

KERI Brief

주요국 경기 회복 비교

김윤진

한국경제연구원 연구원
(yoonjin.kim@keri.org)

2009년 글로벌 금융·경제위기 전후의 주요 8개국 8대 거시 지표 증가율을 분석한 결과, 금융 위기 이전으로 증가율이 회복된 부문이 가장 많은 나라는 미국이었고, 일본이 상위권, 한국은 최하위권을 기록했다. 미국은 성장률·투자·주가지수·주택 가격 등 4개, 일본은 실업률·투자·주가지수 등 3개 지표의 증가율이 상승했고, 한국은 민간소비·수출입·주가지수·주택가격 등 7개 지표의 증가율이 감소했다. 미국·영국 등 성장률의 회복 정도가 큰 국가의 경우, 통화 정책의 과급력이 커 자산 부문(주가지수, 주택 가격)과 실물 부문(투자, 민간 소비)의 회복이 병행해서 이루어진 데 따른 것으로 분석됐다. 반대로, 홍콩·한국·싱가폴 등 성장률 회복이 더딘 국가의 경우, 자산 부문과 실물 부문 전반에 걸쳐 회복이 부족한

지표가 6개 이상이었는데 통화 정책의 과급 경로 이탈 때문인 것으로 풀이된다.

한편, 8개국에 공통적으로 나타나는 사항은 수출 증가율의 회복세가 부진한 것이다. 이는 세계 수출 물량 증가율이 2006~2007년 7.6% 증가에서 2013~2014년 2.8%로 크게 하락한 것에 기인한다. 수출의 존도가 상대적으로 높은 우리나라의 경우, 회복세 전망이 어두운 또 다른 이유이다.

이에, 개입이 어려운 해외 부문의 긍정적 변화를 기대하기보다는 통화 정책의 이동 경로를 정비하고 금융 시장을 고도화하는 등의 자산 부문 회복을 통해 한국의 투자 및 소비의 활성화를 이룩함이 현명해 보인다.

1. 연구의 배경과 목적

□ '08~'09 글로벌 금융·경제 위기(이하 금융 위기)와 관련하여 국내 금융회사의 직접적 노출은 크지 않았지만, 자본시장의 전 세계적 연결성 및 한국 경제의 대외의존도로 인해 위기의 파급력은 상당했음.

- 금융 위기 이전 2,000선(2007.10월)을 돌파했던 종합주가지수(KOSPI)는 리만 브라더스 및 AIG의 파산 신청 당시 최저 1,000선(2008.11월)까지 하락
- 2003~2008년 두 자릿수 증가율을 보이던 수출 증가율도 2009년 전년대비 마이너스 13.9% 기록
- 실질 GDP 성장률은 2009년 전년대비 0.7% 증가로 2006년 5.2%, 2007년 5.5% 등 보다 증가폭 급감

□ 과거 '97 아시아 금융 위기, '03 카드대란 등 각종 대내외 위기를 극복하며 성장해 온 한국의 경제가 글로벌 금융 위기 이후에는 낮은 성장세를 보이고 있어 저성장의 장기화에 대한 우려 존재

- 1980년대 평균 8% 성장, 1990년대 평균 7%대 성장을 해 온 한국 경제는 2000년대 평균 4%대 성장에 그친 데 이어 2010년대 이후로는 평균 3%대 성장에 머물러 있음.

- 2015년 1/4분기 실질 GDP 성장률은 전년대비 2.4%로 2014년 1/4분기 3.9% 기록 이후 연속하락세

□ 구조적 장기침체론(Secular Stagnation)이 대두되는 등 저성장에 대한 우려는 한국에만 국한된 문제는 아님.

- 1930년대 미국의 경제학자 Alvin Hansen이 처음 사용한 '구조적 장기침체'의 표현은 한때 명백히 틀렸다는 평이 있었으나 최근 다시 서머스 전 재무장관(Lawrence Summers), MIT의 크루그먼 교수(Paul Krugman), IMF의 블랑샤 박사(Oliver Blanchard) 등 유수의 학자들이 미국의 구조적 장기 침체 가능성 등을 들고 나오며 부각

- IMF(2015년 상반기)도 세계 경제의 잠재성장률 회복의 어려움에 대해 전망

- 전 세계 인구 구조의 노령화·저출산, IT 혁명의 생산성 제고 효과 하락 등의 원인

□ 위축되었던 경기 회복을 위해 각종 통화·재정 정책을 활용한 지 약 반세기가 지난 지금 한국의 경기 회복 수준을 주변국 및 주요국과의 비교를 통해 점검해 볼 필요

- 경기 부양을 위해 미국·영국·유로존·일본 등 주요국뿐 아니라 한국도 기준금리 인하 및 추경 등을 시행 했는데, 각종 정책의 중간 성적을 통해 향후의 정책 방향에 대한 단초 자료로 삼을 수 있음.

2. 연구방법

□ 최근 한국의 거시 경제가 금융 위기 이전 대비 얼마만큼 회복(부진)했는지 주요국과의 비교 분석을 통해 알아보기 위해 8개국의 8개 주요 거시 지표 선정

- 시점: '06~'07년 평균, '13~'14년 평균

- 국가: 한국, 미국, 일본, 독일, 영국, 싱가포르, 홍콩, 대만 8개국

- 8개 주요 거시 지표¹⁾

- 성장률(실질GDP), 민간 소비, 실업률, 투자(총고정자산형성), 수출, 수입, 주가지수, 주택가격
- 실업률을 제외한 7개 변수의 경우 '13~'14년 평균 증가율(전년대비 %)이 '06~'07 평균 증가율보다 높을 경우, 금융 위기 이전의 수준보다 회복이 좋은 것으로 평가(실업률의 경우 이와 반대)

□ 8개 거시 지표에 관해 '13~'14년 평균 증가율이 '06~'07 평균 증가율보다 높을 경우 파란색, 같거나 30%의 미달을 보일 경우 초록색, 30%이상 증가율이 낮을 경우 빨간색으로 표기한 신호등 표 작성 및 이를 바탕으로 한국의 증가율 회복 부족 부문 비교 분석

- 성장률이 민간소비·투자·수출입 등을 포괄하는 지표이기는 하나 실물 시장과 금융 시장 안의 미세 부문 성격까지 점검한다는 측면에서 성장률을 포함한 8개 지표 중 파란색과 초록색 지표의 숫자가 많은 경우 8개국 중 금융 위기 이전 증가율 수준으로 회복된 부문이 많은 국가로, 반대로 빨간색 지표의 숫자가 많은 경우 회복 부문이 부족한 국가로 분석

- 국가별로 증가율 회복(부진)이 어느 부문에 의해서 작동되었는지 분석하고, 이를 바탕으로 부문 회복이 상대적으로 많은 국가들의 특성과 한국을 비교 분석해 시사점 도출

□ 한 눈에 한국을 비롯한 주요국의 지표(부문)별 증가율 회복을 알 수 있도록 각 부문 증가율을 표준화한 다각형 표 작성

3. 국가별 회복 비교

(1) 국가별 회복 분석

□ 금융 위기 이전보다 증가율이 올라간 지표의 개수가 가장 많은 국가는 미국으로 성장률을 비롯해 투자와 주가지수·주택가격 등 4개 지표의 증가율이 금융 위기 이전보다 상승한 반면, 한국은 금융 위기 이전보다 증가율이 떨어진 지표의 개수가 7개로 회복 최하위권

- 미국의 경우, 특히 위기의 진앙이었던 금융 부문의 경색을 해결하기 위한 팽창적 통화 정책(기준 금리 인하·양적 완화)이 주가와 주택가격 증가율을 회복시키는 등 금융 시장의 탄력적인 회복이 실물 시장의 투자 증가·실업률 하락으로 연결되며 전반적인 경기 회복을 도운 경우

- 회복된 지표가 성장률 포함 4개로 8개국 중에서 가장 많은 가운데 실업률도 2015년 4월 현재 5.4%로 위기 이전과 1% 이내 차이로 들어와 회복된 부문이 추가될 가능성

1) 성장률은 실질GDP 성장률의 전년대비 증가율 %, 민간 소비는 실질GDP 계정의 민간소비의 전년대비 증가율 %, 실업률은 계절 조정된 전체 실업률의 전년대비 증가율 %, 투자는 실질GDP 계정의 총고정자산형성의 전년대비 증가율 %, 수출입 증가율은 계절 조정하지 않은 수출입량 원계열의 전년대비 증가율 %, 주가지수는 각국 대표 주가지수(한국은 KOSPI, 미국은 NYSE, 일본은 Nikkei 225, 독일은 DAX, 영국은 FTSE100, 싱가폴은 SGX Straight Times, 홍콩은 Hang Seng, 대만은 TAIEX) 전년대비 증가율 %, 주택가격 지수는 각국 대표 주택가격 지수(한국은 국민은행의 아파트 매매가격지수, 미국은 S&P/Case-Shiller 20 City composite 지수, 일본은 Japan Real Estate Institute의 동경 도시지역 used Condominium 종합 JREI Home Price Index, 독일은 연방통계국의 House Price Index, 영국은 Nationwide의 평균 House Price, 싱가폴은 도시재개발당국의 민간 거주자 Property Price Index, 홍콩은 등급평가부서의 국내 Property Price Index, 대만은 Sinyi Realty Incorporation의 Sinyi residential property index)의 전년대비 증가율 %

[표 1] 8개국의 부문별 증가율 회복표

(단위: 전년대비 %)

		성장률	민간 소비	실업률	투자	수출	수입	주가 지수	주택 가격
미국	'06~'07 평균	2.2	2.6	4.6	0.0	13.0	8.3	14.7	1.9
	'13~'14 평균	2.3	2.5	6.8	5.0	2.3	1.5	15.3	9.9
일본	'06~'07 평균	1.9	1.0	4.0	0.9	13.1	13.4	16.8	4.9
	'13~'14 평균	0.8	0.4	3.8	2.9	7.1	10.3	31.1	2.7
대만	'06~'07 평균	6.1	2.1	3.9	1.3	12.7	10.8	18.7	9.9
	'13~'14 평균	3.0	2.7	4.1	3.4	3.3	1.7	9.5	10.4
독일	'06~'07 평균	3.6	0.8	9.9	6.1	10.8	10.9	26.8	-1.3
	'13~'14 평균	0.9	1.1	6.8	1.5	1.7	0.6	18	2.7
홍콩	'06~'07 평균	6.8	7.4	4.5	5.1	9.3	11.0	28.7	6.2
	'13~'14 평균	2.6	3.7	3.3	0.9	3.4	3.9	6.2	11.8
영국	'06~'07 평균	2.8	2.5	5.4	4.3	5.8	5.9	11.6	7.8
	'13~'14 평균	2.2	2.1	6.9	5.6	0.7	0.6	8.3	6.5
싱가폴	'06~'07 평균	9.0	4.7	2.4	12.8	8.6	9.1	24.9	15.4
	'13~'14 평균	3.7	3.0	1.9	-0.5	0.8	-1.1	4.4	0.1
한국	'06~'07 평균	5.3	4.8	3.3	4.3	14.3	16.9	26.4	7.6
	'13~'14 평균	3.1	1.8	3.3	3.2	2.2	0.6	1.3	0.5

주: '06~'07 평균보다 '13~'14의 증가율이 상회하는 경우 , 같거나 증가율 회복이 30%까지 부족한 경우 , 30% 이상 회복이 부족한 경우 으로 표기

- 일본의 경우, 아베의 세 가지 화살(양적 완화·정부 지출)에 힘입어 **실업률이 하락**하고 **주식시장·투자 증가율이** 금융 위기 이전 이상으로 회복하는 등 3개 부문이 회복
- 팽창적 통화 정책의 긍정적인 효과가 소비세율 인상으로 민간소비 증가율을 제약하며 성장률 회복 미비
- 대만은 금융 위기 이후 자행한 기준금리 인하 등으로 **민간 소비·투자 증가율이 모두 금융 위기 이전 보다 상승**하고 **유동성이 주택가격 증가율을** 부양하는 등 3개 부문 회복

- 8개국 중 실물 부문에서 민간 소비와 투자 증가율이 모두 증가한 유일한 경우이나 성장률 회복의 정도는 주식 시장의 증가율 미비와 더불어 다소 부진
- 독일의 경우, 유로존의 팽창적 통화정책(기준 금리 인하·양적 완화)으로 **주택 가격 상승률이 금융 위기 이전을 상회**하고 노동 정책의 승리로 **실업률이 하락·민간소비가 증가**하는 등 3개 부문 회복
- 8개국 중 경제의 금융 시장 의존도가 가장 낮은 독일이나 미국·일본 등 선진국에 비해 **주가지수의 증가율 회복이 미비**하고, **투자 증가율이 크게 부족한 것이 성장률을** 제약한 것으로 분석

- 홍콩은, 금융 위기 이후 기준금리를 급격하게 인하했음에도 불구하고 중국 본토의 고정투자 약화와 더불어 **투자 증가율이 급락**하는 등 성장률·민간 소비·수출입·주가지수 증가율 등 6개 부문이 부진

○ 주택가격 증가율이 금융 위기 이전보다 상승했지만, 주가지수 증가율에 비해 상대적으로 높고 투자 증가율이 낮아지고 있어 부동산 투기일 가능성

- 영국의 경우, 영란은행의 통화 완화 등에 힘입어 **투자 증가율은 증가했으나 주가 지수·주택 가격의 증가율 및 민간 소비의 성장률이 아쉬워** 1개 부문만이 금융 위기 이전보다 회복

○ 그러나 주가 지수·주택 가격 및 민간 소비의 증가율이 금융 위기 이전 수준에서 크게 미달하지 않은 점이 성장률을 견인

○ 또, 실업률이 2015년 2월 현재 5.4%로 낮아지며 금융 위기 이전 수준을 회복해 향후 민간 소비 증가율을 상승시키는 등 회복 부문이 증가할 것으로 전망

- 싱가포르의 경우, 금융 위기 이후 기준 금리 인하 및 유지에도 불구하고 해외 자금의 유출로 **주가 지수·주택 가격의 증가율이 크게 부진**했고, 비대한 금융 부문 약화가 **실물 시장의 마이너스 투자 증가율**로 이어지며 실업률을 제외하고 7개 전 부문의 증가율이 부진

○ 금융 부문의 활력 약화와 함께 투자 및 수입 증가율이 동반 마이너스 증가율을 보이는 점으로 미루어 국내외 투자 수요가 급격하게 위축된 것이 성장률을 제약한 것으로 분석

- 한국의 경우, 몇 차례에 걸친 기준금리 인하와 추경에도 불구하고 **주가지수·주택가격 증가율이 턱없이 금융 위기 이전 수준에 미달**하고, **민간소비·투자 증가율도 미비**하는 등 성장 회복세 최하위권

○ 2014년의 세월호 사태 등이 민간소비 증가율 제약에 영향

(2) 국가 간 분석

□ **성장률의 회복 정도가 큰 국가들의 경우, 통화정책의 파급력이 커 자산 시장과 실물 시장의 회복이 병행해서 이루어진 경우**

- 성장률의 회복 정도가 큰 미국·영국은, 공통적으로 실물 대내 시장에서의 투자 증가율과 자산 부문의 주가 지수 혹은 주택 가격의 증가율이 금융 위기 이전보다 동반 개선됐는데, 이는 두 국가의 팽창적 통화 정책이 자산 시장 과급 경로를 이용해 훌륭하게 실물 시장 곳곳에 전달됐기에 가능했던 것으로 풀이

○ 2006~2009, 2013~2014 6개년의 성장률을 표준화 한 결과 미국은 2006~2007 평균 0.57에서 2013~2014 평균 0.61로 성장률 회복세가 강화됐고, 영국은 0.67에서 0.47로 바짝 금융 위기 이전의 수준을 쫓아 8개국 중 1, 2위 차지

○ 급격히 위축된 금융 시장을 회복하기 위해 두 국가는 기준금리 인하 및 천문학적 유동성을 시중에 푸는 양적 완화를 실시

○ 낮아진 금리는 투자 증대 및 실업을 인하로, 다시 주가 지수 및 주택 가격 등의 자산 가격 상승과 민간 소비 증진으로 이어지며 경제 전 부문에 걸친 회복을 촉진

○ 단, 유동성이 자산 가격을 과하게 부양했을 가능성이 있어 향후 두 국가의 출구 전략 시행과 이로 인한 가격 붕괴 가능성을 면밀히 모니터링 할 필요

- 같은 시기에 비슷한 팽창적 통화 정책을 시행했던 일본·독일의 경우 자산 시장과 실물 시장의 회복이 병행해서 이루어졌으나 성장률 회복 정도가 미국·영국보다 부족했는데, 이는 통화 정책의 파급력이 진행되는 과정에서 국가별 정책 입안 및 지역 경제권의 악영향이 긍정적인 효과를 상쇄한 것으로 해석

- 2006~2009, 2013~2014 6개년의 성장률을 표준화 한 결과 일본은 2013~2014 평균 0.34, 독일은 0.06으로 8개국 중 3, 4위를 기록
- 일본은 앞선 분석대로 실업을 하락·투자 및 주가 지수 증가율 상승 등 3개 부문의 회복력이 좋았는데, 소비세율 인상이라는 정책 쇼크가 성장률 회복 정도를 제약
- 독일도 역시 실업을 하락·민간 소비 및 주택 가격 증가율 상승 등 3개 부문의 회복력이 우수했는데, 유로존의 주요 구제자 역할을 하던 와중 그리스의 추가 채무 부실 등을 시인하는 등 지역 경제권의 악영향으로 투자 증가율을 억제하며 성장률 회복 정도를 약화

- 싱가포르의 경우, 팽창적 통화 정책의 시행에도 불구하고 급격한 자금 유출로 자산 부문이 위축되고 대내외 투자 수요가 위축되는 등 통화 정책의 파급력이 더 큰 대외 영향력으로 인해 차단된 경우

- 2006~2009, 2013~2014 6개년의 성장률을 표준화 한 결과 싱가폴은 2013~2014 평균 -0.19로 최하위 기록
- 싱가폴은 앞선 네 국가들과는 달리 금융 부문의 크기가 실물 부문에 비해 비례하게 큰 국가
- 국내 기준 금리를 인하 했으나, 해외 자본의 유출이 국내 주식·주택 가격 증가율의 회복을 제약하자 투자 및 수입 증가율이 마이너스로 돌아서는 등 대내외 실물 수요가 위축, 통화 정책의 파급력 차단이 성장률 및 실물 경제 전반의 회복을 제약한 결과

□ **한국은 성장률의 회복 정도가 부족한 국가로, 팽창적 금융재정 정책의 파급력 부족이 실물 시장 및 금융 시장의 동반 부진으로 나타난 경우**

- 2006~2009, 2013~2014 6개년의 성장률을 표준화 한 결과 한국은 2013~2014 평균 -0.18로 최하위권(7위)

- 기준 금리 인하 및 추정 등으로 유동성을 시중에 풀었으나, 주가 지수·주택 가격 등 자산 시장 가격의 증가율이 부진했고, 이와 함께 투자 증가율이 기대만큼 회복하지 못했으며, 근로 및 자산 소득 기대가 부족하여 민간 소비 증가율도 제약하는 등 팽창적 금융재정정책 자체보다 그 파급 경로에 문제가 있음을 시사

- 기준 금리가 인하 됐으나 주가지수와 주택가격의 증가율 회복이 크게 더디고, 투자 증가율이 크게 올라간 것도 아닌 점으로 미루어 시중에 풀린 유동성이 자금 수요자에게 전달되고 있지 못함을 의미
- 실업률이 높지 않음에도 민간 소비 증가율이 회복되고 있지 못하다는 것은 부채가 많거나 미래에 대한 소득·자산 등에 대한 불확실성이 크다는 함의

□ **8개국에 공통적으로 나타나는 사항은, 수출 증가율의 회복 급락**

- 세계 수출 물량 증가율이 2006~2007년 7.6% 증가에서 2013~2014년 2.8%로 그 증가율이 하락한 것에 비추어 전 세계적인 수출량의 감소가 이에 영향을 미친 것으로 추정

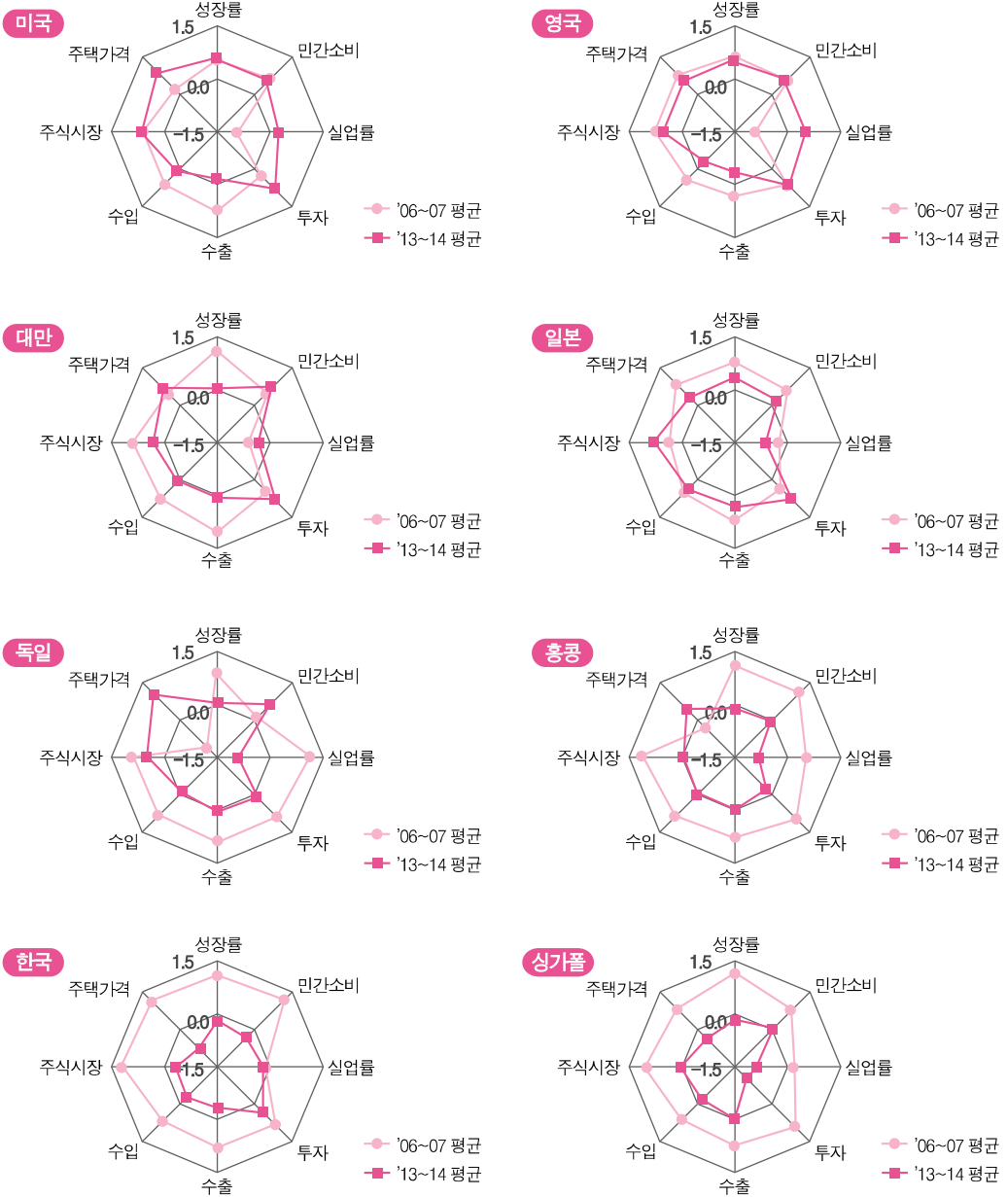
- 수출의존도가 상대적으로 높은 우리나라의 경우, 앞선 실물 내수 시장·자산 시장의 부진과 함께 회복세 전망을 어렵게 하는 또 다른 이유

- 한국과 수출 경쟁국인 일본 엔화의 약세 지속으로 ASEAN 시장에 더해 추가적 시장 유실 가능
- 유가 하락의 긍정적 효과는 이미 반영된 것으로 추정

주요국 경기 회복 비교

[그림 1] 8개국의 지표별 표준화 회복 추이

(단위: 표준화 수치)



주: 금융 위기 시점 대비 전후의 회복 수준을 비교하기 위해 2006, 2007, 2008, 2009, 2013, 2014 6개년의 증가율을 표준화

4. 한국 경제에의 시사점

□ 저성장의 기로에 놓여 있는 한국으로서는 시장 개입이 어려운 해외 부문의 긍정적 변화를 기대하기보다는 통화 정책의 이동 경로 정비 및 금융 시장의 고도화를 통해 실물 투자 및 소비 증진을 노리는 것이 현명해 보임.

- 실물 해외 부문의 성장 지속을 위해 수출 경쟁력 향상·기술 개발·시장 다각화 등의 장기적 방안 외에 엔저를 방어하는 등의 외환시장 개입 등이 있을 수 있으나 이는 글로벌 시장 질서에 위배

- 앞선 분석에서 성장률 회복 정도가 좋은 국가들의 경우 통화 정책의 파급력이 큰 국가로 실물 대내 시장과 금융 시장이 함께 회복됐음을 알 수 있었으므로, 한국도 금융 시장을 보다 고도화하여 통화 정책의 이동 경로를 정비하고 투자 및 소비 증진과의 순환 물꼬를 틀 필요성

○ 기준 금리가 1.75%까지 하락했으나 '15년 1/4분기 가계부채 증가율과 소득증가율은 각각 7.3%와 2.6%로 부채 증가율이 소득 증가율을 능가함(6월 11일 기준금리 추가 인하 전).

○ 기준 금리 인하가 투자 및 소비 증가로 이어지지 못하는 이유는 장기 금리가 단기 금리를 따라 내려가지 못하거나(금리 경로 이탈), 대내외 불확실성의 증가로 주식 및 부동산 시장 등의 투자로 이어지지 못하거나(자산가격 경로 이탈), 금융 기관의 대출이 기준금리 인하로 역선택을 하는 경우(신용 경로 부작용) 및 디플레이션 우려 때문

○ 금융 시장 고도화를 통해 풍부한 유동성 및 전문적인 금융 시장 참가자를 증진, 통화 정책 이동 경로 정비

• 예금은행 금융기관의 금융중개기능 강화와 가계대출 문제 해결을 위해 수(손)익공유형 모기지 등 대출상품 개발 장려

- 자본 시장의 풍부한 유동성의 흐름을 위해 선물·옵션·파생상품 등 금융상품을 개발
- 상품을 개발, 판매, 운용할 수 있는 전문 인력의 양성 및 배치
- 고도화된 금융 시장을 모니터링 할 수 있는 인력과 법 체계 정비(진입, 퇴출 등)
- 충분한 유동성 공급을 위해 유동성 공급자(LP, Liquidity Provider) 추가 혜택 부과 등

□ 상대적으로 낮은 실업률에도 불구하고 민간 소비가 살아나지 못하고, 기준금리가 낮음에도 투자가 늘어나지 못하는 것은 일면 불확실성에 기인한 것으로 대내외 각종 사건에 대해 정부의 객관적이고 시의 적절한 정보 전달에의 노력 및 정책에의 일관성이 절실

- 전문적이고 시의적절한 실물 대내, 실물 대외, 금융 부문에의 동향 분석이 필요

○ 예시: 정부와 한국은행 산하 국제금융센터의 조기정보실 운영 등

- 특히, 해외 부문의 의존이 크므로 미국 연준의 출구 전략의 방법·시기·물량·소통 및 호주 등 주변국의 통화정책과 외환시장의 면밀한 모니터링을 통해 실물 시장으로의 충격을 최소화

○ 노동 시장의 질적인 개선세가 확인되고 추가적인 실업률 하락이 가시화될 경우, 미국 연준은 연내 출구 전략을 시행할 가능성 높음.

○ 신흥 시장국 중 비교적 편더멘탈이 튼튼한 나라 중 하나인 한국의 경제도 직간접적으로 영향

- 또, 정부 정책의 변동성으로 인한 소비 및 투자 심리 감소를 막기 위해 정부는 각고의 노력을 기울여야 할 것