

KERI Brief

디플레이션 가능성 점검

변양규

한국경제연구원 거시정책연구실장, 연구위원
(econbyun@keri.org)

최 근 소비자물가 상승률은 2000년대 평균에 비해 절반 수준에 불과하고 생산자물가는 하락세를 보이고 있다. 따라서 경기침체 장기화로 인해 수요 측면 디플레이션이 발생할 것이라 우려가 점차 증가하고 있다.

디플레이션과 관련해 수요 및 공급 측면 요인들을 살펴본 결과, 우선 성장률이 하락하면서 수요 측면의 인플레이션 압력이 점차 약화되는 상황이고 민간부문 소비지출과 투자도 경기변동과 무관하게 2000년대 초반부터 추세적으로 위축되는 모습이다. 뿐만 아니라 슈퍼 사이클을 추정한 결과 공급 측면에서 에너지, 원자재, 곡물가격의 하향안정세가 지속될 전망이어서 공급 측면 인플레이션 압력도 상당히 낮은 수준에 있다.

IMF의 디플레이션 취약성 지수를 산출한 결과, 아직

디플레이션 취약성 지수는 보통 단계에 머물고 있으나 2013년 2분기 이후 지속적인 상승세를 보이고 있는 것으로 나타났다. 일본도 1991~92년 현재 우리와 유사한 상황이었으며 1990년대 중반 이후 디플레이션 취약성 지수가 크게 상승했고 그 이후 실제 디플레이션이 발생했음을 감안하면, 당분간 디플레이션에 대한 모니터링을 지속해야 할 것으로 보인다.

1. 현황

□ 최근 소비자물가 상승률은 2000년대 평균에 비해 절반 수준에 불과하고 생산자물가는 하락세

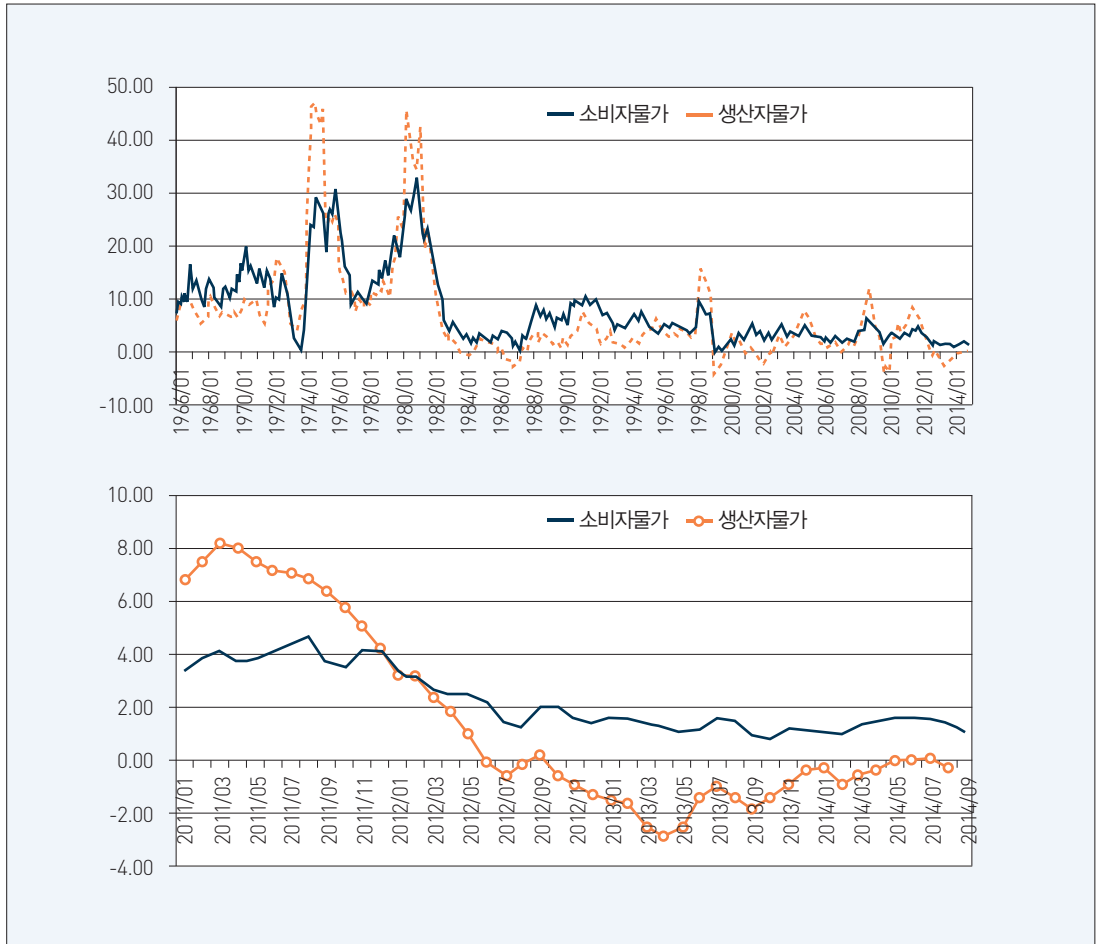
- 2000년 이후 3%대를 유지하던 소비자물가 상승률은 최근 1%대로 추락
- 2000~2012년 사이 소비자물가 평균 상승률은 3.1%
- 2013년 이후 현재까지 소비자물가 평균 상승률은 1.3%에 불과
- 특히, 2013년 9월 1.0%를 기록한 소비자물가 상승률은 소폭 증가하다가 2014년 5월 1.7%를 기록한 이후 다시 지속적으로 감소하여 9월에는 1.2% 기록

- 2000년 이후 2%대 중후반을 유지하던 생산자물가는 최근 평균 -1.1%의 하락세를 기록

- 2000~2012년 사이 생산자물가 평균 상승률은 2.6%
- 2013년 이후 현재까지 생산자물가는 하락하여 평균 상승률 -1.1%를 기록
- 2012년 10월부터 2014년 5월 사이 20개월간 평균 -1.2%의 하락세를 유지하던 생산자물가는 두 달간 소폭 상승하다가 2014년 8월에 다시 -0.2%의 하락세로 반전
- 특히, 상품 생산자물가는 2012년 6월 이후 27개월 연속 하락세를 기록하며 월평균 하락률은 -1.7%

〈그림 1〉 소비자물가 및 생산자물가 추이

(단위: 전년동기대비, %)



자료: 통계청

〈표 1〉 소비자물가 및 생산자물가 평균 변화율

(단위: 전년동기대비, %)

	소비자물가		생산자물가	
	총지수	총지수	상품	서비스
1966~1979	14.1	13.5	13.5	
1980~1989	8.4	7.0	7.0	
1990~1999	5.7	3.7	3.7	4.6
2000~2012	3.1	2.6	2.9	1.9
2013~현재	1.3	-1.1	-1.9	0.8

자료: 통계청

□ 경기침체 장기화로 인해 수요 측면 디플레이션에 대한 우려 증가

- 총수요 위축에 의한 수요 측면 디플레이션(malign deflation)의 가능성에 대한 우려 증가

○ 실제 소비자물가가 하락하는 디플레이션은 아직 발생하지 않았으나 디플레이션 가능성 점증에 대한 우려 증가

○ 일본의 경우, 1981~1991년 사이 평균 소비자물가 상승률은 2.2%였으나 1992~1994년 1.2%, 1995~1998년 0.6%로 점차 하락한 뒤 1999년부터 본격적인 디플레이션이 발생하여 2013년까지 평균 소비자물가 상승률 -0.2%를 기록

○ 물가수준의 정체 내지 하락으로 부채의 실질 상환부담이 증가할 경우 금융기관의 부실화, 신용경색 등으로 이어져 소비와 투자가 위축되는 부채디플레이션 가능성도 우려 중 하나

- 특히, 공급 측면 인플레이션 압력이 낮은 상황에서 구조적 요인까지 겹치면서 저물가 추세 장기화에 대한 우려 증가

○ 유가 하락, 원자재 가격 안정세 등 공급 측면 인플레이션 압력도 낮은 수준을 유지

○ 이런 상황에서 성장률 하락, 가계부채 증가 등 구조적 인 요인에 의해 수요가 제한될 경우 경기가 회복세를 보이더라도 저물가가 지속될 가능성이 큼.

□ 디플레이션과 관련된 각종 지표의 최근 추이를 점검하고 IMF의 디플레이션 취약성 지수(Deflation Vulnerability Index)¹⁾를 추정하고자 함.

- 디플레이션의 가능성을 나타내는 지표의 최근 추세를 점검하여 구조적 요인에 의한 디플레이션 발생 및 지속 가능성 점검

○ 수요 및 공급 측면의 요인을 살펴보고 구조적 원인 여부를 판단

○ 수요 및 공급 측면 요인의 최근 추이를 살펴보고, 이들 요인이 최근 경기변동에 국한된 것인지, 또는 구조적 요인에 의한 것인지 검토

- 우리 경제 상황을 반영하도록 수정한 IMF의 디플레이션 취약성 지수(Deflation Vulnerability Index)를 추정하여 한국경제의 전반적인 디플레이션 위험성을 평가하고 과거 일본의 사례와 비교

○ 또한, 부동산시장 및 가계부채와 같은 우리 경제의 특성을 반영하기 위해 국제통화기구(IMF)의 디플레이션 취약성 지수(Deflation Vulnerability Index)를 수정·추정하여 최근 추이를 살펴보고자 함.

○ 또한, 동일한 지수를 일본의 1980년대 말 90년대 초에 적용하여 현재 우리의 상황과 비교하고자 함.

1) IMF는 주요국의 디플레이션 우려가 대두되었던 2003년 주요 거시경제지표들을 이용하여 디플레이션 취약성 지수를 측정하여 발표한 바 있음. 자세한 내용은 Kumar et al.(2003) "Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options" IMF occasional paper no. 221 참조

2. 수요 및 공급 측면 요인의 추이

□ 성장률이 하락하면서 수요 측면의 인플레이션 압력이 점차 약화되는 상황

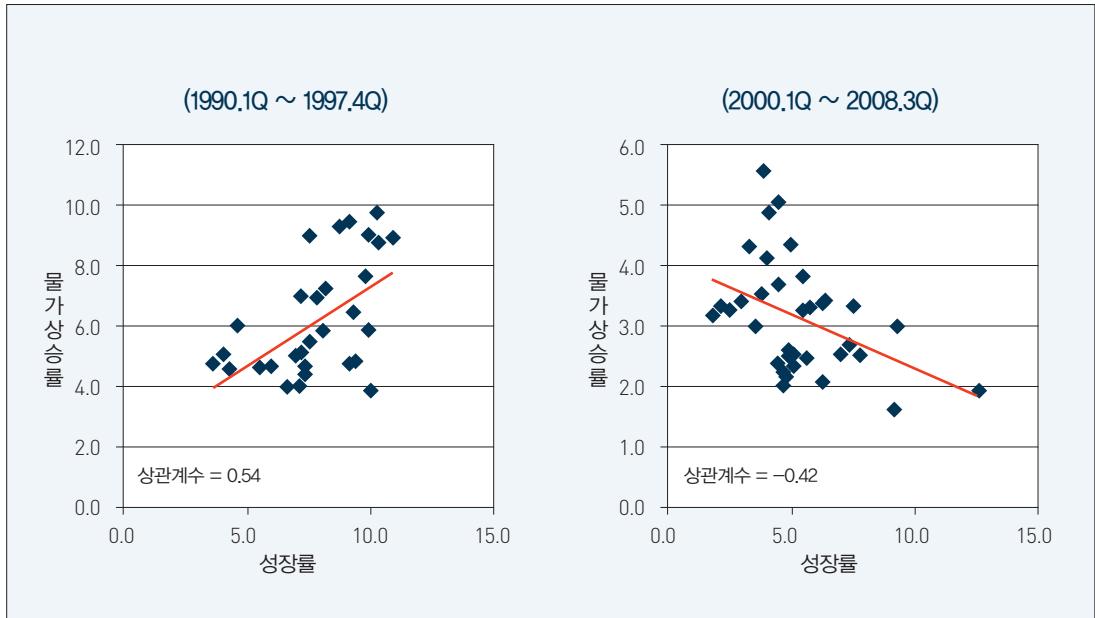
- 2000년대에 들어 경제성장률이 인플레이션 압력을 높이는 관계 약화

- 1990년부터 IMF 위기 이전까지 경제성장률과 물가상승률 간의 상관관계는 0.54
- 그러나 2000년부터 국제금융위기 이전까지 경제성장률과 물가상승률 간의 상관관계는 -0.42로 약화²⁾
- 경제성장률의 추세적 하락이 발생하면서 수요 측면의 인플레이션 압력이 약화되었음을 시사

2) 2000년 1분기부터 2014년 2분기까지의 상관관계는 -0.14

〈그림 2〉 물가상승률과 경제성장률

(단위: %)



자료: 한국은행 및 통계청

□ 민간부문 소비지출은 최근 경기변동 이전부터 서서히 위축되고 있는 모습

- 민간부문 소비지출은 최근 경기침체 이전인 2001년부터 서서히 위축되는 양상

○GDP 대비 민간소비지출의 비중은 2001년 4분기 56.6%를 정점으로 이미 서서히 하락하기 시작하여 2014년 2분기 50.7%를 기록

○GDP 대비 가계의 소비지출 비중도 같은 기간 55.3%에서 48.2%로 하락하여 경기침체 이전부터 하락세를 보임.

○전체 가구의 평균소비성향은 2005년 64.6%에서 서서히 하락하여 2014년 상반기 60.0%를 기록하여 4.6%p 하락

○특히, 근로자와 가구의 평균소비성향은 2006년 71.8%에서 2014년 상반기 64.5%를 기록하여 7.3%p나 하락

- 비소비지출의 증가 및 가계부채 부담으로 가계의 소비여력이 하락하고 있는 것으로 추정

○2003년~2013년 사이 가계의 비소비지출(사회보험, 이자비용, 경상조세, 연금 등) 증가율은 74.7%로 가계 소득 증가율 58.2%를 초월

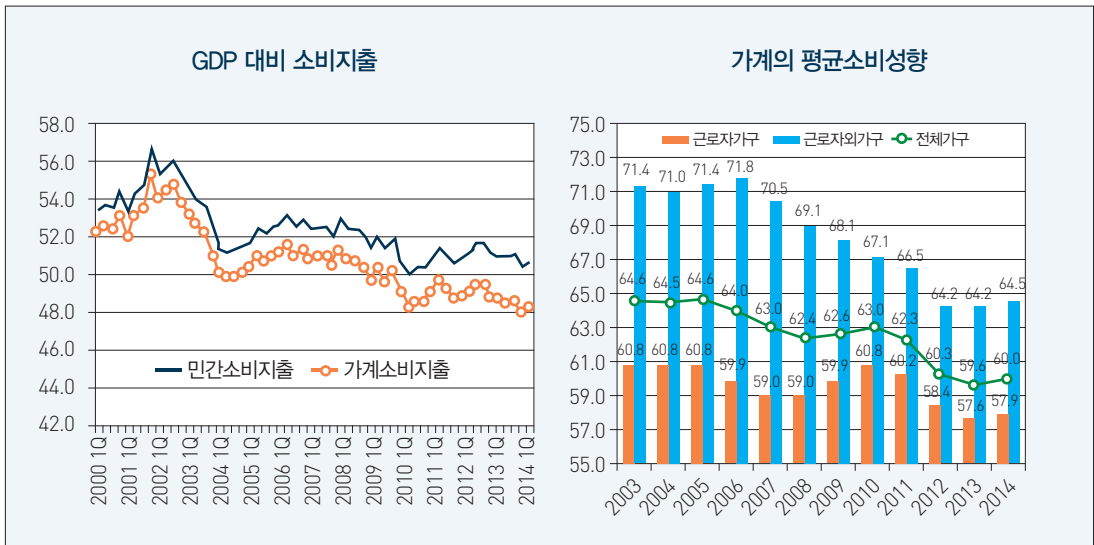
○그 결과, 비소비지출(세금, 공적연금, 사회보험 등)이 가계소득에서 차지하는 비중은 같은 기간 17.0%에서 18.9%로 증가

○민간의 소비여력도 금융위기 이전부터 서서히 하락하고 있는 상황

○또한 부동산시장의 침체 속에 가계부채가 증가한 것도 민간소비 위축의 원인으로 추정

〈그림 3〉 민간소비의 위축

(단위: %)



자료: 한국은행 및 통계청

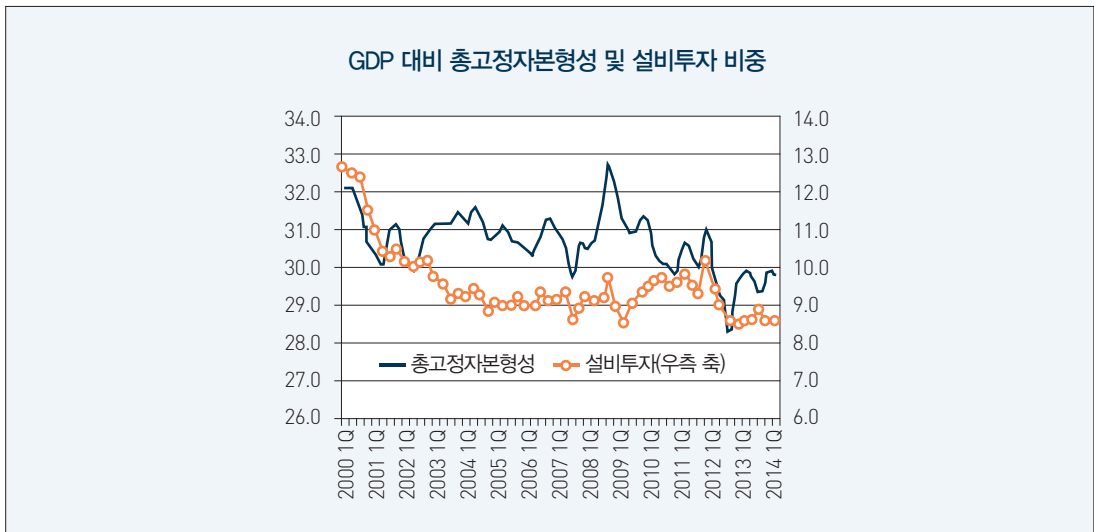
▣ 투자도 경기변동과 무관하게 2000년대 초반부터 추세적으로 위축되는 모습

- 우리 경제의 투자(특히, 설비투자)도 금융위기 이전부터 서서히 하락하고 있는 모습

- 총고정자본형성이 GDP에서 차지하는 비중은 2000년 1분기 32.1%에서 등락을 거듭하며 서서히 하락하여 2014년 2분기 29.8%를 기록
- 특히, 설비투자가 GDP에서 차지하는 비중은 2000년 1분기 12.6%에서 지속적으로 하락하여 2004년 4분기 8.8%를 기록
- 그 이후 낮은 수준에서 횡보를 거듭했으나 2012년 1분기 이후 다시 소폭 하락하여 2014년 2분기 8.6%를 기록

〈그림 4〉 투자의 위축

(단위: %)



자료: 한국은행

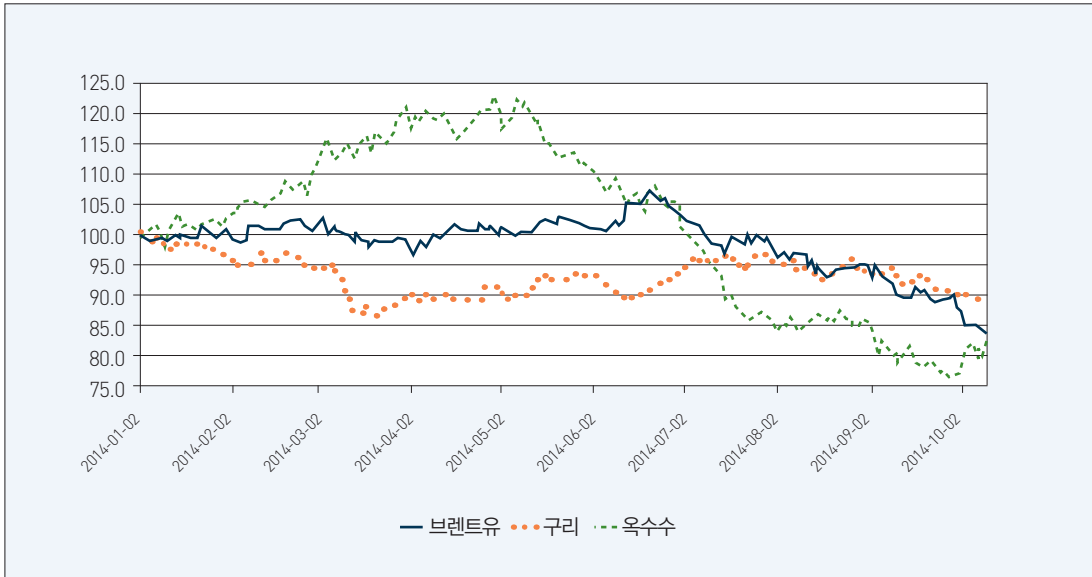
▣ 에너지, 원자재, 곡물가격의 하향안정세 지속으로 공급 측면 인플레이션 압력도 상당히 낮은 수준

- 2014년 중반 이후 에너지, 원자재, 곡물 가격의 하향 추세 확대

- 브렌트유는 2014년 1월 2일 배럴당 107.89달러에서 2014년 10월 13일 88.42달러로 하락하여 18.0% 하락
- 구리는 같은 기간 통당 7422달러에서 6725달러로 하락하여 9.4% 하락세 기록
- 옥수수의 경우도 부셸당 420유로에서 346유로까지 하락하여 17.6% 하락세 기록

〈그림 5〉 에너지, 원자재, 곡물 가격의 최근 추이

(단위: 2014.1.2. = 100.0)



자료: 국제금융센터
 주: 2014년 1월 2일 가격을 100.0으로 환산한 수치

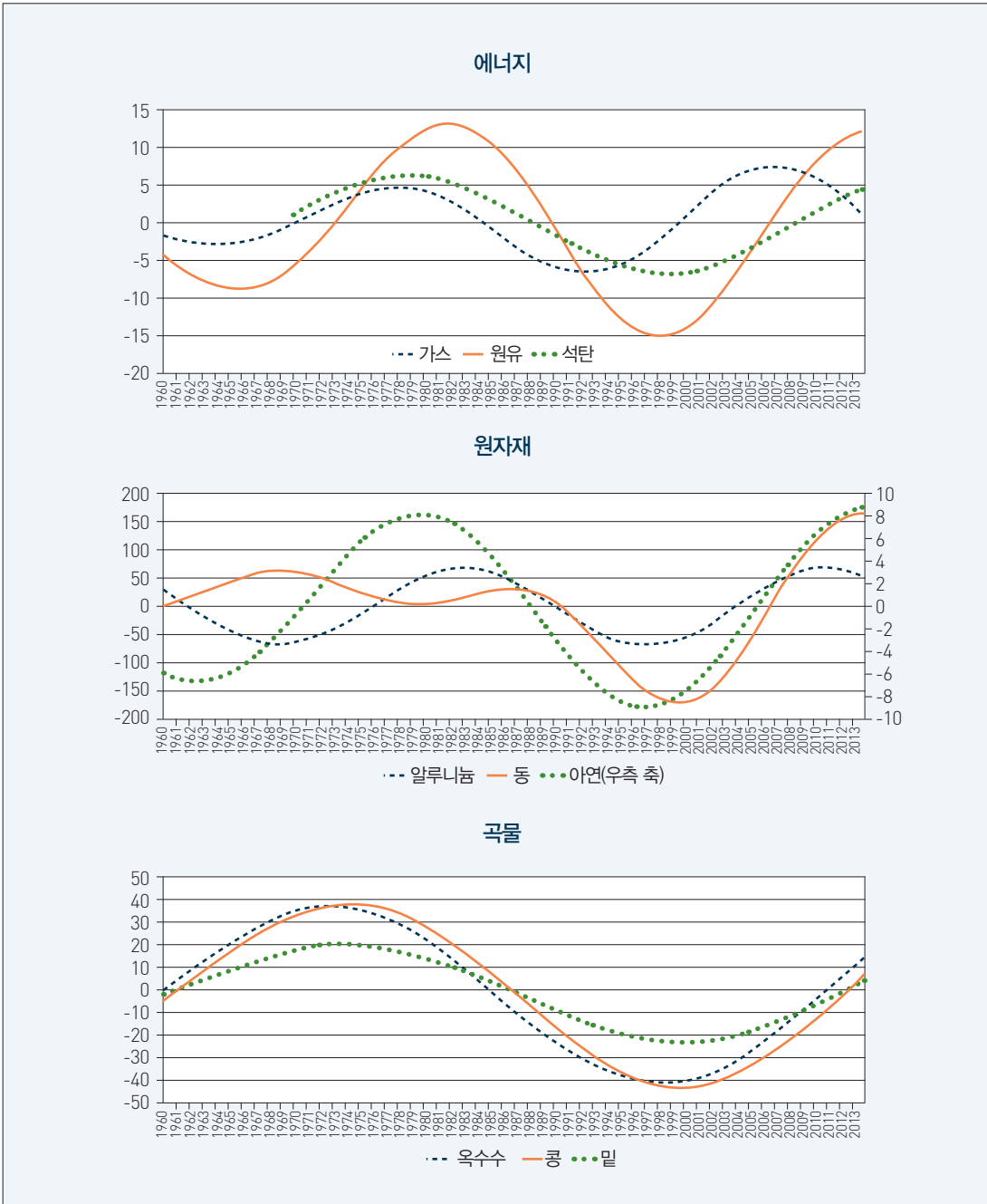
- 장기적 관점에서 추정된 슈퍼 사이클³⁾을 감안하면 에너지, 원자재, 곡물 가격은 장기 하락 국면에 접어든 것으로 판단

○에너지, 원자재, 곡물 가격의 장기 추세를 추정된 슈퍼 사이클에 의하면 가스, 원유, 알루미늄 등 에너지 및 원자재 가격은 장기 하락세 국면에 접어든 것으로 판단

○특히 3차 사이클의 원동력이었던 중국의 성장세가 하락하면서 3차 사이클의 하락 국면에 접어든 것으로 추정

3) 자원가격의 상승 및 하락이 20년 이상의 주기를 가지고 반복되는 현상을 의미하며 1차 슈퍼 사이클은 세계대전 이후 미국의 성장과 유럽 재건으로 인한 특수에 기인했고, 2차 슈퍼 사이클은 1970년대 석유파동과 일본의 성장에 기인했다. 또한 3차 슈퍼 사이클은 중국의 성장 가속화에 기인했다.

〈그림 6〉 에너지, 원자재, 곡물의 슈퍼 사이클



주: Worldbank Commodity Price Index에 band-pass filtering을 적용하여 계산한 수치

□ 수요 및 공급 측면에서 인플레이션 압력은 경기적 요인보다는 구조적 요인에 의해 추세적으로 낮아지는 상황인 것으로 판단

- 성장률 하락, 민간소비 위축, 투자 정체 등 금융위기 이전부터 발생한 구조적 요인으로 인해 수요 부분 인플레이션 압력 저하
- 공급 측면에서도 원자재 가격의 하향 안정세가 예상되어 인플레이션 압력이 낮은 상황

3. 디플레이션 취약성 지수 추이

□ 실물 및 금융 부문 거시지표를 통해 디플레이션 발생 가능성을 검토하는 IMF 디플레이션 취약성 지수를 추정코자 함.

- IMF는 물가지수, 생산갭, 자산시장, 민간신용·통화량 등 거시지표 4부문 11개 변수의 추이를 지표화하여 디플레이션 가능성을 평가함.

- Decressin & Laxton(2009)⁴⁾의 제안에 따라 IMF의 디플레이션 취약성 지수를 수정하여 주택시장 및 세계경제 상황을 반영토록 함.

○ 기존의 IMF 디플레이션 취약성 지수는 주택시장 및 세계 경제의 침체를 반영하지 못하는 단점이 있음.

○ 우리나라의 높은 대외의존도 및 주택담보 가계부채의 영향을 감안하기 위해 아래 <표 2>와 같이 주택시장 및 실질 세계 경제성장률 요소를 추가하여 디플레이션 취약성 지수를 산출함.

4) Decressin & Laxton(2009) "Gauging Risks for Deflation" IMF staff position note 09/01

<표 2> IMF 디플레이션 취약성 지수(수정본)

부문	개별요소
물가지수	• 1 if 전년동기비 소비자물가 상승률이 0.5% 미만
	• 1 if 전년동기비 근원물가 상승률이 0.5% 미만
	• 1 if 전년동기비 GDP deflator 상승률이 0.5% 미만
생산갭	• 1 if 생산갭률이 전년동기비 2%p 이상 증가
	• 1 if 생산갭률이 2%p 이상
	• 1 if 3년전 동기대비 실질 GDP 증가율이 과거 10년 연평균 미만
자산시장	• 1 if 3년전 동기대비 주가하락률이 30% 이상
	• 1 if 전년동기대비 실질실효환율 절상률이 4% 이상
민간신용 및 통화량	• 1 if 전년동기대비 명목민간신용 증가율이 명목 GDP 증가율 미만
	• 1 if 3년전 동기대비 명목민간신용 증가율이 10% 미만
	• 1 if 2년전 동기대비 총 통화증가율이 본원통화 증가율보다 2%p 이상 작을 경우
추가	• 1 if 전년동기비 서울 아파트 매매가격 상승률이 0% 미만
	• 1 if 실질 세계경제성장률이 과거 2년 평균보다 작을 경우

주: 디플레이션 취약성 지수는 13개 항목의 평균으로 계산

디플레이션 가능성 점검

◻ IMF 디플레이션 취약성 지수 산출 결과, 디플레이션에 대한 모니터링을 지속해야 할 것으로 판단됨

- 아직 디플레이션 취약성 지수는 현재 보통 단계에 머물고 있으나 2013년 2분기 이후 상승세

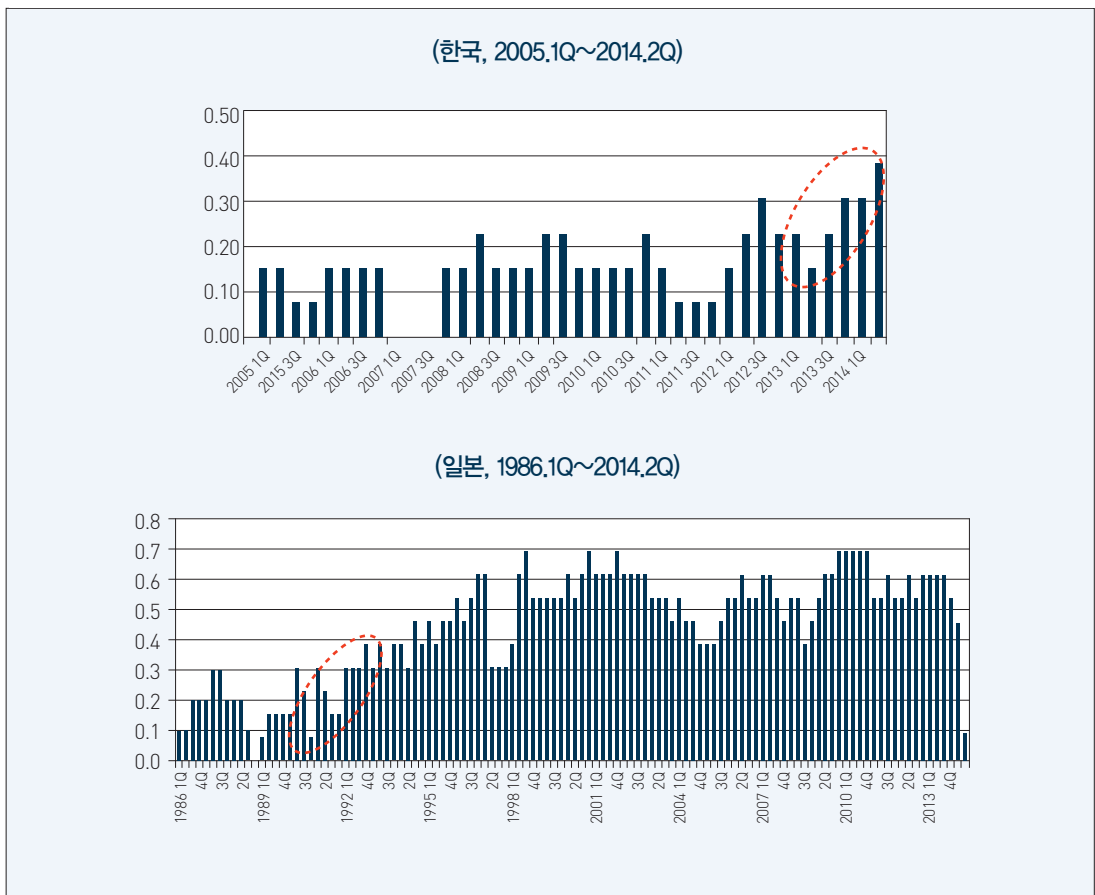
○ 디플레이션 취약성 지수는 2013년 2분기 이후 지속적으로 상승

○ 국내총생산 및 부동산 시장 회복이 부진한 것이 주요 요인이며 민간신용 확대도 기대 수준 이하

○ 일본의 1990년대 중반 상황에 비해서는 디플레이션 가능성이 낮으나 일본도 1991~1992년에는 우리와 유사했으며, 그 이후 디플레이션 취약성 지수가 크게 증가했음을 유의해야 함.

- 일본의 경우를 감안하여 당분간 디플레이션에 대한 모니터링을 지속해야 할 것으로 판단됨.

〈그림 7〉 디플레이션 취약성 지수



주: Worldbank Commodity Price Index에 band-pass filtering을 적용하여 계산한 수치

keri 한국경제연구원

발행일 2014년 12월 16일 | 발행인 권태신 | 발행처 한국경제연구원 | 주소 서울시 영등포구 여의대로 24 FKF타워 45층 | 전화 3771-0060 | 팩스 785-0270~3