



투자 부진 장기화와 잠재성장률

이태열 선임연구위원

- 2020년 하반기 경제 성장의 반등을 위해서는 소비, 수출 등의 회복 뿐 아니라 국가 경제의 잠재 성장 능력에 근본적인 영향을 미치는 투자(총고정자본형성)의 회복 여부에도 주목할 필요가 있을 것임
 - 2020년 2/4분기 경제성장률은 전분기 대비 -3.3%를 기록했으나, 경기 급락의 주원인이었던 코로나 19가 안정적으로 관리되면서 하반기에 성장률이 회복세를 보일 것이란 기대가 제기되고 있음
 - 반면, 총고정자본형성(설비투자, 건설투자, 지식재산생산물투자)의 경우 이미 2018년과 2019년 연속 감소한 데 이어, 2020년 2/4분기에도 감소하여 투자 부진 국면이 장기화되고 있음
- 현재 우리 경제의 상황을 고려할 때 노동 투입 및 총요소생산성 증가율은 향후 잠재성장률의 변화에 영향을 미칠 변수가 되기 어려울 것이며, 따라서 자본스톡 증가율이 유일한 변수가 될 것으로 보임
 - 우리나라 잠재성장률은 지속적으로 하락하여 2016년 이후에는 자본스톡과 총요소생산성을 기반으로 2%대 중반 수준(2019~2020년 2.5%)을 보이고 있음(한국은행 추정)
 - 15세 이상의 인구 증가율이 현저히 낮아지고 있고, 특히 핵심생산가능인구(25~49세)가 2009년 이후 감소세를 지속하고 있어 잠재성장률에 대한 노동투입의 기여 확대는 기대하기 어려움
 - 총요소생산성에 의한 기여도는 2011년 이후 사실상 1% 수준으로 수렴하고 있어, 향후 잠재성장률을 변화시킬 변수가 되기 어려울 것으로 판단됨
- 최근 우리 경제의 투자부진이 장기화되고 있어, 자본스톡 증가율이 지속적으로 하락하고 잠재성장률도 추가적으로 하락할 것이 우려됨
 - 자본스톡 증가율은 2000년대 초 6.0% 수준이었으나 이후 꾸준히 하락하는 추세이며, 2018년 이후에는 총고정자본형성이 감소하면서 더욱 빠르게 하락하는 것으로 추정됨
- 저성장, 저금리로 대표되는 최악의 경영환경에서 벗어나기 위해서 보험산업은 경기 회복과 함께 잠재성장률의 추이에도 주목할 필요가 있을 것임
 - 현실적으로 잠재성장률 개선을 위해서는 자본스톡을 증가시키는 것이 유일한 대안으로 판단되는 만큼 국내 경제의 투자 환경 개선이 가장 핵심적인 정책 대안이 될 것임
 - 저성장, 저금리 지속은 보험회사의 재무건전성 제고와 상품 개발에 장애요인이 되고 있으나, 자본 보안을 위한 그린 뉴딜과 같은 정책은 장기 투자의 기회를 제공할 수 있다는 점에 주목할 필요가 있을 것임

1. 최근 경제 성장 추이



- 2020년 2/4분기 경제성장률은 전분기 대비 -3.3%를 기록했으나, 경기 급락의 주원인이었던 코로나19가 안정적으로 관리되면서 하반기에는 성장률이 회복세를 보일 것이란 기대가 제기되고 있음(〈표 1〉 참조)
- 2020년 2/4분기 우리 경제는 수출(-16.6%), 총고정자본형성(-1.1%)이 마이너스 성장률을 기록하면서 전체 GDP성장률도 전분기 대비 -3.3%를 기록함
- 코로나19가 안정적으로 관리되고 세제 혜택, 재난지원금 등 다양한 경기부양 노력이 집중되면서 최종소비지출이 전분기 대비 1.3% 증가하는 등 불황 국면이 다소 완화된 것으로 나타남

〈표 1〉 경제성장률 추이

(단위: 계절조정 전기 대비 %)

구분	2017년	2018년	2019년	2020년 1/4분기	2020년 2/4분기
GDP	3.2	2.9	2.0	-1.3	-3.3
최종소비지출	3.1	3.7	2.9	-4.4	1.3
총고정자본형성	9.8	-2.2	-2.8	0.5	-1.1
수출	2.5	4.0	1.7	-1.4	-16.6
수입	8.9	1.7	-0.6	-3.6	-7.4

자료: 한국은행

- 2020년 하반기 경제 성장의 반등을 위해서는 소비, 수출 등의 회복이 필요하겠지만, 국가 경제의 잠재 성장 능력에 근본적인 영향을 미치는 투자(총고정자본형성)의 회복 여부에도 주목할 필요가 있을 것임(〈표 1〉 참조)
- 총고정자본형성(설비투자, 건설투자, 지식재산생산물투자)의 경우 이미 2018년과 2019년 연속 감소한 데 이어, 2020년 2/4분기에도 감소하여 투자 부진 국면이 장기화되고 있음
- 투자는 소비와 더불어 내수를 구성하는 중요 항목이지만, 동시에 국가 경제의 잠재적인 성장 능력 즉 잠재성장률을 결정하는 생산요소라는 측면에서 투자 회복 여부에도 보다 관심을 가질 필요가 있을 것임
- 본고는 투자 부진 문제를 잠재성장률을 결정하는 '자본스톡의 축적'이라는 관점에서 논의하고자 함
- 본고는 잠재성장률과 생산요소별 기여도 등은 한국은행의 추정치를 인용하였으나, 자본스톡에 대해서는 보다 구체적인 논의를 위해 별도의 추정치를 산출하여 논의하였음

2. 잠재성장률 추이



■ 경제성장률은 기본적으로 잠재성장률의 수준과 순환적으로 움직이는 경기 상황에 의해 결정됨

- 잠재성장률은 노동과 자본 등 생산요소가 완전고용상태에 있을 때의 GDP성장률이며, 따라서 노동 투입, 자본스톡, 총요소생산성 등의 증가율에 의해서 추정될 수 있음
 - 노동투입은 일반적으로 15세 이상 인구, (자연)고용률,¹⁾ 노동시간, 노동의 질(연령, 학력 등)에 의해서 결정됨²⁾
 - 자본스톡은 일정한 감가상각률을 적용한 투자(총고정자본형성)의 누적치라고 할 수 있음
 - 총요소생산성은 노동투입과 자본스톡 등 생산요소에 의해 설명되지 않는 잠재GDP라고 볼 수 있음
- 따라서, 경제성장률은 경기 상황의 변화에 따라 잠재성장률을 중심으로 등락하는 형태로 나타나기 때문에 경제성장률 제고를 위해서는 경기 회복뿐 아니라 잠재성장률을 개선하는 노력도 필요함

■ 한국은행이 추정한 우리나라 잠재성장률은 지속적으로 하락하여 2016년 이후에는 자본스톡과 총요소생산성을 기반으로 2%대 중반 수준을 보이고 있음(〈표 2〉 참조)

- 잠재성장률은 2001~2005년에 5.1%에서 2019~2020년에는 절반 수준인 2.5%로 낮아진 것으로 추정되고 있음
 - 특히, 이 중 노동투입의 기여는 같은 기간 0.8%p에서 0.3%p로 하락하여 매우 미미한 수준을 기록함
 - 자본스톡(1.2%p)과 총요소생산성(0.9%p)이 2.0%p 이상 기여하고 있어 잠재성장률(2.5%)의 대부분을 설명하고 있음

〈표 2〉 잠재성장률과 요인별 기여도

(단위: 성장률 %, %p)

구분	2001~2005년	2006~2010년	2011~2015년	2016~2020년	2019~2020년 ^{주)}
잠재성장률	5.1	4.1	3.2	2.7	2.5
노동	0.8	0.5	0.7	0.4	0.3
자본	2.1	1.7	1.6	1.4	1.2
총요소생산성	2.2	1.9	1.0	0.9	0.9

주: 2019~2020년의 2개년도를 대상으로 잠재성장률을 추정한 것임

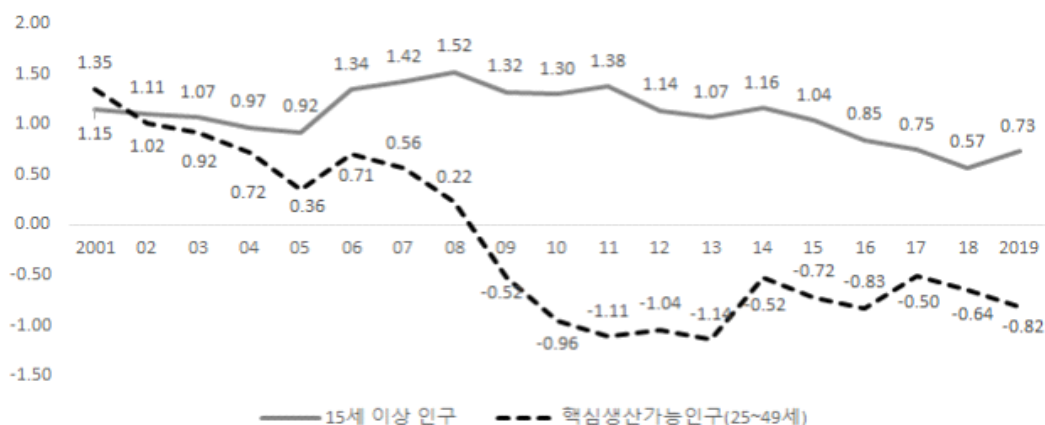
자료: 한국은행(2019. 8), “우리나라 잠재성장률 추정”

1) 본고에서 언급하고 있는 (자연)고용률은 자연실업률을 가정한 고용률을 의미함
 2) 노동투입은 연구에 따라 노동의 질이나 노동시간을 배제하고 산출하는 경우도 있음

■ 현재 우리 경제의 상황을 고려할 때 노동 투입 및 총요소생산성 증가율은 향후 잠재성장률의 변화에 영향을 미칠 변수가 되기 어려울 것이며, 따라서 자본스톡 증가율이 유일한 변수가 될 것으로 보임

- 노동 투입은 기본적으로 15세 이상의 인구 증가율이 현저히 낮아지고 있어 잠재성장률에의 기여를 확대하기가 어려움(그림 1) 참조)
 - 특히, 고령화에 따라 핵심생산가능인구가 2009년 이후 감소세를 지속하고 있어, 학력의 상승 등에도 불구하고 노동의 질을 개선하는데도 한계가 있을 수밖에 없음
 - 또한, 노동 투입을 결정하는 많은 요인들은 인구 구조와 같이 이미 결정되어 있는 경우가 많아 향후 이를 정책적으로 변화시키는 데도 한계가 있을 것임
- 총요소생산성에 의한 기여도는 2011년 이후 사실상 1.0% 전후 수준으로 수렴하고 있어, 향후 잠재성장률의 변화에 변수가 되기는 어려울 것으로 판단됨³⁾(〈표 2〉 참조)

〈그림 1〉 15세 이상 인구 및 핵심생산가능인구의 증가율 추이



자료: 통계청

3. 투자 부진과 자본스톡

■ 잠재성장률을 결정하는 생산요소인 자본스톡은 전술한 바와 같이 누적된 투자와 일정한 감가상각을 가정하여 산출할 수 있음

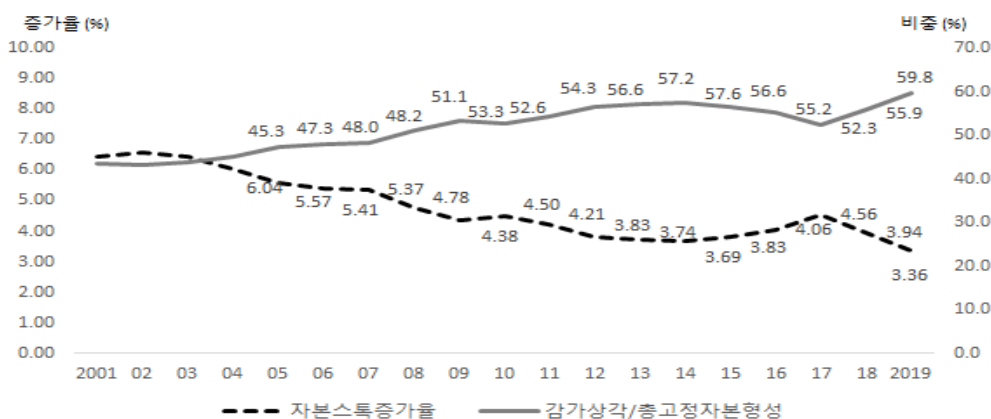
3) 총요소생산성의 경우 계량적으로는 추정이 가능하지만, 성격상 정책적 수단에 의해 인위적으로 변화시키기는 어려운 변수라 할 수 있음

- 본고는 1953년 이후의 매년도 총고정자본(2015년 기준 불변가격 기준)에 연 5.0%의 감가상각률을 적용하여 누적한 값으로 자본스톡의 규모를 산출함
 - 서울대학교 산학협력단(2018)⁴⁾은 우리나라 전산업 감가상각률이 약 5% 내외의 수준을 보이고 있는 것으로 추정함

■ 최근 우리 경제의 투자부진이 장기화되고 있어, 자본스톡 증가율이 지속적으로 하락하고 잠재성장률도 추가적으로 하락할 것이 우려됨(그림 2) 참조)

- 자본스톡의 증가율은 2000년대 초 6.0% 수준이었으나, 이후 꾸준히 하락하다가 2015년 이후 다소 회복하는 추세를 보였으나 2018년 이후 다시 빠르게 하락하는 추세를 보이고 있음⁵⁾
- 총고정자본형성 중 기존 자본스톡의 감가상각을 충당해야 하는 비중은 꾸준히 상승하고 있으며, 특히 총고정자본형성이 연속으로 감소한 2018년과 2019년에는 큰 폭으로 상승함⁶⁾
 - 2018년 이후의 나타난 (감가상각/총고정자본형성)의 빠른 상승은 2018년과 2019년에 연속적으로 나타난 총고정자본형성의 감소에 영향을 받은 것으로 판단됨
- 결국, 투자부진이 장기화되면 새로운 투자가 자본스톡의 증가시키기보다는 감가상각을 충당할 부담이 커지면서 잠재성장률이 추가적으로 하락할 가능성이 높아질 것임
 - 2020년 총고정자본형성 증가율을 0%로 가정할 경우, 2020년 감가상각/총고정자본형성은 61.8%로 상승하며 자본스톡 증가율은 3.09%로 하락할 것으로 추정됨

〈그림 2〉 자본스톡 증가율 및 감가상각/총고정자본형성



4) 서울대학교 산학협력단(2018. 11), 『경제활동별 고정자산소모 추정방법론 기초연구』, 최종결과보고서

5) 한국은행은 자본서비스 물량지수를 이용하여 본고의 자본스톡보다 정교하게 산출하였으나, 기본적으로 동일한 개념이며 자본스톡의 증가율 추이도 상호 매우 유사하게 나타났음

6) 총고정자본형성에서 감가상각의 비중이 높다는 것은 그만큼 자본스톡 증가에 활용할 자원이 부족함을 의미하기 때문에, 자본스톡 증가율과 감가상각/총고정자본형성은 상호 반대 방향으로 움직이는 추이를 보이고 있음

4. 시사점



- 우리 경제의 추가적인 잠재성장을 저하를 막기 위해서는 장기간 이어지고 있는 투자 부진 현상을 반전시킬 수 있는 국내 경제의 투자 환경 개선이 매우 중요할 것임
 - 현실적으로 잠재성장률 개선을 위해서는 자본스톡을 증가시키는 것이 유일한 대안으로 판단되는 만큼 국내 경제의 투자 환경 개선이 가장 핵심적인 정책 대안이 될 것임
 - 가장 양질의 투자라고 할 수 있는 민간의 자발적인 투자를 장려하기 위해서는 규제완화와 신규 투자에 대한 인센티브 제공 등으로, 현재의 극심한 불확실성 속에서도 기업이 스스로 미래를 준비할 수 있도록 지원할 필요가 있음
 - 반면, 물량적인 투자 규모를 위한 정부 주도의 인위적인 투자 확대는 과거 일본의 경우처럼 성장잠재력의 개선보다는 재정건전성의 악화를 초래할 수도 있을 것임
- 저성장, 저금리로 대표되는 최악의 경영환경에서 벗어나기 위해서 보험산업은 경기 회복과 함께 잠재성장률의 추이에도 주목할 필요가 있을 것임
 - 잠재성장률이 지속적으로 낮아질 경우, 경기 회복 여부와 관계없이 고질적인 저성장과 이에 따른 저금리 상황이 지속될 가능성이 있음
 - 최근의 저성장, 저금리 지속은 보험회사가 재무건전성을 제고하고 경쟁력 있는 상품을 개발하는데 심각한 장애요인이 되고 있음
 - 반면, 그린 뉴딜과 같이 자본 보완을 위한 정책은 보험산업에 장기 투자의 기회를 제공할 수 있다는 측면에서 관련 추이에 주목할 필요가 있을 것임
 - 따라서 장기적으로 보험산업 경영 여건의 정상화 여부는 국내 투자 여건의 개선과 이에 따른 기업들의 투자 활성화 여부에 큰 영향을 받을 것으로 보임 **kiri**