

정책브리핑



정책브리핑 | 2024-45호 | 2024년 12월 13일 | 발행처 민주연구원 | 발행인 이한주 | idp.theminjoo.kr

윤석열 비상계엄의 경제적 충격

채은동* · 임규빈* 연구위원, 이동진** · 강경훈*** · 하준경† 교수

《요약》

■ 초단기 금융시장 충격

- 계엄 이후 비트코인 -35%, 환율 1,444원 돌파, 코스피 -2.9%, 외국인 주식 1조원 순매도
- 외신들의 부정적 평가 속출 : 포브스 “윤은 GDP 킬러”, 뉴욕타임스 “한국경제 암울 전망”
 - 글로벌 투자은행 8곳의 한국 성장률 1달만에 0.2%포인트 하향조정 : 2.0% → 1.8%

■ 단기 금융시장 충격

- 주식시장 : 단기 충격 후 탄핵가결 가능성이 높아지면서 시가총액 상당 부분 회복
- 외환시장 : 윤석열 사퇴거부 담화 후 환율 1,430원대로 상승하는 등 높은 변동성 유지

■ 성장률 충격 : (비상계엄 전) 1.9% → (비상계엄 후) 0.9~1.5%

- 윤석열 탄핵정국 경로 시 내년도 경제성장률 0.4%p ~ 1.0%p 하락 가능성
 - 박근혜 정부의 탄핵 정국에서 정책불확실성지수(EPU)가 123에서 397로 3배 상승한 점 인용
 - 윤석열 탄핵 정국 또한 비슷한 경로를 거칠 경우, 경제성장률은 0.4~1.0%포인트 하락
 - 내년 실업률 0.3~0.6%p 증가, 투자 0.8~1.2%p 감소, 다음 분기 소비 6천억원 감소 추정
- 하락한 성장률은 우리나라 경제성장사 72년 중 6번째로 나쁜 성적표
 - 1953~2025년 동안, 윤석열 정부 성장률은 하위 6위('25년 전망), 7위('23년), 8위('24년)
 - 경제성장률 측면에서도 이미 탄핵 임계치에 도달

■ 신속한 윤석열 탄핵이 가장 급선무 경제정책

▶ 키워드: 비상계엄, 12.3내란, 경제적 충격, 충격반응분석

♣ 이 글의 내용은 집필자의 의견이며, 민주연구원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.

*민주연구원, **상명대학교 경제금융학부, ***동국대학교 경영학부, †한양대학교 경제학부

1. 초단기 금융시장 충격

○ 비상계엄 직후 금융시장 큰 충격

- 코인 : 가장 빠르게 반응하여 비트코인 35% 일시적 하락, 한국인 지분높은 리플 60% 하락
- 환율 : 1,400원 초반대로 관리되던 대미환율이 1,444원까지 상승한 후 1,420원대 하락
- 주식 : 비상계엄 이후 코스피 -2.9%, 코스닥 -4.3% 등 **윤석열 디스카운트 작동**
- 외국인 : 12월 4일부터 6일까지 3일 동안 **외국인 코스피 현물 1조원 매도**

<표 1> 비상계엄 전후 시장 상황

항목		계엄이전 (12/3)	비상계엄		계엄 이후 (12/6)	참고 사항
			12/3 23시	12/4 (1시)		
가상 자산	비트코인	1.35억원	0.88억원 (-35%)	1.34억원 (52%)	1.38억원 (3%)	시총 953조 급락
	리플	4,025원	1,623원 (-60%)	3,774원 (133%)	3,276원 (-13%)	한국인 지분율 높음
환율	달러대비	1.403원	1,444원 (2.9%)	1,420 (-1.7%)	1,420 (0.0%)	계엄전 대비 1.2% 상승 (원화가치 하락)
주식	코스피	2,500	-	2,464 (-1.4%)	2,428 (-1.5%)	계엄전 대비 -2.9%
	코스닥	691	-	677 (-2.0%)	661 (-2.3%)	계엄전 대비 -4.3%
외국 인	외국인 주식 현물거래(코스피)	5,407억원	-	-4,078억원	-3,097억원	4~6일 1조원 순매도
	CDS 프리미엄 (5년물)	34.08bp	-	35.58bp (4.4%)	35.57bp (0.0%)	계엄이후는 12/5 기준

주 : 괄호() 안은 이전 일 대비 증가율. 12월 6일은 12월 4일 대비 증가율. 12/4 가상자산, 환율은 1시 기준
 자료 : 네이버증권, 인베스팅, 금융투자협회 채권정보센터, 한국거래소 등을 이용하여 민주연구원 정리

○ 외신의 암울한 대한민국 전망

- “**윤석열 리스크**”와 대한민국의 “**정치적 혼란**” 우려
 - 포브스(6일) “**윤 대통령은 대한민국 GDP 킬러...계엄의 경제적 대가, 국민이 할부로 치르게 될 것**”
 - 블룸버그(9일) “**한국 증시, 원화 정치적 위기 심화에 폭락**”
 - 뉴욕타임스(6일) “**계엄령 선포로 한국 경제는 암울한 전망에 직면**”
 - 다우존스(4일) “**한국 정치적 혼란에 한국 자산 악화**”
- 글로벌 투자은행(8개)의 내년 한국 평균성장률 하향조정 2.0% → 1.8%

○ 윤석열 비상계엄 이후 정치적 불안정성 증폭

- 정치적 불안정성 증폭 : 국민의힘에 의한 탄핵 부결로 정치적 불안정성 가중
 - 12/3 22시 27분 ‘윤석열 비상계엄’ 발생 → 12/4 계엄 해제 → 12/4 탄핵안 발의 → 12/7 탄핵안 의결정족수 미달 폐기 → 12/12 탄핵안 재발의 → 12/14 탄핵안 표결 예정
 - 12월 14일 탄핵안 표결이 다시 무산될 경우 정치적 혼돈에 빠질 가능성

2. 단기 금융시장 충격

(1) 주식시장

○ 정치적 사건부터 탄핵까지 주식시장 충격을 2016년 박근혜와 2024년 윤석열을 비교

○ (사건발생) 박근혜와 윤석열 모두 탄핵촉발 사건이 발생한 후 **주식 시가총액이 크게 감소**

- 박근혜 : 테블릿PC 사건이 보도되고 탄핵이 발의된 후 시가총액이 38조원 감소
- 윤석열 : 비상계엄 사건이 발생하고 탄핵이 무산되면서 시가총액이 144조원 감소

○ (탄핵의 길) 박근혜의 경우 탄핵가결 가능성이 높아지면서 **탄핵가결일 전에 이미 주가 회복**

- 탄핵이 발의된 후 시가총액이 38조원 감소했으나, 이후 여당의 탄핵 찬성 의견 표출 등 탄핵가결 전망이 높아지면서 주가가 완전 회복(미래정보 先반영)
- 트럼프 당선 후 인프라 투자 기대감, 신흥국 시장 안정화 등 수출시장 강세로 주가 추가상승

○ (다시 탄핵의 길) 윤석열 탄핵이 재추진되고 **여당 의원의 탄핵 찬성이 더해지는 등 정치 불확실성이 해소되면서 주가가 상당 부분 회복**

- 탄핵무산 후 시가총액이 144조원 감소했으나, 이후 탄핵가결 가능성*이 높아지면서 12/12(목)까지 시가총액이 127조원 회복되어 비상계엄 전보다 17조원 작은 수준
 - * 탄핵 찬성 여당 의원 발생, 여당 대표의 탄핵 찬성 발표
- 다만 미국 관세 불확실성, 반도체 경쟁 격화 등의 요인으로 향후 주가 흐름 예단하기 어려움

<표 2> 탄핵과 주식시가총액 변화 : 박근혜 vs. 윤석열

(단위 : 조원)

	구분	테블릿PC 사건 직전	발핵발의 직전	탄핵발의 다음거래일	탄핵가결 직전	탄핵가결 다음거래일	탄핵인용 당일
2016년 박근혜	코스피	1,304	1,269	1,265	1,304	1,305	1,356
	코스닥	196	198	197	202	203	198
	합계	1,500	1,468	1,462	1,506	1,508	1,554
	누적증감액	0	-32	-38	6	8	54
	구분	비상계엄 사건 직전	사건 다음날	탄핵발의 다음거래일	탄핵발의 이후	탄핵무산 다음거래일	탄핵재의결 이전(12/12)
2024년 윤석열	코스피	2,046	2,017	1,999	1,989	1,933	2,032
	코스닥	344	338	335	330	313	341
	합계	2,391	2,355	2,334	2,319	2,246	2,374
	누적증감액	0	-36	-56	-72	-144	-17

주 : 규모가 작은 코넥스 시장은 생략

자료: 한국거래소 정보데이터 시스템 자료를 이용하여 민주연구원 작성

(2) 외환시장

○ 현재 외환시장 불안한 상태

- 환율은 미국 트럼프 당선 이후 11월 12일 1,400원을 돌파한 상황에서, 비상계엄까지 더해져 12월 4일 새벽 1,444원까지 상승. 현재까지 1,430원대에서 높은 변동성 유지
- 한국은행과 금융당국이 1,450원을 심리적 마지노선으로 정하고 신속한 유동성 공급
- 충분한 외환보유고(24.12월, 4,154억 달러)에도 불구하고, 환율 급등에 대한 의심 여전

○ (10~11일 환율상승) 윤석열 탄핵 불확실성,美금리인하 불확실성 요인 → 1,430원대 상승

- 12월 11일 오후 美물가상승률(밤 10시 발표)이 시장기대보다 높을 수 있고 이로 인해 미국 기준금리 인하가 지체될 수 있다는 시장의견이 제시되면서, 환율 1,436원까지 상승
- ※ 미국 기준금리 결정 : 한국시간 12/19(목) 새벽

○ (11일 밤 환율하락) 美물가상승률 시장기대 부합 결과 → 1,420원대로 하락

- 12월 11일 23시, 물가상승률이 시장전망치와 부합하면서 대미환율 1,428원으로 하락
- 미국시장은 기준금리 인하를 기정사실로 받아들이면서, 우리나라 환율안정 요인으로 작용

○ (12월 12일) 윤석열 사퇴거부 발표 이후 다시 1,430원대로 상승

- 윤석열 자진사퇴 거부, 여당 대표 탄핵 찬성 등 여전히 정치적 불확실성 상존
- 12월 14일 탄핵가결을 통해 정치적 불확실성 완전 제거 필요

<그림 2> 비상계엄 이후 환율 : 2024년 12월 3~12일

(단위 : 원/달러)



주 : 1시간 단위 종가기준. 12월 4일 새벽 1,444원/달러까지 상승

자료 : 인베스팅 사이트 참조하여 민주연구원 작성

3. 성장률 충격

(1) 성장률 0.4~1.0%포인트 하락 전망

○ 비상계엄에 의한 경제성장률 감소분 측정 방법

- 박근혜 탄핵 당시 급증한 정책불확실성을 바탕으로 거시경제 효과 분석
 - 정책불확실성지수(Economic Policy Uncertainty Index: EPU)에 기반한 분석 실시
 - 최순실 사태 발생으로 박근혜 탄핵 문제가 불거졌을 당시 EPU는 123에서 397로 3배 이상 상승
 - 윤석열 비상계엄도 박근혜 탄핵 국면과 유사 수준으로 불확실성 확대 가능성 전제
 - 이번 내란 사태에 의해서 불확실성 지수가 박근혜 불확실성과 유사 수준으로 가정

○ 비상계엄에 의한 성장률 및 소비 위축

- 경제성장률 0.4%p ~ 1.0%p 하락, 실업률 0.3~0.6%p 증가, 투자는 0.8~1.2%p 감소 우려
- 소비위축 : 전기 대비 민간소비 증가율 0.2%p 하락 우려
 - 박근혜 비선실세 의혹이 처음 제기되었던 2016년 4분기 민간소비 증가율 전기 대비 0.2%p 감소
 - 12.3 내란에 의해서 0.2%p 감소한다고 가정하면, 다음 분기 최소 약 0.6조 원의 민간소비 감소 우려
 - 소상공인, 자영업자, 관광업에 타격이 불가피해 추가 피해 우려

EPU 충격에 기반한 비상계엄-탄핵 정국의 실물경제 효과 측정 방법 1)

- 충격반응분석(Impulse Response Analysis)은 EPU 충격 1이 발생 시 성장률, 고용 등 실물경제의 반응을 추정
- 기존 연구 결과에 의하면 EPU 충격 1이 발생했을 때의 연간 경제성장률 감소분은 최소 0.148%p에서 최대 0.37%p로 측정
 - EPU의 397지수로의 확대는 EPU 충격 2.7에 해당
- 윤석열 비상계엄의 효과를 최순실 사태와 같다고 가정 (EPU 충격 2.7에 해당)
 - 2025년 경제성장률 감소분 최소값 $0.4\%p = 0.148\%p \times 2.7$
 - 2025년 경제성장률 감소분 최대값 $1.0\%p = 0.37\%p \times 2.7$
- 동 분석은 비상계엄-내란-탄핵 정국의 해소시간에 따라 결과값이 달라질 수 있음
 - 충격반응분석은 불확실성 충격이 서서히 사라지는 상황에서 추정하는 것으로 충격이 신속히 사라지면 실물경제의 효과도 작아지고, 반대로 충격이 오래 지속되면 효과는 커짐

1) Cho, D., and Kim, H. (2023), "Macroeconomic Effects of Uncertainty Shocks: Evidence from Korea", Journal of Asian Economics; 김남현·이근현 (2018) "국내경제정책 불확실성이 거시 및 금융변수에 미치는 영향", 한국경제연구; 한국은행(2016) "거시경제 불확실성 추정"; 김윤경(2020) "경제정책 불확실성이 기업투자에 미치는 영향", KERI 연구보고서 참조

(2) 더욱 낮아진 성장률

○ 경제사 72년 동안, 2023년 하위 7위, 2024년 하위 8위, 2025년 하위 6위 낙제점

- 2023~2024년 : 대내외 특별한 위기 없이 최악의 성장률 시현
 - 성장률 하위 1~5위인 연도는 1997 외환위기, 2차 석유파동, 코로나19 등 대내외 악재 여파
 - 2년간 저성장장은 특별한 대내외 위기 없이 윤석열 정부가 오롯이 만들어낸 경제 성적표
- 2025년 : (비상계엄 전) 1.9% → (비상계엄 후) 0.9~1.5%, 하위 6~7위 성장률
 - 한국은행이 전망한 2025년 성장률 전망치 1.9% 기준(한국은행, 경제전망보고서, 2024.11.28.)
 - 1.9% 성장률 또한 낮은 수준이나, 비상계엄 및 탄핵 불확실성으로 하락한 성장률은 더욱 하위권 수준
- 경제수준이 높아지면서 성장률이 자연하락하는 측면이 있으나(Solow model), 윤석열 정부의 긴축재정 및 경제 무대응이 성장률 하락을 가속화
 - 문재인 정부의 2018~2022년 평균 성장률은 2.2%(코로나19 위기의 여파가 컸던 2020년 제외 시 3.0%)로, 다른 OECD 국가들의 동일 시기 평균 성장률 1.7%와 비교하면 상대적으로 양호

<표 4> 경제성장사 72년 중 최악의 성장률 정부

하위순위 ¹⁾	경제성장률	연도	성적표	사건
1	-5.1%	1998년	하위 1.4%	1997년 말 외환위기, IMF 구제금융
2	-1.6%	1980년	하위 2.8%	2차 석유파동, 민주화운동과 비상계엄
3	-0.7%	2020년	하위 4.2%	코로나19위기
4	0.6%	1956년	하위 5.6%	비상경계령, 한미 갈등
5	0.8%	2009년	하위 6.9%	글로벌 금융위기
6	0.9~1.5% ²⁾	2025년	하위 8.3%	윤석열 정부, 비상계엄·탄핵 불확실성
7	1.4%	2023년	하위 9.7%	윤석열 정부
8	2.2% ²⁾	2024년	하위 11.1%	윤석열 정부

주 : 1) 1953~2025년 72개년을 기준으로 분석

2) 비상계엄 이전 한국은행 경제성장률 전망치('24.11.28, '24년 2.2%, '25년 1.9%)를 기준 작성

자료: OECD Statistics, 한국은행 자료를 이용하여 민주연구원 작성

4. 신속한 탄핵이 가장 급선무 경제정책

○ 신속한 윤석열 대통령 탄핵으로 정치적 불확실성 제거

- 불확실성을 싫어하는 금융시장은 “윤석열 리스크” 제거를 원함
- 2014년 박근혜 정부 탄핵과정에도 정치 불확실성이 제거되면서 주가가 상승하고 환율이 안정된 바 있음
- 탄핵가결 등 불확실성이 제거되는 경우 주가 상승과 환율 하락(평가절상)으로 연결