

2019/ 9/ 25

Economist
이동호

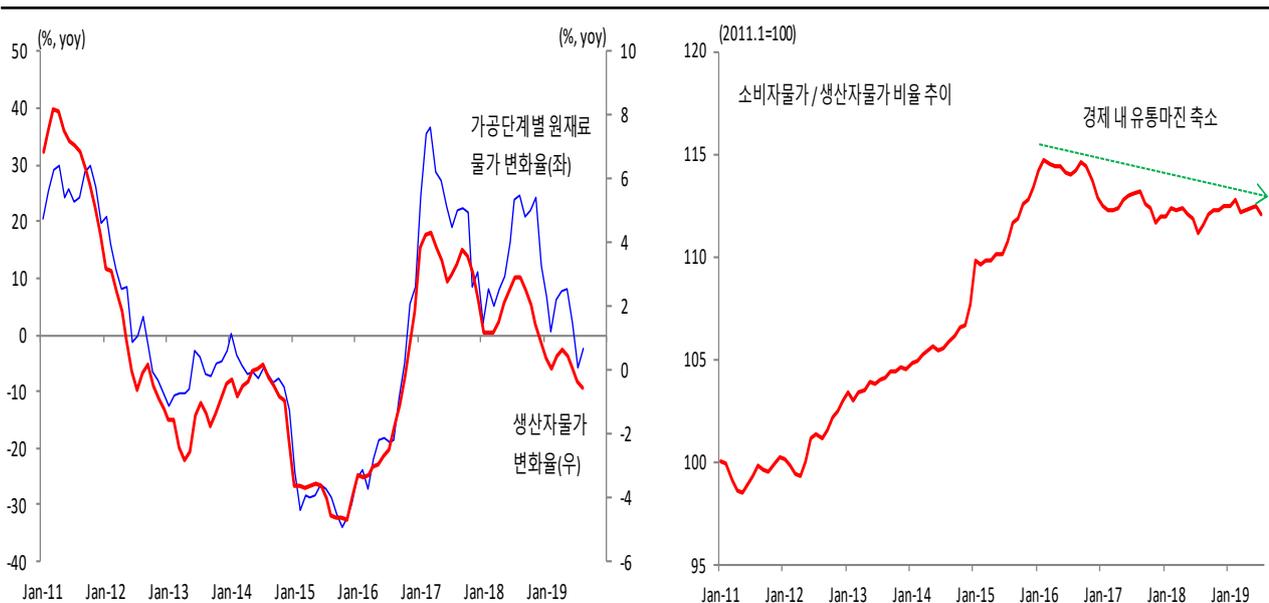
(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

Reading the LEADING's Chart : 마이너스 물가 상승률의 원인과 전망

- 최근 마이너스 물가 상승률은 주로 경기 순환적 요인에 기인
- 가공 단계별 최종재 물가 상승률 추이로 볼 때 디플레이션 우려는 기우
- 향후 경기 회복시 원재료 가격 상승 → 생산자물가(공장도 가격) 상승 → 저 유통마진 구조 지속으로 소비자물가 상승 속도는 제약

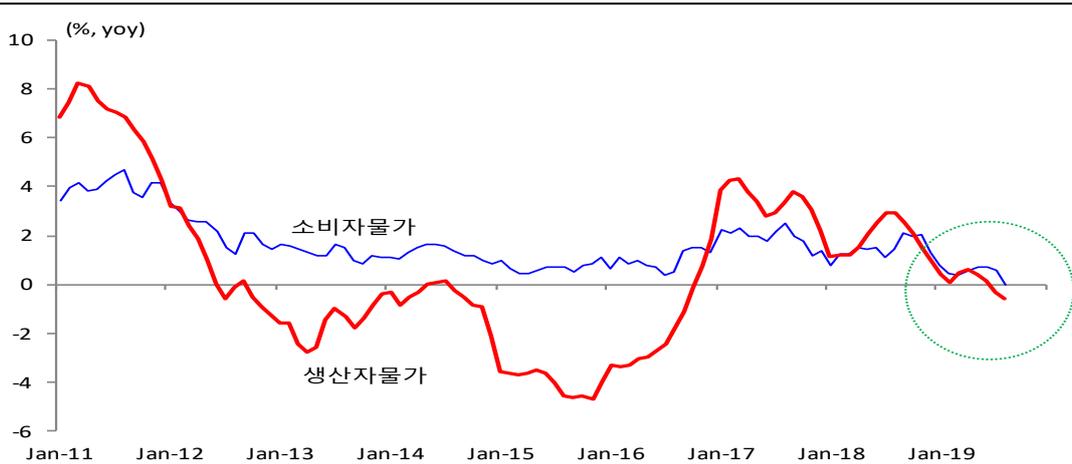
<LEADING's Chart : 경기순환 영향 큰 원재료 가격 하락 → 생산자물가 (공장도 가격) 하락 → 여기에 유통마진 축소 겹쳐지며 소비자물가도 하락>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

8 월 소비자물가 상승률이 전년동월대비 마이너스 값(-0.04%)을 기록했다. 어제 발표된 생산자물가 8 월 값도 7 월에 이어 연속적으로 전년동월대비 하락하였다(-0.57%). 특히 소비자물가 상승률이 전년동월대비 마이너스 값을 기록한 것은 통계 작성 이후 처음이다. 게다가 2%대, 1%대, 0%대로 점차 낮아진 이후 발생한 마이너스 값인데다 경기 하강 국면이 계속 이어지다 보니 디플레이션에 대한 우려도 일부 발생하고 있다

<그림 1> 전년동월대비 마이너스 변화율을 보이고 있는 물가 지표



자료 : Dataguide

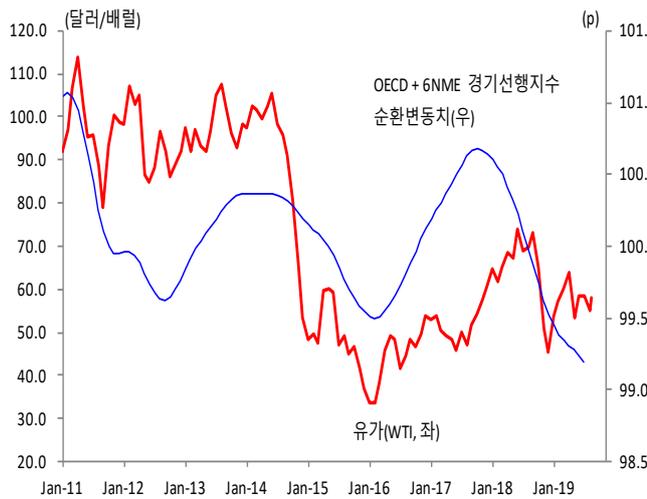
디플레이션은 경제 전반적인 물가 수준이 지속적으로 하락하는 현상이다. 여기서 '지속적 하락'이라는 것이 핵심이다. 소비자물가 상승률이 그 동안 지속적으로 낮아져 오다 이제 마이너스 영역으로까지 왔으니 물가 하락이 지속될 수도 있겠다는 두려움이 최근의 디플레이션 우려인 것이다. 여기에는 저성장 국면이 한 몫하고 있다. 그러나 결론적으로 디플레이션 우려는 기우라고 본다. 현재 경기가 부진하고, 앞으로도 당분간 부진할 수 있지만 디플레이션까지 걱정할 필요는 없다는 판단이다. 두 가지 근거를 제시한다.

첫째, 소비자 물가의 전단계인 생산자 물가(공장도 가격) 흐름상의 특징에서 판단해 본다(소비자 물가는 공장도 가격인 생산자 물가에 유통 마진을 얹은 개념). 최근 생산자 물가 하락은 'Demand pull(수요)' 보다는 'cost push(공급)' 성격에서 더 강하게 비롯되고 있고, 이는 경기 순환에 영향을 받는 바가 크다. <그림 2>에서 보는 바와 같이 글로벌 경기 순환과 원자재 가격은 그 흐름이 유사하다. 그리고 <그림 3>, <그림 4>는 원자재 가격, 원재료 물가, 그리고 생산자 물가 총지수가 궤를 같이 함을 보여 주고 있다. 즉 생산자 물가 흐름이 원자재 가격에 많은 영향을 받고, 원자재 가격 흐름은 경기 순환적인 색채가 강하다는 것이다.

한국을 포함한 글로벌 경제가 저성장 국면이긴 하지만 그 안에서도 경기는 순환한다. 현재는 저성장 국면하에서의 경기 하강 국면이다. 저성장 구조이기 때문에 향후 경기 순환상 회복의 폭은 과거 고성장 국면 대비 적을 수는 있다. 그러나 리먼 사태와 같은 대형 충격이 발생하지만 않으면 시장 경제의 자동 조절 기능(market clearing)을 통해 경기는 다시 상승 국면으로 전환한다. 저성장 국면이긴 하지만 경기순환까지 없어지는 것은 아니다. 따라서 향후 경기 순환상의 회복 국면에서 국제 원자재 시장이 공급 과잉 상황이 아니라면 원자재 가격 회복 → 생산자 물가 상승의 논리가 성립할 수 있다. 원재료 물가 흐름이 생산자 물가의 궤적과 매우 흡사하다는 것은 전술한 바와 같다.

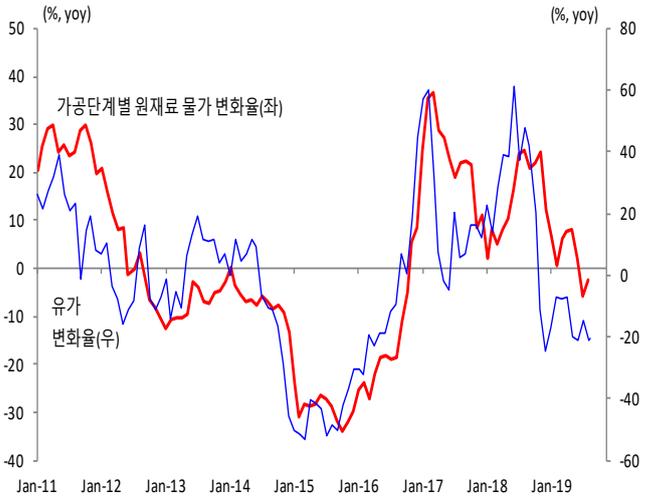
그렇다면 Demand pull 요인이 관건이다. Demand pull 과 관련된 대표적 지표인 'GDP 갭(실제 GDP 와 잠재 GDP 간의 갭)'으로 판단해 본다. <그림 5>에서 보는 바와 같이 GDP 갭은 현재 마이너스 영역에 있다. 공급 대비 수요가 열위임을 시사하는 것이다. 그러나 그 마이너스 폭이 줄었다. 향후 경기 하강 속도의 둔화, 그 이후의 경기 회복 과정을 통해 마이너스 폭이 더 줄어들고, 플러스 영역으로 갈 수가 있다. GDP 갭은 물가에 대한 선행 지표로 많이 활용되는데 최근 GDP 갭의 마이너스 폭 축소는 향후 물가가 지속적으로 하락하지는 않을 것임을 시사한다.

<그림 2> 글로벌 경기 순환과 원자재 가격(유가)



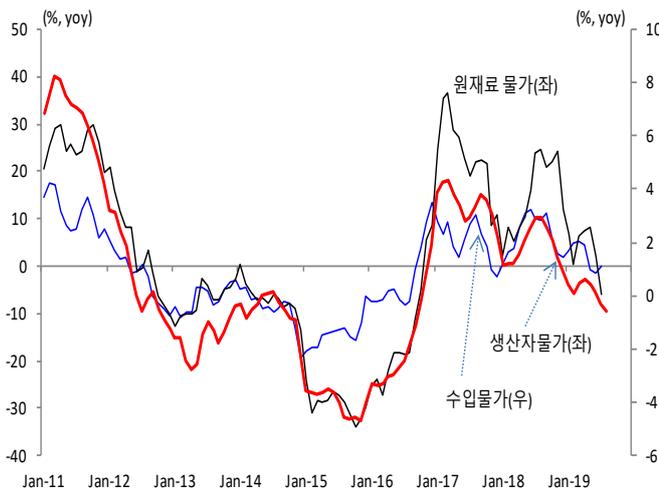
주 : 6nme 는 OECD non-member economies 6 개국
 자료 : Dataguide

<그림 3> 유가와 퀘를 같이 하는 원재료 물가



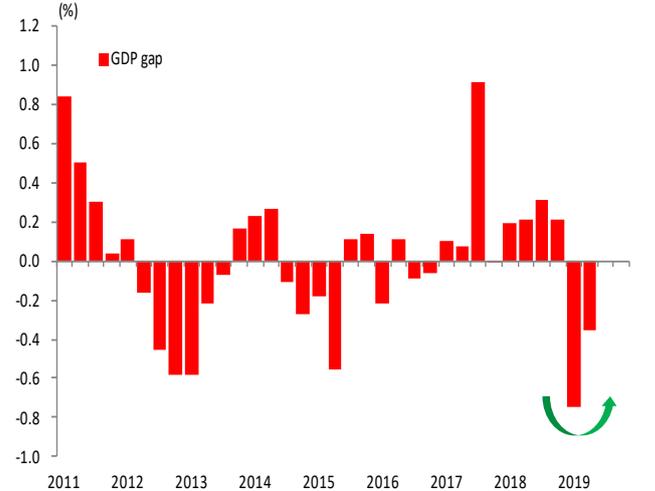
자료 : 리딩투자증권

<그림 4> 생산자물가에 미치는 영향력 큰 원재료 물가



자료 : Dataguide

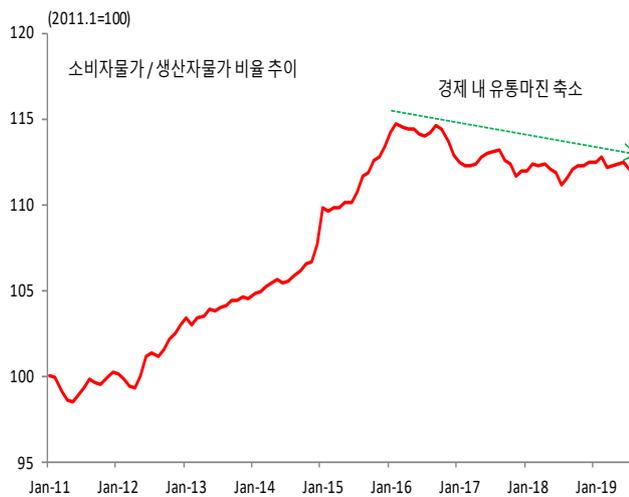
<그림 5> GDP 갭 추이



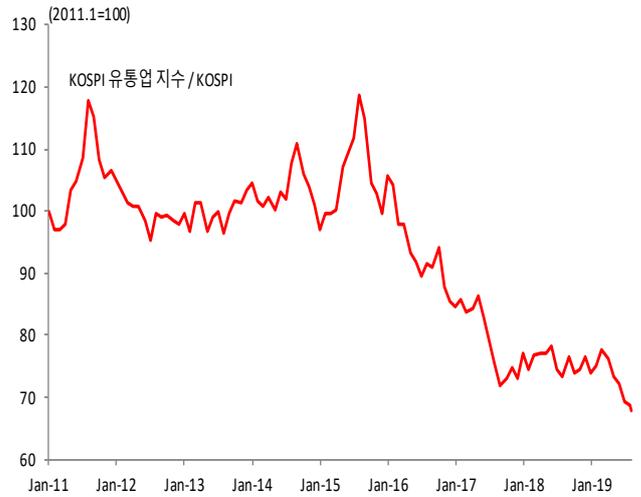
자료 : 리딩투자증권

둘째, 구조적으로 저물가를 견인하는 요인이 있다. 유통 마진의 축소 현상인데 이는 소비 경기에 긍정적이다. 전자상거래의 추세적인 활성화에서 비롯된 유통구조의 단순화 때문이다. <그림 6>에서 보는 바와 같이 2016 년부터 소비자물가(CPI) 지수와 생산자물가(PPI) 지수간의 비율은 완만하지만 하향 흐름을 보이고 있다. 생산자물가는 앞서 언급한 바와 같이 공장도 가격이다. 공장도 가격에 유통 마진을 얹은 개념이 소비자물가이다. 따라서 그 비율(CPI/PPI)이 하락한다는 것은 유통 마진이 축소된다는 것을 뜻한다. 주식시장에서 KOSPI 유통업 지수가 2015 년 하반기부터 KOSPI 대비 언더퍼폼을 하고 있다는 점도 맥을 같이한다(<그림 7> 참조).

<그림 6> 소비자/생산자 물가간 비율 하락 : 유통마진 축소 <그림 7> 유통업 지수의 시장 대비 언더퍼폼



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

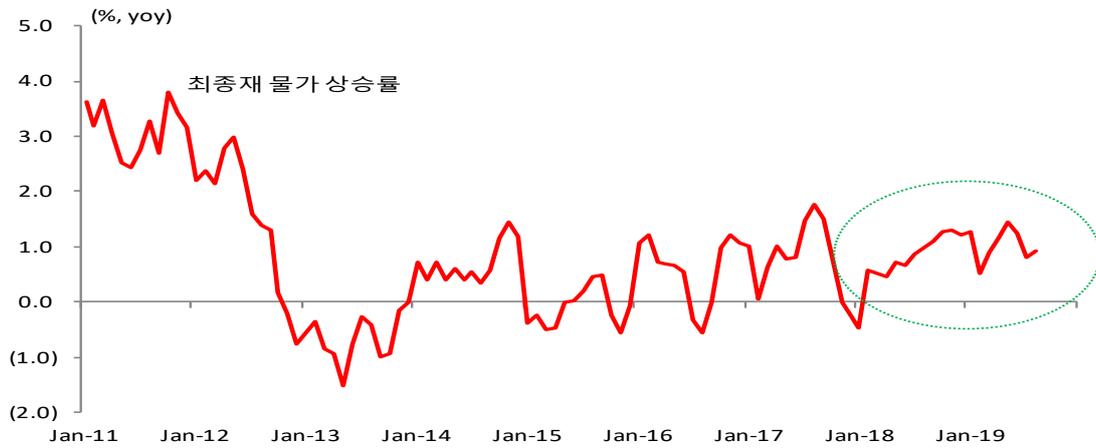


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

종합해 볼 때 최근 물가 상승률의 하락은 i) 글로벌 경기 하강에 따른 국제 원자재 가격 하락이 국내 원재료 물가에 영향을 주고, ii) 원재료 물가 하락이 생산자 물가(공장도 가격)를 하락시키는 상황에서 iii) 전자상거래 활성화에 의한 유통 마진의 감소세가 더해져서 소비자 물가도 하락한 현상이라 풀이한다. 그렇다면 향후 경기가 회복되는 국면에서는 국제 원자재 가격 상승이 생산자 물가를 끌어 올리고, 유통 구조의 단순화로 인해 소비자 물가 상승 속도는 제어될 수 있을 것임을 짐작할 수 있다.

만약 최근의 물가 상승률 하락이 경기 순환적 요인이 아니라 구조적인 측면에서 심각하여 '인플레 기대 심리의 급격한 악화 → 과소 소비 → 그 악순환 과정에 의해 형성되는 디플레이션'으로 치달을 가능성이 있다고 한다면 그 가능성을 가공단계별 물가 중 최종재 물가 흐름에서 일정 부분 엿볼 수 있다. 최종재 물가는 가공 단계별 물가 흐름의 파급 과정(원재료 → 중간재 → 최종재)을 거친 물가로 최종 자본재와 최종 소비재를 포괄한다(서비스 물가 제외). 미국에서는 물가 흐름 판단시 특히 최종재 물가 흐름을 중시한다. 만약 구조적인 악순환 상황이라면 최종재 물가도 부정적 영향을 받기 마련인데 <그림 8>에서와 같이 최종재 물가 흐름은 견조하다.

<그림 8> 원재료 물가와는 달리 최종재 물가는 건조한 흐름

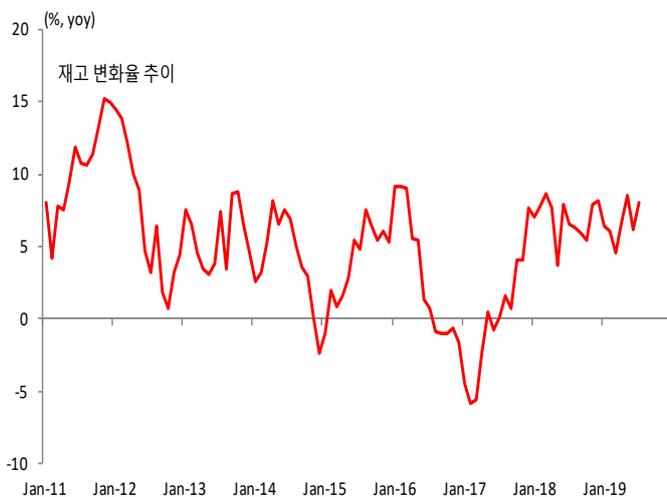


자료 : Dataguide

결국 중요한 것은 경기 순환적으로 이번 하강 국면이 얼마나 길게 갈 것인가라는 점이다. 하강 국면이 초장기화되어 인플레 기대심리가 급격하게 무너지고 이에 따른 과소 소비의 악순환 연결 고리가 형성될 경우 <그림 8>의 최종재 물가 상승률 흐름도 마이너스 영역에서 장기화될 수 있다. 그러나 그 가능성을 높게 보지는 않는다.

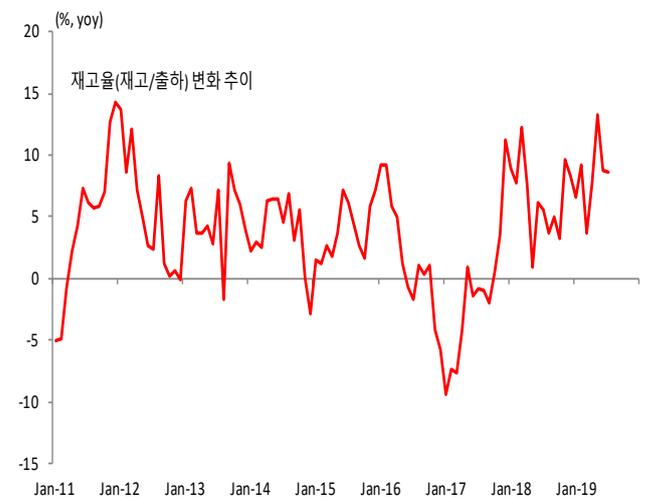
아직 경기 회복을 논하기는 다소 일러 보이지만 i) 천정권 흐름을 상당기간 이어가면서 더 이상 높아지지는 않고 있는 재고 증가율, ii) 경기 선행성 지표인 재고율 흐름, iii) 글로벌 및 한국의 경기 순환 주기 등을 감안해 볼 때 미중 무역분쟁 등과 같은 외생변수의 추가적인 쇼크가 더해지지 않고, 미국 경제가 내년 중 침체 국면에 빠지지 않는다면 국내 경기는 market clearing 과정을 거치며 내년 하반기 이후에는 회복의 가능성이 있다고 추정한다. 그럴 경우 demand pull, cost push 양쪽 측면에서 모두 물가 상승률이 조금씩 높아질 환경이 될 것으로 전망한다.

<그림 9> 천정권을 형성하고 있는 재고 증가율



자료 : Dataguide

<그림 10> 재고율 변화 추이



자료 : Dataguide, 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.