

침체인듯, 침체 아닌, 침체 같은 미국경제

< Executive Summary >

■ **美 경제, 2분기 연속 마이너스 성장으로 경기침체 논란 확대**

- 언론과 경제학자들은 2분기 연속 GDP가 하락한 경우 ‘기술적’ 경기침체로 간주하고 있으며, 실제로 2분기 연속 위축된 경우 미국경제는 침체국면에 진입
- 반면 앨런 재무장관은 “침체에 수반되는 실직과 파산이 보이지 않는다”며 침체 우려를 일축했으며, 파월 연준의장도 강력한 고용시장을 근거로 침체 가능성 배제
- 다만 우크라 전쟁, 인플레이션, 금리인상 등으로 미국 경제가 둔화되고 있음은 인정

■ **경기침체는 생산 및 소비 등 ‘경제활동의 광범위하고 지속적인 하락’을 의미**

- 미국은 2차 세계대전 이후 12차례의 경기침체를 경험했으며, 경기정점(peak)에서 저점(trough)까지의 수축 기간(경기침체)은 평균 10.3개월 소요
- 통화당국 등의 정책수단이 정교해 짐에 따라 평균 수축기간이 짧아지는 경향
- 경기침체는 1) 인플레이션 악순환에 따른 침체, 2) 자산버블의 붕괴로 인한 침체, 3) 예상하지 못한 사건(Black Swan)에 의한 침체 등으로 구분 가능

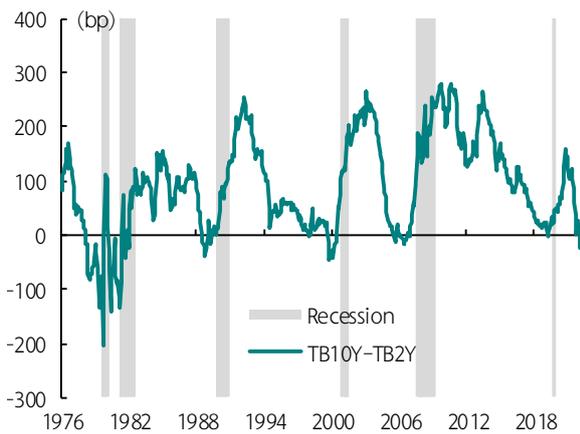
■ **실물지표는 침체가 없음을, 금융 및 심리지표는 침체가 임박했음을 시사**

- 개인소비가 플러스 성장을 이어가고 고용시장이 매우 양호하다는 점에서 올해 상반기 미국경제가 ‘경기침체’에 진입하지 않은 것으로 판단
- 연준은 이례적으로 많은 빈 일자리와 낮은 실업률을 근거로 통화긴축에도 불구하고 연착륙에 성공, 미국경제가 침체에 진입하지 않을 것이란 전망을 고수
- 가계가 18.5조 달러의 막대한 현금을 보유하고 있는 것과 기업이 여전히 높은 이익 마진을 창출하고 있다는 점도 경기 하강시 완충효과를 할 전망
- 반면 높은 물가 수준을 감안할 때 연준이 현저한 경제활동 둔화를 수반하지 않은 채 인플레이션을 억제할 가능성이 매우 낮다는 주장도 다수
- 장단기금리차가 -50bp까지 역전되고, ‘recession’ 검색량과 소비자심리지수 낙폭이 2008년 금융위기와 2020년 팬데믹 수준을 뛰어넘는 등 침체임박 신호 발생

■ 미국이 침체에 빠진다면 상대적으로 짧고 온건한 침체이지만, 저속린 화이트칼라 노동자들과 부채가 많은 신흥국에게 타격이 집중될 가능성

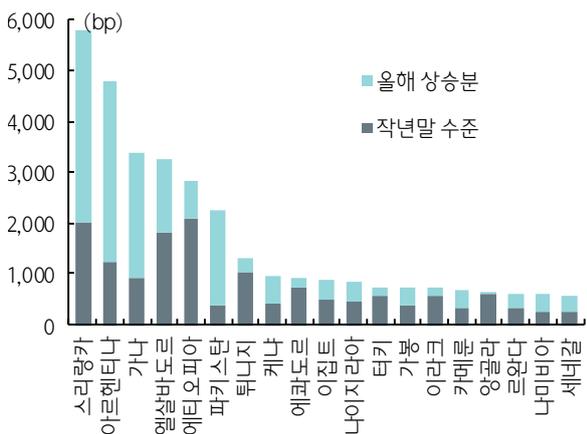
- 주식 및 주택 등의 자산버블이 크지 않고 가계와 기업의 대차대조표가 건전하다는 점에서 이번 경기침체는 지속기간이 짧고 경제의 위축 강도도 완만할 가능성
- 저소득 노동자는 경기침체로 인한 해고에 취약했지만, 서비스 및 제조 분야의 블루칼라 노동자에 대한 높은 수요를 감안할 때 이번에는 상대적으로 안전할 전망
 - 반면 팬데믹 이후 고용이 급증한 전문 및 사업서비스, 정보서비스, 금융서비스 등의 저속린 화이트칼라 노동자들이 타격을 받을 전망
- 러-우크라 전쟁에 따른 연료 및 식품가격 급등과 주요국 통화긴축 등으로 성장 동력이 약화된 신흥국은 미국이 경기침체에 빠질 경우 불안감이 더욱 확대될 전망
 - 일대일로 프로젝트와 저비용 자금 조달로 부채규모가 급증한 아프리카-아시아 신흥국의 리스크 확대
- ‘저물가·저금리+유동성 과잉’의 조합이 인플레이션 장기화와 경기침체 압력 등으로 ‘고물가·고금리+유동성 축소’의 조합으로 중장기적으로 이동할 전망
 - 지정학적 리스크, 기후위기, 공급망 재편 등도 경기 및 금융시장 변동성을 높이는 요인

그림 | 미국 장단기 금리차와 경기침체 기간



자료: Bloomberg

그림 | 신흥국 CDS 프리미엄(5Y) 비교



자료: Bloomberg

연구위원 김 영 준 kimekono@hanafn.com

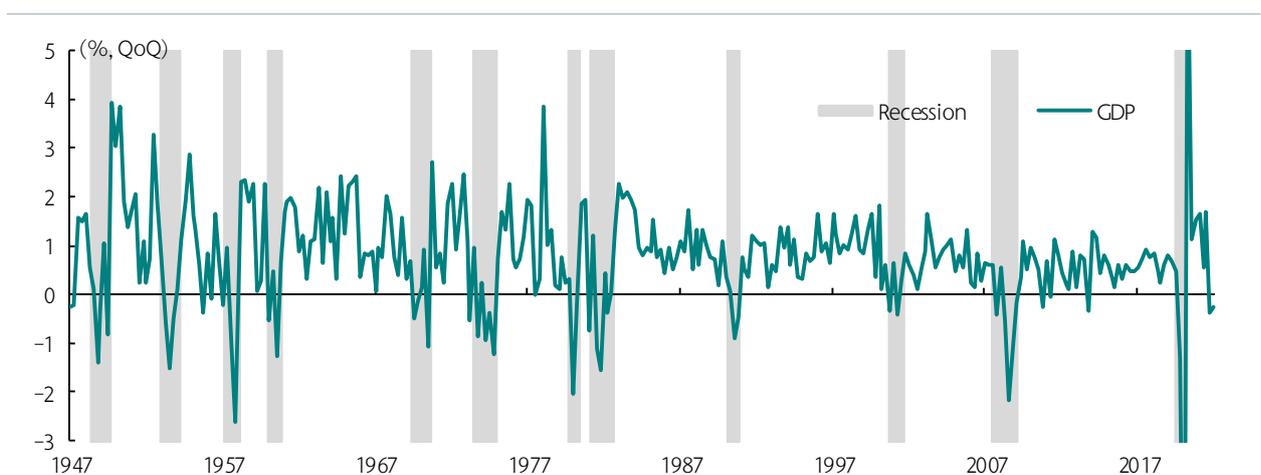
Key Words : 미국경제, 경기침체, 노동시장

I. 미국 경기침체를 둘러싼 논란

- 2분기 연속 마이너스 성장으로 ‘기술적(technical) 경기침체’ 국면 진입
 - 2/4분기 미국 경제가 -0.9%(연율)의 역성장을 기록, 1/4분기(-1.6%)에 이어 2분기 연속 마이너스 성장을 기록하면서 미국 경제의 침체(Recession) 진입 우려가 확대
 - 언론과 경제학자들은 2분기 연속 GDP가 하락한 경우 ‘기술적’ 경기침체로 간주하고 있으며, 실제로 2분기 연속 위축된 경우 미국경제는 대체로 침체국면에 진입
 - 美 경제가 2분기 연속 역성장에도 불구하고 침체에 빠지지 않은 것은 1947년이 마지막

- 정책당국은 경기침체가 아닌 ‘경제 둔화’라고 강변
 - 반면 윌런 재무장관은 “침체에 수반되는 실직과 파산이 보이지 않는다”며 침체 우려를 일축했으며, 파월 연준의장도 강력한 고용시장을 근거로 침체 가능성을 배제
 - 다만 우크라이나 전쟁, 인플레이션, 금리인상 등으로 미국 경제가 둔화되고 있음은 인정
 - NBER(National Bureau of Economic Research)의 공식적인 경기침체 판정이 나오기 전까지 미국 경제의 침체 진입 여부를 둘러싼 학계·정치권의 논란이 계속될 전망
 - NBER의 공식적인 경기침체 판정은 4~21개월이 소요
 - 본고에서는 경기침체의 역사와 원인 등에 대해 살펴본 후, 미국 경제의 침체 가능성에 대해 분석하고 이에 따른 시사점을 점검해 보고자 함

그림1 | 미국 GDP 성장을 및 경기침체 구간 추이



자료: NBER, FRED

II. 경기침체의 역사와 원인

1. 경기침체의 정의 및 역사

- 경기침체는 생산 및 소비 등 ‘경제활동의 광범위하고 지속적인 하락’을 의미
 - 공식적으로 미국의 경기순환주기(Business Cycle)¹⁾를 결정하는 NBER은 경기침체를 ‘경제 전반에 걸쳐 몇 개월 이상 지속되는 경제활동의 현저한 감소’로 정의
 - NBER 위원회는 개인소득, 비농업 고용, 개인소비지출, 도소매 판매 및 산업생산 등을 기반으로 경기침체 여부를 판단
 - 미국은 2차 세계대전 이후 12차례의 경기침체를 경험. 경기정점(peak)에서 저점(trough)까지의 수축 기간(경기침체)은 평균 10.3개월이며, 글로벌 금융위기에 따른 침체기간이 18개월로 가장 길었으며, 팬데믹에 따른 경기수축은 2개월 만에 종료
 - 팬데믹에 따른 경기위축 기간이 매우 짧았지만, GDP 감소(-10.1%)와 실업을 상승(+11.2%p) 등 경제활동의 현저한 감소가 관측됨에 따라 경기침체 국면으로 판단
 - 통화당국 등의 정책수단이 정교해 짐에 따라 평균 확장기간이 장기화되고 수축기간이 짧아지는 경향
 - 평균 확장/수축기간(개월) : 50/10(45~69년), 50/12(70~99년), 107/9(00년 이후)

표1 | 미국경기 사이클 추이

경기정점	경기저점	수축기간	확장기간	경기 사이클	
		정점 → 저점	저점 → 정점	이전 저점→ 저점	이전 정점→ 정점
November 1948 (1948Q4)	October 1949 (1949Q4)	11	37	48	45
July 1953 (1953Q2)	May 1954 (1954Q2)	10	45	55	56
August 1957 (1957Q3)	April 1958 (1958Q2)	8	39	47	49
April 1960 (1960Q2)	February 1961 (1961Q1)	10	24	34	32
December 1969 (1969Q4)	November 1970 (1970Q4)	11	106	117	116
November 1973 (1973Q4)	March 1975 (1975Q1)	16	36	52	47
January 1980 (1980Q1)	July 1980 (1980Q3)	6	58	64	74
July 1981 (1981Q3)	November 1982 (1982Q4)	16	12	28	18
July 1990 (1990Q3)	March 1991 (1991Q1)	8	92	100	108
March 2001 (2001Q1)	November 2001 (2001Q4)	8	120	128	128
December 2007 (2007Q4)	June 2009 (2009Q2)	18	73	91	81
February 2020 (2019Q4)	April 2020 (2020Q2)	2	128	130	146

주: 빨간색 표시는 경기정점 또는 저점 월이 경기정점 또는 저점 분기를 벗어난 경우
 자료: NBER

1) 경기는 일반적으로 불황(depression), 회복(recovery), 호황(prosperity), 후퇴(recession)의 네 단계를 거치며 순환

2. 경기침체의 발생 원인

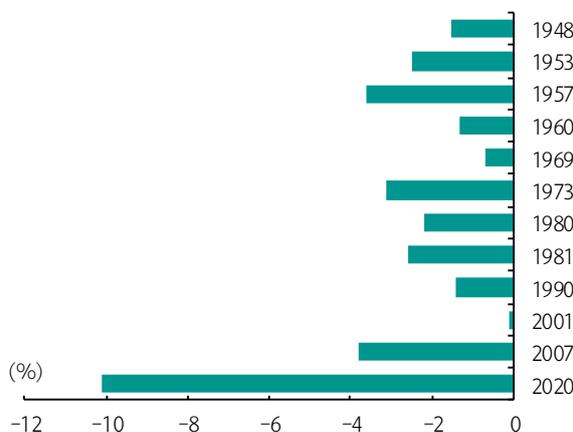
■ 인플레이션 악순환에 따른 경기침체

- 경기의 장기 추세를 상회하는 과열로 수요가 공급보다 빠르게 성장함에 따라 실업률이 하락하고 임금이 상승하면서 인플레이션이 급격히 상승
- 임금인상 → 물가상승 → 임금인상 → 물가상승의 악순환이 반복됨에 따라 중앙은행에 금리를 인상하는 방식으로 시장에 개입
- 금리상승으로 수요가 위축되면서 생산과 고용이 위축되면서 경기침체로 연결
 - 2차 세계대전 이후 대부분의 경기침체는 인플레이션 악순환으로 촉발
- 자산버블에 의한 경기침체보다 지속기간과 강도가 완만하고 금융시장에 대한 충격도 적은 경향

■ 자산버블의 붕괴로 인한 경기침체

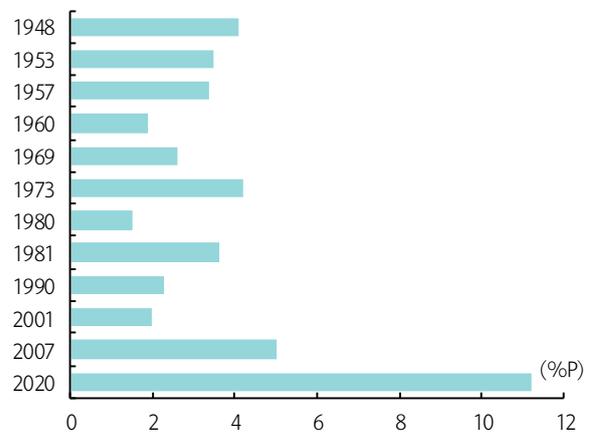
- 유동성의 과도한 공급으로 주식 및 주택 등의 자산 가격이 급등하면서 가격이 편더멘탈을 상회하는 자산버블이 광범위하게 발생하고 부채 수준이 높아짐
- 갑자기 자산버블이 붕괴되면서 유동성의 급격한 회수가 나타나고 대출로 자산을 구입한 사람들의 대차대조표(B/S)에 균열이 나타나면서 소비자와 기업이 지출이나 투자보다 부채상환에 내몰리면서 경기침체가 발생

그림2 | 경기침체 기간 GDP 위축폭 비교



자료: Bloomberg

그림3 | 경기침체 기간 실업률 상승폭 비교



자료: Bloomberg

- 90년대 일본, 2001년(닷컴버블), 2007년(주택시장 붕괴) 등 최근의 경기침체는 자산버블로 시작되는 경향이 높아짐

● 버블붕괴로 인한 금융시장 충격이 크고 회복기간도 오래 소요되는 경향

- 민간부문의 대차대조표 악화와 유동성 함정(liquidity trap) 등으로 중앙은행이 금리를 인하하고 유동성을 공급하더라도 소비와 투자로 연결되지 못해 경기부양에 한계가 발생

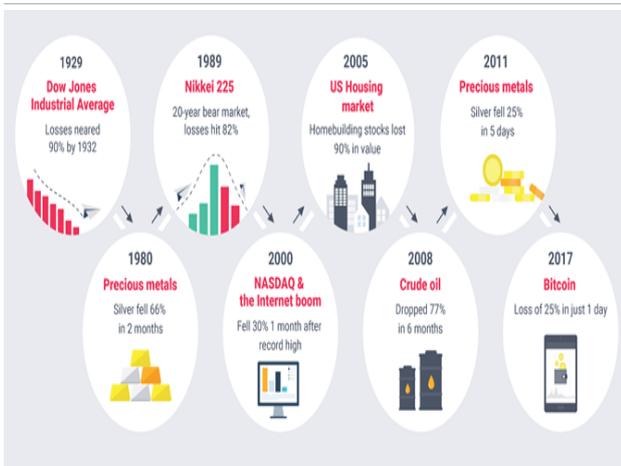
■ 예상하지 못한 Black Swan 사건에 의한 경기침체

● 갑작스러운 전염병의 확산이나 전쟁이나 테러 등 예상하지 못한 사건(Black Swan)으로 소비심리가 악화되거나 생산이 급감하면서 경기침체에 들어설 수 있음

● 70년대 오일쇼크, 2001년 9/11테러, 2020년 코로나19 팬데믹, 2022년 러시아의 우크라이나 침공 등은 예측 불가능했던 사건

- 2001년 9/11 테러의 경우 100bp의 즉각적인 금리인하와 금융 시스템 지원 등을 통해 경기침체를 방지

그림4 | 주요 금융시장 버블 비교



자료: munkee.com

그림5 | 주요 블랙스완 사건과 S&P500지수



자료: visualcapitalist.com

III. 경기침체 여부에 대한 甲論乙駁

- 양호한 고용상황과 현금보유로 경기침체에는 이르지 않을 것이라는 주장
 - 순수출 악화(1/4분기)와 재고투자 축소(2/4분기) 등으로 2분기 연속 GDP가 위축되었지만, 개인소비가 플러스 성장을 이어가고 고용시장이 매우 양호하다는 점에서 NBER이 올해 상반기를 ‘경기침체’로 선언할 가능성 낮아
 - 실제로 NBER이 경기침체 여부를 판정하는데 고려하는 주요 변수들은 증가세(그림6~9)
 - 연준은 이례적으로 많은 빈 일자리와 낮은 실업률을 근거로 통화긴축에도 불구하고 연착륙(soft landing)에 성공, 미국경제가 침체에 진입하지 않을 것이란 전망을 고수
 - 노동 수요와 공급을 1:1로 수렴시켜 임금상승과 인력 부족을 완화한다는 메커니즘

그림6 | 미국 개인소득(이전지출 제외)

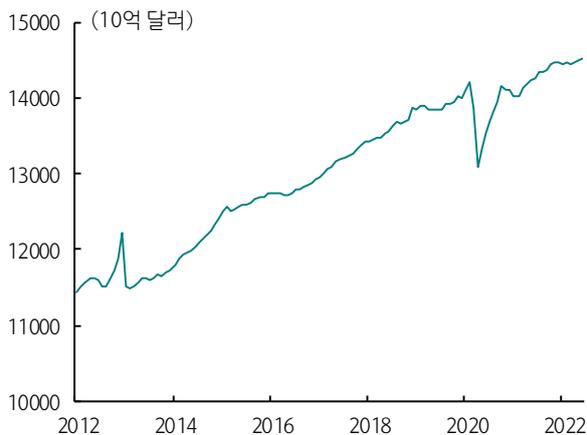


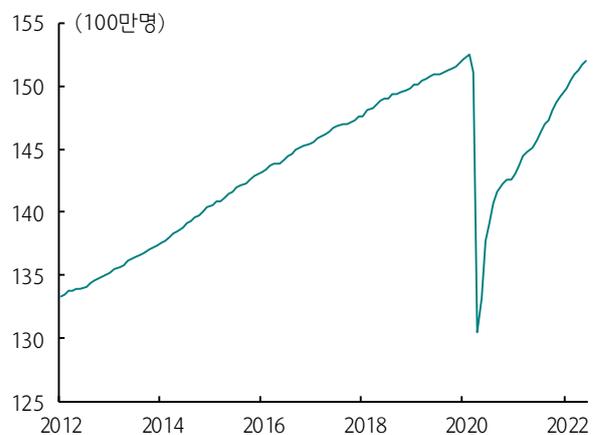
그림7 | 미국 도소매 판매



그림8 | 미국 산업생산



그림9 | 미국 비농업 종사 종업원



자료: Bloomberg

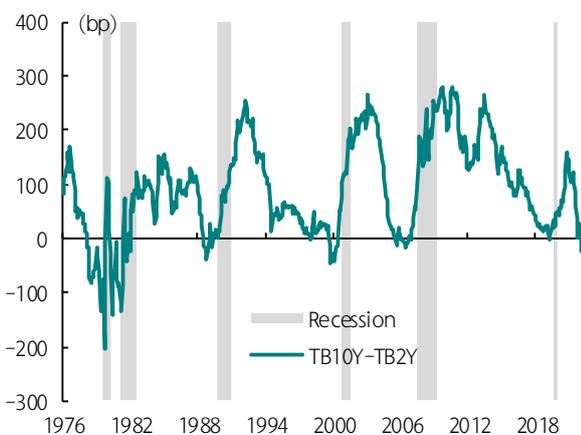
자료: Bloomberg

- 가계가 18.5조 달러의 막대한 현금을 보유하고 있는 것과 기업이 여전히 높은 이익 마진을 창출하고 있다는 점도 경기하강시 완충효과를 할 것으로 기대

■ 금융시장 선행지표와 심리지표는 경기침체가 필연적임을 시사

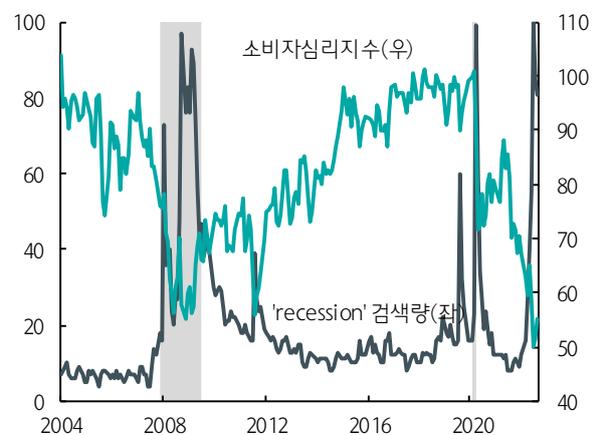
- 미국경제가 상반기에 경기침체에 진입하지 않았더라도, 고물가와 통화긴축 등으로 조만간 경기침체에 진입하는 것이 필연적이라는 논거도 다수
- 높은 물가 수준과 타이트한 노동시장 상황을 감안할 때 연준이 현저한 경제활동 둔화를 수반하지 않은 채 인플레이션을 억제할 가능성이 매우 낮다는 주장
 - 1955년 이후 임금 인상률이 5%를 상회하고 실업률이 5%를 하회한 경우, 향후 2년 내에 경기침체가 도래하지 않은 사례 전무²⁾
- 경기침체 진입에 대한 강력한 선행지표로 여겨지는 장단기금리차(TB10Y-TB2Y)가 역전된 후 -50bp까지 확대되면서 경기침체가 임박했음을 강력히 시사
 - 1976년 이후 6번의 경기침체에 앞서 약 300일 전부터 장단기금리차 역전이 발생
- 경기침체에 대한 구글 검색량이 2008년 글로벌 금융위기와 2020년 팬데믹 당시를 뛰어넘었으며, 미시간대학교 소비자심리지수도 50까지 추락, 경기침체 위험이 높아지고 있음을 시사

그림10 | 미국 장단기 금리차와 경기침체 기간



자료: Bloomberg

그림11 | 구글 'recession' 검색량 및 소비자심리지수



주: 분석기간 중 검색빈도가 가장 높은 달을 100으로 변환
 자료: FRED, Google Trend

2) Domash & Summers(2022)

IV. 침체가 온다면... 이번엔 무엇이 다를까?

■ 평균보다 짧고 완만한 경기침체가 예상

- 2차 대전 이후 미국의 경기침체는 평균적으로 10.3개월간 지속되었으며, GDP가 2.7% 위축되고 실업률은 3.8%p 상승
 - 2020년의 예외적인 상황을 제외할 경우 GDP는 2.1% 위축되고 실업률은 3.1%p 상승
- 주식 및 주택 등의 자산버블이 크지 않고 가계와 기업의 대차대조표가 건전하다는 점 등을 감안할 때 이번 경기침체는 상대적으로 지속기간이 짧고 경제의 위축 강도도 완만한 가능성
 - 최근 상원을 통과한 반도체 보호와 기후 관련 법안에 힘입어 관련 투자도 지속될 전망
- 대부분의 IB들은 내년도 미국경제가 잠재성장률(2%)을 하회하는 1% 내외의 낮은 성장을 기록할 것으로 전망했으나, 마이너스 성장을 예상한 IB는 소수(6/58)

■ 생산직·블루칼라 노동자보다 사무직·화이트칼라 노동자들 위주의 타격이 예상

- 타이트한 노동시장, 특히 사상 최고를 기록 중인 구인/구직 비율을 감안할 때, 경기 위축으로 인한 노동시장 충격이 과거에 비해 덜 심각할 전망
 - 팬데믹 기간 대규모 해고와 이에 따른 노동력 부족을 경험한 기업은 경기침체 가능성에도 불구하고, 인재를 유지하는 것이 장기 성장 전략이라고 판단

표2 | 주요 IB 미국 GDP 성장률 전망치(단위: %)

	2022		2023				2022	2023
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
Barclays	1.0	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5	1.6	1.2
Bank of America	-0.5	-2.0	-0.5	1.0	1.5	2.0	1.2	-0.1
BNP Paribas	2.3	2.2	1.8	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
Deutsche Bank	2.9	1.9	1.0	0.3	-3.2	-0.5	1.9	0.5
Goldman Sachs	1.3	1.0	1.3	1.5	1.5	1.8	1.6	1.2
JP Morgan Chase	1.0	1.5	1.8	1.3	-	-	1.6	1.2
Morgan Stanley	2.8	2.3	1.7	1.0	0.8	1.6	1.8	1.4
Nomura Securities	0.4	-1.4	-1.6	-1.6	-1.1	-0.5	1.3	-1.2
UBS	2.0	2.1	1.4	1.3	1.4	1.2	1.8	1.4
Wells Fargo	2.4	0.0	-0.9	-2.3	-1.5	3.1	1.7	-0.4
IB 평균	1.6	1.2	0.9	0.9	1.0	1.4	1.7	1.0

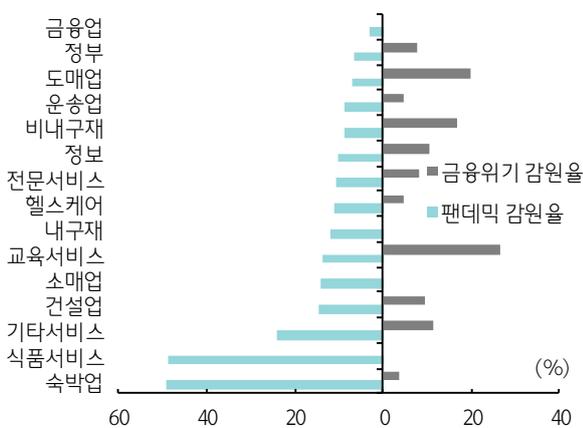
주: 2022년 8월 기준
자료: Bloomberg

- 저소득 노동자는 경기침체로 인한 해고에 취약했지만, 서비스 및 제조 분야의 블루칼라 노동자에 대한 높은 수요를 감안할 때 이번에는 상대적으로 안전할 전망
 - 반면 팬데믹 이후 고용이 급증한 전문 및 사업서비스, 정보서비스, 금융서비스 등의 저숙련 화이트칼라 노동자들이 타격을 받을 전망
- 다만 노동시장이 타이트하더라도 구직과 구인간 매칭 효율성 및 재배분 저하 등으로 경기하강 국면에서 대규모 실업이 불가피하다는 의견도 존재³⁾

■ 달러화 강세와 인플레이션 압력에 미국의 경기침체가 가세할 경우 신흥국 채무위기 가능성 높아질 전망

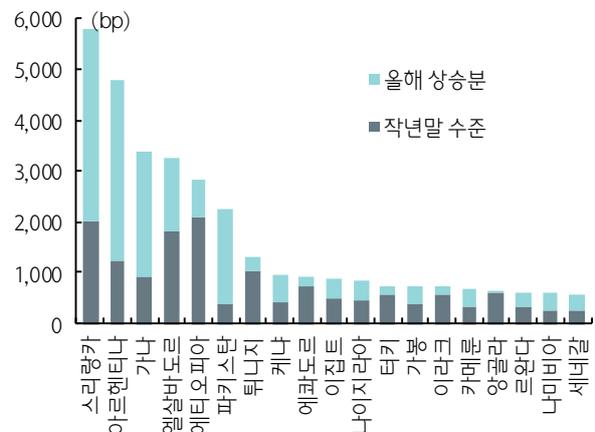
- 러-우크라 전쟁에 따른 연료 및 식품가격 급등과 주요국 통화긴축 등으로 성장동력이 약화된 신흥국은 미국이 경기침체에 빠질 경우 불안감이 더욱 확대될 전망
 - 특히 美 긴축과 안전자산 선호로 인한 달러화 강세는 수입물가 상승에 따른 경상수지 악화, 외화유동성 부족 등의 부작용을 심화시킬 우려
- 금융위기 이후 저금리 장기화와 팬데믹 영향으로 신흥국 총부채가 10년 사이 두배 이상 급증했으며, IMF는 저소득 국가의 60%가 부채 위기에 처해 있거나 위기에 가까운 상태라고 경고
 - 주요 신흥국의 1년 이내 만기도래 대외채무가 총외채의 34%를 차지

그림12 | 경제위기 이후 업종별 감원율 비교



주: 경기침체 직전 고점 대비 최저치의 비율
자료: BLS

그림13 | 신흥국 CDS 프리미엄(5Y) 비교



- 일대일로 프로젝트 등으로 신흥국에 막대한 자금을 공급해 온 중국이 팬데믹 이후 관련 투자를 제한하면서 아프리카-아시아 참여국의 부채 리스크 확대
 - 中 일대일로 투자 중 중동·북아프리카(28.5%)와 아시아(20.4%) 지역이 절반에 육박
 - 특히 인도, 파키스탄, 방글라데시아, 스리랑카 등 남아시아 국가들은 지난 10년간 저비용 자금 조달 및 인프라 프로젝트로 고성장을 이뤘지만, 연료 및 식량 부족과 정치적 불안으로 위험신호가 발생
 - 스리랑카는 채무불이행은 선언했으며, 방글라데시는 IMF에 선제적인 지원을 요청, 파키스탄과 인도는 통화가치가 사상 최저치로 추락하고 CDS 프리미엄이 급등
- 이상적이었던 ‘골디락스(Goldilocks)⁴⁾’ 경제 시대의 종말
- 타이트한 노동시장과 임금의 하방 경직성, 지정학적 불확실성 등으로 통화당국의 정책목표를 상회하는 물가수준이 이어지면서 정책당국의 딜레마가 계속될 전망
 - 결국 중앙은행이 인플레이션 목표수준을 상향조정하고 어느 정도의 인플레이션을 받아들일 가능성
 - 금융위기 이후 장기간 이어진 ‘저물가·저금리+유동성 과잉’의 조합이 인플레이션 장기화와 경기침체 압력 등으로 ‘고물가·고금리+유동성 축소’의 조합으로 중장기적으로 이동하며 경기 및 금융시장 변동성을 높일 가능성
 - 지정학적 리스크, 기후위기, 공급망 재편 등도 경기 및 금융시장 변동성을 높이는 요인

4) 경제가 높은 성장을 기록함에도 불구하고 물가가 크게 상승하지 않는 이상적인 경제상황

[참고문헌]

국제금융센터(2022.6), “미국 경기침체 가능성에 대한 연준 및 IB 시각 평가”

국제금융센터(2022.7), “미국의 기술적 경기침체 평가 및 전망”

김남현·이근영(2017.3), “글로벌 경기침체에 대한 우려가 국내 금융시장에 미치는 영향”, 국제
경제연구 제23권 제1호

김수정(2022), “타이트한 미국 노동시장과 통화정책의 시사점”, 하나금융경영연구소

김영준(2022), “지금 미국은... 대사직 (great resignation) 시대”, 하나금융경영연구소

Blanchard et al.(2022.7), “Bad News for Fed from the Beveridge Space”

Domash & Summers(2022), “A Labor Market View on the Risks Of a U.S. Hard Landing”

IMF(2022.4), “Dangerous Global Debt Burden Requires Decisive Cooperation”

Morgan Stanley(2022.6), “How Bad Could the Next Recession Be?”

Market Watch(2022.8), “It will be mostly a white-collar recession”

UBS(2022.7), “What does the next recession look like in the US & Europe?”

www.nber.org, Business Cycle Dating



04538 서울특별시 중구 을지로 66 (을지로 2가, 하나금융그룹 명동사옥 8층)

TEL 02-2002-2200

e-mail hanaif@hanafn.com

<http://www.hanaif.re.kr>