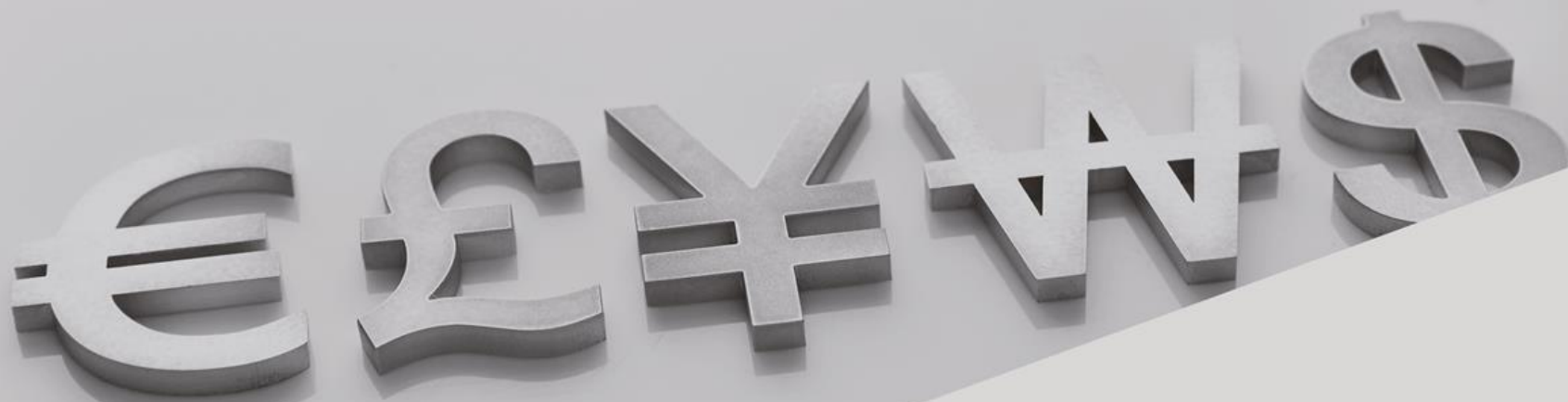


2019년 하반기 국내외 경제 및 외환시장 전망

- 야누스가 쏘아올린 럭비공 -



소재용

S&T센터 수석 이코노미스트

T : 02-2151-2638

E : jyso@shinhan.com

백석현

S&T센터 선임 이코노미스트

T : 02-2151-2632

E : seokhyun100@shinhan.com

최진호

S&T센터 선임 이코노미스트

T : 02-2151-2617

E : jh.choi@shinhan.com

목차

01 요약

1-1 Executive Summary

02 주요 매크로 이슈와 외환시장 시사점

2-1 글로벌 경제의 간빙기(間氷期)

2-2 미중 무역전쟁과 플라자합의 회고

2-3 글로벌 통화완화와 나비효과

2-4 고령화, 금리차 그리고 환율

03 국내외 경제 진단과 환율 전망

3-1 주요 선진통화 전망

3-2 한국경제 진단 및 원화환율 전망

04 Appendix

4-1 한국 내수의 제약 요인 점검

4-2 주요 신흥통화 전망

주요 이슈에 따라 방향성이 수시로 변화 주기적으로 색깔이 변하는 아누스의 시대

대내외 변수 향방에 따라 수시로 색깔이 달라질 수 있는 하반기 외환시장

<주요 매크로 이슈>

글로벌 경기

- 통화완화 등에 따른 일시 반등에도 둔화국면 유지
- 미국의 글로벌 주도권으로 펀더멘털상 달러강세 우위

미중 무역전쟁

- 극단적 파국 모면하더라도 부분 타협 등으로 장기화
- 플라자합의보다 여건 쉽지 않아 신흥통화 변동성 요인

글로벌 통화정책

- 연준발 통화완화 스탠스가 선진국과 신흥국으로 확대
- 경쟁적 통화완화시 달러 약세 억제, 환율전쟁 내포

고령화와 금리 민감도

- 한국의 빠른 속도 고령화로 일드추구형 안전자산 선호
- 중장기 해외자산 확대 등과 맞물려 금리차 설명력 상승

<국내 경제 환경>

구조적 내수 위축

- 가계부채가 소비를 억제, 고령화로 잠재성장 하락, 기업투자 저하로 경쟁력 부담

순환적 외수 둔화

- 수출 의존도 높은 반도체 경기의 회복 지연. 미중 무역갈등으로 수출에 부정적 영향 우려

저성장에 근본적 부담

- 올해 국내경제성장 2% 달성에 대한 금융시장의 신뢰 미흡
- 금융위기 발생 가능성 낮지만 상대적 성장 열위에 대한 인식이 환율 등 금융시장에 반영

<환율 전망>

원화 약세 요인

- 점진적인 미달러 강세, 무역갈등 관련 불확실성, 수출 약화 등으로 저성장

원화 강세 요인

- 미중 무역협상 진행 기대감, 당국의 의지 및 외환보유고, 경상흑자 및 채권자금 유입

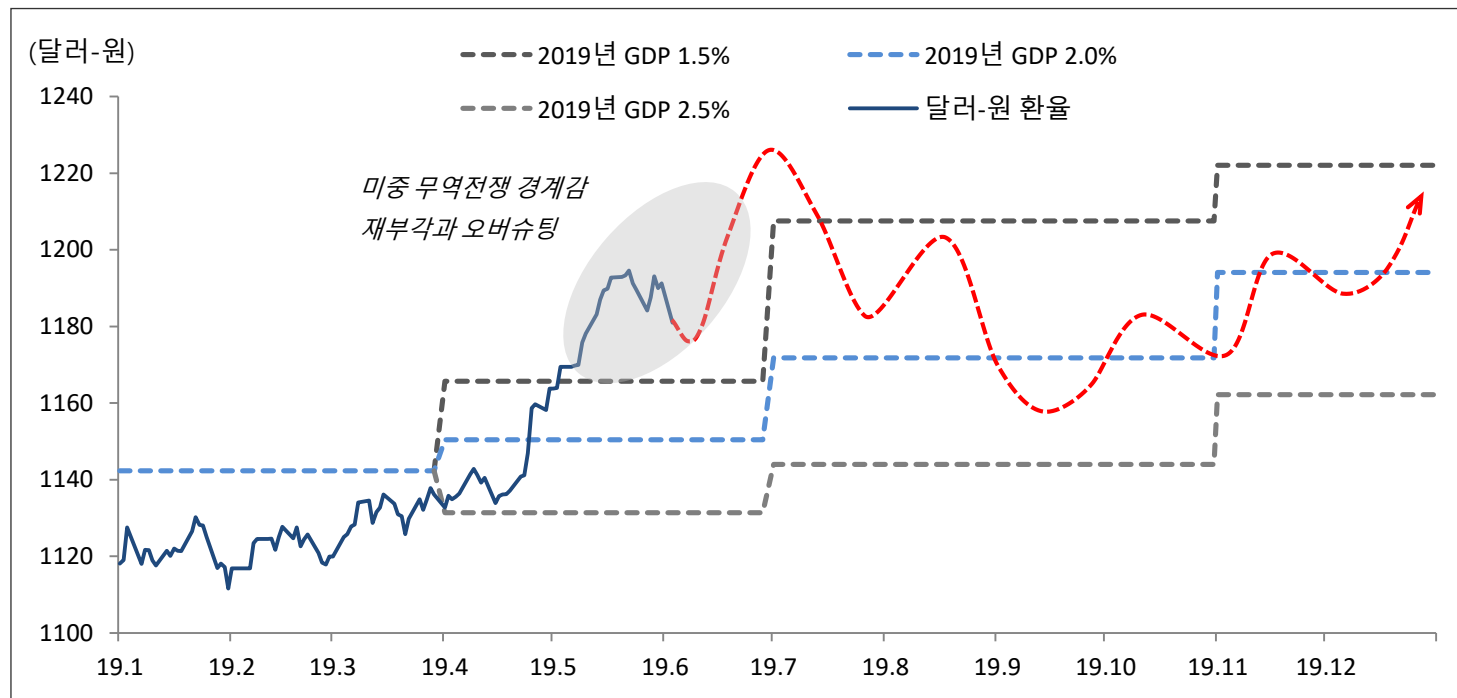
급등세 진정되겠지만 하반기 환율 레벨업 불가피

- 극단적 무역전쟁 불안감 일시 경감 및 정부 의지 반영되며 환율 급등세는 진정
- 그러나 외생적 불확실성 근본적 해소 지연되고 저성장 부담으로 펀더멘털에 순응
- 연말까지 1150~1230원대가 거래 범위로 레벨업

외생변수 불확실성 아래 펀더멘털에 연동 강화 박스권의 레벨업 예상되는 하반기 환율 흐름

- 국내경제의 내수 견인력 떨어진 가운데 최근 반도체 경기 및 무역 분쟁 등 외생변수의 불확실성 반영
- 현재 외국인 주식 매도세 전환에도 채권은 유입 유지되며 전면적 자금이탈보다는 위험기피에 따른 리밸런싱 진행
- 극단적 파열 피해간다 하더라도 2%대 성장에 대한 신뢰 확보 이전까지는 환율의 상방 위험에 노출될 가능성
- ① 과거 GDP와 환율변동간의 관계 적용시 올해 2.0% 내외 성장에 머물 경우 연말까지 **1150~1230원구간으로 레벨업**
② 대외 불확실성 확산으로 1.5%로 성장 추락시 1200원대 이상 고착화. ③ 불확실성 조기 해소시 1110~1150원대 복귀

무역전쟁의 극단적 파국 피하더라도 저성장 부담으로 환율 레벨업 예상



달러-원 환율, 연말까지 1150~1230원 전망

대외 불확실성은 상수, 국내 펀더멘털 신뢰는 변수

- 전면적 자금이탈 우려 완화, 상대적으로 안정적인 외화 여건 그리고 당국의 의지 등으로 환율 급등세 다소 진정
- 그러나 미중 무역협상의 불완전 타협과 국내 경기 회복에 대한 신뢰 저하 등으로 원화 강세 폭 역시 제한될 소지
- 이에 따라 연말까지 1150~1230원 에서 환율 움직이는 가운데 상반기에 비해 주거래 구간의 상향 이동 예상

속도 조절 기대되나 상승흐름은 유지될 원화 환율

	'19.1Q(A)	'19.2Q(E)	'19.3Q(E)	'19.4Q(E)	연간(E)
달러/원	1,125	1,175	1,180	1,190	1,168
(밴드)	1,112~1,137	1,133~1,230	1,150~1,220	1,160~1,210	1,112~1,230
달러/엔	110	110	111	109	110
유로/달러	1.14	1.12	1.11	1.10	1.12
달러/위안	6.75	6.80	6.90	6.93	6.85
엔/원(100엔)	1,023	1,068	1,063	1,092	1,061
유로/원	1,283	1,316	1,310	1,309	1,305
위안/원	167	173	171	172	171

자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터
주: 기간 평균 기준

목차

01 요약

1-1 Executive Summary

02 주요 매크로 이슈와 외환시장 시사점

- 2-1 글로벌 경제의 간빙기(間氷期)
- 2-2 미중 무역전쟁과 플라자합의 회고
- 2-3 글로벌 통화완화와 나비효과
- 2-4 고령화, 금리차 그리고 환율

03 국내외 경제 진단과 환율 전망

- 3-1 주요 선진통화 전망
- 3-2 한국경제 진단 및 원화환율 전망

04 Appendix

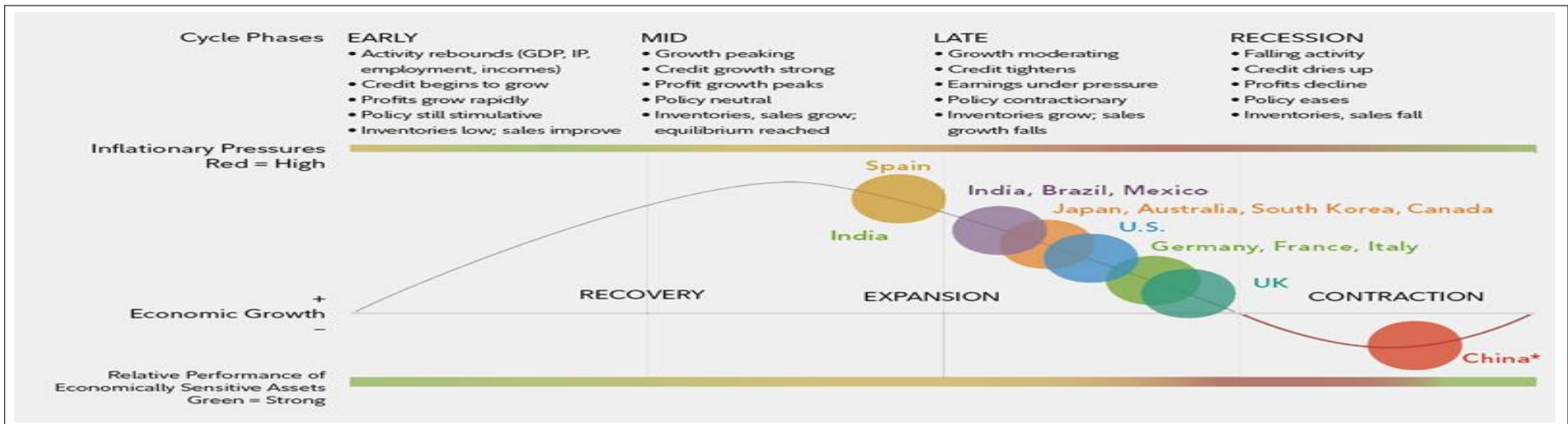
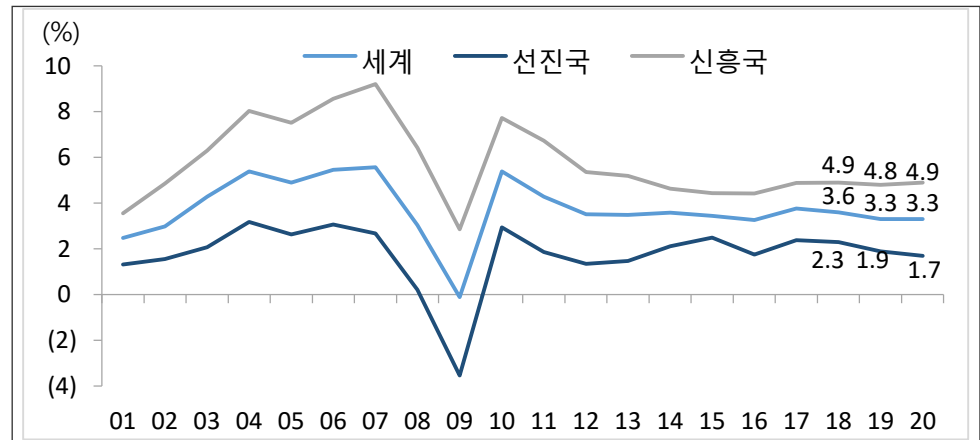
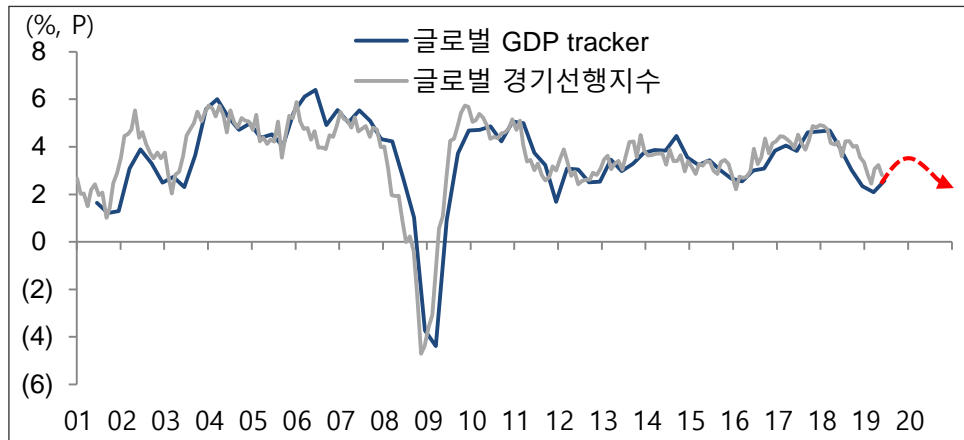
- 4-1 한국 내수의 제약 요인 점검
- 4-2 주요 신흥통화 전망

Part II-1

글로벌 경제의
간빙기(間氷期)

late cycle을 지나고 있는 글로벌 경제 짧은 반등에도 둔화 국면의 연장선에 위치

일시 반등 가능성에도 확장국면 마지막 구간 지나며 성장세 약화되는 글로벌 경기



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, Fidelity, 신한은행 S&T센터

Part II-1

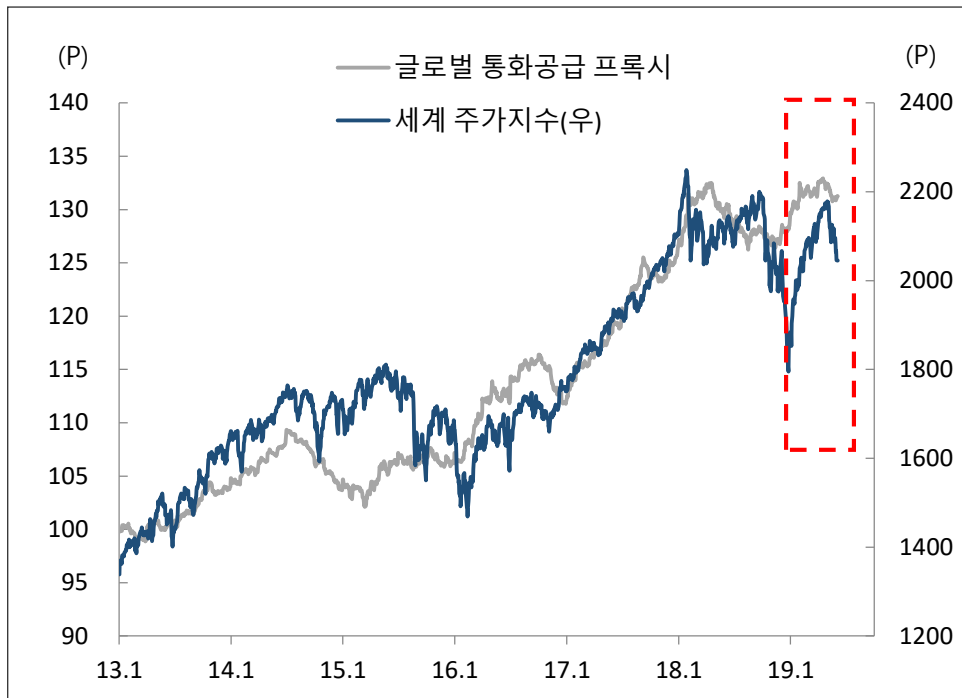
글로벌 경제의
간빙기(間氷期)

글로벌 침체 위험의 시간 이연 전개

중앙은행과 신성장 산업의 방어 능력 기대

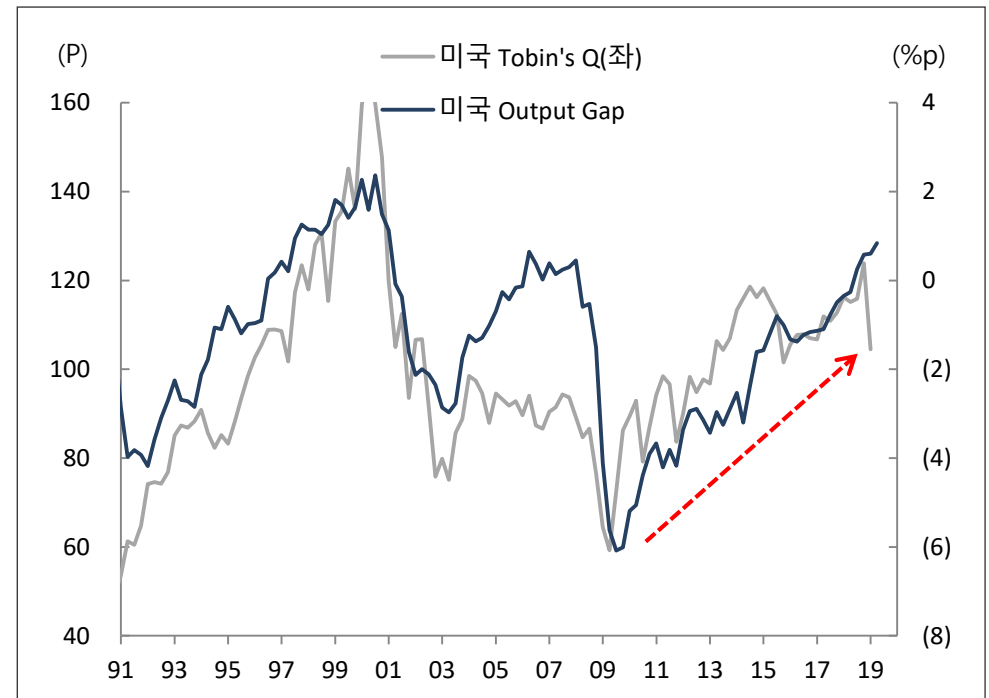
- 저조해진 신흥국 경기와 미국 경기의 peak out 진행으로 글로벌 경제에 대한 눈높이 하향조정 진행
- 연준을 시작으로 글로벌 중앙은행의 통화완화 스탠스 전환에 따라 시장심리 개선되며 침체 위험은 완화
- 4차 산업혁명으로의 주도권 이전에 따라 기존 고정자산보다는 무형자산의 견인력이 높아지며 완충 역할

글로벌 통화긴축 우려감 완화가 심리개선에 일조



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터
주: 통화공급 프록시는 달러화로 전환한 핵심 선진국의 통화량

4차 산업시대의 리더인 미국의 침체 가능성은 낮아



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터
주: Tobin's Q는 기업의 시장가치를 실물 자본가치로 나눈 값

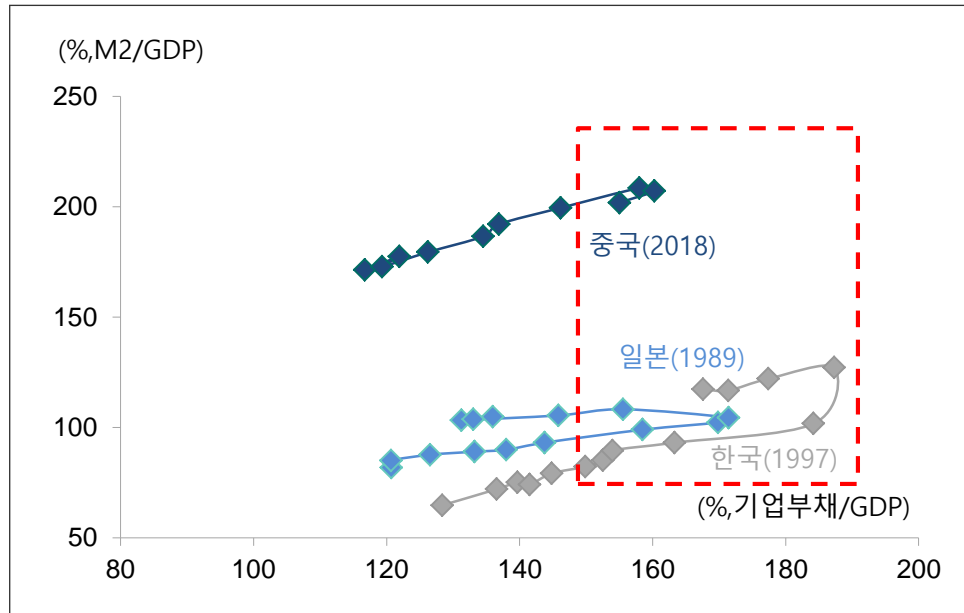
Part II-1

글로벌 경제의
간빙기(間氷期)

성장둔화 궤적 자체는 크게 바뀌기 어려워 정도 차이 있을 뿐 G2 모두 취약점은 있기 마련

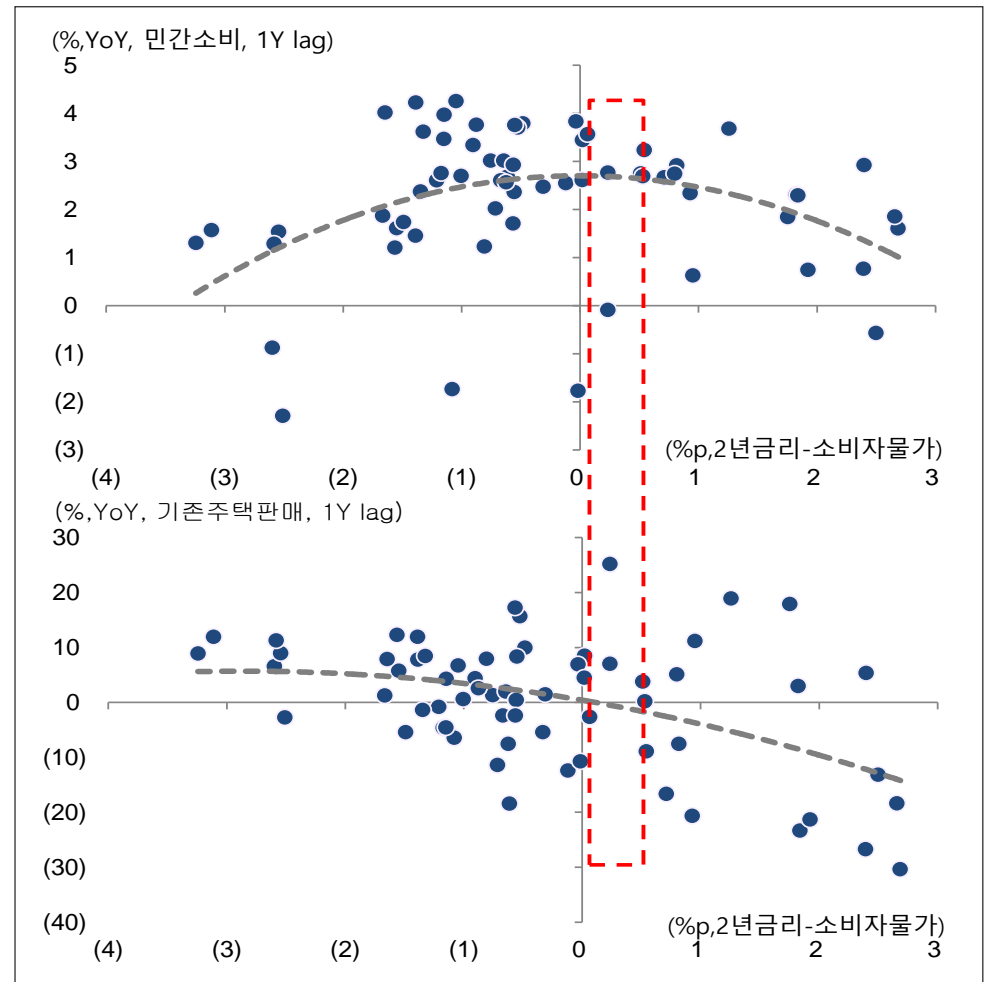
- 중국의 과잉 민간부채를 조절하기 위한 긴축적 스탠스 필요하나 성장 둔화를 우려. 과거 부채에 의존한 빠른 성장과 디레버리징 압력에 따른 한·일 사례를 감안시 결국 부채에 발목을 잡힐 듯
- 시장금리 하락에도 불구하고 현재 미국 실질금리 수준은 향후 소비와 주택시장 확대를 제약하는 임계치에 이미 진입

과잉 부채와 유동성 압박을 동시에 받고 있는 중국



자료: BIS, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

플러스 실질금리로 탄력 약화되는 미국 소비와 주택시장



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

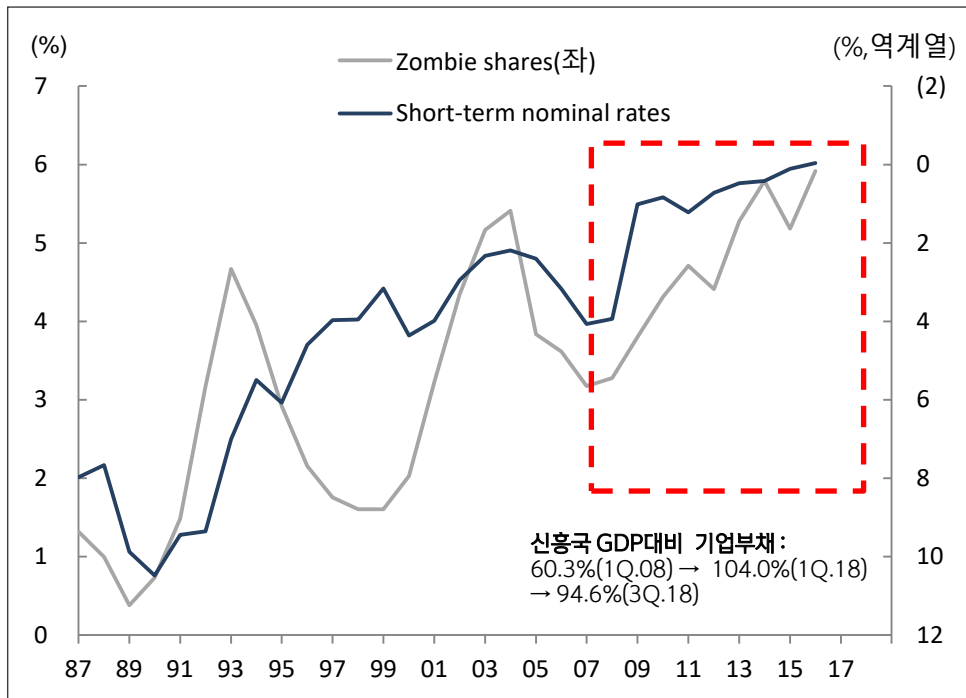
Part II-1

글로벌 경제의
간빙기(間氷期)

숨어 있는 위험 인자들에 대한 경계감도 비례 저금리는 좀비 기업과 자산 버블을 키운다

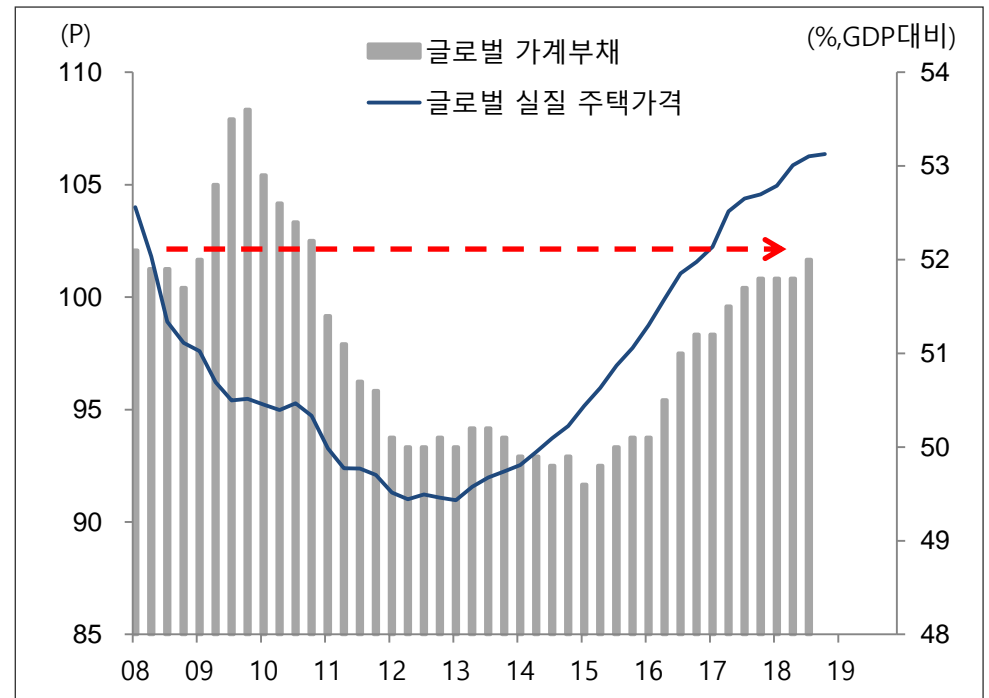
- 유동성 확장이 위험자산 등 금융시장을 호전시키는 효과 있으나 자산시장 과열이라는 부작용도 내포
- 지나친 통화완화는 구조조정을 지연시키고 좀비 기업을 연명시켜 가격 견인력을 제한하며 마진을 축소
- 지역별 차이 있지만 부동산 등 버블 형성 부담 노출된 지역에 통화 긴축 및 경기 후퇴시 붕괴 위험 노출

글로벌 좀비 기업의 확대를 유발할 수 있는 저금리 기조



자료: BIS, 신한은행 S&T센터

금융위기 수준에 도달한 가계부채와 자산시장 과열 우려



자료: IMF, BIS, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

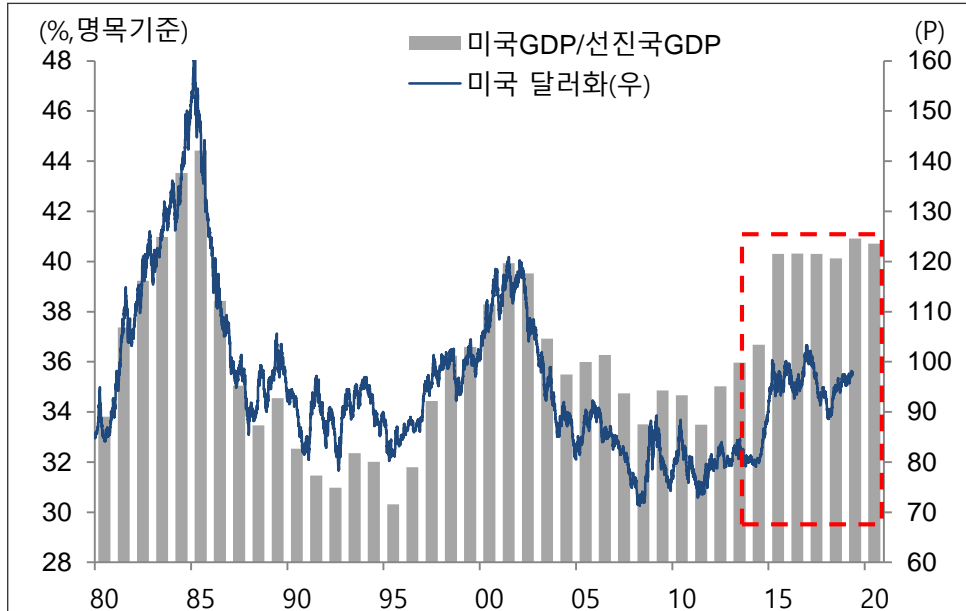
Part II-1

글로벌 경제의
간빙기(間氷期)

미국식 '나 홀로 성장'은 과연 바람직할까? 근린공핍화의 위험과 달러 강세 압력

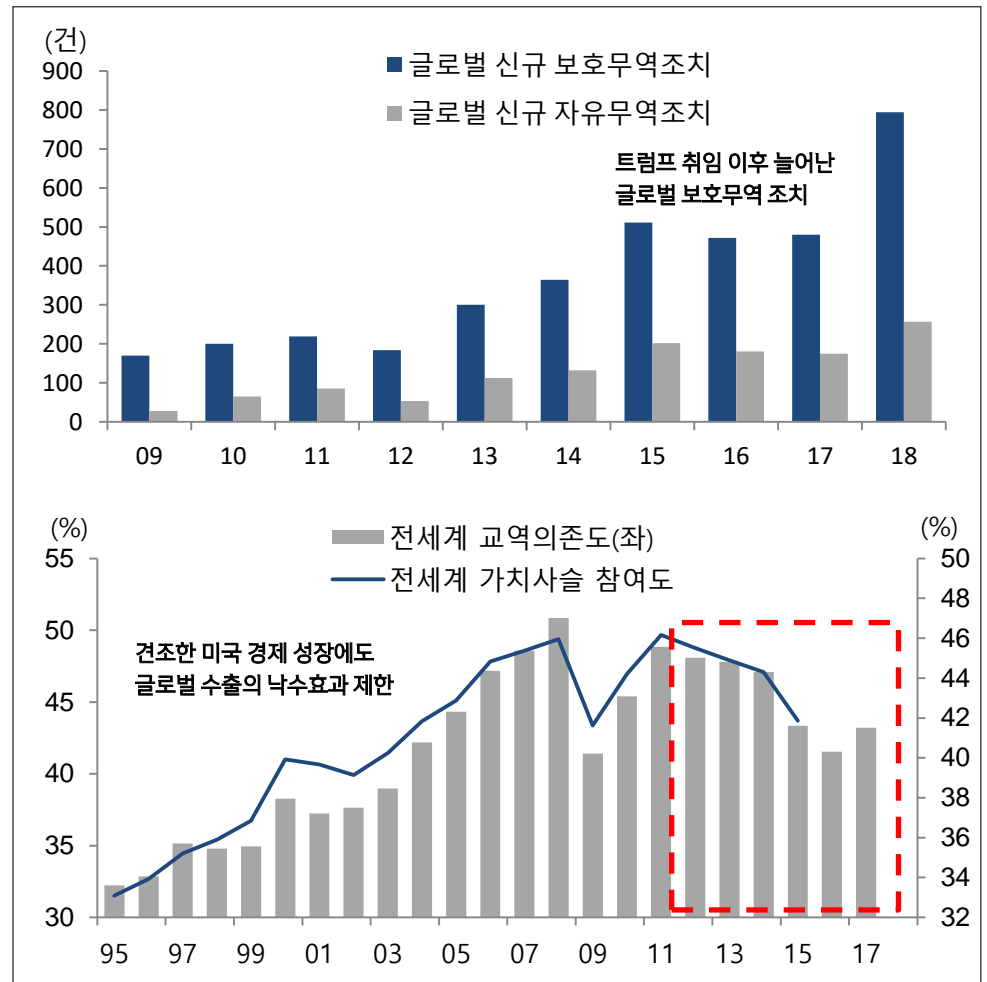
- 미국의 글로벌 주도권이 이어지고 트럼프의 우선주의가 지배함에 따라 세계경제에서의 미국 위상은 강화. 신흥국의 주도권 탈환이 전제되지 않는 한 글로벌 펀더멘털은 달러 강세를 지지
- 그러나 미국의 나 홀로 성장 방식은 글로벌 교역과 가치사슬에 부정적 영향을 미치며 신흥국 등을 경유해 자국에도 악영향

글로벌 경제의 넘버 원에 대한 시장 재평가 가능성



자료: IMF, Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

미국의 성장 스타일 변화가 낙수효과를 떨어뜨릴 소지



자료: Global Trade Alert, OECD, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

Box 1

정치적 불확실성의 영향력 확대

정치적 변수의 금융시장 영향력 확대 가능성 양극화라는 내적 갈등을 자국우선주의로 표출

- 산업혁명은 생산수단의 발전과 운송수단의 진화를 유발하며 후행적으로 세계화 속도가 빨라지는 경향
- 산업혁명 등장과 세계화 진행 초기에는 성장과 일자리 증가의 선순환 등으로 순기능이 상대적으로 부각
- 그러나 경쟁 심화 및 부의 분배 문제 등이 나타나며 계층 및 국가간 충돌 및 갈등 발생하는 역기능을 야기

역사적으로 산업혁명 이후 세계화 가속화되는 한편 정치적 위험이라는 부작용을 내포

산업혁명			세계화			부작용
	혁신기술/생산방식	특징		주도국	특징	
1차 (18세기 후반)	증기기관/ 기계에 의한 생산	· 증기기관을 이용한 기계식 생산설비 · 국가간 도로·철도 확장	1차 (1860~1914)	유럽 국가	· 증기선 발달, 철도 붐이 운송비 인하 · 선진국과 제조업 상품 중심 교역	· 계층간 양극화 · 프롤레타리아 혁명 · 세계 대전
2차 (20세기 초반)	전기/ 대량생산	· 경공업에서 중화학 공업으로 전환 · 전기·통신 기술이 산업 변화 가속화	2차 (1944~1971)	미국, 일본 등	· 대량생산에 따른 신흥 선진국 등장 비교우위 경쟁 · 상품 외 노동과 자본의 이동 심화	· 국가간 양극화 · 오일 쇼크 · 자원 민족주의
3차 (20세기 후반)	IT/ 생산 자동화	· 정보통신, IT 발달로 정보 확산 · 융합기술 진보 및 생산 자동화	3차 (1989~?)	미국, 중국 등	· 동구권 시장개방 및 중국의 성장 · 기술 진보와 분업생산 체계 구축 · 서비스 가치 향상	· 계층간 양극화 · 반이민주의 · 극우주의 강화

자료: 신한은행 S&T센터

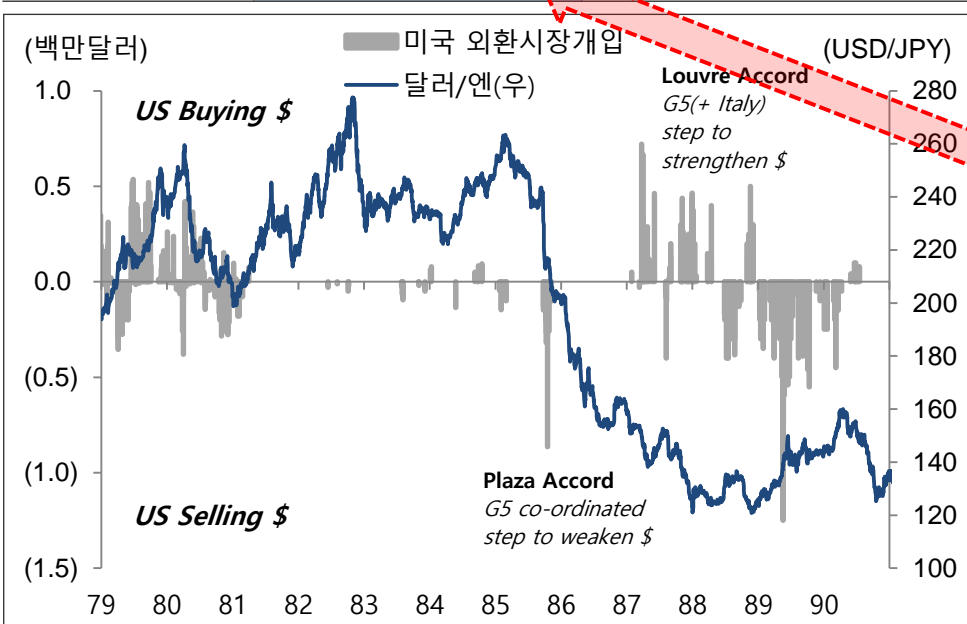
Part II-2

미중 무역전쟁과
플라자합의 회고

극단적인 파국은 가능한 피하려 하겠지만 1985년 플라자합의보다 쉽지 않은 환경

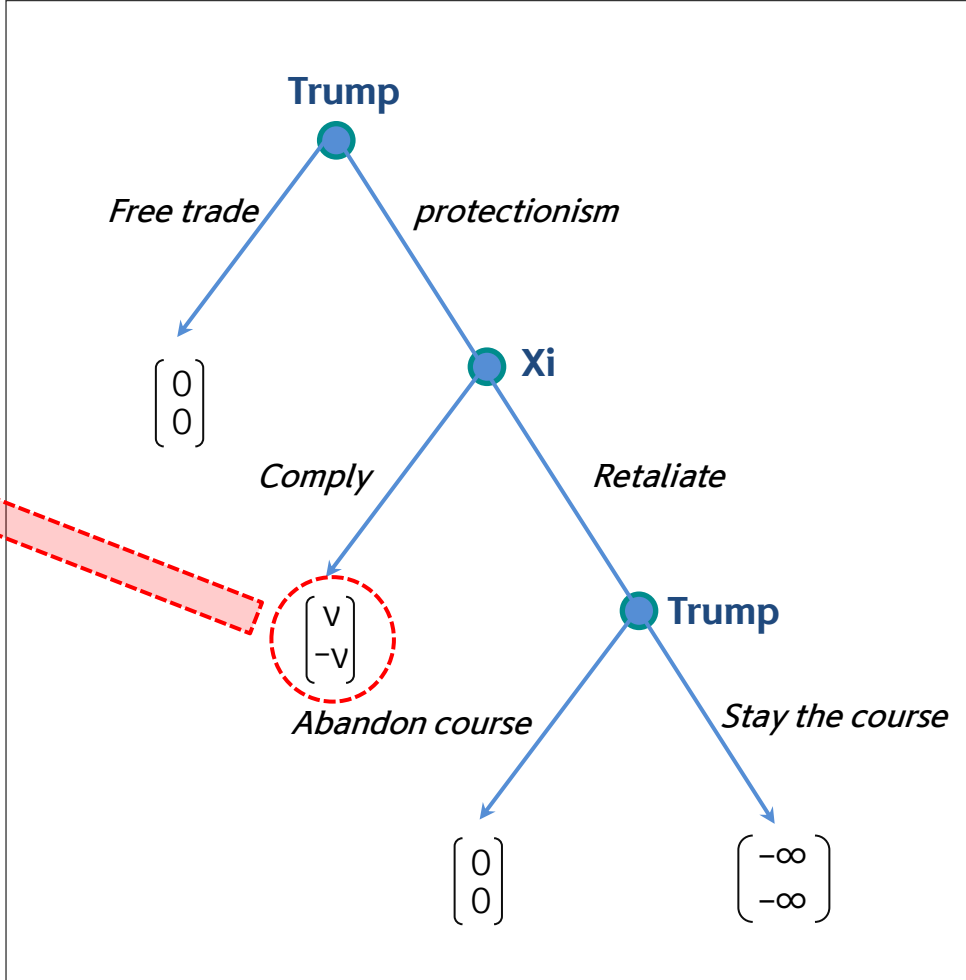
레이건 사례가 정상적이나 비합리성과 합리성의 경계 모호

	Rational Xi(china)	Irrational Xi(china)
Rational Trump (USA)	Bush scenario (무역 협박): US stands down Game ends in a tie	
Irrational Trump (USA)	Reagan scenario (무역 갈등): Game ends in victory for US	Smooth-Hawley scenario (무역 전쟁): Trade War



자료: Rabo Bank, Thomson Reuters, Bloomberg, 신한은행 S&T센터

수세인 중국이 미국의 압박을 수용하는 게임 전개를 기대



자료: Rabo Bank, 신한은행 S&T센터
 주 : ()는 미국과 중국의 pay-off

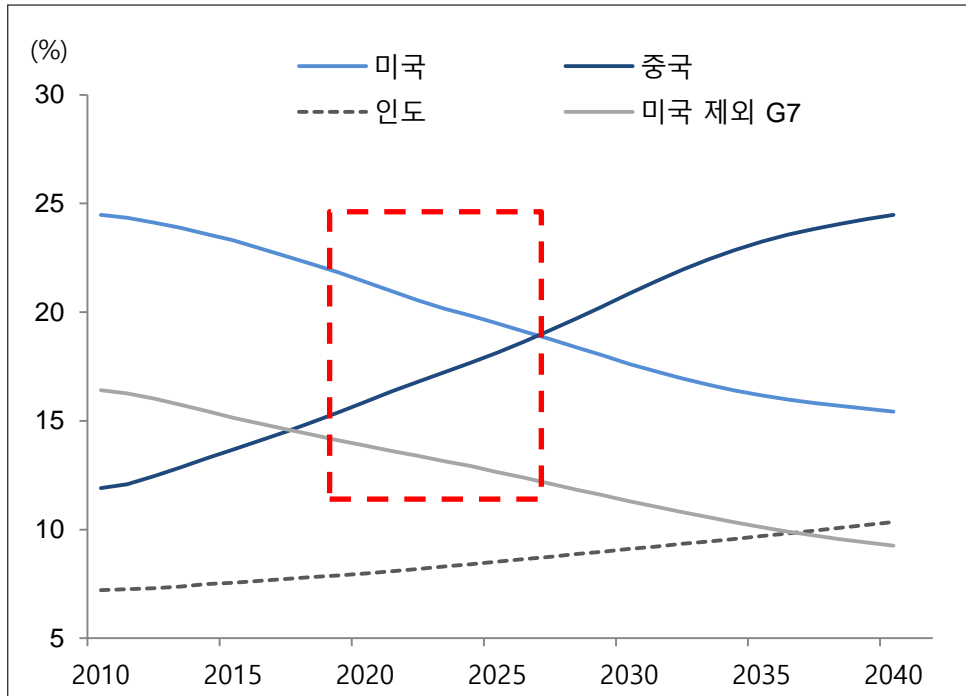
Part II-2

미중 무역전쟁과
플라자합의 회고

1) G2의 헤게모니 경쟁이 무역갈등의 본질 80년대는 이데올로기 대립으로 수월했던 협상

- 플라자합의 당시 미국-소련간 극심한 이데올로기 대립과 핵 위협으로 미국의 일본과의 협상 용이한 입장
- 당시와 달리 현재는 글로벌 패권을 사이에 두고 강력하게 성장하고 있는 중국과 협상을 하고 있는 상황
- 양국간 글로벌 헤게모니 경쟁이 이면에 깔려 있어 일방적 패배와 구속력 있는 협상이 용이하지 않다는 한계

미국을 빠르게 추격하고 있는 중국의 위상



자료: Atlantic council, 신한은행 S&T센터
주: 국가권력지수는 GDP, 방위력, 인구, 기술수준 등으로 산정

이해관계에 따라 달라지는 미중간 무역협상 난이도

쟁점	주요 내용 및 중국 대응	협상 난이도
무역불균형 해소	- 2024년까지 대미 무역흑자 균형 달성 - 미국산 농산물 포함 연 1000억달러 수입	★
비관세장벽 철폐	- 상호주의 아래 비관세 장벽 수위 조절 - 외국기업 인허가 등 비관세 장벽 철폐	★★
시장 진입 제한 완화	- 신규 외상투자법 발표, 개방분야 확대	★★
정부 보조금	- 국유기업 보조금 지급 철폐 - 중국제조 2025에 대한 수정	★★★★
환율조작	- 위안화 평가절하 금지 명문화 요구 - 인위적 위안화 약세 유도 부인	★★★
지적재산권	- 중국의 지적재산권 비용지불 요구 - 지적재산권 침해 방지 위한 제도 마련	★★★★★
기술이전 강요	- 기술이전 강요 금지 명문화 요구 - 외자기업에 대한 보호장치 마련	★★★

자료: 주요 언론 참조, 신한은행 S&T센터

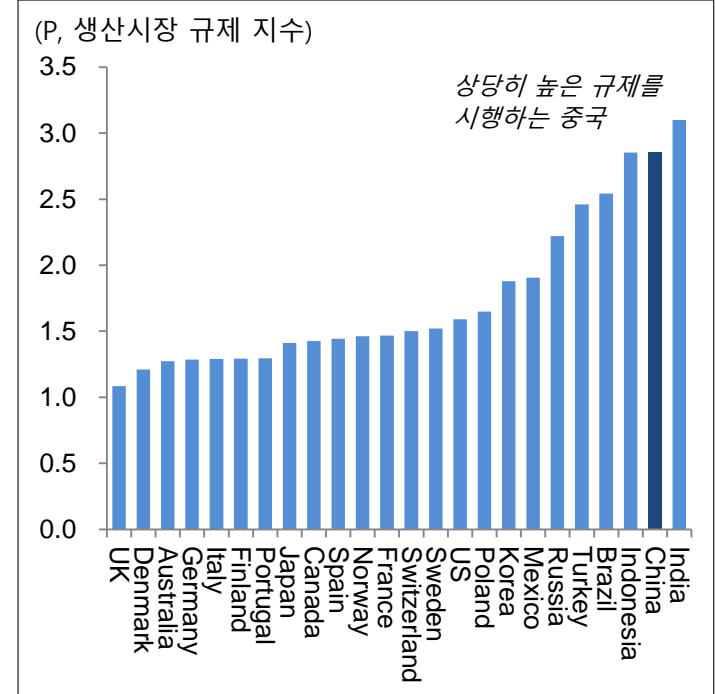
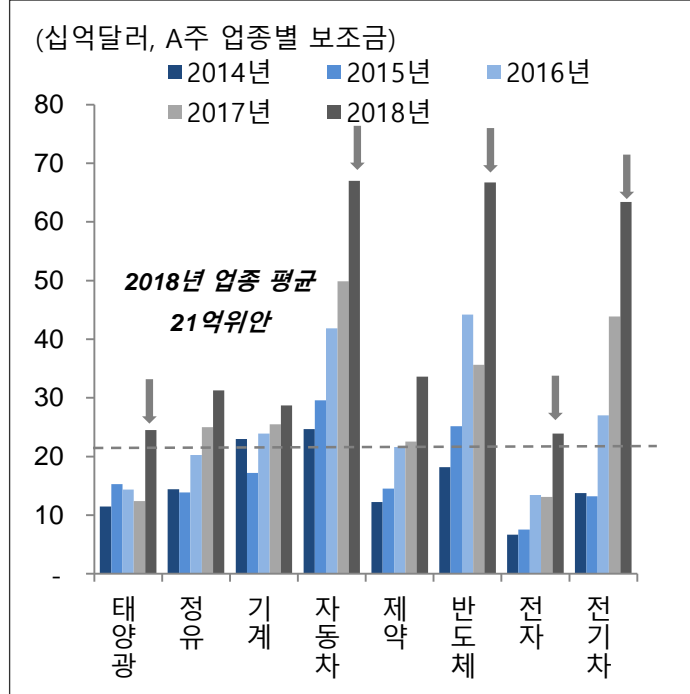
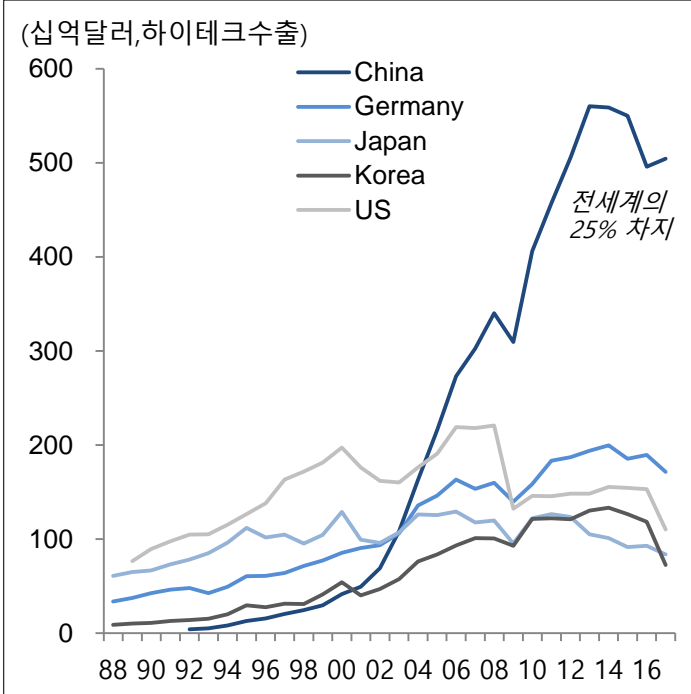
Part II-2

미중 무역전쟁과
플라자합의 회고

2) 4차 산업혁명 시대의 신기술 주도권 플라자합의 이후 반도체 몰락한 일본의 경험

- 중국의 제조업 기술진보에 따라 전세계 하이테크 관련 수출의 25%를 차지할 정도로 위상 강화
- 미국은 4차 산업혁명 주도권 확보를 위해 규제완화 및 보조금 금지 등을 통해 중국의 추격을 억제할 필요
- 중국은 플라자합의에도 불구하고 미국의 반덤핑 제소 등으로 일본 반도체 산업이 몰락한 사례를 경계

IT를 비롯한 하이테크 산업의 주도권 경쟁을 쉽게 포기하기 어려운 중국



자료: World Bank, OECD, Google, 신한은행 S&T센터

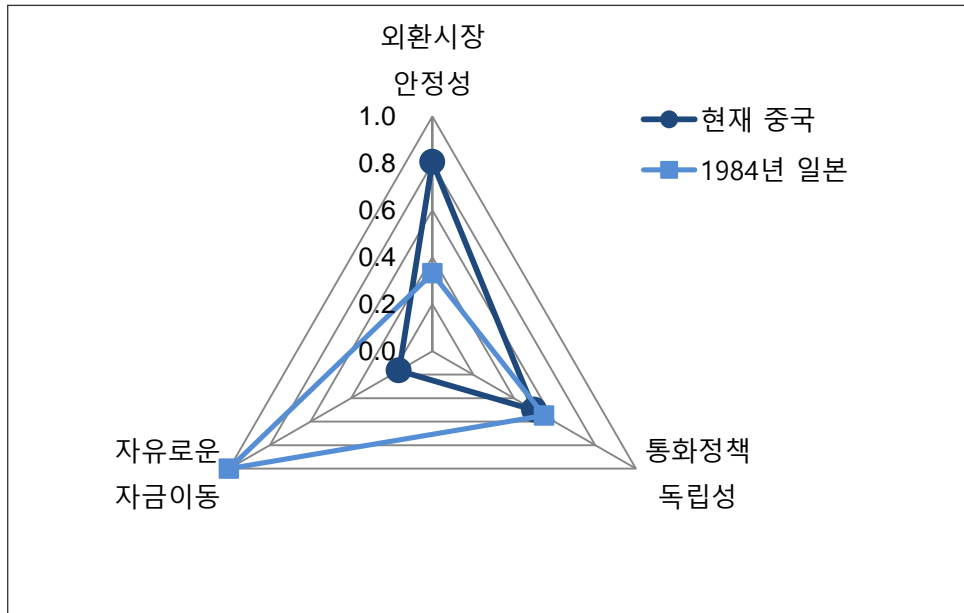
Part II-2

미중 무역전쟁과
플라자합의 회고

3) 80년대 일본과 다른 중국의 경제환경 경기부양과 경제 안정화 사이에 갈등하는 중국

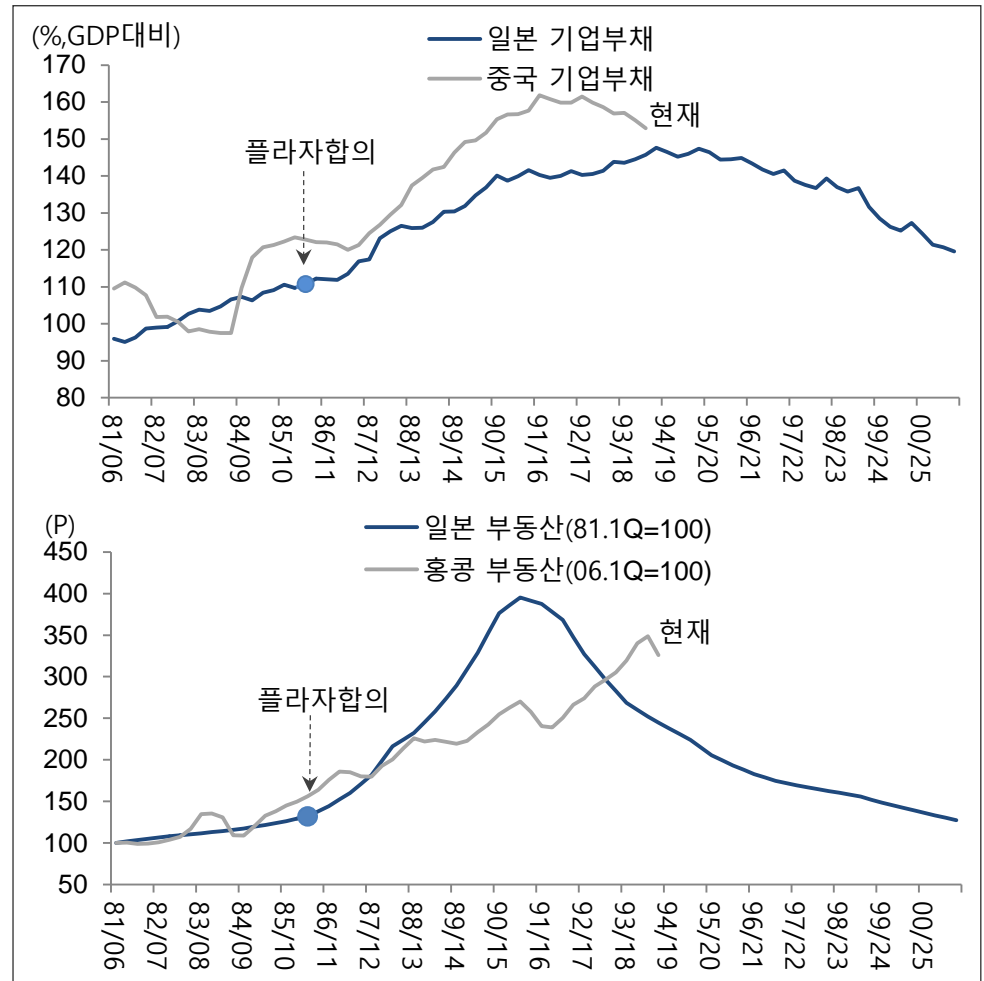
- 중국은 환율 안정, 자금이동의 자유, 통화정책 독립성을 모두 지키기 어려운 상황. 시장개방 및 통화완화를 취하는 대신 환율의 안정성을 일부 양보하는 선택 과정에서의 마찰음 노출
- 통화완화로 대응하며 자산시장 호조 및 경기확장을 기록했던 일본과 달리 중국은 이미 높은 기업부채와 부동산 과열 위험을 우려

1980년대 당시 일본에 비해 수용 준비가 부족한 중국



자료: Ito, 신한은행 S&T센터
주: 트릴레마 인덱스는 3가지 정책 목표 중 상대적 우선순위를 표시

일본의 저금리 효과 부작용이 나타나는 구간에 위치한 중국



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

Part II-2

미중 무역전쟁과
플라자합의 회고

불완전 타협과 휴전으로 다소 길어질 전망 극단적 상황 비켜가도 주기적 변동성 위험 노출

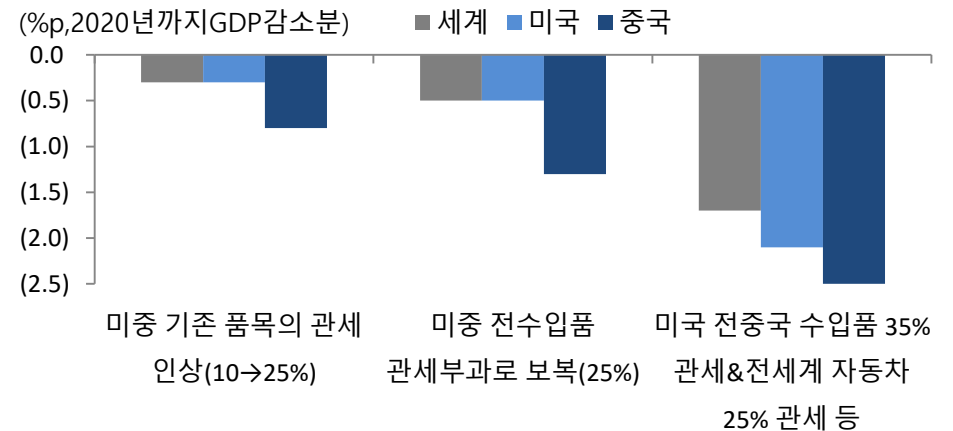
- 극단적으로 무역전쟁이 확산될 경우 상호간의 피해가 막대해, 협상 진행되며 하반기에는 관련 위험 다소 경감될 것이나 성장산업에 대한 이견으로 장기화되며 불완전 타협으로 남겨질 전망
- 이 경우 미 대선과 맞물린 무역긴장 재부각 우려 등으로 변동성 위험 내포한 가운데 EU 및 일본과의 협상 등으로 무역분쟁은 진행형

미중 무역분쟁의 단기 종결을 기대하기는 힘든 시점

시나리오	협상 진행	시장 영향
무역전쟁 장기 확산(35%)	- 2020년까지 미중 무역 협상 불발 및 강경 대응 - 유럽 및 일본 등 글로벌 보호무역주의 확산	- 글로벌 경기침체 위험 확대되며 위험자산 불안 심리 장기화
무역전쟁 일시 휴전(50%)	- 6월 G20에서 일부 진척, 하반기 이후에나 부분 타협 - 신기술 영역 이견으로 단기 봉합, 2020년 재점화	- 단기 위험자산 선호, 외환시장 안정화 진행 - 미국의 승리로 인한 달러 자산 선호 유지
무역전쟁 조기 종전(15%)	- 6월까지 전 영역에 대한 중국의 미국 요구 수용 - 연내 유럽 및 일본과의 협상 속도 강화	- 글로벌 금융시장 안도 랠리, 위험선호 복귀 - 신흥통화에 비해 유로 및 엔화의 변동성 노출

자료: 신한은행 S&T센터

주기적 무역갈등과 이로 인한 신흥통화의 변동성 위험



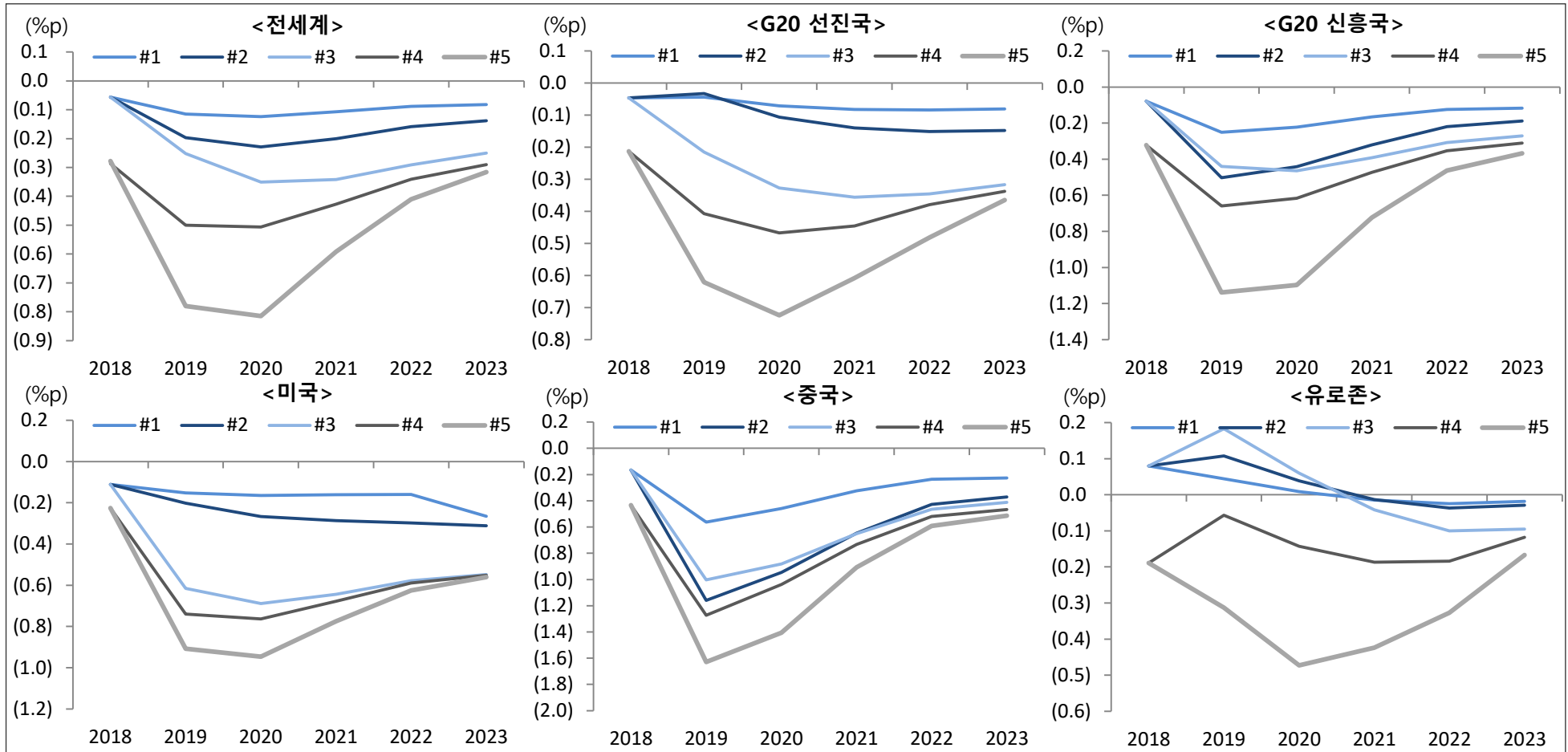
자료: Oxford Economics, Bloomberg, 신한은행 S&T센터

Box 2

미중 무역전쟁의
경제적 손실

미중 무역전쟁은 글로벌 경제에 부정적 영향 지역별 차이는 있지만 자유로운 경제권도 없어

지속성과 강도에 따라 비례하는 미중 무역전쟁의 부정적 글로벌 경제 효과



자료: IMF, 신한은행 S&T센터

주: #1= 현재 관세 유지, #2= 대중국(2670억달러 25% 추가) 보복, #3=자동차 및 부품에 보복, #4=심리적 영향 반영, #5=금융시장 영향 반영

Part II -3

글로벌 통화완화와
나비효과

어벤져스가 되어버린 글로벌 중앙은행 급작스럽게 통화완화 기조로 선회

- 연초 이후 미국 경기 지표의 일시 부진과 무역전쟁 경계감 등으로 연준의 연내 금리인하 가능성 언급
- 자국 경제 및 정치적 불확실성 등으로 ECB와 BOJ도 연이어 정상화 계획 유보하며 통화완화에 동참
- 낮은 물가 수준과 무역긴장 등으로 인해 인민은행 등 주요 신흥국들도 금리인하 가능성 거론

연준을 시작으로 순차적으로 변하는 글로벌 중앙은행의 분위기

<주요 선진국>

FRB(미국)

- 금리인하 가능성 시사, 자산 축소 9월 종료
- 물가안정 목표제 수정

ECB(유로존)

- 연중 금리동결, 9월 3차 TLTRO 시행
- 유로존 하방위험 언급

BOJ(일본)

- 완만한 경기 확장세, 현 완화정책 유지
- 무역전쟁 심화시 ETF 매입 확대 가능성

<기타 선진국>

BOE(영국)

- 브렉시트 리스크로 금리 동결 지속

SNB(스위스)

- 추가 금리인하 가능성

BOC(캐나다)

- 인상에서 중립으로 선회

RBA(호주)

- 예상외 낮은 물가 발표 6월 금리인하 단행

<주요 신흥국>

BCBI(브라질)

- 경기 둔화로 금리 동결 지속 전망

CBRI(러시아)

- 낮은 물가로 인하 가능성

RBI(인도)

- 올해 2차례 금리인하

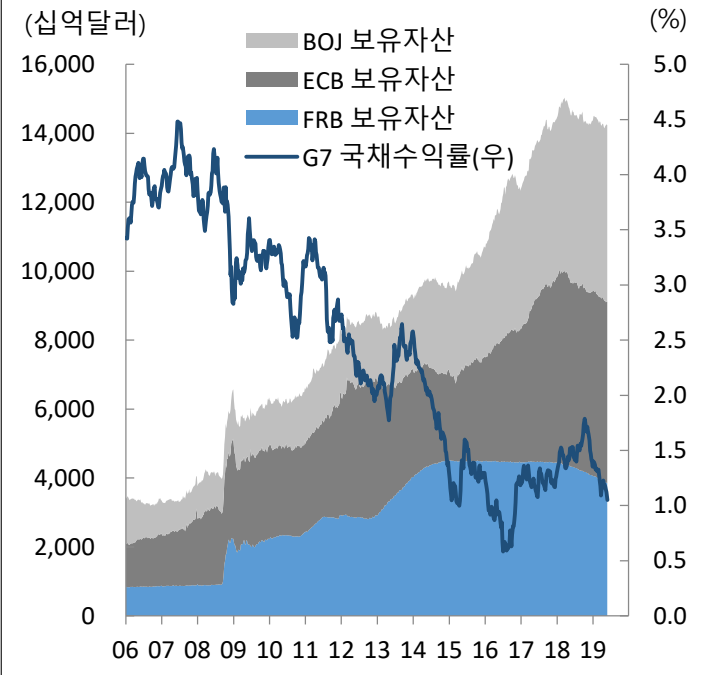
PBOC(중국)

- 올해 기준을 인하 후 동결에도 추가 인하 기대

BOK(한국)

- 금리인하 기대감 증가

통화정책 정상화 중단으로 금리 하락 강화



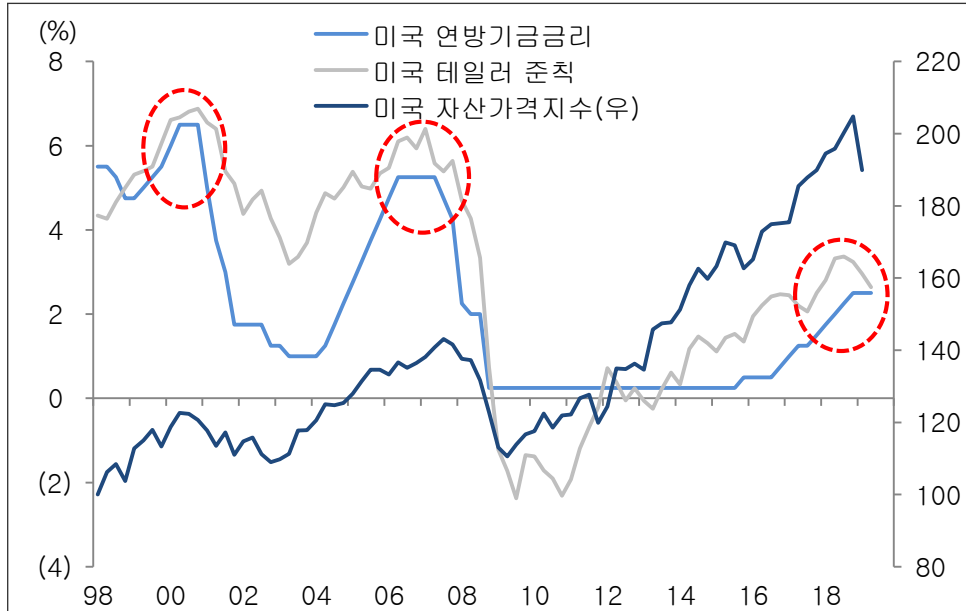
Part II-3

글로벌 통화완화와
나비효과

펀더멘털에 정치적 유인을 더한 연준의 행보 무역전쟁 경계감과 비례하는 금리인하 가능성

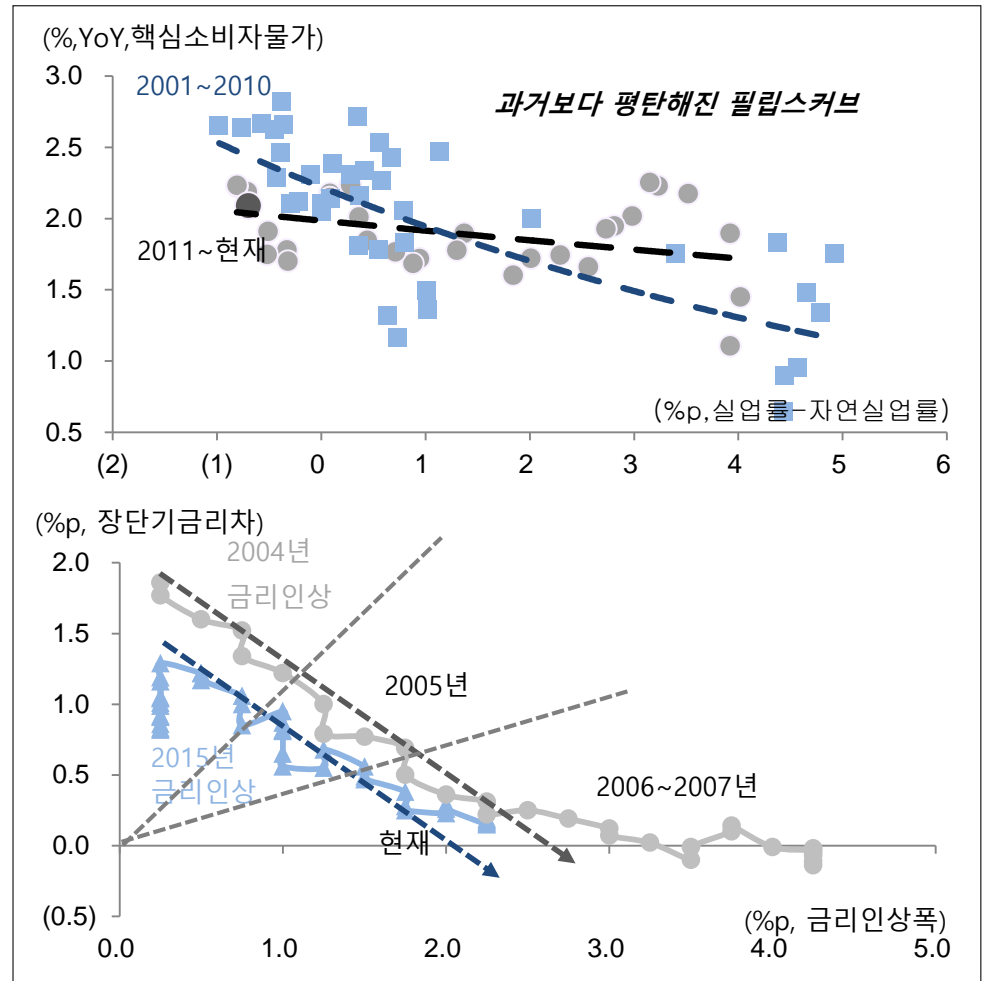
- 임계치에 근접한 기준금리 부담과 기술진보 및 가격경쟁 등으로 물가 안정세 유지하는 등 필립스 곡선 평탄화로 적정금리 하향 가능성
- 시장은 앞서 금리인하 기정사실화하는 가운데 4/4분기 실제 연준 금리인하 단행 가능성 높은 것으로 판단. 단 트럼프 압박으로 인해 중앙은행의 독립성 훼손됨에 따라 펀더멘털 대비 과잉 완화를 우려

이론적 적정금리수준에 도달하며 정치적 부담을 느낀 연준



자료: FRB, Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터
주: 테일러준칙은 고용과 물가를 감안한 이론적인 적정금리 수준

과거 보다 낮아진 미국 물가 수준과 금리인상 마무리 선반영



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

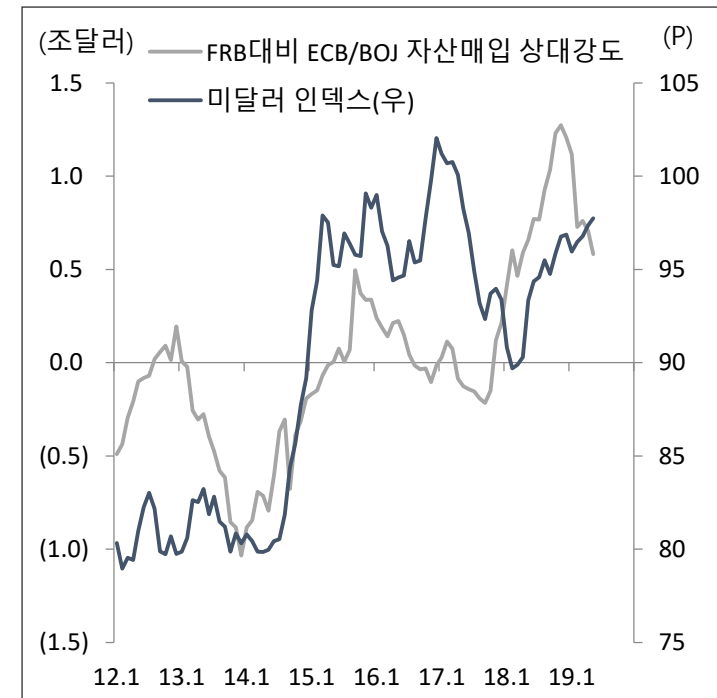
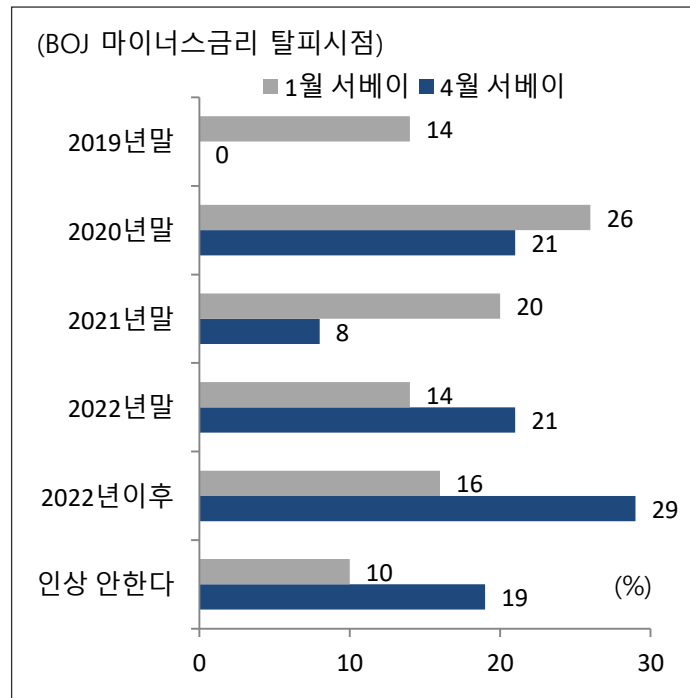
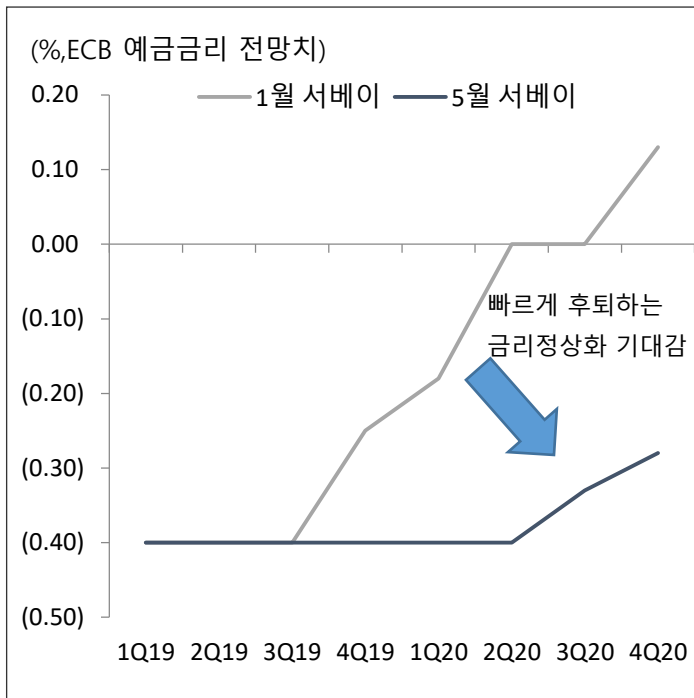
Part II-3

글로벌 통화완화
와 나비효과

ECB와 BOJ에 통화완화 명분을 준 FRB 상대적 통화완화 여력에 대한 주판알 굴리기

- 연준의 깜짝 변신은 브렉시트 및 경기 둔화 등에 시달리는 ECB에게 유동성 확대 등 통화완화 명분을 부여
- BOJ 역시 무역분쟁에 따른 엔화 강제 압력 방어 및 소비세 인상 부담 완충을 위해 금리 정상화 지연할 전망
- 연준의 자산축소 중단 자체는 달러 약세 요인이나 ECB와 BOJ의 통화완화 여력 더 커 오히려 강제로 작용할 소지

ECB와 BOJ 등 여타 선진국 중앙은행의 통화완화 동참과 상대적 차이로 인해 오히려 달러 약세를 제한



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터
주: 주요 중앙은행의 보유자산 전년차간의 격차로 자산매입 상대강도 측정

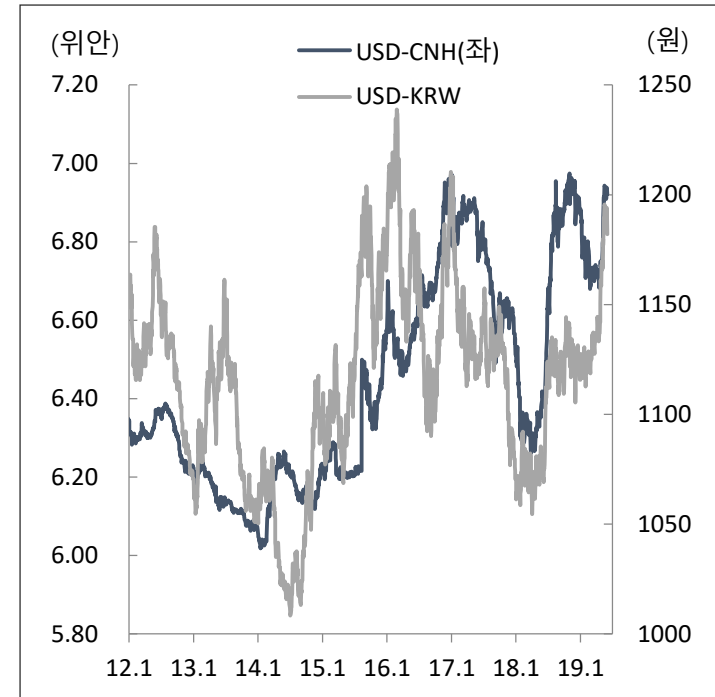
Part II-3

글로벌 통화완화와
나비효과

신흥국 중앙은행, 사실 우리가 더 급하다! 북 치고 장구 치니 우리도 끼어들자

- 무역협상이 변수이나 경기 및 기업실적 악화 부담을 갖고 있는 중국은 저준율에 더해 대출금리 인하 기대
- 한국 역시 펀더멘털 대비 긴축적 스탠스 상황임을 감안할 때 4/4분기경 한은 금리인하 단행 가능성 높아
- 전반적으로 낮은 물가 아래 무역갈등 등의 부담을 완충하기 위해 신흥국들도 완화적 스탠스로 선회할 듯

완화적 통화정책 전환을 압박하는 중국과 한국의 금융상황지수



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터
주: 금융상황지수는 해당 국가의 금리 및 환율 수준을 기반으로 통화정책 기조를 평가

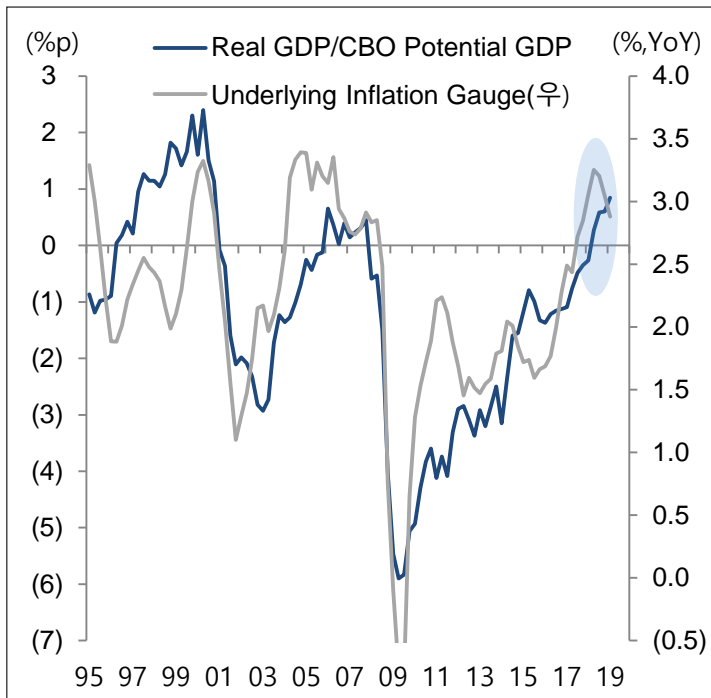
Part II-3

글로벌 통화완화와
나비효과

연준의 과잉 통화완화는 환율전쟁 자극 소지 경쟁적 통화완화로 변질시 외환시장에 영향

- 글로벌 통화완화가 금융시장에 우호적으로 작용할 것이나 과잉 유동성과 더불어 환율전쟁 촉발 소지
- 연준이 촉발한 통화완화는 미국의 상대적 펀더멘털 우위 등을 감안시 글로벌 통화완화 경쟁 가능성
- 통화제도 변경 및 자본통제는 힘들겠지만 자국 통화의 저평가 선호 및 통화완화 정책 등은 가능한 선택

앞서 나간 연준의 스탠스 전환이 경쟁적 통화완화와 환율전쟁을 촉발할 소지



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

Weapons in the Currency War

A range of policy tools can drive competitive devaluations and be characterized as attacks on other countries



Jawboning
When leaders publicly advocate for a weaker currency, they're said to be "talking it down" — an implied threat to take action



Managed FX rates
Some countries, including China, don't let their exchange rates float freely, but rather peg to other currencies or intervene in the market directly



Capital controls
Taxing transactions or limiting transfers can slow inflows of "hot money," cooling demand for a currency



Economic stimulus
Cutting interest rates or pumping cash into the economy sends money fleeing to other countries with higher rates, strengthening their currencies

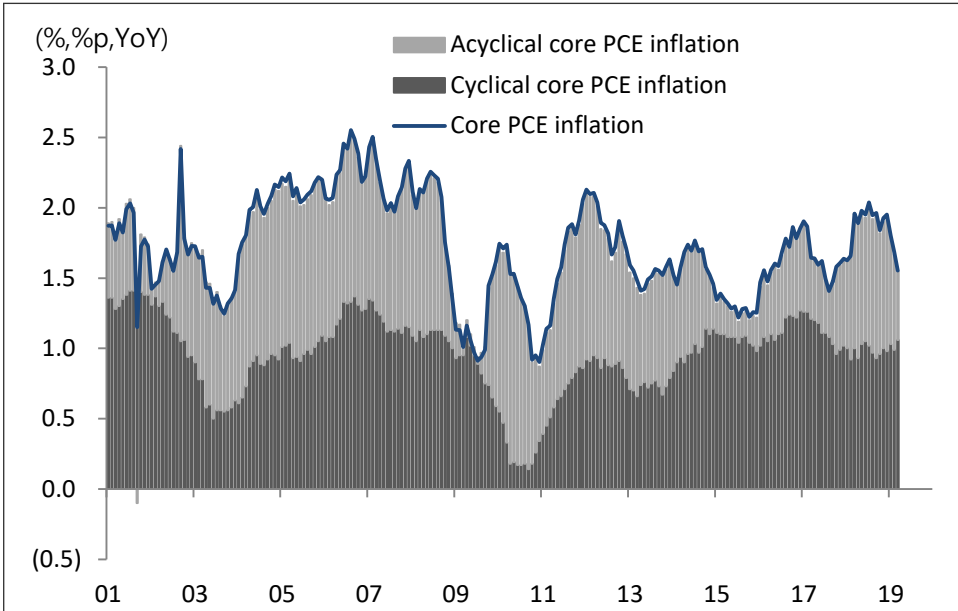
Box 3

미국에 인플레이션은 없다?

물론 과거에 비해 물가가 낮아졌지만... 경기적 요인의 기여도는 절대 낮지 않아

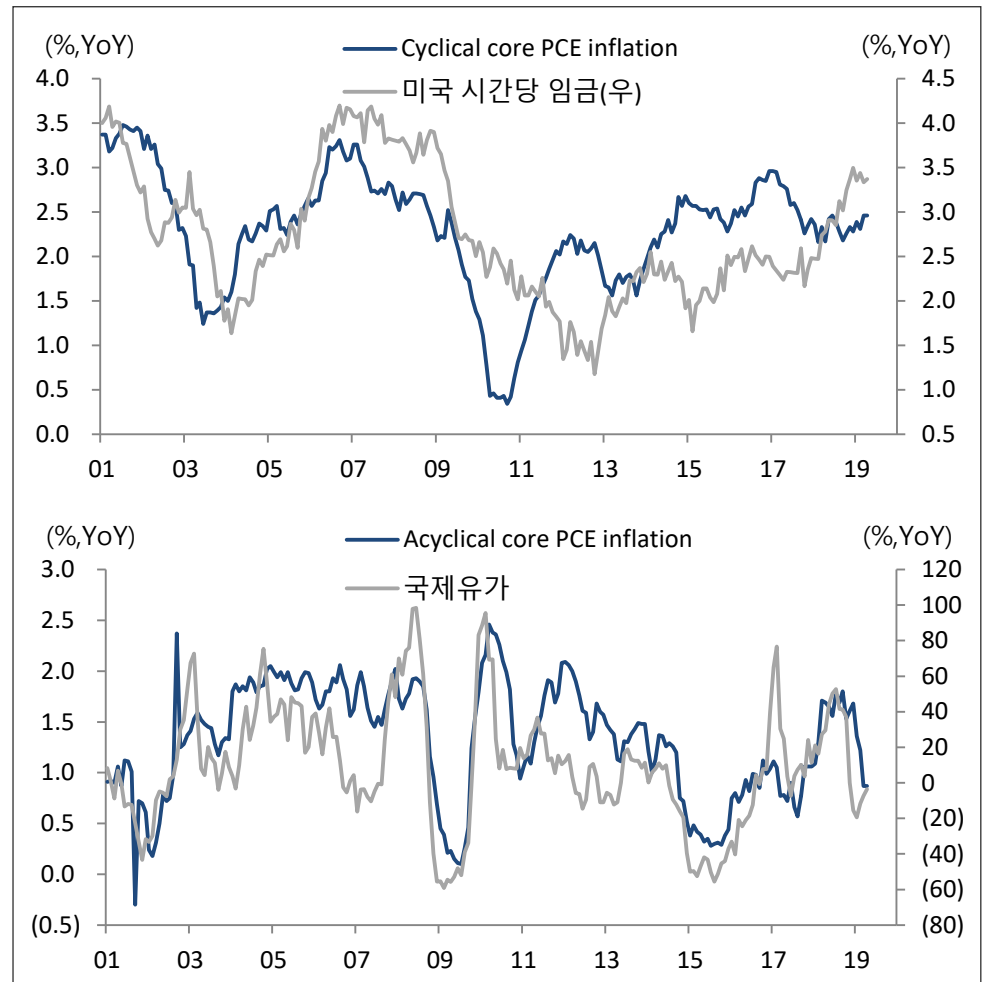
- 경기적 인플레이션은 전반적인 경제상황으로부터 영향을 받는 부문 (housing 등)을, 비경기적 인플레이션은 주로 해당 산업에 국한된 요인의 영향을 주로 받는 부분(의료서비스 등)을 대상으로 산출
- 기술진보 등으로 과거에 비해 물가 안정세를 유지하고 있지만, 임금 상승세 지속되는 가운데 유가 하락 등 비경기적 요인에 주로 영향

경기적 요소와 비경기적 요소가 동시에 작용하는 물가압력



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

미국의 낮은 물가는 경기적 요인보다 비경기적 요인에 기인



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

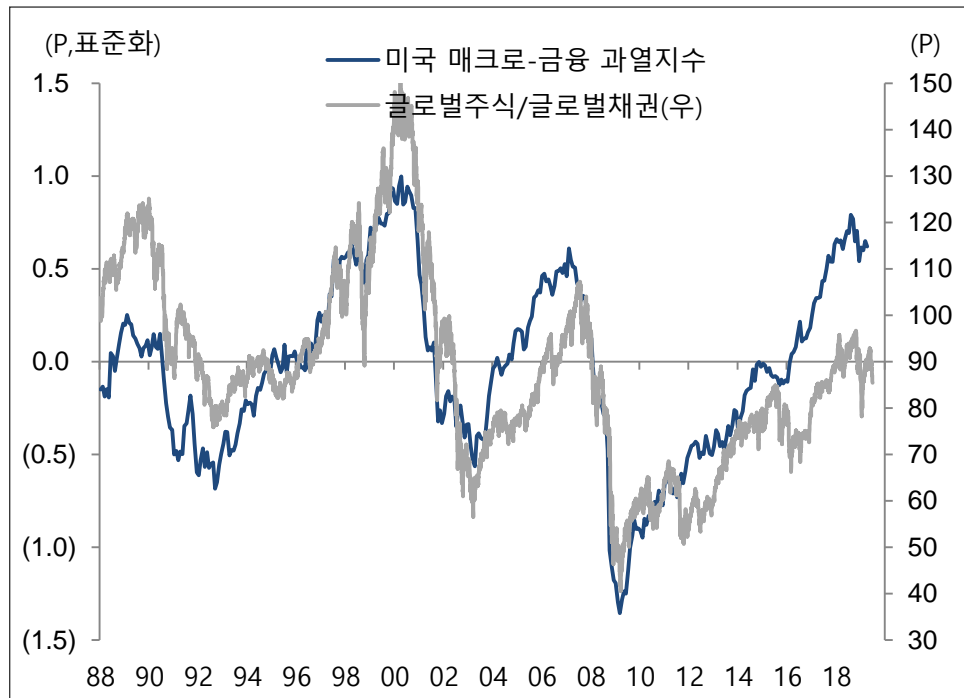
Part II -4

고령화, 금리차
그리고 환율

자산선호도 변화와 고령화가 중첩된다면? 금리차에 민감하게 반응할 개연성

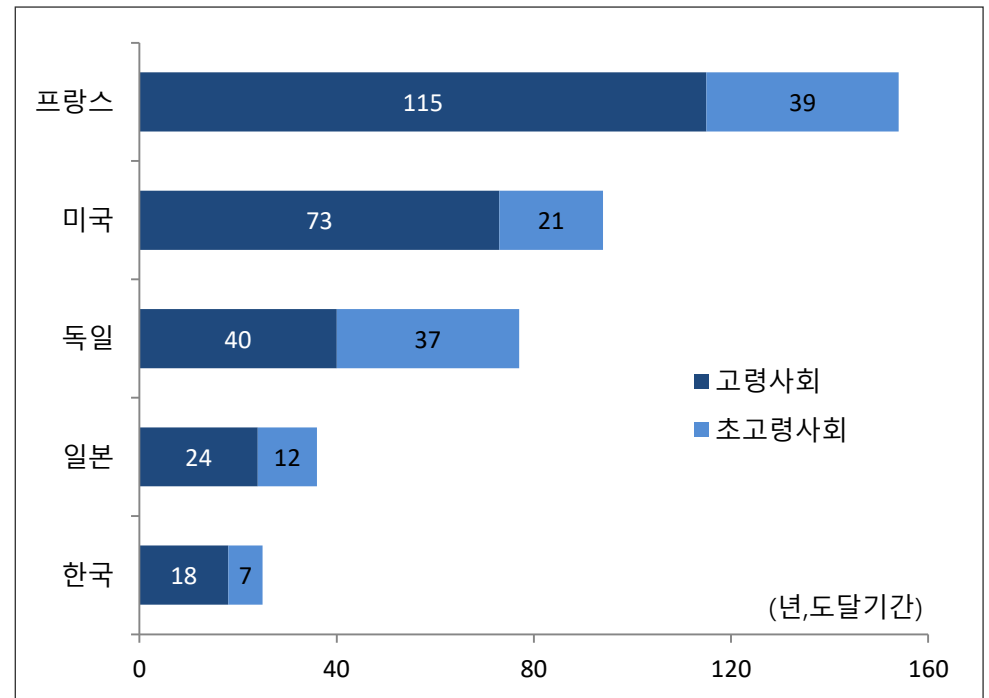
- 글로벌 경기가 고점을 찍고 점진적으로 내려오는 과정 전개됨에 따라 위험자산의 일방적 우위 국면 마무리
- 전세계적으로 고령화 진행되고 있지만 특히 한국의 속도 가장 빠르게 진행되며 자산선호도 변화 가능성
- 순환적 및 구조적으로 안전자산 선호도 높아지는 과정이라면 금융시장은 금리차에 민감하게 반응할 소지

Late cycle 진입에 따라 자산간 상대 우위 전환 가능성



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 신한은행 S&T센터
주: 과열지수는 ISM제조업지수, 핵심물가, 장단기금리차, PER 등을 반영

주요국에 비해 가장 빠르게 진행되는 한국의 고령화 속도



자료: 주요 언론, 신한은행 S&T센터
주: 전체 인구중 65세 이상인구가 14%를 넘으면 고령사회, 20% 상회시 초고령 사회로 정의

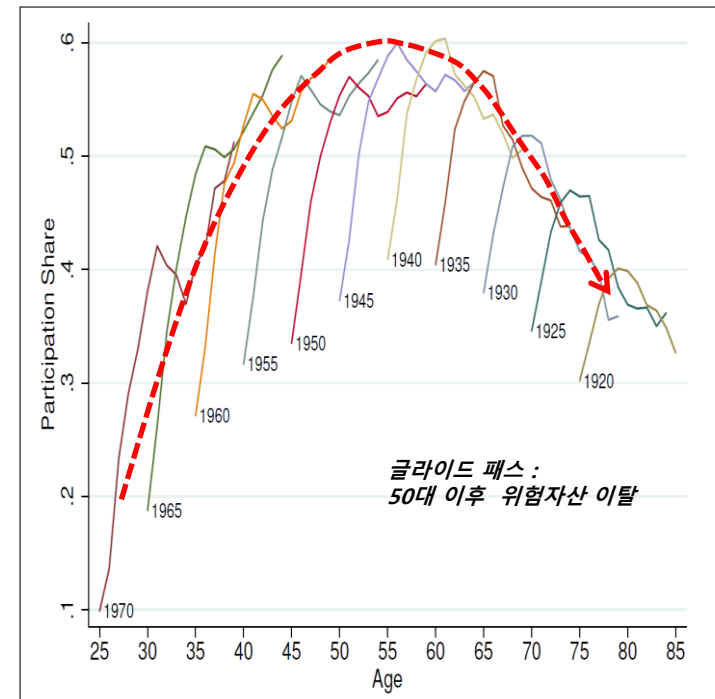
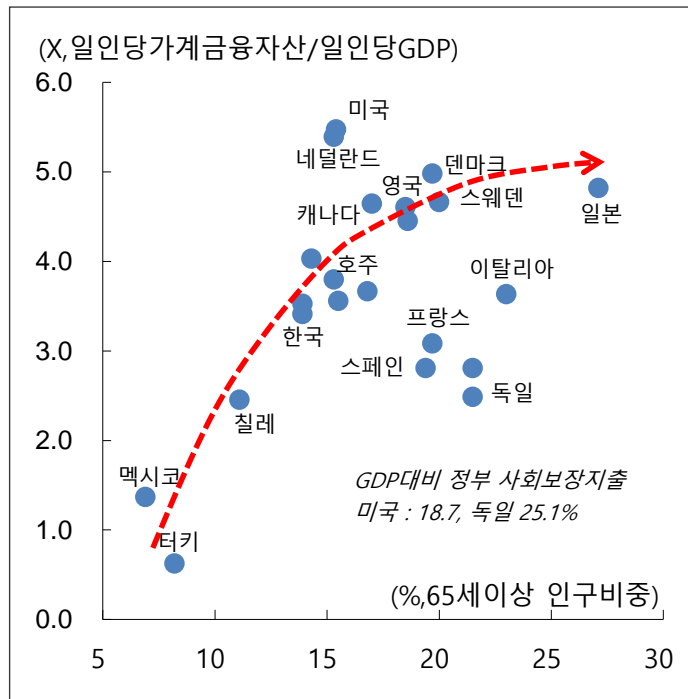
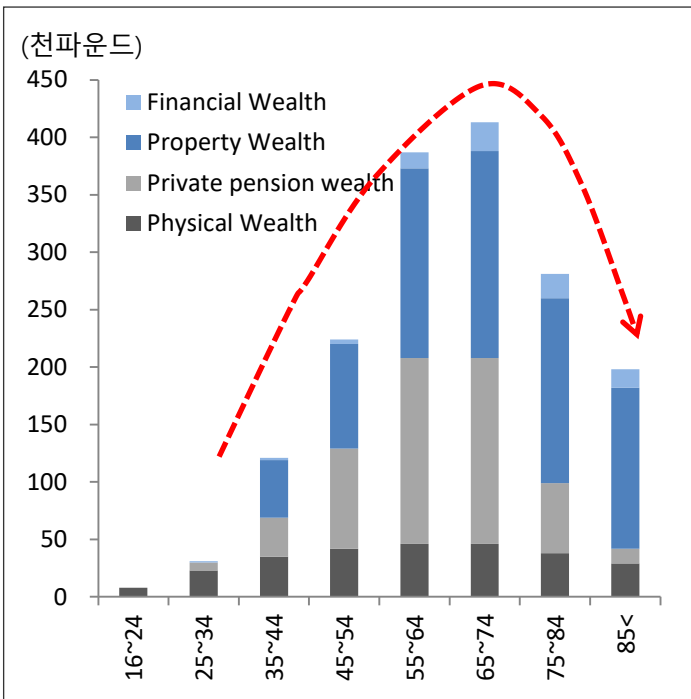
Part II -4

고령화, 금리차
그리고 환율

선진국에서 먼저 시작된 고령화의 경험 생애주기에 따라 달라지는 가계자산 구성

- 고령화 먼저 진행된 유럽의 경우 일반적으로 생애주기가설을 따라 가계 보유자산의 변화 발생
- 통상 50대를 지나며 소득이 줄어들어 은퇴기에 진입함에 따라 금융자산 축적 속도가 떨어지는 경향
- 고령화될 수록 안정성이 선호됨에 따라 주식시장에서 이탈하며 채권 등 안전자산을 선호하는 모습

일반적으로 50대 최대 자산 축적기를 지나며 금융자산 축소되고 위험자산에서 이탈하는 경향



자료: ONS, OECD, SSB, 신한은행 S&T센터
주: 좌측 그림은 영국, 우측은 노르웨이 사례

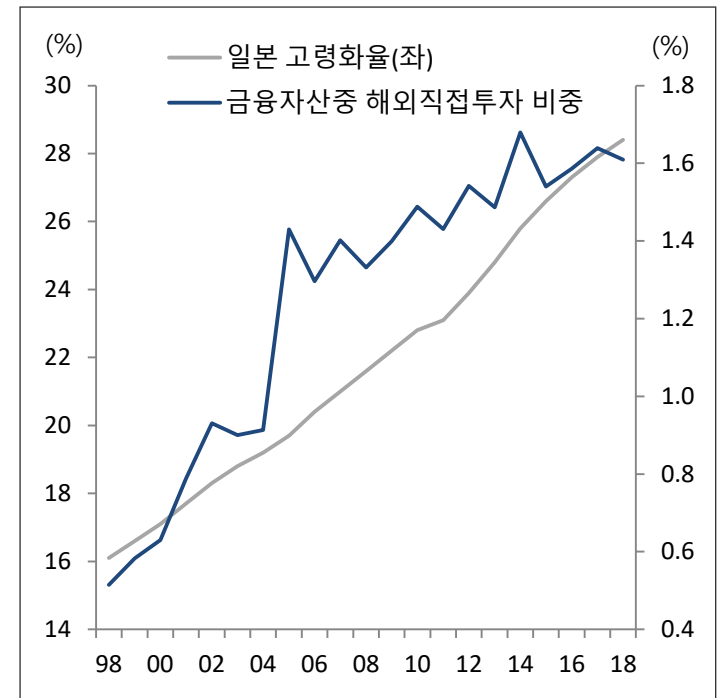
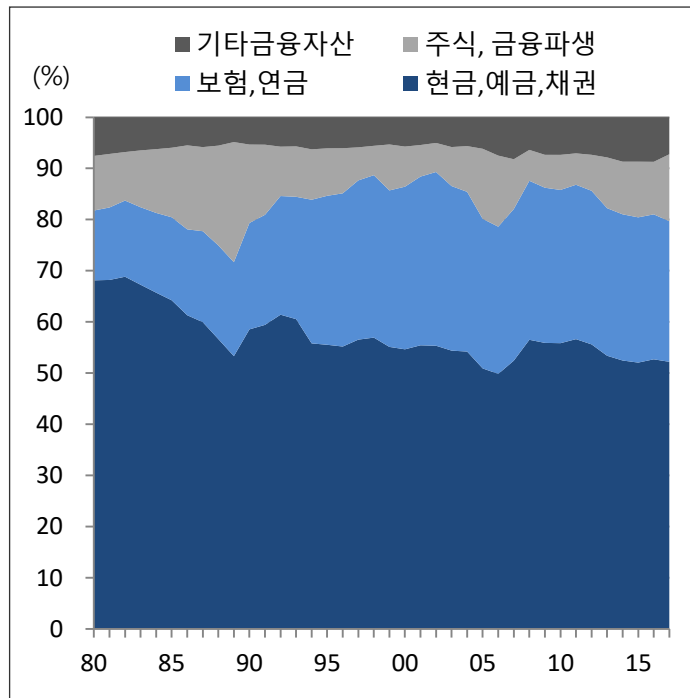
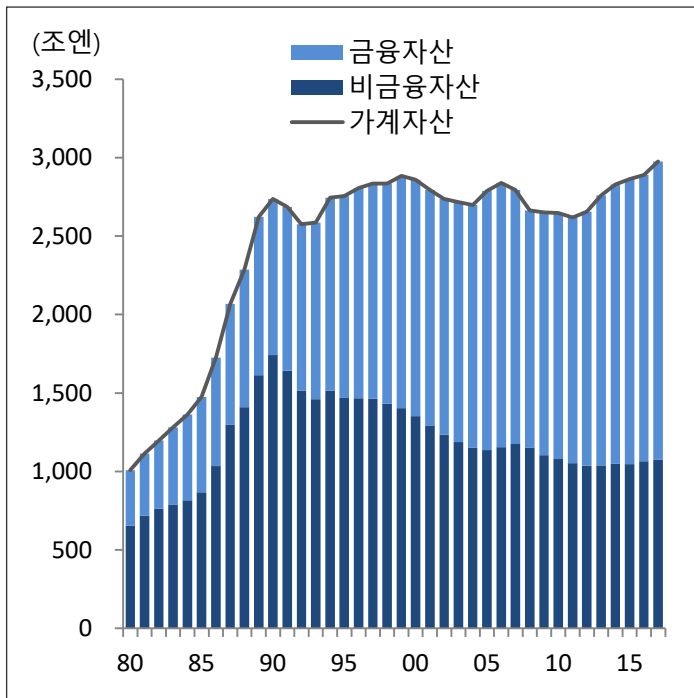
Part II-4

고령화, 금리차
그리고 환율

비교 대상으로 피할 수 없는 일본의 사례 비교적 뚜렷한 특징을 감지할 수 있는 일본

- 90년 버블 붕괴 이후 빠른 속도의 고령화와 맞물려 부동산 등 비금융자산 축소되고 금융자산으로 대체
- 경기에 따라 주식 비중 변화 있지만 긴 흐름에서 예금, 연금, 보험 등 안정성이 높은 금리 기반 자산 증가
- 장기 저성장과 저금리 고착화 등에 따라 금융기관 등에 이어 가계도 점차 해외자산 보유를 확대하는 경향

일본 고령화 과정의 시사점: ① 실물자산→금융자산 ② 인컴 추구형 안전자산 선호 ③ 해외자산 비중 확대



자료: CAO, BOJ, CEIC, Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터
주: 가계의 해외직접투자는 외화예금 및 해외 펀드

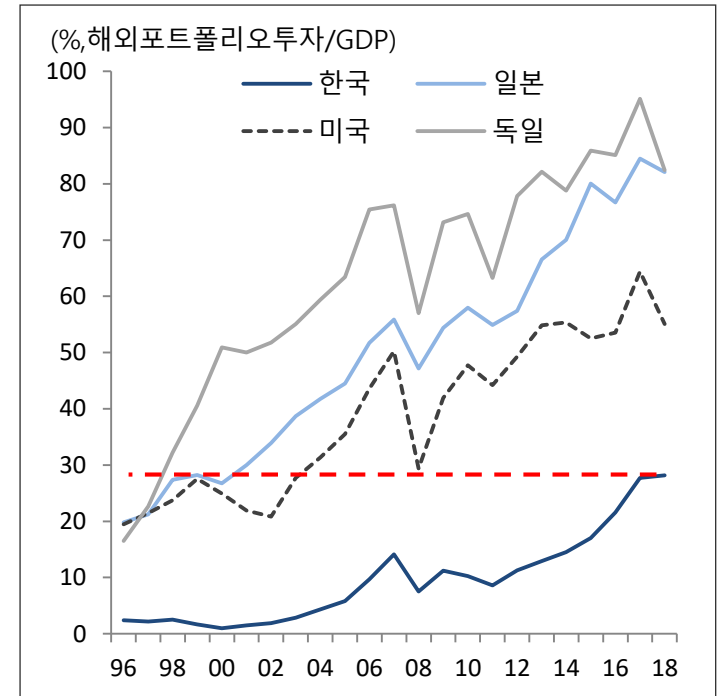
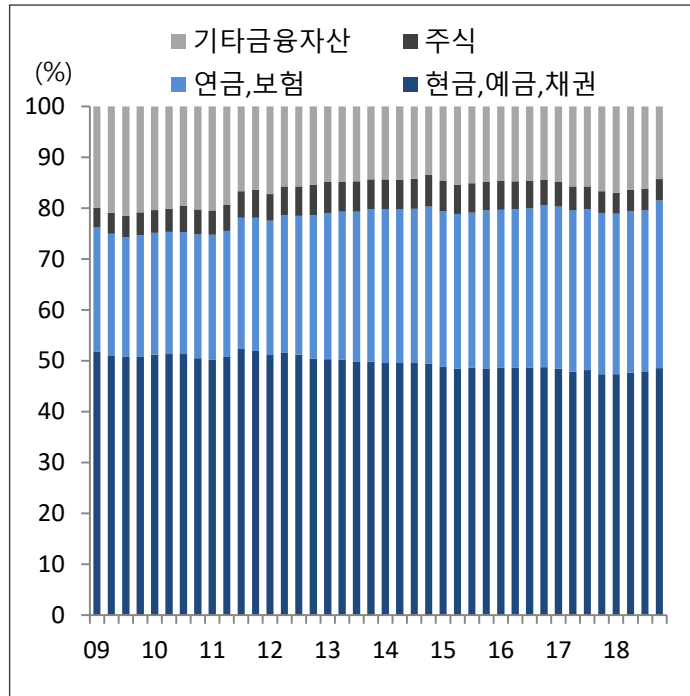
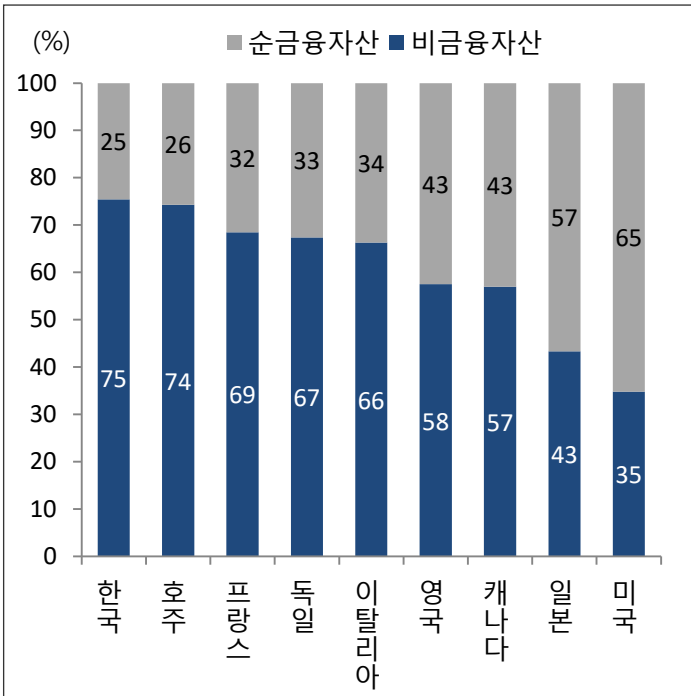
Part II -4

고령화, 금리차
그리고 환율

한국도 큰 틀을 벗어나지 못할 가능성 높은 부동산 보유 비중이 다소간의 변수

- 한국의 경우 앞서 고령화 진행된 주요 선진국에 비해 실물자산 비중이 높아 자산 이동에 제약 소지
- 그러나 금융자산 내에서 예금, 연금, 보험 등 안전자산 비중 높아지고 해외투자 강화되는 현상은 동일
- 향후 저성장 및 저금리 구조 장기화될 경우 일본 등 선진국의 가계자산 변화 흐름을 따라갈 가능성 염두

높은 부동산 보유가 변수이나 안전자산 선호 및 해외투자 확대가 진행되고 있는 한국



자료: 한국은행, OECD, IMF, 신한은행 S&T센터

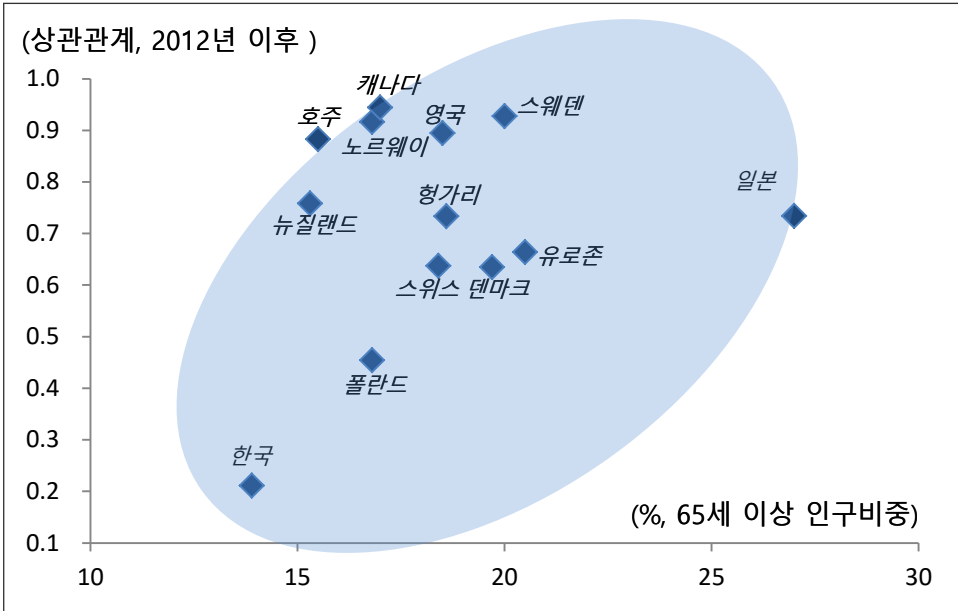
Part II-4

고령화, 금리차
그리고 환율

아직은 괴리가 크나 금리차의 민감도 높아질 듯 중장기적으로 환율의 영향력 높아질 전망

- 해외시장으로 자산 영역 확대되고 금리기반의 안전자산으로 이동할 경우, 자연스럽게 국가간 금리차와 이에 따른 자금이동 유인이 외환 시장에도 직간접적인 영향을 미칠 듯
- 실제 고령화 먼저 진행된 선진국의 경우 금리차와 환율간 상관관계 높아 한국 역시 중장기적으로 이를 반영할 가능성 열어 둘 필요

고령화 진행시 금리차와 환율간 상관관계 높아지는 경향



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터
주: 상관관계는 양국간 10년물 금리차와 환율로 산정

한은 금리인하 등과 맞물려 한국도 높아질 가능성



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

Box 4

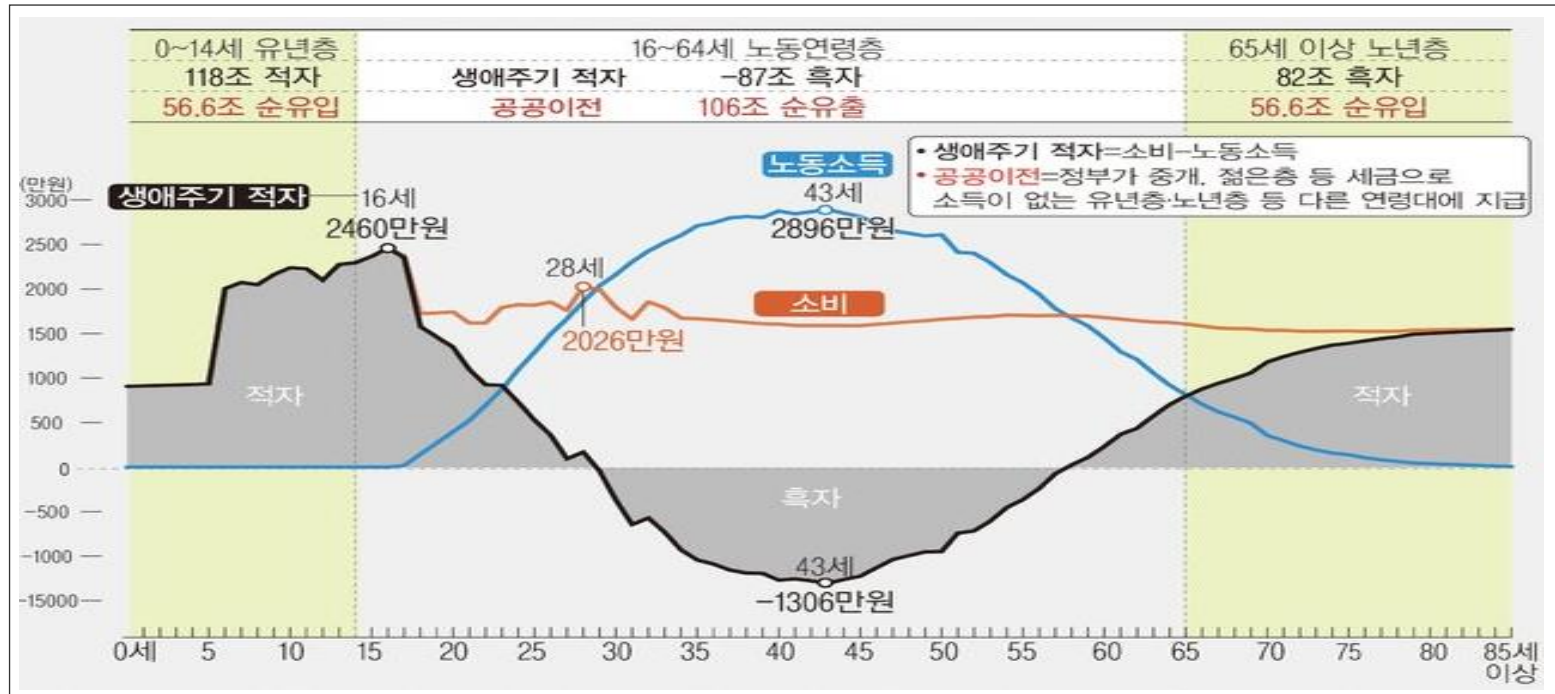
생애주기가설
이란?

연령층에 따라 소비와 소득이 달라진다

고령화로 인해 소비 및 저축 등에 영향 가능성

- 평생효용을 극대화하기 위해 소득이 가장 많은 중년기에는 양의(+)저축을, 유년기와 노년기에는 음(-)의 저축 시행
- 이에 따라 연령대에 따른 역U자의 저축액을 기록하게 되므로 중장년층이 자산축적의 최고조에 이르는 시점
- 동 이론에 따르면 노년기에는 저축이 줄어들고 위험기피도가 높아 안전자산에 대한 수요가 높아지는 경향

한국의 일인당 생애주기적자 및 경제적 자원 흐름



자료: 주요언론, 통계청, 신한은행 S&T센터

목차

01 요약

1-1 Executive Summary

02 주요 매크로 이슈와 외환시장 시사점

2-1 글로벌 경제의 간빙기(間氷期)

2-2 미중 무역전쟁과 플라자합의 회고

2-3 글로벌 통화완화와 나비효과

2-4 고령화, 금리차 그리고 환율

03 국내외 경제 진단과 환율 전망

3-1 주요 선진통화 전망

3-2 한국경제 진단 및 원화환율 전망

04 Appendix

4-1 한국 내수의 제약 요인 점검

4-2 주요 신흥통화 전망

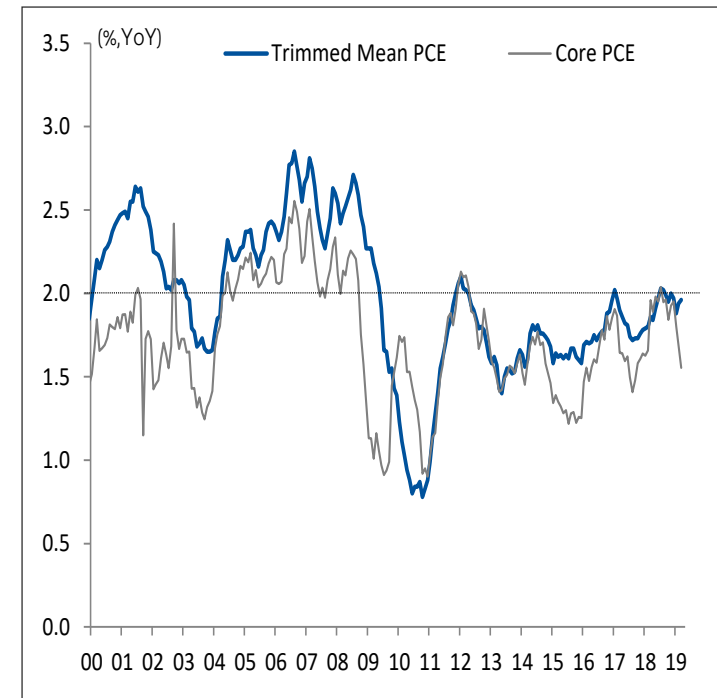
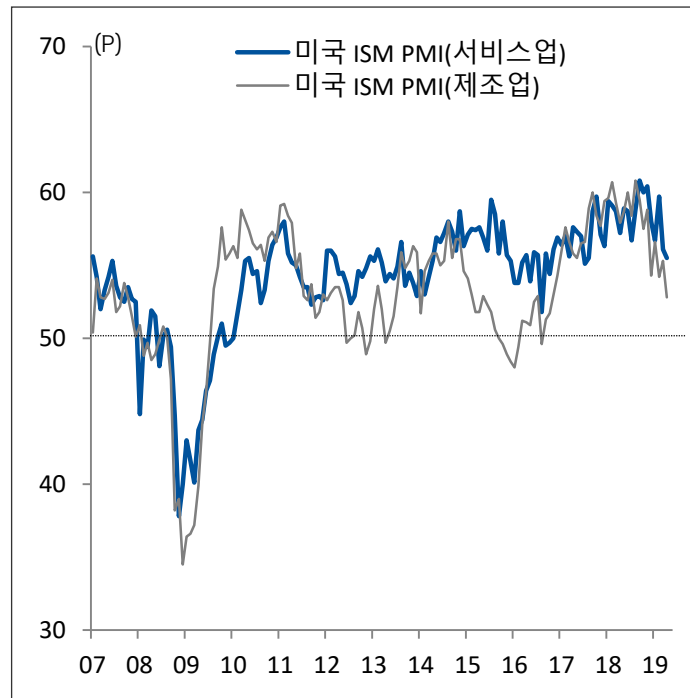
Part III-1

주요 선진통화
전망 : 1) 미달러

속도차 있으나 미국 실물 경제도 둔화 압력 노출 다소 이른 감 있지만 연내 금리인하 가능성 증가

- 트럼프 정부의 재정정책 효과 희석되며 성장세 주춤, 의회 권력 재편으로 정책 지원 미흡할 전망
- 미국의 제조업·서비스업 등 종합적인 경기선행지표도 둔화 흐름 아래 미·중 갈등 우려 더해지는 모습
- 연준에 대한 금리인하 압박 수위 높아지고 있으나 trim mean PCE(구성항목 중 극단치 제외)는 안정적

미국 실물 경제도 둔화 추세가 뚜렷해졌으나 글로벌 경제 대비 하방 압력은 상대적으로 급격하지 않은 양상



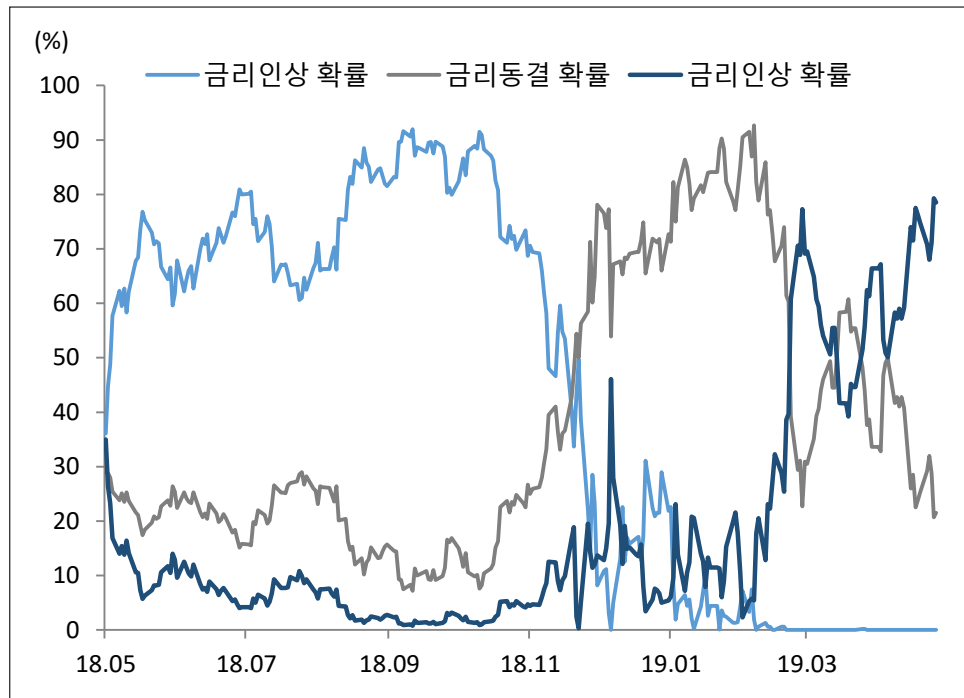
Part III-1

주요 선진통화
전망 : 1) 미달러

글로벌 경기둔화로 달러 선호 현상 지속 미달러 인덱스(DXY) : 95~101P 전망

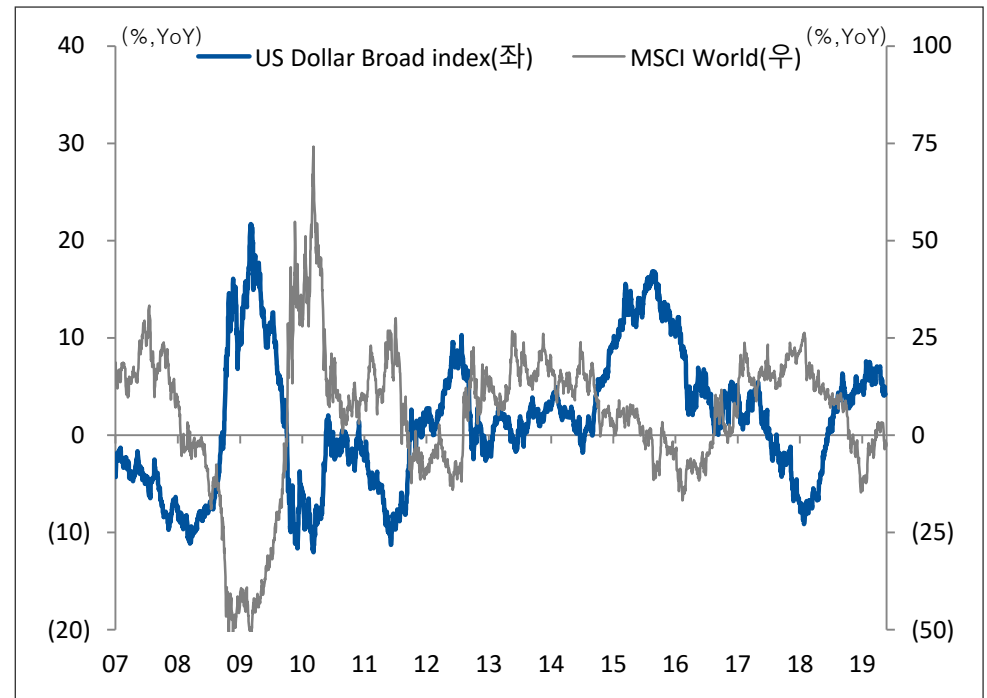
- 세계 경제가 Late cycle에 있어, 글로벌 주식시장은 보수적 시각 유지하며 달러화 강세와 공존할 가능성
- 미국의 높아지는 무역 장벽과 유럽 및 중국의 더블 딥(dip) 가능성 등이 달러화 수요를 지탱할 전망
- 다만 연준의 연내 금리인하 가능성이 주기적으로 부상되는 만큼 달러 강세 속도를 제어할 전망

펀더멘탈에 비해 앞서 달려가는 미국 금리인하 기대감



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 신한은행 S&T센터

글로벌 증시와 역행하는 글로벌 달러화 수요는 지속 가능성



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 신한은행 S&T센터

Part III-1

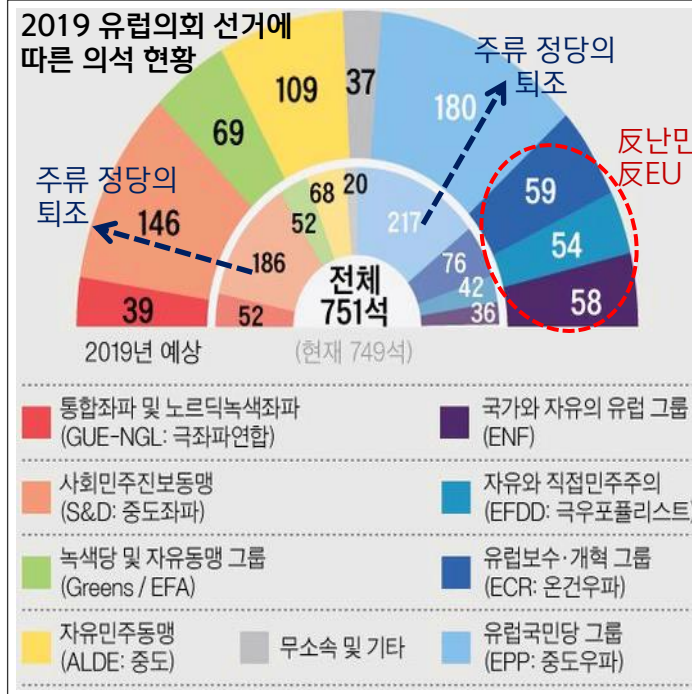
주요 선진통화
전망 : 2) 유로화

저조한 성장과 물가 아래 유럽 정치 통합도 지체 내부 불협화음 여전, 대외 경제 여건도 부정적

- 고질적 정치 리스크 및 중국 경제 등 대내외 환경은 유로존의 성장을 낙관하기 힘든 환경
- 이탈리아 재정 리스크와 합의 없는 Brexit(영국의 EU 이탈) 리스크 등 난제 산적
- 유럽 통합 법안도 독일과 프랑스의 이견으로 표류 중인 데다, 경제난으로 추진 동력 상실

유럽 정치경제: ①Brexit는 10월이 분수령 ②EU 정치세력의 다각화 ③ 독일 등 유로존 경기 지표 후퇴

일정	주요 내용	변수
~7월말	- 보수당 당대표 선출 : Boris Johnson 유력	5월 유럽의회 선거에서 Brexit당 압승, 보수당 참패로 Brexit 강경파의 입지 강화
중간 일정	- EU와 재협상 추진 · 탈퇴 조건, 탈퇴 시한 등	EU 집행위원회 위원장(現 용케), 정상회의 상임의장(現 투스크)이 각각 10월말, 11월말 임기만료 연정 파트너인 DUP(북아일랜드 민주연합당)은 안전장치 조항(Backstop) 해결 없이 Brexit 추진 불가 입장(Brexit 강경파와 입장차)
	- 조기총선	EU와의 협상력 제고 (7월말 경과시 시행 가능성 희박)
	- 불신임투표	노동당은 새 내각 출범시 불신임 투표 추진 계획
~10월말	- 영국의 EU 탈퇴 시한	Brexit 강경파 No deal 불사 표명 재연장 가능성 존재



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 주요 언론, 신한은행 S&T센터

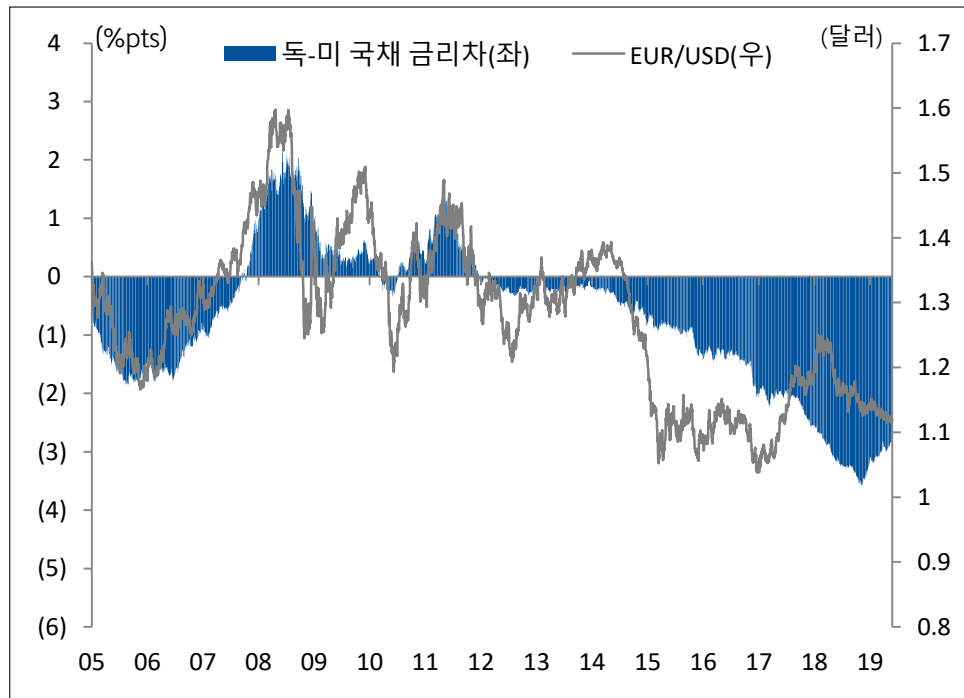
Part III-1

주요 선진통화
전망 : 2) 유로화

ECB 완화 기조 고수로, EUR 하향 안정화 지속 EUR/USD : 1.07~1.14달러 전망

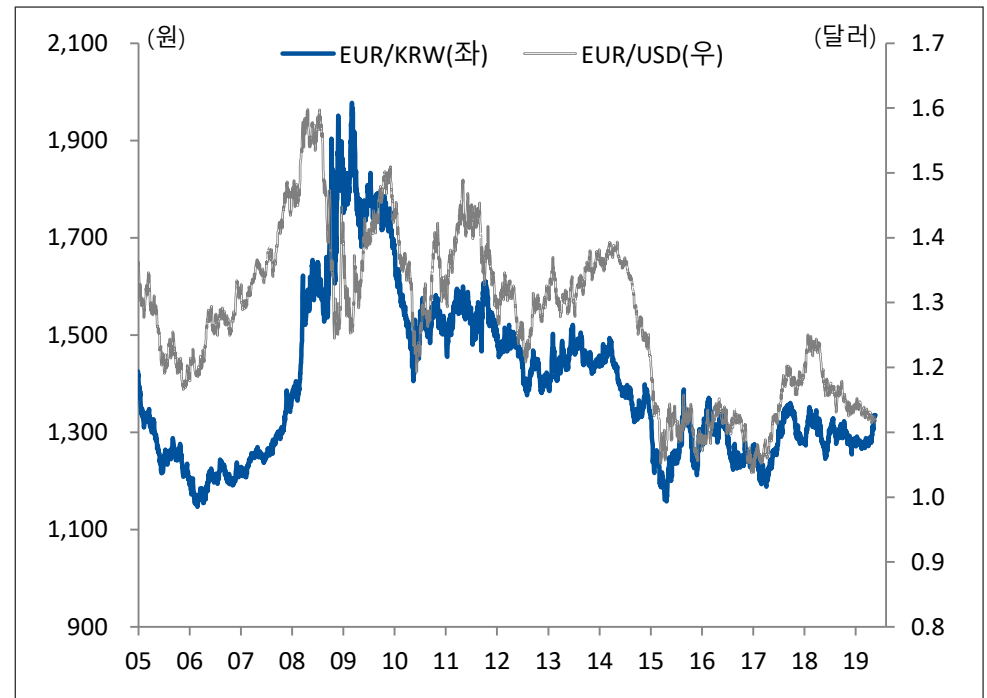
- 2019년 미국채 금리 하락으로 독일·미국 금리 동조화되어 금리차 확대 정체
- ECB 차기 총재 선임 등 유럽 주요 기관의 수장 교체 과정에서 단기 노이즈(noise) 발생 가능
- 미국의 수입차 관세 부과 불확실성 속에, 완화적 통화정책 확대 의식하여 EUR 하향안정화 지속 전망

독일과 미국의 금리차 축소되며 EUR 하락 속도 조절



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 신한은행 S&T센터

최근 유로원 환율 상승은 유로화 강세라기보다 원화 약세



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 신한은행 S&T센터

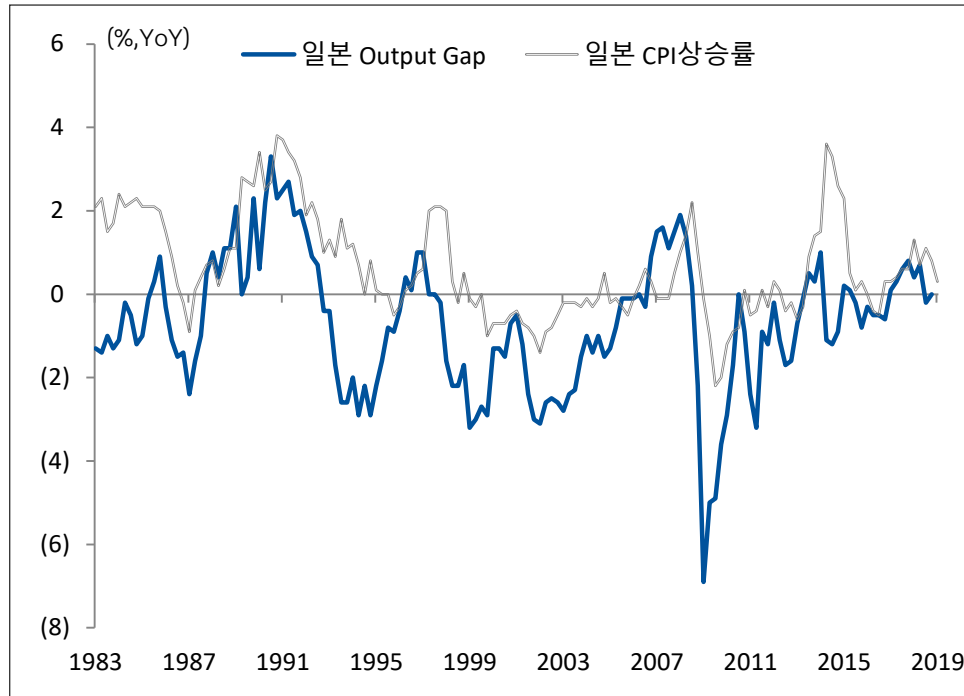
Part III-1

주요 선진통화
전망 : 3) 엔화

외풍에 불구하고, 일본 경제는 비교적 순항 정치적 안정 속에 구조적 회복세를 유지

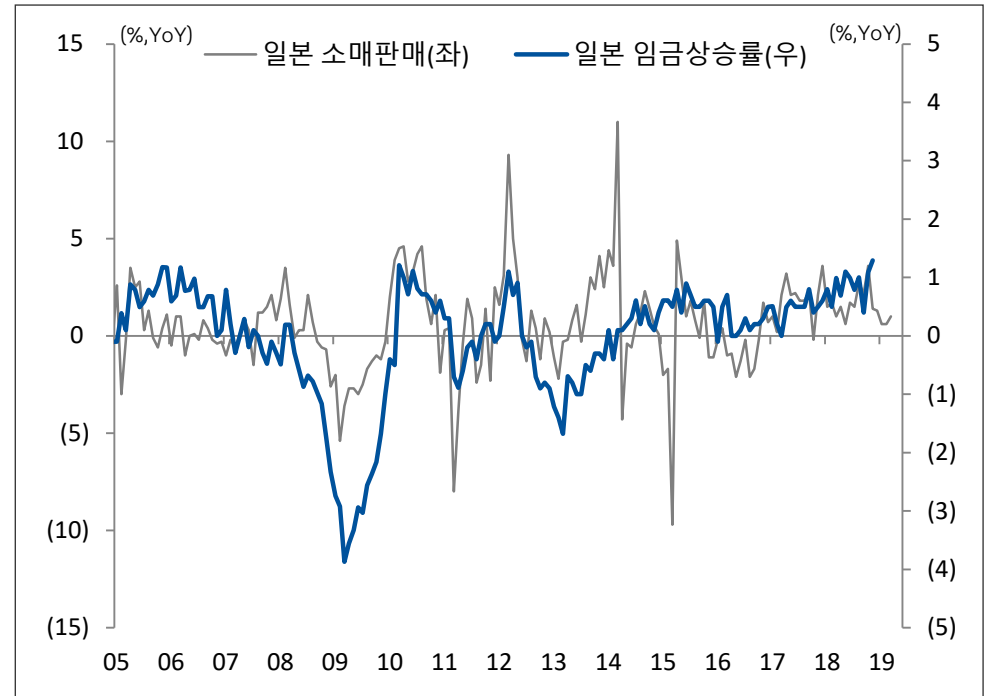
- 상대적으로 비중이 큰 내수시장으로, 일본 경제는 세계 경제 둔화의 외풍에 비교적 둔감
- 아베 총리가 재집권한 2012년 말 이후, 주요 지표는 완만하게나마 구조적 회복세를 유지
- 인플레이션은 여전히 저조하나, 기업 여건 및 임금상승률 등은 여전히 양호

인플레이션은 저조하나, 세계 경제 흐름 대비 성장은 양호



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 신한은행 S&T센터

소매판매는 다소 둔화되었으나, 임금상승률은 개선세 유지



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 신한은행 S&T센터

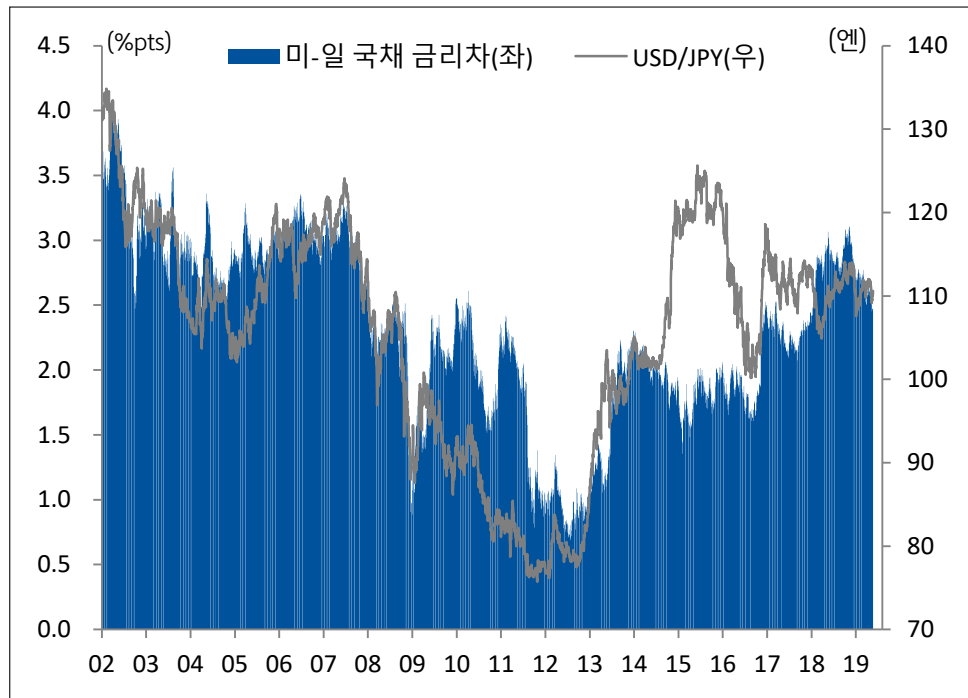
Part III-1

주요 선진통화
전망 : 3) 엔화

BOJ 정책 조절 속에, 엔화 환율 하방경직성 유지 USD/JPY : 106~113엔 전망

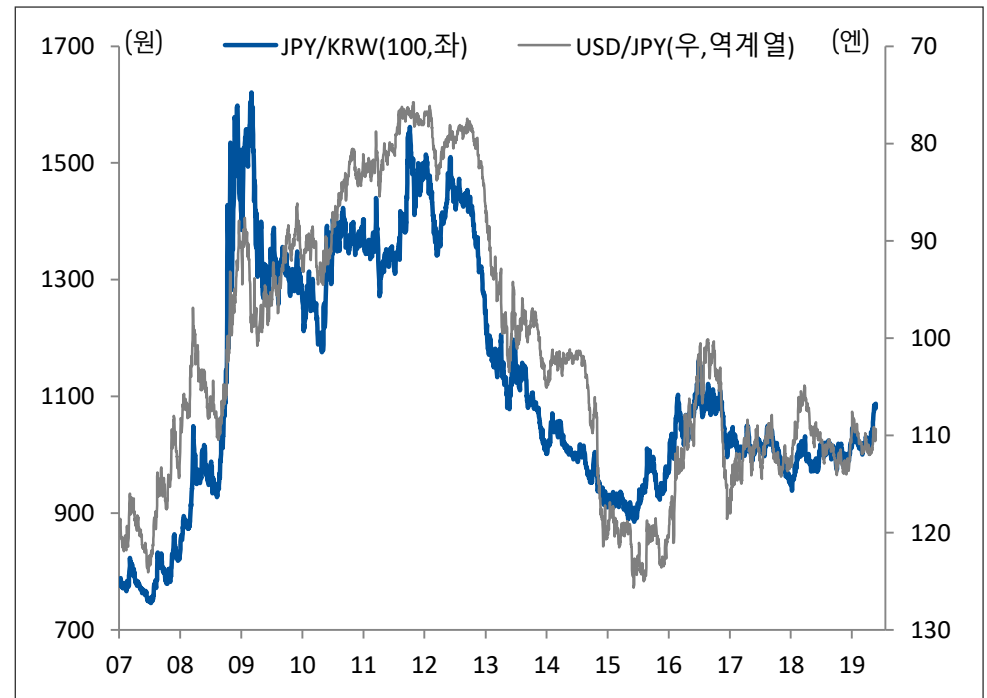
- BOJ의 완화적 통화정책 예상되나, 연준의 비둘기적 성향으로 추가적인 엔화 약세 견인력 제한
- 또한 G2 갈등을 포함한 세계 경제의 불확실성으로 인해, USD/JPY의 급락 리스크는 상존
- 소비세 인상 의식한 BOJ 정책의 미세 조정 가능하나, USD/JPY 환율의 무게중심은 다소 하방일 듯

미-일 금리차 대비 환율은 적정 수준에 위치



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 신한은행 S&T센터

USD/JPY에서 엔화의 방향성이 원화 대비 엔화를 좌우



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 신한은행 S&T센터

Part III-2

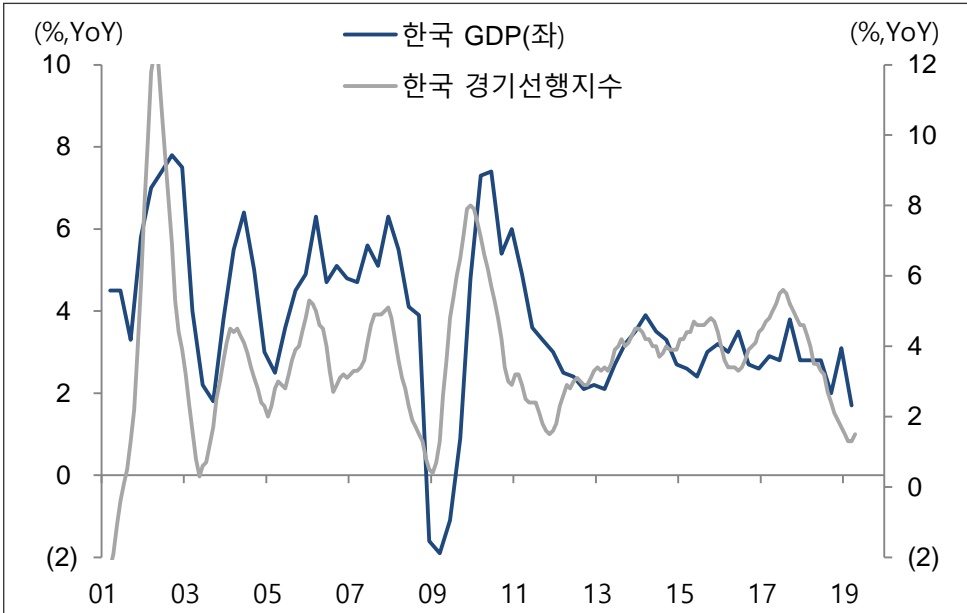
한국경제 진단
및 원화환율 전망

올해 2% 달성 여부가 불투명해진 한국경제

구조적 제약*에 순환적 둔화가 더해지는 상황

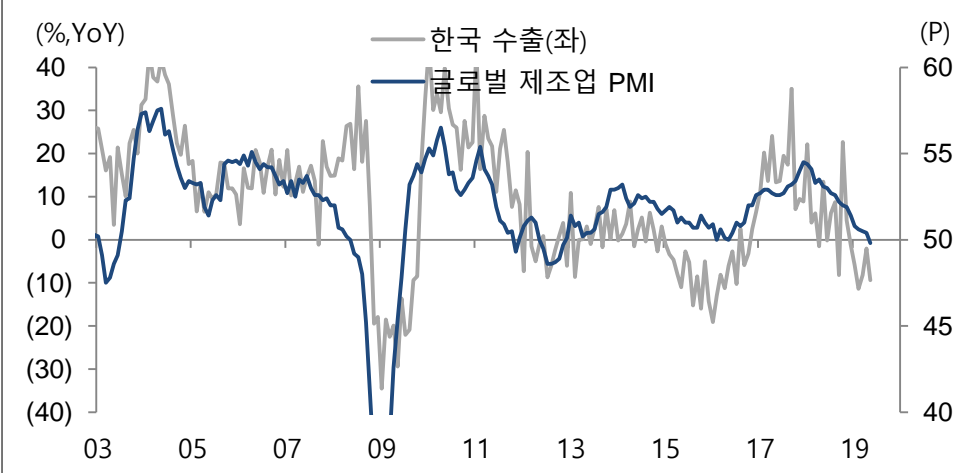
- 1/4분기 GDP가 내수 및 수출의 동반 악화 전개되며 전분기대비 -0.4% 감소하는 등 금융위기 이후 처음으로 경제성장 후퇴
- 고정투자 후퇴 이어지는 가운데 규제 강화 등으로 건설경기도 부진. 고용 약화와 소비심리 회복 지연되며 소비도 낮은 수준에서 등락. 글로벌 경기지표 악화 등으로 수출마저 감소세 기록하며 부담 가중

선행지수 하락세 이어지는 가운데 GDP도 전분기대비 감소



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터
주: 구조적 제약 요인에 대해서는 Appendix 부분 참조

내수의 구조적 저하와 수출의 순환적 둔화가 중첩



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

Part III-2

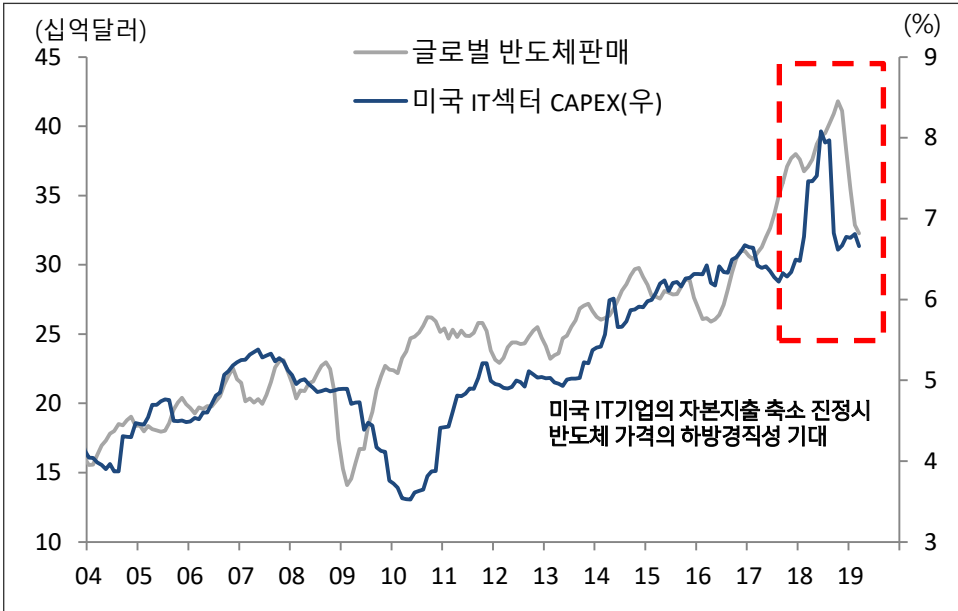
한국경제 진단
및 원화환율 전망

글로벌 반도체 경기 부진

한 바구니에 집중될 경우의 불안감

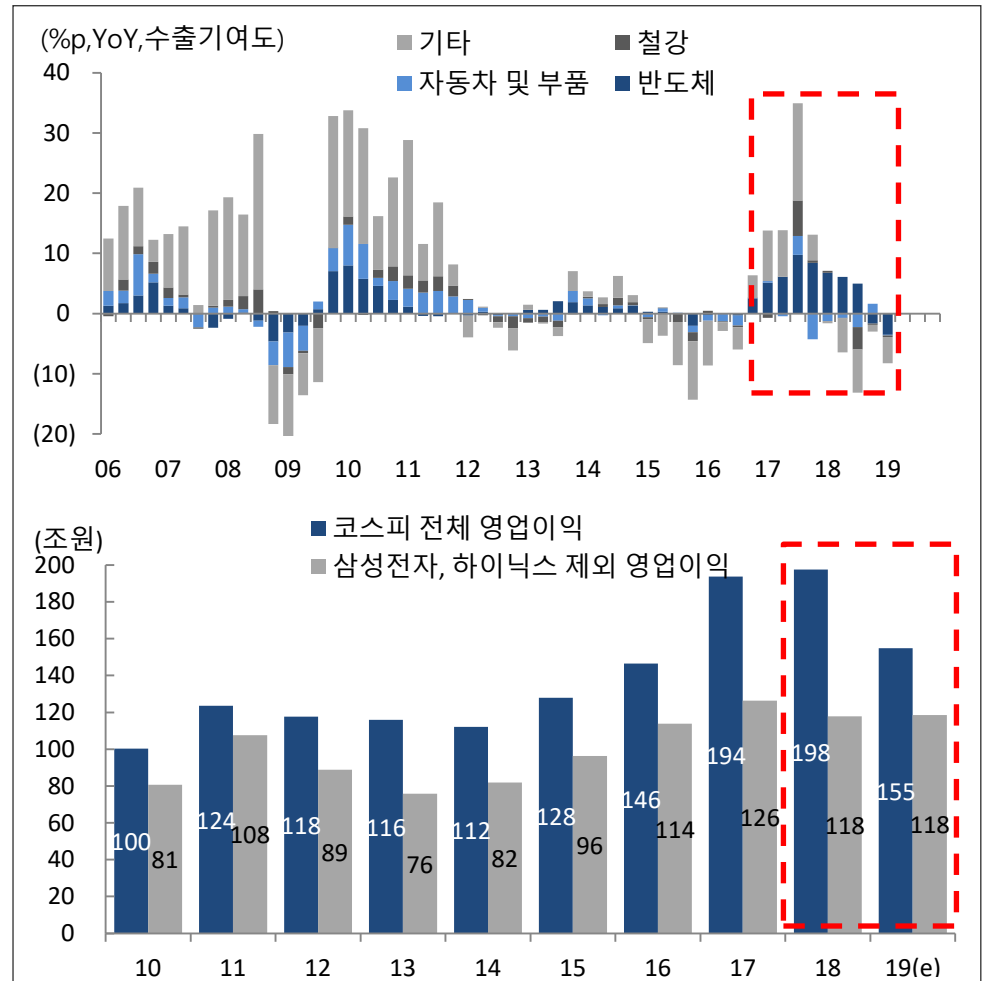
- 4차 산업혁명과 더불어 주요 산업에서의 경쟁력 저하 등으로 인해 전체 수출에서 20% 이상을 반도체가 차지하는 등 산업 집중화 진행
- 반도체 산업 쏠림으로 글로벌 경기에 대한 국내 경제의 민감도 높아지며 한국 수출과 기업실적 감소세 견인. 다만 최종 수요에 영향을 미치는 미국 IT산업의 Capex 축소 진정시 하방경직성 유도

미국 IT기업들의 CAPEX 축소 진정시 하방경직성 기대



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

반도체 경기에 좌우되는 한국 수출과 기업실적



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

Part III-2

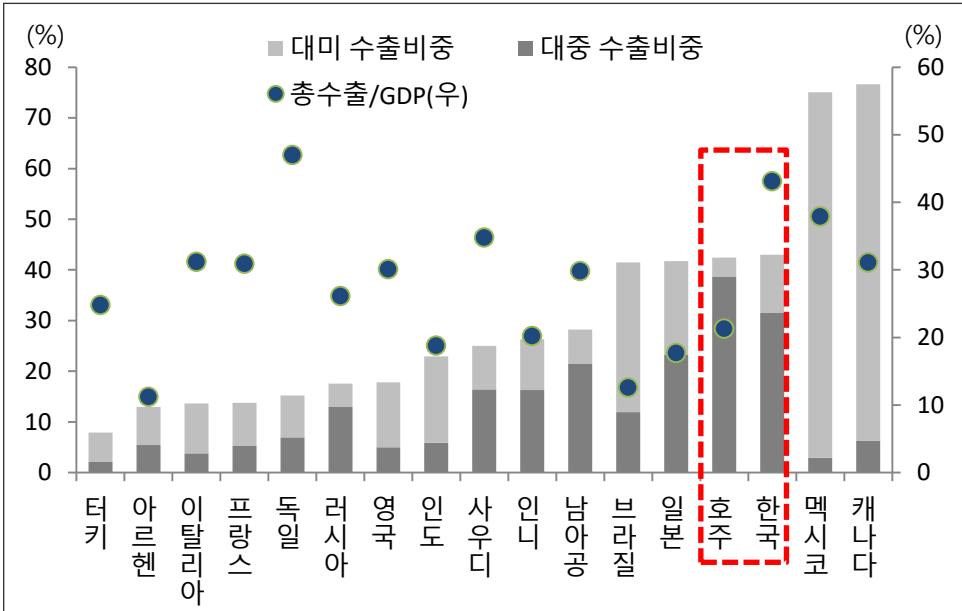
한국경제 진단
및 원화환율 전망

미중 무역협상 불확실성

멀리하기에는 너무 가까워져 버린 중국

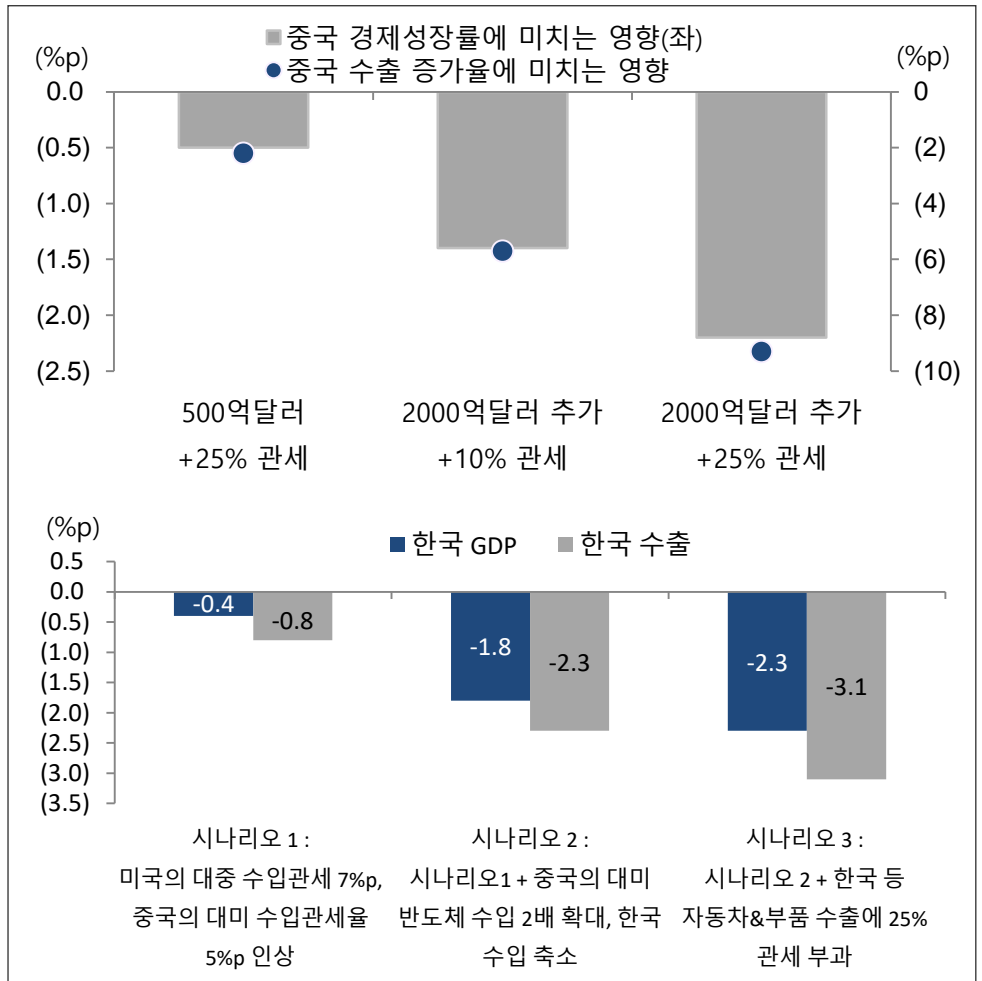
- 극단적 파국은 피해간다 하더라도 헤게모니 경쟁을 벌이고 있는 미국과 중국간 신속한 무역협상도 쉽지 않아 시장 기대보다 장기화. 높은 대중 수출 의존도 등으로 보호무역은 한국에 상대적으로 불리
- 연내 협상타결 되더라도 신성장산업에 대한 이해관계로 인해 불완전 타협으로 남으며 미국 대선 등과 맞물려 주기적으로 재부각

중국에 대한 수출 비중 높아 무역갈등에 보다 민감한 한국



자료: World Bank, Bloomberg, 신한은행 S&T센터

보호무역 확산은 한국 경제에 부담으로 작용



자료: CICC, 한경련, 신한은행 S&T센터
주: 원문에서 제시한 긍정적 시나리오 4는 생략

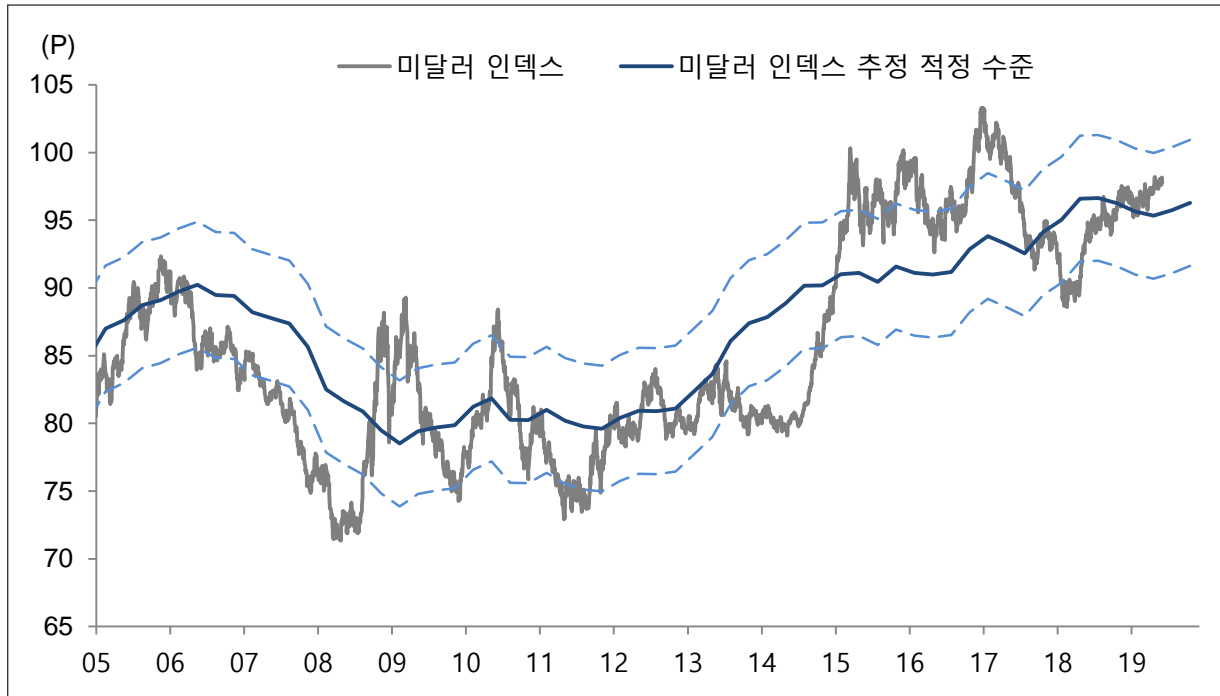
Part III-2

한국경제 진단
및 원화환율 전망

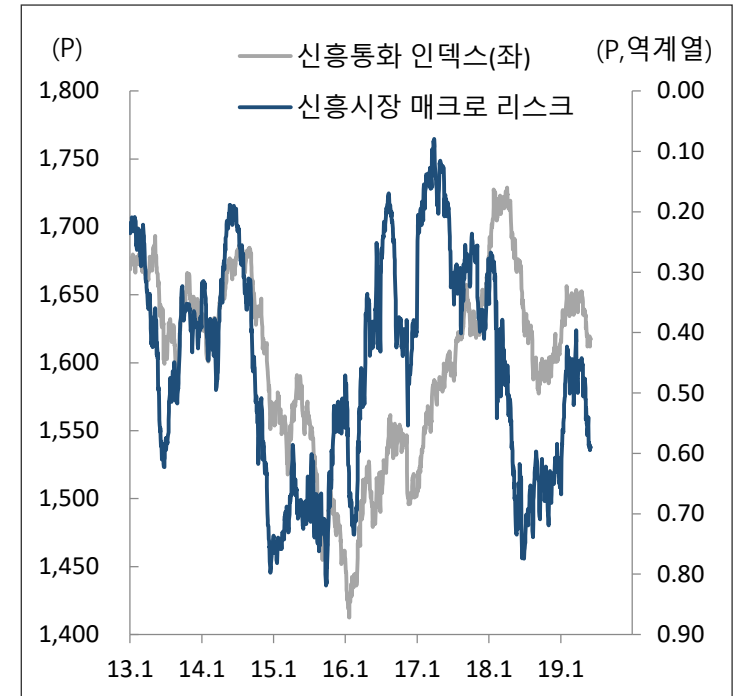
1) 하반기에도 주기적으로 나타날 달러 강세 다만 상승 속도는 일정부분 조절 나타날 듯

- 미국 펀더멘털의 상대 우위 및 무역분쟁 등으로 인한 글로벌 불확실성 등으로 달러 강세 우위
- 다만 트럼프의 약달러 유도, 연준의 완화적 스탠스 및 미국 쌍둥이 적자 등으로 속도조절 예상
- 한편 글로벌 경기 및 정책 불확실성 등으로 인해 신흥통화는 다소간의 약세 우위 아래 변동성 노출

점진적인 달러 강세가 상대적으로 우위를 형성할 듯



다소간의 변동성 위험 노출된 신흥통화



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터
주: 미국과 선진국간 금리차, 미국 기준금리, 미국 성장률 등을 반영

자료: Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

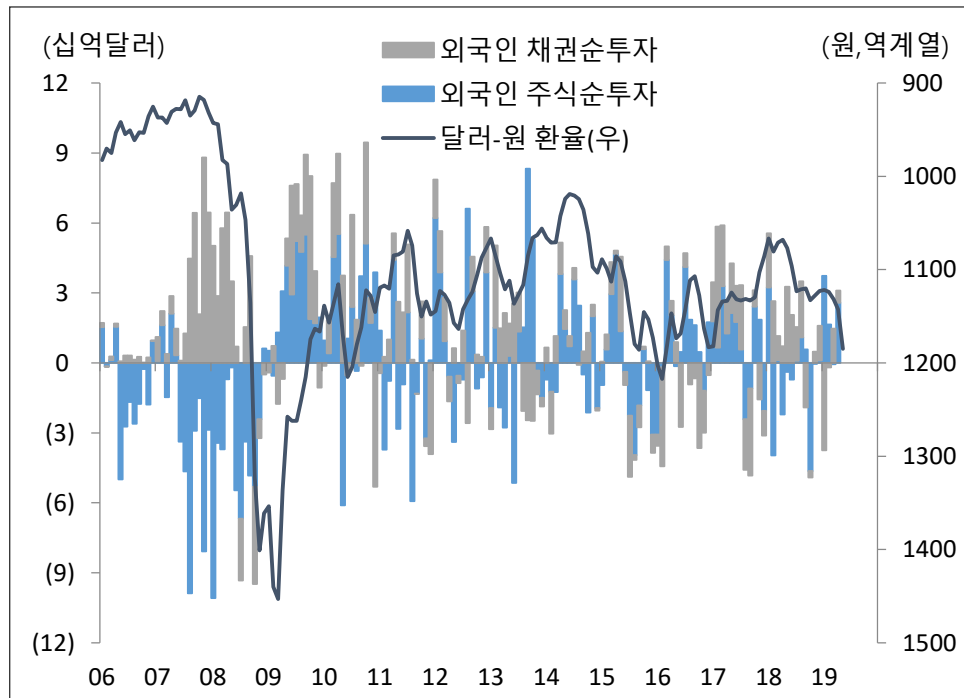
Part III-2

한국경제 진단
및 원화환율 전망

2) 대규모 자금유출 가능성은 크지 않을 듯 주식자금의 변동성과 경상흑자 축소는 불가피

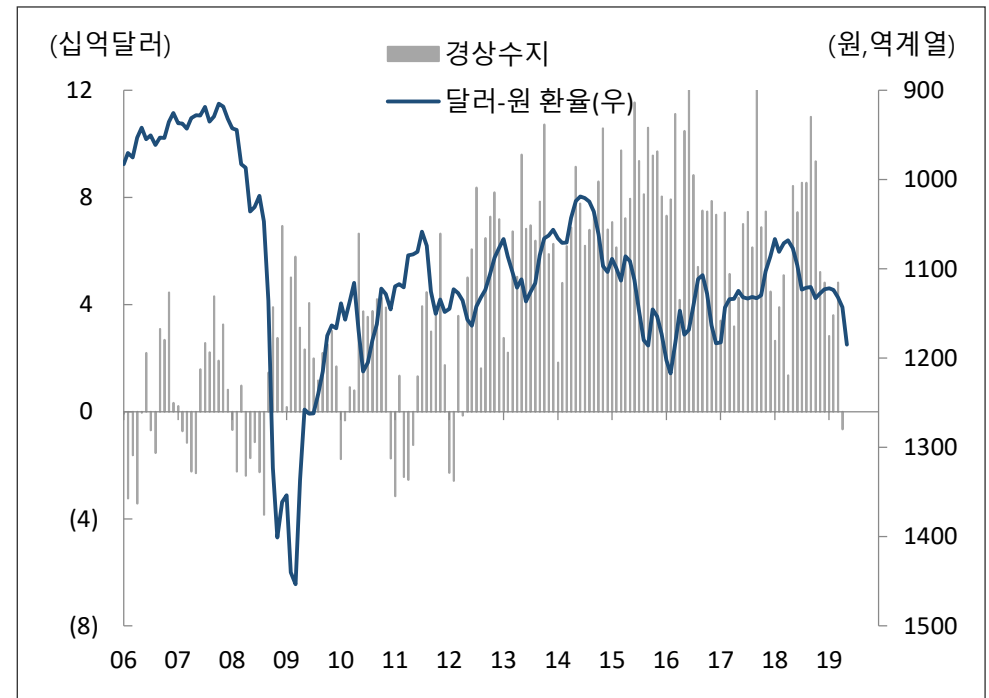
- 수급 측면에서 경상흑자 유지되는 가운데 금리인하 기대감 등으로 외국인 채권자금 유입되는 점은 긍정적
- 하지만 대외 불확실성과 기업실적 저하 등으로 주식자금의 유출입 심한 가운데 경상흑자 규모는 축소
- 경상흑자 등은 원화 강세를 지지하는 요인이나 규모의 축소 등으로 인해 영향력은 다소 반감될 듯

변동성에 따른 주식 이탈 가능성에도 채권은 유입세 유지



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

경상흑자 기조는 지속되지만 규모는 다소 축소되는 모습



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

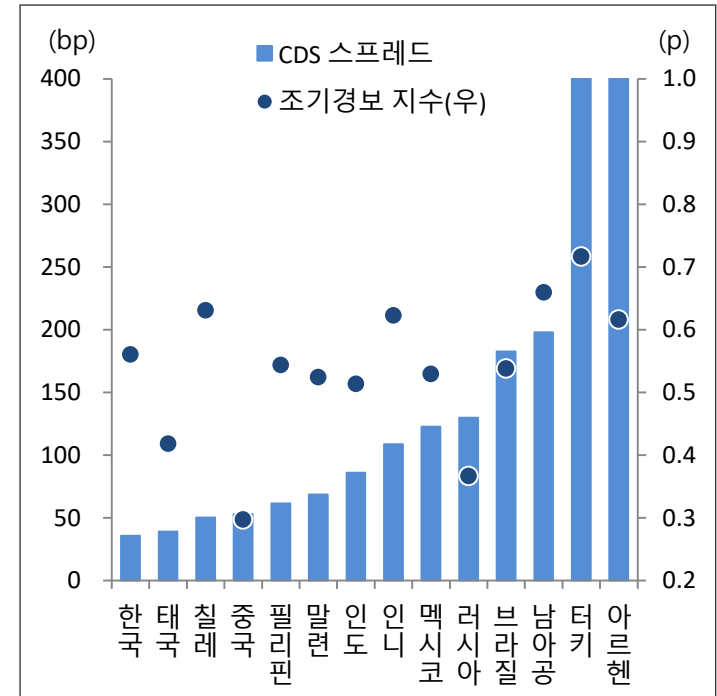
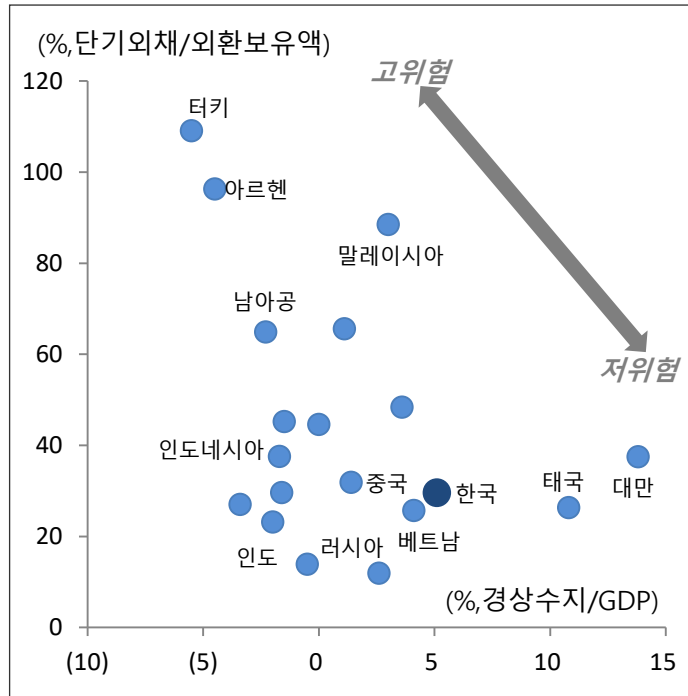
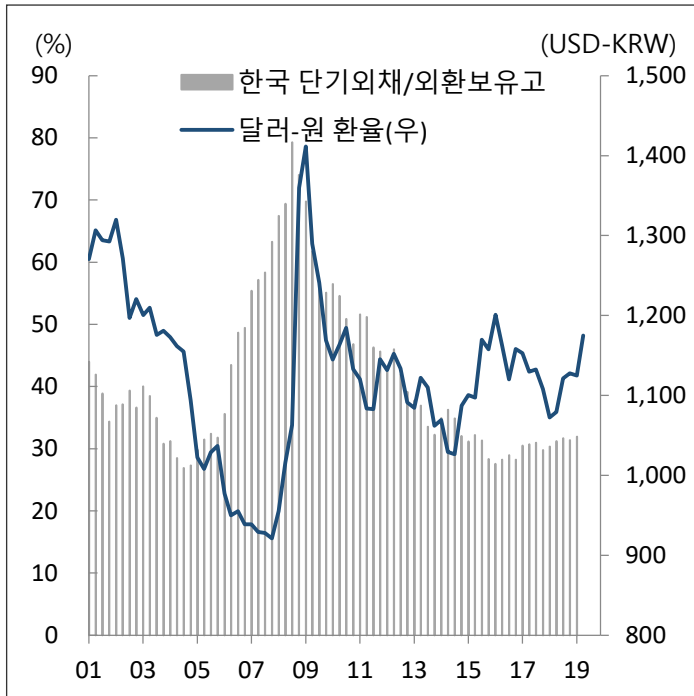
Part III-2

한국경제 진단
및 원화환율 전망

3) 외화방어 능력은 상대적으로 안정적 외환보유고 등으로 위기 상황과는 거리감

- 위기에 대한 심리적 불안감에도 불구하고 건조한 외환보유고와 시장개입 여력 등으로 발생 가능성은 낮아
- 단기외채 대비 외환보유고 수준 30%내외의 안정세 유지하며 여타 신흥국에 비해서도 위험도 낮은 상황
- 물론 위험경계 신호 일부 상승한 측면 있으나 CDS스프레드 등은 금융위기와 비교할 수 없이 안정적인 수준

안정적인 외환보유고 대비 단기외채 규모 및 절대적으로 낮은 CDS 스프레드

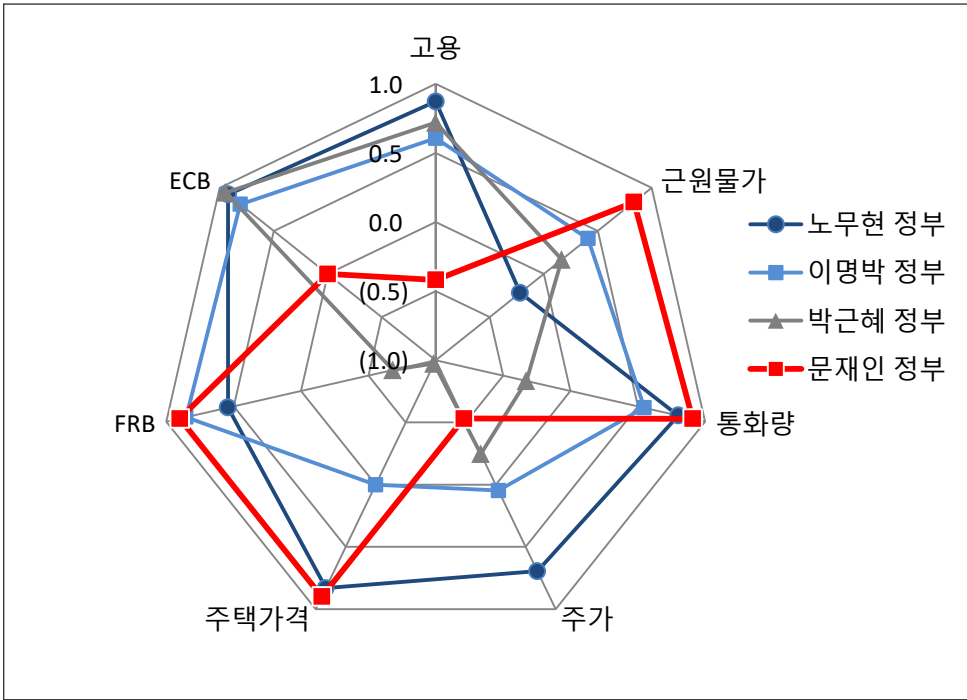


자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터
주: 조기경보위험지수는 citi가 만든 경제 및 금융변수의 스트레스 정도 의미하는 지표로 0.5 이상은 스트레스 강화와 통화 약세 위험이 크다는 점을 표시

4) 다만 경기 후행적인 정책 대응 가능성 쉽지 않은 성장과 분배라는 두 마리 토끼

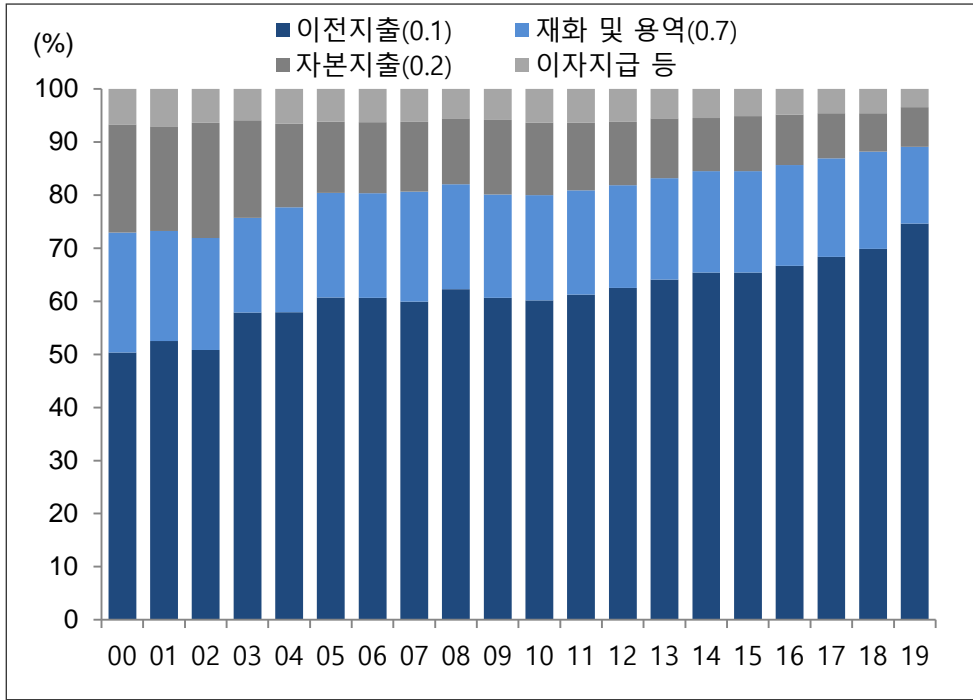
- 대외환경의 불확실성과 국내 경기후퇴 우려 등으로 인해 한은 금리인하 및 추경 집행 등 정책 대응 구체화 기대
- 그러나 자산시장 안정에 우선순위를 두는 과정에서 미국 등에 비해 뒤늦은 한은의 통화정책 스탠스 전환 우려
- 재정정책 대응 능력에도 불구하고 경기진작 효과 낮은 부문에 대한 재정투입 역시 정책 기대감을 반감시키는 요인

한은이 주택시장 안정에 정책 우선순위를 두었을 개연성



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 신한은행 S&T센터
주: 각 정권기 동안 한국은행 기준금리와 각 변수간의 상관관계

재정지출 승수 상대적으로 낮은 영역의 비중이 증가



자료: 기획재정부, 한국은행, 신한은행 S&T센터
주: 괄호안 숫자는 재정투입에 대한 성장 탄력도, 2019년은 1/4분기 기준

Part III-2

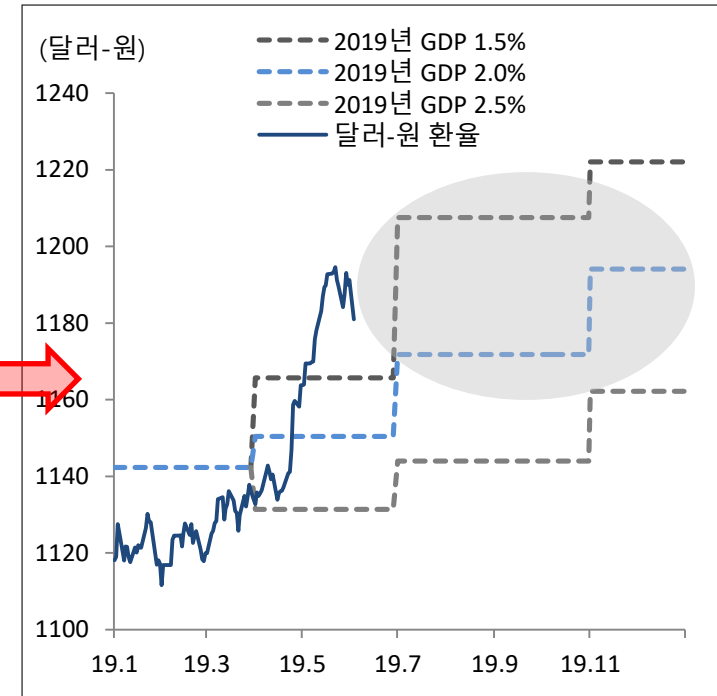
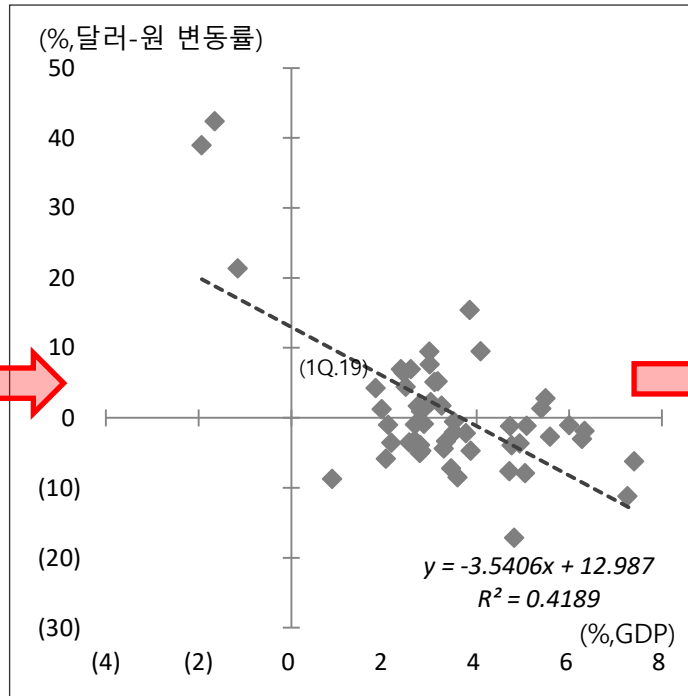
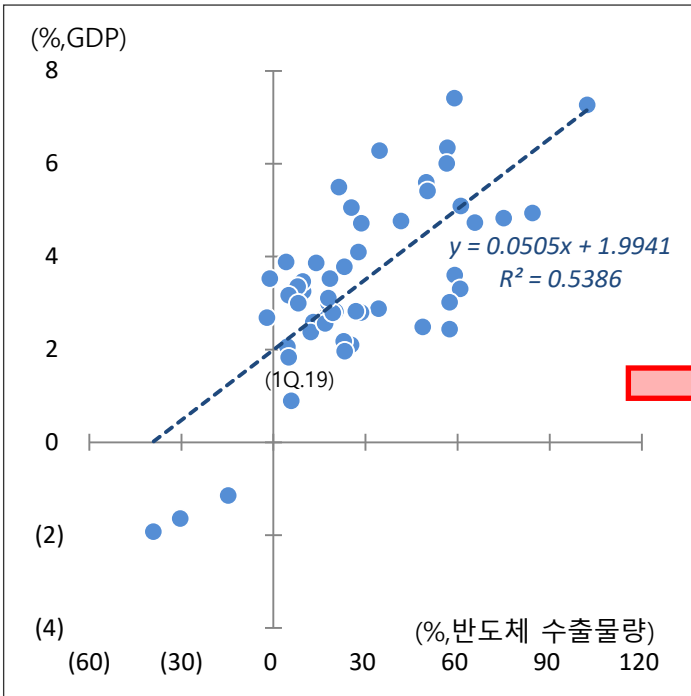
한국경제 진단
및 원화환율 전망

5) 2%대 성장 유지에 대한 신뢰 저하

USD/KRW : 1,150~1,230원 전망

- 안정성 강화로 한국 경제의 급격한 경기침체 발생 가능성 낮으나 장기적으로 저성장 고착화 역시 경계 대상
- 만일 반도체 산업의 정체 혹은 위축 진행될 경우 올해 2% 성장 달성에 의문 더해지며 환율 상승 유발
- 무역전쟁에 대한 불안감 일부 진정시 급등한 환율의 되돌림 예상되나 성장 제약은 하단을 제한하는 요인

외부환경에 대한 높은 민감도와 저성장 고착화 우려가 국내경제의 발목을 잡을 듯



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

목차

01 요약

1-1 Executive Summary

02 주요 매크로 이슈와 외환시장 시사점

2-1 글로벌 경제의 간빙기(間氷期)

2-2 미중 무역전쟁과 플라자합의 회고

2-3 글로벌 통화완화와 나비효과

2-4 고령화, 금리차 그리고 환율

03 국내외 경제 진단과 환율 전망

3-1 주요 선진통화 전망

3-2 한국경제 진단 및 원화환율 전망

04 Appendix

4-1 한국 내수의 제약 요인 점검

4-2 주요 신흥통화 전망

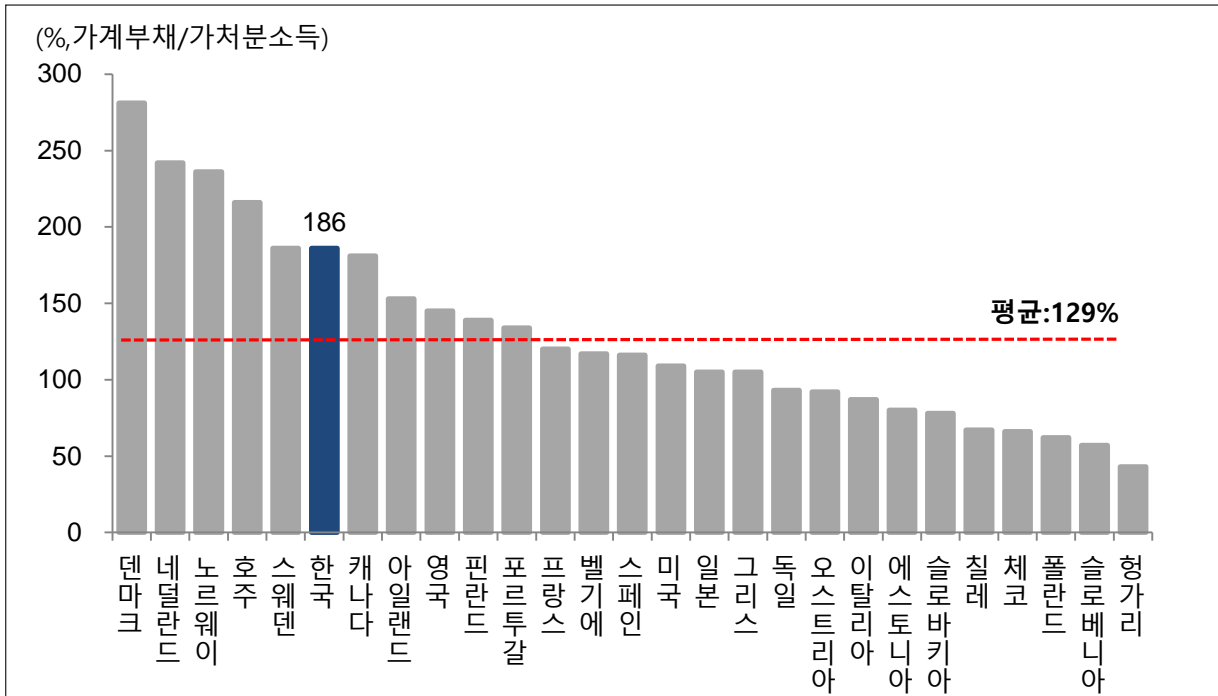
Appendix

1) 한국 내수의 계약 요인 점검

1) 가계부채 부담 누적 소비 제약과 잠재적 리스크로 작용

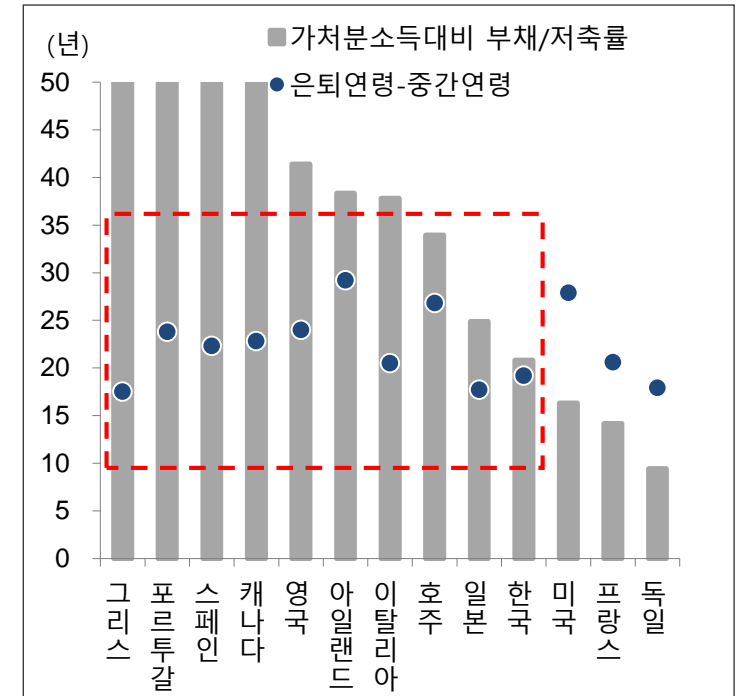
- 가계 보유자산 확대가 완충요인으로 작용하지만 가처분소득 대비 180%를 넘어서는 가계부채가 성장 억제
- OECD국가와 비교할 경우에도 가계부채 수준 높아 상환 여력 저하될 경우 중장기 리스크로 작용할 여지
- 현 가계 저축률 유지시 자구적인 부채상환 제약으로 작용하며 소비축소, 자산매각, 정부의 재정투입 등을 압박

OECD안에서도 높은 수준에 위치한 한국의 가계부채 부담



자료: OECD, 신한은행 S&T센터

부채상환 압력이 소비와 투자를 억제



자료: World Bank, OECD, 신한은행 S&T센터
주: 은퇴까지 남은 기간과 저축률 유지시 부채상환에 소요되는 시간

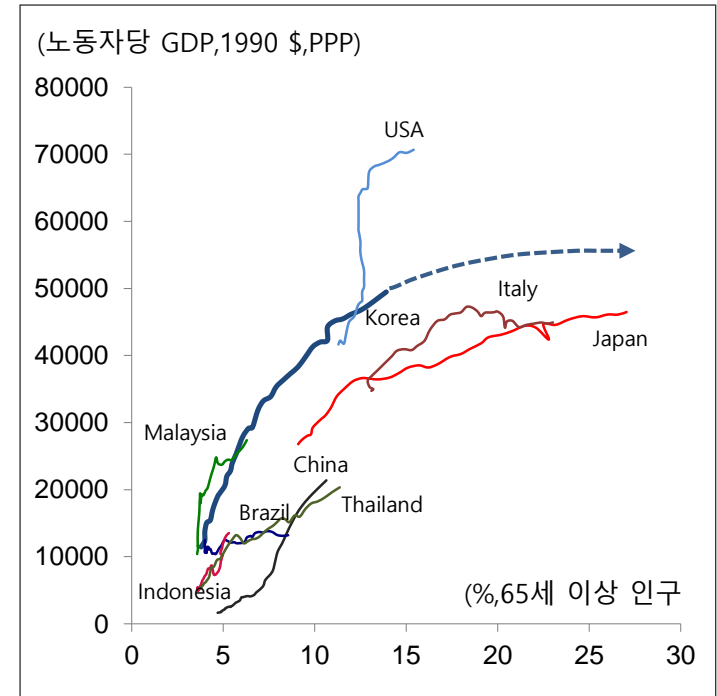
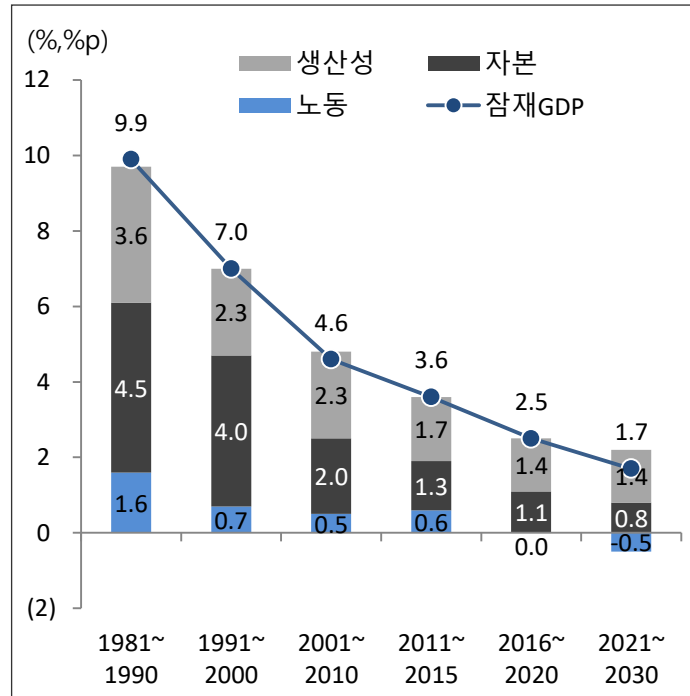
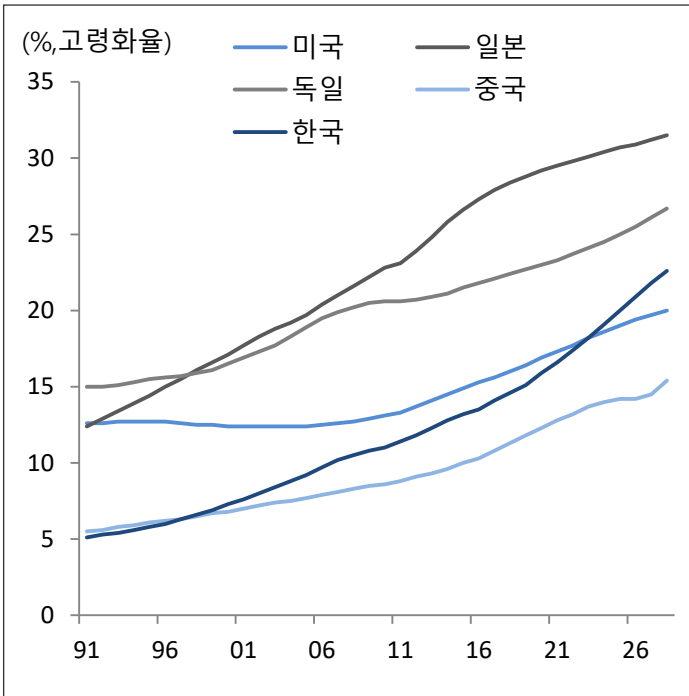
Appendix

1) 한국 내수의 제약 요인 점검

2) 고령화와 생산성 저하 일본화에 대한 경계감 유발 인자

- 한국은 주요국들 중 가장 빠른 속도로 고령화 사회(65세 이상인구: 14%) 진입, 2025년 초고령화 사회(20%) 전망
- 생산가능인구 축소는 기업투자 약화 등과 맞물려 생산성을 저하시켜 한국 경제의 잠재성장을 낮추는 요인
- 미국과 같이 기술혁신과 고부가가치화로 경제구조 변화시키지 못할 경우 생산성 정체되며 일본화 가능성 노출

빠르게 진행되는 고령화로 인해 소비 지출과 생산성에 제약 발생할 가능성



자료: World Bank, Bloomberg, LG경제연구원, 신한은행 S&T센터

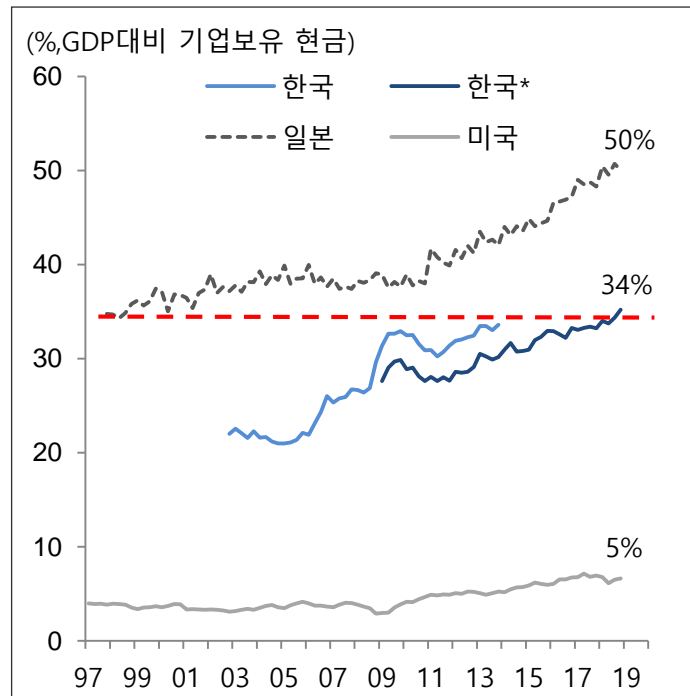
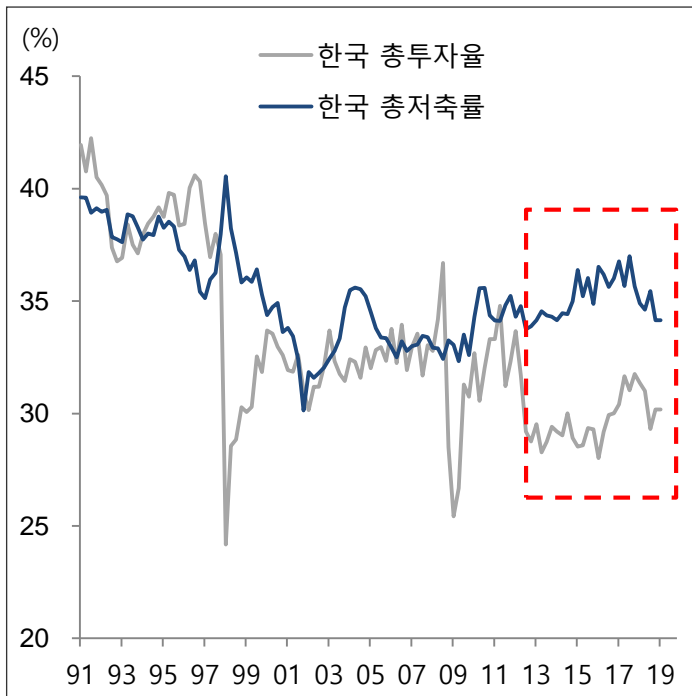
Appendix

1) 한국 내수의 제약 요인 점검

3) 기업의 투자 부진과 현금 축적 안정성에는 플러스, 경쟁력에는 마이너스

- 단기간에 투자율의 급락과 정상화가 나타났던 외환위기 및 금융위기와 달리 투자율이 저축률을 장기간 하회
- 경상수지 흑자 등의 긍정적 요인에도 불구하고 기업들의 투자 저하와 현금축적은 제조업 공동화 및 경쟁력 저하 유발
- 2000년대 초반 일본 수준으로 기업의 현금보유 높아진 가운데 중국과 기술격차 빠르게 축소되며 경쟁 심화

기업들의 투자저하 및 현금 축적 장기화되는 가운데 중국과의 기술격차 축소



	대중국 기술격차(년)		
	2012년	2014년	2016년
전체 기술수준	-1.9	-1.4	-1.0
전자정보통신	-2.4	-1.8	-1.5
의료	-1.9	-1.5	-1.0
바이오	-2.5	-1.7	-1.5
기계제조공정	-2.3	-1.7	-1.3
에너지자원	-1.3	-0.9	-0.4
항공우주	+4.5	+4.3	+4.5
환경	-2.9	-3.3	-2.3
나노소재	-1.2	-1.1	-0.7
건설교통	-2.8	-1.8	-1.7
재난재해안전	-1.9	-1.6	-1.6

자료: 한국은행, 한국과학기술평가원, Thomson Reuters, Bloomberg, 신한은행 S&T센터
주: 기업보유 현금: 국민계정 및 자금순환 변경으로 두 개의 시계열 사용

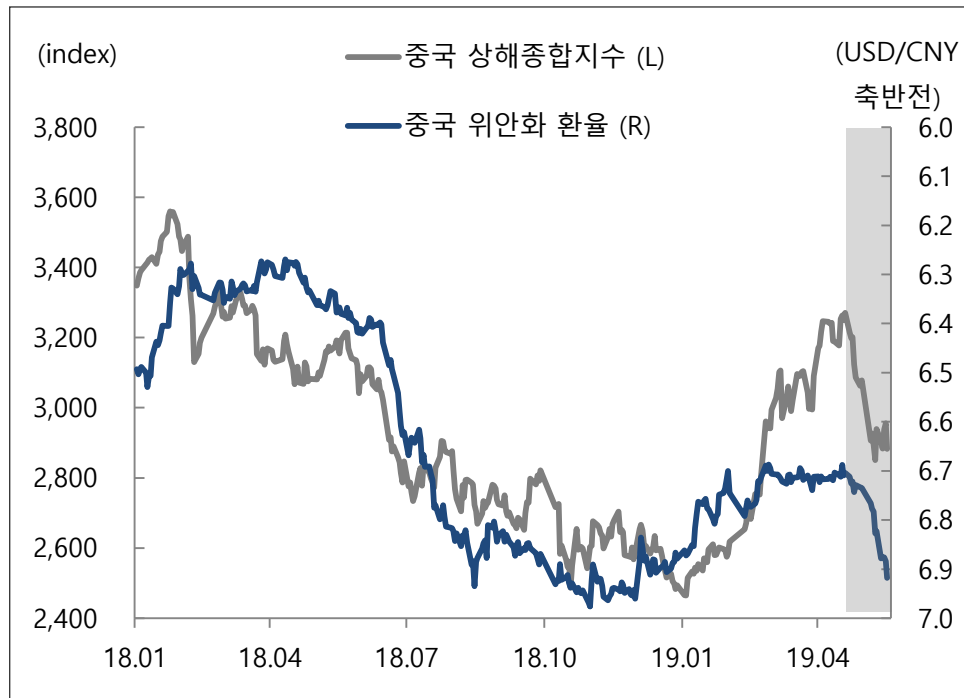
Appendix

2) 주요 신흥통화
: 중국 위안화

19년 상반기 중국 위안화 환율(USD/CNY) 동향 무역분쟁 장기화 가능성에 위안화 환율 상승

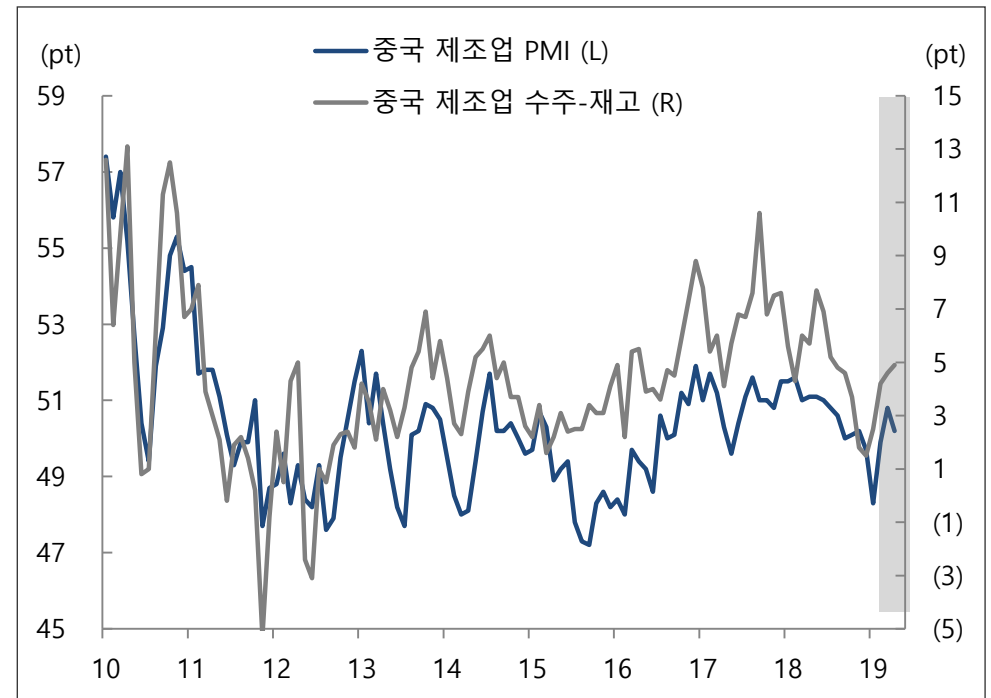
- 19년 1분기 미/중 무역협상 긍정적 기대로 위안화 환율은 안정세를 유지하였으나 4월 이후 마찰 심화되며 환율 재 상승
- 실물 경기흐름은 무역분쟁 휴전기간 동안 일시적 반등세를 보였으나, 아직 회복의 지속성을 담보하기는 이른 상황
- 미/중 무역협상은 첨단산업 육성을 둘러싼 패권전쟁으로 확대되며 구조적으로 장기적 교착상태가 지속될 가능성

미/중 무역분쟁 심화되며 중국 증시와 위안화 약세



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

중국 제조업 일시적 반등했으나 지속성은 아직 담보할 수 없어



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

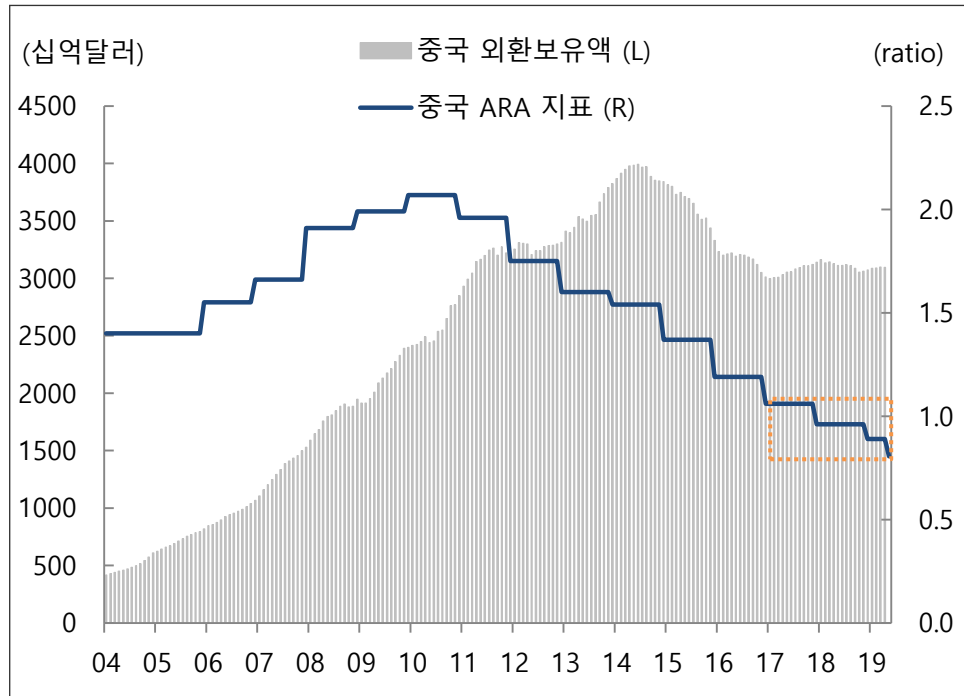
Appendix

2) 주요 신흥통화
: 중국 위안화

19년 하반기 중국 위안화 환율(USD/CNY) 전망 제한된 정책 여력으로 상승 압력 노출 불가피

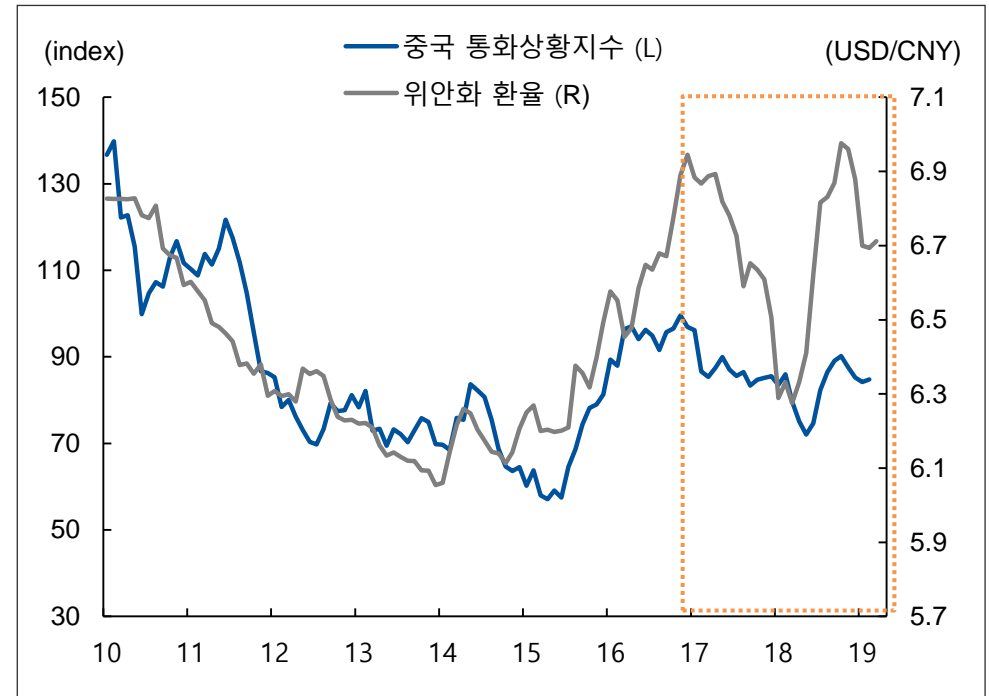
- 중국 금융시장과 실물 경제 부문의 불안정 요인이 상존하면서 위안화 환율은 상승 압력 노출이 불가피할 전망
- 중국 외환보유액은 균형수준으로 판단되나 적극적인 환율 관리까지 단행하기에는 지출 여력이 제한적인 것으로 평가
- 결국 중국은 환율 안정을 위한 직접적인 달러 공급보다는 감세, 금리인하 등의 비용 측면의 경기부양책이 부각될 전망

중국의 외환보유액은 균형수준이지만 지출 여력은 제한적



자료: IMF ARA (Assessing Reserve Adequacy), 신한은행 S&T센터
주1) ARA = 단기외채 x 0.3 + 포트폴리오 채무 x 0.15 + M2통화량 x 0.05 + 수출액 x 0.05
주2) IMF에서는 외환보유액/ARA 비율을 1.0~1.5수준에서 유지할 것을 권고

중국 통화완화가 예상되나 위안화 환율의 유의한 하락은 힘들 수도



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터
주) 중국통화상황지수: 실질금리60%, 중국 전년비 대출 증가율 25%, 중국 실질실효환율15%의 가중평균지수로서 중국 정책당국의 통화정책 스탠스를 대변(상승:긴축, 하락:완화)

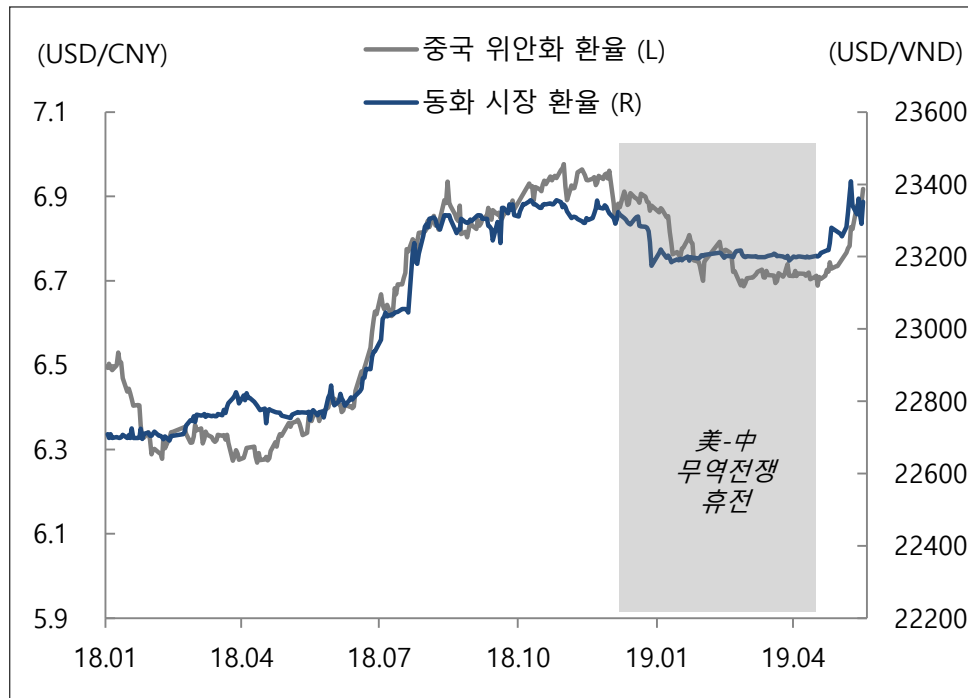
Appendix

2) 주요 신흥통화
: 베트남 동화

19년 상반기 베트남 동화 환율(USD/VND) 동향 다시 불거진 무역 분쟁으로 동화 절하

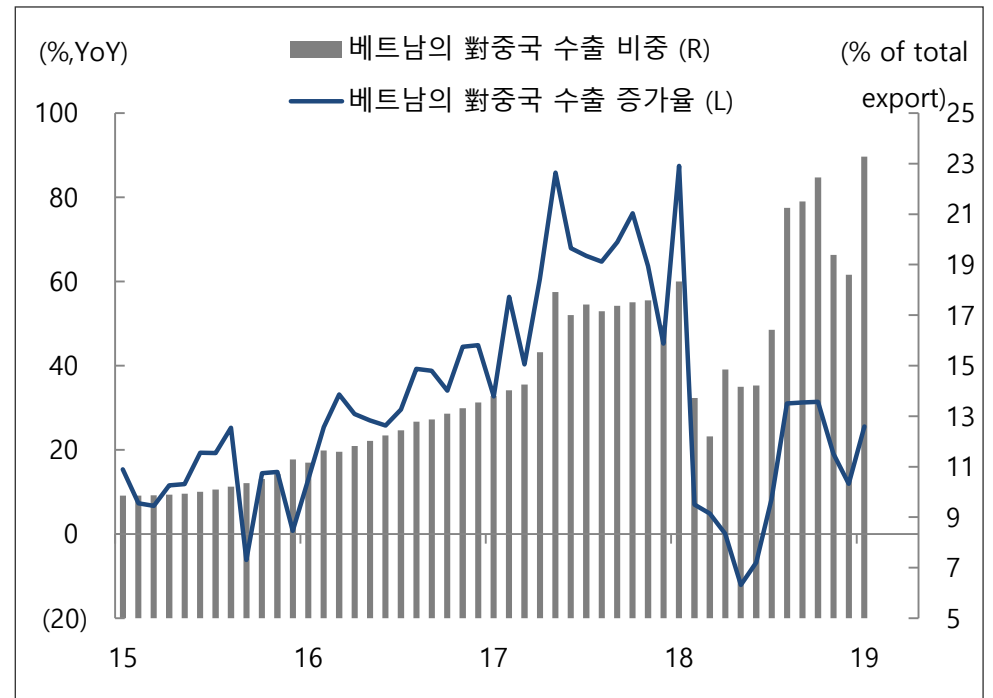
- 19년 1분기 미/중 무역분쟁이 휴전과 합의에 들어가며 위안화 환율 안정 및 동화 환율의 안정적 흐름 지속
- 4월 중하순 이후 무역합의에 대한 파열음이 확대되며 위안화 환율 상승 및 동화 환율 동반 상승
- 구조적으로 높은 對중국 수출 비중으로 인해 위안화 영향 불가피 → 미/중 무역분쟁은 베트남 경제에 실(失)만 있을까?

미/중 무역분쟁 휴전 후 노이즈 재 확대되며 동화 환율 상승



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

구조적으로 높은 對중국 수출 비중으로 중국 영향 불가피



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

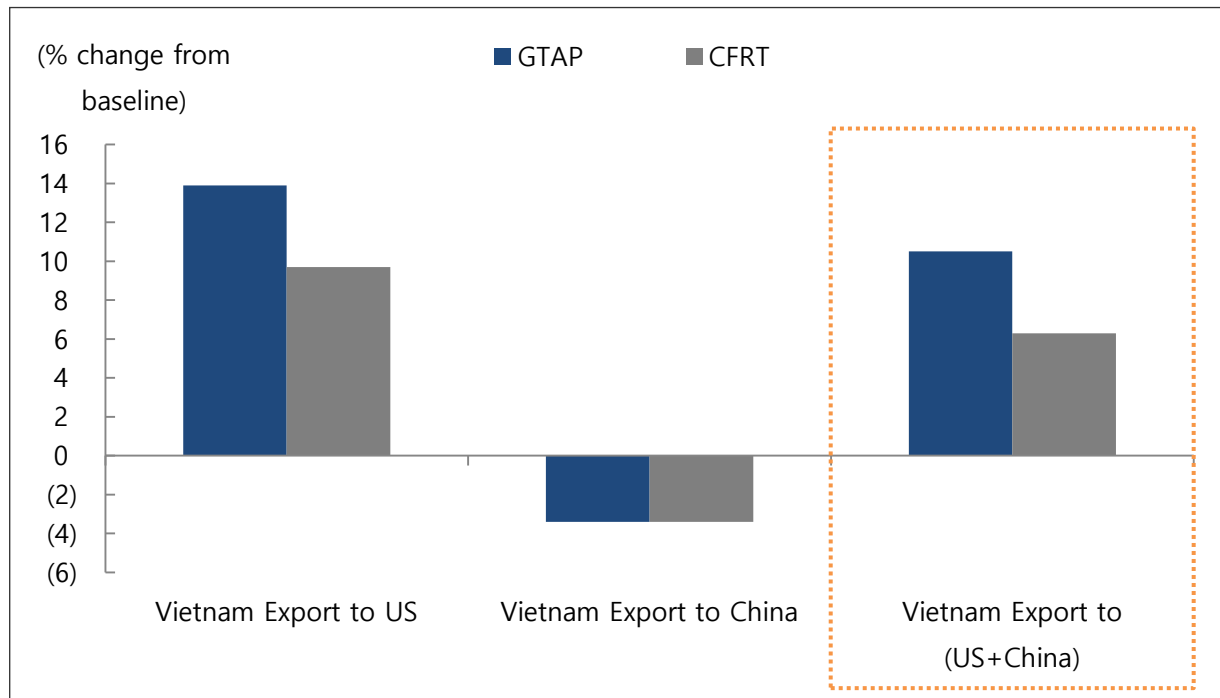
Appendix

2) 주요 신흥통화
: 베트남 동화

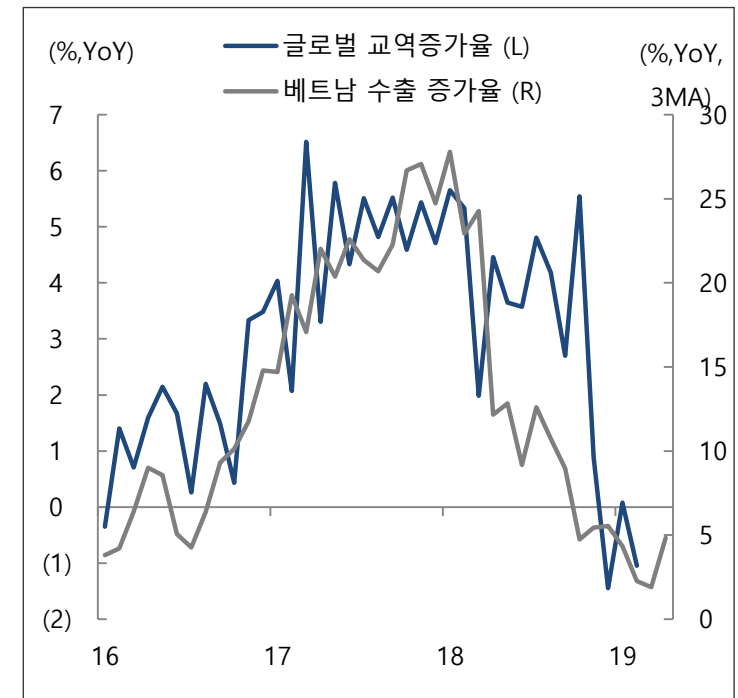
베트남이 얻는 미/중 무역분쟁의 득(得)과 실(實) 득(得) - 對 미국 수출, 실(失) - 對 중국 수출

- 미국의 對중국 관세 인상(25%)영향: 베트남의 對미국 수출 증가 예상되나 對중국 수출은 감소 불가피(IMF연구, 2019.04)
- 각 효과의 크기는 미국 수출 증가분이 중국 수출 감소분보다 더 크기 때문에 對미국 수출 업종/업체는 반사적 이익 예상
- 다만 미/중 무역분쟁으로 인한 Global Supply Chain의 훼손과 이로 인한 베트남 전체수출의 전반적 둔화는 불가피

미/중 무역분쟁으로 베트남의 일부 업종/업체에게는 반사적 이익이 예상되나..



GVC 약화 측면에서 수출 둔화는 불가피



자료: IMF staff calculations (Macro Effects from a 25% increase in Tariff affecting all US-CHINA trade, 2019.04)

주1) GTAP: Global Trade Analysis Project의 자체 추정 모형 결과

주2) CFRT: Caliendo, Feenstra, Romalies, Taylor(2017)의 연구에서 사용된 모형으로 추정된 결과

자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

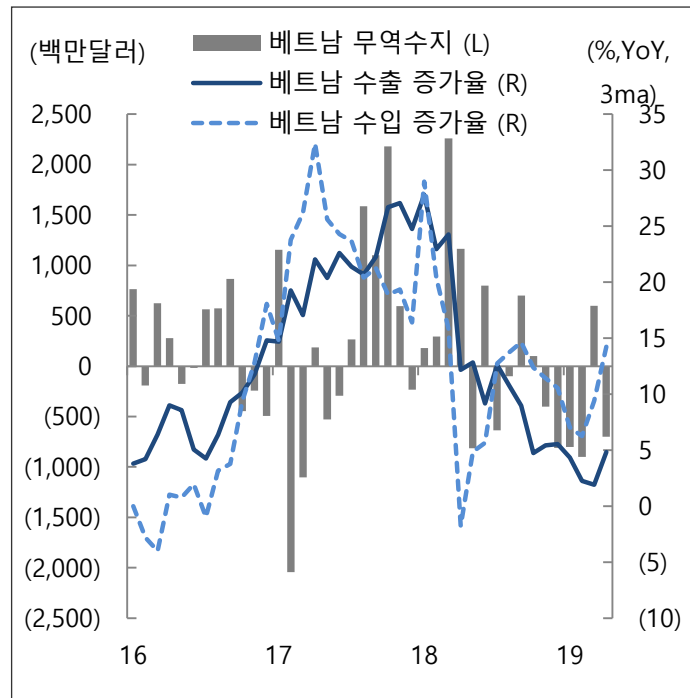
Appendix

2) 주요 신흥통화
: 베트남 동화

19년 하반기 베트남 동화 환율(USD/VND) 전망 소폭의 추가 절하 압력이 유지될 전망

- 베트남 내부 환경에서는 상대적으로 안정적인 내수성장(10%대의 소매판매)에 힘입어 수입이 수출보다 안정적으로 유지
- 다만 동 현상(수입>수출)이 지속될 경우에는 베트남의 무역수지 적자가 확대되며 동화의 절하 압력으로 이어질 가능성
- 따라서 대외환경과 내부환경을 고려시 하반기 베트남 동화는 소폭의 추가 절하압력이 유지될 전망
 - ▶ USD/VND 분기 평균 - 1Q(A): 23202, 2Q(E): 23253, 3Q(E): 23400 4Q(E): 23450 / 2019년 연평균 23333 예상

베트남의 안정적 내수를 기반으로 수입이 수출보다 견조 → 무역수지 적자 확대 가능성 → 동화 절하 압력으로 이어질 공산



Appendix

2) 주요 신흥통화
: 베트남 동화

(참조) 미국의 레이더에 포착된 베트남

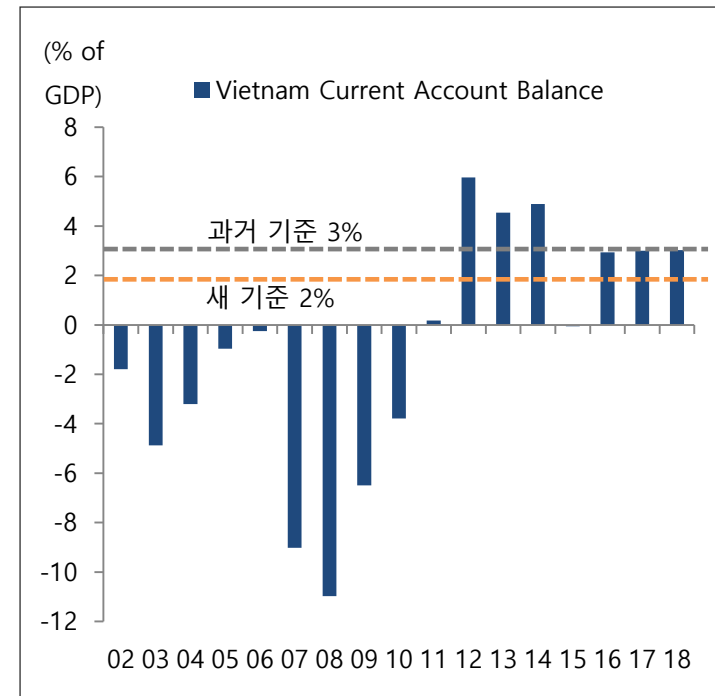
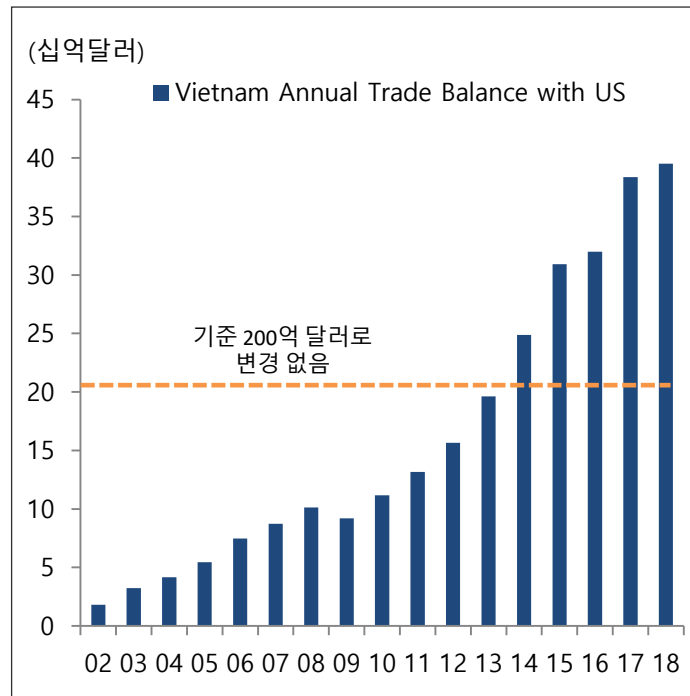
美 재무부 환율보고서, 베트남 “환율관찰국” 지정

- 올해 美 환율보고서(2019.05)에서 조사대상국에 대한 범위확대와 평가 기준 변경으로 베트남이 환율관찰국으로 지정
- 베트남이 환율관찰국에 지정되면서 향후 중앙은행(SBV)의 고시환율(Central rate) 지속적인 절하는 다소 소극적일 가능성
- 다만 최근 달러 강세 환경을 고려할 때, 환율관찰국 지정 이슈만으로는 시장환율(market rate)의 유의미한 하락은 힘들 전망
- 따라서 환율관찰국 지정은 하반기 베트남 동화의 절하 압력을 일정부분 완충해주는 요인으로 작용하는데 그칠 것으로 예상

미국 재무부의 조사 대상국의 범위와 기준이 확대되면서 베트남은 환율관찰국으로 지정되었음 (3가지 요건중 2가지 충족)

Criteria	Benchmark	Previous threshold	New threshold
Major Trading Partner Coverage	Total Bilateral Goods Trade (Imports plus Exports)	12 largest trading partners	\$40 billion ¹
(1) Significant Bilateral Trade Surplus with the United States	Goods Surplus with the United States	\$20 billion	\$20 billion
(2) Material Current Account Surplus	Current Account Balance	3% of GDP	2% of GDP
(3) Persistent, One-Sided Intervention in Foreign Exchange Markets	Net FX Purchases Persistence of Net FX Purchases (months)	2% of GDP 8 of 12 months	2% of GDP 6 of 12 months

¹ As of 2018, 21 trading partners exceeded this threshold.



Appendix

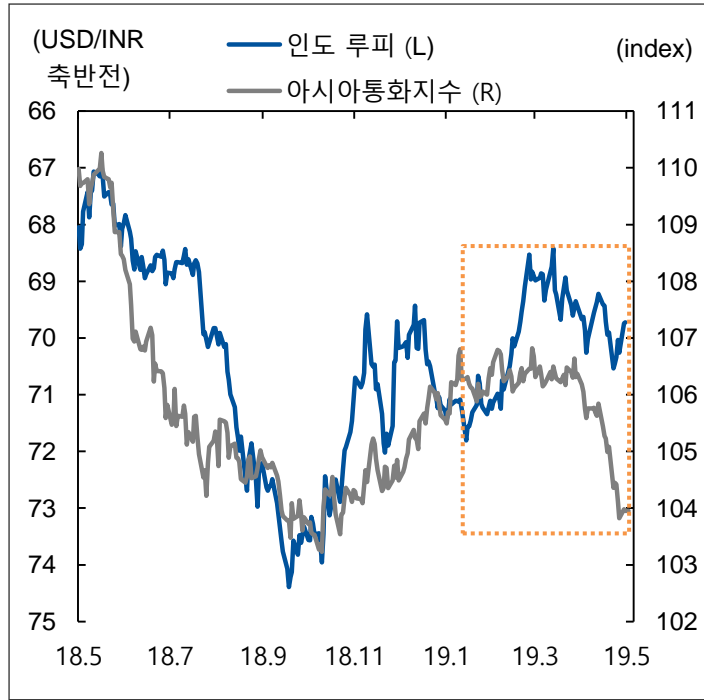
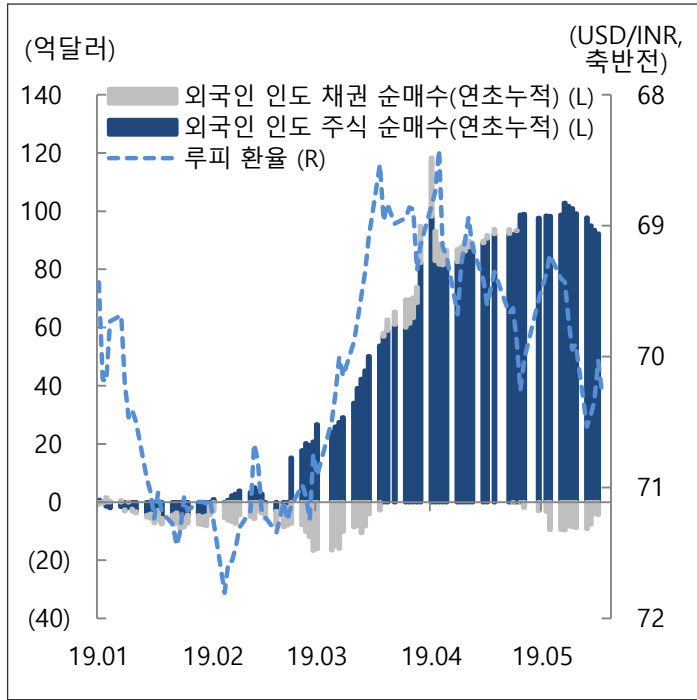
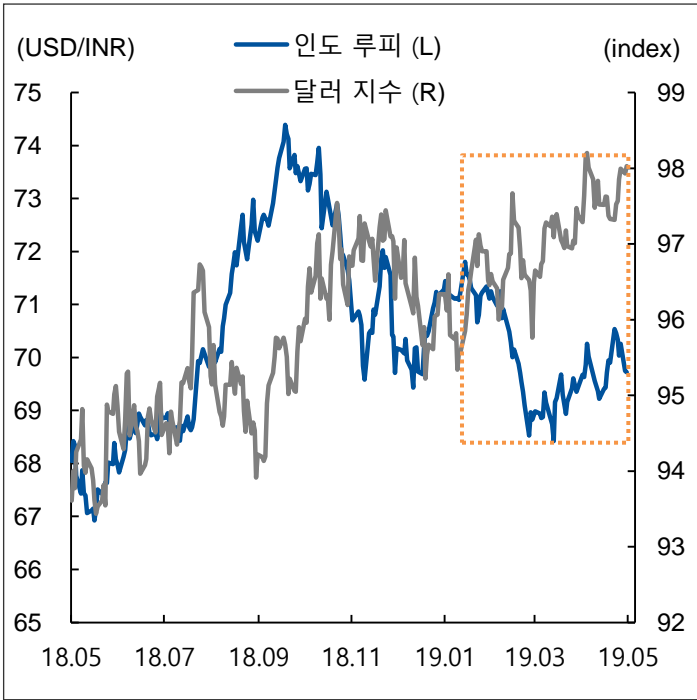
2) 주요 신흥통화
: 인도 루피

19년 상반기 인도 루피 환율(USD/INR) 동향

강(強) 달러에도 외자 유입에 힘입어 제한적 상승

- 상반기 미국 경제의 상대적 우위와 유로화 약세 및 무역 분쟁 노이즈로 글로벌 환시에서는 강 달러 환경이 지속되었음
- 다만 인도는 4~5월 총선(Lok Sabha)에 대한 기대감으로 외국인 자금이 주식시장을 중심으로 빠르게 유입
- 루피 환율은 정치 모멘텀에 힘입어 3월까지의 빠른 하락을 보인 후 4~5월 일부 되돌림 발생 (아시아 통화대비 상대적 강세 유지)

상반기 강(強)달러 환경에도 불구하고, 인도 루피 환율은 외국인의 주식 자금 유입에 힘입어 아시아 통화들 중 상대적 강세 시현



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

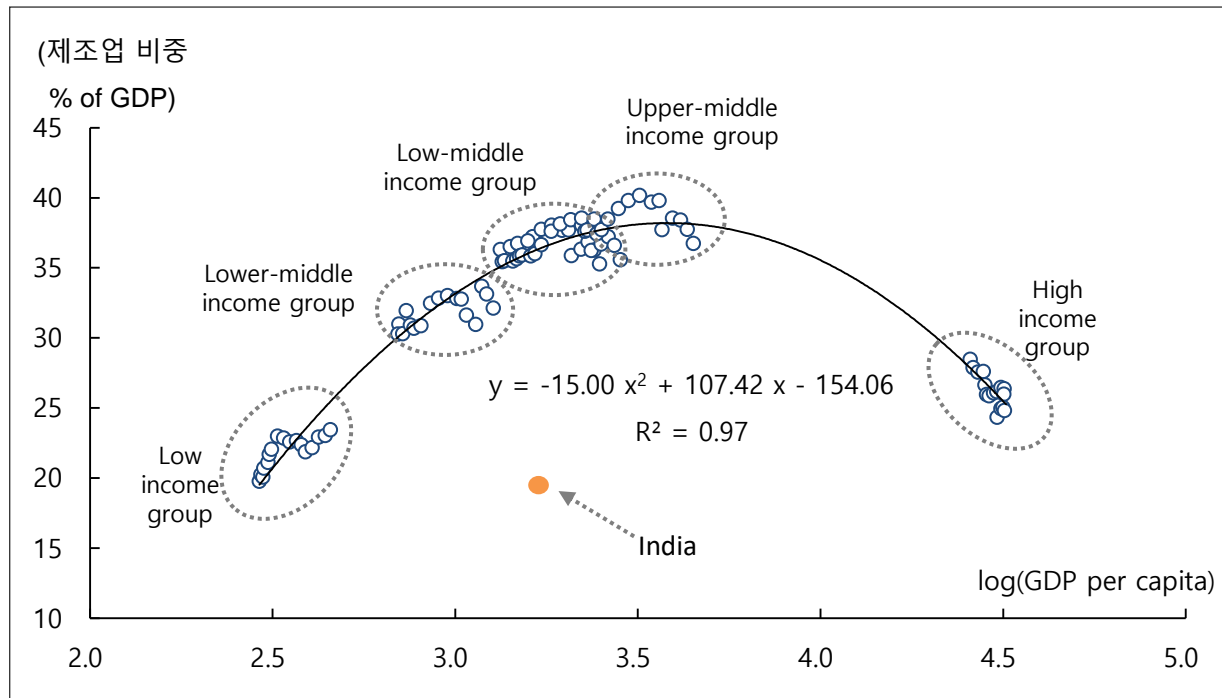
Appendix

2) 주요 신흥통화
: 인도 루피

인도 선거가 금융시장에서 주목 받는 이유 Modinomics Ver 2.0 기대감과 현실의 장벽

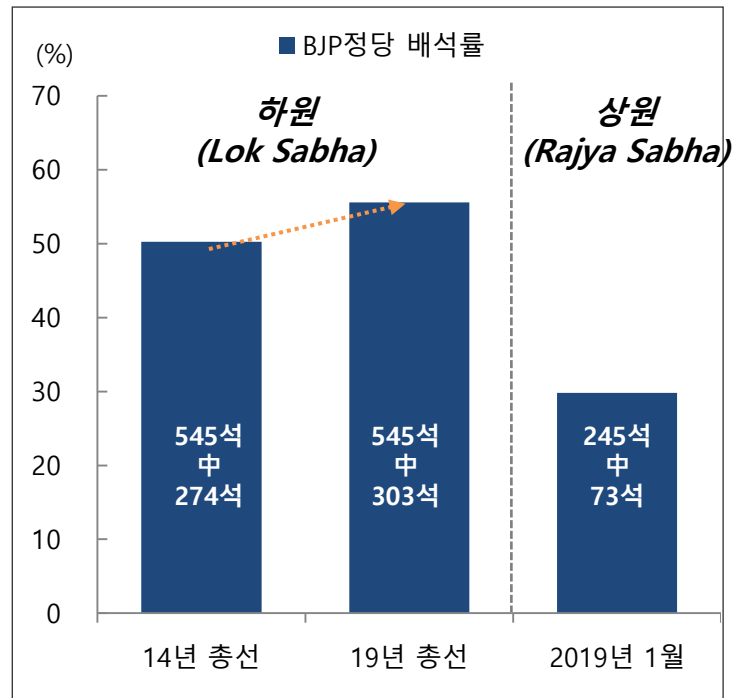
- 모디 총리 연임은 1기(2014.05~2019.05)에 이어 제조업과 인프라 투자 중심의 Modinomics 추진 일관성 확보를 의미
- 모디 총리가 이끄는 BJP의 단독 과반석 확보는 인프라 투자를 가로막던 “토지수용법”에 대한 해결 기대감 증대
- 다만 “정책 기대감”이 “실제 집행”으로 이어지기까지는 여전히 변수가 많아 정치 모멘텀은 선거 종료로 소멸될 가능성

인도는 peer그룹대비 제조업 비중이 낮아 제조업 성장이 경제 성장으로 연결될 가능성이 높음



자료: WorldBank, 신한은행 S&T센터

BJP에게는 상원이라는 벽이 아직도 남아있어



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터
주) 상원은 임기 6년으로 간접선거를 통해 선출

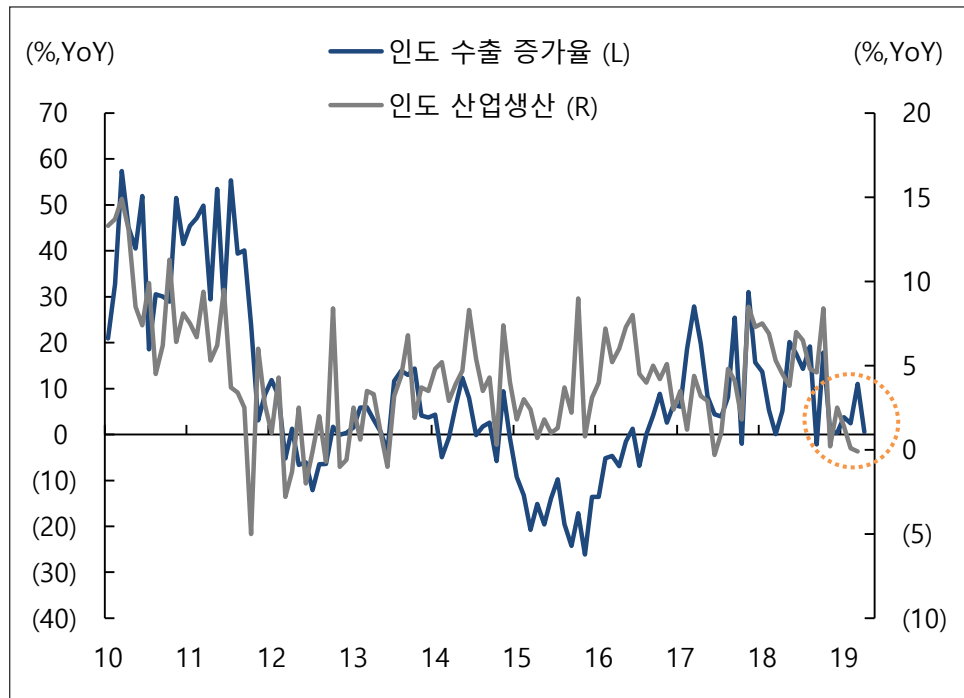
Appendix

2) 주요 신흥통화
: 인도 루피

19년 하반기 인도 루피 환율(USD/INR) 전망 상반기의 하락분을 반납하는 상승 예상

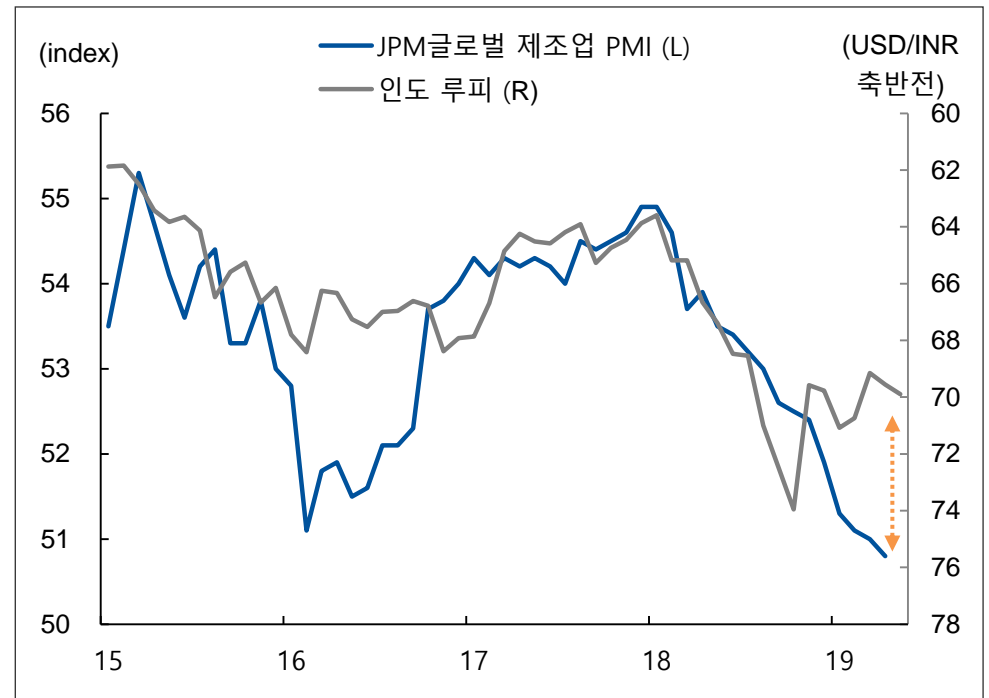
- 인도 총선 종료와 함께 금융시장은 인도의 펀더멘탈(수출과 내수 불안정 가능성)을 다시 반영할 것으로 예상
- 대외 환경은 미/중 무역분쟁의 심화로 인해 경기 하강 압력이 지속되어 인도 역시 큰 흐름에서 자유롭기는 힘들 전망
- 글로벌/인도 경기의 반등 가능성보다는 하반기 루피 환율이 소폭 상승하며 경기 둔화 흐름에 부합할 가능성
 - ▶ USD/INR 분기 평균 - 1Q(A): 70.5, 2Q(E): 69.6, 3Q(E): 70.5, 4Q(E): 71.0 / 2019년 연평균 70.4 예상

인도의 수출과 내수 경기 모두 긍정적으로 볼 수는 없는 가운데..



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

글로벌 경기 둔화라는 큰 파도에서 루피가 자유롭기는 힘들 전망



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 신한은행 S&T센터

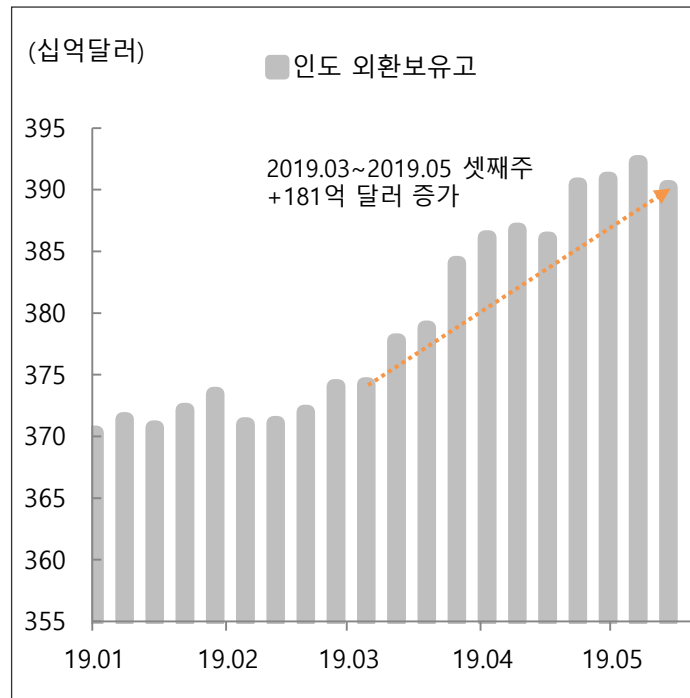
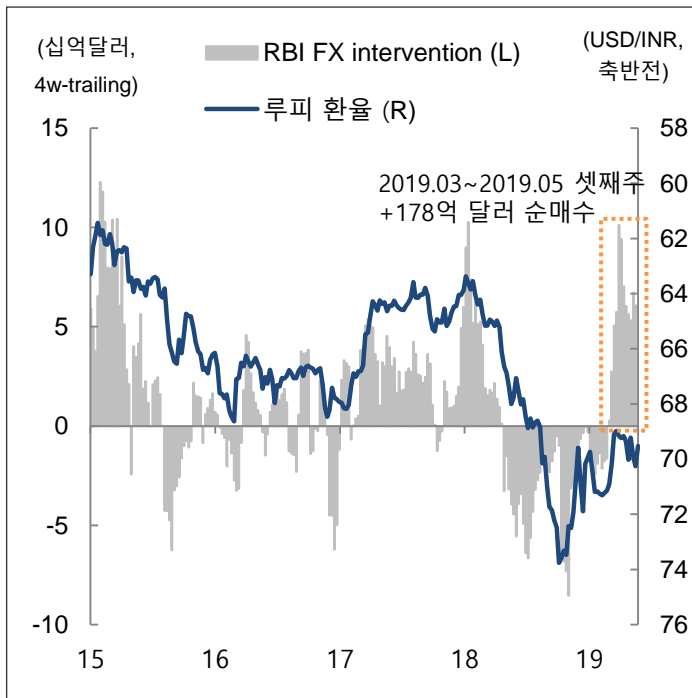
Appendix

2) 주요 신흥통화
: 인도 루피

(참조) 미국의 레이더에서 벗어난 인도 美 재무부 환율보고서, 인도 “환율관찰국” 제외

- 올해 美 환율보고서(2019.05)에서 기존 환율관찰국(2018.04~)으로 지정되어 있던 인도가 환율관찰국에서 제외
- 인도가 환율관찰국에서 제외된 배경으로는 對미국 무역수지 흑자를 제외한 나머지 항목이 기준을 미충족하였기 때문
- 인도가 올해 환율관찰국 지위에서 해제되면서 인도 정책당국은 환시 개입에 일정 부문 정책 여력이 확보
- 특히 올해 선거기간 달러 매수를 통해 확충한 외환보유고는 향후 루피 환율의 변동성 조절 재원으로 사용될 가능성

인도가 환율관찰국 지위에서 제외되면서 선거 시즌(3~5월) 동안 확충된 외환보유고를 향후 루피 환율의 변동성 조절 재원으로 사용할 가능성



Thank you



· 본 자료는 자료 제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며 투자를 유도할 목적이 아니라 고객의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 하고 있습니다.
따라서 모든 매매는 본인의 책임하에 진행되어야 함을 유념하시기 바랍니다. 또한 본 자료는 당행 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당행의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.