

최근 경기바닥론에 대한 평가 및 시사점*

申 龍 相 (研究委員, 3705-6329)

최근 국내외 경기지표들을 통해 판단하건대, 국내경제의 추가적인 경기급락 가능성은 낮아진 반면에 경기바닥 상황이 당분간 지속되는 긴 U자형 경기침체가 진행될 가능성은 높아진 것으로 보인다. 여러 경기지표 개선에도 불구하고 대외의존도가 높은 우리경제의 특성상 세계경제의 침체가 장기화될 가능성이 높은 상황에서 우리경제만 홀로 회복세를 시현할 수는 없기 때문이다. 따라서 경제주체들 모두 선부른 경기회복론에 동승하기보다는 현재 수준의 경기침체가 당분간 지속된다는 전제하에 대응할 필요가 있을 것으로 보인다. 먼저 정책당국은 일부 살아나고 있는 경제심리가 재차 급랭하지 않도록 계획된 추경의 효과를 조기에 가시화시키려는 노력과 함께 상시 구조조정시스템의 가동을 통해 금융시장의 불확실성을 지속적으로 제거해 나가는 노력이 긴요할 것으로 판단된다.

최근 개선된 경제지표가 연이어 발표되면서 일부에서 국내경제에 대한 바닥론이 제기되고 있다. 주가 상승, 환율 하락, 유동성 완화 조짐 등 금융시장이 안정되고 있는 데다 대표적인 생산지표인 산업생산의 감소세가 둔화되는 등 몇몇 실물경제지표 급락세도 다소 둔화되는 모습을 보이고 있기 때문이다. 더욱이 이번 글로벌 금융위기와 경기침체의 진원지인 미국의 주택시장도 일부 개선 조짐을 보이면서 경기바닥론에 일조하고 있는 분위기다.

*본고의 내용은 집필자의 개인의견으로서 한국금융연구원의 공식견해와는 무관함을 밝혀둡니다.



그러나 여전히 경기수준 자체가 최저 수준에 머물러 있고 지표의 개선도 주로 전 기 또는 전월의 큰 폭 악화에 따른 기저효과에 기인한다는 이유로 최근의 경기 및 금융시장 흐름을 일시적인 것으로 보는 시각도 여전히 강하다. 동 시각에 따르면 국내 경기의 실질적인 회복까지는 좀 더 충분한 시간이 필요하며, 회복세를 보이고 있는 주가, 환율 등 금융지표들도 해외여건 변화에 따라 언제라도 변동성 확대가 가능하다고 보고 있다.

따라서 최근 나타나고 있는 일부 실물·금융지표들의 개선을 경기바닥 탈출 내지는 완만하나마 경기회복의 신호로 보아야 하는지, 아니면 경기하강의 큰 흐름 중간에 나타난 일시적 반등인지에 대한 판단은 민간의 투자전략 및 정책당국의 정책방향 설정에 있어 매우 중요한 이슈가 되고 있다. 본고는 이와 같은 관점에서 최근 제기되고 있는 경기바닥론에 대한 평가와 함께 시사점을 제시하고자 한다.

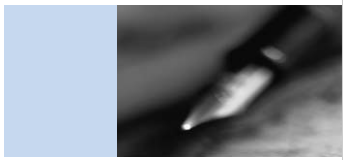
최근 국내 금융지표 흐름에 대한 평가

국내경제의 개선 흐름은 금융시장에서 먼저 나타났다. 무엇보다 주가의 개선조짐이 뚜렷하다. 주가가 경기에 선행하는 성격이 강하고, 실제로 향후 국내경제의 흐름을 예고하는 경기선행종합지수 구성지표 중의 하나라는 점에서 금년 2월 이후 나타난 강한 주가 상승흐름(rally)은 분명히 실물경제 회복의 좋은 조짐임은 분명하다.

외환시장도 빠르게 안정되는 모습이다. 3월 무역수지가 월별 단위로는 사상 최고 수준인 46억 달러 흑자를 기록한 데다, 외화차입여건도 크게 호전된 데 따른 결과이다. 외화채권의 CDS 프리미엄이 300bp를 하회하는 등 한달전 465bp까지 상승했던 것에 비하면 한국물 채권의 신용도도 많이 개선되었을 뿐만 아니라 국내 금융회사 및 기업들의 만기 대외부채 차환율도 지난해 10월 54.5%에서 금년 3월에는 106.3%까지 상승하였다. 그 만큼 국내 외화유동성 경색 상황이 개선된 것을 의미하며, 이에 따라 원/달러 환율도 1,300원 수준까지 빠르게 하락하기도 하였다.

한편 채권시장에서도 국고채와 우량회사채(AA등급 기준) 간의 신용스프레드가 지속적으로 축소되고 있어 기업부문으로의 자금공급이 위축되면서 발생했던 원화

최근 정부의 적극적인 금융완화 노력에 힘입어 주가, 환율, 금리 등 금융시장 변수들이 빠르게 안정되고 있는 모습을 시현하고 있다.



신용경색도 상당히 완화되고 있는 것으로 평가된다. 우량회사채 뿐만 아니라 지난 2월초 8.82%까지 상승했던 비우량회사채(BBB-등급 기준) 신용스프레드도 최근 7.9%대까지 하락하면서 경기회복에 대한 기대감과 더불어 안전자산 선호 경향이 일부 완화되고 있음을 보여주고 있다. 그러나 스프레드의 절대수준은 여전히 높은 상태여서 아직까지는 시중자금 흐름이 주로 우량 대기업 부문에 머물고 비우량 회사채 부문으로까지 확산되고 있다고 보기는 어려운 상황이다.

문제는 이상의 금융지표들의 개선흐름이 향후에도 지속 가능한가이다. 결론부터 이야기한다면 최근 금융지표의 개선은 실물경제의 실질적 반등이 뒷받침되지 않고 있다는 점에서 구조적인 상승흐름을 탄 것으로 보기에 시가상조로 판단된다. 실물경제와 해외 금융시장 충격 재발 여부에 따라 경제주체의 심리지표와 그에 따른 금융지표들이 재차 위축될 가능성이 높기 때문이다. 비록 최근의 주가 상승 및 신용경색 완화 조짐 등이 경제주체의 심리와 경기에 일부 긍정적 영향을 줄 수는 있으나 금융지표 개선이 경기에, 경기가 다시 금융지표에 긍정적 영향을 주는 선순환적 상황이 나타나기에는 구조적으로 쉽지 않은 상황으로 보인다.

무엇보다도 최근 개선 조짐에도 불구하고 작년 연말 및 금년 연초의 실물경제 침체폭이 워낙 커서 경제수준 자체가 정상궤도에서 크게 하향 이탈되어 있다는 점과 최근 생산 위축 완화조짐 자체도 수출 회복을 수반하고 있지 못하고 있다는 점은 아직 우리경제의 본격적인 회복까지는 갈 길이 멀다는 것을 의미하는 것으로 보아야 할 것 같다.

최근 금융지표의 개선흐름에도 불구하고 실물경제의 실질적 반등이 뒷받침되지 않고 있다는 측면에서 구조적인 상승흐름을 탄 것으로 보기에 시가상조인 것으로 판단된다.

작년 연말 및 금년 연초의 실물경제 침체폭이 워낙 커서 경제수준 자체가 정상궤도에서 크게 하향 이탈했다는 점과 수출부진이 여전히 지속되고 있다는 점을 고려한다면 본격적인 경기회복까지는 아직 갈 길이 멀어 보인다.

최근 실물경제지표는 국내경제의 바닥 탈출 신호인가

최근 경기바닥론은 산업생산, 가동률, 재고 등 생산관련 지표의 개선에 주로 기초한다. 2월중 제조업 생산이 전년동월대비로는 감소세를 지속(-10.6%)하고 있으나 사상 최대의 감소폭(-27.0%)을 기록했던 전월에 비해서는 개선된 데다, 전월대비로는 7.7% 증가하며 2개월 연속 상승했기 때문이다. 더불어 서비스생산도 2월중 0.1%로 미미하지만 플러스 증가율을 기록하며 3개월 연속 감소세에서 벗어났다. 한



편 그 동안 빠른 하락세를 보여 왔던 제조업 재고조정도 거의 마무리 과정을 밟고 있는 모습이다. 소비재판매도 2월중 감소폭이 전년동월대비로는 -6.2%로 1월중의 -3.3%에 비해서는 확대되었으나 전월대비로는 5.0% 증가하면서 5개월 연속 감소세에서 탈피한 상태이다.

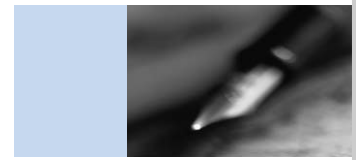
이와 같은 생산 및 소비 지표들의 개선 조짐은 분명히 우리경제가 최악의 국면을 벗어나고 있음을 보여주는 반가운 신호라고 할 수 있다. 그럼에도 불구하고 본격적인 회복세로의 전환은 설비투자, 수출, 고용 부문의 부진을 고려하건대 당분간 쉽지 않을 것으로 보인다. 설비투자는 이미 수개월째 -20% 이상의 감소율을 보여주고 있으며, 일자리 수는 작년에 비해 이미 14만개 이상 감소한 상태이다. 금년 2월중 실업률이 3.5%로 전월 3.3%에 비해 소폭 상승하는 데 그쳤으나 구직단념자 및 취업준비자 등을 감안한 유사실업률은 이미 작년 11월 6.1%에서 금년 2월에는 7.5%까지 빠르게 상승하고 있다.

최근 무역수지는 큰 폭의 흑자 전환에도 불구하고 -20%를 상회하는 수출 감소와 이를 상회하는 수입 감소(-36.0%)에 기인한 “불황형 흑자”라는 점에서 한계가 분명하다.

한편 2월 경상수지와 3월 무역수지가 큰 폭의 흑자로 전환된 것은 그 자체로 우리 경제에 대한 긍정적인 신호로 볼 수 있다. 그러나 수지 개선이 세계경제 회복에 따른 수출수요 확대 때문이 아니라 수출 감소(3월중 -21.2%)를 상회하는 수입 감소(-36.0%)에 기인한 “불황형 흑자”라는 점에서 이 또한 한계가 분명하다.

세계경제 및 수출 회복 없이 내수부양만의 경기회복은 불가능

우리 경제는 수출의 회복 없이는 본격적인 회복이 어려운 구조다. 왜냐하면 대외 의존도가 높은 소규모 개방경제라는 한계가 분명한 상황에서 세계경제의 회복은 국내경제 회복의 전제조건이기 때문이다. 실제로 국내경제의 성장은 수출이 주도하여 왔다고 해도 과언이 아니다. 신용카드 부실사태가 발생한 2003년 이후 작년 3/4분기까지만 보더라도 내수부문의 성장률이 경제성장률을 상회한 적이 한 번도 없다. 작년 4/4분기 -3.4%의 마이너스 성장도 결국 -11.6%에 달하는 재화수출 증가율 급락에 따른 결과라고 보아야 할 것이다. 수출 경기의 부침에 따라 국내경제의 흐름이 결정되었다는 것을 의미한다.



결국 이번 경기지표 개선에도 불구하고 실질적인 경기회복이 의심받는 이유도 여기 있다. 지표상 추가적인 경기급락 가능성은 높지 않지만 세계경제 침체와 수출 부진을 고려한다면 국내경기가 바닥일지는 몰라도 침체 상황은 당분간 지속된다고 보아야 할 것이다.

한편 최근 경기부양 차원에서 총 28.9조원의 일자리 추경(안)이 추진되고 있지만 금년중 부양효과는 제한적일 가능성이 높다. 산업연관표 자료를 이용하여 추정된 금번 추경의(세출 증액분 17.7조원) 장기적인 부가가치 유발효과는 약 14.4조원 정도로 이는 국내 경제성장률을 약 1.4%p 정도 증대시킬 것으로 보인다. 그러나 동 추경의 효과는 시차효과로 인해 금년중 나타날 경기부양효과는 3조~4조원(경제성장률 증가폭 0.35%p 내외) 정도로 제한될 것으로 보이며, 본격적인 효과는 내년 이후에나 가시화될 것으로 예상된다.

최근 경기부양 차원의 일자리 추경(안)이 추진되고 있지만 정책시차를 고려한다면 연내 경기부양 효과는 제한적일 가능성이 높다.

세계경제 회복은 좀 더 인내력이 필요할 듯

세계경제 호전과 이로 인한 수출 회복이 국내 경기회복의 기본 전제라고 한다면, 세계경제의 회복은 언제나 가능할 것인가. 결론부터 이야기하면 세계경제의 의미있는 회복까지는 좀 더 시간이 필요할 것으로 예상된다. 이러한 판단의 근거는 무엇보다도 미국의 경기침체가 장기화될 가능성이 높다는 데에 있다. 최근 글로벌 금융위기와 경기침체의 진원지인 미국의 일부 주택시장에서 신규주택 착공실적, 주택판매 등 일부 관련지표가 개선조짐을 보이고 있기는 하지만, 20대 도시 주택가격지수(S&P/Case-Shiller Index)가 여전히 급락세(1월중 사상 최대폭인 19.0% 하락)를 보이고 있어 본격적인 주택가격 회복은 아직 갈 길이 많이 남아있는 듯하다. 뿐만 아니라 최근에는 사무실과 같은 상업용 부동산 시장의 침체가 이제 막 시작되고 있어 신용위기가 주택모기지(RMBS)에서 상업용모기지(CMBS)까지 옮겨 붙을 태세다.

주택 및 상업용 부동산 경기, 신용카드 연체율, 실업률, 금융부실 등을 고려해 보건대 미국의 경기가 빠른 시간 안에 회복될 가능성은 높지 않으며, 본격적인 회복까지는 더 많은 시간이 필요할 것으로 예상된다.

더욱이 3월중 미국내 일자리가 66.3만개 감소하면서 실업률이 8.5%까지 상승하는 등 25년만에 최악의 고용상황에 직면하여 있으며, 미국 가계의 신용카드 연체율(30일 이상)도 지난해 6월 4.0%에서 금년 2월 5.8%까지 급등하는 등 경기침체의 후폭



풍이 오히려 강화되고 있는 실정이다.

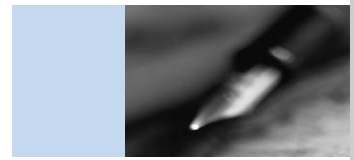
한편 미국의 유력 일간지 New York Times는 지난 4월 7일 1981~82년 제2차 오일쇼크 당시 경기침체로 감소한 생산규모를 다시 회복하는 데에 7년 정도가 걸린 예를 인용하며 이번 미국의 경기침체가 당장 끝난다고 하더라도 4조 달러 정도로 예상되는 생산감소분을 회복하려면 최소 3년이 걸릴 것으로 보도한 바 있다. 또한 이번 글로벌 경기침체가 과거 어느 침체기보다도 침체의 골도 깊고 기간도 길어질 것으로 예상하는 데에는 이번 위기의 성격과도 깊은 관련이 있어 보인다. IMF(2008) 보고서에 따르면 과거 선진국들은 경기침체에 평균 1년 정도의 기간 동안 2.7%p 정도의 실질GDP 증가율 하락을 경험하였지만, 경기침체가 신용축소, 주택가격 및 주가 폭락을 동반하는 경우에는 경기하락기간이 평균 1분기 이상 길어지고 GDP 증가율 감소폭도 0.35~1.12%p 정도 추가로 확대되는 것으로 분석한 바 있다. 여기에 세계 경제 동반침체라는 추가적인 대형악재를 수반하는 이번 경기침체는 과거 어느 침체기보다 침체의 폭도 깊고 장기화될 가능성이 높다는 것이다.

본격적인 경기회복보다는 긴 U자형 경기침체에 대비해야

이상의 국내외 경기지표들을 통해 종합적으로 판단해 보건대, 향후 국내경제의 추가적인 경기급락 가능성은 낮아졌지만 경기바닥 상황이 당분간 지속되는 긴 U자형 경기침체가 진행될 가능성은 높아 보인다. 여러 경기지표 개선에도 불구하고 대외의 존도가 높은 우리 경제의 특성상 세계경제의 침체가 장기화될 가능성이 높은 상황에서 우리 경제만 홀로 회복세를 시현할 수는 없기 때문이다. 따라서 경제주체들은 선부른 경기회복론에 동승하기 보다는 현재 수준 정도의 침체가 당분간 지속된다는 전제 하에서 대응해나가는 것이 우리 경제를 위해 안전할 것으로 보인다.

현재 수준의 경기침체가 장기화된다면 금년 하반기 이후가 우리 경제에 있어서 고비가 될 가능성이 높아 보인다. 건설사, 중소 조선사 및 해운 업체들을 중심으로 시작된 부실이 다른 업권으로 확산되고 실물부문의 구조조정이 본격화되면서 금융기관들의 건전성에 대한 시장신뢰가 시험대에 오르는 시기도 이쯤이 될 가능성이 높

향후 국내경제의 추가적인 경기급락 가능성은 낮아졌지만 경기바닥 상황이 당분간 지속되는 긴 U자형 경기침체가 진행될 가능성은 높아 보인다. 따라서 경제주체들은 선부른 경기회복론보다는 현재 수준 정도의 침체가 당분간 지속된다는 전제하에서 대응해 나가는 것이 안전해 보인다.



다. 누적된 경기침체의 압력이 일자리 감소로 나타나 서민들의 고통이 본격화되는 것도 이쯤일 수 있다.

정책당국은 이러한 상황전개에 대비할 필요가 있을 것이다. 무엇보다 일부 살아나고 있는 경제심리가 다시 급랭하지 않도록 계획중인 추경을 비롯한 경기부양책을 지체하지 말고 차질 없이 추진하여 그 효과를 조기에 가시화하는 노력이 경제심리 안정에 매우 필요하다. 재정정책은 그 특성상 정책시차가 긴 경우가 많아 이를 최단기화하려는 정부·국회간의 협조가 필요할 것으로 판단된다.

또한 경기침체가 장기화되는 상황에서는 기업 및 금융기관의 수익성 및 자본건전성 악화가 불가피하다. 그러나 부실 기업과 금융기관이 정리되지 않은 상황에서는 항상 신뢰의 위기, 시스템 리스크에 대한 우려가 시장을 지배하기 마련이다. 이를 극복하기 위해서는 상시적이고도 엄정한 구조조정시스템의 가동을 통해 금융시장의 불확실성을 제거하는 것이 필요하다. 더불어 경기침체와 구조조정 과정에서 발생하는 취약계층들을 위한 사회안전망 확대를 통해 사회적 부작용을 최소화해 나가야 할 것이다. **KIF**

정책당국은 일부 살아나고 있는 경제심리가 재차 급랭하지 않도록 계획된 추경의 효과를 조기에 가시화시키려는 노력과 함께 상시 구조조정시스템의 가동을 통해 금융시장의 불확실성을 지속적으로 제거해 나가야 할 것이다.