

□ 국내 증시 자금 이탈 우려할 단계는 아니다

1. 현황

○ 미국의 무역수지 적자가 계속 확대됨에도 불구하고, 최근 달러화가 강세를 보이는 가운데 이머징 마켓으로부터 미국계 자금도 이탈할 조짐

- 2002년 이후 글로벌 달러 약세에도 불구하고 미국 무역수지 적자는 오히려 크게 늘어났으며, 2005년 이후에는 달러화가 오히려 강세로 반전

< 미국 무역수지 적자 및 글로벌 달러화 추이 >

	2000	2001	2002	2003	2004	2005.1-8
미 무역수지 적자 (10억 달러)	452.4	427.2	482.3	547.3	665.4	499.6
(증가율, %)	(30.7)	(-5.6)	(12.9)	(13.5)	(21.6)	(16.9)*
글로벌 달러화 지수(1997.1=100)	122.9	127.2	125.0	114.3	108.7	111.8**

자료 : 미 통계국, FRB.

주 : \*는 전년 동기(1-8월) 대비 증가율이며, \*\*는 2005년 10월 기준, □는 약달러 구간임

- 특히, 최근에는 신흥시장의 외국계 자금의 이탈 조짐도 나타남

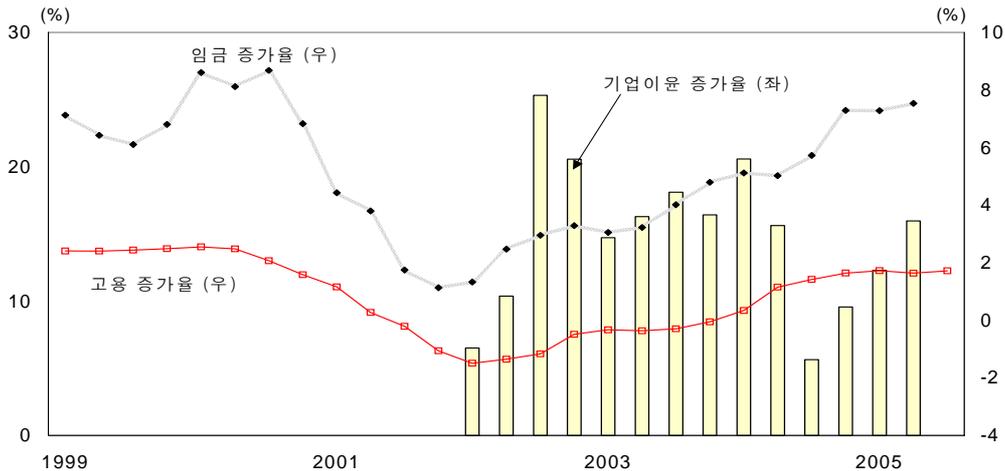
- 미국 내 이머징 마켓 펀드(주식형 기준)로의 자금 순유입이 25주 연속 지속되었으나, 10월 중순 이후 2주 연속 순유출 기조로 변화
- 한국 관련 펀드에서는 최근 2주(10월 10일~11월 2일)간 8억 8천만 불의 자금이 순유출(2005년 주간 단위로 3번째로 많은 규모)
- 10월 이후 브라질, 멕시코 등 이머징 마켓의 채권 발행이 취소되는 등 일부 개도국에서 글로벌 자금 조달에 차질이 발생

2. 원인 및 문제점

○ (원인) 미 연준의 지속적 금리 인상 등으로 달러 표시 자산(특히, 채권)의 상대적 메리트는 부각되는 반면, 시중 통화량 증가세가 둔화됨에 따라 미국 금융기관의 이머징 마켓에 대한 투자 여력은 상대적으로 감소

- 미국 경제의 건실한 성장세가 지속되는 데다 달러화 강세, 지속적 금리 인상 등의 영향으로 달러 표시 자산의 실질 기대 수익률 상승
  - 최근 미국의 GDP가 예상치를 상회(3분기 3.8%, 예상치 3.3%)하고, 고용 상승 및 기업 이윤 증가세도 지속되어 성장 지속력이 높은 것으로 평가

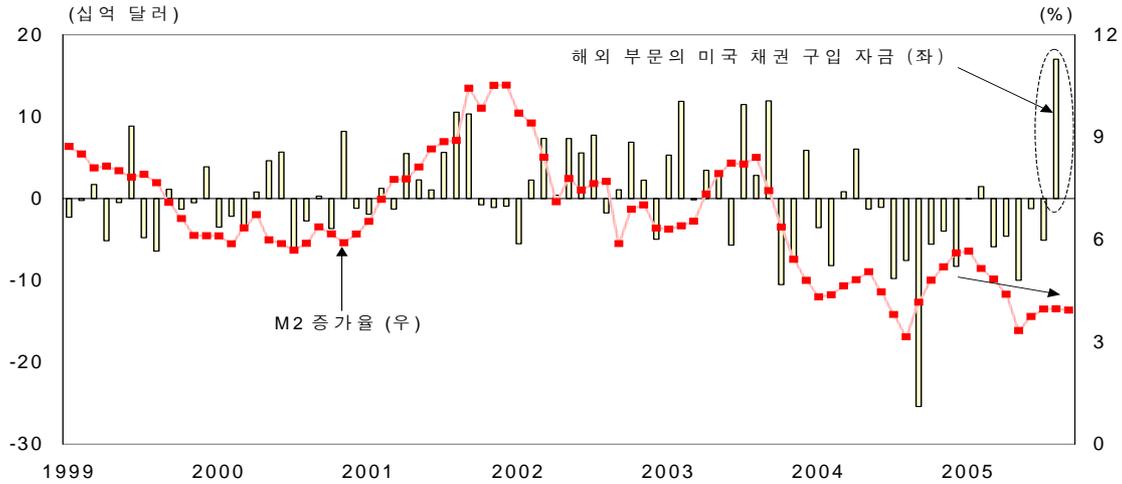
< 성장 지속성 측면 : 미국 고용 및 기업 이윤 추이 >



자료 : 미 상무성  
 주 : 전년 동기 대비 증가율

- 미국 연준이 이 같은 견조한 성장에 대한 자신감을 바탕으로 정책금리를 4% 가량 인상(2004년 6월 1%→2006년 상반기 4.5~5.0%)할 것이 유력해짐에 따라 기대 인플레이는 억제되고 자산의 실질 기대수익률은 상승
- 특히, 미국 내 유동성 감소로 미 금융기관의 해외 투자여력은 감소하는 가운데, 미국 자금의 해외 채권투자액은 사상 최대 순매도세를 기록
  - 연준의 금리인상 등으로 시중금리가 상승하고 미국 내 통화량이 감소세를 보임에 따라 미 금융기관의 해외 증권에 대한 低위험 투자(예컨대, 저금리로 달러를 차입해 해외 채권 등에 투자하는 달러-캐리 투자) 여력도 감소
  - 이의 영향으로 2004년 이후 미국의 해외 채권 구입액은 월 평균 50억 달러 규모였으나, 2005년 8월에 170억 달러의 순매도세로 전환됨 (사상 최대 규모의 해외 채권 순매도세 기록)
  - 다만 우리나라의 입장에서 볼 때, 외국인의 국내 채권투자 규모는 매우 미미하므로 최근의 미 금리인상에 따른 이머징마켓 채권 수요 감소 및 미국 채권 수요 증가 현상이 국내 금융시장에 미치는 영향은 극히 제한될 것임

< 미국 내 통화량 및 미국의 해외 채권 구입 추이 >



자료 : 미국 상무성, 재무성.

주 : M2는 전년 동월 대비 증가율이며, (+)는 채권 순매도(미국으로의 자금 유입), (-)는 채권 순매수(미국으로부터의 자금 유출)를 의미함

○ (문제점) 금융 기반이 취약한 개도국의 입장에서는, 미국계 등 해외 자금이 이탈하면 기업들이 유동성 축소로 인해 심각한 자금난에 봉착할 우려

- 이머징 마켓의 입장에서는 외국인 자금이 급격히 유출되면 주가 하락, 금리 및 신용 리스크 상승이 매우 빠르게 이루어 짐
  - 이머징 마켓 증시는 내국인에 의한 자금 공급 기반이 크게 부족하므로 외국인 자문에 대한 의존도 및 외국인 비중이 높음
- 외국계 자금 이탈 등으로 기업 주가가 하락하고 시장 및 신용 리스크가 증가하면 은행이 자금을 빠르게 회수하여 시중 자금난을 가속화시킬 우려
  - 개도국은 대형 은행이 적고 금융권 부실 채권이 상대적으로 많기 때문에 금융 불안(주가 급락, 금리 급등, 신용 리스크 확대 등 유동성 축소의 부작용)에 상대적으로 취약

3. 전망 : 아직 글로벌 유동성의 축소 가능성은 낮음

○ 미국으로의 해외 자금 유입이 급감하거나 유출될 경우 안전자산 선호, 또는 실물자산 선호에 의한 국제 금융 불안 가능성이 있음. 그러나 미국으로의 해외 자금 유입은 완만하나마 증가하고 있음

- 미국으로 유입되던 개도국 자금의 흐름에 변화가 발생하면, 안전자산 선호, 또는 실물자산 선호에 의한 미 금리, 달러 가치, 원자재 가격 등의 변화가 초래되어 국제 금융 불안이 나타날 수 있음
  - 개도국 자금의 미 증권 투자 자금 감소 → 미국 내 금리 급등, 주가 하락 → 이머징 마켓 자금의 미국 환류(안전자산 선호 현상) → 이머징 마켓 주가 급락, 금리 급등
  - 또는, 개도국 자금의 미 증권 투자자금 감소 → 달러화 급락, 미 증시 급락 → 이머징 마켓 자금의 원자재 투기화, 원자재價 급등(실물자산 선호 현상) → 이머징 마켓 주가 급등락, 금리 급등
  
- 그러나, 최근 해외 부문의 미국 증권 구입은 증가세가 크게 둔화되기는 했지만, 여전히 순증가(+) 및 전년 동기 대비 증가세가 유지되고 있음
  - 해외(개도국) 자금의 미국 유입 증가세가 다소 둔화되는 가운데, 포트폴리오가 국채 일변도에서 정부 보증채, 회사채, 주식 등으로 다변화되는 양상
  - 미국 증권 구입 자금은 여전히 개도국 중앙은행에 의해 주도

< 해외 부문의 미국 증권 수요 자금 추이 (순유입) >

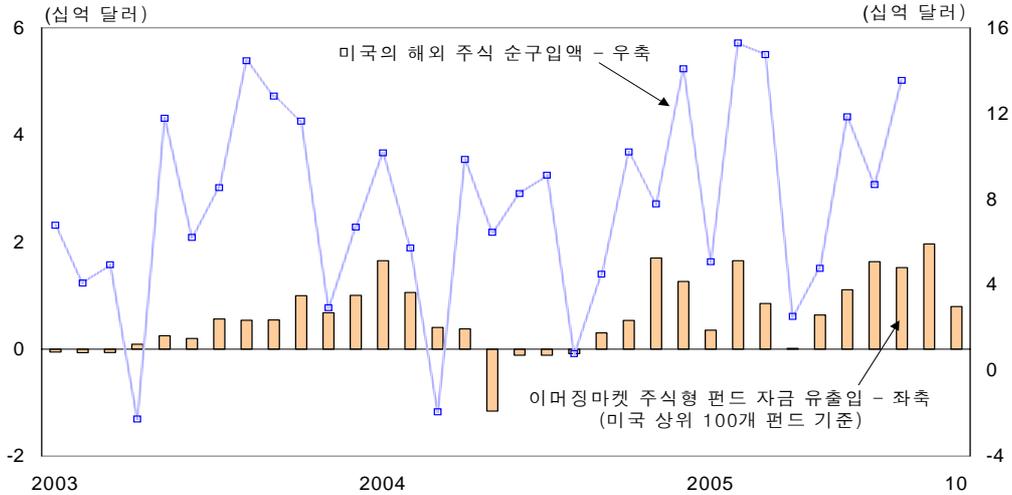
	2002	2003	2004		2005년 1-8월
			연간	1-8월	
미국 국채	119.9 (547.9)	263.6 (119.8)	351.1 (33.6)	273.7 (49.7)	225.6 (-17.6)
국채+정부보증채	315.1 (72.6)	419.4 (33.1)	578.5 (37.9)	415.4 (37.0)	378.3 (-8.9)
국채+정부보증채 +회사채	497.4 (23.0)	685.1 (37.7)	888.0 (29.6)	592.9 (23.7)	604.4 (1.9)
국채+정부보증채 +회사채+미국 주식	547.6 (5.1)	719.9 (31.5)	916.4 (27.3)	600.2 (20.0)	644.1 (7.3)

자료 : 미 재무성

주 : ( ) 내는 전년(동기) 대비 증감률

- 미국의 해외 주식 구입 자금의 경우에도, 월간 단위로 보면 여전히 순증가(+)세가 유지되고 있음
  
- 미국의 해외주식 구입은 2005년 4월 이후 순매수세가 강화되고 있으며, 미국 내 이머징 마켓 주식형 펀드로의 자금도 최근 10월까지 증가세가 유지
  - 월간 단위로 2004년 하반기 이후 순증가세(+) 유지

< 미국의 해외 주식 수요 자금 추이 >



자료 : 미 재무성, 미래에셋 증권

4. 시사점 및 정책 과제

- (시사점) 미 금리인상으로 미국의 해외 채권 투자만 순감소(-)했을 뿐 미국의 해외 주식 투자와 해외 부문의 미국 증권(채권+주식)투자는 순증가(+ )세가 유지됨. 즉, 아직까지 국제 자금의 급격한 변화 조짐은 없음

- 금리상승에 따른 미 자금의 해외債 매도 및 미국債 구입은 당연한 현상

- (정책 과제) 그러나, 해외 부문의 과도한 미국 증권 구입(→보론 참조) 현상은 지속 가능성이 낮고, 안전자산 선호 내지 실물자산 선호에 의한 국제금융 불안 가능성이 상존한 만큼 다음과 같은 사전적 대비책이 요구됨

- 적정 금리 유지로 자금의 단기 부동화를 완화하여 증시 수요 기반을 확충  
 · 적정 콜금리 수준의 유지 등으로 부동산에 대한 기대 수익률을 낮춰 시중 자금의 장기화를 유도함. 즉, 국내 주식 및 채권 매수 기반을 확충함

- 환율 협조체제 구축 등으로 개도국 통화의 점진적인 평가절상을 도모함으로써 개도국의 과잉 저축(→보론 참조)에 따른 부작용을 완화하는 데 협조  
 · 아시아 공동 통화 개발, 또는 아시아 환율 협의체 구성 등을 통해 달러 대비 아시아 통화의 점진적인 강세를 유도하는 방안도 고려

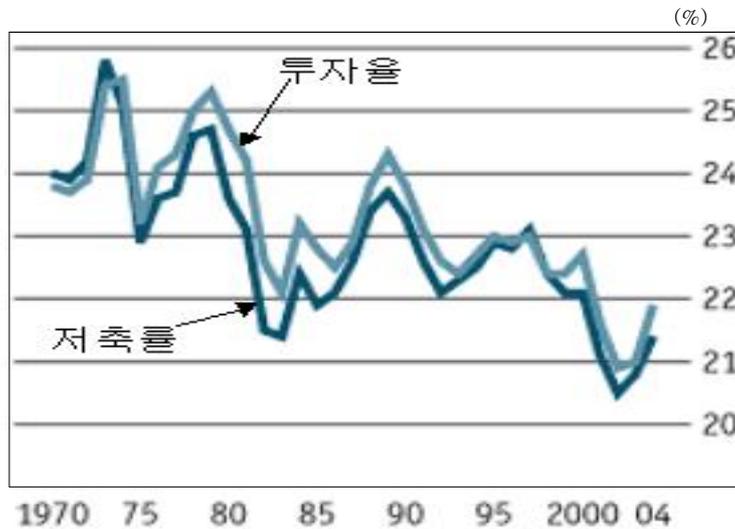
< 보론 > 국제 금융 불안과 과잉저축론<sup>1)</sup>

1. 개요

○ (개도국 과잉 저축) 아시아 외환위기 이후, 개도국 저축률이 투자율보다 더 빠른 속도로 상승하는 추세가 진행

- 세계적으로는 투자율이 저축률을 소폭이나마 꾸준히 상회

< 세계 저축-투자율 추이 >

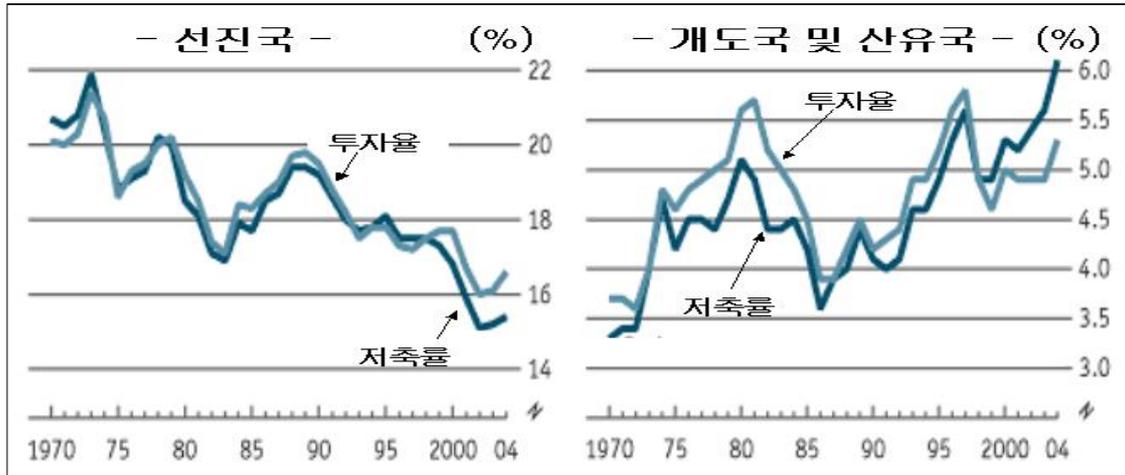


자료 : IMF (Economist 9/24일자 "A Great Thrift Shift"에서 재인용)

- 그러나 지역적으로는, 선진국의 경우 저축률이 투자율을 하회하는 반면, 개도국과 산유국의 경우는 저축률이 투자율보다 빠르게 증가
  - 개도국의 과잉저축은 개도국 경상수지 흑자 및 외환보유액 증가를 야기
  - 특히, 개도국의 과잉 저축은 1997년의 아시아 외환위기 이후 더욱 뚜렷해지는 양상

1) 차기 연준 의장에 지명된 버넌키(B. Bernanke)가 2005년 3월 미 버지니아 경제학 협회 연설 ("The Global Savings Glut & the US Current Account Deficit")에서 과잉저축에 의한 세계 무역 불균형에 대해 최초로 언급하였음. 최근 버넌키의 차기 의장 지명을 전후하여 과잉 저축론이 공론화되고 있으며, 향후 연준의 금융정책에도 세계 과잉 저축(global savings glut)에 대한 버넌키의 인식이 반영될 것으로 예상됨

< 선진국과 개도국의 저축-투자율 추이 >

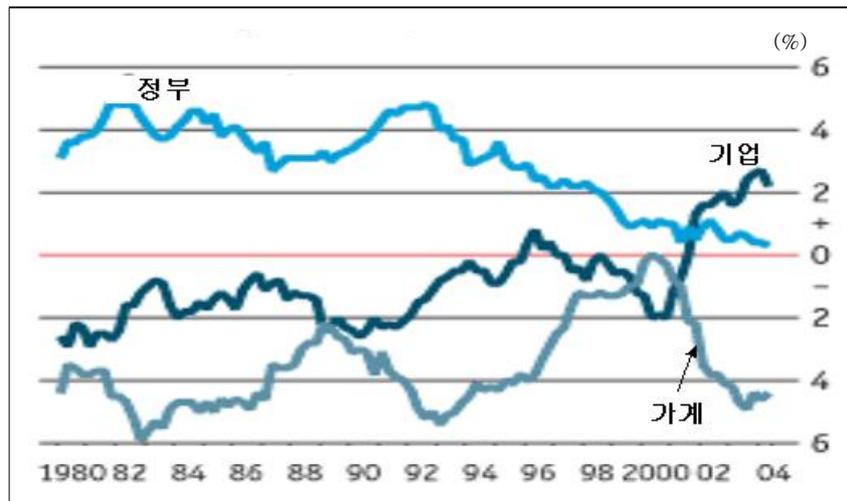


자료 : IMF (Economist 9/24일자 "Anatomy of Thrift"에서 재인용)

주 : 저축률과 투자율은 GDP 대비임

- (선진국 기업의 흑자 부문화) 한편, 선진국의 경우 아직은 투자율이 저축률보다 높지만, 흑자 및 적자 경제주체의 지위가 바뀌고 있음
- 최근 선진국에서는 가계가 흑자 주체에서 적자 주체로 바뀌는 데 반해, 기업은 투자 부진으로 적자 부문에서 흑자 경제 주체로 변화하고 있음

< G7국 가계·기업·정부의 순저축률 추이 >



자료 : Economist 9/24일자 "The Great Shift"에서 재인용

주 : 저축률과 투자율은 GDP 대비임

## 2. 과잉 저축 현상의 주요 원인<sup>2)</sup>

- 세계적인 과잉 저축(개도국 과잉 저축-선진국 과소 저축, 선진국 기업의 흑자화)은, 일시적 요인보다는 다음과 같은 구조적 요인에 의해 발생
- 개도국은 인구, 성장, 교역, 유동성 제약, 자본 이득 등의 측면에서 선진국 보다 저축 여력이 더 크고 저축 동기도 더 높음
  - (인구) 개도국은 인구 증가로 노동력 유입이 많은 반면, 선진국은 노동인구가 줄고 연금 제도가 발달. 상대적으로 개도국 저축 여력이 선진국을 추월
  - (빠른 성장) 개도국은 빠른 성장 속도가 보수적인 소비 속도를 추월
  - (교역조건) 개도국은 가격 경쟁력 향상, 산유국은 유가 상승에 따른 수출 증가( $X > M$ )로 더 많은 국부의 축적(저축)이 가능
  - (차입 제약) 선진국은 차입이 용이하여 저축 동기가 적은 반면, 개도국은 신용 제약이 크므로 더 많은 자산 축적 동기, 즉 저축 동기가 발생
  - (한정된 금융 상품) 선진국은 주가 상승에 따른 자본 이득 기회가 많아 저축 동기가 적은 반면, 개도국은 예금이 대부분이므로 저축 동기가 높음
- 선진국 기업의 투자 감소(내부 유보 증가, 또는 흑자 주체화)는 자본 집약 산업의 쇠퇴, 중국의 부상 등으로 설명이 가능
  - (자본 집약 산업의 쇠퇴) 개도국은 정유, 화학 등 대규모 자본 집약 산업이 새로운 수익의 원천이나, 선진국은 이들 산업의 수익률이 하락하는 추세임
    - 미국의 경우 대규모 투자 산업(investment-heavy industries)의 수익률은 1948년의 55%에서 2004년 21%로 하락세
  - (중국의 부상) 중국 저가 제품 공세로 수익률 낮은 투자가 감소하는 가운데, 선진국 기업은 인건비가 낮은 중국 등으로 이동

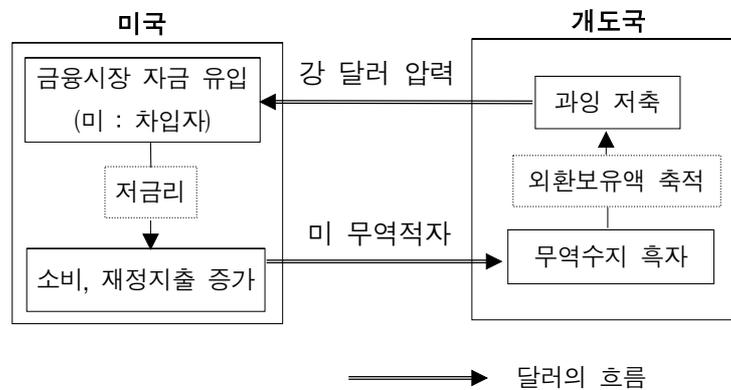
2) Economist 9/24일자 "Anatomy of Thrift"를 참조

3. 과잉 저축의 문제점 : 국제적 금융 불안 야기

○ 미 달러화에 대한 과잉수요 및 미국의 구조적인 대외 불균형 야기

- 구조적·추세적 요인에 의한 개도국의 과잉 저축(→디플레 압력)이 미국의 경상수지 적자와 달러화 자산에 대한 과잉 수요를 동시에 야기
  - 개도국의 과잉 저축으로 인해 발생하는 디플레 압력이 미국의 저금리, 감세 정책 등으로 인해 미국의 무역수지 적자 확대로 이어짐
  - 개도국은 과잉저축(→디플레 압력)의 해소를 위해 달러 표시 자산에 대한 수요를 확대하고 자국 통화의 평가절상 압력을 완화
- 특히, 외환위기를 경험한 개도국을 중심으로 대미 무역흑자로 얻은 달러 자금을 안전한 미국 국채 등에 투자하는 경향 확대

< 달러 선순환 구조 : 소비·차입자로서의 미국 >



○ 그러나, 미국 부채는 늘어나는데 반해, 미 기업의 투자 부진 및 부채상환 능력 저하, 비생산적인 자산 버블 등으로 미 쌍둥이 적자와 달러화 강세가 동시에 지속되기는 어려움. 이로 인해 국제금융시장이 불안해질 우려

- 개도국 과잉 저축은 미국 가계의 소비와 차입을 증대시키는 반면, 미국 기업의 경쟁력은 하락하고 자산에 버블이 발생
  - 즉, 개도국 저축이 미국의 설비 투자로 연결되는 것이 아니라 지속적 성장을 기약하기 어려운 소비, 부동산 버블 등으로 연결

- 채무자인 미국의 신인도와 달러 표시 자산의 가치가 급락할 경우, 개도국 중심의 달러 자산 투매로 국제금융시장의 혼란이 야기될 우려 상존
  - (부채상환 능력 저하) 최근 미국은 과잉 소비와 상대적인 투자 위축, 중국 저가제품 공세 등으로 생산성 및 수출 경쟁력 저하에 직면. 이로 인해 미국의 부채 상환 능력이 약화되고 채무자(차입자)로서의 신뢰도 점차 실추
    - ※ 미국 비농업 노동생산성 증가율 : 4.1%('02) → 3.8%('03) → 3.4%('04) → 2.2%('05.2/4)
  - (미 자산가치 하락) 인플레이 발생, 또는 부동산 경착륙 등에 의한 디플레이 발생 등으로 개도국이 보유한 달러 자산의 실질 가치가 급락할 우려 상존
  - (금융 불안 메커니즘) 미 신뢰 하락 내지 자산 수익률 하락 → 개도국의 달러 자산 매도세 증가 → 달러 급락, 미 금리 급등 → 이머징 마켓 자금의 미 유입 → 달러 반등, 이머징 마켓 증시 급락 → 개도국 금융·실물 불안
    - ※ 개도국 자금의 투기화로 유가, 원자재 가격이 급등할 우려도 상존

#### 4. 대응 과제

- 수출선 다변화, 투기 자본에 대한 감시 강화로 개도국 과잉 저축으로 파생되는 부작용을 방지함
  - 미국 무역적자 확대에 따른 마찰에 대비하기 위해 수출선을 다변화 함
    - 특히, 최근에 구매력이 커지고 있는 중국과 아랍 산유국 등과의 통상 외교를 강화하고 불필요한 마찰을 방지해야 할 것임
  - 개도국 통화의 절상을 기대하고 유입되는 미국계 투기자금이 국내 주가 및 부동산 버블을 야기하지 않도록 금융 감시·감독 체제를 강화
- 환율 협조체제 구축 등으로 개도국 통화의 점진적인 평가절상을 도모
  - 아시아 공동 통화 개발, 또는 아시아 환율 협의체 구성 등을 통해 달러 대비 아시아 통화의 점진적인 강세를 유도하는 방안도 고려

노진호 연구위원 (3669-4031, jhno@hri.co.kr)