

# 2009년 국내외 금융시장 전망

금융연구실 hybae@lgeri.com

- I. 미국 금융위기의 향방
- II. 국제 금융시장 전망
- III. 국내 금융시장 전망
- IV. 정책 시사점

미국 정부의 구제금융과 금리인하 정책에 힘입어 단기자금 시장을 중심으로 금융시장이 안정을 되찾고 있다. 하지만 실물경제 부문의 불안요인이 확대되고 있으며, 위기의 핵심요인인 주택가격 또한 내년 하반기 이후에나 안정될 것으로 보여, 시장이 완전히 정상화되기까지는 상당한 시간이 걸릴 것으로 보인다. 미국이 제로금리 정책을 취하고 안전자산 선호 및 달러유동성 수요가 악화되면서 2009년 달러화는 약세 전환할 것으로 보이며, 이 과정에서 연평균 원화환율은 국제수지 개선에 힘입어 달러당 1,100원 수준으로 하락할 전망이다. 경기부양을 위한 국내 정책금리의 추가 인하가 예상되나, 경기침체에 따른 신용위험 지속으로 회사채 시장은 하반기 이후에나 회복될 전망이다. 경기부진에 따른 수익성 악화로 기업부실이 확대되고, 이에 따라 기업 구조조정이 진전될 것으로 보인다. 금융기관의 건전성 악화를 예방하고 구조조정의 부작용을 최소화하기 위한 선제적 정책대응이 요구된다. ■

“ 미국정부의 적극적인  
구제조치로  
단기금융시장은 안정을  
되찾아가고 있다. ”

## I. 미국 금융위기의 향방

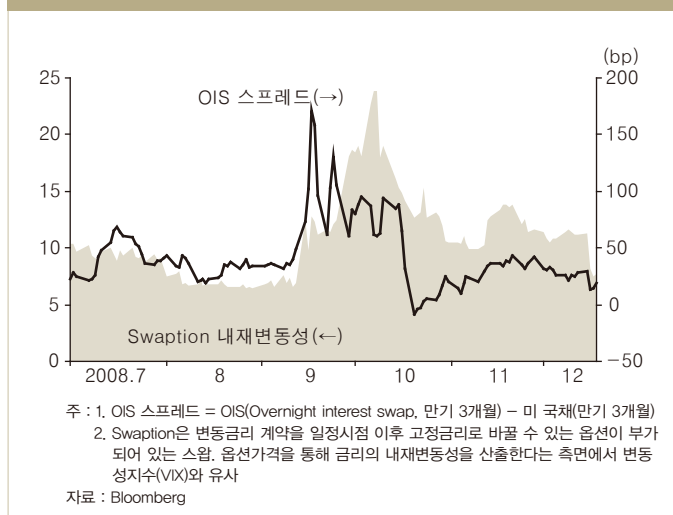
2008년 하반기 세계경제를 강타한 미국 금융위기는 최근 금융시장 불안이 다소 완화되는 모습을 나타내는 가운데 실물경제 부문의 리스크는 오히려 증가하는 양상이다. 이에 따라 미국 정부는 금융기관 구제에서 한 걸음 더 나아가, 제로 수준으로의 금리인하와 재정지출 확대, 그리고 유가증권 매입을 통한 강력한 유동성 공급 및 자본확충 등을 포괄하는 보다 광범위한 정책대응에 들어갔다. 경제시스템 전반으로 확산되고 있는 금융위기의 여파는 언제 진정될 수 있을까?

### 단기 금융시장은 빠르게 안정

투자은행들의 파산위험이 고조되면서 급속하게 마비되었던 단기 자금시장은 빠르게 안정을 되찾고 있다. 단기금융시장의 불확실성을 나타내는 OIS 스프레드와 스왑선(Swaption) 가격을 통해 계산한 금리의 내재변동성을 보면, 2008년 9월 이후 크게 높아졌던 단기 자금시장의 불안정성이 10월말 이후에는 금리인하와 적극적인 구제금융 정책에 힘입어 상대적으로 안정적인 흐름을 나타내고 있다(〈그림 1〉 참조).

기업어음(CP) 시장도 빠르게 안정을 되찾고 있다. CP 역시 리만브라더스 사태 이후 금리가 크게 상승하고 발행시장도 거의 마비되었지만, 연방준비제도이사회(FRB)의 금융기관 CP 직매입 조치 이후 안정을 찾아가는 모습이다. 특히 금융기관에 대한 자본확충 및 국유화 가능성을 열어 놓은 상태에서 최근 들어서는 제로금리 정책과 함께 장기금리 안정과 주택시장 지원을 위한 강력한 양적 완화 정책까지 예고하면서 금융기관의 파산 위험은 크게 낮아진 것으로 판단된다.

〈그림 1〉 OIS 스프레드 및 Swaption 내재변동성 추이



“ 금리 인하 및 팽창적 통화정책에도 불구하고 실물경제 부문으로의 자금공급은 아직 원활하지 못한 상황이다. ”

### 실물부문 자금사정 개선은 더디게 진행

하지만 실물부문으로의 자금흐름은 아직까지 원활하지 못하다. 무엇보다도 신용위험에 대한 우려로 회사채 시장이 회복되지 못하고 있다. 2008년 초부터 증가세가 둔화되었던 총통화(M2) 증가율이 10월 이후에는 강력한 유동성 공급조치에 힘입어 다시 상승하고 있지만, 통화승수(본원통화에 대한 총통화의 비율)는 급락한 것으로 나타난다. 팽창적인 통화정책에도 불구하고 자금이 금융 부문에서만 돌고 실물 부문으로 원활하게 흘러나가지 못하는 상황에 빠져 있어, 비우량 회사채 같은 신용위

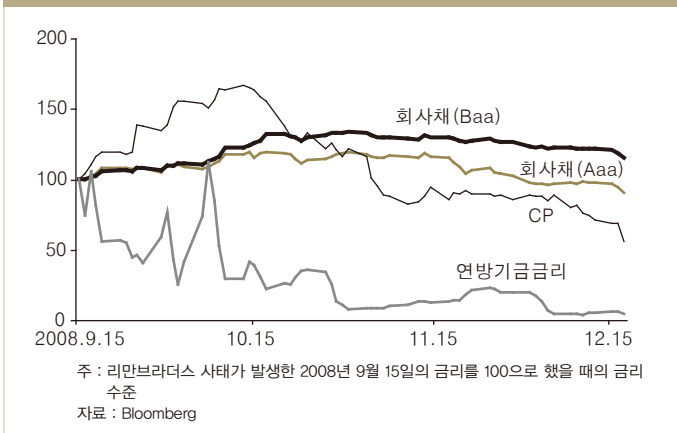
험이 상대적으로 높은 크레딧물이나 장기 채권 등을 통한 자금공급은 여전히 위축된 상태이다(〈그림 2〉 참조).

신용카드 이용금액, 자동차 할부구입 금액, 학자금 등 실물경제 활동을 기초로 발행된 자산담보부채권(Asset Backed Securities: ABS) 시장 또한 아직 회복이 본격화되지 못하는 모습이다. 2007년 평균 6.80%이던 ABS 수익률(AAA, 15년 이하 만기기준)은 2008년 10월 8.76%로 치솟았다가 11월에는 8.73%로 다소 하락하였다. ABS에 대한 FRB의 직접 매입조치가 이루어지면서 ABS 발행금리는 향후 안정될 수 있을 것으로 보이지만, 발행량의 본격적인 증가에는 좀더 시간이 필요할 것으로 보인다.

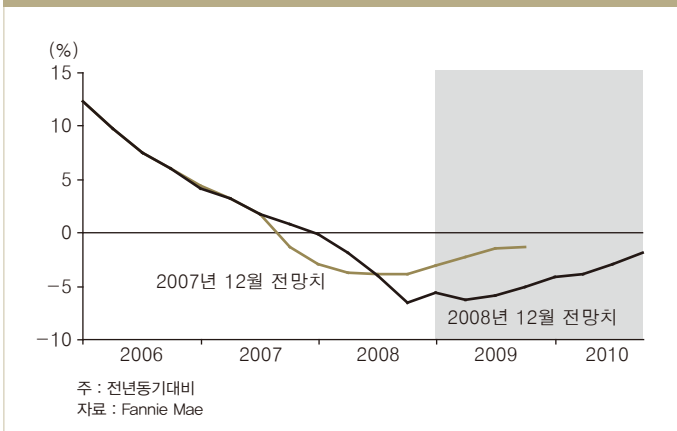
### 주택시장은 2009년 하반기 이후에야 안정

이번 금융위기의 향방을 판단할 수 있는 또 다른 잣대는 주택시장의 동향이다. 이번 위기는 지난 수년간 커져 왔던 미국의 주택버블이 붕괴되면서 발생했다. 따라서 2006년 4분기 이후 지속되고 있는 미 주

〈그림 2〉 미국 시장금리 추이



〈그림 3〉 패니메의 미국 주택가격 상승률 전망



“ 미국 주택가격의 하락은 2009년 하반기 이후 점차 완화될 것으로 보인다. ”

주택가격의 하락 움직임이 둔화되면서 관련 금융상품의 추가 부실 확대가 멈추거나, 적어도 예상 가능한 수준으로 안정될 때 이번 위기의 종료를 가늠할 수 있을 것으로 생각된다.

미국의 주택가격은 FRB의 제로금리 정책으로 모기지 금리가 점차 하락함에 따라 주택구입자들의 이자부담이 줄어들면서 2009년 2분기 이후 서서히 하락 폭이 둔화될 것으로 보인다. 2008년 12월 패니메(Fannie Mae)는 미 연방주택감독청(OFHEO)의 주택가격지수를 기준으로 2009년 2분기에 전년동기 대비 6.2% 하락한 후 2010년까지 하락폭을 점차 줄이면서 2010년 4분기에는 1.9% 하락할 것으로 예상하였다(〈그림 3〉 참조).

한편 또 다른 미국 주택가격 지표인 케이스-실러(Case-Shiller) 지수는 2008년 3분기 현재 2006년 2분기의 고점 대비 21% 하락했다. 일반적인 예상대로 지수가 향후 10~15% 가량 추가 하락한다고 가정할 때 최근의 하락 속도를 감안하면 전년 동기 대비 기준의 하락폭은 2009년 2분기에 최대치를 기록하고 이후에는 점차 둔화될 전망이다.

이와 상응해 은행 부문에서 발생하는 손실에 대한 상각 및 자본확충 또한 좀더 진행될 것으로 보인다. 국제통화기금(IMF)에 따르면 미국의 부동산 가격 하락과 그에 따른 은행부문의 손실은 주택부문에서 7,500억달러, 상업용 모기지 부문에서 2,500억달러, 기타 기업 및 소비자에 대한 대출에서 4,050억달러 등 총 1조 4,050억달러에 달할 것으로 추정된다(〈표 1〉 참조). 이 가운데 현재까지 상각 처리한 금액은 1조 51억달러이며, 이를 상쇄하기 위해 9,223억 달러 규모의 자본이 확충되었다. 따라서 향후 5,000억 달러에 이르는 자금의 수혈이 추가적으로 필요한 셈이다(〈그림 4〉 참조).

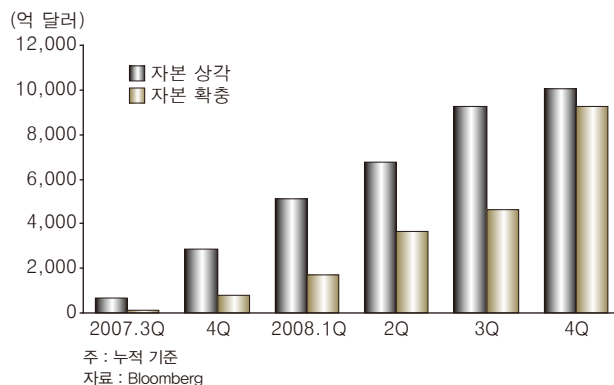
따라서 미국 주택시장은 정책효과가 보다 가시화되면서 실물경제의 회복 조짐이 보이는 한편 손실

〈표 1〉 은행의 부문별 대출잔액 및 예상 손실금액

	잔액	손실예상 금액
주택 모기지	11조 달러	7,500억달러
상업용 모기지	3조 3,300억 달러	2,500억달러
기업 및 소비자 신용	8조 8,800억 달러	4,050억 달러
합계	23조 2,100억달러	1조 4,050억달러

자료 : IMF

〈그림 4〉 금융기관의 자본상각 및 확충 규모 추이



“ 현재 미국 정부와 FRB는 시장을 안정시키기 위해 최대한의 노력을 기울이고 있는 것으로 보인다. ”

규모가 상당 부분 확정되고 그에 따른 금융기관의 자본확충도 충분히 이루어지는 하반기 이후에 안정될 것으로 보인다.

### 적극적인 정책 대응으로 내년 하반기부터 서서히 회복 예상

이상에서 살펴본 바와 같이 미국 정부의 강력한 정책대응에 힘입어 자금시장은 안정을 되찾아가고 있는데 반해, 주택시장의 조정은 좀더 지속될 것으로 예상된다. 2008년 말 정책금리 목표범위를 제로로 낮추고 발권력 동원도 배제하지 않는 양적 완화 정책을 시사함으로써 미국 정부와 FRB의 정책대응은 시장을 안정시킬 수 있는 최대한의 노력을 기울이고 있는 것으로 보인다.

이에 힘입어 금융시장 불안이 크게 촉발시켰던 금융기관의 파산 위험은 상당히 해소되었다고 할 수 있다. 따라서 리만 사태 이후와 같은 금융시장의 불안정성이 폭증하는 상황이 일어날 가능성은 크게 줄어든 것으로 판단된다.

하지만 미국 주택가격 하락세가 2010년까지 지속될 것으로 예상되는 상황에서 그로 인한 금융기관의 자산건전성 악화 우려는 내년 하반기에 이르러서야 점차 해소될 수 있을 전망이다. 그 때가 되면 주택가격은 하락을 지속하더라도, 추가 손실 규모가 예상 가능하고 정부의 지원에 힘입어 손실을 감내하고 보전할 수 있는 것으로 판단되면 금융시장의 불안은 점차 완화될 수 있을 것으로 보인다.

## II. 국제 금융시장 전망

### 국제금리

#### 저금리 정책과 양적 완화 병행

2009년 미국, 유럽, 일본 경제의 마이너스 성장이 예상되는 상황에서 자금시장 경색이 쉽게 해소되지 못하자, 주요국 중앙은행들은 초저금리 정책 이외에 비정통적

“ 금융위기를 해결하고  
실물경제 침체에  
대응하기 위해  
2009년에는  
전세계적으로 저금리  
기조가 유지될 것으로  
전망된다. ”

인 통화정책 수단도 함께 동원하기 시작했다.

금융기관 부실이 계속 누적되고 있는 미국의 경우 2008년 12월 16일 연방기금금리의 목표치를 종전의 1%에서 0~0.25% 범위로 내리면서 여기에 향후 금융기관 및 모기지 채권, 장기국채 등을 매입하는 등의 양적 완화 정책을 병행함으로써 모기지 및 주택시장을 지원하고 장기금리를 안정시키겠다고 밝혔다.

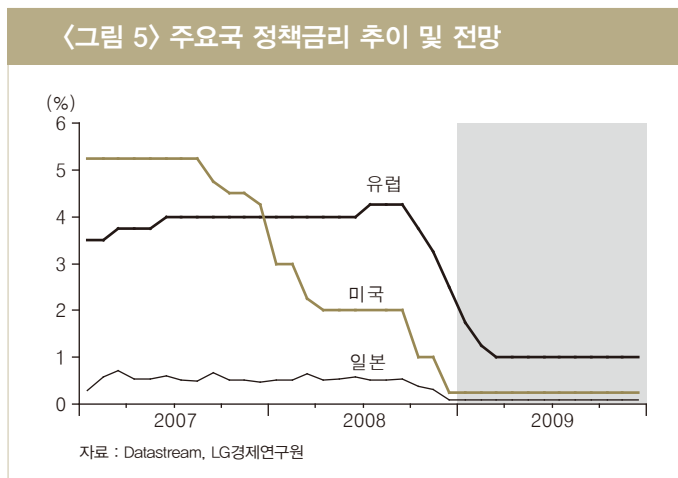
반면에 유럽은 정책금리 인하에 있어 미국에 비해 상대적으로 소극적인 입장을 견지하고 있다. 유럽의 경우 일부 국가에서 물가-임금연동제를 채택하고 있어 2008년 상반기의 고유가 충격으로 인한 물가상승압력의 확산에 대한 우려가 아직 남아 있어, 금리인하 정책이 미국에 비해 상대적으로 제약받고 있다. 또한 재정지출 확대나 양적 완화를 추진할 경우에는 재정, 금융 상황이 상이한 나라들간의 합의를 도출해야 하는 어려움이 있기 때문에 2009년에도 정책금리를 추가 인하할 가능성이 높아 보인다.

일본은 이미 상당 기간 동안 초저금리 정책과 양적 팽창 조치를 함께 취해 왔다. 이 때문에 최근의 경기침체와 신용경색에 대응하는 데 필요한 정책수단은 거의 고갈된 상태이며, 정책금리 인하 또한 소폭에 그칠 수밖에 없는 상황이다. 여기에 최근 엔화가 강세를 나타냄에 따라 수출 급감으로 인해 경기급락의 폭이 확대된 데다 대외부문으로부터의 물가상승압력이 낮아져 일본경제가 다시 한 번 디플레이션 및 유동성 함정에 빠질 가능성마저 제기되고 있다(〈그림 5〉 참조).

### 시장금리는 서서히 안정

이 같은 적극적인 저금리 및 유동성 공급 정책으로 자금시장은 안정을 찾아갈 것으로 보인다. 하지만 시장금리가 금융위기 이전 수준으로 복귀하고 신규 대출이 활성화되기까지는 좀더 시간이 필요할 것으로 판단된다. 현재 금융기관의 자금경색이 완화되고 파산위험도 크게 낮아지는 상황이지만, 이것이 곧바로 가계와 기업 같은 실물경제 부문에 대한 신용창출로까지 이어지기는 어렵다. 실물경제 침체 폭이

〈그림 5〉 주요국 정책금리 추이 및 전망



## 우리경제가 유동성 함정에 빠질 위험성은?

세계적으로 저금리 기조가 확산되는 가운데 지난 12월 중순 한국은행도 기준금리를 대폭 인하하면서 국내에서도 제로금리 정책과 그 부작용으로서 유동성 함정(Liquidity trap)을 둘러싼 논의가 제기되고 있다.

일반적으로 큰 폭의 금리인하는 부채부담의 경감과 더불어 저축의 유인을 줄이고, 대신 소비 및 투자를 진작함으로써 경기가 급격하게 침체되는 것을 방지하는 데 있다. 하지만 제로금리와 같은 극단적인 저금리는 통화정책의 무력화를 동반한 유동성 함정이라는 한계를 야기하는 등 정책 리스크 또한 만만치 않다.

특히 최근 들어서는 금융시장 위험 급증에 따른 금융중개기능 약화로 인해 제로금리가 아니더라도 경제가 유동성 함정에 빠질 가능성에 대한 우려가 증가하고 있다.

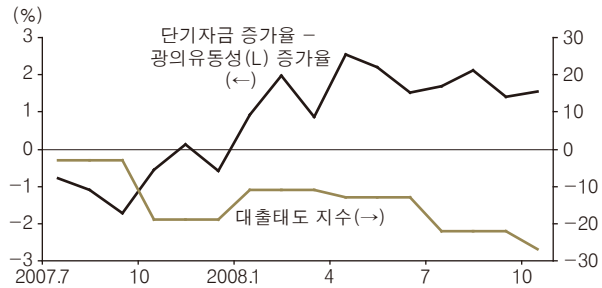
국내 금융시장에서는 2008년 3월 베어스튼스 사태 이후, 불확실성 확대에 따른 자금시장의 단기부동화 현상이 나타났다. 경제의 불확실성이 고조되는 상황에서 은행의 대출태도 강화 등으로 신용창출이 감소하는 반면, 통화(M1) 및 단기금융상품을 포괄하는 개념인 단기부동자금의 증가율은 빠르게 높아졌다(그림 6) 참조).

이 경우 금리인하 또는 통화팽창 정책을 실행하더라도, 시중의 유동성은 크게 늘어나지 않으며, 따라서 소비, 투자 등 총수요 증대 효과도 제한적일 수밖에 없다. 시중자금의 단기부동화가 심화될 경우 정책의 무력성이 노출되고, 금융 및 자산시장의 변동성은 더욱 확대됨으로써 다시 경제 전반의 불확실성을 높이는 악순환을 초래할 수 있다.

일본경제가 유동성 함정에 빠진 것으로 평가되는 1990년대 후반의 경우에도 이러한 경향이 뚜렷이 나타난다. <그림 7>을 보면 통화팽창 정책을 실행하는 경우에도 은행대출 증가율은 오히려 하락해 광의의 유동성은 크게 늘어나지 않는 차이가 커지는 것으로 나타난다. 즉 정부나 중앙은행에 의해 통화가 공급되더라도

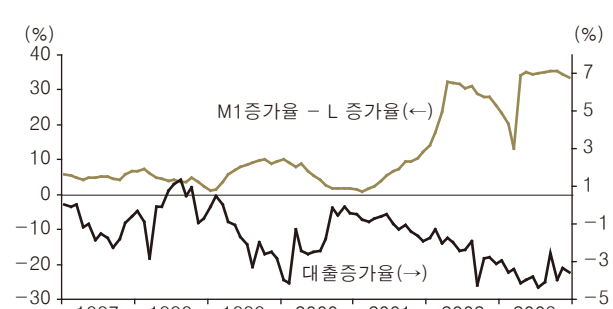
은행의 금융중개기능 저하로 인해 신용창출과정을 통한 자금수요자에 대한 실질적인 자금공급은 부진하게 된다. 이러한 상황은 당시 일본의 은행 구조조정이 지연되면서 금융기관의 신뢰도와 자금중개기능이 회복되지 못한 데 기인한다. 아직까지 국내 금리가 상대적으로 높은 수준을 유지하고 있어 우리경제가 유동성 함정에 빠질 가능성은 낮아 보인다. 하지만 우리경제의 불확실성이 커지고 국내 금융기관의 기능이 저하될 경우 장기불황기 일본이 겪은 유동성 함정의 상황이 재연될 가능성을 배제할 수 없다는 점에서 주의를 요한다.

<그림 6> 국내 단기부동화 및 대출태도 강화 추이



주: 1. 단기자금 = 요구불예금 + 수시입출식 예금 + MMF + 단기 정기예적금 + 단기 수익증권 + 단기 금전신탁 + CD + RP  
2. 대출태도 지수가 낮을 수록 대출태도 강화 의미  
자료: 한국은행

<그림 7> 일본의 단기 부동화 경향 및 대출증가율 추이



자료: Bloomberg

확대되는 데다 빠른 회복을 기대하기도 어려워지면서, 가계와 기업의 소득이나 상환능력 또한 취약한 상태에 머무르고 있기 때문이다.

이에 따라 시장금리의 안정 및 신용창출 활동의 재개가 가시화되는 시기는 최소한 2009년 2분기 이후에나 가능할 것으로 보인다. 정부와 중앙은행에 의해 유동성 공급 노력이 이루어지는 가운데, 개별 경제주체의 신용위험에 대한 보다 명확한 판별과 함께 금융기관의 자산건전성을 저해하는 요인 또한 어느 정도 해소되어야만 자금시장은 비로소 정상 상태로 돌아올 수 있을 것으로 보인다.

한편 2008년 말 현재 인플레이션에 대한 우려는 상당 부분 불식된 상황이다. 하지만 각국의 재정 및 통화정책이 효과를 발휘해서 실물경제가 본격적인 회복 조짐을 나타내는 경우에는 일련의 시장 안정화 정책들을 통해 증가한 유동성이 인플레이션 압력을 가중시키는 상황이 전개될 개연성이 크다. 따라서 2010년 이후에는 경기회복 본격화의 여부에 따라 저금리 기조에서 정책금리 인상으로의 방향전환이 일어날 수도 있다.

“ 제로금리 상황에서 유동성 함정에 빠지지 않기 위해 선별적 지원의 병행, 재정정책과의 혼합이 필요하다. ”

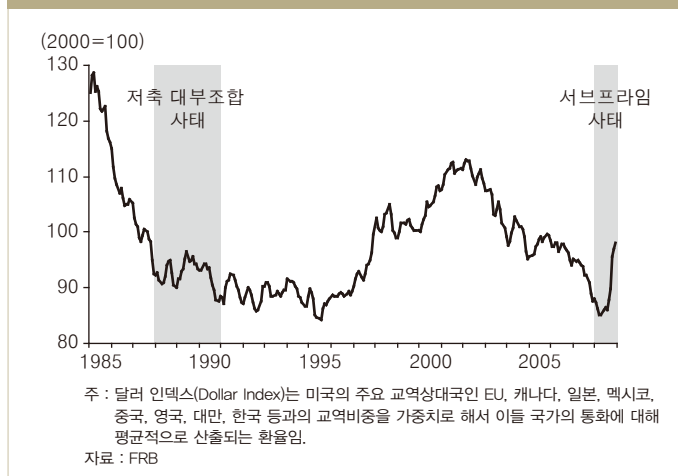
## 국제 환율

### 달러화 약세 전환

2008년 외환시장에서 나타난 가장 주목할만한 변화는 2002년 이래로 약세를 지속해 온 달러화의 강세 전환이다. 미국이 이번 금융위기의 진원지였음에도 불구하고 달러화는 시장불안 심화에 따른 안전자산 선호 현상과 금융기관들의 현금 확보 및 레버리지 축소 과정에서 나타난 미국으로의 달러화 환입, 기축 통화로서 누리는 우월적 지위, 수출 주도의 성장 등에 힘입어 2008년 7월 이후 상당 기간 강세를 나타냈다.

2009년에는 2008년 말에 이어 달러화 약세가 이어질 가능성이 높다. 제로금리 정책과 강력한 양적

〈그림 8〉 달러 인덱스 추이





“ 미국경제가 제로금리에  
진입하고 안전자산  
선호 및 달러 유동성  
수요가 약화됨으로써  
달러화 약세가  
예상된다. ”

완화 실행을 예고하면서 그 동안 달러 강세를 촉발했던 요인들이 완화되고 있기 때문이다. 또 금융시장이 안정을 되찾아가면서 안전자산에 대한 선호 또한 약화될 것이다. 게다가 미국경제의 낮은 성장률과 향후의 더딘 회복속도, 그리고 이번 금융위기에 대응하는 과정에서 누적된 막대한 규모의 재정적자와 통화증발 가능성 또한 달러 약세 요인으로 작용할 것으로 보인다. 달러화는 1980년대 후반에도 미국 정부가 위기에 빠진 저축대부조합들을 구제하는 과정에서 일시적으로 강세를 보이다가 약세로 전환한 바 있다(〈그림 8〉 참조).

이에 따라 2008년 하반기에 나타난 유로화의 약세 국면은 예상보다 일찍 마무리될 가능성이 커졌다. 그간의 유로화 약세에 힘입어 무역수지가 점진적으로 개선되고, 유럽중앙은행(ECB)의 금리인하가 어느 정도 마무리되는 상황이 도래하면 약세가 예상되는 달러화에 대해 유로화 또한 강세 전환할 것으로 보인다.

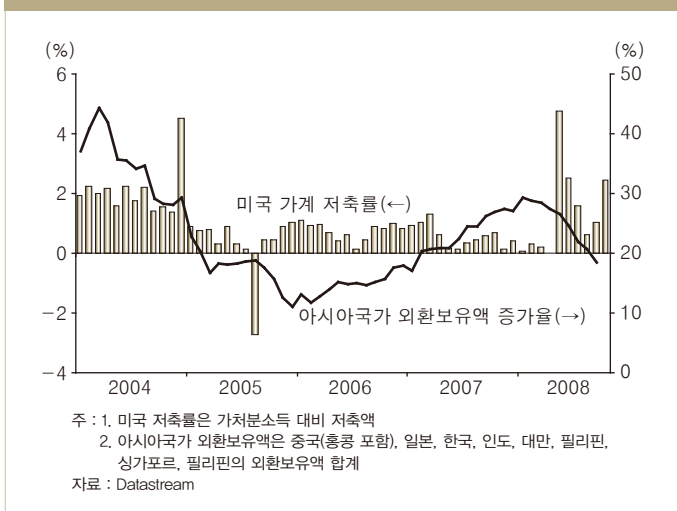
### 세계교역 둔화, 글로벌 불균형 완화는 아시아 통화 절상 제약 요인

2008년 4분기 이후 엔화 강세를 촉발한 엔캐리 트레이드의 청산은 2009년 상반기에도 어느 정도 지속될 전망이다. 특히 미국의 제로금리 정책을 비롯한 전세계적인 저금리 기조의 확산 또한 채권투자와 대출 경로를 통해 엔캐리 트레이드 청산을 지

속시키는 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 2009년 중반을 지나면서는 국제 금융시장이 어느 정도 안정을 회복하면서 캐리 트레이드 청산이 완화될 가능성이 높다. 동시에 일본 경제의 큰 폭의 성장률 하락과 더딘 회복 속도, 그리고 수출감소가 엔화 강세를 제약하는 요인으로 작용할 것으로 생각된다.

세계교역의 둔화는 중국 위안화 절상에도 제동을 걸 것으로 보인다. 또한 정부 주도의 국내투자 증가는 외국인 직접투자의 위축을 보충하면서 경기급락을 완화하겠지만, 중국 정부에 의한 위안화 국제화 추진 움직임과 함께 위안화 절상속도를 보다 완만하게 조절하는 요인으로 작용할 것이다.

〈그림 9〉 미국 저축률 및 아시아 국가 외환보유액 증가율 추이



“ 미국의 제로금리 정책 및 달러화 약세 전환 기대로 인해 달러캐리 트레이드가 본격화될 가능성이 높다. ”

세계교역의 둔화 이외에 글로벌 불균형의 완화 또한 아시아 국가의 통화가치 상승을 제약하는 구조적 요인으로 자리잡고 있다. 즉 미국 소비자의 소비위축 및 부채조정과 그로 인한 저축률 상승은 그간 미국의 막대한 경상수지 적자에 힘입어 수출을 통해 성장했던 아시아 국가들에 대해 외환보유액 축적 속도를 둔화시키고 통화가치 상승을 제약할 것으로 전망된다(〈그림 9〉 참조).

## 달러캐리 트레이드 시대 도래하나

미국 경제가 사실상의 제로금리 시대에 진입하고 발권력 동원까지도 배제하지 않는 강력한 양적 완화를 시사함으로써 달러캐리 트레이드 발생 가능성이 제기되고 있다. 엔화에 이은 또 하나의 캐리 통화의 출현인 셈이다.

달러캐리 트레이드는 일본의 경우와 마찬가지로 금융위기를 해결하는 과정에서 초저금리에 기반해 공급되는 막대한 양의 유

동성이 미국 밖으로까지 흘러나가는 것이다. 즉 2008년 하반기의 전세계적으로 발생한 막대한 규모의 달러자금의 대미 순유입 흐름이 2009년 중에는 다시금 미국으로부터의 순유출로 추세 전환할 수도 있음을 의미한다. 이러한 과정이 현실화된다면, 현재 상당수의 나라들이 겪고 있는 외화자금조달 및 외채상환에 대한 불안감이 크게 해소됨으로써 국제 금융시장의 안정에 기여할 수 있을 것으로 생각된다.

달러캐리 트레이드가 본격화되기 위해서는 다음의 두 가지 조건이 충족되어야 한다. 우선 우선 미국의 금리가 매우 낮아야 한다. 정책금리를 제로 수준을 낮춤으로써 이러한 미국경제의 초저금리 상황은 이제 실현되기 시작한 것으로 보인다. 더군다나 이러한 정책기조가 단기간에 종료될 것 같지는 않은 것으로 판단되고 있다.

두 번째로는 캐리 통화인 달러화의 약세가 예상되어야 한다. 달러화 강세를 촉발한 달러 유동성 및 안전자산에 대한 수요는 점진적으로 약화될 가능성이 높다. 이상의 두 가지 조건을 고려할 때, 현재로서 달러캐리 트레이드는 2009년 1분기를 전후해서 본격화될 가능성이 높아 보인다(〈그림 10〉 참조).

〈그림 10〉 미국 정책금리 및 달러-유로 환율 추이



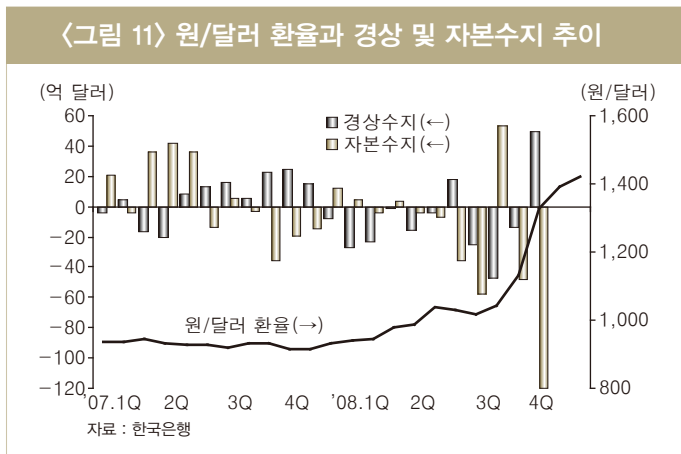
“ 국제수지의 개선에 의한 원화 가치의 회복이 예상되며, 그 폭 또한 다른 아시아 통화들에 비해 클 것으로 전망된다. ”

### Ⅲ. 국내 금융시장 전망

#### 원화 환율

외환위기 이후 중장기적으로 하락 추세를 나타내 온 원화 환율은 2008년 들어 상승세로 반전되었다. 2008년 원화환율은 상반기 국제유가 급등으로 인한 경상수지 적자와 하반기 외국자본 이탈에 따른 자본수지 악화가 잇따르면서 연초 달러당 930원 후반에서 지속적으로 상승, 4분기 중에는 외환위기 이후 가장 높은 달러당 1,500원 수준까지 상승했다(그림 11) 참조).

특히 지난 9월 중순 리만브라더스의 파산보호 신청 이후 국제 금융시장의 불안이 크게 확대되는 과정에서 국내 금융기관들이 겪은 외화유동성 경색과 단기외채 리스크의 부각은 국내 외환시장에 대한 달러화 공급을 제약하는 요인으로 작용했고, 이로 인해 환율상승이 더욱 가속화되는 모습을 나타냈다. 더구나 연초 하루 평균 100억 달러에 달하던 은행간 현물환 거래량이 10월 이후에는 40억 달러 수준으로 급감함에 따라 외환시장이 작은 외부충격에도 민감하게 반응하게 되었고 환율의 변동성도 크게 확대되었다.



#### 2009년 원화환율은 하향 안정될 듯

2009년 원화 환율은 이 같은 외환시장의 불안정이 점진적으로 완화되는 가운데 하향 안정되는 흐름을 나타낼 것으로 보인다.

우선 경상수지는 2008년에 비해 개선될 것으로 보인다. 2009년 경상수지는 국제유가의 하향안정과 고회율로 인한 수출증대 효과, 그리고 서비스수지의 개선에 힘입어 80억 달러 내외의 흑자를 나타냄으로써 원화환율 안정에 크게 기여할 것으로 보인다.

2008년 하반기 급증했던 주식, 채권 등 포트폴리오 투자 부문에서의 외국자본

“ 미국에 이어 일본, 중국과도 통화스왑을 체결함으로써 외채리스크가 크게 완화되었다. ”

〈표 2〉 2009년 금융시장 전망표

		2008			2009		
		상반기	하반기	연간	상반기	하반기	연간
환율	원/달러 환율	986.3	1,213.8	1,100.1	1,185.0	1,015.0	1,100.0
	원/엔환율	941.0	1,205.2	1,073.1	1,248.2	986.1	1,117.2
	원/유로 환율	1,512.1	1,684.2	1,598.2	1,468.8	1,339.4	1,404.1
	원/위안 환율	139.8	177.6	158.7	173.4	149.5	161.4
금리	기준금리	5.00	3.00	3.00	2.25	2.25	2.25
	국고채(3년)	5.3	5.3	5.3	3.4	3.6	3.5
	회사채(3년, AA-)	6.3	7.7	7.0	7.7	6.6	7.1

주 : 기준금리는 기말 기준

이탈은 최근 들어 일단 잦아드는 모습이다. 그럼에도 불구하고 2009년 연간 기준으로 자본수지의 순수입 전환을 낙관하기는 어려워 보인다. 글로벌 금융시장에서 나타나고 있는 뮤추얼펀드나 연기금, 은행 등의 레버리지 축소, 투자감소 현상은 당분간 좀더 진행될 가능성이 높을 것으로 보인다(〈그림 12〉 참조). 게다가 신용파생상품이나 미국의 소매금융 부문에 내재된 불안 또한 환율 상승 요인으로 남아 있다.

### 통화스왑 체결로 외채 리스크 크게 완화

만기가 존재하는 차입 부문을 통한 자본유출은 환금성이 강한 주식이나 채권에 비해 상대적으로 오랜 기간 동안 지속되는 경향이 있다. 따라서 차입자금의 유출은 2009년 초반까지 지속될 가능성이 크다. 하지만 미국, 일본, 중국과 통화스왑을 체결함으로써 차입 부문을 통한 자본 유출 리스크는 상당 부분 해소되었다.

2009년 원화 환율은 경상수지 흑자와 자본수지의 완만한 개선에 의해 하향 안정될 것으로 전망된다. 특히 올해 절하 폭이 컸던 원화의 경우 아시아 개도국 통화 가운데서도 상대적으로 강한 흐름을 나타낼 것으로 생각된다. 하지만 금융시장 불안이 완

〈그림 12〉 선진국 및 신흥시장에 대한 펀드투자자금 순수입 규모 추이



“ 추가적 금리인하가 예상되나, 회사채 금리는 위험기피경향이 잦아드는 내년 2분기 이후에 안정될 것으로 전망된다. ”

화된 이후에도 미국의 저축률 상승으로 인한 글로벌 불균형의 부분적인 완화는 달러화 약세 전환 및 그 속도를 조절하면서 원화 환율의 하락 정도를 제약할 것으로 생각된다. 2009년 연 평균 환율은 2008년 하반기 평균치인 달러당 1,210원보다는 낮은 1,100원 수준으로 예상된다. 원-엔 환율의 경우 2009년 평균인 100엔당 1,070원 초반 수준에서 1,117원으로 상승함으로써 우리경제의 수출경쟁력 향상을 가져올 것으로 보인다.

### 국내 금리

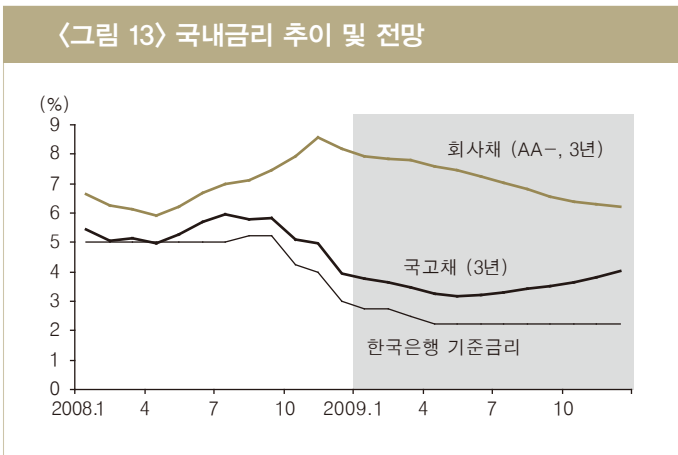
2009년 국내 금리 또한 2008년에 비해 하락하면서 안정세를 나타낼 전망이다. 현재 국내 경제는 경기침체가 심화되는 가운데 유가 및 원자재 가격 하락으로 물가상승률의 하락이 예상되는 상황이다. 이와 함께 경상수지 흑자 전환 등에 따라 하향 안정세를 나타낼 것으로 기대되는 환율, 그리고 아직 크게 개선되고 있지 못하는 신용경색 현상 등은 모두 한국은행에 대해 기준금리 인하 압력으로 작용할 것으로 판단된다.

이에 따라 한국은행은 2009년에 추가적인 금리 인하를 단행할 것으로 전망된다. 인하 시기는 경기 침체가 심화될 예상되는 상반기 중이 될 것이며, 두세 차례에 걸쳐 약 0.75%p내외의 폭만큼 인하할 것으로 예상된다. 상반기 이후에는 경기가 회복세를 보일 것으로 판단됨에 따라 통화정책 기조는 중립을 유지할 것으로 보인다.

### 신용 스프레드 축소는 지연

국고채(3년 만기) 금리는 기준금리 인하의 영향에 따라 하락세를 나타내다가 2009년 말 경기 회복 조짐이 가시화될 경우 완만한 상승세로 돌아설 것으로 전망된다. 또한 재정확대 정책에 따른 국채 발행 물량 증가 또한 금리 수준을 상승시키는 요인으로 작용할 것으로 보인다.

〈그림 13〉 국내금리 추이 및 전망



“ 외국자본 이탈로 인한  
신흥경제권 불안을  
완화해 줄 수 있는  
제도의 보완이  
필요하다. ”

회사채(AA-등급, 3년 만기)와 국고채 간의 차이인 신용 스프레드는 2009년 하반기 이후에야 본격 안정될 수 있을 것으로 보인다. 내년 상반기에는 심각한 경기 침체로 인해 기업 신용위험이 계속될 것으로 예상되는 데다, 기업 구조조정이 본격화될 경우 단기적으로는 회사채 시장의 위축과 함께 신용 스프레드가 확대될 가능성도 있다(〈그림 13〉 참조).

#### IV. 정책 시사점

우리나라에서 미국의 서브프라임 사태와 같은 금융위기가 직접적으로 발생하지는 않았지만, 대외여건 악화에 의해 금융시장이 과도하게 불안정해지는 상황을 경험해야 했다. 우리나라뿐만 아니라 적지 않은 신흥 경제권 국가들이 외국자본 이탈로 인해 과도한 환율절하 및 외채위기 상황으로 내몰렸다.

##### 외국자본 이탈로 인한 시장불안 완화 필요

국제 금융시장 불안은 점차 완화되어 갈 것으로 보이지만, 향후에도 금융불안기에 신흥경제권이 직면하는 이러한 위험을 완화해 줄 수 있는 제도의 보완이 필요하다. 이를테면 신흥시장 국가의 발언권이 한층 높아진 G20 회의를 적극 활용해서, 현재와 같은 금융시장 개방이 신흥시장 국가뿐만 아니라 세계경제 전체의 안정성을 해치므로 일정한 조건 하에 국제 자본이동을 규제할 수 있는 장치 마련이 시급함을 설파할 필요도 있어 보인다.

차입해소 움직임이 전세계적으로 확산되면서 우리나라의 국내신용 또한 어느 정도 위축이 불가피한 것으로 보인다. 특히 지난 수년 동안 가계 및 중소기업, 건설업 관련 부문에서 활발하게 이루어졌던 신용창출이 현재 상황에서는 금융기관의 부실화 요인으로 지목되면서 국내 자금시장을 압박하고 있다.

현재 금융위기를 경험하고 있는 나라들에서 나타나는 공통적인 정책대응의 방향은 ‘전례가 없는 위기에 대해 전례가 없는 강력한 대응을 하겠다’는 것이다. 국내외

“향후 국내외 경기위축, 부동산 등 자산가격 재조정, 일부 산업의 성장률 둔화 등이 맞물리면서 기업의 부실화는 더욱 진행될 가능성이 클 것으로 판단된다.”

의 위험요인에 둘러싸인 우리경제의 상황을 감안할 때 우리 정부와 중앙은행 또한 시장 불안정을 적극적으로 완화시켜 나감으로써 금융위기로 인해 초래되는 사회적 비용을 최소화해야 할 것이다. 아울러 한계부문에 대한 구조조정을 병행함으로써 금융시장과 산업의 효율성을 제고해야 할 것이다.

우선 대외적인 균형을 크게 해치지 않는 범위 내에서 정책금리를 추가 인하할 필요가 있다. 아울러 현재 실행 중인 유동성 지원, 금융기관 유가증권 매입 이외에 보다 폭넓은 구제금융 수단과 지급보증 및 자본확충 등 신용공급 확대를 위한 지원책들도 보다 융통성있게 검토함으로써 시중금리 안정의 실효성을 제고하고 신용위축의 충격을 완화시켜야 할 것으로 보인다. 또한 이 과정에서 재정손실이나 도덕적 해이를 최소화하기 위해 향후 경기회복 과정에서 지원금액을 상당 부분 회수할 수 있는 장치를 마련하는 것도 필요하다.

### 구조조정에 보다 세심한 접근 필요

하지만 향후 국내외 경기위축, 부동산 등 자산가격 재조정, 일부 산업의 성장률 둔화 등이 맞물리면서 기업의 부실화는 더욱 진행될 가능성이 클 것으로 판단된다. 이러한 상황에서 부실이 심화된 일부 기업의 구조조정은 불가피할 것으로 보인다. 부실 기업에 대한 구조조정이 이루어져야 신용위험에 대한 불확실성이 감소되면서 신용경색 해소와 우량기업으로의 자금흐름이 촉진되고, 장기적으로 생산성이 높은 부문으로 자금이 흘러감으로써 자원배분의 효율성을 높일 수 있다.

최근의 기업부실이 경쟁력 약화라는 구조적인 요인과 함께 금융위기라는 전세계적인 현상에 의해 야기되었기 때문에 과거 외환위기와는 다른 세심한 접근이 필요하다. 특히 과거와 달리 다소 보수적인 기준으로 단기적인 유동성 부족에 처한 기업과 지급불능에 빠진 기업을 구별하는 것이 필요한 것으로 판단된다. 일시적으로 유동성이 부족한 기업에게는 충분한 자금 지원을 통해 회생을 도모하고, 구조조정을 통해 회생이 가능한 기업에게는 채무재조정, 자산매각 등 철저한 자구노력을 요구하여야 할 것이다. 하지만 회생가능성이 없는 기업에 대해서는 신속한 구조조정을 통해 부실이 금융기관이나 경제 전체로 확산되는 것을 방지해야 할 것이다. 이 과정

에서 발생하는 실업자 등 사회적 약자를 위한 안전망 확충 등 사회복지 정책의 확대와 더불어 경기회복을 통한 기업 건전성의 자생적 회복을 위한 거시경제정책도 병행되어야 할 것이다. [www.lgeri.com](http://www.lgeri.com)

“ 구조조정 과정에서 발생하는 실업자 등 사회적 약자를 위한 안전망 확충 등 사회복지 정책의 확대도 요구된다. ”