

2006-03 경제전망시리즈

# 2007年 經濟展望

2006. 12.



한국금융연구원  
Korea Institute of Finance



◆ KIF 거시경제팀 ◆

연구위원	팀	장	申龍相 朴宗奎 河駿垞 李侖錫 李圭馥	연구원	咸泳坤 崔丁牙 朴昇湖 閔惠淑 연구지원	金惠珍 金相美
------	---	---	---------------------------------	-----	----------------------------------	------------

전화번호 3705-6329

팩스번호 3705-6199

※ 본 자료는 KIF 홈페이지(<http://www.kif.re.kr>)로 접속하시면 보실 수 있습니다.

KIF 『경제전망시리즈』는 국내외경제·통화·금융시장의 동향 및 전망 그리고 주요 이슈에 대한 심층분석을 통해 정부, 기업, 학계에 도움을 드리고자 연 3회 발간됩니다. 본지에 게재된 내용은 본 연구원의 공식적인 의견과 반드시 일치하는 것은 아닙니다. 본지의 내용을 인용할 시에는 출처 및 집필자를 명시해 주시기 바랍니다.

※ 본 보고서에 대한 문의는 신용상 박사(3705-6329)에게 연락바랍니다.



# — 目 次 —

## 〈要 約〉

第 I 章 2006年 經濟動向 .....	1
1. 海外經濟 動向 .....	3
2. 巨視經濟 動向 .....	15
3. 金融市場 動向 .....	33
4. 國際收支 및 원/달러 換率 動向 .....	43
第 II 章 2007年 經濟展望 .....	53
1. 巨視經濟 展望 .....	55
2. 通貨·金利 展望 .....	60
3. 國際收支 및 원/달러 換率 展望 .....	62
4. 綜合評價 및 政策提言 .....	65
第 III 章 深層分析 .....	73
1. 最近 GDP 디플레이터의 推移와 評價 .....	75
2. 所得兩極化가 金融政策에 주는 示唆點 .....	90
3. 投資의 일자리 創出效果 弱化的 原因과 對應方向 .....	110
4. 엔低의 原因과 政策的 示唆點 .....	120
5. 不動産市場 延着陸을 위한 政策方案 .....	137
6. 美國 不動産景氣 下落과 政策示唆點 .....	164
7. 最近 外貨負債 急增要因 및 向後 展望 .....	175
〈부록〉 주요 경제통계 .....	187

## - 표 목 차 -

<표 1> 주요국 경제성장률 .....	3
<표 2> 美國의 주요 경제지표 .....	5
<표 3> 日本의 주요 경제지표 .....	6
<표 4> 유로지역의 주요 경제지표 .....	7
<표 5> 中國의 주요 경제지표 .....	8
<표 6> 2006년 中國의 부동산 경기관련 주요 지표 .....	8
<표 7> 각 기관의 경제성장률 전망 .....	9
<표 8> 주요국의 GDP대비 대미 수출 비중 .....	10
<표 9> 아시아지역 경제성장률 전망 .....	10
<표 10> 2006년 美國의 對中 무역수지 적자 비중 추이 .....	12
<표 11> 지출부문별 경제성장률 추이 .....	15
<표 12> 지출부문별 성장기여도 추이 .....	17
<표 13> 부문별 소비자물가 상승률 .....	28
<표 14> 부문별 생산자물가 상승률 .....	29
<표 15> 업종별 취업자수 증감 추이 .....	30
<표 16> 통안채 발행 및 외환보유액 추이 .....	36
<표 17> 금융기관별 수신금액 추이 .....	37
<표 18> 예금은행 대출잔액 추이 .....	39
<표 19> 기업자금조달 증가액 추이 .....	40
<표 20> 국고채 발행계획 .....	42
<표 21> 국제수지 추이 .....	43
<표 22> 2006년 수출·수입 실적 .....	45

<표 23> 품목별 수출동향 추이 .....	46
<표 24> 지역별 수출증가율 추이 .....	47
<표 25> 용도별 수입 추이 .....	47
<표 26> 지역별 수입증가율 추이 .....	48
<표 27> 자본수지 추이 .....	49
<표 28> 2007년 지출부문별 경제성장률 전망 .....	55
<표 29> 2007년 지출부문별 성장기여도 전망 .....	56
<표 30> 소득 및 고용지표 추이 .....	57
<표 31> 2007년 물가상승률 전망 .....	59
<표 32> 2007년 금리 및 통화 전망 .....	61
<표 33> 국제수지 및 환율 전망 .....	63
<표 34> 미국의 GDP성장률 및 무역수지 추이 .....	64
<표 35> 각국 정책금리 변동 추이 .....	64
<표 36> GDP 디플레이터 변화에 대한 산업별 효과의 해석기준 .....	78
<표 37> GDP 디플레이터 상승기('02~'04) 중 산업별 기여 분석결과 .....	81
<표 38> GDP 디플레이터 하락('05:II~'06:I)에 대한 산업별 기여 분석결과 .....	83
<표 39> 소비의 성장기여도와 소득격차간 시차상관계수 및 인과관계 .....	93
<표 40> 소득계층별 가처분소득 비중 추이 .....	93
<표 41> OECD 기준에 따른 소득계층별 가구비중 추이 .....	94
<표 42> 기간별 계층별 소득 및 소비 점유율 .....	95
<표 43> 패널회귀분석 결과 .....	103
<표 44> 설비자산 증가 상위 5개 산업의 고용창출력 .....	114
<표 45> 고용의 투자탄력성 변화 실증분석 .....	115
<표 46> 투자의 고용창출력 및 1인당 부가가치에 따른 산업분류 .....	119
<표 47> 최근에 발표된 미국의 주요 지표 .....	122

<표 48> 원/달러 환율과 엔/달러 환율과의 상관관계 .....	124
<표 49> 주요국 통화의 대미달러 등락률 .....	125
<표 50> 비거주자에 대한 엔화 순대출 잔액 추이 .....	126
<표 51> 한일 업종별 중복품목의 수 .....	130
<표 52> 총 수출액과 원/엔 환율에 대한 회귀분석 결과 .....	131
<표 53> 총 수입액과 원/엔 환율에 대한 회귀분석 결과 .....	132
<표 54> 최근 금융기관의 외화대출잔액 및 엔화대출잔액 .....	135
<표 55> 연도별 금융기관 단기수신 추이 .....	138
<표 56> 은행 주택담보대출 증가추이 .....	148
<표 57> 금융권 주택담보대출 현황 .....	148
<표 58> 투기지역 아파트담보대출 LTV비율 규제 변경추이 .....	149
<표 59> LTV 및 DTI 규제 강화방안 .....	153
<표 60> 5개국의 정책금리 인상과 부동산가격 상승률 .....	162
<표 61> 미국 GDP 성장률 추이 .....	164
<표 62> 미국 GDP 성장률 전망 .....	165
<표 63> 주요 투자은행의 인플레이션 전망 .....	169
<표 64> 연방준비은행의 금리인상 전망 .....	169
<표 65> 미국의 주택가격 전망 .....	170
<표 66> 회귀분석 결과 .....	174
<표 67> 부문별 총 대외채무 추이 .....	177
<표 68> 총 대외채무·채권 현황 .....	178
<표 69> 국내기업의 선물환거래 추이 .....	181
<표 70> 은행부문 대외채무 현황 .....	182
<표 71> 스왑레이트와 국내외금리차 .....	183



## - 그림 목次 -

<그림 1> 美國의 주가지수 .....	4
<그림 2> 日本의 주가지수 .....	6
<그림 3> 유로지역의 주가지수 .....	6
<그림 4> 2006년 엔/달러 환율 추이 .....	11
<그림 5> 2006년 달러/유로 환율 추이 .....	11
<그림 6> 2006년 위안화/달러 환율 추이 .....	11
<그림 7> 각국 정책금리 .....	11
<그림 8> 美國 무역수지 및 大中國 무역수지 적자 추이 .....	12
<그림 9> 2006년 국제유가 추이 .....	13
<그림 10> 2006년 국제원자재가격 추이 .....	14
<그림 11> 순상품교역조건과 실질무역손실 추이 .....	17
<그림 12> 총수출 및 민간소비의 GDP 비중 .....	18
<그림 13> 산업생산 및 재고 추이 .....	19
<그림 14> 생산·출하·재고 주요지표 추이 .....	19
<그림 15> 설비투자 관련 지표 .....	21
<그림 16> 건설투자 관련 지표 .....	21
<그림 17> 소비재판매액지수 .....	22
<그림 18> 재별 판매액지수 .....	22
<그림 19> 서비스업생산지수 추이 .....	23
<그림 20> 소비심리 추이 .....	24
<그림 21> 소득계층별 소비자기대지수 추이 .....	24

<그림 22> 기업 업황전망 BSI 추이 .....	25
<그림 23> 제조업 규모별 업황전망 BSI 추이 .....	25
<그림 24> 동행지수 순환변동치 및 선행지수 전년동월비 추이 .....	26
<그림 25> CPI 상승률 추이 .....	27
<그림 26> PPI 상승률 추이 .....	27
<그림 27> 수입물가 추이 .....	30
<그림 28> 수입유가 추이 .....	30
<그림 29> 고용지표 증가율 추이 .....	31
<그림 30> 비농림·비공공부문 취업자 비중 추이 .....	31
<그림 31> 실업률 추이 .....	32
<그림 32> 제조업 및 전산업 임금 .....	32
<그림 33> 통화지표 추이 .....	33
<그림 34> 본원통화의 부문별 증감 추이 .....	34
<그림 35> 국외부문 통화공급 증가율 추이 .....	35
<그림 36> 통화승수 추이 .....	35
<그림 37> 통화유통속도 추이 .....	35
<그림 38> 예금은행의 수신금리와 예대금리차 .....	37
<그림 39> 금융기관 단기수신 비중 추이 .....	38
<그림 40> 기업대출 증가율 추이(전년동기대비) .....	39
<그림 41> 주요 단기금리 추이 .....	41
<그림 42> 주요 장기금리 추이 .....	42
<그림 43> 서비스수지 적자 추이 .....	44
<그림 44> 2006년 원/달러 환율 추이 .....	50
<그림 45> 5개국의 부동산 관련 정책금리 인상 추이 .....	71

<그림 46> 주요 물가지수의 전년동기대비 상승률 추이 .....	76
<그림 47> GDP 디플레이터 변화에 대한 산업별 기여도 .....	79
<그림 48> GDP 디플레이터 상승기('02~'04) 중 산업별 기여도 분석결과 ..	81
<그림 49> GDP 디플레이터 하락('05:I~'06:II)에 대한 산업별 기여 분석결과 ..	83
<그림 50> 산업별 총자산 경상이익률 추이 .....	86
<그림 51> 실질민간소비 비중 및 소득격차 추이 .....	92
<그림 52> 소득격차 및 평균소비성향 추이 .....	92
<그림 53> 소득 및 소비의 5분위배율 추이 .....	96
<그림 54> 소득계층별 흑자율 추이 .....	97
<그림 55> 예금은행 가계대출 및 가중평균 대출금리 추이 .....	99
<그림 56> 기간별 실질 가계소득 및 부채 증가율 추이 .....	101
<그림 57> 설비투자 증가율과 제조업 취업자수 증가율 .....	111
<그림 58> 산업별 취업자 비중 추이 .....	112
<그림 59> 산업별 설비자산 10억원당 고용인원 .....	118
<그림 60> 2006년 일별 원/엔 환율 추이 .....	121
<그림 61> 2006년 일별 원/달러 및 엔/달러 환율 추이 .....	122
<그림 62> 원/엔 환율의 장기 추이 .....	123
<그림 63> 원/달러 및 엔/달러 환율 추이 .....	123
<그림 64> 미·일간 금리차 추이 .....	125
<그림 65> 달러화 자산 투자추이 .....	126
<그림 66> 미·일 실질금리차와 엔/달러 환율 추이 .....	127
<그림 67> 일본의 PPP환율 및 명목환율 추이 .....	128
<그림 68> 최근 총 수출액 대비 대일 수출액 비율 추이 .....	129
<그림 69> 지역별 아파트 평당 매매가격 추이 .....	138

<그림 70> 지역별 아파트가격지수 상승률 추이 .....	138
<그림 71> 금리 및 주택담보대출 추이 .....	139
<그림 72> M1/Lf 및 M2/Lf 추이 .....	139
<그림 73> 5개국의 부동산 관련 정책금리 인상 추이 .....	155
<그림 74> 5개국 정책금리, 부동산가격 상승률, GDP 증가율 추이 ...	163
<그림 75> 미국 주택가격 및 매매건수 추이 .....	166
<그림 76> 주택시장지수 추이 .....	166
<그림 77> 미국 모기지 금리 추이 .....	167
<그림 78> 미국 금리 추이 .....	167
<그림 79> USGDP, 개인소비지출 및 OECD 선행지수 .....	171
<그림 80> OECD 선행지수와 우리나라수출 .....	171
<그림 81> 총 대외채무 및 단기외채비중 추이 .....	176
<그림 82> 외환보유액 및 대외지급능력 지표 추이 .....	179
<그림 83> 국내기업의 선물환거래 및 환율 추이 .....	180

# - 要 約 -

## 第 1 章 2006年 經濟動向

### 1. 海外經濟 動向

(世界經濟) 세계경제 성장률은 지난해보다 소폭 축소될 전망

- 2006년 세계경제는 건조한 성장세를 보인 상반기와는 달리 3/4분기 이후 성장세가 소폭 둔화되고 있으며 이는 내년까지 이어져 2007년 세계 경제성장률은 2006년에 비하여 하락할 것으로 예상
  - 2007년 세계경제성장률은 세계적인 금리인상 기조 및 美國 경제의 둔화, 中國의 경기과열 억제정책 등에 영향을 받아 2006년에 비해 하락할 것으로 예상
  - 그러나 中國, 日本, 유럽 및 기타 신흥국 경제의 건조한 성장세가 세계 경기 둔화를 소폭에 그치게 할 수 있을 것으로 전망

(國際油價 및 달러화 가치) 고유가 및 달러화 약세 지속

- 국제유가는 OPEC 국가들의 감산합의 등에도 불구하고 현수준 정도의 고유가가 당분간 지속될 것으로 예상
- 원/달러 환율은 美國의 지속적인 금리인상이나 경제의 연착륙 등의 상승요인에도 불구하고 글로벌 달러화 약세의 영향으로 전년말 대비 9.6% 하락

## 2. 國內經濟 動向

### (經濟成長) 잠재성장률 수준 이상에서 완만한 경기둔화세가 진행중

- 국내경제는 2006년 1/4분기 6.1% 성장률을 기록한 이후 완만한 경기둔화세가 진행중
  - 금년 3/4분기중 4.8% 성장률을 기록하며 여전히 잠재성장률 수준(4% 중반 추정)을 상회하고 있으며, 우려했던 것보다는 완만한 속도로 하락세가 진행
  - 전기대비 성장률로는 2/4분기 0.8%에서 3/4분기 1.1%로 상승 반전되었으며 수출과 설비투자 증가세가 견조해 경기의 연착륙 가능성이 높아지고 있는 상황
- 산업 및 서비스업 생산지수가 모두 2006년 1/4분기를 정점으로 하락하고 있으나, 4/4분기 들어 소폭 개선되는 모습
  - 재고도 반도체 및 자동차를 중심으로 지속적인 증가세를 시현

### (民間消費) 완만한 하락기조 지속, 소비심리는 소폭 개선

- 民間消費 증가율은 2006년 1/4분기중 전년동기대비 4.8%를 정점으로 둔화되어 3/4분기에는 4.0%에 그침.
  - 소비재판매액은 금년 3/4분기와 10월에 각각 2.2% 및 4.5% 증가하였으며, 대형할인점 매출은 양호한 반면에 백화점 및 기타소매점 판매는 부진
- 消費者期待指數는 1월중 104.5를 정점으로 전반적인 하락세를 보였으나, 11월 중에는 전월보다 1.3p 상승한 95.2로 소폭 개선

### (設備投資) 건조한 증가세 지속

- 設備投資(국민계정)은 건조한 증가세를 이어가며 금년 상반기중 전년동기대비 7.2% 증가한 데 이어 3/4분기에는 9.9%로 증가세가 확대
  - 설비투자추계지수 상승률은 1/4분기중 전년동기대비 4.3%에서 3/4분기에는 10.0%까지 상승하였으나, 10월에는 6.1%로 둔화

### (建設投資) 부진 장기화

- 建設投資는 정부규제 강화가 민간 건물건설부문의 부진으로 연결되며 공공부문의 토목건설 개선에도 불구하고 3/4분기중 전년동기대비  $\Delta 0.2\%$ 의 마이너스 성장에 그침.
  - 10월중 건설기성액은 공공부문의 호조로 7.4% 증가하였으나, 선행지표인 건설수주액은 3/4분기 36.2%에서 10월에는 1.5%로 증가폭이 대폭 축소

### (輸出 및 經常收支) 수출증가율을 상회하는 수입증가율 지속, 경상수지 흑자규모 대폭 축소

- 2006년 1~10월 중 輸出(通關基準)은 전년대비 14.3%, 輸入(通關基準)은 19.6% 각각 증가하여 무역수지 흑자는 전년 동기에 비해 85.9억 달러 감소한 111.7억 달러를 기록
- 올해 經常收支는 商品收支 흑자폭 축소와 서비스收支 및 經常移轉수지의 적자폭 확대 등으로 적자를 기록하다가 10월 중 흑자로 전환
  - 1~10월 중 경상수지는 전년동기간에 비해 109.7억 달러 축소된 16.8억 달러 흑자 기록

## 第 II 章 2007年 經濟展望

### 1. 經濟展望

**(經濟成長率) 2007년 상반기 3.9% 및 하반기 4.6%, 연간 4.2% 성장 전망**

- 2007년 한국경제는 2006년(5.0% 예상)보다 낮은 4.2%의 성장을 달성할 것으로 전망
  - 상반기까지 순환적 경기둔화 국면이 지속되는 가운데 세계경제 성장둔화 등의 영향으로 금년보다 낮은 경제성장률을 달성할 전망
  - 그러나 심리지표가 개선되는 추세에 있어 급격한 경기둔화가 나타날 가능성은 점차 완화
  
- 2006년 상반기의 고성장에 따른 기저효과 등으로 2007년 상반기까지는 경기둔화세가 지속될 것으로 보이나, 하반기 이후 점차 개선되면서 상저하고(上低下高)의 경기흐름을 보일 전망

**(民間消費) 일자리 창출 부진 및 낮은 실질소득 증가세 지속으로 4.0% 증가율 기록 전망**

- 2007년중 民間消費는 상반기 3.8%, 하반기 4.3% 증가하여 연간 4.0%의 증가율을 기록하며 2006년보다 소폭 둔화될 전망
    - 낮은 소득증가세가 지속되는 가운데 주택담보대출 등의 가계부채 증가로 인한 이자부담 증가, 경기둔화에 따른 소비심리 위축 등이 민간소비 둔화 요인으로 작용할 것으로 예상
    - 특히 내년에도 정책금리 인상기조가 지속되면서 저소득층을 중심으로 소비둔화 효과가 상대적으로 크게 나타날 것으로 추정
- \* 1%p 콜금리 인상은 전체 민간소비 0.4%p 위축 효과를 나타내는 것으로 추정



\* 1%p 콜금리 인상은 소득계층별로는 고소득층(상위 20% 소득계층) 0.36%p, 중간층(중위 60% 소득계층) 0.43%p, 저소득층 0.59%p의 소비 감소를 유발

- 그러나 교역조건의 악화추세가 개선되면서 실질성장(실질GDP)과 실질구매력(실질GNI)간의 괴리가 점차 완화되면서 민간소비가 크게 둔화되지는 않을 것으로 예상

### **(固定投資) 설비투자 소폭 둔화, 건설투자 플러스(+) 증가세 반전**

- 2007년중 固定投資는 설비투자의 소폭 둔화에도 불구하고 건설투자의 증가세 전환으로 금년보다 다소 상승한 2.8% 증가율을 기록할 전망
  - 設備投資는 세계경기 성장률 하락에 따른 수출증가세 둔화 및 민간소비 둔화의 영향으로 상반기 4.2%, 하반기 5.7%, 연간 5.0%의 증가하여 금년보다 증가세가 둔화될 전망
  - 建設投資는 민간부문은 부진하겠으나 공공부문 투자가 확대되는데다 그동안의 부진에 따른 기저효과 등의 영향으로 증가세로 전환되어 연간 1.3% 수준의 증가율을 달성할 것으로 예상

### **(消費者物價) 공공요금 인상 및 수요측 압력이 가시화되면서 2.9% 상승 전망**

- 消費者物價는 하반기로 갈수록 공공요금 인상의 효과와 경기개선 등으로 인한 수요측 압력이 가시화될 것으로 예상되며, 연간 2.9% 상승할 것으로 전망

### **(雇傭市場) 신규일자리 창출규모는 27만개, 실업률은 3.6% 전망**

- 2007년 失業率은 투자부진 및 경기둔화 등으로 인한 고용사정 악화로 2006년 3.5%보다 소폭 상승한 3.6% 수준을 기록할 전망
  - 경기둔화의 영향으로 신규일자리 창출규모가 2006년보다 3만명 정도 감소한 27만명 내외의 증가에 그칠 전망

## **(金利) 경기둔화에 따라 당분간 하향안정세 예상, 하반기 상승세로 반전 전망**

- 2007년중 시중금리는 경기둔화에 따라 하향안정세를 유지할 것으로 전망되며, 정책금리는 부동산과열에 대한 대응과 경기둔화에 대한 대응 사이에서 운용폭이 제한적일 것으로 예상
  - 국내경기 하강국면의 심화정도에 따라 콜금리 인하가능성 존재
  - 미국을 비롯한 각국의 중앙은행들의 금리 대응방향에 따라 한국은행의 금리 대응방향과 속도가 달라질 가능성 존재
  
- 장기금리는 당분간 안정적 기조를 유지하다가 하반기 상승세를 보일 것으로 전망되며, 이러한 추이를 반영하여 국고채(3년) 유통수익률은 4%대 후반, 회사채(3년,AA-) 유통수익률은 5% 수준을 기록할 것으로 예상

## **(輸出 및 經常收支) 수출증가율 11% 내외로 축소, 경상수지 적자전환 예상**

- 2007년 經常收支는 44.8억 달러 정도의 적자로 돌아설 것으로 예상
  - 美國 경제의 둔화 및 中國 경기과열 억제책에 따른 세계경제성장세 둔화로 전년에 비해 수출증가율이 낮아질 것으로 예상
  - 수출증가율(11.0% 예상)을 상회하는 수입증가율(13.1% 예상), 서비스收支의 만성적인 적자구조 고착화 등이 2007년에도 계속될 것으로 전망

## **(원/달러 換率) 완만한 하락기조 지속되나 하락폭은 축소될 전망**

- 2007년에도 원/달러 환율의 완만한 하락기조가 이어져 연간 평균환율은 925원으로 하락할 것으로 전망
  - 글로벌 달러화 약세 분위기 등의 하락요인이 우세하나 우리나라 경상수지의 적자반전 및 해외투자의 확대에 따른 외환수요 증가 등의 상승요인으로 인해 하락폭은 크지 않을 것으로 예상

## 2. 綜合評價 및 政策提言

### 가. 現 經濟狀況에 대한 評價

(경기둔화에도 불구하고 연착륙 가능성이 높아지고 있는 상황)

- 2006년 우리 경제는 상고하저(上高下低)의 경기흐름속에서 여전히 잠재성장률 수준을 상회하는 성장을 달성
  - 또한 국제유가의 하향 안정세로 인해 수입증가율이 둔화되면서 경상수지도 그간의 적자에서 흑자로 전환
    - \* 전기비 실질성장률(%): '05 4/4분기 1.6% ⇒ '06 1/4분기 1.2% ⇒ '06 2/4분기 0.8% ⇒ '06 3/4분기 1.1%
    - \* 경상수지 추이(억달러): '06 1/4분기 △11.2 ⇒ '06 2/4분기 6.9 ⇒ '06 3/4분기 △4.7 ⇒ '06 10월 7.2
- 성장의 내용면에서는 내수의 성장모멘텀이 점차 약화되고 있는 상황
  - 수출이 산업생산 증가를 견인하고 있는 가운데, 내수경기와 직접적인 관련이 있는 서비스업 활동의 증가세가 위축되고 있는 모습
  - 또한 일자리 창출 부진과 낮은 실질소득 증가율로 인해 민간소비가 둔화되고 있으며, 특히 교역조건이 악화되면서 국내 경제주체의 구매력(GNI)이 GDP 성장률에 비해 크게 낮은 수준에 머물고 있는 상태
- 2007년중에는 GDP 성장률이 둔화되는 반면에 국제유가의 하락으로 GNI 성장률은 높아지면서 양자간의 괴리가 축소될 전망
  - 경기둔화세가 당분간 지속될 것으로 예상되나, 급락 가능성은 높지 않으며 연착륙에 성공할 가능성이 높아지고 있는 상황

## 나. 政策提言

### (지속성장기반의 구축과 잠재 불안요인의 제거에 노력)

- 2007년중 정부는 이와 같은 경제여건을 감안하여 경기회복세가 앞당겨질 수 있도록 일자리 창출과 잠재 불안요인의 제거에 힘써야 할 것임.
- 또한 기존에 추진하여 왔던 구조개혁과제와 시스템 혁신을 마무리해 나갈 필요
  - 4대연금 및 공기업 민영화 등의 구조개혁과제를 속도감있게 추진하면서 한·미 FTA 등 대외개방을 통한 경쟁력기반의 강화와 효율성 제고에 정책의 중점을 둘 필요
- 또한 우리 경제의 가장 큰 불안요인이라 할 수 있는 주택가격 불안 및 가계부채, 양극화문제의 해결을 통해 부동산시장의 연착륙 및 서민경제 안정노력을 강화해야 할 것임.

### (일자리 창출과 양극화 해소)

- 소득을 늘리기 위한 일자리 창출과 투자활성화는 경기연착륙을 위한 가장 근본적인 대책임.
  - 이 두 가지 목표는 모두 기업활동의 결과로 나오는 것이므로 기업의 경제하려는 의욕을 높일 수 있도록 창업에서 퇴출에 이르는 기업활동 전반에 걸쳐 불필요한 규제를 완화하는 한편, 투자절차 간소화를 통해 기업투자의 장애요인을 제거
  - 또한 내년 대선정국과 맞물려 기업들이 투자에 대한 불확실성을 가지지 않도록 일관성 있는 기업정책을 유지

- 한편 날로 심화되는 경제부문간 양극화현상은 우리 경제의 성장동력을 심각하게 훼손하고 있는 것으로 판단
  - 취약부문이라 할 수 있는 재래시장, 영세자영업자, 비정규직 등의 어려움이 대부분 공급과잉 및 경쟁격화에 따른 구조적 문제에 기인한다는 점을 감안하여 추진 가능한 성과지표를 제시하고 실효성 있게 실천할 수 있는 대책을 마련하는 것이 중요
  - 더불어 부동산시장으로의 자금 쏠림현상은 금융기관의 자금중개기능을 약화시키고, 향후 소비부진으로 연결될 가능성이 높으므로 이를 해소할 미시적·감독정책적 고려가 필요

### (정책일관성 유지)

- 경기활력과 장기적인 성장잠재력 제고를 위해서는 정부가 신뢰성을 회복하고 정책적 일관성을 유지하는 것이 중요
  - 기업투자 활성화, 주택가격 안정, 4대연금 개혁 등 당면한 문제의 해결에 있어 정부의 정책일관성과 신뢰성은 무엇보다 필요한 전제조건임.
  - 과거 경험으로 볼 때, 정권 후반기로 갈수록 정부의 리더십이 약화되고 정책 대응능력이 저하되는 경향이 발생
  - 2007년 대선 등 정치일정과 별도로 정부가 경제정책의 일관성을 유지하고 정책의 불확실성을 최소화하는 노력을 경주

### (財政政策) 중립적 기조를 유지하되 상반기 지출을 높이는 방향으로 집행

- 2007년 재정정책은 중립적 기조를 유지하되 경기흐름이 상반기에는 성장률이 낮고 하반기에 개선되는 방향으로 진행된다는 전제하에 상반기의 지출비중을 높이는 방식의 집행 필요

■ 2007년도 예산안 편성에서 복지분야에 비해 산업 및 중소기업 분야에 대한 지출 증가율이 상대적으로 낮게 편성된 것은 복지수요와 중소기업 구조조정을 위해 바람직

- 저소득층의 교육 및 복지증진을 위한 사회안전망 확충을 통하여 교육을 통한 계층간 이동 가능성을 제고하는 한편, 소득양극화 현상에 따른 부작용 해소에 주력
- 중소기업의 원활한 구조조정을 통하여 중소기업간의 출혈경쟁을 완화시키고 선택과 집중을 통한 중소기업 경쟁력 향상을 도모
- 그러나, 국가경쟁력 및 잠재성장력 확보를 위해 정부지출의 효율성 제고를 목표로 예산편성상의 세부적인 조정 필요

■ 최근 감세 논의가 진행되고 있는 것과 관련해서는 조세부담률 상승과 재정수요 증가세를 적절하게 반영하여 감세보다는 세율을 추가로 인상하지 않는 방향이 적절하다고 판단

- 세목간 세율조정으로 조세저항을 완화하는 한편, 세원포착 능력을 강화하여 세수부족분을 최소화하는 노력이 요구됨.
- 아울러 조세부담에 대한 국민적 합의를 이끌어내기 위해서라도 불필요한 경비를 줄이려는 정부의 노력 또한 긴요

**(金融政策) 향후 경기상황과 주택가격 추이를 함께 감안하여 거시금융정책과 미시금융정책간의 정책조합(policy mix)을 적절히 구사할 필요**

■ 국제유가 안정 및 환율하락세 지속, 경기둔화에 의한 총수요압력 완화 등을 고려할 때, 내년의 물가수준은 중기물가안정목표 수준을 하회할 것으로 전망

- 그럼에도 불구하고 향후 경기가 연착륙하고 시중유동성의 쏠림현상 및 현재의 주택시장 과열현상이 지속될 경우에는 경기상황을 면밀하게 살펴 정책금리 인상도 적절하게 고려할 필요

- 2007년에는 경기둔화로 금융리스크가 확대될 우려가 있는 만큼 이에 대비하는 차원에서 금융기관의 신용공여가 특정부문으로의 쏠림현상이 발생하지 않도록 감독당국의 적절한 감독이 필요
  - 최근 들어 다시 급증하고 있는 가계부채 증가율이 지나치게 높아지지 않도록 지속적인 모니터링이 요구됨.
  - 특히, 저소득층의 부채가 이자부담이 높은 저축은행 등 서민금융기관을 중심으로 증가하고 있는 것을 고려하여 이들 금융기관에 대한 건전성 감독 강화도 필요
  
- 금융산업의 겸업화 추세 및 고령화에 대비하여 금융부문 관련 환경 및 제도 정비에 만전을 기할 필요
  - 금융산업의 겸업화 추세에 따라 금융산업의 글로벌경쟁력 확보 및 수준 높은 금융서비스 제공을 위한 시스템 구축 시급
  - 세계에서 가장 빠른 속도로 고령화가 진행되고 있는 현실을 반영하여 사회안전망 구축 차원에서 연금관련 금융서비스 체계 구축이 절실히 요구됨.
  - 근로자 수급권의 안정성을 저해하지 않는 범위 내에서 사용자 및 근로자가 다양한 운용선택권을 제공하는 방식으로 퇴직연금 제도를 개선할 필요
  - 이와 더불어 역모기지의 선진화 및 활성화를 통해 퇴직 후 노년기의 생활 및 주거환경 안정을 도모해야 할 것임.

### **(不動産政策) 부동산시장의 연착륙 유도**

- 경기둔화가 예상되는 2007년 상반기까지는 금리인상보다는 기준율 인상이나 대손충당금 추가적립 등의 조치가 적절할 수 있으나 경기가 상승반전될 것으로 예상되는 하반기 이후에는 정책금리 조정도 고려할 필요

- 반면 거시경제 전반에 미치는 부정적 영향을 고려하여 콜금리를 현 수준으로 유지할 경우, 비투기지역까지 DTI 규제를 추가적으로 강화하는 등 주택담보대출 규제중심의 정책을 추가로 추진

■ 향후 버블 축소정책이 무엇이든 간에 경제주체들의 미래에 대한 기대를 바꿔야만 실질적 효과를 얻을 수 있으므로 정책의 지속성에 대한 신뢰가 절대적으로 중요

- 따라서 부동산관련 세제정책은 현재의 근간을 유지하되 거래세를 하향 조정하는 정도의 미세조정에 국한하는 것이 바람직

■ 한편 건설경기 위축 및 부동산가격 급등을 차단하기 위해 공급위주의 부동산정책을 지속적으로 확대할 필요

- 부동산시장 안정을 위해 관련 정책의 일관성 및 관련 부서의 유기적 협조가 요구되며 투기성 자금의 은행권으로의 환류를 통해 가계 이자부담 축소를 유도할 필요

■ 주택담보대출 금리를 적정수준으로 올리기 위해 주택담보대출의 BIS 위험가중치를 상향조정하여 부동산시장 거품에 따른 위험이 주택담보대출 금리에 반영되도록 해야 할 것임.

- 또한, 금리인상시 변동금리·일시상환식 주택담보대출의 문제점을 완화하기 위해 장기·고정금리식으로 전환하도록 유도할 필요



<표>

2007년 주요 경제지표 전망<sup>1)</sup>

(단위: %, 억 달러)

	2006	2007						연간
		상반기			하반기			
		1/4	2/4		3/4	4/4		
GDP 성장률	5.0	3.7	4.0	3.9	4.3	4.8	4.6	4.2
최종소비지출 (민간)	4.4 (4.1)	3.9 (3.6)	4.2 (3.9)	4.0 (3.8)	4.2 (4.1)	4.5 (4.4)	4.3 (4.3)	4.2 (4.0)
총고정자본형성 (건설) (설비)	2.4 (△0.9) (8.0)	2.1 (0.0) (4.5)	3.0 (2.4) (4.0)	2.6 (1.3) (4.2)	2.7 (1.7) (4.5)	3.2 (1.0) (6.8)	3.0 (1.3) (5.7)	2.8 (1.3) (5.0)
총수출	13.4	8.2	7.5	7.8	8.4	11.2	9.8	8.9
총수입	12.8	8.7	7.7	8.2	8.5	11.6	10.1	9.2
경상수지	44.9	△18.5	△21.5	△40.0	△8.9	4.1	△4.9	△44.9
상품수지	269.8	41.9	49.4	91.3	53.8	48.7	102.5	193.8
수출	3,293.3	846.9	888.4	1,735.3	921.0	972.7	1,893.7	3,629.0
수입	3,023.5	805.0	839.0	1,644.0	867.2	924.0	1,791.2	3,435.2
서비스수지	△177.4	△51.9	△42.6	△94.5	△56.0	△43.0	△99.0	△193.5
소득수지	△8.8	1.0	△17.5	△16.5	3.4	6.8	10.2	△6.3
경상이전수지	△38.9	△9.5	△10.8	△20.3	△10.1	△8.5	△18.6	△38.9
수출(f.o.b)	3,229.5	836.9	877.9	1,714.8	910.1	961.2	1,871.3	3,586.1
(%, yoy)	13.5	13.3	7.8	10.4	10.0	13.3	11.7	11.0
수입(c.i.f)	3,091.7	819.7	854.3	1,674.0	883.0	940.9	1,823.9	3,497.9
(%, yoy)	18.3	13.2	11.7	12.4	9.8	17.8	13.8	13.1
무역수지	137.8	17.2	23.6	40.8	27.0	20.3	47.4	88.2
소비자물가 (%, yoy)	2.7	2.7	2.5	2.6	3.0	3.2	3.1	2.9
원/달러 환율	957	940	930	935	920	910	915	925
국고채수익률	4.8	4.6	4.6	4.6	4.7	4.8	4.8	4.7
실업률	3.5	3.8	3.6	3.7	3.5	3.4	3.5	3.6

주 : 1) 국민계정은 전년동기대비 증감률, 국제수지부문 단위는 억 달러임.  
 자료 : 한국은행, 통계청

### 第 III 章 深層分析

#### 1. 最近 GDP 디플레이터의推移와 評價

- 2005년 2/4분기부터 2006년 1/4분기까지 1년 동안 소비자물가지수 및 생산자물가지수는 양의 상승률을 보였으나 같은 기간중 GDP 디플레이터는 매분기  $\Delta 0.5 \sim \Delta 1.0\%$ 의 하락을 기록
  - 4개 분기 연속하여 디플레이터가 감소하였던 것은 처음 있는 일
- 농림어업의 GDP 비중이 계속 축소되면서 전체 GDP 디플레이터를 하락시키는 가운데 2005년 이후에 나타난 제조업 디플레이터의 하락이 GDP 디플레이터 하락에 가장 중요한 요인으로 분석
- 아직은 GDP 디플레이터 하락이 각 산업 영업실적을 악화시키지는 않고 있으므로 통화정책 등 각종의 정책수행에 있어서 소비자물가지수보다 GDP 디플레이터를 중시해야 할 필요성은 그다지 시급하지 않다고 판단
- 제조업이 지속적인 생산성 제고를 통해 가격을 낮추는 한편 공급물량을 늘어난 것과 반대로 금융·보험업과 보건 및 사회서비스업을 제외한 모든 서비스 산업은 가격이 올라가는 가운데 수요에 비해 공급이 충분히 늘어나지 못하고 있는 것으로 나타남.
  - 이들 산업은 전기·가스·수도업, 건설업, 도소매음식숙박업, 부동산 및 사업서비스업, 교육서비스업, 기타서비스업, 공공행정 및 국방으로서 2005년 경상 GDP의 43.6%를 차지
  - 서비스 산업, 즉 내수산업의 수요진작 대책도 중요하지만 내수산업의 공급이 원활하게 늘어나도록 생산성 향상문제를 비롯한 공급측면의 이슈에 대해서도 개선의 노력이 시급하다고 판단

## 2. 所得兩極化가 金融政策에 주는 示唆點

- 최근 정책금리가 지속적으로 인상되면서 상대적으로 부채가 많은 저소득층의 이자부담이 가중되고 소득계층별 구매력 양극화가 민간소비 위축의 원인으로 작용할 가능성이 확대
  
- 외환위기 이후의 민간소비 기여도는 이전에 비해 평균 5.1%p 하락한 것으로 조사
  - \* 가계 실질소비 증가율 추이 : '91 ~ '97년 6.1% ⇒ '98년 이후 4.1%
  - \* 가계 실질가처분소득 증가율 추이 : '91 ~ '97년 7.0% ⇒ '98년 이후 3.0%
  - \* 소득5분위배율 추이 : '91 ~ '97년 4.3배 ⇒ '98년 이후 5.1배
  
- 소비의 성장기여도 하락은 가계소득 증가율 하락과 소득계층별 소득격차 확대가 주된 원인
  - \* 소비의 성장기여도와 계층별 소득격차간에는 매우 높은 負의 相關關係( $\Delta 0.87$ )가 존재
  
- 한편 저소득계층일수록 소비성향이 높아 소득격차 확대 및 빈곤층 증가는 전체경제의 소비성향을 높이고 저축률 하락을 유발
  
- 저소득층의 소비성향이 급상승하면서 가계 전반의 소비성향도 1990년대 78.9%에서 2000년 이후 84.9%로 지속적으로 상승
  - \* 저소득층의 평균소비성향: '91~'97년 101.0 ⇒ '99~'02년 114.6 ⇒ '03~'06년 122.2
  - \* 고소득층의 평균소비성향: '91~'97년 63.4 ⇒ '99~'02년 62.6 ⇒ '03~'06년 62.7
  
- 계층간 소득격차가 확대되고 있는 상황에서 저소득층의 소비성향이 상승했다는 것은 향후 저소득층을 중심으로 소비여력의 급격한 감소 가능성이 있음을 의미
  
- 저소득층의 소득점유율이 감소했는데도 소비성향이 상승했다는 것은 저소득층 소비의 상당부분을 차입에 의존하고 있음을 의미

- 그동안의 저금리 기조로 인해 급격히 증가한 가계대출이 최근의 정책금리 및 가계대출금리 상승으로 상대적으로 적자율과 부채규모가 큰 저소득층의 소비 여력을 급격히 위축시킬 가능성
  - 금리상승에 따른 이자부담 증가에 적시에 대응하지 못하는 경우 저소득층의 상환압력 증가 및 부실화가 빠르게 진행될 우려
  
- 소득계층별 패널자료 실증분석 결과, 1%p의 콜금리 인상은 전체 민간소비증가율을 0.4%p 정도를 낮추며, 소득이 적을수록 더 큰 소비감소의 충격을 감수하는 것으로 추정
  - 콜금리 인상이 소득계층별로 미치는 영향을 보면, 콜금리 1%p 인상은 고소득층(상위 20% 소득계층) 0.36%p, 중간층(중위 60% 소득계층)과 저소득층은 각각 0.43%p 및 0.59%p의 소비 감소를 유발
  - 규모면에서 1%p의 콜금리 인상時, 저소득층은 가구당 연간 7.2만원, 중산층 및 고소득층은 각각 9.0만원, 12.4만원의 소비를 감소시키는 것으로 추정
  
- 향후 금융정책당국이 부동산시장 과열 및 과잉유동성 해소 차원에서 금리정책을 변경할 경우, 금리인상이 소비 전반 및 소득계층별로 미치는 부정적 영향을 적극적으로 고려할 필요

### 3. 投資의 일자리 創出效果 弱化的 原因과 對應方向

- “투자를 통한 일자리 창출”은 한국경제의 핵심적 과제이나 현실에서는 만족할 만한 성과가 나타나고 있지 않음.
  - 2000년 이후 제조업 설비투자 10억원당 고용증가는 3.1명에 불과하였으며, 특히 2005년에는 설비투자 증가율이 5.1%에 달했음에도 불구하고 제조업 취업자수는 1.3% 감소

- 이는 탈공업화로 제조업의 고용창출력이 제약받는 가운데 제조업 내에서도 자본의 노동 대체 경향이 가속화하였기 때문
- 산업구조의 변화에 따라 제조업 설비투자의 고용창출력을 높이는 데에는 한계가 있으므로 산업구조의 변화에 맞추어 투자구조의 변화를 유도함으로써 일자리 창출을 지원하는 것이 바람직
- 고부가가치 서비스업에 대한 투자, 인적자본과의 보완성이 큰 R&D 투자 등 고용창출력이 강한 부문에 대한 투자를 유도
- 특히 R&D는 인적자본 집약적인 활동이므로 R&D 투자 증가는 직접적으로 고급 일자리를 창출하는 데 기여할 뿐만 아니라 새로운 기업활동 영역 발굴을 통해 간접적으로도 고용을 창출
- 상장기업 재무제표를 이용한 패널분석에 따르면 R&D의 고용창출력은 최근 더욱 강화되어 외환위기 이전에는 R&D 지출액 1% 증가시 고용이 0.02% 증가했으나 외환위기 이후에는 0.04% 증가
  - \* 그러나 우리나라의 경제활동인구 1천명당 연구원수는 7.5명으로 미국의 9.1명(2002년), 일본의 10.2명(2004년)에 비해 낮은 수준
- 우리나라 기업들은 R&D 중 인건비의 비중이 과소하여 R&D의 고용창출력을 극대화하지 못하고 있으므로 R&D 인력에 많은 자원을 투입하는 기업에게 혜택을 주는 정책을 고려할 필요
- 아울러 투자의 고용창출력이 높은 서비스업에 대한 투자증가를 유도하되 일자리의 질을 감안하여 고부가가치 업종을 중심으로 투자가 이루어지도록 유도할 필요
- 예컨대 전문 과학 및 기술서비스업은 10억원의 투자로 289명을 고용할 수 있으며 1인당 부가가치도 5천 4백만원 정도로 양호
- 고용창출력은 높으나 부가가치 창출력이 낮은 산업들은 구조조정을 유도하여

일자리의 질을 높일 필요

\* 사업지원서비스업의 경우 10억원 투자로 667명을 고용할 수 있으나 1인당 부가가치가 1,438만원(2005년)에 불과하므로 직업훈련과 전직지원 등을 연계하여 과잉공급 상태를 해소

#### 4. 엔화의 原因과 政策的 示唆點

- 최근 원/엔 환율 하락에 대한 원인분석과 함께 실증분석을 통해 원/엔 환율 하락으로 인해 수출 등 우리 경제에 미치는 영향을 살펴보고자 함.
- 2004년 이전 엔화 대출을 회수하던 일본 은행들이 2004부터 순대출을 늘리고 외국 투자자들은 2005년 이후 미 채권 투자를 늘린 것으로 나타나 엔-캐리 트레이드가 엔화 약세 원인으로 작용한 것으로 보임.
- 한편 현재의 환율수준이 구매력평가이론(PPP)에 입각한 장기균형환율수준(129엔)을 하회하고 있어 장기균형수준으로 접근해가는 과정으로 엔화약세를 해석할 수 있음.
  - 일부에서는 일본 정부가 현재의 엔화 약세를 용인하고 있다는 분석도 제기 (현재 손익분기점 환율수준이 104엔인 것으로 파악)
- 실증분석결과 원/엔 환율이 1% 하락할 경우 우리나라의 전체 수출금액은 0.43% 정도 감소하는 것으로 나타났음.
  - 품목별 영향력에서는 특히 컴퓨터 부품, 반도체, TV 부품, 자동차 등에서 일본의 경쟁이 매우 높아 환율 하락에 따른 타격이 클 것으로 예상됨.
- 전체적으로 볼 때 원/엔 환율의 하락이 수출과 수입에 미치는 효과가 어느 정

도 상쇄되나 수출에 미치는 영향이 좀 더 큰 것으로 나타남에 따라 무역수지에 미치는 영향은 수출변화 정도에 좌우될 것으로 보임.

■ 단기적으로는 엔화 약세 기조로 원/엔 환율이 하락할 가능성이 높지만 중장기적으로는 일본의 금리인상 등으로 인한 엔화 강세가 원/엔 환율의 상승요인으로 작용할 것임.

- 수출중소기업은 환변동 보험 가입을 확대하고 물류체계 개선 등을 통하여 수출의 간접비용을 줄이는 방안을 강구
- 장기 엔화 차입자들의 경우 수수료가 높은 엔화대출의 중도상환보다는 원화대출로의 전환 또는 원화 선물환 매입 등의 환위험 관리를 할 필요가 있음.

## 5. 不動産市場 延着陸을 위한 政策方案

■ 최근 정부의 강도 높은 부동산대책에도 불구하고, 수도권 전역에서 주택가격 급등세가 꺾이지 않고 있으며, 이는 경제·사회적으로 커다란 불안감을 야기

- \* 버블7지역 아파트매매가격 상승률: '05년 10.4% ⇒ '06.1~10월 22.1% ⇒ '06.11월 6.4%(전월대비)
- \* 서울지역 아파트매매가격 상승률: '05년 3.7% ⇒ '06.1~10월 11.8% ⇒ '06.11월 6.2%(전월대비)
- \* 수도권 아파 트매매가격 상승률: '05년 2.2% ⇒ '06.1~10월 9.8% ⇒ '06.11월 6.9%(전월대비)
- \* 전국아파트매매가격 상승률: '05년 2.5% ⇒ '06.1~10월 6.8% ⇒ '06.11월 3.8%(전월대비)

- 국지적 현상이었던 주택가격 상승세는 주택보유자의 비교심리 및 수요자의 투기심리와 금융적 요인이 맞물려 광역화 추세

■ 정부와 금융정책당국은 과도한 주택담보대출 확대가 주택가격 상승을 야기하지 않도록 LTV 및 DTI 규제를 지속적으로 강화하여 왔으며, 최근에는 시중 과잉유동성 흡수를 위한 금리정책의 유효성을 보완하고자 지급준비율을 상향 조정

- 이상과 같은 조치로 최근 은행권의 가계대출 금리가 점차 상승하고 있으며

가계대출 증가율도 진정되고 있는 상황이나, 이로 인해 부동산시장으로의 자금유입 감소효과가 얼마나 나타날지를 판단하기는 아직 이른 상황

■ 금리인상이 주택가격 안정에 도움이 되는 것은 사실이나, 민간소비와 함께 중소기업에 미치는 부정적인 영향도 동시에 발생

- 최근의 경기상황이 여전히 잠재성장률(4%대 중반)을 상회하고 있고 금리수준이 균형수준을 하회하고 있는 것을 반영한다면, 정책금리 인상 여력은 있다고 판단
- 그러나 금리인상의 경우 부채비율이 높은 중·저소득층 및 한계대출자와 신용도가 낮아 높은 금리를 주고 제2금융권에서 대출비중을 높여온 일부 한계 중소기업부터 어려움이 가중될 것으로 보임.

■ 그럼에도 불구하고 외국의 사례를 살펴보면, 부동산버블 형성과정의 배후에는 예외 없이 저금리 기조와 이에 따른 과잉유동성이 있었으며, 버블붕괴 또는 연착륙 여부도 금리정책에 의해 좌우되었음.

- 외국의 사례를 반면교사로 삼는다면, 결국 완만하고도 점진적인 금리수준의 조정이 부동산시장 연착륙의 주요 결정요인이 될 것으로 판단

■ 한편 시중 단기유동성 목표를 정하고 이를 달성하기 위한 거시정책조합을 고려한다면 다음의 시나리오가 가능할 것으로 판단

- 일단 관리목표 단기유동성 수준을 2004년말(2001년말) 수준인 400조원(350조원)으로 설정하여 현재수준보다 50조원(100조원)을 감축하는 것을 목표로 한다면, 지급준비율만 조정하는 경우, 현재 3.8%의 평균지준율 수준을 6%(9%) 내외로 상향 조정해야 하며,
- 지준율 조정과 함께 이의 유효성 확보차원에서 콜금리를 동시에 상향 조정하는 정책조합(policy mix)을 선택한다면, 평균지준율 수준은 4% 초반대(5% 중



반대)의 상향 조정으로 목표 단기유동성 수준 달성 가능

- 그러나 기준을 조정과 같은 양적 금융긴축정책은 정책조합이 동반되지 않으면 효과가 불확실하며, 선진국의 통화정책으로서는 선례가 드문 조치이므로 이를 자주 사용하기보다는 금리중시 통화정책을 통한 유동성 조절이 보다 적절할 것으로 보임.
- 기존의 기준을 인상조치와 더불어 향후 콜금리 인상을 통해 시중유동성을 흡수하는 거시중심의 정책을 펼 경우에는 주택담보대출 규제정책은 현 수준을 유지
  - 반면 거시경제 전반에 미치는 부정적 영향을 고려하여 콜금리를 현 수준으로 유지할 경우, 비투기지역까지 DII 규제를 추가적으로 강화하는 등 주택담보대출 규제중심의 정책을 추가로 추진
- 향후 버블 축소정책이 무엇이든 간에 경제주체들의 미래에 대한 기대를 바꿔야만 실질적 효과를 얻을 수 있으므로 정책의 지속성에 대한 신뢰가 절대적으로 중요
  - 따라서 부동산관련 세제정책은 현재의 근간을 유지하되 거래세를 하향 조정하는 정도의 미세조정에 국한하는 것이 바람직

## 6. 美國 不動產景氣 下落과 政策示唆點

- 정책금리의 변화가 주택경기를 둔화시킴으로써 개인소비지출을 얼마나 감소시킬 수 있는지에 대한 연구가 필요
  - 최근 들어 미국에서는 주택가격지수 하락, 주택매매건수 감소 등 주택경

기가 둔화되는 모습을 보이며 전체 경기 둔화의 주요 원인중의 하나로 인식되고 있음.

- 미국의 경우 GDP대비 개인소비지출이 평균 67%에 달하고 있어 주택경기의 하락이 개인소비지출의 하락으로 이어지면 경제 전체에 큰 영향을 미칠 수 있음.

■ 실증분석결과 다른 조건이 동일하다면 1%p의 정책금리 변화는 전기대비 주택가격지수 상승률을 0.14%p (연율 0.57%p) 낮추고, 주택가격지수 상승률이 1%p 하락하면 개인소비지출 증가율은 0.29%p (연율 1.14%p) 정도 낮아지는 것으로 분석

■ 최근 연준의 금리인상은 내년까지 주택가격 등에 영향을 줄 것으로 보이며 내년에는 연준이 금리를 인하할 것이라는 견해가 약간 우세하나 미국 정책금리의 방향을 예측하기는 아직 어려우므로 우리나라는 금리인상과 인하 두 경우 모두에 대비할 필요

- 연준이 금리를 계속 인상하는 경우 소비지출 감소폭 확대로 우리나라 대미수출의 감소가 예상되므로 수출시장 다변화 등의 노력이 필요
- 반대로 연준이 금리를 인하하는 경우 미국 경기둔화는 조절될 수 있으나 지속적인 글로벌 달러 약세가 예상되므로 결제수단의 다양화, 환위험관리 등의 노력이 필요

## 7. 最近 外貨負債 急增要因 및 向後 展望

■ 금년 2/4분기 이후 단기외채가 급증하고 있는데 주요한 원인은 첫째로는 외은 국내지점 등이 외화 포지션 조정을 위한 현물환 매도과정에서 단기차입을 늘

린 것과, 둘째로는 국내은행들이 외화대출 규모를 늘린 것으로 파악

- 위의 두 요인으로 금년 들어 증가한 단기차입액은 3/4분기말 현재 약 454억 달러이며 이중 포지션 조정 목적 차입은 300억 달러로 추산(3/4분기 정부공식 통계는 미발표)
- 수출기업들이 헤지 목적으로 2/4분기중 선물환을 대량 매도함에 따라, 매수자인 외은 국내지점 등은 포지션조정을 위해 단기차입을 증대
- 국내은행들은 중소기업 및 자영업자를 상대로 낮은 엔화금리 및 원·엔 환율 급락의 장점을 홍보하며 외화대출 규모를 증대

■ 이처럼 단기외채가 급증함에 따라 외채상환능력에 대한 우려가 제기되고 있으나 2/4분기말 현재 순대외채권이 1천억 달러를 상회하는 데다 대외유동성 지표가 양호한 수준을 유지하고 있어 현시점에서 큰 문제는 없는 것으로 판단

■ 환거래 포지션 조정과정에서 발생한 외화차입은 선물환 매입이라는 안정적인 채권 확보와 외은 국내지점 차입이라는 점에서 문제의 심각성이 적은 편이나, 외화대출의 경우 외환위기와 같은 지급구조상의 취약성을 노정하고 있어 감독당국의 모니터링이 필요

- 외화대출의 경우 금융당국의 창구지도 이외에도 국내은행들의 엔화절상 등에 따른 위험가능성 고지를 의무화할 필요
- 또한 일본의 금리인상이나 엔화의 절상 등에 따른 엔캐리 트레이드 청산 가능성에 대비하여 외화대출 규모를 축소하는 것이 바람직



# 第 I 章

## 2006年 經濟動向

1. 海外經濟 動向
2. 巨視經濟 動向
3. 金融市場 動向
4. 國際收支 및 원/달러 換率 動向



## 1. 海外經濟 動向

### 1) 主要國 經濟動向

● 2006년 상반기 중 세계경제는 고유가에도 불구하고 중국, 유럽 등을 중심으로 견조한 성장세를 지속하였으나, 3/4분기 이후 소폭 둔화되는 양상을 나타내고 있음(<표 1> 참조).

- 美國經濟는 1/4분기에는 전기대비연율 5.6%의 성장률을 기록하였으나 2/4분기에 2.6%로 하락한 후 3/4분기에는 2.2%로 더욱 둔화
- 日本經濟는 1/4분기 중에 전기대비연율 3.2% 성장한데 이어 2/4분기 1.5%, 3/4분기 2.0%의 성장률을 기록하며 회복 기조를 유지
- 유로經濟는 1/4분기 3.2%, 2/4분기 4.1%, 3/4분기 2.0%로 전년에 비하여 높은 경제 성장률을 유지
- 中國經濟는 1/4분기 10.3%, 2/4분기 11.3%, 3/4분기 10.4% 성장하는 등 전년에 이어 10% 이상의 고성장세 지속

**<표 1> 주요국 경제성장률**

(단위 : 전기대비연율, %)

	2005	2006		
		1/4	2/4	3/4
미 국	3.2	5.6	2.6	2.2
일 본	2.7	3.2	1.5	2.0
유로지역	1.4	3.2	4.1	2.0
중 국 <sup>1)</sup>	10.2	10.3	11.3	10.4

주 : 1) 전년동기대비

자료 : 美國 상무부, 中國 국가통계국, 유로통계청

● 2006년중 美國經濟는 1/4분기중 전기대비연율 5.6%의 높은 성장률을 나타냈으나 2/4분기 이후 둔화되기 시작하여 3/4분기에는 2.2%의 성장률에 그침 (<표 2> 참조).

- 1/4분기중 美國經濟는 개인소비지출의 증가와 민간투자 증대, 지난해 발생한 허리케인 카트리나의 피해 복구 작업과 관련된 정부지출의 증대로 높은 경제성장률을 기록
- 그러나 2/4분기 이후 주택건설투자 감소(전기대비연율 1/4분기  $\Delta 0.3\%$ , 2/4분기  $\Delta 11.1\%$ , 3/4분기  $\Delta 18.0\%$ )에 따른 민간투자 감소, 노동생산성 증가율 하락, 지속적인 순수출 악화 등으로 성장률은 2%대로 둔화
- 이러한 경기둔화에도 불구하고 해외경기 호조를 바탕으로 해외사업 부문에서 견조한 이익을 낸 美國 기업들의 실적이 크게 개선되었고 이는 주가지수의 상승으로 이어져 사상 처음으로 다우존스지수가 12,000선을 상회(<그림 1> 참조)

<그림 1> 美國의 주가지수<sup>1)</sup>



주 : 1) 다우존스지수

자료 : Bloomberg



〈표 2〉 美國의 주요 경제지표

(단위 : 전기대비연율, %)

	2005	2006		
		1/4	2/4	3/4
실질GDP	3.2	5.6	2.6	2.2
산업생산	3.3	5.1	6.6	3.6
소매판매	7.2	13.4	3.2	4.1
개인소비지출(실질)	3.5	4.8	2.6	2.9
정부지출	0.9	4.9	0.8	2.0
민간총투자	5.4	7.8	1.0	0.0
근원 PCE가격지수	2.1	2.1	2.7	2.3
소비자물가	3.4	0.6	1.2	0.7
순수출 <sup>1)</sup>	△619.2	△636.6	△624.2	△629.4
노동생산성 <sup>2)</sup>	2.3	4.3	1.2	0.0

주 : 1) 십억 달러, 연간 환산치

2) 전체산업(농업부문 제외) 취업자의 단위시간당 불변산출액 기준(1992=100)

자료 : 美國 상무부

● 2006년 日本經濟는 소매판매와 수출에 힘입어 1/4분기중 전기대비연율 3.2% 성장한 후, 2/4분기에 1.5%, 3/4분기에 2.0%의 성장률을 보이며 회복기조를 유지(<표 3> 참조)

- 2/4분기 이후 소매판매는 감소세를 보이고 있으나 생산 및 수출은 견실한 증가세를 유지하였고 실업률 또한 4.1%로 낮은 수준을 유지하고 있는데, 이는 소비의 부진에도 불구하고 기업부문이 호조를 보이고 있기 때문
- 이러한 경기회복기조의 지속과는 달리 2/4분기에 이스라엘-레바논 사태, 이란 핵문제 및 북한 미사일 발사 등과 같은 지정학적 위험증대로 하락 하던 일본의 주가는 3/4분기에 반등하는 듯 하였으나 美國 경기둔화에 따른 대미수출 부진 우려, 개인 소비감소 등으로 인하여 최근 다시 하락 (<그림 2> 참조)

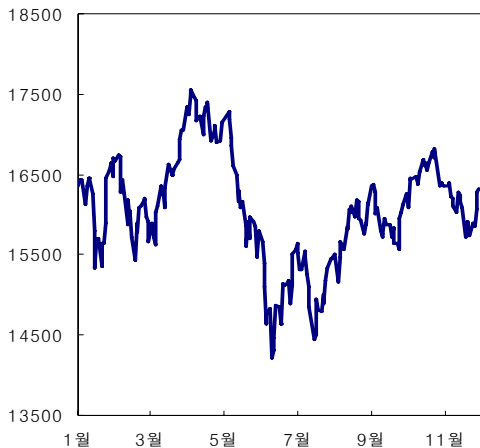
〈표 3〉 日本의 주요 경제지표

(단위 : 전기대비연율, %)

	2005	2006		
		1/4	2/4	3/4
실질GDP	2.7	3.2	1.5	2.0
자본채출하 <sup>1)</sup>	4.1	△4.8	9.7	△1.4
소매판매액	1.1	7.0	△1.2	△3.6
산업생산	1.5	2.3	3.5	3.9
수출액(통관기준)	7.3	11.7	3.2	19.7
소비자물가	△0.3	△0.1	0.4	0.3
기업도산건수 <sup>2)</sup>	13.0	3.3	3.3	3.3
실업률	4.4	4.2	4.1	4.1

주 : 1) 전기대비, 수송기계 제외 2) 천건  
 자료 : 日本 내각부, 경제산업성, 재무성, 총무성 등

〈그림 2〉 日本의 주가지수<sup>1)</sup>



주 : 1) 다우유럽50지수  
 자료 : Bloomberg

〈그림 3〉 유로지역의 주가지수<sup>1)</sup>



주 : 1) 니케이지수  
 자료 : Bloomberg

● 2006년 들어 유로經濟는 지속적인 소매판매와 산업생산, 기업경기 호조의 영향으로 1/4분기 중 전기대비연율 3.2% 성장세를 보인 후 2/4분기와 3/4분기에 도 4.1%와 2.0%의 성장률을 각각 기록(<표 4> 참조)

- 지속적인 수출 증가에 힘입어 경기체감지수가 계속 상승하고 있으며 고정투자 또한 2005년에 비해 증가추세
- 美國 증시 호조와 역내 기업의 실적 호조를 바탕으로 유로지역의 주가는 지속적인 상승세를 나타냈으며 특히 유로지역 M&A 규모가 증가하며 Eurostoxx50은 5년래 최고수준에 도달하기도 함(<그림 3> 참조).

〈표 4〉 유로지역의 주요 경제지표

(단위 : 전기대비, %)

	2005	2006		
		1/4	2/4	3/4
실질GDP <sup>1)</sup>	1.4	3.2	4.1	2.0
정부지출	1.3	0.9	0.1	0.8
고정투자	2.5	4.0	5.3	4.7
산업생산 <sup>2)</sup>	1.2	1.1	1.2	0.8
소매판매 <sup>3)</sup>	1.3	0.8	1.6	1.8
수출 <sup>3)</sup>	7.4	16.5	9.5	-
소비자물가 <sup>3)</sup>	2.2	2.3	2.5	2.1
경기체감지수 <sup>4)</sup>	98.4	103.1	107.2	108.7
제조업 PMI <sup>5)</sup>	51.2	54.7	57.1	56.9
서비스업 PMI <sup>5)</sup>	53.9	57.8	59.2	57.3

주 : 1) 전기대비연율 2) 건설업제외 3) 전년동기대비 4) 2000=100 5) 기준치=50

자료 : 유로통계청

● 中國經濟는 정부의 긴축조치의 영향으로 3/4분기 중 성장세가 소폭 둔화되었으나 소비 및 수출 호조 등에 힘입어 여전히 10%를 상회하는 고성장을 지속 (<표 5> 참조)

- 20%대 중후반의 높은 수출증가율(전년동기대비)을 기록하고 있으며 산업생산과 소매투자 역시 두 자릿수의 증가율을 지속적으로 기록

- 부동산 개발 등의 건설투자 증가를 중심으로 한 30% 내외의 높은 고정자산 투자 증가율을 감소시키기 위하여 中國 정부는 지급준비율 및 금리인상 등의 긴축조치를 취함(<표 5, 6> 참조).

〈표 5〉 中國의 주요 경제지표

(단위 : 전년동기대비, %)

	2005	2006		
		1/4	2/4	3/4
실질GDP <sup>1)</sup>	10.2	10.3	11.3	10.4
산업생산	16.4	16.7	18.0	16.2
소매판매	12.9	12.8	13.9	13.9
고정투자 <sup>2)</sup>	27.2	29.8	31.3	28.2
소비자물가	1.8	1.2	1.3	1.3
수출	28.4	26.6	24.1	28.7
대출증가율 <sup>3)</sup>	9.8	11.5	15.6	15.8
총동화(M2) <sup>3)</sup>	16.0	18.9	18.4	16.8

주 : 1) GDP 성장률은 신계열(전국경제센서스 결과에 따라 수정) 기준

2) 도시전체 누계기준 3) 말잔 기준

자료 : 中國 국가통계청, 인민은행

〈표 6〉 2006년 中國의 부동산 경기관련 주요 지표

(전년동기대비, %)

	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월
신규건설투자	33.7	41.0	40.1	39.7	39.9	38.0	34.9	32.9	31.3
부동산투자	21.4	23.8	24.4	25.3	27.9	28.0	28.1	28.7	28.8
부동산개발투자	19.7	20.2	21.3	21.8	-	24.0	24.0	24.3	26.8

자료 : 中國 국가통계국, Bloomberg

- 2007년 세계경제성장률은 세계적인 금리인상 기조 및 美國經濟의 둔화, 中國의 경기과열 억제정책 등에 영향을 받아 2006년에 비해 낮아질 것으로 예상되나 中國, 日本, 유럽 및 기타 신흥국 경제의 견조한 성장세가 세계 경기둔화를 소폭에 그치게 할 수 있을 것으로 전망



**<표 8> 주요국의 GDP대비 대미 수출 비중**

(단위 : 명목 GDP대비 %)

베네수엘라	캐나다	멕시코	中國	사우디	한국	독일	日本	브라질	영국	세계 (美國제외)
26.1	25.5	23.8	10.9	8.8	5.5	3.0	3.0	2.8	2.3	3.7

자료 : Merrill Lynch, Global slowdown, local strength : Source of demand in 2007

- 이머징아시아 국가들의 2007년 경제성장률은 2006년과 거의 비슷한 8.2%를 기록할 것으로 예상됨(<표 9 참조).
- 인도, 싱가포르는 경제성장률이 상당히 하락할 것으로 예상되고 있는 반면 태국, 인도네시아, 대만의 경우는 2006년보다 높은 경제성장률을 보일 것으로 예상

**<표 9> 아시아지역 경제성장률 전망**

(단위 : %)

전망 기관	이머징아시아 <sup>1)</sup>		태국		인도		인도네시아		대만		싱가포르	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
IMF	8.3	8.2	4.5	5.0	8.3	7.3	5.2	6.0	4.0	4.2	6.9	4.5

주 : 1) 中國, 인도, 인도네시아, 태국, 필리핀, 말레이시아, 한국, 대만, 홍콩, 싱가포르, 몽골, 파키스탄, 방글라데시

자료 : IMF('06.9)

**2) 主要國 換率 動向**

- 2006년 엔화는 일본 경제회복, 위안화 환율의 하락, 美國의 경기둔화 등의 강세요인과 금리차를 이용한 앤-캐리 트레이드 자금의 증가 등의 약세 요인 사이에서 달러화에 대해 등락을 거듭(<그림 4, 7> 참조)
- 한편 유로화는 2/4분기 이후 유럽 중앙은행의 지속적인 정책금리 인상 및 유럽경기의 호조에 힘입어 달러화에 대해 강세를 시현(<그림 5, 7> 참조)

<그림 4> 2006년 엔/달러 환율 추이



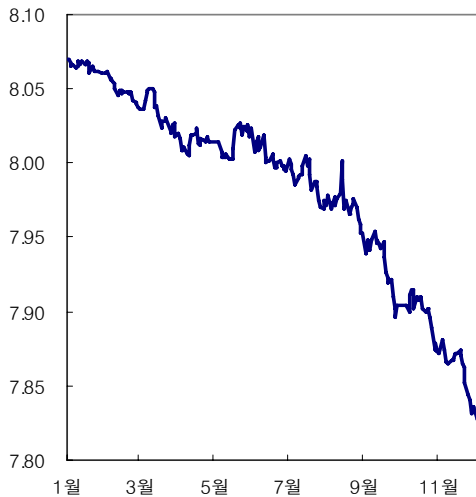
자료 : Bloomberg

<그림 5> 2006년 달러/유로 환율 추이



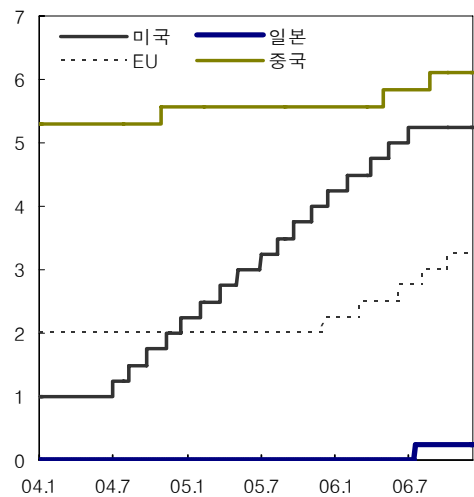
자료 : Bloomberg

<그림 6> 2006년 위안화/달러 환율 추이



자료 : Bloomberg

<그림 7> 각국 정책금리



자료 : Bloomberg

● 위안화 환율은 4월 중순에 열린 G7회의에서의 위안화 환율 변동폭 확대촉구, 美國의 對中 무역수지 적자 확대 등으로 인하여 절상압력이 계속 커지며 지속적인 하락세를 나타냄(<그림 6, 8>, <표 10> 참조).

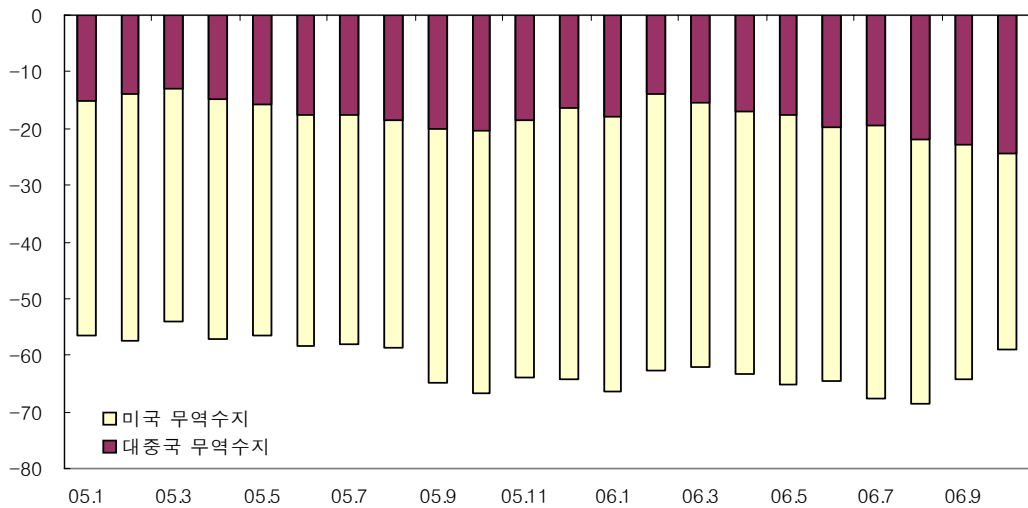
- 11월 23일 상하이 외환시장에서 위안화 환율은 달러당 7.8620위안으로 마감되어 지난해 7월 고정환율제도 폐지 이후 최저치를 기록하는 등 지속적으로 하락

**<표 10> 2006년 美國의 對中 무역수지 적자 비중 추이** (단위 : %)

1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월
27.0	22.1	25.1	26.8	27.1	30.4	28.8	31.8	35.7	41.4

자료 : Bloomberg

**<그림 8> 美國 무역수지 및 大中國 무역수지 적자 추이** (단위 : 십억 달러)



자료 : Bloomberg

### 3) 國際油價 및 原資材 動向

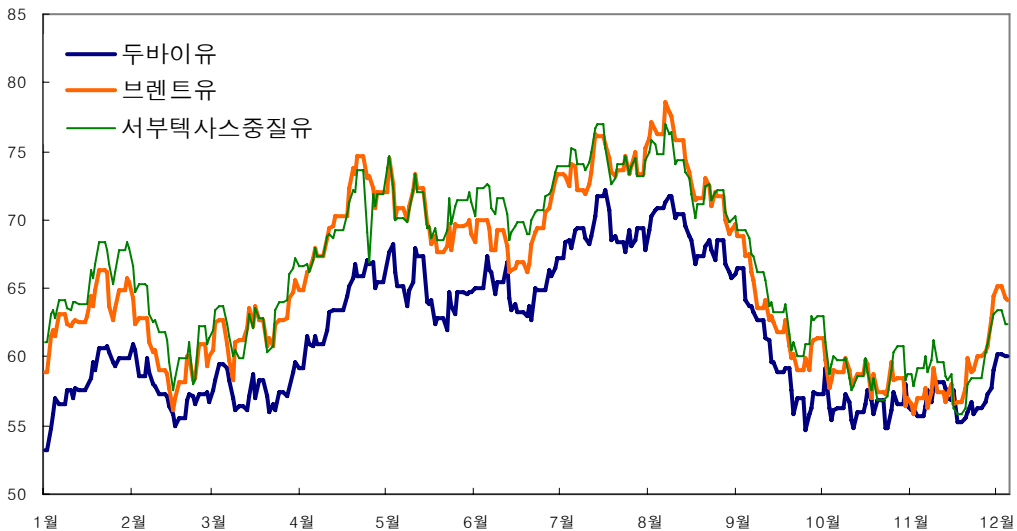
- 2006년 들어 국제유가는 이란 핵문제와 나이지리아 석유시설 테러, 이스라엘의 레바논 공격 등 지정학적 위험이 높아지면서 8월까지 지속적으로 상승 (<그림 9> 참조)



- 이란 핵문제와 함께 이스라엘의 레바논 공격 등으로 중동정세가 불안한 상태에서 영국 BP사의 알래스카 유전 폐쇄 등이 이루어지자 8월 초 서부텍사스중질유는 배럴당 78달러까지 상승

● 그러나 9월 이후 이란 핵협상의 진전 가능성과 美國 휘발유 성수기의 종료 및 알래스카 유전 정상화 예정 등으로 큰 폭 하락한 국제유가는 OPEC국가들이 11월 이후 산유량을 감산하였음에도 불구하고 55~60달러 선에서 등락을 보이고 있으며 추가감산논의가 있으나 실현여부는 불확실(<그림 9> 참조)

<그림 9> 2006년 국제유가 추이



자료 : Bloomberg

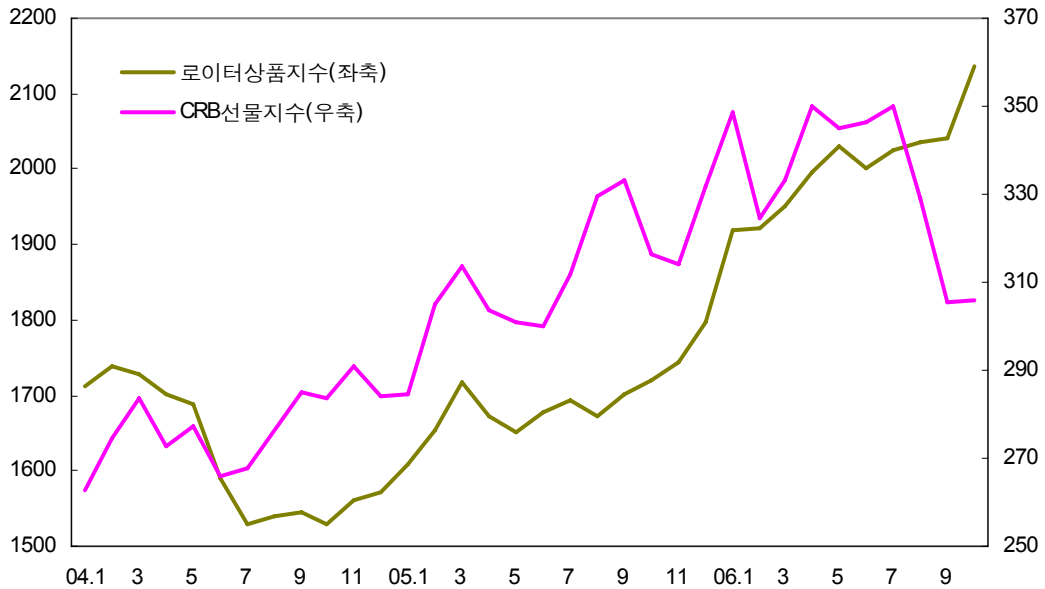
- 한편 2006년 들어 국제원자재가격은 칠레의 광산 파업 및 中國의 생산 둔화 등의 영향으로 비철금속가격이 큰 폭 상승하였고 국제정세 불안 등으로 금가격 또한 상승함에 따라 오름세를 시현
  - 로이터상품지수는 6월 이후 주요국의 금리인상 기조, 달러화 강세에 따른 금 수요 감소 등의 영향으로 등락세를 보이다가 9월 들어 다시 상승(<그림 10> 참조)

- 원유 등 21개 품목의 선물시세를 지수화한 CRB선물지수는 6월 이후 큰 폭 하락 후 소폭 상승(<그림 10> 참조)

**<그림 10> 2006년 국제원자재가격 추이**

(단위 : 1931.9.18=100)

(단위 : 1967=100)



자료 : 한국은행

## 2. 巨視經濟 動向

### 1) 經濟成長

- 2006년 국내경제는 1/4분기를 정점으로 완만한 성장세 둔화 시현
  - 2005년 1/4분기를 저점으로 4분기 연속 상승세를 지속하던 경제성장률은 2006년 1/4분기 6.1%를 정점으로 둔화되어 2/4분기와 3/4분기에 각각 5.3%와 4.8%를 기록하며 완만한 하락세를 나타냄(<표 11> 참조).
- 이와 같은 성장률 둔화는 우려했던 것보다는 완만한 속도로 진행되고 있으며, 여전히 잠재성장률 수준(4% 중반 추정)을 상회
  - 전기대비로 성장률이 2/4분기 0.8%에서 3/4분기 1.1%로 상승 반전한 것과 수출과 설비투자 증가세가 여전히 견조한 것이 연착륙 가능성을 높이고 있는 상황

<표 11>

지출부문별 경제성장률 추이

(단위 : %, 전년동기대비)

	2005				연간	2006		
	하반기		연간	상반기		3/4		
	3/4	4/4		1/4			2/4	
GDP 성장률	4.5	5.3	4.9	4.0	6.1	5.3	5.7	4.8
최종소비지출	4.2	4.3	4.3	3.4	4.9	4.6	4.7	4.4
(민 간)	(4.0)	(4.2)	(4.1)	(3.2)	(4.8)	(4.4)	(4.6)	(4.0)
(정 부)	(5.1)	(4.8)	(4.9)	(4.3)	(5.3)	(5.2)	(5.3)	(5.8)
총고정자본형성	1.9	4.2	3.1	2.3	3.9	0.8	2.2	3.8
(건 설)	(0.3)	(0.9)	(0.6)	(0.4)	(1.2)	(△3.9)	(△1.9)	(△0.6)
(설 비)	(4.3)	(10.2)	(7.4)	(5.1)	(6.9)	(7.4)	(7.2)	(9.9)
총 수 출	11.2	10.4	10.8	8.5	11.5	15.9	13.7	12.6
총 수 입	11.0	5.3	8.1	6.9	12.3	13.6	12.9	11.6
국민총소득(GNI)	0.3	1.2	0.8	0.5	1.3	2.1	1.7	2.2

자료 : 한국은행

- 民間消費은 1/4분기중 전년동기대비 4.8%의 증가율을 기록한 이후 점차 둔화되어 3/4분기에는 4.0% 증가하였으며 성장기여도(원계열)도 하락(<표 12> 참조)
  - 2005년 하반기 4.1%, 2006년 상반기 4.6% 증가하며 회복세를 보이던 민간소비는 3/4분기 4.0% 증가로 회복세 둔화
  - 이를 반영하여 민간소비의 성장기여도(원계열)도 2006년 상반기 2.4%p에서 3/4분기에는 2.0%p로 축소
  
- 建設投資는 도로 및 상하수도 등 토목건설부문의 호조에도 불구하고 정부의 고강도 부동산안정화대책으로 주택건설의 부진이 지속되며 2/4분기  $\Delta 3.9\%$ , 3/4분기  $\Delta 0.6\%$ 의 마이너스(-) 증가 시현
  - 이에 따라 건설투자의 성장기여도(원계열) 또한 2/4분기 및 3/4분기중 각각  $\Delta 0.7\%$ p 및  $\Delta 0.1\%$ p로 2분기 연속 마이너스(-)를 기록(<표 12> 참조)
  
- 設備投資는 2005년 하반기중 전년동기대비 7.4%, 2006년 상반기중 7.2%의 견조한 증가세를 보여 왔으며, 3/4분기에는 증가율이 9.9%까지 확대
  - 전기·전자기기 및 반도체제조용 기계를 중심으로 기계류투자가 호조를 보이며 3/4분기에는 11분기만에 최고치인 전분기대비(계절조정) 3.5% 증가율 기록
  - 이와 같이 설비투자 증가폭이 확대되면서 설비투자의 성장기여도(원계열)는 상반기 0.8%p에서 3/4분기중 1.0%p까지 상승(<표 12> 참조)
  
- 2006년 3/4분기중 實質國民總所得(GNI)은 기저효과로 인해 전년동기대비 2.2%의 증가율을 기록
  - 그러나 교역조건 악화로 인한 실질무역손실 확대로 전분기대비(계절 조정)로는 0.0% 증가에 그침.

\* 순상품교역조건(2000년=100): '05 1/4분기 81.3  $\Rightarrow$  '06 1/4분기 75.1  $\Rightarrow$  '06 3/4분기 71.2

\* 실질무역손실(조원): '05 1/4분기 9.5  $\Rightarrow$  '06 1/4분기 16.8  $\Rightarrow$  '06 3/4분기 18.8

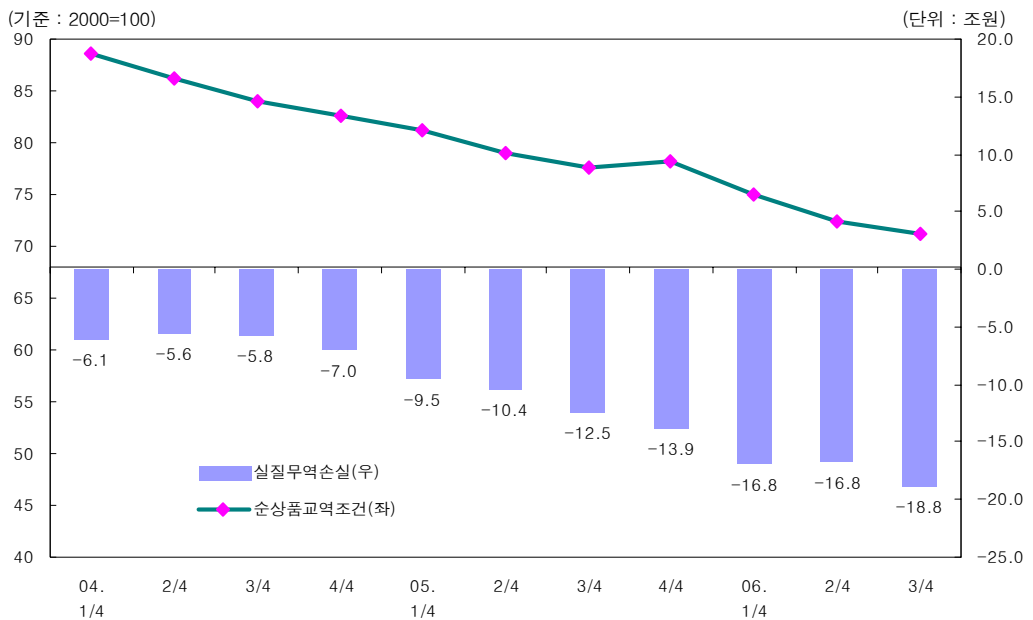
〈표 12〉 지출부문별 성장기여도 추이

(단위 : %p)

	2005				2006			
	하반기		연간	상반기		3/4		
	3/4	4/4		1/4	2/4			
GDP 성장률	4.5	5.3	4.9	4.0	6.1	5.3	5.7	4.8
최종소비지출	2.6	2.6	2.6	2.1	3.2	2.8	3.0	2.7
(민 간)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(1.6)	(2.5)	(2.2)	(2.4)	(2.0)
(정 부)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.7)	(0.6)	(0.6)	(0.7)
총고정자본형성	0.6	1.3	0.9	0.7	1.0	0.3	0.6	1.1
(건 설)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(△0.7)	(△0.3)	(△0.1)
(설 비)	(0.5)	(1.0)	(0.8)	(0.5)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(1.0)
재 고	0.2	△1.5	△0.6	△0.3	1.1	0.5	0.8	△0.2
순 수 출	1.0	2.9	2.0	1.4	0.8	2.4	1.6	1.5

자료 : 한국은행

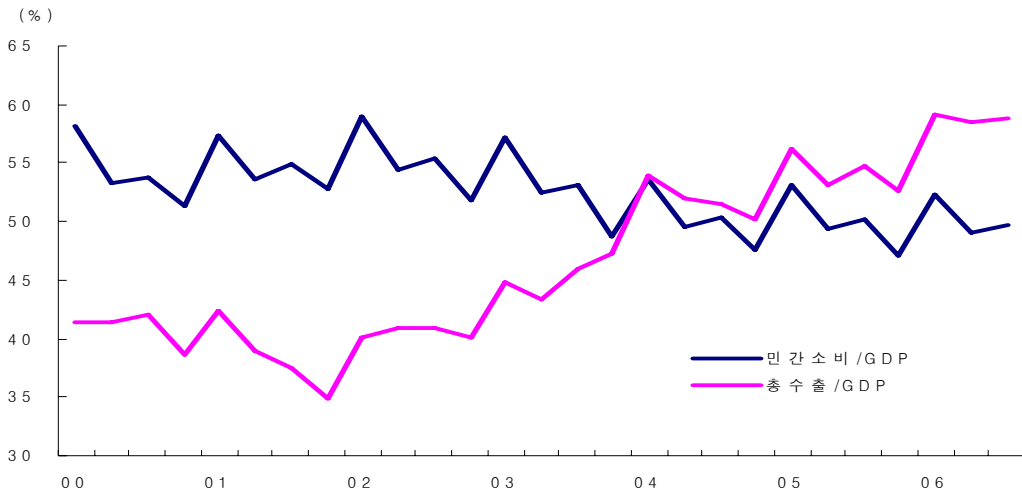
〈그림 11〉 순상품교역조건과 실질무역손실 추이



자료 : 한국은행

- 支出部門別 GDP 成長寄與度(원계열) 추이를 살펴보면, 2006년 3/4분기중 내수부문의 성장기여도는 민간소비 둔화와 건설투자 부진으로 인해 크게 축소
  - 내수부문의 GDP 성장에 대한 기여도(원계열)는 1/4분기중 5.3%p까지 확대되었으나 2/4분기 및 3/4분기 모두 축소
  - 반면에, 2/4분기 이후 총수출이 총수입보다 빠른 속도로 증가함에 따라 순수출(=총수출-총수입)의 성장기여도(원계열)는 상반기중 1.6%p, 3/4분기중 1.5%p로 상승
  
- 한편 總輸出(원화기준 재화 및 용역수출) 증가율은 지속적으로 높아져 경제성장률의 2배 수준을 상회하는 등 경제성장을 주도
  - 총수출과 민간소비가 GDP에서 차지하는 비중의 격차가 2004년  $\Delta 1.63\%p$ , 2005년  $\Delta 4.26\%p$ 에서 금년 3/4분기중에는  $\Delta 9.1\%p$ 로 크게 확대(<그림 12> 참조)
  - 이는 우리경제의 수출의존도가 점차 높아지고 있음을 의미하며, 내년 세계경제가 둔화될 경우 국내경제에 끼칠 부정적 영향이 작지 않을 것임을 시사

<그림 12> 총수출 및 민간소비의 GDP 비중

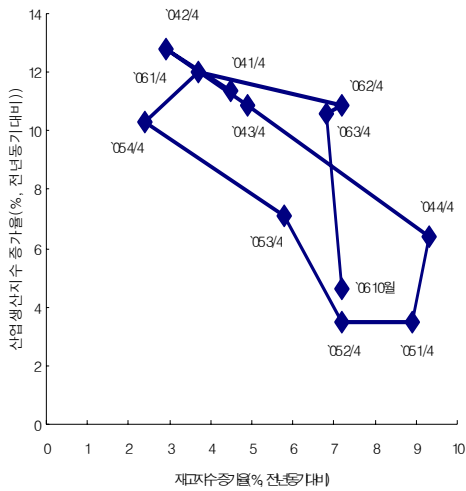


자료 : 한국은행

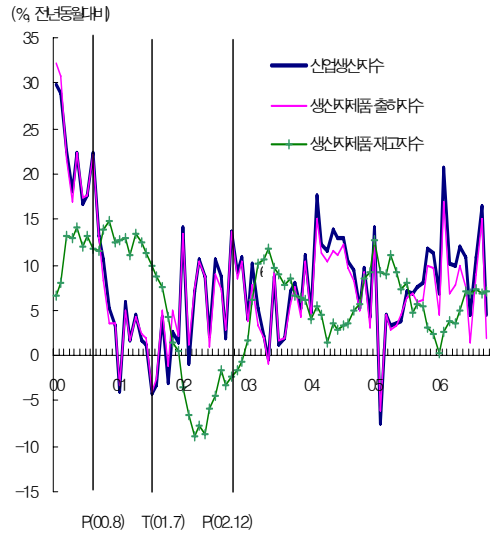
## 2) 景氣

### (産業生産)

〈그림 13〉 산업생산 및 재고 추이



〈그림 14〉 생산·출하·재고 주요지표 추이



자료 : 통계청

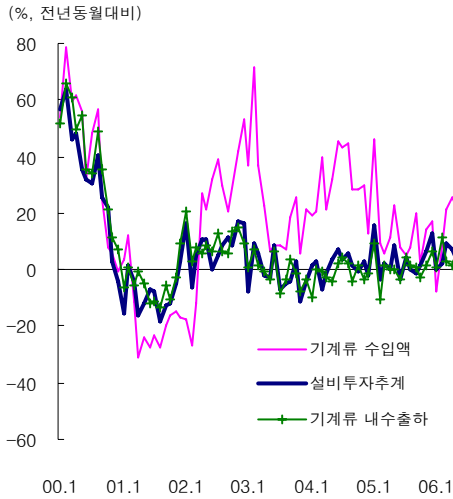
- 生産-在庫 循環圖를 통하여 경기흐름을 살펴보면 국내경제의 경기둔화가 완만하게 진행되고 있는 것으로 나타남(〈그림 13〉 참조).
  - 2005년 1/4분기 이후 경기회복세를 시사하던 생산-재고 순환도는 2006년 2/4분기 이후 ‘생산감소-재고증가’의 완만한 경기둔화 양상을 나타냄.
  - 한편 제조업 평균가동률은 금년 1월중 83.5%를 기록한 후 지속적으로 하락하다가 금년 8월부터 다시 상승하기 시작하여 10월중 81.6%를 기록
- 産業生産指數는 1/4분기중 전년동기대비 12.0%의 상승률을 기록한 이후 둔화되기 시작하여 3/4분기 및 10월중 각각 10.6%, 4.6%를 기록하였으나, 추석연

휴로 인한 조업일수 변화를 반영하면 각각 9.8%, 11.8% 상승한 것으로 추정 (<그림 14> 참조)

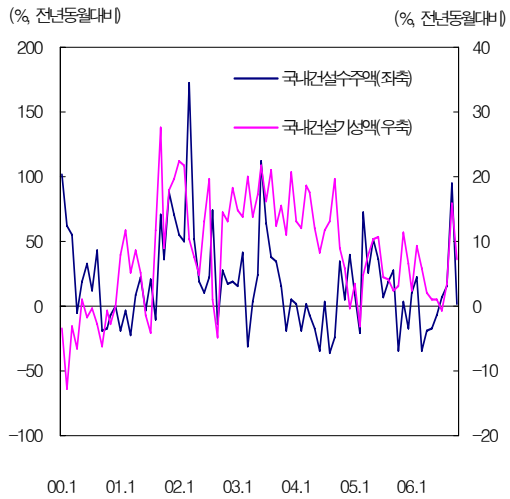
- 製造業生産指數 역시 1/4분기중 전년동기대비 12.6% 상승한 이후 점차적으로 둔화되어 3/4분기중 10.9%, 10월중 4.8%를 기록하였으며, 업종별로는 중화학공업이 각각 13.0%, 7.1% 상승한 반면 경공업은 3/4분기중 1.8% 상승한 후에 10월중에는 6.3% 하락
  - 세부업종별로 살펴보면 10월중 반도체 27.9%, 기타전기기계 0.9%, 자동차 4.4% 등 주요 업종의 상승세가 둔화
- 生産者製品出荷 증가율은 1/4분기중의 전년동기대비 9.1%를 정점으로 차츰 둔화되어 3/4분기중 8.5%, 10월에는 2.0%까지 하락(<그림 14> 참조).
- 내수용출하는 3/4분기중 3.4%의 증가율을 기록하였으나 10월중에는 0.7% 감소한 반면, 수출용출하는 3/4분기중 15.4%, 10월에는 5.3% 증가
- 生産者製品在庫는 1/4분기중 전년동기대비 3.7% 증가에서 2/4분기 7.2%, 3/4분기 6.8%, 10월중 7.2%의 증가율을 기록하며 1/4분기보다 2배 가량 확대 (<그림 14> 참조)
- 업종별 재고를 살펴보면 10월중 화학제품( $\Delta$ 7.5%)은 감소한 반면, 반도체(47.9%) 및 자동차(17.7%) 등은 큰 폭으로 증가
- 設備投資推計指數는 3/4분기중 전년동기대비 10.0% 상승하였으나 10월중에는 6.1%로 상승세 둔화(<그림 15> 참조)
- 이는 특수산업용기계 및 컴퓨터 등은 증가하였음에도 불구하고 통신기기 등이 감소한 것에 주로 기인



<그림 15> 설비투자 관련 지표



<그림 16> 건설투자 관련 지표



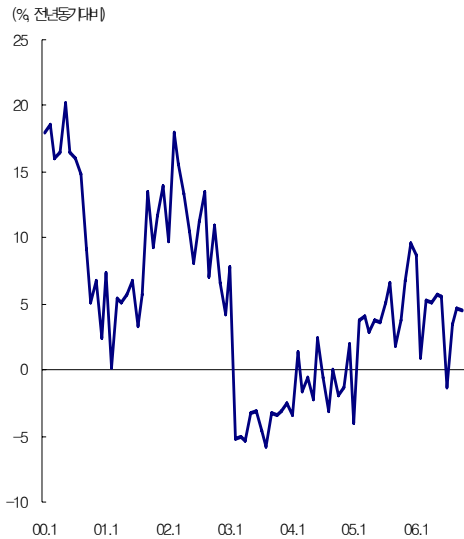
자료 : 통계청

- 設備用機械類 內需出荷는 1/4분기 이후 증가세가 지속적으로 확대되어 3/4분기중 전년동기대비 6.1%의 증가율을 기록하였으나, 10월 들어 통신기기를 중심으로 증가율이 둔화되어 3.6%에 그침(<그림 15> 참조).
- 건설투자 선행지표인 國內建設受注額은 7~8월중의 기저효과 및 기반시설부담금 부과 등의 영향으로 9월중 전년동월대비 94.1% 증가한 것에 힘입어 3/4분기중 36.2%의 높은 증가율을 기록하였으나, 10월중에는 공공부문의 증가(34.5%)에도 불구하고 민간부문의 감소(△10.9%)로 인해 1.5% 증가에 머물 (<그림 16> 참조).
  - 한편 國內建設既成額은 추석시기 이동에 따른 공사일수 증가 등에 힘입어 3/4분기중 전년동기대비 6.4% 증가한 데 이어 10월에도 공공부문의 공사실적 호조로 7.4% 증가(<그림 16> 참조)
- 消費財販賣額指數 증가율은 2/4분기중 전년동기대비 5.5% 상승한 데 비해 3/4분기중에는 2.2% 상승에 그쳤으나 10월중 4.5%로 상승세가 다소 확대(<그림

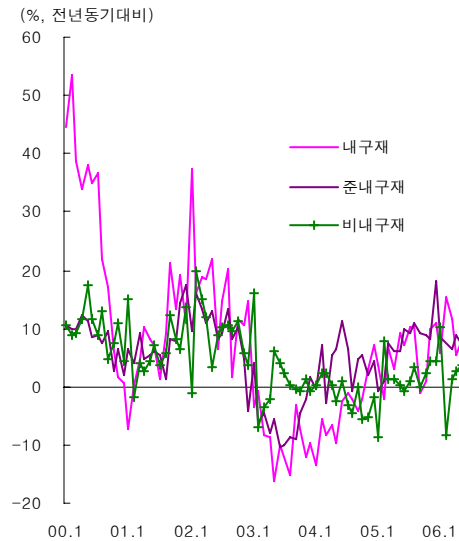
17> 참조)

- 10월중 내구재는 승용차, 가전제품 등의 판매가 증가하였고 비내구재 중에서는 음식료품, 차량용 연료, 서적·문구 등의 판매가 증가
- 소매업 형태별로 살펴보면 10월중 대형마트는 전년동월대비 15.5% 증가한 데 비해 백화점은 2.2% 감소하였고 일반상가, 지하상가, 재래시장 등의 기타소매점도 0.4% 증가에 그침.

<그림 17> 소비재판매액지수



<그림 18> 재별 판매액지수



자료 : 통계청

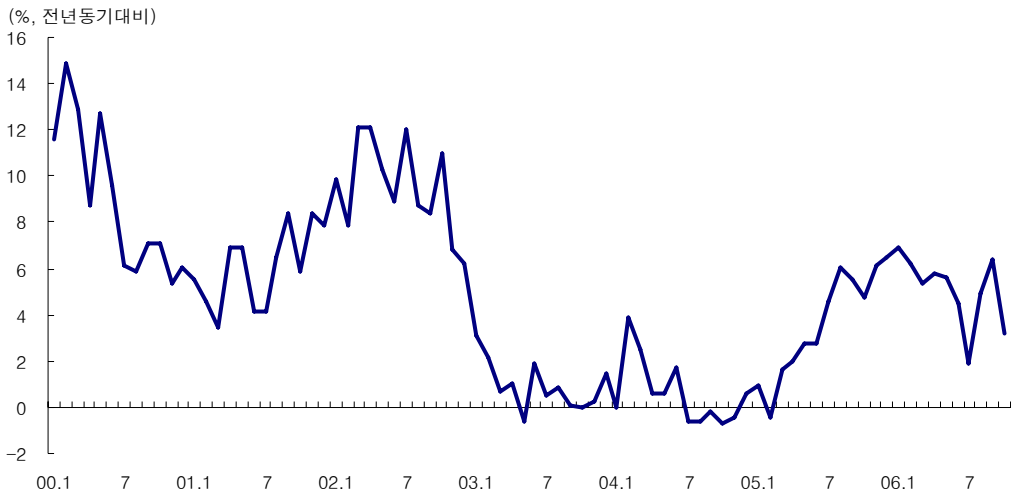
(서비스業 活動)

● 서비스業 生産은 1/4분기중 전년동기대비 6.1%의 증가율을 기록한 이후 2분기 연속 증가세가 둔화된 데 이어 10월중에도 둔화세가 지속(<그림 19> 참조)

\* '06 1/4분기 6.1% ⇒ '06 2/4분기 5.3% ⇒ '06 3/4분기 4.3% ⇒ '06 10월 3.2%

- 업종별로 살펴보면 금융 및 보험업, 숙박 및 음식업 등은 금년 3/4분기중 전년동기대비 각각 4.9%, 2.4% 증가로 증가세가 둔화된 데 이어 10월중에도 각각 4.2%, △4.0%의 증가율을 기록하며 서비스업 증가세 둔화의 주된 원인으로 작용
  - 부동산 및 임대업은 3/4분기중 전년동기대비 7.4% 증가하며 전분기보다 증가세가 둔화되었으나 10월중 8.4%로 증가세가 다시 소폭 확대
  - 도매 및 소매업은 3/4분기중에는 전분기보다 소폭 증가하여 전년동기대비 4.0%의 증가율을 기록하였으나, 10월중에는 추석이동효과에도 불구하고 2.7% 증가에 머물.

<그림 19> 서비스업생산지수 추이



자료 : 통계청

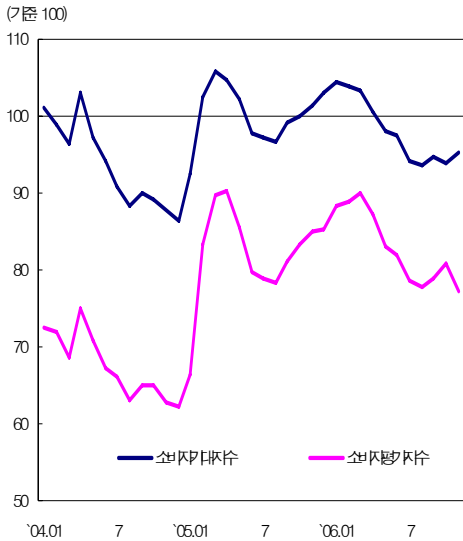
(消費心理 및 企業 體感景氣)

- 작년 하반기부터 금년 상반기까지 이어진 경기회복세에도 불구하고 금년 초 이후 소비심리와 기업들의 체감경기는 전반적으로 하락세를 시현(<그림 20> 및 <그림 21> 참조)

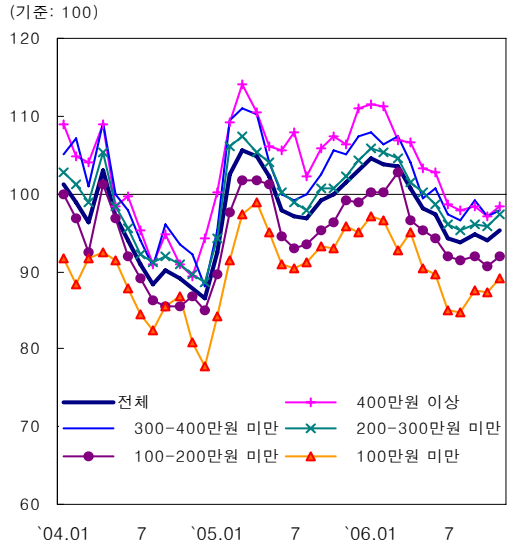
● 消費者期待指數는 1월중 104.5를 정점으로 전반적인 하락세를 보였으나, 유가 하락 및 주가 상승 등의 영향으로 11월중에는 95.2로 전월보다 1.3p 상승(<그림 20> 참조)

- 한편 가계의 체감경기 악화, 향후 경기둔화에 대한 불안감 등으로 향후 가계의 체감경기에 대한 비관적인 전망이 이어지고 있으며 저소득층일수록 기준치 100을 하회한 시점이 빨리 나타남(<그림 21> 참조).

<그림 20> 소비심리 추이



<그림 21> 소득계층별 소비자기대지수 추이

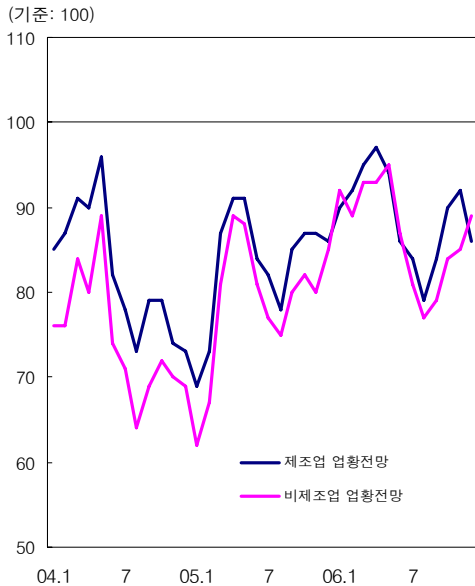


자료 : 통계청

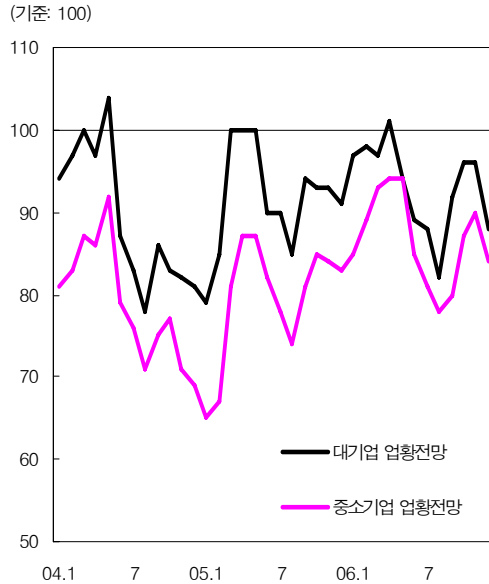
● 현재 경제상황에 대한 소비자들의 인식도 부정적 시각이 여전히 유지되고 있는 상황

- 과거 6개월 전과 비교한 현재의 경기, 생활형편, 소비지출에 대한 소비자들의 평가를 나타내는 消費者評價指數는 3월중 90.1을 기록한 이후 지속적인 하락세를 시현하였고, 9월 및 10월에 계절적 영향으로 소폭 상승하였으나 11월중에는 다시 하락하여 77.3을 기록(<그림 20> 참조)

<그림 22> 기업 업황전망 BSI 추이



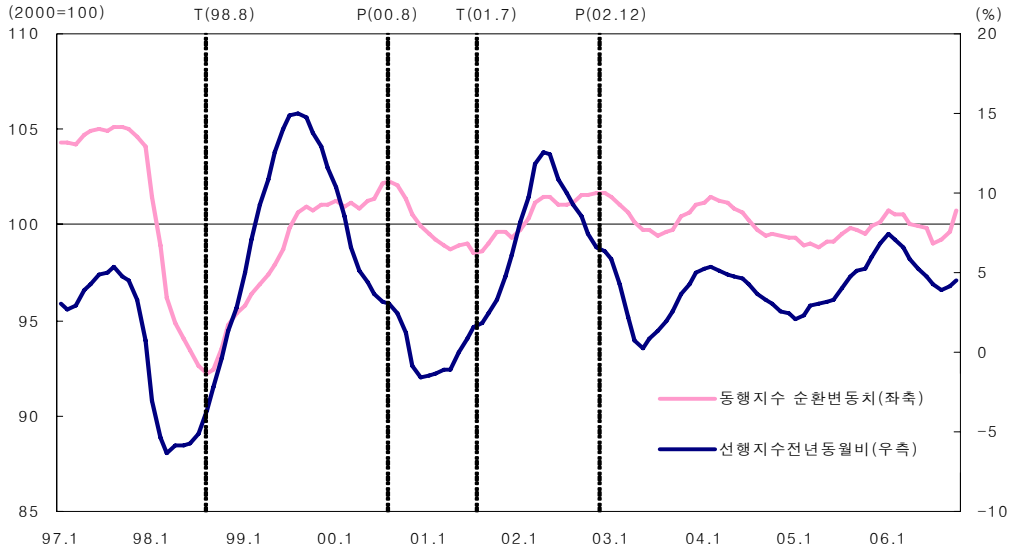
<그림 23> 제조업 규모별 업황전망 BSI 추이



자료 : 한국은행

- 製造業業況展望 BSI는 4월중 97을 정점으로 지속적으로 하락한 이후 9~11월 중 추석 및 연말 성수기에 대한 기대감으로 상승하였으나 내년 경기전망에 대한 비관적 시각이 대두되면서 12월에는 86으로 급락(<그림 22> 참조)
  - 非製造業業況展望 BSI는 5월중 95를 기록한 이후 하락세를 시현하다가 10월 이후 상승세로 전환
  - 계절적 요인으로 9~11월 상승세를 나타내던 대기업 및 중소기업의 업황전망 BSI는 12월에 다시 하락세로 전환(<그림 23> 참조)
  
- 경기 연착륙에 대한 기대를 반영하여 그 동안 지속적인 하락세를 시현하였던 景氣綜合指數는 최근 들어 상승세로 전환

〈그림 24〉 동행지수 순환변동치 및 선행지수 전년동월비 추이



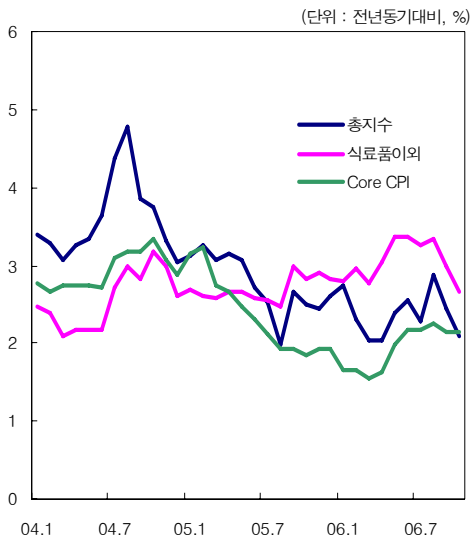
자료 : 통계청

- 현재의 경기상황을 나타내는 同行指數循環變動値는 1월에 100.8을 기록한 후 하락세를 지속하였으나 8월 이후 상승세로 전환되었으며 10월중에는 100.8을 기록하며 기준치 100을 상회(<그림 24> 참조)
  - 동행지수전월비도 플러스(+)로 전환되어 10월중 1.7%를 기록
- 향후 경기진행을 예고해주는 先行指數前年同月比도 1월중 7.5%를 고점으로 계속 낮아졌으나 9월 이후 다시 상승세로 전환되어 10월중 4.5%를 기록(<그림 24> 참조)
  - 10월중 선행지수전년동월비가 다시 상승세로 전환된 데에는 기계수주액, 재고순환지표 등이 호조세를 보인 것이 크게 기여한 것으로 나타남.

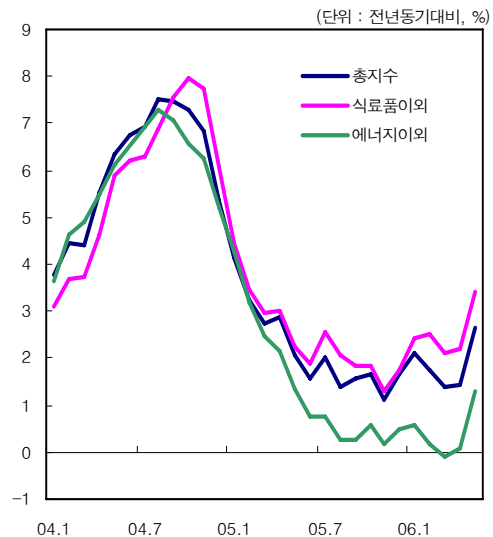
### 3) 物價

- 고유가에도 불구하고 국내 주요 물가지수는 농축수산물 가격 안정 및 원화 가치 상승 등에 기인하여 연중 안정세 유지
  - 消費者物價는 1/4분기에서 3/4분기까지 각각 전년동기 대비 2.3%, 2.4%, 2.5%로 오름세가 소폭 확대되었으나, 1~9월중 2.4% 상승하여 전년동기에 비해 상승세가 둔화되고 10월 중에도 2.1%의 낮은 상승률을 기록
  - 식료품을 제외한 소비자물가지수는 4~8월까지 3.3%를 넘는 높은 상승률을 기록하였으나 9월 이후 하향세를 보이며, 10월에는 2.7%를 기록
  - 소비자물가의 안정세는 1~9월중 농축수산물 가격이 전년동기대비 0.6% 하락한데다 공산품가격이 유가상승에도 불구하고 안정세를 보인 데 기인한 바가 큼.

<그림 25> CPI 상승률 추이



<그림 26> PPI 상승률 추이



자료 : 한국은행

〈표 13〉

## 부문별 소비자물가 상승률

(단위 : %, 전년동기대비)

	2004	2005	2006					
			1/4	2/4	3/4			
						8월	9월	10월
총지수	3.6	2.7	2.3	2.4	2.5	2.9	2.4	2.1
농·축·수산물	8.9	1.8	0.6	△2.2	△0.1	2.3	0.3	△0.2
공업제품	2.6	3.7	3.0	3.0	2.4	2.8	1.7	0.8
서비스	3.1	2.4	2.4	2.9	3.2	3.1	3.4	3.5

자료 : 한국은행

- 生産者物價는 국제유가 및 원자재가격 상승에도 불구하고 1~10월 중에 2.4% (전년동기대비)의 안정적 상승률을 보였는데, 3/4분기에 3.1%의 상승률을 기록하면서 물가상승 우려가 높아지는 듯했으나 10월에 전년동기대비 1.9%의 상승률을 기록
  - 3/4분기 생산자물가 상승률은 농림수산물 가격하락세 둔화(2/4분기 △8.7% → 3/4분기 △4.8%)와 공산물의 가격상승(2/4분기 3.4% → 3/4분기 4.1%)에 기인
  - 공산품 생산자물가는 구리, 니켈 등 국제원자재가격 상승과 고유가로 인한 석유·화학제품 가격 상승으로 3/4분기중 전년동기대비 4.1% 상승함.
  - 10월에 생산자물가가 안정된 것은 석유 및 화학제품 하락세에 기인(코크스 및 석유제품과 화학제품 가격은 10월중 전년동기대비 각각 △2.0%, 1.1% 상승률을 기록)
  - 또한 서비스 가격은 운수, 통신, 부동산, 금융업 등 전 부문에서 전반적인 안정세가 지속되면서 3/4분기 및 10월중 각각 전년동기대비 1.9%, 2.0%의 상승률을 기록
  - 농림수산물의 가격은 전년에 이어 하락세를 지속하여 3/4분기중 전년동기대비 4.8%, 10월에도 2.8% 하락



〈표 14〉 부문별 생산자물가 상승률

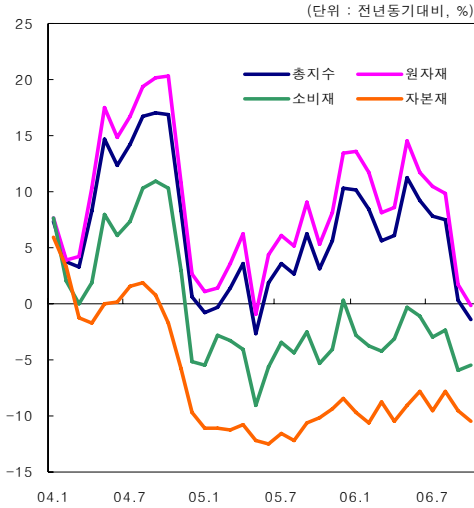
(단위 : %, 전년동기대비)

	2004	2005	2006					
			1/4	2/4	3/4			
						8월	9월	10월
총지수	6.1	2.1	1.7	2.5	3.1	3.4	3.1	1.9
농림수산물	12.1	△3.7	△6.6	△8.7	△4.8	△3.5	△2.7	△2.8
공산품	7.5	3.1	2.4	3.4	4.1	4.4	3.6	1.7
서비스	2.8	1.3	1.6	2.0	1.9	1.9	2.2	2.0

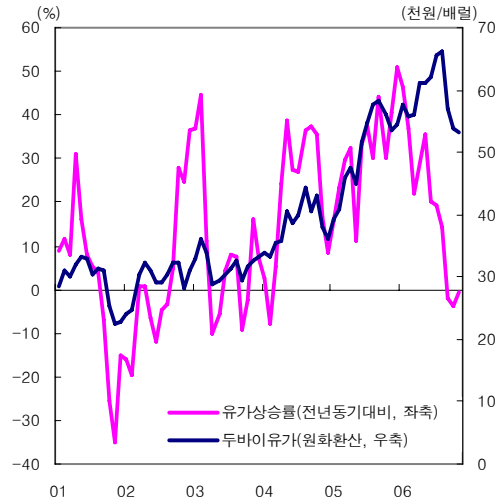
자료 : 한국은행

- 輸入物價指數는 1/4분기와 2/4분기에 전년동기대비 8%를 초과하는 상승률을 보여 물가상승 우려감을 야기하였으나 이후 상승세가 둔화되며 3/4분기 5.2%, 10월 중에는 △1.4%의 마이너스 상승률을 기록
  - 3/4분기 및 10월의 수입물가 안정세는 일반기계, 전자기계 및 장치제품과 석유제품 가격의 안정에 기인
  - 원자재 수입물가는 연중최고치인 14.5%의 상승률을 보인 5월 이후 지속적으로 하락하여 10월에는 △0.23%의 마이너스 상승률을 기록
  - 또한 국제원자재가격 하락세 및 원화강세로 인해 자본재가격 및 소비재가격도 하락세를 지속하고 있음.
- 原油輸入價格은 중동지역의 지정학적 불안요인이 완화되고 세계경제의 둔화가 능성이 대두됨에 따라 월평균기준 최고치를 기록한 7월 이후 하향세로 전환
  - 두바이유 가격은 1~9월중 배럴당 평균 63.1달러를 기록하며 전년대비 30% 수준의 높은 상승률을 나타냈으나 10월에는 배럴당 56달러 수준으로 하락
- 종합적으로 볼 때 1~10월중 물가는 전반적으로 안정적인 움직임을 보였으며 이는 공산품의 가격안정, 농축수산물 가격하락, 원화가치 상승에 기인

<그림 27> 수입물가 추이



<그림 28> 수입유가 추이



자료 : 한국은행

#### 4) 雇傭市場

● 2/4분기 이후 경기둔화로 고용사정도 다시 악화되는 모습

- 1/4분기중 취업자수는 전년동기대비 33.0만명(1.5%) 증가하였으나 이후 증가세가 둔화되어 3/4분기 및 10월중에는 각각 28.8만명(1.2%), 27.8만명(1.2%) 증가에 그침(<그림 29> 참조).

<표 15> 업종별 취업자수 증감 추이

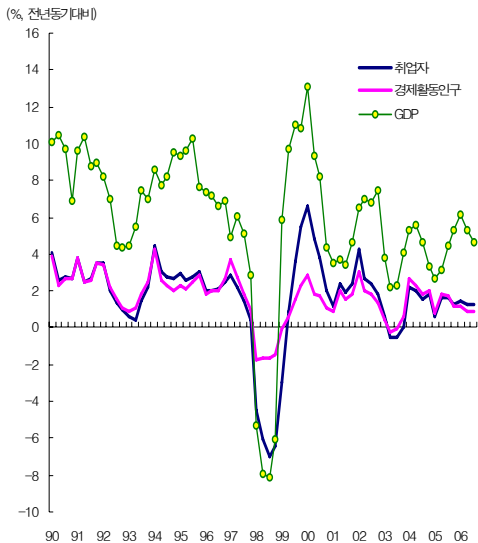
(단위 : 만명, 전년동기대비)

	2002	2003	2004	2005	2006			
					1/4	2/4	3/4	10월
건설업	16.1	7.0	0.4	△6.0	3.4	0.7	1.3	2.3
서비스업	54.1	5.6	45.6	36.8	40.4	41.9	35.9	30.5
제조업	△2.6	△3.6	8.5	△5.6	△7.2	△7.7	△5.7	△5.8
농림어업	△7.9	△11.9	△12.5	△1.0	△3.4	△6.5	△2.8	0.6

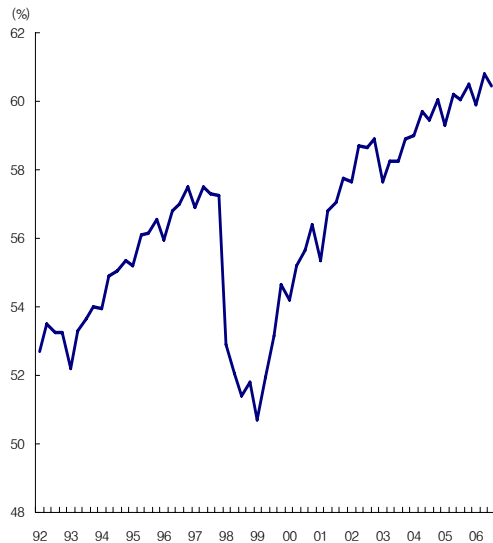
자료 : 통계청

- 산업별 취업자수 추이를 보면, 건설업 및 서비스업부문의 취업자수는 꾸준히 증가하고 있으나, 제조업부문의 취업자수는 지속적으로 증가세가 둔화되고 있음(<표 15> 참조).
- 失業率은 1/4분기중 3.9%를 기록하였으나, 이후 감소하기 시작하여 3/4분기 및 10월중 모두 3.3%대로 하락(<그림 31> 참조)
  - 반면 계절조정 실업률은 1/4분기중 3.5%를 기록하였고 2/4분기 및 3/4분기에도 변화없이 3.5% 수준을 유지
  - 한편, 실업률(계절조정)은 작년과 비교하여 감소세를 보이고 있으나, 취업자수(계절조정) 증가세 또한 전반적으로 둔화되는 상황
  - 또한, 작년 2/4분기부터 금년 1/4분기까지 경제성장률이 계속 상승하였음에도 불구하고 취업자수 증가율이 하락하고 있는 것은 우리 경제의 고용창출력이 지속적으로 저하되고 있음을 시사

<그림 29> 고용지표 증가율 추이



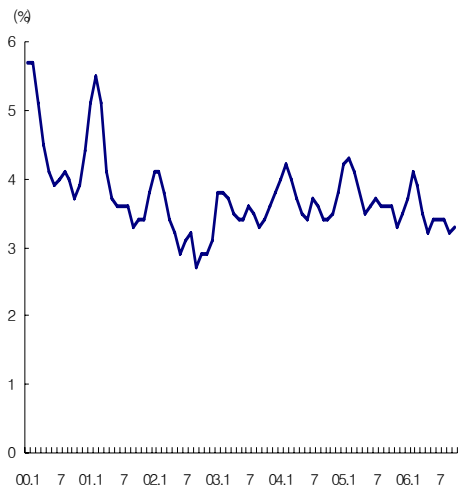
<그림 30> 비농림·비공공부문 취업자비중 추이



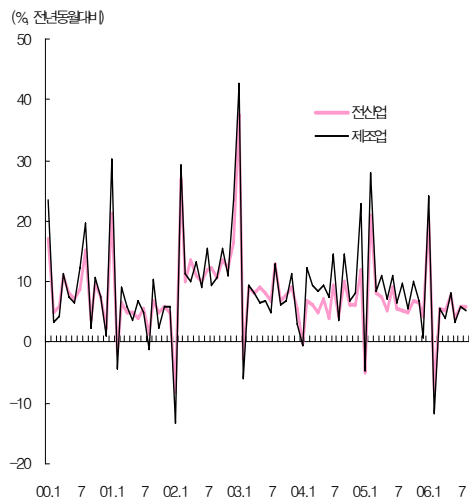
자료 : 한국은행, 통계청

- 2006년 7~8월중 10인 이상 사업체의 名目賃金은 전년동기대비 전산업 5.9%, 제조업 5.6%의 상승률을 기록(<그림 32> 참조)
  - 동기간중 전산업 및 제조업부문의 實質賃金 상승률은 각각 3.3% 및 3.0%을 기록

<그림 31> 실업률 추이



<그림 32> 제조업 및 전산업 임금



자료 : 통계청

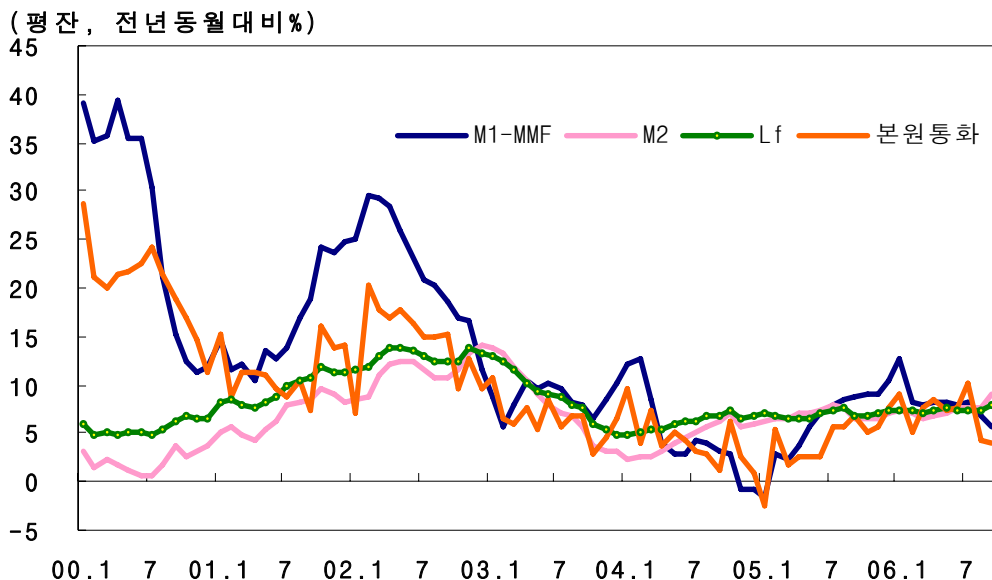
### 3. 金融市場 動向

#### 1) 通貨

● 10월중 M2의 전년동월대비 증가율은 전월보다 1.1%p 상승한 10.1%를 기록했으며, Lf 또한 9월중 전월보다 소폭 상승한 7% 후반의 증가율을 기록하는 등 통화량 증가세가 확대(<그림 33> 참조)

- M2 증가율은 8월 7.5% → 9월 9.0% → 10월 10.1%로 꾸준히 상승하였으며, Lf 증가율도 7월 7.3% → 8월 7.4% → 9월 7.9%로 높아짐.
- 이는 해외 증권투자 증가 및 외국인 주식자금 유출 등으로 인한 국외부문 통화환수폭 확대에도 불구하고 은행대출을 중심으로 민간신용이 꾸준히 늘어난 데 기인

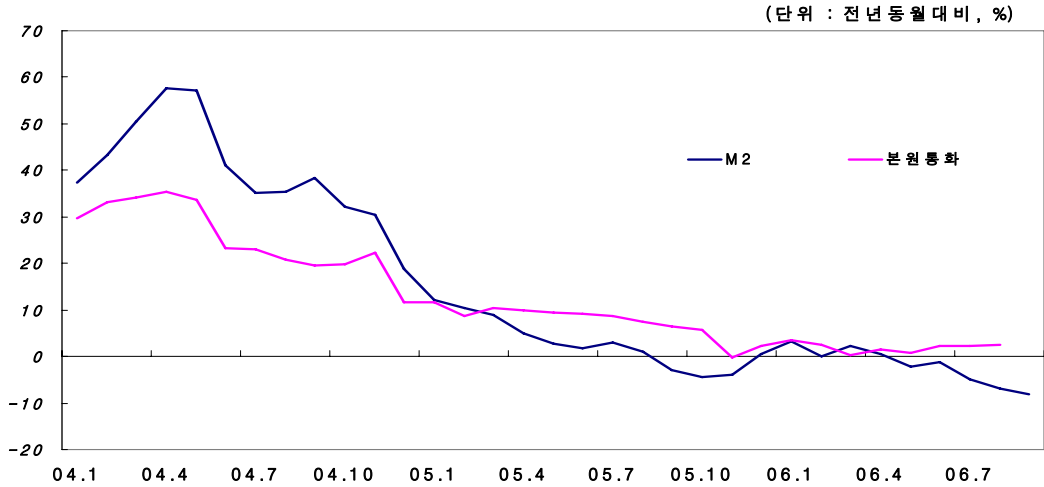
<그림 33> 통화지표 추이



주 : M1, M2, Lf는 간접투자자산운용업법 시행에 따른 편제대상 변경 반영  
 M1은 법인MMF 익일환매제 도입에 따라 기존 M1에서 법인 MMF제외  
 M1-MMF는 M1 시계열변경에 따른 시계열 불연속을 보완하기 위한 보조지표  
 자료 : 한국은행

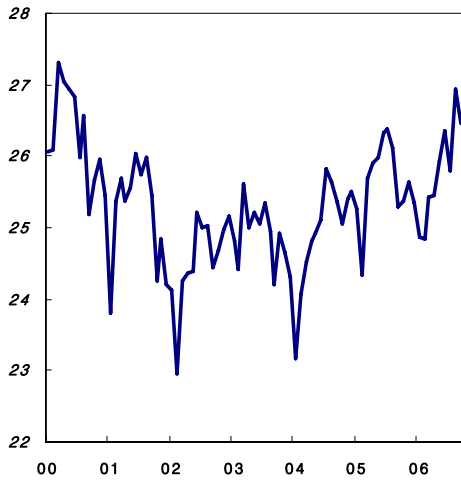


<그림 35> 국외부문 통화공급 증가율 추이

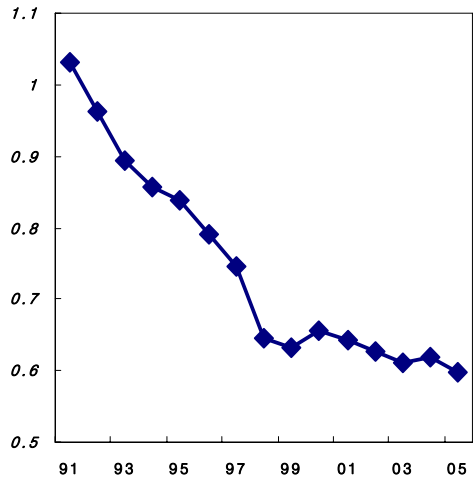


자료 : 한국은행

<그림 36> 통화승수 추이<sup>1)</sup>



<그림 37> 통화유통속도 추이<sup>2)</sup>



주 : 1) M2/본원통화 기준 2) 명목GDP/M3 기준

자료 : 한국은행

- 通貨乘數는 소비증가 등으로 2006년 들어 전반적으로 상승하는 모습을 시현하고 있으나 한국은행이 11월 23일 지급준비율 인상을 발표한 이후 하락이 예상 (<그림 36> 참조)

- 通貨流通速度는 1990년대 이후 꾸준히 하락하여 왔으나 하락세는 점차 둔화되는 모습을 보임(<그림 37> 참조).

## <표 16> 통안채 발행 및 외환보유액 추이

(단위 : 조원, 억달러)

	일자	2003	2004	2005	2006			
					1/4	2/4	3/4	10월
통안채	발행	91.7	134.7	165.1	40.4	32.5	44.7	12.0
	순발행	22.2	37.2	12.5	3.9	-1.6	6.0	0.8
	잔액	105.5	142.8	155.2	159.1	157.5	163.4	164.2
외환보유액		1,553.5	1,990.7	2,103.9	2,173.4	2,243.6	2,282.2	2,294.6

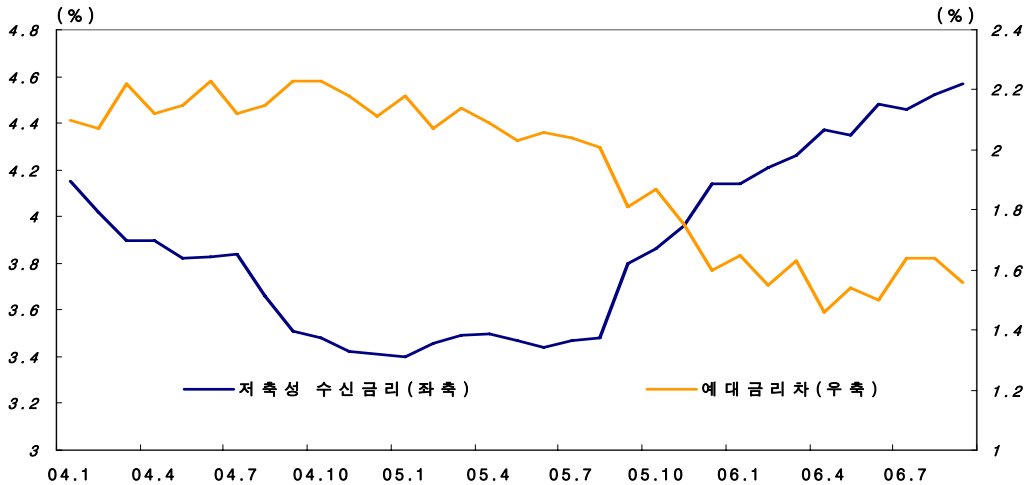
자료 : 한국은행, Fnguide

## 2) 資金調達市場 및 與受信

- 금융기관 전체 수신은 꾸준히 증가하여 10월에는 9월 대비 4조원 증가한 1,003조원을 기록
- 은행 수신은 10월중 5.8조원 감소한 628조원으로 전월(+14조원)에 비해 큰 감소폭을 시현하였으며, 자산운용사 수신은 전월대비 증가폭이 확대(9월 +4.0조원 → 10월 +5.8조)되며 231조원의 잔액을 기록(<표 17> 참조)
  - 은행수신은 10월중 법인세 납부, 정기예금의 일부 금리인하 및 은행채의 순발행 규모 축소에 기인하여 감소로 전환
  - 자산운용사 수신은 MMF(9월 -0.7조원 → 10월 +3.2조원)가 큰 폭의 증가세를 보임에 따라 확대되었으나 채권형 및 혼합형펀드는 증가세가 둔화되었으며 주식형펀드 또한 자금유입 규모가 감소



<그림 38> 예금은행의 수신금리와 예대금리차



자료 : 한국은행

<표 17> 금융기관별 수신금액 추이

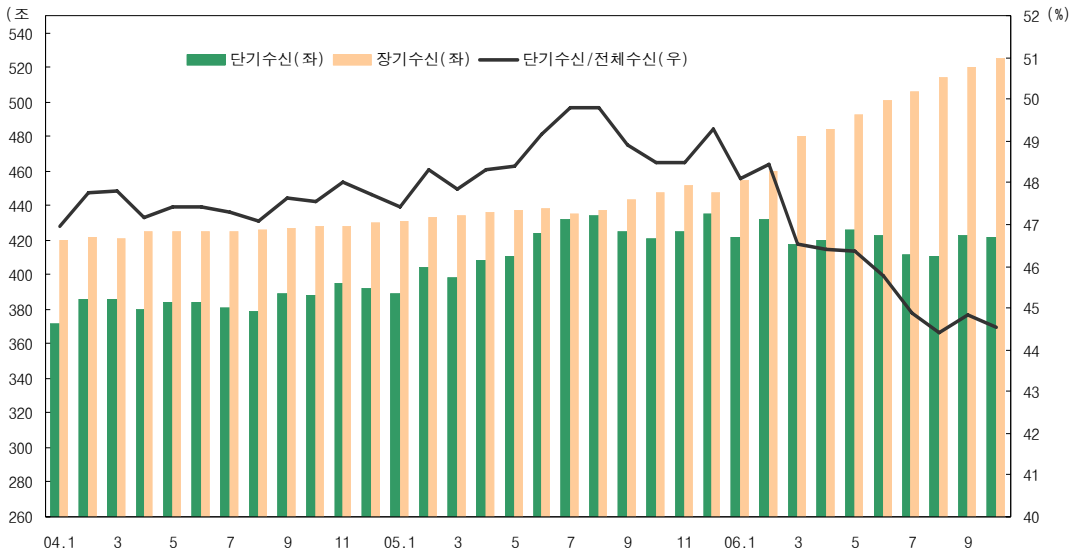
(단위 : 조원)

	2003.12	2004.12	2005			2006			
			6월	9월	12월	3월	6월	9월	10월
금융기관 수신 계	826	859	898	904	920	953	978	999	1,003
은행계정	575	574	598	606	610	604	623	634	628
실세요구불	45	47	51	49	55	51	56	59	54
저축성예금	470	463	466	472	470	463	478	483	482
CD+RP+표지어음	59	64	81	85	84	91	89	92	91
자산운용사	145	187	199	197	204	223	222	225	231
단기채권투자신탁	34	47	38	33	32	30	33	34	35
장기채권투자신탁	20	29	27	23	19	19	17	15	15
MMF	42	60	70	68	65	73	59	52	56
주식투자신탁	9	9	13	17	26	35	40	44	45
혼합투자신탁	39	35	36	39	42	44	48	49	50
신종펀드	0	8	15	17	19	22	26	30	30
은행신탁	55	45	44	45	46	50	55	59	60
추가금전	3	3	2	1	1	1	1	1	1
증권사	8	8	9	8	10	25	28	32	35
발행어음	6	6	6	6	7	8	10	13	14
CMA	2	2	3	2	3	3	3	4	4
우체국 예금	34	37	38	36	37	39	40	39	40
증권사고객예탁금	10	8	10	12	12	11	10	9	10

자료 : 한국은행

- 한편, 2006년 들어 장기성 수신이 크게 증가함에 따라 단기수신비중이 2005년 12월의 49.3%에서 2006년 10월에는 44.5%로 하락함(<그림 39> 참조)
  - 정부의 잇따른 부동산 과열 억제정책과 함께 예금금리 상승, 하반기 이후의 주식시장 호조 등으로 대기성 단기수신이 장기수신으로 이동한 것으로 보임.

<그림 39> 금융기관 단기수신 비중 추이



주 : 1) 단기수신=실세요구불예금 + 수시입출금식예금 + 6개월 미만 정기예금 + 단기시장성수신 + 추가금전신탁 + 단기채권형투자신탁 + MMF + 종금사수신  
 2) 장기수신은 은행예금, 금전신탁, 투신사, 종금사 수신 등임.  
 자료 : 한국은행

- 예금은행의 대출은 전반적인 증가세를 지속하면서 10월 현재 645.9조원을 기록(<표 18> 참조)
  - 10월 현재 은행의 기업대출과 가계대출은 전년말 대비 각각 65.8조원, 30.3조원 증가하는 등 높은 증가세를 보임.
- 예금은행의 기업대출 증가율(전년동기대비)은 2006년중 지속적으로 상승추이를 보였는데, 특히 6월 이후 10%대의 높은 수준을 유지하다가 10월에는 연중

최고치인 13.1%를 기록(<그림 40> 참조)

- 최근 기업대출 증가는 대기업대출이 크게 증가한 전년 하반기와 달리 중소기업대출의 큰 폭 확대에 힘입은 바가 큼.
- 대기업대출 증가율은 1월 16.4%로 고점을 기록한 이후 계속 하락하여 10월에는 전년동기대비  $\Delta 5.4\%$ 를 기록
- 반면 중소기업대출은 1월 전년동기대비 4.9%에서 10월에는 15.2%로 증가율이 상승

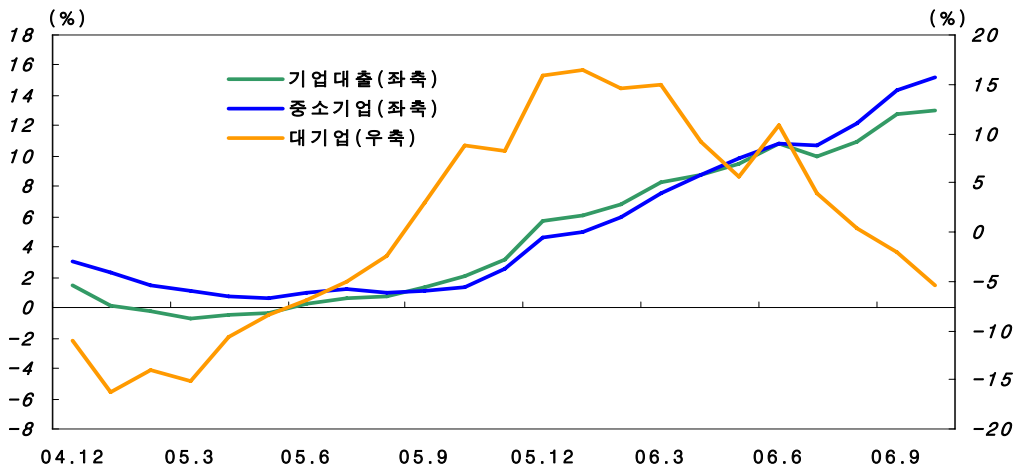
<표 18> **예금은행 대출잔액 추이**

(단위 : 조원)

	2004.12	2005				2006			
		1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	10월
예금은행 대출	535.7	541.1	556.7	570.1	580.1	594.3	618.2	637.0	645.9
기업대출	260.4	262.9	267.0	271.5	275.3	284.5	295.9	306.0	310.9
대기업	24.7	24.6	24.9	27.4	28.7	28.3	27.6	26.9	27.2
중소기업	235.6	238.2	242.2	244.1	246.7	256.2	268.3	279.1	283.7
가계대출	275.4	278.2	289.7	298.6	304.7	309.8	322.4	331.0	335.0
주택담보대출	169.7	172.2	179.6	186.1	190.3	192.3	200.7	206.9	209.7

자료 : 한국은행

<그림 40> **기업대출 증가율 추이(전년동기대비)**

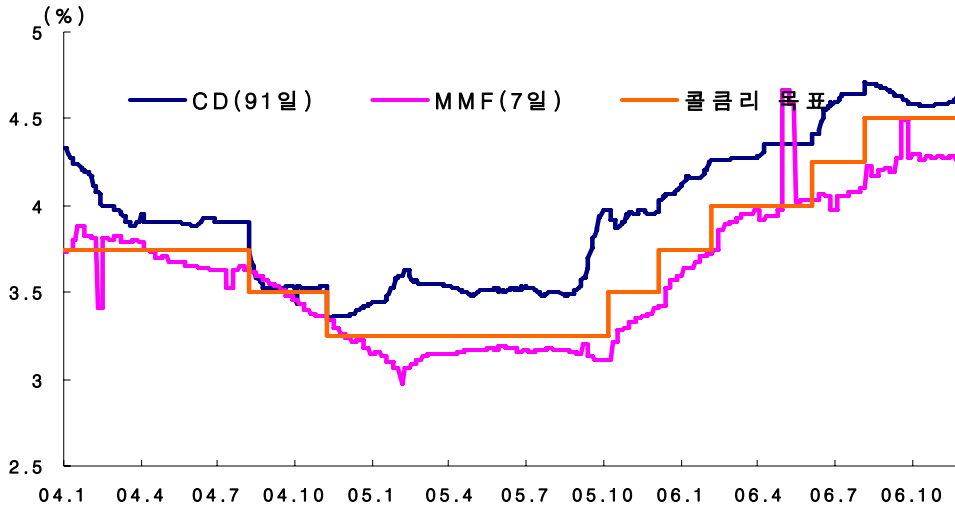


자료 : 한국은행



- 2006년 하반기 금리정책 환경은 부동산 과열 등에 대한 대응 필요성과 경기 둔화 가능성 사이에서 운용폭이 매우 제한적인 상황으로 보임.

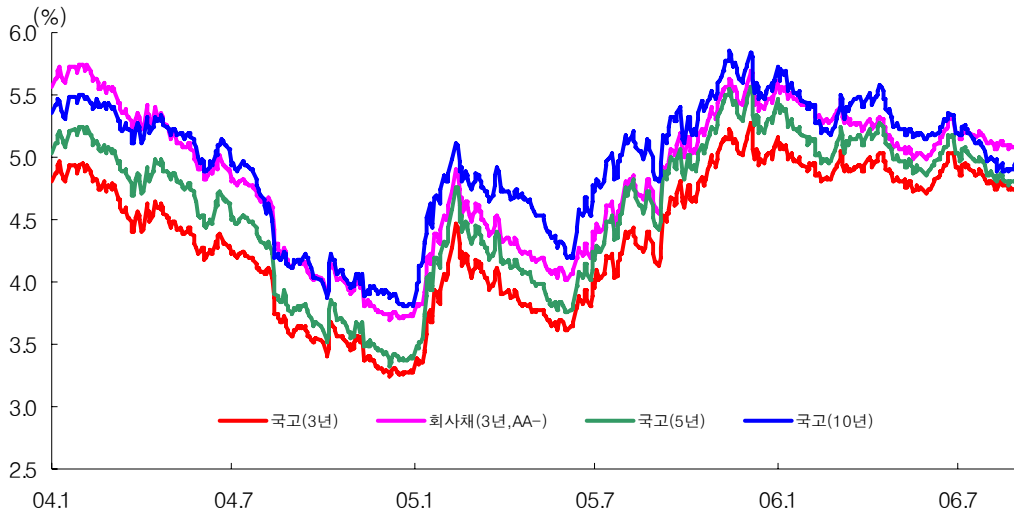
〈그림 41〉 주요 단기금리 추이



자료 : 한국은행

- 장기채 금리는 2006년중 지속적으로 하향안정세를 보여 11월중 국고채(3년)와 회사채(장외 3년, AA- 등급) 월평균 금리는 1월 대비 각각 0.3%p, 0.45%p 낮아진 4.72%, 5.05%를 기록
  - 이는 국내 및 세계경기의 둔화 가능성, 원화가치 절상, 북핵문제 등에 따른 불확실성의 확대와 국고채 수급여건의 호조 등에 기인
- 국채발행 계획을 보면, 정부는 4/4분기중에 전년 같은 기간보다 0.26조원 감소한 15.91조원의 국고채를 발행할 예정이나 이에 따른 금리 변동은 미미할 것으로 보임.
  - 이는 최근 미국의 금리인상기조 둔화, 주식시장 상승세 등으로 국고채 수요가 감소하였으나 공급 또한 전년보다 감소함에 따라 채권시장에 초과공급 현상은 없을 것으로 예상되는 데 기인

〈그림 42〉 주요 장기금리 추이



자료 : 한국은행, Fnguide

〈표 20〉 국고채 발행계획

(단위 : 조원)

	2004	2005					2006년							
		1/4	2/4	3/4	4/4		1/4	2/4	3/4	4/4				
										10월	11월	12월		
발행규모	55.95	12.49	15.20	16.09	16.17	59.95	17.42	17.10	16.18	4.09	5.77	6.05	15.91	66.62

자료 : 재정경제부

## 4. 國際收支 및 원/달러 換率 動向

### 1) 國際收支

- 2006년중 經常收支는 商品收支 흑자폭 축소와 서비스收支 및 經常移轉수지의 적자폭 확대로 1~10월중 전년동기에 비해 109.7억 달러 축소된 16.8억 달러 흑자 기록(<표 21> 참조)
  - 商品收支는 수출증가율이 수입증가율을 하회하면서 전년동기대비 63.1억 달러 축소된 215.2억 달러 흑자를 기록한 반면 서비스收支는 해외여행, 유학·연수경비 지급의 대폭 증가에 따른 旅行收支 적자폭 확대 등으로 전년동기에 비해 41.0억 달러 확대된 154.5억 달러 적자를 기록
  - 經常移轉收支는 적자폭이 전년동기에 비해 13.1억 달러 확대된 33.3억 달러 적자 기록

<표 21> 국제수지 추이

(단위 : 억 달러)

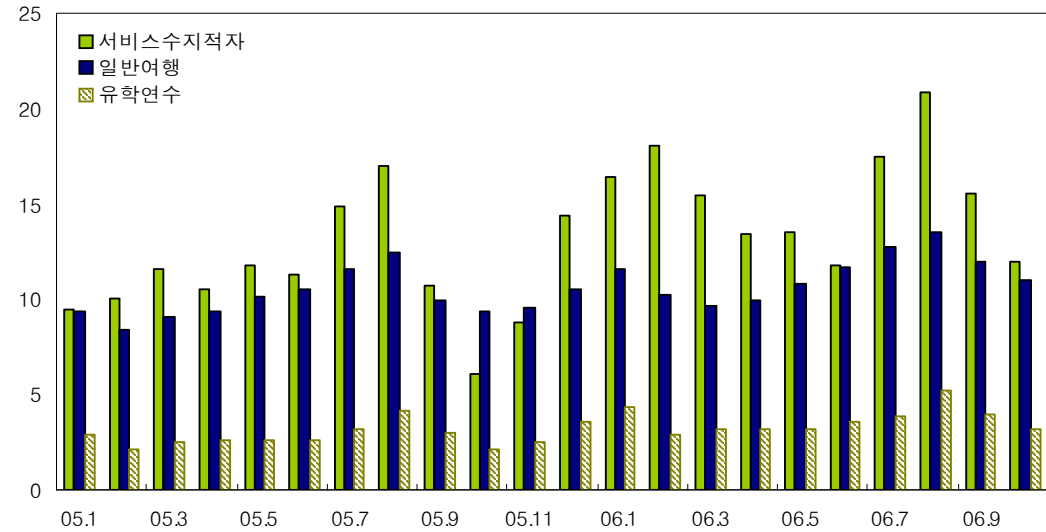
	2005	2006				
		1/4	2/4	3/4	10월	1~10월
경상수지	165.6	△11.8	6.9	3.7	17.3	16.8
상품수지	334.7	52.2	74.1	62.3	26.6	215.2
수출(FOB)	2,890.0	758.0	821.3	852.8	278.4	2,710.4
수입(FOB)	2,555.2	705.8	747.1	790.5	251.8	2,495.2
서비스수지	△130.9	△50.0	△38.8	△53.8	△11.9	△154.5
소득수지	△13.2	△4.8	△16.5	6.1	4.6	△10.6
경상이전수지	△25.0	△8.6	△11.9	△10.8	△1.9	△33.3

자료 : 한국은행

<그림 43>

서비스수지 적자 추이

(단위 : 억 달러)



자료 : 한국은행

● 通關基準 輸出과 輸入은 2006년 1~10월중 전년동기대비 각각 14.3%, 19.6% 증가한 2,661.9억 달러, 2,550.2억 달러를 나타내었으며 貿易收支는 전년동기대비 85.9억 달러 축소된 111.7억 달러의 흑자 기록

- 수출의 경우 원화 강세, 고유가 등 불리한 대외여건에도 불구하고 자동차를 비롯한 반도체, 선박류, 철강제품 등 주력상품의 호조로 두 자릿수 증가율을 기록하였으며 일평균 수출액 또한 확대
- 유가 및 원자재 가격 상승으로 인하여 2006년 중 높은 수입증가율이 지속되었으나 국제유가의 하향 안정화 등이 이루어짐에 따라 10월 수입 증가율은 크게 감소
- 무역수지 규모는 7~8월에 수입증가에 따라 큰 폭으로 축소되었으나 9월 이후 다시 증가세가 확대되는 한편 10월에는 수출 증가에 따라 23.9억 달러 흑자를 기록



〈표 22〉

## 2006년 수출·수입 실적

(단위 : 억 달러, 전년동기대비, %)

	01월	02월	03월	04월	05월	06월	07월	08월	09월	10월
수출액	232.6 (3.6)	237.9 (16.6)	268.5 (12.1)	255.9 (11.9)	279.2 (20.7)	279.5 (17.9)	257.7 (11.1)	273.0 (17.0)	296.7 (21.3)	280.9 (10.8)
일평균 수출액	10.3	10.8	11.2	11.4	12.1	12.2	11.5	11.4	12.6	13.7
수입액	230.6 (18.5)	234.8 (27.6)	258.9 (13.6)	243.9 (14.7)	260.9 (23.3)	259.9 (22.0)	255.2 (18.6)	270.4 (22.9)	278.5 (22.6)	257.1 (13.5)
일평균 수입액	10.3	10.7	10.8	10.8	11.3	11.3	11.3	11.3	11.9	12.5
무역수지	2.0	3.1	9.6	12.0	18.3	20.0	2.5	2.6	18.2	23.9

주 : ( )는 전년동기대비, 통관기준

자료 : 산업자원부

● 品目別 輸出動向을 살펴보면 1~11월중 자동차부품, 자동차, 반도체, 선박 및 철강제품과 LCD패널의 증가율이 높은 반면, 컴퓨터와 석유류의 수출은 부진 (<표 23> 참조)

- 자동차부품은 美國, 中國 등 현지공장 가동 확대에 따른 CKD 방식 부품수출의 증대로, 반도체 수출은 D램 가격 강세 지속으로, LCD 수출은 삼성전자·日本 SONY간 합작법인인 에스엘시디의 본격 가동 및 SONY 등 주요 업체와의 장기공급계약 체결에 따른 안정적 판매기반 확보와 수요회복에 따른 패널가격 안정화 지속으로 높은 증가율 기록
- 그 밖에 석유 관련 제품 및 선박, 철강제품 등도 두 자릿수의 증가율을 기록하였으나 中國, 베트남과 같은 저임금의 동남아 국가에 비해 우리나라 수출경쟁력이 상대적으로 약화된 컴퓨터와 석유류 등의 수출은 각각 전년동기에 비해 증가율이 10.6%, 6.0%로 감소

〈표 23〉

## 품목별 수출동향 추이

(단위 : 백만 달러, 전년동기대비, %)

	2005	2006		
		1~10월	11월 <sup>1)</sup>	1~11월
자동차 (증가율)	29,506 (11.0)	26,179 (11.3)	3,500 (17.4)	29,679 (11.9)
자동차부품 (증가율)	8,453 (42.7)	8,414 (21.2)	920 (248)	9,334 (22.5)
반도체 (증가율)	29,986 (13.1)	29,695 (18.5)	3,790 (49.6)	33,485 (21.4)
일반기계 (증가율)	22,164 (31.6)	19,656 (8.1)	2,140 (9.6)	21,796 (8.3)
석유화학 (증가율)	20,811 (22.3)	19,853 (14.7)	1,940 (13.4)	21,793 (14.6)
선박류 (증가율)	17,727 (13.2)	17,779 (20.3)	2,230 (89.3)	20,009 (25.4)
철강제품 (증가율)	16,713 (24.9)	15,648 (12.3)	1,890 (37.7)	17,538 (14.6)
석유제품 (증가율)	15,366 (50.6)	17,208 (41.7)	1,640 (△1.2)	18,848 (36.6)
컴퓨터 (증가율)	14,117 (△17.6)	10,403 (△11.4)	1,180 (△3.4)	11,583 (△10.6)
섬유류 (증가율)	13,946 (△8.2)	10,990 (△6.1)	1,053 (△4.8)	12,043 (△6.0)
LCD 패널 (증가율)	8,500 (176.9)	11,941 (86.7)	1,370 (27.7)	13,311 (78.2)

주 : ( )는 전년동기대비

1) 11월 자료는 11월 1일~ 20일까지의 자료임.

자료 : 산업자원부

● 1~11월까지의 地域別 輸出은 전년동기에 비해 ASEAN과 日本, 美國으로의 수출증가세가 확대된 반면, 中國과 EU지역에 대한 수출증가세는 둔화됨(〈표 24〉 참조).

- ASEAN과 日本으로의 수출증가율은 각각 15.4%, 10.9%로 전년동기보다 소폭 상승하였으며 美國으로의 수출 또한 전년동기의 감소에서 5.6% 증가로 전환

- 中國으로의 수출은 2005년에 24.4%의 높은 증가율을 나타냈으나 2006년 1~11월중에는 12.2%로 증가세가 둔화되었으며 EU지역으로의 수출 또한 소폭 둔화된 12.5%의 증가율 기록

**<표 24> 지역별 수출증가율 추이**

(단위 : 전년동기대비, %)

	2005	2006					
		1/4	2/4	3/4	10월	11월 <sup>1)</sup>	1.1~11.20
중 국	24.4	12.6	11.2	11.9	10.5	19.9	12.2
일 본	10.7	11.6	9.1	13.5	4.7	14.5	10.9
E U	15.4	7.4	16.0	13.3	13.2	15.1	12.5
ASEAN	14.2	10.3	14.1	17.1	26.5	18.6	15.4
미 국	△3.5	0.0	10.8	9.1	△7.8	△0.8	4.7

주 : 1) 11월 자료는 11월 1일 ~ 20일까지의 자료임.

자료 : 산업자원부

- 1~11월까지의 用度別 輸入動向을 살펴보면 자본재의 수입은 12.2% 증가에 그친 반면 원자재와 소비재 수입은 각각 23.6%, 20.4%의 높은 증가율 기록(<표 25> 참조)

**<표 25> 용도별 수입 추이**

(단위 : 전년동기대비, %)

		2004	2005	2006					
				1/4	2/4	3/4	10월	11월 <sup>1)</sup>	1.1~11.20
원자재	증가율	31.5	20.9	23.9	23.8	27.3	16.6	13.7	23.6
	비 중	52.4	54.5	56.2	56.5	57.0	55.7	55.4	56.4
자본재	증가율	21.2	11.7	11.9	11.7	14.4	11.0	7.0	12.2
	비 중	36.1	34.7	33.4	32.3	32.6	33.5	33.1	32.8
소비재	증가율	10.5	13.3	19.3	21.6	20.7	13.9	28.8	20.4
	비 중	10.4	10.1	9.8	10.3	10.0	10.5	11.2	10.1
총수입	증가율	25.5	16.4	19.2	19.9	21.4	13.5	12.1	19.1

주 : 1) 11월 자료는 11월 1일 ~ 20일까지의 자료임.

자료 : 산업자원부

- 원자재의 높은 수입증가율은 유가 및 원자재 가격의 상승에 기인하는 것으로 최근 들어서는 유가 하락에 따라 증가세가 둔화
  - 소비재 수입증가율은 원화강세에 따른 수입물가 하락 등으로 휴대폰과 승용차를 중심으로 전년에 비해 큰 폭 상승
- 1~11월까지의 地域別 輸入은 고유가로 인해 중동으로부터의 수입증가율이 전년동기대비 36.7%로 가장 높았으며 中國으로부터의 수입증가율이 25.1%로 그 다음을 차지하였고 美國으로부터의 수입증가율은 2005년의 6.3%보다 큰 폭 증가한 11.4% 기록(<표 26> 참조)

**<표 26> 지역별 수입증가율 추이**

(단위 : 전년동기대비, %)

	2005	2006				
		1/4	2/4	3/4	10월	1.1~11.20
일 본	4.9	6.1	9.0	7.2	1.0	6.5
미 국	6.3	5.0	9.9	17.6	18.3	11.4
중 국	30.6	20.8	17.3	33.4	29.5	25.1
ASEAN	16.4	24.8	15.0	15.1	△1.3	15.0
E U	12.9	3.8	11.1	10.6	15.6	9.5
중 동	40.8	45.9	52.2	31.5	18.2	36.7

자료 : 산업자원부

- 資本收支는 1~10월중 전년동기간의 39.5억 달러보다 87.7억 달러 확대된 127.2억 달러의 유입초를 기록(<표 27> 참조)
- 이는 포트폴리오투자收支가 207.5억 달러의 유출초를 나타냈음에도 불구하고 예금은행을 중심으로 해외 단기차입이 증가하며 기타투자收支가 401.2억 달러의 유입초를 시현했기 때문
  - 한편 10월중 기타투자수지는 13.3억 달러 유출초를 기록하였는데 이는 선박 수출선수금 등 무역관련 신용도입 증가에도 불구하고 예금은행의 해외단기 대출이 증가했기 때문

〈표 27〉

## 자본수지 추이

(단위 : 억 달러)

	2005	2006				
		1/4	2/4	3/4	10월	1~10월
자본수지	4.9	65.2	36.8	47.7	△22.6	127.2
투자수지	28.0	72.1	44.8	54.3	△20.0	151.2
직접투자	0.3	△13.1	7.8	△36.6	△0.6	△42.4
포트폴리오투자	△13.2	14.4	△141.8	△74.0	△6.1	△207.5
기타투자	41.0	70.8	178.8	164.8	△13.3	401.2
기타자본수지	△23.1	△6.9	△8.0	△6.5	△2.6	△24.1

자료 : 한국은행

## 2) 원/달러 換率 動向

- 2006년중 원/달러 換率은 美國의 지속적인 금리인상, 美國經濟의 연착륙 등 상승요인과 위안화의 지속적인 절상, 美國의 경상수지 적자지속, 日本의 경제 지표 호조 등으로 인한 경기회복 기대감, 유럽중앙은행의 금리인상 등으로 인한 글로벌 달러화 약세 분위기의 하락요인이 병존하였음.
- 1/4분기에 금리인상 조기중단 가능성을 시사한 美國 연방공개시장위원회의 12월 의사록이 공개되며 원/달러 환율은 큰 폭 하락한 뒤 외국인 주식 순매수의 영향으로 960원선까지 하락
  - 1월 말 이후 미 연준의 금리인상 전망 등으로 원/달러 환율은 소폭 상승하였으나 수출대기업의 네고물량 대량 출회와 외국인 주식 순매수의 영향으로 상승폭은 제한적이었음.
- 2/4분기중 원/달러 환율은 글로벌 달러화 약세 분위기 및 위안화 환율의 하락에 영향을 받아 지속적인 하락세 시현

- 2/4분기 들어 미 달러화는 미 연준의 금리인상 중단 전망 및 ECB의 금리인상 가능성이 제기됨에 따라 엔화와 유로화에 대해 약세 시현
- 글로벌 달러화 약세 분위기 속에 G7회의에서 위안화 변동폭 확대를 촉구하는 발표문이 나온 뒤 위안화 환율이 큰 폭의 하락세를 보이자 이의 영향으로 원/달러 환율에 대한 하락압력이 가중되고 수출대기업의 네고물량이 대량 출회됨에 따라 원/달러 환율은 지속적으로 하락하였음.
- 그러나 5월 중순 이후 이란의 핵문제 등 국제 지정학적 문제가 대두되며 안전자산으로서의 미 달러화에 대한 수요증대로 인해 원/달러 환율은 소폭 상승

<그림 44> 2006년 중 원/달러 환율 추이



자료 : 한국은행

- 3/4분기중 원/달러 환율은 국제정세에 대한 불안감 고조의 영향으로 소폭 상승한 뒤 등락세 시현
  - 3/4분기 들어 북한 미사일 발사 문제가 발생하며 국제정세에 대한 불안감이 고조됨에 따라 달러 선호도가 증가하고 주식시장에서 외국인 투자자들이 주

식 순매도 우위를 나타내며 환율은 상승하였으나 수출대기업의 네고물량 대량 출회로 환율 상승폭은 제한적이었음.

- 한편 7월 중순 일본은 제로금리정책을 중단하고 금리인상을 단행함에 따라 원/달러 환율이 소폭 하락하기도 하였으나, 향후 일본의 금리인상 속도가 완만할 것이라는 전망에 따라 원/달러 환율은 다시 상승

● 4/4분기 들어 원/달러 환율은 미국경기 둔화 전망 및 일본은행의 금리인상 가능성 재부각 등의 영향으로 하락세를 보이고 있음.

- 미국의 3/4분기 성장률이 둔화(전기대비연율 2.2%)된 것으로 발표된 반면 한국의 3/4분기 성장률은 예상치(전분기대비 0.8%)보다 높은 0.9%의 성장률로 발표됨에 따라 원/달러 환율은 하락
- 또한 일본은행의 금리인상 가능성이 다시 제기되고 일본의 경제 성장률이 2/4분기의 1.5%에서 3/4분기에 2.0%로 상승함에 따라 엔화가 강세를 보이자 원/달러 환율도 이에 따른 영향으로 하락하고 있음.





## 第 II 章

### 2007年 經濟展望

1. 巨視經濟 展望
2. 通貨 · 金利 展望
3. 國際收支 및 원/달러 換率 展望
4. 綜合評價 및 政策提言



# 1. 巨視經濟 展望

## 1) 經濟成長率

(經濟成長率) 2007년 상반기 3.9% 및 하반기 4.6%, 연간 4.2% 성장 전망

- 2007년 한국경제는 2006년(5.0% 예상)보다 낮은 4.2%의 성장을 달성할 것으로 전망
  - 내년 우리 경제는 상반기까지 순환적 경기둔화 국면이 지속되는 가운데 세계경기 둔화 등의 영향으로 금년보다 낮은 경제성장률을 달성할 전망(<표 28> 참조)
  - 그러나 심리지표가 개선되는 추세에 있어 급격한 경기둔화로 이어질 가능성은 점차 완화
- 중국의 고성장세 지속 및 교역조건 개선 등의 긍정적 요인과 세계경제 둔화 및 내수 부진 등의 부정적 요인이 교차하는 가운데 2006년 상반기의 고성장에 따른 기저효과 등으로 상반기까지 경기둔화세가 지속될 전망

<표 28> 2007년 지출부문별 경제성장률 전망

(단위 : %, 전년동기대비)

	2006	2007						연간
		상반기			하반기			
		1/4	2/4	3/4	4/4			
GDP성장률	5.0	3.7	4.0	3.9	4.3	4.8	4.6	4.2
최종소비지출 (민 간)	4.4 (4.1)	3.9 (3.6)	4.2 (3.9)	4.0 (3.8)	4.2 (4.1)	4.5 (4.4)	4.3 (4.3)	4.2 (4.0)
총고정자본형성 (건설) (설비)	2.4 (△0.9) (8.0)	2.1 (0.0) (4.5)	3.0 (2.4) (4.0)	2.6 (1.3) (4.2)	2.7 (1.7) (4.5)	3.2 (1.0) (6.8)	3.0 (1.3) (5.7)	2.8 (1.3) (5.0)
총수출	13.4	8.2	7.5	7.8	8.4	11.2	9.8	8.9
총수입	12.8	8.7	7.7	8.2	8.5	11.6	10.1	9.2

- 그러나 내년 하반기 이후에는 세계경제의 성장세가 확대되고 내수도 주가상승에 따른 자산효과 등의 영향으로 점차 개선되면서 상반기 3.9%보다 높은 4.6%의 성장을 달성하며 상저하고(上低下高)의 경기사이클을 보일 것으로 예상
- 한편 支出部門別 成長寄與度(원계열)를 살펴보면, 내수와 순수출의 기여도가 동시에 둔화될 것으로 전망(<표 29> 참조)
  - 국내경기 둔화에 따라 민간소비의 성장기여도는 연중 1%p 초반을 기록할 전망이며 내수의 성장기여도는 금년보다 소폭 낮은 2.3%p수준을 기록할 것으로 예상
  - 純輸出의 성장기여도 또한 세계경기 둔화에 따라 2.0%p 수준에 그칠 전망

<표 29> 2007년 지출부문별 성장기여도 전망

(단위 : %p)

	2006	2007						연간
		상반기			하반기			
		1/4	2/4	3/4	4/4			
GDP성장률	5.0	3.7	4.0	3.9	4.3	4.8	4.6	4.2
최종소비지출 (민 간)	1.9 (1.4)	1.5 (1.0)	1.6 (1.3)	1.6 (1.2)	1.6 (1.2)	1.7 (1.3)	1.6 (1.2)	1.6 (1.2)
총고정자본형성 (건 설) (설 비)	0.5 (△0.1) (0.7)	0.5 (0.0) (0.5)	0.7 (0.3) (0.4)	0.6 (0.2) (0.4)	0.7 (0.3) (0.4)	0.8 (0.2) (0.6)	0.8 (0.3) (0.5)	0.7 (0.2) (0.5)
내 수	2.4	2.0	2.3	2.2	2.3	2.5	2.4	2.3
순 수 출	2.5	1.7	1.7	1.8	2.0	2.3	2.2	2.0

## 2) 內需景氣

- 2007년중 內需景氣는 민간소비와 설비투자가 다소 둔화되는 가운데 건설투자는 2006년 마이너스 성장에 따른 기저효과로 소폭 증가로 전환될 전망

### (民間消費) 일자리 창출 부진 및 실질소득 증가세 둔화로 4.0% 증가 전망

● 2007년중 民間消費는 상반기 3.8%, 하반기 4.3% 증가하여 연간 4.0%의 증가율을 기록하며 2006년보다 소폭 둔화될 전망

- 낮은 소득증가세가 지속되는 가운데 주택담보대출 등의 가계부채 증가로 인한 이자부담 증가, 경기둔화에 따른 소비심리 위축 등이 민간소비 회복의 걸림돌로 작용할 것으로 예상
- 특히 내년에도 정책금리 인상기조가 지속되면서 저소득층을 중심으로 소비 둔화 효과가 상대적으로 크게 나타날 것으로 추정

\* 1%p 콜금리 인상은 전체 민간소비 0.4%p 위축 효과를 나타내는 것으로 추정

\* 1%p 콜금리 인상은 소득계층별로는 고소득층(상위 20% 소득계층) 0.36%p, 중간층(중위 60% 소득계층) 0.43%p, 저소득층 0.59%p의 소비 감소를 유발

● 그러나 교역조건 악화추세가 개선되면서 실질성장(실질GDP)과 실질구매력(실질GNI)간의 괴리가 점차 완화된에 따라 민간소비가 크게 둔화되지는 않을 것으로 예상

〈표 30〉 소득 및 고용지표 추이

구 분	2003	2004	2005					2006			
			1/4	2/4	3/4	4/4	년간	1/4	2/4	3/4	10월
국민총소득(GNI) (실질, % 전년동기비)	1.9	3.9	0.4	0.1	0.3	1.2	0.5	1.3	2.1	2.2	-
도시근로자가계소득 (실질, % 전년동기비)	1.7	2.2	1.9	1.6	0.6	2.3	1.7	2.3	4.0	0.8	-
취업자 증감 (전년동기비, 만명)	-3.0	41.8	14.2	38.2	37.9	29.3	29.3	33.0	28.3	28.8	27.7

자료 : 한국은행, 통계청

### (固定投資) 설비투자 증가율 소폭 둔화, 건설투자 플러스(+) 반전

- 2007년중 固定投資는 설비투자의 소폭 둔화에도 불구하고 건설투자의 증가세 전환으로 금년보다 소폭 상승한 2.8% 증가율을 기록할 전망
- 設備投資는 세계경기 둔화에 따른 수출둔화 및 내수부진 등의 영향으로 금년보다 축소된 5.0%의 증가에 그칠 전망
  - 경기둔화에 따른 기업들의 투자심리 위축과 기업투자 및 기업규제와 관련된 정부정책의 신뢰도 개선이 지연되면서 상반기 4.2%, 하반기 5.7%의 증가율을 기록할 것으로 예상
- 建設投資는 민간부문은 부진하겠으나 공공부문 투자가 확대되어 플러스 증가세로 전환될 것으로 전망
  - 정부의 고강도 부동산대책으로 인해 민간부문의 부진은 지속되겠으나, 지방 균형발전계획에 따른 공공토목건설 확대와 그동안의 부진에 따른 기저효과 등의 영향으로 증가세로 전환되어 연간 1.3% 수준의 증가율을 달성할 것으로 예상

### 3) 物價

#### (공공요금 인상 및 수요측 압력이 가시화되면서 3% 내외 상승 전망)

- 2007년 國內物價는 고유가 반영의 시차효과 및 경기부양 가능성, 2월 예정된 대중교통요금 등 서비스요금의 인상, 농축수산물 가격불안 가능성 등에 비추어 물가상승 압력이 확대될 전망
  - 국제유가 및 원자재가격은 세계경제 둔화 가능성 및 자원보유국의 지정학적 위험 감소로 하향안정세를 보일 것으로 예상
  - 그러나 중국의 고성장세 지속과 자원내셔널리즘의 확대 가능성, 유가의 수요·공급 비탄력성 등에 따라 유가 및 원자재가격의 지속적 하락은 제한될 것으로 예상

- 이에 따라 消費者物價는 유동성 증가세 지속 전망 및 앞서 살펴본 인플레이션 압력을 반영하여 2006년 예상치 2.4%보다 0.5%p 상승한 2.9%의 상승률을 보일 것으로 전망
  - 한편 生産者物價는 연평균으로 2006년 2.4%보다 0.6%p 상승한 3.0%의 상승률을 기록할 전망

〈표 31〉 2007년 물가상승률 전망

(단위 : 전년동기대비, %)

	2006					2007				
	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	연간
소비자물가	2.3	2.4	2.5	2.4	2.4	2.7	2.5	3.0	3.2	2.9
생산자물가	1.7	2.5	3.1	2.1	2.4	3.0	2.9	3.0	3.1	3.0

주 : 소비자물가와 생산자물가는 2006년 4/4분기 이후 KIF 전망치임

자료 : 한국은행

#### 4) 雇傭 · 賃金

##### (雇傭市場) 신규일자리 창출규모는 27만개 수준에 그칠 전망

- 2007년 失業率은 투자부진 및 경기둔화 등으로 인한 고용사정 악화로 2006년 3.5%보다 소폭 상승한 3.6% 수준을 기록할 전망
  - 내수둔화에 따른 자영업부문의 구조조정과 일자리수 감소 가능성, 제조업의 고용창출능력 약화, 청년실업의 장기고착화 등의 문제들이 복합적으로 작용하면서 내년의 고용시장 불안정성을 심화시킬 것으로 예상
  - 경기둔화에 따른 영향으로 신규일자리 창출규모도 2006년보다 3만명 정도 감소한 27만명 내외의 증가에 그칠 전망
- 2007년 全産業賃金은 경기둔화에 따른 기업수익성 악화로 크게 개선되지 못하고 전년(5.4%)과 비슷한 5% 중반의 상승률을 보일 것으로 전망

## 2. 通貨·金利 展望

### (金利) 경기둔화에 따라 당분간 하향안정세 예상, 2007년 하반기 상승세 반전 전망

- 한국은행이 8월 11일 금리인상을 단행한 이후, 현 시점까지 정책금리가 4.5% 수준에서 유지되고 있는 상황이며, 2007년에도 금리정책은 부동산 과열에 대한 대응과 경기둔화 가능성에 대한 대응 사이에서 운용폭이 매우 제한적일 것으로 보임.
  - 국내경기 둔화국면의 심화정도에 따라 콜금리 목표가 인하될 가능성이 있음.
  - 다만 한국은행의 전망대로 상반기 이후 경기회복세가 가시화되고 부동산 시장의 불안이 심화될 경우 금리인상도 가능할 것임.
  - 아울러 미국을 비롯한 각국 중앙은행들의 금리 대응방향에 따라 한국은행의 금리 대응방향과 속도도 달라질 수 있음.
  
- 長期金利는 당분간 안정적 기조를 유지하다가 상승세를 보일 것으로 전망
  - 2006년 하반기 이후 주가의 상승세가 지속됨에 따라 장기채권금리가 당분간 하향안정세를 보일 것으로 예상되나 금리 하락폭은 크지 않을 것으로 보임.
  - 또한, 국내 및 세계경제의 둔화가능성 등으로 장기채권 금리는 2007년 상반기까지 하향안정 기조를 지속할 것으로 전망
  
- 2007년 하반기 장기금리는 상반기에 비해 상승추세를 보여 국고채(3년) 유통 수익률이 4% 후반, 회사채(3년, AA-) 유통수익률은 5% 수준을 기록할 것으로 예상
  - 한편 Lf 증가율은 경기부양 가능성과 민간신용을 중심으로 한 유동성 확대에 기인해 연평균 7% 중반을 기록할 것으로 예상



〈표 32〉 2007년 금리 및 통화 전망

(단위 : %)

	2006					2007				
	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	연간
국고채(3년)	4.9	4.9	4.8	4.7	4.8	4.6	4.6	4.7	4.8	4.7
회사채(3년,AA-)	5.4	5.2	5.1	5.0	5.2	4.9	4.9	5.0	5.1	5.0
통화량(Lf)전망	7.2	7.4	7.6	7.4	7.4	7.4	7.5	7.5	7.6	7.5

주 : 1) 국고채 및 회사채 수익률, Lf는 2006년 4/4분기 이후 KIF 전망치임.

자료 : 한국은행

### 3. 國際收支 및 원/달러 換率 展望

#### 1) 國際收支

(2007년 경상수지는 2006년에 비해 크게 악화될 것으로 예상)

- 2007년중 經常收支는 2006년보다 89.7억 달러 악화된 44.8억 달러 적자를 기록할 것으로 전망
  - 이러한 經常收支의 악화는 輸入增加率이 輸出增加率을 상회함에 따라 商品收支 흑자폭이 2006년보다 76.0억 달러 축소되는데 주로 기인
  - 또한 서비스收支가 여행收支와 특허권 사용료 및 사업서비스收支의 악화에 따라 193.5억 달러로 적자가 확대되는 것도 경상수지 악화 요인으로 작용
  - 다만, 所得收支와 經常移轉收支는 2006년과 비슷한 각각 6.3억 달러, 38.8억 달러 적자를 기록할 것으로 전망
  
- 通關基準 輸出이 전년대비 11.0% 증가한 3,586.1억 달러, 通關基準 輸入은 전년대비 13.1% 증가한 3,497.9억 달러를 기록함에 따라 貿易收支는 2006년대비 49.6억 달러 감소한 88.2억 달러로 전망
  - 輸出增加率은 美國經濟의 둔화 및 中國의 경기과열 억제책에 따른 세계경제 성장세 둔화로 전년에 비해 하락할 것으로 예상되나 주요 수출품목의 경쟁력 유지 및 유럽과 ASEAN으로의 수출지역 다변화로 두 자릿수는 유지할 것으로 예상
  - 수입은 유가 및 원자재가격의 하락 등으로 증가율이 2006년에 비해 현저하게 낮아질 것으로 예상

**<표 33> 국제수지 및 환율 전망**

(단위 :억 달러, %)

	2006	2007						
		1/4	2/4	상반기	3/4	4/4	하반기	연간
경상수지	44.9	△18.5	△21.5	△40.0	△8.9	4.1	△4.9	△44.9
상품수지	269.8	41.9	49.4	91.3	53.8	48.7	102.5	193.8
상품수출(FOB)	3,293.3	846.9	888.4	1,735.3	921.0	972.7	1,893.7	3,629.0
상품수입(FOB)	3,023.5	805.0	839.0	1,644.0	867.2	924.0	1,791.2	3,435.2
서비스수지	△177.4	△51.9	△42.6	△94.5	△56.0	△43.0	△99.0	△193.5
소득수지	△8.8	1.0	△17.5	△16.5	3.4	6.8	10.2	△6.3
경상이전수지	△38.9	△9.5	△10.8	△20.3	△10.1	△8.5	△18.6	△38.9
수출(f.o.b) (전년동기대비, %)	3,229.5 (13.5)	836.9 (13.3)	877.9 (7.8)	1,714.8 (10.4)	910.1 (10.0)	961.2 (13.3)	1,871.3 (11.7)	3,586.1 (11.0)
수입총액(c.i.f) (전년동기대비, %)	3,091.7 (18.3)	819.7 (13.2)	854.3 (11.7)	1,674.0 (12.4)	883.0 (9.8)	940.9 (17.8)	1,823.9 (13.8)	3,497.9 (13.1)
무역수지	137.8	17.2	23.6	40.8	27.0	20.3	47.4	88.2
원/달러 환율 <sup>1)</sup>	957	940	930	935	920	910	915	925

주 : 1) 기간평균

**2) 원/달러 換率****(2007년 중 원/달러 환율은 완만한 하락세를 보일 것으로 예상)**

- 2007년중 원/달러 환율은 글로벌 달러화 약세 분위기 등으로 완만한 하락세를 보여 2006년보다 소폭 하락한 925원을 기록할 것으로 전망됨.
  - 미국경기의 둔화 예상에 따른 미국 정책금리의 인하 가능성과 일본은행의 추가적인 금리인상 가능성으로 미·일간 금리격차가 축소될 전망이며 수출 대기업의 매도물량 대량 출회등에 따른 외환공급 부담도 여전히 하락압력으로 작용할 것으로 보임.

- 3/4분기 미국의 무역수지 적자규모가 2,012.6억 달러로 사상 최대치를 기록하는 등 무역수지 문제가 점점 악화되고 있어 달러화가 약세를 보일 가능성이 높음.
- 각국 중앙은행의 외환보유액 통화구성의 다변화 및 중국의 위안화 추가 절상 가능성이 여전히 이슈로 남아 있는 것도 달러화 약세의 요인으로 작용할 것으로 보임.

**<표 34> 미국의 GDP성장률 및 무역수지 추이**

(단위 : %, 억 달러)

	2005				2006		
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4
GDP성장률	3.4	3.3	4.2	1.8	5.6	2.6	2.2
무역수지	△1,681.1	△1,720.6	△1,817.9	△1,947.7	△1,911.4	△1,938.2	△2,012.6

자료 : Bloomberg

**<표 35> 각국 정책금리 변동 추이**

	정책금리	현재금리	변동폭	실질금리 <sup>1)</sup>	최종 변경일	다음 변경일
미국	Fed Funds	5.25%	0.25%	3.95%	2006.06.29	2007.01.31
일본	Overnight Rate	0.25%	0.25%	△0.15%	2006.07.14	2006.12.18
EURO	Refinance Rate	3.50%	0.25%	1.90%	2006.12.07	2006.01.11
중국	Lending Rate	6.12%	0.27%	4.22%	2006.08.18	-
한국	Call Rate	4.50%	0.25%	2.30%	2006.08.09	2007.01.10

주 : 1) 2006년 12월 15일 기준, 각국 전년동기대비 CPI상승률 이용

자료 : Bloomberg

● 그러나 우리나라 경상수지가 적자로 반전되고 해외투자의 확대에 외화수요가 증가함에 따라 원/달러 환율의 하락폭은 제약될 것으로 예상됨.

- 2007년중에는 상품수지 흑자폭이 그간 환율하락의 영향 등으로 축소되고 서비스수지 적자가 확대됨에 따라 경상수지는 적자를 기록할 것으로 전망
- 또한 그동안 외환자유화로 인해 해외투자가 지속적으로 늘어나고 있는데 이러한 추세는 2007년에도 지속될 것으로 보임.

## 4. 綜合評價 및 政策提言

### 1) 現 經濟狀況에 대한 評價

#### (경기둔화에도 불구하고 연착륙 가능성이 높은 상황)

- 2006년 우리 경제는 상고하저(上高下低)의 경기흐름속에서 여전히 잠재성장률 수준을 상회하는 성장을 달성
  - 무엇보다 2005년 4/4분기를 정점으로 하락했던 전기대비 경제성장률이 2006년 3/4분기중 상승세로 반전
  - 또한 국제유가의 하향 안정세로 인해 수입증가율이 둔화되면서 경상수지도 그간의 적자에서 흑자로 전환된 상태
    - \* 전기비 실질성장률(%): '05 4/4분기 1.6% ⇒ '06 1/4분기 1.2% ⇒ '06 2/4분기 0.8%  
⇒ '06 3/4분기 1.1%
    - \* 경상수지 추이(억달러): '06 1/4분기 △11.2 ⇒ '06 2/4분기 6.9 ⇒ '06 3/4분기 △4.7  
⇒ '06 10월 7.2
  
- 성장의 내용면에서는 내수의 성장모멘텀이 점차 약화되고 있는 상황
  - 수출이 산업생산의 증가를 견인하고 있는 가운데, 내수경기와 직접적인 관련이 있는 서비스업 활동의 증가세가 위축되고 있는 모습
  - 또한 일자리 창출 부진과 낮은 실질소득 증가율로 인해 소비회복세가 둔화되고 있으며, 특히 교역조건이 악화되면서 국내 경제주체의 구매력(GNI)이 GDP 성장률에 비해 크게 낮은 수준에 머물고 있는 상태
  
- 2007년중에는 GDP 성장률이 둔화되는 반면에 국제유가가 하락하고 있어 향후 GNI 성장률은 높아지면서 양자간의 괴리가 축소될 전망

- 경기둔화세가 당분간 지속될 것으로 예상되기는 하지만, 급락 가능성은 높지 않으며 2007년중 연착륙에 성공할 가능성이 높은 상황

## 2) 政策提言

### (지속성장기반의 구축과 잠재 불안요인의 제거에 노력)

- 2007년중 정부는 이와 같은 경제여건을 감안하여 2006년중 진행된 경기회복세가 단기간에 소멸되지 않고 지속될 수 있도록 일자리 창출과 잠재 불안요인의 제거에 힘써야 할 것임.
- 또한 기존에 추진하여 왔던 구조개혁과제와 시스템 혁신을 마무리해 나갈 필요
  - 4대연금 및 공기업 민영화 등의 구조개혁과제를 속도감있게 추진하면서 한·미 FTA 등 대외개방을 통해 우리 경제의 경쟁력기반의 강화와 효율성 제고에 정책의 중점을 둘 필요
- 또한 우리 경제의 가장 큰 불안요인이라 할 수 있는 주택가격 불안 및 가계부채, 양극화문제의 해결을 통해 부동산시장의 연착륙 및 서민경제 안정노력을 강화해야 할 것임.

### (일자리 창출과 양극화 해소)

- 소득을 늘리기 위한 일자리 창출과 투자활성화는 경기연착륙을 위한 가장 근본적인 대책임.
  - 이 두 가지 목표는 모두 기업활동의 결과로 나오는 것이므로 기업이 경제하려는 의욕을 높일 수 있도록 창업에서 퇴출에 이르는 기업활동 전반에 걸친

불필요한 규제를 완화하는 한편 투자절차 간소화를 통해 기업투자의 장애요인을 제거

- 또한 내년 대선정국과 맞물려 기업들이 투자에 대한 불확실성을 가지지 않도록 일관성 있는 기업정책을 유지해야 할 것임.

● 한편 날로 심화되는 경제부문간 양극화현상은 우리 경제의 성장동력을 심각하게 훼손하고 있는 것으로 판단

- 취약부문이라 할 수 있는 재래시장, 영세자영업자, 비정규직 등의 어려움이 대부분 공급과잉 및 경쟁격화에 따른 구조적 문제에 기인한다는 점을 감안하여 추진 가능한 성과지표를 제시하고 실효성 있게 실천할 수 있는 대책을 마련하는 것이 중요
- 더불어 부동산시장으로의 자금 쏠림현상은 금융기관의 자금중개기능을 약화시키고, 향후 소비부진으로 연결될 가능성이 높으므로 이를 해소할 미시적·감독정책적 고려가 필요

### (정책일관성 유지)

● 경기활력과 장기적인 성장잠재력 제고를 위해서는 정부가 신뢰성을 회복하고 정책적 일관성을 유지하는 것이 중요

- 기업투자 활성화, 주택가격 안정, 4대연금 개혁 등 당면한 문제의 해결에 있어 정부의 정책일관성과 신뢰성은 무엇보다 필요한 전제조건임.
- 과거 경험으로 볼 때, 정권 후반기로 갈수록 정부의 리더십이 약화되고 정책대응능력이 저하되는 경향이 발생
- 2007년 대선 등 정치일정과 별도로 정부가 경제정책의 일관성을 유지하고 정책의 불확실성을 최소화하는 노력을 경주

### (財政政策) 중립적 기조를 유지하되 상반기 지출을 높이는 방향으로 집행

- 2007년 재정정책은 중립적 기조를 유지하되 경기흐름이 상반기에는 낮은 성장률을 보이고 하반기에 개선되는 방향으로 진행된다는 전제하에 상반기의 지출 비중을 높이는 방식의 집행 필요
- 2007년도 예산안 편성에서 복지분야에 비해 산업 및 중소기업 분야에 대한 지출 증가율이 상대적으로 낮게 편성된 것은 복지수요와 중소기업 구조조정을 위해 바람직하다고 판단됨.
  - 저소득층의 교육 및 복지증진을 위한 사회안전망 확충을 통하여 교육을 통한 계층간 이동 가능성을 제고하는 한편 소득양극화 현상에 따른 부작용 해소에 주의를 기울일 필요
  - 중소기업의 원활한 구조조정을 통하여 중소기업간의 출혈경쟁을 완화시키고 선택과 집중을 통한 중소기업 경쟁력 향상을 도모할 필요
  - 그러나, 국가경쟁력 및 잠재성장력 확보를 위해 정부지출의 효율성 제고를 목표로 예산편성상의 세부적인 조정은 필요할 것으로 판단
- 최근 감세 논의가 진행되고 있는 것과 관련해서는 최근의 조세부담률 급상승과 재정수요 증가세를 적절하게 반영하여 감세보다 세율을 추가로 인상하지 않는 방향이 적절하다고 판단
  - 세목간 세율조정으로 조세저항을 완화하는 한편 세원포착 능력을 강화하여 세수부족분을 최소화하는 노력이 요구됨.
  - 아울러 조세부담에 대한 국민적 합의를 이끌어내기 위해서라도 불필요한 경비를 줄이려는 정부의 노력 또한 필요



## (金融政策) 향후 경기전망과 부동산시장 동향을 함께 감안하여 정책금리 조정에 신중을 기할 필요

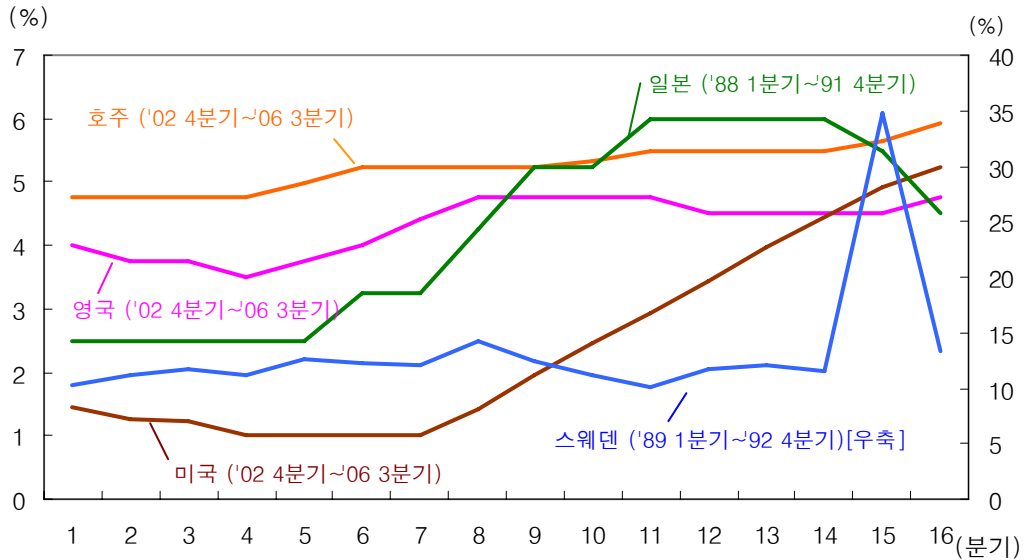
- 국제유가 안정 및 환율하락세 지속, 경기둔화에 의한 총수요압력 둔화 등을 고려할 때, 내년의 물가수준은 중기물가안정목표 수준을 하회할 것으로 전망됨.
- 그럼에도 불구하고 향후 경기가 연착륙하고 시중유동성의 쏠림현상 및 현재의 주택시장 과열현상이 지속될 경우에는 경기상황을 면밀하게 살펴 정책금리 인상도 적절하게 고려할 필요
  - 주택시장의 과열현상이 지속될 경우에는 경기가 저점을 통과하는 시점과 맞추어 소폭의 금리인상을 고려할 필요
- 2007년에는 경기둔화로 금융리스크가 확대될 우려가 있는 만큼 이에 대비하는 차원에서 금융기관의 신용공여가 특정부문으로의 쏠림현상이 발생하지 않도록 감독당국의 철저한 감독이 필요
  - 최근 들어 다시 급상승하고 있는 가계부채 증가율이 지나치게 높아지지 않도록 지속적인 모니터링이 요구됨.
  - 특히, 저소득층의 부채가 이자부담이 높은 저축은행 등 서민금융기관을 중심으로 증가하고 있는 것을 고려하여 이들 금융기관에 대한 건전성 감독 강화도 필요
- 금융산업의 겸업화 추세 및 고령화에 대비하여 금융부문 관련 환경 및 제도 정비에 만전을 기할 필요
  - 금융산업의 겸업화 추세에 따라 우리나라 금융산업의 글로벌경쟁력 확보 및 수준 높은 금융서비스 제공을 위한 시스템 구축 시급

- 세계에서 가장 빠른 속도로 고령화가 진행되고 있는 현실을 반영하여 사회 안전망 구축차원에서 연금관련 금융서비스 체계 구축이 절실히 요구됨.
- 근로자 수급권의 안정성을 저해하지 않는 범위 내에서 사용자 및 근로자가 다양한 운용선택권을 제공하는 방식으로 퇴직연금제도를 개선할 필요
- 이와 더불어 역모기지의 선진화 및 활성화를 통해 퇴직 후 노년기의 생활 및 주거환경 안정을 도모해야 할 것임.

### (不動產政策) 부동산시장의 연착륙 유도

- 금리인상이 주택가격 안정에 도움이 되는 것은 사실이나, 민간소비와 한계 중소기업에 미치는 부정적인 영향도 동시에 발생
  - 최근의 경제성장이 여전히 잠재성장률(4%대 중반)을 상회하고 있고 금리수준도 균형수준을 하회하고 있는 것을 고려한다면, 정책금리 인상 여력은 있다고 판단
  - 그러나 금리인상시 부채비율이 높은 중·저소득층 및 한계대출자와 신용도가 낮아 높은 금리의 제2금융권 대출비중이 높은 일부 한계 중소기업부터 어려움이 가중될 것으로 보임.
- 그럼에도 불구하고 외국의 사례를 살펴보면, 부동산버블 형성과정의 배후에는 예외 없이 저금리 기조와 이에 따른 과잉유동성이 있었으며, 버블붕괴 또는 연착륙 여부도 금리정책에 의해 좌우되었음.
  - 외국의 사례를 반면교사로 삼는다면, 결국 완만하고도 점진적인 금리수준의 조정이 부동산시장 연착륙의 핵심적 결정요인이 될 것으로 판단

<그림 45> 5개국의 부동산 관련 정책금리 인상 추이



- 경기둔화가 예상되는 2007년 상반기까지는 금리인상보다는 기준율 인상이나 대손충당금 추가적립 등의 조치가 적절할 수 있으나 경기가 상승반전될 것으로 예상되는 하반기 이후에는 정책금리 조정이 가능할 것으로 판단
  - 반면 거시경제 전반에 미치는 부정적 영향을 고려하여 콜금리를 현 수준으로 유지할 경우, 비투기지역까지 DTI 규제를 추가적으로 강화하는 등 주택 담보대출 규제중심의 정책을 추가로 추진
  
- 향후 버블 축소정책이 무엇이든 간에 경제주체들의 미래에 대한 기대를 바꿔야만 실질적 효과를 얻을 수 있으므로 정책의 지속성에 대한 신뢰가 절대적으로 중요
  - 따라서 부동산관련 세제정책은 현재의 근간을 유지하되 거래세를 하향 조정하는 정도의 미세조정에 국한하는 것이 바람직

- 한편 건설경기 위축 및 부동산가격 급등을 차단하기 위해 공급위주의 부동산 정책을 지속적으로 확대할 필요
  - 부동산시장 안정을 위해 관련 정책의 일관성 및 관련 부서의 유기적 협조가 요구되며 투기성 자금의 은행권으로의 환류를 통해 가계 이자부담 축소를 유도할 필요
  
- 주택담보대출 금리를 적정수준으로 올리기 위해 주택담보대출의 BIS 위험가중치를 상향조정하여 부동산시장 거품에 따른 위험이 주택담보대출 금리에 반영되도록 해야 할 것임.
  - 한편 금융기관의 건전성 감독 차원에서 주택담보대출의 과당경쟁을 해소하고 주택담보대출 금리에 위험프리미엄이 반영되도록 금융기관들에 대한 도의적 권고(moral suasion)도 활용할 필요
  - 또한, 금리인상시 변동금리·일시상환식 주택담보대출의 문제점을 완화하기 위해 장기·고정금리식으로 전환하도록 유도할 필요

## 第 III 章

### 深層分析

1. 最近 GDP 디플레이터의推移와 評價
2. 所得兩極化가 金融政策에 주는 示唆點
3. 投資의 일자리 創出效果 弱化的 原因과 對應方向
4. 엔低의 原因과 政策的 示唆點
5. 不動産市場 延着陸을 위한 政策方案
6. 美國 不動産景氣 下落과 政策示唆點
7. 最近 外貨負債 急增要因 및 向後 展望



## 심층분석 1. 最近 GDP 디플레이터의 推移와 評價

朴宗奎

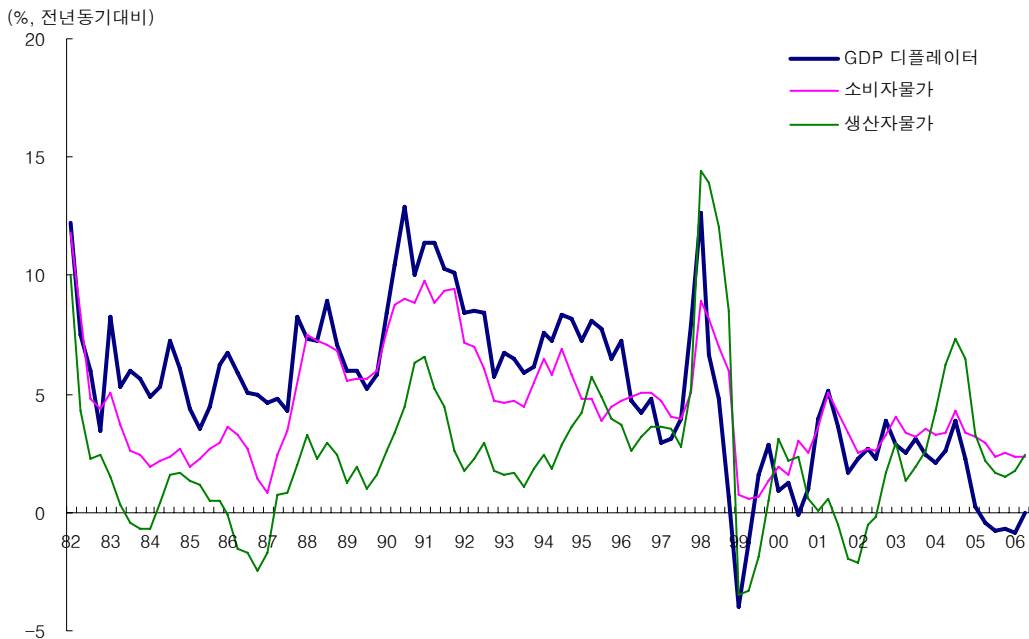
### 가. 序論

- 인플레이션 측정에 있어서는 일반적으로 소비자물가지수가 널리 사용되고 있으며, 통화당국이 콜금리 결정시 참조하는 인플레이션 지표도 소비자물가지수 상승률<sup>1)</sup>임.
  - 실물경제활동에 영향을 주는 실질금리를 산출할 때에도 명목금리에서 소비자물가지수 상승률을 차감하는 것이 일반적
  - 이는 GDP 디플레이터에 비해 소비자물가지수가 가지는 속보성 때문이기도 함.
- 그러나 소비자 물가지수는 소비자의 입장에서 본 인플레이션 지표일 뿐이며 소비자는 물론 생산자 그리고 해외부문의 물가까지 포괄하는 광범위한 인플레이션을 측정하고자 한다면 GDP 디플레이터가 더 적합한 지표
- 2002~2004년 중 평균 2.7%를 중심으로 매우 안정적으로 움직이던 GDP 디플레이터는 2005년 1/4분기 들어 전년동기대비 0.3% 하락한 뒤 2005년 2/4분기부터 2006년 1/4분기까지 1년 동안 연속하여 평균  $\Delta 0.75\%$ 의 하락률을 기록 (<그림 46> 참조)
  - 소비자물가지수 및 생산자물가지수 등 주요 가격지표들이 양의 상승률을 보이는 가운데 가장 광범위한 물가지표인 GDP 디플레이터는 하락

1) 그동안 한국은행은 소비자물가지수를 기초로 산출한 근원인플레이션을 물가지표로 사용하여 오다가 최근 소비자물가지수 상승률 자체로 변경한 바 있음.

- 우리 경제에서 GDP 디플레이터가 하락하였던 경우는 1999년 1/4분기 및 2/4분기 중 전년동기대비 각각  $\Delta 4.1\%$  및  $\Delta 1.35\%$ 를 기록하였던 것이 유일하며 이는 비교대상인 1998년 1/4분기 및 2/4분기 중에 있었던 전년대비 12.7% 및 6.7%의 급등에 대한 반락으로 이해
  - 4개 분기 연속하여 디플레이터가 감소하였던 것은 처음 있는 일
  
- 금년 2/4분기 들어 GDP 디플레이터는 전년대비 0.0%를 기록함으로써 “디플레이션”은 일단 멈추었으나 그동안의 하락의 원인이 무엇이었으며 그에 따른 정책시사점은 무엇인지를 점검해볼 필요

**<그림 46>      주요 물가지수의 전년동기대비 상승률 추이**



자료 : 한국은행



## 나. GDP 디플레이터에 대한 産業別 影響 分析方法

- GDP는 13개 산업의 생산 및 순생산물체로 구성되는데, GDP 디플레이터( $P_t$ )의 상승률( $\Pi_t$ )은 다음과 같이 분해

$$\Pi_t \equiv \frac{P_t - P_{t-1}}{P_t} = \frac{1}{P_{t-1}} \sum_i (\Delta \omega_t^i \Delta p_t^i + p_{t-1}^i \Delta \omega_t^i + \omega_{t-1}^i \Delta p_t^i)$$

- 여기서  $p_t^i$ ,  $y_t^i$ 는  $i$  번째 산업의 디플레이터와 실질 생산액이며  $\omega_t^i = y_t^i / y_t$ 는 전체 실질 GDP( $y_t$ )에서 차지하는  $i$  번째 산업의 실질 생산액( $y_t^i$ )의 비중임.
  - 상세한 도출과정은 <부록>을 참조
- 각 산업의 전체 GDP 디플레이터에 대한 기여는 세 가지로 분해
    - ①  $\frac{\omega_{t-1}^i}{P_{t-1}} \Delta p_t^i$  : 산업별 디플레이터( $p_t^i$ )의 변화에 의한 가격효과
    - ②  $\frac{p_{t-1}^i}{P_{t-1}} \Delta \omega_t^i$  : 산업별 실물생산의 전체 GDP 비중( $\omega_t^i$ ) 변화에 의한 수량효과
    - ③  $\frac{1}{P_{t-1}} \Delta \omega_t^i \Delta p_t^i$ : ①, ②의 교차효과(가격효과×수량효과)
  - 이 중 교차효과(③)의 크기는 매우 작으며, 전체 디플레이터에 대한 각 산업의 기여는 주로 가격효과(①)와 수량효과(②)에 의해 대부분이 설명
  - 이 방법에 따르면 각 산업이 전체 GDP 디플레이터의 변화에 어느 정도의 기여(①+②+③)를 하였는지를 측정할 수 있음은 물론이며, 가격효과와 수량효

과의 부호에 따라 각 산업의 수요·공급이 어떻게 변했는지도 해석할 수 있음 (<표 36> 참조).

**<표 36> GDP 디플레이터 변화에 대한 산업별 효과의 해석기준**

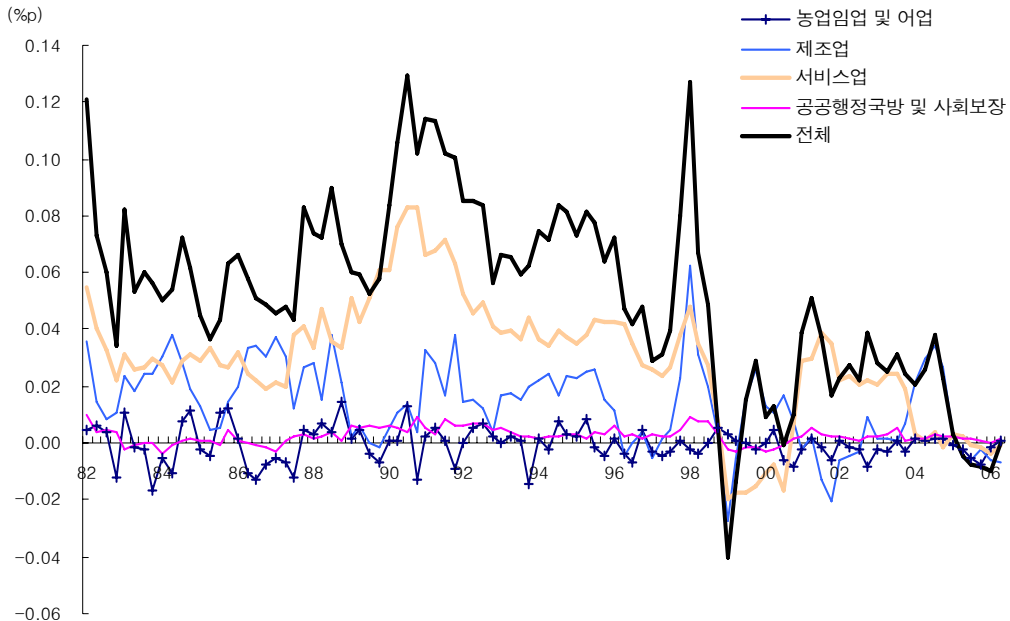
가격효과	수량효과		원인
디플레이터 ↓	GDP share ↑	⇒	공급 증가
디플레이터 ↓	GDP share ↓	⇒	수요 감소
디플레이터 ↑	GDP share ↑	⇒	수요 증가
디플레이터 ↑	GDP share ↓	⇒	공급 감소

- 공급이 증가하면서 디플레이터 하락에 기여하고 있다면 이를 반드시 부정적으로 볼 필요는 없음.
  - 공급이 감소하면서 디플레이터 상승에 기여하고 있다면 그 산업은 생산성 향상 또는 투입증가를 통해 공급을 더 늘릴 여지가 있다고 해석

## 다. GDP 디플레이터에 대한 産業別 寄與 效果分析

- GDP 디플레이터가 2005년 1/4분기를 계기로 하락하기 전까지는 2002~2004년의 3개년동안 상당히 안정적으로 움직였으므로 분석의 기간도 2002~2004년의 3개년과 2005년 1/4분기~2006년 2/4분기의 1년 반 동안의 두 기간<sup>2)</sup>으로 나누어 살펴보기로 함.

2) 2005년 1/4분기와 2006년 2/4분기 GDP 디플레이터 상승률은 각각 0.3%와 0.0%로 마이너스는 아니었으나 2002~2004년의 평균 2.7%에 비해 크게 떨어져 있는 것이므로 이 두 분기를 GDP 디플레이터가 감소하였던 2005년 2/4분기에서 2006년 1/4분기까지의 기간에 포함시켜 분석하기로 하였음.

**<그림 47> GDP 디플레이터 변화에 대한 산업별 기여도**

● <그림 47>은 GDP를 구성하는 13개 산업을 농림어업과 제조업, 서비스업<sup>3)</sup>, 공공행정 및 국방의 네 가지로 구분하여 각각이 전체 GDP 상승률에 대한 기여도

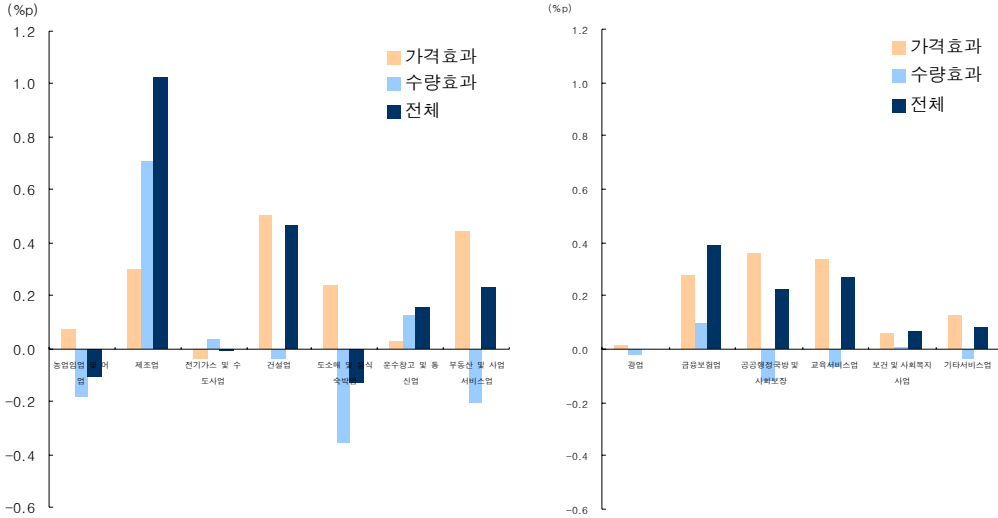
- 2002~2003년의 기간 중에는 농림어업과 제조업의 GDP 디플레이터 기여도가 0%에 가까운 마이너스 값을 기록하였으나 서비스업의 기여도가 높아 GDP 디플레이터는 2%대 후반의 상승률을 유지
- 2004년에는 제조업의 기여도가 크게 높아진 반면 서비스업의 기여도가 크게 낮아지면서 GDP 디플레이터는 전년과 비슷한 수준을 기록
- 2005년 이후에는 농림어업, 제조업은 물론 서비스업의 GDP 디플레이터 기여도가 모두 마이너스로 전환

3) 서비스업은 전기·가스·수도업, 건설업, 도소매음식숙박업, 운수·창고·통신업, 금융·보험업, 부동산 및 사업서비스업, 교육 서비스업, 보건 및 사회복지사업, 기타 서비스업을 포함

## 1) 2002~2004년: GDP 디플레이터 평균 2.7% ↑

- GDP 디플레이터는 2002~2004년의 3년간 연평균 2.7% 상승하였으며 산업별 기여도는 농림어업( $\Delta 0.11\%$ ), 제조업( $1.03\%$ ), 서비스업( $1.52\%$ ) 공공행정 및 국방( $0.23\%$ )이었음.
- 서비스업을 세분하여 살펴보면 건설업( $0.47\%$ ), 금융·보험업( $0.39\%$ ), 교육 서비스업( $0.27\%$ ), 부동산 및 사업서비스업( $0.23\%$ ), 운수·창고·통신업( $0.15\%$ ), 기타 서비스업( $0.08\%$ ), 보건 및 사회복지사업( $0.07\%$ )의 순서로 GDP 디플레이터 상승에 기여
  - 도소매·음식·숙박업( $\Delta 0.13\%$ )은 GDP디플레이터 하락에 기여하였으며 전기·가스·수도업( $\Delta 0.01\%$ )은 GDP 디플레이터에 대한 영향이 거의 없었음.
- 2002~2004년 GDP 디플레이터에 대한 각 산업별 기여를 가격효과(①), 수량효과(②) 및 전체효과(①+②+③)의 크기와 그 배경으로서의 산업별 수요·공급 측면의 원인은 <그림 48> 및 <표 37>에 제시
- 농림어업과 도소매·음식·숙박업은 디플레이터가 상승한 반면 전체생산에서의 상대적 비중은 줄어들었는데 이는 농림어업의 수요에 비해 공급이 상대적으로 줄어들었기 때문에 나타난 현상으로 해석
  - 이들 산업의 디플레이터는 상승하였지만 공급수량의 상대적 감소가 매우 크게 나타나면서 전체 디플레이터를 하락시키는 역할
  - 건설업, 부동산 및 사업서비스업, 교육 서비스업, 기타 서비스업 등은 공급수량이 상대적으로 감소하였지만 해당 산업의 디플레이터가 더 크게 상승하면서 전체 GDP 디플레이터 상승에 기여

<그림 48> GDP 디플레이터 상승기('02~'04) 중 산업별 기여도 분석결과



<표 37> GDP 디플레이터 상승기('02~'04) 중 산업별 기여 분석결과

가격효과	수량효과	원인	해당 산업
디플레이터 ↓	share ↑	공급증가	전기·가스·수도업(N.A.),
디플레이터 ↓	share ↓	수요감소	N.A.
디플레이터 ↑	share ↑	수요증가	제조업(+), 운수·창고·통신업(+), 금융보험업(+), 보건 및 사회복지사업(+)
디플레이터 ↑	share ↓	공급감소	농림어업(-), 광업(N.A.), 건설업(+), 도소매·음식·숙박업(-), 부동산 및 사업서비스업(+), 공공행정 및 국방(+), 교육서비스업(+), 기타서비스업(+)

주 : (-)는 GDP 디플레이터 하락에 기여한 산업, (+)는 GDP디플레이터 상승에 기여한 산업

● 제조업은 디플레이터가 상승하였을 뿐 아니라 생산물의 전체 GDP중 비중도 상승하였는데 이는 제조업 생산물의 공급에 비해 수요가 상대적으로 늘어났기 때문으로 분석

- 운수·창고·통신업, 금융·보험업, 보건 및 사회복지사업 등도 공급에 비해

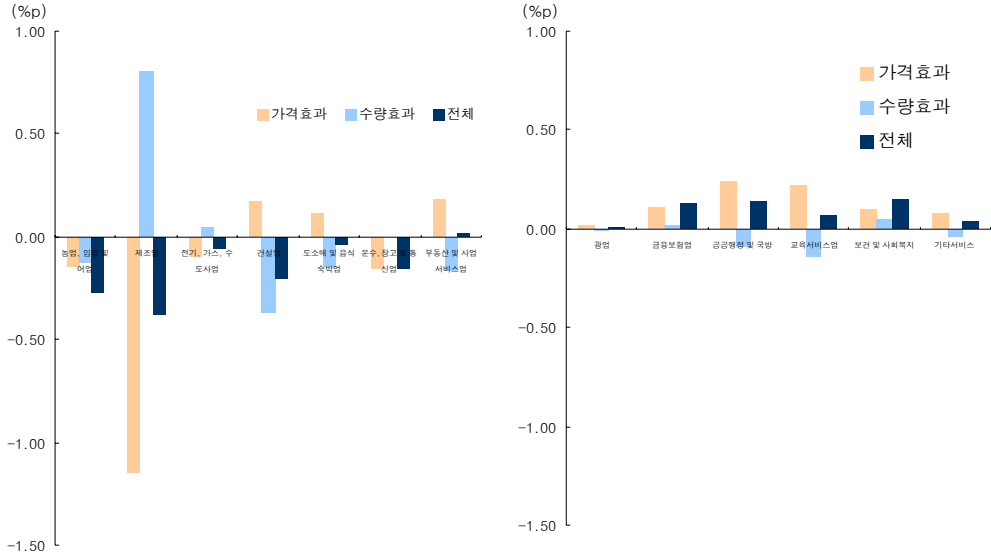
수요가 상대적으로 늘어나면서 전체 GDP 디플레이터 상승에 기여하였던 것으로 추정

- 전기·가스·수도업은 디플레이터가 하락하는 가운데 전체생산에서의 상대적 비중은 늘어났는데 이는 전기·가스·수도업의 수요에 비해 공급이 상대적으로 더 많이 증가하였기 때문으로 보이며 전체 GDP 디플레이터에 대해서는 거의 영향을 미치지 않고 있음.
- 공공행정 및 국방도 디플레이터가 상승한 가운데 share가 줄어들어 공급이 감소한 결과로 볼 수 있으나 공공행정 및 국방 서비스에 대해서는 시장가격이 존재하지 않으므로 수요 및 공급의 변화와 직접 연관시키기는 곤란
  - 전체 GDP에 비해 공공행정 및 국방 서비스의 제공규모가 상대적으로 줄어든 가운데 단가는 높아졌다고 해석하는 것이 적당

## 2) 2005~2006년 2/4분기: GDP 디플레이터 평균 0.57% ↓

- 전체 GDP 디플레이터가 하락하였던 2005년 1/4분기에서 금년 2/4분기까지의 기간 중 전체 GDP 디플레이터에 대한 산업별 가격효과(①), 수량효과(②) 및 전체효과(①+②+③)의 크기와 그 배경으로서의 산업별 수요·공급 측면의 원인은 <그림 49> 및 <표 38>에 제시
- 이 기간 중 전체 GDP 디플레이터 하락( $\Delta 0.57\%$ )에 가장 커다란 기여를 한 산업은 제조업( $\Delta 0.38\%$ )이며 다음으로 농림어업( $\Delta 0.27\%$ ), 건설업( $\Delta 0.21\%$ ), 운수·창고·통신업( $\Delta 0.15\%$ ), 전기·가스·수도업( $\Delta 0.06\%$ ), 도소매·음식·숙박업( $\Delta 0.04\%$ )의 순서임.
  - 보건 및 사회복지사업( $0.15\%$ ), 공공행정 및 국방( $0.14\%$ ), 금융·보험업( $0.13\%$ ), 교육서비스업( $0.07\%$ ), 기타서비스업( $0.04\%$ ), 부동산 및 사업서비스업( $\Delta 0.02\%$ ) 등의 서비스 산업은 디플레이터를 상승시키는 역할

<그림 49> GDP 디플레이터 하락('05:I~'06:II)에 대한 산업별 기여 분석결과



<표 38> GDP 디플레이터 하락('05:II~'06:I)에 대한 산업별 기여 분석결과

가격효과	수량효과	원인	해당 산업
디플레이터 ↓	share ↑	공급증가	제조업(-), 전기·가스·수도업(-),
디플레이터 ↓	share ↓	수요감소	농림어업(-),
디플레이터 ↑	share ↑	수요증가	금융보험업(+), 보건 및 사회복지사업(+)
디플레이터 ↑	share ↓	공급감소	광업(N.A.), 건설업(-), 도소매·음식·숙박업(-), 부동산 및 사업서비스업(+), 공공행정 및 국방(+), 교육서비스업(+), 기타서비스업(+)

주: (-)는 GDP 디플레이터 하락에 기여한 산업, (+)는 GDP디플레이터 상승에 기여한 산업

- 농림어업은 디플레이터가 하락하였을 뿐 아니라 전체생산에서의 비중도 줄어들었으므로 공급에 비해 수요가 상대적으로 줄어들어 따른 현상으로 추정

- 제조업과 전기·가스·수도업은 디플레이터가 하락하였으나 전체 GDP중 생산 비중은 늘어났으므로 수요에 비해 공급이 상대적으로 증가하면서 디플레이터 하락에 기여하였던 것으로 추정
- 서비스업 가운데 금융·보험업과 보건 및 사회서비스업은 디플레이터도 상승하고 전체 GDP에서의 생산비중도 늘어났으므로 공급에 비해 수요가 상대적으로 늘어나면서 GDP 디플레이터 상승에 기여하였던 것으로 추정
- 건설업과 도소매·음식·숙박업은 디플레이터가 상승한 반면 전체 GDP에 대한 생산비중은 줄어들었으므로 수요에 비해 공급이 상대적으로 감소하면서 GDP 디플레이터 하락에 기여한 것으로 추정
  - 부동산 및 사업서비스업, 교육서비스업, 기타서비스업은 공급이 상대적으로 감소하였으나 디플레이터 상승이 더 크게 나타나면서 전체 GDP 디플레이터를 상승시키는 역할
  - 경제 전체 GDP에 비해 공공행정 및 국방 서비스의 제공규모가 상대적으로 줄어든 가운데 단가는 높아졌음.

### 3) 2002~2004년 vs 2005~2006년 2/4분기의 비교

- <그림 48>과 <그림 49>를 비교해 보면 농림어업은 2002년 이후 지금까지 전체 GDP에서 차지하는 생산비중이 계속 줄어들면서 GDP 디플레이터 하락에 기여
- 제조업 생산은 두 기간 모두 GDP 비중이 지속적으로 높아졌으나 제조업 디플레이터는 2005년 이후 상승세로부터 하락세로 반전하면서 전체 GDP 디플레이터 하락에 기여

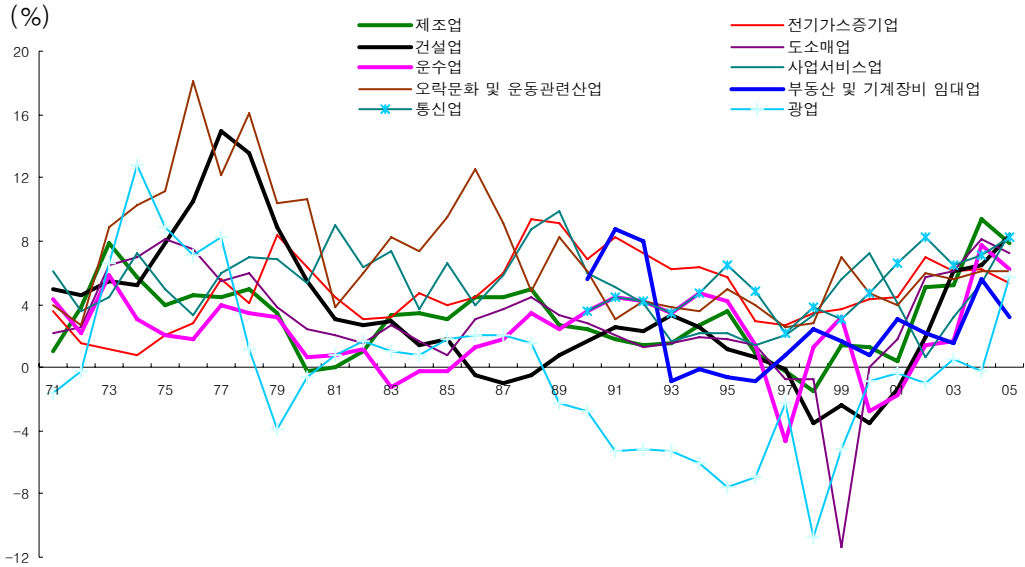


- 전기·가스·수도업, 건설업, 도소매음식숙박업, 부동산 및 사업서비스업, 교육 서비스업, 기타서비스업 등은 두 기간 모두 디플레이터가 상승하면서 GDP 비중이 줄어들었다.
  - 2005년 이후 내수회복에 따라 서비스에 대한 수요도 늘어났으나 이들 산업은 아직 수요에 비해 공급이 상대적으로 부진한 상태라고 판단됨.
- 금융·보험업, 보건 및 사회복지사업 등은 두 기간 모두 생산의 GDP 비중이 증가하고 산업 디플레이터도 상승하여, 공급에 비해 수요가 증가하는 가운데 전체 GDP 디플레이터 상승에 기여

## 라. 分析結果의 政策示唆點

- 2006년 2/4분기 들어 GDP 디플레이터는 전년동기대비 0.0%로서 1년 동안 지속되던 GDP 디플레이터 하락세는 멈추었음.
- 결론적으로, 농림어업의 GDP 비중이 지속적으로 축소되면서 전체 GDP 디플레이터를 계속 하락시키고 있는 가운데 2005년 이후에 나타난 제조업 디플레이터의 하락이 최근의 GDP 디플레이터 하락에 가장 중요한 역할을 하였다고 판단
  - 농림어업은 GDP 생산비중이 지속적으로 하락하고 있는 반면 제조업은 생산 비중이 지속적으로 높아지고 있어 상반된 모습

〈그림 50〉 산업별 총자산 경상이익률 추이



자료 : 한국은행

- 2005년 이후 제조업의 디플레이터가 감소세를 나타냄에 따라 제조업 총자산 경상이익률도 2004년의 9.38%에서 2005년에는 7.81%로 소폭 하락하긴 하였으나 아직은 1973년 7.9% 이후 32년 이래 최고 수준을 유지
  - 2005년 이후 제조업 디플레이터의 하락은 아직 제조업의 영업에 심각한 타격을 줄 정도는 아니었다고 판단
  - 그러나 2006년 2/4분기 현재 제조업 디플레이터는 전년대비 6.3% 하락하여 1/4분기 5.7% 하락에 이어 하락세가 빨라지고 있어 2006년 제조업 영업실적에도 부정적인 영향을 줄 우려
  
- 2005년 이후 GDP 디플레이터 하락이 각 산업의 영업실적에 대한 부정적 효과는 가시화되지 않고 있으므로 통화정책 등 각종의 정책수행에 참고하는 물가지표로서 GDP 디플레이터를 소비자물가지수보다 중시해야 할 필요성은 그다지 높지 않다고 판단

- 국제적 경쟁에 노출되어 있는 제조업이 지속적인 생산성 제고를 통해 가격을 낮추는 한편 공급물량을 늘여온 것과 반대로 대부분의 서비스 산업의 경우 가격이 올라가고 공급물량이 상대적으로 줄어드는 추세가 지속
  
- 금융·보험업과 보건 및 사회서비스업을 제외한 모든 서비스 산업은 최근까지도 수요에 비해 공급이 충분히 늘어나지 못하고 있는 것으로 나타남.
  - 이들 산업(전기·가스·수도업, 건설업, 도소매음식숙박업, 부동산 및 사업서비스업, 교육서비스업, 기타서비스업, 공공행정 및 국방)은 2005년 경상가격 기준 전체 GDP의 43.6%를 차지
  - 서비스 산업, 즉 내수산업의 수요진작 대책도 중요하지만 내수산업의 공급이 원활하게 늘어나도록 생산성 향상문제를 비롯한 공급측면의 이슈에 대해서도 개선의 노력이 시급하다고 판단

### 〈부록〉 GDP 디플레이터의 산업별 기여도 분해 방법

$Y_t$ : 명목 GDP,  $Y_t^i$ :  $i$  번째 산업의 명목 GDP,

$P_t$ : GDP 디플레이터,  $p_t^i$ :  $i$  번째 산업의 GDP 디플레이터,

$y_t$ : 실질 GDP,  $y_t^i$ :  $i$  번째 산업의 실질 GDP라고 하면

각 산업의 경상 GDP는  $Y_t^i = y_t^i \cdot p_t^i$ 이므로

경제전체의 GDP 디플레이터는

$$(1) \quad P_t \equiv \sum_i Y_t^i / y_t = \sum_t \omega_t^i \cdot p_t^i,$$

여기서  $\omega_t^i = \frac{y_t^i}{y_t}$ 는 전체 GDP에서 차지하는  $i$  번째 산업의 실질 생산의 비중으로서

$$\sum_i \omega_t^i = 1 \text{ 임.}$$

GDP 디플레이터 상승률  $\Pi_t$ 는 다음과 같이 정의되며 이를 풀어 쓰면

$$\begin{aligned} \Pi_t &\equiv \frac{P_t - P_{t-1}}{P_t} \\ &= \sum_i \frac{\omega_{t-1}^i p_{t-1}^i}{P_{t-1}} \cdot \frac{\omega_t^i p_t^i - \omega_{t-1}^i p_{t-1}^i}{\omega_{t-1}^i p_{t-1}^i} \\ &= \sum_i \frac{\omega_{t-1}^i p_{t-1}^i}{P_{t-1}} \cdot \frac{(\omega_t^i - \omega_{t-1}^i) p_t^i + \omega_{t-1}^i (p_t^i - p_{t-1}^i)}{\omega_{t-1}^i p_{t-1}^i} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
&= \sum_i \frac{\omega_{t-1}^i p_{t-1}^i}{P_{t-1}} \cdot \frac{(\omega_t^i - \omega_{t-1}^i) p_t^i + \omega_{t-1}^i (p_t^i - p_{t-1}^i)}{\omega_{t-1}^i p_{t-1}^i} \\
&= \sum_i \frac{\omega_{t-1}^i p_{t-1}^i}{P_{t-1}} \cdot (\dot{\omega}_t \pi_t^i + \dot{\omega}_t + \pi_t^i), \\
\text{여기서 } \pi_t^i &= \frac{p_t^i - p_{t-1}^i}{p_{t-1}^i}, \dot{\omega}_t^i = \frac{\omega_t^i - \omega_{t-1}^i}{\omega_{t-1}^i}, \frac{\omega_{t-1}^i p_{t-1}^i}{P_{t-1}} = \frac{Y_{t-1}^i / y_t}{P_{t-1}} = \frac{Y_{t-1}^i}{Y_{t-1}} \text{ 이므로} \\
&= \sum_i \frac{Y_{t-1}^i}{Y_{t-1}} \cdot (\dot{\omega}_t \pi_t^i + \dot{\omega}_t + \pi_t^i)
\end{aligned}$$

그런데

$$\begin{aligned}
\frac{Y_{t-1}^i}{Y_{t-1}} \cdot \dot{\omega}_t \pi_t^i &= \frac{1}{P_{t-1}} \Delta \omega_t^i \Delta p_t^i, \\
\frac{Y_{t-1}^i}{Y_{t-1}} \cdot \dot{\omega}_t &= \frac{p_{t-1}^i}{P_{t-1}} \Delta \omega_t^i, \\
\frac{Y_{t-1}^i}{Y_{t-1}} \cdot \pi_t^i &= \frac{\omega_{t-1}^i}{P_{t-1}} \Delta p_t^i \text{ 이므로 위 식은 다시}
\end{aligned}$$

$$(2) \quad \Pi_t = \frac{1}{P_{t-1}} \sum_i (\Delta \omega_t^i \Delta p_t^i + p_{t-1}^i \Delta \omega_t^i + \omega_{t-1}^i \Delta p_t^i)$$

여기서

$\frac{\omega_{t-1}^i}{P_{t-1}} \Delta p_t^i$  는  $i$  산업 디플레이터의 변화에 따른 효과

$\frac{p_{t-1}^i}{P_{t-1}} \Delta \omega_t^i$  는  $i$  산업 실질 생산의 GDP share 변화에 따른 효과

$\frac{1}{P_{t-1}} \Delta \omega_t^i \Delta p_t^i$  는  $i$  산업 디플레이터 및 생산 share 변화의 교차효과

## 심층분석 2. 所得兩極化가 金融政策에 주는 示唆點

申龍相

### 가. 문제의 제기

- 1990년대 중반까지 꾸준히 개선되어 오던 소득분배구조가 외환위기 이후 빠르게 악화되면서 상대적으로 소비성향이 높은 저소득층의 소비여력이 더욱 빠른 속도로 위축
  - 이에 따라 최근에는 소비 위축이 소득분배구조의 변화에도 일정부분 기인한다는 주장이 제기되고 있는 상황
  
- 이러한 구조적 소득분배구조 악화와 함께 최근에는 정책금리가 지속적으로 인상되면서 상대적으로 부채가 많은 저소득층의 이자부담이 가중되고 소득계층별 구매력 양극화와 민간소비 위축의 원인으로 작용할 가능성
  - 이러한 상황 하에서 작년 하반기 이후 회복세를 보여 왔던 민간소비가 향후에도 지속 가능한가에 대한 평가가 필요한 시점
  
- 따라서 본 보고서에서는 1990년 이후의 소득계층별 소득·소비구조 및 흑자율 등에 대한 분석을 통해 향후 금리상승 기조 하에서 민간소비 회복의 지속 가능성과 계층별 소비변화가 민간소비 및 거시경제 전반에 미치는 영향을 분석하고자 함.

## 나. 소득계층별 소득구조 및 소비여력 변화

### 1) 민간소비의 성장기여도 하락

(실질소비 증가율과 민간소비의 성장기여도가 빠른 속도로 하락)

- 외환위기 이후 한국경제의 실질 소비증가율이 지속적으로 하락
  - 1991~1997년 연평균 가계 실질소비 증가율은 6.1%이었으나 외환위기 이후에는 4.1%로 하락
  - 이와 같은 소비침체의 이면에는 소비의 성장기여도(GDP 대비 민간소비 비중)의 현저한 하락이 존재
    - \* 가계 실질소비 증가율 추이: '91년~'97년 6.1% ⇒ '99년~'02년 9.0% '03년~'06년 1.9%
  
- 외환위기 이후 소비의 성장기여도가 빠른 속도로 하락하고 있으며, 2000년 이후에도 하락세가 지속
  - 민간소비 비중(실질 민간소비/국내총생산)은 1990년대에 거의 일정 수준을 유지하다 외환위기 이후 하락세를 시현
  - 외환위기 이후의 민간부문의 소비비중은 이전에 비해 평균 5.0%p 하락한 것으로 조사 (2003년 이후 평균 6.8% 하락)

(민간소비의 성장기여도 하락은 가계소득 증가율 하락과 계층간 소득격차 확대가 주된 원인)

- 이러한 소비비중의 하락은 가계소득 증가율이 지속적으로 하락하고 있는데다 소득계층별 소득격차가 확대되고 있다는 데에서 원인을 찾을 수 있음.
  - 1990대 이후 가계부문의 가처분소득 증가율(도시근로자 기준)이 지속적으로 하락하였으며, 이에 따라 가계의 소비증가율도 지속적으로 하락

- 고소득층과 저소득층간의 소득격차 정도를 보여주는 소득5분위배율 ( $= \frac{\text{상위20\% 소득}}{\text{하위20\% 소득}}$ )이 2003년 이후에도 개선되지 않고 5.2배의 높은 수준을 유지

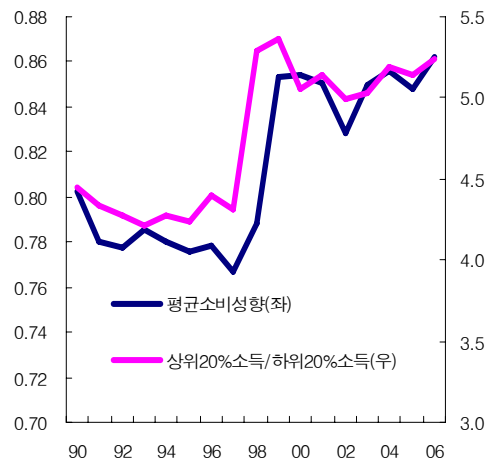
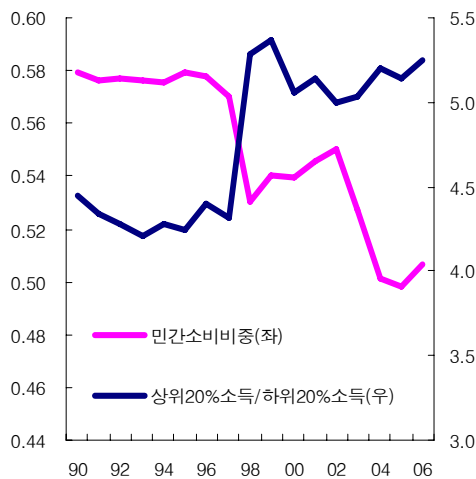
\* 가계 실질가처분소득 증가율 추이: '91~'97년 7.0% ⇒ '99~'02년 4.4% ⇒ '03~'06년 1.6%

\* 소득5분위배율 추이: '91~'97년 4.3배 ⇒ '99~'02년 5.1배 ⇒ '03~'06년 5.2배

- 한편 1990년대 이후 소비비중과 소득격차와의 관계에 있어서 매우 높은 負의 相關關係(△0.87)를 보여주고 있어 소득격차 확대가 소비비중 하락과 매우 밀접한 관계가 있음을 시사

- 한편 소비비중과 소득격차간의 인과관계 검정(causality test)에서도 양변수 간에는 상호 인과성이 뚜렷한 것으로 분석됨.

〈그림 51〉 실질민간소비 비중 및 소득격차 추이    〈그림 52〉 소득격차 및 평균소비성향 추이



주 : 1) 2006년은 상반기 기준  
 2) 도시근로자 기준  
 3) 민간소비비중 = 실질민간소비/국내총생산에 대한 지출  
 자료 : 통계청, 한국은행



**<표 39> 소비의 성장기여도와 소득격차간 시차상관계수 및 인과관계**

-3	-2	-1	t=0	+1	+2	+3
-0.1813	-0.3044	-0.6016	-0.8747	-0.6065	-0.4218	-0.2353
소득격차와 소비의 성장기여도간 인과관계 검정				소득격차 $\iff$ 소비성향		

## 2) 소득분배구조의 악화

### (계층간 소득불평등도가 점차 확대)

- 외환위기 이후 계층별 소득분포를 살펴보면 저소득층의 소득비중이 지속적으로 하락하는 반면, 중산층 이상의 소득비중은 상승하면서 계층간 소득불균형 정도가 확대
  - 도시근로자 기준 소득계층별 가처분소득 비중을 보면 저소득층(하위 20% 소득계층)의 소득비중이 1997년 8.4%에서 2002년 7.8%로 하락한 이후 회복되지 못하고 7% 초중반대에서 머물고 있음.(2006년 2/4분기 현재 7.4%)
  - 반면 중간층(중위 60% 소득계층)의 소득비중은 상승하고, 고소득층(상위 20% 소득계층)의 소득비중은 38% 내외에서 안정세 유지

**<표 40> 소득계층별 가처분소득 비중 추이**

(단위 : %)

	1997	1999	2002	2005	2006
저소득층 (하위 20% 소득계층)	8.4	7.5	7.8	7.4	7.4
중간층 (중위 60% 소득계층)	52.9	52.7	52.1	54.3	55.0
고소득층 (상위 20% 소득계층)	36.7	39.8	39.1	38.3	37.6

주 : 1) 도시근로자가구 기준

2) 고소득층은 9-10분위, 중간층은 3-8분위, 저소득층은 1-2분위 기준

3) 2006년은 2/4분기 기준

자료 : 통계청

**(빈곤층 가구의 수가 빠른 속도로 증가)**

- OECD 기준에 따른 소득계층별 가구수 비중을 보면 외환위기 이후 고소득층 가구의 수는 큰 변화가 없었으나 빈곤층 가구가 상대적으로 크게 증가
  - OECD 기준에 따른 고소득층 가구의 비중은 외환위기 이전과 비교했을 때 큰 변화없이 22%대의 비중을 유지
  - 반면에 빈곤층 가구의 비중은 1997년 9.7%, 2001년 12%, 2004년 13.6%로 지속적으로 상승
  - 외환위기 극복과정을 거치면서 발생한 대규모 영세자영업자들을 포함시킨다면 더 높은 수치를 기록할 것으로 추정됨.

**<표 41> OECD 기준에 따른 소득계층별 가구비중 추이**

(단위 : %)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
고소득층	21.8	22.9	23.3	22.0	22.7	22.6	22.5	22.5
중상층	54.8	51.6	50.6	51.7	50.5	50.7	52.6	50.6
중하층	13.7	13.8	14.1	14.5	14.7	14.4	12.9	13.3
빈곤층	9.7	11.7	11.9	11.9	12.0	12.4	12.0	13.6

주 : 1) 도시근로자 기준

2) 중간소득(median income)의 150% 이상은 고소득층(high income class), 70~150%는 중상층(middle income class), 50~70%는 중하층(modest income class), 50% 이하는 빈곤층(low income class)로 분류

자료 : 재정경제부 「참여정부 3년 경제운영 평가 및 과제(2006.2)」에서 재인용

**3) 소비성향 상승 및 저축률 하락**

**(1990년 이후 도시 가계의 소비성향은 지속적인 상승세 시현)**

- 1990년대 이후 도시 가계의 소비성향은 지속적인 상승세를 시현

- 1990년대 전반기에 78.1%였던 소비성향은 2003년 이후 85.3%까지 지속적으로 상승
- 소비성향의 상승은 계층간 소득격차 확대와 밀접한 관계를 갖고 있는 것으로 판단 (<그림 52> 참조)

〈표 42〉 기간별 계층별 소득 및 소비 점유율

		1991~1997	1999~2002	2003~2006
저소득층 (하위 20%)	소득점유율	8.6	7.7	7.4
	소비점유율	11.7	11.3	11.4
	평균소비성향	101.0	114.6	122.2
중산층 (중위 60%)	소득점유율	54.3	52.9	54.5
	소비점유율	55.9	56.7	57.3
	평균소비성향	75.3	82.0	80.5
고소득층 (상위 20%)	소득점유율	37.1	39.4	39.1
	소비점유율	32.4	32.0	31.3
	평균소비성향	63.4	62.6	62.7
전체	평균소비성향	78.1	84.7	85.3

주 : 1) 2006년은 상반기 기준  
 2) 도시근로자 기준  
 자료 : 통계청

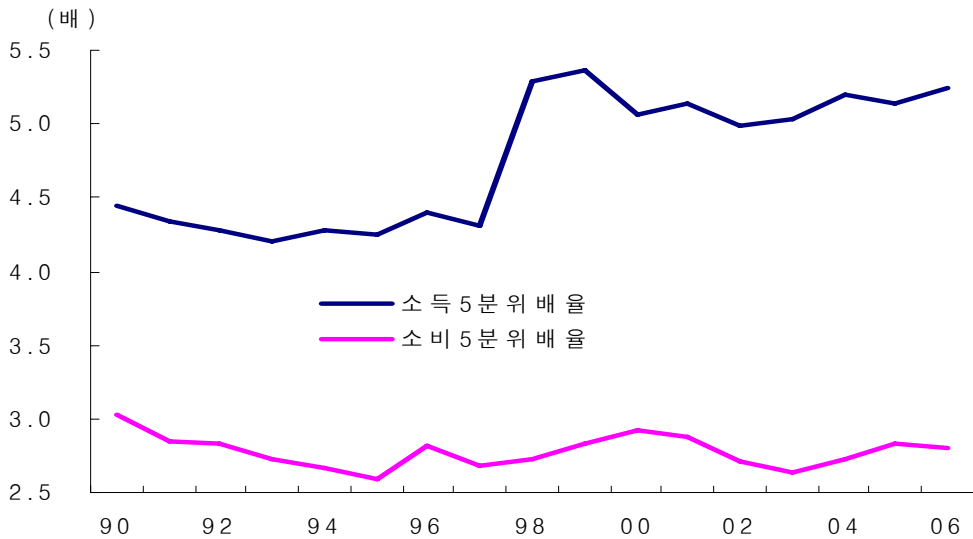
### (소비성향의 상승은 주로 저소득층에 의해 주도)

- 소비성향의 상승은 주로 저소득층(하위 20% 소득계층)에 의해 주도되어 왔으며, 고소득층(상위 20% 소득계층)의 소비성향은 1990년대에 비해 오히려 하락
  - 외환위기 이후 고소득층의 소득은 꾸준히 증가했음에도 불구하고 소비는 크게 늘어나지 않은 반면에, 저소득층은 낮은 소득 증가와 높은 부채부담 증가로 인해 소비를 차입에 의존하는 행태가 반복
  - 이에 따라 고소득층의 소비성향은 1990년대 초중반 63.4%에서 2003년 이후

에는 62.7%로 하락

- 반면에 저소득층의 소비성향은 동 기간중 101.0에서 122.2% 크게 상승

〈그림 53〉 소득 및 소비의 5분위배율 추이



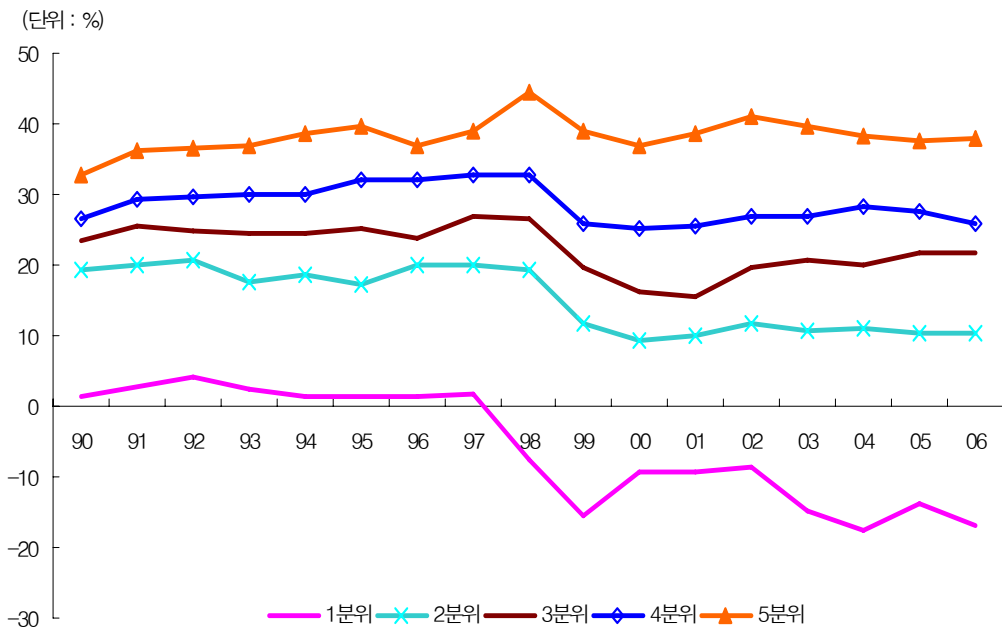
주 : 1) 소득(소비)5분위배율 = 상위 20% 소득(소비)/하위 20% 소득(소비)  
 2) 2006년은 상반기 기준  
 3) 도시근로자 기준  
 자료 : 통계청

- 이와 같이 계층간 소득격차 확대에도 불구하고 저소득층의 소비성향이 상승했다는 것은 향후 소비여력의 급격한 감소를 야기할 가능성을 내포
  - 고소득층과 저소득층간의 소득격차는 심화된 반면, 소비는 오히려 저소득층이 빠른 속도로 증가
  - 저소득층의 소득점유율이 감소했는데도 소비성향이 상승했다는 것은 저소득층 소비의 상당부분을 차입에 의존하고 있음을 의미

**(계층별 소득격차와 저소득층의 높은 소비성향은 결국 계층간 저축률 격차로 연결)**

- 소득계층별 소득격차(고소득층↑, 중·저소득층↓)와 소비성향 격차(고소득층↓, 중·저소득층↑) 확대는 결국 계층간 저축률 격차 확대로 연결
  - 소득 5분위배율은 외환위기 이후 크게 상승하였으나 소비 5분위배율은 상대적으로 안정된 모습을 보임(<그림 53> 참조).
  - 이에 따라 저축율의 대리변수인 흑자율( $= \frac{\text{소비} - \text{가처분소득}}{\text{가처분소득}} \times 100$ )이 고소득층 및 중산층의 경우에는 38% 전후 및 20~25%대에서 꾸준히 유지되어 온 반면에, 하위 20% 저소득층은 負의 흑자율(적자율)이 지속적으로 확대

**<그림 54> 소득계층별 흑자율 추이**



주 : 1) 흑자율=(흑자액/가처분소득)×100, 흑자액=가처분소득-소비지출  
 자료 : 통계청

### (가계 전반의 저축률도 지속적으로 하락)

● 저축률에서도 소득계층간 격차가 심화되면서 가계 전체의 저축률도 지속적으로 하락하는 원인으로 작용

- 고소득층과 저소득층간의 흑자율 격차는 1991년~1997년 35.4%p에서 1999년~2006년에는 51.8%p로 확대되며 저축률에 있어서도 소득계층간 양극화가 심화
- 도시가구 전체의 저축률(흑자율)도 외환위기 이전 22.9%에서 이후에는 16.4%로 하락

\* 저소득층 흑자율 추이: '91~'97년 2.2% ⇒ '99~'02년  $\Delta$ 10.6% ⇒ '03~'06년  $\Delta$ 15.7%

\* 전체가계 흑자율 추이: '91~'97년 22.9% ⇒ '99~'02년 16.5% ⇒ '03~'06년 16.3%

### (가계 전반의 저축률 하락은 미래소비여력의 소진을 유발해 향후 소비에 부담으로 작용할 가능성)

● 소득계층간 저축률 격차 심화, 소비성향의 양극화를 반영하여 2000년 이후 저소득층의 부채비율이 크게 증가하면서 소비여력의 양극화도 상당히 진행되었을 것으로 판단

- 2005년 하반기 이후 개선된 민간소비 증가에 저소득층의 소비성향 확대가 일정부분 기여했음을 고려할 때, 저소득층의 소비여력 소진으로 향후 소비 회복세 지속에 상당한 부담으로 작용할 전망

● 가계 전반의 흑자율 감소(적자율 증가)는 가계의 상당부분이 재정상태 악화를 담보로 소비를 확대하고 있음을 의미

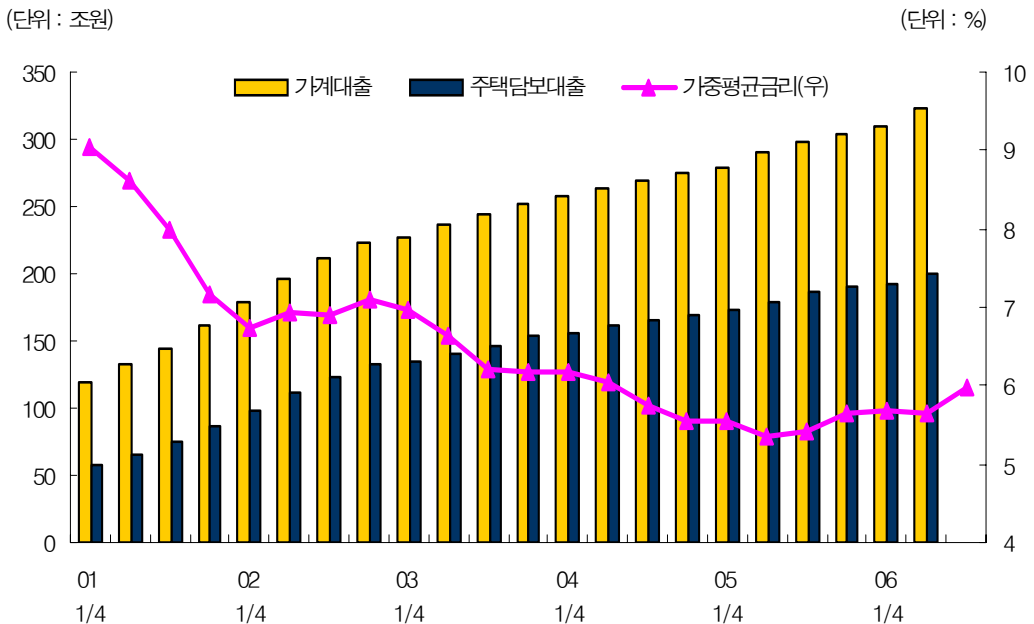
- 향후 예상치 못한 경제충격이 발생할 경우 충격흡수 능력이 저하된 저소득층을 중심으로 신용위기가 발생할 가능성

#### 4) 정책금리 인상과 소득계층별 소비여력 변화

(가계부채가 빠른 속도로 증가하고, 가계대출 금리는 지속적으로 상승)

- 2000년 이후의 저금리, 과잉유동성 및 부동산가격 상승 등으로 가계대출 및 주택담보대출이 급증
  - 가계대출 규모는 2001년 1/4분기 119.5조원에서 2006년 2/4분기말 322.4조원으로 급증
  - 주택담보대출 역시 동기간 중 약 3.4배 증가하여 2006년 2/4분기말 현재 200.7조원 기록

<그림 55> 예금은행 가계대출 및 가중평균 대출금리 추이



주 : 대출금액은 말잔 기준 금액임.

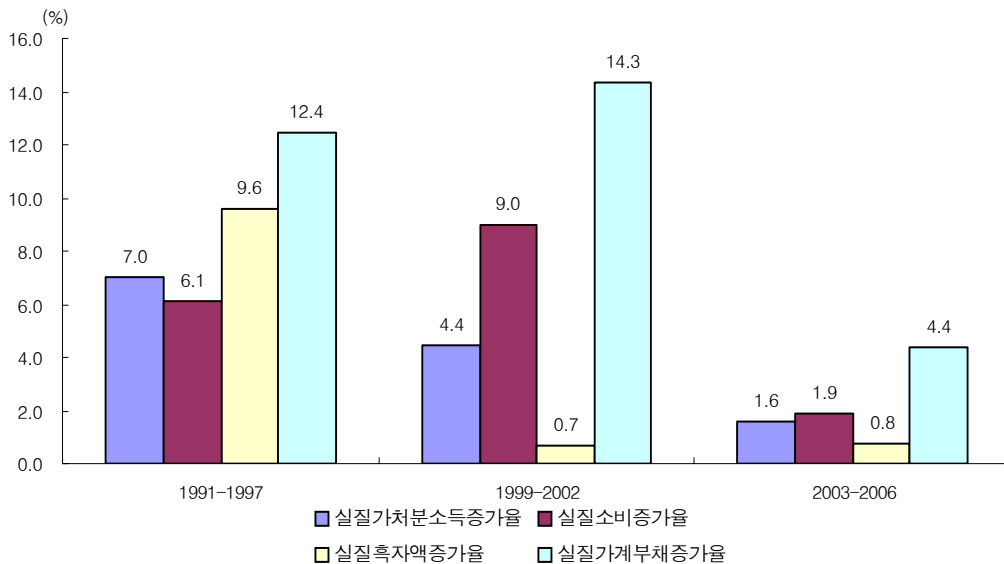
자료 : 한국은행

- 가계대출 금리(예금은행 가중평균 가계대출금리)는 장기적인 저금리 기조에서 벗어나 2005년 2/4분기를 저점으로 상승세로 전환
  - 2005년 하반기 이후 5차례에 걸쳐 콜금리 목표가 인상됨에 따라 주택담보대출을 중심으로 가계대출금리가 상승세를 시현
  - 한편, 시중은행들은 대출경쟁 격화로 인해 작년 하반기 이후의 콜금리 인상에도 불구하고 가산금리를 낮추는 방식으로 부동산대출을 확대
  
- 금리 상승기조에 따른 이자부담 증가로 중저소득층 및 고소득층간 소비여력(가처분소득) 변화 가능성
  - 최근 마이너스(-) 흑자율을 보이고 있는 저소득층의 경우 대출이자 부담 증가로 소비여력 위축이 더욱 빠르게 진행될 가능성
  - 반면에 부채규모가 상대적으로 적은 고소득층의 경우, 금리상승에 따른 소비위축 규모가 상대적으로 작을 것으로 판단
  
- 한편 부동산담보대출을 중심으로 가계부채가 지속적으로 증가하면서 중산층의 부채부담도 크게 증가하고 있는 것으로 판단
  - 부동산 취득에 따른 가계부채의 증가는 이자부담을 확대시켜 가계의 소비여력을 축소시키는 방향으로 작용
  - 특히 중간층(중위 60% 소득계층)의 경우, 흑자율 개선에도 불구하고 부동산 관련 부채 및 이자지급 부담 등으로 소비여력이 지속적으로 감소하고 있는 것으로 판단
  
- 따라서 2005년말 이후 정책금리가 인상됨에 따라, 주택담보대출 금리 등 가계대출 관련 단기금리가 동반 상승하고, 이는 상대적으로 부채가 많은 중·저소득층의 부채부담을 가중시켜 향후 소비에 부정적 영향을 미칠 것으로 예상
  - 반면에 흑자율이 높은 고소득층의 경우 이자소득의 증가로 인해 제한된 범위에서 소비가 소폭 확대될 가능성



- 최근의 금리 상승기조로 저소득층의 소비여력이 지속적으로 축소될 경우 저소득층을 중심으로 가계대출 부실화 가능성
  - 저소득층 차주의 상환능력 약화로 인해 가계대출이 부실화될 가능성 존재
  - 저소득층의 가계대출 부실은 적자율(마이너스 흑자율)을 급격히 증가시키고 이에 따른 소득 및 소비위축 및 양극화의 악순환이 발생할 가능성 존재

〈그림 56〉 기간별 실질 가계소득 및 부채 증가율 추이



주 : 1) 가계부채 2004년 이후는 개편된 자금순환계정 사용

2) 도시근로자 기준

자료 : 통계청, 한국은행

## 다. 금리변화가 계층별 소비성향에 미치는 영향

### 1) 실증분석 모형 및 방법론

- 본장에서는 소득계층별 소득격차와 정책금리 변화가 소비에 미치는 영향을 분

석하기 위해 소득, 자산, 소득계층별 흑자율, 콜금리 등을 설명변수로 하는 고정효과 패널회귀모형(Fixed Effect Panel Regression Model)을 구축 (분석기간 : 1991.1Q~2006.2Q)

$$\ln C_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \ln Y_{i,t} + \beta_2 \ln RW_t + \beta_3 \ln SW_t + \beta_4 \ln(1 + B_{i,t}) + \beta_5 \ln(1 + call_t) + \epsilon_{i,t}$$

\* 여기서 C는 소득계층별 소비, Y는 소득계층별 가처분소득, RW는 주택가격지수, SW는 민간보유주식의 시장가치, B는 소득계층별 흑자율, call은 시장 콜금리를 각각 나타냄.

- 위의 기본 회귀방정식 추정에 더하여 추가로 소득계층별 효과(individual effect)를 추정하기 위해 상수에 대한 소득계층별 더미변수(저소득층 =1, 또는 중산층=1)를 포함하여 분석
  - 또한 정책금리 인상이 소득계층별 소비에 상이하게 영향을 미칠 가능성을 알아보기 위해 콜금리와 소득계층별 더미변수간 교차변수를 추가하여 분석을 시도

## 2) 실증분석 결과

- 실증분석 결과, 소득의 증가, 자산(부동산 및 주식)가치의 증가는 모두 소비에 유효한 正(+)의 효과를 미치는 것으로 나타난 반면, 흑자율과 콜금리 상승은 소비성향을 감소시키는 것으로 추정
  - 한편 실질가계소비에 대한 주택가격 및 주가의 탄력성이 각각 0.07~0.08 및 0.013~0.021에 이르는 것으로 분석
  - 흑자율(저축률)이 높을수록 소비성향이 낮다는 것은 고소득층일수록 흑자율이 높은 현 상황을 고려하면 소득이 높아질수록 소비성향이 낮아지는 현실과 부합하는 추정 결과임.
- 콜금리 인상은 소득계층 전반의 실질가계소비에 대해 負(-)의 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타남.

- 추정결과 (1)에서 1%p의 콜금리 인상은 0.4%p 정도의 가계소비 감소를 유발하는 것으로 추정('05년 하반기~'06년 상반기 기준으로 가구당 약 8.8만원 소비감소 유발)

〈표 43〉 패널회귀분석 결과

설명변수 : $\ln C_{it}$	추정결과 (1)	추정결과 (2)	추정결과 (3)	추정결과 (4)
<u>피설명변수</u>				
상수	0.0173*** (0.0025)	0.0098* (0.0058)	0.0112*** (0.0030)	0.111*** (0.0039)
$\ln Y_{it}$	0.8873*** (0.0040)	0.9098*** (0.0052)	0.9005*** (0.0050)	0.9008*** (0.0036)
$\ln RW_t$	0.0791* (0.0485)	0.0716 (0.0494)	0.0698* (0.0406)	0.0724** (0.0351)
$\ln SW_t$	0.0209*** (0.0055)	0.0157** (0.0034)	0.0137*** (0.0050)	0.0129*** (0.0056)
$\ln(1+B_{it})$	-0.7879*** (0.0118)	-0.8395*** (0.0125)	-0.8147*** (0.0128)	-0.9072*** (0.0094)
$\ln(1+call_t)$	-0.3921*** (0.0238)	-0.3238*** (0.0237)	-0.4670*** (0.0302)	-0.3577*** (0.0323)
저소득층 Dummy		0.0244*** (0.0035)		
중산층 Dummy		0.0140** (0.0059)		
$\ln(1+call_t)$ · 저소득층 Dummy			-0.1477*** (0.0312)	-0.2247*** (0.0398)
$\ln(1+call_t)$ · 중산층 Dummy			-0.1189*** (0.0453)	-0.0667** (0.0329)
$\overline{R^2}$	0.996	0.997	0.997	0.996
DW	1.64	1.64	1.60	1.66
White's Test			617.6 > F=9.11	

주: 1) 콜금리, 흑자율 및 더미변수를 제외한 모든 변수는 소비자물가로 조정한 실질변수이며 자연대수를 취하였음.  
 2) ( )은 표준오차(standard error)를 나타내며 \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 신뢰수준범위에서 통계적으로 유의함을 나타냄.  
 3) 상위 패널분석에서는 이분산성(heteroscedasticity) 가능성을 고려하여 White's Test를 실시한 결과, 이분산이 존재하였으며 동 문제 해결을 위해 추정결과 (4)에서는 이분산일방오차회귀모형(heteroscedastic one-way error component regression model)에 따른 추정결과를 적시함.

- 콜금리 인상이 소득계층별로 미치는 영향을 좀 더 구체적으로 살펴보면 저소득층일수록 콜금리 인상시 소비가 더 큰 폭으로 감소하는 것으로 추정됨.

- 추정결과 (4)를 기준으로 콜금리 1%p 인상에 고소득층(상위 20% 소득계층)의 소비 감소효과는 0.36%p인 데 반해, 중간층(중위 60% 소득계층)과 저소득층은 각각 0.43%p 및 0.59%p의 소비 감소를 경험하는 것으로 추정
  - 금액으로 환산하면 저소득층은 연간 7.2만원, 중간층 및 고소득층은 각각 9.0만원, 12.4만원의 소비를 감소시키는 것으로 추정
- 이와 같이 저소득층일수록 금리인상에 대한 소비감소의 효과가 큰 것은 근본적으로 적자율과 부채비중이 높아 금리인상에 따른 이자지급 부담과 소비여력 감소폭이 크기 때문임.

## 라. 향후 전망과 과제

### 1) 소비관련 변수들의 전망

- 2005년 하반기 이후 지속된 소비회복은 과거 소비의 과도한 위축에 따른 반등 효과와 부동산가격 및 주가상승 등 자산효과에 힘입은 바 큰 것으로 판단
  - 2007년 소비회복의 지속여부는 향후 일자리 창출과 임금상승 폭, 실질GNI 회복 여부 등 소득변수의 변화와 금리, 주가, 주택가격 등 자산가격 변화에 의해 결정될 것으로 예상

**(예상보다 저조한 일자리 증가, 높아진 금리수준, 기업수익성 악화 등이 민간소비를 위축시킬 것으로 예상)**

- 예상보다 저조한 신규 일자리 증가와 양질의 일자리 감소로 인해 민간의 소비여력이 축소되고 소비증가율도 점차 둔화될 것으로 예상

- 2006년중 정부는 35~40만개 신규 일자리 창출을 목표로 하였으나 실제로 증가한 일자리는 30만개 정도에 불과
  - 특히 제조업부문의 일자리 감소로 동 부문에서 퇴출된 인력이 자영업부문에 유입되면서 민간소비와 연관성이 높은 자영업부문에서도 점차 일자리 포화현상이 나타남.
  - 이에 따라 고용이 둔화되면서 소비위축으로 연결될 가능성
- 정책금리가 지속적으로 인상되면서 상대적으로 부채가 많은 저소득층의 이자 부담이 가중되고 소득계층별 구매력 격차 확대가 민간소비 위축의 원인으로 작용할 것으로 예상
    - 콜금리가 지속적으로 인상되면서 정책금리 변화에 민감한 가계대출 금리가 상승하고 상대적으로 부채가 많은 저소득층의 이자부담이 가중되면서 민간 소비 위축의 원인으로 작용할 가능성
    - 반면에 부동산가격 억제정책에 따른 주택가격 하락과 역자산효과는 그리 크지 않을 것으로 예상
- 국제유가 안정에 대한 기대에도 불구하고 원화강세가 예상됨에 따라 기업의 수익성 개선 여부에 대해서는 여러 가지 불확실성이 존재
    - 2006년의 기업수익성 악화가 시차를 두고 내년 임금소득 상승을 제약하면서 가계부문의 소비여력을 위축

**(GDP와 GNI간 괴리가 부분적으로 해소되면서 민간소비 회복에 일정부분 기여)**

- 국제유가 등 원자재가격이 현재보다 낮은 수준에서 안정될 가능성이 높아 실질GDP와 실질GNI간 격차가 축소되면서 실질구매력이 증가하고 민간소비의 회복에 일정부분 기여할 것으로 예상

- 2005~2006년 기간중 국제유가의 급등으로 크게 악화되었던 체감경기가 국제유가 안정에 힘입어 개선될 전망

**(2007년중 미국의 금리인하 주기와 맞물려 국내 주가도 재상승하여 소비회복에 일정부분 기여할 것으로 예상)**

- 2007년 상반기중 미국의 금리인하가 본격화되면서 미국증시 회복과 더불어 국내증시도 재상승국면에 진입할 것으로 예상
  - 또한 국민연금의 주식투자규모가 2005년 15.0조원에서 2009년에는 31.9조원으로 점차적으로 확대될 전망이며 적립식펀드의 규모도 꾸준히 증가하면서 주식수요기반이 지속적으로 확대될 것으로 예상
  - 주가상승에 따른 개인투자자의 자본이득 확대가 소비회복에 일정부분 기여할 것으로 전망

**(2007년 민간소비의 경제성장 기여도 하락 전망)**

- 이러한 여러 변수들의 영향들을 고려하건대 2007년은 민간소비 증가율이 2/4분기까지 축소된 이후 3/4분기를 저점으로 반등할 것으로 예상
  - 일자리 회복과 실질소득이 뒷받침되지 않고 있는 상황 하에서 주가상승에 따른 자산효과도 하반기 이후에나 본격화될 것으로 예상
- 2007년에도 소비에 영향을 미치는 관련변수들의 방향성이 엇갈리면서 향후 민간소비는 작은 충격에도 위축될 가능성이 상존
  - 내년중 시중금리가 하락기조를 유지하면서 주가 및 부동산 가격이 상승세를 보이고, 유가안정 등으로 경제전반의 실질구매력이 개선되는 것이 민간소비에 긍정적 요인으로 작용
  - 반면에 가계부채가 다시 증가하고 있는 상황에서 일자리 창출 부진, 기업실

- 적 둔화 등이 민간소비를 위축시키는 주된 요인으로 작용할 전망
- 특히, 국제유가가 예상과 달리 하향 안정화되지 않을 경우, 소비위축의 폭이 깊어질 가능성

## 2) 향후 과제 및 정책제언

- 산업전반의 고용창출력 회복을 통한 소비기반 확대에 주력
  - 그간의 소비회복이 소비기반의 다양화가 미진한 상태에서 장기간의 소비위축에 따른 반등효과와 저소득층의 부채 확대에 의해 주도된 측면이 있으므로 이에 대한 모니터링을 강화할 필요
  - 결국 소비회복의 지속을 위한 해법은 일자리 창출, 소득기반 확충과 다양화에서 찾아야 할 것임.

### (설비투자 확대를 통한 고용창출 및 소비여력 확충)

- 현재의 소비회복세를 견조하게 유지하기 위해서는 특정소득계층 중심의 순환적 요인에 과도하게 의존하지 않으면서 고용유발 투자 확대 노력을 강화해 소득과 소비여력을 확대
- 즉, 기업의 투자환경을 정비하여 설비투자를 활성화함으로써 내수회복의 지속성을 유지해야 할 것임.
  - 이를 위해 각종 투자관련 규제를 최소화하고 투자정책과 관련된 일관된 방향성을 제시하여 기업의 투자심리 회복을 유도

### (소득계층별 소비양극화 현상의 해소 노력 강화)

- 향후 지속가능한 소비회복을 기대하기 위해서는 중저소득층의 소득 및 소비기반인 고용확대에 집중해야 할 것임.

- 소득계층별 소비패턴을 보면 중상위층의 소비증가는 소득증가에 따른 소비여력이 뒷받침되고 있으나, 중하위층의 소비회복은 소득증가보다는 주로 부채증가를 통해 주도됨.
  - 따라서 최근의 중저소득계층의 일시적 소비회복에 큰 의미를 두지 말고 소득계층별 소비양극화의 근본원인인 소비결정요인을 계층별로 고르게 개선시키는 노력을 강화
- 한편 저소득층의 소비여력을 진작시킬 수 있는 고용확대 노력을 지원하는 기업투자에 대해서는 세제, 입지, 금융지원을 확대
- 특히 고용창출력이 높은 내수 및 비교역재 산업의 고용창출능력을 최대화하기 위해 금융감독상의 인센티브를 제공하는 등 혁신금융노력을 제고
  - 또한 경기둔화로 인해 발생할 수 있는 금융리스크 확대에 대비하여 금융기관의 신용공여가 특정부문으로 쏠림현상이 나타나지 않도록 감독 강화

### (가계부채 증가율 통제 및 건설시장 급랭가능성 사전 차단)

- 최근 다시 상승하고 있는 가계부채 증가율이 지나치게 높아지지 않도록 지속적인 모니터링 필요
- 부동산정책의 일관성 유지를 통해 투기목적의 부동산담보대출이 다시 급증하지 않도록 하여야 하며, 투기목적의 자금들이 은행권으로 환류되도록 하여 가계의 이자부담 축소를 유도
- 건설부문의 위축 및 부동산가격의 재급등을 방지하기 위해 정부의 공급위주의 부동산정책 역할 확대
- 재정정책 측면에서 민간건설부문의 위축을 보완하는 임대주택 건설, 강북재개발 및 BTL 사업 등이 차질없이 추진되도록 지원



### (장기적으로 해외소비의 국내소비 전환 유도를 위한 기반 조성)

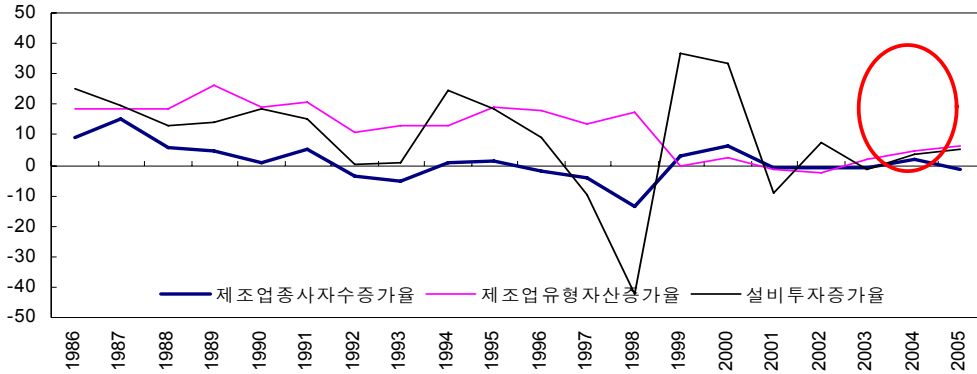
- 해외소비의 확대는 비교역재부문의 생산성 저하에 기인하는 만큼 기존 일자리 보호와 같은 소극적 대응보다는 창조적 파괴를 통한 새로운 산업 및 고용 기반을 확대해 나갈 필요
  - 고용없는 성장이 확산되고 있는 상황에서 중저소득계층의 소비기반을 지탱하기 위한 대책보다는 개방과 경쟁의 확대를 통해 교육, 의료, 보험 등의 서비스분야에서의 획기적 생산성 개선전략을 강구할 필요
- 해외소비의 대부분을 차지하고 있는 교육, 의료 등 서비스산업의 국내경쟁력을 강화하여 해외수요를 국내로 유도
  - 현재 진행중인 한·미 FTA를 통해 우수한 외국 교육기관의 국내진입을 단계적으로 확대할 필요가 있으며, 경제자유구역 등에 외국의료기관을 유치하는 등 의료산업의 개방경쟁체제를 구축
- 고급화·다양화되고 있는 관광수요와 저출산·고령화 사회에 부합하는 국내 관광·육아·실버산업의 경쟁력 제고
  - 골프장, 리조트, 테마파크 등의 인프라 확충을 통해 해외여행 수요를 국내로 유도
  - 저출산 및 고령화 사회의 요구에 부합하는 육아시설, 레저, 실버산업 발전을 적극 지원

### 심층분석 3. 投資의 일자리 創出效果 弱化的 原因과 對應方向 河 駿 垞

#### 가. 문제제기

- “투자를 통한 일자리 창출”은 최근 한국경제의 핵심적 과제로 인식되고 있으나 현실에서는 만족할 만한 성과가 나타나고 있지 않음.
  - 2000년 이후 제조업 설비투자 10억원당 고용증가는 3.1명에 불과하여 설비 투자를 늘려도 이에 상응하는 일자리가 창출되지 못하는 실정
    - \* 연평균 설비자산(유형자산에서 토지를 제외한 것으로 정의, 2000~2005년) 증가액 대비 연평균 고용증가(2000~2004년)를 이용해 계산
  - 특히 2005년의 경우에는 설비투자 증가율이 5.1%에 달했음에도 불구하고 제조업 취업자수는 1.3% 감소
    - \* 제조업은 2005년 중 설비자산 증가분의 64%를 차지했으나 연평균 고용창출 인원은 2만 1천명으로 전체 고용창출의 7%에 불과
    - \* 반면 서비스업은 설비자산 증가분의 14%만을 차지하면서도 연평균 26만 7천개의 일자리를 창출하였으나 대부분 저부가가치 일자리라는 문제가 있음(건설업은 16%, 2만 2천명; 전기가스증기업은 6%, 1천명).
- 따라서 여기서는 투자의 일자리 창출효과가 약화된 원인을 살펴보고 대응방향을 제시하고자 함.
  - 특히 업종별로 투자의 고용창출효과를 살펴보고 상장기업 패널 데이터를 이용하여 고용의 투자 탄력성을 분석해 보고자 함.

〈그림 57〉 설비투자 증가율과 제조업 취업자수 증가율



자료 : 통계청 데이터베이스

〈참고〉 투자 증가가 일자리에 영향을 주는 경로

- 투자는 일자리를 늘린다는 것이 일반적 인식이나 실제 일자리 창출효과는 다음과 같은 상이한 힘들의 상호작용을 통해 나타남.
  - (1) 자본-노동의 대체효과 : 주어진 생산수준에서 투자의 증가는 노동을 자본으로 대체함으로써 일자리를 감소
  - (2) 생산확대 효과 : 주어진 자본-노동 비율 하에서 투자의 증가는 생산량 증가와 함께 일자리를 증가
    - \* 생산확대 효과는 투자증가가 상품가격 하락과 수요증가 및 신규진입 촉진을 야기할 경우 원활히 발생
    - \* 만약 투자증가가 잠재적 경쟁자의 진입억제와 독점도 증가로 이어지면 오히려 생산량 및 일자리 감소를 야기할 수도 있음.

나. 투자의 일자리 창출효과 약화의 원인

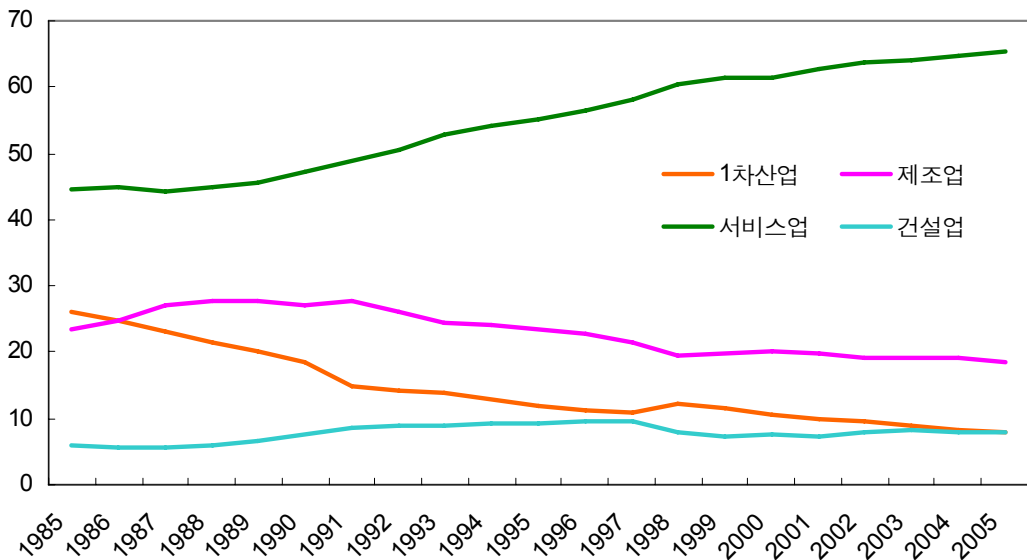
- 투자의 일자리 창출효과 약화는 1990년대 이후 탈공업화로 인하여 제조업의

고용창출력이 제약받는 가운데 제조업 내에서도 자본이 노동을 대체하는 경향이 가속화하면서 발생

### 1) 탈공업화

- 1990년대 이후 산업구조가 서비스업 중심으로 변화하면서 제조업은 고용을 방출하는 경향이 있어 전반적으로 제조업에서의 투자증가를 통한 고용창출에 한계가 존재.
  - 반면 서비스업은 영세자영업을 중심으로 고용을 흡수
- 탈공업화는 경제발전 과정에서 가계의 소비구조가 서비스 중심으로 변화하면서 발생하는 일반적 현상이므로 선진국들에서처럼 제조업에서의 고용방출은 장기적으로 불가피한 측면이 있음.

〈그림 58〉 산업별 취업자 비중 추이



자료 : 통계청

- 도시가계 소비지출액 중 서비스에 대한 지출이 차지하는 비중은 1990년 41.3%에서 2005년 55.8%로 크게 상승

- \* 특히 외식비(6.5%→12.2%), 보건의료서비스(2.4%→3.1%), 교육서비스(7.1%→11.2%), 교양오락서비스(1.6%→2.7%), 통신서비스(1.9%→6.1%)의 증가가 두드러짐(통계청 데이터 베이스).

- 그러나 제조업의 고용비중이 20% 아래로 하락했음에도 불구하고 제조업의 부가가치 비중은 여전히 30% 수준을 유지하고 있는데, 이는 제조업 생산성에 비해 서비스업 생산성이 낮아짐을 의미

- 이에 따라 제조업으로부터 서비스업으로의 고용이동이 고부가가치 일자리 감소와 저부가가치 일자리 증가를 야기한다는 문제가 발생

## 2) 산업구조 고도화 : 노동절약적 투자

- 탈공업화와 함께 산업구조의 고도화가 진행되면서 설비투자가 고용창출력이 낮은 산업 또는 자본장비율이 높은 산업을 중심으로 이루어짐에 따라 전반적으로 투자의 고용창출력이 저하

- 전자부품, 전기, 도소매업, 오락문화, 자동차 산업 등 2000년 이후 설비자산 증가액 상위 5개 산업을 보면 10억원을 투자해도 고용증가는 평균 2.2명에 그치는 것으로 나타남.

- 반면 제조업 중 고용창출력이 높은 산업들은 대부분 사양산업들로서 투자가 미미

- \* 가죽·가방 및 신발산업은 10억원 투자시 96.6명 고용이 증가하나 투자는 연평균 -509억원이었으며, 섬유제품은 10억원 투자의 고용창출력이 20.5명이나 투자는 연평균 -8.829억원이었음.

- 이러한 현상은 오락문화 산업을 제외한 나머지 투자상위 업종들에서 투자의 노동대체 효과가 생산확대에 따른 고용증가 효과를 압도하였기 때문

- 이와 같이 투자의 성격이 노동절약적으로 변화함에 따라 제조업에서 수출 → 투자 → 고용의 연결고리가 약화
- 과거 주력 수출산업이었던 경공업의 경우 투자의 고용창출력이 커서 수출증가가 투자증가 및 고용증가로 연결되었으나 현재 주력 수출산업인 IT, 자동차 등의 경우 이러한 효과가 미약

〈표 44〉 설비자산 증가 상위 5개 산업의 고용창출력

설비자산 증가 상위 5개 산업	연평균 설비자산 증가액	연평균 고용증가	투자 10억원당 고용증가
전자부품, 영상, 음향 및 통신장비 제조업	4조 985억원	8천명	2.1명
전기, 가스 및 증기업	2조 7,841억원	1천명	0.5명
도매 및 소매업	2조 4,276억원	-3천명	-1.2명
오락, 문화 및 운동관련 산업	1조 6,694억원	1만 3천명	8.0명
자동차 및 트레일러 제조업	1조 4,703억원	8천명	5.2명

주 : 설비자산 증가액은 2000-2005년 평균이며 고용증가는 2000-2004년 평균임.

자료 : 한국은행 경제통계시스템

## 다. 대응방향

● 산업구조의 변화에 따라 제조업 설비투자의 고용창출력을 높이는 데에는 한계가 있으므로 산업구조의 변화에 맞추어 투자구조의 변화를 유도함으로써 일자리 창출을 지원하는 것이 바람직

- 고부가가치 서비스업에 대한 투자, 인적자본과의 보완성이 큰 R&D 투자 등 고용창출력이 강한 부문에 대한 투자를 유도

\* 제조업 설비투자 자체도 과거와는 달리 인적자본과 기술에 대한 투자에 의해 유발되는 경향이 강화되는 등 우회성이 커지고 있어 인력 및 기술에 대한 투자는 중장기적으로 설비투자를 늘리게 됨.

\* 미국에서도 1999년에 R&D 등 무형자산에 대한 기업투자 추정액이 1조달러를 기록하면서 유형자산에 대한 투자액과 유사한 수준으로 증가했다는 연구가 있음(Corrado, Hulten, and Sichel 2006).

## 1) R&D 투자를 통한 고급 일자리 창출

### 가) R&D 투자의 확대

- R&D는 인적자본 집약적인 활동이므로 R&D 투자 증가는 직접적으로 고급 일자리를 창출하는 데 기여할 수 있음.
  - 뿐만 아니라 R&D 투자는 새로운 투자기회를 발굴함으로써 설비투자를 늘리고 이를 통해 간접적으로도 고용을 창출

〈표 45〉 고용의 투자탄력성 변화 실증분석

종속변수: log(고용)	1991~1997		1999~2004	
	모형 (1)	모형 (2)	모형 (1)	모형 (2)
log(설비투자)		0.076(8.89)		0.086(12.60)
log(R&D지출)	0.021(3.65)	0.013(1.87)	0.041(9.27)	0.032(5.19)
log(매출액)	0.728(78.36)	0.664(48.60)	0.687(117.15)	0.620(61.39)
R <sup>2</sup>	0.75	0.79	0.79	0.81
샘플수	2,819	1,705	4,744	2,315

주 : Pooled OLS를 이용하여 탄력성을 추정하였음. ( )안은 t값임.

자료 : WiseFn 데이터베이스

- 상장기업의 재무제표를 이용한 패널분석에 따르면 R&D의 고용창출력은 외환위기 이후 더욱 강화되었음.

- 외환위기 이전에는 R&D 지출액을 1% 늘렸을 때 고용이 0.02% 증가했으나 외환위기 이후에는 0.04% 증가

\* <표 45>의 모형 (2)에서는 고용의 설비투자 탄력성이 R&D 탄력성보다 큰 것으로 나타나지만 설비투자의 절대금액이 R&D 금액보다 월등히 크다는 점, 즉 설비투자 1% 증가가 R&D 1% 증가보다 훨씬 큰 금액을 나타낸다는 점을 감안하면, 동일 금액의 지출에 대해서는 R&D의 고용효과가 더 클 수 있음.

## 나) R&D 지출 중 인건비 비중 확대

- R&D 지출구조를 보면, 우리나라 기업들은 선진국들에 비해 인건비의 비중이 과소한 경향이 있어 R&D의 고용창출력이 극대화되지 못하고 있는 실정임.
  - 우리나라 R&D 지출액 중 인건비에 지출되는 부분의 비중은 39.9%(2004년)에 불과
  - 이에 따라 우리나라의 GDP 대비 R&D 지출비중은 2005년 2.99%로 선진국 수준임에도 불구하고 경제활동인구 1천명당 연구원수는 7.5명으로 미국의 9.1명(2002년), 일본의 10.2명(2004년)에 비해 크게 뒤지고 있음.
- 따라서 R&D 지출액뿐만 아니라 R&D 관련 인건비 지출액을 기업에 대한 각종 유인정책의 참고자료로 사용할 필요가 있음.
  - 예컨대 R&D 인건비 지출액 증가분의 일정부분에 대한 세액공제 등 R&D 인력에 많은 자원을 투입하는 기업에게 세제혜택을 주는 방안을 고려할 수 있음.
    - \* 현재 R&D에 대한 세제지원은 연구 및 인력개발 준비금의 손금 산입, 연구 및 인력개발비 증가분(과거 4년간 평균 대비)의 일정률에 대한 세액공제 등 일반적 혜택 외에 추가적으로 연구 및 인력개발을 위한 설비투자에 대한 세액공제, 기업부설 연구소용 부동산에 대한 지방세 면제 등이 있음.
    - \* 인건비를 포함한 경상비에 대한 추가적 세제지원은 2000년 폐지하였음.



- 인건비 관련 R&D 지출이 늘면 전체 R&D 지출의 효율성 개선에 도움이 될 수 있다는 점도 감안할 필요

\* 이는 R&D가 본질적으로 인적자본의 양적·질적 수준에 의존하기 때문임.

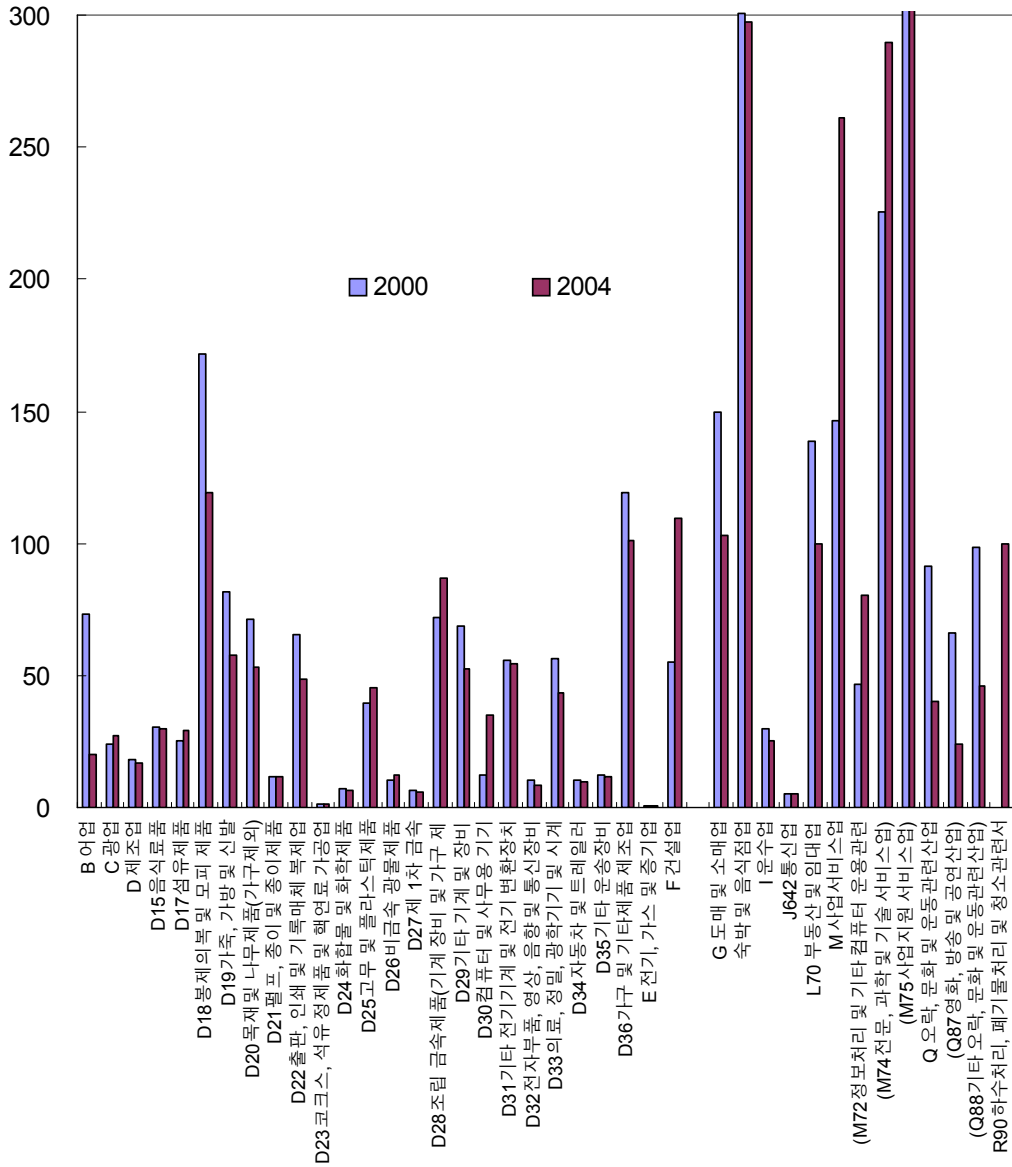
## 2) 고부가가치 서비스업에 대한 투자 유도

- 투자의 고용창출력이 높은 서비스업에 대한 투자증가를 유도하되 일자리의 질을 감안하여 고부가가치 업종을 중심으로 투자가 이루어지도록 유도할 필요
  - 예컨대 전문 과학 및 기술서비스업은 10억원의 투자로 289명을 고용할 수 있으며 1인당 부가가치도 5천 4백만원 정도로서 양호한 편임.

- 투자의 고용창출력이 높은 산업들 중 저부가가치 산업들은 구조조정을 유도하여 일자리의 질을 높일 필요
  - 예컨대 사업지원서비스업의 경우 10억원 투자로 667명을 고용할 수 있으나 1인당 부가가치가 1,438만원(2005년)에 불과하므로 직업훈련과 전직지원 등을 연계하여 과잉공급 상태를 해소

\* 사업지원서비스업은 사업시설 유지관리 및 고용서비스업, 경비 및 탐정업, 포장 및 충전업, 사무지원 서비스 등을 포함

〈그림 59〉 산업별 설비자산 10억원당 고용인원



주 : 사업자원서비스업의 경우 2000년은 503.7명 2004년은 667.4명임.  
 자료 : 한국은행 경제통계시스템 자료를 가공

〈표 46〉 투자의 고용창출력 및 1인당 부가가치에 따른 산업분류

	1인당 부가가치 5천만원 미만	1인당 부가가치 5천-8천만원	1인당 부가가치 8천만원 이상
설비 자산 10억 원당 80명 이상	가구 및 기타제품 제조업(-3) 건설업(22) 사업지원 서비스업(62) 하수처리, 폐기물처리 및 청소관련서비스업(3) 숙박및음식점업(36)	정보처리및기타컴퓨터 운용관련업(8) 전문, 과학 및 기술 서비스업(20) 부동산및임대업(20) 도매 및 소매업(-3) 봉제의부 및 모피 제품 제조업(-8) 조립금속제품제조업 (기계장비및가구제외)(13)	
설비 자산 10억 원당 10 -80명	섬유제품 제조업(-18) 컴퓨터 및 사무용 기기 제조업(3) 목재 및 나무제품 (가구제외)(-1) 가죽, 가방 및 신발 제조업(-5) 운수업(23) <sup>2)</sup>	어업(-6) 광업(-1) 음식료품 제조업(4) 펄프, 종이 및 종이제품 제조업(0) 의료, 정밀, 광학기기 및 시계(0) 고무 및 플라스틱제품(13) 출판, 인쇄 및 기록매체 복제업(0) 기타 기계 및 장비 제조업(5) 기타 전기기계 및 전기 변환장치(4)	기타 운송장비 제조업(2) 비금속 광물제품 제조업(-1) 오락, 문화 및 운동 관련산업(13)
설비 자산 10억 원당 10명 미만			코크스, 석유 정제품 및 핵연료 가공업(-1) 제 1차 금속 제조업(-4) 화합물 및 화학제품 제조업(2) 전자부품, 영상, 음향 및 통신장비 제조업(8) 자동차 및 트레일러 제조업(8) 전기, 가스 및 증기업(1) 통신업(0)

주 : 1) 이탤릭체로 표시된 산업은 2000~2004년 중 고용이 감소한 산업이며, 굵은 글씨로 표시된 산업은 같은 기간 중 연평균 2% 이상 고용이 증가한 산업임. 괄호 안의 숫자는 2000~2004년 중 연평균 고용증가인원(천명)임.

2) 고용증가에서 가장 큰 부분을 차지하는 육상운송업은 저부가가치 산업이나 수상 및 항공운수업은 고부가가치 산업에 속함.

자료 : 한국은행 경제통계시스템의 자료를 가공

## 심층분석 4. 엔低의 原因과 政策的 示唆點

李 兪 錫

### 가. 분석 배경

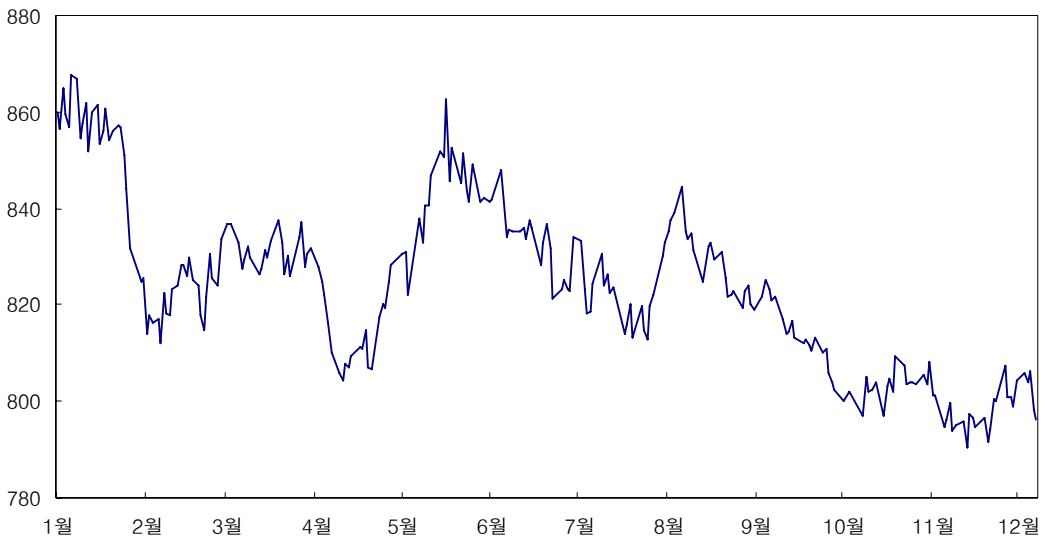
- 외환위기 이후 1000원대를 중심으로 등락하던 원/엔 환율은 2004년 이후 엔화는 약세를 보인 반면 원화는 오히려 강세를 보이는 등 이른바 원화와 엔화 환율의 탈동조화 현상이 심화되었음.
- 최근 들어 이러한 탈동조화는 더욱 심화되어 원/엔 환율이 800원대를 하회함에 따라 수출 등에 타격을 줄 것으로 우려되고 있는 바 원/엔 환율 하락이 지속되고 있는 원인분석을 할 필요
  - 엔화는 115엔대에서 등락하고 원화는 920원대를 하회하는 양상을 보이는 등 탈동조화 현상이 심화됨에 따라 이에 대한 대책마련이 요구되고 있음.
- 원/엔 환율은 한국과 일본의 기초경제여건이나 금리차 등의 전통적인 환율결정요인에 의해 좌우되기보다는 원/달러 환율과 엔/달러 환율의 재정환율에 의해 결정됨.
  - 원/엔 환율의 경우 취약한 외환시장 구조로 인해 원/엔 거래의 일평균 거래액이 전체 외환거래의 0.02%인 4~5억 달러 정도에 불과하여 소규모의 시장 참가자들에 의해 환율이 좌우됨.
- 본 보고서에서는 최근의 원/엔 환율 하락이 엔화 약세에 기인하고 있으므로 이에 대한 원인분석과 함께 실증분석을 통해 원/엔 환율 하락으로 인해 수출 등 우리 경제에 미치는 영향을 살펴보고자 함.

## 나. 원/엔 환율 동향 및 하락 원인

### 1) 원/엔 환율의 최근 동향

- 2006년 초 860원대를 유지하던 원/엔 환율은 최근 들어 일시적으로 800원대가 붕괴되며 790원대를 기록하는 등 하락세를 나타내고 있음.
  - 2006년 4월 중순에도 원/엔 환율은 800원대 초반을 기록하였는데 당시에는 원/달러 환율이 수출기업들의 선물환 매도 및 외국인 주식자금의 유입 등으로 급락한 데 따른 영향이 컸음.
  - 그러나 최근의 원/엔 환율 급락은 원/달러 변동요인보다는 북핵사태 및 미국 경제가 예상보다 견조한 성장세를 보일 것을 시사하는 경제지표의 발표 등으로 엔/달러 환율이 상승한 데 따른 영향이 큼(<표 47> 참조).

<그림 60> 2006년중 일별 원/엔<sup>1)</sup> 환율 추이



주 : 1) 원/100엔  
 자료 : 한국은행

〈그림 61〉 2006년중 일별 원/달러 및 엔/달러 환율 추이



자료 : 한국은행

〈표 47〉 최근에 발표된 미국의 주요 지표

	2006년 6월	7월	8월	9월	전망치
소비자 신뢰지수 <sup>1)</sup>	105.4	107.0	100.2	104.5	103.0
신규주택판매 <sup>2)</sup>	△0.9%	△7.5%	4.1%	-	△3.0% <sup>3)</sup>
core PCE deflator <sup>4)</sup>	2.3%	2.3%	2.5%	-	2.4% <sup>3)</sup>

주 : 1) 1985=100 2) 전월대비 증가율 3) 8월 전망치 4) 전년동기대비 증가율  
 자료 : Bloomberg

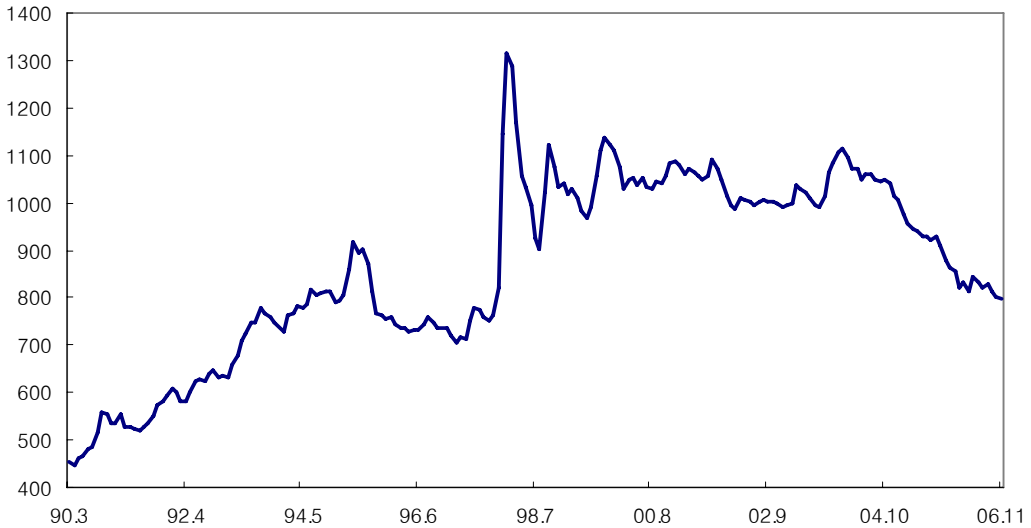
## 2) 원/엔 환율의 장기 추이

● 1990년 이후 원/엔 환율의 장기 추이를 보게 되면 1990년대 중반까지 지속적으로 상승하였다가 외환위기 이후에는 1000원대 근방에서 안정적인 모습을 보였으며 2004년 말부터 하락하였음.

- 1990년대 중반까지 엔/달러 환율은 지속적으로 하락한 반면 원/달러 환율은 800원대 내외에서 안정적인 수준을 유지한 데 기인

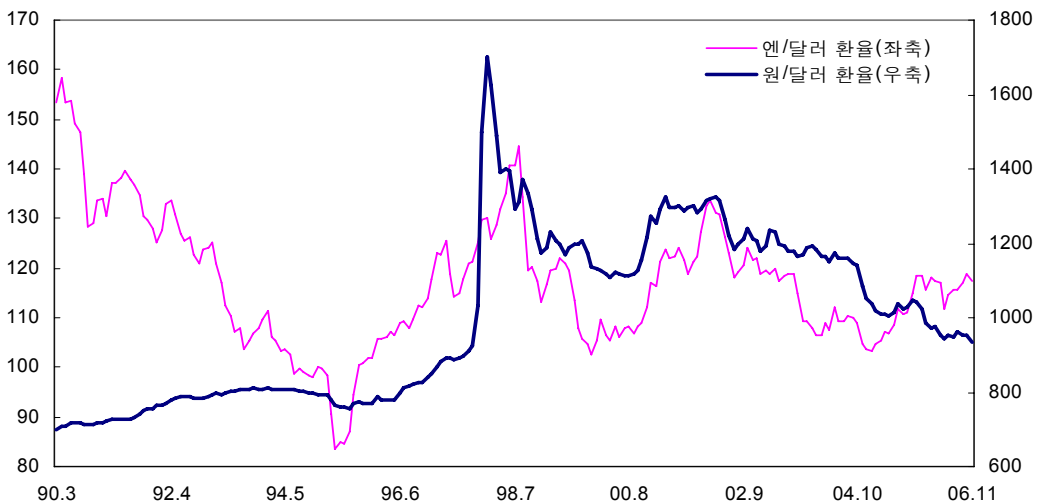
- 당시의 엔화 강세는 일본경제의 침체에도 불구하고 나타났으며 일부에서는 일본경제의 디플레이션 현상이 엔화강세를 유발한 것으로 해석

<그림 62> 원/엔 환율의 장기 추이<sup>1)</sup>



주 : 1) 원/100엔, 월평균값  
 자료 : 한국은행

<그림 63> 원/달러 및 엔/달러 환율 추이<sup>1)</sup>



주 : 1) 월평균값  
 자료 : 한국은행

- 1990년 이후 엔화 강세기와 약세기의 반복에도 불구하고 엔/달러 환율과 원/달러 환율의 상관관계는 높은 수준을 유지하였으나 2005년 엔화 약세기 이후 탈동조화 진행
  - 외환위기 이후 원/달러 환율과 엔/달러 환율과의 상관관계는 엔화 강세기인 1998년 9월 ~ 1999년 12월에 0.67, 2002년 3월 ~ 2005년 1월에 0.87을 기록 (<표 48> 참조)
  - 엔화 약세기인 2000년 1월 ~ 2002년 2월의 원/달러 환율과 엔/달러 환율과의 상관관계는 0.94로 강세기보다 상대적으로 높은 수준
  - 그러나 2005년 2월 엔화 약세기가 시작된 이후 원/달러 환율과 엔/달러 환율의 상관관계는  $\Delta 0.33$ 으로 낮은 수준을 보이고 있음.

**<표 48> 원/달러 환율과 엔/달러 환율과의 상관관계**

엔화 강세기	1990.3~1995.6	1998.9~1999.12	2002.3~2005.1
	$\Delta 0.75$	0.67	0.87
엔화 약세기	1995.7~1998.8	2000.1~2002.2	2005.2~
	0.79	0.94	$\Delta 0.33$
외환위기 이전			$\Delta 0.14$
외환위기 이후 <sup>1)</sup>			0.64

주 : 1) 1998년 1월

자료 : 한국은행

- 2005년 이후 진행된 원화 환율과 엔화 환율간의 탈동조화 현상은 한국뿐 아니라 여타 아시아 국가들의 통화에서도 나타난 공통된 현상
  - 엔화 강세기인 1998년 9월 ~ 1999년 12월과 2002년 3월 ~ 2005년 1월에 엔화는 평균 20% 절상되었는데 여타 아시아 국가들도 정도의 차이는 있지만 동반하여 절상되었으며 엔화 약세기인 2000년 1월 ~ 2002년 2월에도 동반 절하되는 모습을 보임(<표 49> 참조).
  - 그러나 2005년부터 진행된 엔화 약세기에는 엔화만 약세를 보이고 여타 아시아 국가들의 통화는 절상됨.



<표 49> 주요국 통화의 대미달러 등락률<sup>1)</sup>

(단위 : %)

	일본 엔	한국 원	싱가포르 달러	인도네시아 루피아	태국 바트	필리핀 페소
1998.9~1999.12	-23.56	-17.16	-2.94	-35.44	-5.16	-7.15
2000.1~2002.2	26.85	16.77	9.27	41.39	17.40	26.77
2002.3~2005.1	-21.27	-21.52	-10.43	-7.10	-10.68	9.12
2005.2~2006.9	11.73	-6.64	-3.56	-1.05	-2.72	-8.14

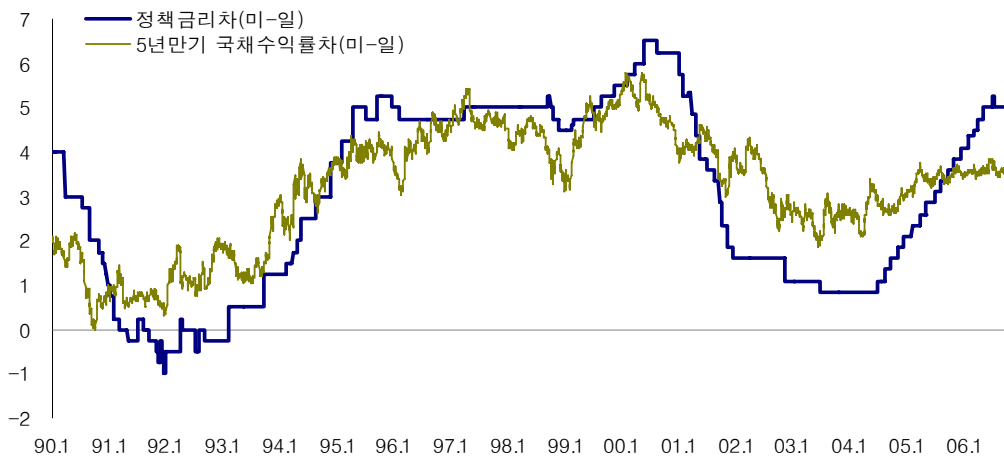
주 : 1) 기간중 (기말환율-기초환율)/기초환율×100 로서 월평균환율 기준임.

자료 : 한국은행, Bloomberg

### 3) 엔화 약세 원인

- 2005년부터 진행된 엔화 약세의 원인중 하나로 미·일간 금리차의 확대로 인해 이른바 저금리 통화인 엔화를 차입하여 고금리 통화인 달러화에 투자하는 엔-캐리 트레이드를 들고 있음.

<그림 64> 미·일간 금리차 추이



주 : 미국 금리 - 일본 금리

자료 : Bloomberg

● 일본 은행들의 비거주자에 대한 엔화 대출잔액 추이와 미국의 장기채권에 대한 투자 추이를 보게 되면 非일본 투자자들을 중심으로 엔-캐리 트레이드가 일어났다는 간접적인 증거를 찾을 수 있음.

- BIS통계에 의하면 2004년 이전까지 엔화표시 대출을 회수하던 일본 은행들은 2004년부터 순대출이 증가하였음(<표 50> 참조).
- 일본 투자자들의 경우에는 미국 장기채에 대한 투자를 2005년에 줄인 반면 非일본 투자자들의 경우 2005년에 2004년보다 2000억 달러 증가한 8513억 달러를 투자하였으며 2006년에도 전년 동기에 비해 투자를 소폭 늘림(<그림 65> 참조).

<표 50> 비거주자에 대한 엔화 순대출 잔액 추이

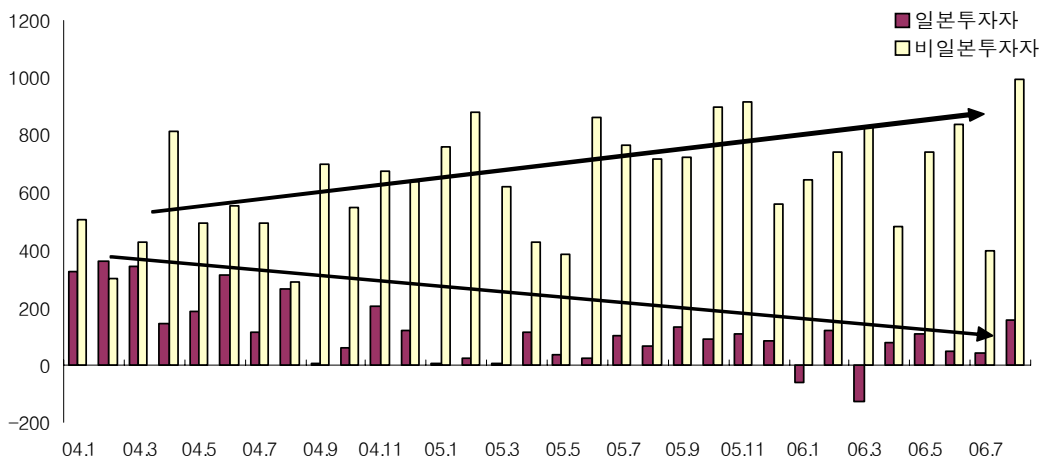
(단위 : 10억 달러)

1999년	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년
△93.61	11.17	△10.64	△60.43	△58.47	18.91	87.22

자료 : BIS

<그림 65> 달러화 자산<sup>1)</sup> 투자추이

(단위 : 억 달러)

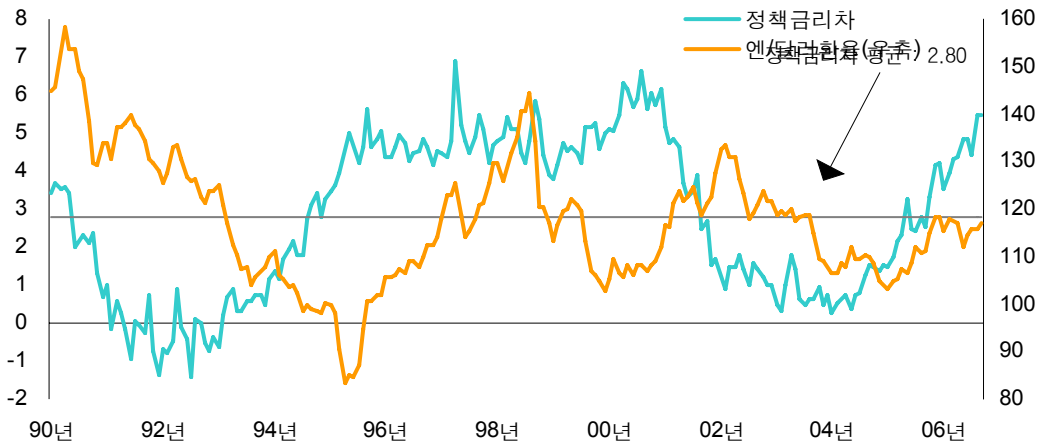


주 : 1) 장기 미국 국채, 정부기관채, 회사채를 합한 금액

자료 : 미국 재무부

- 엔화 약세의 다른 한 가지 이유로 현재 미·일간의 실질금리차가 장기평균을 상회하고 있는 데 따른 결과로 이해할 수도 있음.
  - 엔/달러 환율의 장기추이를 보면 일부 구간을 제외하고는 미·일간의 실질금리차가 1990년부터의 장기평균을 상회할 경우에는 상승하는 경향을 보이고 반대로 장기평균을 하회하는 경우에는 하락하는 경향을 보였음<sup>4)</sup>(<그림 66> 참조).
  - 현재 미·일간의 실질금리차가 장기평균을 3% 가까이 상회함에 따라 엔화 약세의 원인으로 작용

<그림 66> 미·일 실질금리<sup>1)</sup>차와 엔/달러 환율<sup>1)</sup> 추이

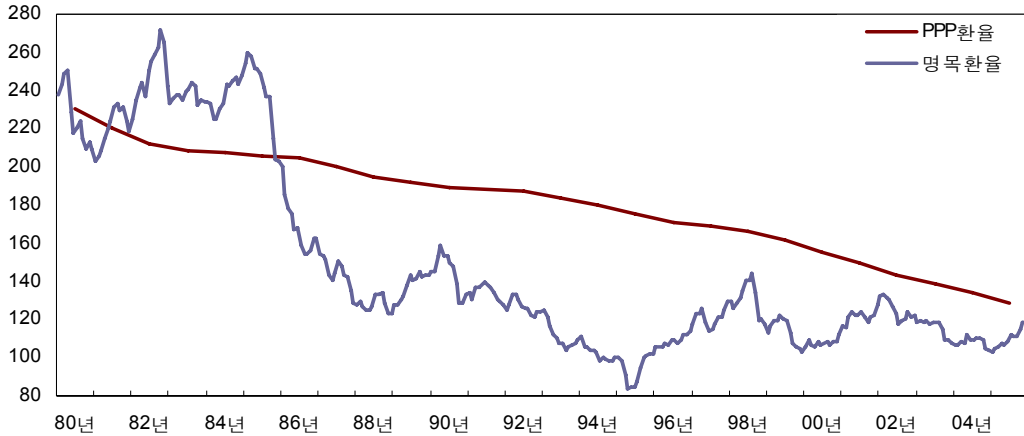


- 한편 구매력평가이론(PPP)에 입각한 장기균형환율과 명목환율을 비교해보면 현재의 환율수준이 장기수준을 하회하고 있어 장기균형수준으로 접근해가는 과정으로 엔화약세를 해석할 수 있음.
  - OECD가 발표하는 PPP에 입각한 장기균형환율은 지속적인 하향추세를 보이고 있으며 현재 환율수준인 119엔보다 10엔 가량 높은 129엔 수준을 나타내고 있음(<그림 67> 참조).

4) 실질금리차의 장기평균으로부터의 이탈정도와 엔/달러 환율의 상관계수는 0.14로 나타나 미약하나마 양(+)의 상관관계를 보여줌

〈그림 67〉 일본의 PPP환율 및 명목환율<sup>1)</sup> 추이

(단위 : 엔/달러)



주 : 1) 월평균환율  
 자료 : OECD, 한국은행

- 또한 일부에서는 일본 정부가 현재의 엔화 약세를 용인하고 있다는 분석도 제기되고 있음.
  - 경제기획청 산하 경제사회연구소가 조사한 결과에 의하면 일본 수출기업들의 경우 손익분기점으로 간주하는 엔화 환율수준이 104엔 정도인 것으로 나타났다.
  - 따라서 수출기업들의 경쟁력을 유지하기 위해서 엔/달러 환율이 104엔 이상으로 유지되는 것을 일본 정부가 암묵적으로 용인

## 다. 원/엔 환율 하락이 국내경제에 미치는 영향

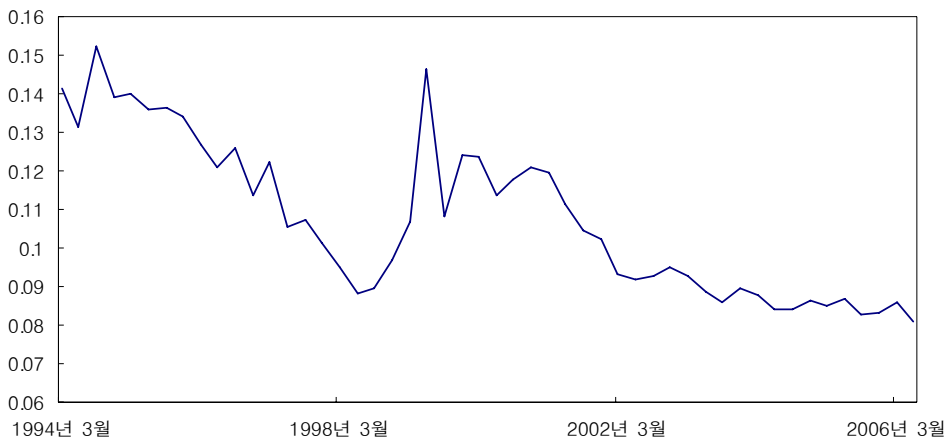
### 1) 원/엔 환율의 하락이 수출에 미치는 영향

- 수출규모를 감안할 때 일본은 중국과 미국에 이어 세 번째로 많은 수출액을 기록하고 있어 원/엔 환율의 변화는 직접적으로 대일 수출액을 변화시킴으로

우리나라 총수출에 영향을 줄 수 있음.

- 우리나라의 총수출 가운데 대일 수출이 차지하는 비중은 평균 10%<sup>5)</sup> 정도를 차지하고 있음(<그림 68> 참조).
- 1990년대 중반에 15% 정도까지 상승하였던 대일 수출비중은 일본의 경제침체와 맞물려 하락하여 현재 8%대에 머물고 있음.
- 향후 일본 경제의 회복이 지속되는 경우 우리나라의 대일수출도 증가할 가능성이 있음.

**<그림 68> 최근 총 수출액 대비 대일 수출액 비율 추이**



자료 : 한국은행

● 또한 우리나라와 일본은 높은 수출 경합도를 유지하고 있어 원/엔 환율의 변화가 직접적인 대일수출뿐 아니라 수출제품간의 경합으로 대미 수출 등에도 영향을 줄 수 있음.

- 주요 수출 경쟁국인 한중일 3국을 비교하여 볼 때, 미국시장에서의 한·일 수출경합도지수는 0.68로 한·중 수출경합도지수 0.53보다 높게 나타나고 있음(2003년 기준)(<표 51> 참조).
- 3국의 100대 수출상품 중, 중복품목의 수도 한·일간 중복품목의 수가 45개

5) 1994년 1/4분기부터 2006년 2/4분기까지의 데이터이용.

로 한·중간(29개), 일·중간(26개) 중복품목의 수와 비교하여 월등히 많음.

- 또한 한·일간 중복품목의 수도 1995년에는 31개, 2000년에는 35개였으나 2005년에는 45개로 큰 폭 증가하여 세계시장에서 한·일간 수출경쟁이 격화되고 있음을 반영

〈표 51〉 한일 업종별 중복품목의 수

(단위 : 품목수)

	한일			한중	중일
	1995	2000	2005	2005	2005
섬 유	1	1			
석유화학			2		
철 강	1	1	4	2	1
일반기계	5	5	8	1	1
자 동 차	4	7	10	1	1
전기전자	16	16	13	18	16
기타제조업	4	5	9	7	7
합 계	31	35	45	29	26

주 : HS 6단위 기준 품목 수입.

- 환율변동이 수출에 미치는 영향을 알아보기 위해 외환위기 이후의 기간을 대상으로 실증분석을 수행한 결과 원/엔 환율이 1% 하락할 경우 우리나라의 전체 수출금액은 0.43% 정도 감소하는 것으로 나타났음.

- 외환위기 이전의 기간을 대상으로 한 실증분석에서는 0.40% 정도 감소하는 것으로 나타나 외환위기 이후 원/엔 환율이 수출에 미치는 영향은 소폭이나마 증대된 것으로 보임.
- 품목별 영향에서는 특히 컴퓨터 부품, 반도체, TV 부품, 자동차 등에서 일본과의 경쟁이 매우 높아 환율 하락에 따른 수출타격이 클 것으로 예상됨.

- 통관금액기준 총 수출액을 실질세계수입금액, 수출단가지수, 원/엔 환율 등에 대하여 회귀분석한 결과는 아래 표와 같음.<sup>6)</sup>

**<표 52> 총 수출액과 원/엔 환율에 대한 회귀분석 결과**

종속변수 : 총 수출액				
분석도구 : Least Squares				
변수	외환위기 이전		외환위기 이후	
	계수	P-값	계수	P-값
상수	-3.277257	0.5849	-2.455404	0.3780
실질세계수입금액	1.539453	0.0000	1.726971	0.0000
수출단가지수	0.014774	0.9730	-0.113275	0.5505
원/달러 환율	0.266449	0.6689	0.119270	0.6854
원/엔 환율	0.400432	0.0133	0.433526	0.0775
Adjusted R <sup>2</sup>	0.95		0.95	

- 환율변동이 수입에 미치는 영향을 알아보기 위해 외환위기 이후의 기간을 대상으로 실증분석을 수행한 결과에서는 원/엔 환율이 1% 하락할 경우 우리나라의 전체 수입금액은 0.40% 정도 감소하는 것으로 나타났음.
  - 이는 일본제품의 상대가격 하락으로 인한 수입증대 효과보다는 수출감소에 따른 자본재 및 부품수입 감소효과가 더 크다는 것을 반영
  - 한편 외환위기 이전의 기간을 대상으로 실증분석에서는 0.26% 정도 증가하는 것으로 나타나 외환위기 이후와 대비를 이룸.
  - 통관금액기준 총 수입액을 한국의 실질국민소득, 수입단가지수와 원/엔 환율에 대하여 회귀분석 한 결과는 아래 표와 같음.

6) 원/달러 환율이 총 수출액에 미치는 영향도 고려하기 위해 원/달러 환율을 추가한 회귀분석을 시행한 결과 위의 결과가 크게 달라지지 않았음. 한편 환율의 시차항을 추가한 경우에는 계수값은 비슷하나 유의성은 떨어졌음. 또한 공적분 검정결과 안정적인 관계를 확인할 수 있었음.

**<표 53> 총 수입액과 원/엔 환율에 대한 회귀분석 결과**

종속변수 : 총 수입액				
분석도구 : Least Squares				
변수	외환위기 이전		외환위기 이후	
	계수	P-값	계수	P-값
상수	-19.83472	0.0000	-12.47966	0.0000
실질소득	2.383462	0.0000	1.591046	0.0000
수입단가지수	0.842975	0.0017	0.843863	0.0000
원/달러 환율	-0.843186	0.0061	-0.749655	0.0001
원/엔 환율	-0.267947	0.0007	0.399235	0.0012
Adjusted R <sup>2</sup>	0.98		0.98	

- 따라서 전체적으로 볼 때 원/엔 환율의 하락이 수출과 수입에 미치는 효과가 어느 정도 상쇄되나 수출에 미치는 영향이 좀 더 큰 것으로 나타남에 따라 무역수지에 미치는 영향은 수출변화 정도에 좌우될 것으로 보임.
  - 일본으로부터 수입되는 품목의 대부분은 자본재나 부품 등의 중간재 제품으로 구성되어 있어 환율변동에 따른 실제 수입변화는 크지 않을 수도 있음.
- 한편 원/달러 환율이 수출에 미치는 영향을 분석해본 결과 외환위기 이후의 기간에서 원/달러 환율이 수출에 미치는 영향력은 원/엔 환율에 비해 약한 것으로 나타났음.
  - 이는 우리나라 수출이 단순히 원/달러 환율의 변동에 좌우되기보다는 미국 등 제 3시장에서의 일본 제품과의 경쟁에 보다 더 민감해졌다는 사실을 말해줌.



- 한편 세계수입은 외환위기 이전과 이후 기간에서 모두 유의한 것으로 나타나 수출이 여전히 세계의 경기상황과 밀접한 관련이 있음을 반영
- 현재까지 엔/달러 환율의 주요 이슈가 되었던 미·일간 금리차 요인은 미국 경기의 연착륙 가능성과 일본은행의 금리인상 가능성 등으로 환율에 다시 영향을 미칠 것으로 보이며 이에 대한 간단한 분석을 해보면 다음과 같음.

**(시나리오 ① : 미국은 금리를 동결하고 일본은 0.25%p 인상할 경우)**

- 이 경우 현재의 금리차인 5%p는 4.75%p로 축소되며 2004년부터 올해까지의 금리변동폭(4.25%p 상승)과 그동안의 원/엔 환율의 변동률(26% 하락)을 감안할 때 수출은 0.74% 증가할 것으로 보임.
  - 0.25%p의 금리차 축소는 원/엔 환율을 1.5% 정도 상승시키고 이 경우 수출은 이미 분석한 바와 같이 0.74%(=0.49×1.5) 증가하기 때문임.
- 그러나 이는 다른 경제변수들은 변함이 없다는 전제하의 결과이며 일본의 금리인상이 실제로 이루어질 경우 경기회복을 암시하는 상징적인 효과로 인해 원/엔 환율의 상승폭은 이보다 더 클 것으로 예상됨.

**(시나리오 ② : 미국은 금리를 0.25%p 인하하고 일본은 0.25%p 인상)**

- 이 경우 현재의 금리차인 5%p는 4.50%p로 축소되며 수출은 1.47% 증가할 것으로 보임.
  - 0.5%p의 금리차 축소는 원/엔 환율을 3% 정도 상승시키고 이 경우 수출은 이미 분석한 바와 같이 1.47%(=0.49×3) 증가하기 때문임.

- 이와 같이 미·일간 금리차가 50bp 정도 축소될 경우 엔-캐리 트레이드의 청산 등으로 엔/달러 환율은 급격히 하락할 것으로 보이며 이는 앞서의 경우보다 원/엔 상승폭이 더욱 커질 것임.
- 현재의 엔화 약세가 계속되는 경우, 글로벌 경제성장의 둔화 등으로 야기되고 있는 수출둔화현상이 더욱 심화될 가능성이 있음.
  - 세계 최대 소비국 중의 하나인 미국의 경제가 내년 다소 둔화될 것으로 예상됨.
  - 한중일 삼국을 비교하여 볼 때, 최근까지 중국은 저기술 제품, 일본은 고기술 제품, 한국은 중기술 제품에 특화되어 있었으나 중국이 현재 중고기술 품목시장 또한 급격히 잠식하고 있음.
  - 향후 고기술의 일본 제품과의 경쟁은 불가피하나 일본은 최근 경제 회복을 계기로 설비투자, R&D투자 등을 확대시키고 있는 상황임.

## 2) 원/엔 환율의 하락이 물가, 엔화차입금의 환차익에 미치는 영향

- 원/엔 환율의 변동은 국내물가의 변화압력으로 작용할 수 있는 가능성도 존재함.
  - 2000년 기준 산업연관표를 바탕으로 한 분석결과에 의하면 원화환율이 모든 외국통화에 대해 10% 절하하는 경우는 소비자물가 1.8%, 생산자 물가 2.9%의 상승 압력을 받음.
  - 따라서 원/엔 환율이 10% 하락할 경우는 소비자물가가 약 0.21% 하락압력을 받을 수 있을 것으로 추정됨.
- 원/엔 환율 하락은 엔화 차입금을 가진 기업들에게는 환차익에 의한 수익성 향상의 기회가 주어지기는 하나 엔화 차입금의 규모가 커질수록 환율 변화에 대한 모니터링이 더욱 요구됨(<표 54> 참조).

**<표 54> 최근 금융기관의 외화대출잔액 및 엔화대출잔액**

(단위 : 억달러)

구분	2004년말	2005년말	2006년	
			1/4분기	2/4분기
엔화대출 잔액	95.8	99.4	113.0	136.5
총 외화대출 잔액	197.1	246.4	272.7	338.6

자료 : 외환전산망

## 라. 향후 환율전망 및 시사점

- 당초 주택경기 위축에 따른 미국 경기의 급속한 둔화 가능성은 최근 들어 소비회복 등의 징후로 급속한 둔화보다 연착륙할 것으로 평가
  - 미국 경제는 5개월 만에 소비자신뢰지수가 하락세를 멈추고 소매판매 증가율이 상승하는 등 최근 들어 소비가 회복될 징후를 보임.
  - 또한 주가상승에 따른 자산효과, 유가하락에 따른 소비여력 확대가 주택경기 위축의 부정적 영향을 일부 상쇄할 것으로 기대
- 따라서 단기적으로는 엔화 약세기조가 당분간 지속될 것으로 보이고 원/달러 환율은 완만한 하락세를 보이고 있어 원/엔 환율이 추가적으로 하락할 가능성이 높으므로 이에 대비할 필요
  - 특히 중소기업을 중심으로 수출에 커다란 타격이 있을 것으로 예상되므로 환변동 보험 가입 확대 등 환위험관리가 요구됨.
  - 또한 효율적인 물류 방법마련 등을 통하여 수출제품의 간접비용을 줄임으로 환율하락에 따른 가격경쟁력 상실을 보완하는 것 등의 방안을 생각해볼 필요가 있음.

- 그러나 장기적으로는 일본 경제의 본격 회복에 따른 일본은행의 금리인상 가능성이 등으로 엔화는 강세를 보일 것으로 예상된다.
  - 일본 기업들의 향후 경기전망을 나타내는 단칸지수는 여전히 상승추세를 유지하고 있어 향후 경기회복에 대한 기대감은 상존
  - 최근 옵션시장에서도 엔화선호 기대감이 다소 약화되기는 하였으나 여전히 엔화 강세 심리가 여전히 남아 있음.
  
- 장기적인 엔화 강세에 대비한 엔화 차입자의 대응책 마련도 필요한 것으로 판단됨.
  - 단기적인 원/엔 환율의 추가하락 예상에 따라 엔화 차입금이 늘어날 수도 있으나 장기적인 엔화 강세에 대비하여 현재는 저금리로 인한 이익 외에 추가로 환차익을 기대하기는 어려운 시점이라는 사실을 충분히 인지시킬 필요가 있음.
  - 장기 엔화 차입자들의 경우 수수료가 높은 엔화대출의 중도상환보다는 원화 대출로의 전환 또는 원화 선물환 매입 등의 환위험 관리방안을 마련하여 농도록 홍보할 필요가 있음.

## 심층분석 5. 不動産市場 延着陸을 위한 政策方案

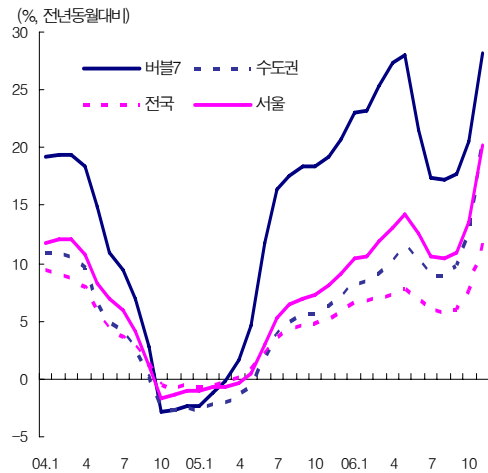
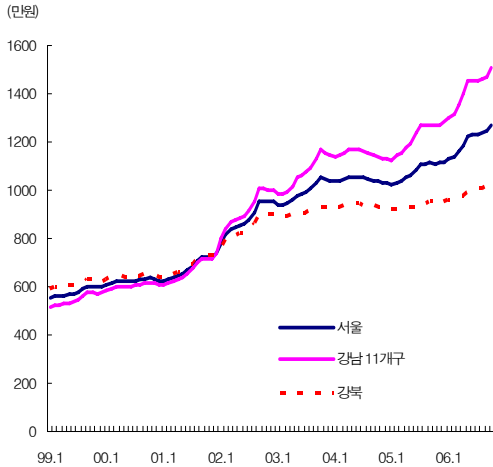
申 龍 相, 李 銘 活, 河 駿 垵

### 가. 현황과 문제점

- 최근 정부의 강도 높은 부동산대책에도 불구하고, 수도권 전역에서 주택가격 급등세가 꺾이지 않고 있으며, 이는 경제·사회적으로 커다란 불안감을 야기
  - \* 버블7지역 아파트매매가격 상승률: '05년 10.4% ⇒ '06.1~10월 22.1% ⇒ '06.11월 6.4%(전월대비)
  - \* 서울지역 아파트매매가격 상승률: '05년 3.7% ⇒ '06.1~10월 11.8% ⇒ '06.11월 6.2%(전월대비)
  - \* 수도권 아파트매매가격 상승률: '05년 2.2% ⇒ '06.1~10월 9.8% ⇒ '06.11월 6.9%(전월대비)
  - \* 전국 아파트매매가격 상승률: '05년 2.5% ⇒ '06.1~10월 6.8% ⇒ '06.11월 3.8%(전월대비)
- 2005~06년 기간중 8.31대책, 3.30대책 등 정부의 고강도 부동산 대책에도 불구하고 아파트가격은 버블7지역을 중심으로 급등하기 시작하였으며, 금년 들어서는 서울 및 수도권 전역으로 확산
- 국지적 현상이었던 주택가격 상승세는 주택보유자의 비교심리 및 수요자의 투기심리와 금융적 요인이 맞물려 광역화되고 있는 추세
  - 또한, 주택가격 상승세가 광역화됨에 따라 주택가격 상승이 저금리기조 및 주택담보대출 확대 등의 금융적 요인에 의해 크게 뒷받침되고 있다는 인식이 확산
- 2005년 10월 이후 5차례의 콜금리 목표 인상에도 불구하고 시중 과잉유동성 조절 및 부동산시장으로의 자금 풀림현상 해소에 실패
  - 콜금리 인상 이후에도 시중 단기유동성이 지속적으로 증가하여 금융기관의 6개월 미만 단기수신 규모가 2006년 10월말 현재 450조원에 육박하고 있는 상황
  - 또한 부동산담보 대출금리가 하락하는 등 금융권의 부동산관련 여신경쟁이

격화되면서 부동산담보대출 규모도 2005년말 190.0조원에서 2006년 10월말 현재 약 209.7조원으로 약 20조원 증가

〈그림 69〉 지역별 아파트 평당 매매가격 추이    〈그림 70〉 지역별 아파트가격지수 상승률 추이



● 한편 M1과 M2는 2006년 10월말 현재 전년말 대비 각각 1.1% 및 8.82% 증가하여 증가속도가 상반된 모습을 보이고 있음.

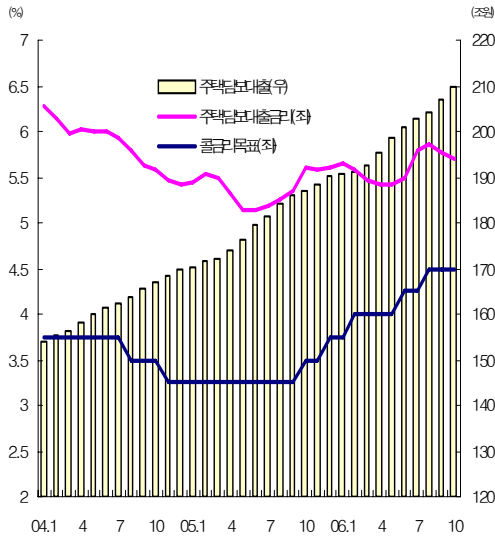
- 금년 10월말 현재 M1이 전년말 대비 3.5조원 증가에 그친 반면, M2는 90.1조원 증가

〈표 55〉 연도별 금융기관 단기수신 추이

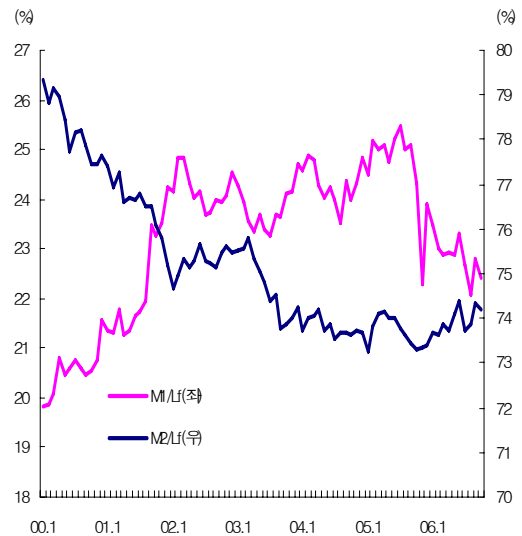
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006.10
단기수신	비중(%)	42.9	47.2	47.1	48.7	49.5	51.8	50.2
	금액(조원)	276.0	338.5	370.1	381.3	398.0	435.0	446.7
M1(조원)		196.7	246.7 (25.4)	283.6 (15.0)	299.0 (5.4)	321.7 (7.6)	332.3 (6.3)	335.8 (1.1)
M2(조원)		707.7	765.0 (8.1)	872.1 (14.0)	898.1 (3.0)	954.7 (6.3)	1,021.4 (7.0)	1,111.5 (8.8)

주 : 연말잔액기준, ( )안은 전년말대비 증가율  
 자료 : 한국은행

<그림 71> 금리 및 주택담보대출 추이



<그림 72> M1/Lf 및 M2/Lf 추이



주 : 예금은행 기준, 주택담보대출은 잔액기준  
 자료 : 한국은행

- 정부는 과도한 주택담보대출 확대가 주택가격 상승을 야기하지 않도록 LTV 및 DTI 규제를 지속적으로 강화
  - 11.15 대책에서는 투기지역 아파트 담보대출에 대한 LTV 예외 적용을 폐지하고 비은행금융기관에 대한 LTV 규제를 강화하였으며, DTI 규제 대상지역을 수도권 투기과열지구로 확대 적용
  
- 또한 한은 금통위는 시중 과잉유동성 흡수를 위한 금리정책의 유효성을 보완하고자 지급준비율을 상향 조정
  - 장기 저축성예금은 1.0%에서 0.0%로 하향 조정하고, 요구불예금·수시입출금식예금 등은 5.0%에서 7.0%로 상향조정하면서 평균 기준율이 현재의 3.0% 수준에서 약 3.8% 수준으로 상승
  - 이러한 지급준비율 인상은 시중유동성을 통화량을 직접 제한하는 방식으로 통제하기 위한 조치

- 이상의 부동산시장 안정을 위한 정부와 한은의 강한 의지 표명과 후속조치로 은행권의 가계대출 금리가 점차 상승하고 있으며 가계대출 증가율도 진정되고 있는 상황이나, 이로 인해 부동산시장으로의 자금유입 감소효과가 얼마나 나타날지를 판단하기는 아직 이른 상황

## 나. 부동산시장 안정을 위한 정책효과 분석

### 1) 거시정책

#### 가) 정책금리 조정의 효과

- 주택 등 모든 자산가격은 금리와 밀접한 관련을 가질 수밖에 없으며, 역사적으로 저금리는 투기를 유발하는 경향이 있는 것이 사실이므로 국내 금리의 적정성을 점검할 필요
  - \* 자산가격은 미래가치에 대한 기대, 그리고 미래가치를 현재가격으로 할인하는 금리의 수준에 매우 민감하며, 이러한 변수들이 변화할 때 오버슈팅 또는 언더슈팅 등의 급변 현상을 보이게 됨.
  - 저금리가 장기간 지속될 경우 풍부한 유동성이 투기대상을 찾아 흐르게 되는데, 이는 투기대상에 국한된 부분적 문제라기보다는 자금흐름의 전반적 왜곡을 반영하는 현상이라고 보아야 할 것임.
- 최근 금리는 하향안정세를 지속하여 2006년 10월 회사채금리는 4.93%, 주택담보대출 금리(9월)는 5.77%를 기록하였는데, 이는 실질금리 기준으로 각각 2.8%, 3.3% 수준임.
  - 실질금리는 명목금리에서 물가상승률을 차감한 것인데, 물가상승 정도를 보여주는 CPI 상승률은 최근 2% 중반대를 기록



- 실질금리의 장기적 균형수준은 이론적으로 총요소생산성 증가율에 시간선호율을 더한 값이 되어야 하는데, 이 값은 5%를 넘는 것으로 판단
  - 2001년에서 2005년까지 총요소생산성 증가율은 연평균 1% 정도로 추정되며 시간선호율은 주관적인 개념이기는 하나 4%는 넘을 것으로 보임.
    - \* 기존 연구들에서는 우리나라의 시간선호율을 4~8% 정도로 보고 있음.
  - 따라서 명목기준으로 본다면 적정금리 수준은 6~8% 정도이며, 실제 대출 금리는 여기에 위험프리미엄을 더한 수준이 되어야 적절할 것임.
  
- 따라서 현재 금리수준은 적정 수준에 비해 1~3% - 위험프리미엄을 감안할 경우 그 이상 - 낮아 2006년 세 차례의 정책금리 인상에도 불구하고 확장적 저금리기조는 여전히 유지되고 있는 것으로 보임.
  - 특히 주택담보대출 금리는 8월 이후 하향 안정세를 보여 균형수준과의 괴리가 오히려 확대된 것으로 보임.
  
- 저금리는 직접적으로 자금조달비용을 낮추고 간접적으로 주택가격 상승기대를 확산시킴으로써 주택수요를 확대시켜 주택투자의 초과수익률을 높이는 요인으로 작용
  - 2006년 10월 현재 주택투자의 수익률(세전)은 서울지역이 연율로 28.8%, 강남 11개구가 32.3%에 달하고 있어 5%대인 주택담보대출 금리를 훨씬 상회
    - \* 주택투자 수익률 중 임대수익률은 2% 정도이며 나머지는 모두 주택가격 상승에 따른 자본이득률임.
  - 서울지역의 주택투자 수익률은 2006년 8월 5.5%에서 9월 9.8%, 10월 28.8%로 급상승하고 있어 전형적인 거품의 양상을 보이고 있음.

- 이에 따라 현재 우리나라의 주택가격에는 상당한 거품이 존재하는 것으로 보임.
  - 적정 매매-전세가 비율은 1.5~1.8 정도로 추정되는데, 현재 서울지역의 매매-전세가 비율은 2.1, 강남 11개구의 매매-전세가 비율은 2.5로서 17%~60%의 괴리가 존재
    - \* 적정 매매-전세가 비율은 (주택서비스/실질이자율)/(주택서비스/명목이자율)의 공식에 따라 (명목이자율/실질이자율)이라고 할 수 있음(조동철·성명기, “실질금리, 주택가격과 통화정책,” 「KDI 정책연구」 제26권 1호, 2004).
  
- 실증분석에 의하면 금리수준과 주택가격은 밀접한 관계가 있어 금리의 인상은 주택가격의 안정에 도움이 되는 것이 사실
  - 2001년 이후의 월별자료를 이용하여 시계열 분석을 한 결과 주택담보대출 금리가 1%p 상승하면 주택매매-전세가격 비율은 0.23 만큼 하락하는 것으로 나타남.
  - 강남 11개구의 경우 금리민감도가 더 높아 주택담보대출 금리가 1%p 상승하면 주택매매-전세가격 비율은 0.46만큼 하락
  
- 그러나 정책금리인 콜금리와 주택담보대출 금리의 상관계수는 0.75이나 이들이 다른 방향으로 움직이는 경우도 있는 것이 사실이므로 우선 주택담보대출 금리가 적정수준에 도달하도록 유도할 필요
  - 현재 주택담보대출 금리에서 위험프리미엄은 약 1%p 정도로서 상당히 저평가되어 있으며, 이는 부분적으로 은행들의 과도한 대출경쟁에도 기인
    - \* 위험프리미엄은 주택담보대출 금리에서 국고채(5년만기) 유통수익률을 차감하여 계산
  
- 그러나 주택담보대출 금리에 위험프리미엄이 반영된다 하더라도 저금리 상황이 완전히 해소되는 것은 아니므로 주택시장의 과열현상이 지속될 경우 콜금리 인상의 필요성이 커지게 됨.

- 주택시장의 거품을 해소하기 위해 콜금리 인상을 검토할 경우 콜금리 인상이 소비와 투자에 미치는 부정적 영향도 함께 고려
  - 1%p의 콜금리 인상은 전체 민간소비의 0.4% 정도를 감소시키는 것으로 추정되었으며, 소득이 적을수록 더 큰 소비감소의 충격을 감수하는 것으로 추정
  - 콜금리 인상이 소득계층별로 미치는 영향을 보면, 콜금리 1%p 인상은 고소득층(상위 20% 소득계층)의 0.36%, 중간층(중위 60% 소득계층)과 저소득층은 각각 0.43% 및 0.59%의 소비 감소를 유발하는 것으로 추정

## 나) 지급준비율 조정의 효과

- 한은 금통위는 수차례에 걸친 콜금리 인상이 과잉 시중자금의 부동산시장 집중 등 왜곡된 자금시장에 효과를 발휘하지 못하자 11월 23일 직접 통화량 통제방식의 지급준비율 인상을 전격 단행
  - 2005년 10월 이후 한국은행은 콜금리를 1.25%p 인상하였으나 주택담보대출 규모는 2005년말 190조원에서 2006년 10월말 210조원으로 오히려 증가
  - 한은은 금융기관<sup>7)</sup> 예금지급준비율을 12월 하반기부터 요구불·수시입출금식 예금 등에 대해서는 현행 5%에서 7%로 인상하는 한편, 장기 저축성예금에 대해서는 현행 1%에서 0%로 인하
  - 이에 따라 은행수신 전체의 평균지준율은 현재의 3.0% 수준에서 약 3.8% 수준으로 상승

7) 현재 예금지급준비제도의 적용대상 금융기관은 일반은행, 특수은행 및 한국산업은행임.

## (1) 시중유동성에 미치는 단기적 효과

- 지급준비율을 인상하게 되면 우선 은행들의 필요지급준비액이 증가함에 따라 은행들의 가용자금 중 일부가 지준예치금으로 사용됨에 따라 시중유동성은 감소
  - 예금은행의 지급준비대상예금은 642조원<sup>8)</sup> 정도에 달하며 금번 지준율 변경으로 요구불 및 입출금식 예금의 경우 4조 7,200억원( $236 \times 0.02$ )의 추가지준이, 장기저축성 예금의 경우 1,700억원 ( $17 \times 0.01$ )의 여유지준이 발생하여 총 4조 5,500억원의 유동성이 흡수
  
- 그러나 시중은행들이 부족자금을 콜시장에서 조달하려고 할 경우 콜금리가 상승하게 되는데, 현재 콜금리목표가 정해져 있는 상황에서는 한국은행이 부족분 전체나 일부를 RP 조작을 통해 공급할 경우, 지준율 변경을 통한 유동성 흡수의 당초 효과가 상쇄
  - 한편 한국은행이 RP 조작시 부족자금에 대해 벌칙성 금리를 부과하게 되면 실질적으로 은행들에게 금리인상 압력으로 작용
  
- 결국 이번 지준율 인상의 효과는 한은이 실제로 12월 하반기에 가서 유동성을 얼마나 공급하느냐에 따라서 은행들의 시중유동성 흡수 규모가 결정
  - 한은이 현재의 콜금리 수준을 유지하려고 하는 한, 시중유동성 공급이 불가피하며, 이 경우 시중 자금사정을 감안하여 4조 5,500억 전체를 공급하기보다는 그 중 일부를 공급하는 방식을 취할 것으로 예상

8) 8월말 평잔기준으로 지준부과대상예금은 요구불예금 및 입출금식예금 1년 미만 236조원, 장기주택마련저축, 근로자 우대저축 등 장기저축성 예금은 17조원, 정기예금 및 정기적금은 388조원임.

## (2) 시중유동성에 미치는 장기적 효과

- 한편 기준을 인상이 장기적으로 시중유동성에 미칠 영향을 이론적으로 계산해 본다면 M1 기준으로는 약 60조원, M2 기준으로 약 137조원 정도가 됨.
  - 기준율이 인상되면 이에 따라 통화승수도 하락하는데 M1 기준으로는 1.4(9.09⇒7.69), M2 기준으로는 3.2(27.7⇒24.5)만큼 하락
  - 장기적으로 현금보유비율이 일정하다는 가정 하에 감소하게 되는 유동성은 통화승수하락분 × 본원통화량이 되므로 M1 기준으로는 60조원(1.4 × 42.7조원), M2 기준으로는 137조원(3.2 × 42.7조원)이 됨.
  
- 그러나 통화승수는 ①무한대의 신용창조가 이루어지고 ②한국은행이 추가적인 유동성을 전혀 공급하지 않는다는 전제(상응하는 콜금리 상승을 무시하거나 목표 콜금리를 상향조정하는 경우를 가정) 하에 계산된 이론적 규모인 만큼 유동성이 실제로 동 금액만큼 흡수될 수는 없음.
  - 만일 한국은행이 콜금리를 현재 수준으로 안정시키기 위해 4조5,500억원의 추가 유동성을 전액 공급하게 되면 흡수되는 유동성은 M1 기준으로 약 25조원, M2 기준으로 약28조원 정도로 축소
  - 뿐만 아니라 통화승수를 통한 무한대의 신용창출 실현이 현실적으로 불가능하다고 본다면 실제로 축소되는 시중유동성은 20조원을 크게 하회할 가능성
  
- 결국 금변 기준을 인상이 은행들의 실질적인 대출금리 인상 및 대출규모 축소로 이어져 부동산시장의 안정 등으로 이어질 수 있느냐는 한은 금통위가 12월 이후 콜금리 목표 수준을 조정하느냐의 여부에 달린 것으로 판단

**<참고>****통화승수의 계산**

- $M(\text{통화지표})=C(\text{현금})+D(\text{예금})$ ,  $B(\text{본원통화})=C+R(\text{지준금})$  에서 통화승수는

$$\frac{M}{B} = \frac{C+D}{C+R} \text{ 로 정의되며, 양변을 } M \text{ 으로 나누면 통화승수} = \frac{\frac{C}{M} + \frac{D}{M}}{\frac{C}{M} + \frac{R}{M}} \text{ 이 되는}$$

데, 분자는 1이 되고 분모만 계산하면 됨.

- $M$ 을  $M1$ 기준으로 계산하면  $\frac{C}{M}=0.06$ ,  $\frac{R}{M}=0.05(\Rightarrow 0.07)$ 가 되고  $M2$ 기준으로 계산

하면  $\frac{C}{M}=0.018$ ,  $\frac{R}{M}=0.018(\Rightarrow 0.0228)$ 이 됨.

- 여기서  $\frac{R}{M}$ 은 지준대상예금의 평균지준율×지준대상예금 비율임.  $M1$ 은 평균지준율이 5%⇒7%, 지준대상예금비율은 100%이며  $M2$ 는 평균지준율이 3%⇒3.8%, 지준대상 예금비율은 60%임.

**(3) 은행대출에 미치는 효과**

- 지준율 인상은 통화승수를 하락시키고 이는 은행의 총대출 증가율 및 담보대출 증가율의 하락, 결국 은행들의 대출금리 인상으로 연결될 가능성
  - 은행의 예금액 가운데 한은에 예치해야 하는 규모를 증가시키는 지준율 인상은 대출여력을 축소시킴에 따라 은행들의 대출규모를 감소시키는 효과가 있을 것으로 전망
  - 지준율 인상으로 금융시장의 유동성이 축소되면 시중금리가 상승하고 자금 조달비용이 늘어나게 되어 은행들은 대출금리를 올릴 수밖에 없게 됨.
  - 최근 대출금리 인상에 대한 은행들의 컨센서스가 이루어지면서 금리가 상당 폭 상승하고 있는 것으로 파악

## 다) 세제조정

- 향후 버블 축소정책이 무엇이든 간에 경제주체들의 미래에 대한 기대를 바꿔야만 실질적 효과를 얻을 수 있으므로 정책의 지속성에 대한 신뢰가 절대적으로 중요
  - 종부세 부과대상 축소(6억원⇒9억원) 및 양도세율 변경 등 그동안의 부동산 정책의 근간을 변화시키는 규제완화는 시장참여자들의 기대를 변화시켜 부동산가격 급등 재발 가능성
  - 또한 조세정의의 실현이라는 차원에서도 일관성 유지 필요
- 특히, 종부세 회피 목적의 매물 유도를 위한 양도세 인하는 그 소기의 목적을 이끌어내지 못하고 주택가격 상승의 발미만 제공할 가능성도 있음.
  - 양도세 중과의 일시적 유예도 다주택자의 매물을 유도함으로써 거래활성화와 주택가격 안정에 일부 기여할 수는 있겠으나, 근본적인 대책일 수는 없으며 다주택자의 투기이익 실현의 수단으로만 악용될 소지
- 따라서 부동산관련 세제정책은 현재의 근간을 유지하되 거래세(취득세, 등록세)를 하향 조정하는 정도의 미세조정에 국한하는 것이 바람직

## 2) 미시정책 : 주택담보대출 관련 규제

### 가) 현황 및 문제점

- 최근 은행권을 중심으로 한 주택담보대출뿐만 아니라 제2금융권을 포함한 전체 가계신용이 지속적으로 증가
  - 금년 들어 크게 증가하였던 은행권의 주택담보대출은 3/4분기 들어 은행간 영업경쟁의 진정과 주택가격 안정 등의 영향으로 일시 안정세를 보였으나,

9월 이후 증가폭이 다시 확대

- 비은행권의 주택담보대출 총규모는 은행권의 1/4 수준으로 상호금융, 보험사 및 새마을금고 3개 금융권이 대부분을 차지
- 상호저축은행의 경우 금년 들어 프로젝트 파이낸스 및 주택담보대출이 2006년 6월말 현재 전년 동월에 비해 52%나 급증

- 정부는 무분별한 주택담보대출 확대가 주택가격 상승을 야기하는 것을 완화하기 위해 LTV 및 DTI 규제를 강화

**<표 56> 은행 주택담보대출 증가추이**

(단위 : 억원, %)

	2005 <sup>1)</sup>	2006.1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
증감액	17,128	2,907	6,084	11,887	31,716	30,728	21,177	23,082	13,255	25,969	27,414	41,758
(증가율) <sup>2)</sup>	12.1	11.8	11.4	11.8	12.3	12.7	11.8	11.8	11.0	11.3	12.1	13.3

주 : 1) 월평균 증감액 및 증가율

2) 2004년 및 2005년은 전년말대비 증가율이며, 나머지는 전년동월대비 증가율

**<표 57> 금융권 주택담보대출 현황**

(단위 : 조원, %)

구 분	2004	2005	2006.5	2006.6 <sup>P</sup>	2005말 대비 증감		비중
					금액	증가율	
은행	169.9	190.2	198.5	200.7 <sup>1)</sup>	10.5	5.5	77.9
보험	12.2	13.6	13.8	13.7	0.1	0.7	5.3
저축은행	3.8	4.4	4.9	4.7	0.3	6.8	1.8
상호금융	25.9	29.2	29.1	29.5	0.3	1.0	11.4
새마을금고	7.2	8.1	8.4	8.4	0.3	3.7	3.3
여신전문사	-	0.2	0.7	0.7	0.5	250.0	0.3
계	219.0	245.7	255.4	257.7 <sup>2)</sup>	12.0	4.9	100

주 : 1) 은행권의 경우 2006년 10월말<sup>P</sup> 현재 209.7조원임.

2) 주택금융공사 보금자리론(6.4조), 국민주택기금 생애최초대출(5.0조) 포함시 269.1조원

자료 : 금융감독원, 보도자료



- 지난 11.15 대책에서는 투기지역 아파트 담보대출에 대한 LTV 예외 적용을 폐지하고 비은행금융기관에 대한 LTV 규제를 강화(60~70%⇒50%)하는 한편, DTI 규제\* 대상지역을 수도권 투기과열지구로 확대 적용

\* 2006년 3월 투기지역의 6억원 초과 아파트를 신규 구입하려는 목적의 대출에 대해 DTI 를 40%로 규제한 바 있음.

〈표 58〉 투기지역 아파트담보대출 LTV비율 규제 변경추이

만 기	2002.10 2003.5 2003.10 2004.3 2005.7 2006.11 (%)					
	2002.10	2003.5	2003.10	2004.3	2005.7	2006.11
3년 이하	60	50	40	40	40	40
3년 초과 ~ 10년 이하	60	60	40	40	40	40
10년 초과 <일시상환>	60	60	60	60	60 (40 <sup>1)</sup> )	60 (40 <sup>2)</sup> )
<분할상환>	60	60	60	60 (70 <sup>3)</sup> )	60 (70 <sup>3)</sup> )	60 (70 <sup>3)</sup> )

주: 1) 담보가액이 6억원을 초과하고 중도상환수수료를 부과하지 않는 경우

2) 담보가액이 6억원을 초과하는 경우

3) 한국주택금융공사에 매각하거나 자체 유동화계획이 있는 고정금리부대출(거치기간 1년 이내, DTI 40% 이하)에 한함

- 총량적 거시지표로 나타나는 가계 채무상환능력, 금융기관 손실대응능력 등을 보면 현재 상황에서는 가계신용 증가가 부실로 직접 연결될 가능성은 높지 않을 것으로 판단

- 개인금융부채/명목국민소득 비율은 2005년 하반기 이후 0.75 수준을 유지(미국 1.44, 일본 0.77)
- 은행권 가계대출 연체율은 1.7%(2004)에서 1.0%(2006.6)로 하락하였고, 주택 담보대출 연체율은 1.5%(2004)에서 0.9%(2006)로, 가계부실채권비율은 1.6% (2004)에서 1.0%(2006)로 안정
- 은행권 가계대출의 coverage ratio (충당금적립액 / 고정이하여신)는 102% (2004)에서 142%(2006.6)로 상승하여 부실흡수여력이 제고된 상황

- 그러나 금융권 전반에 걸쳐 신용공여가 급증하는 가운데, 경제 전체에 충격이 발생하는 스트레스 상황에서는 주택담보대출이 부실화될 가능성도 상존
  - 원금 일시상환방식의 주택담보대출 비중이 전체 주택담보대출의 70% 내외로 높은 수준이어서 원금상환에 대한 압박이 일시에 집중됨으로써 외부충격에 구조적으로 취약
  - 한편 가계대출 중 시장금리연동 가계대출 비중이 70%대에 이르고, 주택담보대출의 경우 97.5%가 변동금리대출인 바, 금리가 급격히 상승할 경우 이자부담이 증가하면서 부실화될 가능성을 내포
  
- 특히 부동산가격을 단기간내에 하락시키기기 위해 정부정책이 과도하게 집중될 경우 부동산 버블붕괴로 이어지면서 금융시스템의 부실로 이어질 우려
  - 후순위 담보권을 갖는 제2금융권의 경우 낮은 담보비율, 신용도가 낮은 고객층 및 높은 금리수준 등으로 인해 가장 먼저 부실이 발생할 것으로 예상
  - 은행의 경우도 경직적 대출태도로 일부 주택담보대출의 만기 연장이 이루어지지 않는 과정에서 부실이 발생하고, 이는 주택가격 하락과 주택담보대출의 경직성 심화를 가져오는 악순환을 초래할 가능성

## 나) 대응방안

- 부동산시장의 붕괴 및 금융시스템의 부실화를 방지하기 위해서는 부동산시장의 연착륙을 유도하는 정책을 추진하는 것이 바람직
  - 정부의 11.15 대책에 따른 LTV 및 DTI 규제 강화조치와 한은의 기준을 인상의 효과가 아직 가시화되지 않은 상황에서 추가적인 주택담보대출 규제 강화 정책을 시행할지의 여부에 대해서는 신중을 기할 필요
  - 추가적인 LTV 및 DTI 규제 강화의 영향에 대한 면밀한 검토 및 부정적 영

향을 완화할 수 있는 보완대책을 마련한 후 동 규제 강화를 추진하는 것이 바람직

- 한편, LTV 규제보다는 대부분의 주택담보대출이 더욱 크게 영향을 받을 것으로 예상되는 DTI 규제에 초점을 맞추어 주택담보대출 규제정책을 추진
- 아울러 주택담보대출 규제의 강화는 우리나라 주택담보대출 시장의 구조변화에 맞추어 중장기적 관점에서 이루어질 필요

● LTV 규제의 경우 금융권간 LTV 합산규제가 실질적으로 정착될 수 있도록 비은행권에 대한 감독을 강화하고, 중장기적으로는 LTV 규제를 기존대출의 만기연장시에도 단계적으로 확대하는 방안을 추진

- 단기적으로는 전체 금융기관의 LTV를 합산하여 규제하는 LTV 총액규제 개념이 실질적으로 정착될 수 있도록 비은행권에 대한 감독을 강화
- 가계채무 불이행시 후순위 담보권을 갖고 있는 비은행권에서 주택담보대출 부실이 먼저 발생할 가능성이 크다는 점에서도 비은행권에 대한 감독은 강화될 필요
- 중장기적으로는 강화된 LTV 규제기준을 만기연장시에도 적용하되, LTV 규제 강화에 따른 충격을 완화할 수 있도록 일정 유예기간을 두는 것이 바람직
- 한편, 10년 이상 장기분할상환 대출에 대해서는 지금과 마찬가지로 상대적으로 높은 LTV비율\*을 적용함으로써 주택담보대출의 장기화 및 원금분할상환을 유도
- 장기분할상환 대출의 경우 대출개시 이후 원리금 상환이 지속적으로 이루어진다는 점을 감안할 때 단기 일시상환대출의 경우보다 높은 LTV를 적용하는 것이 타당

\* 참고로 10년 이상 장기 분할상환 대출인 주택금융공사 모기지론의 경우 70%의 LTV를 적용하고 있음.

- DTI 규제의 경우 현재 적용되고 있는 투기지역 및 투기과열지구 이외에 전 지역으로 확대하고, 중장기적으로는 기존 대출의 만기연장시에도 DTI 규제를 적용하는 방안을 검토
  - 현재 투기지역 및 투기과열지구에 한하여 DTI를 40%로 규제하고 있는 바, 이를 전 지역으로 확대하여 신규대출에 대해 우선적으로 적용할 필요
  - 중장기적으로는 기존 대출의 만기연장시에도 DTI 규제를 적용하되, 충격 완화를 위해 높은 DTI비율을 잠정 허용하고 단계적으로 이를 하향 조정하는 것이 바람직  
(관련 정책당국이 과급효과 및 적정 DTI 수준을 계산할 필요)
  - 동시에 단기대출의 만기연장시 DTI 비율을 낮추기 위해 장기 원리금분할상환 대출로의 전환을 적극적으로 유도
  - 아울러 장기대출로의 전환시에는 금리변동에 따른 리스크를 완화하기 위해 고정금리 대출로 전환하도록 유도하여 장기고정금리 중심의 선진국형 주택 금융시장을 정착시키는 것이 바람직
  
- 중장기적으로는 주택담보대출의 시스템 위험이 개별 금융회사 차원에서 적절히 평가·반영(risk assessment)될 수 있도록 위험가중치를 높이는 방안도 검토 가능
  - 주택담보대출 관련 정책은 우선적으로 LTV 및 DTI 규제를 중심으로 추진하되, 동 대책의 효과가 미진할 경우에는 부동산담보대출에 대한 위험가중치를 조정하는 방안도 고려할 수 있겠음.
  - 그러나 주택담보대출 위험가중치가 국제적 기준에서 벗어나는 것은 궁극적으로 바람직하지 않으므로, 가급적이면 동 위험가중치를 조정하지 않도록 신중을 기할 필요

〈표 59〉 LTV 및 DTI 규제 강화방안

		단기	중장기
LTV 규제	추진내용	① 금융권 LTV 합산규제가 실질적으로 정착되도록 비은행권에 대한 감독 강화	① LTV 규제를 기존대출 만기 연장시에도 확대 적용
	영향 및 보완대책	① 투기지역 등에서의 비은행권 주택담보대출 축소	① 기존대출 만기연장시로 확대 하되, 충격완화를 위해 일정 유예기간 필요 ② 장기분할상환대출에 상대적으로 높은 LTV비율 적용 : 주택담보대출 장기화 및 원금분할상환 유도
DTI 규제	추진내용	① DTI 규제를 투기 및 투기과열 지구에서 전 지역의 신규 주택 구입으로 확대	① 기존대출의 만기 연장시에도 DTI 규제를 확대 적용하는 방안 검토
	영향 및 보완대책	① 투기 및 투기과열지구 이외 지역에서의 풍선효과 방지 ② 장기분할상환대출로의 전환 유도 : 원리금 상환부담 완화	① 기존대출 만기연장시 충격 완화를 위해 높은 DTI비율을 잠정 허용하고, 단계적으로 비율을 하향 조정 ② 장기분할상환대출로의 전환 유도

● 한편, 주택담보대출 한도를 부과하는 주택담보대출 총량규제는 시장친화적이지 않을 뿐 아니라, 많은 실수요자에게까지 부정적 영향을 미치게 되므로 추진하지 않는 것이 바람직

- 금융기관들이 주택담보대출 건별로 일정 비율만큼 주택담보대출을 줄이는 경우 자금조달 수단이 다양한 부동산 투기자에 비해 서민 등 실수요자의 피해가 더 심각
- 이에 따라 다른 규제수단에 비해 여론의 악화 정도가 심할 것으로 예상되

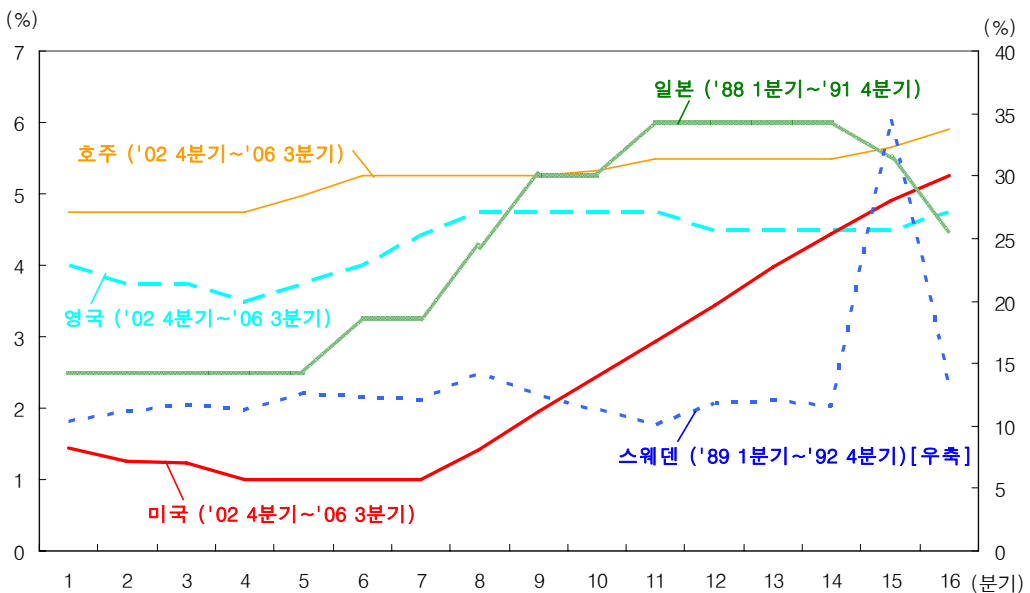
며, 이는 다시 부동산 투기자들에게 지속 가능하지 못한 규제로 인식되어 부동산시장에 미치는 효과가 제한적일 것으로 평가

## 다. 종합의견

- 금리수준과 주택가격은 밀접한 관계가 있어 금리인상시 주택가격 안정에 도움이 되는 것은 사실이나, 민간소비와 한계 중소기업에 대한 부정적인 영향도 동시에 발생
  - 최근의 경제성장률이 여전히 잠재성장률(4%대 중반)을 상회하고 있고 금리수준도 균형수준을 하회하고 있는 것을 반영한다면, 정책금리 인상 여지는 있다고 판단
  - 그러나 금리인상의 경우 부채비율이 높은 중·저소득층 및 한계대출자와 신용도가 낮아 높은 금리의 제2금융권 대출비중이 높은 일부 한계 중소기업부터 어려움이 가중될 것으로 보이나, 거시경제 전반에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단
  
- 그럼에도 불구하고 외국의 사례를 살펴보면, 부동산버블 형성과정의 배후에는 예외 없이 저금리 기조와 이에 따른 과잉유동성이 있었으며, 버블붕괴 또는 연착륙 여부도 금리정책에 의해 좌우되었음.
  - 외국의 사례를 반면교사로 삼는다면, 결국 완만하고도 점진적인 금리수준의 조정이 부동산시장 연착륙의 핵심적인 결정요인이 될 것으로 판단
    - \* 과거 일본, 스웨덴의 경우 급격한 금리조정으로 부동산시장의 Boom & Bust 및 장기 경제침체를 경험한 반면, 미국·영국·호주 등은 점진적이고도 방향성있는 금리조정을 통해 부동산시장의 연착륙을 유도하는데 성공 (<부록: 각국의 부동산정책 사례> 참고)
  - 다만 금리인상에 따른 소비 및 경기가 위축될 가능성을 함께 고려할 필요

- 한편 시중 단기유동성 목표를 정하고 이를 달성하기 위한 거시정책조합을 고려한다면 다음의 시나리오가 가능할 것으로 판단
  - 일단 관리목표 단기유동성 수준을 2004년말 수준인 400조원으로 설정하여 현재수준보다 50조원을 감축하는 것을 목적으로 한다면, 지급준비율만 조정하는 경우 현재 3.8%의 평균지준율 수준을 6.0% 내외로 상향 조정해야 하며,
  - 지준율 조정과 함께 이의 유효성 확보차원에서 콜금리를 동시에 상향 조정하는 정책조합(policy mix)을 선택한다면, 평균지준율 수준은 4%대 초반대의 상향 조정으로 목표 단기유동성 수준 달성 가능
  - 한편 관리목표 단기유동성 수준을 부동산가격이 급등하기 시작했던 2001년말 수준인 340조원으로 설정하여 100조원 정도 감축을 목표로 한다면, 정책조합을 통해 평균지준율을 5% 중반대까지 상향 조정해야 할 것임.

<그림 73> 5개국의 부동산 관련 정책금리 인상 추이



- 그러나 기준율 조정과 같은 양적 통화긴축정책은 정책조합이 동반되지 않으면 효과가 불확실한 방식이며 선진국의 통화정책으로서는 선례가 드문 조치이므로 이를 자주 사용하기보다는 금리중시 통화정책을 통한 유동성 조절이 보다 적절할 것으로 보임.
- 기존의 기준율 인상조치와 더불어 향후 콜금리 인상을 통해 시중유동성을 흡수하는 거시중심의 정책을 펼 경우에는 주택담보대출 규제정책은 현 수준을 유지
  - 지난 11.15대책에서 강화된 LTV 및 DTI 규제가 잘 이행되고 있는지 점검하는 수준 유지
- 반면 콜금리를 현 수준으로 유지할 경우 DTI 규제를 추가적으로 강화하는 등 주택담보대출 규제중심의 정책을 추진
  - DTI 규제를 투기 및 투기과열지구에서 전지역의 신규주택 구입의 경우로 확대 적용
- 향후 버블 축소정책이 무엇이든 간에 경제주체들의 미래에 대한 기대를 바뀌어야만 실질적 효과를 얻을 수 있으므로 정책의 지속성에 대한 신뢰가 절대적으로 중요
  - 따라서 부동산관련 세제정책은 현재의 근간을 유지하되 거래세를 하향 조정하는 정도의 미세조정에 국한하는 것이 바람직





## 나) 일본정부의 정책

- 부동산가격의 버블현상이 심화되자 일본의 정책당국은 금리를 인상하고 부동산업에 대한 대출총량규제로 급격한 금융긴축정책으로 전환
  - 공정한인율을 1989년 5월 이후 1990년 8월까지 5차례 걸쳐 2.5%에서 6%로 인상
    - \* 공정한인율 인상 추이 : 2.5%(1987.2) ⇒ 3.25%(1989.5) ⇒ 3.75%(1989.10) ⇒ 4.25% (1989.12) ⇒ 5.25%(1990.3) ⇒ 6.0%(1990.8)
  - 1990년 3월 전국은행, 신용조합, 생명보험 및 손해보험사 등 금융기관의 부동산업대출 증가율을 총대출 증가율 이내로 제한하는 등 부동산업에 대한 대출규제 실시
- 1992년 1월 고정자산세의 과표 인상, 일정금액 이상의 토지보유에 대해 부과하는 지가(地價)세 신설, 양도소득세 과세 강화 등 토지관련 세제를 강화

## 다) 부동산시장 붕괴

- 급격한 긴축기조로 전환된 후 얼마 되지 않아 경기후퇴 조짐과 함께 부동산 가격이 급락하는 등 버블이 붕괴되기 시작
  - 1990년 9월 전년동기대비 18.3%에 달하였던 6대 도시 상업지가의 상승률이 1991년 3월에는 3.3%로 낮아짐.
  - 부동산에 투자한 개인들의 파산이 증가하였고 부동산 관련 대출을 크게 확대하였던 금융기관들도 대출채권의 부실화로 재무상황이 급속히 악화
- 경제상황이 악화되자 정책당국은 부동산가격의 급락과 과도한 경기불황을 억제하기 위하여 각종 정책을 마련하였으나, 일본 경제의 구조적 문제로 인하여 실효를 거두지 못함.
  - 공정한인율 인하, 부동산업대출에 대한 규제 완화·폐지, 토지거래 활성화를 위한 대책 추진
- 부동산버블 붕괴로 인한 자산가격 폭락이 금융위기를 초래시킴으로써 실물경제와 자산가격이 장기간 침체국면에서 벗어나지 못함.
  - 경기침체와 중소기업, 부동산업체에서 시작된 기업파산이 확대되면서 금융권의 부실채권이 급증하였고 이는 금융기관의 파산으로 이어짐.
  - 부동산가격 하락 ⇒ 금융기관 및 개인 파산 증가 ⇒ 내수위축 ⇒ 경기침체

심화 ⇒ 부동산가격 하락의 악순환이 반복되면서 장기 복합불황으로 진입 ('잃어버린 10년').

## 2) 스웨덴 사례

### 가) 금융위기 발생과정

- 1985년 은행의 대출규모상한 폐지와 1989년 해외차입 자유화로 금융기관 여신이 급속히 확산되어 과당차입현상(lending boom)이 발생
  - 금융자유화 추진에 따른 경쟁심화로 금융기관이 공격적인 대출마케팅에 나섬에 따라 금융기관을 통한 가계대출 기회가 확대
  - 높은 한계소득세율로 가처분소득은 감소한 반면, 대출이자 지급에 대한 소득공제제도와 고인플레이션으로 실질대출금리가 거의 0에 근접함에 따라 대출수요가 크게 증대
  - 이와 같이 확대된 대출을 통해 민간소비 및 투자가 활발히 이루어지고 자산가격이 급격히 상승
- 부동산관련 대출의 급증으로 상업용 부동산가격이 1985~1991년중 116% 상승
  - 부동산가격 상승으로 은행담보가치가 상승함에 따라 대출이 더욱 확대되는 악순환 발생
- 가계의 금융부채는 1985년 4,530억 크로나에서 1986년 5,442억 크로나로 20.1%의 폭등세를 나타낸 후, 1990년 8,543억 크로나로 최고 수준에 달함.
  - 은행대출은 1986년 19.1%, 1987년 22.5%, 1988년 27.8%의 높은 증가세를 나타내면서 폭발적 신장세를 시현

### 나) 정부의 정책실패와 금융위기

- 스웨덴 중앙은행은 대출 급증세로 인한 급격한 국내신용 증가를 억제하고 경상수지 적자를 완화하기 위해 1989년 이후 긴축기조로 전환
  - 이에 따라 12%를 상회하는 고금리가 지속되었으며 부동산가격도 급락하기 시작
  - 상업용 부동산 가격은 1992년과 1993년에 각각 전년대비 11.1%, 8.9%가 하락하는 등 부동산가격이 급락하면서 부동산관련 대출이 부실화

- 가계대출이 크게 확대된 상황에서 금리상승 및 경기침체로 소득이 감소하면서 가계의 부채상환부담이 크게 증대
  - 1990년대 들어 대출증가 억제를 위해 이자지출에 대한 세금공제 축소 등의 세제개편이 단행됨.
  - 부동산가격 급락, 주택보조금 축소(reduced housing subsidies), 사회보장제도의 축소 등으로 가계가 부실화
  - 자산가격 하락과 함께 부채상환능력이 저하된 가계는 낮은 가격에 부동산을 매각함에 따라 부동산가격 하락세가 가속화되고 동시에 가계의 부채상환부담은 가중
  
- 이와 같이 자산가격 하락으로 부동산 관련대출을 포함한 가계여신이 부실화되면서 은행의 대출손실이 급증
  - 개인에 대한 대출 손실액은 1991년 26억 크로나(전체은행 총신용손실의 7%), 1992년 46억 크로나(전체은행 총신용 손실의 7%), 1993년 51억 크로나(전체은행 총신용 손실의 11%)를 기록
  - 총자산대비 대출손실 비율은 1989년 0.2%에서 1991년에는 2.2%로 급상승
  
- 한편 조세개편 이전인 1990년까지는 대출을 통한 소비가 장점을 가짐에 따라 전체 가계부채 중 상대적으로 부채상환능력이 양호한 고소득계층의 부채가 큰 비중을 차지
  - 1990년 소득기준 상위 20%가 전체 가계부채의 57%를 차지하였으나, 조세개편이 시행된 1991년에는 52%로 하락
  - 조세개편 이후에는 대출을 통한 소비의 장점이 소멸되면서 부채상환능력이 낮은 저소득계층의 부채가 차지하는 비중이 증대

## 나. 미국·영국·호주의 주택가격 연착륙 사례

### 1) 주택가격의 상승과 원인

- 미국·영국·호주는 모두 2000년 전후까지 6~7%의 주택가격 상승률을 기록하였으나 그 후 최근 2~4년 동안 10% 이상의 높은 주택가격 상승률을 시현
  - 2000년대 초반 6~7% 상승률을 보였던 미국 주택가격은 2004년에 10.3%, 2005년 13.3%로 증가

- 1996년에서 2001년까지 연평균 7%대의 상승률을 보였던 영국 주택가격은 2002년부터 2004년 사이에는 연평균 20%에 가까운 상승률을 기록
- 한편, 1996년에서 2000년 사이에 연평균 6.0%대의 주택가격 상승률을 유지하던 호주는 2001년부터 2004년 사이에는 연평균 14%의 높은 상승률을 기록

● 이들 국가들의 부동산 가격이 급증한 데에는 공통적으로 지속적인 경제성장과 가계소득 증가에 따른 주택수요 확대, 저금리, 새로운 모기지 파이낸싱 기법 등이 크게 작용

- 이와 함께 미국은 베이비 붐 세대의 주택수요증가, 영국은 택지부족 및 까다로운 건축규제에 따른 비탄력적 주택공급, 호주는 이민증가에 따른 주택수요증가 등 펀더멘털 요인도 주택가격 상승에 일조

## 2) 정책금리 인상과 주택가격 상승률 둔화

● 이들 국가들은 모두 상승초기에 선제적이고 점진적인 금리조정을 통해 주택가격의 연착륙을 이끈 것으로 평가

- 미국 연준은 1.25%였던 정책금리를 2004년에 1.25%p, 2005년에 2%p, 2006년 중 1%p를 상승시켜 현재 5.25%까지 달함.
- 2003년부터 2004년까지 영국은행의 5차례에 걸친 1.25%p 금리인상은 주택가격 상승률을 둔화시키는 데 중요한 역할을 담당하였음.
- 호주의 경우도 2002년부터 이루어진 중앙은행의 2%p 금리인상(현재 6.25%)이 호주 주택가격 상승률을 둔화시키는 주된 요인으로 작용

## 다. 5개국 사례의 시사점

### 1) 주택가격 연착륙 국가들(미국 · 영국 · 호주)

● 미국 · 영국 · 호주 모두 주택가격 급상승 초기에 인플레이션 우려 등의 이유로 금리인상을 통해 선제적으로 대응한 것이 주택가격안정에 도움이 되었다고 평가

- 1.25%p~4%p 정도의 지속적인 금리인상으로 1.25~4.25%정도였던 정책금리를 현재 이들 국가 모두 5~6% 수준으로 끌어 올리며 주택가격을 포함한 물가상승에 대한 중앙은행의 단호한 대처의지를 표명
- 10% 이상이었던 이들 국가 주택가격 상승률이 금리인상을 통해 10%미만으로 안정화 추세

● 그러나 이러한 금리인상은 경제전반에 걸쳐 영향을 미쳐 정도의 차이는 있으나 이들 국가 모두 GDP 상승률이 금리 인상과 함께 소폭 위축

## 2) 부동산정책에 실패한 국가들(일본 · 스웨덴)

- 저금리로 인해 부동산가격이 급상승한 후에서야 금리를 짧은 시간에 대폭 인상하면서 부동산가격의 폭락을 초래
  - 일본과 스웨덴 모두 저금리 기조를 유지하는 동안 금융기관들의 부동산담보대출이 대폭 확대되었음.
  - 일본은 부동산가격 안정을 위해 금리인상과 더불어 부동산에 대한 대출총량규제, 부동산 관련 조세정책 강화와 같은 정책을 시행
  - 스웨덴도 대출증가 억제를 위해 이자지출에 대한 세금공제 축소 등의 세계개편을 실시
- 부동산가격 급증에 대응한 급격한 긴축기조로 부동산가격 급락과 더불어 경제성장률도 큰 폭으로 하락
  - 일본과 스웨덴은 부동산가격 하락으로 인한 금융기관 부실 심화, 소비위축 등으로 경기침체기 진입

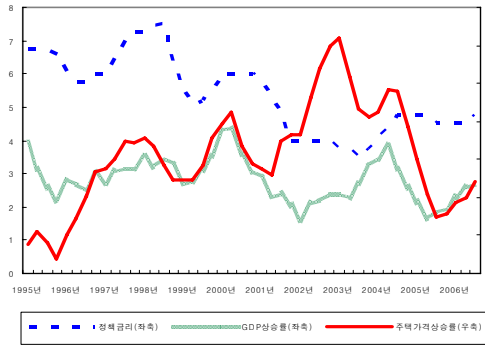
〈표 60〉 5개국의 정책금리 인상과 부동산가격 상승률

국가	시기	정책금리 인상폭	부동산가격 상승률 변화
영국	2003년 ~ 2006년 현재	3.5% → 5.0%	16.5% → 7.1%
미국	2004년 ~ 2006년 현재	1.25% → 5.25%	13.2% → 10.0%
호주	2003년 ~ 2006년 현재	4.75% → 6.25%	17.6% → 9.5%
일본	1988년 ~ 1990년	2.5% → 6%	21.7% → 16.6% → -4.6%('92)
스웨덴	1989년 ~ 1992년	10.3% → 34.71%	12.2% → -11.2%

주 : 스웨덴 정책금리로 marginal rate를 사용

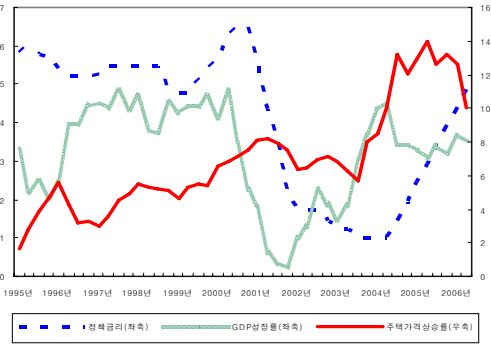
<그림 74> 5개국 정책금리, 부동산가격 상승률, GDP 증가율 추이

- 영국 -



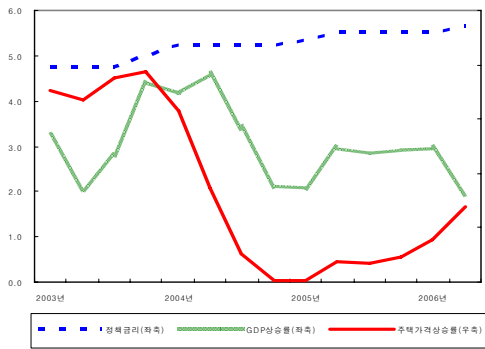
자료 : Bloomberg, 한국은행

- 미국 -



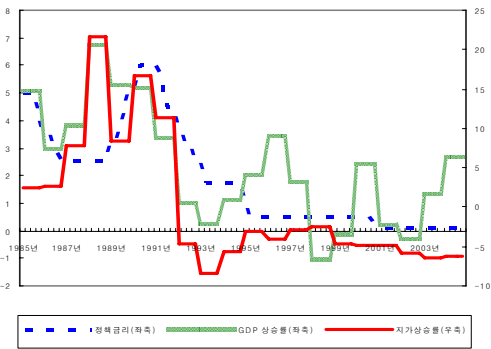
자료 : Bloomberg, 한국은행

- 호주 -



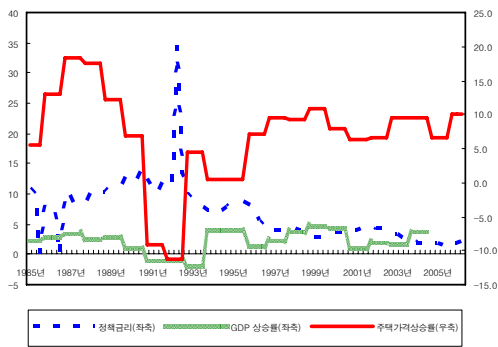
자료 : Bloomberg, 한국은행

- 일본 -



자료 : Bloomberg, 한국은행, OECD

- 스웨덴 -



자료 : Bloomberg, 스웨덴 Riksbank, OECD

## 심층분석 6. 美國 不動産景氣 下落과 政策示唆點

李 圭 馥

### 가. 美國경제 및 주택시장 현황

- 미국경제는 2004년도를 정점으로 하여 경제성장이 점차 둔화되고 있는 상태임.
  - 미국의 실질 GDP, 개인소비지출, 민간 투자는 모두 2004년을 기점으로 하락세에 있음(<표 61> 참조).
  - 특히 주택건설투자는 2006년에 계속하여 마이너스 성장률을 기록하고 있음(<표 61> 참조).

<표 61> 미국 GDP 성장률 추이

(단위: 전기대비연율, %)

	2003	2004	2005	2006		
				1/4	2/4	3/4
실 질 GDP	2.5	3.9	3.2	5.6	2.6	2.2
개인소비지출	2.8	3.9	3.5	4.8	2.6	2.9
민간총투자	3.6	9.8	5.4	7.8	1.0	0.0
(설비투자)	3.4	7.3	8.9	15.6	-1.4	7.2
(비주거건설투자)	-4.1	2.2	1.1	8.7	20.3	16.7
(주택건설투자)	8.4	9.9	8.6	-0.3	-11.1	-18.0

자료 : 미국 경제분석국(BEA)

- 또한 IMF 및 투자은행들은 2007년 중 미국의 GDP 성장률이 잠재성장률을 약간 하회하는 수준까지 둔화될 것으로 예상하고 있음.
  - IMF는 9월 세계경제전망 보고서에서 미국경제 성장률을 2006년 3.4%, 2007년 2.9%로 전망



- 투자은행들 역시 금년에는 3.2~3.3% 내외이나 내년에는 1.9~2.8%의 성장률을 기록할 것으로 예상(<표 62> 참조)

**<표 62> 미국 GDP 성장률 전망**

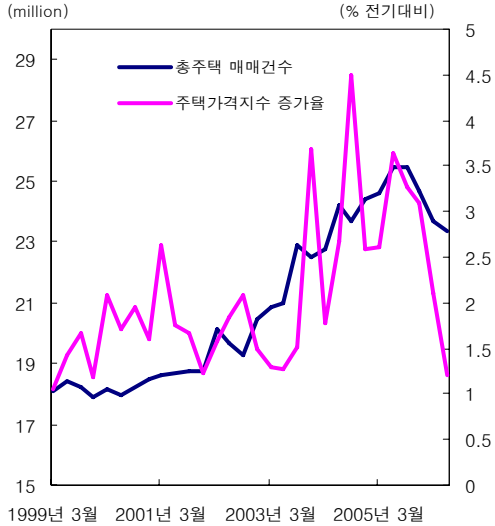
(단위 : 전기대비연율, %)

	전 망 일	2006	2007
Citi	11.20	3.3	2.8
Credit Suisse	11.17	3.3	2.7
JP Morgan	11.17	3.3	2.7
Lehman Brothers	11.17	3.2	2.5
Bank of America	11.17	3.2	2.4
UBS	11.22	3.2	2.0
Goldman Sachs	11.20	3.2	2.0
Merrill Lynch	11.22	3.2	1.9

자료 : 국제금융센터

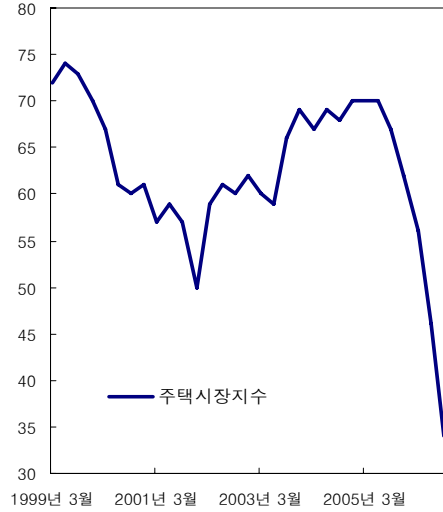
- 한편 미국주택 시장은 2005년을 정점으로 경기가 둔화되는 모습을 보이고 있으며 이는 미국경기 둔화의 주된 요인 중 하나로 분석되고 있음.
  - 1990년대 후반 이후 지속적인 증가 추세에 있던 미국의 주택 가격지수 상승률이 2005년 중 감소세로 돌아섰음(<그림 75> 참조).
  - 또한 총 주택매매건수, 주택착공건수 등의 감소와 함께 전국주택건설업협회에서 발표하는 주택시장지수도 최근 하락세를 기록하고 있음(<그림 76> 참조).
- 이처럼 둔화된 주택경기가 미국경제 전체에 영향을 미칠 수 있는 이유는 주택경기의 하락이 첫째는 개인소비지출의 하락을 가져오기 때문이고 둘째는 건설투자의 하락을 가져오기 때문임.
  - 특히 미국은 GDP대비 개인소비지출이 평균 67%에 달하여 개인소비지출의 하락은 경제에 큰 영향을 미칠 수 있음.
  - 즉 주택경기의 하락은 곧 주택 가격 하락을 의미하며 이는 가계의 신용하락을 유발하여 개인소비지출을 감소시킬 수 있음.

〈그림 75〉 미국 주택가격 및 매매건수 추이



자료 : Bloomberg

〈그림 76〉 주택시장지수<sup>9)</sup> 추이



자료 : Bloomberg

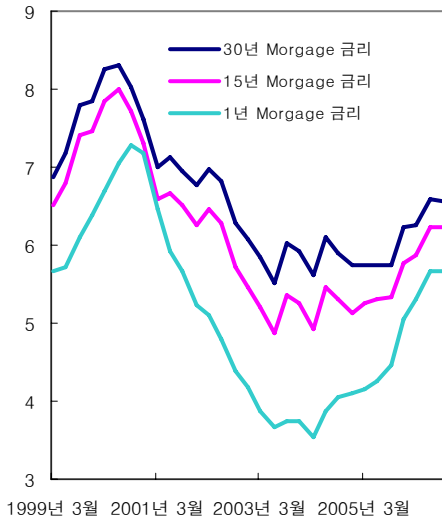
● 그러므로 본고에서는 미국의 정책금리 변화가 주택 가격의 변화를 통하여 얼마나 개인소비지출을 감소시킬 수 있는지에 대하여 살펴보고자 함.

- 미국에서 주택가격의 하락은 모기지 금리의 상승과 매우 연관성이 높은 것으로 나타나고 있으며 모기지 금리는 미국의 정책금리 변화에 민감하게 반응하는 것으로 나타남.(〈그림 77, 78〉 참조)

- \* 연준 정책 금리와 30년 모기지 금리간 상관계수 : 0.88
- \* 주택가격지수와 모기지 금리간 상관관계 : - 0.82

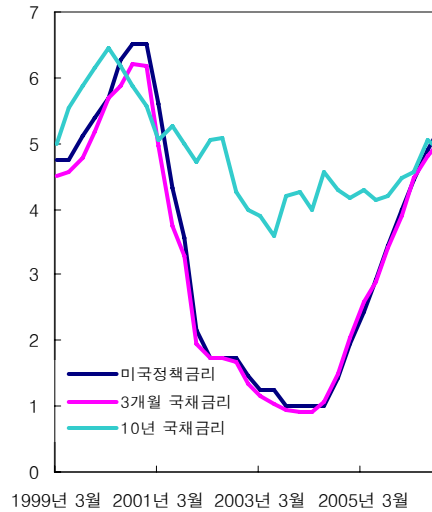
9) 주택시장지수는 전국주택건설업협회에서 멤버들을 대상으로 한 설문조사의 결과에 의거하여 작성한 지수임.

<그림 77> 미국 모기지 금리 추이



자료 : Bloomberg

<그림 78> 미국 금리 추이



자료 : Bloomberg

## 나. 미국 통화정책과 소비지출에 대한 실증분석 및 평가

- 개인소비지출은 주택 가격, 장단기 국채 금리, 거주투자 등에 의하여 결정되며 주택가격은 주택공급과 정책금리에 의하여 결정되는 2개의 선형식을 Generalized Method of Moments(GMM)으로 추정함(추정식 및 결과는 부록 참조).
- 실증분석결과 다른 조건이 동일하다면 1%p의 정책금리의 변화는 전기대비 주택 가격지수 상승률 약 0.14%p (연율 0.57%p) 감소시키고, 전기대비 주택 가격지수 상승률이 1%p 감소하면 전기대비 개인소비지출 증가율은 약 0.29%p (연율 1.14%p) 정도 감소하는 것으로 분석됨.

- 최근 미국 주택 시장에 버블이 존재하고 있다는 견해가 있는데 이 경우 금리 인상이 주택가격이나 개인소비지출 증가율 하락에 더욱 큰 영향을 줄 수 있음.
  - 주식버블 붕괴 후 불황방지를 위해 2002년부터 3년간 실질금리를 마이너스 수준으로 유지함으로 닷컴기업들에 몰렸던 투자자금들이 주택시장으로 모여 버블이 형성되었다고 보는 견해가 있음.
  - 버블로 주택가격 등이 상승한 경우 금리인상 등으로 인한 주택 가격의 하락, 개인소비지출의 감소폭은 더욱 증가할 수 있음.
  
- 미국 정책금리의 변화는 주택 가격의 변화를 통하여 개인소비지출에 영향을 미치는 효과 외에도 건설경기의 하락을 초래하여 실업률 상승에 따른 소득하락의 효과 등을 유발할 수 있음.
  - 건설경기의 하락은 건설투자에 영향을 주므로 경제 전체를 고려할 경우 소비지출의 감소와 투자 감소의 효과가 모두 미국의 경기둔화에 영향을 줄 수 있음.
  - 이를 고려할 경우 주택 시장의 경기둔화가 전체 미국경제에 미치는 영향은 개인소비지출만을 고려하였을 때보다 더욱 커질 것으로 예상됨.

## 다. 향후 미국 정책금리의 방향

- 투자은행들의 전망을 보면 연준이 금년 말까지 현 금리수준(5.25%)을 유지하다가 내년 들어 금리를 인하할 것이라는 견해가 약간 우세하나 미국 정책금리의 방향을 예측하기는 매우 어려움.
  - 현재 투자은행들은 내년 소비자물가 상승률은 하락할 것으로 전망하고 있으나 근원소비자물가 상승률에 대한 의견은 엇갈리고 있음(<표 63> 참조).
  - 또한 내년 정책금리의 변화에 대한 예측 또한 의견이 엇갈리고 있어 조사한 10개 투자은행 중 5개 은행은 내년 미국 정책금리의 하락을, 4개 은행은 상승을 예측하였음(<표 64> 참조).

〈표 63〉 주요 투자은행의 인플레이션 전망

(전기대비 연율)

	전망일	2005 <sup>1)</sup>	2006				2007		
			1/4 <sup>1)</sup>	2/4 <sup>1)</sup>	3/4 <sup>1)</sup>	4/4			
소비자물가 상승률	JP Morgan	(9.15)	3.4	2.2	4.9	3.0	0.9	3.5	2.6
	Merrill Lynch	(9.15)					0.4	3.4	1.7
	UBS	(9.15)					1.5	3.5	2.5
	Barclays Capital	(9.14)					0.1	3.4	2.9
	Lehman Brothers <sup>2)</sup>	(9.15)					2.8	3.5	2.6
근원 소비자물가 상승률	JP Morgan	(9.15)	2.2	2.4	3.6	3.0	2.8	2.6	2.9
	Merrill Lynch	(9.15)					2.3	2.5	2.1
	UBS	(9.15)					2.5	2.5	2.5
	Barclays Capital	(9.14)					3.0	2.6	2.9
	Lehman Brothers <sup>2)</sup>	(9.15)					3.0	2.6	2.8

주 : 1) 실제치 2) 전년동기대비  
 자료 : Bloomberg, 한국은행

〈표 64〉 연방준비은행의 금리인상 전망

(단위 : %)

	전망일	현재	2006		2007	
			4/4	1/4	2/4	3/4
Merrill Lynch	(11.22)	5.25	5.25	5.00	4.50	4.25
UBS	(11.22)		5.25	5.00	4.50	4.25
Goldman Sachs	(11.20)		5.25	5.25	4.75	4.25
Deutsche Bank	(11.27)		5.25	5.00	5.00	5.00
Citi	(11.24)		5.25	5.25	5.00	5.00
CSFB	(11.24)		5.25	5.25	5.25	5.25
Bear Stearns	(11.27)		5.25	5.50	5.50	5.75
JP Morgan	(11.27)		5.25	5.25	5.50	6.00
Barclays Capital	(11.20)		5.25	5.50	5.75	6.00
Lehman Brothers	(11.24)		5.25	5.50	5.50	

주 : 음영 부분은 금리 추가인상 전망  
 자료 : 국제금융센터

## 라. 결론 및 시사점

- 미국의 연준은 1%였던 정책금리를 2004년에 1.25%p, 2005년에 2%p, 2006년중 1%p 인상하여 현재 5.25%까지 올린 상태임.
  - 정책금리인상이 모기지 금리나 주택가격의 변동을 가져오는 데에는 4~5 분기 정도의 시차가 있는 것으로 분석되므로 최근의 금리인상이 주택가격에 미치는 효과는 내년까지 지속될 것으로 보여 내년 미국의 개인소비지출의 하락세는 지속될 전망이다(<표 65> 참조).

**<표 65> 미국의 주택가격 전망** (전년동기대비 %)

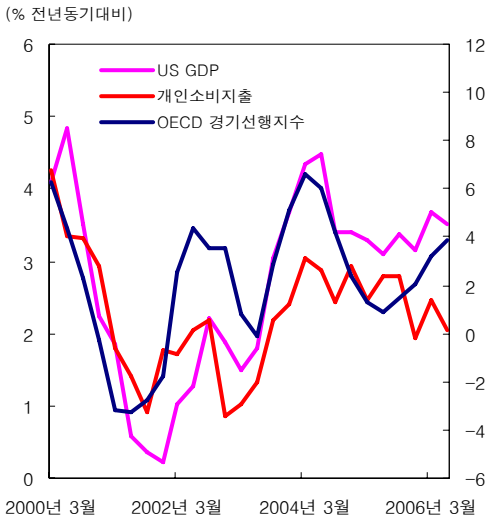
	2005	2006		2007				
		4/4	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	연간
<b>기존주택</b>								
전미부동산중개인협회 전망('06.9)	12.4	0.6	2.8	1.7	2.0	2.4	2.8	2.2
모기지금융협회 전망('06.8)		5.1	5.0	3.7	5.3	3.3	2.5	3.7
<b>신축주택</b>								
전미부동산중개인협회 전망('06.9)	9.0	0.6	0.2	1.3	2.3	3.0	3.1	2.4
모기지금융협회 전망('06.8)		1.5	2.4	-0.7	4.6	4.1	3.0	2.8

자료 : 한국은행

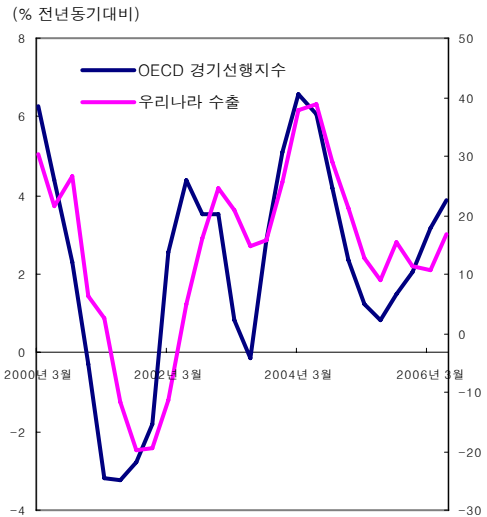
- 미국의 경기변동은 세계 경기변동에 가장 큰 영향을 미치고 있으며 이는 우리나라 수출에도 큰 영향을 미칠 수 있으므로 우리나라는 연준의 금리 인상과 인하, 두 경우를 모두 고려하여 준비할 필요가 있음.
  - 세계 경제 성장을 이끄는 엔진 역할을 담당해온 미국의 경제성장이 하반기부터 둔화됨에 따라 아직까지는 활기를 띠고 있는 중국, 일본 및 유로지역 등 주요국의 경제성장도 정도의 차이는 있으나 내년에는 둔화될 것으로 예상됨.

- 한국 수출증가율과 OECD 경기선행지수는 시차를 두고 높은 상관관계에 있는 것으로 알려져 있으며 미국 GDP 성장률과 OECD 경기선행지수 역시 시차를 두고 높은 상관관계를 유지하고 있음(<그림 79, 80> 참조).

<그림 79> USGDP, 개인소비지출 및 OECD선행지수



<그림 80> OECD 선행지수와 우리나라수출



자료 : Bloomberg

- 연준이 인플레이션을 이유로 금리를 계속 인상시키는 경우 소비지출 감소폭을 더욱 확대시킬 수 있고 이는 우리나라 수출품에 대한 수요 감소로 대미수출의 감소를 초래할 수 있으므로 이에 대비하여 수출시장 다변화 등의 노력이 필요
  - 우리나라 총수출에서 대미수출이 차지하는 비중은 약 13.5%로 대중수출 다음으로 높은 수준임.
  - 또한 우리나라 대중수출의 큰 부분을 중간재가 차지하고 있는데 이 중간재는 대부분 중국내 공장에서 가공되어 미국으로 수출되므로 중국 등에 대한 수출도 함께 둔화될 가능성이 있음.

- 우리나라 수출의 감소 등으로 무역흑자가 줄어들 경우, 이는 국내 유동성의 감소를 초래하여 실질금리를 상승시키고 국내 수요를 둔화시킬 가능성이 있음.
- 반대로 연준이 경기둔화를 이유로 금리를 인하시키는 경우 미국경기둔화는 조절될 수 있더라도 글로벌 달러 약세를 지속적으로 유발할 수 있으므로 이에 대비하여 결제수단의 다양화, 환위험관리 등의 노력이 필요
  - 최근 수출중소기업에 대한 설문조사 결과 수출 불가능 환율은 평균 928원으로 조사된 바 있으며 이미 수출에 따른 경상이익이 적자이거나 손익분기점에 직면한 중소기업이 대다수인 것으로 조사됨.<sup>10)</sup>
  - 그러므로 단기적으로는 환위험 관리 등을 통하여 급격한 원화강세가 지속될 경우에 대비하여야 할 것이며, 장기적으로는 수출지역이나 결제수단의 다양화와 함께 원가절감이나 품질향상 등을 통한 경쟁력 강화를 추진하여야 할 것임.

10) 원화강세에 따른 수출중소기업의 영향점검, e-KIET 산업경제정보, 제289호, 산업연구원



<부록>

GMM 분석

- 데이터범위 : 1983년 2분기 - 2006년 2분기
- 추정식 및 변수명 :

$$c_t = \alpha_1 + \beta_1 q_t + \beta_2 q_{t+1} + \beta_3 l_t + \beta_4 r_t + \beta_5 h_t \quad (1)$$

$$q_t = \alpha_2 + \beta_1 f r_t + \beta_2 n_t \quad (2)$$

- \* 여기서 C는 D(ln(1인당 개인소비지출)<sup>11)</sup>, q는 D(ln(실질주택가격지수), l은 ln(1+10년(장기) 국채금리), r은 ln(1+3개월(단기) 국채금리), h는 D(ln(1인당 거주투자(Residential Investment))), fr은 ln(1+Federal Fund rate), n은 ln(1인당 주택착공건수)를 각각 나타냄.
- \* C(1인당 개인소비지출), q(실질주택가격지수), h(1인당 거주투자)는 unit root가 있으므로 차분하여 사용함.
- \* 소비와 주택에 대한 일반적인 가계 극대화 문제를 풀어보면 가계는 소비와 주택에 대한 생애유틸리티를 극대화하고자 할 것임.

$$\max E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t (u(c_t) + v(h_t))$$

여기서  $E_0$ 는 시간 0에서의 기대를 나타내고  $\beta$ 는 할인요소를 나타냄.

한편, 가계는 다음과 같은 자원제약식을 가지고 있음.

$$c_t + q_t (h_t - h_{t-1}) + r_{t-1} b_{t-1} = y_t + b_t$$

주택의 가격은  $q_t$ 이고 주택은 다른 내구재와 같이 감가상각 되지 않는다고 가정할 수 있음. 또한 가계는  $y_t$ 를 매기에 벌어들여  $b_t$ 만큼 빌림. 여기서  $r_t$ 는 실질이자율을 의미함. 상기한 극대화문제를 풀어 나오는 1차식을 선형화하면 (1)과 같은 선형식을 얻을 수 있음.

11) D는 차분을 뜻함.

〈표 66〉

## 회귀분석 결과

종속변수 : $c_t$				
변수	추정결과(1)	추정결과(2)	추정결과(3)	추정결과(4)
$\alpha_1$	-0.001* (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001* (0.001)	-0.001 (0.001)
$q_t$	0.285*** (0.018)	0.268*** (0.014)	0.298*** (0.015)	0.296*** (0.013)
$q_{t+1}$	-0.017 (0.019)			
$l_t$	0.009*** (0.013)	0.084*** (0.013)	0.111*** (0.014)	0.099*** (0.007)
$r_t$	0.017 (0.012)	0.020* (0.011)	-0.013 (0.010)	
$h_t$	0.048*** (0.006)	0.046*** (0.006)		

종속변수 : $q_t$				
변수	추정결과(1)	추정결과(2)	추정결과(3)	추정결과(4)
$\alpha_2$	0.137*** (0.003)	0.137*** (0.003)	0.137*** (0.003)	0.137*** (0.003)
$n_t$	0.030*** (0.001)	0.030*** (0.001)	0.030*** (0.001)	0.030*** (0.001)
$fr_t$	-0.145*** (0.008)	-0.144*** (0.006)	-0.143*** (0.006)	-0.143*** (0.005)

주 : 1) 장단기 금리, 주택가격지수는 GDP 디플레이터로 조정한 실질변수임.

2) ( )은 표준오차(standard error)를 나타내며 \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 신뢰수준범위에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

3) 도구변수로는 각 변수의 t-1기부터 t-4기까지의 변수를 사용하였으며 잠재적인 이분산성과 자기상관의 조정을 위하여 Newey-West HAC method를 이용하였음.

## 심층분석 7. 最近 外貨負債 急增 要因 및 向後 展望

韓 在 濬

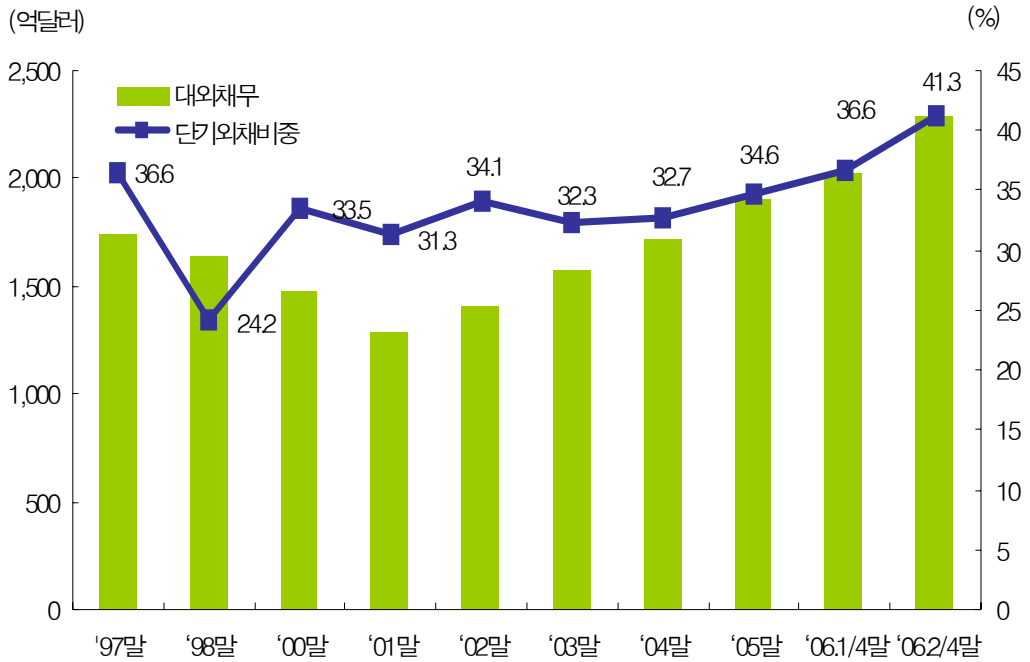
### 가. 서론

- 우리나라의 총 대외채무는 2/4분기중 261억달러 증가한 데 이어 3/4분기에도 큰 폭으로 늘어나고 있는 것으로 파악
- 이러한 대외채무 증가가 단기 외화차입에 집중되면서 단기외채 비중이 외환위기 수준을 상당폭 상회함에 따라 이에 대한 우려가 대두
  - 1990년대 후반 신설 종금사를 중심으로 단기외채로 자금을 조달하여 장기 리스로 운영한 데 따른 만기구조 불일치가 외환위기 발생의 원인을 제공한 바 있다는 점에서 주목
  - 또한 은행부문의 외화 차입금이 단기외채를 중심으로 단기간에 급증함에 따라 은행의 리스크 고조 등 금융기관의 건전성 약화 우려도 대두
- 따라서 최근 대외채무 증가요인과 외화부채 및 대외지급능력 현황을 살펴봄으로써 대외지급상의 취약성 여부를 점검하고 향후 대응방안을 모색할 필요

### 나. 총 대외채무·채권 현황

- 1997년 이후 감소세를 보이던 총 대외채무는 2002년부터 증가세로 반전되어 2006년 2/4분기에는 전분기 대비 12.9% 급증
  - 또한 대외채무증가분이 단기 외화차입에 집중됨에 따라 단기외채 비중이 외환위기 수준을 상당폭 상회(<그림 81> 참조)

〈그림 81〉 총 대외채무 및 단기외채비중 추이



주 : 단기외채비중은 총 대외채무중 단기 외화차입금이 차지하는 비중  
 자료 : 산업은행

- 금년 2/4분기중 총 대외채무 증가요인을 부문별로 보면 일반정부·통화당국 등에서는 소폭 증가에 그친 반면 대부분이 증가가 은행부분에서 이루어진 것으로 파악
  - 일반정부·통화당국은 재정차관 순상환(2억달러)에도 불구하고 비거주자의 국채투자(9억달러) 증가 등으로 분기중 4억달러 증가
  - 은행부분은 외화차입금(182억달러) 및 외화증권 발행(27억달러) 증가 등으로 221억달러 증가
  - 기타부분은 선박 수주증가 등에 따른 수출선수금(23억달러), 비은행금융회사의 원화예수금(5억달러) 증가 등으로 35억달러 증가(<표 67> 참조)

〈표 67〉 부문별 총 대외채무 추이

(단위 : 억달러)

	'97년말	'01년말	'02년말	'03년말	'04년말	'05년말	'06. 1/4말	'06. 2/4말	분기 증감
총대외채무	1,742	1,287	1,415	1,575	1,722	1,900	2,031	2,293	261
일반정부	112	183	176	116	104	85	90	97	7
통화당국	115	49	49	53	59	73	73	71	△2
은행부문	911	513	585	677	745	842	925	1,146	221
기타부문	604	542	605	729	814	900	943	979	35

자료 : 재정경제부

- 만기별로 보면 2/4 분기중 장기외채는 60억달러 증가에 머물렀으나 단기외채가 201억달러 증가
  - 장기외채는 국제금융리스(3억달러), 재정차관 상환(2억달러) 등에도 불구하고 비거주자의 국채투자(9억달러), 은행 및 기업의 외화증권발행(27억달러), 수출선수금 증가(23억달러) 등으로 분기중 60억달러 증가함에 따라 2/4분기말 현재 1,347억달러 수준
  - 단기외채는 은행부문의 외화차입금(181억달러), R/P매각(7억달러) 증가 등으로 분기중 201억달러 증가함에 따라 분기말 현재 946억달러 수준
  
- 한편 총 대외채권은 2/4 분기중 141억달러 증가하여 분기말 현재 3,362억달러를 기록함에 따라 2004년 이후의 1천억달러 순대외채권 상태가 지속되고 있는 상태
  - 부문별로 보면 일반정부 및 통화당국은 외환보유액(70억달러), 국민연금의 해외증권투자(8억달러) 증가 등으로 분기중 78억달러 증가
  - 은행부문은 수출증가에 따른 매입외환(24억달러), 해외증권 투자 (15억달러), 외화대출금(5억달러) 증가 등으로 42억달러 증가

- 기타부문은 비은행 금융회사의 중장기 증권 투자 증가(9억달러), 대부투자 (3억달러) 등으로 분기중 21억달러 증가(<표 68> 참조)

**<표 68> 총 대외채무·채권 현황**

(단위 : 억달러)

	'97년말	'01년말	'02년말	'03년말	'04년말	'05년말	'06. 1/4말	'06. 2/4말	분기 증감
대외채무(A)	1,742	1,287	1,415	1,575	1,722	1,900	2,031	2,293	261
장 기	1,105	884	933	1,067	1,159	1,242	1,287	1,347	60
단 기	637	403	482	508	563	658	744	946	201
정부통화	1	19	20	21	20	22	23	22	△1
은행부문	492	302	382	408	444	515	597	794	198
기타부문	144	82	80	79	99	121	124	129	5
대외채권(B)	1,061	1,634	1,835	2,292	2,842	3,087	3,220	3,362	141
일반정부	10	10	11	13	58	136	165	173	8
통화당국	210	1,053	1,238	1,575	2,016	2,134	2,205	2,275	70
은행부문	665	402	398	431	508	520	516	558	42
기타부문	176	169	188	273	260	297	334	355	21
순채권(B-A)	△681	347	420	717	1,120	1,187	1,189	1,069	△120

자료 : 재정경제부

## 다. 대외지급 능력 지표 및 평가

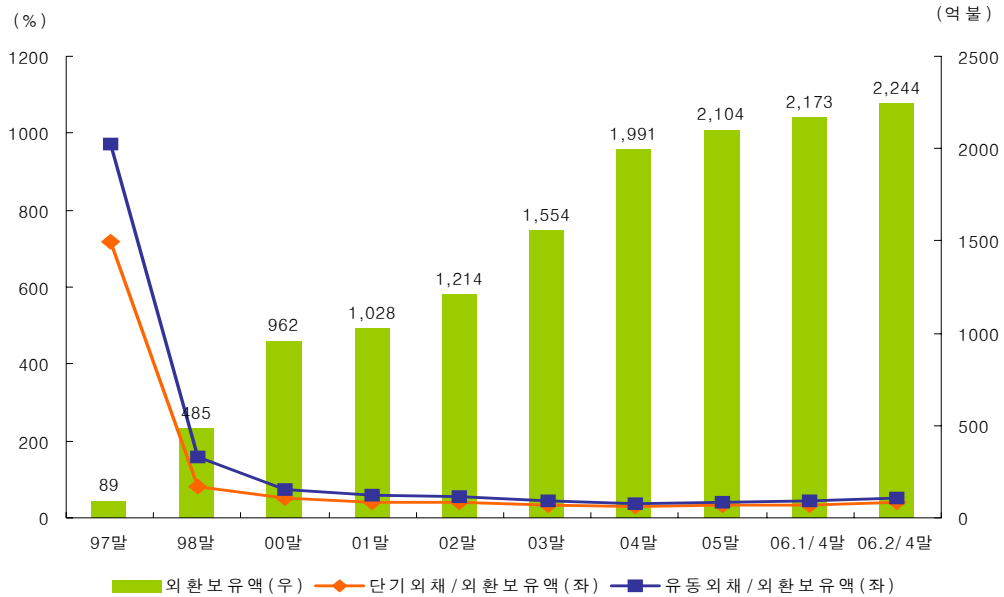
- 단기 대외지급능력을 나타내는 유동성 지표는 안정된 수준을 유지
  - 외환보유액 대비 단기외채비율은 42.1%, 유동외채비율\*은 52.0%로 안정된 수준\*\*을 유지

\* 유동외채는 단기외채와 장기외채중 만기가 1년 이내인 것을 포함

\*\* 단기외채 비율은 60%, 유동외채 비율은 100% 미만이면 안정수준임.

- 이는 외환위기가 발생한 1997년말 단기외채비율이 719%, 유동외채비율이 973%이었던 것에 비해서는 현저히 낮은 수준임(<그림 82> 참조).

<그림 82> 외환보유액 및 대외지급능력 지표 추이



자료 : 재정경제부

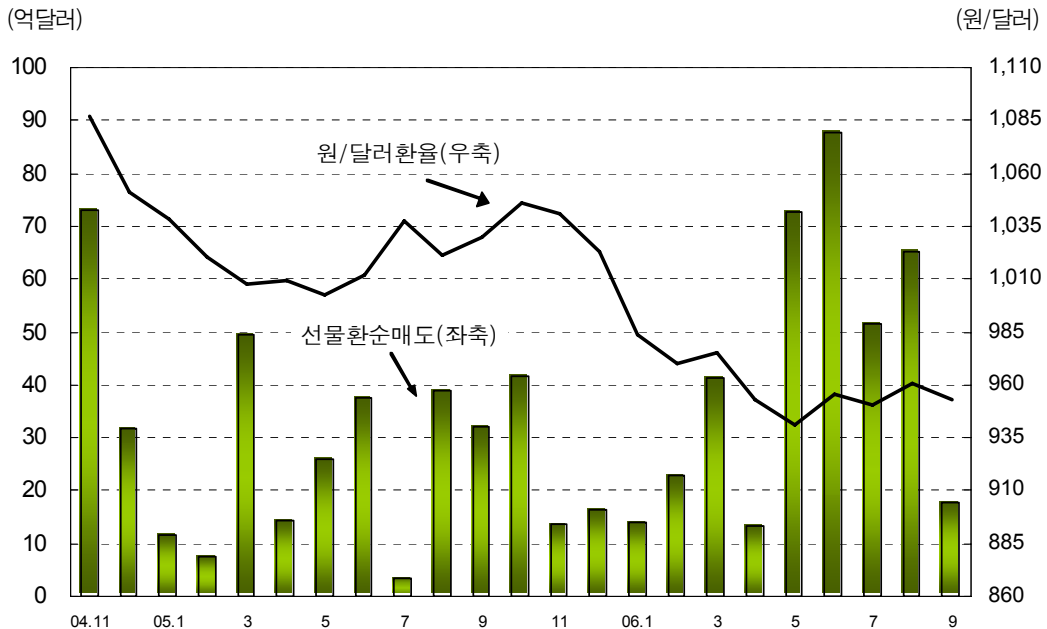
- 이와 같이 대외유동성 지표가 양호한 수준을 유지함에 따라 1997년과 같은 외환위기 재현 가능성은 희박한 것으로 판단되나 2/4분기중 단기외채가 은행부문에서 급증한 것에 대하여는 유의할 필요

## 라. 단기외채 증가 요인

### 1) 기업들의 선물환 대량 매도

- 조선업 등 수출기업들이 원화환율의 지속적인 하락 예상에 따른 환헤지 목적으로 금년 5월 이후 선물환 및 역외선물환(NDF) 매도세를 대폭 확대
  - 원/달러환율이 2005년 말 1,012원에서 2006년 3/4분기말 현재 946원까지 하락세를 지속하는 가운데 조선업 등 해외수주가 금년 들어 큰 폭으로 증가
  - 이러한 해외수주 증가와 원화환율 하락 우려에 따라 2/4분기 중 조선업체 등은 헤지 목적으로 선물환을 대규모로 매도
  - 이에 따라 금년 1~9월중 선물환 순매도 규모는 총 387억달러로 전년 연간 실적의 약 1.3배 수준을 기록(<그림 83> 참조)

<그림 83>                    국내기업의 선물환거래 및 환율 추이



주 : 원/달러환율은 월평균 기준  
 자료 : 한국은행 외환전산망, 산업자원부





## 〈표 70〉

## 은행부문 대외채무 현황

(단위 : 억달러)

	'97년말	'01년말	'02년말	'03년말	'04년말	'05년말	'06.1/4	'06.2/4	증감률
은행부문	911	513	585	677	745	842	925	1,146	23.9
장 기	418	211	203	270	300	326	328	352	7.3
단 기	492	302	382	408	445	515	597	794	33.1
(외은)	219	124	171	197	210	235	267	401	50.4
(국내)	273	178	210	211	235	281	330	393	19.2

자료 : 재정경제부

● 또한 과도한 선물환 매도세로 인해 외환 스왑레이트가 내외금리차를 반영하는 균형 수준\*을 상당폭 하회함에 따라 재정거래를 위한 외은지점의 차입도 일부 증가한 것으로 파악

- 선물환 시장에서의 지나친 매도세는 공급과잉을 의미하며 수요공급의 원리에 따른 선물환시장에서의 가격 하락으로 스왑레이트가 하락

\* 통상 스왑레이트는 이자율평형정리에 따라 내외금리차 수준에서 결정되며 (NDF(선물)환율 - 현물환율) / 현물환율을 의미

- 스왑레이트가 균형수준 이하로 하락할 경우 재정거래에 따른 외화중개 차익이 발생\*(〈표 71〉 참조)

- \* 1. 국내금리가 해외금리(Libor)보다 낮은 상황에서 외화로 차입하여 CD 등 국내 유가증권물로 운용할 경우 지급해야 될 이자비용이 수취할 이자보다 커서 금리면에서는 손실이 발생
- 2. 한편 차입 외화자금은 Sell & Buy swap형태로 운용하는 데, 매입 선물환가격이 이자율 차이가 반영된 스왑레이트를 하회하는 수준에서 형성된 경우 외화중개에서 발생하는 이익이 이차 손실을 만회하여 초과 수익이 발생

〈표 71〉 스왑레이트와 국내외금리차

(단위 : 기간중 평균, %)

		2005.12	2006.1/4	2/4	3/4	7월	8월	9월
	외환스왑레이트(A) <sup>1)</sup>	-0.42	-0.49	-1.10	-1.02	-1.13	-1.00	-0.95
3개월물	국내외 금리차(B) <sup>2)</sup>	-0.46	-0.45	-0.83	-0.78	-0.87	-0.74	-0.75
	격차(A-B, %p)	0.04	-0.04	-0.27	-0.24	-0.26	-0.26	-0.20
	외환스왑레이트(C) <sup>1)</sup>	-0.39	-0.40	-1.11	-1.10	-1.18	-1.10	-1.02
1년물	국내외 금리차(D) <sup>3)</sup>	-0.18	-0.23	-0.82	-0.76	-0.85	-0.73	-0.70
	격차(C-D, %p)	-0.21	-0.17	-0.29	-0.34	-0.33	-0.37	-0.32

주 : 1) (NDF환율 - 현물환율) / 현물환율 × 100을 연율(%)로 환산,

2) CD(3M) - Libor(3M),

3) 통안증권(1년물) - Libor(1년물)

자료 : 한국은행

● 마지막으로 금년 들어 국내은행들이 낮은 엔화금리 및 원·엔 환율급락 등의 장점을 홍보하며 중소기업 및 자영업자를 상대로 외화대출 규모를 늘리면서 해외차입을 확대

- 엔화 대출금리(2%대)가 원화 대출금리(6%대)보다 저렴한데다 원·엔 환율급락으로 환 차익까지 기대할 수 있어 국내은행이 엔화대출을 홍보
- 이와 같이 낮은 엔화 금리에 대한 홍보와 원/엔환율의 하락으로 엔화대출규모가 크게 증가하면서 엔화 자금의 상당량을 해외차입에 의해 충당
- 11월 17일 현재 기업, 신한, 하나, 우리, 국민 등 5개 은행의 엔화 대출규모는 1조 1,442억엔으로 지난달 말에 비해 30억엔(약 230억원) 늘었으며, 이는 지난 1월말(7,529억엔)보다 53% 가량 급증(중앙일보 2006. 11. 20일자)

## 마. 평가 및 전망

### 1) 단기차입에 대한 전망

- 단기차입 증가의 주 요인이었던 기업들의 선물환 매도세가 9월 들어 진정된 데다 국내은행들의 외화대출 규모도 금융당국의 창구지도로 9월 이후 둔화됨에 따라 향후 단기차입이 크게 늘어나지는 않을 것으로 예상
  - 외은 국내지점들의 본점차입 한도가 크지 않은 데다 스왑레이트와 내외금리 차간 격차가 축소됨에 따라 재정거래 차익실현 가능성 및 그 유인이 감소할 것으로 예상

### 2) 대외지급 능력 평가

- 단기 대외지급능력을 나타내는 유동성 지표가 안정된 수준을 유지하고 있는 데다 순대외채권 규모도 1천억불을 상회함에 따라 1997년말과 같은 외환위기 재현 가능성은 희박한 것으로 판단
  - 1996년말과 1997년말 순대외채권은 각각  $\Delta 462$ 억달러,  $\Delta 681$ 억달러로 총채무액이 총채권액을 초과하였던 것과는 다른 상황
  - 1997년말 현재 외환보유액 대비 단기외채비율과 유동외채비율은 700 ~ 1000%에 달하였던 반면, 2006년 2/4분기말 현재 동 비율들은 50% 전후로 현저히 낮은 수준
- 또한 외환 포지션 조정을 위한 외화차입은 외은 국내지점을 중심으로 이루어지고 있어, 국가의 대외지급능력 약화에 미치는 영향은 국내은행의 경우보다는 적을 것으로 예상

### 3) 외채 만기구조에 대한 평가

- 외환 포지션 조정과정에서 발생한 외화차입은 선물환 매입 및 swap 등의 거래가 수반되어 만기구조의 안정성이 확보
- 다만, 외화대출의 경우 외환위기시와 같은 지급구조상의 취약성을 노정하고 있어 유의할 필요
  - 1997년 외환위기는 종금사들이 초단기로 들여온 외화자금을 차입한 기업들이 연쇄도산하여 외화대출이 부실화 되는데다 태국 등 동남아 국가들의 외환위기로 해외 금융기관들이 한국에 대해 외채상환을 촉구함에 따라 발생

### 4) 대응방안

- 외화대출의 경우 일본의 금리인상이나 엔화의 절상 등에 따른 엔캐리 트레이드 청산 가능성에 대비하여 그 규모를 축소시킬 필요
  - 금융당국은 외화대출 창구지도 이외에도 국내은행들의 엔화절상 등에 따른 위험가능성 고지를 의무화할 필요
- 단기외채 증가는 유동성관리 측면에서 추가차입에 대한 가산금리 등의 문제점을 안고 있으며 외화대출의 경우 편법적으로 이용되는 경우도 있어 실수요자 여부를 모니터링하는 것이 바람직
  - 단기외채의 급증에 따라 추가 차입여력이 떨어지고, 추가적인 대외차입시 가산금리가 높아질 수 있어 유동성 관리측면에서의 모니터링도 필요



## <부록>

주요 경제통계





〈표 1〉 실질가격기준 지출부문별 경제성장률

	GDP	GNI	소비		투자			대외	
			민간	정부	총고정 자본 형성	설비	건설	수출	수입
	전년동기 대비(%)	US \$ (1인당)	전년동기대비(%)						
2002	7.0	11,499	7.9	6.0	6.6	7.5	5.3	13.3	15.2
2003	3.1	12,720	△1.2	3.8	4.0	△1.2	7.9	15.6	10.1
2004	4.7	14,193	△0.3	3.7	2.1	3.8	1.1	19.6	13.9
2005	4.0	16,291	3.2	4.3	2.3	5.1	0.4	8.5	6.9
2003 3/4	2.3		△2.0	3.7	2.7	△4.6	7.7	14.9	7.8
4/4	4.1		△2.0	3.8	4.3	△2.0	8.3	22.7	11.7
2004 1/4	5.4		△1.3	3.7	2.4	△0.1	4.9	26.8	12.5
2/4	5.7		△0.3	4.8	4.7	6.4	3.8	26.8	20.6
3/4	4.7		△0.7	3.7	2.9	6.8	1.0	17.4	12.0
4/4	3.3		0.9	2.8	△1.1	2.4	△3.3	9.8	11.1
2005 1/4	2.7		1.6	3.2	0.4	2.9	△2.2	7.1	5.4
2/4	3.2		3.0	4.2	2.0	2.7	1.6	5.3	6.0
3/4	4.5		4.0	5.1	1.9	4.3	0.3	11.2	11.0
4/4	5.3		4.2	4.8	4.2	10.2	0.9	10.4	5.3
2006 1/4	6.1		4.8	5.3	3.9	6.9	1.2	11.5	12.3
2/4	5.3		4.4	5.2	0.8	7.4	△3.9	15.9	13.6
3/4	4.8		4.0	5.8	3.8	9.9	△0.6	12.6	11.6

자료 : 한국은행 경제통계시스템.

〈표 2〉 실질가격 기준 산업별 경제성장률

	농림 어업	광업	제조업	전기 가스 수도업	건설업	도소매 음식 숙박업	운수 창고 통신업	금융 보험업	부동산 및 사업 서비스	공공 행정 및 국방	교육 서비스	보건 및 사회 복지 사업	기타 서비스
	전년동기대비(%)												
2002	△3.5	△7.7	7.6	7.7	2.8	5.4	9.2	22.0	4.9	2.6	4.4	5.7	8.9
2003	△5.3	0.9	5.5	4.7	8.6	△2.8	4.8	0.5	2.2	2.6	3.7	5.1	1.1
2004	9.2	2.7	11.1	6.6	1.8	△0.2	7.0	△1.4	1.9	2.1	2.2	5.0	1.1
2005	△0.1	△1.5	7.0	8.0	0.1	2.2	4.1	4.6	2.5	2.6	1.1	6.0	2.6
2003 3/4	△7.8	0.6	4.2	0.5	7.9	△3.6	4.1	1.3	1.4	2.6	3.6	7.2	△1.4
4/4	△6.9	2.1	8.6	2.8	9.3	△2.0	5.7	3.3	3.0	2.9	3.2	3.3	1.5
2004 1/4	10.1	3.0	11.9	6.5	5.1	△1.1	8.3	△2.1	3.0	2.1	2.4	2.2	4.2
2/4	4.2	1.7	13.6	6.8	3.9	△0.2	8.0	△0.2	2.1	2.2	2.3	6.5	0.8
3/4	4.3	1.5	11.7	8.0	2.3	0.2	6.3	△0.3	1.5	2.0	2.1	5.2	0.2
4/4	13.3	4.4	7.7	5.0	△2.3	0.4	5.6	△3.0	1.2	2.0	2.2	6.0	△0.9
2005 1/4	△2.1	△1.6	5.1	8.8	△2.6	0.1	3.6	4.9	2.5	1.9	0.6	2.0	0.2
2/4	2.6	△1.2	5.0	7.3	1.0	1.9	3.6	2.7	2.0	2.5	1.0	6.7	2.7
3/4	△0.2	△9.8	7.4	5.7	0.7	2.7	4.1	4.9	2.6	2.9	1.5	7.0	3.8
4/4	△0.9	4.7	10.2	9.9	0.4	3.7	5.0	5.9	2.9	3.1	1.4	7.8	3.6
2006 1/4	4.4	9.3	9.9	4.5	1.8	4.0	5.1	5.2	3.8	3.0	2.2	8.4	4.9
2/4	△1.5	△5.0	9.3	3.6	△3.3	3.7	5.8	5.3	4.0	3.1	2.6	6.5	3.4
3/4	△5.4	1.4	8.8	5.6	0.4	3.1	4.9	4.1	4.0	2.6	2.9	7.0	1.6

자료 : 한국은행 경제통계시스템.

〈표 3〉

산업생산활동<sup>1)</sup>

(단위 : %, 전년동기대비)

	산업생산					소비		투자			
	제조업		출하		재고	소비재 판매	내수용 소비재 출하	설비		건설	
	중화학	경공업	내수	수출				설비 투자 추계	국내 기계 수주 <sup>2)</sup>	국내 건설 기성	국내 건설 수주
2000	20.5	2.8	12.5	22.0	12.5	13.0	7.5	30.9	11.7	△3.1	15.1
2001	0.6	△0.8	1.4	0.9	0.4	7.4	2.6	△9.1	△1.0	10.0	22.1
2002	10.2	1.9	8.1	7.5	△0.8	10.5	8.3	8.4	21.0	11.2	33.0
2003	8.2	△4.1	0.5	12.9	6.1	△3.1	△3.4	△1.4	△8.7	16.6	19.3
2004	13.8	△0.8	2.6	20.1	9.3	△0.8	△1.4	1.4	6.8	11.1	△3.9
2005	8.4	△2.8	2.3	10.3	2.4	3.9	2.1	3.4	1.5	5.7	9.5
2004 11	12.4	0.9	2.4	19.8	8.4	△1.3	△0.3	3.2	1.6	5.9	4.9
12	6.4	△3.6	△2.1	11.6	9.3	1.9	△6.2	△1.7	△9.9	△0.2	39.9
2005 1	17.7	1.7	6.7	22.2	12.6	△4.0	0.9	15.5	0.7	3.6	9.1
2	△6.4	△16.1	△10.7	1.2	9.1	3.7	△11.4	△3.7	△18.7	△3.3	△20.6
3	6.5	△4.7	0.1	11.7	8.9	4.1	△3.4	1.9	△3.2	4.7	71.6
4	5.0	△4.8	△0.9	8.4	11.1	2.9	△3.7	0.3	△10.0	7.8	25.8
5	4.8	△2.1	2.5	4.5	9.1	3.8	1.4	8.4	△14.5	10.5	51.7
6	5.0	△1.9	1.3	9.0	7.2	3.5	3.8	△3.7	△12.2	10.6	37.1
7	9.6	△2.1	5.5	8.0	7.9	5.1	4.1	4.3	26.2	4.5	6.3
8	8.9	△0.9	4.1	10.4	4.6	6.6	6.3	0.3	18.3	4.3	18.3
9	9.6	△0.3	2.9	10.1	5.8	1.8	4.8	△1.6	0.1	2.6	27.8
10	10.6	△1.6	2.5	11.2	5.5	3.7	4.9	1.6	0.7	3.0	△35.3
11	15.0	△1.0	6.6	14.2	3.0	6.8	8.1	6.6	11.7	11.3	3.2
12	13.6	△0.2	7.3	13.2	2.4	9.6	8.7	12.6	42.8	6.5	△17.0
2006 1	9.1	△2.0	1.1	9.5	0.2	8.7	2.8	0.1	2.0	2.5	10.9
2	24.0	11.6	14.9	19.8	2.6	0.9	12.3	2.4	38.7	9.2	22.2
3	12.4	1.8	5.4	9.1	3.7	5.2	5.5	9.6	△0.1	5.9	△34.5
4	12.6	△0.4	3.7	13.4	3.5	5.1	4.2	7.1	15.3	2.0	△18.8
5	15.4	0.2	6.2	15.3	4.8	5.8	6.4	2.5	12.6	1.0	△17.9
6	13.8	0.5	4.1	12.6	7.2	5.6	5.0	3.0	34.8	1.1	△7.7
7	6.7	△3.8	△6.3	12.3	6.9	△1.3	△2.2	4.1	△2.7	△0.7	7.3
8	13.3	0.5	3.1	17.0	7.4	3.5	2.7	11.0	15.2	3.4	14.9
9	18.9	8.9	13.6	16.9	6.8	4.7	13.7	15.5	34.7	16.0	94.1
10	7.1	△6.3	△0.7	5.3	7.2	4.5	△0.3	6.1	35.0	7.4	1.5

주: 1) 2006년 9월, 10월은 잠정치

2) 선박제외

자료 : 통계청 『산업활동동향』 각 호

〈표 4〉 통화 · 물가 · 고용

	물가		실업률	임금		통화		회사채 (3년, AA-)	주가지수
	소비자	생산자		전산업	제조업	M2	Lf		
	전년동기대비(%)		(%)	전년동기대비(%)		전년동기대비(%)		연%, 평균	기간평균
2000	2.3	2.0	4.4	-	-	2.2	5.6	9.35	734.2
2001	4.1	△0.5	4.0	-	-	6.9	9.6	7.05	572.8
2002	2.7	△0.3	3.3	-	-	11.5	12.9	6.56	757.0
2003	3.6	2.2	3.6	9.4	8.8	7.9	8.8	5.43	679.8
2004	3.6	6.1	3.7	6.5	9.9	4.6	6.1	4.73	832.9
2005	2.7	2.1	3.7	6.4	7.8	6.9	7.0	4.68	1,073.6
2004 11	3.3	6.9	3.5	6.2	8.0	5.8	6.5	3.86	863.1
12	3.0	5.3	3.8	12.0	22.7	5.9	6.9	3.73	873.1
2005 1	3.1	4.1	4.2	△5.0	△4.8	6.3	7.0	4.11	903.4
2	3.3	3.2	4.3	21.0	27.9	6.4	6.8	4.63	964.5
3	3.1	2.7	4.1	8.0	8.4	6.6	6.5	4.48	988.2
4	3.2	2.9	3.8	7.4	11.1	6.9	6.6	4.28	955.4
5	3.1	2.1	3.5	5.3	7.1	7.0	6.6	4.12	939.0
6	2.7	1.6	3.6	9.1	11.0	7.4	7.2	4.18	991.3
7	2.5	2.0	3.7	5.7	6.4	7.9	7.5	4.52	1,058.7
8	2.0	1.4	3.6	5.1	9.6	7.7	7.6	4.75	1,101.8
9	2.7	1.6	3.6	5.1	5.6	6.6	6.9	4.92	1,171.0
10	2.5	1.7	3.6	6.9	10.0	6.5	6.9	5.20	1,190.9
11	2.4	1.1	3.3	6.5	6.7	6.6	7.2	5.50	1,253.3
12	2.6	1.7	3.5	4.2	0.7	7.0	7.4	5.49	1,338.8
2006 1	2.8	2.1	3.7	20.3	24.1	7.3	7.2	5.50	1,379.3
2	2.3	1.7	4.1	△7.7	△11.8	7.2	7.4	5.33	1,341.7
3	2.0	1.4	3.9	5.5	5.7	6.6	7.0	5.30	1,331.7
4	2.0	1.5	3.5	5.3	4.1	6.8	7.4	5.24	1,415.9
5	2.4	2.7	3.2	7.9	8.1	7.1	7.6	5.05	1,388.8
6	2.6	3.2	3.4	4.1	3.4	7.7	7.3	5.17	1,249.2
7	2.3	2.8	3.4	6.0	5.9	7.7	7.3	5.18	1,278.0
8	2.9	3.4	3.4	5.9	5.3	7.5	7.4	5.10	1,316.1
9	2.4	3.1	3.2	-	-	9.0	7.9	5.02	1,356.5
10	2.1	1.9	3.3	-	-	10.1	8.8	4.93	1,354.0
11	2.2	1.9	-	-	-	-	-	5.05	1,403.9

자료 : 한국은행 경제통계시스템, 통계청

〈표 5〉 외환 · 국제수지

	무역				국제수지		외환 보유액 (기말)	대미환율 (기말)
	수출(f.o.b.)		수입(c.i.f.)		상품수지	경상수지		
	억달러	전년동기대비 (%)	억달러	전년동기대비 (%)	억달러	억달러	억달러	원/달러
2000	1,722.7	19.9	1,604.8	34.0	169.5	122.5	962.0	1,264.5
2001	1,504.4	△12.7	1,411.0	△12.1	134.9	80.3	1,028.2	1,313.5
2002	1,624.4	8.0	1,521.3	7.8	147.8	53.9	1,214.1	1,186.2
2003	1,938.2	19.3	1,788.3	17.6	219.5	119.5	1,553.5	1,192.6
2004	2,538.4	31.0	2,244.6	25.5	375.7	281.7	1,990.7	1,035.1
2005	2,844.2	12.0	2,612.4	16.4	334.7	165.6	2,058.2	1,011.6
2004 12	232.0	17.6	209.7	19.0	29.4	22.1	1,990.7	1,035.1
2005 1	224.5	18.3	194.5	20.0	44.9	38.8	1,997.0	1,025.6
2	204.0	6.6	184.0	5.3	15.9	9.5	2,021.6	1,006.0
3	239.5	13.1	227.8	19.1	30.7	10.5	2,054.5	1,015.5
4	228.7	6.5	212.4	12.8	23.3	△9.9	2,063.8	997.1
5	231.2	11.0	211.6	18.3	26.1	13.6	2,061.0	1,007.7
6	237.1	9.5	212.9	14.8	37.0	22.4	2,049.9	1,025.4
7	232.4	10.6	215.1	17.0	31.7	14.5	2,056.8	1,026.8
8	233.4	17.9	220.0	21.4	15.9	△4.9	2,067.1	1,038.5
9	245.2	17.7	227.2	24.9	28.3	16.9	2,067.3	1,041.1
10	253.5	11.9	226.5	11.0	31.1	26.9	2,073.0	1,040.2
11	258.3	11.9	238.5	17.4	31.8	22.0	2,082.3	1,033.5
12	256.3	10.5	241.9	15.4	18.1	5.4	2,103.9	1,011.6
2006 1	232.6	3.6	230.6	18.6	14.8	0.9	2,169.3	964.6
2	237.9	16.6	234.8	27.6	8.4	△7.8	2,159.5	970.9
3	268.5	12.1	258.9	13.7	29.1	△4.3	2,173.4	971.6
4	255.9	11.9	243.9	14.8	18.8	△16.1	2,228.9	943.4
5	279.2	20.7	260.9	23.3	28.2	13.6	2,246.9	945.6
6	279.5	17.9	259.9	22.1	27.1	9.4	2,243.6	948.9
7	257.7	10.9	255.2	18.7	16.2	△3.9	2,257.2	955.2
8	273.0	17.0	270.4	22.9	14.4	△6.4	2,270.2	961.5
9	296.7	21.0	278.5	22.6	31.7	14.1	2,282.2	946.2
10	280.9	10.8	257.1	13.5	26.6	17.3	2,294.6	942.3
11	309.4	19.8	268.7	12.7	-	-	2,342.6	929.5

자료 : 한국은행 경제통계시스템



# 한국금융연구원(KIF) 발간물 현황

## 1. 정기 간행물

### ■ 주간

- 주간 금융브리프

### ■ 계간

- 금융동향 : 분석과 전망
- Korean Economic and Financial Review

### ■ 연 2회간

- 금융연구
- 한국경제의 분석
- 경제전망시리즈

## 2. 연구 발간물

### ■ 연구보고서

- 2006-02 '93 SNA에 따른 분기별 거시경제모형 : KIF05Q, 2006.5./박종규
- 2006-01 산업·금융자본 결합규제에 관한 연구, 2006.5./김동환
- 2004-01 국제경매방식이 경매수입에 미치는 영향, 2004.7./김경록·오성환
- 2003-03 담보대출제도에 관한 연구, 2003.12./김동환
- 2003-02 기업 지배구조와 금융기관의 역할, 2003.8./장대홍
- 2003-01 한국 통화위기의 성격과 발생 원인에 대한 연구, 2003.5./이충렬
- 2002-02 벤처기업과 인터넷기업의 한국형 가치평가모형의 개발, 2002.10./오세경
- 2002-01 선행지표를 이용한 실물경제 예측시스템의 개발, 2002.7./최공필
- 2001-01 은행의 재무건전성 분석 및 예측, 2001.7./손상호
- 99-01 은행과 기업의 관계와 금융시스템의 향방, 1999.5./김동환
- 98-02 기업합병과 인수의 경제적 동기와 기업가치 증대요인, 1998.9./강준구
- 98-01 생명보험상품의 가격자유화와 계약자 배당제도, 1998.2./구본성
- 97-05 겸업은행제도의 도입에 대한 연구, 1997.11./김선호
- 97-04 우리나라 은행산업의 경쟁력과 M&A, 1997.8./이창규 외
- 97-03 은행의 기업통제 역할, 1997.8./전성훈
- 97-02 금융산업에 대한 행정규제의 합리화 방안, 1997.4./송희준
- 97-01 스왑거래에 관한 법적 연구, 1997.2./김건식
- 96-09 금융기관의 지급보증, 1996.12./박상용
- 96-08 고용보험제도의 일반균형적 분석, 1996.12./김병덕
- 96-07 주가지수선물을 활용한 자산운용전략, 1996.12./김성우
- 96-06 은행의 위험가중자본규제와 유상증자, 1996.12./강효석
- 96-05 APEC 지역에서의 자본이동성 변화와 한국경제, 1996.11./남중현 외

- 96-04 은행합병의 이론과 분석, 1996.11./양원근
- 96-03 한국경제의 모형과 예측, 1996.8./박원암
- 96-02 우리나라 은행의 리엔지니어링, 1996.7./김병연 · 지동현 외
- 96-01 개인연금제도 정착을 위한 정책방안 연구, 1996.6./김원식
- 95-04 우리나라 은행의 내부금리제도, 1995.11./지동현
- 95-03 우리나라 은행자산의 증권화에 관한 연구, 1995.9./신성환 외
- 95-02 자본자유화의 영향과 정책대응에 관한 연구, 1995.9./함상문
- 95-01 한국기업의 해외증권 발행 및 유통시장에 관한 연구, 1995.3./김동순
- 94-05 증권산업과 주식시장의 효율성에 관한 연구, 1994.10./박경서
- 94-04 기업경쟁력과 지배구조, 1994.10./정광선
- 94-03 시중은행과 지방은행의 수익성과 자금효율성 비교분석, 1994.8./김태혁
- 94-02 비은행금융기관의 발전방향, 1994.6./김병주 외
- 94-01 우리나라의 자금순환 금융모형, 1994.4./박재하
- 93-05 금융세계의 문제점과 개선방향, 1993.11./이명훈
- 93-04 우리나라 통화금융정책의 추이, 1993.11./오성환
- 93-03 우리나라 은행의 자산부채종합관리, 1993.9./지동현
- 93-02 자금조달의 자본구조와 투자행태에 미치는 영향, 1993.8./김규형
- 93-01 은행산업의 진입규제와 구조조정, 1993.3./김동원

■ 정책조사보고서

- 2006-04 자본시장 관련법 통합에 따른 금융법 통합의 기본방향과 주요과제, 2006.7./이지언 · 구분성
- 2006-03 신용정보업의 현안과 정책 과제, 2006.6./정재욱 · 이상제 · 남재현
- 2006-02 채무면제 · 채무유예 금융 서비스와 정책 과제, 2006.2./이상제
- 2006-01 역모기지 활성화 방안, 2006.1./강종만 · 이석호
- 2005-04 금융지주회사의 효율적 운용을 위한 제도개선 방안 연구, 2005.12./이건범 · 김우진
- 2005-03 금융회사의 내부통제기능 정착방안, 2005.12./손상호
- 2005-02 통합금융법의 제정 논의와 과제, 2005.10./구분성
- 2005-01 금융겸업화의 가능성과 한계, 2005.10./손상호 · 구분성 · 임병철 · 김자봉 · 남재현 · 이석호
- 2004-05 자금중개시장의 현황과 과제, 2004.12./서근우
- 2004-04 금융감독방식의 선진화 방안, 2004.9./손상호
- 2004-03 가계신용증가의 경제적 영향, 2004.6./최공필 · 이명환 · 이병윤 · 이건범
- 2004-02 금융기업 결합 심사방안 연구, 2004.4./이병윤 · 김우진
- 2004-01 신용불량자 급증의 원인과 대책, 2004.4./최공필 · 이명환 · 이건범 · 임병철
- 2003-09 잠재성장률 및 성장잠재력의 추이와 시사점, 2003.12./최공필
- 2003-08 고객주의의무 도입 방안 연구, 2003.12./이상제 · 이장영 · 강임호
- 2003-07 개인 신용정보시장 인프라 개선방안, 2003.12./임병철
- 2003-06 한국금융산업의 발전과제, 2003.9./최홍식 · 권재중 · 구분성



- 2003-05 국민의 정부 5년 - 금융·기업 구조개혁 종합평가-, 2003.6./이상제·김우진
- 2003-04 전자금융거래법 제정방향, 2003.4./강임호
- 2003-03 합리적인 은행금리결정시스템 정착방안, 2003.3./김상환
- 2003-02 공적자금 회수규모 추정 및 금융부문 상환대책, 2003.2./최홍식 외
- 2003-01 우리나라 은행산업의 주요 과제와 전망, 2003.2./구본성·김우진
- 2002-05 은행의 소비자금융업 진출, 2002.12./김상환·이건범
- 2002-04 보험업법 개정방안, 2002.11./박재식
- 2002-03 최근 가계금융부채의 현황과 시사점, 2002.6./최공필·이명활·이건범·이병윤·한상일
- 2002-02 제도약하는 금융산업, 2002.6./김병덕·김우진·이상제
- 2002-01 일본경제의 위기와 시사점, 2002.5./김동환
- 2001-05 은행위기 조기경보시스템 개발, 2001.12./김상환·손상호
- 2001-04 은행 수수료체계 선진화 방안, 2001.12./이재연
- 2001-03 은행법 개정방안, 2001.12./강종만·한상일
- 2001-02 프로젝트 금융 투자회사법(가칭) 제정 추진방향, 2001.12./강종만
- 2001-01 금융이용자보호에 관한 법률(가칭)의 도입, 2001.7./김병덕·이건범·정재욱
- 2000-07 국경간(Cross-border) 금융서비스 거래 확대에 따른 규제 재정비 방안, 2000.12./김정환·차백인
- 2000-06 금융기관 퇴출제도의 개선방안에 관한 연구, 2000.12./김병덕·손상호·이지언·정재욱
- 2000-05 은행의 수익성 제고를 통한 경쟁력 강화방안, 2000.11./정지만·지동현
- 2000-04 은행신탁제도 발전방향, 2000.11./손상호
- 2000-03 금융지주회사제도 개선방향, 2000.7./지동현
- 2000-02 신BIS 기준 자기자본비율 산출기준의 도입과 과제, 2000.7./김성훈 외
- 2000-01 국내은행의 지배구조개선방안, 2000.3./김우진
- 99-10 한국 금융시스템 재구축 방안, 1999.12.
- 99-09 비은행금융기관의 소유 및 지배구조 개선, 1999.12./김세진
- 99-08 금융기관 인허가제도 개선방안, 1999.12./권재중
- 99-07 생명보험사의 기업공개, 1999.9./최홍식·강종만·정재욱 외
- 99-06 자산건전성 분류기준 및 대손충당금 제도 개편방안, 1999.7./손상호
- 99-05 구속성예금 규제제도 개선방안, 1999.5./김병연
- 99-04 종금사 발전방안, 1999.4./김병덕
- 99-03 태국 바트화 위기의 원인과 시사점, 1999.3./이장영·송치영
- 99-02 부실자산관리은행(bad bank) 설립방안, 1999.2./고성수
- 99-01 소프트웨어 중심의 금융·기업 구조개혁, 1999.2./김우진·남일총
- 98-07 21C 전략산업화를 위한 금융산업 경쟁력 강화방안, 1998.12./최홍식·권재중·김병덕·김우진·한상일·임준환
- 98-06 은행소유 및 경영구조 개선방안, 1998.12./이건호
- 98-05 어음제도의 거시경제적 기능과 통화정책, 1998.9./최공필 외
- 98-04 우리나라 외채의 효율적 관리방안, 1998.6./정한영
- 98-03 금융기관 진입기준의 재정립 방안에 관한 연구, 1998.6./김병연·김병덕
- 98-02 여신전문금융업법의 이해, 1998.6./김병덕

- 98-01 팩토리제도 발전에 관한 연구, 1998.2./서근우 · 이소한
- 97-07 민간베이스 프로젝트파이낸싱의 활성화 방안, 1997.9./이장영
- 97-06 여신전문금융기관 구조개편 방안, 1997.9./서근우 · 김병덕 · 김세진
- 97-05 은행의 소유 · 지배구조에 관한 연구, 1997.6./박경서
- 97-04 신용카드업의 효율성 제고방안, 1997.4./서근우
- 97-03 기업의 재무구조 개선을 위한 금융 및 조세정책방향, 1997.4./박경서 외
- 97-02 국채시장의 활성화에 관한 연구, 1997.3./박경서 외
- 97-01 은행의 금융상품 표시 · 광고기준제정에 관한 연구, 1997.2./양원근
- 96-09 신용정보 관리제도의 현황과 과제, 1996.12./서근우
- 96-08 금융산업의 구조개선 방안, 1996.12.
- 96-07 시중은행의 금융중개비용구조와 특성, 1996.11./김동원
- 96-06 우리나라 벤처캐피탈시장의 활성화 방안, 1996.10./고성수
- 96-05 상호신용금고의 발전방안, 1996.10./손상호 · 김병덕
- 96-04 개방경제에서의 통화신용정책, 1996.9./박원암
- 96-03 개방시대의 금융산업 경쟁력 제고방안, 1996.7.
- 96-02 은행의 예금보험제도 도입방안(Ⅱ), 1996.7./박경서 · 최장봉
- 96-01 어음제도 개선방안, 1996.5./손상호
- 95-03 Money and Banking System in North Korea, 1995.5./김병주
- 95-02 은행의 예금보험제도 도입방안(Ⅰ), 1995.3./박경서
- 95-01 자본자유화의 투자다변화 효과 : 해외 주식투자의 경우, 1995.2./이창용 · 박준용
- 94-06 Opening Up of Stock Markets: Lessons from and for Emerging Economies, 1994.11./E.Han Kim · Vijay Singal
- 94-05 금융기관 소유구조 개선방안, 1994.8.
- 94-04 금융개방과 정책대응, 1994.6./정기영 외
- 94-03 Real Interest Rates in Korea, 1994.5./이종화 외
- 94-02 선별금융제도 개선방안, 1994.4./양원근
- 94-01 금융개방의 정책적 교훈, 1994.4./박영철 · Dornbusch

■ 금융조사보고서

- 2006-09 운영리스크 추정과 손실분포 적합성 검증, 2006.12./선우석호 · 전은영
- 2006-08 우리나라 금융시장의 쏠림현상, 2006.11./강경훈
- 2006-07 주가지수 선물 및 옵션가격의 효율성에 대한 연구, 2006.8./이충언
- 2006-06 최근 전자금융의 발전과 주요 이슈, 2006.6./김자봉
- 2006-05 외환시장의 구조변화와 제도개편에 대한 소고, 2006.4./박해식
- 2006-04 인적자본에 대한 투자 증가가 금융시장에 미치는 영향, 2006.3./하준경
- 2006-03 신용과생산품 구조설계와 금융회사의 위험노출, 2006.2./임병철
- 2006-02 우리나라 금융회사의 환경위험관리 도입 방안, 2006.2./홍정훈
- 2006-01 경기변동과 중소기업 자금조달간의 관계에 대한 연구, 2006.1./신용상
- 2005-16 국내보험사의 중국 진출 전망과 방안, 2005.12./이석호
- 2005-15 농업금융의 특성과 규모의 경제 분석, 2005.12./강종만
- 2005-14 외국자본 진출 확대의 영향과 대응방안, 2005.12./이병윤

- 2005-13 우리나라 은행산업의 스트레스 테스트를 통한 주택대출의 신용위험관리  
2005.12./이지언
- 2005-12 은행지배구조의 평가와 과제, 2005.12./박재하
- 2005-11 금융업무의 특성과 겸업화 방향, 2005.11./손상호
- 2005-10 저성장기의 은행 비즈니스 모델, 2005.10./지동현
- 2005-09 국제자본시장에서의 가격결정에 관한 연구: 글로벌주식 및 유로채를 중심으로,  
2005.9./김동순
- 2005-08 아시아 역내 신용보증기구 설립방안, 2005.7./박재하·오규택·이명환
- 2005-07 인구고령화의 경제적 영향과 시사점, 2005.6./최공필·남재현
- 2005-06 외국인투자자의 주식투자행태와 성과 분석, 2005.6./강종만·이상재
- 2005-05 국내 금융심화와 산업성장의 관련성에 대한 연구, 2005.6./신용상
- 2005-04 IT투자확대와 은행산업의 수익성 간의 관계 분석, 2005.6./안종길·이명훈·최창규
- 2005-03 결제통화의 환율 변동성이 무역에 미치는 영향, 2005.3./장삼모
- 2005-02 개인구좌제도의 도입을 통한 우리나라 연금시스템의 발전 방안, 2005.3./장동한
- 2005-01 은행시스템의 진화에 관한 연구, 2005.1./김동환
- 2004-04 효율적 외환위기 예측시스템의 구축 방안, 2004.12./김경수
- 2004-03 국내은행의 중국진출 유인과 방안, 2004.11./박해식
- 2004-02 소액전자지급시장의 경제학적 이해, 2004.6./강임호
- 2004-01 금융회사집단 감독체계의 구축방안, 2004.3./최장봉
- 2003-09 자산가격 버블이 민간소비에 미치는 영향, 2003.12./정한영
- 2003-08 Korea's Financial and Corporate Restructuring, 2003.12./손상호
- 2003-07 중소기업금융의 현황과 과제, 2003.12./서근우
- 2003-06 은행산업 시장집중도 증가가 산업간 자원배분에 미치는 영향, 2003.9./  
이병윤
- 2003-05 우리나라 기업의 환노출 분석, 2003.9./정찬우
- 2003-04 기업의 재무건전성과 은행의 기업고객 전략, 2003.8./권재중·이동걸
- 2003-03 중국 금융제도의 발전, 2003.5./박찬일
- 2003-02 외환당국의 구두개입 효과분석: 일본의 사례연구, 2003.5./박해식·송치영
- 2003-01 인터넷전문은행의 진입에 관한 연구, 2003.4./강임호
- 2002-08 방카슈랑스가 은행의 안전성 및 효율성에 미치는 효과, 2002.12./정재욱·이지언
- 2002-07 금융위기 이후 신용위축의 원인과 통화정책, 2002.10./백웅기
- 2002-06 금융지주회사의 설립과 운영, 2002.9./김우진·이건범
- 2002-05 통화선물거래가 현물환 가격변동성에 미치는 영향력 분석, 2002.6./장원창
- 2002-04 자기자본규제와 은행경영, 2002.5./김상환
- 2002-03 효율적 은행규제방안에 대한 연구, 2002.4./위경우
- 2002-02 국제대부시장의 특징 및 최적자금조달에 관한 연구, 2002.4./정한영
- 2002-01 중국의 금융시장과 주요 이슈, 2002.3./김정한
- 2001-06 The Early Warning System for Currency Crises in Korea, 2001.12./최공필
- 2001-05 외환위기 이후 원/달러환율의 해외충격에 대한 민감도 분석, 2001.9./박해식
- 2001-04 An Empirical Investigation of the Efficiency and Scale Economies of

- Commercial Banks in Korea, 2001.9./곽승영 외
- 2001-03 A Study of Asian Financial Crisis and Over-the-Counter Market, 2001.8.  
/이봉수
- 2001-02 금융감독체제의 개선 방향, 2001.5./안상욱 · 최홍식
- 2001-01 자본자유화시대하에서 우리나라의 통화 및 환율정책, 2001.5./박해식 · 정한영
- 2000-04 자본통제가 금융변수에 미치는 영향 : 태국, 말레이시아 사례 연구, 2000.12/  
장원창
- 2000-03 금융부문의 비효율성과 금융위기, 2000.10./이종화
- 2000-02 예금은행의 예대금리차 결정요인분석, 2000.9./김상환
- 2000-01 금융기관 부실자산 정리방안, 2000.8./고성수
- 99-13 부실금융기관 정리방안, 1999.12./김성훈 · 김우진
- 99-12 VaR를 이용한 포트폴리오 위험측정과 관리, 1999.11./김성훈
- 99-11 통화안정증권의 국채전환에 대한 경제적 효과분석, 1999.11./정한영
- 99-10 자본유출입이 실질실효환율과 외환시장압력에 미친 영향, 1999.10./김정한 외
- 99-09 유로화 도입과 유럽금융제도의 변화, 1999.9./임준환
- 99-08 변동환율제하에서 미시구조적 정보를 이용한 원/달러 환율의 단기변동 분석,  
1999.9./박해식 외
- 99-07 여신사후관리의 개선, 1999.7./손상호
- 99-06 금융구조조정 중간평가 및 향후과제, 1999.6./김우진 · 차백인 · 이건호
- 99-05 The Korean Experience with Financial Crisis: A Chronology, 1999.6.  
/최공필
- 99-04 중소기업 신용평가체제 개선방안, 1999.5./손상호 · 김동환
- 99-03 신용과생상품의 이해와 위험관리에의 활용, 1999.4./이건호
- 99-02 미국의 예금금융기관 부실경영에 대한 처벌 및 제재시스템, 1999.3./이재연
- 99-01 국내은행의 신용위험 관리체제 개선방안, 1999.2./이건호
- 98-04 국가별 금융구조조정 사례연구, 1998.9./고성수
- 98-03 신용경색과 은행대출 개선방안, 1998.6./지동현
- 98-02 은행의 위기관리시스템 도입 및 활용방안, 1998.2./함유근
- 98-01 은행의 적정 점포수에 관한 연구, 1998.2./지동현
- 97-15 북구3국의 부실채권 정리사례, 1997.12./고성수
- 97-14 Financial Crisis in East Asia and Prospects for Recovery, 1997.12./Rudiger  
Dornbusch
- 97-13 은행경영평가제도에 관한 연구, 1997.12./김병연
- 97-12 영업점 평가제도 개선방향, 1997.12./고성수
- 97-11 Exchange Rate Policy for Developing Countries, 1997.12./Anne O.Krueger
- 97-10 국내 부실은행의 경영전략 수립방안, 1997.11./지동현
- 97-09 금융산업 개편에 따른 중금사의 전략적 포지셔닝, 1997.10./김병덕
- 97-08 제4단계 금리자유화와 은행경영, 1997.8./지동현
- 97-07 한미양국 은행의 수익성 비교 분석, 1997.8./지동현
- 97-06 우리나라 은행의 만기대응 내부금리제도 도입방안, 1997.7./윤석현

- 97-05 일본의 금융빅뱅, 1997.7./김동환  
 97-04 금융거래전자화를 위한 하부구조구축 : 현황 및 과제, 1997.7./김병연  
 97-03 은행가치평가, 1997.6./지동현  
 97-02 금융환경변화와 금융제도의 안정성, 1997.5./박경서  
 97-01 Key International Monetary Policy Issues at the Turn of the Century, 1997.2./M. Guitian  
 96-04 단기금융시장 개선방안, 1996.12./이태봉  
 96-03 금융산업 정보화의 과제와 전략, 1996.11./함유근  
 96-02 환율제도와 원/달러 환율의 변동성, 1996.11./정찬우  
 96-01 일본의 부실금융정책과 시사점, 1996.8./고성수  
 95-09 최근의 금융시장 동향 및 금융소득종합과세의 영향, 1995.10.  
 95-08 금리자유화가 경제에 미친 영향, 1995.8.  
 95-07 What Does the Halifax Communique Imply for the International Financial System?, 1995.11./Stanley Fisher  
 95-06 우리나라 일반은행의 성과분석과 구조조정, 1995.8./유관희  
 95-05 자산시장과 거시정책, 1995.7./이양팔  
 95-04 유럽통화통합의 문제점과 전망, 1995.5./채희율  
 95-03 Economic Reforms of India, Latin America and the Post Communist Countries, 1995.4./Jeffery Sachs  
 95-02 지방 투금사의 종금사 전환에 따른 금융시장의 변화, 1995.1./유극렬  
 95-01 멕시코 금융위기의 배경 및 교훈, 1995.1./송치영 외  
 94-01 자본시장개방과 한국의 실질이자율, 1994.11./이종화

## ■ 기타 보고서

### ◎ 일반 보고서

- 지급결제제도의 이해, 2006.9./지급결제연구회
- 사모투자펀드(PEF) 활성화 : 현황 평가와 향후 과제, 2006.6./임병철 · 김자봉
- 증권사의 소액결제시스템 참여에 대한 평가와 과제, 2006.6./지동현 · 구본성 · 김자봉
- 금융투자업의 이해상충 문제와 시사점, 2006.6./구본성 · 구정한 · 이명활
- 한국경제 어떻게 보고, 어떻게 대응할 것인가, 2006.6./조운제
- 해외 대안금융기관의 현황과 시사점, 2006.4./정찬우
- 주요국의 퇴직연금 현황과 시사점, 2005.8./남재현
- 신용카드시장의 현황과 과제, 2005.3./정찬우
- 디지털 금융의 이해, 2003.9./강임호 외
- 유럽 자본시장 및 결제시스템의 주요 변화, 2003.5./곽선호 · 이경형
- 금융상품의 법률관계, 2003.2./함귀용
- 아르헨티나 공기업의 민영화와 시사점, 2002.12./강종만
- IMF자금 조기상환의 의미와 향후과제, 2001.12./최홍식 · 박해식 · 박종규
- 자본이동과 환율변동 : 분석 및 예측, 2001.12./김정환 · 박해식 · 장원창 · 차백인
- 한국 금융산업의 과거 · 현재 · 미래, 2001.11.
- 은행 자산관리 및 은행 경영전략, 2001.9.

- 금융소비자보호제도의 실태조사결과 및 개선 방향, 2001.9./김우진 외
- 미·일 자본시장의 구조 및 변화, 2001.7./이경형 외
- 은행구조조정 및 사이버뱅킹, 2000.9.
- 동남아 주요국의 금융제도, 1999.12./이광상 외
- 금융기관의 내부통제 제도, 1999.12.
- 자산건전성 분류 사례집, 1999.11./손상호·김동환 외
- 은행산업 연봉제 도입방안, 1999.11./김병연 외
- 가치경영을 통한 은행의 경영혁신, 1998.7./지동현·함유근
- Financial Liberalization and Opening in East Asia, 1998.3.
- 금융정보화의 추진방안, 1998.3./지동현·함유근
- 국제화 환경에서의 금융개혁, 1998.2.
- 금융지주회사제도에 관한 연구, 1998.2./박경서·김선호
- 스웨덴의 금융위기와 정부의 지원정책, 1997.12./이장영·박혜식 외
- 경제자유화와 자본자유화, 1997.12./이천표
- 개방시대의 금융산업 경쟁력 제고방안, 1997.6.
- 전자기술의 발달과 은행산업의 미래(CD Rom 포함), 1997.3.
- 외국의 은행합병현황, 1996.9./김병연·박경서 외
- 남미 주요국의 금융제도, 1996.8./이경형·정승원 외
- 우리나라 사금융시장에 관한 연구, 1996.8./박영철·양원근 외
- 체제전환국의 금융제도, 1995.4.
- 외환제도개혁연구, 1994.11.
- 금융제도개편연구, 1993.12.
- 외환시장 하부구조 구축을 위한 연구, 1993.9.
- 외국환관리법 공청회, 1991.10.

◎ 자료 보고서

- 2005년도 KIF금융논단 모음집, 2005.12.
- 2004년도 KIF금융논단 모음집, 2004.12.
- 2004년도 KIF은행경영브리프 모음집, 2004.12.
- 2004년도 KIF국제금융 : 동향과 구조변화, 2004.12.
- 2003년도 KIF금융논단 모음집, 2004.2.
- 2003년도 KIF은행경영브리프 모음집, 2004.2.
- 2003년도 KIF국제금융 : 동향과 구조변화, 2004.2.
- 2002년도 KIF금융논단 모음집, 2003.2.
- 2002년도 KIF은행경영브리프 모음집, 2003.2.
- 2002년도 KIF국제금융 : 동향과 구조변화, 2003.2.
- KIF금융논단 모음집 2001, 2002.2.
- KIF은행경영브리프 모음집 2001, 2002.2.
- 국제금융 : 동향과 구조변화 2001, 2002.2.
- 경제이슈분석 I (1998.7~1999.9), 2001.12./최공필
- 금융부문 현안 과제(1998년 하반기~2000년 상반기), 2001.8.

- KIF 금융논단 모음집 1999~2000, 2000.12.
- KIF 은행경영브리프 모음집 1999~2000, 2000.12.
- 국제금융 : 동향과 구조변화 1999~2000, 2000.12.
- KIF 금융논단 모음집 96~98, 1998.12.
- KIF 금융논문집 제2집, 1998.12.
- KIF Studies in Financial & Monetary Issues 96~98, 1998.12.
- 국제금융 해외논단 96~98, 1998.12.
- 국제금융 : 동향과 구조변화 96~98, 1998.12.
- KIF 금융논단 모음집, 1997.2.
- KIF 금융논문집 제1집, 1997.1.
- KIF Studies in Financial & Monetary Issues, 1997.2.
- 국제금융 해외논단, 1997.3.
- 국제금융 : 동향과 구조변화, 1997.3.

■ Working Paper

- 2006-01 Money, Price Level and Output in the Chinese Macro Economy, 2006.2.  
/Gregory C. Chow
- 2005-10 Financial Dependence, Growth Opportunities, and Industrial Growth in Korea,  
2005.11./신용상
- 2005-09 Disclosure Manipulation and Elasticity of Intertemporal Substitution,  
2005.11./김자봉
- 2005-08 Portfolio Decisions and the Optimal Deductible for an Insurance Policy,  
2005.9./장인원 외
- 2005-07 A Roadmap for the Asian Exchange Rate Mechanism: A Common  
Currency Approach, 2005.8./최공필
- 2005-06 Home Production Model and Foreign Trade: The Case of the Korean  
Economy, 2005.5./남재현
- 2005-05 Social Governance, Growth Paradigm, and Mismatch Problems, 2005.2./최공필
- 2005-04 Why Consumption Growth Exceeded GDP Growth in Korea?: A Bubble  
Approach, 2005.2./정한영
- 2005-03 The Dollar and the Policy Mix Redux, 2005.2./Barry Eichengreen
- 2005-02 Japanese Vocal Intervention and the Yen / Dollar Exchange, 2005.2./  
박해식 · 송치영
- 2005-01 Orthogonality Conditions of Instruments in the First- and Second-Order  
Approximations, 2005.1./김자봉
- 2004-08 Robust N-Asymptotic Estimation in Short Dynamic Panel Model,  
2004.12./김자봉
- 2004-07 The Free-Floating Exchange Rate System, Real Exchange Rate  
Misalignment, and Long-Term Exchange Rate Risk, 2004.11./강삼모
- 2004-06 Debt-driven Recession and Systemic Risks in the Korean Banking Sector,  
2004.7./최공필
- 2004-05 The Home Production Puzzle: The Role of Human Capital and Adjust-

- ment Cost, 2004.6./남재현
- 2004-04 Bank Mergers and De Novo Banks: A System Evolutionary Approach, 2004.6./김동환 · Michael Jerison
- 2004-03 Severity of Personal Delinquency Problem in Korea and Its Implications, 2004.6./최공필
- 2004-02 Building a Settlement Infrastructure for the Asian Bond Markets: AsiaSettle, 2004.2./박재하 · 오규택 · 박대근 · 이창용
- 2004-01 Financial Stability of a Small Open Economy under Credit Constraints, 2004.1./최공필
- 2003-06 Korea as an International Financial Hub, 2003.12./이장영
- 2003-05 The Implications of Globalized Finance for Growth and Stability in Emerging Economies, 2003.11./최공필
- 2003-04 Developing the Asian Bond Markets using Securitization and Credit Guarantees, 2003.10./오규택 · 박재하
- 2003-03 Standardization of Electronic Money, 2003.5./강임호 · 김정유
- 2003-02 Financial Sector Reform in Korea: A Systemic Risk Approach, 2003.4./이장영
- 2003-01 Changes in Market Volatility and Risk Premia in the Korean Stock and Options Markets in the Aftermath of September 11th, 2003.3./한상일 · 강장구 · 윤창현
- 2002-04 What will be the Main Indicators of a Debt Crisis in East Asian Countries?, 2002.12./정한영 · 이상재
- 2002-03 CMI Conditionality and Post-CMI Architecture, 2002.9./최공필 · 장원창
- 2002-02 An Early Warning System for Contagious Currency Crisis, 2002.5./최공필
- 2002-01 Reflections on Fiscal Policy Reactions to the Korean Economic Crisis, 2002.4./박종규
- 2001-06 Comparison of Monetary Policy Rules for a Financially Vulnerable Economy : The Case of Korea, 2001.12./최공필
- 2001-05 Post-Crisis Financial Development in Korea and Challenges for Monetary Policy, 2001.12./최공필
- 2001-04 Diversified Business Groups and Diversification Value in Development Countries, 2001.12./이건범
- 2001-03 The Valuation of Caps, Floors and Swaptions in a Multi-Factor Spot-Rate Model, 2001.8./Sandra Peterson 외
- 2001-02 The Term Structure of Interest-Rate Futures Prices, 2001.7./Richard C. Stapleton 외
- 2001-01 Case Study of Daewoo Restructuring, 2001.2./이동걸
- 2000-04 Governance Structure of Korean Banks, 2000.11./정해왕 · 김우진
- 2000-03 Financial Alternatives for the North Korean Development, 2000.8./이장영
- 2000-02 Was Korea's Financial Crisis Self-Fulfilling, 2000.4./최공필 · 박원암



- 2000-01 Monetary and Financial Policies in Korea after the Crisis, 2000.2./이장영
- 99-07 Non-Performing Loans in Korea's Financial Sector and Restructuring Costs, 1999.10./권재중 외
- 99-06 Currency Bloc and its Evolution in Asia: Focusing on the Yen, 1999.8.  
/김동환
- 99-05 The Relationship between Developed Equity Markets and the Pacific Basin's Emerging Equity Markets, 1999.7./차백인 외
- 99-04 Stock Market Reactions to Bank Industry Restructuring: the Korean Experience of 1997 and 1998, 1999.5./강종만 외
- 99-03 The Asian Financial Crisis and the Balance Sheets of Banking and Corporate Sectors, 1999.5./곽승영
- 99-02 Interdependence Between Developed Equity Markets and Asia-Pacific Emerging Equity Markets, 1999.4./차백인
- 99-01 The Transmission of Pricing Information of Dually-listed Stocks, 1999.2./차백인 외
- 98-03 Cross-Border Capital Flows and Asset Price Volatility: The Case of Korea, 1998.12./최공필 · 송치영
- 98-02 Hong Kong's Inflation under the Linked Exchange Rate System, 1998.11./차백인
- 98-01 The East Asian Financial Crisis: A Year Later, 1998.8./박영철 외
- 97-04 Investor's Myopia and Cyclical Ex-post Returns, 1997.12./구본성 외
- 97-03 Central Bank Independence and Inflation and Output Variability: The Role of an Exchange Rate Goal, 1997.6.
- 97-02 Forecasting Performance of Empirical Monetary Exchange Rate Models Revised, 1997.5./차백인 외
- 97-01 The Short-run Dynamics of a Small Open Economy's External Debt, 1997. 5./차백인
- 96-08 Bid-Ask Spread and Arbitrage Profitability, 1996.12./함상문
- 96-07 Monetary Bands and Monetary Neutrality, 1996.12./배기홍 외
- 96-06 The Financing Hierarchy and the Role of Banks: Evidence from the Korean Bank-Loan Market, 1996.11./고성수
- 96-05 A New Measure of the Effective Bid-Ask Spread, 1996.9./김성훈
- 96-04 The Role of Collateral in the Bank-Loan Market, 1996.7./고성수
- 96-03 A General Equilibrium Analysis of the Retirement Benefits Program, 1996.6./김병덕
- 96-02 Optimal Security Design for a New Firm, 1996.4./위경우
- 96-01 Is There Mean Reversion in the ERM?, 1996.2./정찬우
- 95-04 Optimal Target Zones and Price Variability, 1995.11./정찬우
- 95-03 On the Relation between Business Cycles and Stock Market Volatility, 1995.10./이충언

- 95-02 The Real Exchange Rate and the Current Account Balance in Japan, 1995.9./송  
치영
- 95-01 Country Fund's Premiums and Discounts, 1995.2./김동순
- 94-06 Credit Market Signalling Equilibria Under Fixed and Free Loan Rate  
Regulations, 1994.1./윤석현
- 94-05 주가수익률 변화와 관련한 주가의 단기 과민반응에 대한 증권분석, 1994.10. /김  
진호 · 김동순
- 94-04 Existence of Insurance Market Equilibrium Under a Non-Proportional  
Indemnity Policy, 1994.8./장유성
- 94-03 금리와 인플레이션간의 관계분석, 1994.7./김세진 외
- 94-02 국내 금리의 장기 피셔효과 및 실질금리의 정상성 분석, 1994.7./김진호
- 94-01 Evolutionary Changes in the Institutional Framework of the Japanese Banking  
and Finance, 1994.6./Shoichi Royama
- 93-09 Fairly Priced Deposit Insurance, Incentive Compatible Regulations and Bank  
Asset Choices, 1993.10./윤석현 외
- 93-08 Corporate Mergers and Acquisitions: A Bargaining Game, 1993.9./박경서
- 93-07 The Shift of Equilibrium Investment by the Ex-Post Asymmetric Information,  
1993.12./이승엽
- 93-06 Return Predictability and the Time Varying Risk Premiums in Commodity  
and Financial Futures Markets, 1993.11./윤창현
- 93-05 Is Technical Analysis Useful? Economic Evaluations of OLS, Neural Network  
and Moving Average Trading Rules, 1993.11./신성환
- 93-04 Asset Prices and Trading Strategies under Differential Information, 1993. 11./  
이건호
- 93-03 Money and Interest in a Simple Production Economy Structure of Financial  
Systems, 1993.11./함상문
- 93-02 Steady-state Probabilities under Non-additivity, 1993.10./유극렬
- 93-01 Exchange Risks, Forward Markets and Prices, 1993.7./곽노성
- 92-11 Loan Monitoring, Competition and Socially Optimal Bank Capital  
Regulations, 1992.12./윤석현 외
- 92-10 Prospects for Banking Industry in Korea, 1992.10./이재웅
- 92-09 The Japanese Banking System Approaching the 21st Century, 1992.  
10./Yoshio Susuki
- 92-08 European Banking, Integration or Fragmentation, 1992.10./Jean Dermine
- 92-07 Restructuring the US Banking Industry Towards the 21st Century, 1992.  
10./Anthony Saunders
- 92-06 A Framework for the Optimum, 1992.10./Ingo Walter
- 92-05 Increased Riskiness and the Demand for Insurance, 1992.9./장유성
- 92-04 은행산업의 금융자율화와 국제경쟁력, 1992.9./정지만
- 92-03 Capital Movement, Real Asset Speculation, and Macroeconomic Adjustment in

- Korea, 1992.9./박영철 외
- 92-02 The Role of Finance in Economic Development in South Korea and Taiwan, 1992.8./박영철
- 92-01 Export-Led Growth and Economic Liberalization in South Korea, 1992. 8./박영철

■ KIF금융PAPER

---

- 99-02 고객정보시스템 구축 및 활용전략, 1999.1./함유근 · 정철용
- 99-01 VaR의 이해와 국내금융기관의 VaR시스템 구축방안, 1999.1./이건호
- 98-01 고객정보를 활용한 은행 데이터 베이스 마케팅 전략에 관한 연구, 1998.6./박찬욱
- 97-01 우리나라 일반은행의 수익구조 : 현황분석 및 개선방안모색, 1997.10./김병연
- 96-03 은행산업의 국제화 및 현지경영전략에 관한 연구, 1996.6./이광철
- 96-02 할부금융업의 도입과 은행의 대응전략, 1996.2./강병호 · 이소한 외
- 96-01 한국증시에서의 외국인의 주식투자 행태 및 영향력, 1996.2./연강흠
- 95-03 은행 자기자본비율규제의 이론과 실제, 1995.12./채희율
- 95-02 Financial System and Policy(1961~79): An Assessment of Park's Legacy, 1995.5./김병주
- 95-01 자본자유화, 실질환율 및 정책대응 : 남미, 아시아제국의 경험 및 한국의 정책, 1995.1./왕연균
- 94-03 일본의 금융국제화, 1994.7./민상기
- 94-02 금융기관과 기업의 소유구조 및 새로운 관계정립, 1994.4./장현준
- 94-01 개방화에 대응한 우리나라 은행의 국제화 전략, 1994.1./김병연 외
- 93-02 한국에 진출한 외국은행의 경쟁전략 및 성과분석, 1993.11./정창영
- 93-01 일본의 금융개혁, 1993.11./민상기



경제전망시리즈 2006-03  
2007年 經濟展望

---

2006年 12月 22日 인쇄

2006年 12月 26日 발행

발행인 최 홍 식

발행처 한국금융연구원

서울시 중구 명동 1가 4-1 은행회관 5·6·7·8층

전화 : 02-3705-6300 FAX : 02-3705-6309

<http://www.kif.re.kr>; [wmaster@kif.re.kr](mailto:wmaster@kif.re.kr)

등록 제1-1838(1995. 1. 28)

---

ISBN 89-503-0339-6 93320

값 15,400원

