미국의 임금 불평등 완화와 금리 전망*

하 준 경 한양대학교 경제학부 교수

연준의 정책 전환에 대한 기대가 커지면서 금리 향방에 관심이 집중된다. 과거 40년간 미국 금리의 추세적 하락이 소득 불평등 심화로 인한 '부자의 과잉저축'에 크게 기인한다는 연구에 비추어 볼 때, 최근 미국의 임금 불평등 완화는 향후 초저금리를 기대하기 어려운 환경이 조성되었을 가능성을 시사한다. 코로나 이후 미국의 적극적 재정정책에 기반한 노동자들의 '대 재편'(Great Reshuffle)이 금리는 물론 거시경제의 재균형을 촉진하고 있는 만큼, 국내에서도 불균형 해소를 위해 한층 주도면밀한 접근이 필요해 보인다.

지난 연말 미 연준의장이 금리정책 방향 전환을 언급한 이후 미국 금리가 언제부터 얼마나 내려갈 것인지를 두고 예상이 분분하다. 금리인하 기대가 고조되다가도 미국경제가 시장의 기대보다 덜 식었다는 데이터가 나오면 금리와 주가가 출렁이고 예상도 수정된다. 돌이켜 보면, 이미 2022년 말부터 미국 금리인하에 대한 예상은 시장 참가자들의 희망과 현실 데이터 사이를 왔다 갔다 해왔다고 해도 과언이 아니다. 이 과정이 되풀이되면서 이제 많은 시장 참가자들이 앞으로 상당 기간 코로나 이전의 초저금리로 돌아가기 어려울지도 모른다는 생각을 하게 됐다. 이런 변화의 이면에는 인플레이션과 실질금리에 영향을 주는 여러 구조적 요인들이 작용하고 있다. 그중에서도 코로나19 이후 미국의 소득 불평등 완화 움직임이 금리에 미치는 영향은 특히 깊이 들여다볼 필요가 있다.

40년간 지속된 불평등 심화와 금리의 추세적 하락

지난 40년간 소득 불평등으로 인한 과잉저축이 금리의 추세적 하락을 야기

아티프 미안 프린스턴대 교수 등의 연구에 따르면 미국의 실질금리 추이에 가장 큰 영향을 준 변수는 소득 불평등이다.[1] 1980년대 이후 미국의 '자연이자율' 또는 장기균형 금리 r*는 추세적으로 하락하는 모습을 보였는데, 이는 소득 불평등의 심화에 따른 저축-투자 불균형에 크게 기인했다고 한다. 즉, 부유층의 저축률은 높고 저소득층의 저축률은 낮은 상황에서

* 본고의 내용은 집필자 개인의견으로 하나금융경영연구소의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

[1] Atif R. Mian, Ludwig Straub, and Amir Sufi, "What Explains the Decline in r*? Rising Income Inequality Versus Demographic Shifts". University of Chicago, Becker Friedman Institute for Economics Working Paper No. 2021-104, September 22, 2021

소득이 부유층에 편중되는 현상이 심화되자 경제 전체의 저축자금이 증가한 반면, 이에 상응하는 투자 수요는 발생하지 않아 저축-투자 불균형이 심화되고 장기균형 금리가 하락하게 됐다는 것이다.

미안 교수는 이와 같은 '부자의 과잉저축'(saving glut of the rich)이 자연이자율의 하락과 함께 가계부채의 증가, 자산가격의 거품, 구조적 장기침체 우려 등 여러 문제를 낳았다고 지적한다. 이러한 관점에서 보면, 미국의 소득 불평등 추이는 금리의 장기 추세를 전망하는 데 중요한 역할을 할 수밖에 없다. 물론 소득 불평등도는 단기적으로 크게 변화하지 않는 변수로 간주되므로 단기적 금리 전망에서는 간과될 수도 있다. 그러나 금리가 중장기적으로 코로나 이전과 같은 초저금리로 회귀할 것인지의 여부를 예측할 때에는 코로나19를 전후한 지난 몇 년간 미국의 소득 불평등도에 어떤 구조적 변화가 있었는지를 살펴보지 않을 수 없다.

타이트한 노동시장, 임금 불평등 완화와 실질금리 상승

최근 임금 불평등 완화는 저축-투자 불균형의 축소 및 실질금리 상승 압력을 가져올 수도

미국 소득 불평등도의 구조적 변화를 판단하기 위한 데이터는 아직 불충분하다. 그러나 최근 미국의 임금 불평등도 완화는 주목할 만하다. 아린드라지트 듀브 미 매사추세츠 앰허스트대 교수에 따르면 2019년 12월과 2023년 12월 사이에 저소득층의 실질임금이 중산층보다 빠르게 올랐고, 상위 20% 고소득층의 실질임금은 오히려 소폭 하락했다. 이는 실질임금의 계층 간 격차가 줄어들면서 불평등이 완화되었을 가능성을 보여준다.[2]

임금 불평등의 완화는, 미안 교수의 논리에 따르면 경기 활성화와 함께 저축-투자 불균형의 축소, 그리고 이에 따른 실질금리의 상승 압력을 야기한다. 그렇다면 저소득층과 중산층의 실질임금 상승은 어떻게 설명할 수 있을까. 듀브 교수는 무엇보다 미국의 '타이트'한 노동시장이 그 원인이며, 코로나 이후 발생한 '대 재편'(Great Reshuffle)에 주목해야 한다고 주장한다. 코로나19 시기에 노동자들이 대규모로 노동시장을 떠나는 '대 퇴사'(Great Resignation)가 있었는데 이것이 '대 재편'으로 이어졌다는 것이다.

즉, 노동시장을 떠났던 노동자들이 더 나은 일자리로 이동하는 움직임이 발생하고 있는 것이다. 이는 노동자와 일자리 사이의 더 나은 결합을 통해

|2| David Autor, Arindrajit Dube, and Annie McGrew, "The Unexpected Compression: Competition at Work in the Low Wage Labor Market", NBER Working Paper No. 31010, March 2023

생산성과 임금을 높이는 변화를 가져온다. 그리고 이러한 변화의 근저에는 미국 바이든 정부의 적극적 재정정책이 있었음을 간과할 수 없다. 즉, 코로나 시기에 있었던 정부의 과감한 재정지원이 노동자들로 하여금 새로운 대안을 모색할 시간을 갖게 했고, 또 다른 한 편으로는 제조업 육성과 혁신 투자를 기반으로 일자리를 창출해 더 많은 기회를 제공한 것이다.

불평등 추세가 바뀌면 장기균형 금리도 바뀔 것

그러면 미국의 타이트한 노동시장은 코로나 이후의 일시적 현상일까 아니면 구조적 변화일까. 만약 미국 옐런 재무장관이 추진해온 확장 재정 중심의 '고압경제'(high pressure economy)가 타이트한 노동시장을 통한 분배 개선과 일자리 증가의 선순환 구조를 만들며 경제를 연착륙시킨다면, 미국의 불평등도 추세가 지난 40년과는 달라지면서 '부자의 과잉저축'에 기댄 초저금리도 상당 기간 기대하기 어렵게 될 것이다.

미국 불평등 추세가 달라지면 '부자의 과잉저축'에 기댄 초저금리도 기대하기 어려울 것

미국에서 분배와 성장의 선순환 구조가 정착되고 있는지를 판단하기는 아직 이르다. 현재로서는, '고압경제'의 성공은 불평등 완화를 위한 재정정책의 역할이 지속될 수 있느냐에 많은 부분 달려 있다. 재정확대와 함께 재정의 지속가능성이 확보되느냐도 중요하다. 현재 미국의 국가채무비율은 국내총생산 대비 120% 수준으로서 막대한 재정적자에도 불구하고 코로나 시기에 비해서는 다소 안정된 상황이다. 미국이 성장하면서 세수 확보 노력을 계속한다면 재정의 지속가능성은 개선될 수 있을 것이다. 물론 그 불확실성은 크지만 아직은 '너무 좋은 경제'라는 말이 어색하지 않게 들린다.

한국에 대한 시사점은 무엇인가. 우선 금리인하 폭에 과도하게 베팅하는 것은 리스크가 크다. 미국 금리는 앞으로 1%p 내려가더라도 여전히 한국보다 높은 4.5%다. 큰 충격 없이는 예전처럼 제로 근처로 내려가기 어렵다. 그동안 초저금리에 편승해 온 경제적, 금융적 불균형은 더 이상 지탱되기 어렵고, 주도면밀한 위험관리가 요구된다. 또한 거시경제정책 측면에서 우리가 미국 수준의 '고압경제'를 추구할 수 있는지에 대해서는 논란이 있을 수 있겠으나, 적어도 불평등 완화를 위한 적극적 정책은 더 강화해야 한다. 정책금융을 쓰더라도 그것이 부동산 가격을 자극해 자산 불평등을 키우게 하기보다는 창업과 혁신, 일자리, 소득에 도움이 되게 해야 한다. 미국 바이든 대통령이 취임 당시 강조했던 '이제 부(wealth)가 아니라 힘든 노동(hard work)을 보상할 때'라는 언급은 한국에서도 유효하다.