

2021/ 3/ 25

Economist

이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

인플레이션 압력에 대한 생각

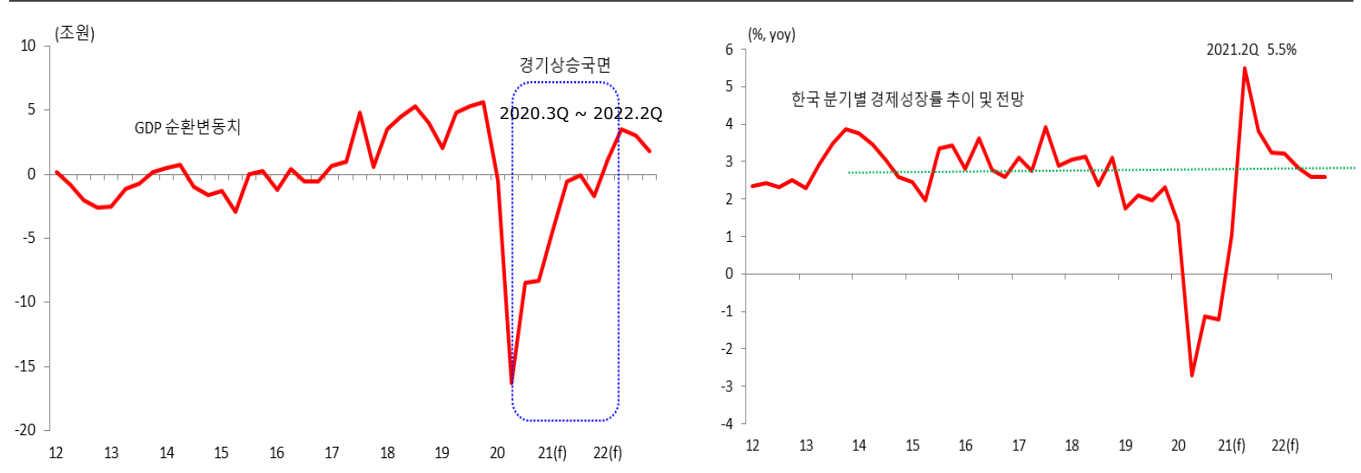
최근의 금리 급상승 이면에는 인플레이션에 대한 우려가 크게 자리잡고 있다. 코로나 19 사태를 벗어나는 과정에서 경기가 회복되고, 이에 따라 물가가 상승하는 현상은 자연스러운 것이다. 그러나 금융시장 내에서는 인플레이션 압력이 당초 예상보다 클 수 있다는 우려가 존재하고 있다.

물론 가까운 시일 내에 코로나 19 사태가 빨리 종식되고, 경제 흐름이 완전하게 정상화되는 경우라면 그럴 수도 있다. 그러나 백신 접종이 시작된 지 얼마 경과하지 않은 상황인데다 집단면역형성을 통한 경제 정상화 과정이 시작되기까지는 아직 시간이 더 필요한 상황이다. 이와 관련하여 필자는 경제 회복세는 계속되겠지만 금년까지는 수요 측면 인플레이션 압력(GDP 갭 : 실제 GDP - 잠재 GDP)이 마이너스 값일 가능성이 높다는 주장을 계속하고 있다.

다만 최근 급하게 오른 유가 등 원재료 가격 상승 요인이 인플레이션 압력에 변수가 될 수는 있다. 판매 가격에 전가될 수 있기 때문이다. 그러나 실제 수요(실제 GDP)가 공급량(잠재 GDP)을 능가하지 못하는 상황(마이너스 GDP 갭 상황)에서는 생산 비용이 판매 가격에 충분히 전가되기 힘들다. 실제 GDP 가 잠재 GDP 를 이미 넘어선 상황에서 원자재 가격 또한 앞으로도 계속 빠르게 오를 경우라면 다르겠지만 그러한 상황은 아니라고 본다.

필자는 수요 측면의 인플레이션 압력은 금년이 지나서야 커질 수 있을 것으로 예상한다. 그런데 내년 상반기가 지나면 경기(재고순환 기준)가 하강 국면에 진입할 가능성을 고려할 필요가 있다(<그림 1> 참조, 이에 대해서는 '주식시장이 선반영해 갈 사항들', 2021.3.17 참조). 특히 경제성장률(yoy)의 모멘텀 측면에서는 금년 2/4 분기가 가장 높을 수 있다는데 주목할 필요도 있다. 물가 상승률이 경기 흐름과 동행함을 감안할 때 연말로 가면서 경기 상승 모멘텀이 둔화되기 시작하여 내년 상반기가 지나면 경기 하강 국면이 시작되는 상황이라면 수요 측면 인플레이션 압력이 크게 높아지고, 그런 상황이 장기간 지속될 가능성은 낮다.

<그림 1> 이번 경기 상승 국면은 내년 2/4 분기기까지 & 경제성장률의 모멘텀은 금년 2/4 분기가 피크 예상



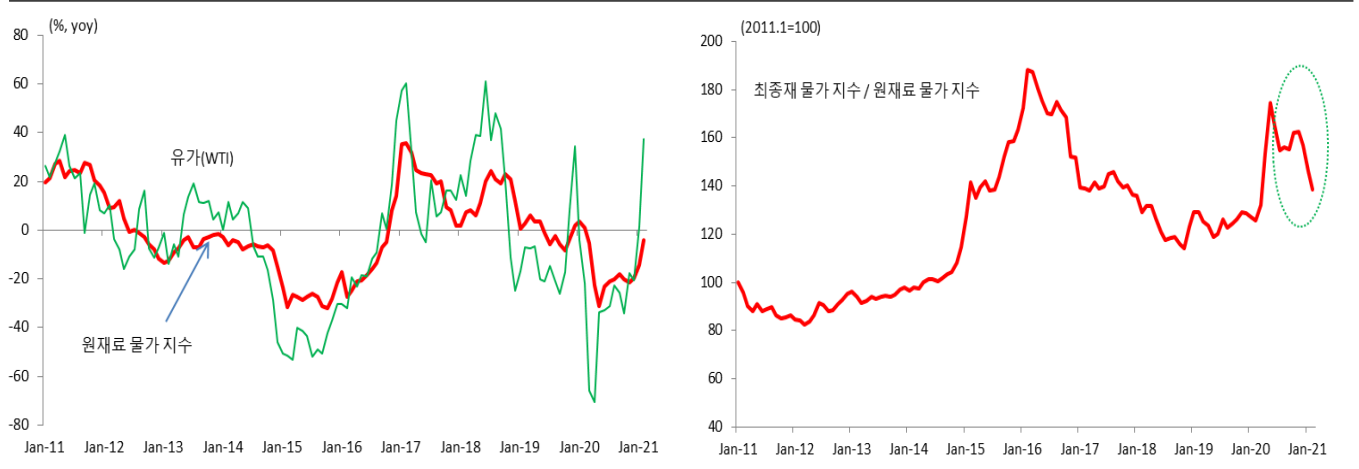
주 : 필자의 '주식시장이 선반영해 갈 사항들', 2021.3.17 참조
 자료 : 한국은행, 리딩투자증권

한편 비용 측면 인플레이션 압력의 대표격인 유가는 최근 들어 기존의 과열 국면에서 진정되고 있는 상황이라고 판단한다. 2 월 한파 영향이 소멸된 가운데 그 동안의 산유국들간 감산 합의는 시간이 갈수록 약화 또는 와해될 가능성이 높다는 기존의 전망기조를 계속 유지한다. 이와 관련, 증산 욕구가 강한 러시아 등의 움직임에 주목할 필요가 있다. 가파른 유가 상승이 연중 계속될 확률은 낮아지고 있다는 것이다.

그렇다면 향후 인플레이션 압력과 관련된 포인트를 다음과 같이 정리해 볼 수 있다. 첫째, 실제 수요량을 의미하는 실제 GDP 가 회복세를 보이지만 전체 공급량을 의미하는 잠재 GDP 보다는 적은 상황에서는 판매가격에 대한 생산자들의 비용 전가가 원활해 지기 힘들다. 이와 관련 한국은행은 저인플레이션 국면하에서는 기업들의 판매가격에 대한 비용 전가 빈도가 고인플레이션 국면하에서보다 낮음을 실증 분석한 바 있다('저인플레이션 하에서의 기업의 가격조정행태 분석', 한국은행 조사통계월보, 2020.5). 한편 내년이 되면 수요량(실제 GDP)이 공급량(잠재 GDP)을 초과할 수 있겠으나 상반기가 지나고 나면 경기가 하강 국면에 접어들 가능성이 높다는 점도 고려해 볼 필요가 있는 요인이다. 둘째, 그 동안 우려스러운 변수로 작용했던 유가 흐름도 시간이 갈수록 상승 속도가 둔화되면서 판매가격에 미치는 영향력이 약화될 수 있다. 필자는 이 두가지 사항이 향후 인플레이션 압력과 관련된 중심 논리가 될 수 있다고 본다. 향후 인플레이션 압력이 우려만큼 크게 높아지지는 않을 가능성이 크다는 것이다.

<그림 2>는 최근 원재료 가격의 상승이 최종재 가격에 원활히 전가되지 않고 있음을 보여 준다. 이는 물가 흐름의 파급 과정을 판단하기에 유용한 가공단계별 물가 지수 추이로 판단해 볼 수 있다. 그림에서 보는 것처럼 최종재(자본재와 소비재) 가격 / 원재료(원자재) 가격 비율이 플랫 또는 오름세를 보이지는 않고 있다는 것이다. 유가 등 원자재 가격은 지난 해 하반기부터 계속 올라 왔지만 최종재 가격은 원자재 가격이 오른 만큼 또는 그 이상 오르지 못했다는 뜻이다. 현재의 모습이 금년 중 크게 바뀔 것 같지도 않다. 전술한 바와 같이 수요 측면의 인플레이션 압력이 한동안 높지 않을 상황에서 향후 유가 상승 속도가 점차 더더질 흐름이라면 최종재 가격이 당초 예상보다 빠르게 올라갈 확률은 높지 않을 전망이다기 때문이다.

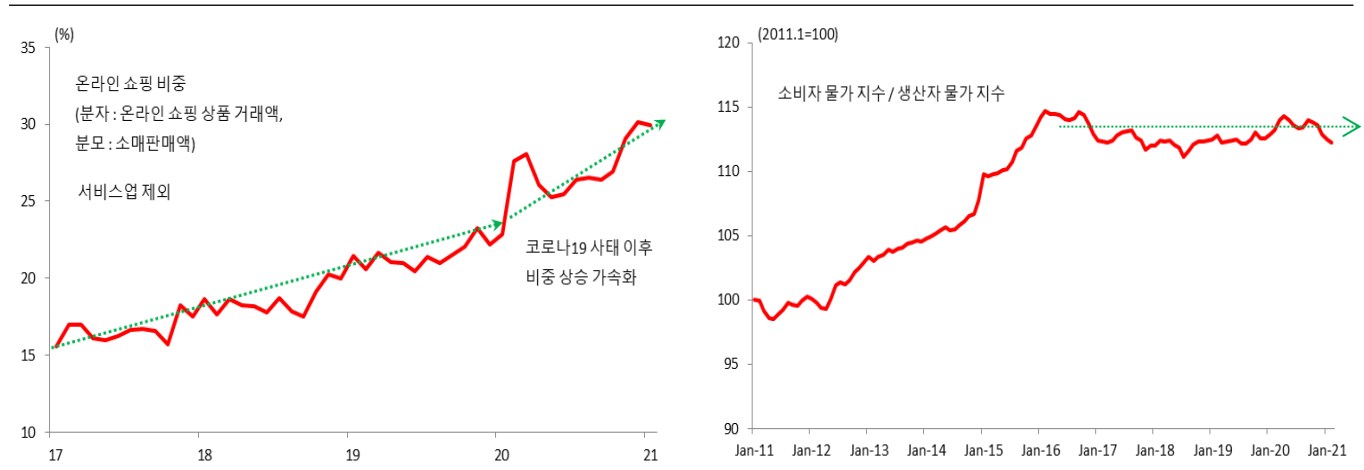
<그림 2> 원재료 가격 상승이 최종재 가격에 원활히 전가되지 않고 있음(2020년 5월 이후)



자료 : 한국은행, Dataguide, 리딩투자증권

인플레이션 압력이 크게 높아지지는 않을 또 하나의 중요한 요인이 있다. 가속화되고 있는 온라인 쇼핑 비중 확대 현상이다. 이는 경제 시스템 전체의 유통비용을 절감시켜 소비자 물가를 안정화시키는 효과를 가진다. <그림 2>는 소비자 물가를 생산자 물가로 나눈 비율을 도시하고 있다. 2016년 이후 동비율은 그 이전과는 달리 방향성을 보이지 않고 있다. 생산자 물가, 즉 공장도 가격에 유통 마진을 얹은 개념이 소비자 물가인데 동비율의 방향성이 없다는 것은 온라인 쇼핑 비중 확대로 인해 소비자들에게 전가되는 유통 관련 비용이 그만큼 상쇄되고 있음을 의미한다. 오프라인 유통 업체들에게는 불리한 상황일 수 있으나 전체 경제 측면에서는 소비자 물가를 안정화시키는 요인이 된다. 온라인 쇼핑 비중은 앞으로도 더 확대될 가능성이 높는데 이는 그만큼 인플레이션 압력을 낮추는 효과를 유발할 것이다.

<그림 3> 온라인 쇼핑 비중 상승 추세는 소비자 물가 안정화 효과 유발



자료 : 통계청, 한국은행, 리딩투자증권

▶ **Compliance Notice**

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.