

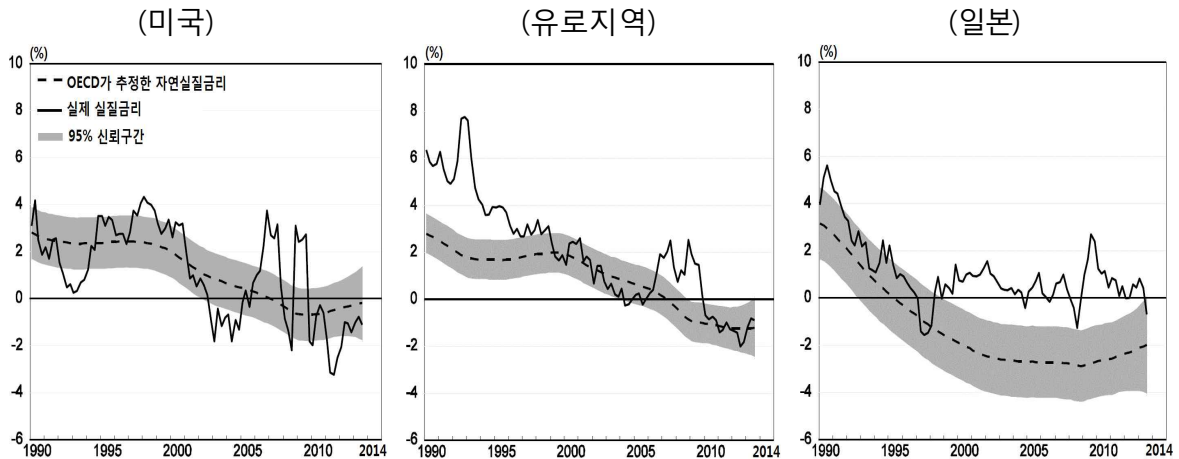


선진국 경제의 장기정체 진입 여부에 대한 논쟁과 시사점

- ◆ 글로벌 위기 이후의 선진국 경제 부진이 경기순환적 현상이 아니라 구조적 요인에 기인한다는 장기정체(secular stagnation)가설이 Summers, Krugman 교수 등에 의해 제기
 - 이후 선진국 경제의 장기정체국면 진입 여부에 대해 찬반 의견이 다양하게 제기되고 있는데, 장기정체의 문제가 주목을 받는 것은 저인플레이션(lowflation)이나 디플레이션 상황에서는 실질금리가 높아 수요진작을 위한 금리 정책 등 통화정책이 한계에 직면하기 때문
- ◆ 장기정체가설 지지론의 근거로는 장기적인 총수요 부진이라는 관점에서 ① 기초경제여건의 변화, ② 글로벌 저축과잉, ③ 소득불평등 심화 등이, 성장잠재력 약화라는 관점에서는 ① 혁신 정체, ② 인구구조와 고용률의 변화, ③ 성장·고용·금융안정의 동시 달성 가능성에 대한 회의 등이 제시
 - 초기에는 총수요 부족에 주목하였으나 최근에는 주로 공급측면에서 장기적인 성장잠재력이 약화된 것에 초점을 두고 있음
- ◆ 반면 장기정체가설 부정론자들은 동 가설이 개념적으로 모호한 데다 혁신의 생산성 제고 효과가 여전히 유효하고 인구구조 변화가 장기정체의 원인이 된다고 단언하기 어렵다는 점에서 구조적 변화에 따른 장기정체라기보다는 경기순환상 경기회복이 일시적으로 지연되고 있을 뿐임을 주장
 - 장기정체와 저성장 국면을 구분하기 어려운 데다 자연실질금리의 하락도 실물경제 수급 상황보다는 경제여건 개선에 따른 위험 프리미엄 축소 등에 기인하며, 혁신의 생산성 제고 효과도 간접적인 효과를 고려할 경우 예상외로 크고 생산가능인구가 당분간 증가세를 지속할 것이라는 견해를 제시
- ◆ 장기정체가설 지지론자들은 장기정체의 원인을 당초 총수요 부진에 있다고 보아 부정론자와는 입장을 달리하였으나 논의가 진전되는 과정에서 총공급 측면에서 성장잠재력 배양이 필요하다는 점에 동의함으로써 정책대응면에서 부정론자와의 시각 차이는 거의 없다고 하겠음
 - 장기정체가설 지지론과 부정론 모두 구조적 요인으로 선진국 경제의 회복세가 빠른 시일 내에 강화되기는 어렵다는 데 인식을 공유하고 성장잠재력 배양을 위한 구조개혁의 필요성을 강조

- 글로벌 금융위기와 뒤이은 Great Recession을 극복하기 위해 역사상 가장 낮은 정책금리 유지와 경기부양적 재정정책 및 비전통적 통화정책이 실시되어 왔으나 선진국 경제가 여전히 느린 회복세를 보이는 것은 경기순환상의 문제라기보다 경제의 구조변화를 반영하는 것이라는 견해가 부상
 - 2013.10월 브루킹스-후버(Brookings-Hoover) 컨퍼런스에서의 패널토론과 2013.11월 IMF 경제포럼에서의 연설에서 Summers(하버드대 교수)는 선진국 경제가 2000년대초부터 구조적 요인에 의해 「장기정체」에 진입하였다고 주장*(Secular Stagnation hypothesis)한 이후 이에 대한 찬반 양론이 대립
 - * 장기정체(secular stagnation)는 1938년 Hansen(하버드대 교수)이 기술 정체와 인구증가율 둔화에 따른 투자기회의 대폭 축소로 미국경제가 1930년대 대공황 발생 이후에도 회복되지 못하고 과소 투자 및 총수요 부족에 직면할 것으로 예측하면서 처음 사용
 - 장기정체란 대체로 실제GDP가 잠재GDP를 하회하는 가운데 실질금리가 이론상의 균형 실질금리보다 높게 형성되어 있어 총수요가 억제되어 있거나 공급측면에서 잠재GDP가 정체되어 있는 상황*으로 정의되는데, 수요요인(경기순환)과 공급요인(성장잠재력)이 혼재되어 있어 장기정체 여부와 그 원인에 대해서는 다양한 시각이 존재
 - * Higgins(1950), Pagano·Sbracia(2014)
 - 장기(secular)란 공급요인(예 : 인구고령화 등에 따른 노동증가율 감소, 혁신 축소, 자본투자 감소)에 의해 성장잠재력이 축소되는 것과 관련이 있으며, 정체(stagnation)란 수요요인(예 : 디레버리징, 신용공급 축소, 재정지출 축소, 위기 이후 위험회피성향의 증가)에 의해 성장 회복이 지연되거나 성장이 정체되는 것으로 경기순환과 관련
 - 장기정체의 문제가 주목을 받는 것은 명목금리가 제로수준까지 하락하더라도 저인플레이션이나 디플레이션 상황에서는 실제 실질금리가 여전히 높아 수요진작을 위한 금리정책 등 통화정책이 한계에 직면하기 때문임
- 선진국 경제의 경우 실물경제 수급상황을 반영하는 이론상의 자연실질금리*(균형실질금리)가 2000년대부터 크게 하락하여 글로벌 위기 이후 상당기간 마이너스 상황을 지속(OECD 2014)
 - * 자연실질금리(natural real interest rate)란 산출량 갭이 제로(총수요와 총공급이 일치)이고 인플레이션이 안정적인 상황에서 형성되는 이론적인 단기실질금리를 말하는 것으로(OECD 2014년) 실제 실질금리가 자연실질금리보다 높게 형성되어 있으면 수요에 부정적인 영향을 미침

자연실질금리(균형실질금리)와 실제 실질금리



자료 : OECD(2014)

⇒ 선진국 경제에 대한 전망의 정도를 높이는 한편 정책적 시사점을 도출하기 위해 장기정체가설 지지론과 부정론의 논거를 정리

II

장기정체가설 지지론의 근거

◇ Summers(하버드대 교수)가 장기정체가설을 제기한 이후 Krugman(프린스턴대 교수), Fisher(미연준 부의장), Blanchard(IMF 수석이코노미스트), Eichengreen(버클리대 교수) 등이 이에 동조

○ 장기정체의 원인으로 당초에 총수요 부족에 주목하였으나 논의가 진전되는 과정에서 구조적 요인에 의한 공급측면에서의 성장잠재력 둔화도 강조하고 있음

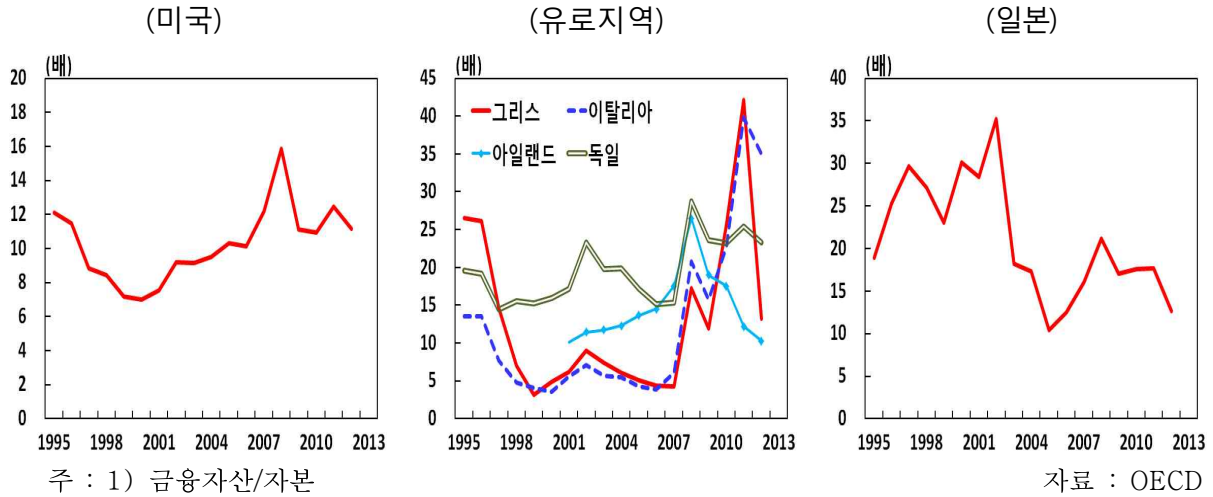
— 장기정체론자들은 전통적인 케인지언 입장에서 총수요 부족이 장기침체의 근본원인이라는 입장을 견지하고 있으나, 고령화, 과다부채 등 총수요 억제요인이 성장잠재력의 둔화요인으로도 작용한다는 점에서 수요진작 정책이 거품경제의 재연으로 연결되지 않도록 공급측면에서 성장잠재력을 높이는 정책의 필요성을 강조

1. 장기적인 총수요 부진

① (기초경제여건의 변화) 글로벌 금융위기 이후 레버리지가 하락하고 인구증가율이 빠르게 둔화됨에 따라 2000년대 중반과 같은 고율의 수요증가를 기대하기 곤란

○ 미국의 경우 금융위기 이후 경제주체들이 디레버리징 과정에서 지출을 줄이고 있는 데다 금융감독에서도 레버리지 규제가 강화되어 부채에 의한 총수요 확대가 기대하기 어려운데, 이러한 제약은 2000~07년 기준으로 GDP의 4%에 상응하는 긴축효과를 초래(Krugman 2014)

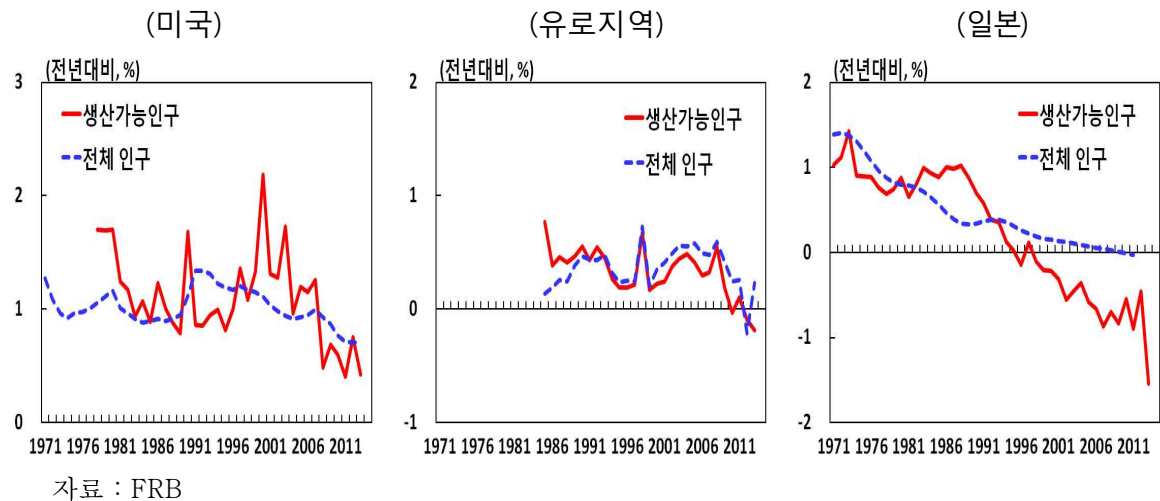
은행부문의 레버리지 비율¹⁾



○ 2007년 전후로 선진국의 생산가능인구(15~64세)는 정체되거나 감소하기 시작하여 생산 설비 등의 신규 투자 부진이 앞으로도 계속될 가능성

— 유로지역의 경우 인구증가율 둔화로 생산가능인구 증가율이 빠르게 둔화되면서 2012년부터는 마이너스로 전환하여 일본에 이어 생산가능인구가 감소하기 시작하였으며, 미국에서도 생산가능인구 증가율이 급격히 하락하는 모습

인구증가율 및 생산가능인구증가율

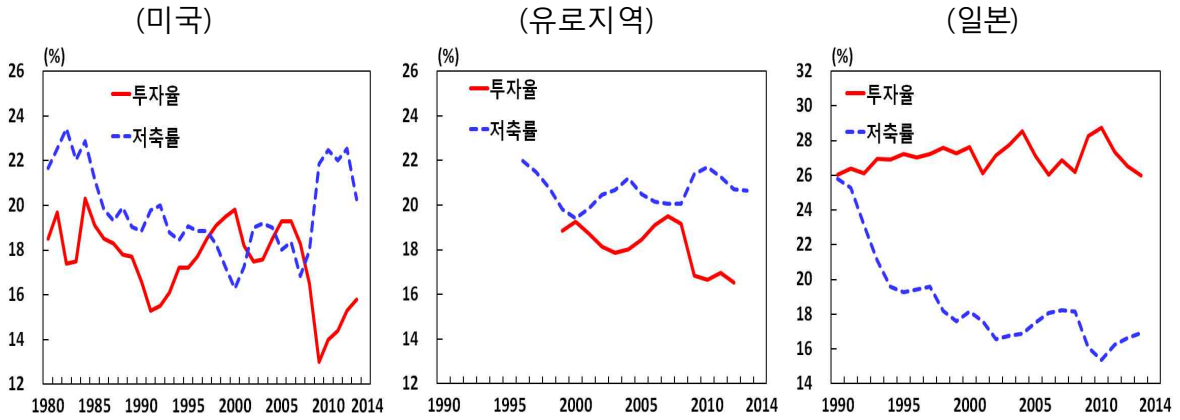


② (글로벌 저축과잉) 생산활동의 성격 변화로 투자가 과거에 비해 활성화되지 못하면서 저축이 투자보다 만성적으로 많은 글로벌 저축과잉이 선진국의 성장부진 원인으로 작용 (Summers 2014)

○ 현재 글로벌 기술선도기업이나 벤처기업들(예 : Apple, Google)은 과거 Sony와 같은 글로벌 기업과 다르게 자체 현금보유력이 높아졌으며, 자본투자를 위해 대규모 현금을 조달할 필요성도 적어졌기 때문에 투자수요가 축소

— 이를 반영하여 글로벌 위기 이후 주요국의 저축율과 투자율간 격차가 크게 확대

민간 투자율 및 저축율¹⁾



주 : 1) GDP대비

자료 : OECD, FRB, Eurostat

— IMF의 2011~13년중 선진국 경제전망이 실제치를 상회한 주된 이유는 이러한 생산활동의 성격변화를 제대로 반영되지 못하여 투자 증가율이 과다 전망된 데에서 비롯

IMF의 실제GDP 예측오차²⁾ 요인

	예측 오차	소비	투자	순수출	기타
선진국	-0.4	0.0	-0.5	0.0	0.0
(미국)	-0.0	0.3	-0.2	-0.1	0.0
(유로)	-0.6	-0.5	-0.6	0.5	0.0
(기타 ³⁾)	-0.7	0.1	-0.7	-0.1	-0.0

주 : 1) 일본, 캐나다, 스웨덴 등 24개국
2) 2011~13년중 전년대비 예측오차

자료 : IMF WEO(2014.10)

IMF의 투자¹⁾ 전망치 수정²⁾

	2013년			2014년		
	(12.4)	(13.4)	(13.10)	(13.4)	(14.4)	(14.10)
선진국	3.6	2.5	0.5	4.6	3.4	3.1
(미국)	5.9	5.1	2.6	7.9	4.0	3.9
(유로)	0.9	-2.2	-3.5	1.3	2.2	0.7
(일본)	0.9	4.5	2.3	1.4	2.6	4.3

주 : 1) 고정투자 기준 2) ()내는 전망시점

자료 : IMF WEO

③ (소득불평등의 심화) 2000년대 들어 기업이익 증가에도 불구하고 임금상승이 제한되면서 소득불평등이 심화되고 노동분배율 하락이 저축성향을 높임에 따라 소비 둔화와 투자 축소로 이어짐

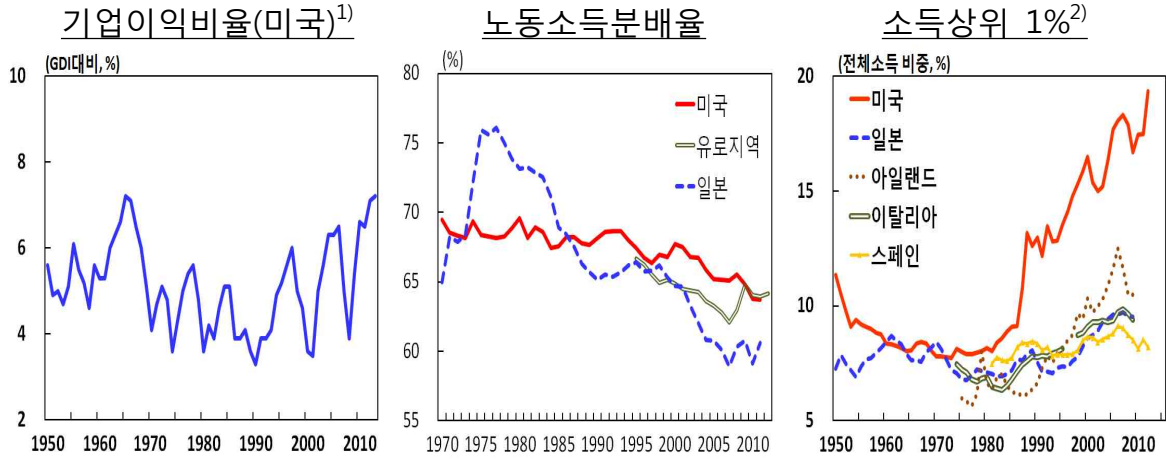
○ 미국, 일본, 유로지역을 비롯한 OECD국가의 소득불평등도는 글로벌 위기 직후 일시적으로 개선되는 모습을 보이기도 하였으나 최근 20여년간 전반적으로 악화되는 모습*

* OECD국가의 가처분소득 기준 지니계수 및 10분위 배율은 모두 2005년까지 높아지는 모습을 보이다가 글로벌 금융위기가 발생한 2008년경 하락하였으나 이후 다시 상승하여 최근 OECD국가의 지니계수는 평균 0.315, 10분위배율은 평균 4.35 수준(최정은 2014)

○ 소득불평등 확대는 단기적으로는 유효수요 부족을 초래하여 경제성장을 저해할 뿐만 아니라 장기적으로도 인적자본의 형성과 발달에 지장을 초래함으로써 지속가능한 성장을 저해하는 요인으로 작용

— 최근에는 소득불평등의 심화가 과거 대공황과 최근의 글로벌 금융위기의 단초를 제공하였다는 주장이 제기*

* Kumhof·Ranciere(2010)는 1929년의 Great Depression과 2007년의 Great Recession에 앞서 소득 및 자산 불평등이 크게 높아지고 저소득계층을 중심으로 부채비율이 급등한 현상에 주목하였으며, Rajan(2010)은 소득불평등의 심화가 주택대출 확대에 대한 정치적 압력으로 이어져 대출시장의 왜곡을 초래하였던 것으로 분석



주 : 1) 세후 이익으로서 총국내소득(GDI) 대비

2) 상위 1%가 총소득에서 차지하는 비중. 총소득에서 자본소득은 제외

자료 : FRED(기업이익비율), OECD(노동소득분배율), World Top Incomes Databases(소득상위비율)

2. 성장잠재력 약화

① (혁신 정체) 총공급이 장기적인 성장을 결정한다는 견해를 가진 학자들을 중심으로 금융 위기 이후 투자가 세계적으로 급감했다는 사실에 비추어 혁신정체가설(sluggish innovation hypothesis)이 제시

o Gordon(2014)과 Kasparov·Thiel(2012)은 과거와 같이 기술진보(technological frontier)가 더 이상 이루어지지 않아 성장을 견인하는 생산성 향상이 정체되는 등 혁신효과가 예전만 못하다고 주장*

* 컴퓨터/인터넷 혁명이 초래한 누적 성장효과는 스티밍 엔진과 같은 기술이 초래하였던 성장효과보다 훨씬 더 작음

o Jorgenson·Ho·Samules(2014)는 미국경제의 분석을 통해 과학혁신이 빠르게 전개되더라도 이를 새로운 생산기술로 전환할 수 있는 노동력이 적절히 공급되지 못함에 따라 생산성이 과거만큼 빠르게 높아지지 않는 혁신 딜레마(innovation dilemma)에 직면해 있다고 주장

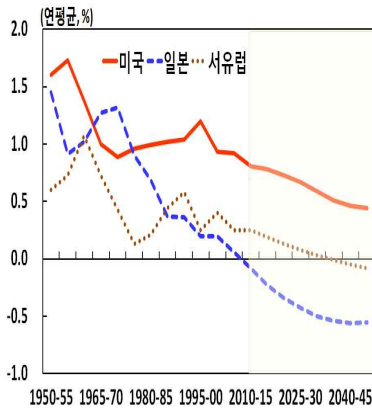
② (향후 인구구조와 고용률의 변화) 출산을 하락 등으로 인구증가율이 감소할 것으로 전망됨에 따라 향후 잠재성장률 제고의 애로 요인으로 작용할 소지

o 인구증가율 둔화는 생산가능인구 감소*라는 직접적인 효과 외에 고령층 확대에 따른 사회적 비용(사회보장비 지출 증가 등) 증가의 간접적 효과를 통해 중장기적으로 성장잠재력에 부정적 영향을 미칠 가능성

* 미국, 일본 및 유로지역의 고용률(취업자/15세이상 인구)이 2000년대를 전후로 하락세를 보이는 가운데 특히 핵심 연령계층인 25~54세 남성 고용률이 하락을 지속함에 따라 고령화, 저출산 등 인구구조 변화에 따른 부정적 영향을 해소하기가 용이하지 않은 상황

- 또한 수요부진의 장기화는 장기실업에 따른 인적자본의 감소와 이로 인한 고용회복 곤란을 통해 잠재GDP를 축소시키는 요인으로 작용

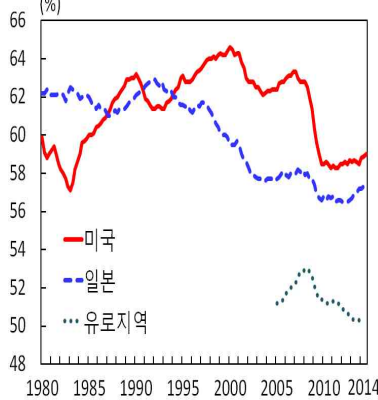
인구증가율 전망¹⁾



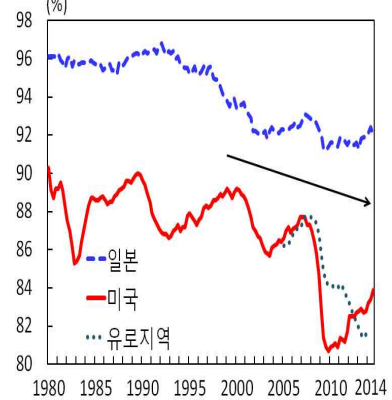
주 : 1) 음영부분은 2012년에 실시한 전망기간

고용률 추이

(취업자/15세이상 인구 비율)



(취업자/인구 비율, 25~54세 남자)



자료 : World Bank(인구), OECD(고용률)

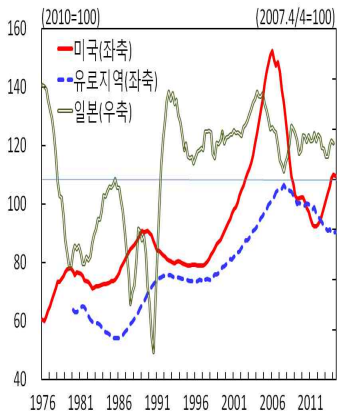
③ (성장·고용·금융안정의 동시 달성 가능성에 대한 회의) 성장의 지속가능성 측면에서 볼 때, 대다수 선진국은 신용기준의 대폭 완화와 주택가격 상승 → 과도한 주택투자 → 가계 부채 급등으로 이어지는 거품경제를 경험하고 재정적자 급증을 겪으면서 성장, 고용 및 금융안정이라는 세 가지 정책목표를 동시에 달성하기 어렵다는 것을 확인(Summers 2014)

- 미국은 높은 성장세를 보이던 1990년대 후반에는 주식시장 거품을, 안정적인 성장률을 보이던 2000년대의 초반인 2001년에는 IT 거품을 경험하였으며, 일본은 높은 성장을 구가하던 1990년대에 이미 부동산 거품이 붕괴되면서 장기정체에서 벗어나지 못하는 상황이 지속

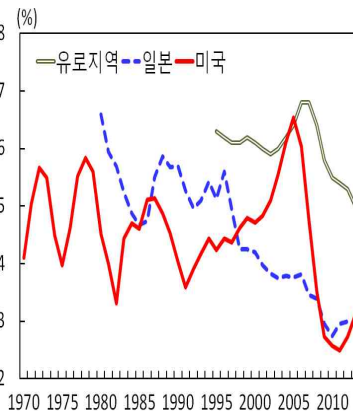
- 유로지역의 경우 유로화 출범(1999년) 이후 예상보다 높은 경제성과를 이루어 왔으나 공동 거버넌스(governance) 결여 등의 근본적인 결함이 보완되지 않은 데다, 주변국은 유로 지역 가입의 편승효과에 기인하여 저렴한 외부자금에 과다 의존하고 핵심국은 주변국에 대한 수출 확대에 의존함으로써 경제의 불균형이 심화

주택가격, 주택투자비중, 가계부채비율

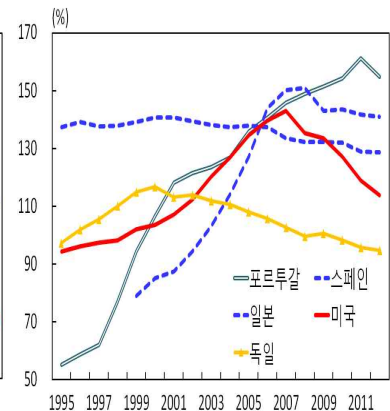
(주택가격)



(주택투자/GDP 비중)



(가계부채/순가처분소득 비율)



자료 : FRED(주택가격), OECD(주택투자비중, 가계부채비율)

3. 정치적 불확실성과 정책오류

① (정치적 불확실성) 금융위기 이후 파산, 구제금융, 실업 증가 등에 대한 이해관계의 대립으로 정치적 불확실성*이 높아지면서 성장이 저해(Baker·Bloom·Davis 2013)

* Frieden(2014)은 금융위기 이후의 국가간 정치경제 상황을 분석해 보면 정치적 혼란이 뒤따르기 마련인데, 이는 사회적 손실의 배분방법에 대한 정파간 갈등이 더 큰 사회적 손실(deadweight loss)을 발생시킬 수 있기 때문인 것으로 분석

- 사회복지지출을 둘러싼 의회 대립으로 재정절벽 등을 경험한 미국의 사례나 재정긴축을 둘러싼 회원국간 갈등이 계속되고 있는 유로지역에서 보듯이 금융위기가 정치적 혼란을 초래할 수 있음은 일반적으로 위기 이후에 정치적 대립(political fractionalization)이 증가하는 현상을 통해 확인 가능(Mian·Sufi·Trebbi 2012)
- 또한 금융위기가 최악의 국면에서 벗어나면서 정치적 불확실성이 일부 줄어들기는 하였으나 위기 이전 수준으로까지는 회복되지 못하였다는 것이 대체적인 평가(Baker·Bloom·Davis 2013)

② (정책오류) 일부에서는 금융위기 이후의 정체가 당초 예상보다 심각하게 장기간 지속되는 현상이 정책결정과정에서 상당한 오류가 있었기 때문이라는 주장도 제기

- 금융위기 이후 금융부문의 과도한 규제(overshooting) 등으로 다수 금융기관의 경영행태가 위축되면서 자산·부채 규모가 빠르게 축소되는 가운데 중소기업 등 취약계층에 대한 금융지원이 제약될 수밖에 없었음
 - De Bondt·Maddaloni·Peydró·Scopel(2010) 등은 은행자본금 확충과 대출기준 강화가 유로지역의 정상적인 성장회복을 저해한 한 요인이었음을 지적
- 또한 명목금리가 제로 수준에서 제약을 받고 있는 상황에서 재정이 성장에 미치는 영향을 과소평가함으로써 과도한 재정긴축을 초래(IMF 2013)

Ⅲ

장기정체가설 부정론의 근거

◇ Beckworth(텍사스주립대 교수), Mokyr(노던웨스턴대 교수) 등 장기정체가설에 대한 회의론자들은 장기정체가설이 이론적 타당성을 갖고 있는 것처럼 보이지만 개념적으로 모호(measurement problem)한 데다 혁신의 생산성 제고효과가 여전히 유효하다는 점에서 미국 등 선진국 경제가 장기정체를 겪고 있다는 판단은 잘못되었다고 비판

- 이들은 시장의 자정기능과 혁신효과를 신뢰하는 입장에서 총수요 정책을 통한 경기부양보다는 중장기적으로 잠재GDP성장을 뒷받침하는 총공급 측면의 구조개혁을 우선시

1. 개념의 모호성

① (취약한 이론적 기반) 장기정체라는 용어가 널리 사용되고 있으나 그 개념이 모호하고 이론적 기반이 취약하여 불필요하게 비관론을 확산시키는 부작용이 있음

- 장기정체와 저성장 국면을 구분하기란 매우 어려워* 저성장 국면이 지속적(secular)인지 일시적(temporary)인지는 사후적으로 판단할 수밖에 없으며, 이마저도 과거의 잘못된 경제전망을 답습할 가능성

* Ravn(런던칼리지대)은 장기정체보다는 정체 지속(a very long recession)이라는 표현을 선호

— Irving Fisher(예일대 교수)는 1929년 미국 주가의 대폭락(Black Tuesday) 불과 3일전에 "주가가 고원지대처럼 보이는 곳에 진입했다"라고 예언한 바 있으며, 1938년 Alvin Hansen(하버드대 교수)은 대공황 이후 미국의 장기정체를 예언했으나 경제규모는 1940~60년중 3배나 확대

- 이러한 잘못된 판단은 장기정체가설의 이론적 기반이 취약함을 반증하는 것으로 현재 장기정체가설을 지지하는 학자들간에도 그 원인이 수요 요인인지 공급 요인인지 명확한 입장을 갖고 있지 못하며, 그 지지 근거도 주로 실증분석에 기반

② (자연실질금리 산출방법의 한계) 장기정체가설의 근간을 차지하는 자연실질금리는 위험(risk) 및 불확실성(uncertainty) 요인이 모든 기간에 걸쳐 동일하다는 전제 하에서 산출되었기 때문에 이에 근거한 장기정체가설은 본질적인 결함을 내포(Beckworth 2014)

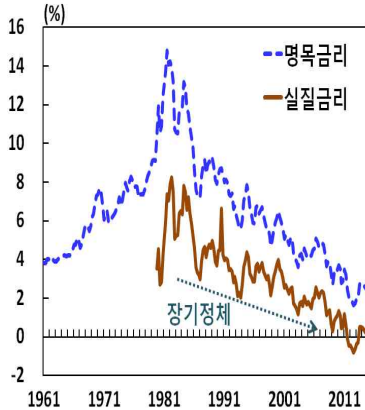
- 장기정체가설이 타당성을 갖기 위해서는 위험 프리미엄이 일정하다는 전제가 수용되어야 하나 동 가설의 지지론자들은 위험 프리미엄의 변화를 무시하고 실질금리의 하락에만 주목

— 예를 들어 장기정체가설 지지론자들은 자연실질금리가 1980년대부터 하락하여 왔다고 주장하지만(그림 ①) 이는 경제여건의 변화 등에 따른 위험 프리미엄 축소로 실질금리가 낮아진 사실을 간과한 주장에 불과

— 1980년대초에는 인플레이션 변동성이 가장 높았던 시기이고 미 연준의 명목 기준지표(nominal anchor) 또는 정책목표(target)가 불분명하였기 때문에 실질금리는 위험 프리미엄(risk premium)을 반영하여 높은 수준을 형성하였으며 현재는 인플레이션 변동성 축소 및 정책체계 개선으로 위험 프리미엄이 축소되면서 실질금리가 매우 낮은 수준을 유지*

* 미국의 경우 10년물 명목 국채금리를 결정하는 두 가지 주요 요인인 기대 인플레이션을 및 기간 프리미엄(term premium)이 1980년대 초부터 하락하였는데(그림 ②), 명목금리에서 두 요인을 차감한 실질 무위험금리(실질자연금리)를 보면 1980년대 초부터 하락하였다는 증거, 즉 장기정체의 증거를 찾을 수 없고 실질 무위험금리는 2% 내외의 일정 수준을 유지(그림 ③)

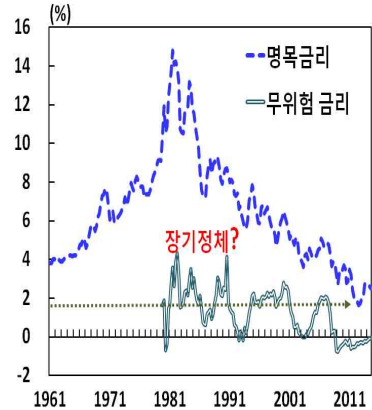
① 명목 및 실질 금리¹⁾



② 금리구성요인²⁾



③ 무위험금리³⁾



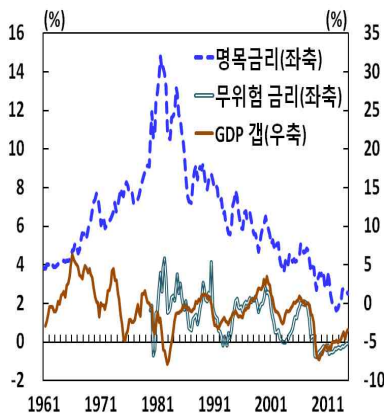
- 주 : 1) 실질금리 = 명목금리 - 기대인플레이션. 금리는 10년물 국채금리를, 기대인플레이션 (10년 전망)은 Blue Chip Financial Forecasts 및 Livingston Survey, Survey of Professional Forecasters를 이용하여 자체 시산
 2) 기간프리미엄은 Adrian·Crump·Moench(2013) 및 Kim-Wright(2005)의 평균을 이용하여 자체 시산
 3) 무위험금리 = 명목금리 - 기대인플레이션 - 기간프리미엄

자료 : FRB, CBO, Wolters Kluwer Law & Business

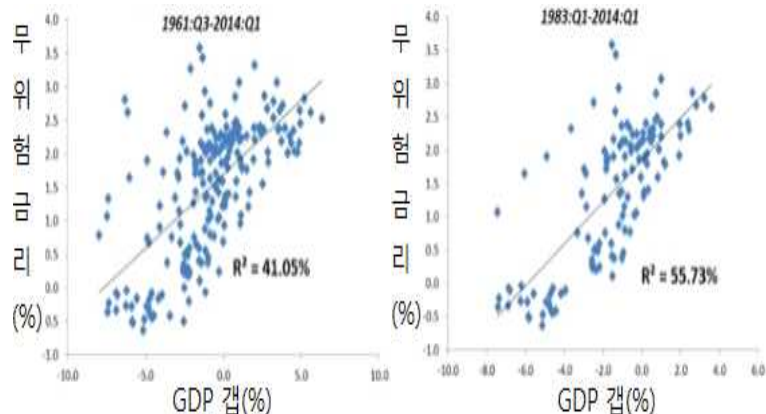
— 또한 실질 무위험금리(10년물)와 경기순환으로 인식되는 GDP갭은 유사한 움직임*을 보이고 있어 글로벌 금융위기 이후 최근까지 5년간의 저금리는 구조적 변화에 따른 장기정체가 아니고 경기순환상의 경기회복이 일시적 요인에 따라 지연되고 있음을 반영하는 것으로 판단하는 것이 타당

* 무위험 금리를 종속변수로, GDP갭을 설명변수로 한 단순회귀식에서 GDP갭은 무위험금리의 움직임을 41%(1961~2014년)내지 56%(1983~2014년)를 설명

무위험금리¹⁾와 GDP갭²⁾



무위험금리¹⁾와 GDP갭의 상관관계³⁾



- 주 : 1) 무위험금리 = 명목금리 - 기대인플레이션 - 기간프리미엄. 10년물 국채금리 기준.
 2) GDP갭 = (실질GDP - 잠재GDP) / 잠재GDP
 3) Beckworth(2014) 참조

자료 : FRB, CBO

2. 혁신의 생산성 제고효과 지속

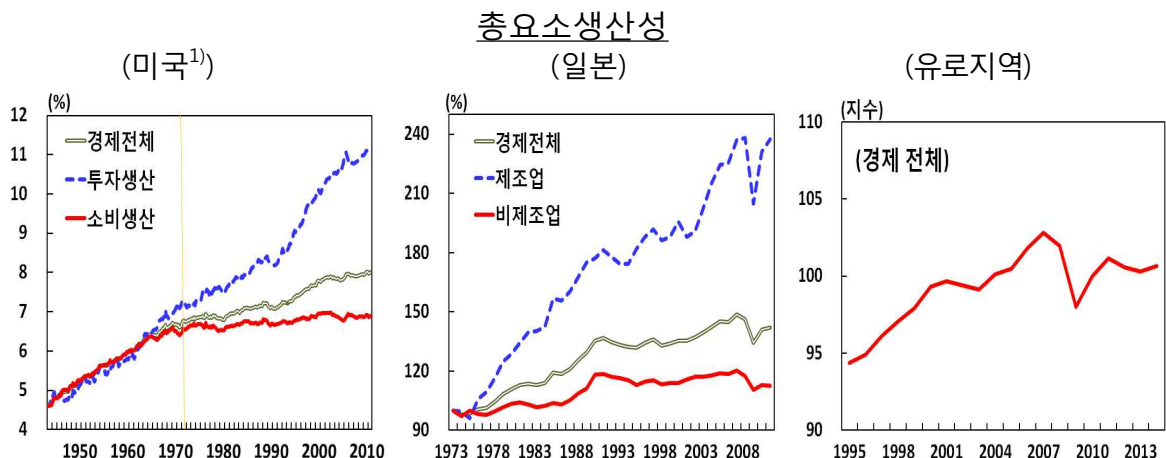
① (경제 및 금융불안이 투자부진을 야기) 혁신이 여전히 성장을 뒷받침하는 중요한 요인으로 혁신 정체(sluggish innovation)가 선진국의 저성장 원인이라는 장기정체가설 지지론자의 주장을 비판하고 투자 부진의 근본 원인은 금융위기 이후 수반된 경제 및 금융 불안에 기인함을 주장

- o Mokyr(2014)는 새로운 과학수단의 개발, 기술접근 및 친성장 제도의 강화 등을 고려하면 혁신에 대한 편더멘탈이 어느 때보다 강한 것으로 평가하였으며, Brynjolfsson·McAfee(2011)은 최근의 성장 부진이 신기술의 채택 시차에 기인한 것으로 장기간 지속될 문제는 아니라고 주장
- o A. Armstrong(NIESR)은 민간 부문의 자산·부채 확대와 금융 부문의 건전성 저하가 현재의 경기회복 지연을 야기하였다고 주장

② (기술진보의 생산성 효과 과소측정) 기술진보(특히 컴퓨터·소재·유전 공학)가 현재의 성장통계에 정확히 반영되지 못하는 문제가 있어 기술진보가 빠르게 이루어지는 디지털 시대에는 그에 따른 간접적인 생산성 증대효과*를 제대로 포착하지 못함(Mokyr 2014)

* 예를 들면, 스마트 폰이 책, 신문, 카메라, 스캐너, 은행 ATM, 녹음기, 라디오, 백과사전, GPS 시스템, 지도 및 사전을 대체하고 이중 많은 것이 무료 앱(free apps)으로서 이용가능한 현실에서 종전과 같은 GDP 추계방법에서는 개별 상품으로서 GDP의 일부로 제대로 계상되지 않는 문제가 있음. 이에 따라 경제활동을 과소 측정하여 생산성 증가율이 실제보다 낮게 평가될 수 있으며, 이러한 문제는 경제의 디지털화가 심화될수록 더욱 악화될 가능성

- o 신규 제품 및 서비스의 다수는 초기 설계비용이 많이 투입되지만 일단 생산이 되면 매우 낮은 비용 또는 무료로 재생산 또는 복사될 수 있는데, 이러한 제품 및 서비스는 측정 상의 제약 등으로 성장 기여도는 미미하게 보이지만 경제내의 실질이익(real gains)은 이를 크게 상회
- o 미국의 예를 들면 총요소생산성(TFP : Total Factor Productivity)이 1973년경부터 정체된 것으로 주장되나 실제 정체된 것은 소비생산의 TFP이고 서비스부문 등에 대한 생산성 측정문제 등을 감안해 보면 이조차도 설명력이 약함



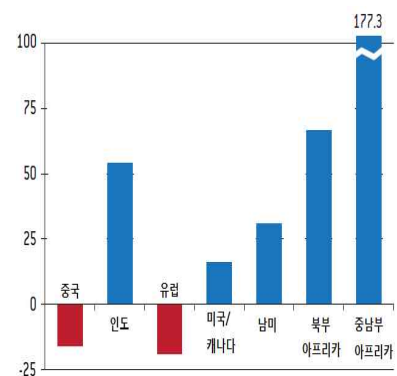
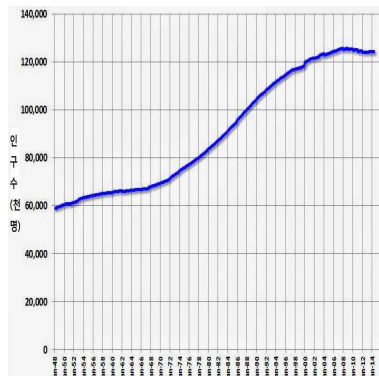
자료 : Fernald, J.(2014), European Commission, JIP Database

3. 인구구조 변화

- 장래의 인구구조 변화가 비관적인 것만은 아니기 때문에 인구구조 변화가 장기정책의 원인이 된다고 단언하기 어려움
- 미국 인구조사국(Census Bureau)은 2013년부터 베이비붐 세대(1946~64년생)의 인구비중이 축소되고 핵심 노동연령층(25~54세)이 앞으로 수년 내에 다시 증가할 것이라고 예측
- 미국 이외의 여타 국가에서도 UN은 생산가능인구가 2050년까지 늘어날 것으로 예측

연령대별 인구계층¹⁾ 순위 전망 핵심노동연령층²⁾의 인구전망 노동가능인구³⁾ 전망

비중 순위	2010	2013	2020	2030
1	45~49	20~24	25~29	35~39
2	50~54	50~54	30~34	40~44
3	15~19	25~29	35~39	20~34
4	20~24	30~34	5세 이하	25~29
5	25~29	45~49	55~59	5~9



주 : 1) 미국 기준, 음영은 베이비붐 세대 2) 미국 기준, 25~54세 3) 20~64세, 2010~50년중 증가율(%)
 자료 : Census Bureau, Brugel

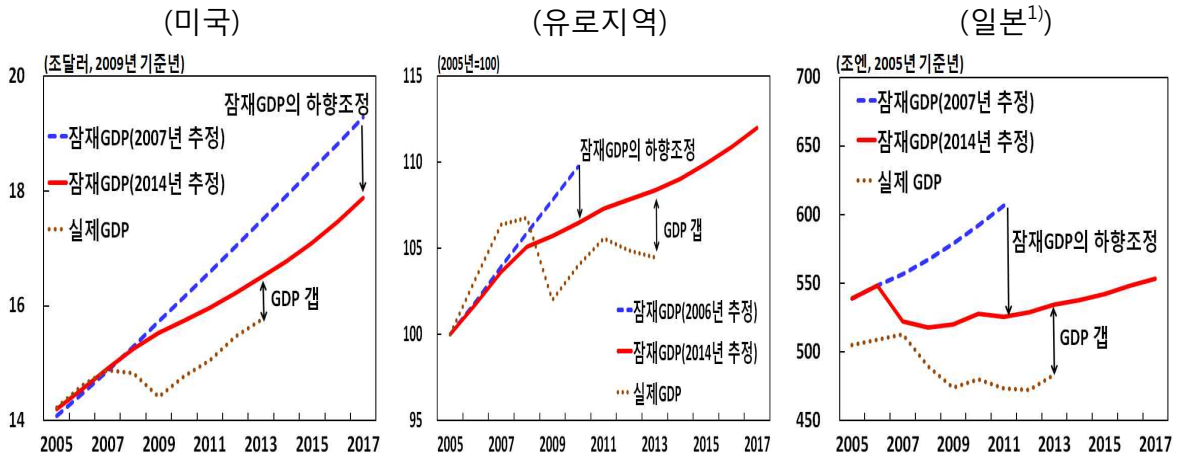
- 인구고령화가 투자수요에 부정적인 영향을 미칠 수 있으나 이는 불확실한 면이 큰 반면 경제 전반의 소비성향은 고령화로 높아질 수 있으므로 고령화의 순효과가 실질금리 상승으로 이어질 가능성도 있음(Goodhart·Erfurth 2014)
- 글로벌화가 진전되면서 저임 노동력의 유입으로 노동비용이 자본비용에 비해 상대적으로 저렴하였으나 장기정책가설이 주장하는 바와 같이 향후 노동공급 증가율이 둔화되면 노동비용에 비해 자본비용이 상대적으로 저렴해질 수 있는 점도 투자촉진 요인으로 작용
- 인구증가율 둔화가 주택투자수요의 감소를 초래할 수 있으나 임대주택보다는 자가주택 선호 경향이 큰 가운데 1인당 소득증가로 주거공간 등 주택의 질적 수준이 높아질 수 있기 때문에 주택투자가 예상보다 크게 감소하지는 않을 것임
- 일반적으로 가구주 연령별 평균 소비성향(소비지출/가처분소득)은 고령층 및 청년층 가구가 높고 중장년층 가구가 낮은 U자 형태를 나타내는 가운데 고령화로 인한 의료서비스 등 사회복지 수요가 높아지는 점을 감안하면 소비에 미치는 영향도 반드시 부정적이지 않은 아님
- 이러한 점을 종합적으로 감안하면, 현재 제로 미만수준인 실질금리는 새로운 경제적 특징(new normal)이 아니며 향후 반등하여 2025년경에는 과거 균형수준인 2.5~3.5%(명목 금리는 4.5~5%)에 도달하게 될 것으로 예상

IV

종합 및 시사점

- 장기정체가설 지지론자들은 장기정체의 원인을 당초 총수요 부진에 있다고 보아 부정론자와는 입장을 달리하였으나 논의가 진전되는 과정에서 총공급 측면에서 성장잠재력 배양이 필요하다는 점에 동의함으로써 부정론자와의 시각 차이는 거의 해소
- 즉 지지론자와 부정론자간에 정도의 차이는 있었으나 생산가능인구 증가율의 둔화, 혁신의 경제적 파급효과 축소, 경제불안의 투자부진 초래 등이 저성장·저물가 상황을 초래한 원인이라는 데 인식을 같이하고 있으며, 인구문제와 부채과다문제가 선진국 경제의 성장에 부정적 영향을 줄 것으로 판단

2007년 이후 잠재GDP 및 실제GDP 추정



주: 1) 회계연도(당년 4월초~익년 3월말) 기준

자료: CBO(미국), EU집행위원회(유로지역), 내각부(일본)

- 그러므로 선진국 경제의 장기정체가설 지지론과 부정론 모두 구조적 요인으로 선진국 경제의 회복세가 빠른 시일내에 강화되기는 어렵다는 데 인식을 공유하고 성장잠재력 배양을 위한 구조개혁의 필요성을 강조
- 장기정체가설 지지론자들은 확장적 통화·재정정책을 지지하고 있으나 구조개혁 없는 경기부양은 거품경제의 재연 우려가 있음을 우려하고 있고, 부정론자들은 시장의 자정 능력과 혁신효과를 신뢰하되 성장잠재력 배양을 위한 정부의 역할을 인정하는 입장
- 성장의 3대 요소는 ① 인구성장, ② 노동효율성 및 ③ 기술혁신인데 인구성장률 둔화 추세를 감안할 때 향후 구조개혁의 초점은 ② 노동효율성 제고와 ③ 기술력 배양에 집중할 필요
 - 기술혁신은 생산성 제고에 직결되는 변수이고 노동효율성은 인구고령화와 청년세대의 노동시장 진입 지연에 따른 노동경험 축적 부족으로 과거에 비해 저하되더라도 인구 성장과는 달리 교육·훈련 등을 통해 어느 정도 보완이 가능한 요소이기 때문임
 - 이러한 점에 비추어 향후 성장잠재력 제고를 위해서는 경쟁 촉진, 규제 완화 등 경제 사회 전반의 구조개혁을 통해 경제사회적 펀더멘털을 개선해 나갈 필요

<참고문헌>

- 최정은. (2014).“OECD국가의 소득불평등 심화 배경과 대응과제”, 한국은행 *해외경제포커스* 2014-40호(2014.9.21.~9.27.).
- Baker, S., N. Bloom, S. Davis. (2013).“Measuring Economic Policy Uncertainty”, Chicago Booth Paper No.13-02.
- Beckworth, D. (2014).“Here’s why Larry Summers is wrong about secular stagnation.”, *the Washington Post*, July 14.
- Blanchard, O. and D. Leigh. (2013).“Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers.”IMF WP/13/1.
- Brynjolfsson, E. and A., McAfee. (2011). *Race Against the Machine : How the Digital Revolution Is Accelerating Innovation, Driving Productivity, and Irreversibly Transforming Employment and the Economy*, Lexington, MA : Digital Frontier Press.
- De Bondt, G., A. Maddaloni, J. Peydró and S. Scopel. (2010). “Empirical Evidence for Credit and Output Growth,” European Central Bank Working Paper Series 11620.
- Frieden, J.. (2014).“The Political Economy of Adjustment and Rebalancing.”mimeo Harvard University, May.
- Goodhart, C. and P. Erfurth. (2014).“Demography and economics: Look past the past”, VoxEU.org, Nov. 4.
- Gordon, R.. (2014).“The turtle’s progress : Secular stagnation meets the headwinds”, *Secular Stagnation : Facts, Causes and Cures* edited by Coen Teulings and Richard Baldwin, CEPR press.
- Hansen, A.. (1939).“Economic Progress and Declining Population Growth”, *American Economic Review*, 29(1), pp.1-15.
- Higgins, B.. (1950).“The Concept of Secular Stagnation”, *the American Economic Review*, Vol. 40, No. 1, pp.160-166.
- Jorgenson, D., M. Ho and Jon D. Samuels. (2014).“What Will Revive U.S. Economic Growth? Lessons from a Prototype Industry-Level Production Account for the United States,”mimeo, Harvard University.
- Kasparov, G. and P.. Thiel. (2012).“Our Dangerous Delusion of Tech Progress,”*Financial Times*, Nov. 8.
- Krugman, P.. (2014).“Four observation on secular stagnation”, *Secular Stagnation : Facts, Causes and Cures* edited by Coen Teulings and Richard Baldwin, CEPR press.
- Kumhof, M. and R. Rancière. (2010).“Inequality, Leverage and Crises”, IMF Working Paper.
- Martin, R. T. Munyan, and B. Wilson. (2014).“Potential Output and Recessions : Are We Fooling Ourselves?”, *IFDP Notes*, Board of Governors fo the Federal Reserve System, Nov. 14.
- Mian, A., A. Sufi, and F. Trebbi. (2012).“Resolving Debt Overhang: Political Constraints in the Aftermath of Financial Crises”, NBER Working Paper No. 17831.
- Mokyr, J.. (2014).“What Today’s Economic Gloomers Are Missing”, *Wall Street Journal*, Aug. 9
- Pagano, P. and M. Sbracia. (2014).“The secular stagnation hypothesis: a review of the debate and some insights”, Occasional papers, the Bank of Italy.
- Rajan, R. and J. Myers. (2010). *Fault Lines : How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*.
- Rawdanowicz, Ł., R. Bouis, K. Inaba, and A. Christensen. (2014).“Secular Stagnation : Evidence and Implications for Economic Policy”, OECD Economics Department Working Papers No.1169.
- Summers, L.. (2014).“U.S. Economic Prospects : Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound”, *Business Economics*, Vol. 49, No.2, pp. 65-73.