

□ 최근 국제금융시장의 구조 변화

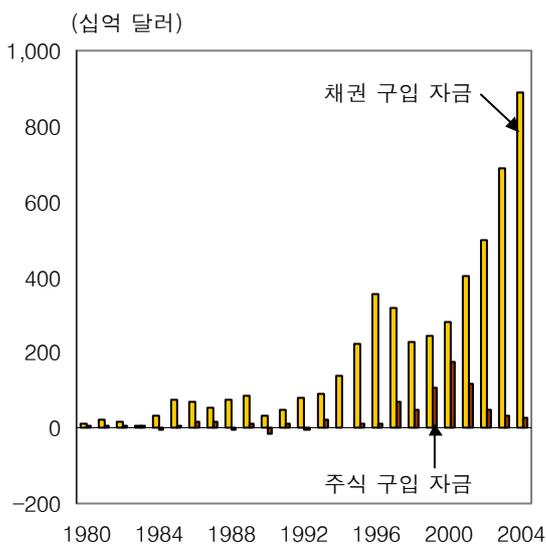
- 미국발 금융 불안 가능성 증대

1. 최근 국제 금융시장의 동향과 주요 특징

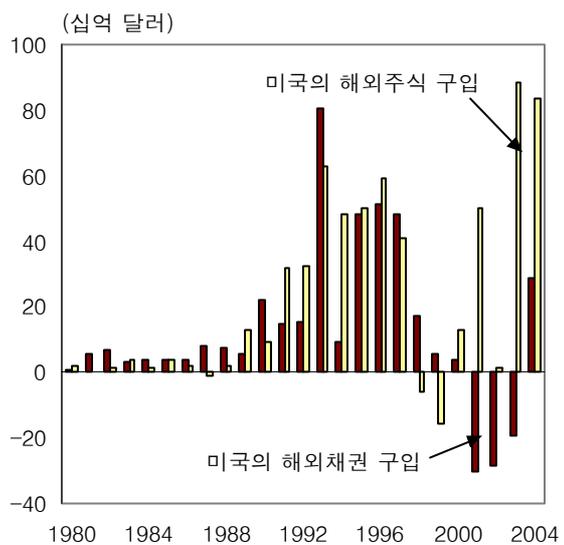
① (對美 자금유출입 양극화-달러계 자금의 위험선호化) 해외 투자자의 미국 채권구입이 증가하는 반면, 미국계 자금은 해외 주식과 헤지펀드로 집중

- 해외 투자자들에 의한 미국 채권 구입 자금은 최근 급격한 증가세
 - 해외 투자자들의 미 주식 구입용 자금은 2000년 IT 버블 붕괴 이후 감소하는 반면, 미 채권 구입용 자금은 1997년 아시아 외환위기와 1998년 LTCM 펀드의 파산 사태 등을 전후하여 일시 감소했다가 2000년대 들어 급증세
- 반면, 미국계 자금은 해외주식 및 헤지펀드로 집중 (미 재무성 발표 자료)
 - 미국의 해외 채권 구입액은 상대적으로 저조한 반면, 미국의 해외 주식구입액은 2003년 이후 급증세
 - 해외 헤지펀드로의 미국계 자금 유입도 최근 급증세. 예컨대, '케이만군도1)' 내의 미국계 자금은 1997년 190억에서 2003년 1,210억 달러로 급증, '버뮤다1)'로의 자금도 1997년 270억에서 2003년 1,160억 달러로 급증

< 미국으로의 자금 순유입 추이 >



< 미국으로부터의 자금 순유출 추이 >



자료 : 미국 재무성 등

1) 조세 회피지역을 근거로 둔 회사로서 단기 투자성향이 높은 헤지펀드로 분류됨

② (이머징 마켓 주가 과열) 이머징 마켓의 주가가 경기에 비해 지나치게 과열되고, 최근에는 유가 상승과 경기 위축 전망에도 불구하고 상승세 지속

- 세계 경기는 2001년을 전후하여 위축되었다가 2003년 이후 회복세로 돌아섰으나 2005년부터 일시적으로나마 경기 하강 국면에 진입했다는 평가
 - IMF에 의하면, 선진국 경제 성장률은 2001년 1.2%에서 2002년 1.6%, 2003년 2.0%, 2004년 3.4%로 상승세를 보이다 2005년 2.6%로 하락할 전망
 - 이머징 마켓 및 개도국(IMF 기준) 성장률도 2001년 4.2%에서 2002년 4.7%, 2003년 6.4%, 2004년 7.2%로 상승세를 보이다 2005년 6.3%로 하락할 전망
- 반면, 이머징 마켓의 주가는 경기 상승기 뿐 아니라 유가 불안 등으로 경기 불확실성이 높아지는 최근까지도 상승세가 지속
 - 2003~2004년 중 영국, 일본, 독일 등의 주가는 50% 내외의 상승세를 보였으며 인도네시아 180%, 러시아, 브라질, 인도 130%, 태국 91.3%의 상승세
 - 2005년에 들어서도 세계 경기 위축 및 유가 급등, 주가 과열 우려에도 불구하고 최근까지 이머징 마켓의 주가는 러시아의 경우 2004년말 대비 30%, 인도네시아 17%, 인도 18% 등 상승세 지속 (선진국 주가도 상승세 지속)

③ (중국, 아랍계 자금의 위상 확대) 중국 및 아랍계 자금의 위상이 높아지는 가운데, 최근 중국계 자금의 해외투자와 아랍계 자금의 역내투자가 부각

- 중국의 원자재 수요 및 조강·자동차 생산 등이 크게 늘어나는 가운데, 최근에는 에너지 및 고부가가치 기술 확보 등의 차원에서 해외 투자 확대
 - 최근 10년간 원자재와 상품의 수급에서 차지하는 중국 비중이 크게 확대
 - 더욱이, 최근 중국해양석유총공사(CNOOC)가 미 석유기업 우노칼 인수를 추진하는 등 많은 기업들이 M&A를 통해 자국 기업의 해외 진출을 시도

< 중국의 원자재 수요 및 주요 상품 생산 추이 >

| | 생산 | | | | 수요 | | | | | |
|------|-------------|----------|------------|----------|------------|----------|-------------|----------|-------------|----------|
| | 조강 | | 자동차 | | 알루미늄 | | 석유 | | 천연가스 | |
| | 세계 (백만톤) | 중국 비중 | 세계 (만대) | 중국 비중 | 세계 (만톤) | 중국 비중 | 세계 (만배럴) | 중국 비중 | 세계 (백만톤) | 중국 비중 |
| 1995 | 752 | 13.0% | 4,998 | 3.0% | 2,006 | 8.5% | 6,990% | 4.9% | 131 | 10.7% |
| 2000 | 847 | 14.9% | 5,742 | 3.6% | 2,481 | 13.4% | 7,590% | 6.6% | 161 | 14.3% |
| 2004 | 1,035 | 26.3% | 6,500 | 7.7% | 2,820 | 19.5% | 8,240% | 7.6% | 208 | 18.3% |

자료 : 중국통계연감 2004년 등

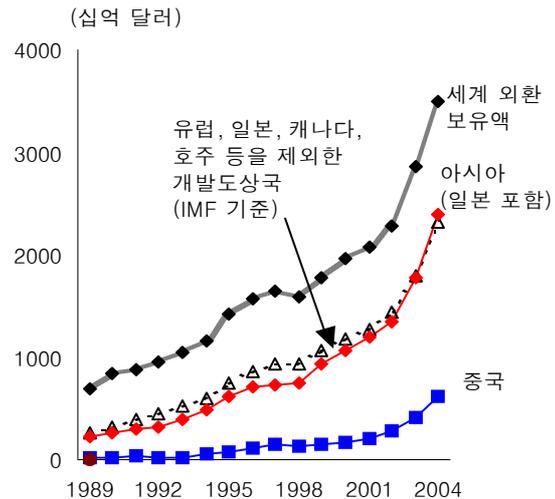
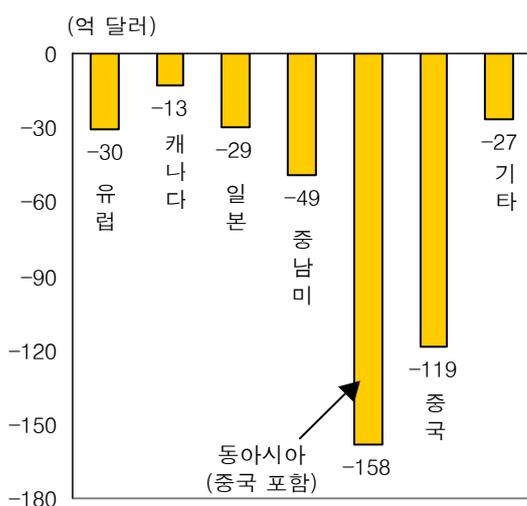
- 아랍계 자금의 역내(域內)투자로 아랍 경제의 호황 및 아랍 자산가격 급등
 - 고유가 지속으로 아랍권에 달러 자금이 계속 유입되고 있는데, 이들 자금은 1970년대와 달리 미국 국채에 투자되지 않고 역내에 머무르며 주식시장이나 부동산 시장으로 재투자 됨

2. 주요 원인

① 달러계 자금이 투기화 되는 것은, 미국 국채에 대한 수요 증가로 미국 내 시중금리가 하락하면서 미국 내 투자처 부재 현상이 야기되기 때문임

- 중국, 중남미 등에 대한 미국의 무역 역조 현상이 심화되는 가운데, 對미 흑자국들은 대부분 개도국들이므로 이들 국가는 대외 신뢰도 유지나 환율 안정 차원에서 자국 유입 자금을 안정적으로 보관, 운용 (미 국채 투자)
 - 미 무역수지 적자는 중국, 중남미 국가들에 대한 무역 역조 등으로 인해 2001년 4,272억 달러에서 2004년 6,654억 달러로 빠르게 증가하고 있으며 2005년에 들어서도 이들 국가에 대한 무역 역조는 지속 (특히, 중국)
 - 이들 개도국들은 미국에 대한 무역 흑자 기조를 유지하기 위해 미국 국채 매입을 늘리는 등의 방법으로 외환시장에 개입 (동아시아, 중남미 국가들은 대부분 사실상의 고정환율제도 국가임)

< 미국 무역적자 확대 (2005년 1분기 기준¹⁾) > < 세계 외환보유액 추이 >

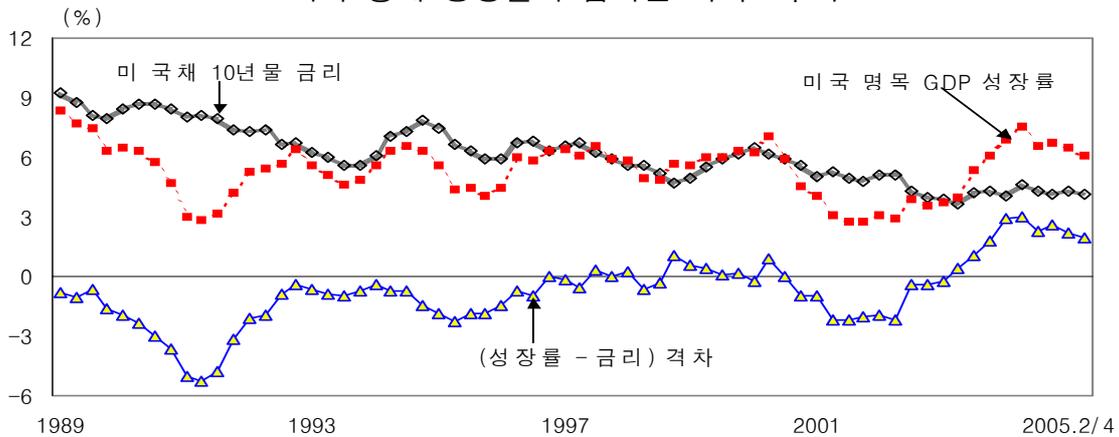


자료 : 미 상무성, IMF 등

주 : 1) 2004년 1/4분기와 의 차액, 2) 동아시아는 한국, 일본, 중국, 대만임

- 이처럼 해외 부문의 미 국채 투자 등으로 시장금리는 하락세를 보이는 반면, 견조한 경기 상승 흐름이 지속되면서 미국 내 투자처 부재 현상 심화
 - 과거에 비해 성장률 대비 시장 금리가 지나치게 낮은 수준이 유지됨으로써 금융 투자자의 입장에서는 마땅한 투자처가 부재한 상황에 직면
 - 달러화 가치 하락으로 인한 구매력 저하까지 고려한다면 미국 내 투자자들이 달러 표시 자국 금융자산에 투자할 유인은 더욱 감소 (부동산 제외)

< 미국 경제 성장률과 금리간 격차¹⁾ 추이 >



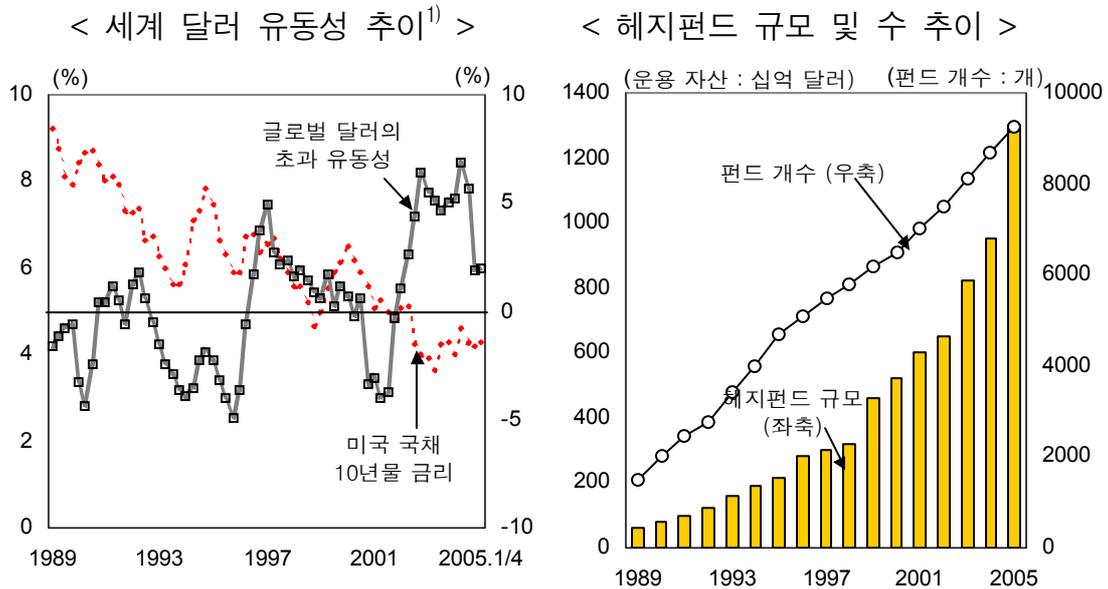
자료 : 미 상무성, FRB 등

주 : 1) 달러 구매력 감소를 고려하면 실질적인 성장률-채권수익률간 격차는 더 확대

② 미 경상수지 적자 확대 등으로 세계 달러 유동성이 급증하는 가운데, 헤지펀드 규모가 급증하면서 달러(특히, 미국계) 자금의 투기화를 더욱 자극

- 글로벌 유동성에 비해 미 국채금리는 지나치게 낮은 반면, 헤지펀드의 수와 규모는 경쟁적으로 늘어나고 있어 리스크 자산에 대한 투기 압력 증가
 - 적절한 투자처를 찾지 못한 과잉 자금이 헤지 펀드를 통해 점차 투기화 (헤지펀드 자산 운용은 주식이 25%로서 가장 높은 비중 차지). 이는 유가 상승 및 이머징 마켓의 경기역행적인 주가 급등을 야기하는 요인으로 작용
- 헤지펀드는 주가 상승기에는 무리하게 투자하는 속성을 보유했다
 - Rajan 등 금융 경제학자들에 의하면, 시중 투자자들은 주가 하락기에는 펀드 수익성 감소에 관대하지만 주가 상승기에는 다른 펀드에 비해 수익성이 낮은 경우 신속하게 자금을 인출하여 다른 펀드에 투자
 - 헤지펀드 수가 늘어날수록, 일부 펀드 운용자들이 단기 고수익 상품에 투

자하면 다른 펀드들도 경쟁적으로 이에 편승할 가능성 증가



자료 : 미 상무성, 재무성, FRB, hedgefund.com 등

주 : 1) 「미국내 통화량+해외부문 미국채 보유량」 증가율-미국 명목 GDP 증가율

③ 중국계 자금의 투자 성향이 높아지는 것은 중국 당국이 과도한 외환 보유액 활용의 일환으로 해외 투자관련 규제를 완화하고 있기 때문임

- 위안화 평가절상을 노린 국제 투기 자금의 중국 유입으로 중국의 외환 보유액은 매우 빠른 속도로 증가

- 중국으로의 투기 자본 유입이 중국 무역수지 흑자 속도를 빠르게 추월하면서 중국의 「외환보유액 증가분 - 무역흑자」는 2000년 -130억 달러에서 2001년 240억, 2003년 1,360억, 2004년 1,290억 달러로 급증세
- 투기자본에 의한 외환보유액 급증으로 中정부는 위안화 평가절상의 딜레마에 봉착 (평가절상 시 투기자본 이탈 및 막대한 환차손 발생, 평가절상 지연 시 투기자본 유입으로 중국 내 설비투자 과열 및 부동산 과열 지속)

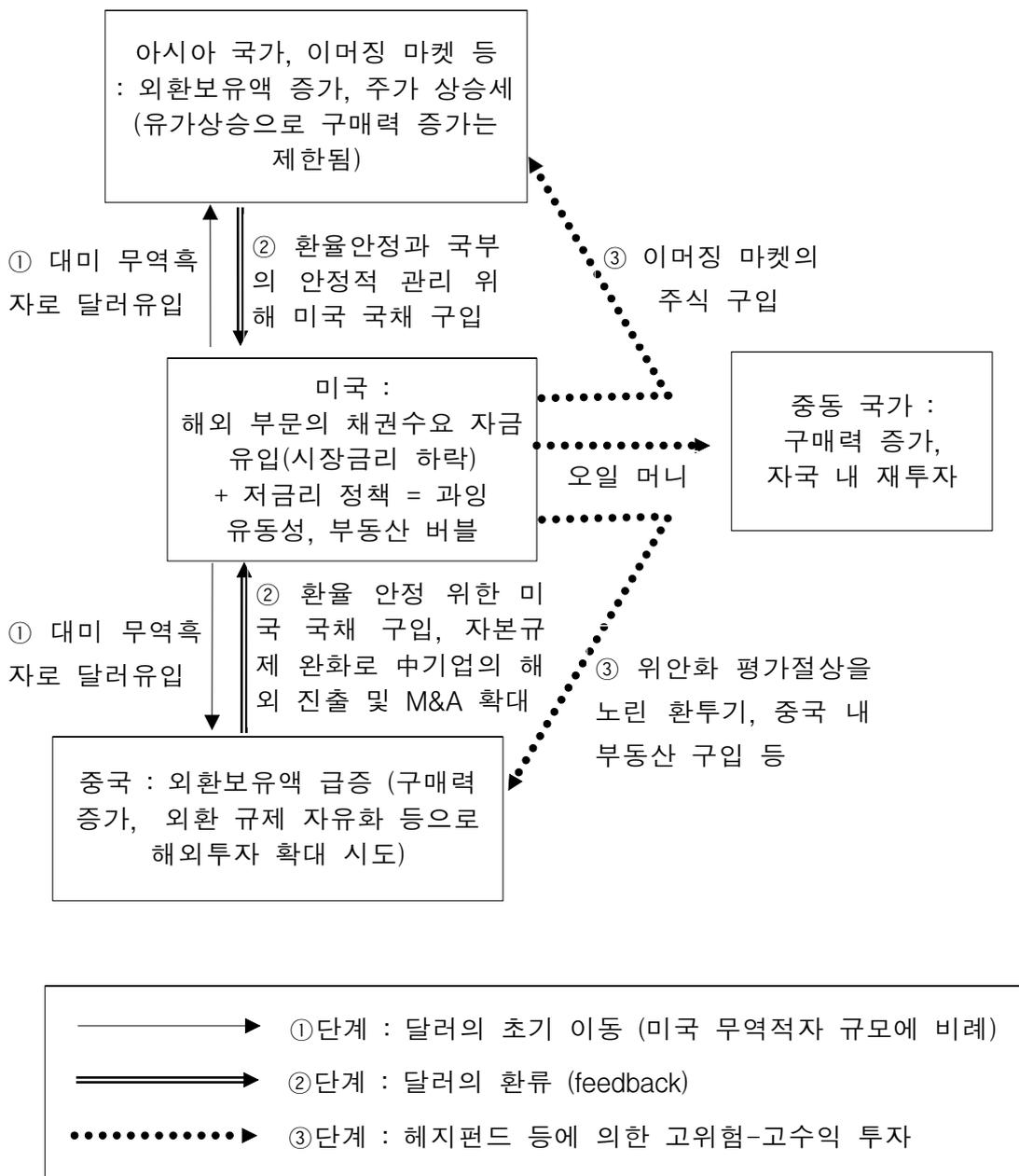
- 이에 따라 中 당국은 위안화 평가절상 압력과 자국 내 투자과열을 완화하고 과잉 외환보유액의 효율적 이용을 위해 자본유출 관련 규제를 완화

- 중국 정부는 지속적 성장을 위한 에너지 확보 차원에서 자국 국영기업의 해외 기업에 대한 M&A를 적극 지원

· 민간 기업은 기술 습득, 시장 개척, 구조조정 차원에서 M&A 투자를 확대

- 결론적으로, 최근과 같은 달러(미국)계 자금의 투기화 및 이에 기인한 자산 가격 급등세(유가·부동산·이머징 마켓의 주가 상승), 차이나 머니의 위상 확대 등은 근본적으로 과도한 미국의 무역수지 적자와 중국 당국의 규제 완화 등에 기인하며, 다음의 그림과 같이 설명될 수 있음

< 최근 글로벌 유동성 증가의 개념도 >



3. 전망 내지 문제점 : 글로벌 금융 불안 가능성(시나리오)

① 미국의 인플레이 없는 성장이 지속되는 경우 : 글로벌 금융위기 가능성은 낮으나 한-미간 금리 역전 심화로 국내 자금의 해외 이탈 우려

- Morgan Stanley 등 일부에서는 3/4분기 미국 경제성장률이 연율 5%를 상회할 것으로 예측. 이처럼 최근 미 경제에 대한 낙관적 시각 증가

· 2005년 2/4분기까지 미국의 성장률이 양호하며 기업 수익 및 고용 흡수력도 증가세가 지속되고 있는 데다, 자본지출/감가상각비율이 사상 최저수준에 머무르고 있어 기업 투자가 다시 늘어날 가능성도 커지고 있음

· 경기 호조세 지속으로 정부의 세수가 늘어나면서²⁾ 상대적으로 미국 국채 발행 부담은 감소

- 미국 경제가 인플레이 없는 성장을 계속한다면, 점진적인 글로벌 유동성 축소가 가능하므로 글로벌 유동성 위기 가능성은 낮아짐

· 미국의 경제 성장과 금리인상 효과가 맞물리면서 경상수지 적자는 조정 국면에 진입하고 해외 부문의 미국에 대한 자금 유입은 지속

· 이 경우 글로벌 달러화가 다시 강세를 보일 가능성

- 다만, 우리나라는 경기 회복이 지연되고 저금리 기조가 계속될 경우 내외 금리차 역전 현상이 심화되면서 국내 자금이 해외로 이탈할 가능성 존재

② 상대적으로 미국 인플레이 우려가 부각되는 경우 : 개도국 달러 자금의 투기화로 유가 급등의 악순환이 지속

- 최근 미국 내 부동산 버블에 대한 우려가 높아지고 있으며, 경기 호조와 맞물린 유가 상승으로 인플레이 우려가 심화될 것이라는 우려도 상존

· 최근 20년간 유가는 미 핵심물가에 3~5분기 정도 선행 (상관계수 +0.4)

· 국제 유가는 최근 3년간 3배 상승(79년 석유파동 이후 가장 빠른 상승세)

- 미국 인플레이가 우려되면 달러 가치 하락 및 미 국채의 예상 수익률이 하락하여 개발도상국의 미 국채 투자가 감소하고 투기화될 가능성이 높아짐

· 최근 개도국 중앙은행들은 증가 일로에 있는 외환 보유액의 효율적 운용을

2) 1/4분기 세수가 전년 동기 대비 8.5% 증가 (국제금융센터)

- 위해 미 국채 보유 비중을 낮추고 자산운용의 다변화를 추진
- 미국 내 인플레이가 우려될 경우 달러 가치 하락 및 경상수지 적자 심화 우려로 개도국 공공 자금도 투기화 되면서 헤지펀드와 경쟁할 가능성이 있음
- 이 경우 개도국 공공 자금과 헤지펀드간 자산운용 경쟁 심화로 헤지펀드 파산이 속출하고 이머징 마켓 주가나 유가 급등락 현상이 심화될 가능성
 - 특히, 유가 상승 → 미국 인플레이 심화 → 미국채 수요 감소, 석유 및 원자재 수요 증가 → 유가 및 원자재가 상승 등의 악순환 고리 형성
- ③ 미국發 디플레 우려가 발생하는 경우 : 글로벌 유동성 축소로 이머징 마켓 중심으로 금융위기가 발생할 가능성이 있고, 미 보호무역 강화와 亞通貨에 대한 평가절상 요구 강화로 세계 실물 경기도 급속 위축될 우려
 - 현재 미국 내에는 부동산 버블 붕괴 및 과도한 가계 부채에 기인한 디플레 가능성도 상존
 - 미국 부동산 가격은 2000년 이후 뉴잉글랜드 지역과 서부 태평양 연안을 중심으로 10~20%를 상회하는 높은 상승률을 유지. 최근에는 일부 부동산 호황 지지자들도 부동산 버블에 대한 우려 제기
 - 부동산 버블 우려가 높아지면 모기지 금리 인상으로 가계의 리파이낸스 및 자금 조달 여력이 감소하면서 소비 위축
 - 만일, 부동산 버블이 붕괴되면 모기지론 투자자(주로 금융기관)의 재무 건전성이 악화되므로 금융기관들은 부채가 많은 가계에 대한 대출 연장을 중단하는 등 신용제약을 강화하므로 가계 파산이 증가 (대공황의 경험)
 - 미국 내 경기부진 내지 디플레 가능성이 높아지면, 대미 자금 유출입 감소로 글로벌 유동성이 급격히 줄어들어 이머징 마켓 주가가 급락할 우려
 - 미 경제 부진 → 대미 자금 유출입 감소 (약 달러로 인해 해외 부문의 미국채 구입 감소 + 재무적 곤경에 직면한 헤지펀드의 해외 투자자금 회수) → 글로벌 유동성 축소 → 아시아· 이머징 마켓으로부터의 자금 이탈
 - 특히, 미국發 금융불안 영향으로 중국으로부터 해외 자금이 급격히 이탈할 경우, 중국 내 대규모 부실채권 문제가 부각되고 해외 장기자산에 투자한 중국계 기업이 유동성 위기를 겪을 가능성이 높아짐

- 중국발 금융 불안은 중국과의 교역 비중이 높은 아시아 다른 국가로 전파
- 미국의 보호무역이 강화되고 위안화 등 개도국 통화에 대한 절상 압력이 높아져 개도국의 실물 경기가 급속히 위축될 우려도 존재

○ 이상의 금융 불안 시나리오는 근본적으로 글로벌 달러 유동성 과잉에 기인하며, 다음과 같이 요약될 수 있음

< 향후 예상 가능한 미국발 금융 불안 시나리오 >

| | 미 인플레 없는 성장 | 미국 인플레 우려 | 미국 디플레 우려 |
|-------|--------------------------------------|-------------------------------------|--|
| 원인 | 경제성장→기업수익→투자, 고용증가→소비증가→경제성장(선순환 유지) | 경기 상승세 + 부동산과열 + 유가상승 지속 | 부동산 버블 붕괴→금융기관 신용제약 강화→가계파산증가 |
| 금리정책 | 인상 | 인상 | 인하 내지 동결 |
| 파급 영향 | 미 경상수지 연착륙, 미국 국채수요 유지 | 개도국 중앙은행의 미국 국채수요 급감, 글로벌 자금운용의 투기화 | 주가 하락, 채권 신용리스크 증가 등으로 헤지펀드 파산, 중국으로부터 자본이 급격히 이탈하며 중국계 자금의 위상 추락, 미 보호무역 및 개도국 통화절상 압력 강화 |
| 결과 | 달러 강세, 한-미간 금리역전으로 국내 자본이탈 압력 심화 | 달러 약세, 유가 급등 악순환, 세계 주가 급등락 (금융불안) | 이머징마켓 주가 급락, 중국도 디플레, 세계경제 위축 (금융불안, 실물위축) |

4. 대응 과제

- 미국의 보호 무역 강화에 대비하여 기업의 수출선 다변화를 지원하고, 서비스 산업 육성 등으로 내수 주도형 경제 구조화를 촉진
- 금융기관과 기업들은 가급적 외화 부채를 줄이거나 외화 자산과 부채 사이의 미스 매칭을 최소화하고 리스크 관리 체계를 상시 점검
- 高유가를 전제로 한 경영 전략을 수립하고, 先物 등 파생상품의 활용으로 적절한 위기 대응 및 리스크 관리 체계를 수립

노진호 연구위원 (3669-4031, jhno@hri.co.kr)