

## 주요 내용

### 세계 경제

#### 개관 : 美증시 조정국면 진입

- (현황) 금리 상승 및 자금의 해외 이탈로 다우존스 주가지수는 10일간에 걸쳐 큰 폭의 조정세를 겪음
- (전망) 달러화가 완만한 약세를 나타내고, 금리인상 가능성이 상존하고 있어 美주는 꾸준히 조정 압력을 받을 전망이다

#### 미국 경제 : 연말까지는 강세 지속

- (동향) 내수 강세가 지속되어 전반적 경기상황은 좋으나 과열을 우려하는 연준의 금리 인상 기조에 따라 소비지출도 영향을 받을 전망이다
- (전망) 하반기에는 재고투자 증가로 성장률 상승이 예상되나 2000년 상반기 이후 내수둔화로 경기연착륙이 전망됨

#### 일본 경제 : 체감 경기 회복세

- (동향) 산업생산 수준이 점차 회복세를 보이고 체감경기가 빠른 속도로 회복되고 있으나 민간소비와 설비투자의 부진은 여전한 상태임
- (전망) 생산 및 출하 등 경기지표는 회복을 지속할 것이나 최근의 기업 및 소비자 실사지수가 현실화되어 성장잠재력이 확충되는 시점은 2000년 상반기 이후가 될 전망이다

#### 국제 환율 : 엔화 강보합세 예상, 유로화 완만한 강세 지속

- (동향) 9월중 엔화는 일본 경기회복에 대한 기대감으로 한때 달러당 100엔 선을 위협하기도 했음. 유로화 역시 유럽 경기 상황 호전으로 9월 중 강세를 지속하여 1.07 달러/유로 대에 이르렀음
- (전망) 미국 금리 인상 가능성, 美증시 조정, 일본 추가부양책 발표 등으로 엔화는 105엔 선을 중심으로 강보합세를 형성할 전망이다. 유로화는 ECB의 단기 금리 인상 가능성에 따른 수익률 증가, 금리인상에도 불구하고 지속되는 증시로의 자금 유입, 경기 호조세 등으로 완만한 강세 기조를 탈 전망이다

현안 분석

### 美증시 조정국면 진입

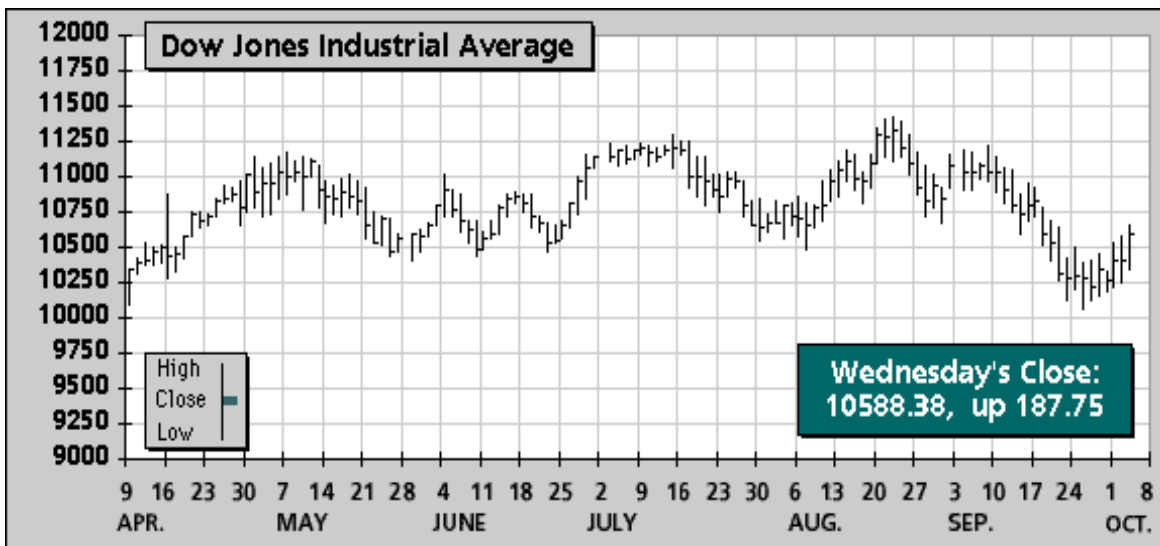
양 성 수

9월말~10월 초 다우존스 주가지수는 큰 폭의 하락세를 나타냈음. 달러화가 완만한 약세를 나타내고, 금리인상 가능성이 상존하고 있어 美주가는 꾸준히 조정 압력을 받을 전망이다

#### 동향

- (하락세 시현) 최근 다우존스 주가지수는 금리 상승과 투자자금의 해외 이탈로 10000p대로 하락하였음
  - 최근 다우존스 주가지수의 움직임은 美달러화 가치 및 美국채 금리 수준과 긴밀히 연결되어 있음
  - 일반적으로 금리 상승은 주식가격하락으로 이어지는 것이 보통임. 90년대 들어 거래일의 72%에서 두 변수간의 음(-)의 상관관계를 도출할 수 있었음. 99년 들어서는 거래일의 82%에서 두 변수간 음의 상관관계가 나타났음

<다우존스 주가지수의 최근 추이>



자료: Wall Street Journal, 10/07/99.

- 금리상승으로 인해 다우존스 주가지수는 10일간에 걸쳐 큰 폭의 조정세를 겪은 바 있음. 연준이 10월 5일의 정례회의에서 금리인상을 결정하지 않은 관계로 주가는 다시 상승국면에 있지만, 11월 금리인상 여부에 따라 주가에 미치는 영향이 달라질 수 있음
- 또한 S&P 500 지수는 교역량 가중 평균 달러화 환율에 매우 강한 양(+)의 상관관계를 보여주고 있음
- 최근 금리가 상승세를 나타내자 美증시 약세를 우려한 투자자들이 달러화를 매도하고 이에 따라 달러화가 약세를 나타내는 양상을 보여주고 있음. 달러화 약세는 또다시 주가 약세를 이끌어내는 악순환의 고리를 형성하고 있음
- 양 변수 간의 인과관계 검증을 통해 드러난 결과는 기간별로 차이가 생기는데, 90년대 중반에는 달러화 약세가 주가 하락을 유발했지만, 최근에는 주가 하락세로 인해 저달러가 야기되는 양상도 나타나고 있음

## 전망

- (조정 압력) 달러화가 완만한 약세를 나타내고, 금리인상 가능성이 상존하고 있어 美주가는 꾸준히 조정 압력을 받을 전망이다
  - 재무성의 고달러 기조 유지에도 불구하고, 막대한 경상적자로 인해 달러 약세가 유발되어야 한다는 미국내 여론이 많음. 증시에의 파장을 고려하여 재무성이 명시적으로 고달러 기조를 버릴 수는 없겠지만, 완만한 달러 약세는 용인할 것임
  - 연준이 최근의 생산성 증가를 감안하여 소비 지표가 재상승함에도 불구하고 금리를 인상시키지는 않았지만, 11월중 내수강세 지속에 대한 우려, 임금비용 상승 추이에 대한 우려로 금리를 25bp 정도 인상할 가능성이 큼
  - Y2K 문제에 대한 대비를 위해 기업들이 현금보유비중을 늘리거나 안전자산으로 투자비중을 높이고 있어 연말이 다가오면서 美국채에 대한 수요가 급증하면서 장기금리가 하락할 가능성도 있으나 전반적인 금리 상승 기조는 유지될 전망이다
  - 그러나 버블 붕괴와 美증시 폭락과 같은 극단적 상황보다는 미국 주가가 조정 국면을 맞이할 가능성이 높을 것으로 보임

(yangs@hri.co.kr ☎ 724-4017)

## 미국 경제 : 연말까지는 강세 지속

양 성 수

내수 강세가 지속되어 전반적 경기상황은 좋으나 과열을 우려하는 연준의 금리 인상 기조에 따라 소비지출도 영향을 받을 전망이다. 하반기에는 재고투자 증가로 성장률 상승이 예상되나 2000년 상반기 이후 내수둔화로 경기 연속룩이 전망됨

### 동향

- (강세의 지속) 전반적 경기상황은 연준이 금리인상을 고려할 정도로 강세기조를 유지하고 있음
  - 상반기 GDP 증가율은 3%로 나타나 연준의 인플레이 압력없는 잠재성장률 수준과 거의 일치했으나 인플레이 압력이 여러 지표들간에 상이하게 나타나고 있어 연준이 정책방향을 완전히 선회하기 힘든 상황임
  - 소비지출은 그간의 둔화양상에도 불구하고 8월 들어 전월대비 0.8% 증가했고 개인소득도 0.5% 상승하였음
  - 산업생산도 강세를 지속중이며, 내구재 주문액은 8월 0.9% 상승에 이어 10월에도 1.2% 상승하였음. 이는 3/4분기 중에도 자본재 지출이 20% 이상 상승할 것임을 예고함

### <최근 미국 개인소득 및 소비지출의 증감 추이>

(단위: %)

	1999							
	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월
개인소득증가율(경상)	0.6	0.4	0.3	0.4	0.3	0.7	0.2	0.5
가처분소득								
경상	0.7	0.4	0.4	0.4	0.2	0.7	0.1	0.7
불변(92년 기준)	0.5	0.4	0.3	-0.2	0.3	0.8	-0.1	0.5
개인소비지출 증가율								
경상	0.6	0.8	0.6	0.6	0.5	0.3	0.4	0.9
불변(92년 기준)	0.4	0.8	0.5	0.0	0.6	0.4	0.1	0.6

주: 증가율은 전월대비임

- (경기 과열 우려) 내수강세가 지속되자 연준은 인플레이 압력에 따른 경기 과열

---

### 을 우려하고 있음

- 미국의 소비지출이 꾸준히 강세를 보여온 이유는 전체적으로 경기가 호황 국면에 있었기 때문이기도 하지만, 증시 활황과 금리 안정 기조 유지의 영향이 컸음
- 연말 특수로 인해 소비강세는 당분간 이어질 수 있으나 금리 상승 예상과 더불어 증시가 조정국면을 맞는다면, 소비지출이 서서히 감소하게 될 것임
- 소비지출 증가율이 소득 증가율을 계속 상회하면서 가계의 차입부담이 87년 이래 가장 커졌으며, 또한 주택 저당도 일반화된 상태라서 금리 상승세뿐만 아니라 상승 예상이 향후 소비지출 증가를 막는 요인으로 작용할 것임

#### - (금리 소폭 상승) 금리가 상승 기조에 있지만 그 폭이 크지는 않을 전망이다

- 연준이 11월 금리를 인상한다 해도 그 폭은 25bp에 그칠 것이며, 시장의 자율조정을 유도하게 될 것임. 미국 증시의 조정국면은 불가피하며, 이는 연착륙의 시작점이 될 것으로 보임
- 또한 Y2에 대비한 기업들의 현금보유 증가와 함께 미국채 등 안전자산으로 자금이 이동하는 것은 금리 하락 요인으로 작용할 수 있어 연준의 금리 인상 기조에도 불구하고 4/4분기 금리가 크게 상승하지는 않을 전망이다

#### - (경기 연착륙) 99년 하반기의 성장률 상승은 일시적으로 보이며 2000년 상반기부터 경기둔화 양상이 나타날 전망이다

- 현재까지 전망으로는 3/4분기, 4/4분기 미국 경제성장률은 4.1%로 상반기보다 오히려 높아질 전망이다, 이는 재고투자 증가와 무역적자 소폭 하락에 기인함
- 상반기에는 재고가 급감했고 무역적자가 사상최고치를 지속적으로 돌파하여 성장률을 2.5%p 정도 하락시킨 것으로 평가되나, 하반기에는 Y2K를 대비한 기업 재고가 늘고 두 달 연속 내구재 주문이 큰 폭으로 상승하고 있어 재고투자가 더욱 증가할 전망이다이며 이는 하반기 경제성장률을 1%p 정도 높일 것으로 보임
- 따라서 소비지출 둔화가 시작되는 시점인 2000년 상반기부터 경기둔화 양상이 나타날 것임

(yangs@hri.co.kr ☎ 724-4017)

## 일본 경제 : 체감 경기 회복세

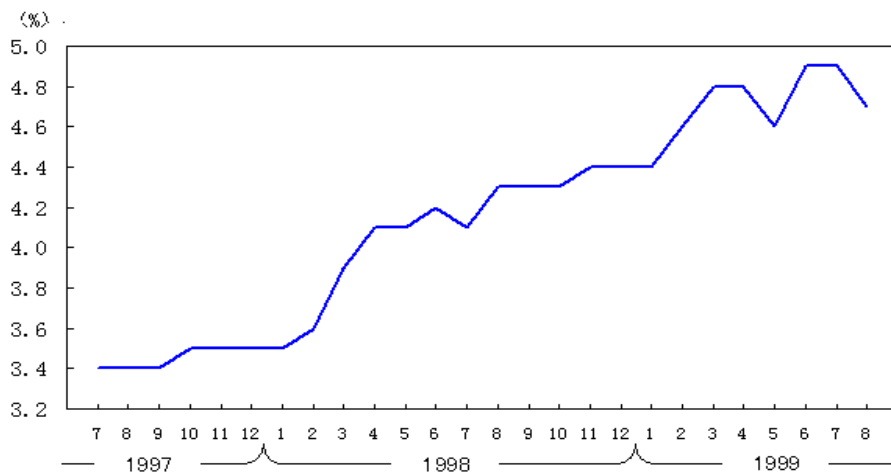
양 성 수

산업생산 수준이 점차 회복세를 보이고 체감경기가 빠른 속도로 회복되고 있으나 실질적인 민간소비와 설비투자의 부진은 여전한 상태임. 일본이 본격 경기회복 국면으로 진입하는 것은 2000년 상반기 이후가 될 전망이다

### 동향

- (생산수준 회복세) 산업생산이 2개월 연속 증가하고 소비자물가지수가 플러스로 돌아서는 등 경기회복에 청신호가 나타나고 있음
- 8월 산업 생산은 전월대비 4.6% 증가하고, 출하액 역시 전월대비 4.0% 증가하는 등 2달 연속 생산 증가세가 이어졌음. 이는 전기기계류 및 운수장비 업종의 생산 증가에 기인한 것임
- 지난 6~7월 4.9%로 전후 사상 최고치에 이르렀던 실업률도 4.7% 수준으로 하락하였음
- 소비자물가지수는 8월 들어 +0.3%로 반전하는 양상을 나타냈으며, 특히 미리 발표된 9월 동경지역의 물가상승률은 0.4%를 기록하는 등 오랜만에 상승세를 나타내고 있음

<최근 일본 실업률 추이>



자료: 일본 통계청

## 전망

- (내수주도 회복은 시기상조) 경기국면이 회복세로 바뀐 것은 분명하지만, 내수 주도의 경기회복 국면에 진입한 것으로 보기는 어려움
  - 가계 월평균 생활비 지출은 전년동기대비 실질기준 0.1% 상승하는데 그쳤으며, 노동자 가계의 경우에는 오히려 1.1% 감소한 상황임
  - 물론 소비자신뢰지수가 상승세를 나타내고 있긴 하지만, 실업률 수준이 여전히 높아 일본 평균 근로자의 소득 및 소비지출 양상은 여전히 침체상태에 있어 소비주도의 경기회복은 아직 이름
  - 실업률이 일시적으로 4.7%로 하락했지만, 일본 기업 및 금융 구조조정 과정에서 대기업 잉여인력이 중소기업으로 흡수되고 신용경색 현상이 약간 완화된 것에 기인하고 있어 실질적인 구매력 증가로 연결되는 근거로는 미약함
  - 일본은행이 발표한 短觀에서 나타난 바와 같이 기업실사지수(BSD)는 대기업 중심으로 긍정적인 반응을 나타내고 있지만, 설비과잉에 따라 실제 설비투자 증가 계획은 여전히 부진하여 이것이 순익증가로 이어지는 데는 시간이 소요될 전망이다
  - 종합적으로 살펴볼 때, 기업 및 소비자들의 체감경기가 빠른 속도로 회복되고 있으나 실질적인 소비지출과 설비투자 증가가 여전히 부진한 상황이므로 일본경제가 본격 회복 국면에 진입하는 것은 2000년 상반기 이후가 될 전망이다

### < 최근 일본 주요 경제지표 추이 >

(단위:%, 십억 엔)

	99.1	99.2	99.3	99.4	99.5	99.6	99.7	99.8
산업생산 증가율	-7.9	-5.2	-1.2	-1.7	-0.2	-0.2	-0.6	4.6
재고/출하비율(95년=100)	104.8	109.8	105.2	105.6	106.9	104.3	101.3	99.4
소비자물가상승률	0.2	-0.1	0.1	0.1	-0.4	-0.3	-0.4	0.3
도매물가상승률	-2.3	-2.1	-1.9	-1.9	-2.0	-1.7	-1.5	-1.3
실업률	4.4	4.6	4.8	4.8	4.6	4.9	4.9	4.7
무역수지(십억 엔)	1,323	858	1,103	1,052	1,213	1,054	1,233	955.5

주: 증가율은 모두 전년동기대비

(yangs@hri.co.kr ☎ 724-4017)

## 엔/달러 환율: 강보합세 예상

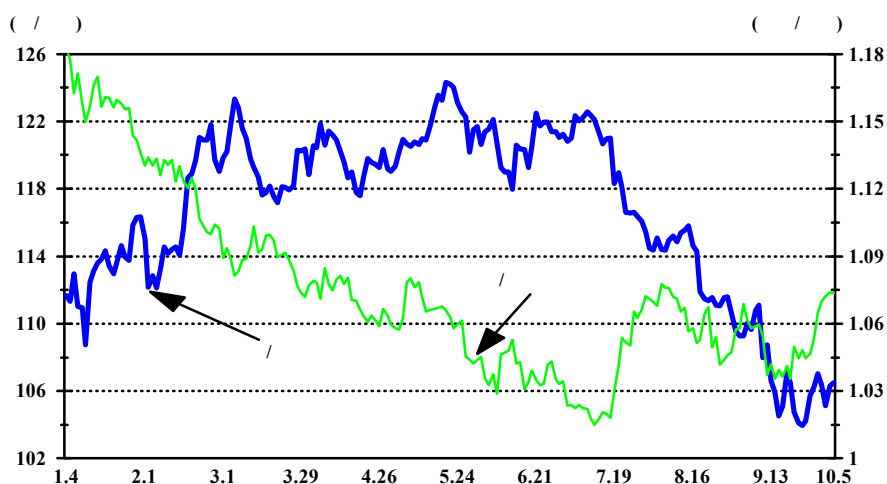
양 성 수

엔화가 상승세를 지속하여 한때 달러당 100엔 선을 위협하기도 했음. 일본은행의 금융 완화정책과 美증시의 변동에 따라 엔화는 잠시 하락할 수 있으나 110엔 선이 강력한 저항선으로 작용할 전망이며 105엔 선을 중심으로 강보합세를 형성할 전망이다

### 동향

- (상승세 지속) 엔화가 상승세를 지속하여 한때 달러당 100엔 선을 위협하였음
  - 9월 엔화 강세 지속은 첫째, 일본 경기 회복 기대 심리 지속으로 엔화 매입세가 이어졌기 때문임
  - 둘째, 엔고를 방지하지 않으려는 일본은행의 개입은 엔화를 저가에 매입할 호기를 투자자들에게 제공했을 뿐임
  - 셋째, G7회의 재무장관 회의 이후에도 각국의 이해관계가 달라 엔고를 막으려는 선진국들의 구체적인 시도가 없었음
  - 또한 일본은행이 엔고를 막기 위해 대대적인 금융완화 정책을 펴기로 약속했음에도 불구하고 그에 대한 구체적인 움직임이 부족했던 것도 한 요인이 되었음

< 99년 이후 엔/달러 환율 추이 >





## 전망

- (네 가지 주요 변수) 10월 중 엔/달러 환율에 영향을 줄 주요 변수는 크게 네 가지로 볼 수 있음
  - 10월 엔/달러 환율 변동에 영향을 미칠 주요 변수는 미 금리인상 가능성과 미주가 조정세 여부, 일본의 추가 재정지출 규모와 통화 완화 추이 등임
  - 먼저, 10월 5일의 정례회의에서 美연준은 현 금리수준을 유지하고 긴축기조로의 전환을 언급하였음. 현재 인플레이 상승 압력이 크지만, 안정 요인도 공존하고 있어 연준이 한 쪽 방향으로 정책을 선택하기는 어려운 상태임
  - 11월 연준이 금리를 인상하더라도 그 폭은 25 bp에 머물 것이며, 미국 증시는 폭락보다는 조정세를 타게 될 것임
  - 일본정부는 추가 경기부양책을 고려하고 있는데 이것이 예상보다 큰 5조엔 이상의 규모가 될 경우 엔고 요인으로 작용할 것으로 보임
  - 그러나 일본은행이 대대적 금융완화 정책을 밝혔음에도 불구하고 실제로 집행되는 양상이 미진하여 이를 테스트하려는 엔화 매입세가 지속적으로 이어질 전망이다
  
- (강보합세) 10월 중 105엔 선을 중심으로 강보합세를 형성할 전망이다
  - 위의 요인들을 종합해 볼 때, 미국 주가 변동에 따라 엔/달러 환율은 상승 및 하락을 거듭할 수 있으나, 미 금리 소폭 인상, 미 증시 조정 국면, 일본 추가경기부양책 등 엔고 요인에 비해 이를 막을 일본은행의 통화 팽창 정책이 부진하여 10월 중 엔화는 105엔 선을 중심으로 강보합세를 형성할 전망이다

### < 10월 엔/달러 환율 전망 >

뉴욕시장	99년									
	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월(f)
현물 환율	116.35	119.05	118.85	119.33	121.70	121.23	114.50	109.55	106.35	104~105

주: 기말 기준임

(yangs@hri.co.kr ☎ 724-4017)

## 달러/유로 환율 : 완만한 강세 지속

양 성 수

유로화는 9월 중 강세를 지속하여 1.07 달러/유로 대에 이르렀음. 10월 중에도 ECB의 금리 인상 가능성과 경기회복 지속으로 완만한 강세 기조를 탈 것으로 전망되고 있음

### 동향

- (경기회복에 따른 강세) 유로화 역시 유럽경제의 회복 양상이 가시화되면서 엔화와 더불어 달러대비 강세를 나타내고 있음
  - 경기회복뿐만 아니라 엔화가 달러화에 비해 꾸준한 강세를 보이면서 유로화의 對 달러 강세도 부추기고 있는 상황임
  - 인플레이 우려에 따른 미국의 금리 인상 가능성도 투자자금의 미국 증시 이탈과 더불어 상대적으로 저평가되어 있는 유럽 증시로의 자금 유입을 불러 일으켰음
- (실물 경제 상황) 내수회복세가 이어지는 가운데 신흥시장의 경기회복으로 수출수요가 확대됨
  - 기업실사지수와 소비자 신뢰지수가 눈에 띄게 향상되는 등 내수부문의 회복세가 빠름. 99년 2/4분기 독일의 제조업 신규주문이 3.3% 증가하는 등 전반적인 회복세가 나타나고 있으며, 11%를 넘었던 실업률도 10%대로 하락했음

### < 유로권 경제 지표 추이와 전망 >

(단위: %, 억 유로)

	1996	1997	1998	1999(f)	2000(f)
실질 GDP성장률	1.4	2.4	2.8	2.1	2.6
실업률	11.1	11.6	11.2	10.8	10.4
소비자물가상승률	2.2	1.6	1.1	1.3	1.6
경상수지	721	958	785	769	896

주 : 99, 2000년 전망치는 WEFA, IMF 전망치를 근거로 한 본 연구원 전망치임

자료 : WEFA, World Economic Outlook, Third Quarter 1999. IMF, World Economic Outlook, Third Quarter 1999

- 결국 소비자 심리 전환과 유로화 약세 및 수출수요 증가에 따른 수출 경기 회복

- 이 유로존의 경제성장을 이끌 전망이다
- 99년 물가상승률도 주요 원자재 가격의 상승과 수요증가에 따라 1.6%로 소폭 상승할 전망이다
- 對아시아 수출, 對러시아 및 동유럽 수출 회복으로 경상수지는 상반기 예상치보다 크게 증가한 770억 유로에 육박할 전망이다

## 전망

- (상승기조 유지) 유로화는 10월중 1.09 달러/유로 대까지 절상될 전망이다
  - 유럽경기가 예상보다 빠르게 회복되고 미국의 고달러 기조가 흔들리고 있는 등 유로화 강세 요인이 점차 강하게 작용하고 있음
  - 또한 유럽중앙은행(ECB)이 이번에는 기준 금리를 인상하지 않았지만, 연내 인상 가능성을 여전히 제시하고 있어 유로화의 상승세를 더욱 부추길 것으로 예상됨
  - 특히 1.1%선으로 예상되던 유로랜드의 소비자물가상승률이 경기회복과 함께 예상보다 높은 1.3~4%까지 상승할 것으로 우려되고 있으며, M3 증가 양상도 빠른 상태임
  - 최근 들어 물가안정에 대한 중앙은행 총재들의 목소리가 높아지고 있으며, 인플레이션 압력 조기 차단에 대한 분데스뱅크의 주장이 관철될 경우 연말 이전 리포(repo)금리 인상이 단행될 전망이다
  - 단기 금리인상에 따른 수익률 상승 효과와 유럽내 저평가 주식에 대한 투자 증가로 유로화는 10월중에도 완만한 강세를 지속하며 1.09 달러/유로 선까지 상승할 전망이다

### < 10월 달러/유로 환율 전망 >

뉴욕시장	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월(f)
현물 환율	1.1360	1.1025	1.077	1.0580	1.0437	1.0342	1.071	1.0573	1.0698	1.09

주: 기말 기준임

(yangs@hri.co.kr ☎ 724-4017)