

새로운 경제시스템 창출을 위한

# 경제주평

Weekly Economic Review

- 3고 시대의 진입 가능성 점검과 시사점

# 목 차

---

## ■ 3고 시대의 진입 가능성 점검과 시사점

Executive Summary .....	i
1. 개 요 .....	1
2. 3고 시대의 진입 가능성 점검 .....	3
3. 시사점 .....	14

본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재하시기 위해서는 본 연구원의 허락을 얻어야 하며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

경 제 연 구 실 : 주 원 이 사 대 우 (2072-6235, juwon@hri.co.kr)

## Executive Summary

### □ 3고 시대의 진입 가능성 점검과 시사점

#### ■ 개 요

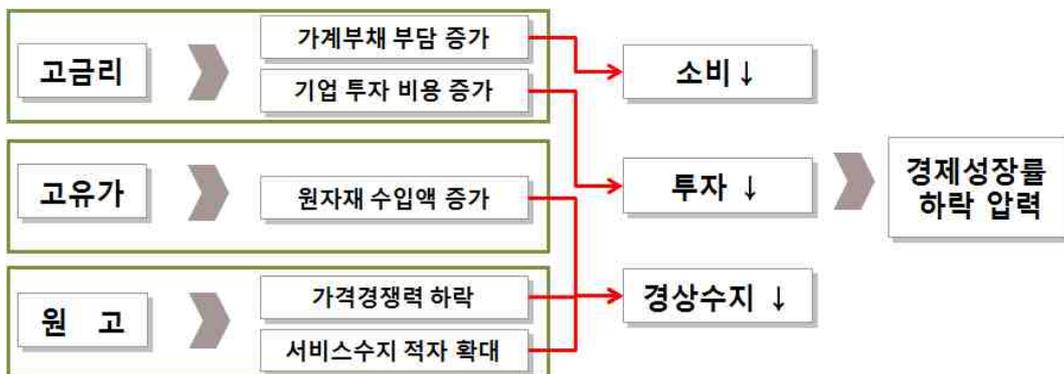
##### ① 3고의 의미

3고 시대라 하면 고금리, 고유가(원자재가 상승), 원고(원화 강세)가 동시에 발생하는 시기를 의미한다. 3고는 세계경제와 국제금융시장이 동조화되는 조건에서 국내 및 해외 요인들이 동시에 작용해야 가능한 것으로 이례적인 현상이다.

##### ② 3고 시대 진입이 한국경제에 미치는 영향

우선 3고 시대로 진입하게 되면 고유가는 수출단가 상승으로 수출 회복에 일정 부분 도움이 되고, 원고는 가계와 기업의 구매력이 다소 높아지는 긍정적 측면도 존재한다. 그러나 기본적으로는 내수와 경상수지 모두에 부정적 영향을 미쳐 경제성장을 제약하는 요인이 될 가능성이 더 크다고 판단된다. **(고금리)** 우선 국내 시중금리가 상승할 경우 가계부채에 대한 원리금 상환 부담이 증가하면서 소비 회복을 지연시키는 요인으로 작용할 것이다. 또한 동시에 기업들의 자본 조달 비용도 증가하게 되어 투자 회복에 부정적 영향을 미칠 수 있다. **(원고)** 원화 가치의 상승은 수출제품의 가격경쟁력을 하락시켜 수출 회복을 지연시키는 요인으로 작용할 수 있다. 또한 원화 가치가 상승할 경우 여행수지 등 서비스수지 적자폭이 확대될 것이다. **(고유가)** 원자재 수입의 경우 시장수요가 가격에 비탄력적이기 때문에 원자재 가격 상승분의 대부분이 수입액 증가로 이어져 경상수지를 악화시키는 요인으로 작용할 것이다. **특히 현재 한국 경제의 상황을 볼 때 3고 시대로 진입할 경우 부정적 영향이 긍정적 영향을 압도할 가능성이 높아 보인다.** 경제 펀더멘털이 건전하고 내수와 수출에 큰 문제가 없을 경우 비록 3고 시대로 진입하더라도 경제성장에 미치는 영향은 크지 않다. 그러나 지금과 같이 내수 침체가 지속되고 수출 경기 회복세가 미약하며 특히 가계부채 문제 등 경제의 건전성이 취약한 상황에서는 3고는 내수와 수출 모두의 회복을 저해하는 요인이 되어 한국 경제에 큰 위협이 될 가능성이 높다.

#### < 3고의 부정적 영향 파급 경로 >



### ■ 3고 시대의 진입 가능성 점검

#### ① 高금리

(글로벌 고금리 시대 진입) 최근 세계 경제를 선도하고 있는 미국의 정책금리 인상 추세가 견고해지고 있어 글로벌 저금리 시대가 끝나고 고금리 시대로 진입할 가능성이 대두되고 있다. 미 FED는 정책금리인 연방기금금리(Federal Fund rate)를 2016년 12월에 이어 2017년 3월에 연이어 인상하였다. 또한 미 FED는 올해 중 최소 2번의 정책금리 인상을 공언하고 있기 때문에 저금리 시대가 종결될 것으로 예상된다.

(향후 한국 정책금리 방향성) 향후 미국 정책금리 인상 기조가 유지될 경우 한국 정책금리 인상 압력이 증대될 것으로 보이나, 과거의 경험상 한국의 정책금리 인상 시점은 미국과 다소의 시차를 들 것으로 예상된다. 직전 미 정책금리 인상기 경험을 준용한다면 한국은행의 정책금리 인상 기조로의 전환은 올해 하반기에서 늦어도 내년 상반기중 시작될 가능성이 존재한다.

(향후 국내 시장금리 방향성) 향후 국내 정책금리가 인하되지 않는 이상, 국내 시장금리는 미국 정책금리 인상 추세에 영향을 받아 상승 압력이 높아질 것으로 예상된다. 최근 국내 CD금리는 한국의 정책금리 인하시 하락하고 미국의 정책금리 인상시 상승하는 패턴을 지속중이다. 향후 한국의 정책금리 인하가 현실적으로 쉽지 않다고 가정할 때, 올해 내 예고되고 있는 미국 정책금리 인상 기조에 맞추어 국내 CD금리 상승 압력이 높아질 것으로 전망된다.

#### ② 원高

(미 정책금리 기조와 달러화 방향성의 괴리) 2015년 12월 이후 미 정책금리의 인상 직후마다 예외 없이 달러화가 약세를 보이는 이상 현상이 나타나고 있다. 이와 같이 미 정책금리와 달러화 가치의 움직임에 괴리가 발생한 것은 FED내 매파 입지 약화, 트럼플레이션 기대 소멸, 동아시아 환율 조작국 지정 이슈, 주요국 통화정책 기조 전환 가능성 등의 복합적 요인이 작용한 것으로 판단된다.

(향후 원화의 방향성) 원화의 방향성은 달러화의 방향성에 상당 부분 연동될 것으로 보이나, 지정학적 리스크는 원화의 주된 약세 요인으로 작용할 전망이다. 현재 2017년중 달러화의 방향성에 대해서는 일치된 시각을 확인하기 어려운 상황이나, 달러화 강세의 핵심 요인인 미 정책금리 인상 이슈가 영향을 미치지 못하고 있다고 판단된다. 그러나 지정학적 리스크, 정치불확실성, 가계부채 문제 심화 등의 국내 원화 약세 요인들이 상존하고 있기 때문에 원화의 방향성은 여전히 불확실성이 남아 있다.

### ③ 高 유가

(국제유가 상승 기조 유지중) 2016년 이후 국제유가는 수급 여건 개선, 달러화 약세 등의 요인으로 상승 기조를 유지하고 있으나 최근에 들어 초과공급 가능성이 제기되면서 조정 국면에 진입중이다. 2016년 이후 국제유가는 세계 수요가 증가하고 공급량이 제한되면서 상승기조를 유지하고 있다. 특히 국제유가가 배럴당 40달러대 중반에서 형성되었던 2016년 1~10월까지의 기간에는 달러화가 약세를 보이면서 국제유가의 상승세를 가속화시키기도 하였다. 다만 최근에 들어서는 환율 요인의 영향은 다소 약화되고 수급 요인에서 초과공급 가능성이 제기되면서 그동안의 상승세에서 벗어나 가격조정을 받고 있는 모습이다.

(향후 국제유가 방향성) 국제유가의 방향성은 환율보다 시장수급 상황에 더 큰 영향을 받을 것으로 전망된다. 향후 달러화가 약세를 보이고 세계 경제 회복세가 견고해질 경우 국제유가의 상승 기조가 이어질 것으로 예상된다. 다만 산유국들의 원유 감산 조치 연장이 되지 않거나 감산 합의 실효성이 약화되는 조짐이 나타날 경우 국제유가가 하락할 가능성도 상존한다.

### ④ (종합) 3고 시대의 진입 가능성 판단

추세적으로 볼 경우 향후 국내 시중금리 상승 가능성이 높으나, 원고 및 고유가의 가능성은 불확실한 측면이 존재한다. 따라서 3고 시대로의 진입을 예단하기는 어려운 상황이다. (금리) 한국은행이 정책금리를 인하하지 않는다는 전제하에 향후 국내 시중금리는 상승세를 지속할 가능성이 높아 보인다. (환율) 원/달러 환율은 금리 변동에 상당 부분 영향을 받을 것으로 보여 원고가 예상되나, 다양한 대내외 여건들이 가변적이기 때문에 일방향의 추세를 보일 가능성은 높지 않아 보인다. (유가) 국제유가는 달러화 약세 기조가 유지된다면 상승 압력이 높아 보이나, 수급 여건상 과잉공급이 현실화될 경우 하락세를 보일 가능성도 있다.

#### ■ 시사점

한국경제의 3고 시대 진입 가능성에 대비하여 첫째, 가격변수의 실물경제에 대한 교란 방지를 위해 펀더멘틀 강화와 시장 건전성 확보에 주력해야 한다. 둘째, 고금리 시대의 한국경제 최대 불안요인이 될 우려가 높은 가계부채 문제의 적극적인 연착륙 유도가 필요하다. 셋째, 환율 변동으로 인한 가격경쟁력 저하 문제 극복을 위해 수출시장에 대한 공략 강화와 수출제품의 비가격 경쟁력 확보가 절실하다. 넷째, 예상되는 시장 변동성 증폭에 대응하여 외환 및 원자재가격 리스크 관리 능력 강화와 장단기 자금운용 계획의 점검이 필요하다.

## 1. 개요

- 3고 시대라 하면 고금리, 고유가(원자재가 상승), 원고(원화 강세)가 동시에 발생하는 시기를 의미하며 다양한 조건들이 충족되어야 가능
  - 3고 시대라 하면 고금리, 고유가(원자재가 상승), 원고(원화 강세)가 동시에 발생하는 시기를 의미
    - 3고는 이전 기간에 비해 금리 수준이 높아지고, 원화가 강세를 보이며, 국제유가도 상승하는 모습을 보이는 현상이 동시에 나타나는 것을 의미함
  - 세계경제와 국제금융시장이 동조화되는 조건에서 3고는 국내 및 해외 요인들이 동시에 작용해야 가능하기 때문에 흔히 발생하는 현상은 아님
    - 이론적으로는 세계경제의 방향성을 선도하는 국가(기축통화국)의 경제 펀더멘틀이 빠르게 개선되면서 기축통화국의 정책금리 인상으로 이어지고 순차적으로 글로벌 금리가 반응하면서 상승하는 데에서 출발함
    - 동시에 세계경제도 일정 부분 회복 조짐을 보이며 원유 수요가 증가하거나 원유 카르텔이 형성되어 국제유가가 상승 기조를 유지하는 조건이 충족되어야 함
    - 한편 기축통화국의 금리상승으로 국제금융시장에서 상대적으로 기축통화가 희소해지기 때문에 이론적으로는 기축통화의 강세가 나타나야 함
    - 그러나 특별한 이유가 나타나 기축통화국의 통화가치가 오히려 하락할 경우, 고금리, 고유가, 상대국 통화강세(기축통화 약세)의 3고 현상이 나타남
- (3고의 한국경제에 미치는 영향) 3고는 펀더멘틀과 건전성이 취약하면서 대외의존도가 높은 경제에 치명적인 위협으로 작용할 개연성이 존재
  - (3고의 긍정적 영향) 3고 시대로 진입하게 되면 고유가는 수출단가 상승으로 수출 회복에 일정 부분 도움이 되고, 원고는 가계와 기업의 구매력이 다소 높아지는 긍정적 측면도 존재
    - 최근 수출경기의 회복이 상당 부분 수출단가 상승에 영향을 받고 있으며, 수출단가의 상당 부분이 국제유가 변동에 민감하기 때문에, 국제유가의 상

승은 수출단가 상승과 수출액 증가로 이어짐

- 또한 원고, 즉 원화 가치의 상승은 국내 가계와 기업의 구매력을 다소 증가시키는 긍정적 효과도 있음

- (3고의 부정적 영향) 그러나 기본적으로는 3고가 현실화될 경우 내수와 경상수지 모두에 부정적 영향을 미쳐 경제성장을 제약하는 요인이 될 가능성이 더 크다고 판단

- (고금리) 국내 시중금리가 상승할 경우 가계부채에 대한 원리금 상환 부담이 증가하면서 소비 회복을 지연시키는 요인으로 작용함
- 또한 동시에 기업들의 자본 조달 비용도 증가하게 되어 투자 회복에 부정적 영향을 미칠 수 있음
- (원고) 원화 가치의 상승은 국내 수출제품의 가격경쟁력을 하락시켜 수출 회복을 지연시키는 요인으로 작용할 수 있음
- 또한 원화 가치가 상승할 경우 여행수지 등 서비스수지 적자폭이 확대될 우려가 존재함
- (고유가) 원자재 수입의 경우 시장수요가 가격에 비탄력적이기 때문에 원자재 가격 상승분의 대부분이 수입액 증가로 이어져 경상수지를 악화시키는 요인으로 작용함

< 3고의 부정적 영향 파급 경로 >



- 특히 현재 한국경제의 저성장이 장기화되면서 경제의 기초 체력이 크게 약화된 상황으로, 만약 3고 시대 진입이 현실화된다면 부정적 영향이 긍정적 영향을 압도하여 경제의 안전성이 크게 위협을 받게 될 가능성이 높다고 판단

- 경제 펀더멘털이 건전하고 내수와 수출에 큰 문제가 없을 경우 3고가 경제 성장에 미치는 영향은 크지 않음
- 그러나 지금과 같이 내수 침체가 지속되고 수출 경기 회복세가 미약하고 특히 가계부채 문제가 심각할 경우, 3고 현상은 내수와 수출 모두의 회복을 저해하는 요인이 되어 한국 경제에 큰 위협이 될 가능성이 높음

○ 이에 3고 시대 진입 가능성을 판단해보고 3고가 현실화될 경우를 대비하여 어떠한 대응 전략을 가지고 있어야 하는지를 모색

## 2. 3고 시대의 진입 가능성 점검

### ① 高금리

- 최근 세계 경제를 선도하고 있는 미국의 정책금리 인상 추세가 견고해지고 있어 글로벌 저금리 시대가 끝나고 고금리 시대로 진입할 가능성
- 이에 따라 한국 정책금리 상승 압력이 높아지고 있으며, 이와는 별개로 국내 시장금리는 상승세를 지속할 것으로 전망

○ (글로벌 고금리 시대 진입) 최근 세계 경제를 선도하고 있는 미국의 정책금리 인상 추세가 견고해지고 있어 글로벌 저금리 시대가 끝나고 고금리 시대로 진입할 가능성이 대두

- 미 FED는 정책금리인 연방기금금리(Federal Fund rate)를 2016년 12월에 이어 2017년 3월에 연이어 인상
  - 미국은 2008년 12월 이후 7년 동안 정책금리를 0.25% 수준으로 유지하다가 2015년 12월에 0.5%로 인상함
  - 이후 만 1년 만인 2016년 12월에 정책금리를 인상한 데 이어 2017년 3월에도 연이어 인상하여 현재 미 정책금리는 1.00%를 기록함

- 미 FED가 추가적인 정책금리 인상을 언급하고 있기 때문에 글로벌 경제의 저금리 시대가 종결될 것으로 예상

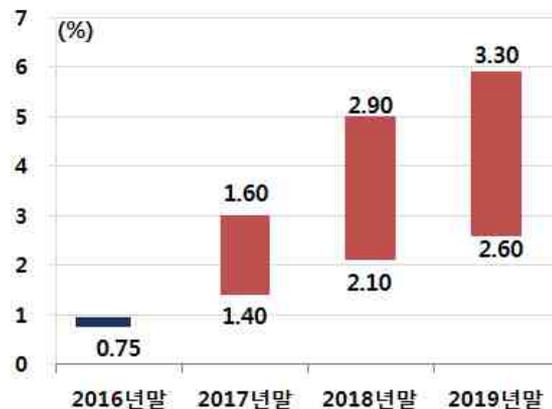
- FOMC위원들은 미 정책금리를 현 1.0%에서 2017년말 1.4~1.6% 사이로 전망하고 있어 6월, 9월, 12월 중 최소 2번 이상의 추가 인상 가능성이 높아 보임
- 경제지표가 더 호전되거나 트럼프의 경기부양책이 확대될 경우 더 빠른 인상도 가능함
- 미국의 정책금리 인상 추세가 견고해질 경우 유럽, 일본 등 선진국들의 정책금리도 인상될 가능성이 존재함

< 미국 정책금리 추이 >



자료 : FOMC.

< FOMC 미국 정책금리 전망치 >



자료 : FOMC Minutes.

주 : 집중경향성(Central tendency) 기준.

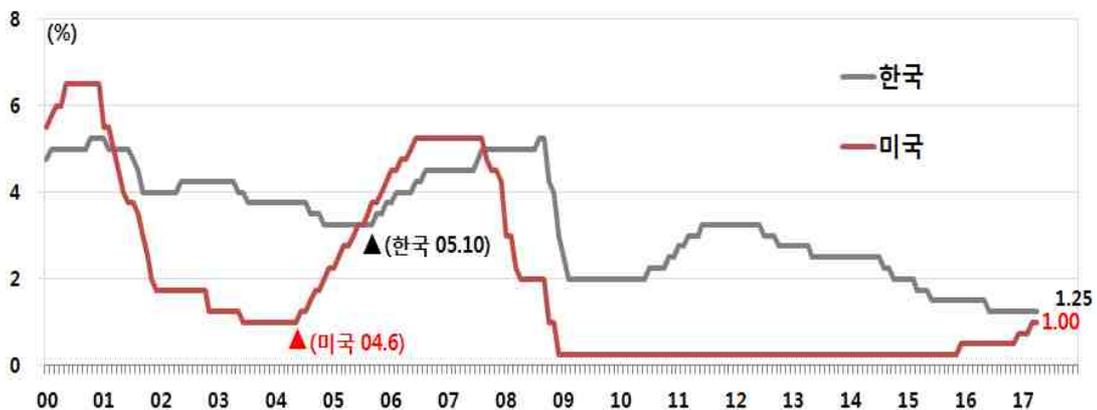
○ (한국 정책금리 방향성) 향후 미국 정책금리 인상 기조가 유지될 경우 한국 정책금리 인상 압력이 증대될 것으로 보이나, 과거의 경험상 한국의 정책금리 인상 시점은 미국과 다소의 시차를 들 것으로 예상

· 미국의 직전 정책금리 인상기의 모습을 보면 2004년 6월에 시작되어 2006년 6월까지 약 2년 동안의 짧은 기간에 총 17번의 인상(2004년 5월 1.00%에서 2006년 6월 5.25%까지 상승)

- FED는 정책금리인 연방기금 금리를 2004년에 5차례(6월, 8월, 9월, 11월, 12월), 2005년에 8차례(2월, 3월, 5월, 6월, 8월, 9월, 11월, 12월), 2006년에 4차례(1월, 3월, 5월, 6월)의 총 17번의 빠른 기준금리 인상을 단행함

- 반면 미국의 정책금리 인상기 초반에 한국은행은 내수 부진이 지속됨을 우려하여 오히려 정책금리를 인하
  - 민간소비 및 설비투자의 부진과 수출 및 건설투자의 성장세 둔화 등으로 경제의 하방위험이 증대될 우려를 표명하면서,
  - 당시 정책금리였던 콜금리(무담보 익일물 기준) 목표를 2004년 8월과 11월 두 번에 걸쳐 3.75%에서 3.25%로 인하함
  
- 이후 한국은행은 고유가로 인한 물가상승 압력 증대, 부동산 가격 상승 등의 요인으로 총 8차례 정책금리 인상을 단행
  - 한국은행은 2005년 10월, 12월, 2006년 2월, 6월, 8월, 2007년 7월, 8월, 2008년 8월의 8번의 금리 인상을 단행하였으며, 이에 따라 3.25%에서 5.25%로 2.00%p 정책금리가 상승함
  - 결론적으로 한국 통화정책 기조가 정책금리 인하에서 상승으로 전환된 시점은 미국 통화정책 기조가 전환된 시점(2004년 6월)에서 약 1년 4개월 후인 2005년 10월이며 이는 한-미 간 정책금리가 역전된 시기와 일치함
  
- 직전 미 정책금리 인상기 경험을 준용한다면 한국은행의 정책금리 인상 기조의 전환은 올해 하반기에서 늦어도 내년 상반기중 시작될 가능성이 존재
  - 내수 침체와 가계부채 문제로 한은이 정책금리를 인상하는 결단을 내리기가 어렵다면, 현 수준 1.25%에서 상당 기간 동결될 가능성이 높아 보임
  - 따라서 2017년말 미국 정책금리가 최소 1.5%에는 이를 것으로 보이기 때문에 2017년 중으로 한-미 간 정책금리 역전이 발생할 가능성이 높음

< 미국과 한국의 정책금리<sup>1)</sup> 추이 >



자료 : FRB, 한국은행.

주 : 한국 정책금리는 2008년 2월까지는 콜금리(무담보 익일물 기준), 이후는 기준금리.

- (국내 시장금리 방향성) 향후 국내 정책금리가 인하되지 않는 이상, 시장금리는 미국 정책금리 인상의 영향을 받아 상승압력이 높아질 것으로 예상
- 최근 국내 CD금리는 한국의 정책금리 인하시 하락하고 미국의 정책금리 인상이 상승하는 패턴을 지속
  - 2015년 이후 국내 CD금리는 한국 정책금리가 인하되는 추세와 동일한 추세를 유지하며 하락하는 모습임
  - 그러나 국내 정책금리가 변동하지 않고 미국 정책금리가 인상되는 시점에서 상승하는 모습을 나타냄
  - 이는 미국 정책금리가 인상되고 한국과 미국간 금리 격차가 축소되면서 한국은행이 정책금리 인상을 할 수밖에 없을 것이라는 시장의 기대심리가 반영된 것으로 보임
- 향후 한국의 정책금리 인하가 현실적으로 쉽지 않다고 가정할 때, 올해 내 예고되고 있는 미국 정책금리 인상 기조에 맞추어 국내 CD금리 상승 압력이 높아질 것으로 전망
  - 특히 중장기적으로 미국 정책금리가 한국 정책금리를 넘어서는 역전 현상이 발생하고 한국 정책금리가 상승 기조로 돌아선다면 국내 CD금리 상승 속도는 더욱 빨라질 가능성도 존재함

< 미국 및 한국 기준금리와 국내 CD금리 추이 >



자료 : FRB, 한국은행.

1) 현재 한국은행의 정책금리는 기준금리이며 이는 한국은행이 금융기관과 환매조건부증권(RP) 매매, 자금조정 예금 및 대출 등의 거래를 할 때 기준이 되는 정책금리, 간단히 '기준금리'(base rate)라고 일컫음. 한국은행의 정책금리는 2008년 2월까지의 콜금리(무담보 익일물 기준)를 사용함.

② 원 高

- 당분간 FED내 매파 입지 약화, 트럼프레이션 기대 소멸, 동아시아 환율 조작국 지정 이슈, 주요국 통화정책 기조 전환 가능성 등으로 미 달러화가 약세를 보일 가능성이 증대
- 이에 따라 원화가 달러화에 대해 강세를 보일 가능성이 높아 보이나, 지정학적 리스크 등의 국내 약세 요인으로 방향성은 여전히 불확실

○ (미 정책금리 기조와 달러화 방향성의 괴리) 2015년 12월 이후 미 정책금리의 인상 직후마다 예외 없이 달러화가 약세를 보이는 이상 현상이 시현

- 이론적으로는 달러화 공급자인 미국의 정책금리가 인상되면 국제금융시장에서 달러화가 상대적으로 희소해지고 이는 강달러로 이어지는 수순이 정상

- 그러나 최근 미 정책금리 인상 직후마다 약달러 현상이 나타나면서 미 통화정책과 외환시장의 방향성에 괴리가 발생

· 2015년 12월과 2016년 12월 미 FED의 정책금리 인상 후에 약달러가 진행되다가 다음 번 금리인상기가 다가오면서 강달러로 전환되는 패턴이 반복

· 이번 3월 16일 정책금리 인상 후에도 달러화는 약세를 나타냄

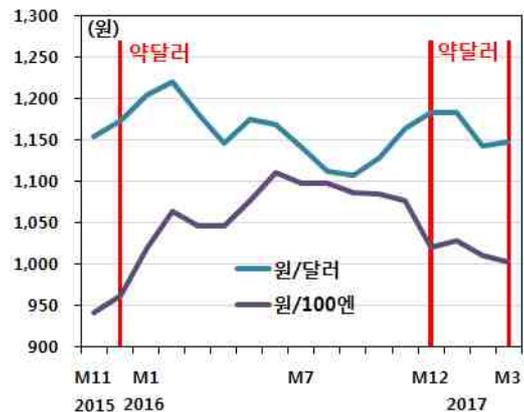
※ 원/달러 환율은 미 정책금리 인상 시점인 3월 16일 1132.0원에서 3월 24일 1122.4원으로 하락하였으며, 같은 기간 엔/달러 환율은 113.4엔에서 111.0엔으로 하락

< 주요국 통화의 대 달러 환율 >



자료 : 한국은행.  
주 : 수직선은 미 정책금리 인상 시점.

< 원/달러 및 원/100엔 환율 >



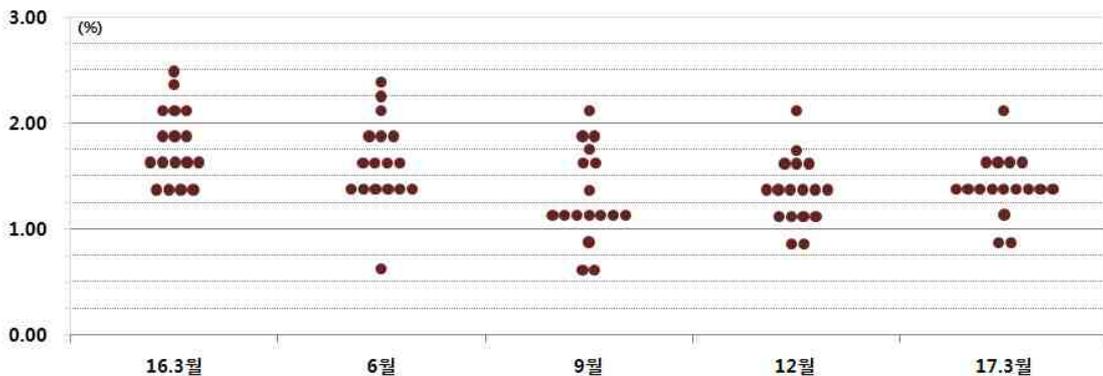
자료 : 한국은행.  
주 : 수직선은 미 정책금리 인상 시점.

○ (약달러 원인) 미 정책금리와 달러화 가치의 움직임에 괴리가 발생한 것은 FED내 매파 입지 약화, 트럼프플레이션 기대 소멸, 동아시아 환율 조작국 지정 이슈, 주요국 통화정책 기조 전환 가능성 등의 복합적 요인이 작용한 것으로 판단

- (FED내 매파 입지 약화) 최근 약달러의 원인으로는 우선, 미 FED의 정책금리 인상 속도가 완만한 수준에 그쳐 실제 외환시장 수급 상황에 큰 영향을 미치지 않을 것이라는 전망이 확산되고 있을 가능성이 존재

- 올해 중 빠른 금리 인상 가능성을 예상하였던 시장의 기대와는 달리 미 FED는 지난 3월 정책금리를 인상하면서 향후 완만한 수준의 인상 속도를 언급함
- FOMC 위원들의 2017년말 정책금리 수준을 예상하는 점도표에 따르면 대부분이 1.25~1.75% 사이에 집중되고 있으며, 그보다 빠른 인상 속도를 예상하는 매파는 1명에 불과함

< FOMC위원들의 2017년말 미국 기준금리 전망 분포도 >



자료 : FOMC Minutes.  
주 : 횡축은 전망 시점(FOMC 회의록 기준).

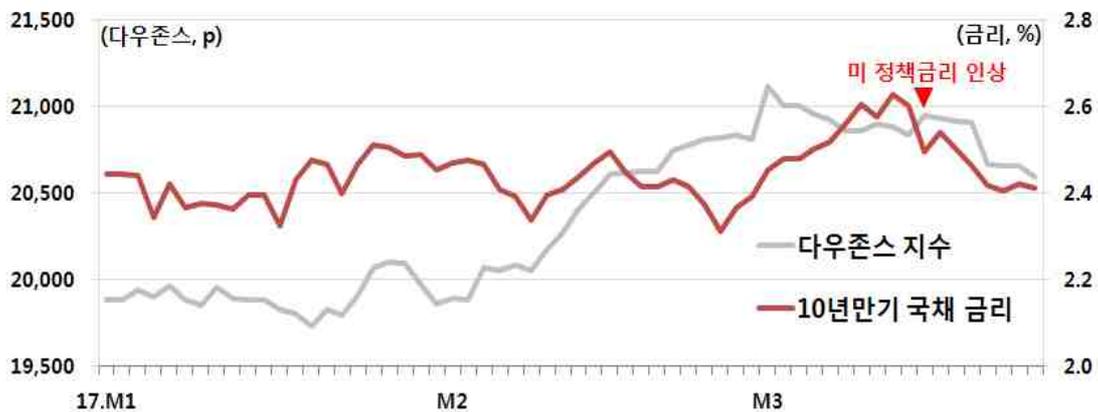
- (트럼프플레이션 기대 소멸) 다음으로 트럼프 행정부의 정책이 미국경제를 교란에 빠뜨리는 불안정성 요인으로 작용하고 있어 안전자산에 대한 선호도가 높아지고 있다는 해석도 있음

- 우선 트럼프 행정부의 재정지출 확대 정책이 미 정책금리 인상 기조와 반대의 방향이기 때문에, 정책금리 인상에 따른 강달러 요인을 희석시키는

요인으로 작용함

- 동시에 취임후 상당한 기간이 지나갔으나 트럼프가 공약한 경제정책들이 대부분 의회를 통과하지 못하는 등의 이유로 트럼플레이션(Trumpflation)<sup>2)</sup>에 대한 기대감이 소멸되면서 미국 경제의 불확실성이 증폭되고 있음
- 이는 최근 트럼프 케어가 철회되면서 주가지수와 장기국채 금리가 하락하는 모습으로 확인되고 있음
- 이에 따라 상대적으로 통화가치가 안정적인 엔화를 안전자산 수단으로 인식하면서 달러화 보유 동기가 약화되고 있다는 주장도 존재함

< 최근 미 다우존스 지수 및 장기국채 금리 추이 >



자료 : 블룸버그.

- (동아시아 환율 조작국 지정 이슈) 셋째, 미국의 중국에 대한 환율 조작국 지정 이슈가 압박함에 따라 미 행정부의 약달러 정책이 시장에 각인되고 있을 가능성이 있음
  - 미 재무부는 4월과 10월 『미국의 주요 교역 상대국의 환율정책 보고서 (Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States)』를 작성해 국회에 제출할 예정임
  - 동 보고서에서 중국의 조작국 지정 여부가 이슈가 되고 있는데, 시장에서 중국이 지정될 경우를 가정하여 인근 동아시아국 통화인 원화와 엔화의 강세 압력을 높게 판단하고 있을 가능성이 있음

2) 트럼플레이션(Trumpflation)이란 Trump와 inflation의 합성어로 트럼프의 감세정책, 1조 달러의 재정지출 확대 정책 등으로 유동성이 급팽창하여 물가 상승률이 높아지는 것을 의미함.

- (주요국 통화정책 기조 전환 가능성) 넷째, 미국의 통화정책 기조 전환에 ECB, BOJ가 결국은 완화적 통화정책을 포기하고 금리 인상 기조로 전환할 수밖에 없을 것이라는 전망도 영향을 미치는 것으로 판단
  - 당장은 EU와 일본이 정책금리에 나설 수 없는 상황이나, 미국의 정책금리 인상 기조가 지속된다면 과도한 금리 격차 확대를 방어하기 위하여 ECB, BOJ 등이 정책금리 인상에 나설 수밖에 없다는 주장도 존재함
- (원화의 방향성) 원화의 방향성은 달러화의 방향성에 상당 부분 연동될 것으로 보이나, 지정학적 리스크는 원화의 주된 약세 요인으로 작용할 전망
- 현재 2017년중 달러화의 방향성에 대해서는 일치된 시각을 확인하기 어려운 상황이나, 달러화 강세의 핵심 요인인 미 정책금리 인상 이슈가 영향을 미치지 못하고 있다고 판단
  - 대부분의 IB들은 연초 2017년 엔화와 원화가 달러화에 대해 약세(강달러)를 지속하여 원/달러 환율의 경우 1,200원 선을 기록할 것으로 전망함
  - 그러나 최근에 들어 1,100원대로 그 전망 수준을 낮추고 있으며, 일부 기관에서는 상반기중 달러화 강세를 예측하기도 함
  - 연평균 기준으로 달러화가 2016년보다 2017년이 다소 약세의 모습을 보일 것이라 전제한다면 원화는 달러화에 대해 강세를 보일 가능성이 높아 보임
- 그러나 지정학적 리스크, 정치불확실성, 가계부채 문제 심화 등의 국내 원화 약세 요인들이 상존하고 있기 때문에 원화 가치의 방향성은 여전히 불확실성이 남아 있다고 판단됨

< 원화 강세 및 약세 요인 >

구분	원화 강세 요인	원화 약세 요인
대외 요인	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 미국 정책금리의 완만한 인상</li> <li>▪ 중국 또는 한국 환율조작국 지정</li> <li>▪ 미국의 대한 통상 압력</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 미국 재정지출 확대</li> <li>▪ 신흥국 경제 불안</li> <li>▪ EU 체제 약화</li> </ul>
국내 요인	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 내수 회복</li> <li>▪ 한국 정책금리 인상</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 지정학적 리스크</li> <li>▪ 정치 불확실성</li> <li>▪ 가계부채 문제 심화</li> </ul>

③ 高유가

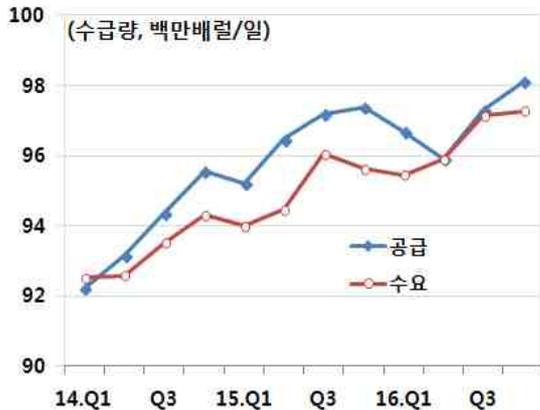
- 2016년 이후 국제유가는 수급 여건 개선, 달러화 약세 등의 요인으로 상승 기조를 유지하고 있으나 최근에 들어 초과공급 가능성이 제기되면서 조정 국면에 진입
- 향후 달러화가 약세를 보이고 세계 경제 회복세가 견고해질 경우 국제유가의 상승 기조가 이어질 것으로 예상되나, 원유 공급 확대에 대한 우려가 상승세를 제약하는 요인으로 작용할 전망

○ 2016년 이후 국제유가는 수급 여건 개선, 달러화 약세 등의 요인으로 상승 기조를 유지하고 있으나 최근에 들어 초과공급 가능성이 제기되면서 조정 국면에 진입

- (수급 여건 개선) 2016년 이후 세계 수요가 증가하고 공급량이 제한되면서 국제유가가 상승세를 지속중

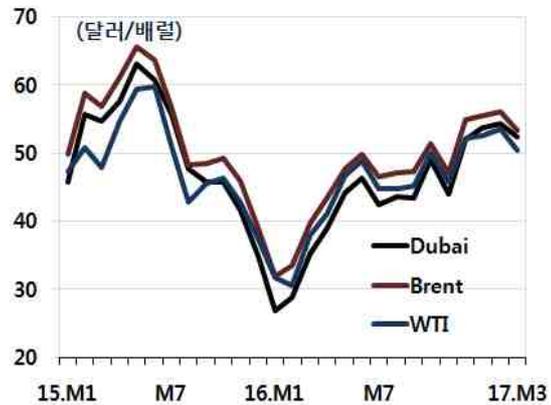
- 세계 경제의 회복 조짐으로 신흥국을 중심으로 원유에 대한 시장수요의 증가 속도가 빨라짐
- 특히 2016년 11월 OPEC과 11개 비OPEC 국가들이 2017년 1~6월까지 일 평균 120만 배럴의 원유생산을 감산하는 데 합의함에 따라 공급량이 제약되고 있음

< IEA의 세계 원유 수급 추이 >



자료 : IEA Oil Market Report.

< 주요 국제유가 추이 >

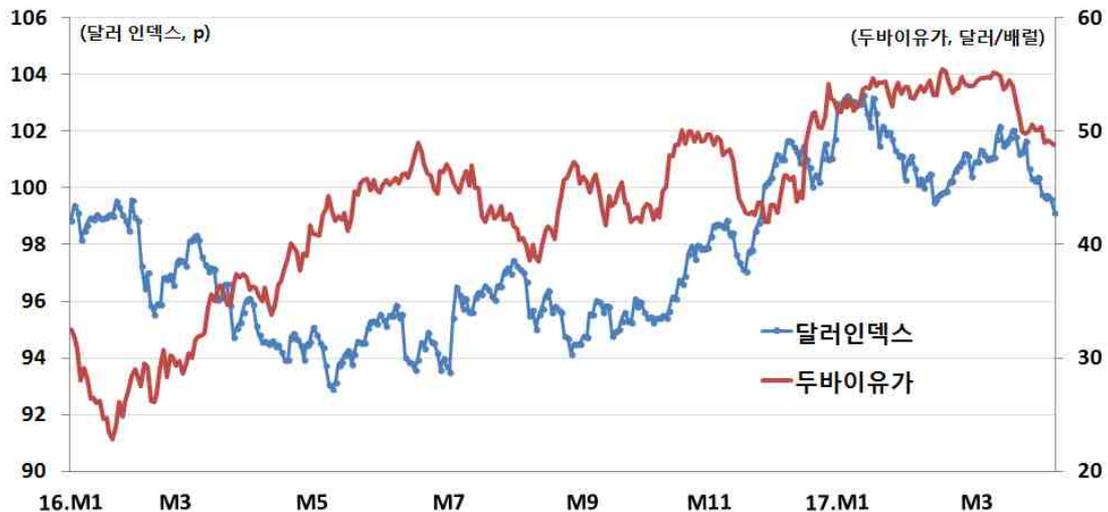


자료 : 한국석유공사. 주 : 월평균 자료.

- (달러화 약세) 특히 국제유가가 배럴당 40달러대 중반 아래에서는 달러화가 약세를 보이면서 달러와 원유의 상대가격 비율인 국제유가의 상승세를 가속화시키는 현상이 발견

- 2016년 1~10월까지 달러 인덱스(dollar index)<sup>3)</sup>와 국제유가는 서로 상반된 방향성을 나타내는 모습임
- 그러나 국제유가가 약 45달러 선을 넘어서는 2016년 11월 이후에는 달러인덱스와의 연관성이 약해지는 모습임
- 가능한 해석으로는 2016년 11월 OPEC의 감산조치 이슈가 있었던 것으로 보아, 국제유가가 어느 정도 수준 이상의 가격이면 달러화 가치 변동 요인보다 수급요인이 더 크게 작용할 가능성이 있음

< 달러 인덱스 및 두바이유가 추이(일간) >



자료 : 블룸버그, 페트로넷.

- 다만 최근에 들어서는 달러화 가치 요인보다 초과공급 가능성이 제기되면서 국제유가가 그동안의 상승세에서 벗어나 가격조정을 받고 있는 모습

- OPEC의 감산 조치 연장 합의 실패, 비산유국들의 공급 확대, 미국의 원유 채굴 증가, 셰일가스의 생산 증대 등 석유시장에 초과 공급을 유발할 요인들이 제기되고 있음

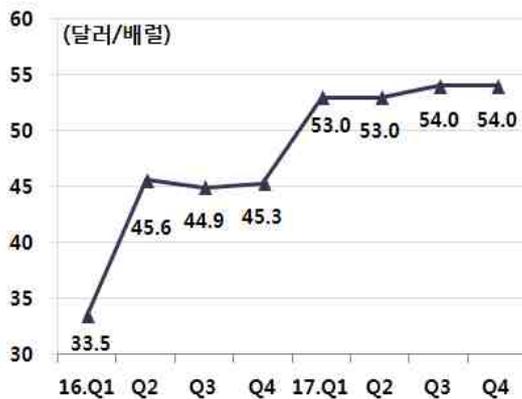
3) 달러 인덱스란 달러화의 6개국 통화(EUR, JPY, GBP, CAD, SEK, CHF)에 대한 가치를 지수화한 것임. 기준점은 1973년 3월이며 달러 인덱스가 상승할 경우 강달러, 하락할 경우 약달러로 해석됨.

○ 달러화가 약세를 보이고 세계 경제 회복세가 견고해질 경우 국제유가의 상승 기조가 이어질 것으로 예상되나, 원유 공급 확대에 대한 우려가 상승세를 제약하는 요인으로 작용할 전망

- 달러화가 약세를 보인다는 가정 하에서 세계 경제 회복세가 견고해질 경우 국제유가의 상승 기조가 이어질 것으로 예상

- 국제유가의 중장기 방향성의 주된 결정요인은 세계경제의 회복세 여부이며 향후 빠르지는 않으나 세계경제의 완만한 회복 가능성이 높아지는 모습임
- 또한 달러화 가치의 향방도 일정 부분 유가 변동에 영향을 줄 것으로 예상되며, 최근과 같은 약달러 기조가 지속될 경우 국제유가의 상승 압력이 높아질 것으로 판단됨

< EIA의 WTI 가격 전망 >



자료 : EIA.

< IMF의 3대 유종 평균 가격<sup>4)</sup> 전망 >



자료 : IMF.

- 다만 OPEC을 중심으로 원유 감산 조치가 연장이 되지 않거나 합의 실효성이 약화되는 조짐이 나타날 경우 국제유가가 하락할 가능성도 상존

- 원유 공급 확대로 초과공급에 대한 우려가 여전히 시장을 지배하고 있기 때문에, 일부 산유국들의 생산 확대나 재고 증가 이슈가 부각될 경우 국제유가가 하락세로 반전될 가능성도 상존함
- 특히 4월에 개최되는 OPEC 회의에서 현재의 감산 조치에 대한 6개월 추가 연장에 대한 합의가 실패할 경우 국제유가가 급락할 가능성도 존재함

4) Dated Brent, West Texas Intermediate, Dubai Fateh의 단순평균 가격임.

## ④ (종합) 3고 시대의 진입 가능성 판단

- 추세적으로 볼 경우 향후 국내 시중금리 상승 가능성이 높으나, 원고 및 고유가의 가능성은 불확실한 측면이 존재<sup>5)</sup>
  - (금리) 한국은행이 정책금리를 인하하지 않는다는 전제하에 향후 국내 시중금리는 상승세를 지속할 가능성이 높아 보임
  - (환율) 원/달러 환율은 금리 변동에 상당 부분 영향을 받을 것으로 보여 원고가 예상되나, 다양한 대내외 여건들이 가변적이기 때문에 일방향의 추세를 보일 가능성은 높지 않아 보임
  - (유가) 국제유가는 달러화 약세 기조가 유지된다면 상승 압력이 높아 보이나, 수급 여건상 과잉공급이 현실화될 경우 하락세를 보일 가능성도 있음

## 3. 시사점

- 한국경제의 3고 시대 진입 가능성에 대비하여 경제 펀더멘틀 강화, 가계부채 연착륙 유도, 비가격 경쟁력 확보, 시장 리스크 관리 능력 강화 등의 노력이 필요하다.

첫째, 가격변수의 실물경제에 대한 교란 방지를 위해 펀더멘틀 강화와 시장 건전성 확보에 주력해야 한다.

- 3고와 같은 대외 충격이 있다고 하더라도 경제 펀더멘틀이 견고하고 시장의 건전성이 양호할 경우, 대외 충격이 경제에 미치는 부정적 영향은 제한적인 수준에 그칠 것임

5) 2016년과 비교한 연평균 기준으로 한다면 고금리, 원고, 고유가의 3고 시대 진입 가능성은 더 높아 보임 (2016년 연평균 기준 원/달러 환율 1,160.4원, 두바이유가 41.4달러, CD금리 1.49%).

- 그러나 현재의 한국경제 상황은 내수가 장기 침체를 지속중이고 가계(가계부채 문제)와 기업의 건전성(산업구조조정)이 취약한 상황임
- 아직은 가능성의 단계이지만 3고 시대가 본격적으로 전개될 경우를 대비하여 내수 회복 기조로의 전환이 가장 시급한 당면과제로 판단됨
- 이를 위해서는 재정정책과 조세정책 운용의 탄력적 대응을 통해 소비와 투자가 진작될 수 있는 기반을 조성해야 할 것임
  - 재정의 조기집행을 제고와 공공 SOC 투자와 같이 경기 진작 효과가 높은 분야에 대한 우선적 집행 노력이 요구됨
  - 나아가 개별소비세의 한시적 인하와 같은 감세 정책도 적극적으로 고려할 필요가 있다고 판단됨
  - 다만 경제 상황이 더 악화되는 경우를 대비한 최후의 경기 안전판으로 사용하기 위해서, 추경편성은 현 시점에서 보류할 필요가 있음

**둘째, 고금리 시대의 한국경제 최대 불안요인이 될 우려가 높은 가계부채 문제의 적극적인 연착륙 유도가 필요하다.**

- 3고 시대 진입시 가장 우려가 되는 것은 고금리에 따른 가계부채 문제의 정착됨
  - 현 수준의 가계부채 규모와 구조에서 금리 상승은 상당수 가계의 디폴트를 가져올 수 있으며, 나아가 이는 2000년대 초반의 카드채 사태의 경험과 같이 수년간 국내 소비 침체를 가져오는 발단이 될 가능성이 있음
- 이에 가계부채 규모를 안정적인 수준으로 유지하기 위한 노력이 필요하며, 그 핵심은 부동산 시장에 대한 대출 규제를 강화하는 것에서 출발해야 할 것임
- 동시에 한계가구에 대한 모니터링을 지속하고 개인워크아웃 및 프리워크아웃 제도를 보다 활성화하여 가계 부문의 부실이 다른 부문으로 과급되는 영향을 차단해야 할 것임

- 또한 생계유지용 대출 부담이 높은 취약계층에 대해서는 기존 고금리 또는 변동금리 대출을 저금리 및 고정금리 대출로 전환시키는 노력이 요구됨

셋째, 환율 변동으로 인한 가격경쟁력 저하 문제 극복을 위해 수출시장에 대한 공략 강화와 수출제품의 비가격 경쟁력 확보가 절실하다.

- 외환위기 이후 원/달러 환율 변동이 수출에 미치는 영향이 감소하였다고 하지만, 여전히 중소수출기업의 경우에 수출제품의 가격경쟁력 문제는 간과하기 어려운 요인임
- 이를 극복하기 위해서는 무엇보다도 원고에 따른 가격경쟁력 하락에 대응하여 제품의 품질, 디자인, 브랜드 가치 등의 비가격경쟁력을 강화하는 노력을 경주해야 할 것임
- 동시에 수출시장 저변을 확대하기 위하여 정부의 세일즈 외교 확대, 유관기관의 현지 제품 전시회 개최, 기업들의 해외 바이어 국내 초청 행사 등의 다양한 채널을 이용한 보다 적극적인 민·관의 수출 증진 노력이 필요함

넷째, 예상되는 시장 변동성 증폭의 대응하여 외환 및 원자재가격 리스크 관리 능력 강화와 장단기 자금운용 계획의 점검이 필요하다.

- 기업들의 입장에서 환율의 방향성보다는 변동성에 대응하기 더 어려운 측면이 있기 때문에, 외환시장의 안전성을 확보하기 위하여 시장 내 투기자금 유출입에 대한 감독이 강화되어야 할 것임
- 기업은 헤지, 보험 등의 다양한 금융상품을 이용하여 환 변동, 원자재가 변동으로 리스크에 과다하게 노출되지 않도록 노력해야 할 것이며, 특히 시중금리 상승에 대응하여 장단기 자금운용 계획의 재점검이 필요함 **HRI**

주 원 이사대우 (2072-6235, juwon@hri.co.kr)