

금융빅뱅 인사이트



■ 자본 시장 분석
- 인플레이션 압력 견디기

■ 금융 빅뱅 이슈
- 최근 유가 급등이 국내 경제에 미치는 영향

본 자료는 주요 투자자들을 위해 작성한 국내 금융 빅뱅 현안에 대한 설명 자료입니다.
 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재하시기 위해서는 본 증권사와 연구원의 허락을 얻어야 하며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

현대증권 : 한동욱 연구위원 (2014-1708, tuksan.han@hdsrc.com)

현대경제연구원 : 주원 연구위원 (3669-4024, juwon@hri.co.kr)

금융빅뱅 인사이트

- 자본 시장 분석
 - 인플레이션 압력 견디기
- 금융 빅뱅 이슈
 - 최근 유가 급등이 국내 경제에 미치는 영향

月間 主要 經濟 指標 (06.02 ~ 06.30)



목차

자본 시장 분석

- 인플레이션 압력 견디기 1

금융 빅뱅 이슈

- 최근 유가 급등이 국내 경제에 미치는 영향 9

□ 인플레이션 압력 견디기

1. 추가 하락은 과매도 국면

유가 및 원자재가격 상승에 기인한 **인플레이션 압력은 3분기 중 정점을 지나 완화될 것**으로 전망된다. 그 이유는 **미국 및 유럽 통화당국의 인플레이션 대처가 동조화** 될 가능성이 높아질 것으로 예상되기 때문. 또한, 현 수준의 유가가 유지되더라도 인플레이션 압력에 의한 실물경제 둔화가 심화될 가능성은 높지 않은 것으로 전망된다. 따라서, 투자자의견 ‘비중확대(Overweight)’를 유지하며 6개월 기준 적정 KOSPI는 2,020p(1,820~2,230p)에서 1,960p(1,650~2,160p)로 하향한다.

2. 장세 판단 - ‘실제’와 ‘우려’ 경계선

현 조정국면은 ‘실제’와 ‘우려’의 경계선에 있고, **‘우려’가 반영되는 추가 하락은 과매도 국면으로 판단된다.** ‘실제’ 상황이란, 1) 장기금리 상승이 증시 활인율 상승으로 이어져 밸류에이션이 하락하고 있고, 2) 서구선진국 금융기관들은 신용경색 관련 추가손실에 직면하고 있으며, 3) 원유 및 원자재가격 상승의 피해를 입는 일부 업종의 이익성장 폭이 축소되고 있다는 점임. 반면에 ‘우려’ 상황은 고유가가 지속적으로 글로벌경제 전반이 인플레이션 압력으로 인해 경기둔화에서 침체로 악화되는 것이다.

3. 미국과 유럽 인플레이션 대처, 동시 호흡 전망

미국과 유럽의 경기상황과 정책금리 수준을 고려해 볼 때, 3분기를 지나면서 미국과 유럽의 통화정책이 호흡을 같이하며 유로화 강세 추세가 진정될 가능성이 높은 것으로 예상된다. 이 경우 달러약세에 기인한 투기적 수요로 생긴 상품시장 과매수 열기는 진정될 것으로 판단된다. 즉, 가파른 상승세의 유가가 장기 상승추세 수준으로 복귀할 것으로 전망된다.

□ 최근 유가 급등이 국내 경제에 미치는 영향

1. 개요

2007년 하반기부터 시작된 국제 유가 상승세가 지속되며, 연일 사상 최고치를 기록하고 있다. 문제는 **최근 국제 유가 급등의 근본 원인은 ‘만성적 수급 불균형’**에 있다는 점이다. BP(British Petroleum)사에 따르면, 2007년 연간 세계 원유 소비는 전년도에 비해 일평균 약 99만 배럴이 증가하였는데, 선진국은 원유 소비가 53.5만 배럴이 감소하였다. (증가분 99만 배럴을 100으로 보았을 때 국별 기여율로는 미국 1.0%, EU -37.6%, 일본 -17.5%) 반면 주요 중후진국의 경우 129.2만 배럴이 증가하였다. (국별 기여율로는 중국 36.7%, 중남미 27.1%, 중동 25.7%, 인도 17.0% 등)

한편 공급 측면에서는 세계 원유 매장량의 약 75.5%를 차지하고 있는 OPEC의 공급 능력이 확충되지 못하여, 세계 원유 생산량은 2004년 이후로 일평균 약 8,100만 배럴 내외에서 정체되어 있는 실정이다. 이에 따라 2005년 이후 소비량 증가율이 생산량 증가율을 상회하는 현상이 지속되고 있다. 특히 증가율 격차가 2005년에 0.3%p, 2006년에 0.6%p, 2007년에 1.3%p로 점차 확대되고 있다. 이러한 구조적인 수급 불일치 현상을 감안할 때 **국제 유가는 당분간 오름세가 지속될 것이라는 시각이 일반적**이다.

국제 유가 상승세는 2002년을 전후로 시작되었지만, 그동안은 유가 상승 속도가 완만하여 세계 경제나 한국 경제에 미치는 영향은 크지 않았던 것으로 판단된다. 그러나 최근에 들어서의 유가 상승세를 살펴보면, 일일 가격 기준으로 올해 6월 12일 현재 두바이유 가격은 배럴당 130.16달러로 1년 전인 2007년 6월 12일의 65.05달러에서 정확하게 100%가 상승해 있다. 따라서 이러한 유가 폭등이 과거 우리가 경험했던 1차·2차 오일쇼크의 경우처럼 한국 경제에 큰 충격을 주고 있을 개연성이 높다고 판단된다. 이에 **1차 오일쇼크 시기와 최근의 여건들을 비교해 보고, ‘제3차 오일쇼크’ 발생 가능성을 진단해 보고자 한다.**

2. 1·2차 오일쇼크의 영향

(1차 오일쇼크: 1974 ~ 75년) 1차 오일쇼크의 발단은 제 4차 중동 전쟁이 발발하여, OPEC이 미국의 이스라엘 지원 중단을 요구하며, 생산량을 25% 감산한 데에 있다. 이에 따라 원유 가격은 1973년 배럴당 3.1달러에서 1974~75년에는 10.7달러로 약 3배 이상 급등하였다. 이 당시 세계 성장률은 같은 기간 6.8%에서 2.4%로 하락하였으며, 물가상승률은 9.6%에서 13.8%로 상승하였다. 교역량 증가율은 1971~73년 일평균 8.4%에서 1974~76년 평균 4.4%로 급락하였다. 한편 한국의 경우 성장률은 1973년 12.0%에서 1974년 6.6%로 하락하였고, 물가 상승률은 3.2%에서 24.8%로 급등하였다. 또한 무역수지 적자폭은 10.2억 달러에서 22.9억 달러로 확대되었다.

(2차 오일쇼크: 1980년) 2차 오일쇼크는 1978년 OPEC이 자원민족주의를 표방하며, 원유 수출 가격을 인상하고, 이란이 혁명으로 전면적인 수출 중단을 단행하면서 하루 560만 배럴의 공급 차질이 발생하면서 시작되었다. 이 시기에 원유 가격은 1979년 배럴당 17.3달러에서 19802년에 28.6달러로 급등하였다.

세계 성장률은 같은 기간 3.8%에서 2.4%로 하락하였으며, 물가상승률은 12.5%에서 17.2%로 상승하였다. 교역량 증가율은 1977~79년 연평균 5.9%에서 1980~82년 평균 4.3%로 둔화되었다. 한국의 경우 성장률은 1979년 6.8%에서 1980년 -1.5%로 급락하였으며, 소비자물가 상승률은 같은 기간 18.3%에서 28.7%로 급등한 바 있다. 다만 무역수지의 경우 1980년 내수 침체에 따르는 경제 가동률 위축과 원유 수입 물량 급감으로 1979년 52.8억 달러 적자에서 1980년 47.9억 달러로 비슷한 수준을 기록하기도 하였다.

3. 3차 오일쇼크 가능성 진단

현재의 고유가 상황이 과거 70년대 초중반과 80년대 초와 같은 오일쇼크를 유발할 가능성이 있는지를 진단하고자, 정량화가 가능한 실질 유가 수준, 유가 상승률, 고유가 지속 기간, 세계 경제의 원유 의존도의 네 가지 기준을 고려해 보았다. (다만 2차 오일쇼크 이후 약 30여년의 오랜 시간이 지났기 때문에, 그동안의 선진국 중심의 대체 에너지 개발 노력, 경제의 소프트화, 오일쇼크에 대한 학습효과, 선진국 정부들의 정책 스킴 향상 등을 감안할 때 본 보고서에서 제시하는 유가 충격이 실제보다 과대평가 될 가능성이 있음에 유의할 필요가 있다.)

진단 결과 **첫째, 현재 실질 유가 수준은 2차 오일쇼크의 1.5배에 해당된다.** 2차 오일쇼크 기간중 가장 높았던 1981년의 두바이 유가는 현재(2008년 1/4분기) 가격으로 환산할 경우 배럴당 66.5달러로 현 수준인 99.5달러에 크게 미치지 못하고 있다.

둘째, 현재 유가 상승률은 2차 오일쇼크 수준을 상회하고 있다. 2차 오일쇼크가 시작된 1980년 유가 상승률은 전년대비 66.0%를 기록한 바 있다. 그런데 올해 1/4분기의 유가 상승률은 전년도기대비 79.2%로 2차 오일쇼크 수준을 크게 상회하고 있다.

셋째, 최근 유가 급등 지속 기간은 아직 1:2차 오일쇼크의 수준에 미치지 못하고 있다. 자료 이용의 한계상 국내 원유 수입물가지수의 일정 기준 시점에 대한 월별 누적 상승률을 비교해 볼 때, 1:2차 오일쇼크 유가 급등 지속 기간은 1~2년 정도로 나타났다. 반면 최근의 유가 상승세는 지수상 올해 초부터 시작(명목 유가 기준으로는 6월부터 시작)되었다. 따라서 과거 1:2차 오일쇼크 기준을 따라가기 위해서는 최소 올해 말까지는 유가 상승세가 지속되어야 한다.

넷째, 현재 세계 경제의 원유 의존도는 2차 오일쇼크 수준까지 높아져 있다. 세계 원유 의존도(원유소비액/명목GDP)는 1980년 6.8%에서 1998년 1.1%로 낮아졌으나, 이후 지속적인 증가세를 보여 2008년에는 6.6%로 오일쇼크 당시 비중에 근접하고 있다. 한편 한국의 경우에도 이와 동일한 모습을 보여, 2008년 1/4분기 현재 원유수입액/명목 GDP 비중이 1981년 수준인 8.9%를 기록하고 있다.

결론적으로 최근의 **유가 급등세가 올해 말까지도 지속 된다면, '3차 오일쇼크' 발생 가능성이 크게 높아질 것으로 판단된다.** 그러나 만약 국제 유가 상승세가 현 수준에서 그치고 하반기에 하향 안정화될 경우 3차 오일쇼크 가능성은 높지 않을 것으로 보인다.

4. 3차 오일쇼크 발생시 한국 경제에 미치는 영향

3차 오일쇼크가 발생할 경우 우선 세계 경제는 과거의 경험상 저성장 국면에 빠질 가능성이 존재한다. 특히 국제 유가 급등으로부터 유발되는 강도 높은 인플레이션은 선진국들의 내수 경기를 급랭시킬 것이고, 순차적으로 수출의존도가 높은 중후진국 성장률을 크게 둔화시킬 것으로 예상된다.

한국 경제도 국제 유가의 상승이 국내 물가 급등으로 이어지고, 이로 인해 소비와 투자의 내수 경기가 크게 악화될 것이다. 또한 세계 교역 위축과 유가 수입 급등으로 경상수지 또한 대규모의 적자가 발생할 것이다.

현대경제연구원의 지난 5월 하반기 경제 전망 자료에서의 대내외 경제 여건들이 변하지 않는다는 가정 하에, 2008년 연평균 국제 유가(두바이유 기준)가 상반기 평균 정도인 배럴당 100달러를 유지할 경우, 2008년 경제성장률은 4.9%, 소비자물가 상승률 3.8%, 경상수지는 10억 달러의 적자를 기록할 것으로 예상된다.

이를 기준으로 현대경제연구원의 '국제유가 충격 모형'에 근거할 때, **'고유가 시나리오'**인 하반기 평균 유가가 배럴당 150달러(연평균 125달러)만 되어도, 연간 경제성장률은 3.7%로 잠재성장률을 상당 폭 하회할 것으로 예상된다. 또한 이 경우에 소비자물가 상승률은 연간 6.5%, 경상수지는 약 70.5억 달러의 적자가 전망된다.

또한 가능성은 높지 않지만 **'3차 오일쇼크 시나리오'**인 하반기 유가 평균이 배럴당 200달러(연평균 150달러)를 보일 경우, 연간 경제성장률은 2.5%, 소비자물가 상승률 8.9%, 경상수지는 180.4억 달러의 적자를 기록할 것으로 예상된다.

< 국제 유가 수준별 2008년 국내 거시 경제 지표 변화 >

국제유가 (기간평균)	2008(E)						비 고	
	연간	성장률		물가상승률		경상수지		
		하반	(%)	하반	(%)	하반		하반
100	100	4.9	4.5	3.8	3.5	-10.0	50.0	- 하반기 유가 안정 - 잠재성장률 수준 성장
125	150	3.7	2.0	6.5	9.0	-70.5	-10.5	- 고물가, 내수 부문 둔화 - 세계교역량 위축, 수출 경기 하강
150	200	2.5	-0.2	8.9	13.8	-180.4	-120.4	- 오일쇼크 수준 인플레이션, 내수 침체 - 세계 불황, 수출 경기 급랭

주: 상반기 두바이 유가 평균을 배럴당 약 100달러 수준(6월 18일 현재까지 102.4달러).

인플레 압력 견디기

5. 정책적 시사점 및 기업의 대응 방안

향후 유가 평균이 150달러만 되어도 국내 경제성장률은 잠재성장률 하회 가능성이 있다. 따라서 정부는 이러한 급격한 성장률 약화를 막기 위하여 첫째, 이제라도 에너지 이용 효율성 제고를 위한 경제산업 구조 개선에 주력해야 한다. 이를 위해서는 IT 산업, 제조업 지원 서비스업, 관광업 등과 같은 쉐에너지 산업 비중 (굴뚝 없는 산업)에 대한 적극적 육성이 시급하다. 또한 에너지 다소비 산업인 중화학 공업의 에너지 이용 효율성 제고 등의 노력도 요구된다.

둘째, 신재생 대체 에너지 개발 사업 확대가 요구된다. 이를 위해서는 신재생 에너지 연구에 대한 R&D 투자 확대와, 특히 대체 에너지 개발 연구와 사업 관련 전문 인력이 부족한 현실을 감안하여, 대학 내 관련 학과 확대, 민·관 공동 출연 전문 교육 기관 설립 등의 노력이 필요하다.

셋째, 경제성장률 급락을 막기 위한 내수 경기 급랭 방지에 주력해야 한다. 이를 위해서는 상반기 재정 조기 집행, 추경 편성 등의 적극적인 재정 지출 확대 노력이 요구된다. 또한 내수 회복의 핵심인 기업 투자 활성화를 위해서, 기업 규제 완화, 세제 지원, 친기업적 사회 정서 확산, 노사 관계 안정 등과 같은 ‘팩키지형 투자활성화 정책’이 필요하다.

넷째, 경제 심리 침체 방지를 위한 국내 물가 안정 노력이 요구된다. 이를 위해서는 공공서비스 요금 인상 억제, 유류세 인하 등과 같은 단기적인 처방도 필요하다. 그러나 보다 근본적으로는 농산물 유통 체계의 단순화, 물류비용 절감을 위한 인프라 구축 등과 같은 경제 효율성 제고 노력이 더 중요하다.

한편 기업들도 유가 급등으로 인한 경기 침체에 대응하기 위하여, 첫째 수익성 악화에 대응한 비상 경영 체제를 구축해야 한다. 이를 위해서는 유가 급등으로 인한 생산 원가 상승에 대비하여 유가 수준 단계별 비상 계획(Contingency Plan) 수립과 부서의 실행 능력을 점검해야 한다. 또한 원가 관리 시스템 구축, 전사적(全社的) 사내 비용 절감 캠페인 실시 등과 같은 긴축 경영 노력이 필요하다.

둘째 원자재가 변동 리스크 축소를 위한 원자재 구매의 효율성을 확보해야 한다. 유가 상승은 원자재 가격 상승으로 이어질 것이기 때문에, 제품 생산에 많은 비중을 차지하는 원자재의 선물 시장을 통한 헷지 전략의 실천이 요구된다. 또한 주요 원자재에 대한 중장기 조달 계획 수립, 원자재 구매시 장기공급계약 확대 등이 요구된다.

셋째 세계 경기 침체에 선제적으로 대응하기 위해, 해외 마케팅 능력을 재고시켜야 한다. 이를 위해서는 동남아 신흥공업국, 중앙아시아 산유국 등에 대한 적극적인 해외 진출이 필요하다. 또한 주요 해외 시장 현지 부서의 분석 및 마케팅 능력을 보다 증대시켜야 한다.

넷째 시장 수요 위축에 대비한 제품 미가치 경쟁력을 강화시켜야 할 것이다. 우선 경영 여건 악화 시에도 고부가가치 제품 개발을 위한 R&D 투자 확대가 필요하다. 또한 선진 업체와의 기술 제휴, 전문 부품 업체 육성 지원, 글로벌 판매 연구개발 체제 구축 등으로 핵심 기술을 확보하는 노력이 요구된다.

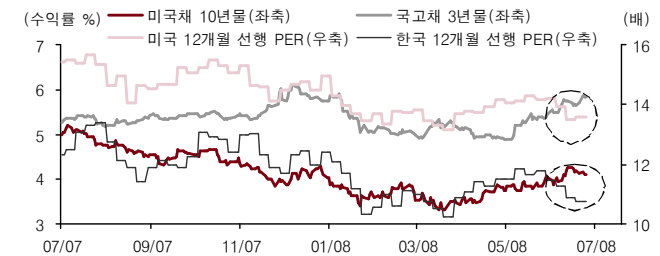
○ 장세 판단 - ‘실제’와 ‘우려’ 경계선

- 현 조정국면은 ‘실제’와 ‘우려’의 경계선에 있고, ‘우려’가 반영되는 추가하락은 과매도 국면으로 판단됨. ‘실제’ 상황이란,
 - 장기금리 상승이 증시 활인을 상승으로 이어져 밸류에이션이 하락하며,
 - 서구선진국 금융기관들은 신용경색관련 추가손실에 직면하고 있으며,
 - 원유 및 원자재가격 상승의 피해를 입는 일부 업종의 이익성장 폭이 축소되고 있다는 점
- 반면에 ‘우려’ 상황은 고유가 지속으로 글로벌경제 전반이 인플레 압력으로 경기둔화가 침체로 악화되는 것을 말함

○ 투자 의견 ‘비중확대(Overweight)’ 유지, 적정 KOSPI 소폭 하향

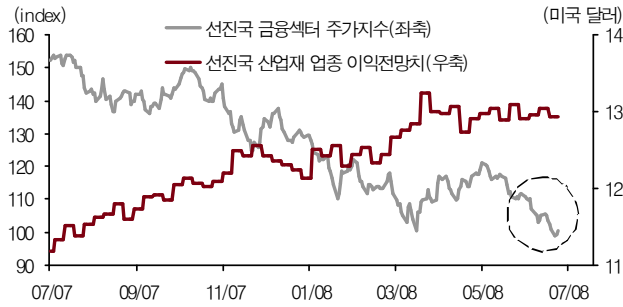
- 그러나 당사는 유가 및 원자재가격 상승에 기인한 인플레 압력이 3분기 중 정점을 지나 완화될 것으로 전망함
 - 그 이유는 미국 및 유럽 통화당국의 인플레 대처 동조 가능성이 높아질 것으로 예상되기 때문
- 또한, 현 수준의 유가가 유지되더라도 인플레압력에 의한 실물경제 둔화가 심화될 가능성은 높지 않은 것으로 전망함

장기채권 금리 상승과 증시 밸류에이션 하락



자료: Thomson Datastream, IBES

선진국 금융업종 주가 하락과 산업재업종의 이익전망치 둔화

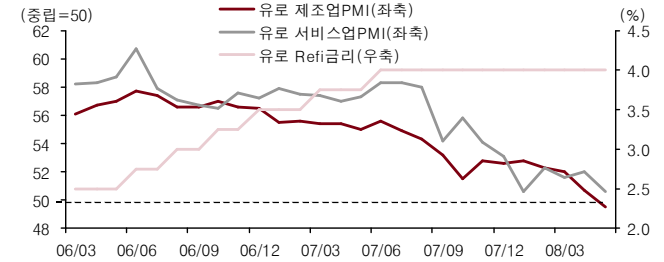


자료: Thomson Datastream, IBES

○ 미국과 유럽, 정책금리 동결 동조화 가능성 증대

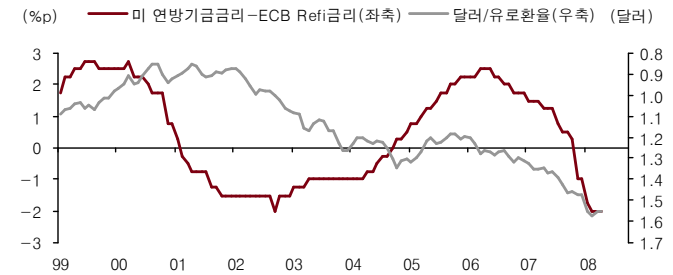
- 당사 이코노미스트의 분석과 전망에 따르면, 7월 이후에는 유럽중앙은행(이하: ECB)의 금리정책이 미국과 보조를 맞추어 갈 것이고, 이에 따라 달러약세에 기인한 상품시장의 투기적 수요가 감소되며 과열국면에 있는 유가가 장기 상승추세로 복귀할 가능성이 높은 것으로 예상됨
- 즉, ECB에서는 7월 초 한차례 정책금리를 인상할 가능성(6월 중에 인상가능성 시사)이 남아 있으나, 그 이후에는 동결기조를 유지할 것으로 전망함.
 - 실물경제의 뚜렷한 위축세와 ‘달러약세/유로강세’가 원유시장의 투기적 수요를 촉발한 주요한 원인 중 하나임이 알려져 있기 때문
- 따라서, 8개월간의 금리인하 기조를 마무리하고 인플레이를 우려하는 동결기조로 진입한 미국 Fed의 통화정책과 그 기조를 함께 할 가능성이 커진 것으로 판단됨

유로지역 실물경제 위축국면 진입은 ECB 금리인상에 부담



자료: Thomson Datastream, 6월 현대증권 글로벌 인사이트

하반기 미국과 ECB간 정책금리차 축소기대 형성



자료: Thomson Datastream, 6월 현대증권 글로벌 인사이트

○ 현 유가수준에서도 인플레이압력이 경기둔화를 심화시킬 가능성 낮아

- 만약 미국과 유럽의 인플레이를 우려하는 통화정책 기조가 유지되더라도 미국 실물경제의 침체가 지속되며 달러 약세상황이 개선되지 않아 현 유가 수준이 상당기간 지속된다고 가정할 때에도, 현재 글로벌 경기 둔화가 침체로 심화될 가능성은 크지 않은 것으로 판단됨
 - 인플레이압력이 경기둔화를 야기하는 징표 중 하나인 임금상승 압력이 나타나지 않고 있고, 인플레이압력에 대처하는 강력한 통화긴축을 야기할 장기 기대인플레이가 ‘주의보 발령’ 수준에 머물러 있고, 이는 향후 악화되기보다는 안정될 것으로 예상되기 때문임

○ 노동력의 글로벌화가 임금상승 압력을 해소

- 70년대 두 차례 오일쇼크 시기에 미국 임금상승률이 11~14%에 달했음.
 - 최근 실질유가 상승 폭과 그 기간에 있어 그 당시와 유사한 오일쇼크 수준임에도 불구하고, 임금상승률은 4% 미만임.
 - 그 이유는 노동시장의 유연성 개선 때문
- 70년대 미국에서는, 자동차산업 등 강성 노조들이 위력을 떨치며 임금협상의 주도권을 쥐고 있었기 때문에, 인플레이압력이 곧바로 인건비 상승으로 이어졌으나, 2000년대 이후에는 글로벌 경제의 융화 과정(Global Integration)에서 노동력의 글로벌화가 노동생산성을 크게 높여 임금상승 압력을 크게 낮춘 것으로 판단됨

미국의 임금상승 압력 높지 않은 상태

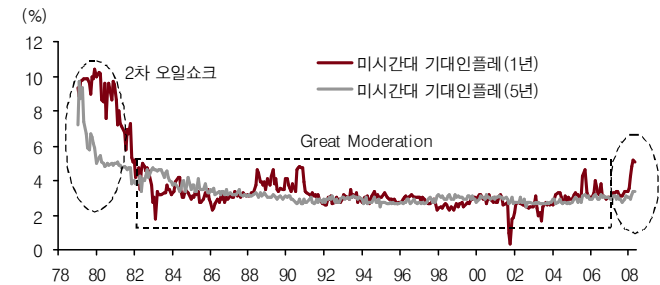


자료: Thomson Datastream

○ '주의보 발령' 수준의 장기 기대인플레(Expected Inflation)

- 미국의 기대인플레 수준은 '주의보 발령' 수준에 있고, 통화당국에서 이를 감안한 통화정책기조를 8개월 만에 완화에서 중립으로 전환하였음
- 이에 따라 기대인플레는 진정국면으로 진입할 가능성이 큰 것으로 판단하는데, 80년대 이래 장기간 기대인플레 안정과 안정적 성장을 달성한 시기(Great Moderation)에 쌓은 통화당국의 신뢰도가 다시 발휘될 수 있을 것으로 예상되기 때문임

'주의보 발령' 상태 수준인 미국 기대인플레



참고: 미시간대 전문가 설문 조사
자료: Thomson Datastream

○ 유가 변동성의 인플레압력은 현저하게 감소

- 유가급등이 실물경제에 미치는 인플레 압력은 83년을 전후하여 그 후 20년간 크게 줄어들었음
 - 이는 70년대 두 차례 오일쇼크를 겪으면서 에너지 효율성이 2배나 향상(6월 11일 버냉키 연설)되었고, 통화당국의 인플레 대처 정책 집행의 신뢰도가 높아지며 실제 기대인플레가 안정되었기 때문

- 아래 표는 오일쇼크가 임금과 물가에 영향을 미치는 정도를 나타낸 것임.
- 유가의 변동성이 CPI, GDP, 임금인플레이션에 미치는 정도를 분석한 것인데, 그 영향이 현저하게 줄어들고 있음을 알 수 있음(2007년 9월 NBER Working Paper 13368)

유가 변동성이 실물경제에 작용하는 기여도 크게 하락

	조건부 표준편차			조건부 표준편차/무조건부 표준편차	
	1960~1983	1984~2005	비율	1960~1983	1984~2005
실질유가	12.80	16.40	1.28	0.81	0.92
CPI인플레이션	0.86	0.73	0.84	0.41	0.61
GDP인플레이션	0.69	0.15	0.21	0.48	0.24
임금 인플레이션	0.67	0.59	0.88	0.40	0.25
GDP	0.58	0.33	0.56	0.34	0.35

참고: 오일쇼크가 실물경제 지표들의 변동성을 높이는데 대한 기여도를 측정하고 결과 요약

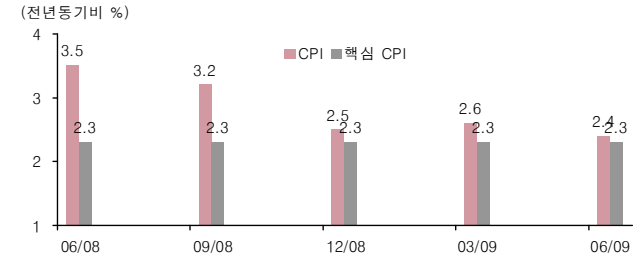
- 1) 유가 자체를 제외하고는 유가급등이 경제 변수들의 변동성을 높이는 정도는 감소됨
- 2) 80년대 이후 경제가 오일쇼크에 대응해온 방법의 변화가 경기 변동을 줄여오는데 공헌하였고, 소위 Great Moderation 시대를 가져옴
- 3) 특히 유가의 변동성이 높아졌음에도 불구하고 경기변동성은 낮아짐
- 4) 그 배경은 에너지효율화, 인플레이션압력에 효과적인 통화정책

자료: 'NBER Working Paper 13368, 2007.09' ; 'Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why are the 2000s so different from the 1970s?' ; Olivier J. Blanchard, Jordi Galí

○ 미국경제 컨센서스: 2분기 물가정점, 주택가격 09년 하락폭 둔화, 고용시장 4분기 회복

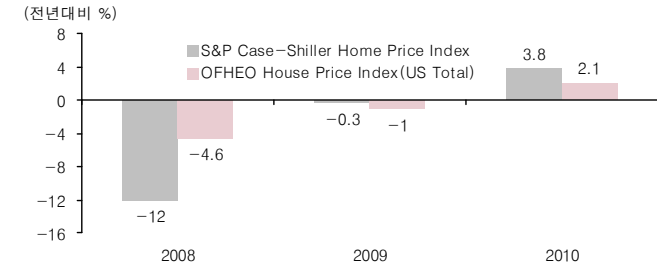
- 이상과 같은 제한적인 임금 상승 압력과 기대인플레이션 수준에서 통화당국의 인플레이션 대처에 대한 신뢰도는 실제 미국 물가, 주택가격, 고용시장에 대한 전문가 컨센서스에 반영되어 있음
- 첫째, 소비자물가는 2분기를 정점으로 4분기 이후에는 안정, 둘째, 주택가격 하락세는 2008년 정점을 이루고, 2009년에 소폭 하락하며 2010년에는 회복, 셋째, 고용시장은 3분기 월평균 비농가취업자가 5천명 감원 이후 4분기에는 2.7만 명 증가로 전망되고 있음(필라델피아 연준: 세계 이코노미스트 50인 대상 2분기 설문조사)

최근 물가상승은 하반기 중 점차 완화 전망



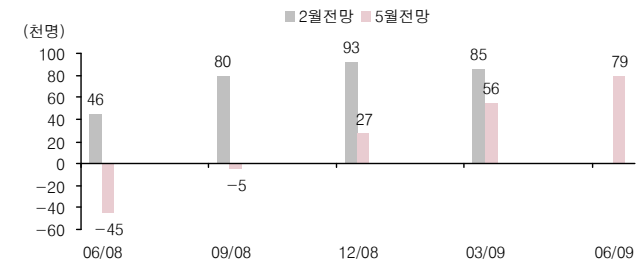
참고: 필라델피아 연준에서 매분기 실시하는 경제 전문가 대상 설문조사
자료: 필라델피아 연준

미국 주택시장 2009년 침체국면 종지부 예상



참고: 필라델피아 연준에서 매분기 실시하는 경제 전문가 대상 설문조사
자료: 필라델피아 연준

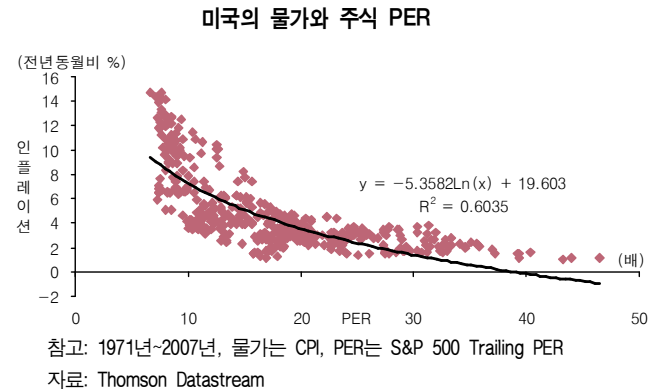
미국 고용시장은 4분기 중 회복세 전망



참고: 필라델피아 연준에서 매분기 실시하는 경제 전문가 대상 설문조사
자료: 필라델피아 연준

○ 역사적으로 볼때 물가상승은 밸류에이션 하락의 원인

- 역사적으로 보아 물가상승은 장기 채권금리를 상승시켜 증시 할인율을 높여 밸류에이션을 하락하게 만들
- 미국을 비롯한 선진국시장에서는 물가와 PER 사이의 역의 관계가 뚜렷함
- 한편, 한국의 경우에는 상관관계가 나타나지 않는데 이는 데이터수집 기간의 제약과 이머징마켓인 경우 경기 및 위험의 모멘텀투자 성향이 높기 때문인 것으로 추정됨



한동욱 연구위원 (2014-1708, tuksan.han@hdsrc.com)

최근 유가 급등이 국내 경제에 미치는 영향

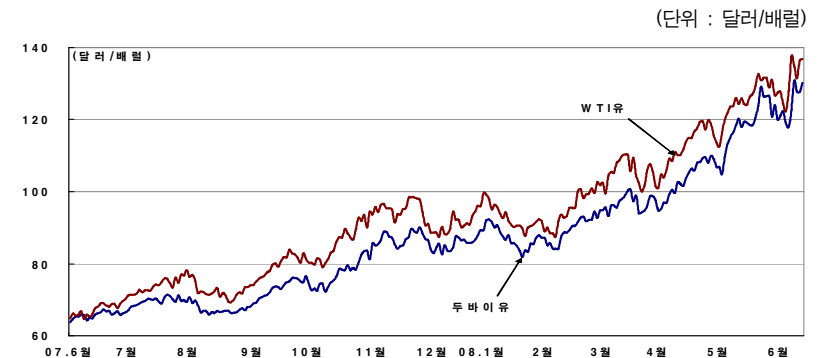
1. 개요

1) 최근 국제 유가 동향

○ 국제 유가 사상 최고치 기록

- 6월 12일 현재 뉴욕상업거래소의 WTI 현물유가는 배럴당 136달러를 상회하여, 작년 말의 약 96달러 대비 42% 상승
- 국내 원유 수입의 약 80%를 차지하는 중동산 원유의 기준 유종인 두바이(Dubai)유 현물 가격도 배럴당 130달러로 작년 말 89달러보다 46% 상승 (1년 전에 비해 100% 상승)

국제 유가 추이



기말가격	2006	2007				2008		
		1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	5월	6.12.
WTI	61.05	65.87	70.68	81.66	96.00	101.58	127.35	136.76
Dubai	56.71	63.12	66.42	76.64	89.06	97.81	119.91	130.16

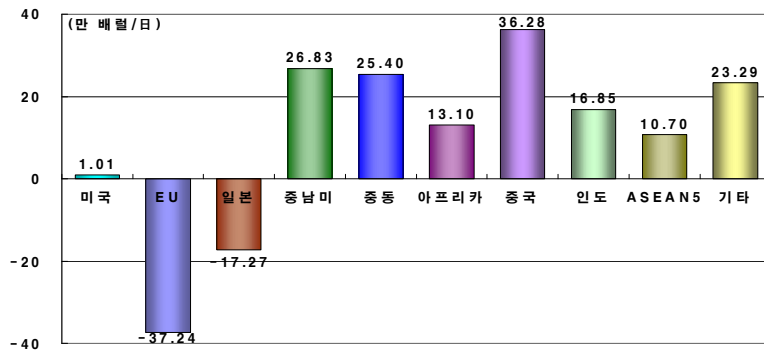
자료 : 한국석유공사.
2) 유가 급등의 원인

① 시장 수급 요인

○ (수요) 신흥 공업국 및 중동 지역의 원유 수요가 급증하는 가운데, 원유 공급 능력은 정체되고 있어 석유 시장의 수급 불안 우려가 증대됨

- 중국, 인도, ASEAN 등 신흥 공업국 및 개도국들의 빠른 공업화 중심의 경제 발전 전략으로 인해, 원유에 대한 수요가 급증세를 지속하고 있음
- 2007년중 세계 원유 소비 증가분 일평균 약 99만 배럴을 100으로 보았을 때, 중국 36.7%, 중남미 27.1%, 중동 25.7%, 인도 17.0%의 기여율을 차지함
- 또한 중동 지역의 경우에도 기존 원유 중심의 수출보다 부가가치가 높은 원유 정제품의 수출 비중을 높이고 있어 원유에 대한 수요가 크게 증가
- 2007년 중 중동 지역의 원유 수요 증가분은 25.4만 배럴로 세계 전체 수요 증가분의 25.7%를 차지하고 있음
- 반면 미국의 원유 소비는 1.0% 증가에 그치고 있으며, EU 37.6% 감소, 일본 17.5% 감소 등 선진국들의 원유 소비는 정체되거나 감소하는 모습을 나타냄

2007년 원유 소비 증가분에 대한 주요국별 기여도

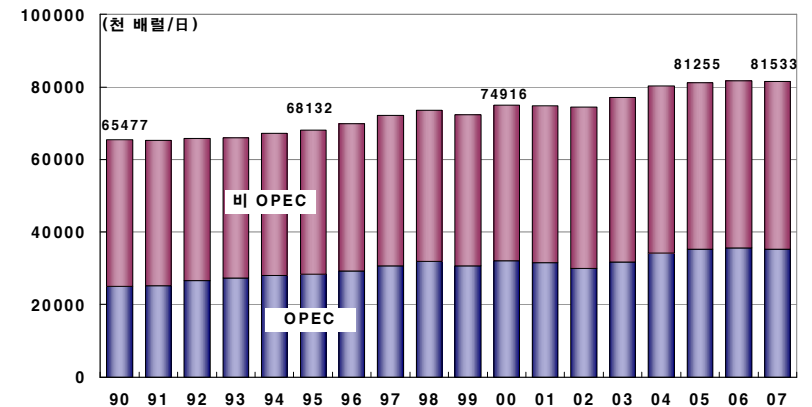


자료 : BP (British Petroleum) Statistical Review of World Energy 2008.

○ (공급) 최근에 들어 세계 원유 수요 급증에 대응하여 원유 생산이 소폭이나마 증가하고 있으나, 전 세계 원유 생산량은 2004년 이후로 일평균 약 8,100만 배럴 내외 수준에서 정체되어 있음

- 세계 원유 매장량의 대부분을 가지고 있는 OPEC 산유국들은 석유 채굴 및 정제 시설에 대한 투자 미흡으로 생산 능력이 취약해져 잉여 생산 능력 소진을 통해 생산량을 확대시키고 있음
- 2007년 현재 확인 원유 매장량은 1조 2,379억 배럴이며, 이중 약 75.5%인 9,347억 배럴이 OPEC이 보유하고 있음
- 2002년 이전에 일평균 500만 배럴에 달했던 OPEC의 잉여생산 능력이 최근에는 100만 ~ 200만 배럴 수준에 불과할 정도로 공급 능력이 저하됨
- 비 OPEC 산유국들의 원유 생산도 증가하고는 있으나, 2000년 이후 세계 전체 원유 공급 비중이 감소하고 있음
- 이는 비 OPEC 국가들이 OPEC 국가들에 비해 생산 비용이 높거나, 전략적 이유로 원유 채굴을 제한하고 있기 때문으로 생각됨

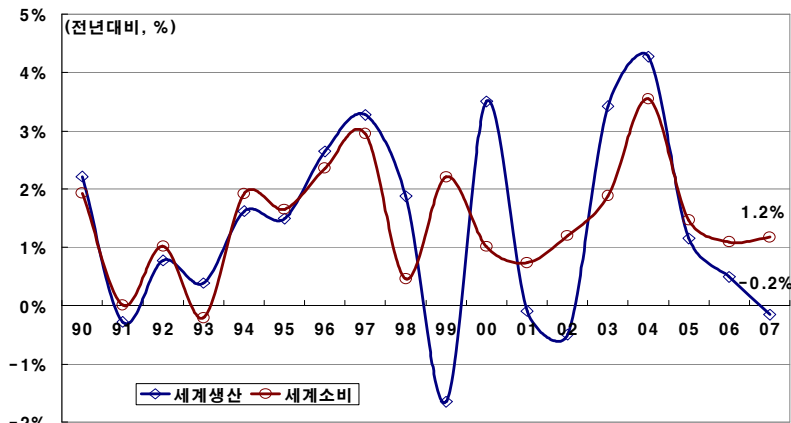
세계 원유 생산량 추이



자료 : BP (British Petroleum) *Statistical Review of World Energy 2008*.

- (수급 불일치) 90년대 대체적으로 원유 소비량과 생산량 증가율이 비슷한 추세를 기록하였으나, 2000년대 들어 괴리 현상이 발생하고 특히 2005년 이후 원유 소비량 증가율이 생산량 증가율을 상회하는 현상이 지속됨
- 90년대 저유가 시기에는 대체적으로 원유 생산량과 소비량 증가율이 비슷한 추세를 나타냄
- 그러나 90년대 말부터 2000년대 초에는 동남아 국가들의 외환위기, 미-이라크 전쟁 등으로 소비 증가율과 생산 증가율에 괴리가 발생
- 2005년 이후 소비량 증가율이 생산량 증가율을 지속 상회하고 있으며, 증가율 격차도 해마다 확대되고 있음
- 2005년 소비량 증가율은 생산량 증가율에 비해 0.3%p가 높았으나, 2006년에 0.6%p, 2007년에는 1.3%p로 격차가 확대됨

세계 원유 생산 및 원유 소비량 증가율 추이



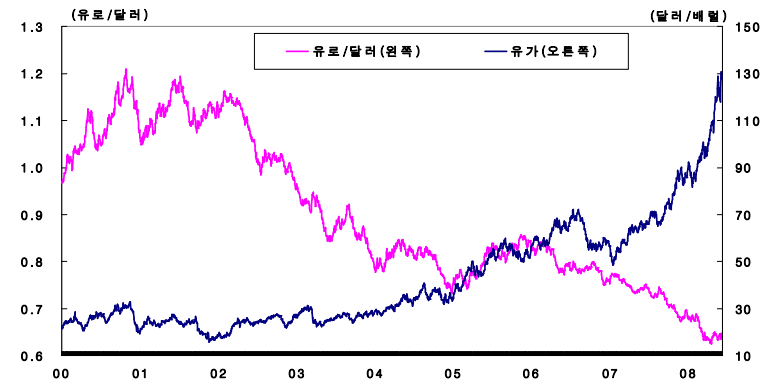
자료 : BP (British Petroleum) *Statistical Review of World Energy 2008*.

② 시장 수급 외 요인

○ 글로벌 약달러에 의한 대체 투자 자금의 시장 유입

- 글로벌 달러화 가치가 하락함에 따라 국제 금융-자본 시장에서의 자금들이 석유와 같은 대체 투자 상품 시장으로 이동하였을 개연성이 높음
- 즉 국제 유가 상승의 근본 원인은 수급 불균형에 기인하지만, 최근의 급등세는 달러화 약세, 인플레이션에 대한 기대감이 작용하고 있기 때문으로 판단
- 2002년 이후 달러화 가치와 유가의 관계가 역관계를 보여주고 있는 가운데, 두 변수 간의 인과 관계를 검증해본 결과 제한적으로나마 달러화 가치 하락이 유가 상승에 선행하는 것으로 나타남

유로/달러화 환율과 유가 추이



자료 : FRB, 한국석유공사.

○ 중동 지역의 지정학적 리스크 심화

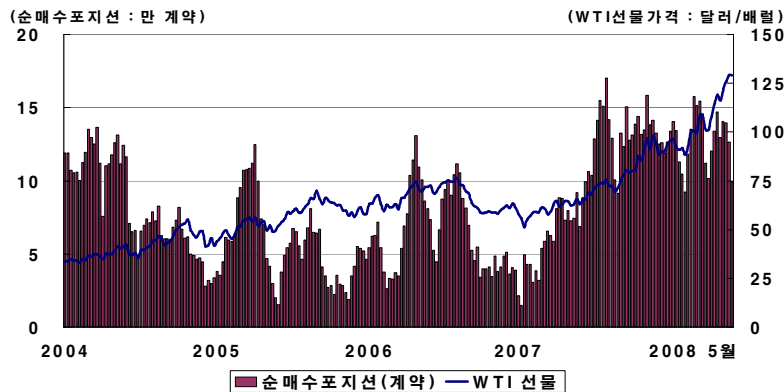
- 이란 핵문제에 따른 미-이란간 갈등 심화, 원유 생산 시설에 대한 테러 발생 등으로 중동 지역의 지정학적 리스크가 지속
- 이란 핵문제 : 2006년 3월 이후 이란은 핵개발에 대한 UN의 제재조치에 반발하여 석유수출 중단 및 호르무즈해협 봉쇄 위협 등으로 대항하고 있어 세계 석유 수급의 불안요인을 확대하고 있음 (이란은 세계 석유생산의 4.7%인 390만 배럴/1일을 생산하여 240만 배럴을 수출)

- 2008년에 들어 2월에는 레바논의 헤즈볼라가 이스라엘에 선전포고를 하면서 중동지역의 정정 불안 우려감이 확대됨
- 또한 이라크 송유관 폭탄 테러(3월), 나이지리아 무장단체의 송유관 테러(5월) 등이 이어지면서 공급 차질로 인해 수급 불안 요인으로 작용하고 있음

○ 투기 자금의 국제 석유 시장 유입

- 원유 시장의 수급 불안에 편승하여 투기 자금이 시장으로 유입되어 국제 유가 상승세를 가속화시키는 요인으로 작용
- 다만 최근에 들어 뉴욕 시장에서 순매수포지션이 감소하였으나, 이후에도 유가는 지속적으로 상승하고 있어, 최근 유가 급등에 투기적 요인은 크지 않은 것으로 판단
- 최근 미국 상품선물거래소(CFTC)는 2007년 7월 이후 급등하는 유가가 투기 세력 때문이 의한 것인지 여부를 위해 조사에 착수한 바 있음
- 이후 뉴욕상업거래소(NYMEX)에서 유가에 대한 순매수포지션이 사상최고였던 7월 31일 16만 9,966건에서 5월 말에는 9만 9,376건으로 급감하였음

국제 원유시장의 투기 자금과 국제 유가



자료 : 한국석유공사.

3) 국제 유가 전망

- (고유가 지속 전망) 2008년에도 중국, 인도 등 신흥 개도국들의 고성장에 따르는 수급 불안이 해소되기는 어려워 보여, 국제 유가의 강세 기조가 전망됨
 - 2008년에도 국제 유가는 역시 신흥 공업국 수요 증가세 지속, 달러화 약세, 중동 정세 불안 등의 상승 요인들이 해소되기 어려워 보여, 2007년보다 높은 수준을 기록할 것으로 전망됨
 - 다만 선진국들의 경기 부진에 따르는 원유 수요 둔화, OPEC의 대체에너지 개발 확대 노력을 우려한 유가 상승 억제 노력 등에도 불구하고 국제 유가 상승 요인들과 금융자본의 투기로 인해 향후 국제 유가가 추가적으로 상승될 것으로 전망됨
 - 이에 2008년 국제 유가는 두바이유 기준으로 연평균 배럴당 130달러 내외 수준을 기록할 것으로 전망됨
- 미 캠브리지에너지연구소(CERA)의 2008년 5월 말 시점 자료에 의하면, 공급 차질 발생 시 2008년 국제 유가(두바이유 기준)는 연평균 배럴당 118.7달러로 2007년보다 73.2%가 급등할 것으로 전망함
- WTI는 고유가 시나리오 기준으로 2008년 배럴당 125달러 내외, 기준 유가 기준으로 105달러 내외로 예상하고 있음

CERA 유가 전망

(단위: 달러/배럴)

		2007년	2008년				연간
			1/4	2/4	3/4	4/4	
Dubai 유	고유가	68.5	92.5	116.2	129.5	136.5	118.7
	기준유가			92.5	109.5	96.5	
WTI 유	고유가	72.2	97.7	123.2	136.0	143.0	124.95
	기준유가			116.0	130.0	105.0	

자료 : CERA(Cambridge Energy Research Associates, 美캠브리지에너지연구소) 5월말 전망.

주 : 기간중 일일 증가의 평균치임.

2. 1·2차 오일쇼크의 영향

1) 1차 오일쇼크 (1974~75년)의 사례

○ 1차 오일쇼크의 발단

- 제 4차 중동 전쟁(이집트, 시리아 對 이스라엘)이 발발(1973년 10월 6일)함에 따라, 미국의 이스라엘 지원 중단을 요구하며 OPEC은 생산량 25%를 감산 결정 (1973년 11월)

○ 1차 오일쇼크 기간의 유가 변동

- 원유 가격은 1973년 배럴당 평균 3.1달러에서 1974~75년에는 평균 10.7달러로 약 3배 이상 급등

○ 1차 오일쇼크가 세계 경제에 미친 영향

- 세계 물가 상승률은 오일쇼크 이전 1973년 9.6%에서, 오일쇼크 기간인 1974~75년 연평균 13.8%로 상승함
- 미국의 물가 상승률은 1973년 6.2%에서 1974년에 11.0%로 증가하였으며, 같은 기간 일본은 11.7%에서 24.5%로 급등한 반면, 독일은 6.9%에서 7.0%로 큰 변화를 나타내지 않음
- 세계 경제성장률은 1973년 6.8%에서 1974~75년에 2.4%로 4.4%p 하락하였으며, 세계 교역량 증가율은 71~73년 연평균 8.4%에서 1974~76년 4.4%로 4.0%p 급락함
- 미국 경제성장률은 1973년 5.8%에서 1974년 0.6%로 급락하였으며, 같은 기간 일본은 8.8%에서 1.2%로, 독일은 5.3%에서 0.5%로 역시 급락하는 모습을 나타냄

1차 오일쇼크 전후의 세계 경제 지표 추이

		1973 (전)	1974~75 (후)	차이
유가 (달러/배럴)		3.1	10.7	7.6달러 ↑
세계	경제성장률 (%)	6.8	2.4	4.4%p ↓
	물가상승률 (%)	9.6	13.8	4.2%p ↑
	교역량 증가율 (%)	8.4	4.4	4.0%p ↓

자료 : OPEC, IMF.

주 : 1. 세계 경제성장률 및 교역증가율은 IMF 2004년 데이터베이스 기준.

2. 유가는 1981년 이전은 사우디아라비아의 아랍라이트(Arab Light)油 공식 가격 기준이며, 1982년 이후는 OPEC의 바스켓 유가(회원국이 생산하는 6개 유종과 멕시코산 유종의 가격을 토대로 산출한 평균 가격) 기준임

3. 교역량 증가율은 1971~73년(연평균)과 1974~76년(연평균) 수치임.

○ 1차 오일쇼크가 한국 경제에 미친 영향

- 70년대 초반 한국 경제는 산업 구조가 미성숙하였음에도 불구하고, 고유가로 인한 성장률 둔화, 물가 급등, 무역수지 감소 효과가 뚜렷하게 나타남
- 1973년 12.0%이었던 경제성장률이 1974~75년에는 6.6%로 5.4%p가 하락
- 한편 물가상승률은 고유가의 직접적 영향을 받아 오일쇼크 전후로 21.6%p 상승하였으며, 무역수지도 적자폭이 10.2억 달러에서 22.9억 달러로 확대

1차 오일쇼크 전후의 주요 국내 거시 경제 지표 추이

		1973 (전)	1974~75 (후)	차이
유가 (달러/배럴)		3.1	10.7	7.6달러 ↑
한국	경제성장률 (%)	12.0	6.6	5.4%p ↓
	물가상승률 (%)	3.2	24.8	21.6%p ↑
	무역수지 (억 달러)	-10.2	-22.9	12.7억 달러 ↓

자료 : OPEC, 통계청, 한국은행.

주 : 유가는 1981년 이전은 사우디아라비아의 아랍라이트(Arab Light)油 공식 가격 기준이며, 1982년 이후는 OPEC의 바스켓 유가(회원국이 생산하는 6개 유종과 멕시코산 유종의 가격을 토대로 산출한 평균 가격) 기준임.

- 1차 오일쇼크 당시 국내 경제는 세계 경제 성장 둔화로 수출 경기가 먼저 급락하고, 이후 내수 부문이 침체를 보이는 시차 현상을 나타냄
- 원유수입물가지수 상승률이 가장 높았던 시기는 1974년(전년대비 241.5%)이며, 그 영향으로 세계 경제성장률은 1973년 6.8%에서 1974년 2.8%로 4.0%p가 하락
- 세계 경제성장률이 하락함에 따라 세계 교역량증가율이 크게 둔화되고, 이는 우리나라 수출 경기에 직접적 타격을 입혀 한국의 수출 증가율은 같은 기간 56.0%에서 -1.9%로 급락함
- 한편 오일쇼크의 영향으로 국내 소비자물가지수는 1973년 3.2%에서 1974년과 75년에 25% 내외로 급등함
- 수출 경기 침체와 물가 급등의 영향으로 소비, 투자의 내수 부문 증가율이 1974년부터 하락하는 모습을 보이고, 1975년에는 가장 낮은 수준을 기록함
- 이에 따라 1973년 12%의 고성장을 보였던 한국 경제는 1974년에 7.2%, 1975년에 5.9%의 성장률을 기록하는 데에 그침
- 1974년부터 시작된 1차 오일쇼크의 부정적 영향은 1976년에 들어서야 회복되는 모습을 나타냄

1차 오일쇼크 전후의 국내 부문별 지표 증가율 추이

(전년대비, %)

		1972	1973	1974	1975	1976	1977
물가	원유수입물가지수	59.1	33.7	241.5	27.3	5.6	6.8
	수입물가지수	21.0	27.4	41.3	15.9	3.0	1.0
	소비자물가지수	11.7	3.2	24.3	25.3	15.3	10.1
국민계정	실질GDP	4.5	12.0	7.2	5.9	10.6	10.0
	민간소비	5.0	8.5	6.4	5.2	8.0	5.1
	건설투자	-1.7	27.9	13.2	8.0	13.5	26.9
	설비투자	12.0	21.8	16.7	11.3	38.1	37.3
	재화와 서비스의 수출	37.2	56.0	-1.9	18.7	39.5	21.6

자료 : 한국은행.

2) 2차 오일쇼크 (1980년)의 사례

○ 발단

- 1978년 OPEC이 자원 민족주의를 표방하며 14.5%의 가격 인상을 결정하고 이란이 국내 정치 상황 불안을 이유로 석유 수출을 중단
- 직접적으로는 이란 혁명 이후, 이란의 석유 수출 전면 중단(1978년 12월 27일)으로 하루 560만 배럴의 공급 차질이 발생

○ 2차 오일쇼크 기간의 유가 변동

- 원유 가격은 1979년 배럴당 평균 17.3달러에서 1980년에 28.6달러로 급등
- 이 당시 국제 유가는 6개월 만에 약 2.3배, 1년 만에 약 2.6배 상승 (1978년 12월 15.0달러 → 1979년 6월 33.8달러 → 1979년 12월에 39.0달러)

○ 2차 오일쇼크가 세계 경제에 미친 영향

- 세계 전체 물가 상승률은 1979년 12.5%에서 1980년 17.2%로 상승함
- 미국의 물가상승률은 1979년 8.9%에서 1980년에는 10.5%로 증가하였으며, 같은 기간 독일은 3.9%에서 5.2%로, 일본은 3.1%에서 6.3%로 증가함
- 세계 경제성장률은 1979년 3.8%에서 1980년에 2.4%로 1.4%p 하락하였으며, 세계 교역 증가율은 1977~79년 연평균 5.9%에서 1980~82년 1.9%로 4.3%p 하락함
- 미국의 경제성장률은 1979년 2.3%에서 1980년 0.7%로 하락하였으며, 일본의 경우 같은 기간 5.9%에서 5.0%로 하락함

2차 오일쇼크 전후의 세계 경제 지표 추이 (기간중 평균)

		1979 (전)	1980 (후)	차이
유가 (달러/배럴)		17.3	28.6	11.3달러 ↑
세계	경제성장률 (%)	3.8	2.4	1.4%p ↓
	물가상승률 (%)	12.5	17.2	4.7%p ↑
	교역량 증가율 (%)	5.9	1.6	4.3%p ↓

자료 : OPEC, IMF.

- 주 : 1. 세계 경제성장률 및 교역증가율은 IMF 2004년 데이터베이스 기준.
 2. 유가는 1981년 이전은 사우디아라비아의 아랍라이트(Arab Light)油 공식 가격 기준이며, 1982년 이후는 OPEC의 바스켓 유가(회원국이 생산하는 6개 유종과 멕시코산 유종의 가격을 토대로 산출한 평균 가격) 기준.
 3. 교역량 증가율은 1977 ~ 79년(연평균)과 1980 ~ 82년(연평균) 수치임.

○ 2차 오일쇼크가 한국 경제에 미친 영향

- 한국 경제는 1차 오일쇼크 때와 달리 70년대 후반 이후 석유 의존도가 높은 중화학 공업 중심의 산업 구조로 전환되어, 1980년 마이너스 경제성장률을 기록함
- 경제성장률은 1979년 6.8%에서 1980년에는 정치 불안으로 인한 소비 침체와 맞물려 경제성장률은 -1.5%를 기록
- 한편 같은 기간 동안 물가상승률은 18.3%에서 28.7%로 10.4%p 급등하는 모습을 나타냄

2차 오일쇼크 전후의 주요 국내 거시 경제 지표 추이

		1979 (전)	1980 (후)	차이
유가 (달러/배럴)		17.3	28.6	11.3달러 ↑
한국	경제성장률 (%)	6.8	-1.5	8.3%p ↓
	물가상승률 (%)	18.3	28.7	10.4%p ↑
	무역수지(억 달러)	-52.8	-47.9	4.9억 달러 ↑

자료 : OPEC, 통계청, 한국은행.

- 주 : 유가는 1981년 이전은 사우디아라비아의 아랍라이트(Arab Light)油 공식 가격 기준이며, 1982년 이후는 OPEC의 바스켓 유가(회원국이 생산하는 6개 유종과 멕시코산 유종의 가격을 토대로 산출한 평균 가격) 기준.

- 2차 오일쇼크의 경우에도 1차 오일쇼크와 같이 수출 경기가 먼저 하강하고, 이어서 내수 부문이 둔화되는 모습이 나타남
- 원유수입물가지수 상승률이 가장 높았던 시기는 1980년(전년대비 117.1%)이며, 그 영향으로 세계 경제성장률은 1978년 4.6%에서 1979년 3.8%, 1980년 2.4%로 하락함
- 세계 경제성장률이 하락으로 역시 우리나라 수출 증가율은 1978년 14.2%에서 1979년 2.0%로 급락함
- 한편 오일쇼크의 영향으로 국내 소비자물가지수는 1978년 14.5%에서 1979년에 18.3%로 상승한 이후, 1980년에 28.7%에 이름
- 수출 경기 침체, 물가 급등의 경제적 원인과 더불어 국내 정치 불안으로 1980년의 모든 내수 부문이 감소세를 기록함
- 이에 따라 국내 경제성장률은 1979년 6.8%에서 1980년 -1.5%를 기록하였으나, 1차 오일쇼크와는 달리 다음 해인 1981년부터 경기가 바로 회복되는 모습을 나타냄

2차 오일쇼크 전후의 국내 부문별 지표 증가율 추이

(전년대비, %)

		1978	1979	1980	1981	1982
물가	원유수입물가지수	3.7	40.4	117.1	27.4	2.6
	수입물가지수	4.3	26.6	58.9	17.2	1.9
	소비자물가지수	14.5	18.3	28.7	21.4	7.2
국민계정	실질GDP	9.3	6.8	-1.5	6.2	7.3
	민간소비	7.8	7.8	-0.2	5.1	6.9
	건설투자	26.1	4.9	-4.5	-5.7	17.8
	설비투자	51.0	18.0	-19.8	1.1	0.9
	재화와 서비스의 수출	14.2	2.0	8.2	16.0	8.2

자료 : 한국은행.

3. 3차 오일쇼크 가능성 진단

1) 진단 방법

○ 비교 시기

- 자료가 허용되는 범위에서 1차 오일쇼크 및 2차 오일쇼크 시기와 최근 시기 (2008년 1/4분기)를 비교

○ 비교 변수

① 실질 유가 수준

- 미 달러화의 실질 구매력(美 경제분석국의 Price Indexes for Gross Domestic Purchases 이용)을 이용하여 명목 유가 수준을 실질 가치화
- 이는 오일쇼크 이후 약 30년이 지난 상황이기 때문에, 단순히 명목 가격으로 세계 경제가 실제로 부담하게 되는 국제 유가 수준을 표시할 수 없기 때문임

② 유가 상승률

- 연평균 유가 수준의 전년대비 상승률이며, 이를 살펴보는 이유는 가계, 기업, 정부 등의 경제 주체들이 유가 충격에 대응하여 경제 행위를 조정할 수 있는 시간적 여유의 존재 여부를 판별하기 위함임

③ 고유가 지속 기간

- 1차 및 2차 오일쇼크 당시의 고유가 (유가 상승률 지속 기간과 최근의 수준을 비교) 지속 기간과 최근의 지속 기간을 비교
- 이는 9·11 테러, 미-이라크 전과 같은 중동 지역의 지정학적 리스크가 부각될 경우 유가가 일시적으로 급등하는 모습을 보였으나 바로 하향 안정화되어, 세계 경제에 큰 영향을 미치지 않았던 경험을 고려함

④ 세계 경제의 원유 의존도

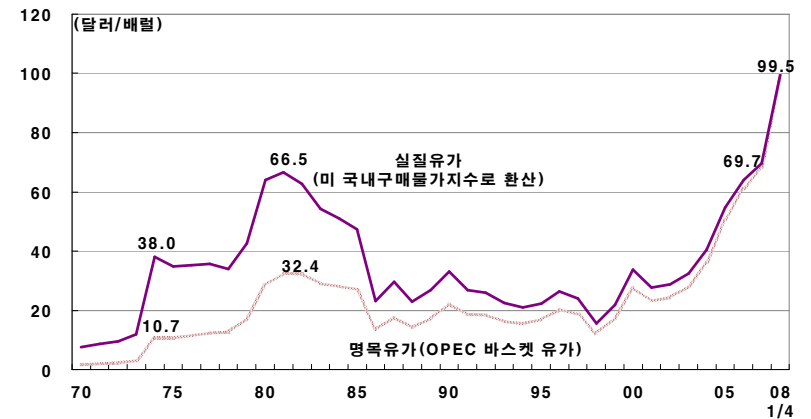
- 1·2차 오일쇼크 당시와 최근의 세계 경제의 원유 의존도 (원유 소비액/명목 GDP)를 비교함
- 이는 세계 경제가 국제 유가 상승을 어느 정도 감내할 수 있는 지를 과거 1·2차 오일쇼크 기간과 비교하기 위함임

2) 부문별 비교 내용

○ 실질 유가 수준

- 2008년 1/4분기의 평균 명목 및 실질 두바이 유가는 배럴당 99.5달러현재 실질 유가 수준은 2차 오일쇼크의 1.5배 수준에 달하는 것으로 평가됨
- 2차 오일쇼크 시기인 1981년 명목 유가는 배럴당 32.4달러이며, 이를 美 경제 분석국 NIPA의 내수구매물가지수(Price Indexes for Gross Domestic Purchases)를 이용하여 2008년 1/4분기 현재 가치로 환산할 경우 66.5달러에 불과

국제 유가의 명목 및 실질 가격 추이



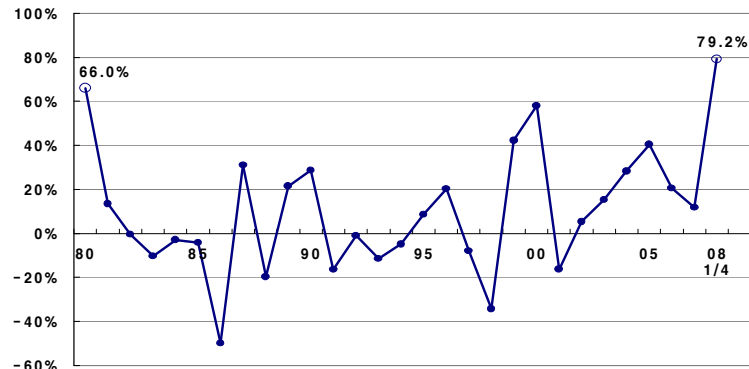
자료: BP, OPEC, BEA NIPA.

- 주: 1) 국제 유가는 1981년 이전은 사우디아라비아의 아랍라이트(Arab Light)油 공식 가격 기준이며, 1982년 이후는 OPEC의 바스켓 유가(회원국이 생산하는 6개 유종과 멕시코산 유종의 가격을 토대로 산출한 평균 가격) 기준임
- 2) 실질 유가 추정치는 美 경제분석국 NIPA 상의 내수구매물가지수(Price Indexes for Gross Domestic Purchases)를 2008년 1/4분기를 100으로 다시 환산하여 이용함.

○ 연간 유가 상승률

- 2008년 1/4분기의 국제유가 상승률은 2차 오일쇼크 시기의 연간 상승률 수준을 상회
- 2차 오일쇼크가 시작된 1980년의 유가 상승률은 전년대비 약 66.0%이며, 2008년 1/4분기의 전년동기대비 유가 상승률은 79.2%에 달함

명목 국제 유가의 연간 상승률 추이



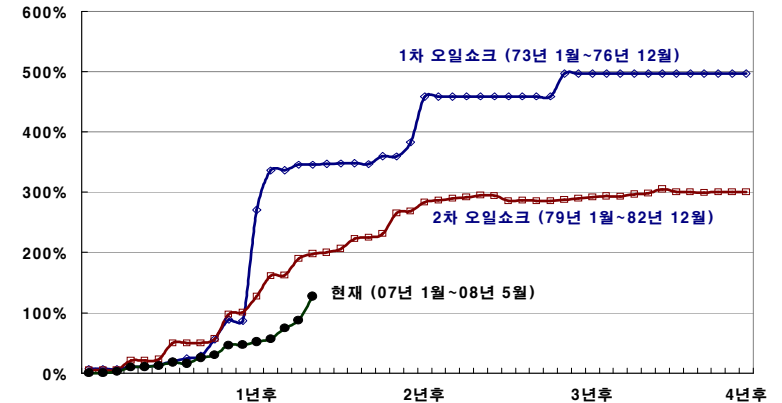
자료 : BP, OPEC.
 주 : 2008년은 1~3월의 일평균 가격의 전년동기대비 상승률임.

○ 유가 급등 지속 기간

- 1차2차 오일쇼크가 발생했을 당시 누적 원유 수입물가지수 상승률을 기준으로 살펴보면, 오일쇼크가 발생하기 위해서는 유가 급등 지속 기간이 1년 이상의 기간이 필요한 것으로 판단됨
- 1차 오일쇼크의 경우 1년이 되는 시점에서 유가가 급등세를 보인 이후, 2년이 되는 시점에서 재상승하는 모습을 나타냄
- 2차 오일쇼크의 경우 유가 상승이 약 2년여 정도 지속되는 모습을 보이고 있으며, 이후에는 안정된 모습을 나타냄

- 따라서 현재 유가 상승 추세를 2006년 12월 기점으로 할 경우, 과거 1:2차 오일쇼크 지속 기간의 절반 정도에 불과한 것으로 판단됨

한국의 분기 원유 수입물가지수의 누적 상승률 추이



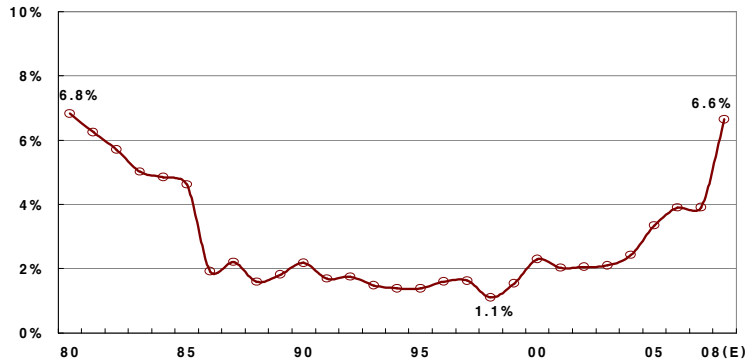
자료 : 한국은행.

- 주 : 1) 분기 단위 국제유가의 자료 이용의 제약상, 국내 수입물가지수 중 원유 수입물가지수를 국제유가의 대리변수로 사용
 2) 누적 상승률이란 각 계열별로 일정한 기준 시점에 대한 물가지수 증가율을 의미함. 기준 시점은 1차 오일쇼크의 경우 72년 12월, 2차 오일쇼크의 경우 78년 12월, 현재의 경우 06년 12월로 선정
 3) 각 계열별 기준 시점은 원유 수입물가지수가 급등세를 보이기 직전에 1년 이상 지수 수준 자체가 1년 이상 정체를 보이거나 감소세를 나타내는 월을 선정함.

○ 세계 경제의 원유 의존도

- 한국을 포함하여 오일쇼크 당시 스태그플레이션을 경험했던 많은 국가들이 석유 의존도 축소에 주력하였으나, 최근에 들어 원유 가격 폭등으로 세계 경제의 원유 의존도가 크게 높아짐
- 그러나 2000년 이후 유가가 상승세로 반전되고, 중국 등 신흥 공업국들의 빠른 산업화로 세계 경제의 원유 의존도가 크게 증가하여 2008년에는 2차 오일쇼크 시기인 1980년 수준과 비슷한 6.6%에 달할 것으로 전망됨

세계 원유 소비의 대 GDP 비중 추이

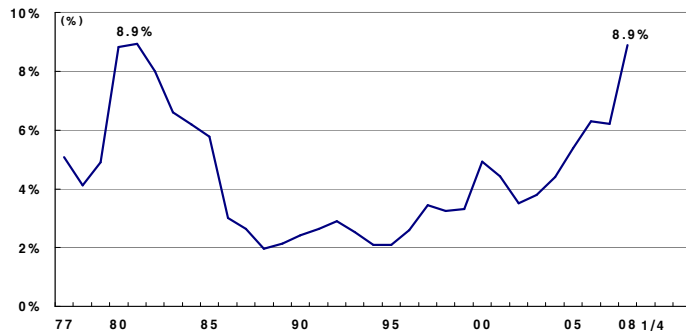


자료 : IMF World Economic Outlook, British Petroleum Statistical Review of World Energy 2008.
 주 : 1) 2008년 세계 명목GDP는 IMF 전망치 기준
 2) 2008년 원유소비액 = BP 2007년 원유소비량 × CERA 고유가 두바이유가.

< 참고 > 한국의 원유 의존도

- 한국의 2008년 1/4분기 현재 명목 GDP에서 차지하는 원유수입액 비중은 8.9%로 2차 오일쇼크 시기인 1981년과 동일한 수준을 기록함
- 또한 원유 수입이 총수입액에서 차지하는 비중은 2008년 1~5월 현재 약 20% 내외를 기록하고 있음(2차 오일쇼크 당시 25%보다는 다소 낮은 수준)

국내 원유수입액의 명목 GDP 대비 비중 추이



자료 : 한국무역협회, 한국은행.
 주 : '08년 1/4분기 명목GDP는 원화표시 GDP를 평균환율을 이용하여 달러화로 환산.

3) 최근 유가 수준에 대한 오일쇼크 가능성 진단

○ 현 유가 수준이 과거 1·2차 오일쇼크의 경우처럼 세계 경제와 한국 경제에 큰 타격을 입힐 수준인 지에 대한 판단 (즉 3차 오일쇼크의 진행 가능성)은 여러 다양한 여건들을 고려해야만 함

- 즉 유가 수준, 변동성 등의 비교도 중요하지만, 2차 오일쇼크가 발생한 이후 약 30년 동안의 세계 경제와 한국 경제의 구조 변화, 두 번의 오일쇼크에 대한 학습효과, 정부 정책 효과의 변화 등 전반적인 여건들을 고려해야 함
- 그러나 정량화가 어려운 변수를 고려하지 않고서 본 보고서에서 제시되는 결과만으로 3차 오일쇼크 여부를 결론짓는 것은 한계가 존재함

○ 그럼에도 불구하고 정량화가 가능한 부문만을 고려하여 볼 때에는 다음과 같은 진단을 내려 볼 수 있음

- 첫째, 현재까지의 유가 급등만으로는 오일쇼크가 발생하지 않을 것으로 판단됨
 - 만약 국제 유가 상승세가 현 수준에서 그치고 하반기에 하향 안정화될 경우 3차 오일쇼크 가능성은 높지 않음
 - 최근 유가 상승 추세는 실질 유가 수준, 유가 상승률 요건은 충족되고 있으나, 유가 급등 지속 기간 요건에는 미달하고 있는 것으로 판단됨
 - 고유가 지속 기간이 1·2차 오일쇼크 수준에 이르기 위해서는 최소 올해 말까지는 유가 상승 추세가 지속되어야 함
- 둘째, 국제유가 수준이 올해 하반기까지 추가 상승세를 지속할 경우 오일쇼크 발생 가능성이 크게 증대될 것으로 예상됨
 - 2008년 세계 경제의 원유 의존도가 오일쇼크 수준에 이를 것으로 예상됨
 - 다만 오일쇼크 이후로 세계 경제의 소프트화가 크게 진전이 되어, 오일쇼크 수준과 동일한 충격이 발생할 경우 유가 급등이 세계 경제에 미치는 영향은 1·2차 오일쇼크 수준을 넘어서지 않을 것으로 예상됨

4. 3차 오일쇼크 발생시 한국 경제에 미치는 영향

1) 3차 오일쇼크가 세계 경제에 미치는 영향

- 최근 유가 급등으로 스태그플레이션(인플레이션을 동반하는 성장둔화) 가능성이 높아지고 있음
 - 이미 국제 유가 급등으로 원유가격 뿐만 아니라 기타 국제 원자재 가격을 동반 상승시켜 글로벌 인플레이션이 유발되고 있음
 - 국제 유가 급등은 선진국들의 내수 위축을 유발하여 성장을 급속하게 둔화시키고, 이는 다시 교역 경로를 통해 중후진국 성장률마저 하락하게 될 것임
 - 따라서 하반기에도 국제 유가 급등세가 지속된다면 선진국들의 내수 경기 둔화와 중후진국들의 수출 부진이 가시화되어, 세계 경제 전체의 성장 및 교역 부진이 불가피할 것으로 예상됨
 - 다만 아직 미국을 제외하고 다른 선진국들이나 중후진국들의 경제 성장세가 약화되는 현상은 발견할 수 없음

2) 3차 오일쇼크가 한국 경제에 미치는 영향

- 유가 상승의 한국 경제에 대한 파급 경로
 - 국제 유가가 지속적으로 상승할 경우 직접적으로 원유 수입 단가 상승에 의한 경상수지 악화가 예상
 - 간접적으로는 국내 물가 불안에 의한 소비 침체와, 내수 및 대외 수요 부진에 의한 기업의 투자 침체 발생
 - 따라서 원유 수입 급증에 의한 경상수지 악화, 인플레이로 인한 내수 부진으로 국내 경제성장률이 하락할 것으로 전망됨

- 하반기 국제 유가 수준이 기간 평균 150달러(연평균 125달러)일 경우 연간 성장세가 잠재성장률 수준을 크게 하회, 하반기 평균 200달러(연평균 150달러)일 경우 성장률 2.5%, 물가상승률 8.9%의 오일쇼크 발생
 - 유가 안정 시나리오 : 현대경제연구원의 지난 5월 하반기 경제 전망 자료에서 언급된 대내외 경제 여건들이 변하지 않는다는 가정 하에, 2008년 연평균 국제 유가(두바이유 기준)가 상반기 평균 정도인 배럴당 100달러를 유지
 - 2008년 경제성장률은 4.9%, 소비자물가 상승률 3.8%, 경상수지는 10억 달러의 적자를 기록할 것으로 예상
 - 고유가 시나리오 : 이를 기준으로 현대경제연구원의 ‘국제유가 충격 모형’에 근거할 때, 하반기 평균 유가가 배럴당 150달러(연평균 125달러)를 가정
 - 연간 경제성장률은 3.7%로 잠재성장률을 상당폭 하회하고, 소비자물가 상승률은 연간 6.5%, 경상수지는 약 70.5억 달러의 적자가 전망됨
 - 3차 오일쇼크 시나리오 : 가능성은 높지 않지만 하반기 유가 평균이 배럴당 200달러(연평균 150달러)를 보일 경우를 상정
 - 경제성장률은 2.5%, 소비자물가 상승률 8.9%, 경상수지는 약 180억 달러의 적자를 기록할 것으로 예상

국제 유가 수준별 2008년 국내 거시 경제 변수에 미치는 영향

국제유가 (기간평균)	2008(E)						비 고	
	성장률		물가상승률		경상수지			
	연간	하반기	(%)	하반기	(%)	하반기		(억불)
100	100	4.9	4.5	3.8	3.5	-10.0	50.0	- 하반기 유가 안정 - 잠재성장률 수준 성장
125	150	3.7	2.0	6.5	9.0	-70.5	-10.5	- 고물가, 내수 부문 둔화 - 세계교역량 위축, 수출 경기 하강
150	200	2.5	-0.2	8.9	13.8	-180.4	-120.4	- 오일쇼크 수준 인플레이, 내수 침체 - 세계 불황, 수출 경기 급랭

주 : 상반기 두바이 유가 평균을 배럴당 약 100달러 수준(6월 18일 현재까지 102.4달러).

5. 정책적 시사점 및 기업의 대응 방안

1) 정책적 시사점

○ 에너지 이용 효율성 제고를 위한 경제산업 구조 개선

- 省에너지 산업 비중 확대 : IT 산업, 제조업 지원 서비스업, 관광업 등과 같이 골똥 없는 산업에 대한 적극적인 육성책 마련 및 실효성 있는 추진이 절실함
- 중화학 공업의 에너지 이용 효율성 제고 : 에너지 다소비 산업의 에너지 소비를 억제하기 위해, 전력, 공업용 연료 등과 같은 에너지 투입계의 절감 정도에 따르는 인센티브 도입(세제 감면, 수년간 세무 조사 면제)

○ 신재생 대체 에너지 개발 사업 확대

- 신재생 에너지 연구에 대한 R&D 투자 확대 : 화석 연료의 고갈에 대비하는 지속적인 대체에너지 개발 추진과 기업과의 공동 연구 확대
- 관련 연구 인력 확충 : 특히 대체 에너지 개발 연구와 사업 관련 전문 인력이 부족한 현실을 감안하여, 대학 내 관련 학과 확대, 전문 교육 기관 설립 등의 노력이 필요

○ 경제성장률 급락을 막기 위한 내수 경기 급랭 방지

- 상반기 재정 조기 집행, 추경 편성 등의 적극적인 재정 지출 확대
 - 국내 높은 인플레이 압력으로 운용의 폭이 제한적인 통화정책보다는, 상반기 재정 조기 집행과 하반기 추경 편성을 통한 재정 지출 확대 정책 등을 통해 경기 하강 속도를 완만한 수준으로 유지할 필요가 있음
- 투자 침체를 방지하기 위한 패키지형 투자 활성화 정책 시행
 - 기업 관련 규제 완화 : 투자 관련 행정 절차 간소화, 출생제 폐지, 수도권 규제 합리적 완화 등이 요구됨

- 세계 지원 : 법인세율 인하, 법인세 이중 과세 금지, 투자세액공제 기한 연장 등을 통해 기업 투자 심리 회복과 투자 여력을 확충시켜야 할 것임
- 기업인의 사기 진작 : 기업 활동의 이윤 창출 목적과 기업가의 소유권 보호 중시, 사외이사 및 이사회 역할에 대한 정책 및 일반 인식 개선, 경제 교육 강화 등이 필요함
- 노사 관계 안정 : 정부는 불법 노사 분류시 엄정한 대처를 통해 범치주의를 확립해야 하며, 노사간 자율 교섭 문화 정착을 유도하기 위한 적극적인 노력도 경주해야 할 것임
- 외국인 주거 인프라 개선 : 외국인 투자자 전용 특구를 조성하여 국내 거주 외국인 투자 기업들이 경영 애로 사항으로 지적하고 있는 도로 체증, 의료 환경, 한국 고유의 임대차 제도 등을 개선해야 할 것임

○ 경제 심리 침체 방지를 위한 국내 물가 안정

- 단기적으로는 소비자들의 체감 경기 급랭을 방지하기 위하여 시장 지향적 물가 안정 노력이 요구됨
- 공공 서비스 요금 인상 억제, 가격이 급등하고 있는 수입 농산물 및 공산품에 대한 관세 인하 등을 통한 가계 체감 물가의 안정화 노력이 요구됨
- 중장기적으로 경제 내 효율성 제고를 통해 불필요한 인플레이 압력을 제거해야 할 것임
- 농산물 유통 체계의 단순화, 물류 부문의 유류 지원금 규모 확대 등을 통해 물류유통 비용이 과도하게 소비자 가격에 전가되는 것을 막아야 할 것임
- 환율의 방향성보다 급등락 방지에 주력하는 외환 시장 정책이 필요함
- 외환위기 이후 환율 상승의 수출 가격 경쟁력 제고 효과보다는 국내 물가를 자극하여 내수 부진을 유발하고는 부작용이 더 큰 점에 유의
- 따라서 외환 시장 정책은 환율이 시장의 근본적인 수급 상황을 반영하면서도, 환율의 방향성보다는 변동성을 완화시키는 데에 주력해야 할 것임

2) 기업의 대응 방안

○ 수익성 악화에 대응한 비상 경영 체제 구축

- 유가 급등으로 인한 생산 원가 상승에 대비하여 유가 수준 단계별 비상 계획 (Contingency Plan)을 수립하고, 각 부서의 실행 능력을 점검해야 할 것임
- 원가 관리 시스템 구축, 全社的인 사내 비용 절감 캠페인 실시, 재고 관리의 효율성 증대 등과 같은 비용 절감 노력이 필요함

○ 원자재 가격 변동 리스크 축소를 위한 원자재 구매의 효율성 확보

- 유가 상승은 원자재 가격 상승으로 이어질 것이므로 상품 선물 시장 등을 통해 원자재 가격 변동에 따르는 위험을 분산할 수 있는 헷지 전략을 실천
· 이를 위해서는 관련 전담 부서의 설치, 전문 인력의 영입 및 사내 육성 등과 같은 구체적인 노력이 선행되어야 함
- 원자재 조달의 안정성 확보 : 주요 원자재에 대한 중장기 조달 계획 수립, 원자재 구매시 장기공급계약 확대 적극적 대응이 필요

○ 세계 경기 침체에 대한 선제적 해외 마케팅 능력 제고

- 적극적인 해외 진출 : 국내 생산 비용 급증 압박을 해소하기 위해 동남아시아 중남아시아 신흥 공업국으로 진출 도모
- 세계 경기 침체로 인한 주요 해외 시장의 수요 위축이 예상되므로 수요 변화에 적시 대응이 가능한 해외 현지 부서의 분석 및 마케팅 능력 강화가 요구

○ 시장 수요 위축에 대비한 제품 비가격 경쟁력 강화

- R&D 투자 확대 : 경영 여건이 악화되더라도 미래의 기업 신성장 동력이 될 수 있는 고부가가치 제품 개발을 위한 R&D 투자 확대가 요구됨
- 핵심 기술 확보 : 선진 업체와의 기술 제휴, 전문 부품 업체 육성 지원, 글로벌 판매·연구개발 체제 구축 등으로 핵심 기술을 확보하는 노력이 필요함

주원 연구위원 (3669-4024, juwon@hri.co.kr)

▲ 현대증권 ▲ 現代經濟研究院

금융빅뱅 인사이트 | 08-11(통권20호)