

## 2006년 한국 경제: 증시 활황에 묻힌 악재들

오석태 (한국씨티은행 경제분석팀장)

정부, 한국은행 및 각 경제 예측 기관에서 내놓은 2006년 경제 전망을 보면 경제 성장률은 4% 후반에서 5%, 그리고 과거에 비해 내수와 수출의 균형잡힌 성장을 예상하고 있다. 사실 필자는 5% 정도의 경제 성장률 예측이 그다지 낙관적인 전망이라고는 생각하지 않지만, 최근 언론 보도를 보면 2006년 전망을 상당히 장밋빛으로 묘사하고 있는 느낌이 든다. 아마도 2005년 한 해를 뜨겁게 달구었던 주식 시장의 활황이 많은 이들을 알게 모르게 낙관론자로 만들어 놓은 것 같다. 물론, 필자 역시 완만한 경기 회복세가 2006년에도 이어질 것이며 경기의 급락 가능성이 상대적으로 적다는 전망에 대체로 동의하고 있다. 그러나 2006년 경제 전망을 조심스럽게 하는 요소들, 특히 증시 활황에 묻혀버린 듯한 여러 악재들을 한 번 짚어보는 것도 의미가 있을 것 같다.

증시 활황에 묻혀버린 악재로 대표적인 것이 바로 2005년 두드러진 기업 이익의 감소이다. 2005년 기업 이익이 감소했다고 하면 아마 많은 분들이 의아해할 것이다. 2005년 주가지수가 사상 최고치를 경신했으니 기업 이익도 당연히 사상 최고치에 이르렀을 것이라고 생각하는 분들이 많으리라. 그러나 실제로 2005년에는 환율 하락 및 원유, 원자재가 상승에 의해 기업 이익의 절대액이 감소하였다. 한국은행 통계를 보면 금융업을 제외한 상장 등록 법인의 매출액 영업이익률은 2004년 (3분기까지) 10.4%에서 2005년 8.0%로 하락하였고, 특히 제조업은 11.4%에서 7.7%로, 그 중에서도 수출 제조업은 11.9%에서 6.2%로 거의 절반 가까이 하락하였다. 환율 하락에 따라 매출액 증가율 역시 4% 정도에 머문 것을 감안하면 기업 이익의 절대액 역시 상당 폭 감소했다고 추정할 수 있다. 기업 이익의 감소는 특히 중소기업에 부정적인 영향을 주었을 것으로 생각된다. 한국은행 통계를 다시 한 번 인용하자면 제조업체 중 30대 이외 상장 등록 법인, 즉 '중견 기업'의 매출액 영업이익률은 2005년 3분기 5.2%까지 하락하였고, 전체 상장 등록 법인 중 경상이익 적자 업체의 비중은 32.2%까지 늘어났다. 또

한, 상장 등록 법인이 아닌 소규모 기업의 영업이익률은 더 낮아졌을 것으로 추정할 수 있다. 이러한 수익성 악화는 결국 한계 기업 내지는 한계 사업장의 퇴출을 통해 생산 감소를 가져올 것이다. 실제로 통계청에 따르면 2005년 10월까지 종업원 300인 이하 중소기업 생산은 전년 대비 1.6% 하락하여 1998년 이후 처음으로 마이너스 성장률을 나타내었다.

기업 이익 감소의 가장 핵심적인 원인은 결국 환율 하락으로 보인다. 2004년 말 원/달러 환율이 급락할 때 많이들 걱정하던 원화 강세로 인한 부정적인 영향이 약간의 시차를 두고 나타나고 있는 것 같다. 수익성이 원래 높았던 대기업들은 환율 하락의 영향을 자체적으로 흡수할 수 있지만, 수익성이 낮은 중소기업 입장에서는 환율의 10% 하락이 적자 경영을 야기하여 생산 감소를 가져올 가능성이 많은 것이다. 대기업 입장에서도 원화 강세가 계속된다면 결국 생산 기지를 해외로 이전하는 움직임이 더 가시화될 것으로 쉽게 예상할 수 있다.

기업 이익 감소는 물론 소비와 투자에도 부정적인 영향을 줄 것이다. 중소기업의 생산 감소가 가시화되면서 2005년 초부터 제조업 고용이 완만하게 감소하고 있다. 생산 활동을 계속 영위하는 대다수의 기업체 역시 이익 감소에 따라 2006년의 임금 인상률은 2005년보다 낮아질 것이며, 대기업 근로자들의 소위 '특별 보너스' 역시 2006년 초에는 2005년보다는 줄어들 것이라는 기사가 슬슬 나오고 있다. 고용 감소 및 임금 인상률 하락이 소비 전망에 부정적인 요소임은 자명하다. 기업 이익 감소가 투자에 미치는 부정적인 영향은 더욱 직접적인 것이다. 아무리 2006년 경제가 좋아질 것이라고 언론에서 떠들어 본들 2005년 자신의 이익이 '반토막'이 난 수출 기업들이 과감한 투자를 실행하기는 어려울 것이다. 위에서 살펴보았듯이 실제로 많은 중소기업들에 있어서 생산 및 고용의 감소가 일어나고 있다는 신호가 보이고 있으며, 소위 '설비투자 실행압력' 역시 일부 IT 부문을 제외한 나머지 제조업에 있어서는 마이너스로 나타나고 있다.

증시 활황에 묻혀버린 또 하나의 악재는 역시 부동산 시장의 침체와 이로 인한 내수 둔화 가능성이다. 물론, 많은 분들이 2006년 경제의 위험 요인으로 지적하고 있기는 하지만, 증시 활황에 밀려서 그 심각성이 많이 간과되는 느낌이다. 부동산 가격의 안정 내지는 하락이 소비에 미치는 부정적인 영향에 대해서는 특

히 우리나라에서 이견이 많을 뿐더러 또한 주가 상승에 의해 그 영향이 상쇄된다고 볼 수도 있겠다. 문제는 역시 부동산 시장, 특히 주택 시장의 침체가 민간 건설 부문에 미치는 악영향이다. 건설투자가 전체 GDP에서 차지하는 비중은 거의 20%에 이르며, 2005년 상반기의 일시적 반등을 제외한다면 2004년 초부터 2년 넘게 하락세를 보이고 있다. 8.31 조치의 여파가 본격화되고 분양가 규제 강화 등 2단계 부동산 대책까지 예상되는 2006년 건설 투자는 더 심각한 침체 내지는 마이너스 성장에 빠질 가능성도 배제할 수 없다. 정부가 대책으로 제시하고 있는 여러 공공 투자 계획들 (BTL, 공공주택 건설, 행정도시 및 지역균형발전 사업)이 과연 2006년 얼마나 성과를 나타낼지도 의문이다. 미국에서도 2006년 경제 최대의 악재 중의 하나로 주택시장 침체 가능성을 들고 있는 것을 한 번 곰곰이 생각할 필요가 있다.

마지막으로, 2005년 하반기 단행된 한국은행의 금리 인상이 가져올 부정적인 영향에 대해서도 한 번 생각할 필요가 있다. 물론, 단기금리 50bp 인상 자체가 경기 회복 기초 자체를 무력화시킬 가능성은 적을 것이다. 그러나, 금리 인상의 여파로 최근 나타나고 있는 여러 통화 지표들의 증가율 둔화는 분명 우려스러운 신호로 2006년 내수 회복에 악재로 등장할 가능성이 있다. 특히, 필자는 통화 지표 중 소위 '부동 자금'에 가장 가까운 개념인 M1 (협의 통화) 증가율의 급격한 둔화에 주목하고 있다. M1의 전년동월대비 증가율은 최근 2005년 8월 13.9%에서 2005년 11월 8%대 후반으로 단 3개월만에 5%p 정도의 급감을 보였으며, 그 절대액 역시 2005년 9월 이후 3개월 연속 감소하고 있다. 물론, 부동 자금을 부정적으로 보는 대다수의 시각에 따르면 이는 금융 시장이 정상화되고 있다는 긍정적인 신호가 되겠지만, 부동 자금이 경제의 유통유가 될 수도 있다는 필자의 시각으로 보면 M1의 하락은 경제의 활력을 떨어뜨리는 부정적인 기미가 될 수도 있다. 실제로 2000년 이후 내수 성장과 M1 증가율은 거의 같이 움직인 것을 볼 수 있다. 결론적으로, M1 및 여타 통화 지표의 둔화는 아직 신용 창출 및 자금 중개 기능이 100% 정상화되지 않은 금융권에 한은 금리 인상이 상당한 충격으로 작용한 것은 아닌가 하는 의문을 가지게 한다. 한국은행이 주도한 단기 자금의 긴축 기초는 또한 2006년 증시에도 악재가 될 가능성이 있다. 무엇보다도, 지난 2005년의 증시 활황은 '적립식 펀드'로 상징되는 국내 유동성 주도의 장세였다고 흔히 해석되기 때문이다.