

23-08 2023.07.25

# 현안과 과제



한국 경제의 다섯 가지 모나리자 모호성과 시사점

# 목 차

## ■ 한국 경제의 다섯 가지 모나리자 모호성과 시사점

Executive Summary .....	i
1. 개 요 .....	1
2. 한국 경제의 다섯 가지 모나리자 모호성 현상 .....	2
3. 한국 경제의 모나리자 모호성의 원인 .....	7
4. 시사점 .....	12

□ 비상업 목적으로 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재할 경우 내용의 출처를 명시하면 자유롭게 인용할 수 있으며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

□ 경 제 연 구 실 : 주 원 경제연구실장 (02-2072-6235, juwon@hri.co.kr)

신 지 영 선임연구원 (02-2072-6240, jyshin@hri.co.kr)

## Executive Summary

### □ 한국 경제의 다섯 가지 모나리자 모호성과 시사점

#### ■ 개 요

최근 한국 경제는 그 방향성을 알기 어려운 '모나리자 모호성'이 나타나고 있다. '모나리자 모호성'이란 이코노미스트 지(The Economist, April 17th 2023)가 "How to explain the puzzle of the world economy"이라는 제목의 기사에서 "팬데믹 이후의 경제가 모나리자 같다."라고 언급하면서, 이러한 상황을 '모나리자 효과'로 비유한 데에서 착안하였다. '모나리자 효과'의 원래 의미는 '모나리자'라는 초상화 속의 여인이 미소를 짓고 있는 건지 아니면 무표정하게 있는 것인지를 알 수 없다는 의미이다. 이러한 현상은 특히 미국 경제에서 관찰되는데, 고금리로 경기 하강이 시작될 것이라는 예상을 깨고 강한 성장세를 보이는 등 최근 경기 불확실성이 급증하고 있다. 최근 한국 경제도 경제 상황 판단에 정부와 민간의 시각에 차이가 크며, 나아가 경제전문가 및 경제연구기관 간 경기 방향성에 대한 일치된 견해가 존재하지 않고 있다. 문제는 다양한 견해들이 존재하면서, 최근 대두되는 경제 현안에 대한 시장 내 컨센서스가 존재하지 않아 불확실성을 더욱 확대시키고 있다는 점이다. 이에 한국 경제의 '모나리자 모호성'의 사례를 살펴보고, 그러한 현상이 나타나는 원인을 찾아, '모나리자 모호성의 시대'를 극복할 수 있는 방안을 모색해 보았다.

#### ■ 한국 경제의 다섯 가지 모나리자 모호성 현상

##### ① (경기 방향성 혼란) 동행지수와 선행지수의 논리적 비일관성

경제 현황이 가장 정확하게 반영해야 할 경기종합지수의 방향성이 일관되지 못하면서 현재의 경기 판단과 미래의 경기 전망에 대한 논리적 분석이 어려운 상황이다. 경기동행지수 순환변동치는 올해 1월(98.9p)을 저점으로 개선되는 것처럼 보이나, 그 상승 시간이 짧아 현재의 한국 경제가 일시적 반등 국면에 있는지 회복 국면으로 전환된 것인지 판단하기 쉽지 않은 상황이다. 반면 경기 선행지수 순환변동치는 2021년 6월 102.2p를 고점으로 약 2년 동안 하락세를 지속하면서 경기 전환 신호가 나타나지 않고 있다.

##### ② (부문별 수출 경기의 격차) 대중국·반도체 수출 침체 속 이외 수출 경기의 선전

전체 수출 경기의 침체가 이어지고 있으나, 반도체 수출과 대중국 수출의 감소가 침체의 체감도를 크게 높이는 요인으로 작용하고 있다. 수출은 작년 10월 이후 9개월 연속 감소세를 지속 중이다. 그러나, 6월 수출증가율을 보면 전년동월대비  $\Delta 6.0\%$ 이며 대중국 수출증가율은  $\Delta 19.0\%$ 인데, 대중국 수출을 제외한 수출증가율은  $\Delta$

2.2%에 불과하다. 또한 6월 반도체 수출증가율은  $\Delta 28.0\%$ 인데, 반도체를 제외할 경우 0.0%로 반도체 이외 수출은 1년 전과 동일한 규모로 비교적 양호한 편이다.

### ③ (인플레이션 착시) 명목 지표의 호조 속 실물 지표의 정체

물가상승률은 낮아졌으나 물가수준 자체는 여전히 높아 가계의 고물가에 따른 구매력 위축으로 실제 소비가 크게 개선되지 못하는 현상이 지속 중이다. 소비자물가 상승률은 2022년 7월 전년동월대비 6.3%를 고점으로 올해 6월 현재 2.7%까지 하락하면서 한은의 물가안정목표인 2.0%에 접근 중이다. 그러나 물가수준을 나타내는 소비자물가지수는 2020년을 100으로 보았을 때, 전 품목이 평균적으로 10% 이상 상승해 있는 상황이다. 한편, 그러한 영향으로 5월 경상기준 소매판매액지수는 1년 전 대비 0.5%가 증가하였으나, 불변기준(물가상승분이 제거된 실질소비)으로는 오히려 0.6%가 감소하였다. 이는 가계의 체감상 명목 지출액은 증가하였으나 그 지출을 통해 구입하는 소비량(실질 지출액)은 감소하면서 삶의 질이 악화된 것으로 해석된다.

### ④ (산업별 경기 양극화) 산업별 상이한 업황으로 개인별 체감 경기 수준과 방향성에 격차가 발생

제조업의 침체가 장기간 이어지고 있는 반면 서비스업은 상대적으로 양호한 모습을 보이면서 산업 경기의 양극화가 진행 중인 것도 경제 방향성을 혼란케 하는 요인이 된다. 제조업 경기는 코로나 대확산 충격 이후 빠른 회복세를 지속하였으나 2022년 하반기 이후 침체 국면으로 전환되었다. 반면, 서비스업 경기는 전 기간에 걸쳐 완만하게 개선되면서 현재 제조업에 비해 생산 회복 수준이 크게 높은 편이다. 5월 현재 생산지수(S.A. 2020=100p)는 제조업이 106.7p인 반면 서비스업은 115.0p에 달한다. 이는 고용시장에서 제조업 취업자는 감소하는데 서비스업 취업자는 증가하는 현상으로 이어지면서, 개인이 어느 산업군에 있는지에 따라 경제 상황에 대한 인식에 차이를 만드는 원인으로 작용하고 있다.

### ⑤ (심리지표와 실물지표의 괴리) 경제심리 회복 수준에 못 미치는 내수 경기

가계 및 기업의 경제심리는 개선 중이나, 실제 소비와 투자에 뚜렷한 방향성이 확인되지 못하고 있다. 소비심리(소비자기대지수)는 작년 하반기 이후, 투자심리(기업경기실사지수)는 올해 초 이후 개선 중이다. 소비자자기대지수(CCSI)는 작년 7월 86.3p를 저점으로 상승하여, 6월 100.7p로 기준치 100p를 상회하였다. 한은 기업경기실사지수(BSI, 업황전망)도 올해 2월 68p를 저점으로 상승하면서 7월 현재 75p를 기록하며 실질적인 평균 수준(79p, 통계가 편제된 2003년 2월 이후 평균치)에 접근 중이다. 그러나 실제 소비와 투자 지표의 뚜렷한 회복세가 관찰되지 않고 있다. 국민계정의 민간소비는 작년 4분기의 감소세(전기대비  $\Delta 0.5\%$ )에서 올해 1분에 0.6%의 증가세로 전환되며 소비 회복의 기대감을 확산시켰으나, 2분기 다시  $\Delta 0.1\%$ 의 감소세를 기록

하였다. 설비투자도 작년 4분기 전기대비 2.4%의 높은 증가율을 기록하였으나, 올해 1분기와 2분기에 각각  $\Delta 5.0\%$  및  $\Delta 0.1\%$ 의 감소세를 보이는 등 내수가 회복되는 것인지 침체되는 것인지 어느 방향으로도 확신할 수 없는 모습이다.

■ 한국 경제의 모나리자 모호성의 원인

① (잠재성장률 하락) 코로나 충격에 따른 경제의 기초 체력 약화

한국 경제의 모나리자 착시 현상의 가장 큰 원인은 성장잠재력 고갈로 복원력이 취약해졌기 때문이라 판단된다. 이번 코로나 대확산 위기 이후 잠재성장률의 구조적 하락 현상이 나타나면서, 위기 이전과 비교하여 경기 회복력이 크게 약화되어 작은 대내외 이벤트에도 경기 민감도가 높아진 것으로 판단된다. 한국 경제는 대외 메가 쇼크(거대 충격) 이후 예외 없이 잠재성장률이 급락하였다. 현대경제연구원에 따르면 한국 잠재성장률은 외환위기 이전(1991~1997년) 연평균 7.3%에서 외환위기 이후(1998~2008년)에 5.1%로 하락하였다. 한편, 금융위기 이후(2009~2019년)에는 다시 3.0%로 하락하였으며, 이번 **코로나 위기 이후(2020~2028년)에는 2.2%**에 그칠 것으로 분석된다. 이번 코로나 대확산 충격 이후 한국 경제의 기초 체력 약화(잠재성장률 하락)로 경제의 역동성은 물론 안정성도 낮아져, 대내외 여건의 사소한 변동에도 국내 경기가 민감하게 반응하는 것으로 생각된다.

< 한국 잠재성장률 추이 >



자료: 현대경제연구원.

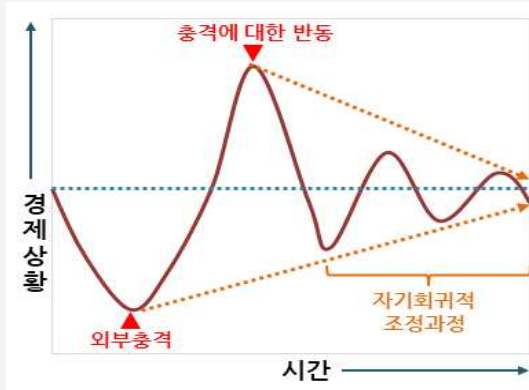
주: 잠재성장률은 HP필터링 방법을 사용하여 추정하였으며, 원자료 중 1981~2022년 GDP는 실적치, 2023~2028년 GDP는 IMF 전망치를 사용.

② (정상적 자기회귀 파동) 대규모 외부 충격 이후 경제의 정상화 경로로 복귀하는 과정상의 경기 등락

외부 충격 이후의 경제가 제자리를 찾아가는 과정상 경제 지표의 잦은 등락이 나타나면서 경기 방향의 모호성을 가중시키고 있다. 한국 경제는 과거의 경험상 코로나 대확산 위기와 같은 외부충격이 발생하면 초기에는 경제가 급격하게 침체되고

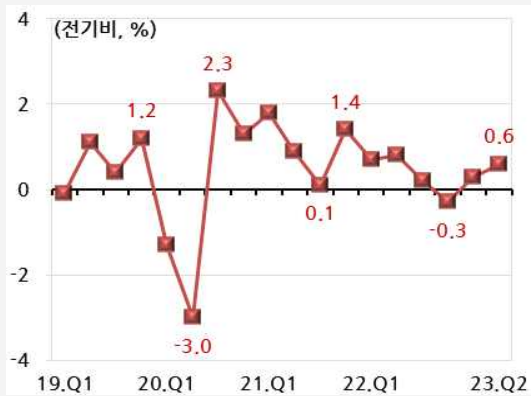
그 직후 경제의 회복력과 기저효과에 의해 충격에 대한 큰 반동이 나타난다. 이후에는 충격과 반동력의 파급영향으로 인해 경기 진폭은 점차 축소되면서 동시에 주기는 짧아지는 소파동이 상당 기간 지속된다. 최근 경제성장률이 낮은 수준에서 잦은 등락을 지속하는 것도 2020년의 코로나 충격이 아직도 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다.

< 경제변수의 시간에 따른 자기회귀적 반응 >



자료: 현대경제연구원.

< 분기 경제성장률(S.A.) 추이 >



자료: 한국은행.

③ (글로벌 디커플링) 미국과 중국 경제의 불확실성이 급증

한국 경제의 해외 수요에 높은 비중을 차지하는 미국과 중국의 경기 방향성에서의 모나리자 착시 현상이 한국 경제에 전이되고 있는 것으로 판단된다. 현재에도 미국 경제의 향방에 대한 시장의 컨센서스가 존재하지 않아 세계 경제의 큰 불확실성으로 작용하고 있다. 미국 경제가 감당하기 어려운 고금리로 경기 침체가 우려되는 상황이지만, 최근 고용시장이 강세를 지속하는 등 뚜렷한 경기 침체의 전조가 관찰되지 않으면서 향후 물가만 안정된다면 1990년대 후반 미국의 신경제(New Economy) 시대에 나타났던 ‘골디락스(Goldilocks)’가 재현되는 것이 아닌가라는 기대도 상존하고 있다. 한편 중국 경제는 기대되었던 리오프닝(reopening) 효과가 나타나지 않으면서 경착륙(hard-landing) 우려가 확산 중이다. 중국의 소비 및 수출은 지난 3~5월 높은 증가율을 기록했으나, 6월에는 다시 소매판매 증가율이 급락하고 특히 수출은 큰 폭의 감소세를 보이면서 경제의 불안정성이 확대되는 모습이다.

④ (확실한 경기진작책 부재) 실물 경제의 회복 속도를 강화시킬 수 있는 정책적 수단 부재

경제 상황을 개선시키기 위한 경기진작책이 요구되나, 대내외 정책적 여건의 제약으로 경기 국면 전환을 위한 정부 개입이 어려운 상황이다. 우선 통화정책은 당분간 경기진작을 위한 유동성을 공급한다는 의미로서 금리 인하 기조로의 전환이 거의

불가능하다. 미 FED의 기준 금리 인상이 지속 중이고 국내에도 여전히 인플레이션 압력이 상존하고 있기 때문이다. 한편, 거시경제정책의 다른 한 축인 재정정책에 있어서도 최근 몇 년에 걸쳐 급증한 국가채무의 안정적 관리, 즉 재정건전성 확보를 위해 추경과 같은 적극적인 경기진작책을 사용하기 어려운 상황이다. 코로나 위기 이전인 2019년 국가채무/GDP비율은 37.6%에 불과하였으나, 그동안의 잦은 추경과 경기 부진에 따른 세수의 부족으로 재정적자가 지속되면서 2023년에는 49.8%에 달할 것으로 전망되고 있기 때문이다.

### ⑤ (다발성 리스크, multiple risk) 국내의 다양한 리스크의 동시적 부상에 따른 불확실성 증폭

코로나 위기 이후 다양한 리스크 요인들이 경기 회복을 지연시키고 있는 가운데, 최근 새로운 국내의 리스크 요인들이 부상하면서 경제 주체들의 심리적 불확실성이 증폭되고 있다. 이번 코로나 위기를 거치면서 코로나 대확산 발 대내외 수요 침체, 미국의 대중국 경제 봉쇄, 글로벌 인플레이션 쇼크, 우크라이나-러시아 전쟁, 미 FED 금리 인상, 중국 경제의 경착륙 등의 다양한 대외 리스크들이 한국 경제의 성장을 저해하는 요인으로 작용한 바 있다. 최근에는 국내 PF 시장의 자금 경색, 집중호우로 인한 물가 불안, 우크라이나-러시아 '흑해곡물협정' 종료 가능성 등의 새로운 리스크들이 등장하면서 경기 불확실성을 확대시키는 또 다른 요인이 되고 있다.

#### ■ 시사점

한국 경제의 불확실성 완화를 통해 민간주체들의 경제심리적 안정을 도모하여 정상적인 성장 궤도로 회귀할 수 있는 복원력을 강화하기 위해서는, 첫째, 가장 우선적으로 경제의 기초 체력을 높이기 위해 노동·자본 등의 양적 생산요소 확충은 물론 기술·인적자본 등의 질적 생산요소의 경쟁력 강화 등을 통해 시급히 잠재성장률을 제고해야 한다. 둘째, 경제의 외부 충격에 대한 내성을 강화시키기 위해서는 내수 지향적 고부가 서비스업 육성 등을 통해 현재의 높은 해외의존도를 개선해야 한다. 셋째, 글로벌 산업 지형의 변화와 글로벌 공급망의 재편에 부합되는 수출 지역 및 품목 다변화 전략이 추진되어야 한다. 넷째, 근본적인 제약 조건으로 경기 진작을 위한 거시경제정책을 사용할 수 없다면, 재정 당국의 집행률 제고, 통화 당국의 중소기업 금융지원 확대 등의 다양한 미시정책이 동원되어야 한다. 다섯째, 최근 부동산 PF 시장 경색, 집중호우에 따른 물가 불안 등의 급부상하는 리스크들에 대응하여, 부동산 시장 및 농축수산물 시장의 불안정성에 대한 관리·감독에 주력해야 한다.

## 1. 개요

- 현재 한국 경제는 그 방향성을 알기 어려운 ‘모나리자 모호성’이 강하게 나타나고 있어 이에 대한 원인 분석과 대응 방안을 모색할 필요성이 존재
- 최근 세계 경제의 방향성이 모호하다는 의미로 모나리자 효과(Mona Lisa Effect)’라는 용어가 유행
  - ‘모나리자 효과’란 레오나르도 다빈치(Leonardo da Vinci)의 명작 ‘모나리자’라는 초상화 속의 여인이 미소를 짓고 있는 건지 아니면 무표정하게 있는 것인지를 알 수 없다는 의미임
  - 이코노미스트 지(The Economist, April 17th 2023)는 “How to explain the puzzle of the world economy”라는 제목의 기사에서 “The post-pandemic economy is like the Mona Lisa. (팬데믹 이후의 경제가 모나리자 같다.)”고 언급함
  - 특히 미국 경제가 고금리로 경기 하강이 시작될 것이라는 예상을 깨고 강한 성장세를 보이는 점을 언급하면서 경험해 보지 못한 불확실성과 모호성을 지적한 바 있음
- 한국 경제도 최근 지표상의 뚜렷한 방향성을 확인하기 어려운 ‘모나리자 착시 현상’이 존재하는 것으로 판단
  - 최근 한국 경제의 상황 판단에 정부와 민간의 시각에 차이가 있으며, 특히 경제전문가 및 경제연구기관 간 경기 방향성에 대한 일치된 견해가 존재하지 않음
  - 이러한 경제에 대한 진단에 다양한 견해들이 존재하기 때문에, 최근 대두되는 경제 현안에 대한 대응 방안에 정책적 합의점이 마련되기 어려운 상황임
- 이에 한국 경제의 ‘모나리자 모호성’의 사례를 살펴보고, 그러한 현상이 나타나게 되는 가능성 있는 원인을 찾아, ‘모나리자 모호성의 시대’를 극복할 수 있는 방안을 모색해 보고자 함



## 2. 한국 경제의 다섯 가지 모나리자 모호성 현상

### ① (경기 방향성 혼란) 동행지수와 선행지수의 논리적 비일관성

○ 경제 지표들의 방향성이 일관되지 못하면서 현재의 경기 판단과 미래의 경기 전망에 대한 논리적 분석이 어려운 상황

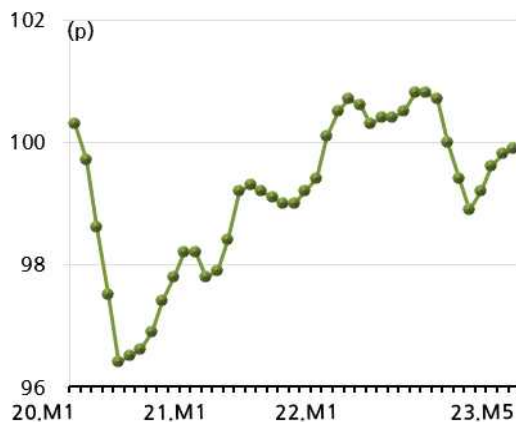
- 경기 동행지수 순환변동치 상 한국 경제는 올해 1월을 저점으로 개선되는 것으로 보이나, 현재의 한국 경제가 일시적 반등 국면에 있는지 회복 국면으로 전환된 것인지 판단하기 쉽지 않은 상황

- 동행지수 순환변동치는 올해 1월 98.9p를 저점으로 5월까지 5개월 연속 상승함
- 다만, 그 상승 기간이 짧고 5월 순환변동치의 전월대비 증가 폭(0.1p)이 미약하여 하락 국면으로의 재진입 가능성도 배제하기 어려움

- 경기 선행지수 순환변동치는 약 2년 동안 하락세를 지속하면서 경기 전환 신호를 예고하지 못함

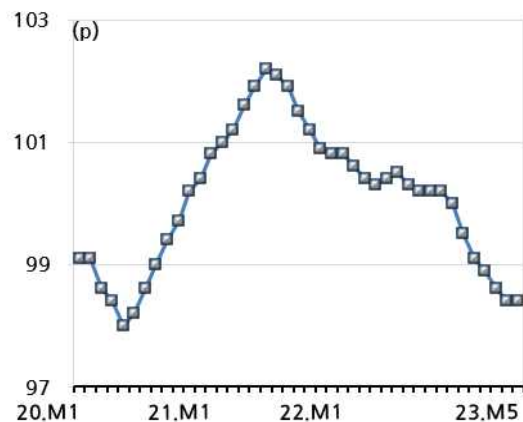
- 2021년 6월 102.2p를 고점으로 약 2년 동안 하락세를 지속하면서 경기 전환의 신호가 발견되지 않고 있음
- 단, 올해 5월과 4월이 동일한 값(98.4p)을 가지면서 경기 전환 국면의 가능성이 높아짐

< 경기동행지수 순환변동치 추이 >



자료: 통계청.

< 경기선행지수 순환변동치 추이 >



자료: 통계청.

② (부문별 수출 경기의 격차) 대중국·반도체 수출 침체 속 이외 수출 경기의 선전

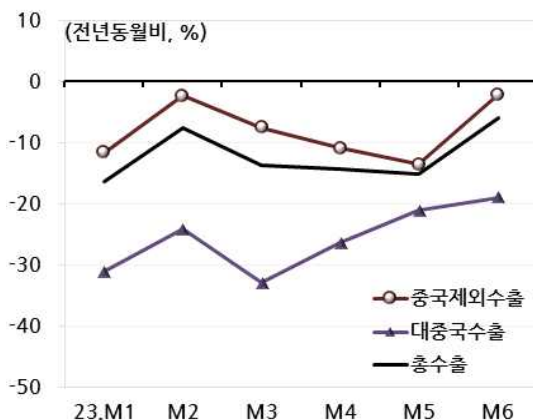
○ 전체 수출 경기의 침체가 이어지고 있으나, 반도체 수출과 대중국 수출의 감소가 침체의 체감도를 크게 높이는 요인으로 작용

- 수출은 작년 10월 이후 9개월 연속 감소세를 지속 중이며, 7월 1~20일에도 큰 폭으로 감소하면서 최소 10개월 연속 감소를 기록할 전망이다  
 · 관세청에 따르면 7월 1~20일 수출액(통관 기준 잠정치)은 전년동월대비 15.2%가 감소한 것으로 나타남

- 그러나 우리 수출의 높은 비중을 차지하는 대중국 수출과 반도체 수출을 제외할 경우 수출 침체 폭은 생각보다 크지 않은 편

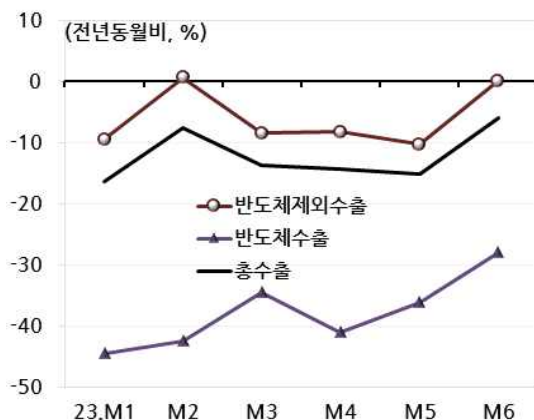
- 6월 수출증가율은 전년동월대비  $\Delta 6.0\%$ 인데, 이 중 2022년 기준 총수출의 22.8%(홍콩 포함 26.8%)의 비중을 차지하는 대중국 수출증가율은  $\Delta 19.0\%$ 를 기록함
- 6월 대중국 수출을 제외한 수출증가율은 전년동월대비  $\Delta 2.2\%$ 에 불과함
- 또한 6월 수출 중 2022년 기준 18.9%의 비중을 차지하는 반도체 수출증가율은  $\Delta 28.0\%$ 에 달함
- 6월 전체 수출 중 반도체 수출을 제외한 수출은 전년동월대비 0.0%로 감소세를 벗어남

< 대중국 및 대중국제외 수출증가율 추이 >



자료: 산업부, 관세청.

< 반도체 및 반도체제외 수출증가율 추이 >



자료: 산업부, 관세청

③ (인플레이션 착시) 명목 지표의 호조 속 실물 지표의 정체

○ 물가상승률은 낮아졌으나 물가수준 자체는 여전히 높아, 가계의 구매력이 위축되면서 실제 소비가 크게 개선되지 못하는 현상이 지속

- 인플레이션율(소비자물가상승률)은 안정되고 있으나 인플레이션 수준(소비자물가지수)은 여전히 민간 경제주체에게 부담을 주는 상황

- 소비자물가상승률은 2022년 7월 전년동월대비 6.3%를 고점으로 올해 6월 현재 2.7%까지 하락하면서 한은의 물가안정목표인 2.0%에 접근 중임
- 그러나 물가수준을 나타내는 소비자물가지수는 2020년을 100으로 보았을 때, 전 품목이 평균적으로 10% 이상 상승해 있는 상황임

- 가계의 관점에서 명목(경상) 금액상으로는 체감상 소비 규모가 커진 듯이 보이나, 물가 상승분을 제외한 실제 소비량은 이전에 비해 감소하면서 삶의 질이 하락

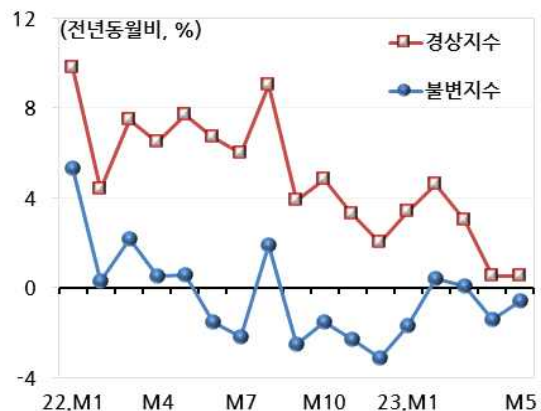
- 5월 경상기준 소매판매액지수는 1년 전 대비 0.5%가 증가하였으나, 불변기준(물가상승분이 제거된 실질소비)으로는 오히려 0.6%가 감소함
- 가계의 입장에서 체감상 지출액(명목 소비)은 증가하였으나, 그 지출을 통해 구입하는 소비(실질 소비)량은 감소함

< 소비자물가 지수 및 상승률 추이 >



자료: 통계청.

< 소매판매액 경상 및 불변 지수 증가율 추이 >



자료: 통계청.

④ (산업별 경기 양극화) 산업별 상이한 업황으로 개인별 체감 경기 수준과 방향성에 격차가 발생

○ 제조업의 침체가 장기간 이어지고 있는 반면 서비스업은 상대적으로 양호한 모습을 보이면서 산업 경기의 양극화가 진행 중

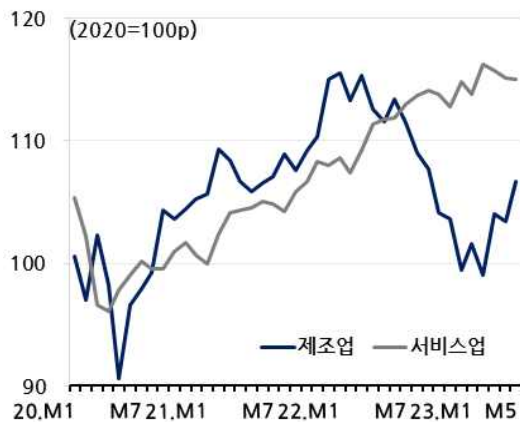
- 2022년 상반기까지 제조업 생산 활력이 서비스업보다 높았으나, 2022년 하반기 이후 현재까지는 서비스업이 제조업의 활력을 크게 압도

- 제조업 경기는 코로나 대확산 충격 이후 빠른 회복세를 지속하였으나 2022년 하반기 이후 침체 국면으로 전환됨
- 반면, 서비스업 경기는 완만하게 개선되면서 현재 제조업에 비해 생산 회복 수준이 크게 높은 편임
- 5월 현재 생산지수(S.A. 2020=100p)는 제조업이 106.7p이며 서비스업은 115.0p임

- 산업 경기의 격차는 시차를 두고 고용 시장에도 영향을 미쳐, 제조업 취업자 수는 감소하고 있으나, 서비스업 취업자는 높은 증가세를 지속

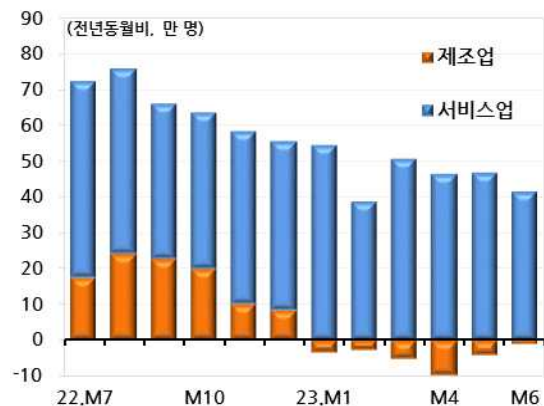
- 2022년 말까지는 제조업과 서비스업 취업자수가 전년동월대비 증가하였으나, 2023년에 들어서면서 서비스업 취업자수는 1년 전에 비해 증가한 반면 제조업 취업자수는 감소세를 지속함

< 제조업 및 서비스업 생산지수(S.A.) 추이 >



자료: 통계청.

< 제조업 및 서비스업 취업자수 증감 추이 >



자료: 통계청.

⑤ (심리지표와 실물지표의 괴리) 경제심리 회복 수준에 못 미치는 내수 경기

○ 가계 및 기업의 경제심리는 개선 중이나, 실제 소비와 투자에 뚜렷한 방향성이 확인되지 못하는 상황

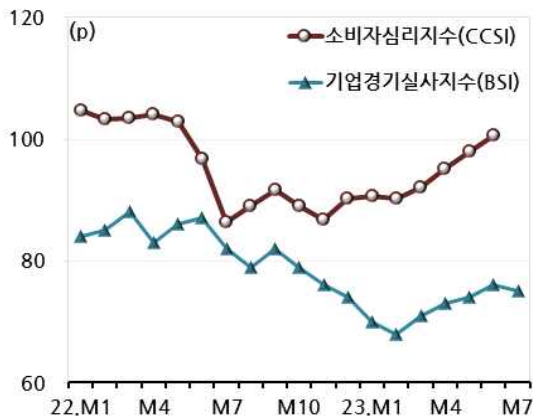
- 소비심리(소비자기대지수)는 작년 하반기 이후, 투자심리(기업경기실사지수)는 올해 초 이후 개선 중

- 소비자자기대지수(CCSI)는 작년 7월 86.3p를 저점으로 상승하여, 6월 100.7p로 기준치 100p를 상회함
- 한은 기업경기실사지수(BSI, 업황전망)도 올해 2월 68p를 저점으로 상승하면서 7월 현재 75p를 기록하며 실질적인 평균 수준(79p)에 접근 중임<sup>1)</sup>

- 이러한 심리적 개선에도 실제 소비와 투자 지표의 뚜렷한 회복세가 관찰되지 않고 있는 상황

- 민간소비는 작년 4분기의 감소세(전기대비  $\Delta 0.5\%$ )에서 올해 1분에 0.6%의 증가세로 전환되며 소비 회복의 기대감을 확산시켰으나, 2분기 다시  $\Delta 0.1\%$ 의 감소세를 기록함
- 설비투자도 작년 4분기 전기대비 2.4%의 증가율을 기록하였으나, 올해 1분기와 2분기에 각각  $\Delta 5.0\%$  및  $\Delta 0.1\%$ 의 감소세를 보임

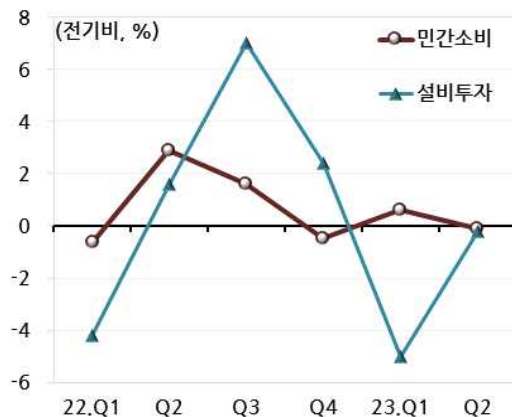
< 소비자심리지수 및 기업경기실사지수 추이 >



자료: 통계청, 한국은행.

주: 기업경기실사지수는 업황전망 기준.

< 민간소비 및 설비투자 증가율 추이 >



자료: 한국은행.

1) 한은 BSI(업황전망)의 공식적 기준치는 100p이나, 통계가 편제된 2003년 2월 이후 평균치는 79p(최대치는 98p)이며 2020년 이후 평균치는 76p임.

### 3. 한국 경제의 모나리자 모호성의 원인

#### ① (잠재성장률 하락) 코로나 충격에 따른 경제의 기초 체력 약화

○ 이번 코로나 대확산 위기 이후 잠재성장률의 구조적 하락 현상이 나타나면서, 위기 이전과 비교하여 경기 회복력이 크게 약화되어 작은 대내외 이벤트에도 경기 민감도가 높아진 것으로 판단

- 한국 경제는 대외 메가쇼크(거대 충격) 이후 잠재성장률이 급락하는 모습을 시현

- 한국 잠재성장률은 외환위기 이전(1991~1997년) 연평균 7.3%에서 외환위기 이후(1998~2008년)에 5.1%로 하락함
- 한편, 금융위기 이후(2009~2019년)에는 3.0%로 하락하였으며, 이번 코로나 위기 이후(2020~2028년)에는 2.2%에 그칠 것으로 예측됨

- 이번 코로나 대확산 충격 이후 한국 경제의 기초 체력 약화(잠재성장률 하락)로 경제의 역동성은 물론 안정성도 낮아져, 대내외 여건의 사소한 변동에도 국내 경기가 민감하게 반응하는 것으로 생각됨

< 한국 잠재성장률<sup>2)</sup> 추이 >



자료: 현대경제연구원.

주: 잠재성장률은 HP필터링 방법을 사용하여 추정하였으며, 원자료 중 1981~2022년 GDP는 실적치, 2023~2028년 GDP는 IMF 전망치를 사용.

2) 잠재성장률을 추정하는 방법에는 생산함수모형, HP(Hodrick-Prescott)필터링, 준구조모형 등이 있으며, 본 보고서에서는 HP필터링을 사용함.

② (정상적 자기회귀 파동) 대규모 외부 충격 이후 경제의 정상화 경로로 복귀하는 과정상의 경기 등락

○ 외부 충격 이후의 경제가 제자리를 찾아가는 과정상 경제 지표의 잦은 등락이 나타나면서 경기 방향성이 모호해지는 모습

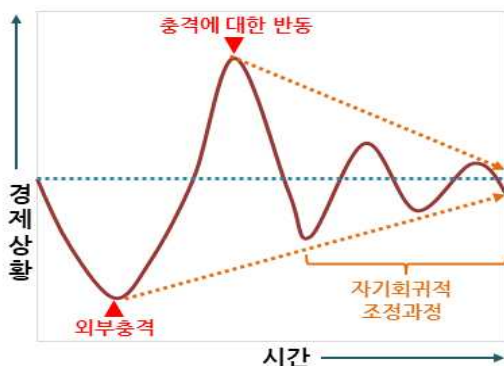
- 경제에 메가쇼크가 가해질 경우 기존의 경기사이클은 붕괴되고 충격을 흡수하는 사이클이 지속

- 한국 경제에 코로나 대확산 위기라는 외부충격이 발생하면서 초기에는 경제가 급격하게 침체되고 그 직후 경제의 회복력과 기저효과에 의해 충격에 대한 반동이 나타남
- 이후에는 충격과 반동력의 파급영향으로 인해 경기 진폭은 점차 축소되면서 동시에 주기는 짧아지는 소파동이 상당 기간 지속됨

- 최근 경제성장률이 낮은 수준에서 잦은 등락을 지속하는 것도 이러한 역학이 작용하는 것으로 판단

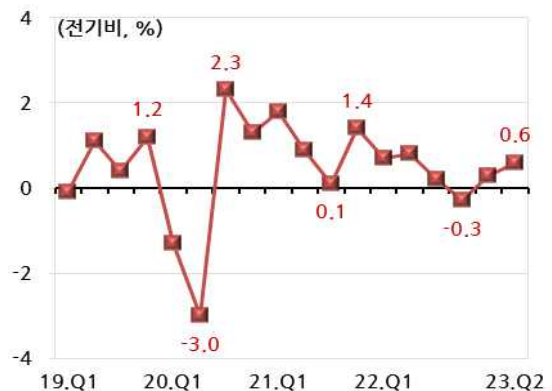
- 코로나 충격의 영향이 가장 크게 작용했던 2020년 2분기 경제성장률은 전기대비  $\Delta 3.0\%$ 에 달하였으며, 그에 대한 반작용으로 3분기 성장률은 2.3%까지 상승함
- 이후 2021년 3분기 0.1%까지 하락하였고 2021년 4분기에는 다시 1.4%까지 상승함
- 최근에는 2022년 4분기 감소세를 기록하였으나 2023년 1분기와 2분기에 각각 0.3% 및 0.6%의 증가세로 전환됨

< 경제변수의 시간에 따른 자기회귀적 반응 >



자료: 현대경제연구원.

< 분기 경제성장률(S.A.) 추이 >



자료: 한국은행.

③ (글로벌 디커플링) 미국과 중국 경제의 불확실성이 급증

○ 한국 경제의 해외 수요에 높은 비중을 차지하는 미국과 중국의 경기 방향성에서의 모나리자 착시 현상이 한국 경제에 전이되고 있는 것으로 판단

- 미국 경제의 향방에 대한 시장의 컨센서스가 존재하지 않아 세계 경제의 큰 불확실성으로 작용

· 미국 경제가 감당하기 어려운 고금리로 소비와 투자의 내수 침체가 우려되는 상황이며, 뉴욕 연방은행에 따르면 6월 현재 미국 경제가 1년 내 경기 침체에 빠질 확률은 67%에 달하는 것으로 분석됨

· 반면, 최근 고용시장이 강세를 지속하는 등 뚜렷한 경기 침체의 전조가 관찰되지 않으면서, 향후 물가만 안정된다면 1990년대 후반 미국의 신경제(New Economy) 시대에 나타났던 '골디락스(Goldilocks)'가 재현되는 것이 아닌가라는 기대도 상존함

- 기대되었던 리오프닝(reopening) 효과가 나타나지 않으면서 중국 경제의 경착륙(hard-landing) 우려가 확산 중임

· 중국의 소비 및 수출은 지난 3~5월 높은 증가율을 기록했으나, 이는 1년 전의 상하이봉쇄 조치 영향에 따른 기저효과에 불과함

· 6월 소매판매 증가율이 급락하고 수출은 큰 폭의 감소세를 보이면서 중국 경제의 불안정성이 확대되는 모습임

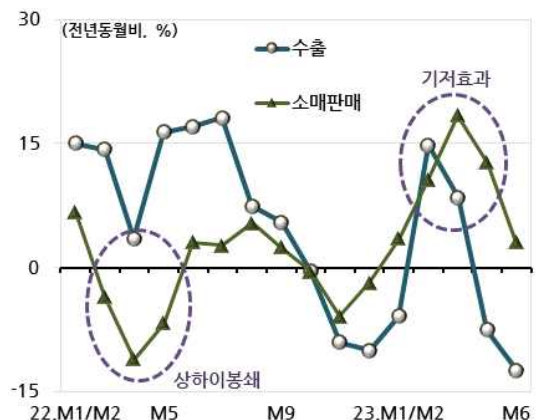
< 미국의 1년 내 경기침체 확률 추이 >



자료: New York Fed.

주: 10년물 - 3개월물국채 스프레드를 이용.

< 중국의 수출 및 소매판매 증가율 추이 >



자료: 國家統計局.



④ (확실한 경기진작책 부재) 실물 경제의 회복 속도를 강화시킬 수 있는 정책적 수단의 부재

○ 경제 상황을 개선시키기 위한 경기진작책이 요구되나, 대내외 정책 여건의 제약으로 경기 국면 전환을 위한 정부 개입이 어려운 상황

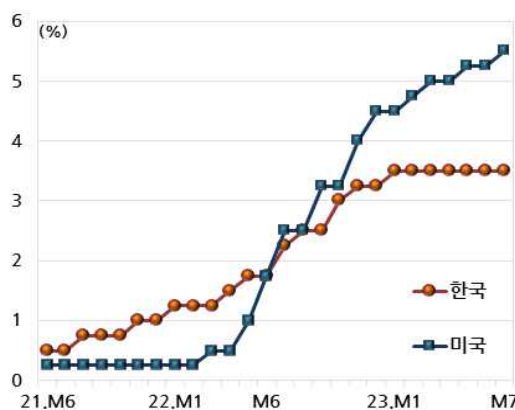
- 경기 침체 국면 또는 경기 회복 초기 국면에서는 완화적 통화정책이 필요하나, 미 FED의 기준 금리 인상이 지속되고 국내에도 여전히 인플레이션 압력이 높아 금리 인하 기조로의 전환이 불가능

- 미 FED는 연방기금금리를 2022년 3월 0~0.25%에서 0.25~0.5%로 인상을 시작한 이후 1년이 조금 넘는 기간 동안 5.0~5.25%까지 상승시킴
- 또한 올해 최소 한 번에서 최대 두 번까지 추가적인 금리 인상이 예상되고 그 수준에서 장기간 고금리를 유지할 가능성이 높아, 한국은행의 경기진작을 위한 금리 인하 기조로의 전환이 거의 불가능한 상황임

- 한편, 거시경제정책의 다른 한 축인 재정정책도 최근 급증한 국가채무의 안정적인 관리, 즉 재정건전성 확보를 위해 추경과 같은 적극적인 경기진작책을 사용하기 어려운 상황

- 코로나 위기 이전인 2019년 국가채무/GDP비율은 37.6%에 불과하였으나, 잦은 추경과 경기 부진에 따른 세수의 부족으로 재정적자가 지속되면서 2023년에는 49.8%에 달할 것으로 전망됨

< FED 및 한국은행 기준금리 추이 >



자료: FED, 한국은행.

< 국가채무 및 국가채무/GDP 비율 추이 및 전망 >



자료: 기획재정부.

주: 2017~2021년은 결산 기준, 2022년은 2차 추경 예산 기준, 2023년은 예산 기준.

⑤ (다발성 리스크, multiple risk) 국내외 다양한 리스크의 동시적 부상에 따른 불확실성 증폭

○ 코로나 위기 이후 다양한 리스크 요인들이 경기 회복을 지연시키고 있는 가운데, 최근 새롭게 부상하는 국내외 리스크 요인들이 가세하고 있고 경제 주체들의 심리적 불확실성이 증폭

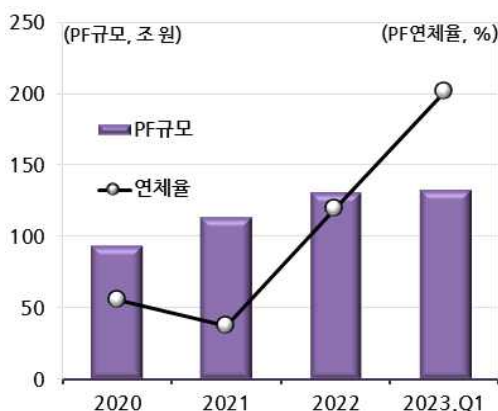
- 이번 코로나 위기를 거치면서 다양한 대외 리스크 요인들이 한국 경제에 동시적으로 부정적 영향을 미친 것으로 분석

- 팬데믹 발 대내외 수요 침체, 미국의 대중국 봉쇄, 글로벌 인플레이션 쇼크, 우크라이나-러시아 전쟁, FED 금리 인상, 중국 경제의 경착륙 등의 다양한 대외 리스크들이 한국 경제의 성장을 저해하는 요인으로 작용함

- 최근에는 PF 시장의 자금 경색, 집중호우로 인한 물가 불안, '우크라이나-러시아 흑해곡물협정' 종료 가능성 등의 새로운 대내외 리스크들이 등장하면서 불확실성을 확대시키는 또 다른 요인으로 작용

- 최근 PF 규모 자체는 안정된 수준이나, 일부 비은행 기관의 연체율이 높아지면서, 자칫 금융시장 전반의 리스크로 확산될 우려가 존재함
- 2020년의 경우<sup>3)</sup>처럼 집중호우에 따른 농축수산물 가격 급등으로, 최근 안정되는 물가가 다시 불안정해질 가능성이 높아짐

< PF 시장 규모 및 연체율 추이 >



자료: 금융감독원.

< 2020년 소비자물가상승률 및 농축수산물 기여도 >



자료: 통계청.

3) 2020년 집중호우로 3분기 농축수산물 가격 상승률은 11.4%에 달하였으며, 소비자물가지수 전체에 대한 기여도는 0.9%p로 만약 호우로 농축수산물 가격이 오르지 않았으면 소비자물가는 마이너스가 나왔던 상황임.

#### 4. 시사점

첫째, 경제의 기초 체력을 높이기 위해서는 가장 우선적으로 노동·자본 등의 양적 생산요소 확충은 물론 기술·인적자본 등의 질적 생산요소의 경쟁력 강화 등을 통해 시급히 잠재성장률을 제고해야 한다.

- 노동, 자본 등 양적 생산요소의 확충을 통해 잠재성장률의 하락 속도를 지연시켜야 할 것임
  - 이를 위해서는 생산가능인구의 감소에 대응하여, 출산율 제고를 위한 보육 인프라 확충, 선진국 수준의 이민제도 도입, 노령인구 및 여성의 경제활동참가 독려 등의 전방위적인 노력이 필요함
  - 한편, 자본(투자) 확충을 위해서는 기본적으로 경쟁국 수준의 조세 혜택 및 거주 인프라에 대한 인센티브를 확대하고, 차세대반도체, 전기차(이차전지), 신재생·원자력에너지 등의 글로벌 유망 신기술·신산업과 관련된 국제적인 클러스터 조성을 통해 글로벌 자본의 투자를 유인해야 할 것임
- 양적 생산요소 투입의 한계를 보완하기 위하여 기술, 인적자본 등 질적 생산요소의 수준을 높여야 할 것임
  - 이를 위해서는 우선 민간과 정부의 국가연구개발의 역할 분담 구조 확립, 정부 연구개발사업의 성과성 제고 등을 통해 산업계의 빠른 기술혁신을 도모할 수 있는 효율적인 연구개발 생태계가 구축되어야 할 것임
  - 또한 노동력 감소를 보완하여 생산성을 높일 수 있도록 4차 산업혁명시대에 맞는 공교육 시스템 구축, 산학연 협력 확대, 실효적인 신산업 지향 재취업 프로그램 강화 등의 인적자본의 질적 수준 제고 정책이 요구됨

둘째, 경제의 외부 충격에 대한 내성을 강화시키기 위해서는 내수 지향적 고부가 서비스업 육성 등을 통해 현재의 높은 해외의존도를 개선해야 한다.

- 내수에만 의존하는 경제보다 외수까지 시장 외연이 확대된 경제의 성장성이 더 높은 것이 사실이나, 외수 의존성이 높은 경제는 대외 충격이 발생할 경우 상대적으로 더 민감하게 반응한다는 단점이 있음

- 따라서 해외 수요에 문제가 발생하더라도 경제가 일정 부문 충격을 흡수하고 정상 성장 궤도로 신속히 복귀할 수 있는 내구력이 확충될 필요가 있음
- 이를 위해서는 제조업보다 내수 지향적 특성을 가지는 서비스업의 비중이 확대될 필요가 있으며, 또한 서비스업 내에서도 고부가 업종 비중을 높일 수 있는 산업 구조 전환이 요구됨

셋째, 글로벌 산업 지형의 변화와 글로벌 공급망의 재편에 부합되는 수출 지역 및 품목 다변화 전략이 추진되어야 한다.

- 새로운 기술과 시장의 부상에 따른 기존 주력 산업의 외연 축소에 대응하여, 신성장 수출 품목의 개발과 이를 뒷받침할 수 있는 중장기 수출산업전략이 마련되어야 할 것임
- 미·중 간 갈등 등과 같은 국제정치적 환경 급변에 대응하여 해외시장 의존도가 높은 산업은 최적의 수출·투자 대상국 포트폴리오 비율을 시급히 모색해야 할 것임
- 한편, 미국 등 적극적인 온쇼어링 기조를 강화하는 경쟁국들의 투자 유인 제도를 벤치마킹하여 최근 국내로 유턴하는 기업들이 증가하는 추세에 적극 대응해야 할 것임

넷째, 근본적인 제약 조건으로 경기 진작을 위한 거시경제정책을 사용할 수 없다면, 재정 당국의 집행률 제고, 통화 당국의 중소기업 금융지원 확대 등의 다양한 미시정책이 동원되어야 한다.

- 재정건전성을 확보하기 위해 추경 편성이 쉽지 않다는 점은 이해되나, 이를 보완하기 위해서 경기 불확실성이 높은 상황에서 재정집행률 제고를 통한 비용액 최소화, 재정지출의 적시성 확보 등의 미시적 경기 진작 노력이 요구됨
- 당분간 한국은행이 현재의 고금리 수준을 유지할 수밖에 없다는 제약이 있음

나, 중소기업 금융지원제도를 총괄하는 최상위 금융기관으로서 중소기업에 대한 무역보험, 중소기업 운영 및 기술개발자금 등이 합리적 금리 수준으로 충분히 공급될 수 있도록 노력해야 할 것임

다섯째, 최근 부동산 PF 시장 경색, 집중호우에 따른 물가 불안 등의 급부상하는 리스크들에 대응하여, 부동산 시장 및 농축수산물 시장의 불안정성에 대한 관리·감독에 주력해야 한다.

- 최근 부동산 PF 연체율 증가로 금융시장의 불확실성이 높아지고 있는 점과 관련하여, PF 사업장에 대한 보다 세밀한 관리·감독을 통해 지난 새마을금고뱅크런 사태와 같은 사각지대를 없애야 할 것임
- 특히, 최근 집중호우에 따른 밥상물가 상승이 예상되기 때문에, 가격 급등 품목에 대한 정부 비축량 공급 및 수입할당량 확대 등의 시장 안정화 노력이 요구됨 **HRI**

주 원 경제연구실장(이사대우) (2072-6235, juwon@hri.co.kr)

신지영 선임연구원 (02-2072-6240, jyshin@hri.co.kr)