

# REUTERS KOREAN WEEKLY NEWSLETTER

- [국내 주요 주간 일정](#)
- [해외 주요 주간 일정](#)
- [국내 금융시장 주간 전망](#)
- [주간 로이터 한글서비스 톱기사](#)

- ◇ (칼럼)-자초한 미국의 제조업 슬럼프
- ◇ (POLL)-달러/위안, 미-중 무역분쟁에 더 상승할 것
- ◇ (초점)-크로스 시장, 현대캐피탈 외화채 발행 무산에 충격..하이닉스 물량만으로 분기말 넘을까
- ◇ (칼럼)-기재부 · 한은 디플레이션 방어 논리에서 빠진 것

발행: 로이터 한글뉴스 서비스

발행인: 유춘식 [choonsik.yoo@thomsonreuters.com](mailto:choonsik.yoo@thomsonreuters.com)

뉴스레터 관련: [reuters.korea@thomsonreuters.com](mailto:reuters.korea@thomsonreuters.com)

## PICTURE OF THE WEEK



(그림을 클릭하면 크게 볼 수 있습니다)

홍콩에서 개혁을 요구하는 시위 도중 경찰이 한 시위 참가자를 연행하고 있다. (로이터/타이론 슈 기자)

## 최근 주요 금융시장 동향

(9월6일 종가 기준)

원화 %	최종	주간(%)	YTD(%)	2018(%)	달러 대비 %	최종	주간(%)	YTD(%)	2018(%)
달러 대비	1,196.9	1.2%	-6.8%	-4.1%	유로	1,1027	0.3%	-3.9%	-4.4%
100엔 대비	1,114.5	2.1%	-8.9%	-6.9%	엔	106.90	-0.6%	2.5%	2.8%
유로 대비	1,314.2	1.1%	-2.8%	0.2%	위안	7,1499	-0.1%	-3.9%	-5.3%
위안 대비	167.42	0.9%	-3.4%	1.3%	해외주식	최종	주간(%)	YTD(%)	2018(%)
한국주식	최종	주간(%)	YTD(%)	2018(%)	다우존스	26,797.46	1.5%	14.9%	-5.6%
코스피	2,009.13	2.1%	-1.6%	-17.3%	나스닥	8,103.07	1.8%	22.1%	-3.9%
코스닥	631.15	3.4%	-6.6%	-15.4%	S&P500	2,978.71	1.8%	18.8%	-6.2%
국내시장금리	최종(%)	주간(bp)	YTD(bp)	2018(bp)	MSCI APxJP	506.46	2.4%	6.2%	-16.2%
국고채 3Y	1.265%	9.7bp	-55.2bp	-31.8bp	미국시장금리	최종(%)	주간(bp)	YTD(bp)	2018(bp)
국고채 5Y	1.330%	9.8bp	-55.4bp	-45.9bp	미국채 2Y	1.540%	3.0bp	-95.8bp	60.7bp
국고채 10Y	1.381%	10.5bp	-56.7bp	-52.1bp	미국채 10Y	1.560%	6.1bp	-113.1bp	28.0bp
국제상품가격	최종	주간(%)	YTD(%)	2018(%)	CDS프리미엄	최종(bp)	주간(bp)	YTD(bp)	2018(bp)
유가(WTI)	56.52	2.6%	24.5%	-24.8%	한국 5Y	28.58	-3.28	-9.49	-13.74
금(현물)	1,506.70	-0.9%	17.5%	-1.5%	일본 5Y	18.67	-3.08	-3.12	-3.34
TR상품지수	2,243.59	0.3%	-5.4%	0.0%	중국 5Y	39.12	-5.89	-27.35	16.96

(달러/원 서울 거래 기준, 기타 환율 로이터 호가 기준) (c) 로이터 한글뉴스 서비스

## 국내 주요 주간 일정

### <9월 9일(월)>

- 금감원, 8월 외국인증권투자동향(06:00)
- 기재부, 9월 재정증권 발행 계획(10:00)

### <10일(화)>

- 기재부, 「월간 재정동향」 발간(09:00)
- 한은, 8월 이후 국제금융·외환시장 동향(12:00)

### <11일(수)>

- 통계청, 8월 고용동향(08:00)
- 한은, 8월중 금융시장 동향(12:00)

### <12일(목)>

- 공휴일

### <13일(금)>

- 공휴일

## 해외 주요 주간 일정

### <9월 9일(월)>

- 일본, 8월 은행대출 (08:50)
- 일본, 7월 경상수지 (08:50)
- 일본, 2분기 GDP 수정치 (08:50)
- 유로존, 9월 섀틱스지수 (17:30)
- 미국, 8월 고용추이 (23:00)

### <10일(화)>

- 미국, 7월 소비자신용 (04:00)
- 중국, 8월 생산자물가지수(PPI) (10:30)
- 중국, 8월 소비자물가지수(CPI) (10:30)
- 미국, 8월 NFIB 기업낙관지수 (19:00)
- 중국, 8월 총통화(M2) 공급 증가율 (10~17 일)
- 중국, 8월 위안화 신규대출 (10~17 일)
- 중국, 8월 외국인직접투자(FDI) (10~18 일)

### <11일(수)>

- 미국, 주간 모기지마켓지수 (20:00)
- 미국, 8월 생산자물가지수(PPI) (21:30)
- 미국, 7월 도매재고 수정치 (23:00)
- 미국, 7월 도매판매 (23:00)

### <12일(목)>

- 일본, 9월 로이터단칸 (08:00)
- 일본, 8월 기업상품가격지수 (08:50)
- 일본, 7월 기계주문 (08:50)
- 유로존, 7월 산업생산 (18:00)
- 미국, 8월 소비자물가지수(CPI) (21:30)
- 미국, 주간 신규 실업수당 청구건수 (21:30)

### <13일(금)>

- 미국, 8월 연방예산 (03:00)
- 일본, 7월 산업생산 수정치 (13:30)
- 유로존, 7월 무역수지 (18:00)
- 유로존, 2분기 노동비용 (18:00)
- 미국, 8월 수출/수입 물가 (21:30)
- 미국, 8월 소매판매 (21:30)
- 미국, 7월 기업재고·소매재고(23:00)
- 미국, 9월 미시간대 소비자심리지수 잠정치 (23:00)
- 중국 휴장

## 국내 금융시장 주간 전망

### <외환시장>

- 이번 주 달러/원 환율은 중국의 경기부양책과 부진한 미국 고용지표 여파로 하락할 전망이다.
- 다만 미-중 무역갈등 및 홍콩 시위 관련 불확실성이 지속하고 수출업체들의 네고 물량 출회도 제한된 만큼 달러/원 환율은 결국 1190 원선 초-중반은 유지할 것으로 전망된다.
- 한편 미-중 무역갈등이 다시 일시적 소강상태로 접어드는 만큼 달러/원 환율에 대한 상방압력은 제한될 것으로 예상된다.
- 다만 고위급 무역협상이 열리기 전까지 양국이 위협적인 발언을 내놓을 가능성이 있어 시장 참가자들은 긴장의 끈을 내려놓지 않고 있다.
- 또 홍콩 불확실성이 일부 완화됐지만 송환법 철회 외에 시위대가 요구하는 나머지 사항들은 해결되지 않은 만큼 여전히 홍콩 이슈에서 눈을 뗄 수 없는 상황이다.
- 한편 추석을 앞두고 있지만 달러/원 환율이 1200 원선을 회복하기를 기다리는 수출업체들이 있어 네고는 제한될 것으로 전망된다.

### <채권시장>

- 이번 주 채권시장은 추석 연휴를 앞두고 변동성 흐름을 이어갈 것으로 전망된다.
- 글로벌 불확실성 완화 흐름 속에 지난주 금리는 반등세를 이어갔다. 하지만 국고채 3년물 금리가 1.25%에 도달하면서 국내 기관들은 저가매수 접근을 늘리고 있는 상황이다.
- 물론 3년 선물을 20만 계약, 10년 선물을 8만 계약 이상 들고 있는 외국인이 포지션 조정에 나서면서 분위기 반전이 쉽지 않은 건 사실이다.
- 여전히 롱 포지션이 무거운 개인투자자의 선택에 대한 관심도 커지고 있다.
- 국채선물 월물 교체를 앞두고 외국인과의 개인 롤오버 여부에 시선이 쏠릴 것으로 예상되는 이유다.
- 전반적으로 저가매수 심리가 강해지는 흐름이지만 외국인과의 매매 동향에 따라 변동성이 확대될 가능성을 염두에 두어야 한다.
- 미국의 공격적인 금리 인하에 대한 기대감은 한풀 꺾인 모습이다. 제롬 파월 연준 의장은 지난 주말 스위스 취리히에서 가진 연설에서 미국 경

제가 침체에 빠질 것으로 예상되지 않고 있다고 말했다.

- 하지만 이번 주 시장 참가자들의 관심은 오는 12일(현지시간) 추석 연휴 기간 중 예정된 유럽중앙은행(ECB) 통화정책 회의에 맞춰질 가능성이 크다.
- ECB는 이번 회의에서 10bp 수준의 금리 인하, 양적완화 재개 등 경기부양 패키지를 발표할 가능성이 큰 것으로 전망된다.
- 국내에서는 연휴인 시기에 잡혀 있는 ECB 정책 회의는 이번 주 추가 숏 공세를 약화시키는 주요 요인이 될 수밖에 없어 보인다.

## 주간 로이터 한글서비스 톱기사

### (칼럼)-스스로 자초한 미국의 제조업 슬럼프

(※ 이 칼럼은 칼럼니스트의 개인 견해로 로이터의 편집 방향과 일치하지 않을 수 있습니다.)

뉴욕(로이터) - 미국 제조업자들에게는 쉴 틈이 없다. 도널드 트럼프 미국 대통령의 대중 무역전쟁으로 미국의 8월 공장 활동은 3년만에 처음으로 수축했다. 새로운 관세는 어려움을 가중시킬 수 있다. 적어도 이전에 비해 경제에서 제조업의 중요성은 줄었다. 그러나 이는 미국 정부 정책의 무의미함을 더욱 강조한다.

트럼프 대통령은 지난 주말 일차적으로 스마트워치와 신발 등을 포함한 1250억 달러 규모의 중국산 수입품에 15% 관세를 부과하면서 중국과의 무역 전쟁을 격화시켰다. JP 모간은 현재까지의 관세 부과로 미국 가계는 연간 1,000달러 이상을 더 지불하게 될 것으로 추정한다. 미국 정부는 12월에 1500억 달러의 중국산 수입품에 나머지 관세를 부과할 예정이다.

주요 부품들의 가격을 상승시키고 세계 무역을 냉각시킨 이러한 조치는 미국 제조업자들에게 찬물을 끼얹었다. 중국의 보복관세 역시 미국 상품에 대한 수요를 위축시켰다. 공급관리협회(ISM) 지수에 따르면 신규 주문은 2012년 이후 최저 수준으로 감소한 것으로 나타났다.

과거였다면 이는 최근의 미국 국채 수익률 곡선 역전처럼 경기 침체 신호로 받아들여졌을 것이다. **S&P 500** 지수가 약 **1%** 하락하고 미국 국채 수익률이 하락한 것에서 볼 수 있듯이 투자자들이 이러한 지표를 무시하고 있는 것은 아니다. 다행히도 최근 미국 경제에서 제조업은 더 작은 부분을 차지하고 있다. 2분기 국내총생산(GDP)에서 제조업의 영향은 4분의 1에도 못 미친다. 서비스업의 절반에 불과하다. 또한 1990년 당시 6명 중 1명이 제조업 부문에 종사한 것과 달리 현재 제조업 종사자는 10명 중 1명에도 미치지 못한다.

이는 무역과 관세에 대한 트럼프 대통령의 집착을 더욱 이해할 수 없게 한다. 트럼프 대통령은 무역 적자가 미국인들의 부를 빼앗는다고 주장하지만 대부분의 경제학자들은 이는 소비자의 행복을 증가시킨다고 주장한다. 무역전쟁은 제조업자들을 위한 전쟁이지만 현재 제조업자들이 가장 먼저 고통받고 있다. 지금까지 피해는 제한적이었지만 미국의 경기 침체 가능성은 전쟁이 장기화될수록 커진다. 자해와도 다름없는 전쟁이다.

#### **(POLL)-달러/위안, 미-중 무역분쟁에 더 상승할 것**

벵갈루루 (로이터) - 미국과의 무역 전쟁으로 둔화하는 국내 경제를 부양하기 위해 중국 당국은 위안에 대한 통제력을 유지하고, 위안이 달러 대비 추가적으로 절하하도록 할 것으로 애널리스트들을 대상으로 한 로이터 조사에서 전망됐다.

중국인민은행은 이번주부터 발효된 300억 달러 규모의 중국산 수입품에 대한 미국의 관세에 대응해 위안을 달러 대비 11년 반래 저점으로 고시했다.

지난달에는 달러/위안이 7위안 위로 올라가도록 하기도 했다.

애널리스트 60여명을 대상으로 지난 8월 29일~9월 4일 이루어진 로이터 조사에 따르면 달러/위안은 6개월 후 7.19위안 부근을 기록할 것으로 전망됐다. 수요일 기록한 7.15위안에서 0.5% 이상 상승한 것이다. 1년 후에는 다시 7.16위안으로 하락할 것으로 전망됐다.

애널리스트들은 위안 가치에 대한 전망치를 3개월 연속으로 하향 조정했다.

추가 질문에 응답한 분석가 중 거의 3분의 2는 중국이 위안화 추가 절하를 통해 미국의 무역전쟁에 대응할 것이라고 밝혔다.

사상 최고치를 기록한 달러/위안 12개월 전망치인 7.75위안은 달러/위안이 7위안을 돌파한 이후 나타났다.

한편 별도의 질문에 답한 응답자 중 약 70%는 중국의 금리 체계 변경 결정은 위안을 더 자유롭게 거래하도록 허용하기 위한 것이 아니라고 답했다.

#### **(초점)-크로스 시장, 현대캐피탈 외화채 발행 무산에 충격..하이닉스 물량만으로 분기말 넘을까**

서울 (로이터) 임승규 기자 - 통화스왑(CRS) 시장에 현대캐피탈의 외화채권 발행 무산에 따른 후폭풍이 이어지고 있다. 최근 뚜렷한 거래 없이 금리가 과도하게 올랐다는 인식이 컸던 상황에서 기대했던 부채스왑 플로우가 사라지자 시장 심리가 타격을 입었다는 평가다.

SK하이닉스가 추석 이후에나 외화채 발행에 나설 것으로 예상되는 만큼 당분간 수급 공백이 불가피하다는 지적도 나온다.

문제는 분기말이다. 지난해 9월말 달러 자금시장이 크게 교란됐던 것을 다수의 시장참가자가 기억하고 있는 만큼 수급 쏠림에 대한 경계심리가 어느 때보다 큰 상황이다.

▲크로스 금리 이틀째 하락세..현대캐피탈 외화채 발행 무산 '충격'

레피티니브 호가 창에 따르면 5일 오전 11시 13분 현재 CRS 2년물 금리는 전날보다 2bp 하락한 0.295%, CRS 5년물 금리는 3.5bp 내린 0.16%에 거래되고 있다. 반면 CRS 1년물 금리는 전날 수준에서 거래되고 있다.

전날에는 CRS 모든 테너에서 금리가 하락했다. 현대캐피탈이 한국시각으로 4일 새벽 예정했던 달러화 표시 채권 발행을 돌연 중단한 것이 결정적으로 작용했다. 이날 CRS 1년과 2년, 3년 금리는 1.5bp, 2.5bp, 3bp 하락했고 5년과 10년 CRS 금리는 4bp씩 내렸다.

현대캐피탈이 부채스왑까지 예정해 놓고 발행을 취소시킨 것은 전례 없는 결정이라는 게 시장참가자들의 지적이다.

이에 대해 기획재정부의 한 관계자는 "투자은행들이 이야기를 들어보면 이번 발행 실패는 원화 자산 전반이 아니라 현대캐피탈 발행물에 대한 투자자들의 인식이 크게 작용한 것으로 보인다"며 "현대캐피탈 아메리카가 올해 발행이 많다 보니까 투자자들 입장에서 현대캐피탈도 많이 하는 것처럼 인식한 듯하다"고 말했다.

그는 "발행 당일 시장 상황도 좋지 않았던 것으로 알고 있다"고 말했다.

실제로 올해 현대캐피탈은 지난 2월 2억 스위스프랑 규모의 그린본드를 발행하는 데 그쳤지만, 현대캐피탈아메리카는 지난 1월 10억 달러어치를 발행한 데 이어 6월에도 8억 달러를 추가로 발행한 바 있다.

▲'LG 화학 사태' 기억 소환..당시보다는 선혜지 적을 것

현대캐피탈이 부채스왑을 은행들에 미리 타진했던 만큼 비딩에 대비했던 곳들은 외통수에 걸리게 됐다.

이 때문에 'LG 화학의 부채스왑 연막작전 참사'와 비슷한 흐름이 나타날 수 있다는 진단도 나온다. 지난 4월 LG 화학은 글로벌본드 발행을 앞두고 일부 물량의 부채스왑을 할 수 있다고 스왑뱅크들에 타진했지만, 막상 CRS 금리가 크게 오르자 마음을 바꿨고 그 결과 금리가 큰 폭으로 떨어졌다.

다만 현대캐피탈 외화채 발행과 관련한 부채스왑을 영두에 두고 선혜지에 나선 기관들이 LG 화학 사태 당시보다는 적었으리라는 지적도 나온다.

A 은행 이자율딜러는 "현대캐피탈 부채스왑이 나오리라는 것은 어느 정도 알고 있었다"며 "현대캐피탈의 발행이 임박했을 때 은행들이 준비에 나선 것으로 보인다"고 말했다.

그는 "최근에 일부 스위스계 은행이 계속 단기 페이를 하면서 1년과 2년 크로스 금리를 올렸는데 네임

이 안 되다 보니 거래는 많지 않았다"며 "아무래도 거래 없이 금리가 오르는 데 대해 불편한 마음을 가진 사람들이 많았는데 현대캐피탈 발행이 무산되다 보니 트리거가 된 듯하다"고 말했다.

▲추석까지 페이 공백 불가피..분기말 무사히 넘길까 '촉각'

시장참가자들의 관심은 향후 CRS 금리의 방향이다. SK 하이닉스가 추석 이후에야 외화채 발행에 나설 가능성이 크다는 이야기가 나오고 있어 다음 주까지는 부채스왑 파이프라인이 잘 보이지 않는다. 이 상황에서 자산스왑은 꾸준히 나오다 보니 금리하방 압력이 좀 더 강해질 수 있다는 분석이다.

추석 이후에는 분기말 이슈가 관건이다. 지난해에도 9월 분기말을 앞두고 FX 스왑포인트가 급격히 놀리면서 대란에 가까운 혼란이 발생한 바 있다. 분기말을 앞두고 FX 스왑시장이 흔들릴 경우 CRS 금리도 추가 하락 압력을 받을 수 있다는 우려가 나오는 이유다.

물론 최근 FX 스왑시장이 상당히 견조한 모습을 보이고 있는 데다 지난해 대란을 겪은 은행들의 준비도 철저한 만큼 전반적인 금리 하락 압력이 강하지 않을 수 있다는 전망도 나온다.

하지만 지난해부터 '쏠림의 끝판왕' 모습을 보여줬던 FX 스왑시장이기에 방심은 금물이라는 지적도 나온다. 그동안 보험사들이 FX 스왑포인트가 올라갈 때는 관망하다가 막상 FX 스왑포인트가 떨어질 때에야 물량을 쏟아내는 경향을 보였던 게 사실이기 때문이다.

B 시중은행 이자율딜러는 "추석을 넘어가면 분기말인데 지금 상황만 보면 FX 스왑 상황이 너무 좋아서 커브가 플랫될 가능성이 있어 보인다"며 "지금 미국 금리 하락을 우리 금리가 따라가지 못하니까 FX 스왑포인트가 올라오는 것"이라고 말했다.

그는 "다만 지금은 FX 스왑포인트가 올라오는 시기라 물량이 안 나오지만 분위기가 한 번 돌아서면 물량이 쏟아져 나올 가능성을 배제할 수 없다"며 "월말이라는 특수성을 감안할 때 은행들은 보수적으로 접근할 수밖에 없을 것"이라고 전망했다.



## (칼럼)-기재부·한은 디플레이션 방어 논리에서 빠진 것

(※ 이 칼럼은 저자의 개인 견해로 로이터의 편집 방향과 일치하지 않을 수 있습니다.)

서울 (로이터) 임승규 기자 - 8월 소비자물가지수가 전년 동월 대비 0.04% 하락해 사상 처음으로 마이너스를 기록했다.

사상 첫 마이너스 물가 상승률 가능성은 이주열 한국은행 총재가 지난달 30일 이미 공식화한 바 있다. 이 총재는 당시 금융통화위원회 회의를 마치고 가진 기자 간담회에서 "앞으로 2~3개월 동안 소비자물가 상승률이 마이너스를 나타낼 가능성이 있다"고 밝혔다.

하지만 이 총재는 "기저효과가 크기 때문에 디플레이션까지는 우려하지 않아도 된다"고 덧붙였다.

통계청의 8월 소비자물가지수 발표를 앞두고 기획재정부는 발 빠르게 움직였다. 지표가 발표되는 3일 김용범 기재부 1차관과 윤면식 한은 부총재가 참석하는 '거시정책협의회'를 공개 일정으로 잡았다. 이날 물가 발표 후 디플레이션 관련 기사가 쏟아질 것에 대비한 선제적 포석이었다.

이날 회의에서 김 차관과 윤 부총재는 시종일관 '국내 경제가 디플레이션에 빠진 것은 아니'라는 점을 강조했다.

김 차관은 공급측 요인의 가격 하락이 8월 물가 상승률을 0.74%p 낮췄는데 농산물과 석유류 가격이 예년(과거 3년 평균) 수준의 상승률을 기록했다면 8월 물가 상승률은 1% 중반 수준이었을 것이라고 밝혔다.

지난해 8월 기록적인 폭염으로 농축수산물 가격이 4.6% 상승한 반면 올해 8월에는 7.3% 하락했고, 국제유가도 작년 8월 배럴당 73달러였지만 올해 8월에는 59달러까지 하락해 물가 상승률을 하락시키는 요인으로 작용했다는 것이다.

윤 부총재는 "이날 발표된 2분기 국민계정에 따르면 2분기 GDP 디플레이터가 (전년 동기 대비) -0.7%로 나와 1분기보다 마이너스폭이 확대됐지만 내수 디플레이터는 전기에 비해 상승폭이 확대되는

등 내수 부분 물가 움직임이 디플레이션과 차이를 보였다"며 역시 디플레이션 상황이 아니라는 데 방점을 찍었다.

▲공급 요인·기저효과 반영됐다는 8월 물가..이미 예상했는데 왜 마이너스 나왔나 의문

디플레이션은 통상적으로 물가 수준의 하락이 자기 실현적(self-fulfilling) 기대 경로를 통해 상품 및 서비스 전반에서 지속되는 현상을 지칭한다.

한은은 현재 소비자물가지수 구성 품목 중 가격 하락을 주도하는 품목 수의 비중이 여전히 제한적이고 일반인 기대인플레이션이 물가 안정 목표인 2% 수준에서 움직임에 따라 자기실현적 물가 하방 압력을 어느 정도 제어한다고 진단했다.

여기에 최근의 낮은 인플레이션은 수요측 요인보다 농축수산물과 석유류 가격 약세 등 공급 측면에서의 일시적 요인과 정부 복지정책 강화와 같은 제도적 요인에 주로 기인한다는 입장을 반복했다.

1990년대 중반 저물가와 함께 디플레이션으로 진입했던 일본 경제와 한국 경제는 다르다는 게 기재부와 한은의 공통된 입장이다.

하지만 기재부와 한은의 방어 논리에 의문은 여전히 남는다.

먼저 공급 요인과 기저효과에 따른 물가 하락을 예상하지 못했는가이다.

한은은 지난 1월 수정 경제 전망을 발표하면서 올해 소비자물가 상승률 전망치로 1.4%를 제시했다. 지난해 10월 제시했던 1.7%보다 0.3%p 나 하향 조정된 전망치였다. 그럼에도 1.4%라는 수치에 상방 편향이 있다는 지적이 제기됐다. 고교 무상교육 시행, 지난해 하반기 농산물 가격 상승에 따른 기저효과 등을 감안했느냐는 지적에 대해 당시 한은은 1.4%가 이를 반영한 숫자라고 밝힌 바 있다.

국제유가 전제치도 주목할 필요가 있다. 1월에 올해 물가 상승률 1.4%를 예상할 때 한은의 유가 전제치는 64달러 수준이었다. 기재부가 설명한 대로 8월 유가가 59달러까지 하락해 물가에 영향을 미쳤다고 해도 한은이 연초에 예상했던 수준보다 크게 낮아진 게 아니라는 사실이다.

물론 기재부 관계자는 농축수산물 가격이 이 정도까지 떨어질 것은 예상하지 못했다고 하지만 총수요 둔화에 따른 경기 요인이 최근의 물가 하락에 점차 크게 작용하고 있다는 판단을 배제할 수 없다.

#### ▲1990년대 일본과 2018년 한국의 GDP 디플레이터

한국이 디플레이션에 빠졌다고 보기 어렵다는 주요 논거 중 하나는 GDP 디플레이터의 움직임이다. 한국의 2분기 GDP 디플레이터는 전년 동기 대비 0.7% 하락해 지난해 4분기 0.1%, 올해 1분기 0.5%에 이어 3분기 연속 마이너스를 기록했다.

한은은 GDP 디플레이터 부진의 원인을 수출에 두고 있다. 수출 디플레이터가 -2.0%로 역성장하면서 GDP 디플레이터를 끌어내렸다는 진단이다. 반면 내수를 의미하는 최종 소비지출 디플레이터는 2분기에 1.0% 올랐고 이중 가계소비 디플레이터는 0.8% 올랐다.

가계소비 디플레이터가 중요한 이유는 일본의 사례 때문이다. GDP 디플레이터의 중요 구성요소 중 하나인 가계소비 디플레이터는 1995년 이후 일본 경제가 디플레이션에 빠져들 당시 소비자물가와 거의 유사한 움직임을 보였다.

이날 회의에서 윤 부총재가 내수 부문 디플레이터를 언급하며 디플레이션 상황과의 차이를 짚어준 이유기도 하다.

하지만 1990년대 당시 일본 소비자물가와 GDP 디플레이터 움직임을 보면 GDP 디플레이터가 더 큰 폭으로 하락한 것을 알 수 있다.

(표) 일본의 CPI와 GDP 디플레이터(전년 동기 대비 %)

	71-75	76-80	81-85	86-90	91-95	96-00	01-05	06-09
CPI	11.6	6.5	2.5	1.2	1.3	0.0	-0.4	0.0
GDP deflator	10.4	5.5	1.5	1.2	0.7	-0.9	-1.3	-0.9

(그림을 클릭하면 크게 볼 수 있습니다)

일본의 소비자물가가 내수 디플레이터와 연동해 움직이는 가운데 GDP 디플레이터의 하락폭이 더 컸다는 의미는 고정자본투자 디플레이터와 수출 디플레이터가 상대적으로 더 크게 하락했다는 의미기도 하다.

현재 한국처럼 수출 디플레이터 하락이 GDP 디플레이터 하락을 이끌고 있다고 해서 일본과 우리 상황이 전혀 다르다고만 볼 수는 없다는 뜻이다.

#### ▲한국 소비성향 일본보다 강하긴 하지만..경제 활력 제고 필요

어떤 의미에선 1990년대 중반 일본보다 2019년 현재 한국의 소비성향이 더 강하다는 의미기도 하다.

1990년대 일본의 경우 부동산 시장의 붕괴 이후 사회 전반에 미래에 대한 불안감이 급격히 확산됐다. 이 때문에 일본 국민들이 소비를 줄이고 저축을 늘리면서 부채 축소에 나섰고 그 결과 소위 '대차대조표 불황'이 나타났다.

반면 한국의 경우 부동산 불패 신화가 아직 건재하고 소비성향이 유지되고 있다. 사회 전반에 '소확행'(작지만 확실한 행복)이라는 용어가 확산될 정도로 청년 세대들은 미래에 구애되지 않고 오늘을 즐기는 소비성향을 보이고 있다.

1990년대 일본과 현재의 한국 사이에 내수 부문 디플레이터 등에서 차이가 나타나는 것은 사회 가족 구성의 변화, 젊은 세대들의 인식 변화가 일정 부분 작용하고 있다는 것이다.

당국자들의 마음도 이해는 간다. 과도한 디플레이션에 대한 두려움이 사회 전반의 소비성향을 위축시키고 자기실현적 위기로 이어질 수 있다는 점은 분명하다. 하지만 국내 경제의 활력이 떨어지고 있는 가운데 많은 부분에서 한국 경제가 구조적으로 일본화되고 있다는 사실을 부인하기는 힘들어 보인다.

디플레이션이라는 거창한 개념에 한국 경제가 들어맞느냐 아니냐는 사실 중요하지 않다. 어쩌면 진짜 문제는 저금리 장기화로 부동산 버블이 발생하는 등 금융 불균형이 심화됐음에도 국내 경제가 '활황'을 보이지 않았다는 점일 것이다.

현재의 한국 경제를 설명할 때는 디플레이션보다는 인구 고령화에 따른 저축성향 강화, 기업의 투자부진 등에 따른 영속적 장기침체 가설(Secular Stagnation Hypothesis)이 더 들어맞을 수 있다.

결국 성장률이 떨어지면 물가는 떨어지게 돼 있다.  
물가가 기대인플레이션에 심각한 영향을 미칠 어떤  
임계점 아래로 떨어지기 전에 경제의 활력을 되살  
리는 게 결국 디플레이션도 막고 일본화도 막는 첩  
경일 것이다.

**# PHOTOS**



THOMSON REUTERS





(그림을 클릭하면 보던 곳으로 돌아갑니다)

(표) 일본의 CPI와 GDP 디플레이터(전년 동기 대비 %)

	71-75	76-80	81-85	86-90	91-95	96-00	01-05	06-09
CPI	11.6	6.5	2.5	1.2	1.3	0.0	-0.4	0.0
GDP deflator	10.4	5.5	1.5	1.2	0.7	-0.9	-1.3	-0.9

(그림을 클릭하면 보던 곳으로 돌아갑니다)