nabo Economic Trends & Issue

경제동향 & 이슈

2017년 2월호 통권 제52호

CONTENTS

Ⅰ. 경제동향
Ⅱ. 2016년 우리나라 경제성장의 특징
Ⅲ. 중국의 최근 기업부채 현황과 잠재적 위험 요인
Ⅳ. 최근 환율 변동성 확대요인 분석

국회예산정책처
National Assembly Budget Office

nabo Economic Trends & Issue

경제동향 & 이슈

2017년 2월호 통권 제52호

Contents

Ⅰ. 경제동향 4

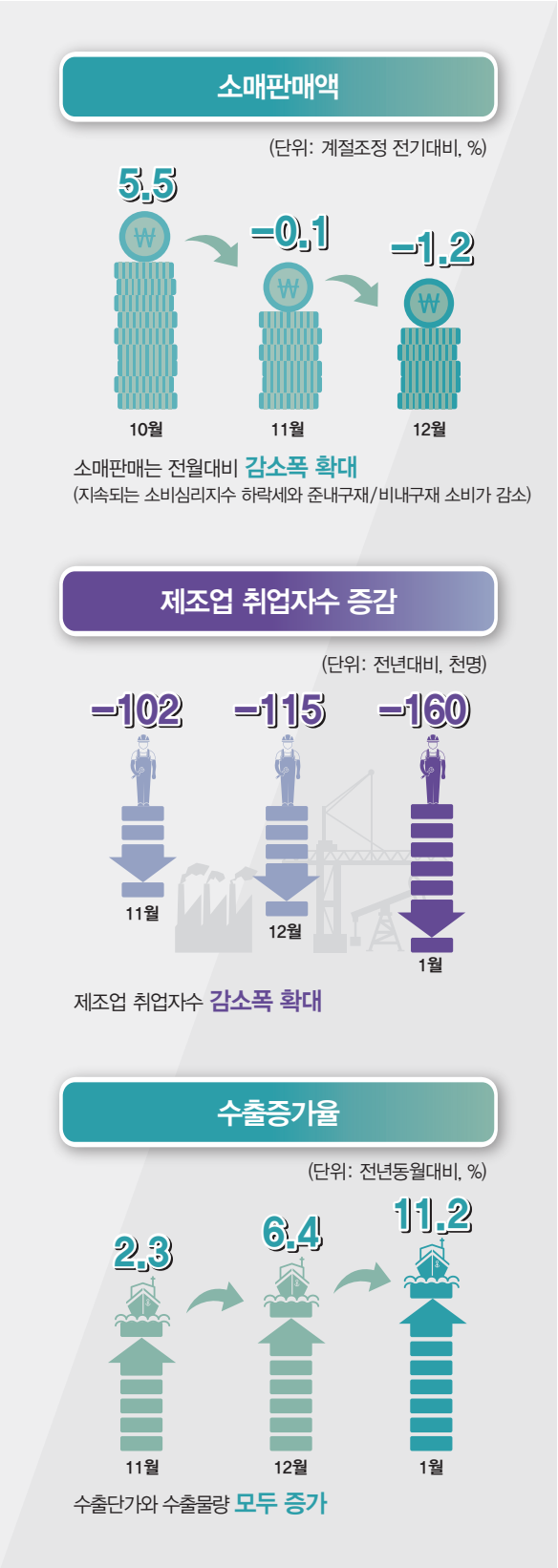
Ⅱ. 2016년 우리나라 경제성장의 특징 16

Ⅲ. 중국의 최근 기업부채 현황과 잠재적 위험 요인 26

Ⅳ. 최근 환율 변동성 확대요인 분석 37

국회예산정책처
National Assembly Budget Office

Ⅰ. 경제동향



경제분석실
거시경제분석과

연락처
788-4657

최근 우리경제는 수출이 증가세를 보이고 있으나 소비자심리지수 하락, 제조업 취업자수 감소세 지속 등으로 소비부진이 심화되는 모습

[표 1] 주요 거시경제지표

(단위: 전년동기대비 증가율, %)

	2015	2016	2016						2017
	연간	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	11월	12월	1월
전산업생산	1.7	3.1	2.3 (0.1)	3.6 (1.5)	3.2 (0.9)	3.4 (0.2)	4.9 (1.8)	3.3 (0.0)	–
광공업생산	–0.6	1.0	–0.2 (–0.6)	1.0 (1.0)	0.6 (0.6)	2.7 (0.6)	5.3 (3.6)	4.3 (–0.5)	–
서비스업생산	2.8	3.0	2.8 (–0.2)	3.7 (1.6)	3.6 (0.8)	2.1 (–0.3)	2.7 (0.3)	1.7 (0.3)	–
소매판매액	3.9	4.1	4.6 (–1.0)	6.2 (2.8)	3.6 (–1.7)	2.4 (2.5)	3.2 (–0.1)	1.6 (–1.2)	–
설비투자지수	6.3	–1.3	–7.2 (–8.8)	0.8 (6.4)	–4.9 (–1.5)	5.6 (8.6)	10.4 (5.9)	10.0 (3.4)	–
건설기성액(불변)	2.3	17.5	14.8 (9.4)	19.2 (2.3)	17.1 (4.5)	18.3 (1.1)	25.9 (6.4)	12.8 (–1.8)	–
수출(통관)	–8.0	–5.9	–13.6	–6.7	–5.0	1.8	2.3	6.4	11.2
수입(통관)	–16.9	–7.0	–16.1	–10.1	–5.1	4.0	9.3	8.0	18.6
경상수지(억달러)	1,059.4	986.8	253.5	263.4	215.1	254.8	88.9	78.7	–
실업률	3.6	3.8	4.3	3.8	3.6	3.2	3.1	3.2	3.8
취업자수(천명)	337	289	287	289	318	302	339	289	243
소비자물가	0.7	1.0	1.0	0.9	0.7	1.5	1.5	1.3	2.0
원/달러환율	1,131	1,160	1,202	1,163	1,120	1,159	1,163	1,183	1,182
국고채금리(3년)	1.79	1.44	1.53	1.42	1.26	1.55	1.61	1.69	1.64

주: 1) ( )안은 전기대비 증가율
2) 국고채 수익률, 원/달러 환율은 기간 평균 기준

자료: 통계청, 한국은행, 산업통상자원부

전산업생산은 광공업생산이 감소하였으나, 서비스업생산이 증가하여 전월대비 보합수준

⊙ 12월 중 광공업생산은 자동차파업 종료로 크게 증가했었던 11월(3.6%)의 높은 증가율에 대한 기저효과가 크게 작용하고 제조업, 전기 · 가스 · 수도사업, 광업에서 모두 줄어 전월대비 0.5% 감소

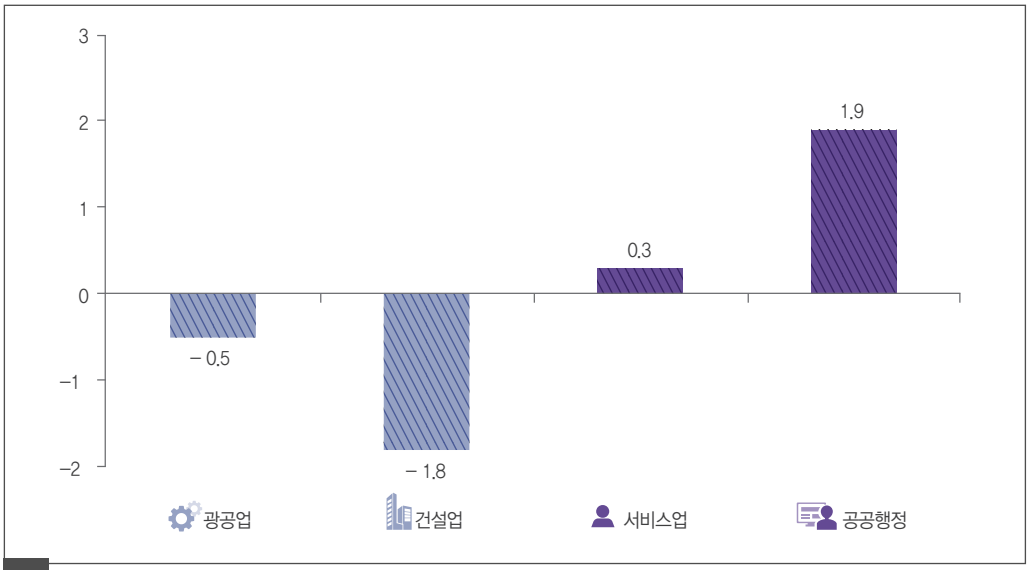
– 제조업생산의 경우 석유정제(6.0%), 반도체(2.3%) 등에서 증가하였으나, 전자부품(–5.5%), 금속가공(–5.5%), 기타운송장비(–6.2%) 등에서 감소

– 제조업 평균가동률은 전월(73.8%)보다 낮아진 73.0%를 나타내어 생산 활동 부진이 지속되고 있음을 반영

⊙ 서비스업생산은 금융 · 보험(–0.8%), 부동산 · 임대(–2.4%) 등에서 감소하였으나, 출판 · 영상 · 방송통신 · 정보(5.6%), 전문 · 과학 · 기술(3.4%) 등이 늘어 전월에 비해 0.3% 증가

[그림 1] 산업별 생산지수(전월비 증감)

(단위: 전기대비, %)



자료: 통계청

⊙ 12월 중 동행지수순환변동치와 선행지수순환변동치는 각각 100.9와 101.1로 전월보다 0.2p와 0.1p 소폭 증가

소매판매는 소비심리지수 하락세가 지속되는 가운데 준내구재와 비내구재 소비가 감소하며 전월대비 감소폭이 확대

⊙ 12월 중 소매판매는 내구재(1.0%)가 증가했으나, 준내구재(–4.2%)와 비내구재(–1.2%) 판매가 부진한 모습을 나타내며 전월대비 1.2% 감소

– 준내구재는 의복, 신발 및 가방 등의 판매 부진으로 2016년 중 전월대비 증가율이 최대 감소를 기록

– 비내구재는 신선식품을 중심으로 한 음식료품 가격 상승이 소비 감소에 영향을 준 것으로 판단

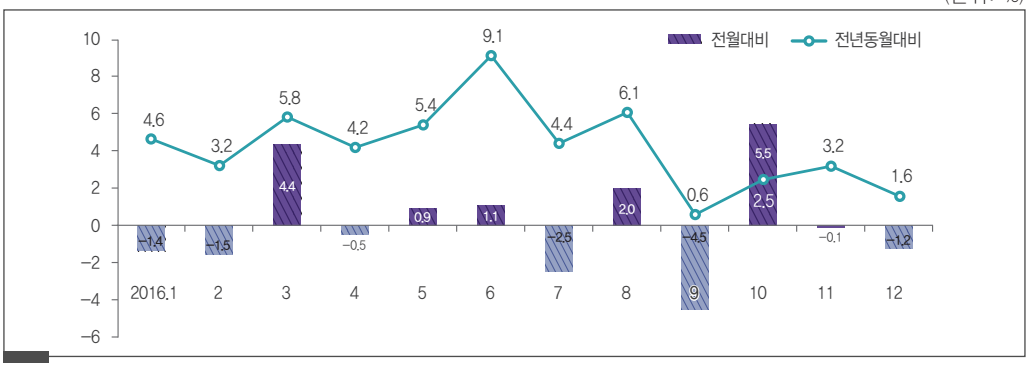
– 12월 중 물가상승률(전월대비,%): 신선과실(5.1%), 신선채소(3.4%), 농축수산물(1.8%)

⊙ 2017년 1월 중 소비자심리지수는 대출금리 상승, 고용여건 악화, 대내외 불확실성 요인 등으로 글로벌 금융위기 직후('09.4월 94.2)보다 낮은 93.3을 기록

– 소비자심리지수: ('16.11월)95.7 → (12월)94.1 → ('17.1월)93.3

[그림 2] 소매판매지수 증가율 추이

(단위: %)



자료: 통계청

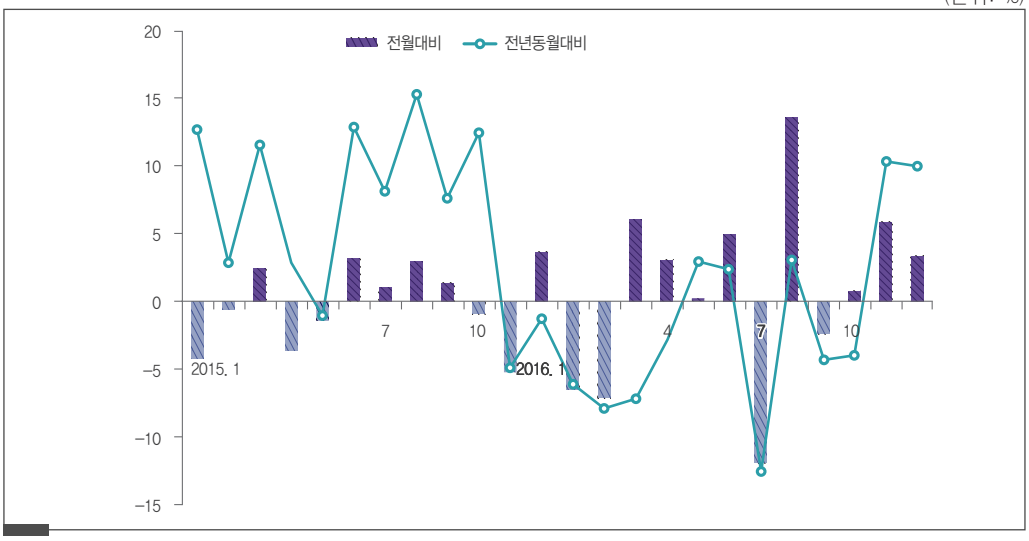
설비투자는 기계류 투자가 견실한 증가세를 보이고 설비투자선행지표의 증가세가 확대되는 등 전분기의 부진에서 점차 벗어나는 모습

⊙ 12월 중 설비투자지수(전월대비)는 운송장비류 투자가 자동차(−13.0%) 부진으로 전월과 동일하였으나, 기계류 투자가 일반기계류(10.1%)와 정밀기기(2.3%)를 중심으로 5.1% 증가하여 전체적으로는 3개월 연속 증가세를 유지

- 설비투자추계지수(전분기대비,%): ('16.2/4)6.4 → (3/4)−1.5 → (4/4)8.6
- 기계류(전월대비,%): ('16.10월)−2.0 → (11월)7.0 → (12월)5.1
- 운송장비(전월대비,%): ('16.10월)8.7 → (11월)2.0 → (12월)0.0

[그림 3] 설비투자추계지수

(단위: %)



자료: 통계청

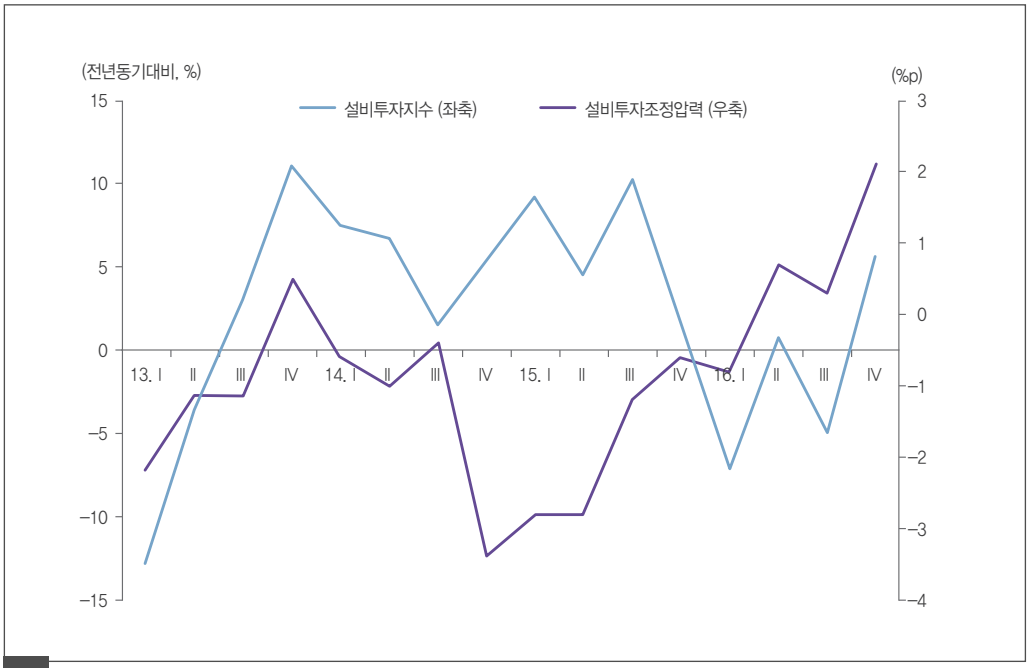
⊙ 설비투자선행지표인 국내기계수주와 기계류내수출하가 전월에 비해 증가세가 확대되고 설비투자 조정압력도 3분기연속 플러스(+)를 기록하는 등 향후 설비투자의 개선 가능성을 시사

- 국내기계수주(전월대비,%): ('16.10월)−10.4 → (11월)22.4 → (12월)32.9
- 기계류 내수출하(전월대비,%): ('16.10월)0.6 → (11월)1.9 → (12월)5.2
- 제조업설비투자조정압력(%p): ('16.2/4)0.7 → (3/4)0.3 → (4/4)2.1

⊙ 다만 여전히 낮은 제조업평균가동률 수준과 대내외 불확실성 등은 투자확대를 제약하는 요인

- 제조업 평균가동률(%): ('16.10월)70.8 → (11월)73.8 → (12월)73.0

[그림 4] 설비투자조정압력



자료: 통계청

설비투자조정압력은 제조업 생산증가율과 생산능력증가율의 차이로 계산되며 생산증가율이 생산능력증가율을 초과하여 플러스(+)를 기록할 경우 생산설비 확장을 위한 설비투자조정압력으로 작용한다고 해석함. 향후 설비투자증감의 선행지표로 널리 활용되지만 전체 실질설비투자의 45.7%(2015년 기준)를 차지하는 서비스업을 포함하지 않고 있다는 한계가 있음.

⊙ 한편, 2016년 연간 실질설비투자(국민계정 속보치)는 전년대비 2.4% 감소하였으나 4/4분기 중 전기대비 6.3%(전년동분기대비 1.5%) 증가하였고 전년동기비로는 3분기 연속 감소세에서 증가로 전환되어 투자부진이 완화

[표 2] 설비투자(국민계정)

(단위: %)

	2014	2015	2016				
			연간	1/4	2/4	3/4	4/4
설비투자 (계절조정전기대비)	6.0	5.3	−2.4	−4.5 (−7.4)	−2.7 (2.8)	−4.2 (0.2)	1.5 (6.3)

자료: 한국은행

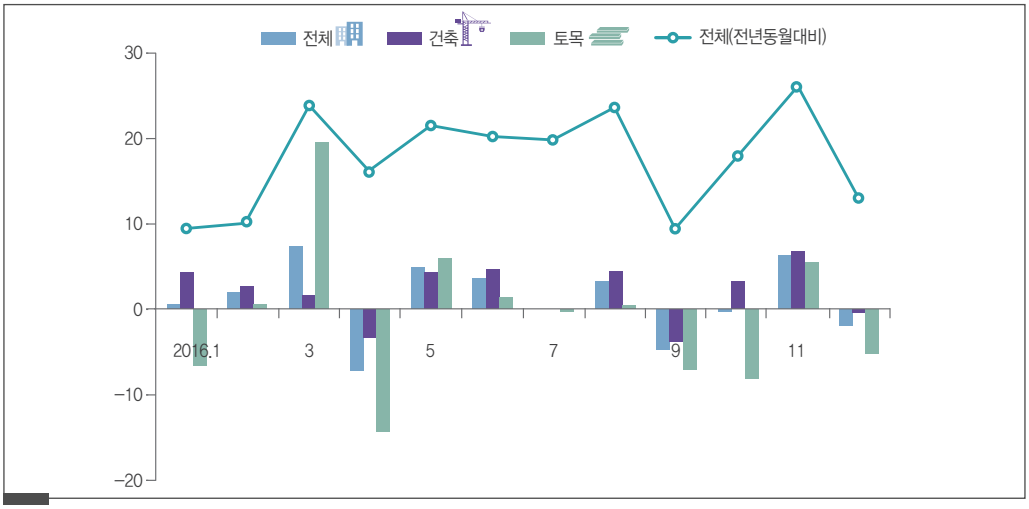
건설투자는 토목부문을 중심으로 전월에 비해 감소한 모습을 보였으나 전년동월대비로는 여전히 높은 증가율을 시현하는 등 양호한 수준

⊙ 12월 중 건설기성액(불변)은 건축부문과 토목부문이 모두 감소하면서 전월대비 1.8% 감소

- 건축부문은 주택, 사무실의 공사실적 부진으로 전월대비 0.5% 감소, 토목부문은 5.1% 감소
- 12월 중 건설기성액 감소는 전월(11월 6.3%)의 큰 폭 증가에 따른 기술적 반락효과가 크게 작용한 측면이 강함.

[그림 5] 건설기성액 증가율 추이

(단위: %)



주: 선그래프는 전년동월대비 증가율, 막대그래프는 전월대비 증가율

자료: 통계청

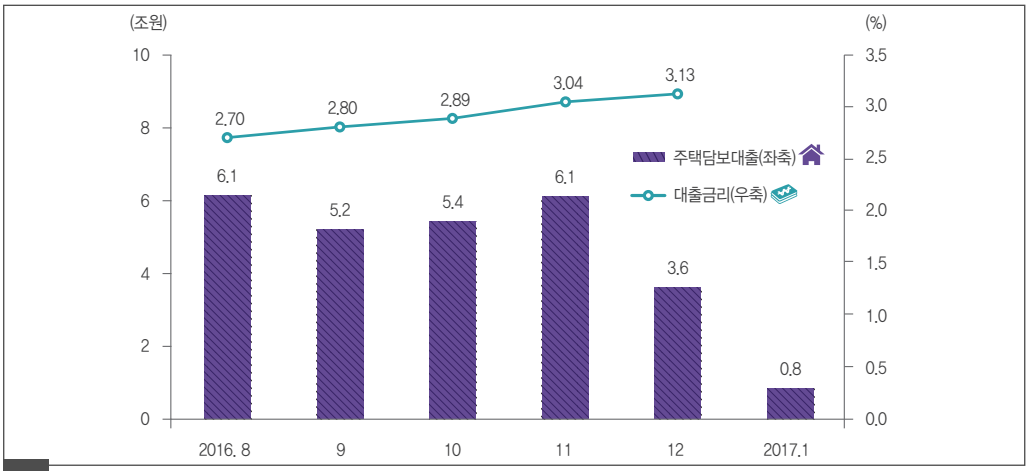
⊙ 비록 12월 중 건설기성액이 전월대비 감소하였으나, 주요 건설투자지표들은 여전히 두 자릿수의 전년동월대비 증가율을 지속하는 등 건설투자는 양호한 수준으로 평가

- 12월 중 건설기성액(불변), 주택투자(경상), 주택수주액(경상)은 전년동월대비 각각 12.8%, 40.2%, 95.6%의 높은 증가율을 시현
- 특히, 주택수주액의 경우 아파트건설사들이 향후 주택경기 둔화에 대한 우려와 2017년말 재건축 초과이익환수제 유예 종료 등을 앞두고 분양을 서두르면서 큰 폭으로 증가

⊙ 향후 건설투자는 점차 둔화되는 양상을 보일 것으로 예상

- 은행들이 2017년부터 주택대출에 대해 채무상환비율(DSR)을 적용하는 등 가계대출심사를 강화하였고, 그 결과 2017년 1월 예금은행 주택담보대출액이 큰 폭으로 둔화('16년 12월 3.6천억원 → '17년 1월 8천억원)
- 또한 주택담보대출금리가 상승하여 가계의 대출부담이 가중

[그림 6] 은행 주택담보대출 증감 및 대출금리 추이



자료: 한국은행

수출은 수출단가와 수출물량이 모두 증가하면서 2013년 이후 처음으로 두 자릿수의 높은 증가율을 시현

⊙ 1월 중 수출은 조업일수가 전년에 비해 1일 부족했음에도 불구하고 수출 단가 및 물량이 모두 증가한 데 힘입어 2013년 1월(10.9%) 이후 처음으로 두 자릿수의 높은 증가율을 기록하며 11.2% 증가

- 수출단가(%): ('16.10월)0.3 → (11월)−0.9 → (12월)10.0 → ('17.1월)5.7
- 수출물량(%): ('16.10월)−3.4 → (11월)3.3 → (12월)−3.3 → ('17.1월)5.2

⊙ 품목별로는 국제유가 상승과 수출단가 개선의 수혜를 입은 석유제품(67.4%), 반도체(41.6%) 등이 높은 증가율을 보이는 등 13대 주력 수출품목 중 8개 품목이 증가

- 반면, 선박(−17.5%), 무선통신기기(−17.0%), 가전(−16.1%), 자동차(−4.7%) 등은 감소세를 지속하며 부진

13대 주력 수출 품목은 선박류, 무선통신기기, 일반기계, 석유화학, 철강제품, 반도체, 자동차, 석유제품, 평판디스플레이, 섬유류, 가전, 자동차부품, 컴퓨터 등이며, 2016년 기준으로 전체 수출액에서 반도체 12.6%, 일반기계 9.2%, 자동차 8.2% 순으로 높은 비중을 차지

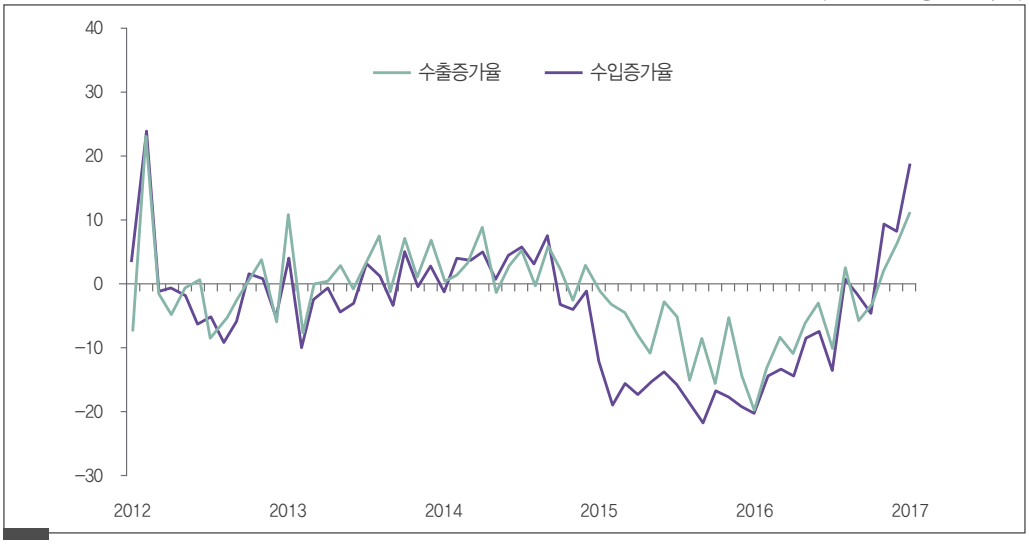
⊙ 지역별로는 우리나라의 최대 교역상대국인 중국으로의 수출이 3개월 연속 증가하는 등 대신흥국 수출과 일본, EU 등 대선진국 수출이 증가

- 중국(13.5%), 베트남(40.7%), 인도(27.1%), 아세안(19.2%), 일본(19.2%), EU(13.4%)
- 반면, 중남미(-6.1%), 미국(-1.8%)으로의 수출은 감소

⊙ 2월 중 대외 수출은 전년동월에 비해 통관일수가 2일이나 많은 점과 중국 등 주요국 경제지표의 개선 등을 고려해 볼 때 높은 수출증가율이 이어질 것으로 예상

[그림 7] 수출입 증가율 추이

(단위: 전년동월대비, %)



자료: 산업통상자원부

⊙ 1월 중 수입은 2016년 11월 이후 3개월 연속 증가하며 전년동월대비 18.6%의 높은 증가율을 기록

- 이는 국제유가 상승에 따른 원유수입액 증가, 주력산업의 선제적 투자 확대로 반도체 제조용 장비 등 원자재와 자본재 수입증대에 주로 기인
- 원유수입액(억 달러): ('16.1월)27.0 → ('17.1월)49.0

⊙ 무역수지는 1월 중 32억 달러로 2012년 2월 이후 60개월 연속 흑자행진을 이어갔으나, 흑자규모는 수입증가율(18.6%)이 수출증가율(11.2%)을 큰 폭 상회하면서 2016년 월평균 75억 달러 수준 대비 절반이하로 축소

경상수지는 12월 중 전월보다 흑자 폭이 축소된 78.7억 달러를 나타내었으며, 연간으로는 986.8억 달러 흑자를 기록

⊙ 상품수지는 수입증가율(9.2%)과 수출증가율(3.3%) 갭이 확대된 영향으로 흑자 규모가 전월(104.3억 달러)보다 축소된 94.3억 달러를 시현

⊙ 서비스수지는 여행수지가 악화되었으나 건설수지 개선에 힘입어 전월(–17.4억 달러)에 비해 적자폭이 축소된 –7.9억 달러를 보임.

⊙ 한편, 2016년 연간 경상수지는 2015년(1,059.4억달러)보다 흑자규모는 축소되었으나 역대 두 번째, GDP대비 7%를 상회하는 큰 폭의 흑자를 기록

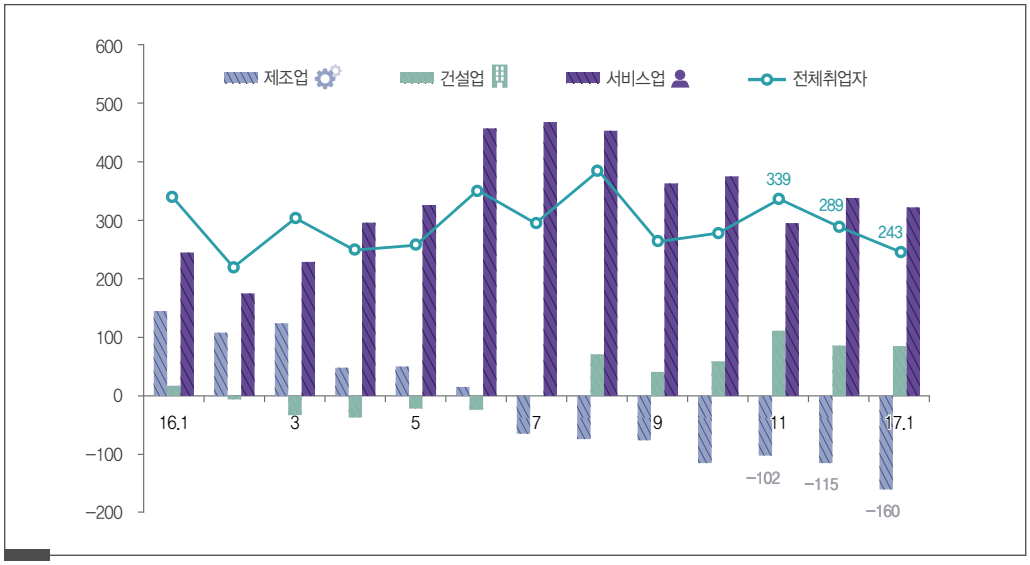
노동시장에서는 제조업 취업자수 감소폭이 확대되면서 전체 고용증가폭은 축소되고 임시직 근로자를 중심으로 고용여건이 취약해지는 상황

⊙ 1월 중 전체 취업자수는 제조업에서 감소세가 7개월째 지속되고 서비스업의 숙박 및 음식점업에서 증가폭이 축소되면서 전년동월대비 24.3만명 증가에 그침.

- 산업별 취업자수 증감(만명): 비농림어업 25.2(제조업 –16.0, 건설업 8.5, 서비스업 32.2), 농림어업 –0.9
- 특히 제조업 취업자수는 구조조정 여파, 장기간의 저조한 평균가동률 등의 영향으로 지난 글로벌 금융위기 기간 중인 2009년 7월 17.3만명 감소한 이후 최대 감소폭 기록
- 서비스업에서는 숙박 및 음식점업의 증가폭이 전월(11.3만)에 비해 축소(7.4만) 되었지만 교육서비스업(6.9), 보건 및 사회복지서비스업(6.3) 등에서 증가하여 32.2만명 증가
- 건설업의 취업자수는 건설경기의 호조세를 반영하여 지난 하반기 이후 증가세로 전환되어 최근 3개월 간 월평균 9.4만명 증가

[그림 8] 산업별 취업자 증감 추이

(단위: 전년동월대비, 천명)



자료: 통계청

⊙ 비임금근로자는 자영업자의 증가폭이 지난 8월 이후 지속적으로 확대되어 17만명 증가하였지만 임금근로자는 제조업 불황의 여파로 임시직의 감소폭이 확대되며 증가폭이 7.4만명으로 크게 둔화

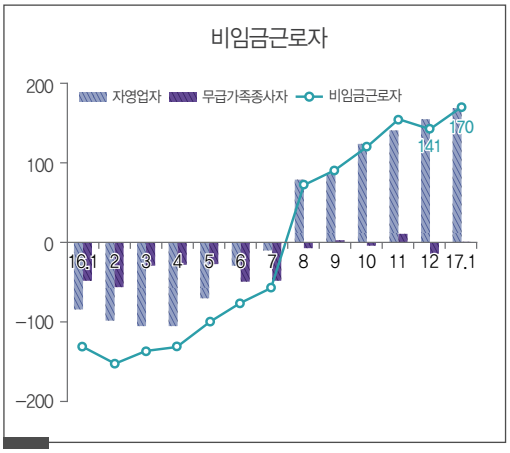
- 자영업자(전년대비, 만명): ('16.11월)14.1 → (12월)15.5 → ('17.1월)16.9
- 임시직 임금근로자(전년대비, 만명): ('16.11월)−14.7 → (12월)−10.5 → ('17.1월)−18.2

⊙ 전체 실업률은 3.8%로 전년동월에 비해 0.1%p 상승하였고 청년실업률은 8.6%로 0.9%p 하락

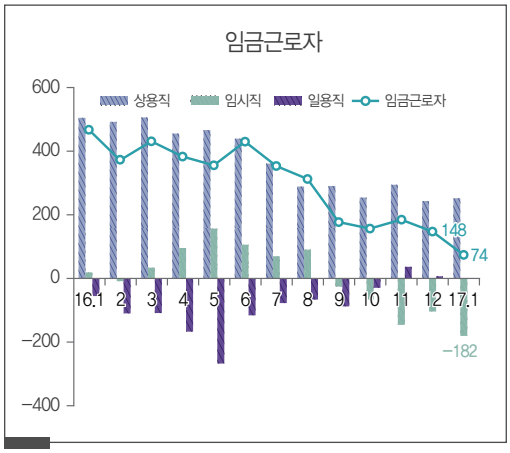
- 전체 실업률(전년대비, %p): ('16.11월)0.0 → (12월)0.0 → ('17.1월)0.1
- 청년실업률(전년대비, %p): ('16.11월)0.1 → (12월)0.0 → ('17.1월)−0.9

[그림 9] 종사상지위별 취업자증감 추이

(단위: 전년대비, 천명)



(단위: 전년대비, 천명)



자료: 통계청

소비자물가는 전기 · 수도 · 가스 가격하락에도 불구하고 농축수산물 가격상승이 이어지면서 전월에 비해 큰 폭으로 상승

⊙ 1월 중 소비자물가상승률은 전년동월대비 2.0%를 나타내어 전월보다 0.7%p 상승

- 조류독감의 영향으로 달걀값이 폭등(61.9%)하고 채소 등 신선식품 가격이 상승(12.0%)하면서 농축수산물은 전년동월대비 8.5% 상승
- 2016년 12월부터 소급 적용된 전기요금 개편으로 인해 전기 · 수도 · 가스는 전년동월대비 8.3% 하락

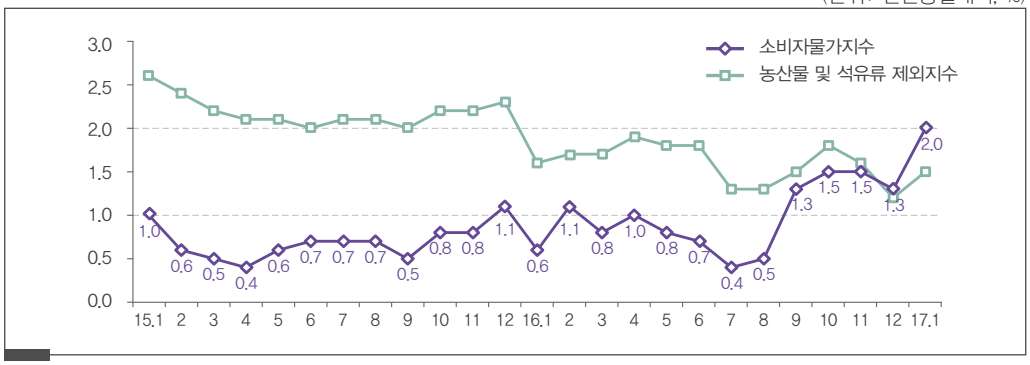
⊙ 농산물 및 석유류를 제외한 근원물가지수는 전년동월대비 1.5% 상승하여 소비자물가지수보다 낮은 수준을 기록

- 이는 1월 중 원유가격(3개 유종 평균)이 전년동월대비 78.6% 증가한 영향으로 에너지 가격의 상승, 농축산물 가격 상승에 기인
- 근원물가상승률이 2개월 연속 소비자물가상승률을 하회한 것은 2013년 이후 처음

⊙ 한편 1월 중 수입물가지수는 국제유가 및 원/달러 환율 상승 등의 영향으로 전월대비 2.1%, 전년동월대비 13.2% 상승함에 따라 시차를 두고 국내 소비자물가상승률을 높이는 요인으로 작용할 전망

[그림 10] 소비자물가지수 상승률 추이

(단위: 전년동월대비, %)



자료: 통계청

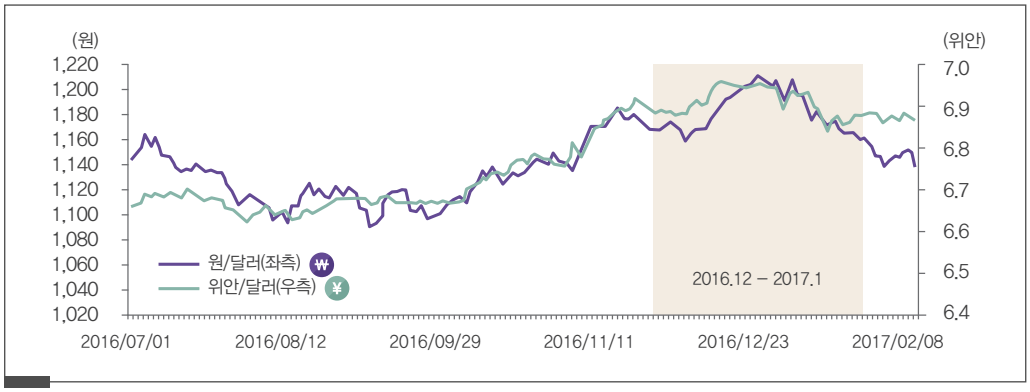
원/달러 환율은 하락세를 보이는 가운데 월 평균으로는 전월과 비슷한 수준으로 높은 변동성을 시현

⊙ '17년 1월 원/달러 환율은 월평균 1,182원으로 전월(1,183원)과 비슷한 수준을 나타냄.

⊙ 원/달러 환율은 '16.12월 28일 달러당 1,210원까지 상승하였으나 '17년 1월 들어 급락하는 양상을 보이며 26일 현재 1,159원을 나타냄.

– 원/달러 환율의 월 중 최대 변동폭(최대값과 최소값의 차)은 작년 12월 52원, 올해 1월 49원 등 이전보다 크게 확대

[그림 11] 원/달러 및 위안/달러 추이



자료: 국제금융센터

⊙ 올해 들어 원/달러 환율은 트럼프 신행정부의 정책적 불확실성과 달러화 강세에 대한 경계심 표명, 연준의장의 점진적인 금리인상 시사 발언 등으로 중국 위안화 등 여타 아시아 통화와 함께 동반 하락

– 엔/달러 환율: ('16.10월)103.8 → (11월)108.2 → (12월)116.0 → ('17.1월)115.1

– 위안/달러 환율: ('16.10월)6.74 → (11월)6.86 → (12월)6.93 → ('17.1월)6.90

⊙ 국내정치 불안으로 주춤했던 외국인투자자가 작년 12월에 이어 올해 1월에도 국내증권에 대한 순매수를 이어가면서 원/달러 환율 하락을 유인

– 외국인 국내증권 순매수(조원): ('16.11월)-1.2 → (12월)3.1 → ('17.1월)4.0

⊙ 당분간 높은 환율 변동성이 유지될 가능성

– 미 연준의 추가 금리인상 예정이 달러화 강세요인이나, 트럼프 미대통령의 달러화 강세에 대한 경계심, 주요 아시아 국가들에 대한 환율조작국 지정 여부(4월) 등으로 외환 · 금융시장 불안심리는 지속될 것으로 예상

국고채금리(3년 만기)는 미국 금리 하락, 외국인 자금 재유입 등으로 월간 기준으로 6개월 만에 하락

⊙ 1월 중 국고채금리(3년 만기)는 월평균 1.64%를 기록하여 전월(1.69%)에 비해 0.05%p 하락

– 국고채금리는 '16.7월 1.22% 이후 지속적인 상승세를 보였으나 '17.1월 중 6개월 만에 하락

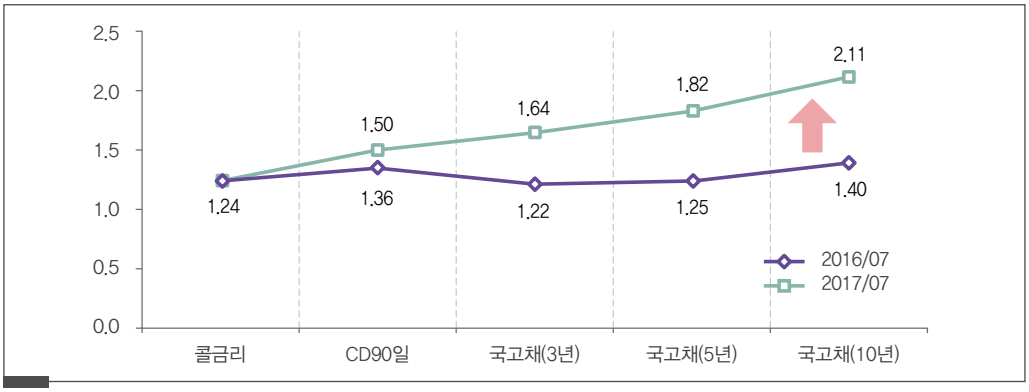
⊙ 이는 미국 금리가 다소 하락하고, 채권참가자들 간에 국제적 달러화 강세로 야기되었던 심리적 불안감이 완화되면서 외국인자금이 국내로 재 유입된 데 기인

– 미국 국채금리(10년 만기,%): ('16.11월)2.151 → (12월)2.492 → ('17.1월)2.425

⊙ 한편 지난 6개월 간 금리상승 기간에 장기금리가 다소 큰 폭으로 상승하면서 지나치게 수평적(장기금리가 단기금리에 비해 유사하거나 낮은 수준)이었던 수익률곡선이 점차 정상화되는 모습

[그림 12] 수익률곡선의 점진적 정상화

(단위: %)



자료: 한국은행

⊙ 신용스프레드(회사채(3년)금리와 국고채(3년)금리의 차)는 고신용등급채권(AA-)에 비해 저신용등급채권(BBB-)에서 확대되고 있어 국내외 금융시장 불안의 영향으로 저신용기업이 자금조달에 어려움이 가중

– 고신용등급채권(AA-): ('16.12월) 0.47%p → ('17.1월) 0.46%p

– 저신용등급채권(BBB-): ('16.12월) 6.59%p → ('17.1월) 6.64%p

Ⅱ

2016년 우리나라 경제성장의 특징

경제분석실 경제정책분석과 **박승호 경제분석관** 연락처 **788-4653**

2016년 국내경제는 2.7%의 실질성장률을 기록

⊙ 지출측면에서 건설투자, 정부소비가 높은 성장률을 보이며 성장을 주도한 반면, 설비투자와 수출 등은 부진

⊙ 경제활동별로는 건설업, 전기가스 및 수도업이 높은 성장세를 보인 반면, 우리나라의 주력산업인 제조업 등은 회복세가 미진

– 2016년 제조업은 직전 5개년 평균성장률 3.5% 절반에도 미치지 못하는 1.7%의 증가율 기록

2016년 우리나라 경제는 경제성장의 정부정책 의존도 심화, 수출주도형 경제성장의 한계 부각, 미래 대응형 투자 위축 등의 특징을 시현

⊙ 2016년 우리나라 경제는 정부소비와 부동산 부양 정책 등이 성장을 견인

– 경제성장 중 정부소비와 건설투자의 성장기여율이 50%를 상회

⊙ 경제성장에서 순수출의 기여도가 2년 연속 마이너스를 기록하는 등 기존 우리나라의 수출주도형 성장이 어려움에 직면

– 2016년 순수출의 성장기여도가 -0.5%p를 기록한 가운데 전세계적으로 보호무역주의가 확대되는 등 수출여건도 악화

⊙ 2016년은 주력 제조업의 성장둔화가 지속된 가운데 설비투자, 지식재산생산물 투자가 부진해 미래 성장기반 및 산업경쟁력이 약화될 우려

우리나라 경제의 성장기반을 마련하기 위해 정부와 민간간, 수출과 내수간, 현재와 미래 투자간 균형회복이 필요

⊙ 정부와 민간간 성장균형 회복을 위해 정부의 지출 및 경제정책이 민간부문 가계소비 및 기업의 투자 활성화로 연결되도록 노력을 경주할 필요

⊙ 기업의 연구개발 및 설비투자 활성화를 지원하는 한편, 고성장 · 고부가가치 신기술의 사업화가 신속하게 진행될 수 있도록 기반을 마련할 필요

⊙ 수출주도형 경제성장이 한계를 보일 전망이나 통신기기 등 주력 산업의 수출의존도, 내수시장 규모 등 고려시 수출 증대 노력은 지속될 필요

– FTA 효과적 활용, 보호무역조치에 대한 대응안 마련 등 적극적 대응전략을 모색할 필요

01

2016년 경제성장률 주요 내용

2016년 실질 국내총생산(GDP)은 2년 연속 2%대 성장률을 기록하는 등 경제전반의 회복세는 미약

⊙ 국내총생산(GDP)은 전년대비 2.7% 성장하며 전년(2.6%)에 비해 성장률이 소폭 높아졌으나, 2014년 3.3% 이후 2년 연속 2%대 성장

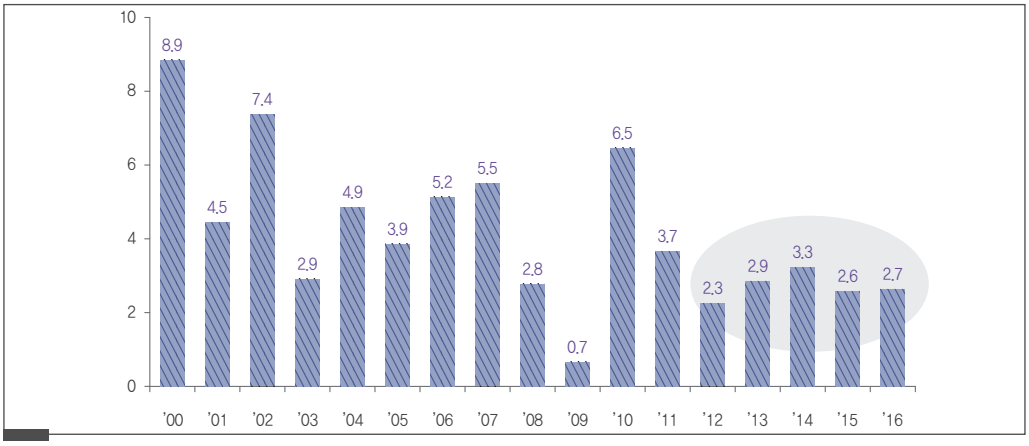
– 연간 실질경제성장률(%): ('13)2.9 → ('14)3.3 → ('15)2.6 → ('16)2.7

⊙ 특히 2016년 전기대비 분기별 경제성장률이 지속적으로 하락세를 보인 가운데 4/4분기는 6분기만 가장 낮은 수준인 0.4% 성장

– 분기 실질경제성장률(전기대비,%): ('16.1/4)0.5 → (2/4)0.8 → (3/4)0.6 → (4/4)0.4

[그림 1] 우리나라 경제성장률 추이

(단위: %)



자료: 한국은행

지출항목별로는 민간소비, 설비투자 등이 부진한 모습을 보이는 등 전반적으로 내수회복세가 미진

⊙ 민간소비 증가율이 2015년 이후 2년 연속 상승세를 보였으나 여전히 경제성장률을 하회하는 2.4% 수준에 그침.

⊙ 수출도 통신기기 등 주력 품목의 부진 등으로 회복세가 제한

– 수출과 수입은 전년대비 각각 1.4%와 3.0%의 증가율을 기록

⊙ 반면 건설투자가 높은 증가율을 지속하면서 내수전반의 성장을 견인

- 건설투자는 부동산 활황 등으로 건물건설을 중심으로 증가폭이 확대되며 1993년 이후 최고치인 11.0% 증가
- 한편 기업의 투자 척도를 나타내는 설비투자 증가율은 운송장비 등 기계류 전반의 투자저조 등으로 −2.4% 증가율을 보이며 금융위기 당시인 2009년 −7.7% 이후 최저치를 기록

⊙ 정부소비도 2009년(5.2%) 이후 7년 만에 최고치인 3.9% 증가

경제활동별로는 건설업, 전기가스 및 수도업이 높은 증가율을 보였으나 제조업, 서비스업 등은 경제성장률을 하회하는 성장

⊙ 건설업은 2015년(3.0%)에 이어 2016년 11.0%의 높은 증가율을 기록하며 우리나라 경제 성장을 견인

⊙ 전기 · 가스 · 수도업도 폭염 등으로 전력판매량이 늘면서 2015년(6.2%)에 비해서는 증가율이 둔화되었으나 3.8%의 높은 증가율을 기록

⊙ 제조업은 2015년의 1.3% 증가 대비 높은 1.7% 증가율을 기록하였으나 2011~2015년 5년 평균 증가율 3.5%의 절반에도 미치치 못하며 부진한 모습

⊙ 한편, 서비스업은 보건 · 사회복지서비스업이 전년대비 8.4% 증가하였음에도 불구, 금융 · 보험업, 부동산 및 임대업의 부진 등으로 2015년 2.8% 대비 하락한 2.5%의 증가율을 기록

- 금융 · 보험업(전년대비, %): ('15)6.3 → ('16)3.6

[표 1] 지출항목별 및 경제활동별 국내총생산의 연간 성장률

(단위: 전년대비, %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
국내총생산(GDP)	3.7	2.3	2.9	3.3	2.6	2.7
민간소비	2.9	1.9	1.9	1.7	2.2	2.4
정부소비	2.2	3.4	3.3	3.0	3.4	3.9
건설투자	−3.4	−3.9	5.5	1.1	3.9	11.0
설비투자	4.7	0.1	−0.8	6.0	5.3	−2.4
지식재산생산물투자	6.9	8.6	4.4	5.4	1.5	2.4
재고증감*	0.9	−0.6	−1.0	0.5	0.9	0.0
수출	15.1	5.1	4.3	2.0	0.8	1.4
수입	14.3	2.4	1.7	1.5	3.2	3.0
농림어업	−2.0	−0.9	3.1	3.6	−1.5	−2.8
제조업	6.5	2.4	3.6	3.5	1.3	1.7
전기가스 및 수도업	0.2	4.0	−0.3	2.6	6.2	3.8
건설업	−5.5	−1.8	3.0	0.8	3.0	11.0
서비스업	3.1	2.8	2.9	3.3	2.8	2.5

주: 재고증감은 GDP에 대한 성장기여도 기준(%p)
자료: 한국은행

성장기여도 측면에서 최종소비지출이 1.8%p, 총고정자본형성이 1.5%p 성장에 기여한 반면, 순수출은 −0.5%p 성장기여도를 기록

- 건설투자는 1.6%p의 성장기여도를 기록하며 전년대비 1%p 성장기여도가 상승한 반면 2015년 0.5%p의 성장기여도를 기록한 설비투자는 2016년 −0.2%p 성장기여도를 기록

- 민간소비와 정부소비는 각각 1.2%p, 0.6%p의 성장기여도를 기록하며 2015년 대비 각각 0.1%p씩 성장기여도 상승

- 재고증감의 성장기여도는 전년(0.2%p)보다 하락하면서 0.0%p를 기록

- 순수출의 성장기여도는 총수출과 총수입의 증가세가 모두 확대된 가운데, 수입증가율이 수출증가율보다 높아 −0.5%p의 성장기여도 기록

[표 2] 지출항목별 성장기여도

(단위: 전년동기대비, %p)

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
국내총생산		3.8	2.3	3.0	3.3	2.6	2.7
지출	내 수	3.0	0.8	1.5	2.8	3.6	3.3
	최종소비지출	1.8	1.5	1.5	1.3	1.6	1.8
	민간	1.5	1.0	1.0	0.9	1.1	1.2
	정부	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
	총고정자본형성	0.3	−0.1	1.0	1.0	1.1	1.5
	건설투자	−0.5	−0.6	0.8	0.2	0.6	1.6
	설비투자	0.4	0.0	−0.1	0.5	0.5	−0.2
	지식재산생산물투자	0.3	0.5	0.2	0.3	0.1	0.1
	민간	0.5	0.0	0.9	1.2	0.8	1.3
	정부	−0.3	−0.1	0.1	−0.2	0.3	0.3
	재고증감 및 귀중품순취득	0.9	−0.6	−1.0	0.5	0.9	0.0
	순수출	0.9	1.5	1.5	0.4	−1.1	−0.5
	재화와 서비스의 수출	7.5	2.8	2.4	1.1	0.4	0.7
	(공제)재화와 서비스의 수입	6.6	1.3	0.9	0.7	1.5	1.2
	통계상불일치	−0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	−0.1

주: 지수기준년은 2010년
자료: 한국은행

02

2016년 한국경제성장률의 주요 특징

가. 정부 의존형 성장 심화

2016년 우리나라의 경제는 정부정책에 대한 의존도가 높은 성장이라는 특징을 시현

⊙ 추가경정예산 등으로 대규모 재정을 투입해 다양한 정책사업을 진행

- 정부는 2016년 11조원의 추경예산을 편성해 지역경제 활성화, 일자리창출 및 민생안정 등에 사용
- 또한 민간의 소비 촉진을 위해 자동차에 대한 개별소비세 인하, 5월 6일 임시공휴일 지정, 쇼핑 · 관광 축제인 '코리아 세일페스타' 등도 진행

⊙ 또한 정부는 부동산 정책, 기준금리 인하 등을 통해 부동산 및 건설경기를 부양

- 2013년 이후 정부는 주택취득세 인하, 다주택자 양도세 중과 폐지, 주택담보인정비율(LTV) 한도 상향, 재건축 가능연한 축소, 민간택지의 분양가 상한제 완화, 주택 신규 청약 조건 완화 등을 통해 부동산 및 건설경기를 부양
- 기준금리는 2015년 2.0%에서 2016년말 1.25%로 지속적으로 인하

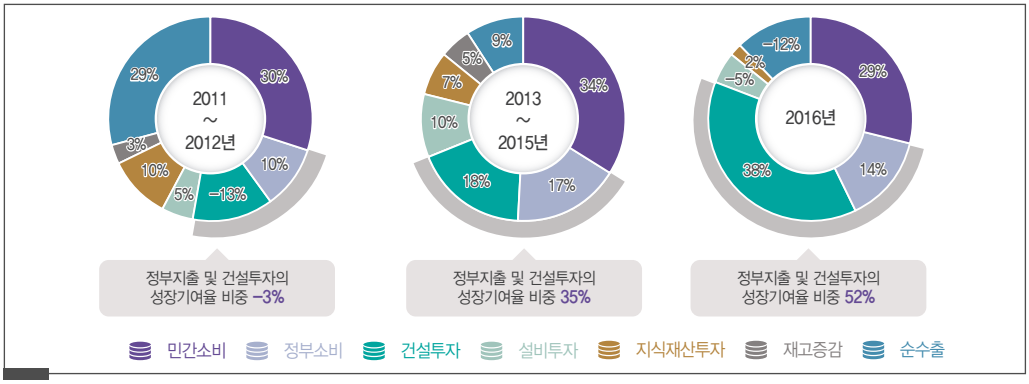
⊙ 이에 2016년 국내총생산 증가율 2.7%p 중 2.2%p가 정부소비와 부동산 부양책 등에 따른 건설투자에 기인

- 정부소비와 건설투자의 성장기여도는 각 0.6%p, 1.6%p
- 정부소비와 건설투자의 성장기여율 비중은 52%에 육박하는 상황

⊙ 정부가 부동산 경기부양을 본격화한 2013년 이후 건설투자의 성장기여율 비중이 크게 증가했으며, 추경 편성 등으로 정부소비의 성장기여도도 상승

- 정부소비의 평균성장기여도(%p): 0.4('11~'12) → 0.5('13~'15) → 0.6('16)

[그림 2] 성장 기여율 비중 비교



자료: 한국은행 자료를 활용하여 국회예산정책처에서 작성

경제 성장을 위한 정부의 정책과 지출확대에도 불구 민간 부문의 소비 및 설비투자 등이 부진한 양상을 보이며 민간과 정부 부문의 불균형은 심화

⊙ 2016년 민간소비 증가율은 2.4%로 2015년 2.2%대비 증가하였으나 개별소비세 종료, 임시 공휴일 지정 등이 없었던 3/4분기 이후 하락세 시현

– 민간소비증가율(전기대비, %): −0.2('16.1/4) → 1.0(2/4) → 0.5(3/4) → 0.2(4/4)

⊙ 기업들의 투자 심리 회복을 나타내는 설비투자 증가율이 2015년 5.3%에서 2016년 −2.4%로 하락하며 2009년(−7.7%) 이후 7년 만에 최저치 기록

⊙ 실제 2010~2015년 평균 민간부문 성장기여도는 3.3%p이나 2016년 기준 민간의 성장기여도는 2.0%p를 기록

– 같은 기간 정부의 성장기여도는 평균 0.3%p이나 2016년 정부의 성장기여도는 0.8%p로 평균수준의 2배를 상회

나. 수출주도형 성장의 한계 부각

2016년 수출증가율은 1%대에 머물며 부진한 모습

⊙ 2016년 수출증가율은 2015년에 비해 소폭 상승했으나 경제성장률에도 미치지 못하는 1.4%를 기록

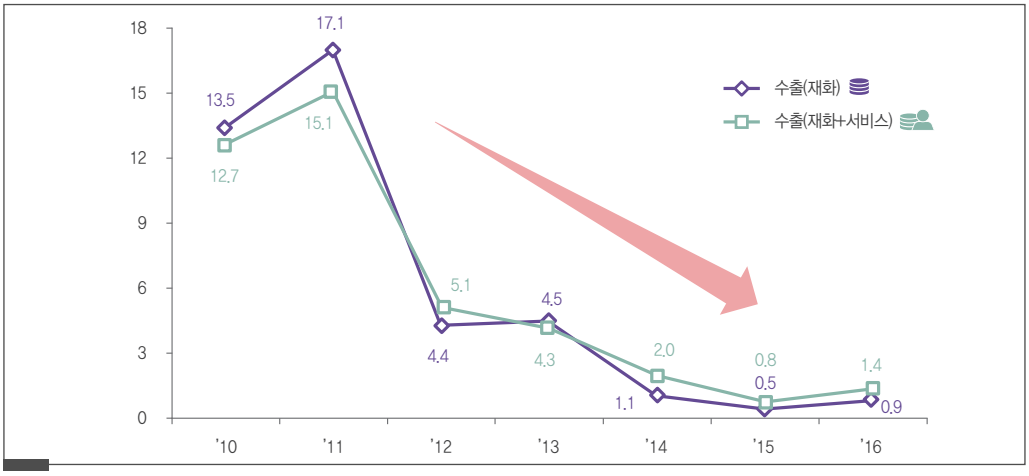
– 2016년 수출의 성장률은 1.4%는 2010~2015년 연평균 성장률 6.7%대비 크게 낮은 수준

– 서비스 수출을 제외한 2016년 재화수출 증가율은 0.9%

⊙ 또한 수출증가율 추이도 2011년 17.1%를 기록한 이후 지속적인 하락세

[그림 3] 우리나라 수출증가율 추이

(단위: %)



자료: 한국은행

2016년 우리나라 순수출이 2년 연속 마이너스 성장기여도를 시현하며 수출 중심의 대외의존형 경제성장의 한계가 부각

⊙ 경제성장내 수출의 기여도가 지속적으로 하락세를 보이며 최근 2년간 1%p를 하회하는 성장기여도 시현

– 2016년 수출의 성장기여도는 2011~2015년 5년간 평균 기여도 2.8%p의 4분의 1수준인 0.7%p 기록

⊙ 2016년 순수출의 성장기여도도 2015년에 이어 마이너스를 기록

[그림 4] 수출부문의 성장기여도 추이

(단위: %p)

자료: 한국은행

2016년 수출 주력품목의 수출실적 악화도 지속

⊙ IT제품은 신형스마트폰의 판매중지 등으로 부진한 수출실적을 기록

– 2016년 무선통신기기는 –9.0%, 디스플레이 –16.1%, 반도체 –1.1% 수출증가율 기록

⊙ 자동차, 석유화학 제품 수출도 미국과 신흥국의 수요둔화 등으로 부진이 지속

[표 3] 우리나라 주력 품목의 수출 실적

품목	2015년		2016년	
	금액(억달러)	증감률	금액(억달러)	증감률
반도체	629	0.4%	622	–1.1%
자동차	458	–6.4%	406	–11.3%
선박해양구조물 및 부품	401	0.6%	343	–14.6%
무선통신기기	326	10.2%	297	–9.0%
석유제품	320	–37.0%	265	–17.3%
자동차부품	268	–4.2%	256	–4.6%
평판디스플레이 및 센서	301	–8.9%	253	–16.1%

자료: 무역협회 등

보호무역주의 확산도 수출 주도형 성장모델의 어려움을 가중시키는 요인

⊙ '16년 12월말 기준, 조사 진행 중인 44건을 포함해 전 세계 28개국에서 총 180건의 對韓 수입규제 조치 적용 중

- 규제 국가로는 인도(32건), 미국(23건), 중국(13건), 태국(12건), 브라질/터키(각 10건)등 28개국이며, 이 중 신흥국의 수입규제가 134건으로 74.4%를 차지
- 형태별로는 반덤핑 134건, 세이프가드 39건, 반덤핑 · 상계관세 조치 7건

⊙ 2016년 하반기에 신규 개시된 對韓 수입규제 건은 14개국에서 총 19건이며 2016년 하반기에 새롭게 규제대상이 된 19건 중 4건(미국 2, 캐나다 1, EU 1)을 제외한 나머지 15건은 모두 신흥국에서 발생

- 규제유형은 반덤핑 14건, 세이프가드 5건

다. 미래 대응형 투자 부진

2016년 산업구조 측면에서 주력산업인 제조업 등의 부진이 지속

⊙ 제조업의 성장성이 둔화되고 있으며 조선업 등의 산업구조조정이 진행

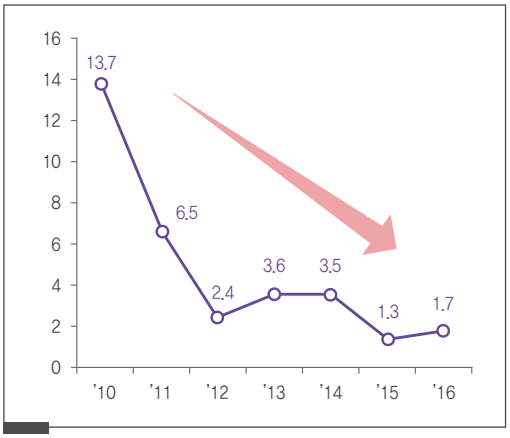
- 제조업내 주력업종인 전기전자기기, 운송장비 관련 제조업이 2016년 들어 전기대비 마이너스 성장률을 시현하는 등 부진 심화

⊙ 서비스업도 높은 성장성을 시현하고 있는 부문은 사회복지서비스업 등의 공공 섹터와 도소매음식숙박업 등의 부가가치가 상대적으로 낮은 업종

- 2016년 보건 및 사회복지업종의 성장률은 8.4%를 기록하였으며, 도소매및음식숙박업종의 성장률도 2.8%로 비교적 높은 성장률을 기록

[그림 5] 제조업 성장률 추이

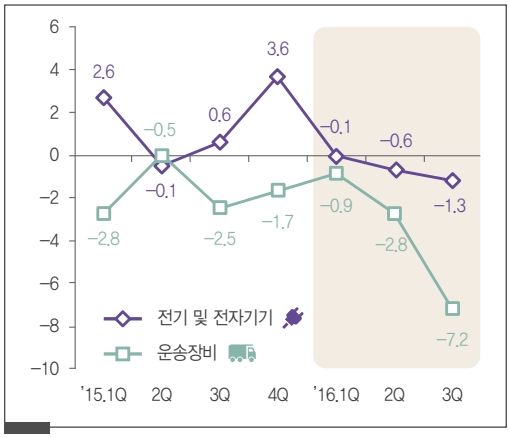
(단위: %)



자료: 한국은행

[그림 6] 주력 제조업 분기별 성장률 추이(전기비)

(단위: %)



자료: 한국은행

반면 연구개발과 관련된 지식재산생산물 투자 및 설비투자가 부진한 양상을 보이고 있어 향후 산업 경쟁력이 약화되고 미래 대응력이 약화될 소지

⊙ 2016년 기업 설비투자 증가율이 마이너스 -2.4%를 기록하는 등 기업의 투자가 위축

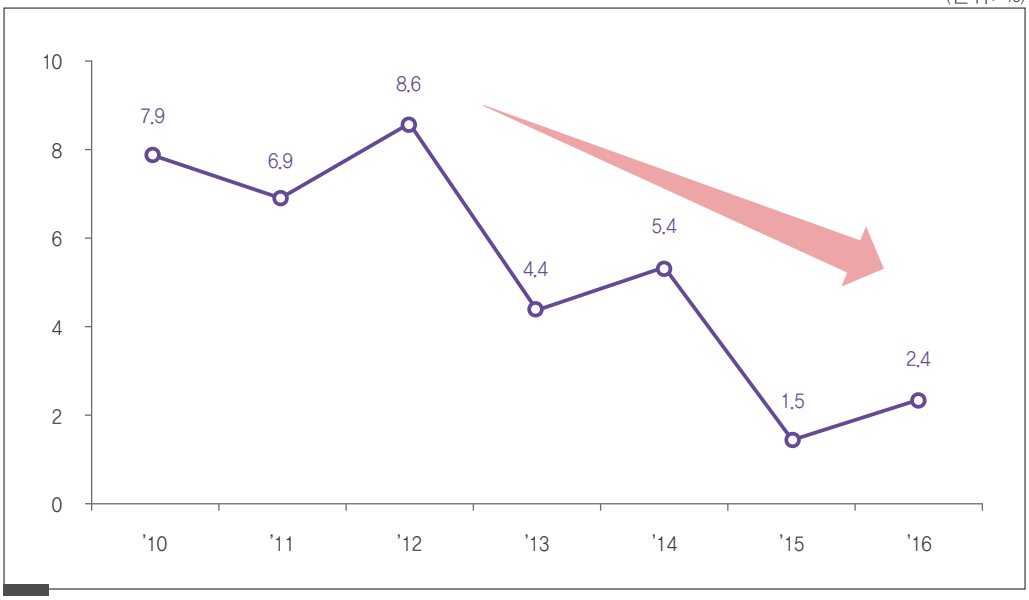
⊙ 2016년 지식재산생산물 투자는 국내 산업에서 신기술개발이나 생산성 향상과 연관되어 국내경제의 성장잠재력 확충에 있어 중요도가 매우 높으나 경제성장률을 하회하는 2.4%의 증가율을 시현한 가운데 증가율도 지속적으로 둔화

- 연구개발투자 등을 포함하는 지식재산생산물 투자는 총요소생산성을 향상시킨다는 점에서 경제성장 기반 확보에 있어 핵심적인 요인
- 2016년 지식재산생산물투자는 전년대비 소폭 상승한 연간 2.4% 증가율을 기록하였으나 2011~2015년 평균증가율 5.4%를 크게 하회
- 2016년 분기기준 지식재산생산물투자의 전기대비 증가율도 0.3%('16.1/4), 1.5%(2/4), 0.6%(3/4), 0.2%(4/4)로 지속적으로 둔화

⊙ 특히 국내경제 구조가 고령화, 선진화 될수록 전통적 요소 투입에 의한 성장이 한계를 보이므로, 지식재산생산물 등의 투자의 확대 필요성은 점증

[그림 7] 지식재산생산물투자 증가율 추이

(단위: %)



자료: 한국은행

03

시사점

2016년 경제는 정부의존도가 심화되는 가운데 수출주도형 경제성장의 한계, 미래 대응형 투자 위축 등의 특징을 시현

⊙ 2016년 우리나라 경제는 정부의 지출과 부동산 부양 등이 성장을 견인

- 정부는 추가경정예산 편성을 통한 지출을 확대하는 한편, 민간의 소비진작을 위해 임시공휴일 지정, '코리아 세일페스타 2016' 등을 진행
- 경제성장 중 정부소비와 건설투자의 성장기여율이 50%를 상회

⊙ 경제성장에서 순수출의 기여도가 2년 연속 마이너스를 기록하는 등 우리나라의 수출주도형 성장모델의 한계가 부각

- 2016년 순수출의 성장기여도가 -0.5%p를 기록한 가운데, 수출의 성장기여도도 2011~2015년 2.8%p의 25%수준인 0.7%p로 하락
- 또한, 전세계적으로 보호무역주의가 확대되는 등 수출주도형 경제성장의 어려움이 가중될 가능성

⊙ 2016년은 주력 제조업의 성장둔화가 지속된 가운데, 설비투자, 지식재산생산물 투자가 부진한 양상을 보이며 미래 성장기반 및 산업경쟁력이 약화될 가능성

우리나라 경제의 성장기반 확충을 위해 민간부문, 내수시장, 지식재산생산물 투자의 확대가 필요

⊙ 정부와 민간간 성장균형 회복을 위해 정부의 지출 및 정책이 민간부문의 가계소비 및 기업의 투자 활성화로 연결되도록 노력을 경주

⊙ 기업의 연구개발 및 설비투자 활성화를 지원하는 한편, 지식재산 투자 확대를 통해 국내 경제성장률을 제고할 필요

- 지적재산생산물 투자와 관련한 여건을 개선하고 인적자본의 고도화 등을 통해 생산성을 제고
- 고성장 · 고부가가치 신기술의 사업화가 편리하고 신속하게 진행될 수 있는 기반도 마련할 필요

⊙ 수출주도형 경제성장이 한계를 가질 전망이나 통신기기 등 주력 산업의 수출의존도, 내수시장 규모 등 고려시 수출 증대 노력은 지속되어야 할 필요

- 이에 FTA 활용 증대, 보호무역조치에 대한 대응전략 모색 등이 필요

III

중국의 최근 기업부채 현황과 잠재적 위험 요인

경제분석실 거시경제분석과 **황종률 경제분석관** 연락처 **788-4659**

중국의 기업부채는 경기둔화에 대응한 정부의 적극적인 투자 확대 정책의 영향으로 금융위기 이후 가파르게 증가

- 중국 기업부채 규모는 2007년 말 GDP대비 96.8%에서 최근(2016년 6월말 기준) 167.6% 수준에 달함.
- 금융위기 이전인 2008년에는 주요국과 비슷한 수준이었으나 금융위기 이후 상대적으로 가장 큰 폭으로 상승하며 신흥국 기업부채 증가를 주도
- 중국경제가 과도한 부채로 인해 장기적 저성장에 빠지거나 금융위기로 발전할 수 있다는 우려가 지난 2015년부터 꾸준히 제기됨.

지방 국유기업을 중심으로 기업부채가 부실화되면서 금융 불안이 발생하고 정부재정에 부정적 영향을 미칠 가능성

- 대부분의 투자 사업이 지방정부를 대신한 지방 국유기업을 통해 이루어지고 있어 수익성이 낮은 지방 국유기업이 부실화될 경우 지방정부의 재정이 악화될 위험
- 하지만 현재까지 중국의 재정지표는 양호한 수준을 유지하고 있어 일부 국유기업의 부실과 도산에 따른 위험은 정부가 관리 가능한 상황인 것으로 평가

중국 정부의 국유기업 구조개혁 추진, 시장 중심의 신용평가 시스템 구축 등이 기업부채 증가에 따른 잠재적 위험을 해소하는 핵심 요소가 될 전망

- 현재 중국 당국의 대책은 과잉생산설비 해소와 국유기업의 경영효율성 제고에 집중되어 있고 금융시스템의 개혁방안은 아직 미진한 상황
- 구조조정 대상 기업을 선정하고 시장의 공정한 평가에 의해 자금조달이 이루어지기 위해서는 신뢰성 있는 신용평가 시스템 구축이 필수적인 과제
- 향후 미국의 금리인상 가속화, 트럼프정부와의 환율 및 무역 분쟁, 영국의 브렉시트 등이 중국 금융시장의 불확실성을 확대시킬 가능성
- 그림자 금융 급증과 부동산시장 침체 위험과도 밀접하게 연계되어 있는 만큼 관련 잠재위험에 대한 모니터링도 강화할 필요

01

중국의 기업부채 현황: 증가 추이 및 국제 비교

중국의 기업부채는 글로벌 금융위기 이후 큰 폭으로 증가하여 2007년 말 GDP대비 96.8% 수준에서 최근(2016년 6월말 기준) 167.6%에 이름.

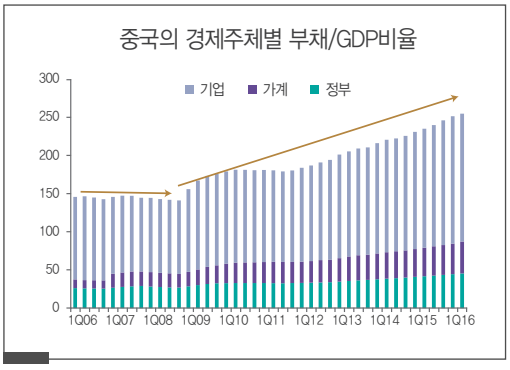
⊙ 중국의 총부채(정부+가계+기업)는 2016년 6월말 기준 GDP대비 254.9%이며 경제 주체별로는 정부 45.6%, 가계 41.8%, 기업 167.6%를 각각 차지

⊙ 특히 기업부채 규모는 2008년 이후 연평균 20%의 가파른 증가세를 기록하여 2016. 6월말 기준 118.8조 위안에 이르는 것으로 추정

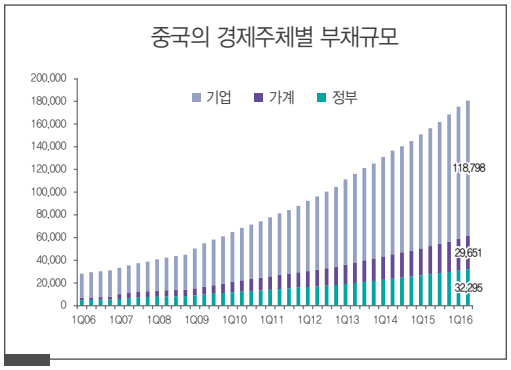
- 총부채 규모(조위안): ('08. 12월) → 45.1('12. 12월)104.8 → ('16. 6월)180.7
- 기업부채 규모(조위안): ('08. 12월) → 30.7('12. 12월)72.4 → ('16. 6월)118.8

[그림 1] 중국의 부채

(단위: %)



(단위: 10억위안)



주: 2016년 중국의 경상GDP는 74.4조 위안에 달함.
자료: 국제결제은행(BIS), 'Total Credit for the non-financial sector'(2017.2월)

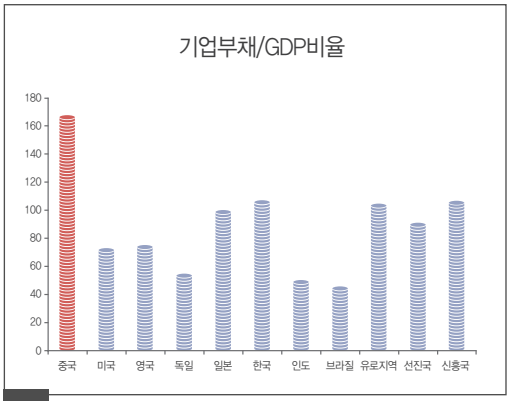
⊙ 중국의 기업부채는 글로벌 금융위기 이전인 2008년에는 주요국과 비슷한 수준을 유지하였으나 금융위기 이후 상대적으로 가장 가파르게 상승

- 선진국을 중심으로 금융위기와 유럽재정위기 이후 부채조정이 이루어져 기업부채/GDP 비율이 감소하였으나 신흥국은 중국을 중심으로 큰 폭 증가[1)]
- 주요국의 기업부채(GDP대비, 2016. 6월말 기준, %): 중국 167.6, 미국 72.4, 영국 75.1, 독일 53.3, 일본 98.7, 한국 105.7, 유로지역 105.3, 선진국 89.5, 신흥국 106.2
- 주요국의 GDP대비 기업부채 증감폭(2008년말 대비 2016. 6월말 기준, %p): 미국 -0.3, 일본 -8.8, 영국 -18.8, 중국 71.3, 신흥국 49.8, 브라질 9.6, 한국 5.9

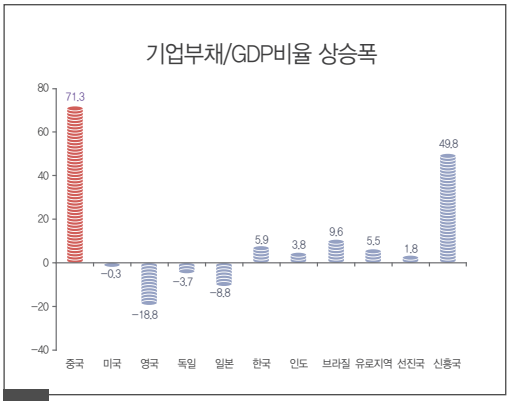
1) "신흥국의 기업부채 증가 배경 및 관련 리스크 점검," 한국은행(2016. 3)

[그림 2] 주요국의 GDP대비 기업부채비율 및 상승폭

(단위: %)



(단위: %)



주: GDP대비 기업부채 비율의 2008. 12월말 대비 2016. 6월말 상승폭
자료: 국제결제은행(BIS)

⊙ 중국 경제가 과도한 부채로 인해 장기적 저성장에 빠지거나 미국의 서브프라임 사태처럼 금융위기로 발전할 수 있다는 우려가 지난 2015년부터 제기되기 시작

⊙ 마이클 페티스 북경대 교수는 중국경제가 부채로 인해 2020년경에 경기침체에 빠지고 일본식 장기 저성장의 가능성도 적지 않다고 지적[2)]

– 조너던 앤더슨[3)]은 중국의 부채의존형 경기부양이 한계에 직면하였고 과도한 부채 급증이 은행권 부실화를 초래하여 중국 경제가 '민스키 모멘트(Minsky Moment)'[4)]에 직면하고 있다고 경고

⊙ 반면 일부에서는 높은 총저축률이 기업투자로 연결되어 경제성장을 견인하고 기업 이익을 발생시키는 지속가능한 상황이라고 보는 시각도 존재

– 국가별 국내총저축률(2015년 기준, %): 중국 48.4, 일본 25.7, 한국 35.4, 미국 18.6, 인도 33.0

2) Pettis, M., "The Growth Rate in Investment Is Going to Collapse," CFA Conference(2015)

3) Anderson, J., "China's Impending Minsky Momet," China Economic Quarterly, Vol. 20, 1(2016. 3)

4) 민스키 모멘트(Minsky Moment)란 미 경제학자 하이먼 민스키의 금융 불안정성 가설에 근거한 이론으로 과도한 부채 확대에 의존한 경기부양 후 채무자가 부채조정을 위해 건전한 자산까지 매각하기 시작하면서 자산버블이 붕괴되고 금융위기가 시작되는 시점을 말함.

02

중국의 기업부채 증가 배경과 요인

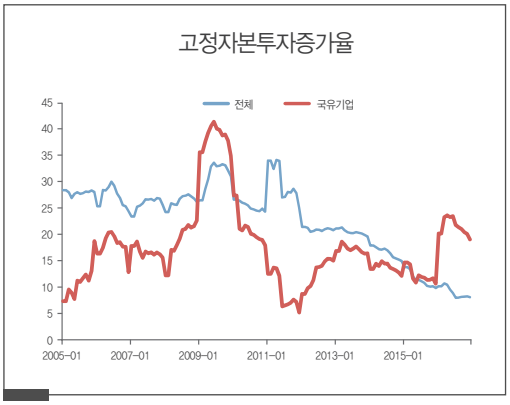
신용확대를 통한 투자 중심의 성장 전략

⊙ 중국 정부가 글로벌 금융위기와 최근의 경기둔화에 대응하여 경기부양책의 일환으로 투자를 적극적으로 확대하는 과정에서 기업부채가 가파르게 증가

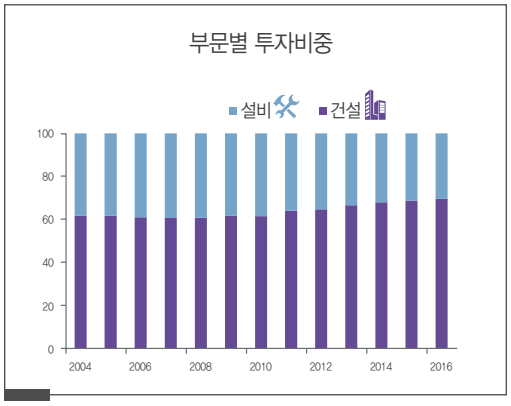
- 글로벌 금융위기 이후 부채에 의존한 기업투자 중심의 대규모 경기부양의 영향으로 금융위기 기간 전후인 2008~2011년 기간 중 총고정자본투자는 연평균 20.2% 증가
- 특히 생산설비보다는 사회기반시설과 부동산개발투자에 집중되면서 기업부채가 급증
- 최근 경제성장률이 둔화되면서 고정투자증가율도 2015년 11.6%까지 둔화
- 당국의 적극적인 경기대응책에 힘입어 국유기업의 고정투자증가율은 2015년 12.3%에서 2016년 21.5%로 급증
- 2009~2016년 기간 중 지출부문별 성장기여도(연평균, %p): 순수출 -0.8, 소비 4.5, 투자 4.6

[그림 3] 중국의 고정자본투자

(단위: 전년동기대비%)



(단위: %)



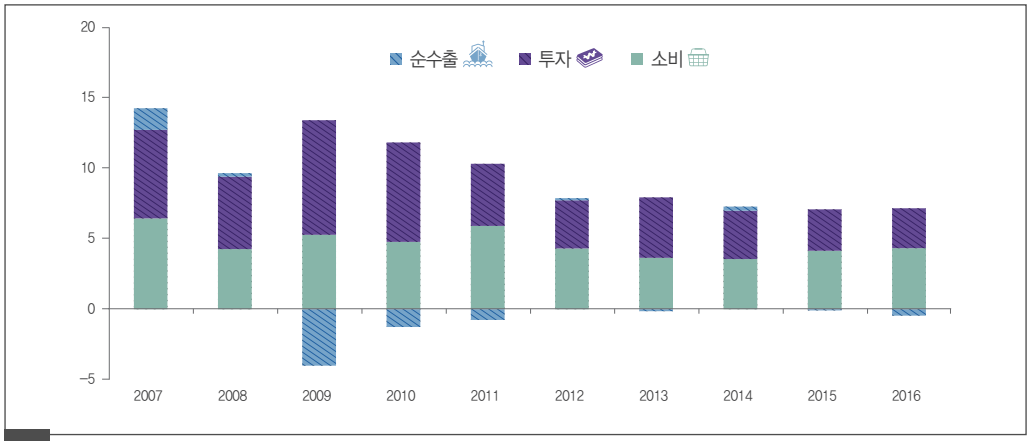
자료: CEIC

⊙ 특히 정부의 지원 하에 저리로 정책자금 조달이 가능한 국유기업의 채무가 글로벌 금융위기 이후 2008년부터 연평균 18% 증가하여 2016년 기준 87조위안으로 전체 기업채무(118.8조위안)의 73%를 차지

- 국유기업 채무(조위안, 2016년 기준): 중앙 국유기업 47.7, 지방 국유기업 39.4

[그림 4] 지출부문별 GDP성장 기여도

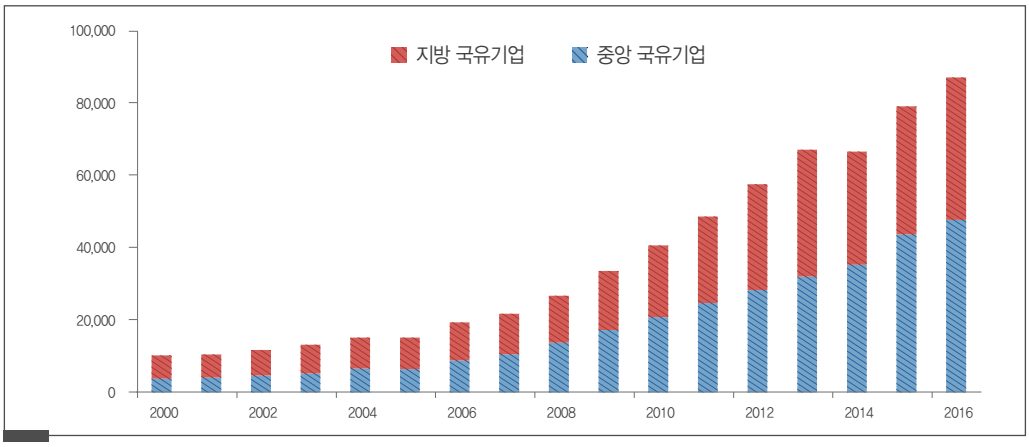
(단위: %p)



자료: CEIC

[그림 5] 국유기업의 부채 규모 추이

(단위: 십 억 위안)



자료: CEIC

자본시장의 미성숙으로 은행차입 중심의 외부자금조달 구조를 가지고 있는데다 기업의 수익성이 저하되면서 외부자금조달 의존도가 높아짐.

⊙ 주식, 채권 등의 자본시장이 충분히 발달하지 못하여 은행차입을 통해 외부자금을 조달

- 중국 기업의 외부자금 조달 비중(2015년 기준, %): 주식발행 6.9, 회사채 26.5, 대출 66.6[5]
- 중국 주식시가총액의 GDP대비 비율(2015년 기준,%): 중국 74.4, 일본 111.2, 한국 92.7, 미국 139.0
- 기업의 수익성이 저하되면 내부자금 조달이 어려워져 기업부채가 지속적으로 증가할 수밖에 없음.

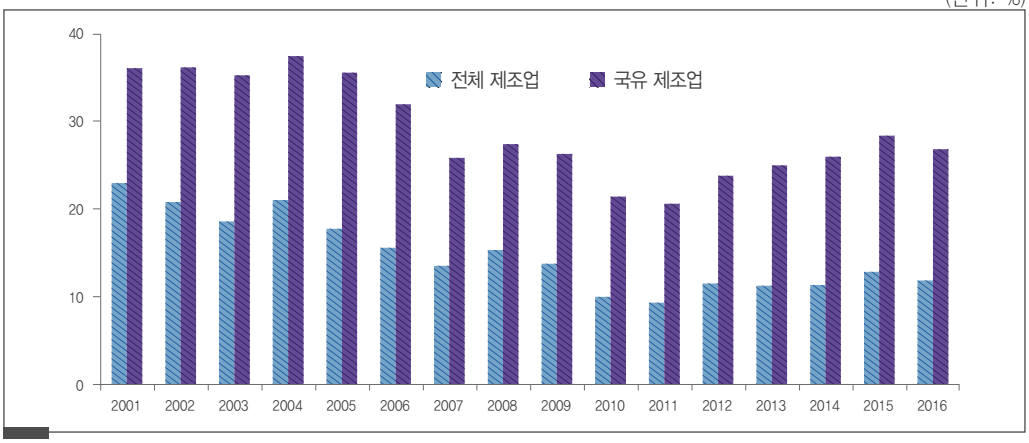
5) 한국은행, 해외경제포커스 제2016-21호

⊙ 특히 국유기업의 수익성은 상대적으로 낮아 국유기업의 적자기업 비중은 전체 제조업 평균을 크게 상회

- 전체 제조업의 적자기업비중(%): ('11)9.4 → ('13)11.3 → ('16)11.9
- 국유 제조업의 적자기업비중(%): ('11)20.6 → ('13)25.0 → ('16)28.1

[그림 6] 적자기업 비중(제조업 기준)

(단위: %)



주: 1998~2010년 기간은 매출액 500만 위안 이상, 2011년부터는 2,000만 위안 이상의 기업을 주요 대상으로 한 통계 자료
자료: CEIC

03

잠재적 위험요인 및 시사점

최근 주요 국제금융기관들은 급증하는 기업부채가 중국 경제의 주요 위험 요인으로 부상하고 있다고 지적하고 이에 대한 우려를 제기

⊙ 국제통화기금(IMF)는 2016. 8월 연례보고서에서 중국이 조속히 기업부채 문제를 해결해야 한다고 권고

- 기업부채 해결방안으로 국영기업에 대한 정부지원 제한, 좀비기업의 구조조정, 실업자 지원 등을 제안

⊙ 국제결제은행(BIS)은 중국 민간부채의 신용갭은 주요국 중 유일하게 현재 28.8%로 국제결제은행이 경고하는 위험수준(10%)의 3배에 이르는 높은 상태에 도달했다고 경고

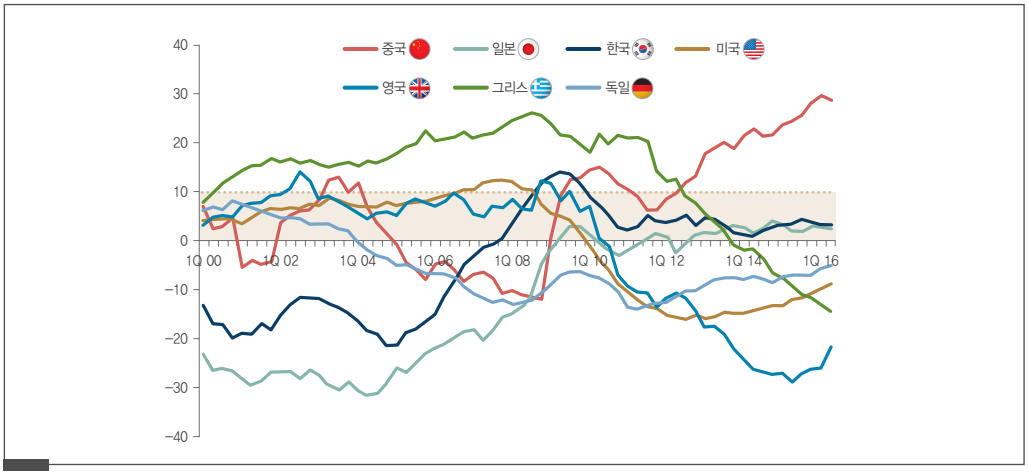
- 신용갭(credit-gap)은 민간신용의 GDP대비 비율의 추세치와 실제치와의 격차를 나타내며 경기 대응적인 완충자본(capital buffer)의 지표로 사용
- 주요국 신용갭(2016. 6월말 기준, %): 중국 28.8, 일본 2.5, 한국 3.2, 미국 -8.8, 영국 -21.8, 그리스 -14.4, 독일 -5.1
- 미국, 영국, 한국, 그리스 등은 글로벌 금융위기와 유럽재정위기를 전후하여 10%이상을 상회하였으나 부채조정과정을 경험하면서 현재는 모두 이를 크게 하회하고 있음.

⊙ 국제 신용평가사들도 중국의 과다채무에 대한 우려를 표명

- S&P는 2016. 3월 중국의 과다부채에 대한 우려를 표명하면서 국가신용등급 전망을 '안정적(stable)'에서 '부정적(negative)'로 하향 조정
- Fitch는 2016. 4월 과다부채로 인한 시스템리스크 증가에 대한 우려 표명

[그림 7] 주요국 민간부채/GDP 비율의 신용갭

(단위: %)



주: 신용갭 = 실제민간신용/GDP비율 - 장기추세치(HP필터)
자료: 국제결제은행(BIS)

⊙ 민간의 채무상환비율[6]도 금융위기 이전 13%대에서 현재 20%대로 급속히 상승하여 기업의 원리금상환부담도 가중되고 있는 상황

- 주요국 채무상환비율(2016.6월말 기준, %): 중국 20.1, 한국 19.5, 일본 14.5, 미국 14.5

기업수익성이 악화되어 한계기업을 중심으로 기업부채가 부실화되고 관련 금융기관의 재무건전성이 악화될 가능성

⊙ 경기둔화가 지속되고 대외수출여건이 악화될 경우 수출 제조업, 지방 국유기업의 수익성이 악화되어 부도위험에 직면할 가능성

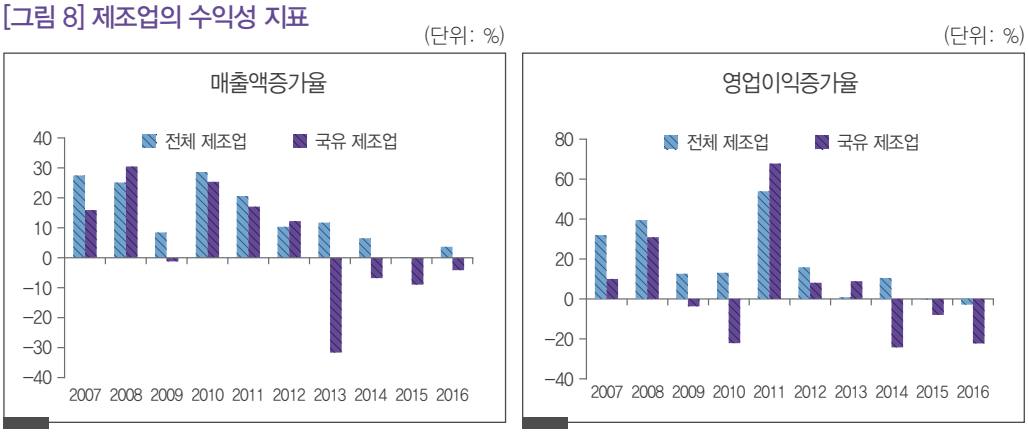
6) 채무상환비율(debt service ratio: DSR)은 경제 주체가 벌어들인 소득 중 빚의 원금과 이자를 갚는 데 들어가는 자금의 비율로 채무상환부담을 나타내는 지표로 사용

- 성장이 둔화되고 저물가 기조가 지속되면 기업의 채무부담이 가중되어 중소기업을 중심으로 부도위험이 크게 상승
- 특히 중앙정부가 아닌 지방정부나 시에 의해 통제되는 국영기업이 위험
- 수도 및 전기사업 등 기간산업에 종사하는 국유기업보다 부동산개발회사 등과 같은 전략적인 중요성이 상대적으로 떨어지는 기업이 위험할 전망

⊙ 2013년부터 제조업 부문의 수익성지표가 크게 악화되고 있으며 적자 제조업의 손실규모도 금융위기 이후 크게 상승하는 모습

- 제조업 매출액 증가율은 최근 3년간 연평균 3.4%로 둔화되었고 국유제조기업은 동기간 연평균 −6.5% 기록
- 제조업 영업이익은 2014년 감소세로 전환되어 최근 3년간 연평균 0.2% 증가에 머물렀으며 국유제조업의 경우 2013년부터 급격히 감소하기 시작해 지난 4년간 연평균 16.5% 감소
- 적자기업의 총손실규모도 금융위기를 기점으로 크게 증가(억위안): 2015년 9,367, 2016년 8,174 수준

[그림 8] 제조업의 수익성 지표



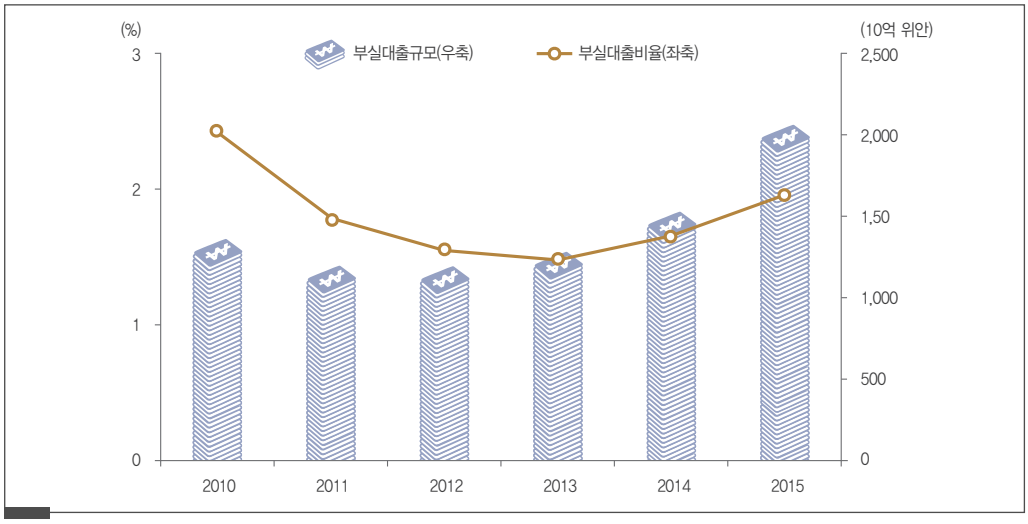
자료: CEIC

⊙ 은행권의 부실대출비율은 대체로 낮은 수준이나 2013년 1.5%에서 2015년 1.9%로 증가추세이며 부실대출규모도 동기간 연평균 22.7%로 빠르게 증가

- 은행권 전체 부실대출규모(전년대비,%): ('13)9.5 → ('14)21.9 → ('15)36.9
- 상업은행 부실대출규모(전년대비,%): ('13)20.1 → ('14)42.3 → ('15)18.7
- 업종별 부실대출비율(2015년 기준, %): 도소매업 4.3, 농림어업 3.5, 제조업 3.4, 숙박음식업 2.3, 건설업 1.4 수준
- 하지만 주요 국제투자은행과 금융기관들은 실제 부실대출비율은 공식통계치보다 높은 5~10% 수준으로 추정[7]

7) IMF 6%, 골드만삭스 8~9%, BNP는 9%로 추정

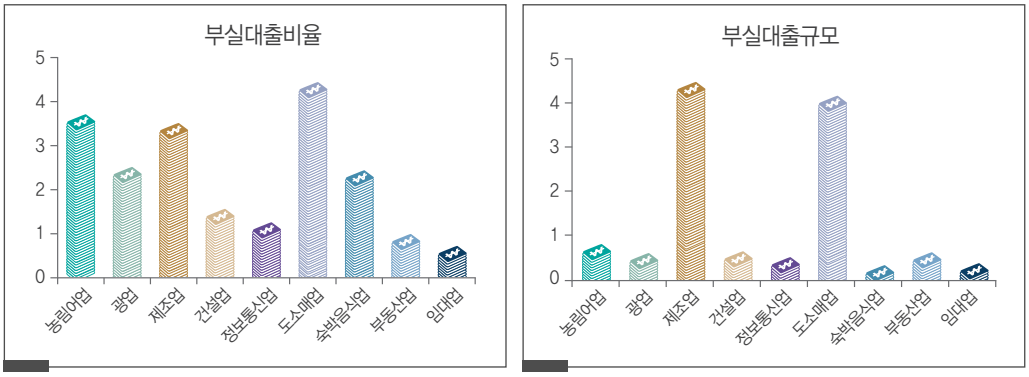
[그림 9] 은행 부실대출규모 및 부실대출비율(NPL Ratio)



자료: CEIC

[그림 10] 주요 업종별 부실대출비율과 부실대출규모(2015년 기준)

(단위: %) (단위: 십 억 위안)



주: 2015년 기준이며 전체 은행권 부실대출의 64.9%를 차지하는 상업은행(commercial bank)들의 부실대출 자료임

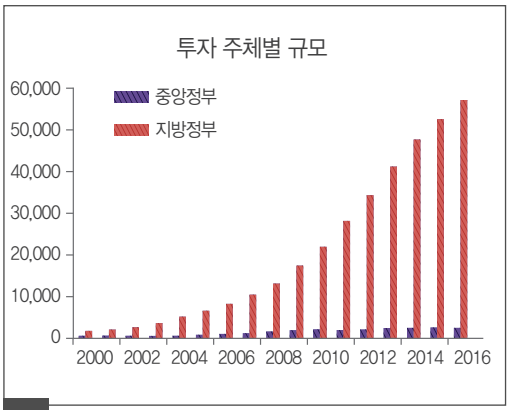
자료: CEIC

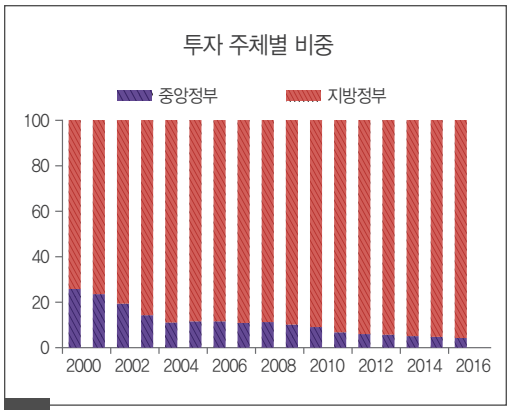
지방국유기업의 부실이 지방정부의 재정에 큰 부담이 될 전망이나 아직까지 정부재정의 건전성이 크게 악화될 위험은 제한적인 것으로 평가됨

- 대부분의 투자사업이 지방정부를 대신한 지방 국유기업을 통해 이루어지며 지방 국유기업이 부실화될 경우 지방정부의 재정이 악화될 위험
  - 2016년 전체 고정투자 59.7조위안 중 지방정부의 투자사업이 57.1조위안(95.8%)을 차지
- 국유기업의 부채/자산비율이 아직까지는 60%초반 수준이나 지방정부의 재정규율을 강화할 필요

[그림 11] 투자사업 주체별 규모와 비중 추이

(단위: 십 억 위안) (단위: %)





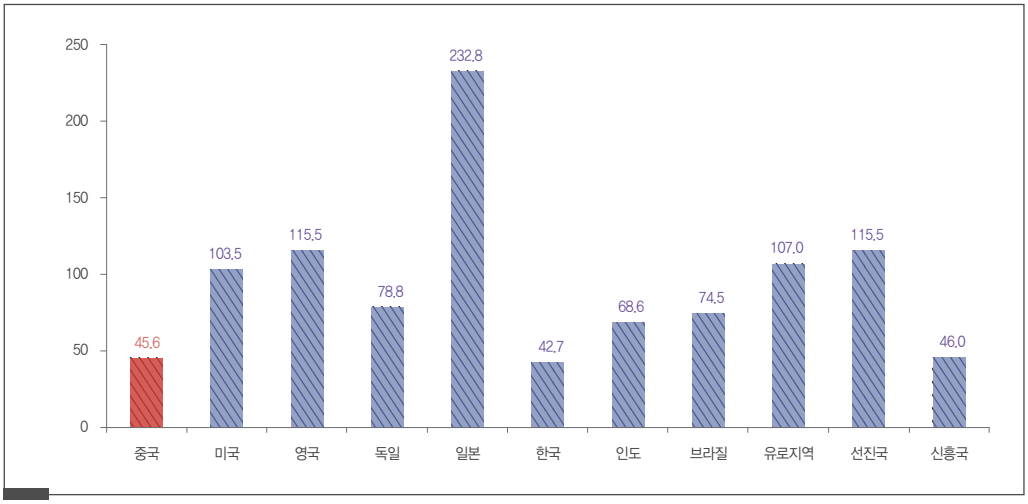
자료: CEIC

⊙ 현재까지 중국의 재정지표는 양호한 수준을 유지하고 있어 일부 국유기업의 부실과 도산에 따른 위험은 정부가 관리 가능한 상황인 것으로 평가

- 중국 정부부채의 GDP대비 비율은 45.6%(2016년 기준)로 일본(232.8%), 미국(103.5%), 인도(68.6%) 등 주요국에 비해 낮은 수준
- 주요국의 GDP대비 재정수지규모(2014년 기준, %): 중국 -2.1, 미국 -5.1, 영국 -5.7, 일본 -7.7, 독일 0.3, 한국 0.9

[그림 12] 주요국 정부부채의 GDP대비 비율

(단위: %)



주: 2016. 6월 기준

자료: 국제결제은행(BIS)

중국 정부의 국유기업 구조개혁 추진 성과와 시장 중심의 신뢰성 있는 신용평가 시스템 구축 등이 기업부채 증가에 따른 위험을 해소하는 핵심 요소가 될 전망

⊙ 과잉생산설비 해소와 국유기업의 경영효율성 제고 등을 위한 구조조정 과정에서 기업부채 부실화로 인한 잠재적 위험이 가시화될 가능성

⊙ 구조 대상 기업을 선정하고 시장의 공정한 평가에 의해 자금조달이 이루어지기 위해서는 신뢰성 있는 신용평가 시스템 구축이 필수적인 과제

- 중국정부가 실시할 예정인 부실대출 출자전환[8], 인수합병, 파산 등의 기업부채조정 방안은 신용위험 완화에 도움을 줄 전망
- 하지만 그 과정에서 좀비기업 퇴출, 도덕적 해이 방지, 고용불안정에 따른 사회적 갈등 해소 등이 주요한 과제

⊙ 현재 중국 당국의 대책은 종합적이고 체계적이기 보다는 과잉생산설비 해소에 집중되어 있고 금융시스템의 개혁방안은 아직 미진한 상황[9]

- IMF는 기업부채문제 해결을 위해 ①체계 위험(systemic risk)으로 확산되기 전 정부의 선제적인 대응 ②은행과 기업의 재무건전성을 동시에 고려한 해결방안 마련 ③은행과 기업의 지배구조 개선 등을 제시하고 있음.

우리나라는 중국의 기업부채 급증에 기인한 경기둔화와 은행발 금융위기의 현실화 가능성에 대비하여 위험 관리를 강화할 필요

⊙ 과잉부채 조정과정에서 은행발 금융위기의 가능성은 크지 않다하더라도 투자둔화에 따른 경기둔화 가능성은 적지 않은 상황

⊙ 미국의 금리인상 가속화, 트럼프정부와의 환율 및 무역분쟁, 영국의 브렉시트 등이 중국 금융시장의 불확실성을 확대시킬 가능성

- 특히 미국의 급격한 금리인상은 위안화 절하에 따른 원화약세와 주가폭락 등 금융 불안을 유발할 가능성

⊙ 그림자 금융[10] 급증과 부동산시장 침체 위험과도 밀접하게 연계되어 있는 만큼 관련 잠재위험에 대한 모니터링도 강화할 필요

8) 자금난에 빠진 기업의 재무구조를 개선하기 위해 채권자인 금융기관이 기업의 채무를 탕감해 주는 대신 그 기업의 주식을 취득하는 부채조정 방식

9) IMF, "Resolving China's Corporate Debt Problem," IMF Working Paper, Asia Pacific Department(2016. 10월)

10) 은행과 비슷한 기능을 하면서도 은행과 같은 엄격한 건전성 규제를 받지 않는 금융기관과 그러한 금융기관들 사이의 거래를 이르는 말이며, 무디스는 2016년 6월말 기준 중국의 그림자금융 규모가 58조위안(GDP의 82% 수준)에 이르는 것으로 추정

IV

최근 환율 변동성 확대요인 분석

경제분석실 거시경제분석과 **유승선 경제분석관** 연락처 788-4658

2016년 이후 원/달러 환율 변동성 확대

⊙ 2016년 중 원/달러 환율이 큰 폭의 순환을 반복하고 변동성도 확대

- 원/달러 환율 변동성(일일변동률의 표준편차)은 2015년에 비해 약 40%(2015년 0.410 → 2016년 이후 0.584) 상승

급변하는 거시경제여건 변화와 외부적 충격이 환율 변동성 확대 배경

⊙ 국내외 금리차 및 무역개방도 축소 등 거시경제여건 변화가 환율변동성 확대 배경

- 환율변동성결정요인 추정결과 국내외 금리차(5년 만기 국고채-5년 만기 미국채) 및 무역개방도가 각각 환율변동성과 부(-)의 관계로 나타나 2016년에 각각 환율변동성 상승요인으로 작용
- 국내외 금리차는 2015년 1/4분기 0.63%p에서 2016년 4/4분기에는 0.06%p로 큰 폭 축소
- 또한 세계무역의 축소로 인해 무역개방도는 2015년 105.2%에서 2016년 104.7%로 큰 폭 하락

⊙ 이러한 배경 하에 2016년 발생한 정치·경제적 사건이 외환시장에 충격을 주어 높은 환율변동성을 야기

- 미연준의 기준금리 인상, 일본은행의 전격적인 마이너스금리 도입(2016년 1월), 브렉시트 가결(6월)과 트럼프의 미국 대통령 당선(11월) 등에 따라 외환시장 내 불확실성 고조

우리경제 혹은 세계경제가 환율변동성을 높이는 구조적 변화과정에 놓인 것은 아닌지 추가적인 연구가 필요

⊙ 2016년뿐만 아니라 글로벌 금융위기 이후 전반적으로 환율변동성이 상승한 점은 정치·경제적 충격요인만으로 설명하기 어려우며 기초경제여건의 변화에도 기인할 수 있기 때문

- 글로벌 금융위기 이후 변동성(2010.1~2017.1월 중 0.584)이 금융위기 이전(2001.1~2007.12월 중 0.410)보다 높은 수준

⊙ 세계경제성장세 둔화 및 국제무역 위축, 국내외 금리 변동 등 국내외 경제구조가 환율변동성을 높이는 방향으로 변화하는지 여부를 분석할 필요

01

원/달러 환율 변동성 확대

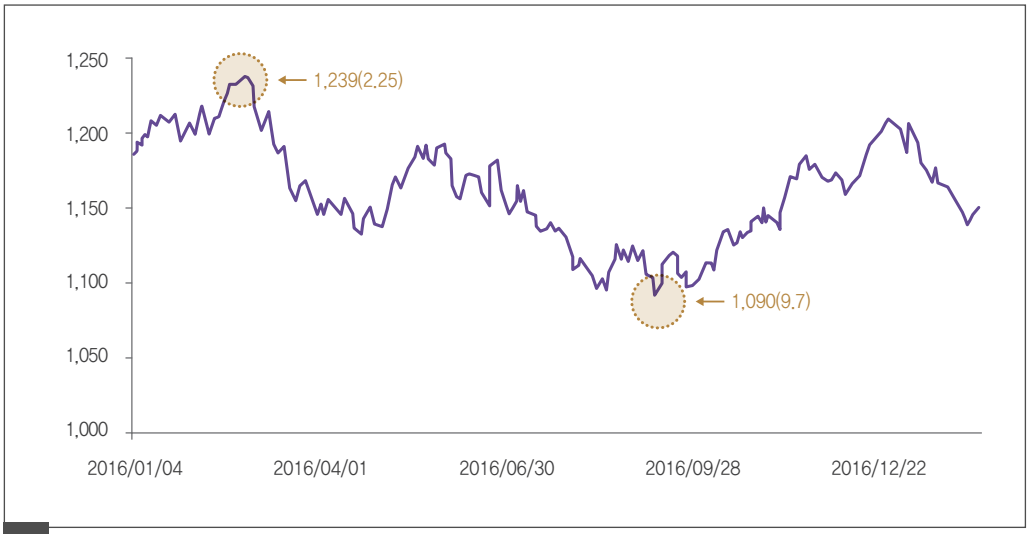
2016년 중 국제금융시장의 불안 등으로 인해 원/달러 환율이 큰 폭의 순환을 반복

⊙ 2015년 12월 미국 연준의 기준금리인상이 단행되자 환율이 국내외 정치·경제적 이슈와 국제금융시장 동향에 예민하게 반응하면서 2016년 중 1,090~1,239원의 넓은 구간에서 변동

– 2017년 들어서도 환율의 큰 폭 변동이 지속되고 있으며, 2016년말 1,208원이던 원/달러 환율이 2017.2.17일 현재 1,146원으로 하락

[그림 1] 2016년 이후 원/달러 환율 추이

(단위: 원)



자료: 한국은행

⊙ 원/달러 환율 변동성 확대

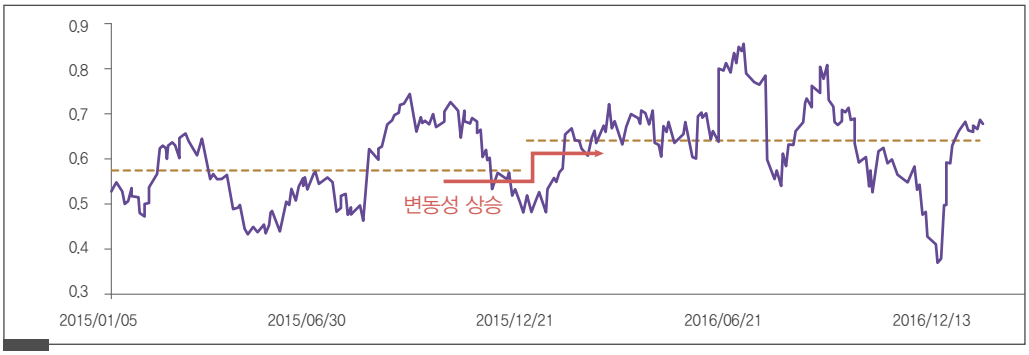
– 원/달러 환율의 변동폭이 클 뿐만 아니라 변동성은[1] 2015년에 비해 약 40%(2015년 0.410 → 2016년 이후 0.584) 상승

– 2015년 12월 단행된 미연준의 기준금리 인상을 전후로 하여 국제자금 이동에 따른 국제금융시장의 불안이 높아졌고, 브렉시트(2016년 6월)와 같은 정치적 충격요인이 불안정성을 가중

– 원/달러 환율의 변동성은 2016년 10월부터 일시적으로 하락하기도 하였으나 2017년 들어 다시 크게 높아지고 있는 양상

1) 환율의 변동성은 전일대비 변동률의 표준편차로 계산

[그림 2] 2015~2016년 원/달러 환율 변동성 추이



주: 변동성은 전일대비 변동률을 30일 이동 표준편차로 계산

신흥개도국에 비해서도 높은 환율변동성

⊙ 2016년 이후 원/달러 환율 변동성은 일본 엔화보다는 낮지만 여타 아시아 신흥개도국에 비해 매우 높은 수준

– 신흥아시아국에 비해 1.5~2.8배 높은 수준

[표 1] 미 달러화에 대한 아시아국 통화의 환율 변동성

	한국 원	일본 엔	중국 위안	대만 달러	태국 바트	인도네시아 루피아
2015	0.410	0.508	0.179	0.436	0.298	0.508
2016~2017.1.31	0.584	0.788	0.206	0.374	0.279	0.382

주: 국회예산정책처

⊙ 특히 이병주 · 김준일(2016)[2]에 따르면 우리나라의 원/달러 환율 변동성은 국제금융 불안기에는 평상 시의 3배 수준으로 확대

– 신흥국과 비교 시 원화의 변동성은 평상 시에는 신흥국 평균을 하회하지만 금융불안기에는 신흥국 평균을 상회하는 상위 25% 수준

[표 2] 국제적인 금융위기 발생 시 환율 변동성 비교

		평상 시	금융 불안기	리먼 파산 (2008)	그리스 재정 위기(2010)	유럽재정 위기(2011)
원/달러 환율		7.9	24.1	30.3	27.2	13.1
신흥국 통화	평균	9.4	16.8	18.8	15.0	13.5
	상위25%	12.3	24.1	25.0	18.1	18.2
	하위25%	5.7	9.1	8.8	9.8	8.8

자료: 이병주 · 김준일(2016)

2) 이병주 · 김준일, "국제금융시장 불안과 원화 환율의 변동성," 금융연구, Vol.30, No.4, 2016.12.

⊙ 이승호(2013)[3]는 원/달러 환율의 변동성이 높은 이유로 우리나라 자본시장의 개방도가 여타 신흥국에 비해 높아 자본의 유출입이 빈번하기 때문이라고 지적

– 또한 상대적으로 적은 외환시장의 규모로 외부충격의 흡수능력이 다소 미흡하다고 분석

이하에서는 2016년 원/달러 환율 변동성이 2015년에 비해 확대된 요인에 대해 국내외 충격요인을 살펴보고, 경제적 여건을 점검

⊙ 통화의 변동성을 결정하는 요인은 크게 대외적 충격과 거시경제요인으로 구분

⊙ 국내외 충격요인, 지속성, 빈도 등에 따라 통화의 변동성에 차이가 발생

⊙ 또한 동일한 충격에 대해서도 국가의 거시경제여건 혹은 금융구조적 특성에 따라 통화의 변동성에 격차 발생

02

2016년 발생한 국내외 원/달러 변동성 유발 요인

미연준의 기준금리 인상을 둘러싼 불확실성

⊙ 2016년에 환율 변동성이 전년에 비해 확대된 것은 미연준 금리인상의 효과와 인상 횟수에 대한 시장의 불안이 크게 작용

⊙ 2015년 12월 미국 기준금리가 인상되자 전례없이 대량 공급된 글로벌 유동성의 흐름과 경제에 미친 영향에 대한 관심과 우려가 고조

– 미연준은 2008년 12월 기준금리를 0~0.25%로 인하한 데 이어 3차에 걸쳐 양적완화(Quantitative Easing) 등 비전통적 통화정책을 시행

– 양적완화정책을 통해 미연준은 약 3조달러의 국채, MBS 등 금융자산을 대량 매입함으로써 시장에 대규모 통화를 공급

– 금리인상에 따라 대규모 자금이 경제에 어떤 충격을 줄 것인지에 대한 불확실성이 높아, 연준의 금리인상 폭과 빈도에 대한 관심이 집중

3) 이승호, "한국 외환시장의 변동성: 원인과 대응," 자본시장연구원, 2013.8.

⊙ 당초 예상과 다른 미연준의 금리정책의 경로가 불안정한 시장 기대를 야기

- 2015년 12월 미연준 기준금리 인상 당시 2016년 기간 중 3~4회 추가 인상될 것이라는 것이 일반적인 시장의 예상이었으며, 이러한 기대는 달러화의 강세 요인으로 작용
- 달러화 강세의 영향으로 2016년 1월에는 선진국과 중국 등 신흥국의 주가가 큰 폭으로 하락
- 그러나 실제로는 1회 추가 인상(2016년 12월)되어 연준 기준금리 목표구간이 0.50~0.75%로 상승하는 데 그침에 따라 예상을 하회
- 이와 같이 예상과 다른 미국 금리정책의 경로가 시장기대와 미달러화 가치의 변동을 야기

[표 3] 미국 연준 목표금리에 대한 예상과 실제치

	2016년말 전망치	2016년 12월 실제 목표구간
미연준위원 평균	1.29%	0.50~0.75%
IB평균	1.19%	

주: 1) 2015년 12월 미연준 통화정책회의(FOMC)에 참석한 미연준위원 17인의 예상치의 평균
2) IB는 2015년 12월 조사기준 8개 기관 예상치의 평균

자료: FRB, 국제금융센터

대형 정치 · 경제적 이슈의 부각

⊙ 2015년에는 위안화의 전격적 절하와 미연준의 금리인상 정도가 주요 이슈

- 2015년에는 8.11~12일 중국 인민은행이 예고없이 약 3.5% 가량의 위안화 절하를 단행하자 신흥개도국의 통화가치가 급락하고, 미국 주가가 큰 폭 하락하는 등 국제금융시장이 불안정성을 표출
- 미연준의 금리인상 여부가 연중 내내 외환시장에 지속적으로 영향

⊙ 반면 2016년에 발생한 정치 · 경제적 사건은 시장이 예상치 못했거나 기대와는 반대 결과로 나타나 큰 충격을 야기

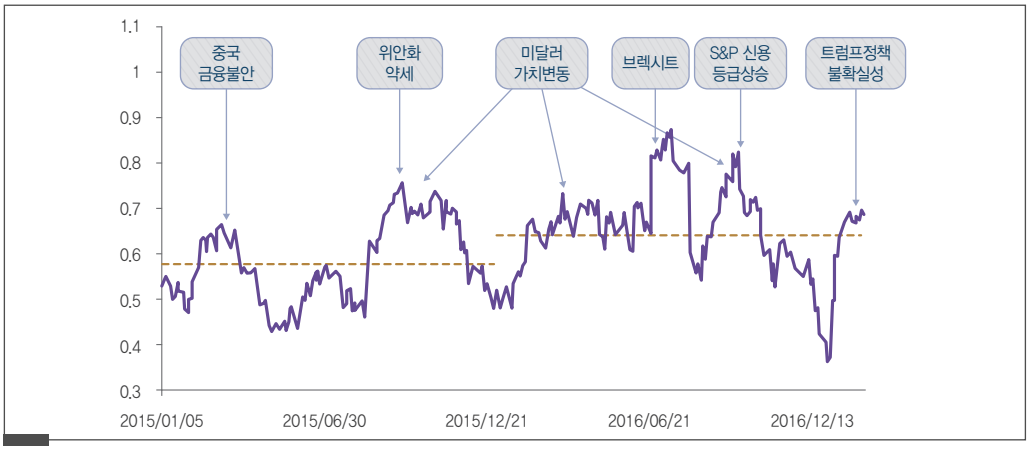
⊙ 2016년 1월 일본은행은 마이너스금리를 전격 도입해 엔화 약세를 유도하여 경기부양을 강화하고자 했으나 실제로는 엔화가 급격히 강세를 시현

- 마이너스금리 도입을 발표한 당일(1.29일) 달러당 118.8엔에서 4.12일 107.9엔으로 급락
- 동기간 원/달러 환율도 1,199원에서 1,146원으로 급락하여 엔/달러 환율의 하락이 원/달러 환율의 하락을 유도

⊙ 브렉시트 가결(6월)과 트럼프의 미국대통령 당선(11월)에 따른 불확실성 고조

- 브렉시트 과정에서 영국과 EU간 양자협상에 불협화음이 나타난다면 세계경제에 불확실성을 높이는 요인
- 트럼프 미국 신행정부의 미국 우선주의, 보호무역주의가 강화되면 GATT체제 이후 수십 년간 세계경제 발전의 동력이었던 국가간 개방화가 후퇴함에 따라 세계경제 성장 둔화 및 국가간 무역분쟁의 위험이 상승할 우려

[그림 3] 국내외 돌발 요인과 원/달러 환율 변동성 추이



자료: 국회예산정책처

⊙ 국내적으로 개성공단 폐쇄(2.10일) 및 탄핵국면(11~12월)과 같은 정치적 급변요인이 발생했으나 외환시장에는 별다른 영향을 미치지 못한 것으로 추정

- CDS프리미엄(5년 만기 외화표시 국채)이 개성공단철수 당시에는 3일 정도 상승하는 데 그쳤고, 탄핵소추안가결(12.9일) 전후 변동폭도 미미
- S&P의 한국 국가신용등급 상향 조정(8.9일, AA- → AA)은 환율변동성이 축소되는 계기

03

원/달러 환율 변동성 확대의 거시경제적 요인

거시경제여건은 외부충격의 흡수력을 결정

⊙ 예를 들면 국내물가가 경직적이라면 환율의 변동으로 조정될 가능성이 증대

⊙ 본 자료에서는 주요 거시변수 및 금융변수와 환율변동성의 관계를 파악한 후 2016년 중 각 변수가 환율변동성에 어떤 역할을 했는지 분석

우리나라 경제변수의 환율 변동성에 미치는 영향력

⊙ 어떤 거시경제변수가 환율변동성을 결정하는가에 관한 합의된 연구결과는 부재

- 이는 연구간 분석접근방법의 차이(Mpofu(2016)[4]), 환율변동성에 관한 연구가 많지 않은 점(Morana(2009)[5]) 등이 요인

⊙ 본 분석에서는 Devereux and Lane(2003)[6], Cady and Jesus (2007)[7], 성태윤(2011)[8]의 연구를 참고로 하여 모형을 설정하고 주요 실물경제 및 금융변수들이 환율변동성에 미치는 영향을 추정

- 일반적으로 경제성장률의 상승은 우리나라의 투자가치를 높여 해외자본의 투자유인이 확대되고 환율변동성을 낮추는 요인. 이는 경제성장률이 높다면 장기투자의 비중을 늘려 일시적인 충격이 발생하여도 바로 투자자금 회수에 나서지는 않을 것이기 때문
- 물가의 변화는 직접적으로 통화 가치의 변화를 의미하므로 환율변동성과 정(+)의 관계
- 무역개방도의 경우 Hau(2000)[9]와 Bleaney (2006)[10]는 무역개방도가 높을수록 환율변동성이 낮아진다고 분석. 비교역재는 가격의 경직성이 교역재에 비해 크며, 이러한 비교역재의 비중이 커지면(무역개방도 하락) 국가간 상대가격이 환율을 통해 조정되기 때문

⊙ 회귀분석을 이용한 추정결과는 대체로 이론적 예상과 부합되는 결과(45쪽 참조)

- 실질GDP증가율, 무역개방도, 외국인국내투자, 해외금리에 대한 국내금리의 상승은 환율변동성을 낮추는 효과가 작용(부(−)의 관계)
- 반면 물가상승률, 통화증가율, 외환보유액에 대한 단기차입의 비율이 상승하면 환율변동성을 높이는 효과(정(+)의 관계)

⊙ 이러한 추정결과를 이용하여 2016년 경제변수의 변화추이를 살펴보면 이들 변수들이 최근 환율변동성에 미친 영향력의 파악이 가능

급변하는 거시경제여건의 변화가 2016년 원/달러 환율 변동성의 상승 배경

⊙ 실물변수의 경우 경제성장률은 환율변동성 축소요인인 반면 소비자물가, 무역개방도는 확대요인으로 작용

- 경제성장률은 2015년 2.6%에서 2016년 2.7%로 소폭 상승
- 소비자물가상승률은 2015년 전년대비 0.7%에서 2016년 1.0%로 상승
- 무역개방도는 하락추세(2013년 107.6% → 2015년 105.2% → 2016년 104.7%)

4) Mpofu, Trust, "The Determinents of Exchange Rate Volatilty in South Africa," Working Paper 604, Economic Research South, May 2016.

5) Morana, Claudio, "On the Macroeconomic Causes of Exchange Rate Volatility," International Journal of Forecasting 25, 2009.

6) Devereux, Michael and Lane, Philip, "Understanding Bilateral Exchange Rate Volatility," Journal of International Economics, Vol.60, 2003.

7) Cady, John and Jesus, Gonzalez-Garcia, "Exchange Rate Volatility and Reserves Transparency," IMF Staff Papers, Vol.54, 2007.

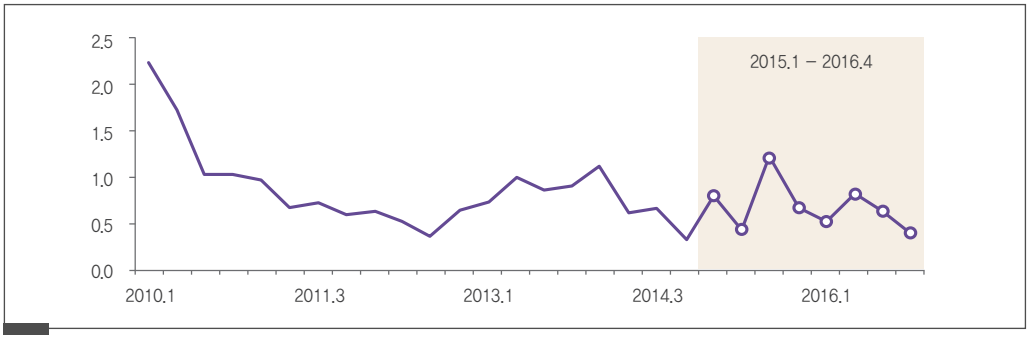
8) 성태윤, "원/달러 변동성 증대의 결정요인 분석," 한국금융연구원, 2011.4.

9) Hau H. "Real Exchange Rate Volatility and Economic Openness: Theory and Evidence," Centre for Economic Policy Research, Discussion paper No. 2356. 2000.

10) Bleaney M., 「Fundamentals and Exchange Rate Volatility」, School of Economics University of Nottingham, 2006.

[그림 4] 경제성장률 추이

(단위: %)



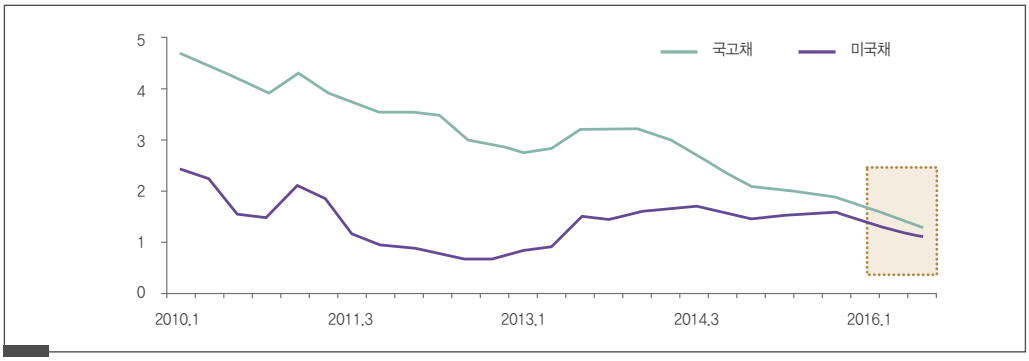
자료: 한국은행

⊙ 금융변수의 경우 총통화, 민간단기외화차입/외환보유액비율, 외국인 국내투자는 환율변동성 축소 요인인 반면 국내외 금리차는 확대요인으로 작용

- 총통화증가율은 2015년 전년대비 8.6%에서 2016년 7.3%로 둔화
- 민간단기외화차입/외환보유액 비율은 2015년 0.180에서 2016년 0.168로 하락
- 외국인 국내투자(잔액)는 2015년 4/4분기~2016년 3/4분기 중 6,217억 달러에서 7,093억 달러로 증가
- 한국 국고채(5년)와 미국국채(5년)금리 차는 2015년 1/4분기 0.63%p에서 2016년 4/4분기 0.06%p로 축소

[그림 5] 한국 · 미국 국채금리(5년 만기) 추이

(단위: %)



자료: 한국은행, FRB

⊙ 추정결과에 따르면 2016년 중 환율변동성 상승은 물가 상승, 무역개방도 축소, 국내외 금리차 축소가 종합적으로 작용한 결과

- 이중 국내외 금리차와 무역개방도의 변화가 크게 나타나 환율변동성 확대에 주요한 경제적 배경으로 작용했을 가능성

거시경제변수 및 금융변수가 환율변동성에 미치는 영향

본 분석에서 환율변동성에 미치는 영향을 실물경제변수와 금융변수로 구분하여 다음과 같은 추정모형을 설정

- Devereux and Lane(2003), Cady and Jesus(2007), 성태윤(2011) 연구를 참고하여 주로 실물변수로 구성된 실물모형을 기본으로 하고, 금융변수의 효과를 살펴보기 위해 금융변수를 포함한 모형도 구성하여 최소자승법으로 추정

$$std(koe) = \alpha + \sum_i \beta_i X_i + dummy + \epsilon$$

- 이때 $std(koe)$은 일일 환율 변동률의 표준편차, X는 환율에 영향을 미칠 것으로 예상되는 설명변수로 실물변수 및 금융변수들로 구성
  - 분석 자료 기간은 2001.1/4~2016.3/4분기
  - 글로벌 금융위기 전후에 환율변동성 차이점을 조정하기 위하여 2008년 3/4분기부터 더미변수를 설정

- 기본모형은 실질GDP증가율, 소비자물가상승률, 무역개방도, 통화증가율로 구성
  - 무역개방도는 총수출(상품수출과 서비스수입)과 총수입(상품수입과 서비스지급)의 합을 GDP로 나누어 구함
  - 통화는 광의의 통화(M2)

- 기본모형에 우리나라 금융구조의 특징을 일부 반영하는 금융변수인 민간단기차입/외환보유액, 외국인국내투자증가율, 국내외 금리차(5년 만기 국고채와 미국채의 금리차)로 교체하여 투입
  - 민간단기차입은 금융기관 및 비금융기업의 단기차입금와 단기증권발행액의 합으로 이를 외환보유액으로 나눈 비율. 이는 단기외화자금의 유출에 대한 대응능력의 의미가 포함
  - 외국인국내투자는 민간부문의 FDI, 지분증권, 부채성증권의 합

- 추정결과는 아래 표와 같은데, 실질GDP증가율, 무역개방도, 외국인 국내투자, 국내외 금리차의 상승은 환율변동성을 낮추는 효과
  - 반면 물가상승률, 통화증가율, 외환보유액에 대한 단기차입의 비율이 상승하면 환율변동성을 높이는 효과
  - 한편 수출증가율, 경상수지도 기본모형을 이용하여 추정하여 보았으나 환율변동성에 미치는 효과가 유의적이지 않은 결과

환율변동성 추정 결과

	모형1(기본모형)	모형2
상수	2.765* (1.747)	5.290*** (1.766)
실질GDP증가율	−11.469* (−1.854)	−16.253*** (−3.376)
소비자물가상승률	18.685* (1.752)	–
무역개방도	−0.928** (−2.544)	−1.193*** (−3.062)
통화(M2)증가율	13.507*** (2.805)	–
민간단기외화차입/외환보유액	–	0.612*** (4.045)
외국인 국내투자증감	–	−2.7E−06** (−2.219)
국내외금리차(국고채−미국국채)	–	−0.130** (−2.077)
결정계수(R2)	0.540	0.557

주: ***는 1%, **는 5%, *는 10% 내 유의함을 의미, ( )는 t 통계량

nabo Economic Trends & Issue
경제동향 & 이슈
2017년 2월호 통권 제52호

발행일 2017년 2월 28일
발행인 김춘순 국회예산정책처장
편 집 경제분석실 경제정책분석과
발행처 **국회예산정책처**
서울특별시 영등포구 의사당대로 1
(02·2070·3114)
제 작 (주)한디자인코퍼레이션(02·2269·9917)

© 국회예산정책처, 2017

국민에게 힘이 되는 국회

나라살림 지킴이
나라정책 길잡이

nabo Economic Trends & Issue

경제동향 & 이슈

국회예산정책처
National Assembly Budget Office
서울특별시 영등포구 의사당대로 1
tel 02-2070-3114 www.nabo.go.kr

발 간 등 록 번 호
31-9700376-001366-07