CEO Information

2009. 4. 15. (제700호)

한국경제 早期 회복설 점검

목차

Ⅰ. 早期 경기회복설 등장

Ⅱ. 순환측면에서 본 현 경기진단

Ⅲ. 대내외 경기회복 요인 점검

1. 제3차 글로벌 금융위기의 발생가능성은?

2. 미국경제는 침체의 끝이 보이나?

3. 원화 환율의 롤러코스터 현상은 종료될 것인가?

4. 국내 금융시장의 신용경색은 해소될 것인가?

5. 국내 증시의 상승기조는 튼튼한가?

Ⅳ. 종합판단 및 시사점

작성 : 황인성 수석연구원(3780-8036)
serihws@seri.org
김범식, 전효찬, 박현수, 정영식, 신창목, 유정석

감수 : 권순우 연구위원(3780-8071)
seriksw@seri.org

삼성경제연구소

《 요 약 》

경기하강 추세는 2009년 상반기까지 지속될 전망

최근 미국 주택시장의 바닥 탈출 징후, 국제유가 상승에 이은 주가 상승, 환율 하락 등 국내 금융지표들이 개선되면서 일부에서는 한국경제가 현재 경기저점을 통과하고 있다는 早期 경기회복설이 제기되고 있다. 그러나 당분간 재고감축에 따른 생산위축이 불가피하다는 점을 고려하고 경기선행지수 및 심리지표들을 척도로 판단해볼 때 현재의 경기하강 추세는 2009년 6월 말까지 지속될 것으로 예상된다.

2009년 하반기 이후 더딘 회복 예상

하반기에도 대외여건은 여전히 불안할 것으로 보인다. 바닥을 통과한 하반기의 경기회복 패턴은 대외여건 변화와 국내 금융시장의 안정여부에 따라 결정되는데 낙관은 할 수 없는 상황이다. 세계경제 침체로 인한 금융권 손실 확대와 유럽발 금융불안으로 글로벌 금융시장에서는 위기재발 가능성이 남아 있다. 미국경제도 실업난, 가계 부채 등 펀더멘털의 악화로 조속한 회복을 기대하기 힘들다. 이에 따라 하반기에도 수출이 본격적으로 회복되기는 어려울 것으로 예상된다. 국내 금융시장의 불안정도 완전히 해소되지는 못할 것이다. 원화 환율은 전반적으로 하락하고 변동폭이 줄어들겠지만, 글로벌 위기이전 수준에 비해 여전히 변동성이 클 것이다. 자금시장은 일반기업의 신용위험이 높고 연체율이 급등하고 있어 향후에도 신용경색이 해소되기는 어려울 것으로 전망된다. 한편 최근 국내 주가가 상승하고 있으나, 경제 펀더멘털의 개선이 가시화되지 않은 상황에서 유동성 장세가 본격적인 실적장세로 연결될 것으로 판단하기에는 아직 불투명하다. 종합해 보면, 수출을 통한 경기회복은 기대하기 힘들고 국내 금융불안이 내수회복을 제약하여 하반기 경기는 "U자형"의 더딘 회복이 예상된다.

경기부양책의 지속 추진과 기업의 리스크 관리가 필요

지나친 비관론이나 낙관론에 쏠려 그릇된 경기판단을 내리는 것을 경계해야 한다. 정부는 상반기 중 재정지출 집중 등 계획된 경기부양조치를 차질 없이 진행하고 재정지출의 효과가 높은 사업을 우선적으로 추진해야 한다. 기업도 상시적 모니터링 등 위기관리를 일상화하여 위기징후를 조기 포착하는 데 주력해야 한다. 또한 換리스크, 시장 리스크 등 단기 상황별 리스크 관리와 더불어 사업구조 재편, 투자조정 등 위기 이후의 경제상황 대비에도 중점을 두어야 할 것이다.

Ⅰ. 早期 경기회복설 등장

최근 일부 경기지표에 회복 징후

□ 비관일색이던 세계경제에 美 주택시장의 바닥탈출 가능성, 글로벌 금융불안의 진정 조짐 등 일부 낙관적인 신호가 발생

- 글로벌 금융불안의 진앙지인 미국경제에서 최근 주택시장 회복 조짐과[1] 더불어 재고 감소 및 ISM 제조업 지수 상승 등[2] 일부 지표가 개선

- 세계경제 침체의 영향으로 2008년 3/4분기 이후 급락하던 국제유가도 2009년 2월 19일 배럴당 40.1달러를 기록한 이후 빠르게 상승

  · 세계경제 상승에 대한 기대감을 반영

□ 극심한 침체를 경험하고 있는 한국경제에도 최근 긍정적 지표가 나타나면서 경기가 2009년 1/4분기에 이미 바닥을 통과했다는 주장이 제기

- 금융지표 개선과 재고조정의 가속화 등에 따라 경기가 현재 저점을 통과하고 있다는 기대감이 확산

  · 주가 1,300선 회복, 원/달러 환율 1,300원대 하락 등 금융시장은 3월 위기설에서 벗어나 안정을 되찾는 모습

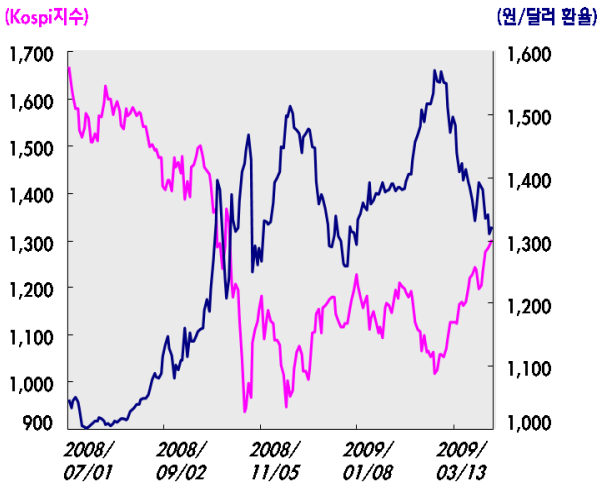
- 그러나 광공업생산 감소폭 확대, 소비재판매 부진, 고용상황 악화 등 다수의 실물경제 지표 수준은 침체상태가 지속

  · 1~2월 광공업생산증가율은 전년동기 대비 △18.4%로 2008년 4/4분기 (△11.3%)에 비해 감소폭이 확대

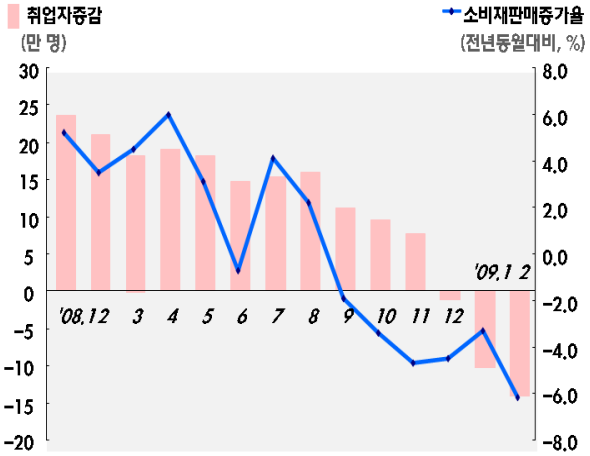
[1] 2월 신규 및 기존주택 판매가 전월 대비 각각 4.7%, 5.6% 증가하였고, 4월 첫주 모기지신청지수가 전주 대비 4.7% 상승

[2] 2월 도매재고가 전월 대비 1.5% 감소하여 1992년 1월 이후 최대 감소폭을 기록하고, ISM 제조업 지수는 2월 35.8에서 3월 36.3으로 상승

금융지표 개선



실물경기 부진



자료: 한국거래소. ; 금융감독원, 금융통계정보 DB.

저점시기 및 이후의 경기회복 패턴을 점검

□ 최근 제기되고 있는 한국경제의 조기 회복설을 점검하기 위해서는 ① 경기저점이 언제인지, ② 저점 이후 경기회복의 형태(U자형, L자형, V자형 등)가 어떠할 지를 분석해야 함

- 경기저점은 전통적 방법인 경기순환 분석과 더불어 재고순환 및 심리지표 분석 등 다각도로 판단

- 저점 이후의 경기패턴은 대외여건 변화와 국내 금융시장의 안정 여부에 따라 달라짐

  · 대외의존도가 높은 한국경제에 있어 글로벌 금융불안 진정과 세계경제의 상승세 전환은 경기회복의 전제조건

  · 경기선행성이 강한 국내 금융시장의 안정 여부도 향후 경기흐름 판단에 중요한 변수[3)]

[3)] 통계청 경기선행지수의 10개 구성지표 중 3개(종합주가지수, 금융기관 유동성, 장단기금리차)가 금융 관련 지표. 본 보고서에는 장단기 금리차 대신 환율을 향후 경기흐름 판단에 중요변수로 분석. 환율불안이 경제주체의 심리에 지대한 영향을 미치고 있다는 점에서 외환시장 안정이 향후 경기흐름에 중요. 반면, 장단기 금리차의 경우 추경 재원 마련 등을 위한 국고채 발행 급증으로 장기금리가 상승할 것으로 예상된다는 점에서 금리차 확대를 통한 경기흐름 예측은 분석에 문제점 존재

Ⅱ. 순환측면에서 본 현 경기진단

한국경제는 현재 바닥 확인 과정에 진입

□ 현재의 경기국면을 보여주는 동행지수 순환변동치의 급락세가 2009년 2월 들어 대폭 완화(전월 대비 0.4p 하락)

- 동행지수 순환변동치는 2008년 12월 이후 2개월 연속 전월 대비 2p 이상 급락(외환위기 이후 최대 하락폭)

동행지수 순환변동치

구분	2008년				2009년	
	9월	10월	11월	12월	1월	2월
동행지수 순환변동치 (전월차)	99.8 (△0.3)	99.2 (△0.6)	97.3 (△1.9)	94.6 (△2.7)	92.4 (△2.2)	92.0 (△0.4)

주: 추세치=100
자료: 통계청, KOSIS DB.

□ 재고순환선(출하증가율-재고증가율)[4]으로 볼 때, 재고조정이 본격화되고 있지만 경기는 현재 저점에 도달하지는 않은 것으로 판단

- 2009년 1~2월 중 제조업 출하증가율과 재고증가율은 각각 전년동기 대비 △17.5%, △4.3% → 재고조정이 본격화될 경우 출하뿐 아니라 재고도 감소하기 시작[5]
  - ·수요회복이 시작되어 제품출하가 다시 늘어나면 재고조정이 마무리
  - ·2009년 1~2월 중 제조업 평균가동률이 아직 1998년(67.8%) 수준인 64.1%에 불과해 수요회복이 가시화되지 못한 상황임을 시사

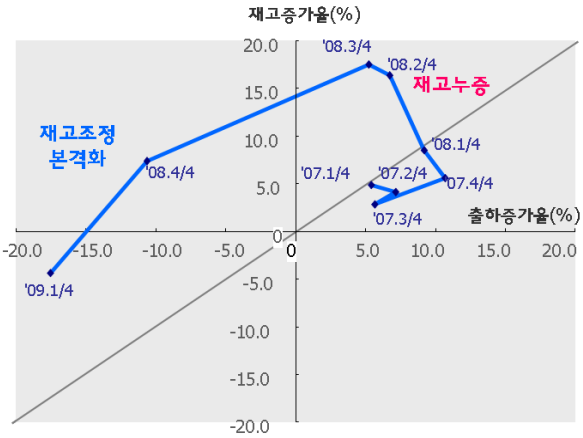
[4] 재고순환선은 출하증가율과 재고증가율의 격차로서 기업이 보유하고 있는 재고의 변동과정을 측정. 경기가 저점을 지나 회복국면으로 진입하면, 재고는 경기침체 국면에서 이미 상당 부분 처분되었지만 출하는 서서히 늘어나기 때문에 재고순환선은 경기 판단에 유용

[5] 외환위기 당시에는 1998년 2월부터 1998년 11월까지 총 10개월간 재고조정이 지속

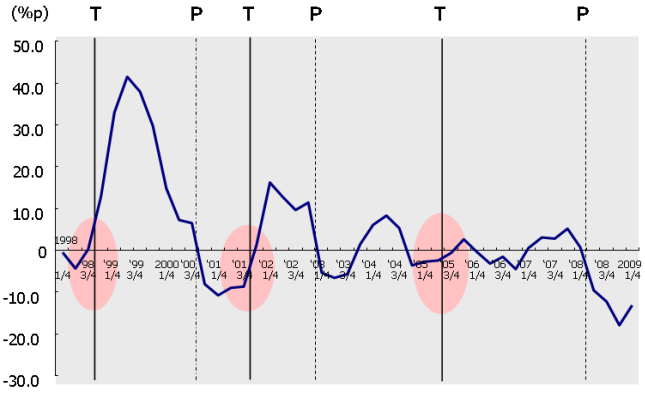
- 2009년 1~2월의 재고순환선도 아직 △13.2%p로 플러스로 전환되기까지는 시간이 필요

  · 외환위기 이후 재고순환선을 보면, 경기가 저점 근방에 도달한 후 '재고순환선'이 '-'에서 '+'로 전환되는 것이 일반적

재고출하 순환도



재고순환선



주: 1) 2005년 이후 경기의 정점은 미정이므로 동행지수 순환변동치를 기준으로 2008년 1월을 정점으로 설정. T는 경기저점(Trough), P는 경기정점(Peak)
2) 2009년 1/4분기는 1~2월 평균 수치(단 재고는 2월 말 기준)
자료: 통계청, KOSIS DB에 의거 작성

□ 향후 경기국면을 예고하는 지표인 선행지수로 본 한국경제는 2009년 2/4분기 말에 경기저점을 통과할 가능성

- 선행지수 전년동월비는 2007년 11월(7.7%) 이후 계속 둔화되다가 2009년 1월 △4.5%로 최저치를 기록한 후 2월 중에는 처음으로 전월 대비 0.5%p 상승

  · 선행지수 전년동월비 전월차 : △0.3%p(2009년 1월) → 0.5%p(2월)

- 선행지수 전년동월비가 2009년 1월에 최저 수준을 기록하여 現 경기는 이때로부터 5개월 후인 2009년 6월경 저점에 도달할 것으로 예상

  · 1990년대 중반 이후 경기 수축기에서 선행지수 전년동월비 저점과 경기(동행지수 순환변동치)저점 간 평균 시차는 5개월

· 과거 평균 수축기(19개월)를 고려해도 2009년 상반기까지는 경기 하강국면이 지속될 가능성(현재까지 수축기간은 13개월)[6]

선행지수 전년동월비와 동행지수 순환변동치 간 Granger 인과관계 분석

▷ 선행지수 전년동월비가 5개월 시차를 두고 동행지수 순환변동치에 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타남(逆 인과관계는 성립하지 않음)

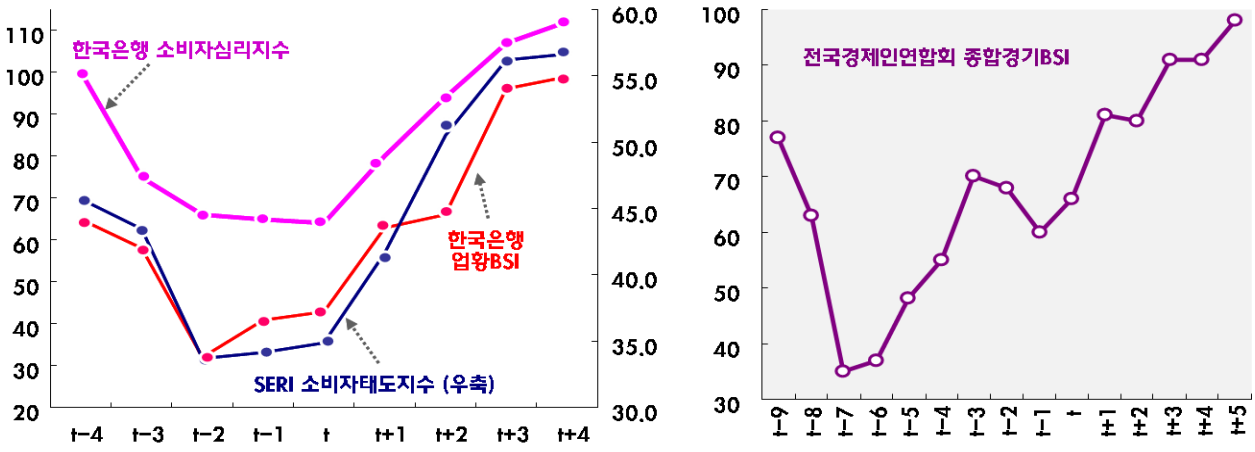
구분(lag = 5개월)	F-통계량	p-값	인과관계
선행지수 전년동월비 → 동행지수 순환변동치	4.289	0.001	성립
동행지수 순환변동치 → 선행지수 전년동월비	1.506	0.191	성립하지 않음

심리지표로 본 한국경제의 저점도 2/4분기 말 또는 3/4분기 초

□ 외환위기 당시 경제심리지표들은 경기저점(1998년 8월)보다 약 2분기 앞서 저점을 형성한 후 약 1년 동안 추세적으로 반등

- 당 연구소의 소비자태도지수와 한은 및 전경련의 BSI(실적)는 실제 경기의 저점보다 약 2분기 앞서 저점을 형성한 후 1년 이상 상승

외환위기 당시의 심리지표와 경기



주: 1) t는 외환위기 당시 경기 저점인 1998년 3/4분기(8월)
2) 전국경제인연합회 종합경기BSI는 월간 자료, 그 외는 분기별 자료
자료: 삼성경제연구소; 한국은행; 전국경제인연합회

[6] 현재 경기패턴과 유사한 제6순환(1993.1~1996.3~1998.8)의 경기수축기는 29개월로 最長

□ 최근 심리지표들은 2009년 1/4분기를 전후로 저점을 형성하고 있어 2009년 중반에 실제 경기가 저점에 도달할 가능성

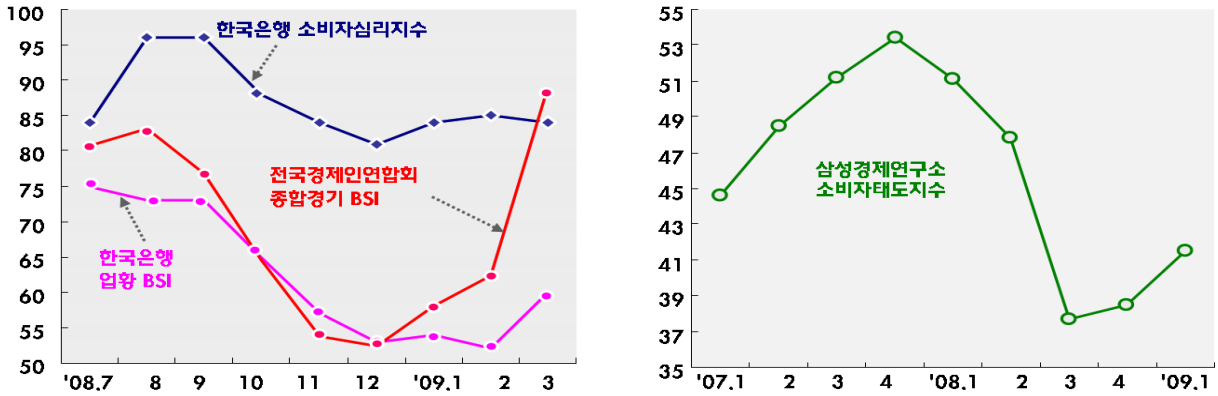
- 당 연구소의 소비자태도지수는 2008년 3/4분기에 이미 저점을 형성한 후 2분기 연속 개선 추세

  · 전경련과 한은의 BSI는 각각 2008년 12월, 2009년 2월에 저점에 도달한 것으로 판단

  · 한국은행 CSI는 아직 저점을 형성하지 않은 채 횡보 중[7]

- 실물지표의 반등이 뒷받침되어야 경기회복에 대한 기대감이 한층 높아져 경제주체의 투자 및 소비 심리도 추세적인 회복이 가능[8]

최근 심리지표 추이



주: 한국은행의 BSI와 CSI는 각각 2003년 1월과 2008년 9월부터 분기에서 월 자료로 변경
자료: 한국은행; 전국경제인연합회; 삼성경제연구소.

[7] 외환위기 당시에도 한은 CSI는 경기저점 2분기 전부터 급락세가 진정되면서 횡보

[8] 1991년 4/4분기~2008년 4/4분기 중 심리지표들과 경기(전년동기 대비 실질경제성장률) 사이에는 2분기 시차를 두고 상호 간에 Granger 인과관계가 존재(lag = 2분기)

SERI 소비자태도지수			한국은행 소비자심리지수		
인과관계	F-통계량	p-값	인과관계	F-통계량	p-값
심리 → 경기 경기 → 심리	5.34 3.40	0.01 0.04	심리 → 경기 경기 → 심리	4.23 3.44	0.02 0.04
한국은행 업황BSI (실적)			전경련 종합경기BSI (실적)		
인과관계	F-통계량	p-값	인과관계	F-통계량	p-값
심리 → 경기 경기 → 심리	6.51 8.63	0.00 0.00	심리 → 경기 경기 → 심리	9.82 6.84	0.00 0.00

주: 한은 CSI의 경우 분석기간은 1996년 1/4분기~2008년 4/4분기이고 경기변수는 실질민간소비의 전년동기 대비 증감률을 사용. 전경련 종합경기BSI(실적)는 월간자료의 분기별 평균을 사용

Ⅲ. 대내외 경기회복 요인 점검

□ 글로벌 경제의 본격 회복, 국내 금융시장의 안정 등 대내외 여건이 개선되어야 한국경제의 실질적인 회복이 가능

- 현 경제위기의 핵심인 글로벌 금융불안이 완전히 해소되고, 세계경제의 중심축인 미국경제가 회복되는 것이 대외여건 개선의 핵심

- 외환시장 안정, 원활한 자금흐름, 주식시장 활성화 등 국내 금융시장의 안정도 한국경제의 회복을 위한 필수 요건

1. 제3차 글로벌 금융위기의 발생가능성은?

금융위기에 대한 우려감 진정

□ 2009년 3월 중순 이후 금융위기 우려가 진정되며 일부 금융지표가 호전

- 2008년 10월에 이어 글로벌 금융시장은 2009년 3월 동유럽 금융위기와 美 상업은행 부실 우려로 극심한 불안을 경험했으나, 4월 들어 호전

  · 다우지수 : 9,035(2009.1.2) → 6,547(3.9) → 8,083(4.9)

- 동유럽에 대한 서유럽의 공조지원 기대와 미국의 민관합동펀드[9]를 통한 최대 1조 달러 부실자산매입계획(2009.3.23) 등이 호재로 작용

□ 전반적인 신용경색 현상은 지속되고 있으나 일부 시장에서는 자금흐름이 개선되는 조짐

- 미국 상업은행 대출은 2009년 2월을 제외하고는 4개월 연속 감소해 신용공급 위축상황이 지속

[9] Private-Public Partnership Investment Program. 공적자금과 민간자본이 공동으로 최대 1조 달러의 기금을 조성하여 금융권의 부실채권을 매입하려는 계획

· 은행대출 감소 규모(2009년 3월) : 1,085억달러

- 회사채 발행액은 253억달러(2008년 10월)까지 감소했으나, 2009년 2월에는 922억달러로 증가

· 2008년 월평균 발행액(1,850억달러)의 50% 수준

회사채 신규발행 및 상업은행의 신용공급 증감 추이

(단위: 10억달러)

	2008년					2009년		
	8월	9월	10월	11월	12월	1월	2월	3.25
회사채	39.3	30.7	25.3	44.0	84.4	79.1	92.2	-
은행대출	15.6	103.2	220.0	-56.2	-26.1	-62.7	15.8	-108.5

자료: FRB. <http://www.federalreserve.gov/releases/h8/Current/>

글로벌 금융위기 재발 가능성은 상존

□ 실물경기 침체로 인해 금융권의 손실이 확대되고 금융위기 대책이 순조롭게 진행되지 못할 경우 금융위기가 다시 발생할 우려

- 美 주택가격 하락과 고용사정 악화로 경기침체와 금융권의 손실 확대 추세가 당분간 지속될 전망

· 모기지론뿐만 아니라 소비자신용, 기업대출 등에서도 연체율이 급등하고 있는 상황

미국 상업은행의 연체율 추이

(단위: %)

구분	2007년				2008년			
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4
전체	0.51	0.54	0.63	0.75	0.99	1.27	1.50	1.89
부동산대출	0.12	0.14	0.25	0.41	0.68	1.00	1.31	1.75
기업대출	0.40	0.45	0.51	0.61	0.71	0.85	1.02	1.35
소비자신용	2.37	2.37	2.58	2.59	3.00	3.36	3.65	4.02

자료: FRB. <http://www.federalreserve.gov/releases/chargeoff/delallsa.htm>

- 영국의 금융위기가 심화되는 가운데 국제공조 실패로 동유럽 위기마저 고조될 경우 금융위기는 재발

  · 서유럽 은행의 건전성 악화 → 유럽 경기침체 심화 → 금융기관의 신흥국에 대한 투자회수 → 신흥국의 금융불안 가중

□ 동유럽 국가의 연쇄부도 사태가 발생할 경우 유럽발 글로벌 금융위기로 확대될 가능성

- 동유럽 위기설의 진정에도 불구하고 발트 3국 등 거시경제가 취약한 상당수 동유럽 국가들의 디폴트 위험이 여전

  · 외환보유액 대비 대외채무, 경상수지, 재정수지 등 전반적인 거시 지표들이 더욱 악화될 우려

2009년 동유럽 국가들의 거시경제 지표 전망

국가	경제성장률	경상수지 (GDP 대비)	재정수지 (GDP 대비)	인플레이션
러시아	-3.0	-2.2	-8.0	13.5
우크라이나	-10.0	-1.8	-3.0	18.5
에스토니아	-5.6	-4.2	-3.4	3.3
라트비아	-9.1	-5.0	-6.0	3.0
리투아니아	-4.1	-8.7	-2.4	4.3
헝가리	-3.1	-3.7	-2.7	2.9

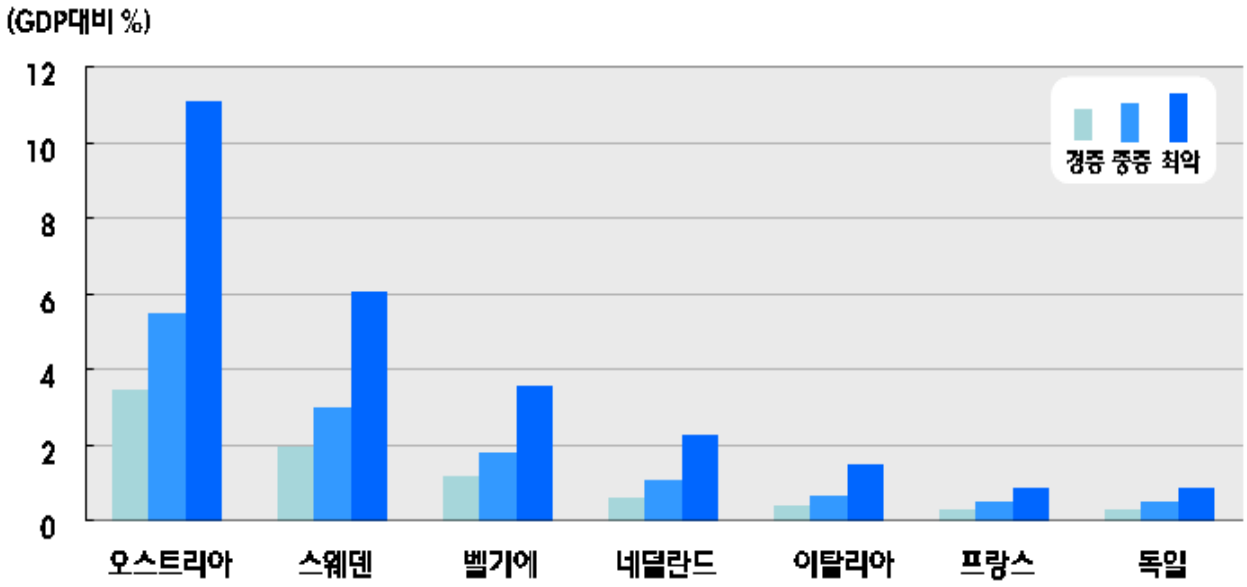
자료: IMF, IFS; 각국 중앙은행 및 통계청; EIU, Country Report

- 서유럽 금융기관의 역내 대출비중이 높아서 한 국가의 손실이 유럽 금융권 네트워크를 타고 유럽 전체의 금융위기로 발전될 가능성

  · 유럽 은행의 대외채권 중 역내 채권 비중 52.2%(2008년 3/4분기)[10]

[10] BIS. Consolidated Banking Statistics <http://www.bis.org/statistics/consstats.htm>

동유럽 위기 시나리오별 서유럽 국가의 손실



주: 시나리오 중 '輕症(mild)'은 1990년대 초 스웨덴 은행위기 수준, '重症(hard)'은 보다 악화된 수준의 위기, '最惡(ugly)'은 아시아 위기 수준을 가정

자료: Danske Bank (2009.2.24). Euro Area: Exposure to the Crisis in Central and Eastern Europe.

2. 미국경제는 침체의 끝이 보이나?

주택경기 침체는 당분간 지속

□ 금융위기를 촉발한 주택시장의 경우 일부 지표가 호전되면서 경기회복에 대한 기대가 형성

- 주택 판매량 증가로 재고비율이 하락하는 한편 주택건설이 증가[11)]

  · 전월 대비 2월 주택판매 증가율 : 신규주택 4.7%, 기존주택 5.6%

- 주택가격과 모기지 금리 하락 등이 주택 판매량 증가의 주요 원인

  · 30년 만기 모기지 고정금리는 5% 미만으로 1972년 1월 이후 최저

[11)] 신규주택 판매량 대비 재고비율은 2009년 1월 12.9개월에서 2월에는 12.2개월로 축소되었으며, 2009년 2월 중 신규주택 착공은 22.2%, 건설허가는 3.0% 증가

□ 그러나 주택시장의 수급불균형으로 주택경기의 침체국면은 당분간 지속

- 월 판매량 대비 주택재고 비율이 하락했으나 그 수준은 과거 평균에 비해 여전히 높은 상태

  · 1998~2005년 중 신규주택 재고는 약 4.1개월 판매량에 불과했으나, 현재는 12.2개월 판매량을 상회

- 특히 주택경기의 핵심 지표인 주택가격이 여전히 하락 추세

  · 2009년 2월 신규주택 중간가격은 전년동월 대비 18.1%(전월 대비 2.9%) 하락

  · 1월 S&P/Case-Shiller 10大 및 20大 도시 주택가격지수는 전년동월 대비 각각 19.4% 및 19.0% 하락

미국경제의 회복을 논하기에는 시기상조

□ 일부 지표의 호전에도 불구하고 전반적인 실물경기는 여전히 하락 추세

- 2009년 2월 산업생산은 전년동월 대비 11.2%(전월 대비 1.4%) 감소

  · 설비가동률은 70.9%로 떨어졌으며, 특히 제조업의 설비가동률은 67.4%에 불과

□ 고용 악화로 인해 향후 가계의 소득 및 소비의 회복을 기대하기 어려운 상황

- 2008년 1월 이후 일자리 수가 지속적으로 감소하고 실업률도 상승

  · 신규실업급여 신청자 수 : 58만명(2009년 1월) → 64만명(2월)

  · FRB는 실업률이 2010년 상반기까지 계속 상승하고 2010년 말까지도 고실업률 상태가 지속될 것으로 전망[12)]

- 2009년 2월 개인소득은 고용상황 악화로 인해 전월 대비 0.2% 감소

  · 2008년 4/4분기 기업이익이 16.5% 감소하는 등 당분간 기업 구조 조정이 지속되어 고용상황 및 개인소득 개선 기대難

□ 부채누적에 따른 가계의 재무상황 악화와 금융기관의 보수적 대출 행태도 소비회복을 제약

- 경기침체로 인한 소득 감소로 원리금 상환의 어려움이 가중되어 부동산 등 자산처분을 통해 부채를 축소할 수 밖에 없는 상황

  · 2008년 4/4분기 가계부채(명목가치)는 전기 대비 0.5% 감소했으며, 실질가치 기준으로는 3분기 연속 감소

- 상업은행의 대출기준 강화로 가계는 차입에 의존한 소비를 지속하기 어려운 상황

  · 상업은행의 52.9%가 프라임 등급 모기지 대출기준을 강화(2009.1)

□ 금융부실 처리가 차질을 빚어 금융기관의 정상화가 지연될 경우 실물 경기에도 악영향

- 미국 자동차업체 파산 등 대형 악재의 발생 가능성은 여전히 존재

  · 美 정부는 GM과 크라이슬러의 자구안을 거부하고 추가적인 자구 노력을 요구한 가운데, GM의 파산가능성도 꾸준히 제기되는 상황

- 일부에서는 민관합동펀드를 통한 부실채권 매입의 실효성에 대한 회의론도 제기하고 있는 실정

  · 부실자산 가격 산정 등이 순조롭게 해결되지 못할 경우 상업은행 부실문제가 재연될 우려

[12] FRB (2009.4.8.). Minutes of Federal Open Market Committee, March 17-18, 2009.

3. 원화 환율의 롤러코스터 현상은 종료될 것인가?

□ '3월 위기설'이 기우로 판명됨에 따라 과도하게 상승했던 원화 환율이 진정국면으로 진입

- 원/달러 환율은 2009년 3월 2일 1,570원으로 급등한 후, 최근에는 1,300원대로 다시 하락(2009년 1월 하순 환율은 달러당 1,300원대 중반)

- 3월 위기설의 근거인 대규모 외국인 자금이탈, 외채 상환요구 급증 등에 따른 외화부족 우려는 글로벌 금융불안 진정, 국내 외화유동성 개선으로 해소

  · 글로벌 금융불안은 3월 18일 美 FRB의 국채 매입 발표, 23일 미국 정부의 부실자산 처리계획 발표 등을 계기로 대폭 개선[13)]

  · 3월 위기설과는 달리 외국인 자금의 대거 유입, 정부·민간의 장기 외화자금 조달 성공 등 국내 외화유동성이 개선

시기별 원/달러 환율 급등락 주요 요인

구분		환율 급등기 ('09.2월~3월 3일)	환율 급락기 (3월 4일~4월 10일)
3월 위기설 (한국물 CDS 프리미엄)		고조 (3월 3일: 482bp)	소멸 (4월 10일: 304bp)
외국인 증권투자	주식	순매도(1.5조원)	순매수(3.3조원)
	채권	순매수(2.0조원)	순매수(2.2조원)
장기(3년 이상) 외화조달 (억달러)		無	포스코 7.0(5년), 하나은행 10.0(3년), 정부 외평채 15.0(5년), 15.0(10년) 등
무역수지(억달러)		적자: 33.6(1月)	흑자: 29.3(2月), 46.1(3月)
외환보유액(억달러)		감소: 2.0(2月)	증가: 48.0(3月)

□ 외화수급 여건이 다소 개선되면서 앞으로 원화 환율은 전반적인 하향 추세를 보일 것으로 전망

13) 4월 2일 G20 정상회담에서 국제공조하의 경기부양책, 신흥국가에 대한 유동성 확대·금융지원 등이 합의된 점도 불안 진정에 일조

- 각국의 금융시장 안정화 및 경기부양 조치의 효과로 불안심리가 진정되어 안전자산 선호현상이 약화

- 대내적으로 경상수지 흑자가 지속되고 정부 및 금융기관의 외화차입 확대로 외화유동성이 점차 개선

- 원화가 여전히 저평가 국면에 있다는 점도 환율 하락의 요인으로 작용[14]

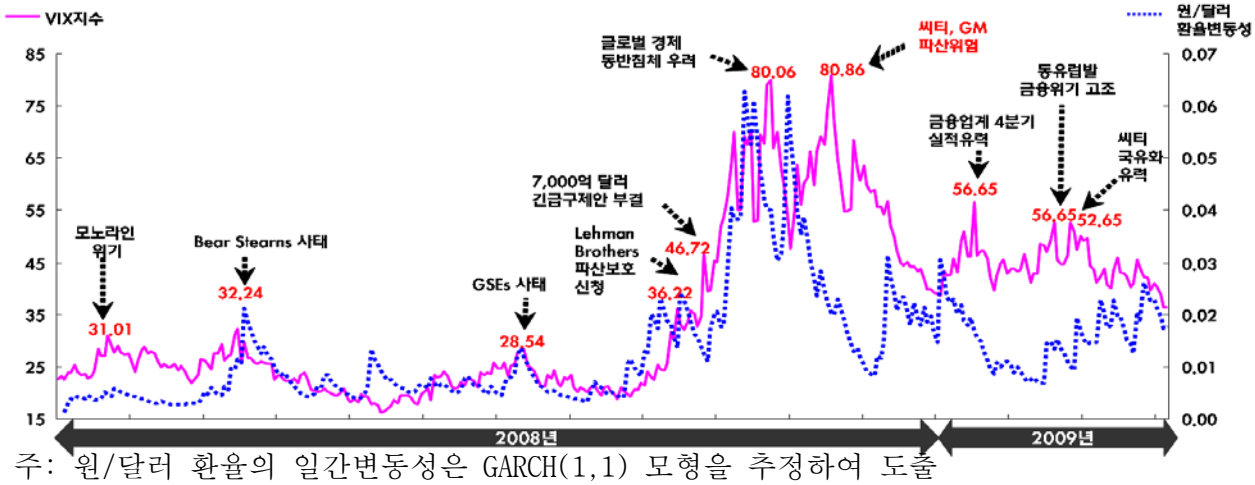
□ 외환시장의 불안이 완전히 해소되지 않은 상황으로 변동성이 경제위기 이전 수준으로 안정되기는 어려울 전망

- 높은 장기외화자금 조달 금리[15], 조선사의 수주 취소 및 인도 연기 등은 현재에도 외환시장의 불안 요인

  · 아직 시중은행이 자체적으로 장기(3년 이상, 공모) 외화자금을 조달하지 못하고 있고, 조달금리도 과거에 비해서는 매우 높은 상황

- 글로벌 금융불안이 재연되면 대규모 외국인 자금 이탈, 외화차입 상환요구 등으로 외화수급여건이 다시 악화되어 변동성이 크게 확대[16]

글로벌 금융불안지수(VIX)와 원/달러 환율 변동성 추이



주: 원/달러 환율의 일간변동성은 GARCH(1,1) 모형을 추정하여 도출
자료: Thomson Reuters, Datastream.

[14] 실질실효환율지수 기준으로 본 균형환율은 달러 당 1,000원대로 2008년 하반기부터 저평가 국면에 진입(2009년 2월 기준)

[15] 2009년 4월 9일 발행된 외평채 가산금리(5년물)는 미 국채금리 대비 400bp로 2006년 12월 발행 시 가산금리(69.6bp), 외환위기 직후인 1998년 발행 시 가산금리(355bp)보다 높은 수준

[16] 글로벌 금융위기 국면('08년 1월 2일~'09년 4월 10일)에서의 VIX와 원/달러 환율 변동성 간의 상관계수는 +0.72로 평상 시('00년 1월 2일~'07년 12월 31일) +0.27에 비해 크게 높아짐

4. 국내 금융시장의 신용경색은 해소될 것인가?

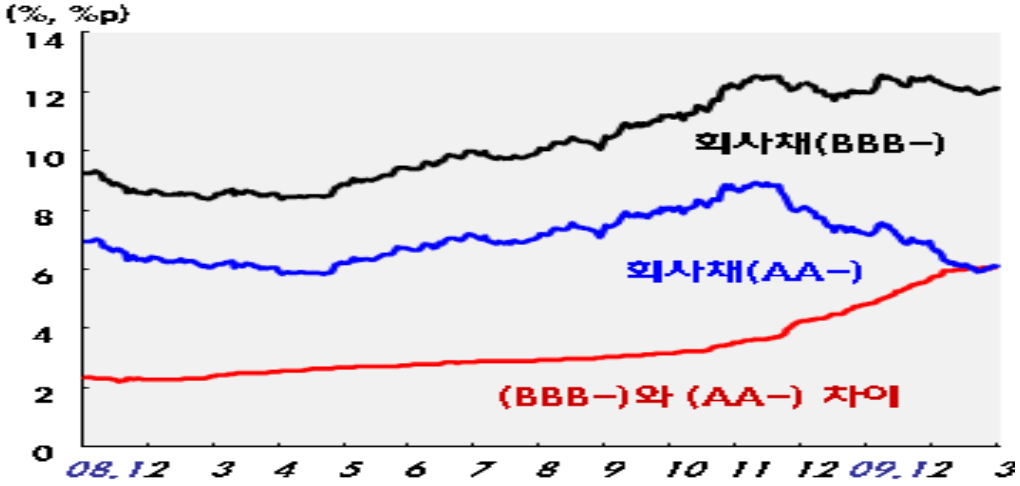
□ 글로벌 금융위기가 고조된 2008년 10월 이후 상승한 일반 기업(BBB- 등급)의 신용위험이 아직까지 완화되지 않고 있는 상황

- 우량기업(AA- 등급)의 자금조달 여건은 개선되었지만 일반 기업의 경우 회사채 금리가 2008년 말 수준을 유지

  · AA- 등급 회사채와 BBB- 등급 회사채 사이의 금리 차이는 4.3%p(2008년 말)에서 6.05%p(2009년 4월 6일)로 확대

- 2009년 2월까지 BBB등급 이하 기업의 회사채 발행액은 3,392억원으로 전체 발행액의 2.7%에 불과 (2008년의 경우 11.5%)

등급별 회사채 금리 차이



자료: 한국증권업협회, 채권정보센터

□ 중소기업을 포함한 기업대출 연체율이 급등함에 따라 전반적인 기업 자금사정이 더욱 악화

- 국내은행의 대출 연체율은 2월 말 현재 1.67%로 2004년 말(1.7%) 이후 가장 높은 수준

- 특히 중소기업 대출 연체율은 2.67%로 대기업 대출 연체율(0.63%)에 비해 크게 높아, 신용위험에 따른 자금사정 양극화가 진행됨을 시사

  · 반면 2월 말 가계대출 연체율은 0.89%로 신용카드 사태 당시인 2003년(1.8%)은 물론 2005년 말(1.21%)보다 낮은 수준

- 중소기업 대출이 많은 비은행 금융기관이 은행에 비해 높은 연체율을 나타내고 있어 부실이 확대되는 양상

  · 주로 중소기업에 대출하고 있는 여신전문금융회사의 2008년 말 연체율은 4.5%로 은행 연체율(1.08%)의 4배가 넘는 수준

국내은행 부문별 연체율 추이

(단위: %)

구분	2005년 말	2006년 말	2007년 말	2008년 말	2009년 2월
기업대출	1.34	1.00	0.92	1.47	2.31
(대기업)	0.09	0.49	0.37	0.34	0.63
(중소기업)	1.55	1.07	1.00	1.70	2.67
가계대출	1.12	0.70	0.55	0.60	0.89
원화대출 계	1.21	0.84	0.74	1.08	1.67

자료: 금융감독원(2009. 3. 18). "2009년 2월 말 국내은행의 대출채권 연체율 현황".

□ 일반기업의 신용위험이 여전히 높은 데다 중소기업 중심으로 연체율이 급등하는 등 자금사정이 악화되고 있음을 고려할 때 향후에도 신용경색 현상이 해소되기는 어려울 것으로 판단

5. 국내 증시의 상승기조는 튼튼한가?

□ 시장의 하락 압력으로 작용했던 '펀더멘털 악재'들이 다소 완화되면서 대기하고 있던 풍부한 시중 유동성이 증시의 상승 모멘텀을 유발

- 풍부한 단기부동자금, 일부 경제지표의 개선조짐, 인플레 우려와 수급 부담으로 국채 보유의 장점이 희석되면서 證市로 자금이 유입되기 시작

- 외국인투자자도 유가증권 시장에서 주식, 채권 모두 순매수를 이어가며 주가 상승을 견인

□ 최근 국내 증시 상승의 주요 원인은 해외 유동성의 공급 확대

- 글로벌 실물경제는 여전히 침체 국면이나, 각국 중앙은행의 통화공급 확대로 풍부해진 해외 유동성이 국내로 유입

  · 과거 국내 증시에서 나타났던 유동성 장세의 대부분도 외국인 투자자의 공격적인 순매수에 의해 주도

□ 경제 펀더멘털의 개선이 전제되어야 최근 '유동성 랠리'[17]가 본격적인 '실적장세'[18]로 연결 가능

- 금융기관의 추가 부실로 국제금융시장이 동요할 경우 외국인 투자자의 이탈도 재연될 수 있는 취약한 구조

과거 국내 증시의 유동성 장세 사례

자료: 한국거래소 자료에 의거 작성

[17] 기업실적이 악화되는 상황에서도 낮은 금리와 풍부한 유동성으로 주가는 상승하는 현상을 지칭하며, 유동성 장세에선 기업실적보다는 낙폭이 과대했던 종목을 중심으로 주가가 상승

[18] 경기 전체 또는 각 기업의 실적이 주가를 끌어올리는 증시 상황

Ⅳ. 종합판단 및 시사점

경기회복에 대한 때 이른 기대를 경계

□ 일부 희망적인 지표에도 불구하고 향후 대내외 경제환경의 뚜렷한 개선이 조기에 실현되기는 힘들 것으로 전망

- 미국의 경우 주택경기는 수급불균형으로 위축세가 지속되고 있으며, 고용 악화와 가계부채 조정 등으로 경기침체 탈피가 어려울 전망

- 글로벌 금융시장은 유럽發 금융위기 가능성, 기업 및 가계 대출부실 등 실물침체로 인한 금융부실 확대로 불안이 지속될 전망

- 국내 금융불안은 2009년 1/4분기에 비해 다소 완화되겠지만, 당분간 해소되기는 어려울 전망

  · 외화유동성 확대로 원/달러 환율의 하향세가 예상되나, 글로벌 금융불안으로 원화 변동성은 크게 축소되지 않을 전망

  · 통화당국의 저금리 기조 유지에도 불구하고 신용경색 현상이 해소되지 않아 일반기업(BBB-)이나 중소기업의 자금조달에 어려움 예상

□ 한국경제에 대한 지나친 비관론만큼이나 때 이른 낙관론도 경계

- 근거없는 비관론은 경제주체들의 경제활동을 불필요하게 위축시켜 침체를 가속시키고 금융불안을 가중시키는 비용을 초래

  · 한국경제에 대한 지나친 비관론이 3월 위기설을 증폭시키는 역할

- 때 이른 낙관론 역시 경기오판과 그릇된 대응을 초래할 우려

  · 지금 세계경제는 전례 없는 심각한 위기상황에 직면해 있다는 점을 상기할 필요

경기흐름 판단과 관련된 핵심 이슈

질문	판단
① 제3차 글로벌 금융위기 발생가능성은?	▷ 경기침체로 인한 금융권 손실 확대 및 동유럽 경제위기 심화 가능성 → 글로벌 금융위기 재발 가능성이 상존
② 미국경제는 침체의 끝이 보이나?	▷ 고용, 소득 및 가계 부채 등 펀더멘털의 악화 → 실물 경제의 조속한 회복은 기대難
③ 원화 환율의 롤러코스터 현상은 종료될 것인가?	▷ 향후 원화 환율은 전반적으로 하락하고 변동폭도 축소, 그러나 글로벌 금융위기 이전에 비해 여전히 큰 변동성
④ 국내 금융시장의 신용경색은 해소될 것인가?	▷ 일반기업의 높은 신용위험과 연체율 급등으로 자금사정 악화 → 향후에도 신용경색이 해소되기 어려운 상황
⑤ 국내 증시의 상승기조는 튼튼한가?	▷ 펀더멘털의 개선이 가시화되지 않음 → 유동성 장세가 실적장세로 연결될 것으로 판단하는 것은 불투명

한국경제는 2009년 상반기 중 저점 통과 후 더딘 회복세 예상

□ 2008년 10월 이후 경기급락[19]을 경험하고 있는 한국경제는 2009년 2/4분기 말 경기저점에 도달한 이후 하반기부터 더딘 회복세를 보일 것으로 예상

- 재고조정의 지속과 선행지수의 경기선행성을 감안할 때 2008년 초에 시작된 경기하강세는 18개월 정도 경과한 2009년 6월까지 지속

- 하반기에도 미국경제 침체, 불안한 글로벌 금융시장 등 대외여건 취약으로 인해 주요 성장동력인 수출의 부진이 지속

  · 최근 수출감소세 둔화의 주요 요인인 원화가치 하락이 하반기에는 상승세로 전환되어 수출 회복을 제약

- 신용경색 현상이 해소되지 않는 등 국내 금융불안으로 소비 및 투자 자금이 원활히 공급되지 못해 내수 확대가 제약

□ 한국경제의 회복을 논의하는 것은 아직 시기상조로 2009년 중 경기회복을 체감하기는 어려울 것

[19] 2008년 10월~2009년 1월의 3개월간 동행지수 순환변동치가 6.6p나 급락

- 상반기에는 경기하강세가 지속되고 하반기에도 회복은 미약할 전망

  · 분기별 경제성장률(전년동기 대비)은 2009년 3/4분기까지 마이너스를 기록하고 4/4분기에야 플러스로 전환 → 성장세 반전의 주요 원인도 2008년 4/4분기의 급락에 따른 기저효과

리스크 관리와 함께 경기부양책을 지속적으로 추진

□ 정부는 재정지출 확대 등 경기부양조치를 차질 없이 추진하는 한편, 재정지출의 효과를 극대화하는데 주력

- 특히 경제상황이 가장 어려울 것으로 예상되는 2009년 2/4분기에 재정지출을 집중하고, 경기상황에 따라 하반기 중 2차 추경편성도 고려

- 고용창출 효과가 크고 투입 대비 산출효과가 큰 사업을 우선적으로 추진하는 등 재정지출에 우선순위를 설정해 경기부양효과를 극대화

  · 재정투자 집행상황을 정기적으로 외부에 공표함으로써 예산의 집행률을 제고

□ 하반기에도 경기부진과 함께 금융시장의 불안정이 지속될 것이므로 기업도 리스크 관리에 중점을 둘 필요

- 상시적 모니터링 등 위기관리의 일상화를 통해 위기징후를 조기포착

- 換리스크, 자금조달 리스크, 시장 리스크 등에 대응한 단기 상황전략(contingency plan)과 아울러 위기 이후의 경제상황 변화에 대비해 사업구조 재편, 투자조정 등 중장기 전략을 병행 수립 CEO

【 지표로 보는 경제 Trend 】

< 금융동향 >

		4. 7	4. 8	4. 9	4. 10	4. 13
환율	원/달러(종가기준)	1,322.5	1,354.5	1,322.5	1,333.0	1,329.0
	엔/달러(뉴욕시장)	100.85	100.68	99.78	100.57	100.40
금리	회사채(3년AA-, %)	5.97	5.91	5.88	5.87	5.84
	국고채(3년, %)	3.94	3.89	3.88	3.88	3.88
주가지수(KOSPI, 종가)		1,300.10	1,262.07	1,316.35	1,336.04	1,338.26

< 실물동향 >

(전년동기(월)비, %)

	2006년	2007년	2008년	2008.12월	2009.1월	2월	3월
GDP성장률	5.2	5.1	2.2	..	..	..	..
민간소비	4.7	5.1	0.9	..	..	..	..
설비투자	8.2	9.3	-2.0	..	..	..	..
산업생산 증가율[1]	8.3	6.9	3.0	-18.7	-25.5	-10.3	..
평균가동률	80.0	80.1	77.2	62.3	61.4	66.7	..
실업률	3.5	3.2	3.2	3.3	3.6	3.9	..
실업자(만명)	82.7	78.3	76.9	78.7	84.8	92.4	..
전국 어음부도율	0.02	0.02	0.03	0.04	0.04	0.04	..
소비자물가 상승률	2.2	2.5	4.7	4.1	3.7	4.1	3.9
수출(억달러, FOB)[2]	3,254.7	3,714.9	4,220.1	271.2	213.7	254.6	283.7
(증감률)	(14.4)	(14.1)	(13.6)	(-17.9)	(-33.8)	(-18.3)	(-21.2)
수입(억달러, CIF)	3,093.8	3,568.5	4,352.8	265.8	247.2	225.2	237.6
(증감률)	(18.4)	(15.3)	(22.0)	(-21.6)	(-31.9)	(-30.9)	(-36.0)
경상수지(억달러)	53.9	58.8	-64.1	8.6	-16.4	36.8	..
외환보유액(억달러)	2,389.6	2,622.2	2,012.2	2,012.2	2,017.4	2,015.4	2,063.0
총대외지불부담[3] (억달러)	2,601	3,832	3,805	..	..	..	..

1) 통계청 (2009. 3. 31.) "2009년 2월 산업활동동향" 자료에 의거하여 작성
2) 지식경제부 (2009. 4. 1.) "2009년 3월 수출입 동향" 자료에 의거하여 작성
3) IMF, World Bank 등 9개 국제기구가 마련한 새로운 편제기준, 분기별 발표