

# keri 경제동향과 전망

1995년 6월

## 동향과 전망

제 1 장 국내경제 .....	5
제 2 장 해외경제 .....	30
제 3 장 최근 경제의 평가와 경제운영방향 .....	43

## 최근 경제이슈

투기성자금수요와 금리와의 관계 .....	51
중기적 관점에서 본 세계경제전망 .....	73

**한국경제연구원**

# 동향과 전망

## 제1장 국내경제

1. 경기 및 성장
2. 민간소비
3. 고정투자
4. 대외거래
5. 환율
6. 물가
7. 통화금융
8. 금리 및 자금사정

## 제2장 해외경제

1. 주요국의 경기 및 성장
2. 국제금리
3. 주요국의 환율
4. 국제원자재가격

## 제3장 최근 경제의 평가와 경제운영방향

1. 95년 상반기 실적 및 하반기  
전망내용의 평가
2. 거시경제운영방향



제 1 장

국내경제

1. 경기 및 성장

(1) 최근동향

- 93년 1월을 저점으로 하는 현재의 경기확장국면은 4월이후 다소 상승세가 주춤하면서 조정 국면을 맞고 있으나 수출과 설비투자를 중심으로 지난해 4/4분기이후 9%대의 성장률을 지속하고 해외원자재가격의 상승에도 불구하고 국내물가는 비교적 안정적인 추이를 지속함으로써 고원(高原)경기국면이 장기화하는 추이를 보이고 있음.
- 4월중 동행지수 순환변동치가 2월에 이어 감소하였으나 선행지수 및 동행지수가 93년 2월이

〈 표 1 〉 최근 경기종합지수 추이

단위: 전월비 (%)

	1994년				1995년			
	1/4	2/4	3/4	4/4	1월	2월	3월	4월
선 행 지 수	2.4	2.1	3.1	2.6	0.7	0.4	0.9	1.2
동 행 지 수	2.3	1.5	1.8	2.9	1.3	0.1	0.6	0.1
동행지수순환변동치 (前期差)	98.2	98.2	98.2	99.8	100.7	100.3	100.3	99.9
	0.7	0.0	0.0	0.6	0.8	-0.4	0.0	-0.4

자료: 통계청

## 동향과 전망

후의 증가추이를 지속하고 있음.

- 엔화강세에 힘입어 4월까지의 수출증가세가 35%내외에 달함으로써 가속적인 수출증가세를 나타내고 있음. 이같은 추이는 선행지표인 신용장내도액추이에도 같이 나타나고 있어 당분간 높은 수출증가세가 지속될 것임을 시사함.
- 민간부문의 설비투자가속화에 대한 정부의 우려에도 불구하고 1/4분기를 포함한 상반기중 설비투자증가율은 25%내외에 달한 것으로 추정되고 이에 소요되는 자본재의 수입이나 수입허가의 증가세도 뚜렷한 둔화추이를 보이지 않음으로써 상반기중 경상수지 적자폭은 50억불 내외에 달할 것으로 추정됨.
- 민간소비증가세가 1/4분기중 다소 빠르게 증가했으나 2/4분기이후 급격한 소비증가가 예상되지 않음. 1/4분기 도시가계조사 결과에 나타난 바와 같이 도시가계의 경우 소득의 빠른 증가에도 불구하고 한계소비성향이 평균소비성향보다 낮은 수준을 유지하고 있어 경기에 후행하는 소비증가행태가 현저히 나타날 가능성이 크지 않음.
- 상반기중 소비자물가상승은 전년동기대비 5%이내에서, 해외원자재가격이 반영된 생산자물가상승은 5%대에 그침으로써 비교적 안정된 추이를 보이고 있음. 이같은 추이는 국내농산물가격의 안정과 제조업부문의 빠른 생산성향상 그리고 유통부문의 가격파괴현상 그리고 원화절상이 해외부문으로 부터의 인플레이요인을 상쇄시킨데 따른 결과로 분석됨.

### (2) 95년 3/4분기 및 연간전망

- 상반기중 9.7%의 고성장을 이룩할 것으로 추정되는 우리경제는 하반기중 설비투자증가세의 둔화와 지난해 높은 성장에 대한 반락으로 성장률은 다소 낮은 8.5%내외에 그칠 것으로 예상되나 연간성장률은 9.1%에 달함으로써 주택2백만호사업으로 성장률이 높았던 91년이래 가장 높은 성장을 시현할 전망이다.
- 부문별로는 민간소비지출의 증가세가 올 4/4분기를 전후하여 경제성장률을 다소 웃도는 경기확장국면의 후반기적 현상이 나타날 것으로 예상되나 나머지 수요부문에서는 상반기에 비하여 성장속도가 둔화될 전망이다.

- 설비투자의 경우, 투자규모의 급팽창에 따른 증가세의 둔화와 과도한 설비투자에 대한 정부의 자제유도 및 자금조달상의 제약 등이 하반기중 증가세의 둔화요인으로 작용할 것으로 판단됨.
- 반면 건설투자부문은 SOC부문에 대한 투자확대에도 불구하고 민자유치사업이 연내에 본격화할 것으로 예상되지 않고 주택건설부문이 미분양부택의 부담으로 부진을 면치 못할 것으로 예상됨에 따라 7%수준의 증가세에 그칠 전망이다.
- 수출입은 상반기중의 급증세에 비하여 다소 둔화된 증가세를 보일 것이나 3/4분기중에도 여

〈 표 2 〉 95년 3/4분기 및 연간 경제전망

단위 : 전년동기비 (%)

	1993	1994					1995				
	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	연간
국민총생산	5.8	8.7	7.6	7.3	9.2	8.2	9.9	9.5	8.9	8.1	9.1
제조업	5.0	9.9	10.2	8.8	12.4	10.4	12.9	11.3	10.5	9.2	10.9
총소비	5.3	6.2	7.1	7.2	7.3	7.0	7.9	8.0	8.1	7.9	8.0
민간소비	5.7	6.8	7.5	7.5	7.8	7.4	8.7	8.5	8.8	8.6	8.6
고정자본형성	5.2	13.1	7.7	10.8	15.3	11.7	15.6	13.4	11.3	10.0	12.4
설비투자	-0.1	20.9	16.8	24.3	30.6	23.3	25.2	23.8	16.5	13.1	19.2
건설투자	8.9	7.6	2.2	2.8	6.3	4.6	8.0	6.2	7.7	7.8	7.4
생산자 물가	1.5	2.5	1.8	2.8	3.7	2.7	4.2	5.4	4.6	4.9	4.8
소비자 물가	4.8	6.5	5.8	6.9	5.8	6.2	4.6	5.2	5.4	5.9	5.3
경상수지	3.8	-21.6	-4.3	-16.9	-5.0	-47.8	-35.1	-15.1	-22.7	-12.7	-86.1
무역수지	18.6	-15.6	-1.4	-12.1	-1.7	-30.8	-24.4	-12.6	-16.7	-6.8	-60.5
상품수출	809.5	197.6	233.1	230.7	275.3	936.8	261.8	297.8	283.5	322.0	1164.7
(증가율)	7.7	7.0	16.2	13.2	25.0	15.7	32.4	27.7	22.8	17.0	24.3
상품수입	790.9	213.2	234.5	242.8	277.1	967.6	286.2	310.3	300.0	328.8	1225.3
(증가율)	2.3	13.3	15.8	24.0	35.5	22.3	34.2	32.4	23.5	18.7	26.6
무역외수지	-19.7	-7.5	-3.5	-6.5	-5.4	-23.0	-12.2	-4.3	-8.0	-8.0	-32.6
환율(원/\$)	808.1	806.5	805.5	798.9	788.7	788.7	771.5	760.0	755.0	750.0	750.0

자료: 한국은행, 통계청 95년 2/4분기 이후는 본원 예측치임.

주: 1. 물가부문의 단위는 기간평균 전년동기비 2. 국제수지부문의 단위는 억달러 3. 환율은 기말기준

## 동향과 전망

전히 20%를 상회하는 증가세를 유지할 것으로 예상되며 설비투자둔화에 따른 수입감소요인에도 불구하고 무역수지는 연내 흑자로의 전환은 예상되지 않음. 본원의 예측에 따르면 연간 경상수지 적자규모는 80억불을 상회하여 지난 해에 비하여 적자규모가 2배에 육박할 것으로 전망됨.

- 물가는 소비자물가가 농산물가격의 안정에 힘입어 지난해보다 안정되는 추이를 보일 것이나 생산자물가의 경우, 해외원자재가격의 파급에 따라 지난해(2.7%)보다 높은 4.8%에 달할 것으로 예상됨. 그러나 아직 경기확장기지속에 따른 수요압력의 증대가 현저한 물가상승요인으로 작용하지 않을 것으로 판단됨.

## 2. 민간소비

### (1) 최근동향

- 승용차, 컴퓨터, 가전제품 등 내구소비재에 대한 지출이 큰폭(16.5%)으로 늘어나면서 1/4분기중 민간소비는 8.7%의 증가율을 보이며 전분기(7.8%)보다 증가세가 더욱 확대됨.

〈 표 3 〉 민간소비의 형태별 가계소비추이

단위: 전년동기비 (%)

	1993년		1994년					1995년
	4/4	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	1/4
민간소비	6.2	5.7	6.8	7.5	7.5	7.8	7.4	8.7
가계소비	6.3	5.8	6.8	7.6	7.6	7.6	7.9	8.8
내구재	11.0	8.6	10.0	11.9	10.9	13.9	11.7	16.5
준내구재	5.2	3.7	4.6	5.5	5.8	8.2	6.1	10.0
비내구재	4.9	4.5	4.8	5.1	5.8	4.8	5.1	6.4
서비스	6.8	6.6	8.0	7.8	8.7	9.1	8.4	8.5

자료: 한국은행

- 이처럼 소비증가세가 빨라지는 이유는 임금인상과 고용증대로 민간의 구매력이 높아진데다 경기상승국면이 지속되면서 소비심리가 빠르게 확산되고 있기 때문인 것으로 풀이됨.
- 2/4분기에도 경기호황이 지속되고 지방선거를 앞두고 있어 전반적인 소비증가추세는 지속될 것으로 예상됨.
- 그러나 4월 들어 내수용소비재출하 등 소비관련지표들이 일시적인 조정을 받고 있고 소비과열을 방지하려는 정부의 조치(5년만기 예·적금 은행에 허용, 한은 대출총액한도제 활용, 신용카드 사용한도 축소 등)가 강화되고 있어 2/4분기 민간소비의 증가율 자체는 1/4분기보다 다소 낮은 8.5%로 추정됨.

〈 표 4 〉 소비 관련지표추이

단위 : 전년동기비 (%)

	1994년					1995년				
	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	1월	2월	3월	1/4	4월
도소매 판매액	7.1	8.2	8.1	8.3	8.0	11.2	6.0	6.7	8.0	7.7
도  매	9.2	10.4	10.6	8.9	9.8	9.9	8.7	6.0	8.2	5.9
소  매	5.2	6.1	5.5	7.5	6.1	12.8	3.2	7.3	7.8	9.5
내수용소비재출하	7.3	10.2	10.6	8.8	9.2	11.9	16.2	9.7	12.4	8.0
내  구  재	10.1	16.2	10.8	12.0	12.3	15.3	22.5	14.9	17.3	11.5
비  내  구  재	5.9	7.1	10.5	7.1	7.7	10.3	13.3	7.2	10.1	6.1

자료: 한국은행, 통계청

## (2) 95년 3/4분기 및 연간전망

- 국내경기의 상승세가 이어지면서 민간소비는 3/4분기 8.8%, 4/4분기 8.6%의 증가율을 보이며 꾸준한 상승세가 지속될 것으로 예상됨에 따라 연간으로는 94년의 7.4%보다 높은 8.6%로 전망됨.



## 동향과 전망

- 이처럼 민간소비증가율이 꾸준한 상승세를 보일 것으로 예상되는 이유는  
 첫째, 경기에 후행하는 소비지출의 시계열상 특성을 감안할 때 경기확장국면을 지속할 것으로 보이는 하반기중에도 민간소비의 증가율이 높아질 가능성이 많고  
 둘째, 경기확장세의 지속으로 취업자수와 소득이 증가하면서 민간의 소비여력이 많아지며  
 셋째, 특소세율 등 각종세율과 관세율의 인하, 96년 실시예정인 금융소득종합과세 그리고 소비의 고급화, 대형화 추세 등이 전반적으로 소비심리를 크게 자극할 것으로 보이기 때문이다.
- 그러나 과거와 같은 급격한 소비증대(과소비)현상이 재연될 가능성은 적은 것으로 판단됨.
- 금융실명제와 함께 부동산 실명제의 실시로 자산소득증가가 제한되어 있어 주로 취업자증가와 임금상승으로 인한 임금소득증가에 의존하고 있는 최근의 민간소비의 완만한 증가추세가 당분간 지속될 것으로 보이고

〈 표 5 〉 임금상승률 추이 및 전망

단위 : 전년동기비 (%)

	85	88	90	92	93	94	95
전 산업	9.2	15.2	18.8	15.2	12.2	12.7	13.1
제조업	9.9	19.6	20.2	15.7	10.8	15.4	14.7

주: 95년은 본원 추정치

- 인력수요가 많은 경공업과 전설부문의 경기가 금년에도 크게 나아질 것으로 보이지 않아 인력난에 의한 과도한 임금상승은 우려되지 않기 때문임.
- 또한 소비절약 및 저축증대를 유도하는 당국의 조치가 보다 강화될 것으로 보이는 것도 소비과열방지에 어느정도 영향을 미칠 것으로 보임.

### 3. 고정투자

#### (1) 최근동향

##### 〈 설비투자 〉

- 95년 1/4분기중에도 설비투자는 25.2% 늘어나 여전히 높은 증가세를 유지함. 그러나 기계류투자의 높은 증가세에도 불구하고 선박, 항공기도입의 감소로 운수장비투자가 둔화됨에 따라 전분기(30.6%)보다 증가율이 낮아짐.
- 이처럼 설비투자가 지난해에 이어 지속적으로 활기를 띠고 있는 이유는 WTO체제 출범에 따른 무한경쟁시대를 앞둔 시점에서 기업의 경쟁력 확충이 어느때보다 크게 요구되는데다
- 세계경제의 회복세와 슈퍼엔고현상으로 우리상품의 해외수요가 급증함에 따라 기업의 투자 의욕이 크게 고취되고 있기 때문.
- 4월에 들어 설비투자관련지표들의 움직임이 다소 진정되는 기미를 보이고 있으나 설비투자는 2/4분기에도 대내외수요 신장세에 힘입어 20%를 상회하는 높은 증가세를 지속할 것으로 추정됨.

〈 표 6 〉 설비투자 관련지표추이

단위 : 전년동기비 (%)

	1994년					1995년				
	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	1월	2월	3월	1/4	4월
설비투자	20.9	16.8	24.3	30.6	23.3	—	—	—	25.2	—
설비용기계내수출하	29.0	20.2	18.7	21.4	22.0	21.1	31.0	31.4	28.1	32.2
기계류수입액	33.5	29.2	42.0	40.7	36.5	21.6	68.8	56.3	48.3	27.5
국내기계수주	32.0	23.0	32.2	22.2	26.9	35.8	58.8	42.9	45.4	28.5
기계류수입허가	51.5	68.9	81.2	87.4	73.3	61.3	100.0	39.0	62.9	149.6

자료: 한국은행, 통계청

## 동향과 전망

### 〈건설투자〉

- 건물건설투자가 1년만에 증가세로 반전되고 사회간접자본투자가 지속적인 호조세를 보임에 따라 1/4분기중 건설투자는 8.0% 늘어나 전분기의 6.8%보다 회복속도가 빨라짐.
- 건물건설투자의 경우 주거용건물 건설의 부진에도 불구하고 경기회복에 따라 공장 및 상업용 건물 건설의 호조에 힘입어 5.8%증가 했으며
- 사회간접자본투자도 전력,통신 및 도로 등을 중심으로 큰폭 으로 증가했음.
- 또한 최근 건설투자 관련지표의 움직임을 고려해 볼때 건설투자의 회복세는 2/4분기중에도 지속될 것으로 보여 건설투자의 증가율은 2/4분기중 6.2%를 보일 것으로 추정됨.

〈 표 7 〉 건설투자 관련지표추이

단위 : 전년동기비 (%)

	1994년					1995년				
	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	1월	2월	3월	1/4	4월
건설 투자	7.6	2.2	2.8	6.3	4.6	—	—	—	8.0	—
건물 건설	11.3	-0.2	-0.2	-0.3	2.3	—	—	—	5.8	—
기타건설	-1.5	6.1	7.6	14.6	8.2	—	—	—	14.0	—
건축허가면적	-24.0	-12.0	14.1	17.0	-1.3	8.9	17.8	19.0	16.2	45.2
국내건설수주	10.5	18.7	3.1	13.4	11.9	6.6	4.4	26.0	14.6	35.8
공공	-23.2	44.0	14.5	17.6	17.3	56.8	62.4	-6.7	22.0	4.1
민간	26.0	6.2	-3.3	10.0	8.6	-0.6	-11.7	38.8	12.4	56.7

자료: 한국은행, 통계청

### (2) 95년 3/4분기 및 연간전망

- 설비투자를 중심으로 한 투자증가세는 94년에 이어 95년중에도 계속될 것으로 전망됨. 다만 설비투자증가세는 다소 둔화되는 반면 건설투자의 점진적인 회복세가 예상됨에 따라 전체 고

정투자증가율은 94년의 11.7%보다 높은 12.4%가 예상된다.

〈설비투자〉

- 95년 하반기 이후에도 설비투자는 경제성장률을 상회하는 건실한 증가세를 유지할 것으로 보이나 그 증가세는 다소 둔화될 것으로 전망됨에 따라 연간 증가율은 94년보다 소폭 둔화된 19.2%가 예상된다.

- 이는 경기순환상 국내경기의 활황세가 급년 말부터 다소 둔화될 것으로 예상되는데다 경기과열을 우려하는 정부가 총수요관리측면에서의 설비투자조정노력을 강화할 것으로 보이고
- 지난해부터 20%를 상회하는 높은 투자증가율의 지속으로 기업의 생산능력이 어느정도 확충되면서 95년중 투자순환이 일단락될 것으로 보이기 때문임.

〈 표 8 〉 제조업 평균가동률과 생산능력

단위 : 전년동기비(%)

	1994년				1995년					
	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	1월	2월	3월	1/4	4월
제조업가동률	81.9	82.5	81.4	84.9	82.7	85.0	80.9	84.6	83.5	82.7
생산능력증가	2.0	2.6	3.8	5.6	3.5	8.6	9.2	9.5	9.1	9.4

〈건설투자〉

- 95년 하반기에도 건설투자는 경기호조의 지속, 지자체선거, SOC 투자확대 등의 영향으로 점진적인 회복세를 지속할 것으로 보여 95년 연간으로는 94년의 4.6%보다 높은 7.4%의 증가율이 예상된다.

- 이는 경기호조의 지속으로 인해 상업용건물 및 공장 등 비주거용 건축의 활기가 하반기에도 지속될 것으로 보이고

---

## 동향과 전망

- 국가경쟁력 강화차원에서의 정부와 민간의 사회간접자본투자의 확대와 지역개발사업의 활성화 등으로 토목부문의 건설이 호조를 보일 것으로 예상되기 때문임.
- 더구나 그동안 부진함을 보이던 주거용건축의 경우도 경기호조에 따른 소득증가가 주택수요 증대로 이어지면서 완만하나마 회복세를 보일 가능성이 있음.
- 그러나 현재 10만호를 상회하는 미분양주택, 부동산경기의 침체, 정부의 강력한 부동산 투기 억제 기조 등은 주거용 건축의 회복세에 제약요인으로 작용할 것으로 보이고 민자유치법에 의한 민간의 사회간접자본 투자가 시행절차상 95년중에 본격화되기에는 다소 어려울 것으로 보여 하반기에도 큰 폭의 상승은 기대하기 어려움.

## 4. 대외거래

### (1) 최근동향

- 세계경제의 회복세지속과 엔화가치의 초강세에 힘입어 수출(국제수지기준)은 1/4분기의 32.4%에 이어 4월에도 35.8%의 증가율을 보이며 호조세를 지속함.
- 품목별로는 중화학공업제품의 증가세가 더욱 확대되고 있는 가운데 경공업제품도 회복세를 이어감.
- 지역별로는 대개도국 수출 및 대선진국 수출이 모두 호조세를 지속하는 가운데 대개도국수출 신장세가 더욱 두드러지면서 대개도국수출액이 대선진국수출액을 상회함.
- 수입은 설비투자를 위한 자본재수입의 증가세가 계속되는 가운데 국내외수요의 확대로 소비재 및 원자재수입 또한 빠른 증가세를 보임에 따라 1-4월중 전년동기대비 36.6% 증가.
- 경상수지는 4월까지 43.4억달러의 적자를 보여 지난해 연간규모(47.8억달러)에 육박.

〈 표 9 〉 최근 수출동향(통관기준)

단위 : 억달러, 전년동기비 (%)

	1994년					1995년		
	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	1/4	4월	1~4월
전 체 수출	198.8 (9.4)	238.3 (14.9)	235.1 (15.3)	287.9 (25.6)	960.1 (16.7)	262.0 (31.6)	102.1 (33.1)	364.1 (32.1)
〈품목별〉								
중화학공업제품	130.8 (13.6)	154.5 (18.1)	153.7 (23.2)	200.5 (30.9)	639.5 (22.0)	179.6 (37.3)	69.8 (41.4)	249.5 (38.4)
경공업제품	55.5 (2.6)	68.0 (8.1)	65.4 (2.0)	68.5 (14.9)	257.4 (6.9)	65.7 (18.8)	25.6 (15.3)	91.3 (17.4)
〈지역별〉								
대 선 진 국	101.3 (7.2)	120.5 (10.4)	121.8 (9.8)	144.5 (26.1)	488.1 (13.7)	129.3 (27.5)	50.7 (29.6)	180.0 (28.2)
대 개 도 국	97.6 (11.8)	117.8 (19.9)	113.4 (21.9)	143.3 (25.1)	472.1 (20.1)	132.5 (35.8)	51.4 (36.8)	184.1 (36.2)

자료: 한국은행

〈 표 10 〉 최근 수입동향(통관기준)

단위 : 억달러, 전년동기비 (%)

	1994년					1995년		
	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	1/4	4월	1~4월
전 체 수입	225.5 (13.0)	248.1 (16.3)	257.2 (23.7)	292.7 (34.8)	1023.5 (22.1)	304.7 (35.1)	112.0 (38.9)	416.4 (36.0)
〈품목별〉								
자본재	85.2 (20.9)	97.8 (23.1)	101.9 (33.4)	119.4 (49.8)	404.3 (32.1)	118.8 (39.4)	47.1 (48.1)	165.9 (41.8)
원자재	117.2 (7.4)	123.9 (10.0)	126.6 (17.4)	142.0 (24.1)	509.8 (14.8)	155.2 (32.4)	53.4 (33.2)	208.6 (32.6)
소비재	23.1 (15.4)	26.4 (24.6)	28.7 (28.7)	31.3 (31.3)	109.4 (24.6)	30.8 (30.8)	11.4 (31.5)	41.8 (31.5)

## 동향과 전망

- 이는 무역외수지가 구조적으로 적자확대 추세에 있는데다 무역수지가 수출을 상회하는 높은 수입 증가로 인해 적자폭이 크게 확대된데 기인함.
- 자본수지는 4월까지 예상보다 부진한 35.9억달러의 순도입이 이루어져 전년 동기간보다 5.3억달러가 늘어나는데 그침.
- 이는 단기자본수지가 단기무역신용과 원유단기차입 등을 중심으로 큰 폭의 도입초를 나타냈음에도 불구하고 국내주식시장의 부진, 국제금리상승, 멕시코 금융사태 등의 영향으로 주식투자자금의 순유출(6.6억달러)이 발생해 장기자본수지 흑자규모가 크게 축소되었기 때문임.

〈 표 11 〉 최근 국제수지 동향

단위 : 억달러, 전년동기비 (%)

	1994년					1995년					
	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	1월	2월	3월	1/4	4월	1~4월
경상수지(억달러)	-21.6	-4.3	-16.9	-5.0	-47.8	-7.0	-12.4	-15.6	-35.0	-8.3	-43.4
무역수지	-15.6	-1.4	-12.1	-1.7	-30.8	-3.4	-10.5	-10.6	-24.5	-6.2	-30.6
수출증가율(%)	9.4	14.9	15.3	25.6	16.8	29.3	35.6	31.8	32.4	35.8	33.2
수입증가율(%)	13.0	16.3	23.7	34.8	22.1	15.0	50.2	40.0	34.2	40.4	36.0
무역외수지	-7.5	-3.5	-6.5	-5.4	-23.0	-4.0	-2.5	-5.8	-12.2	-2.4	-14.6
자본수지	28.1	11.8	18.3	32.6	90.8	3.1	9.0	16.0	28.0	7.9	35.9

자료: 한국은행

## (2) 95년 3/4분기 및 연간전망

- 상반기에 이어 하반기에도 수출은 여전히 호조를 보일 것으로 예상됨에 따라 95년 연간 수출증가율은 94년의 15.7%를 크게 상회하는 24.3%가 예상된다.
- 이는 그동안 설비능력의 확충으로 수출공급능력이 크게 증대된데다

- 세계경제 회복세, WTO체제 출범 등의 영향으로 해외수요가 구조적인 신장세를 지속할 것으로 예상되고
- 여전히 90엔 아래에 머물고 있는 엔화의 강세현상으로 인해 우리상품의 가격경쟁력이 지속될 것으로 보이기 때문임.
- 그러나 엔화가치의 완만한 절하가 예상되는 반면 원화의 절상은 지속될 전망이어서 엔고효과가 상반기보다는 다소 약화될 것으로 보여 하반기에는 상반기의 높은 수출 신장세가 다소 둔화될 것으로 예상됨.
- 분기별로 보면 3/4분기에는 20%를 상회하는 수출증가율이 예상되어 상반기의 높은 수출신장세가 이어지는 반면 4/4분기에는 작년 4/4분기의 높은 증가율에 대한 상대적인 영향으로 증가율이 크게 둔화될 전망이다.
- 상반기 높은 증가세를 보인 수입은 3/4분기에도 20%를 상회하는 높은 증가율이 유지될 것으로 보임. 그러나 수출과 설비투자 증가율 둔화가 예상되는 4/4분기부터는 점차 낮아질 전망.
- 이는 하반기 설비투자증가율이 다소 둔화될 경우 설비확대를 위한 자본재 수입이 줄어들 것으로 보이는 데다
- 국제원자재 가격이 하향 안정세를 보이고 있고 수출이 상반기보다는 다소 둔화될 것으로 보여 원자재 수입도 어느정도 진정될 것으로 보이기 때문임.
- 그러나 경기회복에 따른 지속적인 소비증가추세와 전반적인 개방화추세에 따른 수입관세의 인하추이와 수입재에 대한 거부감의 완화경향 등이 가세함에 따라 소비재수입은 증가할 것으로 예상됨.
- 상반기 큰 폭의 적자를 보인 경상수지는 3/4분기에도 무역수지와 무역외수지 적자규모가 그대로 이어지면서 23억달러의 적자가 예상됨. 이에 따라 95년 연간 경상수지 적자규모는 94년



---

## 동향과 전망

47.8억달러보다 크게 확대된 86억달러에 이를 전망.

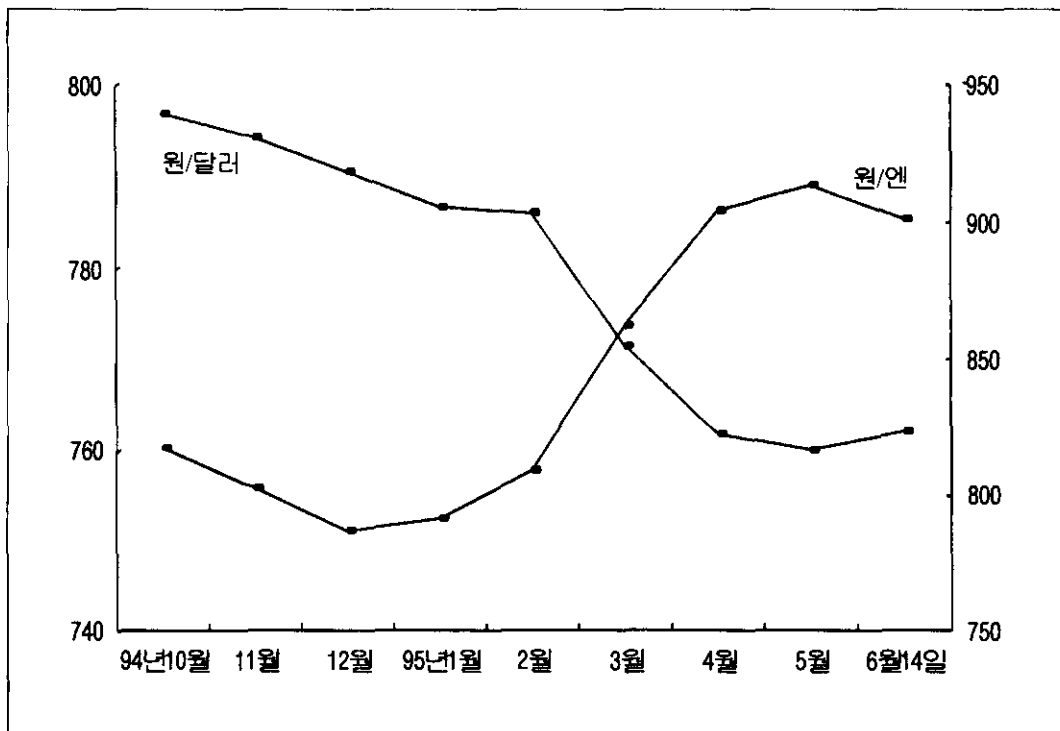
- 하반기에는 국제금융시장의 교란요인이 다소 해소되고 국내외금리차가 상존하는 가운데 상대적으로 안정적인 투자지역으로 인식되는 우리나라에로의 본격적으로 자본유입이 이루어질 것으로 전망됨. 그러나 국제금융시장의 불안의 여파로 상반기 자본유입이 미미한 수준에 그쳤기 때문에 연간 자본수지는 당초 예상보다는 대폭 수정된 100억달러의 흑자가 예상됨.

## 5. 원화환율

### (1) 최근동향

- 금년 2월말까지 비교적 완만하던 원화의 절상추세가 3월 이후 더욱 빨라지면서 4월말 원화 가치는 전년말대비 3.4%절상된 달러당 760.8원을 기록하며 달러에 대한 원화의 절상추세가 금년 들어서도 지속되고 있음.
- 이는 자본시장개방 확대로 자본유입이 크게 늘 것이라는 전망으로 형성된 원화절상의 기대감이 국제금융시장에서의 지속적인 달러 약세기조로 인해 더욱 확대된데다
- 정부의 정책기조가 물가불안을 의식해 원화절상을 어느정도 용인하는 쪽으로 흐를 것이라는 심리적 기대감이 시장에 반영되었기 때문으로 판단됨.
- 그러나 5월 이후 달러화의 단기급락에 대한 경계심리와 외환당국의 개입 등으로 원화절상추세가 다소 둔화되며 6월 14일 현재 762.1원을 기록함.
- 한편 원화의 대엔화환율은 국제외환시장에서의 엔화강세의 영향으로 5월말까지 전년말대비 15.5%절하됨.

〈그림 1〉 원화 환율 추이



## (2) 95년 3/4분기 및 연간전망

- 향후에도 원화환율은 달러에 대해 절상추세를 지속할 것으로 예상됨.
- 이는 하반기중 국내외 금리차가 상존하는 가운데 추가적인 외국인 주식투자한도 확대, 해외 증권발행한도 확대, 상업차관도입 허용 등 자본시장개방이 확대됨에 따라 해외자본유입이 늘어나는 추세가 지속될 것으로 보이기 때문임.
- 그러나 대미원화환율은 급격한 절상추세를 보인 상반기와는 달리 3/4분기말 755원, 연말

## 동향과 전망

750원의 완만한 절상추이를 보일 것으로 전망됨.

- 왜냐하면 최근 달러화의 급락은 장기 추세선에서 벗어난 것으로 올해 말까지는 국제외환시장에서 달러화가 장기적 추세선인 달러당 95엔 및 1.55마르크로 재반등할 것으로 기대되고 있고
- 자본시장개방 확대에 따른 해외자본유입이 당초 예상규모에 크게 미달할 것으로 보이는데다 4월까지의 무역수지적자가 작년 연간수준을 육박하는 등 국제수지적자가 하반기 주요경제현안으로 대두됨에 따라 환율정책기조가 '물가안정을 위한 절상용인' 보다는 '국제수지적자방어를 위한 시장개입'으로 선회할 가능성이 높기 때문임.

〈 표 12 〉 원화환율 추이 및 전망

단위 : 원/달러(기말기준)

	92년	93년	94년	95년				
				1/4	4월	2/4	3/4	4/4
환율(원/\$)	788.4	808.1	788.7	771.5	761.8	760.0	755.0	750.0

자료: 한국은행, 95년 2/4분기 이후는 본원 예측치임.

## 6. 물가

### (1) 최근동향

- 소비자물가는 5월까지 안정세를 지속함.
- 5월까지 소비자물가상승률은 전년동기대비 4.8%로 작년 동기간의 6.2%에 비해 크게 안정되었을 뿐만 아니라 정부의 물가관리목표 5-5.5%보다 낮은 수준임.

- 전년말대비로도 예년 수준보다 낮은 3.1%에 그침.
- 소비자물가가 안정세를 보이는 이유는
  - 지난해 최대 물가불안 요인이었던 농축수산물의 가격이 금년 5월까지 2.4%상승에 그쳐 작년 동기간의 5.0%에 비해 크게 안정되었기 때문임.
  - 또한 수입원자재가격 상승으로 인한 원가상승압력에도 불구하고 이를 유통구조의 혁신, 생산성 향상 등으로 상당부분 흡수함으로써 공산품가격이 5월까지 1.8%상승에 그쳤다는 점도 금년 상반기 물가안정요인으로 작용함.
  - 서비스의 경우도 공공요금을 제외하고는 대부분 안정세를 유지함.

〈 표 13 〉 품목별 소비자물가 추이

단위: 전년말월대비(%)

	총지수	농축수산물	공업제품	집세	공공요금	개인서비스	외식
94년 5월	3.5	5.0	1.6	1.6	6.4	5.5	5.1
95년 5월	3.1	2.4	1.8	1.8	6.8	5.5	2.6

- 생산자물가는 세계경기회복에 따른 석유화학제품과 반도체 등 일부 수급애로품목의 가격상승과 작년 하반기부터 오름세를 보인 국제원자재가격의 영향이 반영되면서 금년 5월까지 3.3%상승, 지난해 동기간의 1.2%를 크게 상회함.
- 그러나 2/4분기 이후 세계경제성장세의 둔화와 국제원자재가격의 오름세가 둔화되면서 생산자물가 상승률도 점차 둔화되는 추세임.

〈 표 14 〉 생산자물가와 국제원자재가격

단위: 전월비(%)

	1월	2월	3월	4월	5월
생산자물가	0.8	0.4	1.0	0.7	0.3
로이터지수	1.9	2.5	-1.2	1.2	-1.3

## 동향과 전망

### (2) 95년 3/4분기 및 연간전망

- 3/4분기 소비자물가 상승률은 2/4분기보다 다소 높은 전년동기대비 5.4%가 예상되나 전반적인 안정세를 지속할 것으로 보임.
  - 이는 경기상승국면이 지속되고 있으나 6월 지자체선거로 인한 물가상승압력이 크지 않을 것으로 보이고
  - 국제원자재가격의 안정세와 WTO의 출범에 따른 실질적 수입제한완화에 힘입어 수입물가상승이 다소 둔화되고
  - 물가안정을 위한 정부의 노력이 지속될 전망이기 때문임.
- 이러한 물가안정추세는 이상기후에 의한 농축수산물가격의 급등현상 등 돌발적인 상황이 없는 한 4/4분기에도 이어져 연간 소비자물가는 5.3%의 증가에 그칠 전망이다.
- 다만 94년 호황업종을 중심으로 이루어진 비교적 높은 임금인상이 95년중에는 여타부문에 파급되고 임금인상효과가 비교역재부문인 서비스요금과 1차생산품목에 대한 가격상승압력으로 하반기 이후 현재화될 경우 소비자물가상승률은 현재의 전망치를 상회할 개연성이 있음.
- 한편 생산자물가는 2/4분기부터 국제원자재가격 상승세가 둔화됨에 따라 2/4분기를 정점으로

〈 표 15 〉 물가 추이 및 전망

단위 : 전년동기비(%)

	92년	93년	94년	95년				
				1/4	2/4	3/4	4/4	연간
소비자물가	6.2	4.8	6.2	4.6	5.2	5.4	5.9	5.3
생산자물가	2.2	1.5	2.7	4.2	5.4	4.6	4.9	4.8

로 증가율이 다소 낮아질 것으로 보임.

## 7. 통화금융

### (1) 최근동향

- 2/4분기중 총통화(M2) 증가율은 1/4분기의 17.7%(평잔기준)보다 1%p정도 낮아진 16.6%를 나타낼 것으로 추정됨. 이는 당초 예상인 17%선보다는 낮은 수준임. 월별로는 4월에 16.8%, 5월에 16.9%의 증가율을 나타내어 1월의 19.6%증가이후 16%대의 안정세 지속됨.
- 2/4분기에는 경기확장에 따른 설비투자자금의 수요증가, 지방자치제선거자금수요증가 등 민간부문에서의 통화증발요인이 많았으나 예상외로 낮은 선거자금수요와 정부부문의 환수로 통화가 안정적으로 운용되었음.

〈 표 16 〉 통화지표 추이

단위: 10억원, 평잔, 전년동기대비:(%)

	1993	1994				1995	
	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4p
M2	102,578.6	112,221.9	114,870.2	120,519.7	126,799.2	132,043.0	133,971.6
증가율	(18.6)	(15.9)	(15.5)	(15.3)	(15.8)	(17.7)	(16.6)
M2+CD	114,635.1	126,933.1	131,659.4	137,767.2	144,044.4	150,402.7	157,282.2
증가율	(17.9)	(17.5)	(18.7)	(17.7)	(16.7)	(18.5)	(16.8)
M3*	354,933.3	373,976.6	396,959.0	418,045.4	442,663.2	453,530.3	—
증가율	(19.0)	(20.3)	(22.7)	(21.9)	(24.7)	(21.3)	

자료: 한국은행  
주: \*말잔기준

## 동향과 전망

〈표 17〉 부문별 총통화(M2)지표 추이

단위 : 억원, 말잔기준

	2월	3월p	4월p	5월p
정부부문	-5,420	-17,167	-22,201	-12,272
민간부문	-20,274	23,029	52,868	15,695
해외부문	-3,629	911	-2,183	3,311
기타부문	-3,929	-1,754	-7,604	-11,917
총통화(M2)	-33,243 (16.1)	5,019 (17.4)	20,880 (17.6)	-5,183 (16.5)

자료: 한국은행

- 부문별 총통화증감내역을 보면, 민간부문을 제외한 정부, 해외, 기타부문에서 총통화가 줄어들었음. 특히 정부부문에서는 부가가치세 및 원천세, 법인세, 종합소득세 납부 등으로 총통화가 대폭적으로 환수되었음.

- 정부부문에서는 부가가치세, 원천소득세, 법인세 등 세수요인으로 대폭적인 통화환수가 일어났음. 상반기중 정부부문에 의한 통화환수는 전년동기에 비해 약9조원 증가한 것으로 나타났다음.
- 민간부문에서는 계절적 여신과 상업어음할인 등 중소기업관련 대출의 큰 폭 증가와 외화대출, 일반자금대출의 증가로 4월과 5월중 약 6조 6천억원이 공급되었음.
- 해외부문에서 경상수지의 적자 및 외국인 주식투자자금의 순유출로 1/4분기에 이어 통화가 환수되는 상황이 계속됨. 외국인 주식투자자금은 6월에 들어와서야 순유입되는 상황으로 반전됨.
- 기타부문에서는 통화채 순상환 등의 공급요인이 있었으나 CD순발행 및 환매채대출증가로 4월과 5월에 1조9천7백억원이 환수되었음. 1/4분기에 이어 2/4분기에도 기타부문에서는 통화가 환수되고 있음.

- 한편 2/4분기중 M2+CD의 증가율도 16.0%대를 나타낼 것으로 추정됨. M2+CD는 4월에

〈표 18〉 통화채권, CD 순발행 및 표지어음 매출 현황

단위 : 억원

	95. 3월중	4월중p	5월중p
통화채권*	-3,216	-242	-2,299
CD	5,078	3,775	7,473
환매채(RP)	2,708	698	993

\* 재정증권 제외

17.0%, 5월에 16.8%의 증가율을 나타내어 2월이후 점차 낮아지는 추세를 나타내고 있음.

## (2) 95년 3/4분기 및 연간 전망

- 95년 3/4분기 이후에도 경기상승세가 이어짐에 따른 민간자금수요의 지속, 재정지출의 하반기 집중, 자본시장개방 확대, 외국인 주식투자자금의 유출에서 유입으로의 반전 등 통화증발요인이 많아 하반기 통화관리에 어려움이 많을 것으로 보임.
- 이와 같이 경기상승의 지속에 따라 경기과열을 우려하는 정책당국의 통화긴축이 예상되기도 하지만, 지방자치제 선거이후 3/4분기에도 총통화증가를 17%로 하겠다는 정부의 방침을 고려할 때, 자금시장을 경색시키지 않는 안정위주의 신축적인 운용을 할 것으로 보임. 정부의 이와 같은 통화정책은 실세금리를 암묵적으로 15%로 정하고 이를 자극하지 않으려는 것으로 보임.
- 따라서 3/4분기와 4/4분기중 총통화증가율은 17.0%이하의 낮은 수준을 나타낼 것이고, 통화증가세가 점차 낮아져 95년 연간으로는 16.0%대의 증가율을 보일 것으로 전망됨.



## 동향과 전망

### 8. 금리 및 자금사정

#### (1) 최근동향

- 2/4분기중 자금사정은 양호한 수준이었음. 통화당국의 신축적인 자금지원으로 시중자금사정은 원활하였음.
- 경기상승세 지속에 따라 설비투자자금수요가 컸으나 기업들은 매출신장 및 생산호조로 자금여력이 있는 유동성 풍부상태이었고, 선거가 있는데도 이에 대한 자금수요는 별로 크지않아 지준일과 세금납부일 전후를 제외하고는 자금사정은 대체로 원활하였음.
- 그러나 경기양극화와 미분양주택 등으로 인한 경공업 및 건설관련업체의 자금난은 그대로 지속되고 있음.
- 2/4분기 어음부도율은 전국 및 서울지역 모두 1/4분기보다 하락하여 중소기업의 부도가 안정되는 것을 볼 수있음. 부도업체수는 줄어드는 경향을 보이고 있으며 신설법인의 수도 전년 동기에 비해 감소하고 있음. 이는 중견기업의 부도와 지방자치체 선거로 인한 자금난에 기인한 것으로 보임.
- 2/4분기의 금리는 통화당국의 신축적인 통화관리, 자금시장의 원활함에 힘입어 안정세를 유지하였음.

(표 19) 2/4분기 금리동향

단위 : %

	4.29	5.31	6.16	변동폭	
	(A)	(B)	(C)	B - A	C - B
콜 금 리	14.38%	13.40%	13.70%	-0.98%p	0.40%p
회사채유통수익률	14.70%p	14.97%p	14.63%p	+0.27%p	-0.34%p

자료 : 한국은행

〈표 20〉 기업의 직접금융조달(1월~5월)

단위 : 억원

	95년	94년	변동폭
	1월~5월	1월~5월	1월~5월
기업공개	981.0	779.0	202(25.9%)
유상증자	22,801.0	19,156.0	3,645(19.0%)
회사채발행	68,766.0	84,821.0	-16,055(-18.9%)
전체	96,548.0	104,756.0	-8,208(-7.8%)

- 자금시장의 양호함을 반영하여 기준일과 세금납부일 전후를 제외하고는 금리가 안정되었음.
- 단기금리인 콜금리는 세수요인, 기준부족에 대한 우려로 월말과 기준일 부근에서 소폭상승하였으나 대체로 안정세를 나타내었음.
- 회사채금리는 발행물량의 증가와 증시부양을 위한 증안기금의 매도 증가로 15%를 넘어서기도 했으나 증권, 신탁, 보험 등 기관의 매수세 증가로 14.5%~14.9%에서 유지되었음.
- 상반기중 기업의 직접금융조달 실적이 부진한 것으로 나타났음. 부문별 구성을 보면 기업공개, 유상증자 등 주식시장을 통한 직접금융은 94년에 비해 늘어난 반면 회사채 발행을 통한

〈표 21〉 분기별 금리 및 자금시장 동향

단위 : %

	1993	1994				1995			
	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	1/4	4월	5월
회사채수익률	12.6	12.2	12.4	12.7	13.9	12.9	15.1	14.71	14.90
콜금리	12.1	11.2	12.0	13.3	12.8	12.3	15.9	12.49	13.48
CD유통수익률	13.0	12.0	12.4	14.3	14.4	13.3	14.3	14.56	14.87
어음부도율									
전국	0.13	0.14	0.16	0.18	0.20	0.17	0.20	0.19	—
서울	0.07	0.09	0.10	0.10	0.12	0.11	0.13	0.11	0.13

자료: 한국은행

주: 1) 콜금리: 1H物 기준 2) CD유통수익률: 91H物 기준

3) 회사채수익률: 3年滿期 保證附社債 기준 4) 어음부도율: 금액기준

## 동향과 전망

자금조달은 줄어든 것으로 나타났음. 이는 정책당국의 채권시장수급안정을 위한 물량조정과 실세금리의 상승 및 중견기업의 부도여파로 발행여건이 나빠짐에 따른 것으로 보임.

### (2) 95년 3/4분기 및 연간 전망

- 경기호조세에 따른 과열을 막기 위해 통화당국이 긴축정책을 쓸 가능성도 있지만, 최근들어 현저해진 시중실세금리 변동에 민감한 통화공급추이를 감안할 때 암묵적 시중실세금리상한(회사채수익률 기준 15%추정)을 고려하면서 자금시장을 경색시키지 않는 범위내에서 신축적인 통화관리를 할 것으로 보여 3/4분기이후의 자금사정은 양호할 것으로 전망됨.
- 재정집행의 신축적조절과 통화당국의 신축적인 통화관리정책발표로 자금사정은 양호할 것으로 보임.
- 그리고 경기활황이 계속되면서 기업의 필요자금액은 증가할 전망이나 기업의 내부유동성 풍부, 금융기관의 은행신탁 및 저축성예금증가에 따라 가용자금이 풍부해 실물부문에서의 자금흐름은 안정적인 것으로 예상됨.
- 그러나 다음과 같이 자금사정을 경색시키는 요인도 많음.
- 지방자치제선거후 통화긴축을 우려해 자금시장을 불투명하게 보는 은행 등 금융기관들의 자금운용 단기화와 기업들의 자금가수요현상은 자금사정을 악화시킬 수 있음.
- 3/4분기 이후 해외부문으로부터의 자본유입이 본격화될 경우 이에 따라 정책당국이 적극적인 통화관리(총통화증가율 12%~16%)를 해 민간신용을 억제할 것으로 예상됨. 그러나 7월 초에 시작되는 외국인 주식투자한도확대 직후에 유입되는 외국인 자금유입규모가 당초 예상했던 1조~1조5천억원(20억\$)보다 대폭 축소된 5천억원(7억\$)에 이를 것으로 전망되어 통화의 영향을 당초보다 훨씬 낮아질 전망이다.
- 한편 금융기관이 덕산그룹부도와 같은 대형부도사태로 중소기업에 대한 대출을 기피하고 안정적인 단기대출에만 주력하고 있어 자금여력이 부족한 중소기업의 자금난은 더욱 가중될 전

망임.

- 하반기에도 주식시장이 계속 침체되어 기업들이 직접금융을 할 수있는 기회가 축소되고, 은행대출을 통한 간접금융에 의해 자금을 조달해야 되는 상황이 된다면 자금시장은 급속히 경색될 것으로 보임. 정부는 증시안정화대책으로 주식물량공급을 축소계획을 세웠는데 올 연간 8~10조원에서 6조원으로 줄인다는 것임.
- 한편 95년 2/4분기에 신축적인 통화관리에 힘입어 14.5% ~ 14.9%대에서 안정되었던 실세 금리(회사채수익률)는 3/4분기 이후에도 큰 변동없이 안정될 것으로 보임.
- 정부는 통화 금융정책에 있어서 암묵적 시중실세금리의 상한을 정해 놓고 그 상한을 유지하는 정책을 펼 것으로 전망되어 지준일과 월말같은 자금수급불균형시기를 빼놓고는 금리가 안정될 것으로 보임.
- 해외부문으로부터 유입된자금이 간접적으로 채권매수에 참여할 것으로 보여 금리안정에 기여할 것으로 전망됨.
- 그러나 증권시장이 하반기에도 침체를 보일 경우, 기업은 주식발행에 의한 자금조달이 어려워져 회사채 발행에 의한 자금조달 또는 간접금융에 의존해야 하며 이에 따라 금리의 상승이 예상됨. 그리고 증권시장의 안정화대책으로 증안기금이 보유채권을 팔 경우 금리는 오를 가능성이 높음. 또한 회사채물량과다로 회사채발행여건이 나빠져 자금사정은 더욱 악화될 전망이다.

## 제 2 장

# 해외경제

## 1. 주요국의 경기 및 성장

### (1) 최근동향

- 95년 상반기중 세계경제의 상승세는 둔화되는 경향을 나타냈음.
- 1/4분기중에 시작된 미국달러화의 가치급락과 독일 마르크화, 일본엔화의 가치급등으로 선진국 경제성장률이 예상보다 낮아질 전망이다.
- 개도국경제도 환율변동과 국제금융시장의 불안에 따른 선진국경제의 성장둔화의 영향으로 성장률이 다소 낮아질 것으로 추정됨.
- 95년중 세계교역량도 예상보다 다소 위축될 전망이다.

#### 1) 미 국

- 2/4분기에 들어서면서 민간소비, 기업의 설비투자, 주거용건설 투자 등 주요 단기경기지표가 둔화되는 양상을 보였음. 실업률도 1/4분기의 5.5%내외에서 2/4분기에는 5.7%내외로 증가하고 있으며, 설비가동률도 85%이상에서 85%이하로 낮아지고 있음. 그러나 낮은 물가상승률을 나타내고 있어 여전히 잠재성장률 이상의 성장과 저물가 상태를 유지하고 있는 것

으로 보임.

- 2월초 금리의 인상에 따라 94년 초반이후 7차례의 금리인상으로 민간소비 및 설비투자를 중심으로 한 지출부문의 확대가 다소 위축된 것으로 보임.
  - 실업률은 1/4분기 평균 5.5%에서 4월 5.8%, 5월 5.7%로 증가하고 있음.
  - 임금상승과 달러화폭락에 따른 수입물가상승 등의 요인에 의한 인플레이션의 유발을 우려하였으나 물가안정을 이루고 있음.
  - 경상적자를 배경으로 고성장 저물가체제를 유지하면서 경기의 연착륙을 의도하고 있는 미국 경제로서는 6%수준의 단기금리를 더 낮추려 하지 않고 있으며 달러화를 인위적으로 부추기는 금리인상에도 소극적임.
- 경기상승세가 지속되어 미국의 1/4분기중 경제성장률은 당초 예상보다 다소 낮은 2.8%로 추정되며, 2/4분기 중에는 급속히 둔화되고 있는 경기지표를 반영해 2.0%의 성장을 이룰 것으로 보임.

## 2) 일본

- 일본경제는 1/4분기중 대지진과 엔화가치의 급등에 따른 수출의 차질로 실질성장률이 당초 예상보다 낮은 0.3%(전기대비), 연율로는 1.2%에 이를 것으로 추정됨. 2/4분기중에도 엔화가치가 높은 수준을 유지함에 따라 민간소비감소와 투자확대의 미비로 경기회복이 둔화될 것으로 추정됨.
- 개인소비, 민간건설수주는 감소추이를 나타내고 있음.
  - 기계수주액은 크게 증가한 것으로 나타났으며, 설비투자는 반도체, 철강 등 제조업을 중심으로 확대되고 있음.
  - 1/4분기중 무역흑자가 279.4억달러로 지난해 같은 기간에 비해 9.3%감소하였음. 2/4분기에에도 감소추세에 있음. 연간으로 보면, 엔화강세로 수입이 늘어나면서 순수출은 감소할 것으로 보임.

---

## 동향과 전망

- 소비자물가상승률은 0.1%, 생산자물가상승률은 음(-)을 나타내었고 실업률은 3.0% 정도를 나타내었음.
- 일본경제는 지진, 엔화가치의 급등 등 경기회복 저해요인으로 인해 큰폭의 상승없이 아주 느린 경기회복이 전망됨.

### 3) 독일

- 독일경제는 회복국면에 접어들어 1/4분기중 2.9%(연율)의 성장을 나타낸 것으로 추정되지만, 마르크화의 강세지속으로 2/4분기에는 경기회복세가 둔화될 것으로 추정됨.
- 1/4분기 중에는 수출 및 주택건설, 소비지출의 증가로 독일경제는 회복세를 나타내고 있고, 실업률도 감소 추세를 나타냈으나, 2/4분기에 들어서면서 그 회복속도는 둔화되고 있음.
- 물가는 안정을 이루고 있는 것으로 보임.

## (2) 전망

- 95년 세계경제는 엔고의 영향으로 당초 예상보다는 낮은 성장률을 보일 것으로 보임. 세계경제 전체적으로 연간 3.0%의 성장을 이룰 것으로 전망됨.
- 선진국은 2.8% 내외, 개도국은 6.0% 내외의 성장률을 이룰 것으로 전망됨.
- 세계교역도 엔고의 영향으로 하향조정되겠지만 선진국의 경기회복, 개도국의 고성장 지속, 구동구권의 경제개혁의 진전 등으로 8.0%의 증가율을 보일 것으로 전망됨.
- WTO체제의 출범에 따른 국제교역환경의 개선 및 경제블록화에 따른 역내 직접투자의 활성화는 세계교역 증가에 기여할 것으로 예상됨.

1) 미국

- 세계경기의 회복에 따라 자동차 반도체 설비투자, 주택건설투자가 95년에도 확대되겠지만, 지난해 초부터 시작된 7차례의 금리인상조치로 인해 하반기 이후에는 성장세가 다소 둔화될 것으로 전망됨.
- 미국경제는 95년 연간으로 2.7%의 성장률을 기록할 것으로 예상됨.
  - 실업률은 경기상승지속에 따라 양호한 상태를 유지할 것으로 보임.
  - 경상수지적자는 세계경기 호황으로 다소 감소되겠지만 미국경제구조상 경기가 활황일때 대일수입이 증가하기 때문에 대일 무역적자가 큰폭으로 줄어들 것같지 않음.
  - 경제의 연착륙이 가능한 안정성장을 나타낼 것으로 보임. 2/4분기에 경기회복세가 둔화된 모습을 보이고 있지만 경기부양을 위해 금리를 인하할 것 같지는 않음. 최근의 경기둔화를 일시적 현상으로 보는 견해가 많음. 경기가 과열이거나 저조하다면 금리를 인상하거나 인하하는 조치를 해 안정성장을 이룩하려는 정책기조를 유지할 것으로 기대됨.

2) 일본

- 엔고하에서 디플레이션경제의 특징을 보이고 있는 일본경제는 국내설비투자부족, 국내소비 감소 등으로 어려움을 겪고 있으나 하반기이후 예상되는 엔화의 기술적 자율반등(절하)과 경제 사회안정 등의 영향으로 완만한 회복국면이 지속될 것으로 보임.
- 95년 일본경제는 대지진과 엔고의 영향으로 당초 예상보다 하향조정된 연간 1.8%이내의 성장을 이룰 것으로 전망됨.
- 두가지 악재때문에 회복이 늦어지겠지만, 회복세는 꺾이지 않을 전망이다.
  - 첨단산업에 대한 설비투자가 지속적으로 늘어날 것이고, 하반기에는 대지진 복구를 위한 건설투자수요가 시작될 전망이다.



## 동향과 전망

〈표 22〉 해외경제전망

	1993	IMF		OECD		WEFA	
		1994	1995	1994	1995	1994	1995
경제성장률							
전 세계	2.3	3.7	3.8	—	—	2.1	3.0
선진국	1.3	3.0	3.0	2.8	3.0	2.8	2.9
미국	3.1	4.1	3.2	3.9	3.1	4.1	3.0
일본	0.1	0.6	1.8	1.0	2.5	0.5	1.8
독일	-1.1	2.9	3.2	2.5	3.0	2.8	3.1
아시아개도국	6.1	7.2	6.8	7.6	7.2	7.5	7.7
실업률							
미국	6.8	6.1	5.5	6.1	5.6	6.1	5.6
일본	2.5	2.9	2.9	2.9	3.0	2.9	3.1
독일	8.9	9.6	9.1	9.6	9.1	9.5	9.0
소비자물가							
미국	3.0	2.6	3.1	2.0	2.5	2.6	3.0
일본	1.3	0.7	0.3	0.6	0.6	0.7	0.4
독일	4.7	3.1	2.0	2.3	2.0	3.1	2.4
세계교역신장률	4.0	9.4	8.0	8.9	8.2	7.7	7.5
엔화	111.88	—	—	104.3	103.2	102.3	92.5
마르크화	1.7330	—	—	1.682	1.664	1.62	1.47

자료: IMF, World Economic Outlook(1995.1),  
 OECD, Economic Outlook(1994.12),  
 WEFA, International Economic Outlook Conference(1995.5)

- 선진국경기의 회복과 아시아지역의 고도성장으로 일본의 부품 수출, 기계류의 수출이 늘어날 것으로 보임. 한편 엔고와 경기확대에 따른 수입수요의 증가, 수출의 감소로 무역수지 흑자규모는 94년보다는 낮은 수준이 될 것으로 전망됨.

### 3) 독일

- 95년에도 경쟁력 제고 노력, 세계경기 회복 등에 따른 수출증대, 기업투자 및 건설투자의 확

대에 힘입어 94년의 성장세가 유지될 것으로 보임.

- 비교국 통화에 대한 마르크화의 절상으로 수출증가율이 감소할 가능성이 있으나 대부분의 교역대상국에 유럽지역에 있어 그 영향은 그리 크지 않을 것으로 보임.
- 물가안정을 이루고 있으며 실업률도 감소추세에 있음.
- 한편, 독일정부와 민간에 의한 막대한 투자로 인한 구동독지역의 생산성 향상은 독일 전체의 경제성장률이 높이는데 크게 기여할 것으로 보임.
- 3/4분기이후에도 경기회복세가 지속되어 95년 연간으로 3.0%의 성장을 이룰 것으로 전망됨.

## 2. 국제금리

### (1) 최근동향

- 일본의 대지진, 미국의 금리인상 등 금리변동요인이 있었으나 국제금리의 변동폭은 크지 않았음. 각국의 금리는 소폭의 하락을 보이거나 보합세를 유지하였음.
- 미연준은 2월초 인플레이압력을 완화시키기 위해 단기금리를 0.5%p 인상하였음.
- 독일은행은 3월말에 달러화에 대한 마르크화가치의 강세를 진정시키고 유럽금융시장의 불안정을 해소하기 위해 재할인율을 0.5%p 인하하였음.
- 일본은행은 4월 중순 재할인율을 1.75%에서 1.0%로 0.75%p 인하하였음.
- 리보금리(미달러표시, 3개월물)는 연6%에서 6.25%까지 등락하다가, 6월초에는 미국의 경기둔화를 나타내는 경제지표의 발표로 미연준의 금리인하 가능성이 커지면서 연5.0%대까지 낮아지기도 하였음.

## 동향과 전망

〈표 23〉 주요 국제금리의 추이

단위 : 기말기준, %

	'93	'94	'95						
			1월	2월	3월	4월	5월	6/2	
미국	재할인율	3.00	4.75	4.75	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25
	프라임레이트	6.00	8.50	8.50	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00
	T/Bill(90일)	2.98	5.56	5.84	5.76	5.69	5.68	5.62	5.40
	T/Bond(30년)	6.35	7.88	7.70	7.45	7.43	7.34	6.65	6.54
일본	재할인율	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.00	1.00	1.00
	프라임레이트	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.375	2.375	2.375
독일	재할인율	5.75	4.50	4.50	4.50	4.00	4.00	4.50	4.50
	프라임레이트	6.75	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
LIBOR (90일)	3.00	6.00	6.25	6.25	6.25	6.19	6.06	6.06	
유로퓸 (런던, 90일)	2.13	2.44	2.31	2.31	1.88	1.44	1.19	1.19	
유로DM (런던, 90일)	5.94	5.06	5.13	5.00	4.75	4.56	4.50	4.50	
유로궤 (런던, 90일)	5.38	6.63	6.75	6.81	6.69	7.00	6.75	6.63	

주: 1.미국과 일본의 프라임레이트는 단기이고 독일은 롬바르트금리임.  
 자료: 1.주간해외경제, 한국은행 조사제1부, 2.월간무역, 무역협회.

## (2) 전망

- 전반적인 추세에 비추어 볼 때 95년 하반기 이후에 개도국의 투자확충 등으로 자금수요가 증가하더라도 선진국의 경기회복세의 둔화가 지속된다면, 국제금리는 당분간 하락세를 나타낼 것으로 보임.
- 급속한 경기둔화세를 멈추기 위한 미국의 금리인하가능성과 경기상승둔화에 따른 일본의 저금리체제 유지, 독일의 금리인하가능성 등으로 당분간 저금리가 유지될 것으로 보임. 저금리에 힘입어 경기회복속도가 커질 경우 95년말이나 96년에는 금리가 다시 상승세로 반전할 것으로 보임.

- 개도국 고도성장에 따른 자금수요의 증가, 재정적자의 증가 등 국제금융시장에서의 수급불균형 요인들은 국제금리의 하락세를 멈추는 방향으로 작용할 것이나 미국, 일본, 독일의 경기회복이 느리다면 금리하락의 유인이 큼.
- 2월초 단기금리를 인상한 미국은 최근 경기의 급속한 둔화가 지속된다면 7월초에 한차례의 금리인하를 단행할 것으로 예상됨. 그러나 미국이 금리를 인하하더라도 물가상승억제와 고용증대의 효과 정도가 작으므로, 금리인하의 유인은 작음.
- 일본과 독일의 경우, 상반기중 자국통화의 절상속도를 늦추고, 경기의 확대를 위해 단기금리를 인하했음. 저금리에서도 엔화, 마르크화 강세로 본격적인 경기회복이 나타나지 않아 추가적인 금리인하의 요인이 있음.
- 대표적인 국제금리인 리보금리(달러)는 2/4분기말에는 6.0%에 이를 것으로 보이고, 하반기 이후에 등락을 거듭하다가 95년 연말에는 5.0%대까지 하락할 것으로 보임.

### 3. 주요국의 환율

#### (1) 최근동향

- 95년에 들어 멕시코 금융위기에 따른 투자자들의 미달러화에 대한 수요위축, 지진피해 복구비 마련을 위한 일본투자자들의 미달러화 표시자산 매각 증대, 유럽정국의 불안과 베어링사 파산에 따른 유럽외환시장의 불안심화로 마르크화의 매입 확대 등의 요인에 의해 미달러화의 가치는 주요국 통화에 대하여 최저치를 경신하면서 급속히 절하되었음.
- 미달러화는 독일연방은행의 재할인율인하로 한때 강세를 보였으나 미연준이 금리인상을 보류하고 선진 각국의 정부가 달러화 안정을 위하여 외환시장에 개입할 의사가 없음을 천명함에 따라 투자자들의 매각이 확대되면서 최저치를 경신하면서 약세를 지속하였음.

## 동향과 전망

〈표 24〉 주요국의 환율 추이

기말기준

	'93	'94	'95					
			1월	2월	3월	4월	5월	6/2
\$/SDR	1.3736	1.4558	1.4767	1.4944	1.5606	1.5730	1.5759	1.5477
\$/£	1.4770	1.5690	1.5817	1.5825	1.6300	1.6110	1.5892	1.5852
¥/\$	111.88	99.83	98.58	96.75	88.37	83.73	83.29	84.86
DM/\$	1.7263	1.5501	1.5088	1.4623	1.3820	1.3815	1.4315	1.4085

자료: IFS, AP·DJ  
 주: 각국의 현지환율

- 4월 중순 일본은행이 재할인율을 0.75%p 인하하였으나 달러화에 대한 투자유인의 감퇴로 미달러화의 가치는 약세를 지속하였음.
- 마르크화는 위험을 회피하기 위한 안전통화로 인식되면서 엔과 달러에 대해 가치가 상승하였음.
- 6월초 각국의 중앙은행들이 달러화 가치 하락저지를 위한 외환시장 개입을 천명함에 따라 주요국통화에 대해 강세를 보이며 하락세가 진정되었음. 그러나 달러화자산에 대한 투자유인의 감소로 달러화의 가치는 좀처럼 상승하지 않고 있음.
- 싱가포르, 중국 등 일부 아시아지역 중앙은행들이 외환보유액중 독일 마르크화와 일본의 엔화의 비중을 높이고 달러화를 매각하고 있음.

### (2) 전망

- 올해초 멕시코 페소화의 폭락에서 출발한 미달러화 가치 폭락이 근본적으로는 미국의 재정적자 및 무역수지적자에서 기인한다고 보기 때문에 미국의 양대적자가 해결되지 않는 한 각국의 정책적 개입이 있다해도 달러화 가치의 안정은 이루어지기 힘들 것으로 보임. 장기적으로는 달러 가치 하락세는 계속 진행될 것으로 보임. 그리고 1달러당 82엔과 1.40마르크가 마지노선으로 인식되어 그 이하로 하락한다면 각국의 중앙은행이 달러화 가치 하락저지 정책을 펼 것으로 보임.

- 하반기 이후에 달러화하락 저지를 위한 각국의 공동 노력, 기술적인 반등에 힘입어 소폭의 상승은 있을 것으로 보이나 미국의 대일무역적자의 지속, 일본경제의 점진적 회복으로 엔화 강세요인도 있어 큰폭의 달러화 가치 상승은 없을 것으로 보임.
  - 최근의 달러화 하락은 장기추세선을 벗어난 것으로 하반기 이후에는 장기적 추세선으로 회복할 것으로 보임.
  - 당분간 1달러당 85엔~90엔으로 엔화에 대한 달러화약세는 지속될 전망이고, 95년 연말에 가서는 1\$당 90엔내외에 이를 것으로 전망됨.
- 한편, 마르크화에 대한 달러화의 가치는 유럽 각국의 정치적 불안 요인의 제거와 금융시장의 불안정 해소 등에도 불구하고 좀처럼 상승하지 않고 있음. 당분간 1달러당 1.40마르크수준이 지속될 것으로 전망됨. 하반기 이후 독일의 물가안정과 추가적인 금리인하로 달러화는 마르크화에 대해 강세로 반전될 것으로 전망됨. 연말에는 1달러당 1.50마르크가 될 것으로 예상됨.

#### 4. 국제원자재가격

##### (1) 최근동향

- 95년 상반기 원자재가격은 전체적으로 약3.0% 상승한 것으로 나타났음. 비식품농산물이 크게 상승하였지만 금속가격이 약간의 하락세를 보여 전체적으로는 안정세를 나타냈음.
- 세계경제의 회복에 따른 수요증가와 환경보호에 따른 공급물량의 감소, 달러화 약세에 따른 원자재투자선호 등의 요인에 의해 원면, 펄프, 고지, 옥수수, 원목, 스티렌모노머, 커피 등의 국제가격이 크게 올랐음.
- 국제유가는 94년의 상승세를 계속 유지하고 있음. 4월중에는 세계경제의 회복과 미국의 원유비축감소, 이란, 이라크, 리비아 등의 중동국가에 대한 경제제재조치의 유지 등이 요인이

## 동향과 전망

되어 폭등세를 나타내었음. 한편 달러화 가치 하락에 따른 투기성자금이 원유시장으로 몰려 상승세를 가속화시켰음.

- 기타 원자재 가격도 선진국들의 경기회복과 개도국의 성장에 따른 수요의 증가로 오름세를 나타냈지만 수급상황 또는 작황에 따라 그 상승폭은 달랐음.
- 동, 알루미늄 등과 같은 비철금속은 투기성자금이 유입으로 상승을 나타내기도 했지만 지난해 급등세를 보인 것에 대한 영향으로 약보합세를 보임.
- 원면, 원당, 고무, 커피 등의 가격이 수요증가와 공급부족으로 인해 큰 폭으로 상승하였음.
- 국내수입품 오퍼가격 상승은 1/4분기중 지수상으로 최고치를 기록하고 있음. 5월말 현재 94년 연말대비 상승률 상위품목은 스틸렌(36.0%), 펄프(31.0%), 에틸렌글리콜(30.7%), 원면(26.0%), 아크릴니트릴(25.0%), S.참코일(23.4%), 펄프(15.9%) 등으로 나타났음. 반면에 전기동(-7.5%), 알루미늄피(-5.4%), 연피(-5.9%), 니켈(-12.6%) 등은 국제가격과 같이 하락세를 나타내었음.

## (2) 전망

- 국제원자재시세는 95년 하반기이후에 세계경제의 확대추세가 둔화됨에 따라 상승세는 주춤할 것으로 예상됨.
- 국제유가는 하락세로 접어들 것으로 전망됨.
- 원유가격은 5월부터 시작된 OPEC회원국들의 생산량 상한선 초과, 이란, 이라크 등 중동국가에 대한 UN의 석유금수조치 해제 가능성 등으로 공급이 증가하여, 동남아 등 개도국경제의 원유수요 증가가 있더라도 원유가격은 하락하는 추세로 돌아설 것으로 전망됨. 연말에 가서는 1배럴당 \$18.0에 이를 것으로 전망됨.
- 기타 국제원자재 가격은 세계경기회복 속도가 늦어짐에 따라 소폭의 상승에 그칠 것으로 보

〈표 25〉 주요 국제원자재 가격추이(기말기준)

	'93	'94	'95			
			1/4	4월	5월	6/9
로이터지수 (1931.9.18=100)	1675.80	2225.30	2298.10	2324.80	2295.40	2287.50
다우존스지수(현물) (1974.12.31=100)	127.60	145.90	149.36	152.30	148.75	151.86
WTI유(\$/bb1) (뉴욕, 현물)	14.20	17.76	19.18	20.40	18.90	18.92
두바이유(\$/bb1) (로테르담, 현물)	11.95	16.08	15.77	17.83	17.09	16.78
브렌트유(\$/bb1) (로테르담, 현물)	13.21	16.25	17.90	19.96	17.87	17.98
금 (\$/Oz.) (런던, 현물)	391.75	383.25	392.00	389.75	384.30	384.40
동 (\$/MT) (LME, 현물)	1808.00	3040.00	2985.00	2837.00	2851.00	2916.00
연 (\$/MT) (LME, 현물)	486.50	651.00	591.00	617.00	607.00	612.00
아연 (\$/MT) (LME, 현물)	989.00	1135.00	1037.00	1097.00	1022.00	1016.0
알루미늄 (\$/MT) (LME, 현물)	1121.50	1952.00	1859.00	1832.00	1814.00	1772.00
소맥 (¢/Bu) (시카고, 근월)	378.25	401.50	343.25	351.00	373.25	375.25
대두 (¢/Bu) (시카고, 근월)	704.25	550.75	574.00	567.00	580.75	584.75
옥수수 (¢/Bu) (시카고, 근월)	306.00	231.00	250.00	249.00	266.00	269.50
원면 (¢/Lb) (뉴욕, 근월)	67.88	90.35	98.15	111.25	109.75	111.85
원당 (¢/Lb) (뉴욕, 선물)	10.50	15.02	14.84	13.04	13.83	13.60
고무 (S¢/Kg) (싱가폴, 현물)	131.00	225.50	269.00	249.00	230.25	217.75

자료 : AWSJ, 日經 ; 일간무역, 무역협회  
 주 : 동과 연의 통계는 1993년 7월 이전에는 ¢/MT로 표기.



---

## 동향과 전망

임. 그러나 수급불균형이 심한 유화제품등 기초화학제품이나 기후에 따라 수확의 변동이 심하고 개도국에서의 수요가 확대되고 있는 농작물의 경우는 상승세가 지속될 것으로 보임.

- 상반기중 약간의 하락세를 보였던 비철금속은 3/4분기이후에도 지난해 급등에 따른 조정과 생산능력확충에 따른 수급의 균형으로 보합세 또는 하락세를 나타낼 것으로 보임.
- 원면, 원당, 고무, 기초화학재료 등의 가격은 공급부족, 개도국에서의 수요급증으로 꾸준한 상승세를 나타낼 것으로 보임.
- 국제곡물의 시세는 상반기의 상승세를 계속 유지할 것으로 보이지만 그 상승폭은 둔화될 것으로 전망됨.

### 제 3 장

## 최근 경제의 평가와 경제운영방향

### 1. 95년 상반기 실적 및 하반기 전망내용의 평가

- 우리경제는 93년 1월을 저점으로 한 경기상승기에 있으며 지난 4/4분기에 이어 올 상반기중에도 9%대의 높은 경제성장률을 기록할 것으로 추정되는 확장국면을 지속하고 있으며 본원의 최근 전망치에 따르면 상반기중 9.7%대에 달한 경제성장률은 하반기 들어 8.5%수준으로 낮아지겠으나 연간으로는 9.1%에 달할 것으로 예상됨.
- 상반기중 우리경제는 수요면에서 수출과 설비투자의 높은 증가세와 민간부문의 높은 소비지출증가세에 힘입어 산업의 생산과 출하가 두자리의 증가세를 보이고 경제활동인구와 취업자수도 증가세를 지속하는 등 본격적인 활황국면을 나타냄으로써 지난해 4/4분기이후 9%대의 높은 성장세를 지속하고 있음.
- 특히 1/4분기중 일본 엔화의 절상이 가속화됨으로써 상반기중 수출증가율이 30%를 상회하고 중화학부문에서의 높은 가동률수준 지속에 따라 설비투자증가율도 25%내외에 달함으로써 지난해이후의 수출과 설비투자를 중심으로 한 견실한 성장기조가 유지되고 있음.
- 성장의 내용 또한 수출과 설비투자를 중심으로 건설하며 과거 고성장기에 경험하였던 버블의 형성, 높은 물가상승 그리고 과소비와 같은 부작용의 조짐도 가시화되지 않고 있어 과거 어느 때보다 고원(高原)경기국면의 장기화에 대한 기대가 커지고 있음.

## 동향과 전망

- 일반적으로 경기확장기의 후반에 나타나는 과도한 소비증가현상이나 과거 거품경제의 요인이 되었던 부동산이나 주식시장에서의 과열조짐도 나타나지 않고 있으며 SOC부문에 대한 투자확대에도 불구하고 건설투자증가세도 주택부문에서의 부진으로 비교적 낮은 수준을 유지하고 있음.
  - 해외원자재가격이나 노동시장에서의 물가압박에도 불구하고 최근 국내물가는 지난해 동기에 비해 안정적인 움직임을 보이고 있음. 이는 농산물가격의 안정이 크게 기여한 이외에 높은 설비투자증가와 생산성증가 그리고 유통부문에서 확산되고 있는 가격과괴움직임 등이 수요증대에 따른 가격상승압력을 상당부분 상쇄하고 있기 때문인 것으로 풀이됨.
  - 설비투자증가는 하반기중 다소 둔화될 것이나 수출이 활기를 지속하고 완만하나마 민간소비지출의 증가세가 지속됨으로써 높은 성장세를 이어갈 것으로 전망됨.
  - 72년이후 다섯차례에 걸친 경기순환과정에서 경기확장국면의 평균지속기간은 31개월 그리고 수축기간은 19개월임을 감안하면 93년 1월을 저점으로 하는 경기확장국면은 금년 3/4분기를 전후하여 경기전환점을 맞을 것으로 예상할 수 있겠으나 현재의 대내외 여건이나 예측기관들의 전망내용을 고려할 때 경기전환점은 96년이후에 나타날 것으로 전망됨. 이에따라 93년 1월을 저점으로 하는 금번 경기상승국면은 과거 경기상승국면의 평균지속기간(31개월)보다 장기화할 것으로 예상됨.
- 대외여건에 크게 의존하고 있는 현재의 경기확장국면은 연내에 추가적인 엔화가치의 절상이 기대되지는 않으나 세계경기가 중기적으로 완만한 상승국면에서 개별국가경기의 동시화(Synchronize)가 진행되고 있다는 점에서 여전히 대외여건의 호조가 예상되며 따라서 대내적으로 최근 다소 빠른 신장세를 보이고 있는 민간부문의 소비지출증가세를 억제하고 설비투자활기를 지속시키는 한편 해외자금유입에 따른 통화증발압력에 효율적으로 대처해 나갈 수 있다면 96년이후까지 확대될 수 있을 것으로 판단됨.

## 2. 거시경제운영방향

- 상반기중 당국의 거시경제운영은 연초의 긴축기조에서 다소 후퇴한 감이 있으며 현재의 경기국면을 전반적인 과열로 규정하지는 않고 있으나 상반기 성장률이 9%를 상회함에 따라 하반기 이후 추가적인 긴축의 우려가 커지고 있음.
- 정부는 상반기중 총통화증가율 17%, 회사채수익률 15%이내에서 운영하고 있으나 하반기에는 경기국면의 연착륙을 위하여 총통화증가율을 연초 설정한 16%이내에서 관리하기로 함으로써 통화긴축효과를 기대하고 있음.
- 상반기부터 민간부문에 권고하여 온 과도한 설비투자자제를 포함하여 자본제도입을 위한 외화대출의 축소 등을 통하여 설비투자 증가세의 적정화를 도모하고, 소비성대출을 억제함으로써 저축증대를 도모하는 등 예상되는 국제수지적자규모의 팽창을 방지하고 총수요압력을 줄이려 함.
- 그러나 하반기 이후 거시경제운영은 단기적인 경기조절보다는 중기적인 대외여건의 호조와 성장내용의 건설함을 토대로 현재의 경기국면을 보다 장기화하는 과정에서 무리없이 국내구조조정과 성장애로부문을 해소함으로써 우리경제의 성장잠재력 확충에 중점을 두어야 할 것이며 이를 위해서는 정책운영상의 시각전환이 요구됨.
- 경기과열이나 국제수지적자를 우려함으로써 민간부문의 활기찬 설비투자욕구를 자제토록 하는 것은 중장기적인 시각에서 바람직하지 않음.
- 무역수지적자의 상당부분이 설비투자에 필요한 자본제도입의 증대로 인한 것이라는 점에서 인위적인 설비투자의 축소가 무역수지를 단기간에 개선하리라는 점은 분명하나 단기적인 무역수지의 개선보다 그로인해 우리경제가 향후 치러야 할 대가는 훨씬 클 것임.
- 설비투자의 축소는 노동력부족과 임금상승에 자동화투자와 첨단산업에 대한 과감한 투자로 대처해야 하는 우리경제에는 상당한 부담요인으로 작용할 것임.

## 동향과 전망

- 경기하강국면에서 민간부문이 자발적으로 투자를 확대할 유인을 발견하기는 어려운 반면 성장하는 경제환경하에서 기업의 투자는 보다 활기를 떨수 있으며 기업의 투자는 곧 우리경제의 구조조정과 체질개선을 가져올 것으로 예상할 수 있음.
  - 또한 내외금리차가 큰 여건에서 강행되고 있는 자본시장의 개방을 감안할 때, 실물부문 특히 자본재도입으로 인한 무역적자는 종합수지흑자규모를 줄임으로써 오히려 거시경제운영에 긍정적인 요인으로 작용할 수 있음. 80년대 후반 흑자관리에 실패했던 우리의 경험에 비추어 보면 자본재도입에 의한 무역적자는 해외자본의 국내도입에 대한 하나의 정책대안으로서도 효과적인 측면이 있음.
- 이와 더불어 긴축적 재정정책은 경상수지적자와 자본수지흑자에 대한 현실적인 정책대안으로서 활용되어야 할 것임. 현재 시점에서 재정흑자기조의 견지는 원화절상에서 경상수지적자 그리고 해외차입에 의한 경상적자보전이라는 악순환을 막는 가장 효과적인 정책수단임.
- 실제로 정부는 상반기중 재정지출을 94년수준으로 묶음으로써 재정부문의 통화환수를 통하여 경제운영에 상당한 기여를 한 것으로 판단됨.
  - 그러나 지난해 예산편성시에 비하여 2~3% 높아질 것으로 예상되고 있는 명목경제성장률이나 실명제이후의 세수기반의 확대 등을 감안할 때 하반기이후에도 재정고유의 경기조절기능은 십분 발휘되어야 할 것임. 그것은 진행되고 있는 자본자유화가 실패로 돌아가지 않기 위해서는 무엇보다 원화절상압력의 요인이 되고 있는 내외금리차의 축소가 관건이 되며 이를 위해서는 국내저축의 증대가 재정부문에서부터 비롯되는 것이 보다 현실적인 접근이 되기 때문임.
- 또한 내외금리차의 축소를 위해서는 재정부문의 긴축기조와 더불어 유연한 통화신용정책이 요구됨.
- 지난해 하반기 이래의 해외원자재가격의 급등추세에도 불구하고 최근의 물가추이는 상반기중 소비자물가상승률은 4.7%내외에 그치고 하반기중에도 5%대에서 안정될 것으로 전망되

- 는 등 비교적 안정적인 움직임을 보이고 있음.
- 이같은 물가추이는 소득상승과 비용상승이라는 수급상의 물가압박요인이 경기확장국면에서 나타나고 있는 제조업 부문의 빠른 생산성향상, 유통부문에서 확산되고 있는 가격파괴현상 그리고 원화절상요인 등에 의하여 상쇄되고 있음에 따른 결과로 판단됨.
  - 유연한 통화신용정책이 수요압력을 증대시켜 물가를 자극하기 보다는 유동성효과에 의한 시중실세금리의 하락 효과를 가져옴으로써 긍정적인 거시경제적 효과를 가져 올 것으로 기대되는 반면 15%내외의 실세금리가 유지되는 여건에서 추가적인 통화긴축이 이루어진다면 실세금리의 상승과 기업부도의 증가 등 실물부문을 위축시키는 효과가 크게 나타날 것임.

## 투기성자금수요와 금리와의 관계

### 1. 국내 기업공개 현황 및 수익률

우리나라의 실질금리는 경쟁국에 비하여 높은 수준을 보여주고 있다. 최근에는 실명제실사와 금리자유화에 따른 금리상승의 부작용을 예방하기 위해 자금이 비교적 여유있게 공급되고 있으나 금리는 여전히 높은 수준이다. 물론 우리나라 고금리현상은 장기적 관점에서는 높은 경제성장률, 자본시장의 폐쇄성, 경직적 통화관리, 금융심화의 낙후 및 금융중개기능의 미발달 등의 요인들에 의해 주로 야기되고 있지만 최근 금융시장에 나타난 현상을 살펴보면 대체자산의 고수익률 또한 단기적으로 금리상승요인으로 작용하고 있는 것으로 보여진다.

시장금리보다 높은 대체자산이 존재하는 경우에 금융시장의 자금은 투기성 자금화하여 기업의 설비투자 자금화되기 어렵고, 금융시장에 자금이 풍부하다 하더라도 이러한 단기성 투기자금으로 남아 있다면 금융시장의 불안과 혼란이 가중되고, 금리 역시 안정되기 어렵게 되는 것이다.

실제로 우리나라의 경우 1980년대말 부동산, 주식이격이 급상승하여 금융시장의 자금이 이러한 대체자산으로 흘러들어가 고금리와 자금경색, 그리고 통화신용정책의 효율성을 크게 떨어뜨리는 결과를 경험하였고, 최근에는 주식시장의 발달과정에서 일어날 수 있는 기업공개시 신규 공모주의 기대수익률이 시장금리나 주식의 전체 평균수익률에 비해 높다면 자금이 단기적 투기성 자금화하여 고금리상태를 지속시키고 금융시장의 불안을 가중시키는 요인이 될 수 있음을 보여주고 있다.

이러한 현상은 금융시장의 발달과정에서 경험해야 할 현상으로 받아들일 수도 있지만 국제수준에 비해 매우 높은 금융비용을 안고 국제경쟁을 해야하는 국내 기업들에게는 추가적인 부담이 될 수 밖에 없을 것이다.

## 최근 경제이슈

본 절에서는 기업공개시 공모주가격의 저평가 현황과 신규공모주의 기대수익률, 그리고 높은 기대수익률에 따른 투기성자금 규모의 추정 등에 초점을 맞추어 최근 금융시장에 나타난 불안이 금리에 미치는 파급효과를 분석하고자 한다.

기업공개시 공모주가격의 저평가현상은 자본시장, 주식시장의 발달과정에서 어느 나라든 한번은 경험하는 현상으로 받아들여지고 있다. 주식시장의 발달정도와 조사기간에 따라서 저평가 정도의 차이는 있지만 주식시장의 발달이 더딘 국가에서는 저평가정도가 심하고, 주식시장이 발달해 갈수록 저평가정도는 낮아지는 것으로 나타나고 있다.<sup>1)</sup>

미국과 같이 유가증권의 완전시가발행이 정착되어 있는 국가에서도 신규공모주식은 평균

〈표 1〉 기업공개주식의 상장초기 평균 초과수익률에 대한 연구

연구자	대상국가	표본기간	표본기업수	발행시점으로부터의 초과수익률	
				1일/1주	1개월
Reilly-Hatfield(1969)	미국	1963-65	53	9.5%	8.7%
McDonald-Fisher(1973)	"	1969-70	142	28.5	34.6
Logue(1973)	"	1965-69	250		41.7
Ibbotson(1975)	"	1960-71	120		11.4
Ibbotson-Jaffe(1975)	"	1960-70	2,650		16.8
Ritter(1984)	"	1960-82	5,162	18.8	
Beatty-Ritter(1986)	"	1981-82	545	14.1	
Chalk-Peavy(1987)	"	1975-82	649	21.7	
Jog-Riding(1987)	캐나다	1971-83	100	11.0	
Davis-Yeomans(1976)	영국	1965-71	174	8.5	
Finn-Higham(1986)	호주	1966-78	93	23.0	
Saunders-Lim(1986)	싱가폴	1987-88	17	45.4	
Dawson(1985)	홍콩	1978-83	21	13.8	
Hiraki(1985)	일본	1979-84	108	53.3	
McDonald-Jacquillat(1972)	프랑스	1968-71	31	4.2	4.6
Dawson(1987)	말레이시아	1978-83	21	166.6	

자료: 강효석(1990)

1) 공모주 가격의 저평가 및 가격결정을 설명하는 이론적 모형으로는 정보비대칭 가설 및 신호가설(Signalling) 등이 있으며 한국자료를 이용한 공모주 가격결정에 관한 연구로는 강효석(1990,1991), 주상룡(1995) 등을 참조할 것.



10% 이상 할인발행되고 있는 것으로 조사되고 있으며, 주식시장의 발전이 상대적으로 늦은 국가들, 예를 들어 말레이시아와 같은 아시아권 국가에서는 저평가정도는 더욱 심한 것으로 분석되고 있다(〈표 1〉 참조).

우리나라의 주식시장은 발전정도가 일천하여 기업공개는 그리 많지 않았으며 1987년 이후에 서야 기업공개실적이 크게 증가하였다. 이는 정부의 강력한 기업공개유도정책과 더불어 주식시장의 활황으로 인하여 기업들의 자발적인 공개가 크게 늘어났기 때문이다.

기업공개시의 공모가격은 실제가격에 비해 정도의 차이는 있지만 평균적으로 상당히 낮은 것으로 보고되고 있다.

〈표 2〉는 우리나라의 신규공모주의 발행가 및 수익률 분포를 나타내고 있다. 공모가격은 액면가에 대비해 1987년까지 약 60%정도 할증되어 발행되고 있으나 88, 89년도에는 각각 97.7%, 172.7% 정도 초과하여 공모가격이 실제가치보다 과대책정되어 공모주 청약이 미달되는 경우도 발생하고 있으며 상장후 주가가 공모주가격에 못미쳐 투자자들이 손해를 보는 경우도 경험하고 있다.

그러나 공모주가격이 할증 발행되어 꾸준히 상승하고 있는 것은 사실이지만 이러한 공모주

〈표 2〉 신규공모주의 발행가 및 수익률 분포

연도	기업공개실적(社)		할증률분포(1)(%)			주가상승률(2)(%)		
	액면공모	할증공모	평균	최저	최고	평균	최저	최고
1985	8	3	56.7	40.0	80.0	23.0	6.0	51.3
1986	13	3	60.0	40.0	80.0	144.1	0.0	296.0
1987	15	29	56.7	30.0	500.0	198.0	13.3	440.0
1988	21	91	97.7	20.0	500.0	169.3	2.1	509.2
1989	0	126	172.7	40.0	500.0	60.5	-14.7	260.0
1990	0	14	135.71	60.0	220.0	30.40	-18.57	133.0
1991	0	21	104.29	60.0	220.0	38.93	-65.83	125.0
1992	0	3	116.67	40.0	190.0	66.87	32.41	130.0
1993	0	8	98.75	20.0	230.0	179.81	27.69	860.0

(1) 할증률 = (발행가격/액면가)-1

(2) 주가상승률 = (상장연도말 종가/발행가격)-1

자료: 증권조사월보 각호, 증권감독원

## 최근 경제이슈

가격의 상승은 과거 공모주가격이 너무 과소 책정된 것을 어느 정도 시장가치에 근접하고 있음을 반영하는 것이며 기업공개후 주식의 시장가격은 여전히 공모주가격에 비해 높은 것으로 분석되고 있다. <표 2>에서 보듯이 공개기업의 공모주가격을 공개 당시 년도의 평균 주가상승률에 비교해 볼 때 높게는 198%, 낮게는 23%의 격차가 있음을 알 수 있다.

최근 상장기업의 공모주가격과 상장가격과의 격차를 좀 더 자세히 살펴보기 위해 1994년도 기업을 공개한 30개 업체의 공모가와 상장일 주가, 그리고 연말 주가를 비교한 결과가 <표 3>에 실려 있다.

30개의 공개기업의 공모가 평균은 12,717원으로 상장일 주가평균은 22,007원으로 각각 조사되고 있으며, 공모가대비 상장일 주가의 등락률에 의하면 최저는 금성산전의 12%에서 최고는 화신제작용의 148%에 이르는 다양한 상승률을 보여주고 있다. 상승률이 100%가 넘는 상장기업수가 30개 업체중 무려 9개 업체에 달하며, 50~100%의 상승률의 업체수는 15개 업체, 50% 미만의 업체는 불과 6개 업체에 불과한 것으로 나타났다. 공모가대비 연말 주가상승률은 전체 평균 179%에 달해 기업공개시 공모가가 아직도 상당수준 저평가되어 있음을 보여주고 있다.

이러한 신규공모주식의 연말대비 주가상승률은 1994년도 종합주가상승률인 16.8%와 30개 계열기업군의 평균 주가상승률인 12.8%에 비해 10배 이상 높은 것으로 나타나고 있어 신규공모주의 저평가정도가 매우 심하다는 것을 반영하고 있다.

또하나의 공모주 저평가현상은 공기업의 민영화과정에서 잘 나타나고 있다. 1988년 이후 민영화를 추진한 대표적 공기업들은 포항제철, 한국전력, 한국이동통신 등이 있는데 이를 공기업의 상장일 당시 주가가 공모가(할인가)에 대비해 볼 때 낮게는 69%, 높게는 294% 정도 저평가되어 공모된 것으로 조사되고 있다. 상장년도말 대비 공모가(할인가) 역시 141% ~ 261% 정도 낮게 평가되어 공기업의 민영화과정에서도 민영화대상 공기업의 공모주식이 상당부분 저평가되어 발행되고 있음을 알 수 있다.

외국의 경우에도 정도의 차이는 있지만 공기업의 민영화과정에서 민영화대상 공기업의 공모주식의 저평가현상은 일반적인 것으로 나타나고 있다.<sup>2)</sup>

2) 외국의 민영화대상 공기업의 주식저평가에 관한 자료는 Perotti and Guney(1993)에서 발췌한 것이며, 민영화과정의 각국의 특징과 민영화추진의 경제적 이유등 민영화에 대한 자세한 설명은 Perotti and Guney(1993)를 참조할 것.

투기성자금수요와 금리와의 관계

(표 3) 94년도 신규상장회사의 공모가대비 상장일, 연말 추가 등락률

(단위:원.%)

회사명	상장일	공모가 (A)	상장일 추가 (B)	94.12.28 추가 (C)	공모가대비 상장일등락률 (B-A)/A	공모가대비 년말등락률 (C-A)/A
선진	1월14일	9,500	15,900	18,500	67.0	95.0
화신제작소	1월14일	10,500	26,000	37,000	148.0	252.0
창원기화기	1월14일	10,500	22,000	25,400	110.0	237.0
삼성중공업	1월28일	10,000	28,000	32,800	180.0	228.0
뉴맥스	1월31일	9,500	21,000	23,000	121.0	142.0
성미전자	3월29일	10,000	18,900	96,000	89.0	860.0
한국종합금융	3월29일	14,500	31,300	36,500	116.0	152.0
한국안전유리	4월29일	9,500	18,800	25,100	98.0	164.0
이화산업	4월29일	15,500	21,000	34,900	35.0	125.0
대양금속	4월29일	13,500	28,000	37,800	107.0	180.0
금성산전	7월11일	13,000	14,600	33,500	12.0	158.0
오뚜기식품	8월12일	12,500	21,000	31,900	68.0	155.0
일정실업	8월12일	14,000	21,000	41,100	50.0	194.0
신성기업	8월12일	15,500	26,000	39,500	68.0	148.0
경남에너지	8월12일	15,000	23,000	49,400	53.0	229.0
한라건설	8월12일	12,000	16,800	38,800	40.0	223.0
청구	8월12일	16,500	21,000	56,200	27.0	241.0
한불종합금융	9월16일	16,000	27,000	25,600	69.0	60.0
아세아중금	9월16일	15,500	28,000	22,700	81.0	46.0
진성레미콘	9월16일	9,500	15,800	18,700	66.0	97.0
국민은행	9월30일	10,500	15,800	18,800	50.0	79.0
태화소평	11월5일	11,000	22,000	24,500	100.0	123.0
중앙건설	11월5일	10,000	15,800	20,300	58.0	103.0
웅진출판	11월5일	18,000	21,200	70,000	18.0	289.0
문배철강	11월5일	15,500	29,000	43,500	87.0	181.0
한국코트렐	11월5일	18,000	31,300	69,400	74.0	286.0
한국포리올	12월27일	13,000	22,100	23,100	70.0	78.0
주리원백화점	12월27일	10,500	21,100	22,100	101.0	110.0
정일공업	12월27일	9,500	21,000	22,000	121.0	132.0
태평양물산	12월27일	13,000	15,800	16,600	22.0	28.0
평균(30종목)		12,717	22,007	35,457	76.87	179.83

주 : 한국의환은행 제외  
자료 : 증권거래소

## 최근 경제이슈

〈표 4〉 30대 그룹기업의 평균주가 상승률

그룹명	상장주식수(천주)			평균주가(원)		
	94.1.3	94.12.28	증감율	94.1.3	94.12.28	증감율
현대	241,313	255,848	6.02	26,322	24,348	-7.50
삼성	182,129	271,393	49.01	47,030	48,509	3.14
대우	369,548	673,347	82.21	19,764	15,874	-19.68
럭키금성	318,514	345,547	8.49	21,424	21,883	2.14
쌍용	187,076	194,686	4.07	18,441	20,159	9.31
한화	123,946	129,884	4.79	15,324	15,121	-1.32
하진	109,336	122,708	12.23	18,778	22,242	18.45
한일합성	45,562	48,024	5.40	14,925	13,667	-8.43
선경	100,963	106,645	5.63	49,589	57,858	16.68
기아	125,055	139,418	11.49	17,640	14,378	-18.49
롯데	59,579	69,579	16.78	42,437	59,771	40.85
동아건설	44,509	52,474	17.89	23,625	26,908	13.90
효성	17,622	17,666	0.25	15,250	18,175	19.18
동국제강	32,900	48,500	47.42	27,867	29,989	7.62
삼미	43,855	47,910	9.25	9,860	9,263	-6.05
극동건설	68,240	69,740	2.20	17,475	13,140	-24.81
코오롱	27,702	32,127	15.97	19,614	20,488	4.45
금호	75,002	86,356	15.14	14,386	12,614	-12.31
해태	15,157	15,342	1.22	14,380	14,983	4.20
한라	14,950	17,350	16.05	28,100	34,100	21.35
우성건설	16,127	20,392	26.45	11,050	11,960	8.24
진로	17,513	18,401	5.07	15,120	18,283	20.92
벽산	20,390	21,490	5.39	12,220	14,283	16.88
삼양사	12,848	14,848	15.57	22,900	37,317	62.95
두산	31,089	36,089	16.08	13,277	17,188	29.46
동부	42,594	43,594	2.35	17,678	14,411	-18.48
고려합섬	24,259	27,529	13.48	10,137	13,250	30.71
대림산업	54,366	55,728	2.51	14,497	14,350	-1.01
대한전선	16,800	16,800	0.00	10,900	28,000	156.88
동국무역	10,683	10,903	2.06	11,867	16,875	42.21
합계	2,449,626	3,010,319	22.89			
평균				20,062	22,646	12.88

자료: 증권거래소

투기성자금수요와 금리와의 관계

〈표5〉 상장공기업의 공모가 대비 상장일, 연말 등락률

(단위:%)

공기업명	상장일	공모가 (할인가)	상장일 주가	년말 주가	상장주식수	공모가대비 상장일등락률 (할인가 ")	공모가대비 년말등락률 (할인가 ")
포항제철	88.6.10	15,000 (10,500)	41,400	38,000	31,282,534	176.0 (284.0)	153.0 (261.0)
한국전력	89.8.10	13,000 (9,100)	23,000	22,000	127,750,274	76.0 (152.0)	69.0 (141.0)
한국이동통신	89.11.7	13,000	22,000	39,000	1,280,000	69.0	200.0
국민은행	94.9.30	10,500	15,800	22,500	20,000,000	50.5	114.3

자료: 증권조사월보(증권감독원), 주식(증권거래소)

〈표 6〉에서 〈표 11〉은 영국, 프랑스, 스페인, 나이지리아, 터어키, 말레이시아의 민영화대상 기업, 상장일, 할인을, 경쟁률 등에 관한 기초자료들을 수록하고 있다. 대부분의 국가들은 공기업의 주식상장이 상당부분 저평가(할인)되어 발행되고 있음을 알 수 있다. 영국의 공기업 주식의 할인율은 20~66%, 프랑스는 6.1~36.0%, 그리고 터어키는 -12.12~27.92%로써 다른 3개국들인 스페인, 나이지리아, 말레이시아에 비해 상대적으로 저평가정도가 낮은 것으로 보여진다.<sup>3)</sup>

영국이나 프랑스 등의 선진국의 저평가정도가 나이지리아, 말레이시아 등 개발도상국에 비해 저평가정도가 낮은 것은 사실이나 스페인의 경우 터어키에 비해 저평가정도가 높은 것으로 조사되고 있어 선진국의 민영화대상 공기업의 저평가정도가 반드시 금융시장이 덜 발달된 개발도상국에 비해 낮은 것이 아님을 반영하고 있다.

외국의 민영화 추진과정속에서 또하나 발견할 수 있는 사실은 프랑스의 경우에 민영화과정이 추진되면서 저평가정도가 점차적으로 낮아져 공기업의 주식의 공모가격이 점진적으로 시장가격에 근접해가고 있음을 보여주고 있음을 알 수 있다. 다만, 기타 다른 국가들에서는 아직 이러한 저평가의 정도의 일정한 추세를 발견하기 어려운 것으로 보여지며, 이는 공모주가격의 적정수준

3) 각국의 저평가 정도를 민영화대상 기업들의 할인율을 단순평균하여 비교하면, 영국은 40.5%, 프랑스는 18.7%, 스페인은 68.7%, 나이지리아 372.8%, 터어키 4.8%, 말레이시아 99.6%로 나타나고 있다.

## 최근 경제이슈

〈표 6〉 영국의 민영화대상 공기업의 할인율

공 기업 명	매 각 일	정부지분 매각비율 (%)	공모 가격	상장 가격	할인율 <sup>1)</sup> (%)
British Steel	December 88	100	60	62.7	4.2
Anglian Water	December 89	100	100	148.5	48.5
N.W.Water	December 89	100	100	135	35
Northu. Water	December 89	100	100	157	57
Severn Trent	December 89	100	100	131	31
S.W.Water	December 89	100	100	147	47
Southern Water	December 89	100	100	141	41
Thames Water	December 89	100	100	136	36
Welch Water	December 89	100	100	141	41
Wessex Water	December 89	100	100	154	54
Yorkshire Water	December 89	100	100	149	49
East Mid.Electric	December 90	100	100	150.5	50.5
Eastern Electric	December 90	100	100	148	48
London Electric	December 90	100	100	142	42
Manweb	December 90	100	100	166	66
Midlands Electric	December 90	100	100	150.5	50
Norweb	December 90	100	100	152	52
Northern Electric	December 90	100	100	142.5	4.5
Seaboard	December 90	100	100	142	2
S.Wales Electric	December 90	100	100	164	64
S.West.Electric	December 90	100	100	150	50
Southern Electric	December 90	100	100	150	50
Yorkshire Electric	December 90	100	100	159	59.5
National Power	March 91	60	100	137.5	37.5
PowerGen	March 91	60	100	137	37
Scott.Hydro-El.	June 91	100	100	122	22
Scottish Power	June 91	100	100	115.5	15.5

주: 1)할인율은 상장일 다음날의 주가기준에 의한 것임.

을 결정하기가 매우 어렵다는 것을 반증하고 있다.

이러한 공모주의 저평가현상은 주식시장의 상황에 따라서 금융시장의 자금이 단기적 투기성 자금화할 가능성이 클 수 있음을 시사한다. 기업의 공개수준이 아직 높지 않고, 공모주가격이 여

투기성자금수요와 금리와의 관계

전히 시장가치에 비해 저평가되어 있다면 금융시장의 투자자나 금융자산 보유자들은 이러한 기업공개에 대해 항상 주시하고 있으며, 기업공개시점이 공표된다면 자금은 이를 중심으로 흘러 들어가게 될 것이다. 다만, 이러한 투기성자금이 전체 금융시장의 혼란을 가중시키거나 단기성 자금화로 인해 다른 경제적 충격이 없이도 금리를 상승시키는지 등의 부정적 경제효과의 발생여

〈표 7〉 프랑스의 민영화

공 기 업 명	매 각 일	정부지분 매각율(%)	할인율 (%)
Elf Aquitaine	September 86	NA	30.5
St.Gobain	November 86	NA	19.9
Paribas	January 87	42	24.2
Sogenal	March 87	44	36.0
Banque de Traveaux Publiques	April 87	94	23.1
Banque Industrielle et Mobilier Privée	April 87	51	21.4
Credit Commercial de France	April 87	94	16.8
Havas	May 87	45	8.0
Compagnie Generale d'Electricite	May 87	29	11.4
Societe Generale	July 87	49	6.1
Television Francaise 1	July 87	50	7.9

〈표 8〉 스페인의 민영화

공 기 업 명	매 각 일	정부지분 매각율(%)	공모가격	상장가격	할인율 (%)
AMPER	May 86	67.7	1720	4500	161.6
GESA	November 86	38.0	1912	2550	33.3
ACESA	May 87	57.6	707	1490	110.7
GASMADRI	December 87	16.0	3375	6750	100.0
ENCE	April 88	39.3	4850	5530	14.0
ENDESA	June 88	20.4	1400	1980	41.4
REPSOL	May 89	26.6	1700	2040	20.0

## 최근 경제이슈

〈표 9〉 나이지리아의 민영화

공 기 업 명	매 각 일	공모가격	상장가격	프리미엄 (%)
Flour Mills	8/89	0.80	50.00	6150.0
African Petroleum	5/89	1.90	2.95	55.2
National Oil	12/89	2.00	2.93	46.5
Ashaka Cement Ltd.	7/89	1.20	1.89	57.5
Nigeria Yeast & Alc.	10/89	0.70	1.45	107.0
United Insurance	3/89	1.20	1.57	30.8
New Insurance	9/90	1.20	1.57	30.8
West African Insurance	8/90	1.10	1.30	18.2
Niger Insurance	8/90	1.30	1.51	16.1
American Int'l Insurance	12/90	1.65	2.16	30.9
Prestige Assurance	12/90	1.15	1.38	20.0
Royal Exchange Assurance	12/90	1.75	1.87	6.8
Sun Insurance	12/90	1.25	1.36	8.8
British American Insurance	7/90	1.10	1.38	25.4
Crusader Insurance	7/90	1.30	1.41	8.4
Guinea Insurance	8/90	0.80	1.10	37.5
Law Union Insurance	7/90	0.95	1.10	15.7
Unity Life Insurance	7/90	0.90	NA	NA
Benue Cement	3/91	0.90	1.20	33.3
Okumu Palm Oil	3/91	0.90	NA	NA

부는 공개대상기업의 규모와 공모주식의 저평가 정도에 따라 결정될 것이다.

그러나 한국의 일반기업들의 공개수준과 공기업의 민영화정도가 그리 높지 않아 향후 기업공개와 공기업민영화가 지속적으로 추진된다면 공모주식의 저평가에 따른 자금의 단기적 투기성화할 가능성을 배제할 수 없다. 〈표 12〉에 의하면, 자본금을 기준으로 계산된 93년까지의 30대 계열기업들의 공개수준은 57%에 불과하며, 매출액 기준으로 한다면 71%, 상장기업의 업체수 기준에 의하면 605개 업체중에서 169업체만이 상장된 것으로 조사되고 있다. 비록 이러한 상장수준이 30대 계열기업을 기준으로 추산한 것이지만 우리나라의 기업공개수준은 아직까지 그리 높지 않은 것으로 판단할 수 있다.



〈표 10〉 터키의 민영화

공 기 업 명	매 각 일	공모가격	상장가격	프리미엄 (%)
Teletas(Telecom)	March 88	5000	6396	27.92
Eregli DC(Steel)	April 90	11750	12243	4.19
Cukurova(Power)	April 90	23750	24000	1.05
Kepez E. (Electric)	April 90	14400	15255	5.93
Arcelik(Appliances)	May 90	21500	23149	7.66
Bolu C. (Cement)	May 90	12750	13911	9.10
Celik H. (Cables)	May 90	13750	15948	15.90
Petkim(Refining)	July 90	2500	2451	-1.96
Employees Through Bond Cert.		2500 2250		
Konya C. (Cement)	October 90	25000	25000	0.00
Mardin C. (Cement)	November 90	50000	50800	1.60
Unye C. (Cement)	December 90	10000	10000	0.00
Thy(Turkish Airlines)	December 90	3000	2750	-8.33
Employees		3000		
Adana(Cement)[A]	February 91	270000	300000	11.11
Adana(Cement)[B]	February 91	30000	33000	10.00
Migros(Chain Stores)	February 91	8000	8800	10.00
Kalkinma(Bank)	March 91	3000	3000	0.00
Afyon C. (Cement)	March 91	30000	39000	30.00
Ditas	May 91	7000	6300	-10.00
Nigde C. (Cement)	May 91	165000	145000	-12.12
Petrol Ofisi(Oil)	May 91	4000	4000	0.00
Tupras(Refining)	May 91	2000	1800	-10.10
Gima(Chain Stores)	June 91	4000	4000	0.00
Tofas(Automobile)	July 91	19000	20000	13.15
Tofas(Auto.Distr.)	July 91	15000	16500	10.00

더욱이 〈표 13〉의 민영화대상 공기업의 공개비율에 의하면, 민영화를 추진중인 주요 공기업들의 주식매각 비율이 전체 주식에 대비해 20~30% 수준에 불과한 것으로 보고되고 있다.

30대 계열기업의 기업공개비율이나 공기업의 민영화 정도로 판단하건데 우리나라의 주식시

## 최근 경제이슈

〈표 11〉 말레이시아의 민영화

공 기 업 명	매 각 일	공모가격	상장가격	할인율 (%)
Cement Ind. of Malaysia	June 84	1.00	1.91	91.0
Malaysian Intl Shipping	February 87	2.40	5.00	108.3
Ports Toto Malaysia	July 87	2.00	9.55	377.5
Tradewinds	March 88	1.10	1.83	66.3
Sistem Tel.	April 88	2.00	6.05	202.5
Cement Manuf. Services	February 89	1.30	2.17	66.9
Malaysian Airline Systems	December 89	1.80	2.45	36.1
Ederan Auto National	July 90	4.30	8.15	89.5
Pernas Intl Hotels	September 90	1.30	2.32	78.4
Syarikat Telecom	November 90	5.00	6.10	22.0
Kedah Cement	January 92	2.00	2.60	30.0
Perusahaan Otomobil	March 92	5.00	6.60	32.0
Tenaga Nas.	May 92	4.50	8.75	94.4

〈표 12〉 1993년 30대 계열기업의 상장비율

(단위: 10억원, %)

상장자본금/총자본금	57.38
상장매출액/총매출액	71.22
상장기업수/총기업수	27.93

주 : 한보그룹은 제외

참고: 30대그룹 계열기업들의 총자본금:12627.3, 총매출액:148863.1

〈표 13〉 주요 공기업의 상장주식수 및 매각비율

공 기 업 명	매각주식수	매각비율 (매각주식수/전체주식수)
포 항 제 철	31,282,534	34.0%
한 국 전 력	127,750,274	21.0%
한국이동통신	1,280,000	23.1%

자료: 증권조사원보, 증권감독원

장의 발달정도가 아직 충분히 성숙되지 못한 것으로 볼 수 있다. 30대 계열기업의 자본금 대비 공개비율이 57%에 불과하고, 민영화를 추진중인 공기업들의 주식매각이 일부에 그치고 있어 향후 30대 계열기업들은 주식시장을 통하여 기업공개에 지속적으로 추진할 것이다. 기업공개에 추진과정에서 30대 계열 비공개기업들의 규모가 충분히 커서 금융시장에 영향을 끼칠 수 있다면 공모주가격의 저평가에 따른 자금의 단기적 투기성화는 충분히 예견될 수 있다. 이러한 주식시장의 발달정도가 자금의 흐름에 영향을 미치게 된다면 다른 경제적 충격없이도 금리는 주식시장의 발달정도, 즉 기업의 공개수준에 의해서도 영향을 받을 수 있게 된다. 특히 주식시장의 공개를 통한 공기업의 민영화 과정에서도 대상 공기업의 규모가 일반 민간기업에 비해 커서 대상 공기업의 주식의 추가매각이 있을 경우에도 금융시장의 교란요인으로 작용할 수 있고, 금리상승을 유발시키는 요인이 될 수 있다.

## 2. 신규공모주 저평가와 투기성 자금규모

금융시장내에 자금이 풍부하다 하더라도 단기성 부동산자금이나 투기성자금의 성격을 띠고 있다면 이는 통화관리를 어렵게 하여 통화정책의 효율성을 떨어뜨리고, 금리상승에 따른 기업의 금융부담 가중, 그리고 부동산시장으로의 자금유입에 의한 부동산 가격상승 등의 부작용이 발생할 수도 있다. 최근 한국통신주식 경쟁입찰과 중소기업은행 공모주 청약에 1조4천5백여억원과 2조여원의 자금이 각각 유입되어 금융시장을 교란시키고 있고, 이러한 자금은 투자대상이 되는 자산의 수익률에 따라서 항상 이동할 수 있는 부동산자금으로 간주될 수 있다. 이러한 부동산자들이 금융시장내에서 차지하는 비중이 커서 규모가 금융시장의 흐름에 영향을 미칠 수 있는 수준에 이르면 정책당국은 통화정책의 방향설정에 혼란을 겪게 될 것이고, 실물경제와 금융시장간의 괴리는 더욱 커지게 될 것이다. 이러한 투기성자금에 따른 금융시장의 불안과 혼란이 가중된다면 정부의 통화신용정책의 일관성이 유지되기 어려워, 정책방향 자체가 커다란 혼란을 겪게 된다. 금리 또한 불안한 금융시장내에서는 자금의 공급이 여유있다 하더라도 불안정하게 움직일 가능성이 높고, 기업은 이러한 금융비용상승과 통화정책의 혼선 등에 의해 설비투자의 계획과 집행에 차질을 빚게 되는 경제적 손실을 입게 된다.

## 최근 경제이슈

최근 한국통신주 경쟁입찰과 중소기업은행주의 공모에 유입된 자금이 금리에 미치는 파급효과를 좀 더 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 한국통신주식과 중소기업은행주 청약은 각각 94년 11월 10일과 25일에 마감되었는데 비교적 여유있는 자금공급에도 불구하고 금리는 상승하게 되었다. 먼저 총통화공급은 11월중 16.5%의 증가율로 결코 낮지 않는 수준이며, 정부의 통화정책의 긴축여부를 나타내주는 지표인 RP(환매채)의 순매도 역시 11월에는 약 2천억원 늘어났지만 정부가 통화환수에 적극적이지 않았다는 것을 시사한다.

반면에 금리는 대표적 단기금리인 콜금리의 경우 11월초까지 10~12%에서 움직이던 것이 10일에는 13%로 상승하였고, 18일에는 다시 17.5%까지 급상승하였다. 회사채수익률 역시 13.7% 수준에서 9일, 10일에는 13.75%와 13.78%로 상승하였고, 25일에는 전일대비 0.04% 상승한 13.9%에 이르게 되었다.

〈표 14〉 총통화(M2) 및 RP(순매도)

(단위: 십억원, %)

	94.7	94.8	94.9	94.10	94.11	94.12	95.1
총 통화	16.1	15.0	14.8	13.4	16.5	17.6	19.7
RP(순매도)	1,314.7	1,298.4	1,288.3	1,218.2	1,417.1	1,479.1	1,774.2

자료: 통화금융, 한국은행

한국통신 입찰 전후의 단기금리와 당좌대출추이에서도 한국통신주식 공개경쟁률 입찰을 위한 자금의 단기적인 이동이 금리에 미치는 충격을 잘 엿볼 수 있게 한다.

이와같이 금융시장내에 있는 자금들이 단기적으로 이동이 심하다면 다른 경제적 충격이 없이도 금리는 상승하고 금융시장의 불안을 초래하게 된다. 금융시장의 성숙화 혹은 발전하는 과정 속에서 투기성 혹은 단기적 부동산자금은 자산의 기대수익률의 수준에 따라서 금융시장에 커다란 충격을 줄 수 있기 때문에 이러한 단기적 투기자금의 규모를 파악하는 것은 통화신용정책의 수립에 있어서 중요한 정책적 시사점을 제공할 것으로 기대된다.

그러나 우리나라의 금융환경에 비추어 볼 때 단기적 투기성자금의 규모를 추정하는 작업은 투기성자금에 대한 개념이나 정의 자체가 불분명하고, 추정된 수치에 대한 신뢰성문제가 발생하는데 많은 어려움이 있다. 본 연구에서는 단기적 투기성자금으로 포함될 수 있는 자금으로는 주

투기성자금수요와 금리와의 관계

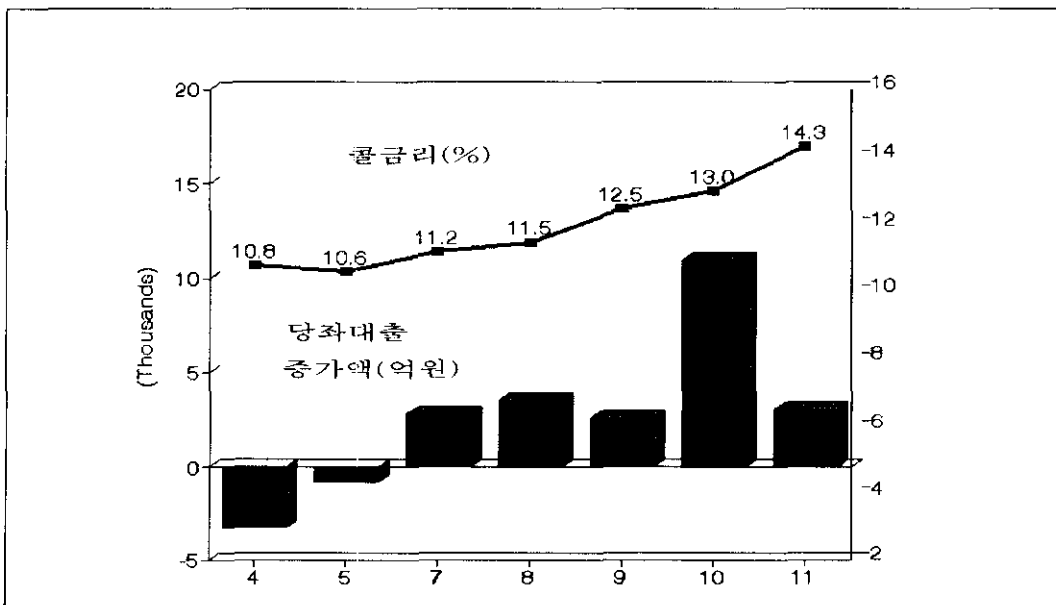
〈표 15〉 콜금리 및 회사채수익률 추이

(단위: %)

	콜금리	회사채수익률		콜금리	회사채수익률
94.11.1	12.0	13.67	94.11.19	17.0	13.85
5	10.6	13.70	21	12.5	13.85
10	13.0	13.78	22	12.0	13.85
11	14.3	13.79	23	12.5	13.85
12	12.5	13.79	24	13.5	13.86
14	13.0	13.82	25	15.0	13.90
15	13.5	13.80	26	15.0	13.95
16	14.2	13.82	28	15.0	13.96
17	14.7	13.82	29	13.5	13.96
18	17.5	13.85	30	13.0	13.97

주: 콜금리는 은행간 1일물, 회사채수익률은 3년만기 수익률임.

〈그림〉 한국통신입찰전후 금리와 당좌대출추이



주: 7~10일이 한국통신주식 입찰기간

## 최근 경제이슈

로 주식시장의 공모주와 같이 높은 기대수익률이 예상되는 경우에 단기적으로 유입되거나 이동할 수 있는 금융제도권의 자금으로 정의하기로 한다. 그러므로 80년대말 부동산가격의 상승을 기대하여 유입되었던 자금들과 사채시장에서 움직이는 자금들은 일단 제외하기로 한다.<sup>4)</sup>

더욱이 높은 수익률이 예상되는 금융자산이 있다면 금융시장내의 모든 자금들이 항상 단기적으로 이동될 수 있는 자금으로 간주할 수도 있지만 본 연구에서는 일단 최근 신규공모주와 같이 높은 수익률을 기대하여 실제 유입되었던 자금과 고수익 단기성 금융자산에 있는 자금중 이러한 고수익률의 투자기회가 주어졌을 때 실질적으로 변동이 있었던 자금을 중심으로 투기성자금의 규모를 추정해 보기로 한다.

먼저 1994년 11월에 있었던 한국통신주식 제3차 경쟁입찰에 유입된 청약자금은 투기성자금

〈표 16〉 한국통신주식 낙찰현황

(단위: 원, %)

구 분	개 인	법 인	계
입찰건수(A)	656,983	541	657,524
낙찰건수(B)	15,414	21	15,435
낙찰비율(B/A)	2.3	3.9	2.3
입찰주식수(C)	237,703,710	10,257,540	247,961,250
낙찰주식수(D)	7,838,990	917,990	8,756,980
	(89.5)	(10.5)	(100.0)
D/C(%)	3.3	9.0	3.5
낙찰금액(억원)	3,800	478	4,278
최고낙찰가(주당)	110,000	58,000	-
최저낙찰가	47,100	47,100	-
낙찰자 평균매입량	509	43,714	-
	(1인당)	(1개당)	
낙찰자 평균매입가격	48,474	52,037	48,848

자료: 재정경제원

4) 투기성 자금을 위한 정확한 성격과 정의에 대한 국내연구가 부족하여 일반적으로 사용될 수 있는 개념이나 정의는 없어 보이며 본 연구에서 사용된 개념 자체도 어느 정도의 자의성을 배제할 수 없다. 다만 본 연구에서는 사채시장의 규모나 지하경제의 규모를 추정할 연구에서 사용된 사채시장이나 지하경제의 개념을 원용하여 투기성자금에 대한 정의를 사용하고 있다.

규모를 나타내는 하나의 지표가 될 수 있을 것이다. <표 16>의 한국통신주식의 공개경쟁현황에서 보듯이 11월 7일에서 10일사이의 입찰기간동안 유입된 자금규모는 1조4천5백억여원에 이르고, 경쟁률은 물량기준으로 28.3:1에 달하고 있다. 그러나 한국통신주식에 유입된 입찰보증금은 총응찰금액의 10%에 한정된 것에 불과한 것이다. 입찰자들이 누구나 낙찰을 기대하고 응찰한 것으로 보고 낙찰이 된 경우에는 나머지 90%의 자금을 동원할 수 있는 것으로 판단한다면 이러한 경우의 투기성자금의 규모는 1조4천5백억여원의 10배인 14조5천여억원에 이르는 것으로 추정해 볼 수 있다.

그러나 이러한 추정치는 실질적으로 단기적으로 이동하거나 유입된 자금을 기준으로 한 것이 아니기 때문에 실제 투기성자금에 비해 과대하게 추정된 규모일 가능성이 높다.

이러한 투기성자금의 규모를 과대추정의 문제를 보완하는 하나의 방법으로는 고수익 단기성 금융자산중 금융실명제나 한국통신과 같은 주식 신규공모가 있을 경우에 단기적으로 이동하는 자금을 투기성자금으로 생각해 볼 수 있다.

우선 한국통신주식의 공개입찰을 계기로 금융시장의 자금은 수익률이 높은 단기 금융자산에 따라 단기적인 이동이 매우 심한 것으로 나타났다. 특히 한국통신주식청약 이후 기업은행주식공모청약, 투신사의 단기공사채형상품, 표지어음, CMA, 은행의 공모주청약예금, 증권금융의 공모주청약예금, 신탁계정 등 주식투자자와 연계된 금융상품이나 신탁계정처럼 수익률이 높은 금융상품의 자금들이 유입되어 금융제도권내에서도 아직도 금융자산의 수익률에 따라서 단기적으로 움직이는 자금이 상당부분 존재하고 있음을 반영하고 있다.

<표 17>에서 보듯이 한국통신주식과 기업은행주식 청약이 있었던 94년 11월의 가계자금대출이 전월에 비해 무려 1조여원이 늘어난 것은 은행의 자동대출 등을 통하여 개인투자자들의 자금이 주식시장이나 주식관련 금융상품으로 단기적 이동한 것이며, 금융자율화가 활발히 추진되는 최근의 추세속에서 대체자산의 수익률에 따라서 자금들이 매우 민감하게 반응하고 있음을 보여주고 있다.

고수익 금융상품의 자금이동을 좀 더 자세히 살펴보면(<표 18> 참조), 공모주 청약예금의 경우 증권금융에 유입된 자금은 전월에 비해 한국통신주식청약이 있었던 11월에 2천5백억여원 증가에 그쳤으나 공모주청약 정기예금(은행)의 경우에는 11월 한달동안 무려 8천6백억원이나 증가하였다. 물론 은행권의 공모주청약예금은 시중은행들이 예금유치를 위해 적극적으로 노력한

## 최근 경제이슈

〈표 17〉 가계일반 자금대출 추이

(단위: 10억원)

	1994					
	7월	8월	9월	10월	11월	12월
가계일반자금대출	7,154.9	7,517.8	8,135.0	8,586.6	9,603.1	9,954.4

〈표 18〉 주요 고수익 금융자산의 잔액 추이

(단위: 10억원)

	공모주 청약예금 (증권금융)	공모주청약 정기예금 <sup>2)</sup> (은행)	금전신탁 <sup>3)</sup> (은행계정)	신탁형 증권저축 (투자신탁)	주식형 수익증권 (투자신탁)	CMA <sup>4)</sup>	표지어음 <sup>4)</sup>	합계 <sup>5)</sup>
1993.7	43.4	-	65,218.3	215.1	7,064.3	5,807.5	3,892.9	82,241.5
8	42.3	-	66,869.5	185.2	6,863.4	5,606.6	4,183.6	83,750.6
9	131.1 <sup>1)</sup>	-	68,743.2	194.6	6,756.6	5,777.5	4,663.8	86,266.7
12	755.2	1,847.9	77,184.2	244.5	6,102.8	5,137.7	5,618.7	95,043.2
1994.6	1,589.4	-	95,482.9	255.4	8,235.9	5,986.7	6,888.0	118,438.3
7	1,654.8	-	97,935.0	267.4	8,594.1	6,047.7	7,596.1	122,095.2
8	1,716.7	-	100,387.8	198.8	8,805.5	6,051.3	7,939.8	125,099.9
9	1,700.0	-	103,488.4	256.3	9,308.4	5,804.7	7,707.9	128,265.7
10	1,726.8	5,052.9	104,660.9	267.1	10,051.1	6,002.8	8,155.5	130,864.2
11	1,983.3	5,914.8	104,808.4	303.2	11,449.4	6,107.4	9,334.5	133,986.2
12	2,288.1	6,632.6	107,299.5	375.4	12,274.5	5,660.0	9,024.8	136,922.3

주 : 1) 투신3사 지원위해 배당물 상향(5% → 50%), 증권회사의 대행분 포함.

2) 시중은행, 지방은행, 특수은행 포함

3) 금전신탁은 불특정, 개발, 기계, 기업, 특정, 개인연금을 포함한 것임.

4) 투자금융회사 및 종합금융회사 포함한 금액임.

5) 공모주 청약정기예금(은행)을 제외한 합계임.

자료 : 통화금융, 한국은행

것도 있지만 상당부분이 자동대출제도에 의한 가계일반대출자금이 차지하고 있는 것으로 판단된다.

특히 주식형 수익증권은 11월 한달동안 1조4천억여원의 증가를 보여주고 있어 투자자산의 수익률에 따라 부동산자금의 규모가 상당히 크다는 것을 알 수 있고, CMA나 표지어음 등 제2금융권의 고수익 금융상품에도 각각 1천여억원과 1조2천여억원의 자금이 유입된 것으로 조사되고



있다.<sup>5)</sup> 이중 주식투자와 관련하여 자금의 이동이 가장 심한 금융자산은 공모주 청약 정기예금과 주식형 수익증권으로 조사되고 있으며, 공모주 청약 정기예금의 경우는 자금원천이 은행의 가계 자금대출에 의한 것으로 추정되므로 본 연구의 단기적 투기성자금의 정의에 가장 부합하는 금융 상품으로는 주식형 수익증권의 변화에서 잘 나타나 있다.

단기성 부동산자금 혹은 투기성자금의 규모를 추정하는 과정이 어려운 이유는 금융시장에 있는 모든 자금들이 금융자산의 수익률에 따라서 이동할 수 있는 가능성을 어느 정도는 내포하고 있기 때문이다.

다만 단기적 투기성자금의 성격이나 개념에 비추어볼 때, 투기성자금으로 분류될 수 있는 자금은 고수익 금융상품에 유입된 자금중에서 공모주 청약이나 부동산 가격상승 등에 의해 대체자산의 기대수익률이 이들 금융자산의 투자수익률보다 높은 것으로 예상되는 경우에 실제 이동될 수 있는 자금들로 보는 것이 타당할 것이다.

이러한 좁은 의미의 투기성자금의 정의에 따른 투기성자금은 주식과 연결된 금융상품에 유입된 자금이나 한국통신주식이나 중소기업은행의 주식공모에 실제로 유입된 자금들이 이에 해당할 것이다.

우선 <표 18>의 주식관련 금융상품으로는 공모주 청약예금, 신탁형 증권저축, 주식형 수익증권을 들 수 있다. 이들 금융상품에 한국통신주식의 공개경쟁이 있었던 11월 한달동안 유입된 자금은 2조5천여억원에 이르고 있다.

주식투자와 직접관련은 적지만 수익률이 시장금리에 비해 높은 금융상품에 유입된 자금 또한 11월 한달동안 크게 증가한 것으로 나타나고 있기 때문에 이들 자금 또한 단기적 투기성자금에 포함시키는 것이 바람직할 것이다. 이러한 자문에 해당하는 것으로는 신탁계정이나 CMA, 그리고 표지어음에 유입된 자금이 있을 수 있다. 이들 자금의 규모는 1조4천여억원으로 조사되고 있다.

또하나의 투기성자금으로 간주될 수 있는 자금은 한국통신주식 공개경쟁 입찰이나 중소기업은행 공모주 청약에 실질적으로 유입된 자금들일 것이다. 이들 자금은 가장 좁은 의미의 투기성 자금으로 간주될 수 있으며, 최근 금융시장에 단기적으로 이동하는 자금의 최소치를 말해주고 있다. 한국통신주식과 중소기업은행의 공모주 주식에 각각 1조4천5백여억원과 2조1천여억원의 자금이

5) <표 18>외에 고수익 금융상품으로는 양도성예금증서(CD)를 들 수 있으나 CD는 1994년 11월 한달동안에 약 8백억원 증가에 그쳐 <표 18>에서 제외되었다.

## 최근 경제이슈

유입되었으나 이들 중 중소기업은행 공모주에 유입된 자금의 규모가 한국통신주식에 유입될 자금의 규모보다 크므로 이를 투기성자금의 최소규모로 추측해 볼 수 있다.

〈표 19〉는 이러한 투기성자금들의 추정치를 이용하여 단기적으로 수익률에 의해 이동가능한 자금의 규모를 정리한 것이다. 투기성자금규모는 중소기업은행 공모주에 몰린 자금과 고수익금융상품에 유입된 자금들을 일단 단기적 부동산자금으로 보는 것은 큰 문제가 없어 보인다. 이들 자금들의 규모는 약 6조1천여억원에 이르는 것으로 조사되고 있다. 최대치는 한국통신주식의 응찰금이 입찰보증금의 10%에 불과한 것이므로 이들 응찰금의 10배인 14조5천여억원으로 추정될 수 있다.<sup>6)</sup>

물론 〈표 19〉에 실려있는 투기성자금의 규모에 대한 추정치들이 범위가 넓고, 추정치에 대한 신뢰성의 문제가 제기될 수는 있으나 금융제도권내에서 대체자산의 수익률에 따라서 단기적으로 이동이 가능한 자금규모를 제시하는 하나의 지표는 될 수 있으며, 이러한 단기성 부동산자금의 규모를 파악하는 것은 통화신용정책수립에 커다란 도움이 될 수 있을 것이다.<sup>7)</sup>

특히 실명제 실시와 금리자유화의 지속적인 추진 등에 의한 금융환경의 변화로 인해 투자자들의 자산의 수익률에 대한 민감도가 높아졌고, 과거 부동산 가격상승을 기대하여 움직이는 자금들이 최근 부동산가격의 안정으로 인해 공모주 청약과 같은 주식가격의 상승에 따른 자산이득에 커다란 관심을 갖고 대기성 자금으로 남아있을 가능성이 크다. 이러한 자금의 성격은 투자대

〈표 19〉 투기성자금 수요 규모 추정

(단위: 억원)

	투기성자금 규모	
한국통신주식응찰금(A)	1,450.0	최대치: 1,450*10= 14,500
중소기업은행공모(B)	2,142.4	최소치: B+C= 6,126.3
고수익금융상품에 유입된 자금(C)	3,983.9	

6) 이러한 투기성자금의 규모는 1994년 11월의 총통화평균잔액 대비 5~11%를 차지하고 있어 규모면에서도 투기성 자금의 단기적 이동은 통화관리에 심각한 영향을 미칠 수 있는 것으로 판단된다.

7) 〈표 19〉의 투기성 자금의 규모는 한국통신주식의 공개경쟁입찰을 계기로 단기적으로 이동한 자기에 근거한 것이며, 투기성 자금은 개념상 일정한 규모로 고정되어 있기 보다는 대체자산의 수익률에 따라 변화할 가능성이 높아 대체자산의 기대수익률과 투기성자금과의 상관관계를 정형화하기는 어려울 것으로 보인다.

상이 되는 수익률에 따라 금융시장내에서 단기적으로 움직이기 때문에 실물경제의 변화나 자금의 수요·공급의 변화가 없는 상황하에서도 금리를 상승시키는 등 금융시장의 불안원인이 되고 있다.

더욱이 이러한 투기성자금의 규모가 크면 클수록 통화신용정책의 효율성을 저하시키고, 통화정책방향 설정에 있어서의 불확실성의 증폭 등 통화관리에 어려움을 더해주게 된다.

1996년부터 금융소득 종합과세가 예정대로 시행된다면 차명으로 보유하고 있는 투자자들의 금융자산들이 주식시장으로 몰려들 가능성이 크고, 주식공모와 같이 높은 수익률이 기대된다면 이러한 차명계좌의 자금이 투기성자금화할 가능성도 배제할 수 없다. 따라서 기업공개에 대한 제도적 보완이 적극적으로 강구되지 않는다면 금융시장의 불안이 지속될 가능성은 매우 클 것으로 판단 된다.

#### 참고문헌

- 강효석, "기업공개시 공모주 가격결정에 관한 연구", 재무연구, 1990. 12, pp. 157~176.
- , "투자은행이 IPO의 가격현상에 미치는 영향에 관한 실증분석", 재무관리연구, 1991. 12, pp. 31~45.
- 주상룡, "기업공개시 저평가에 영향을 미치는 요인에 관한 연구", 증권학회지, 1995, pp. 233~255.
- Field, A. J., "Asset Exchanges and the Transactions Demand for Money, 1919-29", American Economic Review 74, March 1984, pp.43~59.
- Friedman, M., "Money and the Stock Market", Journal of Political Economy 96, April 1988, pp.221~245.
- Pertti, E. C., and S. E. Guney, "The Structure of Privatization Plans", Financial Management, Spring 1993, pp.84~98.
- Pesaran, M. H., and R. A. Evans, "Inflation, Capital Gains and U.K. Personal Savings: 1953-1981", Economic Journal 94, June 1984, pp.237~257.

---

최근 경제이슈

Stevenson, L. E. O., "Money and Asset prices in a Cash-in-Advance Economy", Journal of Political Economy 93, 1985, pp.919~944.

Wenninger, J. and L. J. Radecki, "Financial Transactions and the Demand for M1" Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review 11, Summer 1986, pp.24~29.

## 중기적 관점에서 본 세계경제전망

우리경제는 93년 1월을 저점으로 한 경기상승기에 있으며 지난 4/4분기에 이어 올 1/4분기 중에도 9%대의 높은 경제성장률을 기록하는 확장국면을 지속하고 있다. 성장의 내용 또한 수출과 설비투자를 중심으로 건설하며 과거 고성장기에 경험하였던 버블의 형성, 높은 물가상승 그리고 과소비와 같은 부작용의 조짐도 가시화되지 않고 있어 고원(高原)경기국면의 장기화에 대한 기대가 커지고 있다. 그러나 이같은 고성장이 우리경제가 자생적 성장능력을 확충한 결과라기 보다는 대외적인 여건변화에 힘입은 바가 크다는 점에서 최근 세계경제의 움직임을 주시할 필요가 있다. 따라서 이하에서는 올해들어 멕시코 폐소화사태를 비롯한 국제금융시장의 교란과 엔화의 초강세 등 예상치 못했던 요인들을 감안하여 향후 세계경제의 성장추이와 국제환율의 움직임을 조망해 본다.

### 1. 세계경제의 성장전망

올초까지만 해도 세계경제는 중장기적으로 볼 때, 93년 4월을 경기저점으로 회복국면에 들어선 미국경제와 그 대체적인 흐름을 같이하면서 1998년 길게는 2000년까지 심각한 경기하강국면 없이 상대적으로 높은 3%대의 성장을 지속할 것으로 일치된 전망치들이 발표되어 왔다.

그러나 연초이래 국제금융시장에서 발생한 일련의 사태들은 향후 세계경제의 순조로운 향전에 대한 불안감을 형성하였으며 최근 발표되는 일부 미국경제의 성장지표에 대해서도 다소 비판

## 최근 경제이슈

〈표 1〉 세계경제 성장률 전망치

	93년	94년	95년(1월전망)	95년(5월전망)
세 계	0.8	2.1	3.4	3.0
O E C D	1.0	2.8	3.0	2.8
미 국	3.1	4.1	3.1	3.0
일 본	-0.2	0.5	2.5	1.8
독 일	-1.1	2.8	3.1	3.1
멕시코	0.4	3.1	3.8	-4.1
태평양연안국	6.3	7.5	7.2	7.1

자료: The WEFA Group, World Economic Outlook Conference, 95.5.

적인 시각이 제시되기에 이르렀다. 실제로 4월이후 세계적인 예측기관들은 잇달아 연초전망치를 소폭 하향 수정 발표하고 있다. 4월이후 발표되고 있는 수정전망치는 주로 멕시코 페소화하락과정에서 나타난 국제금융시장의 불안정성과 엔고-달러약세에서 보는 국제통화가치의 급격한 변동 그리고 미국경제의 성장둔화에 대한 우려 등이 주요인이라고 할 수 있다.

먼저 연초이래 멕시코 페소화 급락사태와 함께 증폭되었던 국제금융시장의 불안정요인으로 는 파생금융상품의 발달과 함께 가공할 규모와 신속성을 가진 것으로 평가되고 있는 핫머니의 존재와 사태수습과정에서 나타난 각국 중앙은행들의 비협조적인 태도를 들 수 있을 것이다. 즉, 전세계의 달러표시 금융자산의 규모는 94년말 현재 2조6천억달러로 추산되고 있는데 비하여 파생상품을 포함한 핫머니의 규모는 2조달러에 달함으로써 과거에 비해 국제금융시장내 불안정요인의 통제가 그만큼 어려워지고 있으며 국제금융기구나 각국 중앙정부도 시장균형자로서의 역할이 취약해 지고 있는 반면 오히려 자국의 이익을 우선하는 경향이 강해짐으로써 중앙은행간의 협조가 과거보다 원활하지 않다는 점이다.

최근까지 여타통화에 대해 급속히 약세를 보인 미국달러가치도 금융시장불안요인을 가중시키는 요인이 되고 있다. 이러한 현상은 미국정부의 달러화약세에 대한 용인태도, 각국 중앙은행들간의 비협조적인 태도에도 일부 원인이 있겠으나 미국경제의 성과(Performance)나 기초여건(Fundamentals)에 대한 의구심 나아가 미국 달러화의 세계기축통화로서의 지위 상실에 대한 우려 등이 금융시장에 대한 불안감을 확산시켜 세계경제의 위축요인으로 작용할 수 있을 것이다.

이외에도 세계경제는 지속적인 성장을 제약하는 지역적인 난제들을 안고 있다. 우선 미주대륙을 보면 미국, 캐나다와 멕시코의 경우는 국제수지와 재정수지면에서의 쌍둥이 적자 그리고 남미의 경우는 핫머니와 외채문제가 경제회복을 제약하고 있다. 마아스트리트조약으로 상징되는 통합과정에서의 현실적인 제약과 통독 이후의 어려움에서 아직 완전히 벗어나지 못하고 있는 독일경제 역시 유럽경제회복의 제약이다. 회교원리주의나 종족간 분쟁문제로 시장경제의 도입이 원활하지 못한 중동지역이나 아프리카경제도 세계경제의 성장을 제약하는 요인이 될 수 있다.

그러나 세계경제는 이상과 같은 단편적이고 피상적인 제약점에도 불구하고 다음과 같은 중장기적이고 기초적인 흐름이 강력하게 진행되고 있어 향후 5년간에 걸쳐 3.0%대의 상대적 고성장을 지속할 것으로 보인다.

첫째, 통신과 컴퓨터의 발달과 확산이 급속히 이루어짐에 따라 그동안 완만하게 진행되어왔던 글로벌리제이션이 가속적으로 진전됨으로써 경제활동의 전부분에 걸쳐 혁신과 효율향상이 현저해질 것으로 전망된다는 점이다. 생산활동과 관련하여 전세계를 상대로 한 기업의 원자재 및 중간재의 조달과 생산거점의 공간적 확대, 판매활동과 관련하여 유통 및 마케팅부문에서 일어나고 있는 혁신과 가격파괴, 그리고 이들보다 빠르고 광범위하게 확산되고 있는 금융부문의 글로벌 네트워크와 이들이 실물부문에 미치는 효과 등은 과거 전세계의 자원활용에서 불가피했던 비효율적인 요소들을 빠르게 제거해 나갈 것으로 기대되고 있다.

둘째, 글로벌리제이션의 급속한 진전과 교역기회의 확대 그리고 개도국들의 성장추세는 국제경쟁을 더욱 심화시킬 것이며 특히 선진국시장내에서의 경쟁압력을 증대시킴으로써 세계경제의 중장기적 성장에 기여할 것이다. 즉, 글로벌리제이션의 진전으로 세계각국 특히 개발도상국들은 과거보다 빠른 기술확산의 이익을 향유할 수 있게 되며 선진국들은 자국내 상품가격 및 임금의 하락압력을 받게 될 것이다. 궁극적으로 경쟁압력의 강화는 정부기능보다는 시장기능이 우선하게 할 것이며 시장경제체제의 효율성이 세계경제의 효율성과 성장력을 키워가게 될 것이다.

셋째, 이에 따라 각국은 정부의 개혁프로그램이라고 할 수 있는 규제완화 및 공기업의 민영화를 더욱 진전시키고 기업들은 기업내 비효율을 제거하는 합리화압력에 부응함으로써 경쟁여건 변화에 적응해 나갈 것이다. 정부와 기업의 이같은 노력으로 세계경제의 시장화가 더욱 빠른 속도로 진전될 것으로 예상된다.

## 최근 경제이슈

중기적으로 볼 때 세계경제의 기저를 이루고 있는 경쟁심화와 시장화조류는 세계적 경기변동이라는 단기적 현상을 압도함으로써 지속적 성장국면을 예견케 하는 것이다. 이같은 세계경제의 중기적 성장국면 지속전망에는 적은 확률이긴 하나 다음과 같은 위험요소가 상존하고 있다.

국제금융시장의 불안정성은 여전히 불식되었다고 볼 수 없으며 지난 번 멕시코사태는 단지 서막일 뿐이라는 시각이 있다. 이러한 시각에서 볼 때 가능한 다음번 사례는 아르헨티나가 될 확률이 높다는 식이다. 다음으로 최근까지 제기되고 있는 미국경제의 둔화조짐에 대한 평가와 관련된 것이다. 이들은 올 1/4분기중 미국경제의 성장률이 예상(3%)보다 낮은 2.7%에 그쳤다는 사실에 주목한다. 또한 미국경기회복의 주요지표인 주택착공실적이 부진하다던가 자동차판매가 부진하다던가 하는 과거 전통적인 경기지표의 움직임에 근거하여 경기침체에 대한 우려를 표시하기도 한다.

그러나 이러한 지표들은 94년이래 미연방은행이 강행한 7차례에 걸친 금리인상의 결과로 해석할 때 현재의 둔화조짐을 심각한 경기침체의 징조로 판단하기 보다는 그동안 지속적으로 추진해왔던 미국의 경기 연착륙노력이 효과를 보이고 있는 것으로 판단해야 할 것이다. 즉 미국은 현재의 높은 이자율로 인해 소비자들의 심리가 위축되어 있으며 향후 추가적인 금리인상보다는 금리인하의 가능성이 훨씬 크다는 점을 감안해야 하는 것이다. 따라서 현재로서는, 미국경제가 2/4분기까지 성장률이 다소 둔화되나 하반기중 다시 회복됨으로써 연간으로는 2.2-2.5%로 추정되는 잠재성장률보다 높은 수준의 경제성장을 이룩할 것이라는 전망이 더욱 설득력을 얻고 있다.

## 2. 국제환율의 변동원인과 향후 전망

이제까지 예측전문가들사이에서는 엔/달러 환율을 설명할 때에는 국제(경상)수지를 주(主)설명변수로, 마르크/달러 환율을 설명할 때에는 양국의 금리차를 주설명변수로 한 예측모형 또는 함수가 사용되어왔다. 실제로 이들이 어느정도의 예측력을 가져왔던 것 또한 사실이다. 따라서 최근의 달러약세와 엔화 및 마르크화의 상대적 강세는 이들 기존의 방법으로 설명할 수 없는 궤도이탈로 볼 수 있다. 반면에 연초이래 4월까지의 달러약세는 달러표시자산에 대한 수요공급의



원리로 설명될 수 있다. 즉 80~94년 동안 달러표시자산의 해외 보유량이 꾸준한 증가세를 보여왔으며 이는 달러화에 대한 수요 감소요인으로 작용할 수 있다. 더욱이 멕시코사태 등 일련의 국제금융시장의 불안으로 인해 투자자들은 달러표시자산의 보유에 대한 매력을 상실하게 된 것이다. 예컨대 일본의 기업들은 경기침체가 계속되면서 국내 현금보유를 위해 달러를 엔화로 바꾸고 있고 일본투자자들도 엔화표시자산을 가장 안전한 것으로 여기고 있다. 이러한 경향은 국제수지통계에서 뚜렷하게 드러나고 있다. 1990년 일본의 버블현상이 가라앉은 이후 일본의 순장기자본유출은 경상수지흑자보다 훨씬 낮은 수준을 보이고 있다.

그럼에도 불구하고 올초 달러급락은 장기추세선에서 벗어난 것으로 올해말까지는 장기적 추세선인 달러당 95엔 및 1.55마르크수준으로 회귀할 것으로 기대되고 있다. 이같은 전망은 달러표시상품 및 자산가치가 엔이나 마르크표시 상품 및 자산가치보다 상대적으로 낮다는 데에 주로 근거한다.

그러나 최근의 달러화가치의 반등추세에도 불구하고 중장기적으로 달러화의 가치가 하락추세를 보일 것이라는 전망에는 큰 변화가 없다. 미국의 경제여건이나 결제통화로서의 달러화의 위상변화나 세계금융자산의 포트폴리오의 변화추이 등이 그러한 전망을 뒷받침하고 있다. 즉, 미국이 낮은 저축률을 유지하는 한 경상수지적자와 재정수지적자가 어느정도 구조적인 성격을 띠고 있다는 점과 당분간 연방준비기금이 긴축기조를 유지내지는 강화할 것을 기대하기 어렵다는 것이다. 또한 국제무역 및 금융거래에서 결제통화로서 엔과 마르크화의 비중이 증대추세에 있으며 국제금융시장의 자유화 추세에 따라 개인 및 기관투자자들의 포트폴리오도 달러화표시 자산중심에서 차츰 변화를 주고 있다. 특히 최근 아시아국가들의 중앙은행은 포트폴리오 구성중 엔화의 비중을 늘려가고 있다.