

최근 경상수지 변동요인과 시사점

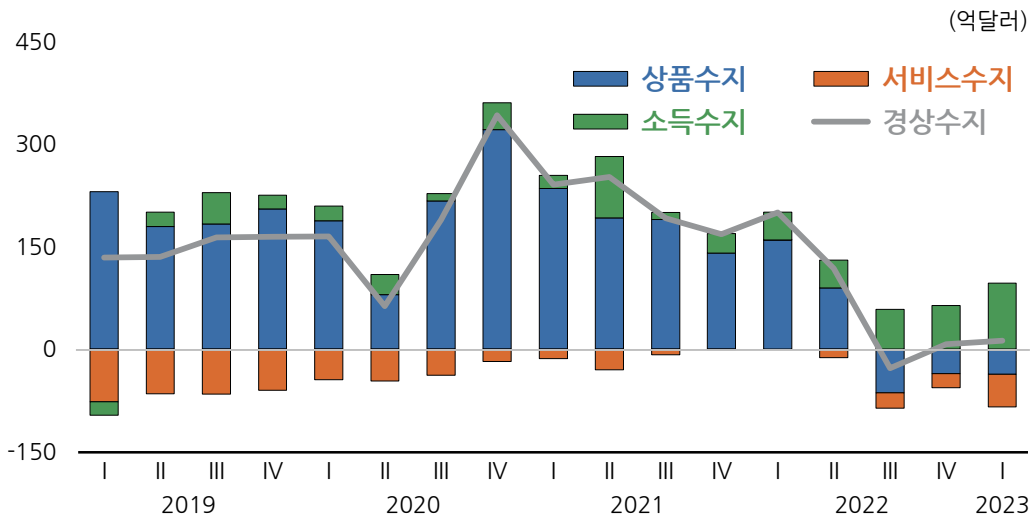
연구위원 김준형

1. 문제제기

■ 최근 경상수지의 하락을 우리 경제의 펀더멘털이 약화되는 신호로 해석하고 향후에도 이러한 추세가 지속될 수 있다는 주장이 제기됨.

- 경상수지는 2020년 4/4분기에 정점에 도달한 후 하락 추세를 보이며, 2022년 하반기에는 계절조정 기준으로 -20.2억달러의 적자(원계열로는 49.6억달러의 흑자)를 기록
- 일각에서는 경상수지 하락을 우리 경제의 경쟁력이나 대외건전성의 약화로 해석하고 있어, 경상수지 변동의 거시경제적 함의를 살펴볼 필요

경상수지(계절조정) 추이와 부문별 기여도



주: 2023년 1/4분기는 1~2월 기준임.
자료: 한국은행.

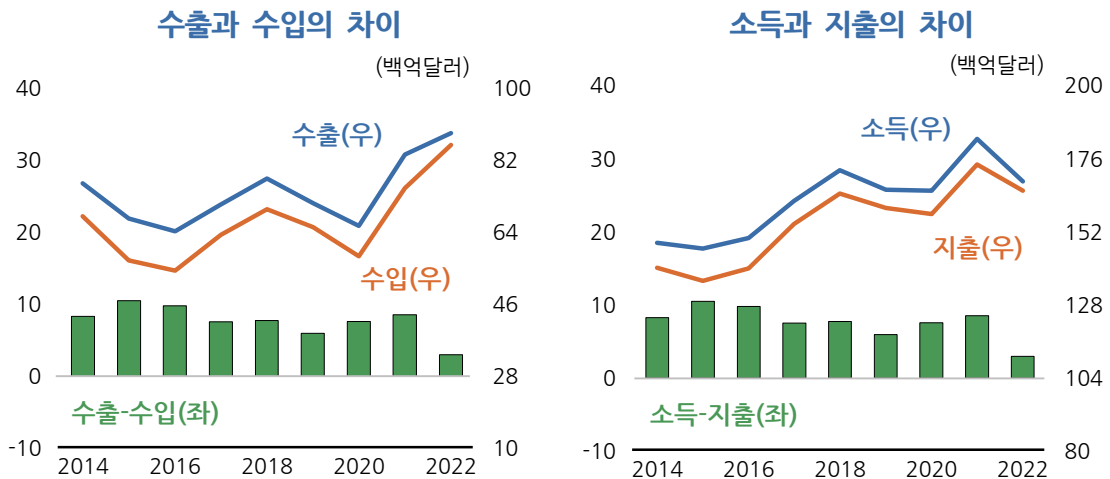
■ 본고에서는 최근의 경상수지 하락 요인을 분석하고 향후 전망을 제시하고자 함.

- 이와 함께 경상수지 하락과 관련하여 우리 경제의 대외건전성에 대해 평가함.

2. 경상수지의 경제적 함의와 최근 여건 변화

■ 이론적으로 경상수지 흑자 또는 적자 그 자체가 문제라고 단정하기는 어려우며, 경상수지 변화의 원인을 살펴보고 거시경제적 함의를 이해할 필요

- 경상수지는 수출과 수입의 차액으로 집계되지만¹⁾, 대내외 경제 여건에 따른 경제주체들의 의사결정이 반영된 소득과 지출(내수)의 차이로 표현할 수 있음(그림 참조).
- 소득과 지출에 영향을 미치는 다양한 요인들이 경상수지를 변동시킬 수 있음.
 - 예컨대, 세계교역량이 위축되거나 교역조건(수입가격 대비 수출가격)이 하락할 경우, 소득 여건이 악화되면서 경상수지가 하락할 수 있음.
 - 원화 가치가 상승(실질실효환율 하락)할 경우 대외수요 감소로 소득이 둔화될 수 있으며, 수입제품의 원화가격 하락에 따른 수요 증가로 지출이 확대되면서 경상수지가 하락할 수 있음.
- 따라서 소득과 지출의 격차인 경상수지의 단기적인 변동만으로는 경제 펀더멘털이나 경쟁력을 단정하기 어려우며, 그 이면의 원인에 대해 살펴볼 필요가 있음.



자료: 한국은행.

■ 한편, 경상수지의 변동은 순대외자산을 변화시키는 요인으로 작용하기 때문에, 경상수지 적자가 장기간 지속되는 경우 대외건전성에 영향을 미칠 가능성은 존재함.

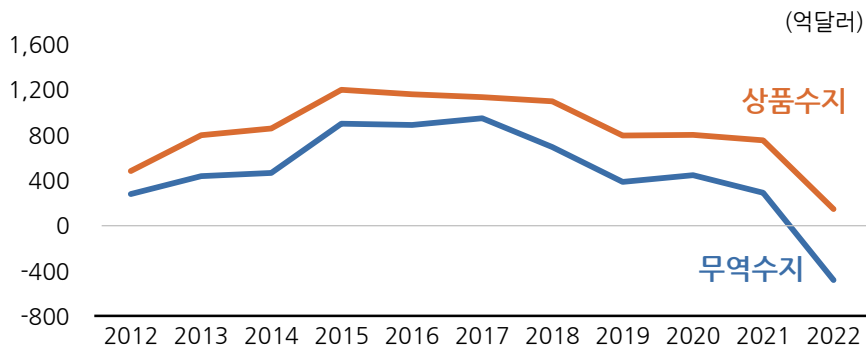
- 경상수지 적자가 지속될 경우, 외화조달 여건이 악화되면서 대외건전성에 대한 우려가 확대될 가능성이 존재함.

1) 자세한 설명은 Box 참조.

Box. 경상수지의 정의와 이해

- 경상수지는 통상 상품수지, 서비스수지, 본원·이전소득수지의 합으로 집계함.
 - 상품수지와 서비스수지의 합은 생산과 지출의 격차이고, 본원·이전소득수지의 합은 소득과 생산의 격차이므로, 경상수지는 소득과 지출의 격차와 동일함.
- 2022년 3월 이후 14개월 연속 적자를 이어가는 무역수지는 경상수지상 상품수지와 개념은 유사하나 집계방식이 상이함.
 - 무역수지에서 수입은 본선인도가격(FOB)에 운임과 보험료를 포함한 가격(CIF) 기준으로 집계되나, 상품수지에서 수입은 본선인도가격(FOB) 기준으로 집계됨.
 - 이 외에도 수출입 계상 시점과 상품의 포괄범위에서 차이가 있음.
 - 무역수지는 소유권 이전 없는 단순 물품의 이동을 포함하지만, 상품수지는 실제 소유권이 이전된 거래만을 포함함.
- 무역수지는 상품수지보다 속보성이 높아 유용하게 활용되고 있으나, 운임과 보험료가 수입에 포함됨에 따라 과소 계상되는 경향이 있으므로, 대내외 거래에 따른 외화 조달 여건 등을 파악하는 데에는 무역수지보다 상품수지가 더 적합함.
 - 2012년부터 2022년까지 연간 무역수지는 상품수지보다 평균적으로 약 361억달러 낮게 집계되었음.

무역수지와 상품수지의 차이



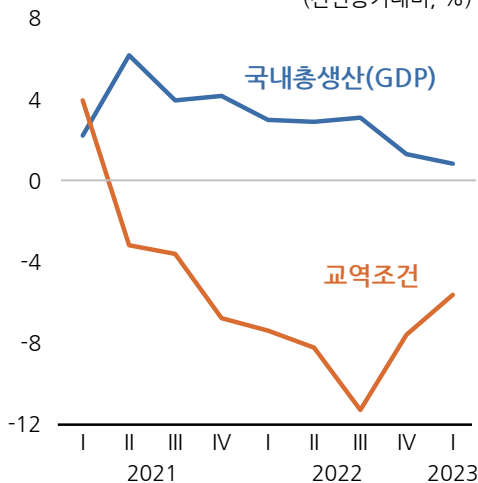
자료: 관세청; 한국은행.

■ 최근 글로벌 경기 부진으로 국내총생산 증가세가 둔화된 가운데 교역조건이 하락하면서 실질소득이 감소하고 있는 반면, 내수는 높은 증가세를 유지함.

- 2022년 4/4분기 이후 실질국내총생산의 성장세가 둔화되면서 소득 여건이 악화됨.
- 또한 교역조건 악화가 지속됨에 따라 실질소득이 2022년 3/4분기 이후 2%내외의 감소세를 지속함.
 - 원유를 중심으로 수입가격이 상승한 반면, 반도체가격 등 수출가격은 하락함에 따라 교역조건(수입가격 대비 수출가격)은 악화 추세를 지속함.
 - 이에 따라 실질국내총생산(GDP)에 교역조건을 반영한 실질무역손익을 감안하여 산출한 실질국내총소득(GDI)의 감소세가 지속됨.
- 2022년 하반기 이후 민간소비와 설비투자가 높은 증가세를 지속함에 따라 내수 증가세는 높게 유지됨.

실질국내총생산과 교역조건 추이

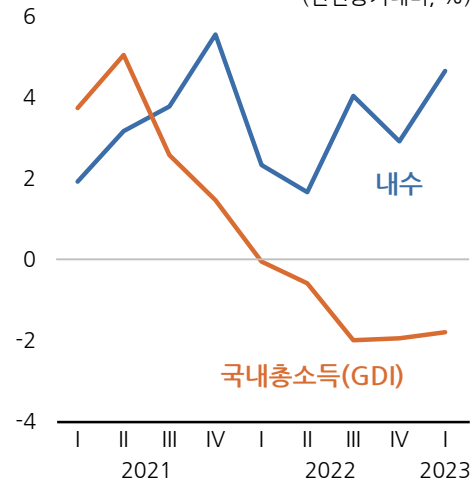
(전년동기대비, %)



자료: 한국은행.

실질국내총소득과 실질내수 추이

(전년동기대비, %)



■ 이와 같이 2022년 3/4분기 이후 소득이 둔화되고 내수가 개선되는 거시경제 여건에 따라 경상수지(소득-내수)는 하락함.

3. 경상수지 단기 변동요인 분석 및 전망

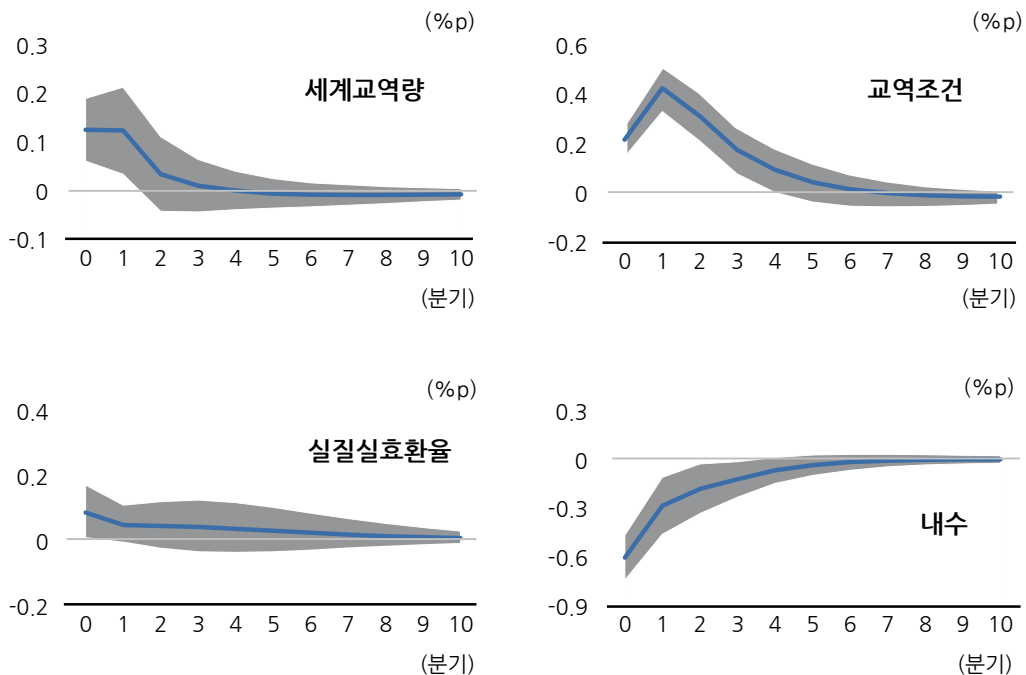
■ 본 절에서는 구조적 벡터자기회귀모형을 이용하여 경상수지의 단기적인 변동요인을 정량적으로 분석하고 향후 경상수지 흐름을 전망하고자 함.

- 세계교역량, 교역조건, 실질실효환율, 실질내수, 경상수지 순으로 변수를 구성하여, 각 변수들의 구조 충격이 시작된 시점부터 경상수지에 영향을 미치는 것으로 가정
 - 분석기간은 2012년 1/4분기부터 2022년 4/4분기까지로 설정하였으며, 실질실효환율(로그 값)과 경상수지(GDP 대비)를 제외한 모든 변수는 전기대비 증가율을 이용함.

■ 분석 결과, 세계교역량, 교역조건, 실질실효환율은 경상수지의 상승 요인으로 작용하는 반면, 내수는 경상수지를 하락시키는 것으로 확인됨.

- 세계교역량과 교역조건이 1%p 상승하는 경우, 경상수지(GDP 대비)는 각각 최대 0.13%p, 0.43%p 증가하는 것으로 나타남.
- 실질실효환율이 1% 상승하면 경상수지는 최대 0.09%p 증가하였으나, 내수가 1%p 증가하는 경우 경상수지는 최대 0.60%p까지 하락하는 것으로 분석됨.

세계교역량, 교역조건, 실질실효환율, 내수의 경상수지에 대한 영향



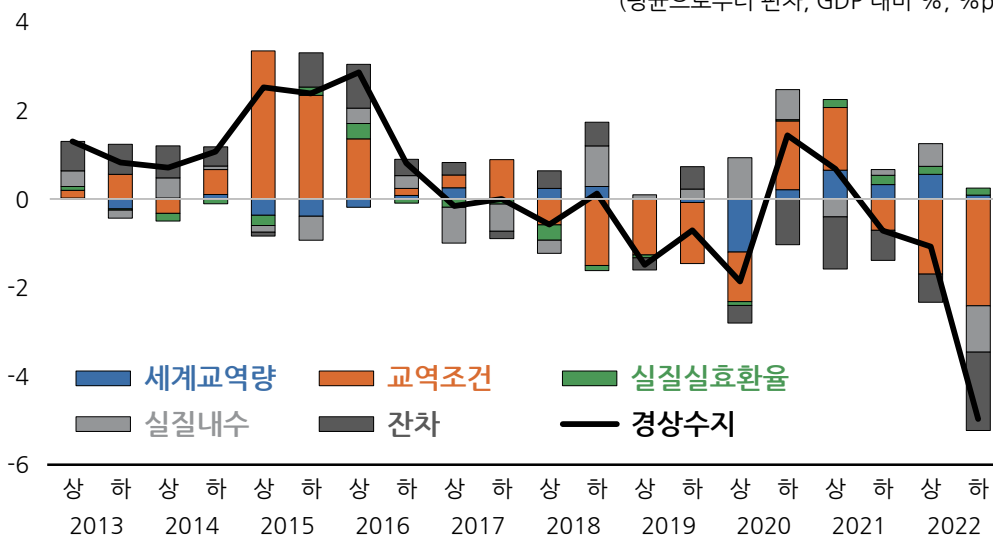
주: 음영은 1 표준편차 범위의 신뢰구간을 의미함.
 자료: 저자 계산.

■ 충격요인별 역사적 분해(historical decomposition)를 수행한 결과, 최근 경상수지의 하락은 **교역조건 악화**에 주로 기인하며 내수 회복도 일부 기여한 것으로 판단됨.

- 2022년 하반기 경상수지(GDP 대비)는 분석기간(2012~22년) 평균 대비 5.0%p 하락하고 있어, 이에 대한 개별 요인의 기여분을 파악하고자 함.
- 지정학적 위험으로 인한 원유 및 원자재 가격 상승과 글로벌 경기둔화에 의한 반도체 등의 가격 하락으로 교역조건이 크게 악화되며 경상수지를 하락시킴.
 - 2022년 하반기에 교역조건 하락으로 인한 경상수지 하락은 총 -2.4%p 내외로 분석되어, 최근 경상수지 하락의 주요인이 교역조건 악화된 것을 시사함.
- 하반기 중 대외여건의 악화로 경기가 부진했음에도 불구하고 내수는 비교적 양호한 흐름을 보이며 경상수지 하락에 -1.0%p 기여함.
- 반면, 세계교역량과 실질실효환율의 영향은 크지 않았던 것으로 분석됨.
- 최근의 예측오차(잔차) 확대는 한국의 주요 수출품인 반도체, 주요 수출대상국인 중국경제가 여타 부문, 여타 국가에 비해 부진한 상황을 세계교역량 변수가 충분히 반영하지 못하면서 발생한 것으로 사료됨.

충격요인별 역사적 분해

(평균으로부터 편차, GDP 대비 %, %p)



자료: 저자 계산.

- 앞의 분석 결과와 각 변수들에 대한 가정을 바탕으로 2023년 경상수지를 전망함.
 - 세계경제가 상반기에는 부진하겠으나 하반기 이후 점차 회복되면서 세계교역량은 연간 1.4% 증가할 것으로 가정함.
 - 교역조건은 하락세가 둔화되며 2022년 대비 -1.1% 감소할 것으로 가정함.
 - 실질실효환율은 2023년 4월 평균 수준이 향후에도 유지되며, 내수는 경기둔화의 영향으로 2022년(2.8%)보다 낮은 2.1% 증가할 것으로 가정함.

2023년 경상수지 전망 전제

(전년대비, %)

세계교역량	교역조건	실질실효환율	내수
1.4	-1.1	1.1	2.1

자료: KDI 전망수치.

- 분석 결과, 2023년 경상수지는 2022년(GDP 대비 1.8%: 298억달러)보다 축소된 1.0%(약 160억달러)의 흑자를 기록할 것으로 전망됨.
 - 상반기에는 세계경제 부진이 지속되는 반면, 내수가 상대적으로 양호한 흐름을 보임에 따라 적자(GDP 대비 -1.0%: 원계열 기준 약 -100억달러)를 보일 것으로 전망
 - 하반기에는 세계경제 회복과 내수 증가세 둔화로 경상수지 상승 요인이 가시화되며 경상수지는 GDP 대비 2.8%(원계열 기준 약 260억달러)의 흑자를 기록할 것으로 전망됨.
 - 교역조건과 실질실효환율은 큰 변동이 없어 경상수지에 대한 영향은 미미하게 나타남.
 - 한편, 2023년 상품수지는 GDP 대비 0.4%(약 60억달러)로 전망됨.

2023년 경상수지 전망 결과

(GDP 대비, %)

	상반기	하반기	연간
경상수지	-1.0 (-100억달러)	2.8 (260억달러)	1.0 (160억달러)
상품수지	-0.8 (-90억달러)	1.5 (150억달러)	0.4 (60억달러)

주: GDP 대비 경상수지는 계절조정 기준이며, () 안은 원계열 기준 금액을 나타냄.
 자료: 저자 계산.

4. 대외건전성에 대한 평가

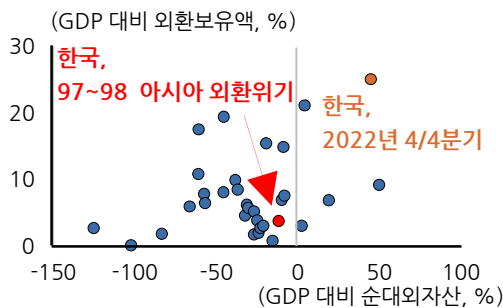
■ 국가 간 패널 데이터를 분석하여 최근 경상수지 추이가 우리 경제의 대외건전성에 미치는 영향을 파악하고자 함.

- 과거에 급격한 외화유동성 경색(이하 외환위기)이 발생했던 국가와 현재 우리나라의 대외건전성 지표를 비교하고, 현 상황에서 경상수지의 하락이 외환위기를 야기할 가능성을 평가하고자 함(분석에 대한 세부 사항은 <부록> 참조).

■ 현재 우리 경제의 대외건전성을 고려할 때 외환위기 가능성은 낮은 것으로 사료됨.

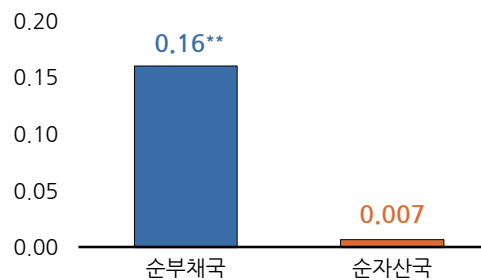
- 2022년 한국의 외환보유액(GDP 대비 25%)과 순대외자산(GDP 대비 46%) 수준은 과거 외환위기를 겪은 국가와는 큰 격차가 존재함(좌측 그림 참조).
 - 현재 한국의 대외건전성은 지난 아시아 외환위기 시에 비해 현저히 양호한 모습
 - 외환보유액 대비 단기외채 비율(39%)도 과거 외환위기 시(286%)에 비해 낮아 단기자금 유출 위험이 높지 않은 것으로 판단됨.
 - 한국의 순대외자산 규모가 GDP 대비 46%이므로 향후 경상수지 적자가 1~2년 발생하더라도, 순대외자산 감소로 인한 외환위기 가능성은 낮은 것으로 보임.
- 아울러 순부채국과 달리 현재 한국과 같은 순자산국에서는 경상수지 하락으로 인한 외환위기 가능성은 낮은 것으로 분석됨(우측 그림 참조).
 - 국가 간 패널 분석을 통해 살펴본바, 순부채국의 경상수지 하락이 외환위기 가능성을 높이지만, 순자산국에서는 경상수지 하락과 외환위기 가능성 간의 연관성을 발견할 수 없었음.

외환위기를 겪은 국가들과 한국의 비교



주: 파란점은 외환위기와 자본유출을 겪은 국가들의 위기 직전에도 GDP 대비 외환보유액과 순대외자산을 의미함.
 자료: Davis, Devereux, and Yu(2023)를 이용하여 계산함.

경상수지와 외환위기의 관계



주: 1) GDP 대비 경상수지가 1%p 하락하였을 때 외환위기 발생 확률의 변화(%p)를 나타냄.
 2) 통계적 유의수준: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.
 3) 분석모형은 Davis, Devereux, and Yu(2023)를 확장함.
 자료: Davis, Devereux, and Yu(2023)를 이용하여 계산함.

5. 결론 및 시사점

■ 최근의 경상수지 하락은 대외여건 악화에 따른 소득 감소에도 불구하고 지출 증가세가 유지되면서 나타난 현상으로 분석됨.

- 2022년 하반기의 경상수지 하락은 교역조건 악화에 따른 소득 감소에 주로 기인하였으며 내수 증가세도 일부 기여한 것으로 분석됨.
- 2023년에는 세계경제 부진이 이어지는 가운데 내수가 상대적으로 높은 증가세를 유지함에 따라 경상수지 흑자폭이 GDP 대비 1.0%로 축소될 것으로 전망됨.

■ 한편, 현재 우리 경제의 대외건전성을 고려할 때 경상수지 하락으로 인한 급격한 외환시장 위축 가능성은 낮은 것으로 사료됨.

- 현재 한국의 외환보유액과 순대외자산 규모는 과거 외환위기를 겪은 국가와는 큰 격차가 존재하며, 향후 경상수지가 1~2년간 하락하더라도 순대외자산 감소로 인한 외환위기 가능성은 낮은 것으로 보임.

■ 따라서 거시경제정책 기조는 경상수지의 단기적 변동에 지나치게 좌우되지 않는 것이 바람직할 것으로 판단됨.

- 최근의 무역수지 적자폭을 축소하는 것이 거시경제 안정을 담보하지 않을 수 있음에 유의할 필요
 - 우리가 통제하기 어려운 대외여건의 악화로 수출이 위축된 상황에서 무역수지 적자를 축소하려면 내수를 둔화시켜야 하는데, 이는 내수 경기와 밀접한 고용에 상당한 부정적 영향을 미칠 수 있음.
- 따라서 경상수지의 단기적 변동보다는 물가, 경기, 고용 등 거시경제 여건과 밀접한 지표를 중심으로 현황을 평가하고 정책 기조를 설정할 필요

| 부 록 |

국가 간 패널분석 모형

- 본고는 국가패널자료(cross-country data)를 이용한 회귀분석을 통해 경상수지 변화와 외환위기 가능성의 관계를 살펴보았음.
 - 분석 모형과 데이터는 Davis, Devereux and Yu(2023)를 인용하였으며, 기존 모형을 확장하여 경상수지 변화와 외환위기 가능성의 관계를 분석하였음.
 - 분석기간은 1970년부터 2015년까지로 설정하였으며, 선진국과 EMBI+ 신흥국 등 78개국을 포함하였음.
 - 경상수지 변화의 영향을 식별하기 위해 순부채국과 순자산국에서의 영향을 구분하여 분석함.
 - 순자산국 더미변수, GDP 대비 경상수지, 그리고 두 변수의 교차항을 통제하여 순부채국과 순자산국 간에 유의미한 차이가 있는지 살펴봄.
 - 미국 기준금리, GDP 대비 외환보유액, GDP 대비 총 대외자산과 대외부채의 합, 1인당 실질GDP, 에너지가격, 에너지를 제외한 원자재가격, 그리고 국가별 고정효과를 통제함(모든 통제변수는 전년도 관측치를 사용).
 - 외환위기 더미변수를 종속변수로 설정하고 선형확률모형을 추정함.
 - 외환위기의 정의는 Laeven and Valencia(2020)를 참고하였으며, 이는 연간 환율상승률이 (i) 30% 이상이고 (ii) 전년도 수치보다 10%p 이상 높은 경우로 정의됨.
 - 본고에서의 외환위기는 급격한 외환시장 경색으로 인한 자국통화 가치의 급락을 의미함.

분석 결과

	외환위기 가능성
순자산국 더미변수 × 경상수지	0.156* (1.99)
경상수지	-0.163** (-2.17)
관측치	2,729
R^2	0.0709

주: 1) () 안은 국가와 시간으로 cluster한 t값을 의미함.
 2) 통계적 유의수준: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.
 자료: Davis, Devereux, and Yu(2023)를 확장하여 저자 계산.