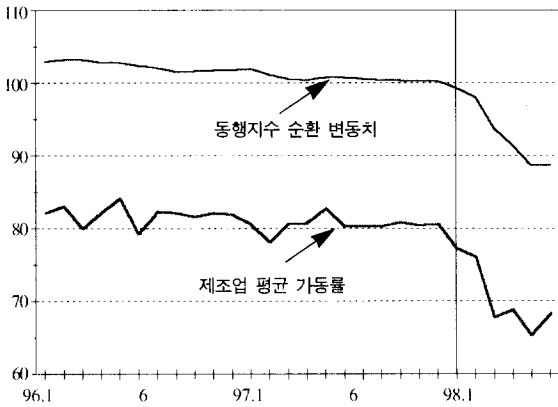


매크로 동향

경기 종합 불황의 심화와 요구되는 정책 기조 변화



IMF체제를 맞은 지 6개월이 지나면서, 우리 경제는 심각한 불황 국면으로 더욱 깊게 빠져들고 있다. 국내 산업 활동, 수출, 소비, 투자 등 모든 지표들이 2/4분기에도 1/4분기와 마찬가지로 부진할 것으로 보여, 올해 경제 성장률이 -4%대 이하로까지 떨어질 것으로 우려되고 있다. 외환 보유고가 사상 최대치를 갱신하고 있고, 거주자 외화 예금이 100억 달러에 달하는 등 외환 수급 사정이 호조를 보이면서 엔화 약세에도 불구하고 원/달러 환율은 안정된 모습을 보여주고 있고, 금리도 회사채 금리가 16.0%까지 떨어지고 있다. 그러나 은행의 대출 기피·무위험 채

권(한은의 RP, 통안채 등) 중심의 자산 운용으로 자금 시장에서의 금융 경색 현상은 지속되고 있다. 6월중 퇴출 기업 발표는 외국 투자자들에게도 미흡한 것으로 보여져, 경제의 불확실성을 제거하는 데는 큰 기여를 하지 못한 것으로 보인다. 따라서 외국인 투자 자본의 유치와 자금 시장 경색의 완화도 금융권의 구조 조정이 성공적으로 완료되기 이전에는 기대하기 힘든 형편이다.

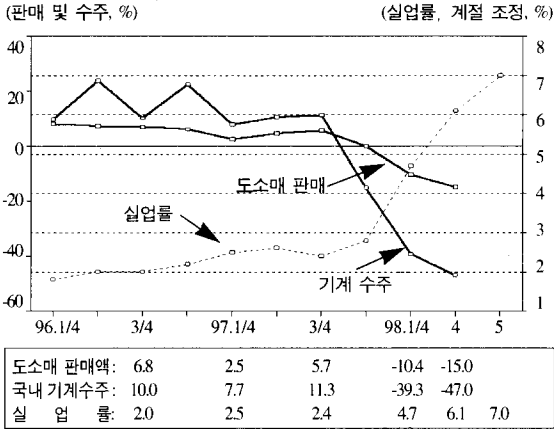
더욱이 IMF체제 극복의 중요한 수단으로 간주되고 있는 수출도 5월 3%의 감소율을 보여주고 있고, 6월에도 큰 폭으로 감소하고 있는 것으로 나타나고 있다. 대외적으로는 엔화 약세, 일본을 비롯한 동아시아 경기 침체의 장기화, 미국 및 EU 시장의 포화 등으로 수출 여건이 악화되고 있고, 대내적으로도 무역금융시스템이 복원되지 않고 있고 원자재 채고 부족으로 수출 여력이 감소하고 있어 하반기 수출에 불안감을 더해주고 있다.

따라서 정부는 최근 정책 기조를 경기를 부양하는 방향으로 조심스럽게 전환하고 있다. 지금 시점은 IMF의 긴축 기조를 유지할 때가 아니라, IMF 프로그램을 수정해서 경기를 조심스럽게 부양해야 한다는 주장이 힘을 얻고 있다. 유효 수요를 정부 개입을 통해 창출해야 할 시점인 것이다.

먼저 한국은행과 시중 은행권 사이에 머물러 있는 돈을 민간으로 흘러가게 할 필요가 있다. 한은은 RP 금리를 내리는 방향으로 정책 기조를 잡고 있고 5조 원 가량 통화 공급량을 늘려 구조 조정을 앞두고 신용 경색 현상에 대비하고 있다. 한편, 정부의 재정 지출도 확대될 수밖에 없을 것으로 보인다. 지금과 같은 불황기에는 일정 정도의 재정 적자를 감수하지 않을 수 없을 것이다. 또한 수출 촉진 및 수입 억제를 통한 내수 증가를 도모하기 위해서는 엔화 가치 하락, 위안화 평가 절하 가능성 등 대외적 불안 요인이 높아가는 상황에서 원화 환율이 높아질 필요가 있다. '先환율 인하·後금리 인하'라는 IMF 프로그램의 기조도 변경되어야 한다. 高환율·低금리체제의 유도가 필요한 시점이다.

물론, 이러한 유효 수요 확대 정책이 물가를 상승시킬 우려가 있다. 특히, 하반기에는 휘발유세 인상, 특소세 인상, 공공 요금 인상 등으로 물가 상승 압력이 높아질 것으로 보인다. 그러나 지금은 통화 팽창의 물가 불안 우려보다는 통화 긴축에 따른 신용 경색이 더욱 심각한 문제이다. 정부는 한국 경제가 더 이상 헤어나올 수 없는 깊은 경제 공황의 심연으로 침몰하기 전에, 구조 조정의 원활한 추진을 위해 IMF에 대한 협상력을 극대화해야 할 시점이다. (전병유)

산업 활동 심각한 침체 지속



4월 산업 활동은 생산, 소비, 투자 등 실물 경기가 급격히 침체하고, 고용 불안도 실업자 수가 140만 명을 초과하며 최악의 상황으로 더욱 확대되었다. 더욱이 향후의 경기를 가늠할 수 있는 선행지표들의 감소폭은 더욱 크게 나타났다.

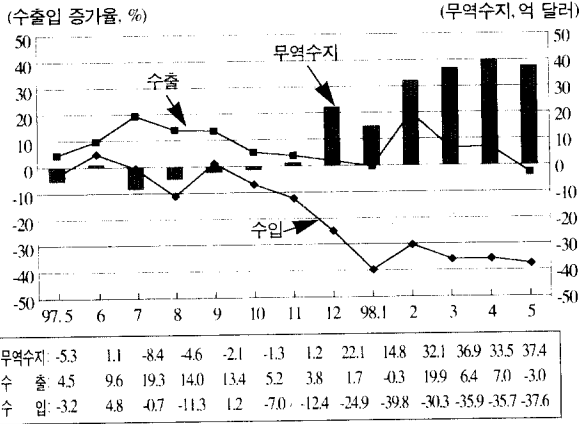
산업 생산은 수출 증가에도 불구하고 내수 부진이 지속되어 10.8% 감소하여 4개월째 감소하였다. 출하는 수출용 출하가 높은 증가율을 지속하였으나 내수용

출하가 전업종에서 큰 폭의 감소세를 나타냄으로써 11.6%나 감소했다. 한편, 소비는 도소매 판매가 -15.0%, 내수용 소비재 출하는 -24.4%로 5개월 이상 감소폭이 지속적으로 확대되었다. 더불어 투자도 설비 투자가 48.6% 감소하였고 기계 수주는 47.0% 감소, 건설 수주는 58.6% 감소하는 등 투자 부진이 매우 심각한 상황으로 드러났다.

한편, 산업 활동을 둘러싼 경영 환경은 악순환을 지속하였다. 기업들이 생산량을 크게 축소함으로써 평균 가동률은 4개월째 60%대에 머물렀으며, 이에 의해 재고는 내수 부진 업종을 중심으로 6.6% 감소하여 3개월째 감소 추세를 보였다. 그러나 이러한 생산 감소 및 재고 처분에도 불구하고 수요 부진이 더욱 확대됨으로써 적정 수준을 초과하는 재고와 추가적 생산 감축이 불가피한 상황에 놓여 있다. 또한 휴·폐업 및 부도, 생산 축소와 구조 조정에 수반되는 인력 감축으로 실업률이 6.7%(실업자 수 143만 명)까지 상승한 가운데 노사 갈등 양상이 표출되고 있다.

이처럼 국내 경영 환경의 악화에 더해 수출 여건마저 악화되고 있어 산업 활동의 침체폭은 더욱 커질 것으로 우려된다. 그동안은 내수 위축이 극심함에도 불구하고 수출용 출하가 30% 내외의 높은 증가율을 지속함으로써 대폭적인 출하·생산 감소를 지탱해 나온 측면이 있었다. 그러나 최근 들어 환율 조건이 악화되고 선진국의 수입 규제 강화 등으로 수출 여건도 나빠지고 있어 경기 침체세가 더욱 심화될 가능성이 높아진 것이다. 한편, 퇴출 기업 선정과 대기업 및 금융 산업 구조 조정의 본격화로 기업 경영 환경의 불확실성이 더욱 확대되는 점도 당분간은 경기 침체를 지속하게 하는 한 요인이 될 것이다. (민주홍)

수출입 수출, 감소세로 반전



환율 상승에 따른 가격 경쟁력 제고에도 불구하고 불안한 증가세를 보이던 수출이 마침내 감소세로 반전되었다. 1998년 5월중 수출은 전년 동월에 비해 3% 감소한 114.0억 달러에 그쳤다. 수출이 감소한 것은 대내외적 여건이 우리의 수출에 좋지 않은 영향을 주고 있기 때문이다. 대외적으로는 우리 제품의 주요한 수요 시장이었던 동남아 경제가 계속 위축되고 있으며, 일본 역시 내수 침체로 인한 경기 침체가 지속되어 우리 제품의 수요가 갈

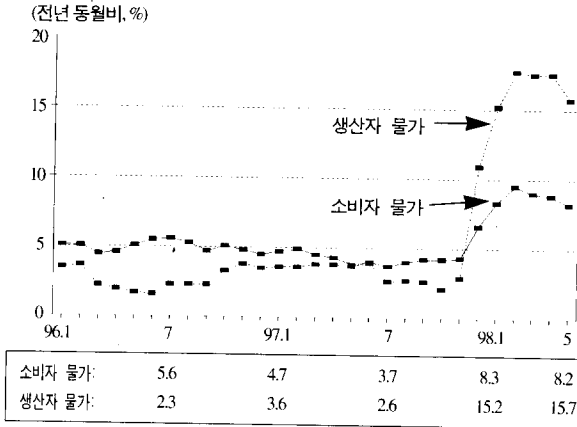
수록 줄어들고 있다. 환율의 상승으로 인한 가격 경쟁력 제고도 동남아 각국 환율의 동반 상승으로 그 효과가 반감되고 있다. 대내적으로는 외환 위기에 따른 수출금융시스템 애로가 수출 증가에 발목을 잡고 있다.

수입은 30% 이상의 급감세가 5개월째 지속되고 있는 등 1997년 10월 이후 8개월 연속 감소세를 보이고 있다. 수입 감소세가 좀처럼 누그러지지 않는 것은 국제 원자재 가격의 하향 안정화 등에도 힘입은 바 크지만, 무엇보다도 외환 위기에 따른 민간의 소득 감소와 이에 따른 내수 침체·경영 환경 불확실과 구조 조정 가시화로 인한 기업들의 투자 위축 등이 당초 예상보다 심각하게 나타나고 있기 때문이다.

수출이 감소하였음에도 불구하고 40%에 육박하는 수입 감소세에 힘입어 무역수지는 37.4억 달러의 흑자를 기록하였다. 5월까지 지속된 무역수지 흑자로 1998년 들어 누적 무역수지는 160.7억 달러의 흑자를 기록하여 동기간의 92.6억 달러 적자에 비해 253.4억 달러나 개선되었다.

하반기 이후에도 무역수지의 흑자 기조는 당분간 지속될 것으로 보인다. 그러나 수출의 증가보다는 수입의 급감이 무역수지 흑자를 주도할 것이며 수출은 증가세가 상반기보다 더욱 둔화되거나 심지어 감소할 것으로 전망된다. 수출이 부진할 것으로 보이는 것은 동남아 및 일본 경제의 침체, 엔화 약세 기조, 동남아 각국 통화의 약세, 수출입 금융의 애로 등 대내외적 수출 저해 요인이 단기간 내에 개선되기를 기대하는 것이 어렵기 때문이다. 특히, 구조 조정을 앞두고 있는 은행권이 수출입에 대한 금융 지원에 소극적일 수밖에 없을 것으로 보여, 수출은 당분간 난조를 보일 것으로 예상된다. 또한 지나친 수입 감소의 영향으로 수출 능력이 점차 상실되고 있다는 우려도 제기되고 있다. 수입 감소가 수출 능력의 상실로 이어지고 있는지에 관한 판단은 향후 수출입의 동향을 면밀히 지켜보아야 알 수 있겠지만 6월의 수출 실적도 부진한 것으로 알려지고 있어, 이에 대한 우려가 커지고 있는 것은 사실이다. (전민규)

물가 하반기 안정세 유지 전망



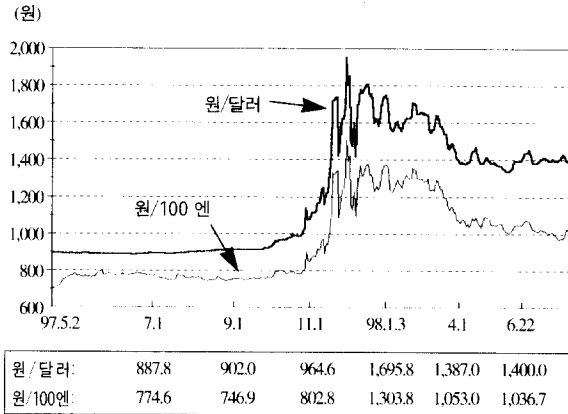
1998년 물가는 2월 이후 하락세를 지속하고 있다. 소비자 물가의 경우 1998년 2월의 전년 동월비 9.5%를 기록한 이후 3개월 연속 하락하여 1998년 5월에는 8.2%까지 낮아졌다. 생산자 물가도 1998년 2월의 17.7%에서 5월에는 15.7%로 하락하였다. 이에 따라 올해의 인플레이션율을 10% 이하에서 억제하려는 정부의 목표는 큰 무리가 없을 것으로 보인다.

물가의 하향 안정화에도 불구하고 8%대로 나타나고 있는 물가 상승률은 매우 높은 수준이다. 특히, 국민들이 체감하고 있는 물가는 이보다 크게 높을 것이라는 것이 일반적인 분석이다. 예를 들어, 최근 정부에서 발표하고 있는 생활물가지수는 전년 동월비 11.9%로 나타나고 있으며 월 1회 이상 자주 구입하는 재화들의 물가 상승률은 전년 동월비 14.0%에 이르고 있다. 이는 물가 상승이 국민 생활과 밀접한 관계가 있는 에너지가를 중심으로 나타난 데 크게 기인한 것이다. 특히, 정부는 앞으로도 석유류, 전기세 등 각종 에너지가를 인상시킬 계획을 가지고 있어 체감 물가와 지수 물가 사이의 괴리는 좁혀지기 어려울 것으로 보인다.

그러나 국민들의 생활 물가와 관련하여 긍정적인 영향을 미치고 있는 것은 집세의 하락이다. 전·월세 가격을 포함한 생활 물가는 이를 제외한 경우의 11.9%보다 크게 낮은 9.6%로 나타났다. 물론, 이러한 현상은 부동산 경기 불황에 따른 자산 가격의 하락에 기인한 만큼, 긍정적으로 보기는 힘든 현상이며 더욱 심화될 경우에는 경제 전체가 헤어나기 어려운 장기 불황에 빠져들 수도 있는 것이다. 또한 집세의 하락은 주택 소유주의 입장에서는 엄청난 부담이 발생하는 것이다. 그럼에도 불구하고 집세 가격의 하락이 서민들에게 주는 물가 안정 효과를 무시할 수 없는 것이 사실이다.

전반적인 물가 안정세는 1998년 하반기에도 이어질 것이다. 환율이 다시 상승하거나 정부가 공공 요금이나 간접세를 조정할 수도 있으나, 이 두 가지 경우 모두 가능성이 희박하거나 전체 물가의 불안으로 파급되기에는 그 효과가 제한적일 것으로 보인다. 따라서 향후 물가 상승률은 전반적으로 8%대의 수준을 유지할 것으로 보인다. (이태열)

원화 환율 엔화에 좌우될 원화 환율



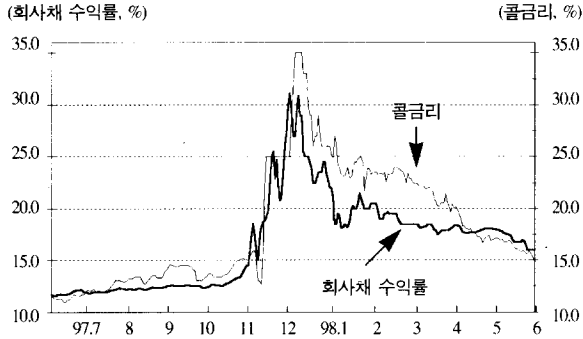
6월 16일 일본 엔화가 147 엔까지 폭등함에 따라 일본도 외환 위기에 휩싸일지 모른다는 위기감이 팽배해지면서 우리나라 원화 환율도 급등하였다. 원화 환율도 엔화 폭등에 따라 1,430 원대까지 급등하였으나, 엔화 급등을 방지하기 위해 미·일이 공동으로 대처한다는 소식이 전해지면서 엔화도 136 엔대까지 하락하였으나, 일본 경제의 불안 요인으로 다시 140엔 이상으로 상승하였다. 5월의 원화 환율이 인도네시아 사태로 변동하였다면,

6월의 원화 환율은 엔화의 변동에 크게 좌우되었다. 이처럼 원화 환율이 엔화의 변동에 따라 급변하는 것은 '엔화 연동형 경제 구조'를 가지고 있는 우리나라 수출 구조때문이다. 특히, 반도체, 철강, 자동차 등 우리나라 주력 수출 상품이 일본과 크게 경쟁을 하고 있기 때문이다. 일본 엔화가 평가 절하되면 그만큼 우리나라 수출 상품의 가격이 상대적으로 비싸지기 때문에 수출이 타격을 입게 되는 것이다. 최근 외환 위기 이후 우리나라 원화가 크게 절하되었기 때문에 일본의 수출 상품에 비해 가격 경쟁력이 상대적으로 높은 상태에 있는 것이다. 과거 경험을 통해 볼 경우 우리나라가 최소한 무역 흑자를 내기 위해서는 원/100엔 환율이 1,000 원 이상은 유지해야 하는 것으로 나타났다. 그러나 6월 16일의 엔화 폭등으로 인해 한때 원/100엔 환율이 1,000 원 이하로 급락하여 우리나라 수출 상품의 가격 경쟁력이 크게 저하될 위기에 처하였던 것이다. 그러나 엔화가 140 엔대로 상승되면서 우리나라 원/100엔 환율은 다시 1,000 원대 이상으로 복귀하였다.

7월의 외환 시장은 이처럼 엔화 환율에 크게 좌우될 전망이다. 6월말 현재 원화 환율은 공급 초과 상태에 있기 때문에 환율은 지속적으로 안정된 상태를 유지할 전망이다. 다만, 엔화의 움직임에 따라 우리나라 원화의 환율이 움직일 것으로 전망된다. 외환 위기 이후로 지속되어온 무역수지 흑자 추세는 7월에도 지속될 것으로 전망된다. 또한 이러한 무역수지 흑자 기조에 힘입어 증가해온 외화 예금 규모도 100억 달러에 육박하고 있어 7월의 원화 환율은 엔화만 안정되어준다면 큰 변동없이 최근의 추세를 그대로 유지할 것으로 전망된다. 또한 정부의 외환 보유고 수준도 약 400억 달러에 육박함으로써 외환 위기 이전의 수준을 능가하여 외환 시장의 안정을 유도하고 있다. 또한 이러한 환율 안정세에 힘입어 금리도 서서히 안정을 되찾고 있어 7월의 외환 시장은 엔화 환율의 폭등이 없다면 1,350~1,400 원대에서 안정을 유지할 전망이다. (천일영)

금리

대내외 시장 여건 불안 속에 하락세 지속



회사채 수익률: 11.90 12.16 12.60 12.60 15.10 27.00 18.50 20.50 18.28 18.40 17.82 16.00
 콜금리: 12.20 13.40 14.50 13.40 13.00 35.00 26.27 23.51 22.10 19.87 17.05 14.98

주: 각 수치는 월말 기준이며, 1998년 6월 수치는 6월 24일 현재임.

6월중 시중 금리는 대내외 시장 여건의 불안 속에서도 정부의 강력한 금리 인하 의지를 바탕으로 하락세를 지속하였다. 월초 퇴출 기업 파동과 인도네시아 사태의 여파가 지속되는 가운데 엔화 급락까지 겹치면서 주식 및 외환 시장은 크게 동요되었다. 특히, 엔화 가치가 한때 달러당 146엔대까지 급락하면서 중국 위안화의 평가절하 가능성과 함께 동남아 국가들의 제2외환난 우려까지 확산되어 이 지역 주가와 화폐 가치가 동반 폭락하였다. 또한 국내적으로는 부실 기업 판정 등 기업 및 금융 구조 조정이 압박함에 따라 금융 시장의

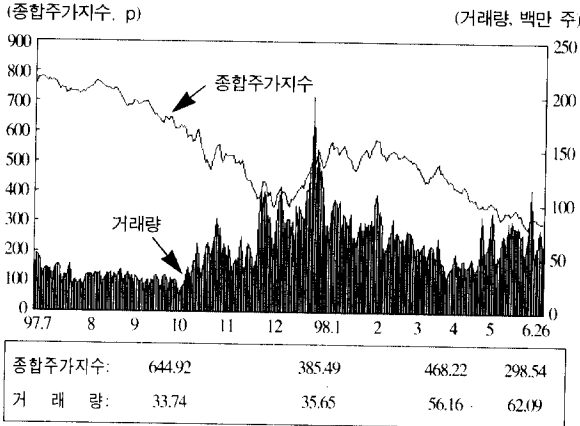
불확실성이 고조되면서 자금 시장 경색도 한층 심화되었다. 이에 따라 주가가 한때 280포인트선까지 하락하고 원화 환율도 달러당 1,400 원대를 상회하는 불안 양상을 나타내었다.

그러나 이러한 대내외 시장 여건의 불안에도 불구하고 유독 금리만은 하향 안정세를 지속하였다. 금리의 지속적인 하락세는 무엇보다 정부의 강력한 금리 인하 의지에 기인하고 있다. 정부는 IMF와의 분기별 정책 협의와 대통령 방미 과정에서 금리 인하에 대한 IMF의 동의를 잇달아 얻어내고, 이를 바탕으로 신속적인 통화 공급과 규제 금리의 인하를 통해 금리 인하를 적극적으로 추진하였다. 특히, 부실 기업 퇴출을 앞두고 금융 시장의 경색을 완화시킬 필요성이 강력하게 대두됨에 따라, 정부는 통화 공급을 적극적으로 확대하여 시중 유동성을 전반적으로 풍부한 상태로 유지하였다.

반면에, 구조 조정의 본격화에 따라 금융 기관들이 기업에 대한 대출을 기피하면서 풍부한 시중 자금이 금융 기관간 거래나 장단기 금융 상품에 대한 투자로 운용되면서 금리의 하락세를 뒷받침하였다. 이에 따라 콜금리가 14%대로, CD, CP, 회사채 등의 수익률이 모두 16%대로 진입하는 등 장단기 금리는 외환 위기 이후 가장 낮은 수준을 기록하였다. 그러나 금리 하락세에도 불구하고 금융 기관이 대출을 기피하고 회사채 시장에서도 거래 위축 분위기 속에, 신용도가 높은 우량물만 소화되는 상황이 지속됨에 따라 기업들의 자금난은 여전히 악화일로를 거듭하였다.

7월중에도 시중 금리의 하향 안정 기조는 계속 이어질 것으로 전망된다. 무엇보다 정부가 금리 수준을 외환 위기 이전 수준까지 하락시키려는 방침을 강력하게 밝히고 있는 데다, 실물 경기를 부양하고 구조 조정에 따른 금융 시장 경색을 완화시키기 위해 신속적인 통화 공급 기조도 유지할 것으로 예상되기 때문이다. 또한 퇴출 대상 기업 발표 등 기업 및 금융 구조 조정이 본격화되면서 시장의 불확실성이 점차 해소될 것이다. 그러나 일본 경제의 침체와 막대한 규모의 불량 채권으로 인해 엔화 환율이 최근의 안정세에도 불구하고 다시 상승할 가능성이 매우 높은 데다, 시장 여건상 현재의 금리 수준이 저점에 도달한 수준이라는 인식이 확산됨에 따라 시중 금리의 하락세는 소폭에 그칠 것으로 전망된다. (김범구)

엔화 약세에 따른 약보합세 예상



6월의 국내 주식 시장은 엔화 가치의 등락에 따라 움직였다. 엔/달러 환율이 6월 15일 도쿄 외환 시장에서 145 엔의 약세를 보이자 국내 수출 산업이 위축될 것으로 전망되면서 주가도 300선 이하로 하락하였다. 주가의 하락세는 다음날에도 이어져 16일에는 11년 5개월만에 가장 낮은 수준인 280.00포인트를 기록하였다. 그러나 미국과 일본의 엔화 저지 공조 선언으로 엔화가 강세를 보이자 국내 주가도 320선까지 일시적으로 반등하였다. 하

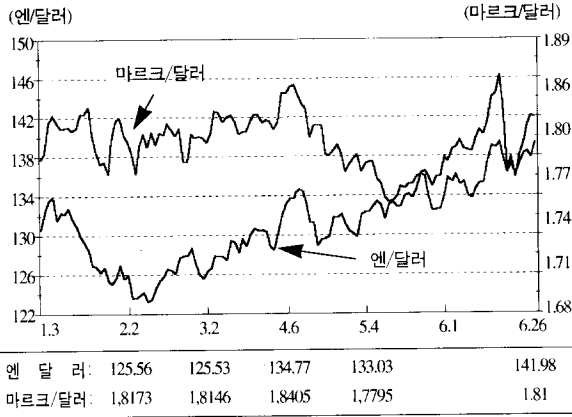
지만, 주가의 일시적 강세는 엔화의 재약세에 따라 다시 하락하여, 26일에는 다시 300포인트 선이 무너지면서 298.54를 기록하였다.

엔화의 약세는 아시아 금융 위기로 이어질 것으로 예상되면서 국내 외국인 투자자들은 순매도 우위 전략을 촉발시켰다. 국내 투신사의 외수펀드에 투자했던 타이거펀드의 경우 엔화가 145 엔을 돌파한 날 막대한 규모의 환매를 요청하기도 했다. 부실 은행의 퇴출 계획에 따른 불안 심리 확산, 한국통신의 상장 계획, 고객예탁금 2조 원 이하의 취약한 매수세 등도 주가 하락의 원인으로 작용하였다. 반면에, 퇴출 기업 발표·남북 경제 협력에 대한 기대감 확산은 주가를 일시적으로 반등시켰던 요인들이었다. 그러나 이들 상승 요인은 위에서 지적하였던 약세 요인에 밀려 주가를 강세로 반전시키지는 못했다.

7월의 국내 주식 시장은 종합주가지수 250포인트를 지지선으로 하여 약보합세를 보일 것으로 전망된다. 대외적으로는 한 달 동안 국내 주가에 큰 영향을 주어왔던 엔화 가치가 상승할 기미를 보이지 않아 아시아 통화의 불안 요인이 계속 남아있기 때문이다. 대내적으로는 외국인들의 순매도 우위 전략이 국내 주식 시장 약세의 요인으로 작용할 전망이다. 외국인 투자자들은 퇴출 기업의 발표·우량 은행의 부실 은행 인수에 대해서 냉담한 반응을 보이고 있으며, 계속적으로 매도 우위를 보일 것으로 예상된다.

기술적 분석으로도 국내 주식 시장은 당분간 강세로 전환되기 힘들 것으로 예상된다. 추세 분석선인 25일과 75일 평균선이 지난 4월 초순 데드 크로스를 형성한 후 하향 평행선을 그리고 있다. 이러한 하향 추세는 당분간 지속될 것으로 보여 7월의 주식 시장도 전반적인 약보합세를 나타낼 전망이다. (김대홍)

국제 환율 엔저 억제는 항구적 감세안과 신속한 금융 구조 조정



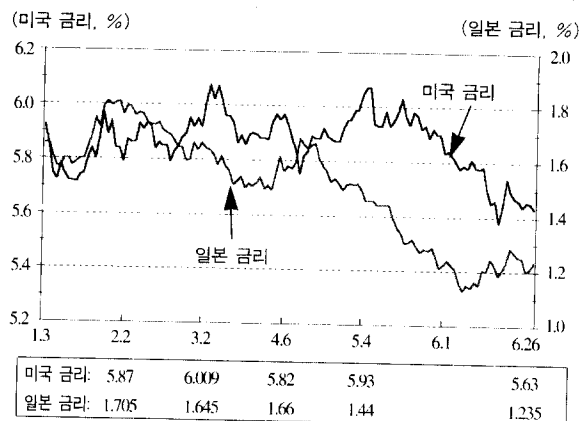
6월 엔화 환율은 연이은 악재의 속출로 크게 상승했다. 일본의 1/4분기 GDP 성장률은 -1.3%로 나타나 1997년 4/4분기의 -0.4%에 이어 2분기 연속 마이너스 성장을 기록했다. 현재의 엔/달러 환율은 1/4분기 일본 경제의 침체를 이미 반영한 수치이나, 중요한 것은 2/4분기에도 이어지고 있는 침체의 지속성이며 대다수 기관 투자자들은 엔화와 엔화 표시 자산이 더욱 가치 하락 압력을 받을 것으로 전망하고 있다. 특히, 미국과의 공동 시장 개입으로 한때나마 안정세를 보였던 엔화는 불과 1주일만에 개입 이전 수준인 142 엔대까지 다시 하락하는 양상을 보였다.

이번 시장 개입 과정에서 일본은 미국에 대하여 금융 안정화와 경기 부양 등 광범위한 분야에서 개혁을 약속했는데, 이것이 제대로 지켜지지 않는다면 미국은 엔화 약세를 방치하겠다고 공언하고 있다. 미국은 증시 활황 등 금융 시장의 일대 호황세를 누리며 있고, 인플레이 압력을 우려하고 있어 고달러 유지 기조를 쉽게 포기할 의사는 없는 듯하다. 고달러 유지 기조의 배경은 기본적으로 미국 경제의 일대 호황때문이다. 과거 같으면 최근 같은 달러화 절상에 대해 업계에서 많은 불만이 터져나왔을 것이지만, 이번의 경우엔 미국내 경제가 최상의 상태를 유지하고 있어 반발이 거의 없는 편이다. 이러한 국내 경제의 강세는 점증하는 무역 적자에 대한 우려도 불식시켰고, 최근의 환율 변동은 경제 근본 여건을 충실히 반영하고 있다는 미국 정부의 시각을 강화시켰다. 금융 시장 역시 달러 부양에 한 몫을 하고 있는데, 미국의 단기 금리는 5.5%선으로 일본 단기 금리보다 5%나 높고 이러한 내외 금리차는 더욱 커질 것으로 전망된다. 이런 상황에서 달러를 약세로 이끄는 정책은 시장 상황과 역행하는 정책이며 호황세를 무너뜨릴 수도 있다. 또한 고달러가 2년 동안 과열 양상을 보이던 미국 경기를 특히, 물가 상승 압력을 제어하는 역할을 한 것도 사실이다.

일본과의 공동 개입이 시장에서 현실로 나타났어도 미국이 고달러 기조를 포기했다고 말할 수는 없다. 다만, 미국은 일본이 엔화 하락을 통해 수출을 계속 늘려가는 것을 원하지 않을 뿐더러, 엔화 급락이 아시아 경제 위기를 심화시킬 가능성을 우려하고 있다. 특히, 엔화 급락이 중국 위안화 평가 절하를 자극하고 있다는 점에 대해서는 미국도 심각한 위기 의식을 느끼고 있다. 그러나 아직까지 미국이 펀더멘털에 대한 믿음을 버리고 공동 시장 개입에 나섰다고 보기는 어렵다.

이러한 상황에서 중요한 것은 로렌스 서머스 美 재무차관의 표현대로 일본의 개혁 의지이다. 엔화 안정을 위해서는 일본이 7월 총선 이전에 약속대로 부실채권 처리와 항구감세안 등 강력한 부양책을 시행하여야 하며, 부양책에 대한 일본 정계의 단합된 움직임이 필요하다. 공동 개입 이후의 엔화 반등은 시장 개입 이후 이러한 개혁 조치에 대한 시장의 기대 심리를 반영한 것이기 때문이다. 그러나 개입의 효과도 오래가지 못하고 있으며, 이는 일본의 지극히 취약한 펀더멘털에 기인한 것이다. 따라서 7월중 엔화가 다시 급락하면서 美日의 공동 개입이 한차례 정도 더 있을 것으로 보이지만, 엔화 약세의 대세를 막기에는 역부족이다. 다만, 위안화 평가 절하만큼은 막아야 한다는 것이 미국의 생각이고 보면, 7월중 150 엔 이상으로 엔화가 절하되는 것을 방관하지는 않을 전망이다. (양성수)

국제 금리 미국 금리 인상 가능성 낮음



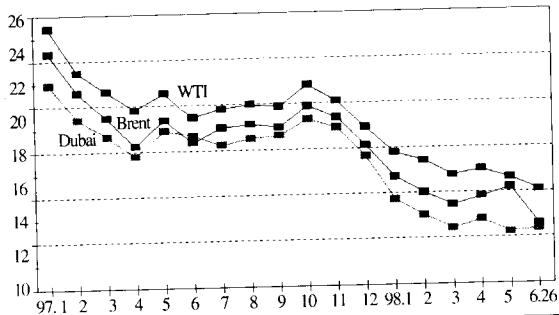
그간 연준은 아시아 경제 위기가 미국 경기 과열을 억제하는 효과가 쉽게 발현되지 않아 인플레이션을 크게 우려해왔다. 그러나 최근 들어 아시아 위기가 조금씩 미국 경제에 영향을 주는 듯한 양상이 보이며 금리가 소폭 상승하기 시작하는 등 금융 시장의 자율 조정 움직임이 나타나고 있다. 그간 미국채 시장은 아시아 위기와 더불어 일본 경기 침체로 인해 지속적인 초과 수요를 기록해왔다.

앨런 그린스펀 美 연준의장은 6월 10일의 의회 증언에서 금리 인상쪽에 비중을 둔 정책을 유지할 것이라고 말했다. 그 첫 번째 이유는 한때 진정되는 듯 보였던 노

동 시장의 초과 수요가 5, 6월 들어 다시금 과열되는 양상을 나타냈기 때문이다. 노동 시장 수급 불균형으로 생기는 임금 상승과 그로 인한 인플레이션 발생은 그린스펀 의장이 누차 강조해왔던 사안이다. 그러나 긴축을 위한 이러한 근거는 장기적인 교란 요인이지만, 팽창 금융 정책의 필요성은 오히려 시급한 것으로 보인다. 아시아 위기의 여파가 서서히 몰려오면서 고달려가 유지되는 상황에서 수출이 계속 감소하고 채고 투자가 급감하고 있기 때문이다.

물론, 그린스펀 의장이 우려하는 대로 증시 활황에 따른 富의 효과로 내수 경기 과열이 우려되긴 하지만, 최근 기업 순이익이 감소하는 양상을 보이며 연준의 긴축 필요성은 감소되고 있다. 따라서 긴축 기조라는 연준의 기본 정책은 변하지 않겠지만, 과연 내수 경기가 진정될지에 대해 연준이 확신하게 될 때까지는 구체적인 정책 변경이 없을 것으로 보인다. 이러한 판단이 정책 결정으로 이어지기까지는 수개월이 소요될 것이며, 7월 중에도 금리 인상은 없을 것으로 보인다. 따라서 7월 미국채 시장은 큰 변동을 겪지는 않을 것이며 장기 금리는 현재의 5.6~5.8%의 박스권 내에서 변동할 것으로 전망된다.

최근 일본 금융 시장은 트리플 약세 즉, 주식, 채권, 그리고 환율 등 3개 부문에서 전부 약세를 경험하고 있다. 그래도 지금까지는 주가의 하락에 비하면 채권 시장의 수급은 그런대로 유지되어왔다. 그러나 일본 금융시스템의 전반적인 불안정성은 엔화의 하락과 더불어 일본 채권의 매력도를 급격히 떨어뜨리고 있다. 이른바 'Sell Japan'의 전반적인 시장 분위기는 다시금 역으로 일본 금융 부문에 악영향을 미치는 주요 요인이 되고 있다. 기업의 현금 흐름이 악화되고 수익성이 급격히 하락함에 따라 단기 이자율은 급격히 상승하였고, 장기 금리도 서서히 상승하는 움직임을 보이고 있다. 6월초 한때 금리는 1.13%까지 떨어졌는데, 이는 외국인의 일본 채권 수요 격감에도 불구하고 증시 불안에 따른 내국인 채권 수요와 채권 시장의 물량 부진으로 인해 생긴 현상이다. 따라서 7월중 10년 만기 대표 금리는 다시금 1.3%를 넘어설 것으로 보이며 3개월 내로 1.5%대로 진입할 것으로 보인다. 다만, 5월에 있었던 일본은행정책위원회에서는 상당수 위원들이 0.5%로 사상 최저치에 이르고 있는 단기 금리를 경기 부양을 위해 더욱 낮추어야 한다고 주장해서, 정책적 개입에 따른 금리 인하 가능성도 존재하고 있다. (양성수)



W T I :	20.96	19.72	20.13	15.18	14.12
Brent :	19.23	18.48	19.05	13.30	11.86
Dubai :	18.00	17.35	18.37	12.25	11.56

6월중 가장 큰 이슈는 제105차 OPEC 총회에서 어느 정도의 감산이 합의되어야 최근의 유가 약세를 반전시킬 것인지의 여부였다. OPEC은 이번 제105차총회에서 계속되는 유가 하락 방지를 위해 기존 리야드 감산 규모(124만 5,000 b/d)에 더하여 135만 5,000 b/d를 감산, 총 260만 b/d를 감산하기로 결정했다. 이 정도 물량은 OPEC 생산의 약 10%, 세계 석유 생산의 약 3.5% 수준이다.

이번 총회에서 최종 합의된 추가 감산 규모는 80만 b/d 정도로 예상했던 시장의

기대 수준을 크게 웃도는 대규모 감산이었다. 최근 OPEC총회의 감산 합의 영향이 곧바로 원유 시장에 나타나기는 어렵고, 따라서 올 3/4분기중 큰 폭의 유가 부양은 어렵겠지만, 감산 합의 영향이 본격적으로 가시화하는 11월경에 이르면 유가가 크게 회복될 것이라는 것이 OPEC의 공통된 기대이다. 또한 OPEC은 향후 유가 추이를 지켜본 뒤 오는 11월 25일 정기총회시에 감산 물량을 재조정할 계획을 갖고 있다.

특기할 만한 것은 지난 3월말 임시총회시 감산 기준처럼 이번 추가 감산의 기준 또한 지난 11월말 총회에서 설정된 각 회원국별 생산 쿼터가 아닌 실제 산유량(2월 산유량 기준)이 기준으로 적용되어, 이제 생산쿼터체제가 사실상 와해되었다는 것이다. 비록 이번 총회에서 표면적인 추가 감산 수준은 당초 시장의 예상을 크게 넘어섰으나, 쿼터 준수 위반에 대한 실질적 제재 조치가 마련되지 않은 관계로 유가에 미치는 영향은 다소 반감될 전망이다. 현재로서는 석유 수요 증가세 둔화 및 이라크 석유 수출 증대 등을 감안하면, 이번 OPEC의 추가 감산 규모로는 유가를 부양하기 역부족일 뿐 아니라, 실제로 OPEC 회원국들이 추가 감산 결정을 준수할 수 있을지도 의문시되고 있다. 지난 리야드 감산 때(합의 수준의 약 80%를 달성했음)처럼 이번 OPEC 회원국들의 추가 감산 합의 준수 여부도 매우 불투명하므로, 향후 유가 부양은 생각만큼 쉽지는 않을 전망이다.

그러나 이번 총회에서 시장의 예상을 넘는 감산 합의가 이루어짐으로써 단기적으로 유가는 상당폭 상승 영향을 받을 것으로 예상된다. 당장 7월부터 이번 총회의 감산 효과가 급격히 가시화하지는 않겠지만, 유가는 점진적인 상승세를 보여 Dubai油는 배럴당 14 달러, Brent油는 15 달러, WTI油는 17 달러대까지 상승할 것으로 전망된다. 수요가 많아지는 4/4분기로 갈수록 유가 상승 폭은 3/4분기보다도 더욱 커질 것으로 예상된다. 그러나 이러한 예상은 향후 OPEC이 이번의 추가 감산 합의를 제대로 준수한다는 가정에 기초한 것이므로, 만일 OPEC의 실질적인 추가 감산 수준이 종전처럼 합의 수준을 크게 밑돌 경우에는 재차 약세 국면으로 되돌아갈 가능성도 배제할 수 없다. (양성수) 