대외경제정책연구원에서는 세계경제 관련 주요 현안에 대하여 각계의 이해를 돕고자 전문가의 분석을 수시로 제공하는 「KIEP동향분석속보」를 발간합니다. [담당: **윤덕룡** 연구위원 ☎ 3460-1068, dryoon@kiep.go.kr]

KIEP動向分析速報

제01-02호 / 2001년 4월 6일 발간

미국경기, 올 4/4분기부터 V자형 회복 전망

主要內容

▣ 미국 상무부의 경제분석국은 3월 29일(미국시간) 2000년 4/4분기 및 연간 GDP성장률 최종수치를 발표하였음. 2000년 4/4분기 GDP성장률은 추정치(Advance) 1.4%, 잠정치(Preliminary) 1.1%로 발표되었으나, 이번 발표에서는 미국경제의 성장세가 다소 둔화된 것으로 나타나 1.0%로 최종(Final) 집계됨.

▣ 이와 같이 2000년 상반기까지 고성장을 지속하던 미국경제가 둔화국면으로 접어든 것은 ① 연준리의 긴축적인 통화정책, ② 주식시장의 침체 등에 따른 비주택고정투자의 둔화가 총수요 둔화로 이어졌기 때문임.

▣ 그러나 생산성 향상 추세의 지속, 미 FRB의 추가 금리인하 및 조세감면에 의한 경기부양의 가능성 등을 감안할 때, 미국경제는 현재와 같은 둔화국면을 빠르면 올 4/4분기부터 V자형을 나타내며 점차 회복해 2% 내외의 연간 성장률을 달성할 것으로 전망됨.

▣ 또한 신경제(New Economy)하에서는 IT투자로 인해 재고관리가 컴퓨터化됨에 따라 생산과 판매의 시차를 감소시켜 궁극적으로 경기순환주기가 줄어드는 현상이 나타나고 있음. 그리고 최근의 소비지출 성장세 둔화는 주식시장 침체에 따른 富의 효과(Wealth Effect) 감소에도 기인하는 바, 이 효과는 미국경제의 기초에는 큰 영향을 미치지 않고 있음.

對外經濟政策硏究院

1. 概要

□ 미국 상무부 경제분석국(3.29)은 2000년 4/4분기 실질GDP증가율(최종)[1]이 1.0%를 기록하였다고 발표하였음. 이는 추정치(Advance) 1.4%, 잠정치(Preliminary) 1.1%에 비해 더욱 하락한 것임.

- 미국경제는 2000년 상반기까지 5.0%를 웃도는 성장호조를 보였으나, 3/4분기에 이어 4/4분기 실질GDP증가율이 급속히 둔화됨으로써 미 경기의 경착륙에 대한 불안감을 증폭시킴.

- 이에 본 글에서는 최근 경기둔화의 원인과 성격을 분석하고 향후 미국경기를 전망함.

2. 最近 經濟現況

가. 成長鈍化의 持續

□ 미국경제는 2000년 5.0%의 연간 경제성장률을 달성하였으나, 3/4분기에 성장률이 2.2%로 급격히 감소한 이후 4/4분기에는 1.0%로 떨어짐. 이는 1995년 2/4분기(0.8%) 이후 가장 낮은 수준임.

- 이처럼 미국경제가 2000년 하반기부터 GDP증가율이 큰 폭으로 떨어진 것은 '신경제(New Economy)'의 핵심이었던 기술투자가 큰 폭으로 하락하였고 개인소비지출 및 수출이 둔화되는 등 경제활동이 전반적으로 위축되었기 때문임.

- 특히, 비주택고정투자와 수출은 감소율을 나타내며 성장둔화를 가속시킴.

1) 미 상무부는 분기별 실질GDP증가율을 추정치(Advance), 잠정치(Preliminary), 최종치(Final) 등 3단계에 걸쳐 발표하고 있는데 이번에 공표된 수치는 최종치에 해당함.

○ 비주택고정투자는 설비 및 소프트웨어에 대한 투자가 3.3%나 줄어들어 지난 1992년 1/4분기 이후 처음으로 감소율(-0.9%)을 기록하였음.

○ 2000년 3/4분기까지 6분기 연속 증가세를 보이던 수출 역시 4/4분기에 6.4%나 감소되었는바, 이는 전반적인 세계경제의 약세로 인한 해외경제의 수입수요 감소에 기인함.

○ 이에 따라 미국의 2000년 연간 무역수지적자는 3,685억 달러, 경상수지 적자는 4,354억 달러(상무부 3월 15일 발표)로 사상 최고 수준에 이름.

- GDP의 약 2/3를 차지하며 그 동안 미 경제성장의 핵심요인이었던 소비지출의 팽창세도 둔화되어, 4/4분기 개인소비지출 증가율은 지난 1997년 2/4분기 이후 가장 낮은 수준인 2.8%에 그침. 그러나 주식시장 침체에 따른 부의 효과(Wealth Effect) 감소에도 불구하고 **현재 미국경제를 그나마 지탱하고 있는 것은 개인소비지출**임.

<표 1> 최근 미국의 주요 지표 증가율 추이

(단위: %)

	1999	2000	1999.3/4	1999.4/4	2000.1/4	2000.2/4	2000.3/4	2000.4/4
실질GDP	4.2	5.0	5.7	8.3	4.8	5.6	2.2	1.0
개인소비지출	5.3	5.3	5.0	5.9	7.6	3.1	4.5	2.8
비주택고정투자	10.1	12.6	11.8	9.5	21.0	14.6	7.7	-0.9
수출	2.9	9.1	10.2	10.3	6.3	14.3	13.9	-6.4
수입	10.7	13.6	16.9	10.7	12.0	18.6	17.0	-1.2
정부소비지출	3.3	2.8	4.8	8.5	-1.1	4.8	-1.4	2.9
GDP디플레이터	1.5	2.0	1.1	1.6	3.3	2.4	1.6	2.0

주: 1) 수출과 수입은 서비스부문 포함
2) 모든 지표의 증가율은 실질 기준임.

자료: 미 상무부 경제분석국(BEA), *Gross Domestic Product: Fourth Quarter 2000 (Final)*, March 29, 2001

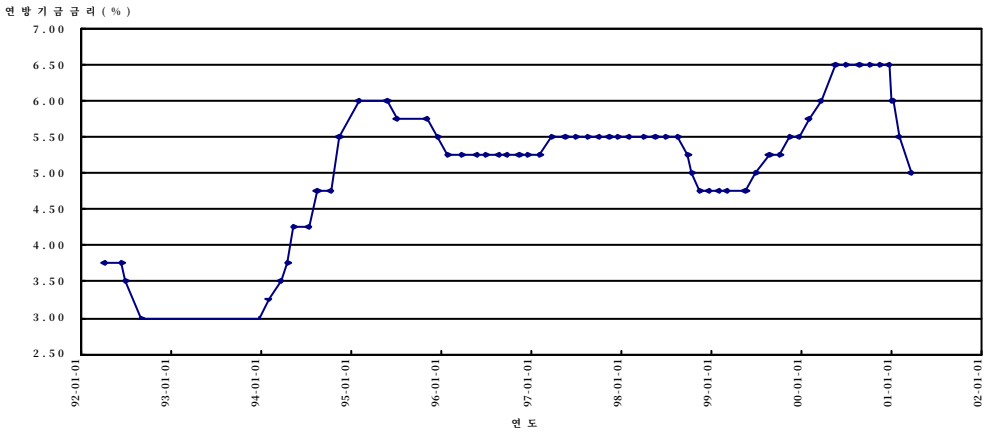
나. 연준리(FRB)의 金利引下

□ 이처럼 미국경제가 최근 급속한 둔화조짐을 보이자 미 연방준비제도이사회(FRB, 이하 연준리)는 지난 1월에 이어 3월 20일 연방공개시장위원회(FOMC)를 통해 연방기금금리(Federal Funds Rate)와 재할인율(Discount Rate) 등 두 가지 주요 단기 정책금리를 동시에 각각 0.5%포인트 인하하는 조치를 단행함.

- 이에 따라 은행간 콜금리에 해당하는 연방기금금리는 5.0%, 재할인율은 4.5%로 인하되었음. <그림 1>에 나타난 바와 같이 **최근 3개월 동안의 1.5%포인트 금리인하**는 역사적으로 찾아보기 힘든 경우이고 **최근 16년 동안 가장 강력한 금리인하조치**임.

- 사실, 이번 금리인하 조치 이전 뉴욕 월가의 분위기는 연준리가 금리를 0.75%포인트 인하하기를 기대하였음. 그러나, 연준리의 금리 인하폭이 0.5%포인트에 그치자, 본격적인 경기회복이 다소 지연될 것이라는 분석이 대두되었음.

<그림 1> FRB 연방기금금리 변동 추이



자료: FRB New York(http://www.newyorkfed.org/pihome/statistics/dlyrates/fedrate.html)

○ 이러한 분석의 초점은 주식시장에 맞추어져 있음. 일반적으로 주식시장은 금융부문과 실물부문을 연결하는 주된 전송(Transmission) 메커니즘 역할을 함. 그러나 금리 인하폭 보다도 기대수익률 하락이 더욱 크다면 주가는 계속해서 하락할 것임. 따라서 주식시장을 반등시키기 위해서는 보다 공격적인 금리정책(또는 충격)을 시행해야 한다는 것이 뉴욕 월가의 주장이었음.

○ 그러나, 현재의 연방기금금리(5.0%)는 1994년, 1997~98년보다도 높은 수준이고 최근 인플레이션 압력이 크지 않은 바, 미국경제의 경착륙에 대비하여 금리를 인하할 여지가 많은 상황임(올 상반기 4.0%까지 인하 전망).

3. 分析 및 向後 展望

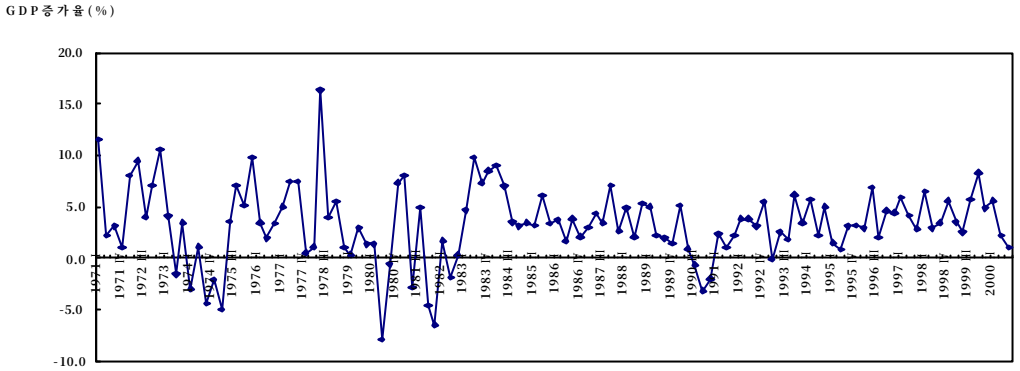
가. 最近 景氣鈍化의 原因과 性格

□ 사실, 경기과열이 경기둔화로 이어진 경우는 1990년대에 두 번(1990년, 1994~95년)이나 존재하였음.

- 경제성장 및 소비지출의 증가세가 지속적으로 진행되면 어느 시점에서 총수요 증가가 생산부문의 증가세를 압도하게 되어 총수요와 총공급 사이의 불균형이 발생하게 됨. 이에 인플레이션 압력이 발생하게 되며 중앙은행은 이를 해결하기 위해 이자율을 인상하고 유동성을 긴축시켜 총수요를 진정시키려는 정책을 시행하게 됨.

- 이 과정에서 지나친 긴축정책이나 총수요 둔화의 가속 등으로 경기가 침체에 빠지기도 하는데, 1990년과 1994~95년의 경기둔화가 이러한 과정에서 발생한 것으로 평가됨.

<그림 2> 분기별 실질GDP증가율 변동 추이: 1971~2000년



자료: 미국 상무부 경제분석국

□ 1999년 하반기부터 2000년 상반기의 경기과열도 이러한 고전적인 경기순환과정과 유사해 보임. 이에 따라 연준리 역시 긴축적인 통화정책을 시행하였으나, 최근의 경기둔화가 이전과 다른 점은 주식시장을 비롯한 금융시장의 불안임. 따라서, 미국경제가 둔화국면으로 접어든 전반적인 요인은 ① **연준리의 긴축적인 통화정책**(1999년 6월부터 2000년 5월까지 총 6차례: 1.75%포인트 금리인상 단행), ② **주식시장의 침체** 등에 의한 **투자감소로 총수요 둔화** 등임.

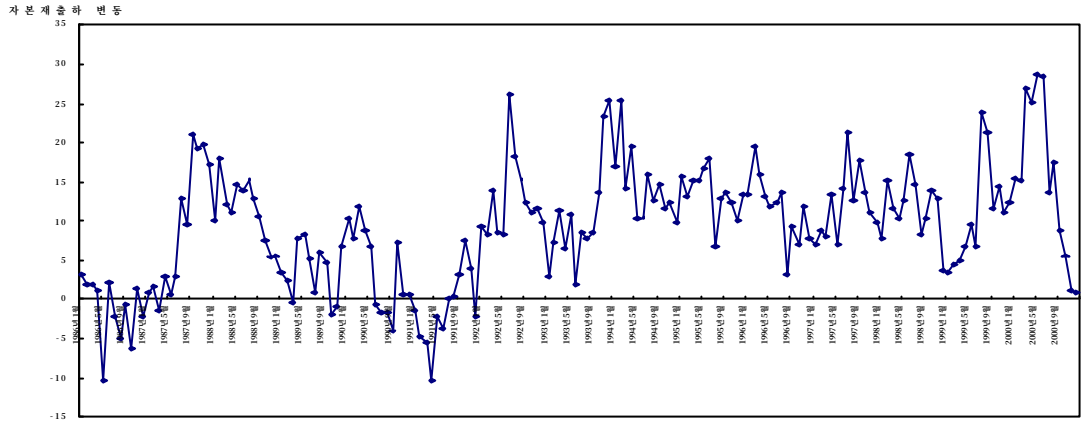
- 장기호황에 따른 인플레이션 압력이 대두하자 1999년 상반기부터 시행된 연준리의 고금리정책은 지난해 2/4분기부터 소비지출 및 투자 성장세를 둔화시키기 시작하여 현재의 상황을 초래하였음. 따라서, **지난 12월 개최된 FOMC에서 금리를 인하할 필요가 있었던 것**으로 평가되었으나 연준리는 금리를 인하하지 않았음. 이러한 정책 失期는 현재의 급격한 경기둔화에 단초를 제공하였음.

- 또한, 2000년 상반기 이후 **주식시장이 침체**하기 시작하면서 기업들은 **투자자금을 확보하는 데 어려움**을 겪기 시작하였음. 이에 따라 10%를 웃돌던 비주택고정투자 증가율이 3/4분기에 7.7%로 둔화되었고 4/4분기

에는 -0.9%로 마이너스(-)를 기록함.

<그림 3> 자본재 출하 변동 추이: 항공 및 국방지출 제외

(단위: 연율, %)



자료: Bureau of Census

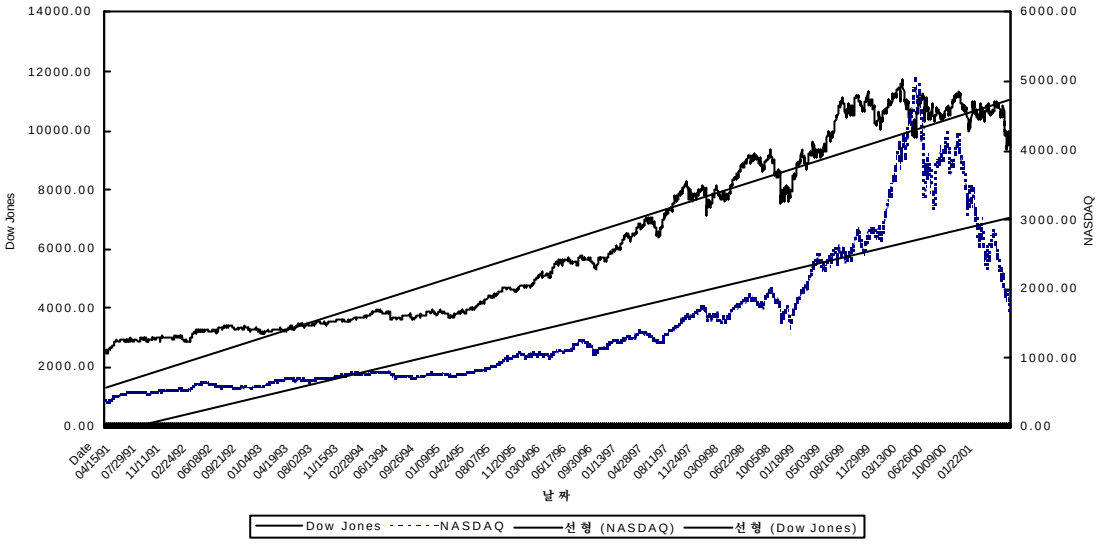
- <그림 3>에서 나타나듯이 2000년 하반기부터 자본재 출하가 급격히 줄어들고 있음. 지속적인 기술투자 및 자본재 생산이 '신경제'의 핵심이라는 사실을 상기해 볼 때, 자본재 지출 변수는 미국경기를 전망하는 데 있어 중요한 변수임. 이는 아래 (7)절에서 상세히 분석됨.

- 주식시장의 침체는 개인소비지출의 둔화에도 영향을 미친 것으로 평가됨. 주식시장 침체로 인한 부의 효과(Wealth Effect) 감소 규모는 **3.5조 달러**에 이르는 것으로 분석됨(Merrill Lynch 주간경제동향 3월 23일자). 미국의 2000년 경상GDP가 9.96조 달러인 것을 감안하면, 이러한 부의 효과 감소규모는 경상GDP 대비 35%에 이르는 것임. 또한, 미국의 주식투자자가 뮤추얼펀드, 연금 등을 통한 간접투자자까지 합해 8,500만 명에 이르는 것으로 추정되고 있는 바, 2000년 주식투자인구 1인당 富의 효과 감소규모는 **4만 1,176달러**에 이르는 것으로 분석됨.

- 그러나, 현재 그나마 미국경제를 지탱하고 있는 것은 개인소비지출임.

즉, 부의 효과 감소가 개인소비지출 성장세를 둔화시킨 것은 분명하지만, 최근 경기둔화의 보다 뚜렷한 영향은 **투자부진**인 것으로 평가됨.

<그림 4> 미국 주식시장 동향: 1991년~2000년 4월 3일



자료: Bloomberg

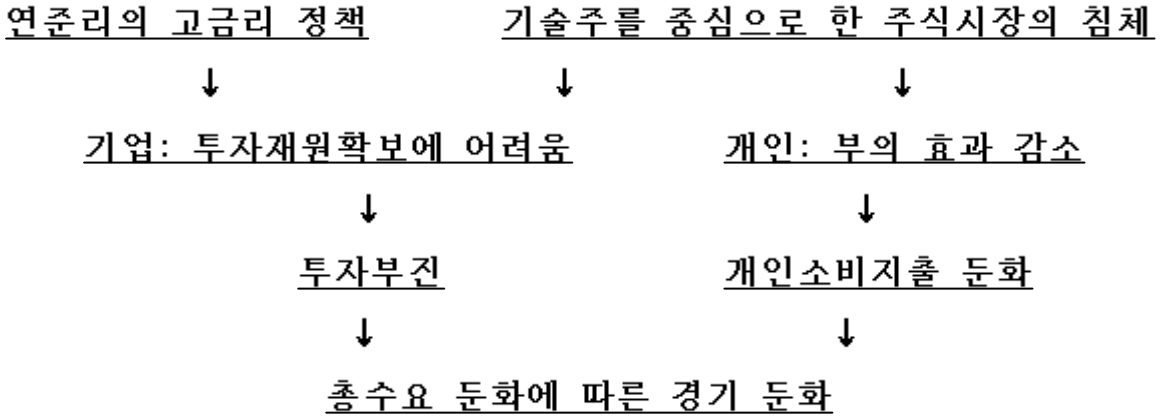
- 전체적으로 평가해 볼 때, 경기둔화의 첫 번째 요인인 금리인하정책의 실기는 인플레이션 압력 때문에 불가피한 점이 있음. 따라서, 최근의 경기둔화는 두 번째 요인에 크게 기인하는 것으로 **금융시장의 불안정 및 그에 따른 재조정 과정**에서 발생한 것으로 분석됨.

○ <그림 4>에 나타난 바와 같이, 1999년 하반기부터 장기 추세선을 벗어나 지나친 과열 및 거품[2]현상을 나타내던 미국 주식시장은 수익모델 논쟁을 계기로 NASDAQ 기술주의 거품이 걷히기 시작하자 침체되기 시작하였음. 4월 3일 현재 Dow Jones 지수는 정점 대비(2000년 1월 14일 11,722.98) **19.08%**, NASDAQ의 경우 무려 **66.86%**(정점 대비: 2000년 3월 10일 5,048.62) 하락하였음.

2) 연준리 의장 그린스펀은 이를 '비이성적인 풍요(irrational exuberance)'라고 비판하였음.

○ 이러한 주식시장의 침체와 연준리의 고금리정책은 투자 부진으로 이어졌으며, 주식시장 침체는 부의 효과 감소로 이어져 개인소비지출을 둔화시켰음. DRI에 따르면 미국 가계는 주식가치의 2.5%를 소비지출 하는 것으로 추정되는바, **2000년 한해동안 3.5조 달러의 부의 효과 감소는 소비지출을 875억 달러 감소**시킨 것으로 추정됨.

<그림 5> 최근 경기둔화의 주요 경로



나. 展望

(1) 槪觀

□ 최근의 경기둔화에도 불구하고 생산성 향상추세의 지속, 미 FRB의 추가금리 인하 및 조세감면에 의한 경기부양의 가능성 등을 감안할 때, 미국경제는 현재와 같은 둔화국면을 빠르면 올 4/4분기부터 점차 회복할 가능성이 크다고 전망됨.

- 올 1/4분기의 실질GDP증가율은 1.0~1.5% 내외가 될 것이라는 것이 뉴욕 월가의 일반적인 시각이나(Merrill Lynch 1.1%), 경기둔화가 예상보다 심각해 1.0% 미만으로 하락할 가능성도 있음(4월 27일: 미 상무부 올 1/4분기 경제성장률 추정치 발표 예정).

(2) 生産性向上 趨勢의 持續

□ 2000년 4/4분기 실질GDP증가율이 둔화하였음에도 불구하고 제조업을 중심으로 한 생산성 증가율은 크게 변하지 않아, 현재의 상황이 생산성 향상추세에 악영향을 미치고 있지 않은 것으로 분석됨.

<표 2> 최근 제조업의 노동생산성 증가율 변화 추이

(단위: %)

	1998	1999	2000	1999.3/4	1999.4/4	2000.1/4	2000.2/4	2000.3/4	2000.4/4
전기대비	6.2	5.8	7.1	5.2	9.7	8.3	6.3	6.7	**5.3**
전년동기대비				5.0	6.5	6.8	7.4	7.7	**6.6**

자료: 미국 노동부 노동통계국(http://stats.bls.gov/)

- 최근 경기가 둔화되고 IT부문에 대한 투자 역시 둔화되고 있지만, 이로 인한 생산성에 대한 악영향은 즉시 현실화되지 않을 것으로 전망됨. 왜냐하면, 비주택고정투자 등의 둔화가 생산성에 악영향을 미치게 되기까지 일반적으로 3~4분기 소요되기 때문임. 따라서 최근까지 생산성 향상 추세가 지속되고 있는 것은 그 동안 지속적으로 축적된 기술자본스톡(Tech Capital Stock) 때문임.

(3) 利子率 政策

□ 최근 인플레이션 압력이 그리 크지 않아(<표 3> 참조), 연준리가 추가적인 금리인하를 단행하는 데 무리가 없어 보임.

- 상반기 동안 5월 16일과 6월 27일 두 차례 연방공개시장위원회가 예정되어 있는바, 현재 5%인 연방기금금리는 상반기 동안 **4%**까지 인하될 수도 있음.

- 또한, 미국의 경우 이자율정책이 실물경제에 영향을 미치는 시차가 **6~9개 월**이라는 것이 일반적인 시각이므로, 올 4/4분기부터는 경기가 본격적으로 회복될 전망임.

<표 3> 최근 소비자물가상승률 변화 추이

(단위: 전기대비, %)

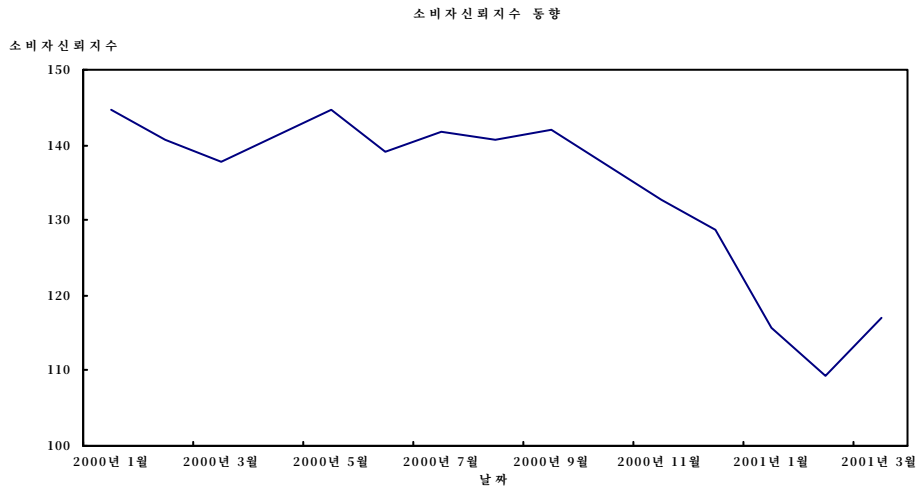
	2000. 8	2000. 9	2000. 10	2000. 11	2000. 12	2001. 1	2001. 2
소비자물가지수	0.1	0.5	0.2	0.2	0.2	0.6	0.3
핵심소비자물가지수	0.2	0.3	0.1	0.3	0.1	0.3	0.3

자료: 미국 노동부 노동통계국(http://stats.bls.gov/)

(4) 消費者信賴指數의 反騰

□ 미국 Conference Board에서 발표하는 소비자신뢰지수(3.27 발표)는 2월의 109.2에서 3월 117로 증가하였음(1985=100). 이러한 지수 반등은 향후 6개월 경제 및 고용 상태가 개선될 것이라는 소비자의 인식에 기인함.

<그림 6> 최근 소비자신뢰지수 동향



자료: Conference Board

- 그러나 **소비자의 인식이 완전히 변하였다고 단정하기에는 시기상조**이기 때문에 좀더 그 추이를 지켜보아야 할 것임. 왜냐하면 이 기관에서 발표하는 경기선행지수는 지난 2월 0.2% 하락하는 등 아직도 경기를 가늠케 하는 지수들이 엇갈린 반응을 나타내고 있기 때문임.

(5) 租稅減免政策의 施行

□ 부시 행정부는 지난 2월 8일 그 동안 공약하였던 조세감면 법안을 의회에 제출하였고, 이 법안은 3월 8일 하원에서 230 대 198로 통과되었음. 부시 행정부의 조세감면정책은 2011 회계연도까지 향후 10년간 1조 6,000억 달러의 규모로 전면적인 조세감면을 단행한다는 내용을 주요 골자로 하고 있음.

- 부시 행정부는 미국경제가 급속히 둔화되고 있어 경기부양을 위해 조세감면정책을 조속히 시행해야 한다는 입장을 보이고 있음.

- 이러한 조세감면의 규모 및 재정수지에 미치는 영향에 대해서 다소 회의적인 시각이 존재하고 있는 실정이나, 최근 미 의회예산국(Congressional Budget Office: CBO)[3]의 전망에 따르면 2011년까지 5조 6,000억 달러의 재정수지 흑자가 누적될 것으로 보여 조세감면에 대한 재원마련에는 아무런 문제가 없는 것으로 판단됨.

(6) 情報革命(Information Revolution)에 따른 景氣循環週期의 變化

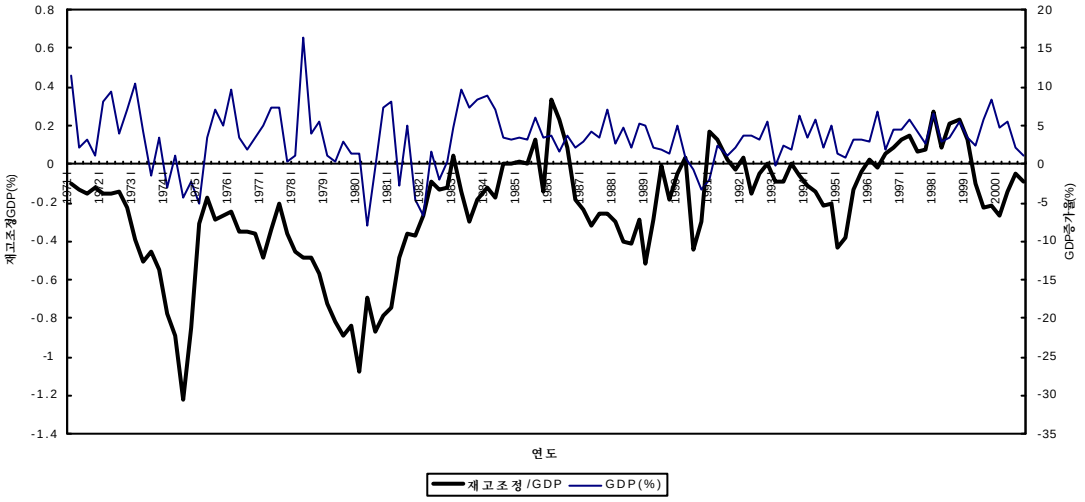
□ 신경제(New Economy)하에서는 IT투자로 인해 재고관리가 컴퓨터化됨

3) 미 의회예산국(CBO)은 의회의 예산결정 과정에 필요한 광범위한 정보를 제공하기 위해 1974년 의회예산법에 따라 설립되었음. CBO는 이러한 목적을 위해 객관적이고 공정한 분석을 통해 재정 및 경제에 대한 전망치를 제시하고, 상하원 예산위원회의 업무를 지원하고 있음.

에 따라 생산과 판매의 시차를 감소시켜 궁극적으로 경기순환주기가 줄어드는 현상이 나타나고 있음.

- 즉, 컴퓨터化된 공급과정(Supply Chain)은 실시간으로 재고를 관리할 수 있게 되어 생산과 판매 사이의 시차를 좁혀주고 있음. 또한, 경기변동에 따른 조정시차도 IT발전에 따라 줄어들고 있는 추세임. 그러나 최근에 벌어지고 있는 재고조정은 올 3/4분기까지 지속되고 4/4분기부터 회복될 전망임.

<그림 7> 분기별 GDP성장률과 재고관리



자료: 미국 상무부 경제분석국

(7) 最終 評價

□ 앞서 지적한 바와 같이 현재의 경기둔화는 정책적인 요인과 주식시장의 불안정에 기인함. 이러한 분석에 기초하여 미국경제를 전망해보면, 먼저 정책적인 대응은 적절히 이루어지고 있는 것으로 판단됨. 연준리의 금리 인하폭에 대해 논란이 있는 것은 사실이지만, 연준리는 지난 3개월 동안 1.5%포인트 금리를 인하하는 등 공격적인 대응을 지속하고 있음.

□ 또한, 주식시장 침체에 따른 富의 효과(Wealth Effect) 감소는 미국경제

의 기초(Fundamentals)에는 큰 영향을 미치지 않고 있음. 하지만, 부의 효과 감소가 소비지출에 미치는 영향은 올 2/4분기까지 지속될 전망임 (1/4분기 소비지출 3.0%, 2/4분기 2.0% 전망).

□ 전체적으로 생산성 향상에 기초한 미국경제의 건전한 기조가 유지되고 있고, 추가적인 금리인하 및 경기부양정책의 효과가 가시화되면 2001년 미국경제는 **2% 내외의 성장률**을 달성할 수 있을 것으로 전망됨.

- 이와 같은 성장률 수준은 미국경제의 잠재성장률(3~3.5%)을 고려할 때 미국경제가 **경착륙하지 않을 가능성**이 높음을 의미함.

○ 일반적으로 미국 경제의 연간 성장률이 2~3% 수준에서 머무른다면 미국 경제는 연착륙(Soft Landing)에 성공한 것으로 볼 수 있으며, 1% 미만으로 떨어진다면 경착륙(Hard Landing)으로 간주할 수 있음(1~2%: Rough Landing).

※ 참고: 연준리는 지난 2월 13일 의회에 제출한 통화정책보고서를 통한 평가에서 미국경제의 생산성 향상 추세가 지속되고 있어 경기위축 정도는 제한적일 것이라고 전망하였음(2001년 FRB예상 실질GDP증가율: 2~2.5%).

- 뉴욕이나 실리콘 밸리 현지에서는 6~9개월 뒤 미국경기가 회복될 것이라는 전망이 지배적임. 대체적으로 뉴욕 월가는 미국경기가 늦어도 올 4/4분기부터 회복될 것이며 경기침체로 이어지지는 않을 것으로 전망하고 있음.

○ 특히, 현재 공격적인 구조조정이 진행중인 실리콘 밸리에서는 정리해고의 경우 행정직에 집중되는 경향이 강하며, 경기회복 후 시장을 선점하기 위한 자금확보에 초점을 맞추고 있는 것으로 알려짐.

○ 뉴욕 월가에서는 미국경제의 회복반응(V자형, U자형, L자형 등)에 대한 논쟁이 있었으나, L자형에 대한 우려는 사라지고 V 또는 U자형에 대해 논의가 모아지고 있음.

○ 최근 관심 이슈는 기술분야에 대한 자본스톡이 과잉상태이냐 여부임. 즉, 최근 기술자본지출이 감소하고 있는데 이러한 감소가 경기둔화에 따른 일시적인 감소인지, 기술자본스톡의 구조적 과잉(Structural Overbuilding)에 대응한 감소인지 여부임.

○ 이 논쟁의 핵심은 최근의 기술자본지출 하락이 경기에 따른 일시적 현상이라면 2002년 기술지출이 회복되어 미국경기가 V자형으로 회복하겠지만, 구조적 요인에 의한 지출 하락이라면 미국경기의 회복세는 시일이 걸리면서 U자형을 나타낼 것이라는 점임.

○ 현재의 기술자본지출의 감소는 구조적인 요인에 기인하기보다는 **경기변동에 따른 것**으로 분석됨. 기술자본스톡은 1990년대 들어 지속적으로 증가하였으며(연평균 9%) 2000년에는 16% 증가하였음. 그러나 1990년대의 연평균 성장률이 지난 50년 동안의 연평균 성장률(11.3%)보다 낮은 수준이어서 현재의 기술자본지출이 구조적인 과잉에 대응한 현상이라고 보기 어려움. 따라서, 최근의 자본지출 감소는 경기둔화에 기인하는 것이며, 2002년에는 기술지출이 예년 수준을 회복할 것으로 전망됨.

※ 내용 문의: 세계지역연구센터 미주팀 강문성 책임연구원【mkang@kiep.go.kr】