

새로운 경제시스템 창출을 위한

경제주평

Weekly Economic Review

- 한국경제, "불확실성 함정(Uncertainty Trap)"에 빠지다
- 대내외 불확실성이 한국 경제에 미치는 영향

목 차

- 한국경제, “불확실성 함정(Uncertainty Trap)”에 빠지다
- 대내외 불확실성이 한국 경제에 미치는 영향

Executive Summary	i
1. 최근 국내외 금융시장 현황	1
2. 대내외 불확실성이 한국 경제에 미치는 영향	3
3. 시사점	10

□ 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재하시기 위해서는 본 연구원의 허락을 얻어야 하며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

- 총 괄 : 주 원 이 사 대 우 (2072-6235, juwon@hri.co.kr)
- 경제연구실 : 조 규 림 연 구 위 원 (2072-6240, jogyurimg@hri.co.kr)
 정 민 연 구 위 원 (2072-6220, chungm@hri.co.kr)
 오 준 범 선 임 연 구 원 (2072-6247, jboh19@hri.co.kr)

Executive Summary

□ 한국경제, “불확실성 함정(Uncertainty Trap)”에 빠지다

■ 최근 국내외 금융시장 현황

미국의 트럼프 대통령 당선 이후 국내외 금융시장 변동성이 크게 확대되었다. 트럼프 대통령의 당선으로 미국 경제 회복에 대한 기대감이 높아지며 선진국을 중심으로 주가가 크게 상승하였다. 반면 채권시장은 미국의 재정확대 기대 및 기준금리 인상으로 금리가 급등했다. 트럼프 당선 이후 강세를 보이던 달러화 가치는 트럼프 당선자의 달러 강세에 대한 발언 이후 급락했다. 향후 글로벌 금융시장은 트럼프 행정부 정책의 불확실성, 미국 및 중국간 통상 마찰 심화 우려, 유럽의 브렉시트 및 주요국 선거 등으로 불안정한 모습이 지속될 가능성이 높다. 더욱이 국내 정치적 불확실성 역시 높은 상황이 지속되고 있어 우리나라를 둘러싼 대내외 경제 환경의 높은 불확실성이 국내 경제에 미치는 영향을 분석해보았다.

■ 대내외 불확실성이 한국 경제에 미치는 영향

(대내외 주요 불확실성 지표 현황) 최근 대외 경제의 불확실성이 급격히 확대되고 있다. 미국과 중국, 유럽의 경제정책 불확실성 지수는 2016년 하반기부터 급격히 상승했으며, 유로화 및 엔화 변동성 역시 확대되고 있다. 다만 주식시장의 변동성을 나타내는 VIX 지수는 주요 이벤트 발생시 단기적으로 급등했으나 추세적으로는 하락하고 있다. 대내적인 불확실성 역시 최근 급격히 높아지고 있다. 2016년 말 탄핵 사태 이후 국내 경제 정책의 불확실성을 나타내는 지수는 역대 최고 수준으로 상승했다. 원/달러 환율의 내재 변동성 역시 높아진 상황이다.

< 한국 경제의 대내외 불확실성 지수 추정 결과 >



자료 : 현대경제연구원 자체 추정.

주 : 추정된 불확실성 지수를 3개월 이동평균하여 불규칙 요인을 제거.

(한국 경제의 대내외 불확실성 지수 추정) 국내외 경제의 불확실성을 나타내는 주요 지표를 토대로 주성분분석을 통해 한국 경제의 대내외 불확실성을 대표하는 지수를 추정해 보았다. 불확실성 지수는 글로벌 금융위기시 87.6p로 가장 높은 수준을 기록했으며, 유럽 재정위기시 52.8p를 기록한 바 있다. 불확실성 지수는 최근 대내외 경제 정책 불확실성이 크게 확대된 것이 반영되며 2016년 10월 37.7p에서 12월 48.0p로 10.3p급등했다. 최근 국내 정치적 불안으로 인한 컨트롤 타워의 기능 약

화와 이에 따른 경제 정책의 혼선, 트럼프 당선 이후 미국의 정책 방향성에 대한 불확실성, 미국을 중심으로 한 통상 갈등 심화 등을 감안한다면 2017년 1월에는 과거 유럽 재정위기 수준을 넘어설 가능성이 높으며, 현재 상황이 지속될 경우 과거 금융위기 수준을 넘어설 가능성도 존재하는 것으로 판단된다. 경기부진 상황에서 불확실성의 확대시 가계 및 기업의 소비와 투자가 지연되면서 경기침체가 장기화되는 이른바 “불확실성 함정(Uncertainty Trap)”에 빠질 가능성이 높아진 것으로 판단된다.

(불확실성이 한국 경제에 미치는 영향) 대내외 경제의 불확실성이 확대될 경우 이는 가계와 기업의 심리를 위축시키고 금융기관의 대출 태도를 강화시켜 소비와 투자에 부정적 영향을 미칠 수 있다. 가계의 경우 미래 소득에 대한 불확실성이 확대되면 미래 소비를 위해 현재 소비를 줄이게 되며, 기업은 현재의 투자를 미래의 적정 시점으로 연기해 현재의 투자가 감소하게 된다. 또한 금융기관들은 가계와 기업에 대한 대출시 불확실성을 반영해 리스크 프리미엄이 증가하게 되며, 또한 자체적으로 여신건전성 관리를 위해 대출 태도를 강화하게 된다. 실제 추정된 불확실성 지수는 소비자심리지수, 기업BSI 지수, 은행의 대출태도 지수 등과 음의 상관관계가 강하게 나타난다.

실제 불확실성 확대가 한국 경제 변수에 어느 정도 영향을 미치는지 알아보기 위해 앞서 추정된 불확실성 지수와 국내 주요 경제변수로 구성된 VAR 모형(Vector Autoregressive Model, 벡터자기회귀모형)을 분석한 결과 불확실성 지수가 10p 상승시 국내 산업생산지수 증가율은 6개월 후 약 5.6%p 하락하는 것으로 추정되었다. 특히 변동성이 큰 설비투자지수 증가율은 6개월 후 7.4p 하락하는 것으로 나타났다. 상대적으로 변동성이 작은 소매판매지수 증가율은 1.5%p 하락하는 것으로 추정되었다.

< 대내외 불확실성 지수 10p 상승시 한국 경제에 미치는 영향 추정 결과 >

	산업생산 증가율	설비투자 증가율	소매판매 증가율
3개월 후	-5.9%p	-6.4%p	-2.0%p
6개월 후	-5.6%p	-7.4%p	-1.5%p
12개월 후	-0.3%p	0%p	0.7%p

자료 : 현대경제연구원 자체 추정.

주 : 산업생산지수, 설비투자지수, 소매판매액지수의 전년동기대비 증감률에 미치는 영향.

■ 시사점

첫째, 국내 정치적 불확실성이 사회 전반으로 확대되는 것을 차단하고, 특히 경제 정책의 일관성을 유지해 국내 불확실성 확대에 따른 부정적 영향을 최소화해야 한다. **둘째,** 미국의 보호무역주의 강화와 이에 따른 미중간 통상 마찰 등에 따른 대외 경제의 정책적 불확실성에 대한 정부와 기업의 선제적 대응책 마련이 필요하다.

셋째, 대내외 불확실성으로 유발되는 국내외 금융시장의 불안정성이 국내 실물 경제로 파급되는 것을 차단해야 한다.

1. 최근 국내의 금융시장 현황

○ 국내외 금융시장에 변동성 확대

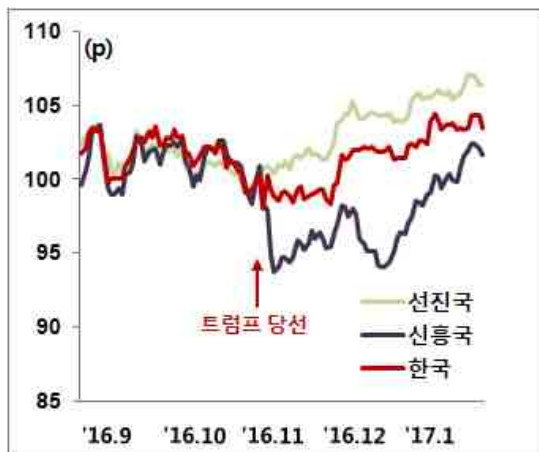
- 트럼프 대통령의 당선 이후 선진국 주식시장은 상승하고, 신흥국 시장은 급락 후 회복하는 모습

- 트럼프 대통령 당선 이전 선진국과 신흥국의 주식시장은 유사한 방향성을 보인 반면 당선 직후에는 선진국 주식시장은 상승하고 신흥국 시장은 하락
- 대통령 당선 시점을 100p로 하였을 때 선진국 주식시장은 2017년 1월 말 까지 106.3p로 지속적으로 상승한 반면 신흥국 주식시장은 93.8p까지 급락하였다가 101.6p로 회복하는 등 변동성 확대

- 채권시장은 선진국과 신흥국에서 모두 가격이 하락하고 금리가 크게 상승

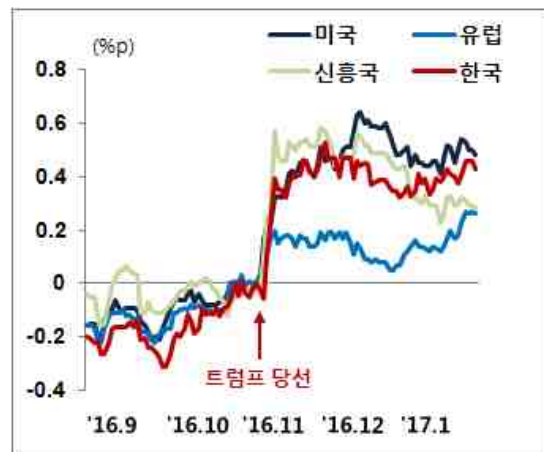
- 트럼프 대통령 당선 이전 선진국과 신흥국의 채권시장은 안정적인 움직임을 보인 반면 당선 이후에는 채권시장에서 자금 유출이 일어나 채권가격이 하락하고 금리가 급등
- 대통령 당선 시점을 기준으로 대통령 당선 이후 채권시장에서 미국 채권 금리가 0.64%p, 신흥국 국채금리가 0.58%p 급등하여 변동성 확대

< 주식시장 주요 지표 >



자료 : Bloomberg, 한국은행.
주 : MSCI주가지수를 이용하여 트럼프 당선 시점을 100으로 표준화함.

< 채권시장 주요 지표 >



자료 : Bloomberg.
주 1) 주요국은 국채, 회사채 등을 포함한 지수이며, 한국은 10년만기 국채 기준.
2) 트럼프 대통령 당선 시점 대비 금리 차이이며, 양수일 경우 해당시점의 금리가 당선 시점 보다 높음을 의미함.

- 외환시장에서는 미국의 경기부양 기대, 금리인상 등으로 달러화 강세 기조를 보이다가 트럼프 대통령의 弱달러 정책 발언 이후 약세로 전환
 - 트럼프 대통령 당선 직후 미국 내 인프라 투자 확대 등 경기부양책에 대한 기대와 연방준비제도이사회(FED)의 금리 인상의 영향으로 달러화 강세가 지속
 - 그러나 최근 트럼프 행정부의 환율정책 방향에 대한 불확실성이 커지는 가운데 환율조작국, 弱달러 발언 등에 외환시장이 민감하게 반응하면서 달러화가 약세로 전환
- 향후 트럼프 행정부의 자유무역협정 재협상, 환율조작국 지정 등 행정조치가 시행될 때마다 금융시장의 변동성은 더욱 커질 것으로 예상
 - 트럼프 대통령은 1월 20일 당선 이후 오바마케어 축소, 환태평양경제동반자협정(TPP) 협상 탈퇴 등 신속하게 공약을 집행
 - 또한 자유무역협정(FTA) 재협상 발언, 환율조작국 비판 등에 국내외 금융시장이 민감하게 반응하는 모습
 - 향후 트럼프 대통령의 공약이 정책으로 시행될 경우 금융시장의 변동성은 더욱 커질 가능성이 높음

< 외환시장 주요 지표 >



자료 : Bloomberg, 한국은행.
 주 : 트럼프 당선 시점을 100으로 표준화하였고 지수의 상승은 해당 통화의 가치상승을 의미함.

< 트럼프 대통령의 주요 정책 시행 >

시기	내용
2017.01.20	트럼프 대통령 취임
2017.01.20	오바마케어 축소를 통한 재정부담 최소화
2017.01.24	미국의 TPP 협상 탈퇴
2017.01.24	인프라 프로젝트에 대한 환경검토 및 승인 신속화
2017.01.24	미국 내 제조업 규제 축소 검토
2017.01.25	국경 보안 및 이민제도 강화
2017.01.27	외국 테러리스트 입국으로부터 국가 보호
2017.01.30	'원 인-투 아웃(1 in-2 out)' 규제 감축 행정명령
2017.02.03	금융 규제 완화를 위해 '도드-프랭크법'의 일부 내용 폐지

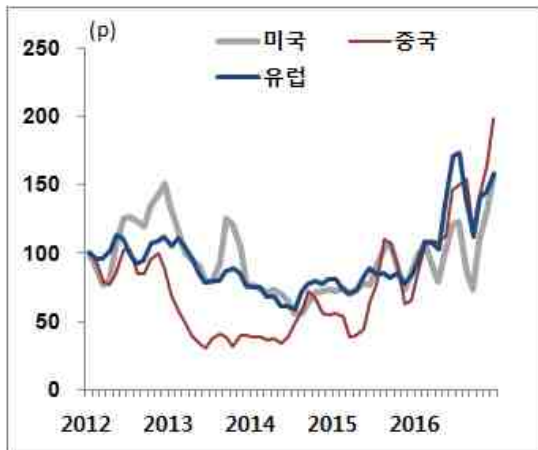
자료 : The White House.
 주 : 트럼프 대통령이 서명한 행정명령과 대통령지침 중 일부내용을 발췌함.

2. 대내외 불확실성이 한국 경제에 미치는 영향

○ 대내외 주요 불확실성 지표 현황

- 중국 경제의 성장 둔화, 브렉시트, 미국 금리 정상화 및 트럼프 당선 등으로 주요국의 경제정책 불확실성 지수가 지속적으로 상승¹⁾
 - 2016년 말 미국의 기준금리 인상 및 트럼프 대통령 당선 등으로 미국의 경제정책 불확실성 지수가 지속적으로 상승
 - 미국의 보호무역주의 강화 우려, 중국의 구조개혁 지연에 따른 성장 둔화 우려, 브렉시트 등으로 중국 및 유럽의 경제정책 불확실성 지수도 상승
- 금융시장의 경우 유로화와 엔화 환율 변동성은 확대되는 반면, 최근 VIX는 2014년 저점 수준에 근접
 - 유로화 및 엔화 환율의 경우 미국과의 통화정책 방향성의 괴리 등으로 불확실성이 높아지며 변동성이 확대된 상황
 - VIX는 리스크 이벤트가 발생할 시점을 기준으로 단기간 동안 변동성이 확대되는 모습을 보였다가 다시 하락하는 모습을 보임

< 글로벌 경제정책 불확실성 지수 >

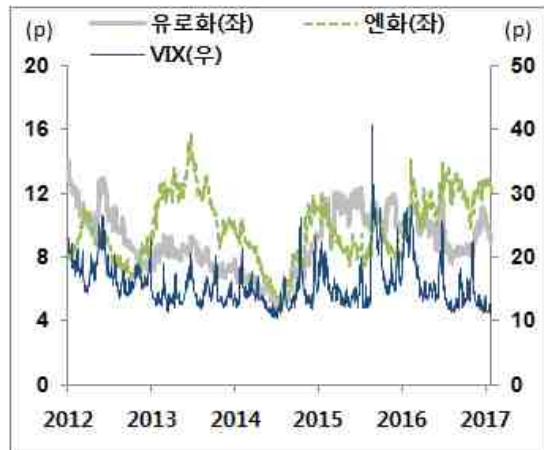


자료 : Economic Policy Uncertainty.

주 1) 국가별 원지수를 2012년 1월 100p 기준으로 변환.

2) 불규칙 요인을 제거하기 위하여 경제정책 불확실성 지수 3개월 이동평균.

< VIX²⁾ 및 주요 환율 변동성 지수 >



자료 : CBOE, Bloomberg.

주 : 환율변동성은 내재변동성을 의미하여, 옵션 3개월 물이고, 기준통화 USD임.

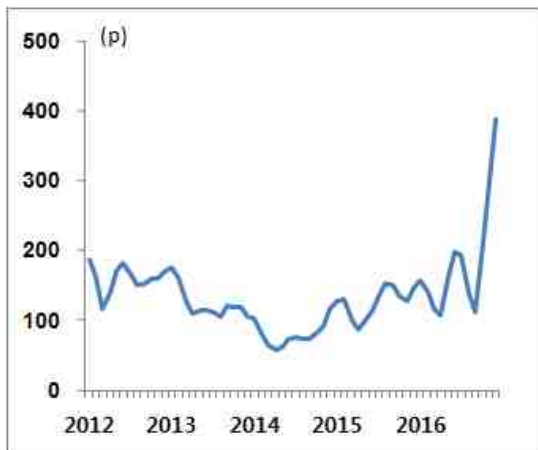
1) 경제정책 불확실성 지수(Economic Policy Uncertainty Index) : 주요 언론상 불확실성, 경제, 정부기관 및 정책 관련 단어가 언급되는 빈도를 측정하여 이를 지수화한 지표로 금융시장의 변동성 등을 통해 측정되는 불확실성과 달리 경제 정책상 불확실성을 대표하는 지수로 사용.

2) VIX(Volatility Index)는 변동성지수로, S&P 500지수 옵션과 관련해 향후 30일간의 변동성에 대한 투자기대수율을 의미, VIX가 높다는 것은 투자자들의 불안심리가 커지는 것임.

- 최근 한국의 경제 정책 불확실성 지수는 국내 산업구조 조정, 정치적 리스크 확대 등으로 크게 상승한 상황
 - 한국의 경제 정책 불확실성 지수는 2012년 유로존 위기를 넘기면서 2014년 3월 57.3p까지 하락
 - 하지만 최근 3년간 중국 경제 위기, 브렉시트 등 대외 리스크 확대와 함께 국내 산업 구조 조정, 정치적 리스크 확대에 의해 한국 경제정책 불확실성 지수는 2016년 12월 389.6p로 급등

- 이에 원화 환율 내재변동성은 지속적으로 확대되는 모습을 보이고 있는 반면 코스피 변동성 지수는 추세적으로 하락
 - 환율 변동성 지표는 2014년 7월 10일 5.2% 저점을 기록 후 국내 산업 구조 조정, 브렉시트, 트럼프 美 대통령 당선, 국내 정치적 리스크 확산 등의 이벤트를 거치면서 2017년 1월 26일 현재 10.9%로 지속 상승
 - 한편 코스피 변동성 지수는 이들 리스크 이벤트 당시에 급등하는 모습을 보였으나, 2017년 1월 26일 현재 11.6p로 2014년 수준으로 유지
 - 코스피 변동성 지수는 국내 정책 불확실성 지수와 원화내재변동성 지수가 아닌 VIX와 비슷한 양상을 보임

< 국내 경제정책 불확실성 지수 >



자료 : Economic Policy Uncertainty.
 주 : 불규칙 요인을 제거하기 위하여 경제 정책 불확실성 지수 3개월 이동평균.

< 국내 주가 및 환율 변동성 >



자료 : FN Guide, Bloomberg.
 주 : 환율변동성은 내재변동성³⁾을 의미하여, 옵션 3개월 물이고, 기준통화 USD임.

3) 환율내재변동성(Implied Volatility)은 옵션잔존 만기일까지 환율의 미래변동성에 대한 투자자들의 평균 예상치를 의미.

○ 한국 경제의 대내외 불확실성 지수 추정

- 대내외 주요 불확실성 지표를 바탕으로 주성분분석(PCA, Principal Component Analysis)을 통해 한국 경제의 불확실성 지수를 추정4)
 - 대내 불확실성 지표로는 경제정책 불확실성 지수, 원/달러 환율 및 KOSPI 주가 변동성, 신용스프레드 등을 4개 지표를 이용
 - 대외 불확실성 지표로는 미국, 유럽, 중국의 경제정책 불확실성 지수, 유로화 및 엔화 변동성, VIX, 신용스프레드 등을 7개 지표를 이용
 - 11개 지표의 2003년 1월에서 2016년 12월 월별 자료를 이용해 주성분분석(PCA, Principal Component Analysis)으로 공통요인을 추출5)
 - 주성분분석시 각 지표를 표준화하여 공통요인을 추정하였으며, 0에서 100 사이 값으로 지수화한 후 불규칙 요인 제거를 위해 3개월 이동평균

- 추정 결과 대내외 경제정책 불확실성이 크게 상승한 것이 반영되며 한국 경제의 불확실성 지수가 2016년 10월 37.7p에서 12월 48.0p로 상승
 - 불확실성 지수는 글로벌 금융위기사 87.6p(2008년 11월)로 가장 높은 수준을 기록했으며, 유럽 재정위기사에는 52.8p(2011년 10월)를 기록
 - 유럽 재정위기 이후 2014년 중반 14~15p 수준으로 지속적으로 하락했으나 중국 금융시장 불안이 크게 확대되었던 2016년 2월 38.0p로 상승
 - 최근 국내 정치 불확실성 확대 및 트럼프 당선 이후 주요국 경제정책 불확실성 지수가 급등한 점이 반영되며 2016년 12월 48.0p로 급등

- 높아진 불확실성으로 소비와 투자가 지연되며 경기침체가 장기화되는 “불확실성 함정(Uncertainty Trap)”에 한국 경제가 빠질 가능성 확대6)
 - 최근 국내 정치적 불안과 경제 정책의 혼선, 미국의 정책 방향성에 대한 불확실성, 미중간 갈등 심화 등으로 2017년 1월 불확실성 지수는 과거 유럽 재정위기 수준을 넘어설 가능성이 높은 것으로 판단

4) 본 분석의 상당 부분은 “거시경제 불확실성 측정(2016.03, 한국은행 조사통계월보 통권 808호)”의 분석 방법을 참조. 금융부분의 변동성 지표와 경제정책 불확실성 지수로 주성분분석을 통해 불확실성 지수를 추정하는 방식은 OECD를 비롯한 국내외 다수의 선행연구에서 이용되는 방법.

5) 주성분분석(PCA, Principal Component Analysis)은 많은 변수들의 정보를 토대로 공통으로 존재하는 요인을 추출하는 방법으로 변수들 간의 분산-공분산 행렬로부터 특성근(eigenvalue)과 특성벡터(eigenvector)를 구하여 공통요인을 추출.

6) 불확실성 함정(Uncertainty Trap)이란 생산 활동이 저하된 상태에서 높은 불확실성이 소비와 투자를 위축시켜 경기회복이 지연되고 침체가 장기화되는 것을 의미.(Fajgelbaum, P., Schaal, E., & Taschereau-Dumouchel, M. (2014). Uncertainty traps (No. w19973). National Bureau of Economic Research.)

< 한국 경제의 대내외 불확실성 지수 추정 결과 >



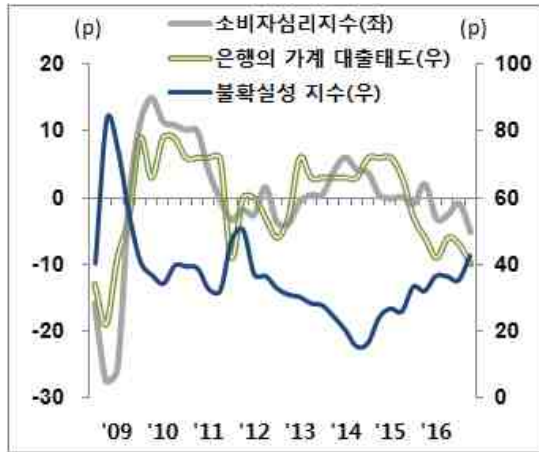
자료 : 현대경제연구원 자체 추정.

주 : 추정된 불확실성 지수를 3개월 이동평균하여 불규칙 요인을 제거.

○ 불확실성이 소비 및 투자에 영향을 미치는 경로

- 불확실성의 확대는 가계와 기업의 심리를 위축시키고 금융기관의 보수적 대출 태도를 유발해 소비와 투자에 부정적 영향을 미칠 수 있음
- 불확실성 확대시 가계의 소비심리가 위축되며 금융기관의 리스크가 상승해 가계 대출에 대한 보수적 태도가 강화되어 소비가 위축
 - 불확실성의 확대는 가계의 미래 소득에 따른 기대효용이 낮아지며 이에 따라 소비평활화를 위한 예비적 저축이 증가하면서 현재의 소비가 감소
 - 한편 금융기관의 경우 불확실성 확대로 이를 반영한 리스크 프리미엄이 증가하고 또한 건전성 관리를 위해 대출 태도가 강화
 - 실제 불확실성 지수와 소비자심리지수 간 상관계수는 -0.64 , 은행의 가계 대출태도 지수와의 상관계수는 -0.59 로 불확실성이 높아질 경우 소비자심리가 위축되고 은행의 보수적 대출 태도가 강화되는 것으로 나타남
- 최근 대내외 불확실성이 확대되며 소비자심리가 급격히 위축되어 소매판매지수 증가율이 급락
 - 국내 경제의 저성장세 지속으로 낮은 수준을 보이던 소매판매지수 증가율이 2015년 중반 이후 회복되는 모습이 나타남
 - 그러나 최근 대내외 경제의 불확실성이 급격히 확대되며 소비자심리가 급격히 위축되었으며, 이로 인해 소매판매지수 증가율이 급락하는 모습

<불확실성지수 및 소비자심리지수, 은행의 가계 대출태도 지수>



자료 : 한국은행, 현대경제연구원.
 주 1) 소비자심리지수는 장기평균('08년 7월~'16년 12월)과 실제치 간 차이.
 2) 불확실성 지수와 소비자심리지수는 월간 자료를 분기 평균.

<불확실성지수 및 소매판매지수 >



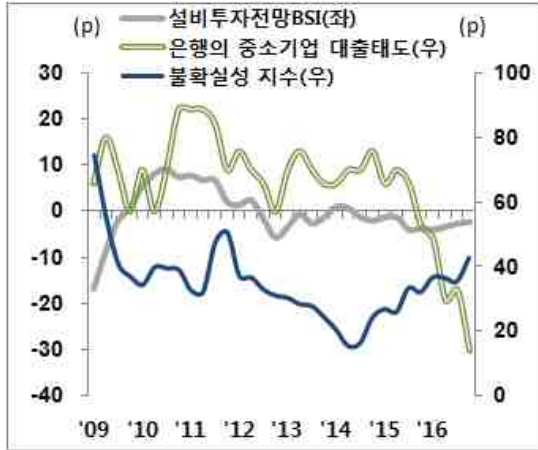
자료 : 통계청, 현대경제연구원.
 주 : 소매판매지수 증가율은 전년동월대비이며 3개월 이동평균한 값.

- 한편 기업 역시 불확실성이 확대될 경우 투자 심리가 위축되며 금융기관의 기업에 대한 보수적 대출 태도도 강화되어 투자가 위축
 - 기업의 투자는 회수에 상당한 기간이 걸리기 때문에 불확실성 확대시 기업들은 투자자금을 보유하면서 적절한 시점으로 투자를 미루는 것이 유리
 - 또한 금융기관들의 기업들에 대한 대출 태도가 강화되는 것 역시 기업의 투자자금 압박으로 이어져 투자가 위축될 수 있음
 - 실제 불확실성 지수와 설비투자전망 BSI 간 상관계수는 -0.31, 은행의 중소기업 대출태도 지수와의 상관계수는 -0.30로 불확실성이 높아질 경우 기업의 투자심리가 위축되고 은행의 대출태도가 강화되는 것으로 나타남

- 최근 설비투자지수 증가율이 상승하고 있으나 대내외 불확실성이 확대된 점을 감안시 향후 재차 하락할 가능성이 높은 것으로 판단
 - 2016년 11월 설비투자지수 증가율이 전년동월대비 10.2% 증가하며 그 동안의 부진에서 다소 회복되는 모습이 나타남
 - 그러나 설비투자가 불확실성에 후행하는 점을 고려시 최근의 불확실성 확대로 향후 설비투자 증가율이 재차 하락할 가능성이 높은 것으로 판단⁷⁾

7) 설비투자지수 증가율과 불확실성 지수간 상관관계는 t기 -0.38이나 t+3기에는 -0.42로 시차가 증가할수록 역의 상관관계가 높아짐.

<불확실성지수 및 설비투자전망 BSI, 은행의 중소기업 대출태도 지수>



자료 : 한국은행, 현대경제연구원.
 주 1) 설비투자전망 BSI는 장기평균('03년 1월~'16년 12월)과 실제치 간 차이.
 2) 불확실성 지수와 설비투자전망 BSI는 월간 자료를 분기 평균.

<불확실성지수 및 설비투자지수 >



자료 : 통계청, 현대경제연구원.
 주 : 설비투자지수 증가율은 전년동월대비이며 3개월 이동평균한 값.

○ 불확실성이 한국 경제에 미치는 영향 추정 결과

- 불확실성이 한국 경제에 미치는 영향을 알아보기 위하여 불확실성 지수 및 국내 경제 변수들을 이용한 VAR 모형을 추정
 - VAR(Vector Autoregression Model)을 이용하여 불확실성이 국내 생산, 투자, 소비에 미치는 영향을 추정⁸⁾
 - VAR 모형은 불확실성 지수, 산업생산지수, 물가상승률, 콜금리 4변수로 구성되며, 투자 및 소비에 미치는 영향을 분석하기 위해서는 설비투자 및 소매판매액 지수를 추가한 5변수 VAR 모형을 추정
 - 분석 기간은 2003년 1월에서 2016년 11월이며, 불확실성 지수와 콜금리를 제외한 모든 변수는 전년동기대비 증감률을 이용해 안정적 시계열로 변환
- 추정 결과 불확실성 지수가 10p 상승(2016년 10월 37.7p에서 12월 48.0p로 10.3p 상승)시 3개월 후 국내 산업생산지수 증가율은 5.9%p, 설비투자지수 증가율은 6.4%p, 소매판매액지수 증가율은 2.0%p 하락하는 것으로 추정

8) 월별 자료를 이용하기 때문에 국내 생산, 투자, 소비의 대리 변수로 국내 산업생산지수, 설비투자지수, 소매판매액지수를 이용.

- 불확실성 지수가 10p 상승하는 충격이 발생할 경우 6개월 후 국내 산업생산지수 증가율은 5.6%p, 설비투자지수 증가율은 -7.4%p, 소매판매액지수 증가율은 -1.5%p 하락
- 12개월 후에는 산업생산지수 증가율은 -0.8%p, 설비투자지수 증가율은 -1.1%p 하락하나 소매판매액지수 증가율은 0.7%p 상승⁹⁾

< 대내외 불확실성 지수 10p 상승시 한국 경제에 미치는 영향 추정 결과 >

	산업생산지수 증가율	설비투자지수 증가율	소매판매액지수 증가율
3개월 후	-5.9%p	-6.4%p	-2.0%p
6개월 후	-5.6%p	-7.4%p	-1.5%p
12개월 후	-0.3%p	0%p	0.7%p

자료 : 현대경제연구원 자체 추정.

주 : 산업생산지수, 설비투자지수, 소매판매액지수의 전년동기대비 증감률에 미치는 영향.

<참고> VAR 모형 추정 방법

- 불확실성이 한국 경제에 미치는 영향을 분석하기 위하여 다음과 같은 4 변수로 구성된 구조형 VAR 모형을 설정

· 구조식 : $BY_t = A(L)Y_{t-1} + \epsilon_t$

단, $Y_t = [unc_t, ip_t, p_t, call_t]'$, unc_t 는 불확실성 지수, ip_t 는 산업생산지수 증가율, p_t 는 소비자물가상승률, $call_t$ 는 콜금리이며, 투자와 소비에 미치는 영향을 추정하기 위해서 설비투자지수 증가율(inv_t), 소매판매액지수 증가율($sale_t$) 추가한 5변수 VAR을 별도로 추정

- VAR 모형의 시차는 AIC 기준을 고려해 t-2기로 설정

- 구조 모형 추정을 위해 축약형 모형으로 변환하고 당기제약을 부여하여 구조적 충격에 대한 충격반응함수를 추정¹⁰⁾

· 축약식 : $Y_t = \Phi(L)Y_{t-1} + u_t$ 단, $u_t = (u_t^{unc}, u_t^{ip}, u_t^p, u_t^{call})'$

· 당기제약 :

$$\begin{bmatrix} u_t^{unc} \\ u_t^{ip} \\ u_t^p \\ u_t^{call} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \phi_{11} & 0 & 0 & 0 \\ \phi_{21} & \phi_{22} & 0 & 0 \\ \phi_{31} & \phi_{32} & \phi_{33} & 0 \\ \phi_{41} & \phi_{42} & \phi_{43} & \phi_{44} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \epsilon_t^{unc} \\ \epsilon_t^{ip} \\ \epsilon_t^p \\ \epsilon_t^{call} \end{bmatrix}$$

9) 12개월 후의 결과는 90% 수준의 신뢰구간이 0을 포함하고 있어 통계적으로 유의하지 않음.

10) 불확실성 충격에 대한 충격반응함수 결과는 【별첨】 참조.

3. 시사점

첫째, 국내 정치적 불확실성이 사회 전반으로 확대되는 것을 차단하고, 특히 경제 정책의 일관성을 유지해 국내 불확실성 확대에 따른 부정적 영향을 최소화해야 한다.

- 최근 정치적 불확실성이 이념 및 세대 갈등 등과 맞물려 사회 전반으로 과도하게 확산되는 것을 방지하기 위한 노력이 필요
- 동시에 현재의 정치적 공백 기간 동안 경제 정책의 단절을 막기 위해 기존의 정책적 기조를 당분간 이어갈 필요가 있으며, 이를 위해 신뢰할 수 있는 경제 정책의 컨트롤 타워를 강화할 필요
 - 정치 불확실성이 높은 시기일수록 경제부처간 정책 조율 과정이 활발해질 필요가 있으며 이를 위해 경제 정책 컨트롤 타워의 기능 강화가 요구됨
- 또한 경제 주체들의 심리 냉각에 따른 소비 및 투자 위축에 대한 신속한 대응책 마련을 통해 내수 침체가 장기화되는 것을 방지
 - 얼어붙은 소비 및 투자 심리를 녹이기 위해 정부의 재정지출 조기집행률 제고, 투자에 대한 인센티브 강화 및 규제 완화 등의 정책적 노력이 필요

둘째, 미국의 보호무역주의 강화와 이에 따른 미중간 통상 마찰 등에 따른 대외 경제의 정책적 불확실성에 대한 정부와 기업의 선제적 대응책 마련이 필요하다.

- 향후 글로벌 경제의 정책적 방향성에 대한 높은 불확실성이 장기적으로 지속될 가능성이 높은 상황
 - 최근 미국의 트럼프 대통령 당선 이후 보호무역주의 강화 움직임과 이에 따른 중국과의 통상 마찰 가능성이 지속적으로 확대될 가능성
 - 유럽 역시 향후 브렉시트 진행 및 주요국들의 선거 일정 등으로 정치적 불안정성이 높은 상황이 지속될 우려

- 따라서 미국을 비롯한 주요국들의 경제 정책에 대해 예의주시할 필요가 있으며, 정부와 기업들의 선제적인 대응책을 마련할 필요
 - 단, 대외적 경제 정책 변화에 대한 내부적 대응책을 마련하되 미국이나 중국의 요구가 실제화되지 않은 상황에서 이를 선제적으로 발표하는 등 협상 카드로서의 효용성을 훼손시키지 않도록 주의할 필요

셋째, 대내외 불확실성으로 유발되는 국내의 금융시장의 불안정성이 국내 실물 경제로 파급되는 것을 차단해야 한다.

- 글로벌 금융시장의 불안정성으로 인해 국내 외국인 투자자금이 급격히 유출될 경우 국내 경제주체들의 심리를 불안하게 만들 수 있으며, 특히 금리, 환율 및 주가의 급변동이 실물경제에 악영향을 미칠 수 있는 점에 주의
- 이에 금융 당국은 글로벌 금융시장에 대한 모니터링을 강화하고, 외환, 주식 및 채권 시장에서의 자금 이동에 대한 감시기능을 강화해 시장의 변동성이 급격히 확대되는 것을 방지
 - 특히 투기 세력들에 대한 감시 및 처벌 기능을 강화해 금융시장의 쓸림 현상이 나타나지 않도록 각별히 주의해야 함

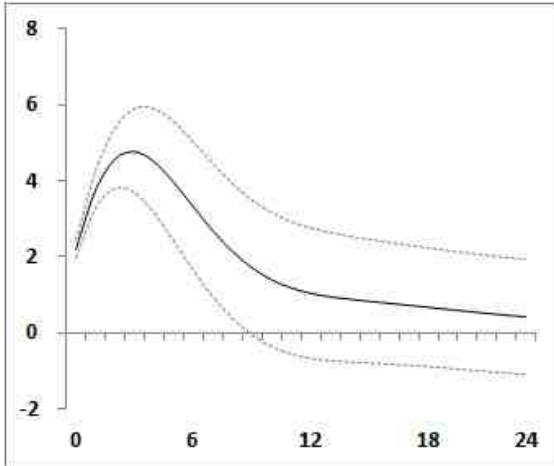
조 규 립 연구 위원 (2072-6240, jogyurim@hri.co.kr)

정 민 연구 위원 (2072-6220, chungm@hri.co.kr)

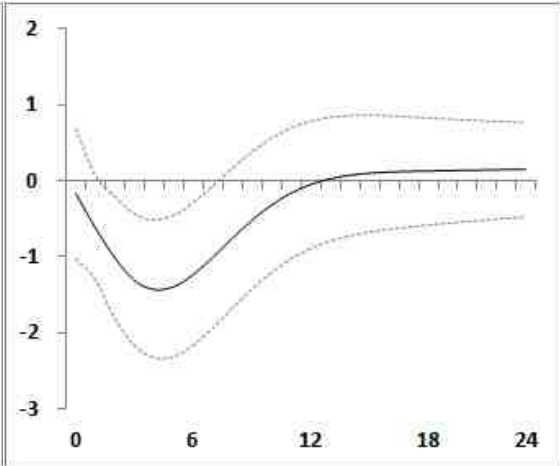
오 준 범 선임 연구원 (2072-6247, jboh19@hri.co.kr)

【별 첨】 불확실성 지수 충격 발생에 따른 충격반응함수 결과

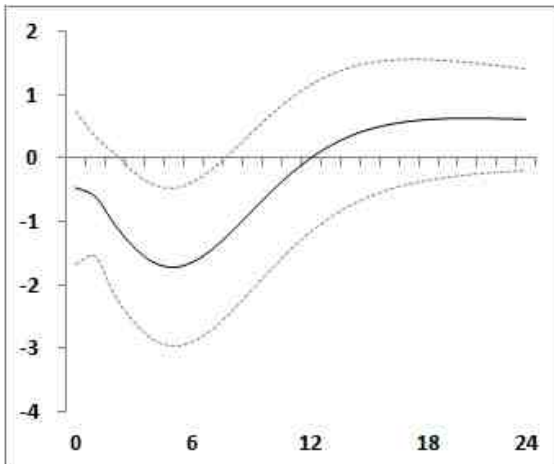
< 불확실성 지수 >



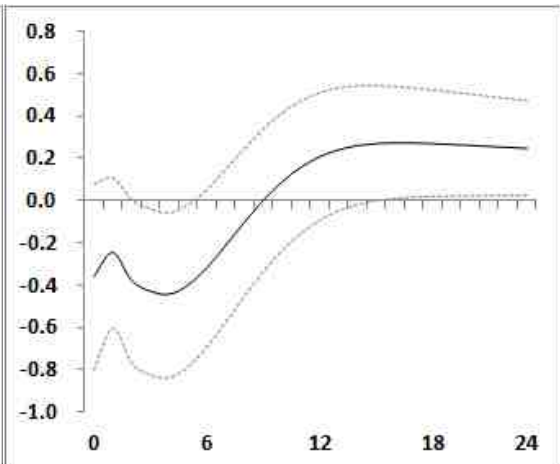
< 산업생산지수 증가율 >



< 설비투자지수 증가율 >



< 소매판매지수 증가율 >



- 주 1) 불확실성 지수가 표준편차 1단위만큼 상승시 각 변수에 미치는 영향을 의미하며, 점선은 90% 수준 신뢰구간을 의미.
 2) 횡축은 개월을 의미.