

1997년 美日 경제와 국제 금융 시장의 향방

김재철 · 현대경제사회연구원 연구위원

1997년 세계 경제는 전반적으로 양호한 모습을 보여줄 것으로 전망된다. 미국의 안정된 성장세가 지속되고 일본도 민간 수요 회복에 따라 본격적인 경기 회복이 예상된다. 이에 따라 美日 양국은 경기를 크게 위축시키지 않을 정도의 금리 인상 정책을 동원할 가능성이 크다. 美日 양국의 무역수지와 재정 적자의 향방을 고려할 때, 연화에 대한 달러화의 가치는 장기적으로 하락 압력과 상승 압력을 동시에 받고 있다. 따라서 달러화 가치의 급락 또는 급등 가능성은 낮아지지만 그 추세에 있어서 불확실성이 커질 것으로 예상된다.

뽑고 있다. 1995년 말 이후 단기적인 경기 하강을 겪었던 유럽 경기가 회복되고, 1992년 이후 장기적인 불황을 겪었던 일본 경기도 점차 회복되어, 선진국들은 오랜만에 동반 경기 호조를 경

머리말

1996년 10월에 국제통화기금(IMF)은 1997년 세계 경제의 실질 성장률을 1996년의 3.7%보다 개선된 4% 내외로 전망하였다.¹⁾ 전망 수치에는 다소 차이가 있지만, 와튼연구소(WEFA)와 같은 전망 기관들도 세계 경제가 1997년에는 더욱 향상될 것으로 예상하고 있다. 전망 기관들은 1997년 세계 경제의 가장 큰 특징으로 전세계에 걸친 고른 성장세를

협할 가능성이 커지고 있다. 더군다나 그동안 성장세가 미흡했던 체제 전환국과 1994년 멕시코 금융 위기 이후 불안한 양상을 보였던 중남미 경제도 회복될 것으로 전망됨에 따라, 세계 경제는 통계 수치 상으로는 고른 성장세가 예상되고 있는 것이다.

특히, 미국 및 일본의 경기가 예상대로 호조를 보일지의 여부는 여러모로 중요한 문제이다.²⁾ 양국 경기의 향방과 그에 따른 통화 및 재정 정책의 변화는 국제 금리와 환율 등 국제

1) IMF, *World Economic Outlook*, 1996. 10.

금융 시장의 주요 변수를 결정하는 주 요인이기 때문이다. 따라서 본 고에서는 미국 및 일본 경기의 향방을 진단해보고, 양국 통화 정책의 변화 가능성을 살펴보고자 한다. 또한 우리나라의 수출에 가장 큰 영향을 미치는 가격 변수인 엔/달러 환율의 향방은 미일 양국의 무역수지 및 재정 적자와 연계하여 살펴보고자 한다.

1997년 美日 경제의 향방

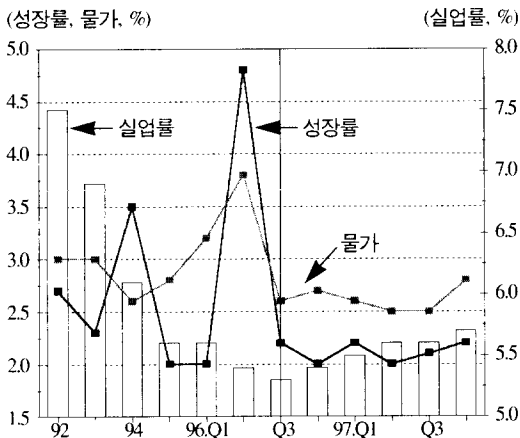
1) 미국

미국 경제는 지난 1991년 초에 경기 저점

을 통과한 이후 최근까지 물가 안정의 기초 위에서 고용 안정과 견실한 성장을 지속하고 있다. 2차대전 이후의 평균적인 경기 확장 기간이 약 50 개월임을 감안할 때, 90년대 미국 경제의 장기 호황은 이례적인 것이다. 미국 경제가 장기적으로 호조를 지속하고 있는 것은, 인플레이션 압력이 나타나기 전에 긴축 정책을 실시하는 연준(FRB)의 이른바 선제적인(Pre-Emptive) 통화 정책 운용과 기업의 감량 경영 등에 따른 노동 시장의 탄력성 증가, 은행 산업의 성공적인 구조 조정(Restructuring)에 따른 금융 시장의 효율성 증대 때문인 것으로 풀이된다.

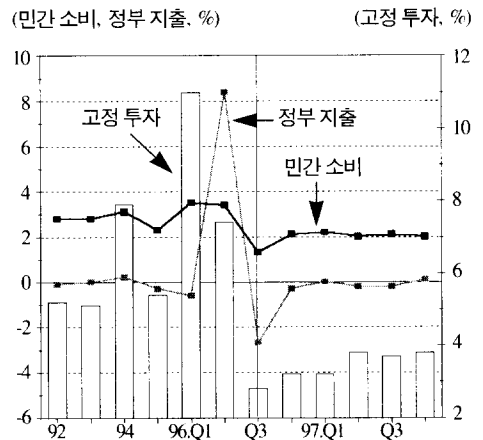
1996년에 들어서는 연초의 이상 한파와 재

<그림 1> 미국의 거시 경제 지표 추이 및 전망



- 주: 1) 1996년 4/4분기부터는 WEFA의 전망치임.
- 2) 실업률 이외에는 전기(전년 또는 전분기) 대비 증가율(연율)임.

<그림 2> 미국의 국내 수요 추이 및 전망



2) 1980년에 전세계 명목 GDP의 약 38.2%를 점했던 美日 양국의 명목 GDP가 와튼연구소(WEFA)의 전망에 의하면, 1996년 및 1997년에 약 41.2% 및 40.9%가 예상되어 세계 경제에서 차지하는 양국 경제의 중요도는 여전히 높은 편임.

정 적자 감축 방안을 둘러싼 의회와 행정부의 의견 대립 및 그에 따른 연방 정부 기능의 일시 정지 등으로 한때 주춤하였던 미국 경기가, 2/4분기에는 정부 지출과 건설 투자가 증대하고 고용 시장이 과열 기미를 보이면서 경기 과열 우려가 제기되기도 하였다. 그러나 3/4분기부터 고용 시장이 안정을 되찾으면서 물가 안정 속에 실질 성장률이 잠재 성장률에 근접하여 경기가 안정세를 되찾고 있다. 과열 기미를 보였던 미국 경기가 이처럼 쉽게 안정 국면에 돌입할 수 있었던 것은, 금융 시장의 움직임이 효율적이었기 때문인 것으로 분석된다. 채권 시장의 효율성이 커지면서 대표적인 장기 금리인 국채 수익률이 경기 과열 기미가 나타나는 즉시 상승하여 설비 투자 등 고정 투자를 감소시키고, 경기가 안정되는 기미를 보이면 금리도 다시 안정세를 되찾아 투자 및 소비의 급격한 냉각이 방지되고 있는 것이다.³⁾

1997년에도 고용 안정을 바탕으로 민간 소비가 2%대의 안정된 성장세를 보일 것으로 전망됨에 따라, 미국 경제는 2%대의 견실한 성장세가 가능할 것으로 전망된다. 특히, 최근 미국 경제는 정보 통신, 컴퓨터 등을 중심으로 비농업 부문의 노동 생산성이 3% 이상씩 향상되면서 공급 능력이 뚜렷이 제고되어 잠재 성장이 2% 내외에서 2.5% 수준으로 높아진

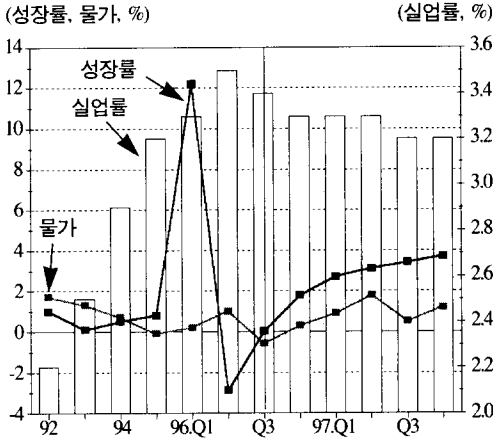
것으로 분석되고 있다. 이에 따라 2~2.5%의 성장세가 장기화되더라도 소비자 물가 및 생산자 물가 등 인플레이 지표들이 크게 상승할 것으로 보이지는 않는다. 더군다나 임금 및 노동 비용과 같은 물가의 선행 지표들이 인플레이 압력이 높아지고 있음을 나타낸다면, 연준(FRB)이 적절한 긴축 정책을 동원할 것이므로 물가 안정 속의 적정 성장이라는 최상의 전망이 가능한 것이다. 다만, 일부에서는 다음과 같은 현상이 나타날 경우, 미국 경기가 하강 국면으로 들어설 가능성도 배제할 수 없다는 전망도 제기되고 있다. 첫째, 현재 과대 평가되어 있는 것으로 분석되고 있는 주식 시장의 활황세가 지나치게 과열될 경우, 1987년 10월의 주가 대폭락 사태(Black Monday)가 재현되어 경기가 위축될 가능성도 있다. 둘째, 일본 및 유럽 경제의 회복세가 예상보다 급격히 진행된다면, 미국으로의 해외 자금 유입이 감소하면서 기업 투자가 감소하여 경기가 하강할 가능성도 있다.

2) 일본

1992년 이후 0%대의 성장세를 기록하며 장기 불황을 겪었던 일본 경제는, 1996년에 들어서 실질 경제 성장률로 본다면 경기 회복

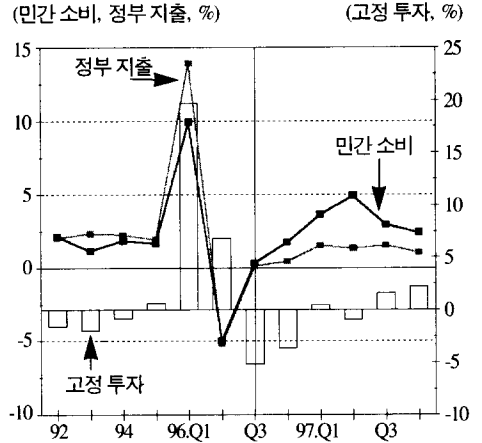
3) 1995년 말에 5.9%대였던 30년 만기 미국 국채 금리는 1996년 8월 말에 7.1%대까지 상승했다가 11월 말에는 6.4%대까지 하락하기도 하였음.

〈그림 3〉 일본의 거시 경제 지표 추이 및 전망



이 본격화된 것으로 보인다. 1996년 성장률이 3.8% 내외가 될 것으로 전망되기 때문이다. 그러나 성장 내용을 살펴보면 민간 주도의 완전한 경기 회복이라고 하기는 힘들다. 우선 1996년의 높은 연간 성장률은 1/4분기에 기록한 전분기 대비(연율) 12.2% 성장에 크게 영향을 받았다. 지난 1/4분기의 고성장에는 정부의 재정 지출과 공공 투자가 가장 큰 기여를 한 것으로 분석된다. 1995년 9월에 경기 부양을 위해 의결되었던 총 14조 엔 규모의 정부 지출이 1995년 4/4분기와 1996년 1/4분기에 대부분 집행되었다. 공공 건설 투자도 이 시기에 거의 이루어졌다. 또한 閏年 요인으로 인하여 1996년 초에 민간 소비가 큰 폭으

〈그림 4〉 일본의 국내 수요 추이 및 전망



로 증대했다.⁴⁾

그러나 과도한 공공 투자와 정부 지출이 지속되지 못함에 따라 2/4분기 이후 경기 회복세가 다시 둔화되고 있다. 실업률이 일본 기준으로 사상 최고 수준인 3.5%에 육박함에 따라, 저금리의 지속에도 불구하고 민간 소비가 크게 회복되지 않고 있다. 민간 기업이 경기를 보는 시각도 개선 속도가 느린 편이다. 지난 11월 말에 발표된 일본은행의 분기별 경기 동향 보고서인 短觀(Tankan)에 의하면, 제조업 부문 대기업들의 경기동향지수가 지난 8월의 -7보다 개선된 -3으로 나타났다. 이 지수가 0 미만이면 경기 침체를 나타냄을 감안할 때, 기업체들이 경기를 보는 시각이 다소

4) 매년 가을에 민간 소비의 중요한 부분을 차지하던 婚需가 1995년 가을의 윤달로 인하여 1996년 초에 크게 증대한 것이 1996년 초 민간 소비 증대의 원인인 것으로 분석되고 있음.

〈표 1〉 미일 경제 전망(연간)

(단위: %, 10억 달러)

	미국			일본		
	1995	1996(F)	1997(F)	1995	1996(F)	1997(F)
실질 GDP 성장률	2.0	2.2	2.2	0.8	3.8	2.1
실업률	5.6	5.4	5.6	3.2	3.4	3.2
소비자 물가 상승률	2.8	2.9	2.7	-0.1	0.1	0.7
경상수지	-148.2	-149.5	-148.0	110.7	47.4	48.9

자료: WEFA, *World Economic Outlook*, 1996. 11.

개선되고 있음에도 불구하고 일본 기업들이 느끼는 체감 경기는 여전히 나쁘다고 할 수 있다.

따라서 현재 일본 경기는 장기 불황에서 벗어나 완만한 회복 단계에 있으나, 회복 속도가 예상보다 느린 상태로 정의할 수 있다. 그러나 1997년에는 민간 주도의 안정적인 성장 국면에 들어갈 가능성이 크다. 불황기에 악화되었던 고용 사정이 점차 개선되고 그동안 계속된 저금리로 민간 소비가 3~5%대의 호조세를 보일 것으로 전망되고 있다. 정부 투자가 미약할 것으로 예상되어 총고정 투자의 회복세는 저조할 것으로 보이지만, 민간 설비 투자는 본격적인 회복 국면에 들어갈 것으로 전망된다. 이에 따라 1997년에는 전분기에 걸쳐 2~3%대의 안정된 성장세가 가능할 것으로 예상된다. 특히, 엔저의 영향이 가시화되면서 일

본의 수출도 큰 폭으로 상승할 것으로 전망되어 경기 회복에 큰 영향을 미칠 것으로 기대된다.⁵⁾ 다만, 1996년 4월로 예정된 소비세 인상이 큰 변수로 남아 있다. 소비세가 현행 3%에서 5%로 인상될 예정인데, 노무라연구소의 경우에는 이러한 소비세 인상으로 1997년에도 민간 소비가 크게 부진하여 성장률이 0%대로 떨어질 것으로 전망하고 있다. 그러나 와튼연구소(WEFA)는 임금이 상승함에 따라 가처분 소득이 증가할 것으로 예상하여, 소비세 인상이 소비에 미칠 효과가 크지 않을 것으로 전망하고 있다.⁶⁾

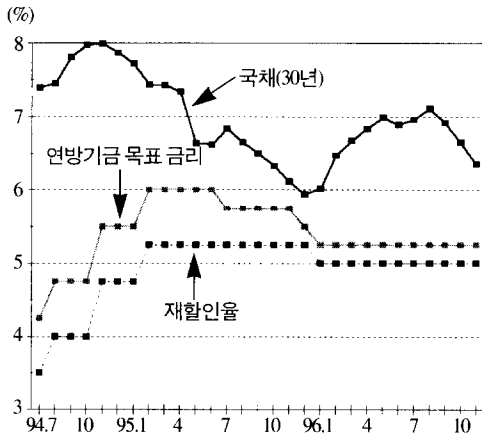
1997년 미일 양국의 통화 정책과 금리 향방

1995년 말까지 하락세를 보이던 미일 양국의 금리가 1996년에는 추세적으로 상승하는

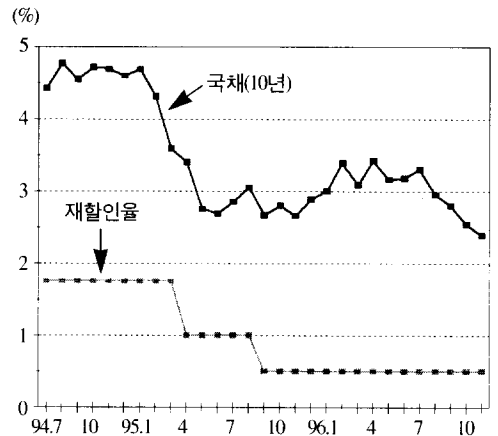
5) 와튼연구소(WEFA)에 의하면, 1994년과 1995년에 각각 0.5%와 2.3%를 기록했던 일본의 수출 증가율은 1996년에는 9% 내외가 될 것으로 추정되고, 1996년에는 10.8% 내외가 전망되고 있음.

6) 와튼연구소(WEFA)는 1995년에 1.1% 감소했던 가구별 가처분 소득이 1996년에는 0.7%, 1997년에는 3.9% 증대할 것으로 전망하고 있음.

〈그림 5〉 미국의 공금리 및 시장 금리 추이



〈그림 6〉 일본의 공금리 및 시장 금리 추이



양상을 보였다. 비록 최근 몇개월간은 금리가 하락하였음에도 불구하고, 1997년에는 양국 금리가 상승세를 보일 것이라는 견해가 우세하다. 일반적으로 금리 중심의 통화 정책을 구사하는 선진국의 경우 공금리 또는 정책 금리의 조정은 시장 금리에 즉각 반영되기 때문에, 경기 상황과 통화 정책의 향방을 살펴보는 것이 시장 금리의 추세를 파악하는 데에 가장 효과적이라고 할 수 있을 것이다.

1) 미국의 통화 정책과 금리 향방

앞에서도 지적했듯이, 미국 통화 정책의 특징은 선제적인(Pre-Emptive) 정책을 구사한다는 점이다. 즉, 소비자 물가나 생산자 물가 등과 같은 대표적인 물가지수가 인플레이 위험을 나타내지 않는다고 하더라도 향후 인플레이 가능성이 조금이라도 보이면 공금리를

올리는 것이다. 1994년에 소비자 물가가 2.6%대로 안정되어 있었음에도 고용 부문의 과열로 공금리가 지속적으로 인상되었던 것이 한 예이다.

1996년 상반기의 경기 과열 양상은 이러한 연준(FRB)의 정책적 특징으로 인하여 공금리 인상을 동반하지 않고도 진정될 수 있었다. 고용 과열로 경기 과열 기미가 나타나자 금융 시장에서는 연준(FRB)의 정책적 특성상 공금리가 인상될 것으로 예상하여 시장 금리가 상승하는 양상이 나타났다. 이러한 시장 금리의 상승으로 인하여 투자 및 소비 등이 진정되고 고용 시장도 안정을 되찾아 경기도 안정 국면으로 돌아오고 있는 것이다.

1997년에도 미국 경제가 물가 안정 속에 견실한 성장이 예상되기 때문에, 급격한 공금리 인상이나 인하 가능성은 크지 않다고 보인다. 그러나 연준(FRB)이 어떤 방향으로든지

〈표 2〉 미국의 고용 시장 추이

(단위: %, 달러, 명, 기간 평균)

	1994년 7~12월	1995년 1~6월	1995년 7~12월	1996년 1~6월	1996년 7~10월
실업률	5.78	5.58	5.60	5.53	5.23
시간당 임금(상승률)	11.18(1.1)	11.36(1.6)	11.52(1.4)	11.72(1.8)	11.85(1.1)
비농업 부문 신규 고용	317,500	197,800	172,600	233,500	172,500

자료: U.S. Bureau of Labor Statistics.

정책 변화를 보인다면, 금리 인하보다는 금리 인상일 가능성이 높다. 물가 불안을 야기하지 않고 2~2.5%의 성장을 유도할 수 있는 월평균 신규 고용이 17만 명 내외인 것으로 평가 받고 있는 상황에서, 향후 고용 호조가 지속될 것으로 전망되고 있기 때문이다.⁷⁾ 통상 건설 경기가 활발해지는 3~6월에 고용이 큰 폭으로 증대하는 양상을 보여주고 있는데, 1997년에도 이때를 전후하여 고용 부문의 과열 양상이 재연될 가능성이 크다. 실제로 연준(FRB)이 공금리를 인상할지 여부와는 관계없이 공금리 인상 논쟁이 불거지면 시장 금리는 상승할 가능성이 큰 것이다. 임금 상승세가 진정되고는 있지만 향후 다시 나타날 가능성이 있는 것도 연준(FRB)이 공금리 인상을 고려할 만한 근거가 될 것으로 보인다. 연준(FRB)의 경기 동향 보고서인 베이지-북(Beige Book)에 의하면, 숙련 노동력의 공급 부족 현상이 나타나고 있어서 향후 임금 상승 가능성이 큰 것으로 나타났다.⁸⁾

그러나 유가 안정 등으로 인하여 물가 상승 압력이 크지 않고 미국의 노동 생산성이 꾸준히 제고되고 있기 때문에, 공금리가 인상된다고 하더라도 소폭에 그칠 가능성이 크다. 이에 따라 시장 금리도 1997년 상반기에 완만한 상승세를 보인 후 안정될 것으로 보인다.

2) 일본의 통화 정책과 금리 향방

장기간의 불황으로 지난 1991년 이후 급격한 하락세를 보였던 일본 금리는 대표적 공금리인 재할인율이 0.5%에 머물고 있다. 이러한 초저금리는 1996년 엔저의 직접적인 원인이 되어 일본 경기의 완만한 회복과 금융 기관의 부실 채권 상각에 큰 도움이 된 것으로 평가받고 있다. 1996년에 들어서 꾸준히 제기되던 일본의 금리 인상설은 하반기에 들어서 경기 회복세가 다시 둔화되자 사라져버렸다. 일본은행도 민간 수요의 회복이 완전하지 않다고 판단하여 금리 인상을 연기하고 있다. 공공

7) Banker's Trust, *U.S. Newsletter*, 1996. 12.12.

8) Federal Reserve Board, *Beige Book Summary*, 1996. 12.4.

〈표 3〉 일본의 임금 증가율, 가계 저축률 및 공금리 전망

	1994	1995	1996(F)	1997(F)
임금 증가율(% , 전년비)	1.2	0.8	1.4	2.0
가계 저축률(% , 평균)	13.2	11.5	11.0	10.4
재할인율(% , 기말)	1.75	0.50	0.50	2.00

자료: Daiwa Institute of Research, *Japan's Economic Outlook*, 1996. 10.

WEFA, *World Economic Outlook*, 1996. 11.

투자와 정부 지출에 의한 경기 회복은 장기간 지속될 수 없다고 판단하였기 때문이다.

그러나 1997년에는 일본은행이 재할인율을 중심으로 공금리를 인상할 가능성이 크다. 우선 일본은행이 기대하는 대로 민간 소비와 설비 투자 및 수출 등이 안정된 성장세를 보여 민간 수요 중심의 경기 회복세가 예상되기 때문이다. 민간 수요 견인의 경기 회복 시점을 공금리 인상을 위한 적절한 시점으로 보고 있는 일본은행이 초저금리 정책을 조금씩 수정할 수 있는 여유가 생기는 것이다. 또한 최근 수년간 0%대에 머물렀던 물가가 1997년을 기점으로 상승할 것으로 보인다. 물론 당분간은 물가가 급격히 상승할 가능성이 없으나, 1997년부터 임금 상승세가 가시화될 가능성이 크기 때문에 장기적으로는 초저금리가 유지되기 힘든 상황이다. 특히, 저금리가 장기간 지속됨으로써 연금 생활자들이나 자본 소득자들의 불만이 팽배해 있어서 저금리 정책을 수정해야 한다는 의견이 꾸준히 제기되고 있다.

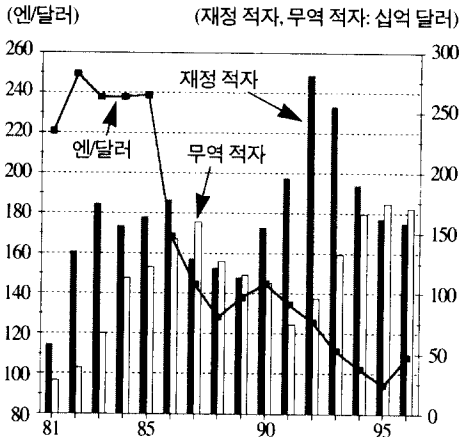
투자에 영향을 미칠 정도는 아니지만 일본의 가계 저축률이 감소하고 있는 것이 그 반증이다. 일본 정부에서도 저금리로 자본의 해외 유출이 지속된다면 자국 금융 시장의 침체와 통화 가치의 과다한 절하를 가져와 일본 경제의 대외 신인도가 떨어질 것을 우려하고 있고, 제조업 부문에서도 1997년에는 금리 상승이 불가피할 것으로 보고 있다.⁹⁾

1997년 미일 양국의 무역수지 및 재정 적자와 엔/달러 환율

일본의 초저금리에 따라 美日간의 금리 격차가 지속적으로 확대된 것이 1996년 엔화에 대한 달러화 가치 상승(엔저)의 근본 원인으로 지적되고 있다. 그러나 1996년의 달러화 가치 상승이 80년대 중반에서 1995년 중반까지 지속된 장기적인 달러화 가치 하락의 반전을 의미하는지는 분명치 않다. 과거 달러화 가치를 떨어뜨린 주요인으로 꼽히는 미국의 무

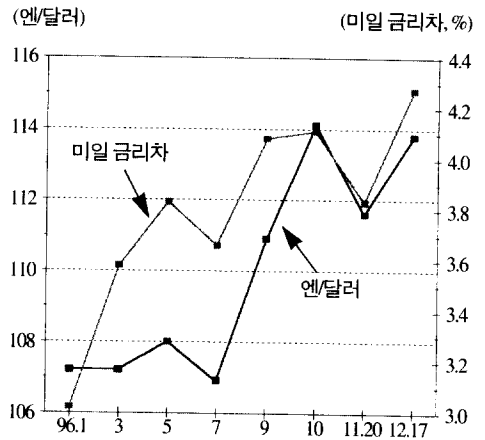
9) Bank of Japan, *Tankan*(短観), 1996. 11.

〈그림 7〉 엔/달러 환율 장기 추이(1981~96년)



주: 1) 엔/달러 환율 장기 추이는 연평균이며(1996년은 11월까지) 단기 추이는 월말 기준임.
2) 미일 금리차는 미국 국채(30년)와 일본 국채(10년)의 금리 격차임.

〈그림 8〉 엔/달러 환율 단기 추이(1996년)



역수지 적자 문제가 1997년에는 다시 부각될 것으로 보이는 반면, 역시 달러화 가치 하락의 주요인 가운데 하나였던 미국의 재정 적자가 감축되기 시작할 것으로 보여 그 판단이 대단히 어려운 시점이기 때문이다.

미국의 무역수지 적자와 일본의 무역수지 흑자 확대는 통상 압력을 야기하여 엔화에 대한 달러화 가치의 하락을 유도한다. 상관 관계 분석에 따르면, 1980년 1/4분기부터 1995년 2/4분기까지 엔/달러 환율과 미국의 무역수지는 0.61의 상관 관계가 나타났고, 일본의 무역수지와는 -0.88의 상관 관계가 나타났다.¹⁰⁾ 즉, 엔/달러 환율은 미국의 무역수지 적자가 확대될 경우 뿐만 아니라, 일본의 무역수지 흑

자가 확대되는 경우에도 하락(엔화에 대한 달러화 가치 하락)하는 것이다. 한때 크게 하락 하였던 미국의 무역수지 적자는 1992년 이후 경기 상승세를 타면서 다시 확대되어 1997년에도 소폭 증대가 예상된다. 더군다나 1997년에는 엔저 영향이 가시화되면서 일본의 무역수지 흑자도 확대될 전망이어서, 美日 양국의 무역수지는 1997년에 달러화 가치 하락을 유도하는 요인이 될 것으로 보인다.¹¹⁾

미국의 무역수지 적자와 함께 80년대 중반 이후 달러화 가치 하락을 주도한 것으로 평가되고 있는 미국의 재정 적자 문제도 1997년 엔/달러 환율 추세에 영향을 줄 것으로 보인다. 미국 경제의 가장 큰 문제점으로 지적되고

10) 장은경제연구소, 「장은 국제 금융」, 1996. 7.

11) 와튼연구소(WEFA)는 미국의 무역수지 적자가 1996년의 1,700억 달러에서 1997년에는 1,740억 달러로 확대되고, 일본의 무역수지 흑자도 1996년의 882억 달러에서 1997년에는 1,230억 달러 내외까지 확대될 것으로 전망하였음.

<표 4> 재정 적자의 對GDP 비율 1% 감소가 미일 통화 가치에 미치는 영향

	재정 적자 감축 형태	
	정부 지출 감소	세수 증대
미국(달러화)	0.7% 절상	0.3% 절상
일본(엔화)	1.4% 절하	1.7% 절하

자료: Craig S. Hakkio, "The Effects of Budget Deficit Reduction on the Exchange Rate," *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1996. Q3.

주: 여기에서 통화 가치는 여러 교역 상대국의 물가, 교역 중요도, 환율 변화 등을 동시에 고려한 실질 실효 환율 개념임.

있는 재정 적자는 클린턴의 재선과 함께 1997년부터 본격적으로 감소할 것으로 보인다. 일본 또한 1992년부터 지속된 불황을 타개하기 위해 확대 재정 정책을 사용한 결과 재정 적자가 문제되고 있기 때문에, 1997년부터는 재정 적자 감축이 시작될 것으로 예상된다.¹²⁾

이론적으로 재정 적자의 감축은 자국 통화 가치의 절하와 절상 효과를 동시에 가지고 있다. 정부 지출을 줄여서 재정 적자를 감축하는 경우에 금융 시장을 통한 정부의 자금 수요가 줄어들 것이므로, 국내 금리의 하락 효과를 가져옴과 동시에 자국 통화의 가치도 하락한다. 반면, 재정 적자의 감축은 시장 참가자들의 기대 인플레이션을 감소시켜 자국의 실질 금리 상승 효과 또한 가져오게 된다. 따라서 이 경우에는 재정 적자의 감축이 자국 통화 가치의 상승으로 연결된다. 결국, 재정 적자의 감축이 통화 가치에 미치는 영향은 이 두 가지 효과 가운데 어떤 영향이 큰가에 의해 결정된다고

볼 수 있다.

Hakkio(1996)의 실증 분석에 의하면, 미국의 경우 재정 적자의 감축은 달러화의 대외 가치 상승(달러화 평가 절상)을 유도하고 있다. 특히, 정부 지출 감소를 통해서 재정 적자의 對GDP 비율을 1% 감축시킬 경우 달러화의 대외 가치는 약 0.7% 상승하는 것으로 나타났다. 그러나 일본의 경우는 반대 현상이 나타났다. 일본에서는 정부 지출 감소를 통해 재정 적자의 對GDP 비율을 1% 감축시킬 경우, 엔화의 대외 가치가 약 1.4% 하락하는 것으로 나타났다. 따라서 예상대로 1997년에 미국 및 일본의 재정 적자가 동시에 감소한다면, 이는 엔화에 대한 달러화 가치 상승(엔화 가치 하락) 효과를 가져다줄 것이다.

1997년에 예상되는 미국 및 일본의 무역수지 향방과 재정 적자 향방에 근거해서 본다면, 엔화에 대한 달러화의 가치는 하락 요인과 상승 요인을 동시에 가지고 있다고 할 수 있을

12) 미국의 전망 기관인 DRI는 미국 재정 적자의 對GDP 비율이 1996년 2.1%에서 1997년에는 1.8%로 감소하고, 일본 재정 적자의 對GDP 비율은 1996년 4.5%에서 1997년에는 3.5%로 감소할 것으로 전망됨.

것이다. 달러화 가치의 장기적인 하락 요인과 상승 요인이 동시에 존재하고 있다는 것은 달러화가 당분간은 급락하거나 급등할 가능성이 적다는 긍정적인 측면을 가지고 있는 반면, 정확한 방향을 가늠하기 힘들어 불확실성이 커진다는 부정적인 측면도 가지고 있다. 엔화에 대한 달러화 가치의 하락 또는 상승이 극히 제한적일 것이라는 예상 속에서도 일본의 민간 수요에 의한 경기 회복, 미일 금리차의 해소 등을 고려해볼 때, 엔화에 대한 달러화의 가치는 완만한 하락세를 보일 가능성이 크다.

맺음말

1997년 세계 경제 및 국제 금융 시장의 가격 변수들이 대체로 안정될 것으로 전망되는 또다른 근거는, 1996년부터 국제 금융 시장의 구조가 안정되기 시작했고 1997년에도 그러한 양상이 지속될 가능성이 크다는 것이다.

우선 주요 선진국들이 은행을 포함한 금융 기관의 재편(restructuring)을 지속하고 있는데, 이는 장기적으로 금융 기관의 효율성 제고와 시장 기능의 활성화를 통해 경제 성장에 기여할 것으로 보인다. 금융 기관의 효율성 제고가 미국의 장기 호황 요인이었던 것처럼 향후 전개될 일본의 금융 개혁도 단기적인 불안

요소만을 강조할 필요는 없을 것 같다. 국제 금융 시장 안정에 대한 국제적 공감대도 형성되고 있다. 선진 10 개국(G-10) 중앙은행들은 1994년 멕시코 페소화 위기와 같은 사태를 방지할 수 있는 방안을 강구하고 있다. 또한 파생금융상품 등으로 인하여 야기되는 금융 위험에 대처하는 민간 은행들의 관리 능력도 개선되고 있고, 기관 투자자들은 1994년 이후 고수익·고위험 분야의 투자에 더욱 신중한 행태를 보이고 있다.

물론, 여전히 고물가에 높은 대외 부채 문제를 가지고 있는 일부 개도국의 경우 통화 가치 급락으로 인한 금융 위기 발생 가능성을 전혀 배제할 수는 없다. 그러나 대부분의 개도국들이 유출입 정도가 심한 단기 자본의 유입에 신중을 기하고 있고 일반 국제 투자가들도 비슷한 양상을 보이고 있음을 고려하면, 국제 금융 시장의 급격한 불안정은 피할 수 있을 것으로 보이며, 이는 세계 경제의 안정에도 긍정적인 영향을 미칠 것이다.¹³⁾ HRI

13) 멕시코 사태 이후 국제 투자자들은 장기적이고 안정적인 투자를 선호하는 양상을 보임. 1995년에 개도국에 대한 직접 투자는 17% 증대한 반면, 단기 자본 유입은 27% 감소한 것이 한 예임(IMF, Survey, 1996. 9).