



2011년 세계경제전망: 국제거시금융환경

국제거시금융실

1. 2011년 국제거시금융 주요 이슈
2. 외환시장
3. 채권시장
4. 원자재시장
5. 2011년 세계경제 성장률 전망



주요 내용

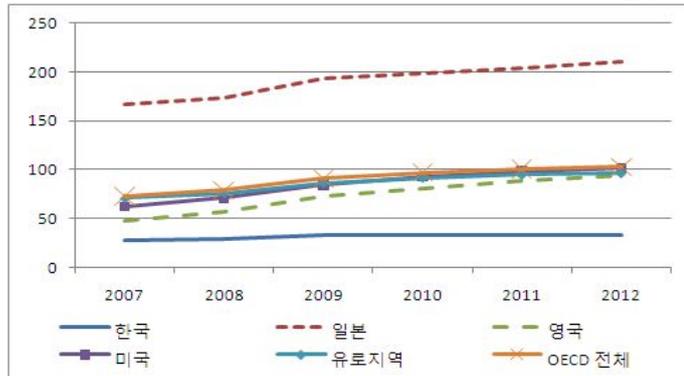
- ▶ 2011년 국제거시금융 주요 이슈는 주요국의 거시정책기조 전환, 신흥국으로의 자본유입과 규제, 아시아 신흥국의 고성장 지속 여부, 미국의 2차 양적완화정책 영향 등임.
- ▶ 위기 중 시행되었던 확장적 거시정책들이 긴축기조로 전환될 경우, 세계경제에 부담이 될 것이라는 우려가 있음.
- ▶ 최근 글로벌 유동성의 신흥국 유입 현상이 두드러져 통화절상압력, 물가불안, 자산시장 거품 등 경제 불안요인으로 작용할 우려가 있고, 이에 따라 신흥국의 자본규제 신설 및 강화가 예상됨.
- ▶ 선진국 경제회복의 불확실성과 함께 아시아 신흥국의 고성장 지속 여부가 주목됨.
 - 아시아 신흥국은 적극적 경기조절정책을 사용할 여력이 있어 경기위축을 막을 수 있으나, 선진국발 금융충격에 의한 국제금융시장 불안요인에 노출되어 영향을 받을 수 있음.
- ▶ 미국의 2차 양적완화정책 시행에 따른 경기부양 효과는 불투명한 반면, 국제자본시장의 교란과 물가불안이 야기될 수 있어 이에 대한 대비가 필요함.
- ▶ 2011년 외환시장에서 경상수지 흑자, 신흥국으로 자본유입, 위안화 절상 등으로 원화강세 압력이 지속될 전망이다.
 - 정부는 자본시장 규제, 유로지역 재정위기 지속 등이 환율하락을 제한할 것으로 전망함.
 - 따라서 환율은 하락기조를 보일 것으로 예상되나, 하락폭은 크지 않으며 하반기에 본격화될 가능성이 높음.
- ▶ 2011년 주요 선진국은 불투명한 경기회복세에 따라 상반기 중 기준금리 인상이 어려울 전망이나, 신흥국은 인플레이션 압력으로 인해 기준금리 인상을 지속할 전망
- ▶ 2011년 연 평균 국제유가(두바이유 기준)는 약 80달러/배럴이 될 것으로 예상됨.
 - 수요증가와 달러 유동성 증가는 상승요인이나 풍부한 석유재고, 유럽의 재정위기, 중국의 긴축정책, 선진경제 둔화 등으로 상승폭은 제한적일 것임.
- ▶ 2011년 농산물가격은 국제 곡물의 수급 차질 우려 확산과 투기자금 유입확대 등으로 강세가 이어질 전망이다.
- ▶ 선진국의 더딘 경제회복세와 신흥시장의 지속적 성장이 예상되며, 2011년 세계경제 연 평균 성장률은 4.1%로 전망됨.

1. 2011년 국제거시금융 주요 이슈

가. 주요국 거시정책의 긴축기조 전환 우려

- 글로벌 금융위기 중 사용되었던 확장적 거시정책들이 긴축 기조로 전환될 경우, 세계경제에 부담이 될 것이라는 우려가 있음.
- 선진국의 경우 위기 중 국가부채 규모가 크게 늘어나 2011년부터는 재정건전화 정책이 추진될 것으로 예상됨.
- OECD 국가들의 GDP 대비 국가부채 규모는 위기 전인 2007년 72.9%에서 2009년 90.6%까지 급등하였으며, 2010년에는 96.9%에 이를 것으로 예상됨.

그림 1. 주요국의 GDP 대비 총금융부채 규모 추이 및 전망 (단위: %)



주: 2010년 이후는 전망치임.
자료: OECD.

- 신흥개도국은 이미 2010년 중 금리인상을 시작하였으며, 이러한 통화긴축 기조는 2011년에도 이어질 것으로 예상됨.
- 경기회복 속도가 비교적 빠른 한국(50bp), 중국(25bp), 인도(150bp), 브라질(200bp) 등이 2010년에 금리인상을 단행하였음.
- 반면 여타 신흥개도국은 국가부채와 재정적자 규모가 상대적으로 작은 수준이므로, 이들 국가에서는 재정건전화가 우선적 정책과제는 아님.
- 2011년 선진국은 재정건전화를 추진하면서 통화정책은 확장적인 기조를 유지할 것으로 예상되며, 신흥개도국은 통화정책을 긴축적으로 운영할 것으로 예상됨.
- 선진국은 2011년 예산안에 재정건전화 방안을 포함하고 있으

나, 위기 이전에 비해서는 여전히 확장적인 기조를 유지하고 있다고 볼 수 있음.

표 1. 주요국의 GDP 대비 재정수지 규모 추이 및 전망

(단위: %)

구분	2007	2008	2009	2010	2011	2012
미국	-29	-6.3	-11.3	-10.5	-8.8	-6.8
일본	-24	-2.1	-7.1	-7.7	-7.5	-7.3
유로지역	-0.6	-2.0	-6.2	-6.3	-4.6	-3.5
- 프랑스	-27	-3.3	-7.6	-7.4	-6.1	-4.8
- 독일	0.3	0.1	-3.0	-4.0	-2.9	-2.1
- 포르투갈	-28	-3.0	-9.4	-7.3	-5.0	-4.4
- 아일랜드	0.0	-7.3	-14.2	-32.3	-9.5	-7.4
- 이탈리아	-1.5	-2.7	-5.2	-5.0	-3.9	-3.1
- 그리스	-5.4	-7.8	-13.7	-8.3	-7.6	-6.5
- 스페인	1.9	-4.2	-11.1	-9.2	-6.3	-4.4
영국	-2.8	-4.8	-11.0	-9.6	-8.1	-6.5
OECD 전체	-1.3	-3.3	-7.9	-7.6	-6.1	-4.7

주: 2010년 이후는 전망치임.
자료: OECD.

- 미국은 2012년까지 500억 달러 규모의 예산 낭비를 줄이는 등 재정건전화 방안을 내놓았으나, 「고용촉진법」, 「중소기업 지원법」 등을 통해 실업률을 낮추려는 노력도 병행하고 있음.
- 미국은 2009년 GDP의 10.0%에 이르는 큰 폭의 재정적자를 기록하였으나 2010년에는 예상보다 낮은 8.9%로 다소 개선되는 모습을 보이고 있음.
- 2011년에도 경기회복에 따라 재정적자폭이 축소되는 추세가 이어질 것으로 예상되지만, 위기 전 재정적자폭인 2~5% 수준은 크게 상회할 것임.
- 일본은 높은 부채수준에도 불구하고, 경제가 본격적으로 회복되지 못한 상황에서 '신성장전략' 추진을 통해 성장과 고용촉진에 초점을 맞춘 재정정책을 이어갈 것으로 예상됨.
- 2010년 7.7%의 재정적자에 이어 내년에도 7% 이상의 재정적자를 기록할 것으로 예상됨.
- 유로지역은 2012~14년까지 GDP 대비 재정적자 3%, 국가부채 60%를 달성하는 안정·성장협약(Stability and Growth Pact) 준수 강화에 합의하였음.
- 프랑스는 2010년 7.7% 내외의 재정적자를 2011년에는 6% 수준까지 낮출 계획이지만, 100억 유로 상당의 감세를 통한 경기부양 계획도 세우고 있음.

- 독일은 2010년 4% 내외의 재정적자를 기록할 것으로 예상되나 2011년에는 3% 수준까지 낮출 것으로 예상됨.
- 재정위기를 겪고 있는 PIIGS¹⁾ 국가들은 안정·성장협약의 기준에 맞추기 위해 큰 폭의 재정적자 축소를 시작할 것으로 예상되며, 이는 장기적으로 해당 국가들의 추가적인 위기 예방에 기여할 것으로 예상됨.

■ 선진국의 재정건전화 방안이 세계경제를 위축시킬 가능성은 매우 제한적이며, 오히려 장기적인 불확실성을 제거하는 데 기여할 것으로 판단됨.

- KIEP 국제거시모형(KIEP-GIMF6)의 가상실험 결과에 의하면, 미국과 유로지역이 각각 GDP 1% 규모의 재정적자 축소를 할 경우, 우리나라에는 최대 0.2% 정도의 GDP 감소 효과가 있을 것으로 예상됨.

■ 선진국은 당분간 초저금리를 유지할 것으로 예상되며, 이르면 2011년 하반기부터 금리인상을 시도할 수 있겠지만 확장적인 기조를 유지할 것임.

- 일본은 아직 디플레이션의 위협에서 벗어나지 못하고 있기 때문에 2011년 중 금리인상이 어려울 것으로 예상됨.
- 미국도 제2차 양적완화정책을 시행하는 등 추가적인 완화 정책에 초점을 맞추고 있으며, 금리인상 시점은 2011년 4/4분기 이후가 될 것임.

- 유로지역과 영국은 물가 우려로 상반기 중 금리를 올릴 수도 있으나 여전히 확장적인 통화정책 기조를 유지할 것으로 예상됨.

■ 신흥개도국은 금리인상을 지속하겠지만, 이 역시 경제에 부담을 주는 요소라기보다는 물가불안과 자산시장 거품 우려를 줄이는 데 기여할 것임.

- 이미 시장에서 이들 국가의 금리 인상을 예상하고 있어 지난 금리 인상 시에도 금융시장의 불안을 야기하지 않았음.

나. 신흥국으로의 자본유입과 자본규제

■ 글로벌 금융위기 극복과정에서 각국의 확장적 통화정책으로

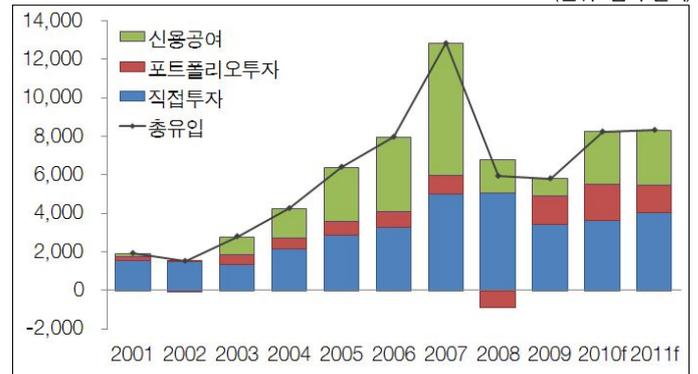
1) 포르투갈, 이탈리아, 아일랜드, 그리스, 스페인.

인한 과잉 글로벌 유동성이 신흥국으로 유입되는 현상이 두드러짐.

- 국제금융협회(IIF)에 따르면, 2010년 신흥국으로 유입될 해외민간자금 규모는 지난해의 5,814억 달러보다 42% 증가한 8,250억 달러에 이를 것으로 전망됨.²⁾

그림 2. 신흥국으로의 해외민간자금 유입규모 추이 및 전망

(단위: 십억 달러)



주: 2010년과 2011년은 전망치임.
자료: IIF.

■ 이러한 현상의 배경에는 상대적으로 높은 신흥국의 경제성장세와 금리, 선진국의 추가 통화팽창정책, 신흥국 통화절상 기대 등이 있음.

- 선진국은 1% 이하의 기준금리를 유지하고 있으며, 많은 신흥국의 통화절상률은 2010년 하반기에도 높은 수준임.

표 2. 주요국 성장률, 기준금리, 통화절상률 현황

(단위: %)

구분	2010년 성장률(IMF)	기준금리	통화절상률
선진국	2.7	-	-
미국	2.6	0~0.25	-
유로지역	1.7	1.00	7.6
일본	2.8	0.05	7.6
신흥국	7.1	-	-
한국	6.1	2.25	9.0
중국	10.5	5.56	2.8
인도	9.7	6.25	4.9
인도네시아	6.0	6.50	3.1
필리핀	7.0	4.00	6.0
태국	7.5	2.00	8.0
브라질	7.5	10.75	10.1

주: 기준금리는 2010년 12월 현재 수준, 통화절상률은 2010년 5월 말 대비 절상률.
자료: Bloomberg.

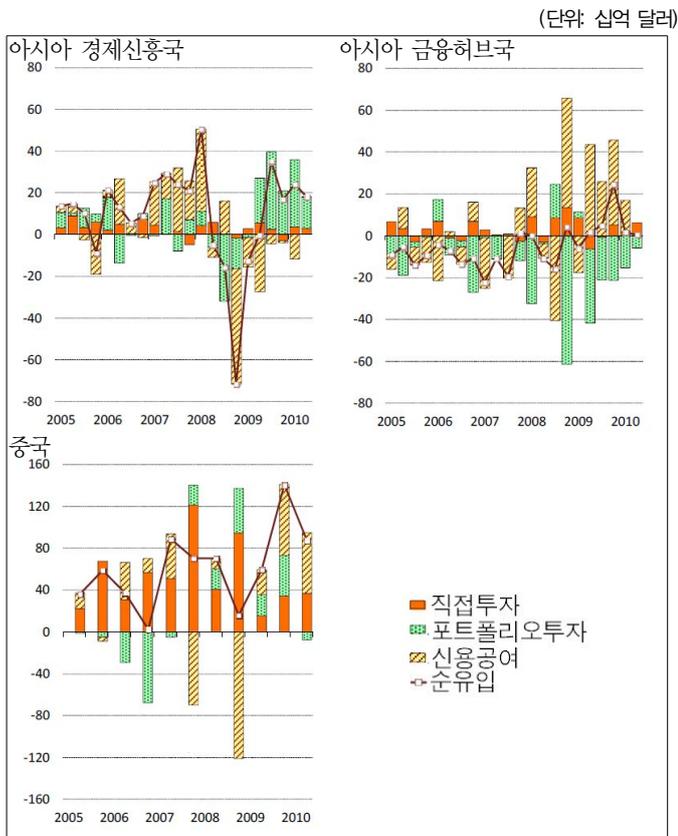
■ 그러나 자본유입의 특성이 국가별로 뚜렷이 구분되어 자본이동에 대한 대응전략은 국가별로 다를 것으로 판단됨.

2) IIF(2010. 10. 4), "Capital Flow to Emerging Market Economies."

- 한국, 인도, 인도네시아, 말레이시아 등 아시아 경제신흥국의 경우에는 금융위기 이후 은행차입과 직접투자는 크게 늘지 않은 반면 포트폴리오 투자자금 유입은 급격히 증가함.
- 반면, 아시아 신흥국 중에서도 홍콩, 싱가포르 등 금융허브 국가는 대외투자자로 인해 은행차입이 크게 늘고 포트폴리오 투자자금이 대규모 유출된 것으로 나타남.
- 중국의 경우에는 은행차입과 직접투자 경로를 통한 자금유입이 두드러짐.

- 이러한 우려로 최근 일부 신흥국은 급격한 자본유출입을 통제하기 위해 투자소득세, 의무예치제, 금융기관 외환 포지션 규제 등을 도입함.
- 자본규제의 효과는 자본유입 규모 감소, 유입구성비 변화와 환율절상 완화 등이 있음.
 - 자본유입이 단기성 포트폴리오 투자에 집중되고 있음을 고려할 때, 유입규모 감소보다는 장기투자자의 유입구성비 변화와 환율절상 완화 효과에 초점을 둔 자본규제가 요구됨.

그림 3. 국가 유형별 자본수지



주: 경제신흥국에는 인도, 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 태국 등이 포함되며, 금융허브국에는 홍콩과 싱가포르가 포함됨.
 자료: IMF.

- 급격한 자본유입은 통화절상 압력을 가중시키고 물가인상 및 자산시장 거품을 통해 경제의 불안요인으로 작용할 수 있음.
- 현재 아시아 경제신흥국으로의 자본유입은 직접투자와 같은 장기적 성격의 자본유입보다는 단기투자 성격이 강함.
- 또한 급격한 자본유출의 위험이 존재하여 금융시장 충격에 따른 환율변동이 발생할 수 있으며, 이로 인해 무역 등 실물경제에 영향을 미칠 수 있음.

표 3. 자본규제 사례와 실효성

국 가(연도)	방 법	효과여부		
		유입 규모 감소	유입 구성비 변화	환율 절상 완화
브라질(1993~97)	금융거래세	○	○	×
칠레(1991~98)	의무예치제	×	○	×
콜롬비아(1993~98)	의무예치제	×	○/×	○/×
콜롬비아(2007~08)	외환 포지션 규제, 의무예치제	×	○	×
말레이시아(1994)	유입 투자자금의 해외유출 전면금지	○	○	○/×
태국(1995~96)	건전성 규제	○	○	○
태국(2006~08)	의무예치제	○	○	×

자료: Ostry et al.(2010), *Capital Inflows: the Role of Control*, IMF.

- 2011년에도 신흥국으로의 자금유입이 지속될 전망이며, 이에 따라 신흥국의 자본규제 신설 및 강화가 예상됨.
- 해외자금의 지속적 유입이 예상되는 상황에서 급격한 자본유출에 따른 위험을 예방하기 위해 인도네시아, 필리핀, 태국 등 신흥국의 자본규제방안 도입은 지속될 것으로 전망됨.
- 환율변동성이 높은 우리나라의 경우, 자본규제 도입 시 환율변동성 완화에 초점을 둔 한시적 제도의 도입을 고려할 필요가 있음.
- 자본유입의 부작용뿐 아니라 자본규제의 비용 측면도 고려하여, 규제의 정도와 지속기간 등을 적절히 조절할 필요가 있음.
- 선물환 규제, 외국인 채권투자에 대한 부활은 2010년 중 이미 시행되었으며, 2011년 하반기 중 외화부채에 대한 은행세안이 확정된 상태임.
- 자본유입에 대한 규제는 자본시장의 왜곡이나 금융산업 발전에 장애가 될 수 있으므로, 외환시장 안정을 위한 규제는

외국환평형기금의 목표 규모 설정 등을 통해 규제의 정도와 시행기간을 명확히 설정하여 부작용을 최소화해야 함.

다. 아시아 신흥시장의 고성장 지속 여부

■ 글로벌 금융위기 및 그 회복과정에서 나타난 주목할 만한 특징 중 하나는 선진국의 마이너스 성장과 느린 회복세에 대비되는 아시아 신흥국의 고성장 지속과 강한 회복세임.

- 선진국은 2009년 마이너스 성장(-3.2%)을 기록한 데 이어 2010년 하반기에는 미국의 더블딥 우려와 유로지역의 재정위기 등으로 인해 회복세가 둔화되고 경기전망이 불투명해졌음.
- 반면, 아시아 신흥국은 위기 중에도 7% 내외의 높은 성장률을 기록했고, 2010년에도 강한 회복세 덕분에 9% 이상의 고성장을 기록한 것으로 추정됨.

표 4. 선진국과 아시아 신흥국 간 경제성장률 비교

(단위: %)

	2006	2007	2008	2009	2010
선진국	3.0	2.7	0.2	-3.2	2.7
미국	2.7	1.9	0.0	-2.6	2.6
아시아신흥국	10.4	11.4	7.7	6.9	9.4
중국	12.7	14.2	9.6	9.1	10.5

주: 2010년은 전망치임.
자료: IMF(2010, 10).

■ 2011년 미국의 경기회복 불투명과 유로지역의 재정불안 지속 등 선진국 경제의 불확실성에도 불구하고, 아시아 신흥국이 고성장을 지속할 수 있을지 주목되고 있음.

- 중국 등 아시아 신흥국들은 수출의존도가 높고, 주요 수출시장이 미국 등 선진국이기 때문에 선진국의 경기부진은 아시아 신흥국의 경제 부진으로 이어질 것이라는 주장이 있음.

- 반면, 아시아 역내에서 중국, 인도 등 거대신흥시장이 등장하면서 아시아의 경기순환이 선진국 경기와 점차 분리(de-coupling)되고 있다는 주장도 있음.

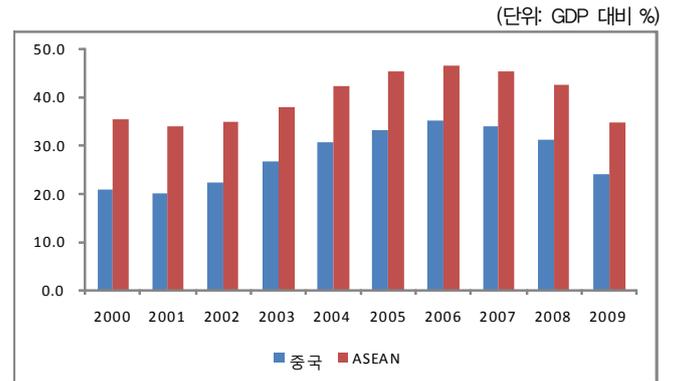
■ 아시아 신흥국은 지난 10년간 무역을 매개로 세계경제와 연계가 강화되었지만, 전체 수출 중 선진국, 특히 미국에 대한 비중은 빠르게 감소하고 있음.

- 중국과 ASEAN의 GDP 대비 수출비중은 2000~06년에 꾸준히 증가했지만, 2007년 이후 감소추세를 보이고 있음.

- 한편 아시아 신흥국 수출의 지역별 분포를 보면 미국 등 선진국의 비중이 지속적으로 감소하고 있어 선진국 경제의 영향이 줄어들고 있음을 시사함.

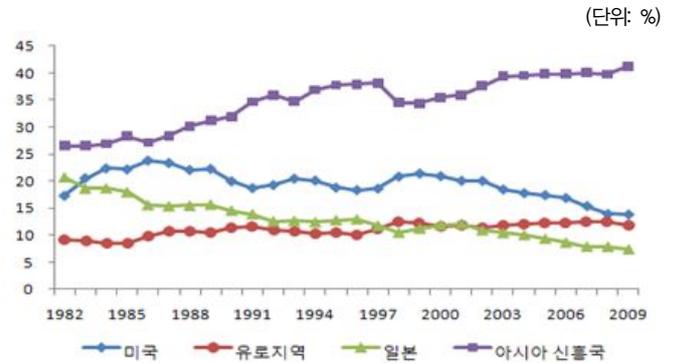
- '세계의 공장' 역할을 하는 중국도 대미수출비중 및 가공무역비중이 감소하고 있어, 중국을 경유한 선진국 경제의 간접적 영향도 축소되는 것으로 판단됨.

그림 4. 중국과 ASEAN의 수출비중



자료: IMF.

그림 5. 아시아 신흥국의 지역별 수출 비중



■ 선진국 경기부진의 영향으로 수출이 둔화되어도 아시아 신흥국은 정부가 적극적 경기조정정책을 사용할 여력이 있어 경기위축을 막을 수 있을 것임.

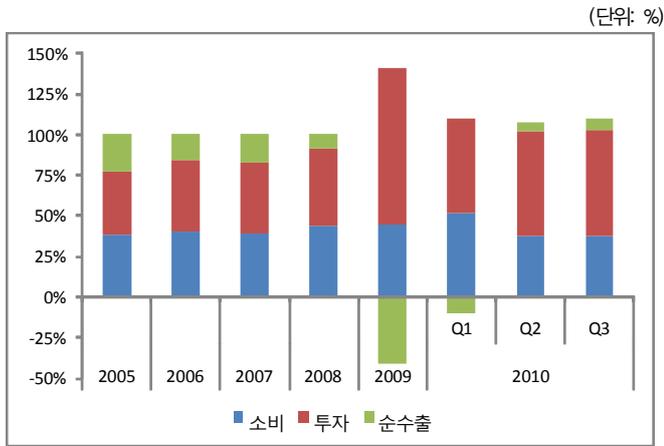
- 아시아 신흥국 경기를 좌우하는 중국에서는 2005년 이후 순수출의 성장기여율이 감소하고 있지만, 적극적인 민간 및 정부투자로 성장활력을 유지하고 있음.

○ 2009년에 순수출의 성장기여율이 -41%에 이르렀지만 소비축진 및 정부지출 확대로 9.1%의 성장률을 달성함.

○ 중국은 최근 발표한 12차 5개년 계획에서 내수 및 지역개발 투자확대 의지를 강하게 천명하고 있어, 설사 수출이 부진해도 소비 및 투자가 성장을 이끌 것으로 전망됨.

- 아시아 신흥국의 재정상황은 미국, 일본, EU 등의 선진국에 비해 양호해 정부가 여전히 경기조절능력을 보유하고 있음.

그림 6. 중국의 부문별 경제성장 기여율



자료: CEIC.

■ 실제로 글로벌 위기로부터 회복이 본격화되면서 중국경기가 오히려 미국에 영향을 미치고, 아시아 국가들이 미국보다 중국경기에 더 체계적인 영향을 받는 경향이 나타남.

- 산업생산지수를 이용해 국가간 경기의 인과관계를 검증한 결과, 위기 전에는 미국이 중국경기에 영향을 미쳤지만 위기 이후에는 중국이 미국에 영향을 미치는 것으로 나타남.

표 5. 국가간 산업생산지수 Granger 인과관계 검증결과

인과관계 방향	p 값		
	위기 이전 (2000. 1~ 2007. 7)	위기 중 (2007. 8~ 2009. 3)	위기 이후 (2009. 4~ 2010. 11)
미국 ⇒ 중국	0.0093***	0.355	0.458
중국 ⇒ 미국	0.281	0.699	0.014**
미국 ⇒ 한국	0.226	0.027**	0.281
중국 ⇒ 한국	0.706	0.017**	0.003***
미국 ⇒ 인도네시아	0.047**	0.108	0.928
중국 ⇒ 인도네시아	0.035**	0.376	0.056*
미국 ⇒ 말레이시아	-	0.768	0.582
중국 ⇒ 말레이시아	-	0.025**	0.087*

주: 산업생산지수의 월별 변동률을 이용하여 계산. ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 인과성이 있음을 의미함.

- 한국, 인도네시아, 말레이시아 등 아시아 국가의 경우 위기 이후 미국과의 체계적 인과성이 사라진 반면 중국과의 인과성은 유지 혹은 강화된 것으로 나타남.

- 주식시장의 경우에도 과거에는 중국시장이 미국의 영향을 일방적으로 받았지만, 글로벌 위기 이후에는 중국도 미국시장에 같이 영향을 미치는 것으로 나타남.

표 6. 미·중 주가지수 Granger 인과관계 검증결과

인과관계 방향	p 값		
	위기 이전 (2000. 1~ 2007. 7)	위기 중 (2007. 8~ 2009. 3)	위기 이후 (2009. 4~ 2010. 11)
다우존스지수 ⇒ 항셱지수	0.000***	0.000***	0.000***
항셱지수 ⇒ 다우존스지수	0.362	0.781	0.013**

주: 일별 주가지수를 이용하여 계산. ***, **는 각각 유의수준 1%, 5%에서 인과성이 있음을 의미함.

■ 하지만 아시아 신흥국들은 선진국발 금융충격에 대해서는 여전히 취약해, 만약 유럽 재정위기 악화 등으로 세계 금융시장이 불안해지면 큰 영향을 받을 것으로 예상됨.

- 선진국 자본의 아시아 신흥시장에 대한 포트폴리오 투자규모 및 비중이 증가하고 있어 금융측면의 연계가 계속 강화되고 있음.³⁾

- 아시아 신흥시장의 금융자산 및 통화는 선진국에 비해 여전히 고위험 자산으로 평가되고 있어 금융충격이 발생하면 일시에 자금이 유출될 가능성이 높음.

■ 2011년 미국, EU 등 선진국 경제가 다소 부진해도 금융충격만 발생하지 않는다면, 중국 등 아시아 신흥국 경제는 건실한 성장세를 유지할 수 있을 것으로 판단됨.

- 중국, NIES(한국, 대만, 홍콩, 싱가포르), ASEAN 등 아시아 지역 간 역내분업이 심화되면서, 선진국의 영향보다 역내 요인이 더 중요해지는 것으로 판단됨.

- 여타 아시아지역에 대한 중국의 영향력이 강해진 상황에서 중국의 내수확대 여부와 그 파급력이 2011년 아시아 경기를 좌우할 것으로 전망됨.

- 단, 유럽과 미국 등에서 금융충격이 발생하면 자본유출과 금융시장 불안 등으로 인해 아시아 신흥국 역시 큰 충격을 받을 것으로 예상됨.

라. 미국 양적완화정책의 영향

■ 미국 연방준비제도이사회(FRB)는 2010년 11월 3일 총 6천억

3) 한국사례에 대해서는 송원호 외(2008. 4), 「미국의 경기변화가 한국 경기에 미치는 영향」, KIEP 오늘의 세계경제 참고.

달러 규모의 제2차 양적완화(Quantitative Easing) 정책⁴⁾을 발표함.

- FRB는 이 조치를 통해 2011년 6월까지 매달 750억 달러 규모의 장기 국채를 매입할 계획임.
- FRB는 2008년부터 2010년 초까지 1조 7천억 달러 규모의 1차 양적완화정책을 시행한 바 있음.
- 1차 양적완화는 금융기관의 연쇄 도산을 막아 미국경제가 회생하는 데 기여했다는 평가를 받고 있음.

■ 1차 양적완화정책 이후에 경제회복 속도가 예상보다 느린 점이 2차 양적완화정책의 배경이 되고 있음.

- 실업률은 10월 현재 9.8%로 위기 중에 악화된 수준에 머무르고 있음.
- 물가도 예상치를 크게 밑도는 수준이어서 아직 디플레이션 위험이 사라지지 않은 것으로 평가됨.
- 2010년 11월 현재 소비자물가지수는 전년동기대비 1.1%, 근원물가지수는 0.8% 상승에 그치고 있음.

■ 2차 양적완화정책의 미국 내 파급효과는 제한적일 것으로 판단됨.

- 기본적인 양적완화정책의 파급 경로는 장기금리 하락을 통해 실물부문의 소비, 투자, 수출을 부양하는 것인데, 2010년 12월 말 현재 장기국채 금리는 오히려 상승하였음.
- 2010년 12월 말 현재 10년 장기국채 금리는 지난 11월 3일 2차 양적완화정책 발표 시점 대비 약 80bp 상승하였고, 양적완화에 대한 언급이 시작된 7월 말 대비 50bp 이상 상승하였음.
- 정책 시행 당시 FRB는 50~75bp 정도의 금리하락 효과를 기대하였음.
- 양적완화정책을 통한 장기금리 하락이 이루어지지 않는다면, 정책효과는 기대보다 감소할 것임.

4) 양적완화정책은 비전통적 통화정책의 일환으로, 정책금리가 제로 수준에 있을 때 추가적인 장기금리 하락을 유도하기 위해 중앙은행이 국채 등을 직접 매입하여 유동성을 공급하는 정책임.

- 양적완화가 소비, 투자, 수출의 실물부문으로 전이될 것인 지도 매우 불확실함.

- 지난 2001~05년 실시된 일본의 양적완화가 소비와 투자를 증가시켰다는 명확한 실증 근거를 찾기가 어려움.
- 달러화 가치도 7월 말 대비 소폭 하락하였으나 11월 초 대비로는 상승하는 추세여서, 양적완화가 달러화 평가절하를 통해 수출에 기여할지 여부도 아직 불투명함.

그림 7. 달러 인덱스와 원/달러 환율 추이



주: 음영부분은 2차 양적완화정책이 언급된 7월 21일과 확정 발표된 11월 3일을 의미함.
자료: Bloomberg.

■ 정책적 효과가 불투명한 반면, 양적완화를 통해 국제 자본시장의 교란과 미국 내 물가 불안이 야기될 수 있어, 이에 대한 신중한 대처가 요구되고 있음.

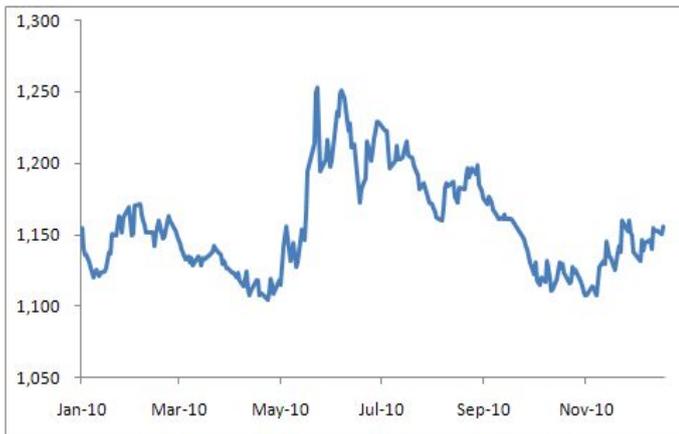
- 양적완화로 증가하는 달러화 유동성이 신흥개도국 자본시장으로 유입될 경우, 해당 국가의 자산가격 버블 등의 문제가 발생할 수 있음.
- 이에 대처하기 위해 신흥개도국은 자본규제 수단을 강구하고 있음.
- 양적완화정책으로 인해 늘어난 시중의 유동성을 흡수하는 데는 상당한 시간이 소요되므로, 향후 출구전략 시행 시 통화정책의 유연한 대처가 어려울 수 있음.
- 물가상승 압력에 통화정책이 신속히 대처할 수 없다면, 이는 심각한 위험이 될 수 있음.

2. 외환시장

가. 2010년 동향

- 2010년 들어 원/달러 환율은 대내외적 불안요인으로 인해 1,100~1,250원 수준에서 등락을 반복하는 모습을 보였으며, 최근 연초와 비슷한 수준인 1,150원대를 기록하고 있음.
- 주요 상승요인은 유럽 재정위기 및 북한의 도발에 따른 지정학적 위험 등이며, 하락요인은 국내경기의 상대적으로 빠른 회복세, 경상수지 흑자 지속, 해외투자자금 유입 등이 있음.
- 2010년 외환시장에 영향을 미쳤던 주요 요인들은 2011년 원/달러 환율 변동에도 지속적으로 영향을 미칠 것으로 판단됨.

그림 8. 2010년 원/달러 환율 추이



자료: 한국은행.

- 환율 변동성의 경우 금융위기 기간보다는 축소된 모습을 보였으나, 2010년에도 유로 재정불안이 이어져 2/4분기에 크게 확대되었고 불안정이 지속됨.

표 7. 원/달러 환율 변동성 추이

(단위: %)

구분	2007	2008	2009	2010 1/4	2010 2/4	2010 3/4	2010 4/4 ¹⁾
일중 변동률 ²⁾	0.32	1.50	1.10	0.62	1.08	0.70	0.89
전일대비 변동률 ³⁾	0.22	0.99	0.71	0.49	0.92	0.43	0.57

주: 1) 2010년 4/4는 12월 22일까지의 자료를 바탕으로 계산하였음.

2) $100 \times (\text{일중최고가} - \text{일중최저가}) / \text{당일 평균환율}$

3) $100 \times (\text{금일종가} - \text{전일종가}) / \text{전일종가}$

자료: 한국은행.

나. 2011년 전망

- 국제수지 항목에 따른 수급상 2011년 원/달러 환율은 경상수지 흑자 및 해외자본 유입 등에 따라 하락할 것으로 전망되나 자본수지 적자는 하락폭 제한요인임.
- 2010년 국내 경상수지와 무역수지는 대규모 흑자가 전망되며, 이는 올해 주요 환율하락요인임.
 - 2010년 1~10월 중 국내 경상수지는 232억 달러 흑자, 1~11월 중 무역수지는 391억 달러 흑자를 기록함.
- 2011년 경상수지는 올해보다 흑자폭이 줄어들 것으로 전망되나 흑자기조는 유지할 것으로 예상됨.
- 자본수지의 경우 포트폴리오 투자수지는 해외투자자금 유입으로 인해 흑자를 기록하였으나, 직접투자수지와 기타투자수지 등 다른 항목의 적자로 인해 전체 자본수지는 적자를 기록할 것으로 전망됨.

표 8. 국내 경상수지 및 자본수지 추이

(단위: 백만 달러)

	경상수지	자본수지
2008년	3,197.5	-1,154.0
2009년	32,790.5	-34,651.2
2010년 1~10월	23,168.0	-21964.6
2010년 1/4분기	263.3	-155.3
2010년 2/4분기	8,568.0	-9,099.0
2010년 3/4분기	9,411.2	-7,679.6

자료: 한국은행.

- 정부는 자본시장 규제안을 지속적으로 발표하고 있어 환율하락을 제한할 것으로 전망됨.
- 정부는 2010년 6월 금융시장의 단기외채 억제를 위해 시행된 '선물환 포지션 한도 제한' 도입에 이어, 12월 19일 비예금 외화부채에 대한 '은행세' 부과방안을 발표함.
- 특히, 2011년 하반기 은행세 부과를 앞두고 상반기 중 금융기관들이 외화부채를 조절할 것으로 예상돼 외환공급이 줄어들 전망임.
- 2010년 국내 외환시장에 지속적으로 영향을 끼쳤던 유로지역 재정위기 문제는 내년에도 지속될 것으로 전망됨.

- 그리스에 이어 지난 11월 아일랜드가 구제금융을 신청함에 따라 유로지역 내 금융불안이 증가하였으며, 최근 포르투갈과 스페인 등에 대한 위기설이 확산되고 있음.

- 유럽의 재정위기는 우리나라의 외화조달 중 유럽계 자금이 약 50%를 차지하고 있는 만큼 외환공급 축소에 영향을 미침.

■ 금융위기 이후 글로벌 유동성 확대는 상대적으로 경제성장 속도가 빠른 아시아 신흥국으로 자금 유입을 가져옴.

- 11월 미국의 QE2 시행은 국제금융시장에 달러화 증가를 가져와 원화 가치절상 요인으로 작용할 것으로 예상됨.

○ 다만 KIEP의 국제거시금융모형(GIMF)에 따르면, 미국 QE2의 영향으로 장기금리가 0.5%포인트 하락한다면, 원화환율은 약 1~2원가량 하락할 것으로 보여 그 영향은 미미함.

- 한편 선진국의 저금리 정책 지속과 우리나라의 금리인상이 병행된다면, 내외금리차가 확대되어 하락폭이 커질 가능성이 있음.

■ 중국의 경우 2011년 중 물가 및 부동산 가격안정을 위한 긴축 정책 시행으로 위안화 절상이 예상되며, 원화도 동반 절상될 가능성이 존재함.

- 위안화는 2010년 6월 '위안화 환율 유연성 확대 조치' 이후 2.5% 정도의 절상이 이뤄졌으나, 미국을 비롯한 국제사회의 위안화 절상 압력은 여전히 지속되고 있음.

- KIEP의 연구결과에 따르면 원화는 달러화보다 위안화에 더욱 민감하게 반응하는 것으로 나타났으며, 따라서 향후 위안화 절상이 이루어질 경우 원화의 평가절상 압력이 높아질 가능성이 있음.⁵⁾

표 9. 2011년 외환시장의 주요 변동 요인

	대외요인	대내요인
상승 요인	· 유로지역의 재정위기 확산 · 유가 및 원자재 가격상승	· 북한 관련 지정학적 위험 · 국내 금융시장 규제 강화 (은행세, 선물환 한도제한)
하락 요인	· 미국 추가 양적완화 정책 · 선진국 저금리 기조 유지 · 위안화 절상 가능성 · 글로벌 유동성 증가	· 경상수지 흑자 전망 · 해외 투자자금 유입 · 국내 기준금리 인상

5) 허인 외(2010. 3), 「위안화의 절상가능성과 국내에 미치는 영향」, KIEP 오늘의 세계경제.

■ 2011년 원/달러 환율은 하락기조를 보일 것으로 예상되나 하락폭은 크지 않으며 하반기에 본격화될 가능성이 높음.

- 우리나라는 실물과 금융 부문 모두 개방도가 높아 대외적 요인에 민감하게 반응하므로 당분간 원/달러 환율은 높은 변동성을 보일 것으로 예상됨.

- 실질실효환율, 외환수급, 수출입, 물가 등을 고려할 때 최근의 원/달러 환율은 균형수준을 소폭 상회하는 것으로 보임.

- 다만 은행세 시행시기, 2011년 상저하교의 경기전망 등을 감안할 때 하반기 중 본격적으로 하락압력이 작용할 것으로 보임.

- 주요 국제금융기관들은 대부분 2011년 말 원/달러 환율을 약 1,050~1,100원 수준으로 전망하고 있음.

표 10. 주요 금융기관의 2011년 원/달러 환율 전망치

구분	1/4분기	2/4분기	3/4분기	4/4분기
ING Financial Markets(12. 14)	1,120	1,100	1,060	1,050
Morgan Stanley(12. 13)	1,115	1,093	1,072	1,050
Credit Suisse Group (12. 10)	1,094	1,085	1,073	1,057
Bank of America Merrill Lynch(12. 9)	1,050	1,120	1,120	1,050
UBS(12. 1)	1,100	1,025	975	1,025
Standard Chartered (11. 30)	1,075	1,100	1,050	1,025
BNP Paribas(11. 23)	1,080	1,060	1,050	1,040
JP Morgan Chase(11. 23)	1,180	1,140	1,090	1,110

자료: Bloomberg.

3. 채권시장

가. 2010년 동향

■ 2010년 미국 등 주요 선진국에서는 경기회복세 둔화와 재정 불안으로 기준금리 정상화가 지연되면서 채권금리도 하락함.

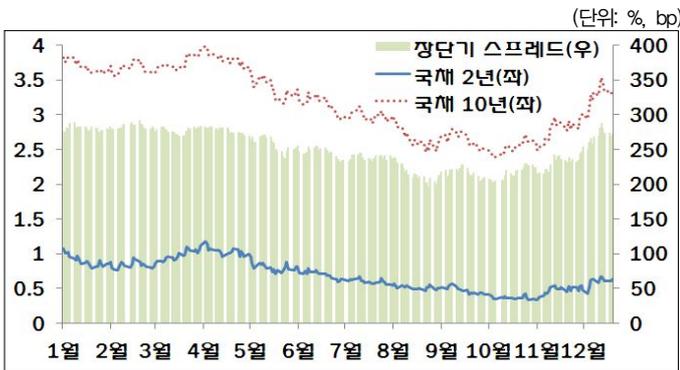
- 2010년 들어 글로벌 금융위기가 진정되면서 투자자들의 안전자산 선호가 감소함에 따라 채권금리가 상승했다가 4월 유럽 재정위기를 계기로 다시 하락세로 전환함.

○ 주요 선진국 기준금리는 미국 0~0.25%, 유로 1.00%, 영국 0.50%, 일본 0.05%임.

■ 그러나 11월 미국의 추가 양적완화정책(QE2) 시행 발표 후 기대 인플레이션 상승에 따라 장기금리가 상승하여 최근에는 장단기 스프레드가 확대됨.

○ 미국 FRB는 지난 11월 2011년 2/4분기까지 매월 750억 달러씩 총 6천억 달러 규모의 국채를 매입할 것이며, 고용과 물가안정을 위해 매입규모와 속도를 조정할 것이라고 발표함.

그림 9. 2010년 중 미국 국채금리 추이



자료: Bloomberg.

■ 반면, 신흥국들은 건조한 경제성장과 물가상승 압력으로 인해 5월 호주를 시작으로 잇달아 기준금리를 인상함.

○ 2010년 중 기준금리 인상국은 호주, 뉴질랜드, 한국, 중국, 말레이시아, 태국, 인도, 대만, 캐나다, 브라질, 아르헨티나, 칠레, 터키, 노르웨이, 스웨덴 등임.

- 기준금리 인상에도 불구하고 상대적으로 강한 경기회복세로 인해 국제금융시장에서 신흥국 국채 수요가 크게 증가하여 채권금리는 하락하거나 상승폭이 제한됨.

○ 이에 따라 통화정책 운용상 어려움을 겪으면서 일부 신흥국들은 외국인 채권투자자금 유입에 규제방안을 도입함.

■ 한국은행은 2010년 7월 국내 경기상승세가 이어지고 하반기 이후 물가상승 압력이 점차 커질 것으로 예상하여 기준금리를 연 2.25%로 상향 조정함.

- 그러나 하반기에는 불확실한 대외환경과 경기회복 둔화 우려로 인해 기준금리를 동결함.

■ 다만 금리 인상에도 불구하고 시장금리는 원화강세를 기대하

는 외국인 투자자 유입 증가 등으로 인해 하락세가 지속됨.

- 국채 3년물의 공급부족 우려가 높아지면서 한때 통안채 1년물 금리보다 낮은 최저치 2.89%를 기록하기도 함.

그림 10. 2010년 중 우리나라 주요 채권금리 추이



자료: Bloomberg.

나. 2011년 전망

■ 주요 선진국은 2011년 경기회복세가 불투명함에 따라 상반기 중 기준금리를 인상하기 어려울 전망이다.

- 미국은 양적완화정책 시행 이후 일부 개선 조짐이 있지만, 높은 실업률(2010년 11월 현재 9.8%)과 주택시장 침체로 회복이 지연되고 있음.

○ 양적완화의 효과가 아직까지 불확실하며, 역사적으로도 그 효과 여부에 대한 평가가 회의적임.

○ 미국 FOMC 12월 의사록에 따르면, “경기회복세가 지속되고 있으나, 실업률을 하락시키기에는 부족하며, 이에 따라 저금리를 장기간(extended period) 유지할 것” 이라고 언급함.

- 유럽의 재정불안과 일본의 디플레이션 우려도 기준금리 정상화를 지연시킬 전망이다.

- 점진적 경기회복에 따라 금리 정상화가 이루어져야 채권금리도 점차 상승할 것으로 판단됨.

■ 반면, 신흥국은 인플레이션 압력으로 인해 기준금리 인상을 지속할 전망이다.

- IMF에 따르면, 2010년 신흥국의 물가상승률은 2010년 6.3%에 이어 2011년에는 5.2%를 기록할 전망이다.

- 특히 글로벌 유동성 확대에 의한 신흥국으로의 자본유입이 활발해 신흥국의 인플레이션 우려가 증대됨.

■ 2011년 우리나라도 물가상승 압력으로 인해 기준금리를 인상할 전망이다.

- 그러나 최근의 물가상승은 외부요인(기후요인에 의한 식품 가격 상승)에 의한 것으로 금리인상의 효과가 제한적일 것으로 판단되므로 인상폭은 크지 않을 것으로 보임.

■ 우리나라 국제금리는 기준금리 인상과 각종 규제 도입에 따른 외국인 수요 감소로 인해 상승할 것으로 보임.

- 규제 도입에 따라 최근의 외국인 채권수요의 주요인이었던 원/달러 환율의 하락폭도 크지 않을 것으로 보여, 외국인의 국제수요도 다소 둔화될 전망이다.

○ 최근 우리나라는 급격한 자본유출입 변동성을 완화하기 위해 선물환 포지션 규제, 외국인 채권투자 이자소득세 부활에 이어 2011년 은행의 외화부채에 대한 은행세 도입 계획을 발표함.

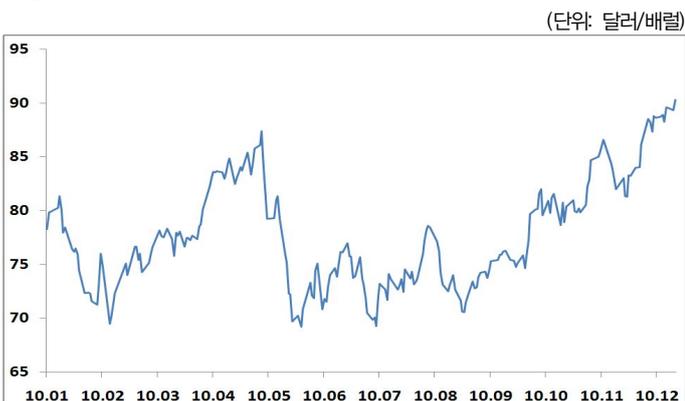
4. 원자재시장

가. 국제유가

■ 2010년 국제유가(두바이유 기준)는 연중 69~90달러 사이의 높은 변동성을 보였으며, 평균 유가는 78달러 수준임.

- 경기회복은 상승요인으로 작용했으나 유로지역의 재정위기 확산이 하락요인으로 작용함.

그림 11. 국제유가(두바이유) 추이



자료: 국제금융센터.

■ 점진적인 석유수요 회복, QE2로 인한 달러 유동성 증가는 2011년 유가상승 요인으로 주목됨.

- 국제에너지청(IEA)은 2011년 세계 원유공급이 증가(1.2%)하는 수요증가율(1.7%)에 미치지 못할 것으로 예측하고 있음.

○ 이에 따라 2010년 높은 수준이었던 재고량도 점차 소진될 것으로 전망됨.

- 글로벌 유동성의 확대는 달러 가치 하락 우려를 불러와 석유 및 상품 관련 투자 확대를 가져올 것으로 예상됨.

표 11. 세계 원유수급 전망

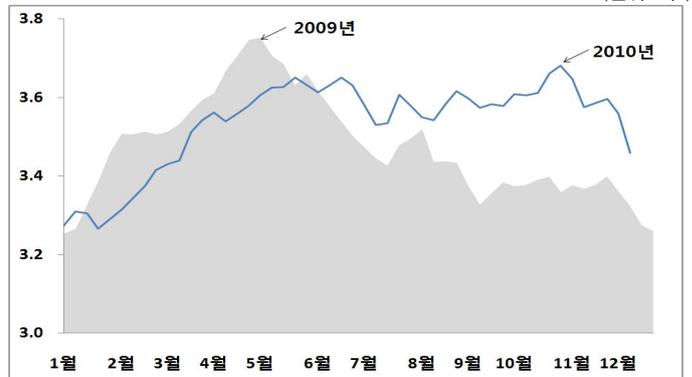
(단위: 백만 B/d)

구분	2010년(추정)	2011년(전망)	증가율
수요	86.3	87.8	1.7%
- OECD	45.7	45.7	0.0%
- 비OECD	40.7	42.1	3.4%
공급	86.3	87.3	1.2%
- OPEC	34.8	36.1	3.7%
- 비OPEC	51.5	51.2	-0.6%
수요-공급	0.0	+0.5	-

자료: IEA.

그림 12. 미국 원유 재고 추이

(단위: 억B)



자료: EIA.

■ 다만 풍부한 석유재고, 유럽 재정위기, 중국의 긴축정책, 선진국의 경제둔화 등이 상승 억제요인으로 작용할 수 있음.

- 예년 대비 높은 수준을 유지하고 있는 석유재고와 잉여생산능력을 고려하면 유가상승이 제한될 것으로 전망됨.

○ OPEC 잉여생산능력은 일간 약 500만 배럴을 유지하고 있음.

- 유럽 재정위기가 여전히 해소되지 않고 있어 2010년과 같이 유가 하락요인으로 작용할 수 있음.

- 신흥국은 금리인상을 단행하고 있으며, 특히 중국은 인플레이션 압력 증대로 금리를 추가 인상할 것으로 예상되어 원유 수요 증가세도 조절될 가능성이 존재함.

■ 이에 따라 2011년 연평균 국제유가(두바이유 기준)는 2010년 보다 상승한 약 80달러/배럴이 될 것으로 전망됨.

- 전반적인 수요확대와 경기회복기조 유지로 유럽의 재정위기, 중국의 긴축정책 등의 불안요인에도 불구하고 유가는 소폭의 상승세를 보일 것으로 전망됨.

- 다만, 불확실한 국제금융환경의 영향을 받아 유가의 변동성은 올해보다 클 것으로 전망됨.

나. 농산물

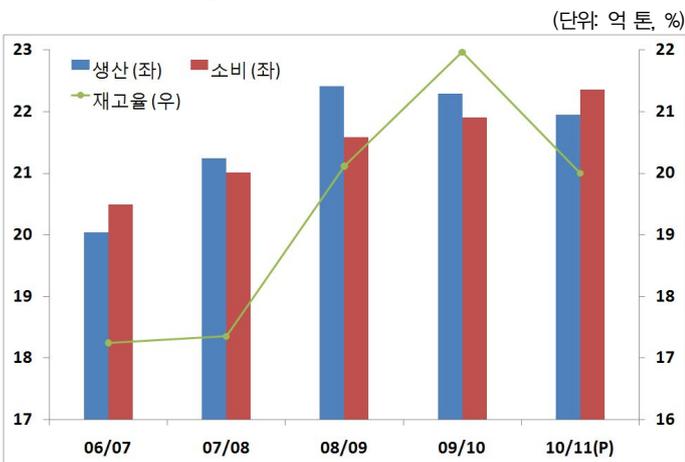
■ 국제 곡물수급 차질우려 확산과 투기자금 유입 확대 등으로 강세가 이어질 전망이다.

- 미 농무부(USDA)의 전망보고서(10월)에 따르면, 2010/2011년 세계 곡물 생산은 전년에 비해 감소(-1.5%)하는 데 반해 소비는 증가(2.1%)해 재고율이 감소(-8.9%)할 것으로 전망함.

- 또한 세계기상기구(WMO)에 따르면 2010년 라니냐 현상이 강한 패턴을 보일 것으로 예측되며, 이는 2011년의 농산물 작황에 부정적 영향을 미칠 것으로 전망됨.

- 수급차질 우려는 투기자금의 유입을 불러와 농산물가격 불안이 지속될 것으로 예상됨.

그림 13. 세계 곡물 생산 및 소비, 재고율



자료: USDA.

다. 금 및 비철금속

■ 구리 가격은 중국의 수요증가와 재고감소로 인해 상승할 것으로 전망되나, 알루미늄과 니켈은 펀더멘탈 약세로 인해 가격 상승이 제한될 것으로 전망됨.

- 세계 구리 소비 1위인 중국(38.8%, WBMS)의 성장률은 9%대에 달해 수요확대가 예상되며, 2011년에도 구리 가격 강세는 유지될 전망이다.

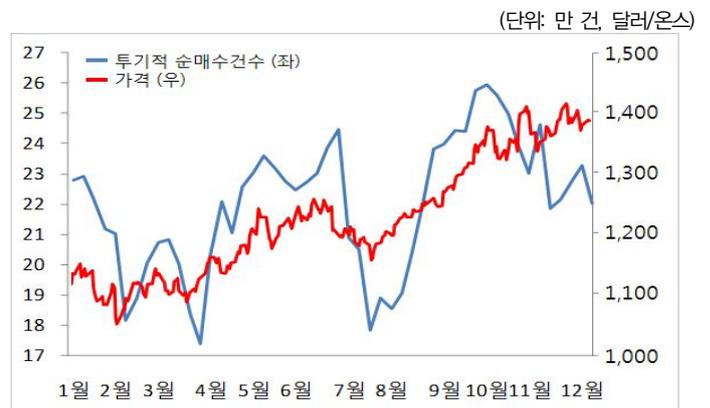
- 알루미늄 공급과잉과 높은 재고수준, 니켈 재고 증가추세로 경기회복으로 인한 수요확대에도 불구하고 가격상승세는 제한적일 것으로 전망됨.

■ 금 가격은 강세, 약세 요인이 공존하여 변동성이 확대될 전망이다.

- 2010년 금 가격은 지속적인 상승추세를 보였으나, 최근 금 가격의 버블 논란으로 투기자금이 줄어들고 있음.

- QE2의 영향, 유럽 재정위기 등 강세, 약세 요인이 공존하여 큰 폭의 변동성을 보일 것으로 예상됨.

그림 14. NYMEX 금 가격, 투기적 순매수 건수



자료: NYMEX.

5. 2011년 세계경제 성장률 전망

■ 2011년 세계경제 성장률은 연 평균 4.1%를 기록할 것으로 전망되며, 하반기로 갈수록 다소 높아질 것으로 기대됨.

- 선진국의 느린 회복세와 중국 등 신흥시장의 지속적 성장이라는 현 추세가 계속될 것으로 전망됨.

- 미국은 확장적 통화정책의 영향으로 더블딥 가능성이 크게

감소했으나, 높은 실업률과 부동산시장 부진으로 민간소비 회복에 계속 어려움을 겪을 것으로 예상된다.

- 유로지역의 경우 남유럽 등 재정불안이 심각한 지역은 재정 긴축과 소비부진으로 경기가 크게 위축되겠지만, 독일 등 수출강국은 투자 및 소비회복이 지속될 것으로 예상된다.
- 일본은 수출증가세 둔화와 디플레이션 우려가 부담으로 작용하여 1% 내외의 성장에 그칠 것으로 전망됨.

연구진

* 국번: (02) 3460

- 박복영 국제거시금융실장(bypark@kiep.go.kr, Tel: 1149)
- 허인 국제금융팀장(ihuh@kiep.go.kr, Tel: 1183)
- 박영준 국제거시팀장(yjpark@kiep.go.kr, Tel: 1109)
- 이동은 국제거시팀 부연구위원(derhee@kiep.go.kr, Tel: 1151)
- 안지연 국제금융팀 부연구위원(jyan@kiep.go.kr, Tel: 1141)
- 오승환 국제거시팀 전문연구원(ohsh@kiep.go.kr, Tel: 1228)
- 양다영 국제금융팀 연구원(dyyang@kiep.go.kr, Tel: 1223)
- 강은정 국제금융팀 연구원(ejkang@kiep.go.kr, Tel: 1187)

표 12. 세계 국가별·지역별 경제성장률 전망

(단위: %)

전망기관 (발표시기)	OECD (2010. 11)		IMF (2010. 10)		KIEP (2010. 12)	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
세계*	4.6	4.2	4.8	4.2	4.3	4.1
선진국*	2.8	2.3	2.7	2.2	2.4	1.8
미 국	2.7	2.2	2.6	2.3	2.7	2.2
유로지역	1.7	1.7	1.7	1.5	1.7	1.6
- 독일	3.5	2.5	3.3	2.0	3.2	2.5
- 프랑스	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
영 국	1.8	1.7	1.7	2.0	1.6	1.9
일 본	3.7	1.7	2.8	1.5	3.5	1.0
신흥국*	-	-	7.1	6.4	7.0	6.7
중 국	10.5	9.7	10.5	9.6	10.1	9.0
러시아	3.7	4.2	4.0	4.3	4.0	4.0
브라질	7.5	4.3	7.5	4.1	7.5	4.5
인 도	9.1	8.5	9.7	8.4	8.6	8.5
ASEAN	-	-	7.7	5.3	7.5	5.3
중남미	-	-	5.7	4.0	5.4	4.2
중 동	-	-	4.1	5.1	4.0	5.0

주 * 세계, 선진국, 신흥국의 평균성장률은 PPP 환율을 적용하여 계산하였으며, 시장환율을 적용할 경우 각각 3.5%, 1.7%, 6.0%임.

- 중국은 물가 및 부동산 가격안정을 위해 유동성 흡수를 계속 추진하겠지만, 국내 투자확대 및 내수촉진으로 9% 내외의 성장률을 달성할 것으로 전망됨.
- 인도와 ASEAN 등 아시아 신흥국은 견조한 성장세를 유지할 것으로 전망되며, ASEAN의 경우 기초효과 소멸과 수출증가세 둔화로 성장률은 다소 하락할 것으로 전망됨.
- 러시아, 중동, 브라질 등 자원보유 신흥국들은 석유 및 원자재 가격의 상승에 힘입어 4~5%의 성장률을 기록할 것으로 전망됨.