

최근 금융시장의 「혼돈」을 진단한다

금융연구실 myshin@lgeri.com

- I. 서브프라임 사태, 언제까지 지속될까
- II. 원화의 '나홀로 약세'는 지속되나
- III. 맷음말

서브프라임 사태로 촉발된 금융시장의 '혼돈'이 계속되고 있다. S&P가 지난 3월 13일 금융회사들의 서브프라임 관련 손실이 정점을 지났으며, 사태의 끝이 보인다는 분석을 내놓았지만, 바로 다음날 베어스턴스의 유동성 위기로 FRB가 긴급자금을 수혈하기로 하면서 시장의 반축을 샀다. 도리어 미국의 5위권 증권사도 무너지는 형국에 누구를 믿을 수 있겠느냐는 불안감이 금융시장에 확산되는 모습이다. 글로벌 증시 불안과 함께 최근에는 원화의 '나 홀로 약세'에 대한 우려도 커지고 있다. 경기 침체와 금리 인하로 미달러화가 대부분의 주요 통화들에 대해 약세를 보이고 있는 상황에서도 원화 가치는 최근 급격하게 하락하고 있기 때문이다. 지난해 11월 초 902원까지 하락했던 원/달러 환율은 채 5개월도 지나지 않은 올해 3월 중순 1,000원 선을 돌파했다. 이에 따라 수출에 도움이 될 수도 있지만 불안한 물가를 더욱 자극할 수 있다는 우려의 목소리가 점차 높아지고 있다. 아래에서는 향후 서브프라임 사태가 어떻게 전개되고 얼마나 지속될 것인지, 그리고 향후 국내외 금리는 어떻게 움직일 것인지, 급변하는 환율 흐름은 어떠한 양상을 보일 것인지에 대해 살펴본다. ■

“최근 글로벌 펀드 및 투자은행을 연이어 좌초시킨 것은 손실 누적이 아니라 유동성 부족사태였다.”

I. 서브프라임 사태, 언제까지 지속될까

금융기관 부실화 가능성 고조되고 부실화 진행 속도 빨라져

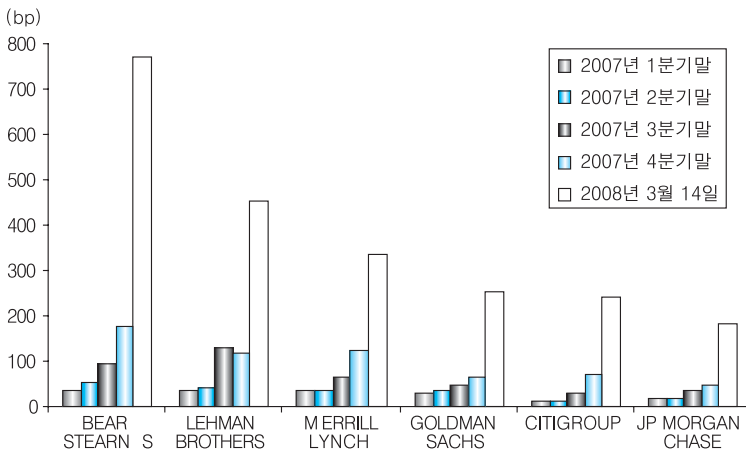
지난 3월 13일 칼라일캐피털이 사실상 청산을 선언한 데 이어, 3월 14일에는 베어스틴스가 FRB에 구제금융을 요청했고, 3월 17일에는 JP모건이 베어스틴스를 인수하기로 결정했다. 이러한 일련의 사건들은 현재 확산되고 있는 금융위기에 관한 몇 가지 중요한 사실들을 시사하고 있다.

가장 먼저 주목할 대목은 최근 글로벌 펀드 및 투자은행을 연이어 좌초시킨 것이 누적된 손실이 아니라 유동성 부족이었다는 점이다. 현재 미국 금융시장을 위협하고 있는 위기의 본질이 유동성이라는 사실은 일부를 제외한 광범위한 펀드와 투자은행들이 부실화 위협에 노출되어 있으며, 일단 투자자들에게 기피 대상으로 지목될 경우 부실화가 매우 빠른 속도로 진행될 수 있음을 의미한다.

대규모 자산을 운용하는 펀드 및 투자은행의 경우 재무상태가 매우 양호하거나 미리 현금을 확보해 놓지 않았다면 자산환매 및 자금인출 요구가 단기간에

집중될 때(fund run 또는 bank run) 이에 대응하기란 매우 어렵다. 특히, 현재 미국 금융시장과 같이 투자심리가 극도로 위축되고 안전자산 선호 현상이 고조되어 보유자산의 현금화가 어려울 경우 유동성 위기 발생 가능성은 더욱 고조된다. 베어스틴스의 경우 3월 10일 충분한 자금을 갖고 있지 않다는 악성 루머가 퍼진 이후 실제로 자금부족 상황에 몰려 FRB에 구제금융을 신청하기까지 채 1주일도 걸리지 않았다.

〈그림 1〉 미국 주요 은행별 CDS premium 추이



주 : 해당 은행 발행 5년 만기 선순위 채권 대상, 100bp=1%p, 3월 14일은 베어스틴스의 긴급자금지원 요청일
자료 : Datastream

“ 현재 미국 금융시장은 위기에 빠졌다는 소문이나 추정이 실제 위기를 불러오는 상황이다. ”

별써 금융시장에서는 누가 제 2, 제 3의 베어스턴스가 될 것인가를 추측하느라 분주한 모습이다. 해당 기업이 발행한 채권의 부실화 리스크를 거래하는 CDS(credit default swap) 프리미엄을 통해 살펴본 결과, 금융시장은 리먼브러더스의 부실화 가능성에 주목하고 있는 것으로 나타났다. FRB가 베어스턴스에 긴급자금을 제공한 3월 14일 CDS 프리미엄 기준으로, 베어스턴스 772bp에 이어 리먼브러더스의 가산금리가 451bp로 가장 높았다. 이는 리먼브러더스가 베어스턴스와 함께 서브프라임 모기지 부문에 가장 공격적으로 투자해 왔기 때문으로 보인다. 실제로 리먼브러더스의 전체 자산 중 모기지관련 채권의 비중은 29%에 달해, 12%대 수준인 메릴린치와 골드만삭스에 비해 매우 높은 수준이다. 3월 18일 발표된 1분기 실적이 시장의 예상보다 양호한 것으로 나타나면서 CDS 프리미엄이 하락하는 등 당장의 고비는 넘긴 것으로 보이지만 5년 만에 가장 저조한 이익을 기록한 데에서 나타나듯 아직 시장의 우려가 해소된 것으로 보기는 이른 것으로 판단된다.

씨티그룹과 메릴린치도 우려의 대상이다. 이들은 2007년 4분기 서브프라임 모기지 투자와 관련하여 각각 180억 달러와 167억 달러에 달하는 자산을 상각했다. 글로벌 금융기관들 중 가장 많은 규모의 대손상각이었다. 그 결과, 각각 98억 달러의 분기 손실을 기록했고, 이후 해외 국부펀드들로부터 자금을 수혈 받았다고는 하지만 미국 주택경기 부진 지속에 따른 향후 추가 상각분을 감당할만한 규모인지는 여전히 불확실하다. 베어스턴스의 사례를 통해 알 수 있듯이 현재 미국 금융시장은 위기에 빠졌다는 소문이나 추정이 실제 위기를 불러오는 상황임을 감안하면 이들 은행의 부실화 가능성 역시 아직 여전한 것으로 보인다.

은행 부실화로 금융시장 전반의 신용경색 더욱 심화될 듯

이번 베어스턴스 구제금융 신청의 또 다른 의미는 모기지회사 및 사모펀드 등에 집중되던 부실화의 충격이 은행 부문으로까지 확산되기 시작했다는 점이다. 현재 글로벌 금융시장에서 투자 및 상업은행들이 맡고 있는 역할과 비중을 감안하면 은행 부문의 부실화는 지금까지의 모기지회사 및 사모펀드 부실화에 비해 그 충격의 강

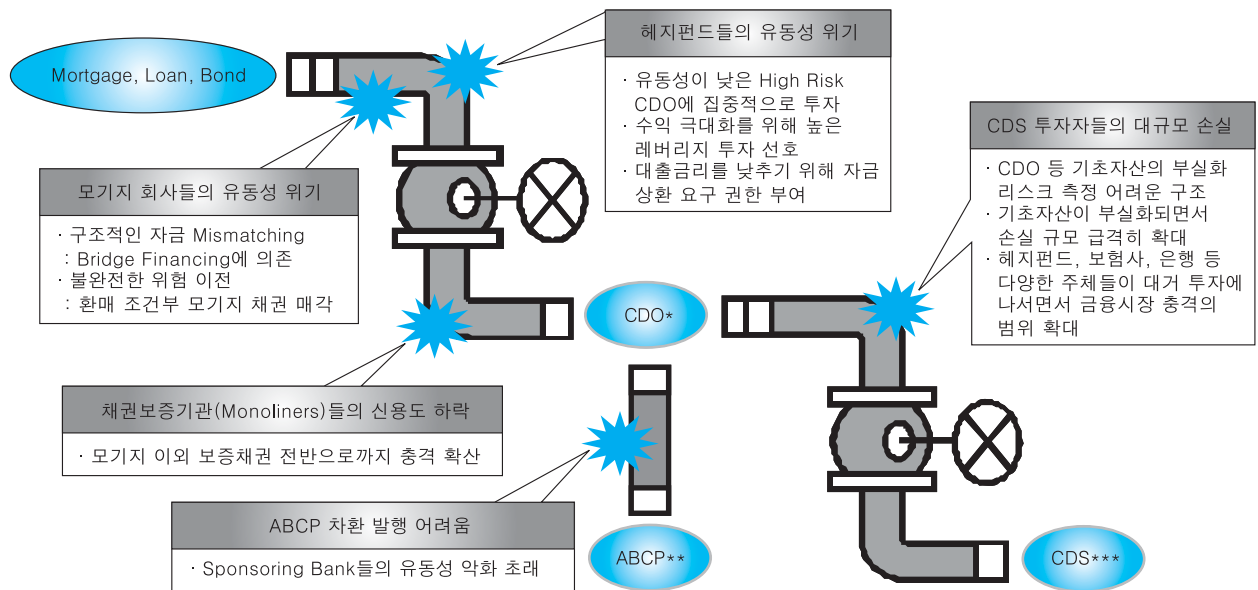
“글로벌 은행들은 자산유동화 및 파생상품 창출 메커니즘의 각 과정에서 핵심적인 역할을 수행해 왔다.”

도와 범위가 매우 클 수 있다.

〈그림 2〉는 모기지, 대출금, 채권과 같은 부채성 자산을 기초로 CDO, ABCP와 같은 자산유동화 채권, 그리고 CDS와 같은 파생상품이 만들어지는 일련의 구조를 도식화한 것이다. 지난해 2월 이후 계속되고 있는 서브프라임 모기지 위기는 이러한 일련의 구조상의 모기지회사들, 헤지펀드들, 채권보증기관들(monoliners), ABCP 유동화전문회사(conduits), CDS 투자자들이 연쇄적으로 부실화되는 과정이었다고 볼 수 있다.

현 상황에서 은행 부문의 부실화에 특히 주목하는 이유는 이러한 자산유동화 및 파생상품 창출 메커니즘의 각 과정에서 글로벌 은행들이 핵심적인 역할을 수행해 왔기 때문이다. 모기지회사들은 먼저 모기시대출을 해 주고 이후 모기시대출채권을 유동화하여 자금을 회수하는 과정에서의 자금 불일치를 은행들의 브릿지파이낸싱(bridge financing)을 통해 해결해 왔다. 헤지펀드들은 수익 극

〈그림 2〉 서브프라임 위기로 표출된 자산유동화 및 파생상품 창출 메커니즘의 문제점



* CDO(Collateralized Debt Obligation) : 부채자산을 담보로 발행되는 자산유동화 증권(Asset Backed Securities)으로서 담보자산이 Mortgage인 경우의 MBS(Mortgage Backed Securities), Loan인 경우의 CLO(Collateralized Loan Obligation), Bond인 경우의 CBO(Collateralized Bond Obligation)를 통칭
 ** ABCP(Asset Backed Commercial Paper) : Conduit이라는 특수목적회사가 CDO 등 매입한 자산의 현금흐름을 기초로 발행하는 만기 270일 이내의 CP
 *** CDS(Credit Default Swap) : Premium을 지급하는 대가로 대상 자산의 부도 발생시 거래 상대방이 손실을 부담하기로 하는 계약 형태의 파생금융상품

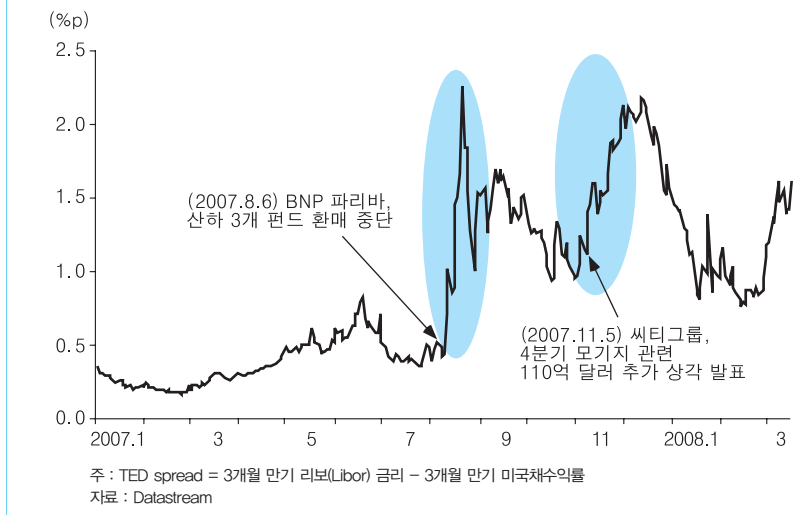
대화를 위해 은행들로부터 투자자금을 빌려 고수익자산에 투자하는 레버리지 (leverage) 투자를 선호해 왔다. 최근 신용도가 하락하여 채권시장 불안을 더욱 고조시켰던 채권보증기관들(monoliners)에 대한 자금지원 방안의 주체 역시 씨티그룹 등 대형은행들이었다. 또한, ABCP가 채권시장에서 제대로 소화되지 않을 경우 이를 떠안아주는 역할(sponsoring bank) 역시 은행들이 맡아 왔다.

이처럼 자산유동화채권 및 관련 파생상품 시장 성장을 뒷받침해 온 글로벌 은행들의 재무 상태 악화는 유동성 위기의 도미노식 확산을 초래할 수 있다. 글로벌 은행들의 유동성 및 자본금 부족 현상은 모기지 회사, 헤지펀드, ABCP 유동화전문회사 등에 대한 여신 동결 및 회수로 이어져 연쇄적인 금융기관들의 도산을 초래할 수 있기 때문이다. 또한, 압박(AMBAC) 등 채권보증기관들의 신용등급 하락을 막았던 은행들의 자금지원이 무산될 경우 모노라인발 금융위기가 현실화되면서 국제 채권시장 전체가 극심한 혼란에 빠질 수 있다.

실제로 지난해 이후 서브프라임 사태의 전개 과정에서 글로벌 은행들의 재무 상태 악화는 글로벌 금융시장 전반의 신용경색을 유발해왔다. TED(Treasury-EuroDollar) 스프레드를 살펴보면, 글로벌 은행 관련 악재들이 발표된 이후 글로벌 자금시장에서는 신용경색이 심화되었다. TED 스프레드는 3개월 만기 리보(Libor) 금리에서 3개월 만기 미국채수익률을 차감한 것으로서 글로벌 자금시장 상황이 악화될수록 확대되는 경향이 있다. 지난해 8월 초 BNP파리바가 산하 3개 펀드의 환매 중단을 선언하자 보름 만에 TED스프레드는 1.83%p나 급등했다. 또한, 지난해 11월 초 미국 최대은행인 씨티그룹이 110억 달러에 달하는 모기지 관련 추가 상각을 발표하자 한달 만에 TED스프레드는 1.05%p나 상승했다.

“글로벌 은행들의 재무 상태 악화는 유동성 위기의 도미노식 확산을 초래할 수 있다.”

〈그림 3〉 TED 스프레드 추이



“미국 주택가격은 2009년 말까지도 현재 수준의 하락세가 지속될 것으로 전망된다.”

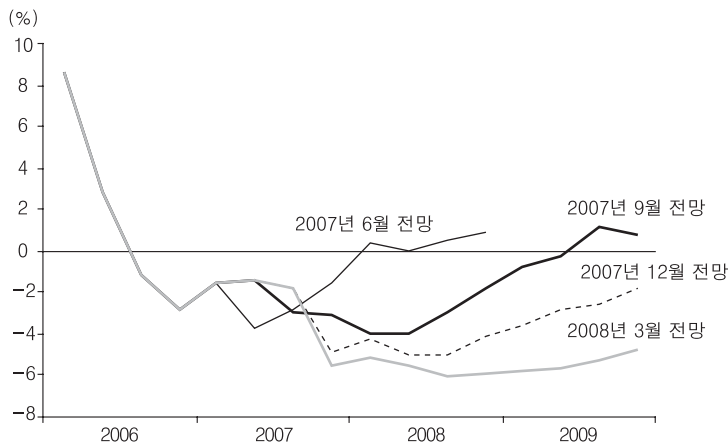
서브프라임 위기 내년까지 지속될 전망

금융위기 지속 기간과 관련하여 글로벌 은행들의 유동성 위기 발생 여부와 함께 가장 중요한 또 하나의 변수는 미국 주택가격의 추가 하락 정도다. 앞서 살펴 본 자산 유동화 및 파생상품 창출 메커니즘의 출발점은 모기지 대출 등으로부터 유입되는 현금흐름이다. 즉 미국의 주택가격이 계속 하락하는 한 모기지 대출시장의 상황이 호전되기를 기대하기 어렵고, 대출 연체 및 주택 압류 등이 늘면서 모기지 대출로부터 현금흐름이 예정대로 유입되지 않을 경우 이를 기반으로 만들어진 자산유동화 채권 및 관련 파생금융상품들의 신용등급과 가격은 계속 하락할 수밖에 없다. 결국 모기지 부실화가 계속 진행되는 한 모기지회사, 헤지펀드뿐만 아니라 글로벌 은행들이 인식해야 하는 손실도 계속 늘어날 수 밖에 없어 금융위기가 지속될 가능성이 높아진다.

우리나라의 주택금융공사에 해당하는 미국의 패니메이(Fannie Mae)에서 전망한 2009년까지의 미국 주택가격 상승률을 살펴보면, 향후 미국 주택경기에 대한 전망이 계속 비관적으로 바뀌고 있음을 알 수 있다. 지난해 6월 전망에서는 주택가격 하락율이 최대가 되는 시기를 2007년 2분기로 예상했지만, 올해 3

월 전망에서는 2008년 3분기로 늦추어 잡았다. 지난해 말까지만 하더라도 올해 하반기 이후 주택가격 하락세가 점차 둔화될 것으로 전망되었지만, 최근에는 2009년 말까지도 현재 수준의 주택가격 하락세가 지속될 것으로 변경되었다. 즉 패니메이는 올해 1분기 미국 주택가격이 전년동기대비 -5.0% 하락할 것으로 예상함과 동시에 주택가격 하락세가 이어져 내년 4분기에도 -4.7% 하락할 것으로 예상했다.

〈그림 4〉 미국 Fannie Mae의 주택가격 상승률 전망 변화 추이



주 : 전년 동기대비 증가율, Total Existing Home 기준 Median
 자료 : Fannie Mae

미국 주택경기 부진이 상당 기간 지속될 가능성이 높고, 모기지 부실화로 인한 추가 손실이 금융기관들의 실적 악화로 반영되는데 시차가 존재한다는 점을 감안하면 서브프라임 위기로 인한 금융시장 불안은 내년까지 해소되기 어려울 것으로 보인다. 특히, 올해 하반기까지는 글로벌 은행들의 실적 발표 내용 및 유동성 확보 정도, 주요 채권보증기관들의 신용등급 유지 여부, 모기지 시장의 추가 부실화 정도에 따라 상대적으로 취약한 금융기관들의 유동성 위기가 재발할 가능성이 상존할 것으로 예상된다. 만약 베어스틴스보다 큰 규모의 글로벌 은행에서 부실화 및 유동성 위기가 재연될 경우 미국뿐만 아니라 글로벌 금융시장은 커다란 홍역을 치를 가능성이 높다.

“올해 하반기까지는 상대적으로 취약한 금융기관들의 유동성 위기 재발 가능성이 상존할 것으로 예상된다.”

금융 완화에 이은 추가적인 모기지 시장 안정 대책 불가피할 전망

모기지 대출자들의 부담을 완화하고 금융시장의 신용경색 현상을 완화하기 위한 미국 FRB의 금융완화 조치가 잇달아 발표되고 있다. 눈에 띄는 대목은 FRB가 정책금리 인하와 새로운 방식의 직접적인 유동성 공급이라는 2가지 방법을 병행하여 사용하고 있다는 점이다.

지난해 9월 이후 FRB는 6개월 만에 정책금리를 2.25%p나 인하했다. 그 결과, 정책금리에서 소비자물가상승률을 차감한 실질금리는 지난해 초 위기가 가시화 된 이후 11개월 만에 마이너스로 전환되었다. 실질 정책금리가 마이너스로 전환되기까지 일본 부동산 버블 붕괴 당시에는 60개월, 미국 IT 버블 붕괴 당시에는 31개월이 걸렸던 것과 비교하면 금리 인하가 매우 신속하게 이루어졌음을 알 수 있다. 실질금리가 마이너스라는 것은 은행에 돈을 넣어둘수록 손해가 발생한다는 것을 의미하므로, 예금보다는 대출이 늘어나 유동성 증가가 촉진되고 금융시장 내의 위험회피성향이 완화되는 효과를 기대할 수 있다.

동시에 FRB는 새로운 직접 유동성 공급 방안을 계속해서 발표하고 있다. 지난해 12월에는 새로운 입찰 방식의 중앙은행 대출 시스템인 TAF(Term Auction Facility)를 도입했다. 최근에는 정부 공인 채권딜러인 금융기관(Primary Dealer)들에게 자산유동화채권을 담보로 현금과 다름없는 국채를 빌

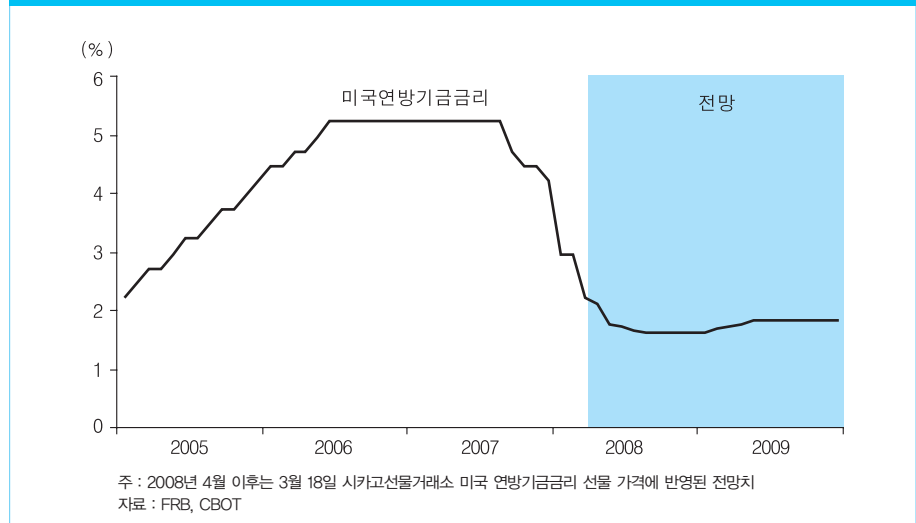
“정책금리 인하와 금융기관들에 대한 유동성 공급만으로는 위기의 해소를 기대하기 어려워지고 있다.”

려주는 TSLF(Term Securities Lending Facility)를 도입하여 3월 말부터 2천억 달러의 유동성을 공급하기로 했고, PDCF(Primary Dealer Credit Facility)를 통해 투자은행의 추가 부실화 시에 상업은행을 거치지 않고 직접 자금을 지원할 수 있는 길을 마련했다.

문제는 정책금리 인하와 금융기관들에 대한 유동성 공급만으로는 서브프라임 모기지 위기의 해소를 기대하기 어려워지고 있다는 점이다. 지난 1월에만 정책금리를 1.25%p나 인하하면서 실질금리를 마이너스까지 끌어내렸지만 이후에도 금융시장 불안은 진정되지 않고 있다. 점증하는 인플레이 압력을 감안할 때 금리를 계속 내리기도 부담스러운 상황이다. 0.75%p 금리 인하가 단행된 3월 18일 시카고선물거래소의 연방기금금리 선물 가격에 반영된 바에 의하면 금융시장 참가자들은 정책금리가 올해 연말까지 약 0.6%p 추가 인하된 후 도리어 완만하게 인상될 것으로 예상했다. FRB의 유동성 공급 조치 역시 일정 기간 금융기관들의 유동성 위기를 이연시키는 임시 방편에 그칠 가능성이 높아 보인다.

결국, 금융시장에 만연한 자산유동화 채권, 관련 파생금융상품, 금융기관들에 대한 신뢰 하락에서 탈피하기 위해서는 미국 주택시장, 특히 모기지 시장

〈그림 5〉 미국 정책금리 조정 추이 및 전망



의 회복이 선행되어야 할 것으로 보인다. 앞서 언급한 바와 같이 시장 자체적인 조정에 의한 모기지 정상화까지는 상당한 시일이 소요될 것으로 보여 그 이전에 미국 정부 또는 의회 주도의 모기지 시장 안정 대책이 시행될 가능성이 높은 것으로 판단된다.

현재 미국 행정부는 주택시장 안정을 위해 양대 국책 모기지업체인 패니메이(Fannie Mae)와 프레디맥(Freddie Mac)의 자본 한도를 늘려 보다 많은 사람들이 이용할 수 있도록 하는 방안을 추진하고 있다. 또한 미국 의회는 주택 소유자들의 모기지 부담을 줄이기 위해 연방주택국(FHA)의 모기지 보증을 확대하는 방안을 내놓았다. 상황이 더욱 악화될 경우에는 공적자금을 동원하여 금융기관들로부터 부실 모기지를 매입하고 대출자들에게 회생 기회를 제공하는 방안이 시행될 수도 있다. 실제로 1930년대 대공황 당시 미국 정부는 무차별적인 주택차압을 막기 위해 주택보유자대출공사(HOLC)를 출범시켜 이러한 역할을 맡긴 바 있다. 그러나 미국 정부가 아직까지는 주택 투기꾼들의 도덕적 해이에 국민의 세금을 투입한다는 비판을 부담스러워하고 있어 공적자금 투입은 가장 마지막 수단이 될 가능성이 높다.

결국, 금융완화 정책의 유효성과 추가적인 모기지 시장 안정 대책의 시행 가능성을 감안하면 향후 추가적인 미국의 금리 인하 폭은 그리 크지 않을 전망이다. 미국의 정책금리는 올해와 내년에 걸쳐 1% 중반 수준까지 인하되었다가 이후 인플레이 압력을 감안하여 점차 인상 추세로 전환될 가능성이 높다. 환율, 투자자금 유출입 등을 통해 최근 높아지고 있는 글로벌 금리 동조화 압력을 감안하면 국내 금리 정책도 이러한 국제 금리의 움직임을 따를 것으로 전망된다.

“ 미국의 정책금리는 올해와 내년에 걸쳐 1% 중반 수준까지 인하되었다가 이후 점차 인상 추세로 전환될 가능성이 높다. ”

II. 원화의 ‘나홀로 약세’는 지속되나

서브프라임 위기가 확산되면서 국내외 환율도 급변하고 있다. 국제 외환시장에서 달러화 가치가 연일 폭락을 거듭하고 있으며, 원화의 대미달러 환율은 가파른 상승세를 타고 있다. 3월 중순 현재 달러당 엔화 환율이 97~98엔 수준을 기록함으로써

“동아시아 각국 통화 등 신흥국 통화는 상대적으로 강세가 완만하다.”

1995년 9월 이후 무려 13년 6개월 만에 두 자리 수 대로 진입했다. 원/달러 환율은 6년 만에 약세를 보이며 1,010원대를 나타내고 있다. 특히 원/엔 환율은 100엔당 1,000원 수준을 훌쩍 넘어서면서 지난해 7월의 저점에 비해 40% 이상 오르는 모습을 보이고 있다.

선진국 통화가 상대적으로 강세

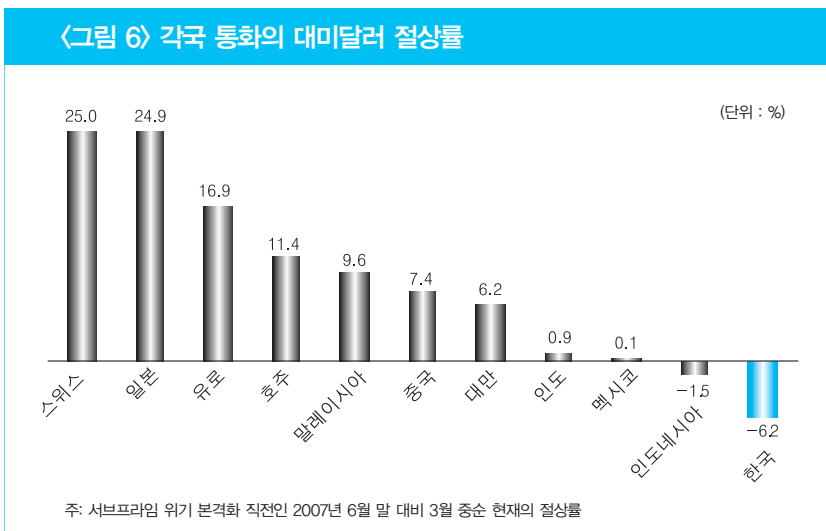
최근 각국의 환율 움직임에서 나타나는 특징은 유럽과 일본 등 주요 선진국들의 통화가 달러화에 대해 큰 폭의 강세를 나타내고 있는 반면, 동아시아 각국 통화나 멕시코 페소화 같은 신흥국 통화는 상대적으로 강세의 정도가 덜하다는 것이다. 특히 원화는 2002년부터의 강세 흐름에서 벗어나 비교적 큰 폭의 약세를 나타내고 있다. 선진국 통화 가운데에서도 저금리를 배경으로 캐리 트레이드가 성행했던 스위스 프랑과 엔화의 절상세가 심해 달러 약세와 금융시장 혼란 분위기에서 리스크가 증가하면서 캐리 트레이드가 청산되고 있음을 말해주고 있다. 그 뒤를 유로화가 잇고 있으며 위안화는 7% 대의 높은 절상률을 보이고 있지만 선진국 통화에 비해서는 훨씬 완만한 모습이다.

2005~2006년 기간 중 일시 보합세를 나타낸 달러가 다시 가파른 약세를

나타내고 있는 것은 부동산 버블 붕괴와 서브프라임 사태 이후 미국의 경기침체 가능성이 높아지고 정책금리가 큰 폭으로 인하되는 데 따른 것으로 풀이된다. 지난 10년간의 경험을 보면 미국이 정책금리를 올리면 달러화가 강세를 보이고 반대로 금리를 내리면 달러화가 약세로 전환되는 관계가 뚜렷이 나타난다(〈그림 7〉 참조).

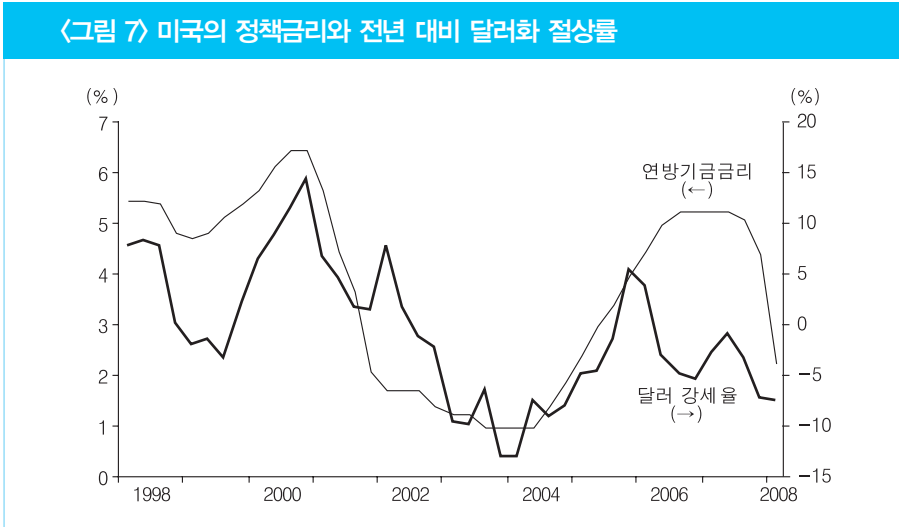
한편 원화의 약세는 주가 약세

〈그림 6〉 각국 통화의 대미달러 절상률



“ 장기적으로는
환경요인이
중요하지만
단기적으로는 외화의
수급이 보다 크게
작용한다. ”

〈그림 7〉 미국의 정책금리와 전년 대비 달러화 절상률



와 경상수지 악화 등에 기인한 것으로 보인다. 최근 일별 원화 환율과 외국인 주식순매도 간 상관계수가 0.35에 이를 정도로 양자는 서로 밀접한 움직임을 보이고 있다. 서브프라임 위기 이후 리스크 요인이 부각되면서 주식시장에서 채권 시장으로, 신흥시장에서 선진시장으로 자금이 이동하는 가운데 우리나라에서 외국인의 주식순매도가 이루어지면서 달러화 수요가 늘어난 결과로 볼 수 있다. 여기에 최근 적자로 돌아선 경상수지 또한 원화 약세 요인으로 작용하고 있다.

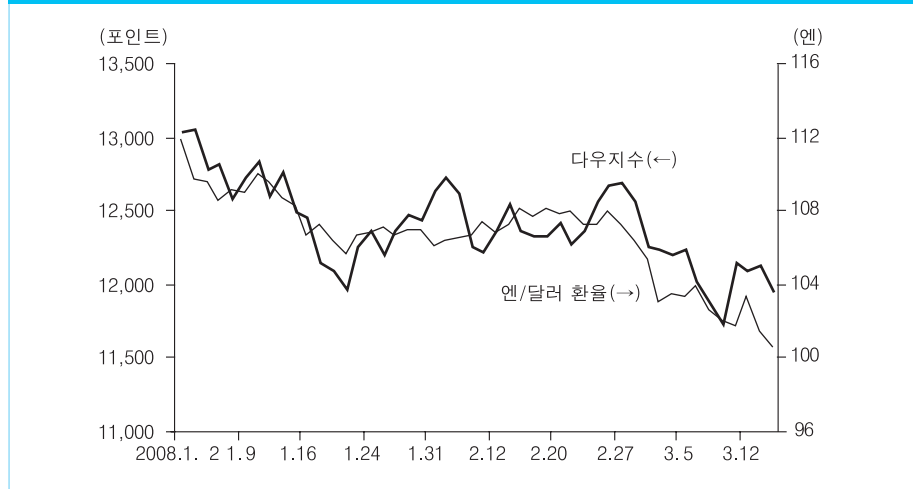
통상적으로 달러화 약세는 원화 강세를 낳았다. 그러나 현재 외환시장을 둘러싼 국내 사정이 매우 긴박하게 돌아가고 있다는 점, 그리고 장기적으로는 국제환율 등 외환시장을 둘러싼 환경요인이 중요하지만 단기적으로는 외화의 수급이 보다 크게 작용한다는 점 등이 달러 약세에도 불구하고 원화 약세를 낳고 있는 것으로 해석된다. 여기에 2000년대 초반부터의 누적된 강세로 인해 상당히 과대평가된 원화가 정상화되고 있는 측면도 간과할 수 없을 것이다.

달러 약세 · 원화 강세는 내년까지 이어질 듯

달러화 약세는 적어도 미국의 경기 위축으로 금융완화 정책이 유지될 것으로 예상되는 2009년까지는 이어질 것으로 전망된다. 특히 급격한 금리 인하와 금융시장

“최근 단시일 내에 급격히 오른 원/달러 환율은 올해 하반기에는 다소 낮아질 것으로 보인다.”

〈그림 8〉 미국 주가지수와 엔/달러 환율 추이

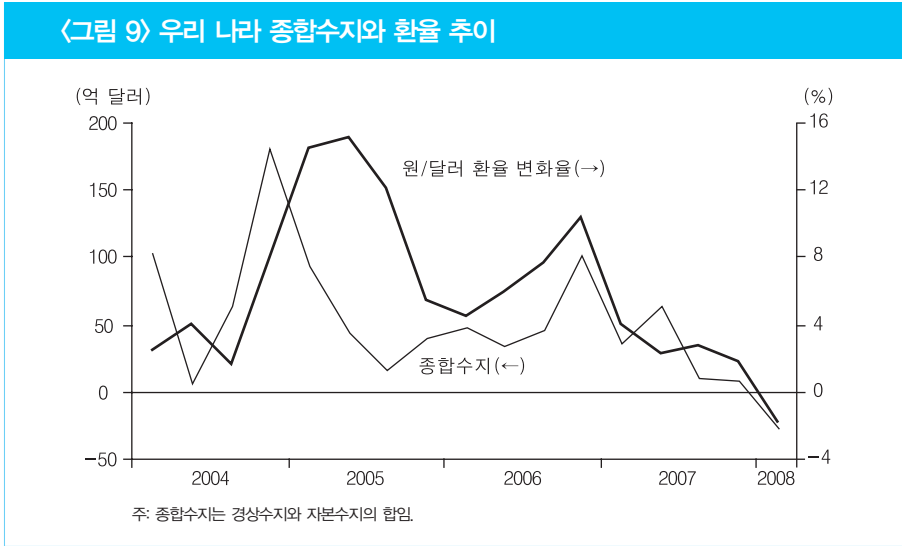


혼란으로 인해 2008년 상반기 중 가파른 달러화 약세가 예상된다. 베어스턴스와 같은 거대 금융기관의 유동성 위기가 추가적으로 일어날 경우 달러 약세는 더욱 가팔라질 것이다. 금리 인하에 따라 낮은 금리의 달러화를 차입해서 높은 수익을 예상할 수 있는 해외자산에 투자하는 달러캐리 트레이드가 성행하면서 달러화 약세를 심화시킬 것으로 예상된다. 결과적으로 실질실효환율 기준으로 올해 3월 현재 2002년 초에 비해 25% 절하된 달러화는 1985년 플라자 합의 이후 10년간의 절하율 35%에 근접하는 양상을 띠 것으로 보인다.

달러화 약세, 엔캐리 트레이드 청산과 맞물려 당분간 엔화는 강세를 유지할 것으로 보인다. 이번 엔화 강세가 서브프라임 사태로 인한 금융시장 혼란으로 야기된 만큼 향후 엔화 전망도 서브프라임의 추이와 밀접히 관련될 것으로 보인다. 〈그림 8〉은 최근 엔/달러 환율과 미국 주가지수간의 관계를 보여주는데, 두 변수간에 매우 밀접한 움직임이 관찰된다. 금융기관들의 손실 확대와 같은 금융 변수나 고용감소 등 실물부문의 다양한 악재로 인해 미국 주가가 하락하면서 엔화는 달러화에 대해 강세를 보이고 있다. 이는 미국경기의 부진과 금융시장 혼란으로 달러화가 휘청거리면서 국제금융시장에서 엔화가 일종의 안전자산으로 부각되고 있는 것으로 해석할 수 있다. 결과적으로 금융시장의 혼란이 이어지는 내년까지 엔화강세가 이어질 가능성이 클 것으로 보인다.

“연간으로는 지난해 연평균에 비해 1% 남짓 절하된 달러당 940원 대를 기록할 것으로 보인다.”

〈그림 9〉 우리 나라 종합수지와 환율 추이



원화의 나 홀로 약세 지속 가능성 높아

반면에 원화는 올해와 내년에 걸쳐 약세를 지속할 것으로 전망된다. 비교적 큰 폭의 경상수지 적자가 이어질 것으로 보이는데다 서브프라임 위기가 지속되면서 포트폴리오 수지도 개선되기 어려울 것으로 보이기 때문이다. 국제유가가 서부텍사스유 기준 배럴당 100달러를 넘을 정도로 크게 올랐고 신정부가 내수 위주의 성장 전략을 추구함에 따라 경상수지 적자가 상당 폭 늘어날 전망이다. 이로 인해 물가 상승률도 올라갈 전망인데 이 역시 원화의 약세요인으로 작용할 것으로 보인다.

다만 올 1분기 단시일 내에 급격히 오른 원/달러 환율은 올해 하반기에는 다소 낮아질 것으로 보인다. 유가 정상화 등으로 경상수지가 상반기에 비해 다소 개선되는데다 외환시장이 어느 정도 안정될 것으로 보이기 때문이다. 그렇지만 연간으로는 지난해 연평균에 비해 1% 남짓 절하된 달러당 940원 대를 기록할 것으로 보인다. 엔화가 강세를 띠는 가운데 원화는 약세를 보이면서 원/엔 환율은 지난해보다 100원 이상 오를 것으로 보인다.

〈표〉 금리 및 환율 전망표

	2007 연간	2008		연간
		상	하	
회사채 수익률(%) (AA-등급, 3년)	5.7	6.2	5.9	6.1
원/달러 환율(원)	929	956	930	943
원/엔 환율(원)	789	910	903	907

“국제 금융 시장
혼란은 내년에도
뚜렷한 상황 개선을
기대하기는 어려워
보인다.”

2009년 원화환율 전망에서도 역시 국제금융시장 분위기가 중요한 변수가 될 전망이다. 올해와 마찬가지로 금융시장 경색이 지속되며 신흥국 주식시장에서의 자금유출이 지속될 경우 원/달러 환율은 올해보다도 높은 수준을 보일 것이다. 물론 가능성은 낮지만 금융시장이 신속히 안정을 찾아나갈 경우 달러화 약세 분위기가 외화공급 부족이라는 국내의 수급요인을 압도하면서 원/달러 환율이 완만하게 낮아질 가능성도 배제할 수는 없을 것이다.

Ⅲ. 맺음말

서브프라임 위기로 촉발된 국제 금융시장 혼란은 올해 최악의 상황을 맞이할 것으로 보인다. 그렇지만 최근 은행 부문으로까지 유동성 위기가 전이되었고 주요 기관들의 미국 주택가격 전망치가 점점 낮아지고 있으며 향후 예상되는 추가적인 모기지 부실화 관련 손실을 금융기관들이 인식하는 데에도 일정 시차가 존재함을 감안하면 내년에도 뚜렷한 상황 개선을 기대하기는 어려워 보인다.

예전에 비해 국제 금융시장 혼란이 국내 금융시장에 더욱 큰 충격을 미치고 있는 것은 국내외 금융시장 간 상호연관성(linkage)이 증가하고 있기 때문이다. 최근 글로벌 금융시장 통합 및 국내 금융시장 개방 추세에 따라 나타나고 있는 두드러진 변화는 주식시장뿐만 아니라 채권 및 자금시장에서도 외국인들의 투자 비중이 빠르게 높아지고 영향력이 증대되고 있다는 점이다. 우리나라의 채권시장 규모가 점차 커지고 글로벌 금융시장 혼란으로 상대적으로 안전한 채권투자의 메리트가 부각된 결과이다.

국내외 금융시장간 상호연관성의 증가, 특히 주식 및 외환시장뿐만 아니라 채권 및 자금시장에서도 외국인들이 주요 투자 주체로서 시장에 영향을 미치게 되었다는 점은 불가피하게 국내 금융 정책이 글로벌 금융시장의 흐름과 궤를 같이 해야 한다는 제약조건을 강화시킨다. 그런 의미에서 미국, 영국을 비롯한 주요국들의 최근 금리 인하 움직임을 주목해야 할 것이다. 국내외 금리차가 확대됨에 따라 외국인 투자자금이 급격하게 유출입되면서 부작용을 유발

할 위험성이 높아지기 때문이다. 더욱이 세계경기 위축으로 인한 수출 둔화와 내수의 미진한 회복으로 인해 경기가 꺾일 가능성마저 점차 높아지고 있다. 빠르게 오르고 있는 물가에 대한 부담으로 당장은 어렵더라도 향후 유가 등 국제 원자재 가격 급등세가 진정되는 시점에서는 금리 인하를 고려해야 할 것으로 보인다.

환율정책도 채권시장 등을 포함해 보다 다양한 요소를 고려하여 실시할 필요성이 높아지고 있다. 최근의 원달러 환율 상승세는 환율의 정상화 과정이라는 측면에서 방향성은 맞지만 그 속도가 지나치게 빨라 속도를 조절할 필요성은 있는 것으로 보인다. 국제 원자재 가격 상승과 맞물려 수입물가를 통해 인플레이 압력을 가중시킬 수 있고, 외국인의 채권 매도를 통해 시중금리 상승의 원인이 될 수도 있다는 점을 고려해야 할 것이다. 경상수지 적자가 확대되는 가운데 원달러 환율이 급하게 올랐던 외환위기 직전과 유사한 상황이 아닌가 하는 우려를 낳을 수도 있다. 다만 외환시장에 영향을 미치더라도 방법 측면에서는 달러화 매매를 통한 직접적인 개입보다 구두개입 등 간접적인 수단이 바람직해 보인다. www.lgeri.com

“국제원자재 가격 급등세가 진정되는 시점에서는 우리도 금리 인하를 고려해야 할 것으로 보인다.”