



2018년 거시경제 전망 및 주요 이슈

거시금융실 강현주 · 백인석 연구위원 (거시경제 · 통화정책)
동향분석실 이승호 선임연구위원 (환율)

1

국내 경제 전망

대외 여건: 2017년에 이어 완만한 회복세

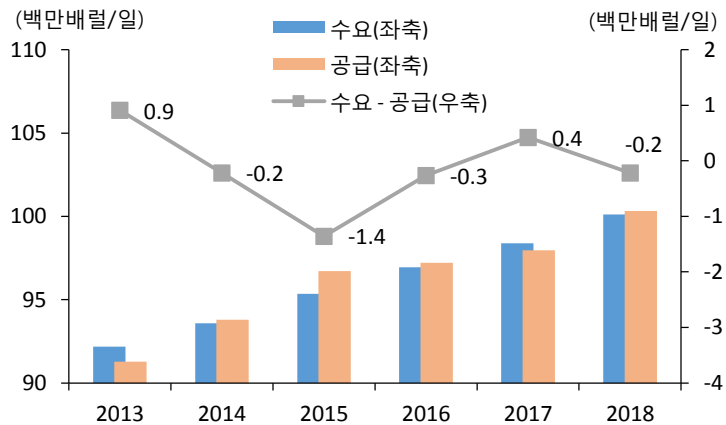
- 2018년 중 세계경제는 전년에 이어 성장세가 완만하게 확대될 전망
 - ▶ 주요 선진국들의 성장세가 지속되는 가운데 자원수출 신흥국들 또한 부진에서 회복될 전망
- 국제유가는 연중 50달러 후반 수준에서 안정될 것으로 예상
 - ▶ 글로벌 경기 회복세, 일부 산유국 공급 차질 등에도 불구하고 셰일오일 증산, OPEC 감산 종료 가능성 등이 유가의 상방 경직성으로 작용

세계경제 성장률 전망

	2016	2017p ^f	2018 ^f
전세계	3.2	3.7	3.9
(선진국)	1.7	2.3	2.3
(신흥국)	4.4	4.7	4.9
미 국	1.5	2.3	2.6
유로존	1.8	2.3	2.1
일 본	0.9	1.7	1.3
중 국	6.7	6.9	6.4

주 : 전세계, 선진국 및 신흥국은 IMF의 2017.10월 전망치이며
미국, 유로존, 일본, 중국 전망치는 최근 IB 전망 컨센서스
자료: IMF, Bloomberg

국제 유가 수급여건 및 유가 전망



	WTI	Brent	Dubai
2018년	55.7	60.3	56.5

주 : 수급여건은 EIA 전망치, 유가는 최근 IB 전망 컨센서스
자료: Datastream, Bloomberg

경제성장률 전망: 2017년 중 3.2% ➡ 2018년 중 3.0%

○ 지난해에 이어 3% 수준의 견조한 성장세를 이어갈 전망

- › 건설투자 및 설비투자의 둔화에도 불구하고 글로벌 경제의 동반 회복세에 따른 수출 확대 및 민간 소비의 완만한 회복세가 성장을 견인할 것으로 예상

수요부문별 성장률 전망

	2016	2017 ^{f)}	2018 ^{f)}
GDP	2.8	3.2	3.0
민간소비	2.5	2.4	2.6
설비투자	-2.3	14.8	2.9
건설투자	10.7	7.8	1.1
상품수출	2.2	3.7	4.5
상품수입	3.6	8.7	4.6

주 : 상품수출입은 실질GDP중 재화의 수출입
자료: 자본시장연구원, 한국은행

민간소비 : 완만한 회복세

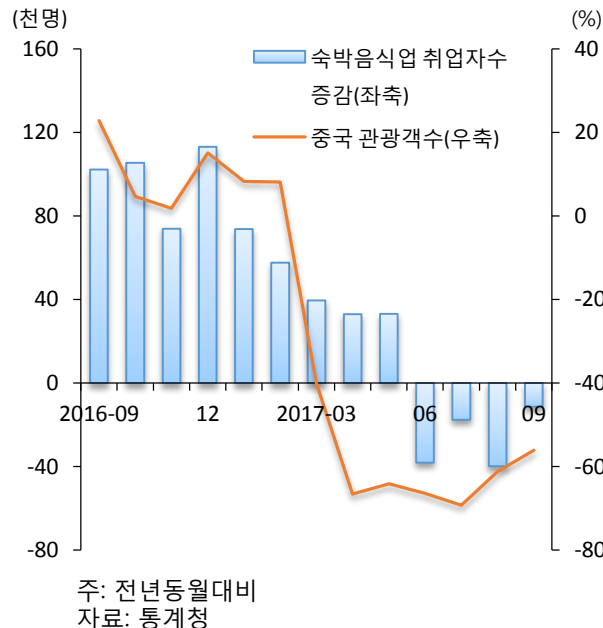
○ 민간소비는 소폭 개선될 전망 ('17년 2.4% → '18년 2.6%)

- ▶ 가계부채 누증 등 구조적 제약 요인에도 불구하고 소비심리 개선, 정부의 소득여건 개선 정책, 동계 올림픽 개최 및 사드 합의에 따른 서비스업 고용 확대 등이 긍정적으로 작용할 전망
- ▶ 다만 실질임금 개선 미흡, 금리인상에 따른 가계부채 채무상환 부담 확대, 건설경기 둔화에 따른 고용 감소 등은 리스크(-) 요인으로 작용할 전망

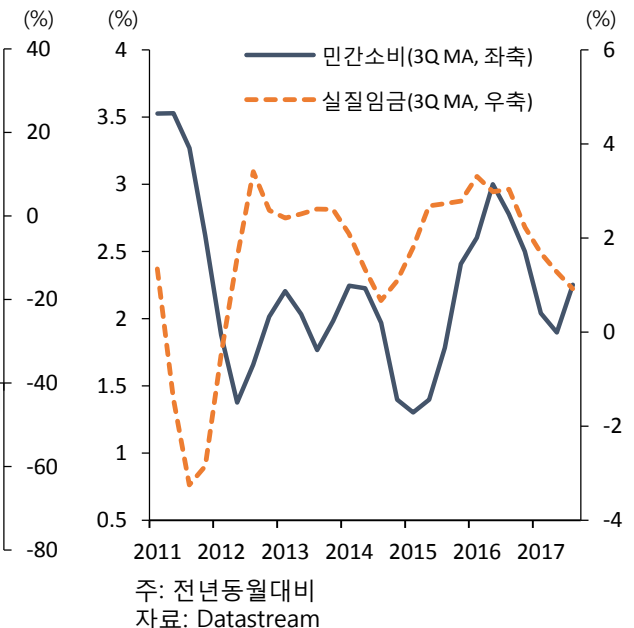
정부의 소득여건 개선 정책

- 보건·복지·고용 예산 11.7% ↑
 - 일자리 예산 19.2조원: 공무원 2.5만 명 채용, 고용장려금 지원 등
 - 기초연금 인상 및 아동수당 도입
 - 최저임금 인상에 따른 소상공인 지원
 - 임대주택 확대 및 의료비 경감
- 최저임금 16.4% 인상
 - 최저임금 인상의 고용 효과에 대해 학계에서는 대체로 **단기적 고용 감소 효과는 크지 않은 것으로 평가**(Card & Krueger, 1994; Aaronson et al., 2008; Sorkin, 2015; 정진호 외, 2011)

숙박음식업 취업자수 추이



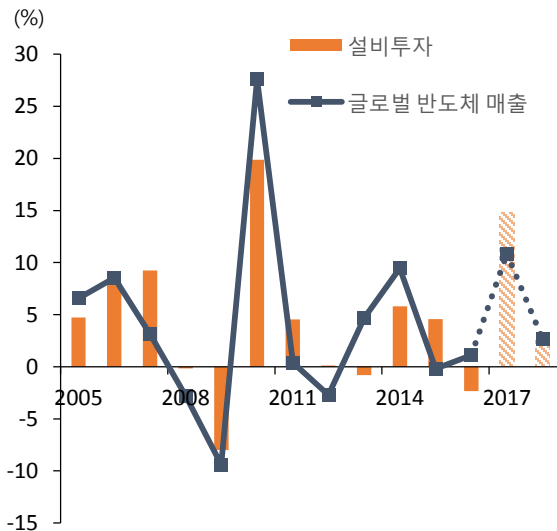
실질임금 및 민간소비 추이



설비투자 및 건설투자 : 둔화

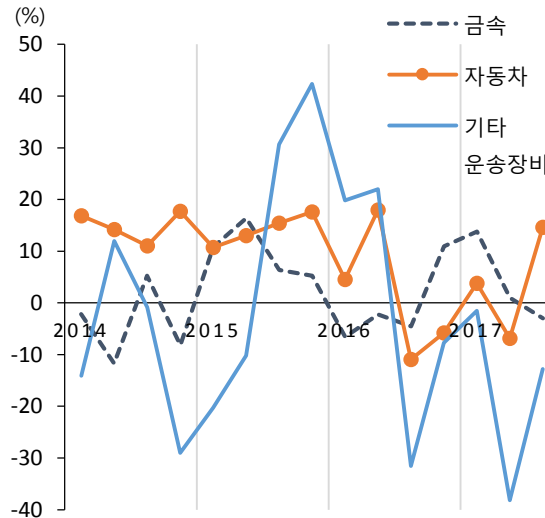
- 설비투자는 지난해 큰 폭 개선에 따른 완만한 상승세 예상 ('17년 14.8% → '18년 2.9%)
 - › IT 부문은 글로벌 업황 호조가 지속되면서 설비투자도 계속될 전망이나 전통 주력 제조업종 (철강, 조선, 자동차)은 중국 과잉설비 및 수입수요 둔화 등으로 다소 제약될 가능성
- 건설투자 또한 크게 둔화될 전망 ('17년 7.8% → '18년 1.1%)
 - › 선행지표인 건설 수주 및 착공 면적 추세, 완만한 경기 회복세에 따른 주택 시장의 연착륙 가능성을 감안할 때 대형 토목사업 감소에도 불구하고 소폭의 성장세를 보일 전망

세계 반도체 매출 및 설비투자



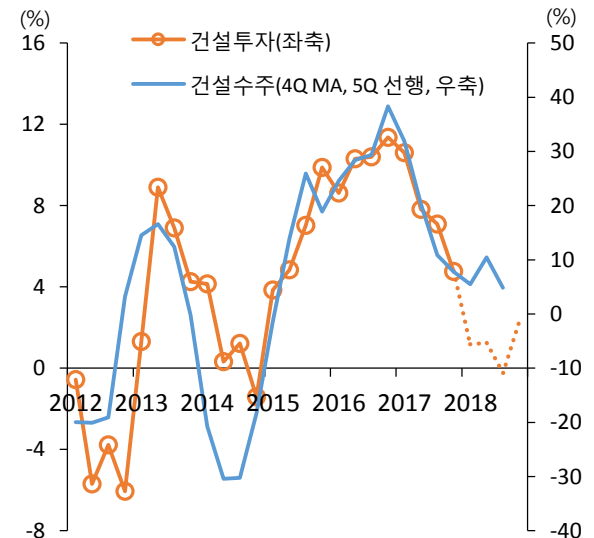
주 : 글로벌 반도체 매출은 WSTS 전망
자료: Datastream, 자본시장연구원

비IT부문 설비투자 추이



주 : 전년동기대비
자료: 통계청

건설투자 및 건설수주

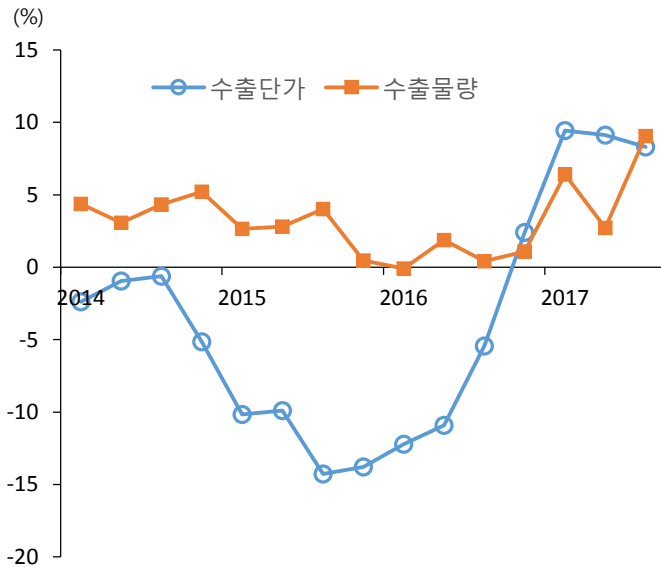


주 : 전년동기대비
자료: 통계청, 자본시장연구원

수출입 : 회복세 지속

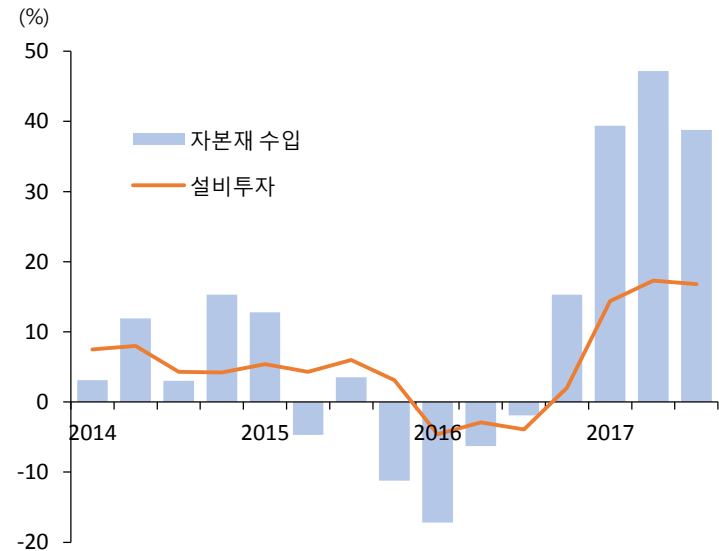
- 수출(실질GDP중 재화수출)은 전년보다 확대될 전망 ('17년 3.7% → '18년 4.5%)
 - › 최근 원화 강세에도 불구하고 신흥국 중심의 세계 경제 동반 회복세 및 IT 부문 업황 호조 지속 등이 긍정적으로 작용할 것으로 예상
 - › 다만 금액 기준으로는 수출단가 상승이 완만해지면서 증가세가 둔화될 전망
- 수입(실질GDP 중 재화수입)은 설비투자 둔화 등으로 둔화될 전망 ('17년 8.7% → '18년 4.6%)

수출단가 및 수출물량지수 추이



주 : 수출단가는 수출금액지수를 물량지수로 나누어 산출
자료: 한국은행

자본재 수입 추이



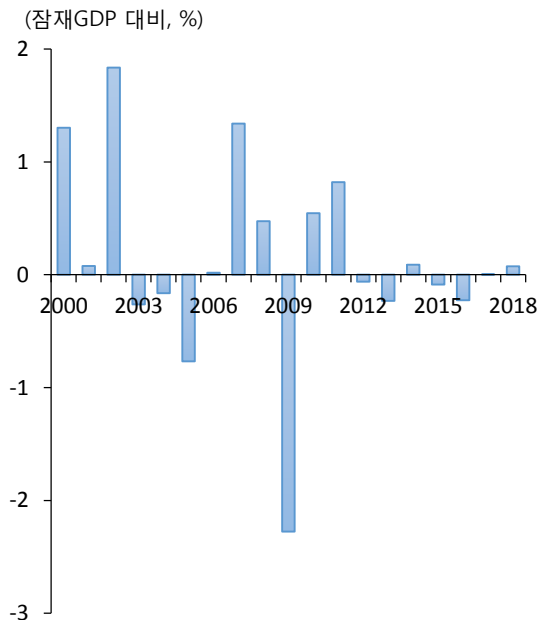
주 : 전년동기대비
자료: KITA

물가 : 소폭 둔화

○ 금년 중 물가상승률은 소폭 둔화될 전망 ('17년 2.0% → '18년 1.9%)

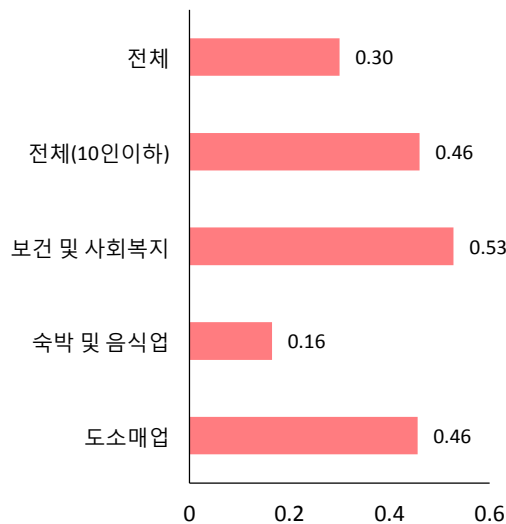
- › 금년 중 실제 GDP가 잠재 GDP를 상회할 것으로 예상되는 데다 명목임금 또한 고용여건 개선 및 최저임금 상승 등으로 상승할 것으로 보여 수요부문의 물가압력이 커지겠으나,
- › 지난해 물가상승을 주도한 식료품 및 에너지 가격의 상승세가 기저효과 등으로 안정될 것으로 예상됨에 따라 물가 상승률이 소폭 둔화될 전망

GDP갭 추이



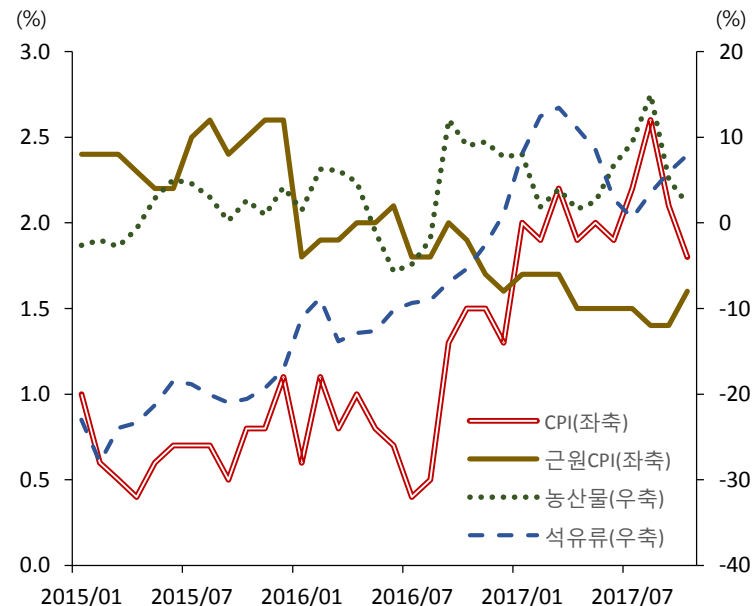
자료: 자본시장연구원

평균임금과 최저임금간 상관계수



주 : 1999~2016년 중. 단, 2008년은 제외
자료: 고용노동부, 통계청

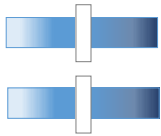

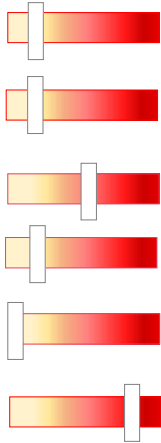
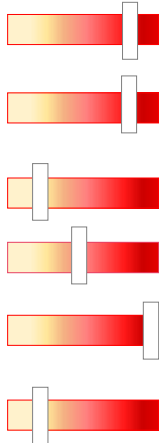
물가상승률 추이



주 : 전년동기대비
자료: 통계청

전망 위험요인

- 향후 성장경로에는 상방 불확실성과 하방 위험이 혼재

위험요인	가능성	Impact
상방 불확실성 <ul style="list-style-type: none"> • 세계경제의 동반 회복세에 따른 수출 및 투자 확대 • 정부의 가계소득 증대 정책에 따른 소비 회복세 강화 		
하방 위험 <ul style="list-style-type: none"> • 보호무역주의 대두 (NAFTA 붕괴, 한미 FTA 재협상 결렬, 미중 무역분쟁 등) • 가계부채 억제정책에 따른 주택경기 급랭 • 선진국 중앙은행 통화정책 정상화에 따른 취약 신흥국의 금융불안 • 최저임금 큰 폭 인상에 따른 고용 감소 / 물가 급등 • 중국의 부채 축소에 따른 금융불안 • 북핵 관련 지정학적 리스크 재고조 		

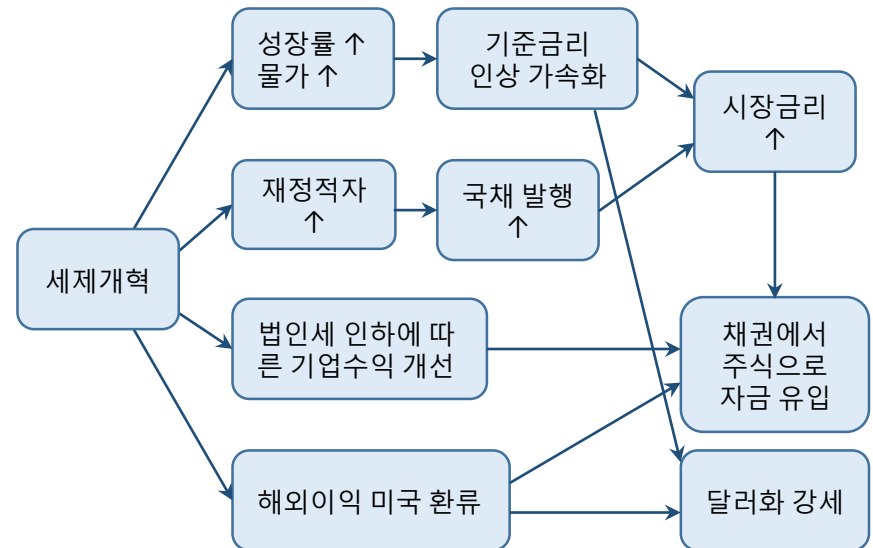
<참고> 미국 세제개혁

- 금번 세제개혁은 법인세율 및 개인소득세율 인하, 해외과세 체계 개편 등을 포괄
 - ▶ 특히, 큰 폭의 법인세 인하를 통해 프랑스(33%), 호주(30%), 한국(22%) 등에 비해 낮은 세율이 적용되며 평균 실효세율 또한 21%에서 9%로 낮아짐(Penn Wharton)
- 성장세 개선(2018년 중 0.3~0.5%p ↑)에 따른 연준의 기준금리 인상 가속화, 외환 및 자본시장 변동성 증가 등이 예상
 - ▶ 지출성향이 낮은 기업·고소득층에 대한 세금감면에 따른 경기진작 효과의 불확실성도 상존

미국 세제개혁 주요 내용

		기존	수정
개 인	세율	7단계, 최고 39.6%	7단계, 최고 37%
	표준공제액 (부부기준)	12,700	24,000
	모기지 이자 공제	백만달러	75만달러
법 인	세율	35%	21%
	해외유보 소득 본국 송환세율	유입전까지 과세유예	유동자산 15.5% 비유동자산 8%
	이자비용 공제한도	대부분 공제	영업이익의 30%
	자본투자 비용처리	일부 금액 공제	전액 비용인정 (5년간)

세제개혁에 따른 금융시장 영향



2

한 · 미 통화정책 전망

통화정책 전망 : 중립금리(균형금리) (1)

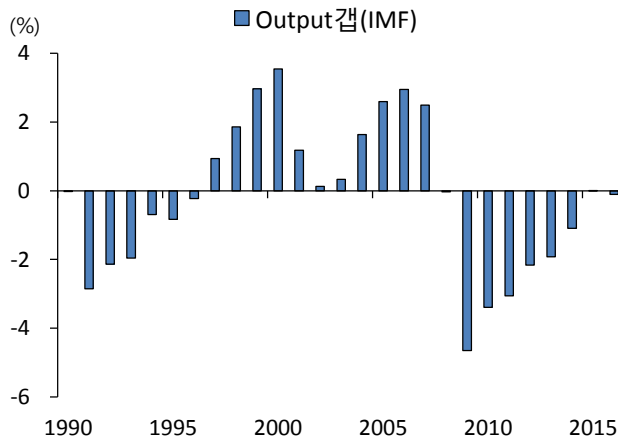
- 중립금리는 경기중립적인 정책금리 수준으로 한·미 모두 이번 금리인상 사이클의 목적지

[실질중립금리] 잠재성장 수준의 성장세, 목표치 부근의 안정적인 물가, 자연실업률 수준의 고용여건에 부합하는 실질단기금리

[명목중립금리] 실질중립금리 + 기대인플레이션 또는 물가목표치 (2%)

[통화정책의 구성] 1) 중립금리 수준 2) 중립금리 수준까지의 기준금리 인상속도 3) 중립금리 수준의 변화 (엘런, 2017)

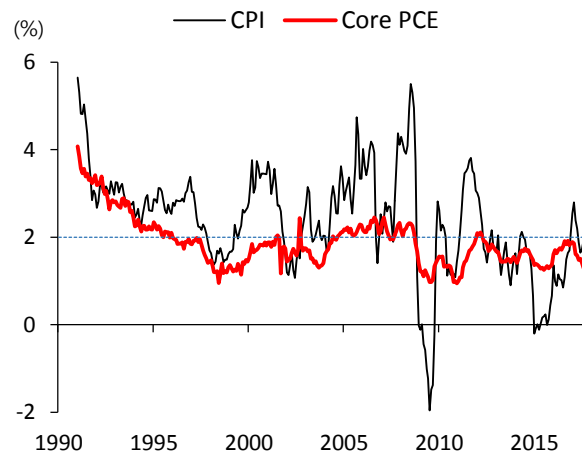
미국 GDP갭



주: GDP갭 = (GDP-잠재GDP)/잠재GDP

자료: IMF

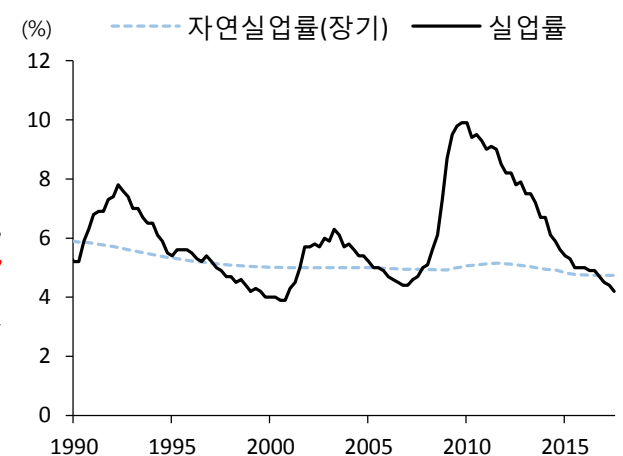
미국 물가



주: 물가상승률은 Core CPI의 전년 동월 대비

자료: BEA, 샌프란시스코 연준

미국 실업률

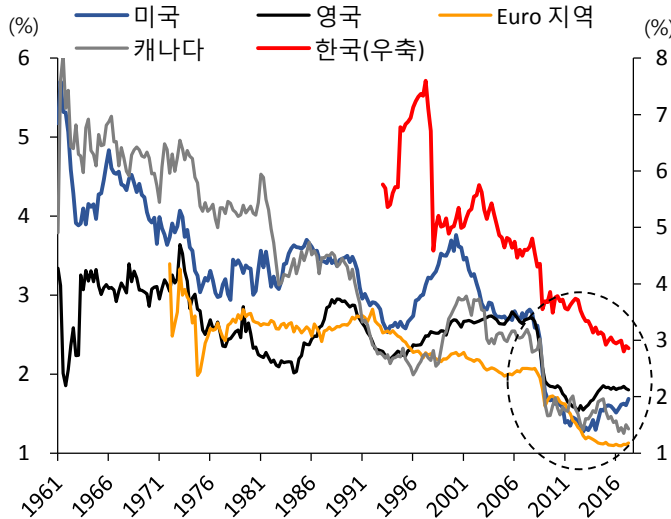


자료: 샌프란시스코 연준

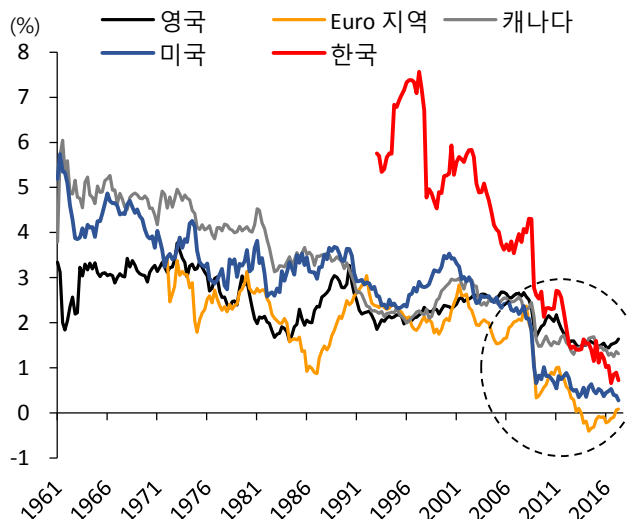
통화정책 전망 : 중립금리(균형금리) (2)

- 주요국에서 2000년대 초부터 잠재성장률이 하락하면서 경제여건에 부합하는 중립금리 수준이 하락
 - 연준은 2014년 말부터 중립금리 전망치를 지속적으로 하향 조정 ('15년 3.5~3.75% ➡ '17.12월 2.75%, FOMC 전망치 중간값 기준)

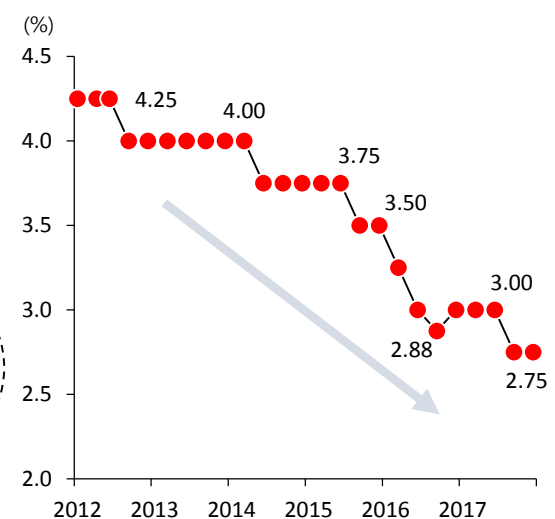
잠재성장률이 하락함에 따라



실질중립금리가 하락



연준도 명목중립금리 전망치를 하향



주: Holston, Laubach and Williams(2017) 모델을 적용하여 도출 (미국, 영국, Euro지역, 캐나다는 샌프란시스코 연준 추정, 한국은 자본시장연구원 추정)

자료: 샌프란시스코 연준, 자본시장연구원

주: FOMC 중립금리 전망치의 중간값
자료: FRB, 자본시장연구원

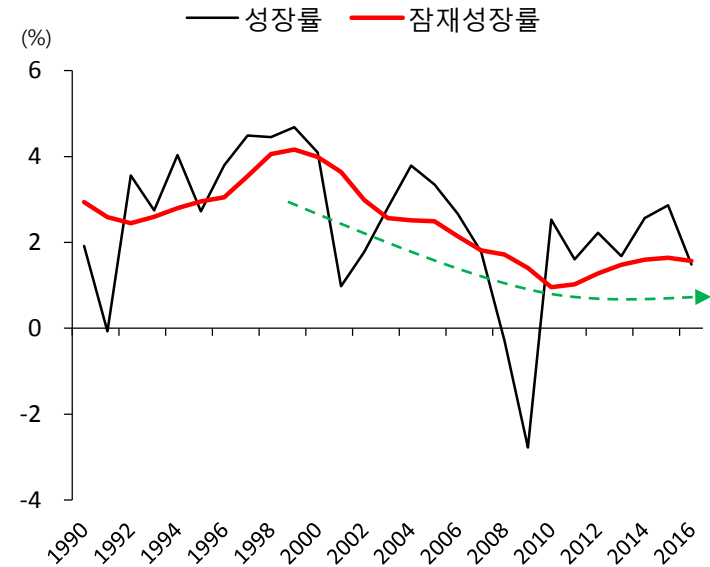
미국 통화정책 전망

- 연준의 정책목표) 경제여건이 중립수준으로 근접함에 따라 기준금리를 중립금리 수준까지 정상화하여 현재의 경기확장국면을 최대한 연장 (경기과열, 물가상승을 예방)
 - ▶ 연준의 금리인상은 아직 본격적인 긴축(기준금리>중립금리)이 아닌 통화정책 정상화(기준금리 ≈ 중립금리)

[인상 속도] 경기여건에 따라 소폭 달라질 수는 있지만 '18년 중 연준의 전망대로 3회 인상을 예상
 [연준의 중립금리 전망치 변화] '17.12월 전망치(명목: 2.75%, 실질: 0.75%)에서 유지될 것으로 전망

- ▶ 그러나, 세제개혁의 효과가 가시화될 경우 잠재성장률 및 중립금리 전망치의 상향조정과 함께 중립금리를 상회하는 수준까지 금리인상이 가능 ➡ 연준의 잠재성장률 및 중립금리 전망치 변화에 주목할 필요

미국 경제성장률과 잠재성장률



주: 잠재성장률=잠재GDP의 성장률, 연도 별
 자료: BEA, CBO, 자본시장연구원

연준의 예상 금리인상경로

	기준금리 전망치 (%)	중립금리 2.75% 가정시 잔여 인상 횟수
'18.1월 (현재 기준금리)	1.5	(5회)
'18년말	2.25	(2회)
'19년말	2.75	
중립금리	2.75	

주: FOMC 전망치 중간값
 자료: FRB

세제개혁과 중립금리

	'17.9월 연준(FOMC) 전망치 (%)	'17.12월 연준(FOMC) 전망치 (%)
'18년 성장률	2.1	2.5
'19년 성장률	1.8	2.0
잠재 성장률	1.8	1.8
중립금리	2.75	2.75

주: FOMC 전망치 중간값
 자료: FRB

국내 통화정책 전망

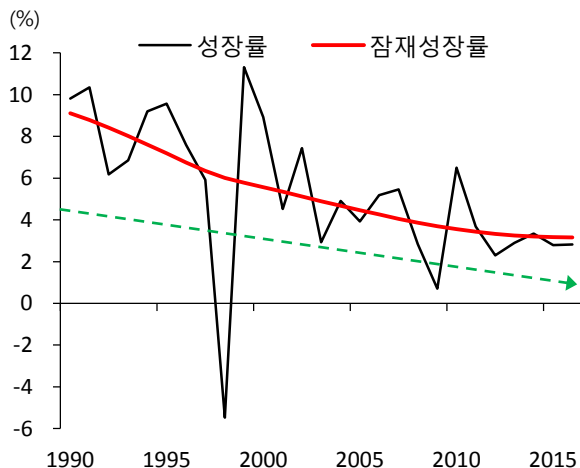
- 미국과 같이 연속적인 금리정상화는 가능하지 않을 전망 → (1) 추세 전환을 확인하지 못한 잠재 성장률과 중립금리, (2) 미국 보다도 낮은 경제의 역동성, (3) 가계부채와 (4) 한계기업에 대한 우려

[한국의 중립금리] HLW 표준모형(Holston, Laubach and Williams, 2017)과 소규모 개방경제의 특성을 반영한 수정모형에서 도출된 한국의 실질중립금리는 0.5~0.8% (명목중립금리는 2.5~2.8%) → **하락추세 진행 중**

[예상 금리인상경로] '18년 중 1회 정도의 금리인상을 전망 ▶ '19년에도 금리인상이 지속될 전망

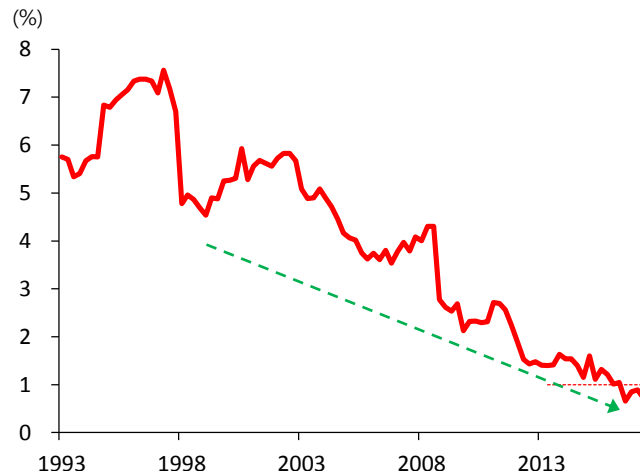
- (1) 중립금리는 현재 시점의 적정 기준금리가 아님 → 금리정상화를 서두를 유인이 크지 않음
- (2) 급격한 금리정상화는 잠재성장률의 하락을 부추길 수 있다는 점에 유의 (엘런 의장, 파월 연준의장 지명자, 2017)

한국 경제성장률과 잠재성장률



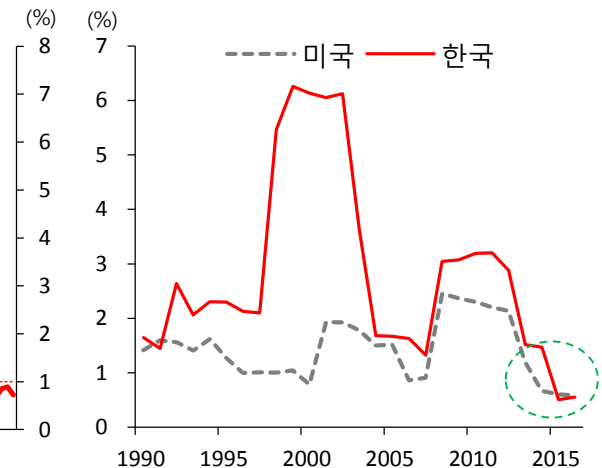
주: 잠재성장률은 HP필터로 도출, 연도별
자료: 한국은행, 자본시장연구원

한국의 실질중립금리



주: HLW 모형을 적용하여 추정
자료: 한국은행, 자본시장연구원

한·미 경제의 역동성

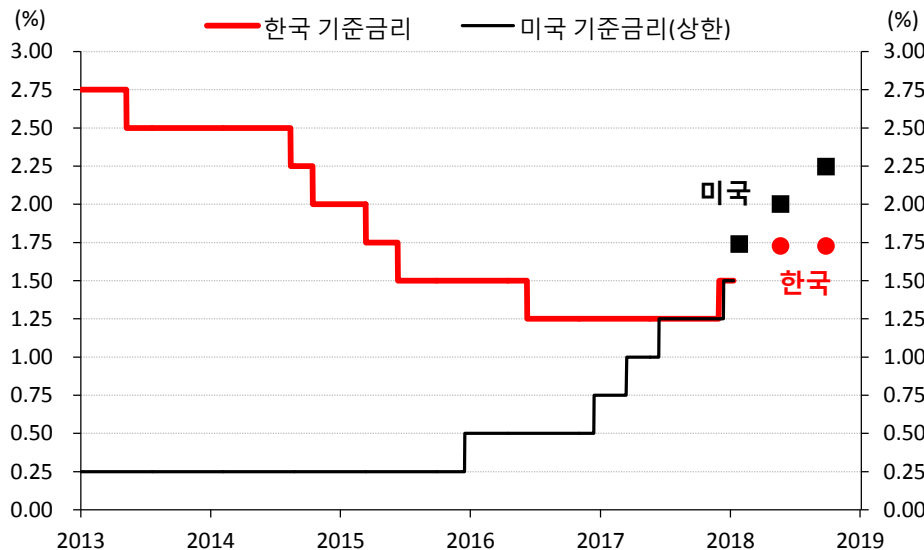


주: 연간 경제성장률의 5년 변동성
자료: 한국은행, 자본시장연구원

한·미 기준금리 역전과 외자유출 가능성

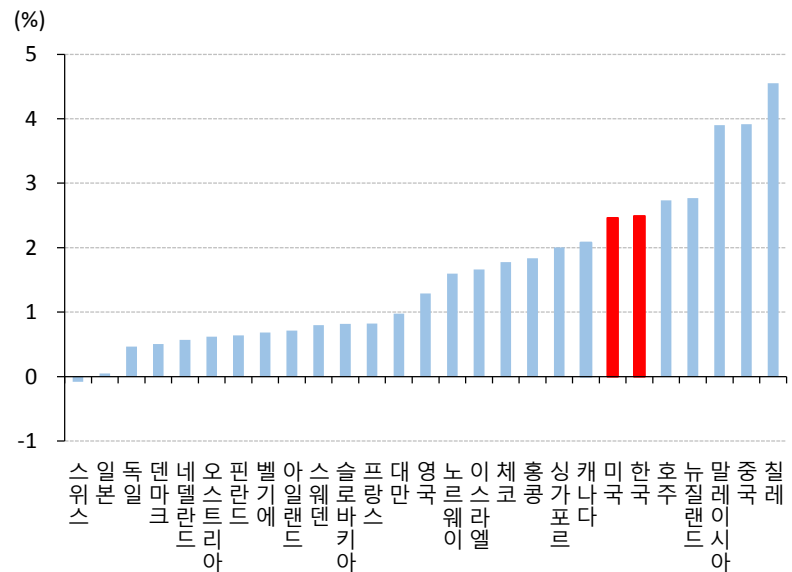
- '18년 중 한·미간에 기준금리가 역전되어 유지될 전망
 - › 한·미 경제여건의 차이를 반영하여 양국의 통화정책 정상화 속도가 다를 것으로 예상
 - › '18년말 한국과 미국의 예상 기준금리는 각각 1.75%와 2.25%
- 기준금리의 역전에도 불구하고 국내 금리수준 및 '18년 중 외국인 자본유입 전망 등을 고려할 때, 외국인 투자자금이 급격하게 유출될 가능성은 낮은 것으로 예상
 - › 글로벌 국채시장에서 국내 금리는 상대적으로 높은 수준으로, 특히 유럽 국가에 비해서는 현저하게 높은 수준을 유지
 - › 또한 '18년 중 신흥국으로의 자본유입도 지속될 전망

한·미 기준금리 역전 가능성



자료: Bloomberg, 자본시장연구원

글로벌 국채금리 ('18.1.13일, 10년 만기 기준)



주: S&P 기준 A(-)이상 등급 국가의 10년 만기 국채금리

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

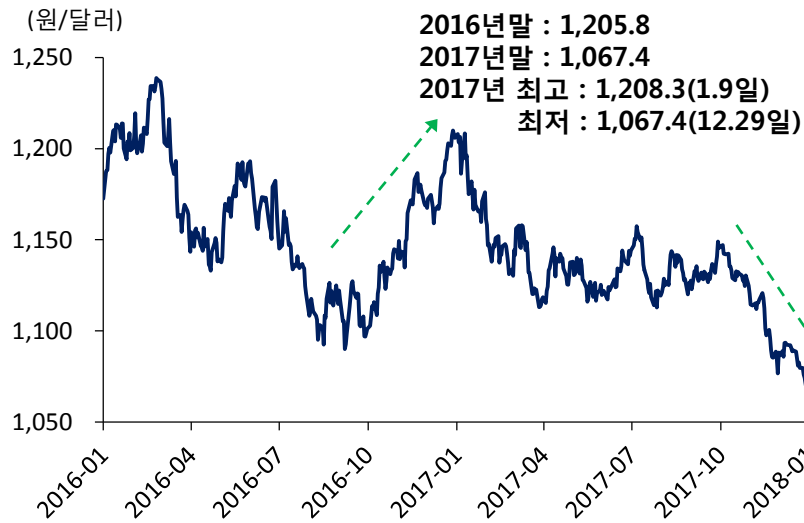
3

환율 전망

2017년 원/달러 환율 동향

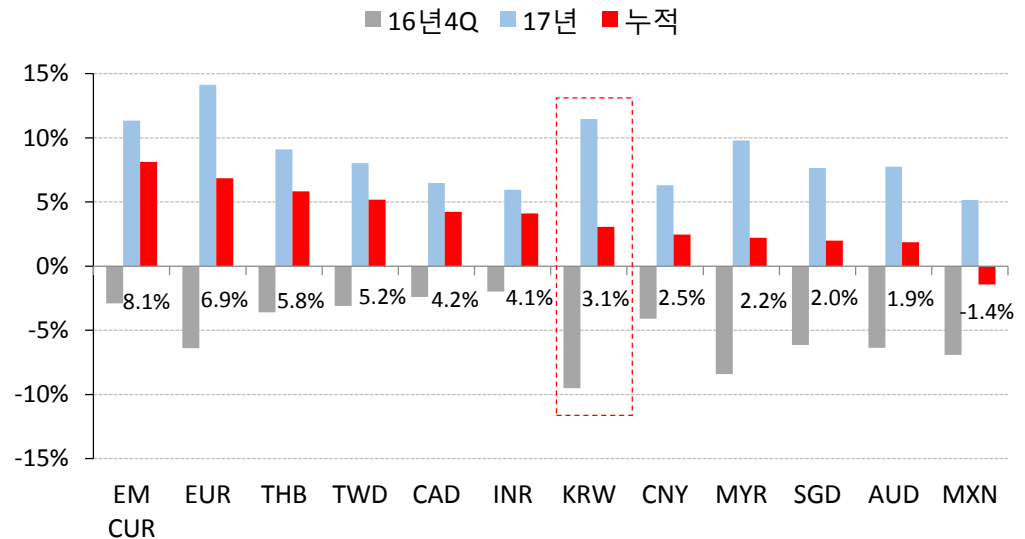
- 2017년 중 원/달러 환율은 큰 폭의 경상수지 흑자 지속, 예상치를 상회하는 경제성장을, 국가신용도 유지 등으로 하락세
 - '16년말 1,207.7 ➡ '17년말 1,070.5 (12.8% 절상) ➡ '18.1.12일 1,064.8
 - 달러화 약세기조, 위험선호 지속, 국내 통화정책 정상화, 4/4분기중 북핵 리스크 진정 등도 환율하락 요인으로 작용

최근 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg

기간별 주요 이머징 통화가치 상승률

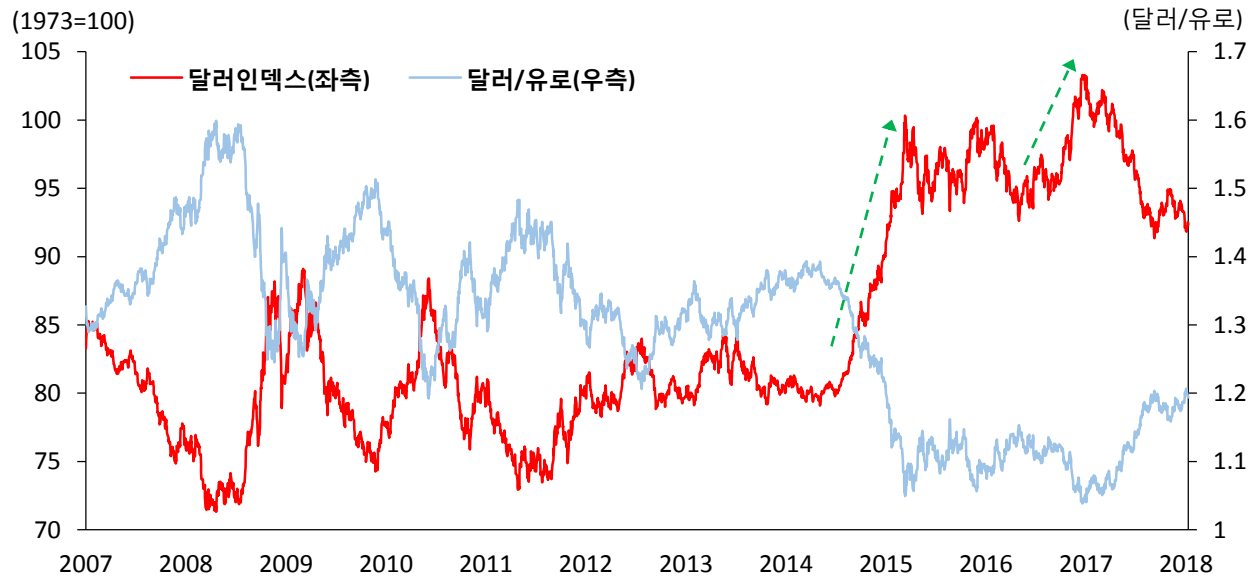


자료: Bloomberg

2018년 중 미달러화 약보합 예상

- 금년 중 미국의 견조한 성장세('17년 2.3%, '18년 2.6%), 여타 선진국과의 금리차 확대, 세계개편에 따른 본국송금 증가 등은 미달러화 강세요인
- 그러나 미 금리인상의 선반영, 유로화 강세 가능성, 미 무역적자 확대 지속, 세계개편에 따른 재정적자 증가, 트럼프의 정치적 리스크 등은 달러화의 약세요인으로 작용할 전망

미달러화지수 및 유로화 추이



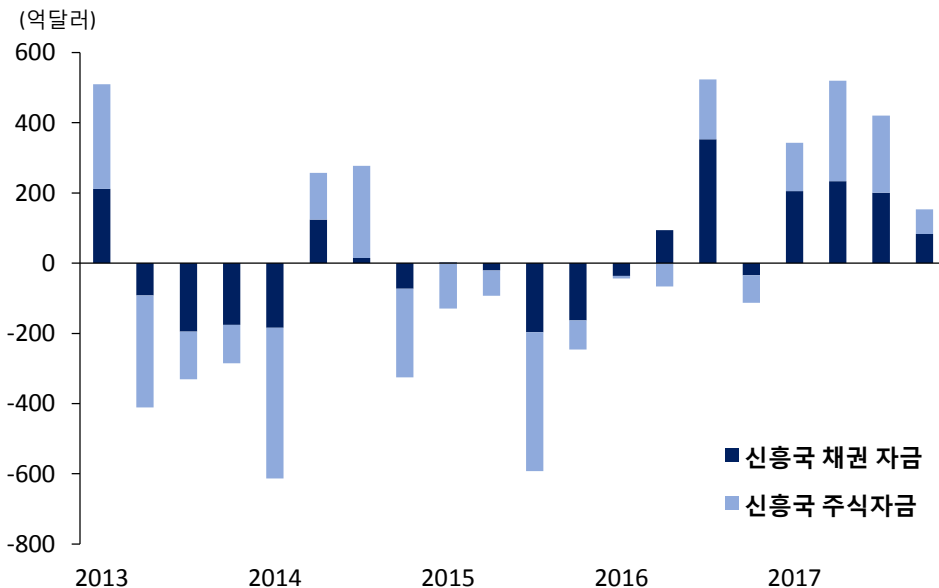
자료: Bloomberg

신흥국 자본유입 지속 전망

- 2017년 이후 신흥국 주식펀드 및 채권펀드 자금의 유입세 지속
- 이는 신흥국의 성장세 확대전망('17년 4.6%, '18년 4.9%), 국제금융시장의 변동성 완화, 위험 선호 지속 등에 기인
 - VIX가 최저수준을 기록하며 위험 선호 현상이 지속

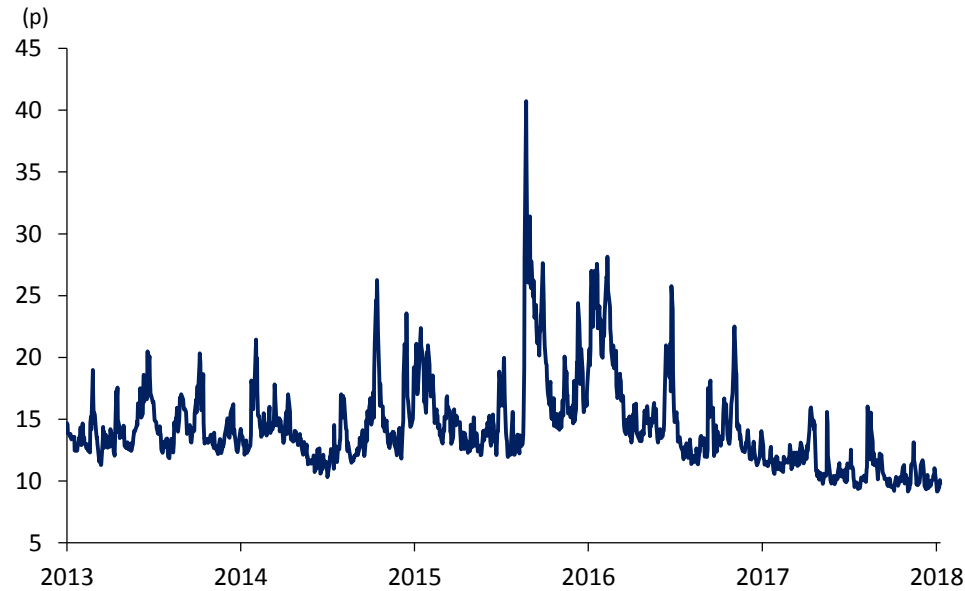
신흥국 증권펀드자금 유출입 및 VIX

<신흥국 증권펀드자금>



자료: EPFR, 국제금융센터

<VIX>



자료: Bloomberg

국내 외환공급 우위 지속

- 대규모 경상수지 흑자 등 외환순공급으로 원화환율 하락 압력 지속
 - ▶ '18년 경상수지 흑자 예상 : 750억달러(한국은행)
- 거주자의 해외 직접투자 및 증권투자의 증가세도 지속
 - ▶ 보험사, 연기금 등의 환헤지 기조 유지로 환율하락 압력을 상쇄하는 데 한계

외화자금의 조달 및 운용

(억달러)

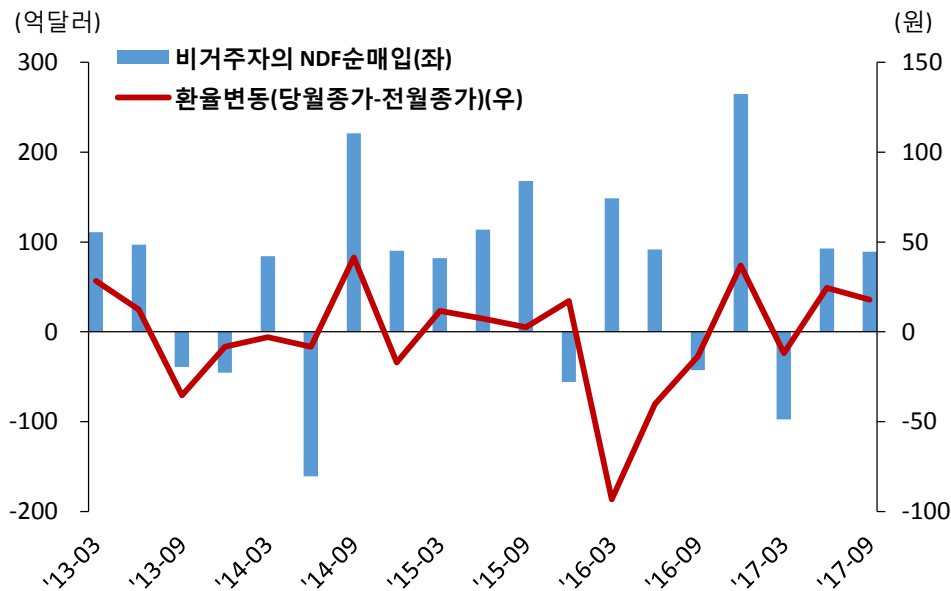
조 달 (외환공급)				운 용 (외환수요)			
	2015	2016 ^{p)}	2017 ^{p)}		2015	2016 ^{p)}	2017 ^{p)}
경상수지	1,059.4	986.8	743.7				
외국인직접투자	41.0	108.3	138.2	해외직접투자	237.6	272.7	286.1
외국인증권투자	-76.5	-33.0	227.7	해외증권투자	418.8	630.4	682.0
(주 식)	-17.6	129.6	116.4	(주 식)	163.8	208.5	304.7
(채 권)	-58.9	-162.6	111.3	(채 권)	255.0	421.9	377.4
은행차입	2.8	-31.0	-78.5	해외 은행대출	102.0	34.8	118.2
				외환보유액 증가	120.5	76.9	36.0
				거주자외화예금 증가	-25.8	3.8	215.0

주 : 연말기준, 2017년은 1~11월 중, 2017년 거주자외화예금 증가는 전년말 대비 변동금액을 의미
 자료: 한국은행

역외비거주자 및 국내기업의 매매

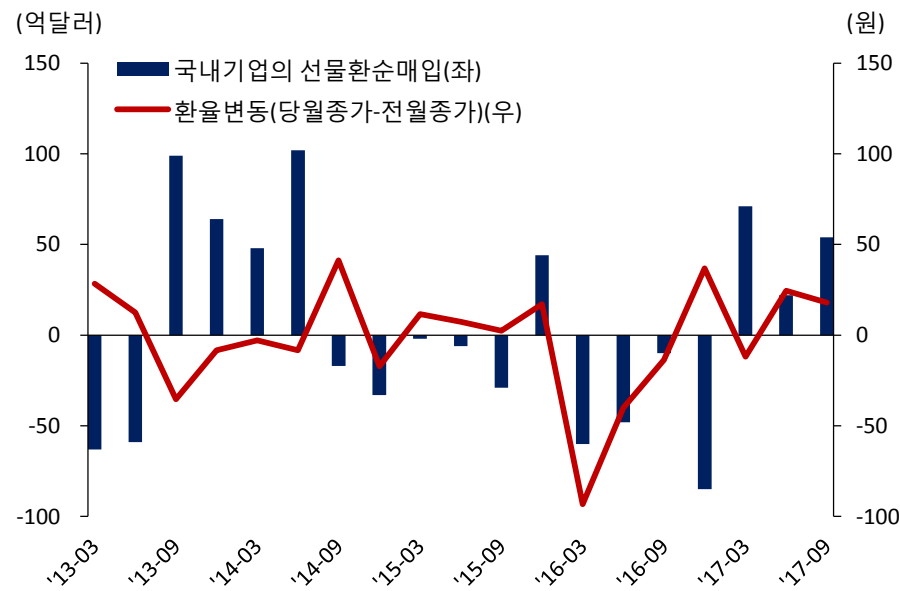
- 2017년 중 역외 비거주자는 NDF 순매입 ('17.1/4~3/4분기 중 84.5억달러)
- 국내기업도 연중 선물환(forward)을 순매입 (147.0억달러)
- 거주자외화예금 증가(215억달러)와 더불어 이들의 NDF순매입 증가는 향후 환율하락 압력으로 작용할 수 있음을 의미

비거주자의 역외NDF 거래



자료: 한국은행

국내기업의 선물환 거래



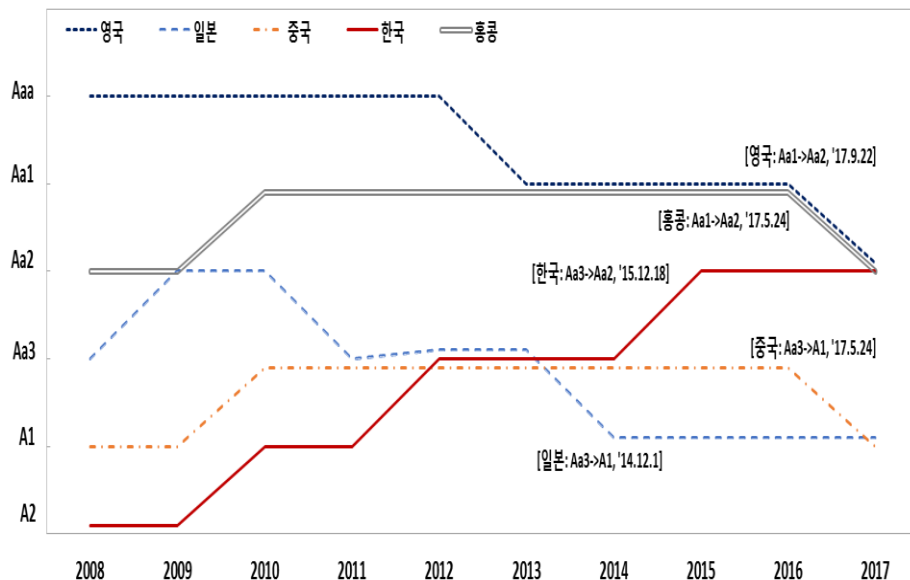
자료: 한국은행

한국의 대외신인도 유지

- 북핵 리스크의 진정세 및 국가신용등급 유지
- 최근 북핵 리스크의 감소로 외평채 CDS프리미엄이 큰 폭 하락
 - › '17.9.27일 75.5 -> '18.1.10일 43.0

국가신용등급 및 외평채 CDS프리미엄

<국가별 신용등급>



자료: Bloomberg

<한국 CDS 프리미엄>



자료: Bloomberg

원화환율 전망 (1)

- 금년 중 원/달러환율은 완만한 하락세를 보일 것으로 예상
 - › 상고하저 형태 (KCMI 예상변동범위 : 1,100~1,020)
 - › 다만, 하반기에 미국 세제개혁 효과가 가시화되거나 중국 경제 관련 불확실성이 커질 경우 원화 약세 전망

요인	환율 하락 (원화 강세) 요인	환율 상승 (원화 약세) 요인
위험선호	글로벌 증시 호조 지속	중국 관련 경제 불확실성, 유가
달러 약세	EU) 통화정책 정상화 미국) 예상에 부합하는 기준금리인상 미국) 재정 적자 증가	미국) 세제개혁 효과(달러 유입, 경기 부양 ➡ 물가상승)로 통화정책 정상화 가속화
수급	국내) 경상수지 흑자 (반도체 호황 등 수출 호조)	국내) 경상수지 흑자규모 축소 요인 (반도체 경기 둔화, FTA 협상) 국내) 해외투자: 점진적 확대
국내경기 및 통화정책	경제) 건조한 성장세 유지 (3%) 통화정책) 통화정책 정상화 기조 유지	경제) 성장세 둔화 통화정책) 기준금리 동결
지정학적 리스크	북한 관련 리스크 완화	북핵 리스크 심화

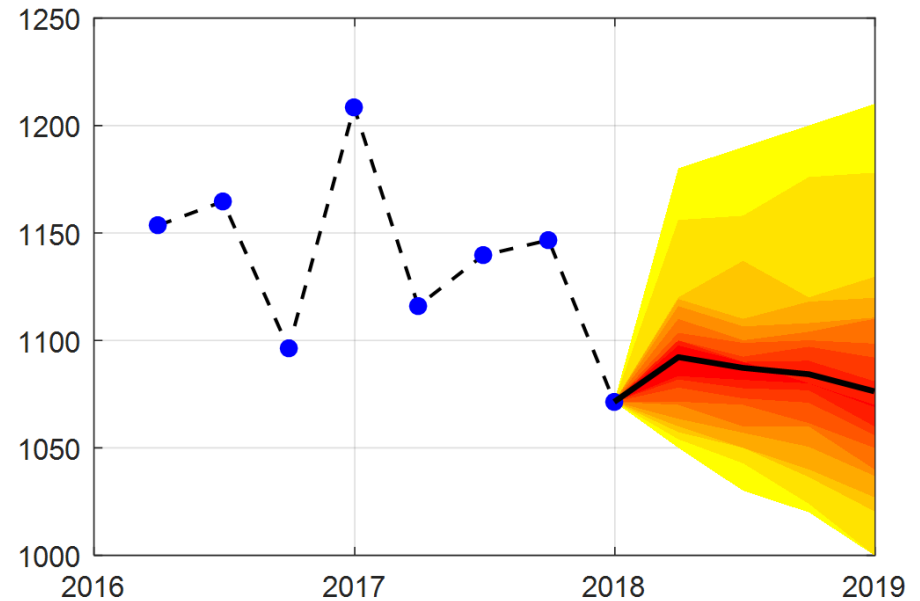
원화환율 전망 (2)

주요 투자은행 '18년 원/달러환율 전망

	전망일	'18 1Q	2Q	3Q	4Q
Barclays	2018-01-05	1,100	1,090	1,080	1,070
Wells Fargo	2018-01-12	1,060	1,050	1,040	1,030
Mizuho Bank	2018-01-03	1,075	1,070	1,065	1,060
Standard Chartered	2018-01-09	1,065	1,060	1,055	1,050
Citigroup	2017-12-22	1,082	1,078	1,075	1,069
Morgan Stanley	2017-12-19	1,085	1,070	1,080	1,095
Credit Suisse Group	2017-12-14	1,100	1,088	1,077	1,069
Commerzbank	2018-01-12	1,100	1,110	1,120	1,130
ING Financial Markets	2018-01-15	1,050	1,030	1,020	1,000
BNP Paribas	2017-12-04	1,080	1,050	1,080	1,050
최대		1,100	1,110	1,120	1,130
최저		1,050	1,030	1,020	1,000
중간값		1,081	1,070	1,076	1,065
평균		1,080	1,070	1,069	1,062

자료: Bloomberg

주요 투자은행 '18년 원/달러환율 전망 팬차트



자료: Bloomberg, 자본시장연구원



감사합니다.