

## II. 금주의 포커스

### ■ 금융시장 안정세의 실물경제 부양 활용방안

#### 1. 증시 호황세의 거품 가능성 진단

- (거품 가능성 진단) 통화량 확대에 따른 일시적인 유동성 장세로 인해 거품이 발생할 가능성은 많지만 올해부터 본격적인 경기회복세에 진입할 경우 연말 적정주가는 800포인트 이상이 될 가능성이 높음
- (결론) 단기적으로 유동성 과잉에 따른 과열 상태이지만 전면적 거품상황으로 이어질 가능성은 적음
- (보론: 미국 증시와의 차이) 한국과 미국 모두 실물 경기의 회복 움직임과 같은 방향으로 주가가 움직이고 있음. 그리고 한국은 장기적으로 저평가되어 있고, 미국은 정점에 도달한 상태임

## 1. 증시 호황세의 거품 가능성 진단

### □ 거품 가능성

통화량 확대에 따른 일시적인 유동성 장세로 거품 가능성은 많지만 올해부터 본격적 경기회복세에 진입할 경우 연말에는 800포인트 이상이 적정 주가

- (최근 주가 상승의 원인) 최근 주가폭등 원인은 시중금리가 8%대로 급락하면서 시중의 유동성이 마땅한 투자처를 찾지 못함에 따라 상대적으로 저평가 되었다고 인식되는 주식시장으로 몰렸기 때문임
  - 이로 인해 대기성 자금이 한꺼번에 주식시장으로 흘러들어옴에 따라 실물 경제의 회복을 바탕으로 하지 않는 '유동성 장세'를 연출하였음

### - (현재 장세에 대한 2가지 진단)

#### ① 한국 주가 거품론

- 단기적으로 주가가 급상승함에 따라 경제의 기초여건 호전이 반영되지 않은 주식 시장에 거품이 형성될 여지가 많다는 견해가 대두되고 있음
- 특히 최근의 장세는 초기에 기관투자가와 외국인이 주도하였으나 연초부터는 개인들이 주도하는 장세로 변화됨에 따라 시장이 투기화되고 있다는 지적이 일고 있음
- 과거의 경험에 비추어 금융장세의 지속 기간은 결코 길지 않았음. 조정국면도 거치지 않고 수직 상승하는 장세는 결코 오래 지속되지 않았음
- 금리의 추가 인하는 오히려 증시과열을 더욱 부추겨 거품 발생의 우려가 있음
- 인위적 금리 인하는 단기적 경기부양 효과보다는 거품경제를 발생시키고 자금시장 순환을 교란시키며 결과적으로는 자본시장의 안정적 발전마저 저해할 뿐임

#### ② 한국 주가 저평가론

- 현재의 주가는 장기 균형수준인 600~700 포인트 수준보다 현저히 낮은 수준으로부터의 급반등으로 야기된 일시적인 것이므로 실물경제가 회복된다면 장기적 거품으로 이어질 가능성은 희박함

### □ 결론

단기적으로 유동성 과잉에 따른 과열 상태이지만 전면적 거품상황으로 이어질 가능성은 적음

- (단기적 급상승에 따른 속도의 문제) 최근 증시회복으로 국내 총생산(GDP)대비 싯가총액 비중이 크게 높아졌음
  - 국내 주식시장의 싯가총액이 1월 13일 현재 157조 3천억 원에 달해 지난 97년말 보다 121.7%, 98년 6월보다는 159.3%나 증가했음
  - 이에 따라 GDP대비 싯가총액 비중도 97년말 16.9%, 98년 6월 14.4%에서 13일 현재 37.3%로 높아졌음
  - 외국인의 싯가총액과 거래비중도 지난 12일 현재 18.1%와 7.6%를 기록해 지난 97년말보다 각각 3.5%포인트와 0.9%포인트 높아진 것으로 나타났음
- (단기적 과열 상태이지 장기적 거품 현상아님) 실물경제 회복이 지연되는 가운데 해외 자본 유입과 국내 유동성 증가 등으로 주가가 800포인트 이상 올라갈 경우 거품으로 연결될 가능성이 높음
  - 그러나 99년 경제성장이 본격적으로 회복국면에 진입할 것으로 예상한다면, 그리고 유동성 수준이 급격히 높아지거나 실물경제의 과열 기미가 없는 한 전면적인 거품상황으로 이어질 가능성은 적음

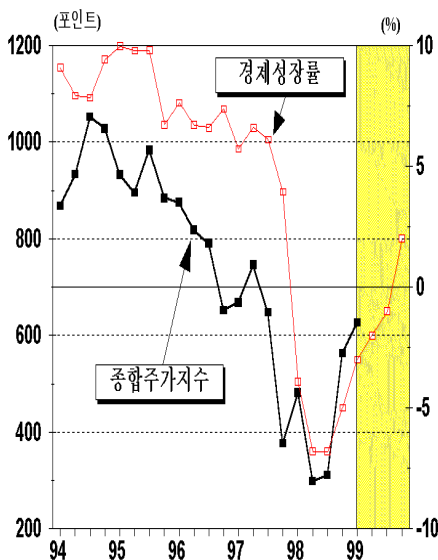
### □ 토론: 미국 증시와의 비교

한국과 미국 모두 실물 경기의 회복 움직임과 같은 방향으로 주가가 움직이고 있음. 그러나 한국은 기관투자가 비중이 낮아 상대적으로 위험성이 높음

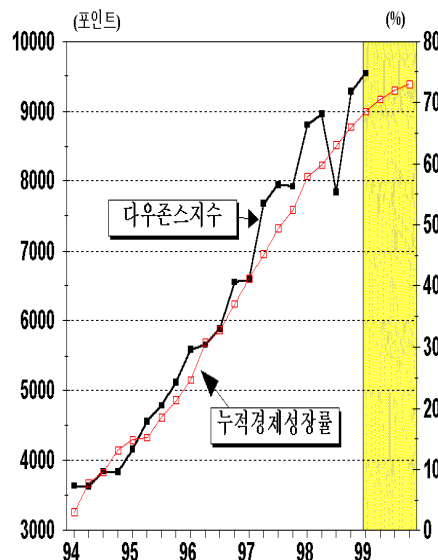
- (유사점) 한국과 미국 모두 주가는 실물 경제를 바탕으로 같은 방향으로 움직이고 있음을 알 수 있음
  - 다만 지표상으로 한국의 경우에는 전년 동기대비의 경제성장률과 같은 움직임을 보이고 있으나, 미국의 경우에는 전분기대비 경제성장률을 누적인 누적 경제 성장률의 움직임과 같은 형태를 취하고 있음

- 그러므로 경제성장률의 예측에 따른 99년도 주가 전망을 보면 한국의 경우 올해 말에 800포인트 이상, 그리고 미국의 경우 올해 말에 9,000~9,500포인트 선을 기록할 것으로 예상됨
- 한국의 경우 하반기부터 본격적인 회복세에 진입하여 올해 4/4분기에 2.0%의 성장이 예상된다면 적어도 800포인트 이상은 상승할 전망이다
- 미국의 경우에는 99년에 평균 2.0%의 성장세가 지속된다고 전망됨에 따라 이를 누적 성장률로 환산하여 보면 아래 그림과 같이 올해의 주가는 정점을 지나 내년부터는 서서히 하락세로 돌아설 전망이다

<한국의 주가 전망>



<미국의 주가 전망>



- (차이점) 한국의 경우 기관투자가 비중이 낮아 미국보다 위험성이 큼
- (투자 위험성의 차이) 주가 수익률의 분산, 즉 변동성 내지는 위험성을 보면 한국의 경우 94년 이후부터 줄곧 위험성이 미국보다 높은 상태를 유지하고 있음
- 미국의 경우 가격제한폭이 없는 반면 우리나라의 경우 가격제한폭이 15%인데도 불구하고 위험성이 높은 이유는 장기 투자를 선호하는 기관투자가 비중이 낮기 때문임

## 금주의 포커스

### <양국간의 주가 변동성(수익률(%))의 분산>

구분	94년	95년	96년	97년	98년
한국	22.8	24.1	34.8	81.9	429.2
미국	10.8	5.6	7.3	22.9	36.4

- (기관투자가 비중의 차이) 우리나라의 기관투자가 비율은 98년말 기준으로 22.6%로 미국을 비롯한 선진국에 비해 절반이하의 수준에 머무르고 있는 실정임. 그리고 그 비중은 점차 감소 추세를 보이고 있음

### <한국의 기관 투자가 비중 추이>

구분	94년	95년	96년	97년	98년
개인 비중	67.3	65.9	70.1	73.9	77.3
(선물 비중)	-	-	(11.4)	(33.9)	(50.3)
기관비중	32.6	34.0	29.8	26.0	22.6
(선물 비중)	-	-	(88.5)	(66.0)	(49.6)

자료 : 증권거래소

## □ 한국과 미국의 거품 진단

실물 경제를 근거로 진단할 경우 한국은 장기적으로 저평가되어 있고, 미국은 정점에 도달한 상태임

- (미국 증시 버블론) 버블론자들은 펀드멘털(경제기초여건)이 뒷받침되지 않은 이상급등이어서 주가폭락을 우려함
  - 성장률, 무역수지, 기업경영실적 등을 감안할 때 다우지수 9,000대의 주가는 거품이라는 분석임
  - 따라서 다우지수는 99년초에 다시 7,000대로 무너질 수 있다고 경고하고 있음
- (미국 증시 회복론) 회복론자들은 세계경제가 최악의 상황을 지난 만큼 주가도

오를 때가 되었고 그 결과 다우지수가 조만간 10,000선을 넘어 12,000선까지 갈 수 있을 것으로 예상하고 있음

- 그 이유는 미국의 금리인하를 필두로 한 세계적인 금리하락 추세, 미약하나마 회복 기미가 보이는 아시아 경제, 브라질에 대한 대규모 금융 지원, 헤지펀드들의 세력 약화 등이 주가 상승 재료들임

- **(한국과 미국의 주식시장 버블 진단)** 한국은 장기적으로 저평가, 미국 정점 도달

- 한국과 미국의 주가는 공통적으로 실물 경제를 바탕으로 하고 있으므로 이를 근거로 버블 여부를 진단할 경우, 미국은 정점 도달, 한국은 장기적으로 저평가되어 있음을 알 수 있음
- 미국의 경우 99년에 주가는 정점에 도달할 예정이며, 한국의 경우에는 99년말에 800포인트 이상의 상승이 가능할 것으로 전망됨
- 미국 경제전문가들은 올해 미국 경제가 당초 예상한 것보다 높은 최저 1.5%, 최고 3.1%의 성장세를 유지할 것으로 전망하고 있음

- **(한국의 경우)** 단기적 투기 과열 현상이나 장기적 거품으로는 이어지지 않을 전망이다

- 개인 투자자 주도의 장세 전환으로 시장 위험이 높아지는 등 단기 거품 현상이 재현되고 있으나, 경제 회복을 전망할 경우 장기적 거품 현상으로는 이어지지 않을 전망이다
- 특히 99년 한국 경제의 회복 가능성을 염두에 둔다면 최근 급등한 주가는 일시적 거품 현상이지 장기적 거품이 아님

(천 일 영 [iycheon@hri.co.kr](mailto:iycheon@hri.co.kr) ☎724-4013)