IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

IBKS Economy Monitor

Focus on Week: 연착륙, 경착륙? ➡ 2025년, 경기침체를 의미하는 경제성장률은 얼마일까?

향후 미국 경기가 연착륙할 것인지 경기침체로 갈 것이지 구체적인 판정 기준 필요. 미국은 NBER에서 경기 침체 국면 판정. 그러나 경기 침체가 발생한 이후 공표된다는 한계 존재. 따라서 경기 침체 여부를 사전에 판단하기 위한 구체적이고 명확한 기준 필요. 현재 잠재성장률 기준으로 경기침체의 기준점이 되는 경제성장률은 미국은 0.1% 내외, 한국은 0.9%로 추정됨

미국 경기침체 여부에 민감해진 금융시장 하지만 어디까지를 일반적인 경기둔화 국면으로 보고 어느 수준부터 경기침체로 봐야 하는지 판단하기 어려운 현실 ➡ 통화정책이나 투자 환경 전망이 보다 구체적일 수 있도록 기준이 필요

미국 통화정책이 전환점에 접근했다는 인식이 강해지며 향후 미국 경기 흐름에 대한 논란도 가열되고 있다. 아직 발표되는 미국 경제지표들은 엎치락뒤치락하는 모습이지만 향후 방향을 보여주는 지표들은 추가 확장보다는 둔화쪽으로 방향을 맞추고 있다. 향후 미국경기 논란 역시 경기 상승이냐? 둔화냐?에 대한 논란이 아니라 연착륙이냐? 경착륙이냐? 또는 경기침체인가? 아닌가?에 대한 논란이다. 금융시장 참여자들의 심리는 8월 금융시장 지표들이 보여준 것처럼 그때그때 극단적인 쏠림이 나타나고 있다. 이 흐름을 보여주는 대표적인 것이 채권파생시장에 반영된 9월 FOMC에서의 금리인하 폭에 대한 확률이다. 8월 초 경기침체 기대를 반영하는 '빅스텝(50bp 인상)'확률은 20%대 초반이었지만 불과 5일만에 이 확률은 85%까지 상승하며 경기 침체를 당연시 하기도 했으나 이후 연준 인사들의 발언과 나쁘지 않은 경제지표들이 발표되며 이후 20~30%대에서 움직이고 있다. 확률만 보면, 미국 경제의 연착륙 가능성을 70% 가량 반영하고 있다 할 수 있지만 여전히 금융시장 참여자들의 경기침체 우려 역시 8월 초에 경험한 것처럼 조그만 자극에도 큰 폭발력을 보여줄 수 있을 만큼 매우 민감해져 있는 상황이다.

이런 분분한 논란 속에 문득 의문이 드는 것은 향후 미국 경기가 연착륙할 것인지 아니면 경착륙 또는 경기침체로 갈 것이지 어떻게 판정할 수 있는가?에 대한 것이다. 두 국면을 가르는 기준에 대한 의문이다. 조금 더 직관적으로 말하면, 내년 미국경제 성장률이 몇 %면 연착륙이라 할 수 있고 몇 % 이하면 경착륙이라고 볼 수 있을까? 에 대한 궁금증이다. 이 물음이 중요한 것은 막연한 판단이 아니라 구체적인 기준이 있다면 향후 미 연준의 통화정책 경로에 대한 예측이나 투자 환경에 대한 전망이 보다 구체적이고 명확할 수 있기 때문이다.

일단 용어에 대한 부분을 먼저 정리하면, 연착륙(Soft landing)이나 경착륙(Hard landing)이라는 용어들이 많이 통용되는데 경착륙은 미국경제가 호황이던 1980년대 말 장차 불황을 관리할 방안을 모색하던 중 언론들이 사용하면서 확산된 용어다. 미국 경기순환의 공식적인 국면은 경기침체(recession)와 경기확장(expansion) 국면으로 구분한다. 이 구분에 대입시켜 보면, 경착륙은 경기침체 국면을 의미한다.

Economist
정 용 택
02) 6915-5701
ytjeong0815@ibks.com

RA
김 예 슬
02)6915-5526
chchu93@ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

경기침체는 의미의 스펙트럼이 매우 넓은 단어. 미국은 기술적으로 정의가 마련되어 있고 NBER을 통해 국면을 판정. 하지만 사후에 이루어지는 한계

문제는 일반적으로 통용되는 '경기침체(recession)'가 의미의 스펙트럼이 매우 넓은 용어라는 점이다. 경제용어사전을 보면, '리세션'은 넓은 의미에서는 하방 전환점(下方轉換點)으로부터의 경제활동의 축소 과정이 불황(depression)에 비하여 완만하고 골짜기가 얕은 현상, 또는 장기적인 번영시에서의 일시적 경기후퇴를 가리키는 경우도 있다. 재고조정(在庫調整)에 의한 경기후퇴를 특히 인벤토리 리세션이라고 한다. (두산백과). 금융시장 참여자들과 언론은 '불황(depression)'과 같은 의미로 사용하기도 한다. '불황(depression)'은 자본주의 경제하에서 유효수요(有效需要)의 부족 등으로 인하여 생산이나 소비 등의 경제활동이 쇠퇴하거나 침체를 나타내는 상태를 말하는데 경제활동 수준이 저하된 국면에서는 투자의 감퇴, 기초 자재의 산출, 소비의 감소, 실업자의 증대, 임금 · 물가 ·금리의 저하, 주가의 하락, 기업이윤 감퇴 등의 현상이 나타난다. (두산백과)

사전적인 정의들은 이렇지만 투자자들이 일반적으로 떠올리는 경기침체는 경기순환국면에서의 일상적인 둔화는 아니다. 과거 외환위기나 2008년 글로벌 금융위기처럼 연이어지는 부도와 신용위기 그리고 이로 인한 대량의 실업, 금융시장의 극심한 혼란 등이 경기침체하면 떠오르는 이미지일 것이다. 실제로 내년 경제 성장률 전망과 관련한 언론 기사의 헤드라인은 '저성장 쇼크', '집값 큰 폭 조정 온다' 등 불안감을 자극하는 단어들이다.

경기 흐름에 대한 정의가 중요한 것은 정부나 투자자 모두 적절한 대응을 하기 위해서일 것이다. 정부와 통화당국의 과잉 또는 과소 대응이 지나치게 변동성을 높이거나 유효성을 상실하게 만들 수도 있고 투자자 입장이라면 실질적인 투자 수익 외에도 기회비용의 크기를 키울 수도 있기 때문이다.

미국의 경우는 기술적으로 정의가 마련되어 있는데, 미국국립경제연구소 (NBER: National Bureau of Economic Research)는 GDP(국내총생산) 성장률이 2분기 연속 감소하면 경기후퇴로 정의하는데 정확히는 수개월 동안 경제활동 전반이 침체하고 성장률이 마이너스로 하락하면서 디플레이션 위험이 고조되는 상태('significant decline in economic activity that is spread across the economy and lasts more than a few months')로 정의된다. 경기 상황은 경기침체(recession)와 경기확장(expansion) 으로 구분한다. 실질개인소득(이전소득 제외)과 비농업고용(기업 및 가계 서베이) 등 6개월 간 지표들을 중심으로 경기 상황을 판정하며 실질 GDP나 GDI 등 분기지표들은 보완적인 역할을 한다. 미국 경기에 대한 공식 판정은 NBER의 경기순환판정위원회(BCDC: Business Cycle Dating Committee)에서 이루어진다.

잠재성장률과 실제성장률 차이에 기반한 귀납적인 방법으로 미국 경기침체 임계점 도출 ➡ 현재 잠재성장률 기준으로 보면 기준점은 GDP 성장률 0.1% 내외

그런데 투자자 입장에서 문제는 이 판정이 사후에 그리고 너무 늦게 이루어진다는 점이다. 경기순환 판정에는 4~21 개월이 소요된다고 알려져 있는데 가장 최근 판정인 2020

년 4월 저점 판정은 15개월 후인 2021년 7월 내려졌다. 분석을 위한 학술적인 측면에서는 의미가 있지만 미래에 대한 기대를 반영하는 투자판단에는 큰 의미가 없다. 투자판단을 위해서는 사전적으로 판단할 기준이 필요하다.

우리는 귀납적인 방법으로 경기침체 수준을 의미하는 경제성장률 수준을 구해보는 방법으로 접근했다. 이런 접근을 한 이유는 금융시장 참여자 입장에서 가장 많은 정보가 수많은 예측기관들이 쏟아내는 향후 성장률에 대한 전망 수치들이고 그 전망치들이 경기침체 수준에 있는지 아닌지를 비교해 보는게 직관적으로 이해하기 쉽다고 보았기 때문이다.

경기사이클을 판단함에 있어 기본적으로는 잠재성장률을 중심에 두고 시작을 했다. 잠재성장률은 물가에 대한 압박 없이 노동이나 자본 등의 자원을 최대로 활용하였을 때 유지되는 실질 GDP성장률을 의미하는데 실제 성장률이 이보다 높으면 인플레이션 갭이 발생하고 낮으면 디플레이션 갭이 발생하는 기준점 역할을 하기 때문이다. 그런데 실제 경제성장률은 잠재성장률을 중심에 두고 3~4년을 주기로 계속 상승과 하락을 반복하는데 경기침체(recession)에 초점을 맞춰 보면 잠재성장률을 하회하는 시기마다 매번 우리가 일반적으로 떠올리는 경기침체기라는 타이틀을 붙이기도 어렵다. 1950년 이후 미국의 경기침체기는 총 11번 있었는데 총 292분기 중 침체 기간이었던 분기는 39분기였다는 점을 상기해 보면 잠재성장률을 하회하는 시기마다 경기침체라고 판정하지 않았음을 알 수 있다.

추가적인 기준이 필요한데 우리는 잠재성장률과 실제 경제성장률 차이를 이용한 표준편차를 이용했다. 일반적으로 표준정규분포의 확률 값으로 많이 사용하기 때문이고 경기침체(recession)라는 상황은 일상적으로 반복되는 국면(표준편차 이내 국면, 확률값 68.3%)이라기 보다는 이례적인 국면이라고 보기 때문이다. 정리해 보면, 미국 잠재성장률을 중심으로 실제성장률과의 차이로 구한 표준편차를 빼준 성장률보다 실제 성장률이 낮다면 경기침체(recession)로 본 것이다. 이 국면들을 NBER에서 판정한 공식적인 경기침체 국면들과 맞춰보면 〈그림 4〉에서 보는 것처럼 거의 시기가 겹치는 것을 확인해 볼 수 있다. 이 수치가 경기침체 여부를 판단하는 의미 있는 기준점이 될 수 잇는 것이다. 우리는 이 하단의 성장률을 침체의 임계점으로 판단한다. 이 기준을 적용해 보면, 아직 NBER의 공식적인 경기 판정이 나지는 않았지만 장단기 금리가 역전되고 두 분기 연속 역성장이 나타나며 경기침체 우려가 팽배했던 2022년은 경기침체라고 판정되지 않을 가능성이 높다.

이 방법을 토대로 2025년 경기침체를 의미하는 경제성장률을 구해 보면, 막연히 생각하는 수준보다는 상당히 낮은 성장률이 구해진다. 현재 미국 경제의 잠재성장률은 2.0~2.10% 수준(CBO추정치와 HP필터링 모형)이다. 이를 중심으로 표준편차 하단은 구해보면 0.1% 내외인데 이 수준이 침체의 임계치이기 때문이다. 즉, 내년 미국 경제가 올해보다 경제성장률이 크게 낮아진다고 하더라도 연간으로 거의 마이너스 성장률을 기록하지 않는다면 경기침체 국면으로 판정되지 않을 가능성이 높다는 것이다. 현재 주요 예측기관들의 내년 미국경제 성장률에 대한 예측치들이 1%대 후반에 주로 분포하고 있음을 감안하면 귀납적인 방법으로 추정해본 침체 임계점은 아직은 경기침체를 쉽게 예단할 필요가 없는 국면임을 말해 준다.

미국과 달리 침체국면을 공식적으로 판정하지 않는 우리나라도 이 방법으로 임계점 구해 볼 수 있음 ➡ 현시점에서 우리나라 경제성장률이 미국 침체 국면과 비슷한 상황이 연출되는 침체 기준점은 0.9% 내외

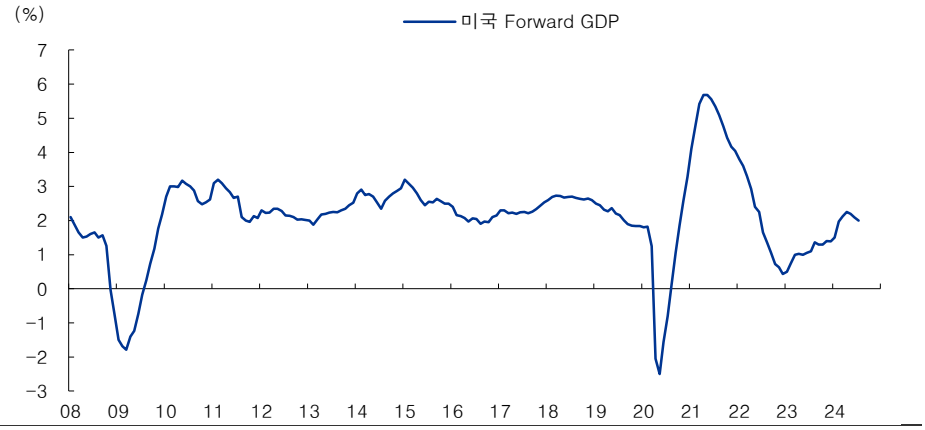
우리나라에 대한 경기 판단 역시 이 방법을 통해 해볼 수 있다. 특히 우리나라 경기는 국가공인 기관이 경기침체 여부를 판정하는 미국과 달리 경기침체 여부를 공식적인 기관에서 발표하지 않기 때문에 어디까지를 일반적인 경기둔화 국면으로 보고 어느 수준부터 경기침체로 봐야 하는지 판단하기 어렵다. 우리나라에서 경기순환기준일을 결정하는 기관은 통계청인데 통계청은 경기 정점(Peak)과 경기 저점(Trough)을 결정하고 표시한다. 저점에서 정점까지를 확장국면, 정점에서 저점까지를 수축국면으로 판단한다. 1972년 3월 저점을 시작으로 카운트되기 시작한 우리나라 경기 순환은 2020년 5월을 저점으로 제 12순환기가 진행 중이다. 그 동안 12번의 경기저점이 기록되었고 11번의 수축기가 있었는데 앞서 미국의 사례에서 보듯 수축기 모두가 경기 침체국면은 아닐 것이다.

앞서 미국에 적용했던 귀납적 방법(잠재성장률과 실제 경제성장률 차이를 이용해 표준편차를 구하고 이 표준편차 하단(잠재성장률-표준편차)을 기준선으로 이 이하를 경기침체 국면으로 정의)으로 판단해 보면, 〈그림 6〉에서 보는 것처럼 1970년 이후 5번 정도가 우리나라의 경기침체기간으로 구분해 볼 수 있다. 이 시기들을 보면 1차와 2차 오일쇼크 기간, IMF 외환위기, 서브프라임발 글로벌 금융위기 및 이번 코로나 팬데믹 등이 포함된다. 투자자들이 우려하는 경기침체의 이미지와 겹치는 이벤트들로 볼 수 있다.

이 방법으로 기준이 되는 잠재성장률 수치와 일반적인 경기둔화와 경기침체를 나누는 기준점 수치를 보면, 현재 한국은행이나 KDI가 구조모형으로 구해낸 잠재성장률은 2.0% 수준이고 표준편차를 차감한 밴드 하단은 0.63% 수준이다. 또 다른 방법으로 일종의 이동평균법인 HP Filtering을 통해 구해낸 잠재성장률은 2.01% 수준이고 표준편차 비율을 차감한 밴드 하단은 0.89% 수준이다. 이론적으로는 구조모형을 통해 나온 수치가 더 의미가 있을 수 있지만 5년 평균 값으로 제공되는 한계가 있어서 HP Filtering을 통한 방법도 같이 감안하고 있다. 우리는 향후 우리나라 경제성장률이 미국 침체 국면과 비슷한 상황이 연출되는 침체 기준점을 0.9% 정도로 설정하고 있다.

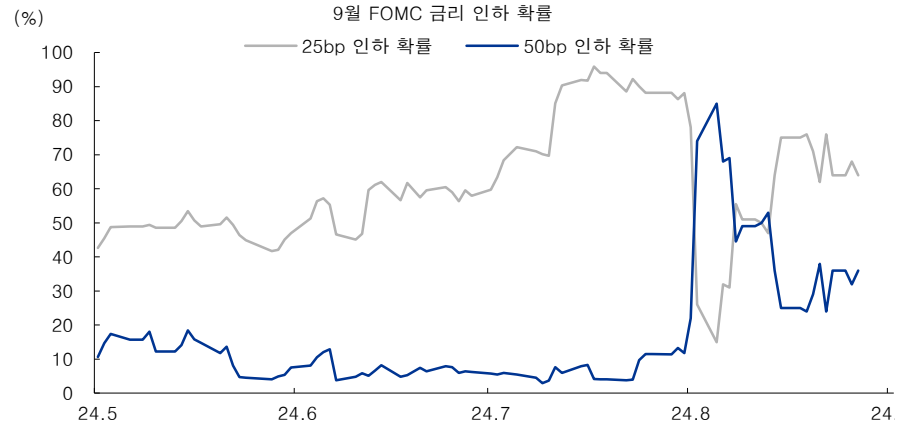
현재 내년 우리나라 경제성장률에 대한 컨센서스는 2.1% 수준이다. 올해 컨센서스인 2.4~2.5%보다는 둔화되지만 미국의 경기 침체 논란이 금융시장에서 중요한 관심사라는 현실을 생각해 보면 지나치게 낙관적인 수치일 수 있다. 아직은 예측기관들이 올해 성장률에 주목하고 있기 때문일텐데 10월 이후 초점이 내년 경제성장률 쪽으로 이동하면 내년 경제성장률에 대한 전망치는 점차 하향 조정될 가능성이 크다고 생각한다. 다만 우리나라 침체기준점이 1% 이하에 있다는 점을 감안하면 경기가 둔화 된다고 해도 이전에 경험했던 위기 국면인 경기침체 국면을 소환할 만큼의 위축은 아닐 가능성이 높다는 판단이다. 우리경제의 평균적인 성장률을 보여주는 잠재성장률이 경제의 성숙이나 인구구조의 변화 그리고 코로나 등 외부충격이 맞물리며 2%대 초반으로 내려와 있음을 감안하면 우리를 둘러싼 실제 경제환경도 이 수준으로 이미 내려와 있음을 의미한다. 연간 경제성장률을 바라보는 우리의 시각도 조정이 필요하다. 코로나 팬데믹 충격 후 크게 휘둘렸던 경제지표들이 점차 팬데믹 이전의 정상적인 수준으로 자리를 찾아가는 관점으로 접근할 필요가 있다.

그림 1. 미국 경기 흐름은 점차 추가 확장보다는 둔화쪽으로 방향을 맞추고 있음



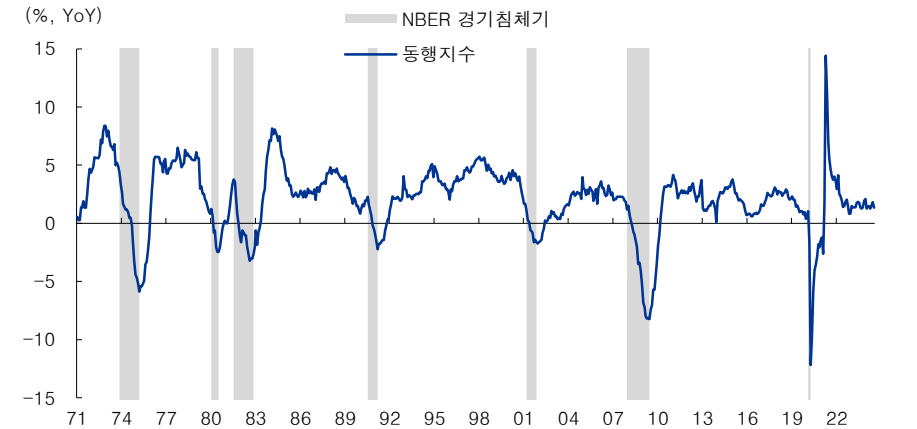
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 2. 금융시장이 경기침체 논란에 매우 민감해져 있음을 보여주는 연준 금리에 대한 기대치



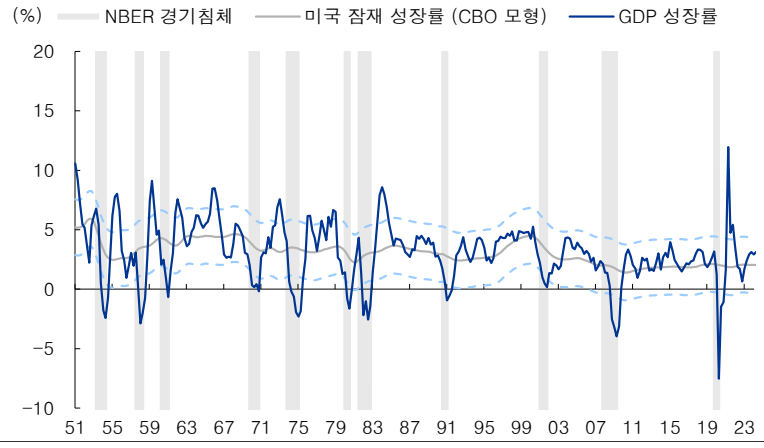
자료: Bloomberg, CME, IBK투자증권

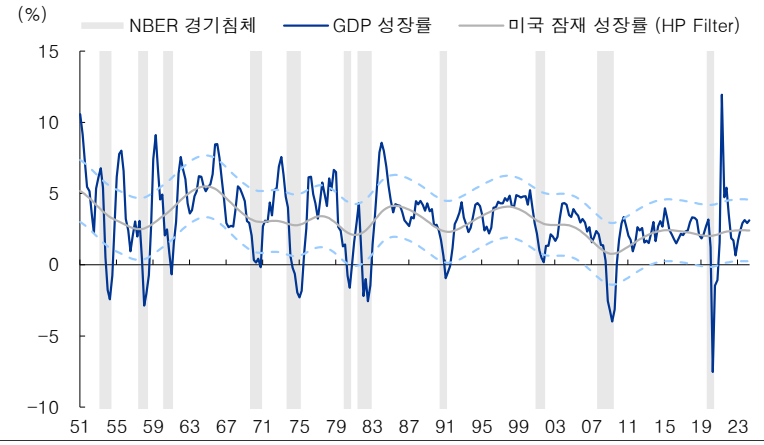
그림 3. 경기침체에 대해 미국은 기술적으로 정의가 마련되어 있고 NBER이라는 기관을 통해 국면을 판정. 하지만 사후에 판정이 이루어지는 한계



자료: Bloomberg, NBER, IBK투자증권

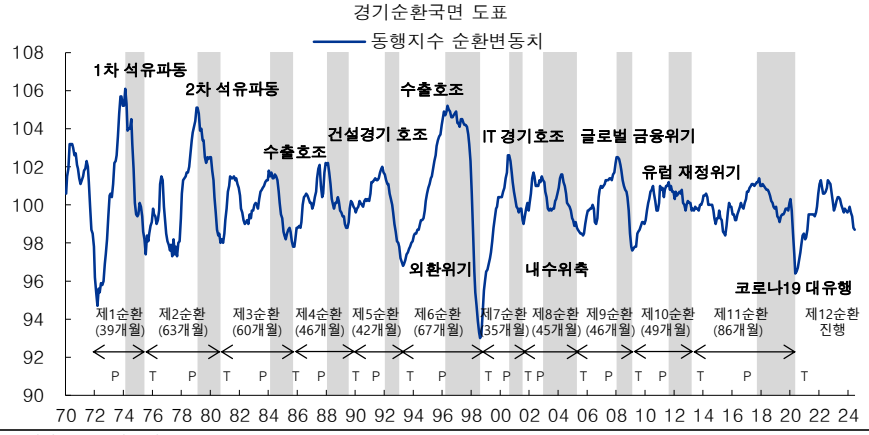
그림 4. 잠재성장률과 실제성장률의 차이를 이용해 역으로 NBER 경기침체 국면에 부합하는 침체 기준점을 도출 ➡ 현재 잠재성장률 기준으로 보면 기준점은 GDP 성장률 0.1% 내외





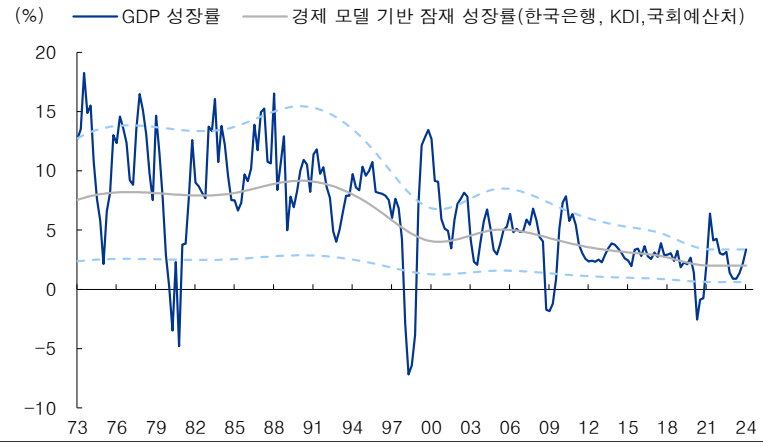
자료: Bloomberg, CBO, NBER, IBK투자증권

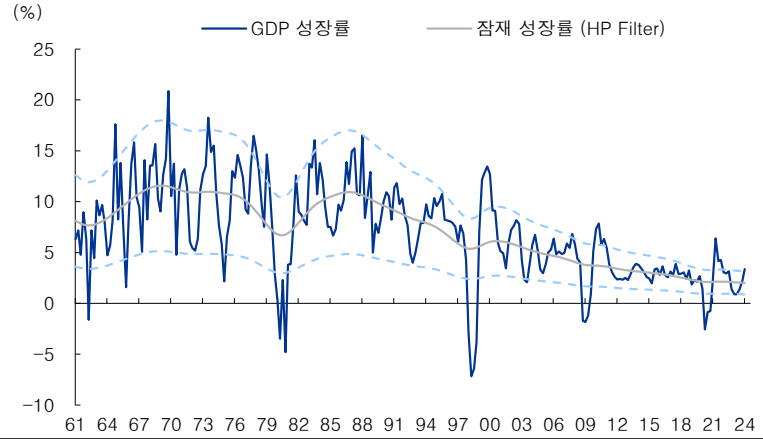
그림 5. 우리나라 경기순환국면은 통계청에서 판정. 미국과 달리 침체국면을 표시하지 않고 정점과 저점을 판정



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 6. 현시점에서 우리나라 경제성장률이 미국 침체 국면과 비슷한 상황이 연출되는 침체 기준점은 0.9% 내외





자료: 한국은행, IBK투자증권

Weekly Preview

다음주 유로존 2분기 GDP 확정치 발표 예정. 유로존은 지난 3분기 및 4분기에 연속 마이너스 성장을 기록하며 기술적 경기침체 상태에 빠졌으나 1분기에 플러스 성장을 기록. 경제 회복세를 보이는 듯 했으나 유로존 경제 회복에 대해서는 의구심 지속. 유럽 최대 경제 대국인 독일의 기업환경지수가 지속 하락하고 있는 가운데, 독일 2분기 GDP가 역성장하며 가계 소비와 기업 투자 둔화 확인. 독일뿐만 아니라 라트비아, 스웨덴, 헝가리가 2분기 경제성장률 역성장을 기록하며 경기 비관론 고조. 대내외 수요 위축으로 제조업 부진 장기화되고 있으며, 중동 지역 분쟁 관련 불확실성도 확대되며 경제 하방 압력 지속될 것으로 판단

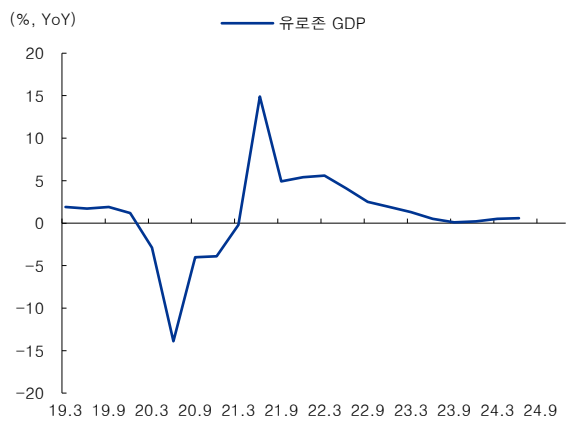
9월 FOMC를 앞두고 미국 8월 고용 보고서가 9월 금리인하 폭을 가늠할 가장 중요한 변수가 될 것. 지난 7월 고용보고서 발표 이후 고용시장 냉각 및 경기 침체 우려 확산. 컨퍼런스보드의 설문조사에 따르면 노동시장에 대한 평가가 점차 약화되는 모습을 보이며 고용 하방 위험 증가하고 있음. '일자리가 풍부하다'는 응답은 낮아진 반면 '일자리를 얻기 어렵다'는 응답은 증가. 두 질문 응답 비중의 스프레드를 의미하는 노동시장 편차는 2021년 3월 이후 최저치를 기록. 노동시장 편차는 실업률과 높은 음의 상관관계를 보여 실업률은 점진적으로 상승할 가능성 높음. 파월 의장이 잭슨홀 미팅 연설에서 노동시장 여건의 추가 냉각을 추구하지 않는다고 강조했으며 이번 8월 고용보고서에서 노동시장 약화가 재확인될 경우 빅 컷 기대감 재부각될 것

날짜	국가	기간	경제지표	예상치	이전치	비고
09.03	미국	8월	ISM 제조업 PMI	47.8	46.8	제조업 수요 불확실성 속 기업 생산 및 투자 활동 부진할 것으로 전망
09.04	미국	7월	Jolts 구인건수	—	818.4만 명	구인건수의 완만한 감소세 이어질 것으로 예상
09.05	미국	8월	ISM 서비스업 PMI	50.9	51.4	서비스업 중심으로 경기 회복 기대
09.06	유로존	2분기	GDP 확정치 YoY	—	0.6%	남유럽 경기는 회복하고 있으나 독일 등 일부 국가 경제 부진 지속
09.06	미국	8월	비농업부문 고용자수 증감	15.5만 명	11.4만 명	9월 FOMC를 앞두고 금리 인하를 가늠하기 위한 중요한 변수로 작용할 것
09.06	미국	8월	실업률	4.2%	4.3%	CB 설문조사에 따르면 실업률과 음의 상관관계인 노동시장 편차가 감소함

* 경제지표의 예상치는 Bloomberg 컨센서스 기준

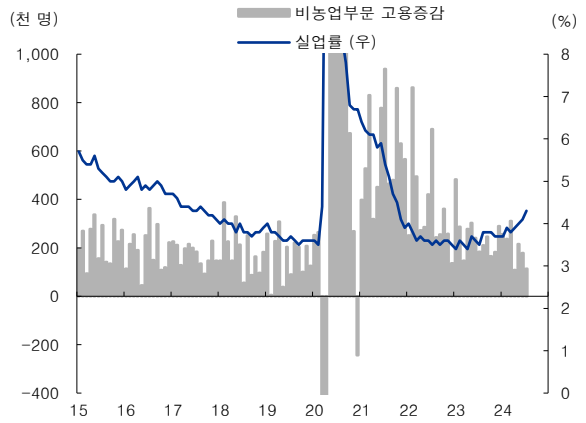
날짜	국가	이벤트	비고
09.04	미국	연준 베이지북 공개	연준 관할 지역의 경제 상황을 분석한 보고서로 FOMC 2주 전 발표

그림 1. 유로존 GDP



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 2. 미국 비농업부문 고용자수 증감 및 실업률

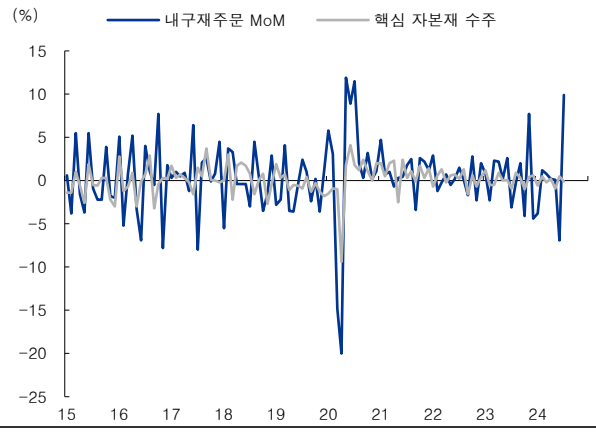


자료: BLS, Bloomberg, IBK투자증권

Weekly Review

미국 7월 내구재주문/핵심 자본재 수주 MoM (9.9%/-0.1%)

예상치 5.0%/0.1% | 이전치 -6.9%/0.5%

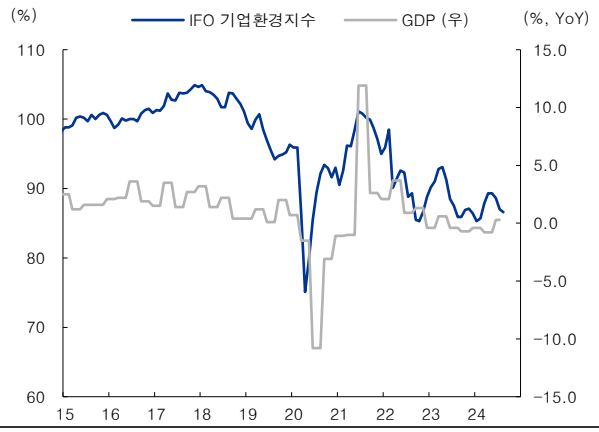


자료: Bloomberg, IBK투자증권

- 7월 미국 내구재주문 MoM 9.9%, 예상(5.0%) 상회
- 7월 미국 핵심 자본재 수주 MoM -0.1%, 예상(0.1%) 하회
- 6월에 감소했던 항공기 주문이 반등하며 내구재 주문은 전월대비 개선
- 항공을 제외한 비국방 자본재 주문인 핵심 자본재 수주는 기업 투자 모멘텀 둔화 반영하며 감소

독일 8월 IFO 기업환경지수/2분기 GDP YoY 확정치 (86.6/0.3%)

예상치 86.0/0.3% | 이전치 87.0/0.3%

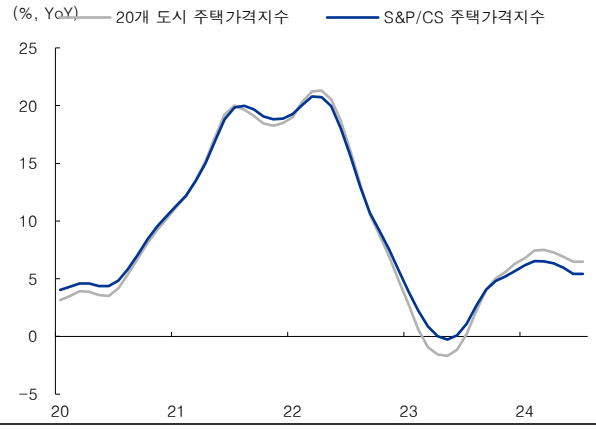


자료: Bloomberg, IBK투자증권

- 8월 독일 IFO 기업환경지수 86.6, 예상(86.0) 상회
- 2분기 독일 GDP YoY 확정치 0.3%, 예상(0.3%) 부합
- 글로벌 무역환경 변화와 지정학적 불확실성 속 제조업 및 서비스업이 둔화되며 경기 회복 기대 후퇴
- 투자 감소 및 건설 경기 부진으로 2분기 GDP 부진한 가운데 경기회복 모멘텀 부재에 3분기 경제 성장률도 부진할 가능성

미국 6월 S&P CS 주택가격지수 20개 도시 YoY (6.47%)

예상치 6.14%| 이전치 6.88%

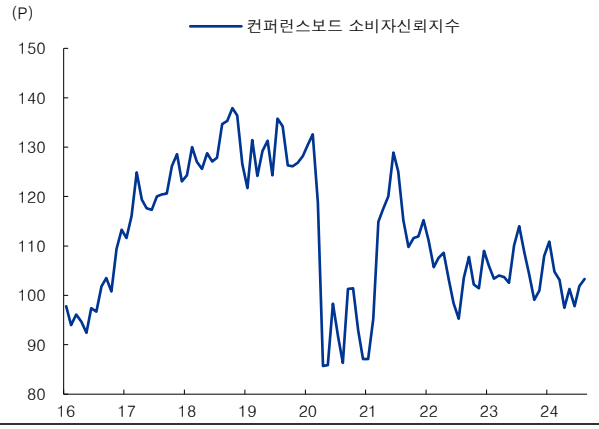


자료: Bloomberg, IBK투자증권

- 6월 미국 S&P CS 주택가격지수 20개 도시 6.47%, 예상(6.14%)상회
- 고금리로 기존주택 매물 공급이 감소하며 20개 도시 주택 가격은 사상 최고치 경신
- 뉴욕 주택가격은 9.0% 상승하며 20개 도시 중 가장 높은 상승률을 기록

미국 8월 CB 소비자신뢰지수 (103.3)

예상치 100.8| 이전치 101.9



자료: Bloomberg, IBK투자증권

- 8월 미국 소비자신뢰지수 103.3로, 예상(100.8) 상회
- 미국 경제와 인플레이션에 관한 소비자들의 낙관론 확산
- 다만 최근 실업률이 상승하면서 노동시장에 관한 평가는 약화