

 <p>금융투자협회 Korea Financial Investment Association</p>	<h1>보 도 참 고 자 료</h1>		
	<p>‘14. 5. 29(목) 배포시부터 보도바랍니다.</p>		

작성부서	정책지원본부 조사연구실		
책 임 자	임병익 실장(☎2003-9250)	담 당 자	김영민 부서원(☎2003-9258)
배 포 일	2014. 5. 29(목)	배포부서	홍보실(☎2003-9311~4)

- 통일과 자본시장: 통일비용과 주가를 중심으로 -

1	요 약
---	-----

- (독일) 독일의 사례에서는 통일이 채권시장(국채발행) 및 주식시장(주가) 등 자본시장이 밀접한 관련이 있음을 보여줌
- (채권시장) 독일은 통일 과정에서 통일비용을 조달하기 위한 ‘통일기금’ 의 83%를 국채 발행을 통해 조달
- (주식시장) 통일 직후 독일의 주가는 하락하였으나 3년만에 통일 직전 수준(1973p)을 회복한 이후 꾸준히 상승하여 '00년 2월에는 5.6배 상승(7644.55p)

- 주가상승의 주요 요인은 독일 통일 효과에 따른 △외국인 투자 증가 △기관투자자의 금융자산 및 주식투자 비중 확대 △증권거래소 재정비 및 EU통합으로부터의 수혜 등임.

- 우리나라의 경우에도 통일은 채권 및 주식시장 등 자본시장과 밀접하게 관련될 것으로 예상
- 독일 통일 당시 동독과 비교하여 북한의 경제상황을 고려하면 통일 비용이 더 소요될 것으로 전망되므로, 자본시장에 미치는 과급효과도 더 클 것으로 예상

<통일 전 동서독과 남북한 경제규모 비교>

	독일('89년)			한국('12년말)		
	서독(A)	동독(B)	A/B(배)	남한(A')	북한(B')	A'/B'(배)
1인당GDP(천달러)	21.3	8.2	2.6	25.6 (1인당 GNI)	1.4 (1인당 GNI)	18.7
수출(10억달러)	382.3	28.4	13.5	547.9	2.9	190.2
수입(10억달러)	302.6	28.9	10.5	519.6	3.9	132.2

자료: 통계청(1996), 한국은행(2013)

- 따라서, 통일관련 논의 및 준비가 자본시장 차원에서 필요
- 독일과 같이 국채 발행을 통해 통일비용 조달할 경우, △금융투자업계는 채권가격하락에 따른 헷지(hedge) 기법 강구 △국채관련 구조화 상품 개발 △장외시장에서 거래되는 채권 가격의 형성을 위한 ATS 시장 마련 등 논의
- 아울러 국채 발행의 수요 기반 확대 및 주식시장 활성화를 위한 기관투자자 육성도 시급

통일과 자본시장: 통일비용과 주가를 중심으로

1. 배경

- 올해 초 대통령의 연두교서* 이후 통일과 관련된 많은 논의가 금융권에서 이루어지고 있음.

* 대통령은 연두교서에서 “대한민국의 도약을 위해 한반도 통일시대를 열어야 한다”며 “통일은 대박이다”라고 언급(14. 1. 6).

- 한국은행은 통일과 관련한 화폐 및 경제통합 문제를 연구하는 전담부서를 신설하겠다고 발표하였으며(14.4.14), 금융연구원은 통일금융연구센터를 출범시켰음(14.4.1).

- 이 밖에 국책은행을 중심으로 관련 전담부서 등이 신설되고 있음.

- 현재 통일관련 논의가 주로 은행권 중심으로 이루어지고 있으나, 독일 통일* 과정에서 자본시장이 중요한 역할을 하였다는 점에서 독일의 통일비용 조달 및 통일 후 주가 상승 요인 등을 살펴보고 시사점을 찾고자 함.

* '89년 11월 9일 : 베를린 장벽 붕괴
'90년 7월 1일 : 통화/경제/사회통합에 관한 국가 조약 발표
'90년 10월 3일 : 동독이 서독에 편입되면서 국가 소멸

2. 독일 통일비용과 자본시장

□ 독일은 통일비용*을 조달하기 위해 △통일기금 조성 △조세 △연방정부의 재정정책(예산) 등 3가지 방법을 활용

* '91~'00년동안 약 4조마르크(DM)(통일부), '90~'10년까지 2조유로(3,000조원) 등으로 추산되고 있으나, 현재도 지원이 지속되고 있어 정확한 비용은 파악하기 어려움

○ 특히, 통일기금('90.6~'94.12)은 1994년 말까지 1,150억DM를 조달하였으며* 이 중 약 83%(950억DM)는 국채 발행을 통해 조달하고, 나머지 27%(200억DM)는 연방 예산으로 충당
(통일연구원, '10. 8.28)

* 통일기금을 통한 지원은 지속적으로 늘어 전체 1,760억DM에 달함

- 즉, 국채 발행을 통해 연방과 주정부가 절반씩 통일기금을 조달하고 이를 20년에 걸쳐 상환*

* 이에 따라, 1989년말 GNP 대비 41% 공공부문의 부채 총액은 1994년말 GNP대비 54%로 증가

○ 조세의 경우, 1991년 7월부터 1년 동안 소득세와 법인세에 각각 7.5%의 세금을 부과한 후 1995년부터 1997년까지 다시 소득세와 법인세에 7.5%씩 과세하였으며, 1998년부터는 부과비율을 5.5%로 인하*

* 통일기금이 '94년 소진되자 이를 대체하기 위해 '연대협약체결(동독 신설주에도 적용)을 통한 조세인상을 재추진하였으며, 현재까지도 제2차 연대협약('04~'19년)이 진행되고 있음.

□ 통일기금을 위해 국채발행이 선호된 이유는 국채 발행에 기술적 어려움이 없고 지속적으로 자금 조달이 가능하였기 때문임.

* 조세인상은 과급효과가 크고 정치적인 측면에서 저항을 받을 수 있음.

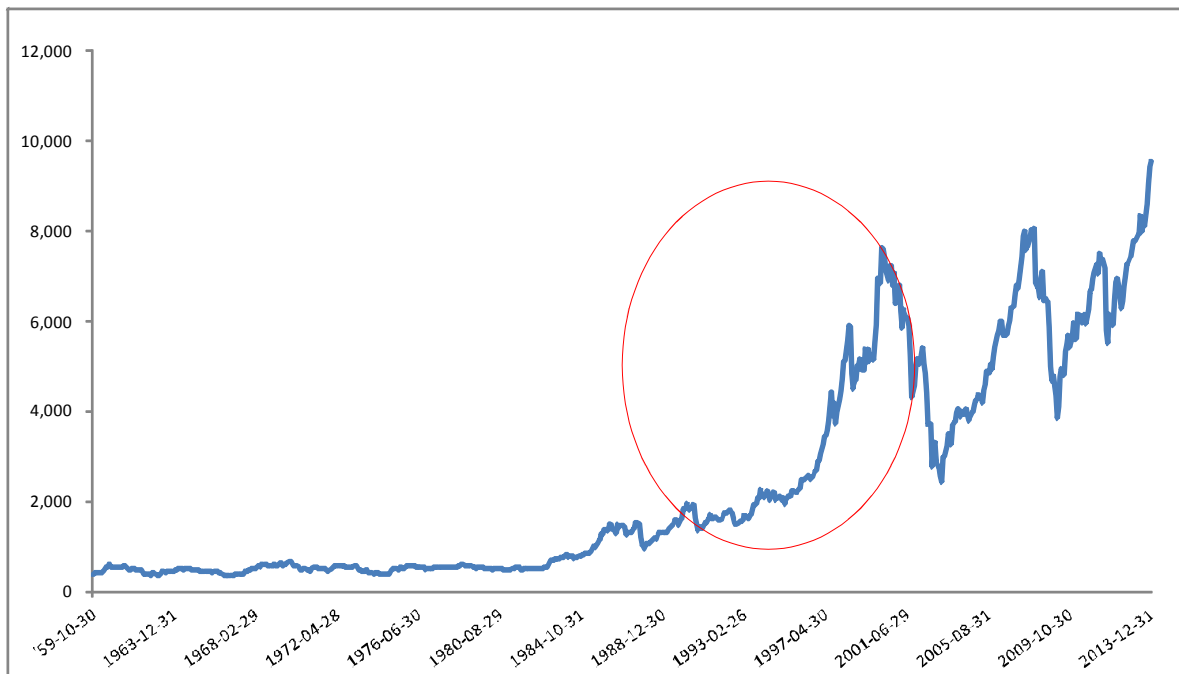
- 그러나, '국가의 부채증가'가 '국가의 투자액 증가'를 초과할 수 없다는 서독 규정(헌법 제115조)으로 국채 발행을 통한 조달은 제한적으로 이루어졌음.

3. 통일 이후 자본시장: 통일 이후 10년간 독일 주가

- 통일 직후 독일의 주가(DAX30)*는 하락하였으나 3년만에 통일 직전 수준인 1973p를 회복('93.7)한 이후, 꾸준히 상승하여 '00년 2월에는 7644.55p를 달성(5.6배 상승)**

- 이는 동 기간의 경제성장률 등을 감안하여 다른 나라와 비교해서도 매우 가파른 상승세임

<독일 주가 추이('59.10~'13.12)>



<주요국의 경제성장률 대비 주가 변화 비교> (단위: %)

	독일	한국	미국	영국	일본	프랑스
주가지수 상승률(A) (‘90-’00)	414	67	400	286	58	341
평균경제성장률(B) (‘90-’00)	2.3	6.5	3.2	2.1	1.7	1.9
A/B	184	10	125	138	34	183

자료: 노희진 · 주윤신(2000)

- 이와 같은 주가 상승의 주요 요인은 독일 통일 효과에 따른 △기관투자자의 금융자산 및 주식투자 비중 확대 △외국인의 투자 증가 △증권거래소 재정비 및 EU통합으로부터의 수혜 등으로 구분할 수 있음.

독일 통일 이후 주가상승 요인 ① 기관투자자의 금융자산 및 주식투자 비중 확대

- 독일은 통일 이후 ‘92년~’01년 동안 기관투자자의 금융자산 규모는 **216%** 증가(5,309억 유로→1조 6775억 유로)하였으며, 특히 자산운용회사의 비중이 크게 증가
 - 기관투자자 중 자산운용회사의 비중은 **22%→46%**로 증가한 반면, 보험회사의 비중은 감소(69%→50%)
- 또한, 기관투자자의 금융자산이 지속적으로 증가하면서(34.0% →76.8%) 주식투자 비중도 증가(11%→24%)
 - 특히, 자산운용회사의 주식투자비중이 각각 **25%에서 41%**로 증가하였으며, 보험회사의 비중도 **7%에서 12%**로 증가

<기관투자자별 주식투자 비중>

(단위 :십억DM)

	'92				'01			
	보험 회사	자산운용 회사	연금 펀드	합계	보험 회사	자산운용 회사	연금 펀드	합계
비금융 자산	22.9	-	3.2	26.1	22.9	56.5	3.6	83.0
금융자산	359.6	124.6	46.7	530.9	854.9	753.9	68.7	1,677.5
주식 투자 금액 (각 기관 금융 자산 대비 주식 투자 비중)	24.5 (7%)	31.3 (25%)	88 (0%)	55.8 (11%)	100.6 (12%)	309.2 (41%)	63 (0%)	409.8 (24%)

자료: OECD, Institutional Investors Statistical Yearbook, 2003

<기관투자자의 GDP대비 금융자산 비중>

	'92	'94	'96	'98	'00
GDP대비 금융자산 비중	34.0%	41.3%	50.6%	66.1%	76.8%
주식투자 비중	11%	12%	14%	22%	24%

자료: OECD, Financial Market Trends, 2001, Recent Trends: Institutional Investors Statistics, 2001

독일 통일 이후 주가상승 요인 ② : 외국인 포트폴리오 투자 증가

- 통일 이후 독일 주식시장 등에 대한 외국인의 포트폴리오 투자는 지속적으로 순매수를 기록
- '90년~'97년 동안 외국인의 직접투자는 연평균 44.4억DM인 반면, 포트폴리오투자는 연평균 1093.1억DM에 달함

<외국인의 독일시장으로의 투자 추이>

(단위 : 십억DM)

	'90	'91	'92	'93	'94	'95	'96	'97
외국인 투자	92.9	126.2	208.3	310.0	175.6	247.8	221.8	364.4
- 직접투자	4.0	6.8	4.2	3.2	2.5	17.2	-4.9	2.5
- 포트폴리오투자	19.4	71.2	122.5	235.7	46.9	87.6	135.3	155.9

자료 : 한국은행(독일의 경제통합정책, 1998.3)

독일 통일 이후 주가상승 요인 ③

증권거래소 재정비 및 EU통합 등으로부터의 수혜

- 주식시장의 효율성 제고를 위해 '92년 8개의 거래소를 통합하여 도이체 뵘르제(Deutsche Börse) 거래소를 신설하는 등 거래소를 재정비
 - 통합된 도이체 뵘르제(Deutsche Börse)거래소는 현재 독일주식시장 거래액의 90% 이상을 차지
 - 통일 독일은 EU 신규 가입국*의 최대 교역상대국으로 '93~'03년 중 신규 가입국에 대한 EU의 총수출 중 약 40%를 독일이 차지
- * '90년대 이후 시장개방을 시작한 체코, 헝가리, 폴란드 등 중동부 유럽 10개국

4. 시사점

- 우리나라의 경우에도 통일은 채권시장 및 주가 등 자본시장과 밀접하게 관련될 것으로 예상
 - 특히, 독일 통일 당시 동독과 비교하여 북한의 경제상황을 고

려하면 통일 비용*이 더 소요될 것으로 전망되므로, 자본시장에 미치는 파급효과도 더 클 것으로 예상

- 통일 당시 동서독간 경제력 차이(1인당 GDP 2.6배)보다 현재 남북한의 경제력 차이(1인당 GNI 18.7배)가 훨씬 큼

* 72조~6,000조원 등 다양하게 추산되고 있음.

<우리나라 통일 비용 추정치>(중앙일보, 2010.9.8)

미래기획위 (2010) *KDI 연구 의뢰	380조 ~ 2,525조(30년간)
미국 핸드연구소 (2010)	72조 5400억 ~ 1,989조
미국 스탠퍼드대 아태연구 센터 (2010년)	2,340조 ~ 5,850조
삼성경제연구소(2005년)	545조 8천억원
골드만삭스(2000)	1조 700억 ~ 3조 5500억원

<통일 전 동서독과 남북한 경제규모 비교>

	독일('89년)			한국('12년말)		
	서독(A)	동독(B)	A/B(배)	남한(A')	북한(B')	A'/B'(배)
1인당GDP(천달러)	21.3	8.2	2.6	25.6 (1인당 GNI)	1.4 (1인당 GNI)	18.7
수출(10억달러)	382.3	28.4	13.5	547.9	2.9	190.2
수입(10억달러)	302.6	28.9	10.5	519.6	3.9	132.2

자료: 통계청(1996), 한국은행(2013)

- 반면, 통일이 되면, 남한의 자본과 기술, 북한의 자원과 노동력이 만나 시너지 효과를 내고, 저평가되고 있는 국내 주가 등에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것임.

□ 따라서, 현재 통일관련 논의가 자본시장 차원에서도 필요

○ 독일과 같이 국채 발행을 통해 통일비용 조달할 경우, △금융 투자업계는 채권가격하락에 따른 헷지(hedge) 기법 강구 △ 국채관련 구조화 상품 개발 △장외시장에서 거래되는 채권가격의 형성을 위한 ATS 시장 마련 등 논의

○ 아울러 국채 발행의 수요 기반 확대 및 주식시장 활성화를 위한 기관투자자 육성도 시급*

* 국내 기관투자자의 시가총액 대비 비중은 '00년 15.8%에서 증가하여 '06년에 22.0%를 차지하였으나 이후 하락하여 '12년말 현재 16.7%에 불과