

## 주요 내용

### 세계 경제

---

#### 개관 : 신흥시장 금융불안 재발 우려

- (동향) 위안화 절하와 홍콩 및 아르헨티나 페그제 붕괴에 대한 우려가 고조됨
- (평가) 위안화는 올 하반기말이나 2000년 초 절하 가능성이 높으며, 홍콩과 아르헨티나의 페그제는 미국 금리 인상시 상당한 타격을 입을 것으로 전망됨

#### 미국 경제 : 인플레이 압력 증대

- (동향) 4월 CPI 급등 이후 5월 들어 인플레이 압력이 가장 중요한 화두로 등장
- (전망) 상충적인 요인들의 중첩으로 6월까지 연준은 상황을 지켜보면서 현 금리수준을 유지시킬 것으로 전망됨

#### 일본 경제 : 침체 지속

- (동향) 생산지표가 4월 들어 다시 악화되었으나 디플레이션으로부터는 서서히 회복되는 양상을 보이고 있음
- (전망) 구조조정 진행과정에서 파생되는 투자 감축과 실업 증가로 인해 경기 부양책에 따른 민간소비 증대 효과가 나타나기까지 매우 긴 시간이 소요될 전망

#### 국제 환율 : 엔화 보합세, 유로화 약세 지속

- (동향) 엔화는 5월중 미국 금리 인상 논의로 한때 약세를 나타냈으며, 유로화는 5월 들어 출범이후 최저 수준인 1.03 달러/유로대까지 하락
- (전망) 엔화는 금리 인상 논의, 남미 금융불안 우려, 미 증시 조정 등의 상충적 변수의 중첩에 따라 달러당 120엔대 초반에서 보합세를 보일 전망. 유럽 경제 침체 지속과 미국 금리 인상 가능성 고조로 유로화 약세국면은 지속

## 신흥시장 금융불안 재발 우려

양 성 수

중국 위안화는 올 하반기말이나 2000년 초 절하 가능성이 높으며, 홍콩과 아르헨티나의 페그제는 미국 금리인상시 상당한 타격을 입을 것으로 전망됨

### 【동향】

- 중국이 6월 10일부로 홍콩에 진출한 외국 금융기관들의 위안화 환전을 금지시킨다는 소식이 전해지면서 위안화 절하에 대한 우려가 고조되고 있음
  - 중국 정부는 위안화 절하 방지를 위해 외환거래에 대한 엄격한 통제를 가하고 있음. 특히 기업들의 달러화 표시 외채 조기상환을 위한 위안화 - 달러화 스왑을 금지하고 30일 이상의 수입신용장 개설에 정부의 승인을 받도록 하였음
  - 중국은 98년 거의 500억 달러의 무역흑자를 기록했고 직접투자 유입은 450억 달러에 이르렀으나 중국의 외환보유고는 50억 달러 증가하는데 그쳤음. 중국 당국은 이러한 모순이 수출업자들이 결제대금을 미처 회수하지 못했기 때문이라고 설명하지만, 진정한 이유는 수출업체들이 위안화 절하를 우려, 순익을 중국으로 환류시키지 않기 때문임
  - 게다가 해외직접투자로 기록된 자금중 거의 절반이, 중국내로 유입된 중국기업 홍콩 자회사의 역외 차입 자금인 것으로 추정됨
- 달러에 대한 페그제를 고수하고 있는 홍콩과 아르헨티나의 currency board가 흔들리는 조짐을 보이고 있음
  - 5월 하순경에는 아르헨티나의 폐소화 절하설이 국제금융시장에 만연하면서 남미 주가를 큰 폭으로 하락시켰음
  - 홍콩과 아르헨티나는 페그제 고수를 통해 97~98년의 통화 위기국면을 넘어섰으나 위기를 겪었던 인근국들이 침체 상황에서 회복세를 타는 반면, 두 나라는 마이

---

너스 성장세를 시현하고 있음

- 특히 미국의 금리인상 문제는 그 어느 나라보다도 페그제를 유지하는 두나라 경제에 미치는 타격이 가장 큼. 미국 금리 인상시에도 두 나라는 페그제를 고수하겠다는 의지를 과시하고 있으나, 두 나라 증시와 거시경제에 중장기적으로 미치는 악영향이 상당히 큰 것으로 보임
- 두 나라는 98년 신흥시장 위기 이후 나타난 심각한 디플레 국면을 타개하기 위해 금리를 낮추어야 하는 상황인데도 페그제 고수를 위해 금리를 인상해야 하는 운명에 놓여있음
- 위와 같은 양상이 중요시되는 것은 미국이 금리를 네 차례나 올렸던 95년의 상황보다 두 나라의 경제 여건이 지나치게 악화되었기 때문임. 당시에는 두 나라가 충분히 고금리를 감내할 수 있었음

## 【전망】

- 위안화 절하는 99년 하반기 말이나 2000년 초에 이루어질 가능성이 높음
- 중국의 무역 구조상 위안화 절하시 수입원자재 가격 상승에 따르는 손실이 크지만, 위안화를 20% 정도 절하할 경우, 경상수지 흑자는 약 120억 달러 정도 상승할 것으로 예상됨(OECD 추정치)
- 여전히 중국 정부는 아시아 경제안정을 위한 위안화 가치 고수 의지가 확고하다고 주장하고 있으나, 절하를 막기 위한 외환통제가 오히려 해외투자유입을 감소시키면서 국제수지에 압박을 가하고 있는 것으로 분석됨
- 현재 중국내 외국기업들은 위안화 절하가능성을 우려하여 헤징을 시도하고 있으며, 주요 펀드들도 중국에서의 투자수익률 산정시 절하 가능성을 염두에 두고 계산하고 있음. 이는 위안화에 대한 절하 압력이 계속 유지될 전망을 시사해주는 것임
- 위안화 절하에는 경제 논리를 떠나 아시아에서의 주도권 장악을 위한 정치논리도 작용하고 있어 중국이 쉽게 위안화를 절하시키지는 않을 것이나, 99년 하반기말에 이르면서 국제수지 압박이 매우 커지고 아시아 경제가 한국과 태국을 중심으로 상당한 회복 실적을 보인 후에는 절하가 단행될 가능성이 큼

- 
- 홍콩과 아르헨티나는 페그제 고수시 정책적 딜레마에 놓일 것이며, 하반기말 상당한 절하압력을 받을 것으로 전망됨
    - 미국 금리 인상 시에도 페그제를 고수하면 고금리에 따른 경제전반의 침체를 받아들이거나 팽창재정정책을 통해 경기침체에 맞서야 하는데 이미 재정적자가 많은 상황에서 재정을 방만하게 운영할 경우 두나라 통화에 대한 신뢰도 자체가 하락하면서 더더욱 절하압력이 거세질 것임
    - 홍콩의 경우 재정적자 규모가 이미 GDP대비 2.8%에 이르렀는데, 페그제 고수를 위해 금리를 유지하거나 인상시킬 경우 항생지수의 지속적인 하락을 유발할 수 있음(항생지수를 구성하는 종목중 절반이 이자율에 민감한 금융 및 부동산 관련 기업들임)
    - 고금리에 대응하기 위한 방편으로 재정적자를 증가시킬 경우 유럽의 사례처럼 만성적인 재정적자와 고실업이라는 구조적 문제를 배태할 수 있는 위험도 있음
    - 따라서 미국 금리 인상시 두 나라의 GDP성장률은 당초 예상보다 더 하락한 -1.5%(홍콩), -2.5%(아르헨티나)로 예상됨
    - 결국 두 나라가 처한 딜레마 속에서 펀더멘탈 대비 고평가된 두 나라 통화가 미국 금리 인상 국면을 계기로 위기를 맞을 수 있는 것임
    - 6월 금리 인상 가능성은 낮지만 하반기중 금리 인상은 두 나라 통화에 잠복해있는 불안 요인을 다시금 촉발시킬 우려가 있음
    - 또한 두 나라의 문제는 위안화 절하와 같은 맥락에서 다루어지며, 위안화 가치 불안시 두 나라의 currency board system이 크게 흔들리게 될 것으로 보임

(yangs@hri.co.kr ☎ 724-4017)

---

# 미국 경제 : 인플레이션 압력 증대

양 성 수

5월 들어 인플레이션 압력이 가장 중요한 화두로 등장하고 있으나 상충적인 요인들의 중첩으로 6월까지 연준은 상황을 지켜보면서 현 금리 수준을 유지시킬 것으로 전망됨

## 【동향】

- 성장세가 유지되는 가운데 인플레이션 압력이 소폭 상승하였음
  - 미국 경제가 전체적으로 강한 성장세를 유지하는 가운데 최근의 가장 큰 논제는 인플레이션 압력임
  - 4월 소비자물가상승률이 예상보다 높게 나타나면서 인플레이션 압력에 대한 우려로 금리 인상 논의가 대두되었음
  - 4월 소비자물가지수는 당초의 예상(0.4%선)을 깨고 유가를 중심으로 한 에너지 가격상승으로 인해 0.7% 상승하였음

## 【전망】

- 인플레이션 압력을 강화시키는 요인
  - 경기선행지표의 하나로 꼽히는 5월 미국 NAPM 지수가 당초 예상보다 크게 증가하여 55선을 넘어서서 경기과열 우려에 따른 금리 인상 가능성을 높이고 있음
  - 신규주택 매출이 감소 예상과는 달리 9.2% 상승한 것으로 나타난 것도 인플레이션 압력 증가의 한 요인으로 분석되고 있음
  - 제조업 신규 주문이 감소하고는 있지만 침체를 겪은 운수장비 산업의 신규 주문이 12.3% 감소한 것을 제외한다면, 신규 주문은 0.5% 상승한 것으로 나타나고 있음
  - 최근 들어 신흥시장 수요 회복에 따른 제조업 주문 증가가 이어질 것으로 보이며, 특히 자동차 부문의 매출은 두 자리수로 성장하고 있음
  - 또한 5월 비농업부문 고용자수가 전월대비 더욱 증가할 것으로 예상되는 등 고용 지표의 강세가 유지될 전망이다

- 인플레이 압력을 약화시키는 요인

- 4월 제조업 신규 주문액이 1.2% 하락하고 非제조업 부분의 NAPM지수는 4월 62에서 5월에는 60으로 하락한 것으로 나타나 인플레이 압력 우려를 덜어주고 있음
- 또한 4월 개인소비가 전월대비 0.4% 증가하는 등 강세를 지속하고는 있지만, 그 증가세는 분명히 둔화되는 추세임

- 상충적인 요인들의 중첩으로 6월까지 연준은 사태를 더 지켜보면서 현 금리 수준을 유지시킬 것으로 전망됨

- 금리 인상 없이 자연스런 경기연착륙이 이루어지는 것이 연준이 바라는 가장 이상적인 결론이지만, 이를 위해서는 개인소득 증가율을 지속적으로 초과해온 개인소비지출의 증가 둔화세가 관건으로 작용할 전망이다
- 두 지표간의 관계는 위의 표에서와 같이 4월 들어 증가율이 역전되는 양상을 보이고 있으나 NAPM 등 선행지표가 강세를 보이고 있어 5월과 6월의 실적이 대단히 주목됨
- 6월까지 美연준은 금리를 인상하지 않고 지켜볼 것이지만, 제조업 부분의 지표들이 전체적인 강세를 유지하고 주택 매출 등 소비지표가 지속적 강세를 보인다면, 하반기중 금리 인상이 현실화될 것임
- 자연스러운 경기 조정국면 진입이 이루어질지, 아니면 경기과열 진행에 따른 연준의 개입이 이루어질지의 판단은 5월, 6월의 지표에 따라 결정될 것으로 보임

<최근 미국 개인소득 및 소비지출의 증감 추이>

(단위: %)

	1998	1999			
	12월	1월	2월	3월	4월
개인소득증가율(경상)	0.0	0.6	0.5	0.3	0.5
가처분소득					
경상	-0.1	0.7	0.4	0.4	0.5
불변(92년 기준)	-0.2	0.5	0.4	0.4	-0.1
개인소비지출 증가율					
경상	0.9	0.6	0.8	0.5	0.4
불변(92년 기준)	0.8	0.4	0.8	0.5	-0.1

주: 증가율은 전월대비임  
724-4017)

(yangs@hri.co.kr ☎)

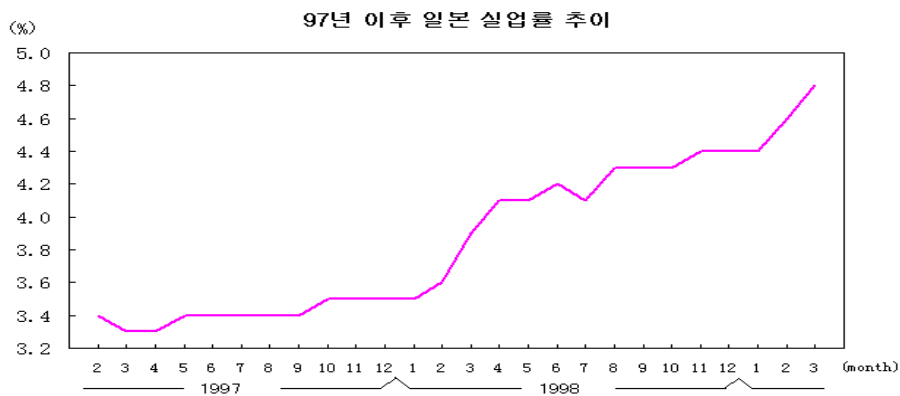
## 일본 경제 : 침체 지속

양 성 수

일본의 생산지표는 4월 들어 다시 악화되었으나 디플레이션으로부터는 서서히 회복되는 양상을 보이고 있음. 하지만 구조조정 진행과정에서 파생되는 투자 감축과 실업 증가로 경기부양책에 따른 민간소비 증대 효과가 나타나는데는 매우 긴 시간이 요구됨

### 【동향】

- 3월까지 회복세를 보이던 주요 생산 지표가 4월 들어 다시 악화되고 있음
  - 3월 산업 생산은 전월대비 2.2% 상승하였으나, 4월 산업생산은 운수장비, 전자기계 업종의 부진으로 전월대비 -2.7%의 성장을 기록하였음
  - 선적액 역시 위의 두 가지 업종을 중심으로 전월대비 -4.3% 상승을 기록하였음
  - 구조조정에 따라 4월 실업률은 여전히 4.8%로 유지되고 있으며 4월 소비자물가 상승률은 전월대비 0.5%를 기록, 조금씩 디플레이션 함정으로부터 벗어나는 양상을 보이고 있음



자료: 일본 통계청, 99.6.1.

- 부실채권 처리문제에서는 진척을 보이고 있음. 금융구조조정 지원을 위한 재정자금 투입뿐 아니라 외자유치를 통한 방식이 이루어지고 있음

- GE capital이 스미토모 신탁의 리스업무 부분을 인수했고, 오릭스社의 미국 자회사인 US Orix도 NEC의 리스부분을 인수하기로 했음. 부실 부분의 인수 합병에 따른 일본 자금시장의 효율성 제고는 신용경색 해소에 도움을 줄 전망이다
- 4월 가계소비지출은 전년동기대비 명목 0.9%, 실질기준 0.7%하락한 것으로 나타나 민간소비 약세가 지속되고 있음

## 【전망】

- 기업들의 경기 인식은 서서히 호전되고 있으나 전반적 경기침체는 지속
  - 산업생산이 전월대비 소폭 감소하기는 했으나 운수장비와 기계류의 재고조정 과정에서 생긴 결과로 보이며 5월 지표는 회복세를 나타낼 전망이다
  - 민간 금융기관의 위험기피적 자세는 여전하나 정부의 대대적인 지급보증에 따라 파산율은 상당폭 감소할 전망이다
  - 실업상황은 구조조정 진행에 따라 전혀 개선되지 않을 전망이다 6월중 4.9%로 상승할 것으로 보임
  - 전반적으로 볼 때, 민간소비 부진 지속, 투자 부진, 산업생산의 소폭 회복과 신용경색 완화, 고실업 등의 양상이 계속 이어질 것임
  - 누차 지적된 대로 단기적인 실업률 급증 등 부작용을 감수하고 대대적인 구조조정을 단행하는 문제와 민간소득 증대를 통한 내수부양에 힘을 쏟고 있으나 두 가지 목표를 충족시키는 것은 매우 긴 시간이 요구됨

### < 최근 일본 주요 경제지표 추이 >

(단위:%, 십억 달러)

	98.11	98.12	99.1	99.2	99.3	99.4
산업생산 증가율	-5.6	-6.5	-7.9	-5.2	-1.2	-1.7
건설수주액	-21.4	-3.7	-12.5	-2.3	-	-
기계수주	-12.3	-15.5	-15.7	-9.8	-7.5	-
재고/선적·출하비율(95년=100)	111.2	107.4	104.8	109.8	105.2	105.6
소비자물가상승률	0.8	0.6	0.2	-0.1	0.1	0.1
도매물가상승률	-2.2	-2.2	-2.3	-2.1	-1.9	-1.9
실업률	4.4	4.4	4.4	4.6	4.8	4.8
무역수지(십억 엔)	1,414	1,079	1,323	858	1,103	1,052

주: 증가율은 모두 전년동기대비  
724-4017)

(yangs@hri.co.kr ☎)



## 엔/달러 환율: 엔화 보합세

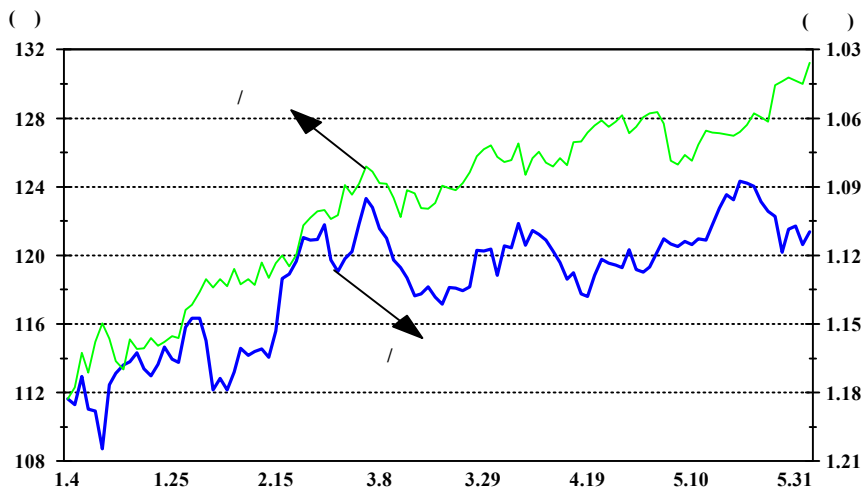
양 성 수

엔화는 5월중 美금리 인상 논의로 한때 약세를 나타냈으나, 6월중에는 금리 인상 논의, 남미 금융불안 우려, 미 증시 조정 등의 상충적 변수의 중첩에 따라 달러당 120엔대 초반에서 보합세를 보일 전망이다

### 【동향】

- 5월중 엔/달러 환율은 미국 금리인상 논의와 더불어 99년 들어 최고치인 124엔대까지 상승했다가 다시 120엔선으로 회귀하였음
  - 최근 엔화가 120엔대로 돌아온 것은 5월 중순 달러화 강세로 차익을 올린 기관들의 이식매물이 나온 데 따른 것임
  - 미국 금리 인상 논의는 달러화 강세요인이지만, 인상 논의 자체가 증시에 악영향을 주면서 최근에는 오히려 달러화 약세요인으로 작용하기도 하였음
  - 그러나 이러한 상황은 이미 시장 참여자들이 충분히 인식하는 것이었으므로, 엔화 시세에는 큰 영향을 미치지 못했음

<99년 이후 엔/달러, 달러/유로 환율 추이>



### 【전망】

- 6월 엔화는 보합세를 유지할 전망이다

- NAPM 지수 상승 등 인플레이 압력에 따른 금리인상 우려는 여전히 높은 상황인데, 6월 29일로 예정된 FOMC 정례회의가 다가오면서 이러한 우려는 증폭될 전망이다
- 그러나 개인소비지출 등의 주요 지표 증가세가 둔화되는 양상이어서 연준은 일단 6월에는 경기지표의 추이를 더 지켜볼 것으로 보여 금리인상 논의가 엔화를 급락시킬 가능성은 적음
- 반면, 아르헨티나의 고정환율제 포기 가능성이 고조되는데 따른 중남미 금융불안 확산 가능성은 엔화의 상대적 강세 요인임
- 미국 증시의 하락도 엔화의 강세를 가져올 수도 있으나, 과대평가된 美주가가 서서히 조정 압력을 받을 것은 예상된 사실이므로 엔화가 급격히 강세로 돌아설 가능성은 낮음
- 여전히 일본은행측은 현재의 엔/달러 환율수준을 크게 변경시킬 의사가 없는 것으로 보이며, 일본기업들의 99년 채산성 확보 환율 수준이 115~120엔 선으로 조사되고 있어 일본정부 역시 수출경쟁력 약화를 우려하여 엔/달러 환율이 115엔선 이상 이하로 떨어지는 것을 저지하려는 의도가 강함
- 이같이 상충적 요인들의 상호작용으로 인해, 美주가 변동이나 남미 금융 불안 양상, 금리 인상 논의 등에 따라 2~3일간 급변 장세가 나타나더라도, 6월 엔/달러 환율도 5월의 수준과 비슷한 120엔대 초반에서 움직일 것으로 전망되고 있음

< 6월 엔/달러 환율 전망 >

뉴욕시장	98년	99년					
	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월(f)
현물 환율	113.45	116.35	119.05	118.85	119.33	121.70	121~122

주: 기말 기준임

(yangs@hri.co.kr ☎)

724-4017)

---

## 달러/유로 환율 : 유로화 약세 지속

양 성 수

유로화는 5월 들어 출범 이후 최저 수준인 1.03 달러/유로대까지 하락하였으며, 유럽 경제 침체가 지속되는 상황에서 미국 금리 인상 가능성까지 고조되고 있어 유로화 약세국면은 지속될 것으로 보임

### 【동향】

- 유로화는 5월 중에도 코소보 사태 악화, 유럽 경기 침체, 미국 금리 상승 등에 따라 약세를 지속함
  - 유로화는 연일 출범 이후 최저치를 갱신하여 현재 1.03달러/유로 대까지 하락하였음. 유럽중앙은행 관계자들은 유로화 약세에 대해 간간히 구두개입(verbale intervention) 의사를 표명했으나 시장참가자들은 유럽 지도자들이 유로화 약세를 비교적 방임하는 것으로 받아들이고 있어 큰 효과를 거두지 못했음
  - 유럽 금리가 낮게 유지되는 가운데 미국 금리 인상 논의 이후 미국채 금리(30년 물)는 상승세를 유지하여 현재 5.8%선에 이르고 있음
  - 세르비아계가 코소보 평화안을 받아들여려는 움직임을 보이고 있으나, 평화 정착에 놓여 있는 숭한 난관들은 유로화 약세 요인으로 작용하고 있음
  - 게다가 유럽 경기회복에 대한 시장 참가자들의 회의적 시각이 바뀌지 않고 있어 유로가 험사리 강세로 돌아서지 못하는 것임

### 【전망】

- 유로화는 6월중에도 약세를 지속할 것으로 전망됨
  - 미국의 5월 고용지표가 강세를 나타낼 것으로 예상되는 가운데 점증하는 인플레이 압력에 따른 달러화 강세 압력은 엔화보다 유로화에 강하게 작용하고 있음
  - 유로랜드의 실업률 수준은 10.7%선이 그대로 유지될 것으로 전망되며, 독일의 산

업 생산 증가율이 98년 7월 이래 지속적으로 감소하고 있는 등 유로랜드의 경기 회복에 대해 시장의 시각은 비관적임

- 유로랜드는 내수 부진보다는 수출 감소가 심각하며, 가격경쟁력 회복을 위해 당분간 유로 약세를 유지해야 할 필요가 있어 저인플레이하의 고실업이 이어지는 한 ECB는 유로화 약세를 받아들일 수밖에 없을 것으로 전망됨. 이에 따른 유럽 정부들의 유로화 약세 방임 우려도 지속적인 하락 압력으로 작용하고 있음
- 이러한 상황에서 시장내 공통된 인식은 EMU 주요국인 독일, 프랑스, 이탈리아가 경기부양을 위해 적극적인 정책을 펴지 못하고 있다는 것임
- 달러와 유로가 곧 등가(parity)에 이를 것이라는 기대가 높아지는 가운데 마르크와 유로간 교환비율을 근거로 보았을 때, 마르크가 달러당 1.9000선을 기록했던 89년말(유로화로는 1.0294 달러/유로) 이후 마르크의 반등이 시작되었던 점을 감안하면, 1.03달러/유로 선이 1차적 저항선으로 작용할 것으로 보임
- 그러나 이는 기술적 분석의 결과에 불과하며, 현재의 시장내 장세로는 1.03선이 무너질 경우 달러와 유로의 1:1 교환이 가능할 수도 있음
- 이에 따라 달러/유로 환율은 1.03선에서 반등을 시도했다가 6월 하순 FOMC회의를 앞두고 1.00선까지 떨어질 전망이다. 그러나 이번 회의에서 금리인상 결정 가능성은 낮으므로, 유로화는 월말 1.02~03선으로 회복할 전망이다

**< 6월 달러/유로 환율 전망 >**

뉴욕시장	출범초	1월	2월	3월	4월	5월(f)	6월(f)
현물 환율	1.1827	1.1360	1.1025	1.077	1.0580	1.0437	1.02~1.03

주: 기말 기준임

(yangs@hri.co.kr ☎ 724-4017)