

 POSRI 보고서

美 출구전략의 전개방향과 신흥국 파급영향

김영삼 수석연구원, 글로벌경제·정보센터 (youngsamkim@posri.re.kr)

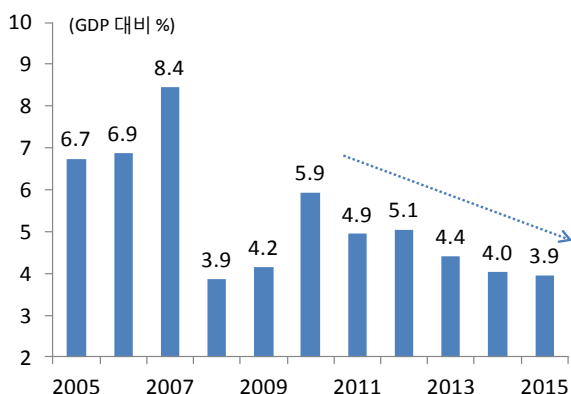
[목 차]

1. 최근 신흥국 외환불안 동향
2. 美 출구전략의 예상 경로
3. '돈 풀기 축소'에 따른 신흥국 중·단기 영향
4. 종합 및 시사점

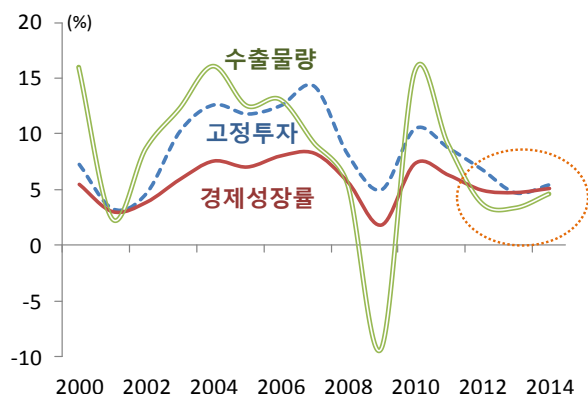
Executive Summary

- 미국은 올해 10월 전후로 자산 매입을 종료하고 2015년 중후반부터 점진적으로 금리인상을 시작할 것으로 예상
 - 현 연준위원들은 출구전략 지속을 선호하는 것으로 평가되며, 글로벌 IB들도 출구전략 기조가 유지될 것이라는 견해가 다수
 - 기준금리는 올해(2014년) 제로금리 수준이 유지되고 내년(2015년) 중후반 이후 점진적으로 인상될 것으로 전망됨
- 美 출구전략의 부정적 영향이 신흥국 외환불안 등 금융 부문에 국한되지 않고 투자 및 수출 부진 속 신흥국 성장 동력 약화로 이어질 전망
 - 최근 신흥국들의 리스크 지표가 일부 개선되고 있으나, 지속적인 경상적자와 미 출구전략으로 향후 1~2년간 외환불안이 반복될 것으로 예상
 - 한편, 신흥국의 자금유입 감소 및 금리인상 등으로 투자 및 수출 부진은 이미 현실화되고 있는 모습. 향후 제2의 BRICs와 같은 신흥국 고성장 신화를 기대하기는 어려움
- 단기적으로 경상수지 적자가 지속되는 신흥국을 중심으로 환율 변동성이 높을 것으로 예상되며, 외환 모니터링을 강화하는 등 적극적인 대응 필요
 - 국제투기자본의 공격으로 일부 신흥국 환리스크가 확대될 수 있으며, 원화 변동성도 동반 확대됨에 따라 결제 시점 결정 등에 어려움 예상
 - 환변동성을 지속 모니터링하고 국가별/품목별 환헤지 가능성을 검토할 필요
- 중기적으로 신흥국 성장세 둔화를 염두에 두고 玉石을 구별할 필요
 - 인도 중앙은행 총재에 국제적으로 명망이 높은 라잔이 취임한 이후 금융 시장이 안정된 점을 볼 때 신흥국은 정책 대응에 따라 차별화될 전망
 - 향후 적극적이고 효과적인 정책 대응으로 안정적인 성장세가 예상되는 신흥국을 선별하고 이를 경영전략 수립시 활용할 필요

< 신흥국 자본 유입 추이 및 전망 >



< 신흥국 수출, 투자, 성장률 추이 >



1. 최근 신흥국 외환불안 동향

□ 신흥국의 리스크 지표 상승세가 다소 완화되고 주가가 일부 회복하는 등 위기 우려가 일부 진정

○ 최근 신흥국 CDS 프리미엄의 급격한 상승세가 다소 완화

- 인도네시아, 태국, 터키, 브라질, 남아프리카공화국 등 5개국의 평균 CDS 프리미엄은 2월 27일 192bp로 고점(2월 3일) 대비 33bp 가량 하락
- 아르헨티나, 헝가리, 인도 등 일부 신흥국의 CDS 프리미엄은 여전히 상승세를 보이고 있지만 상승폭은 축소

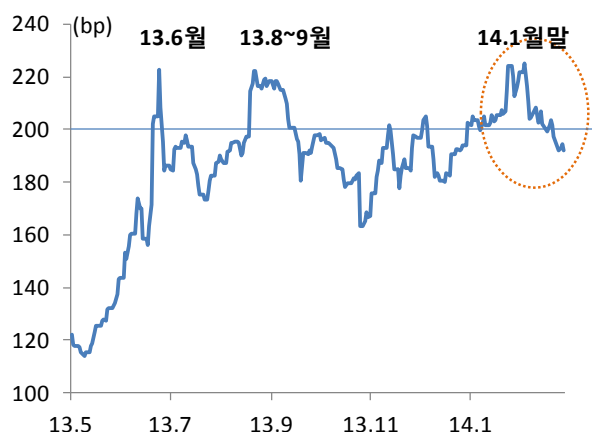
○ 2014년 초 신흥국 주가가 지난해 5월 이후와 비슷하게 급락하였으나, 1월 30일 이후에는 소폭 회복하며 다른 양상을 보임

- 지난해 5월 미 연준이 출구전략을 언급한 이후 신흥국 주가가 급락. 지난해 12월 이후 출구전략이 시행되자 신흥국 주가 하락세가 재연될 것이라는 우려가 높아짐
- 그러나 1월 미국의 FOMC에서 자산매입 추가 축소 결정에도 불구하고 금융시장 불안이 진정되는 가운데 주가는 회복세로 반전

○ 글로벌 IB 등 일부 기관들은 최근 신흥국의 주가 회복, 환율 상승세 진정에 주목하며 2014년 초 신흥국 불안이 다소 과도했던 것으로 평가

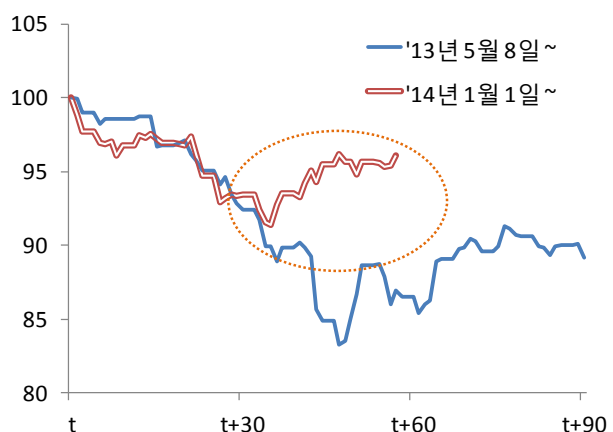
- 도이치방크(Deutsche Bank), 바클레이스(Barclays) 등은 신흥국 채권 및 주식 가격이 저점을 통과하고 있는 것으로 판단¹
- 또한 지난해 중반 이후의 환율 상승에 따라 인도, 인니 등 일부 신흥국들의 경상수지 적자폭은 다소 감소할 것이라는 전망도 대두

< 최근 신흥국 CDS 프리미엄 추이 >



주 : 인니, 태국, 터키, 브라질, 남아공의 평균 수치
자료 : Bloomberg

< 최근 신흥국 주가 추이 >



주 : 신흥국 주가는 MSCI 신흥국 지수
자료 : Bloomberg

¹ 국제금융센터, "금융불안 신흥국들에 대한 해외시각 점검", 2014. 2.18

□ 신흥국 리스크가 다소 진정된 원인은 경기 둔화가 발생하더라도 금융불안을 진정시키겠다는 신흥국 정부의 노력 때문

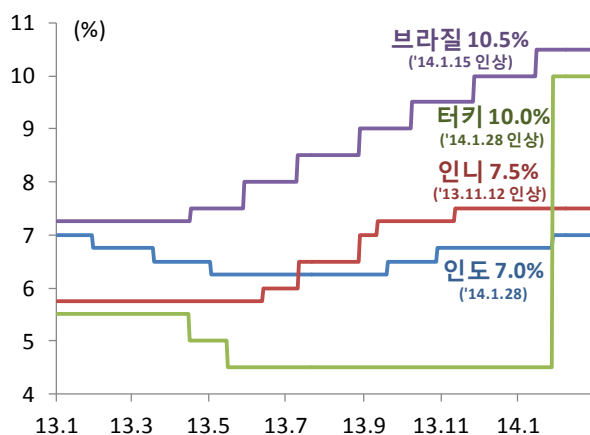
○ 지난해 5월 이후의 급격한 통화가치 하락 및 증시 하락을 경험한 신흥국 정부는 기준금리를 인상하는 등 외화유출 방지에 적극적으로 대응

- 터키 중앙은행은 해외자본 유출에 대응하여 기준금리를 4.5%에서 10%로 대폭 인상(2014.1.29)
- 지난해 상반기 이후 브라질(7.25%→10.5%), 인도네시아(5.75%→7.5%), 인도(6.25%→7.0%) 중앙은행도 수 차례에 걸쳐 기준금리를 지속 인상
- 최근 신흥국들의 신속한 금리 인상으로 금융시장의 정책 신뢰는 다소 개선될 것으로 보이나 내수 경기에는 부정적인 영향이 예상

○ 또한 최근 외환불안을 겪은 신흥국들은 경상 및 재정수지 적자 문제의 중요성을 인식하고 올해 적극적인 긴축정책을 실시할 계획

- 글로벌 펀드들은 지난해 5월 이후 경상수지 및 재정수지 적자가 심한 신흥국을 위주로 외화자금을 회수하고 있는 것으로 판단
- 이에 신흥국들은 재정건전화를 주요 정책과제로 설정하고 2014년 실질적인 긴축 정책을 실시할 것으로 예상
- 인도네시아, 말레이시아 등은 이미 지난해부터 재정지출을 줄이기 위해 연료보조금을 삭감하기도 하였음
- 올해 다수의 신흥국에서 선거가 예정돼 있어 경기부양책을 다시 실시할 것이라는 견해도 있으나, 지난해부터의 외환불안을 겪은 정책 당국은 오히려 긴축을 통한 대내외 신뢰 회복을 더욱 중요시하는 것으로 보임
- 이와 같은 신흥국들의 긴축정책 전환은 장기적으로 경제 체질 개선에는 긍정적이지만, 단기적으로는 투자 등 내수 회복에 부정적인 영향을 미칠 가능성 상존

< 주요 신흥국 기준금리 추이 >



자료 : 국제금융센터

< 주요 신흥국의 재정정책 기초 >

인도	2016년까지 재정적자를 GDP 대비 3% 이내로 축소하는 것을 정책 목표로 설정
브라질	올해 10월 대선에도 불구하고 정부는 재정건전화를 주요 정책과제로 인식하여 긴축 정책 실시 예상
인도네시아	연료보조금을 삭감(2013.6월)하는 등 긴축 정책 시행
말레이시아	연료보조금 감축을 위한 연료가격 인상
필리핀	조세제도 및 조세행정기구 개혁을 포함한 중장기적인 재정건전화 정책 추진

자료 : 한국은행

2. 美 출구전략 예상 경로

□ 미 출구전략은 기존 계획대로 진행되는 가운데 자산매입은 올해 10월 전후로 종료되고, 금리인상은 2015년 중후반 시작 예상

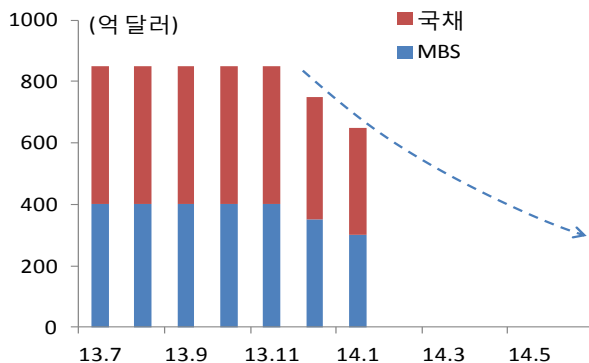
○ 미 출구전략 시행은 지난해 중반 버냉키의 발표내용과 동일하게 진행

- 지난해 6월 전임 연준의장 버냉키는 미 경기개선 지속시 2013년 중앙적완화를 축소하기 시작하여 2014년 중반에는 종료될 것이라고 발언
- 실제 지난해 12월 미 FOMC에서 월 자산매입 규모를 100억 달러로 감축함으로써 출구전략을 시작(850억 달러 → 750억 달러)했으며, 올해 1월 양적완화 규모를 750억 달러에서 650억 달러로 추가 축소

○ 현 연준위원들은 출구전략 지속을 선호하는 것으로 평가되며, IB들도 출구전략 기조가 유지될 것이라는 견해가 다수

- FOMC 성명에서 신흥국 불안에 대한 언급이 없었으며, 특히 매파로 분류되는 Fisher위원은 신흥국 불안은 정책고려 대상이 아니라고 강조
- 올해 2월말 신임 연준의장 윌런은 “중대한 경기전망 변화시 축소 규모 재검토가 가능하다”고 언급했으나, 혹은 영향에도 불구하고 미국경제는 여전히 회복세를 보이는 것으로 평가하며 출구전략을 지속할 것임을 시사
- BOA, Barclays, Goldman Sachs 등 대부분의 IB들도 양적완화 축소가 지속되는 가운데 올해 10월 자산매입이 종료될 것으로 전망²

< 미 국채 및 MBS 매입 규모(월) >



자료 : 미 연준

< 미 연준위원들의 성향 평가 >



자료 : 국제금융센터

○ 기준금리는 올해(2014년) 제로금리 수준이 유지되고 내년(2015년) 중후반 이후 점진적으로 인상될 것으로 분석

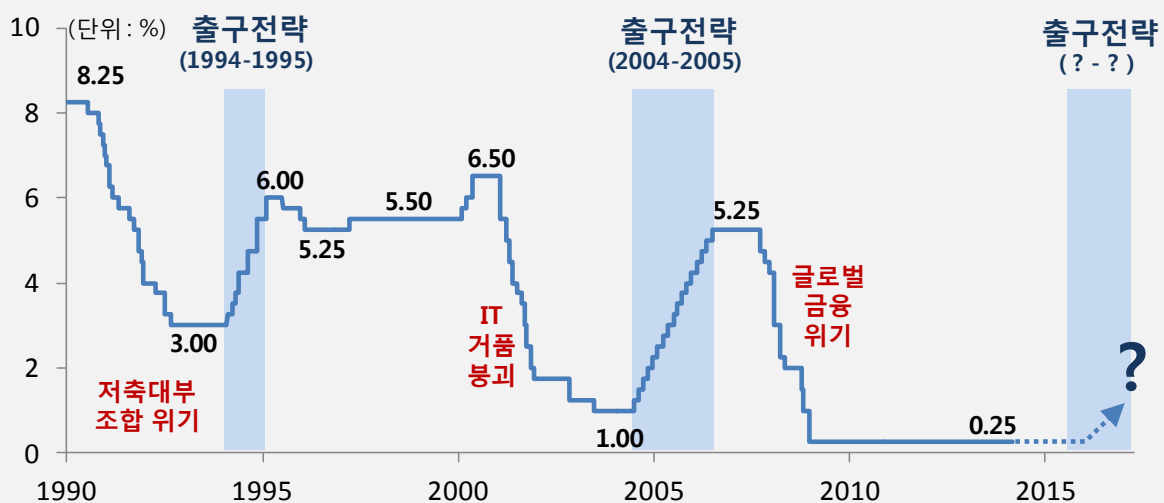
- 올해 1월 FOMC 회의에서 일부 연준 위원들이 상대적으로 빨리 금리를 인상하는 것이 적절하다고 주장하는 등 조기인상설이 부상
- 그러나 대부분의 연준 위원들은 내년 중후반 이후 경기 및 인플레이 추이를 보며 점진적으로 금리를 인상하는 것이 적절하다고 주장(WSJ)

² 국제금융센터, "1월 FOMC의 미국 통화정책 주요 논의 내용과 향후 전망", 2014. 1.30

<現 미 출구전략과 1994년 및 2004년 당시와 비교>

- 향후 출구전략은 1994년보다는 2004년 금리인상 시기와 같이 '가이드 라인'에 따라 점진적으로 시행될 것으로 예상
- 1994년과 2004년 시기는 금리를 빠르게 인상하였던 점이 동일하나, 2004년에는 금리인상을 미리 예고하였던 점이 차이
 - 1994년에는 미 연준이 1년 만에 금리를 2%→6%로 매우 빠르게 인상. 2004년에도 FRB 정기회의록에서 '저금리유지' 조항을 삭제한 후 그 해 6월부터 2년에 걸쳐 금리를 1%에서 5.25%까지 빠르게 인상하였던 점은 공통점
 - 2004년에는 금리 인상을 미리 예고(가이드 라인)함으로써 투자자들과 시장에 대비할 시간을 어느 정도 주었고 글로벌 시장 또한 큰 혼란 없이 고금리를 받아들일 수 있었던 것으로 평가
 - 그러나 1994년에는 예상치 못한 시기에 금리를 인상함에 따라 미 국내 뿐 아니라 세계적으로 장기채 금리가 급등했으며, 멕시코 등 남미국가들이 1994-95년 경제 위기를 맞음
- 버냉키 전 연준의장은 역사적인 결과를 참조하여 1994년보다 2004년을 바람직한 모델로 평가
 - 미 연준은 올해 1월 실업률이 6.5% 이하로 하락하더라도, 인플레이션이 장기 목표치인 2.0% 이하가 지속될 경우 금리를 변경하지 않을 것이라는 가이드라인 제시
 - 금리 인상에 대한 '가이드 라인' 제시에 대해 연준 내에서 여전히 논란이 있으나 시장의 충격을 완화하기 위해 '가이드 라인'을 제시해야 한다는 버냉키 전 연준의장의 주장이 일반적인 의견으로 받아들여지고 있음

< 미 연준의 기준금리 추이 >



자료 : 한국은행

3. '돈풀기 축소'에 따른 신흥국 중·단기 영향

□ 미 출구전략이 지속되는 가운데 적어도 향후 1~2년간 신흥국 금융불안이 반복될 것으로 예상

○ IMF 등 국제기구들은 중국, 러시아, 사우디 등 일부 국가를 제외하고 대부분의 신흥국에서 당분간 경상수지 적자가 지속될 것으로 전망

- 2000년대 중반 이후 신흥국 경상수지 흑자는 중국 등 일부 국가의 대규모 흑자에 따른 착시효과가 크며 실제 대부분의 신흥국은 적자 지속
- 실제 IMF, 국제금융협회 등 국제기구들은 상당수 신흥국들의 경상수지 적자가 지속될 것으로 전망
- 신흥국 경상수지 적자가 지속될 경우 역으로 외화자금 유입의 필요성이 더욱 커지며 미 출구전략에 따른 자금 유출 영향이 클 수 있음. 결국, 경상적자를 빌미로 국제투기자본의 공격 대상이 될 수 있음

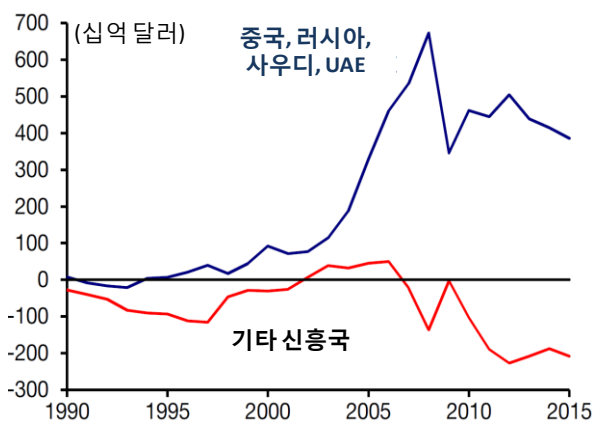
○ 최근 일부 신흥국의 경우 외환보유액 감소, 기준금리 인상에 따른 자금 조달 비용 상승 등도 리스크 요인으로 부각

- 지난해 경상적자 지속 국가들이 위기 대상국으로 지목되었으나, 올해는 아르헨티나 등 대외지급 능력이 취약한 국가들이 위기 대상국에 포함
- 터키 등 환율 방어를 위해 급격하게 기준금리를 인상한 국가의 경우 자국의 자금조달 비용 상승이 기업 등에 부담으로 작용할 것으로 평가

○ 올해 상당수의 신흥국에서 예정된 선거로 정치적 불확실성이 높아 급격한 자본유출에 대한 정책 대응에 실패할 가능성도 배제할 수 없음

- 지난해 중반 이후 인도, 인니, 터키, 아르헨티나 등 금융불안을 겪은 나라들은 부적절한 정책 대응(높은 금리 인상 등)으로 국제 금융시장의 신뢰를 얻는데 실패한 점이 주요한 원인으로 평가
- 올해 2월 태국을 시작으로 10월까지 주요 신흥국들의 대선 및 총선이 예정되어 있어 정치적 리더십을 발휘하기가 어려울 것으로 예상

< 신흥국의 경상수지 전망 >



< 2014 예정된 신흥국 주요 선거 >

2월	태국 조기총선 : 야당의 반대에도 불구하고 총리 강행
4월	남아공 총선 : '국가개발계획'에 대해 연정 내 반대 상황 인도네시아 총선 : 여당 지지를 저조
5~6월	인도 총선 : 여야 모두 과반 확보가 어려워 연정수립 과정에서 갈등 및 경제개혁 추진여부 불확실
7월	인도네시아 대선
8월	터키 대선 : 10년 집권한 에르도안 총리가 대통령 권한 확대 후 출마할 가능성이 있어 이를 둘러싼 갈등 예상
10월	브라질 대선 : 현 호세프 대통령이 높은 지지율 유지

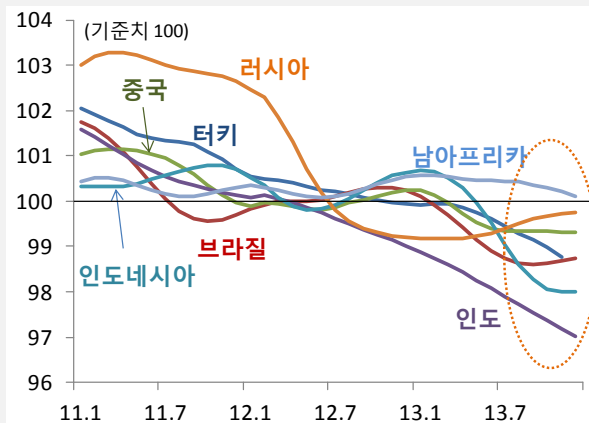
자료 : 한국은행

< 최근 신흥국 실물경기 부진과 對선진국 역동조화 가능성 대두 >

□ 올해 신흥국의 경기 부진이 지속되는 가운데 세계 경기 회복세도 지연될 가능성 상존

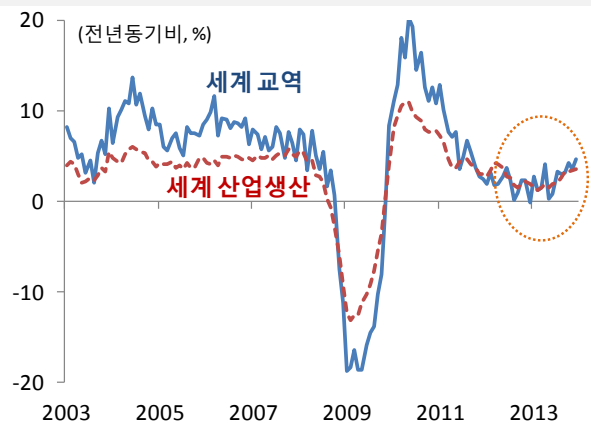
- 지난해 하반기 이후 신흥국들의 성장세가 둔화되고 있으며 신흥국 외환불안 등의 영향으로 올해 상반기 중 본격 회복은 어려울 전망
 - 2013년 선진국의 경기는 회복세를 보였으나, 미 출구전략에 따른 외환불안 등으로 신흥국의 경기는 부진
 - 실제 지난해 하반기 미국, 유로존, 일본 등 선진국의 성장률은 상반기 대비 0.8~2%p 상승한 반면, 중국, 인니, 러시아, 아르헨티나 등 신흥국 성장률은 3분기 이후 재하락 양상
 - 또한 신흥국의 경기선행지수가 기준치(100) 이하에서 하락세를 보이는 모습을 때 올해 상반기 중 경기가 회복세로 본격 전환되기는 어려울 것으로 판단
- 신흥국 경기 부진이 심화될 경우 선진시장으로 역파급되는 가운데 올해 글로벌 경기 회복세가 예상보다 약화될 가능성도 있음
 - 세계 산업생산 및 교역이 지난해 5월을 저점으로 완만한 상승세를 보이고 있는 등 현재 세계 실물경기는 선진국의 경기 반등에 따라 점진적인 회복 국면에 있음
 - 그러나 2012년 이전에는 세계 교역이 산업생산에 비해 빠르게 증가하면서 경기 회복을 이끌었으나, 최근 교역 회복세가 매우 느리게 나타나는 점을 볼 때 세계 경기 회복세가 강하지 않은 것으로 판단
 - 이러한 가운데 신흥국 외환불안으로 신흥국 실물 경기 부진이 심화될 경우 최근의 세계 경기 회복세를 상당 부분 훼손할 수도 있음

< 주요 신흥국의 선행지수 추이 >



자료 : OECD

< 세계 산업생산 및 교역 추이 >



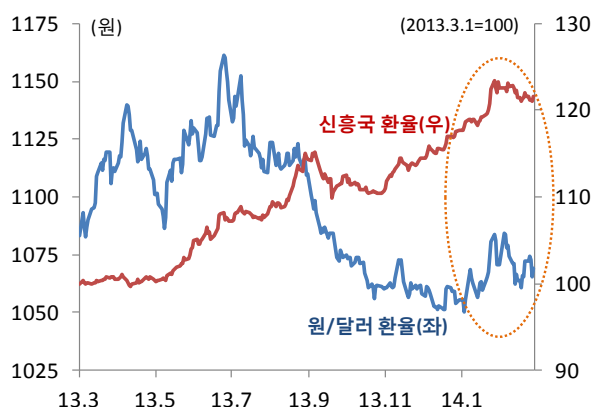
자료 : 네덜란드 경제정책 분석국

4. 종합 및 시사점

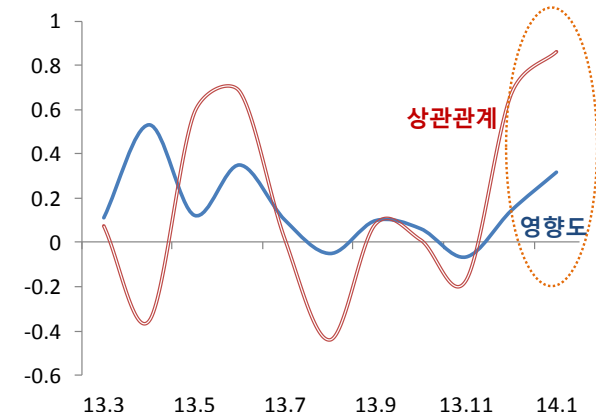
□ 2014~15년 중 미 출구전략 및 신흥국 불안에 따른 높은 환율 변동성에 대비 필요

- 최근 원/달러 환율에 대한 신흥국 환율의 동조화가 점차 부각되고 원화의 변동성도 점차 확대
 - 지난해에는 한국 경제의 상대적으로 건조한 펀더멘털이 부각됨에 따라 신흥국 환율 불안에도 불구하고 원화는 하락세가 지속되었음
 - 그러나 올해 초부터 원/달러 환율과 신흥국 환율이 비슷한 움직임을 보이고 있으며 통계적인 영향도도 점차 높아지는 모습
 - 올해 한국은 경상수지 흑자 기조가 지속되는 등 외환 관련 건조한 펀더멘털 유지로 원화 가치가 완만하게 상승할 것으로 보이나, 신흥국 불안에 따라 환율 변동성은 반복적으로 급등락할 가능성이 있음
- 일부 신흥국의 경상적자 지속 등으로 올해 환율 변동성이 높을 것으로 예상됨에 따라 외환 모니터링을 강화하는 등 적극적인 대응 필요
 - 특히 경상적자를 겪는 일부 신흥국을 중심으로 국제투기자본 공격에 의해 해당국의 환리스크가 확대될 우려
 - 또한 이 경우 단기적으로 원/달러 환율의 변동성도 동반하여 확대됨에 따라 원자재 및 제품의 수출입 결제시점 결정에 어려움 예상
 - 이에 따라 신흥국 및 원화의 환율 변동성에 대한 지속적인 모니터링을 하며 국가별 및 수출입 품목별로 환헤지 가능성을 검토할 필요

< 신흥국과 원화 환율 추이 >



< 원화-신흥국 환율 영향도/상관관계 >



주 : 1. 신흥국 환율은 인도, 인니, 터키, 브라질, 아르헨, 필리핀, 남아공 통화의 대달러 환율 평균
 2. 원화-신흥국 환율 영향도는 " $\log(\text{원화}) = \text{상수} + \log(\text{원화}(-1)) + \log(\text{신흥국 환율})$ " 회귀식에서 $\log(\text{신흥국 환율})$ 의 계수값

자료 : 포스코경영연구소

□ 중기적으로 신흥국의 성장세 둔화를 염두에 둔 가운데 신흥국 중 경제 펀더멘털이 양호한 신흥국을 선별할 필요

○ 향후 신흥국 성장세가 2000년대 중반 대비 크게 둔화되는 등 신흥국에서의 빠른 수요 증가를 기대하기 어려운 상황

- 미 출구전략 시행 이후 신흥국은 직접적으로는 자금유입이 둔화되면서 외환 불안을 반복해 겪고 있으며, 간접적으로는 투자 및 수출 회복 지연으로 중장기 성장동력 약화 가능성이 높아지고 있음

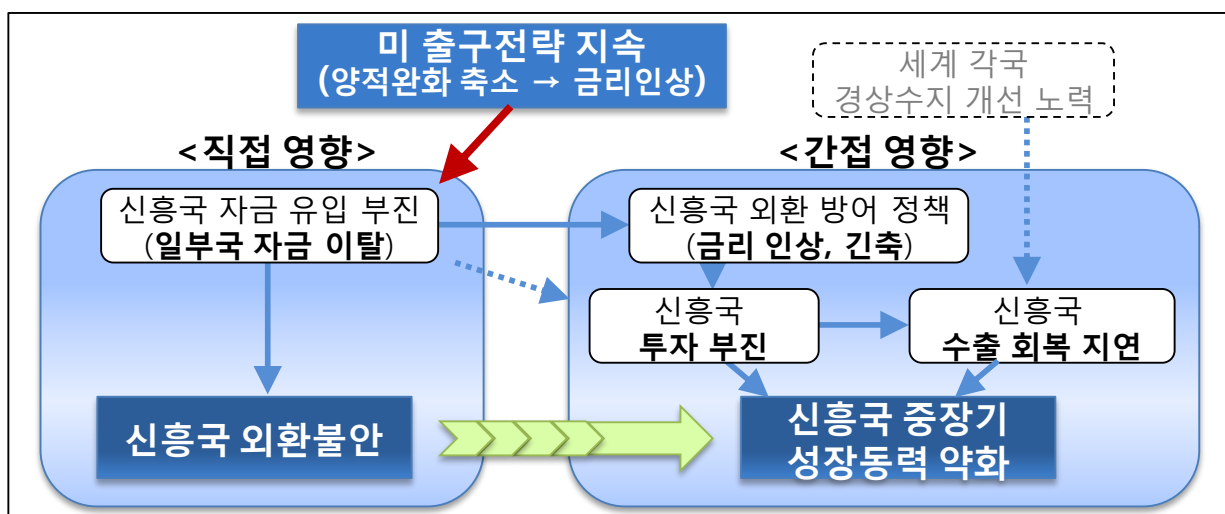
○ 신흥국 경제는 자금 유출입 정도 및 정책 대응 여부에 따라 차별화될 가능성이 높음. 지속적인 모니터링을 통해 유연성 있는 대비 필요

- 신흥국 외환불안을 결정하는 주요 변수는 미 출구전략 강도 뿐만이 아니라 신흥국의 정책 대응 방향이며, 특히 올해에는 주요 신흥국에서 대선 및 총선이 예정돼 있어 정치적 불확실성도 매우 높음
- 지난해 인도 중앙은행 총재에 국제적으로 명망이 높은 라구람 라잔이 취임한 이후 인도 금융시장이 안정되어 가고 있는 점은 신흥국 정책 대응의 중요성을 방증하는 사례로 볼 수 있음
- 따라서 미 출구전략 시행에도 불구하고 향후 적극적이고 효과적인 정책 대응으로 상대적으로 안정적인 성장이 예상되는 신흥국을 선별할 필요

※ 한편, 국제금융협회(IIF)는 올해 1월말 터키, 인도, 인니, 남아공, 브라질 등을 외환 취약성이 높은 국가로 선정하고 모니터링 필요성 강조

- 지난해 9월 포스리에서 선정한 취약국가(인도, 터키, 인니, 브라질, 태국) 중 상당수가 여전히 글로벌 금융시장에서 주목을 받고 있음

< 미 출구전략의 신흥국 영향도 >



자료 : 포스코경영연구소

[참고자료]

고준형, "출구전략, 1994년, 2004년, 그리고 2014년 (매일신문 기고문)", 2014. 2. 19

국제금융센터, "연준, 양적완화(QE) 규모 당분간 현 수준 유지 결정", 2013.10.21

국제금융센터, "2013년 12월 미국 FOMC 의사록의 주요 내용과 향후 전망", 2014. 1.14

국제금융센터, "터키 정책금리 긴급 대폭 인상 및 여타 신흥국에 대한 시사점", 2014.1.29

국제금융센터, "1월 FOMC의 미국 통화정책 주요 논의 내용과 향후 전망", 2014. 1.30

국제금융센터, "미 연준위원들의 최근 시각 점검", 2014. 2. 6

국제금융센터, "금융불안 신흥국들에 대한 해외시각 점검", 2014. 2.18

김영삼 외, "2014년 경제/산업 전망...리스크 잠재 속 불안한 회복 (포스리 이슈리포트)", 2013.11.22

서상현 외, "터키, 경상수지 적자와 정부의 부실한 대응이 외환위기 불러올 수도 (포스리 이슈리포트)", 2014.1.16

정철호 외, "신흥국 '선별적 외환위기' 가능성 있다(포스리 이슈리포트)", 2013.9.5

한국은행, "주요 신흥국의 경제동향 및 전망", 2014. 1. 15

IMF, "World Economic Outlook update", 2014. 1. 12

Institute of International Finance, Capital Flows to Emerging Market Economies, 2014.1.30

Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, CPB World Trade Monitor, 2014.2.21

OECD, "Composite leading indicators continue to point to an improving economic outlook in most advanced economies", 2014. 2. 10