

SERI Economic Outlook

2007. 5. 31.

2007년 하반기 경제전망

- 목 차 -

Executive Summary

요약

I. 최근 경제흐름.....	1
II. 2007년 하반기 국내경제 전망.....	6
III. 2007년 하반기 주요 이슈 진단.....	37
1. 미국 주택시장 둔화와 경착륙 가능성	
2. 국내 주택가격 하락과 거시경제	
3. 엔 캐리 트레이드의 지속 가능성	
4. 국내 외화차입과 그 영향	
IV. 정책제언.....	66

작성 : 황인성 수석연구원(3780-8036) 外
inseong.hwang@samsung.com

감수 : 홍순영 연구위원(3780-8104)
serihsy@seri.org

〈 Executive Summary 〉

2007년 들어 경제 분위기가 지난해 하반기와는 사뭇 달라졌다. 경제심리가 중국발 쇼크, 엔 캐리 트레이드 청산 움직임, 미국 서브프라임 모기지 시장 불안 등에도 불구하고 개선추세를 지속하였다. 주식시장도 달라진 분위기를 반영하며 사상 최고치를 갱신하고 있다. 글로벌 주식시장의 활황, 한미FTA체결 등으로 코스피지수가 5월 28일 현재 1650을 넘어서는 등 4월 이후 고공행진을 계속하고 있다. 2007년 1/4분기 중 산업생산증가율은 전년동기 대비 3.3%, 경제성장률은 전분기와 동일한 4.0%를 유지했다. 반면, 민간소비와 설비투자 등 내수가 견고한 증가세를 보이고 있고, 수출증가율이 두 자리 수를 유지하고 있다는 점이 긍정적이다.

2007년 한국경제의 성장률을 당초 4.3%에서 4.5%로 상향조정한다. 경기의 흐름은 상반기 4.2%에서 하반기에는 4.7%로 상승할 전망이다. 금년 1/4분기 중 제조업체의 영업이익률은 일부 대기업의 부진에도 불구하고 개선 추세를 보이고 있다. 또한 1/4분기 중 1조 3천억 원의 재고 감소 등 재고조정의 마무리, 장단기 금리 차 확대 등이 향후 경기상승 가능성을 높이고 있다. 또한 성장의 패턴도 과거 내수나 수출 한쪽에 치우친 불균형적 성장이 아닌 내수와 수출 모두에 바탕을 둔 성장이 예상된다. 하반기 중 소비는 실질소득의 견고한 증가세, 상용근로자의 확대 등으로 당초 예상치 4.0%에서 4.4%로 상향조정한다. 하반기 수출증가율도 원/달러 환율의 하락에도 불구하고 세계경제의 성장세 유지로 10.6%로 상향조정한다.

경기의 상승 모멘텀을 꺾을 수 있는 위험요인들도 상존해 있다. 미국경제의 경착륙, 유가 급등세 지속 등 대외요인과 부동산시장 침체, 가계부채 확대, 단기외채 급증 등 국내요인도 주목해야 한다. 원화가치의 상승은 가장 우려되는 부분이다. 금년 들어 원화가치 상승이 그대로 수출가격에 반영되고 있다. 수출 기업들이 원화가치 상승에 따른 손실을 더 이상 자체적으로 흡수하기 버겁게 된 것이다. 따라서 원화가치의 추가상승은 즉각적인 수출둔화와 기업의 채산성 악화로 이어질 수 있다.

따라서 거시정책 기조는 경기상승을 감안하여 중립적으로 운용하되 환율관리에 있어서는 적극적인 조치가 필요하다. 재정거래에 따른 자금유입 등이 원화가치를 끌어올리고 있는 상태다. 원화가치가 한국경제의 실력에 비해 지나치게 상승하지 않도록 적절한 정책대응이 필요한 시점이다.

〈 2007년 경제지표 전망 〉

(전년동기 대비)

	단위	2006년	2007년						
			1/4	2/4	상반기	3/4	4/4	하반기	연간
경제성장률	%	5.0	4.0	4.5	4.2	4.6	4.7	4.7	4.5
실질GDP 규모	조 원	758	183	196	379	196	218	414	793
인당 GDP	달러	18,296	-	-	-	-	-	-	19,749
민간소비증가율	%	4.2	4.0	4.1	4.0	4.3	4.4	4.4	4.2
고정투자증가율		3.2	7.0	4.7	5.7	3.3	3.0	3.1	4.3
설비		7.5	10.3	6.1	8.1	5.0	7.1	6.1	7.1
건설		-0.1	4.3	3.3	3.7	1.7	-0.2	0.6	2.0
소비자물가상승률	%	2.2	2.1	2.4	2.2	2.6	3.0	2.8	2.5
실업률	%	3.5	3.6	3.4	3.5	3.3	3.2	3.2	3.4
고용률		59.7	58.6	60.3	59.5	60.0	59.9	60.0	59.7
경상수지	억 달러	61	-15	-11	-26	-9	24	15	-11
무역수지	억 달러	161	26	37	63	31	45	76	140
수출	억 달러	3,255	847	915	1,762	928	954	1,882	3,644
(증가율)	(%)	(14.4)	(14.6)	(12.3)	(13.6)	(12.1)	(9.2)	(10.6)	(12.0)
수입	억 달러	3,094	821	877	1,706	897	909	1,806	3,504
(증가율)	(%)	(18.4)	(13.2)	(14.4)	(14.3)	(11.8)	(13.7)	(12.8)	(13.3)
원/달러	원	955.1	939.1	925.0	932.0	921.7	914.3	918.0	925.0
엔/달러	엔	116.4	119.4	118.6	119.0	115.7	114.3	115.0	117.0
원/100엔	원	820.5	786.5	779.8	783.1	796.8	799.7	798.3	790.5
달러/유로	달러	1.254	1.311	1.355	1.333	1.367	1.367	1.367	1.350
위안/달러	위안	7.980	7.761	7.679	7.720	7.543	7.417	7.480	7.600
회사채수익률	%	5.2	5.3	5.5	5.4	5.6	5.8	5.7	5.6

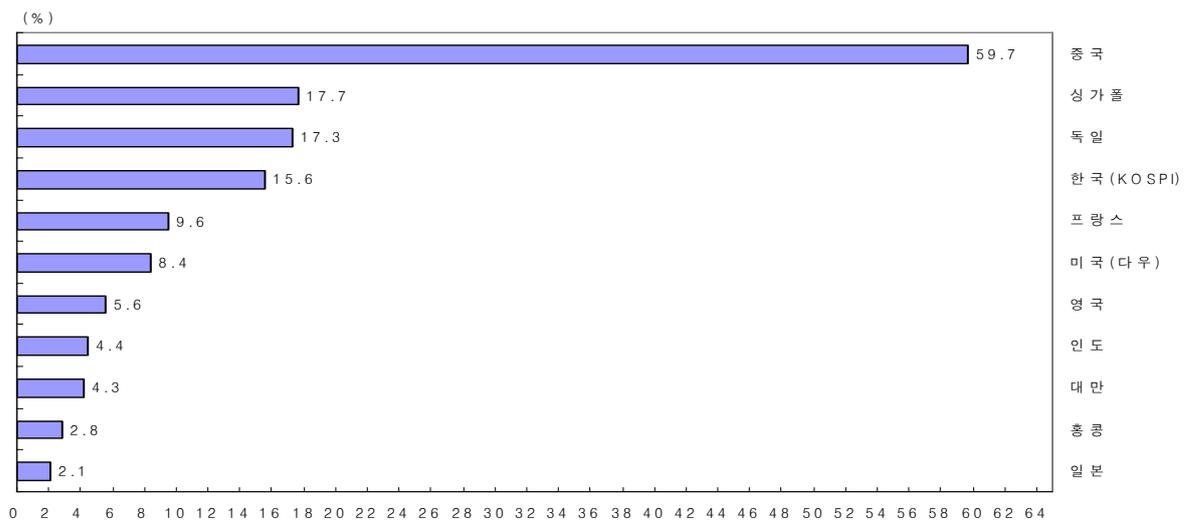
《 요약 》

1. 최근 경제흐름

분위기 개선 그러나 실물은 교착상태

- 최근 들어 경제심리가 크게 호전되고 주가가 급등하는 등 분위기가 개선
 - 한미FTA가 체결되면서 국제사회에서의 한국의 위상이 올라가고 한국인의 자신감 회복
 - 4월 소비자대지수가 1년 만에 기준선인 100을 넘어서, 과반수의 가계가 향후 경기가 나아질 것으로 예상
 - 심리 호전, 글로벌 주식시장의 활황 등에 힘입어 코스피지수가 1600포인트를 돌파하는 등 4월 이후 주식시장은 고공행진을 지속
 - 2007년 들어 44개국 중 30개국이 사상 최고치 경신을 기록했으며, 이 중 20개국은 5월 중 사상 최고치 경신

주요증시 등락률(2007년 5월 28일 현재)



주: 전년말 대비

자료: Datastream DB에 의거 작성

□ 회복 조짐을 보이고 있는 수요와는 달리 공급측면의 부진은 지속

- 지난해 부진했던 내수가 점차 개선되는 모습
 - 2007년 1/4분기 민간소비는 에어컨, 컴퓨터 등 내구재 소비의 호조로 전년동기 대비 4.0% 증가하여 전기(3.7%)에 비해 증가세가 다소 확대
- 수출(통관기준)은 1~4월 중 전년동기 대비 15.3%가 증가하여 2006년 2월 이후 15개월 연속 10% 이상 증가
- 그러나 금년 1/4분기 경제성장률은 4.0%로 전년 4/4분기 수준에 머물렀다
 - 제조업이 부진하여 동 기간 중 산업생산 증가율은 3.3%로 하락세 지속

최근 주요 경제 지표 추이

(전년동기 대비, %)

	2006년				2007년
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4
경제성장률	6.3	5.1	4.8	4.0	4.0
민간소비	5.2	4.1	4.0	3.7	4.0
내구재 소비	11.5	11.3	11.4	9.6	17.0
설비투자	7.0	7.2	11.1	5.3	10.3
건설투자	0.2	-5.0	-0.1	3.2	4.3
산업생산	12.8	11.5	11.3	5.2	3.3
서비스업	6.2	5.4	4.5	4.8	5.5
수출	10.6	16.9	16.3	13.8	14.6

자료: 통계청 KOSIS, 한국은행 ECOS DB에 의거 작성

□ 원화 강세, 단기 외채 증가 등 금융시장은 불안

- 금년 4월까지 930원대에서 횡보하던 원/달러 환율이 5월 들어 920원대로 하락하면서 수출기업의 채산성에 악화 요인으로 작용
 - 원/엔 환율은 2007년 5월 28일 현재 100엔당 763.8원으로 외환위기 이전인 1997년 10월 27일(759.9) 이후 가장 낮은 수준
- 조선업체의 선물환 매도와 금리재정거래가 발생하여 단기외채가 크게 증가하고 환율 불안이 가중

- 미래의 환율하락을 전제로 일부 수출기업의 선물환 매도, 선물환과 현물환의 차액을 노린 단기 외환 차입이 환율 불안을 부추김
- 2007년 3월 말 단기외채 규모는 1,263억 달러로 지난해 말에 비해 127억 달러 증가
- 통화당국은 유동성 억제조치를 취했으나, 기업과 정부 부문에서 유동성이 풀리면서 오히려 전체 유동성은 증가
- 유동성 환수에 대비한 자금 확보를 위해 은행권은 CD발행을 증가시키고 이 과정에서 CD금리는 금년 초 4.87%에서 5월에는 5%를 상회
- 부동산 대출감소로 영업방향을 중소기업 대출로 전환함에 따라 중소기업 대출이 1/4분기에 크게 증가
- 중소기업 대출누적액이 2006년 말 290.2조 원에서 2007년 4월 말 312.3조 원으로 22.1조 원 증가

2. 2007년 하반기 경제전망

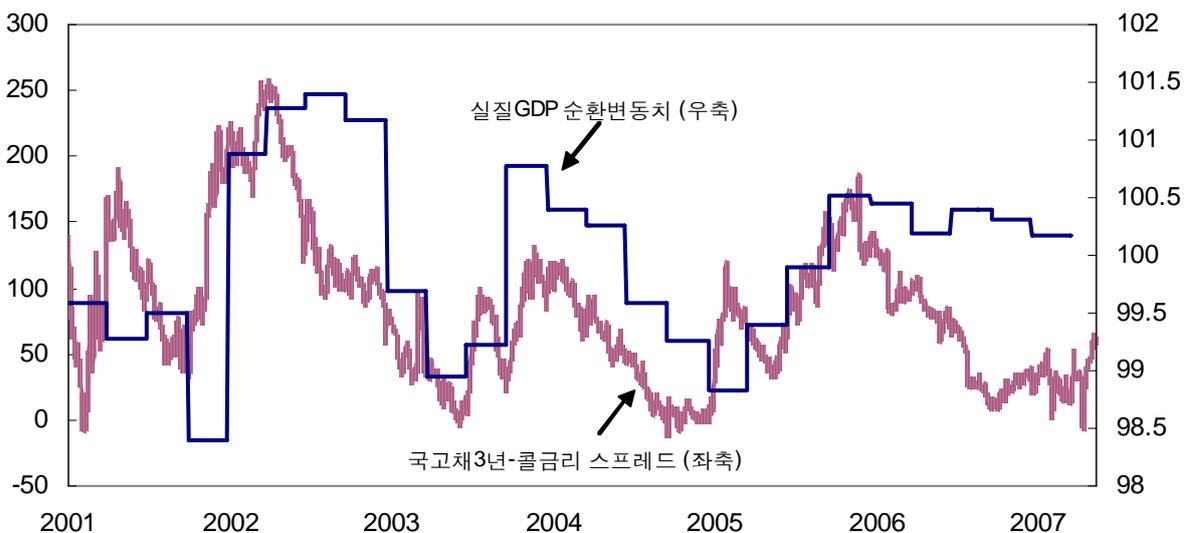
연간 경제성장률 4.5% : 4.2%(상반기)→ 4.7%(하반기)

□ 미국경제의 둔화에도 불구하고 세계경제는 완만한 성장세 유지

- 미국경제는 급속한 경기침체보다는 2%대 초중반의 연착륙 가능성이 높은 상황
- 주택경기 지표 상당수가 저점을 통과하는 모습이며 고용시장의 안정과 실질소득의 증가로 인한 민간소비 증가세가 추가적 경기 침체를 제한
- 2007년 연간 성장률은 2006년 3.3%에 비해 낮아진 2.6% 수준 예상
- EU지역은 유로화 강세에도 불구하고 수출 호조, 역내 경기 상승에 의한 투자 증대, 가시적인 실업률 하락 등 2.1% 경제성장률을 기록할 전망
- 일본경제는 기업이익 증대에 따른 투자확대, 엔화약세에 힘입은 수출 증가 등 장기 호황기를 누리며 2.0%의 성장률 예상

- 국내경제는 2007년 1/4분기 들어 대규모 재고조정이 발생하는 등 경기가 하강세를 마무리하고 상승세로 전환될 준비를 하고 있음
 - 재고가 2006년 4/4분기 이후 2분기 연속 감소하며 2007년 1/4분기 중에는 1조 3천억 원 감소
 - 재고증가율은 감소하는 가운데 1/4분기 들어 출하증가율이 확대되는 등 재고-출하 순환도로 본 경기도 경기회복 신호를 발신
 - 1/4분기 제조업 기업들의 영업이익률이 개선되며 경기상승의 기대감을 더해줌
 - 대기업의 실적부진에도 불구하고 전체제조업의 1/4분기 영업이익률은 8.15%로 개선
 - 경기회복 기대감 확산에 따라 장단기 금리의 역전현상이 해소되고 금리차가 점차 확대되는 추세
 - 국고채 3년물 수익률에서 콜금리를 뺀 금리 차이가 2007년 4월 27일 -11bp에서 5월 28일 현재 62bp로 확대

장단기 금리차와 실질GDP 순환변동치¹⁾ 추이



자료: 한은 ECOS DB에 의거 작성

1) 실질GDP 순환변동치 = (계절조정 실질GDP/HP filtered 실질GDP)×100

- 소비 및 투자의 빠른 회복세를 감안하여 연간 경제성장률을 당초 예상치인 4.3%에서 4.5%로 상향 조정
 - 향후 경기는 과거 내수나 수출 한쪽에 치우친 불균형 성장이 아닌 내수와 수출 모두에 기반한 완만한 성장세가 예상
 - 세계 IT경기 호황기의 수출주도나 신용카드 버블기의 소비주도와는 달리 수출이 10%대의 증가세를 유지하는 가운데 내수가 회복되는 양상
 - 경기의 흐름은 점차 개선되는 모습을 보이나, 연간 경제성장률은 지난해의 5.0%에 비해 다소 하락
 - 2007년 분기별 성장률: 4.0%(1/4)→ 4.5%(2/4)→ 4.6%(3/4)→ 4.7%(4/4)

상승 모멘텀을 꺾을 수 있는 리스크도 상존

- 현재 잠재해 있는 리스크들이 현재화될 경우 한국경제에 타격
 - 대외요인으로는 미국경제의 경착륙, 유가 상승세 지속 등이 리스크 요인
 - 국내에서는 단기외채 확대, 부동산경기 급락과 가계부실 등
- 특히 유가 상승세 지속은 주택경기 부진과 맞물려 미국경제의 경착륙 가능성을 높이는 요인으로 작용
 - 하반기 유가는 배럴당 65달러 내외로 예상되나, 이란 핵문제나 산유국 생산시설 테러 등 지정학적 리스크가 현실화될 경우 가격 급등 가능성
 - 지정학적 위험국가의 석유생산은 세계 전체의 27%, 석유수출은 47%를 차지

지정학적 위험국가의 석유 생산 및 수출 비중

(%)

	사우디	이란	베네수엘라	나이지리아	이라크	합계
생산 비중	12.9	5.0	3.7	3.1	2.5	27.2
수출 비중	23.5	6.9	6.4	5.9	4.0	46.7

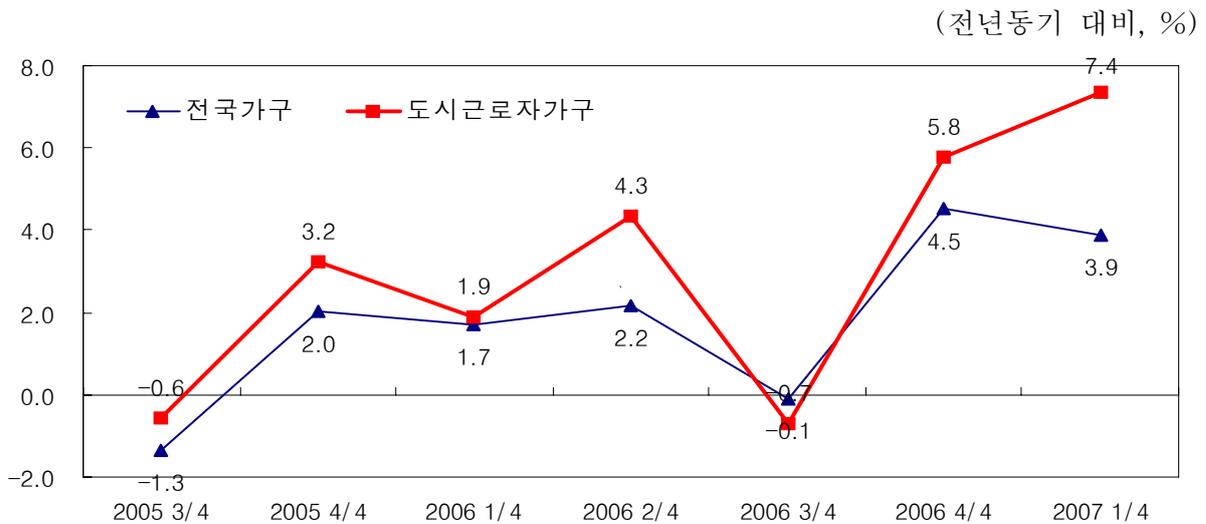
- 인플레이션 압력 확대에 따른 금리 상승으로 주택경기 부진이 확대되어 미국경제 전반에 영향이 과급
 - 글로벌 유동자금이 안전처로 이동하는 등 글로벌 유동자금의 흐름 변화
 - 이에 따라 국내 금리나 환율시장에 급격한 변동이 발생
- 국내 시중은행들의 무위험 재정거래와 일부 기업의 투기성 거래로 단기 외화차입이 급증
- 총 대외채무 중 단기외채는 1,136억 달러로 총 외채의 43%를 차지하고 있으며 단기외채 증가분의 대부분을 은행 단기차입금이 차지
 - 은행 단기외화차입 : 28억 달러(1월)→27억 달러(2월)→54억 달러(3월)
 - 단기외채 증가에 따른 국가부도사태와 같은 가능성은 없으나, 해외자금 유입에 따른 원화가치 상승으로 수출에 타격을 줄 수 있음

내수: 하반기 중 소폭 개선

- 하반기 중 민간소비는 견고한 실질소득 증가세, 상용근로자 확대 등 고용의 질적 개선으로 전년동기 대비 4.4% 증가 예상(당초 전망 4.0%)
- 가계의 소득흐름 개선과 소비심리 회복이 민간소비 둔화세 진정에 일조
 - 도시근로자 가구의 실질처분가능소득은 2007년 1/4분기에 7.4% 증가하여 2002년 2/4분기 이후 가장 높은 증가세를 시현
 - 소비자심리지수도 2006년 4/4분기를 저점으로 회복세로 전환
 - 가계의 소득증가와 더불어 고용상황의 질적 개선 등은 하반기 중 소비구 매력 회복에 긍정적인 영향²⁾
 - 안정적인 임금을 기대할 수 있는 상용근로자 취업자 수가 2006년 2/4분기(2.8%) 이후 3~4%대에서 증가세를 지속

2) 민간소비 증가율과 상용근로자 취업자 수 증가율간의 인과관계를 추정한 결과, 99%신뢰수준에서 상용근로자 취업자 수 증가율이 민간소비에 1분기 시차를 두고 긍정적인 영향을 미침.

가계의 실질 처분가능소득 추이



주: 실질 처분가능 소득은 해당 근로자집단의 월평균 소득에서 조세, 연금, 사회보험 등 비소비성 지출 금액을 차감한 후 소비자물가지수로 디플레이트시킨 수치임

자료: 통계청 KOSIS DB

- 2007년 중 민간소비는 점차 증가세가 확대될 전망

· 2007년 분기별 증가율: 4.0%(1/4)→ 4.1%(2/4)→ 4.3%(3/4)→ 4.4%(4/4)

□ 하반기 중 설비투자는 상반기의 8.1%에 비해 소폭 둔화된 전년동기 대비 6.1% 증가 예상

- 2007년 들어 수출호조세 지속, 민간소비 증가세 확대 등 경기가 예상보다 호전됨에 따라 1/4분기 설비투자는 전년동기 대비 10.3% 증가

· 북핵문제의 진전, FTA타결 등 경제에 긍정적인 뉴스들이 전해지면서 기업 심리에 긍정적인 영향

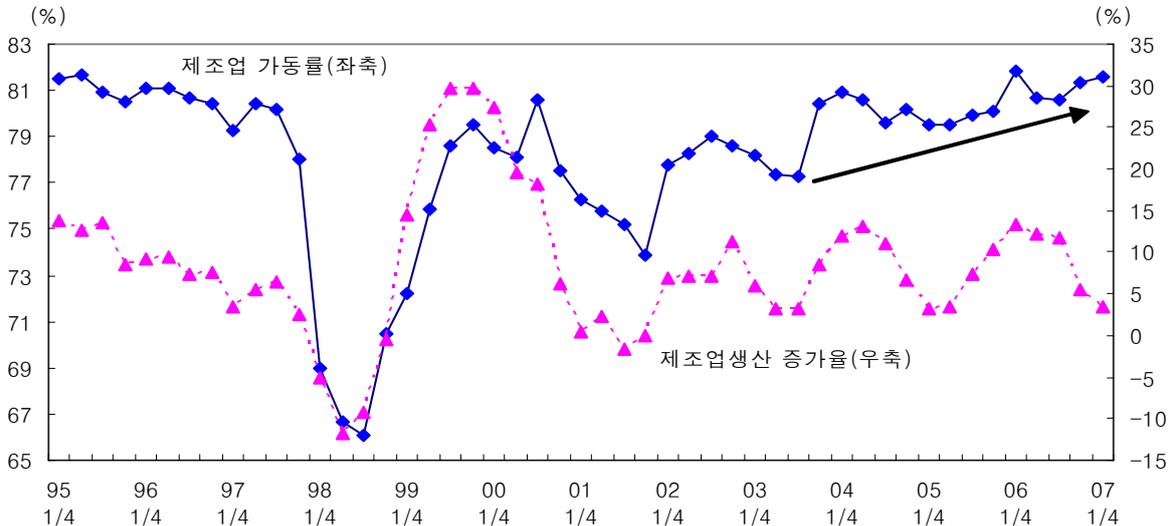
- 2005년 이후 경기둔화 시기에도 제조업 평균가동률이 80% 내외를 지속하고 있다는 점이 향후 설비투자 확대를 시사

- 비제조업 투자는 하반기를 중심으로 확대

· 비제조업 기계수주가 2007년 1/4분기 중 24.1% 증가하면서 2/4분기 이후 운수장비 등 비제조업 투자 확대 예상

- 2007년 분기별 증가율: 10.3%(1/4)→ 6.1%(2/4)→ 5.0%(3/4)→ 7.1%(4/4)

제조업 가동률 및 생산증가율 추이



자료: 통계청 KOSIS DB에 의거 작성

□ 민간부문의 부진이 지속되면서 하반기 건설투자 증가율은 0.7%로 상반기의 3.7%에 비해 둔화

- 상반기 중 재정 조기집행의 영향으로 확대되었던 공공 및 토목건설은 하반기에는 다소 부진할 것으로 예상
 - 2007년 상반기의 예산배정률은 65.3%로 예산집행이 상반기에 집중되면서 상대적으로 하반기에는 공공 및 토목건설 증가세가 하락할 가능성³⁾
- 주택건설은 부동산투기 억제정책과 지방 주택경기의 침체로 부진할 전망
 - 지방지역은 주택건설수주가 2006년 3/4분기 이후 신흥개발지역⁴⁾을 중심으로 높은 증가세를 유지하고 있으나, 높은 미분양 수준을 고려할 때 건설투자 실적을 크게 향상시키기 어려울 전망

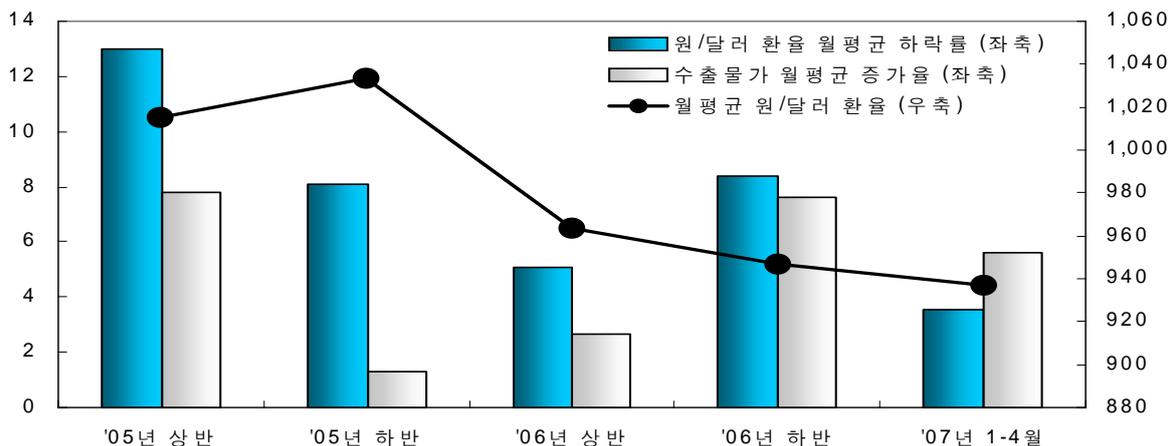
3) 기획예산처 발표(2007.4.26)에 의하면 1/4분기 중 SOC예산의 27.7%가 집행되었는데 이는 보통 연간 토목건설에서 1분기가 차지하는 비중이 15% 정도인 것을 고려하면 매우 높은 수준으로 하반기에는 토목건설이 부진할 가능성을 시사

4) 충남 아산, 연기, 대전, 경북 울산, 인천, 서울 재개발 지역 등

하반기에도 수출은 10%의 증가율 유지

- 원화 강세기조에도 불구하고 양호한 세계경기에 힘입어 하반기 수출은 10.6% 증가한 1,882억 달러 예상
 - OECD국가의 성장률이 상향조정되는 등 세계경제는 당초 예상보다 양호
 - 세계경기에 대한 한국의 수출탄력성은 6.29로 원/달러(0.55), 엔/달러(-0.91) 등 다른 요인에 비해 영향이 가장 큰 것으로 추정
 - 하반기 중 원/달러 환율의 하락세 지속은 수출확대의 제약 요인
 - 2007년 1/4분기 중 실질 실효환율(2006년 1/4분기 기준)을 적용한 적정 원/달러 환율은 958.6원으로 1/4분기 평균환율(938.9원)보다 19.7원 높음
 - 원/달러 환율 하락세가 지속됨에 따라 수출기업이 더 이상 환율 하락에 따른 손실을 자체 흡수하기는 힘든 상황
 - 1/4분기 중 달러표시 수출물가 월평균증가율은 5.6%로 월평균 환율하락률 3.6%를 앞서며 수출기업들이 환율전가를 확대

최근 원/달러의 변동률과 달러표시 수출물가 변동률 추이



자료: 한국은행 ECOS DB에 의거 작성

- 하반기 경상수지는 무역수지 흑자폭 축소와 서비스 수지의 적자폭 확대 로 15억 달러 수준에 머무를 것으로 전망

- 하반기 무역수지 흑자는 76억 달러로 2006년 하반기에 비해 24억 달러 축소
 - 내수회복과 고유가의 영향으로 수입증가율은 전년 대비 12.8%로 수출증가율을 상회
- 하반기 서비스수지 적자는 대폭 확대되어 118억 달러에 이를 전망
 - 최근의 원화강세도 해외소비에 대한 구매력 상승, 소비심리 개선 등이 서비스수지 악화의 요인으로 작용하며 경상수지 흑자 기초를 약화

하반기 물가는 상반기에 비해 소폭 상승, 실업률은 하락

□ 하반기 중 물가는 2.8%로 상반기 2.2%에 비해 높은 수준을 보일 전망

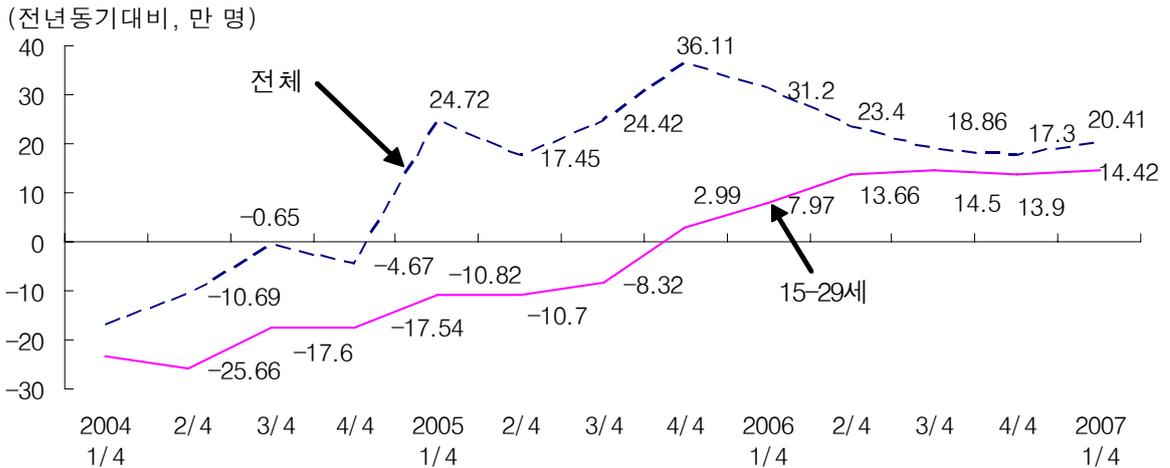
- 최근 유가상승 등의 불안요인이 존재하고 있으며 환율하락 효과가 축소되어 물가상승 압력이 가세
 - 2006년 하반기에 환율하락 및 유가하락으로 공산품 가격이 크게 떨어졌기 때문에 기저효과에 따른 기술적 반등이 예상
 - 수요회복으로 GDP 갭이 축소되면서 수요 측면에서의 상승압력이 가세
- 특히 교통요금 등 공공서비스의 가격인상, 집세인상 등은 비용 측면에서의 물가상승 요인으로 작용
- 그러나, 비용 측면에서 가장 파급 효과가 큰 임금의 경우 실질임금 상승률이 안정되고 있어 물가안정 요인으로 작용
 - 임금이 10% 상승 시 소비자 물가는 3.1% 상승하여 가장 큰 물가 상승 요인으로 작용 → 임금상승률이 높지 않음을 감안할 때 물가안정은 유지될 전망

□ 하반기 중 실업률은 3.3%로 상반기(3.5%)에 비해 하락할 전망

- 2007년 실업률은 상반기에 3.5%를 기록하겠으나 하반기에는 3.3%로 하락할 것으로 전망

- 하반기 실업률 하락은 일자리 창출 폭의 확대보다는 청년층의 비자발적인 혹은 자발적인 유희인력 확대가 원인
- 하반기에도 기업실적의 개선 폭이 제한적이고 청년층 노동시장의 미스매치도 지속

전체 연령대 및 청년층(15~29세)의 비경제활동인구 증감분 추이



자료: 통계청 KOSIS DB에 의거 작성

- 자영업 부문의 구조조정으로 자영업주 등 비임금 근로자는 지속적으로 감소할 것으로 예상
 - 도소매 음식숙박업의 취업자는 2007년 1/4분기 전년동기 대비 5.6만 명 감소하면서 9분기 연속 취업자가 감소, 자영업 부문의 구조조정을 반영
 - 2007년 1/4분기 자영업주 규모도 전년동기 대비 11.7만 명 감소

하반기 시장금리는 소폭 상승: 5.4%(상반기)→ 5.7%(하반기)

□ 시장금리는 실물경기 회복, 단기 외화차입에 대한 당국의 모니터링 강화 등으로 3월 이후 상승세 지속

- 회사채수익률은 2007년 초 5.3%에서 5월에는 5.54%까지 상승
 - 금융기관 대출금리의 기준이 되는 CD금리는 연초(4.87%) 이후 꾸준히 상승하여 5월에는 5.07%를 기록

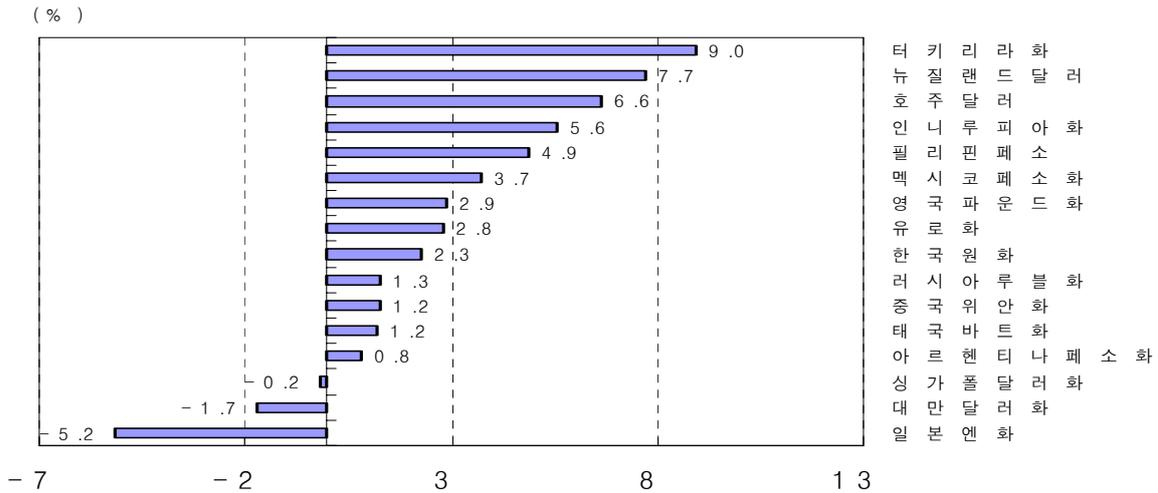
- 연초 이후 내수회복과 더불어 은행들의 단기 외화차입에 대해 정책당국이 모니터링을 강화하면서 금리가 상승
- 2007년 하반기 시장금리(3년만기 회사채수익률 AA- 기준)는 상반기에 비해 소폭 상승한 5.7%를 기록할 것으로 전망
 - 정책당국이 상반기에 이어 유동성 관리를 지속할 것으로 보여 금리상승 요인으로 작용
 - 3월 중 광의유동성(L) 잔액이 17.5조원 증가하는 등 2006년 이후 유동성 증가세가 좀처럼 꺾이지 않는 상황
 - 안정세를 유지했던 물가가 4월 들어 불안한 모습을 보이는 것도 금리상승의 한 요인
 - 생산자물가는 1/4분기까지 1.8% 상승에 그쳤으나 4월 중에는 2.5% 상승
 - 반면, 해외부문 자금유입 증대에 따른 유동성 확보로 인해 금리상승 폭은 제한될 전망

하반기 중 원/달러 환율 소폭 하락: 932원(상반기)→ 918원(하반기)

- 하반기 중 엔 캐리 트레이드의 점진적 둔화 등으로 엔화의 나 홀로 약세, 신흥시장 통화의 강세 현상은 진정될 전망
 - 신흥시장 주가급등, 미국 서브프라임 모기지 부실화 우려 진정 등 4월 이후 엔 캐리 트레이드의 재개로 엔화 가치 하락
 - 파산설까지 제기됐던 아크레디티드 홈 렌더즈가 자금 조달(모기지 채권 매각 등을 통해 총 11억 달러 규모)에 성공
 - 하반기에는 일본과 미국 간 금리격차 축소에다 신흥시장의 추가 금융긴축에 따른 신흥시장 증시 조정 등으로 엔 캐리 트레이드는 둔화
 - 7월 일본 참의원 선거 이후 초저금리의 정상화 차원에서 금리 인상이 단행될 것으로 예상

- 하지만 일본 내부요인으로 인해 엔 캐리 트레이드가 완전히 청산되기는 어려울 전망
- 일본의 대폭적인 금리인상이 없는 한 일본 가계의 해외 고수익 자산 투자 경향, 금융기관의 해외투자 확대 등의 기존 추세는 지속

세계 주요 통화의 달러화 대비 절상률



주: 3월 5일 대비 5월 22일 현재 절상률

자료: Datastream DB에 의거 작성

□ 하반기 중 글로벌 달러화 약세로 원/달러 환율은 소폭 하락 예상

- 하반기에 미국경제의 둔화로 FRB가 한 두 차례의 금리 인하를 단행할 것으로 예상
 - 미국 주택시장에서 판매량과 가격이 하락하고 있어 서브프라임 모기지 연체율이 악화될 가능성이 상존
- 국내에서는 달러화 공급요인이 점차 약화되어 원/달러 환율 하락은 소폭에 그칠 것으로 예상
 - 경상수지가 흑자에서 균형내지 소폭 적자로 전환되고 외화차입, 외국인 주식순매수 등도 현재보다는 감소할 가능성이 높음
 - 엔 캐리 트레이드의 점진적 둔화로 원/엔 환율은 상반기 100엔 당 783.1원에서 하반기 798.3원으로 상승

3. 2007년 하반기 주요 이슈 진단

① 미국 주택시장 둔화와 경착륙 가능성

□ 주택경기 침체 등의 영향으로 미국경제의 경기하강 폭이 당초 예상보다 확대

- 2007년 1/4분기 중 경제성장률은 전 분기 대비 1.3%에 그침

- 주택시장 침체에 따른 건설경기 부진이 경기하락을 촉발

· 주택건설투자가 2005년 4/4분기 이후 매분기 경제성장률을 0.6%포인트 씩(총 -3.2%포인트) 낮추는 등 주된 성장둔화 요인으로 작용

□ 최근 주택경기 둔화의 주된 원인은 금리상승에 따른 서브프라임 모기지 시장의 불안

- 미국은 2004년 하반기 이후 유동성을 줄이고 있는 상태

· 연방준비위원회는 2004년 6월 이후 17차례 연속적인 금리인상과 작년 6월 이후 5번째 금리를 동결

- 금리인상에 따른 대출금 상환부담 확대로 서브프라임 대출이 부실화, 담보대출시장 신용경색, 부동산 가격하락 등으로 전이

· 2006년 4/4분기 중 서브프라임 대출의 연체율은 13.3%, 주택압류율도 4.5%로 상승

- 2007년 3월 기존주택 판매량이 전월 대비 8.4% 감소했으며 중위 기존주택 가격도 0.8% 하락

· 상무부가 발표한 올해 3월 신규주택 판매량은 93만 7천 채로, 전월 대비 16.6% 감소하였으며 전년 동기비도 20.1% 감소

□ 하반기 중 미국경제가 2% 미만으로 경착륙할 가능성은 낮음

- 첫째, 주택경기 침체의 단초를 제공한 금리상승 기조가 지속될 가능성은 낮음
 - 유가불안으로 인플레이션 압력 확대 우려는 있으나, 경기둔화 추세를 감안하여 금리인상보다는 인하 가능성이 큼

 - 둘째, 서브프라임 모기지의 부실화가 전반적인 주택부문 침체로 확산되지 않을 전망
 - 대출시장의 80% 이상을 차지하는 프라임 대출의 연체율은 2.6%, 주택압류율은 0.5%에 불과
 - 향후 5년간 서브프라임 모기지 중 압류처분 물건 수는 110만 채로 예상되나, 이는 전체 담보물건의 1% 수준에 불과

 - 셋째, 주택경기가 침체되더라도 민간소비의 전면적 위축으로 파급되지는 않을 것으로 예상
 - 주택시장 침체에도 불구하고 고용상황이 안정되어 있어 민간소비 및 투자가 크게 위축되지는 않을 것임
 - 2007년 3월 현재 비농업분야 취업자 수가 18만 명 증가하였고, 실업률은 전 분기 대비 0.1% 포인트 하락한 4.4%를 기록
- 미국경제의 둔화가 세계경제에 미치는 파급효과가 약화되어, 2007년 하반기 중 미국과 기타 주요국간의 탈동조화 현상이 나타날 가능성
- 2007년 미국 경제성장률 전망치가 2% 초반으로 경기둔화 폭이 세계경제의 동반 침체를 초래할 정도로 크지는 않을 전망
 - 미국경제 불황 시 예외 없이 세계경제가 침체되었으나, 경기 사이클 내 완만한 둔화국면에서는 세계경제가 별다른 영향을 받지 않음⁵⁾

 - 현 미국경기의 침체가 전 세계가 동일한 충격을 받은 오일 쇼크나 IT 버블 붕괴와는 달리 주택경기 침체라는 미국 고유의 요인에 의해 촉발

5) 미국 경제의 불황은 2분기 연속 마이너스 성장을 의미하고, 경기사이클 내 둔화국면(mid cycle slowdown)은 불황은 아니지만 잠재성장률 이하의 성장을 기록하는 기간. 1986년, 1995년 두 차례 발생

- 유럽 경제가 2005년 이후 본격적인 회복세를 보이고 있어 세계경제의 성장 동력이 미국 중심의 일극체제에서 다극체제로 전환
- 미국을 제외한 EU, 일본, 중국 등 신흥개도국은 전년과 비슷한 성장을 지속(IMF 전망)

② 국내 주택가격 하락과 거시경제

□ 2007년 중 주택가격의 하락 가능성이 높아지면서 거시경제에 미치는 영향에 대한 우려가 제기

- 2007년 들어 주택가격과 주택담보대출의 증가세가 크게 둔화
 - 주택가격상승률이 2006년 4/4분기 6.3%에서 2007년 1~4월 중 1.6%로 하락, 주택담보대출도 동 기간 10.1조 원 증가에서 1.2조 원 증가에 그침
 - 2000년대 이후 주택가격 상승으로 인해 가계부채가 크게 확대되면서 가계의 채무상환 및 충격흡수 능력에 대한 우려가 높은 상황
- 주요 선진국들의 선례로 볼 때 주택가격 하락은 소비, 주택건설 등을 통해 경제성장률 감소효과를 수반
 - 일본이나 북구 유럽과 같이 부동산버블이 터지면서 가계 및 금융기관들이 부실화되고 경기가 크게 후퇴하는 사례가 존재

□ 한국의 경우, 주택가격 하락으로 인한 금융기관 및 가계 부실화 가능성은 낮은 것으로 판단

- 은행 및 금융권의 LTV(Loan-to-Value) 비율은 약 50% 수준으로 주택가격 하락으로 인해 금융기관 건전성이 저해되는 정도는 제한적
 - 주택담보대출의 80% 이상을 차지하는 은행과 보험의 LTV가 50% 이하이며 금융권 전체는 50.3%로 미국(86.%) 및 영국(90.0%)에 비해 양호
 - 주택가격이 크게 하락하지 않는다면 지난 수년간의 가격상승분을 고려할 때 큰 애로는 발생하기 어려운 상황

- 가계 역시 전반적인 부실화 가능성은 낮으나 채무상환능력이 취약한 일부 계층이 존재
 - 주택가격 변화가 채무상환 능력에 영향을 미칠 수 있는 일시상환부채 비중이 50% 미만으로 하락하고 만기도 꾸준히 상승
 - 그러나, 개인가처분소득대비 가계의 지급이자 비율이 상승하면서 채무상환능력이 저하되고 있으며, 일부 저소득층의 부채상환부담이 과다

□ 역의 자산효과에 의한 소비감소나 주택건설에 미치는 영향도 제한적

- 한국의 경우 자산효과는 선진국과 달리 금융시장의 미발달, 낮은 주택보유 비율 등으로 자산효과가 미미한 수준
 - 주택가격이 1% 상승할 때 소비는 자산효과에 의해 0.02% 느는데 불과해 자산가격 하락 시에도 역의 자산효과에 의한 소비의 감소영향은 작을 것으로 예상
- 주택건설 역시 이미 부진한 상태로 주택가격 하락으로 인한 추가적인 하락효과도 제한적
 - 가격상승을 억제하기 위한 각종 규제 강화로 주택건설은 이미 침체하면서 2006년 중 주택가격이 11.6% 상승했음에도 주택건설은 2.4% 하락
 - 이에 따라 주택건설의 추가적 하락의 여지가 작음

□ 2007년 주택가격은 하락요인이 우세하나 하락폭은 제한적일 전망

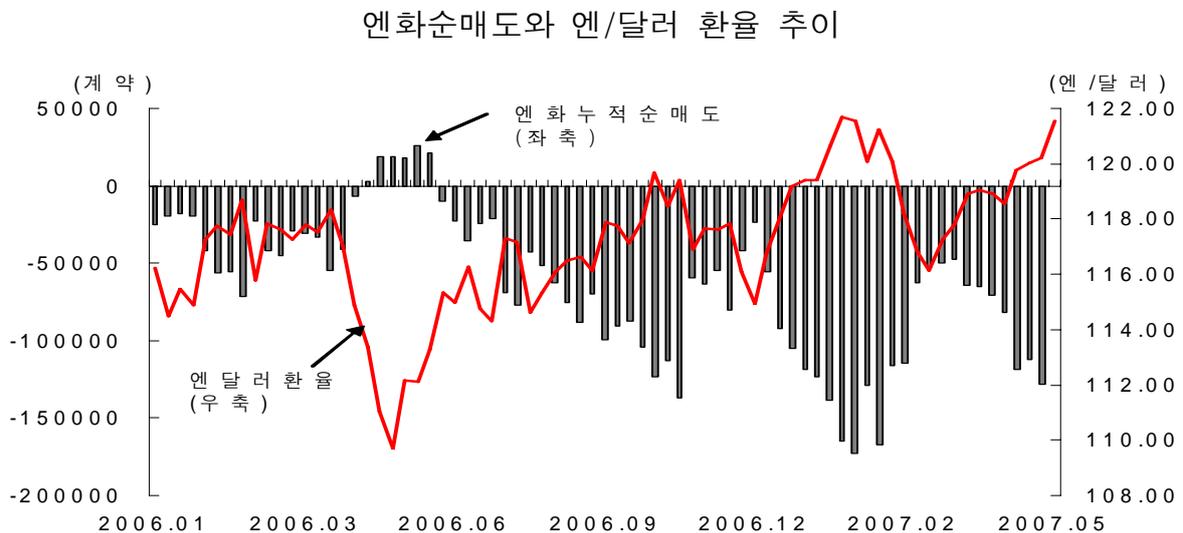
- 2007년 주택시장은 그 동안 높이 증가한 가격수준에 대한 조정 가능성, 부동산투기억제정책 등으로 가격하락요인이 우세
 - 소득대비 주택가격 비율은 서울 및 강남아파트의 경우 각각 10.1배와 12.9배에 달하는 등 주택가격이 높은 수준에 도달, 확대의 여지가 희박
 - 부동산관련 세제 및 대출규제 강화 등 정부의 투기억제정책과 금리인상의 효과가 가시화
- 그러나, 지역적 수급불균형, 전국적인 각종 개발사업과 대선으로 인한 규제완화 기대감 등으로 주택가격이 급락하기는 어려울 전망

- 서울 및 수도권 지역의 주택보급률은 각각 89.7%와 96.8%로 전국 (105.9%)에 비해 낮아 잠재수요층이 상존
- 또한, 성장세가 지속되고 있는 경기 요인역시 주택가격 하락을 제한하는 요인으로 작용

③ 엔 캐리 트레이드의 지속 가능성

□ 2007년 4월 들어 최근까지 엔 캐리 트레이드가 재개

- 엔 캐리 트레이드의 흐름을 진단할 수 있는 지표인 엔화 순매도포지션이 3월 초 급격히 축소되었다가 4월 초 이후 다시 2월 말 수준으로 근접
- 3월 말 이후 중국 금융시장이 쇼크를 회복하고, 미국의 서브프라임 모기지 부실화 우려가 크게 진정된 것에 기인
- 엔 캐리 트레이드의 확대로 엔화의 나 홀로 약세 및 저평가가 심화
- 2007년 3월 현재 실질실효환율지수(2000=100)는 65.74로 엔화는 35% 정도 저평가된 상태



자료: CFTC, 한국은행

- 엔 캐리 트레이드 재개 원인은 일본의 저금리 정책으로 인한 금리격차, 세계 증시의 호조세 지속에 따른 위험 기피현상의 약화 등

- 일본의 두 차례 금리인상(2006년 7월, 2007년 2월)에도 불구하고 미국, EU 및 아시아 국가들의 금리인상으로 큰 폭의 금리 격차가 여전히 존재
 - 금년부터 퇴직이 본격화되는 단카이(團塊) 세대 등 개인투자자들이 고수익 실현을 위해 해외투자를 모색
 - 세계 금융시장의 호조로 고수익을 위해 리스크를 적극적으로 부담하는 등 위험 회피현상이 약화
 - EMBI+⁶⁾가 2005년 상반기 400bp 수준에서 2007년 4월에는 1996년 3월 이후 최저 수준인 157bp로 하락
- 주요 신흥시장의 추가 긴축, 미국의 금리 인하 기대감 고조 등으로 엔 캐리 트레이드는 점진적 축소가 예상
- 중국 등 신흥시장이 과열 경기진정과 금융시장 안정을 위해 추가 긴축 조치를 취할 가능성이 점증
 - 5월 18일 인민은행은 예대금리와 기준율 인상, 위안화의 일일변동폭 확대($\pm 0.3\% \rightarrow \pm 0.5\%$)를 동시에 발표
 - 미국의 주택경기 침체에 따른 경기둔화 우려 등으로 미국의 금리인하 이슈는 하반기에 더욱 부각될 전망
 - 일본의 금리인상도 당분간 이슈로 부각되지 않겠으나, 참의원 선거 이후 부각될 가능성이 높음
 - 일본 중앙은행은 초저금리의 정상화를 위해 금리인상을 지속적으로 추진해 나갈 방침(BOJ가 목표로 하고 있는 일본의 정상금리는 2% 수준)
 - 엔화의 나 홀로 약세에 대해 미국 등 국제사회의 비난이 고조될 경우 일본의 금리인상이 예상보다 빨라질 수 있음⁷⁾

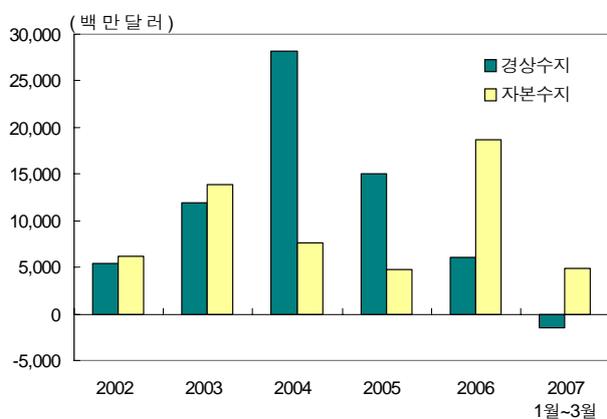
6) EMBI+ (Emerging Market Bond Index Plus)는 신흥개도국 국채 가산금리를 물량으로 가중 평균한 수치.

7) 2007년 3월 28일 테비 스태브노 상원의원(민주)은 일본이 외환시장에 개입하지 못하도록 하는 '일본환율조작규제법안'을 의회에 제출. 미 정치권은 일본경제의 호조(GDP 성장률, 경상수지 흑자 등)에도 불구하고 일본 정부가 중앙은행의 금리 결정에 개입, 금리인상을 억제함으로써 엔화 강세를 인위적으로 저지해왔다고 비판.

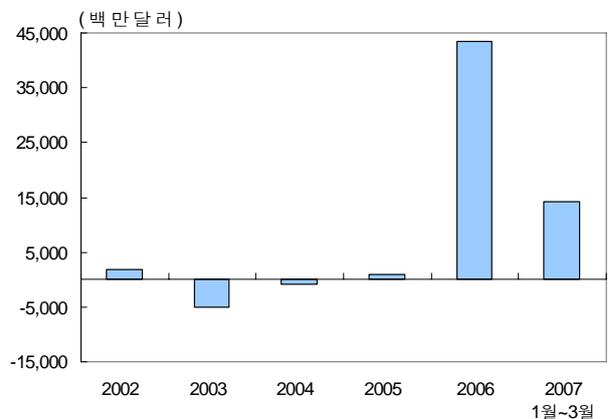
④ 국내 외화차입과 그 영향

- 재정거래 지속과 엔 캐리 트레이드와 관련된 엔화자금 유입 등으로 국내 외화차입이 증대
 - 국내 금융시장에서는 2006년 1월부터 현재까지 국내외 금리차가 스왑레이트(선물환율-현물환율)를 상회하는 불균형 상황이 지속
 - 국내외 금리차가 스왑레이트를 상회할 경우 외화를 차입하여 원화자산에 투자함으로써 초과수익을 획득할 수 있기 때문에 외화차입이 발생
 - 엔 캐리 트레이드로 국내보다 낮은 금리로 자금을 빌리고, 원/엔 환율의 하락기대에 따른 환차익까지 기대
 - 시중은행(국민, 신한, 우리, 하나, 기업, 외환은행)의 엔화대출은 2005년 말 8,078억 엔에서 2006년 말 1조 2,261억 엔으로 51.8% 급증
 - 단기외채 규모는 2006년 말 1,136억 달러에서 2007년 3월 말에는 1,263억 달러로 3개월 간 127억 달러가 증가
- 외화차입 확대로 외환시장의 달러화 공급 우위가 강화되고, 원화의 나홀로 강세현상 심화

한국의 경상 및 자본수지 추이



한국의 외화차입 추이



자료: 한국은행 ECOS DB에 의거 작성

- 2007년 1월~3월 경상수지는 15.2억 달러 적자를 기록한 반면, 자본수지는 48.4억 달러 흑자를 기록
- 달러화 공급 우위로 2006년 이후 원화강세 기조가 지속
 - 원/달러 환율은 2005년 말 1,011.6원에서 2006년 말 929.8원으로 달러당 81.8원 하락, 절상 기준으로 8.8% 절상
 - 2006년 동북아시아 통화 중 원화는 싱가포르 달러화(8.5%), 위안화(3.3%), 대만 달러화(0.7%), 엔화(-0.8%)에 비해 가장 큰 폭으로 절상(달러화 대비 기준)

□ 외화차입의 확대는 장단기 금리격차 축소 또는 역전 현상에 일조

- 금리 재정거래 과정에서 유입된 외화자금의 대부분이 국내 채권에 투자되면서 장기금리의 하락에 크게 영향
 - 2006년 중 외은지점의 국채(국고채+통화안정증권) 순매입액은 16조원으로 2005년(2.9조 원)의 5.5배 증가, 2007년 1~2월에도 8.6조원에 달함
- 2006년 초 가파르게 우상향하던 수익률 곡선이 점차 완만한 우상향을 전화하여, 2007년 4월 27일에는 장단기 금리 역전현상도 발생
 - 2007년 5월 22일 국고채 3년물 수익률(5.16%)이 3개월 CD금리(5.07%), 국고채 1년물(5.15%)를 소폭 상회하는 정상화 과정으로 진입

4. 정책제언

정책기조: 경기회복세 유지 및 리스크 관리

- 현재의 경기상승 모멘텀이 내년에도 꺾이지 않도록 거시정책을 운영
 - 재정과 금융정책 등 거시정책은 경기 중립적 모드로 전환
 - 부동산시장과 같은 미시적이고 개별적인 사안은 거시정책의 후순위

- 미국경제 경착륙, 환율 급변동, 국내 부동산 경기급락 등 대내외 경제환경을 면밀하게 모니터링하고 긴급 상황에 대비
- 환율정책은 원화가치가 한국경제의 실력에 비해 지나치게 상승하지 않도록 외환시장에 대한 적절한 정책대응이 필요
- 최근 원화 가치는 수출기업이 감당하기 힘든 수준까지 하락한 상황
 - 또한 경상수지 균형, 해외투자 확대에도 불구하고 원화가치 상승세가 지속되고 있어 이에 대한 적절한 조치가 필요
 - 특히, 한국과 경쟁관계인 중국의 위안화, 일본의 엔화 가치가 정부정책에 의해 인위적으로 낮은 수준을 유지하고 있다는 점에 주목할 필요
 - 정책방향은 외화차입에 대한 관리 및 감독의 강화, 생산적 해외투자 촉진, 당국의 외환시장 영향력 복원 등 다각적으로 대응
- 금융 및 재정정책은 중립적으로 운용
- 한은의 목표 콜 금리(4.5%)는 당분간 동결이 바람직
 - 금년 경제성장률은 잠재성장률을 하회하는 4%대 초반이 예상되지만, 향후 경기가 상승할 것을 감안하면 긴축과 부양 모두 바람직하지 않음
 - 금리인상은 가계의 부채상환 부담 확대, 원화 가치의 상승 등 부작용이 나타날 수 있어 가계의 재무상황, 환율 움직임 등을 염두에 두고 추진
 - 또한 하반기 중 경기가 점차 회복될 것으로 예상된다는 점에서 기존의 예산지출 수준(2006년 대비 5.8% 상승한 237.1조 원)을 유지
 - 재정을 상반기 중 조기집행(상반기 중 55.7%)하고 낭비성 지출을 최소화하여 하반기 추경편성으로 이어지는 악순환을 방지
- 대내외 위험요인이 현재화될 경우 한국경제에 충격을 주지 않도록 리스크 관리에 주력

- 주택가격 하락이 경제에 위협이 되지 않도록 부동산시장의 연착륙 유도
 - 금융 및 주택시장 상황에 따라 금융정책 등 정부정책의 수위를 조절하고 금융기관에 대한 모니터링 강화

- 단기외채 급증 자체는 큰 문제를 야기하지 않지만, 외국자금 유입으로 원화 가치가 지속적으로 상승한다는 점에서 단기외채를 관리할 필요

- 미국경제의 경착륙에 대비하여 수출시장을 다변화하고 급격한 자본유출 가능성에 대비해 모니터링 강화

- 최근 유가가 상승 추세에 있어 유가 상승이 전반적인 물가 상승으로 이어지지 않도록 차단

《 본 문 》

I. 최근 경제흐름

경제 분위기 개선

□ 2007년 들어 소비자 및 기업의 경제심리가 크게 호전

- 한미FTA가 당초 예상되었던 국론분열과 혼란 없이 체결되면서 국제사회에서의 한국의 위상이 올라가고 한국인의 자신감 회복
- 북핵문제의 대화국면 선회로 한반도 주변을 둘러싼 지정학적 위험이 상당부분 해소된 점도 경제주체의 심리 개선의 한 요인
- BDA에서의 자금 인출을 둘러싼 기술적 문제가 남아있지만 북핵을 대화로 해결하겠다는 큰 원칙은 6개국이 합의한 상태

소비자 및 기업 심리지표 추이

	'06년 10월	11월	12월	'07년 1월	2월	3월	4월	5월
소비자기대지수	93.9	95.2	93.7	96.1	98.1	97.8	100.1	-
업황 전망 BSI	87	88	88	83	82	89	91	92

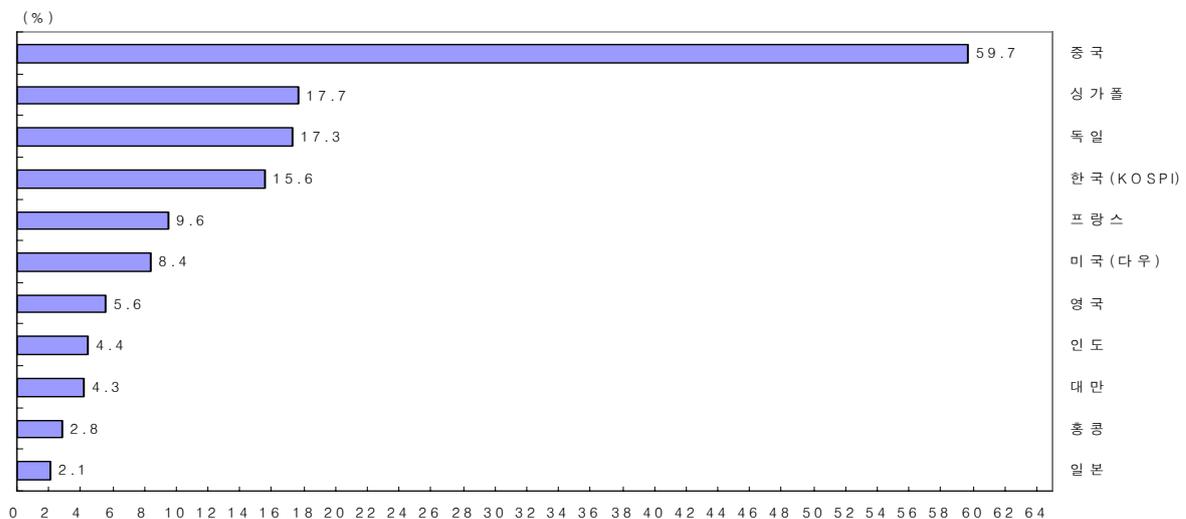
자료: 통계청 KOSIS DB, 한국은행 ECOS DB에 의거 작성

□ 심리 호전, 글로벌 주식시장의 활황 등에 힘입어 코스피지수가 1600포인트를 돌파하는 등 4월 이후 주식시장은 고공행진을 지속

- 세계 주식시장은 풍부한 유동성, 양호한 기업실적 등을 바탕으로 활황세 지속
- 2007년 들어 44개국 중 30개국이 사상 최고치 경신을 기록했으며, 이 중 20개국은 5월 중 사상 최고치 경신
- 중국 등 신흥시장에 비해 상대적으로 저평가된 한국 주식시장의 매력이 다시 부각되면서 외국인 순매수가 증가

- 외국인 주식투자는 지난해 11조 5,245억 원의 순매도에서 금년 들어 5월 16일까지 2조 6,698억 원의 순매수로 전환
- 연기금의 주식투자 확대, 펀드 등 간접투자가 증가하면서 주식시장의 수요기반이 강화
- 연기금의 펀드투자 규모가 2006년 말 2조 5,494억 원에서 2007년 5월 16일에는 5조 1,031억 원으로 확대

주요증시 등락률(2007년 5월 28일 현재)



주: 전년말 대비

자료: Datastream DB에 의거 작성

실물지표는 교착 상태

□ 지난해 부진했던 내수가 점차 개선되는 모습

- 2007년 1/4분기 민간소비는 에어컨, 컴퓨터 등 내구재 소비가 호조를 보이며 증가세가 다소 확대
- 1/4분기 중 고정투자는 설비투자의 호조에 힘입어 2002년 4/4분기 이후 가장 높은 7.0%의 증가율을 기록
 - 설비투자는 신권 발행에 따른 금융기관의 ATM 교체 등의 영향에 힘입

어 전년동기 대비 10.3% 증가

- 건설투자는 공공부문 투자 확대에 2분기 연속 플러스 증가율 시현

□ 수출(통관기준)은 1~4월 중 전년동기 대비 15.3%가 증가하여 2006년 2월 이후 15개월 연속 10% 이상 증가

- 최근 수출 호조의 원인은 미국과 중국으로의 수출 증가세 회복
 - 대미 수출은 지난해 4/4분기 감소세에서 금년 1/4분기 증가세(전년동기 대비 11.0%)로 전환
 - 2006년 들어 다소 부진했던 대중국 수출도 금년 1/4분기에는 전년동기 대비 19.0% 증가
- EU 및 ASEAN 시장으로의 수출은 상승세를 유지하고 있지만, 대일 수출은 원/엔 환율 하락의 영향으로 크게 둔화
 - 1/4분기 대일 수출은 전년동기 대비 1.3% 감소

최근 주요 경제 지표 추이

(전년동기 대비, %)

	2006년				2007년
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4
경제성장률	6.3	5.1	4.8	4.0	4.0
민간소비	5.2	4.1	4.0	3.7	4.0
내구재 소비	11.5	11.3	11.4	9.6	17.0
설비투자	7.0	7.2	11.1	5.3	10.3
건설투자	0.2	-5.0	-0.1	3.2	4.3
산업생산	12.8	11.5	11.3	5.2	3.3
서비스업	6.2	5.4	4.5	4.8	5.5
수출	10.6	16.9	16.3	13.8	14.6

자료: 통계청 KOSIS, 한국은행 ECOS DB에 의거 작성

□ 회복 조짐을 보이고 있는 수요와는 달리 공급측면의 부진은 지속 중

- 금년 1/4분기 경제성장률은 4.0%로 전년 4/4분기 수준에 머무름
- 제조업이 부진하여 동 기간 중 산업생산증가율은 3.3%로 하락세 지속

금융시장은 불안

- 최근 외환시장은 지난 3월 이전의 글로벌 달러화 약세, 원화 강세, 엔화 약세 현상으로 복귀
 - 금년 4월까지 930원대에서 횡보하던 원/달러 환율이 5월 들어 920원대로 하락하면서 수출기업의 채산성에 악화 요인으로 작용
 - 경상수지와 포트폴리오 투자가 적자를 시현하면 원화는 절하되어야 하는데 현재의 상황은 반대로 원화가치가 상승

경상수지, 해외 포트폴리오투자

(억 달러)

	2005년	2006년	2007년 1월	2월	3월
경상수지	150.0	60.9	-4.3	4.2	-14.9
해외 포트폴리오투자	-17.3	-225.4	-14.0	-17.7	-69.7

자료: 한국은행, ECOS DB

- 특히 엔화 약세로 원/엔 환율이 1997년 이래 최대로 하락
 - 원/엔 환율은 2007년 5월 23일 현재 100엔당 764.5원으로 외환위기 이전인 1997년 10월 27일(759.9) 이후 가장 낮은 수준
- 재정거래가 발생하여 단기외채가 크게 증가하고 환율 불안이 확대
 - 조선업체의 선물환 매도와 금리재정거래가 발생하여 단기외채가 크게 증가하고 환율 불안이 심화
 - 2007년 3월 말 단기외채 규모는 1,263억 달러로 지난해 말에 비해 127억 달러 증가
 - 단기외채 급증을 막기 위해 정부가 구두경고를 발신하고 있지만 뚜렷한 대책은 없는 상황
- 통화당국은 유동성 억제조치를 취했으나, 효과는 미미

- 과잉유동성 해소를 위해 한은은 기준을 인상, 시중 콜금리 인상 방치 등 억제조치를 시행
- 토지보상금등 정부부문에서 유동성이 풀리면서 오히려 전체 유동성은 증가

유동성 증가율 추이

(전년동기 대비, %)

	2005년				2006년				2007년
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4
M2(광의 통화)	6.2	7.6	6.2	7.0	7.2	8.3	10.8	12.5	11.9
Lf(금융기관 유동성)	6.1	7.4	6.6	7.4	7.5	7.7	9.5	10.6	10.8

자료: 한국은행 ECOS DB에 의거 작성

- 통화당국의 유동성 환수에 대비하여 미리 자금을 확보하기 위해 은행권은 CD발행을 증가시켰고 이 과정에서 CD금리가 상승
- CD금리는 2007년 초 4.87%에서 5월에는 5%를 상회
- CD금리와 연동되어 있는 부동산 대출 금리도 상승하여 소비자들의 부담 증가
- 부동산 가격하락을 유도하기 위해 LTV(담보인정 비율) 및 DTI(상환능력) 강화 등 대출억제 정책을 시행
- 부동산 대출감소로 영업방향을 중소기업 대출로 전환함에 따라 신용이 상대적으로 열악한 중소기업 대출이 1/4분기에 크게 증가

은행권 주택담보 대출 및 중소기업 대출 추이

(조 원)

	2004년 말	2005년 말	2006년 말	2007년 4월 말
주택담보 대출 누적액 (연말 대비 증가액)	169.7 (16.4)	190.2 (20.6)	217.0 (26.8)	218.3 (1.2)
중소기업 대출 누적액 (연말 대비 증가액)	235.6 (6.9)	246.7 (11.0)	290.2 (43.5)	312.3 (22.2)

자료: 한국은행, “최근 금융시장 동향”. 2007.04

Ⅱ. 2007년 하반기 국내경제 전망

1. 세계경제

세계 경제는 완만한 성장세를 유지

- 미국경제는 주택경기 부진으로 하강세가 예상되나 경착륙은 하지 않을 것으로 예상
 - 주택시장 침체에 따른 건설경기의 부진이 경기 하락을 촉발
 - 주택경기 냉각이 매분기 성장률을 0.6%p씩 하락시키는 요인으로 작용하며 2006년 2/4분기 이후 4분기 연속 잠재수준을 하회
 - 그러나 주택경기의 침체가 민간소비의 전면적 위축으로 파급되지는 않을 것으로 전망
 - 경기하강의 조짐에도 불구하고 급속한 경기침체보다는 2%대 초중반의 연착륙 가능성이 높은 상황
 - 주택경기 지표 상당수가 저점을 통과하는 모습이며 고용부문의 안정과 실질소득의 증가로 인한 민간소비 증가세가 추가적 경기 침체를 제한
 - 2007년 연간 성장률은 2006년 3.3%에 비해 낮아진 2.6% 수준에 그칠 전망
- EU지역은 경기 호조세 지속과 금리인상 기조 유지
 - 2006년 연간 성장률 2.7%로 과거 10년간 평균치(2.1%)를 크게 상회하며 호조세를 지속
 - 유로화 강세에도 불구하고 수출 호조, 역내 경기 상승에 의한 투자증대, 가시적인 실업률 하락, 완만한 소비 증가세 등이 경기 호조세를 주도
 - 경기 회복에 대한 자신감을 바탕으로 ECB와 영란은행은 장기물가안정을 목표로 한 금리인상 기조를 유지

- 2006년 성장세보다는 소폭 둔화되나 경기회복 기조가 지속되며 2.9% 수준의 성장을 기록할 전망
 - 세계경기 둔화와 유로강세에 의한 수출 감소, 금리인상 기조에 의한 투자위축, 독일 부가세인상에 따른 소비감소 등이 불안 요인
 - 고용개선과 민간소비 증대가 경기를 부양하며 2% 수준으로 추정되는 잠재성장률을 소폭 상회하는 호조세를 지속할 전망

□ 일본경제는 장기 호황기를 누리며 완만한 회복세 지속

- 2002년 이후 느리고 완만하나 전후 최장기의 경기호황 지속
 - 기업이익 증대에 따른 투자 확대, 엔화약세에 힘입은 수출증가 등이 경기 회복기조 유지의 주요 원인
 - 2월과 3월 근원소비자물가 상승률이 연속 하락하는 등 디플레이션의 우려가 완전히 종식되지는 못함
- 1.5~2%로 추정되는 잠재성장률 범위 내의 2.0%의 성장률을 기록할 것으로 전망
 - 기업부문의 호조가 임금상승을 통해 가계부문으로 파급되는 효과가 아직은 본격적이지 못해 완만한 소비 증가가 이루어질 전망
 - 일본은행의 금리인상 속도와 현 금리 수준이 매우 낮아 금융긴축에 따른 효과는 제한적일 것으로 판단

□ 중국경제는 고성장을 지속하며 과열 리스크확산에 의한 긴축정책 강화

- 1/4분기 중 수출호조와 민간소비 증가에 힘입어 시장예상(10.4%)을 크게 상회하는 11.1%의 고성장 지속
 - 축적된 고성장효과가 임금상승, 주식 및 부동산 가격 상승, 농촌지역 가처분소득 증대로 파급되면서 민간소비의 증가세를 유도
 - 고성장에 따른 과잉투자, 국제수지 불균형, 유동성 급증, 자산시장의 버블화 및 인플레이션 등의 과열 리스크를 우려
- 과열억제 및 안정성장을 위한 긴축정책의 강화에도 중국 경제의 고성장세는 무난히 지속될 것으로 전망

- 기준율 인상, 금리인상, 위안화 변동 폭 확대 등 3중 긴축정책을 실시
- 그러나 긴축정책의 수준은 시장의 고성장세를 억제하기에는 미약

□ 국제 유가는 불안한 수급상황으로 고유가 국면 지속

- 2월 중반이후 지속되고 있는 국제유가의 강세는 당분간 지속될 전망
 - 이란, 나이지리아의 지정학적 리스크에 의한 공급 축소와 세계경기 호황 및 미국의 여름철 휘발유 성수기 도래로 인한 수요 증가 예상
 - 미 달러화 약세에 의한 실질수입 감소를 보상하기 위한 OPEC국가들의 고유가 전략도 당분간은 지속될 전망
- 하반기 유가는 배럴당 65달러 내외로 예상되나, 이란 핵문제나 산유국 생산시설 테러 등 지정학적 리스크가 현실화될 경우 가격 급등 가능성
 - 지정학적 위험국가의 석유생산은 세계 전체의 27%, 석유 수출은 47%를 차지

지정학적 위험국가의 석유 생산 및 수출 비중

(%)

	사우디	이란	베네수엘라	나이지리아	이라크	합계
생산 비중	12.9	5.0	3.7	3.1	2.5	27.2
수출 비중	23.5	6.9	6.4	5.9	4.0	46.7

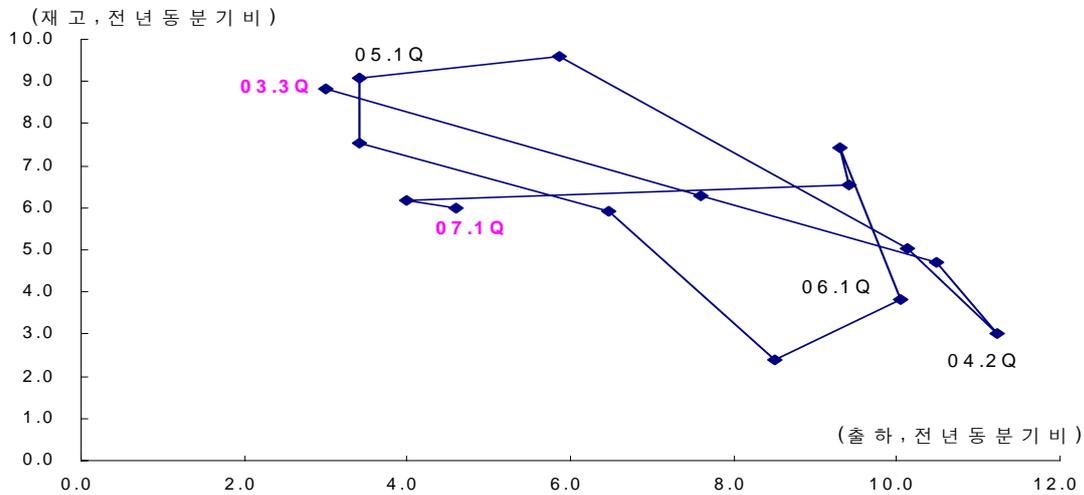
2. 경제성장률

1/4분기를 저점으로 경기 상승

- 금년 1/4분기 들어 대규모 재고조정이 발생하는 등 실물경제의 움직임도 경기하강세가 마무리되고 있음을 시사
 - 재고가 2006년 4/4분기 이후 2분기 연속 감소하며 2007년 1/4분기 중에는 1조 3천억 원 감소

- 상반기 중 재고조정이 완료되어 하반기에는 수요증가가 즉각적으로 생산 확대에 이어질 것으로 예상
- 재고-출하 순환도로 본 경기도 경기회복 신호를 발신
 - 재고 증가율은 작년 2분기 고점을 통과하며 감소하는 가운데 1/4분기 들어 출하 증가율이 반등하며 경기회복에 대한 기대감 형성
 - 제조업 생산자제품 재고율도 96.7%('07.1월)→95%(2월)→94.5%(3월)로 감소하는 추세

제조업 재고 사이클



자료: 통계청 Kosis DB에 의거 작성

- 2007년 1/4분기 제조업 기업들의 영업이익률이 개선되면서 경기상승의 기대감을 더해줌
 - 제조업 기업들의 영업이익률이 전년동기 대비 22%, 전분기비 41.7% 대 폭 증가한 8.15%를 기록
 - 석유·화학, 기계장비, 기타운송(조선 포함) 등 전통 중공업의 영업이익률이 상승
 - 자동차 산업과 1차금속 및 조립금속산업의 경우는 영업이익률 증가세가 제한적이거나 감소
 - 한편 10대 대기업 그룹의 1분기 실적은 부진

- 10대 그룹 순이익 합계는 전년동기 대비 12.1% 감소한 것으로 집계
- 매출액은 6.2% 증가하였으나 영업이익이 2.9% 줄어드는 등 1/4분기 대기업 실적은 부진

주요 제조업부문의 영업이익률 추이

(단위: %)

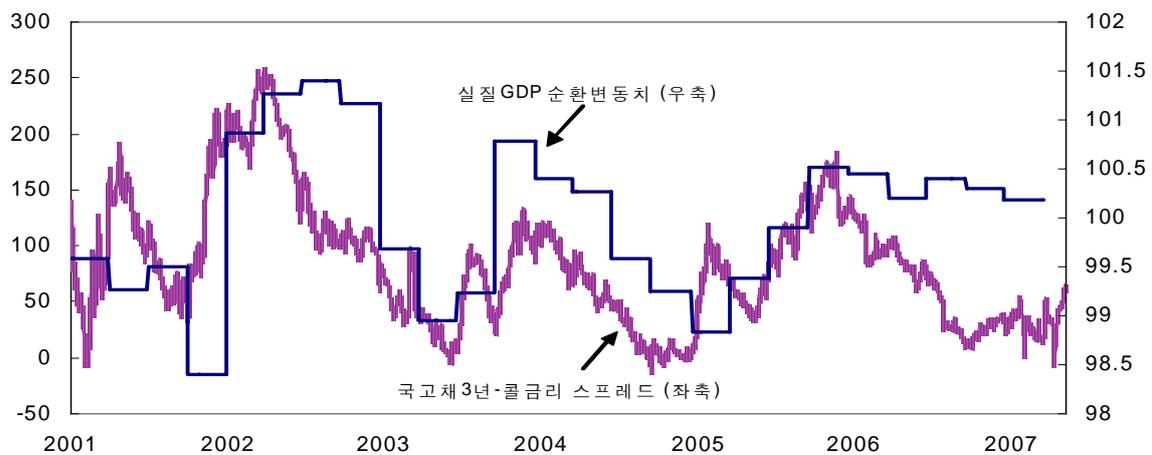
	석유정제	화학제품	1차금속	조립금속	기계장비	자동차	기타운송	전제조업
2005.1/4	7.74	8.32	4.61	5.44	5.31	4.18	-4.70	8.00
2/4	5.64	6.74	3.70	8.43	5.37	4.58	0.49	7.67
3/4	5.80	6.92	3.68	5.77	5.64	3.46	1.51	7.64
4/4	5.54	3.69	4.35	6.83	5.41	3.78	1.65	6.68
2006.1/4	6.29	5.57	5.46	5.24	7.93	3.90	1.09	6.09
2/4	6.30	5.63	4.88	5.55	7.76	4.39	3.67	6.20
3/4	6.11	6.41	3.90	5.37	5.87	2.35	3.64	6.18
4/4	3.19	5.41	4.05	7.32	4.04	2.97	6.00	5.75
2007.1/4	9.12	8.46	4.50	5.06	8.64	4.00	8.35	8.15

자료: 한국신용평가 KisValue DB에 의거 작성

□ 경기회복 기대감 확산에 따라 장단기 금리차이도 확대되는 추세

- 국고채 3년-콜금리 차이로 본 금리의 기간 스프레드가 점차 확대되는 추세를 보이며 경기회복 기대감 확산을 반영
- 장단기 금리차이와 높은 상관관계를 갖는 실질GDP 순환변동치⁸⁾도 추세를 소폭 상회하여 금리차이 확대에 따른 경기상승을 기대

장단기 금리차이와 실질GDP 순환변동치 추이



자료: 한은 ECOS DB 및 통계청 KOSIS DB에 의거 작성

8) 실질GDP 순환변동치 = (계절조정 실질GDP/HP filtered 실질GDP)×100

2007년 경제성장률 4.5% : 상반기 4.2%→ 하반기 4.7%

- 소비 및 투자의 빠른 회복세를 감안하여 경제성장률을 당초 예상치인 4.3%에서 4.5%로 상향 조정
 - 향후 경기는 과거 내수나 수출 한쪽에 치우친 불균형적 성장이 아닌 내수와 수출 모두에 기반을 둔 완만한 성장이 예상됨
 - 세계 IT경기 호황기의 수출주도나 신용카드 버블기의 소비주도와는 달리 수출이 10%대의 증가세를 유지하는 가운데 내수가 회복
 - 경기의 흐름은 점차 개선되는 모습을 보이나, 연간 경제성장률은 지난해의 5.0%에 비해 다소 하락
 - 분기별 성장률: 4.0%(1/4)→ 4.5%(2/4)→ 4.6%(3/4)→ 4.7%(4/4)
- 소비는 가계소득 증가의 영향으로 점차 회복될 전망이지만, 2005~6년 중 크게 늘어난 가계부채가 회복세를 제한
 - 도시근로자 가계소득이 지난해 4/4분기와 금년 1/4분기 중 9%를 넘어서 2002년 2/4분기 이후 가장 높은 증가세 기록
 - 그러나 가계의 원리금 상환부담 증가가 소비증가세를 제약
 - 가계부채는 2004년 말 542조 원에서 2006년 말 671조 원으로 2년 사이에 129조 원 증가
 - 주택구입가구의 월 소득 대비 원리금상환 비중⁹⁾: 16%(2004)→18%(2006)
- 경기회복 기대감과 투자압력 확대로 설비투자도 상승세 유지
 - 외환위기 이후 투자부진의 장기화로 생산여력이 저하
 - 과거 경기하강기에는 제조업 평균가동률이 70%대 초반까지 하락했으나, 최근에는 경기부진이 지속되어도 80%대를 유지(1/4분기 81.6%)

9) 최근 3년 이내에 주택을 구입한 가구

- 내수회복 등 경기호전에 대응하여 기업들이 투자를 확대

□ 수출증가세는 소폭 둔화되나 두 자리 수의 증가율을 지속

- 중국, EU의 견고한 상승세 지속, 미국경제의 연착륙 등 글로벌 경기는 호조

- 유가 불안, 원화가치 상승으로 하반기 수출증가율은 상반기에 비해 소폭 둔화된 10%대 예상

3. 민간소비

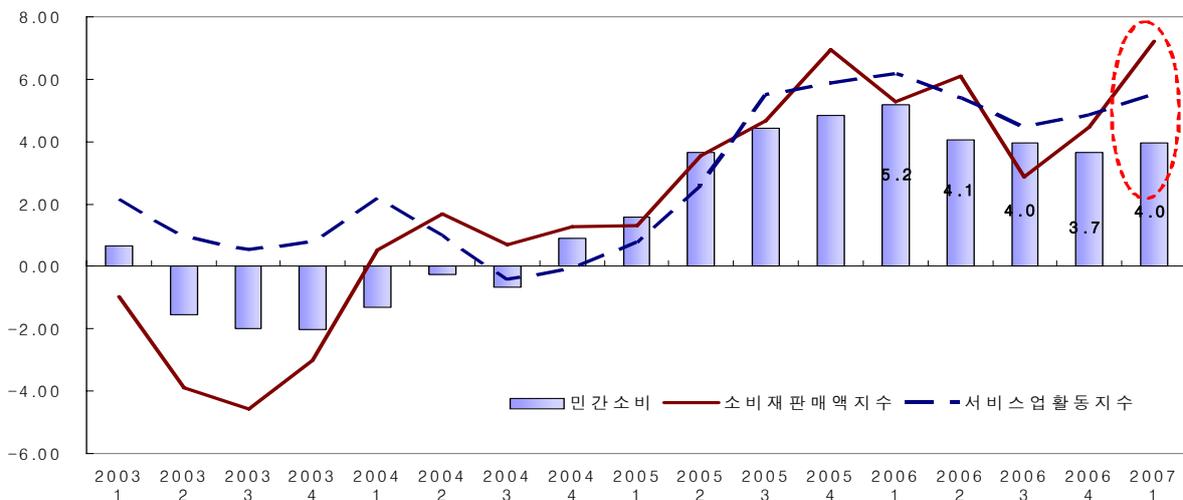
소득증가에 힘입어 민간소비 둔화가 진정

□ 2006년 1/4분기 이후 하락하던 민간소비 증가세가 금년 1/4분기 들어 다시 회복되는 모습

- 2007년 1/4분기 중 민간소비 증가율은 전년동기 대비 4.0%를 기록
 · 분기별 민간소비증가율: 5.2%('06년 1/4)→ 4.1%(2/4)→ 4.0%(3/4)→ 3.7%(4/4)

소비관련 지표 증가율 추이

(전년동기 대비, %)



자료: 통계청 「KOSIS DB」 에 의거 작성

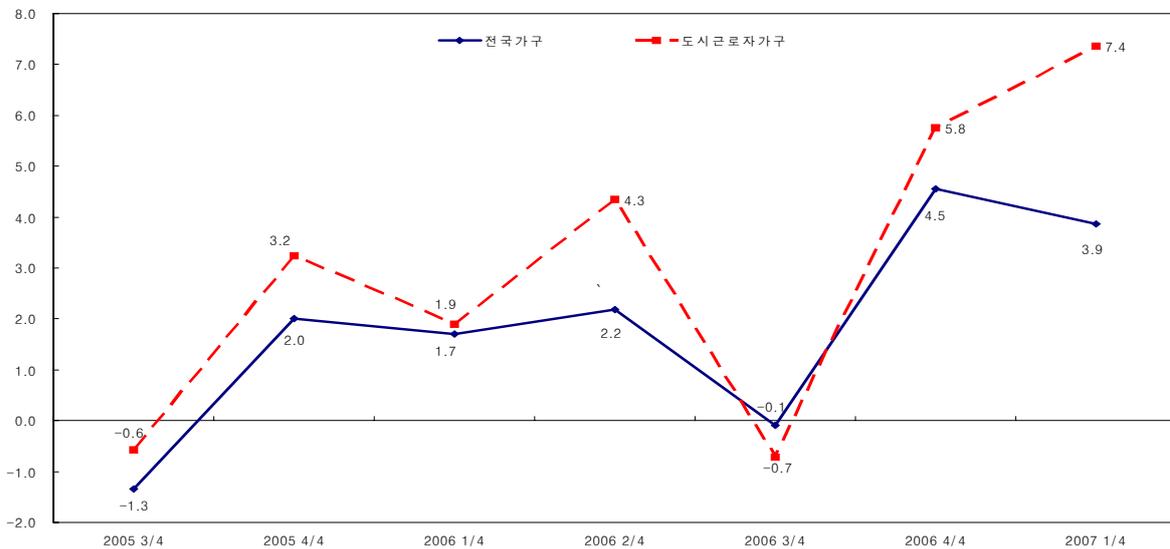
- 소비재 판매와 서비스업 활동 등 소비관련 지수도 견실한 회복세 시현
 - 1/4분기 중 소비재판매액은 전년동기 대비 7.2% 증가하여 2002년 4/4분기(7.2%) 이후 가장 높은 증가율을 기록
 - 서비스업활동 지수도 동 기간 중 5.5% 증가하여 2006년 1/4분기(6.2%) 이후 가장 높은 증가세 시현

□ 최근 가계의 실질 처분가능소득¹⁰⁾이 큰 폭 회복세 시현

- 도시근로자 가구의 실질 처분가능소득은 2007년 1/4분기에 7.4%의 증가세를 기록
 - 이는 2002년 2/4분기의 8.5% 이후 가장 높은 수치
- 1/4분기 중 전국가구의 실질 처분가능소득 증가율은 2006년 4/4분기의 4.5%에 비해 다소 둔화된 3.9%를 기록

가계의 실질 처분가능소득 추이

(전년동기 대비, %)



주: 전국가구는 전국의 2인 이상 비농어 가구를 의미하고 도시근로자 가구는 도시 지역에 거주하는 2인 이상 가구로 가구주가 임금근로자인 가구를 의미

자료: 통계청 KOSIS DB에 의거 작성

10) 실질 처분가능 소득은 해당 근로자 집단의 월평균 소득에서 조세, 공적연금, 사회보험 등 비소비성 지출 금액을 차감한 후 소비자물가지수로 디플레이트시킨 수치임

□ 실질임금 회복세도 민간소비 회복에 긍정적인 영향

- 제조업 상용근로자의 월평균 실질임금은 2006년 4/4분기에 6.2%의 높은 증가율을 기록
 - 추석명절 이동 및 연말의 특별상여 효과를 고려하더라도 실질임금 증가세는 소폭이나마 회복되는 추세
 - 제조업 상용근로자의 월평균 실질임금의 2006년 3/4~4/4분기 평균 증가율¹¹⁾은 3.7%
- 2007년 1/4분기 중 제조업 상용근로자의 월평균 실질임금 증가율은 3.6%를 기록

5인 이상 사업체 상용근로자 월평균 실질임금 추이

(단위: 전년동기 대비, %)

	2004				2005				2006				2007
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4
제조업	2.9	4.5	5.8	9.4	6.4	7.0	4.8	2.9	3.2	2.6	1.1	6.2	3.6
전산업	0.7	1.6	2.9	4.2	4.1	4.3	3.2	3.5	3.8	3.3	1.7	4.7	3.5

자료: 노동부 “매월노동통계 조사보고서” 각 호

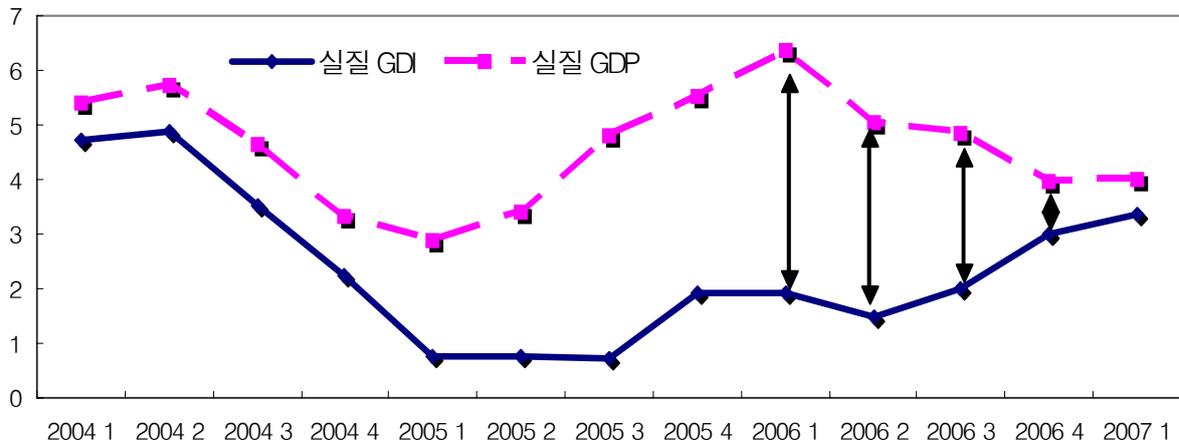
민간소비증가율: 상반기 4.0%→ 하반기 4.4%

- 하반기 민간소비는 전년동기 대비 4.4% 증가하여 상반기보다 증가세가 확대될 전망
 - 2007년 상반기 중 민간소비는 소득 둔화세가 진정되고 소비심리가 회복되며 4.0%의 증가율을 기록할 전망
 - 2006년 2/4분기 이후 소득의 구매력을 나타내는 실질 GDI(국내총소득)와 실질 GDP 사이의 격차가 축소되는 추세
 - 2006년 중 둔화되었던 실질임금 및 가계의 가처분 소득증가세도 상반기 중 소폭이나마 개선되는 추세

11) 2006년 4/4분기 실질임금의 큰 폭 증가는 추석명절 이동효과(2005년 9월→2006년 10월)와 연말 특별 상여의 복합적 영향으로 이를 제거키 위해 3/4분기와 4/4분기의 평균 증가율을 고려

실질 GDP(국내총생산)와 실질 GDI(국내총소득) 증가율 추이

(전년동기 대비, %)



자료: 한국은행 ECOS DB

- 증시활황과 FTA협상 타결에 따른 소비심리 개선도 시차를 두고 민간소비에 긍정적 영향을 끼칠 전망
- 삼성경제연구소의 소비자태도지수와 통계청의 소비자기대(평가)지수가 2006년 4/4분기를 저점으로 회복되는 추세
- 소비자심리관련 지수는 소비에 선행하는 경향이 있어 최근 개선된 소비심리는 향후 민간소비 증가세 회복의 전조(前兆)¹²⁾

가계의 소비심리 추이

	2005년				2006년				2007년	
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4
소비자태도지수	43.3	53.1	44.9	46.1	51.2	49.3	45.4	44.3	44.6	48.5
소비자기대지수	100.2	101.6	97.7	101.5	103.9	98.7	94.3	94.3	96.1	100.1
소비자평가지수	79.8	85.1	79.5	84.5	89.2	84	78.5	78.4	79.3	87.4

주: 소비자기대(평가)지수는 분기 평균이며, 2007년 2/4분기는 4월 수치

자료: 삼성경제연구소 「소비자태도조사」 각호, 통계청 「KOSIS DB」

12) 소비자 심리지수와 민간소비 증가율 간의 시차상관계수는 시차가 1분기일 때 0.81로 가장 커 소비자 심리지수가 민간소비에 1분기 선행. 소비자심리지수 증가율과 민간소비 증가율의 시차 상관계수는 t기의 소비자심리지수 증가율과 t±i기의 민간소비 증가율간의 상관계수를 의미(i=1,2,3)하며, 1999년 1/4분기~2007년 1/4분기의 한국은행 ECOS 자료 사용

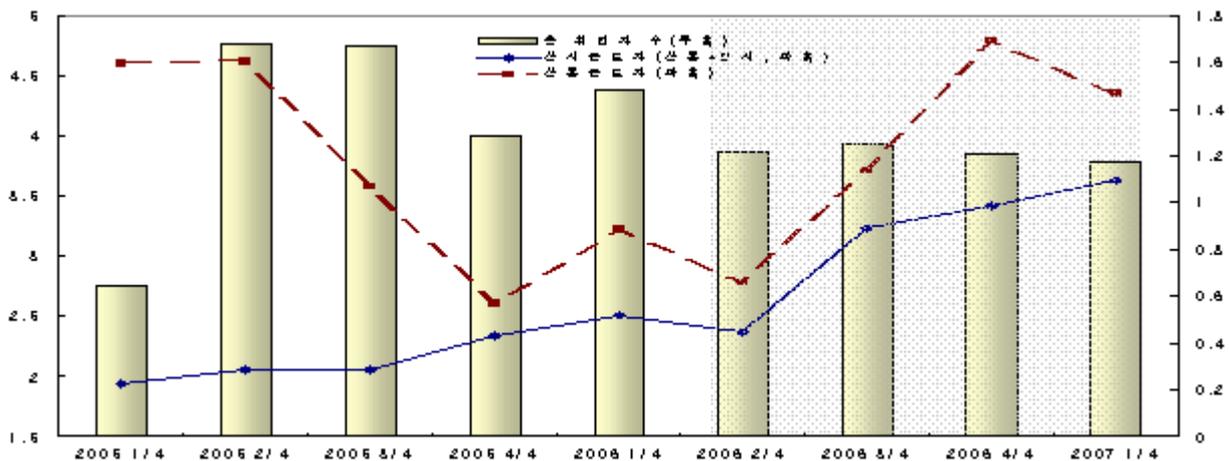
	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
소비자심리지수와 민간소비	-0.18	0.13	0.46	0.73	0.81	0.69	0.46

□ 특히, 최근 고용상황의 질적 개선은 하반기 구매력 회복에 긍정적 영향

- 총 취업자 수 증가율은 정체된 상황이지만, 2006년 2/4분기 이후 상용근로자 취업자 수 증가율이 지속적으로 확대
- 안정적인 근로임금을 창출할 수 있는 상용근로자 취업자 수 증가율이 2006년 2/4분기(2.8%) 이후 3~4%대에서 지속적인 회복 추세

취업자 수 증가율 추이

(전년동기 대비, %)



자료: 통계청 KOSIS DB

- 고용상황의 질적 개선이 하반기 중 민간소비 회복에 공헌할 것으로 전망
- 상용근로자 수 증가는 1분기 시차를 두고 민간소비를 증가시키는 것으로 분석됨¹³⁾

4. 고정투자

설비투자: 상반기: 8.1%(상반기)→ 6.1%(하반기)

□ 설비투자는 2007년 중 경제성장세 유지, 불확실성 요인 해소 등에 힘입어 2006년에 이어 호조세가 지속될 전망

13) 민간소비 증가율과 상용근로자 취업자 수 증가율간의 인과관계를 추정한 Granger Causality test 결과, 99% 신뢰수준에서 상용근로자 취업자수 증가율이 민간소비에 1분기 시차를 두고 긍정적인 영향을 미치는 것으로 분석됨

- 2007년 들어서도 수출호조세가 지속되고 민간소비 증가세가 2006년 말에 비해 확대되는 등 경기가 예상보다 호진
 - 세계경제는 2007년에도 성장세를 이어갈 것으로 전망¹⁴⁾되면서 수출증가율은 2007년 1/4분기에도 두 자리 수 이상을 지속
 - 민간소비 증가율도 1/4분기 중 4.0%로 2006년 4/4분기의 3.7%에서 상승했으며 2007년 중 4% 이상을 기록할 전망

- 이에 따라 각각 수출과 내수에 크게 영향받는 제조업과 비제조업 투자가 순조롭게 이루어질 것으로 예상

- 경기에 대한 불확실성이 해소되고 정치·사회적 불확실성도 개선
 - 외환위기 이후 단기적 등락을 반복하던 경기가 정상화되면서 확장국면이 이어지는 모습¹⁵⁾
 - 북핵문제의 진전, FTA타결 등 경제에 긍정적인 뉴스들이 전해지면서 기업심리에도 긍정적인 영향

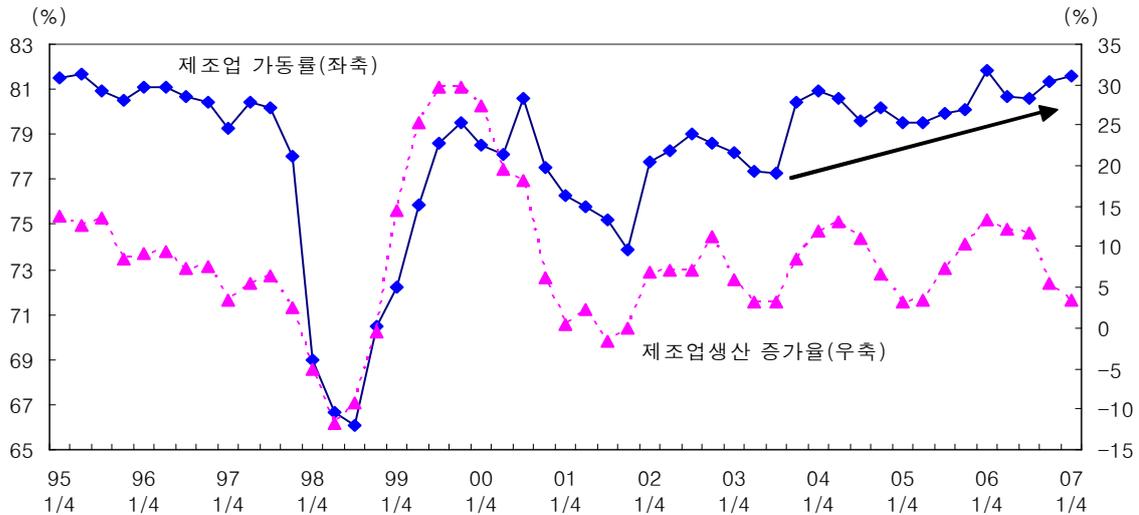
- 최근 제조업설비 가동률이 높은 수준을 유지하는 점도 향후 설비투자에 긍정적으로 작용

- 제조업 평균가동률은 외환위기 기간 중 크게 하락한 후 상승세 지속
 - 2005년 이후 가동률은 80% 내외를 기록하면서 1990년대와 비슷한 수준으로 상승
 - 2006년 3/4분기 이후 제조업 생산증가율은 하락하는 반면, 가동률은 오히려 상승하는 점도 향후 설비투자의 확대를 시사

14) IMF 세계성장률 전망: 2005년: 4.9% → 2006년: 5.4% → 2007년: 4.9%

15) 과거 경기의 저점으로 여겨지는 2003년 2/4분기와 2005년 1/4분기 중 경제성장률은 각각 2.2%와 2.9%까지 하락한 반면 2007년 1/4분기 경제성장률은 4.0%를 기록

제조업 가동률 및 생산증가율 추이



자료: 통계청 KOSIS DB에 의거 작성

- 외환위기 이후 구조조정, 내수침체 등이 마무리되고 설비투자의 생산성도 다시 상승하면서 투자가 확대되는 추세
 - 한국은행 기업경영분석에 의하면 제조업의 설비투자효율¹⁶⁾은 대체로 외환위기 이전 수준을 회복
 - 2001~05년간 연평균 경제성장률은 4.5%인데 반해 설비투자 증가율은 1.1%에 그쳤으나, 2006년에는 경제가 5.0% 성장하면서 설비투자도 7.6% 증가

제조업 설비투자효율 추이

							(%)
1993	1995	1997	1999	2001	2003	2005	
64.1	73.4	56.4	46.8	44.4	58.1	69.2	

자료: 한국은행 ECOS DB에 의거 작성

□ 제조업 투자는 상반기, 비제조업 투자는 하반기를 중심으로 확대

- 세계경제의 성장세가 상반기에 높고 하반기 중 다소 둔화¹⁷⁾되면서 수출에 민감한 제조업 투자에 영향

16) 한 기업 내지 산업의 부가가치를 유형자산 규모로 나눈 것으로 설비투자의 생산성을 측정

17) IMF World Economic Outlook,(2007.04)

- 설비투자는 2007년 1/4분기 중 제조업 비중이 높은 기계류 투자를 중심으로 전년동기 대비 10.3% 증가
- OECD 경기선행지수 증가율이 2006년 하반기 이후 하락세인 점은 향후 제조업 투자에 제약요인으로 작용
- 비제조업 투자는 하반기 중 민간소비의 증가세가 확대되면서 도소매 등 유통산업과 운수·통신업 등에서 확대될 전망
- 비제조업 기계수주가 2007년 1/4분기 중 24.1% 증가하면서 2/4분기 이후 운수장비 등 비제조업 투자가 확대될 가능성

건설투자: 3.7%(상반기)→ 0.7%(하반기)

□ 2007년 건설투자는 공공 및 토목건설이 주도하며 상반기 중 크게 확대

- 공공부문 건설은 2007년에도 규모가 증가하면서 토목건설을 중심으로 건설경기를 주도
 - 공공건설 규모는 SOC를 포함한 재정투자와 BTL, BTO 등의 민자사업이 확대되면서 52.8조 원(경상기준)으로 전년대비 7.8% 증가
 - 기업도시, 혁신도시 등 국토균형개발계획도 2007년 하반기 중 일부 착공
- 공공 및 토목건설은 상반기 중 재정 조기집행의 영향으로 확대되나 하반기에는 부진할 것으로 예상
 - 2007년 1/4분기 중 공공건설 기성액이 전년동기 대비 18.3% 증가하면서 건설투자가 4.3% 증가
 - 2007년 상반기 예산배정률은 65.3%로 2006년에 비해 3.1%p 상승했으며 특히, 건설과 밀접한 수송 및 교통 투자사업비를 상반기에 80% 수준으로 집중 배정
 - 예산집행이 상반기에 집중되면서 상대적으로 하반기에는 공공 및 토목 건설 증가세가 하락할 전망¹⁸⁾

18) 기획예산처 발표(2007.4.26)에 의하면 1/4분기 중 SOC예산의 27.7%가 집행되었는데 이는 보통 연간 토목건설에서 1분기가 차지하는 비중이 15% 정도인 것을 고려하면 매우 높은 수준으로 하반기에는 토목건설이 부진할 가능성을 시사

2007년 공공부문 건설사업 규모 전망

(조 원)

	2006년	2007년	증감률(%)
▪ 재정투자	44.6	46.3	3.8
- 수송·교통 및 지역개발 관련 건설투자	18.4	18.4	0.0
- 기타 건설 관련 재정투자 및 공기업	26.2	27.9	6.4
▪ BTL, BTO 등 민자	4.3	6.5	51.1
합 계	49.0	52.8	7.8

자료: 기획예산처

□ 민간부문이 대부분을 차지하는 주택, 상가, 사무실 등의 건물건설은 2007년에도 크게 회복되기는 어려울 전망

- 주택건설은 부동산투기 억제 정책기조와 지방 주택경기의 침체로 부진할 전망
 - 부동산관련 대출규제 및 세제 강화와 재건축 규제 등으로 2007년 들어 주택담보대출 및 주택가격 증가세가 크게 하락
 - 지방지역은 주택건설수주가 2006년 3/4분기 이후 신흥개발지역¹⁹⁾을 중심으로 높은 증가세를 유지하고 있으나 높은 미분양 수준을 고려할 때 건설투자 실적을 크게 향상시키기 어려울 전망
 - 하반기 중 선거와 관련한 규제완화에 대한 기대감 등은 주택경기에 다소 개선요인으로 작용

미분양 추이

(기말기준, 천호)

	'05.9	'05.12	'06.3	'06.6	'06.9	'06.12	'07.2
계	50.1	57.2	53.3	64.4	73.1	73.8	73.6
수도권	9.5	12.2	7.7	9.3	7.8	4.7	4.3
지방	40.7	45.0	45.7	55.0	65.3	69.0	69.3

자료: 건설교통부

19) 충남 아산, 연기, 대전, 경북 울산, 인천, 서울 재개발 지역 등

- 비주거용 건설투자도 부진을 벗어나기 어려우나 2007년 중 소폭 회복될 가능성
 - 선행지표인 비주거용 건설수주가 2006년 중 전년대비 4.3% 감소하면서 2007년에도 크게 회복되기는 어려울 전망
 - 그러나, 서울지역 업무용빌딩 공실률은 2003년말 이후 약 3년 여 만에 2%대를 진입²⁰⁾하는 등 그동안 적체된 미분양물량이 해소

5. 대외거래

하반기 수출은 10.6% 증가 예상

- 원화 강세기조에도 불구하고 양호한 세계경기에 힘입어 하반기 수출은 10.6% 증가한 1,882억 달러 예상
 - OECD는 OECD 국가의 '07년 성장률을 2.7%로 0.2%p 상향조정(5월 24일)하는 등 세계경제는 완만한 성장세를 지속
 - EU집행위도 '07년 성장률을 0.2%p 상향조정하여 2.6%로 전망했으며, 일본의 1/4분기 성장률도 연율 2.4%로 전년도 2.2%를 상회
 - 중국은 긴축강화에도 불구하고 1/4분기에 11.1%의 고성장 지속, 미국도 주택경기 지표들이 서서히 저점을 통과하며 고용과 소비의 회복세를 보임
 - 실증분석에서도 세계경기에 대한 한국 수출 탄력성이 6.29(세계 소득 1% 증가 시 한국 수출 6.29% 증가)로 그 영향이 가장 큰 것으로 분석됨
 - 원/달러 환율의 지속적 하락에도 불구하고 수출호조의 원인은 양호한 세계경기과 세계수입수요 증가에 의한 수출물량의 증대로 판단
 - 1/4분기에 수출물량지수 증가율은 수출단가지수 증가율 0.44%를 크게 상회한 13.2%를 기록하며 가격상승에 의한 수출 감소 효과를 상쇄

20) 서울지역 업무용빌딩 공실률: 3.87%(2006년 1/4)→ 3.13%(2/4분기)→ 3.17%(3/4)→ 3.12%(4/4)
→ 2.16%(2007년 1/4)

주요 변수의 한국 수출에 미치는 영향 (2002년 1/4분기-2006년 1/4분기)

변수 ¹⁾	Coefficient ²⁾	Std. Error	t-Statistic
상수	-97.79	9.01	-10.86
원/달러 환율	0.55	0.18	3.067
엔/달러 환율	-0.91	0.08	-10.87
생산성=(실질GDP/취업자수)	0.45	0.10	4.56
주요국 실질GDP	6.29	0.46	13.77

R-squared = 0.996, Durbin-Watson stat = 2.452

주 1. 모든 변수는 계절조정값을 로그변환, 주요국 GDP는 OECD 국가들과 중국의 실질 GDP의 합

2. 모든 추정계수는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의

자료: 한국은행 ECOS, 통계청 KOSIS, SourceOECD 및 CEIC DB

□ 2007년 1/4분기 현재 실질실효환율(2006년 1/4분기 기준)은 102.2로 원화 가치가 적정수준 대비 2.2% 고평가²¹⁾된 것으로 분석

- 원화 고평가를 반영한 적정수준의 원/달러 환율은 958.6원으로 1/4분기 평균환율 938.9원보다 달러당 19.7원 높음
- Goldman Sachs와 OECD도 원화 가치가 각각 30%, 25%(실질실효환율 2000년 기준) 고평가된 것으로 판단
- 무역협회 수출산업경기전망(EBSI)에서도 환율변동성 확대가 수출의 최대 애로요인으로 지적(25.4%)되는 등 원화 고평가는 경상수지 적자 누적과 수출장애 요인으로 작용

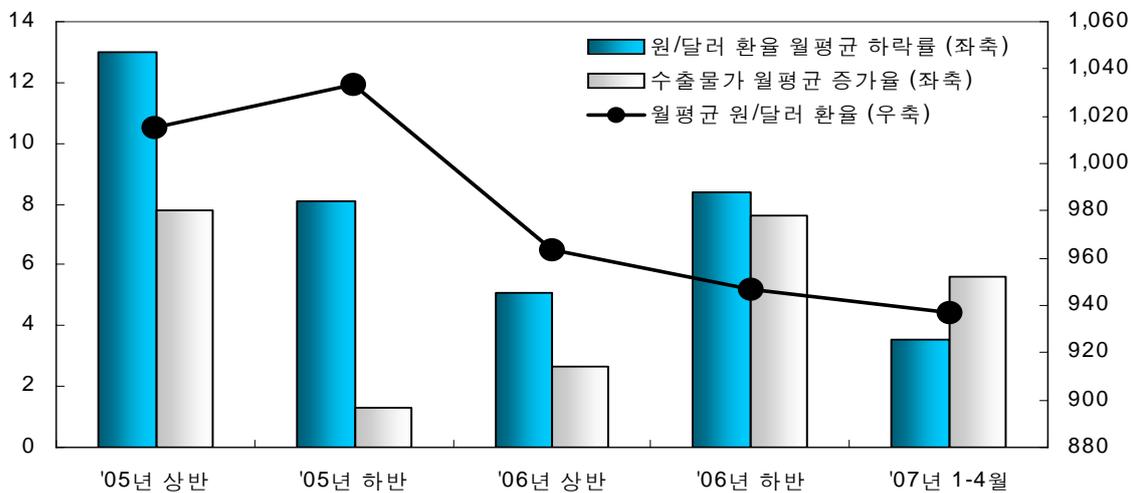
□ 원화 강세는 수출 기업들의 가격 경쟁력 약화와 원화 환산 순이익을 감소시키며 수출에 부정적 효과

- 수출 기업들은 원/달러 환율의 지속적 하락에도 불구하고 해외시장 경쟁력 확보를 위해 달러표시 수출물가를 인상하지 않고 자체 흡수해 옴
- 2005~6년간 달러표시 수출물가 월평균 상승률은 원/달러 환율 월평균 하락률을 하회

21) 실질실효환율 지수는 외환위기 이후 지속된 경상수지 흑자가 적자로 전환한 2006년 1/4분기를 기준으로 미국, 중국, 일본을 포함한 7개국의 교역가중치와 물가 차이를 반영하여 작성. 기준치 100 이상은 이들 통화에 대한 원화 가치의 고평가를 의미함

- 동 기간 중 원/달러 월평균 환율은 1,015원('05.상반)→1,033원('05.하반)→964원('06.상반)→947원('06.하반)
- 2007년에 들어서는 원/달러 환율의 하락 분을 수출물가상승으로 전가하지 않고 자체 흡수하던 수출기업들의 역량이 한계에 달한 것으로 보임
- 2007.1~4월간 원/달러 월평균 환율은 937원까지 하락
- 동 기간 중 달러표시 수출물가 월평균증가율은 5.64%로 월평균 환율하락률 3.56%를 앞서며 수출기업들의 환율의 수출물가 전가현상 확대

최근 원/달러의 변동률과 달러표시 수출물가 변동률 추이



자료: 한국은행 ECOS DB에 의거 작성

- 엔/달러 환율의 상승 역시 일본과의 수출경합시장에서 가격경쟁력을 약화시키며 수출 장애 요인으로 작용
- 실증분석결과 엔/달러 환율의 수출탄력성은 -0.91로 원/달러 환율의 수출탄력성 0.55보다 절대값이 높게 나타남

하반기 수입은 12.8%의 증가세 예상

- 내수회복과 고유가의 영향으로 수입은 전년 대비 12.8% 증가하여 수출증가율을 상회하며 1,806억 달러를 달성할 것으로 예상

- 내수 회복기조에 따른 민간소비와 설비투자의 증가에 힘입어 소비재와 자본재의 수입증가폭이 확대
 - 실질GDP 1% 증가 시 소비재수입은 1.47% 증가, 자본재 수입은 1.56% 증가하는 것으로 추정

- 수급사정 불안으로 고유가가 지속되어 원유수입부담도 증가할 전망
 - 삼성경제연구소는 두바이유 기준 국제유가를 배럴당 65달러(2/4분기)→68달러(3/4분기)→64달러(4/4분기)로 전망
 - 하반기 중 전년과 동일 수준의 물량이 도입될 경우 원유수입 부담 증가는 20억 달러에 이를 전망

용도별 수입 추이

(전년동기 대비, %)

		'05	'06	'07.1~3	'06.4.1~20	'07.4.1~20	'07.1~4.20
원자재	증가율	20.9	22.8	12.3	18.2	15.8	13.0
	비 중	54.5	56.5	55.9	54.9	54.2	55.6
자본재	증가율	11.7	11.7	12.9	13.9	25.4	15.4
	비 중	34.7	32.7	33.3	33.2	34.7	33.6
소비재	증가율	13.3	19.9	21.3	23.4	19.3	20.9
	비 중	10.1	10.2	10.4	10.8	10.7	10.5
총수입	증가율	16.4	18.4	13.1	18.0	18.5	14.1

자료: 산업자원부 수출입동향 보도자료

- 하반기 경상수지는 무역수지 흑자폭 축소와 서비스 수지의 적자폭 확대
로 15억 달러 수준에 머무를 것으로 전망
 - 하반기 무역수지 흑자는 76억 달러로 예상되어 전년동기에 비해 24%가 감소
 - 하반기 무역수지 개선으로 상반기의 26억 달러 경상수지 적자는 15억 달러의 흑자로 전환
 - 서비스수지 적자는 대폭 확대된 118억 달러 예상
 - 국내경기 회복세로 소비심리가 개선되고 해외여행 성수기 및 유학생 학비 송금 증가 등으로 하반기 서비스수지 적자폭 확대

- 최근의 원화강세도 해외소비에 대한 구매력을 높여 서비스수지 악화의 요인으로 작용하면서 경상수지 흑자 기조를 약화

6. 물가

소비자물가상승률: 2.2%(상반기)→ 2.8%(하반기)

□ 2007년 물가는 2.5% 내외로 안정세를 유지하나 상반기(2.2%)에 비해 하반기(2.8%) 물가 오름세가 상대적으로 높을 것으로 전망

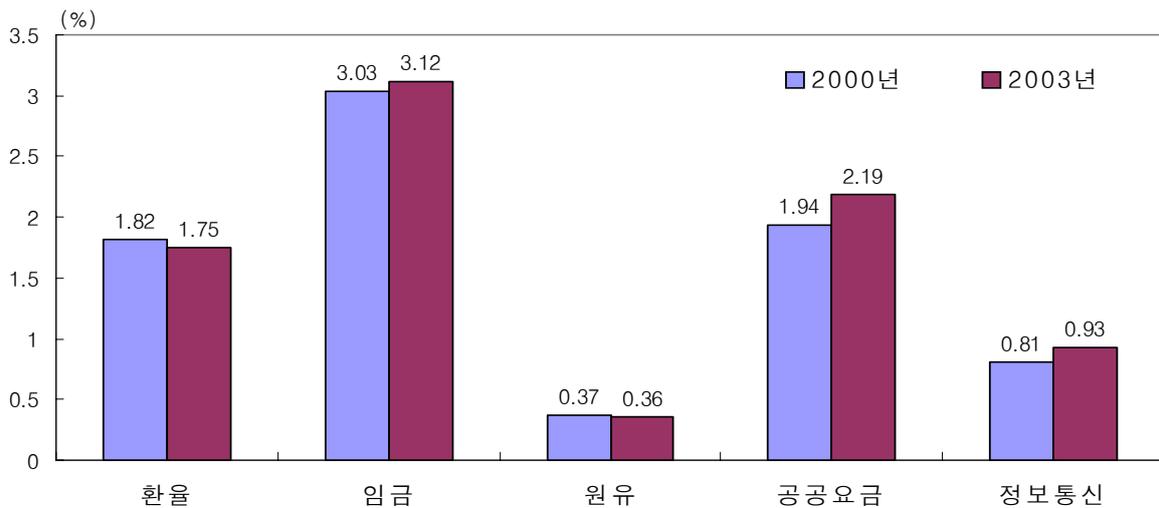
- 비용측면, 수요 측면을 종합적으로 고려할 때 향후에도 물가 안정 기조가 유지될 가능성이 높음
- 최근 유가상승 등의 불안요인이 존재하고 있으며 환율하락 효과가 축소되어 물가상승 압력이 가세
 - 특히 교통요금 등 공공서비스의 가격인상, 집세인상 등은 비용측면에서의 물가상승 요인으로 작용
- 그러나 비용측면에서 가장 파급 효과가 큰 임금의 경우 실질임금상승률이 안정되고 있어 물가 안정 요인으로 작용

□ 환율, 임금, 주요 재화 및 서비스의 가격변동이 소비자 물가에 미치는 파급효과를 분석할 때 가장 큰 영향을 주는 요인은 임금

- 임금이 10% 변동하는 경우 소비자 물가는 3.1% 변동 압력을 받는 것으로 나타나 가장 큰 물가 상승 요인으로 작용
- 환율이 10% 변동하는 경우 소비자 물가는 1.8% 변동하여 원유의 물가 파급효과 0.36%를 크게 상회
- 공공요금 10% 변동시 소비자 물가 2.2% 변동 압력을 받는 것으로 나타나 전반적인 파급 효과가 큰 것으로 나타남

- 정보통신 부문의 발달에 따라 정보통신 품목 가격 10% 하락 시 소비자 물가는 0.9% 하락하는 효과
- 2000년 산업연관표와 비교할 때, 환율, 원유의 물가 파급 효과는 감소했으나, 임금, 공공요금, 정보통신 분야의 물가 파급 효과는 증대함

요인별 물가파급효과 비교(2000년, 2003년)



- 임금 상승률이 높지 않음을 감안할 때 물가 안정은 유지될 전망이나 하반기에는 물가 오름세가 본격화
 - 2006년 하반기 환율 하락 및 유가 하락으로 공산품 가격이 크게 떨어졌기 때문에 기저효과에 따른 기술적 반등이 예상
 - 2007년 초반 공공서비스 요금 인상 및 집세 인상이 시차를 두고 서비스 요금 인상 요인으로 작용할 것임
 - 수요 회복에 따라 GDP 갭이 축소되면서 수요 측면에서의 상승 압력이 가세

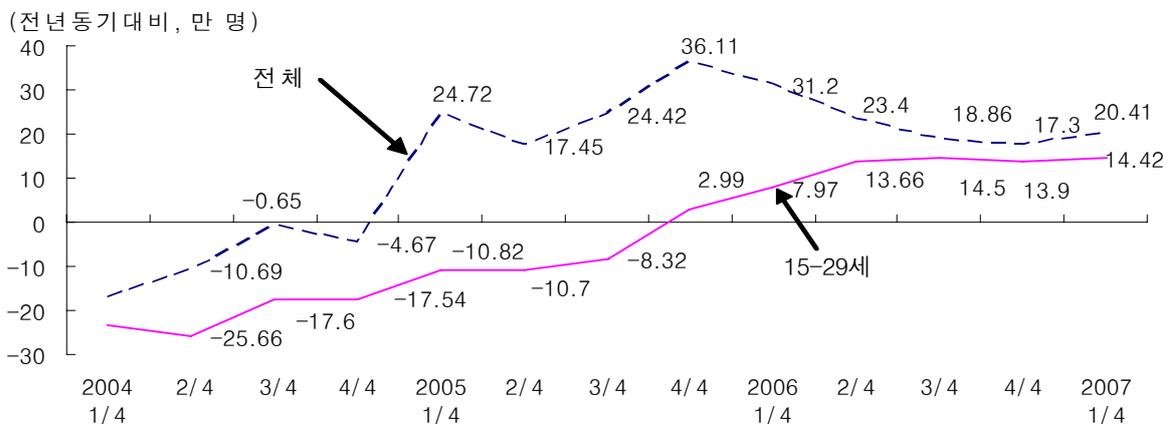
7. 고용

하반기 실업률은 3.3%로 하락

□ 2007년 연간 실업률은 3.4%로 전년 수치(3.5%)를 0.1%포인트 하회할 것으로 전망

- 2007년 실업률은 상반기에 3.5%를 기록하겠으나 하반기에는 3.3%로 하락할 것으로 예상
 - 하반기 취업자는 증가 폭이 크게 확대되지는 못하겠지만 청년층을 중심으로 비경제활동인구 규모가 확대, 실업률의 하향 압력으로 작용
 - 청년층 비경제활동인구는 최근 6분기 연속 전년동기 대비 증가, 청년층 비자발적인 혹은 자발적인 유휴인력이 확대되는 현상을 반영

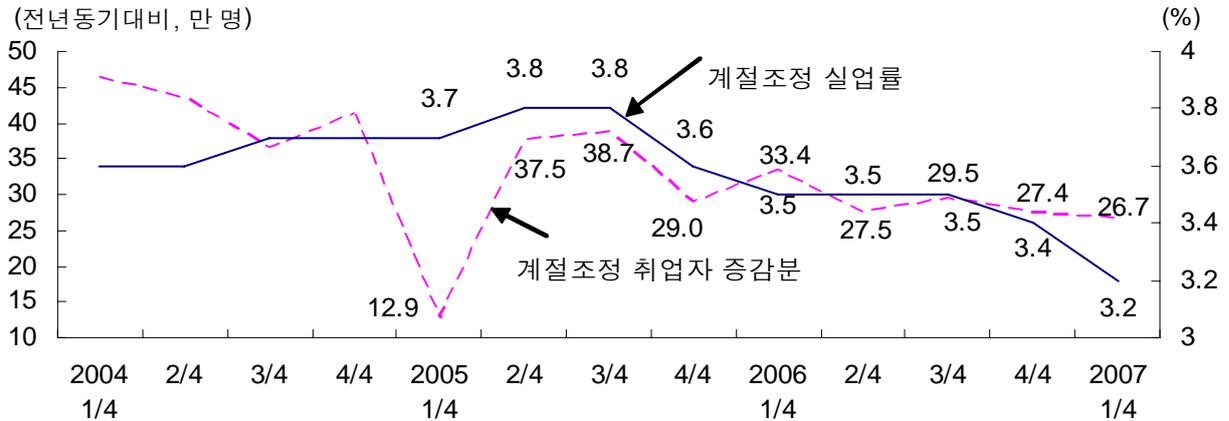
전체 연령대 및 청년층(15~29세)의 비경제활동인구 증감분 추이



자료: 통계청 KOSIS DB에 의거 작성

- 기업실적의 개선 폭이 제한적이고 청년층 노동시장의 미스매치가 지속, 하반기 실업률은 안정되지만 일자리 창출 폭은 제한적일 것으로 예상
 - 2006년 3/4분기 이후 계절조정 취업자는 전년동기 대비 증가 폭이 축소되고 있고 계절조정 실업률도 2005년 3/4분기 이후 하락세
 - 이는 최근의 실업률 하락이 취업자 확대가 아니라 취업을 포기한 인력의 확대가 직접적인 원인이라는 근거

계절조정 실업률 및 계절조정취업자 증감분 추이



자료: 통계청 KOSIS DB에 의거 작성

향후 일자리 창출도 일부 서비스업에 집중

□ 2007년의 일자리 창출은 서비스업 부문이 주도하면서 27만 개 수준으로 예상

- 2003년 산업연관표와 2007년 삼성경제연구소의 부문별 성장률 전망치를 근거하여 2007년 연평균 일자리 창출 폭을 추정하면 26~28만개
- 경기는 소비와 투자 등 취업유발계수가 상대적으로 큰 부문이 주도할 것으로 예상되면서 하반기 일자리 창출 폭을 소폭 확대할 전망

2003년 기준 산업연관표 상 취업유발계수

(명/10억 원)

	소비	투자	수출	평균
취업유발계수	20.6	15.7	11.4	17.1

자료: 한국은행, 『2003년 고용표』로 본 우리나라의 고용구조와 노동연관효과, 2007. 2.

- 산업별로 보면 도소매 음식숙박 등 전통 서비스업을 제외한 전기, 운수, 통신, 금융, 사업, 개인, 공공서비스 등에서 일자리 창출이 집중될 전망
- 제조업과 농림어업 부문의 고용사정은 지속적으로 부진할 것으로 예상

최근 산업별 취업자 증감분 추이

(전년동기 대비, 만 명)

	2006년					2007년
	1/4분기	2/4분기	3/4분기	4/4분기	연간	1/4분기
전체 취업자 증감	33.1	28.3	28.8	27.8	29.5	26.4
농림어업	-3.4	-6.5	-2.8	0.4	-3.0	-4.2
제조업	-7.2	-7.7	-5.7	-6.2	-6.7	-5.1
건설업	3.4	0.7	1.3	2.9	2.1	4.6
서비스업	40.4	41.9	35.8	30.4	37.1	30.9

자료: 통계청 KOSIS DB에 의거 작성

□ 자영업 부문의 구조조정의 영향으로 자영업주 등 비임금 근로자는 지속적으로 감소하고 임금근로자는 상시근로자 위주로 확대될 전망

- 2007년 1/4분기 도소매 음식숙박업의 취업자가 전년동기 대비 5.6만 명 감소하면서 9분기 연속 취업자가 감소, 자영업 부문의 구조조정을 반영
- 최근 자영업 주 형태의 취업자가 무려 전년동기 대비 11.7만 명 감소, 5분기 연속 감소세

도소매 음식 숙박업과 자영업 부문 취업자 증감분 추이

(전년동기 대비, 만 명)

	2005년				2006년				2007년
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4분기
도소매음식숙박	-7.7	-7.0	-3.6	-4.2	-3.5	-2.0	-4.9	-7.1	-5.6
자영업주	2.2	7.5	9.6	5.8	-1.1	-1.4	-6.4	-6.3	-11.7
무급가족종사자	-12.1	-6.4	-2.1	-1.2	-2.1	-3.7	-2.0	-5.3	-4.3

자료: 통계청 KOSIS DB에 의거 작성

- 한편, 비정규직 법안이 2007년 7월 이후 시행될 예정이어서 기업들의 인력운용은 계약기간이 상대적으로 긴 상시 근로자 위주로 운용될 전망
- 최근 계약기간이 짧고 비정규직 비율이 매우 높은 일용근로자의 취업자가 축소
- 이런 추세는 비정규직 법안 시행과 맞물려 2007년 하반기에도 지속될 가능성이 매우 높은 것으로 판단

상시근로자와 일용근로자 증감분 추이

(전년동기 대비, 만 명)

	2005년				2006년				2007년
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4
상시근로자	24.2	37.1	30.5	24.7	36.3	33.3	37.2	39.4	42.4
일용근로자	-0.2	10.9	4.4	-5.2	4.2	2.5	-4.7	-5.4	-5.2

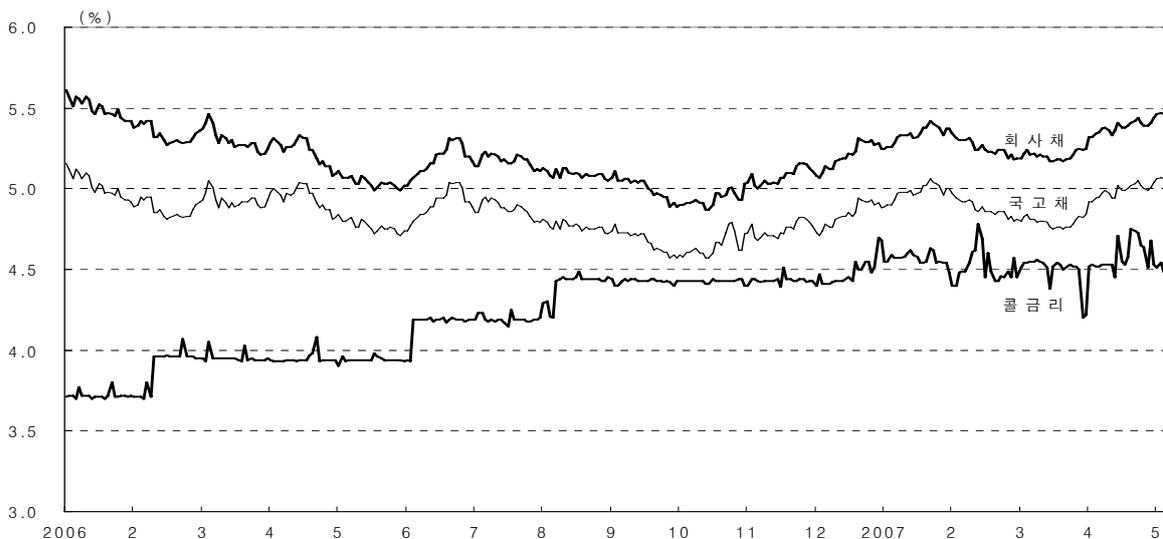
자료: 통계청 KOSIS DB에 의거 작성

8. 금리

2007년 3월 중순 이후 금리 재상승

- 2007년 들어 시장금리는 3월 중순까지 하향 안정세를 나타냈으나 이후 상승세로 반전
 - 회사채수익률은 2007년 초 5.3%에서 3월에는 5.1%대까지 하락했으나(3월 23일 5.17%)에서 5월에는 5.5%대(5월 25일 5.54%)까지 상승
 - 국고채수익률도 같은 기간 4.93%에서 4.75%까지 하락했다가 5.17%까지 상승

최근 시장 금리 동향



자료: 증권업협회

- 금융기관 대출금리의 기준이 되는 CD금리는 연초(4.87%) 이후 꾸준히 상승하여 5월 25일 현재 5.07%를 기록
 - 콜금리는 2006년 8월 이후 정책당국이 목표수준을 동결했으나 단기자금 사정에 따라 급등락

- 2월 말에서 3월 초까지 국제금융시장의 변동성이 커지면서 안전자산에 대한 수요가 높아져 시장 금리가 하락
 - 2월 말 중국증시는 과열 우려가 높아진 상황에서 정책당국의 긴축 정책에 따른 경기둔화 우려까지 가세하면서 주가가 폭락
 - 또한 미국의 비우량 주택담보대출이 부실화되면서 경기 둔화 폭이 커질 수 있다는 전망으로 인해 안전자산에 대한 수요가 확대
 - 안전자산인 미국 국채 수익률이 하락(국채가격 상승)함에 따라 국내 시장금리도 하락세를 나타냄

- 그러나 국제금융시장이 안정세를 되찾고 실물경기도 회복 조짐을 보이면서 금리는 상승세로 반전
 - 중국 주식시장은 3월 이후 상승세로 반전되었고 미국 주택경기도 예상보다 부진하지 않을 것이라는 전망 속에 국제금융시장 불안요인은 잠복
 - 2007년 들어 설비투자가 호조를 보이고 있고(1/4분기 10.3% 증가), 소비재판매액도 증가세(1/4분기 7.2% 증가)

- 더구나 정책당국이 은행들의 단기 외화차입에 대한 모니터링을 강화하면서 단기금리를 중심으로 상승세가 이어지는 상황
 - 연초 이후 원화절상에 대한 기대로 수출기업들의 선물환 매도와 외화대출 수요가 커졌으며, 은행들은 포지션 조정 및 대출재원 마련을 위해 해외 단기자금조달을 크게 증가

- 금융기관 단기 외화차입 규모는 2006년 12월 27.8억 달러에서 2007년 3월에는 74.0억 달러로 급증
- 정책당국이 은행권의 외화차입과 운용에 대해 감독을 강화할 것으로 예상됨에 따라 단기자금사정의 불안정성이 확대
- 금감원은 국내은행 및 외국은행 지점에 외화 차입 규모와 운용처 등의 보고 빈도를 높여(월 단위→10일 단위) 모니터링을 강화

내외금리차 및 스왑레이트의 관계와 재정거래

- 균형상태
 - 내외금리차[국내금리-해외금리] = 스왑레이트[(선물환율-현물환율)/현물환율]
- 불균형상태에서의 재정 거래
 - 내외금리차 > 스왑레이트 : 외화를 차입하여 원화자산에 투자
 - 내외금리차 < 스왑레이트 : 원화를 차입하여 외화자산에 투자
- 최근 단기 외화차입 급증은 내외금리차가 스왑레이트를 상회한데 기인
 - CD금리 상승으로 내외금리차(CD - 리보3개월)가 커진 반면, 수출업체들이 환위험헤지를 위해 선물환을 매도하고 수입업체들은 선물환 매입을 미루면서 선물환율이 현물환율보다 큰 폭으로 하락하여 스왑레이트가 크게 하락 → 내외금리차 > 스왑레이트 발생 → 외화차입 증가

하반기 시장금리는 소폭 상승: 5.7% 예상

- 2007년 하반기 시장금리는 상반기에 비해 소폭 상승하여 5.7%를 기록할 것으로 전망
- 정책당국이 상반기에 이어 유동성 관리를 지속할 것으로 보여 금리 상승 요인으로 작용
- 3월 중 광의유동성(L) 잔액이 17.5조원 증가하는 등 2006년 이후 유동성 증가세가 좀처럼 꺾이지 않는 상황

- 정책당국이 연초 이후 증가하고 있는 외화차입에 대한 감독을 강화하면서 단기자금시장의 불안정성도 높아질 가능성
- 안정세를 유지했던 물가가 최근 들어 불안한 모습을 보이는 점도 금리 상승의 한 요인
 - 생산자물가는 1/4분기까지 1.8% 상승에 그치면서 안정세를 유지했으나, 4월 중에는 3년 2개월 만에 가장 큰 폭인 2.5% 상승
 - 이에 따라 2006년 8월 이후 지속되어온 금리안정 기조가 바뀔 수 있다는 주장이 제기
- 반면 해외부문 자금 유입 증대에 따른 유동성 확보가 금리안정 요인으로 작용함에 따라 금리 상승 폭은 제한될 전망
 - 은행들은 정책당국의 감독 강화에도 불구하고 외화차입 여건이 양호하고 대외지급능력을 보유하고 있어 해외 단기자금 조달을 지속할 전망
 - 내외금리차가 스왑레이트에 비해 높은 상황이 지속되고 있어 외화차입 수요가 상존

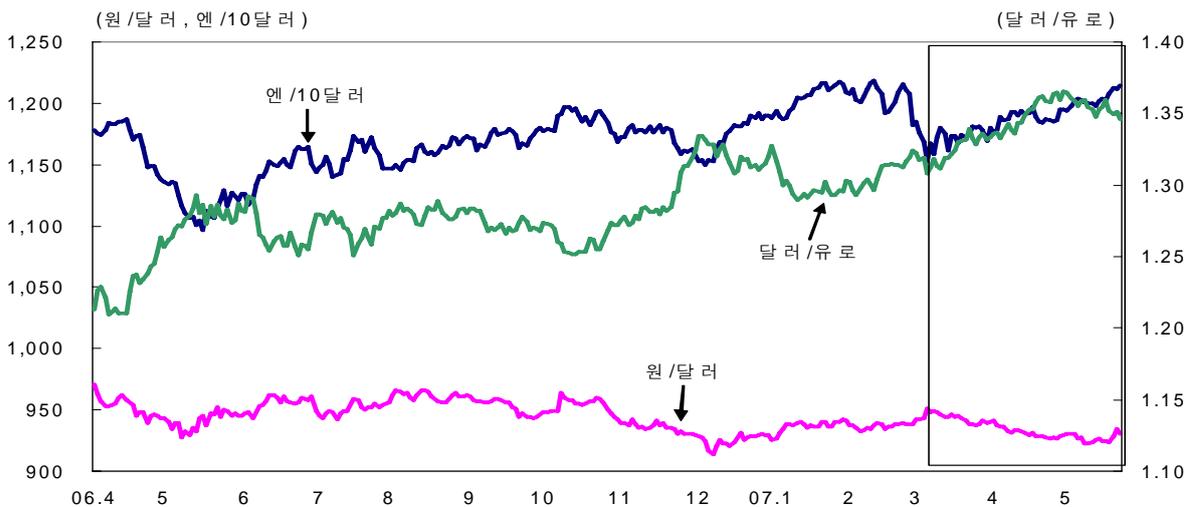
9. 환율

달러화 약세, 원화 강세, 엔화 약세로 복귀

- 최근 국내외 외환시장은 지난 3월 이전의 글로벌 달러화 약세, 원화 강세, 엔화 약세 현상으로 복귀
 - 4월 이후 하락세를 보이던 원/달러 환율은 5월 들어 연중 최저치를 기록 (4월 2일 937원→ 5월 28일 928.8원)
 - 5월 7일에는 연중 최저치인 922.4원을 기록하였고, 이는 연초 925.6원 대비 달러당 3.2원 하락한 수준

- 엔/달러 환율은 4월 이후 꾸준한 상승세를 기록(119.4엔→121.8엔)
 - 원화와 엔화간의 디커플링으로 원엔 환율은 지속적으로 하락(4/2일 100엔당 798.9원 → 5/28일 765.0원, 1997년 10월 24일 이후 최저치)
- 달러/유로 환율은 4/2일 1.336달러에서 5/28일 1.345달러로 상승

주요 환율 추이



자료 : 한국은행 ECOS DB, Datastream

□ 미국 경제가 예상보다 부진한 모습을 보여 달러화는 전반적으로 약세

- 미 1/4분기 GDP성장률은 예상치(1.8%)보다 저조한 1.3%, 4월 비농업부
문 고용창출도 예상(10만 명)보다 낮은 8.8만 명을 기록
 - 4월 경기선행지수는 전월(0.6%)대비 0.5% 하락해 예상치(-0.1%) 하회
 - 4월 소매판매는 전월(1.0%)대비 0.2% 감소해 예상치(0.4%)를 하회하였
고, 이는 8개월 만에 최저 수준

- 반면에 유럽 경제는 호조세를 지속
 - EU는 올해 유럽경제성장률 전망치를 2.4%에서 2.6%로 상향 조정

□ 신흥시장 주가 급등, 미국 서브프라임 모기지 부실화 우려 진정 등으로
위험자산 선호 현상이 나타나면서 진정되던 엔 캐리 트레이드도 재개

- 4월 이후 중국을 비롯한 아시아 증시의 초강세 현상이 발생
 - 중국의 추가 지급준비율 인상 등²²⁾에도 불구하고 상해종합주가지수는 사상 최고치를 경신(3월말 대비 5/24일 36.4% 급등)
 - 미국의 일부 모기지 업체의 유동성 문제 해결 소식이 전해지면서 서브프라임 모기지의 부실화 우려가 진정
 - 파산설까지 제기됐던 아크레디티드 홈 렌더즈가 자금 조달(모기지 채권 매각 등을 통해 총 11억 달러 규모)에 성공
 - 일본 정책금리의 동결, 신흥시장의 금리 인상 등으로 금리 격차가 확대된 점도 엔 캐리 트레이드 확대에 연결
 - 일본 중앙은행은 5월 17일 정책금리를 동결하여 0.5%를 유지한 반면, 4월 26일 뉴질랜드 중앙은행은 7.50%에서 7.75%, 영국 영란은행은 5월 10일 5.25%에서 5.5%로 인상
- 원화는 수출 호조세 지속, 외화 차입 확대, 외국인 주식순매수 급증 등으로 강세
- 4월 수출은 전년동기 대비 17.8% 증가한 301.5억 달러로 지난 3개월 중 가장 큰 폭으로 증가했으며, 무역수지 흑자액은 8억 달러
 - 국내에서 외국인은 4월부터 5월 22일까지 2.8조 원을 순매수하였고, 3월 한국의 외화차입은 81억 달러로 전월(28억 달러)대비 190% 증가

원/달러 환율 소폭 하락 예상

- 엔 캐리 트레이드의 점진적 둔화 등으로 엔화의 나 홀로 약세, 신흥시장 통화의 강세 현상은 진정될 전망

22) 2007년 5월 18일 인민은행은 1년 만기 예금기준금리는 27bp인상한 3.06%, 대출기준금리는 18bp 인상한 6.57%, 은행의 지급준비율은 50bp인상한 11.5%로 결정하였고, 위안화 일일변동폭을 $\pm 0.3\%$ 에서 $\pm 0.5\%$ 로 확대

- 일본과 미국간의 금리 격차 축소에다 신흥시장의 추가 금융긴축에 따른 신흥시장 증시의 조정 등으로 엔 캐리 트레이드는 둔화될 전망
 - 7월 일본 참의원 선거 이후 초저금리의 정상화 차원에서 금리 인상이 단행될 것으로 예상

- 하지만 일본 내부 요인으로 인해 엔 캐리 트레이드가 완전히 청산되기는 어려울 전망
 - 일본의 대폭적인 금리 인상이 없는 한 일본 가계의 해외 고수익 자산 투자 경향, 금융기관의 해외투자 확대 등의 기존 추세는 지속

- 신흥시장 통화 중 위안화는 미국의 위안화 절상 압력과 중국 내부의 필요성 등으로 강세를 지속할 가능성이 높음
 - 5월 22~23일 워싱턴에서 개최된 두 번째 미-중 전략경제대화에서 미국은 위안화 절상을 강하게 요구
 - 중국 내부적으로도 무역수지 흑자 급증과 과잉 유동성 등에 따른 경기 과열을 진정시킬 수단으로 점진적 위안화 절상을 수용

- 글로벌 달러화 약세로 원화 강세가 예상되나 강세의 강도는 약화될 전망
 - 경상거래에서의 달러화 수급이 갈수록 악화될 가능성이 높음
 - 수출 호조세로 무역수지는 흑자를 기록하고 있으나, 서비스 수지 적자가 더 빠르게 적자를 보이고 있는 상황

 - 그동안 달러화 공급원이었던 외화차입, 외국인 주식순매수 등도 현재보다는 줄어들 가능성이 높음
 - 정부 당국이 외화차입의 급증을 막기 위한 조치를 시행할 가능성이 있는데다, 엔 캐리 트레이드의 점진적 둔화가 외화 유입의 약화로 연결될 가능성이 높음

Ⅲ. 2007년 하반기 주요 이슈 진단

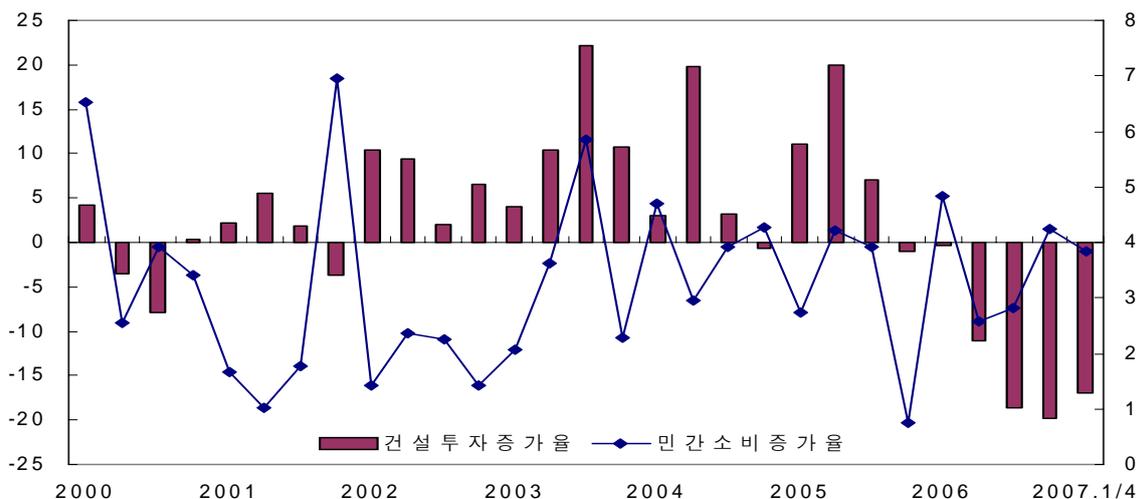
1. 미국 주택시장 둔화와 경착륙 가능성

미국경기는 하강세 지속

□ 2007년 1/4분기 경제성장률이 1.3%로 급락하는 등 미국경제의 하강 폭이 당초 예상보다 확대

- 분기별로 본 미국경제 성장률은 2006년 2/4분기 이후 4분기 연속 2% 이하의 성장세를 기록
 - 분기별 성장률(전기 대비 연율): 2.6%(2006년 2/4분기)→ 2.0%(3/4분기) → 2.5%(4/4분기)→ 1.3%(2007년 1/4)
- 민간 소비는 꾸준한 증가세를 보이고 있으나, 주택시장 침체에 따른 건설 경기 부진이 경기하락을 촉발
 - 주택경기 냉각으로 주택건설투자 부문이 2005년 4/4분기 이후 매분기 성장률을 0.6%p씩(총 -3.2%p) 낮추는 등 주된 성장둔화 요인

GDP 중 건설투자 및 민간소비 증가율 추이



자료: www.bea.doc.gov (Bureau of Economic Analysis)

- 향후 주택시장 둔화의 전반적 경제 파급 효과에 따라 경기 향방이 결정될 것
 - 미국 주택시장은 미국 GDP의 10.6%와 내수시장의 12.3%를 각각 차지하고 있는 비중 있는 경제변수²³⁾
 - 미국 주택시장은 지난 해 초부터 둔화 조짐이 본격화되기 시작하면서, 올해 초에는 서브프라임 모기지 시장의 불안까지 가중
 - 서브프라임 모기지 시장은 지난 1990년대 중반에 처음 등장한 후 IT 버블이 꺼지기 시작한 2002년부터 급성장²⁴⁾
 - 최근 서브프라임 모기지 시장에서의 원리금 상환 연체로 인해 부동산 저당 압류가 증가

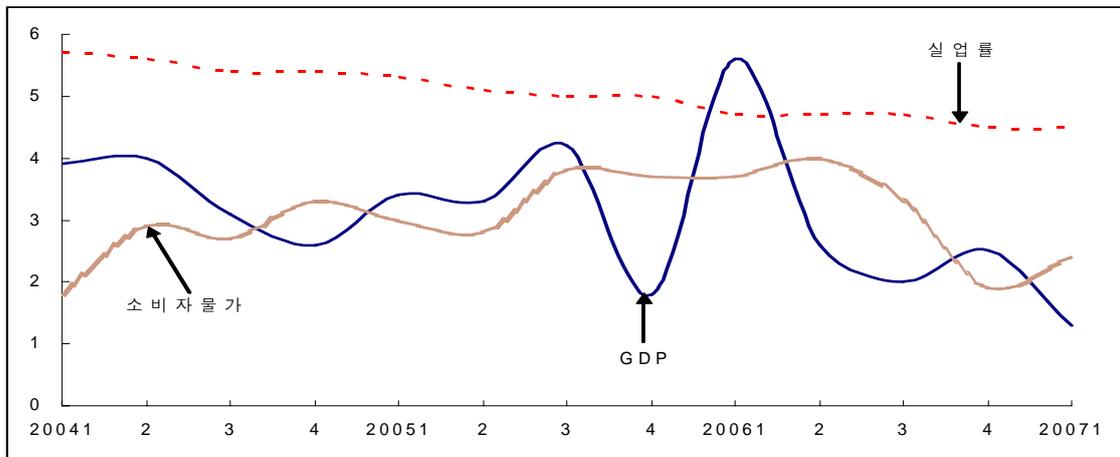
- 주택시장 침체에도 불구하고 안정된 고용상황을 바탕으로 민간 소비 및 투자는 상대적으로 안정되어 있는 상황
 - 비농업분야 취업자 수가 18만 명 증가하면서 2007년 3월 현재 전체 취업자 수는 137.6만 명, 실업률은 전 분기 대비 0.1%p 하락한 4.4%
 - 주택경기의 둔화에도 불구하고 건설부문과 무역 및 의료 부문의 취업자 수가 3월 현재 각각 5.6만 명, 3.4만 명, 3만 명 증가
 - 하지만, 제조업 취업자 수는 가구, 컴퓨터, 전자, 섬유 및 제지 산업의 부진으로 올 해 들어 월평균 1.4만 명 감소
 - 소매판매는 4월 중 전월 대비 0.2% 감소하는 등 둔화 조짐이 있으나 4월까지 전년동기 대비 3.4% 증가하는 등 일정 수준을 유지
 - 소비자 심리 지표는 최근 다소 악화되어 향후 소비 전망이 불투명함을 반영

23) 2007년 1/4분기 현재 미국 내수시장 규모는 11.7조 달러로써 미국 GDP(13.6조 달러)의 86%

24) 서브프라임 시장 초기에는 Fair Isaac & Company에서 평가하는 신용평가 점수에 따라 620점 이하인 가정의 주택 구입은 프라임 시장 금리보다 높은 금리인 서브프라임 금리를 적용하였음. 서브프라임 시장에 대한 정보는 현재 1975년 미 의회에 의해 입안된 HMDA(Home Mortgage Disclosure Act)에 따라 HUD(Department of Housing and Urban Development)에서 발표

미국 거시 주요 경제지표 변화 추이

(단위: %)



자료: BEA, BLS DB에 의거 작성

□ 2003년 이후 높은 증가세를 보이고 있던 기업 투자가 2006년 중에는 부진했으나 최근 회복 조짐

- 2003년 이후 높은 증가세를 유지하던 미국의 기업투자는 2006년 4/4분기 중 감소로 반전

- 기업투자 부진은 경제전반에 걸친 불확실성 증대, 자본재가격 상승, 주택경기 침체에 따른 건설장비투자 부진, 기업들의 재고누증 등에 기인

- 자본조달여건이 여전히 양호하고 GDP대비 기업수익도 높은 비중을 차지하는 등 견실한 기초를 유지하고 있어 기업투자가 2/4분기 이후에는 완만하게 회복될 전망

□ 연착륙과 경착륙 논의의 핵심은 주택 경기의 파급 정도

- 경기가 하강 국면에 진입했다는 데 대해서는 합의에 이르고 있으며 현재까지는 연착륙의 가능성이 더 높게 점쳐지고 있는 상황

· 고용상황이 좋고 기업투자가 활발히 이루어져 소비가 크게 위축되어 있지 않기 때문에 주택부문 조정이 끝나면 잠재 성장 이상의 성장이 가능

- 반면 주택 경기 둔화가 확대되는 경우 민간소비 위축으로 파급되고 전반적인 경기침체가 발생할 가능성도 제기

미국 주택부문의 조정이 지속

□ 최근 미국 경기둔화 현상은 금리상승에 의한 주택경기 하락이 주된 원인으로 주택경기가 미국 경기의 향방을 결정할 핵심요인

- 2007년 3월 기존주택 판매량이 전월 대비 8.4% 감소했으며 중위 기존주택 가격도 0.8% 하락
- 상무부가 발표한 올해 3월 신규주택 판매량은 93만 7천 채로, 전월 대비 16.6% 감소하였으며 전년 동기비도 20.1% 감소

주택관련 지표

	2007년 1월	2007년 2월	2007년 3월	2007년 1분기
기존주택 판매량증가율	2.7	3.7	-8.4	-0.6
기존주택 중위 판매가격증가율	-0.8	1.3	0.8	0.4

주: 증가율은 전월 대비 증가율, 분기는 전분기 대비 증가율

자료: National Association of Realtors

- 서브프라임 모기지²⁵⁾ 연체율이 급등하면서 동 모기지 시장에서의 신용 관련 문제가 제기
- 2006년 들어 대출금 상환부담이 크게 증대되면서 서브프라임 대출 관련 연체율 및 주택압류가 급증
- 2004년에 실행된 대규모 대출이 2년이 지난 후 금리조정으로 원리금 상환부담이 증대된 데다 주택경기 둔화로 리파이낸스 및 모기지에퀴티인출(MEW)을 통한 자금조달이 어려워짐

25) 주택 구매자가 주택 대출을 얻고자 할 때 보통 신용점수(300~900점)를 기준으로 결정하는데, 대출 신청자의 신용점수가 보통 600점 이하일 경우 모기지 대출회사로부터 우대금리를 적용받지 못하고 비우대금리(subprime)로 1.0%~3% 정도 추가 금리를 부담하여 대출을 받는 시장

- 2006년 4/4분기 중 서브프라임 대출의 연체율은 13.3%로 2002년 3/4분기 (14.4%) 이후, 주택압류율도 4.5%로 2004년 1/4분기(4.9%) 이후 각각 최고 수준
 - 변동금리부 대출의 연체율(14.4%)이 고정금리부(10.1%)를 4.3%p 상회
 - 서브프라임 대출의 부실화는 담보대출시장 신용경색, 담보물권의 압류처분 등으로 인해 부동산 가격 급락을 촉발할 우려
- 주택경기 침체가 민간소비의 전면적 위축으로 과급되지는 않을 것으로 전망
- 주택거래량이 감소하고 매물 확대로 가격하락세가 확산되는 등 주택 부문 조정이 지속될 것으로 예상
 - 그러나 낮은 실업률, 활발한 일자리 창출 등 고용시장 안정과 실질소득 증가세 지속으로 민간소비 증가세가 유지
 - 금년 중반부터 주택경기 둔화세가 점차 완화되면서 소비·투자·고용·GDP 등 경제전반에 미치는 과급효과가 줄어들 것으로 기대
 - 미 최대 모기지 금융회사인 Fannie Mae는 2% 내외의 주택가격 하락을 예상하고 있으나 소비 등에 미치는 영향은 미미할 것으로 분석
- 서브프라임 모기지의 부실화가 전반적인 주택부문 침체를 가져오지는 않을 전망
- 서브프라임 모기지가 모기지 시장에서 차지하는 비중이 2006년 말 현재 13.7%에 불과
 - 향후 5년간 서브프라임 모기지 중 압류 처분 물건 수는 110만 채로 예상되나, 이는 전체 담보 물건의 1% 수준에 불과

- 서브프라임 모기지 연체율 급등에 따른 금융시장 충격은 단기간 내에 진정될 것임
- 금융회사들은 차입자 소득을 기준으로 한 부채상환능력 평가를 강화하고, LTV 100% 대출 금지 등 무분별한 서브프라임 모기지 대출을 억제하고 있는 상황

미국과 세계경제의 탈동조화 현상

□ 2007년 미국 경제는 2% 초중반대로 성장세가 둔화될 전망

- 주택경기 침체가 향후 민간 소비 부문으로 파급될 가능성이 높으나 노동시장과 기업실적 양호로 전면적인 소비위축으로 이어지지는 않을 전망
- 2007년 연간 성장률은 2006년 3.3%에 비해 크게 낮아진 2.6% 수준에 그칠 전망이나 우려할 수준은 아닌 것으로 판단

□ 미국경제의 둔화가 세계경제에 미치는 영향은 축소

- 과거 미국의 경기 둔화는 세계 경제의 동반 침체를 초래
- 1990년대 후반 이후 미국 경제성장률과 각국 경제성장률과의 상관계수가 정의 관계를 나타내는 등 세계경기의 미국 동조화 현상이 두드러짐

미국과 세계 주요지역 간 경제성장률 상관계수

	세계	EU	아시아개도국	아시아 NICs
미국	0.75	0.64	0.31	0.82

자료: 산업연구원(2007), "한미 경제의 동조화 추이와 시사점", e-KIET 산업경제정보

- 그러나 현 세계 경제의 흐름을 살펴볼 때 세계경제가 미국경제로부터 탈동조화 현상을 나타낼 가능성이 높음

- 미국 경기 둔화의 폭이 세계 경제의 동반 침체를 초래할 정도로 크지는 않을 전망
 - 미국경제 불황시 예외 없이 세계경제가 침체되었으나 경기 사이클 내 완만한 둔화국면에서는 세계경제가 별다른 영향을 받지 않음²⁶⁾
 - 2007년 미국 경제성장률 전망치가 2% 초반임을 감안할 때 현 상황은 경기 사이클 내 둔화 국면으로 보는 것이 타당
- 현 미국 경기의 침체가 전 세계가 동일한 충격을 받은 오일 쇼크나 IT 버블 붕괴와는 달리 주택경기 침체라는 미국 고유의 요인에 의해 촉발
- 유럽 경제가 2005년 이후 본격적인 회복세를 보이고 있어 세계경제의 성장 동력이 미국 중심의 일극 체제에서 다극체제로 전환
 - 미국을 제외한 유로, 일본과 중국 등 신흥개도국은 전년과 비슷한 성장을 지속하며 세계경제도 2006년(5.4%)에 비해 소폭 둔화된 4.9% 성장할 전망(IMF 전망)
- 세계경제의 성장세 지속이 미국 수출을 자극하여 경기 둔화 폭을 축소시키는 역의 파급효과가 발생할 가능성이 높은 상황

2. 국내 주택가격 하락과 거시경제

주택가격 하락으로 인한 경기후퇴의 우려 증대

- 지난 수년간 주택가격이 높이 상승하면서 가계부채가 크게 확대되고 가계의 채무상환능력이 약화
 - 2000년대 이후 주택가격이 크게 상승하고 가계부채도 높은 수준으로 확대
 - 국민은행 조사에 의하면 전국주택가격은 2001년부터 2006년 말까지 45.6% 상승했으며, 서울아파트 가격은 동기간 중 130.4% 상승

26) 미국경제의 불황은 2분기 연속 마이너스 성장을 경기사이클 내 둔화국면(mid cycle slowdown)은 불황은 아니나 잠재성장률 이하 성장을 기록하는 기간으로 1986년, 1995년 두차례 발생

- 가계신용은 2001년 말 341.7조 원에서 2006년 말 582조 원으로 증가했으며, 주택담보대출이 동기간 86.5조 원에서 217조 원으로 2배 이상 확대
- 가계의 채무상환 능력에 대한 우려가 높은 상황
 - 가계부채/가처분소득 비율이 2002년 138.0%에서 2006년 152.2%로 상승, 영국(167.5%)보다는 낮은 수준이나 미국(134.5%)보다는 높은 수준
 - 금융자산 대비 부채비율도 선진국에 비해 낮은 수준²⁷⁾이며, 가계의 자산 중 부동산의 비중이 높아 유사시 대처능력은 취약²⁸⁾

가계 재무비율 추이

(단위: %)

	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년
가계부채/개인가처분소득	138.0	138.9	137.0	144.9	152.2
가계부채/GDP	78.2	77.4	75.1	79.8	84.7
가계부채/금융자산	49.3	48.0	47.1	46.0	47.1

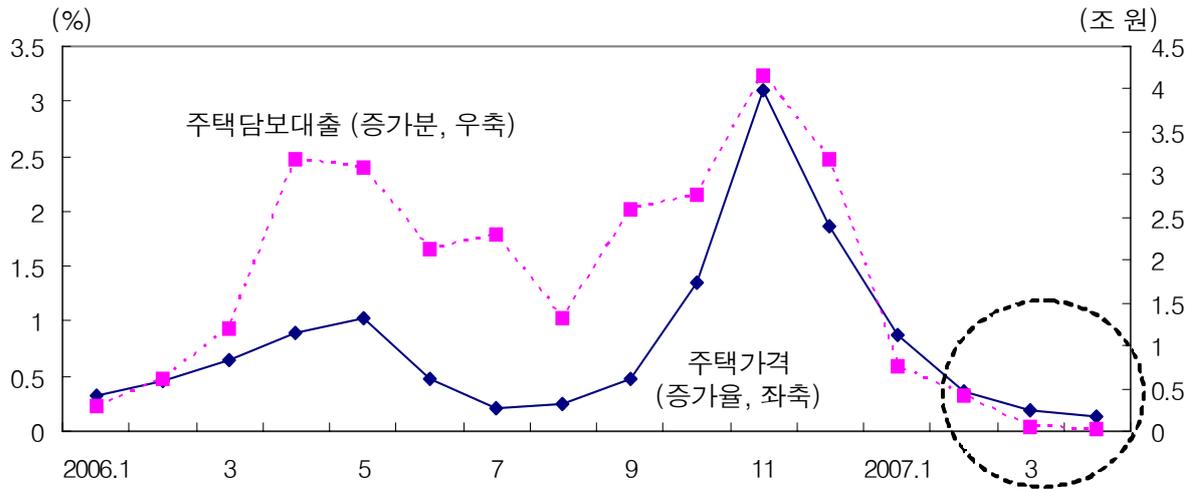
자료: 한국은행 ECOS DB에 의거 작성

- 주택가격의 하락 가능성이 높아지면서 거시경제에 미치는 영향에 대한 우려가 제기
 - 2007년 들어 주택가격과 주택담보대출의 증가세가 크게 둔화
 - 주택가격은 2007년 1~4월 중 전년 말 대비 1.6% 상승에 그쳤으며 월별로도 증가율이 하락
 - 2006년 4/4분기에만 10.1조 원 증가한 주택담보대출도 2007년 1~4월 중 1.2조 원 증가에 그침
 - 3월과 4월 중에는 각각 438억 원과 209억 원이 증가하여 2002년 이후 월별 최저치를 기록

27) 2006년 9월 기준으로 미국은 32.1%, 일본은 26.0% 수준

28) 통계청의 “2006년 가계자산조사”에 의하면 가계자산 중 부동산의 비중은 76.8%에 달하는 것으로 조사

주택가격과 주택담보대출 추이



자료: 국민은행, “전국주택가격동향조사”, 한국은행 “금융시장동향”

- 주요 선진국들의 경우 주택가격 하락은 자산효과를 통해 가계소비를 감소시키고 주택건설을 위축시키는 등 경기와 밀접한 관계
 - IMF가 1970년 이후 14개국을 대상으로 분석한 결과 주택가격 붐의 40%가 급격한 조정으로 이어졌으며 평균 약 3%p 정도의 경제성장률 하락효과를 수반
 - 일본이나 북구 유럽의 경우 부동산가격이 상승하면서 가계부채도 상승하였으나 부동산버블이 터지면서 가계 및 금융기관들이 부실화되고 경기가 크게 후퇴²⁹⁾

전반적인 금융 및 가계부실화 가능성은 낮음

□ 주택가격 하락으로 인한 금융기관 부실화 가능성은 낮은 것으로 판단

- 은행 및 금융권의 LTV(Loan-to-Value) 비율은 약 50% 수준으로 주택가격 하락으로 인해 금융기관 건전성이 저해되는 정도는 제한적
- 주택담보대출의 80% 이상을 차지하는 은행과 보험의 LTV가 50% 이하이며 금융권 전체는 50.3%로 미국(86.%) 및 영국(90.0%)에 비해 양호

29) 일본의 경우 10년에 걸친 장기침체를 경험했으며 스웨덴과 노르웨이의 경우 버블 붕괴 후 3년간 각각 -5.3%, -10.4%의 성장손실을 기록

- 저축은행 및 여전사는 69.1%, 신탁 및 상호금융은 60~70%로 은행권에 비해 높으나, 가계대출이 금융기관대출에서 차지하는 비중이 낮음³⁰⁾

금융기관별 주택담보대출 비중 및 LTV

(%)

	은행	보험	상호금융	저축은행 및 여전사	기타
비중	78.4	5.3	11.7	1.2	3.4
LTV	49.1	47.0	69.1	60~70	-

자료: 금융감독원(2007.4), “국내주택담보대출시장의 리스크 현황 및 감독방향”

- 대출금 회수를 위해 담보 주택을 경매에 부치는 경우에도 경락률은 70% 이상의 수준³¹⁾으로 금융기관들의 대출원금 확보에는 큰 지장이 없음
 - 주택가격과 경락률이 크게 하락³²⁾하지 않는다면 지난 수년간의 가격상승분을 고려할 때 큰 애로는 발생하기 어려운 상황
- 가계부문도 전반적인 부실화 가능성은 낮으나 채무상환능력이 취약한 일부 계층이 존재
- 주택가격 변화가 채무상환 능력에 영향을 미칠 수 있는 일시상환부채 비중이 하락하고 만기도 꾸준히 상승
 - 일시상환부채의 비중은 03년 말 86.0%에서 06년 말에는 47.6%까지 하락했으며 10년 초과 만기의 비중도 04년 말 20.7%에서 06년 말 51.0%로 상승³³⁾
 - 연체율도 은행과 금융권 전체가 각각 0.6%와 0.9%, 저축은행이 9% 내외로 미국 모기지의 전체 4.95%와 서브프라임 13.33%에 비해 낮음
 - 그러나, 과거 금융기관 대출관행이 LTV 위주로 이루어지면서 금융기관 건전성 확보에만 치중하고 가계 건전성에 대한 고려는 미흡

30) 2006년 말 주택담보대출의 은행 자산대비 비중은 15.6%이나 비은행의 경우 5.7%에 불과

31) 1999~2006년간 부동산 경락률 평균은 72%(Infocare, 법원경매정보회사)

32) 1999년에는 외환위기 이후 경기침체에 따라 경락률이 62.5%까지 하락

33) 금융감독원 보도자료 종합

- 2007년도에 DTI규제가 도입되기 전까지 국내 금융회사들은 차주의 원리금상환능력 지표인 DTI를 대출승인 기준으로 사용하지 않음³⁴⁾
- 개인가처분소득대비 가계의 지급이자 비율이 상승³⁵⁾하면서 채무상환능력이 저하되고 있으며 특히, 일부 저소득층의 원리금 상환부담이 과도한 경향³⁶⁾

소비 및 투자에 미치는 영향도 제한적

- 보유 주택의 가격하락 시 발생하는 역의 자산효과에 의한 소비감소는 크지 않을 전망
 - 소비자금융이 발달한 선진국의 경우, 주택가격 상승 시 소비 등 다양한 목적을 위한 가계의 차입이 용이
 - 미국의 경우 2000년 대 이후 주택가격이 상승함에 따라 home equity loan³⁷⁾, cash-out refinancing³⁸⁾ 등이 크게 늘면서 가계소비 증가에 기여
 - 이러한 자산효과는 영국, 미국, 네덜란드 등 금융시장이 발달한 국가에서 더욱 크며, 최근 금융산업의 발달로 크기가 증가하는 경향³⁹⁾
 - 한국의 경우 자산효과는 금융시장의 미발달, 낮은 주택보유 비율 등으로 이보다 훨씬 작은 것으로 나타남
 - 따라서 자산가격이 하락하는 경우에도 역의 자산효과에 의한 소비의 감소영향은 작을 것으로 예상

34) 지동현(2007.4), “주택담보대출의 리스크관리”, KB국민은행 연구소

35) 2004년: 6.28% → 2005년: 7.78% → 2006년: 8.64%, (“금융안정보고서”, 한국은행)

36) 국민은행이 발표하는 “2006년 주택금융수요실태조사”에 의하면 주택담보대출을 받은 월소득 150만 원 미만의 하위 소득계층 가구 중 53.3%가 소득대비 상환액비율이 40% 이상이라고 응답했으며, 이 계층에서의 평균 소득대비 상환액비율이 55.9%에 이르는 것으로 조사

37) 주택을 담보로 한 추가적 대출로서 주택구입보다는 기존 대출을 상환하거나 소비 등 다른 목적에 쓰기 위한 목적이 많음

38) 차입자가 대출규모, 금리, 상환기간 등을 재조정하는 대출상품으로 2000년대 중 모기지금리 하락, 주택가격 상승 등으로 크게 증가

39) IMF World Economic Outlook(2002.4), "How financial market affects real economy?", ch.2.에 의하면 선진국의 경우 주택가격이 1% 상승할 때 소비는 0.05% 정도 상승하는 것으로 분석

주택가격의 자산효과 분석

- 주택가격의 자산효과를 분석하기 위해 다음과 같은 공적분관계식을 추정:

$$\ln(\text{소비})_t = 4.24 + 1.26 \cdot \ln(\text{GDP})_t + 0.017 \cdot (\text{주택가격})_t + 0.035 \cdot (\text{이자율})_t$$

(4.33) (0.35) (0.425) (0.03)

* 1986년 이후 분기별 실질변수 자료를 이용하여 추정하였으며, 국민은행 전국 주택가격지수와 회사채이자율을 소비자물가상승을 고려하여 실질화, ()안은 표준오차

** 추정결과 실질주택가격이 소비에 미치는 효과가 작을 뿐 아니라(실질주택가격 1% 상승 시 소비는 0.02%p 상승) 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타남. 이처럼 미미한 자산효과는 다른 선행연구에서도 보이는 현상임

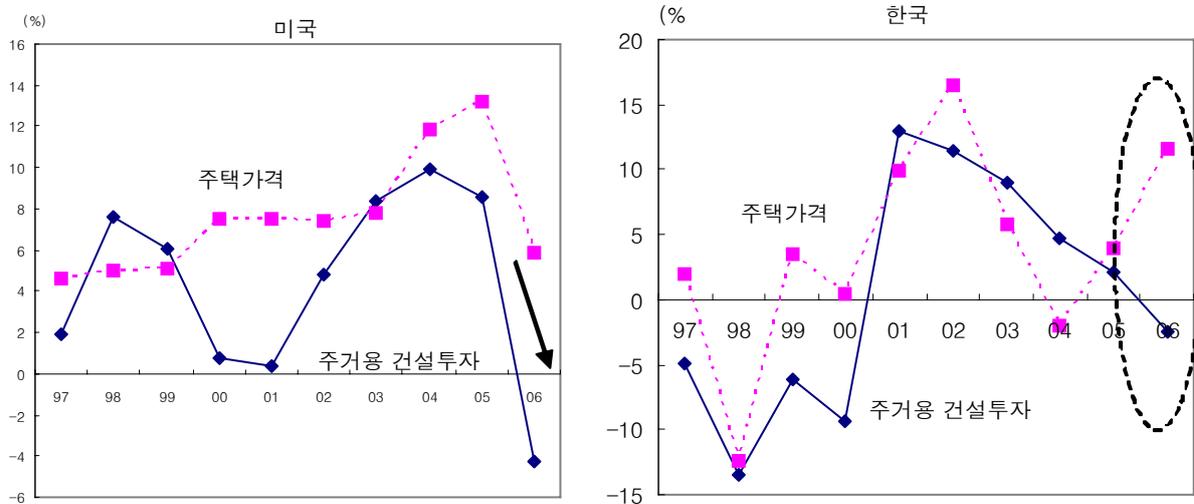
□ 주택건설 역시 이미 부진한 상태로 주택가격 하락으로 인한 추가적인 하락효과도 제한적

- 일반적으로 주택가격과 주택건설은 정(正)의 상관관계를 가짐⁴⁰⁾
 - 주택가격 상승은 주택건설업체의 수익성을 향상시키고 주택의 미래예상가격을 높여 가계의 주택구매계획도 증가⁴¹⁾하고 하락 시 반대의 현상
 - 미국의 경우 주택가격 상승과 함께 건설투자도 크게 늘다가 2005년 하반기 이후 주택가격이 하락하면서 주거용 건설투자도 크게 하락
- 그러나, 2005~06년 간 주택가격이 상승하는 추세임에도 주택건설은 정체
 - 수도권 지역의 가격상승을 억제하기 위해 재건축 규제 등 주택공급에 영향을 미치는 규제가 강화되었기 때문
 - 2006년 중 주택가격은 11.6% 상승했으나 주거용 건설투자는 오히려 2.4% 하락하는 모습을 보였으며 추가적으로 크게 하락할 여지는 제한적

40) 1986년 이후 주택가격과 주거용 건설투자 증가율 간의 상관관계는 0.63으로 나타남

41) 한국은행이 “소비자동향조사”와 함께 발표하는 주택구매계획지수는 주택가격 상승과 함께 증가하는 경향

한국과 미국의 주택가격, 주거용 건설투자 추이



자료: 미국: BEA, OFHEO; 한국: 국민은행, 한국은행 ECOS DB

주택가격은 2007년 중 하향 안정화될 전망

□ 2007년 주택시장은 그 동안 높이 증가한 가격수준에 대한 조정 가능성, 부동산투기억제정책 등으로 가격하락 요인이 우세

- 주택가격이 높은 수준에 도달하여 추가 상승여력이 크지 않은 상황
 - 소득대비 주택가격 비율은 전국적으로 4.9배이나 서울 및 강남아파트는 각각 10.1배와 12.9배로서 매우 높은 수준⁴²⁾
 - 주택의 사용가치를 반영하는 전세가격에 비해 매매가격이 크게 상승하는 등 각종 검증에서도 버블가능성이 높은 것으로 나타남⁴³⁾
- 부동산관련 세제 및 대출규제 강화 등 정부의 투기억제정책과 금리인상의 효과도 가시화
 - 정부는 2006년 11.15대책 및 2007년 1.11대책 발표로 주택담보대출 관리를 더욱 강화⁴⁴⁾

42) 2006년 9월 기준이며, 해외주요도시의 경우 LA 112.배, 시드니 8.5배, 뉴욕 7.9배, 런던 6.9배의 수준. ‘이장영, 박동순(2007.4), “최근의 부동산 버블과 감독정책”, 한국재무학회’에서 인용

43) 이준희(2006), “주택가격의 거품여부에 대한 평가”, 한국은행 금융경제연구원

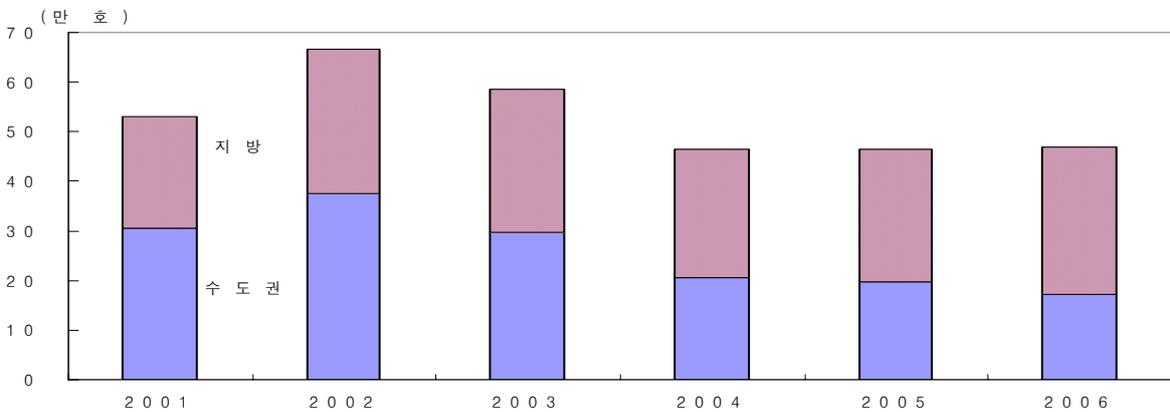
44) 11.15대책: 투기지역 6억 초과 아파트에 대한 은행권대출 LTV 40%로 20%p 하향조정, 비은행권 대출 LTV 60~70%에서 50%로 하향조정 등, 1.11대책: 투기지역 주택담보대출 건수 제한

- 2007년 중 예상되는 종부세 부담의 확대, 재건축 규제강화 등도 특정지역의 가격하락을 유도
- 2005년 하반기 이후 2006년 8월까지의 정책금리 인상과 최근 금융기관들의 리스크관리 강화로 주택담보대출금리는 상승하는 추세⁴⁵⁾

□ 그러나, 지역적 수급불균형, 경기확대 등으로 주택가격이 급락하기는 어려울 전망

- 여전히 지역적 수급불균형이 존재하면서 수도권을 중심으로 잠재수요층이 상존
 - 2005년 전국 주택보급률은 105.9%이나 서울 및 수도권 지역의 주택보급률은 각각 89.7%와 96.8%로 상대적으로 낮은 수준
 - 특히, 수도권 지역 주택공급은 지난 2~3년간 감소하여 향후 주택가격 상승요인으로 작용할 가능성⁴⁶⁾
 - 전국적으로 이루어지는 각종 개발사업과 2007년 중 대선으로 인한 규제 완화 기대감 등도 주택가격 하락을 억제하는 요인

주택공급 추이



주: 인허가 기준
 자료: 건설교통부

- 또한, 성장세가 지속되고 있는 거시경제적 환경도 주택가격 하락을 제한하는 요인

45) 주택담보대출금리(%): 2005.8: 5.26 → 2006.8: 5.86 → 2007.3: 6.20

46) 수도권의 주택공급(인허가 기준)은 2002년 37.6만 호를 기록한 뒤 2004년 20.6만 호, 2005년 19.8만 호, 2006년에는 17.2만 호로 감소

- 주택경기에 대한 선행연구결과⁴⁷⁾들에 의하면 주택가격은 경기요인과 강한 정(正)의 상관관계를 갖는 것으로 분석⁴⁸⁾

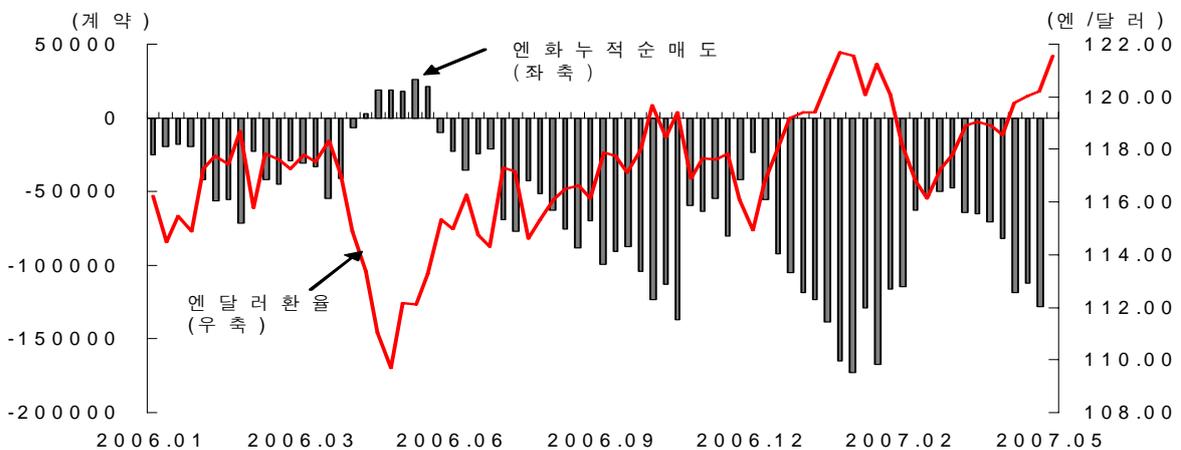
3. 엔 캐리 트레이드의 지속 가능성

미-일 금리차, 일본 투자자의 고수익 추구 경향 등에 기인

□ 2007년 3월 초 중국발 쇼크, 미국의 서브프라임 모기지 부실화 우려 등으로 주춤하던 엔 캐리 트레이드가 4월 초 이후 다시 재개

- 엔 캐리 트레이드의 흐름을 가늠할 수 있는 지표중 하나인 엔화순매도포지션이 3월 초 급격히 축소되었다가 최근 다시 2월말 수준으로 근접
- 이는 3월 말 이후 중국발 쇼크 회복과 미국의 서브프라임 모기지 부실화 우려가 크게 진정된 것에 기인

엔화순매도와 엔/달러 환율 추이



자료 : CFTC, 한국은행

47) 김경환, 이한식(2004), “주택경기예측모형 연구”, 주택산업연구원’과 ‘차문중(2004), “주택가격의 결정요인과 정책적 시사점에 대한 연구”, 주택시장 분석과 정책과제 연구, ch.3, KDI’ 등이 있음
 48) 1986년 이후 주택가격과 경기요인(경상GDP)간에는 다음과 같은 장기적 관계가 존재:

$$\ln(\text{주택가격})_t = -29.16 + 2.61 \cdot \ln(\text{경상GDP})_t$$

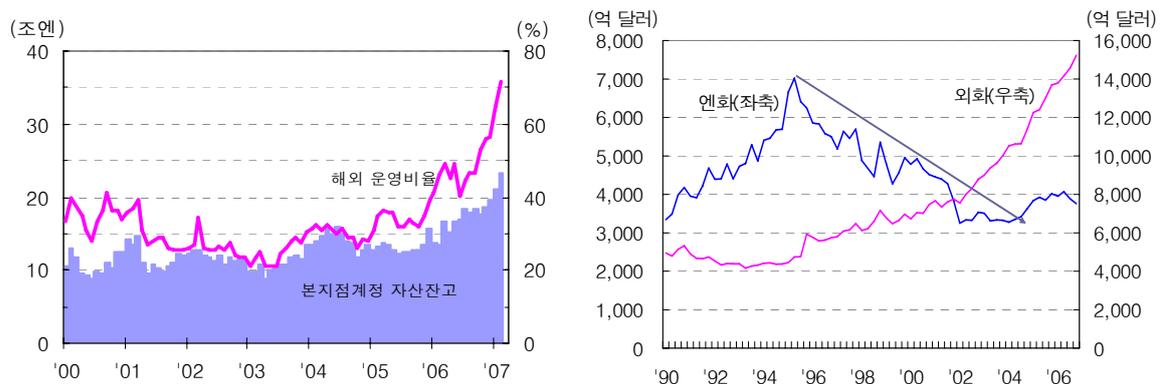
(7.32) (0.59)

* 검정결과 경기요인은 주택가격에 유의한 영향을 미치는 것으로 분석, ()안은 표준오차

※ 엔 캐리 트레이드의 개념과 규모

- 최근 이슈가 되고 있는 엔 캐리 트레이드의 경우 협의와 광의의 개념이 혼용되어 사용⁴⁹⁾
 - 협의로는 '금리가 낮은 엔화를 차입하여 고금리 국가의 자산(예금, 증권, 상품 등)에 투자하는 행위'를 지칭
 - 광의로는 일본 내 기관투자자나 개인이 환위험을 헤지하지 않은 채 해외 수익자산에 투자하거나 외화 선물거래를 하는 경우도 포함
 - 엔 캐리 트레이드 규모는 보는 관점에 따라 1,000억~1조 달러⁵⁰⁾
- 엔 캐리 트레이드는 2005년 이후 빠른 속도로 늘어난 것으로 추정
 - 일본 소재 외국계 금융 기관의 해외 운용자산이 2005년 7월 12조 엔에서 2007년 2월 23조 엔으로 확대
 - 자산의 해외 운용비율도 같은 기간 32.9%에서 71.7%로 상승
 - 일본소재 은행(일본 소재 외국계 금융기관 포함)의 해외엔화대출잔고가 2004년 3월말 3,279억 달러에서 2006년말 3,759억 달러로 증가

在日 외국계 은행의 해외운용자산 추이 일본 소재 은행의 해외대출 잔고

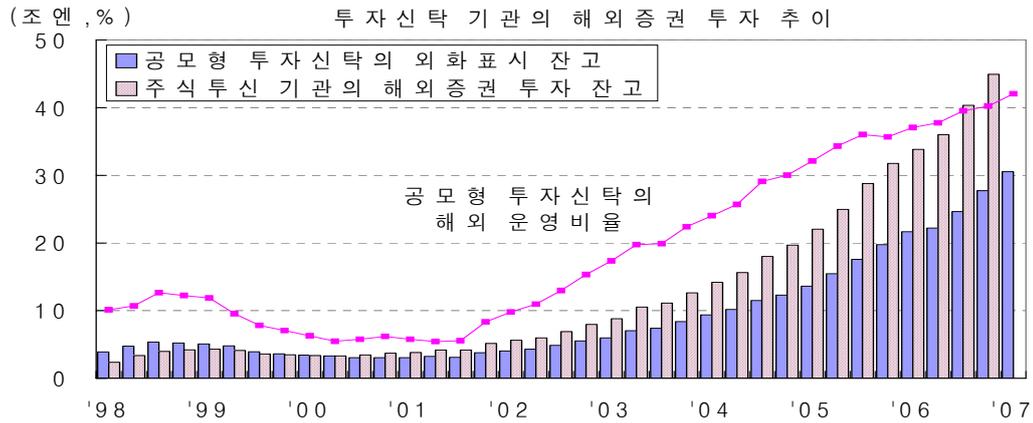


주: 해외운용비율은 본지점 계정 자산 잔고÷(본지점 계정 부채잔고+수취예금 잔고), 일본 『이코노미스트』 2006년 11월12일자 의 계산 방식을 적용

자료: 일본은행, BIS(국제결제은행) 일본분 집계자료(일본은행)

□ 광의의 엔 캐리 트레이드도 일본 가계, 개인의 해외투자 및 외환 선물 거래 급증으로 빠르게 증가

- 일본 가계의 해외증권투자나 외화예금은 약 12조 엔 규모, 2007년 3월말 현재 투자신탁의 해외증권 투자 잔고는 30조 5,244억 엔



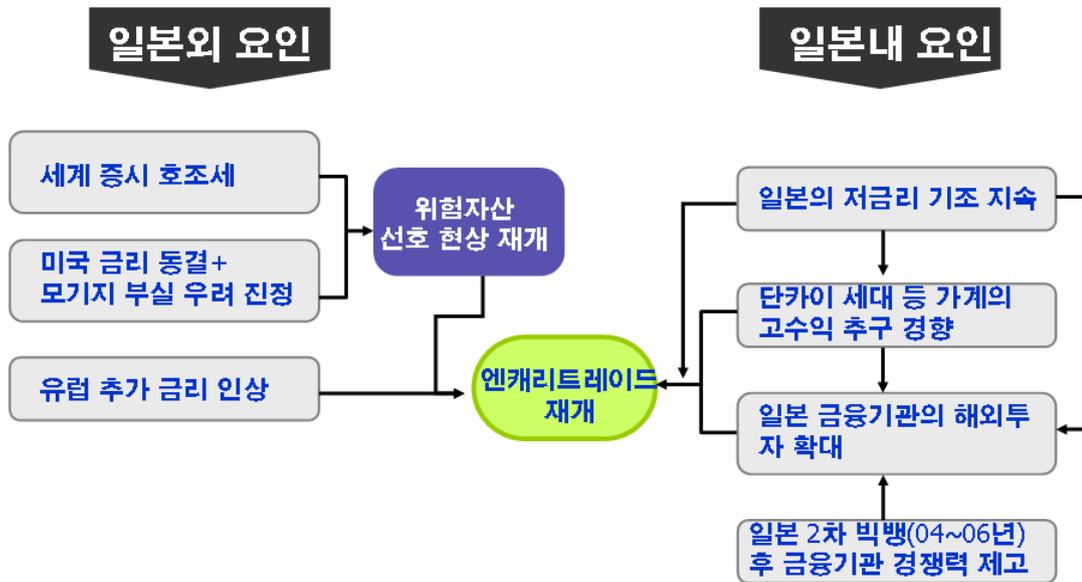
자료: 日本銀行, 일본 投資信託協會(공모형 투자신탁의 외화표시 잔고 및 해외 운영비율)

□ 엔 캐리 트레이드 확대의 가장 큰 이유는 일본의 저금리 정책에 따른 대내외 금리 격차

- 미국이 2004년 6월~2006년 6월 2년간 정책금리를 1%에서 5.25%로 올리는 동안 일본은 제로 금리 정책을 고수함으로써 금리격차가 크게 확대
 - 그 동안 ECB를 비롯한 대부분 선진국과 아시아 국가의 금리도 인상
- 일본이 2006년 7월과 2007년 2월 두 차례에 걸쳐 금리를 올렸음에도 불구하고 여전히 주요국과 큰 폭의 금리 격차가 존재

- 49) 일본 『이코노미스트』(2007년 4월 17일)에 따르면 엔 캐리 트레이드의 유형을 다음과 같이 구분하였다. ① 헤지 펀드에 의한 엔화 차입 및 엔화 선물 매도, ② 일본 국내 개인 및 기관 투자자에 의한 해외증권투자 및 외화 예금, ③ 일본 국내 개인투자자에 의한 외환 선물거래, ④ 해외 개인이나 기업에 의한 엔화 차입
- 50) 시티은행, 일본의 정책당국자의 경우 10~20조 엔(830억~1,670억 달러), JP 모건의 경우 일본 국내 개인투자자의 해외증권투자, 개인의 외환 선물거래 등을 토대로 약 40조엔 규모(약 3,330억 달러)로 추정, 도이치 은행 그룹의 경우 일본 금융기관의 해외 단기대출 상황 등을 토대로 약 1,500억~2,000억 달러로 추정, 일본 기관투자자의 해외증권 투자액을 엔 캐리 트레이드에 포함시킬 경우 이 금액만 2006년 말 현재 120조엔(약 1조 달러)

엔 캐리 트레이드의 발생 배경



□ 일본의 저금리는 일본인이 상대적으로 고수익 상품인 외화예금이나 해외 증권 투자를 선호하는 분위기를 유발

- 일본 가계는 1,500조 엔이 넘는 금융자산을 보유하고 있지만 일본 국내 예금만으로는 고수익을 기대하기 힘든 실정
 - 두 차례의 금리 인상에도 불구하고 정기예금 금리는 0.35%에도 미달
- 이로 인해 개인투자자는 고수익을 실현하기 위해 리스크를 적극적으로 부담하면서 해외투자를 모색
 - 금년부터 60세 정년을 맞이하여 본격적으로 퇴직하기 시작하는 단카이(團塊) 세대의 의식조사에서도 '高위험 高수익' 투자 성향이 투영

단카이 세대의 현재 보유 금융상품과 퇴직 후 보유 희망 금융상품 비교

(%)

	정기예금 정기적금	MMF, 중국 펀드	투자 신탁	주식	채권	외화 예금	연금 보험	기타
현 상태	84.1	17.6	25.0	52.7	15.9	13.0	33.8	3.7
퇴직 후	51.7	20.1	29.4	41.9	22.1	17.6	16.4	9.8
차이	-32.4	2.5	4.4	-10.8	6.2	4.6	-17.4	6.1

자료: 덴쓰(電通), "團塊世대의 退職金에 關한 意識調査 報告書", 2007.3

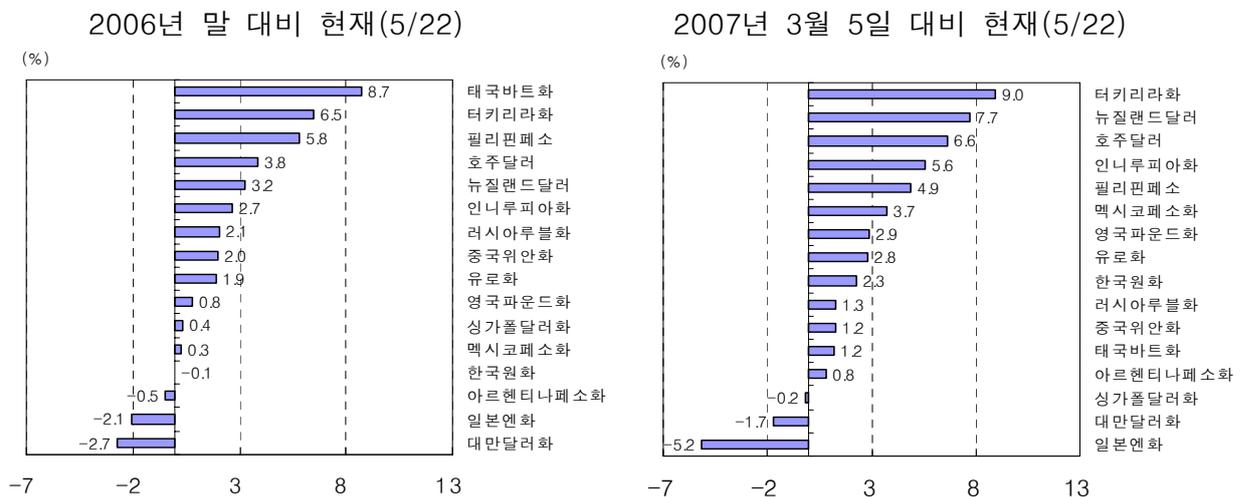
□ 세계 증시의 호조세가 지속되는 가운데 위험기피현상의 약화가 나타나고 있다는 점도 엔 캐리 트레이드 확대에 영향

- 중국, 미국 등 세계 주요국 증시가 사상 최고치를 경신하고 있는 중
 - 증권선물거래소에 따르면 세계 주요국 증시(주가지수 통계치 확보가 가능한 44개국) 가운데 30개국 증시가 올해 들어 사상 최고치를 경신
- 위험자산 선호도 저리의 엔화차입을 통한 고수익 자산 투자 확대에 영향
 - 신흥시장채권지수(EMBI+)가 2005년 상반기 400bp 수준(2003년 초 1,000bp 이상)에서 2007년 4월에는 1996년 3월 이후 최저 수준인 157bp로 하락

□ 엔 캐리 트레이드의 확대로 엔화의 나 홀로 약세 및 저평가가 심화

- 엔화는 세계 주요 통화에 대해 약세를 기록하였고, 특히 호주, 뉴질랜드 등 고금리 국가 통화의 절상률이 두드러짐

세계 주요 통화의 달러화 대비 절상률



자료: 한국은행, Datastream

- IMF의 IFS에 따르면 2007년 3월 현재 실질실효환율지수(2000=100)는 65.74로 35% 정도 저평가된 상태
 - 엔 캐리 트레이드가 확대되지 않았던 2005년 1월에는 77.84를 기록

향후 엔 캐리 트레이드는 점진적으로 축소될 전망

- 일본내 요인의 지속으로 당분간 엔 캐리 트레이드의 지속 가능성이 높음
 - 소비자물가 상승률이 매우 낮은데다 7월 참의원 선거를 앞두고 있어 일본의 추가 금리 인상은 쉽지 않을 전망
 - 2007년 5월에 발표된 4월 소비자물가는 전년 동기대비 -0.1%
 - 일본 내 큰 폭의 금리 인상이 없는 한 일본 가계의 해외 고수익 자산 투자 경향, 일본 금융기관의 해외투자 확대 등으로 일본 자금의 해외 이탈이 지속될 것으로 예상
- 주요 신흥시장의 추가 긴축, 미국의 금리 인하 기대감 고조 등으로 엔 캐리 트레이드는 점진적인 축소가 예상
 - 중국 등 신흥시장의 과열경기를 진정시키고 금융시장의 안정을 위해 추가 긴축조치를 취할 가능성이 점증
 - 5월 18일 인민은행은 예대금리와 기준을 인상, 위안화의 일일변동폭 확대($\pm 0.3\% \rightarrow \pm 0.5\%$)를 동시에 발표
 - 2007년 2월 말 중국의 긴축·증시안정 조치로 중국 증시의 급락이 발생하였고, 이후 신흥시장의 위험성이 부각되면서 엔 캐리 트레이드가 축소
 - 하반기에 미국의 주택경기 침체에 따른 경기 둔화 우려 등으로 미국의 금리 인하 이슈가 부각될 전망
 - 미국 전체 은행 주택대출의 연체율은 1.9% 수준으로 낮지만, 주택시장에서 판매량과 가격이 하락하고 있어 서브프라임 모기지의 연체율이 악화될 가능성이 여전히 상존
 - 일본의 금리 인상도 당분간 이슈로 부각되지 않겠으나, 참의원 선거 이후에는 금리 인상 기대감이 고조될 가능성이 높음
 - 일본중앙은행은 초저금리의 정상화를 위해 금리인상을 지속적으로 추진해 나갈 방침(BOJ가 목표로 하고 있는 일본의 정상금리는 2% 수준)

- 엔화의 나 홀로 약세에 대해 미국 등 국제사회의 비난이 고조될 경우 일본의 금리 인상이 예상보다 빨라질 것으로 예상⁵¹⁾

※신홍시장 쇼크로 인한 엔 캐리 트레이드 축소 사례

- 1998년 8월 러시아 모라토리엄으로 신홍시장 쇼크가 발생하고, 이로 인해 미-일간 높은 금리격차에도 불구하고 엔 캐리 트레이드가 크게 위축
 - 당시 아시아 외환위기 이후 원자재 주요 수요처인 아시아 경제의 침체로 원자재 가격이 하락하면서 원자재 수출국의 경제 여건이 크게 악화
 - 1998년의 러시아 모라토리엄은 브라질 외환위기, 미국의 헤지펀드인 LTCM (롱텀캐피탈매니지먼트)의 파산 위기 등 세계적인 금융시장 혼란으로 연결
- 2007년 3월의 중국발 쇼크는 신홍시장 쇼크에다 일본의 금융긴축 등이 복합적으로 작용해 발생
 - 2월 중순 일본의 두 번째 금리 인상이 단행된 가운데 2월 27일 중국의 추가 긴축 및 증시 안정조치 발표로 인한 중국발 쇼크, 미국의 서브프라임 모기지 부실화 등으로 엔 캐리 트레이드가 위축

- 엔 캐리 트레이드의 점진적 축소 과정에서 경상수지 적자 등 펀더멘탈이 취약한 일부 신홍시장 국가의 외환위기 우려까지 제기될 가능성이 높음
 - 그동안 엔 캐리 트레이드와 외국자본 유입으로 경기 호조세(유동성 효과)를 기록한 국가들은 해당국 통화의 강세로 경상수지가 적자로 반전되거나 확대
 - 현재 이들 국가들은 경상수지 적자임에도 자본수지 흑자로 통화 강세가 유지되거나, 외환 불안이 발생하지 않고 있음

51) 2007년 3월 28일 데이 스타브노 상원의원(민주)은 일본이 외환시장에 개입하지 못하도록 하는 ‘일본환율조작규제법안’을 의회에 제출하였다. 미 정치권은 일본경제의 호조(GDP 성장률, 경상수지 흑자 등)에도 불구하고 일본 정부가 중앙은행의 금리 결정에 개입, 금리인상을 억제함으로써 엔화 강세를 인위적으로 저지해왔다고 비판하고 있다.

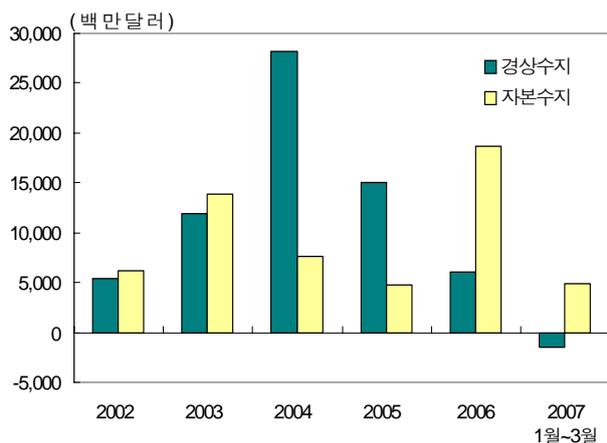
- 향후 엔 캐리 트레이드가 위축될 경우 이들 국가의 통화 약세, 금융시장 불안 등이 발생할 가능성이 높아짐
- 2006년 4월에 발생한 국제금융시장 불안은 일본의 금융긴축정책에 따른 엔 캐리 트레이드가 위축되어 발생 → 2006년 3월 8일 일본 중앙은행의 양적완화정책 종결로 엔 캐리 트레이드가 축소되었고, 이는 엔화 자금 유입이 컸던 아이슬란드, 뉴질랜드 통화의 약세, 헝가리, 터키의 외환위기 우려를 초래

4. 국내 외화차입과 그 영향

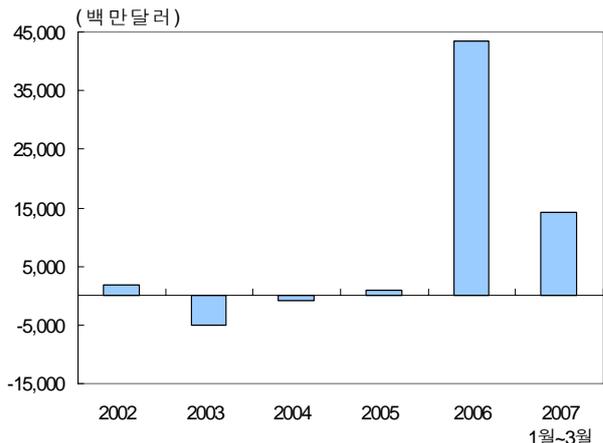
외환시장의 지속적 균형 이탈, 저리의 엔화 자금 차입 등에 기인

- 2007년 경상수지 적자에도 불구하고 외화 차입의 급증에 따른 자본수지 흑자로 원/달러 환율의 하락세가 지속
- 2007년 1월~3월 경상수지는 15.2억 달러 적자를 기록한 반면, 자본수지는 48.4억 달러 흑자를 기록

한국의 경상 및 자본수지 추이



한국의 외화차입 추이



자료 : 한국은행

- 자본수지 흑자는 같은 기간 외화차입이 142.5억 달러로 크게 늘면서 발생
- 이는 전년동기(2006년 1월~3월) 79.1억 달러에 비해 80.2%가 증가

- 외환시장의 균형이탈로 재정거래 기회가 지속된 점이 국내 외화차입 증대에 크게 영향
 - 국내 금융시장에서 국내외 금리차가 스왑 레이트(선물환율-현물환율)를 상회하는 불균형 상황이 2006년 1월부터 현재까지 1년 4개월 지속
 - 2006년 1월 12일 2bp에서 2007년 5월 22일 66bp로 크게 확대

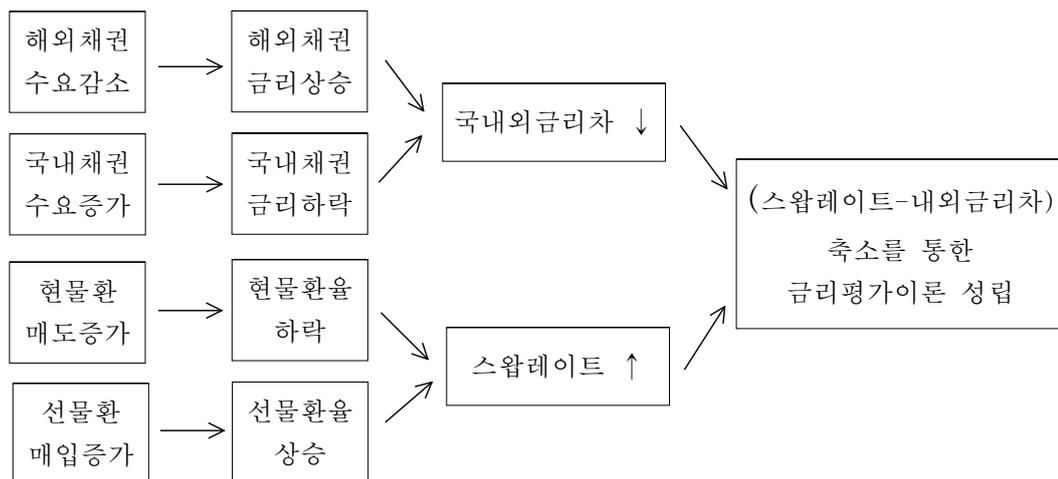
※ **이자율평가이론(Covered Interest Rate Parity)과 금리재정거래**

- 이자율평가이론은 자본의 국제적 이동이 완전한 금융시장에서 양국간의 금리격차는 스왑 레이트와 동일한 수준에서 균형
 - 국내 투자 수익률과 환위험을 제거한 국외 투자 수익률은 수렴

$$i - i^* = \frac{F_t - S_t}{S_t}$$

i : 국내채권 명목금리 i^* : 해외채권 명목금리
 F_t : t시점에서 계약할 때 적용되는 선물환율 (방화표시)
 S_t : t시점에서의 현물환율 (방화표시)

- 국내외 금리차가 스왑 레이트를 상회하는 균형이탈이 발생한 경우, 아래의 과정을 통해 균형으로 다시 수렴

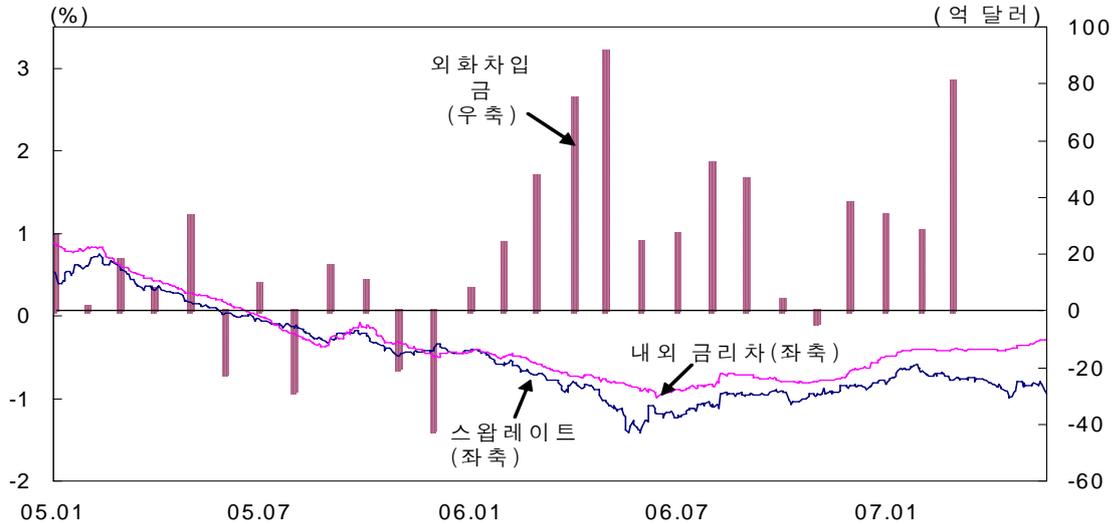


자료: 한국은행(2006.12), 최근 금리재정거래의 현황과 시사점, 외환국제금융 리뷰 제8호, p.21.

- 국내외 금리차가 스왑 레이트를 상회한 지난 1년 4개월간 전반적으로 양(+)
의 외화차입을 기록

- 균형을 크게 이탈할수록 외화차입이 크게 늘어나는 경향을 보임
- 국내외 금리차가 스왑 레이트를 상회할 경우 외화를 차입하여 원화자산에 투자함으로써 초과수익을 획득할 수 있기 때문에 외화차입이 발생

국내외 금리차, 스왑레이트, 외화차입금 추이



주: 스왑레이트=(Reuters forward rate-spot rate)/spot rate을 연율(%)로 환산

국내금리: CD 3개월, 해외금리: Libor 달러화 3개월

자료: 한국은행, Datastream

□ 금리재정거래 유인이 장기간 지속된 이유는 수출업체의 지속적인 선물환 매도 등으로 선물환율이 크게 하락하고, 국내 금리 및 기준을 인상 등으로 단기 금리가 크게 올랐기 때문

- 2006년 국내 기업의 선물환 순매도 규모가 2005년에 비해 1.7배 증가하였고, 2007년에도 증가세가 지속
- 무역흑자대비 선물환 순매도액이 2006년 3배, 2007년 1분기로 4.4배로 급등

국내 기업의 선물환 거래 추이

(억 달러, 배)

	2005년	2006년	2007.1/4	1월	2월	3월
선물환 순매도(매도-매입)	292	493	131	51	26	55
무역흑자(통관기준) 대비	1.3	3.0	4.4	11.8	2.5	3.6

자료: 한국은행, 2007년 1/4분기 중 외환시장 동향, p.5

- 국내 기업의 선물환 매도가 급증한 것은 무역수지 흑자에 계상되지 않는 조선, 중공업체 등의 선물환매도와 일부 기업의 투기적 선물환매도 등에 기인
- 2004년, 2005년 300억 달러 수준에 그치던 조선 수주 금액이 2006년에는 435억 달러를 기록

한국의 수주, 건조, 수주잔량 추이 및 전망

(억 달러)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007(E)
수주	100	240	302	284	435	410
건조	95	107	119	145	176	201
수주잔량	253	423	611	677	941	1,003

자료: 실적치는 산업자원부, 전망치는 삼성경제연구소 자료

- 2006년 한국은행의 금리 인상과 지급준비율 인상으로 국내 단기금리가 크게 상승한 점도 국내외 금리차와 스왑 레이트간의 격차를 확대
- 2006년에 세 차례에 걸쳐 총 0.75%p(3.75%→4.50%)가 인상되었고, 국내 단기성 원화 및 예금의 지급준비율이 5.0%에서 7.0%로 인상

□ 금리재정거래와 무관하게 엔 캐리 트레이드와 관련 있는 저금리 엔화 자금의 국내 유입도 국내 외화 차입 확대에 영향

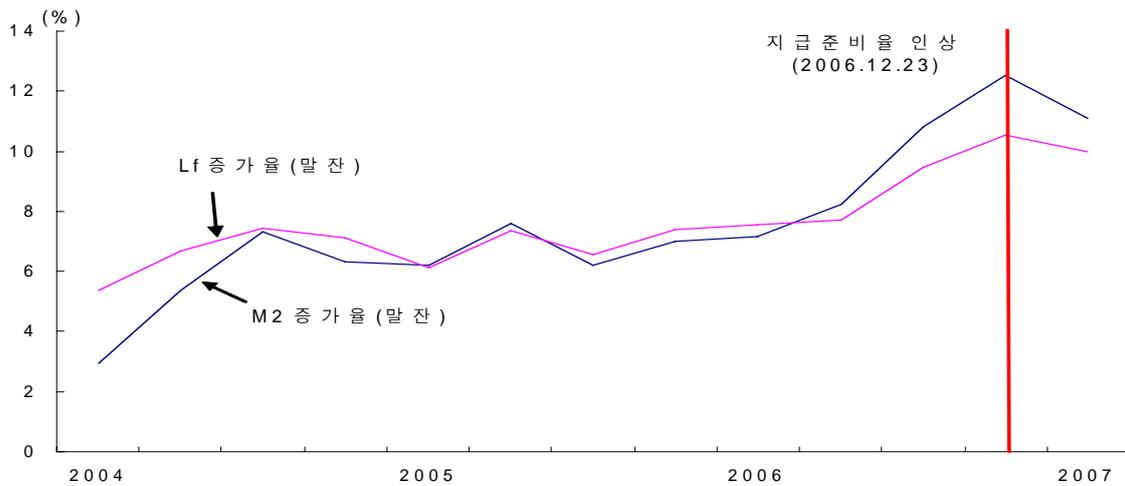
- 시중은행(국민, 신한, 우리, 하나, 기업, 외환은행)의 엔화대출은 2005년 말 8,078억 엔에서 2006년 말 1조 2,261억 엔으로 51.8% 급증
- BIS에 따르면 일본은행의 한국대출 잔액이 2005년 말 144.5억 달러에서 2006년 말에는 169.6억 달러로 17.4% 증가
- 엔화자금 유입의 급증은 국내보다 낮은 금리에다 원/엔 환율의 하락에 따른 환차익까지 기대할 수 있었기 때문
- 국내 시중은행으로부터 엔화자금을 차입할 경우 금리가 2~3%인 반면, 원화자금을 차입할 경우에는 6% 수준
- 원/엔 환율은 실제 2006년 한 해 동안 100엔 당 78.2원(2005년 말 860.0원→2006년 말 781.8원) 하락하였고, 절상 기준으로는 10.0% 절상

외화 차입 확대로 원화 강세, 장단기금리 역전 현상 촉발

- 외화차입 확대는 외환시장의 달러화 공급 우위를 강화해 원화의 나 홀로 강세에 일조
 - 2006년, 2007년 1/4분기에 경상수지는 균형수준으로 수렴한 반면 자본수지는 대폭 흑자를 기록
 - 이러한 달러화 공급우위로 인해 2006년, 2007년 현재까지 원화강세 기조가 지속
 - 원/달러 환율은 2005년 말 1,011.6원에서 2006년 말 929.8원으로 달러당 81.8원 하락, 절상 기준으로 8.8% 절상
 - 2006년 동북아시아 통화 중 원화가 싱가포르 달러화(8.5%), 위안화(3.3%), 대만 달러화(0.7%), 엔화(-0.8%)에 비해 가장 큰 폭으로 절상(달러화대비 기준)

- 외화 차입 확대는 당국의 유동성 긴축, 금리인상 노력의 효과를 약화
 - 국내 외화차입이 본격적으로 늘어나기 시작한 2006년부터 유동성 증가율도 상승 추세를 기록
 - 외화차입은 2006년 2월, 6월, 8월의 금리인상, 12월의 지급준비율 인상을 통해 과잉 유동성을 해소하려했던 통화당국의 노력을 다소 무력화
 - 높은 유동성 증가율은 부동산을 비롯한 자산가격 상승에 영향
 - 특히 엔화자금의 많은 부분이 부동산 시장으로 유입됨으로써 부동산 가격 불안을 가중

국내 유동성 증가율 추이

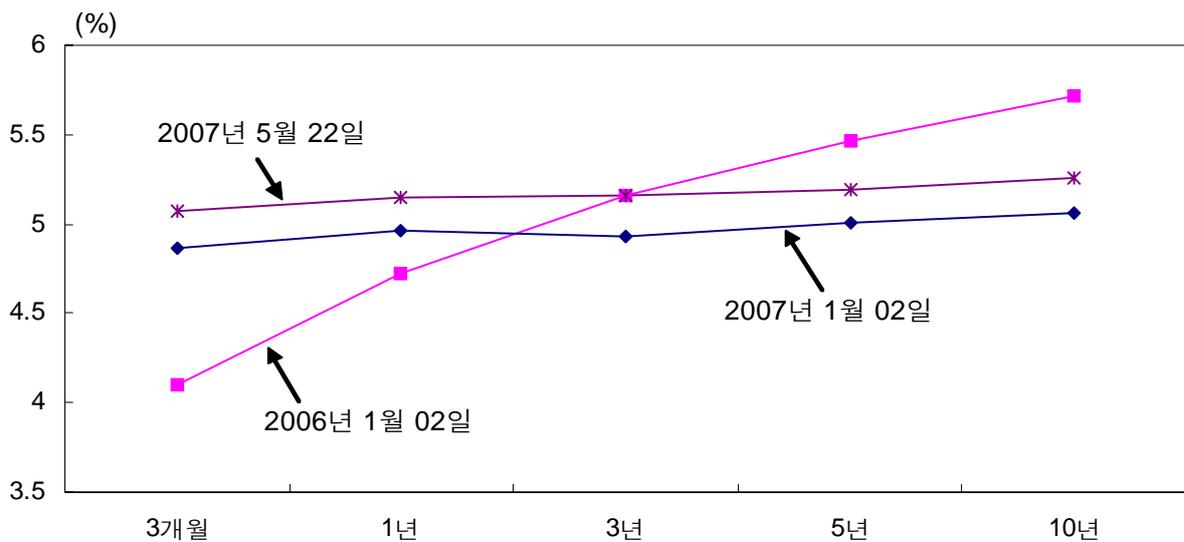


자료: 한국은행 ECOS DB에 의거 작성

□ 국내 외화차입의 확대는 장단기 금리격차를 크게 축소

- 2006년 초 가파르게 우상향하던 수익률 곡선이 시간이 지날수록 완만한 우상향을 그리다가 2007년 들어서면서부터 평평한 수익률 곡선으로 변화
- 2007년 5월 22일 국고채 3년물 수익률(5.16%)이 3개월 CD 금리(5.07%), 국고채 1년물(5.15%)과 비슷한 수준을 기록

국내 장단기 수익률 곡선(yield curve) 추이



자료: 한국은행 ECOS DB에 의거 작성

- 금리채정거래 과정에서 유입된 외화자금의 대부분이 국내 채권에 투자되면서 중장기금리의 하락에 크게 영향
- 2006년 중 외은지점의 국채(국고채+통화안정증권) 순매입액은 16조원으로 2005년(2.9조 원)의 5.5배로 증가, 2007년 1~2월에도 8.6조원에 달함

□ 외화 차입 중 단기 외채의 급증으로 한국의 대외채무구조가 악화

- 2002년 이후 34%대 이하에 머물던 단기외채 비중(단기외채/총외채)이 2006년 말 43.1%로 급등
- 단기 대외지급능력을 나타내는 지표인 외환보유액 대비 단기외채비율, 유동외채비율도 각각 47.6%, 57.8%로 상승
- 하지만 전체 외화 유동성은 여전히 안정 수준에 머무르고 있어 외환위기가 재현될 가능성은 낮음
- 한국은 대외채무 증가에도 불구하고 채권이 채무보다 많은 순채권국(2006년 말 현재 순채권 규모는 994억 달러)
- 외환보유액 대비 단기외채비율, 유동외채비율이 IMF 권고안인 60%, 100% 미만임에 그침

한국의 주요 대외채무 지표 추이

(억 달러, %)

	'02말	'03말	'04말	'05말	'06말
대외채무	1,415	1,576	1,723	1,898	2,634
장기	933	1,067	1,159	1,239	1,498
단기	482	508	563	659	1,136
(비중)	(34.1)	(32.2)	(32.7)	(34.7)	(43.1)
단기외채/외환보유액	39.7	32.7	28.3	31.3	47.6
유동외채/외환보유액	55.4	45.9	38.6	41.5	57.8(3/4분기)

자료: 한국은행 ECOS DB에 의거 작성

과도한 외화 차입 증대를 막는 대책이 필요

- 원화의 나 홀로 강세, 과잉 유동성 심화, 한국의 대외채무구조 악화를 막기 위해 외화 차입에 대한 관리 감독을 강화

- 외화 차입 급증은 원화가치 안정, 유동성 긴축, 대외채무 건전성 관리에 있어 당국의 정책 효과를 크게 약화

- 외화 차입이 급격히 축소될 경우에도 국내 금융시장의 혼란이 예상
 - 2007년 3월 중국발 쇼크, 엔 캐리 트레이드의 위축 우려로 국내 주가가 급락하고, 원/달러 환율이 급등

- 외화유동성, 외화건전성을 보다 타이트하게 관리하고, 외환시장의 비효율적인 부분을 개선
 - 금융기관의 외국환포지션 한도, 외화유동성 비율 위반에 대해 제재 강도를 강화
 - 엔화 자금을 이용한 중소 대부업체들에 대한 관리도 강화하고 이들에 대한 제재 및 감독 기준을 마련

 - 금융, 외환시장의 비효율적인 부분을 파악해 이를 개선
 - 금리 재정거래가 1년 4개월간 지속되고 있는 원인을 분석하고, 이에 대한 대응책을 마련

IV. 정책제언

정책기조: 경기회복세 유지 및 리스크 관리

- 현재의 경기상승 모멘텀이 내년에도 지속되도록 회복의 기세를 꺾지 않는 방향으로 거시정책을 운영
 - 재정과 금융정책 등 거시정책은 경기 중립적 모드로 전환
 - 부동산시장과 같은 미시적이고 개별적인 사안은 거시정책의 후순위
 - 특히 과도한 원화 가치의 상승으로 인하여 수출경쟁력이 저하되지 않도록 외환시장에 대한 적절한 개입이 필요
- 대내외 경제 환경을 면밀하게 모니터링하고 긴급 상황에 대비한 위기 대응 프로그램 마련
 - 대외적으로는 미국경제의 경착륙, 유가 상승 등이 향후 한국경제의 상승세를 꺾을 수 있는 잠재적 위험요인
 - 대내적 요인으로는 과도한 외환 차입, 부동산 경기 급락, 가계부채 확대에 의한 가계부실화 등

환율 정책: 지나친 원화 가치 상승 방지

- 지난해 이후 원화환율은 한국경제의 실력에 맞지 않게 고평가되어 있는 것으로 판단됨
 - 주요 교역 상대국 통화대비 원화가치는 실질 실효환율(1993년 기준)로 평가할 경우 적정수준에서 14.7% 절상
 - OECD도 실질실효 환율(2000년 기준)로 평가할 경우 원화는 현재 25% 절상되어 있는 반면, 일본 엔화는 31.5% 절하된 것으로 평가

- 실질 실효환율 기준을 2006년 1/4분기로 할 경우 적정 원/달러 환율은 958.6원 수준
 - 그동안 한국의 산업구조가 지속적인 가격하락을 특징으로 한 정보통신 산업 위주로 재편된 점을 감안하여 기준 시점을 최근으로 이전
 - 따라서 원/달러 환율이 현재의 930원 대에서 추가 하락할 경우 경제에 부정적 영향을 줄 것으로 보임
- 원화가치가 한국경제의 실력에 비해 지나치게 상승하지 않도록 외환시장에 대한 적절한 대응이 필요
- 경상수지 균형, 해외투자 확대에도 불구하고 원화가치 상승세가 지속되고 있어 이에 대한 적절한 조치가 필요
 - 이는 인위적으로 통화 가치를 낮추어 가격경쟁력을 확보하려는 환율조작과는 구별되어야 할 것임
 - 특히 한국과 경쟁관계인 중국의 위안화, 일본의 엔화 가치가 정부정책에 의해 인위적으로 낮은 수준을 유지하고 있다는 점에 주목할 필요
 - 정책방향은 외화차입에 대한 관리 및 감독의 강화, 생산적 해외투자 촉진, 당국의 외환시장 영향력 복원 등 다각적으로 대응

금리 정책: 현 수준에서 동결

- 2007년 3월 중순 이후 금리는 상승 추세
- 금융기관 대출금리의 기준이 되는 CD금리는 연초(4.87%) 이후 꾸준히 상승하여 5월 25일 현재 5.07%를 기록
 - 회사채수익률은 2007년 3월에는 5.1%대에서 5월 22일 5.5%로 상승
 - 실물경기의 회복 조짐, 정책당국의 은행의 단기 외화차입에 대한 모니터링 강화 등으로 금리가 상승

□ 한은의 목표 콜금리(4.5%)는 당분간 동결이 바람직

- 금년 경제성장률은 잠재성장률을 하회하는 4%대 초반이 예상되지만, 향후 경기가 상승할 것을 감안하면 긴축과 부양 모두 바람직하지 않음
- 풍부한 시중의 유동성과 최근 배럴당 60달러 중반의 기름세를 나타내고 있는 국제유가 등을 감안하여 금리 인하는 자제
- 금리인상은 가계의 부채상환 부담 확대, 원화 가치의 상승 등 부작용이 나타날 수 있어 가계의 재무상황, 환율 움직임 등을 염두에 두고 추진

□ 통화정책에 대한 시그널은 콜금리로 통일하여 시장의 혼란을 방지

- 시중 유동성을 흡수하기 위해 콜금리는 유지한 채 작년 말 기준을 인상을 시행
 - 기준을 인상에 대비하기 위한 자금조달 확대로 CD금리가 상승하고 이는 대출금리 상승으로 이어져 소비자들의 이자부담이 증가
- 단기자금 수급 불균형에 대해 통화당국의 대응이 명확하지 않아 시장에 부분적으로 혼란을 초래
 - 한은의 목표 콜금리와 시장의 실제 콜금리 간 괴리 현상도 발생하여 정책 시그널에 대한 시장의 해석이 분분

재정정책: 중립적 기조 유지

□ 재정은 기본적으로 중립적 정책기조를 유지

- 최근 국가채무의 급증 등으로 확장적인 재정정책은 어려운 상황
- 또한 하반기 중 경기가 점차 회복될 것으로 예상된다는 점에서 기존의 예산지출 수준(2006년 대비 5.8% 상승한 237.1조 원)을 유지

- 재정을 상반기 중 조기집행(상반기 중 55.7%)하고 낭비성 지출을 최소화하여 하반기 추경편성으로 이어지는 악순환을 방지

국가채무 추이

(조 원, %)

	2003년	2004년	2005년	2006년
국가채무(A+B)	165.0	203.0	248.0	282.8
(GDP대비)	(22.8)	(26.0)	(30.7)	(33.4)
금융성 채무(A)	105.7	125.5	147.1	162.9
적자성 채무(B)	59.4	77.6	100.9	119.9

주: 금융성 채무는 외평기금, 국민주택채권 등이 포함. 적자성 채무에는 일반회계 적자국채, 공적자금 국채전환

자료: 재정경제부 국고국

□ 재정지출의 우선순위를 통해 주어진 예산 하에서 정책효과를 극대화

- 경기상승의 모멘텀 유지를 위해 내수회복을 위한 재정정책 추진
 - 경기보완 효과가 높은 SOC사업에 대한 수요를 발굴하고 민자사업제도를 개선하여 고용효과가 높은 건설경기를 보완
- 부동산 관련 제도는 투기억제 기조를 유지하되 지나친 민간건설 위축을 벗어나기 위해 부분적인 세제 및 규제완화를 검토
- 내수 확대를 위해 서비스산업 발전을 위한 세제 및 각종 지원책을 확대하고 기존 계획을 차질 없이 추진

단기외채에 대한 관리 강화

□ 국내 금융기관의 단기 외화차입 급증은 원화불안 요인으로 작용

- 2006년 대외채무 잔액은 2,634억 달러로 전년 대비 755억 달러 증가
- 총 대외채무 중 단기외채는 1,136억 달러로 총 외채의 43%를 차지하고 있으며 단기외채 증가분의 대부분을 은행 단기차입금이 차지
 - 은행 단기외화차입 : 28억 달러('07.1)→27억 달러(2)→54억 달러(3월)

- 시중 은행들의 무위험 재정거래와 일부 기업의 투기성 거래가 단기 외화 차입을 급증시킨 요인
 - 은행은 해외로부터 외화자금을 차입함과 동시에 스왑(현물환 매도/선물환 매입)을 체결하는 차익 거래를 확대
 - 수출입관련 외환 실수요가 없는 일부 기업들의 다양한 파생금융기법을 동원한 투기성 거래도 단기외채 증가에 한 원인

□ 최근 급격히 늘어나고 있는 단기외채에 대한 관리를 강화

- 직접적인 규제보다는 은행이 채무자에 대한 외환매매 한도를 재점검하는 등 적절한 통제시스템을 갖출 필요
- 국내외 주가, 금리, 환율 등 가격변수 움직임과 그에 따른 자본 유출입 규모 등에 대한 모니터링을 강화
 - 급격한 자본유출이 발생할 가능성을 배제할 수 없으므로 이에 대해 적절한 대비책을 강구할 필요
- 근본적 처방은 원화가치의 고평가를 막고 적정수준의 원화가치를 유지하려는 당국의 환율정책

미국경제 경착륙에 대비

□ 미국경제 하강 폭이 당초 예상보다 확대

- 2007년 1/4분기 경제성장률이 1.3%로 급락하는 등 2006년 2/4분기 이후 4분기 연속 3%미만의 성장률을 기록
 - 주택경기 냉각으로 주택건설투자 부문이 매분기 성장률을 0.6%포인트씩 하락시키는 요인으로 작용
- 경기하강세가 확대되고 있으나, 급격한 경기침체보다는 2% 초반의 연착륙 가능성이 높음

- 활발한 일자리 창출과 실질소득 증가로 민간소비 증가세가 유지되고 있어 주택경기 침체가 민간소비의 전면적 위축으로 과급되지는 않을 전망
- 그러나 미국 경제의 하강 폭이 예상외로 크게 확대될 수 있어 이에 대한 대책을 마련할 필요
 - 서브프라임(비우량 담보대출) 모기지 시장불안이 확대되어 주택 경기 부진이 경제전반으로 과급되는 경우 소비위축과 경기침체 발생할 우려
 - 미국경제의 경착륙에 대비하여 수출시장을 다변화
 - 엔 캐리 트레이드의 청산, 안전자산으로의 자본 이동 등 글로벌 금융시장의 불안에 따른 자본유출, 환율변동에 대비
 - 결제통화 다변화 등을 통해 경상거래에서 발생하는 환리스크를 축소
 - 급격한 자본유출 가능성에 대비해 모니터링 강화
 - 한국경제에서도 부동산가격 하락에 대한 우려가 높아, 주택경기 냉각이 국내 부동산시장으로 과급될 가능성
 - 경기회복에 대한 비관론이 확산되며, 주택시장이 급속히 냉각

고유가에 대비

- 국제유가(두바이유 기준)는 금년 1월 하순 배럴당 49달러로 하락한 이후 재상승
 - 국제유가는 이란, 나이지리아 등 산유국의 지정학적 긴장고조에 따라 5월 22일 현재 배럴당 66.7달러로 상승
 - 금년 유가는 배럴당 60달러 내외로 예상되나, 이란 핵문제나 산유국 생산 시설 테러 등 지정학적 리스크가 현실화될 경우 가격 급등 가능성
 - 지정학적 위험국가의 석유생산은 세계 전체의 27%, 석유 수출은 47%를 차지

지정학적 위험국가의 석유 생산 및 수출 비중

(%)

	사우디	이란	베네수엘라	나이지리아	이라크	합계
생산 비중	12.9	5.0	3.7	3.1	2.5	27.2
수출 비중	23.5	6.9	6.4	5.9	4.0	46.7

자료: Global Insight

- 유가 상승이 전반적인 물가 상승으로 이어지지 않도록 차단하는 한편, 경제의 석유 에너지에 대한 의존도를 낮추는 노력
- 유가 상승이 임금 상승으로 이어질 경우 임금과 물가상승 기대감의 상호 상승작용으로 경기침체와 물가 불안의 스태그플레이션 현상이 발생
 - 이러한 현상이 나타날 징후가 있으면 금리 인상을 통해 이를 예방
 - 에너지, 자원절약형 산업구조로 전환하여 경제체질을 강화하고 대체에너지 개발관련 산업을 집중 육성
 - 기업이 생산성 향상 등을 통해 비용인상 요인을 흡수할 수 있도록 유인을 제공