
I. 國際 金融 環境과 國內 經濟

- (국내 경제의 당면 과제) 구조조정의 조기 완료 등을 통해 기업 및 금융기관의 건실화를 추구해야 하며, 기업 수익기반 강화, 고용문제 해결을 위해 내수 및 수출 확대가 절실함
- (국제 금융 환경 변화와 국내 경제) 국내 경제가 원만한 회복 기조에 서게 되는데 가장 큰 장애요인 중 하나로 국제 금융 시장 불안정을 들 수 있음. 특히 미국과 일본경제, 신흥 금융시장의 향방은 환율 및 국내자금시장에 영향을 끼쳐 한국증시와 외환시장에 직간접적인 영향을 줄 것임

○ 국내 경제의 당면 과제

- 기업 및 금융기관의 건실화 추구

- 향후 국내 기업 및 금융기관은 자본 건실화 등 구조조정의 완료와 함께 자산 가치의 상승 등을 통해 수익 구조도 개선시켜야 함
- 기업의 경우 부채 비율을 지속적으로 하락시켜야 하는데, 경기의 원만한 회복과 함께 투자가 늘어날 경우 부채 비율의 축소 방법은 자본 축적밖에 없으므로 외국인 직접 투자의 유치는 불가피함
- 또한 기업 및 금융기관의 주요 수익원이 금융 자산이므로 시장 활성화를 통해 금융 자산의 가치가 상승하는 것도 필요한데, 이를 위해 외국인 포트폴리오 자금의 유입도 불가피한 측면이 있음

- 내수 및 수출 확대를 통한 경기 회복

- 기업 및 금융기관의 건실화는 장기적으로 경기 회복을 통해 수익 기반을 강화함으로써 이루어질 수 있음
- 또한 고용 문제 해결 등을 위해서도 내수 및 수출 확대가 필요한 시점임
- 이를 위해서는 국내외 자금 조달의 가용성 확보와 아울러 환율 및 금리 등 금융 지표의 적정선 유지가 필요함

○ 국제 금융 환경 변화와 국내 경제

- 외국인 직접 투자 및 포트폴리오 투자 환경의 변화

- 국제 금융 환경의 변화는 국내에 대해 직접 투자와 포트폴리오 투자를 하게되는 투자자의 환경 변화를 초래해 국내 투자 자금 유출입의 향방을 좌우하게 됨
- 예를 들어 미국의 주가 변화는 미국 금융시장에 투자한 국제 투자자의 수익 변화를 초래해 여타 시장에서의 투자 전략에도 영향을 미치게 됨

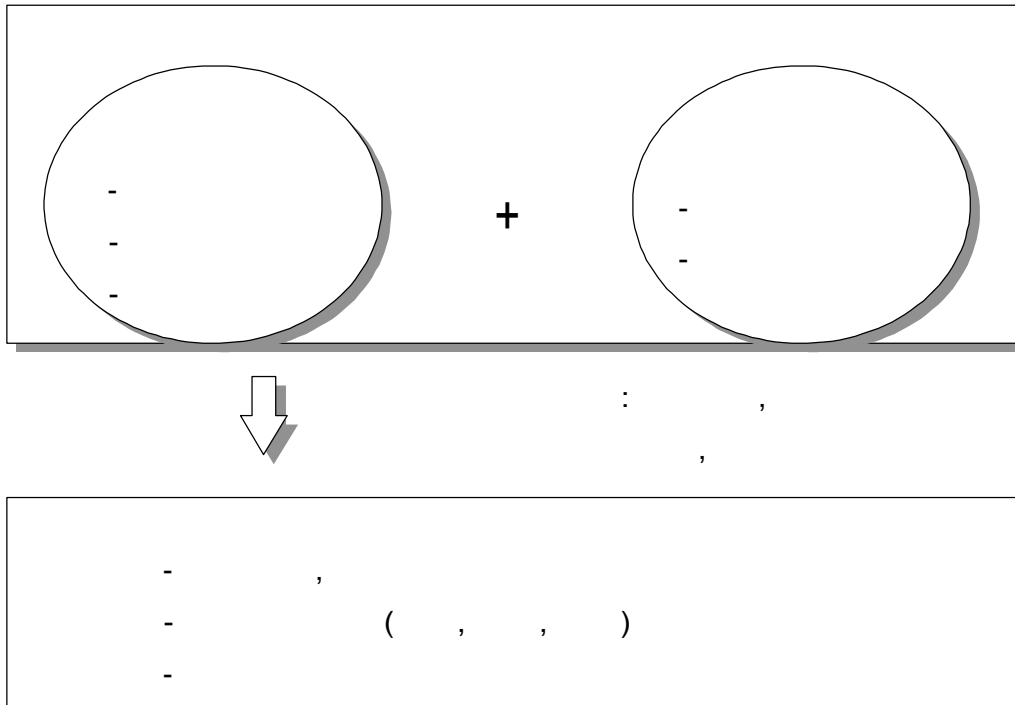
- 국제 대출 환경의 변화

- 국제 금융시장의 대출 환경 변화 역시 국내 기업 및 금융기관에 대한 기존 대출 변화와 자금 조달 비용의 변화를 초래하게 됨

- 환율 및 금리 등 금융 지표 변화 촉진

- 엔/달러 환율 등 국제 환율과 금리의 변화는 국내 환율 및 금리 등에 영향을 미쳐 국내 기업의 수출 환경과 자금 조달 환경 등에 지대한 영향을 미치게 됨
- 이러한 금융 지표의 변화는 장기적으로 국내 경기에도 영향을 미치게 됨

<국제 금융 환경과 국내 경제>



II. 最近 國際 金融市場의 主要 特徵

1. 불안정한 국제 환율

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none">○ (엔/달러 환율) 110엔대 초반을 유지하던 엔화는 일본 장기 금리 급등에 따라 100엔대로 하락했다가, 일본의 팽창 통화정책 시행 예상에 따라 2주일만에 120엔대로 급락하는 혼조 양상을 보임○ (달러/유로 환율 동향) 금년초에 출범한 유로화 환율은 출범 초기의 강세 이후 유럽 경기둔화 우려로 달러화에 대해 완만한 하락세를 나타내고 있음 |
|---|

○ 엔/달러 환율 동향

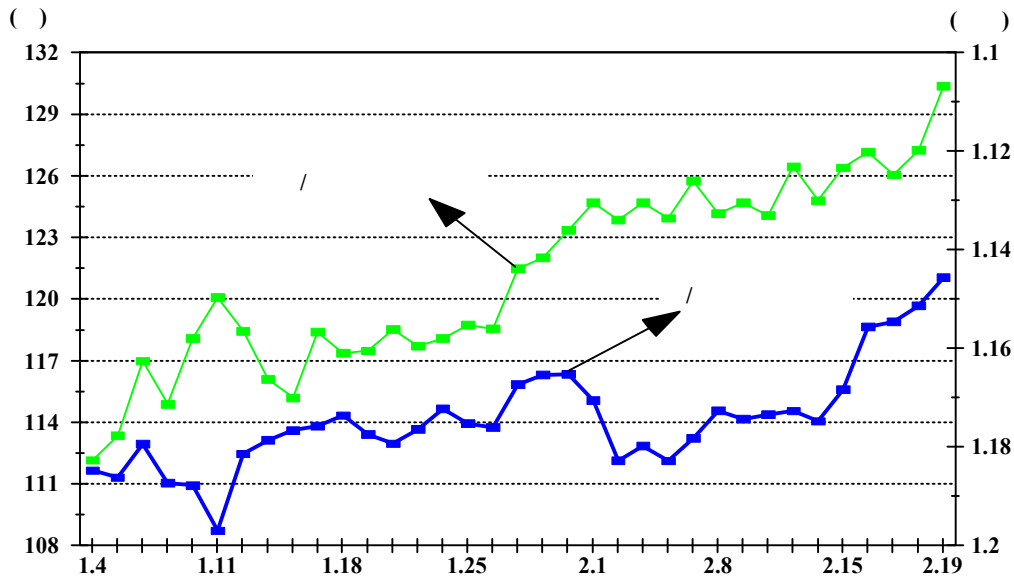
- (엔화 약세 반전) 110엔대 초반을 유지하던 엔화는 일본 장기 금리 급등에 따라 100엔대로 하락했다가, 2주일만에 120엔대로 급락하는 혼조 양상을 보임
 - 지난 1월 일본 대장성이 경기부양을 위한 재정 지출 증대를 위해 정부채 매입 중단을 선언한 이후 장기금리 급등에 따라 엔화가 한 때 100엔대의 강세를 보임
 - 장기 금리 급등으로 엔화가 강세로 치닫자 2월 중순 들어 미야자와 대장상과 하야미 일본은행 총재, 사카키바라 대장성 재무관은 국제 발행액 감축과 정부채 매입 재개 의사를 밝히면서 엔화 약세를 유도하고 있음
 - 그간 고금리와 엔고가 일본경기부양에 상충요인으로 작용한다는 비판을 인식하고 대대적인 금리인하와 엔화 약세 유도를 표명한 것임
 - 게다가 2월 20일에 열렸던 G7재무장관 회의에서 암묵적으로 엔화 약세를 용인하자 엔화 약세국면 진입이 분명해진 것임

○ 달러/유로 환율 동향

- (유로는 완만한 약세) 금년초에 출범한 유로화 환율은 출범 초기의 강세 이후 달러화에 대해 완만한 하락세를 나타내고 있음
 - 유로화 환율은 출범 직후 강세를 나타내어 한 때 유로당 1.18달러대까지 상승하였으나 미국 경제의 건전성장세 지속 등의 변수에 따라 완만한 하락세를 나타냄
 - 반면, 유로랜드의 경제상황은 독일 등을 중심으로 수출부진 양상이 이어지고 고실업도 해소기미가 보이지 않는 등 예상보다 침체양상을 나타내고 있음
 - 독일의 98년 4/4분기 경제성장률은 -0.4%였고 프랑스의 산업생산도 12월 들어
-

- 0.6% 하락하는 등 전반적인 침체 기조가 예상보다 악화되고 있는 실정임
- 이에 따라 ECB의 금리인하 가능성이 끊임없이 대두되면서 유로화 환율은 완만하게 하락하여 2월 19일 현재 1.1068달러로 출범이후 최저치를 기록하고 있음

<엔/달러, 달러/유로 환율 추이>



2. 미국 증시 조정 국면

- (미국 증시의 최근 현황) 다우존스(Dow Jones) 공업 평균 지수 및 나스닥(NASDAQ) 지수 등 미국의 주요 주가 지수는 98년의 꾸준한 상승세를 지속하면서, 99년 초 들어 급등세를 보였음
- (주가 조정 국면 진입) 그러나 유동성 장세에 힘입어 상승세를 유지하던 美 주가는 일부 첨단 기술 관련주가 주도하는 주가 급등으로 증시 과열에 대한 우려가 가중되면서 조정국면에 진입하였음

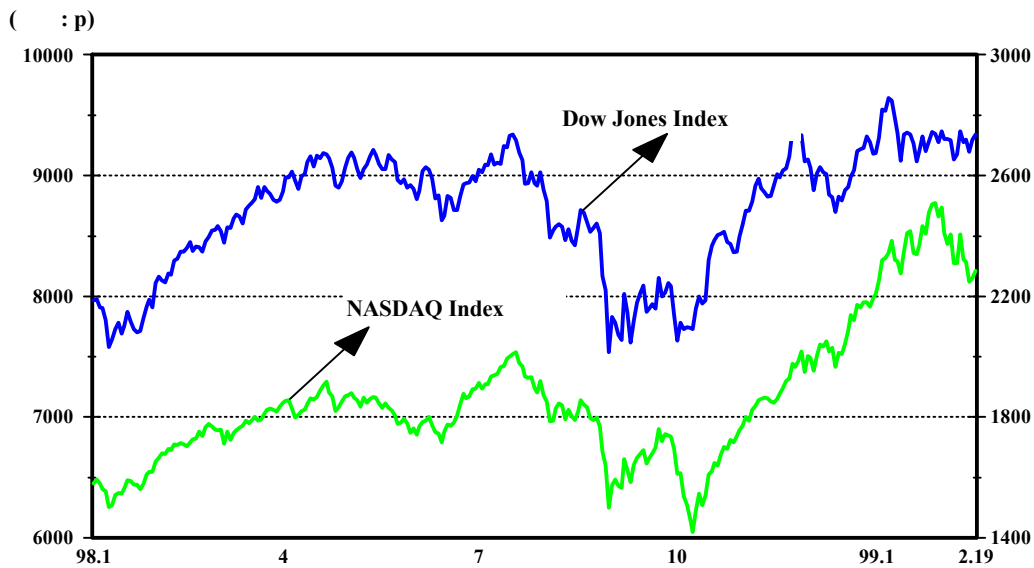
○ 99년초, 美주가 급등

- (미국 주가 99년초에 급등 양상) 다우존스(Dow Jones) 공업 평균 지수 및 나스닥(NASDAQ) 지수 등 미국의 주가 지수는 99년초까지 급등세를 보였음
- 연초의 주가 상승은 美경제의 고성장 지속, 인터넷 관련 기업의 급성장 및 수익

증대에 대한 낙관론으로 뮤추얼 펀드나 연기금이 증시로 대량 유입되었기 때문임

- 첨단 기술 관련주가 급격히 부상한 이유는 인터넷 보급이 기술 관련 기업의 수익 증가로 이어지면서 미국의 경제성장을 견인한다는 근거에 따른 것임

<98년 이후 다우존스 및 나스닥 지수의 추이>



- (최근 주가 조정 국면 진입) 그러나 유동성 장세에 힘입어 상승세를 유지하던 美주가는 일부 첨단 기술 관련주가 주도하는 주가 급등으로 증시 과열에 대한 우려가 가중되면서 조정국면에 진입하였음

- 빌 게이츠 MS社 회장이 다보스 포럼에서 미국의 인터넷 관련주가 고평가 되어 있다고 발언한 이후 나스닥 종합지수는 급락세를 보여 2500대에서 2월 19일 현재 2200대로 하락하였음
 - 경기 호황이 지속되고 있음에도 불구하고 주가가 조정국면에 진입한 이유는 첨단기술 관련기업을 제외한 전체 기업의 수익은 전반적으로 악화되면서, 99년중 美기업들의 순이익증가율이 2.5%선에 머물 것으로 전망되고 있기 때문임
 - 또한 소득증가율을 꾸준히 넘어서고 있는 개인 소비 증가율의 상승 추세가 99년에도 지속되기는 어려울 것으로 보이는 것도 조정국면 진입의 한 이유가 되었음
-

3. 국제 자금 조달 시장의 위축

- (개요) 98년 3/4분기 이후 국제 금융시장에서는 아시아 및 러시아 금융위기의 여파로 안전자산으로 자금이 집중되고 신용도에 따라 가산 금리의 격차가 심해지는 현상이 나타났음
- (국제 대출 시장) 국제 은행시장의 신디케이트 대출은 국제 금융 환경의 악화에 따라 98년 3/4분기에 전분기 대비 23% 감소한 2,040억 달러에 그침
- (국제 채권 시장) 98년 3/4분기에 국제채 발행 역시 純발행(총발행-상환) 준으로 전분기 대비 2배 가까이 감소하였음

○ 개요

- 98년 3/4분기 국제 금융시장에서는 아시아 및 러시아 금융위기의 여파로 안전 자산으로 자금이 몰리고 신용도에 따라 가산 금리의 격차가 심해짐
 - 신흥시장 채권 수익률과 미국 재무성 증권 수익률과의 격차로 나타나는 유동성 프리미엄이 급증한 것은 투자자들이 안전성과 유동성을 중시함을 나타냄
 - 예를 들어 국제 대출 시장에서 98년 2/4분기에 대출 규모가 증대한 것은 상당 규모의 자금이 신흥시장으로부터 유출되어 G-10 국가에 유입된 때문임
 - 국제 채권 시장에서도 신용도가 극히 높은 채권에 대해서만 수요가 있었으며, 파생 상품 시장에서도 스왑과 신용 관련 상품의 수요가 부진했음

○ 국제 대출 시장(International Banking Market)

- 국제 은행시장의 신디케이트 대출은 국제 금융 환경의 악화에 따라 98년 3/4분기에 전분기 대비 23% 감소한 2,040억 달러에 그침
 - 2/4분기에는 신디케이트 대출이 1/4분기에 비해 크게 늘어난 2,644억 달러에 이르기도 하였는데, 이는 일본계 은행의 자금 회수가 일시적으로 완화된데 기인함
 - 그러나 일본계 은행의 자금 회수가 재개되고 일련의 합병에 따른 유럽계 은행 감소로 대출 금융기관이 줄어들었다, 98년 8월의 러시아 금융위기가 신흥시장의 불확실성을 증폭시키면서 3/4분기에는 다시금 감소세를 보였음
-

<국제은행의 대출채권>

(단위: 십억 달러)

	1996	1997			1998		98 상반기 총잔액
	연간	연간	3/4	4/4	1/4	2/4	
보고외 지역에 대한 대출채권	141.4	99.1	25.8	-2.6	-2.1	-7.2	1,193.2
보고 지역에 대한 대출채권	446.2	1,092.3	148.8	457.9	8.4	243.9	9,065.6
미계상분	16.4	-8.5	-33.6	-11.9	0.1	0.0	232.7
국제은행의 총대출채권	604.1	1,182.8	140.9	443.4	6.4	236.7	10,491.5
순대출채권	420.1	465.0	95.0	65.0	65.0	110.0	5,390.0
신디케이트대출 규모	900.9	1,136.3	263.7	329.1	218.1	264.4	-

자료 : BIS, International Banking and Financial Market Developments, 3Q. 1998

주 : BIS의 보고지역은 미국, 일본, 독일, 영국 등 선진국 18개국과 바하마, 홍콩 등 6개의 주요 금융센터를 포함

- 특히 개도국이 중심이 된 BIS 보고외 지역에 대한 대출 감소가 두드러짐

- 97년 3/4분기 이후부터 98년 1/4분기까지는 아시아 금융위기에 따른 아시아 지역 국가에 대한 대출 감소가 주를 이루었음
- 그러나 98년 2/4분기 BIS 보고외 지역에 대한 대출 감소는 개도국 전반에 파급되었음

<BIS 보고외 지역에 대한 국제은행 대출채권>

(단위: 십억달러)

	1996	1997			1998	
	연간	연간	3/4	4/4	1/4	2/4
보고외 지역에 대한 대출채권	141.4	99.1	25.8	-2.6	-2.1	-7.2
동구권	10.8	18.5	8.3	2.7	6.5	4.2
중남미	28.5	34.6	10.8	10.2	15.6	-0.2
아르헨티나	5.4	6.9	2.3	2.9	1.1	-0.1
브라질	16.7	12.1	4.9	0.6	9.6	0.6
멕시코	0.1	2.3	-1.3	2.0	1.3	-0.2
아시아	79.8	7.6	-2.0	-27.4	-33.8	-17.6
중국	13.5	11.5	5.2	-0.3	0.3	-3.3
인도네시아	9.4	5.7	3.3	-2.1	-5.0	-3.9
한국	26.6	-4.3	-1.9	-11.5	-16.4	-4.2
태국	9.5	-17.5	-10.5	-7.2	-8.5	-5.3

자료 : BIS, International Banking and Financial Market Developments, 3Q. 1998

주 : BIS의 보고지역은 미국, 일본, 독일, 영국 등 선진국 18개국과 바하마, 홍콩 등 6개의 주요 금융센터를 포함

-
- 즉, 98년 2/4분기에는 한국, 태국, 인도네시아 등 금융위기를 겪었던 아시아 신흥국들에 대한 대출 회수는 완화된 반면, 중국, 중남미 및 러시아 등 동구권에 대한 대출 축소 현상이 심화되었음
 - 이는 아시아권에서 야기된 금융위기로 인하여 은행들의 위험 회피 현상이 고조되었음을 입증함
 - 이처럼 아시아 금융위기가 여타 개도국에 대한 금융위기 가능성을 고조시키면서 국제 대출 축소가 심화되었으며, 이것이 98년 8월 러시아 금융위기 및 98년말의 브라질 금융위기의 한 원인이 되었음

○ 국제 채권 시장(International Securities Market)

- 98년 3/4분기에 국제채 발행은 **純발행(총발행-상환)** 기준으로 전분기 대비 2가까이 감소하였음
 - 98년 7월에는 시장 상황이 호전되는 듯 했으나 8월의 러시아 금융위기와 9월의 미국 헤지 펀드 문제로 말미암아 안전자산으로의 자본 이동(flight to quality)이 심화되면서 발행시장 및 유통시장이 모두 경색됨
 - 투자자의 위험 회피 성향, 은행들의 대출 기준 재점검, 국제채의 리스크 프리미엄 확대 등에 따라 국제적인 신용경색 우려가 커짐
 - 단기자금시장은 98년 2/4분기의 14억 달러 **純발행**에 비해 크게 증가하여 3/4분기에는 78억 달러가 순발행되었음
 - EMU 출범을 앞두고 유로 지역내 국가들이 기존 단기채에 비해 더욱 유연한 자금 조달원인 유로기업어음(Euro-commercial paper) 및 여타 유로채의 발행을 검토하면서 채권 발행 환경이 개선된 데 기인함
 - 채무자들이 중장기 국제채 시장의 환경이 개선되지 않자 단기채 시장의 의존도를 증대시킨 것도 단기채 발행 증대의 한 원인임
 - 98년 3/4분기중 중·장기 국제채의 총 발행규모는 2,347억 달러로 전기대비 14% 감소하였음
 - 그러나 상환분이 1,249억 달러로 전분기대비 38.6%나 증가하여 결국 장기채권 발행으로 인한 순자금조달 규모는 전분기에 비해 약 44% 감소한 약 1,190억 달러였음. 98년 들어 9월까지의 장기 국제채의 총발행 및 순발행 규모로는 전년동
-

기에 비해 증가한 것임

<국제채 純발행 추이>

(단위 : 십억 달러)

	1996 (연간)	1997			1998			
		연간	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	
총발행규모(純)	537.4	575.6	173.8	92.2	179.9	212.6	126.3	
만기별	단기자금시장	41.1	19.8	9.8	-2.4	10.7	1.4	7.8
	중장기 채권	496.3	555.8	164.0	94.6	169.1	211.2	118.5
국별	선진국	411.0	450.8	132.9	83.4	145.1	167.7	113.6
	유럽	243.5	259.2	69.7	52.4	93.6	89.0	60.3
	일본	16.1	-0.8	6.8	-9.0	-6.4	-9.7	-5.0
	미국	131.8	177.8	54.7	44.2	49.0	80.2	52.0
	캐나다	8.8	10.1	2.2	-0.8	5.9	7.1	3.7
	역외센터	16.6	14.9	5.3	0.2	1.7	4.3	1.8
	기타국	88.0	89.2	33.6	5.2	8.9	28.0	2.3
	국제기구	21.8	20.7	2.0	3.4	24.2	12.6	8.6
통화별	달러화	262.1	333.5	109.0	58.2	103.0	125.2	65.7
	엔화	84.8	34.1	7.5	-1.2	-7.7	-9.3	-6.0
	유로 지역 통화	136.0	139.9	39.2	34.1	61.9	67.7	55.6
	기타	54.5	68.1	18.2	1.1	22.6	28.9	11.0
주체별	금융기관	348.4	360.7	102.9	76.4	109.7	107.7	76.2
	공공부문	118.2	89.0	27.6	-5.3	54.0	62.6	36.5
	기업부문	70.9	125.9	43.4	21.1	16.3	42.3	13.5

자료 : BIS, International Banking and Financial Market Developments, 3Q, 1998.

- 3/4분기 초에는 유럽 금융기관들의 스왑 관련 채권 발행 업무가 활발하였으며 러시아 사태 이후에는 스왑 및 신규발행 스프레드가 급격히 변동하는 등 시장 여건이 악화되었다가 9월에 다소 호전되는 양상을 보였음
- 유통시장에서도 신흥시장 채권에 대한 스프레드가 급격히 상승하였는데, 그 양상은 러시아에서 가장 두드러졌고 아시아위기에 별 영향을 받지 않았던 중남미 채권이 아시아 채권보다 스프레드 변동폭이 심한 것으로 나타났음

4. 신흥시장의 위기 상존

- (브라질) 브라질은 자유변동환율제 채택 이후 레알화 가치가 달러당 2.0선 아래로 유지되면서 다소 안정세를 찾고 있으나, 고금리 기조 유지로 인해 중앙정부에 부채가 많은 지방정부를 중심으로 제 2의 대내 모라토리엄 가능성도 제기되고 있음
- (러시아) S&P가 러시아 장기 외화표시 채권등급을 “선택적 디폴트”로 강등시킨 뒤 외채위기 재연의 우려가 높아지고 있음
- (중국) 최근 홍콩과 중국의 경기침체에 따라 각 지방정부의 信託投資公司들이 연쇄적으로 파산하자 다시금 위안화 절하 가능성이 고조되고 있음

○ 브라질

- 브라질 금융 불안은 여전한 상태임

- 브라질 중앙은행이 자유변동환율제를 채택한 이후 브라질 레알화 가치는 달러당 2.0선 아래로 유지하면서 다소 안정세를 찾고 있음
- 그러나 브라질이 자본이탈을 막고자 고금리 기조를 유지함에 따라 중앙정부에 부채가 많은 지방정부를 중심으로 제 2의 대내 모라토리엄 가능성도 제기되고 있음
- 브라질 정부는 레알화의 불안을 막기 위해 고금리를 지속해야 하나 이는 또한 대내 모라토리엄 가능성을 높인다는 점에서 정책결정에 어려움을 겪고 있음

○ 러시아

- S&P가 2월 1일, 러시아 장기 외화표시 채권등급을 “선택적 디폴트”로 강등시켜 외채위기 재연의 우려가 높아지고 있음

- 러시아 정부는 98년에 이어 99년에도 약 175억 달러의 외채를 상환해야 하지만, 부족한 외환사정 때문에 舊소련채무는 파리 클럽¹⁾ 및 런던 클럽²⁾과 만기연장을 추진하고 舊소련채무를 제외한 95억 달러의 외채만 상환하려는 움직임을 보임

1) 파리클럽은 개발도상국에 자금을 공여한 서구정부들을 대표하는 협의체임

2) 런던클럽은 러시아에 채권을 가진 600여개에 이르는 금융기관 및 신용공여기관을 대표하는 협의체임

-
- 이에 따라 S&P를 비롯한 각 신용평가 기관들은 러시아가 또다시 루블화 하락과 해외투자자 불신 가중이라는 악순환에 휩싸일 것을 우려하고 있음
 - 러시아는 舊소련으로부터 1,000억 달러에 이르는 채무를 물려받았고 이를 위하여 런던 클럽 및 파리 클럽과 협의를 거쳤으나 외채위기가 완전히 해소된 것은 아님
 - 이에 따라 러시아 외채는 GDP대비 97년 27%, 98년 49%에서 99년 82%에 달할 것으로 보이며, 99년 만기 도래하는 정부외채가 연방 예산에서 차지하는 비중도 62.5%나 되고 있음

○ 중국

- 최근 홍콩과 중국의 경기침체에 따라 각 지방정부의 信託投資公司들이 연쇄적으로 파산하여 위안화 절하 압력이 가중되고 있음
 - 90년대 초반의 고도 성장기에 각 지방정부의 투자신탁공사들은 해외차입을 통해 조성한 자금으로 부동산 매입, 호텔 건축 등 서비스업에 진출했으나 아시아 외환위기 이후 경기침체로 큰 타격을 입음
 - 아시아 경제위기 이후 중국정부가 안정적 외환보유고 유지를 위해 강력한 외환 통제조치를 취했고, 금융기관들은 음성적 수단으로 외화를 확보하기가 어려워짐
 - 이에 따라 대규모 지방 투자신탁공사인 廣東國際信託投資公司(GITIC) 파산 이후, 大連國際信託投資公司(DITIC), 福建國際信託投資公司(FITIC) 등이 연쇄 파산위기에 몰리게 되었고, 이로 인해 잠복되어 있던 중국 금융구조의 문제점이 불거짐
 - 이렇게 되자 중국 금융에 대한 대외신인도가 하락하고 있으며, 특히 외국계 기업과 은행은 중국 지방 금융기관과의 거래를 꺼리고 여신회수 움직임을 보임
 - 또한 深圳, 上海 주식시장에서 B주(외국인을 대상으로 거래되는 중국 기업주) 주가 지수가 96년 12월에 비해 70% 이상 하락함에 따라 이른바 '주식제' 도입을 통한 국유 기업 개혁이 지체되고 있음
 - 더욱이 브라질의 변동환율제 채택으로 중국과 홍콩, 아르헨티나 등 일부 국가만 광의의 달러 연동을 택하고 있어 투기적 공격 대상으로 부각되고 있는 실정임
 - 이러한 일련의 불안요인 가중으로 위안화에 대한 절하 가능성이 다시 고개를 들고 있음
-

Ⅲ. 國際 金融市場 環境 展望

1. 미국 증시

- (미국 증시 향방의 중요성) 미국 경기 변화는 전세계 경기에 영향을 미치고 있으므로, 美주가가 조정 국면에 들어서면, 소비 감소에 따른 미국 경기 둔화와 세계경기 둔화가 불가피할 것임
 - 미국이 해외 직접 투자와 포트폴리오 투자에 있어 대표적 투자자인 만큼 미국 주가의 향방은 해외 투자의 주체인 기업, 금융기관, 기관투자자들의 수익 구조에 영향을 미쳐 이들의 해외 투자 전략에 변화를 초래함
- (주가 과대 평가) 현재 미국기업의 주가수익비율(PER : Price-earnings ratio)로 판단할 때, 현재 美주가는 상당폭 과대 평가되어 있어 美주가는 하향 조정될 가능성이 크다고 볼 수 있음
 - 미국 경제가 고도의 경쟁 구도로 재편되면서 개별 기업의 프라이싱 파워가 거의 사라져서, 최근의 노동생산성 증가에도 불구하고 비용 상승에 비해 가격 상승이 낮음에 따라 기업 수익 구조가 나빠지고 있음

○ 미국 증시 향방의 중요성

- 미국 경기 변화를 통한 세계 경제 변화 초래
 - 미국 경기의 변화는 전세계 경기에 영향을 미치며, 특히 수출 의존도가 높은 신흥국들은 미국 경기의 변화에 따라 수출 환경이 급격히 변화함
 - 그동안 미국 경기의 장기 성장은 주가 상승에 따른 소비 증대에 크게 기인함
 - 미국 주가가 조정 국면에 들어서 하락한다면 소비 감소에 따른 경기 둔화가 불가피할 것임
 - 미국 금융기관 및 기업의 해외 투자 전략 변화 초래
 - 미국은 97년말 기준 해외 직접 투자 규모가 약 1,145억 달러에 달해 OECD 국가 전체(약 3,820억 달러)의 30%에 이르며, 포트폴리오에 있어서도 대표적 투자자임
 - 따라서 미국 주가의 향방은 해외 투자의 주체인 기업, 금융기관, 기관투자자들의 수익 구조에 영향을 미쳐 이들의 해외 투자 전략에 변화를 초래함
-

○ 미국 주가의 과대 평가 여부 논란

- 과대 평가된 주가수익비율(PER : Price-Earnings Ratio)의 하락 가능성
 - 현시점에서 미국 주가의 버블 여부를 판단하기는 어려움
 - 그러나 주가수익비율(PER : Price-earnings ratio)을³⁾ 분석해보면 현재 미국의 주가가 상당폭 과대 평가되어 있음을 알 수 있음
 - 96~98년의 평균 PER은 22.5倍로서 86~90년의 15.28倍 및 91~95년의 20.32倍에 비해 각각 47.3%와 10.7% 과대 평가되어 있는 것으로 나타남
 - 또한 85~97년 사이 13년간의 평균 PER은 18.21倍인데 반해 98년말에는 약 48.3% 과대 평가된 27倍에 달함
 - 따라서 98년말의 PER이 거의 정점에 가까워 하락할 가능성이 크다는 점과 기업 수익에 큰 변화가 없다는 점을 가정한다면 미국의 주가는 하향 조정될 가능성이 크다고 볼 수 있음

<86년 이후 기간별 평균 S&P 500의 주가수익비율(PER)>

(단위 : 倍)

1986년~1990년	1991년~1995년	1996년~1998년
15.28	20.32	22.5
1986년~1997년	1998년	-
18.21	27.00	-

자료 : IMF, World Economic Outlook and International Capital Markets, 1998. 12.

주 : 연말 기준 PER의 기간 중 평균치임

- 기업 수익의 하락 가능성
 - 만약 PER에 변화가 없다고 하더라도 미국 주가의 하락 가능성을 예상하게 되는 또다른 요인은 기업 수익 증가의 둔화 가능성임
 - Merrill Lynch社는 99년과 2000년에 S&P 500의 주당 순이익 증가율이 점차 하락할 것으로 전망하고 있음
 - 노동 생산성이 증가하고 있는데도 불구하고 기업 수익의 하락 가능성이 예상되는 것은 미국 경제가 고도의 경쟁 구도로 재편되면서 개별 기업의 프라이싱 파워가 거의 사라졌기 때문임

3) 주가수익비율(PER)은 세후 주당 순이익에 대해 주가가 몇배나 되는가를 나타내는 것으로 주가의 과대 평가 또는 과소 평가를 반영하는 지표 중 하나임. 배수가 높으면 기업의 수익에 비해 주가가 과대 평가되어 향후 주가가 하락할 가능성이 많음을 나타냄. 국내외에서 PER이 낮은 주식이 높은 주식에 비해 향후 수익률이 높다는 실증 연구 결과가 제시됨

- 즉, 비용 상승에 비해 가격 상승이 낮음에 따라 생산성 증가에도 불구하고 기업 수익 구조가 나빠지고 있는 것임
- 따라서 이러한 양상이 지속되어 주당순이익이 낮아진다면 미국의 주가도 하향 조정될 것이라는 전망이 우세함

<S&P 500의 주당순이익(EPS : Earning per share) 추이>

	1998. 4/4	1999. 4/4(E)	2000. 2/4(E)
주당순이익 전년동기대비증가율(%)	10.7	3.5	2.4

자료 : Merrill Lynch, Weekly Economic & Financial Commentary, 1999. 2.19.

주 : 1999년 4/4분기와 2000년 2/4분기는 Merrill Lynch사의 전망치임

2. 일본계 은행의 해외 대출

- (일본계 은행의 중요성) 일본은행은 대외자산 및 대외대출 규모로 볼 때 전 세계에서 2~3위권을 기록할 정도로 중요성이 크며, 개도국 전체에 대한 채권 규모도 전체의 16.1%를 차지해 개도국에 있어서 가장 중요한 자금원임
- (일본은행의 대출 회수 가능성) 일본 금융 구조조정이 시작됨에 따라 대상 은행이 해외 자금 조달에 어려움을 겪어 해외 대출을 회수할 가능성이 있어, 아시아권 국가의 단기 유동성에 문제가 발생할 수도 있음

○ 일본계 은행의 중요성

- 일본 은행들의 대외 자산 및 대출 비중

- 일본 은행들은 대외자산 및 대외대출 규모로 볼 때 전세계에서 2~3위권을 기록할 정도로 중요성이 큼
- 대외자산의 경우 전세계 은행 대외자산 중 12%를 차지해 미국은행보다 그 비중이 크며, 대외대출에 있어서도 9.3%를 차지함

<주요국 은행의 대외 자산 현황(98년 6월말 기준)>

(단위 : 십억 달러)

	대외자산	대외대출
전세계 은행	9,098.9	7,593.9
일본은행	1,089.9(12.0)	707.3(9.3)
미국은행	796.0(8.8)	796.0(10.5)
영국은행	1,788.4(19.7)	1,399.1(18.4)

자료 : BIS, International Banking and Financial Market Developments, 3Q, 1998.

주 : ()내는 전세계 은행에 대한 해당국 은행의 비중(%)

- **개도국에 대한 일본은행의 비중**

- 개도국에 대한 주요국 은행의 채권 비중을 살펴보면 일본은행의 중요도가 커짐
- 개도국 전체에 대한 채권 규모에 있어서는 전체의 16.1%를 차지해 개도국에 있어서 가장 중요한 자금원이 되고 있음
- 채권 은행 전체에서 일본은행의 채권이 차지하는 비중은 아시아에 대해서 30.3%, 한국에 대해서는 26.1%를 차지해 가장 비중이 높음

<개도국에 대한 주요국 은행의 채권 현황(98년 6월말 기준)>

(단위 : 백만 달러)

	개도국 전체에 대한 채권	아시아에 대한 채권	한국에 대한 채권
채권 은행 전체	736,115	324,811	72,444
일본은행	118,679(16.1)	98,544(30.3)	18,934(26.1)
미국은행	96,909(13.2)	22,609(7.0)	7,409(10.2)
영국은행	63,550(8.6)	30,156(9.3)	5,634(7.8)

자료 : BIS, International Banking and Financial Market Developments, 3Q, 1998.

주 : ()내는 전세계 은행에 대한 해당국 은행의 비중(%)

○ **일본은행의 대출 회수 가능성**

- **일본의 금융 구조조정에 따른 국제적인 신용경색 가능성 고조**

- 98년 10월에 금융 구조조정을 위한 일본의 새로운 은행법이 국회를 통과함에 따라 금융 구조조정이 본격화되고 있음
- 새로운 은행법은 회생 가능한 은행에 대한 지원 액수와 정리 대상 은행의 정리 과정에서 소요될 비용 규모 등을 설정하고, 금융 구조조정 및 감독을 총괄할 상위 부서의 설립 근거를 마련해 놓고 있음
- 98년 10월 통계에서 부도 기업수가 전년 동기 대비 53%나 증대하면서 10월까지의 부실 채권 추가 규모가 1,000억 달러에 이르는 것으로 나타났음
- 이에 따라 98년 12월초에 대부분의 주요 은행들에 대해 부실 채권 탕감을 위해 1,000억~7,000억 엔 정도의 일차적인 지원 가능성이 있음을 시사한 바 있음
- 그러나 회생 가능한 은행에 대한 지원 과정에는 자산 관리 등에 대한 엄격한 규제가 적용될 전망이어서 국내외 대출 활동이 크게 위축될 가능성이 큼
- 또한 회생이 불가능하여 정리 대상이 된 은행은 국유화 과정을 거칠 가능성이 큰데, 이러한 과정에서 해당 은행이 대외 자금 조달에 어려움을 겪어 대외 대출

을 회수할 가능성이 제기됨

- **BIS 비율 규정에 따른 일본계 은행의 대출 회수 움직임**

- 98년 10월과 11월에 다수의 일본은행들이 대외 영업 축소 가능성을 제기하였음
 - 이는 은행 감독 기준인 BIS 비율 규정에 부분적으로 기인함
 - 즉, 대외 영업을 하지 않는 은행에 대해서는 BIS 비율 준수 의무가 4%로 되어 있어서 상당수 은행들이 대외 지사를 매각하는 등 영업 활동을 축소시키고 있음
 - 1998년초의 Fuji Bank를 비롯하여, 최근에는 Sanwa Bank 및 Sumitomo Bank와 같은 비교적 큰 은행과 Mitsubishi Trust 및 Nomura Securities와 같은 투자은행 및 증권사까지 그 여파가 미치고 있음
 - 물론 일각에서는 일본계 은행의 해외 영업 축소에 따른 대출 회수가 이미 상당 기간 전부터 지속되어 온 것임을 지적하기는 함
 - 그러나 일본 전역에 금융 빅뱅이 진전되어 해외 영업 축소가 지속되고, 여타 선진권 은행들이 일본은행의 공백을 메워주지 못할 경우에는 일본은행에 대한 의존도가 높은 아시아권 국가의 단기 유동성에 문제가 발생할 수도 있음
-

3. 주요 국제 환율 및 금리

- (엔/달러 환율) 일본은행의 팽창 통화정책, 미국의 고달러 기조 유지로 엔화는 약세가 예상되나, 일본 금융 구조조정 작업이 원만하게 이루어지고 3/4분기 말부터 일본 경제지표가 소폭의 회복세를 보인다면 엔화는 다시 강세로 돌아설 것임
- (달러/유로 환율) 유로화는 유로랜드의 성장 둔화 예상, 금리인하 가능성 고조로 전반적인 약세를 나타낼 것이나, 하반기에는 미국에 비해 저평가된 자산가치가 오르고 ECB의 통화안정 의지에 따라 강세로 돌아설 전망이다
- (국제 금리 전망) 연준의 금리정책 기조에 변화가 없을 것으로 보여 장기금리 수준은 안정적인 것으로 판단되며, 일본 정부의 정부채 매입 재개, 일본은행의 확장 통화정책 추진으로 일본 금리는 하락추세가 전망됨. 유로화 금리도 유럽중앙은행의 금리 하향안정기조에 맞추어 완만한 하락세를 지속할 전망이다

○ 엔/달러 환율 전망

- 엔/달러에 영향을 미칠 주요 변수

- 일본의 확장적 통화정책으로의 이행, 금융회생 작업 진척도, 경기회복 양상, 미국의 금리정책 등이 엔/달러 환율에 미칠 주요 변수임

- 엔화 약세 요인

- 일본정부가 일본의 경기침체가 금리 인하로 해결될 수 없는 구조적 문제인 것을 인식하고 있지만, 디플레 압력이 지속되는 상황에서 팽창적 통화정책이 필요한 시점이라고 판단하고 있음
- 98년에 있었던 대규모 경기 부양책들의 효과가 아직까지 미진한 점도 엔화 약세 요인으로 작용하고 있음

- 엔화 강세 요인

- 반면, 미국의 무역적자가 12월 들어 감소하기는 했으나 여전히 그 규모가 사상 최고치에 이르고 있는 점은 엔화에 강세요인으로 작용할 수 있음
 - 99년 미국 경제의 둔화가 예상되고 있는 것도 엔화 강세요인이 될 수 있음
 - 금융회생 작업의 진척은 단기적으로 엄청난 구조조정 비용을 들게 하는 일본경
-

제에 고통스러운 작업이나 장기적 구조개편의 관점에서 시장내 평가가 긍정적이므로 이는 엔화에 강세요인으로 작용할 수 있음⁴⁾

<엔화 약세 및 강세 요인>

엔화 약세 요인	엔화 강세 요인
<ul style="list-style-type: none"> - 금리 인하, 통화 방출 등 확장적 통화정책 - 재정지출을 통한 경기부양 미진 	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 무역수지 적자 누적 - 99년 하반기중 미국 내수증가세 둔화 등 경기둔화 양상 가시화 - 금융회생 작업 진척

- 종합 평가

- 전반적으로 엔화 환율은 120엔대 중반에서 움직일 전망이다
- 일본은행의 팽창 통화정책이 당분간 계속될 것으로 보이고 미국이 일본과 유럽의 경기부양을 위해 고달러 기조를 유지할 뜻을 비치고 있어 엔화 약세는 미일의 정책적 합의에 뒷받침되고 있음
- 하지만 엔화 하락세는 완만한 방향으로 일어날 것이며, 98년 중반과 같은 급격한 엔화 하락 양상이 일어날 경우, 일본은행의 간헐적 개입이 이어질 것임
- 다만 금융 구조조정 작업이 원만하게 이루어지고 3/4분기 말부터 일본 경제지표가 회복세를 보인다면 엔화는 다시 강세로 돌아설 것임
- 따라서 엔화환율은 당분간 120엔대에서 상승곡선을 나타낼 것으로 보이며, 3/4분기 이후부터 강세로 돌아설 가능성이 높은 것으로 판단됨

<엔/달러 환율 전망(기말기준)>

뉴욕시장	98년	99년			
	12월	1/4분기	2/4분기	3/4분기	4/4분기
현물 환율	120	125	128	123	120

4) 일본 金融監督廳(FSA)은 99년 3월까지 부실채권 정리 작업을 가속화시키고 부실 금융기관의 폐쇄를 언명하는 등 이전보다 훨씬 강한 구조조정 의지를 보이고 있음

- 최근 발표된 미츠이(三井) 신탁과 추오(中央)신탁 간의 합병은 공적자금 투입과 구조조정이 부실 금융기관의 건전성을 제고할 수 있다는 신뢰도를 해외투자자들에게 심어 줌
- 금융기관간 합병에 대한 사전 루머나 주가조작 등이 없어서 금융감독청이 금융부문에 대한 신뢰도를 회복시키는 긍정적인 역할을 수행하는 것으로 받아들여지고 있음
- 그간 은행간 합병문제는 일본 특유의 계열(系列: keiretsu)관계에 입각하여 이루어져 왔으나 금융감독청은 계열관계에 관계없이 구조조정을 위해 가장 좋은 합병 파트너를 찾는 방향으로 작업을 이끌고 있음

○ 달러/유로 환율 전망

- 유로화는 상반기에 현재 추세대로 전반적인 약세를 나타낼 것으로 전망됨
 - 예상과는 달리 미국의 경제성장률이 강세로 나타나고 유로랜드의 성장은 둔화될 것으로 예상되는 점은 달러화 강세요인으로 작용하고 있음
 - 미국의 99년 경제 성장률은 3.4%로서 98년의 3.9%보다 둔화될 전망이나 둔화의 정도는 독일과 프랑스 등 유로랜드에서 더 클 것으로 보임
 - ECB는 유로랜드의 경기둔화에 따라 상반기내 3개월 만기 REPO 금리를 현행 3.0%에서 25bp정도 인하할 가능성이 높은 반면, 미국 연준은 더 이상 금리를 인하하지 않을 방침이어서 미-유럽간 기준 금리차는 현재보다 심화될 전망이다
 - 미국의 경상수지 적자는 달러 약세 요인으로 작용할 것이나 미국의 자산시장은 이러한 적자분을 충분히 충당할 수 있을 것으로 전망됨
 - 이번 G-7 정상회의에서 선진국의 엔화 약세 용인이 암묵적으로 나타난 만큼, 유럽의 경기부양을 위해서라도 당분간 유로 약세기조를 유지할 유인이 있음
 - 그러나 하반기에는 유로가 점차 강세를 나타낼 가능성이 높은 것으로 전망됨
 - 유로랜드의 저인플레이율은 장기적으로 유로 강세요인으로 작용할 것이며, 유럽 중앙은행은 물가안정을 최우선 정책으로 삼은 분데스뱅크의 신뢰성을 유지할 것임
 - 중장기적으로 ECB는 국제적으로 유로에 대한 신뢰도를 지속적으로 제고하여 공격보유고나 결제자금, 외환 거래에서의 그 비중을 늘려나가려는 의도가 강함
 - 지난 브라질 사태에서도 드러났듯이 유로는 달러화에 대한 대용통화로 쉽게 전이되는 모습을 보였고 이전의 독일 마르크화가 수행했던 기능보다 더 중요한 통화로서 작용하고 있음
 - EMU의 중장기적 장래는 매우 불투명하지만, 단기적으로 경기부양과 통화가치 안정이라는 두 가지 목표를 동시에 추구해야 하는 ECB의 입장에서 유로의 과도한 절상과 절하를 막기 위한 미세 조정(fine-tuning) 작업은 계속될 것임
 - 무엇보다 하반기 유로화의 강세를 예상하는 이유는 자산가치 측면에서 유로화는 강세 측면을 가지고 있기 때문임. 미국의 자산가치는 과대평가된 측면이 존재하고 미국 성장 역시 자산 소득 증가에 기반한 소비에 의존하고 있음
 - 그러나 미국 자산이 거품이라는 증거를 명백히 발견하기는 아직 어려운 상태이나 증시가 이미 조정국면을 맞고 있으며, 이에 따른 부의 효과 감소는 소득 증
-

- 가 이상의 민간소비 증가를 지지해내기 어려울 것임
- 특히 유럽 증시 통합 이후의 거래 활성화는 상대적으로 저평가된 유로랜드 기업들의 주가를 상승시킬 것이며, 이는 유럽으로의 자금이동을 유발할 수 있음
- 따라서 유로화 환율은 하반기에 1.15 수준을 넘어설 것으로 전망됨

<달러/유로 환율 전망>

뉴욕시장	1/4분기	2/4분기	3/4분기	4/4분기
현물 환율	1.05	1.08	1.10	1.16

주: 기말기준임

○ 국제 금리 전망

- (미국 금리) 현재의 금리정책 기조에 변화가 없을 것으로 보여 장기금리 수준은 안정적인 것으로 판단됨
 - 연준이 세 차례에 걸쳐 금리를 인하한 이후 국제 자금시장이 신용경색이 상당부분 완화되고 미 증시 활황, 성장세 지속 등 긍정적인 영향을 미쳤음
 - 미국의 4/4분기 경제 성장률은 일반의 예상이었던 4.0%수준을 훨씬 초과한 5.9%를 기록했고 이에 따라 연준은 다시금 경기과열을 우려할 정도가 되었음
 - 이에 따라 연준은 99년 들어 금리인하 기소에서 금리인상 기조로 정책적 타겟을 바꾸어야 하는지에 대해 심사숙고 해왔음
 - 그러나 과열기미를 보이던 증시가 조정국면에 접어들고 있어 이 시점에서 연준이 금리를 인상할 경우 주가가 폭락할 위험이 있음
 - 미국 경제는 현재 과열이나 침체로 단시일 내에 돌입할 수도 있는 상태이나 현재까지 연준이 금리정책을 통하여 이를 잘 조율하고 있는 상황임
 - 따라서 당분간 금리정책에는 변화가 없을 것으로 보이고 신흥시장의 불안 양상이 소강국면에 있어 미국채로의 급격한 자금 이동 가능성도 낮아 미 장기 금리는 5%대 초반에서 안정세를 유지할 전망이다
 - 2월 23-24일에 있을 앨런 그린스펀 의장의 의회증언에서도 금리정책 기조에 별다른 전환은 없을 것으로 보임
- (일본 금리) 일본 정부가 정부채 매입 계계를 밝혔고, 일본은행이 대대적인 확장 통화정책을 추진하기로 한만큼 일본 금리의 하락추세가 전망됨

-
- 당분간 경기부양을 위해 저금리와 엔저를 유도할 필요가 있고 일본은행의 단기 금리 인하 의지가 확고함
 - 따라서 일본 정부채 금리는 98년 상반기 수준인 1.0%수준 이하로 하락할 전망이다
- (유리보) 유로貨 금리는 장단기 금리 모두 유럽중앙은행의 금리 하향안정기조에 맞추어 완만한 하락세를 나타내고 있고, 이러한 추세가 이어질 것으로 보임
- 유럽중앙은행은 공개시장조작금리를 3%로 고정하여 1월중 4회의 단기자금공급 조작(main refinancing operations, 2주 만기)을 실시하였음
 - 단기금리인 EURIBOR(3개월 만기)도 연초 3.23% 수준에서 완만히 하락하여 2월 23일 현재 3.076
 - 장기금리(10년 만기 국채수익률)도 99년 들어 물가안정심리 지속 등으로 더욱 하락하여 2월 중순 현재 3.6% 수준임
 - 유로화 환율 전망에서 나타난 대로 ECB는 앞으로 당분간 정책금리를 변경하지 않겠다고 밝힌 바 있으나, 유로 지역의 경기가 예상외로 빠른 속도로 둔화되고 있어 금리 추가인하에 대한 시장의 기대와 정부의 압력이 높아지고 있음
 - 중남미 금융불안 재연으로 경기둔화가 더욱 심화될 가능성이 있고 EMU의 핵심국인 독일 및 프랑스의 경기둔화가 뚜렷한 것으로 나타나 금리인하 압력이 가중되고 있어 금리인하는 불가피할 것으로 보임
 - 따라서 EURIBOR와 장기금리 수준은 각각 2.7~3.3%수준에서 등락할 전망이다
-

4. 신흥 금융시장

- (중남미) 브라질은 중기적인 경기침체를 겪을 전망이지만 재정 개혁 및 IMF의 경제적 원조로 급격한 파국은 면할 것으로 전망됨
- (러시아) 러시아는 과도한 외채부담에 시달리고 있으나 런던클럽의 우호적 자세에 힘입어 舊소련 채무에 대한 재조정협상, 그리고 IMF와의 구제금융 재개 협상이 이루어지고 있어 소강국면이 지속될 전망이다
- (중국) 중국의 강력한 외환통제, 내수부양을 통한 성장 정책 추진, 아시아 지역에 대한 정치적 고려 등으로 인해 엔화가 급격하게 절하되지만 않는다 면, 위안화 절하 가능성은 낮음
- (여타 동남아 신흥국) 동남아 위기국들의 경우 98년 들어 고갈된 외환보유 고가 크게 증가하고 금융 지표도 비교적 안정됨에 따라 단시일내에 금융위기가 재발할 가능성은 낮음. 다만 경기 침체로 기업 및 금융기관의 수익 및 대외신인도 회복은 지연될 것임
- (시사점) 아시아 신흥국의 경우 위기 상황에서는 벗어났다 하더라도 투자지 입장에서 위험 요인이 여전히 잠복하고 있으므로, 이 지역에 외국인 직접 투자 등 장기성 건전 자금이 유입되기까지는 시간이 걸릴 것임

○ 중남미

- 브라질은 재정 개혁 및 IMF의 경제적 원조로 파국은 면할 전망

- 현재 대다수 경제학자들은 실질실효환율상 1.50이상이 레알화의 적정 명목 환율이며, 자유변동환율제의 도입은 외환위기의 전초가 아니라 경상적자를 해소하는데 도움이 될 것으로 진단하고 있음
- G7과 IMF는 브라질 위기 수습 방안을 논의 중이며, 11월에 약정된 410억 달러의 조기 지원과 추가적인 지원이 검토될 것으로 보임
- 미국 등 주변국들의 위기감이 압박 요인으로 작용해 연방정부와 주정부간에 심도있는 대화와 타협이 이루어지고 있고, 의회에서 재정긴축안이 원만히 통과된 만큼 브라질이 당장 제2의 위기를 맞이하지는 않을 전망이다

- 위기 재발 요인은 잠복

- 그러나 98년말 브라질이 실시한 초긴축정책 등과 같이 중남미 국가들이 실시하
-

고 있는 위기 대응 정책들이 생산 및 소비를 위축시키는 방향으로 집중되고 있어 금년은 물론 중기적인 경기침체를 전망하게 하는 또 다른 원인이 되고 있음

○ 러시아

- 급격한 외채위기에 직면하지는 않을 전망

- 舊소련 채무에 대한 서방 민간 채권단인 런던클럽이 200억 달러의 舊소련 채무에 대한 즉각적인 상환요구 방침을 철회함에 따라 신용등급 하락 이후에도 당장 급격한 외채위기에 직면하지는 않을 것임
- 런던클럽의 투표 결과 600여 회원 은행들 중 과반수가 러시아에 舊소련 채무의 상환 기한을 연장해주기로 동의했음
- 따라서 러시아 정부는 99년 예산안에서 99년 만기 도래하는 외채 175억 달러 중 대부분 舊소련 채무인 80억 달러를 재조정하고, 95억 달러의 외채상환을 위해 52억 달러의 신규차관을 도입하기로 하였음

- IMF와의 구제 금융 재개 협상이 관건

- 러시아 정부는 런던클럽의 우호적 자세에 힘입어 舊소련 채무에 대한 재조정협상, 그리고 IMF와의 구제금융 재개 협상에 보다 박차를 가할 것으로 보임

○ 중국

- 중국 위안화 절하 및 외환위기 가능성은 크지 않음

- 중국은 강력한 외환통제를 실시하고 있으며 1,400억 달러를 넘는 외환보유고에 비해 외환시장 거래규모도 작아서 시장을 통한 절하압력은 매우 약함
 - 또한 중국으로 들어온 단기성 간접 투자자금의 규모는 크지 않으므로 자본의 급격한 유출 가능성은 매우 낮음
 - 게다가 外資企業의 “外換收支 均衡義務”와 자본거래(경상거래 제외)를 위한 외화보유 금지 규정에 따라 다른 신흥시장에서 일어났던 것과 같은 외국 자금의 급격한 이탈은 발생하기 어려움
 - 중국의 99년에도 7%대의 성장이 예상되는데, 이는 수출 확대 없는 강력한 내수 부양만으로 가능할 것으로 보임
 - 따라서 엔화가 급격하게 절하되지만 않는다면, 위안화를 절하할 명분이 약함
-

○ 여타 동남아 신흥국

- 급격한 금융위기 국면에 재진입하지는 않을 전망

- 97년말에 외환위기를 겪었던 아시아 4개국(한국, 태국, 인도네시아, 말레이시아)은 97년 8월부터 12월까지 외환보유고가 330억 달러 이상 유출된 것으로 추계됨
- 그러나 98년 들어 고갈된 외환보유고가 크게 증가하였음

<아시아 10개국 외환보유고 현황(98년 11월 기준)>

	외환보유고 (십억 달러)	외환보유고/ 월평균수입액(배)	GDP 대비 비중(%)
중국	143.7	13.0	15
홍콩	88.4	5.7	52
인도	29.2	10.6	8
인도네시아	21.7	9.9	27
한국 ¹⁾	48.8	6.4	16
말레이시아	23.5	4.8	33
필리핀	10.5	4.1	16
싱가포르	72.5	8.5	85
대만	86.6	10.0	33
태국	28.5	8.0	25
평균	55.3	8.1	31

자료 : 대외경제정책연구원, 「최근국제금융환경변화와 국제금융시장 동향」, 1998.12.

주 : 1) 한국의 경우 99년 2월 15일 현재 외환보유고는 557.8억 달러, 국내 금융기관 해외 점포 예치금을 제외한 가용 외환보유고는 522.2억 달러임

- 이와 함께 금융 지표도 안정됨에 따라 중남미 및 러시아의 상황이 파국 국면으로만 진입하지 않는다면 단시일내에 금융위기가 재발할 가능성은 낮음
- 다만 인도네시아의 금융 지표는 여전히 불안정한 모습을 보이고 있어서 위기 요인이 잠복해 있음

<동남아 각국의 금융 지표 추이>

		1996년말	1997년말	1998년말	1999. 1월말	1999. 2.18
환 율	바트/달러	25.69	46.75	36.72	36.75	36.99
	루피아/달러	2363	5450	8050	9050	8825
	링깃/달러	2.5274	3.8750	3.7950	3.7998	3.8000
	원/달러	844.90	1695.00	1204.00	1175.00	1181.90
주 가	태국	831.67	372.69	355.81	363.00	336.47
	인도네시아	637.43	401.71	398.04	411.93	403.41
	말레이시아	1237.96	594.44	586.13	591.43	566.29
	한국	651.22	376.31	562.46	571.43	536.41

자료 : 한국은행, 「국제금융속보」

- 경기 침체로 기업 및 금융기관의 수익 및 대외신인도 회복은 지연

- 그러나 이들 동남아 외환위기 국가들은 위기 극복 과정에서 이루어진 지나친 긴축 정책의 여파로 상당기간 성장 정체를 겪을 전망이다
- 따라서 개별 기업 및 금융기관의 수익성이 회복되기에는 상당기간이 소요될 전망이다이고, 수익성 회복이 전제되기 이전에는 민간 부문의 대외 신인도 회복은 쉽지 않을 전망이다

<동남아 신흥국들의 경제 성장률 전망>

(%)

		1996	1997	1998(F)	1999(F)
IMF	신흥공업국	6.3	6.0	-2.6	0.5
		1991~1997	1997	1998(F)	1999(F)
세계은행	동남아 4개국 ¹⁾	6.8	3.8	-9.2	-0.5
	동남아위기국 ²⁾	7.0	4.5	-8.0	0.1

자료 : IMF, World Economic Outlook and International Capital Markets, 1998. 12.

World Bank, Global Economic Perspectives, 1999. 12.

주 : 1) 태국, 말레이시아, 인도네시아, 필리핀

2) 한국 포함

○ 신흥 금융시장 전망의 시사점

- 신흥 금융시장의 불안 요인은 여전히 잠복

- 아시아 위기는 중남미 및 러시아 위기의 원인을 제공하였고, 다시 중남미 및 러시아의 위기가 아시아 및 주요 신흥 금융시장의 불안 요인으로 작용하고 있음
- 신흥 금융시장의 불안감 확대는 국제 자본의 이동을 초래하여 주요 국제 금리 및 엔/달러, 유로/달러 등과 같은 주요 환율 등에 영향을 미칠 뿐만 아니라 신흥 금융시장 국가들의 환율 변동성을 확대시킬 것임

- 신흥 금융시장에 대한 국제 신인도 개선은 지연

- 외환위기를 겪었던 아시아 신흥 금융국 및 러시아, 브라질 중에서 한국만이 지난 1월과 2월에 걸쳐 Fitch-IBCA, S&P, Moody's 등으로부터 국가신용등급을 상향 조정 받았을 뿐, 여타 국가들은 신용 등급 상향 조정이 없었음
- 이는 아시아 신흥국의 경우 급격한 위기 상황에서는 벗어났다고 하더라도 투자자의 입장에서 위험 요인이 여전히 잠재하고 있다고 보는 것임
- 따라서 이 지역에서 외국인 직접 투자 등 장기적이고 건전한 자금이 유입되기에는 다소 시간이 걸릴 것임

5. 신흥시장으로의 자본 유입

- (신흥시장으로의 자본 유입 전망) 99년 신흥시장으로의 자본 유입은 금융위기 지속에 따른 국제 금융기관의 대출 기피로 98년 1,520억 달러에서 소폭 감소한 1,400억 달러에 그칠 전망이다
- (선진국의 상황) 美증시의 조정국면 진입은 불가피하며, 이는 금융시장의 신뢰성과 미국경제 성장세에 영향을 미쳐, 신흥시장으로의 자본유입에 심대한 영향을 줄 것임. 엔저가 다시 도래하고 일본 내수 침체상황이 지속될 것으로 보이는 것도 아시아 지역으로의 자본 유입에 부정적 영향을 미칠 것임
- (지역별 순민간자본 유입 전망) 98년 160억 달러로 매우 위축되었던 아시아로의 순민간자본유입은 99년에 330억 달러 수준으로 소폭 회복될 전망이다
금융위기를 겪었던 아시아 5개국에서의 자본유출 규모도 98년의 300억 달러에서 99년에는 50억 달러 수준에 그칠 전망이다

○ 총론

- 99년 신흥시장으로의 자본 유입은 금융위기 지속에 따른 국제 금융기관의 대출 기피로 98년 1,520억 달러에서 소폭 감소한 1,400억 달러에 그칠 전망이다
- (총순민간자본 유입) 라틴 아메리카로의 순민간자본유입은 99년에 97년의 절반 수준인 540억 달러선으로 예측되는 반면 아시아로의 자본유입은 330억 달러에 이르면서 이전의 두 배 이상 수준이 될 전망이다
- (직접투자) 이러한 예상 자금 유입은 직접투자에 기인하는데, 한국과 여타 건전 아시아 국가로의 직접투자자금 유입은 중국과 남미로의 직접투자 자금유입 감소를 상쇄하게 될 것임
- (간접투자) 포트폴리오 투자는 몇몇 신흥시장의 증시 침체로 유출이 많았던 98년의 20억 달러 규모에서 99년에는 190억 달러 규모로 상당수준 회복될 전망이다
- (순민간차입) 민간차입의 경우, 러시아 위기 등으로 인해 97년 1,200억 달러 수준에서 98년에는 390억 달러 수준으로 급감한 바 있음⁵⁾. 99년에는 그 규모가 더욱 줄어들어 170억 달러⁶⁾수준에 그칠 전망이다

5) 이는 러시아와 인도네시아의 이차지급 지연으로 발생한 비자발적인 대출 연장분 60억 달러를 포함한 수치임

6) 이차지급 연기에 따른 대출연장분이 120억 달러정도로 예측되므로 신흥시장에 대한 실제 순신규대출 규모는 50억 달러에 그칠 전망이다

- (상업은행 차입) 상업은행들은 신흥시장에 대해 99년에도 여전히 보수적 자세를 유지할 것으로 보여 신용공여 규모는 80억 달러에 그칠 전망이다. 특히 중남미에 대한 대출 규모를 줄일 것이고 아시아 익스포져 또한 전반적으로 축소할 전망이다
- (비은행 차입) 비은행 민간기관으로부터의 순유입규모도 98년 480억 달러에서 99년 260억 달러 수준으로 더욱 위축될 전망이다. 이에는 러시아와 인도네시아의 이차지급 연기에 따른 非자발적 대출 연장분이 60억 달러 포함되어 있음
- (채권발행) 브라질 사태 이후 신흥시장에 대한 신뢰성이 잠시 하락했으나, 여타 신흥시장의 대응 여건은 이러한 변동성을 흡수할 수 있는 상태로 평가받고 있어서 채권발행은 99년 중에 증가할 전망이다

<신흥시장의 해외차입 규모 추이와 전망>

(단위: 십억 달러)

	1995	1996	1997	1998(e)	1999(f)
경상수지	-85.4	-95.7	-76.2	-40.3	-46.0
순해외차입	269.0	331.7	298.2	201.4	168.6
순민간자본유입	228.4	326.8	259.6	151.9	140.0
순자본투자	106.5	130.5	140.5	113.3	122.6
직접투자	82.1	94.8	116.5	111.0	103.9
간접투자	24.4	35.7	24.0	2.4	18.7
순민간차입	121.9	196.3	119.1	38.6	17.4
상업은행	99.4	121.0	24.8	-9.7	-8.2
비은행민간차입	22.5	75.2	94.3	48.3	25.6
공적기구로부터의 순유입	40.7	4.9	38.6	49.6	28.6
국제금융기구	20.5	7.0	27.2	36.7	14.2
타국정부지원	20.2	-2.2	11.4	12.8	14.4
거주자 순대출	-89.5	-150.3	-179.4	-123.0	-100.0
외환보유고(금제외) (-부호는 외환보유고 증가를 의미)	-94.3	-85.9	-42.6	-38.1	-22.6

자료 : IIF, Capital Flows to Emerging Market Economies, Jan 27, 1999.

○ 선진국의 상황

- 98년말 미국과 유럽의 금리인하가 러시아 붕괴 이후에 크게 축소되었던 신흥시장에의 유동성 유입을 회복시킨 것처럼 자본유입은 신흥시장 사정뿐만 아니라 선진국의 상황에도 영향을 받게 됨
- 금리인하 이후 미국 주가의 회복에도 불구하고 미국 증시의 조정국면 진입은 불

가피하며, 이는 금융시장의 신뢰성에 대한 충격 뿐 아니라 미국경제의 성장세에도 영향을 미쳐, 신흥시장으로의 자본유입에 심대한 영향을 줄 것임

- 엔화가 1월에 강세를 나타내자 아시아 경제에 대한 청신호로 받아들여졌으나 최근 엔화가 다시 급락하고 일본 내수의 침체상황이 지속될 것으로 보이는 것은 아시아 지역으로의 자본 유입에 부정적 영향을 미칠 수 있음
- 낮은 원자재 가격으로 인해 멕시코와 베네주엘라, 중동 국가들과 같은 산유국뿐만 아니라 여타 기초 원자재에 의존하는 신흥국들에게도 상당한 영향을 줄 것임

○ 지역별 순민간자본 유입 전망

- 99년에는 자본유입의 양상이 지역별로 큰 편차를 보일 것으로 예상되는데, 97년에 금융위기를 겪었던 아시아 국가들이 회복세를 타는 반면, 라틴 아메리카 국가들이 남미 금융위기 이후 침체국면에 빠진 것에 기인함
- 98년에 160억 달러로 매우 위축되었던 아시아로의 순민간자본유입은 99년에 330억 달러 수준으로 소폭 회복될 전망이다. 금융위기를 겪었던 아시아 5개국에서의 자본유출 규모도 98년의 300억 달러에서 99년에는 50억 달러 수준에 그칠 전망이다

<금융위기를 겪은 아시아 5개국의 해외차입 규모 추이와 전망>

(단위: 십억 달러)

	1995	1996	1997	1998(e)	1999(f)
경상수지	-41.0	-54.6	-26.3	58.5	43.2
순해외차입	81.5	100.6	28.8	-0.5	-1.2
순민간자본유입	79.0	103.2	-1.1	-28.3	-4.8
자본투자	15.9	19.7	3.6	8.5	18.7
직접투자	4.9	5.8	6.8	6.4	14.2
간접투자	11.0	13.9	-3.2	2.1	4.5
민간차입	63.1	83.5	-4.7	-36.8	-23.4
상업은행	53.2	65.3	-25.6	-35.0	-18.8
비은행민간차입	9.9	18.2	21.0	-1.7	-4.6
공적기구로부터의 순유입	2.5	-2.6	29.9	27.8	3.5
국제금융기구	-0.3	-2.0	22.1	21.6	-2.0
타국정부지원	2.9	-0.6	7.9	6.1	5.5
거주자 순대출	-26.5	-26.8	-35.0	-16.9	-14.9
외환보유고(금제외) (-는 외환보유고 증가 의미)	-14.0	-19.3	32.5	-41.1	-27.0

자료: IIF, Capital Flows to Emerging Market Economies, Jan 27, 1999.

- 특히, 주식시장 강세 예상에 따라 99년에는 아시아 위기국 중에서도 우리나라로는 순유출보다는 순유입이 기대됨. 태국, 인도네시아, 말레이시아에서의 자본유출 규모도 상당폭 감소할 것이며, 필리핀으로의 유입 규모도 꾸준히 증가할 전망이다
- 중국으로의 순민간자본유입은 97년 600억 달러, 98년 380억 달러에서 99년 300억 달러선으로 감소할 전망이다. 이는 주식투자가 여전히 대규모임에도 불구하고 선진은행들의 대출규모가 감소할 것으로 전망되기 때문임
- 라틴아메리카로의 순민간자본유입은 98년 880억 달러에서 99년 540억 달러선으로 급감할 전망이다
- 이는 민간금융기관들의 對브라질 대출 축소와 브라질 사태에 영향받은 인근국들의 신뢰도 하락으로 이들 지역의 금융여건도 악화될 것으로 보이기 때문임
- 따라서 99년 예상되는 540억 달러의 유입도 간접투자보다는 직접투자에 의존하게 될 것으로 보임
- 동유럽 신흥시장으로의 순민간자본유입은 러시아의 이자지불 연기에도 불구하고 99년 400억 달러 수준에서 안정될 것으로 보임. 동유럽의 경제관계가 이제는 러시아보다 서유럽에 더 의존하고 있기 때문임

<라틴 아메리카의 해외차입 규모 추이와 전망>

(단위: 십억 달러)

	1995	1996	1997	1998(e)	1999(f)
경상수지	-31.2	-34.0	-58.1	-83.1	-69.5
순해외차입	71.2	92.5	101.6	100.3	69.6
순민간자본유입	45.2	104.2	106.4	87.6	54.0
자본투자	30.2	50.0	63.5	45.4	43.6
직접투자	24.6	36.8	50.4	48.6	38.5
간접투자	5.5	13.1	13.0	-3.2	5.1
민간차입	15.0	54.2	42.9	42.2	10.4
상업은행	20.2	21.7	16.5	12.2	-3.4
비은행민간차입	-5.2	32.4	26.4	30.0	13.9
공적기구로부터의 순유입	26.0	-11.7	-4.7	12.7	15.5
국제금융기구	15.2	1.1	-1.5	7.6	11.0
타국정부지원	10.8	-12.7	-3.2	5.1	4.6
거주자 순대출	-16.9	-33.9	-29.2	-27.4	-9.9
외환보유고(금제외)	-23.1	-24.7	-14.3	10.2	9.9
(-는 외환보유고 증가 의미)					

자료: IIF, Capital Flows to Emerging Market Economies, Jan 27, 1999.

IV. 國內 經濟에 주는 示唆點

1. 국제 금융 환경 변화의 영향

- (국내 외환 초과 공급) 국제 금융 환경 변화에 의한 외국인 직·간접 투자 증대 및 경상수지 흑자 기조 유지로 인하여 외환공급은 총 456억 달러에 이를 것이며, 이는 외환 유출요인보다 89.2억 달러나 많아 외환공급 우위 기조는 99년에도 지속될 전망이다
- (수출 환경 악화) 엔화는 절하 가능성이 높은 반면, 원화는 외환 초과 공급으로 절상 가능성이 높아 국내 수출 환경에 부정적인 영향을 미칠 전망이다. 게다가 미국 주가 하락시 경기 둔화에 따른 수입 수요 감소도 우려됨. 게다가 일본 및 중남미 등 여타 수출 지역의 여건 개선 미흡하여 전반적인 수출 환경이 악화될 전망이다
- (국제 자금 조달 비용 하락 예상) 그러나 99년에는 국제 기준 금리의 전반적 안정세가 예상되고 있어 국내 금융기관 및 기업이 국제 자금 조달시 지불하는 가산 금리도 금년에는 상당히 하락할 가능성이 큼

1) 지속적 외국 자본 순유입에 의한 외환 초과 공급 예상

○ 99년 외환 공급 요인

- 총론

- 국제 금융 환경 변화에 의한 외국인 직·간접 투자 증대 및 경상수지 흑자 기조 유지로 인하여 외환공급은 총 456억 달러에 이를 것으로 추산됨

- 외국인 직·간접투자

- (외국인 투자자의 투자 전략) 미국 주가의 하향 조정, 중남미 및 러시아 등 신흥 시장의 불안 요인 상존 등에 비추어 보아서 상대적으로 신용도 상승폭이 클 것으로 전망되는 국내로의 외국인 직간접 투자가 늘어날 것으로 예상됨
 - (국내 여건) 특히, 외환자유화로 인한 제도적 여건 및 투명성 확보, 기업 및 금융기관의 구조조정 등에 따라 외국인 투자를 위한 국내 여건도 개선되고 있음
 - (변수) 다만 국내 금융기관 및 기업의 주요 국제 대출선인 일본계 은행이 자국
-

- 내 금융 구조조정의 여파로 당분간 국제 대출 활동을 축소할 것으로 예상됨
- (외국인 직간접 투자 규모 전망) 외국인 직접투자는 99년 약 60억 달러의 유입이 예상되며, 증시의 회복세도 지속되어 포트폴리오 투자도 늘어나 총 70억 달러가 유입될 것으로 보여 외국인 직간접투자는 약 130억 달러에 이를 전망이다
 - (차입 규모 전망) 금융기관의 장기차입금은 50억 달러, 국제통화기금(IMF) 등 국제기구로부터의 차입은 IMF 10억 달러, World Bank 20억 달러, ADB 3억 달러 정도로 추산되어 총 33억 달러에 이를 전망이다

- 경상수지 흑자

- 수출 여건이 호전되지 않는 상황에서 수입이 증가하여 상품수지 흑자폭이 전년에 비해 크게 감소할 것으로 예상되며, 서비스수지도 소비 심리의 완만한 회복과 함께 다시 적자로 반전될 가능성이 높음
- 소득수지는 외채 상환의 지속, 국제 금리 하락 추세, 신인도 회복에 따른 가산금리 하락 등을 감안할 때 전년에 비해 적자폭이 줄어든 243억 달러선으로 전망됨

<99년 수출입 전망>

(억 달러, %)

	1997	1998			1999
		상반기	하반기	연간	연간
수출입차	-84.5	198.8	200.0	398.8	263
수출	1,361.6	670.9	661.3	1,332.2	1,336
(증가율)	(5.0)	(2.8)	(-6.7)	(-2.2)	(0.3)
수입	1,446.2	472.0	461.4	933.4	1,073
(증가율)	(-3.8)	(-36.6)	(-34.3)	(-35.4)	(15.0)
경상수지	-81.7	217	191	408	243
상품수지	-31.8	210	214	424	282
서비스수지	-32.0	7	-6	1	-6
소득수지	-24.5	-20	-27	-47	-38
경상이전수지	6.8	20	10	30	5

○ 99년 외환 유출요인

- 99년에 만기가 도래하여 상환해야 할 액수는 약 366.8억 달러로 추정
- (장기채 상환분) 장기채 1214.8억 달러중 지난해 도입한 IMF자금 180억 달러를 제외한 1034억 달러중 대략 90%가 올해 만기가 아니거나 만기연장이 가능하다

- 고 할 때 10%인 103.4억 달러를 상환해야 함
- (IMF 자금상환) IMF 지원 자금중 99년 만기 도래 총액은 97억 달러임
- (단기채 만기연장) 대외신인도 호전으로 인하여 단기채 대부분의 롤오버가 가능하다고 가정
- (이자지급) 만기도래하지 않은 장기채 이자는 그 이율을 5%선으로 보았을 때 55.8억, 단기는 그 이율을 10%로 보았을 때 30.9억 달러임
- (외평채 원금상환) 외평채발행액 중 올해 상환해야 할 금액은 37.7억 달러이며 상환분을 뺀 잔액 180.3억 달러의 이차지불액은 14.4억 달러임(금리 8% 가정)

○ 99년 외환수지 전망

- 공급 요인이 유출 요인을 초과
- 99년 외환수급에서는 외환공급요인이 외환유출요인보다 89.2억 달러나 많아 외환공급 우위 기조는 99년에도 지속될 전망이다

<99년 외환수급 전망>

(단위: 억달러)

외환공급	외환유출
<ul style="list-style-type: none"> - 경상수지 흑자: 243억 - 외국인직접투자 :60억 - 주식 및 채권 투자 :70억 - 금융기관 장기차입: 50억 - IMF 등 국제기구 추가차입: 33억(IMF 1억, World Bank 20억, ADB 3억) 	<ul style="list-style-type: none"> - 장기외채 상환분: 103억(10%) - IMF자금 만기도래액: 97억 - 이차지급: 장기채 이자는 55.8억(5%), 단기채 이자는 30.9억(10%) - 외평채 원금상환: 37.7억, 이차:14.4억 → 총외채 상환분: 366.8억 - 외환흑자 : 89.2억
총 456억	총 366.8억

2) 수출 환경 악화 예상

○ 환율 요인

- 엔/달러와 원/달러 등 환율 요인은 악화 예상

-
- 국제 금융시장에서 엔화는 달러화에 대해 강세를 보일 가능성이 약함
 - 그러나 국내 외환 시장의 여건은 외국인 직간접 투자 자금의 유입에 따른 자본 순유입으로 원화의 절상 압력이 클 것으로 예상되고 있음
 - 이러한 상황이 현실화될 경우에는 국내 수출 환경에 부정적인 영향을 미칠 전망

○ 수출 시장 여건 악화

- 미국 주가 하락시 경기 둔화에 따른 수입 수요 감소 우려
 - 미국 주가가 하향 조정되고 경기 둔화가 진행될 경우에는 국내 최대 수출국인 미국의 수입 수요가 감소할 가능성이 있음
 - 또한 미국 경기의 둔화와 경상수지 적자의 지속은 반덤핑 및 상계 관세 제소와 같은 통상압력의 증대로 연결될 가능성이 큼⁷⁾
- 일본 및 중남미 등 여타 수출 지역의 여건 개선 미흡
 - 일본 및 중남미 등 여타 주요 수출 지역도 금융 부문의 불안정 요인이 상존하고 있기 때문에 경기가 상승세로 반전될 가능성은 낮음
 - 따라서 이 지역에 대한 수출 여건도 크게 개선되지 못할 것임

3) 국제 자금 조달 비용 하락 예상

○ 국제 자금 조달 비용 하락 요인

- 국제 기준 금리의 전반적 안정세 예상
 - 미국의 금리는 상승 또는 하락 요인이 크지 않은 것으로 나타났으나 경기 둔화의 가능성이 큰 만큼 금리의 상승 가능성은 크지 않을 것임
 - 일본 및 유럽은 경기 부양을 위한 저금리 정책을 당분간 유지할 전망이어서 국제 금융 시장에서의 대표적 조달 금리들이 전반적인 하향 안정세가 예상되고 있음

7) LG 경제연구원의 분석에 의하면, 미국의 실업률이 1% 증가하면 반덤핑·상계관세 제소 건수가 전년 대비 52건이 증가하고, GDP 대비 경상수지 적자 비율이 1% 증가할 때 제소건수는 20건이 증가하는 것으로 나타남(주간경제 504호(1999년 2월 3일)에서 재인용)

- 가산 금리의 안정세 예상

- 게다가 그동안 국내 금융기관 및 기업이 국제 자금 조달시 높은 비용을 지불해야 했던 요인인 가산 금리도 금년에는 상당히 하락할 가능성이 큼
- 중남미, 러시아 등 여타 신흥 금융시장의 위기에도 불구하고 국내의 외평채 가산 금리는 지속적으로 하락세를 보이고 있음
- 이는 여타 지역의 불안감에도 불구하고 한국의 대외 신인도에는 전염효과가 나타나지 않고 있는 것으로 해석할 수 있음
- 따라서 기업 및 금융 구조조정이 완결 단계에 진입할수록 국제 투자자들이 여타 지역에 대한 투자 비중을 국내로 전환할 전망이며, 이 경우 국내 기업 및 금융기관의 자금 조달에 대한 가산 금리도 하향 조정될 수 있을 것임

<외평채 가산금리 추이(base point)>

	98년 6월말	8월말	9월말	12월말	99년 2월 18일
5년물	485	975	745	340	228
10년물	485	1000	715	375	255

2. 시사점

- (정부 정책에 대한 시사점) 엔저 상황에서 자본 유입 초과로 원화가 급격히 절상될 경우 중앙은행의 외환 매입 또는 공공 부채의 조기 상환을 통해 환율 안정을 도모할 필요가 있으며, 美日 등 선진국과 주요 신흥국의 금융 시장 상황을 면밀히 파악하여 신흥시장 위기 재연시 국내 전파를 사전에 막기 위한 정책적 노력이 필요함
- (기업 경영에 대한 시사점) 원화 절상시 가격 경쟁력 약화에 대비한 수출 전략 수립이 필요하며, 구조조정 작업의 차질 없는 수행, 대외 부채 및 자산의 만기 구조 일치화, 신흥시장에 대한 포트폴리오 투자 및 직접 투자 등에 대한 세심한 주의 등이 요망됨

○ 정부 정책에 대한 시사점

- 환율 정책의 신중한 운영 필요
-

- 99년 국제 금융시장 여건을 고려할 때 국내 기업의 수출 여건은 악화될 것으로 전망되는 반면, 국내로의 자본 유입은 크게 증가하여 원화의 절상 압력이 강함
- 물론 외환자유화 등에 의한 자본 거래의 증대는 환율의 변동성 증대를 초래하겠지만, 변동성 증대가 단기 자본의 유출입을 통제하는 역할을 수행할 수도 있음
- 따라서 원화가 균형 환율 수준에서 크게 벗어나지 않은 상황에서 절상될 경우에는 시장 개입은 자제할 필요가 있음
- 다만, 원화 절상 및 엔저가 급격히 이루어질 때에는 한국은행이 유입된 외환을 매입하여 외환보유고를 확충하거나, 공적기관으로부터 차입된 외자를 조기 상환하는 등의 방법을 통해 환율안정을 도모해야 할 것임

- 여타 신흥 금융시장 위험 재연시 전염효과(contagion effects) 방지

- 중남미 및 러시아의 금융위기 상황은 종식된 것이 아니라 잠복 상태에 들어간 것으로 보아야 하며, 이 지역의 위기가 급격히 재연된다면 아시아 신흥국으로 위기 상황이 전파될 가능성을 배제할 수 없음
- 각 지역별 주가간 상관 관계를 보면 동일 지역내 뿐만 아니라 여타 지역의 국가의 주가간에도 상관관계가 증대하는 추세임
- 따라서 미, 일 등 선진국과 여타 주요 신흥국의 금융 시장 상황을 면밀히 파악하여 위기 발생시 국내로의 전파를 사전에 막기 위한 정책적 노력이 필요함

<월간 주가의 지역간 상관관계 계수(기간 중 평균)>

지역	역내 국간 상관관계			역외 국간 상관 관계		
	1970년대	1980년대	1990년대	1970년대	1980년대	1990년대
아시아	0.11	0.11	0.41	0.08	0.25	0.41
유럽	0.14	0.33	0.38	0.07	0.24	0.37
G-7	0.15	0.30	0.29	0.11	0.17	0.22
중남미	0.07	-0.01	0.26	-0.14	0.25	0.32

자료 : Kaminsky and Schmukler, "On Booms and Crashes : Are Financial Markets Becoming More Volatile?", Manuscript, World Bank, 1998.

○ 기업 경영에 대한 시사점

- 원화 절상의 경우에 대비

- 자본의 순유입이 예상되는 상황에서 정부가 환율에 대한 시장 개입을 자제할 경

-
- 우에는 원화 절상이 불가피 함
 - 따라서 국제 금융시장에서 엔화가 약세 기조를 보일 경우에는 가격 경쟁력 약화에 대비한 수출 전략 수립이 필요함
- **해외 자본 유입시 자본 증식성 투자 유치에 주력**
 - 국제 금융 환경에 의해 국내로 해외 자금의 공급이 증대될 뿐만 아니라, 경기의 완만한 회복에 따라 해외 자문에 대한 국내 기업의 수요도 증대할 것임
 - 부채성 외자 차입보다는 지분 참여 등 자본 증식(equity-enhanced investment)을 유도하는 투자 유치에 주력해야 함
 - 따라서 현재 진행되고 있는 재무 구조 건실화 및 기업 경영 투명성 제고 등 각종 구조조정 작업을 차질없이 수행할 필요가 있음
- **대외 부채 및 자산의 효율적 관리**
 - 기업 및 금융기관의 대외부채가 증대하더라도 부채와 자산의 만기 불일치(maturity mismatch) 문제만 발생하지 않으면 심각한 유동성 위기에는 직면하지 않음
 - 따라서 대외 부채 및 자산의 만기 구조를 비슷한 비율로 조성하도록 함
- **신중한 신흥시장에의 투자**
 - 국내 기업 및 금융기관의 신흥시장에 대한 포트폴리오 투자 및 직접 투자 등에 당분간은 상당한 주의가 요망됨

(국제금융팀: 양 두 용 yangdy@hri.co.kr ☎724-40
김 재 철 jckim@hri.co.kr ☎724-402
양 성 수 yangs@hri.co.kr ☎724-4017)
