

2022 **1** vol. 7

국제금융 INSIGHT

여명 黎明

국제금융 INSIGHT

Korea Center for International Finance

CONTENTS

2022. 1_ JANUARY
vol. 7

CEO's Letter

동향 & 전망 03

- 세계경제
- 국제 · 국내금융시장
- 글로벌 은행산업

국제금융센터의 시각 15

- 이달의 관전포인트
- 글로벌 리스크 위치
- 관심보고서 다시 읽기

칼럼 49

- 글로벌 대전환 위기와 삼위일체형 대응 전략
김현철 서울대학교 국제대학원 교수겸 국제금융센터 이사회 의장
- 누구나 궁금해하는 올해 금융시장의 4가지 질문
최성락 국제금융센터 자본유출입분석부장

주요 지표 61

최근 발간 보고서 목록 74

발행처
국제금융센터

발행인
최재영

편집
종합분석실

주소
서울시 중구 명동1길 19
은행회관 3층

전화
02)3705-6200

편집디자인 · 인쇄
고려프린텍
02)2274-4399

본지에 기재된 내용은 국제금융센터
홈페이지(www.kcif.or.kr)를 통해서
볼 수 있습니다.

지난해보다 나은 2022년 검은 호랑이 해를 기대하며

최재영 | 국제금융센터 원장

2022년 임인년 '검은 호랑이의 해'가 밝아왔습니다. '검은'이라는 단어에서 다소 어두운 느낌이 연상될 수도 있지만, 음양오행에서 검은색은 물(水)을 나타내는 것으로 지성과 지혜, 그리고 부드러움과 유연함, 강인함을 상징하는 좋은 의미입니다. 3년차로 접어든 팬데믹에 모두들 지치고 힘드시겠지만 검은 호랑이의 기운을 듬뿍 받아서 힘차게 2022년을 시작하시기를 기원합니다.

올 해 세계경제는 전체적으로 양호할 것이라는 시각이 많습니다. 지난해 성장률이 5%대 후반으로 워낙 높았던 탓에 금년 전망치인 4% 중반이 낮게 느껴질 수도 있겠지만, 팬데믹 이전 5년 평균치보다는 1%p 이상 높은 수치입니다. 미국이 작년과 마찬가지로 회복세를 앞에서 이끌고 유로존과 일본이 뒤에서 밀어주는 역할을 해 주리라 예상됩니다.

오미크론 변이의 확산세가 맹렬하기는 합니다만, 델타 변이 초기에 비해서 우려감은 상대적으로 덜 한 듯 합니다. 엄청나게 빠른 신규 확진자 증가세에 비해 위중증 환자 비율이 낮고 대부분 가벼운 증상에 그치는 것으로 발표되고 있기 때문이죠. 또다른 변이의 출현 등 변수가 남아 있지만, 화이자社의 경구용 치료제도 조만간 상용화될 것으로 보여 상반기 중에 다시 일상으로의 회복이 시작될 수 있기를 기대해 봅니다.

국제금융시장은 시작이 그리 좋지 않습니다.. 미국 10년물 국채금리는 최근 1.7%를 상회하며 불과 일주일 전인 작년 연말보다 20bp 이상 급등했고, 기술주 중심의 나스닥 지수는 새해 첫 거래일을 제외하고는 연일 하락세를 나타내며 11개월래 가장 성적이 나쁜 한 주를 보였습니다. 이는 美 연준의 빨라진 정책 정상화 시간표에 기인하는데요, 연준은 12월 FOMC에서 '고물가는 일시적'이라는 표현을 삭제하고 테이퍼링 가속화와 기준금리 조기 인상을 시사했을 뿐만 아니라 양적긴축(Quantitative Tightening)을 검토 중이라고 밝혔습니다. 이를 근거로 시장에서는 벌써부터 3월 금리인상과 7월 양적긴축 시행 가능성을 점치고 있는 상황입니다. 정책 정상화의 최종 단계인 양적긴축이 당초 예상인 '24년 이후보다 대폭 앞당겨진다는 것은 금리인상과는 차원이 다른 이벤트로 주식시장 뿐만 아니라 전체 자산시장에 상당한 후폭풍을 몰고 오지 않을까 우려됩니다.

새해 벽두부터 긴장을 늦출 수는 없지만, 2022년의 출발선 상에서 일단 희망을 가져 봅니다. 팬데믹이 올 해에는 종식되고 일상 생활이 완전히 재개되면서 경제도 활력을 되찾는 그런 상황을 말입니다. 불현듯 등장한 연준의 양적긴축 등 도처에 널려 있는 위험요소들을 생각하면 쉽진 않겠지만, 올 해는 작년보다 더 나은 한 해가 될 것이라는 믿음을 가져보며 이번 호의 부제를 '여명(黎明)'으로 정했습니다. 매서운 겨울날씨에 건강 유의하시기 바랍니다.

01

동향 & 전망

- 세계경제
- 국제 · 국내금융시장
- 글로벌 은행산업



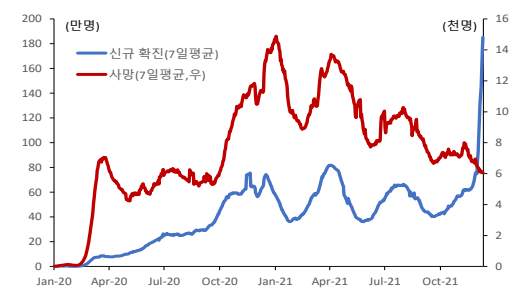
세계경제

세계경제

주요국 오미크론 확산 불구 공급제약 완화 등 성장세 유지 전망

- 연초 오미크론 확산 영향으로 서비스업 위축 예상되나, 건전한 민간부문 재무 상황, 재정확대 기조 유지, 공급망 차질 완화 등에 힘입어 경기확장 지속 전망
 - 단, 통화정책 정상화 속도에 따라서는 '22년말 스태그네이션 위험이 부각될 우려(Nomura)

그림1 글로벌 신규 확진 및 사망자



자료: JPM, Markit, 지수가 낮을수록 인도에 장기간 소요

그림2 주요국 성장률 전망치

글로벌				미국				유로존			
'21년	'22년	'23년	4Q	Q1	'21년	'22년	4Q	Q1	'21년	'22년	4Q
5.9	4.4	3.5	5.8	3.3	5.6	3.9	2.7	2.5	5.1	4.1	(-)
(0.1)	(-0.1)	(-)	(0.2)	(-0.9)	(-)	(-0.2)	(-0.1)	(-0.1)	(-)	(-)	(-)
신중국				중국				일본			
'21년	'22년	'23년	4Q	Q1	'21년	'22년	4Q	Q1	'21년	'22년	4Q
6.7	4.7	4.4	3.1	3.9	7.8	4.8	6.9	5.5	1.7	3.4	(0.1)
(-)	(-)	(-)	(-)	(-0.1)	(-)	(-)	(2.1)	(-0.1)	(-0.4)	(0.1)	(0.1)

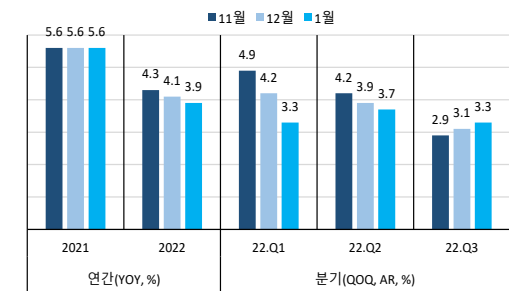
자료: 9개 IB 평균. 주: 12월말 기준. 괄호는 전월 대비 변화(%p)

미 국

강한 성장세 지속이 예상되나 재정축소, 오미크론 등은 하방요인

- '22년 초과저축, 공급망 제약 완화 등에 따라 잠재성장률을 상회하는 성장세를 이어가겠으나, 재정지출 축소 등으로 '21년보다는 성장세가 약화될 전망
 - 현재 추진중인 부양책(Build Back Better)은 미통과되거나 축소가 불가피. 오미크론의 서비스 소비 등 영향 불구 물가·임금 부담으로 연준의 hawkish한 기조 지속 예상
- 연준 테이퍼링은 3월 종료될 것으로 예상하며, 금리인상 시기 컨센서스도 3월로 앞당겨지는 분위기. 일각에서는 4분기 B/S 축소 개시 가능성 제기(GS, BoA 등)

그림3 주요 IB 미국 성장전망 조정



자료: 각 IB

그림4 미국 금리인상 전망

	'22. 1Q	2Q	3Q	4Q	'23. 1Q	2Q	3Q	4Q
Barclays	O	O	O	-	-	O	O	O
JPM	-	O	O	O	O	O	O	O
BoA	O	O	O	O	O	O	O	O
Citi	-	O	O	O	O	O	O	O
Nomura	O	O	O	O	O	-	O	-
GS	O	O	O	-	O	O	O	-
HSBC	O	O	O	-	O	-	O	-

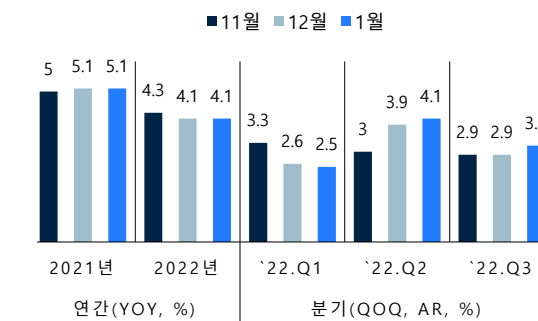
자료: 각 IB. 주: 12월말 기준

유로존

방역조치 강화로 서비스업 회복 지연되나 '22년 성장 영향은 제한적일 전망

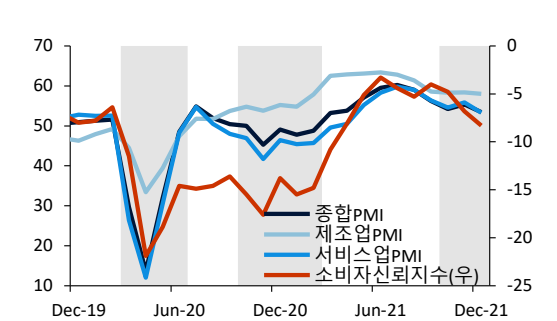
- 코로나19 지속으로 '22.1분기까지 회복세 지연 소지. 단, 팬데믹-GDP 간 연계 약화 등으로 과거 확산기 대비 영향은 제한적('22년 전망 11월 4.3% → 1월 4.1%)〈그림5〉
 - 12월 PMI는 서비스업 하락이 컸던(55.9→53.3, -2.6pt) 반면, 제조업은 공급제약 완화로 약보합(58.4→58)〈그림6〉
- ECB는 12월 회의에서 PEPP '22.3월 종료 및 APP 일시 확대(월 €200억 → 2Q 월 €400억 → 3Q 월 €300억) 결정. 물가 관련, 임금 상승 등 2차 효과 유발 가능성에 유의할 필요

그림5 주요 IB 유로존 성장전망 조정



자료: 주요 IB

그림6 유로존 PMI 및 소비자신뢰지수



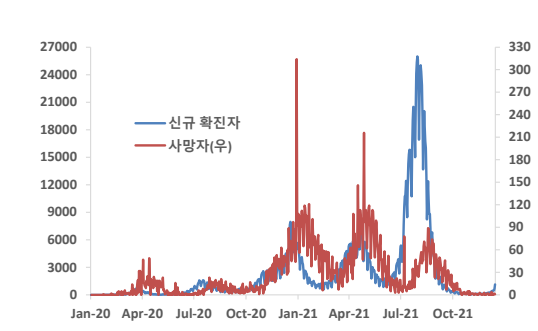
자료: Bloomberg. 주: 음영은 코로나19 확산기

일 본

변이 바이러스 영향 제한되며 상반기 양호한 성장세 전망

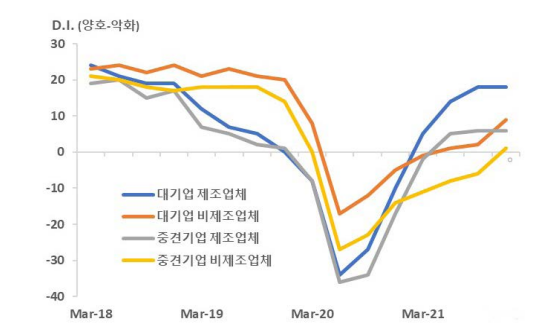
- 재난지원금 지급, 관광 활성화 캠페인 재개로 인한 가계소비 등 내수 회복 및 대규모 경제대책 등이 성장 모멘텀을 뒷받침
 - 연초 이후 점진적인 공급제약 완화에 따른 기업의 설비투자 및 생산 확대 예상

그림7 코로나19 감염 및 사망 추이(명)



자료: Bloomberg

그림8 기업경기체감지수(단칸)



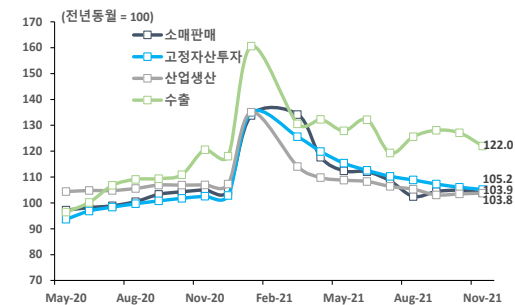
자료: 일본은행

중국

부동산 시장 불안 및 제로 코로나 정책으로 경기둔화폭이 커질 가능성

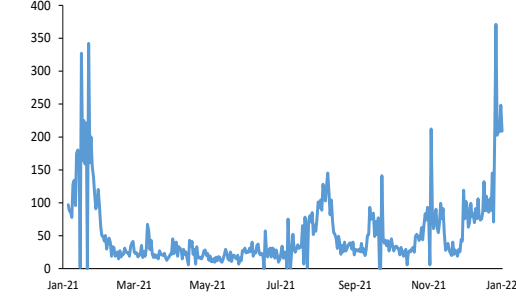
- 11월 수출(22.0%) 호조에도 불구하고, 소비 증가세가 둔화 (4.9%→3.9%)되고 투자도 부동산 경기 하강 등으로 둔화(6.1%→5.2%, ytd)
 - 오미크론 변이로 시안 등 주요 도시 봉쇄 장기화되며 연초 소비 및 생산 위축 우려
 - 기준율에 이어 금리 인하 등 정책 대응도 강화되며 경기하강 흐름을 일부 완화

그림9 중국 생산/소비/투자/수출 지표



자료: CEIC

그림10 중국 일일 코로나 확진자 수 추이



자료: Bloomberg

주요국 성장률 전망(%)

(12월말 기준)

	분기별				2021f	2022f
	21.3Q	21.4Q	22.1Q	22.2Q		
세계경제					5.9	4.4
미국	5.8	3.3	3.7	3.3	5.6	3.9
유로존	2.7	2.5	4.1	3.2	5.1	4.1
중국	3.1	3.9	4.3	5.2	7.8	4.8
일본	6.9	5.5	4.1	2.1	1.7	3.4

*분기별 전망: QoQ 연율 %, 중국은 YoY

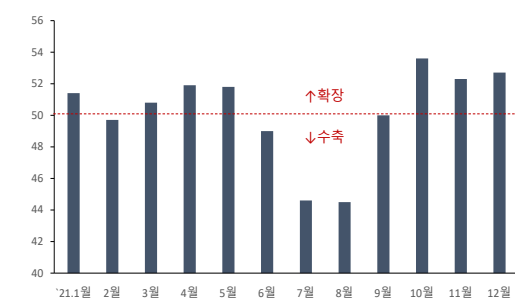
** 주요 9개 해외투자은행(Barclays, BNP Paribas, BoA-ML, Citi, GS, JPM, Nomura, Societe Generale, UBS) 전망치를 집계

신중국

표 중심으로 양호한 성장세 지속되나, 오미크론 영향 등 불안요인 상존

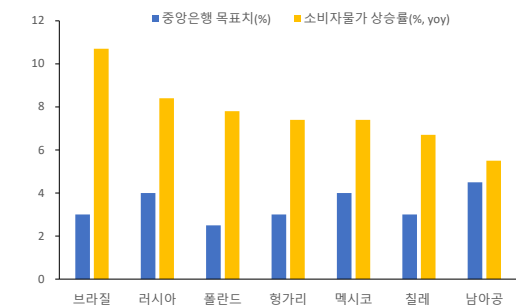
- 싱가포르(5.9%) · 베트남(5.2%) 등의 4분기 성장률이 제조업경기 회복, 수출 확대 등에 힘입어 시장 예상 상회. 올 1분기 신중국 성장세 확대 기대('21.4Q 3.7% → '22.1Q 4.1%, yoy)
 - ASEAN 제조업 PMI가 '21.9월 이후 확장국면을 지속(12월 52.7). 향후 공급망 차질 완화가 예상되나, 감염 확산에 따른 공장폐쇄 등 재연시 성장 모멘텀 약화 소지
- 여타 지역은 고물가, 재정 · 통화긴축, 정정불안 등으로 상대적으로 더딘 회복세 예상 (중남미 '21.4Q 3.2% → '22.1Q 2.3%, 신흥 유럽 · 중동 · 아프리카(EMEA) 4.0% → 3.6% 등)

그림11 ASEAN 제조업 PMI 추이



자료: Markit

그림12 주요 신흥국 소비자물가 상승률 추이



자료: Bloomberg

아시아 주요국 경제지표 전망

(12월말 기준)

	경제성장률(%)			물가(CPI, %)			경상수지(% of GDP)		
	2021f	2022f	2023f	2021f	2022f	2023f	2021f	2022f	2023f
한국	3.9	2.9	2.3	2.3	2.1	1.6	4.7	3.8	3.4
대만	6.0	3.4	3.4	1.9	1.8	1.5	13.7	12.9	12.3
홍콩	6.5	3.1	3.0	1.6	2.1	2.2	6.8	5.4	4.2
인도	9.4	8.2	6.0	5.3	4.9	4.7	-1.4	-1.8	-1.7
인도네시아	3.4	5.0	5.2	1.5	2.8	3.2	0.2	-0.9	-1.7
말레이시아	3.2	6.7	5.0	2.4	2.0	2.1	3.7	3.4	3.4
필리핀	5.1	7.6	6.0	4.3	3.2	3.1	-0.2	-1.0	-1.7
싱가포르	6.9	4.5	3.4	2.2	2.3	1.8	17.7	15.4	15.2
태국	1.0	4.1	4.0	1.2	1.7	1.0	-2.8	0.2	3.2
베트남	1.4	7.0	6.8	2.1	3.5	3.6	1.3	2.2	2.0

*주요 9개 해외투자은행(Barclays, BoA-ML, Citi, Credit Suisse, GS, JPM, HSBC, Nomura, UBS) 전망치를 집계

국제금융시장

국제금융시장은 오미크론 및 주요국 통화정책 동향에 민감하게 반응. 불확실성은 지속

주 식

연준의 출구전략 경계감 등으로 변동성 확대 예상

- 세계주가는 오미크론 중증 위험성 우려 완화, 실적개선 기대 등으로 사상 최고치를 재경신. '22년 들어서는 소폭 조정(11월말 대비 전세계 +2.8%, 미국 S&P +2.9%, 유로존 +6.8%, 신흥국 +0.6%)
- 글로벌 증시는 당분간 인플레이션 압력이 지속되면서 연준의 출구전략 가속화 움직임에 대한 경계감 등으로 높은 변동성이 예상

채 권

美 장기금리 상승세 지속 가능성

- 美 장기금리는 오미크론의 급속한 확산에도 연준의 3월 금리 인상과 조기 B/S 정상화 가능성까지 부각되면서 큰 폭으로 반등(2년 +26bp, 10년 +27bp). 특히 연초 금리 변동성이 크게 확대
- 시장에서는 연준 금리인상과 양적긴축(QT)으로 미 장기금리(10년)의 경우 연말까지 2.0% 내외, 수익률 곡선은 추가 평탄화 가능성에 무게

외 환

美 달러화 강세 분위기 지속 전망

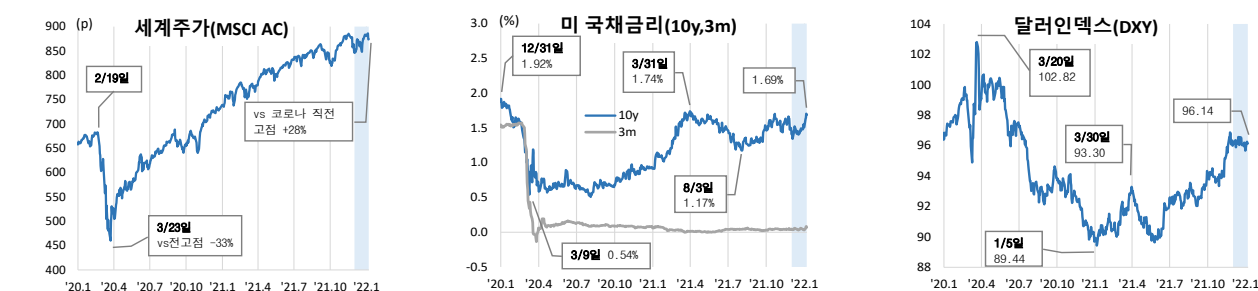
- 美 달러화는 연준의 통화정책 정상화 가속과 오미크론 확산 관련 안전 자산 선호로 강보합(+0.2%). 엔화는 통화정책 차별화 등으로 약세(-2.5%, '17.1월 이후 최저)
- 달러화는 연준의 조기 양적긴축(QT) 논의 등 매파적인 기초, 글로벌 유동성 공급 감소 우려, 안전자산 관련 수요 등으로 강세 분위기 지속 전망

원자재

국제원유시장 공급부족 이슈 재부각 가능성

- WTI 가격은 오미크론 변이 관련 신규 확진자 급증 불구 수요 견조세 전망, 러-우크라이나 긴장 고조, 美 재고감소 등으로 큰 폭 반등(12월 +13.6%). 美 천연가스는 차익매물, 생산증가 등으로 2개월 연속 큰 폭 하락(-18.3%)
- 오미크론 변이의 영향은 점차 완화되고 러-우크라이나 긴장은 고조될 것으로 보여 공급부족 이슈가 시장 전면에 재등장할 가능성이 높은 가운데 OPEC+는 적극적 증산 의지를 내비치고 있지 않아 국제유가의 강세기조는 당분간 지속될 전망

'20.1월 이후 국제금융시장 흐름 (세계주가, 미국채금리, 달러인덱스)



자료: Bloomberg. 음영구간은 12/1일~현재

국내금융시장

국내금융시장은 원화 약세 등으로 경계감 증대. 외국인 자금순유입은 유지

주 식

해외증시와의 동조화 경향 강화

- 코스피는 '22년 반도체를 비롯한 국내 IT 업황 개선 기대감과 대형주를 중심으로 한 외국인 매수가 계속되면서 상승(+4.0%)
- 개인의 예탁금 증가세 둔화, 기관의 배당 관련 물량 출회 가운데 해외증시와 동조화 경향 강화되며 외국인 매매의 주가 영향이 높아질 전망

채 권

경기불확실성 불구 제한적 상승 예상

- 국고채 금리(3년)는 국내 추정 편성 논의, 금통위(1.14일) 경계감 등으로 상승(+11bp). 한국 CDS는 긴축적 금융여건으로 소폭 확대(23bp)
- 국내 금리는 기준금리 3회 인상 가능성, 오미크론 확산에 따른 경기 불확실성 등에도 수급 우려, 미국 금리상승 동조화 영향을 반영하여 제한적 상승 예상

외 환

리스크 요인 등으로 당분간 원화 약세 압력 지속 전망

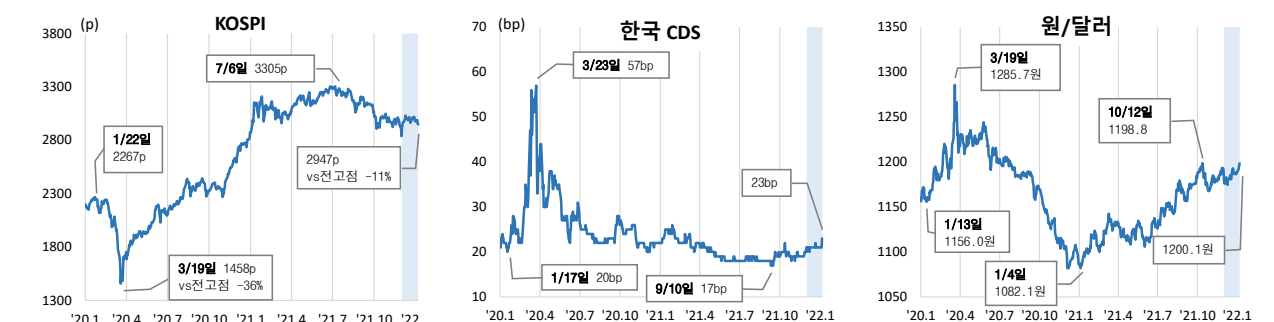
- 원/달러 환율은 오미크론 우려 약화, 위안화 강세로 12월초 1,174원대 하락 후 미국 CPI 고공 행진, 매파적 FOMC 등으로 재차 1,200원대에 육박(-0.9%)
- 원화는 연준의 통화정책 정상화 가속, 오미크론 변이 확산 등 리스크 요인들과 해외투자 관련 수요 등 수급 요인 등으로 당분간 약세 압력 지속 전망

증권자금

외국인 2개월 연속 주식 순매수

- 외국인 주식, 2개월 연속 순매수(11월 +3.7조원 → 12월 +3.4조원). 채권, 순투자 추세 지속(+2.8조원 → +5.5조원)
- 전체 증권자금(조원): ('20) +1.3 → ('21.1분기) +10.9 → (2분기) +8.3 → (3분기) +6.6 → (10월) -1.3 → (11월) +6.5 → (12월) +8.9 [연간 +40.5, 주식 -25.6, 채권 +66.1]

'20.1월 이후 국내금융시장 흐름 (코스피, 한국CDS, 원/달러 환율)



자료: Bloomberg. 음영구간은 12/1일~현재

 주요 투자은행 환율 전망(12.31일 기준)

		3개월	6개월	9개월	12개월
엔화	평균* 최고/최저	115.33 116/113	115.88 118/112	116.00 118/110	114.40 118/105
유로화**	평균 최고/최저	1,1300 1,17/1,10	1,1325 1,19/1,09	1,1371 1,21/1,09	1,1500 1,25/1,09
위안화	평균 최고/최저	6,4100 6,60/6,30	6,3863 6,70/6,30	6,4371 6,70/6,28	6,4430 6,65/6,13

* 최고/최저제외 ** 1유로당 달러(엔, 위안은 1달러당 해당 통화)

 주요 투자은행 금리전망

United States											
전망일		Fed Funds Target Rate(상단)					10 Yr Treasury				
		current*	22.Q1	22.Q2	22.Q3	22.Q4	current*	22.Q1	22.Q2	22.Q3	22.Q4
Bank of America	12/17	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25		1.75	1.85	1.90	2.00
Barclays	12/17	0.50	0.50	0.75	1.00	1.00		1.65	1.70	1.75	1.75
Citi	12/30	0.25	0.25	0.50	0.75	1.00		—	—	—	2.00
Goldman Sachs	1/1	0.25	0.50	0.75	1.00	1.00		1.80	1.90	1.95	2.00
HSBC	12/20	0.25	0.50	0.75	1.00	1.00		1.50	1.50	1.50	1.50
ING	12/7	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75		2.00	2.25	2.25	2.25
JP Morgan	12/17	0.25	0.25	0.50	0.75	1.00		1.90	2.00	2.10	2.25
Nomura	12/18	0.25	0.75	0.75	1.00	1.25		1.65	1.75	1.95	2.00
Standard Chartered	12/17	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50		1.60	1.60	1.50	1.40
Wells Fargo	12/9	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75		1.80	2.00	2.10	2.15
평균			0.38	0.55	0.80	0.95		1.74	1.84	1.89	1.93
최고			0.50	0.75	1.00	1.25		2.00	2.25	2.25	2.25
최저			0.25	0.25	0.50	0.50		1.50	1.50	1.50	1.40

* current rate는 전망일 현재 Bloomberg 증가

Eurozone											
전망일		Deposit Rate					10 Yr Bund				
		current*	22.Q1	22.Q2	22.Q3	22.Q4	current*	21.Q4	22.Q1	22.Q2	22.Q3
Bank of America	12/17	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50		-0.20	-0.15	-0.10	-0.05
Barclays	12/17	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50		-0.20	-0.15	-0.10	0.00
Citi	12/17	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50		-0.15	-0.15	-0.10	-0.05
Commerzbank	12/13	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50		-0.10	0.00	-0.10	-0.20
Goldman Sachs	1/1	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50		0.00	0.10	0.20	0.30
HSBC	12/22	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50		-0.30	-0.30	-0.40	-0.50
ING	12/7	-0.50	—	—	—	—		-0.15	0.00	0.10	0.20
JP Morgan	12/17	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50		-0.20	-0.15	-0.05	0.10
UBS		-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50		0.10	0.15	0.20	0.25
UniCredit		-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50		-0.15	-0.10	-0.05	0.00
평균			-0.50	-0.50	-0.50	-0.50		-0.14	-0.08	-0.04	0.01
최고			-0.50	-0.50	-0.50	-0.50		0.10	0.15	0.20	0.30
최저			-0.50	-0.50	-0.50	-0.50		-0.30	-0.30	-0.40	-0.50

* current rate는 전망일 현재 Bloomberg 증가

** 빨간색: 금리전망 상향조정/ 파란색: 금리전망 하향조정



글로벌 은행산업

글로벌 은행산업의 2022년 핵심 키워드?

- Forbes가 지목한 내년 은행 및 핀테크 산업의 5대 키워드는 ①초과인출(overdraft) 수수료 개편, ②암호자산 서비스 상용화, ③실시간 결제 기술 현대화, ④BaaS 인프라 제공업체 성장, ⑤오픈뱅킹 시장 경쟁 심화 등
 - 미국 은행권 및 핀테크 업체 경영진들 가운데 44%는 미국 경제가 2023년까지 팬데믹 이전 수준을 완전히 회복하지 못할 것으로 전망(American Banker 서베이)
- The Financial Brand가 꼽은 내년 은행권의 9가지 핵심 트렌드로 ①신용카드 혜택 및 교차판매 증가, ②선구매 후결제(BNPL) 규모 확대, ③소비자 채무 연체 증가, ④금융사기 증가에 따른 대응책 강화, ⑤고객 대면직원 역할의 중요성
 - 또한 ⑦자동차 대출 관심 증대, ⑧클라우드 마이그레이션 비용 증가, ⑨디지털 금융서비스 가속화 등

2022년 은행산업의 디지털 전환 6대 트렌드

- The Financial Brand는 내년 미국 은행권의 디지털 뱅킹 혁신 트렌드로 ①신속성 추구 ②인공지능(AI) 및 데이터 중시 ③모바일 중심으로 전환 ④백오피스 프로세스 재구축 ⑤ESG와 다양성/형평성/포용성(DEI) 강조 ⑥핵심인재 및 근무환경 변화 등을 제시
 - 미국내 은행들 가운데 43%가 디지털 전환이 부분적으로 구현되어 기대에 부응하고 있는 상황으로 평가(Digital Banking Report)
- 미국내 은행권 종사자들 가운데 45%가 가장 중요한 투자로 고객경험 관련 기술을 지목. 41.7%는 모바일 뱅킹을, 41.1%는 AI, 39.1%는 사기 감지 등을 선택(Lightico)
 - 2025년까지 미국 은행권의 IT 및 기술 관련 지출이 연평균 10.2% 증가해 \$1,137억에 이를 전망(Insider Intelligence)

미국 은행권, 인플레이션 상승에 따른 리스크에 대비

- 은행의 고위 경영진들은 인플레이션 상승이 순이자 마진 개선으로 이어져 수익성에 긍정적인 영향을 줄 것이나, 인플레이션이 급등할 경우에 은행에 역풍으로 작용할 수 있음을 우려
 - 인플레이션 상승 압력이 지속돼 단기금리가 예상보다 빠른 속도로 상승할 시, 은행의 자산(주로 장기)과 부채(단기)간 미스매치로 이자수익 증가보다 자금조달 비용 부담이 더 커져 전체 은행의 이익에 부정적인 영향을 줄 수 있을 것
- 또한 금리가 상승하면 부동산 대출이 위축되는 한편 자금조달 비용 상승으로 차입자의 대출 상환 부담도 커져 수익성과 건전성에 타격을 줄 수도 있음
- 이에 은행들은 미국의 소비자물가 급등은 공급망 붕괴로 인한 일시적 현상이 아닌 것으로 파악되는 만큼 고객의 신용 익스포저를 모니터링하고, 헷징 전략을 고려하는 등 내부리스크 관리 강화에 나서고 있는 상황
 - JPMorgan은 높은 인플레이션과 이자율로 가격 변동성이 극심해질 수 있음을 우려하면서 금리가 큰 폭으로 상승할 가능성에 대비해 현재 \$6천억의 유동성을 확보 중

Citi, 아시아 리테일 뱅킹 매각 협상 진행. 일부 매각 타결

- 태국에서 일본계 MUFG가 최대 주주인 Bank of Ayudhya와 매각 협상을 추진. 인니에서는 싱가포르계 UOB, 말련에서는 Standard Chartered 등과 매각을 타진 중
 - 대만의 경우 Fubon Financial Holdings를 우선 협상대상자로 선정했으나 실제로 매각이 이루어지기까지는 상당한 시간이 소요될 가능성
- 필리핀내 리테일 뱅킹 부문의 매각과 관련해 Union Bank와 협상 합의. Union Bank는 신용카드, 신용대출, 예금·투자 등 업무 일체와 직원 1,750명을 승계할 예정

글로벌 오픈뱅킹 시장, 2025년까지 연평균 25.7%의 고성장 기대

- 글로벌 오픈뱅킹 시장 규모가 2021년에 지난해 보다 28% 성장한 \$151.3억으로 커지고, 2025년까지 \$377.7억에 이를 것으로 전망(ReportLinker)
 - 현재 최대 오픈뱅킹 시장은 북미이나, 앞으로 성장 잠재력이 가장 큰 지역으로 아시아태평양 지역에 주목
 - 오픈뱅킹 시장에서 가장 핫한 트렌드인 빅데이터 분석의 경우 서비스 개인화를 통한 고객경험 개선에 활용될 예정

네오뱅크들, 대규모 자금조달 성공 및 핀테크 인수 추진

- 2020년말 기준 전세계 네오뱅크의 수가 2년전 대비 4배 이상 증가. 시장을 선도하는 20대 네오뱅크 중 8개가 미국계
- 특히 2021년에 Monzo(영국) \$4.7억(12월), Nubank(브라질) \$26억(12월), N26(독일) \$9억(10월), Revolut(영국) \$8억(7월), Chime(미국) \$7.5억(8월) 등이 자금 조달을 주도
- 영국의 Starling Bank는 1년 이후를 목표로 한 IPO를 앞두고 200년 상반기 중에 한 개 이상의 대출플랫폼 회사를 인수하는 것을 계획
 - 홍콩의 최대 디지털 은행인 WeLab은 인도네시아 전통 상업은행인 Bank Jasa Jakarta의 지분 24%를 인수함으로써 해외 디지털 은행 출범을 준비 중

서방 은행들, 플래그십 지점 개소 및 공동점포 확대

- JPMorgan Chase는 뉴욕에 이어 캘리포니아 LA 시내에 두번째 플래그십 지점을 오픈. 고객과 기업간 커뮤니티를 활성화하는 허브 역할을 할 것으로 기대
 - 지방은행인 Bank of Oklahoma financial은 자사 건물에 플래그십 뱅킹센터를 오픈. 다목적 금융센터 구축, 고객 대면시설 강화 등으로 지역사회 활성화에 도모
- 영국은 은행이 우체국과 공동으로 운영하는 공유지점인 'Bank Hub'를 2022년초에 잉글랜드내 4개 지역과 스코틀랜드내 1개 지역에 추가로 오픈할 계획

참고 국내외 은행산업 주가 및 CDS



지역	은행	주가(%)					CDS(bp)				
		'20년중	'21.10월중	'21.11월중	'21.12월중	'21년(YTD)	'20년말	'21.10월말	'21.11월말	'21.12월말	전년말 대비
미 국	JPMorgan	-8.1	1.7	-4.7	0.0	27.4	46	45	52	48	2
	BofA	-13.2	10.9	-4.2	1.4	51.0	48	50	55	49	1
	Wells Fargo	-43.5	8.8	-5.3	0.5	60.5	57	50	55	51	-6
	Citi	-22.6	-2.8	-5.3	-3.8	6.2	54	54	61	57	3
	Goldman Sachs	13.9	8.8	-5.8	0.0	47.7	56	61	67	63	7
	평균	-14.7	5.5	-5.1	-0.4	38.6	52	52	58	54	2
유럽	HSBC	-36.3	13.6	-6.2	4.4	9.3	33	36	42	34	1
	BNP Paribas	-18.6	5.5	-4.5	8.2	28.3	31	36	41	33	2
	Credit Agricole	-21.3	10.3	-7.5	2.5	16.9	27	33	36	30	3
	Deutsche Bank	23.4	2.3	-2.5	3.0	20.8	55	45	50	45	-10
	Santander	-30.4	4.9	-15.1	6.4	9.7	35	38	43	36	1
	Barclays	-20.0	7.6	-10.2	0.2	23.8	58	48	58	53	-5
	Societe Generale	-45.7	7.0	-5.4	6.5	60.2	32	37	42	37	5
	평균	-21.3	7.3	-7.3	4.5	24.1	39	39	45	38	-1
일본	MUFG	-23.1	-2.7	0.1	0.3	36.6	33	28	28	29	-4
	SMBC	-21.1	-2.9	4.2	2.6	21.6	27	28	29	27	0
	평균	-22.1	-2.8	2.1	1.4	29.1	30	28	29	28	-2
중국	ICBC	-16.7	0.2	-1.3	0.4	-7.6	34	61	67	59	25
	중국은행	-14.3	0.0	0.7	-0.3	-3.5	34	62	64	56	22
	평균	-15.5	0.1	-0.3	0.1	-5.5	34	62	65	57	23
한국	KB금융그룹	-8.0	2.5	-1.4	-3.5	28.6	22	19	19	22	0
	신한금융지주	-25.0	-3.7	-4.1	-0.7	14.5	25	21	21	24	-1
	하나금융지주	-4.7	-1.9	-7.2	-0.8	21.0	20	19	19	22	2
	우리금융지주	-13.9	15.2	-2.6	-0.4	32.6	23	19	20	22	-1
	평균	-12.9	3.1	-3.8	-1.4	24.2	22	20	20	22	0

자료: Bloomberg

02

국제금융센터의 시각

- 이달의 관전포인트
- 글로벌 리스크 워치
- 관심보고서 다시 읽기



이달의 관전포인트

이달의 관전포인트

1

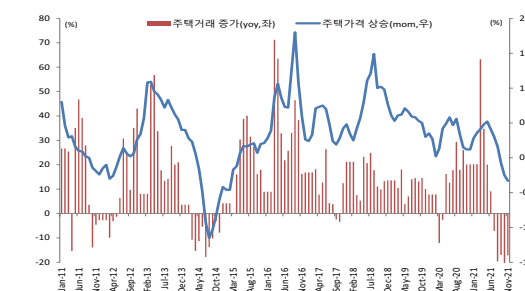
중국 부동산 불안, 기우일까 뇌관일까?

이상원 | 글로벌은행부장

중국의 부동산시장은 정부가 규제 강도를 높임에 따라 위축 조짐 뚜렷. 정부가 투기 억제에 방점을 두면서 당분간 시장 하강국면(downturn)이 지속될 가능성

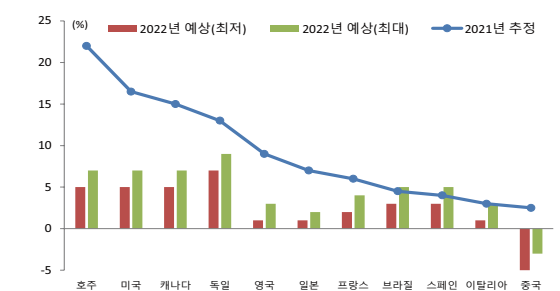
- [현황] 주택시장의 투기 방지 및 부동산기업의 부채 억제 차원에서 중국 정부가 부동산 규제를 강화하면서 주택가격이 6년여만에 하락 반전하는 등 시장 불안심리가 확대
 - 정부가 모기지 금리를 인상하고, 대출기준을 강화하는 등 주택수요를 억제하는 동시에 부동산 개발회사의 차입을 제한하는 등 엄격한 규제를 실시
 - 2년전부터 부동산개발회사에 △3가지 레드라인(①자산부채비율 70%↓ ②순부채비율 100%↓ ③단기부채대비 현금비율 100%↑)과 토지 공급시 △양대집중(3/6/9월 3차례) 정책을 시행
 - 이에 지난해 11월에 주택가격(-0.33%,mom)이 '15년 2월 이후 최대 낙폭을 기록하는 한편, 주택 거래량(-17.2%,yoyo)도 '14년 하반기 이후 처음으로 5개월 연속 위축
 - 11월에 주택 미분양이 5년래 최고 수준으로 치솟으면서 구매심리가 취약해지고, 부동산개발 투자('21.1Q 34.3%→1~11월 10.5%,yoy)도 가파르게 둔화
- [평가] 중국 정부의 공동부유(共同富裕) 국정 기조에 맞춰 고강도 부동산 규제가 올해에도 이어지면서 시장 불확실성이 단시일 내에 해소되기가 쉽지 않아 보여 주의할 필요
 - 올해 부동산시장의 경착륙을 막기 위한 규제 미세조정이 도입될 수 있겠지만, 잘못된 대응조치, 부동산세 시범지구 확대 등이 주택가격의 하방압력을 키울 소지
 - 올 상반기에 주택가격이 1% 가량 조정 받고, 거래가 16% 급감할 것으로 예상(Reuters 서베이). 연간 기준으로 3~5%의 가격 하락을 예측(Fitch)
 - 향후 12개월간 부동산기업들 가운데 많게는 1/3이 재정적 스트레스를 경험하면서 채무불이행이 증가하고, 이로 인해 정부의 개입도 빈번해질 가능성(S&P, Fitch)

그림1 중국의 주택가격 및 거래 추이



자료: Bloomberg

그림2 주요국의 2022년 명목 주택가격 전망



자료: Fitch

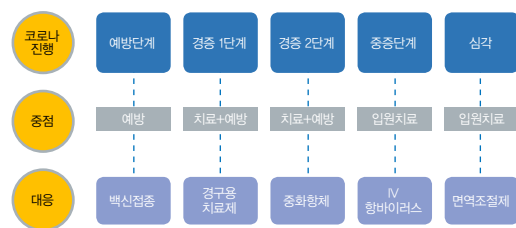
경구용 코로나 치료제, 게임체인저가 될 것인가

황재철 | 부전문위원

경구용 치료제가 본격적으로 상용화되면 오미크론 변이 확산 우려가 완화될 것으로 기대. 다만 높은 가격으로 인한 원활한 보급 여부가 관건

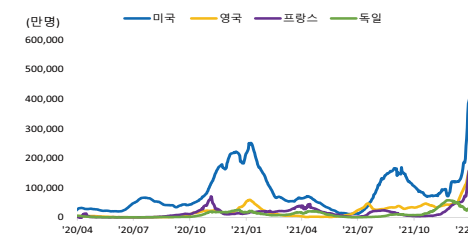
- [현황] 미국(식품의약국, FDA)과 영국(의약·건강관리제품규제청, MHRA) 등에서 경구용 코로나 치료제 사용을 승인한 가운데 여러 국가에서 선제적으로 주문이 쇄도
 - 영국이 최초로 머크사의 ‘몰누피라비르’ 사용을 승인(11.4일, 12.31일 화이자사 ‘팍스로비드’ 승인)한 이후 미국도 ‘몰누피라비르’와 ‘팍스로비드’의 사용을 승인
 - 임상결과 입원 및 사망률을 ‘몰누피라비르’는 30%, ‘팍스로비드’는 89% 예방하는 것으로 나타난 가운데, 입원 위험이 높은 초기 증상자를 대상으로 투여 계획
 - 오미크론 확산으로 경구용 치료제 수요가 늘어나면서 미국은 ‘팍스로비드’ 구매를 증가(1천만회 → 2천만회), 영국도 ‘몰누피라비르’를 추가 구매(총 425만회 확보)
 - 일본(머크사 160만회, 화이자사 200만회), 벨기에(각각 1만회) 등 여타 선진국도 사전구매
- [평가] 경구용 치료제는 오미크론 변이로 높아진 코로나19 관련 우려를 완화시킬 것으로 기대. 다만 높은 가격에 따른 대중화 가능성을 지켜볼 필요
 - 오미크론 변이 확산으로 신규 확진자 수가 사상 최고치를 경신하면서 주요 IB들은 금년 1분기 성장률을 하향 조정(3.0% → 2.0%, 전분기대비 연율, Goldman Sachs)
 - 미국의 경우 신규확진자가 급증하면서 단기적으로 기업활동 등에 차질 불가피
 - 경구용 치료제는 중증 환자 감소로 의료시스템 안정화를 이끌어 팬데믹 국면을 전환시킬 수 있는 게임체인저가 될 전망(Amesh A. Adalja, 존스홉킨스대)
 - 또한 경제적으로도 노동시장의 공급부족 현상을 해소하고, 글로벌 공급망 병목 현상을 완화시켜 인플레이션 상승세를 완화시킬 것으로 기대(Barclays)

그림3 코로나 진행단계별 대응 단계



자료: 국제금융센터

그림4 글로벌 누적 코로나19 확진자 수(7일 MA)



자료: Our World in Data

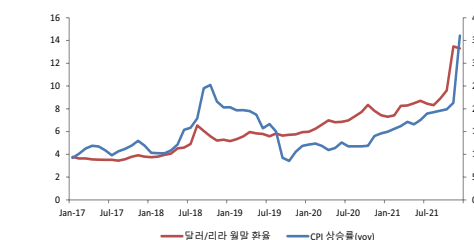
터키 환율불안, 경제 위기로 확대될까?

황유선 | 책임연구원

당분간 리라화 환율불안은 해소되기 어려우며, 이에 따라 터키 경제둔화 예상. 다만, 그동안 진행된 민간의 디레버리징으로 경제위기로 번지지는 않을 전망

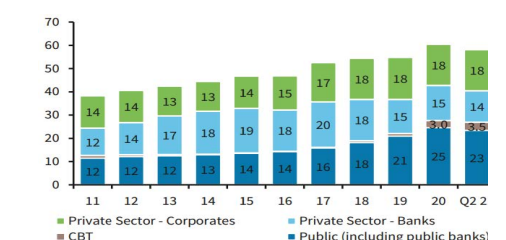
- [현황] 고공행진하는 인플레이션에도 불구하고 에르도안 대통령이 저금리를 고집 하면서 터키 리라화는 '21년중 미 달러화 대비 44.1% 절하(최대 54.7% 절하)
 - 리라화 예금 가치 보전 조치, 중앙은행(이하 CBRT)의 외환시장 달러화 매도 개입 등으로 약세폭이 소폭 완화되었으나 약세 추세를 반전시키기에는 역부족
- [전망] 당분간 리라화 약세, 변동성 확대 지속에 무게. 이에 따른 민간부문 경제활동 위축으로 경제성장 둔화 예상. 경상수지 흑자 전환에도 경제에 긍정적 영향은 난망
 - 글로벌 금리인상 트렌드에 역행하는 CBRT의 dovish 스탠스로 인플레이션이 추가 상승하고, 리라화 가치는 더욱 절하될 전망. 가용 외환보유액 축소로 중앙은행의 외환시장 개입이 리라화 약세를 효과적으로 억제하지 못할 가능성
 - 정부의 리라화 예금 가치 보전 조치에도 실질 예금금리 마이너스 폭 확대, 리라화 변동성 확대 등으로 거주자의 외화 환전(dollarization) 지속은 불가피
 - 경제성장률은 금리 인하에도 리라화 약세에 따른 외화부채 상환 부담 증가, 수입 가격 상승, 높은 불확실성 등으로 민간투자가 제약되면서 2%에 불과할 전망
 - 경상수지는 리라화 약세에 따라 흑자를 이어갈 수 있으나, 대부분 경기둔화에 따른 수입 감소에 기인하고 있어 경제에 활력을 불어넣기에는 어려울 전망
- [평가] 리라화 약세, 경제성장 둔화 등에도 '18년부터 진행된 민간 부문의 디레버리징으로 경제위기로 번지지는 않을 것이라는 평가가 우세
 - 다만, 기업의 부의 외환 포지션(외화자산<부채) 지속, 주변 신흥국 대비 높은 대외 부채 규모(터키 GDP의 58%, 신흥국 평균 31%) 등 취약점이 여전한 점은 우려 사항

그림5 터키 인플레이션율과 대미달러 환율



자료: Bloomberg

그림6 터키 대외부채 규모



자료: Barclays

해를 넘긴 이란 핵협상, 올해 타결 가능성은?

김희진 | 책임연구원

'18년 미국이 탈퇴한 이란 핵협정*(JCPOA) 복원을 위해 참가국 대표단과 이란 간 협상이 수개월째 진행되고 있으나 의견차가 여전해 협상 타결은 기대난**

* '15년 7월 오스트리아 빈에서 열린 협상에서 미국·영국·프랑스·독일·중국·러시아 6개국(P5+1)과 이란은 핵 개발 프로그램을 제한하는 대신 이란에 부과했던 각종 경제 제재를 해제하기로 합의

** 트럼프 대통령은 '18년 5월 이란 핵협정 탈퇴를 선언, 對이란제재 유예(waiver)도 연장하지 않기로 결정. 이에 따라 이란산 원유수입을 금지하는 경제제재인 세컨더리 보이콧이 재개

□ **[현황]** 바이든 대통령 당선 이후 핵협정 복원에 대한 기대가 높아졌으나, 先 재제 해제를 요구하는 이란과 강경한 미국의 스탠스로 답보 상태. 최근 8차 회담이 재개

○ 지난해 5월부터 EU 주도로 협상이 진행되어 왔으며, 미국과 이란은 간접적으로만 소통. 미국은 이란이 위반 사항들을 되돌리면 제재를 해제하고 협정에 복귀하겠다는 입장이나, 이란은 미국이 제재를 한꺼번에 해제하는 방안 외에는 해결책이 없다고 강조

– 최근 이란은 협상력을 높이기 위해 핵 활동을 강화(60% 농도 농축 우라늄 보유량 확대)하고 핵폭탄 제조에 소요되는 시간을 '15년 당시 1년에서 현재는 몇 주 내로 축소시킴

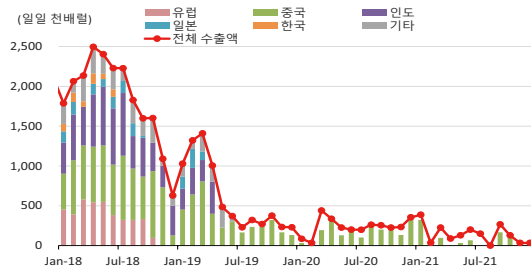
□ **[전망]** 이란은 버랑 끝 전술을 구사하고 미국은 군사적 대응 가능성을 내비치는 등 강경한 입장이 좁혀지지 않고 있어 현재와 같은 교착 상태가 수개월간 지속될 가능성

○ 12월말부터 진행된 8차 회담이 금년 1.3일부터 재개되었으며, 당사국들은 2월까지 협상을 마무리하기로 했으나 협상 타결 여부는 불투명. 바이든 대통령의 지지율 하락, 의회와의 갈등 등을 감안할 때 이란에 먼저 유화적인 제스처를 취하기는 쉽지 않은 상황(Political)

– 이란의 협정 위반이 확인되면 모든 UN 제재는 자동으로 복원(스냅백: SnapBack)(BBC)

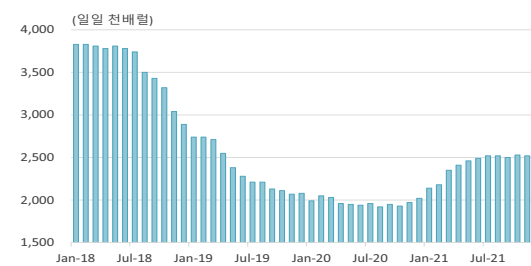
□ **[영향]** 이란은 지난해초부터 미국의 암묵적인 승인 하에 비공식적으로 인도·중국으로 원유 수출을 재개. 협상 타결이 최종적으로 실패할 경우 미국의 제재 재강화로 이란산 원유공급 축소 및 유가 상승압력 확대는 불가피할 전망

그림7 이란 원유수출 추이



자료: Bloomberg

그림8 이란 원유생산량 추이



자료: Bloomberg

글로벌 리스크 워치

글로벌 리스크 워치

김위대 | 경제리스크부장

글로벌 주요 리스크

순위	리스크 요인	발생가능성	영향	전월대비
1	신종변이 확산	★★★★	★★★★	—
2	정책 정상화 스트레스	★★	★★★★	↓
3	고인플레이션	★★★★	★★	↑
4	공급망 차질	★★	★★	↓
5	중국 부동산시장 위험	★★	★★	—
6	주요국 성장률 전망치 하향 조정	★★★★	★	New
7	美 vs 中 · 러 돌발 충돌	★	★★★★	New

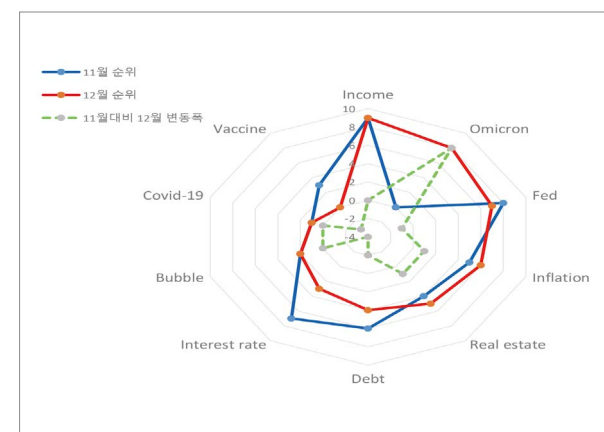
- ① 글로벌 거시경제 및 금융시장 동향 등을 반영한 국제금융센터 자체 평가
- ② 발생가능성과 영향력을 3단계로 평가('매우 높음' ★★★★★, '높음' ★★★, '낮음' ★)
- ③ 전월대비 변화는 발생가능성과 영향력을 동시에 고려

- **주요국 성장률 전망치 하향 조정** → 21.4Q 이후, G20의 22년 성장률 전망치는 점진적 하향 조정 양상. 21.11~22.1월 초에도 4.41%→4.29%로 하락(Blmg, 컨센서스)
 - 동 기간 중 미국의 '22년 성장률 전망치는 4.0%→3.9%, 중국은 5.5%→5.2%로 하락
 - 중국의 하락 폭이 여타국 보다 다소 큰 것으로 파악되고 있어 향후 추이에 유의
- **美 vs 中 돌발 충돌** → 양국이 각각 코로나 대응에다 당면한 내부 과제(美: 재정부양책 실행 vs 中: 동계올림픽 성공 개최) 해결 등이 긴요해, 현 여건상 대외적 마찰의 발생 가능성은 낮은 편 → 다만, 美의 對中 무역 · 기술제재와 대만 이슈 등 잠재

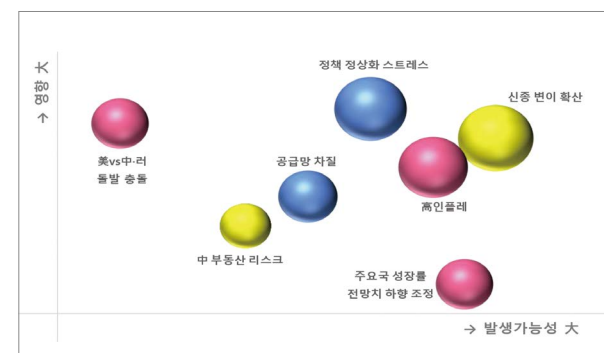
경제 · 금융시장 관련 키워드의 글로벌 검색량 월간 변화*

* Google 키워드 검색 빈도 기준. 최근 경제·금융시장에서 부각되는 단어를 선정하여 검색하였으며, 10에 가까울수록 검색 빈도가 높았던 이슈임. 점선은 전월대비 순위 증가 폭

- '오미크론'이 12월 중 가장 큰 폭으로 증가한 반면, '금리' 검색량은 다소 축소



주요 리스크의 발생 가능성과 영향(2022.1월 기준)



주: 원의 크기는 국제금융센터에서 설문조사 등을 통해 자체 산출한 '발생가능성'과 '영향력'의 순위 합계. 빨간색은 전월비 순위 상승 또는 신규 진입, 파란색은 하락, 노랑색은 동일. (자료: 국제금융센터)

관심보고서
다시 읽기

인플레이션 시기의 주식/채권/현금 관계 변화와 시사점¹⁾

윤인구 | 전문위원

📌 Summary

- [이슈] 인플레이션 시기에 현금과 채권의 가치가 하락한다는 당위성에도 불구하고 주식 등 위험자산 가치 하락에 대응할 수 있는 자산 배분처가 불분명→ 현금과 채권 중 어느 자산이 위험해지 측면에서 유용성이 높을지 논란
 - 세계 최대 헤지펀드 Bridgewater는 현금은 물론(Cash is trash) 채권도 인플레이션율에 비해 수익률이 낮아 두 가지 모두 바람직하지 않은 선택이라고 평가했으며 Goldman Sachs는 채권 대비 현금 보유의 유용성을 높게 평가
- [향후 금융시장 동인, 성장인가 물가인가?] 지난 20년과 달리 성장보다 물가가 주식/ 채권시장 견인 시 주식/채권간 상관관계가 90년대 이전처럼 (+)관계 형성 가능성 → 주가하락 시 채권가격 동반 하락으로 채권의 위험자산 헤지가능 상실 우려
 - 성장성 요인은 주식과 (+), 채권과 (-) 관계를 이루나 인플레이션은 주식/채권과 모두 (-) 관계 → 성장성이 금융시장을 주도하는 기간에는 주식/채권간 (-) 관계, 인플레이션이 주요 동인으로 작용하는 시기에는 주식/채권간 (+) 관계 우세(Bridgewater)
 - 지난 20년과 달리 인플레이션이 주식/채권 방향성을 견인할 것으로 보여 주식/채권이 같은 방향성을 나타낼 전망→ 채권의 안전자산 기능 약화
 - Goldman Sachs도 금리하락 여지가 제한된 현 저금리 상황과 인플레이션 등을 감안 할 때 주식/채권의 상관관계가 (+)방향으로 커질 것으로 전망하며, 위험자산 가격하락 시 전통적 안전자산인 채권, 금, 엔화보다 달러화 현금의 유용성 증가를 예상
- [시사점] 향후 주식과 채권이 같은 방향성을 나타낼 경우 그간 금융시장의 안전자산으로 기능해온 채권을 통한 위험 헤지가 투자자 손실 위험을 가중시켜 위기 시 금융시장의 변동성을 확대시킬 수 있으며 달러화 현금의 유용성이 높아질 가능성
 - 오랜 기간 낮은 할인율과 높은 기업이익 기대 성장률에 기인해 현금흐름 창출 대비 높은 주가(High multiple)가 정당화되어 왔고 장기금리 하락과 채권만기 장기화(High Duration)도 동반 진행→ 주식/채권시장의 금리 민감도가 함께 높아진 상황임에 유의

1) 2021년 12월 6일자 보고서

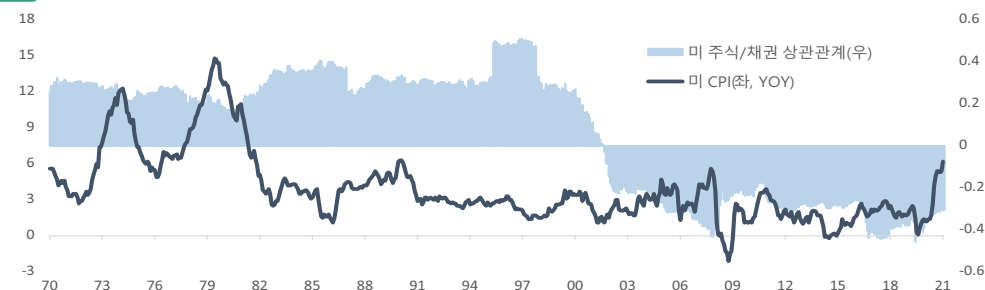
- [이슈] 인플레이션 시기에 현금과 채권의 가치가 하락한다는 당위성에도 불구하고 주식 등 위험자산 가치 하락에 대응할 수 있는 자산 배분처가 불분명→ 현금과 채권 중 어느 자산이 위험해지 측면에서 유용성이 높을지 논란
 - 세계 최대 헤지펀드 Bridgewater의 설립자 겸 CIO인 Ray Dalio는 현금은 물론(Cash is trash) 채권도 인플레이션율에 비해 수익률이 낮은 투자처이기 때문에 두 가지 모두 바람직하지 않은 선택이라고 평가
 - Goldman Sachs는 투자자들이 과거 20년간 채권을 통해 주식보유 위험을 성공적으로 헤지해왔으나 추가하락 여지가 작은 현 금리수준을 감안할 때 향후 수 년간 채권 투자 수익률은 마이너스 예상→ 채권의 주가하락 위험 헤지 기대난망
 - 향후 주식과 같은 위험자산의 가격하락 위험을 회피하는데 있어 채권보다는 현금이 더 나은 위험헤지 효과를 발휘할 것으로 예상
 - 반면, 중요한 것은 채권시장이 인플레이션 위험을 향후 어느 정도로 진정성 있게 평가할 지 여부와 채권매입 시점의 문제라는 시각도 존재(EP Wealth Advisor)
 - 채권시장이 인플레이션 위험을 심각하게 받아들인다면 장기금리 급등으로 채권이 현금에 비해 열위에 놓일 수 있으나, 인플레이션을 반영해 금리가 상당수준 오른 시점에서는 기회이익뿐인 현금에 비해 채권의 매력도가 증가
- [금융시장 동인, 성장인가 물가인가?] 지난 20년과 달리 성장보다 물가가 주식/ 채권시장 견인 시 주식/채권간 상관관계가 90년대 이전처럼 (+)관계 형성 가능성 → 주가하락 시 채권가격 동반하락으로 채권의 위험자산 헤지가능 상실 우려
 - 성장성 요인은 주식과 (+), 채권과 (-) 관계를 이루는 경우가 우세하나 인플레이션은 주식/채권과 모두 (-) 관계를 형성한다는 점이 중요(Bridgewater)
 - 성장성의 강화/약화 여부가 주식/채권을 견인하는 시기에는 주식/채권간 (-) 관계가 성립하나 인플레이션 강화/약화가 양 시장의 주요 동인으로 작용하는 시기에는 주식/채권간 (+) 관계 우세
 - 따라서, 주식은 위험자산, 채권은 안전자산이라는 구분에서 벗어나 주식과 채권 시장을 움직이는 주요 원인이 성장과 인플레 중 어느 것의 비중이 높은 지 여부에 따라 주식과 채권 간 관계도 변화하는 것으로 판단할 필요
 - 인플레이션 안정으로 성장이 주식/채권시장을 이끌었던 지난 20년간은 고성장 시 주가상승-금리상승, 저성장 시 주가하락-금리하락 관계형성→ 주식과 채권의 (-) 상관관계에 따른 자연스러운 다각화(natural diversifier) 가능

- 성장성 강화/약화가 주식·채권시장을 이끌며 두 자산군이 (-)관계를 형성했던 기간은 최근 20년 정도에 불과. 높은 인플레이션 변동성으로 인플레이션 강화/ 약화가 주식·채권시장을 견인했던 2차대전 이후 90년대까지는 (+)관계 지속
 - 90년대까지 인플레이션 등락이 금융시장 주요 동인으로 작용했던 이유는 성장성 요인(기업 이익 증가율 등)에 비해 인플레이션의 불안정성이 커 주식과 채권시장이 인플레이션 악화와 개선에 민감하게 반응했기 때문
- 인플레이션 지표, 실질금리, 임금상승률 등은 물론 통화·재정 부양책 규모와 가계금융여건 측면에서 인플레이션을 둘러싼 구조적 환경(dynamics)이 뚜렷하게 전환→ 향후 성장성보다 인플레이션이 주식·채권 방향성을 견인할 전망

표1 인플레이션 관련 여건 변화 추이

	시나리오	2010년대 평균	코로나직전 작년	현재
정책영향	미 양적완화(% GDP)	1%	3%	7%
	재정부양책 규모(% GDP)	0%	1%	9%
가계 금융여건	가계순자산(%GDP)	488%	558%	625%
	소득하위 60% 순자산(% GDP)	50%	53%	62%
	저축률	8%	8%	8%
	가계채무원리금상환부담(%GDP)	8%	8%	7%

그림1 미 주식/채권 상관관계와 미 인플레이션(CPI, % YoY) 추이



자료: Bloomberg

- Goldman Sachs도 금리하락 여지가 제한된 현 저금리 상황과 인플레이션 등을 감안 할 때 주식/채권의 상관관계가 (+)방향으로 커질 것으로 전망. 위험자산 가격하락 시 안전자산 부재가 우려되는 가운데 달러화 현금의 유용성이 높아질 것으로 예상
- 작년 이후 전통적 안전자산인 금과 일본 엔화는 미 주가(S&P500)와 같은 방향으로 움직이고 있어 위험 헤지 역할이 어려운 반면 달러화와 미 주가의 (-)상관관계는 과거에 비해 보다 확대되고 있는 중(그림 2 참조)

- 특히 과거와 달리 유가와 달러화의 (-)상관관계가 약화되고 있고 유럽 에너지 공급부족 사태가 달러강세로 이어질 수 있어 유가 상승에 의한 인플레이션 압력이 추가하락 요인으로 작용할 경우 달러화 현금의 안전자산 역할 기대
- 1900년 이후 장기데이터를 통해 투자 기간별 수익률을 비교해 볼 때 주식투자는 현금보다 높은 수익률을 제공 해온 기간이 많았으나, 채권은 현금보다 부진한 수익률을 기록한 구간도 상당(그림3 참조)

그림2 미 주가와 기타 자산군간 상관관계 비교

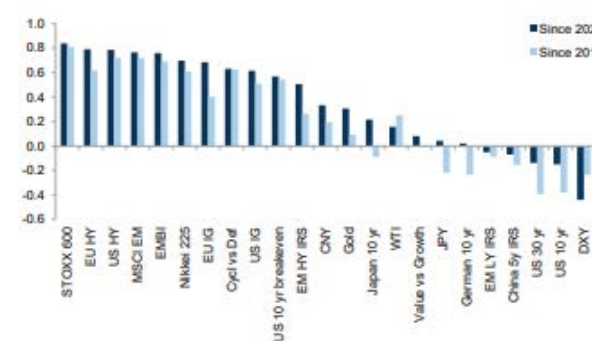


그림3 현금의 상대적 우위 성과기록(Hit Ratio) 확률



자료: Goldman Sachs, <그림2> DXY는 미 달러화 지수, <그림 3> 60/40은 주식 60%, 채권 40% 포트폴리오

- [평가 및 시사점] 인플레이션이 금융시장 움직임을 주도하는 시기에는 인플레이션 등락에 따라 주식/채권가치가 같은 방향성을 나타낼 것이라는 견해가 상당. 위험자산 가격 하락 위험 헤지를 위해서는 달러화 현금의 유용성이 증가할 가능성도 존재
- 그 동안 금융시장의 유동성 확대가 지속되면서 낮은 할인율과 높은 기업이익 기대 성장률에 기인해 현금흐름 창출 대비 높은 주가(High multiple)가 정당화되어 왔고 장기금리 하락과 채권만기 장기화(High Duration)가 진행되어 온 점을 감안할 때 주식시장과 채권시장의 금리 민감도가 모두 높아진 상황
- 이와 같은 상황에서 주식과 채권이 같은 방향성을 나타낼 경우 그간 금융시장의 안전자산으로 기능해온 채권을 통한 위험자산 헤지가 투자자 손실 위험을 가중시켜 위기 시 금융시장의 변동성을 확대시킬 가능성에 유의할 필요
 - 기회이익과 과거 사례 등의 측면에서 향후 달러화 현금의 위험자산 헤지 유용성이 높아질 수 있으나 오랜 기간동안 기관투자자들의 현금보유 비중은 위험선호/회피 정도에 따라 4~6% 수준(BoA-ML Global Fund Manager Survey)에 그치고 있음

미국 금리 및 주가 변동성의 관계 분석과 시사점¹⁾

최성락 | 자본유출입분석부장

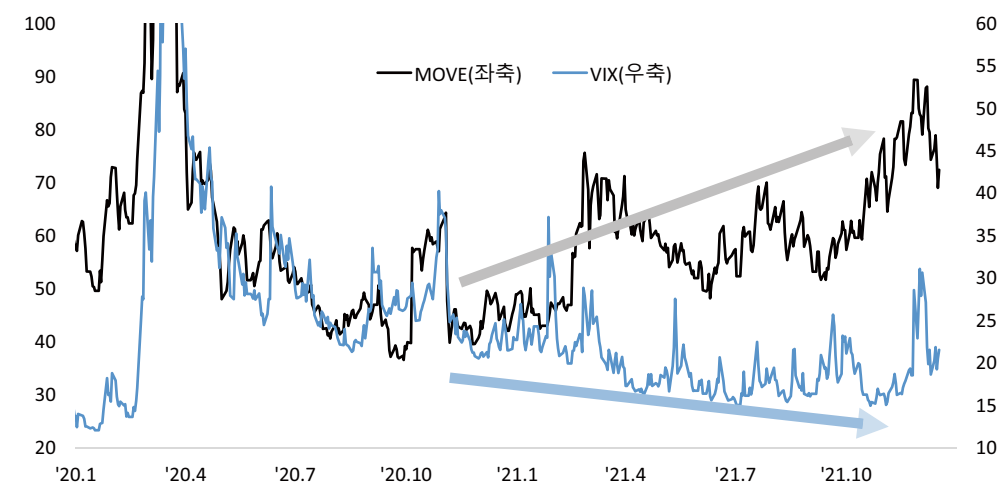
📌 Summary

- [이슈] 최근 미국의 성장·인플레이션, 연준의 통화정책 향방 등 금융시장의 불확실성이 큰 상황에서 MOVE와 VIX의 탈동조화(decoupling) 현상의 함의를 검토
 - MOVE는 '20년 9월 역사상 최저치까지 하락했으나 금년 들어 상승세로 전환한 후 10월부터 가파른 오름세를 보이는 반면, VIX는 '20년 3월 사상 최고치를 기록한 후 최근 오미크론 영향 등으로 주가변동성이 커지기 전까지 하향세 시현
- [MOVE와 VIX의 관계 분석] MOVE와 VIX 모두 금융시장의 변동성을 나타내는 지수로 시장의 위험선호/회피(risk-on/off)에 함께 반응하는 경향이 있으나, 상관관계의 강도는 시기별로 차이. 최근의 탈동조화는 시장별 주요 가격동인이 상이한 데 기인
 - MOVE: MOVE 지수는 2y·5y·10y·30y 국채옵션의 내재변동성을 가중평균하여 계산되는데 금년 들어 2y·5y의 내재변동성이 크게 상승. 이는 연준의 통화정책 정상화에 따른 중단기 금리 전망의 불확실성이 MOVE 상승의 주요 동인임을 시사
 - VIX: VIX의 등락은 주가의 등락과 강한 역(-)의 상관관계를 가지며, 이는 금년 VIX의 하향 안정은 일차적으로 주가상승 추세가 지속된 데 기인함을 의미. 금리 상승에 따른 할인율 상승에도 불구하고 낙관적 기업이익 전망이 주가상승을 견인
- [시사점] MOVE와 VIX의 탈동조화 자체를 이례적인 현상까지는 아니라고 하더라도 연준의 통화정책 향방이 가시화되는 상황에서 MOVE 대비 VIX의 둔감한 반응은 주식시장의 지나친 낙관(complacency)을 드러내는 것일 수 있음에 유의할 필요

1) 2021년 12월 21일자 보고서

- [이슈] 금년 들어 미국 국채시장의 변동성 지수인 MOVE와 주식시장의 변동성 지수인 VIX가 상반된 움직임을 보이면서 양자간 괴리가 확대
 - ※MOVE와 VIX에 대한 설명은 <별첨> 참조
 - MOVE는 '20년 3월 163.7까지 급등한 후 '20년 9월에는 역사상 최저인 36.6까지 낮아졌으나 금년 들어 상승세로 전환하여 10월부터 가파른 오름세(12/17일 72.46)
 - VIX는 '20년 3월 사상 최고치인 82.69를 기록한 후 최근 오미크론 등의 영향으로 주가 변동성이 커지기 전까지 꾸준한 하향세 시현(12/17일 현재 21.57) <그림1>
 - '21년 10월에는 15.01까지 하락하며 '19년 이래 최저치를 기록하였으며 12월 들어서는 오미크론 변이 바이러스 등의 영향으로 급등락

그림1 금년 들어 MOVE vs VIX 탈동조화 심화



자료: Bloomberg

- 성장·인플레이션, 통화정책 향방 등 향후 채권·주식시장을 좌우할 변수에 대한 불확실성이 큰 상황에서 두 지표의 상반된 움직임에 시장참가자들의 관심이 부각
- [MOVE와 VIX 관계 분석] 일반적으로 MOVE와 VIX는 동조화와 탈동조화를 반복. 최근 탈동조화 흐름은 현재 채권시장과 주식시장의 주요 가격동인이 상이하기 때문

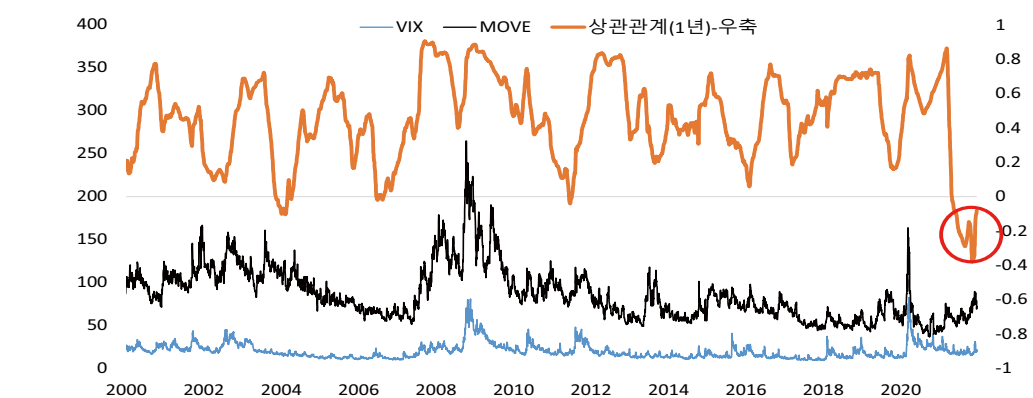
MOVE와 VIX의 일반적 관계

- 성장·인플레·위험선호 등 거시 요인들이 금융시장 전반에 공통적으로 영향을 주기 때문에 금리·주가의 변동성 또한 일정한 관계가 존재할 것이라고 여길 수 있음

- 실제로 2000년 이후 MOVE와 VIX의 일별 상관관계는 살펴보면, 일일 변동폭 (MOVE는 등락폭, VIX는 등락률) 간 상관계수는 0.22에 불과하나 절대 수준(level) 간 상관계수는 0.65로 어느 정도 선형적 관계를 보인다고 평가 가능
- 다만, 절대 수준 간 상관관계가 항상 높은 것은 아니며, 1년 이동 상관계수가 0~0.8 구간에서 등락하는 등 시기에 따라 두 지수의 상관관계가 변화 <그림2>
 - 동조화 흐름을 보이는 경우: 금융시장 전체가 안정적이거나(→동반 하락) 반대로 위기 고조 국면(→ 동반 상승)에서 발생
 - 1) MOVE · VIX 모두 하락: 금융시장이 전반적으로 안정적 흐름을 보일 경우
 - 2) MOVE · VIX 모두 상승: 금융시장 전체에 영향을 미치는 대형 충격이 발생하여 금리와 주가가 동반 급락할 경우
- ① ('08년 리먼 파산) MOVE 102.40('08.9월) → 264.69('08.10월, 사상최고치)
VIX 20.98('08.8월) → 80.8('08.11월, 당시 기준 사상최고치)
- ② ('20년 코로나 충격) MOVE 49.67(21.1월) → 163.70('20.3월)
VIX 12.10('20.1월) → 82.9('20.3월, 사상최고치)
- ③ 그외 ('11년 7~8월)유럽 재정위기 및 미국 신용등급 강등, ('07년 하반기)서브프라임 모기지 부실 불안, ('01~'02년)엔론 사태 및 닷컴버블 붕괴 등도 MOVE · VIX 동반 상승 사례
- 탈동조화가 나타나는 경우: 채권 · 주식 중 어느 하나에 국한된 불안이거나, 공통적인 불안이더라도 시장 간 민감도가 상이할 경우 한쪽의 변동성만 증가. 이 경우 대부분은 변동성이 증가한 시장이 안정을 찾으면서 재동조화되는 경향
 - 3) VIX 상승, MOVE 하락/횡보: 주가 급락 불구 금리는 안정적인 경우
 - ① ('15년 8월) 중국증시 급락에 따른 주가 급락: VIX 11.95→40.74 vs MOVE 84.59→94.54
 - 4) MOVE 상승, VIX 하락/횡보: 금리 급등 불구 주가는 안정적인 경우
 - ① ('09년 5~6월) 재정적자 · 경기회복에 따른 금리상승: MOVE 122.1→190.3 vs VIX 30.24→30.04
 - ② ('10년 10~12월) 경기회복 · 인플레이에 따른 금리상승: MOVE 78.3→125.2 vs VIX 18.93→17.94
 - ③ ('13년 5~7월) Taper tantrum에 따른 금리상승: MOVE 48.9→117.9 vs VIX 13.13→14.89
- 상기 4가지 조합이 2000년 이후 시계열에서 나타나는 비중은 대략적으로 1)번(MOVE · VIX 모두 하락)이 약 40%, 2)번(MOVE · VIX 모두 상승)이 약 30%, 나머지 3)번과 4)번이 약 30% 정도

- 앞서 살펴본 것처럼, MOVE와 VIX의 탈동조화가 이례적 현상은 아니며 최근의 사례는 상기 조합 중 4)번에 해당. 다만, 현재 탈동조화가 1년 가까이 진행되고 있으며 뚜렷한 역(-)의 상관관계를 보인다는 점에서 주요 동인에 대한 검토가 필요

그림2 시기에 따라 MOVE vs VIX 상관관계의 차이 존재

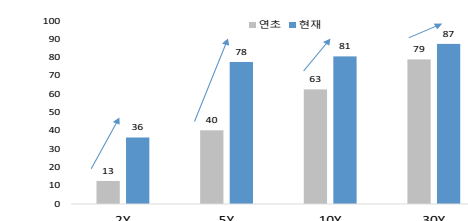


자료: Bloomberg

최근 MOVE 및 VIX 움직임의 주요 동인

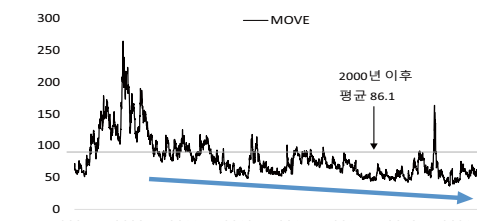
- MOVE: MOVE 지수는 2y · 5y · 10y · 30y 국채옵션의 내재변동성을 가중평균하여 계산되는데 금년 들어 2y · 5y의 내재변동성이 크게 상승. 이는 연준의 통화정책 정상화에 따른 중단기 금리 전망의 불확실성이 MOVE 상승의 주요 동인임을 시사
 - 금년 중 2y · 5y · 10y · 30y 각각의 내재변동성 상승폭은 5y(37bp) > 2y(24bp) > 10y(18bp) > 30y(8bp) 순(CME에서 거래되는 국채선물옵션 기준) <그림3>
 - 이에 더해 국채시장의 변동성이 '08년 글로벌 금융위기 이후 추세적으로 낮아지며 MOVE 수준이 최근 수년간 장기 평균을 크게 하회했던 점도 상승압력을 가중시키는 요인으로 작용했을 것으로 추정 <그림4>

그림3 금년중 만기별 국채선물옵션 내재변동성



자료: CME

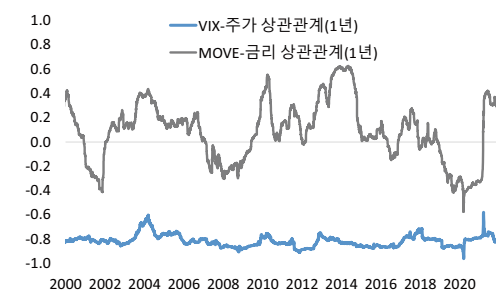
그림4 '08년 GFC 이후 MOVE 장기 추세 하향



자료: Bloomberg

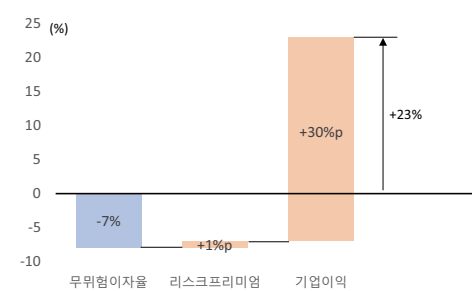
- VIX: VIX의 등락은 주가의 등락과 강한 역(-)의 상관관계를 가지며, 이는 금년 VIX의 하향 안정은 일차적으로 주가상승 추세가 지속된 데 기인함을 의미
 - MOVE의 경우 금리 급등은 물론 급락 시에도 상승하는 경향이 있는 데 반해, VIX는 주가 급락 시 주로 상승(상관계수 약 -0.8). 이러한 위험회피 시에 크게 반응하는 특성이 VIX가 공포지수(fear gauge)로 불리는 이유 <그림5>
 - 주식시장에서는 주가 급등보다 급락 사례가 더 많기 때문에 급락에 대한 투기/헤지 수단인 풋옵션이 콜옵션보다 비싸게 거래되며 거래량도 많음. 즉, 주식옵션의 내재변동성 변화(=VIX 등락)에 있어 풋옵션의 영향력이 큼
 - 한편, 금년 들어 국채금리(=무위험이자율) 상승에도 불구하고 주가가 강세를 나타낸 것은 기업실적에 대한 낙관적 전망이 이를 상쇄했기 때문 <그림6>
 - 주가수익비율(PER)의 역수를 할인율(discount rate)로 대용하여 간이 시산한 결과, 금년 주가상승률 23% 중 할인율 상승이 -7%p, 기업이익 증가가 +30%p 기여

그림5 VIX-주가 vs MOVE-금리 상관관계 비교



자료: Bloomberg. 주: 일일등락폭(주가는 등락률) 기준

그림6 금년 중 주가등락 요인별 기여도



자료: Bloomberg. 주: 기업이익은 12개월 예상 EPS, 할인율은 1/PER로 대용

- [시사점] MOVE와 VIX 사이에 항상 일정한 관계가 존재하는 것은 아니라고 하더라도 최근 MOVE의 상승은 주식시장의 낙관적 관성에 대한 경계감을 환기시킨다는 점에서 주시할 필요
- 금년 중 MOVE와 VIX의 탈동조화 현상은 연준의 금리인상 가능성이 채권시장에는 크게 반영된 반면, 주식시장은 기업이익 등에 대한 낙관적 전망을 바탕으로 상승추세가 이어지고 있는 데 기인
 - 과거 MOVE와 VIX 중 하나만 상승했을 경우 상승한 지수가 재차 하락한 사례가 많았고, 향후 연준 통화정책의 향방이 뚜렷해지면서 불확실성이 더욱 완화될 것임을 감안하면 MOVE가 하향 안정될 가능성에 무게

- 다만, 연준의 통화정책은 주식시장에 있어서도 주요 변수 중 하나이며 향후 주가 조정 압력으로 작용할 수도 있는 만큼 채권시장에서 먼저 나타난 변동성 확대에 대해 지나치게 안이(complacency)한 관점으로 접근하는 것은 경계할 필요

참고 MOVE · VIX 개요

- 변동성이란: 가격 등락폭의 편차가 얼마나 큰지 측정하는 지표. 일반적으로 표준편차의 변환산으로 표시. Ex) 변동성이 20% → 특정기간 중 가격등락률의 표준편차가 변환산 20%
 - 역사적변동성(historical volatility): 현재 시점에서 과거의 가격 등락을 바탕으로 계산
 - 내재변동성(implied volatility): 현재 시점에서 자산의 옵션가격에 내재된 미래의 예상 변동성
- 변동성 지수란: 특정 자산의 내재변동성을 지수화한 것. 미국 주식시장의 VIX, 미국 국채시장의 MOVE가 대표적이며 이외 국가별/시장별 다양한 변동성 지수 존재
 - 옵션의 이론 가격은 ❶기초자산 가격, ❷옵션 행사가격, ❸무위험이자율, ❹잔존 기간, ❺기초자산의 변동성에 의해 결정. 변동성 지수 계산은 옵션 시장에서 형성된 시장 가격을 토대로 기초자산의 변동성을 역산하는 방식을 취함
 - 변동성 지수는 1)해당 시장의 변동성의 수준을 나타내는 '지표'로서의 기능과, 2)변동성 거래의 편의를 높여주는 '거래수단'으로서의 기능이 존재
- MOVE(Merrill-Lynch Option Volatility Estimate): Merrill-Lynch가 1990년대부터 산출한 중장기 미국 국채금리의 변동성 지수. 현재는 ICE(Intercontinental Exchange)에서 산출
 - MOVE의 계산은 2년, 5년, 10년, 30년 국채를 기초자산으로 하는 1개월 등가격(ATM) 옵션 가격에 내재된 각각의 변동성을 가중평균(2:2:4:2)하여 표준화 및 변환산한 것이며 단위는 basis point
 - ex) MOVE가 80 → 향후 1개월간 미국 국채금리(2y~30y의 가중평균)의 예상 등락폭의 1 표준편차가 변환산 80bp → 향후 1개월간 미국 가중평균 국채금리가 1시그마 구간(68.27%)의 신뢰도로 변환산 -80bp~+80bp 범위 내 등락
- VIX(CBOE Volatility Index): 1993년부터 시카고옵션거래소(Chicago Board Options Exchange)에서 산출하는 주가 변동성 지수. 주가선물옵션 가격에 내재된(implied) 기초자산(=S&P500지수)의 기대 변동성(expected volatility)을 의미
 - VIX의 계산은 잔존만기 1개월의 모든 등가격(ATM)/외가격(OTM) 옵션의 내재변동성을 표준화한 뒤 변환산하며 단위는 %
 - ex) VIX가 20 → 향후 1개월간 S&P500지수의 예상 등락폭의 1 표준편차가 연율로 20% → 향후 1개월간 S&P500지수가 1시그마 구간(68.27%)의 신뢰도로 연율 -20%~+20% 범위 내 등락

금년 위안화 강세에 대한 평가 및 향후 전망¹⁾

이상원 | 부전문위원
김선경 | 연구원

Summary

- [이슈] 금년 들어서도 위안화 강세가 뚜렷하게 진행(對美달러 +2.4%, 위안화지수 +8.4%)
 - 이와 같은 위안화 강세는 다른 통화들에 비해 두드러진 현상. 금년 중 선진국·신흥국 통화 대부분이 美 달러화 대비 약세를 나타내고 있음(유로화 -8.0%, 엔화 -9.1%, 신흥국통화지수 -11.4% 등)
- [주요 현상] 위안화 강세가 ▲강달러와 동반 진행되고 ▲다양한 경로를 통해 압력을 받았으며 ▲역내 시장 위주로 진행된 점이 주목할 만한 부분
 - ① **강달러와 공존**: 위안화는 강달러 환경에서 대체로 약세를 보여왔으나, 금년에는 미 금리 상승에 대한 민감도 등의 측면에서 여러 국가들과 차별성을 보이며 달러화와 동반 강세
 - ② **경로 다변화**: 코로나19 이전 주된 강세 경로였던 외국인 증권투자 뿐만 아니라, 경상거래 및 직접투자를 통한 자금유입도 확대되면서 위안화에 강세압력을 가하는 경로가 다변화
 - ③ **역내 시장 위주**: 실수급 물량이 주로 처리되는 역내에서 위안화 강세압력이 집중적으로 발생. 이러한 경향이 연말로 올수록 뚜렷해지면서 시장참가자들의 위안화 강세기대를 자극
- [환율 여건 전망] 실수급에 의한 위안화 강세압력은 외국인 증권자금 순유입 감소 등으로 약해지고 위안화 강세기대도 중국 정부의 대응 강화 등으로 둔화될 전망
 - **강세압력 약화**: 대규모 경상수지 흑자는 오미크론 등장의 여파로 좀 더 이어질 수 있으나 對中 증권자금 순유입은 미 연준의 통화정책 정상화 가속이 결정됨에 따라 줄어들 가능성
 - **중국 정부의 대응**: 중국 정부가 11월 중순부터 위안화 강세 억제 조치(외화 지준율 인상, 기관 해외투자 한도 확대 등)를 내놓기 시작했으며, 조치의 발생 빈도 및 강도가 갈수록 높아질 전망
- [평가] 당분간 위안화의 강세가 이어지더라도, 내년 중 대내외 환율 여건 등이 변화함에 따라 강세의 정도는 점차 약화될 것으로 예상
 - 최근 중국 정부의 위안화 강세 억제 조치에도 불구하고, 실수급에 기반해 조성되어 있는 뚜렷한 위안화 강세 여건이 당장 뒤바뀌기는 어려울 전망. 다만, 내년 중 실수급 여건이 변화하고 중국 정부의 추가 대응이 나올수록 위안화 강세 기대는 약해질 가능성

1) 2021년 12월 21일자 보고서

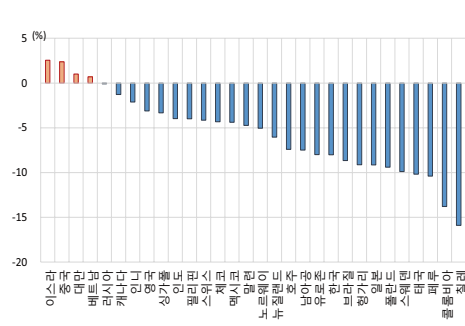
- [이슈] 금년 들어서도 위안화 강세가 뚜렷하게 진행(對美달러 +2.4%, 위안화지수 +8.4%)
 - 달러/위안USD/CNY 환율은 12/8일 6.3443위안까지 하락하며 3년반(18.5/14일 6.3393위안) 래 최저치를 기록했고 위안화지수는 최근 집계 이래 최고치 근접(12/17일 102.80)
 - 이와 같은 위안화 강세는 다른 통화들에 비해 두드러진 현상. 금년 중 주요 선진국·신흥국 통화 대부분이 美 달러화 대비 약세*를 나타내고 있음(그림2 참조)
- * 유로화 -8.0%, 일본엔화 -9.1%, 호주달러화 -7.4%, 신흥국통화지수(JP EMC) -11.4% 등

그림1 위안화 환율 증기 추이



자료: Bloomberg * Bloomberg의 CFETS RMB Tracker

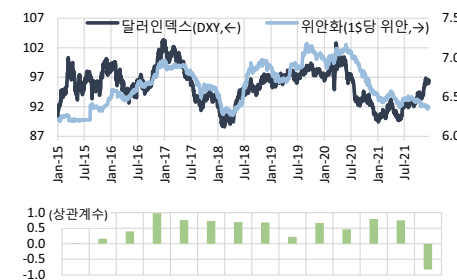
그림2 금년 중 통화별 對美달러 강/약세폭



자료: Bloomberg(12/17일 기준)

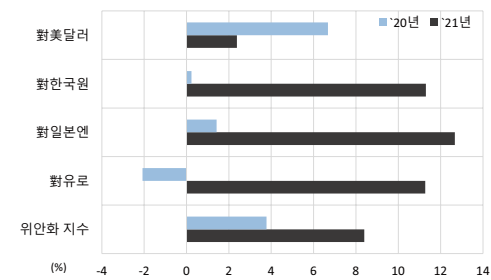
- [주요 현상] 위안화 강세가 ▲강달러와 동반 진행되고 ▲다양한 경로를 통해 압력을 받았으며 ▲역내 시장 위주로 진행된 점이 주목할 만한 부분
 - ① **강달러와 공존**: 위안화는 대체로 미 달러화가 강세(약세)를 보일 때는 약세(강세)를 나타내는 경향이 있지만, 금년에는 강달러 환경에서도 강세를 지속
 - 위안화 환율(對美달러)과 달러인덱스는 최고 +0.98(16.H2)에 달하는 높은 양(+)의 상관계수를 유지해 왔으나 금년 하반기에는 -0.83로 뚜렷하게 반전(그림3 참조)
 - 중국 정부가 위안화 환율 유연성을 확대한 이후 이러한 현상은 이례적인 것으로, 중국 경제·금융시장이 핵심 교역국* 및 신흥국 대비 차별성을 나타낸 데 기인
- * 금년 중 위안화지수 통화 바스켓에서 2~4번째로 큰 비중(1번째는 미국, 가중치 21.6%)을 차지하는 유로존 (17.4%)·일본(11.2%)·한국(10.7%) 대비 각각 11.3%, 12.7%, 11.3% 강세
- 특히, 대규모 외국인 증권자금 유입이 중국 경기 사이클과 무관하게 계속 이어지면서 위안화의 미국 금리 상승에 대한 민감도를 낮춘 결과(JPMorgan)
 - 여타 신흥국들은 중국의 성장둔화 여파로 사실상 서든스톱sudden stop에 처한 상태(IIF)

그림3 달러인덱스와 위안화의 비동조화



자료: Bloomberg, 국제금융센터

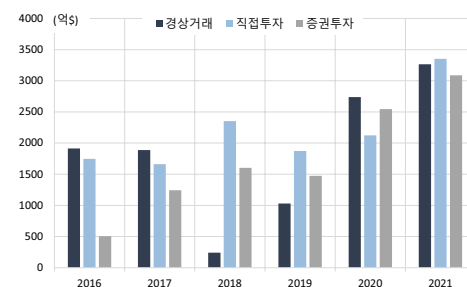
그림4 중국의 핵심 교역국 대비 위안화 강/약세폭



자료: Bloomberg

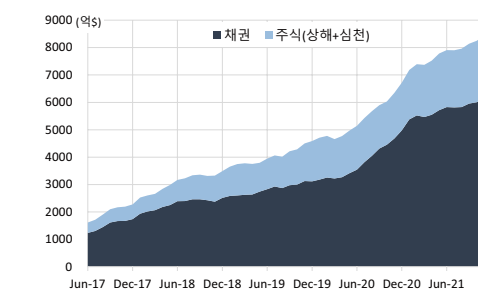
- ② **경로 다변화:** 외국인 증권투자 뿐만 아니라 코로나19 이후 경상거래와 직접투자를 통한 자금 유입도 확대되면서 위안화에 강세압력을 가하는 경로가 다변화
- 외국인 증권투자: 중국 정부의 정책 지원(통/connect 개통 등)에 의한 대규모 유입이 지속되면서 연간 \$1,000억대('17~'19년)에서 \$2,000억대('20년~) 수준으로 확대
 - 중국 국채의 세계국채지수WGBI 편입('20.9월)과 관련한 채권자금이 계속 유입되고 주식 자금 또한 중국 정부의 기업 규제(빅테크, 부동산, 사교육 등) 강화에도 불구하고 유입 지속
 - 경상거래: '17년 이후 연간 \$1,000억대로 줄어들었다가 코로나19 이후 세계경제의 선진국·제조업 중심 회복세 등에 힘입어 '20년부터 \$2,000억 후반대로 확대
 - 상품무역의 경우 원자재 가격이 상승하면서 수입이 증가했으나, 글로벌 공급망 교란 속에서도 생산 능력을 양호하게 유지하면서 수출이 더 크게 증가(미 재무부 환율보고서)
 - 외국인 직접투자: 코로나 이후 글로벌 직접투자에서 안정성 추구 성향이 강해진 가운데 팬데믹을 성공적으로 통제한 중국으로 투자가 집중되면서 크게 확대(JPM)

그림5 국제수지표 중 주요 "유입" 항목별 추이



자료: CEIC(중국 외환관리국) * 2021년은 최근 4분기합

그림6 通connect을 경유한 외국인 자금유입(누적)

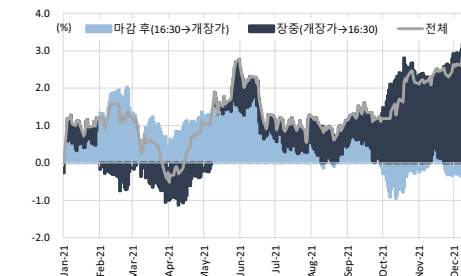


자료: Bloomberg, CEIC

- ③ **역내 시장 위주:** 역내(실수급 물량이 주로 처리)에서 위안화 강세압력이 집중적으로 발생. 이러한 경향이 연말로 올수록 뚜렷해지면서 시장참가자들의 위안화 강세기대를 자극
- 역내 주거래 시간대*(09:30분~16:30분)에 발생하는 강세압력과, 그 이후**(16:30분~)에 발생하는 약세압력 간 경합이 이어지다가 4분기 들어 강세압력이 우위를 차지
 - * 중국 거주자들이 외환거래에 주로 참여하는 시간대의 위안화 환율은 중국 은행들의 對고객거래 (경상거래, 직접·증권 투자자금 유출입 관련), 은행간거래에 의해 주로 결정
 - ** CFETS의 공식 종가closing rate가 결정되는 16:30분 이후에는 글로벌 외환거래의 중심이 런던, 뉴욕으로 이동하는 가운데, 위안화 환율은 실수급보다는 주요 통화들의 움직임을 반영한 repricing에 의해 변동
 - 중국 정부는 비교적 최근까지도 실수급에 의한 위안화 강세는 용인하는 입장을 내비쳐왔으며, 이로 인해 非실수급 거래 측면에서도 강세압력이 확대
 - 주요 외신들(Bloomberg*, Reuters** 등)은 위안화 강세에 대한 중국 정부의 대응이 약해지고 환율 제도가 유연해졌다는 인식이 확산되면서 시장의 위안화 강세가 강해졌다고 보도

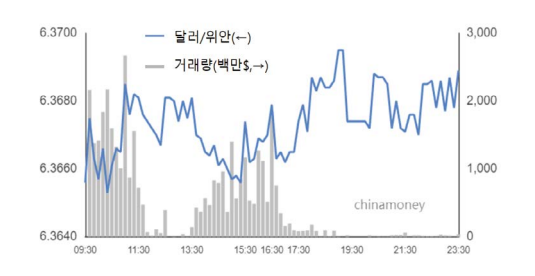
* "Yuan Surge Shows Trader's Faith in Hands-off Central Bank"(11/29일)
** "China resists yuan volatility – but may allow strength?(11/23일)

그림7 금년 위안화 강세, 시간대별 분해



자료: Bloomberg, 국제금융센터

그림8 중국 외환거래시스템(CFETS) 시간대별 거래량

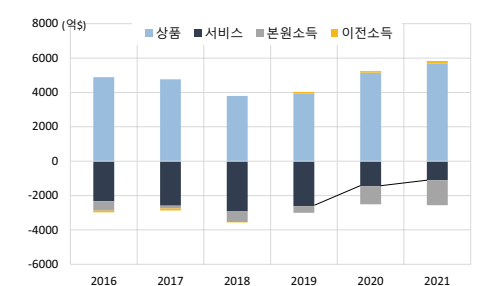


자료: CFETS

□ **[환율 여건 전망] 실수급에 의한 위안화 강세 압력은 외국인 증권자금 순유입 감소 등으로 약해지고 위안화 강세기대도 중국 정부의 대응 강화 등으로 둔화될 전망**

- 강세압력 약화: 대규모 경상수지 흑자 기조는 좀 더 이어질 수 있으나 對中 증권 자금 순유입은 미 연준의 통화정책 정상화 가속이 결정됨에 따라 줄어들 가능성

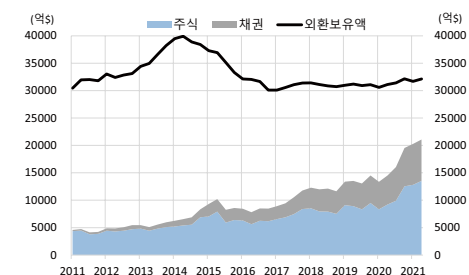
그림9 중국 경상수지 주요 항목별 추이



자료: CEIC(중국 외환관리국)

- 경상수지: 내년(IMF 전망치 \$2,757억) 에도 금년(\$2,771억) 못지 않은 대규모 흑자 기조가 이어질 전망
 - (상품) 최근 코로나19가 전세계적으로 재확산되고 있어 코로나 특수*로 인한 대규모 흑자('18~'19년 \$3,000억대 후반 → '20~'21년 \$5,000억) 기조가 당분간 더 이어질 것으로 예상
*전자·의약품
 - (서비스) 중국 정부의 “제로 코로나” 정책이 유지되는 한, 여행수지 적자가 평년 대비 크게 줄어든 상태('15~'19년 연 \$2,000억대 → '20년 이후 \$1,000억 내외)를 유지할 가능성
- 외국인 증권투자: 세계국채지수WGBI 편입 관련 패시브passive 자금 유입은 이어질 수 있으나(~'23년초), 운용 수익을 추구하는 액티브active 자금은 유입이 둔화될 소지
 - 미 연준이 12/16일 FOMC를 통해 내년 중 자산매입 종료(3월)와 금리 인상(2~3회)을 시사함에 따라, 對中 투자를 통해 기대할 수 있는 상대적 금리 매력度が 줄어들 것으로 예상
 - Financial Times는 최근 중국 증시 내 외국인 비중 확대에 따른 중국 자산 취약성 증가, 美-中 갈등에 의한 잠재 투자 위험 (中 기업 상장폐지 등) 등을 경고
- 중국 정부의 대응: 중국 정부가 11월 중순부터 위안화 강세 억제 조치를 내놓기 시작했으며, 조치의 발생 빈도 및 강도가 갈수록 높아질 전망
 - 투기거래 자제 권고(11/19일): 중국 외환위원회*(이하 CFXC)는 은행들로 하여금 외환 거래 시 위험중립적 태도를 견지하고 투기적 거래를 자제할 것을 촉구
 - * '17년에 중국인민은행(PBOC)과 외환관리국(SAFE)의 후원으로 설립된 고위급 협의체. 중국 외환시장의 개혁 및 발전을 위한 거시적·체계적 지침을 제공하고 시장의 건강하고 질서 있는 발전을 도모
 - 자기자본proprietary 거래는 전년동기대비 50% 증가한 경우, 대고객 거래는 15배인 경우를 비정상abnormal으로 간주하고, 이에 대한 내부 검토 결과를 CFEC에 보고할 것을 권고, 적용 대상인 50여개 은행들은 중국 전체 외환거래의 90%를 차지해 적지 않은 영향 예상

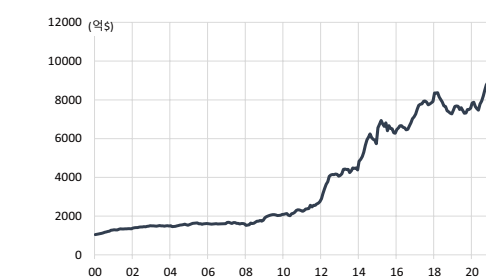
그림10 외국인의 중국 증권 보유잔액



자료: CEIC(중국 외환관리국)

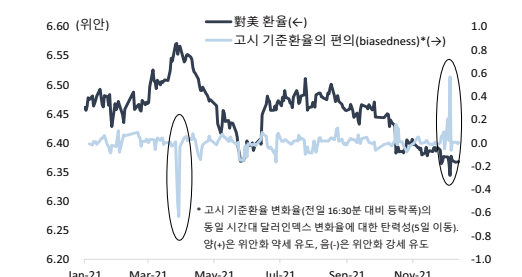
- 외화 지급준비율 인상(12/9일): 중국인민은행(PBoC)은 중국 역내 은행들이 수탁한 외화예금(11월말 잔액 \$1.02조)에 적용되는 지급준비율을 7%에서 9%로 상향 조정
 - 약 \$200억의 달러 유동성이 묶일 것으로 추정되며, 이로 인한 외화 공급감소(역내 달러화 조달금리 상승)가 결국 위안화 운용수익의 상대적 매력 저하로 연결될 것으로 예상(HSBC)
- 기관 해외투자 한도(QDII) 확대(12/15일): 외환관리국(SAFE)은 \$35억 해외투자 신규 쿼터를 추가 승인. 총 한도는 11월말 \$1,540억 → 12/15일 \$1,575억으로 확대
 - 통상 월말에 공개하던 적격 국내기관투자자QDII 한도를 이례적으로 중순으로 앞당겨 발표. 위안화 강세를 둔화시키기 위해 더 많은 도구를 쓸 것임을 시사하는 신호(Reuters)
- 비공식 대응 강화 징후: 최근 인민은행의 기준환율 고시 패턴에 비추어 볼 때, 위안화 강세를 일부 억제함으로써 시장의 강세기대를 약화시키려는 의도가 관측
 - (기준환율 상향 고시) 12월 중순 들어 인민은행이 외환시장 개장 전 고시하는 기준 환율*이 시장의 예상보다 다소 높게 고시(위안화 약세 유도)되는 사례가 점증(그림12 참조)
 - * 시장조성자market maker 은행들이 ①전일 현물환율 종가(16:30분)를 기준으로 ②그 이후(16:30분~) 위안화 지수 변동분과 ③경기대응조정요인(逆周期因子)을 감안해 제출한 수치들을 취합해 중국인민은행이 발표

그림11 중국 은행들이 수탁한 외화예금 잔액



자료: Bloomberg, 국제금융센터

그림12 기준환율 조정을 통한 위안화 약세 유도 추정 시기



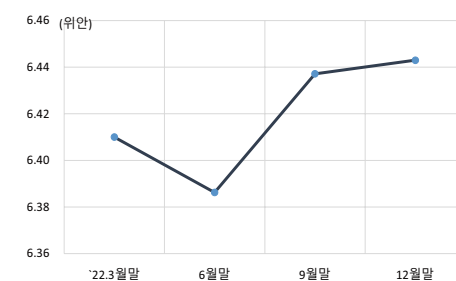
자료: 국제금융센터, Bloomberg, CFETS

- (국영은행을 통한 개입) 최근 들어 이 방법에 대한 세간의 관심이 커지면서* 사용을 최대한 자제할 것으로 보이지만, 중국 정부가 필요 시 국영은행을 활용하여 위안화 강세압력을 흡수(외환 매수)할 가능성을 배제하기 어려움
- * 다수 기관(미 재무부, CFR, Reuters 등)들은 중국 국영은행이 정부의 대행agent으로서 외환을 매수하고 있다거나, 외환 매수개입을 통해 취득한 외화의 흔적이 국제수지표 상 기타투자(현금및예금, 무역 신용, 대출)의 형태로 남겨져 있다는 주장을 수 년 전부터 지속적으로 제기



- [평가] 당분간 위안화의 강세가 이어지더라도, 내년 중 대내외 환율 여건 등이 변화함에 따라 강세의 정도는 점차 약화될 전망
- 최근 중국 정부의 위안화 강세 억제 조치에도 불구하고, 실수급에 기반해 조성 되어 있는 뚜렷한 위안화 강세 여건이 당장 뒤바뀌기는 어려울 전망
 - 다만, 내년 미 연준 통화정책 정상화 가속 등으로 실수급 여건이 변화하고 중국 정부의 추가 대응이 나올수록 위안화 강세 기대는 약해질 가능성
- 해외 IB들은 위안화 진행 방향이 약세로 전환되는 시기를 내년 3분기 정도로 예상 하고 있으나, 약세 전환이 이보다 빠른 시점에 이루어질 가능성도 상존
 - 주요 IB들의 위안화 전망치(평균)는 '22년 3월말 6.41 → 6월말 6.39 → 9월말 6.44 → 12월말 6.44(이상 위안)
 - 단, 위 전망치에는 최근 확인된 미 연준 통화정책 정상화 가속 방침이 미반영. 위안화 강세 국면이 조기에 일단락되는 방향으로 조정이 진행될 것으로 예상

그림13 해외 IB들의 위안화 환율 전망치



자료: 국제금융센터(각 IB)



최근 중국의 통화정책 현황 및 시사점¹⁾

백진규 | 책임연구원
이치훈 | 신흥경제부장

🔄 Summary

- [이슈] 최근 중국 인민은행이 경기 하방압력에 대응해 대출우대금리(Lone Prime Rate)와 지급준비율을 인하했으나, 과거에 비해서는 매우 신중한 모습을 견지
 - 지난 2년간 중국의 금리 인하폭이 '08년 금융위기 대비 1/6 수준에 불과하고 기준율 인하도 코로나 직전 2년의 1/4에 그침. 한편 대출 및 유동성 공급 규모도 크게 제한적
- [배경] 중국은 과거 통화완화를 통한 경기대응 과정에서 과잉 유동성 및 기업부채 확대 등 구조적 문제점이 부각. 근래 들어서는 인플레이션 압력도 가세
 - (유동성 과잉) 중국의 GDP 대비 광의통화(M2) 규모가 '20년 기준 211%로 전세계 평균(145%)을 크게 상회하면서 대도시 및 부동산으로의 유동성 쏠림이 심화
 - (기업부채 확대) GDP 대비 기업부채 비율이 '08년 94%에서 금융위기 이후 두 배 가까운 157%로 상승하면서 중국경제의 최대 리스크로 고착화
 - (통화정책 효과 제약) 높은 경제성장률 대비 낮은 대출금리 등으로 만성적인 초과자금 수요가 발생하면서 기업들이 금리 변화에 둔감해지고 사금융 발달 등 부작용이 상당
 - (인플레이 압력) 생산자물가 급등(11월 12.9%)이 기업의 채산성을 악화시키는 데다 소비자 물가도 전이될 조짐이 나타나면서 금리인하 여력이 한층 더 제약
- [전망] 중국은 '22년에도 정책금리는 미세조정하되 기준율을 1~2차례(70bp 내외) 낮추면서 다소 완화적이면서도 신중한 통화정책을 유지할 전망
 - 주요 IB들은 예금금리를 동결하고 대출우대금리는 소폭(약 0.2%p) 인하하면서 기준율을 은행 규모별로 차별화 해 낮추는 등 금년과 유사한 선별적 완화 기조를 예상
- [시사점] 앞으로도 중국이 거시경제 조절을 재정정책에 의존하는 현상이 지속되면서 경기 둔화시 대응력이 약화할 소지. 한편 내외 금리차 축소로 인한 부작용도 우려
 - (경기 대응력 약화) 중국 정부의 재정여력 추가 악화가 우려되는 가운데 인민은행의 정책 목표도 재정지원에 의존함에 따라 정부주도의 성장이 크게 제약될 가능성
 - 부동산경기 위축시 정부수입 감소로 GDP 대비 재정적자 비율이 최대 4.6%p 상승할 우려
 - (대외 통화정책 괴리) 주요국의 통화 긴축으로 내외 금리차가 축소되고 위안화가 약세로 전환될 경우 그동안 누적된 외국인 투자자금 유출 및 내수위축 등 부작용이 발생할 소지

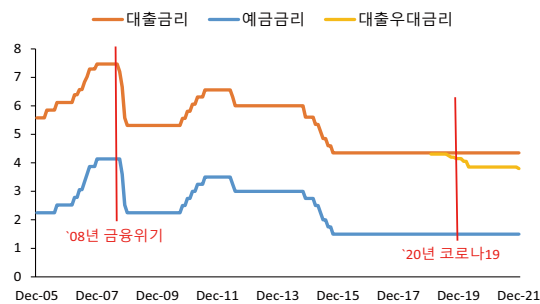
1) 2021년 12월 28일자 보고서



□ [이슈] 최근 인민은행이 당국이 경기 하방압력에 대응해 대출우대금리(Loan Prime Rate)와 지급준비율을 인하했으나, 과거에 비해서는 매우 신중한 모습을 견지

- 지난 2년간 중국의 금리 인하폭이 '08년 금융위기 대비 1/6 수준에 불과하고 기준을 인하도 코로나 직전 2년의 1/4에 그침. 한편 대출 및 유동성 공급 규모도 크게 제한적
 - (금리) 금융위기 당시 중국은 4개월간 대출금리를 2.16%p 낮춘 반면 지난 6년간 코로나에도 불구하고 예대금리를 동결해 왔음<그림1>
 - 지난 12월 1년물 대출우대금리(LPR)※를 5bp 내린 3.80%로 조정했으나 5년물은 동결했으며, 코로나 이후 현재까지 1년물 인하는 35bp로 금융위기 당시의 1/6에 그침
 - ※ LPR은 중기유동성지원창구(MLF) 금리에 18개 상업은행 가산금리를 더해 결정되며 은행 대출금리에 영향
 - 최근 오미크론 변이 등 코로나 장기화에 따라 농가 및 중소기업 지원을 위한 재대출 금리를 0.25%p 인하하면서도 일반 기업에 대한 지원은 최소화
 - (지준율) 코로나 이후 기준을 인하 폭이 1.5%p로 금융위기 직후 2.5%p 인하보다 작을 뿐 아니라, 코로나 직전 2년간 6.1%p 인하 대비 1/4 수준에 불과<그림2>

그림1 중국 1년물 예금·대출금리 추이(%)



자료: CEIC

그림2 중국 지급준비율 추이(%)



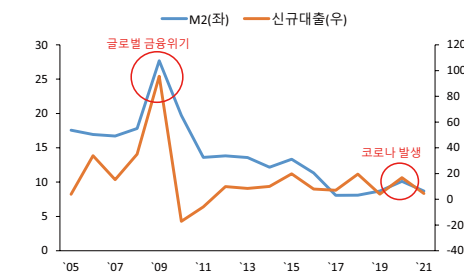
자료: CEIC

- (통화량) 광의통화(M2) 증가율 역시 금융위기 직후 27.7%로 크게 확대됐으나 금년 11월까지 는 8.7% 상승해 작년 10.1% 보다 낮은 수준을 유지
 - '09년 중국이 신규대출을 전년대비 두 배 확대(95.6%)해 무제한 대출을 시행한 반면, 금년 11월까지 증가율은 4.5%로 전년보다 축소<그림3>
- (공개시장조작) 인민은행은 '13년부터 새로운 통화정책 수단을 도입해 '18년까지 8.7조위안의 유동성을 공급하였으나 이후 수년간 횡보 상태를 보임<그림4>
 - '16년부터 역 RP 환매조건부채권(RP) 거래를 통한 공개시장운동을 주 5회 실시하면서 유동성 공급을 더욱 탄력적으로 조절



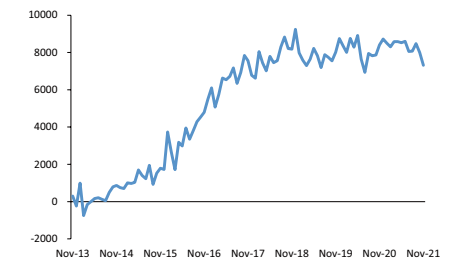
- 통화정책 효율성을 높이기 위해 △'13년 유동성조절대출제도(SLF) △'14년 농촌 및 중소기업 유동성 강화를 위한 중기유동성지원창구(MLF) △'15년 낙후지역 인프라 투자 확대를 위한 담보보완대출제도(PSL) 등을 도입

그림3 M2 및 신규대출 증가율(%)



자료: CEIC

그림4 인민은행 유동성 공급* 잔액(10억위안)

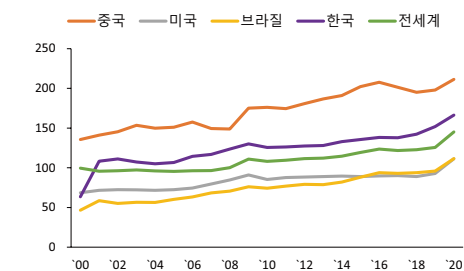


자료: CEIC, *공개시장운영, MLF, TMLF, SLF, PSL의 합

□ [배경] 중국은 과거 통화완화를 통한 경기대응 과정에서 과잉 유동성 및 기업부채 확대 등 구조적 문제점이 부각. 근래 들어서는 인플레이션 압력도 가세

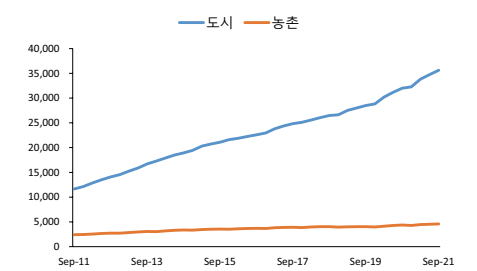
- (유동성 과잉) 중국의 GDP 대비 광의통화(M2) 규모가 '20년 기준 211%로 전세계 평균(145%)을 크게 상회하면서 대도시 및 부동산으로의 유동성 쏠림이 심화<그림5>
 - 금년 9월 기준 도시 대출 총액이 35.6조위안으로 10년간 3배 증가한 반면 농촌 대출은 4.6조 위안에 불과해 지역간 불균형도 가속화<그림6>
 - 여유자금이 부동산으로 집중되면서 집값이 급등하고 도시 가계 자산의 부동산 비중이 '11년 41%에서 '20년 70%로 높아져 빈부 격차도 확대
 - 이에 당국은 모기지 금리를 인상하고 은행 규모별로 부동산대출 비율을 12~40%로 제한한 데다 부동산 개발기업의 대출을 규제

그림5 주요국의 GDP 대비 M2 비중 추이(%)



자료: World Bank

그림6 중국 도시·농촌 대출규모 추이(10억위안)

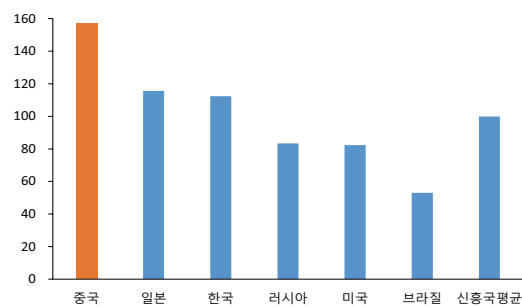


자료: CEIC



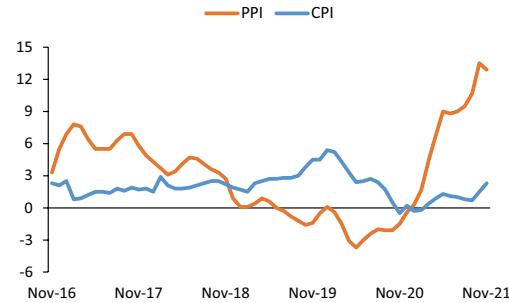
- **(기업부채 확대)** GDP 대비 기업부채 비율이 '08년 94%에서 금융위기 이후 두 배 가까운 157%로 상승하면서 중국경제의 최대 리스크로 고착화<그림7>
 - 중국의 기업부채 규모가 정부(66.7%)와 가계(61.2%)를 합한 것보다 커 국가 총부채 확대의 주요 요인으로 작용하며 부담 가중
 - 기업부채 증가와 함께 은행의 부실채권(NPL) 비중도 '13년 1.5%에서 '20년 1.9%로 높아진 데다, 최근恒大 등 부동산 기업 디폴트까지 가세
 - 인민은행은 대출심사를 강화해 기업부채를 관리하는 한편 '17년 거시건전성 평가(MPA)를 도입하는 등 금융기관 건전성 제고를 위해 노력
- **(통화정책 효과 제약)** 높은 경제성장률 대비 낮은 대출금리 등으로 만성적인 초과자금 수요가 발생하면서 기업들이 금리 변화에 둔감해지고 사금융 발달 등 부작용이 상당
 - 은행대출이 일종의 특혜로 작용하면서 대형 국유기업들이 대출을 선점해 한계기업 퇴출이 저해. 이는 '20~'22년을 국유기업 개혁 중대 시기로 규정한 것과 상충되어 정책 혼란을 초래
 - 일부 대기업들은 대규모 대출을 받은 뒤 자회사를 설립해 유사금융 행위를 통해 수익을 창출했으며 이 과정에서 사금융이 발달
 - 특히 은행 대출을 받기 어려운 기업들이 자산관리상품(WMP) 등을 통해 자금을 조달하면서 그림자금융 우려도 심화
- **(인플레이 압력)** 생산자물가(PPI) 급등이 기업의 채산성을 악화시키는 데다 소비자물가 (CPI)로도 전이되면서 금융당국의 금리인하 여력이 한층 더 제약
 - 금년 11월 PPI 상승률이 12.9%로 3개월 연속 두 자릿수를 기록하면서 물가상승이 성장 둔화와 맞물려 '미니 스태그플레이션'으로 이어질 수 있다는 우려도 제기

그림7 주요국 GDP 대비 기업부채 비율(%)



자료: BIS, '21.6월말 기준

그림8 중국 PPI CPI 추이(%)



자료: CEIC

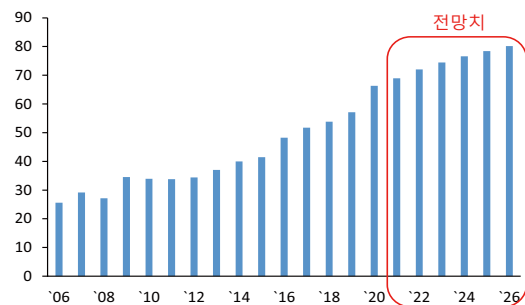


- **[전망] 중국은 '22년에도 정책금리는 미세조정하되 기준율을 1~2차례(70bp 내외) 낮추면서 다소 완화적이면서도 신중한 통화정책을 유지할 전망**
- **(금리 미세조정)** 주요 IB들은 내년 중국이 예금금리를 동결하고 대출우대금리(LPR)는 소폭(0.2%p 내외) 인하하면서 금년과 유사한 기조를 이어갈 것으로 예상
 - 금년 '12월 1년물 LPR 인하와 달리 동결했던 5년물 LPR의 경우 모기지 대출 금리와의 연관성이 높아 정부의 부동산 규제와도 상충되는 데다, LPR 인하는 시중은행의 순이자마진을 축소시켜 조정 폭이 크지 않을 전망
 - 중국의 은행 예금금리가 1.5%인 반면 11월 물가상승률이 2.3%로 높아지면서 실질 예금금리가 마이너스를 기록해 인하 여력이 제한적
 - 기업규제 강화, 탈탄소 전환 등 시진핑 주석의 정책 목표를 관철하기 위해서라도 전면적인 완화 정책을 사용하지는 않을 전망
 - 12월 열린 중앙경제공작회의는 거시정책의 효율성을 강조하면서 적극적인 재정정책과 신중한 통화정책을 유지하겠다고 밝힘
- **(수량정책 지속)** 선별적인 유동성 공급으로 중소기업 등 취약층을 지원하는 한편 지급준비율을 70bp 내외 인하해 금년(100bp 인하)과 비슷한 추세를 유지할 전망
 - 주요 IB들은 중국의 M2 증가율이 금년 8.6%에 이어 내년 8.5%로 큰 변동이 없을 것으로 예상
 - 기준율 인하 과정에서 금융당국이 중소기업 지원 강화 등을 위해 은행 규모별로 조정 폭을 차별화하는 정책을 지속할 전망
 - 인민은행은 3분기 통화정책보고서에서 친환경사업 및 농촌개발에 2,000억위안을 공급하겠다고 밝히는 등 경기부양을 위한 선별적인 유동성 지원을 시사
 - 최근 세계은행이 금년 중국 성장률 전망치를 8.1%에서 8.0%로, 내년을 5.4%에서 5.0%로 조정한 가운데 인민은행은 경기 하방압력에 일정수준 대응하겠다고 언급

- **[시사점] 앞으로도 중국이 거시경제 조절을 재정정책에 의존하는 현상이 지속되면서 경기 둔화시 대응력이 약화할 소지. 한편 내외 금리차 축소로 인한 부작용도 우려**
- **(경기 대응력 약화)** 중국 정부의 재정여력 추가 악화가 우려되는 가운데 인민은행의 정책 목표도 재정지원에 의존하는 상황에서, 부동산 경기 둔화 등이 가세할 경우 정부주도 성장이 크게 제약될 가능성

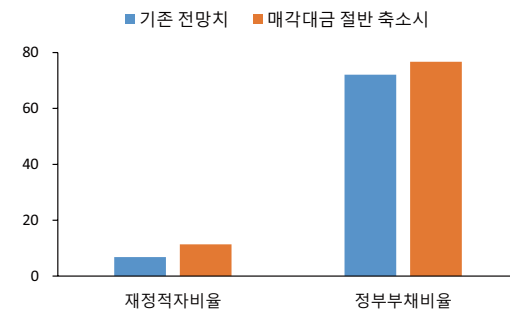
- 금년 GDP 대비 정부부채 비율은 3년래 15.1%p 오른 68.9%를 기록하고 '26년에는 80.1%까지 높아질 전망<그림9>
 - 확장적 재정지출이 지속될 경우 금년과 내년 GDP 대비 재정적자 비율이 IMF 권고치(3%)를 크게 상회하는 6~8%로 확대될 가능성
- 최근의 부동산 경기 둔화가 더욱 심화되면 정부의 세수 감소로 재정적자 비율이 최대 4.6%p 상승하면서 재정운영에 큰 차질이 발생할 소지
 - 작년 중국의 토지사용권 매각대금은 8.4조위안으로 정부수입의 32.4%를 차지. 내년 매각대금이 절반으로 감소할 경우 GDP 대비 재정적자 비율은 6.8%(IMF 전망치)에서 11.4%로, 정부부채 비율은 72.1%에서 76.7%로 확대될 전망<그림10>
 - 또한 대규모 국책 사업에 차질이 발생하면서 정부주도 경제 성장도 한계에 봉착할 소지
- 인민은행 통화정책의 핵심목표는 우리나라(물가안정)와 달리 통화가치 안정 및 경제 성장이며 △물가안정 △고용촉진 △국제수지안정 △가계복지 등을 포함. 이러한 다중 목표는 서로 상충될 뿐 아니라 재정 지원도 필요(IMF)
 - 일례로 '07~'08년 위안화가 가파르게 절상될 당시 지급준비율을 대폭 인상하는 등 지준율을 환율안정 수단으로 활용하면서 유동성 조절 효과가 축소

그림9 중국의 GDP 대비 정부부채 비율 추이(%)



자료: IMF

그림10 토지사용권 매각 감소시 적자·부채 예상(%)

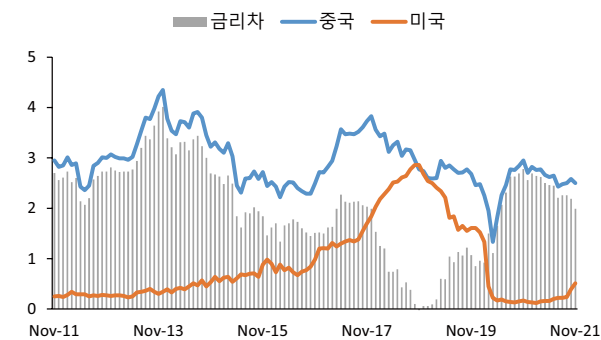


자료: IMF, CEIC, '22년 토지사용권 매각 축소를 가정해 추산

- (대외 통화정책 괴리) 내년 미국 등 주요국의 통화 긴축과 달리 중국이 완화적 기조를 보일 경우 미중 금리차 축소와 함께 위안화가 약세를 보이면서 외국인 투자자금이 유출되는 등의 부작용이 발생할 소지
 - 지준율 및 정책금리 인하가 중국 시장금리를 낮추는 반면, 미국이 내년 금리를 약 3회 인상하면 중국 프리미엄(중국 금리-미국 금리)이 더욱 축소될 가능성

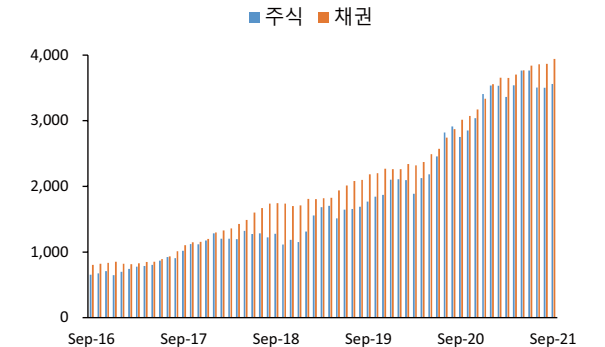
- 금년 1월부터 12/23일까지 중국 2년물 국채금리는 2.82%에서 2.48%로 낮아진 반면 미국 2년물 금리는 0.13%에서 0.71%까지 상승<그림11>
- 지난 2년간 외국인의 對중국 증권투자 잔액이 2배 가량(89.8%) 증가한 상황에서 내외 금리차가 축소되고 환율이 상승할 경우 외국인 투자자금의 유출 압력이 커질 가능성<그림12>
 - 또한 위안화 약세는 국제 원자재 가격 상승으로 인한 중국의 수입 인플레이션 충격을 더욱 가속화하면서 내수를 위축시킬 수 있음

그림11 미중 국채 금리 및 금리 차이(2년물, %)



자료: CEIC, Bloomberg

그림12 외국인의 중국 증권 보유 잔액(10억위안)



자료: CEIC



Korea Center for International Finance

국제금융 INSIGHT

03

칼럼

- 글로벌 대전환 위기와 삼위일체형 대응 전략
김현철 서울대학교 국제대학원 교수겸 국제금융센터 이사회 의장
- 누구나 궁금해하는 올해 금융시장의 4가지 질문
최성락 국제금융센터 자본유출입분석부장



글로벌 대전환 위기와 삼위일체형 대응 전략

김현철 | 서울대학교 국제대학원 교수겸 국제금융센터 이사회 의장

김현철교수는 서울대학교 경영학과를 졸업하고 일본 게이오대학에서 경영학 박사학위를 받았다. 일본 등 글로벌 경제에 대한 이해가 풍부한 대표적인 학자로 대통령 경제보좌관과 신남방정책 특별위원회 위원장을 역임했다. 현재 국제금융센터 이사회 의장을 겸하고 있다.



1. 3대 대전환

국제금융센터는 시시각각 변하는 국제금융의 흐름을 관찰하면서 한국의 여러 기관과 핵심 관계자들에게 그 결과를 신속히 제공해 주는 역할을 한다. 이렇다 보니 매일 시시각각 변하는 국제금융시황을 전달해 주기도 하고 그 속에서의 주요 이슈를 정리하여 신속히 전달해 주기도 한다.

하지만 이 속에서 놓치지 말아야 하는 것이 글로벌 시장에서 일어나고 있는 큰 흐름들이다. 최근에는 이 흐름들이 크게 변화하고 있는데 이것을 대전환이라고 할 수 있을 것이다. 본고에서는 이러한 대전환을 몇가지 살펴보면 우리가 어떻게 대응해야 하는지를 말씀드리고자 한다. 첫번째 대전환은 디지털 대전환이다. 이것은 이전부터 4차 산업혁명의 가장 큰 변화 중의 하나로 일컬어지던 것이었는데 코로나로 더욱 가속화되고 있다. 사회적 거리두기로 외출을 자주 못하게 되니 식사에서 소소한 물품 구입까지 우리는 온라인으로 한다. 국제회의 조차도 연



사를 힘들여 서울로 초빙하는 것이 아니라 줌이나 웨비나를 통하여 손쉽게 개최한다. 이처럼 디지털 대전환은 이제 우리의 일상까지도 바꾸어 버렸을 정도로 우리 가까이에 와 있다. 이렇니 이 대전환을 자연스럽게 받아들이면서 그 속에서 적극적으로 새로운 기회를 찾지 않으면 안되게 되었다.

두번째의 대전환은 그린(Green) 대전환이다. 코로나가 인간의 자연 파괴에서 비롯되었다는 것을 전세계인들이 인식하면서 기후위기에 대한 본격적인 처방들이 제시됨에 따라 발생하고 있는 큰 변화이다. 특히 한국은 그간 '기후약당'으로 불리워질 정도로 손을 놓고 있다가 이번에 선진국 수준을 따라 잡으려고 하다 보니 큰 무리가 따르고 있다. 앞으로 다가올 큰 충격에 어떻게 대응할 것인가가 관건이다. 이 또한 피할 수 없는 것이기에 그 속에서 기회를 찾는 노력을 본격적으로 해야 한다.

세번째 대전환이 미중 패권경쟁이다. 트럼프 행정부 시절부터 본격화되기 시작한 미중 패권 경쟁은 바이든 행정부에 들어와서는 예상과 달리 더욱 강화되고 있다. 중국의 시진핑 정부도 한치의 양보없이 맞대응하고 있기 때문에 양자의 불꽃 튀기는 경쟁의 파열음이 세계 곳곳에 영향을 미치고 있다. 미중 패권경쟁은 디지털 대전환과 그린 대전환을 둘러 싸고도 함께 벌어지고 있기에 이에 대한 심도 깊은 분석과 대응이 필요하다.

2. 미중 패권경쟁의 진전과 영향

미중 패권경쟁은 양국의 밀월관계로부터의 급격한 방향 전환이었기에 글로벌 경제에 엄청난 충격을 주고 있다.

주지하다시피 중국을 글로벌 시장에 적극적으로 편입시킨 것은 미국이었다. 1979년의 미중 수교 후 중국의 개혁 개방을 지원하였고 1991년 소련 붕괴 이후에는 적극적으로 글로벌 분업 체제에 중국을 끌어들이었다.

2001년에는 WTO 가맹을 허용하여 글로벌화의 흐름 속에서 세계의 공장으로서 거듭나게 하였다. 2008년 글로벌 금융위기 때는 일본과 함께 글로벌 자본주의 체제를 뒷받침하는 세계경제의 성장 엔진으로 기능하게 하였다.

하지만 트럼프 정권의 등장으로 미중간의 밀월관계는 깨지기 시작하였다. 트럼프는 미국 백인 중하층의 몰락의 가장 큰 원인으로 중국을 지목하기 시작하였다. 중국으로부터의 수입품에 대량의 관세를 부과하면서 중국경제와 담을 쌓기 시작하였다. 소위 디커플링이 발생하기 시작한 것이다.

이러한 움직임이 세계 경제에 악영향을 미치기 시작하였다. 한국 경제도 한미 FTA 개정과 철강 수출 물량 규제 등으로 타격을 받게 되었고 2019년에는 한국의 경제 성장률 마저 끌어 내리기도 하였다.

바이든 행정부의 탄생을 이러한 흐름을 바꾸어 놓을 것이라고 기대하였지만 이 기대도 무참히 무너졌다. 바이든 행정부는 한발 더 나아가 미중간의 무역 경쟁을 첨단기술 및 산업경쟁으로 확장시켜 버렸다.

이러한 변화는 한국 경제에도 크고 작은 영향을 미치고 있다. 한국의 주력 기업들이 백악관에 불려가서 '올며 겨자 먹기 식'으로 미국 투자를 결정해야 했다. 그 전까지만 해도 투자 순위에서 밀리던 미국이 어느덧 한국의 넘버원 투자 국가가 되었다.

얼마 전, 한국이 치른 요소수 사태도 미중 패권경쟁의 유산이었다. 중국의 요소수 수출규제가 중국의 전력난에 따른 것이었지만 그 이면에는 호주의 친미 반중 노선과 그에 따른 중국의 보복이 있었던 것이다.

미중 패권경쟁은 글로벌 경제에 3가지 큰 변화를 가져다 줄 것이다.

하나는 글로벌 경제가 블록화된다는 점이다. 미국을 중심으로 한 민주주의 경제권이 생겨나고 이에 대항하여 중국 중심의 경제권이 생겨나고 있다. 또한 양 경제권의 블록화에 대응하는 차원에서 신남방 경제권과 유럽 경제권 등이 생겨나고 있다.

블록화 이전의 세계 경제는 자유롭고 열린 공간이었다. 글로벌화의 물결 속에서 기업들은 전 세계로 퍼져나가면서 가장 효율적인 가치사슬을 만들어 나갔다. 미국과 중국 조차도 활발히 교역하며 세계 경제 발전을 리드하였다.

하지만 미중 패권경쟁은 이러한 자유롭고 열린 공간을 분단된 경제권으로 재편하고 있다. 물론 미국과 중국이 그 사이 워낙 상호의존도를 심화시켜 왔기 때문에 완전한 분단과 디커플링은 불가능하겠지만 일부 첨단기술이나 전략산업에 있어서는 디커플링이 일어날 것이다.

두번째 변화는 첨단기술과 전략산업을 둘러싼 경쟁이 더욱 치열해 질 것이라는 점이다. 첨단 기술을 개발하기 위한 연구개발 경쟁이 양국간에 치열해 질 것이고 이를 보호하기 위한 기술 보안과 인력 유출 방지 등이 더욱 강화될 것이다. 전략산업에 대한 보호와 육성도 강화되면서 한국의 반도체와 배터리와 같은 전략산업을 자국에 유치하려는 경쟁 또한 강화될 것이다.

세번째 변화는 미중간의 패권경쟁에서 양국간의 전선이 더욱 다변화되면서 세계 경제의 불확실성도 더욱 증대될 것이라는 점이다. 미국은 첨단기술과 산업뿐만 아니라 노동과 인권, 디지털 통상 등으로 중국을 견제할 것이고 중국은 이에 굴복하지 않고 맞대응할 것이다. 미국은 자국의 힘 만이 아니라 오키나와 쿼드, 민주주의 연합 등 타국의 힘을 빌어 중국을 압박할 것이고 중국도 이에 맞서 대항할 것이다. 이 과정에서 글로벌 공급망 단절과 재편과 같은 불확실성도 더욱 증대될 것이다.

3. 우리의 대응 전략

이러한 변화들에 한국은 어떻게 대응해야 하는가?

하나는 통상정책을 대전환해야 한다. 한국은 지난 30년간 자유롭고 열린 글로벌 시장에서 FTA 등을 통하여 경제영토를 최대한 확장하는 전략을 취해 왔다. 소위 교섭형 통상정책을 취해 왔던 것이다.

하지만 글로벌 경제가 블록화되고 통상이슈가 다변화되면서 이에 맞추어 통상정책도 대전환해야 한다.

둘째로, 블록화되고 있는 글로벌 경제에 발맞추어 우리의 글로벌 공급망도 재편해야 한다. 효율성을 추구하며 전 세계적으로 펼쳐진 공급망을 미중 패권경쟁 구도에 맞추어 재구축해야 한다. 미국은 첨단기술과 전략산업의 공급기지로 활용하고 중국은 일부 제조업 의존도를 축소하면서 소비시장 내지 서비스 시장으로 재편해야 한다.

급속히 성장하고 있는 신남방지역은 중국을 대체하는 새로운 생산기지가 될과 동시에 커지고 있는 소비 시장에도 대응해야 한다. 유럽은 미중 패권경쟁의 새로운 완충지역으로서 그린과 같은 국제규범을 주도하는 지역이기에 협력을 더욱 강화해야 한다.

또한 환경과 디지털, 노동, 인권 등과 같은 새로운 통상협상에 대비해야 한다. 이러한 통상협상은 국내의 이해관계 집단에 따라 상이한 영향을 미치므로 특히 손해를 보게 되는 집단을 중심으로 대화하고 설득하는 노력을 기울여야 한다.

통상정책의 대전환과 더불어 산업정책도 대전환하여야 한다. 글로벌화와 더불어 특정 산업을 지원하고 육성하는 전통적인 산업정책은 터부시 되었었다. 하지만 미중이 전략산업을 집중적으로 보호하고 육성하는 방향으로 선회한 이상, 한국도 전략산업을 집중적으로 보호하고 육성하는 정책을 시행하여야 한다.

반도체와 같은 전통적인 전략산업에 있어서는 여전히 초격차를 유지할 수 있도록 해야 하며 배터리나 바이오와 같은 새로운 전략산업은 더욱 육성하여야 한다.

또한 이러한 전략산업은 글로벌 공급망 재편과도 연계하여야 한다. 글로벌 지역별로 각 전략산업의 최적의 포트폴리오를 만들고 이것을 글로벌 혁신 허브인 국내와 연계시켜야 한다.

마지막으로 대전환해야 할 것은 우리의 컨트롤 타워이다. 새로운 통상정책과 산업정책이 지금은 여러 부처로 흩어져 추진되고 있는데 이것을 제대로 묶는 작업을 해야 한다. 이 컨트롤 타워는 통상과 산업의 취약성이 무엇인지를 총체적으로 점검하여 전략적 안정성을 확보하는 조치들을 취해야 한다. 그리고 우리의 전략적 우위성이 어디에 있는지도 종합적으로 판단하여 이를 극대화할 수 있는 조치들을 취해야 한다.

이웃나라 일본은 경제안보 장관직을 신설하고 내각부 경제안전보장국에 경제반을 신설하여 대응하고 있다. 미중 패권경쟁 속에서 경제를 안보차원으로 격상한 뒤, 전략적으로 대응하고 있는 것이다. 우리도 통상과 산업, 경제안보를 연결하는 삼위일체형 조치를 신속히 취해야 한다.

4. 결어

1980년대와 90년대, 미국과 일본은 지금과 비슷한 패권경쟁을 전개하였다. 이 위기를 전략적으로 활용하며 선진국으로 도약한 국가가 우리나라다. 미일 패권경쟁 속에서 우리의 전자 및 자동차 산업 등은 비약적으로 발전하였다. 또한 이 틈바구니 속에서 중국 시장이 새롭게 열릴 때 이를 전략적으로 활용한 것도 우리나라였다.

30년이 지난 오늘의 시점에 미국과 중국이 패권경쟁을 반복하고 있다. 우리는 이 위기를 다시 한번 도약할 수 있는 기회로 활용해야 한다. 첨단기술과 전략산업을 보호하고 육성하며 기술과 산업을 한단계 더 도약시켜야 한다. 또한 새로운 통상정책을 수립하여 글로벌 공급망을 새롭게 재편해야 한다. 새롭게 성장하고 있는 신남방지역을 전략적으로 활용해야 하고 유럽을 거점으로 동유럽과 중동, 아프리카로 뻗어나가야 한다. 그리고 이러한 것들을 경제안보 차원으로 격상시켜서 대응해야 한다.

위기에 강한 나라 대한민국, 대전환의 위기를 새로운 통상과 산업적 대응, 경제안보적 대응으로 돌파해야 한다.

누구나 궁금해하는 올해 금융시장의 4가지 질문

최성락 | 자본유출입분석부장

새해가 되면 금융시장 참가자들은 바빠진다. 올해 시장에서 일어날 일들을 예상해 봐야 하기 때문이다. 물론 금융시장 내 어느 위치에 있느냐에 따라 관심사는 다를 수 있다. 투자자라면 밸류에이션 부담이 높아진 현 상황에서 어디에 투자하는 것이 최선인지 고민할 것이다. 금융회사들은 영업 및 규제 환경이 어떻게 변화할 것인지, 어떤 상품으로 고객의 자금을 유치할 것인지에 관심이 있을 것이다. 정책당국이라면 팬데믹 이후 심화된 금융불균형을 완화하고 금융시장의 건전성을 향상시키는 최적의 정책 조합이 무엇인지 고심하고 있을 듯 하다.

전망이라는 것이 항상 맞을 수는 없지만 그래도 새해가 되면 여기저기서 예상들이 쏟아진다. 이 글은 금융시장 분석 기관, 투자은행, 자산운용사, 주요 언론 등에서 제시한 2022년 금융시장 전망들 가운데 일부를 질문으로 정리한 것이다. 사족을 미리 달자면, 세계 경제와 국제금융시장의 모든 이슈들을 아우르는 것은 아니며, 시장참가자 중 한 명으로서 세간의 화두가 되겠다 싶은 이슈들을 임의로 정한 것임을 밝힌다.



1. 인플레이션이 일시적 현상이 아니라면?

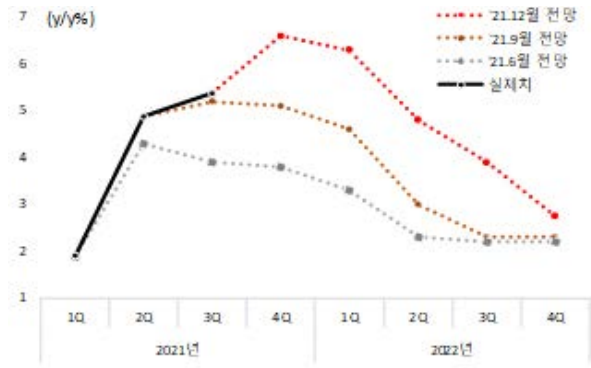
작년 2분기 들어 물가상승률이 빠르게 올라갔지만 당시만 해도 인플레이션이 오랜 기간 지속될 것이라는 의견은 소수였다. 전세계에서 물가를 가장 잘 볼 것으로 기대되는 연준이 인플레이션은 '일시적transitory'이라고 평가한 것도 그 이유겠지만, 당시의 높은 물가상승률은 비교 기준이 되는 2020년 2분기 물가가 코로나 충격으로 급락한 데 따른 기저효과 영향이 커 보였기 때문이다. 하지만 경제개방에 따른 이연 수요와 글로벌 공급망 훼손 등 수요와 공급 양쪽에서 기인한 인플레이션 압력은 생각보다 컸고, 이에 따라 기저효과가 감소한 하반기 이후에도 물가상승률은 계속 오름세를 보이게 되었다. 시장이 예상하는 물가상승률 정점 시기는 2분기에서 3분기로, 3분기에서 다시 4분기로 늦춰졌다(그림1). 급기야 연준도 12월 FOMC에서 그 동안 써왔던 '일시적transitory'이라는 표현을 포기하고 테이퍼링 가속화에 나서게 된다.

현재 시점에서 시장의 인플레이션 전망은 팬데믹 이후 가장 매파적이지만 앞으로의 물가 향방에 있어서는 여전히 낙관적이다. 블룸버그 서베이에 따르면, 시장참가자들은 미국 소비자물가 상승률이 작년 4분기 또는 금년 1분기에 정점을 찍고 하향세를 보일 것으로 예상하고 있다. 다행히도 이번에는 인플레이션 상승의 주범 중 하나인 공급망 차질이 해소되고 있다는 일부 신호가 있다. <그림2>는 뉴욕 연에서 최근 개발한 '글로벌공급망압력지수GSCPI(Global Supply Chain Pressure Index)'를 보여주고 있다. GSCPI는 글로벌 해상·항공 운임과 주요국 PMI의 세부지표인 배송delivery, 수주잔고backlog, 재고inventory 등을 종합하여 만든 월간 지수이다. 동 지수는 작년 11월에 4.37을 기록하며 최근 10년간 가장 높은 수치를 보이고 있는데, 이는 글로벌 공급망 압력이 장기 평균치의 4.37 표준편차만큼 크다는 의미이다. 아직 12월 수치가 집계되지 않았지만 최근 발틱건화물운임지수BDI나 ISM 제조업 배송지수 supplier delivery 등 GSCPI를 구성하는 세부 지표들이 하락하고 있어 공급망 차질이 정점을 지나고 있다는 희망을 주고 있다.

이와는 반대로 인플레이션 위험이 여전히 크다는 신호도 있다. 국제 원자재가격은 작년 11월 하락 전환하는 듯 했으나 12월 들어 다시 상승세로 돌아섰다. 오미크론도 변수이다. 오미크론의 중증 위험이 낮아 전면적 경제봉쇄는 피할 수 있다 하더라도 공급망 측면에서는 현재의 노동공급 부족을 심화시킬 수 있다. 실제로 12월 미국·중국 등 주요국 항공사들은 확진된 승무원들이 대거 격리에 들어가면서 수천 편의 운항을 취소하였고, 중국은 특유의 '제로 코로나' 정책으로 주요 국제 항만의 방역을 강화하면서 역내 물류비용을 상승시키고 있다.

간과하지 말아야 할 것은 시장의 컨센서스대로 작년 4분기 또는 금년 1분기에 인플레이션이 정점을 지난다 하더라도 만사가 해결되지는 않는다는 것이다. 정점을 지난 후 인플레이션율이 어느 수준이 될지가 중요하다. 블룸버그 서베이에 따르면 금년말 미국 소비자물가 상승률은 3%를 하회할 것으로 예상되지만, 시장의 컨센서스는 작년에도 그러했듯 앞으로 전개될 공급·수요의 향방에 따라 가변적일 수 밖에 없다. 실제로 골드만삭스는 4% 이상의 인플레이션율이 내년까지 이어질 것으로 예상했고, 세계 최대 자산운용사 블랙록은 높은 인플레이션 상황이 수년간 지속될 가능성을 제기하고 있다.

그림1 미국 소비자물가(CPI) 전망치 변화



자료: Bloomberg 서베이

그림2 뉴욕 연준의 글로벌금융망압력지수(GSCPI)



자료: New York Fed, Bloomberg

정점을 지난 후에도 인플레이션 압력이 높게 나타날 경우 연준의 통화정책 긴축 강화는 불가피하다. 이는 주식과 채권 모두에 부담으로 작용하지만, 낮은 실질금리는 주식보다 채권에 더 불리하게 작용할 것이다.

2. Easy money의 퇴조, 얼마나 걱정해야 하나?

올해 미국의 금리인상은 거의 기정사실이다. 당초 금년 2분기가 첫 금리인상 시기로 예상되었지만 12월 FOMC 의사록 발표 이후 3월 인상 가능성이 높아졌다. 연내 자산규모 축소를 시작할 가능성도 높아졌다. 과거 사례를 보면 2008년 금융위기 이후로 미국 주가는 양적완화 종료, 테이퍼링, 금리인상 등 통화정책 긴축 움직임이 있을 때마다 5~15% 가량의 조정을 겪었다. 이는 통화정책 완화 기간 중 연준의 최종대부자last resort 역할에 대한 기대로 시장참가자들의 리스크 선호가 강화되면서 자산가격이 상승하고, 긴축 움직임이 부상하면 리스크 선호가 다시 완화되면서 자산가격의 재평가가 나타나기 때문이다.

올해는 연준의 금리인상에 대해 금융시장이 어떤 반응을 보일까? 금리인상에 대한 시장의 민감도는 성장 및 인플레이션 방향, 이에 따른 통화정책 기조, 그리고 이 모든 것에 대한 기대가 현재 시장가격에 반영된 정도, 투자자들의 리스크 태도와 포지션 등 어느 하나 확실한 것 없는 변수들에 좌우되기 때문에 자신 있게 말하기란 어렵다. 다만, 금년의 경우 지난 10여년간의 양적완화 종료, 테이퍼링, 금리인상 등과 다른 부분이 있다.

하나의 연준과 시장과의 커뮤니케이션이 이전보다 나아졌다는 것이다. 2008년 금융위기 이후 연준은 포워드 가이던스, 점도표 등으로 커뮤니케이션 통로를 확대해 왔고, 지금에 이르러서는 적어도 현재 시점에서 연준이 예상하는 통화정책 방향은 시장과 공유되고 있다. 물론 작년 인플레이션에 대한 연준의 오판처럼 연준의 예상이 틀릴 수도 있음은 감안해야 한다.

이와 달리 과거보다 부정적인 측면도 있다. 자산가격 밸류에이션, 부채 레버리지 등을 포괄하는 금융불균형이 팬데믹 이후 급격히 심화되면서 금융시스템의 잠재 리스크로 떠올랐다. 주요국의 주택가격 상승률은 2008년 금융위기 이후 최고 수준이며, 특히 미국은 주택 버블 정

점이었던 2005년 수준에 근접하고 있다(그림3). 비금융부문(정부+가계+기업)의 부채(GDP 대비) 역시 팬데믹 이후 큰 폭으로 증가하면서 금리상승에 취약한 상황이 되었다(그림4).

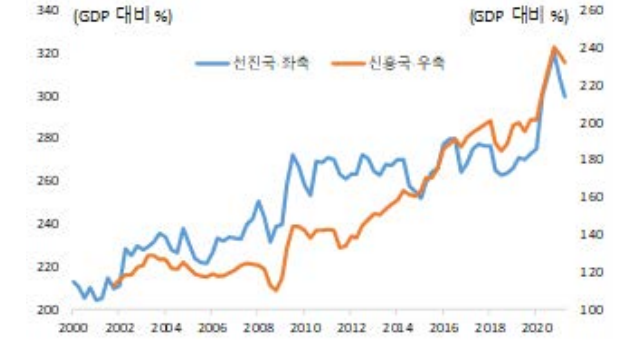
지난 2년 동안 중앙은행이 금융시장 변동성을 억제하는 역할을 했다면 올해의 중앙은행은 변동성을 촉발하는 원천이 될 가능성이 높다. 보다 정확하게 얘기하자면, 팬데믹 이후 심화된 금융불균형이 통화정책 정상화를 계기로 완화된다는 과정에서 시장 불안이 커질 수 있다.

그림3 주요국 주택가격 상승률



자료: BIS

그림4 글로벌 비금융부문 부채(GDP 대비)



자료: BIS

3. 미국 주식은 계속 오를까?

미국 주식시장은 팬데믹 이후 글로벌 주식시장의 상승세를 주도했다. 최근 2년간 S&P500 지수는 45% 상승했고, 같은 기간 동안 외국인들은 1,06조달러 상당의 미국 주식을 매수했다¹⁾ (그림5). 2004년 이후 연속된 2개년간 외국인의 미국 주식 순매수가 1조달러를 넘은 적은 2020~21년이 처음이다. 이전 최대치는 2006~7년 0.42조달러이며, 2004년 이후 평균치는 0.24조달러에 불과하다. 즉 2020~21년 외국인의 미국 주식 순매수 규모는 이전 최대치의 2배 이상이며, 평균치의 5배에 달한다.

미국 주식이 전반적으로 상승세를 보였지만 속을 살펴보면 극소수 대형주의 견인력이 두드러졌다. 최근 2년간 개별 종목의 상승률이 S&P500 지수의 상승률에 얼마나 기여했는지 조사해본 결과, 애플(시총 1위), 마이크로소프트(2위), 아마존(4위), NVIDIA(7위), 알파벳(구글, 3위), 메타(페이스북, 6위), 테슬라(5위) 등 시총 상위 7개 종목이 S&P500 상승폭의 44%를 기여한 것으로 나타났다. 이들은 모두 4차 산업혁명 등 미래 산업을 지향하는 회사들이며 당장의 실적보다 수년 또는 수십년 후의 현금흐름을 기대하고 투자하는 성장주의 성격을 지니고 있다.

이들이 지향하는 산업이 미래 글로벌 경제의 성장동력이 될 것이라고 전제한다면, 장기적으로 미국 주식의 전망은 밝다고 할 수 있다. 특히 미국은 여타 나라보다 미래 산업을 표방하는

¹⁾ 국제수지 통계를 이용하였으며 2021년은 3분기까지의 수치를 연환산하였다. 주식과 뮤추얼펀드의 합산 수치이다.

성장기업이 많고 벤처캐피탈 등 신생 혁신기업이 성장할 수 있는 금융 인프라도 가장 발달한 나라이다. 일례로 블랙록에서 운용하는 '글로벌 차세대 기술주 펀드Blackrock Global Fund-Next Generation Fund'에서 미국 기업이 차지하는 비중은 시총 기준으로 65%에 달한다(그림6).

다만, 올해 미국 주식의 전망은 마냥 긍정적이지만은 않다. 특히 최근 주가 상승을 주도했던 성장주들은 밸류에이션 부담과 금리상승이라는 두 가지 역풍을 맞이하고 있다. 미국 주가는 2000년 닷컴버블 이후 가장 높은 밸류에이션을 보이고 있고, 금리상승은 먼 미래의 현금흐름을 주가에 반영한 성장주long equity duration에 특히 불리하게 작용한다.

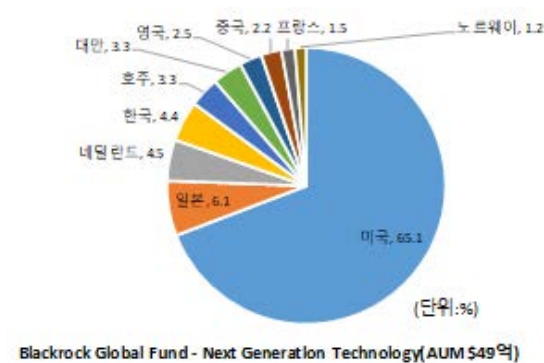
현재 시장에서는 올해 S&P500 지수가 5~10% 정도 상승할 것이라는 전망이 우세하다. 물론 모건스탠리나 BOA메릴린치처럼 소폭 하락을 주장하는 IB도 있다. 그동안 덜 올랐던 가치주나 유럽 주식 등으로 시선을 돌릴 것을 권하는 시각도 있다. 어느 전망이 맞을 지는 가늠해야 알겠지만, 작년보다 주식 선정stock picking이 중요해진 시기라는 것은 분명해 보인다.

그림5 외국인 미국 주식 순매수



주: 2021년은 3분기까지 수치를 연환산. 자료: 미국 국제수지

그림6 차세대 산업 기업의 국가별 비중



자료: Blackrock

4. 가상자산 생태계의 미래는?

Web3.0, De-Fi, NFT, 스테이블코인...

만약 이런 용어를 들어봤다면 또는 대략적이라도 어떤 개념인지 알고 있다면 적어도 시류를 따라가는 사람으로 자부해도 좋다. 그러나 해당 개념을 기술적 측면까지 포함하여 정확히 이해하는 사람이 금융시장 참가자 중 다수일 것 같지는 않다. 비트코인이 대중적으로 널리 알려진 2017년 즈음부터 가상자산 생태계는 너무나 빨리 진화하고 있고 이제는 관련 이슈를 따라 잡는 것도 벅찬 상황이다.

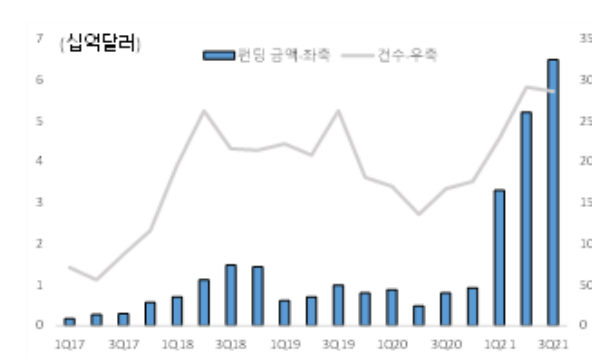
전통적 금융시장에 서식하는 사람들에게 가상자산의 세계는 낯설다. 용어도 생경할 뿐더러 기술적 부분으로 들어가면 관련 전문지식이 없이는 이해조차 쉽지 않다. 현존하는 중앙은행 시스템과 국제통화체계에 익숙한 사람들에게 비트코인이 법정 화폐를 대체할 것이라는 말은 너무 먼 또는 일어나지 않을 법한 이야기로 들린다. 그러나 당신이 가상자산의 미래를 믿

든 안 믿는 간에 이 생태계는 금융시장의 일부를 차지했고 그 중요성이 커지고 있다. 전세계 가장자산 시총은 3조달러에 근접하고 있고, '대체불가능토큰'이라 부르는 NFT 거래규모는 2020년 1분기 0.2억달러에서 2021년 3분기 59억달러로 294배 증가했다. '탈중앙화금융'을 일컫는 De-Fi는 예치자산이 2020년초 6억달러에서 2021년 11월 2천억달러로 늘어났다.

전통적 투자자의 가상자산 생태계에 대한 투자도 뜨겁다. 블록체인 기업에 대한 벤처캐피탈 투자는 2021년 3분기까지 150억달러를 기록하면서 2020년 연간 투자규모 대비 380% 늘어났다. 가상자산에 전문적으로 투자하는 헤지펀드의 운용자산은 2020년말 38억달러를 기록하면서 직전 해에 비해 2배 증가했으며, 가상자산 및 블록체인 테마를 표방하는 공모펀드 및 ETF의 자산규모는 800억달러 이상으로 파악된다.

가상자산이 금융시스템의 일부가 되면서 정책당국의 고민도 커졌을 것이다. 기업들의 가상자산 사업 진출이 늘어나고, 금융시장 내 가상자산을 기반으로 한 전통적 금융상품도 증가하고 있다. 아직까지 비트코인 등의 간헐적 하락이 전통적 자산가격에까지 영향을 미치지는 않고 있지만, 가상자산 생태계의 빠른 진화와 제한된 정보접근성은 금융시스템의 잠재 위험으로 자리잡게 될 공산이 크다. 올해 가상자산의 향방은 투자자는 물론 정책당국에도 도전이 될 것이다.

그림7 블록체인 기업에 대한 벤처캐피탈 펀딩 추이



주: Bloomberg

그림8 De-Fi 예치자산(TVL) 추이



자료: DeFiLlama, 이더리움 네트워크 기반



Korea Center for International Finance

국제금융 INSIGHT

04

주요지표



주요 국제 금융 지표

국제금융시장	'21.12월	'21.1월	2월	3월	4월	5월		6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
미국 Dow Jones (p)	30,606.5	29,982.6	30,932.4	32,981.6	33,874.9	34,529.5		34,502.5	34,935.5	35,360.7	33,843.9	35,819.6	34,483.7	36,338.3
독일 DAX	13,718.8	13,432.9	13,786.3	15,008.3	15,135.9	15,421.1		15,531.0	15,544.4	15,835.1	15,260.7	15,688.8	15,100.1	15,884.9
영국 FTSE	6,460.5	6,407.5	6,483.4	6,713.6	6,969.8	7,022.6		7,037.5	7,032.3	7,119.7	7,086.4	7,237.6	7,059.5	7,384.5
일본 Nikkei	27,444.2	27,663.4	28,966.0	29,178.8	28,812.6	28,860.1		28,791.5	27,283.6	28,089.5	29,452.7	28,892.7	27,821.8	28,791.7
MSCI 아시아	1,125.1	1,177.2	1,189.8	1,162.0	1,181.4	1,187.5		1,195.5	1,101.1	1,123.8	1,084.6	1,095.2	1,059.5	1,070.1
MSCI 신흥유럽	6,003.6	5,917.3	5,964.0	6,224.3	6,249.8	6,646.6		6,798.1	6,740.0	7,040.8	7,265.3	7,423.3	6,996.2	6,934.7
MSCI 라틴	99,884.7	96,722.1	95,574.2	99,585.0	99,926.4	105,122.9		104,546.1	102,030.5	102,223.2	95,044.8	91,760.2	90,106.2	92,303.0
미국 국채 10년 (%)	0.91	1.07	1.40	1.74	1.63	1.59		1.47	1.22	1.31	1.49	1.55	1.44	1.51
독일 국채 10년	-0.57	-0.52	-0.26	-0.29	-0.20	-0.19		-0.21	-0.46	-0.38	-0.20	-0.11	-0.35	-0.18
영국 국채 10년	0.20	0.33	0.82	0.85	0.84	0.80		0.72	0.57	0.71	1.02	1.03	0.81	0.97
일본 국채 10년	0.02	0.05	0.16	0.10	0.10	0.09		0.06	0.02	0.03	0.07	0.10	0.06	0.07
미국 장단기 금리차 (10y-3m)	0.85	1.02	1.37	1.73	1.62	1.59		1.43	1.18	1.27	1.45	1.50	1.40	1.48
미국 국채금리 변동성 (MOVE)	48.98	47.41	75.66	71.27	58.13	52.04		57.27	68.23	67.70	60.70	77.15	55.71	53.22
Break Even Rate (5년)	1.97	2.22	2.42	2.60	2.59	2.60		2.50	2.62	2.51	2.53	2.93	2.81	2.91
미국 국채 CDS (5년, bp)	14.2	12.1	11.4	11.4	10.2	9.5		9.3	9.3	10.0	16.2	14.5	16.3	13.0
서유럽 국채 CDS (iTraxx Sovx)	8.6	8.2	6.8	5.5	6.0	5.7		5.0	5.1	5.1	4.3	4.7	4.7	4.5
일본 국채 CDS (5년, bp)	15.1	14.9	15.0	16.6	17.1	16.9		17.0	17.0	17.1	18.5	18.5	17.8	16.9
미국 회사채 CDS (CDX)	50.4	56.1	55.9	54.0	50.5	50.7		47.8	49.7	46.3	53.3	52.3	57.8	49.4
유럽 회사채 CDS (iTraxx)	48.0	52.1	50.9	52.0	50.0	49.9		46.8	46.7	44.9	50.2	50.7	57.8	47.6
신흥국 채권 가산금리 (EMBI+)	338.4	348.6	365.4	369.6	360.0	351.0		356.1	368.1	349.8	373.1	380.7	414.4	386.1
미국 Libor (3개월, %)	0.24	0.20	0.19	0.20	0.18	0.13		0.15	0.12	0.12	0.13	0.13	0.17	0.21
Libor-OIS 스프레드 (bp)	15.9	14.0	11.0	13.3	9.4	5.4		5.2	2.9	4.3	5.4	5.4	8.9	9.0
Euribor (3개월)	-0.55	-0.55	-0.53	-0.54	-0.54	-0.54		-0.54	-0.54	-0.55	-0.55	-0.55	-0.57	-0.57
Euribor-OIS 스프레드	-7.50	-6.15	-4.80	-6.00	-4.92	-6.03		-6.02	-6.07	-6.17	-5.97	-7.00	-7.30	-8.50
달러 인덱스	89.9	90.6	90.9	93.2	91.3	89.8		92.4	92.2	92.6	94.2	94.1	96.0	95.7
유로/달러 환율	1.22	1.21	1.21	1.17	1.20	1.22		1.19	1.19	1.18	1.16	1.16	1.13	1.14
파운드/달러 환율	1.37	1.37	1.39	1.38	1.38	1.42		1.38	1.39	1.38	1.35	1.37	1.33	1.35
달러/엔 환율	103.3	104.7	106.6	110.7	109.3	109.6		111.1	109.7	110.0	111.3	114.0	113.2	115.1
달러/위안 환율	6.53	6.43	6.47	6.55	6.47	6.37		6.46	6.46	6.46	6.44	6.41	6.36	6.36
유로/달러 내재변동성 (3개월, %)	6.6	6.0	6.6	6.0	5.5	5.8		5.7	5.4	5.3	5.2	5.3	6.5	5.4
달러/엔 내재변동성 (3개월)	6.5	5.8	7.0	6.4	5.9	5.8		5.7	5.6	5.5	5.9	6.5	7.7	5.9
신흥국 환율변동성 (JPM)	10.7	10.4	10.7	11.0	9.5	9.1		8.6	8.6	8.5	8.8	9.1	10.8	11.3
미국 투자심리 (VIX, p)	22.8	33.1	28.0	19.4	18.6	16.8		15.8	18.2	16.5	23.1	16.3	27.2	17.2
유럽 투자심리 (V2X)	23.4	29.0	26.9	18.0	20.6	19.1		18.2	20.9	18.8	23.2	17.6	30.1	19.3
신흥국 투자심리 (VXEEM)	24.7	29.8	29.6	22.7	20.6	18.6		18.8	26.0	19.6	28.9	20.2	28.8	19.3
금 (\$/OZ)	1,898.4	1,847.7	1,734.0	1,707.7	1,769.1	1,906.9		1,770.1	1,814.2	1,813.6	1,757.0	1,783.4	1,774.5	1,829.2

주: 기말 기준

주요 국내 금융 지표

국제금융시장	'21.12월	'21.1월	2월	3월	4월	5월		6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
KOSPI 지수 (p)	2,873.5	2,976.2	3,013.0	3,061.4	3,147.9	3,203.9		3,296.7	3,202.3	3,199.3	3,068.8	2,970.7	2,839.0	2,977.7
외국인 국내주식 순매수 (조원)	-2.71	-4.69	-2.25	-0.58	0.39	-8.46		-0.10	-5.04	-6.30	0.83	-4.36	1.88	2.80
외국인 보유 비중 (%)	32.0	32.4	32.6	31.8	31.5	30.8		30.6	30.2	28.9	28.9	28.7	29.1	29.5
콜 금리 (%)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50		0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	1.00	1.00
CD 91일	0.66	0.70	0.74	0.75	0.73	0.66		0.68	0.70	0.92	1.04	1.12	1.26	1.29
통안채 3개월	0.56	0.51	0.49	0.50	0.48	0.47		0.63	0.62	0.76	0.77	0.88	1.02	1.00
국고채 3년	0.97	0.97	1.02	1.13	1.14	1.23		1.45	1.42	1.40	1.59	2.11	1.79	1.80
회사채 3년 AA-	1.38	1.30	1.34	1.51	1.52	1.63		1.80	1.83	1.82	2.03	2.59	2.35	2.41
회사채AA- - 국고채 (3년, bp)	41	32	32	39	38	40		35	42	42	44	48	57	62
외국인 국내채권 순투자 (조원)	-0.21	1.30	9.58	9.67	3.19	5.32		9.75	7.30	0.77	6.34	1.79	3.13	5.74
원/달러 환율	1,086.3	1,118.8	1,123.5	1,131.8	1,112.3	1,110.9		1,126.1	1,150.3	1,159.5	1,184.0	1,168.6	1,187.9	1,188.8
원/유로 환율	1,332.8	1,355.7	1,366.0	1,325.7	1,347.7	1,356.1		1,341.2	1,365.7	1,371.7	1,375.1	1,363.8	1,344.6	1,346.3
원/엔 환율	1,051.3	1,068.0	1,055.5	1,019.2	1,021.6	1,012.3		1,016.8	1,049.7	1,053.6	1,064.5	1,030.0	1,045.4	1,033.0
원/달러 내재변동성 (3개월, %)	8.0	7.7	8.1	7.9	7.1	7.3		6.5	6.8	6.9	7.3	7.2	7.7	6.9
CDS premium (bp)	22	25	23	22	20	19		18	18	18	19	19	20	19
재정거래유인 (3M)	0.36	0.40	0.41	0.30	0.32	0.43		0.36	-0.02	0.26	0.15	0.01	0.43	0.12
IRS 금리 1년 (%)	0.73	0.78	0.82	0.86	0.81	0.88		1.03	1.12	1.18	1.37	1.72	1.52	1.58
CRS 금리 1년 (%)	0.24	0.13	0.05	0.21	0.19	0.18		0.43	0.60	0.56	0.65	1.05	0.82	1.00

주: 기말 기준, 외국인 국내증권 순매수/순투자자는 기간중 합계, 외국인 국내채권 순투자자는 금감원 자료

글로벌 신용평가

2021-12-30

Sovereign
신용등급

S&P	터키 B+(S) → B+(N)
Moody's	
Fitch	이탈리아 BBB-(S) → BBB(S), 터키 BB-(S) → BB-(N), 남아공 BB-(N) →BB-(S)

주요국 장기 외화채 신용등급 현황

분류	발행자	Moody's		S&P		Fitch	
		장기 외화채	Country Ceiling	장기 외화채	T&C	장기 외화채	Country Ceiling
북미	미국	Aaa	Aaa	AA+	AAA	AAA	AAA
	캐나다	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AA+	AAA
중미	멕시코	Baa1	Aa3	BBB	A	BBB-	BBB+
남미	브라질	Ba2	Baa2	BB-	BB+	BB-	BB
	칠레	A1	Aaa	A	AA	A-	A+
EU	독일	Aaa	Aaa	AAA	AAA*	AAA	AAA
	프랑스	Aa2	Aaa	AA	AAA*	AA	AAA
	이탈리아	Baa3	Aa3	BBB	AAA*	BBB	AA-
	스페인	Baa1	Aa1	A	AAA*	A-	AAA
	포르투갈	Baa2	Aa2	BBB	AAA*	BBB	AA
	핀란드	Aa1	Aaa	AA+	AAA*	AA+	AAA
	스웨덴	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AAA	AAA
	그리스	Ba3	A3	BB	AAA	BB	BBB+
	헝가리	Baa2	A1	BBB	A-	BBB	A
	폴란드	A2	Aa1	A-	A+	A-	AA-
	터키	B2	B2	B+	BB-	BB-	BB-
EU탈퇴신청국	영국	Aa3	Aaa	AA	AAA	AA-	AAA
기타	러시아	Baa3	Baa2	BBB-	BBB	BBB	BBB
동북아	대한민국	Aa2	Aaa	AA	AAA	AA-	AA+
	중국	A1	Aa1	A+	A+	A+	A+
	일본	A1	Aaa	A+	AA+	A	AAA
	홍콩	Aa3	Aaa	AA+	AAA	AA-	AAA
동남아	싱가포르	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AAA	AAA
	말레이시아	A3	Aa2	A-	A+	BBB+	A
	인도네시아	Baa2	A3	BBB	BBB+	BBB	BBB
	베트남	Ba3	Ba2	BB	BB	BB	BB
인도 및 중양아시아	인도	Baa3	A3	BBB-	BBB+	BBB-	BBB-
오세아니아	호주	Aaa	Aaa	AAA	AAA	AAA	AAA
중동	이스라엘	A1	Aaa	AA-	AA+	A+	AA
	사우디아라비아	A1	Aa2	A-	A	A	A+
아프리카	남아공	Ba2	Baa2	BB-	BB+	BB-	BB

한국계
신용등급

2021-12-30

S&P	-
Moody's	-
Fitch	-

* N: Negative S: Stable P: Positive (*+/-) Watch List

한국계 장기외화신용등급 현황

분류	발행자	Moody's	S&P	Fitch
정부	외평채	Aa2(S)	AA(S)	AA-(S)
지자체	서울시	-	AA(S)	-
금융공기업 및 국책은행	한국주택금융공사	Aa2(S)	AA(S)	AA-(S)
	산업은행	Aa2(S)	AA(S)	AA-(S)
	기업은행	Aa2(S)	AA-(S)	AA-(S)
	수출입은행	Aa2(S)	AA(S)	AA-(S)
시중은행 및 지방은행	국민은행	Aa3(S)	A+(S)	A-(S)
	신한은행	Aa3(S)	A+(S)	A-(S)
	농협은행	A1(P)	A+(S)	A-(S)
	수협은행	A2(S)	A(S)	-
	우리은행	A1(S)	A+(S)	A-(S)
	부산은행	A2(S)	A-(S)	-
	대구은행	A2(S)	A-(S)	-
	전북은행	A3(P)	-	-
	광주은행	A3(P)	-	-
	제주은행	A2(S)	-	-
	경남은행	A2(S)	-	-
	KEB 하나은행	A1(S)	A+(S)	A(S)
	한국도로공사	Aa2(S)	AA(S)	-
	한국전력공사(KEPCO)	Aa2(S)	AA(S)	AA-(S)
공기업	한국수력원자력발전	Aa2(S)	AA(S)	AA-(S)
	한국서부발전	Aa2(S)	AA(S)	-
	한국남부발전	Aa2(S)	-	AA-(S)
	한국중부발전	Aa2(S)	AA(S)	-
	한국동서발전	Aa2(S)	AA(S)	-
	한국남동발전	Aa2(S)	AA(S)	AA-(S)
	한국토지주택공사	Aa2(S)	AA(S)	AA-(S)
	한국가스공사	Aa2(S)	AA(S)	AA-(S)
	한국석유공사	Aa2(S)	AA(S)	AA-(S)
	한국철도공사	Aa2(S)	-	AA-(S)
	인천국제공항공사	Aa2(S)	AA(S)	-
기업	삼성전자	Aa3(S)	AA-(S)	AA-(S)
	KT	A3(S)	A-(S)	A(S)
	POSCO	Baa1(S)	BBB+(P)	-
	LG 전자	Baa2(N)	BBB(P)	BBB(S)
	SK 하이닉스	Baa2(N)	BBB-(S)	-
	GS-Caltex Oil	Baa1(S)	BBB(S)	-
	SK 이노베이션	Baa3(N)	BBB-(N)	-
	SK 텔레콤	A3(S)	A-(S)	A-(S)
	현대자동차	Baa1(S)	BBB+(S)	BBB+(S)
	LG 화학	Baa1(P)	BBB+(S)	-
	미래에셋대우증권	Baa2(S)	BBB(S)	-
	한국투자증권	Baa2(S)	BBB(S)	-
	한국타이어	Baa2(S)	BBB(S)	-
	두산 밥캣	Ba3(S)	BB(N)	-
	매그나칩	B1(S)	B+(S)	-
	삼성 SDS	A1(S)	-	-
	NAVER	A3(S)	A-(S)	-

* 장기외화채, 발행자 등급, 선순위채 기준, ()안은 중장기전망, NR: 발표없음, Bold체는 rating 변화
** 한국씨티, 대구,전북은행 Moody's 신용등급은 Foreign LT bank deposits 기준으로 표기

주요 글로벌 경제 지표

해외 경제	'21.12월	'21.1월	2월	3월	4월	5월		6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
경기선행지수 (전기비, %, p)														
미국 Conf. Board (%)	0.4	0.5	0.0	1.3	1.4	1.3		0.7	0.9	0.8	0.3	0.9	1.1	
독일 IFO	94.0	92.3	95.3	100.1	98.7	102.1		103.3	101.1	98.1	97.5	95.5	94.2	92.6
프랑스 INSEE	-2.5	-6.8	-6.5	5.3	2.2	16.9		25.3	19.8	16.2	22.1	20.8	19.5	21.0
이탈리아 ISAE	97.4	96.8	100.8	102.7	106.5	110.6		114.4	115.2	113.3	113.2	115.0	115.9	115.2
중국 OECD	101.2	101.4	101.4	101.4	101.3	101.2		101.0	100.9	100.8	100.6	100.5	100.4	
일본 내각부	97.3	98.0	98.9	102.2	103.5	102.5		104.1	103.8	101.2	100.2	101.5		
OECD-전체	99.1	99.4	99.7	100.1	100.4	100.6		100.8	100.9	100.9	100.8	100.8	100.7	
GS World CAI	5.5	2.4	2.2	9.7	5.7	2.5		6.5	4.5	1.5	4.8	5.2	5.6	
구매자관리지수 (p)														
미국 제조업 ISM	60.5	58.7	60.8	64.7	60.7	61.2		60.6	59.5	59.9	61.1	60.8	61.1	
비제조업	57.7	58.7	55.3	63.7	62.7	64.0		60.1	64.1	61.7	61.9	66.7	69.1	
유로존 제조업 PMI	55.2	54.8	57.9	62.5	62.9	63.1		63.4	62.8	61.4	58.6	58.3	58.4	58.0
서비스업	46.4	45.4	45.7	49.6	50.5	55.2		58.3	59.8	59.0	56.4	54.6	55.9	53.3
중국 제조업 PMI	51.9	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0		50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3
비제조업	55.7	52.4	51.4	56.3	54.9	55.2		53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7
정책불확실성지수														
Global	294.8	276.2	212.5	212.8	196.8	187.7		176.5	203.9	213.4	202.6	192.3	222.5	
미국	326.6	261.3	187.5	166.8	141.3	172.1		149.1	182.2	157.2	171.3	137.0	163.7	
유로존	209.0	231.4	185.3	217.5	179.7	141.4		152.6	197.4	187.2	206.7	195.6	207.0	
중국	606.5	665.3	565.4	493.9	488.2	492.7		413.1	505.6	592.8	356.1	452.2	548.4	
일본	98.9	107.5	101.2	87.3	93.9	76.8		83.3	89.3	79.4	107.9	130.1		
기타 관심 지표														
미국														
산업생산 (전기비)	1.2	1.1	-3.0	2.9	0.1	0.7		0.6	0.8	-0.1	-1.0	1.7	0.5	
소매매출 (")	-1.0	7.6	-2.9	11.3	0.9	-1.4		0.9	-1.6	1.2	0.7	1.8	0.3	
내구재주문 (")	1.5	2.4	1.3	1.3	-0.7	3.2		0.8	0.5	1.3	-0.4	0.1	2.5	
취업자 증감 (천명)	-306	233	536	785	269	614		962	1,091	483	379	546	210	
신규실업 청구건수 (")	823	849	805	722	598	429		394	393	356	341	294	240	199
주택가격 (SPCS20, 전기비)	1.3	1.3	1.3	1.7	1.8	1.8		1.8	1.5	1.1	1.0	0.9		
시간당 평균임금(전년비)	5.5	5.2	5.2	4.3	0.3	1.9		3.7	4.0	4.1	4.5	4.8	4.8	
소비자심리지수(미시간)	80.7	79.0	76.8	84.9	88.3	82.9		85.5	81.2	70.3	72.8	71.7	67.4	70.6

해외 경제	'21.12월	'21.1월	2월	3월	4월	5월		6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
중국														
산업생산 (전년비)	7.3	35.1		14.1	9.8	8.8		8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	
수출 (°)	18.1	60.6		30.5	32.2	27.8		32.1	19.3	25.6	28.1	27.1	22.0	
주택판매면적증가율(yoy)	2.6	104.9		63.8	48.1	36.3		27.7	21.5	15.9	11.3	7.3	4.8	
중국 국채 CDS	28.7	30.2	29.6	32.7	37.4	37.9		36.3	38.0	36.6	38.2	49.4	50.8	44.8
역내외 환율차(역내-역외)	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00	-0.01		0.00	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.00
주가변동성	22.8	29.0	32.5	26.0	22.3	20.6		22.4	34.0	31.2	33.6	26.9	33.0	29.1
위안화 내재변동성	6.4	5.9	6.2	5.9	5.4	5.7		5.0	5.2	5.2	5.0	5.2	5.1	5.0
시보 O/N금리 5일 이동평균	1.1	1.7	2.1	1.9	1.9	2.0		2.1	2.0	2.0	2.1	1.9	1.9	1.9
총 사회용자산액증가율(TSF)	13.3	13.0	13.3	12.3	11.7	11.0		10.9	10.7	10.3	10.0	10.0	10.1	
70개도시 부동산 평균가격(신규)	3.7	3.7	4.1	4.4	4.5	4.5		4.3	4.1	3.7	3.3	2.8	2.4	
1선 도시 평균가격(신규)	4.0	4.2	4.8	5.2	5.8	5.9		6.2	6.0	5.7	5.3	5.0	4.8	
모기지/신규대출 비중	30.3	26.3	27.4	25.8	27.0	27.4		26.9	27.7	28.2	28.2	29.3	30.4	
신흥국														
산업생산지수														
브라질	8.3	2.4	0.3	10.5	34.8	24.1		12.1	1.4	-0.6	-4.0	-7.8		
인도	2.2	-0.6	-3.2	24.2	133.5	27.6		13.8	11.5	12.0	3.3	3.2		
러시아	3.8	-2.2	-3.6	1.6	7.2	11.9		10.2	7.2	4.6	6.9	7.4	7.0	
OECD 경기선행지수														
브라질	103.6	103.6	103.4	103.2	103.0	102.8		102.6	102.3	101.9	101.2	100.5	99.7	
인도	100.3	100.4	100.5	100.6	100.6	100.6		100.6	100.6	100.6	100.5	100.5	100.4	
인도네시아	95.5	95.5	95.6	95.7	95.8	95.9		96.0	96.0	96.0	96.1	96.3	96.3	
러시아	98.7	99.3	99.9	100.5	101.2	101.8		102.4	103.0	103.5	104.0	104.3	104.6	
제조업 PMI														
브라질	61.5	56.5	58.4	52.8	52.3	53.7		56.4	56.7	53.6	54.4	51.7	49.8	49.8
인도	56.4	57.7	57.5	55.4	55.5	50.8		48.1	55.3	52.3	53.7	55.9	57.6	55.5
인도네시아	51.3	52.2	50.9	53.2	54.6	55.3		53.5	40.1	43.7	52.2	57.2	53.9	53.5
러시아	49.7	50.9	51.5	51.1	50.4	51.9		49.2	47.5	46.5	49.8	51.6	51.7	51.6
국채 CDS														
브라질	150.4	163.3	162.8	205.9	207.6	179.1		161.7	173.3	181.8	187.3	215.9	244.7	218.5
인도	65.4	68.3	66.7	76.5	86.1	85.2		77.6	79.8	80.3	71.3	83.0	82.5	87.6
인도네시아	68.7	72.2	69.7	81.5	81.4	77.4		74.4	78.5	75.0	73.0	85.4	82.3	78.3
러시아	81.8	90.8	86.8	99.9	107.2	95.3		88.1	86.5	85.0	81.1	84.9	98.0	120.7
신흥국 통화 및 원자재 지수														
OITP 신흥국 통화지수	122.9	122.6	123.5	125.1	124.0	123.0		122.9	124.0	124.3	124.1	125.0	125.6	
JP Morgan 신흥국 통화지수	57.5	57.5	57.7	56.5	56.7	57.6		57.7	56.6	56.3	56.4	55.2	54.0	52.3
원유가격지수	258.4	285.6	323.7	341.8	338.3	357.1		390.4	396.3	370.6	391.7	443.9	428.8	392.7
곡물가격지수	367.6	390.6	397.9	388.8	447.2	433.0		416.5	407.8	412.1	416.7	432.2	431.8	445.2

주요 국내 경제 지표

해외 경제	'21.12월	'21.1월	2월	3월	4월	5월		6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
국내실물														
경기선행지수	101.1	101.4	101.6	101.7	102.2	102.5		102.8	102.7	102.4	102.1	101.7	101.3	
재고출하지수	-0.5	-6.0	-12.4	-7.5	-13.7	-21.1		-13.1	-9.4	-4.3	4.4	11.3	7.2	
기업경기실사지수	75.0	77.0	76.0	83.0	88.0	88.0		88.0	87.0	87.0	84.0	86.0	86.0	87.0
장단기금리차(국고 3y-통안1y)	0.2	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5		0.4	0.5	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5
광공업생산지수 증가율(yoy)	2.6	7.8	0.8	4.6	12.2	14.5		11.5	7.8	9.9	-1.9	4.5	5.9	
국내금융														
총통화승수(M2/본원통화)	14.5	14.4	14.2	14.3	14.6	14.4		14.2	14.4	14.4	14.3	14.1		
종합주가지수증감률(mom)	10.0	12.1	0.1	-1.9	4.4	0.1		2.8	-0.1	-2.2	-1.3	-4.8	-0.9	0.8
국내신용 전년비	9.7	10.8	10.4	9.7	10.0	8.9		10.1	11.2	11.6	10.8	11.7	12.0	
대출행태서베이(신용위험)	22.0	13.0	13.0	13.0	10.0	10.0		10.0	10.0	10.0	10.0	20.0	20.0	20.0
국내금리변동분	0.3	0.2	0.2	0.3	-0.2	-0.3		-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	0.1	0.2	0.2
가계신용/GDP	87.8	88.0	88.0	88.0	88.3	88.3		88.3	89.0	89.0	89.0			
소비자물가상승률(%)	0.6	0.9	1.4	1.9	2.5	2.6		2.3	2.6	2.6	2.4	3.2	3.8	3.7
대외실물														
경상수지(억달러)	115.1	70.6	79.4	78.2	19.1	107.6		88.5	82.1	75.1	100.7	69.5		
수출증가율	12.4	11.4	9.3	16.3	41.2	45.6		39.7	29.7	34.7	16.9	24.2	32.0	18.3
원화실질실효환율(BIS)	110.0	109.4	108.2	107.9	109.3	107.6		107.6	106.3	105.4	104.4	103.7	104.0	
교역조건 전년비	7.5	6.9	6.5	3.5	-0.6	-4.3		-3.8	-3.2	-5.0	-4.5	-6.4	-10.1	
OECD 경기선행지수(전월차)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2		0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	
"아시아경쟁국 실질실효환율 평가절상압력"	-2.2	-1.4	-2.5	-4.2	-5.8	-5.0		-3.6	-2.4	-0.9	0.3	2.5		
대외금융														
외국인자금유출입(억달러)	32.5	59.8	87.1	52.6	108.4	3.5		87.8	16.4	-45.5	86.3	34.7		
외환보유액 전년비(%)	1.5	-0.1	1.1	-0.3	1.4	0.9		-0.5	1.0	1.1	0.0	1.1	-1.1	
단기외채(억달러)	1,593.4	-	-	1,656.7	-	-		1,779.8	-	-	1,645.6			
환율의 역사적 변동성	0.4	0.4	0.5	0.4	0.3	0.4		0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3

* 재고출하지수: 재고증감율(yoy) - 출하증감율의 3개월 이동평균. 국내금리변동분: 회사채금리 전년차. 아시아경쟁국 실질실효환율 평가절상 압력: 주요 아시아 9개국 실질실효환율 평균 - 한국 실질실효환율. 외국인자금유출입: 증권투자(부채)+차입.
환율의 역사적 변동성: 원달러환율 전일차의 월간 표준편차



최근 발간 보고서 목록

DECEMBER Day 01	• ['21.11월] 오미크론 변이 발생으로 시장 불안 확산
Day 03	• 국제원자재시장: 국제원자재가격, 새로운 변이 출현으로 변동성 확대 가능성 • [Fund Flow] 글로벌 펀드자금, 채권 38주만에 유출 전환
Day 06	• 주간이슈(12.6): 미국 11월 CPI, 추가 상승폭에 주목 • '21년 하반기 美 재무부 환율보고서의 주요 내용 • 주간 Wall Street 인사이트(12.6) • [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(12.6) • 중국 부동산개발업체 연쇄적 디폴트 우려 • 주간 Global Opinions(11.22~11.28)
Day 07	• 인플레이션 시기의 주식/채권/현금 관계 변화와 시사점 • 중국 지방정부자금조달기구(LGFV) 리스크 점검
Day 10	• [Fund Flow] 글로벌 펀드자금, 주식 유입 지속, 채권 유입 전환 • 글로벌 리스크 위치
Day 13	• 주간 이슈(12.13): FOMC, 향후 정책 정상화 속도에 주목 • 주간 Wall Street 인사이트(12.13) • [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(12.13) • 주간 Global Opinions(12.6~12.12)
Day 15	• 국제금융 INSIGHT
Day 16	• 미국 통화정책 정상화 가속 결정 평가 • 2022년 미국 경제 전망
Day 17	• 2022년 유로존 경제 전망 • [Fund Flow] 글로벌 펀드자금, 주식 유입 큰 폭 확대, 채권 유출 전환
Day 20	• 2022년 중국 경제 전망 • 주간 이슈(12.20): 연준이 주목하는 11월 미국 근원 PCE 가격지수 발표 • 주간 Global Opinions(12.13~12.19) • [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(12.20) • 주간 Wall Street 인사이트(12.20)



최근 발간 보고서 목록

Day 21	• 2022년 신흥국 경제 전망 • 금년 위안화 강세에 대한 평가 및 향후 전망
Day 22	• 미국 금리 및 주가 변동성의 관계 분석과 시사점 • 팬데믹 이후 미국 가계의 저축 증가와 시사점 • 2022년 주요 글로벌 통화 환율 전망 • 2022년 미국 국제시장 전망과 주요 변수 • 2022년 한국계 외화채권 발행시장 전망
Day 23	• 2022년 일본 경제 전망
Day 24	• [Fund Flow] 글로벌 펀드자금, 주식 큰 폭 유출 전환
Day 27	• 주간이슈(12.27): 우크라이나를 둘러싼 서방과 러시아간 갈등에 주목 • 주간 Global Opinions(12.20~12.26) • 주간 Wall Street 인사이트(12.27) • [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(12.27)
Day 28	• 최근 중국의 통화정책 현황 및 시사점
Day 29	• 2022년 중국 금융시장 전망
Day 30	• 2022년 글로벌 주식시장 전망 • 2022년 국내 원달러 스왑시장 전망
Day 31	• [Fund Flow] 글로벌 펀드자금, 주식 유입으로 전환, 채권 유입 확대
JANUARY Day 01	• 주간이슈(1.3): 미국 및 유럽 12월 경제지표, 오미크론 영향 정도는? • [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(1.3) • 주간 Global Opinions(12.27~1.3) • 주간 Wall Street 인사이트(1.3)
Day 04	• 국제원자재시장: 원자재가격, 높은 변동성 속 수요견인 상승세 지속 전망
Day 06	• 美 연준의 통화정책 정상화 가속 가능성 점증



Korea Center for International Finance

국제금융 INSIGHT



국제금융센터
Korea Center for International Finance