

경기는 과열되고 있는가?

李寧洙*

경제 지표들이 뚜렷한 경기회복세를 보이고 있다. 92년 3/4분기부터 93년 2/4분기까지 네 분기 연속해서 5%를 크게 밑돌던 경제성장률이 93년 3/4분기와 4/4분기에 6%를 넘어섰고, 금년 들어서도 1월의 경제 지표가 산업 활동, 수출입 등을 중심으로 상당한 호조를 보이고 있다.

이러한 경기지표들의 호조와 함께 연초부터 물가가 크게 오르자 일부에서는 경기 과열을 우려하는 목소리까지 있으며, 정부는 물가를 억제하기 위해 통화긴축 기조를 견지하고 있다. 그러나 과연 현재의 경기 상황이 과열이 우려될 정도로 폭발적인가?

호조를 보이고 있는 경기 지표들

경기가 회복되고 있는 추세는 GNP 통계를 통해서 쉽게 살펴볼 수 있다. 92년 4/4분기에 2.8%로 81년 1/4분기 이후 최저를 기록했던 분기별 경제성장률은 지난 해 1/4분기에 3.4%, 2/4분기에 4.5%로 점차 나아지다가, 하반기 들면서 3/4분기에 6.5%, 4/4분기에 6.4%로 급속한 상승세를 보였다.

부문별로 살펴보면, 이러한 경제성장률의

증가는 수출과 투자에 의해 주도되고 있음을 알 수 있다. 우선 수출은 지난 해에 총액 822.4억 달러로 전년대비 7.3% 증가에 그치고 있으나 분기별로는 2/4분기에 5.2%, 3/4분기에 6.9%, 4/4분기에 10.9%로 가파른 증가세를 보였다.

<표 1> GNP의 부문별 성장률

	(%)				
	92.4/4	93.1/4	2/4	3/4	4/4
G N P	2.8	3.4	4.5	6.5	6.5
소 비	5.3	5.5	5.0	5.8	-
투 자	-8.2	-5.8	0.6	7.9	14.6
건 설	-6.3	1.7	2.3	9.8	15.0
설 비	-10.2	-10.1	-1.5	5.6	14.0
수 출	-1.2	7.1	5.2	6.9	10.9
수 입	-3.5	-6.4	1.6	7.4	5.9

주: 1) 소비는 가계소비임.
2) 93년 4/4분기의 수치는 예상치임.
3) 수출입은 통관액 기준임.

수출의 호조에 힘입어 투자도 괄목할 만한 신장세를 나타내고 있다. 92년 2/4분기 이후 연속해서 네 분기 동안 마이너스를 기록하던 전년동기대비 투자증가율이, 93년 2/4분기에 플러스로 반전하고 3/4분기에는 7.9%로 높아졌다가 4/4분기에는, 80년 이후의 연평균 투

* 선임연구원, 미국 위스콘신 대학교 경제학 박사, 거시경제학 전공

자 증가율인 9.3%를 크게 웃도는, 14.6%를 시현하였다. 특히 문제가 되던 제조업의 설비 투자도 그간의 마이너스 성장을 벗어나 93년 3/4분기에는 5.6%, 4/4분기에는 14.0%로 증가율이 크게 상승했다.

소비도 꾸준히 증가하고 있다. 92년 4/4분기에 5.3%이던 가계소비증가율이 93년 2/4분기에는 5.0%까지 떨어졌으나 3/4분기 이후부터는 6% 수준에 근접하고 있다. 그러나 경기가 불황국면이던 지난 92년의 연평균 가계소비증가율이 6.4%이었던 점을 감안하면, 수출과 투자부문의 호조가 아직 소비로까지는 확산되지 못하고 있다고 보아야 할 것이다.

경기의 회복세는 최근 들어 더욱 가속화되는 양상을 보이고 있다. <표 2>에서 보는 바와 같이, 작년 12월과 금년 1월의 월간 경기 지표들이 모두 높은 증가율을 시현하였으며, 이를 바탕으로 1월의 공장가동률도 평년 수준을 넘어서는 84.0%에 달하였다.

<표 2> 최근의 월별 경기지표
(전년동기대비, %)

	93.10	11	12	94.1
산 업 생 산	3.9	10.4	11.9	19.1
중 화 학	8.0	15.0	16.9	24.1
경 공 업	-6.4	-1.4	-0.2	7.4
도·소매판매	7.2	7.6	12.0	9.7
국내기계수주	40.5	42.5	13.5	40.7
기계류 수입	18.2	28.9	30.9	16.4
수 출	5.0	10.8	15.6	14.2
공장 가동률	80.3	80.5	82.4	84.0

경기과열에 대한 우려는 아직 이른 듯

이러한 빠른 경기회복세가 과연 경기과열을 의미하는가? 이를 위해 우선 경기과열 여부를 가늠해보는데 있어서 가장 직접적인 척도라고 할 수 있는 물가동향을 살펴보기로 한다.

소비자물가는 92년 11월부터 93년 9월까지 전년동기대비 4.3%~4.8% 수준의 상승률을 보이다가 93년 10월 이후 5%를 넘어서면서, 93년 연간(말기준)으로는 5.8% 상승하였다. 93년에 2.0%가 오른 생산자물가도 하반기 이후에 점차 높은 상승률을 보였다. 이러한 물가 불안은 올해 들어 더욱 고조되고 있는데, 소비자물가는 작년말을 기준으로 하여 1월에 1.3%, 2월에 2.4% 상승하였으며, 생산자물가는 동기간 중 각각 1.1%, 1.3% 상승하였다.

그러나 이러한 물가오름세를 경기과열의 징후로 해석하는 데는 다소 무리가 있다. 지난 해 하반기 및 올해 초의 물가상승은 한파에 따른 농산물 가격의 급등, 담배세 및 유류세 인상, 그리고 공공요금 인상과 같은 공급요인을 반영하고 있기 때문이다. 수요의 변화와 가장 직접적으로 관련이 있는 공산품의 경우, 지난 해에 소비자물가는 3.7% 그리고 생산자물가는 0.8% 상승하여, 전체 물가상승률과는 큰 차이를 보이고 있다. 또한 금년 2월에도 동 부문에서 전년동기에 비해 소비자물가에서는 3.8%, 생산자물가에서는 0.9%가 상승하였는데, 이러한 수치들은 93년 2월의 증가율 3.5%, 2.1%와 비슷하거나 오히려 낮은 수준이다.

사실, 물가상승이 경기상승기에 문제가 되는 것은 수요의 급격한 확산에 따라 물가가 크게 오르는 경우이다. 그러나 최근의 물가상승은 수요 요인보다는 공급 요인에 의해 주도되고 있는 경향이 높기 때문에, 이를 경기과열의 징표로 생각하기는 어렵다고 보여진다.

<표 3> 부문별 물가상승률
(전년동기대비, %)

소 비 자 물 가				
	93.12	93.1	94.1	93.2 94.2
전 체	5.8	4.5	6.4	4.6 6.8
농축수산물	9.8	-0.9	11.0	-1.4 14.3
공 산 품	3.7	3.3	4.0	3.5 3.8
공공 요금	6.9	9.3	7.3	11.0 5.8
개인서비스	7.1	9.3	7.2	8.4 8.3
생 산 자 물 가				
	93.12	93.1	94.1	93.2 94.2
전 체	0.3	0.4	1.1	0.1 2.8
농림수산물	11.1	-1.7	14.9	-2.3 18.7
공 산 품	0.8	1.9	1.2	2.1 0.9

경기의 과열 가능성을 짚어 보는데 사용되는 또 하나의 지표는 투자이다. 투자는 GNP에서 차지하는 비중(92년, 36.0%)이 민간소비(92년, 58.6%)에 비해서 상대적으로 작은 편이나, 변동성이 크고 GNP와의 상관 관계도 높아서 경기흐름을 잘 반영해 주는 것으로 알려져 있다.

최근의 증가율 추세로만 보면, 투자가 본격적으로 회복되고 있는 것처럼 보인다. 특히 지난 해 4/4분기의 투자증가율 14.6%는 경기

가 정점에 있던 91년 1/4분기의 20.9% 이후 가장 높은 투자증가율로 기록되고 있다. 그러나 92년 4/4분기의 투자가 극히 저조하였기 때문에 증가율 자체가 과대 계상되고 있다는 점, 그리고 경기가 상승국면에 접어들면서 투자증가율이 급속히 증가하는 것이 일반적인 현상이라는 점 등을 고려할 때, 최근 몇개월의 투자증가를 경기과열의 초기단계 또는 투자의 본격적인 회복단계로 연결시키는 것은 무리라고 여겨진다.

<표 4>는 경기가 상승국면에 접어들기 시작했던 지난 89년 3/4분기 이후의 분기별 투자동향이다. 전년동기대비 투자증가율이 전년도 실적에 따라 과대 또는 과소 계상되는 문제점을 보완하기 위해, 전년대비 증가율과 함께 장기추세치 대비 이탈률¹⁾도 고려하였다. <표 4>에서 보는 바와 같이, 최근의 투자증가율은 89년 하반기에 경기가 회복되면서 보인 투자증가율에 크게 못미치고 있는 실정이다. 게다가 최근의 투자 증가율 호조에도 불구하고 장기추세치 대비 이탈률은 여전히 마이너스에 머물러 있어 투자가 아직 본격적인 활성화 단계에는 이르지 못하고 있음을 보여주고 있다.

1) 장기추세치 대비 이탈률은 장기추세치로부터 실적치가 얼마나 벗어나 있는가를 나타내주며, 부호가 플러스인 경우는 장기적인 관점에서 투자가 활발함을 반대로 마이너스인 경우는 투자가 상대적으로 부진함을 의미한다.

장기추세치는 HP(Hodrick-Prezcott) 필터를 이용하여 구하였으며, 데이터는 80년 1/4분기부터 93년 4/4분기까지의 분기별 투자 금액(85년 불변가격)을 X-11 ARIMA 방법에 의해 계절조정(seasonal adjusted)하여 사용하였다.

<표 4> 분기별 투자 동향

	전년동기 대비 증가율	장기추세치 대비 이탈률 (%)
89. 3/4	17.0	-1.62
4/4	21.9	1.21
90. 1/4	31.5	5.58
2/4	24.7	5.20
3/4	21.8	7.06
4/4	18.6	7.10
91. 1/4	20.9	9.76
2/4	14.4	9.04
3/4	7.5	6.06
4/4	9.9	8.74
92. 1/4	6.5	6.25
2/4	-0.1	0.80
3/4	-3.3	-4.41
4/4	-8.2	-7.03
93. 1/4	-5.8	-6.75
2/4	0.6	-5.04
3/4	7.9	-3.08
4/4	14.6	-0.14

주: 장기추세치 대비 이탈률

$$= \frac{(\text{실적치} - \text{추세치})}{\text{추세치}} \times 100$$

또한 작년 12월과 금년 1월의 경제지표들이 산업생산, 도·소매판매, 그리고 공장가동률을 중심으로 급신장세를 보이는 것도 경기과열의 조짐이라고 단정하기는 어렵다. 우선 산업생산 및 도·소매판매는 전년동기의 실적에 극히 부진하였기 때문에 증가율면에서 과대 계상되고 있는 측면이 강하다. 92년 12월과 93년 1월에 산업생산의 증가율은 각각 2.0%와 -5.6%였으며, 도·소매판매의 증가율은 각각 5.2%와 4.2%였는데, 이러한 수치들은 지난번의 경기침체에 보인 증가율 중에서도 극히 낮은 수준에 불과하다.

한편, 공장가동률의 호조도 그간의 설비투

자가 매우 저조하여 생산능력이 확대되지 못했던 상황에서 발생하고 있기 때문에, 그 수치를 액면 그대로 받아들이기는 어렵다. 더욱이 가동률을 계산하는데 있어 공장의 실제 생산능력을 산출하기가 어렵고, 통계에서 이용되는 품목수의 제약으로 대표성에도 문제가 있기 때문에, 가동률을 경기과열 여부를 가늠하는 지표로 사용하는데에는 한계가 있다.²⁾

경기국면에 대한 진단

지금까지 살펴본 바와 같이, 최근의 경기지표 호조를 경기과열 또는 그에 대한 징후로 해석하는 것은 지나친 감이 있다. 이제 우리 경제가 경기 순환의 어떤 국면에 와 있는가를 경기동행지수 순환변동치와 기업의 재고지표를 중심으로 살펴보기로 한다. 경기종합지수의 보조지표로 사용되고 있는 순환변동치는 주로 경기변동의 국면을 파악하기 위해 이용되며, 기업의 재고는 과거의 경기순환 과정에서 그 어떤 경기지표보다도 뚜렷하게 일정한 규칙성을 보이고 있기 때문이다.

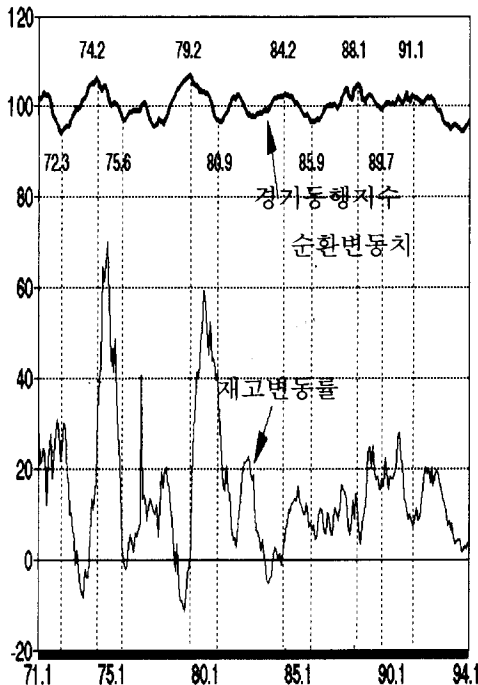
경기동행지수 순환변동치의 움직임을 통해서 보면, 최근의 경기국면 변동은 대략 93년 1월 또는 8월을 전후해서 일어난 것으로 보인다.³⁾ 이 경우, 경기가 저점을 통과한지는 이

2) 미국과 같은 선진국에서도 가동률 지표는 하나의 경향자료로만 사용할 뿐, 이를 경기국면에 대한 판단에 연계시켜 해석하는 일은 피하고 있다.

3) 경기국면의 변동점, 즉 경기순환상의 정·저점(기준순환일)은 종합적인 경제 상황을 고려하여 통계청과 한국은행이 각기 발표하고 있는데, 최근의 저점은 아직 확정되지 않은 상태이다. 동행종합지

제 약 6개월 내지 13개월이 지났다고 볼 수 있다.

<그림 1> 경기순환과 재고변동률 추이



70년 이후 지금까지 6번에 걸쳐 발생한 경기순환과정에서, i)경기가 저점을 통과하여 정점에 이르기까지는 평균 31개월이 소요되었고, ii)지난번의 경기침체가 장기간 지속된데다가, iii)지금까지 경기하강기간보다는 뒤이어 오는 경기상승기간이 상대적으로 길게 지속되었다는 특성을 감안하면, 현재의 경기국

수 순환변동치의 수치로만 보면 경기의 저점이 93년 8월이라고 볼 수 있으나, 경제성장률이 93년 1/4분기부터 상승하고 있음을 감안하면 93년 초 또는 92년 말에 경기의 저점으로 평가될 수도 있을 것이다.

면은 회복 초기 또는 본격적 회복에의 진입 단계라고 보아야 할 것이다.⁴⁾

최근 기업의 재고 변동 추이도 이러한 분석을 가능하게 하고 있다. 보통 재고투자는 경기가 저점을 통과한 후 얼마 동안은 감소하다가, 경기회복이 본격적으로 가시화되면서 점차 증가하는 특성을 갖고 있는것으로 알려져 있다.⁵⁾ 이는 경기상승초기에는 수요의 증대를 바탕으로 기업의 재고가 줄다가, 본격적인 경기회복이 기대되면 기업은 생산을 극대화하고 재고투자를 늘림으로써 다가올 호황에 대비하기 때문이다. <그림 1>에서 보는 바와 같이, 우리나라의 경기순환 과정에서도 그와 같은 특성을 찾아볼 수 있는데, 93년 말까지 점차 낮아지던 전년동기대비 재고지수 변동률이 94년에 접어들면서 다소 상승하고 있어, 이제야 본격적인 경기회복이 가시화되고 있음을 시사하고 있다.

경제정책의 방향

이번의 경기회복은 과거 회복기에서와 마

4) 물론 이처럼 단순히 저점 통과 후의 경과 개월 수만으로 경기의 국면을 판단하는 것은 무리가 있다. 경기변동은 불규칙성이 강하고, 우리나라의 경기 상승 기간이 제 2순환 이후 점차 짧아지는 추세를 보이고 있기 때문이다. 보통 경기순환은 경기하강에 1년 내지 1년 반이 걸리고 경기상승은 3년 정도 장기에 걸쳐 이루어지는 것으로 알려져 있다. 그러나 경기 변동이 상당히 규칙적인 미국에서도 경기 상승 기간이 12개월(80.7-81.7)로 그친 경험이 있다. 또한 우리나라의 경기상승기간이 제 2순환에서는 44개월에 달했으나, 그 이후 제 3순환에서는 41개월, 제 4순환에서는 28개월, 제 5순환에서는 17개월로 점차 짧아지고 있다.

5) 이러한 특성을 재고투자의 경기순응성이라고 한다.

찬가지로 수출의 증대를 통해서 이루어지고 있다. 엔고라는 행운이 우리 제품의 상대적 가격 경쟁력을 높이고 이를 바탕으로 수출이 활기를 띠면서 투자와 소비도 점차 활력을 얻고 있는 것이다. 이러한 외부적 행운이 신3저라는 이름으로 당분간 계속되면서, 일부에서 우려하는대로 우리 경제가 조만간 경기과열로 치달을런지도 모른다. 게다가 경제정책의 효과라는 것이 상당한 시차를 두고 발휘된다는 점을 감안하면, 지금이 경기억제책을 펴야 할 적절한 시점이라는 논리도 설득력이 있다.

그러나 그러한 논의에 앞서 다음과 같은 세가지 의문점에 대한 해답이 선행되어야 할 것이다. 첫째는 3저를 중심으로 한 대외 경제여건의 호조가 향후 우리 경기를 꾸준히 선도할 정도로 오랫동안 지속될 것인가라는 의문이다. 저금리·저유가·엔고의 추세가 당분간 계속되리라는 것이 일반적인 전망이지만, 그러한 추세가 내·후년에도 지속될런지에 대해서는 누구도 확신할 수 없는 상황이다. 더구나 미·일의 경제 마찰, 세계적인 불확화의 심화 등 불리하게 돌아가는 해외여건들이 3저 효과를 크게 상쇄할 수도 있을 것이다.

둘째, 설령 대외 여건의 호조가 지속된다고 하여도 우리 경제가 이를 언제까지고 수출증대에 연결시킬 수 있을 것인가하는 의문이 제기된다. 우리 경제의 근본적인 문제점으로 지적되고 있는 국제경쟁력의 취약성은 여전히 상존하고 있으며, 예전같이 가격경쟁력을 통한 수출 증대에는 한계가 있을 것이다.

마지막으로 어느 정도의 경제성장률이 경

기과열을 의미하는가라는 질문이다. 경기가 과열되고 물가가 상승하는 것은 막아야 하겠지만, 물가상승이 경제성장에 따라 수반되는 비용이라면, 이를 어디까지 허용할 것인가에 대한 국민적 논의가 필요할 것이다. 성장과 안정이 어느 정도까지는 대체관계에 있다는 점을 고려할 때, 적정성장률이라는 개념은 분석이나 논리의 문제라기 보다는 가치판단의 문제라고 여겨지기 때문이다.

사실, 경기국면에 대한 판단처럼 어려운 것도 없다. 더구나 우리 경제의 특성상 해외여건의 악화는 국내경기에 여과없이 투영될 것이다. 따라서 정부의 경제정책 방향은 경기변동에 대한 「파인 튜닝」보다는 국제경쟁력 강화를 통한 경제체질 개선에 우선순위가 두어져야 할 것이다. ♣