

금리, 기대보다 느리게 떨어진다

이동현
dhlee@lgbr.co.kr

고금리에 짓눌린 취약계층들은 금리인하를 학수고대한다. 미 연준의 금리인상 행진이 종료된 지 반년이 넘었지만, 금리인하 소식은 쉽게 들려오지 않는다. 하반기 금리인하가 본격화되더라도 체감할 정도로 금리 수준이 빠르게 내려갈 가능성은 높지 않은 것으로 분석된다. 왜 그럴까. 크게 느린 인플레이션 둔화 속도와 통화당국이 참고하는 적정금리 수준의 상승 가능성 때문이다.

인플레이션 둔화를 어렵게 하는 요인으로는 Δ 탈세계화 Δ 이상기후 Δ 단위노동비용 상승 Δ 공공요금 인상 등이 있다. 특히 인플레이션 충격이 완전히 해소되었는지 판단하기도 설부르고 금세 다가올지는 알 수 없다. 한국의 적정금리 수준도 미국의 영향과 더불어 내부 요인이 달라졌기 때문에 팬데믹 이전보다 높아졌을 수 있다.

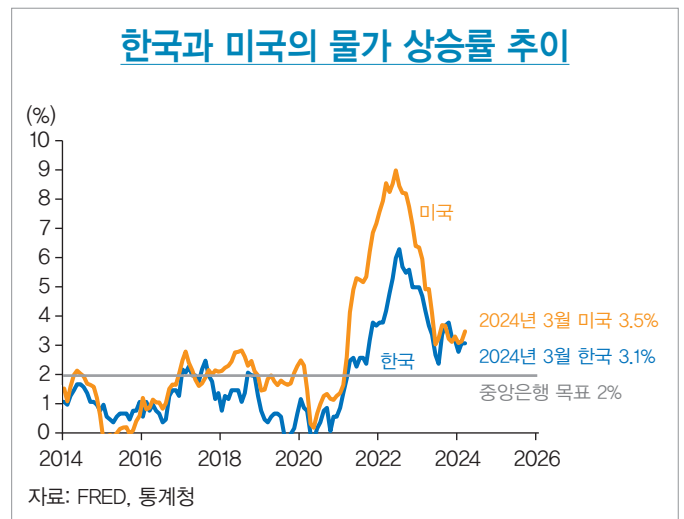
결론적으로 올해 하반기에 시작될 금리인하는 내년에도 완만하고 더디게 진행될 가능성이 높다. 개인과 가계는 물론 기업도 금리인하가 늦어지고 체감하기 어려운 상황에 대비하여 신중하게 의사결정을 내려야 할 것이다.

“고객님, 고정금리보다는 변동금리로 대출하는 것이 좋습니다.” 최근 은행 창구에서 종종 들려오는 조언이다.¹ 많은 이들이 금리가 1~2년 안에 팬데믹 직전의 낮은 수준으로 돌아갈 것으로 기대한다. 1990년대 이전의 고금리 시대보다 2010년대의 낮은 금리를 경험하고 기억하는 사람들은 일단 금리가 떨어지기 시작하면 빠르게 내려갈 것으로 지레짐작할 것이다.

팬데믹 이후부터 최근까지 대출금리는 크게 상승했다.² 지난해 말 은행권의 신용대출 금리는 6% 중반을 기록했으며, 이자 비용은 3년 새 약 3배로 증가했다. 따라서 요즘 경제주체들은 금리가 신속히 떨어지길 바라지만, 미래는 기대와 다를 수 있다. 결론적으로, 금리 인하는 곧 시작될 것이며 적어도 2026년³까지 계속될 것으로 예상된다. 그런데도 2026년의 금리 수준은 시장의 기대보다 상당히 높을 가능성이 있다. 인플레이션 둔화 속도가 느리고, 통화당국이 참고하는 적정금리 자체가 상승했을 가능성이 높기 때문이다. 올해 시작될 금리인하는 처음에는 느리게 진행될 수 있으며, 상당기간 지나서야 속도가 빨라지는 궤적을 따를 것이다. 이에 따라 향후 2~3년 동안은 경제주체들의 금리 부담이 쉽게 줄어들지는 않을 것 같다.

내년까지 물가안정 쉽지 않아

금리인하가 완만하게 진행될 것으로 보이는 주된 요인 중 하나는 인플레이션이 느리게 안정화되기 때문이다. 올 3월 한국과 미국의 인플레이션율은 각각 3.1%, 3.5%였다. 2022년 초 각각 6.3%, 9.0%로 최고치를 찍은 후 상당히 하락했다. 하지만 이는 기저효과 때문이며, 인플레이션이 구조적으로 하락하여 완전히 해소된 것인지는 판단하기 어렵다. 물가상승률이 내려가기 시작하면, 시장은 종종 인플레



1 현재는 고정 대출금리가 변동 대출금리보다 다소 낮지만, 앞으로 시중금리가 빠르게 낮아지면 변동금리 대출이 더 이익이 될 수 있다고 생각하는 조언
2 대출 금리가 크게 상승하여 지난 해 기준, 금융부채를 지닌 가구 중 68%인 약 900만 가구가 원리금 상환 부담을 호소
3 연준의 올 3월 경제전망에 따르면, 연준 위원들은 2026년이면 인플레이션이 목표치에 들어올 것으로 고려하고 있음. 즉, 미국의 금리인하는 적어도 2026년까지 지속될 것

이션이 완전히 해소될 것으로 선불리 예단한다. 그러나 IMF의 연구 결과(2023년)에 따르면, 1970년대 이후 56개국에서 발생한 인플레이션 충격 사례 중 60% 정도만 5년 이내에 인플레이션이 해소됐고, 해결되지 않은 경우의 대부분에서 인플레이션율이 충격 이후 약간 하락하다가 다시 상승하거나 높은 수준에서 정체됐다.

한국경제는 자원 수입과 상품 수출에 크게 의존하므로, 국내 물가 안정 가능성을 분석하기 위해 글로벌 요인과 국내 요인을 모두 고려해보자.

세계화는 팬데믹 이전까지 물가안정에 크게 기여했다. 이는 원자재를 비롯한 생산요소를 저렴한 국가에서 수입하여 대체함으로써 가능했다. 유럽중앙은행의 연구(2021년)에 따르면, 세계화에 따른 △GVC참여 증가 △무역 통합 △정보 세계화 등이 글로벌 상품 가격을 상당히 낮춰왔다. 그러나, △코로나 전후 발생한 미·중 갈등에 따른 GVC 재편 △각국의 보호주의 정책 △돌발적인 지정학 충돌 등이 이어지며 물가안정을 저해하고 있다.

세계경제에서도 △무역 규제 △무역 및 GVC의 후퇴 △정보 및 기술 공유의 감소 등 탈세계화 현상이 당분간 두드러질 것이다. 이는 글로벌 공급망 비효율성 증가, 수입 및 생산비용 증가로 이어질 수밖에 없다. 선진국 주도로 자국 내 공급망 확충을 위한 비효율적인 중복투자가 빈번해지고, 국제 에너지 공급망 변화를 우려한 개별 국가의 에너지원 전환 비용도 발생한다. 또한 보호주의 정책으로 내수 독점력이 강해진 기업들이 중간이윤을 늘리기 위해 가격을 인상할 유인이 커, 이로 인해 물가 상승을 자극할 수 있다.

탈세계화 외에도 이상기후로 인한 국내외 식료품 공급 불안, 가뭄 및 소요에 따른 물류의 영향 등으로 상품 가격의 급등락을 반복하며 물가 변동성을 증가시킬 것이다. 기업들은 대개 물가 하락 때보다 상승 시에 더 빠르게 반응하기 때문에 가격 변동성은 일반적으로 인플레이션 압력으로 작용한다.

작년 국내 물가를 크게 끌어올리는 데 기여한 부문은 △개인서비스 △공공요금 △공업 제품 순이었다. 팬데믹 이전과 대비하여 팬데믹 이후 서비스업의 인건비는 크게 상승했다. 공공요금의 경우 △오는 7월 서울시가 지하철 요금을 인상할 예정이며 △그동안 상대적으로 억눌려온 가스 및 전기 요금 인상도 단행될 수 있고 △9차례 연장된 유류세 인하도 줄어들어 등 인플레이션 압력으로 작용할 것이다.

한국의 단위노동비용⁴ 상승률도 팬데믹 이전 대비 높은 수준을 유지하고 있다. 이는 명목

4 단위노동비용=(1인당 명목임금)/(1인당 노동생산성). 한국은행에 따르면 단위노동비용 상승률은 2022~23년 평균 4.2% 상승하며 2015~19년 1.9%를 크게 상회

임금 상승률이 팬데믹 이전에 비해 소폭 낮아졌음에도 불구하고 생산성 증가율이 마이너스를 기록하고 있기 때문이다. 단위노동비용의 상승은 기업의 제조원가를 높여 제품가격의 상승 압력으로 작용할 수 밖에 없다.

인플레이션이 해소되는 이론적인 ‘마지막 단계(the last mile)’는 초기의 물가 상승 충격에 따른 직·간접 파급효과까지도 완전히 해소되는 것이다. 한국은행은 이를 구체적으로 △상품 품목 간 파급효과 감소 △상품과 서비스 간 파급 효과 감소 △기대 인플레이션과 실제 인플레이션의 상호작용 축소 △근원인플레이션의 안정화 등의 조건을 충족해야 달성된다고 분석한다.

팬데믹 이후 수출경쟁력이 약해지면서 우리의 주력 수출 시장이 바뀌었고, 국제금융 측면에서도 순채권국의 지위를 공고히 하는 등 경제환경의 구조적 변화를 겪었다. 따라서 최근의 통화정책 효과가 기존의 채널을 통해 어떻게 파급되어 경제에 영향을 미치는지는 불확실하며, 인플레이션이 정말로 해소되었는지 판단하기도 선부르다.

이 모든 요인을 고려할 때, 예상치 못한 급격한 수요침체로 인한 물가 하락을 제외하고는 인플레이션이 낮게 안정화되는 ‘마지막 단계’가 금세 다가올지는 확인하기 어렵다.

예상보다 높을 수 있는 적정금리

금리인하 속도가 완만할 것으로 생각하는 두 번째 요인은 통화당국이 기준으로 상정하는 가상적인 ‘적정금리⁵⁾ 자체가 그동안 상승했을 가능성 때문이다. 통화당국은 금리를 이용하여 물가안정을 달성하고자 할 때 경제 상황을 고려한 이론적인 적정금리 수준을 가정하고, 가능하면 이를 따르려고 한다.

팬데믹 이전 수십 년 동안 추세적으로 적정금리 추정치의 하락세가 관찰되었는데, 마르코 델 네그로(Marco Del Negro) 뉴욕 연방준비은행 자문위원, 고티 에거츠슨(Gauti B. Eggertsson) 브라운대학 교수 등은 △생산성 및 잠재성장률 하락 △인구 고령화 △소득 불평등 확대 △안전자산 선호 등 때문이라고 분석해 왔다.

그러나, 팬데믹 이후 대부분의 연구에서는 추정치가 크게 증가하는 등 반전의 조짐을 보

5 적정금리는 중립금리 또는 자연이자율로 표현되고, 일반적으로 생산량이 잠재 수준일때 인플레이션 또는 디플레이션 압력이 없는 단기 이자율을 의미

이다.⁶ 최근 로렌스 서머스(Lawrence Summers) 하버드대학 교수, 이자벨 슈나벨(Isabel Schnabel) ECB 집행이사 등은 적정금리 하락세를 유발한 요인들의 영향이 정점에 도달하였고, △정부부채 및 재정적자 증가 △공급망 복원을 위한 투자 증대 △친환경 경제로의 전환 △저축성향 감소 등으로 적정금리 추세가 상승으로 전환되었다고 주장한다.

생산성 개선 및 잠재성장률 상승, 기후변화 및 녹색 전환, 인공지능 및 디지털화 등으로 인한 신규 투자 수요 증가와 탈세계화에 따른 중복 투자는 자금 수요를 증가시킨다. 또한, 팬데믹을 거치며 정부 역할이 증가하여 재정적자가 확대되고 정부부채가 증가한 점도 적정금리 상승 요인으로 작용한다. 최근의 긴축 통화정책에도 불구하고 미국경제가 위축되지 않고 높은 회복력을 보이는 것이 미국의 적정금리가 미 연준이 상정하고 있는 수준을 넘어선 것이 아니냐는 주장이 나오는 배경이다.

한국의 적정금리에 관한 연구는 드물지만, 한국과 미국의 높은 장기 국채금리 상관관계⁷를 고려할 때 한국의 적정금리 역시 상승했을 가능성이 높다. 그동안 한국 적정금리의 추세적 하락세는 잠재성장률 하락과 경상수지 흑자기조 등에 따른 것으로 분석됐다. 하지만 2015년 이후 GDP 대비 경상수지 비율이 최근까지 감소하는 추세를 보여, 이전과는 다르게 적정금리에 미치는 영향이 반전되었을 수 있다. 또한 지난 몇 년간 경험한 높은 투자 수익률로 인해, 경제주체들의 위험선호 현상이 증가하면서 예금 및 적금 등으로의 자금 공급이 감소한 것도 적정금리 상승 요인으로 작용할 수 있다.

즉, 한국의 적정금리 수준은 미국의 영향과 더불어 내부 요인도 달라졌기 때문에 팬데믹 이전보다 높아졌을 수 있다. 따라서 더디게 안정화되는 인플레이션과 통화당국이 적당하다고 생각하는 적정금리 수준이라는 두 가지 요인을 고려해 보면, 2026년까지 금리인하는 시장의 예상보다 완만하고 더디게 진행될 가능성이 높다.

더딘 금리인하와 어려운 한국경제

예상보다 완만하고 더딘 금리인하를 고려하면, 한계 상황에 놓인 개인, 가구, 기업 등 금리 취약 경제주체의 어려움이 향후 가중될 것이다.

6 일부 적정금리 수준 추정치는 팬데믹 초기 상승한 이후 최근 팬데믹 이전 최저수준으로 하락한 경우도 있다. 일부 전문가는 1980년대 이후 적정금리 수준 하락세를 유발한 강력한 구조적 요인들이 팬데믹 충격으로 바뀔 수 없어 이전의 추세로 복귀할 것이라고 주장

7 최근 한국과 미국의 10년물 국채 금리 변동의 상관계수는 2022~24년 0.94로 많이 증가하며 국채금리가 미국을 따라 움직이는 경향이 증가. 이는 한국과 미국의 금융 연계성 강화, 국내 국채 선물시장의 외국인 투자자 영향력 확대 등의 영향

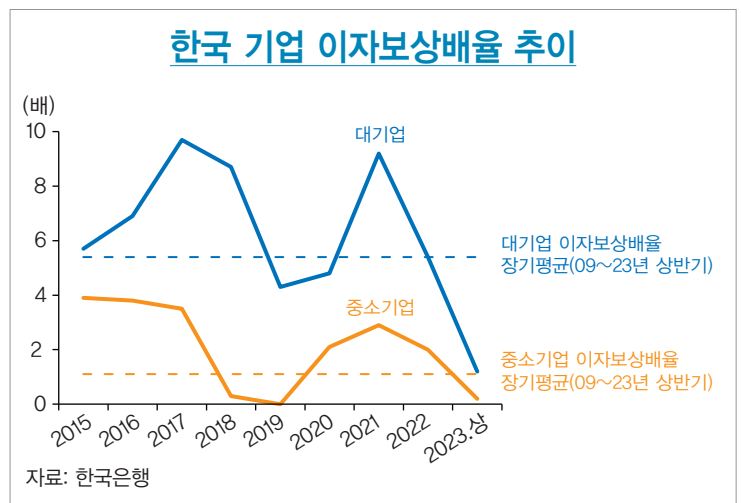
1) 금리 취약 차주의 증가

현재 우리나라 가계부채는 2023년 3분기 기준 GDP 대비 102%(BIS 기준) 수준으로, OECD 상위 그룹 가운데서도 꽤 높다. 특히 금융부채를 보유한 차주 중 금리에 취약한⁸ 차주의 수가 증가하고 있으며, 다중채무자는 450만 명으로 전체 가계 대출자에서 차지하는 비중이 사상 최고 수준(23%)에 이른다. 소득보다 많은 대출 원리금을 갚으며 버티는 차주도 160만 명에 달한다.

지난해 말까지 대출금리가 계속 상승했고, 이미 부채 상황이 불가능하여 발생하는 아파트 등 담보 물건의 경매가 많이 증가했다. 대출 금리가 갱신되어 이전보다 높아지면 금리 취약 차주가 계속 증가할 수 있고, 더딘 금리인하는 이들을 더욱더 한계에 이르도록 할 것이다.

2) 이자지급능력 약화와 한계기업의 증가

지난 연말 기준 국내 기업대출 규모는 1,900조 원에 육박하며, 코로나 직전인 2019년 대비 약 750조 원 증가했다. 기업 재무상황은 갈수록 악화되고 있다. 재벌닷컴의 분석 결과, 30대 대기업의 지난해 이자 비용 총액은 2022년 대비 약 3배 증가했고, 평균 이자보상배율⁹은 2.0배로 86% 감소했다. 한국은행에 따르면, 국내 기업의 평균 이자보상배율이 2021년



말 8.7배, 2022년 말 5.1배에서 2023년 상반기 1.2배로 급격히 떨어지고 있다. 대기업과 중소기업 각각의 이자보상배율도 최근 나빠지면서 장기평균에 크게 못 미치는 수준이다.

글로벌 금융위기 이후 2021년까지 대출금리의 하락세에 익숙해진 기업들 입장에서 10년 전 고금리 수준이 장기간 지속되는 것은 부담스러울 것이다.¹⁰ 2026년까지 금리인하가 시장 예상보다 늦어지면 준비기업의 상황이 악화하여 한국 경제의 구조적 위험 요인으로

8 금리 취약 경제주체는 3곳 이상에서 대출을 받은 다중채무자 및 총부채원리금상환비율(DSR)이 70%를 넘어 대부분의 소득으로 원리금을 갚아야 하는 차주. DSR은 전체 금융부채 원리금 부담이 소득의 어느정도 수준인지 나타내는 지표

9 이자보상배율은 기업의 이자 비용을 영업이익으로 나눈 값으로, 3년연속 1배 미만인 경우 한계기업(준비기업)으로 분류.

10 한국은행 금융안정보고서에 따르면 2022년 기준 한계기업은 전체 기업의 15.5%인 3,903개에 이르고, 법원에 따르면 2023년 법인 파산은 1,657건으로 크게 늘었고, 올해는 2023년보다 더 빠르게 증가

부상할 가능성이 있다.

3) 복잡한 PF구조와 쉽지 않은 문제 해결

총선 전부터 자금시장의 최대 이슈로 부상했던 부동산PF는 고금리에 특히 취약하다. 저금리 환경에서 설계된 부동산PF는 2022년 레고랜드 사태를 계기로 수면 위에 떠올랐다. 시행사와 건설사는 높은 금리를 감내하면서 대출 만기를 연장하며 부동산경기 개선 혹은 금리 인하를 학수고대해 왔다. 그러나 건설산업연구원이 지난 1월 약 130조 원의 부동산PF 대출 잔액 중 최대 70조 원 규모의 부실 가능성을 제기하는 등 시간이 지날수록 위험은 더 커지고 있다.

부동산PF 문제가 단순히 고금리만의 문제는 아니다. 그러나 △시행사와 건설사가 부담하는 금리가 시장의 기대만큼 빠르게 낮아지지 않고 △건설경기가 회복되지 않으며 △미분양 증가 등의 악재와 겹친다면 더 많은 시행사와 건설사가 부실화될 가능성이 높다. PF에 대출을 해준 금융기관들도 시행사 및 건설사의 부실을 흡수 및 처리하는 과정에서 손실이 증가할 것이다. 부동산PF는 시행사, 건설사 그리고 금융사가 복잡한 구조로 엮여 있기 때문에 한 매듭에서 문제가 발생하면 위험이 전체로 전이될 수 있어, 올해 완전한 문제 해결은 쉽지 않을 것이다.

위의 논의를 종합해 보면, 올해 하반기에 시작될 금리인하는 내년에도 완만하고 더디게 진행될 가능성이 높다. 내수경기를 지탱하는 가계, 기업, 건설 및 금융 부문이 모두 단기적으로 어려운 상황에 부닥쳐 있다. 한국경제의 내수 부진은 단기간에 해결되기 어려워 보이며, 통화정책을 통한 내수 부양도 쉽지 않다. 반도체 등 수출경기가 큰 폭으로 개선되지 않으면 최근의 환율 급등 등 한국경제의 어려움이 지속될 수 있다. 앞으로 개인과 가계는 물론 기업도 금리인하가 늦어지고 체감하기 어려운 상황에 대비하여 신중하게 의사결정을 해야 할 것이다. LG경영연구원