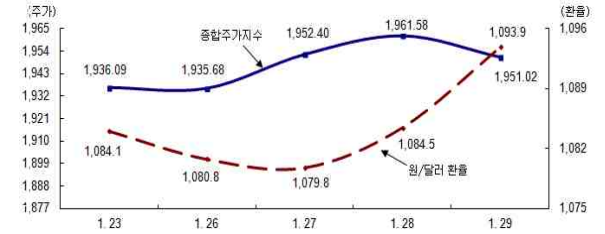




■ 취약 신흥국 외환위기 발생 가능성과 국내경제 파급영향

週間 主要 經濟 指標 (1.23~1.29)



Better than
the Best!

차 례

주요 경제 현안	1
□ 취약 신흥국 외환위기 발생 가능성과 국내경제 파급영향	1
주요 국내외 경제지표	17

□ 본 자료는 CEO들을 위해 작성한 주간별 경제 경영 주요 현안에 대한 설명 자료입니다.
□ 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재하시기 위해서는 본 연구원의 허락을 얻어야 하며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

□ 총괄 : 한 상 완 연구총괄본부장 (2072-6230, swhan@hri.co.kr)
□ 경제연구본부 : 최 성 근 연구위원 (2072-6223, csk01@hri.co.kr)
□ 경제연구본부 : 홍 준 표 연구위원 (2072-6214, jphong@hri.co.kr)

Executive Summary

□ 취약 신흥국 외환위기 발생 가능성과 국내경제 파급영향

■ 개요

최근 국제유가가 배럴당 40달러 수준으로 급락하면서 일부 산유국과 펀더멘털이 취약한 신흥국의 외환위기 발생 가능성이 고조되고 있다. 특히 베네수엘라 등 일부 산유국에서 외환위기가 발생할 경우, 다수의 취약한 신흥국들로 위기가 확산되어 '도미노 외환위기'가 발생할 가능성마저 우려되고 있다.

■ 취약 신흥국 외환위기 발생 가능성 진단

분석 방법 : 각국의 외환위기 대응에 필요한 '필요 외환보유액'을 BIS(국제결제은행)기준을 포함한 3개 항목(경상거래, 자본거래, 외국인투자자금)을 종합하여 추정하고, 이를 현재 각 신흥국의 외환보유고 규모와 비교하였다. 필요 외환보유액보다 외환보유고가 많으면 외환위기 가능성이 낮고, 필요 외환보유액보다 외환보유고가 적으면 외환위기 가능성이 높은 것으로 평가하였다.

1) 위기 산유국 (베네수엘라, 러시아)

베네수엘라는 외환위기 발생 가능성이 매우 높고, 저유가 지속시 러시아의 외환위기 발생 가능성도 높아지는 것으로 나타났다. 2015년 국제유가가 각각 연평균 60달러와 30달러 수준으로 하락할 것으로 가정할 때, 베네수엘라 무역수지는 약 300억 달러~550억 달러 감소하고, 러시아 무역수지는 1,400억 달러~2,600억 달러 감소하여 유가 하락으로 인한 충격이 상당할 것으로 보인다. 한편 베네수엘라는 외환위기 대응에 필요한 '필요 외환보유액'이 총 679억 달러이나, 현재 외환보유고는 221억 달러(0.33배)에 불과하여 외환위기 발생 가능성이 매우 높은 것으로 판단된다. 더욱이 저유가 지속시 외환보유고는 179억 달러(0.26배)까지 떨어질 것으로 추정되며 이 경우 외환위기 발생 가능성은 더욱 높아질 것으로 보인다. 러시아는 '필요 외환보유고'가 3,400억 달러로 현재 외환보유고인 3,855억 달러보다 적어 현재로서는 외환위기 발생 가능성이 낮아 보인다. 하지만 저유가 지속시 2015년 외환보유고는 2,586억 달러까지 감소할 것으로 예상되며, 향후 외환위기 발생 가능성을 배제할 수 없는 것으로 평가된다.

2) 취약 신흥국 (우크라이나, 아르헨티나, fragile-5)

취약 신흥국 중 우크라이나가 외환위기 발생 가능성이 가장 높은 것으로 나타났다. 우크라이나의 위기 대응에 요구되는 '필요 외환보유액'은 1,818억 달러이나, 현재 외환보유고는 100억 달러(0.06배)에 불과하여 외환위기 발생이 신흥국가 중 가장 높은 수준으로 평가된다. 한편 아르헨티나의 '필요 외환보유액'은 788억 달러인데 반해 현재 외환보유고는 289억 달러(0.37배)로 아르헨티나 역시 외환위기 발생 가능성이 매우 높은 것으로 판단된다. 한편 **Fragile-5** 중 브라질과 인도는 외환위기 발생 가능성이 낮은 반면, 터키, 인도네시아, 남아공의 외환위기 가능성은 높은 것으로 나타났다. 인도와 브라질의 외환위기 대응시 요구되는 '필요 외환보유액'이 각각 3,543억 달러, 3,958억 달러이며, 현재 외환보유고는 이보다 0.95배, 0.89배 수준이다. 이는 외환보유고가 위기 대응에 필요한 규모보다 다소 부

족하지만, 그 차이가 크지 않아 외환위기 발생 가능성이 상대적으로 낮다고 볼 수 있다. 반면, 인도네시아, 터키, 남아공의 경우 '필요 외환보유액'보다 현재 외환보유고 규모가 각각 0.53배, 0.43배, 0.33배이다. 이는 필요 외환보유액보다 외환보유고가 매우 부족한 상황이며, 외환위기 발생 가능성이 높다고 볼 수 있다.

< 외환위기 발생 가능성 종합 판단 >

	국가	외환보유고 (A, 억달러)	필요 외환보유액 (B, 억달러)	A/B (배)
위기산유국	베네수엘라	221 (179)	679	0.33 (0.26)
	러시아	3,855 (2,586)	3,400	1.13 (0.76)
취약신흥국	우크라이나	100	1,818	0.06
	아르헨티나	289	788	0.37
	인도	3,156	3,543	0.89
	인도네시아	1,120	2,104	0.53
	브라질	3,754	3,958	0.95
	터키	1,323	3,056	0.43
	남아공	487	1,489	0.33

자료 : 현대경제연구원. 주 : () 은 저유가 지속시 줄어든 외환보유고 추정액과 비율임.

■ 신흥국 외환위기 발생시 국내경제 파급영향

먼저 베네수엘라, 우크라이나 등 외환위기가 2~3개 정도 국가에 국한되어 발생할 경우 국내경제 파급영향은 미미할 것으로 보인다. 반면 도미노 외환위기로 확산되면서 글로벌 경기침체로 이어질 경우, 국내경제 파급 영향은 상당할 것으로 보인다. 위기 산유국과 취약한 신흥국에 대한 직접 수출 감소 효과와 글로벌 경기침체에 따른 간접 수출 감소 효과(對 세계수출)를 고려할 때, **우리나라 총수출은 2014년 대비 약 9.1% 감소할 것으로 추정된다.** 또한 총수출의 9.1%가 감소하면, 외화기득물(52%)을 고려할 경우, **2015년 국내경제 성장률은 2.0%p 하락할 것으로 추정된다.**

2014년 대비 2015년 총수출 감소		2015년 경제성장률 하락
합계	△총수출 9.1% (△522억 달러)	
직접 수출 감소	△직접 수출 17.7% (△102억 달러)	
간접 수출 감소	△간접 수출 9.4% (△420억 달러)	△2.0%p

■ 시사점

신흥국 외환위기 발생 가능성에 대비하여 첫째, 각 신흥국의 지정학적 리스크와 경제 및 금융 시장에 대한 모니터링을 강화해야 한다. 둘째, 신흥국 외환위기 확산에 따른 단기적인 외환시장의 변동성 확대에 대비해야 한다. 셋째, 국내 금융시장의 안정성을 제고하는 한편 선진국과의 통화 공조 등을 통해 외환시장의 안정성을 제고해야 한다. 넷째, 각 신흥국과 및 유럽에 대한 수출 부진에 대비한 시장다변화 및 대체 수출 시장 확보 등이 필요하다.

1. 개요 및 연구 방법

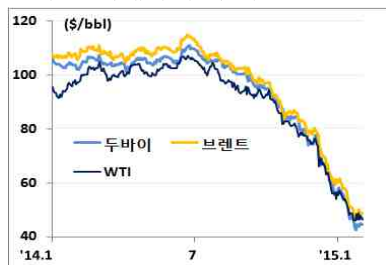
○ 최근 유가 하락의 여파가 확산되면서 일부 산유국가와 펀더멘털이 취약한 신흥국가의 외환위기 발생 가능성 제기

- 국제유가의 급락 등으로 신흥국과 일부 산유국의 경제 위기가 고조
 · 최근 국제유가가 전년초 대비 약 53% 급락(3개 유종 평균)하면서 베네수엘라의 CDS 프리미엄이 6,000bp대로 급등하고, 우크라이나도 2,000bp 수준 초과
 · 러시아는 유가 하락 충격으로 외국인 투자자금이 유출되고 루블화가 급락하면서 제2의 모라토리엄 발생 위기마저 대두

- 향후 미국 기준금리 인상이 예고되면서 경제 펀더멘털이 취약한 신흥국가들의 도미노 외환위기 발생 가능성
 · 지난 미국의 양적완화 축소시 경제 펀더멘털이 취약하다는 평가를 받았던 브라질 등 Fragile-5의 금융 및 경제 불안 지속
 · 일부 산유국의 위기가 신흥국으로 전이될 경우, 그 여파가 취약한 신흥국가의 연쇄적인 도미노 외환위기로 확산될 가능성
 · 특히 2015년 미국 기준금리 인상시 펀더멘털이 취약한 신흥국 금융시장과 경제에 충격이 커질 경우 신흥국발 도미노 외환위기 발생 가능성도 배제할 수 없는 상황

- 본고에서는 일부 산유국가와 취약한 신흥국가들의 외환위기 발생 가능성을 진단해보고, 외환위기 발생 시 국내경제 파급영향을 분석하고자 함

<최근 국제유가 추이 2014~15>



자료 : 한국석유공사.

<주요 신흥국 최근 CDS프리미엄>



자료 : Bloomberg.
 주 : CDS프리미엄은 2015년 1월 22일 기준.

○ (연구 방법) 신흥국 중 취약한 9개국을 선정하여 위기 대응에 필요한 외환보유액과 현재 외환보유고를 비교하여 위기 발생 가능성을 진단

- 외환위기 개념 : 외환위기란 한 국가의 적자누적 및 금융부실 등으로 해외차입이 어려워지고, 외국자본 유출 등으로 대외채무 상환에 필요한 외환이 부족한 부도 상황에 처하는 것을 의미
 · 통상 정부채의 CDS 프리미엄이 400bp 수준을 초과하게 되면 발행 채권의 차환(roll-over)이 힘들어져 해외 자본 조달에 문제 발생하며 외환위기 발생 가능성이 높아짐

- 분석 대상국가 : 국제유가 하락으로 경제 위기를 겪고 있는 산유국과 펀더멘털이 취약한 신흥국가 9개국

· 위기 산유국 : 국제 유가 충격으로 경제위기가 고조되고 있는 산유국 중 최근 CDS 프리미엄이 400bp를 초과한 러시아, 베네수엘라 2개국 선정
 · 취약 신흥국 : 최근 지정학적 위기 등으로 경제침체가 심각한 신흥국 중 최근 CDS 프리미엄이 400bp를 초과한 국가 우크라이나, 아르헨티나) 2개국 선정
 · Fragile-5) : 이외에 미국 기준금리 인상 등의 여파로 경제 불안 우려가 지속적으로 제기된 인도, 인도네시아, 브라질, 터키, 남아프리카공화국 신흥 5개국을 취약 신흥국에 포함

- 취약한 신흥국의 외환위기 발생 가능성을 진단하기 위해 각국의 외환보유고를 대상으로 분석하고자 함

· 외환위기는 또한 단기간에 발생한 환율의 급락을 의미하기도 하며³⁾, 외환보유고가 충분하면 외환위기 발생을 억제할 수 있음
 · 외환보유고는 긴급한 외환수요에 대응하기 위한 최종적인 대외지급준비자산이며 외환시장 안정과 국부의 보존 및 증식의 기능도 수행⁴⁾

1) 그리스는 CDS프리미엄이 400bp를 초과하나 신흥국 범주에 포함되지 않고, 유로존에 속하여 다른 신흥국과 외환위기 발생 구조가 전혀 다르기 때문에 분석에서 제외하였으며, 이외에 키프로스, 파키스탄 등도 CDS 프리미엄이 400bp를 초과하나, 본고의 연구 취지와 달라 분석대상에서 제외하였음.
 2) 미국의 테이퍼링(양적완화 축소)이 시작되면서 모건스탠리는 인도, 인도네시아, 브라질, 남아프리카공화국, 터키를 미국 통화정책 변동에 노출이 심한 국가로 선정해 '5대 취약국(fragile-5)'으로 지목한 바 있다.
 3) Kaminsky, Gabriela L., and Carmen M. Reinhart, 1999, "The Twin Crises : The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problem", *American Economic Review*; Vol. 89, No. 3, pp.473-500. | 송치영, 2005, "동아시아 외환위기 예측모형", 「대외경제연구」 제9권, 제1호, pp.153-189.
 4) 한국은행, 2008, 외환보유액의 이해와 운용전략.

· 환율이 기초경제여건으로부터 과도하게 벗어나거나 투기적 공격대상이 되는 경우 환율을 방어하기 위해 사용됨

- 분석 방법 : 경상거래 기준(3개월 수입액), 자본거래 기준(유동외채 규모), 경험적 기준(외국인자본 투자자금)을 고려한 '필요 외환보유액'과 현재 보유한 '외환보유고' 규모를 비교하여 외환위기 발생 가능성 여부를 진단

- '경상거래 기준'은 통상 국가 간 교역에 있어서 최소한 3개월치 경상거래 지출 규모의 외환이 필요하다는 기준⁵⁾
- '자본거래 기준'은 최소한 1년 이내에 만기가 돌아오는 장·단기 외채를 상환할 수 있는 외환보유고를 확보해야 한다는 근거에서 산정⁶⁾
- '경험적 기준'은 해당 시점의 외국인 포트폴리오 투자자금(주식+채권)의 약 1/3 수준이 유출될 가능성을 감안하여 외환보유고를 확보해야 한다는 기준⁷⁾
- 최근에는 세계금융시장의 통합 및 자본유통속도의 진전으로 외환위기 발생을 방어하는데 필요한 기준으로 3가지 기준을 모두 고려

- 상기 3가지 기준에 근거하여 산정된 '필요 외환보유액'보다 현재 외환보유고 규모가 더 작으면 외환위기 발생 가능성이 높고, 현재 외환보유고 규모가 더 크면 외환위기 발생 가능성이 낮은 것으로 평가⁸⁾

5) IMF, 1953, "The Adequacy of Monetary Reserve", IMF Staff Papers 3, pp. 181-227(October).
 6) Greenspan, A., 1999, "Currency Reserves and Debt", Remarks. World Bank Conference on Recent Trends in Reserve Management. (April 29). Guidotti, P., 1999, Reforming the International Monetary and Financial System. IMF.
 7) BIS 기준으로 불리우는 Wijnholds와 Kapteyn의 '투자자금 유출' 기준은 해외 투자자금의 이동 자유화를 고려하여 위기발생시 갑작스런 유출이 가능한 도피자본(capital flight)에 해당하는 액수를 고려함. 해당 시점의 외국인 포트폴리오 투자자금(주식 + 채권) 중 즉 투자자금의 1/3 수준이 유출될 수 있다는 불안 요인을 감안하여 외환보유고를 확보해야 한다는 근거에서 산정 Wijnholds, J. O. B. and A. Kapteyn., 2001, "Reserve Adequacy in Emerging Market Economies", IMF Working Paper 01/143(September).
 8) 외환보유고를 통한 평가에서 외환위기 발생 가능성이 높다는 것이 반드시 외환위기 발생을 의미하지는 않으며 이는 외부의 지원 및 유가 상승 등 여건 변화에 따라 상황 변화가 얼마든지 존재하기 때문임. 다만, 본고에서는 현시점에서 취약한 신흥국가를 중 어떤 국가가 상대적으로 외환위기 발생 가능성이 높은지를 진단하는데 연구의 목적을 두고 있음.

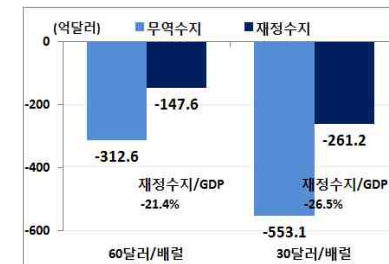
2. 취약 신흥국 외환위기 발생 가능성 진단

1) 위기 산유국 (베네수엘라, 러시아)

○ (베네수엘라) 최근 유가하락으로 인한 재정 및 경상수지 손실도 매우 크며, 외환위기 발생 가능성이 매우 높음

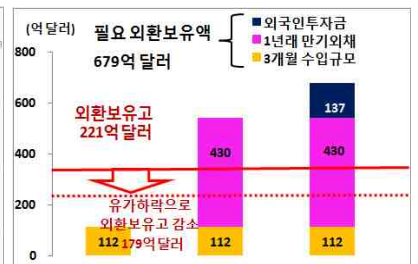
- 원유에 대한 의존도가 높아 유가 하락에 따른 재정, 무역수지 충격 우려
 - 베네수엘라는 수출의 90%, 재정수입의 60%를 원유에 의존하고 있어 유가 하락세가 지속될 경우 무역수지와 재정수지 타격이 예상
 - 2015년 국제유가가 배럴당 연평균 60달러, 30달러로 하락하면 무역수지 흑자는 기존 전망치(530억 달러)¹⁰⁾보다 각각 313억 달러, 553억 달러 감소할 전망
 - 재정수지는 60달러, 30달러 하락시 각각 148억 달러, 261억 달러 감소하여 기존의 GDP대비 재정수지도 -14.9%에서 -21.4%, 26.5%로 하락할 전망
- 현재 외환보유고는 위기대응에 필요한 외환보유액보다 크게 부족하며, 저유가 지속시 이에 따른 외환 보유고 감소마저 우려
 - 경상거래 기준 : 최근 3개월간(2013년 3개월 평균 합) 수입액 112억 달러
 - 자본거래 기준 : 유동외채 (단기외채 + 1년 만기도래 장기외채) 430억 달러
 - 경험적 기준 : 외국인 포트폴리오 투자규모 1/3인 137억 달러
 - 외환보유고 : 현재 외환보유고(221억 달러)는 상기 3개 기준을 종합한 679억 달러에 비해 458억 달러 부족
 - 특히 저유가에 따른 충격 지속시 외환보유고가 줄어드는 효과를 고려할 때 2015년 베네수엘라 외환보유고는 약 179억 달러 수준으로 감소 예상¹¹⁾

<유가하락에 따른 무역 및 재정수지 손실>



자료 : Bloomberg, IMF 자료를 기초로 현대경제연구원 자체 추정.

<베네수엘라 외환보유고와 필요 외환보유액>



자료 : Bloomberg, IMF 자료를 기초로 현대경제연구원 자체 추정.

9) KOTRA, 한국수출입은행.
 10) IMF, World Economic Outlook. 2014. Oct.
 11) 베네수엘라 유가 하락기('97년~'98년, '00~'01년, '08~'09년)에 외환보유고는 평균 18.8% 감소하였으며, 2015년 유가 하락 지속시 베네수엘라 외환보유고는 221억 달러에서 179억 달러로 감소할 예상.

○ (러시아) 외국인자금 유출 및 만기외채 규모 등이 외환보유액보다 적어 저유가 충격 지속시 외환위기 발생 가능성 존재

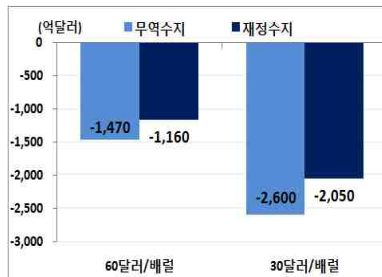
- 러시아 수출과 재정의 상당부분을 원유 수출에 의존하고 있어 유가 하락에 따른 경제 충격이 커질 우려

- 러시아는 석유관련 제품의 수출이 재정수입의 50%, 총수출의 67%를 차지하는 구조로¹²⁾ 유가 하락세가 지속될 경우 무역수지와 재정수지 타격이 예상
- 2015년 국제유가가 연평균 배럴당 60달러 및 30달러로 하락할 경우 2015년 러시아 재정수지 적자는 각각 1,160억 달러 및 2,050억 달러 증가 전망
- 2015년 국제유가가 연평균 배럴당 60달러 및 30달러로 하락할 경우 2015년 러시아 무역수지 흑자는 각각 1,470억 달러 및 2,600억 달러 감소 전망

- 필요 외환보유액보다 외환보유고가 많아 외환위기 발생 가능성은 낮지만, 유가하락 충격 지속에 따른 외환위기 가능성 높아질 것으로 판단

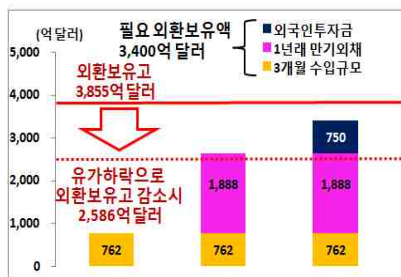
- 경상거래 기준 : 최근 3개월간(7월~11월) 수입액 762억 달러
- 자본거래 기준 : 유동외채 (단기외채 + 1년 만기도래 장기외채) 1,888억 달러
- 경험적 기준 : 외국인 포트폴리오 투자규모 1/3인 750억 달러
- 외환보유고 : 현재 외환보유고(3,855억 달러)는 3개 기준을 종합한 3,400억 달러보다 많아 외환위기 발생 가능성이 낮은 것으로 평가
- 다만, 저유가 충격이 지속되면 2015년 러시아 외환보유고는 약 2,586억 달러 수준으로 감소할 것으로 예상되며, 이 경우 외환보유고가 필요 외환보유액보다 부족하여 외환위기 발생 가능성이 높아지게 됨¹³⁾

<유가 충격에 따른 무역 및 재정 수지 손실>



자료 : Bloomberg, IMF 자료를 기초로 현대경제연구원 자체 추정.

<러시아 외환보유액과 필요 외환보유액>



자료 : Bloomberg, IMF 자료를 기초로 현대경제연구원 자체 추정.

12) 자료 : US Energy Information Administration.

13) 러시아는 유가 하락기('97.10월~'98.12월, '08.6월~'09.2월, '14.6월~'15.1월)에 외환보유고는 평균 32.9% 감소하였 으며, 2015년 유가 하락 지속시 이를 적용할 때 러시아 외환보유고는 3,855억 달러에서 2,586억 달러로 감소 예상.

2) 취약 신흥국 (우크라이나, 아르헨티나, fragile-5)

○ (우크라이나) 성장률 침체 및 경제난이 심각한 가운데 외환보유고도 크게 부족한 상황으로 외환위기 발생가능성이 매우 높음

- 우크라이나 경제는 러시아 가스공급 중단과 동부지역 내전 장기화로 심각한 타격을 받고 있으며, 고물가와 고실업으로 경기침체 장기화 우려

- 2013년 0%의 성장에 이어서 2014년 -6.5%로 경기 침체 장기화. 실업률도 10%에 달하고, 물가는 11%를 초과하여 경제난이 심각한 상황
- 재정 투입여력이 부족한 상황이며, 우크라이나 환율은 2014년 연초 달러당 8.1호리브나에서 12월말 15.7호리브나로 약 2배 급등(통화가치 급락)

- 향후 단기외채를 상환하는 것만으로도 현재 외환보유고로는 불가능할 것으로 보이며, 외환위기 발생 가능성이 매우 높은 상황

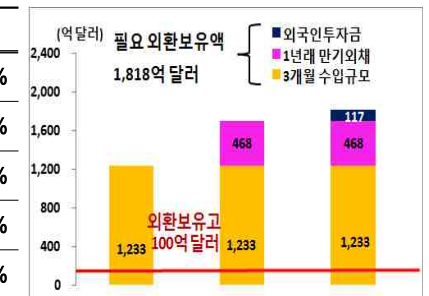
- 경상거래 기준 : 최근 3개월간(2014 8월~11월) 수입액 1,233억 달러
- 자본거래 기준 : 유동외채 (단기외채 + 1년 만기도래 장기외채) 468억 달러
- 경험적 기준 : 외국인 포트폴리오 투자규모 1/3인 117억 달러
- 외환보유고 : 현재 외환보유고(100억 달러)는 3개 기준을 종합한 1,818억 달러에 비해 6% 수준에 불과한 상황
- 외환보유고가 1년래 만기 도래 채권 규모보다 작아 만기 유예 혹은 미국 등의 자금 지원이 이뤄지지 않을 경우 외환위기 발생 가능성 매우 높음

<우크라이나 주요 경제지표 2014>

	우크라이나
경제성장률	-6.5%
물가	11.4%
실업률	10.0%
재정수지	-5.8%
경상수지	-2.5%

자료 : IMF.

<우크라이나 외환위기 발생 가능성 진단>



자료 : Bloomberg, IMF 자료를 기초로 현대경제연구원 자체 추정.

○ (아르헨티나) 경기침체와 함께 고물가·고실업으로 경제난이 심각한 상황이며, 유동외채 규모보다 외환보유고가 작아 외환위기 발생 가능성 높음

- 성장률 침체가 지속되고 있고, 고물가로 인플레이션 불안이 가중되고 있는 한편, 실업률도 상당히 높은 수준임

- 2013년 2.9%의 성장에 이어서 2014년 -1.7%로 성장률 침체가 지속
- 2014년 상반기에 헤지펀드와의 채무관계 해결이 원만하지 못해 결국 기술적 인 국가부도 상황에 이르렀으며, 이후 외국인 투자자금 유출이 심각
- GDP 대비 재정수지는 -4.5%로 재정여력이 부족한 상황이며, 경상수지 역시 원자재가격 하락으로 적자 상황이 지속

- 단기외채 규모에 비해 현재 외환보유고가 크게 작아 향후 외환위기 발생 가능성이 높을 것으로 판단

- 경상거래 기준 : 최근 3개월간(9월~11월) 수입액 160억 달러
- 자본거래 기준 : 유동외채 (단기외채 + 1년 만기도래 장기외채) 520억 달러
- 경험적 기준 : 외국인 포트폴리오 투자규모 1/3인 108억 달러
- 외환보유고 : 현재 아르헨티나의 외환보유고(289억 달러)는 상기 3개 기준을 종합한 788억 달러에 비해 499억 달러 부족함
- 특히 1년 만기 외채 규모가 외환보유고보다 커서 단기외채 상환 부담 가중 시 외환위기 발생 가능성 높음

<아르헨티나 주요 경제지표 2014>

	아르헨티나
경제성장률	-1.7%
물가	10.6%
실업률	8.8%
재정수지	-4.5%
경상수지	-0.8%

자료 : Bloomberg, IMF 자료를 기초로 현대경제연구원 자체 추정.

<아르헨티나 외환위기 발생 가능성 진단>



자료 : Bloomberg, IMF 자료를 기초로 현대경제연구원 자체 추정.

○ (Fragile-5) 인도와 브라질은 외환위기 가능성이 낮은 반면, 터키, 인도네시아, 남아공은 외환위기 발생 가능성이 높은 것으로 판단

- 거시 경제 현황 : 5개국 모두 경상수지와 재정수지 적자 상황으로 경제편 더멘탈이 취약한 상황이며, 고물가와 고실업 등으로 경제 침체 우려

- 경상수지와 재정수지 : 5개국 모두 경상 및 재정수지 적자. 터키, 남아공은 IMF의 임계치 수준¹⁴⁾을 하회하여 외화수입 및 재정 건전성 악화 우려
- 경제성장률 : 인도와 인도네시아는 5%대의 호조세이나, 나머지는 부진
- 물가와 실업률 : 통화가치 약세 등으로 6%를 넘는 고물가를 기록하고 있으며, 특히 터키와 남아공은 높은 실업률로 고용 상황 취약

- 인도 : 경상거래, 자본거래, 외국인자금 유출 3가지 기준을 고려할 때 외환위기 발생 가능성 낮음

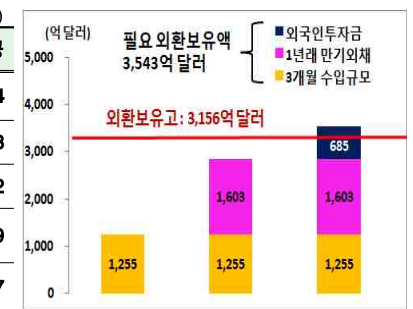
- 경상거래 기준 : 최근 3개월(2014년 9~11월) 수입액은 1,255억 달러
- 자본거래 기준 : 유동외채 규모(단기외채 + 1년 만기도래 장기외채)는 1,603억 달러
- 경험적 기준 : 외국인 포트폴리오 투자규모 1/3인 685억 달러¹⁵⁾
- 외환보유고 : 현재 외환보유고는 3,156억 달러이며, 3가지 기준을 합한 적정 외환보유액은 3,543억 달러로서 외환위기 대응에 다소 취약

<Fragile-5 주요 경제지표 2014>

	인도	인도네시아	브라질	터키	남아공
경제성장률	5.6	5.2	0.3	3.0	1.4
물가	7.8	6.0	6.3	9.0	6.3
실업률	3.6	6.1	5.5	9.5	25.2
재정수지	-2.1	-2.5	-3.9	-2.0	-4.9
경상수지	-1.7	-3.2	-3.5	-5.8	-5.7

자료 : IMF, World Bank. 인도 실업률은 2010년 기준.

<인도 외환보유고와 필요 외환보유액>

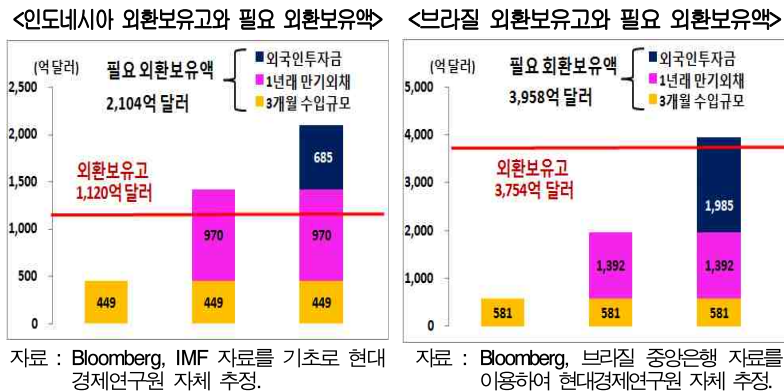


자료 : Bloomberg, 인도 중앙은행 자료를 기초로 현대경제연구원 자체 추정.

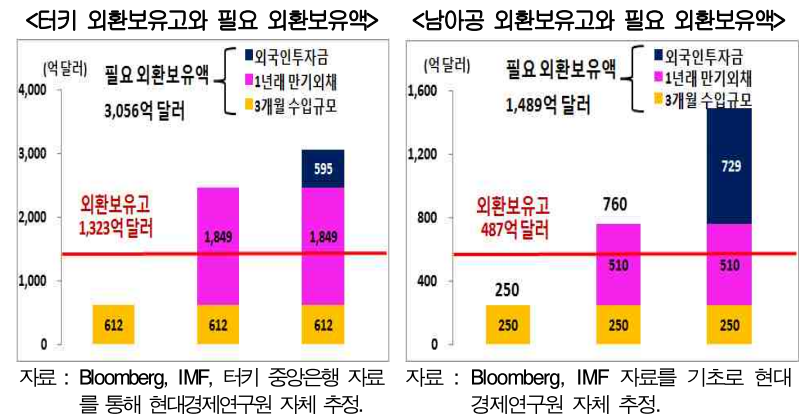
14) IMF에 따르면 재정수지는 GDP대비 -2.0%, 경상수지는 -5.0%이내에서 관리되어야 할 것을 권고하고 있으며, 이를 신흥국의 위기 판단 지표로 사용. IMF(1999), 「Financial Sector Crisis and Restructuring : Lessons from Asia, (Occasional Paper 188)」

15) 외국인포트폴리오 투자자금(보유액기준)은 각국 중앙은행 및 IMF 상의 국제투자대조표를 참고.

- 인도네시아 : 필요 외환보유액보다 외환보유고가 적어 외환위기 발생에 취약한 것으로 판단
 - 경상거래 기준 : 최근 3개월간(2014년 9월~11월) 수입액 449억 달러
 - 자본거래 기준 : 유동외채 (단기외채 + 1년 만기도래 장기외채) 970억 달러
 - 경험적 기준 : 외국인 포트폴리오 투자규모 1/3인 685억 달러
 - 외환보유고 : 현재 인도네시아의 외환보유고(1,120억 달러)는 상기 3개 기준을 종합한 2,104억 달러에 비해 984억 달러 부족함
 - 특히 경상거래와 자본거래의 2개 기준을 합한 것보다 외환보유고가 작아 외환위기에 대한 대응이 충분치 못한 것으로 판단
- 브라질 : 필요 외환보유액보다 외환보유 규모가 작아 외환위기 대응에 다소 취약할 수 있지만, 외환위기 발생 가능성은 낮음
 - 경상거래 기준 : 최근 3개월(2014년 9~11월) 수입액은 581억 달러
 - 자본거래 기준 : 유동외채 규모(단기외채 + 1년 만기도래 장기외채)는 1,392억 달러
 - 경험적 기준 : 외국인 포트폴리오 투자규모 1/3인 1,985억 달러
 - 외환보유고 : 현재 외환보유고는 3,754억 달러이며, 3가지 기준을 합한 필요 외환보유액은 이보다 적은 3,958억 달러로서 위기대응에는 다소 취약



- 터키 : 단기외채 비중이 높아 만기도래 채권 상환 또는 유예가 원활하게 되지 않을 경우 외환위기 발생 가능성 우려
 - 경상거래 기준 : 최근 3개월간(2014년 9월~11월) 수입액 612억 달러
 - 자본거래 기준 : 유동외채 (단기외채 + 1년 만기도래 장기외채) 1,849억 달러
 - 경험적 기준 : 외국인 포트폴리오 투자규모 1/3인 595억 달러
 - 외환보유고 : 현재 터키의 외환보유고(1,323억 달러)는 상기 3개 기준을 종합한 3,056억 달러에 비해 1,733억 달러 부족함.
 - 외환보유고가 1년 이내 만기 도래 채권 규모보다 작아 만기 유예가 이뤄지지 않을 경우 외환위기 발생 가능성 매우 높음
- 남아공 : 외채규모에 비해 외환보유고가 부족한 상황이며 외채 상환 또는 외국인투자자금 회수시 외환 위기 발생 우려
 - 경상거래 기준 : 최근 3개월간(9월~11월) 수입액 250억 달러
 - 자본거래 기준 : 유동외채 (단기외채 + 1년 만기도래 장기외채) 510억 달러
 - 경험적 기준 : 외국인 포트폴리오 투자규모 1/3인 729억 달러
 - 외환보유고 : 현재 남아공의 외환보유고(487억 달러)는 상기 3개 기준을 종합한 1,489억 달러에 비해 1,002억 달러 부족함.
 - 남아공 역시 1년 이내 만기 도래 채권 규모보다 작아 외채 상환 또는 만기 유예가 이뤄지지 않을 경우 외환위기 발생 우려



- 필요 외환보유액을 기준으로 볼 때 우크라이나의 외환위기 발생 가능성이 9개 대상국 가운데 가장 높은 것으로 나타남
- 우크라이나는 필요 외환보유액 대비 현재 외환보유고의 비율이 0.06배에 불과하여 신흥국 중 외환위기 발생 가능성이 가장 높은 것으로 나타남
 - 최근까지도 우크라이나 동부지역에서 지정학적 리스크가 고조되고 있어, 경기 침체와 인플레이션, 외국자본 이탈 등 경제위기가 지속될 가능성 높음
- 특히, 산유국의 경우 국제유가 하락 지속에 따른 경제 충격이 커질 가능성이 높아 외환위기 발생에 더욱 취약해질 가능성
 - 베네수엘라에 현재에도 외환위기 발생가능성이 높을 뿐만 아니라 유가 하락 충격에 따른 경제 침체 우려가 심각한 상황
 - 러시아는 현재 위기대응에 필요한 외환보유액보다 많은 외환보유고를 갖고 있으나, 유가 하락 충격이 지속될 경우 외환보유고가 줄어들면서 필요 외환보유액의 0.76배 수준으로 감소할 가능성
 - 따라서 지정학적 리스크와 함께 서방의 경제제재 지속에 따른 경기 침체로 향후 러시아의 외환위기 발생가능성을 가능성을 배제할 수 없음¹⁶⁾

< 외환위기 발생 가능성 종합 판단 >

	국가	외환보유고 (A, 억달러)	필요 외환보유액 (B, 억달러)	A/B (배)
위기산유국	베네수엘라	221 (179)	679	0.33 (0.26)
	러시아	3,855 (2,586)	3,400	1.13 (0.76)
취약신흥국	우크라이나	100	1,818	0.06
	아르헨티나	289	788	0.37
	인도	3,156	3,543	0.89
	인도네시아	1,120	2,104	0.53
	브라질	3,754	3,958	0.95
	터키	1,323	3,056	0.43
	남아공	487	1,489	0.33

자료 : 현대경제연구원.

주 : ()은 저유가 지속시 줄어든 외환보유고 추정액과 배율임.

16) IMF는 2015년 전망에서 유가하락 등으로 인하여 경제 침체로 2015년 러시아의 경제성장률을 기존의 0.5%에서 무려 -3.5%p 낮춘 -3.0%로 전망하였음. IMF, World Economic Outlook, 2015. Jan.

3. 신흥국 외환위기 발생시 국내경제 파급영향

- 일부 신흥국에 외환위기가 국한될 경우 국내경제 영향은 미미하나, 신흥국의 도미노 외환위기가 글로벌 경기침체로 이어질 경우 국내경제에 큰 충격을 미칠 것으로 우려됨
- 일부 신흥국에 위기 국한시 : 국내경제 파급 영향은 제한적이며, 국내 금융시장으로 외국인 자금이 유입되며 원화가치 상승 예상
 - 우크라이나, 베네수엘라 등 외환위기 발생 가능성이 가장 높은 국가에서 외환위기 발생시 일시적인 금융시장의 변동성 발생
 - 실물부문에서는 이들 국가의 경제규모도 작고, 교역 등 경제교류 역시 미미하여 국내경제에 미치는 영향은 거의 없을 것으로 예상
 - 금융부문에서는 일부 신흥국의 외환위기 발생으로 유출된 외국인 투자자금이 안정된 국내 금융시장으로 유입되며 원화가치 상승이 예상
- 취약 신흥국 도미노 외환위기 발생시 : 글로벌 경기 침체로 이어져 對세계 수출 감소 및 국내경제 성장률 하락 우려
 - 신흥국의 도미노 외환위기가 발생하게 되면 해당국가에 대한 수출 감소는 물론 글로벌 경기 침체와 세계 교역 감소에 따른 對세계 수출 감소 예상
 - 한편 금융부문에서는 신흥국의 연쇄적인 도미노 외환위기 발생시 국내 금융시장에서도 외국인자금 유출 및 원화가치 하락 등이 예상

< 신흥국 도미노 외환위기 발생시 국내경제 파급 경로 >



자료 : 현대경제연구원.

- (국내경제 파급 영향) 신흥국의 도미노 외환위기 발생시 실물부문에서는 수출 감소 및 경제성장률 하락이 우려되며, 금융부문에서는 외국인 자금 유출 등으로 주가와 원화 가치 하락 우려
- 실물 부문 : 9개 신흥국에 대한 직접 수출 및 對세계수출이 감소하면서 우리나라의 총수출은 약 9.1% 감소하고, 이로 인해 국내경제 성장률은 약 2.0%p 하락할 것으로 추정
 - 직접 효과 : 취약한 9개 신흥국의 도미노 외환위기 발생으로 이들에 대한 직접 수출은 과거 외환위기와 미국 금리인상 시기의 수출증가율을 고려하여 추정하였을 때 약 102억 달러 감소할 것으로 예상
 - 간접 효과 : 신흥국의 도미노 외환위기 발생으로 글로벌 경기 둔화 및 교역 부진이 심화될 것으로 예상. 이 경우 우리나라의 대세계 수출은 약 420억 달러 감소할 것으로 추정
 - 신흥국 외환위기 확산에 따른 직·간접 효과를 고려할 때 우리나라의 총수출은 2014년 대비 약 9.1%(522억 달러)감소하게 되고, 수출의 외화가득률(52%)을 적용하면 2015년 국내경제 성장률은 약 2.0%p 하락할 것으로 추정 (자세한 추정방법은 다음 페이지 참조)
- 금융 부문 : 국내 금융시장에서 급격한 외국인 자금 유출에 따른 주식시장 침체 및 원화 가치 하락 등 우려
 - 신흥국 위기가 제한적으로 발생할 경우와는 달리 연쇄적인 도미노 외환위기가 발생하게 되면 상대적으로 안전한 시장으로 여겨지던 국내 금융시장에서도 외국인 자본의 유출이 우려
 - 특히 신흥국 외환위기 발생시 주식 시장 등 위험자산에 대한 투자가 급격히 줄어들면서 국내 주식시장의 침체 우려
 - 글로벌 안전자산의 수요가 증가하면서 상대적으로 원화가치의 하락이 예상

- 신흥국 도미노 외환위기 발생에 따른 국내경제 파급 영향
 - (가정) 신흥국 외환위기로 세계 경제성장률이 하락하였던 1997~1998년의 한국 수출 증감률을 2014년 대비 2015년 수출 증감률로 적용
 - 1994년 미국의 기준금리가 인상되면서(1994년 1월 3% → 1995년 2월 6%) 경제펀더멘털이 취약한 신흥국을 중심으로 글로벌 자금 순유입이 감소함
 - 1994년에 멕시코를 시작으로 1995년에 아르헨티나, 1997년에 태국, 필리핀, 대만, 홍콩, 한국, 1998년에 러시아, 브라질에서 도미노 외환위기가 발생¹⁷⁾
 - 신흥국의 경제성장률은 1997년의 5.0%에서 1998년에는 2.3%로 하락했고, 동기간 세계 경제성장률은 4.2%에서 2.5%로 하락
 - 이 기간 중(1997~1998년) 한국의 세계 각국 및 경제권역별 수출증감률 평균치를 동국가 및 경제권역에 대한 2014년 대비 2015년 수출증감률로 적용하여 총수출 및 국내총생산 증감액을 계산
 - (수출 손실) 외환위기 확산시 한국의 총수출은 2014년 대비 2015년에 약 522억 달러 감소될 것으로 추정
 - 직접 수출 감소 : 외환위기 발생 9개국에 대한 한국의 2014년 대비 2015년 총수출 감소분은 약 102억 달러(외환위기가 우리나라의 대신흥국 수출 증가율 우크라이나 -63.4%, 베네수엘라 -57.2%, 러시아 -26.9% 등을 적용)
 - 간접 수출 감소 : 외환위기 발생 9개국을 제외한 세계 각국 및 경제권역에 대한 한국의 2014년 대비 2015년 총수출 감소분은 약 420억 달러
 - (경제성장률 하락) 외환위기 발생 신흥국과 이를 제외한 세계로의 직·간접 수출 손실로 인해 한국의 2015년 경제성장률은 기존전망치(3.6%)¹⁸⁾ 대비 2.0%p 하락한 1.6%가 될 것으로 추정
 - 2015년 국내 총수출이 약 522억 달러 감소할 경우, 수출 부문의 외화가득률¹⁹⁾ 약 52%를 고려하면 2015년 국내총생산(GDP)은 약 1,451조 원이 될 것으로 추정
 - 이는 2014년 국내총생산(약 1,428조 원) 대비 1.6% 증가한 규모

17) 현대경제연구원, 2013년 8월, '아시아, 동유럽, 중남미 신흥국의 위기 대응 능력 점검'.

18) 현대경제연구원, 2014년 10월, '2015년 한국 경제의 주요 특징과 경제전망'.

〈 취약 신흥국 도미노 외환위기 발생에 따른 국내경제 파급 영향 추정 〉		
2014년 대비 2015년 총수출 감소		2015년 경제성장률 하락
합계	△총수출 9.1% (△522억 달러)	△2.0%p
직접 수출 감소	△ 직접 수출 17.7% (△102억 달러)	
간접 수출 감소	△간접 수출 9.4% (△420억 달러)	

자료 : 현대경제연구원 자체 추정.
주 : 경제성장률은 수출손실 522억 달러와 2014년 명목 GDP(잠정치), 2015년 연평균 환율전망치 1,050원, 외화기득를 52%를 적용하여 추정.

4. 시사점

○ 향후 저유가 지속 및 금융 불안 등에 따른 신흥국의 도미노 외환위기 발생 가능성이 높은 것으로 판단됨에 따라 사전 대응책 마련이 필요함

첫째, 취약한 신흥국과 산유국에 대한 모니터링을 강화해야 함

- 베네수엘라, 우크라이나 등 외환위기 발생 가능성이 높은 국가들을 중심으로 금융 시장과 원유 시장 동향에 대한 면밀한 모니터링이 필요
- 특히 신흥국 시장에 유입된 주요 선진국들의 투자자금 유출입 동향에 대해서 세심하게 파악할 필요
- 또한 외환위기가 신흥국 전체로 확산 시에 대한 금융시장의 영향에 대한 평가와 함께 파급경로를 파악하여 신속한 대응 체계를 마련

둘째, 신흥국의 도미노 외환위기 발생에 대비하여 국내 외환시장의 변동성 확대에 대비해야 함

- 외국인자금 유입에 따른 외환시장의 변동성 확대에 대비하는 한편 단기외채에 대한 의존도를 줄여나가야 함

19) 현대경제연구원, “양날의 칼, 중국 경제-중국성장률 1%p하락시 한국성장률 0.4%p하락” 2012. 2. 참조.

- 외환위기 발생 초기 외국인 자금의 급격한 유출입에 따른 변동성 확대에 철저하게 대비할 필요
- 외환위기의 가장 중요한 요인 중 하나인 단기외채의 일시 회수에 대비하여 꾸준한 단기 외채 감소 노력 필요

셋째, 국내 금융시장의 안정성 제고 노력을 강화하는 한편, 주요국들과의 국제 통화 공조 및 공동 대응 방안 모색

- 적정 수준의 외환보유고를 확보·운용하는 한편, 국내 금융시장에 대한 안정성을 제고하는 노력이 강화되어야 함
- 선물환 포지션 제도와 외환건전성 부담금, 외국인 채권투자 과세 등 거시건전성 3중 세트를 강화하여 은행의 단기차입 비중 증가를 지속적으로 제한
- 미국 등 주요 국가들과 함께 통화 공조 방안 및 공동 대응 전략을 마련함으로써 외환시장에서의 안전장치 강화
- 한편 최종대부자 성격의 외환보유고를 외국 국채 등 안전자산 투자 비중을 늘리고, 외환운용에도 철저한 감독 필요

넷째, 취약 신흥국가 및 경기 침체가 예상되는 유럽 등지의 수출 부진에 대비하여 시장다변화 및 대체 수출 시장 확보 등이 필요

- 신흥국 외환위기 발생에 따른 유럽 경기가 악화될 우려가 있으므로 새롭게 부상하는 시장에 대한 진출 확대 및 시장 다변화 전략 마련
- 성장가능성이 높은 아세안 등지의 유망 수출시장을 개척하고 한류 등을 통한 마케팅 강화 등으로 신흥국 외환위기가 수출에 미치는 영향을 최소화
- 이미 발효 중인 FTA와 제1의 교역국인 중국과의 FTA를 적극 활용함으로써 수출 시장의 부진을 만회

최성근 연구위원 (2072-6223, csk01@hri.co.kr)
홍준표 연구위원 (2072-6214, jphong@hri.co.kr)

주요 국내외 경제지표

□ 주요국 성장률 추이

구분	2013년					2014년					2015년*
	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	연간*	1/4	2/4	3/4	4/4	
미국	1.9	2.7	1.8	4.5	3.5	2.2	-2.1	4.6	5.0	-	3.1
유로 지역	-0.4	-0.2	0.3	0.1	0.3	0.8	0.3	0.1	0.2	-	1.3
일본	1.7	1.5	0.7	0.4	-0.4	0.9	1.4	-1.7	-0.5	-	0.8
중국	7.7	7.7	7.5	7.8	7.7	7.4	7.4	7.5	7.3	-	7.1

주 : 1) 2014년과 15년 전망치*는 IMF 2014년 10월 전망 기준.
2) 미국은 전기대비 연율, 유로 지역과 일본은 전기대비, 중국은 전년동기대비 기준임.

□ 국제 금융 지표

구분	2013년말	2014년		2015년			
		6월말	12월말	1월 22일	1월 29일	전주비	
해외	미국 10년물 국채 금리(%)	3.03	2.53	2.22	1.86	1.75	-0.11 %p
	엔/달러	105.04	101.44	119.46	117.96	117.45	-0.51 ¥
	달러/유로	1.3799	1.3645	1.2159	1.1609	1.1280	-0.0329 \$
	다우존스지수(p)	16,577	16,827	17,823	17,814	17,417	-397 p
	닛케이지수(p)	16,291	15,162	17,451	17,329	17,769	440 p
국내	국고채 3년물 금리(%)	2.86	2.68	2.10	2.06	2.00	-0.06 %p
	원/달러(원)	1,055.4	1,011.8	1,099.3	1,084.9	1,093.9	9.0 원
	코스피지수(p)	2,011.3	2,002.2	1,915.6	1,920.8	1,951.0	30.2 p

□ 해외 원자재 가격 지표

구분	2013년말	2014년		2015년			
		6월말	12월말	1월 22일	1월 29일	전주비	
국제 유가	WTI	98.55	105.37	53.27	46.31	44.53	-1.78 \$
	Dubai	107.88	109.29	53.60	44.65	44.63	-0.02 \$
CRB선물지수	280.17	308.94	234.05	218.88	213.17	-5.71 p	

1) CRB지수는 CRB(Commodity Research Bureau)사가 곡물, 원유, 산업용원자재, 귀금속 등의 주요 21개 주요 상품선물 가격에 동일한 가중치를 적용하여 산출하는 지수로 원자재 가격의 국제기준으로 간주됨.

□ 국내 주요 경제지표 추이

구분	2012년	2013년	2014년			2015년(E)				
			상반	하반(E)	연간(E)	상반	하반	연간		
국민계정	경제성장률 (%)	2.3	3.0	3.7	3.6	3.6	3.5	3.6	3.6	
	민간소비 (%)	1.9	2.0	2.0	2.6	2.3	3.0	2.6	2.8	
	건설투자 (%)	-3.9	6.7	1.9	1.8	1.9	1.8	4.3	3.0	
	설비투자 (%)	0.1	-1.5	7.5	3.9	5.7	4.2	6.0	5.1	
	지재투자 (%)	8.6	7.3	6.5	5.9	6.2	7.3	7.0	7.1	
대외거래	경상수지 (억 달러)	508	799	392	408	800	320	360	680	
	무역수지 (억 달러)	283	440	202	231	433	192	234	426	
	수출 (억 달러)		5,479	5,596	2,833	2,936	5,770	2,949	3,074	6,023
		(증가율, %)	(-1.3)	(2.1)	(2.5)	(3.7)	(3.1)	(4.1)	(4.7)	(4.4)
	수입 (억 달러)		5,196	5,156	2,631	2,705	5,336	2,757	2,840	5,597
		(증가율, %)	(-0.9)	(-0.8)	(2.6)	(4.4)	(3.5)	(4.8)	(5.0)	(4.9)
소비자물가 (평균, %)	2.2	1.3	1.4	1.9	1.7	2.0	1.9	1.9		
15~64세 고용률 (%)	64.2	64.4	65.0	65.6	65.3	66.0	66.5	66.2		

주 : E(expectation)는 전망치.