

VIP 고객용

08-12(통권 21호)

2008.7.16.

금융빅뱅 인사이드



- 자본 시장 분석
- 적정금리 수준에 대한 재평가
- 금융 빅뱅 이슈
- 대외채무 급증의 영향과 시사점

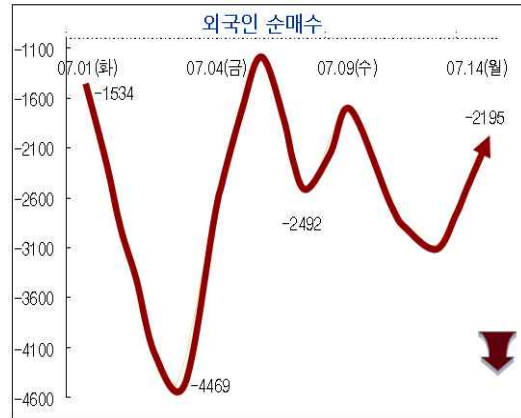
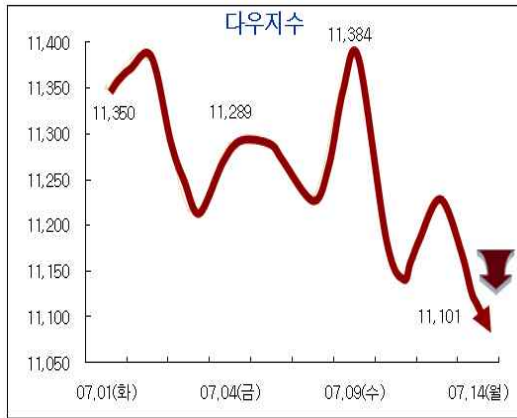
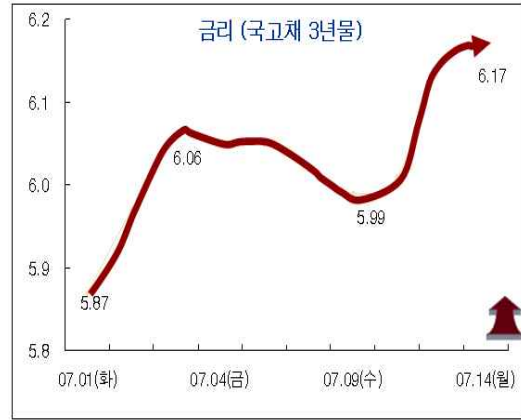
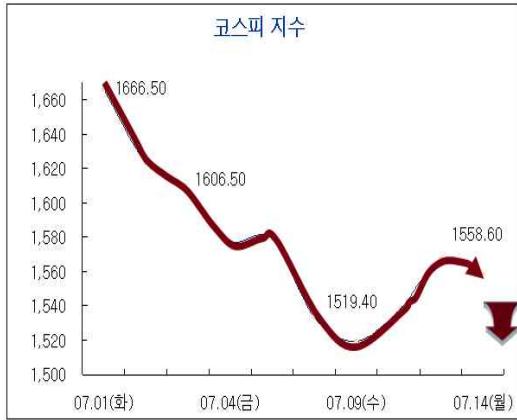
- 본 자료는 주요 투자자들을 위해 작성한 국내 금융 빅뱅 현안에 대한 설명 자료입니다.
- 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재하시기 위해서는 본 증권사와 연구원의 허락을 얻어야 하며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.
- 현 대 증 권 : 신 동 준 연구 위원 (2014-1708, dongjun.shin@hdsrc.com)
- 현대경제연구원 : 박 덕 배 연구 위원 (3669-4009, dbpark@hri.co.kr)

VIP 고객용

금융빅뱅 인사이트

- 자본 시장 분석
 - 적정금리 수준에 대한 재평가
- 금융 빅뱅 이슈
 - 대외채무 급증의 영향과 시사점

月間 主要 經濟 指標 (07.01 ~ 07.14)



목차

자본 시장 분석

- 적정금리 수준에 대한 재평가 1

금융 빅뱅 이슈

- 대외채무 급증의 영향과 시사점 19

□ 적정 금리 수준에 대한 재평가

1. 핵심은 기대인플레이 차단

핵심은 기대인플레이 완화를 통해 임금상승으로 연결되는 고리를 차단하는 데 있다. 공급충격을 줄이기 위해 재정확대에 나서거나 머뭇거리면 임금과 물가가 번갈아 상승하는 악순환에 빠질 수 있다. 글로벌 긴축을 통한 유동성 흡수가 필요하다. 임금상승으로 전이된 국가들이 금리인상에 나서고 있다.

2. 매파적인 중앙은행들

필립스곡선 평탄화로 통화정책 유효성이 저하되었다. 인플레이 억제를 위해서는 경기 둔화 리스크를 종전보다 더 크게 감수해야 한다는 의미다. 중앙은행의 물가안정 의지 약화는 기대인플레이를 자극한다. 금리인상이 어려운 환경임에도 불구하고 매파적인 입장이 표명되는 이유다.

3. 적정금리 수준 재평가

장기적인 물가하락 이후 맞이한 디플레이 환경은 기대인플레이를 크게 낮추었다. 채권 금리는 적정금리 수준으로 평가되던 GDP+CPI를 꾸준히 하회했으며, 2001년 중반 이후 처음으로 기대인플레이가 채권가격에 반영되고 있다.

4. 글로벌 중앙은행들의 대응, 달러강세 필요

매파적입장에 대한 신뢰도가 약해지는 4/4분기 이후 중앙은행들은 금리인상에 나설 것이다. 달러강세는 주변국들을 글로벌 긴축에 동참시키는 효과를 가져온다. 주변국들은 1차적으로 통화강세 정책으로 인플레이를 방어하겠지만 결국 금리인상에 나서게 될 것이다.

5. 한국은행의 대응

기준금리 인상은 글로벌 중앙은행들보다 최대한 늦춰질 것이다. 한국은행은 원/달러 상승압력이 높아지고 임금상승으로의 전이가 확인될 내년 초부터 금리인상에 동참할 것이다. 그 전에도 기준율 인상은 매력적인 카드다.

□ 대외채무 급증의 영향과 시사점

1. 단기외채 증가 악성은 아님

2006년 이후 대외채무(외채)가 단기외채 중심으로 급격히 증가하고 있다. 2008년 1/4 분기 현재 외채규모는 외환위기 직전인 1997년 1,742.3억 달러의 2.4배 수준인 4,124.8억 달러를 기록하고 있다. 외채 급증에 따라 우리나라는 2008년 중 8년 만에 다시 순채무국으로 돌아설 것으로 예정되어 있다. 현재까지 외채 급증의 원인은 첫째, 조선업 호조 등에 의한 확보된 달러 선물환 매입을 위해 은행들이 현물 달러를 팔고 해외 단기 차입을 증가시켰기 때문이다. 둘째, 외은지점들이 국내 국채 및 통안채 등에 투자하기 위해 본점으로부터 들어온 단기 차입을 늘렸다. 셋째, 두산의 미국 소형중장비업체인 Bobcat 인수 등 국내 기업의 해외기업 인수합병(M&A)을 위한 해외 금융기관으로부터의 차입을 늘렸던 것이 최근 단기외채 증가의 원인이라고 볼 수 있다.

이러한 점은 누적된 경상수지 적자로 인해 단기차입이 급증한 과거 외환위기 때와 비교해 안전하다고 볼 수 있다. 또한 대외지급능력의 관점에서 보아도 2008년 6월말 현재 외환보유액 2,581.0억 달러, 유동외채 비율 약 74% 등을 고려하면 외환위기 당시와 비교하여 매우 양호하다. **그럼에도 불구하고 최근 경제성장률 둔화, 경상수지 적자 등 경제 펀더멘탈이 급속히 악화되고 있는 상황 하에서 외채급증은 금융시장 불안정성을 높일 수 있는 원인이 될 수 있다.**

2. 순채무국 전환과 펀더멘탈 악화가 동시 진행됨에 유의

비록 외채 증가 자체가 불안 요인은 아니지만 성장률둔화, 경상수지 적자 등 기초 펀더멘탈 악화가 동시에 진행될 경우 우리 경제의 교란요인으로 작용할 수 있다.

첫째, 외은지점 국채 및 통안채 투자가 많은 상황에서 경기가 악화될 경우, 금융시장이 크게 동요할 수 있다. 예컨대 2008년 6월말 현재 50조 원을 상회하는 상황에서 외국인의 채권투자 손절매 또는 조기 차익청산이 나타날 경우 금리 및 환율 등이 크게 요동칠 수 있다. 또한 국내 은행의 장기 선물환 매입과 단기 차입간의 달러화 미스매칭 현상이 일어나면서 환율 및 금리 급등으로 금융시장이 크게 동요할 수 있다. 은행이 조선업체와 자산운용사 등과의 선물환거래는 1년 이상인 장기인 반면 은행의 차입은 1년 이하의 단기이기 때문이다.

둘째, 순채무국 전환과 동시에 경상수지 적자 심화 등의 펀드멘탈 악화는 대외신인도 약화로 이어질 수 있다. 수입물가 상승에 따른 상품수지 악화로 인한 경상수지 적자폭 확대는 장기간 지속될 가능성이 높다. 주요 펀더멘탈이 동시에 악화될 경우 순채무국 전환이 대외신인도 약화에 영향을 미칠 수 있다. 대외신인도 약화는 국내 기업이나 금융기관들의 자금조달 비용을 급등시켜 경영의 어려움을 가중시킨다.

Executive Summary

셋째, 만일 경상수지와 자본수지 적자가 동시에 지속될 경우 외환보유액이 크게 줄 수 있다. 금년 들어 경상수지 적자 심화에다가 자본수지마저 적자로 돌아서고 있다. 내국인의 해외직접투자 급증에 따른 직접투자수지 적자와 금융기관의 해외 차입금이 2006년 이후 처음으로 순유출로 돌아섰기 때문이다. 실제로 국제수지가 악화되면서 외환보유액이 3개월 연속 감소세를 이어가고 있다. 특히 최근 정부는 환율 안정을 위하여 외환보유액을 시장에 매각하고 있어, 국내 외환보유고는 더욱 축소될 가능성이 높다. 외환보유액 축소는 국제금융시장에서의 신용경색이 급격해질 경우 대처능력이 떨어져 자칫 국가 위기관리가 어려워질 수 있다. 더욱이 정부의 환율정책 개입으로 환율이 급등락할 경우에는 기업의 환위험이 커지게 된다. 최근 환위험관리를 위해 통화옵션상품(KIKO)을 매입한 중소기업들이 인위적인 환율변동에 의해 엄청난 피해를 입힌 것이 이를 잘 설명한다.

이러한 관점에서 볼 때 현 상태로서는 큰 문제가 없어 보이나, 앞으로 경제의 펀더멘탈 악화가 지속될 경우 국내경제가 심각한 어려움에 처할 수 있다. 특히, 최근 서브프라임 모기지부실로 인한 금융위기가 완전히 해소되지 않고 있는 가운데 일부 신흥개발 국가들의 외환위기 가능성도 대두되고 있다. 과거 동남아시아 외환위기 때처럼 외국인 단기자금이 급속히 빠져나갈 경우 자금유출입 규제가 완화된 상황에서 우리나라에 머물고 있는 외환이 순식간에 빠져나갈 수도 있다. 이럴 경우 외환보유액 감소, 환율폭등과 같은 현상이 나타나 금융 불안이 심화될 것이다.

3. 장단기 위기관리 대응책 마련이 시급

따라서 현재의 상황이 금융 위기로 비화되기 전에 장단기 대책을 마련하여 만일의 위기에 사전적으로 대처할 필요가 있다.

단기적으로 우선 적정 외환보유고를 확보 및 유지해야 한다. 환율 개입은 적정 환율 수준에서 미세 조정(smoothing operation)에 그쳐야 한다. 기업들도 외환관리 전담부서의 설치, 전문인력 양성 등을 위한 내부조직을 정비할 필요가 있다. 둘째, 외채의 만기 구조를 점검하고 단기 및 장기 자금의 미스매칭이 없도록 해야 하며 조달시점 조정 등을 통해 조달비용을 절감하여야 한다. 셋째, 국가별 통화 위험을 분산하기 위하여 외화자금조달 원천을 달러화 위주에서 탈피하여 유로화 등 다변화하여야 한다. 넷째, 순채무국 전환에 따르는 우려를 불식하기 위하여 현 대외채무 규모와 구성, 대외지급능력 등을 홍보할 필요가 있다.

중장기적으로는 먼저 경상수지 흑자 전환을 위해 노력해야 할 것이다. 교육, 관광, 의료 등 서비스업의 강화를 통해 주요 만성 적자 부문을 개선해야 할 것이다. 둘째, 자본수지의 흑자 기조로의 전환이 요구된다. 외국인 직간접투자를 확대시키기 위해서는 기업환경 보장, 안정된 거시정책 등과 함께, 무분별적 해외 직접투자를 국내 투자로 회귀하도록 유도할 필요가 있다. 셋째, 에너지 효율성의 제고가 요구된다. 과시적이고 낭비적인 에너지 소비 체제를 과감히 전환할 수 있도록 보다 구체적인 방안을 마련하고, 대체에너지 개발이나 해외 유전개발 등 자원 확보에 우리 기업들이 적극적으로 나설 수 있는 지원방안 제시하여야 한다.

적정 금리 수준에 대한 재평가

○ 환율과 유가, 누적된 상승압력

- 국제유가와 물가는 수요둔화와 투기세력 근절로 3/4분기 이후 안정될 것이라는 것이 대체적인 기대임
 - 환율과 유가의 변동이 소비자물가상승률에 반영되기까지는 시차가 존재함
한국은행의 거시계량경제모형에 따르면 원/달러가 1% 상승했을 때 1년 뒤 소비자물가는 0.08%가 상승하며 3년간 연평균 0.1% 정도가 오름
 - 국제유가는 1% 상승할 경우 충격발생 1분기 후부터 크게 상승하여 첫째 0.02%, 3년 연평균 0.04% 정도가 오르는 것으로 나타남
- 원/달러는 작년 6~7월 중 920원대였으며 올해 2월까지 2년 여 동안은 960원대 아래에 머무르고 유가 역시 전년동월대비 약 70%가 상승
 - 최근의 물가상승은 지난 1년 이상 누적되어 온 환율과 유가상승분이 순차적으로 반영되는 과정임
 - 당국의 일부 품목에 대한 통제로 상승 속도를 조절할 수는 있지만 누적되어 있는 압력 자체를 누르기는 어려움
- 1995년 이후 원/달러와 소비자물가상승률 흐름은 유사한 궤적을 가지면서 상관관계가 0.83에 이르고 있어 환율이 물가에 미치는 영향은 큼
 - 2008년 7월부터 2009년 3월까지 원/달러가 1,010원을 유지한다고 가정하고 전년동월비를 계산
 - 그 결과, 환율이 소비자물가상승률에 영향을 미치는 방향성은 2009년 들어서 소폭 하락으로 전환되나 레벨은 여전히 지난 2002년 이후 가장 높음

원/달러와 국제유가 상승과 소비자물가상승률(%)

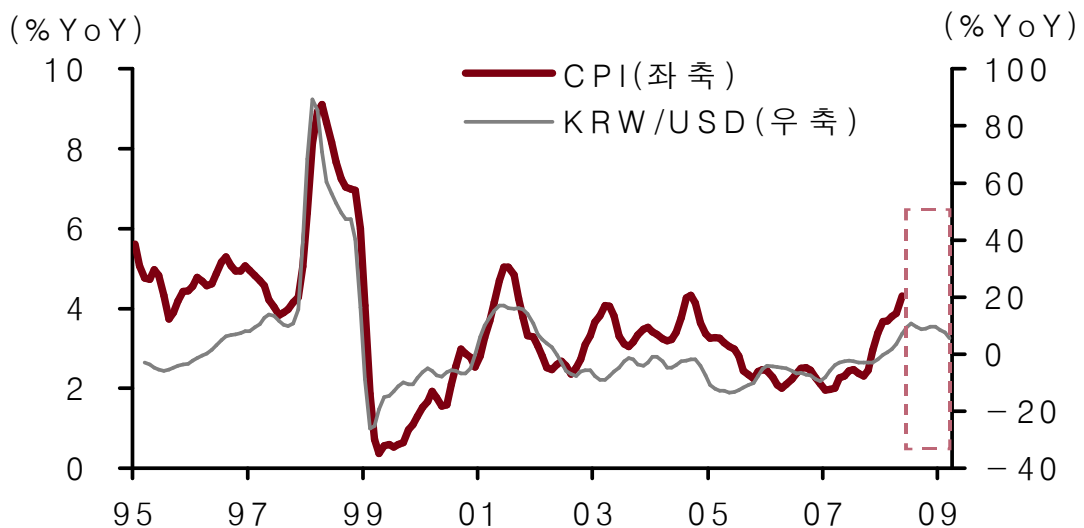
	1차년도	2차년도	3차년도	평균
KRW/USD 1%상승시	+0.08	+0.10	+0.11	+0.10
국제유가 1%상승시	+0.02	+0.04	+0.05	+0.04

자료: 한국은행.

○ 유가와 물가 고점 간 시차 존재

- 국제유가 상승은 시차를 두고 내구재 등 상품가격을 상승시키고 결국 임금 상승을 압박함
 - 과거 국제유가 급등기의 유가와 소비자물가상승률 간의 고점은 약 6개월~1년간의 시차가 존재함
 - 우리나라는 현재 내구재 등 상품가격으로 전이되는 과정에 있으며 연내에 임금인상 압력이 나타날 가능성이 높음
 - 3/4분기 중반 형성될 것으로 보이는 소비자물가상승률의 정점은 누적된 환율, 유가 효과로 전년동월대비 약 6%대 내외까지 상승 가능성 존재
 - 또한 기저효과로 인해 안정된다 하더라도 연말까지 4%대 중반 아래로 떨어지기는 어려울 것으로 봄

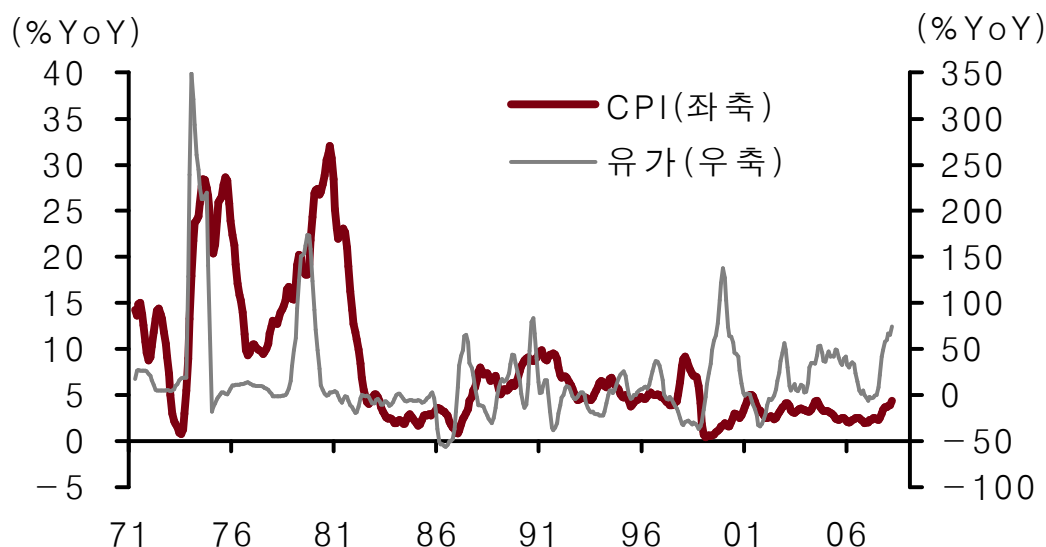
환율과 물가



참고: 6개월 이동평균, 박스는 원/달러 1,010원을 가정하고 계산한 수치.

자료: 한국은행, 통계청, 현대증권.

국제유가와 우리나라 물가, 시차 존재



참고: 3대 유종 평균, 6개월 이동평균.

자료: 한국은행, 통계청, 현대증권.

○ 유가와 물가 고점 간 시차 존재

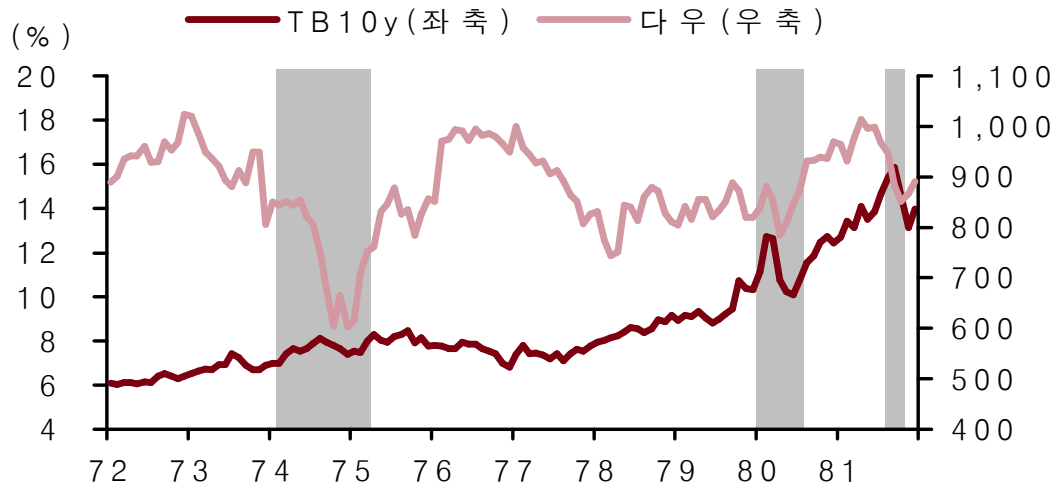
- 2007년 하반기 이후 본격화된 신용경색과 1970년대 중반과 1980년대 초반 나타났던 두 차례 스태그플레이션의 경험은, 풀려있던 글로벌 유동성의 흐름을 돌려놓음
 - 글로벌 유동성은 2007년 상반기까지 전세계 자산가격을 무차별적으로 끌어 올림
 - 신용경색이 본격화된 2007년 하반기 이후 유동성은 신흥시장으로 향했고, 이들의 수요증가와 맞물리며 상품(원자재) 가격과 물가가 급등함
 - 달러약세는 가팔라졌으며 스태그플레이션의 가능성이 논의되기 시작하면서 상품시장으로의 유동성 집중은 가속화됨

- 1970년대의 사례를 살펴보면 스태그플레이션으로 점점 더 다가가는 동안의 자산가격 흐름은 뚜렷했음
 - 주식과 채권은 약세였고, 금, 원유를 포함한 상품가격은 강세, 장단기 스프레드는 축소됨
 - 그러나 정작 스태그플레이션에 진입하게 되면 자산가격의 흐름은 상황에 따라 다른 양상을 보이기도 함

채권 시장 분석

- 주식은 소비자물가상승률 고점과 함께 반등했지만, 채권금리는 동시점에 하락을 시도하다가 다시 장기 상승추세를 이어갔는데 이는 경기침체 탈피에 따른 위험자산 선호에 기인한 것으로 판단됨

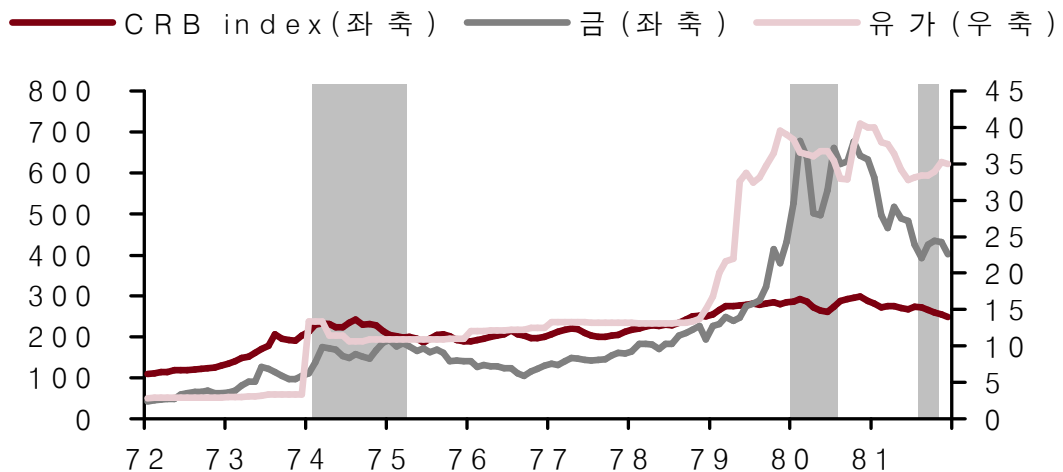
스태그플레이션의 경험: 주식, 채권 약세



참고: 음영구간은 스태그플레이션 시기(마이너스 성장률, CPI 10% 이상).

자료: ThomsonDatastream.

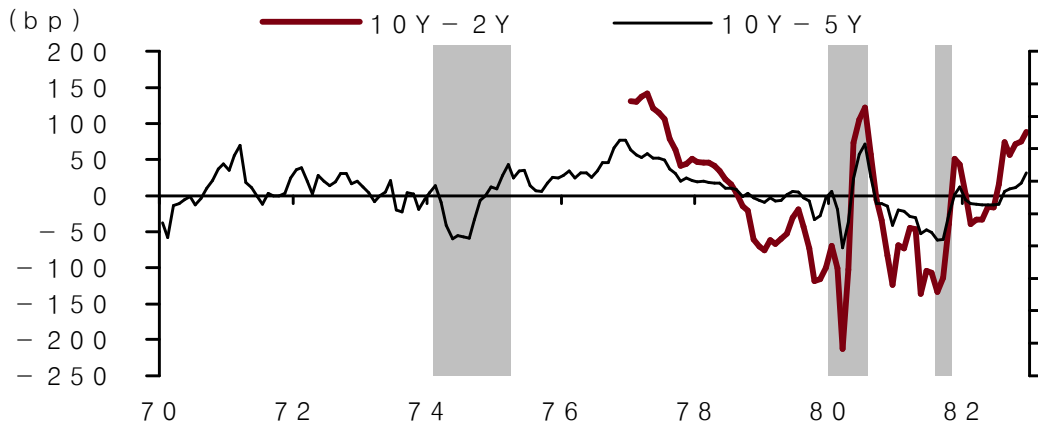
스태그플레이션의 경험: 상품가격 강세



참고: 음영구간은 스태그플레이션 시기.

자료: ThomsonDatastream.

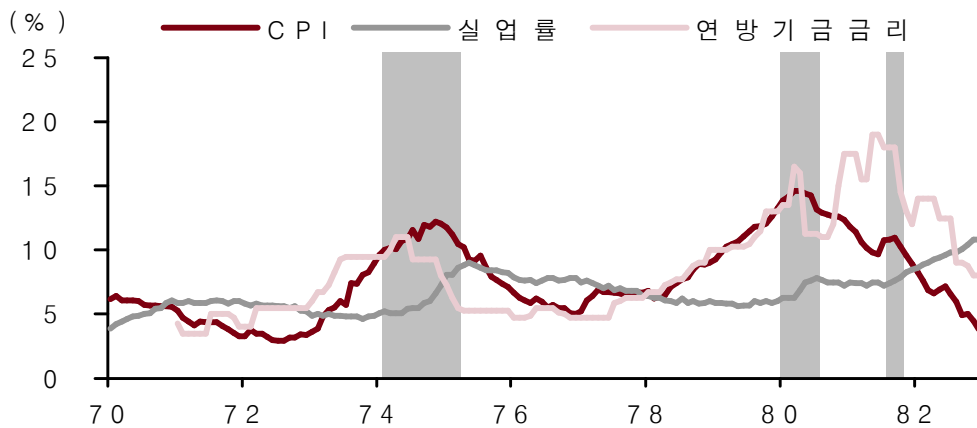
스태그플레이션의 경험: 장단기 스프레드 축소



참고: 음영구간은 스태그플레이션 시기

자료: ThomsonDatastream

스태그플레이션의 경험: 통화정책과 물가, 실업률



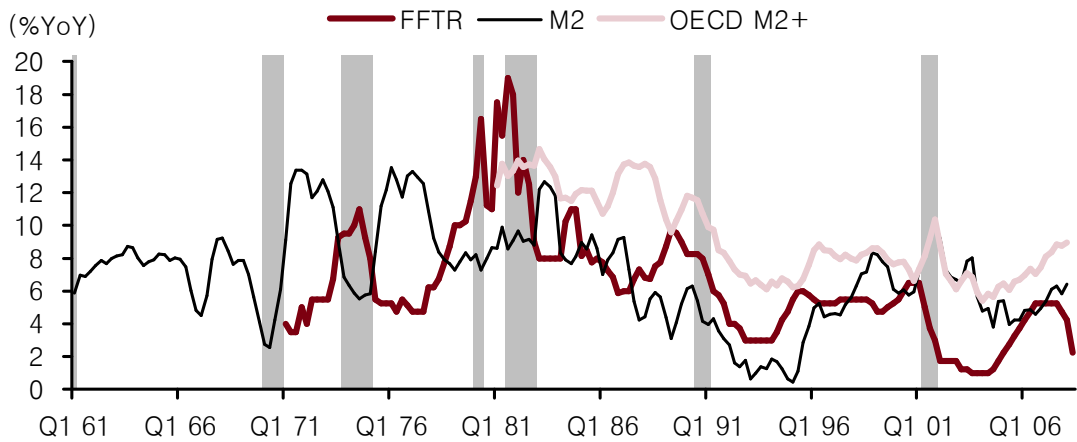
참고: 음영구간은 스태그플레이션 시기.

자료: ThomsonDatsstream.

○ 혼합형 인플레이

- 최근의 인플레이는 공급측면의 모습으로 포장되어 있지만, 그 이면에는 과도한 통화공급에 의한 상품가격 상승이 포함되어 있으므로 수요측면이 결합된 혼합형 인플레이션으로 볼 수 있음
- 1970년대 중반과 1980년대 초 두 차례 발생했던 스태그플레이션의 진행 과정과 유사함

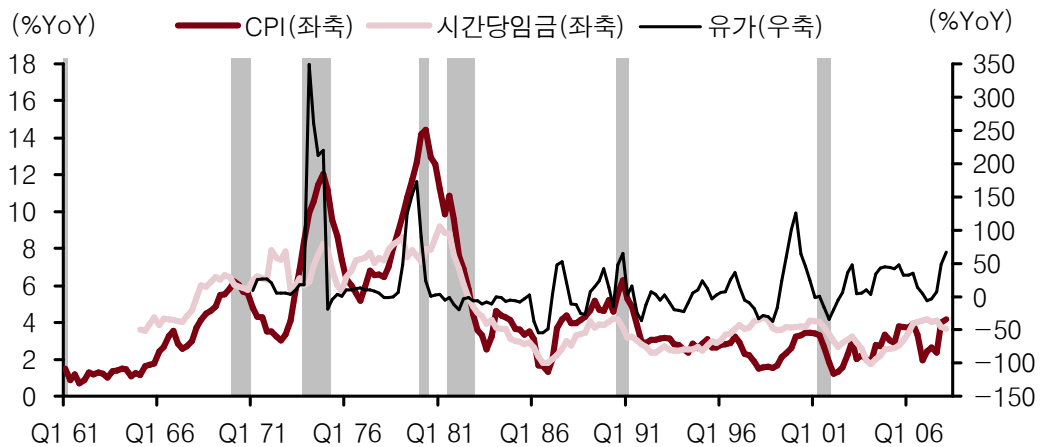
미국의 연방기금금리와 통화량, 스태그플레이션 직전 통화량 급증



참고: 음영구간은 미국경제 침체기.

자료: Thomson Datastream.

미국의 물가와 임금, 유가 고점 이후 CPI 고점까지 시차 존재



참고: 음영구간은 미국경기 침체기.

자료: ThomsonDatastream.

○ 과도한 통화공급이 스태그플레이션의 원인

- 두 차례 스태그플레이션은 모두 경기침체를 막기 위한 과도한 통화공급과 재정확대 이후 느슨한 물가관리가 원인이 됨
 - 스태그플레이션 직전 통화량증가율(M2)은 12~13%까지 급증함.

- 장기적으로 물가가 계속 오를 수는 없음
 - 비용인상 인플레이가 발생할 경우 시간이 지나면서 수요가 감소하고, 자연스럽게 소득과 총수요도 감소하기 때문임
 - 그러나 지난 스태그플레이션에서 경험한 것처럼 공급충격을 완화하기 위해 재정확대 등으로 통화공급을 늘리게 되면 총수요가 감소하지 않고 임금과 물가가 번갈아 상승하는 악순환(wage-price spiral)에 빠질 수 있음

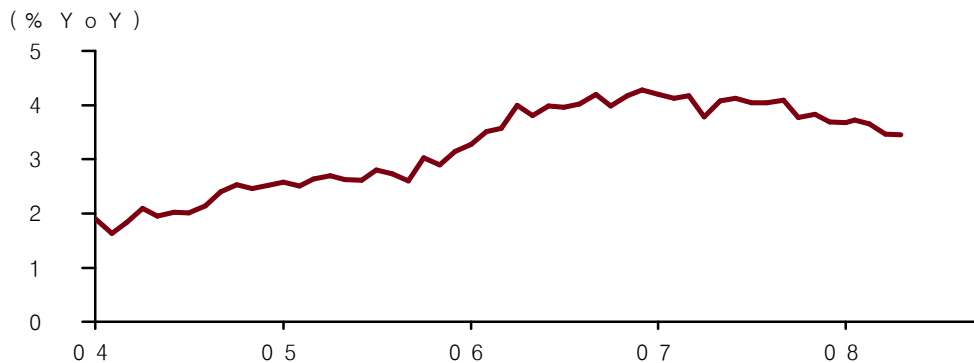
○ 핵심은 기대인플레이 차단

- 1970년대의 경우, 경기둔화와 실업률 상승을 막기 위한 재정확대 정책은 실패함
 - 통화공급을 지속함에 따라 물가가 올랐고 기대인플레이를 자극함. 인플레이를 예상한 노동자들이 임금인상을 요구하게 되면서 재정확대는 실물경기 회복에 전혀 영향을 주지 못하고 물가만 올려놓음
 - 결국 핵심은 기대인플레이를 완화하여 임금상승으로 연결되는 고리를 차단하는 데 있음

○ 임금상승으로 전이된 국가들은 정책금리 인상에 나서는 모습

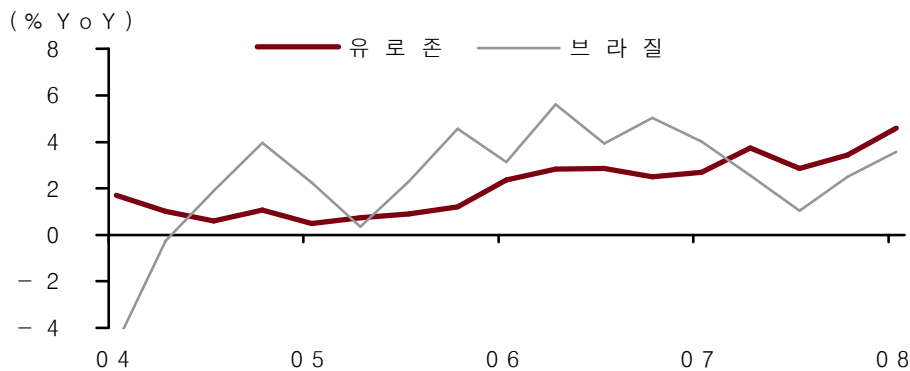
- 기대인플레이가 이미 소비자물가상승률과 임금상승으로 전이된 국가들은 정책금리 인상에 나서는 모습임
 - 브라질은 4월부터 금리인상을 시작했고, 유로존 역시 금리인상을 준비하는 모습임
 - 일본을 제외하고 가장 낮은 정책금리를 유지하고 있는 미국의 경우 상대적으로 아직 여유가 있음
 - 우리나라는 공개된 임금 데이터의 시계열이 6개월 이전 수치여서 따로 고려하지는 못했지만 두 자릿수 임금인상을 위한 파업 준비 소식 등을 감안할 때 시간이 흐를수록 임금인상 압력은 높아질 것으로 보임

미국의 임금 추이



자료: Thomson Datastream.

유로존과 브라질의 임금 추이

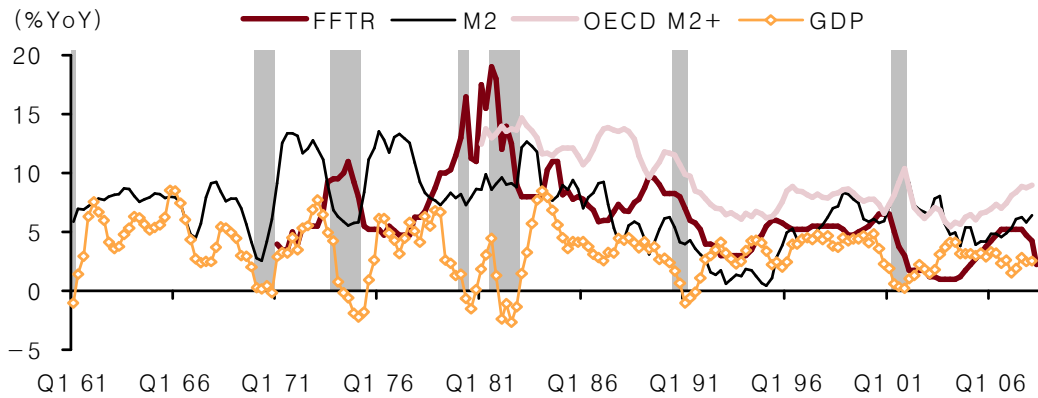


자료: Thomson Datastream.

○ 희생을 감수한 공격적 긴축으로 장기 호황의 기틀 마련

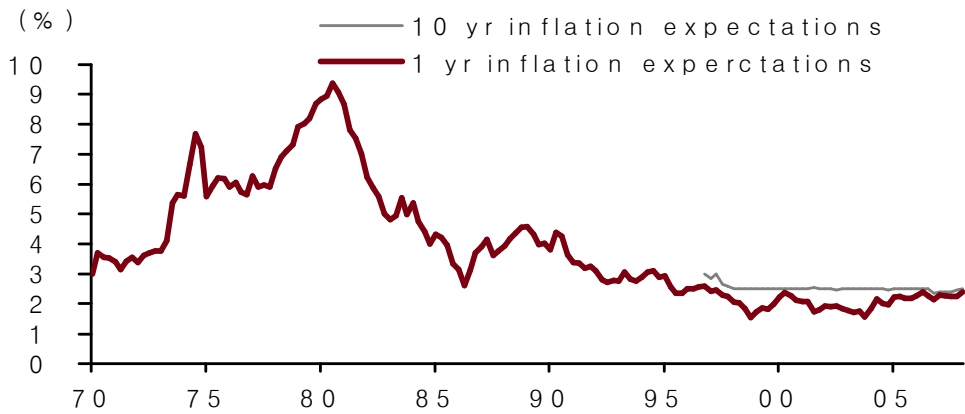
- 문제해결을 위해서는 글로벌 긴축을 통한 유동성 흡수가 필요함
 - 과도한 통화공급의 후유증으로 나타나는 기대인플레이는 금리인상을 통해 확실하게 차단할 필요가 있음
 - 인플레이가 극심하던 1979년 말 취임한 폴 볼커 FRB 의장은 경기희생을 감수하면서 공격적인 금리인상과 통화량 축소를 단행하여 이후 3년 동안 미국경제는 혹독한 침체를 겪게 됨
 - 그러나 과잉유동성 흡수와 확실한 기대인플레이의 차단을 통해 미국경제는 1983년부터 빠르게 회복되었고 1990년대 이후 안정적 경제성장을 이루는 ‘Great Moderation’ 시대로 진입할 수 있는 밑거름이 되었음.

연방기금금리와 미국 GDP, 통화량



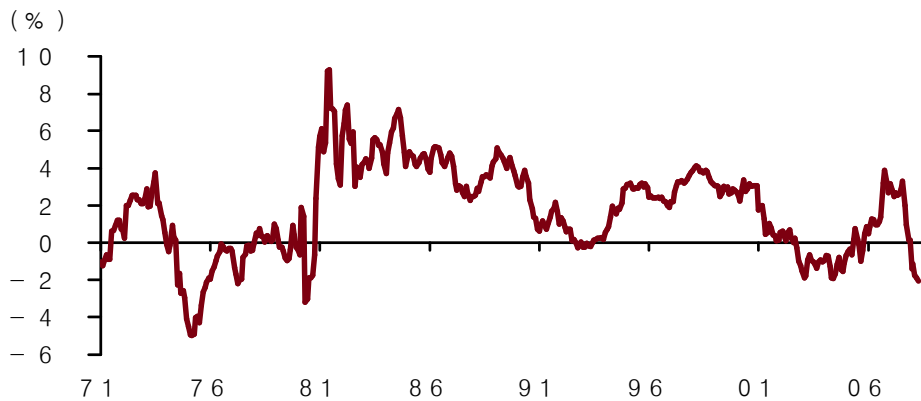
참고: 음영구간은 미국경제 침체기.
 자료: Thomson Datastream.

미국의 기대인플레이 추이



자료: FRB.

실질 연방기금금리



자료: Thomson Datastream.

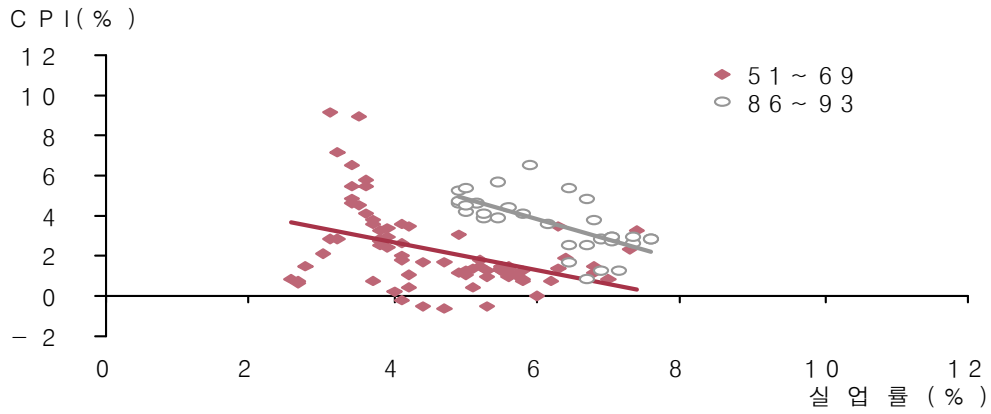
○ 필립스곡선의 변화

- 인플레이션과 실업률 사이의 관계를 나타내는 필립스곡선(Phillips curve)은 전통적으로 우하향함
 - 1951~1969년, 그리고 1986~1993년이 전형적인 예이지만 1970년대 이후 상황이 달라짐
 - 필립스곡선 이론에 따른 총수요관리 정책 처방으로도 실업률은 줄지 않았고 오히려 인플레이션은 더 높아짐(1970~1981년)
 - 과도한 통화공급의 영향으로 스태그플레이션 하에서 필립스곡선은 오히려 우상향하는 모습을 보임
- 공격적인 통화긴축이 단행된 1980년대 이후 기대인플레이션은 빠르게 안정됨
 - 디스인플레이션(disinflation)의 시기를 지나 2000년 이후에는 디플레이션(deflation)을 우려해야 할 상황까지 이룸

○ 1990년대 통화정책 유효성 증대와 세계화로 기대인플레이션 크게 축소

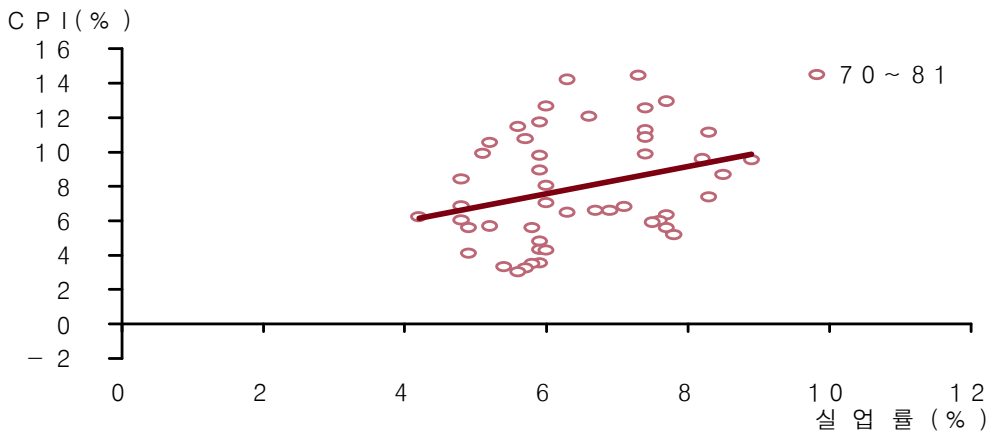
- 1990년대 이후 세계화가 빠르게 진행되고, 뉴질랜드(1990), 캐나다(1991), 영국(1992) 등 중앙은행들이 물가안정목표제를 도입하면서 통화정책의 유효성이 확보되자 필립스곡선은 평탄(flat)해지기 시작함
 - 기대인플레이션은 안정되면서 낮은 물가 수준이 유지되었고, 총수요가 인플레이션에 미치는 영향력은 축소됨
 - 심지어 2000년 이후에는 유동성 팽창과 느슨한 통화관리에도 불구하고 기대인플레이션은 잠잠했으나 역설적으로, 중앙은행들의 물가안정 의지는 점차 약화됨
- 필립스곡선의 평탄화는 통화정책의 유효성이 저하되었다는 의미임
 - 중앙은행들의 고민은, 경기상승 국면에서는 인플레이션이 덜 유발되겠지만 반대로 인플레이션 억제를 위해서는 정책당국이 생산을 종전보다 더 크게 둔화시켜야 한다는 데 있음
 - 1980년대초 인플레이션을 억제하기 위해 공격적인 통화량 축소와 금리인상으로 경기침체를 감수해야 했던 미국이 좋은 사례임

전통적인 필립스곡선, 우하향



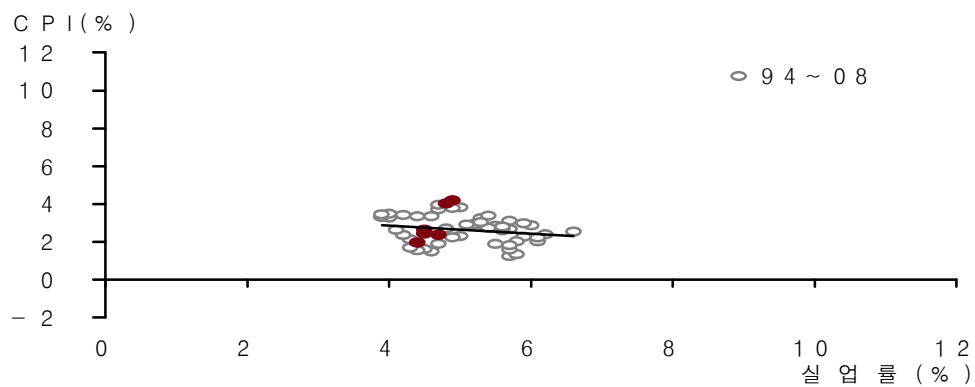
자료: Thomson Datastream.

스태그플레이션 시기의 필립스곡선, 우상향



자료: Thomson Datastream.

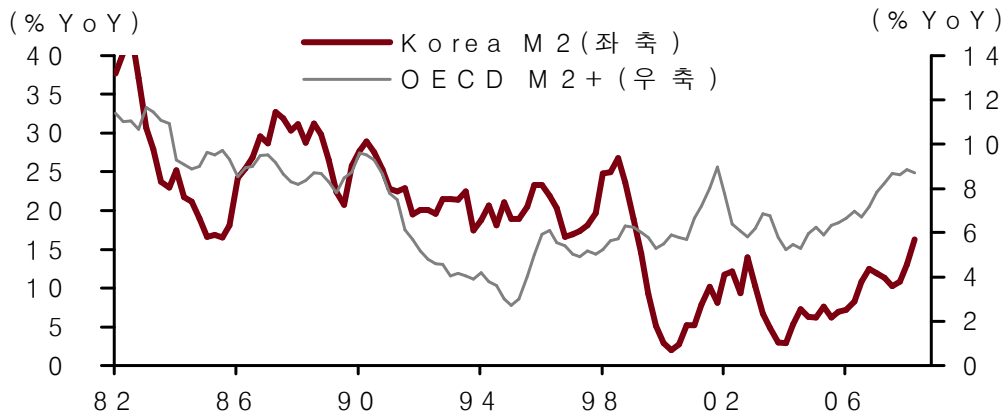
누워버린 필립스곡선



참고: 진한 점들은 2006년 4/4분기 이후 경로.

자료: ThomsonDatastream.

우리나라와 OECD국가 통화량증가율



자료: OECD, 한국은행.

○ 중앙은행의 선제적 노력 필요

- 2004년 이후 급증하기 시작한 글로벌 통화량은 4년이 넘도록 누적되어 오고 있음
 - 누적된 과잉유동성이 어떠한 경로를 통해서든 수요측면으로 전이될 경우 인플레이는 상당히 빠르게 나타날 수 있는데 현재 그런 기로에 서 있음
 - 필립스곡선이 2006년 4/4분기 이후 스태그플레이션 시기의 모습을 닮아가고 있음
 - 중앙은행의 물가안정 의지가 약화되거나 약화될 수 있다는 인식은 경제주체의 인플레이 기대심리를 자극함으로써 물가상승을 유발시킬 수 있어 물가안정을 위한 선제적인 노력이 필요함
 - 신용경색과 취약한 펀더멘털로 인해 금리인상에 나설 수 없는 환경에도 불구하고, 글로벌 중앙은행들이 매파적인 입장만은 꾸준히 표명하는 이유임

○ 피서가설에 의한 적정금리 수준 평가

- 적정금리 수준을 논할 때 가장 많이 활용되는 것이 GDP성장률과 소비자물가(CPI) 상승률의 합임
 - 피서가설에 따르면 실질이자율과 기대인플레이의 합은 명목이자율과 같음
 - 실질이자율은 자본의 한계생산성과 밀접한 개념이며 장기적으로 안정적인데 통상적으로 GDP성장률로 대체하여 사용함
 - 기대인플레이의 경우 측정할 수 있는 방법이 없기 때문에 유사한 개념인 실현된 소비자물가상승률을 사용함

○ 미국 채권시장에서의 기대인플레이 반영 사례

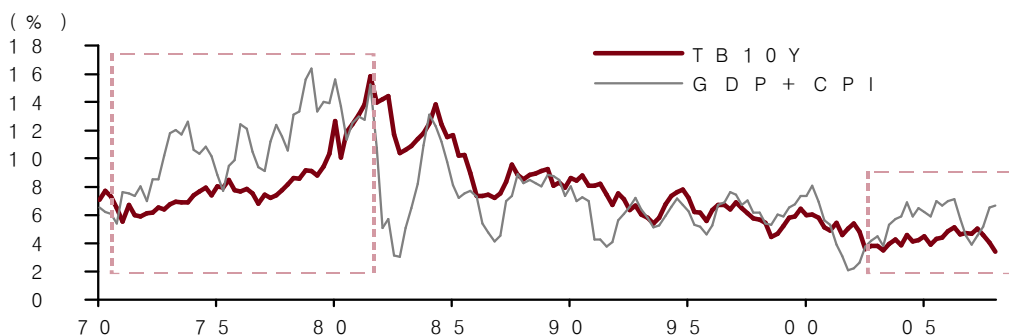
- 미국의 GDP+CPI 수준과 10년 국채금리 추이를 비교해보면 흥미로운 현상이 발견되는데 대체적으로 두 변수의 수준은 비슷함
 - 인플레이를 흑독하게 겪었던 1970~ 1980년대 초반에는 채권금리가 계속하여 GDP+CPI를 하회
 - 이후 CPI가 정점을 이루고 스태그플레이션이 마무리되는 1980년대 초반을 기점으로 채권금리가 GDP+CPI와 유사한 흐름을 가짐

- 1950~1970년 미국의 소비자물가상승률의 평균은 2.4%에 불과할 만큼 저물가 시대를 구가했으며 기대인플레이는 거의 zero에 가까웠을 것임
 - 20여 년간의 저물가 시대를 지나 1970년대 중반부터 물가가 급등했지만 채권가격에는 여전히 낮은 기대인플레이를 반영시키는 데 그침
 - 그나마 스태그플레이션이 극심했던 1975년과 1980~1981년에만 채권가격에 기대인플레이를 반영시킴으로써 채권금리와 GDP+CPI 수준이 유사해짐
 - 흑독한 인플레이를 경험한 뒤인 1980년대 중반에야 비로소 채권금리는 기대인플레이를 비교적 정확하게 반영하기 시작함

○ 기대인플레이를 반영하지 못했던 채권시장

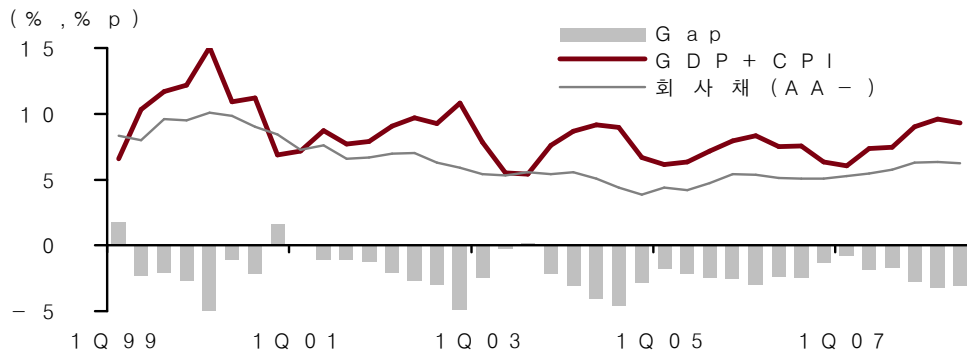
- 2003년 이후 중국의 등장과 디플레이 논쟁은 다시 한번 기대인플레이 수준을 크게 낮춤
 - 빠른 통화량 팽창에도 불구하고, 저물가가 유지됨에 따라 글로벌 중앙은행들의 물가안정 의지는 약화되었고, 간헐적으로 나타나는 고물가는 일시적인 현상으로 폄하됨
 - 채권금리는 꾸준하게 GDP+CPI를 하회함

미국: GDP+CPI와 10년 국채금리



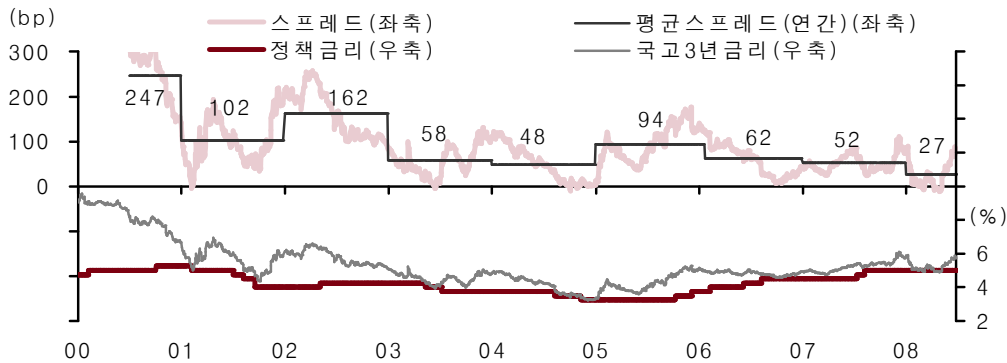
자료: Thomson Datastream.

대한민국: GDP+CPI와 3년 회사채(AA-)금리



자료: 한국은행.

국고3년 금리와 정책금리 스프레드, 시가평가 이후 평균 스프레드 89bp



자료: 한국은행, 증권업협회.

○ 국내 채권시장의 사례

- 2000년 7월 시가평가가 시작된 우리나라 채권시장은 여러 제도들이 정착되어 가는 과정에서 자연스럽게 낮은 기대인플레이를 반영해왔음
 - 2000년대 초반까지는 GDP+CPI를 하회하는 낮은 채권금리를 경계하는 시각도 존재했음
 - 그러나 2003년 이후 디플레 논쟁을 거치며 이는 당연한 것으로 받아들여짐

○ 적정금리 수준의 재설정

- 수년간 누적된 통화공급이 축소되지 않는 한 물가가 쉽게 안정되기 어려움. 인플레이의 배경인 상품가격 상승의 원인은 수급과 과잉유동성임
 - 설령 국제유가가 안정된다 해도 소비자물가상승률과는 시차가 존재하며, 일부 국가들에서는 이미 임금상승으로, 수요측면으로 전이되는 모습도 발견됨
 - 적정금리 수준과 기준금리 대비 스프레드도 기대인플레이를 반영, 재설정 필요

- 기준금리 대비 50bp 내외가 적정한 국고3년 금리 수준이라는 개념은 과거의 경험에 근거하여 실제로 2003년 이후 평균 스프레드는 59bp였으며, 매년 연평균으로도 50bp를 크게 벗어나지 못함
 - 이 수준은 기대인플레이를 거의 반영하지 않은 것으로 봐야 함
 - 2003년 이후 소비자물가상승률과 근원소비자물가상승률 평균은 각각 3.0%, 2.6%에 불과함

○ 기대인플레이 반영 중인 국내 채권시장

- 연내 기준금리 인상을 예상하는 시장참가자가 거의 없음에도 불구하고 국고 3년 금리가 6%대에 육박하는 수준까지 올라갈 것으로 많은 사람들이 예상
 - 시가평가 초기면서 소비자물가상승률이 5.0%가 넘었던 2001년 중반 이후 처음으로 기대인플레이의 달라진 수준이 채권가격에 반영되고 있음

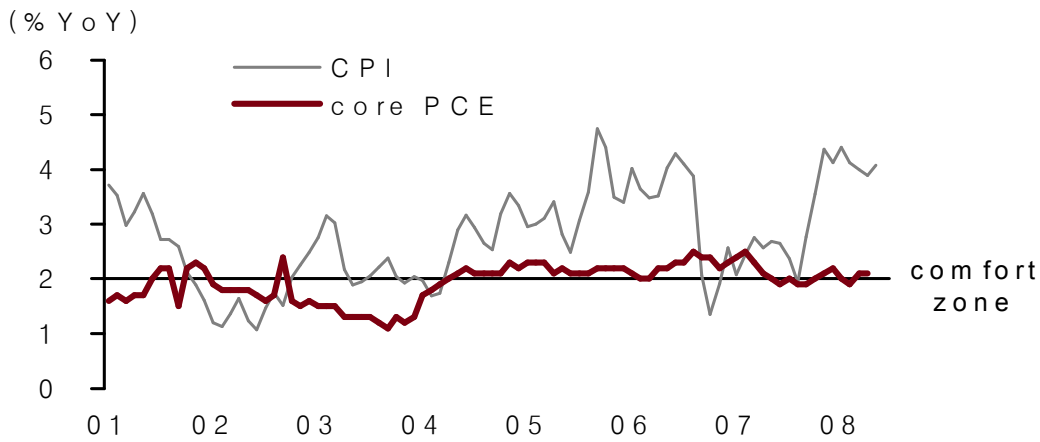
○ 적정금리 수준 추정

- ‘적정’ 수준은 그 자체가 장기적인 개념임. 당장 그 수준까지 채권금리가 움직인다고 보다는 그 수준을 향하여 수렴해 가는 과정에 있다고 봐야 함
 - 다소 거칠게 그리고 보수적으로 적정한 금리수준을 설정해보겠음. 우리나라는 국고10년 금리의 역사가 짧은 데 이유가 있었겠지만 전통적으로 회사채(AA-)3년 금리와 GDP+CPI의 수준이 유사했음
 - 성장률 4.0%에 소비자물가상승률 3.5%~4.0%를 감안하고, 회사채(AA-)와 국고채 금리와의 스프레드를 약 100bp 정도 적용한다면 국고3년 금리는 장기적으로 6.50~7.00%를 향해 수렴해가는 과정일 수 있음

○ 상반된 입장, FRB와 ECB

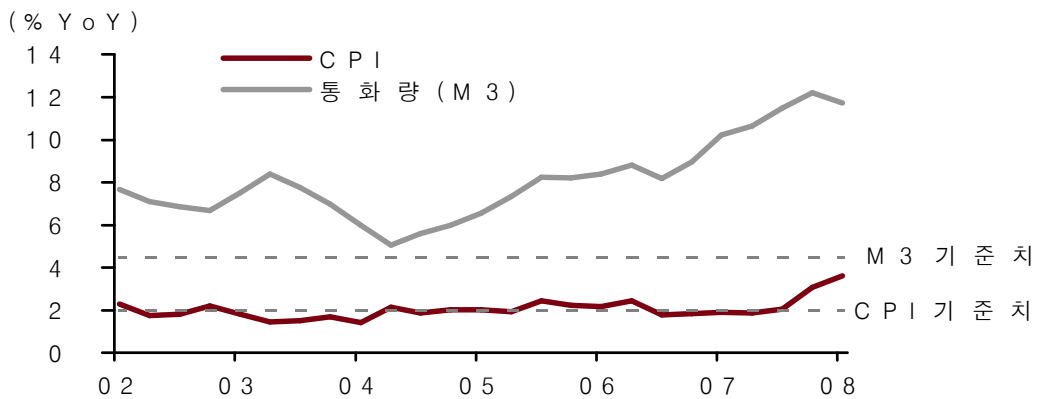
- 글로벌 중앙은행들은 기대인플레이를 차단하기 위한 글로벌 긴축이 필요하다는 부분에 대해서는 공감하고 있으나 FRB와 ECB의 입장은 상반됨
 - 2.0%의 낮은 정책금리를 유지하고 있는 FRB의 경우 금리인상 여력은 높지만, core PCE나 임금인상압력 전이 정도를 고려할 때 시급성은 떨어짐
 - ECB의 경우, 미국 등의 정책금리 인하에도 불구하고 상대적으로 높은 4.0%의 정책금리 수준을 유지하고 있지만, 소비자물가상승률이나 통화량, 임금인상 압력으로의 전이 정도를 고려할 때 ECB의 인상은 시급함
 - 과도한 통화공급 주체인 미국보다 유럽이 금리인상을 서두르는 배경임.

여유있는 미국, core PCE



자료: Thomson Datastream.

여유없는 유럽, CPI와 M3



자료: Thomson Datastream.

○ 4/4분기 미국 긴축 예상, 단기 약재지만 장기 호재

- 미국의 경우 신용경색과 취약한 펀더멘털로 당장 정책금리를 인상하지는 않을 것으로 봄
 - 그러나 FRB는 지난 1970년대의 경험을 통해 기대인플레이를 차단하는 것이 핵심이며 통화완화는 상황을 악화시킬 수 있다는 점을 인지
 - 인플레이 판단의 기준에 있어서 core PCE와 함께 headline CPI의 중요성도 고려하고 있음
 - 적정수준 대비 지나치게 낮은 정책금리와 기간론적으로 바닥을 형성할 것으로 예상되는 주택시장 등을 감안할 때 미국은 경제부문의 리스크를 다소간 감수하더라도 늦어도 4/4분기 이후에는 긴축할 것으로 판단함

- 미국의 긴축은 달러강세를 가져옴
 - 달러강세는 유동성 흡수 효과도 있지만, 상품시장에 쏠려있던 유동성의 흐름을 분산시킬 수 있음
 - 주식 및 채권시장의 입장에서 미국의 긴축은 단기적으로는 악재지만 물가안정을 통해 중장기적으로는 호재로 작용할 수 있음.

○ 달러강세에 의한 주변국들의 글로벌 긴축 동참

- 2002년 이후 미국은 달러약세 정책을 통해 자국의 디플레 압력을 해외로 분산시킴
 - 주변국들은 자국통화 강세와 금리인하를 통해 소비에 나섰고 글로벌 경제는 디플레의 위기에서 벗어날 수 있었음
 - 달러강세 정책은 반대로 주변국들을 글로벌 긴축에 동참시키는 효과를 가져올 수 있으며 자국통화 약세는 인플레이를 심화시킴
 - 주변국들은 1차적으로 통화강세 정책으로 방어하겠지만 결국 금리인상에 나서게 될 것임

○ 매파적 입장 견지

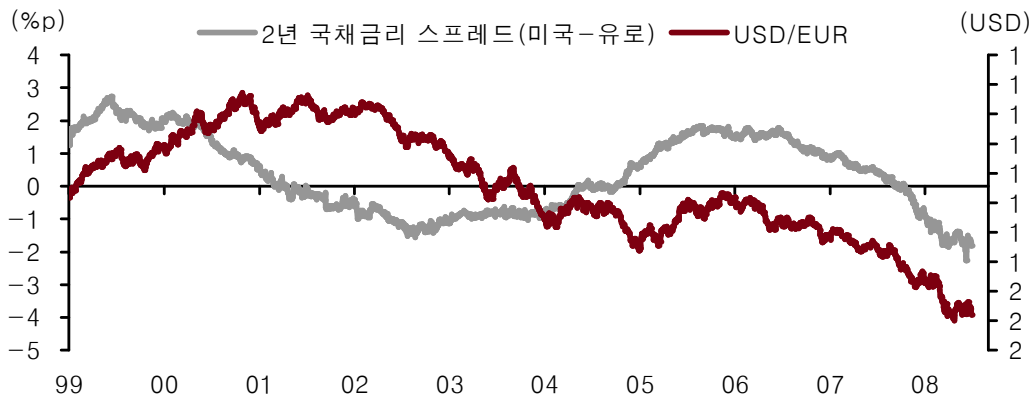
- 달러강세를 위해서는 유럽의 희생이 필요함
 - 소비자물가상승률이 기준치를 크게 넘어선 유럽의 입장에서 유로화 약세는 부담스럽고 속도가 빠를 경우 유럽은 큰 타격을 받을 수 있음
 - 가장 좋은 시나리오는 양국간 완만한 달러강세를 합의하는 것이겠지만 쉽지 않은 문제임
 - 취약한 펀더멘털로 인해 실제 금리인상이 어렵더라도 ECB와 FRB는 자국 통화 강세를 위해 서로 매파적인 입장을 견지할 수밖에 없음
 - 그러나 긴축에 대한 시장참여자들의 신뢰도가 약해지는 시점에서 양국은 실제 금리인상을 병행하여 자국의 입장을 강화하려 할 것이므로 4/4분기 이후가 될 것으로 예상함
 - 연말을 넘어서면서 미국경제의 바닥형성에 대한 확신이 설 경우 금리인상의 속도는 빨라질 수 있음

○ 달러강세 전 상품가격 강세 지속

- 당분간 달러/유로를 중심으로 외환시장의 변동성이 심해질 수 있음
 - 4/4분기 이후 미국이 금리인상을 시작하게 되면 월등한 인상 여력으로 인해 달러강세로 가닥이 잡혀가고 속도는 조절될 것이며 달러강세로 방향을 잡을 때까지 유동성이 상품시장에서 이탈할 가능성은 낮음

- 스태그플레이션에 점점 더 다가가는 상황에서 상품시장보다 나아보이는 투자대안이 마땅치 않고 원유시장의 인위적 통제가 있더라도 유동성들은 곡물이나 금, 은 등 여타 상품시장으로 이동할 것임

USD/EUR과 2년 국채금리 스프레드



자료: Bloomberg.

○ 한국은행, 연내 금리인상 동참 예상

- 3/4분기 중 원화강세 시도는 지속될 것임.
- 그러나 홀로 금리를 동결하면서 통화강세를 유지할 수는 없음. 시간이 지날수록 원/달러 상승압력이 높아질 것이며 임금상승으로의 전이가 확인될 하반기부터는 한국은행도 금리인상에 동참할 것으로 예상됨. 중요한 것은 기대인플레이의 차단이며 글로벌 긴축에의 동참일 것임

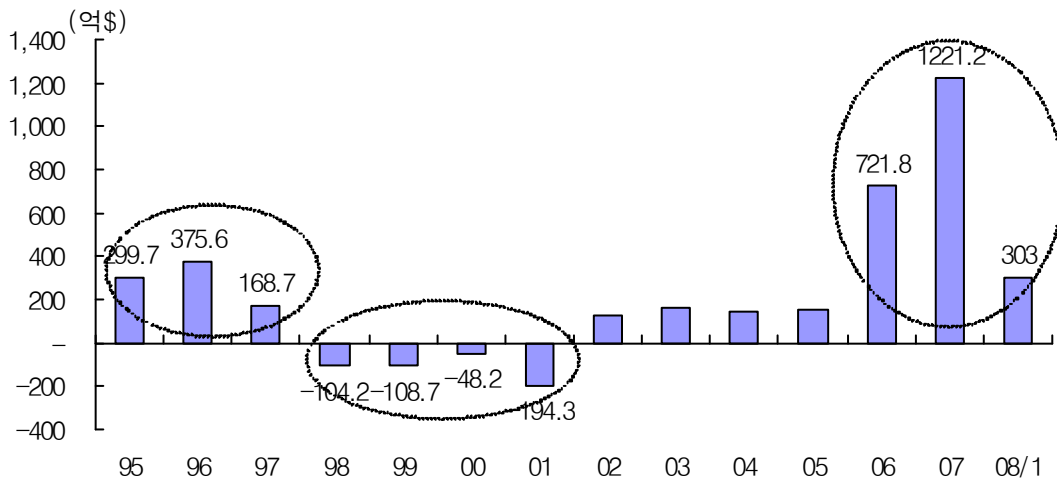
신동준 연구위원 (2014-1708, dongjun.shin@hdsrc.com)

대외채무 급증의 영향과 시사점

1. 대외채무(외채) 급증의 현황과 우려감

- 2006년 이후 단기채무가 급증하고, 2007년부터 장기채무도 빠르게 증가하면서 대외채무가 급격히 증가하고 있음
 - 2006년 이후 대외채무(외채)가 급증하면서 2008년 1/4분기 현재 외환위기 직전인 1997년 1,742.3억 달러의 2.4배 수준인 4,124.8억 달러를 기록
 - 외환위기 이전과의 증감을 비교하면 1995년 ~ 1996년 동안 544.3억 달러 증가하였으며, 2006년 ~ 2008년 1/4분기 2246.0억 달러로 무려 4.1배 증가
 - 2007년말 대외채무 규모는 GDP의 39%를 기록하며, 이는 GDP대비 34%를 기록했던 1997년말 보다 높은 수준

대외채무 증감액 추이



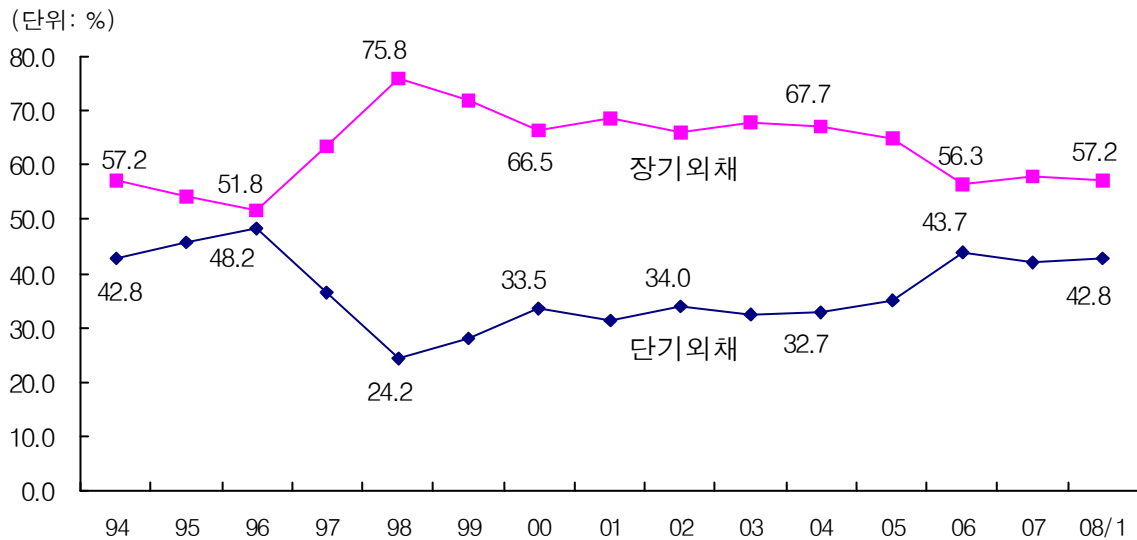
자료 : 한국은행.

- 만기기간별로 보면 2006년에는 만기 1년 이하의 단기외채가 급증한 반면, 2007년 이후부터는 만기 1년 이상인 장기외채도 빠르게 증가함
 - 단기외채는 2006년 중 전년대비 약 73% 증가하였으며, 장기외채는 2007년 중 전년대비 약 51% 증가

금융 빅뱅 이슈

- 단기외채가 전반적으로 증가함에 따라 단기외채의 비중이 2008년 1/4분기 현재 42.8%로 상승하였으며, 이는 외환위기 이전 1996년 말 48% 수준에는 못 미치지만 매우 높은 수준

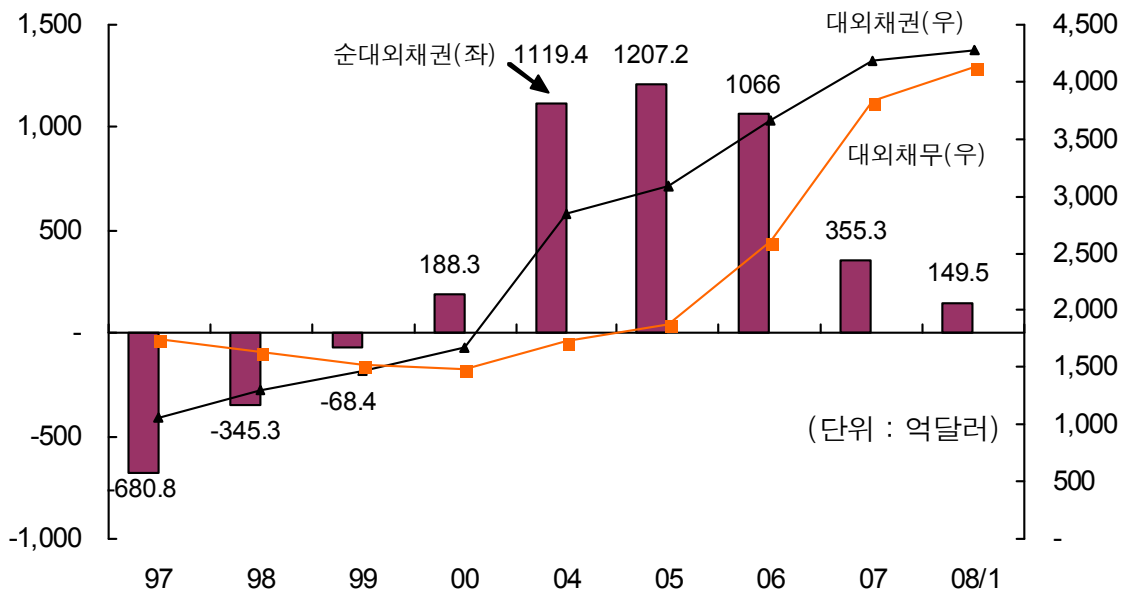
대외 채무 중 장단기외채 비중



자료 : 한국은행.

- 또한 외채 급증이 당장 큰 문제로 작용하지 않는다 해도 8년간 유지했던 순채권국 지위가 순채무국으로 전환될 것으로 전망되고 있어 금융시장 자금 경색 가능성은 내포됨
 - 우리나라의 순대외채권은 2005년 말 1,207억 달러로 역대 최고치를 기록한 후 최근 급격히 감소하면서 2008년 중 순채무국으로의 전환이 예정
 - 외환위기 이후 2000년도에 처음으로 순대외채권이 플러스(+)로 전환되었음
 - 2006년부터 대외채무 증가세가 대외채권 증가세를 압도함에 기인하여 2007년 말 순대외채권 규모는 342억 달러로, 이는 1,207억 달러를 기록한 2005년 대비 28.3% 수준으로 하락함
 - 당초 2008년 6월중 순채무국 전환이 우려되었으나(재정기획부), 최근 한국은행은 2/4분기 외채 증가가 예상보다 낮은 100억 달러에 그쳐 금년 상반기 중에 순채무국으로 전환되지 않을 것으로 발표
 - 급격한 상황 반전이 없는 한 3/4분기에는 순채무국으로 전환될 것으로 예상

대외채무 추이



자료 : 한국은행.

○ 외환위기 당시와 비교하여 대외지급능력은 양호한 상황이지만 최근 성장률 둔화, 경상수지 적자 등 경제 펀더멘털이 급속히 악화되고 있는 점이 우려

- 외채 급증에 따라 대외지급능력이 악화되고 있지만 대외지급능력을 나타내는 지표들은 수치적으로 외환위기와 비교하여 매우 양호
 - 1997년말 외환보유액 204억달러, 유동외채비율 973.0% 등과 비교하며 2008년 6월말 현재 외환보유액 2,581.0억 달러, 유동외채 비율 74.0% 등은 안정 수준으로 평가¹⁾
 - 외환보유액 대비 단기외채 비율이 당시의 312.5%에서 현재는 60.5%로 낮아져 외환상환능력은 외환위기시에 비해 상당히 양호한 상태임
 - 2007년말 현재 총 외채대비 단기외채 비율은 41.7%를 기록해 영국 76.8%, 일본 58.9%, 미국 43.8% 등 주요 선진국에 비교하면 낮은 수준

1) 일반적으로 유동외채란 (단기외채+유동성 장기외채)/외환보유액으로 정의되며, 100% 미만일 경우 안정수준, 100~200%일 경우 경계수준, 200% 초과일 경우 위험수준으로 구분됨(여기서 유동성 장기외채란 장기외채 중 1년 이내 만기도래분을 말함)

외환위기 당시와의 대외지급능력 비교

	단기외채규모 (백만 달러)		총외채 중 단기외채 비중(%)		외환보유액 대비 단기외채 비중(%)		단기외채 중 외은지점 비중(%)	
	1997	2007	1997	2007	1997	2007	1997	2007
1분기	79,784	128,690	48.2	45.7	273.7	52.8	25.4	49.4
2분기	83,678	137,530	48.0	44.1	251.2	54.9	25.0	51.5
3분기	80,469	146,304	45.4	42.7	264.5	56.9	28.6	48.6
4분기	63,757	158,747	36.6	41.7	312.5	60.5	34.4	49.6

자료: 한국은행

- 국내 금융기관의 단기외채의 차입 요인도 금융기관 포지션 조정 과정 및 채무변제 리스크가 낮은 관계로 현재까지는 안정하다고 판단²⁾
 - 현재 외채는 상당부분이 환리스크 헤지 과정에서 수출업체와 해외투자자금의 선물환 수요로 인해 금융기관 포지션 조정 과정에서 단기외채 급증
 - 최근 증가한 외은지점의 외채는 계정상 국내외채로 분류되나 실질적으로 외국계 은행 지점이 본점에서 대여한 것이므로 채무변제에 대한 리스크가 작음

- 그러나 최근 글로벌 물가급등으로 우리나라에도 스태그플레이션의 현상이 나타나고 있는 가운데 경상수지 적자가 지속되는 등 경제 펀드멘털이 급격히 약화
 - 원자재가 급등으로 수입물가가 상승에 기인한 최근의 경상수지 적자는 과다 투자 및 경기과열에 기인한 외환위기 당시와는 차이점이 있지만 현 상황이 장기화될 경우 경상수지 적자가 고착화될 수 있음

2) 외환위기 이전에는 종금사들이 단기외채를 끌어와 장기로 대출하면서 ‘기간불일치(maturity mismatch)’ 현상이 발생

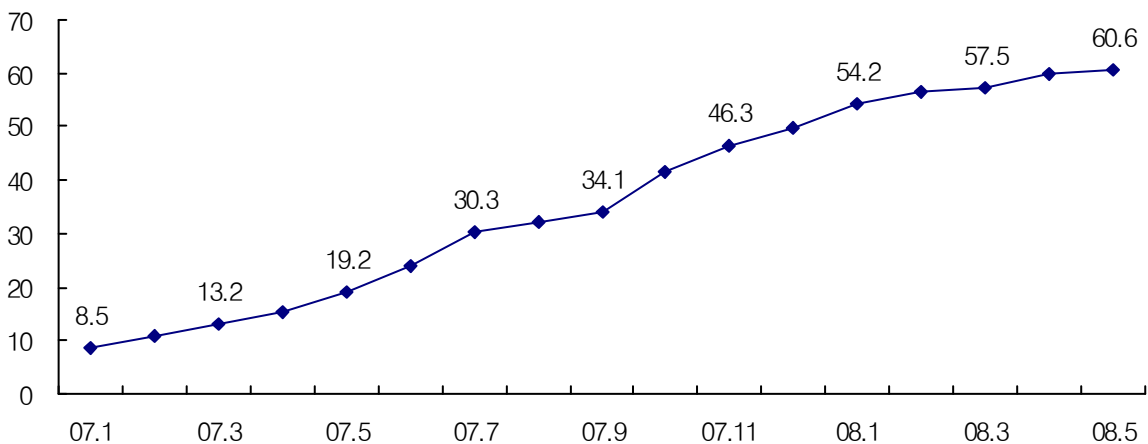
2. 외채 급증의 원인

○ 환헤지용 선물환 매도 수요 급증

- 2006년 이후 조선업체를 중심으로 한 수출호조에 따른 환위험 헤지, 2007년 글로벌 증시 호황으로 인한 해외펀드 투자 증가에 따른 환위험 헤지 등을 위한 선물환 매도 수요 급증
 - 2007년 11월까지 원화 강세 지속되면서 달러화 가치하락에 따른 위험을 헤지하기 위한 선물환헤지 수요 증가
 - 조선업체의 수주현황 : 2005년 313억달러 → 2006년 660억달러 → 2007년 1,015억 달러³⁾
 - 2007년 이후 자산운용사의 해외주식형 투자펀드 설정잔액 급증(2007년부터 2008년 5월까지 52조원 증가)하면서 2008년 5월 현재 60조원을 상회

자산운용사의 해외주식형펀드 추이

(단위 : 조원)



자료 : 한국자산운용협회.

- 대규모 선물환을 매입한 은행들은 포지션 조정 차원에서 단기 외채차입을 증대
 - 선물환을 매수한 은행은 환위험을 피하기 위해 현물환을 매각, 동시에 해외차입을 통해 필요 외화자금을 조달

3) 주요 8개 조선중공업체 기준(한국은행 보도자료 인용)

금융 빅뱅 이슈

○ 내외금리차 확대에 외은지점의 재정거래 증가

- 미국 정책금리 인하로 대내외 금리차가 증가하자 본지점간 차입거래를 통해 외화차입이 용이한 외은지점이 재정거래를 통한 차익을 얻기 위해 해외 본점에서 들어오는 외화 차입을 증대시킴
 - 지난해 하반기 중 대내금리차와 스왑레이트(swap rate) 간의 통화증권 1년 물과 통화스왑 금리 사이의 스프레드는 급격히 벌어지며 통화스왑 시장에서 재정거래 유인이 높아짐에 따라 단기외채의 유입을 증가⁴⁾
- 재정거래를 위한 도입된 외은지점들의 자금들이 국내 국공채 및 통안채 등 장기채 투자가 증가
 - 공급측면에서도 글로벌 신용경색에도 불구하고 외국계 금융기관의 포트폴리오 조정으로 상대적으로 안전 자산인 국내 채권시장에의 외국인 투자 증가
- 차입금이 은행부분 단기외채 증가분의 대부분을 차지하는 가운데 동 기간 동안 외은지점의 단기 차입금이 544.5억 달러로 국내은행의 차입금 223.4억 달러의 두 배 가량을 차지
 - 이에 따라 은행부분의 단기외채는 2005년 말 512.8억 달러에서 2007년 말 1,323.0억 달러로 지난 2년 동안 810.2억 달러 증가

최근 은행부분의 단기외채 추이

(단위: 억 달러)

	2004	2005	2006	2007
은행 단기외채 계	444.5	512.8	960.9	1,323.0
국내은행	234.5	279.7	442.6	535.1
(차입금)	(200.3)	(236.9)	(374.8)	(460.3)
외은지점	210.0	233.1	518.4	787.9
(차입금)	(194.7)	(213.3)	(502.6)	(757.7)

자료: 한국은행, Ecos.

4) 외은지점들이 리보금리로 차입한 외화를 통화스왑시장에서 원화와 맞바꾸어 국내 채권에 투자하고 있는데, 국내 채권 수익률이 통화스왑 금리보다 높아 차익이 발생

○ 기업 등의 장기외채를 통한 해외투자 확대

- 2007년 중 국내 기업 등이 해외기업 인수합병(M&A) 목적으로 해외 금융기관으로부터의 차입 등을 증대
 - 두산의 미국 소형 중장비업체인 밥캣(Bobcat) 인수(인수자금 총 51억 달러)
- 이에 따라 2006년부터 기타 부분의 장기외채가 큰 폭으로 증가함
 - 특히 2007년도의 경우 장기채무 증가분의 35.3%를 차지

최근 장단기 외채 규모의 부분별 증감 추이

(단위: 억 달러)

	2004	2005	2006	2007
대외채무	148.7	156.2	721.8	1,206.1
단기	55.4	95.6	478.4	450.0
장기	93.2	60.6	243.4	756.1
일반정부	-11.8	-19.2	18.1	216.5
단기	0.0	0.0	0.0	0.0
장기	-11.8	-19.2	18.1	216.5
통화당국	6.8	10.9	25.4	117.9
단기	-1.3	2.5	16.8	42.8
장기	8.1	8.4	8.6	75.1
은행부분	67.6	89.4	531.1	559.9
단기	36.8	68.3	448.2	362.1
장기	30.9	21.1	82.9	197.9
기타	86.0	75.3	147.2	311.7
단기	20.0	24.9	13.3	45.2
장기	66.1	50.4	133.8	266.5

자료: 한국은행, Ecos.

3. 외채 급증의 영향

- 외채 증가와 성장률둔화, 경상수지 적자 등 기초 펀더멘탈 악화가 동시에 진행될 경우 우리 경제의 교란요인으로 작용할 수 있음

① (금융시장 불안) 첫째, 현재의 외채 증가는 주로 금융기관의 단기차입이나 외은지점의 국공채 투자 등과 연관되어 있어 국내 금융시장과 외환시장에 민감하게 영향을 줄 수 있음

- 외은지점의 국채 및 통안채 투자 비중이 큰 외채구성으로 경기가 악화될 경우, 금융시장이 크게 동요할 수 있음

- 2008년 6월말 현재 50조 원을 상회하는 외국인 채권투자가 금리나 환율의 변화로 CRS 스프레드가 변화할 경우 외국인의 투자 채권 손절매 또는 조기차익청산으로 이어져 시장금리 등이 크게 요동칠 수 있음⁵⁾

- 만일 채권투자자금이 해외로 빠져나갈 경우 환율 급등 가능성이 높음

- 달러화 미스매칭 현상이 일어나면서 외환시장이 크게 동요할 수 있음

- 은행이 조선업체와 자산운용사와의 선물환거래는 1년 이상인 장기인 반면 은행의 차입은 1년 이하의 단기이기 때문임

- 외채 유입 현상이 지속되면 환율 하락 압력이 거세지게 되어 환율 급등 현상이 일어나면서 환리스크 관리가 어려워질 수 있음

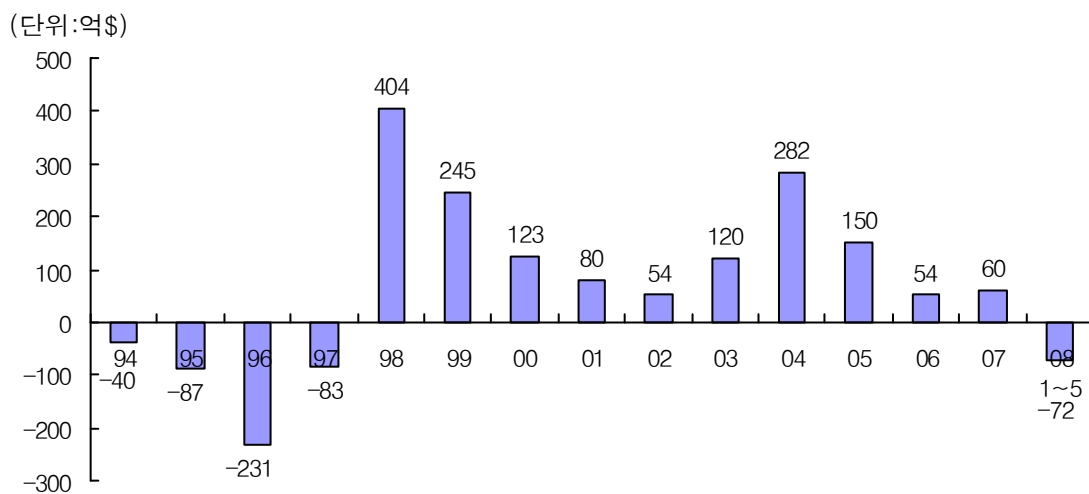
- 뿐만 아니라 금리 및 환율 등의 국내 거시경제변수 변동성이 확대되면서 통화당국의 유동성 조절 부담이 증대됨

② (대외신인도 약화) 둘째, 순채무국으로의 전환과 동시에 경상수지 적자 심화 등 펀드멘탈 약화는 대외신인도 약화 등으로 나타날 수 있음

5) 일반적으로 '국채/통안채금리-통화스왑 스프레드'가 급격히 확대될 경우 조기 손절매 가능성이 높아지고, 반대로 급격히 축소될 경우 조기 차익청산 가능성이 커짐

- 2008년부터 본격 경상수지 적자 전환도 이루어져 대외채무 불안감 확대에 기여
 - 경상수지 흑자규모가 2004년 이후 감소 추세 지속(2007년 60억 달러로 축소)
 - 최근 국제 원자재 가격 급등, 수입유발적 산업구조 및 서비스수지 적자 확대 등 구조적 요인에 기인하여 2007년 12월부터 6개월 연속 적자를 기록
 - 2008년 1~5월 중 경상수지는 71.7억 달러의 적자를 기록하여 2007년 동기 간의 29.1억 달러 적자에 비해 적자폭이 42.6억 달러나 커졌음
- 수입물가 상승에 따른 상품수지 악화로 인한 경상수지 적자폭 확대는 장기간 지속될 가능성이 높음
 - 수입물가 상승이 중국, 인도 등 인구대국 신흥국가의 수요 급등과 달러화 약세 등 국제 원자재 가격 급등 등 구조적인 문제에서 비롯됨
 - 또한 수입유발적 산업구조 및 서비스수지 적자 확대 등 국내 국제수지 구조적 문제도 경상수지 적자를 확대시킴

경상수지 추이



자료 : 한국은행.

- 경상수지 적자 심화 등의 주요한 경제 펀더멘탈이 약화될 경우 순채무국 전환이 대외신인도에도 영향을 미칠 수 있음
 - 당장은 문제가 되지 않는다 하더라도 국제금융시장 불안 재연 조짐 등으로 인해 단기외채가 재차 증가할 수 있는 가능성을 배제할 수 없음
 - 최근 단기 외채 증가와 국제수지 악화라는 현상이 외환위기 시점과 표면적으로 유사한 모습을 보이고 있기 때문에 이에 대한 우려가 존재

금융 빅뱅 이슈

- ③ (외환보유액 감소) 셋째, 경제상황이 좋지 않은데다 경상수지 및 자본수지 적자가 심화될 경우 외환보유액 감소 추세가 지속될 수 있음
- 경상수지 적자가 심화되고 있는 가운데 금년 들어 자본수지마저 적자로 돌아서는 등 국제수지 악화가 자칫 외환보유액 축소로 이어질 수 있음
 - 2006년과 2007년 해외차입이 크게 증가하여 자본수지가 흑자를 유지하였으나, 금년 들어 자본수지도 2007년 1~5월의 131.1억 달러 흑자에서 2008년 동기간 12.4억 달러의 적자로 반전됨
 - 자본수지가 적자세로 돌아선 것은 내국인의 해외직접투자 급증⁶⁾에 따른 직접투자수지 적자와 금융기관의 해외 차입금이 2006년 이후 처음으로 순유출로 돌아서 2008년 4~5월중 49.5억 달러가 순상환된 데 따른 것임

국제수지 추이

(단위: 억 달러)

	2004	2005	2006		2007	2008
				1~5		1~5
경상수지	281.7	149.8	53.9	-29.1	59.5	-71.7
자본수지	76.0	47.6	179.7	131.2	62.3	-12.4
투자수지	93.5	71.0	211.0	144.1	86.2	-8.6
직접투자수지	45.9	20.1	-45.4	-16.6	-137.0	-69.6
증권투자수지	86.2	-17.3	-227.5	-61.6	-190.9	-1.5
기타투자수지 (차입)	-38.6 (-9.4)	68.1 (10.2)	483.8 (441.8)	222.2 (205.9)	414.1 (415.5)	62.5 (97.2)
기타자본수지	17.5	-23.4	-30.2	-12.9	-23.4	-3.8

자료: 한국은행, Ecos.

- 경상수지 적자와 자본수지 흑자 감소가 지속될 경우 외환보유액 감소 추세가 지속될 수 있음
 - 최근 외환보유액은 달러 순유입이 줄어지면서 그동안의 상승추세가 꺾어지면서 3개월 감소세를 이어가고 있음
 - 그럼에도 불구하고 정책당국은 환율 안정을 위하여 외환보유액을 시장에 매각하고 있어 더욱 축소될 가능성이 높음

6) 내국인의 해외직접투자 증가는 제조업 부문에서 해외직접투자가 꾸준히 증가가 주요 원인으로 작용하고 있는 가운데 최근에는 원자재 가격이 급등함에 따라 국내 기업들의 자원개발 투자 확대에 따른 것임

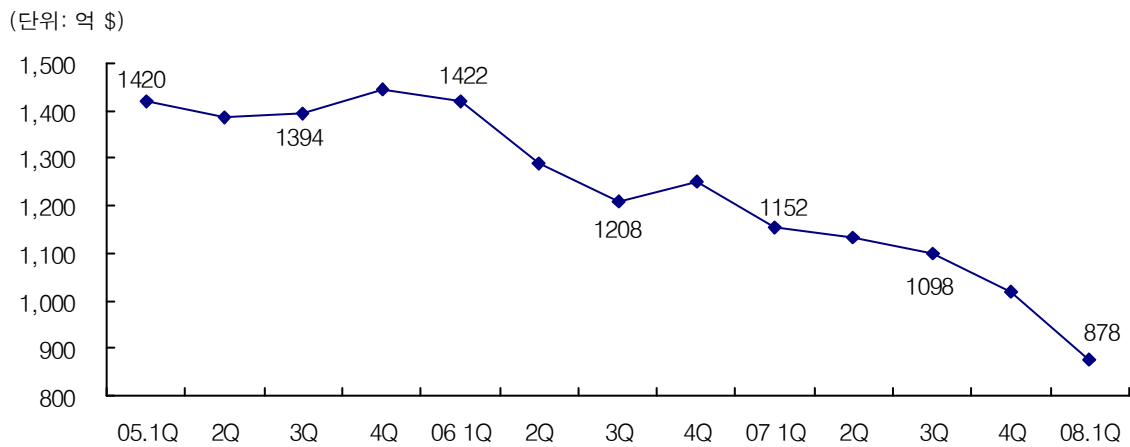
- 외환보유고 축소는 국제금융시장에서 신용경색이 급격해질 경우 대처능력이 떨어져 자칫 국가의 위기관리가 어려워질 수 있음
- 인위적인 환율 변동으로 환위험관리를 위해 통화옵션상품(KIKO) 등 환헤지 상품을 매입한 중소기업들에게 또다시 엄청난 피해를 입힐 수 있음

4. 시사점과 대책

1) 시사점

- 현재 상태로서는 큰 문제가 없어 보이나, 대외적 여건이 악화되고 있는데다 앞으로 경제 펀더멘탈 악화가 지속될 경우 국제금융시장이 바라보는 시각이 달라질 가능성을 배제할 수 없음
- 최근 ‘외환보유액-단기외채’ 규모는 최근 단기외채 증가와 외환보유액 감소 등으로 가파른 하락세
 - 외환보유고에서 단기외채(국내은행)를 뺀 규모는 1997년 말 150억 달러로 달러 유동성이 부족한 상태
 - 외환보유액은 외화 유입이 감소된 데다 외평채 원리금 상환 등 유출 요인이 크게 작용하여 4월과 5개월 두 달 연속 감소세
 - 외은의 단기차입 급증과 외환보유액 감소가 동시에 이루어지면서 ‘외환보유액-단기외채(국내은행+외은지점)’ 는 감소 추세에 있음
- 서브프라임 모기지부실로 인한 금융위기가 완전히 해소되지 않은 가운데 해외 국가들의 외환위기 가능성이 대두되고 있는 실정
 - 베트남, 필리핀 등 동남아시아와 인도, 동유럽 신흥국가뿐만 아니라 발틱 3국 등에서도 경상수지 적자 확대와 외채문제 등이 부각되고 있음
 - 게다가 이들 신흥국가들의 경우 물가급등에 따른 사회불안 현상이 심화 등으로 경제 불안이 확대되고 있는 상황

외환보유액과 단기외채 차이 추이



자료 : 한국은행.

- 우리가 기초 경제여건이 계속 나빠지고 불안정성이 증대되고, 소득 불평등의 심화에 따른 정치적 불안과 사회적 분열을 확대될 경우 자칫 ‘IMF 10년째 중후군’을 겪을 가능성도 배제할 수 없음
 - 외환위기를 겪은 이들 나라들은 IMF의 자금을 받아 외채를 일시적으로 상환하는 대신 그 나라의 경제구조에 대해 신자유주의적 구조개혁을 강요당 하면서 나타나는 신자유주의적 구조개혁의 후유증을 겪음⁷⁾
 - 외환위기 당시에는 해외자금만 이탈 가능하였지만 대내외 개방이 자유롭게 된 지금은 내국인의 자금마저 빠져 나갈 수 있기 때문에 위기가 순식간에 일어날 수 있음

2) 대책

○ (단기대책) 현재의 상황이 큰 위기로 비화되기 전에 대처할 필요

- 첫째, 적정 외환보유고를 확보 및 유지하고, 인위적 환율 변화를 자제
 - 최근 환율 방어를 하는 데에 있어 외환보유액의 과용 지출이 염려가 되고 있는데 적정 환율 수준에서 미세 조정(smoothing operation)에 그쳐야 함
 - 기업들도 외환관리 전담부서의 설치, 전문인력 양성 등을 위한 내부조직을 정비해야 할 것임
 - 특히 여력이 없는 중소기업의 경우 직접 전담조직 신설하기보다는 외부의 전문 컨설팅 업체 및 경제연구소 등을 적극 활용하는 방안을 강구

7) 옛 공산주의 국가, 멕시코 브라질 등 중남미 국가들에서는 IMF 구조개혁 프로그램이 시행된 지 10여년 째 지나면 예외 없이 위기가 도래

- 둘째, 외채의 만기 구조를 점검하고 단기 및 장기 자금의 미스매칭에 유의
 - 단기채무보다 선물환 매입 기간에 맞춰진 안정적인 외자조달 노력
 - 조달시점 조정 등을 통해 조달비용을 절감
- 셋째, 국가별 통화 위험을 분산하기 위하여 조달 통화의 다변화
 - 외화자금조달 원천을 달러화 위주에서 탈피하여 유로화 등 다변화
 - 환율이 급변동하고, 경제 초강국인 미국마저 국가신용 위험이 상승할 가능성
- 넷째, 대외 홍보 강화로 국가신인도 하락 등 국내외 금융시장 불안요인 사전 방지
 - 순채무국 전환 우려를 불식하기 위하여 현 대외채무 규모와 구성, 대외지급능력 등을 홍보할 필요

○ (장기대책) 향후 본격적인 재도약을 위하여 국내 경제 구조 개선에 집중

- 첫째, 경상수지 흑자 전환 노력
 - 수입유발적 및 에너지 과의존적인 산업의 구조조정 등으로 수입급증 방지
 - 관광, 의료관광, 교육, 지식기반서비스 등 주요 적자부분 개선
- 둘째, 자본수지 흑자기조로의 전환
 - 사회적 분열 수습, 기업환경 보장, 안정된 거시정책 등으로 외국인 직간접 투자 유치
 - 무분별적 해외 직접투자를 국내 투자로 회귀 유도
- 셋째, 에너지부분에 있어서의 유가의존도 낮춰 효율성 제고
 - 과시적이고 낭비적인 에너지 소비 체제를 과감히 전환할 수 있도록 보다 구체적인 방안 마련
 - 대체에너지 개발이나 해외 유전개발 등 자원 확보에 우리 기업들이 적극적으로 나설 수 있는 지원방안 제시

메 모

 **현대증권**  **現代經濟研究院**

금융빅뱅 인사이트 | 08-12(통권21호)