

국제금융 INSIGHT

포화 砲火

국제금융 INSIGHT

Korea Center for International Finance

CONTENTS

2022. 4_ APRIL
vol. 10

CEO's Letter

동향 & 전망 03

- 세계경제
- 국제 · 국내금융시장
- 글로벌 은행산업

국제금융센터의 시각 15

- 이달의 관전포인트
- 글로벌 리스크 위치
- 관심보고서 다시 읽기

칼럼 55

- 수익률 곡선 평탄화의 함정
김윤경 국제금융센터 자본시장부 부장

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.

평온한 4월을 기대하며

최재영 | 국제금융센터 원장

전쟁이 예상보다 길어지고 있습니다. 단기전으로 끝날 것이라는 시각이 많았지만 벌써 개전 1개월이 훌쩍 지났고, 전쟁의 양상도 우크라이나의 결사항전 속에서 러시아군의 허점이 드러나며 마치 다윗과 골리앗의 싸움이 되어가는 듯 합니다. 전쟁이 길어지는 만큼 참혹함도 더해가고 있습니다. 최근에는 러시아군의 민간인 집단학살 정황이 드러나면서 서방은 강력한 추가 제재를 검토하고 있다는 소식이 들립니다. 이로써 정전협상 자체도 불투명 해졌지만, 협상 타결로 종전이 된다 해도 서방과 러시아의 관계는 이미 돌아올 수 없는 강을 건넌 것으로 보여 세계는 ‘냉전(Cold War) 2.0’을 피할 수 없는 상황에 놓여 있다고 하겠습니다.

국제정세의 위기 속에서 국제금융시장에는 미 연준의 불안감이 엄습하고 있습니다. 설마하던 ‘빅스텝’이 기정사실화 되면서 미 국채 10년물 금리는 최근 '18년 12월 이후 최고치인 2.8%에 육박했고, 달러인덱스는 100을 넘어서는 강세를 나타내고 있습니다. 전쟁 직전 수준으로 올라선 세계주가도 공격적인 통화긴축 상황 하에서 회복세를 이어갈 수 있을 지 장담하기 어렵습니다. 이런 와중에 국제원자재 시장은 혼란스럽기 그지 없습니다. 북해산 브렌트유는 개전 이후 최근까지 \$100을 중심으로 그야말로 널뛰기를 하고 있으며, 알루미늄과 소맥 등 러시아와 관련 있는 원자재 역시 마찬가지로 변동성을 보이고 있습니다. 이러한 극단적인 변동성이 지속된다면 경제주체들의 경제활동은 크게 위축될 수 밖에 없을 것입니다.

세계경제는 슬로우플레이션(Slow + Inflation)이 뚜렷해지고 있습니다. 세계 성장률 전망치는 계속해서 낮아지고, 인플레이션 압력은 완화될 기미가 아직 보이지 않습니다. 이런 와중에 중국에서의 코로나19 재확산세는 불안감을 키우는 또다른 요인이 되고 있습니다. 문제는 경제여건, 즉 국제정세 위기, 공격적 긴축 예고, 원자재 쇼크, 공급망 훼손 등이 현재보다 악화될 경우 스태그플레이션으로 확대될 가능성이 커질 것이라는 점입니다. 세계경제의 ‘퍼펙트 스톱’이라는 회색 코뿔소에 대한 경계를 대폭 강화해야 할 시점인 것 같습니다.

4월은 본격적으로 봄이 펼쳐지는 시기입니다. 벌써 한낮 더위를 느낄 정도로 기온이 많이 올라서 그런지 거리에는 가벼운 옷차림의 사람들로 붐비고, 여기저기 만개한 벚꽃 잎들이 흩날리고 있습니다. 그동안 움츠려 들었던 몸과 마음이 활짝 펴지는 기분입니다. 하지만 국제정세와 세계경제, 그리고 국제금융시장에는 아직 봄이 한참 남은 것 같습니다. 국내외적으로 어수선한 분위기 속에서 4월 위기설이 설왕설래하기도 합니다. ‘4월은 가장 잔인한 달’이라고 한 T.S. 엘리엇의 장시(長詩) ‘황무지’가 떠오르는 대목이지만, 위기설이 나돌 때 정작 위기는 없었다는 점에서 평온한 4월이 되기를 간절히 희망합니다. 이번 호의 부제는 전쟁의 소용돌이 속에 놓인 글로벌 상황을 빗대어 ‘포화(砲火)’로 정했습니다. 어려운 시기이지만 가끔 파사로운 봄별을 즐기시기를 바랍니다. 감사합니다.

01

동향 & 전망

- 세계경제
- 국제 · 국내금융시장
- 글로벌 은행산업



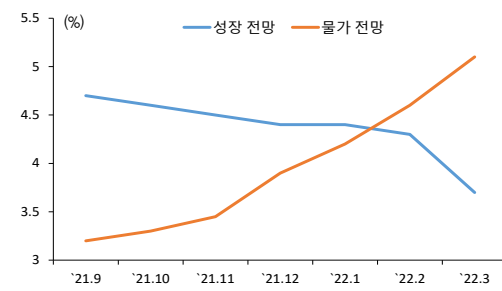
세계경제

세계경제

러·우 전쟁 장기화 및 中 코로나 재확산 조짐으로 성장·물가 불안 심화

- 지정학 불안, 中 봉쇄 등에 따른 글로벌 공급망 차질 가중 속 높은 물가상승세('21년 4.7% → '22년 상반기 6.5%, JPM)로 각국 통화긴축 본격화되며 성장 둔화 우려
- 주요국 가계 초과저축, 재정지출 기조 등으로 글로벌경제 회복세는 유지하나, 하방위험이 누증되며 전망이 지속적으로 악화 양상

그림1 '22년 글로벌 성장/물가 전망치 변화



자료: 주요 IB, Bloomberg

그림2 주요국 성장률 전망치(3월말)

글로벌		미국				유로존			
'22년	'23년	'22.Q1	Q2	'22년	'23년	Q1	Q2	'22년	'23년
3.7	3.4	1.1	3.2	3.4	2.2	0.9	1.1	2.7	2.2
(-0.6)	(-0.1)	(-0.9)	(-0.5)	(-0.3)	(-0.1)	(-0.6)	(-3.8)	(-1.1)	(-0.3)
신흥국		중국				일본			
'22년	'23년	Q1	Q2	'22년	'23년	Q1	Q2	'22년	'23년
3.9	4.2	4.0	4.1	4.7	5.2	-1.1	6.5	2.1	1.9
(-0.4)	(-0.1)	(-)	(-0.4)	(-0.1)	(+0.1)	(-1.9)	(-0.2)	(-0.7)	(+0.1)

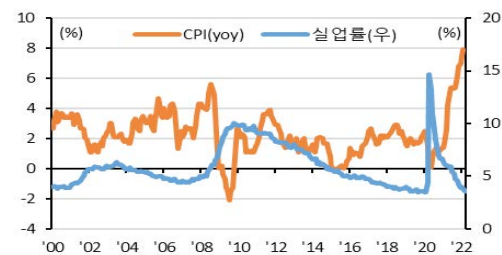
자료: 9개 IB 평균. 주: 2월말대비. 괄호는 전월대비 변화(%p)

미 국

고물가 지속에 따른 연준의 긴축 가속으로 경기하방 위험 확대

- 고용시장 타이팅 심화(3월 실업률 3.6%) 등으로 연준의 금리인상 가속 예상(그림 3,4)
- 3월 FOMC 이후 주요 IB들은 연내 2~4회의 50bp 인상을 전망. 긴축 사이클 가속은 '23년 이후 연준발 침체 우려를 확대시킬 소지(10y/2y 국채금리차는 3/31~4/4일 중 (-) 전환)
- 제조업 지표 약화(3월 ISM 제조업 전월비 -1.5pp) 불구 서비스업은 상대적으로 양호하나(서비스업 +1.8pp) 지정학 리스크, 고물가에 따른 통화긴축 가속 등으로 경기 하방압력이 확대될 우려(미시간대 소비자신뢰지수 2월 62.8 → 3월 59.4)

그림3 미국 실업률, 물가 추이



자료: Bloomberg

그림4 미국 금리인상 전망

기관	2022				2023			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Barclays	0.50	1.50	2.00	2.50	2.75	2.75	2.75	2.75
BoA	0.50	1.50	2.25	2.75	3.25	3.50	3.50	3.50
Citi	0.50	1.50	2.50	3.00	3.25	3.50	3.75	3.75
GS	0.50	1.50	2.00	2.50	2.75	3.00	3.25	3.25
HSBC	0.50	1.00	1.50	2.00	2.25	2.50	2.75	2.75
JPM	0.50	1.50	2.00	2.50	3.00	3.00	3.00	3.00
Nomura	0.50	1.50	2.25	2.75	3.25	3.75	4.00	4.00
중간값	0.50	1.50	2.00	2.50	3.00	3.00	3.25	3.25

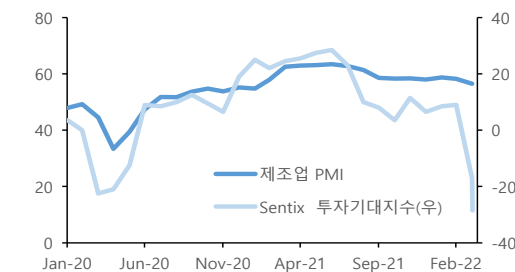
자료: 각 IB. 주: Citi는 5,6,7,9월/ BoA,Nomura는 5,6,7월/ Barclays, GS, JPM은 5,6월 50bp 인상 전망

유로존

러-우크라이나 전쟁 장기화 조짐으로 스태그플레이션 우려 확산

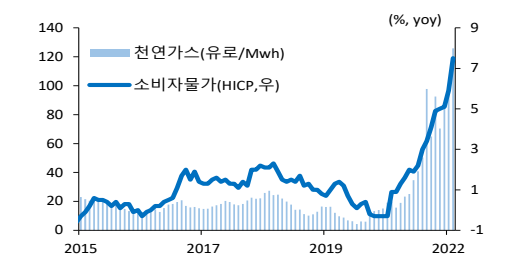
- 에너지 공급 제약에 따른 소비·생산 위축, 실질 구매력 감소, 수출 둔화 등으로 경기전망 악화('22년 GDP, ECB 4.2% → 3.7%, IB평균 3.8% → 2.7%로 하향)
- 소비자물가는 작년 11월 이후 오름세를 지속하며 3월(7.5%, yoy) 역대 최고치. 공급망 차질로 2분기 이후 제조업(3월 제조업PMI 56.5, -1.7) 등 타격 심화 예상
- 러 가스대금 루블화 결제 요구 미수용 등으로 5월경 에너지 공급 중단 현실화시 물가 상방위험 확대 우려. ECB도 자산매입 3분기 종료, 9월 정책금리 인상 개시('23년말 1.0% 도달, JPM) 등 통화정책 정상화 가속 소지

그림5 유로존 제조업 PMI 및 Sentix 투자기대지수



자료: Bloomberg

그림6 유로존 소비자물가 및 에너지 가격



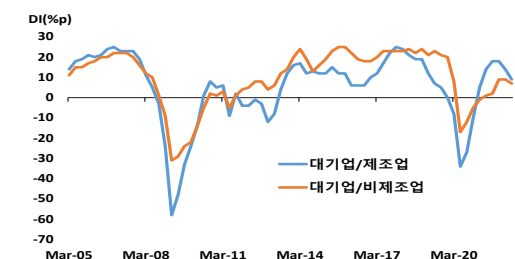
자료: Bloomberg

일 본

오미크론 영향 탈피로 회복세 재개되는 가운데 엔저 부정적 영향 우려

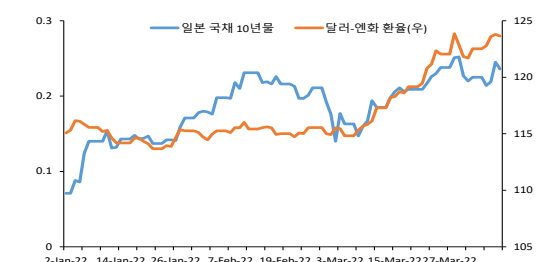
- 최근 확진자 감소(2,5일 9,9만 → 4,5일 3,4만)에 따라 2분기 성장세 반등 예상되나 국제원자재가 격 상승, 엔 약세 등은 개선 제한 요인(그림 7)
- 통화완화 지속 등에 따른 엔저 심화(3월 하순 이후 120엔/\$ 상회)는 기업수익 개선 등 긍정적 평가(BoJ) 불구 수입물가 상승 및 구매력 저하 우려(Daiwa)
- BoJ 완화기조 지속 불구 수익률곡선통제(YCC) 등 일부 정책 변화 기대(CE)

그림7 일본기업 심리(BOJ 단칸)



자료: 일본은행

그림8 일본 국채 수익률 및 엔화 환율



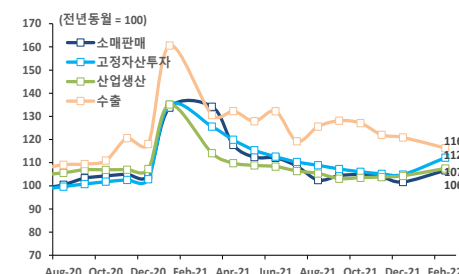
자료: Bloomberg

중국

당국의 경기 대응에도 불구하고 코로나 봉쇄 장기화 등으로 경기하방 압력 증대

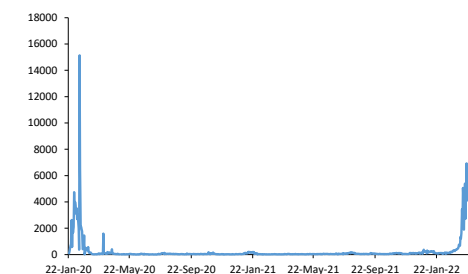
- 1~2월 경기지표는 수출이 소폭 둔화(12월 20.9%→2월 16.3%, yoy) 되었으나 소비(+6.7%)와 투자(+12.2%)가 당국의 감세 및 경기부양 등으로 개선되며 긍정적 흐름
- 그러나, 3월 들어 코로나 확진자가 2년래 최대치를 기록하면서 종합 PMI가 48.8로 7개월 만에 기준선을 하회. 세계은행(WB)도 금년 성장 전망을 5.4%에서 5.0%로 하향
 - 금년 성장목표(5.5%) 따른 부양 기대 불구 부동산 위축, 제로-코로나정책 영향 등 우려 상존

그림9 중국 생산/소비/투자/수출 지표



자료: CEIC, Bloomberg

그림10 중국 확진자 추이



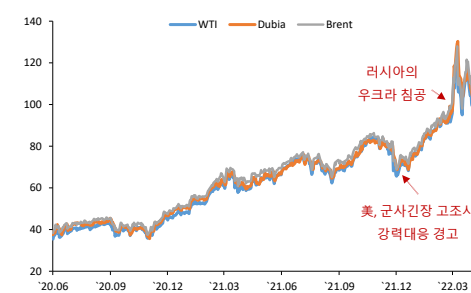
자료: CEIC

신중국

우크라이나 전쟁이 장기화되면서 인플레이션 압력 강화 및 성장 둔화 우려 증대

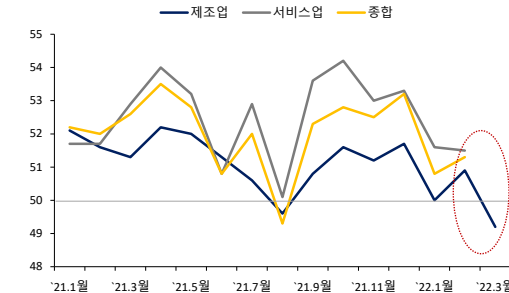
- 러-우크라이나 평화협상 추진에도 불구하고 단기내 사태 해결이 난망한 가운데 美 금리인상, 中 감염 재확산 등 악재가 맞물리면서 경기 하방위험이 확대
 - 서방 제재에 따른 글로벌 공급 병목과 인플레이션 심화는 수입물가 상승 및 경상 수지 악화, 투자·소비 둔화 등을 초래(3월 신중국 제조업 PMI는 49.2로 7개월래 첫 위축국면 진입)
 - 아시아의 경우, 원자재 수입 비중이 큰 데다 중국과의 경제 연계성도 높아 경기회복 지연 우려 (ADB, 금년 亞 성장률을 5.2%로 '21.9월 전망치대비 0.2%p 하향. 물가는 3.7%로 1%p 상향)

그림11 세계 3대 원유 가격 추이(\$/bbl)



자료: Bloomberg

그림12 신중국 PMI(제조·서비스·종합) 추이



자료: Markit

주요국 성장률 전망(%)

(3월말 기준)

	분기별				2022f	2023f
	22.1Q	22.2Q	22.3Q	22.4Q		
세계경제					3.7	3.4
미국	1.1	3.2	2.9	2.2	3.4	2.2
유로존	0.9	1.1	1.8	2.2	2.7	2.2
중국	4.0	4.1	5.1	4.9	4.7	5.2
일본	-1.1	6.5	3.5	2.0	2.1	1.9

*분기별 전망: QoQ 연율 %, 중국은 YoY

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

아시아 주요국 경제지표 전망

(3월말 기준)

	경제성장률(%)			물가(CPI, %)			경상수지(% of GDP)		
	2021f	2022f	2023f	2021f	2022f	2023f	2021f	2022f	2023f
한국	4.0	2.8	2.4	2.5	3.5	1.9	4.9	3.4	3.5
대만	6.4	3.6	3.2	2.0	2.5	1.6	14.2	12.1	12.1
홍콩	6.4	1.7	3.5	1.6	2.3	2.2	7.5	5.7	5.1
인도	8.6	7.6	5.8	5.6	5.6	4.9	-1.6	-2.9	-2.3
인도네시아	3.7	5.2	5.1	1.6	3.2	3.5	0.3	0.5	-0.7
말레이시아	3.1	6.5	4.9	2.5	2.7	2.3	3.5	4.9	3.6
필리핀	5.6	7.0	5.9	4.0	4.1	3.3	-1.1	-2.7	-2.3
싱가포르	7.6	4.3	3.4	2.3	4.2	2.5	16.8	14.5	15.0
태국	1.6	3.5	4.3	1.2	3.8	1.2	-2.2	-1.7	1.8
베트남	2.6	6.8	7.0	1.9	3.1	3.7	0.2	0.6	1.2

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

국제금융시장

국제금융시장은 인플레이션 및 지정학적 우려, 미국 통화긴축 강화 등에 주목

주 식

불확실성 심화로 시장위험을 경계할 필요

- 세계주가는 에너지 공급충격 우려 지속, 연준의 긴축 가속화 등으로 높은 변동성이 이어지는 가운데 낙관적 실적전망, 저가매수 등의 영향으로 소폭 반등(2월말 대비 전세계 +1.4%, 미국 S&P +2.5%, 유럽 +0.6%, 신흥국 -2.1%)
- 경제·금융여건의 불확실성을 감안할 때 최근의 주가는 시장위험을 과소 평가하고 있을 여지. 향후 경제성장 및 기업실적 전망치 변화 여부에 주목

채 권

5월 QT 시작을 앞두고 추가 금리 상승압력 상존

- 美 장기금리(10년)는 연준의 금리인상 가속화 및 5월 QT 개시 전망에 따라 77bp 급등(2.60%). 장단기차(10-2년)는 4/1일 -8bp로 '19.8월 이후 처음 역전
- 연준의 금리인상 경로에 대한 재평가(금년 중 추가 +200bp 내외) 과정은 상당부분 이루어졌으나, 5월 QT 시작을 앞두고 국채시장 수급 우려가 더해지면서 추가 상승 압력과 함께 높은 변동성이 지속될 소지

외 환

연준발 강세기조 지속 예상

- 美 달러화는 견조한 성장세, 안전자산 수요 외에도 국채금리 급등에 따른 금리차 반영 등으로 추가 강세(+3.0%). 엔화는 대미 통화정책 및 금리차 확대에 급락(-7.0%)
- 달러화는 40년만의 고인플레이션 및 연준 인사들의 빅스텝(+50bp) 언급 등 향후 공격적인 긴축 가능성 등을 감안할 때 당분간 강세 기조가 지속될 전망

원자재

국제유가는 높은 변동성 하 고공행진 지속 전망

- 국제유가는 우크라이나 사태 관련 불확실성이 이어진 가운데 산유국들의 여유생산 능력 부족, 미국의 비축유 방출 결정 등으로 급등락을 반복(WTI 3.31일 \$100.28, +4.8%)
- 원유재고가 계속 감소하고 OPEC+가 특별한 증산의지를 내비치지 않고 있어 당분간 국제유가는 강세가 이어질 전망. 우크라이나 사태의 향방에 따라 변동성 장세도 예상

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



자료: Bloomberg. 음영구간은 3/1일~현재

국내금융시장

국내금융시장에서도 불안한 모습이 일시적으로 주춤. 관망 분위기 전개

주 식

대외요인에 의한 변동성 확대 가능성

- 코스피는 고유가와 공급망 차질 우려 등에 따른 기업이익 전망치 하향 조정에도 불구하고 글로벌 증시 회복에 힘입어 소폭 반등(+1.5%)
- 미 통화긴축 가속화, 중국 코로나 경제 봉쇄 등으로 글로벌 경제 불확실성이 확대됨에 따라 대외 민감도가 높은 국내 증시의 변동성 확대 장세 예상

채 권

정책금리 인상 등으로 금리 고수준 유지 전망

- 국고채 금리(3년)는 소비자물가지수 4% 상회 및 연준 긴축 가속화 전망 등으로 8년래 최고치 경신(2.23%→2.94% +71bp). 한국 CDS는 하락(-1bp)
- 한은의 국고채 2조원 매입 실시에도 불구하고 향후 국고채 금리는 미국 및 한국 금리인상, 원자재 가격 급등, 추정 논의 등으로 높은 수준이 유지될 전망

외 환

글로벌 달러 강세 흐름으로 원화 약세 기조 유지 전망

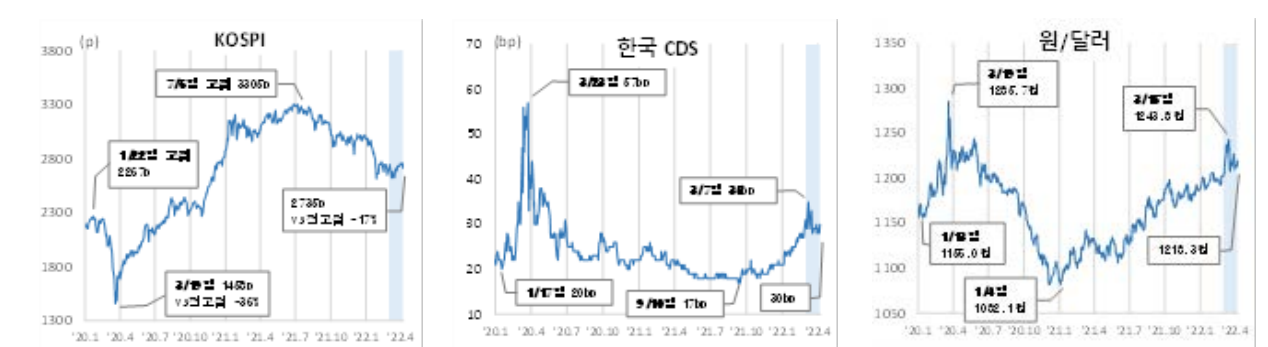
- 원/달러 환율은 우크라이나 사태 교착, 달러화 강세 지속, 외국인 주식순매도 확대 등으로 3월중 1,244.40원까지 상승 후 반락(-1.4%)
- 원화는 연준의 빠른 긴축 행보로 인한 달러화 강세 흐름에 4월 외국인 배당금 송금 수요와 내국인 해외투자 수요 등을 반영하여, 약세 기조 유지 전망

증권자금

외국인 주식 순매도 전환

- 외국인 주식, 순매도 전환(2월 +0.5조원 → 3월 -4.5조원). 채권, 월간 순투자 추세 지속(+3.9조원 → +2.3조원). 다만 3월 하순 이후로는 순회수 우세
- 전체 증권자금(조원) : ('20년) +1.2 → ('21년) +37.9 → ('22/1월) +0.1 → (2월) +4.4 → ('22.3월) -2.2

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



자료: Bloomberg. 음영구간은 3/1일~현재

📌 주요 투자은행 환율 전망(4.1일 기준)

		3개월	6개월	9개월	12개월
엔화	평균* 최고/최저	118.44 125/112	118.50 124/110	116.38 125/105	116.33 126/113
유로화**	평균 최고/최저	1.0889 1.19/1.08	1.1100 1.21/1.05	1.1363 1.21/1.05	1.1317 1.20/1.08
위안화	평균 최고/최저	6.3578 6.50/6.30	6.4113 6.55/6.28	6.4825 6.65/6.20	6.4267 6.61/6.20

* 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.Q2	22.Q3	22.Q4	23.Q1	current*	22.Q21	22.Q3	22.Q4	23.Q1
Bank of America	3/29	0.50	1.25	2.00	2.50	3.00	2.39	2.40	2.45	2.50	2.50
Barclays	3/24	0.50	1.00	1.50	2.00	2.25	2.37	2.15	2.10	2.05	2.00
Citi	3/25	0.50	1.50	2.50	3.00	3.25	2.47	1.99	2.00	2.00	2.00
Goldman Sachs	3/25	0.50	1.50	2.00	2.50	2.75	2.47	2.50	2.60	2.70	2.75
HSBC	3/24	0.50	1.00	1.50	1.75	2.00	2.37	2.30	—	2.00	—
ING	3/15	0.50	1.00	1.50	1.75	2.00	2.14	2.00	2.25	2.25	2.25
JP Morgan	3/26	0.50	1.00	1.50	2.00	2.50	2.47	2.20	2.40	2.50	2.55
Nomura	3/19	0.50	1.50	2.00	2.25	2.50	2.15	2.45	2.50	2.55	2.60
TD Securities	3/9	0.50	1.00	1.50	1.75	2.00	1.95	2.35	2.45	2.50	2.60
Wells Fargo	3/11	0.50	1.00	1.50	1.75	2.00	2.14	2.10	2.20	2.25	2.30
평균			1.18	1.75	2.13	2.43		2.24	2.33	2.33	2.40
최고			1.50	2.50	3.00	3.25		2.50	2.60	2.70	2.75
최저			1.00	1.50	1.75	2.00		1.99	2.00	2.00	2.00

* current rate는 전망일 현재 Bloomberg 증가

Eurozone											
전망일		Deposit Rate					10 Yr Bund				
		current*	22.Q2	22.Q3	22.Q4	23.Q1	current*	22.Q21	22.Q3	22.Q4	23.Q1
Bank of America	3/25	-0.50	-0.50	-0.25	-0.25	—	0.59	0.15	0.25	0.40	—
Barclays	3/24	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.25	0.53	0.50	0.55	0.60	0.65
Citi	3/25	-0.50	-0.50	-0.50	-0.25	0.00	0.59	0.25	0.25	0.25	0.35
Commerzbank	3/14	-0.50	-0.50	-0.25	0.00	0.00	0.37	0.30	0.40	0.40	0.40
Goldman Sachs	3/25	-0.50	-0.50	-0.50	-0.25	0.00	0.59	0.30	0.40	0.50	0.60
HSBC	3/29	-0.50	-0.50	-0.50	-0.25	0.00	0.63	0.50	0.40	0.30	0.10
ING	3/15	-0.50	—	—	—	—	0.33	0.20	0.40	0.60	0.70
JP Morgan	3/26	-0.50	-0.50	-0.50	-0.25	0.00	0.59	0.20	0.35	0.50	0.55
UBS	3/14	-0.50	-0.50	-0.25	0.00	0.25	0.37	0.15	0.20	0.25	0.25
UniCredit	3/14	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.25	0.37	0.10	0.20	0.30	0.40
평균			-0.50	-0.42	-0.25	-0.03		0.27	0.34	0.41	0.44
최고			-0.50	-0.25	0.00	0.25		0.50	0.55	0.60	0.70
최저			-0.50	-0.50	-0.50	-0.25		0.10	0.20	0.25	0.10

* current rate는 전망일 현재 Bloomberg 증가

** 빨간색: 금리전망 상향조정/ 파란색: 금리전망 하향조정



글로벌 은행산업

글로벌은행부

미국 은행들, 러시아에서 철수를 잇따라 결정

- Goldman Sachs는 규제 및 라이선스 요구에 따라 러시아 내 사업을 중단. 현재 인력 80명 중 절반 가량이 이미 두바이로 이동했거나 옮길 계획
 - 전체 對러 익스포저는 총 자산의 0.1%에 불과한 것으로 조사(BofA)
- JPMorgan은 리스크 및 직원 관리 차원에서 약 200명이 근무 중인 러시아 내 기업금융 및 IB 부문을 정리하고, 신규 사업을 추진하지 않기로 결정
 - 3월말부터 JPM 채권지수에서 러시아 국채와 회사채를 제외할 방침
- Citi는 신규 고객의 모집을 중단하고, 다국적 기업들의 사업 철수를 지원할 계획. 러시아에서 손실(\$15억)이 최악의 상황(\$40~50억)을 크게 밑돌 가능성(Wells Fargo)
- BNY Mellon도 기존 증권 투자 관련 업무 외에 신규 은행 업무를 중단. 서방의 제재로 1분기에 약 \$1억의 일회성 매출 감소가 예상
- 다만 러시아에서 철수를 결정한 미국 대형 은행들은 고객들의 요구에 따라 제재 범위 내에서 수탁(custody) 서비스를 계속 제공할 의사를 피력
 - 아울러 향후 신규 취득이 어려울 수 있는 은행업 라이선스를 포기할지 여부에는 신중한 모습(Reuters)

유럽 일부 은행들, 러시아 내 신규 사업 중단 동참

- 독일의 Deutsche Bank가 러시아에서 철수에 합류하며 입장을 선화. 직원 1,700명 가운데 러시아 기술센터(RCT)에서 IT 업무를 수행할 100명은 잔류시킬 계획
 - 러시아에서 IT 직원 채용을 중단하고, 타 국가로 기존 직원 재배치를 검토
- 프랑스 BNP Paribas의 경우 3월 말부로 기업 거래를 중단하면서 러시아에서 모든 사업을 종료. Credit Agricole도 러시아 내 모든 서비스를 중단할 방침
 - 한편 Société Générale은 철수 결단에 조심스러운 입장
- 스위스의 Credit Suisse도 러시아에서 신규 사업 중단하고, 약 125명의 현지 직원들을 해외로 이전하도록 지원. Julius Baer도 러시아 내 신규 비즈니스를 중단.
 - 이탈리아 UniCredit와 오스트리아 Raiffeisen의 경우 러시아에서 사업 철수를 검토 중이라는 소식

유럽 대형 은행들, 러發 사이버 공격 대비 태세 강화

- BNP Paribas는 사이버 공격 가능성에 대한 대비를 강화하기 위해 러시아에서 근무하는 직원들을 은행의 내부 IT 네트워크에서 제외
 - 타 지역의 직원들에게도 러시아의 사이버 위협과 관련해 높은 수준의 경보 발령
- UBS의 경우에도 사이버 공격 위협 고조로 인한 리스크와 함께 신규 제재 대상에 포함되는 고객들의 활동을 신속히 파악하지 못할 리스크 역시 강조

- 글로벌 은행권의 경영진들은 對러 제재가 가장 복잡한 것으로 평가되고 있어 제재 준수 과정에서 실수가 발생할 가능성이 있다고 생각(Business Times)
- 아울러 일부 전문가들은 미국 금융권 내 머신러닝 등 AI 시스템에 대한 러시아의 사이버 공격 가능성을 경고(WSJ)
 - 랜섬웨어 공격과 달리 머신러닝에 대한 사이버 공격 방어 및 대응 수준은 아직 초기 단계로 상당한 위협이 내포

아태(APAC) 은행권, 러-우크라 전쟁에 노출 최소화

- 러시아와 우크라이나에 대한 익스포저는 국가별로 상이하나 대체로 총자산의 0.5% 미만으로 시스템 리스크로 확산될 가능성은 낮을 것으로 진단(Fitch)
 - StanChart의 경우 우크라이나 사태가 아시아지역 내 운영과 수익에 영향을 주지 않을 것이며, 내년까지 아시아가 은행의 주요 성장 동력이 될 것으로 기대
- 다만 부실자산이 많은 인도(총 자산의 6.9%) 은행권의 경우 이번 지정학적 리스크가 건전성 등에 미칠 역풍이 우려된다고 지적(S&P)

미국 은행권, 기준대출금리를 3.5%로 인상

- Citi, Wells Fargo, JPMorgan, BofA, U.S. Bank 등은 미 연준의 25bp 금리 인상 직후 Base lending rate를 3.25%에서 3.50%로 2018.12월 이후 처음 인상
 - JPMorgan의 영국 내 디지털 은행 Chase는 정책금리 인상으로 경쟁이 심화될 가능성에 대비해 1.5%의 고금리 적금 상품을 출시. 인당 예치 한도는 £25만

Goldman Sachs, 국내외 핀테크 회사 인수에 박차

- 로보어드바이저를 활용한 퇴직연금 서비스를 제공하는 핀테크 회사인 NextCapital을 매입하기로 합의. 해당 거래는 하반기 중에 완료될 예정
- 해외에서는 재무자문 플랫폼을 제공하는 영국 핀테크 업체인 Nucleus의 지분 인수를 타진하며 협상 중

중국 은행권, 지난해 10% 넘는 견조한 이익 증가

- 지난해 주요 은행들의 순이익 증가율은 초상은행(23.2%) · 중국은행(12.3%) · 교통은행(11.9%) · 건설은행(11.6%) · CITIC(11.3%) · 공상은행(10.3%) 등 순
 - 지난해 중국 은행권의 이익 성장세가 정점에 도달한 것으로 판단(Jefferies). 올해 모든 은행들은 순이자 마진 압력에 직면할 가능성(건설은행 부사장 Zhang Min)

참고 국내외 은행산업 주가 및 CDS



지역	은행	주가(%)					CDS(bp)				
		'21년중	'22.1월	'22.2월	'22.3월	'22년(YTD)	'21년 말	'22.1월 말	'22.1월 말	'22.1월 말	전년말 대비
미 국	JPMorgan	24.6	-12.3	-3.0	0.7	-19.1	48	56	65	66	18
	BofA	46.8	-6.7	-6.8	-0.1	-16.8	49	58	69	69	20
	Wells Fargo	59.0	-1.1	-3.9	-0.2	-11.1	51	58	67	67	16
	Citi	-2.1	-1.7	-6.2	-7.5	-20.4	57	65	78	85	28
	Goldman Sachs	45.1	-12.7	-4.8	0.2	-16.9	63	71	81	85	22
	평균	34.7	-6.9	-4.9	-1.4	-16.9	54	62	51	55	1
유럽	HSBC	18.4	9.5	-1.3	13.1	9.7	34	38	41	43	9
	BNP Paribas	41.0	-2.7	-11.7	9.5	-19.9	33	37	45	49	16
	Credit Agricole	21.6	-1.4	-11.2	9.6	-18.8	30	34	39	44	14
	Deutsche Bank	23.1	-2.8	-13.1	30.5	-4.6	45	52	63	78	33
	Santander	15.9	1.1	-4.2	17.0	2.2	36	41	46	49	13
	Barclays	27.5	-4.1	-5.8	-6.2	-28.4	53	54	61	68	15
	Societe Generale	77.4	-1.1	-16.4	17.3	-26.5	37	41	51	58	21
	평균	32.1	-0.2	-9.1	13.0	-12.3	38	42	50	56	18
일본	MUFG	37.0	2.2	-2.5	10.8	12.4	29	30	34	37	8
	SMBC	23.7	1.5	-2.4	-2.5	-5.3	27	27	31	38	11
	평균	30.3	1.8	-2.5	4.1	3.6	28	28	33	38	10
중국	공상은행	-7.2	-1.7	0.2	1.5	1.1	59	65	71	72	13
	중국은행	-4.1	-1.6	0.6	4.4	4.8	56	62	70	70	14
	평균	-5.7	-1.6	0.4	3.0	2.9	57	63	71	71	14
한국	KB금융그룹	26.7	6.8	-3.3	5.7	9.2	22	24	28	28	6
	신한금융지주	14.8	1.3	-1.3	8.5	10.1	24	26	30	31	7
	하나금융지주	21.9	3.6	6.1	3.5	11.4	22	24	29	28	6
	우리금융지주	30.5	11.8	-7.5	10.0	17.2	22	24	29	29	7
	평균	23.5	5.9	-1.5	7.0	12.0	22	25	29	29	7

자료: Bloomberg

02

국제금융센터의 시각

- 이달의 관전포인트
- 글로벌 리스크 워치
- 관심보고서 다시 읽기



이달의 관전포인트

이달의 관전포인트

1

인플레이션, 언제까지 얼마나 오를까?

강봉주 | 부전문위원

글로벌 인플레이션은 적어도 상반기까지 강한 압력이 지속될 것으로 보이며, 하반기에도 ① 공급망 문제 악화, ② 임금-물가 상승 나선(spiral) 압력, ③ 주거비 물가 리스크 등이 현실화될 경우 시장 예상을 상회할 가능성

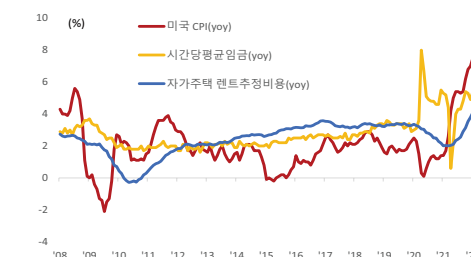
□ [현황] 우크라이나-러시아 전쟁에 따른 원자재가격 급등으로 인해 글로벌 인플레이션은 높은 수준을 지속 중

- JP Morgan 2월 글로벌 CPI(전월대비)는 0.6%의 높은 상승세 기록, 작년 10월 이후 0.5~0.6%를 지속적으로 기록 중이며, 연율로 보면 6%를 상회
 - 최근 상승은 유가 및 원자재 가격 급등에 크게 기인, 선진국, 특히 미국과 유럽의 에너지 CPI 급등(각각 전월대비 3.5%, 4.6% 상승)
- 주요 인플레이션 지표 중 가장 핵심인 미국의 2월 헤드라인 CPI는 7.9%, 근원 CPI는 6.4%, 근원 PCE는 5.4%로 40년래 최고치 기록

□ [전망] 적어도 상반기까지 강한 인플레이 압력이 지속된 후 하반기에는 다소 완화될 것으로 보이나, 상황에 따라 인플레이 압력 경감 정도가 미흡할 소지

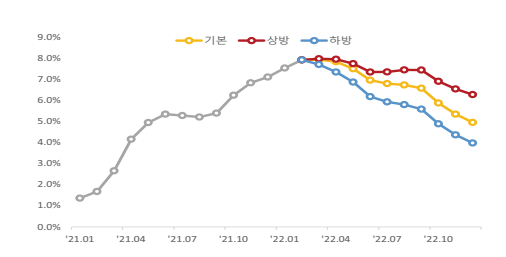
- (상반기) 전쟁에 따른 에너지·곡물 가격 급등+근원 상품 물가 상승 압력 상당
 - 글로벌 CPI는 상반기 중 연율 6.5%의 상승세 예상(JPM)
 - 유가 급등은 보통 1개월의 시차를 두고 물가지표에 반영되며, 이를 고려하면 3월 미국 CPI(yoy)는 8%대를 기록한 후 6월까지 7%대를 유지할 전망
- (하반기) ① 전쟁에 따른 기존 공급망 문제 악화, ② 임금-물가 상승 나선, ③ 주거비 물가 리스크 등이 현실화될 경우 인플레이션 압력이 해소되지 않을 소지
 - 러시아 의존도가 큰 원자재 수급 문제, 타이트한 고용시장에 따른 임금 상승률 ↑, 주거비의 추세적 상승 등은 단기간에 해소되기 어려울 가능성

그림1 미국 물가, 임금, 주거비 추이



자료 : BLS, Bloomberg

그림2 미국 CPI 시나리오별 yoy(유가 반영, 원자재 미반영)



자료 : KCIF

미국 수익률곡선 역전의 의의와 전망

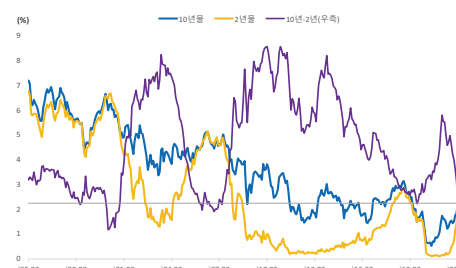
황재철 | 부전문위원

미국 수익률곡선 역전이 본격화될 조짐을 보이면서 경기침체에 대한 우려가 증대. 이에 대한 연준의 판단에 따라 향후 금리인상 속도가 결정될 가능성

- [현황] 미국 국채 장단기금리차가 빠르게 축소되면서 수익률 곡선이 일시적으로 역전. 이에 미 경기의 하강국면 뿐만 아니라 리세션 가능성까지 제기되는 상황
 - 3월 FOMC에서 금리인상이 단행되는 등 연준의 통화정책 긴축이 본격화되면서 장단기금리차(10년-2년)는 1월 중순 이후 급락하였고, 4월초 일시적으로 역전
 - 장단기금리차는 '21.10월부터 축소된 이래, 금년 1월까지만 해도 90bp 수준이었으나, 이후 급격히 낮아지며 4월에는 일시적으로 마이너스(4.1일 -7bp, 4.4일 -3bp) 기록
 - '54년 이후 수익률곡선이 역전된 9번 중 7번이나 경기침체가 발생한 점을 바탕으로, 현재 과열 상태에 있는 미국 경제가 빠르게 수축될 가능성을 경계
 - 다만 일부는 장단기금리차와 경기침체 사이의 시차(평균 27개월) 등을 고려하여 리세션 신호로서 선볼리 해석하는 것을 경계

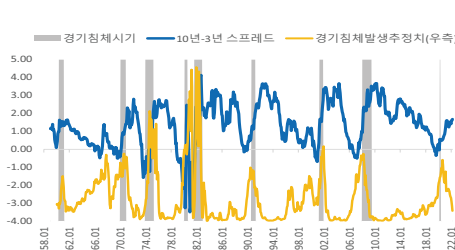
- [전망] 리세션 감지 노력이 집중되는 가운데 연준의 경기 판단에 따라 금리인상 속도가 좌우. 다만 시장과 시각 차이가 발생할 경우 flash crash 상황이 빈번해질 소지
 - 뉴욕 연은이 장단기 기준을 변경(10년-3개월)하여 리세션 가능성을 탐지하는 가운데 정책금리 변화와 시장 기대에 민감한 단기선물스프레드 등도 대응 지표로 고려
 - 수익률곡선 역전으로 경기침체 가능성이 높아져 점진적인 금리인상을 지지하는 시각과 인플레이션 등을 고려한 적극적인 인상을 주장하는 시각이 팽팽히 대립
 - 3월 FOMC 의사록에서 연준은 적극적인 금리인상에 무게를 둔 가운데 시장의 리세션에 대한 우려가 높아질 경우 통화정책 전망에 있어 연준과의 엇박자로 인해 금융시장 변동성이 확대될 가능성

그림3 장단기금리차(10년-2년)



자료: Bloomberg

그림4 뉴욕 연은 경기침체발생추정치



자료: 뉴욕연은, 경기침체발생추정치의 스케일은 0~1

심각한 중국의 코로나 확산세, 제로코로나의 행방은?

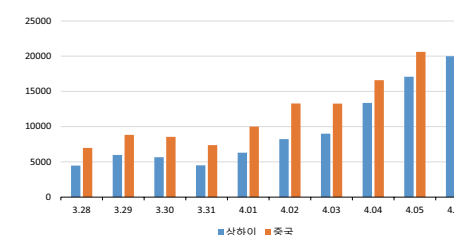
황유선 | 책임연구원

중국은 최악의 코로나 확산세에 대해 대규모 도시 봉쇄조치로 대응. 제로 코로나 정책을 고수할 전망이며, 이에 따른 경제적 충격은 상당할 소지

- [현황] 오미크론 변이가 유입되면서 중국 내에서 코로나19 바이러스가 가파르게 확산. 이에 정부는 제로코로나 정책에 따라 도시를 봉쇄
 - 중국의 지역사회 감염은 31개 성·시 가운데 29곳으로 확산되었으며 최근에는 상하이를 중심으로 코로나19 확산 상황이 계속 악화되는 추세
 - 일일 신규 확진자 수는 역대 최다인 2만명을 돌파(6일 기준 중국 전체 22,995명, 상하이 19,982명). 3월 이후 누적 감염자는 18만명 상회
 - 제로코로나 정책에 따른 봉쇄조치로 상하이 봉쇄는 3.28일부터 11일째 이어지고 있으며, 지린성 등은 3월 초부터 한달 가량 장기 봉쇄에 직면

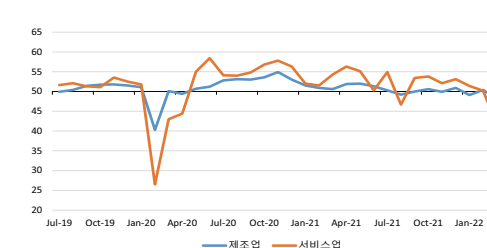
- [평가] 대규모 도시 봉쇄로 동요 조짐도 보이고 있으나 중국 정부는 제로코로나 정책을 고수할 전망. 이에 따른 경제 충격, 인플레이션 확대 등이 우려
 - 제로코로나 신호는 장기 집권을 노리는 시진핑 주석의 최대 업적으로 포장된 만큼 경제적 대가를 치루더라도 방역 목표를 달성하는 데에 초점을 맞출 전망
 - 최근 방역 담당 부총리를 상하이에 급파해 “조금의 동요도 없이 제로 코로나를 유지한다”는 중앙의 방침을 하달한 것은 이를 뒷받침
 - 다만, 그 경제적 대가는 정부의 예상보다 클 가능성. 이미 3월 PMI 급락으로 충격이 가시화되고 있으며, 상하이 봉쇄가 반영된 4월 지표는 추가 악화 예상
 - 단기적으로는 산업 가동 중단 등 공급 충격이 주목받겠지만, 중기적으로는 수입 급감에 따른 소비 위축으로 수요 충격이 상당 기간 지속될 전망
 - 뿐만 아니라 주요 농업 지역이 봄 파종 시즌을 맞이한 가운데 봉쇄조치에 따른 비료, 노동력 및 종자의 부족 현상은 식량 가격 인플레이션을 가중할 소지

그림5 최근 중국·상하이 확진자 수



자료: 중국 국가 보건위원회

그림6 중국 제조업·서비스업 PMI 추이



자료: Bloomberg

가상화폐, 우크라이나 사태를 기점으로 되살아나나?

오정석 | 전문위원

최근 비트코인이 저항선을 돌파함에 따라 상승세를 이어갈 것이라는 의견이 점증. 하지만 규제
리스크 등에 노출되어 있어 보수적인 접근이 필요

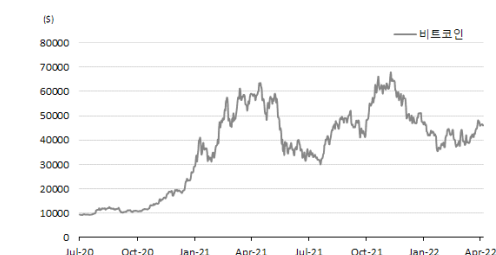
□ [동향] 대표적 가상화폐인 비트코인 가격은 작년 11.9일 \$67,734(역대 최고치)에서 금년 1.23일
\$35,364.5로 절반 가까이 급락한 후 최근 \$46,000선을 회복

- ▲러시아의 우크라이나 침공 이후 대체 결제수단으로서의 수요 증가 ▲美 증시 회복(위험선호심
리 ↑) ▲채굴 난이도 증가 등이 반등을 견인
- 이더리움, 도지코인 등 알트코인도 동반 상승함에 따라 가상화폐 전체 시가 총액은 1월말 \$1,80
조에서 4.3일 \$2,24조로 24% 증가

□ [전망] 비트코인을 필두로 가상화폐의 추가 상승을 예상하는 의견이 최근 증가 하고 있는 가
운데 반대 목소리도 만만치 않아 당분간 변동성 장세가 이어질 가능성

- 가상화폐는 위험자산인 동시에 러-우 전쟁을 계기로 안전자산으로도 다시 한 번 각인됨에 따라
관련 수요가 늘어날 전망. 비트코인의 경우 채굴 난이도 증가로 향후 공급이 줄어들 것이라는 점
도 강세 요인
 - 비트코인의 전체 발행량 2,100만개 중 현재까지 1,900만개 이상 채굴됨에 따라 채굴 난이도
가 증가(문제를 풀면 풀수록 난이도가 높아지면서 물량을 자동으로 조절)
 - 최근 저항선인 \$46,000을 상회함에 따라 장기적으로 \$10만 이상으로 상승할 것이라는 전망
이 제기되는 등 강세를 예측하는 시각이 증가
- 강세를 지지하는 여러 요인에도 불구하고 비트코인을 포함한 가상화폐는 각국의 규제 및 제재
리스크에 노출되어 있고, 전통 자산과의 상관성도 높아지고 있어 언제든 약세장에 진입할 수 있
음에 유의할 필요
 - 전문가들은 가상화폐를 위험자산으로 인식하며 보수적으로 접근할 것을 당부

그림7 비트코인 가격 추이



자료: Bloomberg

그림8 가상화폐 시가총액



자료: CoinGecko 발체

글로벌 리스크 워치

글로벌 리스크 워치

김위대 | 경제리스크부장

Monthly Focus

원자재가격·물가상승 압력과 금리인상 파급효과 등으로 글로벌 경기둔화 우려가 제기되고 있는 가운데, 최근 중국의 제로코로나 정책에 따른 대도시 봉쇄 등도 글로벌 공급망 차질을 가중시킬 소지

- 연준의 빅스텝 시행 전망 등으로 통화긴축 스트레스도 여전히 상당한 리스크로 주시되고 있으며, 러·우크라 전쟁 장기화 때에는 서방의 경기방어 필요성 등도 부각될 수 있어 추후 통화긴축 불확실성이 심화될 가능성

글로벌 주요 리스크

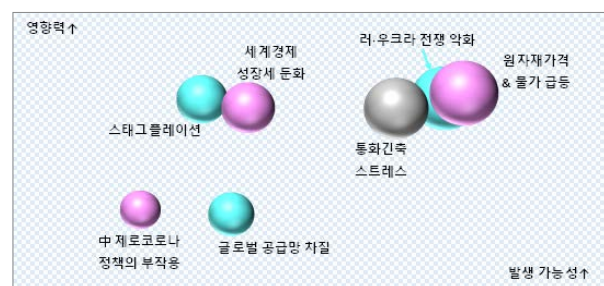
순위	리스크 요인	발생가능성	영향	전월대비
1	원자재가격·물가 급등	★★★★	★★★★	↑
2	러시아·우크라이나 전쟁 악화	★★★★	★★★★	↓
3	통화긴축 스트레스	★★	★★★★	—
4	세계경제 성장세 둔화	★★	★★	신규
5	스태그플레이션	★	★★★★	↓
6	글로벌 공급망 차질	★	★	↓
7	중국 제로코로나 정책 부작용	★	★	신규

- ① 글로벌 거시경제 및 금융시장의 지표 동향, 검색 빈도 등을 반영한 국제금융센터 자체 평가
- ② 발생가능성과 영향력을 3단계로 평가('매우 높음'★★★★, '높음'★★, '낮음'★)
- ③ 전월대비 변화는 발생가능성과 영향력을 동시에 반영한 순위의 증감

- **원자재가격·물가 급등** → 전쟁 장기화와 서방의 對러 제재 추가 가능성이 높아지고 있어 에너지류 뿐만 아니라 금속·곡물·사료 등 1차산품 전체로 물가 상방 리스크 가중
 - 대다수의 국가들이 에너지와 기초금속 등에서 수입 의존도가 높은 데다, 대외發 공급가격 상승으로 자국내 가공식품 및 기타 공산품 물가 등에 상방 압력 지속
- **세계경제 성장세 둔화** → 물가 상승으로 인한 가계의 구매력 약화, 금리상승 압력, 중국내 변이 확산, 공급망 교란 장기화 등으로 상반기 세계경제 성장세가 둔화
 - 다만, 선진국 가계의 초과저축이 리오프닝 소비로 연결되면 침체 국면은 회피할 전망

* OECD('22.3), '22년 글로벌 성장 전망치를 4.5%(‘21.12)→3.4%, 물가는 4.2%→6.7%로 조정

리스크 요인별 발생 가능성과 영향(2022.4월 기준)

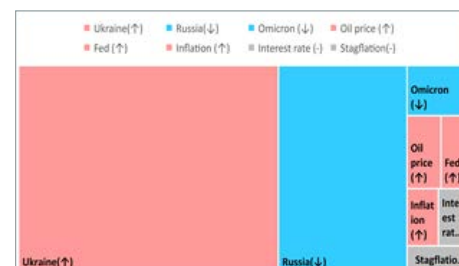


주: 원의 크기는 국제금융센터에서 설문 조사 등을 통해 산출한 '발생 가능성과 영향력' 점수의 합계. 적색은 전월비 종합순위 상승 또는 신규 진입, 청색은 하락, 회색은 동일 자료: 국제금융센터

리스크 요인별 글로벌 검색량 비교*

* 상기 리스크 요인들과 관련된 Google 키워드 검색 기준. 면적은 상대적 검색 빈도, 적색은 전월대비 빈도 증가, 청색은 감소, 회색은 동일

- 러·우크라 전쟁 검색량이 전월에 이어 압도적인 비중을 보인 가운데, 고유가와 인플레이션, 연준의 긴축 관련 검색량도 소폭 증가



관심보고서
다시 읽기

미국의 통화긴축 사이클 비교 분석 및 시사점¹⁾

강봉주 | 부전문위원

Summary

- [이슈] 높은 인플레이션이 지속되면서 연준이 3월부터 금리인상 사이클에 돌입함에 따라, 과거 통화긴축 사이클에 대한 시장의 관심이 증가
- 과거 상황이 반복된다고 단언할 수는 없지만, 이중책무(dual mandate, 완전고용+물가안정)를 고려하면 과거 통화긴축 사이클은 향후 금리인상의 나침반 역할 가능

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦
의장	볼커	볼커	볼커 그린스펀	그린스펀	볼커	그린스펀 버냉키	옐런파월
시기	'79.08~'81.05	'83.05~'84.08	'86.12~'89.02	'79.08~'81.05	'99.06~'00.05	'04.06~'06.06	'15.12~'18.12
주요 배경	인플레이션 심각 강력한 조치로 대응	회복세 초입 과열 전 선제 대응	가파른 통화량 증가 우려	인플레이션 심각 강력한 조치로 대응	주식시장 과열 우려	인플레이션 대응 실기(失期) 논란	저물가이나 고 용충격 대부분 회복

- [개요] 과거 7차례의 통화긴축 사이클을 살펴보면 인상폭과 기간이 상당(평균 ▲396bp 인상, ▲21개월 지속). 금융시장의 경우 금리 반응(▲장단기 금리차 110bp 축소)과 달리 주가는 일반적인 예상(하락 또는 보합 전환)과 어긋나는 측면 존재(▲주가 11% 상승)
- 주가는 금리인상 단행 후 단기간 조정, 이후 재차 반등하면서 전체 인상기 동안 평균 +11.3% 상승(선제대응 ②, ④ 제외 시 +14.8%), 다만 상승폭은 인상 이전보다 축소
- 모든 통화긴축 사이클에서 장단기 금리차(10y-2y)는 축소(평균 -112bp)

□ [그룹별로 본 사례분석] 긴축 시작 시점의 물가·실업에 따라 다음과 같은 차이

- (高물가) 금리인상 강도↑ → 유동성 증가율↓ → 주가상승률↓ + 시장금리 상승폭↑, 금리인상 종료 후 상대적으로 더 큰 위기 발생
- (低실업) 통화정책 上 유의미한 차이는 없으나 경기 호조로 주가상승률이 더 높은 경향

□ [시사점] 현재 물가상승률은 매우 높고, 실업률은 비교적 낮은 상황. 이를 앞선 분석 결과에 대입하면 과거 평균보다 공격적인 금리인상이 단행될 수 있으며, 주식시장은 하방 압력이 상당. 또한 금리인상 종료 후 위기발생에 대한 경계심을 가질 필요

- 현재는 상황은 高물가에 대응한 '79년(①)과 가장 유사하며, '04년(⑥)과도 일부 비슷. 공급 측면의 물가 압력, 확장적 재정정책, 실기 논란 등 배경도 유사
- 통화정책은 高물가 상황에 대응한 빠르고 큰 폭의 금리인상이 단행될 소지
- 주식시장은 실업률이 낮으나 ▲금리인상기 주가상승세 둔화 현상, ▲빠른 금리인상 단행 시 과잉 유동성 되돌림, ▲주가 고평가 상황 등에 따른 하방압력 상당
- 高물가에 따른 통화긴축 후 연착륙 성공 사례가 없어 향후 위기에 대한 경계심 필요

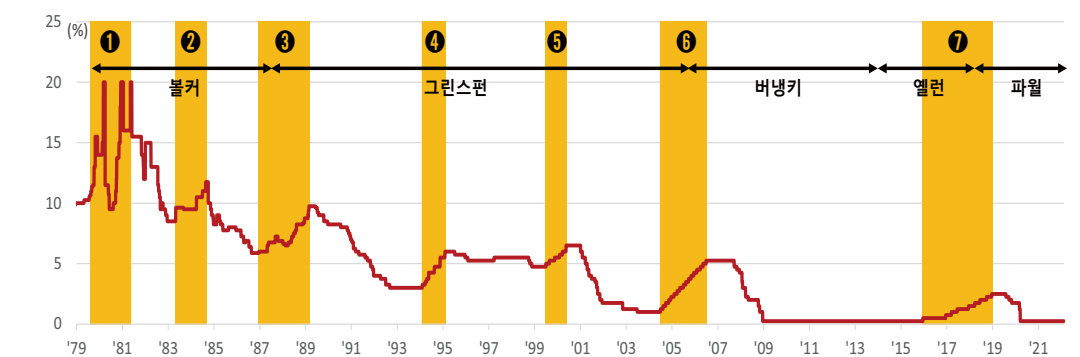
1) 2022년 3월 17일자 보고서

- [이슈] 높은 인플레이션이 지속되면서 연준이 3월부터 금리인상 사이클에 돌입함에 따라, 과거 통화긴축 사이클에 대한 시장의 관심이 증가
- 연준은 예상대로 3.16일 정책금리를 25bp 인상. 현재 연방기금금리 선물에 내재된 연말 정책금리는 1.60%로 총 5.4회의 인상 전망(잔여 회의 6회)
- 과거 상황이 반복된다고 단언할 수는 없지만, 이중책무(dual mandate)를 고려하면 과거 통화긴축 사이클은 향후 금리인상의 나침반 역할 가능
 - 완전고용과 물가안정이라는 연준의 이중책무(dual mandate)는 '77년 연방 준비제도 개혁법 및 '78년 험프리-호킨스법에 명시된 이후 현재까지 유지
 - 따라서 연준의 통화정책은 과거·현재 모두 기본적으로 물가·고용을 고려
- '79년 이후 다음의 7번의 금리인상 사이클을 분석 대상으로 설정
 - 일각에서 '70~'80년대 금리인상 사례는 현재와 시스템이 다르므로 분석에서 배제하기도 하나, 현재는 물가 우려가 부각되고 있으므로 물가 안정에 성공했던 '79년 볼커 의장 시기의 금리인상을 포함시킬 필요

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦
의장	볼커	볼커	볼커 그린스펀	그린스펀	그린스펀	그린스펀 버냉키	옐런파월
시기	'79.08~'81.05	'83.05~'84.08	'86.12~'89.02	'94.02~'95.02	'99.06~'00.05	'04.06~'06.06	'15.12~'18.12
주요 배경	인플레이션 심각 강력한 조치로 대응	회복세 초입 과열 전 선제 대응	가파른 통화량 증가 우려	경기과열 돌입 전 선제 대응	주식시장 과열 우려	인플레이션 대응 실기(失期) 논란	저물가이나 고 용충격 대부분 회복

*금리인상기별 세부적인 내용은 보고서 9페이지 금리인상기별 여건 및 영향 참조

그림1 미국 정책금리 추이와 금리인상 국면 구분



자료: 국제금융센터

□ [개요] 과거 7차례의 통화긴축 사이클을 살펴보면 인상폭과 기간이 상당(평균 ▲396bp 인상, ▲21개월 지속). 금융시장의 경우 금리 반응(▲장단기 금리차 110bp 축소)과 달리 주가는 일반적인 예상(하락 또는 보합 전환)과 어긋나는 측면 존재(▲주가 11% 상승)

통화정책 금리인상 돌입 시 인상폭과 기간 상당(평균 ▲396bp 인상, ▲21개월 지속)

금리인상기별 인상폭 및 기간

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	평균	②,④ 제외
기간(개월)	21	16	27	12	11	24	37	21	24
인상폭(bp)	937	325	387	300	175	425	225	396	430
월 인상폭	45	20	14	25	16	18	6	21	20

- (인상폭) 과거 금리인상 사례로 보면 평균 396bp 인상을 단행(중간값은 325bp, 선제 대응이었던 ②,④를 제외 시 평균 430bp, 중간값 387bp)
 - 가장 공격적 긴축을 단행한 시기는 ①번('79년)으로 정책금리*가 937bp 상승
- * 이 당시는 목표금리제를 폐기하였기에 시장에서 형성되는 연방기금실효금리 기준
- (기간) 평균 인상 기간은 21개월(중간값 21개월, 선제대응 ②,④ 제외 시 평균 · 중간값 24개월)
 - 즉, 연준은 한번 금리인상에 돌입하면 약 2년 가량 방향성을 유지했던 모습(④,⑤ 인상의 기간은 11~12개월로 비교적 짧으나 그 사이에 큰 금리인하가 없었음)

시장반응 금리(▲장단기 금리차 110bp 축소)와 달리 주가는 일반적 예상과 다른 측면(11% 상승)

금리인상기 동안의 금융시장 변화

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	평균	②,④ 제외
S&P500	21.6%	3.5%	14.8%	0.1%	6.8%	11.6%	20.9%	11.3%	15.1%
10y변화(bp)	522	231	227	179	64	61	46	190	184
10y-2y변화	-103	-74	-110	-118	-72	-189	-118	-112	-118
달러화지수	16.8%	14.9%	-12.2%	-9.3%	8.2%	-1.2%	-0.9%	2.0%	1.7%

- (주가) 주식은 금리인상 단행 후 단기간 조정. 이후 재차 반등하면서 전체 인상기 동안 평균 +11.3% 상승(선제대응 ②,④ 제외 시 +14.8%, 상승강도는 금리 인상 이전보다 감소)
 - 7차례의 금리인상에서 모두 단기 조정이 발생(2~6주 간 최대낙폭 -3~-12% 기록)
 - 인상기 동안의 주가 상승강도가 인상 이전과 비교하면 상당폭 감소한 점도 주목할 부분(인상 직전 200일간 평균 +17% 상승, 인상 이후 200일간 평균 +6% 상승)
 - 금리인상이라는 주가 하방압력 요인에도 불구, 주가가 상승한 것은 연준의 금리 인상이 경기 호조(good economy) 상태에서 시작되기 때문인 것으로 추정*

* 그룹화 분석 중 6페이지 고용 부문 참조

- (금리) 장단기 금리차(10y-2y) 축소(-112bp)는 모든 통화긴축 사이클에서 나타나는 현상. 한편 美 10년물 금리는 '99년부터 인상기 동안의 상승폭이 크게 감소
 - 장단기금리차 축소는 금리인상에 단기금리가 더 민감하게 반응한 데 기인
 - '90년대 중반부터 연준이 명확하게 금리 사이클 및 향후 정책 방향을 예고하며 시장 선반영이 이루어짐에 따라 '10년물 금리 상승폭이 축소되는 모습
- (달러) 달러화는 금리인상도 중요하나 여타 주요 이벤트에 따라 다른 방향성 시현
 - 美 금리인상 → 국내의 금리차 → 자금 이동에 따른 달러 강세는 '79~'84년 사이의 두 차례 인상(①,②)에서 나타났던 현상
 - 한편 '80년대 후반(③)에는 일본 버블 및 엔화 강세, '94년(④)에는 美 재무부의 멕시코 위기 구제 등으로 인해 오히려 약세

□ [그룹별로 본 사례분석] 각 금리인상 돌입 국면을 물가 · 고용에 기반하여 구분해 본 결과 다음의 특징을 도출

- 연준의 7차례의 금리인상은 기본적으로 물가 · 고용 상황에 기반하여 인상 단행. 따라서 각 금리인상 직전의 경제상황을 물가 · 고용 기준으로 구분* 및 그룹화
 - (물가 기준) 고물가 그룹 ①, ⑥ / 그외 ②, ③, ④, ⑤, ⑦ 로 구분(그림3)
 - (고용 기준) 저실업 그룹 ①, ③, ⑤, ⑦ / 그외 ②, ④, ⑥으로 구분

* 단순수치로 비교하지않고 직전 사이클에 비해 어느 정도로 높거나 낮은 상황인지 '백분위'로 변환 조정(8페이지 참조)

그림2 미국의 물가(CPI) · 고용(실업률) 추이

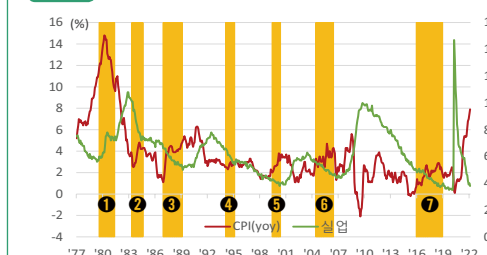
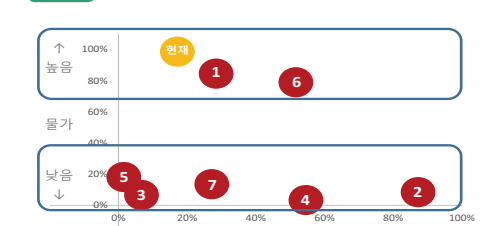


그림3 물가 · 고용 기반 인상시작시점 분포

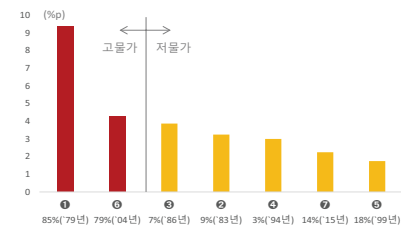


물가 고물가 → 금리인상 강도↑ → 유동성 증가율↓ → 주가상승률↓ + 시장금리 상승폭↑
 고물가일수록 금리인상 종료 후 상대적으로 더 큰 위기 발생

- (통화정책) 금리인상 시작 시점의 물가가 높았던 시기는 금리인상강도 ↑
 - 이미 물가가 많이 상승한 국면에서 금리인상에 돌입할 경우, 시장에서 실기(失期) 논란이 제기됨과 동시에, 연준이 과열된 물가와 경제를 안정시키기 위해 다른 시기에 비해 더 강한 긴축 조치를 취하는 모습

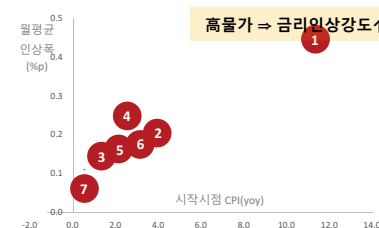
- 고물가 그룹(①, ⑥)의 평균 인상폭은 680bp, 저물가 그룹은 280bp<그림4>
- 가공 지표 뿐만 아니라 단순 물가지표(CPI, yoy) 기준으로도 물가상승률과 월간 금리인상폭이 양의 상관관계<그림5>
- ① '79년) 볼커 의장은 고물가(10% 상회)에 대응해 물가 안정을 핵심 목표로 강력한 긴축을 단행(통화량 증가 목표제 설정, 정책금리 937bp 상승 등)
- ⑥ '04년) 당시 물가(CPI 3.1%, yoy)는 사이클 상 상위 10%의 고물가 상황. 절대적 인상폭(425bp)은 저물가 그룹보다 컸지만 실기(失期) · 인상폭 부족 논란

그림4 고물가/저물가 그룹의 금리인상폭



자료: 국제금융센터

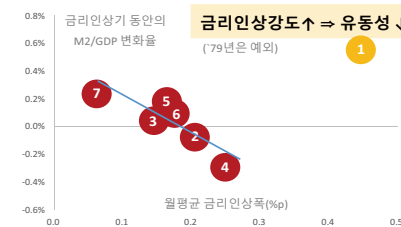
그림5 인상 시작시점 CPI와 월평균 인상폭



자료: 국제금융센터

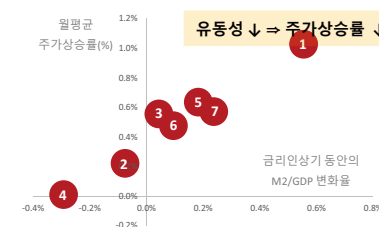
- (금융시장) 금리인상 도입 시점이 高물가일 경우 금리인상 강도↑ → 유동성 증가율↓ → 주가상승률↓ + 시장금리 상승폭↑ 으로 연결
- 인상 시작 시점의 물가는 얼핏 주식시장과의 연관성이 약해 보이나, 금리인상 강도 및 유동성 경로를 통해 영향을 주는 것으로 평가
- ①앞서 살펴본대로 인상 시점의 高물가 → 금리 인상 강도 강화로 이어지며, ②대부분(① 제외) 강한 금리인상 → 인상기 유동성 변화를 감소로 연결<그림6>
- ③마지막으로 유동성 감소 → 주가 상승률 하락에 영향<그림7>
- '79년(①)은 지나친 고물가 등 특수성으로 인해 한동안 높은 유동성이 지속되며 주가 대폭 상승. 따라서 '79년 포함 시 인상강도와 주식 간 연관성이 상당히 왜곡
- 금리 측면에서는 강한 금리인상 → 시장금리 상승폭↑(월평균) 현상 또한 확인

그림6 금리인상 강도와 유동성



자료: 국제금융센터

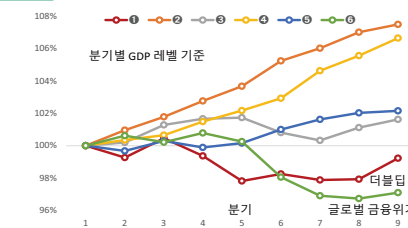
그림7 유동성 변화와 주가



자료: 국제금융센터

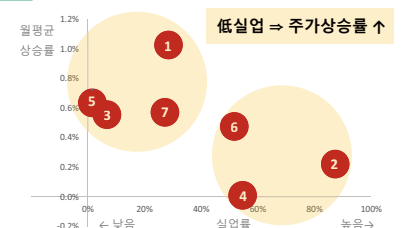
- (위기) 高물가 그룹은 금리인상 종료 후 더 큰 위기를 경험하는 경향<그림8>
- '79~'81년 금리인상(①) 중에는 스태그플레이션('80년 3~4분기 경기후퇴+고물가)을, 인상 종료 후에는 美 더블딥(double dip)과 남미 부채위기라는 큰 충격 경험. '04~'06년 금리인상(⑥)이 끝난 이후에는 글로벌 금융위기 발생
- 반면 그외 금리인상기들은 이후의 경기침체가 상대적으로 가볍거나 없었음
- 추후 큰 위기가 발생했다는 점 외에도 ①과 ⑥은 ▲원자재 가격 상승에 따른 물가 압력, ▲확장적 재정정책에의 공조, ▲실기 논란 측면에서 비슷
- ①과 ⑥의 차이점은, 이미 인플레이션이 높은 수준을 기록할 정도로 경제가 과열된 상황에서 연준의 대응에 따라 위기 발생의 경로가 달랐다는 점
- 고물가가 오래 지속되고 이후 급격한 금리인상을 단행한 경우(①), 실물 경제 차원의 경착륙(스태그플레이션과 더블딥, 이후 남미 부채위기로 확대)이 발생한 반면,
- 금리인상폭이 상대적으로 부족한 경우(⑥)에는 금융 및 부동산 시장의 과열 상태를 심화시키며 이후 금융위기가 발생

그림8 금리인상 후 최악의 2년 비교



자료: 국제금융센터

그림9 저실업/저저실업 그룹 주가상승률



자료: 국제금융센터

고용 금통화정책 상 유의미한 차이는 없으나, 저실업인 경우 경기 호조로 주가상승률 ↑

- 물가와 달리 실업률(원지표, 가공지표)의 차이에 따라 금리인상강도 및 위기 측면에서 유의미한 차이가 나타나진 않음
- 다만 금리인상 시작 시점에서 저실업 그룹은 인상기 동안 주가상승률이 높은 경향
- 실업 지표는 기업의 고용 · 해고에 따라 좌우되므로, 인플레이션 지표보다 기업의 호조 · 부진에 더 직접적으로 연관
- <그림9>에서 나타나듯이, 저실업 그룹의 금리인상기 월평균 주가 상승률은 +0.7%인 반면, 저실업 그룹의 주가 상승률은 +0.2%로 차이를 보이며, 실업률과 월평균 상승률 사이에 음(-)의 선형성
- 즉, 저실업 상태가 저저실업 상태보다 더 경기 및 기업 호조(good economy, good profit) 상태이므로, 향후 주가도 양호한 모습을 보인 것으로 추정

□ [시사점] 현재 물가상승률은 매우 높고, 실업률은 비교적 낮은 상황. 이를 앞선 분석 결과에 대입하면 과거 평균보다 공격적인 금리인상이 단행될 수 있으며, 주식시장은 하방 압력이 상당. 또한 금리인상 종료 후 위기발생에 대한 경계심을 가질 필요

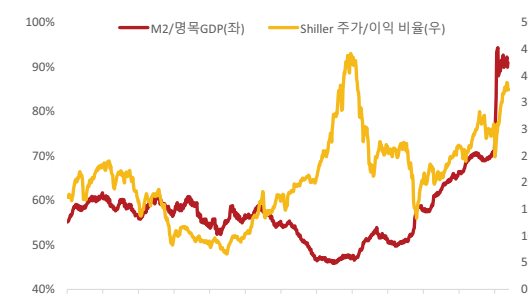
- 현재 상황은 물가·고용 측면에서 볼 때 高물가 + 低실업. 역사적으로 보면 '79년(❶)과 가장 유사하며, '04년(❷)과도 일부 비슷(그림10)
- 공급 측면의 물가 상승 압력이 매우 컸거나(❶, 현재) 상당한 수준이었으며(❷), 물가가 오른 후 통화정책의 실기(失期) 논란 제기
- 당시 기준으로는 높은 수준의 확장적 재정정책을 펼치고 있었다는 점도 공통

그림10 ❶·❷·현재의 물가·고용 비교

		현재	❶	❷
물가	CPI (2월)	yoy(%)	7.9	11.3
		가공(%)	100	91
	PCE (1월)	yoy(%)	5.2	7.3
		가공(%)	100	78
고용	실업 (2월)	yoy(%)	3.8	5.7
		가공(%)	17	28

자료: 국제금융센터. 가공지표 산정방식은 8페이지 참조

그림11 미국 유동성과 주가/이익 비율



자료: 국제금융센터. 가공지표 산정방식은 8페이지 참조

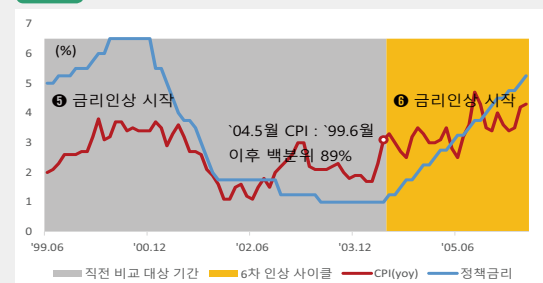
- 앞선 분석결과를 현재의 대입하면 ▲큰 폭의 금리인상 단행 소지, ▲주식시장은 고용·물가·과잉 유동성을 볼 때 하방 압력 상당. 한편 ▲금리인상 종료 후의 위기에 대한 경계감을 가질 필요
- (금리인상) 高물가 상황에 대응한 큰 폭의 금리인상을 단행할 가능성. '79년(❶) 만큼은 아니더라도 일각에서는 '04년(❷, 425bp)에 가까운 400bp나 그 이상의 인상을 예상. 경험칙을 단순 대입하면 인상 속도 또한 상당할 소지(월평균 20bp 이상)
- (금융시장) 주식시장의 경우 낮은 실업률은 상방 요인이나 高물가 및 과잉 유동성, 주가 고평가 상태로 볼 때 하방 압력이 상당한 것으로 평가. 시장 금리는 상승세 속 장단기 금리차 축소 예상
- (주가) 현재 실업이 비교적 낮은 수준인 점은 상방 요인이나, 앞서 살펴보았듯이
 - ① 대부분의 금리인상기에 주가 상승세가 둔화되었다는 점,
 - ② 현재 역대 최고 수준의 과잉 유동성 및 주가 고평가 상황이라는 점(그림11),
 - ③ 高물가에 따른 강한 금리인상이 유동성 감소로 이어질 수 있다는 점(그림6)을 볼 때 하방압력이 상당한 것으로 평가

- (금리) 경험칙에 따른 강한 금리인상을 단순 가정하면, 10년물 금리는 월평균 10~15bp 가량 상승. 한편 장단기금리차 축소(최소 72bp, 평균 112bp)는 모든 금리 인상기에 공통적으로 나타났으므로 금변에도 동일할 것으로 예상
- (위기) 高물가에 따른 통화긴축 후 연착륙에 성공한 사례는 없다는 점에서 볼 때, 향후 위기발생에 대한 경계감을 가질 필요
- 연준이 高물가 상황에서 물가 통제를 위해 급격하게 금리인상을 하게 되면 추후 큰 경제충격이 발생(❶)의 경우 스태그플레이션과 더불어, 남미 부채위기)
- 반면 필요에 못미치는 금리인상 단행 시 금융 부문의 과열로 거품 위험(❷)의 경우 글로벌 금융위기)

참고 비교분석을 위한 물가·고용지표의 가공

- 과거와 현재의 지표 수준을 비교하려면 단순 수치보다는 일종의 가공이 필요
 - 예를 들어, '83.5월(❷) 금리 인상 도입 시의 소비자물가(CPI, yoy) 3.9%는 대안정기와 비교하면 매우 높은 수준이지만 당시 기준으로는 매우 낮은 편
- (지표) 물가는 근원 PCE와 소비자 물가(yoy)를 동시에 사용. 고용은 실업률 활용
 - 현재 연준이 물가를 판단하는데 사용하는 핵심 지수는 근원 PCE (개인소비지출) 물가이나, 과거에는 소비자물가(CPI)를 활용
 - 양 물가 지수는 수치 측면에서 차이가 있으나, 동일 사이클 상 상대적 위치를 가지고 판단하기에 두 지표 중 단일지표만을 사용하더라도 분석결과는 동일
 - 한편 금리인상 도입국면 판단의 기준 시점은 직전 1개월 수치를 이용
- (가공방법) 금리인상 도입 시점에서의 경제지표가 직전 통화정책 사이클 상의 수치와 비교했을 때 상위 몇 %에 속하는 지 확인
 - 즉, T기의 금리인상 시작 직전 1개월 수치를 T-1기 인상 시점 ~ T기 인상 직전 시점 수치들과 비교하여 백분위 변환(하단 그림 참조)
 - 이를 통해 당시 물가·고용 상황에서 볼 때 금리인상 도입 시점에서의 高물가 vs 低물가, 高실업 vs 低실업 여부를 확인 가능

예시 '04년 금리인상 CPI 백분위





미국의 과거 인플레이션 에피소드와 시사점¹⁾

권도현 | 부전문위원
김윤경 | 자본시장부장

Summary

- [이슈] 미국의 소비자물가 급등세가 이어지고 우크라이나 전쟁으로 불확실성이 더욱 확대된 가운데 과거 고물가 사례를 통해 현재와의 유사점·차이점을 점검
- [과거 사례와의 비교] 코로나19 팬데믹 이후 초기 인플레이션 압력은 주로 공급망 차질과 상품수요 급증이 원인이었지만, 이후 통화·재정정책 영향과 경기·고용 호조, 에너지·원자재 가격 상승 등 과거 모든 고물가 사례들과의 유사점이 존재
 - 팬데믹으로 공급망이 훼손되고 소비패턴 왜곡(사례 ①·②), 재정지출이 확대되고 연준은 고용 회복을 우선시(①·③·④), 경기회복과 고용호조로 임금상승 압력 증가(②·③), 우크라이나 전쟁으로 에너지·원자재가격 상승 압력 심화(④·⑤·⑥)

에피소드 (CPI 5% 상회 시기)	인플레이션 요인					
	고유가	공급부족	이연수요	경기·고용	통화정책	재정정책
① 2차대전 종전('46.7~'48.10)		◎	◎	○	○	◎
② 한국전쟁('50.12~'51.12)		○	○	○		
③ 경기확장 후기('69.3~'71.2)				◎		○
④ 1·2차 석유파동('73.4~'82.10)	◎				○	◎
⑤ 걸프전쟁('89.3~'91.5)	○					
⑥ 에너지가격 급등('08.6~'08.8)	○					
⑦ 포스트 코로나('21.5~)	○	◎	◎	○	◎	◎

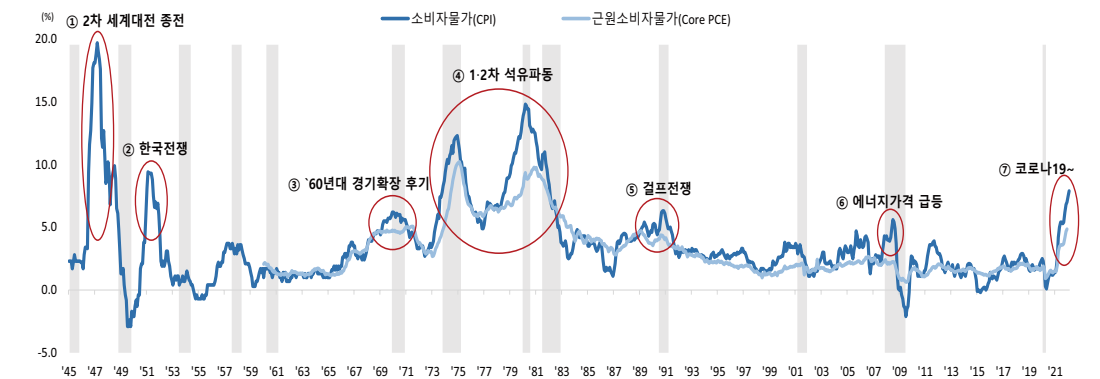
- [전망 및 시사점] 과거 사례들과 현재 여건을 종합해보면 인플레이션 압력의 빠른 해소를 기대하기는 어려울 전망이며, 오히려 러시아-우크라이나 전쟁 여파로 고물가 장기화와 함께 성장둔화 위험도 커지고 있음에 유의할 필요
 - ▲코로나19 엔데믹 전환과 함께 서비스 물가의 본격 상승 가능성 ▲서비스 일자리 수요 증가로 임금상승 압력 심화 ▲우크라이나 전쟁 등으로 고유가 장기화, 공급망 회복 지연 ▲경제주체들의 인플레이션 기대 상승
 - 결국 총수요를 억제하고 인플레 기대를 낮추기 위한 강한 통화긴축이 불가피한 상황이며, 그 과정에서 경제의 충격을 최소화하는 것이 앞으로 연준의 도전과제

1) 2022년 3월 23일자 보고서

- [이슈] 미국의 소비자물가 급등세가 이어지고 향후 전망의 불확실성이 여전히 높은 가운데 과거 고인플레이션 사례를 통해 현재 상황과의 유사점·차이점을 점검
 - 코로나19 이후 공급차질과 상품수요 증가 등으로 작년부터 미국 소비자물가(CPI)가 가파르게 상승하여 금년 2월 7.9%(yoy)로 '82년 이후 최고치 기록
 - 연준은 작년 말부터 '일시적' 인플레이션 시각에서 선회하여 3월 FOMC에서 금리인상을 시작했으며 금년 중 6회의 추가 인상과 B/S 축소를 예고
 - 러시아의 우크라이나 침공과 그에 따른 서방의 제재로 에너지와 원자재 가격이 추가 상승 압력을 받게 되면서 향후 물가 경로의 불확실성이 확대
 - 현재 미국의 인플레이션 상황을 이해하고 향후 경로를 판단하기 위해 과거 고물가 사례별로 원인과 특징, 전개과정 등을 살펴볼 필요

□ [과거 사례] 2차대전 이후 미국 CPI 상승률이 5%를 넘었던 고물가 사례는 총 6번

그림1 미국 인플레이션 장기 추이



자료: Bloomberg 주: 음영은 경기침체기

① 2차 세계대전 종전('46.7월~'48.10월)

- '46.7월 미국 CPI가 9.4%를 기록 후 '48.10월까지 2년여간 5%를 지속 상회했으며, '47.3월에는 최고 19.7%를 기록. 이 기간 평균 CPI 상승률은 12.3%
- 2차대전 종전 후 가격통제 철폐, 공급부족과 이연수요pent-up demand 등이 물가 급등의 주요 원인이었으며 전쟁 중 급증한 재정적자와 본원통화도 영향
 - 전쟁 중 제조업 역량이 군수물자 생산에 집중되면서 소비재와 산업재 공급이 제약, 생필품과 내구재의 할당배급으로 소비가 제한되고 개인저축은 크게 증가

- 종전 후 소비재·산업재의 생산이 정상화되지 않은 상황에서 가격 통제가 철폐 되고 전쟁 중 억눌린 소비욕구가 폭발적으로 증가하면서 물가가 가파르게 상승
 - 전후 인플레이션 압력은 약 2년간 지속된 후 공급망이 정상화되고 소비자 수요도 둔화되면서 안정화

②한국전쟁('50.12월~'51.12월)

- '50.6월 시작된 한국전쟁은 '53.7월 휴전까지 3년간 지속. 미국 CPI는 '50.12월에 5.9%를 기록 후 '51.12월(6.0%)까지 1년간 고물가 지속
 - 한국전쟁 발발 직전 미국경제는 짧은 침체기('48.11~'49.10월)와 물가하락을 겪고 있었으나 다시 전시체제가 시작되면서 물가가 반등
- 2차 세계대전을 경험한 가계들이 공급부족을 예상하여 상품수요가 급증했으며, 일부 소비재는 군수물자로 동원되고 가격통제도 재개
 - 다만, 2차대전 이후처럼 가격통제가 철폐된 후에 인플레가 급등하지는 않았는데, 일부 소비재 생산이 군수물자로 전환되었지만 소비재 전 반의 공급이 부족했던 것은 아니었으며 이연 수요도 크지 않았기 때문

③'60년대말 경기확장 후기('69.3월~'71.2월)

- '65년~'69년 중 분기별 실질 GDP 성장률이 평균 4.8%를 기록하는 등 경기호조 속에서 '69.3월 CPI가 5.2%를 기록 후 '73.2월(5.0%)까지 5%를 지속 상회
- 경기호조와 함께 베트남 전쟁 등에 따른 재정적자 확대 등이 인플레 압력을 자극
 - 2차대전 후 고용법Employment Act of 1946 제정으로 정부의 고용안정 의무가 명문화 되었으며, 다소 높은 인플레이션을 통해 영구적으로 낮은 실업률을 유도할 수 있다는 필립스곡선 이론에 기반한 경제 안정화 정책이 추구
 - '71.8월 닉슨 대통령의 임금·가격 통제 등으로 인플레가 일시 하락했지만, 확장적 거시정책 기조는 이후 '82년까지 이어진 대인플레이션기The Great Inflation의 단초를 제공

④1·2차 석유파동('73.4월~'82.10월)

- '70년대 들어 미국경제는 두 번의 석유파동 등으로 인플레이션과 실업이 동반 증가하는 심각한 스태그플레이션을 경험. '73.4월~'82.10월 중 CPI는 대부분 5%를 상회했으며 최고 14.8%('80.3월)를 기록. 이 기간 중 평균 CPI는 9.0%

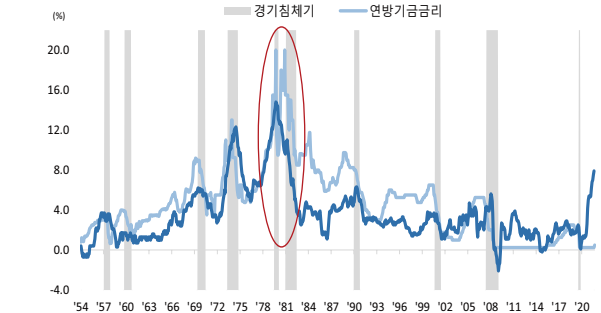
- '60년대부터 이어져온 ▲고용 중시 거시정책 환경 속에서 ▲'73년·'79년 오일쇼크로 에너지와 생필품 가격이 급등하고 ▲임금상승률도 높아졌으며 ▲브레튼우즈 체제 붕괴 후 경상적자 누적으로 달러화 가치는 하락
 - 물가보다 고용을 우선하는 정책·사회적 분위기와 유가 상승에 따른 인플레이션 압력 속에서 연준은 물가 문제에 적극적으로 대응하기 어려웠고, 경제주체들의 인플레이션 기대가 높아지면서 필립스곡선의 상충관계trade-off도 변화
 - 프리드먼과 펠프스 교수가 주장했던 것처럼 필립스곡선의 상충관계는 안정적이지 않았으며, 경제주체들이 높은 물가상승을 예상하게 되면 낮은 실업률을 유지하기 위해 더 높은 인플레이션이 요구(필립스곡선의 우상향 이동)
- 물가와 실업률의 동반 상승으로 딜레마에 직면한 연준은 '79.8월 볼커 의장 취임 후 인플레이션 억제에 위해 강력한 통화정책 긴축을 시행
 - 볼커 이전 연준의 번즈(임기 '70.2~'78.1월), 밀러('78.3~'79.8월) 의장은 오일쇼크로 물가가 더 심각해진 상황에서도 성장을 우선시하는 정책으로 물가 관리에 실패
 - 볼커 의장은 취임 후 인플레이션 억제를 위해 '79.10월부터 정책목표를 통화량 공급으로 바꾸고 통화공급 조절과 고금리 정책을 지속했으며, 이 때 미국 경제는 두 번의 경기침체를 경험
 - 두 번째 침체기 말인 '82년 실업률은 약 11%까지 상승했지만 인플레이션은 5% 미만으로 둔화되면서 대인플레이션 시대가 마무리

그림2 1·2차 석유파동 중 인플레이션과 실업률



자료: Bloomberg

그림3 인플레이션과 연방기금금리



자료: Bloomberg

⑤결프전쟁('89.3월~'91.5월) & ⑥ 에너지 가격 급등('08.6~8월)

- '89년과 '08년의 사례는 모두 유가 급등이 주된 원인이었으며, 이 때 물가는 짧은 상승기를 거친 후 경기가 침체국면에 진입하면서 빠르게 둔화
 - * '89년은 이라크의 쿠웨이트 침공, '08년은 세계경제의 장기 호황과 중국 등 신흥국의 원유수요 증가, OPEC 감산 등이 원인

- '87년 그린스펀 의장 취임 후 연준은 테일러 준칙에 기반한 통화정책 운영으로 경기의 진폭을 낮추고 대부분의 기간동안 물가를 낮고 안정적으로 유지
- [현재 상황에 대한 평가] 코로나19 팬데믹 초기 인플레이션 압력은 주로 공급망 차질과 상품 수요 급증에서 비롯되었지만, 이후 통화·재정정책 대응과 경기·고용 호조, 에너지·원자재 가격 상승 등 과거 고물가 사례와의 유사점들이 모두 존재

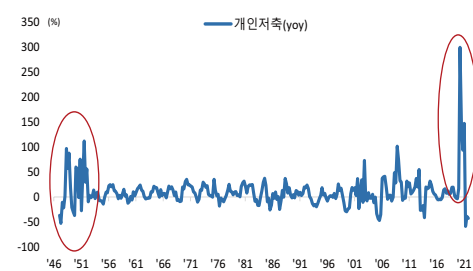
표1 과거 에피소드별 인플레이션의 주요 원인

에피소드	인플레이션 요인					
	고유가	공급부족	이연수요	경기·고용	통화정책	재정정책
① 2차대전 종전 ('46.7~'48.10)		◎	◎	○	○	◎
② 한국전쟁 ('50.12~'51.12)		○	○	○		
③ 경기확장 후기 ('69.3~'71.2)				◎		○
④ 1·2차 석유파동 ('73.4~'82.10)	◎				○	◎
⑤ 걸프전쟁 ('89.3~'91.5)	○					
⑥ 에너지가격 급등 ('08.6~'08.8)	○					
⑦ 포스트 코로나 ('21.5~)	○	◎	◎	○	◎	◎

자료: 국제금융센터

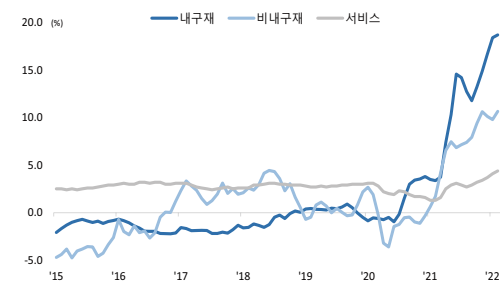
- 코로나19 팬데믹으로 공급망이 훼손되고 소비패턴이 왜곡 → 유사사례: ①, ②
- 2차대전 종식 후 소비재의 생산과 재고가 부족한 상황에서 억눌려있던 수요가 폭발하면서 물가가 급등했던 것처럼 현재는 팬데믹 영향으로 소비패턴이 왜곡
- 코로나19 영향으로 글로벌 공급망 차질이 지속되는 상황에서 작년부터 재난 지원금 등으로 증가한 가계저축이 재화를 중심으로 한 보복소비로 연결

그림4 미국 개인저축 증가율



자료: BEA

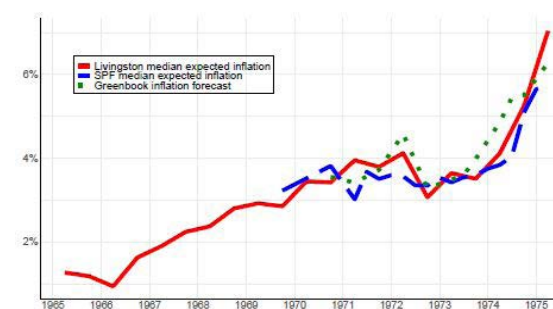
그림5 상품 및 서비스 인플레이션(CPI)



자료: BLS

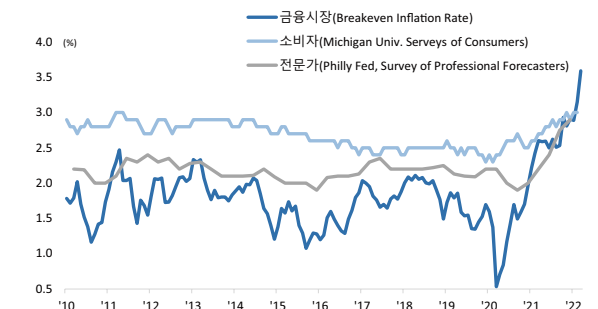
- 미국정부가 재정지출을 확대하고 연준은 고용회복을 우선시 → ①, ③, ④
- '60년대 미국의 경제 사조는 케인즈학파가 주도, 적자를 용인하는 재정정책이 물가를 자극하는 상황에서 연준도 물가보다 성장을 중시
- '67년부터 인플레이션 기대가 상승하기 시작했지만 연준은 이것을 인지하지 못했고 '79년 볼커 의장 취임 전까지 물가를 낮추거나 기대를 통제하는데 실패(Brookings)
- 코로나19 이후 미국정부는 전후 최대 수준으로 재정적자를 늘리면서 경기를 부양. 연준은 코로나 이전에 지속된 저물가 경험에 기초하여 작년 하반기까지도 물가 상승을 '일시적' 요인으로 판단하고 고용 회복을 우선시
- 통화정책 실기(behind the curve)에 따른 인플레이션 기대 상승이 오일쇼크와 함께 '80년대 스태그플레이션의 주요 원인이었던 것처럼 현재의 연준도 대응이 늦어지면서 인플레이션 압력이 심화

그림6 '60~'70년대 미국 인플레이션 기대 추정



자료: Bloomberg

그림7 금융시장·소비자·전문가 인플레 기대(5년)

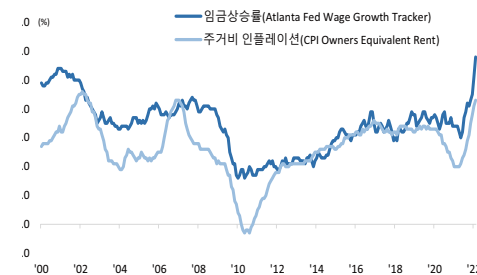


자료: Bloomberg, Michigan Univ., Philadelphia Fed

- 경제가 견조한 회복세를 보이고 고용호조로 임금상승 압력 심화 → ②, ③
- '60년대 미국경제는 전후 수요회복과 성장 중시 경제정책으로 GDP 성장률이 연평균 4.9%('59~'68년)에 달하는 고성장기를 구가했으며, 그 결과 경기순환적 요인에 의한 인플레이션 압력이 점차 심화
- 현재의 인플레이션이 시작된 것은 공급망 차질과 이연수요 등 일시적 요인에 의한 것이었지만, 완화된 통화·재정정책으로 경제가 빠르게 회복하면서 임금, 주거비 등 경기순환적 요인에 의한 물가 압력도 점증
- 샌프란시스코연은이 근원 인플레이션의 기여도를 경기순환적(cyclical) / 비순환적(acyclical) 요인으로 구분한 자료에 따르면, 중고차 등 공급문제에 의한 비순환적 요인이 여전히 크지만 경기순환적 요인의 기여도도 빠르게 상승

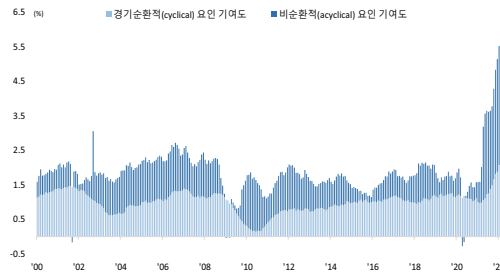


그림8 임금·주거비 인플레이션



자료: Atlanta Fed, BLS

그림9 미국 근원 인플레이션(Core PCE) 기여도 분해



자료: San Francisco Fed

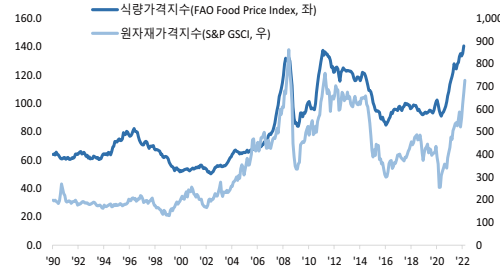
- 러시아-우크라이나 전쟁으로 에너지·원자재가격 상승 압력 심화 → ④, ⑤, ⑥
 - 이미 공급부족 여건에서 상승세를 보이던 유가가 러시아-우크라이나 전쟁으로 더욱 상승하면서 스태그플레이션 우려가 재부각되고 있으며, 이러한 상황은 1차 오일쇼크가 있었던 '73년과 유사
 - '73년 이스라엘과 아랍 국가간 전쟁이 서방에 대한 석유 금수조치로 이어지면서 오일 쇼크가 발생한 것처럼 러시아의 우크라이나 침공이 유가 급등을 초래, 전쟁으로 유가가 급등하기 전부터 미국의 인플레이션이 상승세를 보이고 있었던 점도 유사
 - 당시 연준은 오일쇼크에 의한 물가상승과 경기침체, 즉 스태그플레이션에 직면하면서 금리 인하로 대응했으나, 이것은 이후 인플레 기대를 통제하지 못하는 상황으로 귀결
 - 우크라이나 전쟁은 에너지·원자재 가격의 추가 상승과 함께 글로벌 공급망 회복을 저해하면서 경기둔화 위험을 높이고 통화정책 대응의 어려움을 가중

그림10 국제유가와 연방기금금리



자료: Bloomberg

그림11 글로벌 식량 및 원자재가격



자료: UN FAO, Bloomberg

□ [전망 및 시사점] 과거 사례들과 현재 여건을 종합해보면 인플레이션 압력의 빠른 해소를 기대하기는 어려울 전망이며, 오히려 러시아-우크라이나 전쟁 여파로 고물가 장기화와 함께 성장둔화 위험도 커지고 있음에 유의할 필요

- 향후 물가 경로를 전망하기는 여전히 어렵지만 현재의 여건은 과거 모든 고물가 사례들과 하나 이상의 유사성을 갖고 있으며, 다음과 같은 요인들을 감안할 때 상방 위험이 큰 것으로 판단
 - 첫째, 재화에 집중되었던 소비지출이 엔데믹 전환과 함께 서비스 수요로 분산 되겠지만, 이것은 한편으로 서비스 물가의 본격 상승으로 이어질 소지
 - 재정부양 효과 감소에도 불구하고 코로나19의 엔데믹 전환과 고용증가, 임금상승 등으로 소비지출은 높은 수준을 지속할 가능성
 - 둘째, 실업률이 3.8%로 이미 완전고용에 근접한 상황에서 서비스 부문의 일자리 수요 증가는 임금상승 압력을 높이는 요인
 - 셋째, 중국의 제로코로나 정책 고수와 우크라이나 전쟁으로 글로벌 공급망의 회복 전망이 불투명하며 고유가 상황도 장기화될 가능성
 - 우크라이나 전쟁 영향 등으로 미국의 '22년 CPI 상승률 전망치가 2월에 5.0%에서 현재 6.0%로 상향(Bloomberg 컨센서스)
 - 넷째, 경제주체들의 인플레이션 기대가 이미 수십년래 가장 높은 수준으로 상승 하면서 기대심리를 통제하는 것이 더욱 어려워질 소지
- 인플레이션 위험을 통제하기 위해서는 결국 총수요를 억제하고 인플레이션 기대를 낮추기 위한 강한 통화긴축이 불가피한 상황이며, 그 과정에서 경제에 미치는 충격을 줄이는 것이 앞으로 연준의 도전과제가 될 전망
 - 과거 미국의 주식시장은 높은 인플레이션과 경제성장이 동반될 때에는 비교적 양호한 회복력을 보였지만, '70년대 스태그플레이션 중에는 부진한 흐름이 지속

유로존의 스태그플레이션 가능성 점검¹⁾

황원정 | 책임연구원
김성택 | 글로벌경제부장

Summary

- [이슈] 우크라이나 사태 이후 러시아 경제와 연관도가 높은 유로존 경제의 스태그-플레이션 위험이 점증하고 있어 그 배경과 가능성을 점검
- [배경] 최근 에너지 공급 부족에 따른 물가 상승위험이 크게 확대된 가운데 소비·투자 위축, 무역 감소, 금융여건 긴축 등 경기 하강위험도 심화
 - (물가 상승위험 확대) 팬데믹 경기부양책, 경제재개 및 글로벌 공급제약 등으로 물가가 크게 상승한 상태에서 에너지 및 곡물 가격 강세로 고물가 장기화 위험이 확대
 - (경기하강 심화 우려) 물가상승에 따른 실질 구매력 감소, 에너지 공급 제약, 경제심리 약화 등으로 소비·생산 위축이 우려. 러시아 등 교전지역과의 무역도 둔화할 소지
 - 은행 건전성 악화, 위험자산 조정, 금리 상승, 유동성 스트레스 등 유로존의 금융 여건이 긴축적으로 바뀌고 있는 점도 경기하강 위험으로 작용
- [평가] 우크라이나 사태 장기화, 금융시장 변동성 확대, 통화정책 불확실성 등 물가 및 성장 충격을 심화시킬 수 있는 요인이 상당하나 주요국의 재정지출 확대와 낮은 임금-물가 악순환 가능성 등이 스태그플레이션 위험을 완화해 줄 것으로 기대
- [전망] 유로존은 올해 상반기에는 성장이 둔화되고 물가는 높은 오름세를 나타내는 완만한 스태그플레이션(미니 스태그 또는 슬로우플레이션) 상태를 보이겠으나 우크라이나 사태 종료 시 하반기 이후 경기는 회복세를 재개하고 인플레이션은 점진적으로 둔화될 가능성
 - (주요국 대비 높은 스태그플레이션 위험) 연초 이후 세계경제 및 주요국의 스태그 플레이션 위험 변화를 정량적으로 측정해본 결과 유로존의 위험이 상당
 - 러시아산 에너지공급이 전면 중단되는 경우, 유로존 경기는 2분기 연속 위축(Q2~Q3, technical recession)되고 물가는 최고 8.6%까지 급등하는 스태그플레이션 상황에 처할 위험
 - (중기 저성장·저물가 재연 가능성) 우크라이나 사태가 종료될 경우 회복세 재개가 기대 되나 중기 시계에서는 대규모 재정확대 등이 지속되지 않는 한 팬데믹 이전의 낮은 성장 및 물가 체제로 회귀할 전망

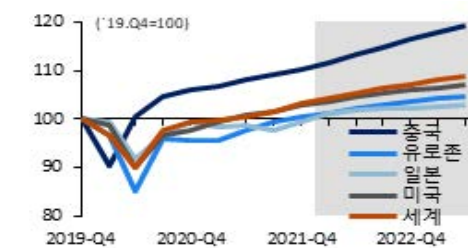
1) 2022년 3월 24일자 보고서

- [이슈] 우크라이나 사태 이후 러시아 경제와 연관도가 높은 유로존 경제의 스태그-플레이션 위험이 점증하고 있어 그 배경과 가능성을 점검

* 스태그플레이션(stagflation)은 인플레이션(inflation)과 성장침체(stagnation, 실업률 상승)가 동시에 발생하는 상황. 높은 인플레이션과 함께 성장률이 잠재성장률을 하회하거나 0% 이하가 되는 경기침체(recession)를 동반. '70년대 오일쇼크는 높은 인플레이션과 마이너스 성장이 공존했던 최악의 스태그플레이션 사례

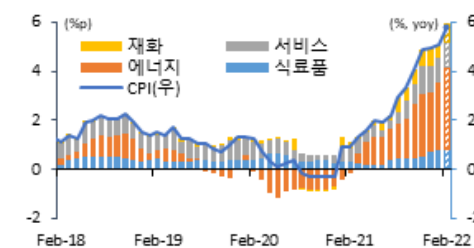
- 우크라이나 사태 이전 유로존 경제는 G2에 비해 다소 더딘 회복세를 보였으나 백신 진전 및 코로나19 완화(오미크론 진정세) 등에 힘입어 경제지표들이 호전되고 있던 상태
 - 물가의 경우 글로벌 공급병목지속, 에너지 물가 강세, 경기회복에 따른 서비스물가 상승 등의 여파로 높은 수준을 지속(1월 5.1% → 2월 5.8%)

그림1 OECD 세계/주요국 성장세



자료: OECD, 주: 음영은 전망

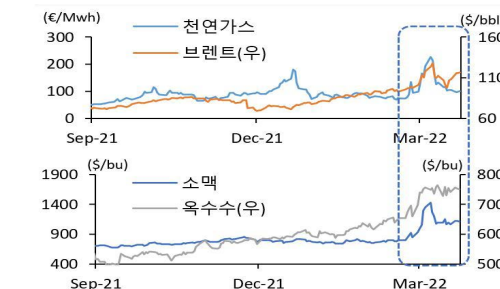
그림2 유로존 소비자 물가 및 부문별 기여



자료: Eurostat, 주: 2월 기여도는 추정

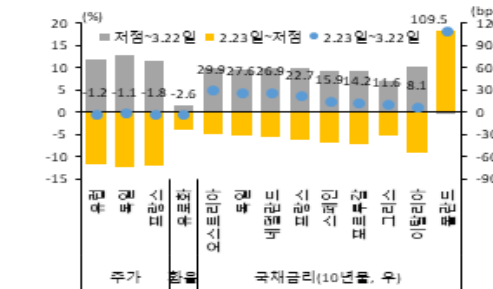
- 우크라이나 사태는 물가 상방압력 및 성장 하방압력으로 작용할 것으로 예상되는 바, 러시아의 존도가 큰 유로존의 스태그플레이션 우려가 부각
 - (원자재) 러시아산 원자재 공급부족 우려가 확대되며 에너지 및 곡물가격 급등. 최근 상승폭이 둔화되기는 했으나 강세 지속
 - (금융지표) 2.23일 이후 위험회피 심화로 주가 및 금리 하락, 유로화가 약세를 보였으나 이후 낙관론이 확대되며 주가, 환율은 낙폭을 대부분 회복. 금리는 위기 이전을 상회

그림3 주요 원자재(에너지, 곡물) 가격



자료: Bloomberg

그림4 우크라이나 사태 이후 유럽 금융지표

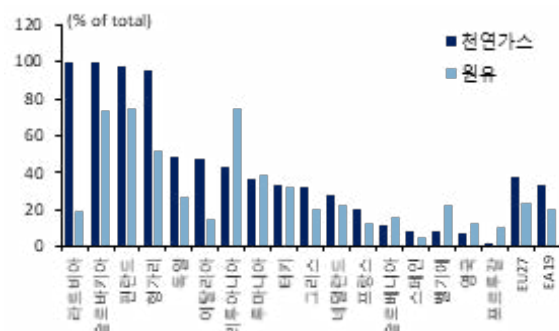


자료: Bloomberg, 주: 폴란드는 고정 기준

□ [배경] 최근 에너지 공급 부족 등에 따른 물가 상승위험이 크게 확대된 가운데 소비·투자 위축, 무역 둔화, 금융여건 긴축 등 경기 하강위험도 심화

- 물가 상승위험 확대: 팬데믹 경기부양책, 경제재개 및 글로벌 공급제약 등으로 물가가 크게 상승한 상태에서 에너지 및 곡물 가격 강세로 고물가 장기화 위험이 확대
 - (에너지) 유로존의 러시아 에너지 의존도 및 글로벌 수급상황 고려 시 에너지 공급 제약이 유로존 물가에 미치는 상방 압력이 상당할 전망<그림 5>
 - 원자재 가격 상승이 유로존 물가에 미치는 영향은 연간 2.25%p 수준(OECD)
 - 2월 이후 천연가스 및 브렌트유 상승 여파로 소비자물가는 향후 12개월간 +1.8%p(Citi)
 - (식품) 러시아의 곡물수출 중단에 따른 곡물가격의 직접적 상승이나 산업용 전기 요금 등 생산비용 상승이 소비자물가에 전가될 우려
 - 세계 곡물수출에서 러시아 비중(소맥 18%, 옥수수 13%, 대맥 11%)이 상당, 유로존 소비자물가 내 식품 비중(15.1%)도 주요 선진국(미국 5.8%, 영국 10.4%) 대비 높은 편
- 경기하강 심화 우려: 물가상승에 따른 실질 구매력 감소, 에너지 공급제약, 경제심리 약화 등으로 소비·생산 위축이 우려. 러시아 등 교전지역과의 무역도 둔화할 소지
 - (실질구매력 감소) 임금상승이 제한적인 가운데 소비자 물가가 급등하며 가계 실질 구매력이 위축, 가계 초과저축, 정부의 지원조치 등은 피해 경감 요인
 - (에너지 공급제약) 유로존은 가계난방뿐만 아니라 산업, 서비스 부문에서도 천연가스 등 에너지 수요가 상당. 에너지 배급이 이루어질 경우 산업부문 피해도 클 전망
 - (경제심리 약화) 경제 불확실성에 따른 경제심리 약화로 소비·투자 이연 가능성
 - 3월 Sentix 투자자신뢰지수는 -7로 예상치(5.3)를 크게 하회. 하위 항목 중 경기전망 기대지수는 -20.8로 10년래 최저(전월비 하락폭은 역대 최대) <그림 6>

그림5 유럽 에너지수입 러시아 의존도(수량기준)



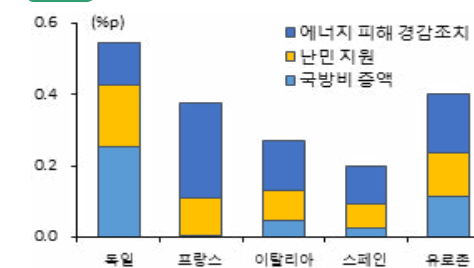
- **금융시장 변동성 확대:** 미국 연준의 긴축기조 강화, 러시아 디폴트 우려, 중국 코로나19 재확산 등 불안요인이 지속되며 금융시장 변동성이 확대될 소지
 - **(연준 긴축기조 강화)** 연준은 예상대로 3월 정책금리를 25bp 인상하고 점도표('22년 7회, '23년 3.5회 인상 등) 및 물가 전망도 상향조정. 물가 위험 확대 시 긴축 강화 소지
 - '22년 말까지 25bp씩 7회 인상이 유력하나 물가위험에 따라 일시 +50bp 가능성도 배제 불가
 - **(러시아 디폴트 우려)** 3대 신평사는 3월 이후 러시아 국가등급을 디폴트 직전으로 큰 폭 강등했으며 Moody's와 S&P는 등급전망도 부정적(Fitch는 CCC 이하 전망 미발표)
 - 러시아는 3.16일 첫번째 디폴트 위기를 모면했으나 4.4일 달러화 국채원금(\$20억) 상환일이 도래하는 등 디폴트 우려 지속
- **통화정책 불확실성:** 우크라이나 사태 영향으로 ECB의 신중한 정책정상화가 예상되나 물가 위험 확대 시 긴축기조 강화 가능성. 과도한 긴축 시에는 경기후퇴 위험 증가
 - 시장에서는 3분기 중 자산매입 종료 전망이 우세한 가운데 빠르면 10월 이후 금리 인상 가능성 제기

완화 요인

- **재정정책 확대:** EU 재정규율 기준 완화, 국방비 증액 등을 포함한 EU 회원국 예산 확대, 에너지 자립도 제고를 위한 인프라 투자 등이 경기하강 폭을 완화할 소지
 - **(재정규율 완화)** EU집행위는 우크라이나 위기를 고려해 '23년 재정규율(재정적자 및 부채 한도 등) 재적용 결정을 5월 중순으로 연기(Reuters)
 - **(재정지출 확대)** EU 및 회원국들은 군비지출 확대(GDP 2%)를 통한 군사력 강화에 합의하고 에너지 감세 및 소득지원 등의 정책을 통해 민간 피해를 최소화할 전망
 - 독일은 1회성 국방예산으로 11천억을 책정하고 향후 국방 예산을 GDP의 2%(현재 1.5%)로 확대할 계획. 주요 4개국은 에너지 피해 경감 관련 1530억 이상을 감세 및 지출 예정(Barclays)
 - **(에너지 투자 확대)** EU는 REPowerEU 등 유럽의 중장기 에너지 자립도 제고 계획을 수립. 단기 내 큰 완충효과를 기대하기는 어렵지만 성장잠재력 제고 및 중장기적 충격 완화에는 도움이 될 전망
 - EU는 연말까지 러시아 가스수입 물량의 2/3를 축소하고 수입국 다변화 및 재생에너지 확대 등을 통해 '30년까지 러시아산 화석연료로부터 독립할 계획
- **기대 인플레이션 및 임금 상승은 제한적:** 소비자물가에 비해 장기 기대 인플레이션은 상대적으로 안정적인 수준(3.21일 2.1%)이며 임금 상승세도 미국 등에 비해 높지 않은 편

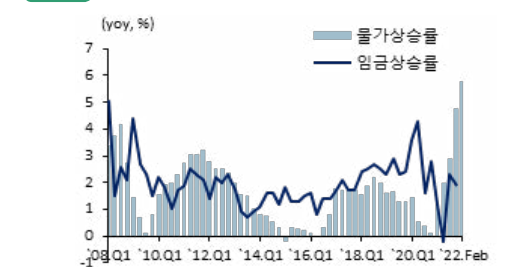
- 다만, 고물가가 예상보다 장기화될 경우 기대 인플레이 발산 및 임금 급등 가능성
 - 물가급등에 따른 실질소득 감소를 상쇄하기 위해 노동자들이 고임금을 요구하는 경우 임금 상승세가 가팔라지며 물가-임금상승 악순환을 초래할 소지 <그림 10>

그림9 재정정책 경기부양효과



자료: Goldman Sachs

그림10 유로존 물가 및 임금상승률

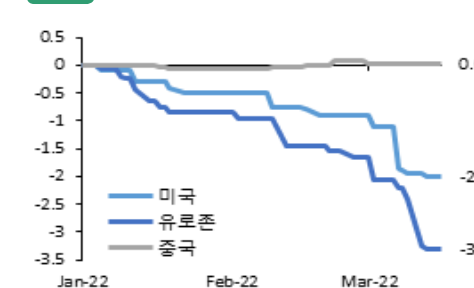


자료: Bloomberg

□ [전망] 유로존은 올해 상반기에는 성장이 둔화되고 물가는 높은 오름세를 나타내는 완만한 스태그플레이션 상태(미니 스태그 또는 슬로우플레이션)를 지속하겠으나 우크라이나 사태 종료 시 하반기 이후 경기는 회복세 재개, 인플레이션은 점진적 둔화 가능성

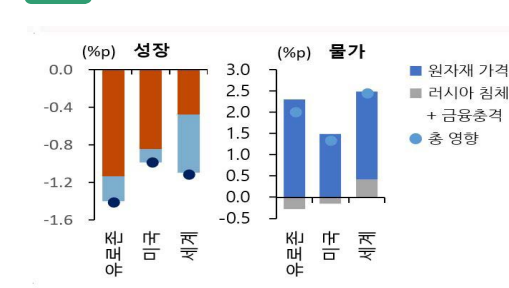
- **주요국 대비 높은 스태그플레이션 위험:** 연초 이후 세계경제 및 주요국의 스태그플레이션 위험 변화를 정량적으로 측정해본 결과 유로존의 위험이 상당<그림 11>
 - 스태그플레이션 위험은 신흥국보다는 선진국, G2보다는 유로존에서 높게 나타남
 - 스태그플레이션 위험 지수는 블룸버그 컨센서스 전망치를 기준으로 <'22년 실질GDP 성장률 전망치 변화분 - CPI 전망치 변화분>으로 산정(JPMorgan 방법 준용)
 - OECD가 우크라이나 사태의 세계경제 영향을 추정된 바에 따르면 '22년 성장충격은 유로존 약 -1.4%p, 미국 -0.9%p, 세계 -1.1%p. 물가 영향은 유로존 약 2%p, 미국 1.3%p, 세계 2.5%p<그림12>

그림11 주요국 스태그플레이션 위험



자료: Bloomberg Consensus, JPM

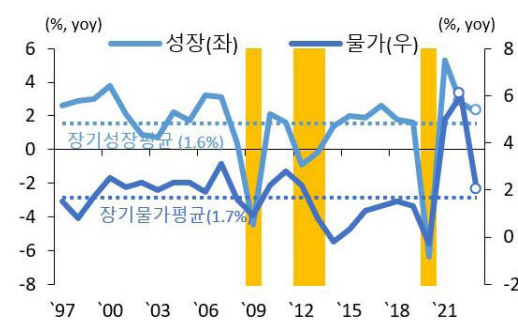
그림12 러시아-우크라이나 위기의 글로벌 영향



자료: OECD

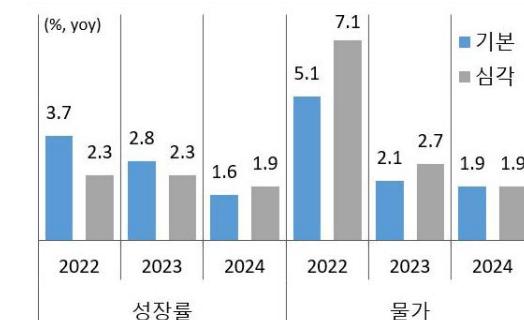
- 주요 IB의 유로존 성장전망은 '22년 2.8%로 2월 초 대비 -1.1%p (최저 2.2%~ 최대 3.5%). 러시아産 에너지 공급이 전면 중단되는 경우, 유로존은 2분기 연속 위축(Q2~Q3, technical recession)하고 물가는 최고 8.6%까지 급등하는 스태그플레이션에 처할 위험(GS)
- 또한 IB들은 소비자물가 상승률이 '22년 월간 최대 7%(yoy)를 상회하고 연간으로는 6% (최대 7.1%, ECB)가 될 것으로 예상. 물가 고점 시기는 4월 전망이 다수이나 일각에서는 7~8월 전망도 제기
- 중기 저성장·저물가* 재연 가능성: 우크라이나 사태가 종료될 경우 회복세 재개가 기대되나 중기 시계에서는 대규모 재정확대 등이 지속되지 않는 한 팬데믹 이전의 낮은 성장 및 물가 체제로 회귀할 전망<그림 13, 14>
- * 팬데믹 발생 이전인 '19년, 당시 ECB 총재였던 드라기는 유로존이 일본식 장기불황에 빠질 가능성을 우려하며 회원국에 재정지출 확대를 요구한 바 있음
- (성장) 유로존은 '23년 이후 성장률이 점차 둔화하며 '24년 경 장기평균 수준(1.6%, 코로나19 이상치를 제외한 '97~'16년 평균)으로 하락할 소지(주요 IB 전망 '23년 2.2%)
- (물가) 인플레이션은 기저효과 및 유가 약세 전망 등에 기인해 '22년 하반기부터 둔화되기 시작해 '24년에는 2% 이내에서 안정될 전망(주요 IB 전망 '23년 2.0%)

그림13 유로존 성장 및 물가 추이



자료: Bloomberg, 주: 음영은 리세션, 표식은 전망(IB 평균)

그림14 ECB 시나리오별 경제전망



자료: ECB('22.3월)

중국의 자본유출입 변화 가능성 점검¹⁾

김기봉 | 책임연구원
이치훈 | 신흥경제부장

Summary

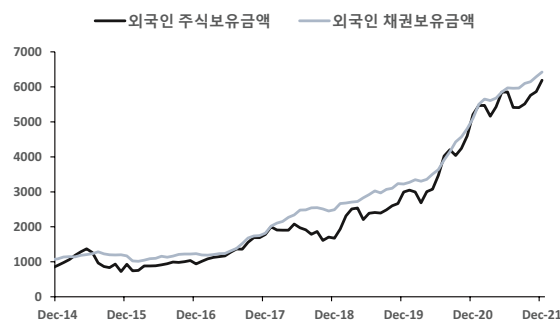
- [이슈] 미중 성장격차가 30년래 최저인 가운데, 통화정책 차별화도 커지면서 중국으로 부터의 자본유출 우려가 제기
 - 작년에는 중국의 경상흑자 및 외국인투자가 역대 최고치를 기록하였으나 금년 들어 변화 조짐
- [유입세 둔화] 금년 중국의 경상수지 흑자 및 외국인 투자는 유입기조를 이어가나, 그 규모는 유가 상승 및 대외갈등 고조 등으로 축소될 소지
 - 경상수지: 상품수지 호조 및 여행수지 적자 축소 등에 힘입어 상당한 흑자규모가 지속되나, GDP 대비 경상수지 흑자 비율은 유가 상승 등으로 소폭 하락할 전망('21년 1.8%→ '22년 1.5%)
 - 외국인 직접투자(FDI): 중국정부의 규제완화 등에 따라 서비스 부문을 중심으로 투자가 확대될 것으로 기대. 다만 전체 유입규모는 미중 갈등과 공급망 자립 등으로 줄어든 가능성
 - 외국인 증권투자: 주식의 경우 외국인 투자자금이 저평가 인식과 MSCI 편입 확대 등으로 유입세 지속. 다만 채권투자는 대내외 금리차 축소에 따른 수익률 하락 등으로 부진 예상
- [유출확대 요인] 중국 부동산시장 위축 등으로 국내투자 수익성이 악화되는 상황에서 위안화 절하 기대 확대 등 여타 요인까지 가세하며 거주자를 중심으로 자본이탈 압력이 커질 우려
 - 부동산시장 부진: 외국인 투자가 2년 연속 감소한 가운데 정부의 부분적인 규제완화 조치에도 불구하고, 높은 가격 부담 등으로 거주자들의 해외부동산 투자 유인이 커질 전망
 - 음성적 자본이탈: 향후에도 국제수지에서의 오차 및 누락이 기준치(-5%)를 초과하는 현상이 정부 규제 및 국가자본주의에 대한 경계 등으로 해소되기 어려울 가능성
 - 위안화 절하기대: 전인대에서 통화정책 완화 등을 시사함에 따라 향후 미중 금리차가 축소되고 위안화 절하 기대가 늘어나면서 단기자금 이탈 압력이 커질 소지
- [종합평가] 향후에도 중국으로의 자본 유입이 유출 대비 근소하게 우위를 점할 것으로 기대되나 유출입 변동성 확대는 불가피. 특히 지정학적 리스크 확대, 외환보유기반 약화 등 대내외 환경이 악화될 경우 유출세로 전환될 가능성도 상존함에 유의할 필요
 - 역대 최대를 기록한 외국인 투자자금이 향후 대내외 환경에 민감하게 반응하고, 외환시장의 구조적 취약성까지 노출될 경우 중국뿐만 아니라 신흥국 불안도 야기할 우려

1) 2022년 3월 23일자 보고서



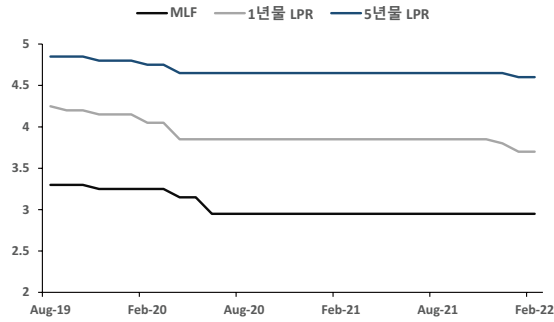
- [이슈] 작년 중국으로의 외국인 자본유입이 급증하였으나, 미중 간 성장격차가 30년래 최저(2.4%p)를 기록한 가운데 최근 통화정책 차별화도 커지면서 중국으로부터의 자본유출 우려가 제기
 - (작년유입 현황) 경상수지가 수출 호조 등으로 전년비 15% 증가하여 외국인 직접·증권 투자와 함께 역대 최고를 기록하였으나, 금년 들어 일부 환경이 변화되는 조짐
 - 외국인 직접투자가 내수시장 기대 등으로 16% 늘어난 가운데, 외국인 증권투자도 미중분쟁 이후 본격화된 개방조치 등으로 주식·채권 모두 20% 가량 증가(3년 연속 ↑)〈그림1〉
 - (미중 성장격차 축소) 작년 미중 간 연간 성장률 격차도 2.4%p로 이전 5년 평균 4.6%p 대비 크게 좁혀지면서 고성장·고금리를 유지해왔던 중국에 대한 외국인 투자자들의 기대가 감소
 - 주요 IB들도 부동산 경기둔화와 경제심리 위축 등을 근거로 금년 중국 성장률을 7개월 전 대비 0.8%p 낮춘 4%대 후반으로 전망(美 -0.7%p, 유럽 -0.7%p, 日 -0.8%p)
 - (미중 통화정책 차별화) 코로나19 등 하방압력이 커지면서 중국 정부는 금년 1월 정책금리인 1년 물 중기대출금리(MLF)를 21개월만에 0.1%p 인하하는 등 완화적 통화정책을 시행〈그림2〉
 - 반면 미국은 높은 인플레이션율이 지속되는 가운데 우크라이나 사태로 인한 유가상승 우려까지 더해지면서 통화긴축이 강화될 전망(Nomura)

그림1 외국인의 주식 및 채권보유액(억 달러)



자료: CEIC

그림2 중국의 주요 정책금리(%)



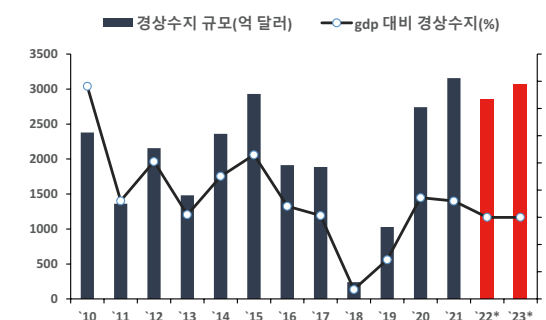
자료: CEIC

- [유입세 둔화] 금년 중국의 경상수지 흑자 및 외국인 투자는 유입기조를 이어가나, 그 규모는 유가 상승 및 대외갈등 고조 등으로 축소될 소지
 - 경상수지: 상품수지 호조 및 여행수지 적자 축소 등에 힘입어 상당한 흑자규모가 지속되나, GDP 대비 경상수지 흑자 비율은 유가 상승 등으로 소폭 하락할 전망('21년 1.8%→'22년 1.5%)



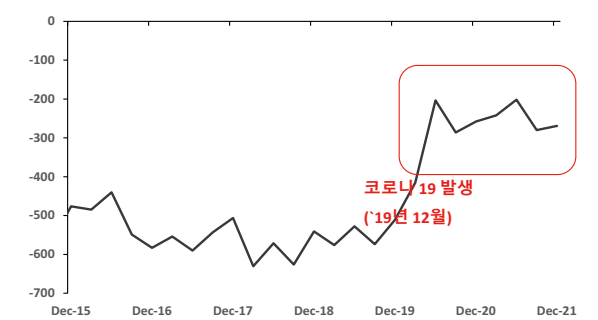
- 작년 수출이 코로나19 물품 수요 등으로 30% 급증한 가운데, 금년에도 견조한 대외수요 및 동남아 국가의 생산차질 등으로 여타 지표 대비 견조한 모습을 이어갈 전망
 - 그러나 수입이 유가 상승 등으로 급증하고 주요국들의 상품 수요도 둔화되면서 GDP 대비 경상수지 흑자가 작년 1.8%에서 1.5%로 축소될 가능성(JPM)〈그림3〉
- 작년 여행수지 적자가 해외여행 감소 등으로 코로나 이전 대비 절반 이상 축소된 현상이 향후에도 제로 코로나 정책 등으로 이어질 전망〈그림4〉
 - 제로 코로나 정책이 체제 우월 선전 필요성과 저조한 3차 접종률 등으로 금년 말까지 이어질 가능성. 이에 따라 해외여행이 국내 단거리 여행 등으로 대체되면서 서비스 적자 축소에 기여할 소지

그림3 중국 경상수지 추이 및 전망



자료: OECD, *'22, '23년은 전망치

그림4 중국 여행수지 적자(억 달러)



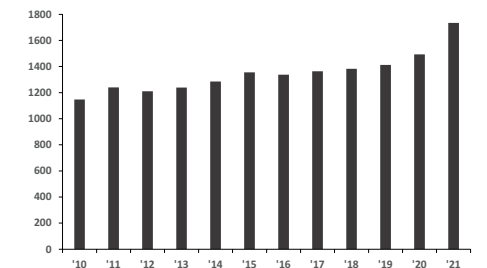
자료: CEIC

- 외국인 직접투자(FDI): 중국정부의 규제완화 등에 따라 서비스 부문을 중심으로 투자가 확대될 것으로 기대. 다만 전체 유입규모는 미중 갈등과 공급망 자립 등으로 줄어들 가능성〈그림5〉
 - 중국 정부의 외국인 직접투자 금지 산업※ 축소 등의 시장개방에 힘입어 해외 투자자들의 진입장벽이 완화될 것으로 기대

※ 외국인 직접투자 금지 산업 수: '17년 93개 → '21년 31개 (서비스 산업을 중심으로 5년 연속 감소)

- 다만 FDI 유입규모는 코로나19로 글로벌 공급망의 지역화 및 리쇼어링 등이 활발해지고 있는 가운데, 미중 갈등까지 고조되면서 줄어들 소지

그림5 중국 FDI 유입(억 달러)



자료: CEIC

- '20년 미국의 對중국 FDI가 '04년래 최저인 87억달러를 기록한 가운데, 특히 첨단부문 투자가 핵심기술 유출 우려 등으로 급감. 또한 중국도 쌍순환 전략 등을 통한 공급망 자립을 시도하면서 정부투자가 FDI를 일부 대체할 전망
- **외국인 증권투자:** 주식의 경우 저평가 인식과 MSCI 편입 확대 등으로 유입세 지속. 다만 채권투자는 대내외 금리차 축소에 따른 수익률 하락 등으로 부진 예상

— 중국 주식은 PER가 미국의 2/3에 불과하여 밸류에이션 측면에서 매력적이며, MSCI 세계지수 비중도 글로벌 GDP 대비 크게 못미쳐 추가 자금유입 잠재력이 상당

• 작년 중국 주가 상승폭이 주요국 대비 낮은 5%에 그쳐(美 27%, 獨 16%, 佛 29%) 반등 여력이 큰 가운데, 정부정책도 경기부양에 무게를 두면서 주가 상승 기대<그림6>

• 중국 A주의 MSCI 신흥국지수 편입 비율도 현재 20%에서 장기적으로는 100%까지 확대될 계획임에 따라 외국인들의 추가투자 여력이 기대

— 다만 채권의 경우 당분간 미중 금리차 축소로 인한 수익성 저하 우려에 규제 리스크까지 남아 있어 투자 매력도가 감소할 가능성

• 중국 2년물 국채금리가 정부의 금리안정 노력 등으로 연말 대비 12bp(3월 18일 기준) 하락한 반면, 미국은 고물가에 따른 긴축기조 등으로 120bp 상승. 그 결과 양국 간 금리차가 동기간 164bp에서 30bp로 급감

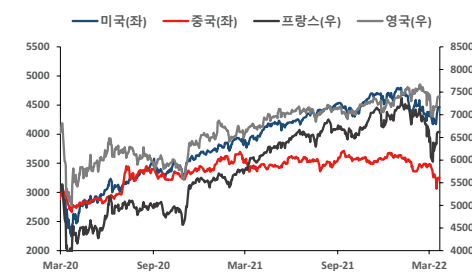
• 여기에 최근 일부 규제 완화 움직임 불구, 민감한 데이터를 다루거나 통제가 어려워진 IT·보험 분야의 규제 리스크가 잔존. 이에 따라 구조조정에 상대적으로 취약한 비우량기업 채권을 위주로 자금이 이탈할 여지

□ **[유출확대 요인] 중국 부동산시장 위축 등으로 국내투자 수익성이 악화되는 상황에서 위안화 절하 기대 확대 등 여타 요인까지 가세하며 거주자를 중심으로 자본이탈 압력이 커질 우려**

○ **부동산시장 부진:** 외국인 투자가 2년 연속 감소한 가운데 정부의 부분적인 규제완화 조치에도 불구하고, 높은 가격 부담 등으로 거주자들의 해외부동산 투자 유인이 커질 전망

— 주택 수요가 인구 둔화 등으로 구조적으로 부진해지는 가운데, 정부가 재산세 부과도 추진하고 있어 주택가격이 5% 가량 추가하락할 가능성(BOA 등)<그림7>

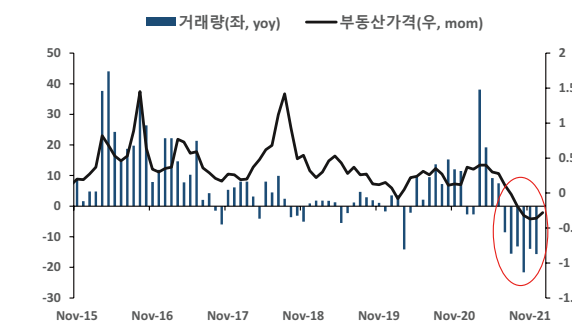
그림6 주요국 주가 추이



자료: Bloomberg

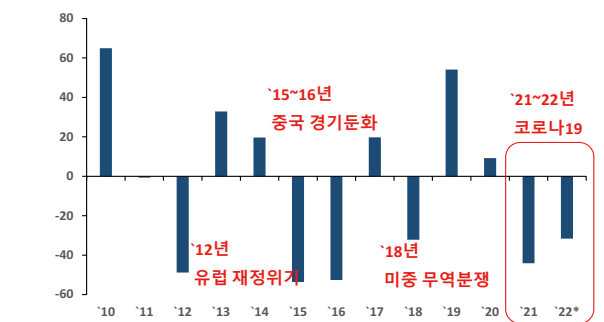
- 정부가 시장부진 상쇄를 위해 개발업자의 선분양 대금 규제 등을 완화하여 자금난을 해소하고, 일부 도시의 LTV를 최대치인 80%까지 높였으나 그 효과가 미미
- 최근 중국 투자자들의 부동산 신탁자금이 20% 가량 줄어들어 해외 주식 및 채권 등으로 이동하였으며, 향후에도 저조한 수익성 등으로 거주자 자금이탈이 확대될 가능성
- 지난 5년간 첨단기업의 자본수익률이 17%로 부동산의 5%를 크게 상회하는 등 수익률 차이가 심해지면서, 투자자들의 부동산 관련 시장 이탈이 장기화될 소지(HSBC)
- 참고로 외국인 부동산 투자도 최근 2년 연속 감소하여 유럽 재정불안 등 과거 대내외 위기 때와 유사한 현상이 발생<그림8>

그림7 부동산 가격 및 거래량(%)



자료: CEIC

그림8 외국인의 중국 부동산 투자 증가율(%)



자료: CEIC, *22년은 1~2월을 기준으로 환산

○ **음성적 자본이탈:** 향후에도 국제수지에서의 오차 및 누락이 기준치(-5%)를 초과하는 현상이 정부 규제 및 국가자본주의에 대한 경계 등으로 해소되지 않을 가능성

— 국제수지 오차 및 누락은 시진핑의 반부패 정책이 본격화된 '14년 이후 대체로 마이너스이며 IMF의 기준치 -5%를 자주 초과하는 등 해외로의 음성적 자본유출이 고착화되는 조짐<그림9>

• 마이너스 오차 및 누락은 위안화 약세 및 반부패 지수(부패로 처벌받는 공무원 수)와 유의미한 상관관계가 있어 해당 수치가 커질수록 비공식적 자본이탈이 늘어남을 의미

• 과거 대내외 불안이 발생한 시기에 국제수지 오차 및 누락 규모의 수출입 대비 비중이 -7% 이상을 초과하는 현상이 빈번하게 발생

그림9 오차 및 누락(억 달러)



자료: CEIC



- 중국 정부의 엄격한 해외 부동산 투자 규제 불구, 최근 3년간 미국에서 집계된 중국인의 부동산 취득액은 연평균 98억달러로 중국 통계의 두 배 이상에 달해 과소계상 되었을 가능성이 상당<그림10>
 - 특히 중국인의 부동산 구입가격이 71만달러로 평균 35만달러를 크게 상회하여 고위층들이 고가주택을 비공식적으로 매입하고 있을 소지
- 정부의 통제력 강화 시도가 금년 말 제 20차 당대회 이후에도 지속되면 고위관료·기업 등 거주자들의 해외자산 도피 유인이 더욱 커질 가능성
- 위안화 절하 기대: 전인대에서 통화정책 완화 등을 시사함에 따라 향후 미중 금리차가 축소되고 위안화 절하 기대가 늘어나면서 단기자금 이탈 압력이 커질 소지<그림11>
 - 향후 중국 정부가 경기대응을 위한 유동성 공급 확대 기조를 이어가면서 위안화 절하 및 자본 유출 압력이 커질 가능성
 - 금년 전인대에서도 정부가 대출 확대를 강조한 점 등으로 완화기조에 따른 절하압력이 확대. 다만 과거 위기시 환율이 7위안에 근접했던 것과는 달리 금년에는 절하 폭이 크지 않을 가능성<그림12>
 - 주요 IB들 역시 △ 중국 내 코로나 확산에 따른 성장둔화 △ 금리 차 축소 등을 근거로 향후 위안화가 절하될 가능성이 높다고 예상
 - 작년 선물-현물 환율 간 격차가 5년래 최고를 기록한 이후 금년에도 상당한 수준을 유지하고 있어 시장의 위안화 절하기대를 반영
 - 자본유출에 더 많은 영향을 미치는 단기 금리차가 장기물 대비 크게 축소되면서 핫머니 등 단기차익을 노린 자금이탈이 시장불안을 야기할 가능성

그림11 미중 2년물, 10년물 금리 차(%)



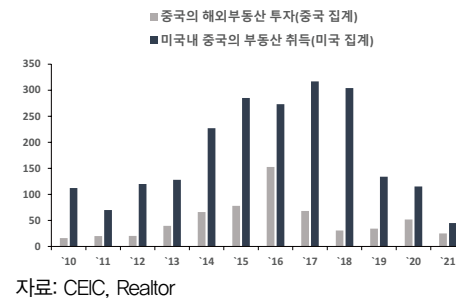
자료: Bloomberg

그림12 역내 위안화 현물 및 선물 환율(12M)



자료: Bloomberg

그림10 中 해외부동산 취득 통계 차이(억 달러)



자료: CEIC, Realtor

□ [종합평가] 향후에도 중국으로의 자본 유입이 유출 대비 근소하게 우위를 점할 것으로 기대되나 유출입 변동성 확대는 불가피. 특히 지정학적 리스크 확대, 외환보유기반 약화 등 대내외 환경이 악화될 경우 유출세로 전환될 가능성도 상존함에 유의할 필요

- 대내외 민감도 상승 및 투자 둔화: 대내외 환경에 민감한 외국인 증권자금 비중이 최고치를 기록(주식 4.3%, 채권 4.7%)한 상황에서, 상대적으로 안정적인 외국인 직접투자도 코로나19로 인한 공급망 지역화 및 리쇼어링 등으로 유입세가 둔화될 가능성
 - 중국정부의 자본시장 개방이 진전되면서, 후강통 등 자본의 대외유출 경로도 동반 확대. 이에 따라 우크라이나 사태 등 대외리스크에 과거보다 빠르게 반응할 소지
 - 직접투자의 경우 세계화 정도를 가늠할 수 있는 글로벌 무역에서의 중간재 비중이 코로나19 등으로 '13년 58%에서 '20년 52%로 급락한 가운데, 미국은 무역분쟁 이후 리쇼어링 유인을 확대하였으며 향후에도 반도체 등 핵심산업 위주로 보조금 등을 늘릴 전망

- 외환 펀더멘탈 약화: 외환위기사 완충작용이 가능한 외환보유고도 경제규모 대비 지속적으로 낮아져 자본이탈 충격을 완화하는 여력이 과거보다 축소

- 중국의 GDP 대비 외환보유액 비율은 18%로 주요국의 절반 수준에 그치고 있으며, '13년 40%를 기록한 이후 꾸준히 하락

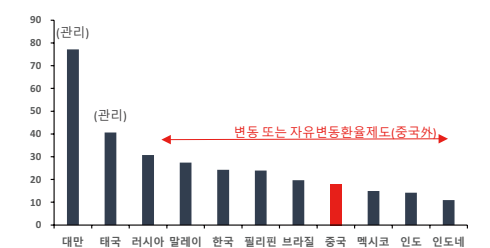
- 중국은 관리환율제도를 운영하고 있어 자유변동 환율제도 대비 외환보유액이 2배 가량 많이 필요한 것으로 추정 (SG)<그림13>

- IMF는 적정 외환보유액을 △ 수출액 5% △ M2 통화량 5% △ 외국인 증권 및 기타투자 잔액 15%를 합친 규모의 100~150%로 설정하고 있으나, 현재 중국은 75% 수준에 불과

- 신흥국 전이 가능성: 대외환경이 미국의 긴축정책과 우크라이나 사태 등으로 악화되고 있는 상황에서 중국의 자본유출 리스크까지 가세할 경우 신흥국 불안이 확산될 소지

- 중국이 러시아와 밀접한 관계를 보이고 있다는 국제사회의 의혹이 커지면서 중국으로의 외국인 자금이 유출로 전환되는 등 자금이탈 가능성이 대두

그림13 주요국들의 GDP 대비 외환보유고(%)



자료: CEIC



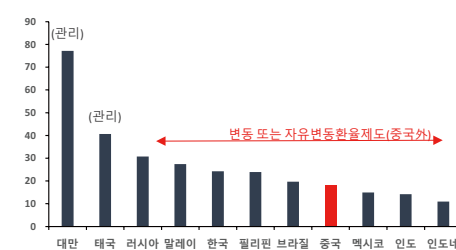
- 중국이 '08년 러시아의 조지아 침공 및 '14년 크림반도 병합 때 거부감을 드러냈던 것과 달리 금번에는 국영 언론을 중심으로 러시아를 지지

- 특히 코로나19 이후 신흥국들의 성장동력이 악화※되고, 중국 의존도가 높아짐에 따라 중국의 자본이탈시 그 파급력이 한층 더 커질 가능성

※ 신흥국 재정적자 및 정부부채가 코로나19 이후 급증하면서 정책여력이 약화되는 등 구조적 취약성이 심화되면서, 전세계 성장에서 차지하는 비중도 과거 70%에서 60% 수준으로 하락

- 최근 3년간 중국 및 신흥국 주식자금 유출입 간 상관계수는 0.46로 이전 3년 0.15 대비 크게 상승
- 1월 신흥국 증권자금이 3개월만에 77억달러 유출 전환되었으며, 3월 초 신흥국 공포지수도 1년래 최고치를 기록하는 등 불안조짐이 이미 가시화 <그림14>

그림14 중국 및 신흥국 증권자금 유출입(억 달러)



자료: IMF

03

칼럼

• 수익률 곡선 평탄화의 함정

김윤경 국제금융센터 자본시장부 부장



수익률 곡선 평탄화의 함정

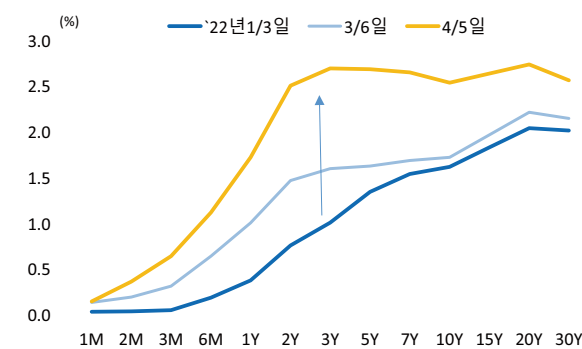
김윤경 | 자본시장부 부장

미국채 수익률곡선의 서로 상이한 메시지

최근 미국채 2년~30년 구간의 수익률 곡선이 평탄화(flattening) 또는 역전되고 있다. 시장에서는 수익률 곡선 중 거래가 활발한 미국채 10년 만기와 2년 만기 금리의 차이를 지표삼아 보기도 하는데, 10년-2년 금리 차이는 4/1일 -8bp로 '19년 8월 이후 32개월만에 역전되었다. 이러한 현상을 주목하는 이유는 '77년 이후 장단기 금리가 역전된 6번 모두 경기침체가 발생하였기 때문이다('20년 코로나19로 인한 경기침체도 포함). 장단기 금리 역전 후 경기침체가 나타나기까지의 시차는 10년-2년 금리 역전 기준 평균 19개월이었다.

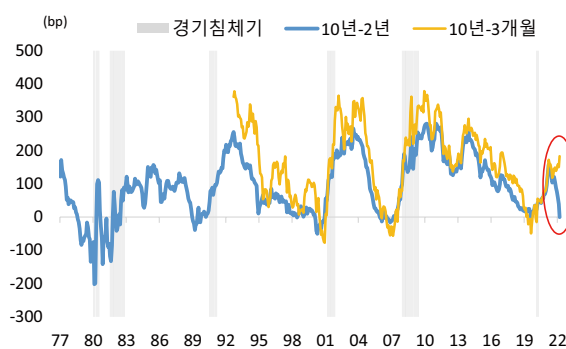
금번 특이한 점은 시장에서 많이 보는 10년-2년 금리 차이와 경제학자나 연준이 주시하는 10년-3개월 금리차가 반대 방향으로 움직이고 있다는 것이다. 10년-3개월 금리차이는 축소되기 커녕 '15년 이후 최고 수준으로 확대되고 있으며, 클리블랜드 연은에서 이를 기반으로 발표하는 1년 후 경기침체 확률은 작년말 6.6%에서 3월말 4.6%를 나타내고 있다.

그림1 미국채 수익률 곡선 변화



자료: Bloomberg

그림2 미국채 장단기 금리 추이(월 단위)



자료: Bloomberg

미국 장단기 금리 역전 과정

일반적으로 수익률 곡선은 다음 4가지 단계를 거친다. Bear steepening(금리 상승+경사화) → Bear flattening(금리 상승+평탄화) → Bull flattening(금리 하락+평탄화) → Bull

steepening(금리 하락+경사화).

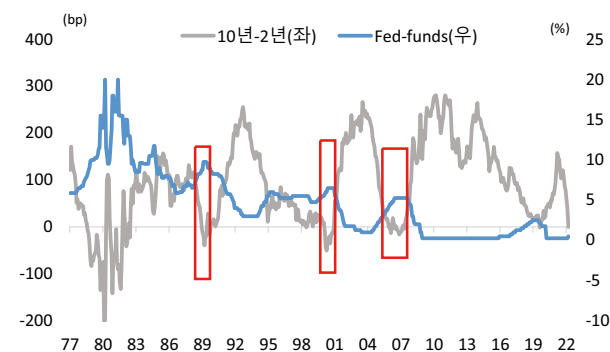
우선 Bear steepening은 경기사이클 초기에 전형적으로 나타나며, 양호한 펀더멘탈에도 연준이 정책금리를 동결하여 경기 회복을 지원해 주는 분위기가 형성됨에 따라 장기금리 위주 상승으로 나타난다(예를들어 '20.4~'21.1분기).

Bear flattening의 경우에는 경기확장 사이클 중반에 나타난다. 경기 과열 신호가 일부 나타나면서 연준의 정책금리 인상 가능성을 시장이 반영하기 시작한다. 5년 등 중기물이 먼저 반응하고 단기물 금리가 잇따라 상승하는데, 특히 단기물은 6~12개월후 금리인상을 선반영하면서 상승폭을 키운다.

다음 Bull flattening은 경기확장 사이클 후반부에 금리인상이 점점 성장 기대에 영향을 미치게 되면서 발생하고 이를 반영하는 장기물 금리가 하락한다. 그러나 연준이 경기침체 우려가 명확하다는 판단 아래 금리인하 시그널을 보내면 단기금리도 하락하면서 이내 Bull steepening되며, 경기확장 사이클은 종료된다.

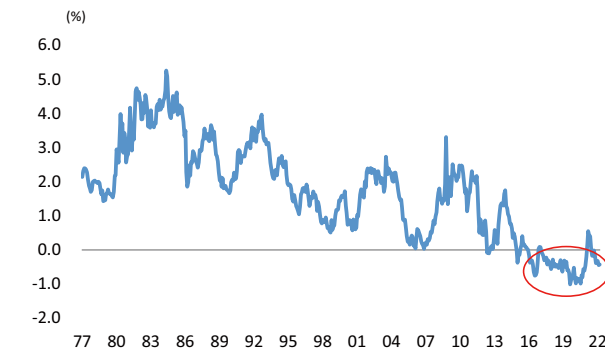
즉 수익률 곡선 평탄화는 경기확장 국면의 중반에서 후반으로 이동하는 금리 인상시기에 나타난다. 과거 사례를 보면 경기침체로 이어지는 장단기 금리 역전은 대부분 단기 금리가 크게 상승하는 Bear flattening 과정에서 발생하였고, 정책금리가 중립금리를 상회하는 정도(긴축강도)에 따라 그 결과로 나타났다.

그림2 정책금리와 미국채 장단기 금리 추이



자료: Bloomberg

그림3 미국채 10년, 기간 프리미엄 추이



자료: 뉴욕연은

코로나19 직전의 장단기 금리 역전에 대한 평가

직전 금리인상기인 '15년~'18년을 돌이켜보면, 연준이 '18년 12월 금리를 2.5%까지 인상했을 때 장단기 금리 차이는 11bp로 축소되었지만 역전되지는 않았다. 이후 12~28bp 범위 내에서 움직이다가 '19년 7월 정책금리를 인하하면서 8월에 역전되었다. 왜 완화 기조로 선회했는데 역전되었을까?

첫째는 최종 목표금리(연준 점도표에서 전망하는 장기 정책금리 전망) 또는 중립금리¹⁾가 '18년 9월 이후 계속 낮아졌기 때문이다. '18년 9월 3%에서 마지막 인상을 단행했던 12월 2.75%, '19년 6월 2.5%까지 전망치가 하향조정되었다. '18년말 파월 의장은 중립금리가 정책

¹⁾ 장기적으로 경기를 확장 또는 수축시키지도 않는 균형금리

금리보다 훨씬 높다고 언급했지만 예상보다 낮았고, 이후 급격히 저평가된 것이다.

둘째는 미 10년만기 금리의 기간 프리미엄²⁾이 '19년 8월말 마이너스 93bp까지 하락하면서 장기금리의 하락을 주도했기 때문이다. 마이너스 기간 프리미엄은 금융규제 강화, 글로벌 과잉 저축, 인구 고령화에 따른 장기채 수요 증가, 생산성 미흡, 주요국(ECB, BOJ 등) 양적완화 등 구조적 요인이 복합적으로 작용하였다.

장기금리는 구조적인 요인들과 함께 최장 경기확장기(10년)에 대한 의구심도 하락 요인으로 작용했고 단기금리는 국채발행 증가, 고용 개선 등이 하락을 제한했다. 이렇듯 금융위기('08년 GFC) 이전과 달리 금리에 영향을 미치는 요인들이 다양해지면서 경기침체를 예측하는 신호로서 장단기 금리차의 영향력은 크게 약화된 측면이 있었다. '20년 2월 경기침체는 코로나19로 인한 돌발 상황이었음을 감안할 때 '19년 장단기금리 역전과의 인과관계 성립은 어렵다고 볼 수 있다. 당시 정책금리는 '19년 7월, 9월, 10월 3회 인하(2.5% → 1.75%)되었고, 10년-2년 금리 역전 상태는 9월초에 바로 해소되었다.

이번에도 다르다?

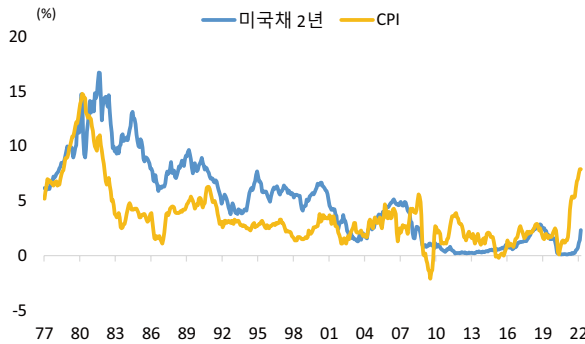
'19년 장기금리 하락을 이끌었던 요인들이 남아있을까? '22년 3월 미국채 10년만기 금리의 기간 프리미엄은 마이너스 40bp대에서 움직이고 있다. 마이너스 폭은 줄어들었지만 장기금리에 영향을 주는 구조적 요인들은 여전히 유효하다. 금융규제, 보험사의 장기채권 수요, BOJ 통화완화 등이 하락요인으로 작용하고 있다.

완전고용과 잠재 성장률에 부합하는 중립금리는 2% 내외로 추정된다. 중립금리는 잠재 생산뿐 아니라 다양한 변수들이 영향을 주는데 '19년과 비교해 볼 때 정부부채('19년 8월 \$16조 → '22년 2월 \$23.2조) 및 이자비용 부담이 커진 것이 상승을 제약하는 요인으로 작용하고 있다. 일각에서는 중립금리가 1.75~2.0%를 상회하기 어려울 것으로도 전망하는데 경기를 둔화시키는 금리 수준이 높지 않다는 의미다.

한편, 디스인플레이션을 우려하던 지난번과 달리 인플레이션을 통제하기 위한 최종 목표 금리는 최근 상향 추세에 있다. 내년 중반까지 다수 IB들이 3.0~3.25% 수준이 될 것으로 전망하면서 최근 1개월 사이 100bp 가량을 상향조정하였다.

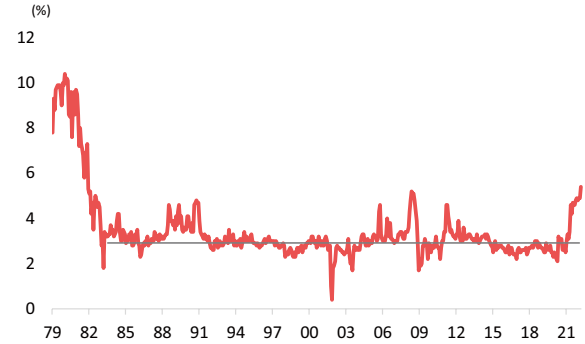
금번 장단기 금리 역전의 특징은 지난 3월 금리를 25bp, 단 1회 인상하자마자 발생하면서

그림4 미국 헤드라인 CPI와 국채 금리



자료: Bloomberg

그림5 미시간대 기대 인플레이션(1년후)



자료: Bloomberg

역사적으로 상당히 빠르게 진행되고 있다는 점이다. 특히 미국채 2년물 금리는 작년 11월 0.50%에서 금년 4월초 2.46%까지 약 5개월간 196bp 상승하며 7~8회 금리인상까지 선반영하고 있다. 이는 과거에 비해 연준의 시장 소통이 활발해진 것과 구조적 인플레이션에 대한 우려가 커진 상황 등이 맞물려 있다. 특히 매월 인플레이션(헤드라인 CPI) 발표시 즉각적으로 확인이 가능하다는 점에서 시장의 민감도를 키운 측면도 있는 것으로 보인다.

미국채 1~2년만기 금리의 상승폭을 1~3개월물 금리가 따라오지 못하는 이유는 현재 연준의 behind the curve(후행적 조치) 상황과 인플레이션 불확실성을 반영하고 있기 때문이다. 1~3개월물은 현재 정책금리와 유사한 흐름을 나타내는 반면 1~2년 만기 금리는 연준의 급격한(big step) 정책금리 인상 선회를 보여주면서 괴리가 커졌는데, 인플레이션을 통제하기 위해 실제로 정책금리를 예상만큼 올려야 한다면 3개월 미만 단기 금리도 조만간 가파른 상승세를 보일 것으로 전망된다.

'19년 장단기 금리 역전은 Bull flattening 후반, 금리 인하기에 발생한 반면 지금은 과거에 모두 경기침체로 이어졌던 Bear flattening 국면에서 나타나고 있는 점도 차이다. 그래서 연준의 매파적 기조가 인플레이션을 얼마나 빨리 통제할 수 있느냐가 중요 변수가 될 것이다.



표1 주요 IB 미국 국채 시장금리(2년/10년) 전망 및 최종 정책금리 전망

	'22 Q2	'22 Q3	'22 Q4	'23 Q1	최종금리('23년 중반)
Citi	-/2.00	-/2.00	2.00/2.00	-/2.00	3.50~3.75
Goldman Sachs	2.60/2.50	2.80/2.60	2.90/2.70	3.00/2.75	3.00~3.25
Bank of America	2.50/2.40	2.75/2.45	3.00/2.50	3.00/2.50	3.00~3.25
JPMorgan	1.80/2.20	2.15/2.40	2.35/2.50	2.55/2.55	2.50~2.75
Barclays	2.10/2.15	2.20/2.10	2.25/2.05	-/2.00	2.25~2.50

자료: 국제금융센터 '서방의 러시아 경제·금융제재 및 영향 점검('22.3.4)'에서 발췌

2) 장기채 보유에 따른 금리변동 위험에 대하여 투자자들이 요구하는 보상의 정도

Humble and Nimble and Hawkish

현재 시장의 컨센서스는 미국의 인플레이션이 '22년 중반~말 즈음에 정점을 찍고 연말 4% 대로 안정되며 경기가 연착륙하는 것이다. 만약 인플레이션 정점이 10월 혹은 그 이후로 지연되거나 다시 상승한다면 연준의 최종 목표금리는 더욱 높아질 것이다. 다르게 말하면, 인플레이션 기대가 제어될 경우 정책금리는 중립금리보다 소폭 높은 수준까지 인상될 것으로 보이지만, 반대로 인플레이션 기대가 제어되지 못할 경우에는 중립금리보다 훨씬 높게 인상될 가능성이 크다.

과거와 달리 장단기 금리에 영향을 주는 구조적 요인들로 인해, 그리고 일시적일 것으로 예상했던 인플레이션의 장기화 가능성이라는 상황으로 인해, 10년-2년 금리의 역전은 과거만큼 예측력이 적을 수 있다. 일각에서는 과거보다 훨씬 큰 폭으로 역전되어야 경기에 대한 설명력이 있을 것으로 보는 견해도 있다. 연준이 5월부터 빠른 속도로 양적긴축(QT, Quantitative Tightening)을 하게 되면 수익률 곡선의 이러한 왜곡은 조금은 완화될 것으로 보인다.

장단기 금리 역전은 경기침체와 높은 상관관계를 나타내고 있지만 금리차 축소($0 \leq$)는 경기침체의 전조로 보기 어려웠으며, 과거 3번 중 2번은 장단기 금리차가 제로에 가깝게 형성된 후 다시 반등했다. 수익률 곡선의 평탄화는 금리 인상기에 일반적인 현상이다. 다만 러시아의 우크라이나 침공, 중국의 제로 코로나 정책 등으로 공급병목 해소가 지연되면서 인플레이션이 구조적 및 장기화될 경우 장단기 금리 차이는 다시 빠르게 역전될 수 있고, 과도한 긴축의 결과로 경기침체 가능성은 높아질 것이다. 연준은 인플레이션과 경기둔화라는 다소 상충되는 두마리 토끼를 잡기 위해 파월 의장 표현대로 “Humble and Nimble”(겸손하고 민첩하게)하게 정책금리를 인상할 수 밖에 없을 것으로 보인다.

04

주요지표



주요 국제 금융 지표

국제금융시장	'21.2월	3월	4월	5월	6월	7월		8월	9월	10월	11월	12월	'22.1월	2월	3월
미국 Dow Jones (p)	32,981.6	33,874.9	34,529.5	34,502.5	34,935.5	34,935.5		35,360.7	33,843.9	35,819.6	34,483.7	36,338.3	35,131.9	33,892.6	34,678.4
독일 DAX	15,008.3	15,135.9	15,421.1	15,531.0	15,544.4	15,544.4		15,835.1	15,260.7	15,688.8	15,100.1	15,884.9	15,471.2	14,461.0	14,414.8
영국 FTSE	6,713.6	6,969.8	7,022.6	7,037.5	7,032.3	7,032.3		7,119.7	7,086.4	7,237.6	7,059.5	7,384.5	7,464.4	7,458.3	7,515.7
일본 Nikkei	29,178.8	28,812.6	28,860.1	28,791.5	27,283.6	27,283.6		28,089.5	29,452.7	28,892.7	27,821.8	28,791.7	27,002.0	26,526.8	27,821.4
MSCI 아시아	1,162.0	1,181.4	1,187.5	1,195.5	1,101.1	1,101.1		1,123.8	1,084.6	1,095.2	1,059.5	1,070.1	1,037.0	1,014.4	989.5
MSCI 신흥유럽	6,224.3	6,249.8	6,646.6	6,798.1	6,740.0	6,740.0		7,040.8	7,265.3	7,423.3	6,996.2	6,934.7	6,665.6	4,878.5	2,620.8
MSCI 라틴	99,585.0	99,926.4	105,122.9	104,546.1	102,030.5	102,030.5		102,223.2	95,044.8	91,760.2	90,106.2	92,303.0	95,986.7	98,314.6	104,054.4
미국 국채 10년 (%)	1.74	1.63	1.59	1.47	1.22	1.22		1.31	1.49	1.55	1.44	1.51	1.78	1.83	2.34
독일 국채 10년	-0.29	-0.20	-0.19	-0.21	-0.46	-0.46		-0.38	-0.20	-0.11	-0.35	-0.18	0.01	0.14	0.55
영국 국채 10년	0.85	0.84	0.80	0.72	0.57	0.57		0.71	1.02	1.03	0.81	0.97	1.30	1.41	1.61
일본 국채 10년	0.10	0.10	0.09	0.06	0.02	0.02		0.03	0.07	0.10	0.06	0.07	0.18	0.19	0.22
미국 장단기 금리차 (10y-3m)	1.73	1.62	1.59	1.43	1.18	1.18		1.27	1.45	1.50	1.40	1.48	1.60	1.53	1.86
미국 국채금리 변동성 (MOVE)	71.27	58.13	52.04	57.27	68.23	68.23		67.70	60.70	77.15	55.71	53.22	52.10	50.00	49.67
Break Even Rate (5년)	2.60	2.59	2.60	2.50	2.62	2.62		2.51	2.53	2.93	2.81	2.91	2.89	3.15	3.43
미국 국채 CDS (5년, bp)	11.4	10.2	9.5	9.3	9.3	9.3		10.0	16.2	14.5	16.3	13.0	11.6	12.8	15.9
서유럽 국채 CDS (iTraxx Sovx)	5.5	6.0	5.7	5.0	5.1	5.1		5.1	4.3	4.7	4.7	4.5	3.9	4.6	4.0
일본 국채 CDS (5년, bp)	16.6	17.1	16.9	17.0	17.0	17.0		17.1	18.5	18.5	17.8	16.9	17.2	17.8	17.5
미국 회사채 CDS (CDX)	54.0	50.5	50.7	47.8	49.7	49.7		46.3	53.3	52.3	57.8	49.4	60.0	67.6	67.2
유럽 회사채 CDS (iTraxx)	52.0	50.0	49.9	46.8	46.7	46.7		44.9	50.2	50.7	57.8	47.6	58.8	71.9	73.0
신흥국 채권 가산금리 (EMBI+)	369.6	360.0	351.0	356.1	368.1	368.1		349.8	373.1	380.7	414.4	386.1	413.0	556.2	368.0
미국 Libor (3개월, %)	0.20	0.18	0.13	0.15	0.12	0.12		0.12	0.13	0.13	0.17	0.21	0.31	0.50	0.96
Libor-OIS 스프레드 (bp)	13.3	9.4	5.4	5.2	2.9	2.9		4.3	5.4	5.4	8.9	9.0	6.6	11.2	24.4
Euribor (3개월)	-0.54	-0.54	-0.54	-0.54	-0.54	-0.54		-0.55	-0.55	-0.55	-0.57	-0.57	-0.55	-0.53	-0.46
Euribor-OIS 스프레드	-6.00	-4.92	-6.03	-6.02	-6.07	-6.07		-6.17	-5.97	-7.00	-7.30	-8.50	-6.50	-4.60	2.90
달러 인덱스	93.2	91.3	89.8	92.4	92.2	92.2		92.6	94.2	94.1	96.0	95.7	96.5	96.7	98.3
유로/달러 환율	1.17	1.20	1.22	1.19	1.19	1.19		1.18	1.16	1.16	1.13	1.14	1.12	1.12	1.11
파운드/달러 환율	1.38	1.38	1.42	1.38	1.39	1.39		1.38	1.35	1.37	1.33	1.35	1.34	1.34	1.31
달러/엔 환율	110.7	109.3	109.6	111.1	109.7	109.7		110.0	111.3	114.0	113.2	115.1	115.1	115.0	121.7
달러/위안 환율	6.55	6.47	6.37	6.46	6.46	6.46		6.46	6.44	6.41	6.36	6.36	6.36	6.31	6.34
유로/달러 내재변동성 (3개월, %)	6.0	5.5	5.8	5.7	5.4	5.4		5.3	5.2	5.3	6.5	5.4	6.2	7.9	7.5
달러/엔 내재변동성 (3개월)	6.4	5.9	5.8	5.7	5.6	5.6		5.5	5.9	6.5	7.7	5.9	6.3	6.8	8.6
신흥국 환율변동성 (JPM)	11.0	9.5	9.1	8.6	8.6	8.6		8.5	8.8	9.1	10.8	11.3	9.4	10.6	11.5
미국 투자심리 (VIX, p)	19.4	18.6	16.8	15.8	18.2	18.2		16.5	23.1	16.3	27.2	17.2	24.8	30.2	20.6
유럽 투자심리 (V2X)	18.0	20.6	19.1	18.2	20.9	20.9		18.8	23.2	17.6	30.1	19.3	27.0	35.3	29.0
신흥국 투자심리 (VXEEM)	22.7	20.6	18.6	18.8	26.0	26.0		19.6	28.9	20.2	28.8	19.3	22.4	33.4	24.5
금 (\$/OZ)	1,707.7	1,769.1	1,906.9	1,770.1	1,814.2	1,814.2		1,813.6	1,757.0	1,783.4	1,774.5	1,829.2	1,797.2	1,909.0	1,937.4

주: 기말 기준

주요 국내 금융 지표

국제금융시장	'21.2월	3월	4월	5월	6월	7월		8월	9월	10월	11월	12월	'22.1월	2월	3월
KOSPI 지수 (p)	3,061.4	3,147.9	3,203.9	3,296.7	3,202.3	3,202.3		3,199.3	3,068.8	2,970.7	2,839.0	2,977.7	2,663.3	2,699.2	2,757.7
외국인 국내주식 순매수 (조원)	-0.58	0.39	-8.46	-0.10	-5.04	-5.04		-6.30	0.83	-4.36	1.88	2.80	-2.06	0.76	-4.22
외국인 보유 비중 (%)	31.8	31.5	30.8	30.6	30.2	30.2		28.9	28.9	28.7	29.1	29.5	29.1	28.8	28.0
콜 금리 (%)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50		0.75	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25
CD 91일	0.75	0.73	0.66	0.68	0.70	0.70		0.92	1.04	1.12	1.26	1.29	1.50	1.50	1.51
통안채 3개월	0.50	0.48	0.47	0.63	0.62	0.62		0.76	0.77	0.88	1.02	1.00	1.25	1.20	1.29
국고채 3년	1.13	1.14	1.23	1.45	1.42	1.42		1.40	1.59	2.11	1.79	1.80	2.19	2.25	2.66
회사채 3년 AA-	1.51	1.52	1.63	1.80	1.83	1.83		1.82	2.03	2.59	2.35	2.41	2.76	2.86	3.33
회사채AA- - 국고채 (3년, bp)	39	38	40	35	42	42		42	44	48	57	62	57	62	67
외국인 국내채권 순투자 (조원)	9.67	3.19	5.32	9.75	7.30	7.30		0.77	6.34	1.79	3.13	5.74	3.61	4.32	0.58
원/달러 환율	1,131.8	1,112.3	1,110.9	1,126.1	1,150.3	1,150.3		1,159.5	1,184.0	1,168.6	1,187.9	1,188.8	1,205.5	1,202.3	1,212.1
원/유로 환율	1,325.7	1,347.7	1,356.1	1,341.2	1,365.7	1,365.7		1,371.7	1,375.1	1,363.8	1,344.6	1,346.3	1,350.4	1,343.6	1,352.6
원/엔 환율	1,019.2	1,021.6	1,012.3	1,016.8	1,049.7	1,049.7		1,053.6	1,064.5	1,030.0	1,045.4	1,033.0	1,047.2	1,045.0	998.1
원/달러 내재변동성 (3개월, %)	7.9	7.1	7.3	6.5	6.8	6.8		6.9	7.3	7.2	7.7	6.9	7.3	7.2	8.6
CDS premium (bp)	22	20	19	18	18	18		18	19	19	20	19	25	31	28
재정거래유인 (3M)	0.30	0.32	0.43	0.36	-0.02	-0.02		0.26	0.15	0.01	0.43	0.12	0.31	0.45	0.10
IRS 금리 1년 (%)	0.86	0.81	0.88	1.03	1.12	1.12		1.18	1.37	1.72	1.52	1.58	1.82	1.89	2.14
CRS 금리 1년 (%)	0.21	0.19	0.18	0.43	0.60	0.60		0.56	0.65	1.05	0.82	1.00	1.08	1.03	1.04

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

글로벌 신용평가

2022-03-31

Sovereign
신용등급

S&P	러시아 BB+(*-) → CC(*-), 스페인 A(N) → A(S), 사우디 A-(S) → A-(P)
Moody's	러시아 Baa3(*-) → Ca(N)
Fitch	러시아 BBB(S) → WD, 일본 A(N) → A(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-
EU탈퇴신청국	터키	B2	B2	B+	BB-	B+	BB-
	영국	Aa3	Aaa	AA	AAA	AA-	AAA
기타	러시아	Ca	Caa2	CC	CC	WD	WD
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

2022-03-31

한국계
신용등급

S&P	SKE&S BBB-(S) → BBB-(N)
Moody's	수협은행 A2(S) → A2(P), 한국지역난방공사 A1(P) → Aa3(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)
	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(P)	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)
	중소기업진흥공단	Aa2(S)	-	AA-(S)
공기업	한국도로공사	Aa2(S)	AA(S)	-
	한국전력공사(KEPCO)	Aa2(S)	AA(S)	AA-(S)
	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)	-
	한국해양진흥공사	Aa2(S)	-	AA-(S)
	삼성전자	Aa3(S)	AA-(S)	AA-(S)
기업	KT	A3(S)	A-(S)	A(S)
	POSCO	Baa1(S)	BBB+(P)	-
	LG 전자	Baa2(S)	BBB(P)	BBB(S)
	SK 하이닉스	Baa2(N)	BBB-(S)	-
	GS-Caltex Oil	Baa1(S)	BBB(S)	-
	SK 이노베이션	Baa3(N)	BBB-(N)	-
	현대제철	Baa3(N)	BBB(S)	-
	SK 텔레콤	A3(S)	A-(S)	A-(S)
	현대자동차	Baa1(S)	BBB+(S)	BBB+(S)
	LG 화학	A3(S)	BBB+(P)	-
	KB국민카드	A2(S)	-	-
	미래에셋대우증권	Baa2(S)	BBB(S)	-
	한국투자증권	Baa2(S)	BBB(S)	-
	이마트	Ba1(N)	BBB-(*-)	-
	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	'21.2월	3월	4월	5월	6월	7월		8월	9월	10월	11월	12월	'22.1월	2월	3월
경기선행지수 (전기비, %, p)															
미국 Conf. Board (%)	-0.1	1.1	1.1	0.9	0.6	1.0		0.7	0.2	0.6	0.8	0.8	-0.5	0.3	
독일 IFO	94.6	100.6	98.9	102.2	103.2	100.8		97.9	97.7	95.6	94.1	92.7	96.0	98.4	85.1
프랑스 INSEE	-6.5	5.3	2.2	16.9	25.3	19.8		16.2	22.1	20.8	19.5	21.3	14.6	21.8	-2.4
이탈리아 ISAE	100.7	103.6	107.0	111.0	114.5	115.2		113.3	113.0	114.6	115.3	114.5	113.3	112.9	110.3
중국 OECD	101.8	101.6	101.4	101.1	100.8	100.5		100.1	99.8	99.6	99.4	99.3	99.3	99.2	
일본 내각부	99.4	102.0	103.4	103.0	104.1	104.0		101.6	100.0	101.4	102.9	103.7	102.5		
OECD-전체	99.9	100.2	100.5	100.8	100.9	100.9		100.9	100.8	100.7	100.7	100.6	100.5	100.4	
GS World CAI	2.4	9.6	5.7	2.2	6.5	4.7		1.9	5.1	5.5	6.3	6.5	4.3	4.4	4.0
구매자관리지수 (p)															
미국 제조업 ISM	60.9	63.7	60.6	61.6	60.9	59.9		59.7	60.5	60.8	60.6	58.8	57.6	58.6	57.1
비제조업	55.9	62.2	62.7	63.2	60.7	64.1		62.2	62.6	66.7	68.4	62.3	59.9	56.5	
유로존 제조업 PMI	57.9	62.5	62.9	63.1	63.4	62.8		61.4	58.6	58.3	58.4	58.0	58.7	58.2	56.5
서비스업	45.7	49.6	50.5	55.2	58.3	59.8		59.0	56.4	54.6	55.9	53.1	51.1	55.5	54.8
중국 제조업 PMI	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4		50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5
비제조업	51.4	56.3	54.9	55.2	53.5	53.3		47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4
정책불확실성지수															
Global	212.6	212.6	196.6	187.7	176.2	203.6		213.1	202.8	193.5	226.0	262.0	231.8	181.4	
미국	187.5	166.8	141.3	172.1	149.1	182.2		157.2	171.3	136.9	175.9	201.4	155.3	140.5	244.1
유로존	185.3	217.5	179.7	141.4	152.6	197.4		187.2	206.7	198.5	246.6	298.2	264.6	218.4	358.5
중국	565.4	493.9	488.2	492.7	413.1	505.6		592.8	356.1	452.2	491.8	589.8	582.6	406.2	883.4
일본	106.4	89.5	97.1	77.5	84.1	90.1		78.7	109.6	132.6	94.6	90.0	95.2	90.0	
기타 관심 지표															
미국															
산업생산 (전기비)	-3.0	2.9	0.1	0.7	0.6	0.7		-0.1	-1.2	1.4	0.8	-0.4	1.4	0.5	
소매매출 (")	-2.8	11.4	0.9	-1.4	0.9	-1.6		1.2	0.7	1.8	0.7	-2.7	4.9	0.3	
내구재주문 (")	1.3	1.3	-0.7	3.2	0.8	0.5		1.3	-0.4	0.1	3.2	1.2	1.6	-2.2	
취업자 증감 (천명)	710	704	263	447	557	689		517	424	677	647	588	504	750	431
신규실업 청구건수 (")	805	722	598	429	394	393		356	341	294	240	201	255	231	209
주택가격 (SPCS20, 전기비)	1.4	1.7	1.7	1.8	1.8	1.5		1.2	1.0	1.0	1.3	1.4	1.8		
시간당 평균임금(전년비)	5.2	4.4	0.6	2.2	4.0	4.3		4.3	4.8	5.4	5.3	4.9	5.4	5.2	5.6
소비자심리지수(미시간)	76.8	84.9	88.3	82.9	85.5	81.2		70.3	72.8	71.7	67.4	70.6	67.2	62.8	59.4

해외 경제	'21.2월	3월	4월	5월	6월	7월		8월	9월	10월	11월	12월	'22.1월	2월	3월
중국															
산업생산 (전년비)	35.1	14.1	9.8	8.8	8.3	6.4		5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	7.5		
수출 (°)	60.6	30.4	32.1	27.7	32.1	19.2		25.4	28.0	26.9	21.7	20.9	16.3		
주택판매면적증가율(yoy)	104.9	63.8	48.1	36.3	27.7	21.5		15.9	11.3	7.3	4.8	1.9	-9.6		
중국 국채 CDS	29.6	32.7	37.4	37.9	36.3	38.0		36.6	38.2	49.4	50.8	44.8	45.9	53.6	60.3
역내외 환율차(역내-역외)	0.01	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.00		0.00	0.00	-0.01	0.00	0.00	-0.01	0.00	-0.01
주가변동성	32.5	26.0	22.3	20.6	22.4	34.0		31.2	33.6	26.9	33.0	29.1	33.3	33.5	
위안화 내재변동성	6.2	5.9	5.4	5.7	5.0	5.2		5.2	5.0	5.2	5.1	5.0	4.7	4.6	4.8
시보 O/N금리 5일 이동평균	2.1	1.9	1.9	2.0	2.1	2.0		2.0	2.1	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0
총 사회용자산액증가율(TSF)	13.3	12.3	11.7	11.0	10.9	10.7		10.3	10.0	10.0	10.1	10.3	10.5	10.2	
70개도시 부동산 평균가격(신규)	4.1	4.4	4.5	4.5	4.3	4.1		3.7	3.3	2.8	2.4	2.0	1.7	1.2	
1선 도시 평균가격(신규)	4.8	5.2	5.8	5.9	6.2	6.0		5.7	5.3	5.0	4.8	4.4	4.4	4.4	
모기지/신규대출 비중	27.4	25.8	27.0	27.4	26.9	27.7		28.2	28.2	29.3	30.4	30.5	18.7	13.4	
신흥국															
산업생산지수															
브라질	0.3	10.5	34.8	24.1	12.1	1.4		-0.6	-4.1	-7.8	-4.4	-5.0	-7.2	-4.3	
인도	-3.2	24.2	133.5	27.6	13.8	11.5		13.0	4.4	4.2	1.3	0.7	1.3		
러시아	-3.7	1.6	7.1	11.7	10.0	6.8		4.5	6.8	7.6	7.6	6.1	8.6	6.3	
OECD 경기선행지수															
브라질	103.9	103.8	103.7	103.6	103.5	103.2		102.7	102.0	101.1	100.2	99.3	98.6	97.9	
인도	100.5	100.6	100.6	100.7	100.7	100.7		100.6	100.6	100.5	100.5	100.4	100.3	100.2	
인도네시아	95.8	95.9	96.0	96.1	96.2	96.2		96.2	96.3	96.5	96.6	96.6	96.7	96.8	
러시아	99.8	100.3	100.8	101.3	101.7	102.1		102.4	102.6	102.8	102.9	103.0	103.0		
제조업 PMI															
브라질	58.4	52.8	52.3	53.7	56.4	56.7		53.6	54.4	51.7	49.8	49.8	47.8	49.6	52.3
인도	57.5	55.4	55.5	50.8	48.1	55.3		52.3	53.7	55.9	57.6	55.5	54.0	54.9	54.0
인도네시아	50.9	53.2	54.6	55.3	53.5	40.1		43.7	52.2	57.2	53.9	53.5	53.7	51.2	51.3
러시아	51.5	51.1	50.4	51.9	49.2	47.5		46.5	49.8	51.6	51.7	51.6	51.8	48.6	44.1
국채 CDS															
브라질	162.8	205.9	207.6	179.1	161.7	173.3		181.8	187.3	215.9	244.7	218.5	219.1	224.1	218.3
인도	66.7	76.5	86.1	85.2	77.6	79.8		80.3	71.3	83.0	82.5	87.6	89.6	99.4	111.6
인도네시아	69.7	81.5	81.4	77.4	74.4	78.5		75.0	73.0	85.4	82.3	78.3	83.3	97.5	102.6
러시아	86.8	99.9	107.2	95.3	88.1	86.5		85.0	81.1	84.9	98.0	120.7	177.6	295.5	2,423.7
신흥국 통화 및 원자재 지수															
OITP 신흥국 통화지수	122.7	124.4	123.3	122.4	122.3	123.3		123.6	123.4	124.3	124.8	125.2	124.2	123.9	124.8
JP Morgan 신흥국 통화지수	57.7	56.5	56.7	57.6	57.7	56.6		56.3	56.4	55.2	54.0	52.3	52.9	53.3	51.5
원유가격지수	323.7	341.8	338.3	357.1	390.4	396.3		370.6	391.7	443.9	428.8	392.7	453.3	498.4	588.0
곡물가격지수	397.9	388.8	447.2	433.0	416.5	407.8		412.1	416.7	432.2	431.8	445.2	464.8	511.0	542.3

주요 국내 경제 지표

해외 경제	'21.2월	3월	4월	5월	6월	7월		8월	9월	10월	11월	12월	'22.1월	2월	3월
국내실물															
경기선행지수	100.7	100.9	101.3	101.6	101.8	101.6		101.4	101.1	100.7	100.4	100.2	100.1	99.8	
재고출하지수	-12.5	-7.1	-13.1	-21.3	-12.9	-9.2		-5.6	4.9	8.5	7.7	8.0	7.9	11.5	
기업경기실사지수	76.0	83.0	88.0	88.0	88.0	87.0		87.0	84.0	86.0	86.0	87.0	86.0	85.0	83.0
장단기금리차(국고 3y-통안1y)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5		0.4	0.4	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8
광공업생산지수 증가율(yoy)	1.1	4.7	12.2	15.1	12.2	8.5		10.8	-1.0	5.1	6.7	7.1	4.2	6.5	
국내금융															
총통화승수(M2/본원통화)	14.2	14.3	14.6	14.4	14.2	14.4		14.4	14.3	14.1	14.4	14.3	14.1		
종합주가지수증감률(mom)	0.1	-1.9	4.4	0.1	2.8	-0.1		-2.2	-1.3	-4.8	-0.9	0.8	-4.1	-4.9	-0.9
국내신용 전년비	10.4	9.7	10.0	8.9	10.1	11.2		11.6	10.8	11.7	12.0	12.1	12.7		
대출행태서베이(신용위험)	13.0	13.0	10.0	10.0	10.0	10.0		10.0	10.0	11.0	11.0	11.0	16.0	16.0	16.0
국내금리변동분	0.2	0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3		-0.4	-0.3	0.1	0.2	0.2	0.5	0.8	0.9
가계신용/GDP	88.0	88.0	88.3	88.3	88.3	89.0		89.0	89.0	88.5	88.5	88.5			
소비자물가상승률(%)	1.4	1.9	2.5	2.6	2.3	2.6		2.6	2.4	3.2	3.8	3.7	3.6	3.7	4.1
대외실물															
경상수지(억달러)	80.6	75.0	1.8	104.1	88.3	77.1		74.4	105.1	80.1	68.2	60.6	18.1		
수출증가율	9.3	16.3	41.2	45.5	39.7	29.6		34.7	16.9	24.2	31.9	18.3	15.5	20.6	18.2
원화실질실효환율(BIS)	108.3	108.1	109.4	107.7	107.8	106.5		105.5	104.4	103.7	104.0	104.3	103.3	102.9	
교역조건 전년비	6.5	3.5	-0.6	-4.3	-3.8	-3.2		-5.0	-4.5	-6.4	-10.0	-10.4	-7.0	-7.4	
OECD 경기선행지수(전월차)	0.4	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0		0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1		
"아시아경쟁국 실질실효환율 평가절상압력"	-2.6	-4.4	-6.0	-5.2	-3.8	-2.6		-1.0	0.3	2.5	3.9	4.7	4.2		
대외금융															
외국인자금유출입(억달러)	87.3	52.6	108.4	3.5	87.8	16.4		-45.5	87.9	34.7	26.6	154.1	80.8		
외환보유액 전년비(%)	1.1	-0.3	1.4	0.9	-0.5	1.0		1.1	0.0	1.1	-1.1	-0.2	-0.3	0.1	-0.9
단기외채(억달러)	-	1,656.7	-	-	1,779.8	-		-	1,645.6	-	-	1,662.2			
환율의 역사적 변동성	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4		0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.7

* 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

MARCH Day 02	국제원자재시장: 국제유가, 우크라이나 사태로 초강세 지속 가능성
Day 03	- 미-중 통화정책 차별화가 중국에 미칠 영향 - 최근 신흥국 증시 차별화 배경 및 전망 - MSCI EM 지수내 러시아 편출 결정 및 수급 영향
Day 04	- 서방의 러시아 경제금융제재 현황 (3.4일 기준) [Fund Flow] 글로벌 펀드자금, 주식 유출 전환, 채권 유출 확대 - 서방의 러시아 경제 · 금융제재 및 영향 점검
Day 07	- 미국 2월 CPI, 8%에 육박할지 주목 2022년 중국 전인대의 주요 정책 평가 - 주간 Global Opinions(2.28~3.6) - 주간 Wall Street 인사이트(3.7) [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(3.7) - 러시아 국채 디폴트 가능성 점검
Day 08	- 글로벌 은행산업의 對러 금융제재 영향 점검 - 연준의 대차대조표 정책 경과, 전망 및 영향
Day 11	- 우크라이나 사태 이후 글로벌 경제전망의 변화 - 미국의 높은 소비자물가 오름세 지속 - 글로벌 리스크 워치 [Fund Flow] 글로벌 펀드자금, 주식 유출 축소, 채권 유출 확대
Day 14	3월 FOMC 회의, 2년만에 금리인상 본격화 - 주간 Wall Street 인사이트(3.14) - 주간 Global Opinions(3.7~3.13) [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(3.14)
Day 16	- 신흥국의 성장동력 변화와 시사점 - 국제금융 INSIGHT
Day 17	[3월 FOMC] 인플레이션에 대응한 고강도 통화긴축 본격화
Day 18	- 미국의 통화긴축 사이클 비교 분석 및 시사점 [Fund Flow] 글로벌 펀드자금, 주식 유입 전환, 채권 유출 확대



최근 발간 보고서 목록

Day 21	1개월로 접어드는 우크라이나 전쟁 속 서방의 잇따른 회동 예정 - 주간 Global Opinions(3.14~3.20) - 주간 Wall Street 인사이트(3.21) [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(3.21)
Day 23	미국의 과거 인플레이션 에피소드와 시사점
Day 24	- 유로존의 스태그플레이션 가능성 점검 - 중국의 자본유출입 변화 가능성 점검
Day 25	[Fund Flow] 글로벌 펀드자금, 주식 유출 전환, 채권 유출 큰 폭 축소
Day 28	- 연준 통화정책 속도를 가능할 미국 3월 고용지표 발표 - 주간 Global Opinions(3.21~3.27) - 주간 Wall Street 인사이트(3.28) [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(3.28) - 최근 미국 국채금리 급등 관련 해외시각 - 러 · 우크라이나 전쟁에 따른 신흥시장 피해국과 수혜국
Day 31	미국 통화긴축 시기 달러화의 향방
APRIL Day 01	- 그럼에도 일본 경제를 주시해야 하는 이유 - 글로벌 마이너스금리 채권 감소 및 영향 평가 [Fund Flow] 글로벌 펀드자금, 주식 유출 전환, 채권 유출 큰 폭 축소 - 국제원자재시장: 국제원자재가격, 높은 변동성 장세가 이어질 전망
Day 04	- 러시아의 가스공급 중단 여부와 금주 도래 채무지급에 주목 - 주간 Wall Street 인사이트(4.4) - 주간 Global Opinions(3.28~4.3) [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(4.4)
Day 06	우크라이나 사태 이후 중국의 대외정책 변화 및 시사점
Day 07	- 향후 미국경제의 성장경로 시나리오 분석 - 최근 신흥국 환율 여건 변화 및 전망 - 급증하는 사이버 공격에 대비할 필요 - 연준, 5월 빅스텝 금리인상 및 양적긴축 시행 시사



Korea Center for International Finance

국제금융 INSIGHT



국제금융센터
Korea Center for International Finance