

II. 주요 경제 현안

1. 세계 디플레이션 발생 가능성과 시사점

□ 최근 물가 추세와 평가

전세계적인 경제 위기가 확산된 97년 말부터 세계 시장에서의 공산품·원자재 가격 하락 추세가 두드러짐. 미국을 위시한 일부 선진국에서는 dis-inflation 현상으로 나타나고 있으나 일본의 자산디플레이, 신흥시장의 신용 경색에 의한 경기 급락, 원자재 수출국의 덩핑 수출 등에 따른 세계적인 디플레이션 악순환의 우려도 발생

- 97년 후반 이후 공산품 및 원자재 가격 폭락

- 아시아 지역의 수요 둔화와 함께 통화 가치 하락에 따른 수출 확대로 세계 시장에서의 공급 과잉이 확산됨에 따라 자동차, 철강 등의 공산품 가격이 98년 한해 동안만 30% 가량 떨어짐
- 원자재 가격도 하락세를 지속하고 있는데, 특히 원유가는 98년 6월에 12년만의 최저치를 기록하고 연간으로도 절반 이상 하락
- 그 결과 G7의 98년 생산자물가는 대부분 하락세를 나타냈고 소비자물가도 2차 대전후 처음으로 1% 내외의 상승에 그침. 90년대 지속적 호황을 구가하고 있는 미국의 98년 생산자물가는 0.9% 하락했고 소비자물가는 1.6% 상승에 그침

- 일본을 제외한 선진국에서는 디플레이션보다는 非인플레이션(dis-inflation)

- 글로벌 디플레이션이 물가의 지속적이고 전반적인 하락을 의미한다고 했을 때 현재는 非인플레이션(dis-inflation), 즉 물가 안정성을 향유하고 있는 상태라 보는 것이 옳을 듯함
- 실제로 미국의 생산자물가 상승폭 둔화는 제조업 부문에 국한된 것이고 그것도 에너지 가격 폭락에 기인. 소비자물가에 있어서도 98년에 65년 이후 최저의 상승률에 그쳤으나 소비자재 가격은 하락하는 반면 서비스 물가는 상승 추세¹⁾

1) WEFA 자료에 따르면, 미국의 최종재 생산자물가는 96년 12월 최고치에 도달했다가 98년 12월에 전월대비 1.4% 하락했으나 에너지를 제외하면 1.6% 상승. 더구나 98년 연간으로 생산자물가를 구성하는 73개 품목 중 28개(38%)가 가격이 하락한 반면 나머지 62%는 상승. 한편 소비자물가에서도 11개 대분류 구성 요소 가운데 8개(73%)가 가격이 상승했으나 가격이 폭락한 에너지, 컴퓨터 등을 제외하면 2% 내외 상승

- 더구나 선진국들의 생산성 제고, 비용 절감 및 리스트럭처링과 규제 완화 등도 물가 정체에 일부분 기여했다고 본다면 그것이 가져오는 실질 소득의 증가 및 생산 증대 효과는 긍정적 혜택이라 볼 수 있음

- 수요 침체를 동반한 디플레이션 발생시 화급 효과는 막대

- 불황을 동반한 30년대 대공황기²⁾와 같은 디플레이션이 발생한다면 소비 지연, 채무 부담 증대, 자산 가치 하락, 금융 불안 등으로 수요가 더 줄고 물가 하락도 가속화되는 등 디플레이션 악순환(Deflationary Spirals)에 빠지게 됨
- 무엇보다 디플레이션이 실질 이자율을 높은 수준에 고착시킴에 따라 정책 당국이 통화 공급 확대 등으로 명목이자율이 낮춘다고 해도 소비나 투자는 늘어나지 않는다는 면에서 매우 위험

□ 수요 침체를 동반한 디플레이션 발생 가능성 진단

글로벌 디플레이션을 촉발할 수 있는 요인은 원자재 공급 과잉 지속 가능성, 선진국의 경기 하락 가능성 등이며, 억제하는 요인은 서비스 산업의 창달, 정부 재정 지출 확대를 통한 경기 금락 방지 역할 등이 있음

- 글로벌 디플레이션을 촉발할 수 있는 요인들

- 원자재 공급 과잉 지속: 경제 위기 및 외환위기 국가의 원자재 수출 가격의 덩핑 지속
- 선진국 경제 성장 둔화: 올해 G7의 경제성장률은 2.5% 이하에 그칠 전망이다(최악의 경우 1%대에 머물 수도 있음³⁾)
- 미국 주식 버블 붕괴⁴⁾: 미국 경제 성장의 근간인 소비 지출은 증시 활황에 따른 것인데, 노동 비용 상승과 상품 가격 하락 등으로 인한 기업 이윤 감소의 현실화 우려가 반영되거나 신흥시장의 금융위기가 재현될 경우 자산 소득의 대부분을 차지해온 주식 가치가 하락. 이에 따라 소비 지출이 급속히 둔화될 것이고 기업

2) 29~33년 기간 동안 선진국의 생산자물가와 생산이 매년 8% 내외 하락

3) WEFA(99.3.5)는 99년 미국 경제는 투자 확대, 소비 지출의 지속으로 3.5% 성장할 것으로 전망(가능성 50%). 그러나 수출 부진, 생산 감소로 이윤이 줄고 투자 부진과 함께 주식 시장에 충격이 가해질 경우 성장률 1%대의 불황기에 진입할 수도 있음을 경고(가능성은 30%)

4) 미국 주가의 버블 여부를 놓고 지난해 중반 이후 많은 논란이 있어 왔음. 버블론자들은 다우지수가 10,000포인트에 달한 현재, 주가가 30% 이상 과대평가되어 있다고 분석

- 의 투자 지출 및 소득의 감소로 수요가 더욱 줄어드는 악순환이 초래될 수 있음
- 정책 공조 실패: 미국은 유럽, 일본의 내수 진작을 촉구하고 있는 반면 유럽과 일본은 국제금융체제의 안정이 우선되어야 세계경제가 회복할 수 있다고 주장하는 등 각국의 정책 조율과 세계 금융시스템 안정화 논의에서 의견이 충돌

- 글로벌 디플레이션을 억제하는 요인들

- 서비스 비중의 증대: 선진국들을 중심으로 경제 구조가 서비스 산업 중심으로 변화함에 따라 경기 순환적 수축을 둔화시키거나 물가 하락을 억제. 특히 임금의 하방경직성을 전제로 할 경우 노동집약적인 서비스 부문의 가격은 공산품에 비해 가격 변화가 완만
- 정부 정책의 비중 증대: 각국의 통화 정책을 포함하는 거시경제정책이 과거보다 유연해졌고, 정부 지출의 비중이 증대한 것도 경제 구조 및 물가의 안정성을 높이는 효과를 가져왔음
- 물가는 지속적 상승 기조: 1800년~1940년 기간 동안 물가와 경기는 상승과 하락을 반복. 그러나, 1940년 이후에는 상승이 주된 기조를 이루고 있음⁶⁾

□ 국내 경제에 주는 시사점

자산 디플레의 악순환과 유효수요 침체의 우려가 있음. 아울러 수출 시장의 위축과 기업의 실질 금리 부담 증가라는 부작용이 예상됨. 따라서 팽창적인 통화/재정 정책의 병행으로 내수 진작을 축으로 하는 경기 부양책을 지속적으로 추진해야 함

- 경제 위기 극복에 걸림들로 작용

- 자산디플레의 악순환과 유효 수요의 침체 우려: 99년도의 낮은 물가상승률 예상은 국제 원자재 가격의 하락과 같은 긍정적인 측면 외에도 자산디플레의 가능성과 가처분 소득 감소에 따른 유효 수요의 부족 가능성을 내포하고 있음
- 수출 시장의 위축: 일본의 자산 디플레와 경기 침체, 그리고 신흥 시장의 경제

5) 미국의 경우 GDP에서 서비스가 차지하는 비중이 50년 32%에서 98년에는 55%(소비자물가지수에서 차지하는 비중도 57%)로 상승. 고용에서 차지하는 비중도 40년에 52%에서 97년에는 78%로 크게 신장(WEFA)

6) R.J.Tally(WEFA): 1800년~1940년 기간에는 미국 소비자물가가 동안 상승과 하락을 반복(증가한 경우는 43회, 하락 50회, 불변 45회)한 반면, 1940년~1998년의 기간 동안에는 연평균 4.3%씩 상승했고 하락한 경우는 49(-1.0%), 55년(-0.3%) 두 번에 불과. 한마디로 40년 이후에는 상승이 주된 기조를 이루고 있으므로 다시 하락을 거듭하지는 않을 것으로 전망

위기로 인하여 수출 시장이 대폭 위축될 가능성이 높으며 만약 미국 증시의 反轉으로 경기 하강이 시작되면 수출 시장이 치명적인 타격을 입을 것임

- **실질 금리와 기업의 금융 부담:** 현재 시장 명목 금리는 8% 수준을 유지하고 있으며 99년도 물가상승률을 감안한 실질 금리는 5~6% 수준임. 이는 명목 금리가 12% 이상을 유지하던 90년대 초반의 실질 금리(당시 물가상승률은 5% 이상) 수준과 비교하면 결코 하락한 것이 아님. 따라서 기업의 부채 부담 및 금융 비용 부담은 가중될 것임. 더구나 실질 GDP 성장률이 90년대 초반에 비해 큰 폭으로 하락한 저성장 시기임을 고려할 때, 기업에서 느끼는 실질적인 체감 금융 비용은 훨씬 증가할 것임

- **내수 진작을 축으로 하는 Policy Mix 필요**

- 팽창적인 통화/재정 정책의 혼합을 유지할 필요: 수출 시장의 위축, 기업 금융비용의 상승, 명목 금리의 하방경직성 등을 고려할 때, 내수 진작을 목적으로 하는 확대적인 통화정책과 재정 정책을 병행할 필요가 있음
- 증시의 과열 가능성과 소비자 물가의 소폭 상승이 예상되나 경제 전체가 디플레이션의 악순환에 돌입하는 것을 방지하는 것이 더욱 중요한 정책 목표가 되어야 함. 특히 증시는 99년도에 급증하고 있는 유상증자에 대한 수요 등 기업 구조조정의 원활한 추진을 위해서 현재보다 활성화될 필요가 있음

(조 흥 래 hrjo@hri.co.kr ☎724-4056, 박 병 킴 bcpark@hri.co.kr ☎724-4048)