Economic Outlook

# 2009년 경제 · 금융시장 전망

2008. 11

KB

## 유의 사항

이 책자의 저자는 국민은행 직원이지만 이 책자에서 밝힌 전망과 견해는 오로지 이 책자의 저자의 개인적인 것이고 국민은행의 공식적인 전망과 견해가 아닙니다. 이 책자의 저자는 이 책자를 만드는 시점 현재의 시장이나 기타 여러 가지 상황에 대한 독자적인 판단을 바탕으로 자신의 전망과 견해를 이 책자에 피력하였습니다. 이 책자의 저자는 이러한 전망과 견해를 나중에 바꿀 수 있고 이 책자의 저자와 국민은행은 실제 시장 상황이 그러한 전망이나 견해대로 될 것이라는 점을 보장하지 않습니다.

또한 이 책자에서 포함된 전망이나 견해는 특정 독자의 특정 금융상품 투자 목적, 재무 상황을 염두에 두고 있지 않습니다. 이 책자는 특정하지 아니한 독자들이 자산을 운용하거나 리스크를 관리하는 데 참고하도록 배포하는 자료일 뿐입니다. 이 책자의 저자나 국민은행이 특정인에게 특정한 거래나 금융상품을 권유하거나, 그러한 거래나 상품의 청약을 권유하거나 그에 관하여 자문하기 위하여 이 책자를 발간한 것은 아닙니다. 이 책자의 독자는 그러한 거래를 하거나 금융상품에 투자할 때 스스로 시장 상황을 판단하고 결정을 하여야 합니다.

외환 및 파생상품, 유가증권, 기타 금융상품은 이를 통하여 투자자가 손실을 보거나 투자자가 기대한 만큼 이익을 얻지 못할 수 있습니다. 이자율, 환율, 기타 가격, 지수나 변수가 변함에 따라 이러한 금융상품의 가치가 달라지거나 실현하는 수익이 달라질 수 있습니다. 그 밖에도 그러한 상품에는 다양한 위험이 있고 경우에 따라서는 그 위험이 매우 클 수 있습니다. 국민은행이나 이 책자의 저자는 이 책자에서 논의하고 있는 이자율, 환율, 기타 시장 가격, 지수나 변수와 관련 있는 금융상품에 투자하는 것과 관련 하여 투자자의 금융 자문자나 대리인으로서 역할을 하지 않고 그러한 상품에 투자함으로써 투자자가 얻을 수 있는 이익에 관하여 투자자에게 어떠한 보장을 하지 않으며 이를 할 수도 없음을 알려드립니다. 그러므로 각 투자자는 금융상품에 투자하는 때에는 미리 상품의 내용이나 계약 조건 및 그러한 상품에 내재된 위험을 주의 깊게 검토하여 충분히 이해하고 자신의 투자 목적이나 기타 상황에 비추어 해당 상품이 자신에게 적합한지를 스스로 판단하여야 합니다. 투자자가 투자하려는 금융상품의 내용을 조금이라도 이해하지 못하거나 투자하는 것이 적절한지 확신이 서지 않으면 독립적인 전문가나 기타 제삼자에게서 금융, 조세 및 법률 등에 관한 적절한 자문을 받는 것이 좋습니다. 이 책자의 저자나 국민은행은 어느 누구라도 이 책자에 의지하여 한 행위의 결과에 대하여 책임을 지지 않습니다.

국민은행은 스스로의 자산 운용 목적으로 이 책자에서 논의하고 있는 이자율, 환율, 기타 시장 가격, 지수나 변수와 관련 있는 금융상품에 관한 투자나 거래를 일상적으로 하고 있고, 또한 고객이 원하는 경우 그러한 거래의 상대방이 되어 주는 등 시장 조성자로서의 역할도 하고 있습니다. 이런 면에서 이 책자의 독자가 그러한 금융상품에 투자하거나 거래를 하는 때에는 독자의 이해와 국민은행의 이해가 엇갈릴 수 있음을 미리 밝혀 둡니다. 이에 관하여 추가적인 정보가 필요하면 이 책의 저자나 국민은행에 문의하여 주시기 바랍니다.

2008. 11. 17
파생상품영업부 economist 홍춘욱
(02-2073-8996, cuhong@kbstar.com)

# 2009년 경제 · 금융시장 전망

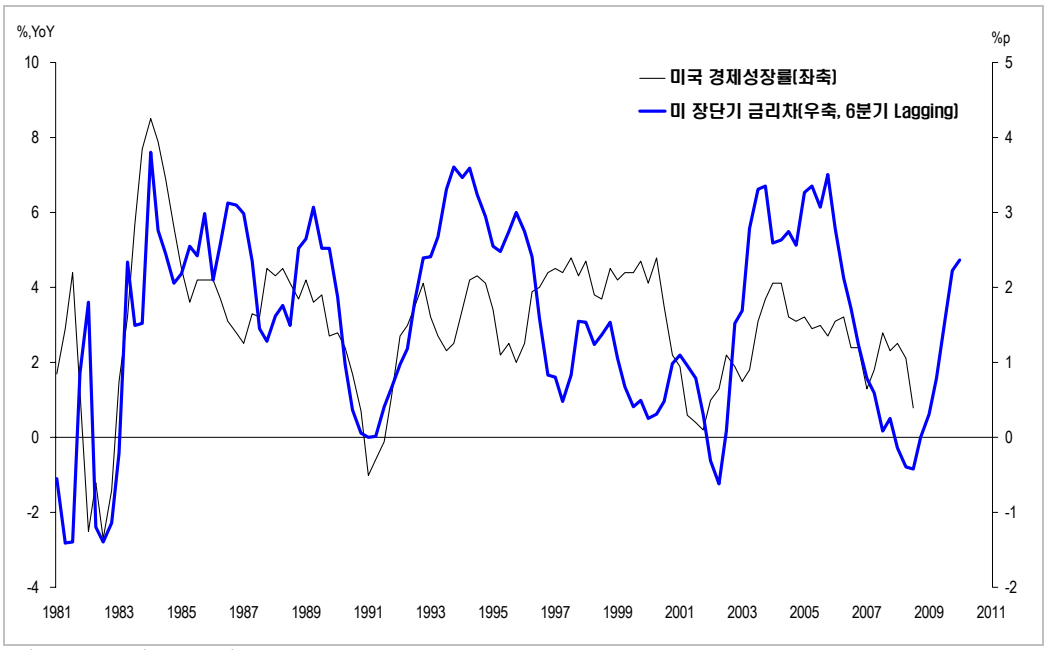
## 달러/원 환율 1,150원 예상

### ■ 2009년 경제성장률 3.7% 예상

**2009년 한국경기는 전약후강의 Pattern을 보일 것으로 예상된다.** 미국 등 선진국경기 둔화와 신용경색 현상의 심화로 2009년 상반기까지 '경기수축국면'이 계속될 것으로 예상된다. 그러나 2009년 하반기 한국경제는 교역조건의 개선과 선진국경기의 반등에 힘입어 '경기저점'을 통과할 것으로 기대된다. 특히 미국경제는 Obama 행정부의 대규모 재정지출과 초저금리 정책, 그리고 유가 폭락에 힘입어 2009년 상반기 중 바닥을 경과할 것으로 예상된다. 중국경제는 수출경기 악화 영향으로 한 때 8%대의 저성장을 경험할 것이나, 강력한 내수경기 부양정책에 힘입어 2009년 하반기에는 다시 9%대의 성장으로 복귀할 전망이다.

한국의 경상수지는 여행수지 개선 및 유가 폭락에 힘입어 120억 달러 내외의 흑자를 기록할 것으로 예상된다. 물론 수출환경이 어려운 것은 사실이나, 원화 평가절하와 교역조건의 개선이 수출증가를 견인할 것으로 기대한다. **따라서 달러/원 환율은 점진적인 하락이 나타날 것이며, 2009년 연 평균 1,150원 연말 1,100원을 기록할 것으로 예상된다.**

미국 경기, 2009년 상반기 '저점' 도달할 듯




자료: 미국 경제분석국, 연준.

# 1부. 세계경제 동향 및 전망

## 목 차


### 1. 미국경제
– 2009년 상반기 경기저점 도달할 듯

### 2. 유럽경제
– 경기둔화, 더욱 심화될 듯

### 3. 중국경제
– 내수경기 의존도 높아지며 연착륙할 듯

### 4. 상품가격
– 전약후강의 pattern 예상

# 1. 미국경제

## – 2009년 상반기 경기저점 도달할 듯

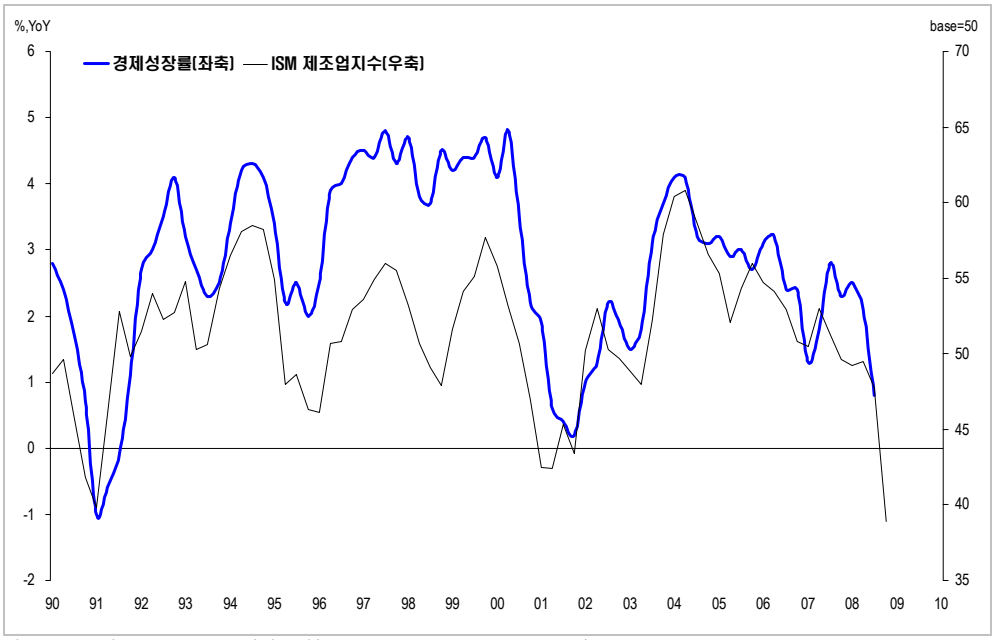
**2008년 3Q 미국경제, -0.3% 성장**

미국경제는 2008년 3분기부터 '불황(Recession)'에 진입한 것으로 판단된다. 미 연준(Federal Reserve Board, FRB)의 거듭된 정책금리 인하에도 불구하고 미국의 2008년 3분기 성장률은 2001년 3분기 이후 최악인 0.3%의 마이너스 성장(연율 기준)을 기록하였으며, 공급관리자협회(ISM) 제조업지수 등 주요 선행지표가 계속 악화되고 있어 4분기 성장률도 마이너스(–1.0% 예상)의 굴레를 벗어나기 어려울 것으로 예상된다. 그러나 국제통화기금(IMF)[1] 등 일부의 비관론에도 불구하고, 미국경제가 2009년 상반기를 '저점'으로 점차 회복될 가능성이 높다는 기존 전망을 유지한다.

미국경제가 이렇듯 심각한 경기침체에 직면한 이유는 무엇이며, 또 2009년 상반기를 고비로 회복될 것으로 예상하는 근거는 무엇인지 자세히 살펴보도록 하자.

**ISM 제조업지수와 경제성장률 추이**

**ISM 제조업지수, 강력한 성장률 선행지표**




자료: 미 경제분석국, 공급관리자협회(Institute of Supply Management).

### (1) 경기불황의 원인① – 2001~2004년의 초저금리 정책

**연준의 초저금리 정책, 부동산시장 호황 키워**

미국경제가 2002년 이후 6년 만에 다시 마이너스 성장의 고통을 받게 된 가장 큰 이유는 2001~2004년 동안 지속된 저금리 정책으로 부동산시장에 '거품(Bubble)'이 형성되고, 또 이 거품이 일거에 터져버렸기 때문이었다.

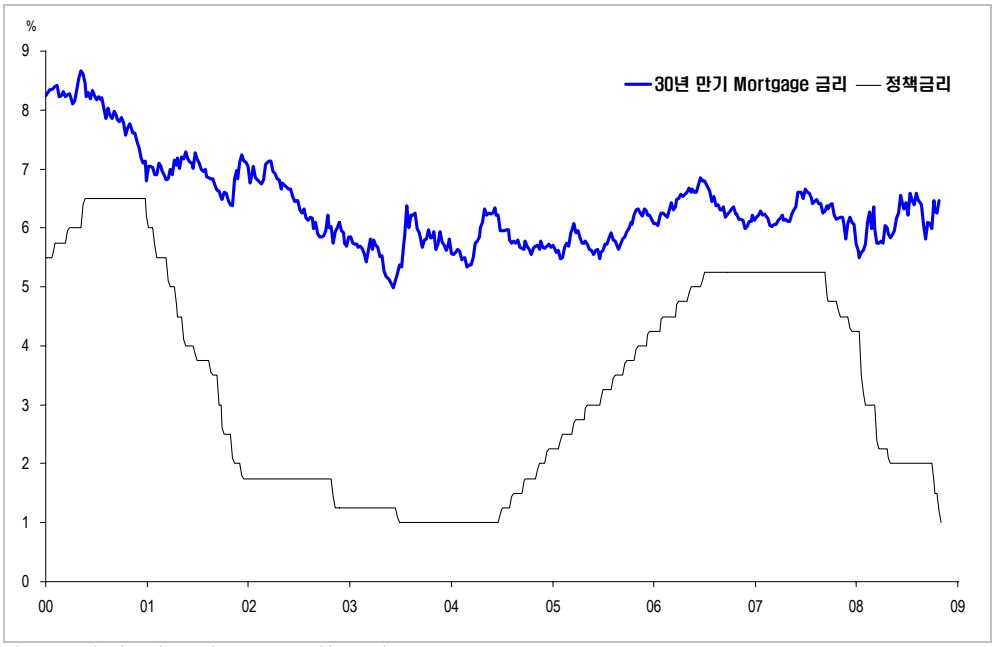
정보통신산업(IT) 주식의 폭락으로 시작된 불황을 타개하기 위해, 연준은 금리를 6.5%(2000년 5월 15일~2001년 1월 2일)에서 1.0%(2003년 5월 25일~2004년 6월 29일)까지 550bp 인하하는 등 유례를 찾기 힘든 저금리 정책을 펼치기 시작했다. 연준의 저금리 정책에 가장 민감하게

[1] 국제통화기금(IMF)은 미국경제가 심각한 부진을 경험할 것이라며, 11월 8일 발표한 "World Economic Outlook Update"에서 미국경제에 대한 기존 예상(2009년 0.1% 성장)을 한달 만에 하향 조정(2009년 -0.7% 성장)하였다.

반응한 곳은 주택금융 시장으로, 30년 만기 Mortgage 금리는 2000년 5월 12일 8.66%에서 2003년 6월 13일 4.99%까지 무려 367bp 하락했다. 대출금리가 급락하자, 미국 부동산시장은 즉각 반응하기 시작했다. 정책금리의 변화에 제일 먼저 반응한 것은 기존의 고금리 Mortgage를 저금리의 Mortgage로 갈아타는 Mortgage Refinancing으로, 2000년에 비해 2002년에는 그 규모가 11.3배(연간 기준) 증가하였다. Mortgage Refinancing의 뒤를 받친 것은 Baby Boom세대의 고가 부동산에 대한 수요로, 플로리다와 캘리포니아 등 기후가 온화한 이른바 'Sun-Belt' 지역을 중심으로 주택시장이 본격적인 호황 국면에 진입하기에 이르렀다.

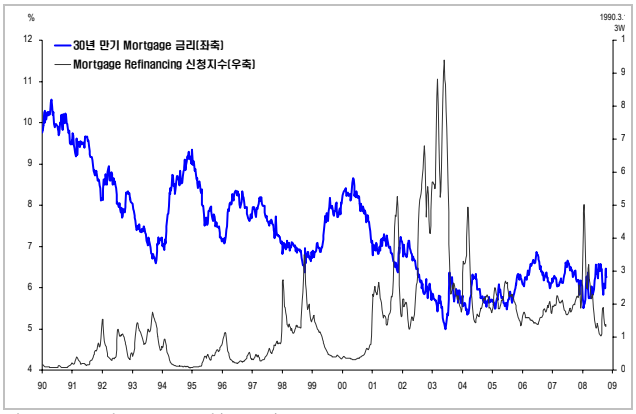
**정책금리 인하 영향으로 Mortgage 금리 하락**

미 정책금리와 30년 만기 Mortgage 금리



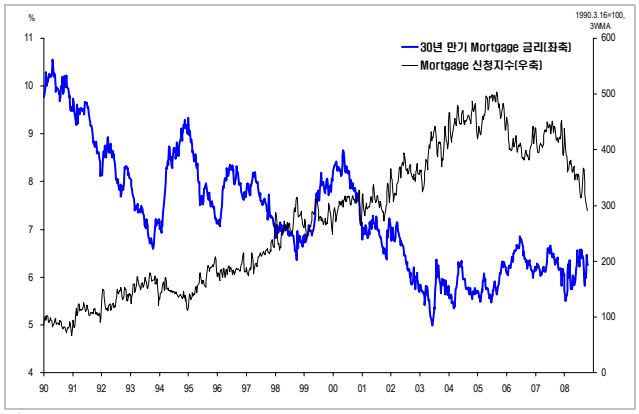

자료: 미 연준(FRB), 모기지 은행 협회(MBAA).

Mortgage 금리와 Mortgage Refinancing 지수




자료: 미 모기지은행 협회(MBAA).

Mortgage 금리와 Mortgage 신청지수




자료: Bloomberg.

## (2) 경기불황의 원인② – 금융기관의 공격적인 대출 공세

**정책금리 인상에도 부동산가격 급등세 꺾이지 않아**

주택시장의 호황이 경기회복의 견인차 역할을 수행함에 따라, 연준은 2004년 6월 말부터 정책금리를 본격적으로 인상하기 시작했다. 그렇지만 미국의 부동산가격은 더욱 급등해 2002~2006년간 미국 20대 도시의 주택가격은 68.84% 상승하였으며, 특히 Las Vegas(104.35% 상승)와 LA 캘리포니아(123.81% 상승) 그리고 Miami(126.47% 상승) 등은 폭등세를 보였다. 정책금리의 인상에도 불구하고 미국 부동산가격이 폭등한 이유는 무엇 때문일까?

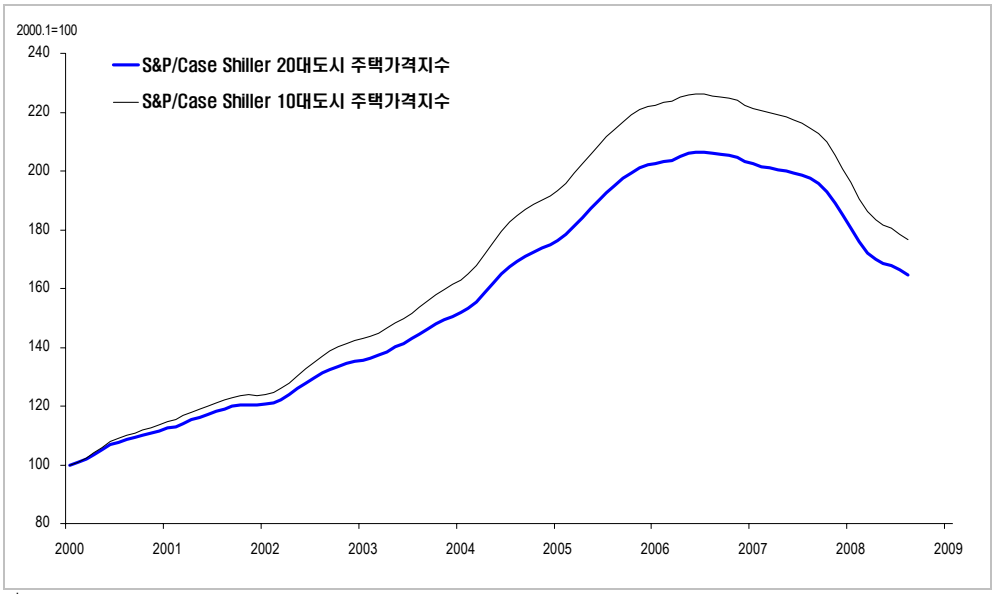
부동산가격 폭등의 첫 번째 이유는 시장금리가 하락하며 Mortgage 금리도 5~6%대에서 안정되었기 때문이다. 정책금리의 연이은 인상에도 불구하고 시장금리가 떨어지지 않자, 당시 그린스펀 연준 의장은 수수께끼(Conundrum)라고 표현할 정도로 당혹스러워 했었다. 이런 기현상이 나타났던 원인은 무엇보다 중국 등 개발도상국의 저가제품 수입 확대에 힘입어 2006년까지 물가가 안정된 데다, 정책금리의 인상 속도가 너무 느려 채권시장 참가자들이 연준의 '긴축' 의지를 과소평가했던 데에서 찾을 수 있을 것이다.

부동산 시장의 Rally를 강화시킨 두 번째 원인은 바로 미 금융권의 대출태도가 대단히 공격적이었다는 데 있다. 미국 상업은행의 Loan-to-Value(이하 'LTV')는 2003년 초 72.5%에 불과했으나, 부동산시장의 호황에 편승해 상승하기 시작해 2007년 4월에는 무려 80.4%까지 상승했다. 또한 상업은행의 전체 대출에서 부동산이 차지하는 비중은 2000년 초 42.7%를 바닥으로 상승하기 시작해, 2007년 4월에는 54.5%에 도달하는 등 전 금융권의 부동산관련 대출경쟁은 도를 넘어서기 시작했던 것이다.

그러나 끝이 없는 잔치는 없는 법. 2006년부터 새롭게 연준의 사령탑으로 부임한 버냉키 연준 의장이 시장의 예상보다 더 높은 수준까지 정책금리를 인상(5.25%, 2006년 6월 29일~2007년 9월 17일)하며 금융권의 자금 줄을 조이고, 신용도가 떨어지는 Sub Prime Mortgage 대출자를 중심으로 연체가 빠르게 늘어나면서 주택시장과 경제는 함께 추락하기 시작했다.

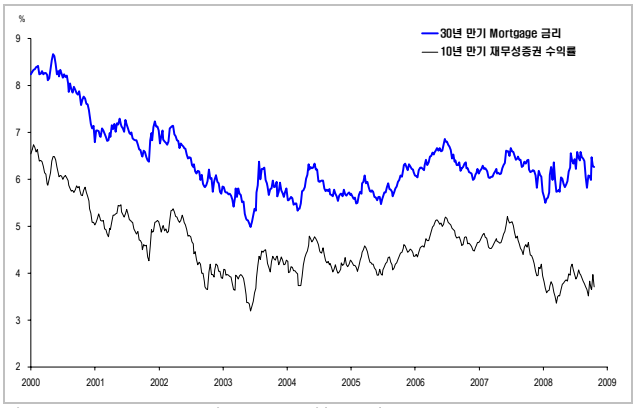
**미국 주택가격지수 추이**

**2002~2006년 20대 도시 주택가격, 68.84% 상승**



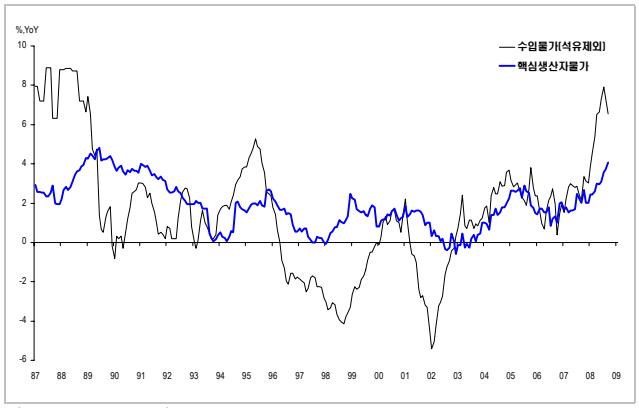

자료: S&P.

미 국채 금리와 30년 만기 Mortgage 금리



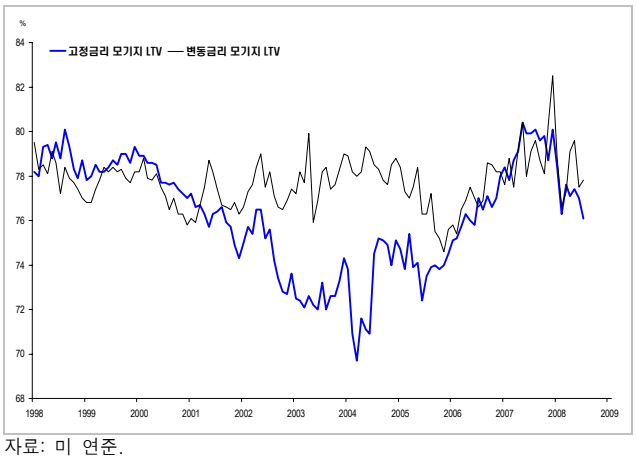

자료: Bloomberg, 미 모기지은행 협회(MBAA).

미국 수입물가 상승률과 핵심 생산자물가 상승률



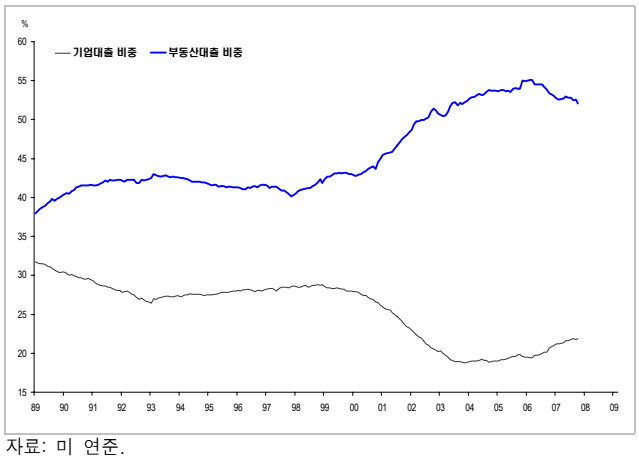

자료: 미 노동부, 상무부.

미국 상업은행 LTV 추이




자료: 미 연준.
주 : LTV는 Loan-to-Value의 약자로, 자산가치대비 대출 비중을 의미.

미국 상업은행의 대출구성 변화




자료: 미 연준.

### (3) 신용경색, 악순환의 고리

**'연체율 상승→ 신용경색→해고증가→ 연체율 상승'의 악순환 나타나**

주택가격의 폭락이 시작되는 순간, 미국경제는 걷잡을 수 없는 침체에 빠져들기 시작했다. 먼저 금융기관이 부동산가격 폭락의 직격탄을 맞기 시작했는 데, 위기의 주된 전파경로는 '연체율의 상승'에 있었다.

Mortgage의 연체율(60일 이상 기준)은 2005년 3월 말 4.31%(60일 기준)를 저점으로 오르기 시작해 2008년 6월 말에는 6.41%를 기록해 사상 최고 수준에 도달하였다. 이와 같은 연체율 상승은 MBS(Mortgage Backed Securities) 등 Mortgage를 기초 자산으로 하는 각종 연계증권의 가치를 크게 떨어뜨려, 금융기관의 연쇄적인 부실화를 촉발시켰다. 먼저 Mortgage의 증권화에 적극 가담한 Merrill Lynch 등 투자은행이 직격탄을 맞았으며, 그 다음에는 AIG 등 신용보강에 나선 보험사가 타격을 받아, 가계와 기업의 체감금리는 감당하기 힘든 수준으로 상승하기 시작했다.

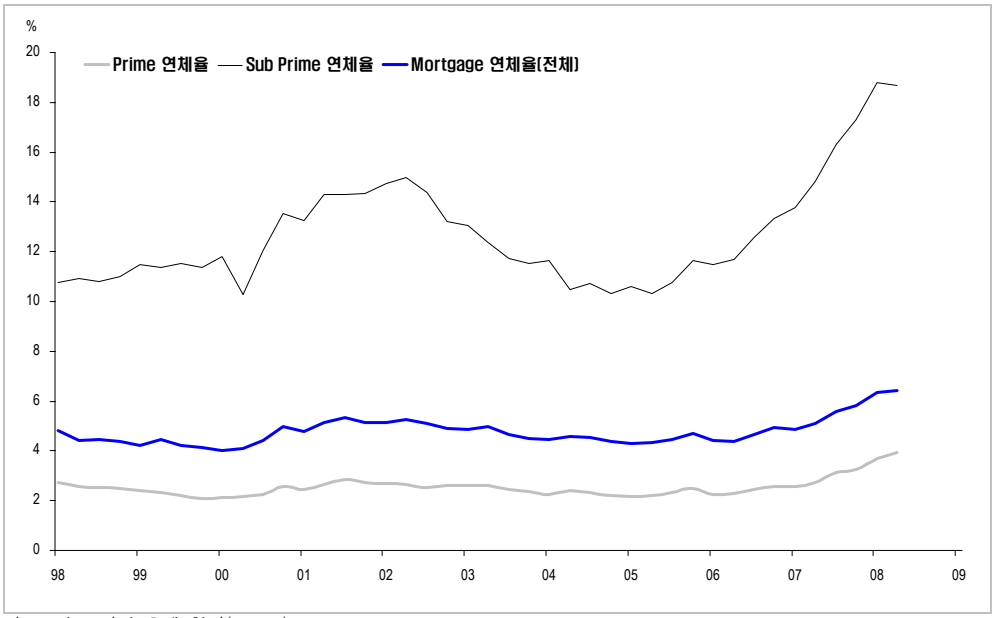
체감금리 상승은 무엇보다 기업과 가계의 금리부담을 높여, 신규 투자 및 고용의 위축을 유발시켰다. 특히 신용경색이 심화되며 은행간 금리(LIBOR, London Interbank Rate)마저 폭등함으로써, 변동금리부 모기지(ARM) 등 변동금리로 대출받은 사람의 부담이 더욱 가중되는 결과를 가져왔다. 여기에 금융기관과 건설회사의 대규모 구조조정이 시작됨으로써, 노동시장의 여건

이 2007년 말부터 악화되기 시작했다. 처음에는 제조업과 건설업의 신규고용이 줄어들기 시작했으나, 2008년 부동산에 이어 주식가격마저 폭락하며 소비자 지출까지 감소하자 서비스 부문의 신규고용마저 줄어들기에 이르렀다.

이 같은 노동시장 여건 악화는 가계의 부담을 더욱 키워, '연체율상승→금융기관손실→차입여건악화→해고증가→연체율상승'의 악순환으로 이어지는 상황이다. 미국경제는 이 난관을 어떻게 헤쳐나갈 수 있을까, 아니면 1930년대와 같은 장기불황의 나락으로 떨어질 것인가? 다음 절에서 이 문제를 보다 자세히 살펴보도록 하자.

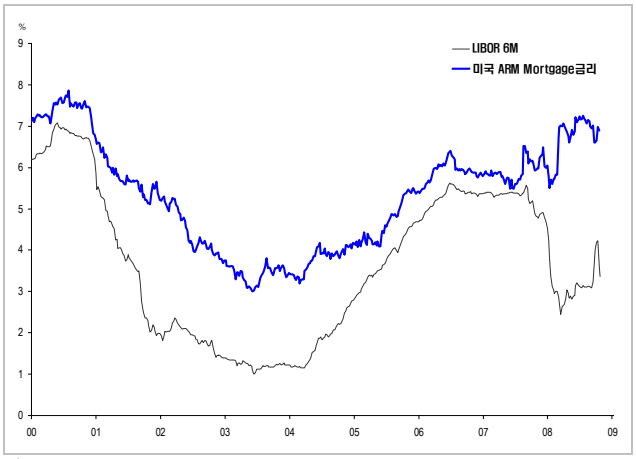
**2008년 6월 말 Mortgage 연체율은 6.41%까지 상승**

### 미국 Mortgage 연체율 추이



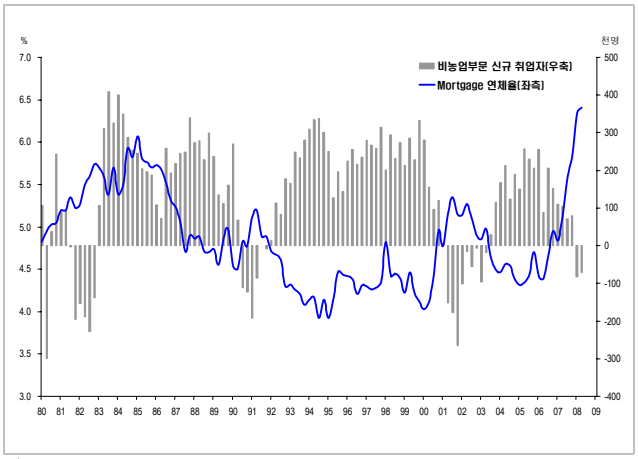

자료: 미 모기지 은행 협회(MBAA).

### LIBOR와 ARM 금리 추이




자료: Bloomberg, MBAA.
주 :ARM(Adjustable Rate Mortgage)은 변동금리부 주택담보 대출을 의미.

### 연체율과 미국 비농업부문 신규고용 추이




자료: 미 노동부, MBAA.

### (4) 장단기금리차의 변화에 주목하라!

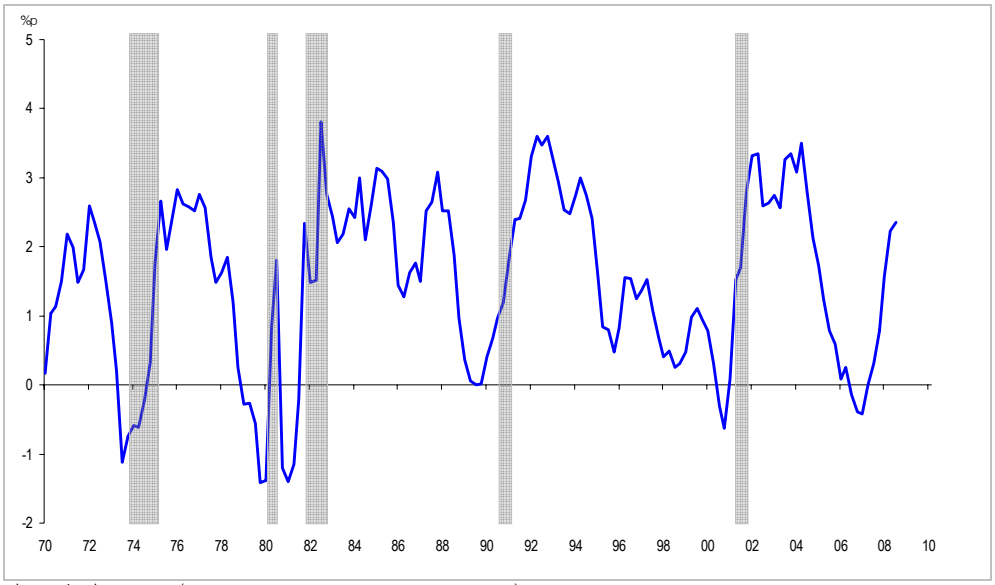
**장단기금리차, 가장 믿을 수 있는 경기선행지표**

부동산시장의 붕괴에서 시작된 이번 불황이 언제 끝날지 예측할 수 있는 방법이 있을까? 그 해답은 바로 장단기금리차(장기금리-단기금리)에 있다.

일반적으로 장기금리가 단기금리보다 높기 때문에, 장단기금리차는 플러스를 기록하는 것이 정상이다.[2] 그러나 중앙은행이 자산시장의 투기적 거품을 제거하기 위해 정책금리를 공격적으로 인상하는 경우, 단기채(2년 만기 재무성증권) 금리가 만기가 장기 채(10년 만기 재무성증권)의 금리보다 높아져 장단기금리차가 마이너스를 기록하게 된다. 1970년 이후 미국의 장단기금리차가 역전된 경우는 2006년 4분기까지 모두 6차례 있었는데, 미국경제는 약 3.3분기의 시차를 두고 경기침체국면을 겪은 것으로 나타났다. 반대로 장단기 금리차가 정상화(=플러스 장단기금리차)되면, 평균 2분기 후 경기침체국면 탈출에 성공하였다.

**미 장단기 금리차와 경기순환**

**장단기 금리차 역전, 강력한 불황 신호**




자료: 미 연준, NBER(National Bureau of Economic Research).
주: 음영 부분이 경기수축국면이며, 장단기금리차는 10년 만기 재무성증권과 2년 만기 재무성증권 금리의 차이.

**장단기금리와 경기순환의 관계**

**장단기 금리 역전 후 평균 3.3분기 후에 경기침체국면 진입**

| 장단기 금리역전시기 | 경기정점 | 경기저점 | 경기침체 기간 | 장단기금리역전 이후 경기정점 도달에 걸린 시간 |
|---|---|---|---|---|
| **1973년 3분기** | 1973년 4분기 | 1975년 1분기 | 1분기 | 1분기 |
| **1979년 1분기** | 1980년 1분기 | 1980년 3분기 | 2분기 | 4분기 |
| **1980년 4분기** | 1981년 3분기 | 1983년 4분기 | 5분기 | 3분기 |
| **1989년 3분기** | 1990년 3분기 | 1991년 1분기 | 2분기 | 4분기 |
| **2000년 3분기** | 2001년 1분기 | 2001년 4분기 | 3분기 | 2분기 |
| **2006년 4분기** | 2008년 2분기 | | | 6분기 |
| **평균** | | | 3분기 | **3.3분기** |

자료: 국민은행 계산.

[2] 장기채 금리는 1) 투자자의 유동성 선호 2) 신용위험 회피 등 여러 이유로 인해 단기채 금리보다 높아지게 된다.

**장단기금리차가 강한 경기예측력을 가지는 세 가지 이유**

**(1) 채권시장 참가자들의 경기전망을 반영**
**(2) 정책 방향에 대한 시장의 기대 반영**
**(3) 은행의 NIM 결정**

장단기금리차가 대단히 강력한 경기예측력을 보이는 이유는 무엇 때문일까?

그 첫 번째 이유는 장단기금리차에 채권시장 참가자의 경제전망이 담겨 있기 때문일 것이다. 예를 들어 앞으로 경제가 지금보다 더 좋아질 것으로 생각되면, 가계나 기업이 소비와 투자 활동에 필요한 자금 조달에 나설 것이라 판단해 채권시장에서는 장기금리가 상대적으로 더 빨리 오를 것이다(=장단기금리차 확대). 반대로 경제가 지금보다 나빠질 것으로 생각될 경우, 민간 부문의 자금 수요는 줄고 장기금리가 상대적으로 더 빨리 떨어질 것이다(=장단기금리차 축소).

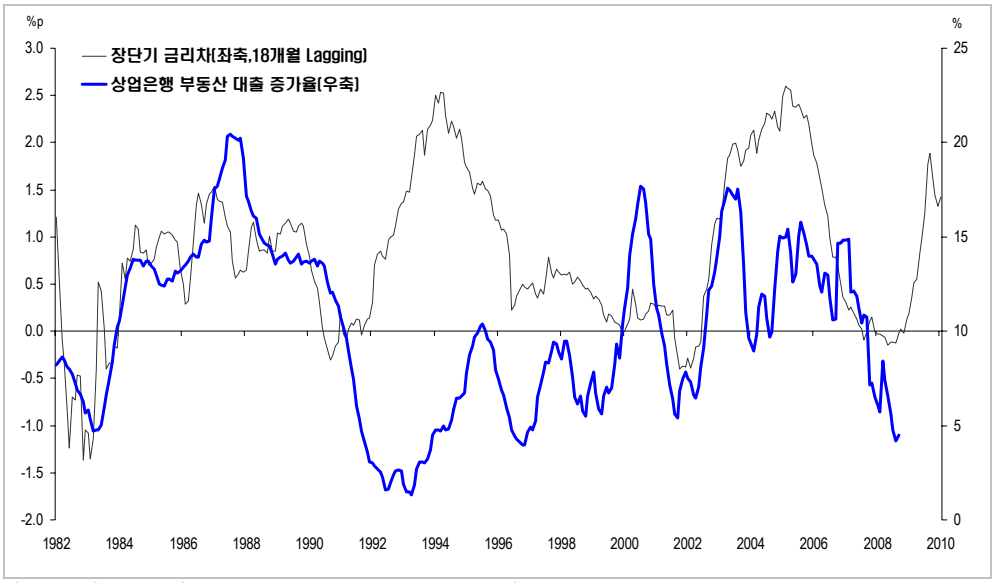
여기에 통화정책도 영향을 미친다. 연준이 정책금리를 끌어올리는 초기에는, 추가적인 정책금리 인상 가능성 때문에 가격 변동성이 큰 장기채 비중을 축소하는 포트폴리오 조정이 일어나기 때문에 장단기 금리차를 확대시키게 된다. 그러나 정책금리 인상이 마무리될 때에는 경기 수축에 대한 공포가 확산되는 경우가 많기에, 정책금리 인상에도 불구하고 장기금리는 오히려 떨어지게 되는 것이다.

장단기금리차가 경기에 선행하는 또 다른 설명은 바로 은행의 대출행태와 관련을 맺고 있다. 일반적으로 은행의 예금금리(=조달금리)는 정책금리와 밀접한 연관을 맺고 있기 때문에, 정책금리가 계속 인상되면 은행의 예대금리차(Net Interest Margin, NIM)가 계속 축소된다. NIM이 축소되면 대부분의 은행은 대출 규모를 줄일 것이지만, 일부 은행은 Subprime Mortgage처럼 고금리의 위험한 대출을 취급해 NIM을 다시 확대시키려 들 것이다. 결국 고금리 대출의 연체가 늘어나고, 또 전체 대출 규모가 줄어들면서 경기가 하강 국면에 접어들게 된다는 것이다.

2007년 말부터 시작된 미국경기의 둔화도 이상의 세 가지 요인과 매우 밀접한 연관을 맺고 있다. 2006년까지 계속된 연준의 정책금리 인상으로 채권시장 참가자들의 경기전망이 크게 악화되자 만기가 긴 장기채에 대한 인기가 증가했으며, 이 과정에서 은행의 수익창출 능력이 약화되며 경제전반에 돈줄이 마르는 과정이 동시다발적으로 진행되었던 것이다.

**미 장·단기 금리차와 상업은행의 부동산관련 대출증가율**

**장단기 금리차, 은행의 대출태도에 큰 영향 미쳐**




자료: 미 연준, NBER(National Bureau of Economic Research).
주: 장단기 금리차 = 10년 만기 재무성증권 수익률 – 2년 만기 재무성증권 수익률.

## (5) 경기회복을 낙관하는 첫 번째 이유 – 장단기금리차 플러스 전환

**장단기금리차, 경제성장률에 6분기(18개월) 선행**

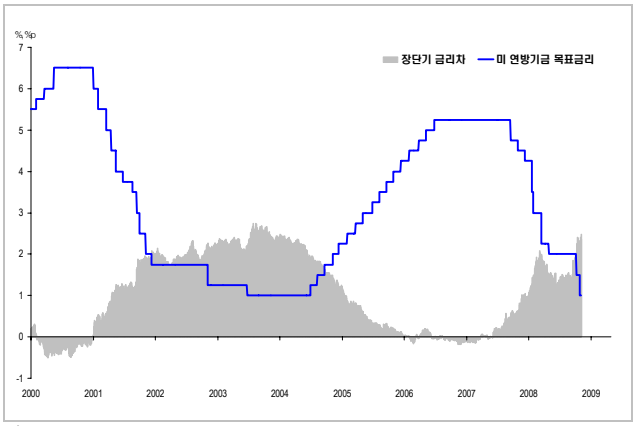
지금까지 살펴본 바와 같이 장단기금리차는 대단히 강력한 경기예측력을 지닌 것으로 나타났다. 그런데, 최근 미국의 장단기 금리차는 어떤 모습을 보이고 있는가?

2007년 10월부터 시작된 정책금리 인하 이후 미국의 장단기금리차는 급격히 확대되고 있다. 10월 말 현재 미국의 장단기금리차는 2.40%p를 기록하고 있으며, 연이은 연준의 금리인하로 인해 그 폭이 계속 확대되는 상황이다. 연준의 공격적인 금리인하 영향으로 단기금리(2년 만기 재무성증권)는 지난 10월 말 1.56%까지 떨어진 반면, 장기금리(10년 만기 재무성증권)는 장기적으로는 금리인하의 효과(=경기회복)가 나타날 것이라는 예상 속에 3.96%까지 상승했기 때문이다.

이와 같은 장단기금리차의 확대는 무엇보다 금융기관의 예대금리차를 확대시키는 결과를 가져오게 될 것이다. 정책금리 인하에 따른 예금금리의 하락에도 불구하고, 10월 22일 미국 상업은행의 예금(7.1조 달러)이 지난 해 연말보다 4천억 달러 이상 늘어나고 있어 은행이 대출만 할 수 있다면 수익성이 크게 개선될 수 있는 상황이다. 특히 LIBOR 금리가 떨어지는 등 은행의 차입여건마저 개선되고 있는 만큼, 은행권의 자금조달은 이제 큰 고비를 넘긴 듯하다. 이렇듯 은행의 자금조달 여건이 개선되면, Subprime관련 손실이 적은 우량 은행들은 신규대출을 증가시키거나 부실한 은행을 인수하는 보다 적극적인 경영전략을 구사하게 될 것이다.

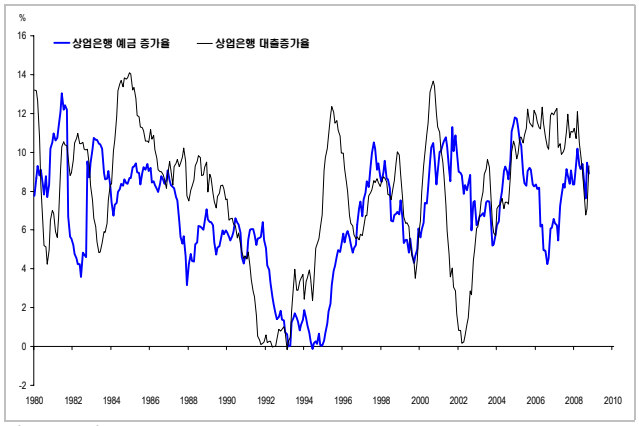
물론 처음부터 모든 고객이 대출증가의 혜택을 입기는 어려울 것이다. 처음에는 정부 채권에 투자하거나 극히 제한된 수준의 대출이 이뤄질 것이나, 정부 채권금리가 충분히 떨어져 추가적인 수익을 거두기 어려워지면 점점 우량기업과 우량 모기지에 대한 대출이 증가할 수 밖에 없을 것이다. 실제로 과거의 경험을 살펴보아도, 예금이 증가할 때에는 대출도 함께 증가하는 것을 발견할 수 있다. 최근의 가계 저축률 상승과 국채금리의 하방경직성 등을 감안할 때, 2009년 상반기부터는 본격적으로 금융권의 대출이 증가하며 신용경색 현상이 완화될 가능성이 높다. 기대대로 신용경색 현상이 완화되기 시작하면, 저금리의 대출로 기존의 고금리 대출을 갈아타는 Mortgage Refinancing 등이 활성화되며 주택시장에도 훈풍을 불어넣을 것으로 기대된다.

**미국 정책금리와 장단기 금리차 추이**




자료: Bloomberg.
주: 장·단기 금리차 = 10년 만기 재무성증권 수익률 – 2년 만기 재무성증권 수익률.

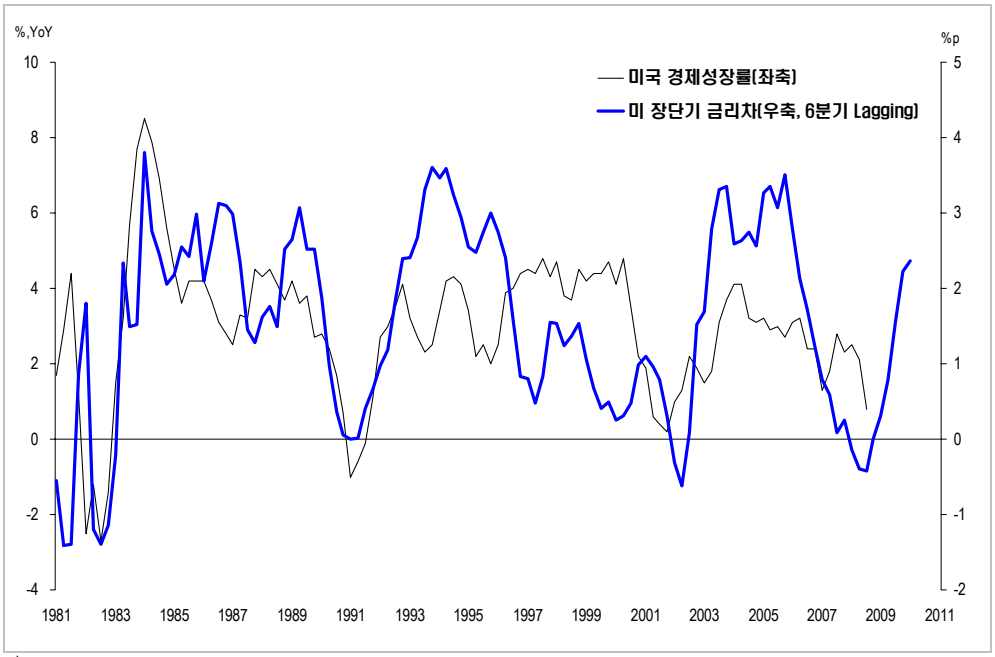
**미국 상업은행 예금 및 대출증가율 추이**




자료: 미 연준.

**미 장단기 금리차와 경제성장률 추이**

장단기 금리차, 경제성장률에 6분기 선행




자료: Bloomberg.
주: 장·단기 금리차 = 10년 만기 재무성증권 수익률 – 3개월 만기 재무성증권 수익률.

## (6) 경기회복을 낙관하는 두 번째 이유 – 재정지출 확대

재정적자가 늘어날 때, 미국경제는 불황을 딛고 회복국면에 진입

장단기금리차의 플러스 전환에 못지 않은 경기회복 요인은 바로 신임 Obama 대통령이 케인즈주의에 입각해 적극적인 재정정책을 사용할 것으로 예상되는 데 있다.

Obama 대통령은 실업수당의 수혜기간 연장 및 정규직 채용기업에 대한 세금 공제, 그리고 중소기업 대출 보증 규모 확대 등의 다양한 재정정책 방안을 공약으로 제시한 바 있다. 특히 Obama 대통령은 Bush 대통령이 실시한 2001~2003년의 임시 감세조치 중에서 중산층 및 저소득자를 위한 일부 조항만 영구화하고, 고소득자에 대한 소득세율을 인상해 이를 경기부양을 위한 재원으로 사용할 것이라고 밝혔다.

물론 일부에서는 1조 640억 달러(10월 말 기준)에 이르는 엄청난 구제금융으로 재정적자가 심각한 수준에 도달할 것이며, 이로 인해 경제전반의 회복이 지연될 것이라고 우려한다. 그러나 미국의 재정적자와 경제성장률의 관계를 살펴보면, 재정적자가 빠르게 증가할 때 경제가 회복된 것을 쉽게 발견할 수 있다. 예를 들어 1990~1992년 미국의 GDP대비 재정적자는 -2.8%에서 -5.2%로 크게 확대되었지만, 미국경제는 성공적으로 불황에서 탈출할 수 있었다. 또한 2001~2004년 당시에도 GDP대비 재정적자 규모는 +2.6%에서 -3.8%로 확대되었지만, 역시 정보통신 주가 폭락으로 빚어진 경기불황을 탈출하는 데 성공할 수 있었다.

대규모 재정적자가 가져올 연방정부의 금리부담 증가에도 불구하고 경제가 살아난 이유는 무엇 때문일까? 그 이유는 Obama정부가 1조 달러(GDP의 6.9%)의 추가적인 재정적자를 유발하는 대규모 정책 package를 실행한다고 가정해도, 미 국채 수익률이 대단히 낮아(10월 말 현재 3.96%) 미 연방정부가 부담할 연간 금리부담은 연간 396억 달러에 불과하기 때문이다. 반면 2010년 미국경제가 대규모 경기부양정책에 힘입어 연간 6%의 성장률(경상기준)을 기록한다면, 이자부담액의 약 22.5배에 이르는 효과(8,917억 달러 증가)를 발휘하게 된다. 물론 연방정

부는 미래에 이 부채를 상환해야 하는 부담을 안게 되지만, 경제 규모가 계속 확대된다면 부채 상환 부담은 큰 문제가 되지 않을 것이다.

특히 미국가계가 주택가격 폭락과 고용불안으로 고통 받고 있다는 점을 감안할 때, 강력한 재정정책의 시행은 재기의 발판을 제공할 수 있을 것으로 예상된다. 신규고용에 대한 재정지원, 그리고 실업보험 강화 등의 조치는 가계의 재정위기를 어느 정도 완화시켜줄 것이기 때문이다. 연준의 저금리 정책에 대규모의 재정정책이 가세하고 다음에 다루게 될 마지막 퍼즐만 맞춰진다면, 미국경제는 2009년 중 회복의 계기를 마련하게 될 것으로 예상된다.

**Obama후보, 강력한 재정정책 시행할 듯**

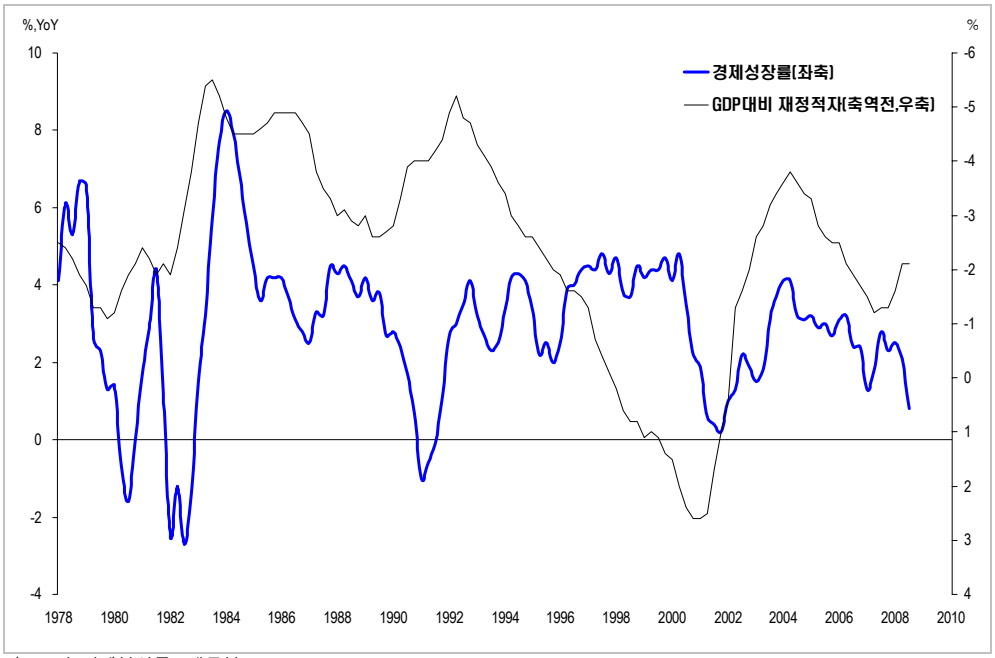
**Obama후보의 경제정책**

| 현안 | 정책 내용 |
|---|---|
| Fannie Mae 및 Freddie Mac 국유화 | 찬성 |
| 긴급경제안정화법 | 찬성 |
| 주택압류문제 | - 주택압류방지기금(100억달러)설치<br>- TARP 참가 금융기관의 주택압류 90일간 금지 |
| 경제회생방안 | - McCain 후보의 연금환매 의무조항 일시 유예 제안에 찬성<br>- 연금의 15%(최고한도 1만달러)까지 조기인출시 위약금(인출금의 10%) 면제<br>- 실업수당 수혜기간 연장 및 실업수당 과세 유예<br>- 정규직 채용 기업에 대해 세금공제 (1인당 3,000달러)<br>- 중소기업청 (SBA)의 중소기업 대출보증 수수료 면제 및 대출보증 규모 확대 (10억달러 소요)<br>- SBA가 재난 발생시 중소기업에 대출하는 DLP(Disaster Loan Program) 규모 확대(40억달러 소요)<br>- 지방 및 주정부에 대한 자금지원확대 |

자료: 한국은행, "Obama 및 McCain 후보의 경제정책 비교"

**재정적자가 늘어날 때, 경제성장률도 반등**

**GDP대비 재정적자 규모와 경제성장률 추이**




자료: 미 경제분석국, 재무부.

## (7) 경기회복을 낙관하는 마지막 이유 – 달러강세와 상품가격 폭락

**Obama 행정부, 달러강세 유도할 듯**

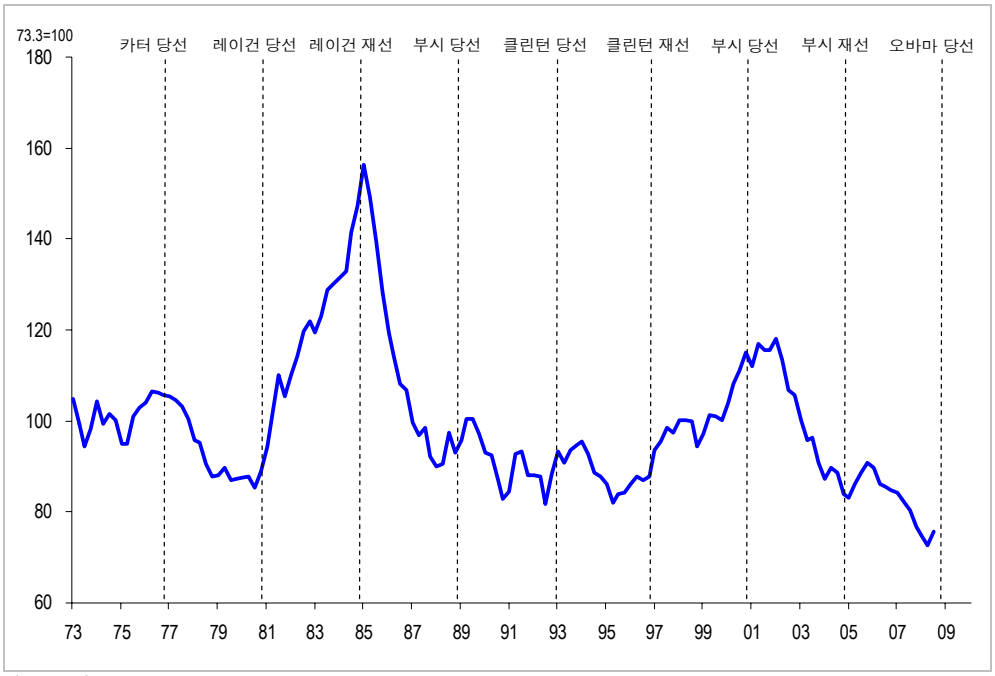
장단기금리차의 플러스 전환과 대규모 재정지출 가능성 부각 등에 못지 않은 또 다른 경기회복 요인은 달러강세와 상품가격 폭락에 있다. 지난 7월부터 연준 관계자들이 달러강세 유도 발언을 일제히 쏟아낸 데 이어, 8월부터는 미국에 이어 유럽과 일본경제마저 상태가 악화되며 달러화는 본격적인 강세국면에 접어들기 시작했다. 지난 6월 말 교역가중 달러가치는 72.46p로 사상 최저 수준에 머물러 있었지만, 10월 말에는 85.53pt로 불과 4달 사이에 18.2% 급등한 것이다.

이와 같은 달러강세 정책은 Obama정부에 더욱 강화될 가능성이 높은 데, 기본적으로 자유무역보다는 보호무역에 치중했던 민주당의 과거가 이를 더욱 뒷받침하고 있다. 비근한 예로 1992~2000년의 Clinton 행정부 당시 미국은 공화당이 추진했던 북미자유무역협회(NAFTA)를 집권 이후 2년 동안 지연시킨 반면, 강력한 달러강세 정책을 펼친바 있다. 즉 달러의 강세를 통해 물가안정 및 Global 투자자금의 미국 유입을 유도하는 대신, 슈퍼 301조 등 강력한 보호무역주의 정책을 펼쳐 무역수지의 적자 규모를 축소시켰던 것이다.

달러강세는 경제에 어떤 영향을 미칠까? 우선 달러강세 현상이 나타날 때, 원유를 비롯한 소위 '비달러자산' 가격이 하락한 경우가 많다는 점에 주목할 필요가 있을 것이다. 예를 들어 지난 2008년 7~10월 달러가치가 18.2% 상승하는 동안, 국제유가(WTI)는 51.6% 그리고 금 가격은 21.9% 하락했다. 특히 2008년 7월 초를 고비로 상품선물시장에 유입되었던 투기성 자금의 대규모 이탈이 나타난 것에 주목할 필요가 있을 것이다. 물론 최근 국제유가의 하락이 전적으로 '달러약세'에만 기인했다고 주장하는 것은 아니다. 주요 선진국 경기가 일제히 악화되면서 석유수요 감소에 대한 우려가 부각된 것이 아마 더 큰 영향을 미쳤을 것이다. 그러나 적어도 분명한 것은 달러강세 국면에는 상품가격이 떨어지는 일이 잦으며, 또 Obama 행정부가 펼칠 달러강세 정책은 상품가격의 안정을 가져올 가능성을 높인다는 점이다.

**미국의 정권교체와 달러가치 변화**

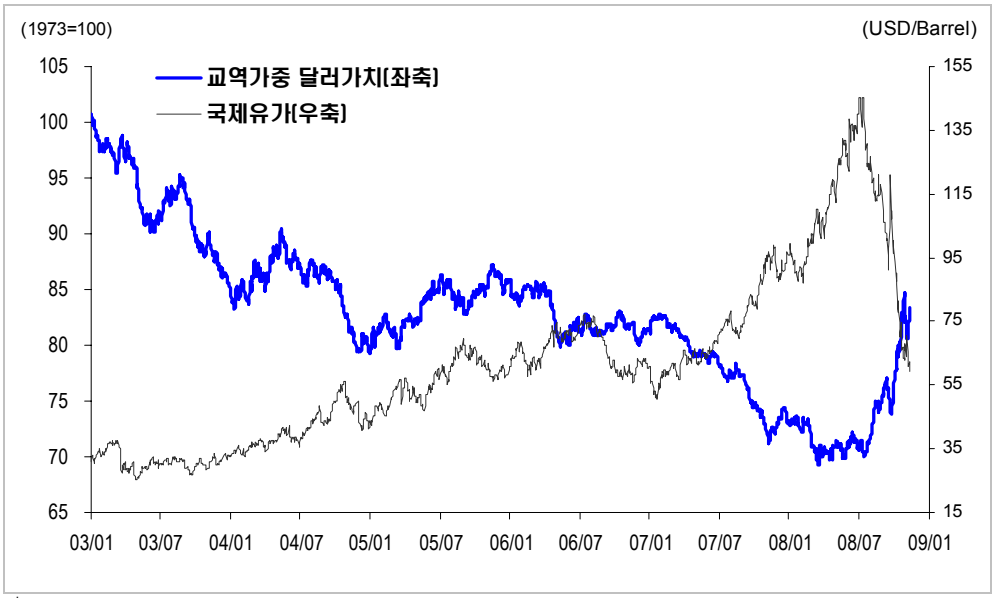
**1980년대와 2000년대의 공화당 집권기에는 달러약세 현상 나타나**




자료: 국민은행 작성.

**국제유가, 달러강세 국면에 하락세 보여**

미 달러가치와 국제유가(WTI) 추이




자료: Bloomberg.

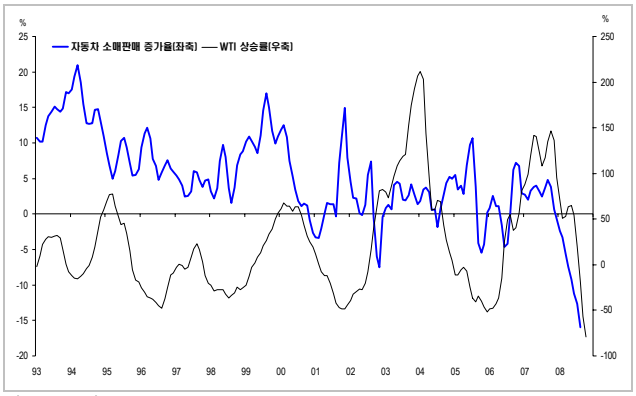
**유가하락, 내구재 소비 부양할 듯**

'달러강세+유가하락'의 조합은 미국 경제에 크게 세 가지 면에서 긍정적인 영향을 미치게 될 것이다. 먼저 수입물가가 하락하면서 경제전반의 물가압력을 낮출 뿐만 아니라 상품가격 하락에 따른 무역수지 개선 가능성이 높은 데다, 연료비 부담이 경감되며 자동차 등 주요 내구재 산업의 회복 가능성을 높일 것이기 때문이다.

전체 소매판매에서 자동차 부문이 차지하는 비중은 2000년 초 25.3%에서 2008년 9월 17.3%로 추락했으며, 2008년 10월 자동차 판매는 380만대(연율 기준)로 2007년 10월에 비해 25.5% 감소한 상황이다. GM과 Ford 등 이른바 Big-3의 경영위기도 이 과정에서 발생했으며, 자동차 등 운송장비 부문의 취업자 수도 2000년 초 207.1만 명에서 2008년 9월 말 157.6만 명으로 무려 24.0% 감소하는 등 자동차 산업이 전체 노동시장의 위축을 주도하는 형편이다.

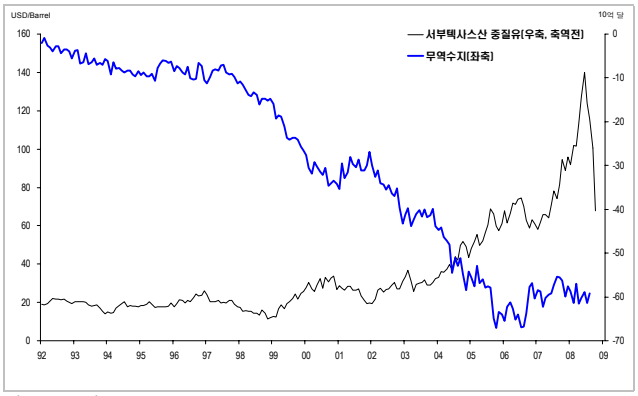
물론 유가하락 만으로 이 심각한 위기상황을 모두 해결할 수 없겠지만, 금리인하와 확장적 재정정책이 함께 가세한다면 2009년 상반기부터 점진적인 회복이 나타날 것으로 예상된다.

국제유가와 미국 자동차 소매판매 증가율




자료: 미 상무부, Bloomberg.

국제유가와 미국 무역수지 추이




자료: 미 상무부, Bloomberg.

## (8) 결론 : 2009년 상반기 경기저점 예상

**무역수지 개선과 재정지출 확대가 플러스 성장 이끌 듯**

이상의 분석 내용을 종합하면, 경제성장률은 1.5%를 기록하여 2008년보다 회복되는 모습을 보일 것으로 예상한다. 2008년 하반기에는 마이너스 성장을 기록하지만, 2009년 상반기에는 대규모 재정자금 방출에 힘입어 플러스 성장이 가능할 전망이다. 재정지출의 효과는 2009년 말로 가며 약화되겠지만, 저금리 및 유가 안정에 힘입어 성장탄력은 점차 강화될 것으로 전망된다.

연준은 2009년 3분기를 고비로 정책금리를 인상하겠지만, 금리인상의 속도는 완만할 것으로 예상된다. 심각한 경기침체 이후 연준의 정책금리 변화 과정을 살펴보면, 대부분 경기 회복이 본격화된 다음에야 정책금리 인상에 나섰기 때문이다. 그러나 저금리 기조에도 불구하고 달러화는 주요 통화에 대해 강세를 보일 것으로 예상된다. 유럽이나 일본 등 주요 선진국 중앙은행의 추가 금리인하 가능성이 그 어느 때보다 높은 데다, 미국 경제가 유럽 등 여타 선진국경제보다 더 빠른 회복세를 보일 것으로 기대되기 때문이다. 마지막으로 소비자물가는 달러강세와 경기위축, 그리고 상품가격 하향 안정에 힘입어 2009년 2.3%까지 떨어지며 시장 전반의 금리 수준을 낮추는 데 기여할 것으로 예상된다.

**2009년 1.5%, 2010년 2.3% 성장 예상**

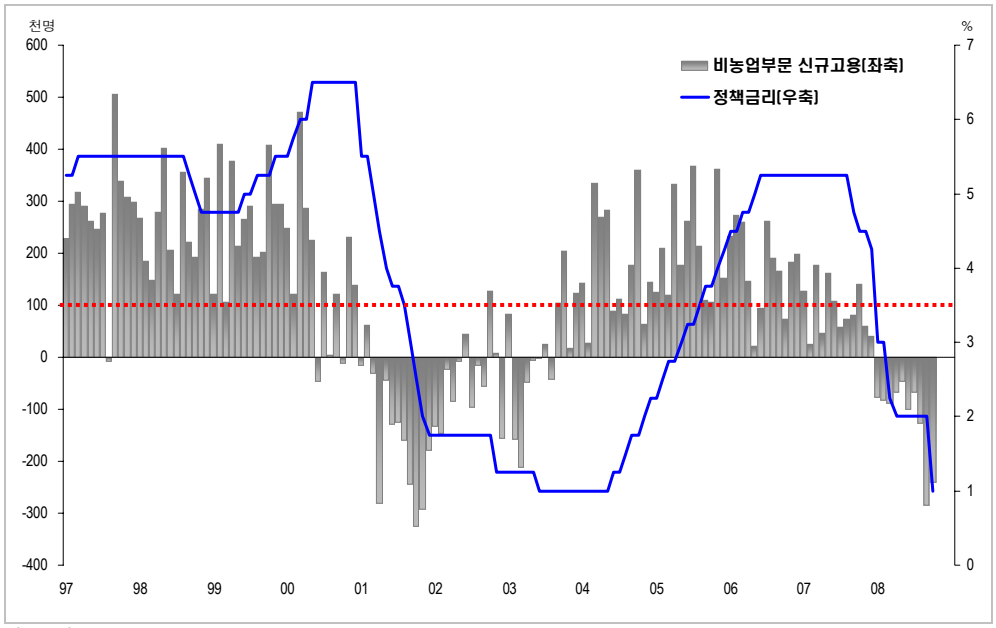
### 2009년 미국 주요 경제지표 전망

| | 2003년 | 2004년 | 2005년 | 2006년 | 2007년 | 2008년 (예상) | 2009년 (예상) | 2010년 (예상) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 경제성장률(%) | 2.5 | 3.6 | 3.1 | 2.9 | 2.2 | 1.2 | 1.5 | 2.3 |
| 정책금리(%) | 1.00 | 2.25 | 4.25 | 5.25 | 4.25 | 0.75 | 1.25 | 2.75 |
| 소비자물가 상승률(%) | 2.3 | 2.7 | 3.4 | 3.2 | 2.9 | 4.3 | 2.3 | 2.0 |
| 실업률(%) | 6.0 | 5.5 | 5.1 | 4.6 | 4.6 | 5.6 | 6.4 | 6.2 |
| 경상수지(GDP대비, %) | -4.8 | -5.4 | -5.9 | -6.0 | -5.3 | -4.9 | -4.0 | -4.5 |
| 재정수지(GDP대비, %) | -3.5 | -3.3 | -2.5 | -1.6 | -1.3 | -3.0 | -3.5 | -2.5 |
| 달러지수(1973.3=100) | 86.9 | 80.9 | 91.2 | 83.7 | 76.7 | 85.5 | 90.0 | 91.5 |

자료: 국민은행 작성.

**연준, 노동시장 여건의 개선을 확인한 후 정책금리 인상**

### 비농업 부문 신규 고용과 정책금리 변화




자료: 연준, 미 노동부.

# 2. 유럽경제

## – 경기둔화, 더욱 심화될 듯

### (1) 유럽경제 상황 – Recession 진입

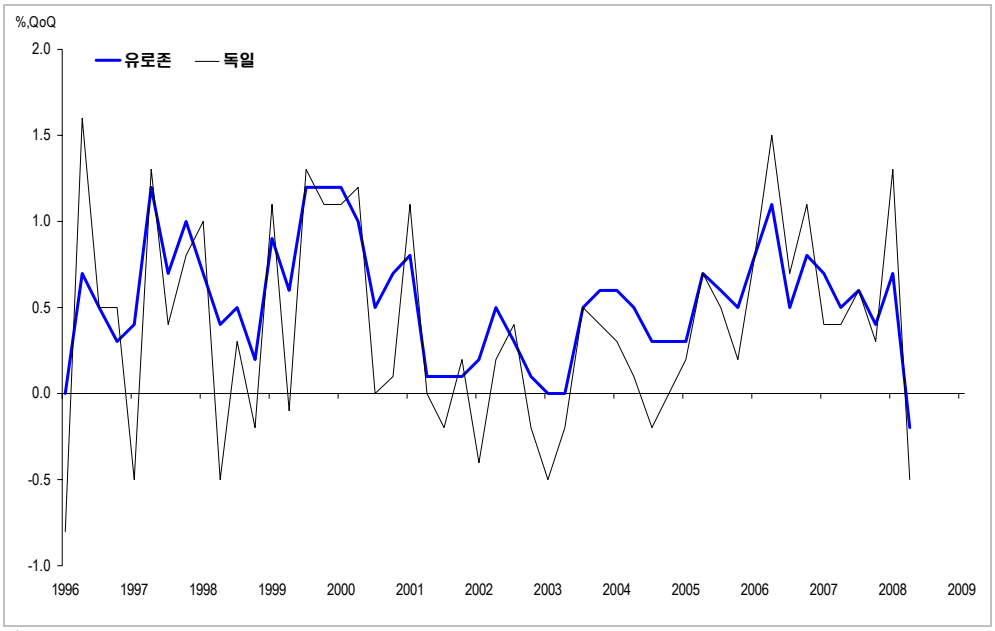
**2008년 4분기, 마이너스 성장 예상**

유럽경제는 2008년 2분기 마이너스 성장을 기록한 데 이어, 3분기에도 마이너스 성장 가능성이 제기되는 등 본격적인 경기 침체의 위험이 부각되고 있다. 유럽경제가 2008년 초까지의 호조세를 이어가지 못하고 급격히 위축된 이유는 무엇 때문일까?

유럽경제의 침체를 가져온 가장 직접적인 이유는 미국 발 금융위기로 유럽의 금융시장과 실물경제가 큰 충격을 받았기 때문이다. 미국 Subprime Mortgage관련 파생 금융상품에 투자한 유럽의 주요 은행이 막대한 피해를 입은 후, 신용경색이 심화되며 실물경제의 탄력이 떨어지기 시작한 것이다. 여기에 유럽중앙은행(ECB)의 고금리 정책 영향으로 유럽 주요국의 부동산시장이 침체 국면에 진입한 것도 경기 부진의 원인으로 지목될 수 있을 것이다. 유로지역의 주택가격 상승세는 2005년을 정점으로 둔화되기 시작했으며, 2007년 말부터 시작된 금융위기를 계기로 하강 속도가 더욱 빨라지고 있다. 나라 별로는 2008년 8월 말 아일랜드의 주택가격이 전년 같은 기간에 비해 9.9% 급락하는 등 가장 심각한 상황에 처해있으며, 독일과 스페인 등 대부분의 국가도 부동산 가격의 상승률이 크게 둔화되고 있다. 부동산시장의 침체와 함께, 국제유가의 급등도 소비심리를 크게 위축시켰다. 유가와 주요 원자재가격 상승 영향으로 2008년 7월 생산자물가는 전년 같은 기간에 비해 9.2% 상승해 1999년 Euro화 출범 이후 최고치에 도달했다. 특히 상대적으로 경직적인 노동시장 구조를 갖추고 있는 유럽경제의 특성상, 인플레 압력이 임금인상으로 연결되면서 2008년 8월을 고비로 유럽 기업의 실적전망도 급격하게 악화되는 등 경기 침체의 '악순환' 본격화되는 상황이다. 따라서 2008년 하반기부터 유럽경제는 경기침체 국면에 접어든 것으로 판단되며, 2009년에도 경기침체가 이어질 것으로 예상된다. 이제 보다 자세히 2009년 유럽경제가 어떤 모습을 보일 지 살펴보도록 하자.

**유럽 경제성장률 추이**

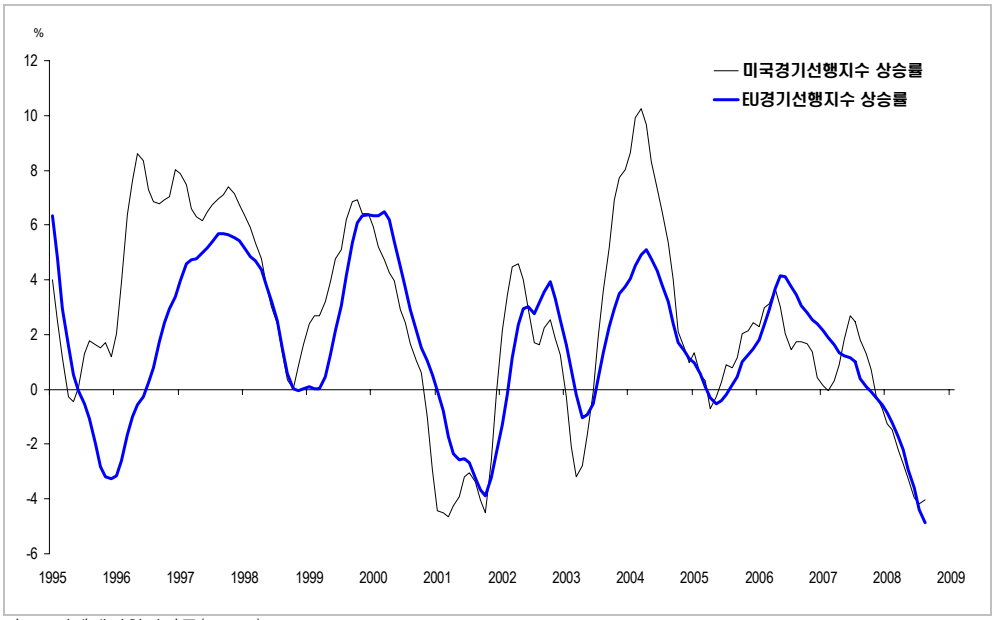
**Euro-Zone, Euro화 출범 이후 처음으로 마이너스 성장**




자료: Eurostat.

## 미국과 유럽 경기선행지수 변화 추이

**유럽 경기선행지수, 미국에 2~3개월 후행**




자료: 경제개발협력기구(OECD), Conference Board.

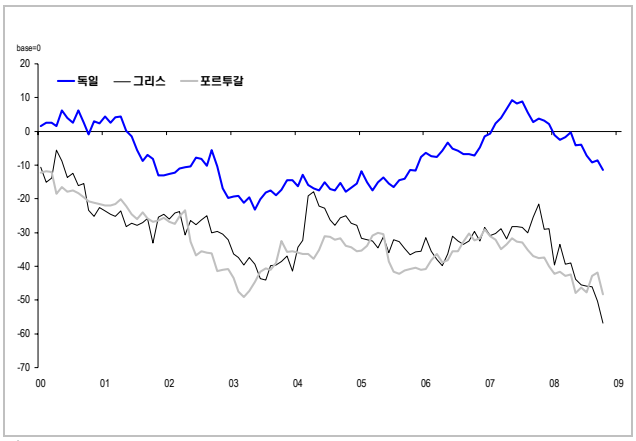
## 유럽 주요국 주택가격 상승률 추이

**아일랜드, 스페인, 독일, 영국, 덴마크의 주택가격 상승률 마이너스 전환**

| (YoY, %) | 01~03년 평균 | 2004년 | 2005년 | 2006년 | 2007년 | 2008년 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | 1분기 | 2분기 | 7월 | 8월 |
| 유로지역 | 6.7 | 7.5 | 7.8 | 6.5 | 4.5 | | | | |
| 독일 | 0.6 | -7.6 | -2.9 | 0.5 | -1.8 | -3.8 | -3.2 | -1.4 | -0.3 |
| 프랑스 | 9.3 | 15.2 | 15.3 | 12.2 | 6.6 | 4.2 | 2.8 | | |
| 이탈리아 | 17.6 | 13.0 | 8.4 | 2.3 | -0.5 | 2.1 | 0.9 | 0.6 | 0.6 |
| 스페인 | 14.4 | 17.5 | 14.0 | 10.4 | 9.9 | 2.8 | -0.3 | | |
| 아일랜드 | 11.6 | 11.6 | 7.2 | 13.4 | 1.1 | -8.6 | -9.4 | -9.4 | -9.9 |
| 영국 | 16.6 | 17.1 | 5.2 | 6.4 | 9.5 | 2.2 | -4.0 | -8.1 | -10.5 |
| 덴마크 | 4.2 | 8.9 | 17.5 | 21.8 | 4.7 | -1.9 | | | |
| 스웨덴 | 7.0 | 9.6 | 9.6 | 11.4 | 10.7 | 9.0 | 4.5 | | |

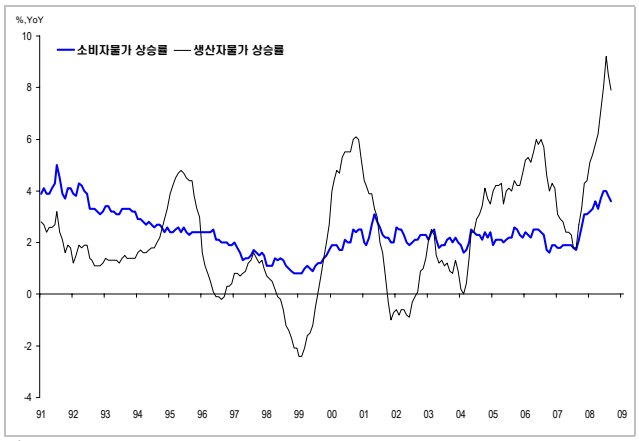
자료: 한국은행, '최근 유럽의 주택경기 부진과 전망'

## 유럽 소비자신뢰지수 추이




자료: Eurostat.

## 유럽 소비자 및 생산자물가 상승률 추이




자료: Eurostat.

### (2) 유럽경제의 회복이 더딜 것으로 보는 이유는?

**뒤늦은 금리인하와 경직적인 노동시장이 경기회복의 걸림돌**

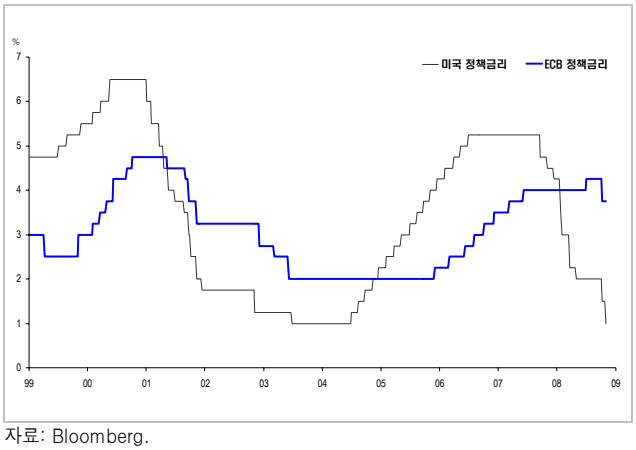
결론부터 먼저 이야기하자면, 유럽경제는 미국경제보다 다소 늦은 2009년 하반기에 경기저점을 맞이할 것으로 예상된다. 유럽 경기가 미국보다 더 늦게 회복될 것으로 예상하는 이유는 다음의 두 가지 요인 때문이다.

첫 번째 요인은 유럽중앙은행(ECB)의 뒤늦은 정책대응이다. 미국 연준은 2007년 9월 18일 정책금리를 인하하기 시작해 2008년 10월말까지 금리인하가 계속되었지만(425bp 인하), ECB는 지난 2008년 10월 8일에야 정책금리를 인하했으며 금리인하 폭도 100bp에 불과한 상황이다. 정책금리의 변화는 경기변동을 일으키는 가장 중요한 요인의 하나로 일반적으로 정책금리의 인하가 나타난 이후 약 1년 이상을 경과해야 경제전반의 금리인하의 효과가 나타나게 된다. 그러나 ECB의 정책금리인하가 10월에야 단행되었기에, 경제전반의 하강 압력은 이제부터가 시작이라고 볼 수 있을 것이다. 물론 ECB가 금리인하를 시작했지만, 지난 8월까지 금리가 인상되었기에 그 효과는 지연될 것으로 예상된다.

유럽경제의 회복이 늦어질 것이라고 보는 두 번째 이유는 바로 노동시장의 구조 차이 때문이다. 미국의 실업률은 2006년 말을 바닥(4.4%)으로 상승세로 돌아서, 2008년 10월에는 6.5%까지 급등한 반면, 유럽의 실업률은 2008년 3월에야 저점(7.2%)을 기록한 후 이제 겨우 6개월 가량 상승했을 뿐이다. 앞에서 살펴본 것처럼, 경기 선행지수와 경제성장률 등 주요 경기지표의 흐름이 비슷함에도 불구하고 미국과 유럽의 실업률의 움직임이 차이가 나는 이유는 노동시장의 구조가 서로 다르기 때문일 것이다.

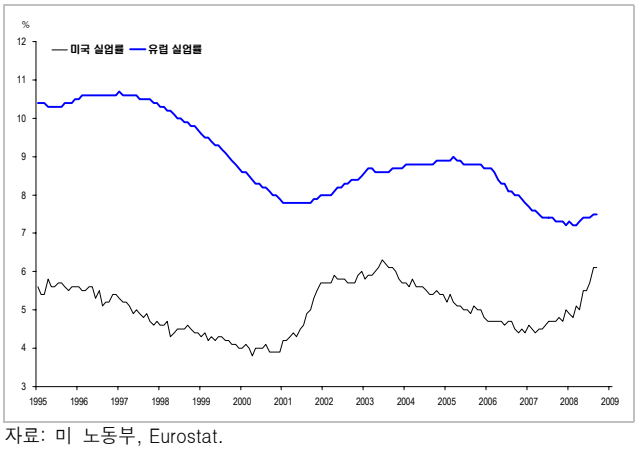
물론 어떤 나라가 더 뛰어난 노동시장의 구조를 가지고 있는지 따지려는 것은 아니다. 그렇지만, 한 가지 분명한 것은 유럽의 노동시장은 천천히 악화되고 또 천천히 회복되는 모습을 보일 가능성이 높다는 것이다. 미국은 경기가 나빠지면 임금과 고용이 바로 감소하기에 불황에 접어들면서 노동시장도 바로 위축된다. 그러나 유럽은 노동시장이 유연하지 않기에 기업의 실적이 악화되더라도 해고가 지연되며, 또 경기가 회복되더라도 기업 내의 유휴인력 pool 때문에 미국보다 신규고용 및 임금의 증가 속도가 더디게 되는 것이다.

**미국과 유럽의 정책금리 추이**




자료: Bloomberg.

**미국과 유럽의 실업률 추이**




자료: 미 노동부, Eurostat.

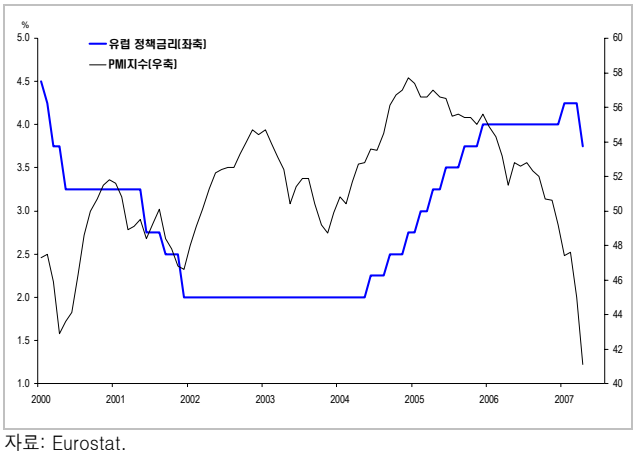
### (3) 유럽경제 전망 – 2009년 0.3% 성장 예상

**ECB, 정책금리를 2%까지 인하할 듯**

이제 마지막으로 2009년 유럽경제 주요 지표에 대해 살펴보도록 하자. 먼저 경제성장률은 0.3%를 기록하여 2008년보다 크게 악화될 가능성이 높은 것으로 보고 있다. 2009년 상반기까지 0% 전후의 부진한 성장이 계속된 후, 2009년 하반기부터 점차 성장률이 플러스 구간에 진입할 것으로 예상된다. 실업률은 지속적인 상승세를 보일 것으로 예상되며, 건설투자의 부진이 성장률의 추가 상승을 가로막는 암초 역할을 할 가능성이 높은 것으로 판단된다. 다행히 유가 급락으로 인해 소비자의 지출은 2009년 초를 저점으로 회복될 것이나, 고용여건의 악화로 인해 그 탄력은 떨어질 전망이다.

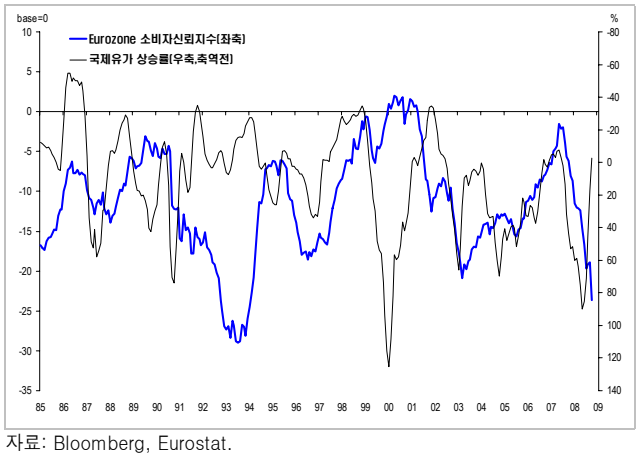
ECB는 2009년 내내 정책금리의 인하 기조를 이어갈 것으로 예상되며, 소비자물가 등 주요 물가지표의 안정 가능성이 높아 2% 전후까지 금리를 인하할 전망이다. 이와 같은 정책금리의 지속적인 인하는 유로화 가치에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높다. 대내외 금리차가 벌어지면서 재정거래 자금의 유출 가능성이 부각될 것이며, 부진한 성장으로 인해 자산가격의 회복 속도도 다른 선진국에 비해 상대적으로 떨어질 것으로 예상되기 때문이다. 그러나 하반기로 접어들며 금리인하의 강도는 완화될 것으로 예상되며, 주택시장 역시 저금리 기조가 고착화된 데 힘입어 2010년부터는 점차 개선될 가능성이 높은 것으로 판단된다.

**유럽 정책금리와 구매관리자지수(PMI) 추이**




자료: Eurostat.

**유럽 소비자신뢰지수와 국제유가 상승률 추이**




자료: Bloomberg, Eurostat.

**2009년 0.3%, 2010년 1.3% 성장 예상**

**2009년 유럽 주요 경제지표 전망**

| | 2003년 | 2004년 | 2005년 | 2006년 | 2007년 | 2008년 (예상) | 2009년 (예상) | 2010년 (예상) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 경제성장률(%) | 0.8 | 1.9 | 1.8 | 3 | 2.6 | 1.2 | 0.3 | 1.3 |
| 정책금리(%) | 2.00 | 2.00 | 2.25 | 3.50 | 4.00 | 3.00 | 2.00 | 2.50 |
| 소비자물가 상승률(%) | 2.1 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.1 | 3.4 | 2.2 | 1.8 |
| 실업률(%) | 8.7 | 8.8 | 8.8 | 8.2 | 7.4 | 7.4 | 8.3 | 8.5 |
| 유로/달러환율 | 1.26 | 1.36 | 1.18 | 1.32 | 1.46 | 1.31 | 1.25 | 1.20 |

자료: 국민은행 작성.

# 3. 중국경제

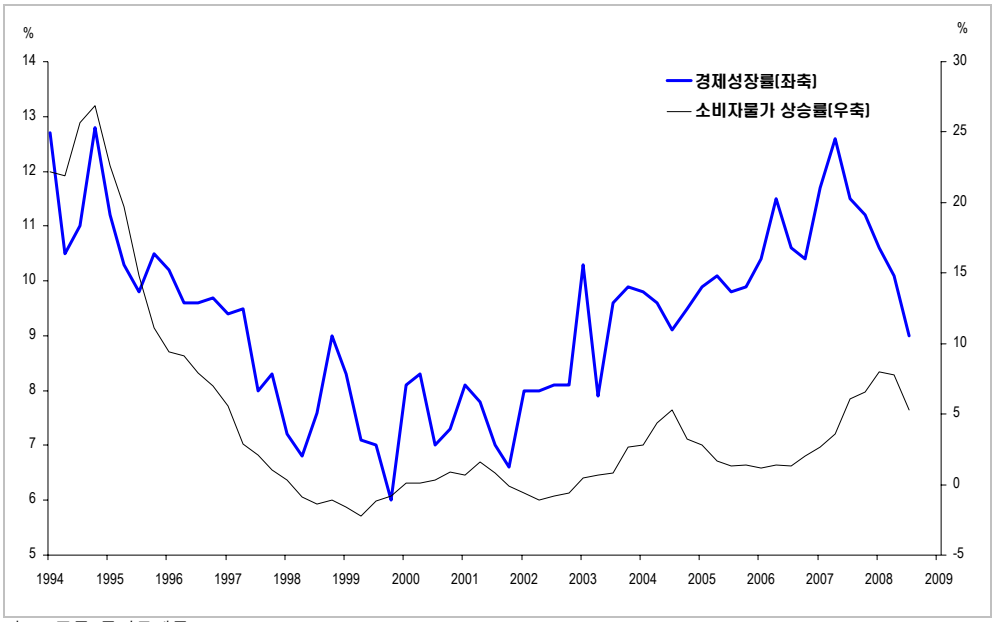
## – 내수경기 의존도 높아지며 연착륙 할 듯

**중국 경제성장률, 2007년 2분기 이후 5분기 연속 하락**

중국 경제성장률이 2007년 2분기를 정점(12.6%)으로 5분기 연속 떨어지며, 경기과열에 대한 우려가 퇴조하는 반면 경기수축에 대한 공포가 높아지고 있다. 그러나 일부의 우려처럼 중국 경제 성장률이 5~6%대로 떨어지는 경착륙(Hard Landing)이 발생할 가능성은 높지 않은 것으로 판단된다. 무엇보다 물가압력이 완화되며 중국 정책당국의 경기부양 정책 시행의 제약이 사라진 데다, 내수경기가 1990년대의 한국처럼 경제 내의 비중이 확대될 가능성이 높은 것으로 보이기 때문이다. 이제 보다 자세히 2009년 중국경제의 여건을 살펴보도록 하자.

**중국 경제성장률과 소비자물가 상승률 추이**

**경기침체에 대한 우려가 높아지고 있음**




자료: 중국 국가통계국.

### (1) 중국경제 현황

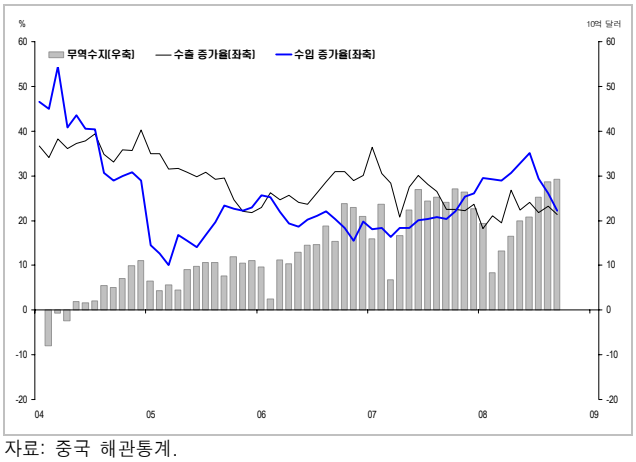
**외부환경이 악화되며 수출·생산 증가세 둔화**

중국경제가 2007년 봄 이후 성장탄력이 빠르게 둔화되고 있는 가장 직접적인 원인은 바로 Global 경기 둔화 영향으로 중국의 수출 증가세가 둔화되었기 때문이다. 중국 GDP대비 수출 비중이 37.2%(2007년 기준)에 이르고 제조업(2차 산업)의 GDP 비중이 46.4%에 달한다는 점을 감안하면, 수출 둔화가 가져올 중국경제의 충격이 클 수밖에 없는 상황이다.

중국의 수출은 2003년 이후 연간 30.6%의 급격한 증가를 기록하며 중국의 경제성장을 견인하였지만, 2008년 1~9월 중국의 수출증가율은 22.3%로 떨어졌다. 특히 1~9월 대미 수출이 11.3% 그리고 대일 수출이 16.2% 증가에 그치는 등 선진국으로의 수출이 크게 둔화되었으며, 3분기 러시아 수출이 감소(-5.1%)하고 인도 수출도 증가율이 크게 낮아지는 등 대 개도국 수출도 점차 증가세가 떨어지는 것으로 나타났다.

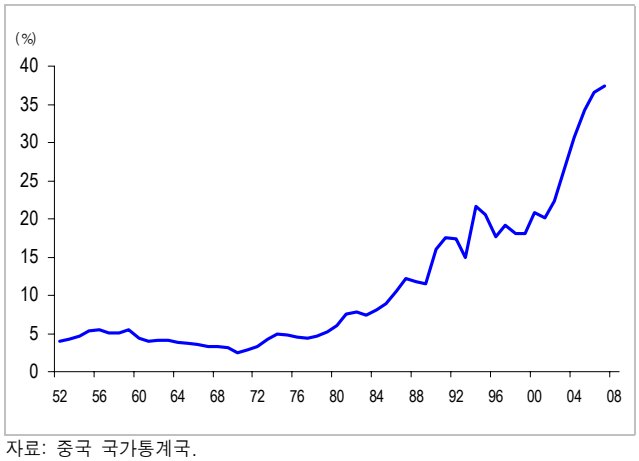
수출증가세가 둔화된 또 다른 원인은 중국 정책당국의 위앤화 평가절상 정책에 있다. 달러/위앤 환율은 2007년 말 이후 6.36%(2008년 10월 말 기준) 하락한 바 있으며, 특히 2008년 7월 이후의 달러강세 영향으로 Euro 및 엔화에 대해서도 강세 흐름을 보이고 있는 상황이다. 환율 평가절상 영향으로 중국의 대미 수출물가는 강한 상승세를 보이고 있으며, 이는 미국 등 주요 선진국 수입시장에서의 점유율 하락 원인으로 작용하는 상황이다.

**중국의 수출입 증가율과 무역수지 추이**



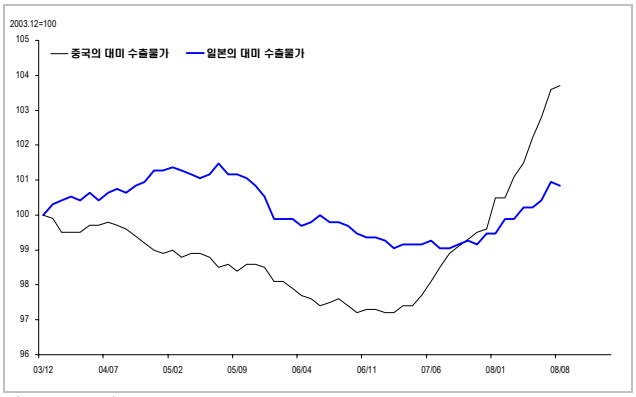

자료: 중국 해관통계.

**중국의 GDP대비 수출비중 추이**



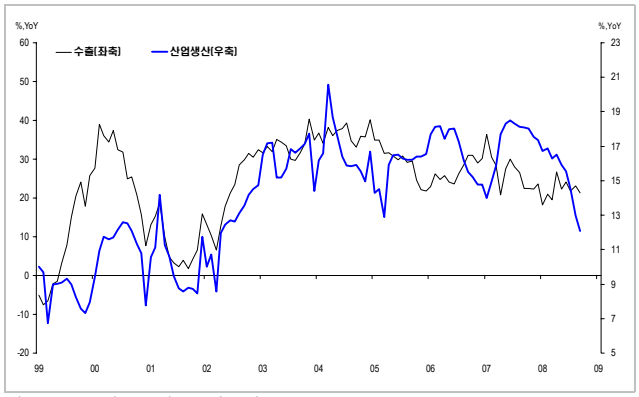

자료: 중국 국가통계국.

**중국과 일본의 대미 수출물가 추이**




자료: 미국 상무부.

**중국의 산업생산과 수출 증가율 추이**

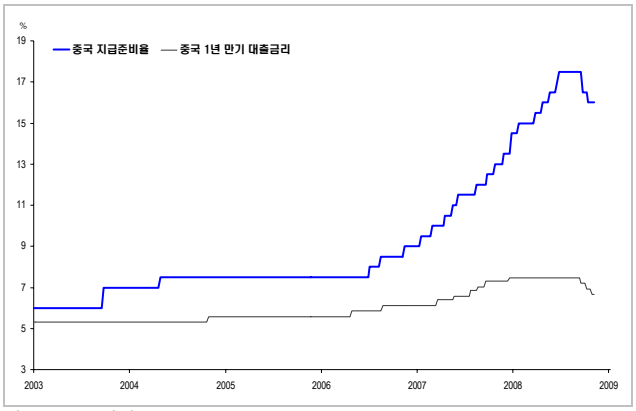



자료: 중국 해관통계, 국가통계국.

**중국 통화정책 당국의 긴축정책도 자산가격 하락으로 이어져**

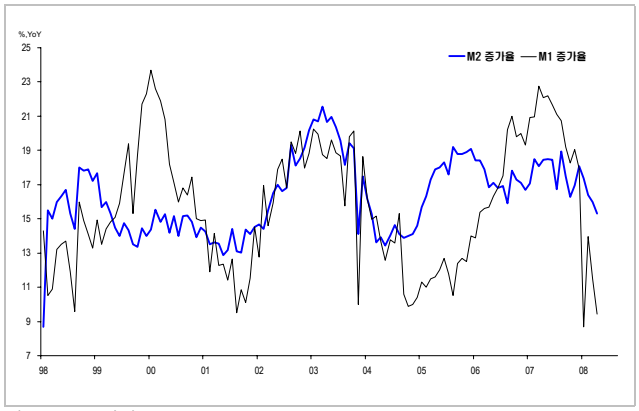
물론 중국의 성장 둔화 원인이 수출 경기 둔화에만 있는 것은 아니다. 인플레 압력이 강화되는 가운데 중국 정부는 정책금리에 해당하는 1년 만기 대출금리를 2007년 초 6.12%에서 2008년 초 7.47%까지 인상하는 한편, 지급준비율을 역시 2007년 초 9.0%에서 2008년 6월 17.5%까지 인상하는 등 강력한 긴축정책을 펼쳤다. 이 영향으로 중국의 통화(M1) 공급 증가율은 2008년 9월 9.4%까지 떨어져, 기업의 투자 위축은 물론 주식과 부동산 등 자산가격 하락을 유발시킨 바 있다. 특히 상해 종합주가지수는 2007년 10월 16일 6,092.06pt를 기록한 이후 하락세로 돌아서 2008년 10월 말에는 1,728.79pt까지 떨어져, 70% 이상 폭락한 상황이다. 2007년 이후 주식시장에 계좌를 새로 개설한 투자자의 수가 7,154만 명에 이르렀음을 감안할 때, 주가 폭락의 충격은 대단히 컸을 것으로 추정된다.

**중국 지급준비율과 1년 만기 대출금리 추이**




자료: 중국 인민은행.

**중국의 주요 통화공급 지표 추이**




자료: 중국 인민은행.

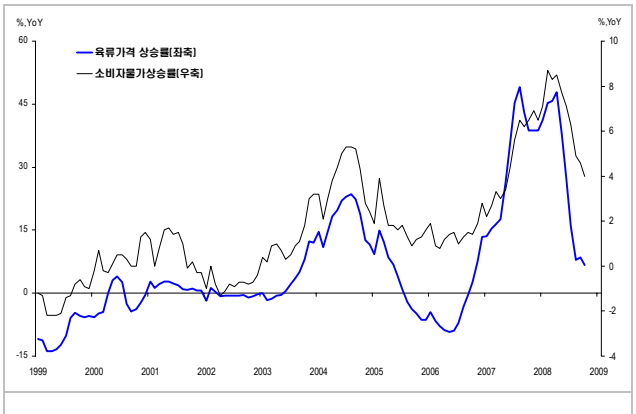
### (2) 중국 정책당국의 대응은?

**중국 정책당국, 통화·수출·재정 등 전방면에 걸쳐 경기부양정책 시행**

일부에서는 2008년 4분기 중국 경제성장률이 5%대로 떨어질 것이라고 예상하나(CSFB), 중국 정책당국의 경기부양 노력을 너무 간과한 느낌이 있다.

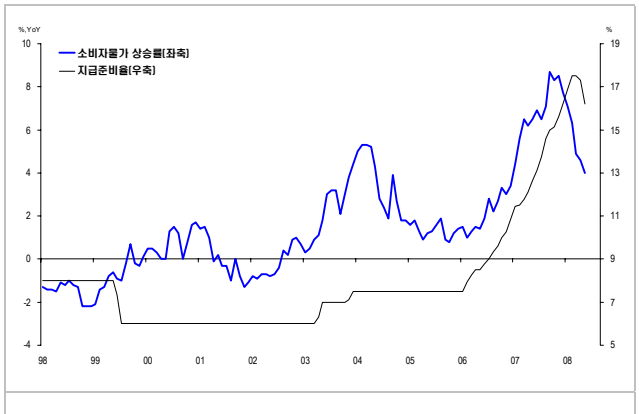
최근 발표된 중국 정부의 경기부양정책의 추진 내역을 살펴보면, 먼저 9월 16일 이후 1년 만기 대출금리를 3차례 인하하며 모두 81bp 인하하는 한편 지급준비율도 같은 기간 동안 1.5%p 인하하였다. 뿐만 아니라 주택대출 금리(5년 이하 기준)를 4.32%에서 4.05%로 인하하고, 상업은행의 대출 규모 통제를 중단한 바 있다. 특히 중국 정책당국은 11월 1일부터 노동집약형 산업과 고부가가치 산업에 대한 수출환급세율을 인상하기에 이르렀다. 수출환급대상 품목을 보다 구체적으로 살펴보면, 방직업과 복장과 인형업종의 수출환급세율을 14%로 인상하고 일용품 및 예술도자기 상품은 11%로 그리고 부분 플라스틱 상품은 9%, 부분 가구는 11%, 노트북과 서적 등에 대해서는 각각 9%, 11%로 인상하였다. 수출 및 통화정책뿐만 아니라 재정정책의 기조도 변화하여, 원쟈바오 총리는 상무회의에서 사회간접자본(SOC) 건설 관련 문제를 언급하면서 도로, 공항, 핵발전소, 수력발전소 등 일련의 건설 항목을 허가하였다. 또한 부동산 경기를 부양하기 위해 2008년 11월 1일부터 90평방미터 이하의 주택 구매자 대상 양도세를 1%로 인하했으며, 또한 지방정부에서 주택소비 확대를 위한 세금 면제 정책을 출시하는 것을 지지하기에 이르렀다.

**중국 육류가격과 소비자물가 상승률 추이**



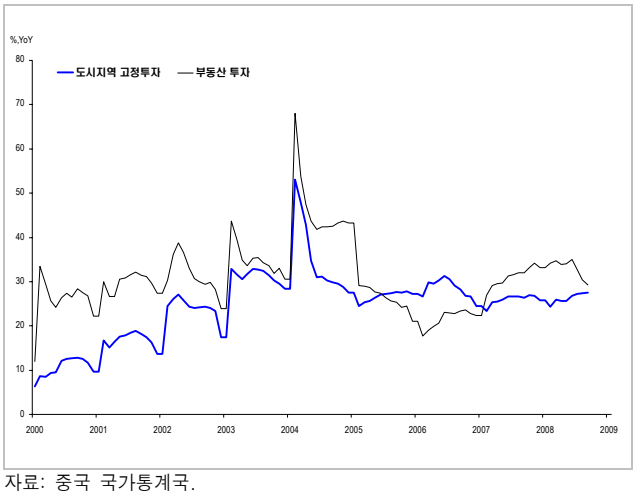

자료: 중국 인민은행, 국가통계국.

**중국 지급준비율과 소비자물가 상승률 추이**



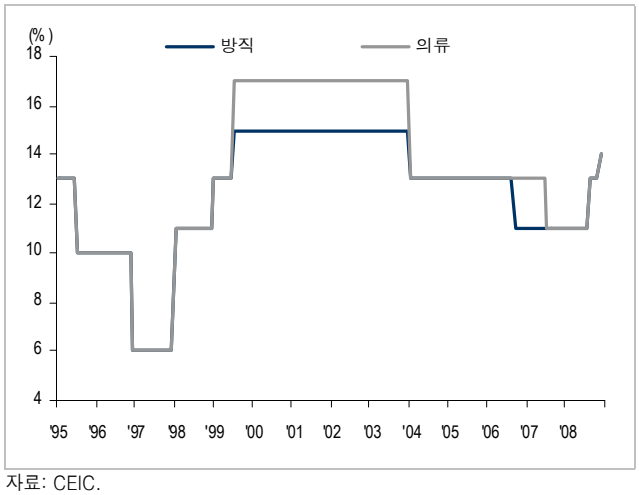

자료: 중국 인민은행, 국가통계국.

중국 고정투자 및 부동산투자 증가율 추이




자료: 중국 국가통계국.

중국 주요 수출품목의 수출 환급세율 변화 추이




자료: CEIC.

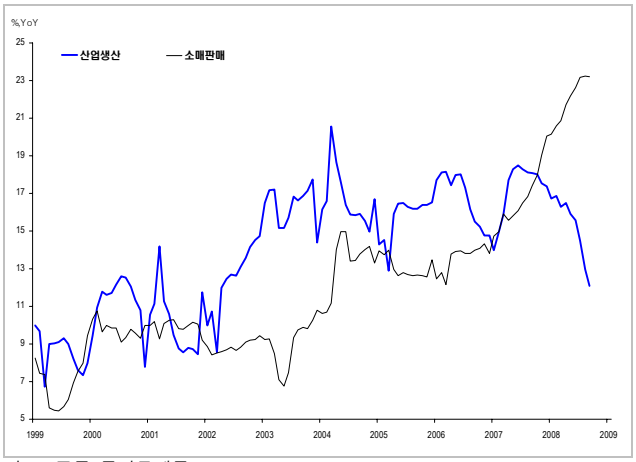
### (3) 2009년 중국경제 전망

**2009년 중국경제, 8.5% 성장 예상**

이제 마지막으로 2009년 중국의 주요 경제지표에 대해 살펴보도록 하자. 먼저 2009년 중국의 경제성장률은 8.5%를 기록할 것으로 예상된다. 과거에 비해 수출 의존도가 크게 높아지고, 주식과 부동산 등 자산가격의 하락세가 지속되고 있어 중국경제가 지난 5년과 같은 고성장(평균 10.8%)을 기록하기는 어려울 것이다. 그러나 육류 및 에너지관련 물가의 하락에 힘입어 소비자물가 상승률이 4% 전후까지 떨어질 것으로 예상되어, 정책당국의 경기부양 정책이 예상보다 더욱 강화될 가능성이 높은 것으로 판단된다. 또한 민간소비의 비중이 아직 낮은 수준이기 때문에, 내수경기 부양에 따른 소비증가의 효과는 클 것이다. 따라서 2009년 중국경제는 상반기 중 8% 전후까지 성장률이 둔화될 것으로 예상되나, 하반기 중 경기부양정책의 효과가 나타나며 반등할 것으로 예상된다.

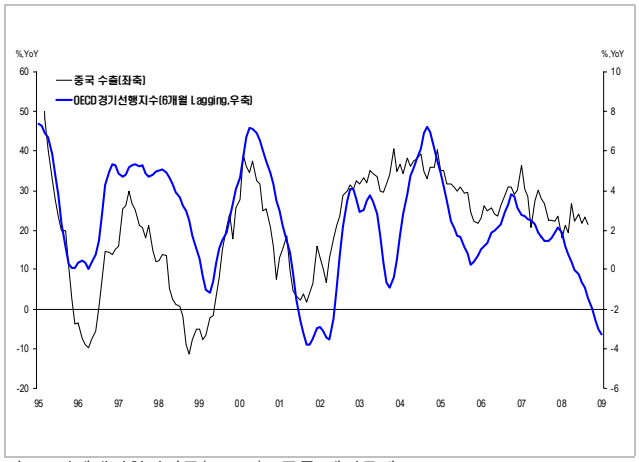
달러/위앤 환율은 2009년에도 평가 절상될 것으로 예상되나, 평가절상 폭은 2008년에 미치지 못할 전망이다. 가격경쟁력 약화 및 달러강세 영향으로 중국 정책당국의 대폭적인 평가절상을 허용할 가능성이 낮기 때문이다.

중국 산업생산과 소매판매 증가율 추이




자료: 중국 국가통계국.

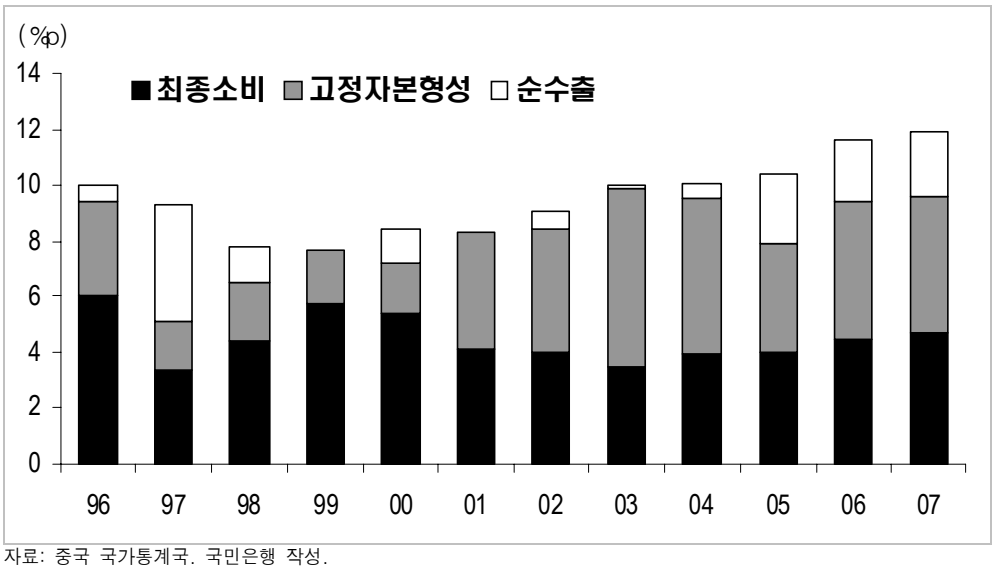
OECD 경기선행지수와 중국의 수출 증가율 추이




자료: 경제개발협력기구(OECD), 중국 해관통계.

**소비의 성장기여도, 크게 높아질 듯**

중국의 지출부문별 성장 기여도 추이




자료: 중국 국가통계국, 국민은행 작성.

**2009년 8.5%, 2010년 9.0% 성장 예상**

2009년 중국 주요 경제지표 전망

| | 2003년 | 2004년 | 2005년 | 2006년 | 2007년 | 2008년 | 2009년 | 2010년 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 실질 GDP 성장률(%) | 10.0 | 10.1 | 10.4 | 11.6 | 11.9 | 9.9 | 8.5 | 9.0 |
| 소비자물가 상승률(%) | 1.2 | 3.9 | 1.8 | 1.5 | 4.8 | 6.4 | 4.0 | 3.5 |
| 달러/위앤 환율 | 8.3 | 8.3 | 8.1 | 7.8 | 7.3 | 6.8 | 6.5 | 6.4 |

자료: 국민은행 작성.

# 4. 상품시장

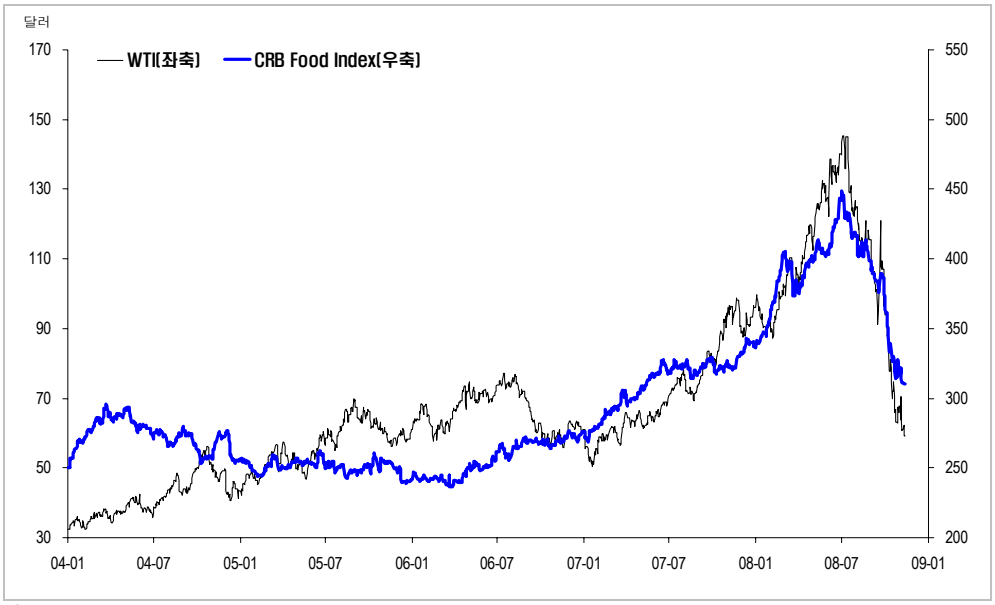
## – 전약후강의 Pattern 예상

**국제유가, 역사상 최고치 기록한 후 4달 만에 53.5% 폭락**

국제유가는 한 때 배럴당 145.29달러까지 급등(2008년 7월 4일, WTI 기준)했으나, 이후 급락세로 돌아서 10월 말 현재 67.81달러까지 무려 53.3% 폭락했다. 특히 10월 24일 열린 석유수출국기구(OPEC) 긴급 회담에서 2009년 1월까지 하루 석유생산량을 150만 배럴 감축하기로 결정했지만, 이후에도 유가하락세는 멈추지 않고 있다. 이제 보다 자세히 최근 유가 폭락의 원인을 살펴보는 한편, 2009년 상품시장을 예상해보도록 하자.

**국제유가(WTI)와 식료품 가격 지수 추이**

**주요 원자재가격, 동반 폭락**




자료: Bloomberg.

### (1) 유가하락 원인은?

**원유 수요 둔화와 달러강세 영향으로 유가 하락세 본격화**

최근 유가 폭락의 가장 중요한 원인은 Global 경기 둔화에 있다.

OECD 경기선행지수가 2008년 9월까지 무려 15개월 연속 하락하는 등 선진국 경기의 둔화가 본격화됨에 따라, 선진국의 석유소비가 2008년 여름부터 둔화되기 시작했다. 세계 최대의 원유 수입국가인 미국의 10월 석유소비는 하루 평균 1,950만 배럴로 1년 전에 비해 무려 6.6% 감소하며 2003년 10월 이후 최저 수준을 기록한 것으로 나타났다. 이런 현상은 한국도 마찬가지로, 지난 해 12월 이후 10개월 연속 석유소비가 감소한 것으로 나타났다.

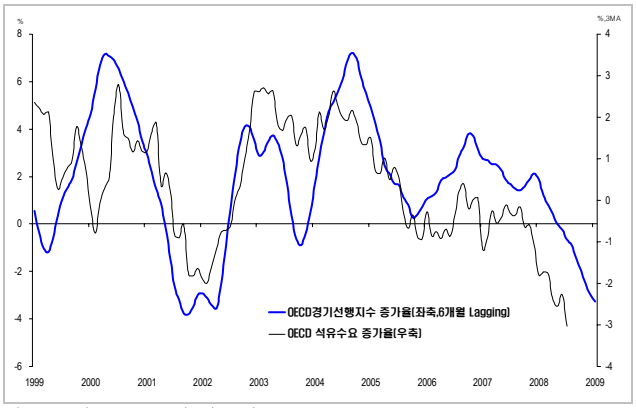
이와 같은 선진국의 석유소비 둔화와 함께 중국 등 개발도상국의 석유보조금 삭감 조치도 유가하락의 폭을 더욱 확대시킨 요인으로 작용하였다. 중국 정책당국은 6월 19일 국제 유가 상승을 이유로 휘발유와 디젤유 가격을 각각 16~18% 인상했으며, 9월 1일부터 에너지 절감을 위해 4000cc 이상의 대형차의 세금은 두 배로 높이고 1000cc 이하 경차의 세금은 1/3로 내리는 조치를 취한 바 있다. 특히 중국의 수도 베이징은 대기오염 개선을 명분으로 10월 7일 휘발유와 디젤유의 가격을 평균 2.7% 인상하는 등 에너지 소비 감소를 위해 적극적인 노력이

이뤄지고 있다. 이 영향으로 중국 등 주요 개발도상국의 원유 소비는 빠르게 줄어들고 있으며, 특히 중국의 자동차 시장도 침체되는 상황이다.

7월부터 국제유가의 하락을 가져온 또 다른 원인은 미 달러가치의 상승에 있다. 7월 초 연준 관계자의 달러강세 유도 발언이 있은 후, 유럽경제 지표가 급속히 악화되면서 달러 가치는 수직 상승했다. 아래의 네 번째 <그림>에 잘 나타난 것처럼, 달러 가치가 상승세로 돌아서자마자 원유시장에 유입된 투기적 자금(비 상업적 계약)이 대거 이탈했던 것이다. 또한 달러강세로 인해 산유국의 입장에서 구매력 저하에 대한 우려가 약화되어, 국제유가 인상을 위한 집단 행동이 지연되는 결과를 낳았다.

이러한 세 가지 요인 이외에 2003년 이후 약 6년에 걸친 호황으로 석유가격에 '거품'이 형성되었던 데다, 여름마다 멕시코만의 석유생산시설을 위협하던 허리케인의 공포가 완화된 것도 유가 하락의 요인으로 작용한 것으로 판단된다.

### OECD 경기선행지수와 석유 수요 변화




자료: 경제개발 협력기구(OEC).

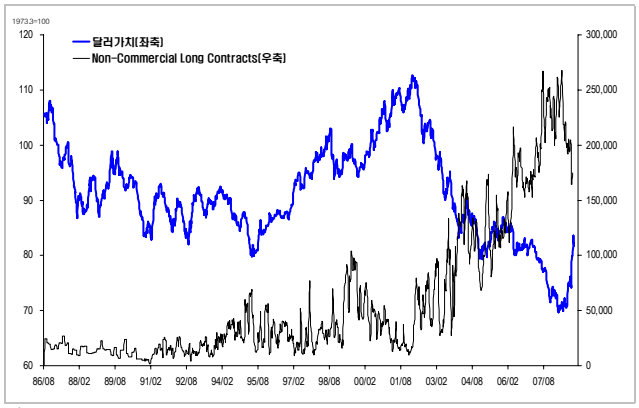
### 미 달러가치와 국제유가(WTI)

자료: Bloomberg.

### 국제유가(WTI)와 중국의 수입증가율 추이

자료: Bloomberg, 중국 해관통계.

### 국제유가(WTI)와 투기적 Long Contract 추이




자료: Bloomberg.

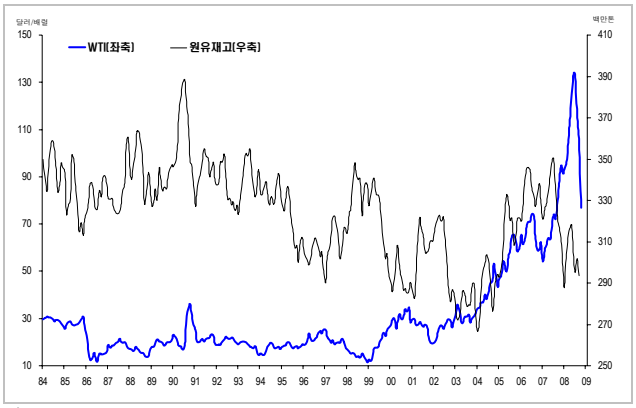
## (2) 2009년 유가는?

**WTI 70달러, Dubai 63달러 예상**

앞에서 살펴본 유가 하락 원인 중 가장 직접적이면서도 강력한 영향을 미친 요인은 '경기 둔화'로, 경기둔화에 대한 공포가 완화되지 않는 한 석유가격의 반등은 2008년에도 쉽지 않을 것으로 예상된다. 물론 석유수출국기구(OPEC)의 감산이 2009년 접어들어 더욱 본격화될 가능성이 높고, 또 미국의 원유재고 역시 과거의 수준에 비해 크게 낮은 편이기에 추가적인 하락 폭은 크지 않을 것으로 예상된다.

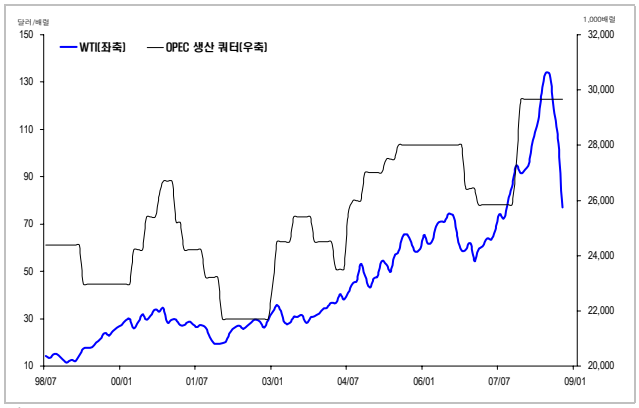
이상의 요인을 종합할 때, 2009년 유가(WTI 기준)는 전약후강의 모습을 보일 것으로 예상된다. 2009년 상반기에는 Global 경기가 최악의 국면에 도달할 가능성이 높고, 달러가치 역시 '안전자산 선호' 심리의 확산 속에 강세를 보일 것이기에 유가하락 국면이 지속될 가능성이 높다. 그러나 하반기에는 미국과 중국경기의 반등, 그리고 OPEC의 연이은 감산으로 수급 불균형이 해소될 것이기에 유가는 반등할 것으로 예상된다. 따라서 2009년 WTI 평균 가격은 70달러, 그리고 Dubai 평균 유가는 63달러 전후에서 형성될 것으로 전망한다.

**국제유가(WTI)와 미국 원유재고 추이**




자료: Bloomberg, EIA.

**국제유가(WTI)와 석유수출국기구(OPEC) 생산 쿼터**




자료: Bloomberg.

**주요 유가전망 기관의 2009년 유가 전망 요약**

**유가 전망 기관, 2009년 국제유가(WTI) 80~128달러 예상**

| | 기관 (전망시기) | 07년 평균 | 2008년 | | 2009년 | | | | | 비 고 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 4/4 | 평균 | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 평균 | |
| Dubai | CERA | 68.51 | 104.50 | 106.69 | 98.50 | 94.50 | 92.50 | 96.50 | 95.50 | 기준유가 |
| | | 68.51 | 124.50 | 113.25 | 126.50 | 123.50 | 119.50 | 120.50 | 122.50 | 고유가(공급부족) |
| | | 68.51 | 81.50 | 99.81 | 77.50 | 75.50 | 73.50 | 71.50 | 74.50 | 저유가(수요감소) |
| Brent | CGES ('08.9.22) | 72.90 | 100.70 | 108.60 | 90.90 | 85.00 | - | - | 85.90 | 기준유가 |
| | | 72.90 | 101.70 | 108.80 | 96.40 | 97.30 | - | - | 105.10 | 고유가 |
| | | 72.90 | 95.80 | 107.10 | 80.30 | 67.80 | - | - | 64.50 | 저유가 |
| | CERA ('08.9.3) | 72.47 | 108.50 | 111.02 | 102.50 | 98.50 | 96.50 | 100.50 | 99.50 | 기준유가 |
| | | 72.47 | 128.50 | 117.34 | 130.50 | 127.50 | 123.50 | 124.50 | 126.50 | 고유가(공급부족) |
| | | 72.47 | 85.50 | 104.15 | 81.50 | 79.50 | 77.50 | 75.50 | 78.50 | 저유가(수요감소) |
| WTI | CERA ('08.9.3) | 72.16 | 110.00 | 112.41 | 104.00 | 100.00 | 98.00 | 102.00 | 101.00 | 기준유가 |
| | | 72.16 | 130.00 | 118.50 | 132.00 | 129.00 | 125.00 | 126.00 | 128.00 | 고유가(공급부족) |
| | | 72.16 | 87.00 | 105.41 | 83.00 | 81.00 | 79.00 | 77.00 | 80.00 | 저유가(수요감소) |
| | EIA ('08.9.9) | 72.32 | 119.67 | 115.81 | 126.00 | 129.00 | 127.00 | 124.00 | 126.50 | 기준유가 |

자료: 한국경제연구원, '2009년 경제전망'에서 재인용.

# 2부. 국내경제 동향 및 전망

## 목 차

1. 경기판단
– 2009년 하반기 경기저점 도달할 듯

2. 대외거래 및 환율
– 외환수급 여건 개선될 듯

3. 자본시장
– 정책금리 인하 속에 채권가격 상승세 지속될 듯

# 1. 경기판단

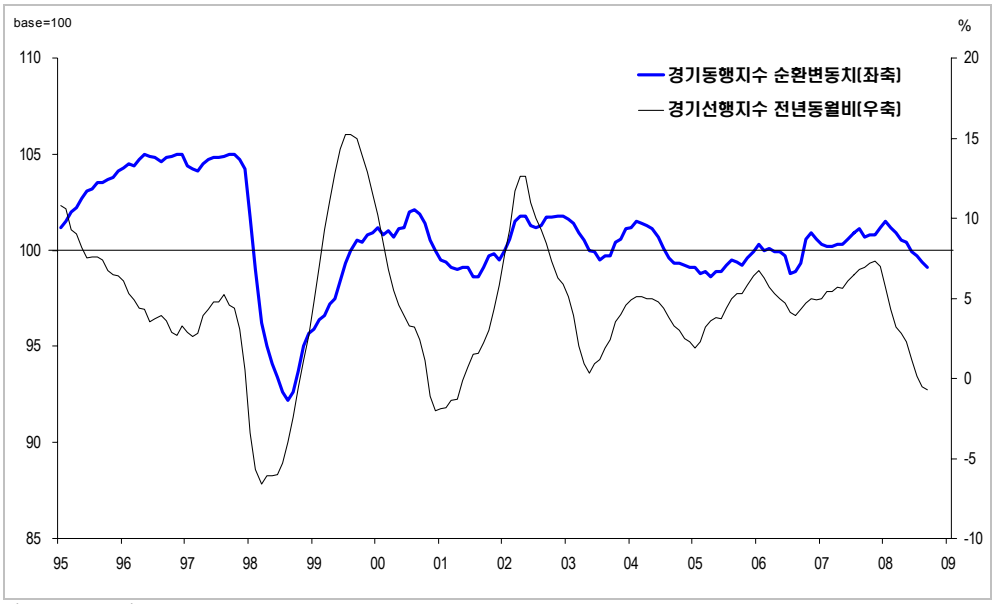
## – 2009년 하반기 경기저점 도달할 듯

**2008년 1월을 전후해 경기정점 경과**

한국경제는 2008년 1분기를 전후해 경기수축국면에 접어든 것으로 판단된다. 경기선행지수(전년동월비)가 2007년 12월 이후 10개월 연속 하락한 데다, 경기동행지수 순환변동치도 2008년 2월부터 8개월 연속 하락해 경기침체 국면 진입은 기정 사실이라 할 수 있다. 역사적인 경기순환의 경험이 이번에도 반복된다면, 경기정점(2008년 1월로 추산) 이후 약 18개월이 경과한 2009년 8월을 전후해 경기의 저점을 기록할 것으로 기대된다. 2009년 한국 경제성장률의 절대수준은 무역수지(=순수출) 개선에 힘입어 크게 떨어지지 않을 것이나, 내수 부문의 성장은 대단히 부진할 것으로 예상된다. 이제 보다 자세히 한국경제의 상황을 점검하고, 2009년 어떤 모습을 보일 것인지 살펴보도록 하자.

**한국 경기선행지수(전년 동월비)와 경기동행지수(순환변동치) 추이**

**한국 경기선행지수, 10개월 연속 하락**




자료: 한국 통계청.

### (1) 경기침체의 원인 ① – 교역조건의 급격한 악화

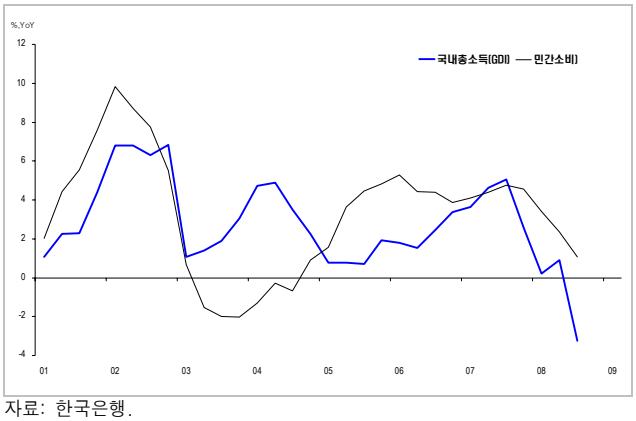
**교역조건, 1년 간 14.8% 하락**

한국경제가 2008년 1월을 전후해 경기 수축국면에 진입한 가장 직접적인 원인은 2007년 하반기부터 세계경기가 악화되는 가운데 국제 상품가격이 급등하며 한국의 교역조건이 크게 악화되었기 때문이다.

한국은행이 발표하는 교역조건 지수는 지난 2007년 2월 이후 줄곧 감소세를 보였으며, 지난 1년 동안의 하락률(2008년 8월 기준)은 무려 14.8%를 기록해 역사상 최악의 숫자를 기록했다. 교역조건의 악화는 무엇보다 경제의 체감성장률(GDI, Gross Domestic Income)을 떨어뜨려, 소비자들의 지출에 큰 타격을 가하게 된다. 그 가장 대표적인 예가 정보통신산업(IT) 제품가격의 폭락으로 시작된 2000년의 불황일 것이다. 메모리 반도체 등 한국의 주력 수출제품 가격이 IT주식 폭락과 함께 급락하면서, 한국경제는 2002년까지 심각한 불황을 경험할 수 밖에 없었다.

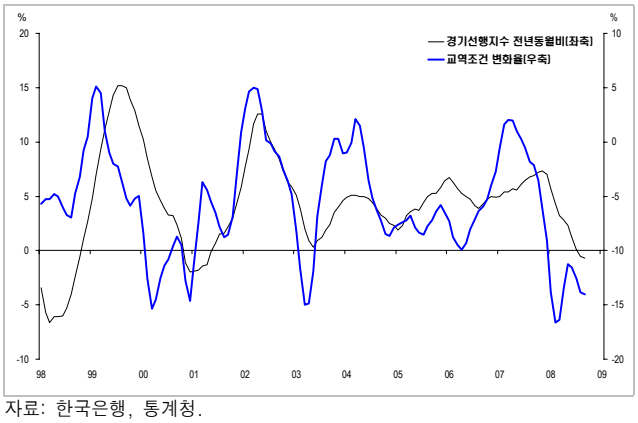
이렇듯 교역조건이 악화될 수 밖에 없었던 것은 국제 상품가격이 폭등하며 수입단가가 빠르게 상승한 데다, 미국 등 선진국 경기의 악화로 수출단가의 상승세가 꺾였기 때문이다. 2006년 말 61.1달러(WTI 기준)에 불과했던 국제유가는 이후 폭등하기 시작해 2008년 6월 말 140.0달러까지 치솟아 한국의 교역조건은 크게 악화될 수 밖에 없었다. 교역조건 악화로 한국의 수출상품 한 단위를 팔아 획득한 외화로 구입할 수 있는 수입상품의 가치가 떨어져, 한국 국민의 구매력을 약화시키는 결과를 가져왔던 것이다. 여기에 2008년부터 시작된 선진국의 경기침체 영향으로 한국의 주력 수출상품가격이 하락하기 시작한 것은 교역조건을 더욱 악화시키는 계기로 작용하였다.

**국내총소득(GDI)과 민간소비 증가율 추이**




자료: 한국은행.
주: 국내총소득(GDI) = 국내총생산(GDP) + 교역조건 변화에 따른 실질 무역손익.

**한국 경기선행지수와 교역조건 추이**




자료: 한국은행, 통계청.

## (2) 경기침체의 원인 ② – 자산가격 하락

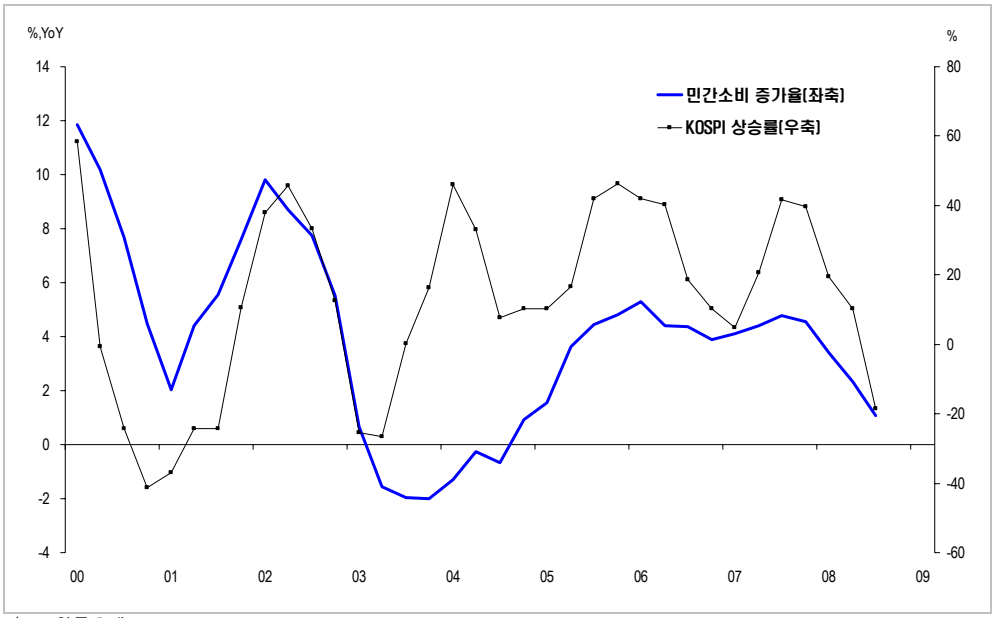
**민간 소비지출, 자산가격의 변화에 점점 더 민감해져**

교역조건의 악화와 함께 한국 경제를 '경기수축국면'에 밀어 넣은 또 다른 원인은 바로 주식과 부동산 등의 자산가격 하락에서 찾을 수 있다. 아래의 <그림>에도 잘 나타난 바와 같이, 최근 자산가격의 변화는 민간소비에 대단히 큰 영향을 미치고 있다. 지난 1990년대까지 한국경제는 주식이나 부동산 등의 자산가격 변화에 대해 큰 영향을 받지 않았지만, 1990년대 말을 고비로 자산가격이 경제(특히 소비)에 미치는 영향이 크게 확대되고 있는 상황이다.

한국경제가 자산가격에 민감하게 반응하게 된 원인은 바로 외환위기 이후의 저금리 기조에 힘입어 주택 및 주식 보유 가계의 숫자가 크게 증가한 데 있다. 통계청의 인구 센서스에 따르면, 자기 집에 살고 있는 가구의 수는 1995년 691만 가구에서 2005년에는 무려 883만 가구로 10년 전에 비해 192만 가구나 늘어났고 자기 집을 가지고 있는 가구의 비율도 2001년 58.9%에서 2004년에는 62.9%로 높아진 상황이다. 또한 1997년 67조원에 불과하던 한국인의 주식 보유 규모는 2007년 9월 무려 711조원으로 같은 기간 무려 10.6배 상승한 상황이다. 이처럼 더 많은 가계가 주택과 주식을 보유함에 따라, 주가와 주택가격의 변화가 소득 변화의 영향력을 압도하는 결과를 가져왔다. 왜냐하면 경제의 규모가 커지고 가계가 보유하고 있는 금융 및 실물자산의 규모가 커지면서, 일시적인 소득 변화에 대해 큰 반응을 보이지 않게 되었기 때문이다. 따라서 자산가격의 변화는 교역조건의 변화에 못지 않은 중요한 경기변수로 관찰해야 할 것이며, 최근의 금융시장 혼란은 한국경제의 침체를 더욱 가속화시킬 것으로 예상된다.

한국 민간소비와 KOSPI

**한국의 민간소비, 자산가격변화에 대한 민감도 높아**




자료: 한국은행, KRX.

### (3) 2008년 말부터 교역조건 개선 – 경기저점은 2009년 상반기

**한국 교역조건의 핵심 선행변수, 상승세로 돌아서**

교역조건의 악화와 자산가격의 하락으로 한국경제는 2008년 1월을 전후해 경기침체국면에 접어들었다. 그렇다면, 우리 경제는 언제부터 회복될 수 있을까?

일단 불확실한 부분이 너무 많은 자산가격 전망을 제쳐 놓고 교역조건의 변화에 초점을 맞춰 본다면, 2008년 말을 고비로 교역조건의 개선이 본격화될 것으로 기대된다. 교역조건의 개선을 낙관하는 가장 큰 이유는 한국 교역조건의 중요한 선행변수가 이미 개선되고 있기 때문이다. 한국 교역조건의 악화 혹은 호전 여부를 가장 쉽게 관찰할 수 있는 곳은 미국의 생산자물가 지표로, 세계에서 가장 경쟁이 치열하며 개방된 시장인 미국의 생산자물가 동향은 한국의 교역조건과 밀접한 연관을 맺고 있기 때문이다.

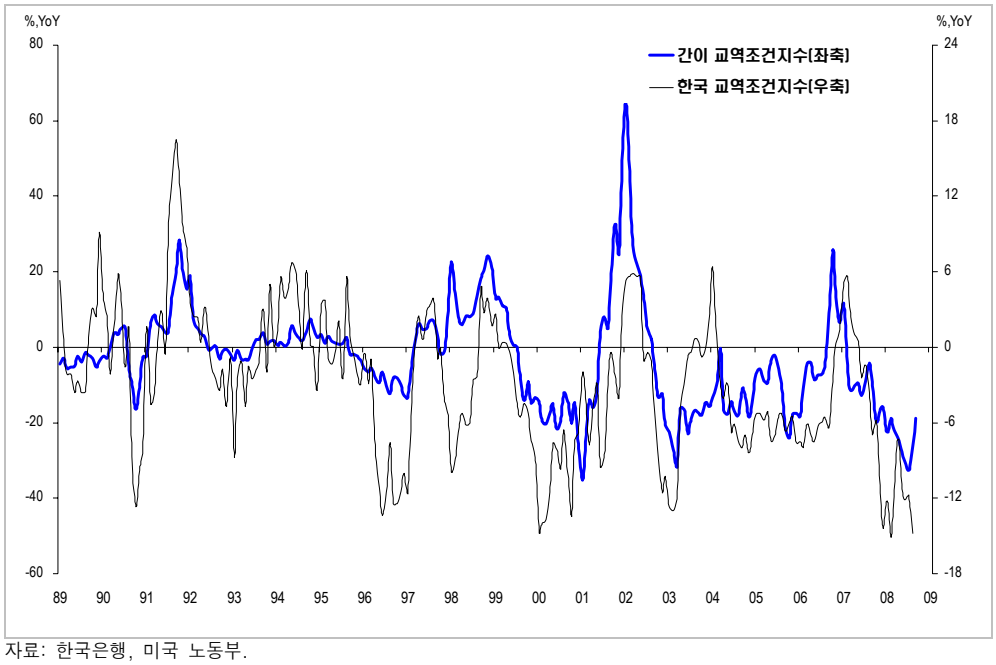
먼저 한국 수출단가의 핵심적인 선행변수인 미국의 내구재 생산자물가 동향을 살펴보면, 최근 상당히 견조한 모습을 보여주고 있다. GM이나 Ford 등 미국의 주요 자동차 회사들이 경영난에 빠진 가운데 정보통신(IT) 제품의 수요도 부진한 모습을 보이고 있지만, 아직 제품가격의 급락으로 이어지지는 않은 상황이다. 반면, 한국 수입단가의 선행변수인 미국의 원자재 생산자물가는 원유 등 주요 원자재가격 폭락 영향으로 8월 이후 무려 18.8% 떨어진 상황이다.

미국의 내구재 물가가 상승하는 반면 원자재 물가가 폭락하고 있는 만큼, 한국의 교역조건도 2008년 4분기를 고비로 개선될 가능성이 높은 것으로 판단된다. 물론 이번 반등이 일시적인 현상으로 그칠 지의 여부는 아직 불확실하나, 최근 국제 상품시장의 동향을 감안하면 2009년 중 교역조건이 크게 악화될 가능성은 낮은 것으로 판단된다. 무엇보다 미국 등 선진국경제가 2009년 상반기까지 부진할 것으로 예상되는 데다, 중국 등 개발도상국 경제마저 어려움을 겪고 있어 상품 수요가 단기간 회복되기는 힘들기 때문이다. 더욱이 상품가격의 추가적인 상승을 예상한 주요 기업의 재고확보 노력의 결과, 구리와 니켈 등 주요 공업용 원자재의 재고가 크게 상승한 것은 상품가격의 하락을 가져올 계기로 작용할 전망이다.

교역조건과 한국 경기선행지수의 밀접한 연관을 감안할 때, 한국의 경기선행지수는 2009년 상반기 중 저점에 도달할 것으로 예상된다. 그러나 이후 자세히 살펴보겠지만 자산시장의 회복 속도가 더딜 것으로 예상되어, 2009년 상반기 경기 '저점' 형성 이후에도 경기회복의 속도는 더딜 것으로 예상된다.

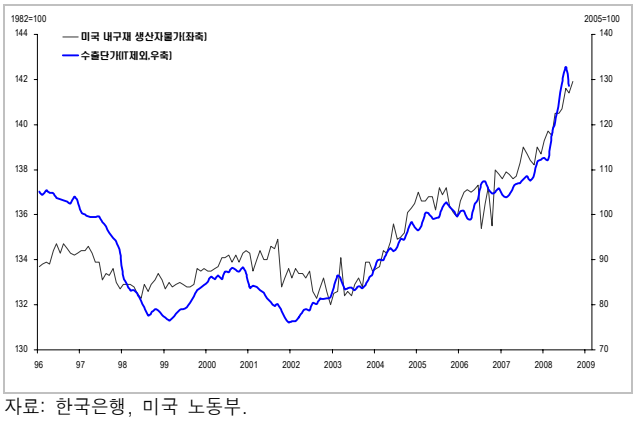
**간이 교역조건지수, 2개월 연속 상승 중**

**한국 교역조건과 간이 교역조건 추이**



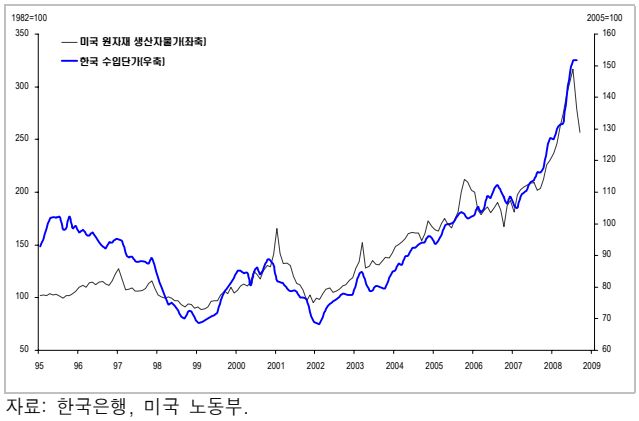

자료: 한국은행, 미국 노동부.
주: 간이 교역조건 = (미국 생산자물가 中 내구재 물가)/(미국 생산자물가 中 원자재 물가)×100.

**미국 내구재 생산자 물가와 한국의 수출단가(IT 제외)**




자료: 한국은행, 미국 노동부.

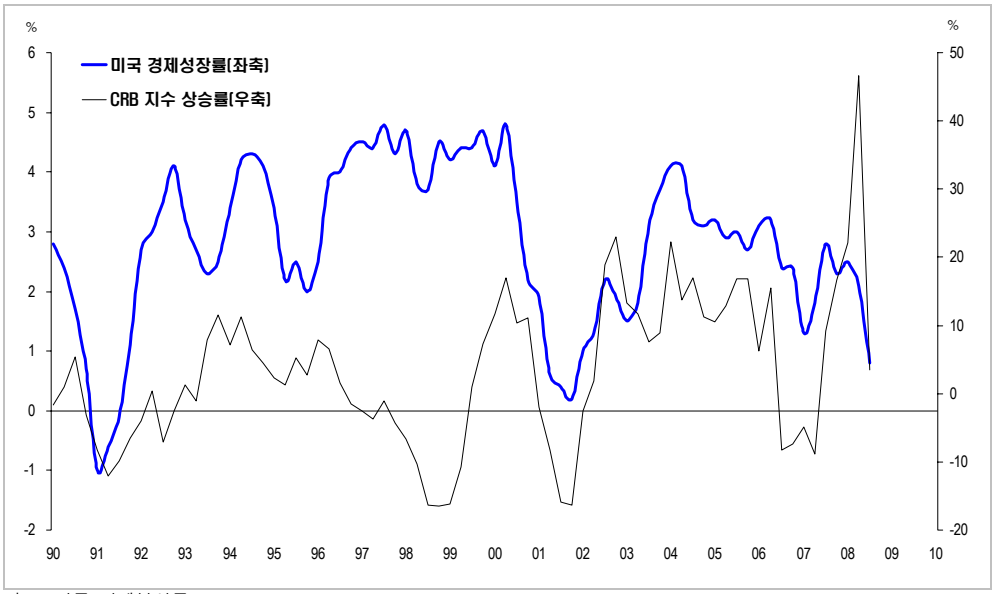
**미국 원자재 생산자물가와 한국의 수입물가**




자료: 한국은행, 미국 노동부.

**국제 상품가격, 미국 등 선진국 경기에 1분기 내외 후행성 보여**

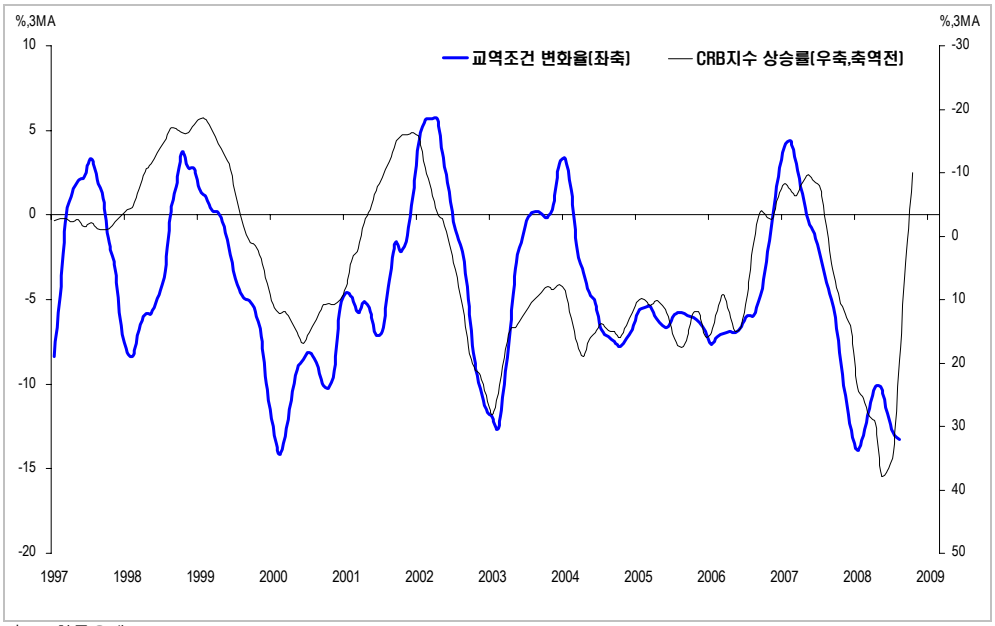
국제 상품가격 지수와 미국 경제성장률 추이




자료: 미국 경제분석국, Bloomberg.
주: CRB지수는 미국의 상품거래소에 상장되어 있는 콩 등의 곡물, 원유, 귀금속, 오렌지 주스 등 21개 품목의 상품 선물시세를 지수화한 것으로, 기준연도는 1967년.

**국제 상품가격 하락, 3개월 전후 시차를 두고 한국 교역조건 개선으로 이어져**

한국 교역조건과 국제 상품가격 지수




자료: 한국은행, Bloomberg.

### (4) 경기회복의 탄력 약할 듯

**투자와 민간소비의 회복속도는 더딜 듯**

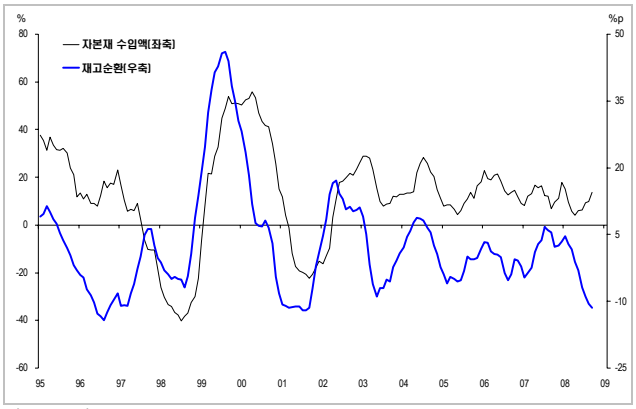
교역조건의 개선이 시작되며 2009년 상반기 중 한국경제는 경기 '저점'을 기록할 것으로 예상되나, 2009년 한국경제의 회복 속도는 상당히 더딜 전망이다. 경기부양정책 실시에도 불구하고 2009년의 경기회복 탄력이 약할 것으로 예상하는 이유는 다음의 두 가지 요인 때문이다.

첫 번째 이유는 기업의 재고조정이 2008년 3분기에야 시작되었기에, 상당기간 기업들의 신규 고용 및 투자를 기대하기 힘든 상황이라는 점을 들 수 있다. 기업의 재고조정 노력을 잘 보여주는 재고순환(출하증가율-재고증가율) 지표를 통해 최근의 동향을 살펴보면, 재고순환지표는 2008년 2월 이후 8개월 연속 하락하며 지난 2001년 기록했던 역사적인 저점에 근접하고 있는 상황이다. 물론 재고순환지표가 역사적인 저점에 도달했다는 것은 한국 경기의 '저점'이 가까워졌다는 반가운 신호로 볼 수도 있다. 그러나 기업의 고정투자 동향을 보여주는 자본재 수입액이 9월 말 현재 전년 같은 기간에 비해 13.7% 상승하는 등 강한 증가세를 보이고 있다는 점에 주목해야 할 것이다. 즉 아래의 <그림>에 잘 나타난 것처럼, 재고조정이 본격화된 이후 기업이 고정자산 투자를 줄이는 방향으로 행동하는 것이 일반적이기에 2009년 중 한국 기업의 고정투자는 크게 개선되기 어려울 전망이다.

경기회복이 더딜 것으로 보는 두 번째 이유는 국내 자산가격 전망이 그리 밝지 않다는 데 있다. 일반적으로 부동산가격이 시장 실세금리에 매우 민감하다는 점을 감안할 때, 지난 해부터 시작된 CD 금리의 상승은 부동산시장에 지속적인 악영향을 미칠 가능성이 높기 때문이다. 물론 정책당국의 부동산경기 부양정책이 시행되고, 또 더 강화되며 부동산 시장에 호재로 작용할 것이다. 그러나 부동산 투자의 비용(=금리)이 크게 떨어지지 않는 한, 2009년 부동산가격은 그렇게 큰 폭의 상승을 기대하기 힘들 것으로 예상된다. 주식시장 역시 마찬가지 상황이다. 2007년 주식형 Fund에 유입된 투자자금이 대부분 큰 손실을 기록하고 있는 상황에서, Global 신용위기가 지속되며 한국 주식이나 Junk Bond 등 '위험자산'에 대한 기피 심리가 날로 확대되고 있기 때문이다. 매력적인 Valuation과 국민연금의 주식 매수 등은 주식의 추가 하락을 저지하는 역할을 할 것으로 기대되나, 소비심리를 자극할 정도의 강한 회복을 기대하기는 어려운 여건인 것으로 판단된다.

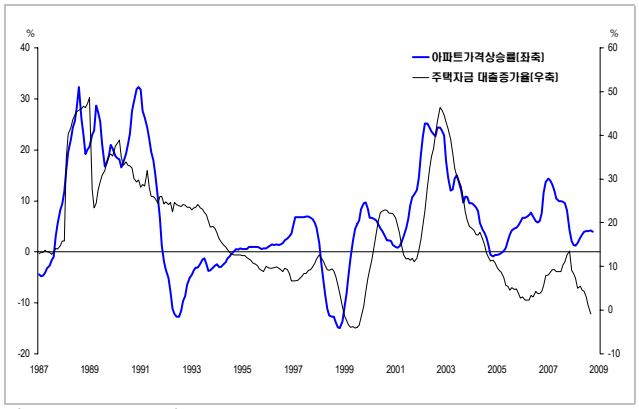
따라서 2008년 내수경기는 기업 고정투자 및 민간소비 부진 영향으로 완만한 회복세를 보일 것으로 예상된다.

**한국 재고순환과 자본재 수입 증가율**



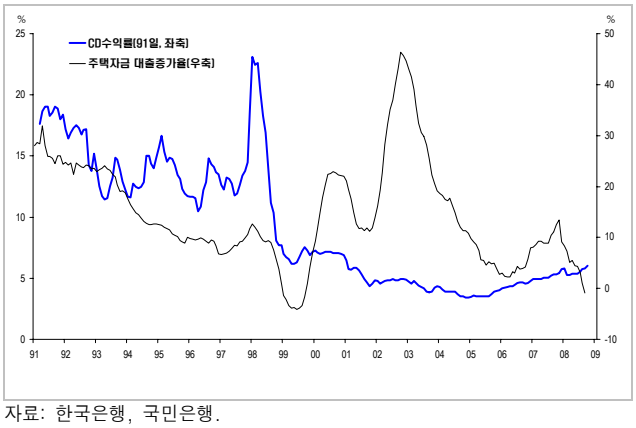

자료: 통계청.

**주택관련 대출 증가율과 아파트 가격 상승률 추이**



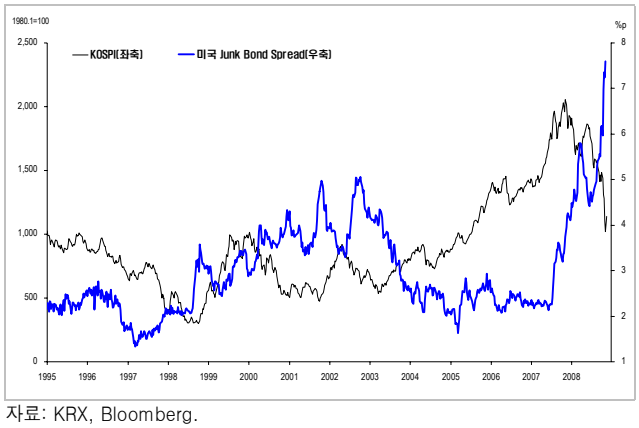

자료: 한국은행, 국민은행.

CD 수익률과 주택가격 상승률




자료: 한국은행, 국민은행.

미국 Junk Bond Spread와 KOSPI




자료: KRX, Bloomberg.
주: Junk Bond Spread = 미 BB 등급 10년 만기 회사채 금리 – 미 10년 만기 재무성증권 수익률.

### (5) 결론 : 2009년 3.7% 성장 예상

**순수출의 증가가 성장률의 급격한 하락 저지할 듯**

이제 마지막 순서로 각 지표 별 2009년 전망치를 살펴보도록 하자. 먼저 2009년 한국경제 성장률(GDP 기준)은 3.7%로 전망하는 데, 소비 및 투자 부진으로 내수의 성장기여도는 떨어지지만 교역조건 개선 및 환율 상승 영향으로 순수출의 성장 기여도가 높아질 것으로 예상하기 때문이다. 환율 1%의 상승은 1년 후 경제성장률을 0.07% 상승시키는 효과를 가진다.[3] 환율 상승에 따른 가격경쟁력 개선이 성장률 부진을 만회할 것이나, 대신 내수경기는 자산가격 하락 및 기업의 재고조정 영향으로 상당한 어려움을 겪을 것으로 예상된다.

반면 경상수지는 교역조건 개선과 환율 급등 영향으로 120억 달러의 대규모 흑자를 기록할 것으로 예상되며, 이 영향으로 환율도 2009년 말 1,100원까지 떨어질 것으로 전망한다. 대외거래 및 외환시장에 대해서는 2장과 3장에서 보다 자세히 다룰 것이기에 이만 생략하며, 정책금리는 소비자물가의 안정(2009년 3.3%)과 내수경기의 급격한 악화 영향으로 2009년 말 3.25%까지 인하될 것으로 예상된다.

**2009년 3.7%, 2010년 4.2% 성장 예상**

2009년 한국 주요 경제지표 전망

| | 2003년 | 2004년 | 2005년 | 2006년 | 2007년 | 2008년 (예상) | 2009년 (예상) | 2010년 (예상) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 실질 GDP 증가율(%) | 3.1 | 4.7 | 4.2 | 5.0 | 4.9 | 4.2 | 3.7 | 4.2 |
| 소비자물가 상승률(%) | 3.5 | 3.6 | 2.8 | 2.2 | 2.5 | 4.7 | 3.3 | 2.7 |
| 경상수지 (억달러) | 119.5 | 281.7 | 149.8 | 53.9 | 59.5 | (92.6) | 120.0 | 85.0 |
| 무역수지(통관기준,억달러) | 149.9 | 293.8 | 231.8 | 160.8 | 146.4 | -74.5 | 175.6 | 144.1 |
| 수출증가율(통관기준,%) | 19.3 | 31.0 | 12.0 | 14.4 | 14.1 | 19.5 | 8.8 | 11.2 |
| 수입증가율(통관기준,%) | 17.6 | 25.5 | 16.4 | 18.4 | 15.3 | 27.0 | 2.7 | 12.3 |
| 중앙은행 정책금리(%, 기말) | 3.75 | 3.25 | 3.75 | 4.50 | 5.00 | 3.75 | 3.25 | 4.00 |
| 달러/원 환율(기말) | 1,192.7 | 1,035.2 | 1,007.3 | 929.7 | 932.4 | 1,180.0 | 1,100.0 | 1,035.0 |
| 달러/원 환율(평균) | 1,191.9 | 1,143.7 | 1,024.1 | 955.1 | 929.2 | 1,081.0 | 1,150.0 | 1,073.0 |

자료: 국민은행 작성.

3 한국은행, "한국은행 분기 거시계량경제모형의 재구축(2005.6)"

# 2. 대외거래 및 환율

## – 외환수급 여건 개선될 듯

**외국인 순매도 완화 및 경상수지 개선에 힘입어 외환수급 개선될 듯**

2008년 한국 외환시장은 경상수지의 적자 전환과 외국인의 대규모 주식 순매도, 그리고 해외펀드 손실확대에 따른 투신권의 달러매수 영향으로 달러수요우위가 지속되고 있다. 그러나 최근 이러한 외환수급 여건에 변화가 나타나고 있어, 2009년에는 외환수급이 절대적인 '달러 공급 우위'로 바뀔 가능성이 높은 것으로 판단된다.

이런 판단을 내리는 이유는 무엇보다 경상수지가 흑자전환(2009년 120억 달러 흑자 예상)하며 외환위기에 대한 공포'를 완화시킬 가능성이 높은 데다, Obama 행정부의 적극적인 대처로 미 금융위기가 진정되며 한국증시에서의 외국인 주식 매도공세가 완화될 것으로 예상하기 때문이다. 더욱이 투신권의 통화선물 매수(2008년 1~10월 중 16조 1,409억 원)도 이미 기존의 통화선물 매도(2006~2007년 16조 414억 원) 규모를 넘어섰기에, 추가적인 투신권의 달러 매수 여력은 크지 않은 상황이다. 이제 보다 자세히 외환수급을 세부 부분별로 살펴보도록 하자.

**2006~2009년 외환수급 동향 및 전망**

**2009년 외환수급 여건, 절대적 달러공급 우위**

| 억 달러 | 2006년 | 2007년 | 2008년 (1~9월) | 2009년 (예상) |
|---|---|---|---|---|
| 외국인 주식투자(A) | -83.9 | -287.3 | -359.4 | -180.0 |
| 외국인 채권투자 | 164.5 | 587.0 | 144.5 | 40.0 |
| (未 Hedge 분, B)* | 16.5 | 58.7 | 14.5 | 4.0 |
| 내국인 해외증권투자 | -312.9 | -546.0 | 47.3 | 50.0 |
| (未 Hedge 분, C)** | -62.6 | -109.2 | 9.5 | 10.0 |
| (투신권 Hedge청산, E)*** | | | -137.6 | -10.0 |
| 경상수지(D) | 53.9 | 59.5 | -138.0 | 120.0 |
| (원유수입액)**** | 666.9 | 740.6 | 867.2 | 634.2 |
| (조선업체 선물환 Hedge, F)***** | 354.0 | 551.0 | 513.0 | 320.0 |
| 소계(A+B+C+D+E+F) | 277.9 | 272.7 | -98.1 | 264.0 |
| 외환보유고(기말 기준) | 2,389.6 | 2,622.2 | 2,122.5 | |
| 증감(전년 말 대비) | 2,389.6 | 232.7 | -499.7 | |

자료: 한국은행, 국민은행 추정.
* 외국인 채권투자는 '재정거래'의 성격을 띠고 있기에, Hedge 비율 90% 가정.
** 한국은행의 추정에 따르면, 내국인 해외증권투자의 Hedge 비율 80%로 추정.
*** 통화선물시장에서 투신권의 달러 매수(Hedge 청산을 위한) 규모를 추정한 것.
**** Dubai 유가(배럴당) 100달러 가정.
***** 2009년 8백억 달러의 조선 수주를 가정했으며, Hedge 비율은 보수적으로 40% 가정.

### (1) 경상수지 현황과 전망 – 2009년 120억 달러 흑자 예상

**1%의 유가하락, 그 다음해 경상수지를 1.8억 달러 개선시켜**

한국의 경상수지는 2006년 53.9억 달러 그리고 2007년 59.5억 달러의 흑자를 기록했으나, 2007년 말부터 국제유가가 급등하면서 2008년 1~9월 138.0억 달러의 적자를 기록하고 있다. 그러나 2008년 7월부터 국제유가가 급락하고 달러/원 환율의 상승세가 계속되고 있어, 2009년 경상수지는 120억 달러의 흑자를 기록할 것으로 예상된다.

어떻게 2009년 경상수지가 흑자로, 그것도 대규모 흑자로 돌아설 것으로 예상하는 지 보다 자세히 살펴보도록 하자. 지난 2007년 1~9월 원유수입대금은 521.1억 달러에 불과했었지만, 2008년 1~9월 원유수입대금은 무려 867.28억 달러로 전년 같은 기간에 비해 66.4% 증가한

상황이다. 만일 올해 유가 수준이 작년(배럴 당 68.5달러)과 같았다면, 올해 우리나라의 경상수지는 138.0억 달러 적자(2008년 1~9월 기준)가 아니라 오히려 208.0억 달러 흑자를 기록했을 것이다. 그런데, 지난 7월을 고점으로 Dubai 유가가 폭락하기 시작해 10월 말에는 55.11달러까지 떨어져 앞으로 경상수지는 급격한 개선을 보일 가능성이 높아졌다. 이제 2008년 평균 Dubai유가를 95달러 그리고 2009년 평균 Dubai, 유가를 63달러라고 가정하면, 원유가격 하락에 따른 경상수지의 개선 분은 331.8억 달러에 달하게 된다. 물론 원유가격 하락의 효과가 모두 경상수지 개선으로 이어지는 것은 아니다. 최근 한국의 주력 수출산업으로 부상한 석유화학제품의 수출단가도 유가 하락 속에 떨어질 수 있으며, 또 유류가격 하락이 석유소비 증가를 유발할 수 있기에 '331.8억 달러' 모두가 경상수지 개선으로 연결되진 않을 것이다.

그렇다면, 유가 하락의 정확한 효과는 어떻게 측정할 수 있을까? 이런 궁금증에 대한 좋은 해답은 바로 한국은행에서 발표한 '거시계량모형'이다. 한국은행은 유가와 환율 등 중요한 해외변수의 변화가 성장률과 경상수지 그리고 물가에 미칠 영향을 오래 동안 연구해 왔으며, 그 연구 결과는 아래의 <표>에 정리된 바와 같다. 한국은행의 연구결과를 최근 유가 변화(95→63달러)에 적용하면, 2009년 경상수지 개선 효과는 약 74.4억 달러에 달할 것으로 기대된다.

**유가 1% 하락, 1년 후 경상수지 1.8억 달러 개선**

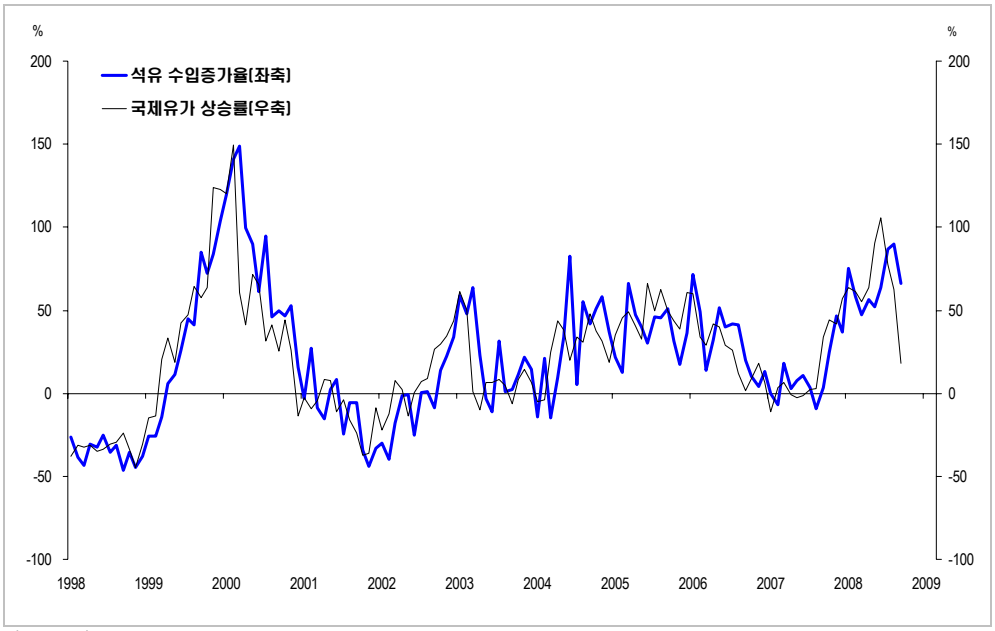
**Dubai유 1% 하락이 주요 경제변수에 미치는 효과**

| | 1차연도 2009 | 2차연도 2010 | 3차연도 2011 | 평 균 (2009~2011) |
|---|---|---|---|---|
| GDP(%) | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.02 |
| 소비자물가상승률(%) | -0.02 | -0.04 | -0.05 | -0.04 |
| 경상수지(억달러) | 1.8 | 2 | 2 | 1.9 |

자료: 한국은행, "한국은행 분기 거시계량경제모형의 재구축(2005.6)"

**유가하락의 수입 경감 효과는 2008년 말부터 본격화될 듯**

**국제유가와 원유수입액의 관계**




자료: 관세청, Bloomberg.

**환율 상승, 수출 경쟁력 강화 및 여행수지 개선 가능성 높여**

일반적으로 환율의 상승은 경상수지의 개선으로 요인으로 작용하는 데, 무엇보다 수출기업의 경쟁력을 개선시킬 뿐만 아니라 경상적자의 가장 큰 원인인 여행수지 개선 가능성을 높이기 때문이다. 이제 환율 상승이 경상수지를 얼마나 개선시키는 지 구체적으로 살펴보도록 하자.

지난 해 평균 환율은 929.2원 그리고 2008년과 2008년의 연평균 환율을 각각 1,081원과 1,150원이라고 가정할 때, 2008년과 2009년 경상수지의 개선 효과는 각각 86.6억 달러와 33.9억 달러(총 120.4억 달러)에 달할 것으로 추정된다. 물론 2008년 경상수지는 국제유가 급등의 충격이 더 직접 작용하며 대규모의 적자를 기록 중이지만, 환율 상승이 2008년 하반기에 급격히 나타났던 만큼, 2009년 상반기에 환율 상승의 효과가 본격화될 것으로 예상된다. 물론 환율만 경상수지에 영향을 미치는 것은 아니다. 해외경제의 여건이 악화되거나, 혹은 교역조건이 악화된다면 그 충격은 환율 변동의 충격을 상쇄하고도 남음이 있기 때문이다. 그러나 1장에서 살펴본 바와 같이 한국의 교역조건 개선 가능성이 높아진 데다, 한국의 최대 교역 상대국인 중국이 4조 위앤 규모의 대규모 경기부양정책을 발표하는 등 적극적인 경기부양에 나서고 있는 만큼 수출경기가 급격히 위축될 가능성은 낮은 것으로 보인다. 따라서 이상의 분석을 종합할 때, 2009년 한국의 경상수지는 적자 흐름을 벗어나 120억 달러 내외의 대규모 흑자를 기록할 것으로 예상된다.

**환율 1% 상승, 1년 후 경상수지 5.3억 달러 개선**

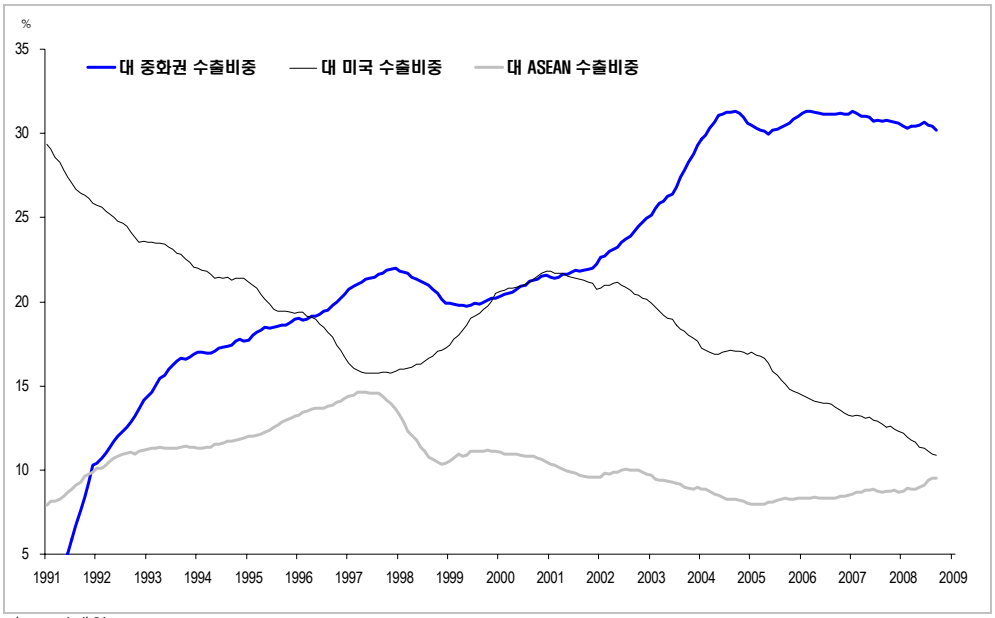
**달러/원 환율 1% 상승이 주요 경제변수에 미치는 효과**

| | 1차연도 2009 | 2차연도 2010 | 3차연도 2011 | 평 균 (2009~2011) |
|---|---|---|---|---|
| GDP(%) | 0.07 | 0.06 | 0.06 | 0.06 |
| 소비자물가상승률(%) | 0.08 | 0.10 | 0.11 | 0.10 |
| 경상수지(억달러) | 5.3 | 4.5 | 5.8 | 5.2 |

자료: 한국은행, "한국은행 분기 거시계량경제모형의 재구축(2005.6)"

**수출비중, 중국>미국+ASEAN**

**한국 수출의 국별 비중(12개월 누적) 변화**




자료: 관세청.

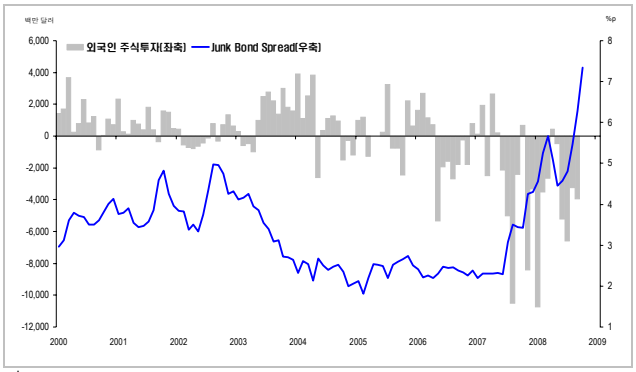
## (2) 외국인 증권투자 현황과 전망 – 외국인 매도공세 완화될 듯

**안전자산 선호심리, 선진국 경기회복과 함께 완화될 것으로 기대**

외국인의 한국 증권(주식+채권) 투자수지는 2006년과 2007년 각각 80.6억 달러와 299.7억 달러 흑자를 기록했으나, 2008년 1~9월 -214.9억 달러의 적자로 돌아섰다. 그러나 2009년에는 그 적자 규모가 140억 달러 내외로 줄어들 가능성이 높은 것으로 판단된다.

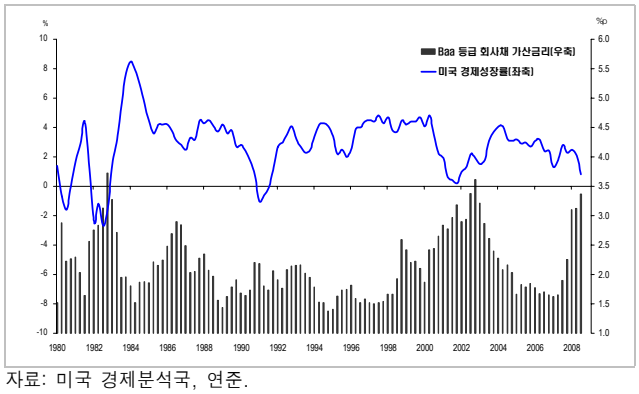
최근 외국인 주식 순매도 규모가 확대(2007년 -287.3억 달러 → 2008년 1~9월 -359.4억 달러)된 것은 무엇보다 Global 신용위기 속에서 '안전자산 선호심리'가 부각된 데다, 2006년 이후의 주가 상승으로 Valuation 매력이 떨어졌기 때문이다. 그러나 최근 미국의 공적 자금 투입과 국제유가의 하락, 그리고 장단기 금리차 등 주요 선행지표의 추세를 감안할 때 2009년에는 선진국 경기가 '경기 저점'에 도달할 것으로 예상된다. 이와 같은 선진국 경기의 회복은 '안전자산 선호'심리를 약화시켜, 외국인의 매도 공세를 진정시킬 것으로 기대된다. 더욱이 한국의 핵심 우량주로 구성된 Korea MSCI지수의 PER(주가/수익 배율)이 9.51배(2008년 10월 19일 기준)까지 떨어지는 등 한국 주식시장의 Valuation 매력이 크게 상승한 것도 외국인의 매도 공세를 완화시킬 것으로 기대된다. 그러나 외국인의 채권 투자는 2009년에도 꾸준히 축소될 것으로 예상된다. 2006년 이후 외국인 투자자의 한국 채권 매수 원인은 한국과 미국의 금리차(Swap Basis = CRS - IRS)가 크게 확대된 데 있었으나, 한국은행의 금리인하가 계속되고 선진국경제가 회복되며 Swap Basis의 축소 현상이 나타날 것으로 예상되기 때문이다. 따라서 2009년 외국인 채권투자 수지는 40억 달러 내외의 흑자에 그칠 것으로 예상된다.

### Junk Bond Spread와 한국 증시에서의 외국인 순매수



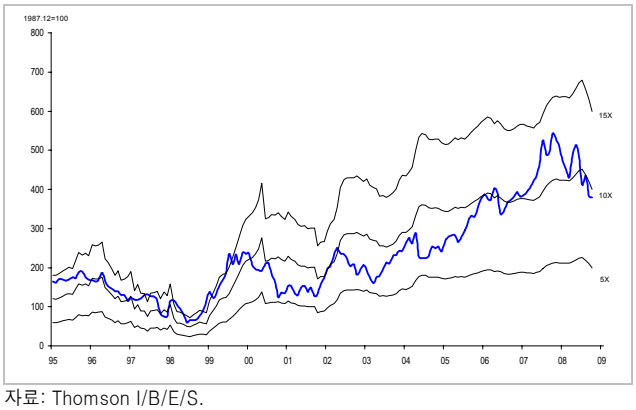

자료: KRX, Bloomberg
주 : Junk Bond Spread = BB등급 회사채 수익률 – 미 재무성증권 수익률.

### 미국 경제성장률과 회사채 가산금리 추이



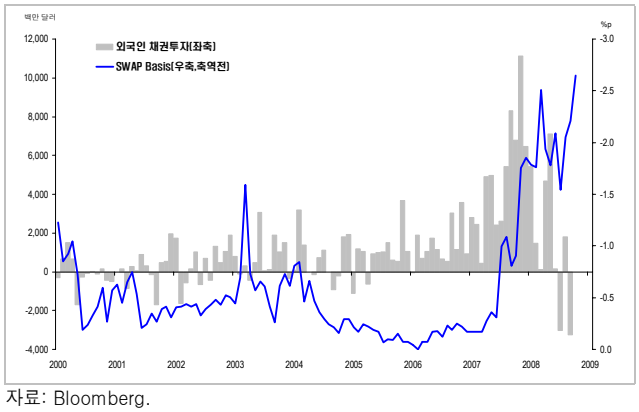

자료: 미국 경제분석국, 연준.
주 : 회사채 가산금리 = Baa등급 회사채 수익률 – 미 재무성증권 수익률.

### Korea MSCI 지수의 PER Band 추이




자료: Thomson I/B/E/S.

### 외국인 채권 순매수와 Swap Basis 추이




자료: Bloomberg.
주 : Swap Basis = 3년 만기 CRS – 3년 만기 IRS.

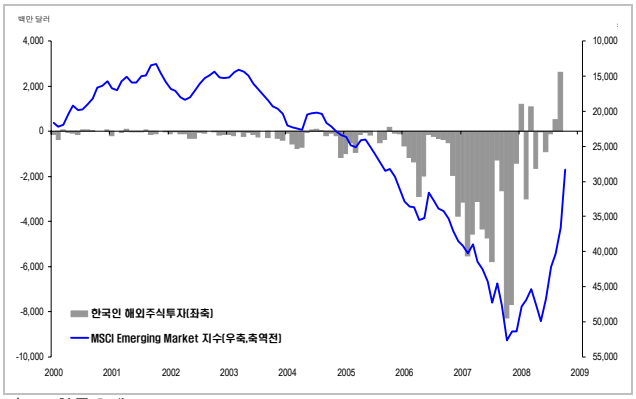
### (3) 내국인 증권투자 현황과 전망 – 해외투자 Boom, 급격히 위축

**개도국 증시 부진과 대내외금리차 확대로 해외 증권투자는 크게 위축될 전망**

내국인의 해외증권(주식+채권) 투자수지는 2006년 312.9억 달러 2007년 546.0억 달러의 적자(해외로의 자금 유출)를 기록했으나, 2008년 1~9월 47.3억 달러의 흑자(해외에서 국내로의 자금 유입)로 돌아섰다. 최근 나타난 다음의 몇 가지 변화를 감안할 때, 내국인 증권투자 수지는 2009년 50억 달러 내외의 흑자를 기록할 것으로 예상된다.

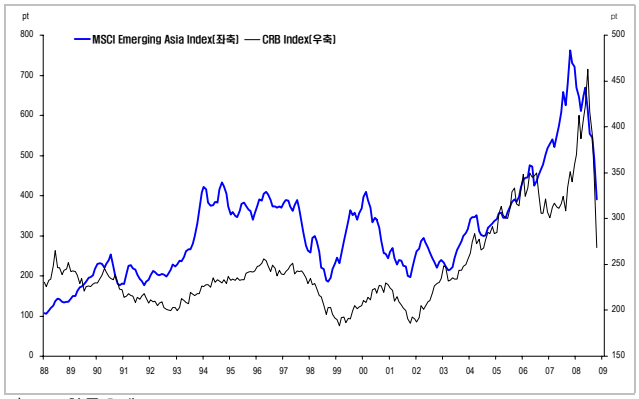
먼저 내국인의 해외 주식투자 흐름을 살펴보면, 2009년 중 Global Emerging Market의 부진으로 인해 '자금 회수'의 흐름이 계속될 것으로 예상된다. 금융위기와 경기침체 영향으로 MSCI Emerging Market Index의 부진이 장기화되고 있어, 내국인의 해외 주식투자 손실이 크게 확대될 것으로 우려되기 때문이다. 특히 최근 국제상품가격 급락으로 원자재 생산국가의 경기둔화 위험이 높은 데다, 선진국에 비해 Emerging Marker의 PER이 더 높은 수준을 형성하는 등 Valuation 매력마저 크게 떨어져 해외 주식투자의 매력은 크지 않은 상황이다. 한편, 내국인의 해외 채권 투자도 2009년에는 회수 기조로 돌아설 가능성이 높은 것으로 판단된다. 해외 채권투자가 최근 활성화된 가장 직접적인 원인은 국내 금리의 하락으로 대내외 금리차가 축소(혹은 역전)된 데 있었으나, 최근 미 정책금리의 공격적인 인하 영향으로 한·미간 금리차가 크게 확대되었기 때문이다. 더욱이 Global 금융위기가 지속되며 외화자금 수요가 증가하는 만큼, 해외 투자채권의 회수 기조는 더욱 강화될 것으로 예상된다.

MSCI Emerging Market 지수와 내국인 해외주식투자 추이



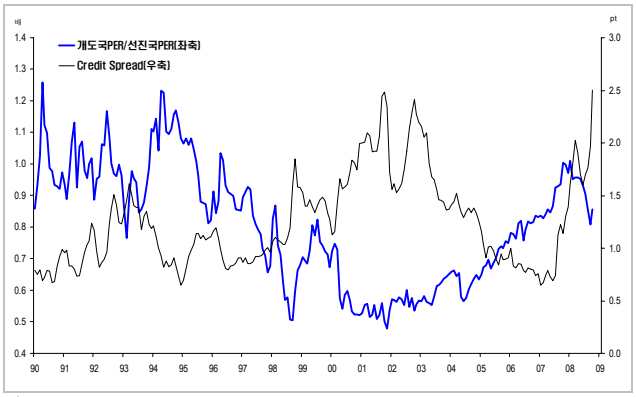

자료: 한국은행 Bloomberg

국제 원자재가격과 MSCI Asia Emerging Market 지수



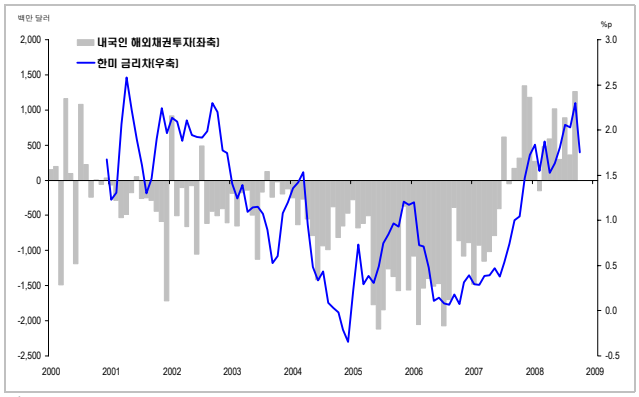

자료 : 한국은행, Bloomberg.

개도국PER/선진국 PER vs. Credit Spread




자료: Thomson I/B/E/S, Bloomberg

한·미 금리차와 내국인 해외채권투자 추이




자료: 한국은행, Bloomberg.
주: 한·미 금리차 = 한국 10년 만기 국채 – 미국 10년 만기 재무성증권.

### (4) 투신권 달러매수 규모, 크게 줄어들 전망

**투신권, 추가적인 달러매수 규모는 크지 않을 듯**

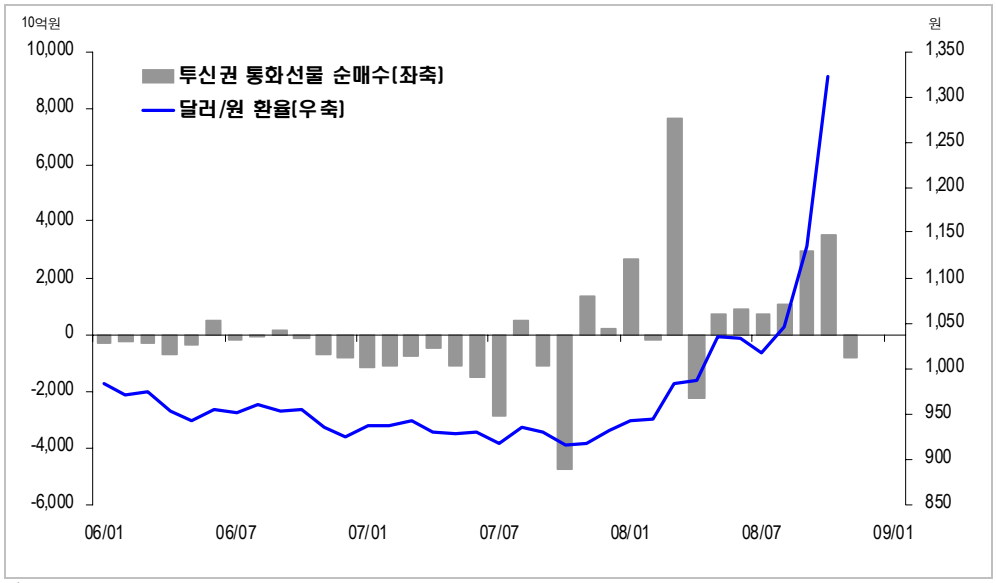
내국인 투자자의 해외 증권 투자 감소(혹은 회수)는 투신권의 환 Hedge pattern에도 상당한 영향을 미칠 것으로 예상된다.

2007년부터 본격화된 내국인의 대규모 해외 증권 투자는 외환시장에 상당한 영향을 미친 바 있다. 먼저 투자규모가 과거에 유례를 찾아 볼 수 없을 정도로 컸을 뿐만 아니라(2006~2007년 총 858.9억 달러), 전체 투자자금의 의 약 80%가 환 Hedge되며 2006~2007년 중 투신권의 누적 통화선물 순매도 규모가 무려 16조 4,407억 원에 이르렀기 때문이다. 그러나 2007년 10월을 기점으로 달러/원 환율이 상승하고, global 증시 폭락 영향으로 펀드의 순자산 가치(NAV)가 크게 떨어지자 분위기는 일거에 바뀌었다. 투신권의 입장에서는 NAV가 떨어지며 발생한 Over Hedge 문제를 해결(=달러매수)하지 않을 수 없었기에, 2008년 1월~10월 중 투신권의 통화선물 순매수 규모는 16조 1,409억 원에 이르렀던 것이다.

그러나 이와 같은 투신권의 '달러 매수' 흐름은 2008년 말을 전후해 일단락될 것으로 예상된다. 무엇보다 2008년의 통화선물 순매수 규모가 2006~2007년의 누적 통화선물 순매도 규모를 넘어선 데다, MSCI Emerging Market Index 연초 이후 47.3%(10월 말 기준) 폭락해 Over Hedge 문제를 해결하기 위한 추가적인 달러매수 수요가 크지 않을 것으로 예상되기 때문이다. 더욱이 최근 해외펀드의 성과 부진 영향으로 Fund 환매 가능성이 제기되고 있어, 2009년에는 투신권의 Hedge 포지션 청산을 위한 통화선물 매수 규모는 10억 달러 내외로 축소될 전망이다.

**투신권의 달러매수, 달러/원 환율 상승의 핵심 원인**

**달러/원 환율과 투신권 통화선물 순매수 추이**




자료: Bloomberg, Infomax.

## (5) 결론: 2009년 달러/원 환율 1,150원 예상

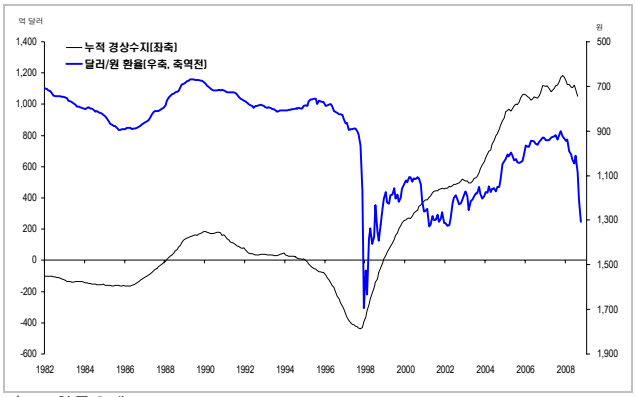
**경상수지의 흑자전환, 신용경색 완화 영향으로 달러/원 환율 하락 예상**

이상의 분석을 종합하면, 2009년 한국 외환수급 여건은 2008년보다 크게 개선될 가능성이 높은 것으로 판단된다. 무엇보다 외국인 증권투자의 적자규모가 크게 축소(2009년 -180억 달러 예상)될 것으로 예상되며, 내국인의 증권투자도 해외로 유출되기보다는 국내로 환입될 가능성이 높아졌기 때문(2009년 50억 달러 흑자 예상)이다. 더욱이 경상수지가 국제유가 급락 및 달러/원 환율 상승 영향으로 대폭 흑자(2009년 120억 달러 흑자 예상)를 기록할 경우, 외환수급 여건은 완전히 '달러공급' 우위로 기울 것으로 예상된다.

물론 외환수급 여건이 개선된다고 해서 꼭 달러/원 환율이 하락하라는 법은 없다. 달러화의 강세, 그리고 Global 안전자산 선호 심리의 강화 등 달러/원 환율의 상승 요인이 여전히 남아 있기 때문이다. 그러나 1부에서 자세 살펴보았듯이, 미국경기가 2009년 하반기부터 회복된다면 '안전자산 선호' 심리도 차츰 안정을 찾게 될 것이다. 특히 경상수지의 개선은 국내 금융시장 참가자들의 '공포'를 완화시켜 시장의 변동성을 축소시키는 결과를 가져올 것으로 예상된다.

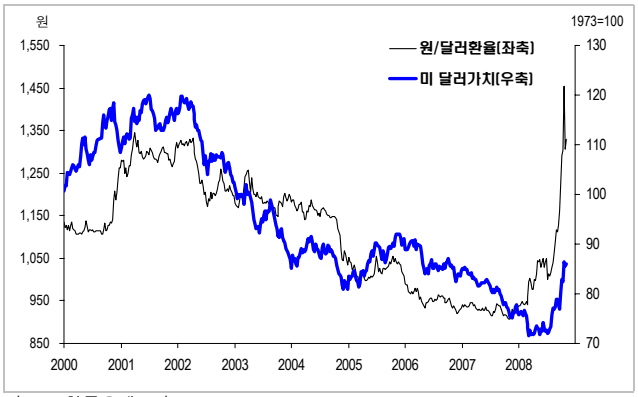
따라서 외환시장의 수급 개선과 미국 등 선진국경기의 회복 가능성 등을 감안할 때, 2009년 달러/원 환율은 평균 1,150원 그리고 연말 1,100원까지 하락할 것으로 예상된다.

### 누적 경상수지와 달러/원 환율 추이



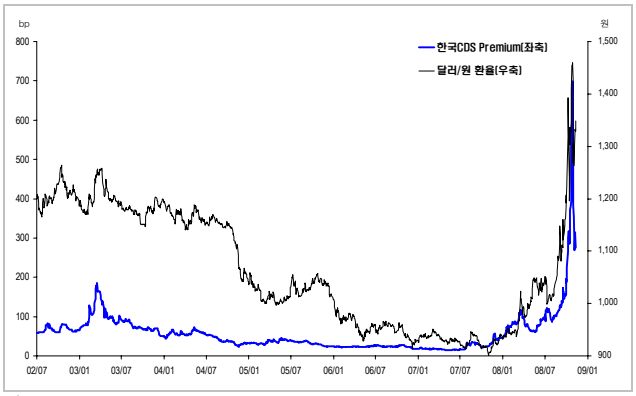

자료: 한국은행.

### 달러/원 환율과 미 달러가치




자료 : 한국은행, 연준.

### CDS Premium과 달러/원 환율 추이




자료: 한국은행, Bloomberg..

### EMBI Spread와 달러/원 환율

자료 : 한국은행, Bloomberg.

# 3. 자본시장

## – 정책금리 인하 속에 채권가격 상승세 지속될 듯

### (1) 채권시장 전망 – 정책금리 3.25%까지 인하될 듯

**지표물 위주의 강세흐름 이어질 듯**

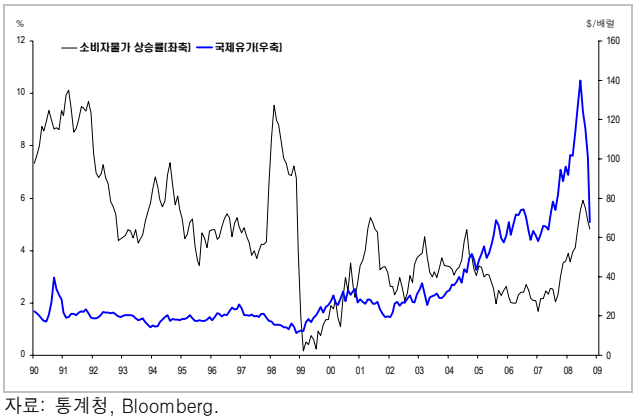
이제 경제전망의 마지막 순서로 자본시장의 핵심적인 지표(금리, 주가)에 대해 살펴보도록 하자. 결론부터 먼저 이야기하자면, 2009년 채권시장은 한국은행의 정책금리 인하 속에 강세 흐름을 보일 것으로 예상한다.

한국은행이 정책금리를 추가 인하할 것으로 보는 첫 번째 이유는 바로 물가 안정 때문이다. 무엇보다 원유를 비롯한 주요 상품가격이 안정세를 보이고 있는 데다, 달러/원 환율도 2009년에는 안정세를 보이는 등 물가 안정의 가능성이 높아질 것으로 예상되기 때문이다. 물론 가스 및 전력 요금이 뒤늦게 인상되는 등 물가 불안요인이 없는 것은 아니지만, 내수경기의 위축이 심화될 것으로 예상되어 2009년 소비자물가 상승률은 한국은행의 목표 범위(2.5~3.5%) 수준인 3.3%것으로 판단된다.

물가불안뿐만 아니라, 금융시장의 불안이 지속되고 내수경기의 급격한 악화 가능성이 높아진 것도 한국은행의 정책금리 인하 가능성을 높이고 있다. 최근 기업들은 주가 폭락으로 주식시장에서의 자금 조달 길이 사실상 막혀 버린 데다, 회사채 금리마저 급등해 자금난이 더욱 심화되고 있기 때문이다. 여기에 가계의 소비는 CD금리 상승 여파로 대출금리의 부담이 갈수록 높아지는 데다, 주가 및 부동산 가격 하락 충격으로 부(-)의 자산 효과를 경험하고 있어 정책금리의 추가적인 인하가 필요한 상황이라 할 수 있다.

이 같은 정책금리의 인하는 단기적으로 국고채 등 지표 물의 가격 상승을 유발할 뿐, 회사채 등의 비지표물 채권가격이 상승하기는 쉽지 않을 것으로 예상된다. 무엇보다 경기 악화 속에서 기업의 신용등급 하향 조정 위험이 높아진 데다, 투자자들의 '유동성 선호' 심리가 쉽게 꺾이기는 어려울 것이기 때문이다. 그러나 역사적인 경험에 비추어볼 때, 정책금리의 인하가 거듭됨에 따라 투자자들의 '위험기피' 현상이 완화되며 Credit Spread가 크게 떨어진 것에 주목할 필요가 있을 것이다. 즉 2009년 초까지는 지표물 위주의 강세 현상이 계속될 수 있으나, 2009년 후반으로 가며 회사채 등의 비지표물 금리도 점차 하락하는 모습을 보일 것으로 예상된다.

**소비자물가 상승률과 국제 유가 추이**

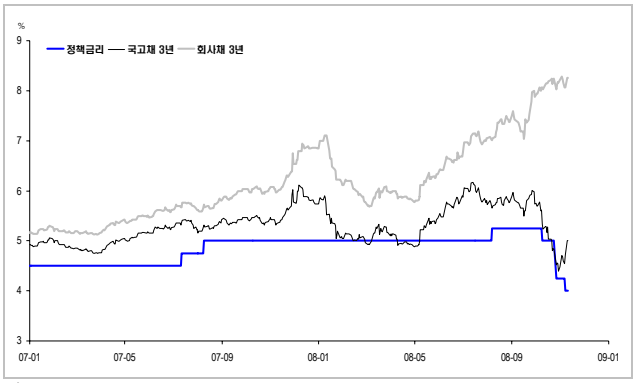



자료: 통계청, Bloomberg.

**정책금리와 소비자물가 상승률 추이**

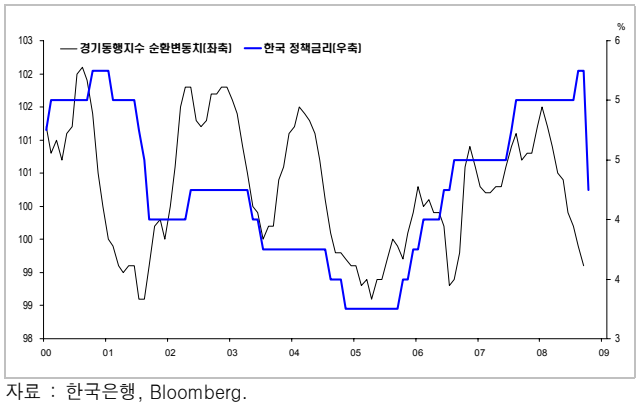
자료 : 한국은행, 통계청.

정책금리와 시장 실세금리 추이




자료: 한국은행.

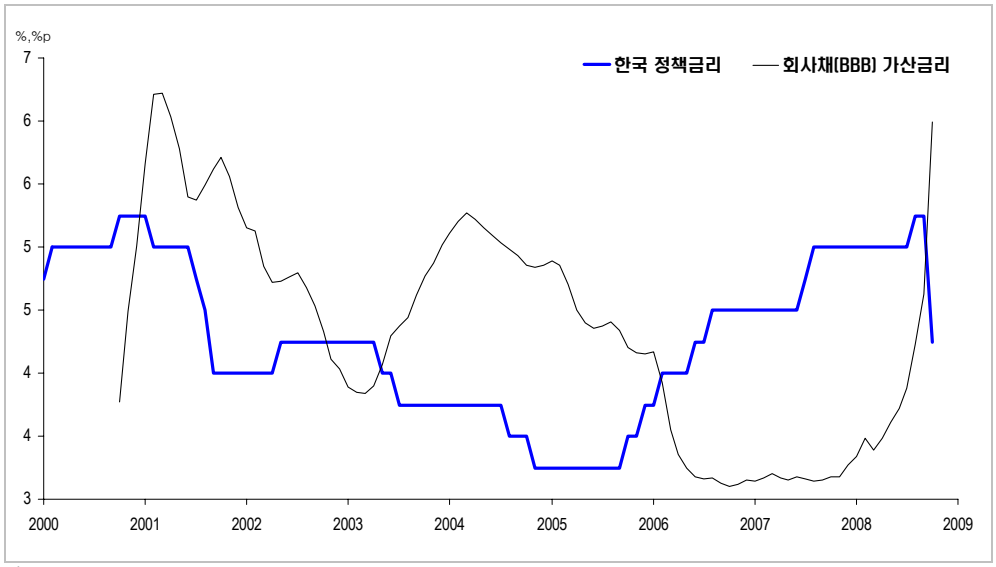
정책금리와 경기동행지수 순환변동치 추이




자료 : 한국은행, Bloomberg.

정책금리와 회사채 가산금리 추이

**회사채 가산금리는 정책금리 인하 이후 후행적으로 하락할 듯**




자료: 한국은행.

## (2) 주식시장 전망 – 2009년 회복 흐름 나타날 듯

**경기회복 기대감과 신용경색 완화가 증시 회복을 이끌 듯**

2009년 주식시장은 2008년 보다 나은 모습을 보일 것으로 예상된다. 2009년 주식시장이 2008년보다 나은 모습을 보일 것으로 예상하는 이유는 다음의 두 가지를 들 수 있다.

먼저 첫 번째 이유는 2009년 하반기부터 경기회복이 시작될 것으로 예상하기 때문이다. 경기선행지수의 변화를 미리 예고하는 확산지수(Diffusion Index)와 교역조건이 최근 '저점' 가능성을 높이고 있는 상황이다. 물론 Global 경기가 2008년 하반기부터 본격 악화되고 있기에, 한국의 경기회복이 더 늦춰질 가능성도 존재한다. 그러나 2009년 2분기 이후 한국의 경기가 너무나 빠른 속도로 둔화되었기에, 정부의 재정정책 시행과 교역조건의 개선은 경기회복에 필요한 '양력'을 확보해줄 것으로 기대한다.

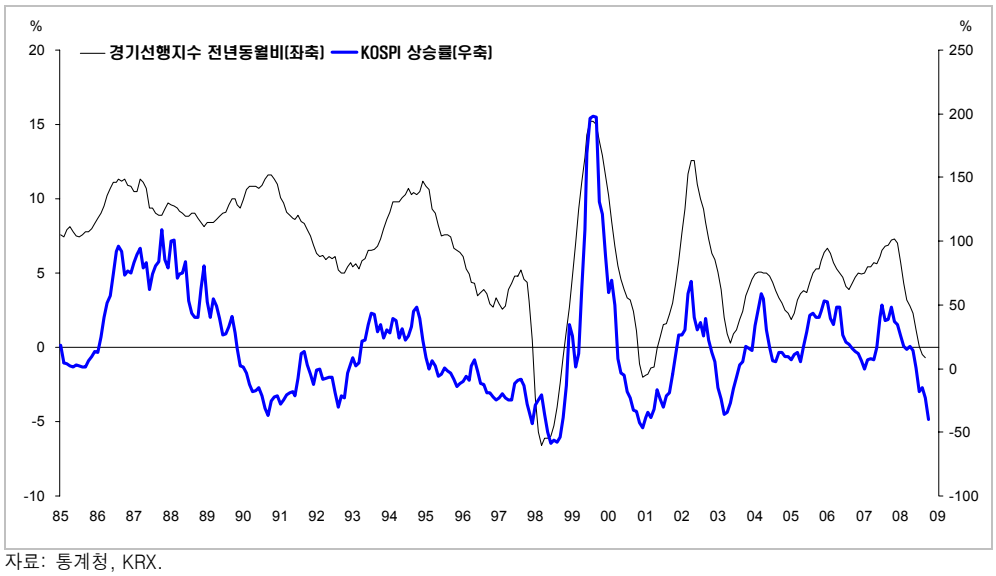
주식시장의 여건 개선을 기대하는 두 번째 이유는 Global 신용경색 현상의 완화 가능성 때문이다. 아직까지 선진국 금융시장의 차입여건이 악화되고 있는 것은 사실이나, 은행 간 조달금리가 크게 떨어지고 주요 금융기관의 CDS Premium이 하락하는 등 희망의 징후가 없는 것

은 아니다. 특히 역사적으로 볼 때, 경기회복이 가시화되며 신용 Spread가 떨어졌던 점에 주목할 필요가 있을 것이다. 2009년 상반기를 고비로 미국경기가 회복되면, 한국 주식시장에서의 외국인 투자자의 매도 공세도 진정될 것으로 기대된다. 국민연금 등 국내 기관투자자의 주식 매수에 외국인 마저 가세한다면, 2009년 주식시장의 수급은 큰 어려움이 없을 것으로 기대된다.

물론 긍정적인 요인뿐만 아니라, 기업실적 악화 및 Fund 환매 가능성 등의 부정적인 요인도 다수 존재한다. 그렇지만 과거 교역조건과 기업실적의 관계를 살펴보면, 교역조건이 개선된 이후 기업들의 실적도 약 6~12개월 뒤에 개선되었음을 잊지 말아야 할 것이다. 더욱이 한국의 PER이 9.51배(10월 19일 기준)에 불과하고 시장의 지표금리가 크게 떨어져, 주식투자의 상대적인 매력이 높아진 상황이라는 점도 고려해야 할 것이다. 따라서 2009년 한국 KOSPI는 완만한 상승세를 보이며, 1,000~1,600pt의 Band에서 변동할 것으로 예상한다.

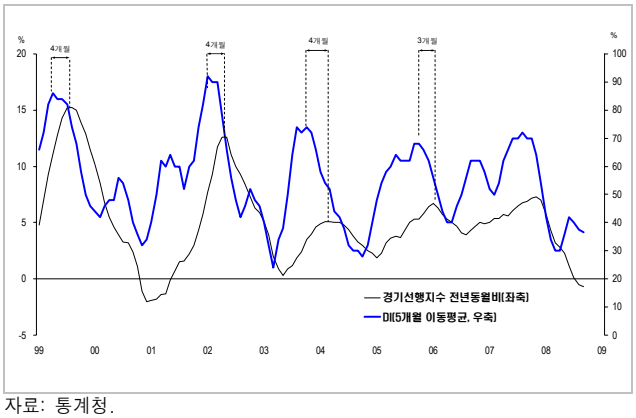
**한국증시, 경기동향에 민감**

**경기선행지수와 KOSPI 상승률 추이**



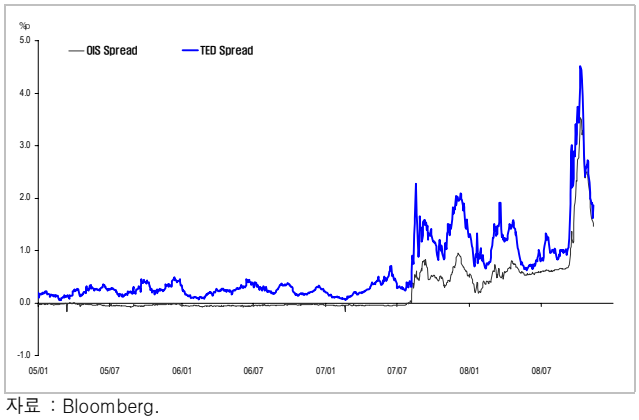

자료: 통계청, KRX.

**경기선행지수와 확산지수 추이**




자료: 통계청.
주 : 확산지수 = (10 - 상승지표 수)×100.

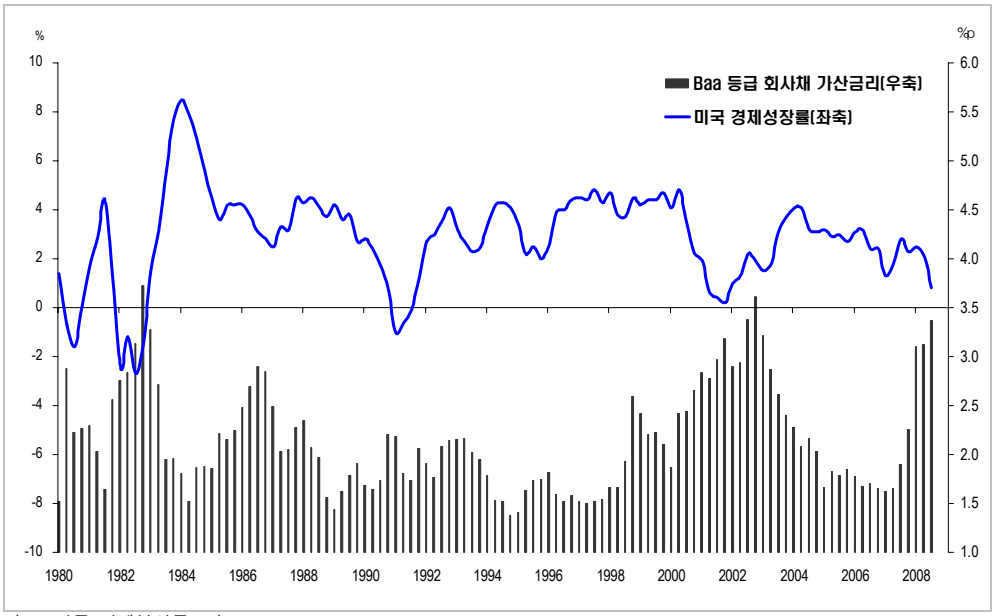
**TED Spread 및 OIS Spread 추이**




자료 : Bloomberg.
주 : TED Spread = LIBOR(3개월) - 미 TB 3개월 금리,
OIS Spread = LIBOR(3개월) - OIS(Overnight Indexed SWAP).

**경기회복 이후 신용경색 현상 완화**

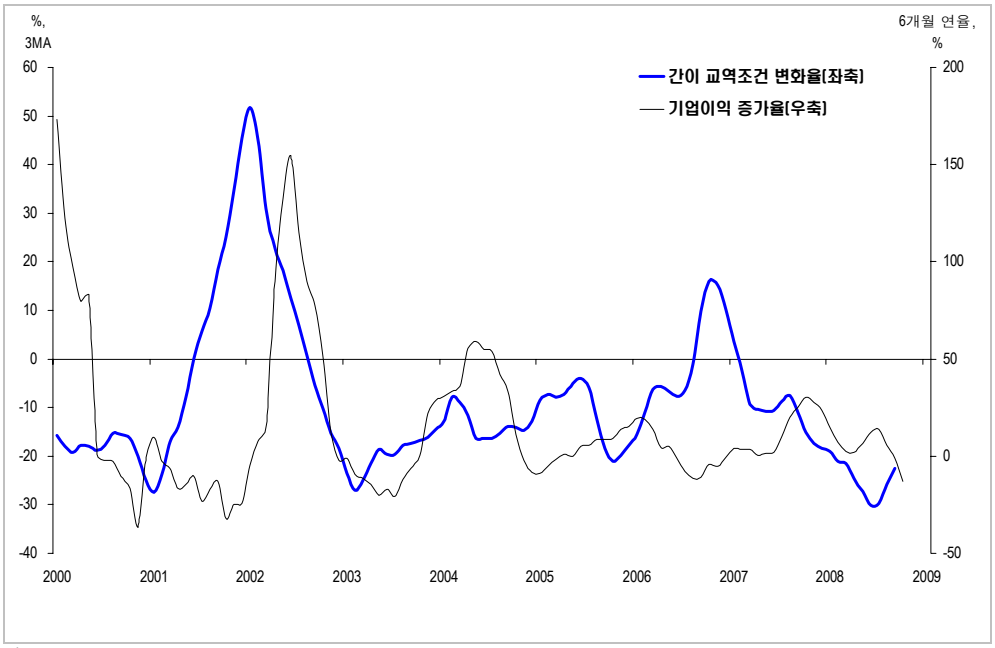
미국 경제성장률과 Credit Spread




자료: 미국 경제분석국, 연준.

**2009년 상반기 이후 기업실적 개선될 듯**

교역조건, 기업실적에 6~12개월 선행




자료: Thomson I/B/E/S, 미국 노동부.
주 : 간이교역조건 = (미국 내구재 생산자물가)/(미국 원자재 생산자물가)×100.

KB 국민은행 담당자