



## 미국의 경기변화가 한국 경기에 미치는 영향

송 원 호 국제거시금융실 부연구위원 (whsong@kiep.go.kr, Tel: 3460-1183)

이 인 구 국제거시금융실 부연구위원 (iklee@kiep.go.kr, Tel: 3460-1153)

오 승 환 국제거시금융실 연구원 (ohsh@kiep.go.kr, Tel: 3460-1228)

1. 서론
2. 미국의 경기변화가 한국경제에 미치는 영향
3. 실증분석 결과
4. 요약 및 시사점

### 주요 내용

- ▶ 서브프라임 사태에 따른 미국의 경기둔화는 실물부문에서 미국의 소비 및 투자 감소를 통해 세계경제의 동반 하락을 초래하여 한국의 대미 및 대세계 수출을 감소시키는 동시에, 금융부문에서 국제적 신용경색을 유발함으로써 한국 금융시장의 불확실성을 증대시키는 요인으로 작용할 수 있음.
- ▶ 실증분석을 통해 미국의 경기변화가 한국에 미치는 영향을 추정한 결과 미국의 경제성장률이 1%포인트 변화할 경우 한국은 대세계 수출 및 금융시장에 대한 충격을 통해 경제성장률이 0.48%포인트 변화하는 것으로 나타남.
  - 미국의 경기변화가 한국의 대세계 수출에 미치는 영향은 2000년대 들어 다소 감소한 반면, 한국의 GDP 성장률에 미치는 영향은 2000년대 들어 이전보다 더욱 증대된 것으로 추정됨.
- ▶ 금융충격과 실물충격 모두 한국 경제성장률에 대한 설명력이 이전보다 높아지는 등 외부충격이 한국의 경제성장률에 미치는 영향력이 증대된 것으로 나타남.
  - 특히 금융충격의 실물충격에 대한 상대적 중요도가 1990년대에는 1.4배인 데 비해 2000년대에는 3.3배로 증가하였는바, 이는 한국의 경제성장률에 대한 금융충격의 영향력이 더욱 증대되었다는 사실을 뒷받침함.
- ▶ 서브프라임 사태 이후 국제금융시장의 혼란이 점증하고 있는 가운데 세계적인 금융통합의 추세 속에서 한국경제가 미국경기 변화로부터 여전히 큰 영향을 받는 것으로 평가됨에 따라 한국과 미국경제 간의 디커플링(Decoupling, 탈동조화) 주장은 시기상조라고 할 수 있음.

# 1. 서론

■ 서브프라임 사태로 유발된 미국의 경기둔화가 세계경제에 광범위한 영향을 미치고 있는 가운데, 미국의 경기변화가 한국 경제에 미치는 영향에 대한 관심이 고조되고 있음.

- 서브프라임 사태가 미국경제 둔화 및 세계경제 둔화로 파급된 근본적 원인은 미국의 주택가격 하락 및 조정금리 모기지 변동금리 전환에 따른 연체율 급증이 모기지 시장의 과도한 증권화(over-securitization)와 결합하여 복잡적이고 광범위한 신용경색을 유발하기 때문임.

- 최근 주요 전망기관이 미국 및 세계경제의 성장률을 하향 조정하고 있는 가운데, 서브프라임 사태에 따른 국제적 신용경색 및 국제 원자재 가격 상승 등이 한국경제에 부정적 요인으로 작용할 것이란 견해가 지배적임.

○ 주요 투자은행의 금년도 미국 경제성장률 평균 예측치는 2007년 12월 1.94%에서 2008년 3월 1.26%로 하락하였으며, 한국 역시 4.74%에서 4.41%로 하향 조정됨.

표 1. 주요 기관의 미국 및 한국의 2008년도 경제성장률 예측치 (단위: %)

전망기관	미국		한국	
	2007.12	2008.3	2007.12	2008.3
IMF	1.9	1.5	4.6	4.6
OECD	2.0	2.0	5.2	5.2
Global Insight	1.9	1.4	5.2	5.0
Citi	2.3	1.6	5.2	3.9
Merrill Lynch	1.6	0.7	5.5	5.5
Deutsche Bank	2.2	1.6	3.9	3.9
Goldman Sachs	1.8	0.9	4.8	4.8
JP Morgan	2.5	1.9	4.9	4.5
Morgan Stanley	1.1	1.3	4.8	4.7
UBS	2.1	0.8	4.1	3.6
투자은행 전망 평균	1.94	1.26	4.74	4.41

주: IMF의 전망치는 2007년 11월 전망치임.

■ 미국경제의 둔화가 한국경제에 미치는 영향에 대해서는 미국 경기와의 동조화(Coupling)로 인해 심각한 영향이 초래될 것이라는 주장과 중국을 비롯한 아시아 국가의 미국경기로부터의 탈동조화(Decoupling)로 인해 미국 경기둔화의 영향이 크지 않을 것이라는 상반된 주장이 제기됨.

- 미국 경기둔화의 영향이 클 것이라는 주장의 배경으로는 글로벌 금융시장의 통합 추세로 인해 미국발 금융충격이 세계 주식시장의 동반 하락을 초래하는 등 세계경제로의 파급 가능성이 증대된 점이 거론됨.

- 반면 미국 경기둔화의 영향이 상대적으로 크지 않을 것이라는 주장은 아시아 국가들의 대미 수출 의존도가 하락하고 있는 가운데, 아시아 역내경제의 경제 펀더멘털이 견고하다는 점에 기초하고 있음.

■ 이에 본 보고서는 한·미 양국간의 경제관계에 대한 실증분석을 통해 미국의 경기변화가 한국경제에 미치는 영향을 추정하고자 함.

## 2. 미국의 경기변화가 한국경제에 미치는 영향

■ 서브프라임 사태로 인한 미국의 경기변화가 한국경제에 미치는 영향은 크게 실물부문을 통한 경로와 금융부문을 통한 경로로 나누어 살펴볼 수 있음.

- 실물부문: 미국 주택가격 하락 및 자본시장 침체 → 가계 및 기업의 부채상환 부담 증대 → 민간소비 증가세 둔화 및 기업투자 부진 → 미국의 수입수요 감소 → 주요 교역상대국의 대미 수출 감소 → 세계경기 둔화 → 한국의 대미 및 대세계 수출 감소

- 금융부문: 서브프라임 및 증권화시장 손실 증대 → 신용경색 심화 및 부(富)의 감소 → 국제금융시장의 변동성 확대 → 신흥시장에 대한 위험기피 증가 및 주식 매도 → 한국 환율 및 자산가격 불확실성 증대

■ 한국의 대미 수출 의존도는 1990년 28%에서 2007년 13%로 하락한 반면 중국 및 아시아에 대한 수출비중은 각각 1990년 0%, 14%에서 2007년 25%, 41%로 증가함.<sup>1)</sup>

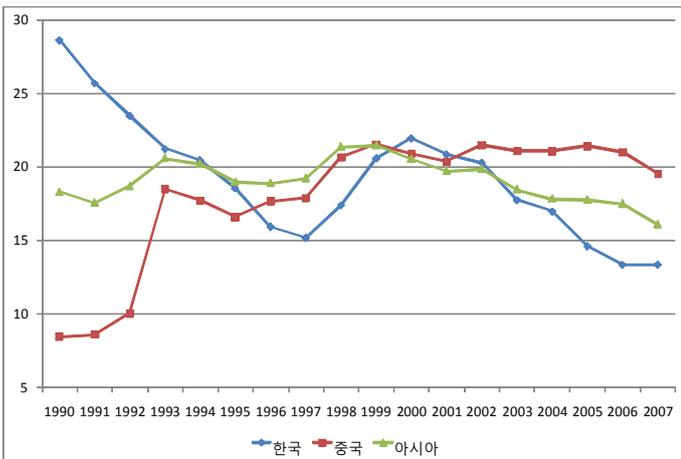
- 한국과 중국을 비롯하여 아시아의 대미 수출 비중은 2000

1) 아시아는 홍콩, 인도, 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 싱가포르, 태국, 베트남 등 8개국임.

년 이후 감소하는 경향을 보이고 있음. 즉, 2000년에서 2007년 기간 한국, 중국, 아시아의 대미 수출 비중은 각각 한국 21.9% → 13.3%, 중국 20.9% → 19.5%, 아시아 20.5% → 16.1%로 감소하였음.

- 따라서 중국 등 아시아 국가들을 통한 대미 우회수출을 고려하더라도 한국의 대미 수출 의존도는 전반적으로 하락하는 추세임.

그림 1. 아시아 국가들의 대미 수출 비중 추이



자료: IMF, Direction of Trade Statistics.

- 단, 한국의 대미 수출 상품구조가 저가의 공산품에서 자동차, IT제품 등 고가의 내구재 중심으로 전환됨에 따라 한국의 대미 수출증가율이 이전에 비해 미국 경기와 더욱 밀접한 관계를 갖는 것으로 나타남(표 2, 3 참고).

표 2. 대미 수출 상품구조의 변화

연도	對美 주요 수출품목 비중
1990	의류(16.3%), 신발(13.2%), 반도체(8.7%), 컴퓨터(6.5%), 자동차(5.8%), 영상기기(4.3%), 음향기기(3.3%), 컨테이너(3.0%), 항공기 및 부품(2.4%), 철강판(1.9%)
1995	반도체(27.4%), 컴퓨터(8.2%), 전자응용기(7.3%), 의류(7.2%), 자동차(6.1%), 영상기기(3.0%), 무선통신기기(2.5%), 음향기기(2.3%), 신발(2.0%), 항공기 및 부품(1.9%)
2000	반도체(21.0%), 자동차(13.6%), 컴퓨터(13.4%), 무선통신기기(8.0%), 의류(6.1%), 석유제품(2.0%), 영상기기(1.7%), 철강판(1.5%), 자동차부품(1.5%), 난방 및 전열(1.5%)
2006	자동차(20.3%), 무선통신기기(11.0%), 반도체(9.0%), 석유제품(7.2%), 자동차부품(6.0%), 컴퓨터(2.9%), 철강판(2.7%), 고무제품(1.9%), 건설광산기(1.9%), 의류(1.8%)

주: MTI 3단위 기준이며, ( )안은 전체 수출에서 차지하는 비중. 자료: 한국무역협회.

표 3. 미국 경제성장률과 한국의 수출증가율과의 상관관계

구분	1992~1999	2000~2007
한국의 대미 수출	0.04	0.64
한국의 전세계 수출	-0.39	0.72

자료: IMF, Direction of Trade Statistics를 이용하여 필자 계산.

- 2000년 이후 한국 금융시장의 대외개방이 가속화됨에 따라 국내 자본시장의 외국인투자 비중과 영향력 역시 증대되는 추세임.

- FDI와 주식시장에서의 외국인투자 비중은 1990년대의 12.1%에서 2000년대에는 36.8%로 크게 증가함.

표 4. 외국인투자 비중 추이

(단위: %)								
구분	1991	1995	2000	2003	2004	2005	2006	2007
직접투자	2.6	1.9	3.5	1.7	3.3	2.4	2.1	2.4
포트폴리오 투자	0.7	10.0	26.6	38.4	38.7	37.3	35.2	30.0
소계	3.3	11.9	30.1	40.1	42.0	39.7	37.3	32.4

주: 1) 직접투자는 외국인투자촉진법 제2조1항4호기목에 의한 투자분, 포트폴리오 투자는 직접투자를 제외한 모든 외국인 증권투자분.

2) 기말현재 상장주식 시가총액 대비 외국인투자자 보유주식시가 비중. 자료: 금융감독원.

- 전체 외국인직접투자에서 미국이 차지하는 비중은 2004년 이후 하락하는 추세를 보이고 있으나 금액 기준으로는 1995~2005년 동안 4배 이상 증가하였으며, 특히 금융업 등 서비스부문에 대한 투자가 크게 증가함.

표 5. 미국으로부터의 직접투자 비중

		(단위: 백만 US\$, %)						
		1990년	1995년	2000년	2002년	2004년	2005년	2006년
외국인 직접 투자	총계	802.6	1,947.9	15,256.0	9,092.5	12,792.0	11,563.5	11,233.1
	미국 FDI	317.8 (39.6)	642.8 (33.0)	2,921.3 (19.1)	4,490.7 (49.4)	4,717.8 (36.8)	2,689.8 (23.3)	1,701.0 (15.1)

주: ( ) 안은 비중이며, FDI는 신고금액 기준임. 자료: 산업자원부; 수출입은행.

- 한편 글로벌 금융시장의 통합추세가 지속됨에 따라 국제 금융시장이 국내 금융시장에 미치는 파급효과도 확대되는 추세임.

- 안전성 위주의 은행 예금 비중이 감소하는 대신 주식, 뮤추얼펀드, 보험 등 투자형 자산의 비중이 증가함에 따라 국경간 자본이동이 더욱 활발해지고 있으며 이로 인해 한국과 해외 금융시장 간 변화 추이의 관련성이 높아짐.

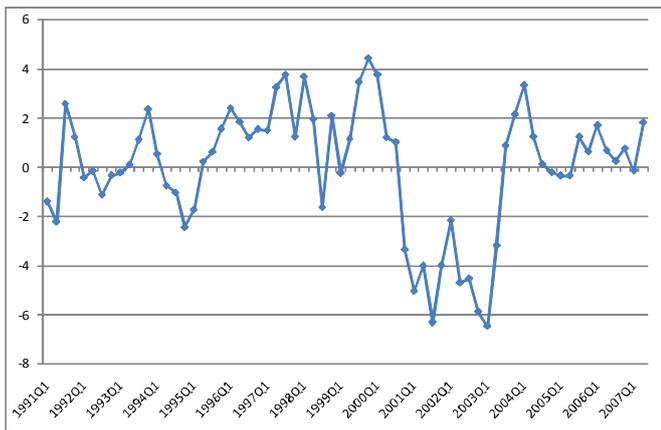
- 특히 주식시장은 물론 사모펀드, 헤지펀드 시장에서 미국이 차지하는 영향력을 고려해볼 때 미국의 금융시장과 한국 금융시장과의 관련성은 더욱 증대되고 있음.

### 3. 실증분석 결과

■ 본 절에서는 VAR(Vector Autoregression) 모형을 사용하여 실물부문과 금융부문을 모두 고려할 경우 미국의 경제성장률 변화가 한국에 미치는 영향을 분석함.<sup>2)</sup>

- 국제적 금융불안이 한국 경제에 미치는 효과를 추정하기 위해 주요 주식시장의 주가변화율을 가중평균한 금융충격 대리변수를 사용함.<sup>3)</sup>

그림 2. 금융충격



자료: Bloomberg, 필자 계산.

■ VAR모형의 충격반응함수로부터 최초 1년에 대한 연평균 효과를 계산한 결과 미국 경제성장률이 1%포인트 변화할 경우 실물 및 금융경로를 통해 한국 경제성장률에 미치는 영향은 다음과 같이 나타남.

- 미국 경제성장률이 1%포인트 변화할 경우 한국 경제성장률

2) 사용된 변수는 미국 GDP 성장률, (로그)원/달러 환율, 금융충격 대리변수, 전세계 수출증가율, 한국 GDP 성장률 순이며, 분석기간은 1992년 1/4분기부터 2007년 2/4분기까지임. 외환위기로 인한 효과를 고려하여 더미변수1(1998년=1)과 더미변수2(1999년~2000년=1)를 사용하였음.

3) 금융충격은 8개국 10개 주식시장의 주가변화율에 대해 주인자분석(Principal Component Analysis)을 시행하고, 이로부터 제1인자(first principal component)를 추출해냄으로써 금융충격에 대한 대리변수(proxy)를 구성함. 포함된 주가지수는 미국 다우존스 산업평균지수, 미국 S&P 500, 미국 나스닥, 유럽 DJ 유로 STOXX 50, 영국 FTSE 100, 프랑스 CAC 40, 독일 DAX 30, 일본 닛케이 225, 홍콩 항셱지수, 한국 코스피 등임.

에 미치는 영향은 1990년대 0.29%포인트에서 2000년 이후에는 0.48%포인트로 증가하는 것으로 나타남.

- 한국의 대세계 수출증가율에 대해서는 1990년대 5.40%포인트 변화에서 2000년 이후에는 4.47%포인트로 다소 감소하는 것으로 나타남.
- 이는 2000년 이후부터 글로벌 금융시장이 본격적으로 통합됨에 따라 금융경로를 통한 충격이 실물부문에 비해 상대적으로 더욱 중요하게 작용한다는 사실을 의미함.

표 6. 미국 성장률 1%포인트 변화가 한국에 미치는 영향

기간	한국의 GDP 성장률	한국의 대세계 수출증가율
1992~1999	0.29	5.40
2000~2007	0.48	4.47

■ [표 7]은 금융충격과 실물충격의 상대적 중요도를 측정하기 위해 한국 경제성장률에의 영향에 대한 분산분석(Variance Decomposition)을 시행한 결과임.

표 7. 한국 성장률에 대한 분산분석

기간	금융충격(A)	실물충격(B)	A/B
1992~1999	9.3	6.5	1.4
2000~2007	38.3	11.5	3.3

- 분산분석 결과에 따르면 금융충격과 실물충격(대세계 수출이 GDP 성장률에 미치는 영향) 모두 한국 경제성장률에 대한 설명력이 이전보다 높아지는 등 외부충격이 한국의 경제 성장에 미치는 영향력이 증대된 것으로 나타남.<sup>4)</sup>

- 특히 금융충격의 실물충격에 대한 상대적 중요도가 1990년대에는 1.4배인 데 비해 2000년대에는 3.3배로 증가하였는 바, 이는 한국의 경제성장률에 대한 금융충격의 영향력이 더욱 증대되었다는 사실을 뒷받침함.

■ 한편 추정식에서 대세계 수출을 제거하고 대신 대미 수출을 고려할 경우, 미국의 경제성장률 1%포인트 변화시 한국의 경

4) 전체 100% 중 나머지 요인들의 변화(1990년대 → 2000년대)는 다음과 같음. 미국 GDP 성장률 변화의 직접효과가 7.7% → 9.6%, 환율효과가 30.5% → 0.1%, 한국 GDP 성장률의 자체 효과가 46.0% → 40.5% 등임.

제성장률은 1990년대에는 0.15%포인트, 2000년대에는 0.23% 변화하는 것으로 추정됨.

표 8. 미국 경제성장률 1%포인트 변화가 한국에 미치는 영향: 대미 수출만 고려한 경우

(단위: %포인트)

기간	한국의 GDP 성장률	한국의 대미 수출
1992~1999	0.15	3.16
2000~2007	0.23	3.71

#### 4. 요약 및 시사점

- 서브프라임 사태에 따른 미국의 경기둔화는 실물부문에서 미국의 소비 및 투자 감소를 통해 세계경제의 동반 하락을 초래하여 한국의 대미 및 대세계 수출을 감소시키는 동시에 금융부문에서 국제적 신용경색을 유발함으로써 한국 금융시장의 불확실성을 증대시키는 요인으로 작용할 수 있음.
- 실증분석을 통해 미국의 경기변화가 한국에 미치는 영향을 추정된 결과 미국의 경제성장률이 1%포인트 변화할 경우 한국은 대세계 수출 및 금융시장에 대한 충격을 통해 경제성장률이 0.48%포인트 변화하는 것으로 나타남.
- 미국의 경기변화가 한국의 대세계 수출에 미치는 영향은 2000년대 들어 다소 감소한 반면, 한국의 GDP 성장률에 미치는 영향은 2000년대 들어 이전보다 더욱 증대된 것으로 추정됨.
- 분산분석 결과에 따르면 금융충격과 실물충격 모두 한국 경제 성장률에 대한 설명력이 이전보다 높아지는 등 외부충격이 한국의 경제성장에 미치는 영향력이 증대된 것으로 나타남.
- 특히 금융충격의 실물충격에 대한 상대적 중요도가 1990년대에는 1.4배인 데 비해 2000년대에는 3.3배로 증가하였는 바, 이는 한국의 경제성장률에 대한 금융충격의 영향력이 더욱 증대되었다는 사실을 뒷받침함.
- 서브프라임 사태 이후 국제금융시장의 혼란이 점증하고 있는 가운데 세계적인 금융통합의 추세 속에서 한국경제가 미국경기 변화로부터 여전히 큰 영향을 받는 것으로 평가됨에 따라 한국과 미국경제 간 디커플링(Decoupling, 탈동조화) 주장은 시기상조라고 할 수 있음. **KIEP**