

# 금융시장 안정화와 유동성 장세 점검

2009.5.18 | 박형준\_새사연 연구원 | hjpark@saesayon.org

## 목 차

1. 외국인이 '쥐락펴락'
2. 금융시장 안정도 외국인 덕분
3. 유동성 장세 기반은 여전히 취약
4. 공황의 전형적인 단계를 밟고 있을 뿐이고
5. 1930년대와 1970년대 위기 패턴에서 '오락가락'



<http://saesayon.org>

금융시장이 안정되면서 여러 가지 이야기들이 쏟아져 나온다. 코스피 지수는 1,400선을 돌파한 후 숨고르기를 하고 있고, 원/달러 환율도 1,200원 근처까지 내려가는 등 2008년 10월 수준을 회복했다. 그러자 기다렸다는 듯 올해 안에 경제성장이 플러스로 돌아설 것이고, 내년에는 3.7퍼센트 수준의 성장을 이룰 것이라는 예측이 터져 나왔다. 물론 지금까지 예측이 맞은 적이 없기에 아직 안심할 단계는 아니라는 단서가 붙는다.

이런 예측은 틀려도 그랬나보다 하면 되지만, 금융시장의 규제 장치를 바꾸는 일은 신중해야 한다. 잘못 바꾸면 우리에게 엄청난 실질적 피해를 줄 수 있기 때문이다. 금융공황이 엇그제의 일인데, 진동수 금융위원회 위원장은 지난 5월 15일 공매도를 허용하기 위한 준비를 거의 끝냈다고 발언했다. 이 제도 자체가 미국발 금융공황의 주원인이라고 할 수는 없지만, 시장붕괴를 가속시키는 메커니즘이며, 투기세력이 주식시장과 외환시장을 연계하여 단기간에 엄청난 수익을 올리는데 사용하는 주된 수단이다. 우리나라 같이 외부 충격에 취약한 경제에서 이 제도를 도입하면 금융시장뿐만 아니라 경제 전체가 소수 투기세력에 휘둘릴 것이다. 이 제도의 도입은 반드시 막아야 한다.

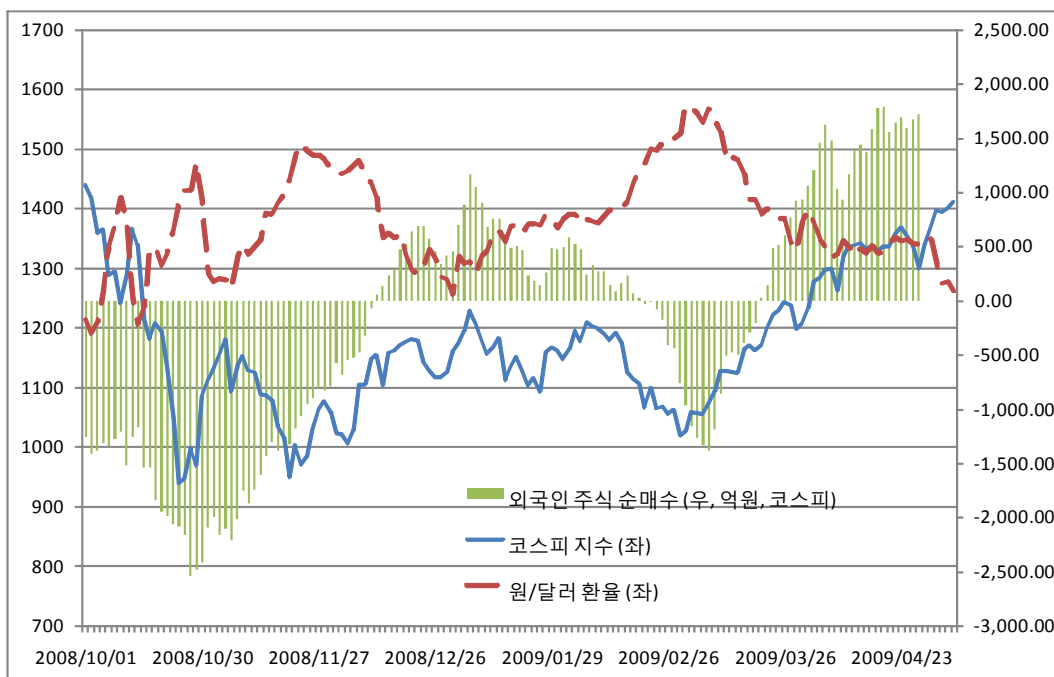
이글에서는 이런 취지를 가지고 현재 어느 정도 안정된 모습을 보이는 금융시장의 현황을 살펴보고, 소위 유동성 장세라고 하는 자산시장의 강한 반등의 의미를 살펴보고 하겠다.

## 외국인이 ‘쥐락펴락’

미국과 서유럽의 주요국에서 금번 경제공황은 주택가격 하락 → 모기지담보 부증권, 부채담보부증권 부실화 → 금융시장 불안(채권부실화, 파생상품 가치하락, 주가폭락) → 신용경색, 부채 디플레이션 → 소비심리위축, 실물경제 위축(산업생산 감소, 고용감소, 임금삭감)의 과정으로 전개되었다. 신흥국 위기의 전개과정은 조금 달랐다. 선진국에서 금융공황이 심화되자 신흥국의 주식시장과 채권시장에서 외국자본들이 썰물처럼 빠져나가듯 투자했던 자본을 철수했다. 이에 외환시장이 큰 폭으로 요동쳤고, 급격한 환가치 하락으로 기

업들의 피해가 속출하였다.

**[그림1] 외국인 주식순매수와 코스피 지수, 원/달러 환율의 움직임**  
(코스피 지수(일 증가), 원-달러 환율(일 증가), 외국인 순매수(20일 평균))



\*출처: 한국은행

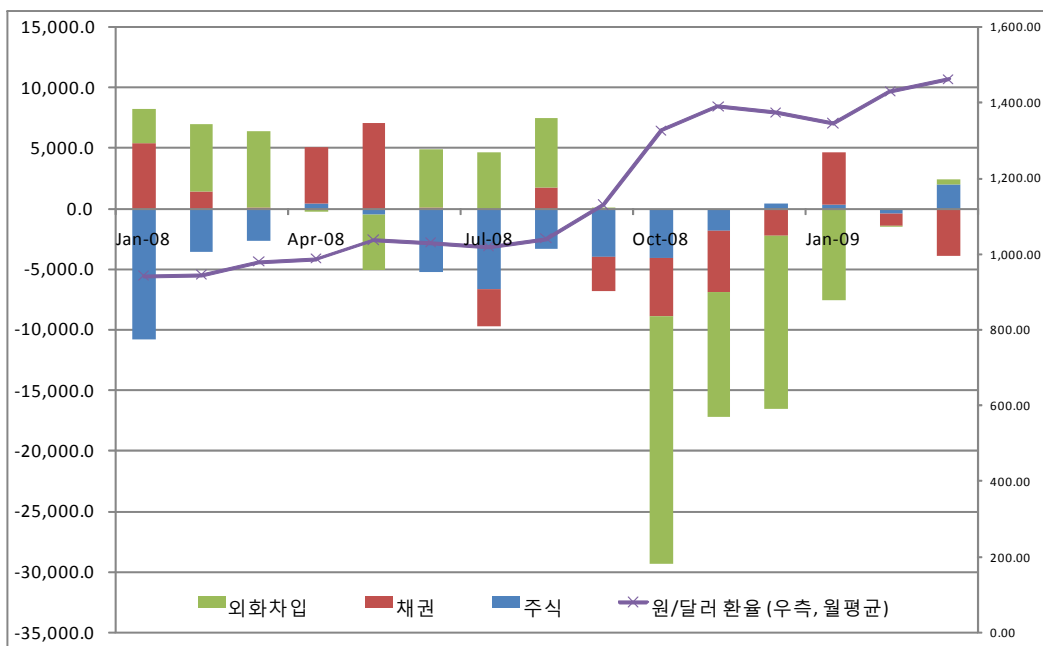
[그림1]은 한국금융시장을 예로 보여주고 있지만, 아이슬란드, 아일랜드, 체코, 폴란드 등 어떤 이머징 마켓을 대입해도 다 비슷한 그림이 나온다. 신흥국의 위기는 ‘외국자본이탈 → 자본시장 폭락 → 외환시장 교란(신흥국 화폐 가치 폭락) → 기업의 대규모 환차손 → 수출입 시장 축소 → 실물경제 타격(생산 감소, 고용감소)’의 과정을 밟으며 경제공황에 빠져들었다.

금융시장의 불안이 극에 달했던 2008년 10월에는 한국 주식시장에서 외국인들이 하루에 6,000억 원을 팔아치우는 등 엄청난 규모로 투자를 정리하였다. 외국인들은 2004년 시가총액 기준으로 한국주식시장의 42퍼센트까지 점유했다가 비중을 차츰 줄여왔다. 2007년 초 미국의 서브프라임 사태가 터지기 전까지는 과도한 비중을 축소하는 차원에서 매도가 이루어지다가, 그 이후 급격히 투자금을 회수하기 시작했다. 2007년 한 해 동안 31조 원의 순매도를 보였고, 2008년에는 42조 원어치의 주식을 순매도했다. 2007년부터

시작된 대규모 매도에도 불구하고 2008년 9월까지 환율이 안정적으로 유지될 수 있었던 이유는 [그림2]를 보면 알 수 있다.

[그림2] 환율과 월간 외국인 주식, 채권 매매동향과 외화차입 규모

(단위: 백만 달러, 원/달러 환율만 우측지표)



\*출처: 한국은행

그때까지는 외국인들이 주식시장에서 비중을 축소할 것과 비슷한 규모로 채권시장에서 순매수가 이루어졌고 외화차입도 지속되었기 때문에 외환시장은 안정된 범위에서 유지되었다. 하지만 리만 브라더스의 파산사태 이후에는 외국인들이 주식의 매도강도를 높임과 동시에 채권도 팔아치우기 시작했다. 특히 외환조달시장에서 10월 한 달 200억 달러가 빠져나가는 등 대규모로 자금회수가 이루어지면서 우리나라 외환시장은 일대 혼란에 빠졌다. 외국인들의 대규모 투자금 회수와 더불어 달러사재기와 역외 투기세력들까지 결합되면서 원-달러 환율이 단기간에 1,600원까지 오르는 등 극심한 동요가 한 동안 지속되었다.

## 금융시장 안정도 외국인 덕분

[그림1]과 [그림2]를 통해 알 수 있듯이 원-달러 환율의 폭등과 주식시장의 폭락뿐만 아니라 2009년 3월 이후의 외환과 주식시장의 안정화 역시 외국인 투자자들 덕분이다. 특히 외국인들이 대규모 주식 순매수가 가장 큰 영향을 미쳤다고 볼 수 있다. 외국인들은 3월부터 5월 13일 현재까지 약 4조 6,000억 원의 순매수를 보이며 주식시장의 상승을 이끌었다. 같은 기간에 개인투자자들은 약 1조 원의 순매도를 보였고, 일반 법인을 포함한 기관투자자들도 2조 5,000억 원의 순매도를 기록했다(한국거래소). 채권시장에서도 외국인들의 순매수 규모가 3월 이후 3조 3,000억 원에 달했다.

[표1] 2009년 월간 외국인 주식, 채권 매매동향

(단위: 억 원)

구분	1월	2월	3월	4월	5월
주식	-4,037	-23,075	6,887	26,117	13,150
코스피	7,700	-8,617	12,768	42,008	16,179
ETF	-10,629	-11,858	-4,187	-14,867	-2,617
코스닥	-1,180	-2,600	-1,694	-1,024	-412
채권	10,298	18,199	17,907	9,287	6,721
계	6,489	-4,877	24,800	35,404	19,871

\*출처: 금융감독원 (5월 통계는 13일까지)

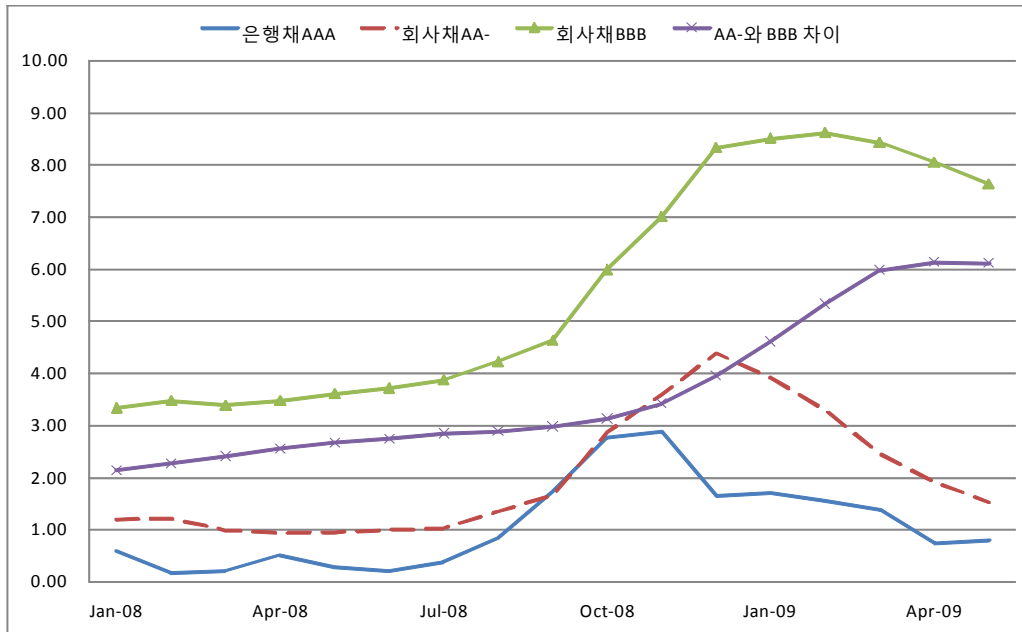
주식과 채권시장에 8조 원 가까운 외국인 투자자금이 들어오면서 외환시장도 안정을 되찾았다. 물론 여기에는 2월부터 흑자로 돌아선 경상수지 흑자도 큰 기여를 하였다. 한국은 2월에 29억 달러, 3월에 43억 달러, 4월에 60억 달러 등 큰 폭의 무역수지흑자를 기록하였다(지식경제부). 이는 3월과 4월에 외국인이 한국 자산시장에 유입한 투자액 이상의 외화가 무역에서 유입된 것이다. 자산시장만 보면 한국은 지난 10월 이전의 상황으로 되돌아간 듯하다.

금융시장의 안정성을 표현해 주는 간단한 지표로 사용되고 있는 신용스프레드를 봐도 2008년 9월 이후 가파르게 상승하였던 지표들이 많이 낮아진 것

을 알 수 있다([그림3]). 이는 전 세계적인 차원의 공조를 통해 각국 정부가 저금리 정책과 통화량 확대 정책을 편 결과 금융시장에서의 패닉이 어느 정도 진정되고 신용경색이 완화된 것으로 볼 수 있다. 하지만, 여기서 주목해야 할 점은 비우량 회사채의 신용스프레드가 여전히 높다는 사실과 우량 회사채와의 스프레드가 큰 폭으로 증가했다는 사실이다. 이는 금융시장에서 경제 불황에 대한 공포가 여전히 강하게 존재한다는 증표이기도 하고 실물경제를 악순환에 빠트리는 자본시장의 모순적 메커니즘을 보여주는 것이기도 하다.

[그림3] 신용스프레드 추이

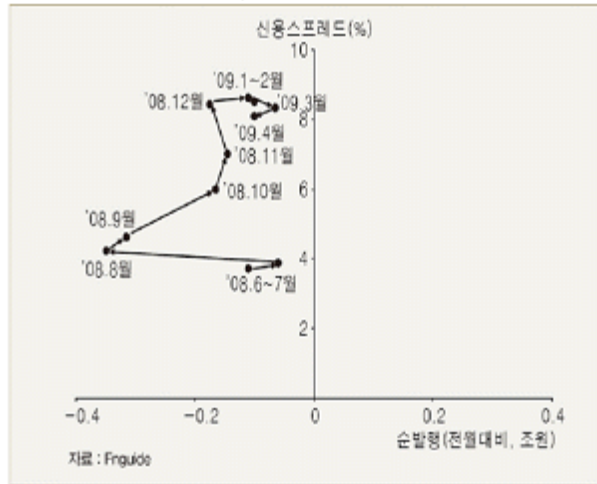
(단위: 퍼센트, 3년 물, 국고채3년 대비)



\*출처: 한국은행

[그림4]는 비우량 회사채의 이자율과 신용 스프레드가 높아지면서 순발행 규모도 축소된 것을 보여주고 있다. 한국은행이 기준금리를 내리고 통화 공급도 늘렸지만, 이는 주로 신용등급이 높은 은행과 대기업에 혜택으로 돌아갔고, 그 밖의 부문에서는 신용경색 문제를 해결해주지 못하고 있다고 볼 수 있다. 이런 경향이 지속되면 중소기업과 개인의 파산을 확산시켜 경기불황이 더 심화될 것이다.

[그림4] 비유량회사채 신용스프레드와 순발행 추이



\* 출처: LG경제연구소

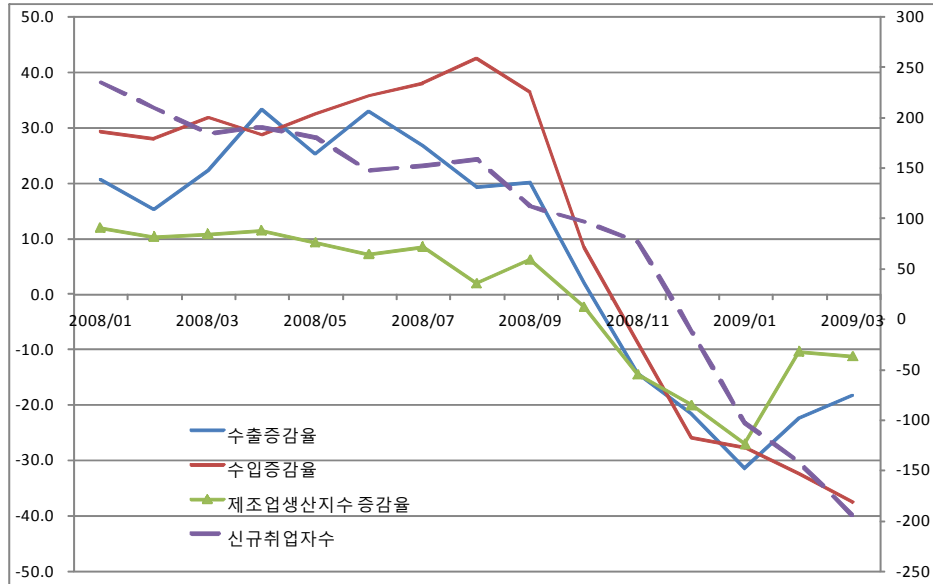
### 유동성 장세 기반은 여전히 취약

앞서 본 것처럼 외환시장의 안정과 주식시장 반등의 일등공신은 외국인 투자자의 귀환과 무역수지 흑자이다. 하지만 둘 모두가 자산시장의 안정을 지속시켜줄 것이라고 생각하기엔 좀 미덥지 못하다. 외국인들의 귀환은 올 초까지 지속된 한국자산시장의 과매도 국면을 이용 차익을 노리고 들어온 단기적인 성격이 강하다. 경제 위기의 진행 상황에 따라 다시 한꺼번에 빠져나갈 경우 우리 금융시장과 경제에 또 다시 큰 충격을 줄 수 있다.

[그림5]에서 알 수 있듯이 무역수지 흑자의 경우 전형적인 불황형 흑자이기 때문에 자산시장에서 경기회복에 대한 기대감을 높여줄 수 있는 근거가 되진 못한다. 수출이 수입보다 덜 축소되어서 생긴 흑자일 뿐이다.

[그림5] 실물경제지표의 급격한 악화

(단위: 퍼센트, 천 명, 신규취업자 수만 우측지표)



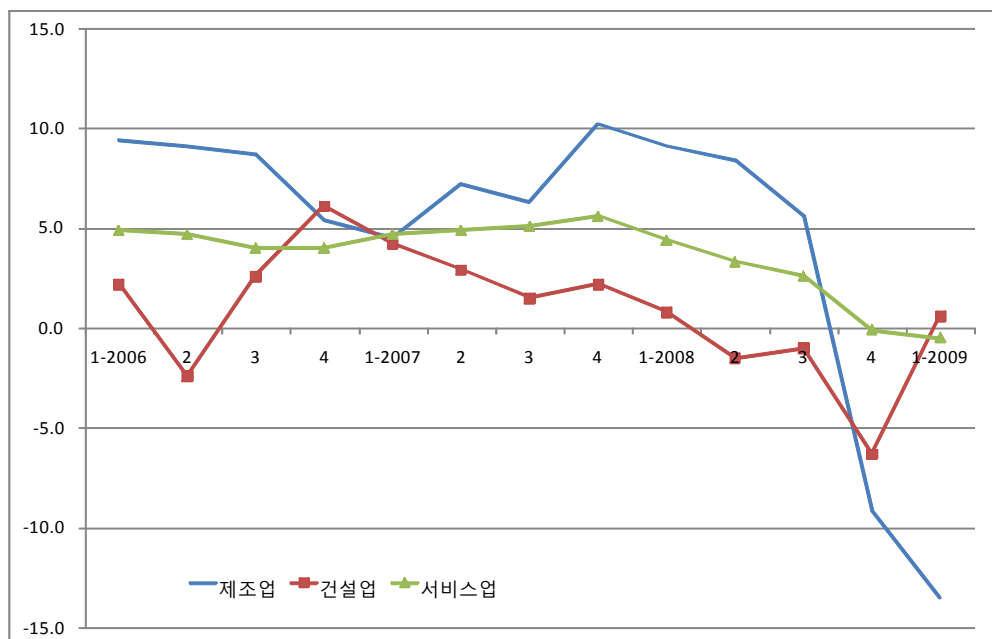
\*출처: 한국은행

지난 1월에 수출입규모가 전년 동월 대비 무려 30퍼센트 이상씩 각각 줄었던 것이 3월말 기준으로 수출은 -18.4퍼센트 줄었지만, 수입은 -37.5퍼센트로 더 떨어졌기 때문에 흑자가 발생한 것이다. 수입 감소를 좋아할 수도 없는 일이다. 이는 우리나라의 제조업생산 감소와 밀접하게 연결되어 있기 때문이다. 2009년 3월에 약간 완화되는 경향을 보이긴 했지만 산업생산지수도 여전히 감소 추세를 유지하고 있고, 신규취업자수도 급격히 줄어들어 무려 20만 명 가량이 줄었다.



[그림6] 주요 부문별 성장률

(단위: 퍼센트)



\*출처: 한국은행

주요 부문별 성장률을 보더라도 이런 사실은 확인된다. 이명박 정부가 집중적으로 지원해주는 건설업만 일정 정도 반등했을 뿐 제조업과 서비스업은 추세적인 성장률 감소에서 아직 벗어나지 못하고 있다([그림6] 참조). 건설업도 정부가 1년 치 예산을 1분기에 다 쏟아붓듯이 조기 집행해 나온 결과라서 지속적으로 플러스 성장을 보일지는 아직 미지수다.

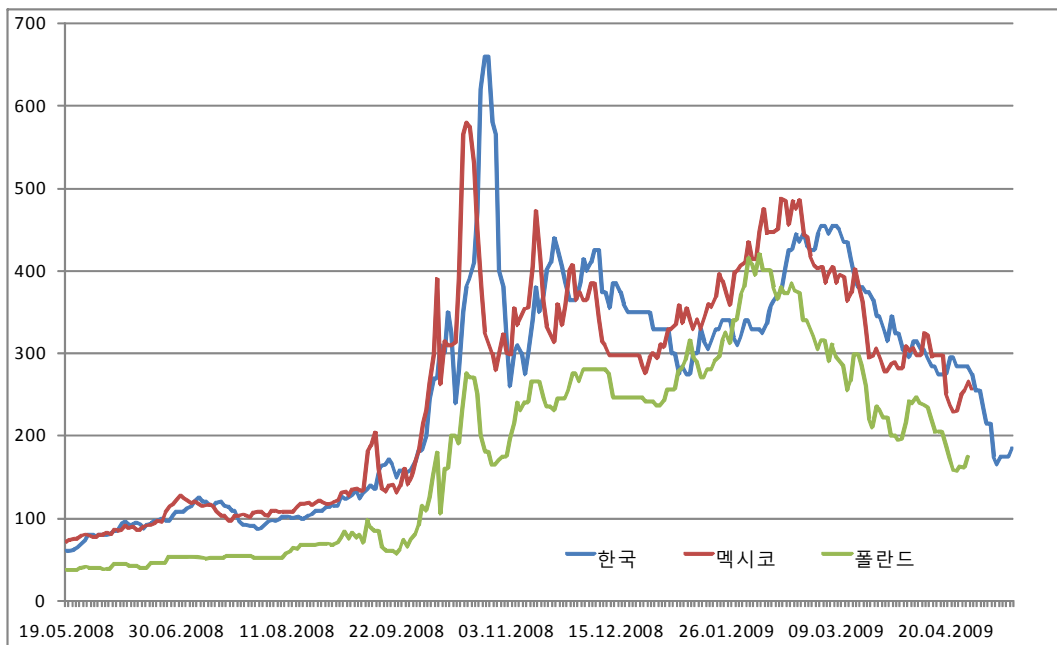
### 공황의 전형적인 단계를 밟고 있을 뿐

지금까지 살펴본 국내 금융시장의 동향과 몇 가지 실물지표들의 전반적인 경향은 우리나라에만 해당되는 것은 아니다. 지금은 전 세계 경제가 미국 자산시장의 동향과 실물경제지표를 보고 동조화되어 같이 움직이고 있다. 어느 나라를 들여다보아도 다 비슷한 그림이 나온다. 국가별 신용도를 나타내는 국가CDS 프리미엄 추이만 보더라도 이런 사실이 쉽게 확인된다. 우리나라의 외환시장과 주식시장이 다른 나라보다 심하게 요동친 이유도 [그림6]에서 확인할 수 있다. 지난 10월에 한국의 국가CDS가 660Bp까지 올라갔었는데,

이는 국가부도 사태가 날지도 모른다는 우려를 불러 일으켰던 폴란드가 2009년 2월에 기록한 420Bp보다 무려 240Bp가 높은 것이었다. 이는 외국인 기관투자자들이 한국의 위기를 의도적으로 과장했다는 의혹에 무게를 실어주는 증거이기도 하다. 금융시장이 전반적으로 안정화되면서 각국의 CDS 프리미엄도 추세적인 하락을 보였다. 5월 현재 한국의 CDS프리미엄은 180Bp정도로 상대적으로 안정적인 수준으로 내려와 있다.

[그림7] 국가CDS 프리미엄 추이-5년 물 국채

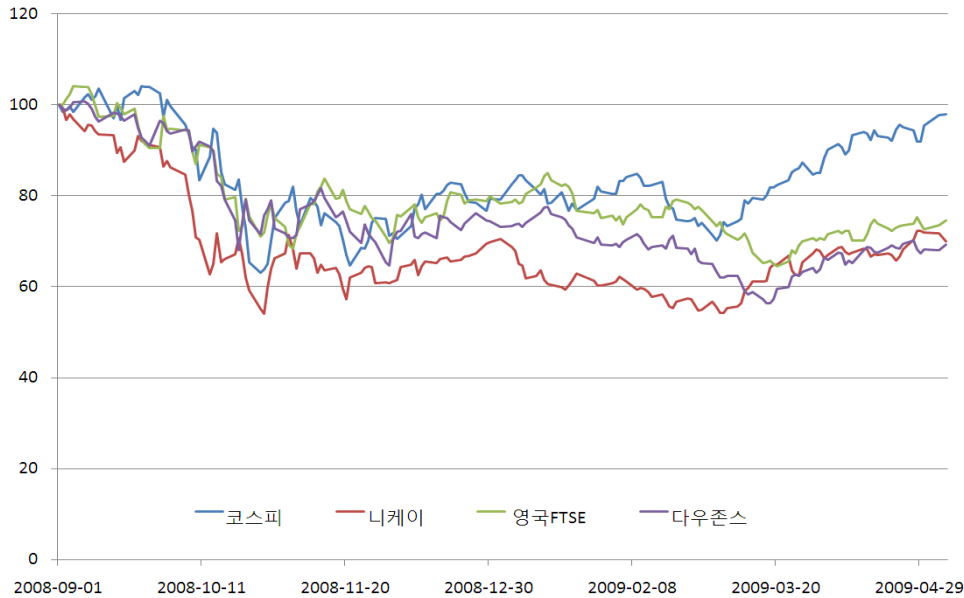
(단위: Bp)



\*출처: Deutsche Bank Research

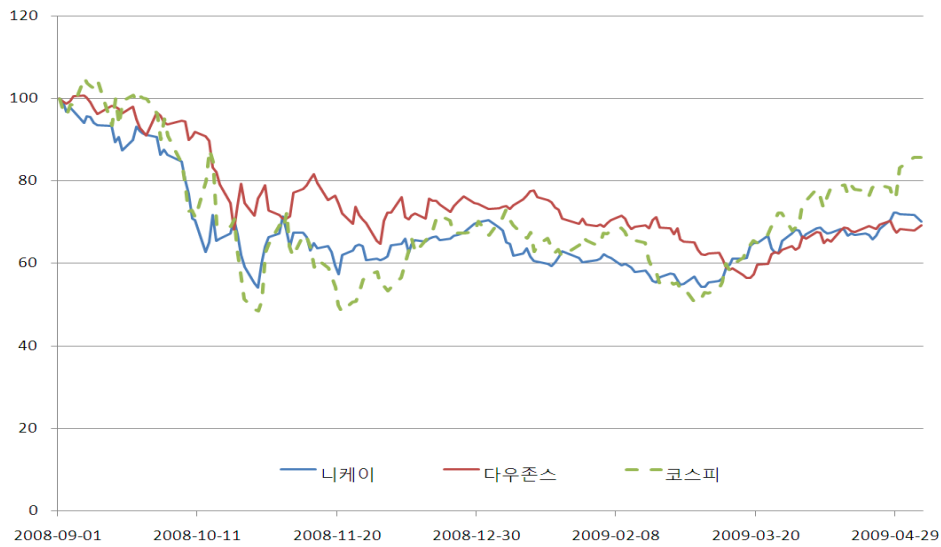
각국의 주식시장도 2009년 3월말부터 반등하기 시작해 5월 현재 2008년 9월 1일 지수를 100으로 볼 때 약 70 정도의 수준을 회복했다. [그림8-1]을 보면 알 수 있듯이 코스피의 반등은 다른 국가의 수준을 훨씬 뛰어 넘었다. 거의 2008년 9월 수준을 회복했다.

[그림8-1] 각국의 주가 동향  
(2008년 9월 1일을 100으로 볼 때)



[그림8-2.] 각국의 주가 동향

(2008년 9월 1일을 100으로 볼 때, 원/달러 환율변화를 고려한 코스피 지수)

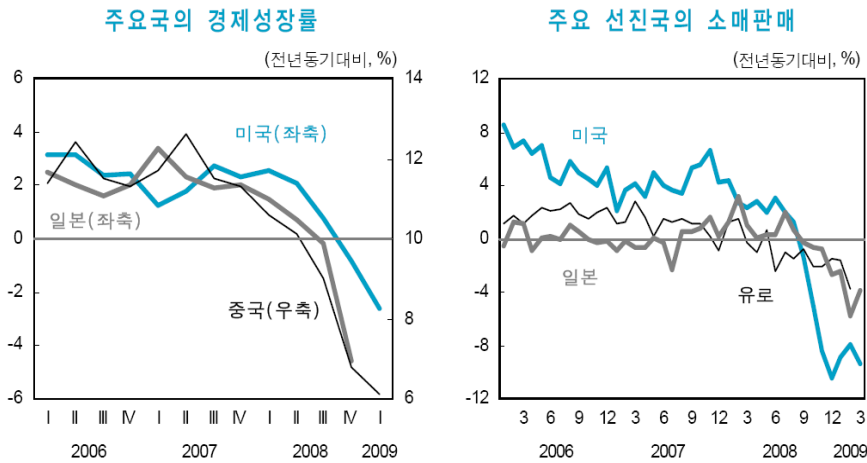


\*출처: 야후 파이낸스, 한국은행

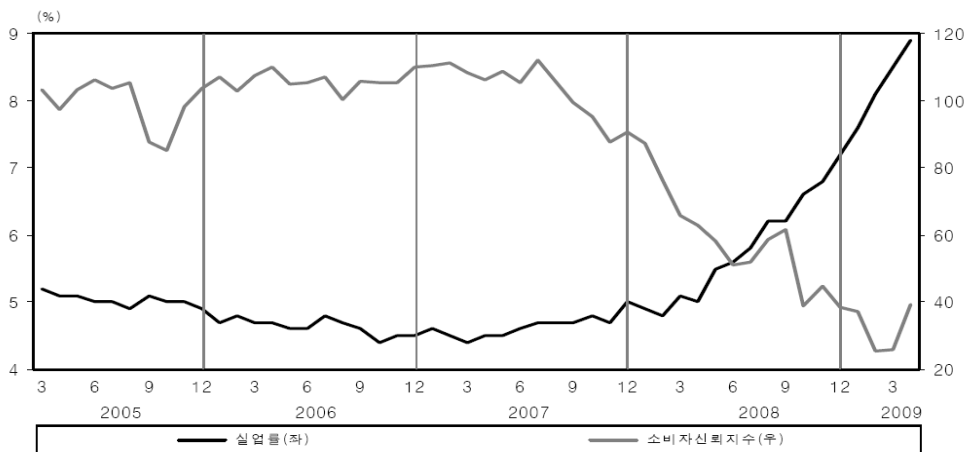
[그림8-2]에서처럼 원-달러 환율을 고려하여 코스피 지수를 환산하면 다른 나라와의 차이가 좀 줄어들긴 하지만, 여전히 회복수준이 상대적으로 높다. 이는 2008년 10월에 코스피가 원-달러 환율을 고려했을 때 50수준으로 상

대적으로 더 많이 떨어졌기 때문에 생긴 더 강한 반등으로 이해될 수 있지만, 그 만큼 외국인들의 투자성향에 따라 변동하는 폭이 크다는 사실을 보여 주는 것이다. 그 만큼 투기의 대상으로 이용되기도 쉽다는 것을 의미한다.

[그림9] 주요국의 몇 가지 실물경제 지표



미국의 실업률과 소비자신뢰지수



\*출처: KDI

아무튼 각국 정부들이 세계적인 공조를 통해 구제금융, 저금리 정책, 통화량 확대, 거대한 경기부양자금 투입 등의 정책을 펼쳐 금융시장의 안정화가 어느 정도 이루어진 것은 사실이다. 미국 정부가 수행한 스트레스 테스트에 대해 여러 의혹과 의문점이 제기되고 있긴 하지만, 금융시장의 주요 주체들이

크게 중요하고 있진 않다. 반면, 실물경제 지표가 여전히 암울하다는 사실 또한 전 세계 각국이 공유하고 있는 현실이다. 이러한 이중적인 상황 전개 자체가 경제공황의 전형적인 과정을 밟고 있는 것이라고 판단된다.

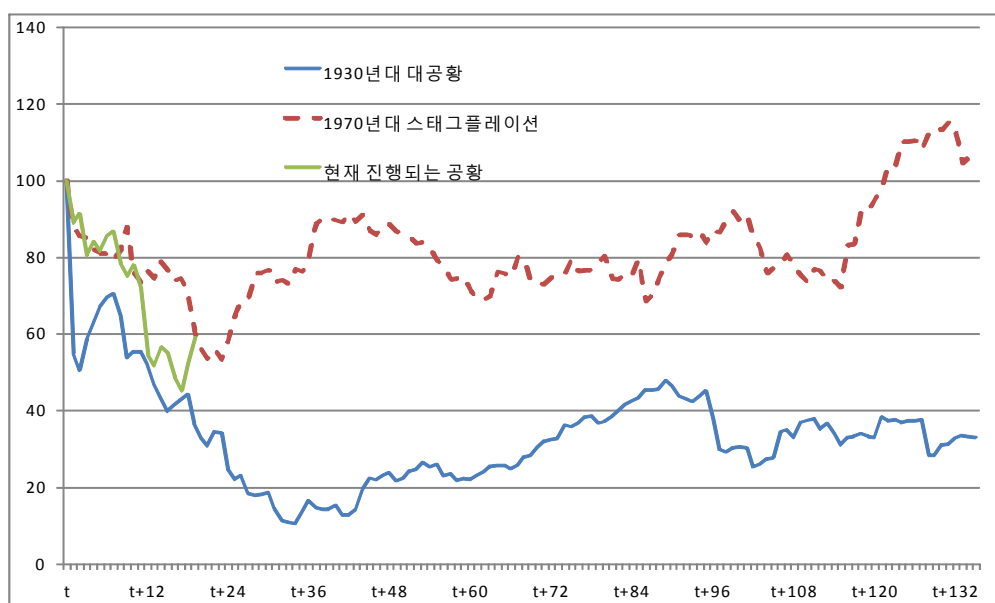
패닉에 의한 급작스런 금융시장과 자산시장의 붕괴 이후 신용경색이 금융부문에서 산업으로 확산되었고, 현재는 패닉이 진정되었지만 산업의 침체는 지속되고, 새로운 경제 패러다임이 아직 나타나지 않아 앞으로의 전망이 불투명한 상황이라고 볼 수 있다. 따라서 지금 상황을 경제공황 2단계라고 부르는 것이 적합할 것이다. 단언 하건데, 앞으로 갈 길이 멀다.

### 1930년대와 1970년대 위기 패턴에서 ‘오락가락’

[그림10]은 현재 미국의 다우지수의 변화를 1930년대 대공황 시절과 1970년대의 스태그플레이션 때 보였던 10년 간의 지수 변화와 나란히 놓음으로써 현재 세계 경제가 서 있는 좌표를 가늠해 보고자 시도한 것이다.

[그림10] 미국 다우존스 산업지수로 본 공황의 비교

(1929년 10월, 1973년 1월, 2007년 10월의 최고점 지수를 100으로)



\*출처: 야후 파이낸스, finance.yahoo.com

다우존스지수의 변화만을 놓고 볼 때, 현재 진행되고 있는 위기는 1930년대 위기와 1970년대 위기 사이에서 오락가락 하고 있다는 것을 알 수 있다. 초기에는 1970년대 위기 수준의 반응이 나타나다가 2008년 리먼 브라더스 사태 이후에는 1930년대 공황수준으로 패닉의 지수가 심각해졌다가 다시 최근에 1970년대 수준으로 돌아오고 있다. 1970년대 위기가 1930년대 위기보다는 상대적으로 지수의 회복이 빨랐지만 원래수준으로 돌아오는데 약 10년이 걸렸다. 현재의 위기도 시시 때때로 강한 회복기대감과 금융자산 시장에서 강한 반등이 나타나겠지만 위기 이전의 수준을 회복하는 데는 오랜 세월이 걸릴 것이다. 참고로 1930년대 대공황의 경우 1954년이 되어서야 1929년 주식시장이 붕괴하기 직전의 명목지수 수준으로 돌아왔다.

각국 정부가 여러 가지 형태로 시중에 돈을 쏟아 부어 금융시장의 안정화와 유동성 장세가 이어지고, 고용지표와 산업생산지표가 더 이상 심각하게 악화되진 않고 바닥을 다지고 있다. 그러자 경기회복에 대한 선부른 예측이 쏟아져 나오고 있다. 경기회복이 이루어진다면 좋은 일이다. 애써 이런 전망이 틀린 것이라고 주장할 필요는 없다. 하지만 주장의 근거가 무엇인지는 따져 봐야 한다. 내놓는 근거가 별로 없다. 이런 주장들이 가지고 있는 더 큰 문제는 이번 위기를 생각하는 안이한 태도이다. 대부분은 이번 위기가 갑작스런 금융시스템의 혼란에 의한 것이고 이것이 진정되면 예전의 경기순환 사이클을 회복하는 것 마냥 이야기하고 있다. 결코 그렇게는 되지 않을 것이다.

이번 위기는 엄청난 규모의 레버리지를 통한 자산시장의 팽창을 주된 기반으로 했던 신자유주의 축적체제가 붕괴한 것으로서, 원상태로 회복하려면 금융시장의 패닉이 일어나기 이전의 부채규모를 회복할 수 있어야 한다. 패닉이 일시적으로 진정되었다고 해도 이전의 호황시기에 마구 빔을 쏘서 투자를 하던 상태로 돌아갈 수는 없는 일이다. 세계적으로 시중에 풀린 돈이 투자처를 찾아 부동산과 주식시장 등에 몰리면서 강한 반등을 보여주긴 했지만 일시적인 현상이지 이전의 상태를 회복할 수는 없다. 경기의 회복은 이전의 방식으로는 불가능하다. 따라서 새로운 산업 패러다임, 특히 고용에 관련

된 문제를 해결하는 경제체제에 대한 대안이 나오기 전까지 불안정한 경제 상황이 지속될 것이다.

