
 자료: 가계동향조사 마이크로데이터, 자본시장연구원

3) 2023년 소득 하위가구에서 실질소득 증가율이 더 낮은 것은 소상공인 손실보전금 등 정부 지원효과가 소멸된 데에도 기인한다.

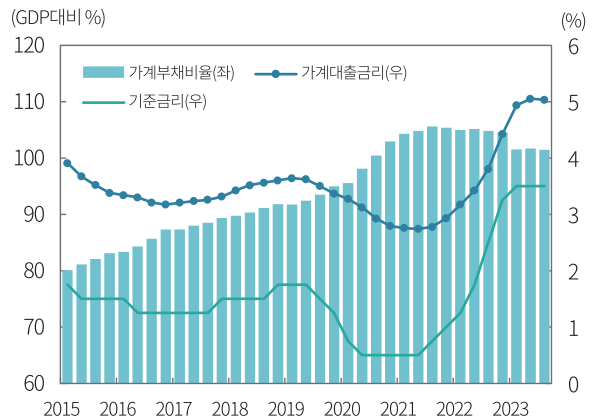
고물가에 더하여 고금리로 인한 원리금 상환부담 증가도 소비 제약 요인으로 작용하고 있다. <그림 7>은 부채 보유가구(이자지출이 있는 가구)를 대상으로 이자지출이 소득의 10%, 15%, 20%를 상회하는 가구비중 추이를 나타내는데⁴⁾, 금리가 빠르게 상승하면서 각 가구비중이 높아진 것을 확인할 수 있다. 이자부담 증가로 가처분소득이 줄어들면서 가계의 소비 여력이 약화되었다. 민간소비에 대한 고물가·고금리의 이러한 부정적 영향을 고려할 때 향후 수출 회복 등에 힘입어 가계의 소득 여건이 개선되는 가운데 고물가·고금리 여건이 점차 완화되는 하반기 이후 민간소비가 점차 회복될 것으로 예상된다.

〈그림 7〉 소득 대비 이자지출 비율별 가구비중



주 : 부채 보유가구(이자지출이 있는 가구) 기준
자료: 가계동향조사 마이크로데이터, 자본시장연구원

〈그림 8〉 가계부채비율 및 금리 추이



주 : 가계대출금리는 예금은행 잔액 기준(분기 평균)
자료: BIS, 한국은행

다만, 민간소비의 회복 전망에도 불구하고 영세자영업자 및 임시·일용직 비중이 높은 저소득 가구를 중심으로 소득 개선이 지연됨에 따라 소비 약세가 예상보다 장기화될 가능성에 유의할 필요가 있다. <그림 9>는 가구주의 종사상지위별로 구분하여 실질 근로·사업소득의 증가율을 비교하고 있는데⁵⁾ 소비가 부진했던 2023년 영세자영업자(고용원 없는 자영업자)와 임시·일용 근로자 가구에서 근로 및 사업소득이 크게 감소했음을 알 수 있다. 이와 같은 소득 감소는 영세자영업자와 임시·일용직 비중이 상대적으로 높은 도소매업, 음식·숙박업 등의 업황이 크게 악화된 데 기인한 것으로 판단된다.⁶⁾ 이상의 분석을 종합하면 최근의 소비 둔화가 도소매업, 음식·숙박업 업황 부진 등을 통해 영세자영업자 및 임시·일용직 비중이 높은 소득 하위가구의 소득 개선을 지연시키는 한편, 소비성향이 높은 소득

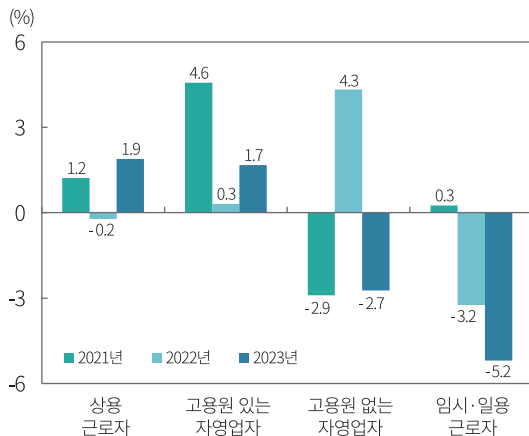
4) 가계동향조사는 가계의 대출 원리금 상환 중 원금 상환을 제외한 이자지출만을 조사하고 있다. 따라서 이자지출뿐 아니라 원금상환 부담까지 포함한 가계의 원리금 상환 부담은 <그림 7>에 나타난 것보다 더 크다.

5) 경기 변화에 따른 소득 변화를 고려하기 위해 근로소득과 사업소득만을 고려하였으며, 정부 지원금 등 이전소득(transfer income)은 고려하지 않았다.

6) 2023년 취업자수 기준 영세자영업자 및 임시·일용직 비중(무급가족 봉사자 제외): 도소매업 40.6%, 음식·숙박업 57.0%

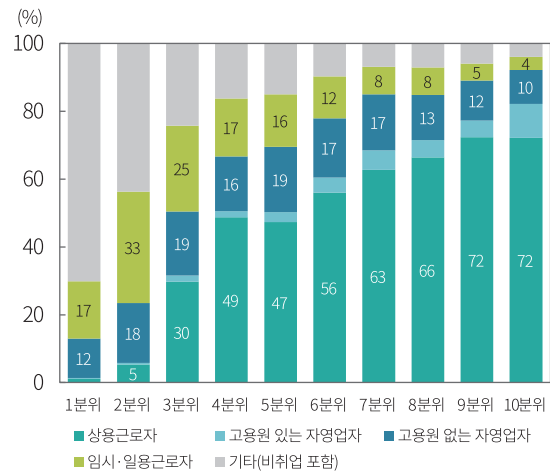
하위가구들이 소비지출을 더욱 줄여 민간소비 회복이 더디게 진행되는 악순환에 빠질 수 있음을 시사한다. 특히, <그림 11> 및 <그림 12>에서 제시된 바와 같이 수출에 비해 취업유발효과가 크고 고용 비중이 큰 민간소비 및 도소매업, 음식·숙박업 등의 업황 부진이 이어지면 GDP 성장률 반등에도 불구하고 체감경기 개선이 지연될 수 있다.

〈그림 9〉 가구주 종사상지위별 실질 근로·사업소득 증가율



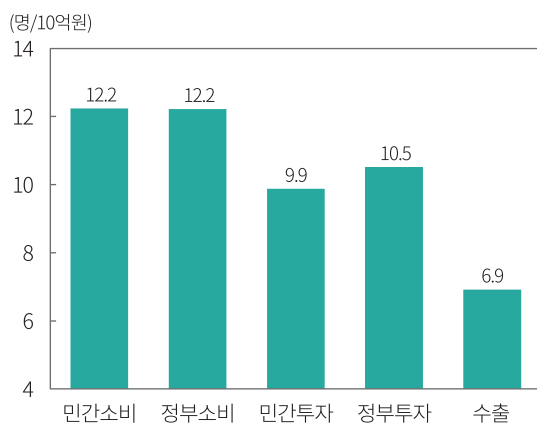
주 : 1) 가구주 종사상지위별 실질 근로 및 사업소득 (가구 평균)의 전년대비 증가율
2) 2023년은 1~3분기 중 증가율
자료: 가계동향조사 마이크로데이터, 자본시장연구원

〈그림 10〉 소득분위별 가구주 종사상지위 구성 비중



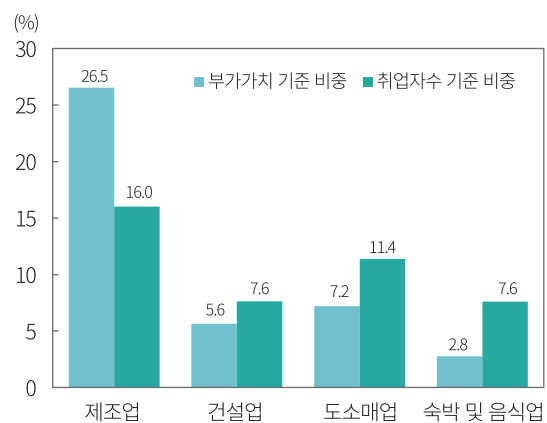
주 : 2023년 3분기 기준
자료: 가계동향조사 마이크로데이터, 자본시장연구원

〈그림 11〉 최종수요 항목별 취업유발계수



주 : 1) 국산품에 대한 소비, 투자, 수출이 각각 10억원씩 발생할 경우 전산업에서 직·간접적으로 유발되는 전업환산 취업자수
2) 투자는 고정자본형성 기준
자료: 산업연관표(2019년 기준)

〈그림 12〉 국내경제 내 주요 산업 비중

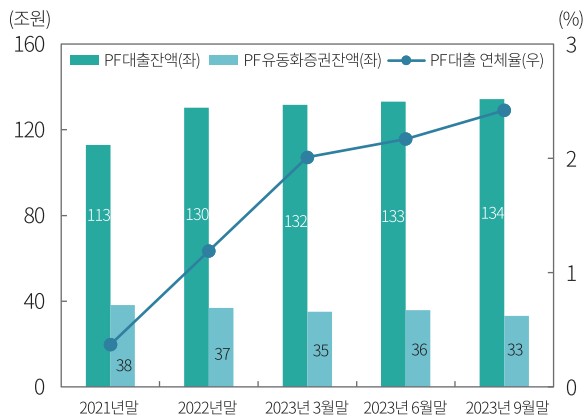


주 : 1) 부가가치 기준은 2023년 1분기~3분기 중 명목 총부가가치 대비 각 산업 부가가치의 비중
2) 취업자수 기준은 2023년 총 취업자수 대비 각 산업 취업자의 비중(무급가족 봉사자 제외)
자료: 한국은행, 통계청

거시경제 주요 이슈 3: 건설부문 수익성 악화에 따른 부동산PF 위험 점검

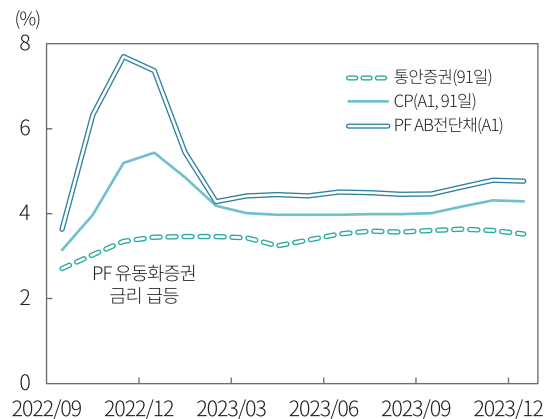
2023년 시장금리 안정과 정부의 대응책으로 레고랜드 사건 이후 부각되었던 부동산PF 위험은 다소 진정되었다고 할 수 있다. 정부는 자금시장 유동성 지원과 함께 「PF 대주단 협약」 등을 통해 만기연장 및 재구조화를 유도하였으며 금융사들은 꾸준히 충당금을 적립하였다. 이에 따라 <그림 13> 및 <그림 14>에서 나타난 바와 같이 금융권의 PF 규모(대출, 유동화증권)가 유지되고 PF 대출 연체율의 상승세도 둔화되었으며, 2022년 4분기 급등하였던 PF 유동화증권 금리⁷⁾도 2023년 들어 안정적으로 유지되었다. 다만, 공사뿐만 아니라 분양 및 입주가 완료되어야 기존 부동산PF 위험이 해소된다는 점을 고려하면, 여전히 부동산PF 수익성이 악화되고 공사가 지연되고 있는 만큼 부동산PF는 2024년 금융시장 및 실물경제의 위험요인으로 작용할 전망이다.

<그림 13> 금융권 부동산PF 규모 및 연체율 추이



주 : PF 유동화증권은 ABCP, AB전단채를 포함
자료: 금융위원회(2023), 예탁결제원, 자본시장연구원

<그림 14> CP 및 PF AB전단채 금리 추이

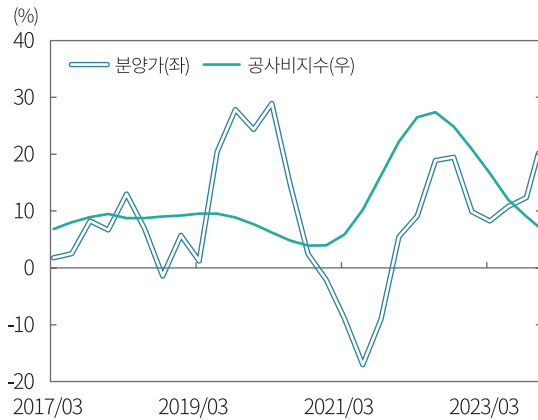


주 : 월평균 금리
자료: 예탁결제원, 금융투자협회, 자본시장연구원

최근 부동산PF 수익성 악화의 주요 원인은 개발비용 상승과 주택가격 하락이라고 판단된다. 고금리 및 신용스프레드 확대에 따라 이자비용이 증가한 데다 공사비용은 2020~2023년중 27% 상승한 반면 부동산시장 침체로 주택가격은 하락하였다. <그림 15> 및 <그림 16>를 살펴보면, 공사비용 상승이 대체로 분양가격 상승으로 이어지는 가운데 공사비용 상승에도 불구하고 아파트 가격 상승률이 높은 시기에는 미분양이 축소되나 최근과 같이 아파트 가격 상승률이 낮은 시기에는 미분양이 증가하는 경향이 나타난다.

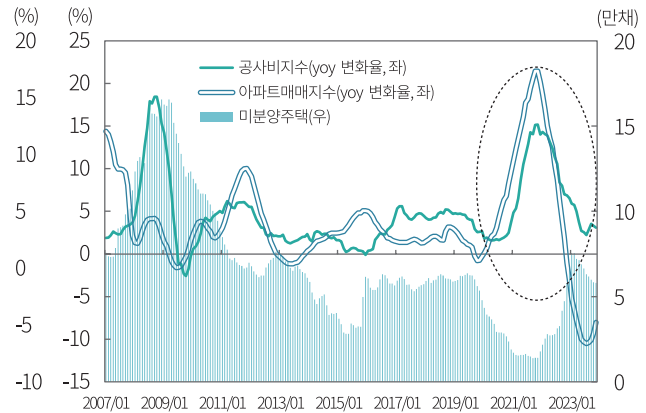
7) PF 유동화증권은 PF ABCP, PF전단채(ABSTB)를 포함하며, 주로 증권사 및 건설사가 채무보증을 수행한다.

〈그림 15〉 건설공사비와 분양가격 추이



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

〈그림 16〉 건설공사비와 미분양주택 추이

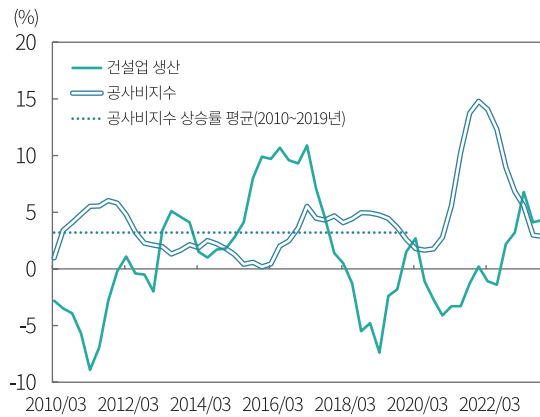


자료: 국토교통부, 한국건설기술연구원, KB부동산

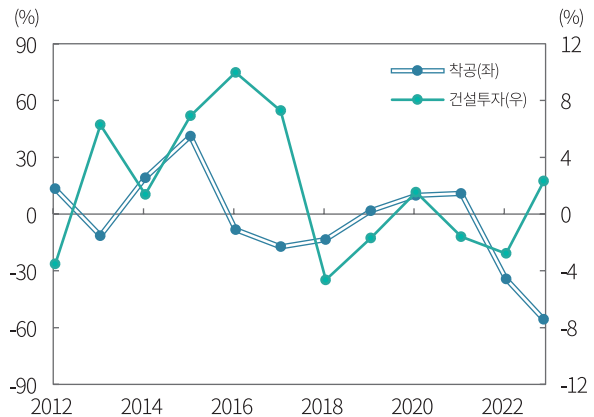
이와 같이 부동산PF 수익성이 악화됨에 따라 건축투자 부진 등 실물경기 위축이 우려되는 한편 책임준공을 부담한 시공사(건설회사)의 위험 증가가 금융기관 및 자금시장 위기로 전이될 가능성에 유의할 필요가 있다. 우선, 부동산PF 수익성이 악화되면서 브릿지론의 본 PF 전환이나 기존 PF 사업장의 공사 진행에 어려움이 발생하고 2021년부터 누적적으로 급등한 공사비와 기존 PF 포지션 부담으로 건축 인허가·착공이 급감함에 따라 향후 건설경기가 상당기간 위축될 가능성이 있다. 특히, 〈그림 12〉에서 제시된 바와 같이 건설업의 높은 고용비중을 감안하면 부동산PF로부터 유발된 건설투자 부진이 앞에서 언급한 소득 하위가구의 고용여건 및 소득개선 악화를 통해 민간소비와의 동반 부진을 초래할 가능성도 배제할 수 없다. 또한, 부동산PF 진행 과정에서 공사를 수행하고 준공을 책임지는 시공사의 부실이 발생하는 경우 공사가 완료되지 못하고 중단될 수 있어 해당 개발사업에 대출이나 보증을 제공한 금융기관이 부실해지고 단기자금시장 위기로 확대될 가능성도 있다(장근혁 외, 2023).

종합적으로 레고랜드 사건이 발생한 2022년 말은 PF 유동화증권을 채무보증한 증권사와 단기자금시장의 유동성 위기로부터 부동산PF 위험이 부각된 반면 2024년은 PF 사업장과 건설사 위험이 부동산PF 위험 증가의 원인이 될 수 있다. 따라서 정책 당국은 부동산PF의 특성을 감안하여 건설사의 구조조정 및 지원 방향을 마련하고, 수익성이 있는 PF 사업장 선별 및 원활한 공사 진행을 유도하는 정책을 통해 부동산PF 위험을 관리할 필요가 있다.

〈그림 17〉 건설공사비와 건설업 생산



〈그림 18〉 건축 착공과 건설투자



참고문헌

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

강현주 · 백인석 · 장근혁, 2023, 『금리 기조의 구조적 전환 가능성 평가』, 자본시장연구원 개원 26주년 기념 세미나 발표자료.

금융위원회, 2023. 12. 11, 금융시장 현안 점검 · 소통회의 개최, 보도자료.

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

장근혁 · 이석훈 · 이효섭, 2023, 『국내 증권업 부동산PF 위험요인과 대응방안』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-10.

Adrian, T., Crump, R., Moench, E., 2013, Pricing term structure with linear regression, *Journal of Financial Economics* 110(1), 110-138.