

국제금융 INSIGHT

역설 逆說

국제금융 INSIGHT

Korea Center for International Finance

CONTENTS

2022. 8_ August
vol. 14

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.

CEO's Letter

동향 & 전망 03

- 세계경제
- 국제·국내금융시장
- 글로벌 은행산업

국제금융센터의 시각 15

- 이달의 관전포인트
- 글로벌 리스크 위치
- 관심보고서 다시 읽기

칼럼 57

- 글로벌 경제의 불확실성 확대와 시사점
장민 한국금융연구원 선임연구위원
- 인플레이션과 중앙은행 그리고 물가안정목표제
권도현 국제금융센터 부전문위원

주요 지표 69

최근 발간 보고서 목록 80

인플레이션 시대의 이상한 리세션(Jobful Recession)

최재영 | 국제금융센터 원장

최근 ENA에서 방영되고 있는 드라마 “이상한 변호사 우영우”가 선풍적인 인기를 끌고 있습니다. 이 드라마는 자폐 스펙트럼을 가진 주인공 우영우가 세상의 편견을 이겨내고 변호사로서 성장하는 모습을 보여주고 있습니다. 이 과정에서 자폐 스펙트럼을 가진 사람들이 겪는 어려움과 그들을 둘러싼 편견을 자연스럽게 노출시키면서, 우리가 일반적이라고 생각해 넘겨오던 많은 것들이 사실은 편견에 기반하였던 것은 아닌지 깨닫게 해주고 있습니다.

지난해말부터 시작된 인플레이션 기조에 대응하여 미 연준을 비롯한 각국 중앙은행들은 앞다퉂 긴축행보에 나서고 있습니다. 무엇보다 과감한 정책금리 인상을 통해 물가 잡기에 총력을 다하고 있는데, 연준은 6월에 이어 7월에도 정책금리를 75bp 인상시키는 자이언트 스텝을 결정하며 올초 0%였던 정책금리는 벌써 2.50%를 기록하고 있습니다.

이처럼 중앙은행의 강도 높은 긴축 드라이브에 세계경제가 침체에 빠지지 않는지 우려가 커지고 있는 상황입니다. 미국이 '22년 1분기와 2분기 연속으로 마이너스 성장을 기록한 가운데, 주요 투자은행 JP Morgan은 글로벌 경기 시나리오를 통해 '23년 이후 세계경제가 침체에 접어들 가능성을 50%로 전망했습니다. 하지만 고용시장을 보면 이번 경기침체는 과거와 다른 양상을 보이고 있습니다. 경기침체 조짐이 높아지면 필연적으로 고용 감소 우려가 확대되는데, 지금은 고용사정이 오히려 나아지고 있습니다. 미국은 7월 신규 취업자수가 예상치의 두배 수준인 52.8만명을 기록하면서, 경기침체로 인한 해고불안에서 자유로운 모습입니다. 많은 전문가들이 경기가 침체국면에 접어들다고 하는데도, 고용시장은 견고하게 유지되는 이상한 상황은 어떻게 가능할까요?

이는 우리가 지금 인플레이션 시대에 살고 있기 때문입니다. 사실 고용이 증가하고는 있지만 최근 몇 달간 실질임금은 점차 줄어들고 있습니다. 기업들의 경우 보통 매출보다 노동비용이 높게 상승할 때 해고를 단행하는데, 지금 상황은 설령 상품이 덜 팔리더라도 높은 물가로 인해 매출은 증가하고 실질임금은 감소하고 있으므로 인력 감소없이 수익을 창출할 수 있는 것입니다.

이처럼 인플레이션은 세계경제에 부담으로 작용하고 있지만, 과거처럼 경기침체 이후 고용없는 성장(jobless recovery)보다는 고용있는 침체(jobful recession)의 가능성을 점차 현실화 시켜주고 있습니다. ‘자폐 스펙트럼을 가진 사람이 과연 제대로 변호를 할 수 있을까?’라고 의심하던 시청자들의 편견을 차근차근 넘어서는 드라마속 우영우의 모습처럼 인플레이션이 침체속에서도 일자리를 보전시켜줄 수 있을지 관심갖고 지켜봐야 하겠습니다. 이번호 부제는 ‘고용있는 침체’ 상황을 빗대어 역설(逆說)으로 정했습니다. 코로나19 상황이 심해지고 있습니다. 각별하게 건강관리 하시길 바랍니다. 감사합니다.

01

동향 & 전망

- 세계경제
- 국제 · 국내금융시장
- 글로벌 은행산업



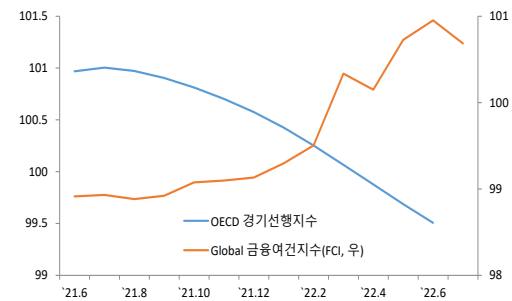
세계경제

세계경제

美, 유로존 등 주요국, 시차를 두고 완만한 경기침체 가능성 점증

- 주요국 전반 지표 둔화(美 2Q GDP -0.9%, OECD 경기선행지수 11개월 연속 하락) 불구 높은 인플레이에 따른 통화긴축 지속, 금융여건 악화 등으로 글로벌 경기침체 우려 확대(BC)
- 中 하반기 회복 재개는 하방위험 완화에 기여하나 제로코로나 정책, 부동산 침체 등 한계

그림1 글로벌 경기 지표 추이



자료: Bloomberg, GS, 주: 금융여건지수 상승/하락은 긴축/완화 의미

그림2 주요국 성장률 전망치

글로벌				미국				유로존			
'22년	'23년	Q3	Q4	'22년	'23년	Q3	Q4	'22년	'23년	Q3	Q4
3.0	2.8	12	0.7	1.8	0.8	0.4	-0.4	2.7	0.7	(-0.1)	(-0.6)
(-0.1)	(-0.3)	(-0.6)	(-0.5)	(-0.5)	(-0.5)	(-0.4)	(-0.9)	(0)	(-0.6)		
신중국				중국				일본			
'22년	'23년	Q3	Q4	'22년	'23년	Q3	Q4	'22년	'23년	Q3	Q4
3.5	4.1	3.9	4.4	3.4	5.6	3.3	1.5	1.4	1.2	(-)	(-0.3)
(-)	(-)	(-0.1)	(0)	(-0.2)	(0.2)	(-0.6)	(-0.4)	(-0.2)	(-0.3)		

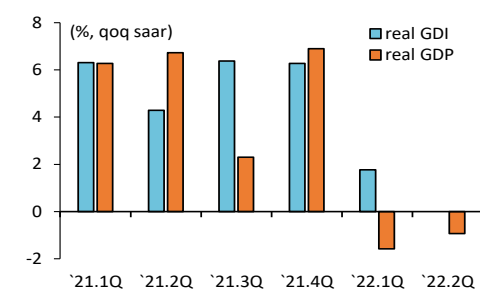
자료: 9개 IB 평균, 주: 6월말대비 최근 기준, 괄호는 전월대비 변화(%)

미 국

상반기 기술적 경기침체 불구 물가 불확실성으로 통화긴축 기조는 지속될 전망

- 2분기 실질 GDP 성장률이 -0.9%(qoq saar)를 기록하면서 2분기 연속 역(逆)성장. 재고 부진이 주된 원인이었으나, 이를 제외하고도 재화소비, 투자 등 전방위적 모멘텀이 둔화
- 상반기 고용호조 감안시 NBER의 공식적 경기침체 판정 가능성은 미미하나(GDI Q1 1.8%/Q2 는 미발표), 연말부터 완만한 경기침체를 전망하는 기관이 점증(BoA 등)
- 연준은 경기둔화 불구 고물가 지속(7월 CPI 9.1%, yoy) 등으로 9월 50bp 인상 가능성이 높은 가운데 올 연말 정책금리는 중립 수준을 대폭 상회한 3.5%(IB)가 될 전망(상단 기준)

그림3 실질 GDP, GDI



자료: FRED

그림4 미국 정책금리(상단) 전망

기관	2022				2023			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Barclays	0.50	1.75	3.00	3.50	3.50	3.50	3.00	3.00
BoA	0.50	1.75	3.00	3.50	3.50	3.50	3.25	3.00
Citi	0.50	1.75	3.25	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50
GS	0.50	1.75	3.00	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
HSBC	0.50	1.75	3.00	3.75	4.00	4.00	4.00	4.00
JPM	0.50	1.75	3.00	3.50	3.50	3.50	-	-
Nomura	0.50	1.75	3.00	3.50	3.75	3.75	3.50	3.00
중간값	0.50	1.75	3.00	3.50	3.50	3.50	3.50	3.25

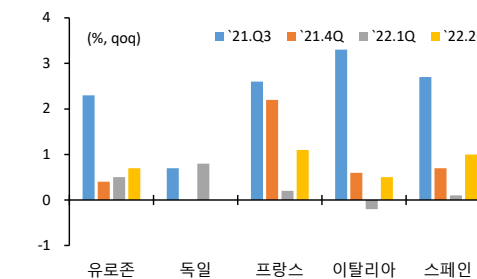
자료: 각 IB

유로존

러시아 가스공급 불확실성 등으로 하반기 고물가·경기침체 리스크 확대

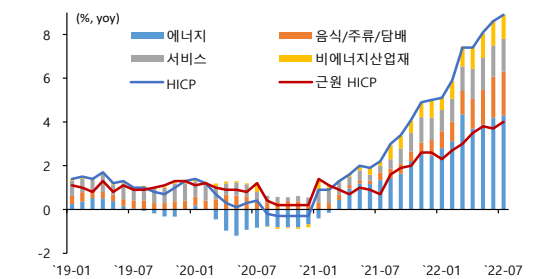
- 남유럽 국가들의 관광업 회복으로 2분기 예상보다 양호하게 성장(0.7%, q/q) 했지만 7월 소비자 물가(8.9%, y/y)는 역대 최고치를 경신한 가운데 경기선행지표도 악화
- 7월 PMI종합(49.4) 17개월만에 수축국면 진입, 경기체감지수(ESI, 99)도 17개월래 최저 기록
- 최근 러시아의 가스공급 축소 기조(노드스트림1 20% 이하)와 공급부족을 완화하기 위한 배급제 시행 가능성으로 '22.4분기~'23.1분기 역성장 전망이 확대
- 독일 등 핵심국 불황 시 유로존에 보다 심각한 경기침체 우려(Citi, 유로존 '23년 -1.0%, 獨 -2.0%)

그림5 유로존 분기별 성장률



자료: Eurostat

그림6 유로존 물가 추이



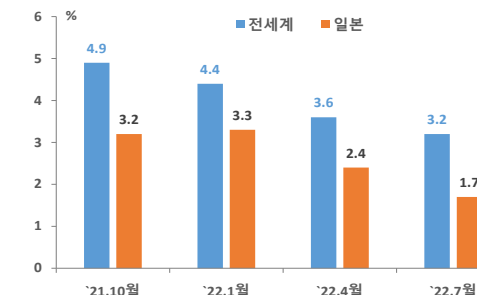
자료: Eurostat

일 본

여타국 대비 회복세 부진한 가운데 바이러스 재확산의 경제 영향 반복 우려

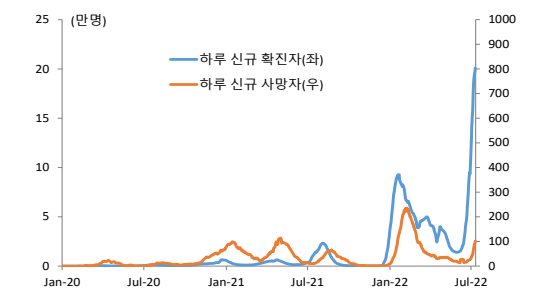
- IMF, '22년 성장 전망 1.7%(7월)로 0.7%p 하향조정. 동년 실질 GDP는 '19년 수준의 98.8%에 그쳐 G7 국가 중 가장 저조할 전망
- 주요국 중앙은행들의 통화긴축 불구 일본은행은 통화완화 기조를 지속할 방침 표명. 6월 CPI 상승률 2.4%에도 식품/에너지 제외 시 1.0%에 불과
- 코로나19의 변이 및 파생 바이러스 확산으로 하루 신규확진자가 7월말 20만명대로 급증하면서 최고치를 경신하여 경제활동이 위축될 전망

그림7 IMF의 '22년 경제성장률 전망



자료: IMF

그림8 코로나19 전염 상황(명)



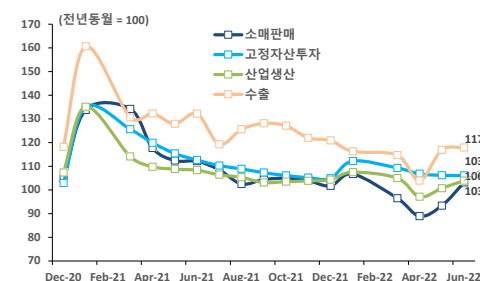
자료: 일본 NHK, 주: 주간 평균치

중국

6월 경제지표 개선 불구, 간헐적 봉쇄 및 부동산시장 위축이 경기 회복을 제약

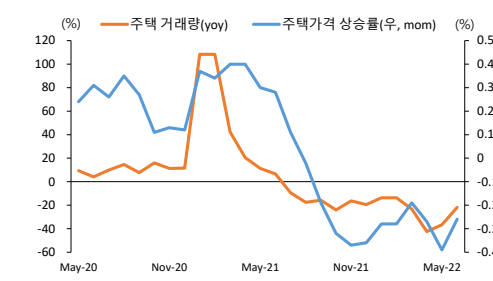
- 2분기 성장률이 0.4%(yoy)로 크게 하락했으나, 6월 소비 증가율이 3.1%로 플러스 전환하고 수출도 17.9%로 두 자릿수 증가세를 이어가면서 경기 개선 조짐
- 그러나 지역별로 산발적인 봉쇄가 이어지는 가운데, 7월 제조업 PMI가 49.0(서비스업 53.8)으로 기준선을 하회하고 부동산시장 위축도 지속
 - 6월까지 주택 거래량과 가격이 각각 12개월, 11개월 연속 마이너스를 기록

그림9 중국 생산/소비/투자/수출 지표



자료: CEIC, Bloomberg

그림10 중국 분기별 경제성장률 및 전망치(%)



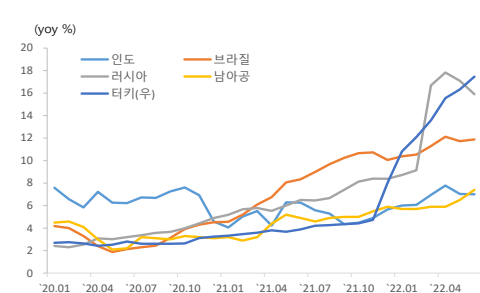
자료: Bloomberg

신홍국

3분기 성장 반등 예상되나 미국의 통화긴축 등으로 경기 하방압력 지속

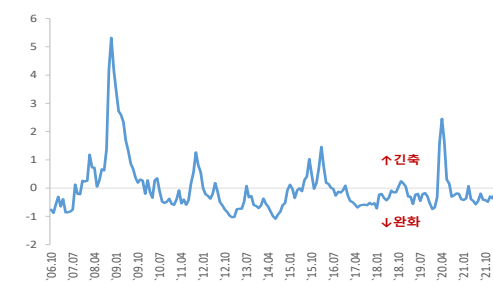
- 폴란드·체코·대만 등의 2분기 성장률이 러-우 전쟁 여파 등으로 둔화된 가운데, 3분기에는 중국 봉쇄 완화 및 기저효과 등으로 성장률 소폭 반등 기대가 우세
- 그러나, 코로나19 재확산 속 3高(물가·환율·부채) 지속으로 연간 전망의 하방위험에 무게 (IMF, '22년 신홍국 성장률 전망치를 3.6%로 종전대비 0.2%p 하향. 반면, 인플레이션은 9.5%로 0.8%p 상향조정)
 - 상대적으로 물가 수준이 낮은 아시아 신홍국의 경우에도 인플레이션을 억제할 위한 금리인상 가속 요구가 증대. 금융여건 악화가 취약 신홍국의 부채 위기 등으로 이어질 우려

그림11 주요 신홍국 소비자물가상승률 추이



자료: Bloomberg

그림12 20 신홍국 금융여건지수 추이



자료: Citi

주요국 성장률 전망(%)

(7월말 기준)

	분기별				2022f	2023f
	22.2Q	22.3Q	22.4Q	23.1Q		
세계경제					3.0	2.8
미국	1.2	0.7	0.7	0.8	1.8	0.8
유로존	0.4	-0.4	0.1	1.5	2.7	0.7
중국	3.9	4.4	4.2	8.2	3.4	5.6
일본	3.3	1.5	0.9	1.0	1.4	1.2

*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

(7월말 기준)

	경제성장률(%)			물가(CPI, %)			경상수지(% of GDP)		
	2021f	2022f	2023f	2021f	2022f	2023f	2021f	2022f	2023f
한국	4.1	2.4	1.7	2.5	5.2	3.0	4.9	3.1	3.1
대만	6.6	3.3	2.6	2.0	3.1	2.0	14.4	12.9	12.3
홍콩	6.3	0.8	3.6	1.6	2.0	2.1	9.5	6.4	5.7
인도	8.7	7.2	5.6	5.6	6.6	5.2	-1.3	-3.1	-2.5
인도네시아	3.7	5.3	4.6	1.6	3.9	3.8	0.3	0.6	-0.5
말레이시아	3.1	6.6	4.2	2.5	3.2	2.6	3.8	3.5	2.8
필리핀	5.7	7.0	5.6	4.0	4.9	3.8	-1.6	-4.1	-3.5
싱가포르	7.6	3.9	2.5	2.3	5.8	3.7	17.1	15.4	15.0
태국	1.5	3.5	4.0	1.2	6.5	2.7	-2.2	-1.8	2.3
베트남	2.6	6.8	6.4	1.9	3.5	3.7	0.0	0.6	1.6

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

국제금융시장

국제금융시장은 경기침체 가능성에 따른 통화긴축 속도 조절 기대 등으로 위험회피 완화

주 식

세계주가는 경기침체 논란 속 긴축사이클 정점 통과에 대한 기대 및 비교적 양호한 2분기 실적 등의 영향으로 큰 폭 반등(6월말 대비 전세계 +7.4%, 미국 S&P +9.8%, 유럽 +7.6%, 신흥국 -0.8%)

○ 단기 큰 폭 반등으로 향후 성장-물가지표가 연준의 정책스텐스에 미칠 영향을 가늠하는 관망(wait-and-see) 흐름이 당분간 우위를 나타낼 가능성

채 권

美 장기금리(10년)는 2분기 연속 마이너스 성장 등으로 경기침체 우려가 커지고 연준의 금리 인상 속도 조절 기대감이 높아지면서 큰 폭 하락(2.70%, -31bp)

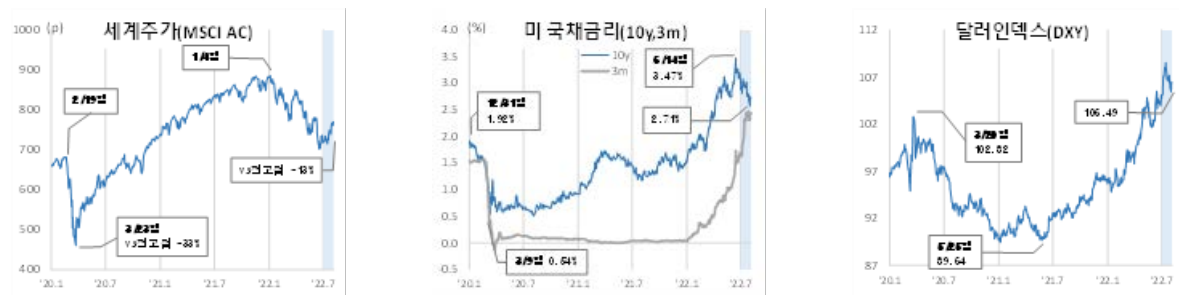
○ 연내 연준의 추가 금리인상(+100~125bp)과 그에 따른 경기침체 위험 증가로 장기금리의 하방 압력이 우세해질 전망. 다만, 인플레이션 둔화 속도와 연준의 스탠스 변화 등에 관한 불확실성이 여전한 만큼 높은 변동성이 이어질 소지

외 환

美 달러화는 6월 CPI 급등에 따른 가파른 금리인상 전망으로 20년만에 최고치 (109.29)를 기록한 후 반락(+1.7%). 유로화는 한 때 패러티 무너지며 약세(-3.0%)

○ 달러화는 美 장기금리 정점 통과 인식 등으로 달러화 상승에 대한 조정이 예상되나, 향후 미국 외 여타 지역들의 경기침체 우려 등으로 제한적 조정 전망

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



자료: Bloomberg. 음영구간은 7/1일~현재

국내금융시장

국내금융시장에서도 대내외 투자 불안심리가 다소 완화되며 반등 모색

주 식

코스피는 고물가·통화긴축 부담의 일시적 완화에 따른 글로벌 증시 상승과 외국인의 반도체 업종 중심의 순매수 등에 힘입어 반등(+5.9%)

○ 향후 선진국 대비 국내 증시의 상대적 부진이 해소되기 위해서는 지정학적 갈등(미-중, 러-우 등) 완화도 주요한 관건이 될 전망

채 권

국고채 금리(3년)는 고인플레이션에 따른 긴축 우려보다 성장 둔화에 대한 불안감이 커지며 하락(-48bp, 3.07%). CDS도 큰 폭 축소(-13bp)

○ 7월 국내 소비자물가의 23년래 최고에도 물가 정점통과 기대 점증 전망. 8월 금통위에서 25bp 금리인상 등으로 국고채 금리는 하락 안정 예상(Goldman Sachs, Citi)

외 환

원/달러 환율은 글로벌 달러화 강세에 4개월 연속 무역수지 적자 등 수급상 수요우위가 지속되며 '09년 4월 이후 최고치(1326.7원) 기록후 재차 반락(-0.8%)

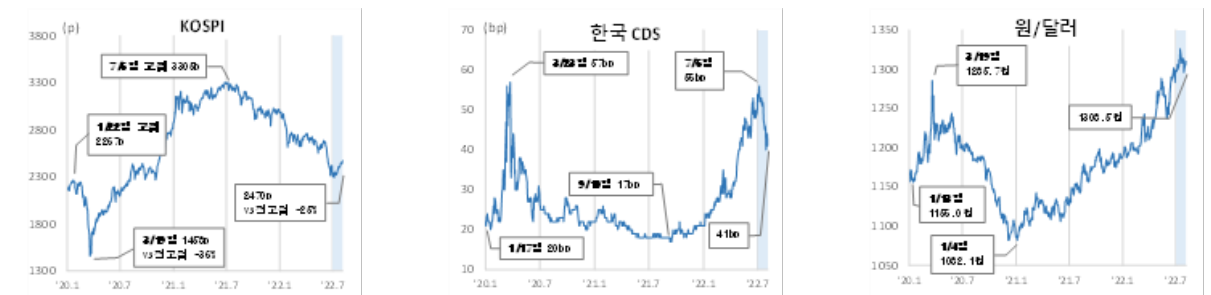
○ 원/달러 환율은 연준의 긴축 속도가 느려질 경우 하락 조정이 예상되나, 경기침체 우려, 무역수지 적자, 위안화 약세 등으로 폭은 제한적일 전망

증권자금

외국인 주식 순매수 전환(6월 -6.2조원 → 7월 +1.8조원). 채권 역시 순투자 전환(-0.9조원 → +3.6조원)

○ 전체 증권자금(조원): ('20년) +0.1 → ('21년) +38.6 → ('22.1월) +0.1 → (2월) +4.4 → (3월) -4.2 → (4월) -6.1 → (5월) +1.5 → (6월) -7.1 → (7월) +5.4

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



자료: Bloomberg. 음영구간은 7/1일~현재

📌 주요 투자은행 환율 전망(7.1일 기준)

		3개월	6개월	9개월	12개월
엔화	평균* 최고/최저	134.33 141/125	130.56 140/125	129.14 139/124	127.67 138/120
유로화**	평균 최고/최저	0.9911 1.09/0.95	1.0256 1.12/0.96	1.0400 1.14/0.95	1.0667 1.16/0.95
위안화	평균 최고/최저	6.7667 6.95/6.60	6.7667 7.00/6.60	6.7443 7.10/6.55	6.7056 7.00/6.50

* 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.Q3	22.Q4	23.Q1	23.Q2	current*	22.Q3	22.Q4	23.Q1	23.Q2
Bank of America	7/29	2.50	3.00	3.50	3.50	3.50	2.65	2.85	2.75	2.65	2.60
Barclays	7/28	2.50	3.00	3.50	3.50	3.50	2.68	3.20	3.10	3.00	2.95
Citi	7/29	2.50	3.25	4.25	4.50	4.50	2.65	3.45	3.30	3.30	3.30
Goldman Sachs	7/30	2.50	3.00	3.50	3.50	3.50	2.65	3.25	3.30	3.20	3.15
HSBC	7/6	2.50	3.00	3.75	4.00	4.00	2.93	3.00	2.50	2.38	2.25
ING	7/18	2.50	3.00	3.75	3.75	3.50	2.99	3.25	3.00	2.75	2.50
JP Morgan	7/30	2.50	3.00	3.50	3.50	3.50	2.65	3.25	3.10	3.00	2.85
Nomura	7/30	2.50	3.00	3.50	3.75	3.75	2.65	2.95	2.65	2.20	1.85
Wells Fargo	7/14	2.50	3.50	4.25	4.25	4.25	2.96	3.15	3.25	3.20	3.00
평균			3.08	3.72	3.81	3.78		3.15	2.99	2.85	2.72
최고			3.50	4.25	4.50	4.50		3.45	3.30	3.30	3.30
최저			3.00	3.50	3.50	3.50		2.85	2.50	2.20	1.85

* current rate는 전망일 현재 Bloomberg 중가

Eurozone											
전망일		Deposit Rate					10 Yr Bund				
		current*	22.Q3	22.Q4	23.Q1	23.Q2	current*	22.Q3	22.Q4	23.Q1	23.Q2
Bank of America	7/29	0.00	0.50	1.25	1.25	1.25	0.82	1.40	1.20	1.10	1.10
Barclays	7/28	0.00	0.75	1.00	1.00	1.00	0.83	1.80	1.85	1.90	1.90
Citi	7/28	0.00	0.25	1.00	1.00	1.00	0.83	1.30	1.30	1.40	1.45
Commerzbank	7/25	0.00	0.25	0.75	1.25	1.50	1.02	1.50	1.60	1.70	1.60
Goldman Sachs	7/30	0.00	0.50	1.00	1.50	1.50	0.82	1.25	1.50	1.55	1.60
HSBC	7/6	0.00	0.25	0.75	1.25	1.25	1.21	1.15	0.75	0.75	0.75
ING	7/18	0.00	0.25	0.50	0.50	0.50	1.22	1.00	1.10	1.10	1.20
JP Morgan	7/30	0.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.82	1.20	1.00	0.95	0.90
TD Securities	7/22	0.00	0.25	0.75	1.00	1.25	1.03	1.50	1.60	1.70	1.80
평균			0.39	0.83	1.03	1.08		1.34	1.32	1.35	1.37
최고			0.75	1.25	1.50	1.50		1.80	1.85	1.90	1.90
최저			0.25	0.50	0.50	0.50		1.00	0.75	0.75	0.75

* current rate는 전망일 현재 Bloomberg 중가

** 빨간색: 금리전망 상향조정/ 파란색: 금리전망 하향조정



글로벌 은행산업

글로벌은행부

유럽, 은행권 기후 스트레스 테스트 결과 발표

- ECB는 104개 은행들을 대상으로 한 테스트 결과 가뭄 · 폭염 · 홍수 등 최악의 시나리오 하에서 신용 및 시장손실을 €700억 이상으로 추산
 - 다만 이번 테스트 결과치가 신용 및 시장위험에만 초점을 맞추고, 경기침체의 간접영향을 고려하지 않았기 때문에 실제 손실을 과소평가했을 가능성
 - 은행권의 60%가 아직 기후위험 스트레스 테스트 체계를 구비하지 않고 있음을 지적. 약 20%만이 대출 시 기후위험을 변수로 고려하고 있는 실정
- 한편 영국 싱크탱크인 New Financial에 따르면 지난해 유럽 내 녹색금융 조달금액은 €3,110억으로 Net-zero 목표('50년까지 €1조) 달성에 여전히 미약한 수준. 특히, 영국의 경우 유럽의 다른 국가들과 비교해 평균 4년 정도 뒤쳐져 있는 상황

미국 대형 은행들, 2분기 실적위축 지속

- 2분기 JPMorgan \$86억(1Q -42% → 2Q -28%), Morgan Stanley \$25억(-11% → -28%), Wells Fargo \$31억(-21% → -48%), Citi \$ 45억(-46% → -27%) 등의 순이익이 전년동기대비 평균 33% 감소
 - 투자은행(IB) 사업 수수료 수입 급락, 리세션 우려에 따른 대손충당금 적립 확대 등에 주로 기인
 - 다만, Citi의 경우에는 어려운 거시 및 지정학적 환경 속에서도 시장의 기대를 웃도는 2분기 실적을 발표(주당순이익EPS \$2.19 vs 예상치 \$1.68)
- 한편 미국 대형은행들이 실적 발표 이후 은행채 발행을 축소할 수 있다는 가능성이 거론되었으나, 실제로는 예상과 달리 BofA(\$100억)를 포함해 JPMorgan · Morgan Stanley · Wells Fargo 등이 총 \$175억 규모의 채권을 발행하기로 결정

유럽 주요 은행권, 2분기 실적 발표

- 유로존 대형은행권, 금리상승 등의 영향으로 '22.2분기 순이자이익NII이 크게 확대되며 양호한 실적 기록. 경기전망 악화로 대부분의 기관에서 대손충당금 적립은 확대
 - 순이익은 Santander €23.5억(전년동기비 14%), BNP Paribas €,32.8억(9.1%), BBVA €18.8억 (45%), Deutsche Bank €12억(46%) 등
- 영국 은행권, 투자은행부문의 트레이딩 수익에서 회비가 교차하는 등 2분기 실적 혼조. 순이익은 StanChart \$9.1억(전년동기비 9.7%), Barclays £10.7억(-49%), Lloyds £16.2억(-34%) 등
- 스위스 UBS는 투자은행업 및 자산관리 부문 등에서의 수익 부진으로 2분기 실적이 전문가들의 예상을 하회(순수익 \$21억, 전년동기비 +5%)
 - Credit Suisse의 경우 투자은행업 부진(LBO 손실 등) 및 소송 충당금 증가 영향으로 2분기 CHF15.9억(전년동기 CHF8.1억)의 순손실을 기록

스페인 은행권, 정부의 초과이익세(windfall tax) 추진에 반발

- 정부는 내년부터 은행의 수수료와 이자에 5%의 세금을 부과하는 방안을 고려 중. 연간 €15억의 추가 세수를 기대. 5월에 도입한 헝가리에 이어 유럽에서 두번째 추진
- 이에 Bankinter 등은 이는 불공정하며 경제성장을 저해할 것을 우려. 일각에서는 Santander · BBVA 등의 내년 이익이 4% 줄어든 것으로 예측(Morgan Stanley)

글로벌 통화정책 긴축으로 금융 취약성이 부각될 가능성

- 은행 시스템리스크 취약성이 완만하거나 높은 국가의 수는 23개로 위기 이전(15개) 보다는 증가했으나 '09년 고점(59개)에는 미달(Fitch)
 - 추세를 상회하는 부동산가격이 반드시 레버리지 확대를 동반하는 것은 아니기 때문에 잠재적인 가격 조정으로 인한 피해는 제한적일 가능성
- 다만 장기간의 초저금리 상황에서 축적된 금융취약성(부동산 및 주식 버블)이 정책금리 상승 등 글로벌 통화기조의 긴축 전환으로 인해 부각될 수 있음에 유의

중국 은행산업, 모기지 상환거부 사태의 영향은 제한적

- 주택구매자들의 잠재적 모기지 채무불이행 규모가 크지 않고, 실제로 발생할 가능성도 낮아 금융 시스템 리스크로 확대될 것이란 우려는 시기상조(Morningstar)
 - 14개 은행들의 전체 모기지론 가운데 상황이 거부될 수 있는 부분은 3%에 불과. 최악의 상황이 현실화될 경우에 은행의 이익이 2.4% 감소할 가능성
 - 다만, 모기지론 비중이 크고, 리스크관리 시스템이 취약한 소규모 은행의 경우에 이번 상환거부 사태로 인한 타격이 상대적으로 클 수 있음을 우려
- 한편 중국 은행들은 경기침체 및 부동산시장 위기 등으로 부실채권이 증가할 것을 우려해 채권발행을 통한 자본조달을 확대. 상반기 발행량은 0.54조 위안으로 전년동기 대비 29% 급증
 - 중국 은행들의 부실채권 규모는 '22.6월 말 2.95조 위안으로 '21년 말(2.84조 위안) 대비 확대. 은행의 자본적정성 비율은 6월 말 14.87%로 2분기 연속 하락(CBIRC)
- 싱가포르의 UOB 은행은 은행의 동의없이 대출을 재할당하는 등 계약조건 위반으로 중국 부동산개발업체 시마오 그룹 및 4개 계열사unit를 홍콩 법원에 고소

참고 국내외 은행산업 주가 및 CDS



지역	은행	주가(%)					CDS(bp)				
		'21년중	'22.4월중	'22.5월중	'22.6월중	'22년중(YTD)	'21년 말	'22.5월 말	'22.6월 말	'22.7월 말	전년말 대비
미 국	JPMorgan	24.6	-11.8	6.1	-9.9	-21.5	48	86	96	84	36
	BofA	46.8	-12.8	-1.1	-10.7	-24.7	49	89	103	88	39
	Wells Fargo	59.0	-10.4	3.0	-9.1	-16.2	51	89	99	86	35
	Citi	-2.1	-7.9	3.9	-6.8	-18.5	57	104	119	103	46
	Goldman Sachs	45.1	-7.5	5.0	-5.0	-17.3	63	108	129	110	47
	평균	34.7	-4.9	3.4	-8.3	-19.6	54	55	109	76	22
유럽	HSBC	18.4	-5.2	6.1	1.5	10.4	34	53	68	61	27
	BNP Paribas	41.0	-3.8	5.9	-8.8	-17.0	33	57	71	67	34
	Credit Agricole	21.6	-5.0	12.9	-8.3	-16.4	30	52	65	61	31
	Deutsche Bank	23.1	-20.7	12.0	-11.8	-15.9	45	95	119	126	81
	Santander	15.9	-11.5	14.7	-6.9	-2.3	36	53	67	76	40
	Barclays	27.5	0.8	14.6	-5.3	-17.0	53	82	113	109	56
	Societe Generale	77.4	-5.0	10.3	-8.7	-25.1	37	65	79	77	40
	평균	32.1	-9.1	10.9	-6.9	-11.9	38	56	83	82	44
일본	MUFG	37.0	-2.1	-5.2	-0.4	7.7	29	50	53	53	24
	SMBC	23.7	-0.4	-0.3	2.8	-4.6	27	49	54	52	25
	평균	30.3	-2.5	-2.8	1.2	1.6	28	38	54	52	24
중국	공상은행	-7.2	-0.2	-1.5	2.4	-1.5	59	87	95	101	42
	중국은행	-4.1	-1.8	0.9	1.9	2.5	56	83	93	98	42
	평균	-5.7	0.4	-0.3	2.1	0.5	57	71	94	100	43
한국	KB금융그룹	26.7	-3.8	0.3	-15.8	7.4	22	46	49	43	21
	신한금융지주	14.8	1.7	1.5	-8.8	13.9	24	49	52	46	22
	하나금융지주	21.9	-2.9	4.1	-15.3	12.9	22	47	50	44	22
	우리금융지주	30.5	-3.9	-2.6	-12.0	13.7	22	48	51	44	22
	평균	23.5	-1.5	0.8	-13.0	12.0	22	29	51	44	22

자료: Bloomberg

02

국제금융센터의 시각

- 이달의 관전포인트
- 글로벌 리스크 워치
- 관심보고서 다시 읽기



이달의 관전포인트

이달의 관전포인트

1

질어지는 글로벌 경기침체의 그림자

황재철 | 부전문위원

인플레이션 대응으로 고강도의 통화정책 긴축이 진행되면서 세계경제 침체 우려가 제기. 아직까
지 연착륙 가능성이 우세하나, 침체불가피 주장도 확대

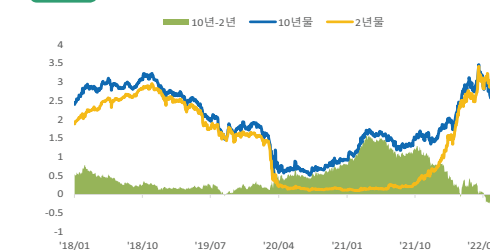
□ [이슈] 인플레이션 압력에 대한 통화정책 긴축 강도가 높아지면서 경기침체 우려가 점증

- 미국 소비자물가가 6월 9.1%로 41년래 최대폭 상승하였고 유로존도 6월 8.6%로 역대최고치를 기록. 이에 중앙은행은 정책금리를 큰 폭으로 인상하면서 대응
 - 연준은 올해중 정책금리를 250bp 인상하였고 BoE도 27년만에 빅스텝을 단행. ECB도 '11.7월 이후 처음으로 금리를 인상
 - 일각에서는 글로벌 인플레이션 원인이 소비주도의 서구(미국)와 공급주도의 동양(중국)과의 갈등에서 비롯된 구조적인 문제로 해석. 이 경우 연준이 정책금리를 5~6%까지 인상시켜야 물가가 중앙은행 통제범위에 위치할 것이라고 전망(CS)
- 통화긴축 강화로 경기침체 우려가 높아지면서 미 국채 10년물과 2년물 금리는 7월초 역전된 이후 지속적으로 역전폭 확대(8.9일 -44bp)

□ [전망] 중앙은행 당국자들은 경기침체 가능성을 일부 인정하였으나, 연착륙을 목표로 정책을 집행할 방침. 반면 IB들은 리세션이 불가피하다는 의견이 점차 확대

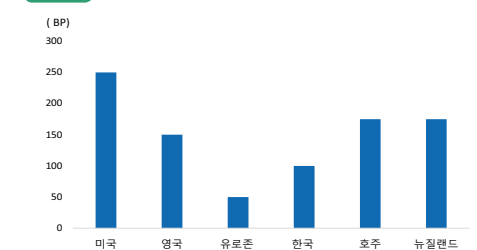
- 파월의장, 인플레이션이 고착화하는 것을 막기 위해 통화정책 긴축을 지속할 예정. 한편 연착륙은 어려운 과제이며, 침체 가능성도 배제하지 못한다고 주장
 - 비스코 ECB 정책위원, 유로존에 리세션 위험이 커져가고 있으며 지금 시점에 침체시 ECB가 무엇을 해야하는지 고민할 필요가 있다고 언급
- IB들은 아직까지는 연착륙 전망이 우세하나, 리세션 불가피론도 점차 지지받는 상황. 향후 통화 긴축 속도에 따라 경제전망이 추가로 하향 조정될 가능성
 - 대부분 기관들은 잠재 수준을 하회하는 플러스 성장(Softish landing)을 유력하게 전망하나, 노무라/도이치 증권 등은 각각 금년 4분기, 내년 3분기 침체 돌입 주장

그림1 미 국채 10년물 및 2년물



자료: 클리블랜드 연은

그림2 주요 중앙은행 금년 금리인상폭



자료: Bloomberg

미국 인플레이션, 정점을 지난 걸까?

강봉주 | 부전문위원

미국 인플레는 원자재 가격 하락, 기저효과 등을 고려할 때 정점을 지난 것으로 추정. 다만 ① 단기 모멘텀, ② 공급망 문제, ③ 주거비 물가 리스크, ④ 임금-물가 상승 나선 압력 등으로 상당 기간 높은 수준을 기록할 가능성

□ [현황] 10일 발표된 미국 7월 CPI(yoy)는 8.5%로 전월(9.1%) 대비 하락

- (헤드라인) 지난 6월 CPI는 '81.11월 이후 처음으로 9%대를 기록하였으나, 7월은 유가 급락 등으로 인해 시장 예상(8.7%)보다 낮은 8.5% 기록
 - 국제 유가는 6월초 배럴당 120달러를 상회하다 현재 97달러까지 하락
- (근원) 에너지 및 곡물을 제외한 근원 물가는 지난 2~3월을 고점으로 하락 중

□ [전망] 원자재 가격 하락, 기저효과 등을 고려하면 미국 인플레이션은 추가 하락이 예상. 다만 ① 단기 모멘텀, ② 공급망 문제, ③ 주거비 물가 리스크, ④ 임금-물가 상승 나선 압력 등으로 상당 기간 높은 수준을 기록할 가능성

- 유가 변화는 보통 1개월 이상의 시차를 두고 물가지표에 반영되며, 이를 고려하면 미국 CPI는 향후 점진적으로 하락하여 연말 7%대까지 낮아질 전망
- 다만 코로나19 이후 다양한 물가 리스크 요인들이 부각된 점에 유의
 - (단기 모멘텀) 코로나19 이후 물가는 강력한 모멘텀 발생 시 연속되는 경향
 - (공급망 문제) 우크라이나 전쟁 등 공급망 관련 불확실성이 여전히 지속
 - (주거비) 금리 인상에도 불구하고, 공급부족 상태의 미국 주택가격이 하향 안정되지 않으면, 주택 렌트비 상승 가속화로 주거비 관련 물가 우려 확대
 - (임금-물가 상승나선) 임금과 물가가 동시에 급등하는 현상이 해소되지 않고 있으며, 임금-물가 상승 순환(Wage-Price Spiral) 형성에 대한 우려 지속

그림3 미국 물가, 임금, 주거비 추이

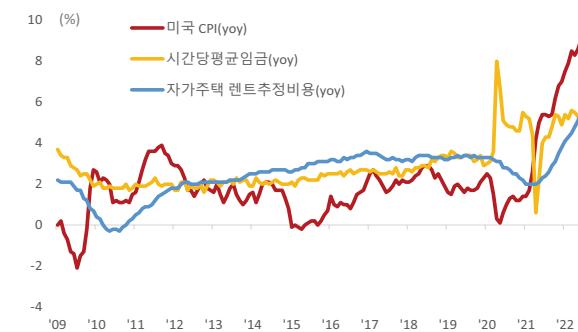
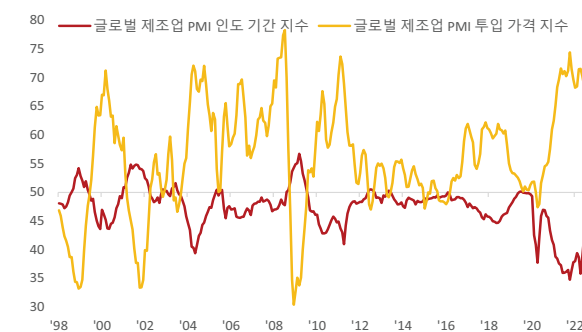


그림4 글로벌 PMI 납기시간 · 투입가격 지수



글로벌 중앙은행의 금리인상은 언제까지 지속될까?

김희진 | 책임연구원

팬데믹發 공급제약, 에너지가격 상승 등 전세계적으로 공급측면의 인플레이션이 높은 수준을 보이고 있어 주요국 통화긴축은 최소 내년 상반기 전까지 이어질 전망

□ [현황] 금년 들어 물가안정을 위해 美 연준은 4회 금리인상을 단행하고 유로존, 영국, 캐나다, 스웨덴, 뉴질랜드, 노르웨이, 호주, 스위스 등이 정책금리를 인상

- 美 연준은 3월(+25bp)과 5월(+50bp)에 이어 6월과 7월 각각 75bp 인상을 단행(FFR 2.25~2.50%). ECB는 7.22일 11년만에 빅스텝(+50bp) 인상, 8년만에 마이너스 금리 탈피(예금 금리 -0.5%→0%)
- 7월말 50bp 인상국(호주 1.35%→1.85%, 영국 1.25%→1.75%, 인도 4.90%→5.40%, 브라질 13.25%→13.75%)
 - 금리인상은 물가안정을 도모하는 주요 선진국을 중심으로 이뤄지고 있으며, 상대적 고금리인 신흥국은 경기 방어를 위해 통화정책을 긴축적으로 운영하기 쉽지 않은 상황

□ [전망] 미국 FFR는 금년말 3.5~4.0% 수준이 예상되며, 내년까지도 통화긴축 기조는 이어질 것이나 경기침체 우려로 긴축사이클의 종료 시점이 예상보다 앞당겨질 가능성

- 연준의 6월 FOMC 의사록에 따르면 최소 '24년까지 금리인하가 없을 것으로 예상하나, 시장에서는 인플레 완화 시 빠르면 내년 여름부터 인하가 가능할 것으로 보는 시각도 존재. 당분간은 물가안정을 위해 긴축기조를 유지할 것이며 9월에도 +50bp 예상
 - 6월 중순 이후 원자재가격이 하락세로 전환된 가운데 추후 발표될 물가지표에 주목할 필요
- ECB도 물가 대응(유로존 7월 CPI 8.9%)을 위해 빅스텝 금리인상에 나섰으며, 당분간 인상 기조를 유지할 가능성. 다만 경기침체 위험과 높은 부채비율이 긴축정책 시행의 걸림돌

□ [시사점] 높은 기대 인플레이션, 달러대비 자국통화 약세 압력, 미국과의 금리차 확대에 따른 자본유출 리스크 등이 큰 폭의 금리인상을 필요로 하고 있으며, 미국 뿐만 아니라 여타국의 행보도 우리 통화정책 운용에 참고할 수 있으므로 모니터링을 강화할 필요

그림5 (선진국) 시장에 내재된 정책금리 전망

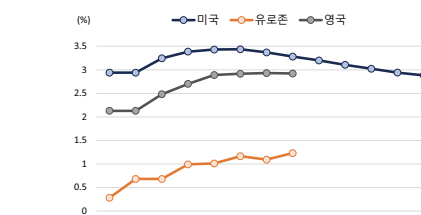
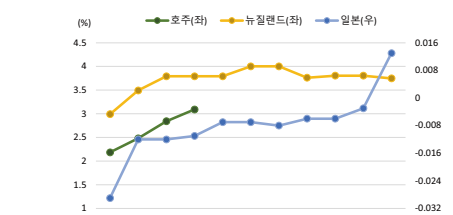


그림6 (여타국) 시장에 내재된 정책금리 전망



중국 부동산 시장, 다시 일어설 수 있을까?

황유선 | 책임연구원

중국 부동산 시장은 역대 최장기 부진에 봉착. 정부의 적극적인 지원에도 시장의 신뢰훼손 및 불안 누증, 구조적 문제점 등으로 가파른 회복 기대난

□ [현황] 중국 주택 거래량(6월 -21.8%)이 12개월 연속 감소하고, 주택 가격(6월 -0.2%) 이 11개월 연속 하락하는 등 부동산 시장은 역대 최장기 부진에 직면

○ 부동산 시장 부진이 장기화됨에 따라 '22년 상반기 부동산 개발 투자금액은 6.83조위안으로 전년동기비 5.4% 감소

○ 금년 7월에는 10위권 개발사 스마오가 \$10억 규모의 역외채권 원리금 상환에 실패하는 등 작년恒大그룹 사태에 이어 부동산 개발기업 디폴트도 지속

○ 뿐만 아니라 개발 기업들의 자금난에 따른 아파트의 건설 공사 중단으로 분양자들이 모기지 상환을 거부하면서 금융불안이 가중

□ [전망] 중국 정부가 적극적인 지원에 나서면서 부동산 경기가 일부 개선될 수 있으나, 시장의 신뢰가 훼손된 상황인 만큼 회복 속도는 더딜 가능성

○ 중국 정부는 주택담보대출 규제 완화, 부동산 개발기업에 대한 금융지원 확대 등 부동산 시장 지원 정책을 적극적으로 개진

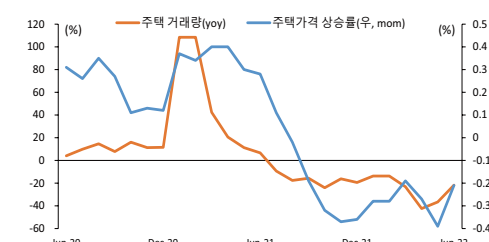
– 주택담보대출 비율 70%→80% 확대, 가산금리 인하 등으로 주택수요 촉진, 자금난을 겪는 개발기업에 대한 대출 연장, 금융지원 확대 등 공급 지원도 병행

○ 다만, 금번 모기지 상환 거부 사태에서 드러나듯 부동산 개발 기업 디폴트 등으로 시장의 신뢰가 훼손되고 불안이 누증되어 이전과 같은 가파른 회복세는 난망

– 금년 가을 시진핑 3연임 결정을 앞두고 봉쇄정책 지속과 같은 정치적 불확실성 으로 민간투자가 위축되는 등 부동산 시장심리 개선이 어려울 전망

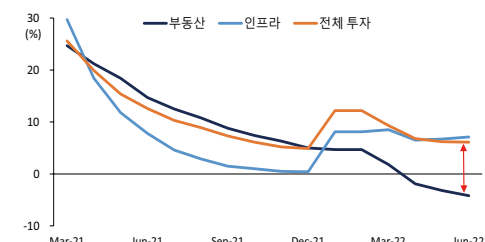
○ 또한 장기적으로 중국의 고성장 기조 회복 기대난, 부동산 가격 버블 우려, 노동 인구 감소 등 구조적 문제점도 부동산 시장에 하방압력으로 작용할 것으로 예상

그림7 중국 부동산 가격 및 거래량 증가율



자료: Bloomberg, CEIC

그림8 부동산 및 인프라 투자 증가율 추이



자료: CEIC

글로벌 리스크 워치

글로벌 리스크 워치

경제리스크분석부

Monthly Focus

‘글로벌 경기침체’ 리스크가 수개월간 수위를 차지했던 ‘통화긴축 충격’을 앞서며 가장 높은 순위를 기록. 인플레이션 고점 통과 여부와 경기침체 진입 시점 및 이번 사이클의 하락 폭, 기간 등에 대한 관심 증가

– 7월 FOMC를 기점으로 ‘통화긴축 충격’에 대한 시장의 민감도가 점차 완화되어 가는 반면, 추후 도래할 수 있는 ‘경기침체’를 우려하는 시각 증가

이와 유사하게 구글 트렌드 검색에서도 ‘통화긴축’의 후과(後果)가 될 수 있는 ‘경기침체’ 등에 대한 검색 비중이 상대적으로 증가

글로벌 주요 리스크

순위	리스크 요인	발생가능성	영향	전월대비
1	경기침체	★★★	★★★	↑
2	통화긴축 충격	★★	★★★	↓
3	스태그플레이션	★★	★★	↓
4	자산가격 조정	★★	★★	↑
5	원자재 공급 불안	★★	★	↓
6	디레버리징	★	★	–
7	러시아·우크라이나 전쟁 장기화	★	★	–

- 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

- **인플레이션 고점 통과 여부** → 물가오름세가 1년이상 장기화함에 따라 CPI 상승률의 고점 형성 시기에 관심. 글로벌 공통 요인인 원자재·농산물 가격의 최근 하락은 고무적이나, 근본적으로는 글로벌 유동성의 감소 등이 중요
 - 미국과 유로존, 일본의 M2 증가율(yoy,%)은 '22.6월에도 +3.3~5.9%를 기록
- **경기침체 진입 시기와 강도** → 지난 3월 미 연준의 금리인상이 시작되고, 5개월여가 경과하면서 최근 주요 경제지표의 하락 전환이 일부 관측. 이에 따라 경기침체 진입 시점과 경기의 낙폭이 어느 수준에 달할 지에 대한 시장의 관심 증가
 - 글로벌 종합 PMI 지수는 지난 2월 53.5에서 7월에는 50.8로 하락. 제조업과 서비스 업 모두 유사한 추세

리스크 요인별 발생 가능성과 영향(2022.8월 기준)

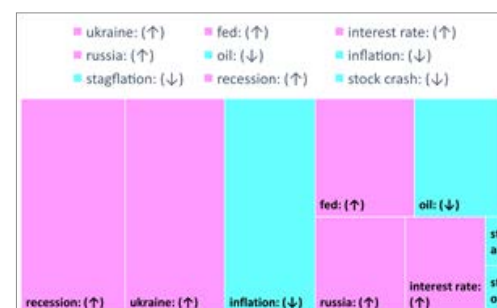


주: 원의 크기는 국제금융센터에서 설문 조사 등을 통해 산출한 ‘발생 가능성과 영향력’ 점수의 합계. 적색은 전월비 종합순위 상승 또는 신규 진입, 청색은 하락, 회색은 동일 자료: 국제금융센터

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

- 통화긴축의 원인과 관련된 단어(원유 가격, 인플레이션 등)들에 대한 검색이 줄어든 반면, 긴축의 결과물인 경기 침체, 금리수준 등의 검색 비중 증가



관심보고서
다시 읽기

미국의 기술적 경기침체 평가 및 전망¹⁾

홍서희 | 책임연구원
김성택 | 글로벌경제부장

Summary

- [이슈] 미국 경제가 2분기 연속 역(逆)성장하면서 경기침체 우려가 확대됨에 따라 그 배경을 살펴보고 경기 방향과 통화정책에 미칠 영향을 점검
 - 2분기 美 실질 GDP 성장률은 -0.9%(전기비 연율)로 1분기 -1.6%에 이어 2분기 연속 역성장
- [평가] 재고부문이 역성장의 주된 원인이었으나, 이를 제외하고도 전반적인 성장 모멘텀 둔화가 뚜렷했다는 평가가 중론. 다만 고용 건조 등으로 NBER(National Bureau of Economic Research)의 공식적 경기침체 판정 가능성은 미미
 - (성장 모멘텀의 광범위한 둔화) 통화긴축 영향 가시화, 고물가에 따른 소비심리 위축 등으로 기저수요(재고, 무역 제외)를 측정하는 지표인 국내최종판매 증가율이 -0.3%로 '20.3분기 이후 처음으로 감소 전환하며 전반적인 경제활동의 둔화를 시사
 - (경기정점 근접 가능성 대두) 서비스 등이 경기하방을 지지하고 있지만 투자 등 여타 지표들의 추이를 종합할 때 미국 경제가 경기순환상 정점에 근접했을 가능성도 제기
 - (공식적 경기침체 가능성은 희박) 상반기의 고용시장 상황(비농업고용 +270만)을 감안할 때 미국의 경기순환주기를 결정하는 NBER의 경기침체 기준에 부합할 가능성은 희박
- [전망] 상반기 기술적 경기침체에도 불구하고 하반기에는 (+) 성장을 회복할 것이라는 예상이 우세하나 완만한 경기침체가 이어질 것이라는 의견도 대두
 - (컨센서스는 하반기 성장세 회복) 상반기 역성장을 초래한 요인들이 순수출(1분기), 재고(2분기) 등 변동성이 큰 항목들이기 때문에 하반기에는 잠재수준을 하회하더라도 (+) 성장세를 회복할 것이라는 전망이 다수
 - (완만한 경기침체 가능성도 제기) 연준의 고강도 통화긴축 영향이 본격화될 하반기 이후 완만한 경기침체가 이어질 것이라는 소수의견도 대두
- [통화정책 영향] 미국의 기술적 경기침체가 단기적으로는 9월 FOMC의 금리인상 폭, 중기적으로는 최종금리 수준에 영향을 미칠 수 있으나 물가 상방위험이 해소되지 않는 한 연준 긴축기조의 완화 가능성도 여전히 불확실

2022년 7월 29일자 보고서

- [이슈] 미국 경제가 2분기 연속 역(逆)성장하면서 경기침체 우려가 확대됨에 따라 그 배경을 살펴보고 경기 방향과 통화정책에 미칠 영향을 점검

* 일반적으로 투자자나 경제학자들 간에는 2분기 연속 실질 GDP가 하락할 경우 기술적 경기침체 (technical recession)로 간주되나, 이는 美 경기순환을 판정하는 NBER의 기준과는 별개임에 유의

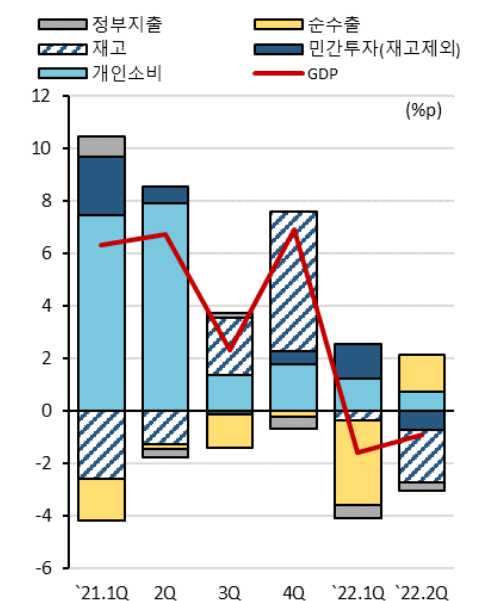
- [성장률 결과] 2분기 美 실질 GDP 성장률은 -0.9%(전기비 연율, 시장 예상치 0.4%)로 1분기 -1.6%에 이어 2분기 연속 역성장
 - 명목 GDP 성장률은 7.8%로 1분기 6.6%에 비해 상승했지만, 통화긴축 및 경기 불확실성 확대로 인해 실질 기준 주택/설비/구조/재고 투자 등이 급감(투자 성장기여도 -2.73%p)
 - (개인소비) 1.0%(qoq saar) 증가에 그치며 팬데믹 이전 추세('17~19년 평균 +2.6%)를 하회. 서비스(+3.0% → +4.1%)는 회복세를 이어갔으나 재화(-0.3% → -4.4%)가 급락
 - (민간투자) 재고의 성장 기여도가 -2.01%p로 역성장을 견인했으며 주택(-14.0%), 구조물(-11.7%), 설비(-2.7%)등이 모두 부진. 유일하게 건조했던 부문은 지적재산물(+9.2%)
 - (순수출/정부) 수출(+18.0%)이 반등하고 수입(+3.1%)은 정상화된 영향으로 순수출 성장기여도는 +1.43%p로 재고감소 영향을 일부 만회. 정부지출은 3분기 연속 (-)
 - (물가) 헤드라인 PCE는 6.5%(yoy)로 전월 6.3%에서 추가 상승. 다만 근원 PCE 인플레이션율은 4.8%로 '21.1분기 이후 처음으로 상승세가 둔화

표1 부문별 성장률 추이 및 기여도

	전기비 증감(qoq saar)			기여도(%p)		
	'21.4Q	'22.1Q	'22.2Q	'21.4Q	'22.1Q	'22.2Q
실질GDP	6.9	-1.6	-0.9	6.9	-1.6	-0.9
개인소비	2.5	1.8	1.0	1.76	1.24	0.70
재화	1.1	-0.3	-4.4	0.28	-0.07	-1.08
내구재	2.5	5.9	-2.6	0.22	0.49	-0.22
비내구재	0.4	-3.7	-5.5	0.06	-0.56	-0.85
서비스	3.3	3.0	4.1	1.48	1.31	1.78
민간투자	36.7	5.0	-13.5	5.82	0.93	-2.73
구조물	-8.3	-0.9	-11.7	-0.22	-0.02	-0.32
설비	2.8	14.1	-2.7	0.17	0.73	-0.16
지적재산물	8.9	11.2	9.2	0.45	0.56	0.47
주거	2.2	0.4	-14.0	0.10	0.02	-0.71
재고	-	-	-	5.32	-0.35	-2.01
순수출	-	-	-	-0.23	-3.23	1.43
수출	22.4	-4.8	18.0	2.24	-0.55	1.92
수입	17.9	18.9	3.1	-2.46	-2.69	-0.49
정부	-2.6	-2.9	-1.9	-0.46	-0.51	-0.33

자료: Bureau of Economic Analysis

그림1 부문별 성장률 추이



자료: Bloomberg

□ [평가] 재고부문이 역성장의 주된 원인이었으나, 이를 제외하고도 전반적인 성장 모멘텀 둔화가 뚜렷했다는 평가가 중론. 다만 고용 견조 등으로 NBER(National Bureau of Economic Research)의 공식적 경기침체 판정 가능성은 미미

○ 성장 모멘텀의 광범위한 둔화: 통화긴축 영향 가시화, 고물가에 따른 소비심리 위축 등으로 기저수요(재고, 무역 제외)를 측정하는 지표인 국내최종판매 증가율이 -0.3%로 '20.3분기 이후 처음으로 감소 전환하며 전반적인 경제활동의 둔화를 시사

- (통화긴축 영향 가시화) 최종수요에서 금리에 민감한 주택투자, 내구재소비, 설비 및 구조물 투자 등 모든 영역이 전기비 감소(JPM)

- (고물가의 소비 저해) 고인플레이션에 따른 실질소득 감소, 심리 악화 등으로 2분기 말로 갈수록 재화에서 서비스로의 소비 전환이 타격을 받은 것으로 보임(Nomura)

○ 경기정점 근접 가능성 대두: 서비스 등이 경기하방을 지지하고 있지만 투자 등 여타 지표들의 추이를 종합할 때 미국 경제가 경기순환상 정점에 근접했을 가능성도 제기

- 예상보다 경제전반의 상황이 악화되고 있어 '22년 중반이 경기 정점일 소지(Citi)

• 향후 '경기침체'와 관련된 언론보도가 증가하며 소비심리나 지출에 부정적 영향을 미칠 수 있으며 주거 외 투자도 불확실성 확대, 대외성장세 약화 및 강달러 등으로 약하게 유지될 우려(Nomura)

○ 공식적 경기침체 가능성은 희박: 상반기의 고용시장 상황(비농업고용 +270만)을 감안할 때 미국의 경기순환주기를 결정하는 NBER의 경기침체 기준*에 부합할 가능성은 희박

* NBER의 경기순환위원회는 미국의 경기순환주기상 정점과 저점을 판단하는데 실질개인소득, 고용, 개인소비지출, 도소매판매, 산업생산 등을 고려. 이때 경기침체(recession)는 경기정점에서 저점 사이의 기간이며, '경제 전반에 걸쳐 몇 개월 이상 지속되는 경제활동의 상당한 감소'를 견인

- NBER이 경기침체 판정시 고려하는 변수 대부분은 상반기 중 증가세 유지(GS)

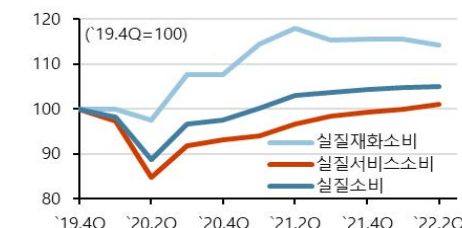
• James Poterba NBER CEO는 현 경기상황에 대한 평가는 유보했으나, 2분기 연속 GDP 감소가 경기침체라는 규칙(rule)은 믿지 않는다고 일축. 그 이유는 ▲월간/다양한 지표 고려 ▲경제활동 감소의 깊이도 중요 ▲GDP 외 GDI(1분기 1.8%, qoq saar) 추이도 중요 등(NBER Q&A)

그림2 정책금리, 부동산 지표



자료: Bloomberg

그림3 재화 소비, 서비스 소비



자료: Bloomberg

□ [전망] 상반기 기술적 경기침체에도 불구하고 하반기에는 (+) 성장을 회복할 것이라는 예상이나 우세하나 완전한 경기침체가 이어질 것이라는 의견도 대두

○ 컨센서스는 하반기 성장세 회복: 상반기 역성장을 초래한 요인들이 순수출(1분기), 재고(2분기) 등 변동성이 큰 항목들이기 때문에 하반기에는 잠재수준을 하회하더라도 (+) 성장세를 회복할 것이라는 전망이 다수

- 설령 경기정점을 통과했다고 하더라도 반드시 경기침체로 이어지는 것은 아니며 낮은 수준의 (+) 성장세가 지속되는 상황도 가능

• 2차 대전 이후 2분기 연속 역성장은 모두 10회 발생했는데 이 중 '47년 2, 3분기를 제외하면 모두 경기침체로 연결<그림4>. 2분기 연속 역성장없이 경기침체가 발생한 것은 '60년 및 '01년 두차례

- 컨센서스는 3분기 이후 잠재수준을 하회하더라도 내년까지 1% 내외의 성장세 지속을 전망하면서 통화긴축 불구 Soft(ish) landing 성공 가능성에 무게

• GS, JP Morgan, Barclays 등이 대표적. 서비스의 소비 비중이 아직 팬데믹 이전 수준을 하회하기 때문에 소비전환이 지속될 것이며, 고용소득 증가세도 소비를 지지(Barclays)

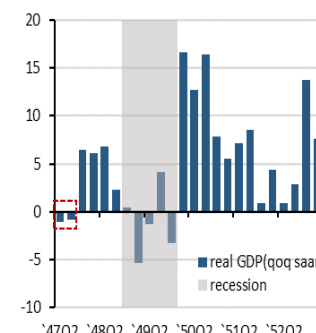
○ 완전한 경기침체 가능성도 제기: 연준의 고강도 통화긴축 영향이 본격화될 하반기 이후 완전한 경기침체가 이어질 것이라는 소수의견도 대두

- BoA, Nomura는 하반기 완전한 경기침체(Hardish landing, BoA)를 기본 전망으로 확정한 상태이며 Citi, Deutsche Bank 등도 내년 하반기 침체가 불가피하다는 견해<표2>

- 다만, 경기침체가 현실화되더라도 과거 하강기에 비해 견실한 소비자 B/S가 GDP 감소를 완회할 것으로 보여 둔화 강도는 완만할(shallow)할 것으로 전망

• 현재 경기둔화의 주요 원인이 물가안정을 위한 고강도 통화긴축에 있기 때문에, 향후 기대 인플레이션 불안정 등으로 물가위험이 확대되지 않는 한 연준이 심각한 경기침체를 방치할 가능성 희박

그림4 1940년대 사례



자료: Fred

표2 미 성장률 분기 및 연간 전망치

	2022			2023				'22	'23
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
Barclays(7.22)	-0.4	1.0	0	0.5	0.5	0.5	0.5	1.7	0.6
GS(7.29)	-0.9	1.8	0.8	1.0	1.5	1.5	1.8	1.6	1.1
JPM(7.22)	0.7	1.0	1.5	1.8	1.3	-	-	1.9	1.3
UBS(07.29)	-0.8	2.3	2.0	1.3	1.2	1.3	1.2	1.8	1.4
BoA(7.22)	-1.5	-0.5	-2.0	-0.5	1.0	1.5	2.0	1.1	-0.2
Citi(7.22)	0.6	2.3	2.2	1.4	0.4	-1.9	-0.8	2.1	0.9
Nomura(7.22)	-0.2	0.4	-1.4	-1.6	-1.6	-1.1	-0.5	1.5	-1.1
DB(07.22)	-0.6	2.8	1.8	1.0	0.3	-3.2	-0.5	0.6	-0.6
BL 컨센서스	-0.9	1.7	1.4	1.1	1.1	1.5	1.6	2.0	1.3

자료: 각 IB. 주: 괄호는 전망일자, 푸른색 음영표시 기관은 내년까지 침체 예상. 분기 전망은 qoq saar(%) 기준이며 연감은 yoy(%), 단 DB 연간전망은 Q4/Q4

미중분쟁 향방 및 국제질서 영향¹⁾

김기봉 | 책임연구원
이치훈 | 신흥경제부장

Summary

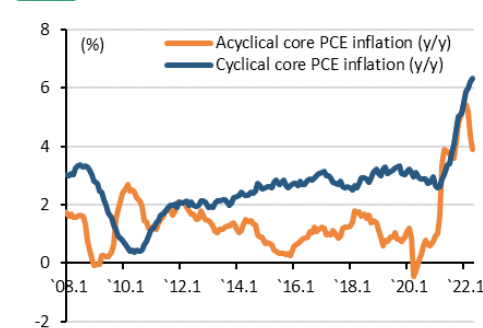
- [통화정책 영향] 미국의 기술적 경기침체가 단기적으로는 9월 FOMC의 금리인상 폭, 중기적으로는 최종금리 수준에 영향을 미칠 수 있으나 물가 상방위험이 해소되지 않는 한 연준 긴축기조의 완화 가능성도 여전히 불확실
- 단기적인 영향은 제한적: 기술적 경기침체 불구 물가 상방위험이 존재하는 한 단기 내에 연준이 시장친화적으로 정책기조를 변경할 가능성은 희박
 - 다만, 9월 FOMC에서 75bp보다 낮은 폭으로 인상할 가능성은 높아진 것으로 판단
 - Citi를 제외하면 대부분의 IB 기관들은 9월 회의에서 50bp 인상을 전망하고 있으나 향후 발표될 물가, 고용지표 상황에 따라서는 25bp 인상으로 하향될 가능성 잠재
- 중장기 경로는 불확실: 통화긴축 영향의 본격화 등을 고려할 때 하반기에도 경기하강 위험은 확대될 것으로 예상되기 때문에 연준의 최종금리 수준(연준 점도표 약 3.9%, 금융시장 약 3.3%, 주요 IB 3.5~4%)에는 불확실성 상존
 - 통화긴축 영향에 따라 완만한 경기침체 위험이 높아지고 있는 만큼 상반기 성장 부진은 정책금리가 3.5~4% 수준 이상으로 인상되는 것을 억제하는 요인이 될 가능성
 - 기술적 침체 도래로 금리인상과 관련한 연준의 커뮤니케이션이 더욱 어려워질 소지(Nomura)
 - 그러나 관건은 인플레이션이라는 점에 유의할 필요
 - 최근 에너지 등 원자재 가격들이 하향안정세를 나타내면서 2~3분기 물가정점 가능성이 높아지고 있는 것은 사실이나 새로운 공급충격이 재연될 경우에는 정점 시기가 재차 지연될 우려 잠재
- 시장의 과도한 긴축기조 전환 기대는 경계: 6월 중순 이후 금융시장은 물가 정점론, 침체 불가피론에 기반하여 정책금리 경로를 완화적으로 재평가하고 있으나, 물가 및 성장 경로의 불확실성이 잔존하고 있는 만큼 경제지표 결과에 따라 변동성이 재차 확대될 소지
 - 연준 당국자들도 과도한 금리인하 기대가 확산될 경우에는 '금융여건 긴축 → 수요 둔화 → 물가 안정' 구상이 어려워지기 때문에 구두개입 등을 통해 시장의 기대를 조정할 가능성

표3 미 소비자물가 상승률(yoy) 전망치

	2022				2023			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Barclays	8.0	8.6	8.4	6.5	5.0	2.7	1.7	2.1
GS	8.0	8.6	9.1	7.8	6.3	4.5	3.1	3.0
JPM	8.0	8.6	8.5	6.8	5.2	3.5	-	-
UBS	8.0	8.6	8.5	6.6	4.9	2.7	1.7	2.1
BoA	8.0	8.6	8.2	6.9	5.2	3.3	2.6	2.7
Citi	8.0	8.6	8.5	7.4	5.9	3.9	2.9	2.9
Nomura	8.0	8.6	8.7	7.6	6.1	4.0	2.8	2.4
DB	8.0	8.6	8.7	7.7	6.5	5.0	4.3	4.2

자료(좌) 각 IB, 주: 음영은 정점. 자료(우): FRBSF, 주: Cyclical: 경기순환에 민감한 부분, Acyclical: 의료보험 등 경기순환의 영향을 덜 받는 부분

그림5 Acyclical/Cyclical 근원 PCE 인플레이션



- [이슈] 최근 미국이 인도태평양경제협력체(IPEF)를 출범하면서 중국 견제를 위한 연합체 구성이 마무리 단계에 진입. 반면 기존 고율의 관세는 인하를 검토하면서 미국의 대중 압박 전략의 틀이 수정
- [배경] 최근 미국의 대중 전략 틀 수정은 전통적 무역 제재에도 불구하고, 중국경제의 글로벌 영향력이 일대일로와 RCEP 등을 기반으로 오히려 확대되면서 새로운 견제 수단의 필요성이 커진 데 기인
 - '18년 미중 무역분쟁 이후 미국의 전체 무역적자가 늘어났으며, 중국산 수입가격 상승 등으로 인플레이션 압력은 가중. 반면 중국의 전세계 GDP 및 수출 비중은 꾸준히 확대
- [전망] 향후에도 미국 진영이 최첨단 기술분야에 견제를 집중하면서 중국과의 경험관계는 유지하는 기존 이원적 구조가 더 뚜렷해질 것이나, 정치적 요인이 가세할 경우 미중갈등 수위와 범위가 크게 확대될 전망
 - 최근 미국의 對중국 수출과 투자가 급증하면서 디커플링 환경이 악화. 일부에서는 IPEF가 미국의 시장개방 등 실질적 혜택은 적은 반면 의무는 커질 것이라는 우려도 제기
 - 그러나 G2 모두 내부불만의 대외표출 필요성이 큰 상황에서 미국이 반도체 등 중국 공급망 차단 전략을 강화하는 과정에서 중국의 핵심이익인 대만 등을 둘러싼 갈등이 격화될 경우 국지적 군사충돌을 포함한 정치·경제간 악순환의 고리가 강화될 우려
- [영향] 선진국을 중심으로 새로운 기술 및 공급망 블록이 구축되는 한편, 중국-신흥국 경제블록도 형성될 전망. 그러나 진영 내외의 이해충돌이 발생하면서 국제질서가 한층 더 복잡다기화될 소지
 - (기술 국수주의) 최첨단 기술이 국가안보로 인식되는 가운데 미국의 견제가 연대국가의 기술유출 우려 등 이해 관계와 맞물리면서 진영뿐만 아니라 국가간 기술장벽도 강화될 전망
 - 가치연대가 강화되면서 우호국 간 공급망을 공유하는 경제권의 분리가 가속화될 소지
 - (中-신흥국 경제블록) 남미와 중동은 최근 반미 정권이 늘어나면서 기존 중국과의 경제협력 추세가 더욱 강화되고, 특히 아시아의 경우 중국 중심의 경제블록이 점차 공고해질 가능성
 - (복잡다기화) 미국과 중국이 각자 연합을 경쟁적으로 구축하고 있으나, 양쪽 진영 모두 정경분리 및 이해관계 상충으로 인한 사안별 차별화 대응으로 분열 양상도 병존할 소지

- [시사점] 향후 미중의 블록 구축 및 질적 견제로의 전환 등이 글로벌경제에 주된 리스크로 고착화될 우려. 특히 지정학적 불안과 맞물릴 경우 파급력이 증폭될 수 있음에 유의

□ [이슈] 최근 미국이 인도태평양경제협력체(IPEF)를 출범하면서 중국 견제를 위한 연합체 구성이 마무리 단계에 진입. 반면 기존 고율의 관세는 인하를 검토하면서 미국의 대중 압박 전략의 틀이 수정

- 미국이 중국 견제를 목적으로 쿼드('21년 3월), 오키스('21년 9월) 등의 군사·안보 동맹을 강화한 데 이어, 금년 5월에는 경제안보 협의체인 IPEF(인도 태평양 경제프레임워크)를 출범하면서 미국의 對 중국 견제 전략이 새로운 국면에 진입<그림1>〈각 주제별 부가 그림 및 설명은 맨 뒤 붙임 참조〉
 - 금번 IPEF는 참여국들의 영향력이 상당한 가운데, 관세인하 등 시장개방을 추구하는 전통적 무역협정과 차별화하면서도 새로운 공급망 체계 형성 등을 목표로 하는 특징
- 반면 미국의 6월 소비자물가는 41년래 최고인 9.1%(yoy)까지 상승하여 인플레이 우려가 고조되면서, 바이든 행정부가 중국에 부과하고 있는 고율의 관세 인하를 검토하고 있는 상황

그림1 미국의 중국견제 연합체(왼쪽부터 쿼드, 오키스, IPEF)

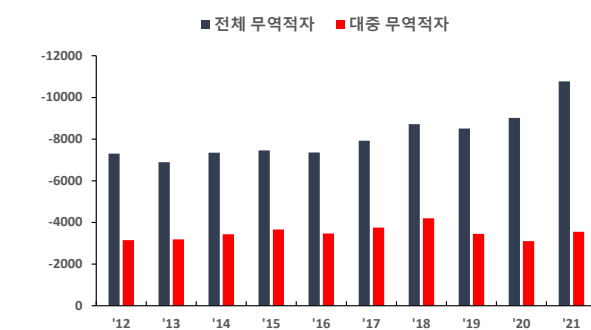


자료: 언론종합

□ [배경] 최근 미국의 대중 전략 틀 수정은 기존 전통적 무역 제재에도 불구하고, 중국경제의 글로벌 영향력이 일대일로와 RCEP 등을 기반으로 오히려 확대되면서 새로운 견제 수단의 필요성이 커진 데 기인

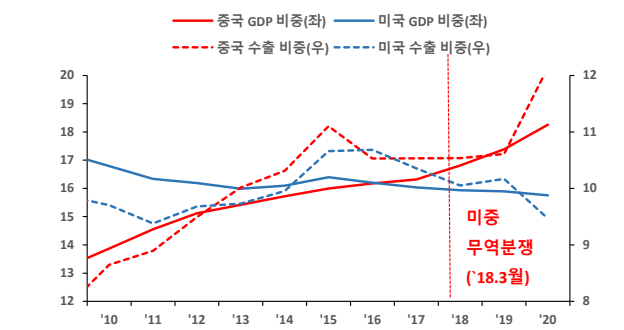
- (관세유효성 약화) 작년 미국의 전체 무역적자가 '18년 대규모 관세 부과에도 불구하고 오히려 20% 이상 늘어나 무역장벽을 통한 자국 산업 활성화 노력에 대한 회의감이 제기<그림2>
 - 작년 대중 무역적자의 경우 15% 줄었지만 중국이 동남아 등 제 3국을 경유하여 수출하면서 고율의 관세를 무력화. 또한 수출품 가격을 인상하면서 미국의 고물가에 일조
- (중국의 경제영향력 확대) 미중분쟁 본격화('18년) 이후에도 중국이 전세계 GDP·수출에서 차지하는 비중이 매년 높아졌으며, 특히 금년에는 RCEP 발효 등을 통해 무역대국의 입지가 더욱 강화<그림3>
 - 전세계의 무역 의존도 측면에서 이미 대다수 신흥국 뿐만 아니라 독일, 네덜란드 등 주요 선진국도 중국에 대한 의존도가 미국보다 크게 높아진 상황<붙임1>

그림2 미국의 전체 및 대중 무역적자(억 달러)



자료: CEIC

그림3 미중의 글로벌 GDP, 수출 비중(%)



자료: World Bank

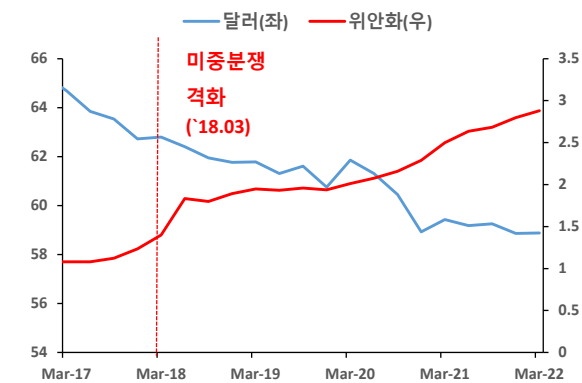
- 특히 금년 발효된 세계 최대의 무역협정인 RCEP를 통해 역내국 관세 품목이 90% 폐지되고 수출액도 가격 하락에 따른 교역량 증가 등으로 2% 늘어나는 효과(UNCTAD)
 - 중국은 RCEP 등 대규모 경제협정을 체결하여 가시적이고 명확한 경제 혜택을 제공하면서 안보와 가치를 중시하는 미국과의 차별화를 도모

□ [전망] 향후에도 미국 진영이 최첨단 기술분야에 견제를 집중하면서 중국과의 경험관계는 유지하는 기존 이원적 구조가 더 뚜렷해질 것이나, 정치적 요인이 가세할 경우 미중갈등 수위와 범위가 크게 확대될 전망

- (중국과의 경제협력 유지) 미국의 견제에도 불구하고 미국 진영의 중국과의 연관성이 무역, FDI(외국인직접투자) 등 다방면에서 꾸준히 늘어나면서 중국과의 디커플링 환경이 악화
 - 이미 미국의 대중 무역의존도가 14%로 높을 뿐 아니라 기업들의 중국 매출 비중도 상승하는 가운데 미국의 1~5월 대중 FDI도 27.1% 급증하면서 대중 견제정책과 상반<붙임2>
 - 동맹국 입장에서도 대중 견제 목적의 IPEF는 관세 인하 등 혜택이 빈약하며 탈탄소·반부패 등의 이슈 참여가 부담스러운 의무처럼 작용할 소지. 바이든 역시 낮은 지지율을 타개하기 위해 자국의 이익을 우선시해야 하는 딜레마에 봉착하여 미국 진영의 중국 고립 동력이 줄어들 소지
 - 한편 전세계 외환보유액 중 위안화 비중도 중국과의 무역 확대 등으로 무역분쟁 이전인 '18년 1분기 1.4%에서 금년 2분기 2.9%로 2배 이상 확대된 반면 달러 비중은 하락세<그림4>
- (첨단기술 대립) 미국이 경제, 군사 등 확장성이 높은 기술패권의 중요성을 인식하여 반도체 등 첨단제재 강도를 높인 데 이어, 중국도 기술개발에 역량을 집중하면서 양국 대립이 격화될 소지
 - 첨단산업의 핵심인 반도체에서 미국과 우방국인 대만이 설계 및 생산 부문(각각 반도체 부가 가치의 50%, 24%를 차지)을 장악하고 있어 중국 고립이 용이한 구조<그림5>

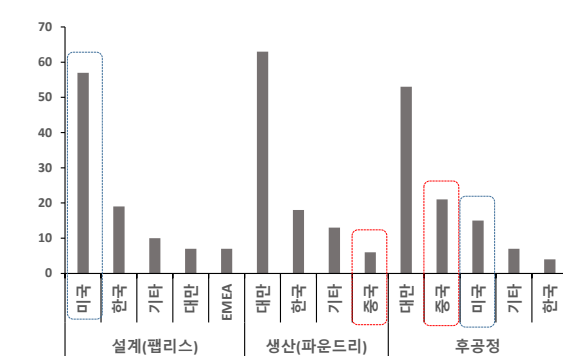
- 이미 미국이 작년 네덜란드 정부를 통해 첨단 반도체 생산에 필수적인 고급 노광장비 수출을 원천 봉쇄한데 이어, 특히 금년에는 구형 장비에 대한 수출 금지까지 요청. 이외 첨단기업들의 대중국 투자시 심사를 받아야 하는 법안 초안도 공개

그림4 전세계 외환보유액 중 달러 및 위안화 비중(%)



자료: IMF

그림5 각국 반도체 생산단계별 매출비중(20년, %)



자료: KITA, 주: 후공정의 경우 매출 상위 25개 기업 기준

- 중국도 미국에 대응하기 위해 제조 2025와 R&D 투자 증액 등을 국가 핵심 과제로 추진하는 동시에 유럽과도 기술협력·기업 유치 등의 협력을 강화할 전망
- (정치·경제 대립 격화) G2 모두 내부불만의 대외표출 필요성이 큰 상황에서 미국이 반도체 등 중국 공급망 차단 전략을 강화하는 과정에서 중국의 핵심이익인 대만 등을 둘러싼 갈등이 격화될 경우 국지적 군사충돌을 포함한 정치·경제간 상호 악순환의 고리가 강화될 우려
- 금년 말 미국 중간선거와 중국 시진핑 3연임 등이 예정된 가운데, 고물가와 제로 코로나 등과 관련된 내부불만의 대외표출을 통한 정치기반 강화를 시도할 소지
- 여기에 대만 및 러시아 관련 문제가 미중대립의 뇌관으로 작용할 경우 국지적 군사충돌이 일어나면서 미국의 경제제재가 대폭 확대될 가능성※도 배제하기 곤란
- * 중국에 대한 반도체 공급망 박탈 시도는 '41년 미국이 일본에 대한 석유금수조치를 실시하여 진주만 공습의 주요 원인이 되었던 사례와 유사한 측면. 일본은 석유 소비의 80%를 미국에서 수입했는데, 당시 석유는 첨단 장비 및 생산시설 등에 필수적으로 사용되었다는 점에서 반도체와 비슷
- 특히 대만은 반도체 생산단계에서의 점유율이 63%로 반도체 공급망의 핵심인 동시에 대만 해협과 인근 남중국해의 교역루트로서의 중요성도 상당해 중국의 핵심이익으로 작용²⁾

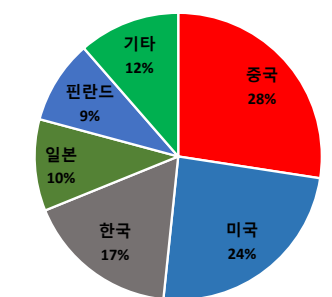
2) 대만이 핵심이익임에 따라 중국이 대만의 미국 무기 구입 등이 안보를 위협한다고 주장하면서 '하나의 중국'을 내세워 영공·영해 차단에 나설 소지. 우크라이나와 달리 대만은 지형이 험악하므로 전면침공보다 인근 공·해역을 검역하는 선택지가 매력적으로 작용(미국외교협회)

- 중국은 미국과의 정치·경제 갈등이 최고조에 달할 경우 희토류 등 원자재 수출 제한, 미국 국채 매도뿐 아니라 기업에 대해서도 블랙리스트 작성과 불매운동 등 다양한 비관세 장벽을 통해 대응할 가능성
- 참고로 중국은 과거부터 승리에 대한 확신보다 영토·동맹이 위협받는다는 위기감(한국전쟁: 우방국 북한점령에 대한 위기감, 중국-베트남 전쟁: 캄보디아의 친중정권 축출)에 전쟁에 개입하였으며, 선제 기습의 이점을 알고 있으므로 우발적 충돌을 일으킬 가능성(The Atlantic)
- 특히 병력을 분산시킨 미국과 달리 중국은 동아시아에 역량을 집중시켜 해당 지역의 재래식 전력은 거의 대등(Stanford Univ)〈표1〉

□ [영향] 선진국을 중심으로 새로운 기술 및 공급망 블록이 구축되는 한편, 중국-신흥국 경제 협력도 형성될 전망. 그러나 진영 내외의 이해충돌이 발생하면서 국제질서가 한층 더 복잡다기화될 소지

- (기술 국수주의) 최첨단 기술이 국가안보로 인식되는 가운데 미국의 견제가 연대국가의 기술유출 우려 등 이해 관계와 맞물리면서 진영뿐만 아니라 국가간 기술장벽도 강화될 전망
- 미국이 중국의 기술추격에 위기감을 느끼는 동시에 중국의 기술탈취와 막대한 보조금 등이 시장을 왜곡※한다고 보면서 첨단기술 패권 확보에 전력을 집중할 전망
- * 과거 중국의 과도한 철강산업 보조금으로 철강 공급이 수요를 크게 상회해 미국의 산업기반이 훼손된 전례
- 특히 5G, AI 등 첨단산업에 필수적인 반도체 부문의 경우 중국의 생산·운영비용이 정부 지원에 힘입어 미국 대비 30% 저렴함에 따라 미국의 경제심이 고조(BCG)
- 이에 중국도 제조 2025, 표준 2035 등을 내세우면서 외국 기업 접근을 차단하는 동시에 막대한 내수시장 등을 기반으로 자국 기술 표준화를 시도하면서 기술 선도자로서의 역할 전환을 추구할 전망
- 특히 일대일로 국가를 대상으로 기술인프라를 구축하고 있어 국제 표준을 확립하기 용이. 실제로 제품생산 등에 앞서 필수적으로 요구되는 표준특허 점유율의 경우 중국이 27%로 1위를 차지〈그림6〉
- 기술력이 국가 경쟁력과 안보를 좌우하는 최우선 가치로 인식되는 상황에서 4차산업 혁명으로 기술력 역전에 대한 경계감이 커지면서 각국의 기술보호 장벽이 높아질 전망

그림6 국별 표준특허 점유율(21년, %)



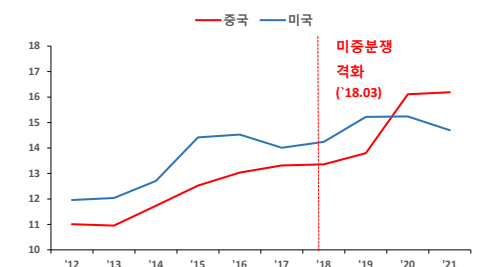
자료: KISTA, 주: 5대 국제 표준화기구 출허 기준

- **(가치동맹 강화)** Friend-shoring 등 우호국 또는 유사 이념을 가진 국가들끼리 공급망을 공유하면서 경제권의 분리가 가속화될 전망
 - 이미 유사한 가치관을 공유하는 국가들에 한해서만 비교우위에 있는 산업 시설과 노하우 등을 공유하면서 글로벌 공조를 통한 기술혁신 및 효율성 향상이 지체되는 조짐
 - 미국 인텔, MS가 대만에 반도체 R&D 센터 설립을 계획하는 동시에 대만도 120억달러 규모의 최첨단 반도체 생산 공장을 미국에 건설하는 등 가치 기반 동맹을 형성
 - 이외에도 미-일 간 CoRe(경제·회복력 강화 파트너십), 미-EU 간 TTC(무역기술위원회)라는 기술협력체를 창설해 6G·AI 등 차세대 산업의 기술발전 및 표준화에 대해 논의하고 있으나, 비슷한 이념을 가진 국가에 한정되면서 차세대 산업 발전이 제약될 가능성
 - 중국을 중심으로 한 권위주의 국가(신흥국)들이 인구·GDP의 30% 이상을 차지하고 있는 상황에서, 프렌드쇼어링으로 인해 국제분업 체계가 붕괴될 경우 산업기반이 부실한 저소득 국가 피해가 막대해져 양극화가 심해질 가능성
 - 또한 제품 공급처가 경제 블록화로 인해 줄어들 경우 재고 불확실성이 수요 변동에 따라 커지는 공급망의 재적효과 역시 심화될 소지
- **(中-신흥국 경제블럭)** 남미와 중동은 최근 반미 정권이 늘어나면서 기존의 경제협력 추세가 더욱 강화되고, 특히 아시아 지역의 경우 중국 중심의 경제블럭이 점차 공고해질 전망
 - 지난해부터 남미의 경기침체가 심화되면서 아르헨·칠레·페루 등에서 반미를 표방하는 사회주의 정권들이 들어서기 시작해 중국 경제 영향력 확대요인으로 작용할 소지
 - 빈곤과 높은 사회적 불평등에 직면하고 있는 중남미의 입장에서 군사개입 내지 인권을 앞세우는 미국보다 인프라·차관 등을 제공하는 중국이 매력적
 - 중동의 경우 막대한 인명피해를 입은 미국이 20년만에 아프간에서 완전 철군하였으며, 대표적 친미국가였던 사우디도 미국의 이란 핵협상 추진과 원유 증산요구 거절 등으로 대미 관계가 소원해지면서 중국의 영향력이 증대
 - 과거 미국이 석유수급을 위해 걸프전·이라크 침공 등의 군사행동을 감행하는 등 중동에 적극개입하였으나, 막대한 자체 세일오일 생산 등으로 중동의 전략적 가치가 축소
 - 반면 중국에 있어 중동은 최대 수입국인 동시에 일대일로에서 동남아와 아프리카를 잇는 등 중요성이 상당³⁾. 이외에도 기독교인 미국과 달리 중동과 종교 관련 마찰이 적은 상황

3) 실제로 중국은 탈레반의 아프간 집권 이후 3차례나 회담하면서 신장 분리주의 세력 지원 차단과 자원협력에 대해 논의하는 등의 포섭을 시도

- 아세안 지역 역시 중국과 지리·경제적으로 매우 밀접, 특히 대만과 함께 중국의 핵심이익인 남중국해의 경우 전세계 해상물량의 절반 이상이 통과하여 향후 중국이 차별화되고 다양한 방법을 통해 경제, 군사 지배력 확대에 국력을 집중할 전망
 - 특히 중국이 아세안에 부품을 공급하면서 對아세안 무역수지가 '12년부터 흑자로 전환되는 등 홍색공급망 생산기지를 구축<붙임 3,4>
 - 중국이 먼저 인도네시아·태국 등 우호국에 대해서는 회유 및 당근 전략을 통한 포섭을 시도할 소지. 반면 대만 등 적대국에 대해서는 레드라인을 넘지 않으면서도 도발수위를 점진적으로 높여가는 '회색지대 전술'⁴⁾을 강화하여 이득을 추구할 전망
- 기타 지역에서도 호주 주위 10개 태평양 섬나라(태평양 도서국 포럼)를 상대로 외무장관 회의를 추진하고 있으며, '60년대부터 전통적인 우방이었던 아프리카와 3년에 한번씩 고위급 회담을 정례적으로 개최하는 등 미국이 소홀한 지역들을 공략해나갈 전망
- **(복잡 다기화)** 미국과 중국이 각자 연합을 경쟁적으로 구축하고 있으나, 양쪽 진영 모두 정경분리 및 이해관계 상충으로 인한 사안별 차별화 대응으로 분열 양상도 병존할 소지
 - * 바이든이 오키스·IPF 등의 연합체를 연이어 창설하는 등 동맹을 통한 압박을 선호하는 가운데, 이란과 아르헨티나의 브릭스 가입 신청, 푸틴의 신흥국 국제결제시스템 도입 제안 등을 통해 신흥국들의 결속도 촉촉해질 전망
- 미국과 유럽의 경우 러-우 사태로 에너지 제재, 환경 등에서 의견 차이가 커질 가능성. 미국이 경제 제재를 유지하자는 입장인 반면, 러시아 의존도가 높은 독일·프랑스 등은 에너지 제재를 반대하는 동시에 석탄 사용을 늘리면서 친환경 노선에서 후퇴하는 모습
 - 특히 유럽은 인권 등을 이유로 미국과 정치적으로 연대하고 있으나, 작년 對중국 무역 의존도가 역대 최고치인 16.2%를 기록하는 등 정경분리 움직임이 뚜렷<그림7>
- 이외에도 바이든이 정밀한 대중 제재를 위해 다양한 다자 안보협의체를 구성하였으나, 참여국 간 이해관계가 달라 이합집산이 반복되면서 예측하기 어려운 갈등이 이어질 소지

그림7 유럽의 對미국 및 중국 무역의존도(%)



자료: CEIC

4) 회색지대 전술의 일종으로 중국 해군이 일본 센카쿠 열도 영해를 빈번히 침범하고 있으며, 금년초 대만 항공에서도 중국의 민간기가 침입. 이와 같이 정식 군대가 아닌 민간을 통한 도발을 구사하여 상대국의 단호한 대응을 어렵게 한다는 특성

- 미국의 중요 안보협의체인 쿼드(미국, 일본, 인도, 호주) 역시 중국에의 무역의존도가 미중 분쟁 이전 대비 일제히 상승. 특히 호주는 작년 베이징 올림픽 보이콧 등 중국과의 마찰이 심함에도 무역의존도가 '18년 대비 8%p 급증<붙임5>
- 일례로 작년 호주가 오커스 동맹 등을 이유로 기존 프랑스와의 잠수함 계약을 파기하고 미국 기술을 지원받기로 합의하면서 미국 동맹국들 간 갈등이 증폭
- 국제무역에서는 양국 간 FTA가 난립하면서 복잡한 규정 등에 따른 비용이 이익보다 더 커지는 '스파게티 볼 효과'⁵⁾가 커진 가운데, 정치 측면에서도 연이은 연합체 출범에 따른 혼란이 이득을 상회하는 현상이 재연될 가능성
- 한편 친중 성향인 신흥국 내에서도 파키스탄 등 취약국들의 일대일로 부채 문제가 미국 금리 인상과 맞물린 가운데, 중국이 대출연장에 소극적이라 부채 제국주의 비판이 커지는 추세
- 특히 일대일로 대출의 70% 이상이 투자부적격 국가에 투입되면서 금리 추가 인상시 국가신용등급 악화로 인한 디폴트가 우려. 실제로 스리랑카는 막대한 일대일로 채무에 관광산업 부진까지 겹치면서 금년 5월 디폴트를 선언<붙임6>

□ [시사점] 향후 미중의 블록 구축 및 질적 견제로의 전환 등이 글로벌경제에 주된 리스크로 고착화될 우려. 특히 지정학적 불안과 맞물릴 경우 파급력이 증폭될 수 있음에 유의

- 진영 논리, 기술 장벽 등으로 국제경제의 효율성과 혁신이 악화되고 정치 불안까지 초래하면서 글로벌 경제의 잠재 성장률이 하락할 전망
- WTO는 프렌드쇼어링 등으로 인한 선진국-신흥국 진영간 대립이 4조달러 이상의 경제적 피해를 유발할 수 있다고 분석
- 이에 따라 우리나라도 대내외 정책 수립에 있어 G2를 둘러싼 국제정치경제 환경 변화를 반영하는 한편 기술·정치 측면의 전략적 가치를 공고히 하면서 이를 활용할 필요
- 한편 미중 갈등의 새로운 국면을 통해 얻을 수 있는 미국과의 기술협력 강화, 중국에 대한 시장개방 확대 등의 기회요인을 극대화하는 방안도 요구

5) 과도한 FTA들이 마치 접시(Bowl) 속 스파게티 가락들이 복잡하게 얽힌 모습과 비슷하다고 해서 붙여짐

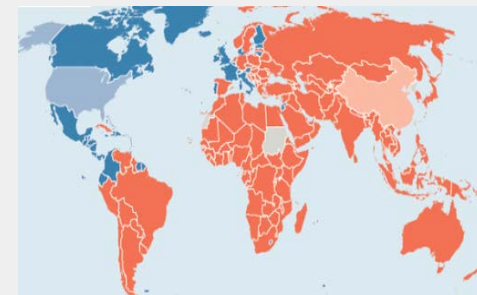
※ 각 부문별 상세설명, 참고그림은 다음페이지를 참조

참고 미중 관련 연합체

명칭	설립시기	참여국	분야	설명
쿼드 (QUAD, Quadrilateral Security Dialogue)	'04.12(출범) '21.3 (정상회의 격상)	미국, 일본, 인도, 호주	군사·안보	미국과 인도 태평양 핵심국들 간 정상외교 참여하는 다자간 안보협의체로 군사훈련, 안보회담 등을 논의
오커스 (AUKUS, 호주(AU), 영국(UK), 미국(US)의 약칭을 이어붙인 명칭)	'21.9	미국, 영국, 호주	군사·안보	인도 태평양 지역에서의 3자 군사동맹으로 전통적 군사, 외교정책뿐 아니라 사이버 등 최첨단 국방정책 등을 논의
IPEF (Indo-Pacific Economic Framework)	'22.5	미국, 일본, 인도, 한국 등 13개국	경제	△무역 △공급망 △인프라, 탈탄소, 청정에너지 △조세, 반부패 등 4개 분야로 구성되어 새로운 통상표준 및 규범 확립에 대해 논의 IPEF 참여 13개국은 글로벌 인구의 32%, GDP의 41%를 차지하여 정식 발효될 경우 그 규모가 RCEP(인구 30%, GDP 31%), CPTPP(인구 7%, GDP 13%)를 상회할 것으로 기대 특히 기술·디지털·공급망 등 안보와 밀접히 연관된 주제를 선점할 수 있으며, 의회비준이 필요하지 않고 주제별로 선택적으로 참여할 수 있다는 장점이 존재
CPTPP (Comprehensive and Progressive Trans-Pacific Partnership)	'18.12	일본, 호주, 캐나다 등 11개국	경제	아시아 태평양 지역의 경제통합을 목적으로 한 다자간 자유무역협정. 논의를 주도하던 미국이 '17.1월 탈퇴하면서 영향력이 크게 축소
RCEP (Regional Comprehensive Economic Partnership)	'22.1	중국, 일본, 한국 등 15개국	경제	아시아 10개국, 아세안 5개국을 아우르는 세계 최대의 다자간 무역협정으로 시장개방, 관세 인하 등을 목적으로 설정

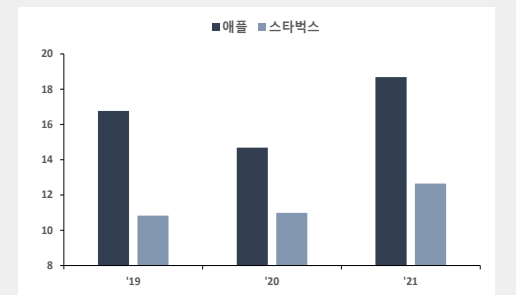
<붙임 그림>

붙임1 전세계 국별 미중 무역의존도 비교('20년)



자료: Economist, 주: 미국 의존도가 더 높을 경우 파랑, 반대일 경우 주황

붙임2 미국 주요기업의 중국 매출 비중(%)

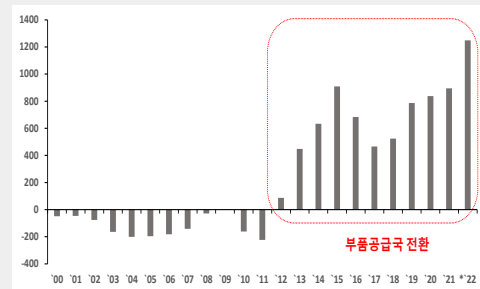


자료: 각 사 경영공시



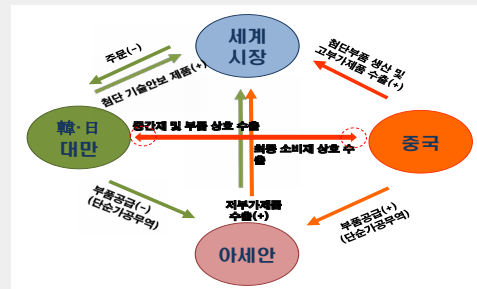
참고

붙임3 <붙임3> 중국의 對아세안 무역수지(억 달러)



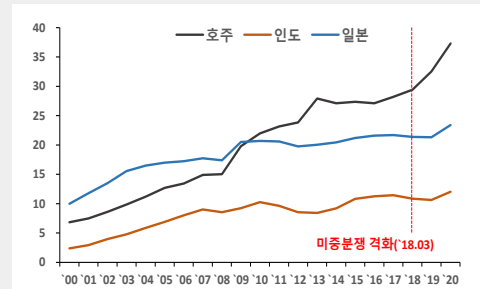
자료: CEIC, *'22년은 1~5월 수치를 토대로 산출

붙임4 아시아 GVC 변화



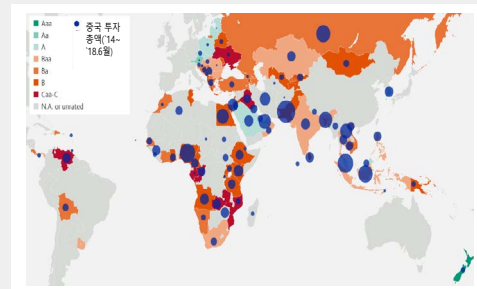
자료: KCIF

붙임5 쿼드국가들의 중국 무역의존도(%)



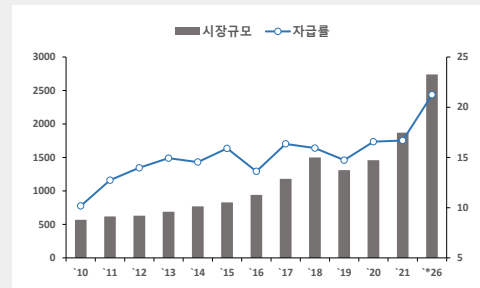
자료: CEIC

붙임6 중국 일대일로 대출국 신용등급 분포



자료: Moody's

붙임7 중국 내 반도체 시장규모 및 자급률(억 달러, %)



자료: IC Insights, *'26년은 전망치



참고

<표1> 미중 전력비교

국방예산		병력 수		전투기		군사위성		해군함정		핵무기	
미	중	미	중	미	중	미	중	미	중	미	중
7590억달러	2490억달러	138만명	190만명	3722기	1264기	212개	41개	249척	350척	5800개	320개

출처: 언론종합

<주제별 추가 설명>

주제	추가 설명
중국의 반도체 자급상황	'20년 중국의 반도체 관련 기업은 전년 대비 3배 증가. 그러나 아직 중국 반도체 생산설비의 95%가 28나노미터 이상 전용 저급품이며 자급률도 20%에 미달하여 취약고리로 작용할 전망<붙임7>
중국의 아시아 지역 회유전략	최근 홍콩·인도네시아 등 6개국과 위안화 유동성 상호지원 협약을 발표한 가운데, 지정학적 중요성이 높아 미국의 핵심 파트너였던 태국에 대해서도 '14년부터 투자 및 협력을 확대한 결과 남중국해 관련 지지와 중국산 백신 승인을 유발

최근 주요국의 장기금리 하락 배경과 향후 전망¹⁾

권도현 | 부전문위원
김윤경 | 자본시장부장

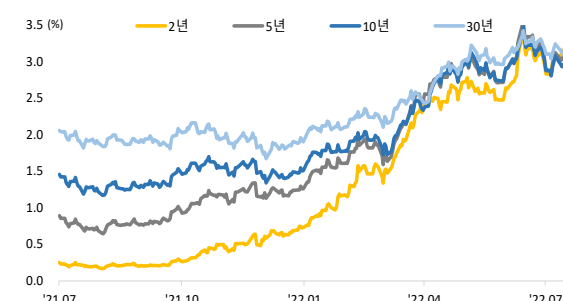
Summary

- [이슈] 인플레이션 위험이 지속되고 있음에도 불구하고 미국 등 주요국들의 장기 금리가 6월 고점 이후 하락세를 보이고 있어 그 배경과 향방에 관심
 - 현황: 미국 국채금리(10년)는 6/14일 3.47%로 고점을 기록한 후 최근 2.81%로 하락 했으며, 독일(10년)도 6/21일 1.77%에서 0.93%까지 급락
 - 배경: 최근 주요국 장기금리 하락은 정책금리 경로 기대보다 기간프리미엄 하락이 주도. 이는 시장 우려가 물가의 상방위험에서 성장의 하방위험으로 옮겨가고 있음을 시사
- [전망] 인플레이션 위험과 통화정책 경로의 불확실성, 비우호적 수급여건 등으로 단기적으로 주요국 장기금리의 반등 가능성을 배제하기 어렵지만, 연말로 갈수록 경기침체 위험과 함께 장기금리의 하방 압력이 커질 것으로 예상
 - 미국: 단기적으로는 인플레 고착화를 막기 위한 연준의 긴축 행보가 이어지겠지만, 인플레 고점 통과와 경기둔화로 연준 기조 전환에 대한 시장 기대가 점증할 전망
 - 과거 금리인상 사이클에서 장기금리는 대체로 마지막 인상 수개월 전에 고점을 기록했는데, 이번 사이클은 짧고 가파르다는 점에서 그 시기가 더 빨라질 가능성
 - 유로존: 인플레 추가 상승과 경기침체 위험을 감안할 때 이번 ECB의 금리인상은 빠르지만 짧게 종료될 가능성이 크고, 따라서 독일 장기금리도 하방 압력이 커질 전망
 - ECB의 TPI과급경로보호장치 도입이 주변국 금리 스프레드의 과도한 확대를 억제하겠지만, 펀더멘털 여건을 감안할 때 축소 여지도 제한적. 특히 시장은 이탈리아 정치불안이 고조되는 가운데 ECB의 TPI 실행의지를 시험할 가능성
 - 일본: BOJ는 통화완화를 유지할 것으로 보이나, 경직적인 YCC수익률곡선관리 정책 고수에 따른 부작용이 부각되고 있는 만큼 BOJ의 정책변화 가능성에 대한 논란이 지속될 전망
- [시사점] 주요국 경제와 통화정책 전망을 종합하면 장기금리 상승 모멘텀은 약화된 것으로 평가되나, ▲인플레 둔화 속도와 ▲경기침체 가능성 및 양상(폭·기간) 등의 불확실성이 여전히 높아 장기금리의 변동성이 재차 확대될 수 있음에 유의할 필요
 - 특히, 유로존의 경기침체 위험이 고조되면서 글로벌 시장에 미치는 영향이 커지고 있는 만큼 앞으로 ECB의 대응과 유로존 채권시장 움직임을 주목할 필요

2022년 7월 27일자 보고서

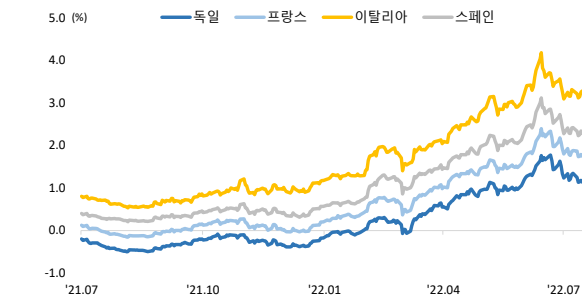
- [이슈] 인플레이션 위험이 지속되고 있음에도 불구하고 미국 등 주요국들의 장기 금리가 6월 고점 이후 하락세를 보이고 있어 그 배경과 향방에 관심
 - 현황: 주요국 국채금리는 고점을 계속 경신하는 물가지표와 중앙은행들의 매파 행보로 6월 중반까지 가파른 상승세를 보였으나, 최근에는 경기침체 우려 속에서 하락 압력이 우세해지는 모습
 - 미국 국채금리(10년)는 6/14일 3.47%로 고점을 기록한 후 3% 내외로 하락하여 등락을 보이다가 최근 2.81%로 하락
 - 7/5일 역전된 장단기금리(10-2년)는 최근 -25bp까지 역전 폭을 확대
 - 독일 국채금리(10년)는 금년 초에 플러스로 전환된 후 6/21일 1.77%까지 가파른 상승세를 보였으나, 최근 ECB가 가이던스를 상회하는 50bp 금리인상을 단행 했음에도 불구하고 0.93%까지 급락
 - ECB가 금리인상과 함께 금융분절화 방지를 위한 추가 대책을 발표했지만, 伊 드라기 총리 사임 등으로 정치적 불확실성이 증가하면서 伊-獨 스프레드(10년)는 232bp로 확대

그림1 미국 주요 만기별 국채금리



자료: BOJ, Bloomberg

그림2 유로존 주요국 국채금리(10년)



자료: Bloomberg

- 일본 BOJ는 원자재 가격 등을 제외한 기저의 인플레 압력이 여전히 낮다는 판단에 따라 통화정책 완화를 지속하고 있으며, 그에 따라 6월 중 국채매입 부담*과 엔화 약세 압력이 심화되었으나 최근 대외금리 하락으로 부담이 다소 완화
 - * 대외금리 상승으로 일본의 금리상승 압력도 높아지면서 BOJ는 수익률곡선 관리(YCC) 정책 하에서 10년 국채금리 상단(0.25%) 방어를 위해 국채매입을 확대
 - BOJ는 6월에만 지정금리 무제한 매입 ¥7.8조 포함 ¥16.2조의 국채를 매입했으며(5월 ¥7.0조), 상반기 누적 매입규모는 작년 연간 규모(¥73.6조)의 70%에 달하는 ¥51.2조
- 주요국 장기금리는 최근 하락세 중에도 여전히 큰 변동성을 보이고 있으며, 특히 유로존을 중심으로 경제와 통화정책 전망의 높은 불확실성이 지속

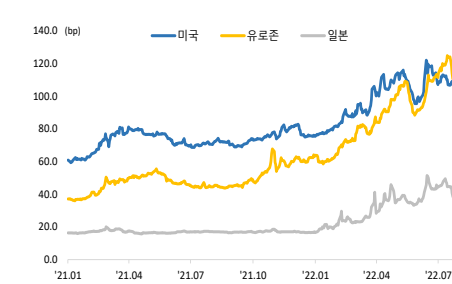


그림3 일본 장기금리와 BOJ 국채매입



자료: BOJ, Bloomberg

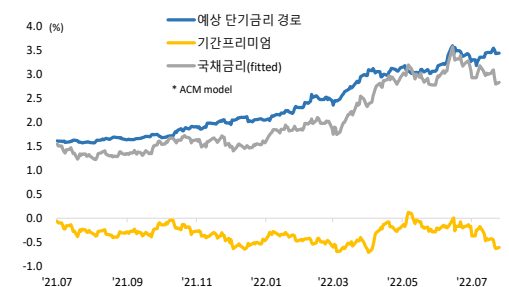
그림4 장기금리 내재변동성(Swaption 1y10y)



자료: Bloomberg

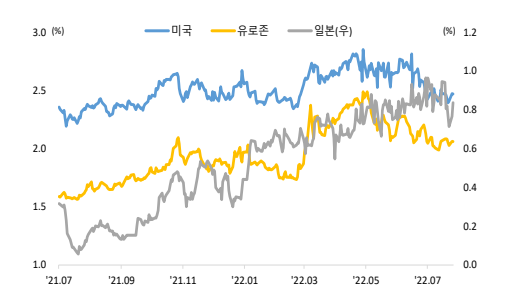
- **배경:** 6월 중순 이후 미국 장기금리 하락은 단기금리 경로에 대한 기대 조정보다는 기간프리미엄 하락이 주도하고 있으며, 이것은 시장의 우려가 인플레이션의 상방 위험에서 경제성장의 하방위험으로 옮겨가고 있음을 시사
 - 6월 CPI(9.1%, yoy)가 40년래 최고치를 기록하는 등 인플레이션 위험이 지속되는 상황에서 시장은 연준의 강한 통화긴축이 이어지면서 경기침체 위험이 커질 것을 우려하고 있으며, 이것이 기간프리미엄 하락(안전자산 선호)으로 반영
 - 뉴욕연준의 ACM 기간프리미엄 모형에 따르면 6/14일 이후 국채 10년물매에 반영된 예상 단기금리 경로가 15bp 하락에 그친 반면 기간프리미엄은 59bp 급락
 - 인플레이션 기대(5y5y inflation swap)는 최근 2.4%까지 하락하여 인플레이션 위험에 대한 시장의 우려는 낮아지는 모습
 - 경기침체 가능성은 최근 미국의 서베이 지표 부진에서도 드러나고 있지만, 무엇보다 유로존 경제의 침체가 임박했다는 우려가 장기금리 하락에 영향
 - 최근 노드스트림1 공급이 재개되었지만 에너지 안보 우려가 계속해서 경제주체들의 심리를 악화시키고 있으며, 대외수요 둔화, 금융여건 긴축화 등도 경제 전망을 악화

그림5 미국 국채 기간프리미엄과 예상 단기금리경로(10년)



자료: NY Fed

그림6 시장의 인플레이션 기대(5y5y inflation swap forward)



자료: Bloomberg

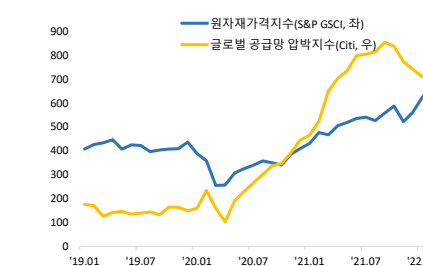


□ [전망] 인플레이션 위험과 통화정책 경로의 불확실성, 비우호적 수급여건 등으로 단기적으로 주요국 장기금리의 반등 가능성을 배제하기는 어렵지만, 연말로 갈수록 경기침체 위험과 함께 장기금리의 하방 압력이 커질 것으로 예상

미국

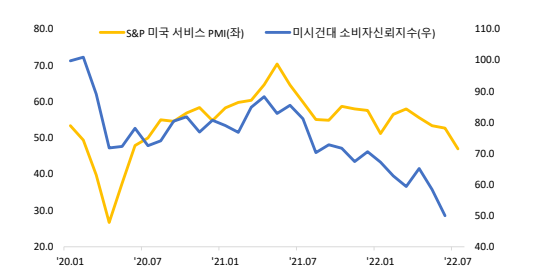
- **경제상황과 통화정책:** 단기적으로 인플레이션 고착화를 막기 위한 연준의 긴축 행보가 이어지겠지만, 인플레이션 고점 통과 가능성과 함께 경기둔화 신호가 커지면서 정책기조 전환에 대한 시장의 기대는 점증할 전망
 - 인플레이션은 주거비 등에 의한 높은 상승 관성이 지속되고 있지만 원자재 가격 하락과 공급망 개선 등으로 하반기 중 고점 통과 가능성이 점증
 - 반면, 경제활동은 최근 서비스 PMI 등 서베이 지표를 중심으로 둔화 신호가 뚜렷해지고 있으며, 주택판매와 신규실업청구 등 실물지표들도 점차 악화

그림7 원자재가격과 글로벌 공급망 압박지수



자료: Bloomberg

그림8 미국 서비스업 PMI와 소비자신뢰지수

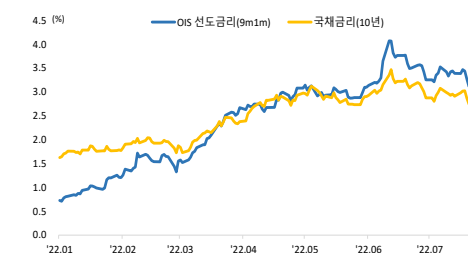


자료: Bloomberg

- 다만, 여전히 높은 인플레 위험과 고용시장 상황을 감안할 때 연준이 빠르게 완화적 기조로 선회할 가능성은 낮으며, 특히 최근 주가 반등을 비롯 금융상황이 일부 완화되는 조짐을 보이고 있어 연준은 이러한 상황을 경계할 가능성
 - 연준은 인플레이션 통제를 위한 통화정책의 전달경로로써 금융상황(financial condition)의 긴축 필요성을 강조하면서 그 변화를 예의주시 중
- 연준의 주안점이 물가에서 성장으로 이동하는 것은 결국 인플레이션의 고점 통과와 함께 고용시장의 냉각이 확인되는 시점이 될 것이며, 현재 시장은 금리 인상 사이클이 마무리되는 시점을 금년 12월 전후로 예상 중
- **금리전망:** 단기적으로 매파적 연준에 대한 시장의 재평가와 비우호적인 수급여건 등으로 장기금리가 재차 반등할 가능성이 있지만, 연말로 갈수록 경기둔화가 진행 되면서 금리의 하방 압력이 점차 높아질 것으로 예상

- 금년 중 장기금리는 대체로 연준의 최종 정책금리에 대한 시장 기대의 변화와 연동하였으며, 최근 고점 기대치가 최고 4.0%에서 50bp 이상 낮아진 만큼 3분기 중 금리인상 경로를 재탐색하는 과정에서 반등 소지
- 수급 측면에서도 3대 수요주체인 연준·은행권·외국인의 투자 여력이 제한되면서 당분간 국채금리의 하향 안정을 기대하기는 어려운 상황
 - 연준은 양적긴축 실행으로 국채 보유가 감소하고 은행권도 예금증가 둔화로 매수여력이 감소, 외국인은 달러 강세와 환헤지비용 증가로 공공·민간부문 모두 투자 유인이 감소
 - 은행권과 외국인의 미진한 수요는 헷지펀드 등 가격에 민감한 레버리지 투자자들이 대체하고 있으며, 이는 국채시장의 높은 변동성이 지속되는 원인 중 하나
- 다만 3%까지의 정책금리 인상은 이미 시장에 반영되었고 금리경로 전망이 급격히 조정될 여지도 적기 때문에 상반기와 같은 금리 급등세가 재현될 가능성은 제한적

그림9 미국 OIS 선도금리와 국채금리(10년)



자료: Bloomberg

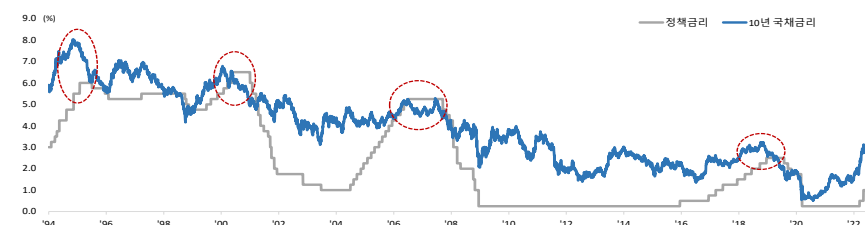
그림10 달러 강세와 외국인의 미국국채 수요



자료: Bloomberg

- 인플레이션 고점 통과와 함께 누적된 통화긴축 효과 등으로 경기하강 압력이 점차 커지면서 연말로 갈수록 장기금리는 하락 압력이 높아질 것으로 예상
 - '90년대 이후 금리인상 사이클에서 장기금리는 대체로 마지막 인상을 수개월 앞두고 고점을 기록하는 경향을 보였는데, 이번 사이클의 경우 그 시점은 4분기가 되겠지만 사이클이 짧고 가파르다는 점에서 더 빨라질 가능성

그림11 연준 정책금리와 장기금리 추이

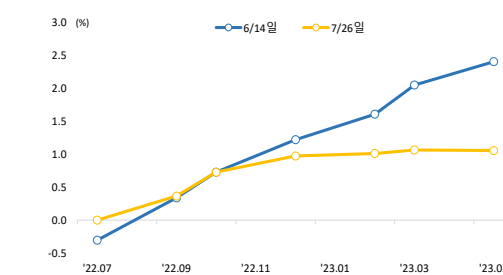


자료: Bloomberg

유로존

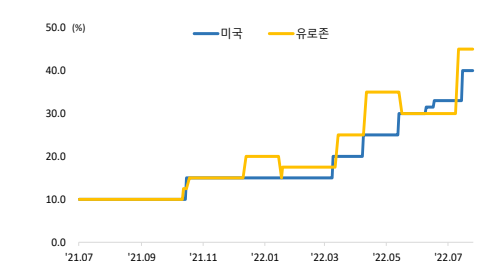
- **경제상황과 통화정책**: 3분기 중 유로존 인플레이션 고점 경신 가능성과 경기침체 위험을 감안할 때 이번 ECB의 금리인상은 빠르지만 짧게 종료될 가능성
 - ECB가 7월 회의에서 50bp를 인상한 것은 경기침체가 임박해오는 상황에서 물가안정 책무에 관한 신뢰 회복이 긴요했기 때문인 것으로 평가
 - CPI 상승률이 가을까지 8%를 지속 상회할 것으로 예상되는 가운데 경기침체가 본격화되기 전에 금리를 빠르게 중립수준으로 올려 인플레이션을 통제하려는 차원
 - ECB는 앞으로 매 회의별(meeting-by-meeting) 상황 변화에 따른 정책결정을 강조하면서 유연성을 확보하고자 하였으며, 시장은 9월 50bp 추가 인상을 포함해 정책금리의 고점이 금년 말에서 내년 초 1.0% 수준에 그칠 것으로 전망

그림12 유로존 OIS 시장의 금리인상 기대



자료: Bloomberg

그림13 미국·유로존 12개월내 경기침체 확률



자료: Bloomberg

- ECB의 파급경로보호장치(TPI: Transmission Protection Instrument)*는 정책금리 인상 중의 부작용(금융분절화) 예방을 위해 도입된 것인 만큼 EU 재정준칙 준수 등 지원조건 에도 불구하고 제도 실행에 있어 실용성과 유연성을 가질 것으로 예상
 - * ECB가 7/21일 통화정책 정상화 과정에서 회원국들의 경제여건에 비해 과도한 금융여건 악화를 방지하기 위해 도입한 것으로 정책이사회의 재량적 판단에 기반하여 해당국의 국채 등 공공부문 채권을 사전에 한도를 정하지 않고 매입
- **금리전망**: 단기적으로 높은 인플레이션과 ECB 조기 금리인상(front-loaded hikes)으로 장기금리가 반등할 가능성이 있지만, 경기침체 위험을 감안할 때 독일 장기금리가 6월 고점(10년, 1.77%)을 상회하기는 어려울 것으로 보이며 점차 하방 압력이 커질 전망
 - TPI 도입이 주변국 금리 스프레드의 과도한 확대를 예방하겠지만 경기둔화 등 펀더멘털 요인을 감안할 때 축소 여지도 제한적일 전망
 - 특히, 시장은 이탈리아의 정치 불안이 고조되고 있는 상황에서 ECB의 TPI 실행 의지를 시험하고자 할 가능성

일본

- **경제상황과 통화정책**: 다른 선진국들과 달리 일본의 근원 인플레이션 압력은 여전히 낮은 편이기 때문에 BOJ는 당분간 헤드라인 물가 상승에 크게 유의하지 않으면서 통화완화 기조를 유지할 것으로 예상
 - 올해 일본경제는 소비회복 지연과 공급망 차질 등으로 여타 국가보다 회복이 늦어졌으며, 글로벌 경기둔화 등으로 향후 전망도 부정적
 - 5월 헤드라인 CPI 상승률이 2.5%(yoy)로 BOJ 목표(2.0%)를 상회했지만 근원 CPI%(신선식품·에너지 제외) 상승률은 0.8%에 불과
 - 기저의 인플레 압력이 낮고 경기둔화 위험은 커지고 있어 BOJ는 단기적으로 시장의 스탠스 변화 기대를 차단하면서 금융완화 기조를 유지할 것으로 예상
 - 중기적으로는 ▲헤드라인 물가의 지속 상승과 그에 따른 장기 인플레이션 기대 상승 가능성 ▲엔화의 추가약세 위험과 국채매입 부담 ▲구로다 총재 퇴임('23.4월) 등이 BOJ의 스탠스 변화를 가져올 수 있는 주요한 변수
- **국채시장 전망**: BOJ의 YCC 정책(10년 국채 0%±25bp) 고수로 단기적으로 금리 급변동 가능성은 저조, 다만 경직적인 YCC 정책에 따른 부작용이 부각되고 있는 만큼 BOJ의 정책 변화 가능성에 대한 논란이 지속될 전망
 - 금년 상반기 중 글로벌 금리상승 압력이 높은 상황에서도 BOJ는 10년 국채 금리 상한(0.25%) 방어를 위한 공격적인 국채매입에 나서면서 엔화가치 급락, 국채시장 기능 저하 등의 부작용이 노출
 - 최근 미·일 금리차가 축소되고 엔화 약세 압력도 둔화되면서 당장의 YCC 유지부담은 낮아졌지만, 향후 인플레이션 압력이 지속되고 연준·ECB 등과의 통화정책 차이가 확대되면서 정책 한계가 재부각될 가능성
 - BOJ는 부인하고 있지만 이러한 이유로 금융시장은 계속해서 BOJ의 정책 변화 가능성을 탐색 중
 - 엔화 가치 하락과 국채시장 기능 훼손 문제에 대처하기 위해 BOJ는 정책 유연성과 민첩성을 높여야 할 것이며, 특히 YCC 목표만기를 낮추거나 금리 허용폭을 넓혀서 궁극적으로 장기 및 초장기금리 영역을 시장에 맡겨야 할 필요(Barclays)

- [시사점] 주요국 경제와 통화정책 전망을 종합하면 장기금리 상승 모멘텀은 약화된 것으로 평가되나, ▲인플레 둔화 속도와 ▲경기침체 가능성 및 양상(폭·기간) 등의 불확실성이 여전히 높아 장기금리의 변동성이 재차 확대될 수 있음에 유의할 필요
- 특히, 유로존의 경기침체 위험이 고조되면서 글로벌 시장에 미치는 영향이 커지고 있는 만큼 앞으로 ECB의 대응과 유로존 채권시장 움직임을 주목할 필요

참고 주요국 정책금리 및 장기 국채금리 전망

① 정책금리

	미국(Fed funds target rate, 상단)					유로존(ECB deposit rate)					일본(BOJ policy balance rate)				
	22.Q2	22.Q3	22.Q4	23.Q1	23.Q2	22.Q2	22.Q3	22.Q4	23.Q1	23.Q2	22.Q2	22.Q3	22.Q4	23.Q1	23.Q2
BofA Securities	1.75	3.00	3.50	3.50	3.50	-0.50	0.50	1.25	1.25	1.25	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Barclays	1.75	3.00	3.50	3.50	3.50	-0.50	0.25	0.50	0.50	0.50	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
BNP Paribas	1.75	2.50	3.00	-	3.25	-0.50	0.25	1.00	-	1.75	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Citi	1.75	3.25	4.25	4.50	4.50	-0.50	0.75	1.50	1.50	1.50	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Goldman Sachs	1.75	3.00	3.50	3.50	3.50	-0.50	0.25	1.00	1.50	1.75	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
HSBC	1.75	3.00	3.75	4.00	4.00	-0.50	0.25	0.75	1.25	1.25	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
JP Morgan	1.75	3.00	3.50	3.50	3.50	-0.50	0.25	0.75	1.25	1.50	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Nomura	1.75	3.25	3.75	4.00	4.00	-0.50	0.25	0.75	1.25	1.00	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Societe Generale	1.75	2.50	3.00	3.25	3.50	-0.50	0.25	1.00	1.25	1.50	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
최저		2.50	3.00	3.25	3.25		0.25	0.50	0.50	0.50		-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
평균		2.94	3.53	3.72	3.69		0.33	0.94	1.22	1.33		-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
최고		3.25	4.25	4.50	4.50		0.75	1.50	1.50	1.75		-0.10	-0.10	-0.10	-0.10

② 장기금리(국채 10년)

	미국					독일					일본				
	22.Q2	22.Q3	22.Q4	23.Q1	23.Q2	22.Q2	22.Q3	22.Q4	23.Q1	23.Q2	22.Q2	22.Q3	22.Q4	23.Q1	23.Q2
BofA Securities	3.01	2.85	2.75	2.65	2.60	1.34	1.40	1.20	1.10	1.10	0.23	0.24	0.20	0.20	0.20
Barclays	3.01	3.20	3.10	3.00	2.95	1.34	1.80	1.85	1.90	1.90	0.23	0.40	0.40	0.45	0.45
BNP Paribas	3.01	3.10	3.20	-	3.10	1.34	1.60	1.80	-	2.25	0.23	0.24	0.25	-	0.25
Citi	3.01	3.45	3.30	3.30	3.30	1.34	1.30	1.30	1.40	1.45	0.23	-	-	-	-
Goldman Sachs	3.01	3.25	3.30	3.20	3.15	1.34	1.90	2.00	2.00	2.00	0.23	0.25	0.25	0.25	0.30
HSBC	3.01	3.00	2.50	2.38	2.25	1.34	1.15	0.75	0.75	0.75	0.23	0.25	0.25	0.25	0.25
JP Morgan	3.01	3.25	3.10	3.00	2.85	1.34	1.20	1.00	0.90	0.80	0.23	0.25	0.25	0.25	0.25
Nomura	3.01	2.95	2.65	2.20	1.85	1.34	1.75	1.60	1.45	1.30	0.23	0.20	0.18	0.15	0.15
Societe Generale	3.01	3.25	3.00	2.85	2.70	1.34	2.00	1.80	1.60	1.60	0.23	-	-	-	-
최저		2.85	2.50	2.20	1.85		1.15	0.75	0.75	0.75		0.20	0.18	0.15	0.15
평균		3.14	2.99	2.82	2.75		1.57	1.48	1.39	1.46		0.26	0.25	0.26	0.26
최고		3.25	4.25	4.50	4.50		0.75	1.50	1.50	1.75		-0.10	-0.10	-0.10	-0.10

주최근 아시아 통화 가치 변화 및 시사점¹⁾

이상원 | 부전문위원
김선경 | 연구원

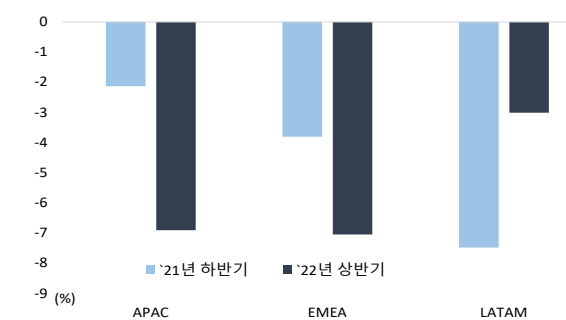
Summary

- [현황] '21년 중반부터 시작된 달러 강세 속, 작년 하반기 아시아 통화는 다른 지역에 비해 안정을 유지했으나 금년 상반기 들어 약세 폭을 빠르게 늘리며 불안이 점증
 - 아시아 통화는 '21년 하반기 -2.1%, '22년 상반기 -6.9%의 약세를 나타내면서, 유럽(-3.8% → -7.0%) · 중남미(-7.5% → -3.0%, 이상 미 달러화 대비)에 비해 약세 가속화 현상이 뚜렷
 - 최근 인도 · 일본 · 필리핀 · 한국의 대미달러 통화 가치가 초장기 저점을 경신하고 말레이시아 · 베트남은 장기 저점에 1% 차이로 근접하는 등 약세가 심화되면서 환율 불안이 대두
- [배경] 원자재 가격 상승의 외환시장 영향력이 커진 러시아-우크라이나(이하 “러-우”) 전쟁 이후 아시아 통화의 부진이 심화. 중국 · 일본의 경제 부진과 완화적 통화 정책이 아시아 주변국의 통화 약세압력 형태로 파급
 - 원자재 강세: 러-우 전쟁 이후 원자재 강세에 따른 교역조건 변화가 외환시장 주요 동인으로 대두. 에너지 순소비 지역인 아시아는 대부분 교역조건이 악화되며 통화 약세압력이 확대
 - 원자재 강세 시 이에 즉각 반응해 발생하는 투기거래 뿐만 아니라 실수급 경로를 통한 약세 압력도 가세. 상반기 중 다수 국가의 무역수지가 적자 전환되면서 약세압력 흡수력이 약화
 - 경제 · 통화정책 차별화: 중국 · 일본은 글로벌 통화정책 긴축 추세 속에서도 상대적 저물가 · 성장둔화에 대응해 완화적 통화정책을 추구하고 있으며 주변 국가들에 그 영향이 파급
- [전망 · 시사점] 최근 원자재 가격 조정에도 불구하고 인플레이션 및 경기침체 위험이 지속되고 있는 만큼 아시아 통화의 약세 국면이 장기화될 가능성에 유의할 필요
 - 약세 여건 지속: 아시아 통화 약세 여건의 한 축인 원자재 강세가 최근 둔화되고 있으나, 그 배경이 경기침체 우려에 있고 통화정책 차별화가 더욱 심화될 것으로 예상되는 만큼 조만간 아시아 통화의 강세 전환은 기대하기 어려움
 - 위안화가 중국 경기반등 기대 및 주식자금 순유입 전환 등에 의해 안정 조짐을 보이면서 아시아 통화의 가치를 일부 지지할 수 있으나, 미국 인플레이션 및 정책금리 인상이 정점을 지나지 않는 한 전반적인 환율 여건은 상반기와 크게 다르지 않을 전망
 - 대외 건전성의 중요성 대두: 역전 유동성 · 실적 장세가 장기화되면서, 과거(13년 테이퍼 탠트럼 등)처럼 경제 펀더멘털이 취약한 국가를 위주로 신용불안이 대두될 가능성에도 유의

2022년 7월 18일자 보고서

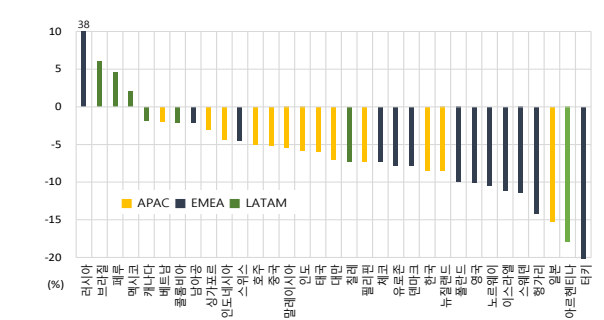
- [현황] '21년 중반부터 시작된 달러 강세 속, 작년 하반기 아시아 통화는 다른 지역에 비해 안정을 유지했으나 금년 상반기 들어 약세 폭을 빠르게 늘리며 불안이 점증
 - 아시아 통화는 '21년 하반기 -2.1%, '22년 상반기 -6.9% 약세를 나타내면서, 유럽(-3.8% → -7.0%) · 중남미(-7.5% → -3.0%, 이상 미 달러화 대비)에 비해 약세 가속화 현상이 뚜렷*
- * 각각 Bloomberg APAC, EMEA, LATAM 현물환 지수 기준. Bloomberg는 6/24일부터 글로벌 외환시장을 아시아/태평양(APAC), 유럽/중동/아프리카(EMEA), 라틴아메리카(LATM) 그룹으로 나누어 해당 지역 통화의 대미달러 가치 변동을 지수화해 발표. 통화별 가중치는 동일(equally weighted)하며 '08년 6월말이 기준일(100)
 - 러시아-우크라이나 전쟁 지역에 인접하여 그 여파를 크게 받은 유럽 지역의 통화 들이 가장 부진했으나, 아시아 지역의 약세 폭 또한 그에 못지 않게 크게 나타남
 - 일본 엔화의 대미달러 약세 폭은 -15.2%로 전세계 선진국 통화 중 최대이며, 신흥국 통화들과 견주어도 상위권* * 대표적 금융 취약국인 터키-20.3%와 아르헨티나-18.0% 다음
 - 뉴질랜드 달러화(-8.5%), 한국 원화(-8.4%), 필리핀 페소화(-7.3%)는 주요 통화 평균 이상의 약세 폭을, 중국 위안화(-5.1%)는 2개 분기 기준으로 사상 세 번째로 큰 약세 폭을 시현

그림1 지역별 통화가치 변화(대미달러)



자료: Bloomberg

그림2 '22년 상반기 중 통화별 대미달러 강약세폭



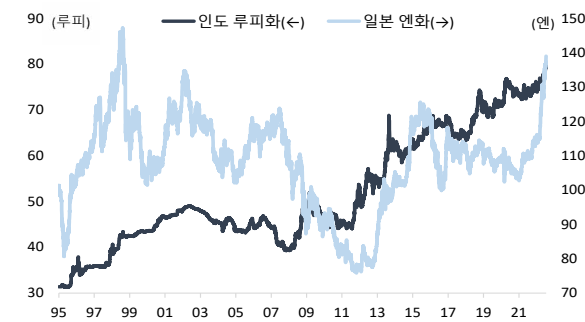
자료: Bloomberg

- 최근 인도 · 일본 · 필리핀 · 한국 등 다수 국가의 대미달러 통화 가치가 초장기 저점을 경신하는 등 약세 현상이 심화되면서 환율 불안이 대두
 - 인도 루피화는 상반기 내내 사상 최저치를 계속 경신하면서 달러당 80루피에 근접. 일본 엔화는 24년 만에 139엔을 상회하며 정책 대응(시장 개입) 논란이 지속
 - 필리핀 페소화의 대미달러 환율은 '05년 이후 처음으로 56페소대에, 한국 원화는 '09년 이후 처음으로 1,300원대에 진입
 - 홍콩 달러화는 환율이 변동허용범위*(HK\$7.75~7.85) 상단에 장기간 머물면서 홍콩 통화청(HKMA)의 대응이 지속. 6월 외환매도 개입 규모는 사상 최대치 기록

* 현 통화·외환정책 시스템(Linked Exchange Rate System, 대미달러 페그)을 유지하기 위한 기준. 환율이 변동 허용범위 상(하)단 근접 시 외환 매도(매수) 개입에 나서는 준칙 하에서 운용

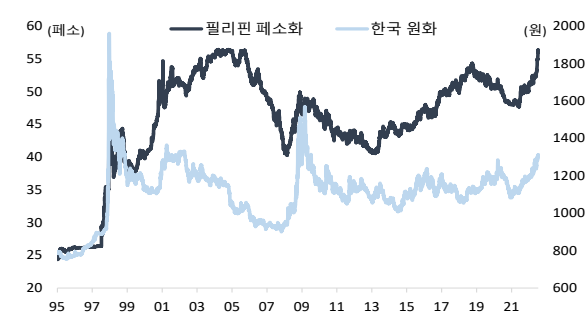
— 말레이시아 링깃화, 베트남 동화 가치는 장기 저점에 약 1% 차이로 근접

그림3 인도 루피화, 일본 엔화의 대미달러 환율



자료: Bloomberg

그림4 필리핀 페소화, 한국 원화의 대미달러 환율



자료: Bloomberg

□ [배경] 원자재 가격 상승의 외환시장 영향력이 커진 러시아-우크라이나(이하 “러-우”) 전쟁 이후 아시아 통화의 부진이 심화. 중국·일본의 경제 부진과 완화적 통화 정책이 아시아 주변국의 통화 약세압력 형태로 파급

○ 원자재 강세: 러-우 전쟁 이후 원자재 강세에 따른 교역조건* 변화가 외환시장 주요 동인으로 대두. 원자재 순소비 지역인 아시아는 교역조건이 악화되며 약세압력이 확대

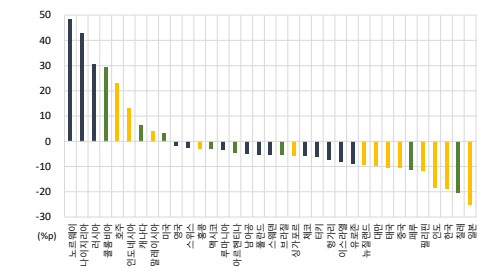
* 수출품과 수입품 간 교환비율. 수출품 가격에 비해 수입품 가격이 크게 오를수록 교역조건이 악화

— 금년 원자재 가격 급등이 에너지 부문 위주로 진행*된 만큼, 일본·한국·인도 등 대규모 에너지 순수입국 통화들의 환율 여건이 상대적으로 크게 악화

* S&P GSCI 지수 기준, '22년 상반기 중 에너지 가격은 46.5% 상승(농산물 +6.6%, 산업금속 -12.3%)

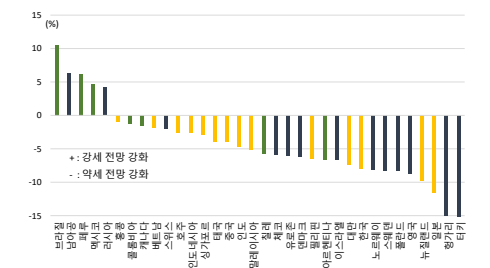
- '22년 상반기 중 Citi 교역조건 지수의 낙폭이 가장 큰 국가는 우크라이나(-29.7)이며, 그 다음으로 일본(-25.4)·칠레(-20.3)·한국(-18.7)·인도(-18.4)·필리핀(-11.6) 등 아시아 국가들이 다수 위치. 이 국가들 모두 에너지 순수입 규모가 큰 편에 속함(7쪽, 그림18 참조)
- 금년 들어 해외 IB들 사이에서 특정 통화의 원자재 교역조건이 악화될 경우 추가 약세 여지가 생긴 것으로 판단하고 약세 전망을 강화하는 모습이 다수 관측

그림5 '22.H1 중 Citi 교역조건지수 등락폭



자료: Bloomberg(Citi)

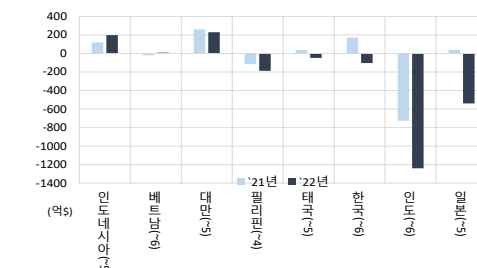
그림6 '22.H1 중 통화별 '22년말 전망치* 변화폭



자료: Bloomberg, 국제금융센터 * Bloomberg 서베이 기준

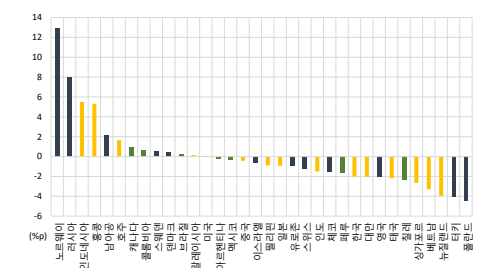
- 실수급 경로를 통한 원자재 강세發 약세압력도 빠르게 가시화. 금년 다수 아시아 국가들의 무역수지가 흑자에서 적자로 전환되면서 통화 약세압력 흡수력이 약화
 - '22년 5~6월까지 일본·인도의 상품 무역수지는 지난 해 같은 기간에 비해 \$500억대 악화되었으며, 한국의 악화 폭은 \$200억대, 태국·필리핀의 악화 폭은 \$80억 내외
 - 경상수지 전망치도 크게 악화. IMF가 금년 4월에 발표한 세계경제전망WEO 기준, 다수 아시아 국가의 '22년 경상수지 전망치(GDP 대비)는 '21.10월 대비 2~3%p 가량 축소

그림7 상반기 중 무역수지 비교('21년 vs '22년)



자료: Bloomberg * 괄호 안의 숫자는 1월부터 누적한 개월 수

그림8 IMF의 '22년 경상수지 전망치 변화폭*



자료: IMF * '21.10월 전망치 → '22.4월 전망치

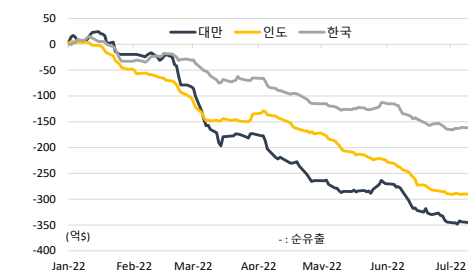
- 경제·통화정책 차별화: 중국과 일본은 글로벌 통화긴축 추세 속에서도 완화적 통화 정책을 유지하고 있으며, 그 여파가 아시아 주변국의 통화 약세압력 형태로 파급
 - 중국*은 성장둔화, 일본**은 낮은 인플레이션이 완화적 통화정책을 유지하는 주된 근거. 그 외 아시아 국가들은 대부분 긴축적 통화정책을 추진하고 있음에도 불구하고 중국과 일본으로부터 성장둔화 및 낮은 인플레이션의 영향이 파급

* 중국 정부가 '21년 하반기에 강화했던 각종 산업 규제와 여파, 금년 상하이·베이징 등 주요 도시 봉쇄 장기화 등이 배경. 중국인 민은행은 장기 대출우대금리 인하, 위안화 약세 용인 등 보조 수단으로 대응

** BOJ 구로다 총재는 15년 간의 디플레이션 경험으로 인해 일본 기업들은 가격 및 임금을 올리는 데 조심스러우며, 이로 인해 인플레이션 영향을 적게 받은 만큼 완화적 통화정책을 유지할 것이라고 언급

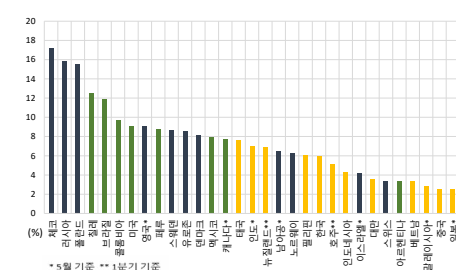
- (성장둔화) 대만 · 인도 · 한국은 작년 하반기부터 중국 중심으로 커져온 성장 · 실적 전망 악화 속에서 외국인 주식자금의 대규모 유출되면서 통화 약세를 주도(그림9 참조)
- (低 인플레이) 대만 · 베트남 · 말련의 물가상승률은 2~3%대로 전세계(9%대)를 밑돌고(7쪽, 참고② 참조) 각 중앙은행들은 완만한 금리인상을 계획하고 있어 미국과의 대비가 뚜렷

그림9 '22년 중 2주 주요국 외국인 주식자금 흐름



자료: Bloomberg

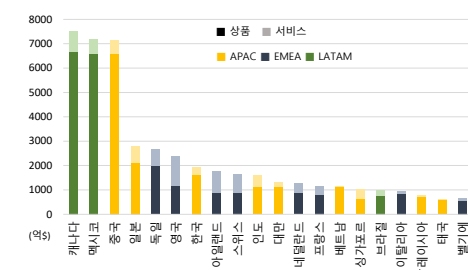
그림10 주요국 소비자물가상승률(yoy, 6월)



자료: Bloomberg

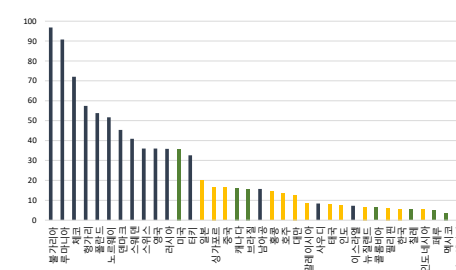
- 반면, 미 대륙의 경우 견조한 미국 경제 성장의 여파로 캐나다, 멕시코의 수출이 급증하면서 해당 통화들의 가치가 지지되는 등 약세 영향을 받은 아시아와 대비
- 캐나다와 멕시코는 연간 대미 무역(상품+서비스) 규모가 \$7,000억을 넘는 밀접한 연관을 맺고 있으며, 금년 중(~4월) 상품 수출액이 각각 32%\$1,073억 → \$1,417억, 19%\$1,221억 → \$1,451억 증가. 이에 힘입어 캐나다 달러화, 멕시코 페소화의 연중 약세 폭은 1~2%에 그침
- 유럽에서는 유로화가 중심anchor 통화해 해당 유로존 가입 전 단계(ERM II 가입 상태)로서 유로화 페그제를 운용하는 국가(덴마크, 불가리아, 크로아티아)와 유로화 통용도 Euroization가 높은 국가들(체코, 폴란드)이 다수 존재해 유로화 등락에 밀접하게 연동

그림11 미국의 對 주요국 교역량('21년 수출+수입)



자료: Bloomberg

그림12 국가별 외환거래량 중 유로화 거래 비중

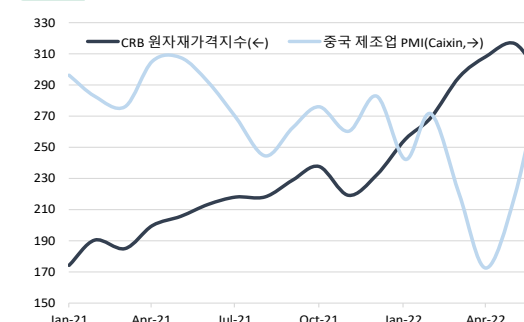


자료: BIS Triennial Central Bank Survey of FX in 2019

□ [전망 · 시사점] 최근 원자재 가격 조정에도 불구하고 인플레이션 및 경기침체 위험이 지속되고 있는 만큼 아시아 통화의 약세 국면이 장기화될 가능성에 유의할 필요

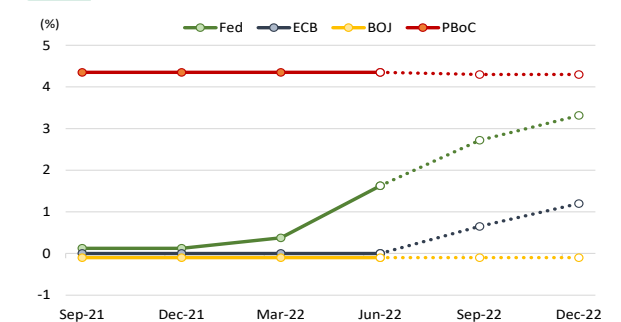
- 약세 여건 지속: 亞 통화 약세 여건의 한 축인 원자재 강세가 최근 둔화*되고 있으나, 그 배경이 경기침체 우려에 있는 만큼 조만간 아시아 통화의 강세 전환은 기대난
- * CRB 원자재가격 지수는 고점6/9일 329.6 대비 16% 하락
- 원자재 가격이 6월 중순부터 공급차질 불확실성 일부 완화 및 경기침체 우려에 의해 조정²⁾받기 시작하면서 교역조건 경로를 통한 아시아 통화 약세압력은 완화
- 6/9일원자재 고점 대비 Goldman Sachs 원자재 교역조건 지수 상승 폭 상위 국가는 대부분 아시아에 위치(말련 +2.2%, 인니 +1.7%, 호주 +1.2%, 필리핀 +0.7%, 싱가포르 +0.7%, 중국 +0.6% 등)
- 그러나 글로벌 인플레이션이 지속되는 가운데, 지역 간 통화정책 차별화가 심화 되고 성장 · 실적 악화가 가시화되는 위험회피 환경은 亞 통화해 여전히 비우호적
- 위안화가 중국 경기반등 기대 및 주식자금 순유입 전환 등에 의해 안정 조짐을 보이면서 아시아 통화의 가치를 일부 지지할 수 있으나, 미국 인플레이션 및 정책금리 인상이 정점을 지나지 않는 한 전반적인 환율 여건은 상반기와 크게 다르지 않을 전망

그림13 원자재 조정 및 중국 경기반등(亞 통화 강세압력)



자료: Bloomberg

그림14 지역간 통화정책 차별화 심화(亞 통화 약세압력)



자료: Bloomberg Bond Yield Forecasts(BYFC)

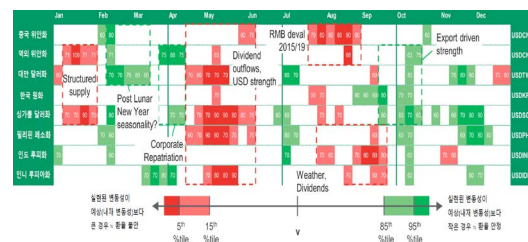
- 대외 건전성의 중요성 대두: 역전 유동성 · 실적 장세가 장기화되면서, 과거*처럼 경제 펀더멘털이 취약한 국가를 위주로 신용불안이 대두될 가능성에도 유의
- * '11년(유리 재정위기): 유로존 주변국 신용등급 강등에 이은 ECB 금리인상 이후 재정의 지속가능성 우려 대두. '13년(Taper Tantrum): '08년 금융위기 이후 첫 미 연준의 출구전략 여파로 발생한 신흥국 중심 금융불안
- 경상수지 회복: 아시아 국가들이 원자재 강세로 인한 경상수지 악화분을 하반기 중 얼마나 만회할지 여부가 관건
- 과거('10년~) 사례를 보면 한국 · 대만 · 싱가포르 · 필리핀의 경우 대체로 하반기 경상 수지가 상반기에 비해 개선되면서 환율이 안정되었던 계절성이 관측(그림15 참조)

2) 국제금융센터 보고서 "[Analysis] 국제원유시장, 정밀로 공급이 부족한다/오정석('21.7.14)" 참조



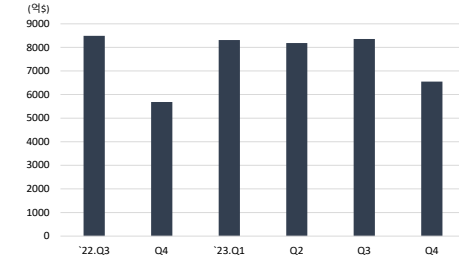
- **외화부채 차환:** 최근 아시아 통화 약세 및 미국 금리 상승으로 인해 외화부채 차환 부담이 가중된 만큼, 취약국 중심으로 외화 유동성 우려가 대두될 소지
- '22.3월 기준 2 기업들의 외화부채 잔액은 \$6.7조(2년 전 대비 +25%). 상환 부담은 強달러 및 금리 상승으로 커진 반면, 상환 능력은 원자재 강세, 실적 둔화로 약화된 점이 우려. 한국, 일본에 비해 환헤지 여건이 열악한 인니, 말련이 환위험에 더 크게 노출(Reuters)

그림15 변동성으로 보는 환율 안정/불안의 계절성



자료: BNP Paribas

그림16 2 기업들의 달러부채 만기도래 현황(분기별)



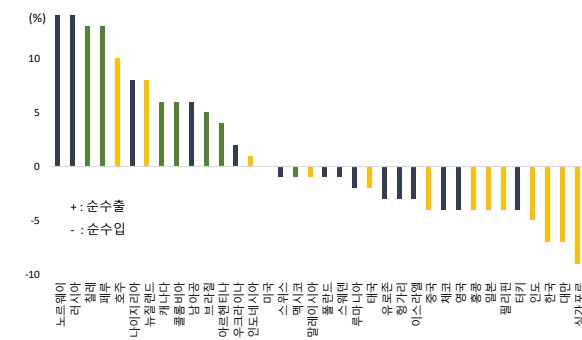
자료: Refinitiv

참고① 지역별 원자재 순수출입

- 미 대륙은 주로 원자재 생산(순수출), 아시아/태평양은 원자재 소비(순수입) 지역에 해당. 유럽 /중동/아프리카는 생산·소비 국가들이 혼재(이하 수치는 GDP 대비, Goldman Sachs 집계치 기준)
- **아시아/태평양:** 오세아니아의 호주(+10%)·뉴질랜드(+8%), 동남아의 인니(+1%)를 제외한 모든 국가들은 원자재 순수입국(싱가포르 -9%, 대만 -7%, 한국 -7%, 인도 -5% 등)
 - **아메리카:** 멕시코(-1%)·미국(0%)을 제외한 모든 국가들이 순수출국(페루 +13% 등)

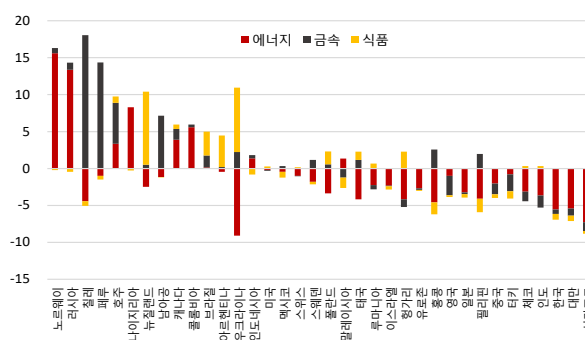


그림17 국가별 원자재 순수출(GDP 대비)



자료: Goldman Sachs

그림18 원자재 부문별 순수출(GDP 대비)



자료: Goldman Sachs, 국제금융센터

참고② 아시아 지역 低 인플레이션의 배경



코로나19 봉쇄 조치가 서구에 비해 강하고 장기간 지속되면서 물가 변동성은 상대적으로 저조

- 인니, 말련, 필리핀, 싱가포르, 한국, 대만의 경제 재개(reopen)에 따른 서비스 인플레이션은 미국 (4% 내외)의 절반 이하에 불과. 점진적 봉쇄 완화, 국제 관광객 감소 등에 기인(Capital Economics)

공급 병목의 강도가 다른 지역에 비해 약하고, 대륙 간 운임 비용은 비대칭적(出보다 入이 저렴)

- 구매관리자 서베이(PMI) 결과, 중국, 인도, 인도네시아, 태국, 베트남에서의 공급 지연은 완화 중
- Drewry공급망 컨설턴트에 의하면 상하이에서 로테르담까지의 40피트 컨테이너 운송 비용은 1년 동안 60% 상승(\$13,686)한 반면, 로테르담에서 상하이로 돌아오는 비용은 1% 하락(\$1,445, '22.2월 기준)
- 주식(主) 차이(아시아 지역의 주식인 쌀 가격은 하락한 반면, 서구권의 주식인 밀 가격은 상승), 과거 돈육 가격 급등('19년 동아시아 지역 아프리카돼지 열병 확산의 여파) 이후의 기저효과에도 기인(The Economist)



03

칼럼

- 글로벌 경제의 불확실성 확대와 시사점
장민 한국금융연구원 선임연구위원
- 인플레이션과 중앙은행 그리고 물가안정목표제
권도현 국제금융센터 부전문위원



글로벌 경제의 불확실성 확대와 시사점

장민 | 한국금융연구원 선임연구위원

장민 박사는 서울대학교 경제학과를 졸업하고 미시간주립대에서 경제학 박사학위를 받았다. 국제결제은행(BIS) 이코노미스트, 금융위원장 자문관, 한국금융연구원 연구조정실장, 한국은행 조사국장을 역임하였고 현재 한국금융연구원 선임연구위원으로 재직하고 있다.

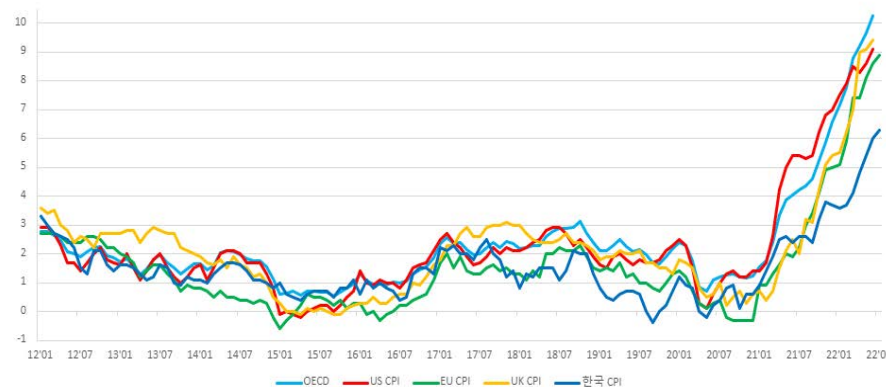


들어가며

최근 세계 경제는 코로나19로 인하여 크게 훼손된 글로벌 공급망 회복이 지연되면서 공급 및 생산 차질이 지속되는 가운데 러시아의 우크라이나 침공으로 인한 원자재시장 불안 등으로 인플레이션이 빠르게 확대되는 모습을 보이고 있다. 특히 인플레이션이 예상보다 장기화되면서 기대인플레이션이 상승세를 이어가고 임금상승 압력도 높아지고 있는 등 당초 공급측면에서 시작된 인플레이션이 수요측면으로 확대되는 모습이다. 이에 대응하여 미 연준 등 각국 중앙은행은 빠르게 금리를 올리고 있는데 이는 한편으로는 인플레이션 기대심리의 확산을 방지함으로써 물가상승압력을 완화시키는데 기여하겠지만 투자나 소비 등 수요둔화를 초래하여 경기를 둔화시키는 요인으로도 작용할 가능성이 있다.

우리 경제도 원유 등 수입 물가가 급등하는 가운데 그동안 누적된 비용상승분의 가격 반영 등으로 7월 소비자물가상승률이 외환위기 이후 최고치인 6.3%를 기록하였다. 여기에서 7월 기대인플레이션이 2008년 통계작성 이후 최고치인 4.7%로 조사된 점에 비추어볼 때 당분간 높은 물가상승률이 유지될 것으로 전망된다. 반면 경기는 사회적 거리두기 해제에 따른 소비 증

그림1 주요국의 물가상승률(전년동원대비, %)



대에 힘입어 올 상반기 성장률이 2.9% 성장하였으나 글로벌 수요 둔화 등으로 2분기 들어 수출이 부진하고 투자가 위축되는 모습을 보이고 있어 향후 경기둔화 우려가 커지고 있다. 물가 대응을 위해 한국은행이 지난 7월 사상 최초로 0.5%p 금리인상을 단행한데 이어 향후 상당기간 긴축기조가 이어질 것이라는 점도 경기전망을 어렵게 하는 요인이다.

물가상승세가 이어지는 가운데 인플레이션 대응을 위한 긴축정책, 글로벌 공급망 회복지연, 우크라이나 전쟁 등으로 인하여 경기가 빠르게 둔화된다면 글로벌 경제는 물론 우리 경제가 물가상승과 경기둔화가 동반하는 스태그플레이션으로 진입할 가능성을 배제할 수 없다.

과거 스태그플레이션 사례

스태그플레이션(Stagflation)은 경기불황(Stagnation)과 물가상승(Inflation)의 합성어로 불황과 물가상승이 공존하는 상태를 의미한다. 경기침체시 물가는 하락하는 모습을 보이는 것이 일반적이지만 원자재 등 핵심적인 상품가격이 급등하게 되는 총공급 충격으로 경기침체가 초래되는 경우에는 물가도 상승하는 현상이 나타난다. 과거 1970년대 중반과 1980년대 초반에 걸쳐 나타난 두 차례의 글로벌 스태그플레이션도 모두 석유파동에 따른 공급충격에서 초래된 것이었다. 1차 석유파동기에는 1973년 아랍과 이스라엘 간 중동전쟁 발발과 함께 OPEC이 일방적으로 원유가격을 인상¹⁾하여 국제유가가 200% 넘게 급등하였으며 2차 석유파동 기간에는 1978년 이란 회교혁명의 여파로 유가가 1979년 들어 70% 넘게 상승하였다.

경제의 석유의존도가 매우 높았던 1970년대 유가의 급등은 전 세계적인 스태그플레이션으로 연결되었다. 일례로 미국은 1차 석유파동의 영향으로 1972년 3% 내외 수준이었던 소비자물가상승률이 1974년 12월에는 12.3%까지 올라갔다. 2차 석유파동 시기에는 1978년 6% 내외 수준이었던 소비자물가상승률이 1980년 3월 14.8%까지 확대되었다. 반면 경제성장률(분기연율)은 1973년 1분기 10.6%에서 1973년 4분기~1975년 1분기 중 평균 -1.5%로 낮아졌으며 2차 석유파동기에는 1978년 2분기 16.7%에 달했던 성장률이 1980년 상반기에 -3.3%로 급락하였다. OECD 국가 평균을 살펴보더라도 1차 석유파동기에는 성장률이 5.1%p(5.8%→0.7%) 하락하고 소비자물가는 6.4%p(6.5%→12.9%) 상승하였으며 2차 석유파동기에는 성장률은 1.5%p(4.0%→2.5%) 하락, 소비자물가는 2.9%p(9.7%→12.6%) 상승한 것으로 나타났다.

우리나라도 스태그플레이션을 피해가지 못했다. 1973년 연평균 12%를 기록한 경제성장률은 1974년 7.2%, 1975년 5.9%로 빠르게 하락한 반면 1973년 3.2%의 안정세를 보였던 물가상승률은 1974년, 1975년 연속 20%를 상회하는 전형적인 스태그플레이션 국면에 진입하였다. 특히 2차 석유파동기인 1980년에는 국내 정치불안마저 겹치면서 마이너스 성장률(-1.5%)과 하이퍼 인플레이션(28.7%)이 동반된 극심한 스태그플레이션을 경험하였다.

향후 글로벌 물가와 경기 여건

최근의 글로벌 인플레이션은 글로벌 금융위기 이후 지속된 초저금리, 코로나19 위기 극복을 위한 각국의 엄청난 유동성 공급, 사회적 봉쇄정책과 글로벌 공급망의 훼손, 러시아의 우크

1) OPEC은 전쟁 발발 직후인 1973년 10월 유가를 배럴당 \$3.02에서 \$3.65로 인상한 데 이어 1974년 1월 1일을 기해 \$5.12에서 \$11.65로 급격하게 인상하였다.

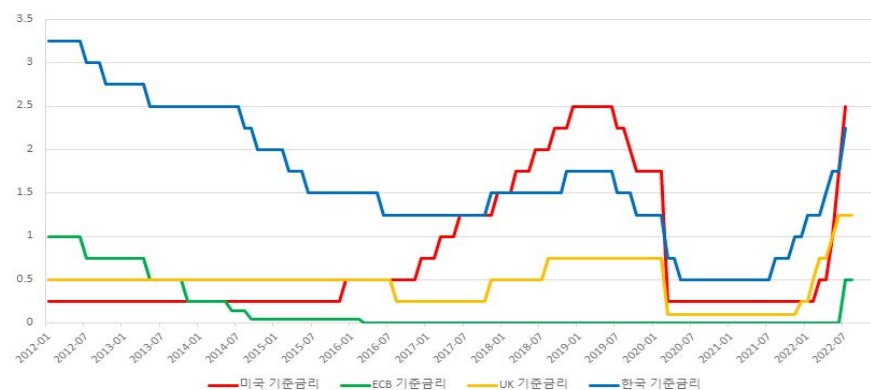
라이나 침공 등 여러 가지 이유가 복합적으로 작용하고 있다. 그런데 올해 들어 나타나고 있는 급격한 물가상승의 상당 부분이 공급충격에서 기인한 것이라는 점에서는 과거 글로벌 스태그플레이션 당시와 유사한 측면이 있다. 국제유가(Brent 기준)는 2020년말 배럴당 \$51.22에서 2021년말 \$77.24로 상승한 데 이어 금년 들어서는 우크라이나 전쟁의 영향으로 5월말 \$125.53로 급등하여 2020년말 대비로는 145.1%, 지난해말 대비로도 62.5%가 상승하였다. 글로벌 공급망 복원이 계속 지연되고 우크라이나 전쟁 등 지정학적 위험이 확대된다면 원자재가격의 상승, 공급망 경색으로 인한 생산 및 공급 차질, 금융시장 혼란 등이 이어지면서 글로벌 경제의 스태그플레이션 진입 가능성도 높아지게 될 것이다. 따라서 향후 물가와 경기 여건을 살펴보고 글로벌 경제의 진로를 가늠해볼 필요가 있다.

먼저 향후 물가 여건을 살펴보면 공급충격이 지속되는 가운데 코로나19로 급감했던 수요가 회복되고 있는 점에 비추어 당분간 높은 인플레이션이 지속될 가능성이 높다. 특히 최근 주요국에서 확산되고 있는 인플레이션 기대심리가 임금상승 요구로 연결되면서 물가상승과 임금인상 간 악순환 고리가 형성될 가능성도 있다. 공급망 충격으로 인한 인플레이션을 완화하는데 금리인상의 효과가 제한적일 수밖에 없음에도 주요국 중앙은행들이 빠른 금리인상으로 대응하는 것도 기대인플레이션의 상승과 이로 인한 임금-물가간 악순환을 차단하려는 목적이 크다.

그런데 다음과 같은 점들을 고려해보면 내년 이후에도 높은 인플레이션이 지속될 가능성은 제약적이라 생각된다. 무엇보다도 중앙은행들의 통화정책체계와 정책대응이 크게 달라졌다. 1970년대 스태그플레이션 경험은 물가안정의 중요성을 부각시켰으며 1990년대 들어서는 물가안정목표제가 확산되는 등 중앙은행들이 물가안정을 최우선 정책목표로 설정하는 계기로 작용하였다. 0.75%p 인상이라는 자이언트 스텝의 금리조정을 두 번 연이어 결정한 미 연준의 정책대응만 보더라도 고인플레이션에도 불구하고 경기에 대한 부작용을 우려하여 강력한 통화긴축 정책을 주저하였던 1970년대와는 확연히 다른 모습이다.

최근 파이낸셜타임즈에 따르면 캐나다 중앙은행이 1%p 인상을 단행하는 등 금년 2분기에만 55개 중앙은행이 최소 0.50%p 이상 금리를 인상하였으며 7월에도 한국은행이 사상 최초로 0.5%p 금리인상을 단행하는 등 빅스텝 금리인상이 17회 있었던 것으로 나타났다. 이 같은 중앙은행들의 물가안정을 위한 공격적인 금리정책은 인플레이션 기대심리를 완화하고 소비와 투자 등 수요를 둔화시키는 방향으로 작용하면서 물가상승압력을 낮추는 데 기여할 것으로 보인다.

그림2 주요국 기준금리(%)



또한 현재의 물가 오름세도 과거와는 상당한 차이가 있다. 세계은행은 현재의 유가 상승폭이 단기간에 4배나 올랐던 과거 석유파동기에 미치지 못하는 데다 현재의 원유가격은 실질가격 기준으로 1980년이나 2008년의 2/3 수준이라는 점에서 물가충격의 정도가 과거에 비해 크지 않다고 분석하고 있다. 글로벌 공급망이 점진적으로 회복되고 있다는 점도 그동안 높은 수준을 유지했던 상품가격이 점차 안정될 가능성을 시사한다. 경제의 에너지효율성이 개선추세를 지속해오고 있음에 따라 유가 충격의 영향력이 낮아지고 있다는 점도 과거와는 다른 점이다.²⁾

더욱이 급등세를 보이던 유가도 최근 향후 경기침체로 인한 수요감소 우려 등으로 우크라이나 전쟁 이전 수준으로 하락하는 모습을 보이고 있다. 여기에서 지난해 하반기 들어 원자재가격이 급등하면서 물가상승폭이 빠르게 확대되었다는 점을 고려하면 점차 역기저효과에 따른 물가상승률 완화효과도 기대할 수 있을 것이다. IMF가 7월 수정전망에서 선진국 인플레이션이 금년에는 6.6%로 높은 수준을 보이나 내년에는 3.3%로 하락할 것으로 예상한 것도 이 같은 요인들을 고려한 것이라고 생각된다.

반면 향후 경기둔화 가능성은 높아지고 있다. 높은 인플레이션으로 인하여 가계의 실질구매력이 감소하고 있는 데다 중앙은행들의 빠른 금리인상까지 가세하면서 수요는 위축될 것이다. 미국의 경기침체 사례를 분석한 자료³⁾에 따르면 미국의 인플레이션이 5%를 상회한 경우 인플레이션 대응을 위한 긴축정책의 영향으로 4분기 이내 경기침체가 발생한 경우는 45%, 8분기 이내 경기침체가 발생한 경우는 62%이었던 것으로 나타났다. 특히 최근과 같이 5%를 상회하는 인플레이션과 5%를 밑도는 실업률이 나타난 경우에는 4분기내 경기침체가 발생하지 않은 경우는 1955년 이후 한 번도 없었던 것으로 조사되었다. 지금까지 향후 경기에 대한 자신감을 내비치던 미 연준도 7월 FOMC 보도자료에서 지출과 생산지표들의 움직임이 둔화되고 있다고 밝힌 가운데 Powell 의장이 향후 금리인상 속도의 조절 가능성도 언급하는 등 경기둔화에 대한 경계감을 드러내고 있다.

우크라이나 전쟁과 이로 인한 신냉전 체제로의 이행 가능성 등 지정학적 위험의 지속, 코로나19 변이바이러스의 출현으로 인한 생산과 물류 차질, 중국의 제로코로나 정책 등과 관련한 불확실성도 향후 경기를 부진한 방향으로 이끌 가능성이 높다. IMF의 7월 수정전망에서도 이 같은 점을 반영하여 올해 세계경제성장률을 지난 4월 전망치보다 0.4%p 낮은 3.2%로 제시하고 있는데 이는 지난해의 6.1% 성장률보다 크게 낮아진 것이다. 또한 미국 경제성장률을 4월에 비해 1.4%p 하향조정한 2.3%로 수정하는 등 선진국 경제성장률을 0.8%p 하향조정

표1 주요 국제기구의 금년도 경제성장률 전망치 변화

	IMF(7.26)		OECD(6.8)		WB(6.7)	
세계	4.4 → 3.2	(Δ1.2)	4.5 → 3.0	(Δ1.5)	4.1 → 2.9	(Δ1.2)
미국	4.0 → 2.3	(Δ1.7)	3.7 → 2.5	(Δ1.2)	3.7 → 2.5	(Δ1.2)
유로	3.9 → 2.6	(Δ1.3)	4.3 → 2.6	(Δ1.7)	4.2 → 2.5	(Δ1.7)
중국	4.8 → 3.3	(Δ1.5)	5.1 → 4.4	(Δ0.7)	5.1 → 4.3	(Δ0.8)
한국	3.0 → 2.3	(Δ0.7)	3.0 → 2.7	(Δ0.3)	-	

주: ()내는 수정 전망치 발표 시점

2) 우리나라의 경우 에너지 소비 중 석유 의존도가 1980년 61%에서 2020년에는 39% 수준으로 하락하였다.

3) Alex Domash, Lawrence H. Summers, "Overheating conditions indicate high probability of a US recession", VoxEU.org, April 2022

한 2.5%로 전망하였다. 특히 내년도 경제성장률 전망치는 선진국 경제는 올해보다 크게 낮은 1.4%, 미국은 1.0%, 유로지역은 1.2%로 제시하고 있다. 내년도 세계경제 성장률은 2.9%로 전망하였는데 이는 지난 4월 전망치에서 0.7%p 하향조정한 것으로 선진국 경제를 중심으로 경기둔화 위험이 점차 증대하고 있다고 판단했음을 시사한다.

한편 우리 경제를 살펴보면 다행히 금년 상반기 경제성장률이 사회적 거리두기 폐지로 인한 소비증대 등에 힘입어 전년동기대비 2.9% 성장한 것으로 나타났다. 그러나 앞으로는 글로벌 경제 둔화로 수출과 투자 부진이 더욱 심화되는 가운데 금리상승에 따른 가계부채 상환부담 증가, 소비심리 위축 등으로 소비가 감소하면 우리 경제도 여타 선진국 경제의 흐름과 마찬가지로 둔화되는 방향으로 나아갈 가능성이 높다.

그런데 이 같은 상황에서 정책당국이 경기둔화 가능성을 우려하여 인플레이션에 적극적으로 대응하지 않는다면 오히려 글로벌 경제가 과거 1970년대와 같이 물가상승과 경기침체가 동반하는 스태그플레이션 국면으로 진입할 위험이 증대될 것이다. 따라서 당분간 금리인상 등 긴축정책을 지속하는 것이 스태그플레이션 가능성을 낮출 뿐만 아니라 만일 향후 경기침체 국면이 도래할 경우에는 금리를 내릴 수 있는 여력도 비축하는 효과를 기대할 수 있을 것이다.

시사점

과거 스태그플레이션 사례, 인플레이션 억제에 위한 정책당국의 대응 등을 고려해볼 때 현재 높은 수준을 지속하고 있는 물가상승세는 점차 완화될 가능성이 있다. 그러나 우크라이나 전쟁이 예상보다 장기화될 경우에는 석유, 가스 등 에너지 가격과 곡물 가격이 급등할 수 있으며 변이바이러스가 계속 나타나면서 팬데믹이 재발할 수도 있다. 이 같은 요인으로 공급측 물가압력이 지속된다면 수요 감소를 유도해 물가상승세를 완화시키려는 금리정책으로는 한계가 있을 수밖에 없음에 따라 글로벌 경제는 스태그플레이션으로 진입하게 될 것이다. 글로벌 경제가 스태그플레이션으로 진입한다면 앞으로 상당 기간 고물가·고금리가 지속될 가능성이 있다.

그런데 정책당국의 대응, 공급망의 점진적 회복 등에 힘입어 앞으로 물가상승세가 완화된다고 하더라도 과거와 같은 저물가·저금리로 복귀하기는 쉽지 않을 것으로 예상된다. 세계화 확대에 힘입어 구축된 글로벌 공급망이 팬데믹 발생, 지정학적 요인 등으로 인하여 지역간, 우방공간 공급망으로 재편이 진행되면 생산비용은 높아지게 될 것이다. 중국 등 신흥국의 급속한 고령화로 세계 경제에 생산가능인구의 공급이 둔화되고 있는 것도 구조적인 비용상승 요인으로 잠재해 있다. 글로벌 탄소중립 정책 확산과 이에 따른 에너지 수급 불균형 가능성 등도 과거와 같은 저물가구조로의 회귀를 어렵게 하는 방향으로 작용할 것이다. 이는 곧 과거와 같은 초저금리도 기대하기 어려울 것임을 시사한다.

오랫동안 지속되어온 저물가·저금리 구조가 적어도 한 단계 높아진 물가·금리 구조로 이행한다면 경제주체들의 최적 행동도 달라져야 한다. 그동안 초저금리를 바탕으로 움직여 온 기업이나 가계의 투자·소비 결정, 부채구조 등은 달라진 금리구조에 맞추어 새롭게 조정하고 재무구조도 건전성이 악화되지 않도록 재편할 필요가 있다. 정부는 공급망 재편, 신냉전 시대의 도래 등으로 글로벌 경제패러다임이 변화하고 있는데 대응하여 국내 및 대체 공급망 구축, 중장기적 경제안전락 수립 등 우리 경제의 안정적 성장기반을 확립하기 위한 최선의 방향을 모색해야 할 것이다.

인플레이션과 중앙은행 그리고 물가안정목표제

권도현 | 국제금융센터 부전문위원

인플레이션은 중앙은행 탓?

남태평양에 위치한 인구 500만의 작은 섬나라 뉴질랜드가 국제금융시장에서 주목받을 일은 별로 없지만 전세계 통화정책 역사를 이야기할 때 빼놓을 수 없는 곳이 바로 뉴질랜드준비은행(Reserve Bank of New Zealand)인데, 1990년에 세계 최초로 2%의 물가안정목표제(inflation targeting)를 공식적으로 채택하였기 때문이다. 정확히 처음에는 0~2%로 시작하여 몇 차례 변화를 거친 후 '12년부터 2%에 초점을 맞춘 1~3%의 목표로 정착하게 되었다.

이후 캐나다 '91년, 영국 '92년, 스웨덴 '93년, 유로존(ECB)은 '98년에 물가안정목표제를 도입했고, 한국은행은 외환위기 직후인 '98년, 그리고 미국 연준은 '12년 버냉키 의장이 2%의 물가안정목표를 대외적으로 공식화하였다. 이처럼 물가안정목표제의 역사는 생각보다 길지 않지만 '90년대 이후 우리나라를 비롯해 대부분의 주요 선진국들이 2%의 인플레이션 목표를 채택하게 되면서 이제는 글로벌 스탠다드로 자리매김했을 뿐만 아니라 중앙은행의 절대적인 지상명령(至上命令)으로 받아들여지게 되었다.

다시 뉴질랜드준비은행의 이야기로 돌아와서 '12년부터 '17년까지 이 은행의 총재를 역임했던 그레이엄 휠러(Graeme Wheeler)는 최근 '2019년 이후 중앙은행의 실수가 어떻게 인플레이션을 초래했는가(How Central Bank Mistakes After 2019 Led to Inflation)'라는 제목의 보고서를 통해 코로나19 팬데믹 이후 인플레이션이 급등한 원인이 '지나치게 자만하고 겸손하



지 못한(too much hubris, not enough humility)' 중앙은행들에게 있다고 통렬하게 비판하였다. 중앙은행들이 물가안정목표 프레임워크, 중립금리와 물가안정실업률 등 추상적인 지표와 경제모형들, 그리고 경제를 미세 조정하는 스스로의 능력을 과신했다는 것이다. 팬데믹 이후 각국 정부가 대규모로 재정을 투입하는 상황에서 중앙은행들이 급격한 금리인하와 막대한 규모의 양적완화, 그리고 각종 대출 프로그램 등을 통해 경기를 지나치게 부양했으며, 그 결과 인플레이션의 급등을 초래했다는 것이다. 또한 “후회하지 않는다”, “다른 방도가 없었다” 등과 같은 무책임한 답변은 중앙은행의 신뢰를 더욱 손상시킬 뿐이라고 지적한다. 이러한 비판의 목소리는 비단 월러 전 총재뿐만이 아니다. 머빈 킹(Mervyn King) 전 잉글랜드은행 총재도 인플레이션의 책임이 팬데믹 이후 과도하게 유동성을 푼 중앙은행에 있다고 비판하고 있는데, 중앙은행들이 ‘인플레이션은 낮은 수준에 머물 것이다’라고 이야기하는 것은 자기만족에 그칠 뿐이며, 그들은 전능한 존재가 아니기 때문에 ‘카누트 왕(King Canute)’의 겸손을 보여야 한다고 주장한다. 윌리엄 더들리(William Dudley) 전 뉴욕연은 총재도 인플레이션에 대한 연준의 늦은 대응 때문에 미국 경제의 경착륙 위험이 커졌으며 연준이 더 솔직해져야 한 다면서 목소리를 높이고 있다. 공직에서 물러난 사람들이 공직에 있는 사람을 비난하는 것은 쉬운 일이지만, 대개는 서로간의 비판을 삼가는 중앙은행가의 이너서클에서조차 이러한 비판이 쏟아지고 있는 것이다.

불과 2년 전에는..

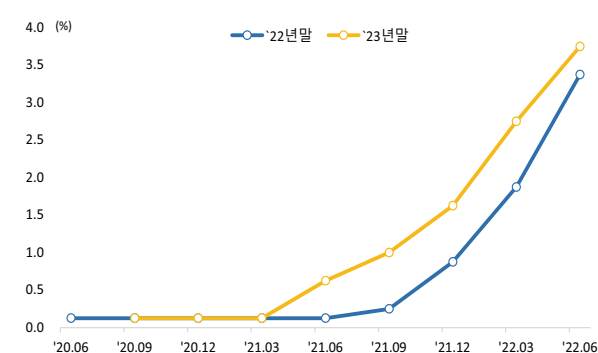
지금은 물가 관리에 실패한 책임으로 중앙은행들이 못매를 맞고 있지만 불과 2년 전의 평가는 사뭇 달랐다. '20년 2월 코로나 바이러스가 창궐하여 전세계 금융시장이 마비되고 경제가 휘청거리자 미국의 연준을 필두로 전세계 중앙은행들은 유례없이 과감하고 신속한 대응에 나섰다. 연준은 보름 사이 두 번의 긴급 금리인하를 단행하여 기준금리를 1.75%에서 0.25%로 낮추고 무제한 양적완화와 각종 유동성지원 프로그램을 쏟아내면서 시장을 안정시켰다. 그 해 6월 연방공개시장위원회(FOMC) 기자회견에서 파월 의장은 “금리인상에 대한 생각조차 생각하지 않고 있다(We're not even thinking about thinking about raising rates)”는 이상하지만 의지를 담은 표현으로 시장을 안심시켰다. S&P500 지수는 불과 5개월만에 팬데믹 이전 고점을 회복하였고, 4월에 14.7%까지 치솟았던 실업률도 빠르게 하락하여 2년만에 완전고용을 달성하였다. 이처럼 팬데믹 이후 각국 중앙은행의 기민한 대응이 재정정책과의 공조를 통해 경제와 금융시장의 빠른 회복을 이끌었다는 사실은 부인하기 어렵다.

15년전 글로벌 금융위기와 경기침체를 겪으면서 중앙은행들이 얻은 교훈은 위기가 닥쳤을 때 경제와 시장을 되살리기 위해서는 더 빠르고 강력하게 대응해야 할 뿐만 아니라 성급하게 출구를 모색해서도 안된다는 것이었다. 팬데믹 이전 선진국 중앙은행들의 주된 고민은 필립스 곡선(Philips curve)이 작동하지 않는 저물가의 위험이었다. 완전고용 상황에서도 물가가 오르지 않는 ‘미스터리’로 골머리를 앓던 연준은 인플레이션 기대를 끌어올리기 위해 급기야 '20년 8월 잭슨홀에서 ‘평균 인플레이션 목표제(average inflation target)’ 도입을 공식화하기에 이르렀다. 경제학계에서 변방에 머물던 현대통화이론(MMT: modern monetary theory)이 세간의 주목을 받게 된 것도 이때 즈음이다. 현대통화이론의 핵심은 과도한 인플레이션만 발생하지 않는다면 국가가 경기부양을 위해 무제한적으로 화폐를 발행할 수 있다는 것인데, 실

제 미국과 유로존 등 주요 선진국들의 팬데믹 대응은 마치 현대통화이론의 현실 응용을 보는 듯했다.

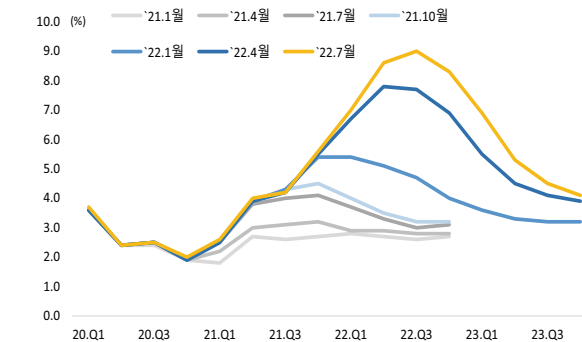
그러나 지난해 봄부터 물가는 꿈틀거리기 시작했고 연준을 비롯한 전세계 중앙은행들은 인플레이션의 실체를 제대로 파악하지 못하고 있었다. 연준은 물가상승을 코로나 봉쇄조치에 따른 공급 차질과 보복 소비 등에 의한 ‘일시적’인 현상으로 이해했고, 아직은 통화정책 정상화에 나설 때가 아니라는 입장을 고수했다. 하지만 물가는 계속해서 상승했고 뒤늦게 문제의 심각성을 인지한 연준은 작년 12월에 이르러서야 입장을 바꾸고 금리인상을 준비하기 시작했다. 결국 파월 의장은 양치기 소년이 되었고 '22년 여름 현재 우리는 40년래 최악의 인플레이션이라는 몸살을 앓게 되었다.

그림1 연준위원들의 정책금리 전망치(중간값) 변화



자료: Fed

그림2 글로벌 인플레이션 전망치 변화



자료: IMF WEO

인플레이션, 디플레이션, 대안정(The Great Moderation)

지금 우리가 겪고 있는 인플레이션이 오롯이 통화정책 실기 때문인 것으로 단정할 수 있을까? 금융위기 이후로 제로금리, 심지어 마이너스 금리와 대규모 양적완화, 그리고 완전고용에 도달한 경제 상황에서도 인플레이션은 계속해서 낮은 수준에 머물러 있었다. 더 과거로 돌아가서 '70년대 극심한 스태그플레이션을 겪었던 미국 경제는 '80년대 중반부터 금융위기 전까지 소위 ‘대안정기(The Great Moderation)’를 구가하였는데, 이때 연준을 이끌었던 그린스판(Alan Greenspan) 의장은 테일러 준칙에 기반한 정책금리 조정을 통해 경기의 진폭을 낮추고 물가안정을 유지하는 임무를 성공적으로 수행하여 마에스트로라는 칭호를 얻기도 하였다. 이때 이후로 통화정책의 틀이 크게 개선되면서 정책 목표와 수단이 명확히 정의되고 중앙은행의 독립성과 신뢰도는 강화되었다. 경제학자와 중앙은행들은 이제 경제학 이론과 통화정책 운영을 통해 거시경제를 완벽하게 통제할 수 있다는 믿음을 가지게 되었다.

앞에서 소개한 것처럼 월러와 머빈 킹 전 총재가 지적하는 것은 그동안 중앙은행들이 스스로의 능력을 과신했다는 점이다. '80년대 이후 인플레이션이 낮고 안정적으로 유지된 데 대한 중앙은행과 통화정책의 공로를 부인하지는 않더라도, 동시에 기술 진보와 세계화, 중국의 제조업 고도화 등 공급 측면의 요인들(positive supply shocks)이 미친 지대한 영향을 간과해서는 안된다. 엄밀히 따져보면 팬데믹 이전에 중앙은행들의 능력으로 물가가 낮게 유지되었기보다는 오히려 공급측면의 외생 변수들 때문에 저물가 기조에서 벗어나는데 애를 먹었던 것이 사실이다.

반면에 지금은 코로나19 팬데믹에 이어 우크라이나 전쟁, 반세계화, 기후변화 등이 공급 감소와 비용 증가에 미치는 영향을 감안할 때 인플레이션은 어쩌면 불가피한 것이었다.

인플레이션의 책임이 누구에게 있는지 따지는 것은 지금 시점에서 그다지 생산적인 논쟁은 아니다. 인플레이션은 이미 발생했고 그 중 많은 원인은 중앙은행이 직접 통제할 수 없는 것이었으며, 따라서 필요한 것은 우리가 마주한 현실에서 무엇을 어떻게 해야하는가에 대한 고민이다.

2%의 물가안정목표는 절대 선(善)인가?

낮고 안정된 인플레이션은 앞으로도 중앙은행이 추구해야 하는 절대적인 목표이고 실물경제의 안정적인 성장을 위한 필수조건이다. 인플레이션이 너무 높거나 변동성이 커지게 되면 가치의 척도와 저장 수단으로써 화폐의 기능이 무너지고 투자와 저축 등 장기적인 경제적 의사결정을 도박으로 만들어 버린다. 또한 채권자와 채무자, 구매자와 판매자 사이에서 부와 소득을 임의적으로 재분배하여 의도하지 않은 승자와 패자를 양산하게 된다. 반면 물가가 지속적으로 하락하는 디플레이션의 경우에는 대가가 더욱 크다. 부채의 실질가치가 높아지면서 모기지 대출이 있는 가계나 정부의 채무 부담이 늘어나 소비가 위축되고 실업도 증가하여 국가경제를 병들게 한다. 적절히 낮은 수준의 인플레이션은 이러한 양방향의 위험을 줄이고 통화정책을 효과적으로 운영할 수 있는 여건을 제공해준다는 점에서 바람직하다. 2%의 물가안정목표가 정착되면서 중앙은행의 책무에 관한 명확한 기준이 제공되고 정치로부터의 독립성이 강화되었으며, 대중의 인플레이션 기대를 견인하는 등 얻게 된 순기능이 많다.

그러나 0%보다는 크되 낮고 안정적인 물가상승률이 얼마가 되어야 하는지를 정의하는 것은 쉽지 않은 문제다. 뉴질랜드준비은행이 물가안정목표를 도입한 후 2%의 목표가 점차 선진국 사이에서 표준으로 자리잡게 되었지만, 당초에 이 숫자가 전세계 중앙은행과 경제학자들의 치열한 논쟁과 합의과정을 통해 도출된 황금률은 아니다. 2%의 목표가 실제로 3%나 4%보다 우월한 것인지 아니면 단지 지난 30여년간의 전통에 의해 권위가 부여된 것인지 분명치 않다. 극심한 인플레이션의 폐해는 분명한 것이지만 낮은 인플레이션이 경제에 미치는 긍정적 효과를 분별하기는 쉽지 않다. 몇 년 전 IMF의 수석 이코노미스트였던 올리비에 블랑샤르(Olivier Blanchard)는 인플레이션이 2%일때보다 3~4% 수준일 때 경제적 비용이 현저히 커진다는 명백한 증거가 없으면서 물가 목표의 상향을 옹호한 바 있다. 피터슨국제경제연구소(PIIE)의 애덤 포즌(Adam Posen) 소장은 지난 20년간 지속된 낮은 인플레이션이 생산성 향상이나 저축 행위의 변화에 미친 영향이 크지 않다고 지적한다.

현재 8%를 넘나드는 인플레이션을 2% 목표 수준으로 되돌리기 위해서는 너무도 많은 희생이 필요할지 모른다. 반세계화와 신냉전의 도래, 그리고 기후변화 등은 앞으로 구조적으로 인플레이션을 높이는 요인이 될 가능성이 크다. 지구온난화와 지정학적 문제는 농산물 가격을 상승시키고, 아직까지는 석탄보다 풍력으로 전기를 생산할 때 더 많은 비용이 든다. ECB의 이사벨 슈나벨(Isabel Schnabel) 집행위 이사는 저탄소 경제로의 전환이 예상보다 인플레이션을 더 부추길 수 있다면서 '그린플레이션'에 대한 우려를 표명한 바 있다. 인구고령화와 조기 은퇴의 증가는 노동 공급을 감소시키면서 오히려 물가를 상승시키는 요인으로 작용하고 있다. 이처럼 팬데믹 이후 인플레이션의 역학이 구조적으로 변하고 있고, 또한 이러한 요인들이



통화정책만으로 해결하기 어려운 문제라면 중앙은행이 2%의 목표를 달성하기 위해 강한 긴축을 지속하는 것이 맞는 것인지 고민해볼 필요가 있다. 미국은 그간 노동시장의 강한 회복세로 흑인과 백인 노동자들의 실업률 격차가 수십 년 사이에 가장 낮아졌다고 한다. 그러나 연준이 물가안정을 위해 실업을 증가시키게 되면 불평등을 축소시킬 기회는 놓치게 되고 사회의 가장 취약한 계층에서부터 경제적인 타격이 불가피해진다. 조지프 스티글리츠(Joseph E. Stiglitz) 컬럼비아대 교수는 중앙은행이 금리를 올린다고 해서 석유와 곡물, 비료 또는 주택공급이 늘어나는 것은 아니며, 오히려 금리 상승으로 기술혁신이나 생산성 증가를 위한 투자가 위축되면서 공급측면의 문제에 대한 효과적인 대응을 방해할 수 있다고 지적한다. 머빈 킹 전 총재는 통화정책이 특정 목표치에 경도될 경우 거시경제의 구조적인 변화를 놓치고 비판적인 판단이 중단될 수 있다고 우려한다.

2%보다 높은, 가령 3%나 4%의 물가상승률이 경제에 별다른 해를 끼치지 않는다면, 인플레이션 목표를 높임으로써 얻을 수 있는 잠재적인 이익은 적지 않다. 8%의 물가상승률을 2%가 아닌 4%로 낮추는 것을 목표로 한다면 그만큼 노동자들과 국내경제가 감수해야 하는 희생을 줄일 수 있다. 또한 물가 목표가 높아지면 중앙은행들이 제로금리 하한에 직면할 위험이 낮아져 경기둔화에 대응하는 여력을 높일 수 있다. 예를 들어 기대 인플레이션이 2%, 실질중립금리가 0.5%이고 명목정책금리가 2.5%인 상황에서 제로금리 제약을 감안하면 실질정책금리의 하한은 -2.0%가 되는데, 기대 인플레이션이 4%로 높아질 경우 중립적인 명목정책금리는 4.5%가 되고, 이 경우 실질정책금리를 -4.0%까지 낮출 수 있게 된다. 유럽과 일본에서 지난 10여년간 이어져온 마이너스 금리의 실험이 그다지 성공적이지 않았을 뿐만 아니라 많은 부작용을 노출했던 점을 상기해 보면 이것은 중요한 장점이 될 수 있다. 인플레이션 목표를 특정 수치가 아닌 범위로 설정하는 방법도 고려해볼 수 있다. 인플레이션이 다양한 변수에 의해 높은 변동성을 보인다는 점을 감안할 때 목표를 특정 수치가 아닌 가령 0~4%의 범위로 설정함으로써 통화정책 대응의 유연성을 높일 수 있다.

다만 지난 30년간 자리잡은 물가안정목표를 바꾸는 것은 쉽지 않은 문제이며, 특히 지금과 같이 인플레이션이 높은 상황에서는 위험이 너무 크다. 중앙은행이 목표를 높이면 인플레이션과의 싸움을 완전히 포기하는 것으로 비춰질 수 있고, 그에 따라 대중의 인플레이션 기대가 급격하게 상승하면서 중앙은행의 신뢰가 무너질 수 있기 때문이다.

통화정책의 패러다임 변화에 관심을 가질 필요

미국 연준이 재작년에 평균 인플레이션 목표를 채택했던 것은 경제여건이 구조적으로 변화함에 따라 기존의 통화정책 운영이 최적이지 아닐 수 있다는 문제의식에서 비롯된 것이다. 지금도 팬데믹과 전쟁, 그리고 기후변화를 겪으면서 세계경제와 인플레이션의 역학이 변화하고 있으며, 코로나 이전까지 굳건했던 저성장·저물가·저금리의 시대는 이미 끝난 것일지도 모른다. 거시경제 여건이 구조적으로 변화할 경우 이에 맞춰 통화정책의 틀도 바뀌어야 하며, 물가안정목표도 그 중 하나가 될 수 있다. 아구스틴 카르스텐스(Agustín Carstens) 국제결제은행 총재가 말한 것처럼 인플레이션과의 싸움은 미래의 통화 시스템을 구축하는 과제와 서로 얽혀 있는 힘든 도전이 될 것이다. 지금 당장은 어렵겠지만 앞으로 세계경제가 인플레이션의 악몽에서 벗어날 때, 그리고 중앙은행이 신뢰를 되찾을 수 있을 때 인플레이션 목표 어젠다에 관한 진지한 논의가 다시 시작되지 않을까 예상해 본다. 이것은 거시경제와 금융시장뿐만 아니라 우리 개개인의 일과 소비, 저축 등의 의사결정에 영향을 미칠 중요한 문제인 만큼 앞으로 통화정책의 패러다임 변화와 관련 논의에 관심을 가졌으면 좋겠다.

04

주요지표



주요 국제 금융 지표

국제금융시장	'21.7월	8월	9월	10월	11월	12월		'22.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
미국 Dow Jones (p)	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	32,977.2	32,990.1	30,775.4	32,845.1
독일 DAX	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	14,097.9	14,388.4	12,783.8	13,484.1
영국 FTSE	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	7,544.6	7,607.7	7,169.3	7,423.4
일본 Nikkei	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	26,847.9	27,279.8	26,393.0	27,801.6
MSCI 아시아	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	956.1	956.0	919.3	906.1
MSCI 신흥유럽	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	2,493.1	2,451.4	2,257.7	2,331.9
MSCI 라틴	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	93,083.4	95,179.5	85,293.9	88,578.8
미국 국채 10년 (%)	1.22	1.31	1.49	1.55	1.44	1.51		1.78	1.83	2.34	2.93	2.84	3.01	2.65
독일 국채 10년	-0.46	-0.38	-0.20	-0.11	-0.35	-0.18		0.01	0.14	0.55	0.94	1.12	1.34	0.82
영국 국채 10년	0.57	0.71	1.02	1.03	0.81	0.97		1.30	1.41	1.61	1.91	2.10	2.23	1.86
일본 국채 10년	0.02	0.03	0.07	0.10	0.06	0.07		0.18	0.19	0.22	0.23	0.24	0.23	0.19
미국 장단기 금리차 (10y-3m)	1.18	1.27	1.45	1.50	1.40	1.48		1.60	1.53	1.86	2.11	1.80	1.39	0.33
미국 국채금리 변동성 (MOVE)	68.23	67.70	60.70	77.15	55.71	53.22		52.10	50.00	49.67	51.56	48.31	50.85	45.83
Break Even Rate (5년)	2.62	2.51	2.53	2.93	2.81	2.91		2.89	3.15	3.43	3.35	2.96	2.62	2.81
미국 국채 CDS (5년, bp)	9.3	10.0	16.2	14.5	16.3	13.0		11.6	12.8	15.9	17.4	17.5	19.3	21.4
서유럽 국채 CDS (iTraxx Sovx)	5.1	5.1	4.3	4.7	4.7	4.5		3.9	4.6	4.0	5.2	5.6	5.0	6.7
일본 국채 CDS (5년, bp)	17.0	17.1	18.5	18.5	17.8	16.9		17.2	17.8	17.5	19.0	19.9	25.7	24.5
미국 회사채 CDS (CDX)	49.7	46.3	53.3	52.3	57.8	49.4		60.0	67.6	67.2	83.7	79.6	101.0	80.4
유럽 회사채 CDS (iTraxx)	46.7	44.9	50.2	50.7	57.8	47.6		58.8	71.9	73.0	89.8	87.7	118.7	100.1
신흥국 채권 가산금리 (EMBI+)	368.1	349.8	373.1	380.7	414.4	386.1		413.0	556.2	368.0	393.7	377.6	461.2	443.0
미국 Libor (3개월, %)	0.12	0.12	0.13	0.13	0.17	0.21		0.31	0.50	0.96	1.33	1.61	2.29	2.79
Libor-OIS 스프레드 (bp)	2.9	4.3	5.4	5.4	8.9	9.0		6.6	11.2	24.4	14.8	15.5	10.3	18.5
Euribor (3개월)	-0.54	-0.55	-0.55	-0.55	-0.57	-0.57		-0.55	-0.53	-0.46	-0.43	-0.34	-0.20	0.23
Euribor-OIS 스프레드	92.2	92.6	94.2	94.1	96.0	95.7		96.5	96.7	98.3	103.0	101.8	104.7	105.9
달러 인덱스	1.19	1.18	1.16	1.16	1.13	1.14		1.12	1.12	1.11	1.05	1.07	1.05	1.02
유로/달러 환율	1.39	1.38	1.35	1.37	1.33	1.35		1.34	1.34	1.31	1.26	1.26	1.22	1.22
파운드/달러 환율	109.7	110.0	111.3	114.0	113.2	115.1		115.1	115.0	121.7	129.7	128.7	135.7	133.3
달러/엔 환율	6.46	6.46	6.44	6.41	6.36	6.36		6.36	6.31	6.34	6.61	6.67	6.70	6.74
달러/위안 환율	5.4	5.3	5.2	5.3	6.5	5.4		6.2	7.9	7.5	9.1	7.8	9.1	10.2
유로/달러 내재변동성 (3개월, %)	5.6	5.5	5.9	6.5	7.7	5.9		6.3	6.8	8.6	11.4	9.2	12.6	10.8
달러/엔 내재변동성 (3개월)	8.6	8.5	8.8	9.1	10.8	11.3		9.4	10.6	11.5	12.1	12.1	11.9	12.0
신흥국 환율변동성 (JPM)	18.2	16.5	23.1	16.3	27.2	17.2		24.8	30.2	20.6	33.4	26.2	28.7	21.3
미국 투자심리 (VIX, p)	20.9	18.8	23.2	17.6	30.1	19.3		27.0	35.3	29.0	30.8	25.2	29.8	22.3
유럽 투자심리 (V2X)	26.0	19.6	28.9	20.2	28.8	19.3		22.4	33.4	24.5	30.8	24.7	25.8	21.7
신흥국 투자심리 (VXEEM)	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	1,896.9	1,837.4	1,807.3	1,765.9
금 (\$/OZ)	1,770.1	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	1,896.9	1,837.4	1,807.3

주: 기말 기준

주요 국내 금융 지표

국제금융시장	'21.7월	8월	9월	10월	11월	12월		'22.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
KOSPI 지수 (p)	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	2,695.1	2,685.9	2,332.6	2,451.5
외국인 국내주식 순매수 (조원)	-5.04	-6.30	0.83	-4.36	1.88	2.80		-2.06	1.08	-4.81	-6.15	0.17	-6.15	1.79
외국인 보유 비중 (%)	30.2	28.9	28.9	28.7	29.1	29.5		29.1	28.8	28.0	27.6	27.6	27.5	27.4
콜 금리 (%)	0.50	0.75	0.75	0.75	1.00	1.00		1.25	1.25	1.25	1.50	1.75	1.75	2.25
CD 91일	0.70	0.92	1.04	1.12	1.26	1.29		1.50	1.50	1.51	1.72	1.96	2.04	2.73
통안채 3개월	0.62	0.76	0.77	0.88	1.02	1.00		1.25	1.20	1.29	1.46	1.75	1.89	2.31
국고채 3년	1.42	1.40	1.59	2.11	1.79	1.80		2.19	2.25	2.66	2.96	3.03	3.55	3.00
회사채 3년 AA-	1.83	1.82	2.03	2.59	2.35	2.41		2.76	2.86	3.33	3.68	3.80	4.36	3.98
회사채AA- - 국고채 (3년, bp)	42	42	44	48	57	62		57	62	67	72	77	81	98
외국인 국내채권 순투자 (조원)	9.29	1.69	5.17	2.52	2.79	5.56		3.67	3.95	0.52	0.04	1.37	0.90	3.56
원/달러 환율	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	1,255.9	1,237.2	1,298.4	1,299.1
원/유로 환율	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	1,328.2	1,331.3	1,358.6	1,328.2
원/엔 환율	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	973.1	965.2	949.2	978.2
원/달러 내재변동성 (3개월, %)	6.8	6.9	7.3	7.2	7.7	6.9		7.3	7.2	8.6	9.9	9.0	9.9	9.7
CDS premium (bp)	18	18	19	19	20	19		25	31	28	40	45	53	41
재정거래유인 (3M)	-0.02	0.26	0.15	0.01	0.43	0.12		0.31	0.45	0.10	0.56	0.28	0.56	0.14
IRS 금리 1년 (%)	1.12	1.18	1.37	1.72	1.52	1.58		1.82	1.89	2.14	2.47	2.67	3.19	3.10
CRS 금리 1년 (%)	0.60	0.56	0.65	1.05	0.82	1.00		1.08	1.03	1.04	1.04	1.04	1.04	1.04

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

주요 글로벌 경제 지표

해외 경제	'21.7월	8월	9월	10월	11월	12월		'22.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
경기선행지수 (전기비, %, p)														
미국 Conf. Board (%)	1.0	0.7	0.2	0.4	0.6	0.4		-0.7	0.8	-0.1	-0.5	-0.6	-0.8	
독일 IFO	100.9	97.8	97.6	95.7	94.4	92.7		95.7	98.9	84.8	86.7	87.0	85.5	80.3
프랑스 INSEE	19.8	16.2	22.1	20.8	19.5	21.3		14.6	21.8	-2.8	-4.3	-8.6	-5.0	-5.1
이탈리아 ISAE	115.6	113.4	113.2	114.8	115.4	114.5		113.2	112.8	110.0	109.7	109.0	109.5	106.7
중국 OECD	100.9	100.5	100.1	99.8	99.5	99.3		99.1	98.9	98.8	98.6	98.4	98.3	
일본 내각부	103.5	101.6	100.0	100.7	102.0	102.9		101.3	100.3	100.8	102.9	101.2		
OECD-전체	101.0	101.0	100.9	100.8	100.7	100.6		100.4	100.3	100.1	99.9	99.7	99.5	
GS World CAI	4.7	2.7	4.8	5.2	6.2	6.3		4.1	4.5	2.8	0.4	2.7	4.6	3.1
구매자관리지수 (p)														
미국 제조업 ISM	59.9	59.7	60.5	60.8	60.6	58.8		57.6	58.6	57.1	55.4	56.1	53.0	52.8
비제조업	64.1	62.2	62.6	66.7	68.4	62.3		59.9	56.5	58.3	57.1	55.9	55.3	
유로존 제조업 PMI	62.8	61.4	58.6	58.3	58.4	58.0		58.7	58.2	56.5	55.5	54.6	52.1	49.8
서비스업	59.8	59.0	56.4	54.6	55.9	53.1		51.1	55.5	55.6	57.7	56.1	53.0	50.6
중국 제조업 PMI	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3		50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2	49.0
비제조업	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7		51.1	51.6	48.4	41.9	47.8	54.7	53.8
정책불확실성지수														
Global	203.4	213.0	202.7	193.1	225.5	263.1		232.7	189.3	330.7	291.6	291.9		
미국	182.2	157.2	171.3	136.9	175.9	201.4		155.3	140.4	229.2	168.8	190.5	152.8	218.5
유로존	197.4	187.2	206.7	198.5	246.6	298.2		264.6	220.5	392.0	334.7	328.5	331.2	372.1
중국	505.6	592.8	356.1	452.2	491.8	589.8		582.6	406.2	863.9	843.9	735.8	763.4	
일본	88.5	78.3	110.2	133.4	94.3	91.2		97.9	90.9	129.9	115.5	111.2	128.9	
기타 관심 지표														
미국														
산업생산 (전기비)	0.7	0.0	-1.0	1.5	0.6	-0.2		0.4	0.8	0.7	0.8	0.1	-0.2	
소매매출 (")	-1.1	0.7	1.0	1.6	0.6	-1.6		2.7	1.7	1.2	0.7	-0.1	1.0	
내구재주문 (")	0.4	1.6	-1.5	1.5	1.4	0.9		3.1	-0.7	0.7	0.4	0.8	1.9	
취업자 증감 (천명)	689	517	424	677	647	588		504	714	398	368	384	372	
신규실업 청구건수 (")	409	399	370	308	257	222		229	195	178	184	207	232	249
주택가격 (SPCS20, 전기비)	1.5	1.2	1.1	1.0	1.2	1.5		1.7	2.4	2.4	1.7	1.3		
시간당 평균임금(전년비)	4.3	4.3	4.8	5.4	5.3	4.9		5.4	5.2	5.6	5.5	5.3	5.1	
소비자심리지수(미시간)	81.2	70.3	72.8	71.7	67.4	70.6		67.2	62.8	59.4	65.2	58.4	50.0	51.5

해외 경제	'21.7월	8월	9월	10월	11월	12월		'22.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
중국														
산업생산 (전년비)	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3		7.5		5.0	-2.9	0.7	3.9	
수출 (°)	19.2	25.4	28.0	26.9	21.7	20.9		16.3		14.5	3.7	16.7	17.9	
주택판매면적증가율(yoy)	21.5	15.9	11.3	7.3	4.8	1.9		-9.6		-13.8	-20.9	-23.6	-22.2	
중국 국채 CDS	38.0	36.6	38.2	49.4	50.8	44.8		45.9	53.6	60.3	69.8	79.8	78.2	82.9
역내외 환율차(역내-역외)	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.00		-0.01	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.00
주가변동성	34.0	31.2	33.6	26.9	33.0	29.1		33.3	33.5					
위안화 내재변동성	5.2	5.2	5.0	5.2	5.1	5.0		4.7	4.6	4.8	5.8	5.9	5.4	5.7
시보 O/N금리 5일 이동평균	2.0	2.0	2.1	1.9	1.9	1.9		1.9	1.9	2.0	1.5	1.4	1.4	1.3
총 사회용자산액증가율(TSF)	10.7	10.3	10.0	10.0	10.1	10.3		10.5	10.2	10.6	10.2	10.5	10.8	
70개도시 부동산 평균가격(신규)	4.1	3.7	3.3	2.8	2.4	2.0		1.7	1.2	0.7	-0.1	-0.8	-1.3	
1선 도시 평균가격(신규)	6.0	5.7	5.3	5.0	4.8	4.4		4.4	4.4	4.3	3.9	3.6	3.3	
모기지/신규대출 비중	27.7	28.2	28.2	29.3	30.4	30.5		18.7	13.4	12.8	11.5	10.5	11.4	
신흥국														
산업생산지수														
브라질	1.4	-0.6	-4.1	-7.8	-4.4	-5.0		-7.3	-4.1	-1.9	-0.5	0.5	-0.5	
인도	11.5	13.0	4.4	4.2	1.0	1.0		2.0	1.2	2.2	6.7	19.6		
러시아	6.8	4.5	6.8	7.6	7.6	6.1		8.6	6.3	3.0	-1.6	-1.7	-1.8	
OECD 경기선행지수														
브라질	103.6	103.2	102.5	101.7	100.9	100.1		99.5	99.1	98.7	98.5	98.3	98.1	
인도	100.6	100.6	100.6	100.5	100.5	100.5		100.4	100.4	100.3	100.2	100.2	100.1	
인도네시아	96.7	96.7	96.8	96.9	97.0	97.0		96.9	96.8	96.7	96.6	96.6	96.4	
러시아	102.1	102.4	102.6	102.8	102.9	103.0		103.0						
제조업 PMI														
브라질	56.7	53.6	54.4	51.7	49.8	49.8		47.8	49.6	52.3	51.8	54.2	54.1	54.0
인도	55.3	52.3	53.7	55.9	57.6	55.5		54.0	54.9	54.0	54.7	54.6	53.9	56.4
인도네시아	40.1	43.7	52.2	57.2	53.9	53.5		53.7	51.2	51.3	51.9	50.8	50.2	51.3
러시아	47.5	46.5	49.8	51.6	51.7	51.6		51.8	48.6	44.1	48.2	50.8	50.9	50.3
국채 CDS														
브라질	173.3	181.8	187.3	215.9	244.7	218.5		219.1	224.1	218.3	217.8	237.2	269.2	303.0
인도	79.8	80.3	71.3	83.0	82.5	87.6		89.6	99.4	111.6	104.6	122.0	120.5	156.8
인도네시아	78.5	75.0	73.0	85.4	82.3	78.3		83.3	97.5	102.6	101.4	121.6	122.6	144.8
러시아	86.5	85.0	81.1	84.9	98.0	120.7		177.6	295.5	2,423.7	11,191.0	8,053.7		
신흥국 통화 및 원자재 지수														
OITP 신흥국 통화지수	123.3	123.6	123.4	124.3	124.8	125.2		124.2	123.9	124.8	124.5	126.8	127.0	129.5
JP Morgan 신흥국 통화지수	56.6	56.3	56.4	55.2	54.0	52.3		52.9	53.3	51.5	52.8	52.3	52.0	50.1
원유가격지수	396.3	370.6	391.7	443.9	428.8	392.7		453.3	498.4	588.0	556.1	593.7	622.1	539.1
곡물가격지수	403.7	418.6	407.6	418.8	442.7	445.0		455.1	483.6	554.8	565.3	576.9	527.7	447.3

주요 국내 경제 지표

해외 경제	'21.7월	8월	9월	10월	11월	12월		'22.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
국내실물														
경기선행지수	101.6	101.4	101.1	100.7	100.4	100.2		100.1	99.8	99.6	99.3	99.4	99.4	
재고출하지수	-9.2	-5.6	4.9	8.5	7.7	8.0		7.1	11.3	11.3	13.4	10.3	19.1	
기업경기실사지수	87.0	87.0	84.0	86.0	86.0	87.0		86.0	85.0	83.0	86.0	86.0	82.0	80.0
장단기금리차(국고 3y-통안1y)	0.5	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5		0.6	0.7	0.8	1.0	1.1	1.0	0.3
광공업생산지수 증가율(yoy)	8.5	10.8	-1.0	5.1	6.7	7.1		4.3	6.4	3.7	3.6	7.4	1.4	
국내금융														
총통화승수(M2/본원통화)	14.4	14.4	14.3	14.1	14.4	14.3		14.1	14.2	14.2	14.0	14.0		
종합주가지수증감률(mom)	-0.1	-2.2	-1.3	-4.8	-0.9	0.8		-4.1	-4.9	-0.9	0.2	-2.8	-5.8	-4.5
국내신용 전년비	11.2	11.6	10.8	11.7	12.0	12.1		12.6	11.7	11.7	12.0	12.4	11.7	
대출행태서베이(신용위험)	10.0	10.0	10.0	11.0	11.0	11.0		12.0	12.0	12.0	26.0	26.0	26.0	38.0
국내금리변동분	-0.3	-0.4	-0.3	0.1	0.2	0.2		0.5	0.8	0.9	1.6	1.9	2.3	2.2
가계신용/GDP	88.3	88.3	88.3	87.7	87.7	87.7		87.3	87.3	87.3				
소비자물가상승률(%)	2.6	2.6	2.4	3.2	3.8	3.7		3.6	3.7	4.1	4.8	5.4	6.0	6.3
대외실물														
경상수지(억달러)	77.1	74.4	105.1	80.1	68.2	60.6		19.2	64.2	70.6	-0.8	38.6		
수출증가율	29.6	34.7	16.9	24.2	31.9	18.3		15.5	21.1	18.8	12.9	21.4	5.2	9.4
원화실질실효환율(BIS)	106.5	105.5	104.4	103.7	104.0	104.3		103.3	102.8	102.0	102.3	102.4	102.0	
교역조건 전년비	-3.2	-5.0	-4.5	-6.4	-10.0	-10.4		-7.0	-7.5	-6.1	-10.6	-10.2	-10.0	
OECD 경기선행지수(전월차)	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1		-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	
"아시아경쟁국 실질실효환율 평가절상압력"	-2.5	-0.9	0.3	2.5	4.0	4.8		4.2	3.5	4.4	4.6	2.0		
대외금융														
외국인자금유출입(억달러)	16.4	-45.5	87.9	34.7	26.6	154.1		89.6	45.7	34.2	86.1	74.3		
외환보유액 전년비(%)	1.0	1.1	0.0	1.1	-1.1	-0.2		-0.3	0.1	-0.9	-1.9	-0.4	-2.1	0.1
단기외채(억달러)	-	-	1,634.8	-	-	1,647.4		-	-	1,749.2				
환율의 역사적 변동성	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3		0.2	0.3	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5

* 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

JULY Day 01	• [Fund Flow] 글로벌 주식 및 채권펀드 유출 지속, 유출폭은 축소 • 스웨덴 정책금리 인상 배경과 전망 • 달러 강세는 신흥국 스태그플레이션 위험을 확대
Day 04	• 주간이슈(7.4): 6월 FOMC 의사록 공개. 통화긴축 항방에 대한 논의를 가능 • 주간 Global Opinions(6.27~7.3) • 주간 Wall Street 인사이트(7.4) • [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(7.4) • 국제원자재시장: 원자재가격, 경기침체 우려가 상승압력을 상쇄
Day 05	• 최근 중국의 주가 반등 현황 및 전망
Day 06	• 글로벌 통화긴축 전환기의 자금흐름 점검 • 국제유가 급락(7.5일)의 의미와 향후 관전 포인트
Day 07	• [은행] 글로벌 은행산업 Case Study: DBS Bank • 6월 FOMC 의사록 평가 및 시사점 • 글로벌 리스크 위치
Day 08	• [Fund Flow] 글로벌 주식펀드 유출 지속, 채권펀드 유입 전환
Day 11	• 중국 중소은행의 잇따른뱅크런, 화이트 스완일까? • 주간이슈(7.11): 미국 6월 CPI, 전고점을 또다시 넘어설지 주목 • 주간 Global Opinions(7.4~7.10) • 주간 Wall Street 인사이트(7.11) • [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(7.11)
Day 12	• [은행] 유럽 은행, 2022 기후 스트레스 테스트 결과 발표
Day 13	• 중글로벌 외화채권 발행여건 점검 • 중국의 외국인 증권자금 유출 배경 및 전망 • 최근 러시아 경제의 상대적 선방 및 시사점 • 유로화의 뺨미달러 등가 일시 도달 관련 해외시각 • 취약국 국가신용등급 하락의 악순환 점검 • 한미 정책금리 역전 가능성 및 자금유출 영향
Day 14	• 국제원유시장, 정말로 공급이 부족한가 • 글로벌 중앙은행들의 외환시장 개입 현황과 시사점 • 미국 6월 소비자물가의 통화정책 및 경제 영향 • '22년 S&P 초청 세미나, 세션별 주요 내용 • 헝가리의 에너지 비상사태 선포 및 시사점 • 러시아의 불모가 된 유럽 천연가스 시장
Day 15	• 유로존 주변국의 재정위기 가능성 점검 • 유로존 핵심 동력인 독일 경제의 추락 • [Fund Flow] 글로벌 주식펀드, 경기침체 논란 속 유출 지속 • 일본 참의원 선거 이후 정책방향 점검 • 중국, '22년 2분기 GDP 성장률 및 향후 전망
Day 18	• 주간이슈(7.18) :ECB, 11년만에 금리인상. 관심은 인상폭과 분절화 대응책 • 최근 아시아 통화 가치 변화 및 시사점 • 주간 Global Opinions(7.11~7.17) • 주간 Wall Street 인사이트(7.18) • [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(7.18)
Day 19	• 미중분쟁 항방 및 국제질서 영향 • 국제금융 INSIGHT • 미국 은행권, 2분기 실적 발표 및 전망

Day 20	• 글로벌 리오프닝 수요의 확대 및 제약 요인 평가 • 최근 스위스프랑화 강세에 대한 평가 및 시사점
Day 21	• 글로벌 반도체 업황 및 국내 외국인 주식자금 영향 점검 • 오미크론 하위 변종 확산과 세계경제 리스크 • 중국 부동산개발업체 부채 리스크 점증 • 최근 중국의 전력난 재발에 따른 리스크 요인 점검
Day 22	• 신흥국 증권자금 유출 동향 및 위험징후 점검 • 노드스트람1 재가동 이후 EU 가스수급 및 영향 평가 • 이탈리아 드라기 총리 사임에 따른 영향 및 평가 • ECB 7월 통화정책회의 결과 및 평가 • [Fund Flow] 글로벌 주식펀드 유출 지속, 채권펀드 유출 전환 • 튀르키예(터키) 리라화 가치 역대 최저 배경 및 전망
Day 25	• 세계경제의 또다른 위험, 글로벌 식량위기 • 주간이슈(7.25) :7월 FOMC 회의, 금번 인상폭과 향후 정책금리 궤적에 주목 • 주간 Global Opinions(7.18~7.24) • 주간 Wall Street 인사이트(7.25) • [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(7.25)
Day 27	• 중국의 부동산 경기 위축 장기화 및 영향 • 한국 2분기 GDP(속보치)에 대한 해외시각 • 최근 주요국의 장기금리 하락 배경과 향후 전망 • 최근 미국 주가와 기업실적 전망 간의 괴리 점검 • 러-우크라 곡물 수출협상 타결 불구 시장반응은 신중 • 최근 주요국 주가에 대한 컨센서스 변화 점검 • 일본경제, 임금상승에 따른 선순환 가능성
Day 28	• 7월 FOMC 결과 및 국제금융시장 영향 평가
Day 29	• [Fund Flow] 글로벌 주식·채권 펀드 유입 전환 • 향후 주요 선진국의 경기침체 가능성 증대 • 미국의 기술적 경기침체 평가 및 전망 • 최근 신흥국의 외환 및 금융시장 불안 대응 현황 • 최근 중국의 모기지 상환 거부 사태와 IB 평가 • 최근 국제수지로 본 외환수급 특징과 시사점
AUGUST Day 01	• 주간이슈(8.1) :경기침체 우려속 미국 7월 고용지표 및 주요국 제조업지수에 주목 • 미국 은행권의 부동산시장 불안 영향 및 대응 • 주간 Global Opinions(7.25~7.31) • 주간 Wall Street 인사이트(8.1) • [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(8.1) • [22.8월] 국제원자재시장: 원자재가격, 상하방요인 혼재로 변동성 장세 지속 예상 • 미국의 반도체 산업 진흥 법안의 주요 내용 및 평가
Day 02	• 글로벌 고용시장 수급 불균형 배경 및 전망
Day 04	• 최근 글로벌 폭염 확대에 따른 세계경제 영향 • 유로존의 경기침체 가능성 점검 및 영향 • 글로벌 리스크 위치
Day 05	• [Fund Flow] 글로벌 주식펀드 유출 전환, 채권은 유입 지속 • 영란은행의 8월 통화정책회의 평가 및 전망
Day 08	• 주간이슈(8.8) :미국 7월 CPI, 연준을 안심시킬 만큼 진정될지 주목 • [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(8.8) • IMF 대외부문 보고서의 한국 관련 평가
Day 09	• 최근 글로벌 주가 움직임에 대한 IB시각 및 평가 • 미국의 기대 인플레이션 동향 및 전망



Korea Center for International Finance

국제금융 INSIGHT



국제금융센터
Korea Center for International Finance