

# KERI Brief

## 한국경제의 위기 가능성 평가와 시사점

김창배

한국경제연구원 연구위원  
(kcb@keri.org)

**최** 근 한국경제는 외환위기 당시에 비해 실물부문의 위기 가능성이 높아진데다 대외여건도 불리해 위기시 반등이 쉽지 않은 상황으로 판단된다.

외환보유액 등 대외지급능력 지표들이 일부 개선되었으나 위기가능성을 배제할 수 있는 수준으로는 충분치 않다고 평가된다. 외환보유액의 경우, 외환위기 당시에 비해 큰 폭 증가했으나 실제 외환보유액(3,636억 달러, 2014년)이 필요 외환보유액(3개월 수입액+단기외채+외국인 주식 및 채권자금의 1/3)에 미달한 것으로 나타났다. 반면 중국, 브라질, 태국은 이 기준을 충족하였다. 또한 97년 외환위기 당시도 신용평가사들은 한국신용등급을 높게 평가했었던 점을 감안하면 최근 국가신용등급 상황이 위기시 안전보장과는 괴리가 있을 수 있다. 한편 수출증가가 아닌 내수부진에 의한 경상수지 과다흑자는 원화 절상을 통해 수출마저 위축시키면서 불황을 초래할 수 있다는 측면에서 바람직하다고 할 수만은 없다.

다가올 위기는 외환위기 보다는 실물부문의 위기 가능성이 더욱 높은 상황이다. GDP대비 총부채(정부+기업+가계)비율은 96년 145.8% → 14년 224.3%

로 상승해 부채발 위기 가능성이 외환위기보다 확대되었다. 한·중 기술격차 축소, 신성장엔진 발굴 실패 등으로 한국 기업들의 실적부진이 외환위기 때 보다 심각한 것으로 나타났는데 2014년 제조업 매출액의 마이너스 증가율 기록은 1961년 통계집계 이후 최초 현상이다. 중국, 일본, 미국 상장기업의 실적과 비교해 보아도 2014년 마이너스 매출액증가율(-5.2%)는 한국이 유일하며, 영업이익률(5.2%)은 비교국중 최하위 수준이었다. 장기침체 이전인 1989년 일본의 상황에 비해 현재 우리의 상황이 훨씬 취약해 우리나라가 일본이 겪은 장기침체라는 위기를 견딜 수 있을지 의문시 된다. 또한, 외환위기 당시와는 달리 미 금리인상, 중국경제 리스크 확대, 엔저 효과 지속 등 불리한 대외 여건으로 인해 위기로부터 반등하는 것도 어려운 상황이다.

이처럼 점차 높아가고 있는 장기 저성장의 위기 가능성을 극복하고 성장모멘텀을 회복하기 위해서 과감한 규제 완화, 노동시장 개혁, 사업재편, 서비스산업 육성 등 구조개혁이 시급하다

### 1. 연구의 배경과 목적

- 고령화 및 가계부채 등으로 내수 침체가 지속되는 가운데 성장의 핵심축인 수출마저 약 4년여간 부진함을 보이자 한국경제의 위기 가능성에 대한 우려가 높아지고 있음
- 반면 외환보유고 확충, 안정적인 단기외채 흐름, 막대한 경상수지 흑자 등 한국경제의 양호한 펀더멘탈을 고려할 때 위기 가능성은 과장된 것이라는 주장도 만만치 않은 상황
- 과도한 비판론은 경계해야 하지만 위기에 대한 경각심은 성장 모멘텀을 회복하느냐 아니면 장기 저성장의 위기에 빠져드느냐의 기로에서 선 현 시점에서 올바른 대책 마련에 필수요건임
- 이에 본고는 위기론과 관련해 거론되고 있는 주요 지표들을 1997년 위기와 관련해 비교함으로써

한국경제의 위기 가능성을 평가해보고 이것이 주는 시사점이 무엇인지 살펴보고자 함

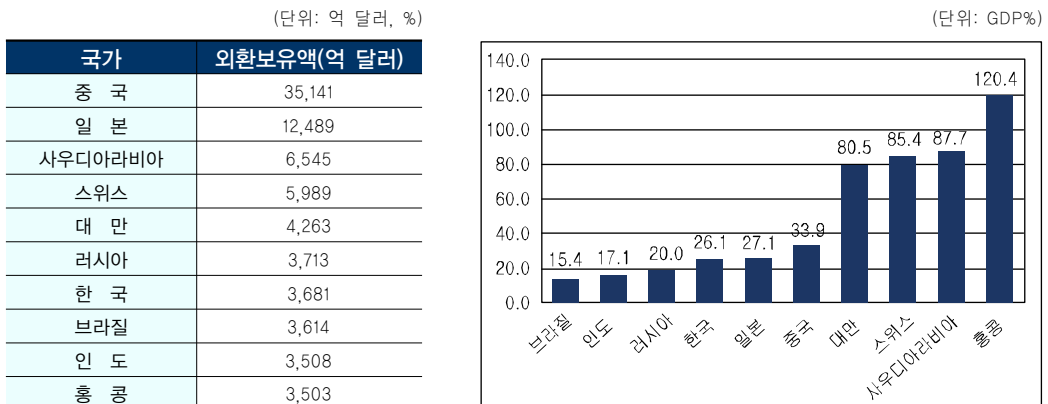
- 주로 양호한 펀더멘탈로 지목되는 지표들을 평가한 이후, 외환위기 당시와 차이를 보이는 한국경제의 대내외적 취약점에 중점을 두고 분석함

### 2. '양호한 펀더멘탈'의 지표들에 대한 평가

#### (1) 충분한 외환보유액

- 한국의 GDP대비 외환보유액 비중은 주요 경쟁국에 비해 적은 편
- 한국의 GDP대비 외환보유액(26.1%)은 대만(80.5%), 홍콩(120.4%)에 크게 미치지 못할 뿐 아니라 중국(33.9%), 일본(27.1%)에 비해서도 낮은 수준

〈그림 1〉 외환보유액 상위 10국과 GDP대비 외환보유액 비중



자료: 한국은행, Worldbank, CIA  
 주: 외환보유액은 2015년 9월말 기준, GDP는 2014년 기준

□ **현재의 외환보유액은 위기재발 등 긴급상황시 대외지급수요 충당이라는 기준에 다소 부족**

- 지표접근법에 의한 적정 외환보유액에 대한 논의<sup>1)</sup>
  - IMF(1953년): 3개월 수입액에 해당하는 액수가 외환보유고의 적정규모
  - Greenspan · Guidotti 룰(1999년): 외환보유액 규모는 최소한 유동부채 규모를 상회
  - BIS(2004년): 연간 수입액의 3~6개월+ 유동부채 + 자본유출입 확대 가능성(외국인 주식투자자금 유출+국내은행 외화예금 인출+현지 금융)
- 여기서는 BIS기준을 고려해 연간 수입액의 1/4, 단기외채, 그리고 외국인 주식 및 채권투자자금의 1/3을 합한 금액을 긴급상황시 대외지급수요 기준으로 주요국의 필요 외환보유액을 추정<sup>2)</sup>
- 추정결과, 우리나라 외환보유액은 필요 외환보유액에 미치지 못하는 것으로 나타난 반면 중국, 브라질, 태국 등은 이 기준을 충족(<그림 2>참조)

(2) 국가신용등급 상승

□ **지난 9월 S&P에 이어 Moody's도 한국 신용등급을 한 등급씩 상향조정**

- S&P(2015.9.15): A+(5등급) → AA-(4등급)
- Moody's(2015.12.18): Aa3(4등급) → Aa2(3등급)
- **1997년 IMF 외환위기 당시에도 국제신용평가사들은 한국신용등급을 높게 평가하고 있었음**
  - 실제로 S&P는 구제금융 신청(97년 11월 21일) 한달 전까지만 해도 AA-등급을 유지하고 있었으며 Moody's는 위기조짐이 가시화되던 3월 7일 A1등급으로 상향조정. 하지만 이후 몇 개월 사이 7~10등급

을 한꺼번에 강등한 바 있음(<부록 표 1>참조)

- S&P: 1995.5.3~1997.10.24 AA-(4등급) → 1997.12.22 B+(14등급), 2달새 10등급 강등
- Moody's: 1997.3.7 A1(5등급) 상향 → 1997.12.21 Ba1(12등급), 7등급 강등

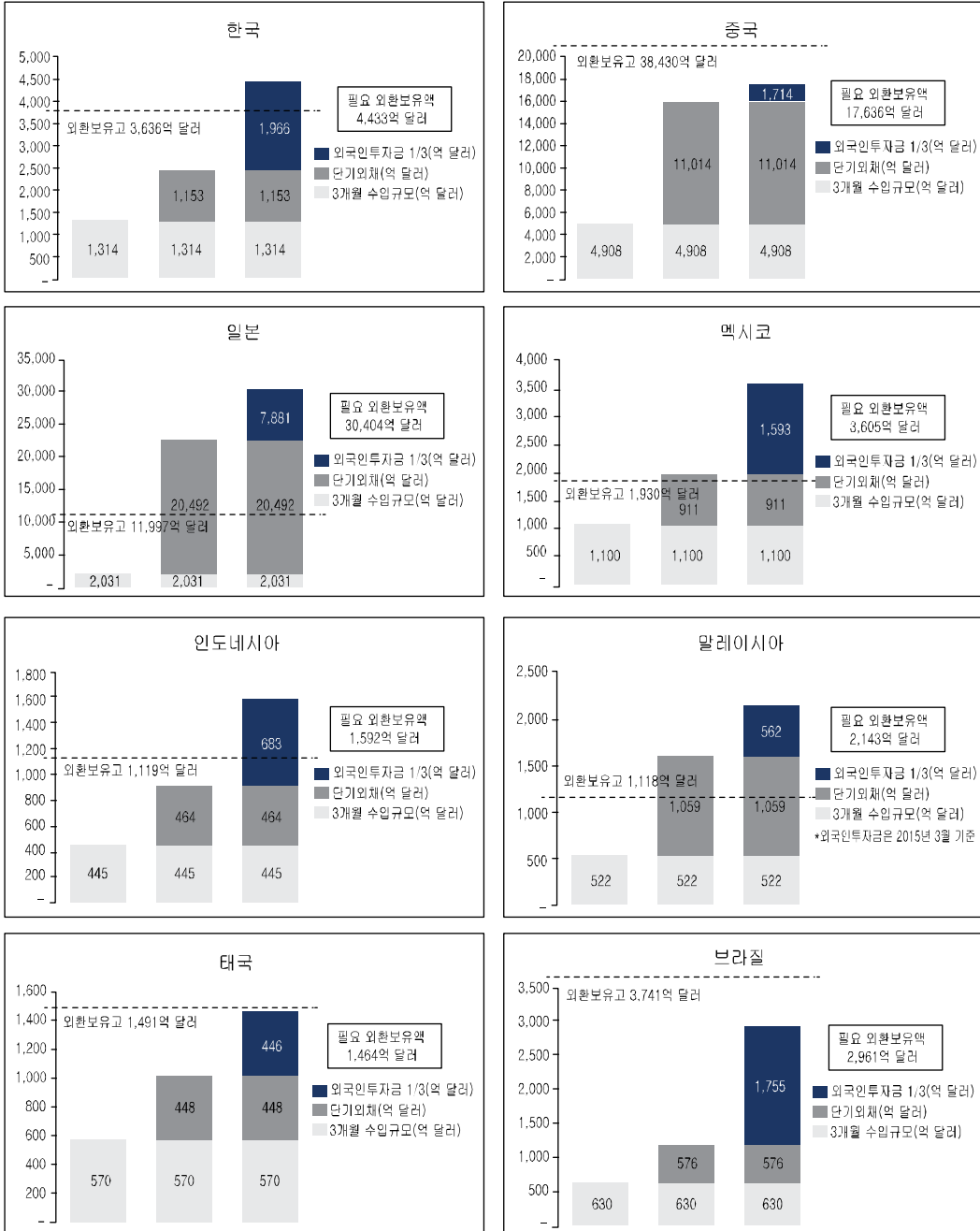
□ **이는 국가신용등급 상황이 위기 때 안전을 보장해주는 것이 아님을 시사**

- 국가 신용등급은 주로 신용위험 지표에 초점을 맞춰지므로 실물경제 동향이나 체감경기와는 다소 괴리가 있을 수 있기 때문
  - 실제로 Moody's는 우호적인 정책 환경, 견조한 재정상황, 우수한 대외건전성 등을 등급 상향의 이유로 제시

1) 문한근(2010), "최근 외환보유액 동향 및 주요 이슈", 한은 금융강좌(2010.6.18) 인용

2) BIS기준에서 국내은행 외화예금 인출, 현지금융 등을 미포함하고 외국인 채권투자자금을 포함

〈그림 2〉 실제 외환보유액과 필요 외환보유액 추정(2014년 기준)



(3) 큰 폭의 경상수지 흑자

□ 큰 폭 경상수지 흑자는 외환위기의 빌미가 된 당시 경상수지 적자 누적에 비하면 분명 긍정적인 요소

- 외화유동성 확보, 대외신인도 개선, 환율절상 기대로 인한 자본유입 증가 등의 효과

□ 문제는 수출입 동반 부진에 의한 소위 ‘불황형 흑자’라는 측면이 초래하는 위험성

- 첫째, ‘불황형 흑자’가 지속될 경우 원화 강세를 부추기고 이것이 기업들의 수출경쟁력과 수익성이 거세게 위협하면서 다시 수출 감소로 이어질 가능성을 높임

- 둘째, 경제 펀더멘탈과 괴리된 과도한 흑자규모는 수출부진 만회를 위한 환율 정책의 유연성을 축소 시킴

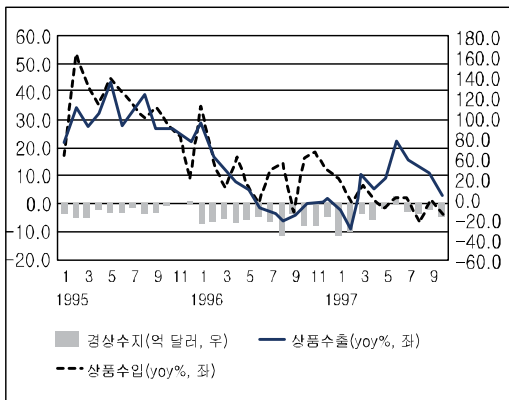
○ 더욱이 아베노믹스에 기초한 엔화 약세, 중국의 위안화 추가 절하가 지속될 가능성이 높아 한국만 불리한 상황에 빠질 가능성

- 셋째, 과도한 원화공급을 유발시켜 부동산 투기 등 비생산적 부문으로 자금이 유입되면서 경제에 부작용을 초래할 수도 있음

□ 결국 수출증가가 아니라 내수부진으로 발생하는 작금의 경상수지 흑자는 원화가치 절상을 통해 수출마저 더욱 위축시키면서 심각한 불황을 초래할 수 있다는 측면에서 바람직하다고만은 할 수 없음

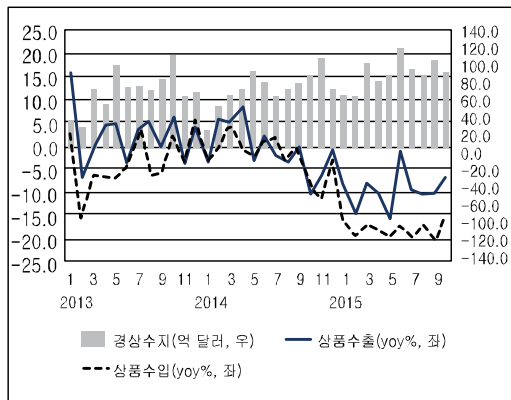
<그림 3> 외환위기 이전 내수확대형 적자

(단위: 억 달러, yoy%)



<그림 4> 최근 불황형 흑자

(단위: 억 달러, yoy%)



### 3. 한국경제의 대내외적 취약성 평가

#### (1) 내적 취약성

□ (부채위기 확대) 과다부채의 경제주체가 외환위기 당시 기업과 은행에서 지금은 가계와 정부로 바뀌었을 뿐 부채 위기의 가능성은 오히려 확대

- 정부, 기업, 가계 등 총부채(GDP대비)는 1996년 145.8%에서 2014년에는 224.3%로 상승

- 비금융법인은 부채비중은 소폭 증가(97.8% → 100.5%)에 그쳤으나
- 가계는 44.3% → 80.8%, 일반정부는 3.6% → 43.0%로 큰 폭 증가

□ (경쟁력 저하) 한·중간 기술격차 축소, 신성장 엔진 발굴 실패 등으로 기존 주력산업 성장 한계

- 기술적 우위 축소되며 좁혀지는 한·중 산업경쟁력

- 중국과의 기술격차 2년 새 0.5년 축소(2012년 1.9년 ⇨ 2014년 1.4년), 한국과학기술기획평가원, 『2014년 기술수준 평가』(2015년)
- 중국에 이미 또는 3년 이내에 기술을 추월당할 것이라고 응답한 단체 24중 19곳, 전경련 조사 결과(2015.12.6)

- 신성장 엔진 발굴의 실패는 지난 10년 동안 주력 수출품목 불변으로 나타났으며 기존 주력산업의 실적악화로 이어지고 있음

- 2010년 이후 10대 품목의 수출비중도 감소하면서 전체 수출증가율도 하락

〈표 1〉 GDP대비 총부채 비중

(단위: %)

	일반정부	비금융법인	가계 및 비영리단체	전체
1996년	3.6	97.8	44.3	145.8
2014년	43.0	100.5	80.8	224.3

주: 자금순환표상 부채 중 채권 및 대출금만 포함, 금융법인은 제외

〈표 2〉 10년 동안 거의 변하지 않은 한국의 10대 수출품목

	2015	2010	2005
1위	반도체	반도체	반도체
2위	자동차	선박해양구조물 및 부품	자동차
3위	선박해양구조물 및 부품	자동차	무선통신기기
4위	석유제품	평판디스플레이 및 센서	선박해양구조물 및 부품
5위	무선통신기기	석유제품	석유제품
6위	평판디스플레이 및 센서	무선통신기기	컴퓨터
7위	자동차부품	자동차부품	합성수지
8위	합성수지	합성수지	철강판
9위	철강판	철강판	자동차부품
10위	플라스틱 제품	컴퓨터	영상기기
10대 비중	59.3	62.2	60.0
변화 품목			
2005→2010		영상기기out, 평판디스플레이 및 센서 in	
2010→2015		컴퓨터 out, 플라스틱제품 in	

- 최근 한국 기업들의 실적부진은 외환위기 당시보다 더 심각한 상황

○ 특히 2014년 제조업 매출액의 마이너스 증가율 기록은 1961년 이후 처음

- 주요국별 거래소 상장기업의 실적과 비교해 보아도 2014년 한국기업실적은 크게 부진

○ 매출액 증가율은 -5.2%로서 마이너스 증가율은 주요국 중 한국이 유일

○ 영업이익률은 5.2%로 주요국 최하위이며 중국 상하이 상장기업의 절반에 그침

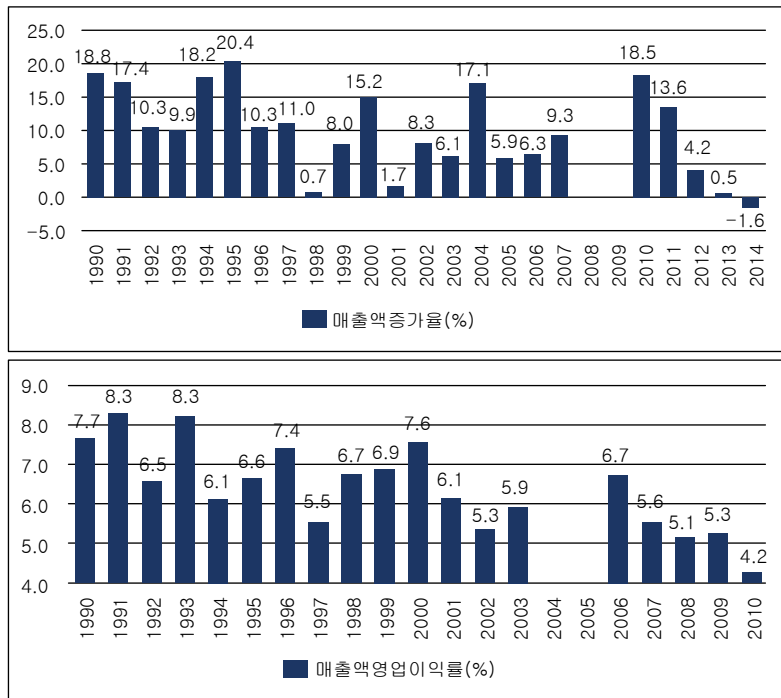
□ (취약한 위기 극복력) 우리나라가 일본이 겪은 장기침체라는 위기를 견딜수 있을지 의문

- 장기침체 이전인 1989년 일본의 상황에 비해 현재 우리 경제의 상황은 객관적인 지표를 볼 때, 상당히 취약하기 때문

○ 당시 일본의 GDP는 세계 2위였으며 성장률도 5%대를 기록

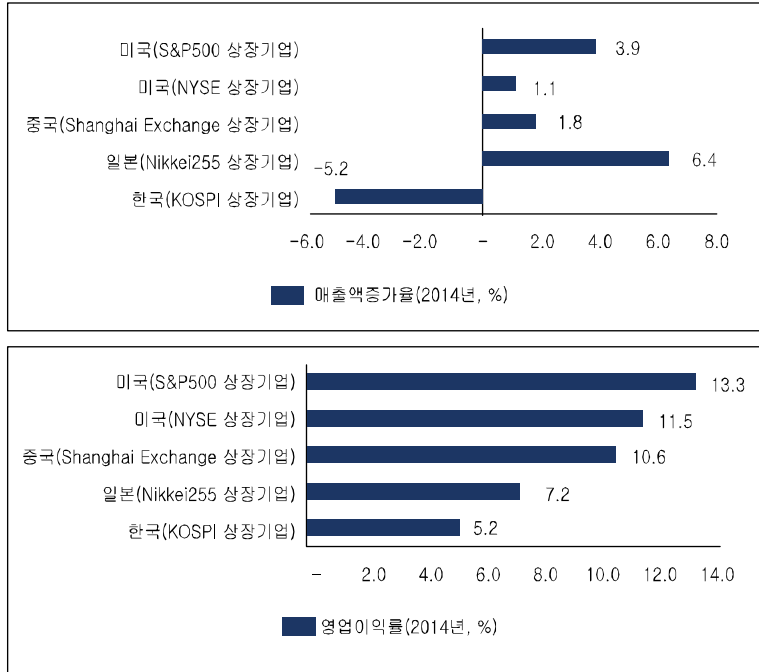
○ 출산율도 우리보다 높고 수출은 세계 3위, 저축률은 현재 우리나라의 두 배 수준

<그림 5> 제조업 매출증가율 및 영업이익률(%)



자료: 기업경영분석, Bloomberg

〈그림 6〉 주요 거래소 상장기업 경영실적 비교



자료: 기업경영분석, Bloomberg

〈표 3〉 한국과 일본의 침체 진입시점의 주요 지표 비교

	일본 (1989년)	한국 (2014년)
GDP(Current US\$)	3조 170억 달러(세계2위)	1조 4,100억 달러(세계13위)
GDP성장률	5.4%	3.3%
1인당 GDP	24,506달러(세계6위)	27,970달러(세계26위)
출산율	1.54(1990년)	1.21
15세 미만 인구 비중	18.8%	14.5%
65세 이상 인구 비중	11.6%	12.6%
수출액(Current US\$)	2,747억 달러(세계3위)	5,727억 달러(세계6위)
가계저축률	14.6%	6.9%
(일반)정부부채	48.9%	35.7%
지니계수	0.304(1985년)	0.302
고용률(15~64세)	67.7%	65.3%
물가상승률	2.3%	1.3%



<p>(2) 대외적 취약성</p> <p>□ 미국 기준금리 인상의 부정적 파급효과</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 신흥국 유동성 유출 → 통화, 주식 가치 하락 → 달러표시 채무상환부담 가중, 해외자금조달 비용, 구매력 감소 → 금융 및 실물경제 불안 → 한국의 대 신흥국 수출 타격</li> <li>○ 주요 신흥국에 대한 한국 수출비중(2014년 기준) ASEAN 14.8%, 중남미 6.3%, 중동 6.1%</li> </ul>	<p>□ 중국 경제 리스크 가시화</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 성장률 6%대 둔화 및 중간재 자급률 상승 → 중국 수입 감소 → 한국의 대중국 수출 둔화</li> <li>- 위안화 절하 ⇨ 중국 가격경쟁력 향상 → 중국 외 3國 시장에서 한국 경쟁력 약화</li> <li>○ 한·중 무역보완도 지수가 2004~2014년중 0.524에서 0.348로 하락하였고 미국시장에서 한·중 수출경합도는 오히려 0.533에서 0.592로 상승하여 이제 중국 위안화 환율 절하에 따른 중국수출 회복이 우리 수출 반등으로 이어질 가능성이 점차 낮아지고 있음</li> </ul>
--	--

〈표 4〉 한·중 무역보완도와 한·중 수출경합도(미국시장)

	2004	2014	계산식( HS 2단위 기준으로 산출)
한·중 수출경합도 지수(미국시장)	0.533	0.592	$ESI(a, b, c) = \sum \text{Minimum}[Xi(a, c), Xi(b, c)]$ ESI(a, b, c)는 c국 시장에서 a국과 b국의 수출경합도 지수 Xi(a, c), Xi(b, c)는 각각 a, b국의 c국에 대한 총수출중 상품 i가 차지하는 비중
한·중 무역보완도 지수	0.524	0.348	$Ci, j = Xi' \cdot Mj / \ Xi\  \cdot \ Mj\ $ Ci, j: 수출국 i(한국)의 수입국 j(중국)에 대한 무역보완도 지수 Xi: i국 수출의 품목별 비중 벡터, Xi': Xi의 전치행렬 Mj: j국 수입의 품목별 비중 벡터 \ Xi\ : i국 수출의 품목별 비중 벡터의 내적 제곱근 \ Mj\ : j국 수입의 품목별 비중 벡터의 내적 제곱근

자료: 무역통계(KOTIS 이용)

〈표 5〉 2014~15 한·일 주요 수출품목의 수출증가율

(단위: %)

HS4단위		일본			한국		
		순위	2014	2015 1~10	순위	2014	2015 1~10
8703	승용자동차와 그 밖의 차량	1	4.8	5.5	2	1.2	-6.2
8708	자동차 부분품 부속품	3	-0.1	1.4	5	1.8	-5.5
8542	전자집적회로	4	2.4	10.9	1	9.4	1.9

자료: 무역통계(KOTIS 이용)

□ **엔저 효과의 후폭풍**

- 일본의 자동차, 전기전자산업 등은 수출단가 인하를 통해 가격경쟁력을 확보하면서 한국 주력 수출에 상당한 부정적 영향을 미침
  - 2015년 1~10월중 한국 주요 품목의 수출 증가율 급락한 반면 일본은 오히려 개선
  - 일례로 승용차의 경우 일본은 2014년 4.8%, 2015년 5.5%로 경조한 증가세를 유지한 반면 한국은 동기 간중 1.2%에서 -6.2%로 급락
- 향후에는 그동안 수출단가를 인하하지 않고 이윤 확대에 주력해 온 일본의 기술적 우위 산업들이 다음 두 가지 전략을 활용함으로써 한국기업들에게 기술 경쟁력, 가격경쟁력 측면에서 위협할 것으로 전망됨
  - 공격적 수출단가 인하를 통한 시장점유율 확보 전략
  - R&D, M&A 확대를 통한 중장기적 기술 경쟁력 확충을 통해 한국과의 기술격차 확대
  - ⇒ 추가 엔저가 없더라도 한국기업들은 대일 기술 및 가격경쟁력 상대적 열세 가능성

**4. 요약 및 시사점**

□ **외환위기 당시에 비해 실물부문의 위기 가능성이 높아진 상황이며 대외여건도 불리해 위기시 반등하는 것도 어려운 상황으로 판단됨**

- 외환보유고 등 대외지급능력 지표들이 일부 개선되었으나 위기가능성을 배제할 수 있는 수준으로는 충분치 않음
  - (외환보유액) 한국 외환보유액(3,636억 달러, 2014년)은 필요 외환보유액(3개월 수입액+단기외채+

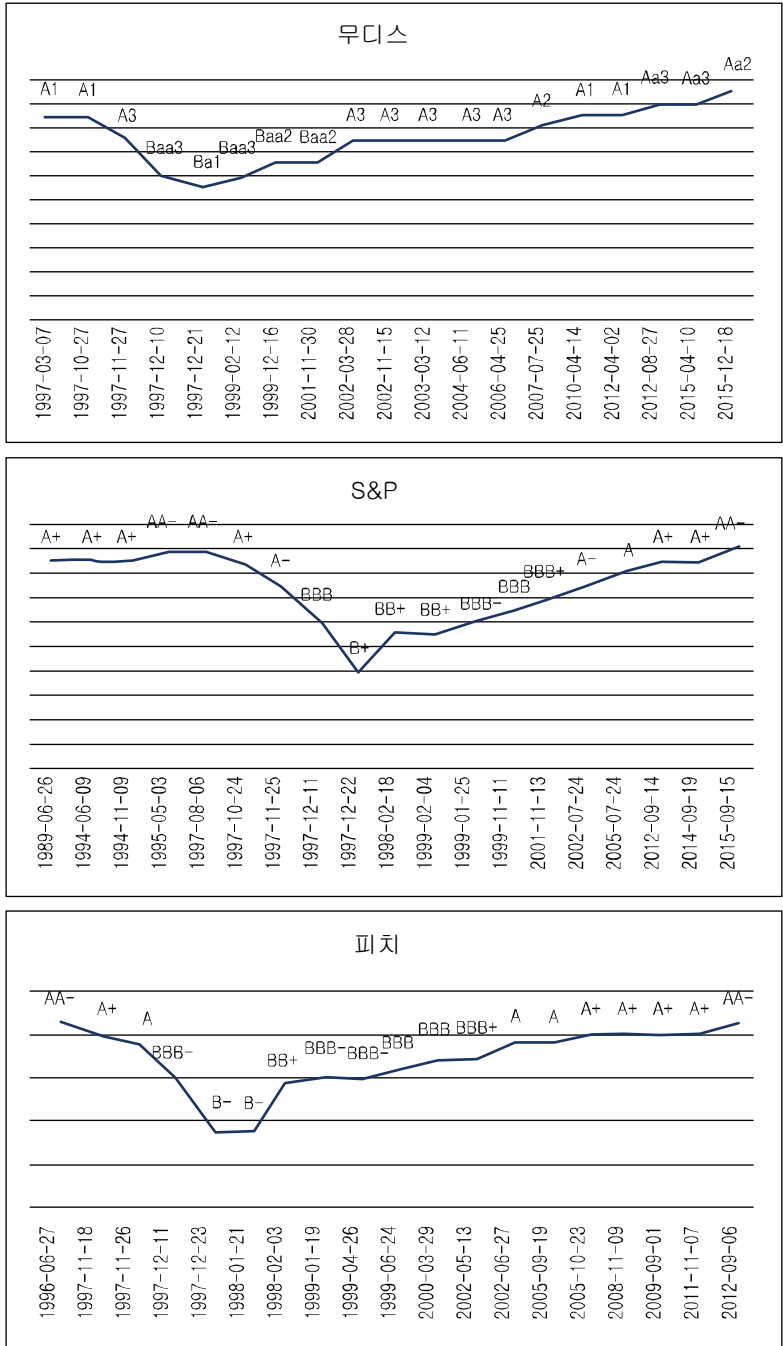
외국인 주식 및 채권자금의 1/3)에 미달한 반면 중국, 브라질, 태국은 이 기준을 충족

- (국가신용등급)97년 외환위기 당시도 신용평가사들은 한국신용등급을 높게 평가하고 있었던 점을 감안하면 최근 국가신용등급 상황이 위기시 안전보장과는 괴리가 있음을 유념해야 함
- (경상수지 흑자) 수출증가가 아닌 내수부진에 의한 경상수지 과다흑자는 원화 절상을 통해 수출마져 위축시키면서 불황을 초래할 수 있다는 측면에서 바람직하다고만은 할 수 없음
- 외환위기 보다는 실물부문의 위기 가능성이 더욱 높은 상황
  - GDP대비 총부채(정부+기업+가계)비율이 96년 145.8% → 14년 224.3%로 상승하면서 부채발 위기 가능성이 외환위기 당시보다 확대
  - 한·중 기술격차 축소, 신성장엔진 발굴 실패 등으로 한국 기업들의 실적부진이 외환위기 때보다 심각. 2014년 제조업 매출액의 마이너스 증가율 기록은 1961년 통계집계 이후 처음. 중국, 일본, 미국 상장기업의 실적과 비교해 보아도 2014년 마이너스 매출액증가율(-5.2%)는 한국이 유일하며, 영업이익률(5.2%)는 최하위 수준
  - 장기침체 이전인 1989년 일본의 상황에 비해 현재 우리의 취약한 상황을 고려할 때 우리나라가 일본이 겪은 장기침체라는 위기를 견딜 수 있을지 의문

- 또한, 외환위기 당시와는 달리 미 금리인상, 중국경제 리스크 확대, 엔저 효과 지속 등 불리한 대외 여건으로 인해 위기로부터 반등하는 것도 어려운 상황

□ **(시사점) 점차 높아지고 있는 장기 저성장의 위기 가능성을 극복하고 성장모멘텀을 회복하기 위해서 과감한 규제 완화, 노동시장 개혁, 사업재편, 서비스산업 육성 등 구조개혁이 시급함**

〈부록 표 1〉 한국국가신용등급 변동내역



**keri** 한국경제연구원

발행일 2015년 12월 31일 | 발행인 권태신 | 발행처 한국경제연구원 | 주소 서울시 영등포구 여의대로 24 FKI타워 45층 | 전화 3771-0060 | 팩스 785-0270~3