

# 인플레이션의 복귀와 장기금리 상승 가능성 (I)

## - 쟁점과 전망, 그리고 세 가지 시나리오

송기종 금융평가본부 금융평가3실장 02-2014-6225 song72@nicerating.com

2021.01.28.

### SUMMARY

#### 인플레이션 논쟁의 배경

- '기저효과'로 인해 2021년 중순에는 미국 물가상승률(CPI 상승률 기준)이 2.0%를 상회하여 2.5%에 근접할 것으로 예상된다. 이 시기에 원자재나 에너지 가격이 크게 상승할 경우 2.5%를 상회하여 3.0%에 육박하는 물가상승률을 기록할 가능성도 있다. 이와 더불어, 재정적자를 조달하기 위한 미국 정부의 국채발행이 증가하면서 장기금리가 상승추세를 보이고 있다.
- 2020년 하반기부터 시작된 주가지수 급등이 낮은 물가상승률과 극단적인 저금리에 기반하고 있다는 것을 잘 알고 있는 금융시장 투자자 입장에서 2%가 넘는 물가상승률을 지켜보는 것 자체가 공포일 수 밖에 없다. 중앙은행이 장기금리 상승을 막으려고 시도하겠지만, 궁극적인 성공 여부는 결국 인플레이션 추이에 달려 있기 때문이다. 2021년 하반기에도 인플레이션이 모멘텀을 가지면서 지속될 수 있다는 우려에 촉각을 곤두세울 수 밖에 없는 이유이다.
- 금융시장이 저인플레이션-저금리 상황이 장기간 지속될 것으로 '너무 강하게' 확신하고 있는 가운데, 과거 경험으로 볼 때 '이러한 전망'이 급격하게 조정되는 시기에 금융시장의 변동성이 커질 수 있다. 최근 미국의 장기금리가 다소 상승하기는 했지만, 아직 10년 만기 국채 기준으로 Term Premium은 역사적 평균을 크게 하회하고 있다. 2013년 Taper Tantrum의 사례에서 볼 수 있듯이, 그 동안 과도하게 낮아져 있던 채권시장의 Term Premium이 급격히 상승하는 것 만으로도 장기금리의 급등과 금융시장의 변동성 확대를 가져올 수 있다.

#### '인플레이션 복귀' 주장의 논리와 근거

- '화폐수량설', 이제는 작동할 것. '인플레이션 복귀' 진영에서 제시하는 첫 번째 논리는 화폐가 증가하고 있기 때문에 '화폐수량설'에 따라 물가가 상승할 수 밖에 없다는 것이다. 2008년 이후의 양적완화(Quantitative Easing)에서는 풀린 유동성이 은행들의 초과 지급준비금으로 흡수되면서 실물경제에 유입된 유동성이 매우 적었던 반면, 이제는 통화정책 완화와 재정확대가 동시에 진행되어 실물경제에 유동성이 유입되고 있기 때문에 인플레이션 압력이 높아질 수 밖에 없다는 주장이다.
- 중앙은행의 변절과 인플레이션 Tax의 부활. 두 번째 논리는 중앙은행이 과거와 달리 적극적으로 인플레이션을 통제해 통화정책을 적극적으로 사용할 수 없다는 점을 지적하고 있다. 현재의 경제상황은 '물가안정'이라는 추상적인 목표 보다는 고용시장을 회복시키고 실업률을 낮추어야 한다는 현실적인 과제가 보다 급박하기 때문이다. 2006년 일본 중앙은행의 선부른 통화긴축이 미약하게나마 반등하고 있었던 경기를 다시 침체로 몰아 넣었다는 반성, 그리고 정부부채 문제

해결을 위해서는 궁극적으로 인플레이션이 필요하다는 현실적인 이유 등도 제시되고 있다. 특히, 선진국의 정부부채가 증가할 수 밖에 없는 상황에서 2차 대전 이후 영국이 GDP 대비 256%까지 증가했던 부채문제를 인플레이션을 통해 해결한 사례는 많은 함의를 가지고 있다.

- 이러한 주장에 따르면 물가상승률이 높아지는 가운데에서도 미국과 선진국의 중앙은행은 의도적으로 정책금리를 낮은 수준으로 유지할 수 밖에 없다. 일반적으로 장기금리는 정책금리 보다는 물가상승률에 민감하게 반응하기 때문에 수익률 곡선(Yield Curve)가 빠르게 가팔라진다는 것을 의미한다. **채권투자자를 비롯하여 Inflation Protection이 어려운 금융 자산에 투자한 투자자들에게는 재앙과 같은 상황이며, 정책 변화나 위험에 민감한 부자들이 금이나 Bitcoin과 같은 대체 화폐에 관심을 가지는 이유이다.**
- **노령화와 글로벌라이제이션의 후퇴.** 1980년대 이후 진행된 인구학적 변화, 즉 동구권과 중국이 글로벌 시장경제에 편입된 것이 노동자의 협상력을 약화시켜 낮은 임금상승률과 저인플레이션으로 이어졌으며, 중국의 높은 저축률로 인해 글로벌 경제의 실질금리도 낮게 유지되면서 저금리 상황이 유지되었다는 것이 이 진영의 분석이다. 그리고, **앞으로는 1980년대 이후 진행된 상황이 오히려 반전되는 'The Great Demographic Reversal'이 진행되면서, 1990년 이후 선진국에서 사라졌던 Wage push 인플레이션이 다시 나타나고, 투자가 저축을 초과하면서 실질금리가 상승할 것이라고 전망하고 있다.** 이 진영이 전망하는 '고인플레이션-고금리, 실질 금리의 상승'으로 특징지어지는 새로운 시대에서는 그 동안 과도하게 높아진 부채를 해결해야 한다는 난제가 남아 있다는 것을 의미한다.

## 반론과 쟁점 : 일본의 사례에 대한 해석과 그 함의

- '인플레이션 복귀' 진영의 주장과 논리들이 많은 생각할 점을 던져주는 하지만, 아직까지 시장의 컨센서스라고 하기는 어렵다. 아직 경제정책 당국과 대부분의 경제기관에서는 2.0% 내외의 물가상승률을 전망하고 있다. '인플레이션 복귀' 주장에 대한 가장 첫 번째 제기되는 반론은 **유휴 인력과 유휴 생산설비가 넘쳐나는 현재와 같은 상황에서 2%를 크게 상회하는 물가상승률이 지속되기 어렵다는 것이다.** 특히, 물가상승률이 일시적으로 높아지더라도 높은 실업률로 인해 임금 상승과 인플레이션의 구조적인 상승으로 이어지기 어렵다는 것이 반대 진영의 주장이다.
- 두 번째 제기되는 반론은 일본의 아베노믹스 사례에서 나타난 것처럼 재정지출 확대와 극단적으로 완화적인 통화정책이 **꼭 높은 물가상승률로 이어지는 것은 아니라는 것이다.** 아베노믹스는 아예 물가상승률을 2 ~ 3%로 높이는 것을 목표로 했었고, 이를 위해 재정지출을 확대하고, 무제한적인 금융완화를 통해 중앙은행이 대규모로 국채를 매입하는 방식으로 재정적자를 조달하는 전략을 사용했다. 그 결과 물가상승률이 어느 정도 높아지면서 디플레이션 상황은 벗어난 것이 사실이지만, 원하는 수준의 임금 인상이나 인플레이션은 나타나지 않았으며 여전히 1%를 하회하는 낮은 인플레이션이 지속되고 있다.
- 세 번째 반론은 **노동가능인구 감소가 반드시 '인플레이션의 복귀'로 이어지지 않으며, 고려해야 할 다른 많은 요인들이 있다는 것이다.** 역시 일본의 사례를 보면, 노동가능인구의 감소가 임금인상으로 이어지지는커녕 오히려 내수경기 둔화와 노동수요 감소로 이어져 낮은 임금 상승률과 저인플레이션 지속을 낳았다. 일본의 사례를 어떻게 해석할 지에 대한 더 많은 연구가 필요하다.

## 결론 - 세 가지 시나리오

- 지금과 같은 상황에서 인플레이션 전망은 일반적인 경제상황에서와는 다를 수 밖에 없다. 재정정책과 통화정책 기조가 평화 시에는 전례가 없을 정도로 크게 변화하고 있다. 그리고 인구학적 변화와 글로벌라이제이션의 추세 등도 얹혀 있기 때문이다. 하지만, 과도한 단순화의 위험을 감수한다면, 다음의 세 가지 시나리오를 생각할 수 있다.
- 첫 번째 시나리오는 다른 두 공포스러운 시나리오의 중간에 있는 가느다란 경로를 따라 조심스럽게 운행해야 한다는 측면에서 ‘골디락스 시나리오’라고 부를 수 있을 것이다. 코로나19 확산이 통제되어 경기가 회복된 이후 글로벌 경제가 이전의 성장경로로 점차 복귀하고, 2.5% 내외의 물가상승률이 유지되는 시나리오이다. 장기금리는 양적 완화와 Yield curve control을 비롯한 중앙은행의 적극적인 통화정책으로 너무 높지 않게 관리되며, 이에 힘 입어 선진국 정부의 GDP 대비 이자비용은 크게 증가하지 않고, GDP 대비 정부부채 비율은 안정화되며 점진적으로 하향 추세를 보인다. 인플레이션을 너무 높지도 않게, 그리고 너무 낮지도 않게 관리하면서 성장경로와 낮은 장기금리 수준을 유지하는 것이 이 시나리오의 관건이다.
- 두 번째 시나리오는 “글로벌 경제의 일본화”로 부를 수 있을 것이다. 이 시나리오에서는 일본의 사례에서와 같이 재정지출 확대와 완화적 통화정책이 성장률을 회복시키고 물가상승률을 높이는 데 실패하게 된다. 코로나19의 충격 이후 글로벌 경제의 성장경로가 구조적으로 낮아지며, 노동시장은 거의 회복되지 않거나 매우 느리게 회복되고 고용의 질은 점차 낮아진다. 유럽인과 미국인들은 일본인들 만큼 순종적이지 않기 때문에 기성 정치권에 대한 불신이 팽배해지고 Populist 정치인의 인기가 더욱 높아진다. 정치권에서는 재정지출을 더 확대하고, 중앙은행이 통화를 더 풀어야 한다고 소리칠 것이다. 아무 문제도 해결되지 않고, 정치적 혼란이 지속되는 가운데 중앙은행과 재무부는 자신들의 무기(통화정책과 재정정책)들이 무력하다는 것을 깨닫지만 마땅히 다른 해결책을 제시할 수는 없다.
- 세 번째 시나리오는, Goodhart와 Pradhan 그리고 Siegel이 전망한 세상이며, “70년대로의 회귀”라고 부를 수 있을 것이다. 이 시나리오의 가장 큰 특징은 70년대와 같은 경제변수의 높은 변동성이다. 기본적으로 임금 상승률이 높아지면서 물가상승률이 치솟고, 저축이 감소하면서 실질금리가 상승하는 세계이다. 때로는 임금상승률이 물가상승률을 큰 폭으로 상회하면서 실질임금이 상승하고 소비와 투자가 크게 증가하겠지만, 갑작스럽게 물가는 치솟는 가운데 성장률은 하락하는 상황으로 반전이 일어나기도 한다. 1990년대 이후와 같은 안정적인 거시경제 환경과 성장이 지속되는 경제환경과는 대비되는 상황이다. 70년대와 가장 큰 차이는 부채 문제일 것이다. 높은 실질금리와 인플레이션으로 인해 장기금리가 높은 수준을 유지될 것이기 때문에 정부와 민간 모두 한동안 이자비용 부담에 허덕일 것이며, 이것이 성장경로에 부정적인 영향을 줄 것이다. 이 시나리오에서 중앙은행은 이자부담 완화를 위해 정책금리를 낮게 유지할 것인가 아니면 인플레이션을 잡기 위해 통화긴축을 할 것인가 사이에서 계속해서 갈등할 수 밖에 없다.
- 궁극적으로 골디락스 시나리오에 가까운 상황이 현실화된다면 가장 이상적일 것이다. 만일, ‘글로벌 경제의 일본화’ 시나리오가 현실화된다면 우울하겠지만, 그 세계에서 어떤 일들이 일어날 지 대략 짐작할 수 있다. 그렇기 때문에, 현재 가장 미지의 영역은 세 번째 시나리오, 즉 “70년대로의 회귀”일 것이다. 이 시리즈의 다음 리포트에서는 1970년대의 경험을 중심으로 ‘70년대로의 복귀’ 시나리오에 대해 좀 더 탐색해 보도록 하겠다.

## 목차

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| I. 인플레이션 논쟁의 배경 .....                   | 5  |
| 1. 기저효과에 따른 물가상승률 상승 전망 .....           | 5  |
| 2. 저인플레이션-저금리에 대한 '너무 강한' 확신 .....      | 6  |
| II. '인플레이션 복귀' 주장의 논리와 근거 .....         | 8  |
| 1. '화폐수량설' 이제는 작동할 것 .....              | 8  |
| 2. 중앙은행의 변절과 인플레이션 Tax의 부활 .....        | 9  |
| 3. 인구구조의 변화와 글로벌라이제이션의 후퇴 .....         | 11 |
| III. 반론과 쟁점 : 일본의 사례에 대한 해석과 그 함의 ..... | 13 |
| 1. 반론들의 요점 .....                        | 13 |
| 2. 일본의 사례에 대한 해석과 함의 .....              | 14 |
| IV. 결론 - 세 가지 시나리오 .....                | 15 |

선진국에서 백신접종이 시작되고, 경기 반등에 대한 기대감이 높아지면서 인플레이션, 특히 미국의 인플레이션 전망에 대한 논쟁이 시작되었다. 낙관적인 전망을 가진 측에서는 아직 물가상승을 걱정할 때가 아니라고 주장하지만, 반대편에서는 2021년 금융시장의 중요한 위험요인이 미국의 인플레이션과 장기금리의 상승이라고 목소리를 높이고 있다.

만일 기축통화 보유국인 미국의 물가상승률이 크게 상승하고, 그 동안 낮게 유지되던 장기금리도 상승세를 보인다면 세계 금융시장과 우리나라 금융시장에 큰 혼란이 야기될 것이다. 자칫, 글로벌 경제의 회복세가 주춤해질 우려도 존재한다. 어느 때보다 미국의 인플레이션 전망에 관심이 집중되는 이유이다.

이 글은 인플레이션에 대한 전망을 제시하고 있지는 않다. 양 진영 모두 나름대로의 논리를 가지고 있고, 주목해 볼 만한 주장과 아이디어들이 제시되고 있기 때문에 이들의 핵심적인 내용을 정리하면서 함의를 찾아보고자 한다. 그리고, 이를 바탕으로 몇 가지 시나리오를 생각해 보자.

## I. 인플레이션 논쟁의 배경

### 1. 기저효과에 따른 물가상승률 상승 전망

코로나19의 충격으로 대부분의 국가가 마이너스(-) 성장률을 기록하고 있는 상황에서 인플레이션에 대한 논쟁이 시작되었다는 것은 다소 기괴하기까지 하다. 하지만, 사실 2008년 이후 글로벌 저성장세가 지속되고 있는 상황에서도 인플레이션에 대한 논쟁이 촉발된 것은 이번이 처음은 아니다. 중앙은행의 대규모 통화정책 완화가 시작되거나, 혹은 경기가 잠깐 반등할 때마다 “인플레이션이 돌아오고 있다”거나 “장기금리가 상승할 것”이라는 전망이 심심치 않게 나왔었다. 하지만, 선진국의 물가상승률, 특히 에너지와 음식료 부문을 제외한 근원물가 상승률(Core Inflation Rate)은 크게 상승하지 않으면서, 결국 이러한 전망들은 힘을 잃고 사그라졌었다.

그럼에도 불구하고, 다시 인플레이션에 대한 논의가 시작된 데에는 크게 두 가지 배경이 있다. 첫째는 ‘기저효과’로 인해 2021년 중순에는 미국 물가상승률(CPI 상승률 기준)이 2.0%를 상회하여 2.5%에 근접할 것으로 예상된다는 점이다. 코로나19 확산에 따른 이동통제 등으로 인해 작년 4~5월 사이 물가상승률은 0.5% 미만의 매우 낮은 수준을 기록했다. 그리고, 이에 따른 기저 효과로 2021년 4~5월 물가상승률은 추세 대비 높아질 수 밖에 없다. 향후 6개월 동안의 경기 회복 속도에 따라 달라지겠지만, 완만한 수준의 경기회복을 가정 하더라도 2021년 5월에는 물가상승률이 2.2~2.5%에 달할 것으로 보이며, 이 시기에 원자재나 에너지 가격이 크게 상승할 경우 2.5%를 상회하여 3.0%에 육박하는 물가상승률을 기록할 가능성도 있다.

물론, 이는 기저효과의 영향이기 때문에 현재 금융시장의 컨센서스는 5월 고점 이후에는 장기 추세를 반영하여 물가상승률이 다시 하락할 것으로 전망하고 있다. 하지만, 2020년 하반기부터 시작된 주가지수 급등이 낮은 물가상승률과 극단적인 저금리에 기반하고 있다는 것을 잘 알고 있는 금융시장 투자자 입장에서 2%가 넘는 물가상승률을 지켜보는 것 자체가 공포일 수 밖에 없다. 이와 더불어, 재정지출 확대로 미국 정부의 국채발행이 증가하면서 장기 금리가 상승추세를 보일 수 밖에 없는 상황이다. 중앙은행이 장기금리 상승을 막으려고 시도하겠지만, 성공 여부는 결국 인플레이션 추이에 달려 있다. 혹시나 2021년 하반기에도 인플레이션이 모멘텀을 가지면서 지속될 수 있다는 우려에 촉각을 곤두세울 수 밖에 없는 이유이다.

## 2. 저인플레이션-저금리에 대한 ‘너무 강한’ 확신

두 번째 배경은 금융시장이 저인플레이션-저금리 상황이 장기간 지속될 것으로 ‘너무 강하게’ 확신하고 있는 가운데, 과거 경험으로 볼 때 ‘이러한 전망’이 급격하게 조정되는 시기에 금융시장의 변동성이 커질 수 있다는 점이다. 2008년 금융위기 이후 저인플레이션-저금리 상황은 ‘New Normal’이라고 할 정도로 일상적이다. 하지만, 코로나19가 본격적으로 확산된 이후 저인플레이션-저금리 상황이 장기간 지속될 것이라는 확신의 정도는 더욱 강해졌다. 작년 4분기부터 미국의 시중 금리가 어느 정도 반등하기는 했지만 여전히 금융시장, 특히 채권시장이 생각하는 시중금리 상승 속도는 매우 완만하고, 시중금리가 예상보다 빠르게 상승할 가능성을 아주 낮게 평가하고 있다.

이러한 상황은 미국 국채시장 기간수익률 구조의 분석을 통해 확인할 수 있다. 채권시장의 수익률 기간구조 분석은 채권 만기별 수익률 차이를 분석하여, 채권시장이 예상하는 향후의 단기금리 경로와 Term Premium을 추정하는 작업이다. 이론적으로 보면, 2년 만기 채권에 투자하여 얻는 수익(투자한 1의 수익)은 1년 만기 채권에 투자하여 얻을 수익을 1년 후 1년 만기 채권에 재투자하여 얻는 총 예상수익(투자한 2의 예상수익)과 같아야 한다. 하지만, 경제상황에 따라 투자자들의 투자기간에 따른 선호가 달라지기 때문에 두 투자안의 수익률은 약간의 차이를 보이며, 이를 Term Premium이라고 한다. 이러한 이론을 바탕으로 기간수익률 구조의 분석을 통해 국채 수익률을 평균 단기금리 전망 요소와 ‘Term Premium’으로 나눌 수 있다.

보통 채권 투자자들은 장기채권에 투자하여 투자자금이 묶이는 것에 대해 추가적인 수익률을 요구하기 때문에 Term Premium은 플러스(+)인 것이 일반적이다. 하지만, 아주 드물게 향후 시중금리가 현재 채권시장에서 형성되어 있는 기대 수준보다 하락할 가능성이 높다고 생각될 경우, Term Premium은 마이너스(-)를 보이게 된다. 이러한 상황은 투자자들이 경제상황의 추가적인 악화를 예상하면서, 채권수익률이 더 떨어지기 전에 빨리 장기 수익률을 확정하려 할 때 발생하게 된다.

뉴욕 Fed가 ACM 모델을 이용하여 분석하여 발표하는 미국 국채시장 수익률 기간분석 데이

터<sup>1</sup>에 따르면, 현재 미국 국채시장에서 예상하는 10년 만기 국채수익률 중에서 평균 단기금리 요소는 1.26%이다. 이는 2013년 Taper Tantrum이 시작되기 직전인 2013년 4월의 1.02% 대비 24bp 높은 수준이다. 하지만, 10년 만기 국채수익률 중 Term Premium은 (-)13.7bp에 불과하며, 2020년 4분기에 경기회복 전망이 강해지면서 2020년 2분기와 3분기에는 (-)70 ~ 80bp 수준에서 많이 상승했지만, 역사적 평균 대비로는 여전히 아주 낮은 수준이다. 채권시장은 여전히 저인플레이션-저금리 상황이 장기간 지속될 것이라고 '아주 강하게' 확신하고 있다는 의미이다.

그림 1. 10년 만기 국채 수익률 분석 (%)

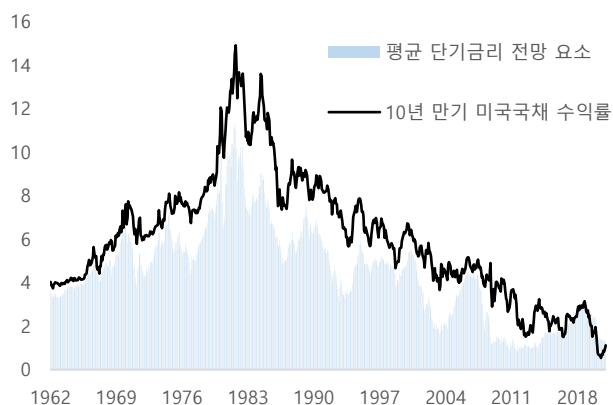
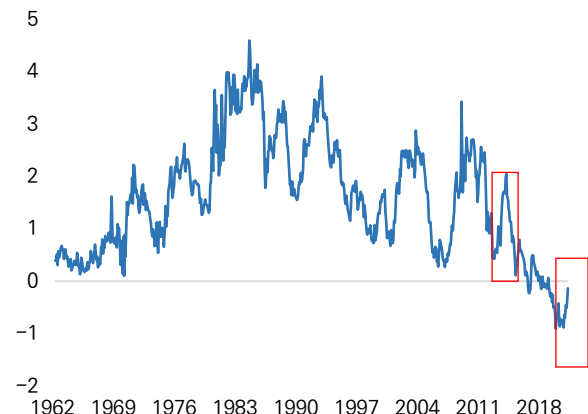


그림 2. 10년 만기 국채 Term Premium (%)



자료: Federal Reserve Bank of New York, Treasury Term Premia,

한 가지 주목해야 되는 점은 Term Premium의 급격한 변동이 채권시장과 전체 금융시장의 변동성 확대로 연결되는 경향이 강하다는 것이다. 2013년 Taper Tantrum 시기를 보면, 당시 대부분의 전문가와 Fed의 정책당국자들은 미국의 정책금리 인상 속도가 가파르지 않을 것이라고 전망했으며, 실제로 2013년 하반기의 상당기간 동안 채권시장에서 예상하는 단기금리 상승 경로는 Taper Tantrum 직전인 4월과 큰 차이를 보이지 않았다. 하지만, 채권시장에서는 단기금리 상승 경로가 예상보다 가팔라질 수 있다는 리스크를 채권 금리에 빠르게 반영하기 시작했고, 이는 Term Premium의 급격한 상승으로 이어져 채권 금리의 급등을 낳았다.

이러한 사례는 금융시장에서 전망하는 물가상승률 상승 폭이나 정책금리 인상 폭이 크지 않다고 하더라도, 그 동안 과도하게 낮아져 있던 채권시장의 Term Premium이 급격히 상승하면서 시중 금리의 급등과 금융시장의 변동성 확대를 가져올 수 있다는 것을 보여주고 있다. 당장 5%를 넘는 물가상승률이 나타날 것이라고 생각하지 않더라도 금융시장이 인플레이션 경로와 그 변화, 그리고 이에 대한 미국 Fed의 입장에 대해 민감할 수 밖에 없는 이유이다.

<sup>1</sup> Federal Reserve Bank of New York, Treasury Term Premia, ([https://www.newyorkfed.org/research/data\\_indicators/term\\_premia.html](https://www.newyorkfed.org/research/data_indicators/term_premia.html))



## II. '인플레이션 복귀' 주장의 논리와 근거

그렇다면, 일각에서 제기되고 있는 '인플레이션의 복귀' 전망의 근거와 논리는 무엇일까? 그리고, 그 동안 여러 차례 제기되었지만, 결국 실현되지 않았던 '인플레이션의 복귀' 주장과 어떤 차이가 있을까? 큰 틀에서 보면 코로나19 확산에 대응하는 과정에서 변화된 경제정책 방향이 이전과 다른 인플레이션 환경을 만들고 있다는 것이다.

### 1. '화폐수량설', 이제는 작동할 것

주목되는 첫 번째 논리는 화폐가 증가하고 있기 때문에 **화폐수량설**에 따라 물가가 상승할 수 밖에 없다는 것이다. 사실, '화폐수량설'에 기반한 인플레이션 복귀' 주장은 2008년 이후 선진국 중앙은행들이 동시에 극단적인 통화완화 정책을 도입하면서 제기되었었다. 하지만, 2008년 이후 현실에서는 인플레이션이 아니라 오히려 디플레이션이 우려되는 경제상황이 지속되면서 이러한 논리가 힘을 얻지 못했다.

하지만, 와튼스쿨의 교수이자 유명한 경제평론가인 Jeremy Siegel은 최근 Financial Times 기고문<sup>2</sup>을 통해 2008년 직후의 양적완화와 현재의 상황은 다르다고 주장하고 있다. 그 동안은 양적완화(Quantitative Easing)를 통해 풀린 유동성이 은행들의 초과 지급준비금으로 흡수되면서 실물경제에 유입된 유동성이 매우 적었던 반면, 이제는 통화정책 완화와 재정확대가 동시에 진행되어 실물경제에 유동성이 유입되고 있기 때문에 인플레이션 압력이 높아질 수 밖에 없다는 것이다.

2008년 금융위기 이전까지 미국 은행들은 초과 지급준비금을 거의 보유하지 않았었고, 초과 지급준비금에 대해 Fed가 이자도 지불하지 않았었다. 이러한 가운데, 2009년 4월부터 양적완화가 시행되고, 이후 Fed가 초과 지급준비금에 이자를 지불하기 시작하자 양적완화를 통해 풀린 유동성의 대부분이 은행의 초과 지급준비금으로 흡수되었다는 것이다. 지급준비금은 은행이 중앙은행에 예치한 예금이기 때문에 은행은 보유하고 있던 국채 등의 고유동성 금융자산을 중앙은행에 매각하고, 해당 금액을 다시 중앙은행에 예치했다는 의미이다. 반대로, 중앙은행 입장에서 보면, 은행에 돈을 주고 국채 등을 샀지만 해당 금액이 모두 예금으로 다시 돌아왔기 때문에 장부상의 거래만 있을 뿐 실제로 풀린 유동성은 없다.

만일, 은행들이 증가한 초과 지급준비금을 바탕으로 대출을 공격적으로 증가시켰다면 실물 경제에도 유동성이 공급되고 물가상승이 발생했겠지만, 당시에는 은행대출에 대한 수요, 공급도 모두 부족했기 때문에 결국 실물 경제에 추가로 공급되는 유동성은 매우 적었다는 것이다. 사실, 이러한 양적완화에 대한 해석은 새로운 것은 아니며, 당시 Fed 의장이었던 Bernanke도 양적완화를 시행하면서 같은 논리를 바탕으로 양적완화로 인한 인플레이션 압력

<sup>2</sup> Jeremy Siegel, "Higher inflation is coming and it will hit bondholders", Financial Times, January 20, 2020



이 크지 않을 것이라고 주장<sup>3</sup>했었다.

반면, 현재의 상황은 정부가 공격적인 재정확대 정책에 나서고 있기 때문에 당시의 상황과는 차이가 있다는 것이 Jeremy Siegel의 주장이다. 미국 바이든 신 정부는 이미 1조 9천억 달러 규모의 추가 경기부양책을 들고 나왔으며, 유럽 지역 국가들도 미국만큼 공격적이지는 않지만, 코로나 19의 충격에 대응하기 위한 재정지출 확대에 나서고 있다. 이와 같이, 각국 정부들이 재정지출을 확대하기 시작하면서 직접 현금지급이나 각종 공공투자를 확대하고, 확대된 재정지출을 조달하기 위해 발행된 국채를 중앙은행이 양적 완화, 혹은 Yield Curve Control 등의 명목으로 매입한다면, 이제는 진정한 의미에서 실물경제의 유동성 공급이 증가하게 된다. 즉, 과거의 양적완화가 이미 금융시장에 존재하는 금융자산의 '이름과 주인 바꾸기'에 불과했다면, 이제는 경제주체들에게 직접 현금이 들어가기 때문에 화폐수량설에 따라 앞으로 물가 상승률은 높아질 수 밖에 없다는 것이다.

## 2. 중앙은행의 변절과 인플레이션 Tax의 부활

'인플레이션 복귀' 주장의 또 다른 논리는 중앙은행의 인플레이션에 대한 태도가 변화했다는 것이다. 코로나19 확산 이전까지 중앙은행들의 통화정책이 과도하게 낮은 인플레이션에 대응하는 수준에 그쳤다면, 이제는 인플레이션을 허용, 또는 방기하거나 심할 경우 노골적으로 조장할 수 밖에 없다는 주장이다. 이러한 주장은 2008년 금융위기 이후 꾸준히 제기되었지만, 미국 Fed가 평균 물가상승률 목표제(Average Inflation Targeting)를 도입하면서 더욱 강화되었다.

1990년대 중반 이후 선진국에서 사실상 5% 이상의 물가상승률은 사라졌다. 이러한 안정적인 인플레이션 환경을 조성할 수 있었던 데에는 다른 많은 요소들도 영향을 미쳤겠지만, 중앙은행의 공헌도 무시할 수 없다. 1970년대 고인플레이션 시대를 지나면서 인플레이션의 해악에 대해 경제학계와 정치권의 공감대가 형성되었고, 이는 중앙은행의 독립성 강화와 인플레이션 타겟팅 제도 도입을 비롯한 제도적 기반 확충, 그리고 인플레이션을 억제하기 위한 선제적인 통화정책 사용 등으로 이어졌다. 총수요 증가에만 의존하는 경제성장은 지속 가능하지 않으며, 안정적인 인플레이션을 유지하는 것이 기술개발과 투자활동을 촉진하기 때문에 경제 성장에 보다 바람직하다는 경제철학을 반영한 것이다.

하지만, 현재의 상황에서 중앙은행들이 이러한 철학을 고수하기 어려울 것으로 보인다. 그 이유는 첫째, 노동시장의 회복을 위해서는 장기간의 완화적 통화정책이 필요하기 때문이다. 코로나19로 인해 노동시장이 크게 악화된 상황에서 비대면 경제활동과 관련된 기술의 급속한

<sup>3</sup> Ben S. Bernanke, "Federal Reserve's exit strategy", Speech Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, February 10, 2010. 이와 더불어, Bernanke는 여러 연설 및 발표문을 통해 만일 은행들이 대출을 증가시키기 시작한다면 이는 양적완화 정책을 통해 추구했던 상황이며, 만일 대출증가율이 과도하게 높아진다면 중앙은행이 가지고 있는 다양한 정책수단을 통해 은행의 초과 지급준비금을 흡수하여 대출증가율과 인플레이션 압력을 통제할 수 있다고 주장했다.

개선 등으로 인해 각국의 산업구조 또한 빠르게 변화하고 있다. 일반적으로 큰 규모의 경제적 충격이 발생할 경우, 노동시장은 다른 시장에 비해 매우 더디게 회복되는 특징이 있다. 이러한 상황에서, 산업구조의 급속한 변동까지 동반되고 있기 때문에 이에 적응하지 못하는 장기 실업자가 증가하면서 향후 노동시장의 회복이 더욱 지체될 것으로 보인다.

이와 같이, 코로나19 확산의 충격이 2차 대전 이후 가장 큰 수준으로 평가 받고 있는 상황에서 물가안정이라는 추상적인 목표를 추구하는 것은 정치적으로 가능하지도 않으며, 오히려 노동시장을 회복시키고 실업자의 수를 감소시키는 것이 실질적인 급박한 정책목표일 수 밖에 없다. 그리고, 이는 물가상승률이 '일시적'이 아니라 '추세적'으로 높아지는 상황에서도 과거와 같이 중앙은행이 쉽게 통화긴축에 나서지 못한다는 것을 의미한다.

두 번째 이유는 2006년 일본 중앙은행의 선부른 통화긴축이 가져온 결과에 대한 반성 때문이다. 확장적 통화정책 기조를 유지해오던 일본 중앙은행은 경기가 다소 회복되고 물가상승률이 높아지는 기미를 보이자 2006년 8월부터 정책금리 인상을 시작했다. 당시 중앙은행은 통화긴축의 정도가 강하지 않았기 때문에 그 효과가 크지 않을 것이라고 생각하지 않았지만, 예상과 달리 경제 상황은 급속하게 냉각되었다. 그리고, 당시 정책금리 인상 결정은 일본의 '잃어버린 20년'을 '잃어버린 30년'으로 만든 정책의 실패였다고 오늘날까지도 언급되고 있다. 이러한 과거 정책 실패의 경험은 당분간 중앙은행이 통화정책 전환을 고민할 때 중요한 역할을 할 수 밖에 없을 것이다. 실패의 결과가 완만한 경기둔화가 아니라 경제와 노동시장의 회복 경로를 영구적으로 바꿀 수 있기 때문이다.

일각에서 제기하는 세 번째 이유는 크게 증가한 정부부채 문제를 해결하기 위해 중앙은행이 고인플레이션 상황에서도 정책금리를 낮게 유지할 수 밖에 없다는 것이다. 2008년 금융위기와 코로나19 확산에 대응하는 과정에서 정부부채는 크게 증가했으며, 인플레이션 이외에 이 문제를 해결할 마땅한 방법을 찾는 것이 쉽지 않은 것이 사실이다. 잠재성장률이 획기적으로 개선될 여지는 거의 없어 보이며, 재정지출 축소나 증세는 경제 상황과 노동시장 회복에 부담을 줄 수 밖에 없다.

이러한 상황에서 인플레이션은 정부부채 문제를 가장 손쉽고, 저항 없이 해결할 수 있는 방안이다. 실제로, 1차 세계대전과 2차 세계대전 과정에서 급증했던 영국의 정부부채는 결국 파운드화의 평가절하와 인플레이션을 통해 해결되었다. 2차 대전 이후 영국 정부는 물가를 안정시키고 파운드화의 가치를 유지하기 위해 분투했으나, 결국 1949년 이를 포기할 수 밖에 없었다. 그리고, 이후 영국의 경제 상황은 마법처럼 회복되었다.

궁극적인 결과<sup>4</sup>를 보면, 2차 세계대전 직후인 1946년 영국의 GDP 대비 정부부채 비율은 259%였으나, 이 비율은 1971년 56.3%로 기적처럼 낮아졌다. 이 기간 동안 영국 정부부채

<sup>4</sup> 당시는 고정환율제도 하에 있었으며, 영국 정부는 이 기간 동안 1949년과 1967년 두 차례에 걸쳐 파운드화의 평가절하를 단행하였다. 1949년 9월에는 1 GBP 당 4.03USD에서 2.80 USD로 평가절하 하였으며, 1967년 11월에는 다시 1 GBP당 2.40 USD로 절하하였다.

의 절대 금액은 줄어들지 않고 오히려 39.5% 증가했다. 하지만, 명목 GDP가 같은 기간 동안 6.4배로 증가하면서 GDP 대비 정부부채 비율이 낮아진 것이다. 그리고, 명목 GDP 증가분 중에서 2 / 3는 물가상승에 따른 것이었으며, 전후 호황으로 인해 영국 경제가 이 시기 비교적 높은 경제성장률을 기록했음에도 불구하고, 실질 경제성장이 차지한 비중은 1 / 3 정도에 불과했다. 고통스러운 긴축을 지속하는 것보다 인플레이션을 통해 정부부채 문제를 해결하는 것이 손쉽고 전체 국민경제에 보다 바람직할 수도 있다는 것을 보여준다.

그림 3. 영국 GDP 대비 정부부채 비율 (% of GDP)

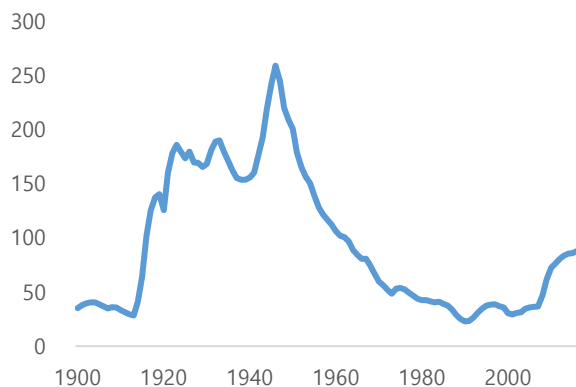
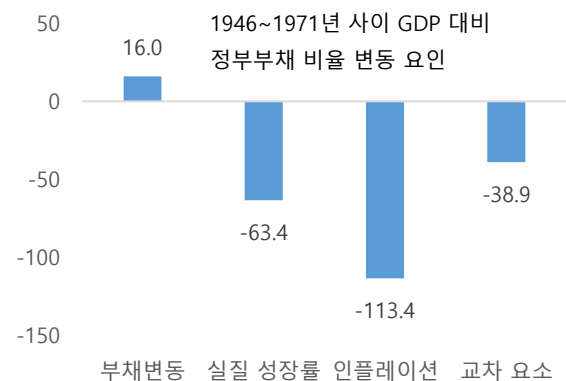


그림 4. 영국 GDP 대비 정부부채 비율 변동 분석 (%p)



자료: Federal Reserve Bank of St. Louis, A Millennium of Macroeconomic Data for the UK

이와 같은 일련의 주장에 따르면, 미국 Fed와 선진국 중앙은행들은 과거와 달리 적극적인 Inflation Fighter로서의 역할을 수행할 수 없을 것이다. 그리고, 미국과 선진국의 물가상승률이 높아지는 가운데에서도 중앙은행은 의도적으로 정책금리를 낮은 수준으로 유지할 것이다. 일반적으로 장기금리는 정책금리 보다는 물가상승률에 민감하게 반응하기 때문에 수익률 곡선 (Yield Curve)가 빠르게 가팔라진다는 것을 의미한다. 채권투자자를 비롯하여 Inflation Protection이 어려운 금융자산에 투자한 투자자들에게는 재앙과 같은 상황이며, 정책 변화나 위험에 민감한 부자들이 금이나 Bitcoin과 같은 대체 현금에 관심을 가질 수 밖에 없는 이유이다.

### 3. 인구구조의 변화와 글로벌라이제이션의 후퇴

‘인플레이션 복귀’ 진영이 제시하는 논리 중에서 또 하나 주목되는 것은 인구구조 변화, 즉 노령화와 글로벌라이제이션의 후퇴가 향후 Regime Change 수준의 변화를 일으키면서 인플레이션을 야기한다는 것이다. London School of Economics 교수인 Charles Goodhart와 전 Morgan Stanley Economist인 Manoj Pradhan은 2020년 8월 출간된 자신들의 책<sup>5</sup>에서 이 주장을 세밀하게 정리하고 있다.

<sup>5</sup> Goodhart & Pradhan, “The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival”, August 2020

여기서 이 책의 방대한 분석과 논리들을 모두 정리하기는 힘들지만 내용을 간략하게 요약해 보면, 이들은 1980년대 이후 글로벌 경제에 거대한 구조적 변화가 있었다고 주장한다. 이 구조적 변화의 원인은 **동구권과 중국이 글로벌 시장경제에 편입된 것이고, 이는 인구학적 측면에서 보면 그 동안 글로벌 교역 체계에서 소외되어 있던 노동가능인력이 새롭게 대규모로 유입되었다는 것을 의미한다.** 그리고, 이 시기 동안 선진국에서도 전후 베이비붐 세대가 노동시장에 본격적으로 진입한 것도 인구학적 변동의 한 축이다.

이러한 인구학적 변동은 크게 두 가지 **측면에서 경제적 효과를 가졌는데, 첫째는 글로벌 경제에서 노동자들의 협상력이 크게 약화된 것이고, 둘째는 주로 중국 경제의 특성으로 인해 글로벌 경제 차원에서 저축이 투자를 장기간 동안 크게 초과하는 현상**이 나타난 것이다. 노동자들의 협상력 약화로 실질임금 상승률이 장기간 동안 낮은 수준으로 유지되었으며, 이는 다른 요소들과 결합되어 저인플레이션 시대를 열었다. 그리고, 저축이 투자를 초과하면서 실질금리도 낮은 수준을 유지되면서 저금리와 부채의 증가로 이어졌으며, 선진국의 저숙련 노동수요가 신흥국으로 이전되면서 국가간 불평등의 감소, 국가 내 불평등의 확대로 이어졌다. 우리가 1980년대 이후 글로벌 경제의 특징이라고 할 수 있는 **‘저인플레이션-저금리, 낮은 실질금리, 부채(민간부채와 정부부채 포함)의 증가, 국가간 불평등의 감소, 국가 내 불평등의 확대’ 등이 앞에서 언급한 인구학적 변동과 글로벌라이제이션의 결과라는 것이 이들의 주장이다.**

하지만, 이러한 글로벌라이제이션과 인구학적 변동(노동가능인구의 증가)의 효과는 감소해 왔고, 이제는 오히려 **역전(The Great Demographic Reversal)**되면서 앞으로 글로벌 경제는 또 다른 구조적 변화에 직면할 것이라고 Goodhart와 Pardhan은 주장하고 있다. 동구권과 중국의 노령화도 이미 진행 중이며, 글로벌라이제이션에 대한 정치적 반감도 커졌기 때문이다.

이들의 전망 중에서 인플레이션 및 금리와 관련된 논리를 정리해 보면, 우선 노동가능인구의 증가가 정체되고 노령층 인구가 증가하면서 **노동자의 협상력이 강화되고, 이는 전반적인 임금 상승으로 이어질 것이라고 전망하고 있다.** 이는 1990년 이후 선진국에서 사라졌던 **Wage push 인플레이션**이 다시 나타난다는 의미이다. 그리고, 노령화에 따라 투자가 저축을 초과하면서 실질금리가 상승할 것으로 전망하고 있다. 그 동안의 낮은 실질금리는 중국의 과잉 저축에 기인한 것인데, 중국 인구의 고령화가 진행되고, 중국 경제의 성장 속도 내수 소비로 점차 이동하면서 글로벌 경제의 과잉 저축(Global Saving Glut)이 반전된다는 논리이다.

이러한 전망이 현실화된다면 인플레이션의 부활과 실질금리 상승이 겹쳐지면서 명목 금리는 **아주 높은 수준으로 치솟을 것이다.** 그리고, 저자들은 이러한 논리를 바탕으로 이 책의 후기에서 **코로나19 확산의 충격이 사라진 이후 인플레이션이 5 ~ 10%까지 상승할 수 있다고 과감하게 주장하고 있다.** ‘고인플레이션-고금리, 실질 금리의 상승’으로 특징지어지는 새로운 시대에서는 그 동안 과도하게 높아진 부채를 해결해야 한다는 난제가 남아 있다는 것을 의미한다.

### III. 반론과 쟁점 : 일본의 사례에 대한 해석과 그 함의

앞에서는 '인플레이션의 복귀'를 주장하는 측에서 제기하는 논리 중에서 주목할 만한 세 가지 논리, 즉 '화폐수량설'의 입장, 중앙은행이 쉽게 인플레이션 통제에 나서기 어려운 상황, 그리고 좀 더 장기적인 추세인 '인구학적 변화'의 영향을 살펴보았다. 이러한 주장과 논리들이 많은 생각할 점을 던져주는 하지만, 아직까지 시장의 컨센서스라고 하기는 어렵다. 반론들을 간략하게 정리해 보자.

#### 1. 반론들의 요점

가장 첫 번째 제기되는 반론은 **유희 인력과 유희 생산설비가 넘쳐나는 현재와 같은 상황에서 2%를 크게 상회하는 물가상승률이 지속되기 어렵다는 것이다**. 인플레이션은 '경제의 체온'과 같은 것으로, 어떤 한두 가지 경제현상에 의해 결정된다고 보다는 여러 경제현상들이 상호 작용을 하면서 결정된다. 그렇기 때문에, '인플레이션 복귀' 진영에서 주장하는 경제현상들이 없는 것은 아니지만, 중단기적으로 오히려 인플레이션 압력을 낮추는 요소들이 더욱 강하다는 주장이다.

특히, 높은 인플레이션이 지속되기 위해서는 물가상승이 임금 상승으로 이어지는 현상이 있어야 하는 데, 물가상승률이 일시적으로 높아지더라도 높은 실업률로 인해 이것이 임금 상승과 인플레이션의 구조적인 상승으로 이어지기 어려운 것이 사실이다. 이러한 이유에서 아직까지 대부분의 경제기관들은 미국의 2021년 물가상승률을 2%내외로 전망하고 있다<sup>6</sup>.

두 번째 제기되는 반론은 **일본의 아베노믹스 사례에서 나타난 것처럼 재정지출 확대와 극단적으로 완화적인 통화정책이 꼭 높은 물가상승률로 이어지는 것은 아니라는 것이다**. 아베노믹스는 아예 물가상승률을 2 ~ 3%로 높이는 것을 목표로 했었다. 그리고, 이를 위해 재정지출을 확대하고, 무제한적인 금융완화를 통해 중앙은행이 대규모로 국채를 매입하는 방식으로 재정적자를 조달하는 전략을 사용했다. 인플레이션을 만들기 위해 정부가 나서서 기업들에게 임금 인상을 주문하기까지 했다.

그 결과 물가상승률이 어느 정도 상승하면서 디플레이션 상황은 벗어난 것은 사실이다. 그러나, 원하는 수준의 임금 인상이나 인플레이션은 나타나지 않았으며, 여전히 1%를 하회하는 낮은 인플레이션이 지속되고 있다. **이러한 사례를 근거로, 인플레이션에 대한 우려는 기우에 불과하여 지금은 오히려 디플레이션의 재현을 걱정해야 하는 상황이라는 주장도 제기되고 있다.**

세 번째 반론은 Goodhart와 Pradhan의 주장에 대한 반론으로, **노동가능인구 감소가 반드시**

<sup>6</sup> 미국 Fed는 현재 2021년과 2022년 PCE 물가상승률을 각각 1.8%, 1.9%로 전망하고 있다. IMF는 2021년과 2022년 미국의 CPI 기준 물가상승률(연말 기준)을 각각 2.2% 및 2.1%로 전망하고 있다.

‘인플레이션의 복귀로 이어지지 않으며, 고려해야 할 다른 많은 요인들이 있다는 것이다. 역시 일본의 사례를 보면, 노동가능인구의 감소가 임금인상으로 이어지기는커녕 오히려 내수경기 둔화와 노동수요 감소로 이어져 낮은 임금 상승률과 저인플레이션의 지속을 낳았다. 이와 더불어, 다양한 기술의 개발로 인해 저숙련 노동에 대한 수요가 감소하는 현상도 진행 중이다. 이는 Goodhart와 Pradhan의 주장과 달리, 노동가능인구의 감소가 인플레이션, 실질금리, 성장률, 저축과 투자에 미치는 영향이 매우 복잡하며, 어떤 경로가 실현될 지는 아직 불확실하다는 것을 의미한다. 코로나19의 충격이 매우 큰 것은 사실이지만, 노령화와 같이 천천히 진행되는 현상이 갑작스럽게 인플레이션을 높인다는 주장에도 다소 무리가 있어 보인다는 의견도 제시되고 있다.

## 2. 일본의 사례에 대한 해석과 함의

앞에서 잠깐 언급한 바와 같이, 일본의 사례는 향후 미국과 여타 선진국의 인플레이션 전망에 중요한 함의를 가지고 있다. 일본은 현재 선진국들이 현재 경험하고 있는 성장률의 장기 침체와 노동가능인구의 감소라는 상황을 이미 경험했었다. 그리고, 장기 침체를 끝내기 위해 2012년 말부터 재정지출을 큰 폭으로 확대하고, 중앙은행이 국채를 매입하는 방식으로 재정적자를 조달했다. 이는 일본의 상황 및 경제정책이 현재 미국과 여타 선진국의 상황과 유사하다는 것을 의미한다.

그림 5. 일본 소비자물가 상승률 (%)

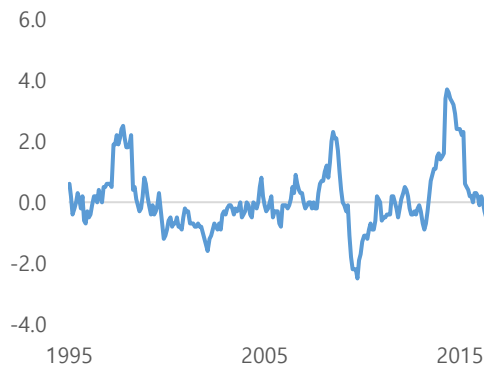
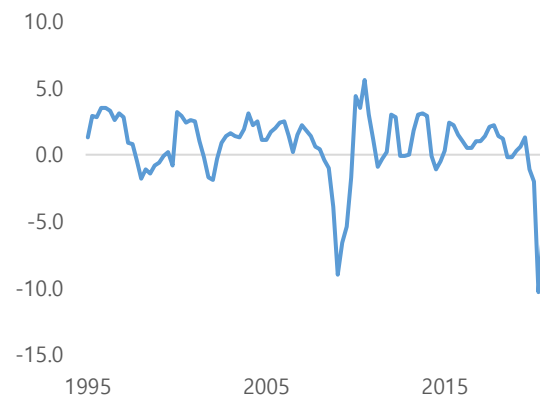


그림 6. 일본 분기 성장률 (% YoY)



자료: 일본 통계청 및 경제사회종합연구소

하지만, 아베노믹스가 시작된 이후 일본의 물가상승률은 2014년 소비세 인상을 반영하여 잠깐 반등한 것을 제외하면 여전히 낮은 수준을 유지하고 있다.<sup>7</sup> 또한, 경제성장률이나 임금상승률이 의미 있는 수준으로 높아졌다는 징후도 보이지 않는다. 내심 200%를 넘는 GDP 대비 정부부채 비율을 인플레이션을 통해 해결하려는 의도도 있었으나, 결국 성과가 없었다. 임

<sup>7</sup> 일본 소비세는 1989년 4월 소비세(3%)를 처음 도입되어 1994년 4%, 1997년 5%, 2014년 8%, 2019년 10월 1일 10%로 순차적으로 인상되었다.



금인상률이 높아지는 가운데에서도 시중 금리를 의도적으로 낮게 유지함으로써 금융자산이 많은 노령층의 부와 소득이 청년층으로 이전되는 효과도 노렸지만 이 역시 이루어지지 않았다.

**일견 이러한 일본의 사례는 앞에서 살펴본 '인플레이션 복귀' 회의론을 지지하고 있는 것으로 보인다.** 일단 현상적으로 보면, 노령화로 인한 소비수요의 위축이 인플레이션에 미치는 영향이 노동가능인구 감소에 따른 노동자의 협상력 상승의 효과보다 크다는 것을 보여주고 있기 때문이다. 또한, 재정지출 확대와 대규모 통화정책 완화도 저인플레이션 상황을 반전시키지 못했다.

하지만, Goodhart와 Pradhan는 국지적인 노령화와 글로벌 차원의 노령화는 그 효과가 다르다고 반박하고 있다. 일본의 사례는 국지적으로 노령화가 진행되었기 때문에 일본 기업들이 생산기지를 해외로 옮기는 방식으로 새롭게 글로벌 시장경제에 포함된 생산가능인구를 활용했으며, 이 때문에 일본의 노동자들이 협상력을 강화하여 임금을 올릴 수 없었다는 것이다. 반면, 앞으로 진행될 노령화와 인구학적 변동, 글로벌라이제이션의 후퇴는 글로벌 경제 차원에서 진행되는 것이기 때문에 일본 기업들이 했던 방식으로 회피할 수 없다고 이들은 주장하고 있다.

노령화와 생산가능인구의 감소가 노동자의 임금 협상력과 인플레이션 압력을 높일 것인가? 아니면, 오히려 경기 둔화와 투자 감소로 이어져 임금 상승 압력과 인플레이션 압력을 낮출 것인가? 향후 인구구조의 변화가 Goodhart와 Pradhan의 주장처럼 저축을 감소시켜 실질금리를 높일 것인가? 아니면, 투자의 감소폭이 더 커서 오히려 실질금리를 낮추는 요인일까? 화폐수량설의 주장처럼 재정지출 확대와 중앙은행의 통화 증발이 인플레이션을 높이는 효과를 가질 것인가? 아니면, 일본의 사례에서와 같이 큰 효과를 가지지 못할 것인가? 아직까지는 열려 있는 질문이고, 일본 사례의 함의에 대한 추가적인 연구가 필요하다.

## IV. 결론 - 세 가지 시나리오

'인플레이션'은 2021년 내내 금융시장과 경제 전체에 중요한 화두가 될 것으로 보인다. 기저 효과로 인해 올해 중순에 미국의 물가상승률이 높아지면, 중장기 인플레이션에 대한 전망과 그것이 금융시장, 그리고 전체 경제에 미치는 영향에 대해 관심을 가질 수 밖에 없기 때문이다.

앞에서 살펴본 양 진영의 주장을 보면, 지금과 같은 상황에서 인플레이션 전망은 일반적인 경제상황에서와 같이 경제성장률 전망이나 실업률 전망, 유가와 원재가 가격 전망 등을 통해 도출할 수 있어 보이지 않는다. 오히려 인구학적 변화와 글로벌라이제이션의 추세, 재정정책과 통화정책 기조의 큰 변화 등이 얹혀 있다. 그 동안 이미 크게 부풀어 올랐고, 앞으로 한동안 증가할 수 밖에 없는 정부부채 문제도 전망을 어렵게 한다.



하지만, 과도한 단순화의 위험을 감수하고라도 몇 가지 시나리오를 만들어 내자면 크게 세 가지 정도를 생각해 볼 수 있다. 첫 번째 시나리오는 다른 두 공포스러운 시나리오의 중간에 있는 가느다란 경로를 따라 조심스럽게 운행해야 한다는 측면에서 ‘골디락스 시나리오’라고 부를 수 있을 것이다. 이 시나리오에서는 코로나19 확산이 통제되어 경기가 회복된 이후 글로벌 경제가 이전의 성장경로로 점차 복귀하면서 성장하고, 노동시장도 점차 회복세를 보인다. 물가상승률의 변동폭은 다소 커지겠지만, 평균적으로 2.5% 내외의 물가상승률이 유지되는 가운데 장기금리는 양적 완화와 Yield curve control을 비롯한 중앙은행의 적극적인 통화정책으로 너무 높지 않게 관리된다. 이에 힘 입어 선진국 정부의 GDP 대비 이자비용은 크게 증가하지 않고, GDP 대비 정부부채 비율은 안정화되며 점진적으로 하향 추세를 보인다. 인플레이션을 너무 높지도 않게, 그리고 너무 낮지도 않게 관리하면서 성장경로와 낮은 장기금리를 유지하는 것이 이 시나리오의 관건이다.

*“대부분의 미국인들은 인플레이션을 싫어하지만, 예일 경제학자들은 노동시장의 바퀴에 기름칠을 하고, 노동자의 명목임금을 삭감하지 않으면서 상대임금을 효율적으로 조정하려면 약간의 인플레이션이 필요하다고 주장했습니다.”<sup>8</sup>*

- Dr. Janet Yellen, 1999

두 번째 시나리오는 “글로벌 경제의 일본화”로 부를 수 있을 것이다. 이 시나리오에서는 일본의 사례에서와 같이 재정지출 확대와 완화적 통화정책이 성장률을 회복시키고 물가상승률을 높이는 데 실패하게 된다. 노령화는 인플레이션 요소가 아니라 오히려 디플레이션 요소라는 것이 증명되며, 당연히 인플레이션이 아니라 디플레이션이 더 큰 문제가 된다. 코로나19의 충격 이후 글로벌 경제의 성장경로가 구조적으로 낮아지며, 노동시장은 거의 회복되지 않거나 매우 느리게 회복되고 고용의 질은 점차 낮아진다.

유럽들인과 미국인들은 일본인들 만큼 순종적이지 않기 때문에 기성 정치권에 대한 불신이 팽배해지고 Populist 정치인의 인기가 더욱 높아진다. 정치권에서는 재정지출을 더 확대하고, 중앙은행이 통화를 더 풀어야 한다고 소리칠 것이다. 아무 문제도 해결되지 않고, 정치적 혼란이 지속되는 가운데 중앙은행과 재무부는 자신들의 무기(통화정책과 재정정책)들이 무력하다는 것을 깨달았지만 마땅히 다른 해결책을 제시할 수는 없다.

*“나는 일본을 안정적인 성장 궤도로 되돌리는 데 성공할 수 있습니다. 이것이 제가 '세 개의 화살'이라고 부르는 세 가지 정책에서 취한 근본적인 접근 방식입니다.”<sup>9</sup>*

- Shinzo Abe, 2013

<sup>8</sup> “Although most Americans apparently loathe inflation, Yale economists have argued that a little inflation may be necessary to grease the wheels of the labor market and enable efficiency enhancing changes in relative pay to occur without requiring nominal wage cuts by workers”, Speech ‘Yale Economics in Washington’ by Dr. Janet Yellen at ‘Yale Economics Reunion’, April 1999

<sup>9</sup> “I can succeed in putting Japan back on a stable track to growth. This is the fundamental approach that I have taken in my three-pronged policy I call my ‘three arrows’”, Economic Policy Speech by Mr. Shinzo Abe, Prime Minister of Japan, June 2013

세 번째 시나리오는 Goodhart와 Pradhan, 그리고 Siegel가 전망한 세상이며, “70년대로의 회귀”라고 부를 수 있을 것이다. 이 시나리오의 가장 큰 특징은 경제변수의 높은 변동성이다. 기본적으로 임금 상승률이 높아지면서 물가상승률이 치솟고, 저축이 감소하면서 실질금리가 상승하는 세계이다. 그리고, 거시경제 차원의 변동성과 경기 사이클의 진폭이 커지면서 성장률은 70년대와 같이 불규칙한 등락을 거듭할 것이다. 때로는 임금상승률이 물가상승률을 큰 폭으로 상회하면서 실질임금이 상승하고 소비와 투자가 크게 증가하겠지만, 갑자기 물가는 치솟는 가운데 성장률은 하락하는 상황으로 반전이 일어나기도 한다. 1990년대 이후와 같은 안정적인 거시경제 환경과 성장이 지속되는 경제환경과 대비되는 상황이다.

70년대와 가장 큰 차이는 부채 문제일 것이다. 과거와 달리 글로벌 경제는 저금리의 혜택을 마음껏 누리면서 그 동안 부채를 축적해 왔다. 하지만, 이 시나리오가 현실화되면 실질금리 상승과 인플레이션으로 인해 장기금리가 높은 수준을 유지될 것이기 때문에 정부와 민간 모두 한 동안 이자비용 부담에 허덕일 것이며, 이것이 성장경로에 부정적인 영향을 줄 것이다. 이 세계에서 중앙은행은 이자부담 완화를 위해 정책금리를 낮게 유지할 것인가 아니면 인플레이션을 잡기 위해 통화긴축을 할 것인가 사이에서 계속해서 갈등할 수 밖에 없다.

“역사는 대체로 인플레이션의 역사 - 대부분 정부의 이익을 위해 정부에 의해 의도적으로 만들어진 인플레이션의 역사 - 라고 말해도 과언은 아니다.”<sup>10)</sup>

- Friedrich August von Hayek, 1976

“대규모 재정 확대와 통화 확장 이후에 이동통제가 해제되고 경기회복이 계속되면 어떻게 될까? 많은 전쟁 이후의 경제적 여파에서 볼 수 있듯이, 그 대답은 인플레이션의 급격한 상승 - 아마도 2021 년에 5 % 이상, 혹은 10 % 정도 - 일 것이다.”<sup>11)</sup>

- Charles Goodhart & Manoj Pradhan, 2020

세 가지 시나리오 중 어떤 것이 현실화될 지는 아직 명확하지 않아 보인다. 아마도 올해 하반기에도 같은 논쟁을 하고 있을 지도 모른다. 궁극적으로 ‘골디락스 시나리오’에 가까운 상황이 현실화된다면 가장 이상적일 것이다. 만일, ‘글로벌 경제의 일본화’ 시나리오가 현실화된다면 우울하겠지만, 우리는 그 세계에서 어떤 일들이 일어날 지 대략 짐작할 수 있다.

그렇기 때문에, 현재 가장 미지의 영역은 세 번째 시나리오, 즉 “70년대로의 회귀”일 것이다. 70년대는 그리 먼 과거가 아니지만, 기억이 뚜렷하지는 않다. 그리고, 축적된 부채로 인해 경제의 작동 방식도 조금은 달라진 것 같다. 현실화 가능성이 어느 정도인지는 확신할 수 없지만, 위험에 대비하기 위해서는 세 번째 시나리오가 현실화된다는 가정 하에 어떤 상황이 전개

<sup>10)</sup> “I do not think it is an exaggeration to say history is largely a history of inflation, usually inflations engineered by governments for the gain of governments”, F.A. Hayek, “The Denationalization of Money”, 1976

<sup>11)</sup> “What will then happen as the lock-down gets lifted and recovery ensues, following a period of massive fiscal and monetary expansion? The answer, as in the aftermaths of many wars, will be a surge in inflation, quite likely more than 5%, or even on the order of 10% in 2021”, Charles Goodhart & Manoj Pradhan, “The Great Demographic Reversal”, 2020

될 지에 대한 고민이 필요하다. 이러한 이유에서 이 시리즈의 다음 리포트에서는 1970년대  
의 경험을 중심으로 '70년대로의 회귀' 시나리오에 대해 좀 더 탐색해 보도록 하겠다.

#### 〈유의사항〉

NICE신용평가㈜가 제공하는 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약 또는 발행주체의 상대적인 신용위험에 대한 NICE신용평가㈜ 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견이며, NICE신용평가㈜가 외부에 제공하는 보고서 및 연구자료(이하 '발간물')는 상대적인 신용위험 현황 및 전망에 대한 견해를 포함할 수 있습니다. NICE신용평가㈜는 신용위험을 미래의 채무 불이행 및 손실 가능성으로 정의하고 있습니다. 따라서 NICE신용평가㈜의 신용등급과 발간물은 금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험을 표현하지는 않습니다.

NICE신용평가㈜의 신용등급과 발간물은 미래의 채무불이행 및 손실 가능성에 대한 현재 시장에서의 의견으로 예측정보를 중심으로 분석, 평가되고 있으며, 예측정보는 예상치 못한 환경변화 등에 따라 실제 결과치와 다르게 나타날 수 있습니다. 또한, 신용등급과 발간물은 사실의 진술이 아니라, 미래의 신용위험에 대한 NICE신용평가㈜의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자사결정(매매, 보유 등)을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 신용등급과 발간물은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보이용자의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이에 정보이용자들은 각자 유가증권, 발행자, 보증기관 등에 대한 자체적인 분석과 평가를 수행하여야 하며, 개인투자자의 경우 외부 전문가의 도움을 통해 투자에 대한 의사결정을 해야 한다는 점을 강조합니다.

NICE신용평가㈜는 신용등급 결정에 활용하고 발간물에 주요 판단근거로서 제시하는 정보를 신뢰할 만하다고 판단하는 회사 제시자료 및 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집하여 분석, 인용하고 있으며, 발행주체로부터 제출 자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되지 않았으며 중대한 오해를 일으키는 내용이 없다는 확인을 받고 있습니다. 따라서 NICE신용평가㈜는 신용평가 대상인 발행주체와 그의 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나, NICE신용평가㈜는 자료원의 정확성 및 완전성에 대해 자체적인 실사를 하지는 않고 있습니다. 또한, 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 인간적, 기계적 또는 기타 요인에 의한 오류의 가능성이 있습니다.

이에 NICE신용평가㈜는 신용등급 결정 시 활용된 또는 발간물에 주요 판단근거로서 제시된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 정보의 오류, 시기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않습니다. 또한, NICE신용평가㈜는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 발간물 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.

NICE신용평가㈜에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 저작권은 NICE신용평가㈜의 소유입니다. 따라서 NICE신용평가㈜의 사전 서면동의의 없이는 본 정보의 무단 전재, 복사, 유포(재배포), 인용, 가공(재가공), 인쇄(재인쇄), 재판매 등 어떠한 형태든 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.