



# 2019년 거시경제 전망 및 주요 이슈

---

자본시장연구원 거시금융실

# 목 차

---

## 1 거시경제전망

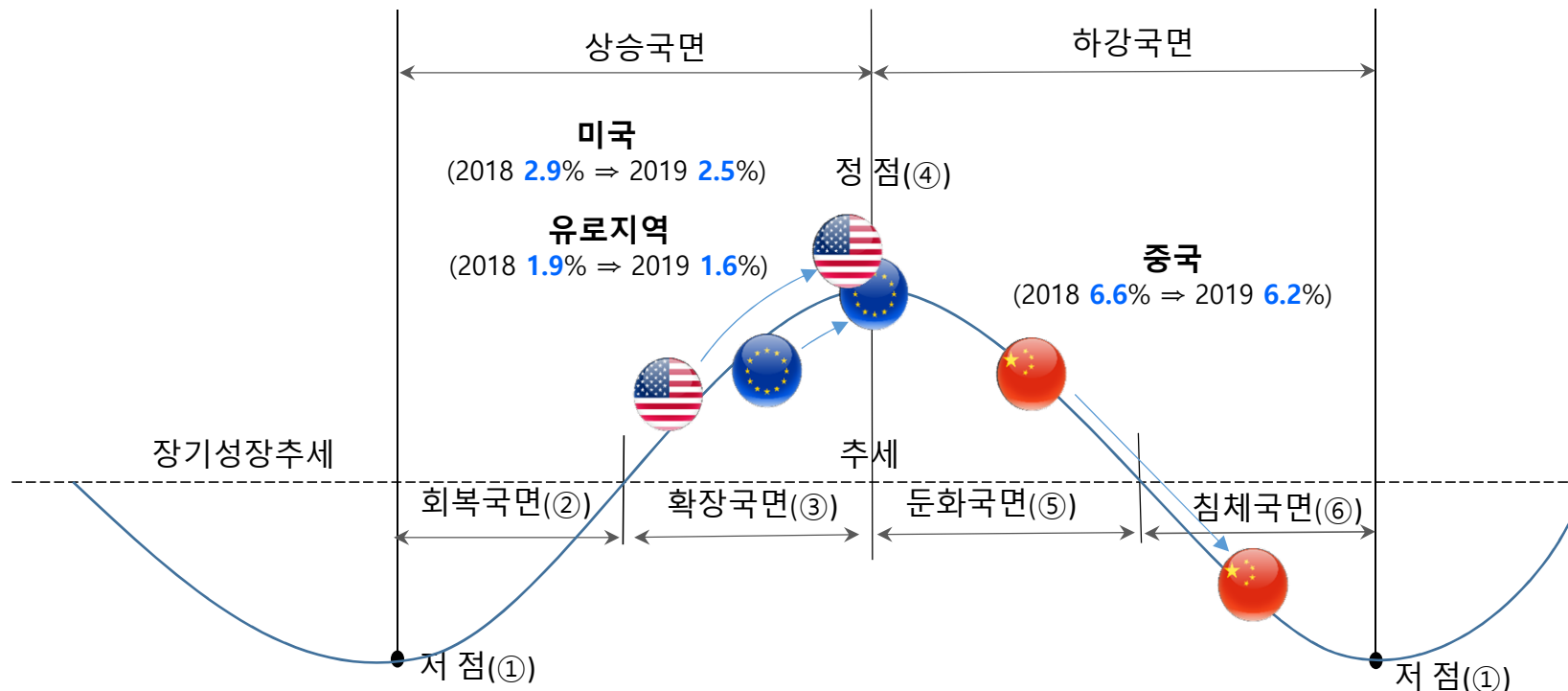
## 2 통화정책 및 금리 전망

# 1. 거시경제전망

# 미국 및 주요국 성장경로 전망

- 미국과 유로지역은 성장세가 잠재성장률 수준으로 둔화되어 2020년 상반기중 경기 정점에 도달할 전망
- 중국은 구조개혁 및 무역갈등 등으로 성장률 둔화가 지속될 전망

## 주요국의 경기순환 국면



주 : 출발점은 2018Q3이며, 도착점은 2019Q4이며 GDP갭(= (실제 GDP - 잠재 GDP)/잠재 GDP) 추정을 통해 국면을 구분

# 2018년중 국내 경제성장

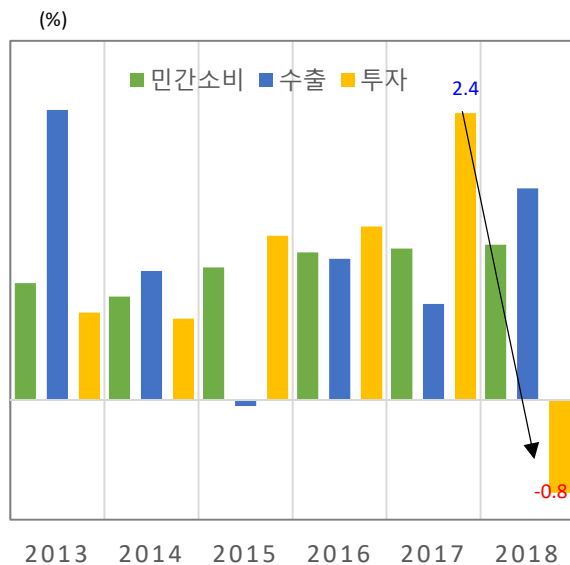
## 2018년중 투자 조정폭이 당초 예상을 크게 상회

- ▶ 금번 경기순환기(2013년~)중 처음으로 투자의 성장기여도가 음(-)으로 반전

## 2018년중 경기 둔화는 2017년의 반도체 주도 경기회복의 한계를 노정

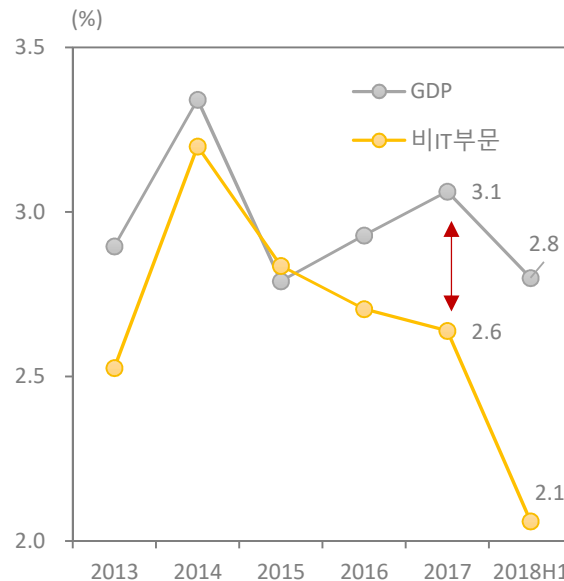
- ▶ 반도체 부문 성장세가 비반도체 부문으로 확대되지 못해 산업간 격차, 고용과 경기의 괴리를 초래
- ▶ 투자 부진은 주력 제조업 부진이 장기화되는 가운데 IT부문 투자마저 조정된 결과

지출항목별 성장기여도



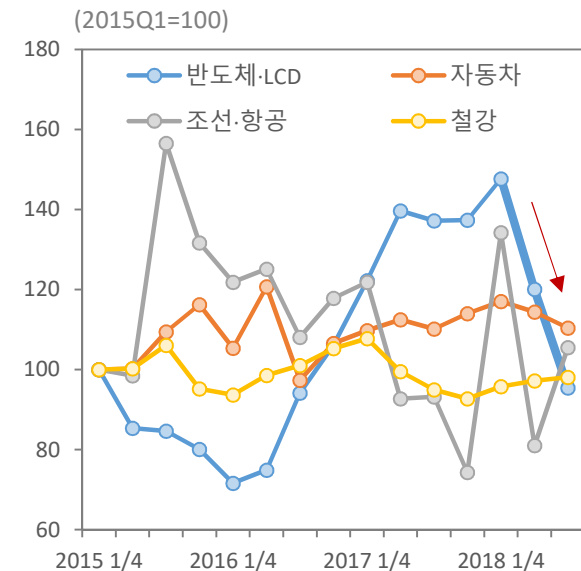
자료: 자본시장연구원, 한국은행

비IT부문 성장률 추이



주: GDP에서 전기 및 전자기기 제조업을 차감  
자료: 자본시장연구원, 한국은행

업종별 설비투자



자료: 통계청

# 경제성장률 전망

○ 2019년 2.6% → 2020년 2.5%

- › 2019년에도 투자가 조정을 받는 가운데, 민간소비와 수출이 완만한 증가세를 이어갈 전망
- › 2020년에는 세계경제 성장 둔화에 따른 수출의 성장기여 감소로 성장률이 더욱 하락할 전망

## 경제성장률 전망

	2017	2018	2019
GDP	3.1	2.7	2.6
민간소비	2.6	2.7	2.5
설비투자	14.6	-2.0	1.5
건설투자	7.6	-3.6	-2.5
총수출	1.9	4.1	3.7

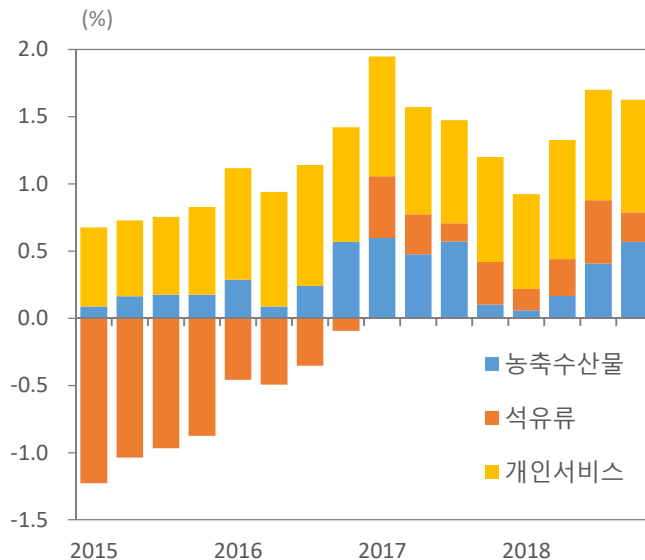
주 : 2018년 및 2019년은 전망치  
자료: 자본시장연구원, 한국은행

# 물가

○ 미약한 수요압력, 정부의 공공복지 강화 및 국제유가 하락 등으로 1% 중반 수준에 머무를 전망 (2018년 1.5% → 2019년 1.6% )

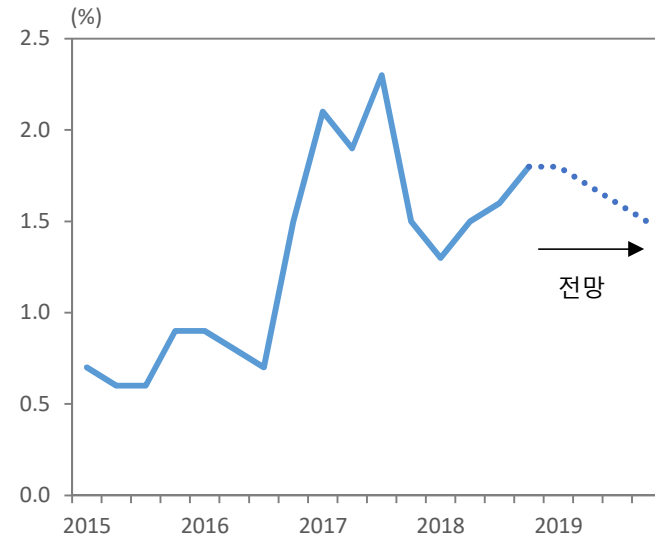
- ▶ 최저임금의 큰 폭 인상(11%)에도 불구하고 서비스 부문 물가상승은 2018년에 이어 제한적일 전망
- ▶ 2018년 4분기중 물가상승을 주도한 농산물 가격 급등 같은 일시적 요인이 해소될 경우 2019년중 물가상승률은 연중 하락세를 나타낼 전망

## 주요 품목별 CPI 기여도 추이



자료: 한국은행, 자본시장연구원

## 소비자물가상승률 추이 및 전망

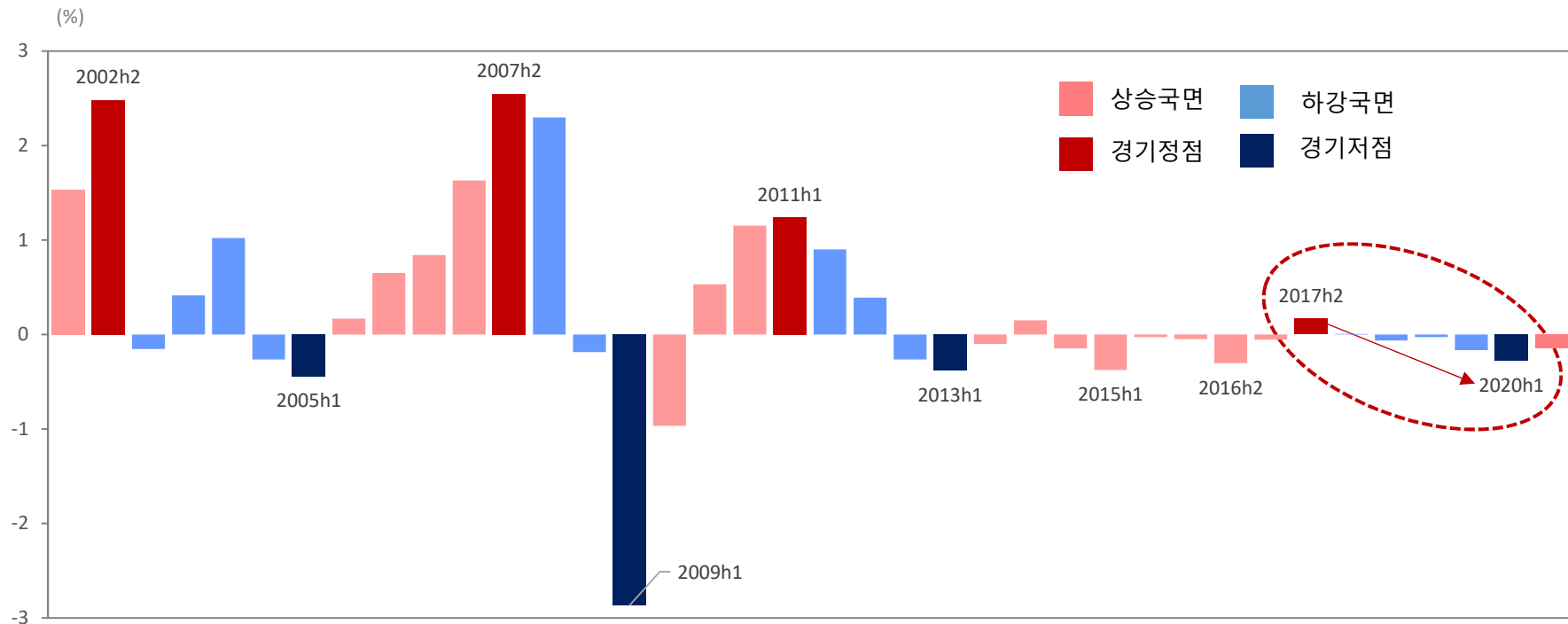


자료: 한국은행, 자본시장연구원

# 경기국면 전망

- 2017년 3분기 정점에 도달한 후 2020년 상반기까지 완만한 하강국면이 지속될 전망
  - 금번 하강국면은 10분기 동안 지속될 것으로 보여 평균적인 수축기(6분기)보다 길 것으로 예상
  - 성장세 둔화 예상을 감안하여 추정된 잠재성장률은 하향추세(2018~2020년중 2.6~2.7%)를 지속

## GDP갭 추이 및 전망



주 : GDP갭 = (실제 GDP - 잠재 GDP)/잠재 GDP  
자료: 자본시장연구원



# 미국의 확장국면과 한국의 하강국면

- 한국경제는 확장국면인 미국보다 하강국면인 중국에 크게 동조
  - › 글로벌 금융위기 이후 한중간 성장률 상관관계가 크게 상승한 반면, 한미간 상관관계는 축소
  - › 선행연구 결과 중국의 내수가 한국의 대중 수출에 미치는 영향력이 확대

성장률 상관관계

	미국	중국
2000Q1~2007Q4	0.39	0.15
2010Q1~2018Q3	0.11	0.42

주 : 미국과 중국의 일분기전( $t-1$ ) 성장률(전기대비)과 한국의 성장률간 시차 상관관계. 단, 2010년 이전 중국의 전기대비 성장률은 전년동기대비 성장률을 이용해 역산한 값을 X-13 ARIMA로 계절조정하여 추정

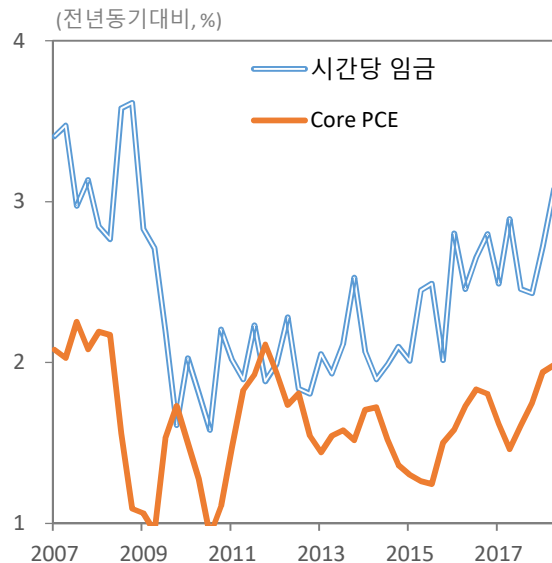
자료: 자본시장연구원

## 2. 통화정책 및 금리 전망

# 미국의 통화정책 여건

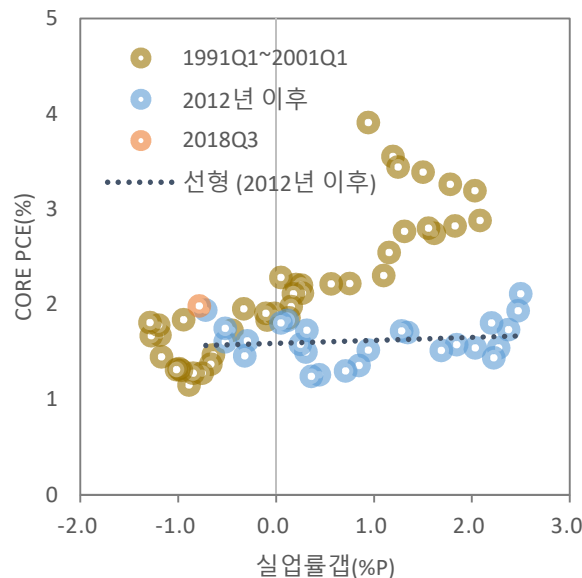
- 고용여건 개선 및 연준 목표 수준에 근접한 물가상승세(Core PCE 2%) 지속
- 노동시장 과열 우려에도 불구하고 임금 상승이 물가급등으로 연결되지는 않을 전망
  - ▶ 2000년대 이후 고용사정과 물가간의 관계(필립스 곡선 평탄화)가 크게 약화
  - ▶ 노동생산성 개선 지체 및 기대 인플레이션의 안정화 등에 주로 기인
  - ▶ 최근 국제유가 하향 안정세 또한 물가의 하방압력으로 작용

## 임금 및 물가



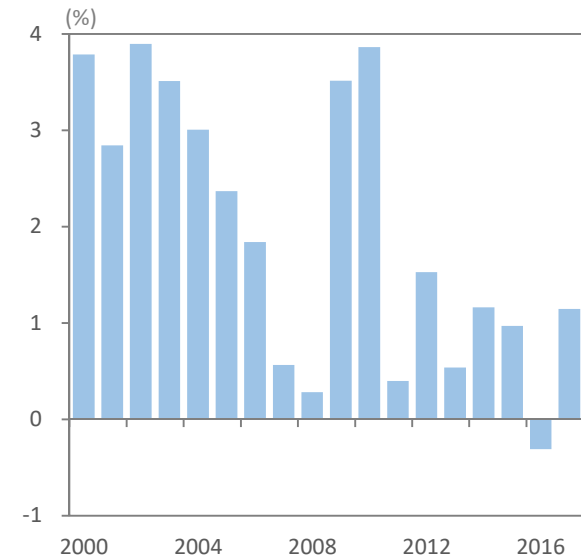
자료: FRED

## 필립스 곡선



주 : 실업률갭 = 실업률 - CBO 추정 자연실업률  
자료: FRED, 자본시장연구원

## 노동생산성



자료: Fernald(2014)

# 미국 통화정책 전망

- 금리인상은 경기 정점에 근접하여 중립금리 수준(3.0%)에서 마무리될 전망
  - ▶ 과거 금리인상기를 살펴보면 경기 정점에 도달한 후 기준금리가 중립금리(=성장과 물가에 중립적인 균형금리)를 소폭(0.5~1.0%p) 상회하는 수준에서 종료
  - ▶ 금번에는 물가 안정으로 정책 대응 필요성이 축소된 가운데 연준이 금융시장 동향에 매우 유의하고 있는 만큼 시장 기대와 크게 어긋날 정도의 긴축은 어려울 전망
    - 정책시차를 감안하여 완화적 통화정책을 통해 2020년 이후 완만한 하강국면을 유도
    - 한편 선물시장(연중 동결예상)은 경제상황을 지나치게 비관적으로 평가하며 과잉반응

## 미국 통화정책 전망

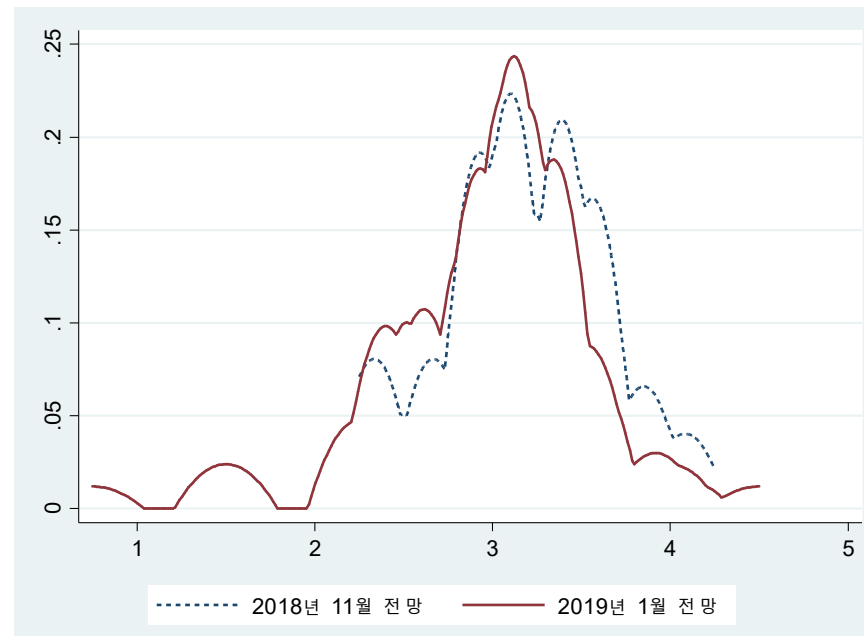
		2018년	2019년	2020년	중립금리
경기순환 국면 전망		확장	확장	1분기: 정점	
기준금리	FOMC 2018.12월 전망	2.5% (연중 4회인상)	2.9% (2회 인상)	3.1% (동결 또는 1회 인상)	2.8%
	자본시장 연구원 전망		3.0% (2회 인상)	3.0% (동결)	3.0% 내외

자료: 자본시장연구원, FRB

## <참고> 미국 통화정책 전망 변화

- 주요 기관들의 2020년말 기준금리 전망치 분포를 살펴보면 당초 2019년 이후 2회 인상(3.0%)과 4회 인상(3.5%)으로 양분되어 있다가 최근 2회 인상으로 수렴하는 모습

2020년말 미국 기준금리 전망 분포



주 : 주요 예측기관의 기준금리 전망치의 kernel density 추정결과  
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

# 한국 통화정책 전망

- 통화정책 여건을 살펴보면 인상 요인(대내외 금융안정)과 인하 요인(실물경제)이 혼재하는 상황이나 어느 한쪽이 뚜렷하게 우세하지 않을 것으로 판단
- 이에 따라 한국은행은 2019년중 기준금리를 동결하였다가 2020년중 미 연준의 금리 인상 종료의 확인된 시점에 인하할 것으로 예상
  - ▶ 미 연준의 금리인상 횟수 축소 또는 조기종료가 현실화될 경우 국내 경기상황에 대응한 통화정책적 대응 필요성이 커질 전망

## 한미 통화정책 경로 비교

		2019년	2020년
경기국면	한국	둔화 → 침체	저점 → 회복
	미국	확장	정점 → 둔화
기준금리	한국(A)	1.75% (연중 동결)	1.50% (1회 인하)
	미국(B)	3.00% (2회 인상)	3.00% (연중 동결)
	역전폭(A-B)	-1.25%p	-1.5%p

자료: 자본시장연구원

# 2019년 금리 전망 요약

## ○ 국내 금리는 연중 하향 안정세를 유지할 전망

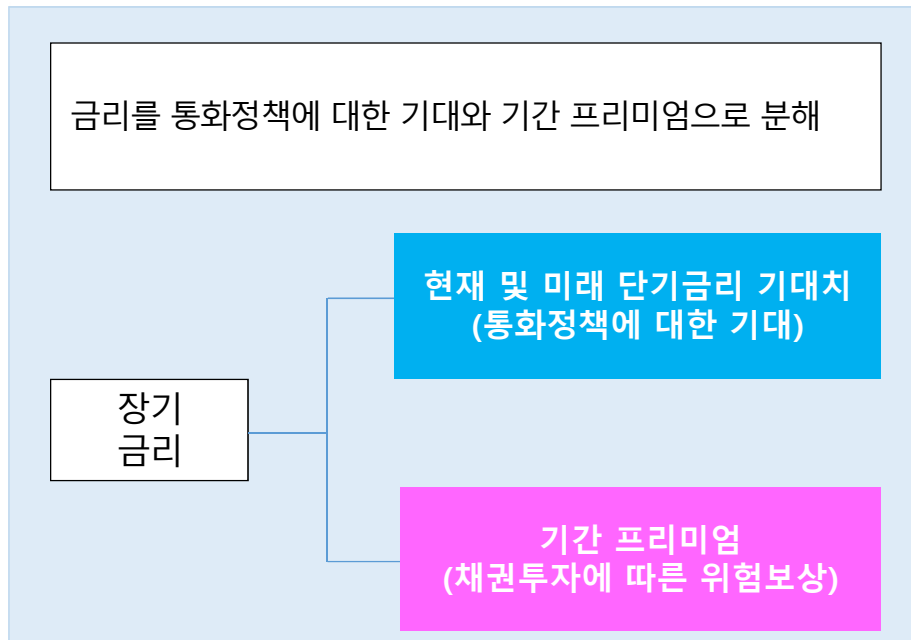
- ▶ 2020년 기준금리 인하 기대 등으로 하반기로 갈수록 금리 수준이 낮아져 국채 3년물은 기준금리를 하회할 가능성

	영향요인	2019년 전망
대내 요인	통화정책	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 국내 기준금리 동결 전망 예상</li> <li>• 다만 하반기에는 기준금리 인하 기대가 형성될 가능성</li> </ul>
	경기여건	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 경기 하락세 지속(상반기 둔화 → 하반기 침체) 예상</li> </ul>
	물가	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 하향 안정화 추세 예상</li> </ul>
	외국인 자금	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 대내외 금리역전에도 불구하고 외국인 자금의 급격한 이탈 가능성은 제한적</li> </ul>
대외 요인	경기상황	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 미 연준의 기준금리 인상 축소 전망</li> <li>• 글로벌 성장세의 하방 리스크 확대</li> <li>• 미중 무역갈등에 따른 불확실성</li> </ul>
	위험선호	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 위험자산 가격 조정 및 변동성 확대</li> <li>• 브렉시트 등 정치적 불확실성 지속</li> </ul>

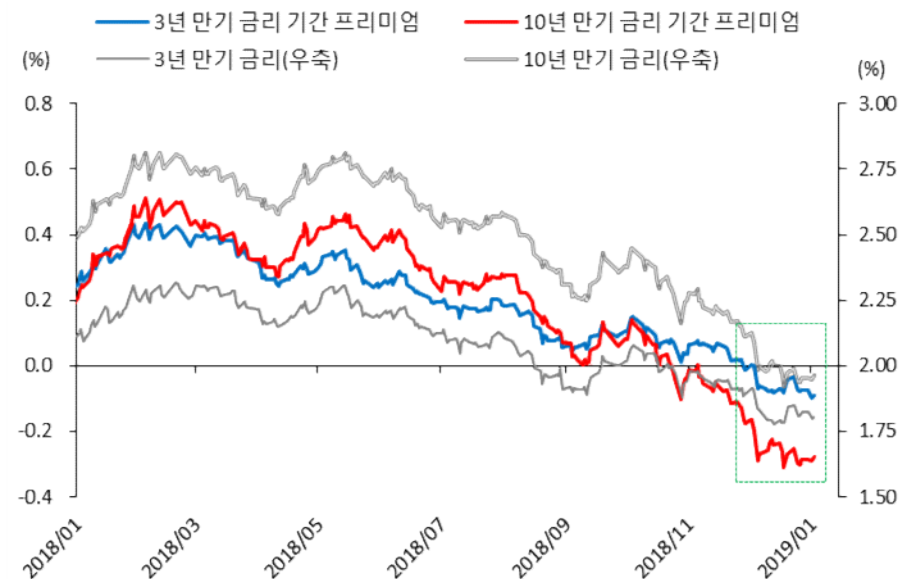
# 금리 전망 : 통화정책 및 기간 프리미엄 요인

- 채권시장은 올해 중 기준금리가 1.75%에서 유지될 것으로 예상
  - › 국채 수익률 곡선에 반영된 6월 및 12월 말 기준금리 예상치는 1.8%를 소폭 상회
- 2018년 말과 올해 초 금리 하락의 주요 원인은 기간 프리미엄의 하락
  - › 기간 프리미엄은 채권투자에 따른 위험보상수익률로 금리상승 위험이 커질 수록 증가
  - › 국내 물가 급등, 미중 무역갈등 해소 등의 요인이 없는 한 하향 안정화될 전망

## 장기금리의 분해



## 국채 금리 기간 프리미엄



주 : 기간 프리미엄은 Adrian, Crump and Moench(2013) 모형을 이용해 도출  
자료: KIS채권평가, Bloomberg, 자본시장연구원



# 금리 전망 : 경기 및 외국인 원화채권투자 요인

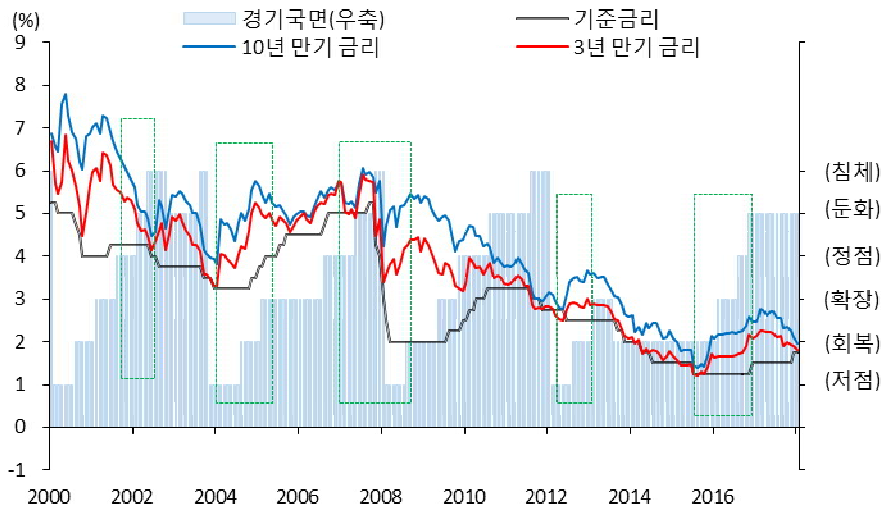
## ○ 경기 부진 및 저물가로 금리 상방 리스크가 제한될 전망

- › 경기 둔화 및 침체 국면은 금리 하락기
- › 물가와 금리는 높은 상관관계: 0.64(3년물 기준)

## ○ 외국인 원화채권투자는 안정세가 유지될 전망

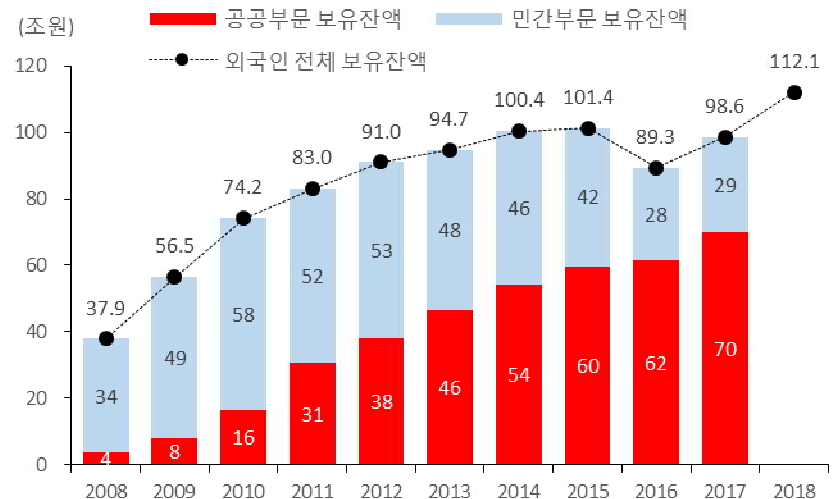
- › 민간부문이 감소한 반면, 공공부문(중앙은행, 국부펀드 등)은 꾸준히 증가
- › 외국 중앙은행 등은 단기 투자수익 보다는 한국의 안정적인 대내외 건전성에 투자

### 경기국면과 금리



주 : 2001년 1월부터 2018년 12월까지의 월말 자료  
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

### 외국인 원화채권 투자 추이



자료: 금융감독원, 유복근(2018)



감사합니다.