눈 앞에 닥친 제로금리 세상

국가와 개인의 생존전략

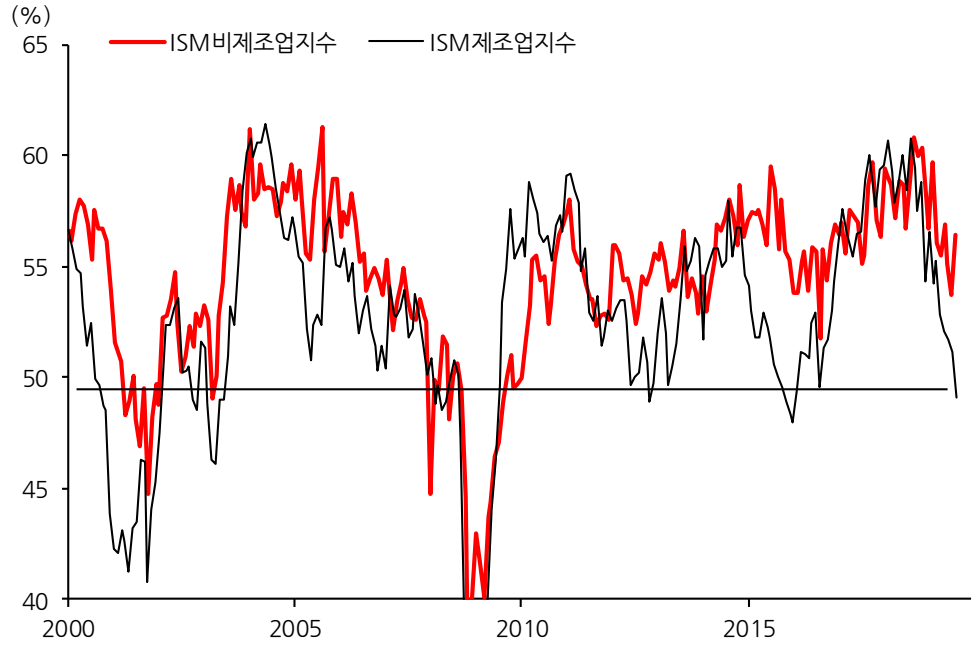
2019.11.8

한화투자증권 수석 이코노미스트 김일구

경제>>기업투자는 부진하지만 소비는 나쁘지 않아

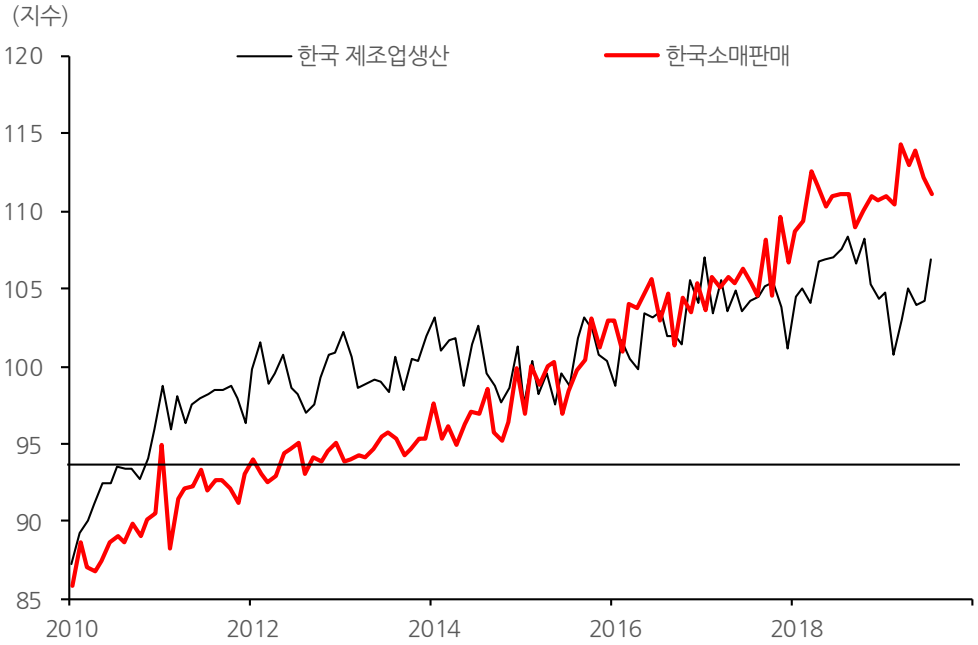
- 미국의 ISM 제조업 지수는 경기침체에 대한 가장 신뢰할만한 지표이며, 52 이하는 경기둔화 45 이하는 경기침체로 해석되며 현재 49까지 하락함. 그러나 ISM 비제조업 지수는 56포인트로 높은 수준을 유지하고 있어. 과거 경기침체는 제조업 및 비제조업 지수 모두 크게 하락했지만, 2010년대 이후 비제조업지수는 나빠지지 않고 있어
- 한국의 경우에도 제조업 생산은 2012년 이후 거의 증가하지 못하는 정체 상태에 빠졌지만, 소비는 꾸준히 증가하고 있어. 기업투자와 소비의 괴리는 글로벌 현상

미국의 ISM 제조업 및 비제조업지수



자료: 연합인포맥스

한국 제조업과 소매판매

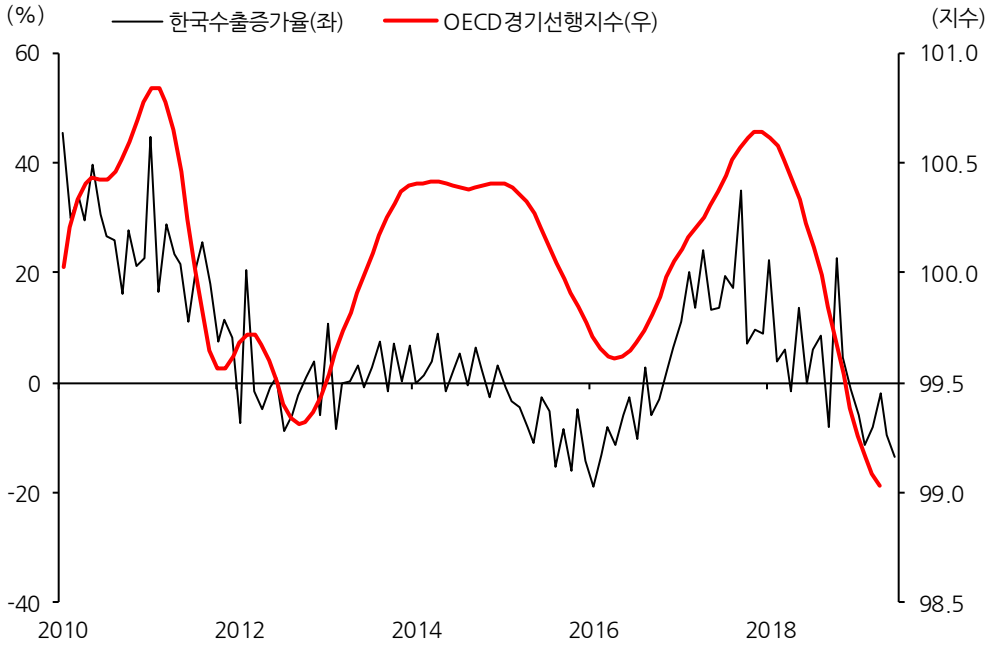


자료: 통계청

경제>>한국의 수출이 글로벌 경기사이클을 따라가지 못하는 구조적 문제 발생

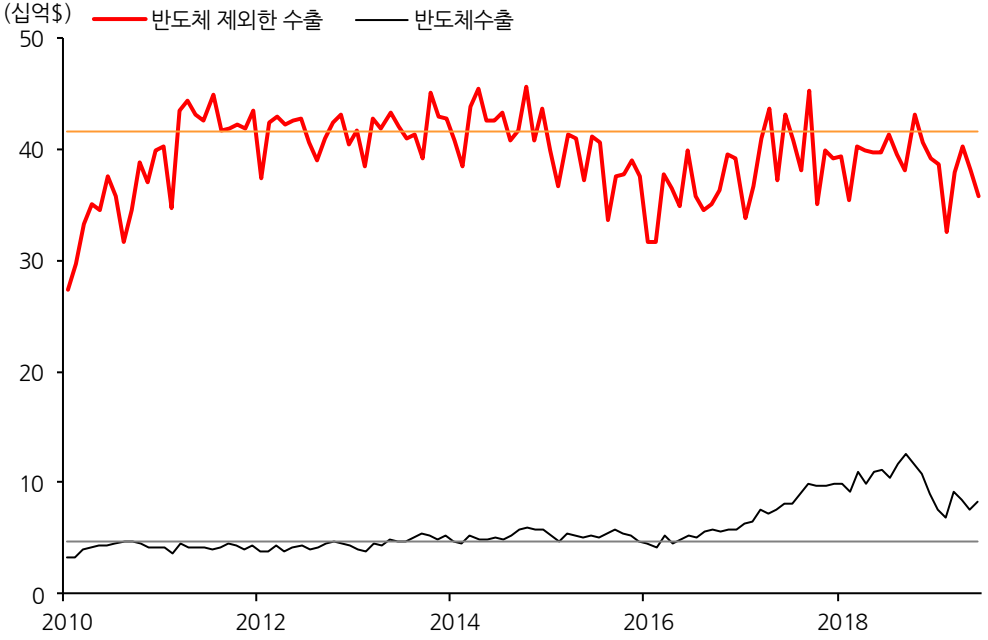
- 한국인이 생각하는 한국을 가장 잘 나타내는 말은 'Dynamic Korea'라고 하는데, 이는 주식시장에서 high beta, high volatility를 뜻함. 글로벌 경제가 좋아지기 전에 한국의 수출이 먼저 증가하는 현상을 표현한 것이기도 함
- 그러나 2012-14년 글로벌 경기사이클에서 한국수출은 완전히 소외됐고, 이 때문에 당시 글로벌 주가의 상승에서도 한국은 완전히 소외됐음. 2016-17년 사이클에서는 한국의 반도체만 글로벌 사이클을 따라감. 향후 글로벌 경기확장세가 나타나도 예전처럼 한국의 수출이 크게 증가하기는 어려울듯

글로벌 경기사이클과 한국의 수출사이클



자료: OECD, 통계청, 연합인포맥스

한국의 월별 수출금액

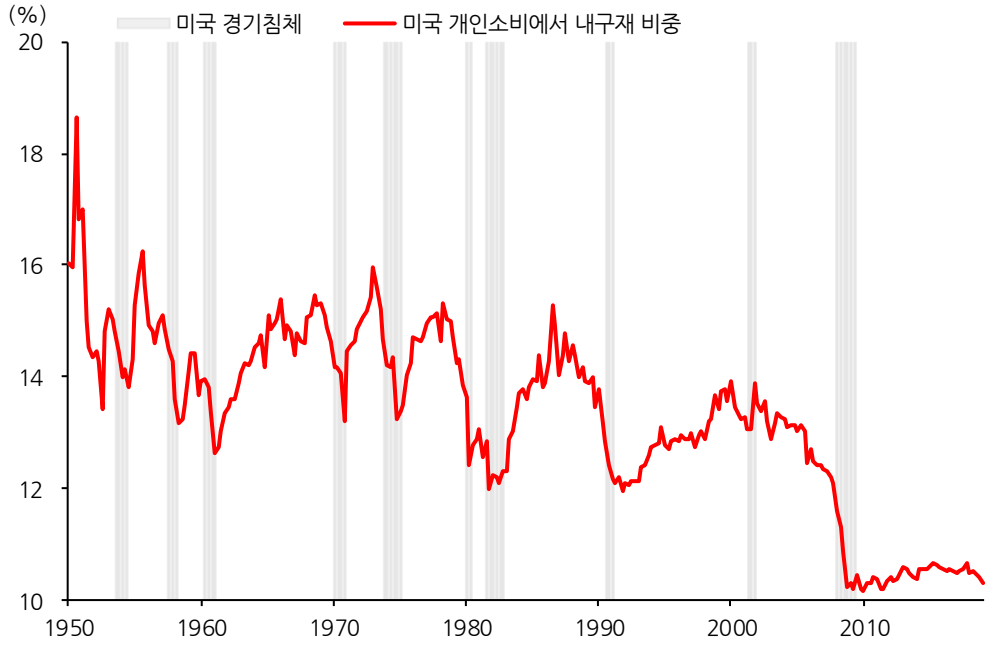


자료: 통계청, 연합인포맥스

경제>>한국은 중화학공업 중심이지만 소비자들은 내구재 안 사

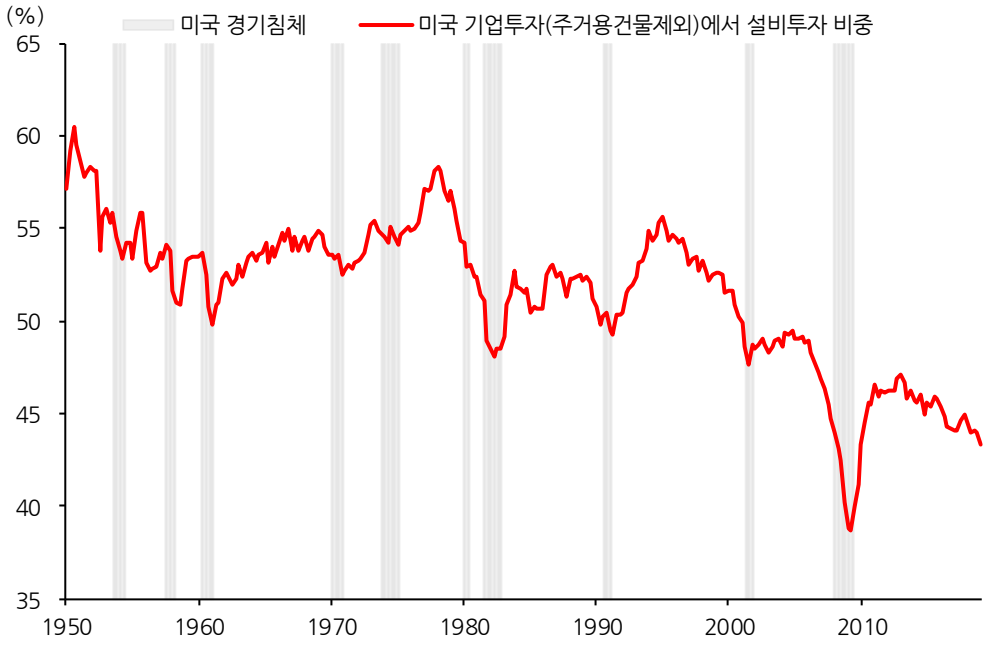
- 1973년 박정희 대통령의 중화학공업화 선언 이후 한국의 산업구조는 철강, 조선, 비철금속, 전자, 석유화학, 기계 등 6개 중화학공업에 집중됨. 그러나 글로벌 소비 트렌트는 서비스 및 비내구재 중심이며 자동차, 냉장고, 세탁기 등 내구재 소비 비중은 예전에 비해 현저히 낮아졌고, 또 경기에 따른 시클리컬 성격도 사라짐
- 소비가 소프트해지면서 기업투자에서 설비투자 비중도 줄어들고 있어 한국의 중화학공업 및 수출 중심 경제는 구조적으로 불리한 상황

미국 개인소비에서 내구재 비중



자료: BEA

미국 기업투자에서 설비투자 비중

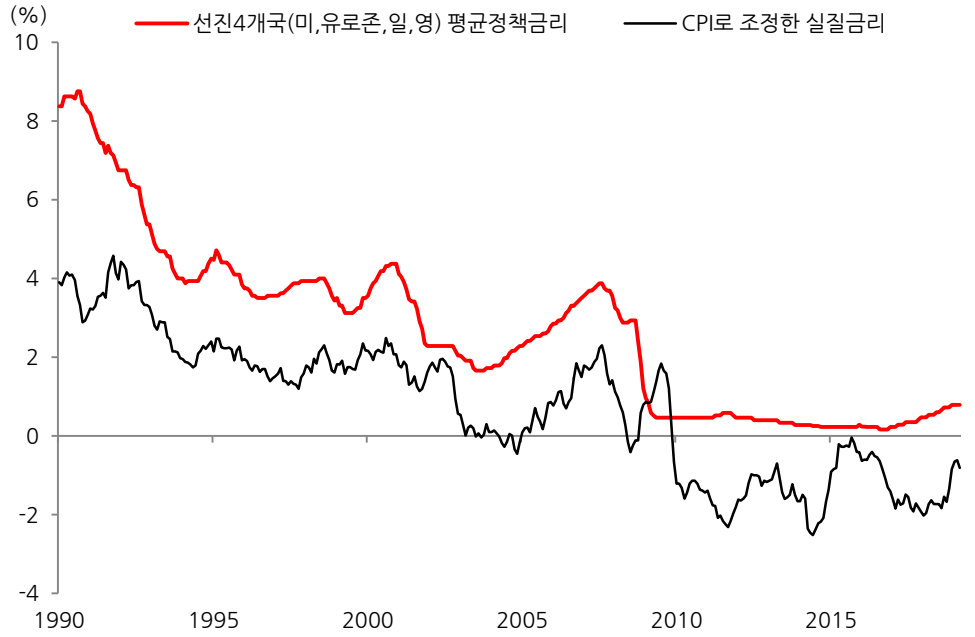


자료: BEA

금리퍼즐>>금리를 낮춰도 왜 경제성장률과 물가상승률은 높아지지 않을까?

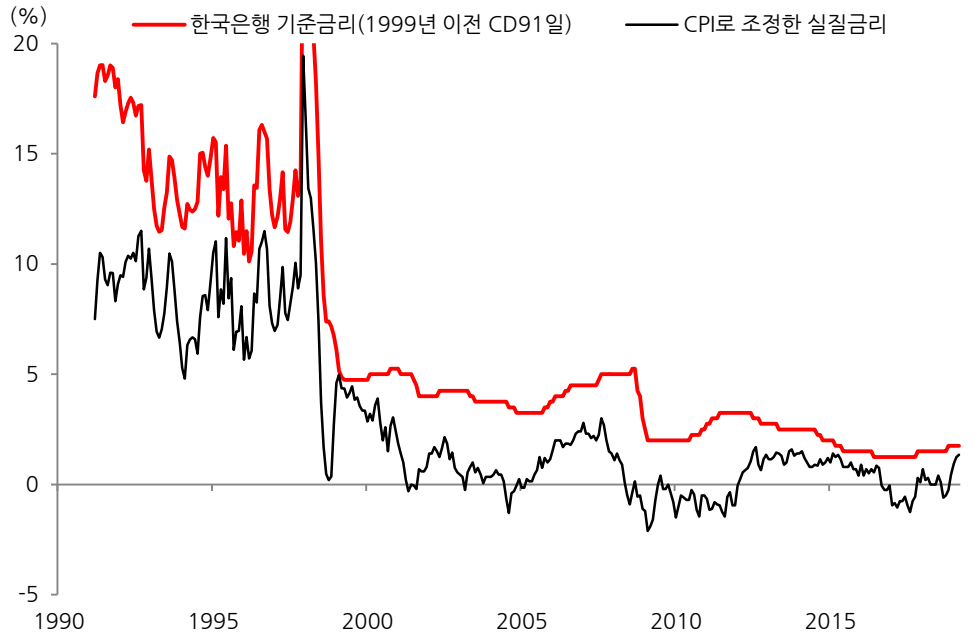
- 1990년대 이후 한국을 포함한 주요국에서 금리는 꾸준히 하락함. 선진 4개국(미국, 유로존, 일본, 영국)의 평균 정책금리는 1990년대 4.95%에서 2000년대 2.61%, 2010년 이후 0.39%로 계속 낮아져 왔음
- 한국에서는 1990년대(1999년 이전 CD 91일 금리, 이후 기준금리) 13.31%에서 2000년대 4.05%, 2010년 이후 2.11%로 낮아짐
- 그러나 금리를 낮춰도 경제성장률과 물가상승률은 높아지지 않고 계속 낮아지고 있어

선진국의 금리 추이



자료: 연합인포맥스

한국의 금리 추이

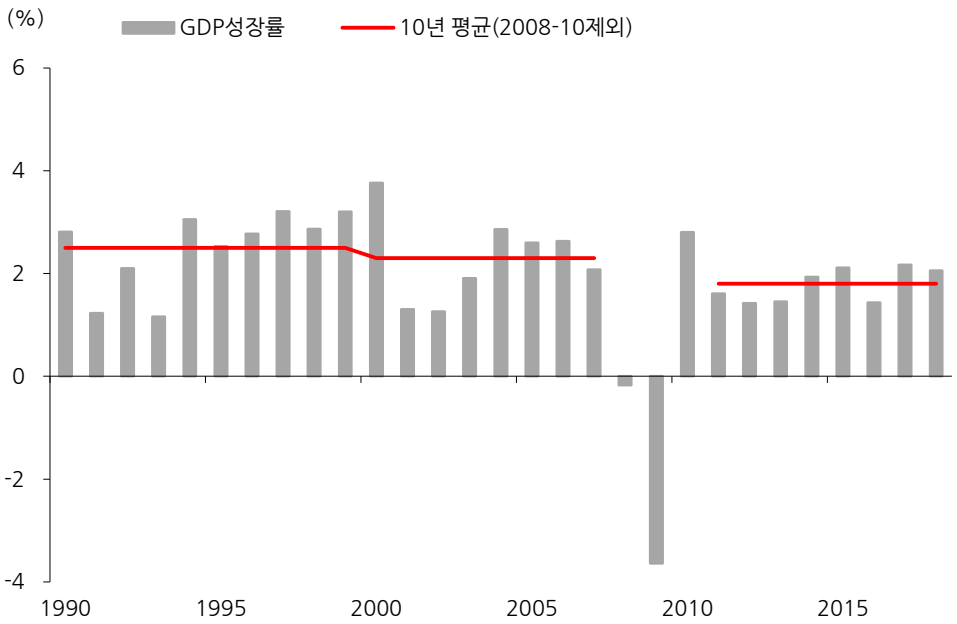


자료: 한국은행, 연합인포맥스

금리퍼즐>>저금리정책은 경제성장에 독인가, 약인가, 아니면 물인가?

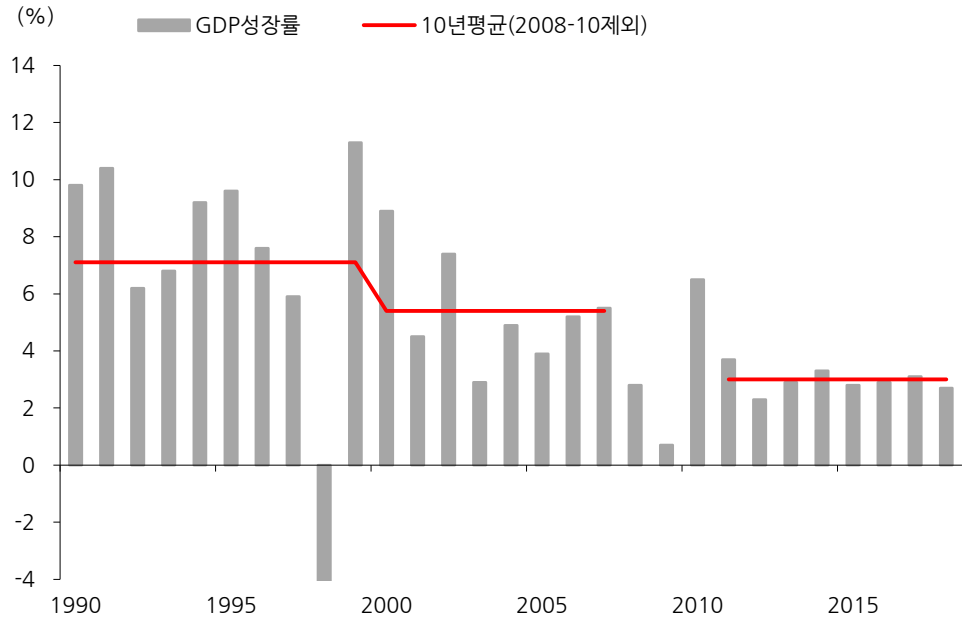
- G7국가의 GDP성장률은 1990년대 10년과 2000년대 8년(2008-9년제외), 2010년대 8년(2010년 제외, 2018년까지) 각각 2.5% → 2.3% → 1.8%로 낮아졌음. GDP 디플레이터도 2.2% → 1.7% → 1.4%로 낮아지고 있음
- 한국의 GDP성장률은 같은 기간 7.1% → 5.4% → 3.0%로 낮아졌고, GDP 디플레이터도 6.0% → 2.2% → 1.4%로 낮아졌음
- 1990년대 이후 저금리정책이 경제성장에 毒이었나, 藥이었나, 아니면 아무런 영향을 미치지 못했나?

G7국가의 GDP성장률



자료: IMF

한국의 GDP성장률



자료: 한국은행, 연합인포맥스

금리퍼즐>>저금리가 경제의 수요측면과 공급측면에 미치는 영향

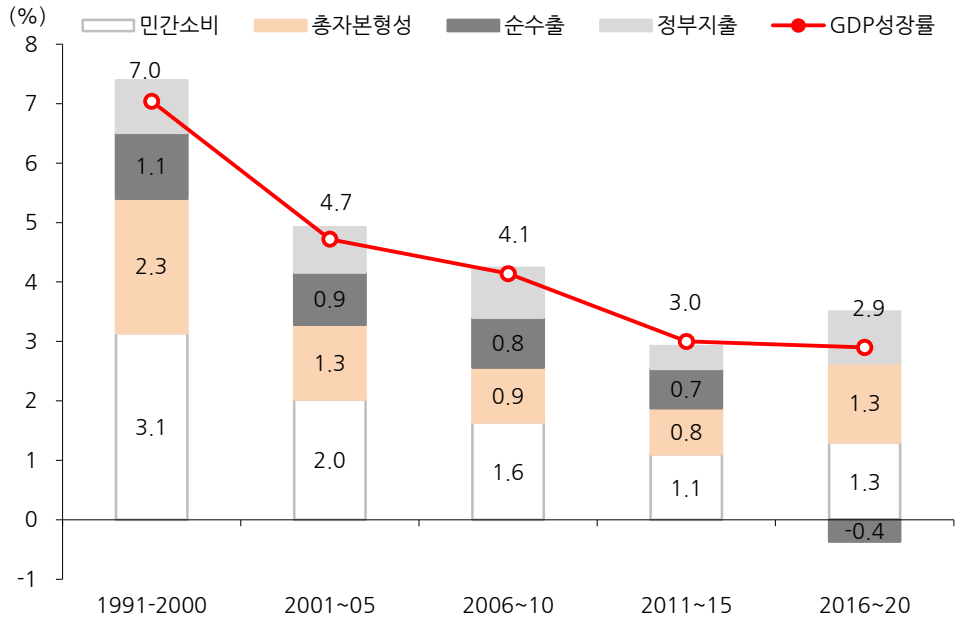
- 경제성장은 수요측 요인과 공급측 요인에서 각각 접근할 수 있음. 수요측에서 보면 소비와 투자, 정부지출, 순수출로 구분해서 볼 수 있어

  GDP = 소비 + 투자 + 순수출 + 정부지출

- 경제성장을 공급측에서 보면 노동과 자본, 생산성의 함수로 볼 수 있어

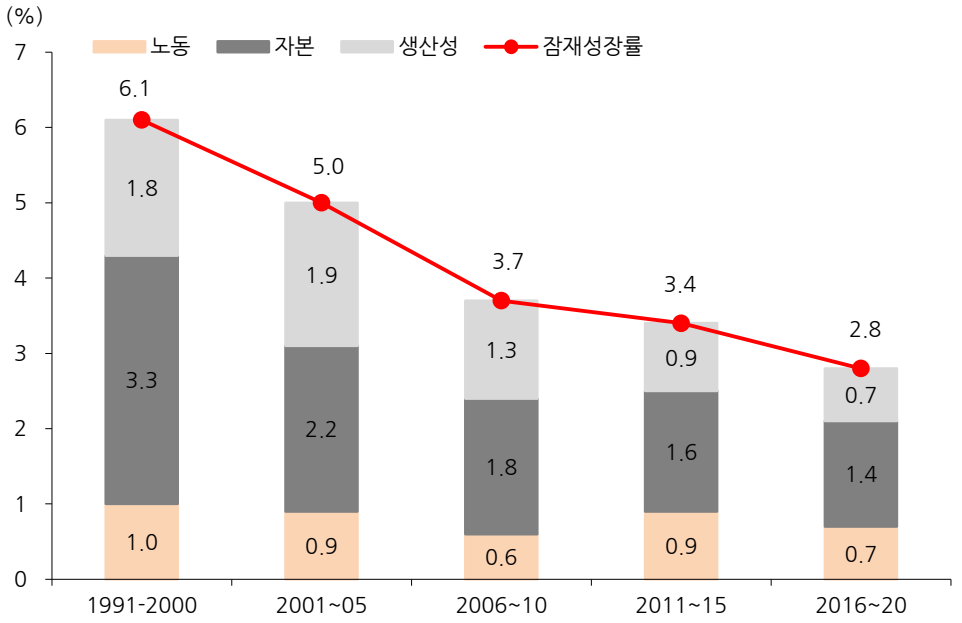
  경제성장 = f(노동, 자본, 생산성)

한국의 GDP성장률 수요요인별 기여도



자료: 한국은행

한국의 잠재성장률 요인별 기여도 추정

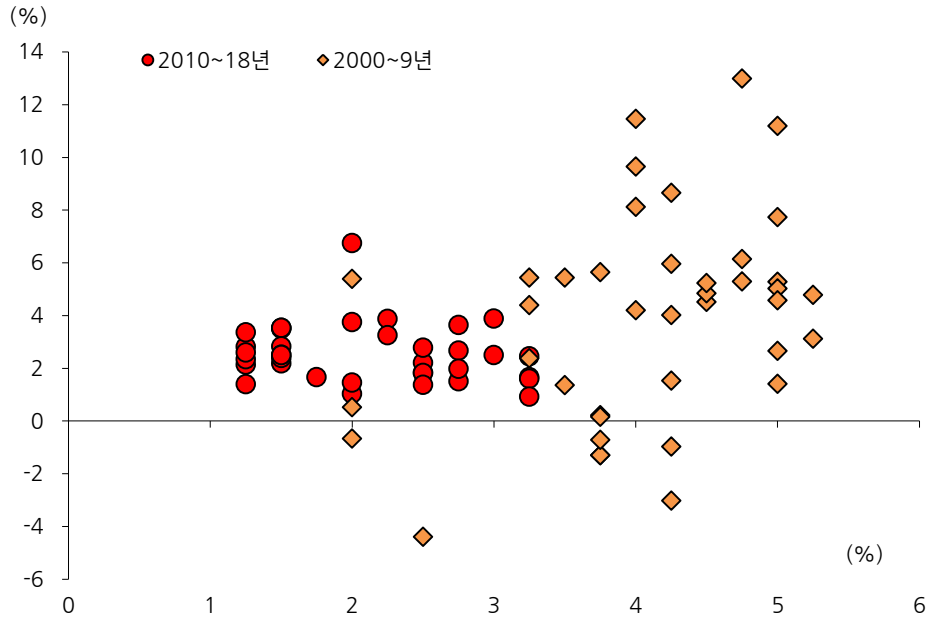


자료: 박영수, 문소상, "우리 경제의 성장잠재력 약화 원인과 향후 전망," 2005, 한국은행
김도완, 한진현, 이은경, "우리 경제의 잠재성장률 추정," 2017, 한국은행

금리퍼즐>>저금리가 소비를 증가시키지 못해

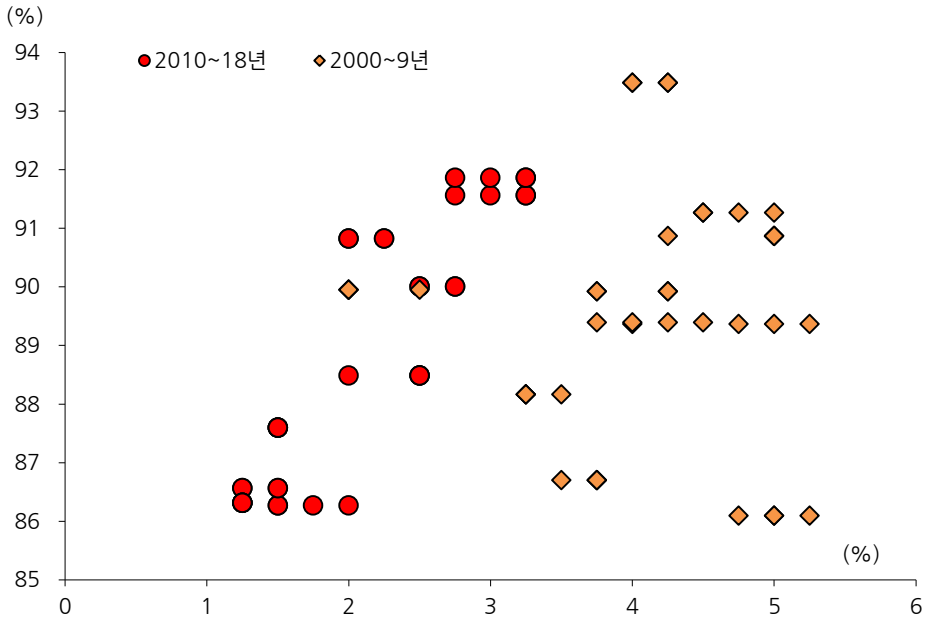
- 이론에 따르면 금리가 낮을 때 소비가 늘어나고 금리가 높을 때 소비가 줄어들어야 하지만, 기준금리와 소비증가율의 관계를 보면 인과관계는 반대로 금리가 높을 때(경기가 좋을 때) 소비증가율이 높고, 금리가 낮을 때(경기가 나쁠 때) 소비증가율이 낮음
- 소비증가율이 소득효과 때문에 왜곡이 있을 수 있어서 기준금리와 소비성향의 관계를 보면, 놀랍게도 기준금리를 인하함에 따라 소비성향이 놀랍게도 0.92에서 0.86으로 낮아져

한국은행 기준금리(X)와 소비증가율(Y)



자료: 한국은행, 연합인포맥스

한국은행 기준금리(X)와 소비성향(Y)

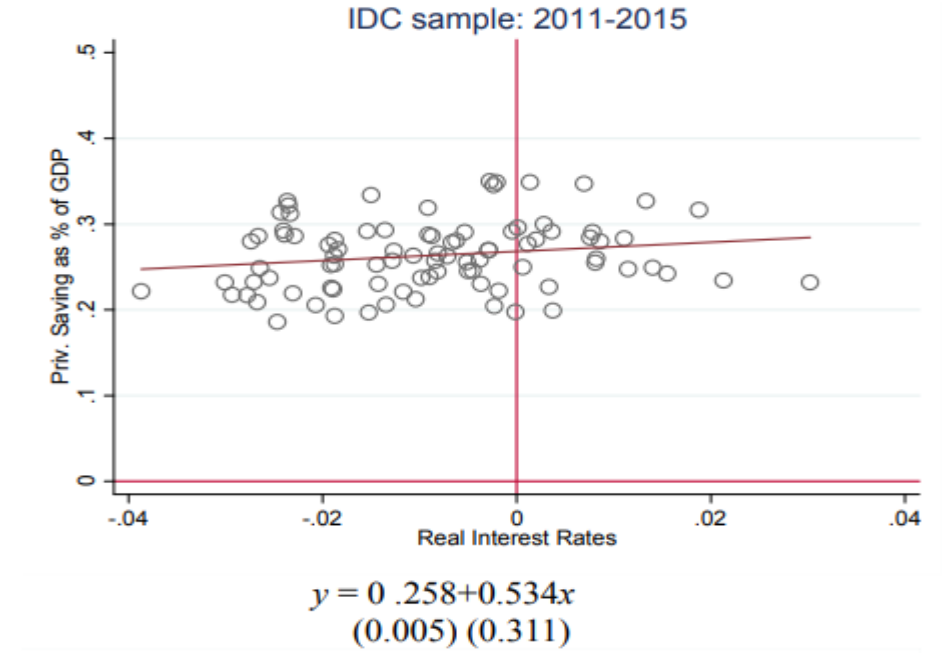


자료:한국은행, 연합인포맥스

금리퍼즐>>저금리의 소비부양 효과는 선진국 일부에서 나타나는 현상

- 일본에서는 제로금리가 20년 이상 오랫동안 지속됐지만 가계의 저축이 줄어들거나 위험자산에 대한 투자가 증가하지 않음. 인구구조가 고령화되면서 보험과 연금이 꾸준히 늘어나고 현금/예금과 위험자산은 비중이 줄어듬
- 미국을 포함한 선진국에서는 저금리가 소비를 늘리고 저축률을 낮춘 것으로 나타나지만, 신흥국들에서는 저금리가 소비를 줄이고 저축을 더 늘린 것으로 나타남

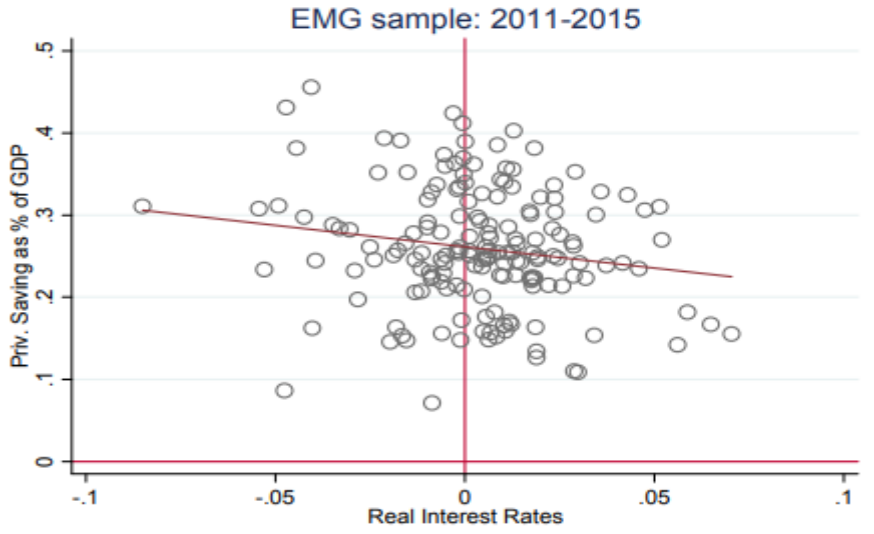
선진국의 실질금리(X)와 저축률(Y)



$$y = 0.258 + 0.534x$$
$$(0.005)\ (0.311)$$

자료: Joshua Aizenman, Yin-Wong Cheung and Hiro Ito, "The Interest Rate Effect on Private Saving: Alternative Perspectives," 2017, AEA

신흥국의 실질금리(X)과 저축률(Y)



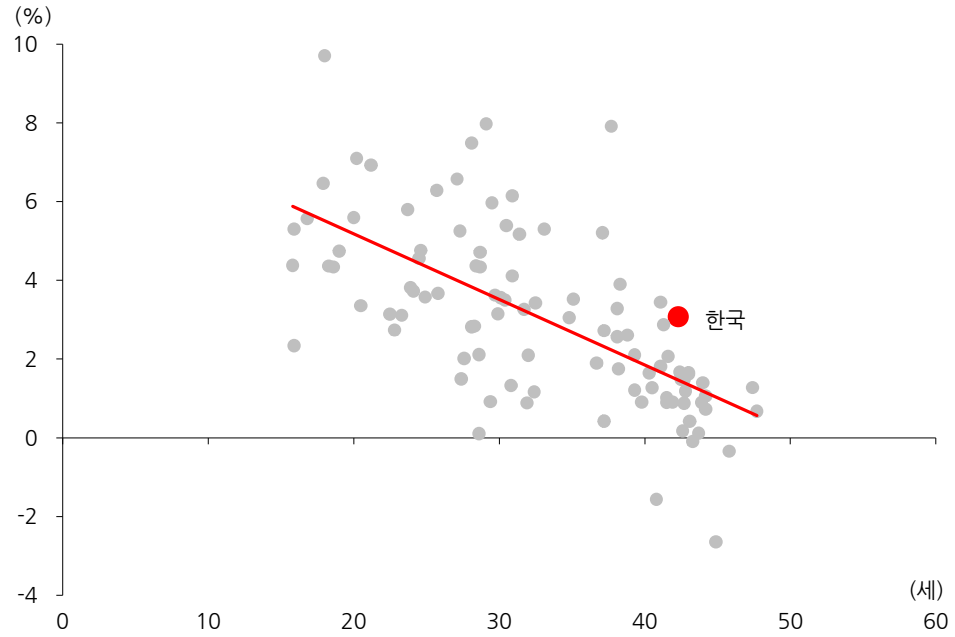
$$y = 0.262 - 0.523x$$
$$(0.006)\ (0.237)$$

자료: Joshua Aizenman, Yin-Wong Cheung and Hiro Ito, "The Interest Rate Effect on Private Saving: Alternative Perspectives," 2017, AEA

금리퍼즐>>인구구조가 흐름을 결정하고 경제정책은 미세조정에 불과

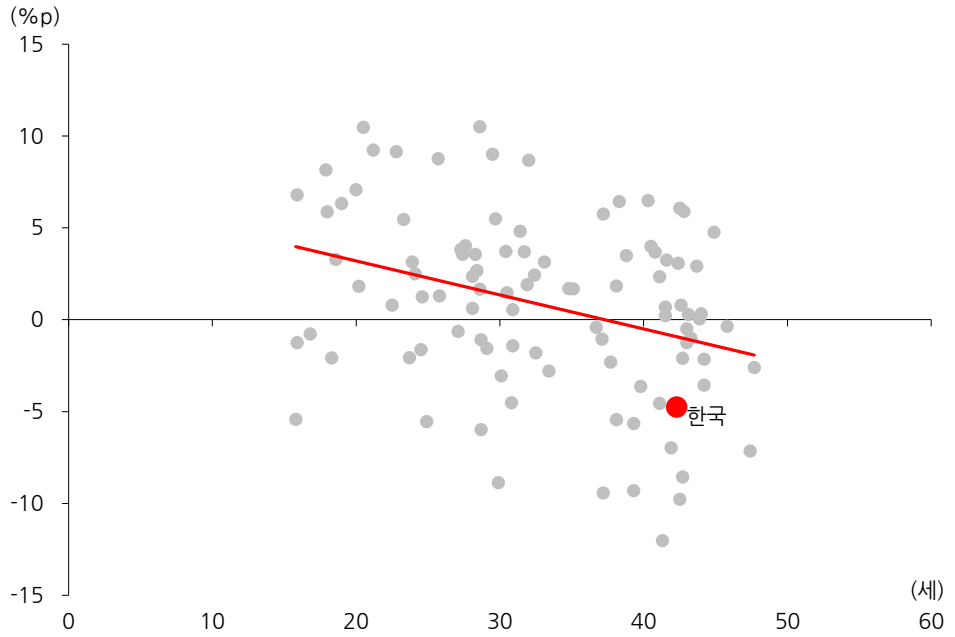
- 주요 100개국을 대상으로 횡단면 분석을 해보면, 인구가 고령화될수록 경제성장률은 낮아지고, 투자보다는 저축이 더 많은 현상이 나타남
- 결국 통화나 재정 등 정부의 경제정책이 총수요를 움직일 수 있는 여지는 크지 않고, 인구구조에 의해 경제성과의 큰 흐름은 결정된다고 봐야 함

주요 100개국의 인구 평균연령과 10년간 평균 경제성장률



자료: CIA Fact Book, IMF

주요 100개국의 인구 평균연령과 10년간 (투자-저축)

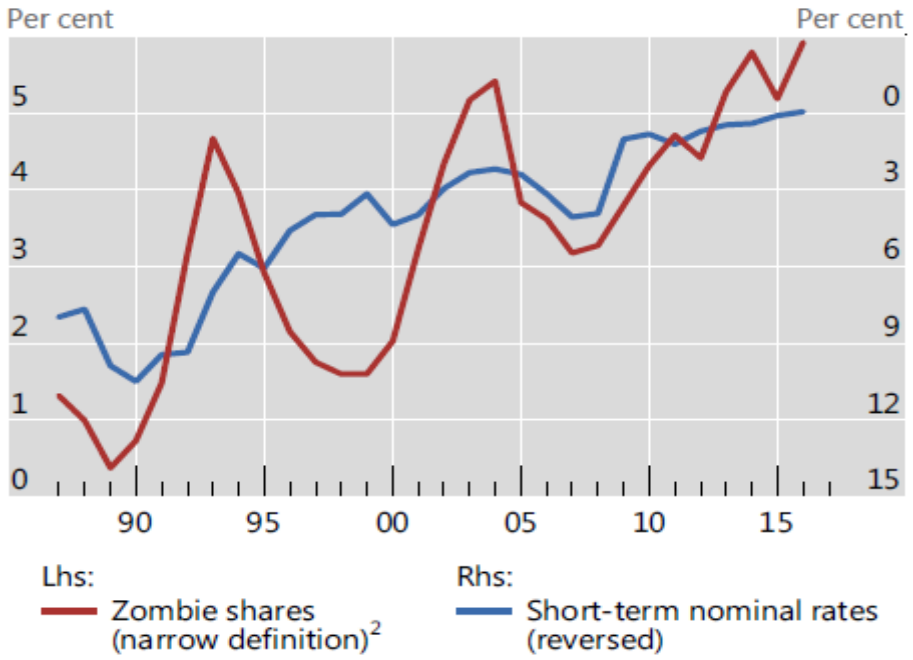


자료:CIA Fact Book, IMF

금리퍼즐>>저금리가 좀비기업을 양산

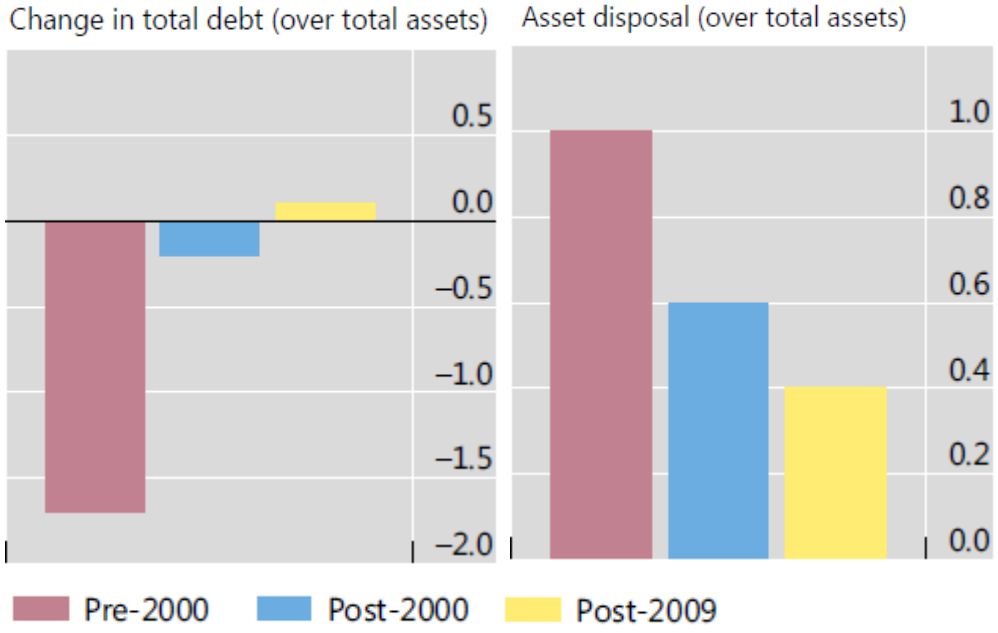
- 최근 금리인하가 생산성을 낮춘다는 연구결과가 발표되고 있는데, 낮은 금리와 은행의 건전성 악화가 좀비기업(이자보상배율이 3년 이상 1 이하, 설립된지 10년 이상, 섹터의 PBR보다 낮은 기업)이 증가하는데 기여하고 있다는 논리임. 14개 선진국 상장기업을 대상으로 조사한 결과, 저금리정책이 본격화된 2000년대 이후 좀비기업은 부채를 줄이는 노력을 하지 않고 자산매각도 잘 하지 않고 있어
- 인과성 테스트에서도 금리와 은행의 자산건전성 2가지 변수 모두 좀비기업의 증가에 유의미한 인과관계를 갖고 있어

14개 선진국 평균 정책금리와 좀비기업 비중



자료: Ryan Banerjee, Boris Hofmann, "The rise of zombie firms: causes and consequences," 2018, BIS

좀비기업의 부채축소/자산매각 줄어들어

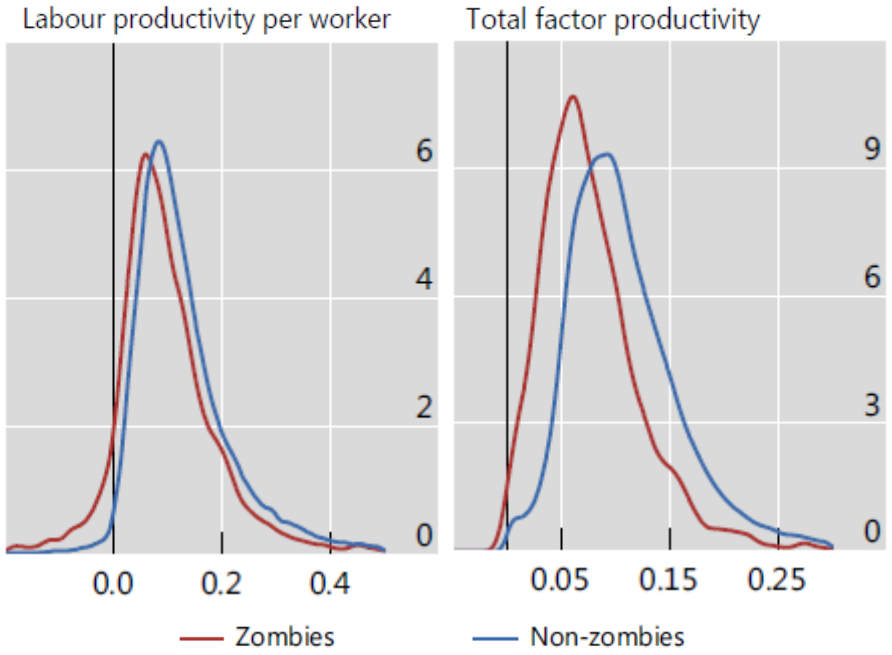


자료: Ryan Banerjee, Boris Hofmann, "The rise of zombie firms: causes and consequences," 2018, BIS

금리퍼즐>>생산성이 낮은 좀비기업이 늘어나면서 경제전체의 성장성도 낮아져

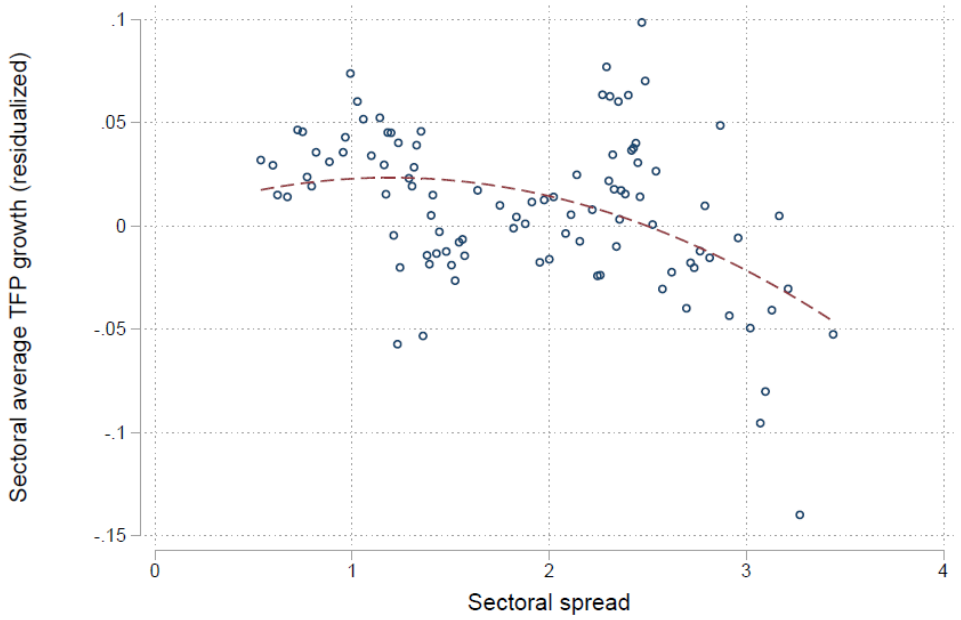
- 좀비기업은 혁신을 하지 않고 정상기업에 비해 생산성이 낮을 수 밖에 없어. 저금리가 장기화되면서 좀비기업이 경제내에 많아지면 경제전체의 생산성도 낮아져 저성장의 장기화로 연결될 수 있어
- 또 금리가 낮아지면 대기업들이 레버리지를 높여 시장지배력을 강화하기 용이해지고 이 때문에 새로운 기업들의 진입이 어려워진다는 견해도 있어. 한번 시장지배력이 높아지면 기업이 안주하면서 생산성은 높아지지 않게 되는데, 이 때문에 금리와 생산성 사이에는 역의 U자형 관계가 있다고도 함

좀비기업은 정상기업에 비해 생산성 낮아



자료: Ryan Banerjee, Boris Hofmann, “The rise of zombie firms: causes and consequences,” 2018, BIS

금리와 생산성 사이의 역U자형 관계

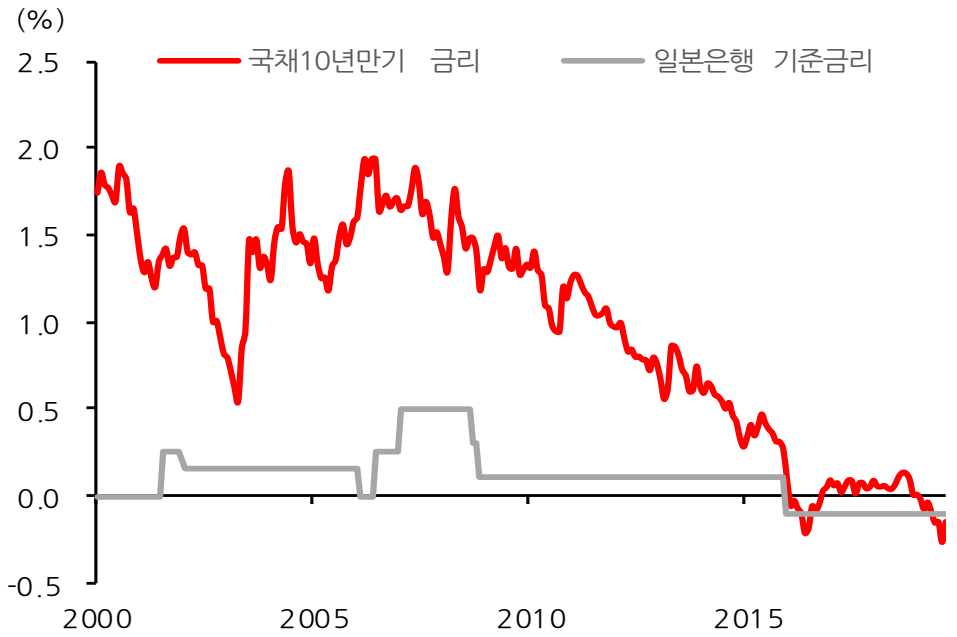


자료: Satyajit Chatterjee, Burcu Eyigungor, “The firm size and leverage relationship and its implications for entry and concentration in a low interest rate world,” 2019, Philadelphia FRB

일본은행>>제로금리를 유지하고 정부부채를 화폐화시키는 정책

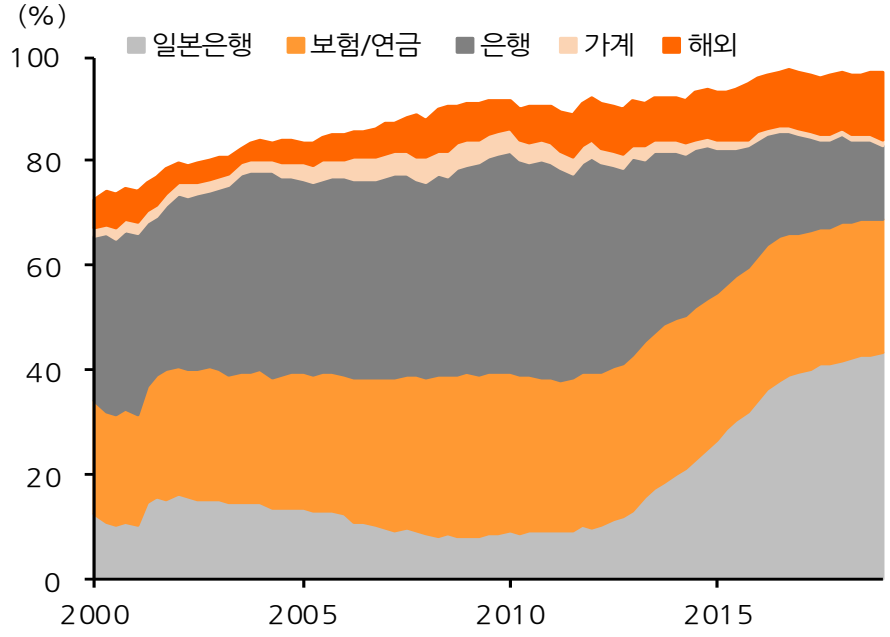
- BOJ의 현재 기준금리는 -0.1%로 표면상 마이너스 금리정책이지만, 은행들의 반발 등으로 인해 사실상 제로금리정책을 사용하고 있어. 특히 10년만기 국채금리를 0%에서 관리하면서 꾸준히 국채매입을 하고 있어
- 이는 '제로금리+국채매입'이라는 Fed의 금융위기 때 통화정책을 따르는 것임. 그러나 BOJ의 국채매입 규모가 전체 발행액의 42%에 이르러 단순히 장기금리를 낮추려는 Fed 방식의 양적완화와는 차원이 다름. 일종의 '정부부채의 화폐화(debt monetarization)'로 중앙은행을 돈 찍는 윤전기로 보는 MMT와 비슷

일본은행 기준금리와 국채금리



자료: 연합인포맥스

일본국채 투자자별 보유비중

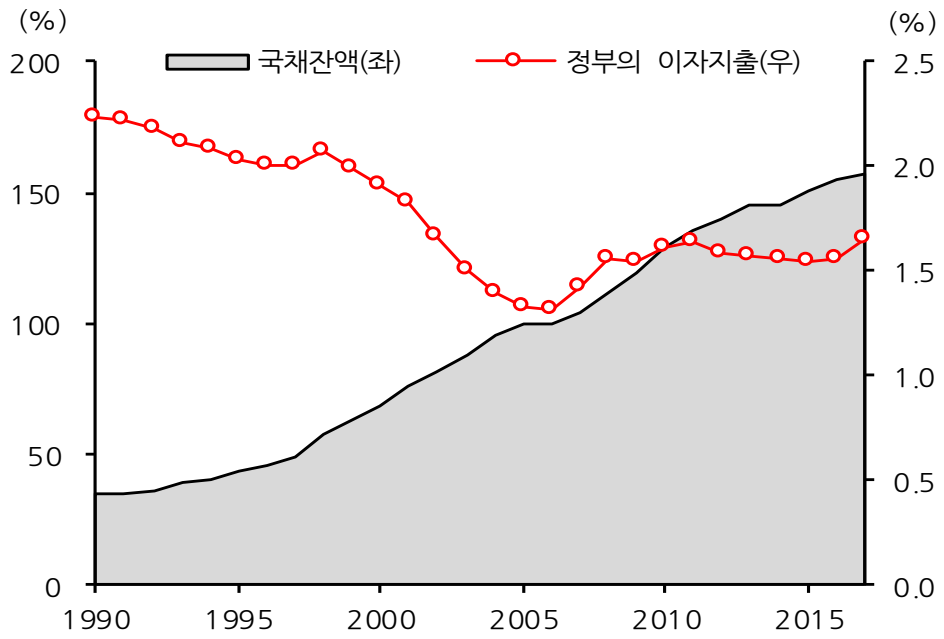


자료:Ministry of Finance Japan

일본은행>>일본은행은 정부지출의 부담을 줄여주고 엔화의 약세를 도모

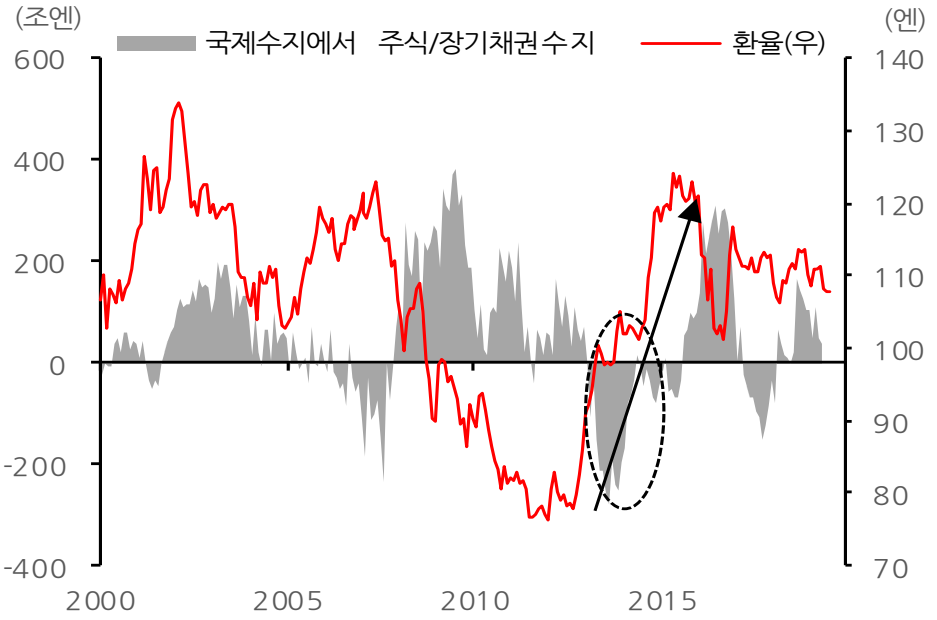
- 일본의 GDP대비 정부부채는 250%로 세계 최고 수준이지만, 금리가 낮아지면서 이자부담이 많이 낮아짐. 최근에는 BOJ가 제로금리에서 국채를 매입하면서 이자부담이 더 낮아지고 있어. 현재 부채잔액의 평균 이자율은 0.6%에 불과하며 이 덕분에 정부가 매년 이자로 지출하는 비용은 GDP의 1.6%에 불과함
- 2014-15년에 BOJ가 국채를 매입하면서 풀려나간 화폐가 해외에 투자되면서 엔화환율을 급등시킨 사례도 있어. 향후 일본 경제의 재산업화를 위해 BOJ는 엔화강세를 막는 기능도 할듯

일본의 GDP대비 국채잔액과 정부의 이자지출



자료: OECD

일본의 해외투자와 엔화환율

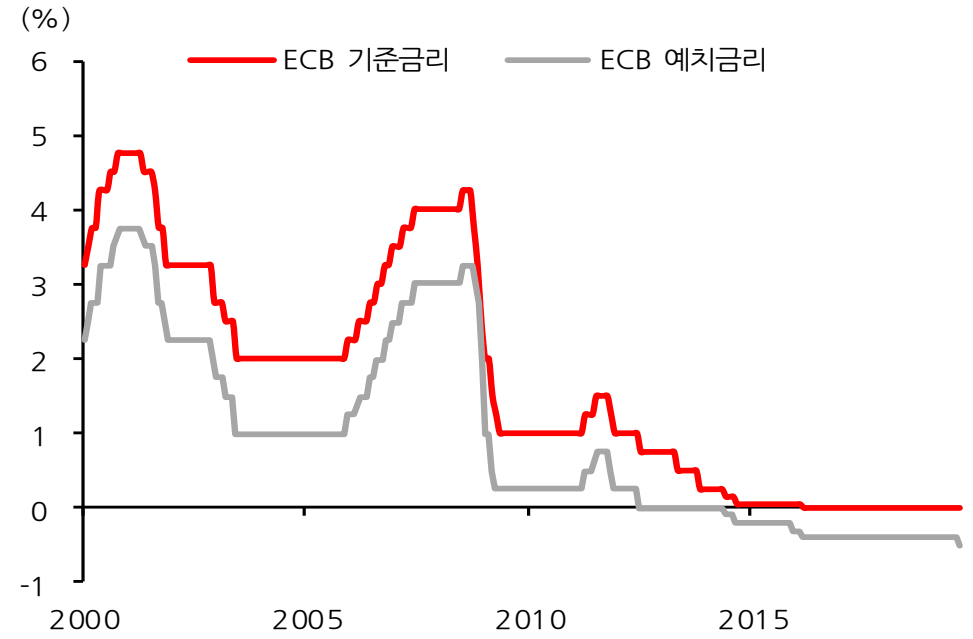


자료:BOJ

유럽중앙은행>>마이너스 금리정책 접고 국가간 금리격차 줄이기에 집중

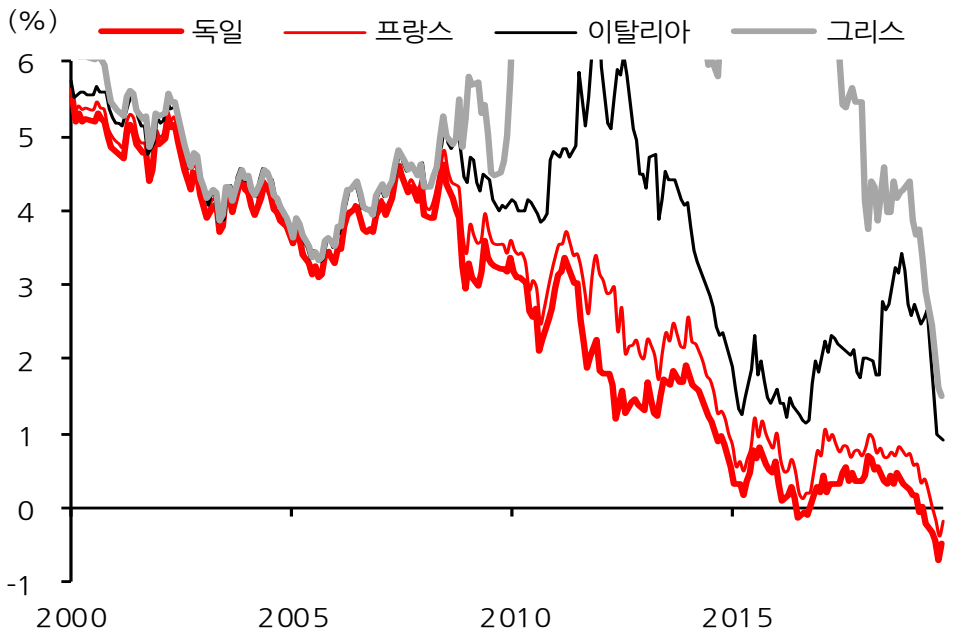
- ECB 드라기 총재의 임기 만료를 앞두고 ECB는 마이너스 금리정책을 폐기하는 수순에 돌입. 9월 정책회의에서 예치금리를 -0.4%에서 -0.5%로 더 낮췄지만, 필요지준의 6배까지 마이너스 금리적용을 하지 않기로 하면서 사실상 마이너스 금리정책 실효성 사라짐
- 대신 라가르드 신임 총재의 취임을 앞두고 채권시장에서는 이탈리아와 그리스 국채에 대한 매수세 폭발적으로 증가. 이는 라가르드의 정책방향이 금리수준을 낮추는데 있지 않고, 유로존 국가간 금리격차를 줄이는데 있기 때문

유럽중앙은행 정책금리



자료: 연합인포맥스

유로존 주요국의 국채 10년만기 금리

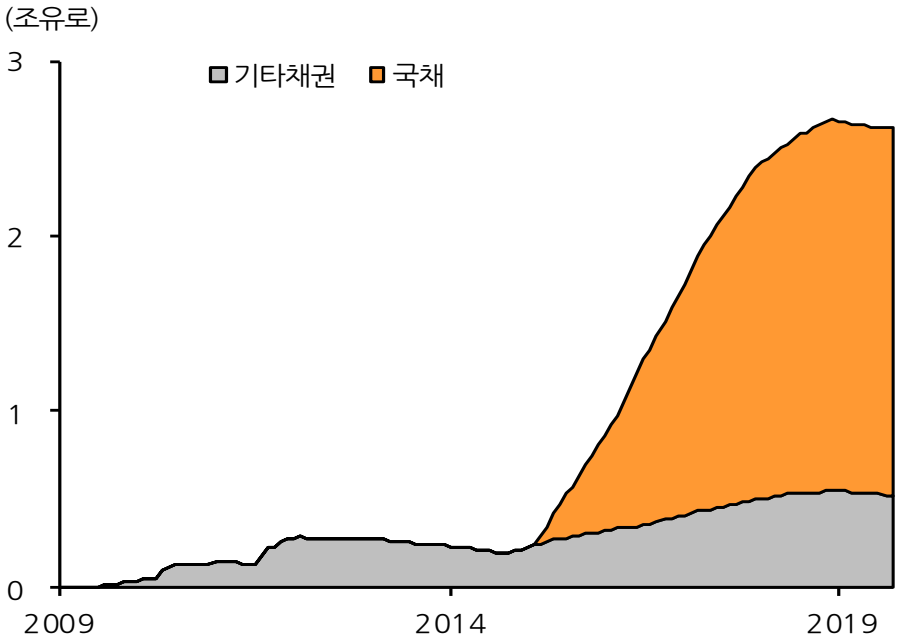


자료:연합인포맥스

유럽중앙은행>>드라기 모든 것을 다 해봤지만 국가간 갈등 심화시켜

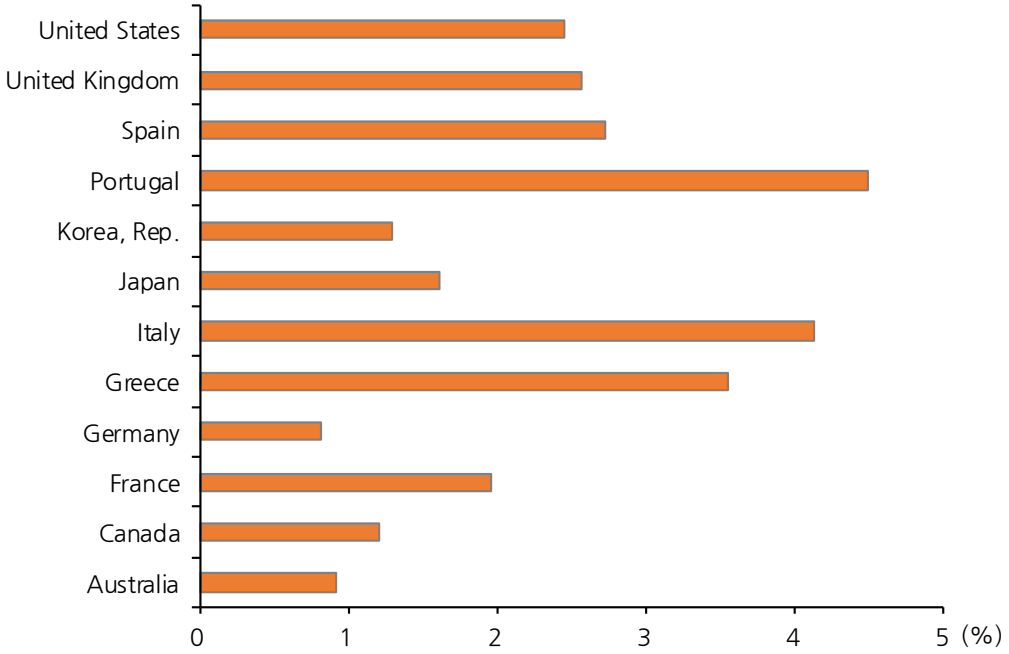
- 드라기는 2012년 유로존을 살릴 수 있다면 "무엇이든 하겠다(Whatever it takes)"고 했고 실제로 마이너스 금리정책, 국채매입, ABS매입, 커버드본드매입, 회사채매입 등 주식과 부동산매입 이외의 방법은 다 써봤음. 그러나 그럼에도 불구하고 그리스와 이탈리아, 포르투갈 등 과도한 이자부담에 시달리는 나라들의 재정문제를 해결하지 못했고, 이 때문에 극우, 극좌 정치세력의 준동과 국가간 경제갈등을 심화시킨 측면도 커
- 그리스와 이탈리아, 포르투갈은 GDP의 3% 이상을 정부부채 이자로 부담하고 있어 독일의 2배 수준

ECB의 채권매입 프로그램



자료: ECB

주요국 정부의 GDP대비 이자부담

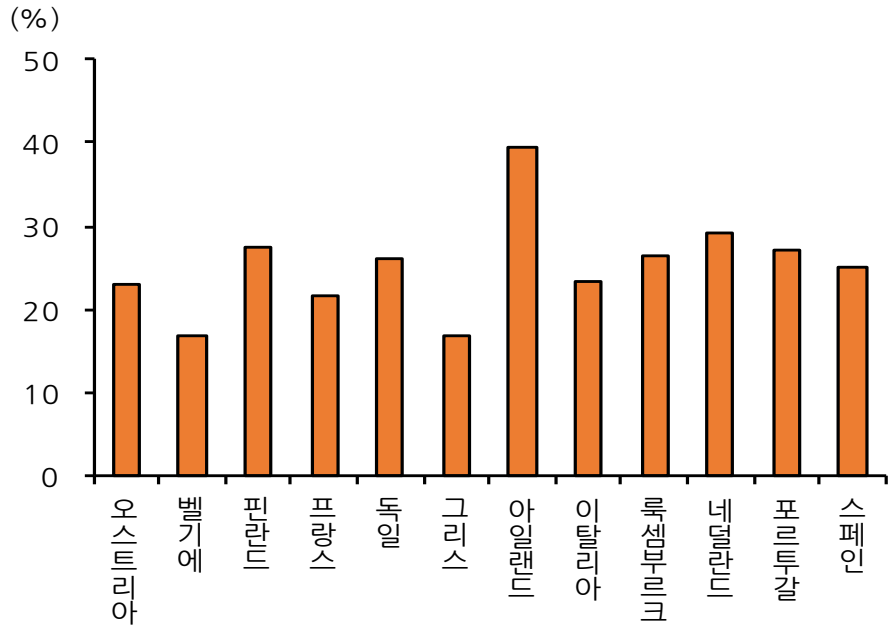


자료:World Bank

유럽중앙은행>>기준금리는 제로에 묶어두고 모든 국채금리도 제로로 만드는 정책

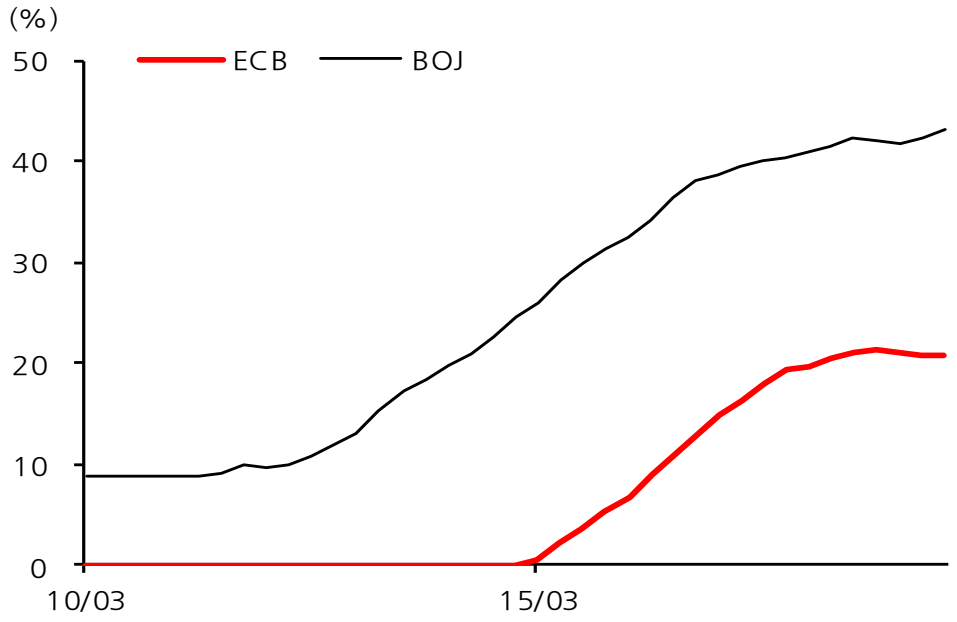
- 드라기 총재의 QE는 ECB의 정체성이 채 정립되지 않은 시기의 정책이었음. 이 때문에 ECB가 발권력을 동원해서 사고 싶은 채권만(가령 그리스 국채) 사는 것이 불가능했고, 이 때문에 독일 돈으로 독일 국채 사고 그리스 돈으로 그리스 국채 사는 방식의 QE였음. 그러나 라가르드는 총재 취임 이후 ECB의 발권력을 동원한 선별적 국채매입에 나설 것으로 예상되며, 이는 드라기 QE와는 완전히 다른 정책임
- 드라기 QE로 ECB는 전체 유로존 국가들이 발행한 국채의 21%를 갖고 있는데, 이는 BOJ의 절반 밖에 안되는 규모

각국의 국채잔액 대비 ECB 보유비중



자료: 연합인포맥스

일본과 유로존 국채 중에서 BOJ와 ECB의 보유비중

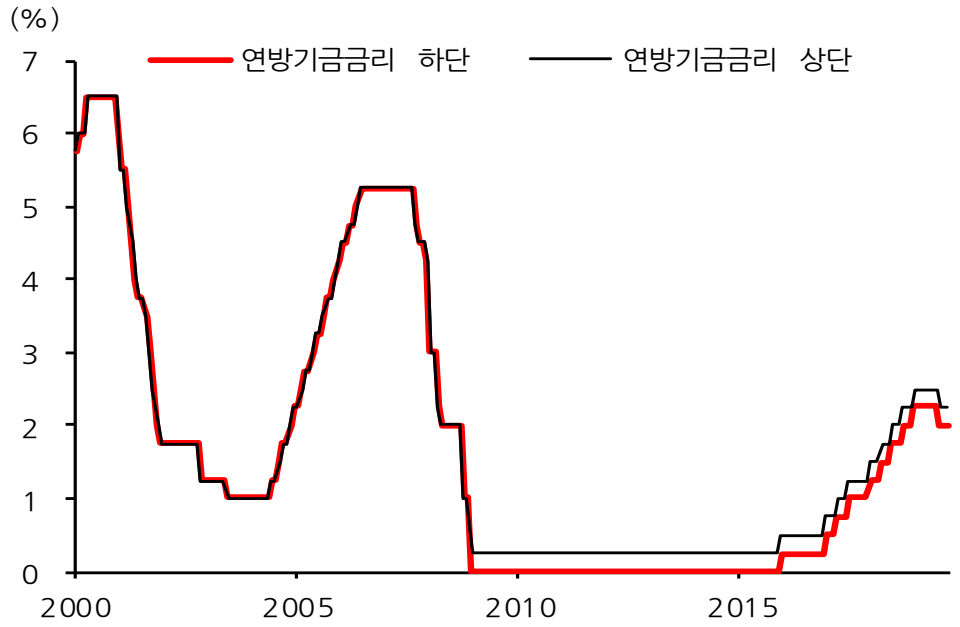


자료:연합인포맥스

미연준>>미국은 금융위기 때 ZLB+QE+forward guidance+corridor system

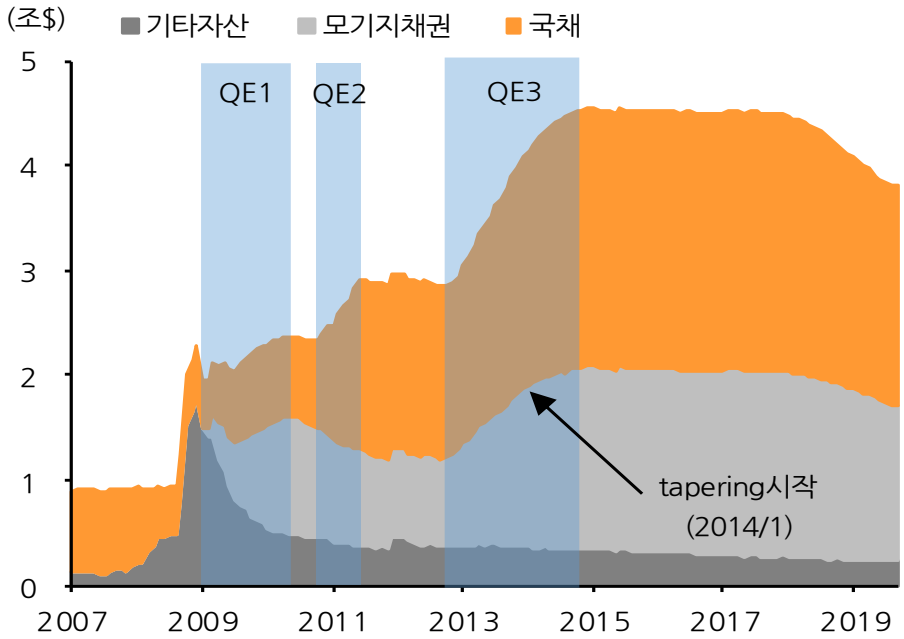
- 금융위기가 발생한 후 Fed는 연방기금금리를 corridor 방식으로 전환(2008/10)해서 초과지준에 대해 이자(lower bound) 지급하고 forward guidance를 도입해서 향후 정책불확실성을 줄였고, 제로금리정책(Zero Lower Bound)과 자산매입(QE)을 시행함. 그 결과 성공적으로 금융위기에서 벗어났기 때문에 마이너스 금리정책은 고려하지 않음
- QE를 하면서 Fed가 모기지채권을 매입한 것이 문제. 손실이 발생할 수 있는 투자는 의회의 승인을 받아야 하지만 Fed는 FOMC의 의결만으로 모기지채권 매입에 나서. 이 일로 연준의장이 버냉키에서 옐런으로 교체

미연준 정책금리



자료: 연합인포맥스

미연준의 자산구성(QE1,2,3)

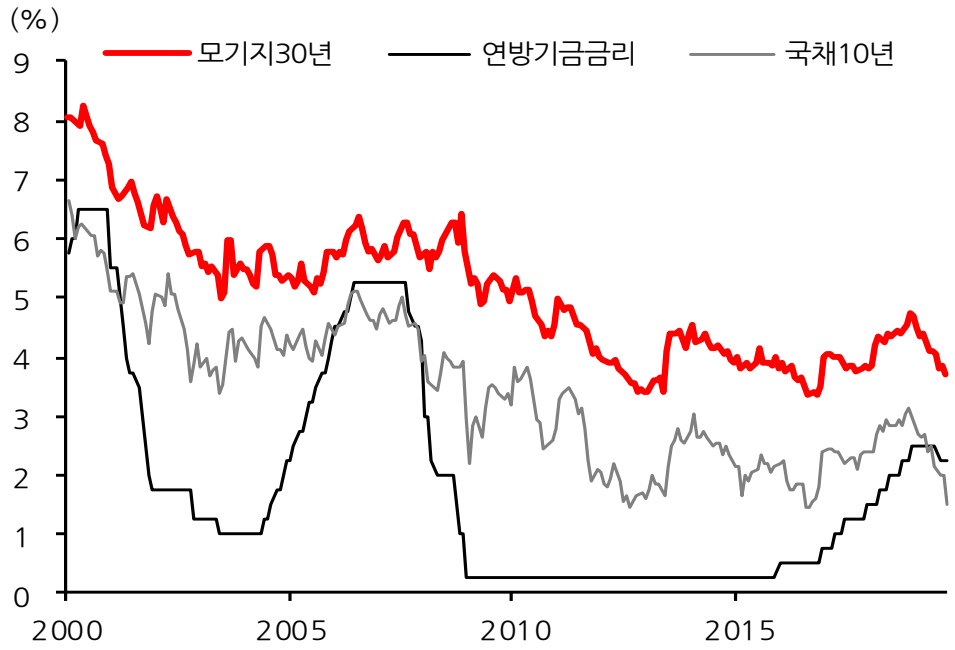


자료:연합인포맥스

미연준>>미연준의 금리정책은 디폴트가 금리인상, 인하할 때는 장기금리 폭락유도

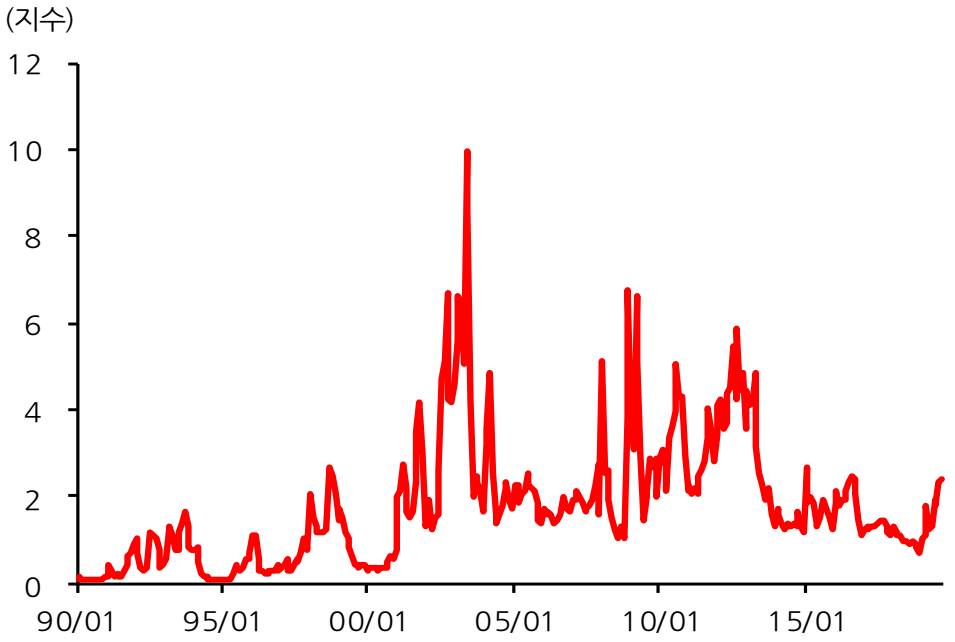
- 미국은 1930년대 만들어진 30년만기 원리금 균등분할 상환 모기지가 가장 중요한 통화정책 수단 중 하나임. 장기금리가 급락하면 모기지 부채를 가진 가계가 리파이낸싱을 통해 대규모 순자산증가의 혜택을 입게 되며, 이를 소비에 써서 경제를 회복시킴. 2000년과 2008년 두차례 사상 최악의 버블붕괴를 겪고도 미국경제가 건재한 이유
- 그래서 Fed는 경기침체가 오면 금리인하와 커뮤니케이션을 통해 장기금리를 폭락시키는 정책을 쓰고, 평소에는 가급적 금리를 올리는 정책을 씀. BOJ나 ECB와는 정책수단과 방법이 다름

미국의 정책금리와 장기금리



자료: 연합인포맥스

미국의 모기지 리파이낸싱

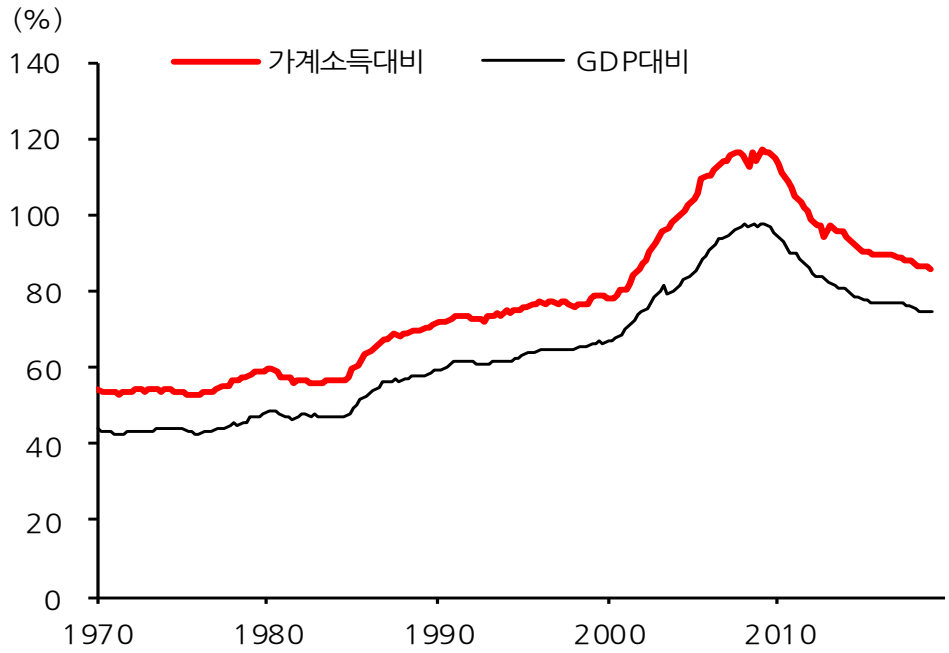


자료:연합인포맥스

미연준>>미국가계의 재무구조는 건전

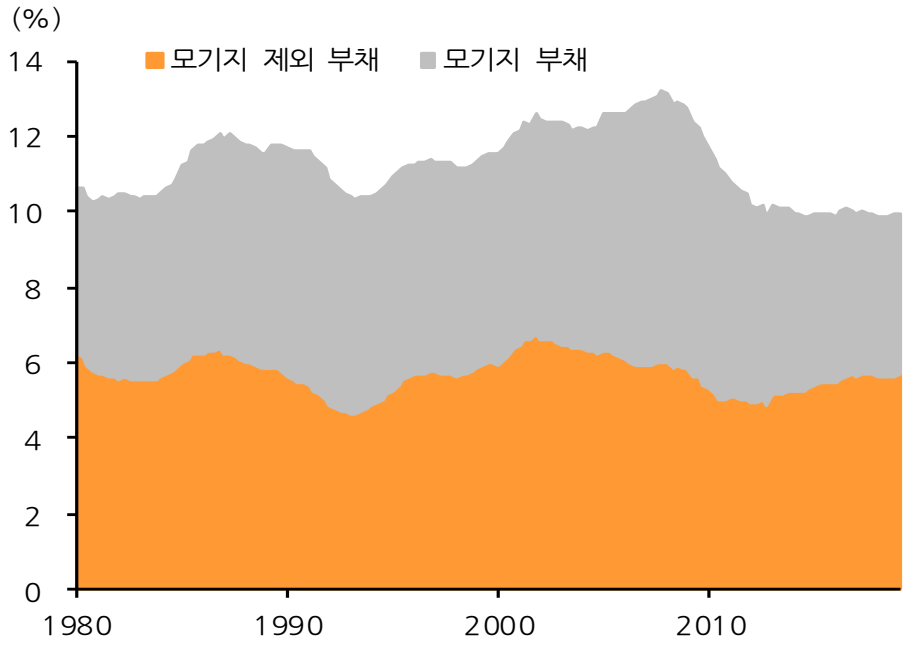
- Fed가 모기지 리파이낸싱을 통해 경기침체를 탈출하는 정책을 앞으로도 계속 사용하려면 1)장기금리가 너무 낮은 상태가 지속되면 안되고, 2)가계의 재무상태는 너무 악화돼서도 안됨. 1)번 때문에 Fed는 ECB나 BOJ처럼 기준금리와 장기 국채금리를 모두 제로로 만드는 정책은 쓰지 않을 것임
- 2)번 가계의 재무상태를 보면 가계소득대비 부채는 85%, GDP대비 부채는 74%에 불과함. 가계소득에서 부채의 원리금 상환에 사용되는 비중(DSR)은 9.9%(모기지 4.2%, 모기지 제외 5.7%)로 1980년 이후 가장 낮아

미국가계의 부채



자료: 연합인포맥스

미국가계의 소득대비 부채원리금 상환부담



자료:연합인포맥스