

한반도 르네상스 구현을 위한

VIP 리포트

■ 국내 저물가 지속 배경과 시사점

발행인 : 강인수
편집주간 : 김동열
편집위원 : 주원, 이부형
발행처 : 현대경제연구원
서울시 종로구 율곡로 194
Tel (02)2072-6305 Fax (02)2072-6249
Homepage. <http://www.hri.co.kr>

- 본 자료는 기업의 최고 경영진 및 실무진을 위한 업무 참고 자료입니다.
- 본 자료에 나타난 견해는 현대경제연구원의 공식 견해가 아니며 작성자 개인의 견해를 밝혀 둡니다.
- 본 자료의 내용에 관한 문의 또는 인용이 필요한 경우, 현대경제연구원 산업연구실(02-2072-6245)로 연락해 주시기 바랍니다.

목 차

■ 국내 저물가 지속 배경과 시사점

Executive Summary	i
1. 저물가 지속에 대한 관심 고조	1
2. 국내 물가 동향	2
3. 인플레이션 구조 변화의 배경	4
4. 디플레이션 가능성과 물가 전망	12
5. 시사점	14

< 요약 >

■ 저물가 지속에 대한 관심 고조

금융위기 이후 전세계적으로 주요국의 유례없는 완화적 통화정책에도 불구하고 경기침체 및 저인플레이션 현상이 지속됨에 따라, 통화정책 이외의 다른 요인들이 중장기 인플레이션에 영향을 미칠 가능성에 대한 관심이 고조되었다. 국내 경제도 금융위기 이후 저성장, 인구고령화, 글로벌화 등의 대내외 여건의 변화 속에서 저물가 현상이 장기화되고 있다. 이에 따라 인플레이션 구조 변화의 배경을 검토하고 시사점을 도출하였다.

■ 국내 물가 동향

(물가추이와 요인별 기여도) 추세 인플레이션이 하락하고 공급 요인의 기여도가 낮아졌다. 추세 인플레이션은 2000~2007년 평균 3.1%, 2008~2011년 3.1%, 2012~2015년 1.6%로 추세적으로 하락하고 있다. 소비자물가는 2012~2015년 평균 1.4%로 추세 인플레이션을 하회하고 있다. 소비자물가 상승률에 대한 공급요인 기여도가 2011년 2.3%p에서 2014년 0.1%p로 크게 낮아졌다. 수요 요인의 기여도는 동기간 0.2%p에서 0.1%p로 하락하고 인플레이션 지속성의 기여도는 1.5%p에서 1.1%p로 축소되었다.

(물가상승률과 경기 순환) 1990년 이후 경기둔화 국면과 비교하더라도 최근의 물가상승률은 낮은 수준이다. 경기저점 기간(5, 7~10순환)에 소비자물가 상승률이 평균 3.4%이고 경제성장률은 평균 2.8%였다. 2014년 4/4~2015년 3/4분기 기간에 소비자물가가 평균 0.6%를 기록한 반면, 경제성장률은 평균 2.4%를 기록했다.

(국내 물가안정 목표) 국내 물가안정 목표제 시행 이후 물가상승률은 대체로 목표 범위 내에서 변동하였다. 단, 2004~2006년에는 환율, 국제원자재 가격 등 요인이 안정되면서 평균 상승률이 목표 하한인 2.5%보다 낮은 2.3%를 기록했다. 최근 소비자물가 상승률은 목표 하한인 2.5%보다 낮다.

■ 인플레이션 구조 변화의 배경

인플레이션 구조 변화의 수요 측면 배경은 ① **(가계소득 기반 약화)** 가계의 처분가능소득 증가율 폭과 평균소비성향은 2010년 이후 추세적으로 하락했다. 가계의 처분가능소득은 1990~1999년 연평균 3.0%, 2000~2008년 2.3%, 2009~2014년 2.1%로 증가율 폭이 하락했다. 가계의 평균소비성향은 2010년 77.5% 이후 2014년 72.9%로 추세적으로 하락했다.

② **(가계 소비여력 제약)** 국내 금리하락으로 이자상환비율이 하락하고 있음에도 가계부채 누증으로 소비여력이 제약되었다. CD와 국고채 수익률은 2008년 이후 지속적으로 하락세이고 가계신용은 지속적으로 증가했다. 가계신용은 2002~2004년 6.3%, 2004~2008년 33.3%, 2009~2015년 45.7% 증가했다. 처분가능소득대비 이자지급액 비율을 의미하는 이자상환비율은 2010년 5.0%에서 2014년 3.6%로 하락했다.

③ **(가계자산 추이 변화)** 국내 주식가격 정체와 시가총액의 내국인 보유 비중의 추세적 하락은 소비 여력 제약 요인으로 작용했다. 주식가격은 2008년 이후 지속적으로 상승하여 2011년 2200선에 근접했으나 2015년 현재 2000선 내외에 머물고 있다. 시가총액의 내국인 보유 비중은 2008년 71.3%에서 2014년 65.9%로 추세적으로 하락했다. 가계의 금융자산은 2010년 21.4%에서 2014년 26.8%로 5.4%p 증가했다.

④ **(기업투자 여진)** 해외직접투자가 확대되고 국내 투자 유인이 약화됐다. 자본의 한계생산성 하락, 생산기지 글로벌화 등에 따른 해외투자 확대 등으로 국내 투자 유인의 약화 추세가 지속됐다. 자본의 한계생산성은 2010년 40.6%에서 2014년 37.4%로 하락하여 1990년대 이후 최저 수준이다.

⑤ **(국내 총수요 부진)** GDP갭률이 마이너스를 지속하고 수출 위주의 성장 패턴으로 총수요가 부진했다. 초과수요 압력을 나타내는 GDP갭률이 2012년부터 마이너스로 전환됐다. 수출 위주의 성장패턴도 수요 측면의 인플레이션 압력을 약화시켰다.

공급 측면 배경은 ⑥ **(글로벌 물가 동조화)** 국내 물가상승률이 선진국 평균 수준과 비슷하게 움직였다. 세계 물가상승률은 금융위기 이후 오름세가 낮아졌으며 특히 2012년 이후 선진국을 중심으로 상승률이 더욱 낮아졌다. 2010~2015년 소비자물가 상승률은 선진국 1.6%, 한국 2.2%로 낮아졌다.

⑦ **(국내 유통구조)** 유통구조 혁신 등으로 인한 국내 시장의 경쟁 증가는 공급 측면의 물가 압력 완화에 영향을 미쳤다. 대형유통기관의 시장점유율 확대, 전자상거래 증가, 유통단계의 축소 등은 국내 시장 경쟁 증가의 요인으로 작용했다.

⑧ **(국내 품목별 물가변화)** 최근 2년간 소비자물가 상승률은 식료품 및 교통 가격 하락이 전체 물가상승률 둔화를 주도했다. 소비자물가 상승률이 2013~2014년 평균 1.3%이나 식료품과 교통 물가는 각각 0.6%와 -1.1%를 기록했다.

⑨ **(국내 수입물가 하락)** 국제 원유 가격 안정 및 하락은 국내 수입물가 하락을 통해 소비자물가 안정에 기여했다. 두바이유 가격은 2013년 상반기 배럴당 120.4달러 이후 추세적으로 하락하고 있다. 두바이유 가격은 2015년 현재 상반기말 대비 59.8% 하락했다. 국내 수입물가는 1990년대 이후 처음으로 2012년 6월부터 2015년 현재까지 41개월 동안이나 하락세를 지속했다.

■ 디플레이션 가능성과 물가 전망

(디플레이션 가능성) 현재 국내의 디플레이션 취약성 지수가 '보통'에서 '낮음'으로 하락하여 디플레이션 발생 위험 가능성은 점차 낮아지고 있다. 디플레이션 취약성 지수는 1990년대 "매우 낮음" 수준을 유지하였으나 외환위기, 금융위기 등을 거치며 디플레이션 발생 가능성이 점차 높아지고 있다. 하지만, 최근 디플레이션 취약성 지수가 "보통"에서 "낮음"으로 하락했다.

(국제유가) 미국의 셰일오일 및 원유 수출 재개, OPEC회원국의 원유공급량 확대, 중국 경제성장 둔화에 따른 원유수입량 감소 등으로 저유가가 지속될 전망이다. 국제유가 10% 변동시 소비자물가 상승률은 총 0.50%p(1차효과 0.28%p, 2차효과 0.22%p) 변동(2010년 산업연관표 기준)될 것으로 추정된다.

(물가와 GDP갭률 관계 변화) 필립스 곡선 변동 크기가 축소되어 향후 국내 경기 회복에도 불구하고 물가상승률은 낮은 수준을 지속할 가능성이 크다. 향후 국내 경기의 완만한 회복으로 GDP갭률이 마이너스(-)에서 플러스(+)로 전환되더라도 물가상승률은 낮은 수준을 지속할 가능성이 크다. 국내 경제성장률의 점진적 둔화로 수요측면의 물가 압력이 완화되고 물가안정목표제 도입, 글로벌 물가 안정 등 효과로 2000년대 이후 필립스 곡선상의 GDP갭률과 소비자물가 상승률의 변동 규모가 축소됐다.

■ 시사점

첫째, 단기적으로는 경기 회복과 더불어 물가의 제한적 상승이 예상되나, 장기적으로는 저물가-저성장 체제에 대비해야 한다. 성장 잠재력 확충을 위한 유망산업에 대한 자금지원 및 모니터링 체계 강화를 통해 미래 성장동력을 강화해야 한다. **둘째**, 생산성 둔화와 수출 부진 등으로 인한 저성장 기조 고착화 가능성에 대비해야 한다. 국내 임금대비 낮은 노동생산성 등으로 기업의 생산기지가 해외로 이전하면서 기업 수익 개선과 임금상승의 연결고리가 약화되고, 소득증가율 둔화와 고령화로 인한 민간소비와 정부지출 제약에 대비해야 한다. **셋째**, 국제유가 하락과 원화 절상에 따른 제조업 기반 약화 우려에 대비해야 한다. 국제유가 하락에 따른 무역흑자 확대로 원화 가치가 절상되면서 제조업의 수익성 저하 및 수출 감소가 나타날 수 있어서 한국판 네덜란드병이 발생하지 않도록 해야 한다. **넷째**, 정책당국은 국내 경기 성장세 제고에 집중해야 한다. 완화적 금융정책, 해외투자 활성화 등으로 구조적 성장둔화 가능성에 대응해야 한다.

1. 저물가 지속에 대한 관심 고조

- 물가상승률이 근래 보기 드물 정도로 낮은 수준을 보이는 가운데 경제성장률도 낮은 수준을 보이고 있음
- 전통적인 거시경제 이론에 의하면 인플레이션은 단기적으로는 다양한 충격에 반응하여 변동하지만 중장기적으로는 통화정책에 의해 결정되는 화폐적 현상으로 인식됨¹⁾
- 금융위기 이후 전세계적으로 유례없는 완화적 통화정책에도 불구하고 경기침체 및 저인플레이션 현상이 지속됨에 따라, 통화정책 이외의 다른 요인들이 중장기 인플레이션에 영향을 미칠 가능성에 대한 관심이 고조²⁾
- 국내 경제도 금융위기 이후 저성장, 인구고령화, 글로벌화 등의 대내외 여건의 커다란 변화 속에서 저물가 현상이 장기화되고 있음
- 이에 따라 인플레이션 동학에 영향을 미치는 배경을 검토하고 시사점을 도출하고자 함
 - 경제의 구조적 변화가 인플레이션에 동학에 미치는 영향에 대한 관심이 크게 높아졌으나, 이에 대한 연구는 기초적인 단계에 머무름
 - 특히, 2016년부터 적용될 새로운 물가안정목표³⁾를 앞두고 있어, 변화된 환경하의 인플레이션 동학에 대한 이해가 더욱 중요한 정책적 의미를 지님

1) Friedman, Milton(1963), *Inflation: Causes and Consequences*, Asian Publishing House.
 Friedman, Milton and Schwartz, Anna Jacobsen(1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press.

2) 최근 상당수 물가안정목표제 운영 국가(캐나다, 노르웨이, 헝가리, 일본, 스웨덴 등)에서 실제 인플레이션이 물가안정목표를 장기간 하회함에 따라, 글로벌화, 유통구조 혁신, 기술진보 등이 인플레이션 동학에 영향을 미칠 가능성에 주목한 바 있음(Macklem, T.(2014), Skingsley, C.(2015)).

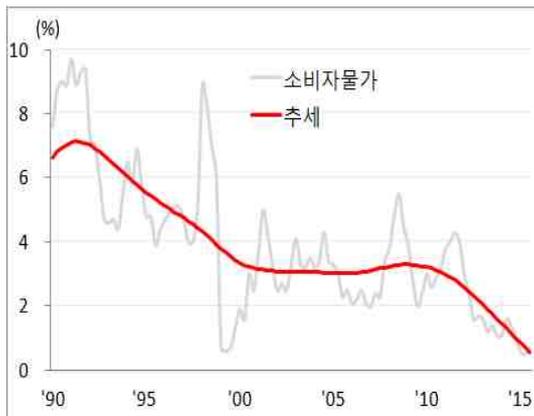
3) 향후 물가안정목표는 소비자물가 상승률(전년동기대비) 2.0%(단일목표치(point target))로 제시하고 적용기간은 2016~2018년으로 함.

2. 국내 물가 동향

○ (물가 추이와 요인별 기여도) 소비자물가가 추세적으로 하락하고 공급 요인 기여도는 낮아짐

- 추세 인플레이션이 하락하는 가운데 소비자물가는 추세를 하회
 - 추세 인플레이션은 2000~2007년 평균 3.1%, 2008~2011년 3.1%, 2012~2015년 1.6%로 추세적으로 하락
 - 소비자물가는 2012~2015년 평균 1.4%로 추세 인플레이션을 하회
- 소비자물가 상승률에 대한 요인별 기여도⁴⁾는 2014년에 공급요인 기여도가 크게 낮아지고 있음
 - 공급요인 기여도가 2011년 2.3%p에서 2014년 0.1%p로 낮아짐
 - 수요요인 및 인플레이션 지속성⁵⁾의 기여도는 2011년 1.7%p에서 2014년 1.2%p 하락
 - 수요요인의 기여도는 소폭 하락(0.2%p⇒0.1%p)하고 인플레이션 지속성의 기여도는 2011년 1.5%p에서 1.1%p로 축소

< 국내 소비자물가와 추세 >



주 : 한국은행 자료 이용하여 HRI 자체 추정.

< 국내 소비자물가 상승률의 요인별 기여도 >



자료 : 한국은행 “물가보고서”, 2013년 7월, 2015년 1월 자료 이용하여 재구성.

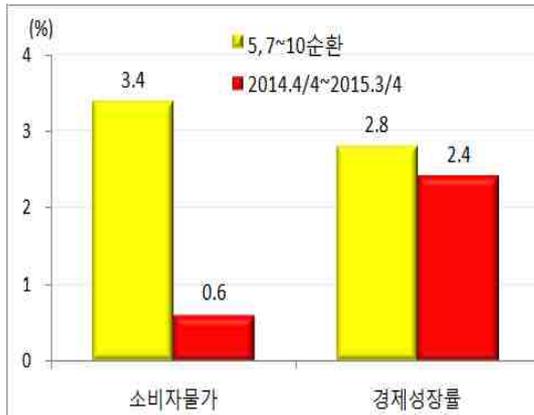
주 : 무상 보육·급식 등 제도적 요인은 공급요인으로 분류.

4) 물가모형 탄성치 등을 이용하여 수요요인(GDP갭, 단위노동비용), 공급요인(국제원자재가격, 환율, 공공요금, 농축수산물가격) 및 인플레이션 지속성으로 분해함(물가보고서, 2013년 7월, 인플레이션보고서 2015년 1월).
 5) 인플레이션의 지속성은 인플레이션을 상승시키는 충격 발생 후 인플레이션이 이전수준 또는 장기균형 수준으로 복귀하는 속도로 정의됨(Mishikin 2007, Cogley et al. 2010). 통화정책 측면에서 볼 때 인플레이션의 지속성은 인플레이션을 물가안정목표 수준으로 수렴시키고자 하는 통화정책 비용과 정책시계(time horizon)와 밀접한 관련이 있음.

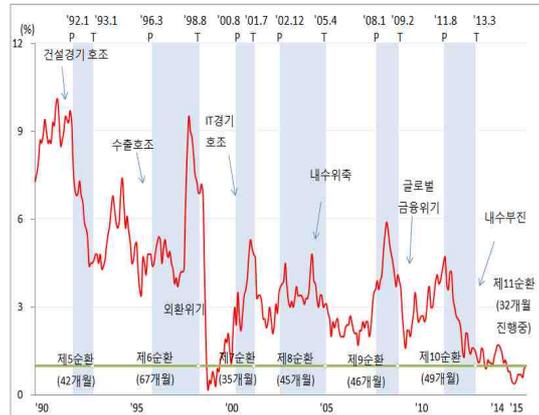
○ (물가 상승률과 경기순환) 경기순환 변동 상황 및 과거사례 등에 비추어 최근 저물가 수준은 이례적

- 1990년 이후 경기둔화국면과 비교하더라도 최근의 물가오름세는 낮은 수준
 - 1990년 이후 경기저점 기간(5, 7~10순환)에 소비자물가 상승률이 3.4%, 경제성장률은 2.8%. 2014년 4/4~2015년 3/4분기 기간에 소비자물가가 0.6%, 경제성장률은 2.4%
 - 소비자물가 증가율은 1990년 이후(외환위기 이후 제외) 최저수준으로 하락
 - 특히, 최근 13개월 연속 1.0%이하 물가상승률이 지속되어 저물가 상황임

< 경기저점에서의 성장률 및 물가상승률 >



< 인플레이션과 경기순환변동 >



주 : 1990년대 이후 경기저점 전후 3분기 평균(외환위기 전후, 6순환 제외).

자료 : 한국은행 자료 이용하여 HRI 재구성. 주 : p는 경지정점, T는 경기저점을 의미.

○ (국내 물가안정 목표) 물가안정 목표제 시행 이후 물가상승률은 대체로 목표 범위 내에서 변동했으나 최근 소비자물가 상승률은 목표 하한보다 낮음

- 최근 소비자물가 상승률은 1%대로 목표 하한인 2.5%보다 낮음
 - 2004~06년에는 환율, 국제원자재 가격 등 요인이 안정되면서 평균 상승률이 목표 하한인 2.5%(근원 인플레이션) 보다 낮은 2.3%를 기록

< 국내 물가안정목표 및 물가상승률 >

기간	'98	'99	'00	'01	'02	'03	2004~06			2007~09			2010~12			2013~15			2016~18		
							'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18
대상지표	CPI		근원인플레이션				CPI						CPI								
목표(%)	9.0 ±1.0 연간	3.0 ±1.0 연간	2.5 ±1.0 연간	3.0±1.0 연간			2.5~3.5 중기			3.0±0.5 중기			3.0±1.0 중기			2.5~3.5 중기			2.0 단일목표치		
CPI상승률(%)	7.5	0.8	2.3	4.1	2.8	3.5	3.6	2.8	2.2	2.5	4.7	2.8	3.0	4.0	2.2	1.3	1.3	0.7	1.7	-	-
근원인플레이션(%)	5.9	0.3	1.9	3.6	3.0	3.1	2.6	2.3	1.8	2.3	4.3	3.6	1.8	3.2	1.6	1.6	2.0	2.2	1.7	-	-

주 : 2015년과 2016년 CPI 상승률과 근원인플레이션은 한국은행 전망치.

3. 인플레이션 구조 변화의 배경

○ (분석 방법) 국내 인플레이션을 금융위기 이후 수요와 공급 측면에서의 변화를 점검

- 국내 경제는 2000년대 중반 이후 수요와 공급 측면 모두에서 인플레이션 압력 여부를 점검할 필요 있음
- 수요 측면 : 금융위기를 전후로 가계소비 부진, 기업의 국내투자 유인 저하 등으로 국내 수요 기반이 지속적으로 약화되면서 인플레이션 압력이 완화되었을 가능성이 큼
 - 구체적으로 소비 여건을 보면, 노동시장 이중구조, 자영업 환경의 악화, 기업·가계간 소득불균형 확대 등이 진행되면서 가계의 소득기반이 약화(가계소득 기반 약화, 가계부채 누증으로 소비여력이 제약)
 - 기업투자 여건을 보면, 자본의 한계생산성 하락 및 생산기지 글로벌화 등에 따른 해외투자 확대 등으로 국내 투자 유인의 약화 추세가 지속되고 있음(해외직접투자 확대 및 국내 투자 유인 약화)
- 공급 측면 : 글로벌화 진전, 유통구조 혁신 등으로 국내시장의 경쟁도가 높아지면서 공급측면의 인플레이션 압력이 완화되었을 가능성 점검
 - 글로벌 물가 동조화, 국내 유통구조 혁신, 국내 품목별 소비자물가 추이 점검

< 국내 경제의 인플레이션 구조 변화 점검 >

구분		내용
수요 측면	소비 여건	- 가계소득 기반, 가계 소비여력 - 가계 자산 추이 변화
	기업투자 여건	- 해외직접투자, 국내투자 유인 현황 - 한계 자본생산성
	국내 총수요	- 국내 GDP갭률, 수출 및 내수의 성장기여도
공급측면	글로벌화	- 글로벌 물가 동조화 여부
	국내 유통구조	- 국내 유통구조 혁신
	국내 물가	- 국내 품목별 소비자물가 추이 - 국내 수입물가 변화

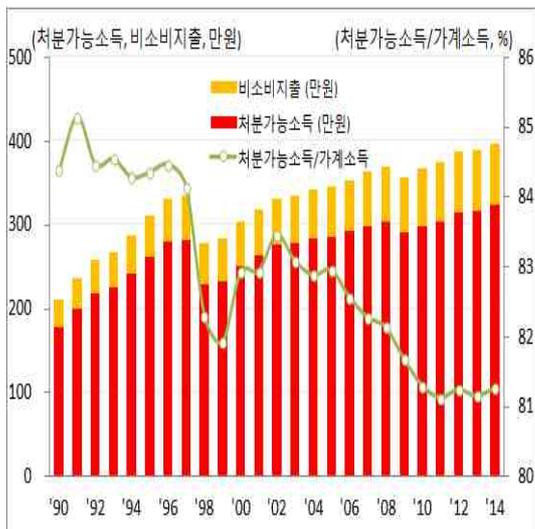
① 수요 측면

○ (가계소득 기반 약화) 가계의 처분가능소득 증가율 폭과 평균소비성향은 2010년 이후 추세적으로 하락

- 처분가능소득 증가율이 지속적으로 하락하고 비소비지출 증가율을 하회
 - 처분가능소득이란 가계소득에서 비소비지출을 차감한 나머지 소득을 의미
 - 가계의 처분가능소득은 1990~1999년 연평균 3.0%, 2000~2008년 2.3%, 2009~2014년 2.1%로 증가율 폭 하락
 - 가계소득 중 처분가능소득의 비중은 1990~1999년 평균 84.0%, 2000~2008년 82.8%, 2009~2014년 81.3%로 추세적 하락
 - 가계의 비소비지출 증가율은 1990~1999년 연평균 5.1%, 2000~2008년 3.0%, 2009~2014년 2.6% 기록

- 평균소비성향이 2010년 이후 추세적 하락하고 흑자율은 상대적으로 상승
 - 가계의 평균소비성향이 2010년 77.5% 이후 2014년 72.9%로 추세적 하락
 - 반면 가계의 흑자율은 2010년 22.5% 이후 2014년 27.1%로 상승세

< 가계의 처분가능소득 및 비소비지출 추이 >



자료 : 통계청, 가구당 월평균 가계수지(도시, 2인이상,실질).

< 가계의 평균소비성향 및 흑자율 추이 >



자료 : 통계청, 가구당 월평균 가계수지(도시, 2인이상,실질).

○ (가계 소비여력 제약) 금리하락으로 이자상환비율이 하락하고 있음에도 가계부채 누증으로 소비여력이 제약

- CD와 국고채 수익률은 2008년 이후 지속적으로 하락세이나 가계신용은 지속적으로 증가

- CD(91일물) 수익률 : 2001년 6.43%에서 2004년 3.39%까지 하락. 이후 2008년 6.03%까지 상승했으나 2015년 현재 1.59%로 하락
- 국고채(3년물) 수익률 : 2001년 5.99%에서 2004년 3.28%까지 하락. 이후 2008년 5.96%로 상승하나 2015년 현재 1.75%로 하락
- 가계신용 증감률 : 2002년~2004년 6.3% 증가, 2005년~2008년 33.3% 증가, 2009~2015년 50.3% 증가

- 가계의 이자지급액과 이자상환비율이 2011년 이후 하락세

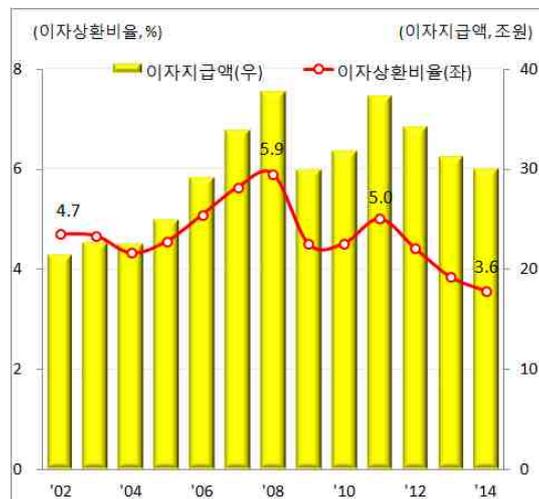
- 가계의 이자지급이 2010년 37.2조원에서 2014년 약 30조원으로 추세적 하락
- 이자상환비율(처분가능소득대비 이자지급액 비율)은 동기간 5.0%에서 3.6%로 하락

< 가계신용, CD와 국고채 수익률 추이 >



주 : 한국은행자료 이용하여 HRI 재구성.

< 가계의 이자지급액 및 이자상환비율 추이 >

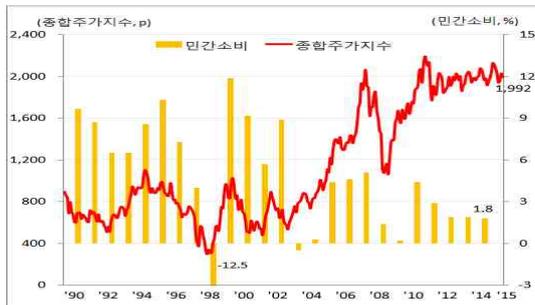


주 : 한국은행자료 이용하여 HRI 재구성.

○ (가계자산 추이 변화) 주시가격 정체와 시가총액의 내국인 보유 비중의 추세적 하락은 소비 여력 제약 요인으로 작용

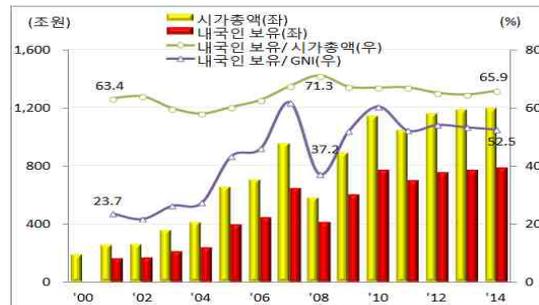
- 주시가격은 2008년 이후 지속적으로 상승하여 2011년 2200선에 근접하였으나 2015년 현재 2000선을 내외에 머뭇
 - 주시가격은 2006년 이후 1,300선을 돌파하며 1800선까지 상승했으나 2008년 1000선까지 하락. 이후 지속적으로 상승하여 2011년 2200선에 근접
 - 2008년 이후 주가변동의 소비에 대한 영향이 플러스로 전환된 것은 주식시장 규모도 이전 기간보다 훨씬 커지고, 내국인 보유 주시시가총액(KOSPI 계열)도 커진 것에 기인한 것으로 보임⁶⁾

< 종합주가지수와 민간소비 증감률 추이 >



자료 : 한국은행, 한국증권거래소.

< 시가총액 및 내국인보유 비중 추이 >



자료 : 한국증권거래소, 금융감독원.

- 가계 자산 구성 : 국내 가계의 금융자산은 2010년 이후 지속적으로 확대
 - 가계의 금융자산은 2010년 21.4%에서 2014년 26.8%로 5.4%p 증가
 - 금융자산 세부 구성의 변화를 살펴보면, 2007년 이후 보험 및 연금자산의 비중이 꾸준히 증가하고 있는 반면, 현금 및 예금 비중은 정체, 금융투자상품(채권, 주식, 펀드)의 비중은 감소하고 있음

< 국내 가계의 자산 구성 추이 >



< 국내 금융자산의 구성 추이 >



- 자료 : 1) 통계청, “2006년 가계자산조사 결과”, 2007년 3월.
 2) 한국은행, “2012년 가계금융·복지조사 결과”, 2012년 12월.
 3) 한국금융투자협회, 「2014 주요국 가계 금융자산 비교」, 2014년 7월.
 4) 한국금융투자협회, 「2015 주요국 가계 금융자산 비교」, 2015년 9월.

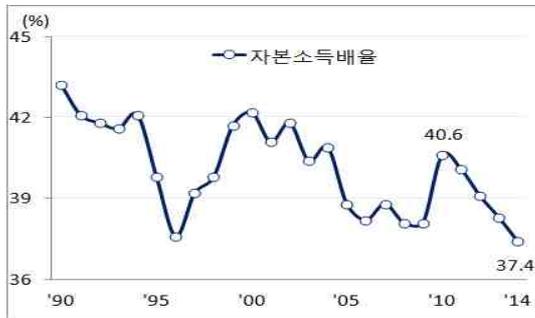
6) 시가총액대비 내국인 보유 시가총액 비중은 2008년 71.39%로 가장 크나 GNI 대비 시가총액 비중은 37.2%로 낮은 수준임. 내국인 보유 시가총액/시가총액은 2014년 65.9, 내국인 시가총액/GNI는 2014년 52.5%임.

○ (기업투자 여건) 해외직접투자 확대 및 국내 투자유인 약화

- 해외투자 확대와 국내 투자 유인 약화 추세 지속

- 자본의 한계생산성 하락, 생산기지 글로벌화 등에 따른 해외투자 확대 등으로 국내 투자 유인의 약화 추세가 지속
- 자본의 한계생산성은 2010년 40.6%에서 2014년 37.4%로 하락하여 1990년대 이후 최저 수준

< 국내 자본의 한계생산성 추이 >



주 : 자본의 한계생산성은 자본소득배율을 의미.

< 해외직접투자 및 국내 설비투자 >



자료 : 한국은행과 수출입은행 자료를 이용하여 HRI 재구성

○ (국내 총수요 부진) GDP 갭률이 마이너스 지속, 수출 위주의 성장 기제도 전환으로 총수요 부진

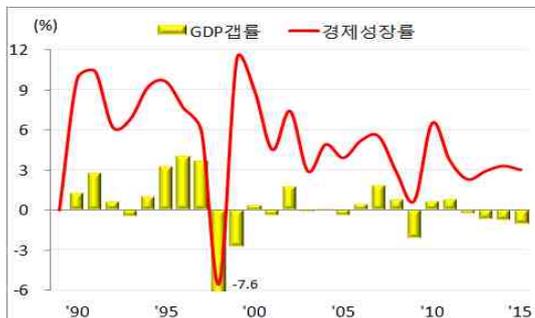
- 초과수요 압력을 나타내는 GDP갭률이 2012년부터 마이너스로 전환

- GDP갭률이 마이너스를 지속한 과거 사례와 비교할 때 물가 상승세가 상대적으로 낮음

- 수출 위주의 성장패턴도 수요 측면의 인플레이션 압력을 약화시킴

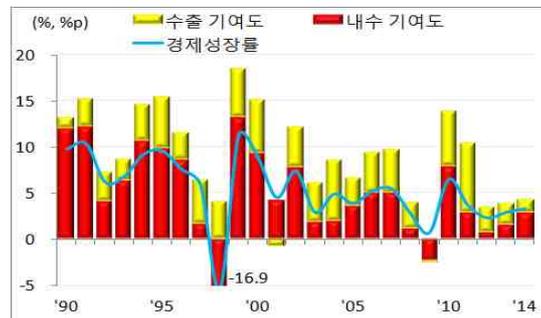
- 내수는 수출에 비해 부가가치 및 고용유발 효과가 크기 때문에 내수부문 축소는 가계소득 및 고용감소를 통해 인플레이션 둔화효과가 상대적으로 크게 나타남

< 국내 경제성장률 및 GDP갭률 >



주 : 1) 잠재성장률 수치는 HRI 자체 추정.
2) GDP갭률=(실제GDP-잠재GDP)/잠재GDP×100.

< 수출 및 내수의 성장기여도 >



자료 : 한국은행 DB이용하여 HRI 재구성.

② 공급 측면

○ (글로벌 물가 동조화) 국내 물가상승률이 선진국 평균 수준과 비슷하게 움직이고 있음

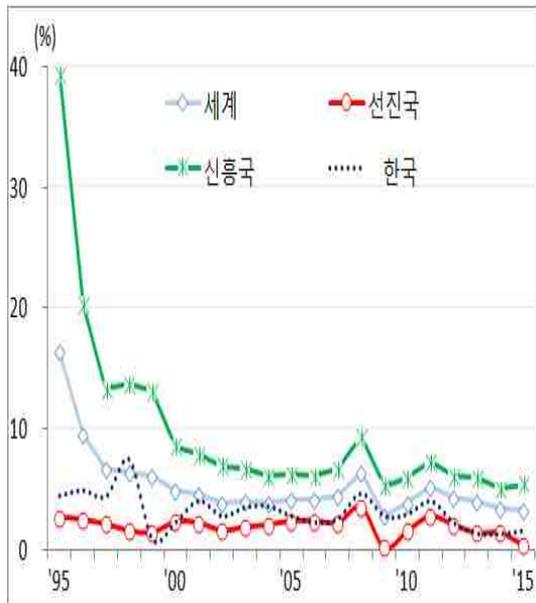
- 세계 물가상승률(CPI 기준)은 금융위기 이후 오름세가 낮아졌으며 특히 2012년 이후 선진국을 중심으로 상승률이 더욱 낮아짐

· 2013년과 2014년 선진국의 CPI상승률(1.4%, IMF)은 글로벌 금융위기로 상승률이 크게 낮아진 2009년을 제외하면 사상 최저 수준을 기록하고 있음

- 국내 물가상승률은 2012년 이후 선진국 평균 수준과 유사

· 자유무역협정 확대 등으로 시장의 통합화가 진전되면서 국내시장의 경쟁도가 심화되었고, 이를 반영하여 2012년 이후에는 국내 인플레이션이 선진국 평균 수준과 거의 비슷하게 움직이고 있음

< 세계, 선진국, 신흥국 소비자물가 상승률 >



구분	세계	선진국	신흥국	한국
'90-'94	31.2	3.8	89.6	7.0
'95-'99	9.0	2.0	20.0	4.4
'00-'04	4.2	2.0	7.2	3.2
'05-'09	4.4	2.1	6.7	3.0
'10-'15	4.0	1.6	6.0	2.2

자료 : IMF DB 이용 HRI 재작성.

자료 : IMF DB 이용 HRI 재작성.

○ (국내 유통구조) 유통구조 혁신 등으로 인한 국내 시장의 경쟁 증가는 공급 측면의 물가 압력 완화에 영향

- 대형유통기관의 시장점유율 확대, 전자상거래 증가, 유통단계의 축소 등은 국내 시장 경쟁 증가의 요인으로 작용

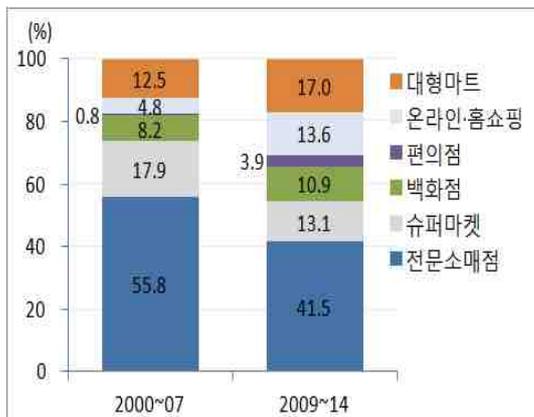
- 3개 업종(대형마트, 온라인·홈쇼핑, 편의점)이 차지하는 비중이 2000~07 18.1%에서 2009~14 34.5%로 증가

○ (국내 품목별 물가 변화) 최근 2년(2013년과 2014년)간 식료품 및 교통 가격 하락이 전체 물가상승률 둔화를 주도

- 최근 2년간 식료품 및 교통 가격은 소비자물가 상승률 하락을 주도

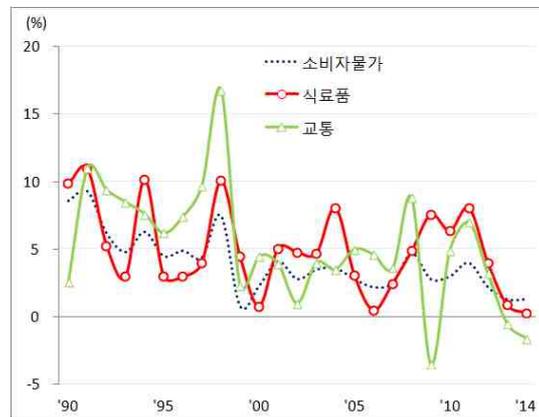
- 소비자물가 상승률이 2013~2014년 평균 1.3%이나 식료품과 교통 물가는 각각 0.6%와 -1.1% 기록
- 1990년대 이후 식료품 및 교통 가격은 대부분 기간중 소비자물가 상승률을 상회
- 특히, 2000년 중반 이후 소비자물가 상승률이 4%를 상회했던 2차례의 고물가 시기에는 식료품 및 교통 가격 상승이 전체 물가 상승세를 주도

< 국내 소매업 유형별 판매액 비중 >



자료 : 한국은행(2015), 인플레이션 보고서, 7월.
 주 : 전문 소매점은 의복, 통신기기, 가전 제품, 의약품 등 특정상품 판매점.

< 국내 소비자물가 및 세부 품목 상승률 >



자료 : 한국은행 자료이용 HRI 재구성.

○ (국내 수입물가 하락) 국제 원유 가격 안정 및 하락은 국내 수입물가 하락을 통해 소비자물가 안정에 기여

- 국제 원유가격의 폭락은 국내 수입물가에 영향을 끼침
 - 두바이유 가격은 2013년 상반기 배럴당 120.4달러 이후 추세적으로 하락
 - 특히, 최근 두바이유 가격은 2014년 6월 배럴당 109.3달러에서 2015년 10월에는 배럴당 43.9달러로 59.8% 하락
 - 국내 원유 수입물가 및 석유류 소비자물가 지수도 2012년 상반기 각각 153.0과 121.9를 기록한 이후 추세적으로 하락
- 국내 수입물가 상승률은 2012년 하반기 이후 지속적으로 하락
 - 국내 수입물가는 2012년 6월부터 2015년 11월(2012년 8월 제외)까지 무려 41개월 동안이나 연달아 하락세를 지속
 - 이러한 3년(36개월) 이상 원화기준 수입물가의 하락세는 1990년대 이후 처음 있는 일임

< 국내 원유 수입물가 및 석유류 소비자물가 지수 추이 >



자료 : 한국은행 DB 이용 HRI 재작성.

< 수입물가 상승률 3개월 이상 하락 사례 >

기간	평균 증가율	기간	평균 증가율
'89.5-'90.8	-6.0 (16개월)	'91.9-'92.3	-5.9 (7개월)
'95.11-'96.6	-2.1 (8개월)	'98.12-'99.10	-14.2 (11개월)
'01.10-'02.10	-7.3 (13개월)	'06.9-'07.1	-1.5 (5개월)
'09.4-'10.3	-7.5 (12개월)	'12.6-'15.9	-9.2 (41개월)

자료 : 한국은행 DB 이용 HRI 재작성.
 주 : 1) '12.6-'15.9 기간중 2012.8월 제외.
 2) 수입물가는 원화기준.

4. 디플레이션 가능성과 물가 전망

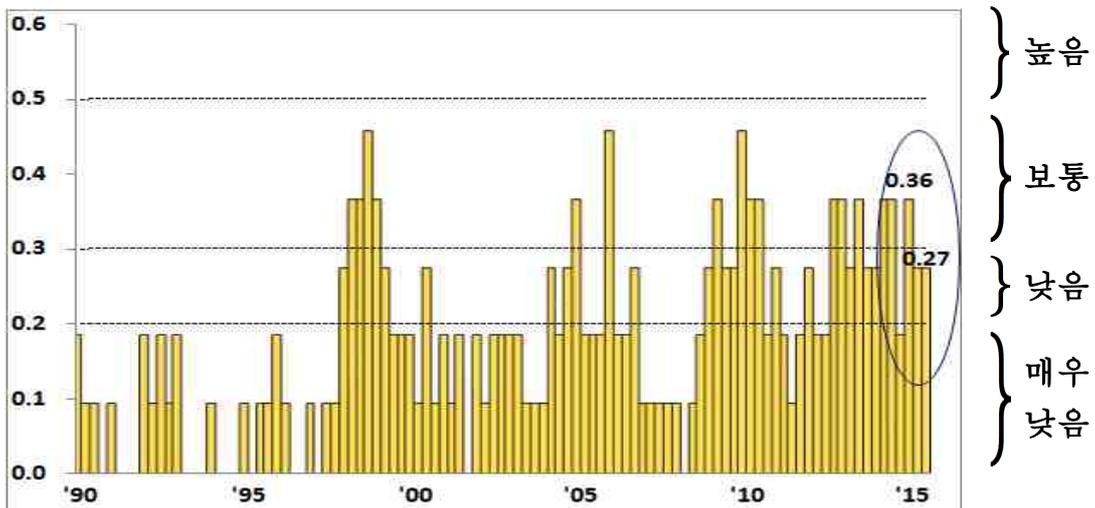
○ 디플레이션 가능성은 점차 낮아지고 있고 국제유가 가격의 안정과 필립스 곡선 변동폭 축소 등으로 향후 물가상승률은 낮은 수준을 유지할 것임

- (디플레이션 가능성) 현재 국내의 디플레이션 취약성 지수가 '보통'에서 '낮음'으로 하락하여 디플레이션 발생 위험 가능성은 점차 낮아지고 있음

- 디플레이션 취약성 지수는 1990년대 “매우 낮음” 수준을 유지하였으나 외환 위기, 금융위기 등을 거치며 디플레이션 발생 가능성이 점차 높아지고 있음
 - 1990년대 외환위기 이전까지 디플레이션 발생 위험은 “매우 낮음” 수준을 유지하였지만 1997년 외환위기가 발생하며 “보통” 까지 높아짐
 - 이후 디플레이션 취약성 지수는 다시 낮아졌지만 2008년 금융위기 이후가 발생하며 “보통” 수준인 0.36으로 상승
 - 2011년 이후부터 수요측 인플레이 압력이 커지며 2012년 3/4분기까지 디플레이션 발생위험이 “매우 낮음” 수준까지 하락

- 하지만, 최근 디플레이션 취약성 지수가 “보통”에서 “낮음”으로 하락
 - 현재 디플레이션 가능성 지수는 2014년 2/4분기와 3/4분기, 그리고 2015년 1/4분기 발생 위험이 “보통”인 0.36으로 디플레이션 발생 가능성이 금융위기 이후 가장 높은 수준이었음
 - 하지만, 2015년 3/4분기 현재 “낮음”인 0.27로 하락
 - 일본의 경우 금융위기 당시인 2008년 3/4분기에 디플레이션 취약성 지수가 “보통” 수준⁸⁾

< 디플레이션 취약성 지수 추이 >

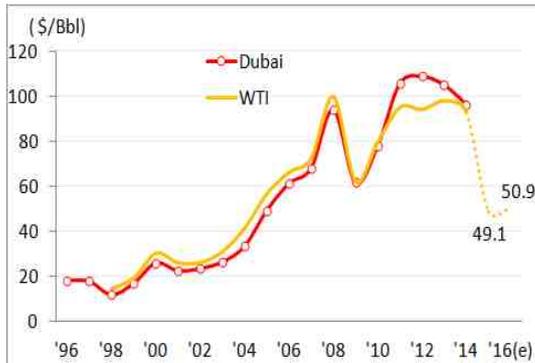


7) 디플레이션 취약성 지수의 기준(높음, 보통, 낮음, 매우낮음)은 “【첨부】 디플레이션 취약성 지표” 참조.

8) 한국은행(2009), 『우리나라에서의 디플레이션 발생 위험 평가』, 3월.

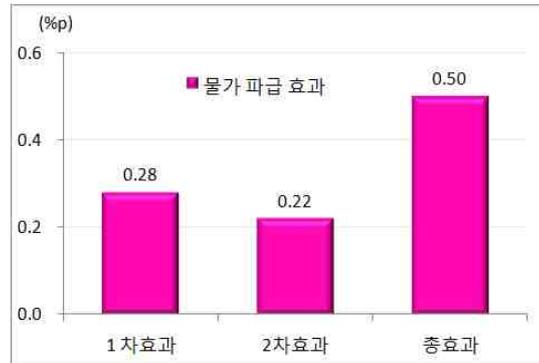
- (국제유가) 미국의 셰일오일 및 원유 수출 재개, OPEC회원국의 원유공급량 확대, 중국 경제성장 둔화에 따른 원유수입량 감소 등으로 저유가 지속
 - 국제유가 10% 변동시 소비자물가 상승률은 총 0.50%p(1차효과 0.28%p, 2차효과 0.22%p) 변동(2010년 산업연관표 기준)⁹⁾

< 국제유가 상승률 추이 >



자료 : 1) Petronet 자료이용 HRI 재구성.
2) 미국 에너지정보청(EIA, 2015.12.9).

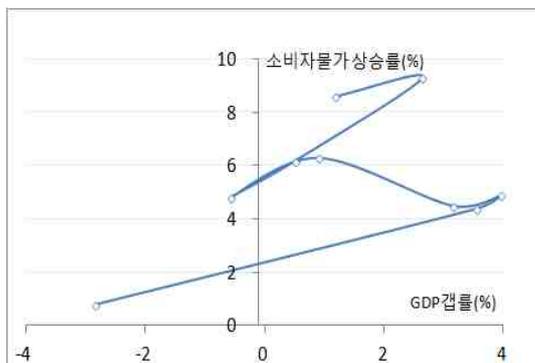
< 국제유가의 국내 물가 파급 효과 >



자료 : 한국은행 자료이용 HRI 재구성.

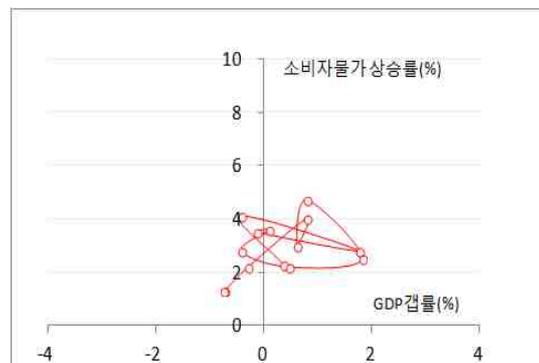
- (물가와 GDP갭률 관계) 필립스 곡선 변동 크기가 축소되어 향후 국내 경기 회복에도 불구하고 물가상승률은 낮은 수준을 지속할 가능성이 큼
 - 향후 국내 경기의 완만한 회복으로 GDP갭률이 마이너스(-)에서 플러스(+)로 전환되더라도 물가상승률은 낮은 수준을 지속할 가능성 큼
 - 국내 경제성장률의 점진적 둔화로 수요측면의 물가 압력이 완화되고 물가안정목표제 도입, 글로벌 물가 안정 등 효과로 2000년대 이후 필립스 곡선 변동 크기 축소

< 국내 필립스 곡선 변화(1990~1999) >



자료 : 외환위기 기간 제외.

< 국내 필립스 곡선 변화(2000~2014) >



자료 : 금융위기 기간 제외.

9) 국제 유가 변동이 소비자물가에 미치는 1차 효과는 휘발유, 경유 등 석유류 가격 하락으로 소비자물가 상승률이 하락하는 직접효과, 국제항공요금, 도시가스요금 등 석유류의 원가 비중이 높은 일부 품목의 가격이 하락하는 간접효과를 의미. 2차 효과는 기대인플레이션, 근로자 임금 등을 통해 국내 물가 전반에 영향을 미치는 것을 말함.

5. 시사점

첫째, 단기적으로는 경기 회복과 더불어 물가의 제한적 상승이 예상되나, 장기적으로는 저물가-저성장 체제에 대비해야 함

- 성장 잠재력 확충을 위한 유망산업에 대한 자금지원 및 모니터링 체계 강화를 통해 미래 성장동력 강화 필요
- 1990년초 금융(통화량 증가와 이자율 하락) 및 재정정책(국채발행을 통한 내수진작) 실패로 설비투자 저하 및 잠재성장력 약화로 이어진 일본의 사례에 유의

둘째, 생산성 둔화와 수출 부진 등으로 인한 저성장 기조 고착화 가능성에 대비

- 국내 임금대비 낮은 노동생산성 등으로 기업의 생산기지가 해외로 이전하면서 기업수익 개선과 임금상승의 연결고리가 약화되고, 소득증가율 둔화와 고령화로 인한 민간소비와 정부지출 제약 우려

셋째, 국제유가 하락과 원화 절상에 따른 제조업 기반 약화 우려에 대비

- 국제유가 하락에 따른 무역흑자 확대로 원화 가치가 절상되면서 제조업의 수익성 저하 및 수출감소가 나타날 수 있어서 한국판 네덜란드병¹⁰⁾ 발생 가능성 있음

넷째, 정책당국은 국내 경기 성장세 제고에 집중

- 국내 정책당국은 완화적 금융정책, 해외투자 활성화 등으로 구조적 성장둔화 가능성에 대응해야 함 **HRI**

< 연구자 >

임희정 연구위원 (limhj9@hri.co.kr, 2072-6218)

10) 네덜란드병(Dutch disease)란 자원 부국이 자원의 수출로 인해 일시적으로 경제 호황을 누리지만 결국 물가와 통화 가치상승으로 인해 국내 제조업이 쇠퇴해 결국 경제 침체를 겪는 현상을 의미.

【첨부】 디플레이션 취약성 지표

○ IMF의 디플레이션 취약성 지표를 이용하여 한국의 디플레이션 가능성을 종합 판단¹⁾

- IMF가 제시한 디플레이션 취약성 지표를 사용
 - 물가, 생산, 자산시장, 외환시장, 민간신용, 통화량 등 6부문에 속하는 11개의 변수를 이용하여 분석
 - 개별 변수가 특정 임계치를 벗어나는 경우 1점을 부여하고 아닌 경우 0점을 부여하여 이를 지수화
 - 임계치는 1990년대 중반 일본의 경험과 이 밖에 다양한 상황을 고려하여 IMF가 선정
- 디플레이션 취약성 지수는 11개 변수의 단순 평균값으로 정의
 - 지수의 상대적 크기에 따라 “높음”, “보통”, “낮음”, “매우 낮음”의 4단계로 구분하여 디플레이션 발생 가능성을 평가
 - 디플레이션 취약성 지수가 0.2 미만이면 발생 위험이 “매우 낮음”, 0.2보다 크고 0.3 미만이면 발생 위험이 “낮음”, 0.3보다 크고 0.5 미만이면 발생 위험이 “보통”, 0.5보다 크면 발생 위험이 “높음”

< IMF 디플레이션 취약성 지수 구성요소 >

구분	내 용
1. 물가	① 소비자물가 상승률(전년동기대비)이 0.5% 보다 낮으면 1점
	② 근원물가 상승률(전년동기대비)이 0.5% 보다 낮으면 1점
	③ GDP디플레이터 상승률(전년동기대비)이 0.5% 보다 낮으면 1점
2 생산	④ GDP갭률(전년동기대비)이 2%p 이상 하락하면 1점
	⑤ GDP갭률이 -2% 이하이면 1점
3. 자산시장	⑥ 실질GDP 증가율(3년전동기대비)이 과거 10년간 연평균 실질GDP 증가율 미만이면 1점
4. 외환시장	⑦ 주가(3년전동기대비)가 30% 이상 하락하면 1점
5. 민간신용	⑧ 실질실효환율(전년동기대비)이 4% 이상 절상되면 1점
	⑨ 명목민간신용 증가율(전년동기대비)이 명목GDP 증가율(전년동기대비)보다 작으면 1점
6. 통화량	⑩ 명목민간신용 증가율(3년전동기대비)이 10% 미만이면 1점
	⑪ 총통화증가율(2년전동기대비)이 본원통화 증가율(2년전동기대비)보다 2%p 이상 작으면 1점

주 : IMF “Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options Findings of an Interdepartmental Task Force”, April 30, 2003.

11) 현대경제연구원(2013), 『국내 디플레이션 발생 가능성 점검』, 경제주평, 8월.

< 參考 文獻 >

- 김태정·박광용·오금화(2012), 『우리나라의 인플레이션 지속성』, BOK 경제리뷰, Discussion Paper Series, No. 2012-3, 6월
- 박영환·박근형(2014), “글로벌 요인의 국내 인플레이션 파급영향 분석,” 「조사 통계월보」, 9월, 한국은행, pp. 16-44.
- 서영경(2013), 『최근의 저인플레이션 지속 배경』, 서울대학교 금융경제연구원 세미나, 10월 22일
- 통계청(2014), 『최근 경기순환기(제9/10순환)의 기준순환일 설정』, 보도참고자료, 6월 27일.
- 한국금융연구원(2015), 『디플레이션 우려와 정책대응방향』, 9월.
- 한국은행(2007), 『우리나라의 실물자본 수익률 추정과 시사점』, Monthly Bulletin, 2월.
- 한국은행(2009), 『우리나라에서의 디플레이션 발생 위험 평가』, 3월.
- 한국은행(2013), 『물가보고서』, 7월.
- 한국은행(2015), 『금융안정보고서』, 6월.
- 한국은행(2015), 『인플레이션보고서』, 1월 및 7월.
- 현대경제연구원(2013), 『국내 디플레이션 발생 가능성 점검』, 경제주평, 8월.
- Cogley, Timothy, Primiceri, Giorgio and Sargent, Thomas(2010), “Inflation-Gap Persistence in the US,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(1), pp. 43-69
- Friedman, Milton(1963), *Inflation: Causes and Consequences*, Asian Publishing House.
- Friedman, Milton and Schwartz, Anna Jacobson(1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press.
- International Monetary Fund(2003) “Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options Findings of an Interdepartmental Task Force”, April 30.
- Macklem, T.(2014), “Flexible Inflation Targeting and “Good”and “Bad” Disinflation,”Speech presented to the John Molson School of Business, Concordia University, Montreal, Quebec
- Mishkin, Frederic S.(2007), “Inflation Dynamics,” *International Finance*, 10(3), pp. 317-334.
- Skingsley, C.(2015), “Inflation-targeting after the Financial Crisis,”Speech presented at Almega, Stockholm