



## 아시아 위기설을 판단하기 위한 네 가지 시각

### Why This Report

금일 자료는 최근 급격히 부각되고 있는 신흥아시아의 위기설에 대해서 집중적으로 다뤄보도록 하겠습니다. 최근 신흥아시아 금융시장의 혼란을 야기한 QE3 규모 축소 문제에 대한 본질적인 문제 제기로 시작해서 유동성 유출 가능성, 과거 주요 아시아 국가들의 외환위기 직전 국면과의 데이터 비교를 통해서 현재 신흥아시아 위기설의 본질을 찾아 보고자 합니다

### 아시아 금융시장 위기설의 본질을 파악하기 위한 네 가지 시각

- 첫째, 왜 FRB가 QE3를 축소하는지 생각할 필요가 있음. 본질적으로 미국 경기가 FRB의 힘을 빌리지 않아도 회복할 수 있다는 시그널이 강해지고 있기 때문. 즉 QE3 축소가 미국 펀더멘탈 회복에 근간을 두고 있다는 점이 중요함
- 둘째, FRB가 QE3 축소를 점진적이고 단계적으로 진행할 것이라는 시나리오가 유효. 미국 경제구조와 주요 기업 매출 구조를 보면 수출과 해외시장에 대한 의존도가 높아지고 있는 상황. 따라서 신흥국 금융시장에서 유동성의 급격한 유출로 인한 경기 경착륙은 미국 경제와 기업에 도움이 안됨
- 셋째, 1997년 아시아 외환위기 직전 상당히 장기간 동안 막대한 규모의 단기성자금(핫머니)이 유입됐음. 그러나 최근에는 오히려 단기성자금이 신흥아시아에서 2년 연속 순유출. 단기성자금이 많이 유입된 인도, 인도네시아와 반대로 유출된 한국, 대만 등을 동일한 선상에서 보는 것은 무리가 있다고 판단. 한편 한국의 경우는 경상수지와 재정수지가 모두 흑자를 유지하고 있는 국가 중 하나
- 넷째, 주요 아시아 국가들의 외환 구조의 건전성이 높아졌다는 특징도 기억할 필요가 있음. 대부분 아시아 국가들의 총 외채와 단기외채 부담은 과거 외환위기 직전 국면보다 낮아졌고, 크게 개선. 다만 인도와 인도네시아의 경우 경상수지 적자 규모가 과거 외환위기 직전 국면보다 커졌다는 점은 염두에 둘 필요가 있음
- 결론적으로 위의 네 가지 시각을 조합해 보면, 미국 경기의 자생력은 높아지고 있다는 점, 양적완화가 점진적으로 축소될 것이라는 점, 그리고 신흥아시아 국가에 핫머니라고 불리는 단기성자금이 차별적으로 유입됐다는 점을 감안 시 모든 신흥아시아 금융시장에서 무차별적으로 유동성이 유출될 가능성은 낮다고 판단
- 한편 주요 아시아 국가들의 외환 구조 건전성은 과거에 비해 개선. 인도와 인도네시아의 경우도 과거 외환위기 직전 국면보다 외채 부담은 많은 줄어든 상황. 당장 구제금융을 신청할 정도 심각한 상황은 아닌 것으로 판단
- 다만 두 국가(인도와 인도네시아)의 경우 현재 경상수지 적자 규모가 위기 직전 보다 커졌다는 점과 핫머니 유입이 상대적으로 많았다는 점을 감안 시 차별적으로 해당 국가를 중심으로 유동성 유출이 진행될 가능성은 높아 보임

### 신흥아시아 금융시장 위기설의 본질을 보기 위한 네 가지 시각

- 과거 외환위기 직전에 비해 주요 아시아 국가들 외환 건전성은 강화
- 다만 국가별로 차별적인 유동성 유출은 진행될 것으로 판단

## 주식시장 투자전략

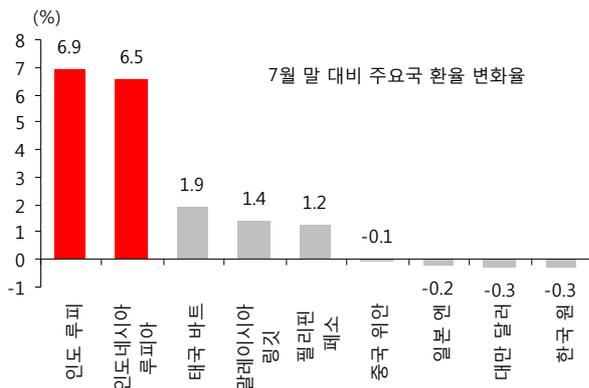
### 유동성 축소, 무섭긴 하다

‘유동성 축소’라는 문장이 무섭게 들리는 시기다. 아시아 주요국의 통화가치를 보면 인도 루피와 인도네시아 루피아는 7월 말 대비 각각 6.9%와 6.5%나 (달러대비) 평가절하됐다(그림1). 양국의 10년물 국채금리도 급등하는 모습을 보이고 있다(그림2). 미국의 양적완화 규모 축소가 신흥 아시아 일부 국가들의 금융시장에 악영향을 미치고 있다.

국내 금융시장도 강 건너 불구경 하듯이 바라보기만 할 수는 없는 상황이다. 원화가치가 급락하지는 않았지만 최근 2거래일 연속 주식시장이 하락했고, 전일 외국인의 선물 순매도가 12,000 계약을 넘었다는 점도 불안의 불씨로 남아 있다.

현재 신흥아시아에서 확산되고 있는 ‘위기설을 어떻게 판단해야 하는가?’가 중요한 숙제다.

[그림 1] 루피화와 루피아화 가피른 속도로 평가절하



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 2] 인도와 인도네시아 국채금리 급등



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

### 근본적인 질문을 해보자. 미국은 QE3 규모를 왜 축소할까?

아주 기본적인 질문부터 시작을 해보자. FRB는 QE3를 왜 축소하려고 할까? QE3는 이전 QE1과 QE2와 달리 발표 시점에 종료 시점이 정해지지 않았었다. 무기한으로 할 수 있었던 QE3 규모 축소의 이유는 결국 미국의 경기가 FRB의 도움(?) 없이도 자생적으로 회복할 수 있기 때문이다.

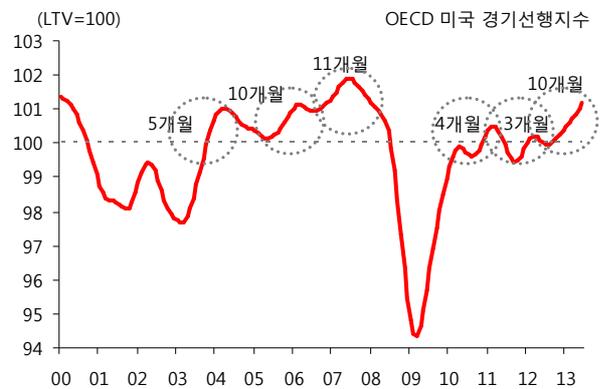
OECD 미국 경기선행지수는 확장국면(100 이상)에서 10개월 연속 상승세를 보이고 있다. 과거 글로벌 경기가 신흥국을 중심으로 호황을 누렸던 2006년~2007년(2006.8월~2007.6월 11개월)을 제외할 경우 확장국면에서 최장 기간 상승세를 보이고 있다(그림3, 2000년 이후)

## 주식시장 투자전략

소비와 부동산 지표 외에도 기업들의 생산지표와 가동률도 이전 고점대비 각각 98%와 94% 정도 수준까지 회복됐다(그림4).

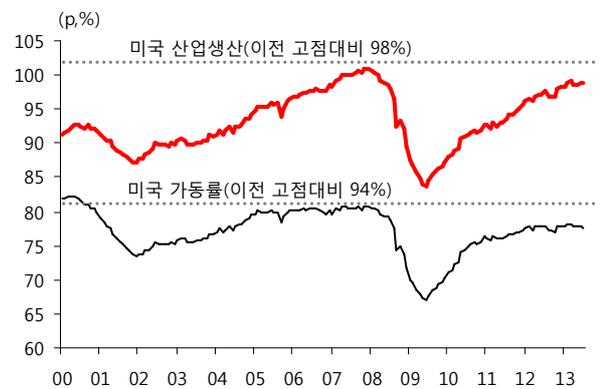
FRB 의장이 교체되는 시기와 맞물려 경기회복이 자생적으로 진행될 수 있다는 판단을 할 수 있는 지표들이 늘어나고 있는 만큼 QE3 규모 축소시기가 임박해 있는 시점이다.

[그림 3] 미국 경기선행지수는 상당히 장기 호황 국면 유지



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림 4] 미국 산업생산과 가동률도 이전 고점대비 90% 이상 회복



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

### 미국도 다른 국가들의 경기에 신경을 쓴다. 그래서 출구전략은 점진적이고 단계적으로 진행 된다

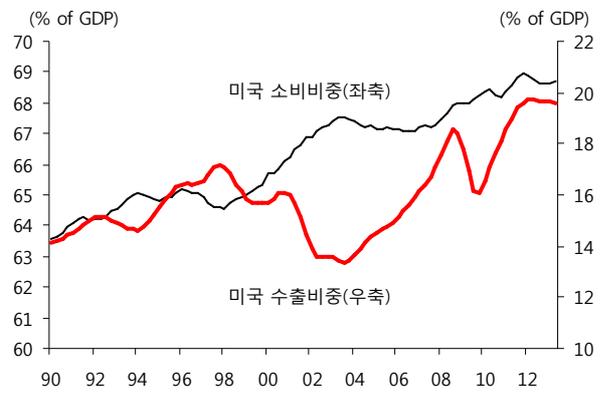
한편으로는 이런 생각도 할 수 있다. 미국이 여타 국가들의 경기를 신경 쓸 필요가 있을까? 자국 소비경기가 경제의 근간을 이루고 있고, 오히려 달러 유동성을 빠르게 회수해서 달러 강세가 되면 자국 소비경기(구매력 향상)를 한층 더 강화할 수 있지 않을까?

물론 미국의 경우 GDP 대비 소비 비중이 70% 정도에 육박하고 있기 때문에 자국 소비경기는 매우 중요하다. 그러나 GDP 대비 수출비중도 높아지고 있다는 점을 간과해서는 안 된다. 2000년대 초반 GDP 대비 수출비중은 15%대에서 현재 20% 수준까지 높아졌다(그림5).

미국의 선진국과 신흥국 수출비중을 보면, 절대적인 수준은 아직 선진국이 높긴 하지만 신흥국의 비중도 빠르게 증가하고 있다는 점에서 신흥국 역시 중요한 수출 시장이다. 2000년 신흥국 수출비중은 31%에서 현재 47%까지 높아졌다(그림6, 신흥아시아는 전체 수출 중 12%를 차지).

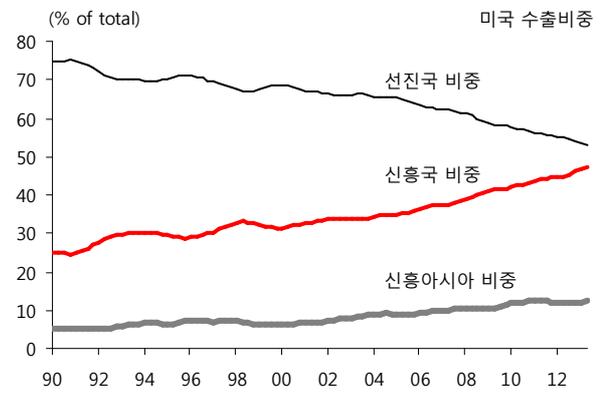
## 주식시장 투자전략

[그림 5] 미국, 자국 소비도 중요하지만 수출에 대한 중요성도 높아짐



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

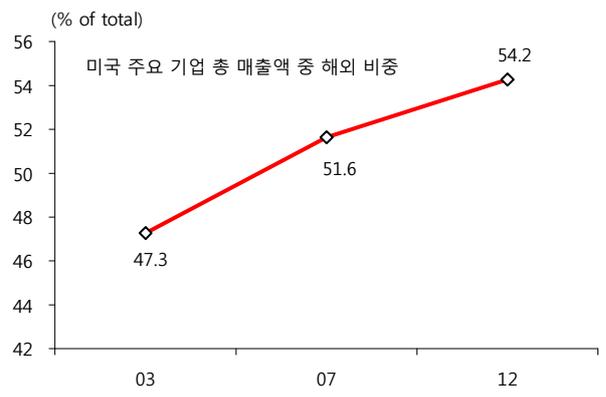
[그림 6] 미국 수출경기는 신흥국 시장에 영향을 받음



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

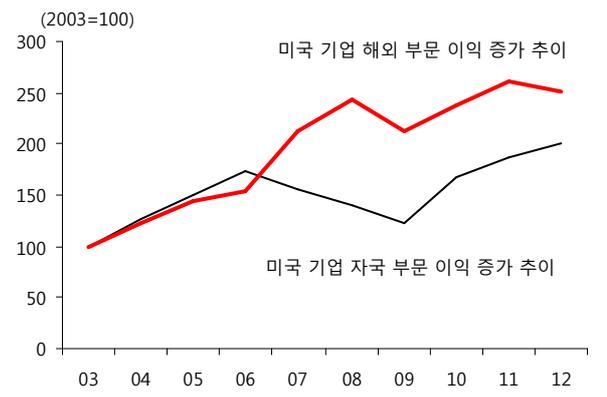
특히 미국 주요 기업들의 해외 의존도가 높아지고 있다는 점에도 주목할 필요가 있다. 미국 주요 기업(다우지수 포함 기업 중 통신과 금융업종 제외, 애플 추가)의 총 매출액 중 해외 매출 비중은 2003년 47%에서 2012년 54%로 늘어났다(그림7). 미국 기업들의 자국과 해외 이익을 봐도 해외 부문이 상대적으로 빠르게 늘어나고 있다(그림8).

[그림 7] 미국 주요 기업의 해외 매출 비중도 높아지고 있음



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 8] 미국 기업들의 해외 부문 이익은 상대적으로 빠르게 증가



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

따라서 해외 시장은 'Made in USA' 제품의 중요한 고객들이다. 미국이 유동성을 빠르게 흡수하고, 그 충격으로 인해 신흥국이 유동성 위기와 경기침체(신흥국 소비경기 침체)를 경험한다면 미국의 입장에서 중요한 고객들을 잃게 된다. FRB가 자국(미국)의 입장만을 고려해 유동성 흡수를 (빠르게) 진행하기 힘든 이유 중 하나다.

QE3의 경우 이전과 달리 단번에 종료되는 것이 아니라 금번 9월에 자산매입 규모를 100~150 달러 정도 축소(현재 매월 850억 달러 매입)한 이후 2014년 2분기 중 종료될 것으로 보인다. 점진적이고 단계적인 QE3 종료는 여전히 유효한 시나리오다.

### 단기성자금이 장기적으로 많이 유입된 국가와 그렇지 않은 국가를 차별화 시킬 필요가 있다

물론 QE3 규모 축소가 기정사실화 되어 있는 이상 자금 유출이 불가피할 것으로 보인다. 특히 미국의 유동성 확장과 저금리를 이용했던 단기성자금, 즉 핫머니(Hot Money)의 유출이 빠르게 진행될 가능성이 있다.

과거 1997년 동아시아 외환위기를 떠올리는 투자자들도 있다. 1995년 6월 G7경제(재무)장관들은 엔화의 평가절하에 합의했다(역플라자합의. 역플라자합의 이전인 1995년 5월 달러당 84.6 엔에서 1997년 4월 127.1엔까지 상승). 1997년 3월 FRB는 정책금리를 5.25%에서 5.5%로 인상했다. 한편 외환위기 직전인 1997년 8월 인도네시아 루피아(환율)는 전월대비 13%나 급등했다(평가절하).

모든 대외환경이 당시와 동일하다고 보기는 어렵지만 2013년 이후 엔화는 아베노믹스로 달러대비 약세(현재는 다소 진정되는 모습을 보임)로 전환했고, FRB는 유동성을 축소하려 하고 있다. 또한 인도네시아 루피아도 앞서 언급했던 것과 같이 7% 정도 급등했다는 점을 감안 시 유사하게 생각할 수 있는 측면도 있다.

### 우선 동아시아 외환위기 이전과 최근 핫머니 유입 정도를 비교해 볼 필요가 있다.

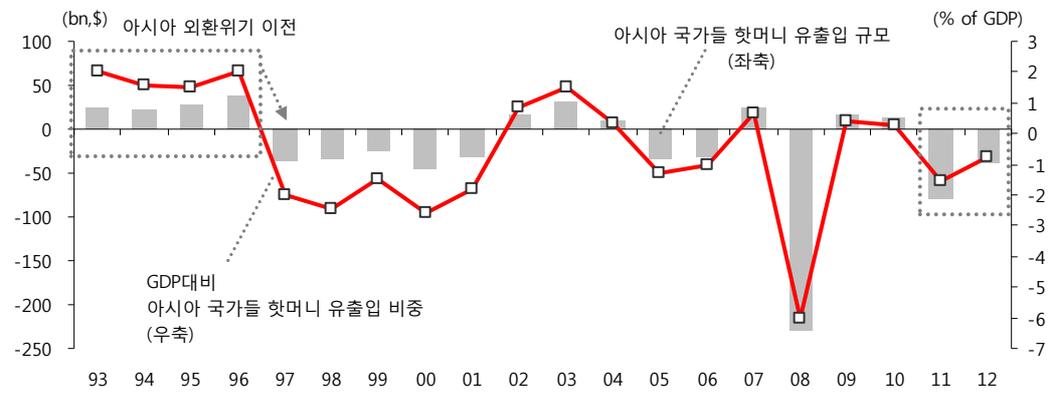
아시아 국가 핫머니의 유출입 흐름과 정도 비교를 위해서 국가별로 유출입된 핫머니를 공통적인 기준을 통해 추정할 필요가 있다. 핫머니 유출입 규모=[연간 외환보유고 증감분]-[연간 경상수지 규모]-[연간 FDI 금액]으로 추정할 수 있다.

이를 통해 아시아 7개 국가들(한국, 대만, 인도, 인도네시아, 필리핀, 말레이시아, 태국)의 핫머니 유출입 규모를 보면, 1993~96년까지 4년 동안 아시아 지역으로 핫머니는 순유입됐고, 유입 규모도 GDP 대비 2%로 상대적으로 높은 수준을 기록했었다. 당시 아시아 지역에서 자금 유출이 심각하게 진행됐던 근본적인 이유다.

그러나 지금은 상황이 다르다. 최근 2년간 아시아 지역에서 핫머니는 순유출을 기록했다(그림9). 단기성자금이 1997년 이전과 같이 많이 유입됐다면 유동성 축소로 인한 위기설을 심각하게 고민할 수 있겠지만, 지금은 그렇지 않은 상황이라는 점을 기억해 둘 필요가 있다.

## 주식시장 투자전략

[그림 9] 1997년 외환위기 이전 아시아 지역으로 상당한 규모의 핫머니가 장기적으로 유입.

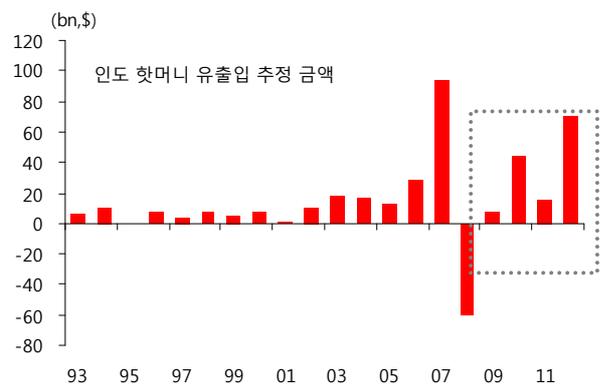


자료: WB, CEIC, 동양증권 리서치센터

물론 국가별로는 차별화 시켜볼 필요가 있다. 핫머니가 상대적으로 장기적으로 많이 유입된 국가와 그렇지 않은 국가로 구분 지어 볼 필요가 있다.

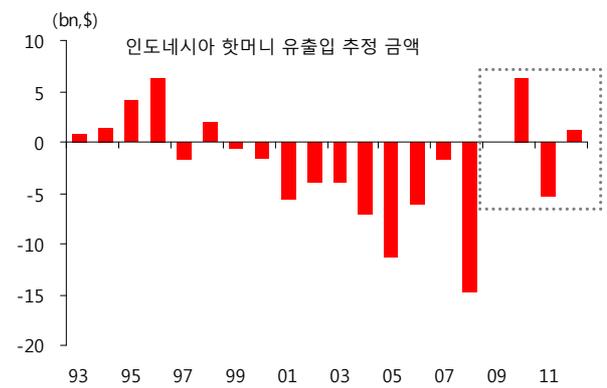
최근 화폐가치 급락으로 유동성 위기설이 크게 부각된 인도의 경우는 4년 연속 핫머니가 다른 아시아 국가들에 비해 큰 규모로 유입됐다(그림10). 인도네시아의 경우는 인도 보다 정도가 약하긴 하지만 글로벌 금융위기 이후 3년간(2009년, 2010년, 그리고 2012년) 핫머니가 유입됐다(그림11).

[그림 10] 인도는 상당히 장기간 동안 핫머니가 유입되고 있음



자료: WB, CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림 11] 인도네시아도 정도의 차이는 있지만 핫머니가 유입된 국가



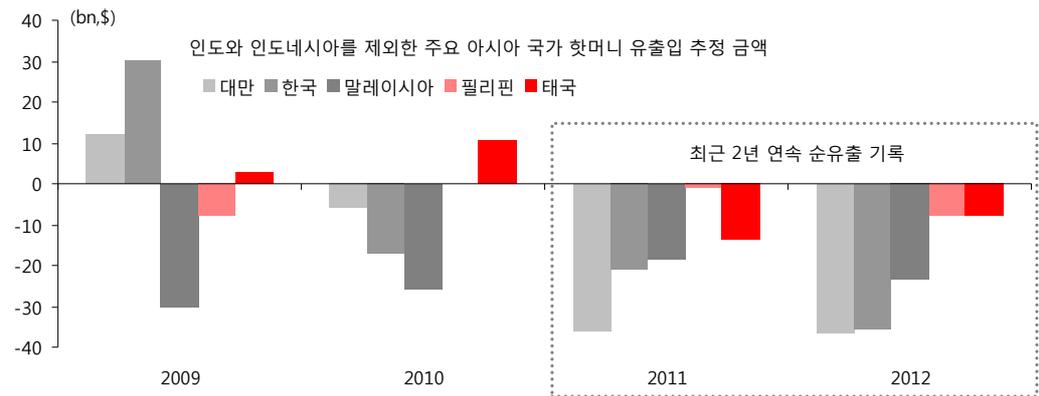
자료: WB, CEIC, 동양증권 리서치센터

반면 한국, 대만 등 다른 아시아 국가들의 경우는 인도, 인도네시아와는 상반된 흐름을 보이며 핫머니는 순유출을 기록했다(그림12). 단기성자금이 장기적으로 많이 유입된 인도와 인도네시아

## 주식시장 투자전략

의 경우 글로벌 유동성 축소로 인한 자금 유출이 불가피해 보이지만, 이를 모든 아시아 국가로 확대 해석할 필요는 없다.

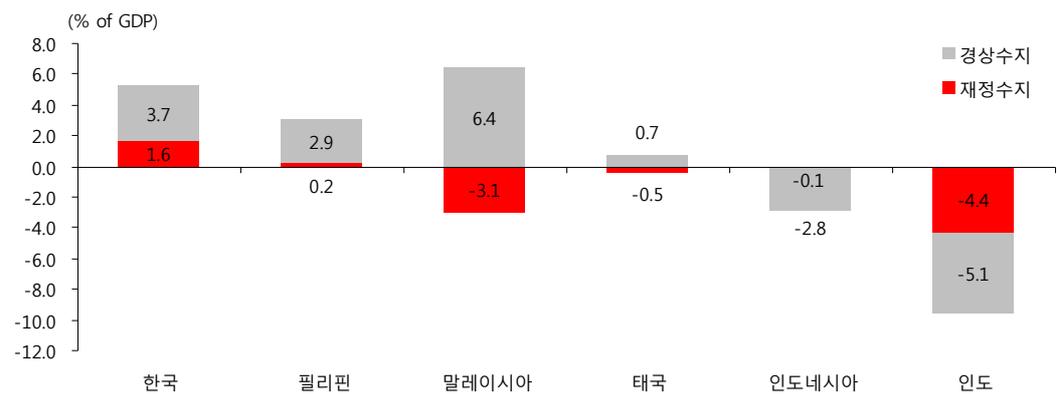
[그림 12] 인도와 인도네시아를 제외한 한국, 대만 등과 같은 아시아 국가들에서는 최근 2년 연속 핫머니 유출



자료: WB, CEIC, 동양증권 리서치센터

특히 한국의 경우 인도, 인도네시아는 달리 재정수지와 경상수지가 모두 흑자를 기록하고 있는 국가 중 하나다. 흑자 수준도 다른 아시아 국가들에 비해 높은 수준을 유지하고 있다. 경상수지와 재정수지가 모두 적자인 국가와 한국을 동일하게 보는 것은 무리가 있다고 판단된다.

[그림 13] 한국의 경우는 경상수지와 재정수지가 모두 흑자를 기록하고 있는 국가 중 하나



자료: IMF(2012년 기준), 동양증권 리서치센터

### 외환시장 구조가 많이 달라졌다는 부문도 참고할 필요가 있다

과거 주요 아시아 국가의 외환위기 직전과 현재를 비교해 보면, 인도와 인도네시아의 경상수지 적자 규모는 과거 외환위기 직전보다 높은 수준을 유지하고 있다.

## 주식시장 투자전략

경계심을 가지고 두 국가를 봐야 하는 이유 중 하나다. 반면 다른 아시아 국가들은 과거 외환위기 직전 적자를 기록했지만, 현재는 흑자를 유지하고 있다.

한편 인도의 경우의 외환보유고는 증가했고, 외환보유고 대비 단기외채 비중은 크게 감소했다. 총 대외부채 중 단기부채가 외환위기 직전(1990년) 보다 높은 수준이긴 하지만 절대적인 수준이 20%대로 낮은 수준을 유지하고 있다. 인도네시아의 경우는 외환보유고 대비 총 대외부채 수준이 상대적으로 높은 수준을 기록하고 있다. 다만 단기외채 비중이 과거 외환위기 직전(1996년) 보다는 낮은 수준을 유지하고 있다.

전반적으로 아시아 국가들의 외환시장 구조는 과거 외환위기 직전 보다는 양호한 수준이라고 판단된다. 관찰대상인 두 국가(인도와 인도네시아)가 있지만, 단기외채 부담이 크게 낮아졌다는 점을 감안 시 당장 규제금융을 신청해야 할 정도로 심각한 상황은 아니다.

[그림 14] 인도와 인도네시아의 경우 과거 외환위기 직전 보다 경상수지 적자가 크게 확대되어 있다는 점은 부담이지만 단기 외채 부담이 낮아져 있음

구분		GDP대비 외환보유고(%)	외환보유고 대비 총 대외부채(%)	총 대외부채 대비 단기 대외부채(%)	외환보유고 대비 단기 대외부채(%)	GDP대비 경상수지(%)
인도	위기 직전 (1990년)	0.4	6,878.8	10.3	709.0	-2.4
	현재	14.2	150.2	24.8	37.2	-5.1
인도네시아	위기 직전 (1996년)	7.8	723.8	25.0	180.9	-3.2
	현재	11.2	258.5	18.1	46.9	-2.8
한국	위기 직전 (1996년)	5.8	453.9	50.3	228.9	-4.0
	현재	25.8	125.3	29.8	37.3	3.7
태국	위기 직전 (1996년)	20.4	303.4	42.3	128.3	-7.9
	현재	45.9	83.7	44.2	37.0	0.7
필리핀	위기 직전 (1996년)	12.8	371.2	18.3	67.9	-4.2
	현재	33.5	70.3	16.6	11.7	2.9
말레이시아	위기 직전 (1996년)	25.9	151.7	27.9	42.3	-4.4
	현재	44.5	63.7	38.3	24.4	6.4

자료: WB, CEIC, 동양증권 리서치센터

### 현재 신흥아시아 금융시장 위기설의 본질을 판단하기 위해서는 네 가지 시각이 필요하다

정리해 보면 QE3 축소로 촉발된 신흥아시아 금융시장 위기설의 본질을 판단하기 위해서 네 가지 측면을 분석할 필요가 있다.

## 주식시장 투자전략

첫째, 왜 FRB가 QE3를 축소하는지 생각할 필요가 있다. 본질적으로 미국 경기가 FRB의 힘을 빌리지 않아도 회복할 수 있다는 시그널이 강해지고 있기 때문이다. 즉 QE3 축소가 미국 펀더멘탈 회복에 근간을 두고 있다는 점이 중요해 보인다.

둘째, FRB가 QE3 축소를 점진적이고 단계적으로 진행할 것이라는 시나리오가 유효하다는 점을 상기할 필요가 있다. 미국 경제구조와 주요 기업 매출구조를 보면 수출과 해외시장에 대한 의존도가 높아지고 있다. 신흥국 금융시장에서 유동성의 급격한 유출로 인한 경기 경착륙은 미국에도 도움이 안된다.

셋째, 1997년 아시아 외환위기 직전 상당히 장기간 동안 막대한 규모의 단기성자금(핫머니)가 유입됐다. 그러나 최근에는 오히려 단기성자금이 신흥아시아에서 2년 연속 순유출됐다. 단기성자금이 많이 유입된 인도, 인도네시아와 반대로 유출된 한국, 대만 등을 동일한 선상에서 보는 것은 무리가 있다.

넷째, 주요 아시아 국가들의 외환 구조의 건전성이 높아졌다는 특징도 기억할 필요가 있다. 대부분 아시아 국가들의 총 외채와 단기외채 부담은 과거 외환위기 직전 국면보다 낮아졌고, 크게 개선됐다. 다만 인도와 인도네시아의 경우 경상수지 적자 규모가 과거 외환위기 직전 국면보다 커졌다는 점은 염두에 둘 필요가 있다.

결론적으로 위의 네 가지 시각을 조합해 보면, 미국 경기의 자생력은 높아지고 있다는 점, 양적완화가 점진적으로 축소될 것이라는 점, 그리고 신흥아시아 국가에 핫머니라고 불리는 단기성자금이 차별적으로 유입됐다는 점을 감안 시 모든 신흥아시아 금융시장에서 무차별적으로 유동성이 유출될 가능성은 낮다.

한편 주요 아시아 국가들의 외환 구조 건전성은 과거에 비해 탄탄해 졌다. 인도와 인도네시아의 경우도 과거 외환위기 직전 국면 보다 외채 부담은 많은 줄어든 상황이다. 당장 구제금융을 신청할 정도로 어려운 상황은 아니다. 그러나 두 국가의 경우 현재 경상수지 적자 규모가 위기 직전 보다 커졌다는 점과 핫머니 유입이 상대적으로 많았다는 점을 감안 시 해당 국가를 중심으로 차별적 유동성 유출이 진행될 가능성은 높아 보인다.