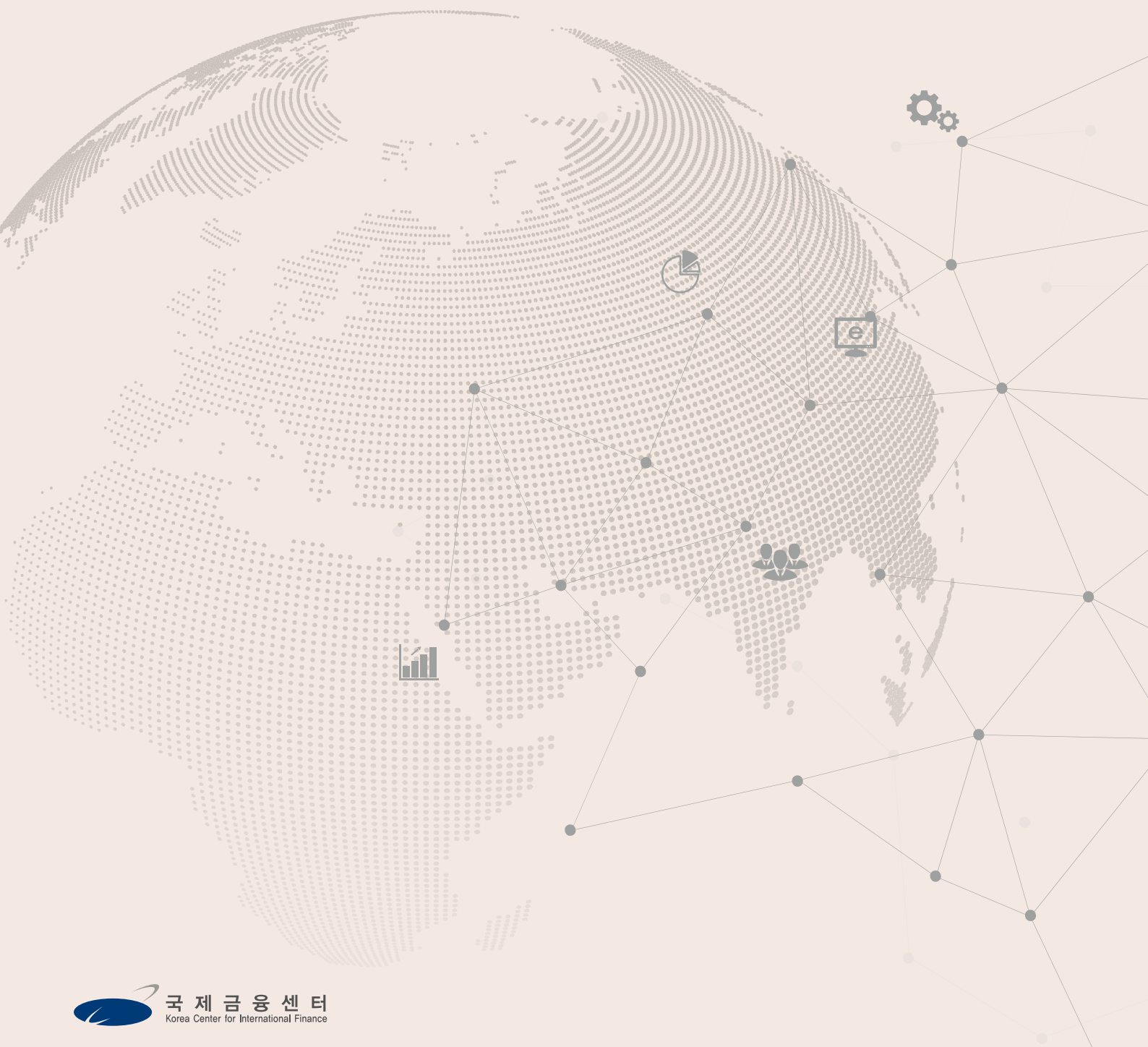


2022 **11** vol. 17

국제금융 INSIGHT



국제금융 INSIGHT

Korea Center for International Finance

CONTENTS

2022. 11_ November
vol. 17

CEO's Letter

동향 & 전망 03

- 세계경제
- 국제 · 국내금융시장
- 글로벌 은행산업

국제금융센터의 시각 15

- 이달의 관전포인트
- 글로벌 리스크 워치
- 관심보고서 다시 읽기

칼럼 51

- 내년 글로벌 경기, 둔화에서 침체로?
정형민 리스크분석본부장

주요 지표 57

최근 발간 보고서 목록 68

발행처
국제금융센터

발행인
이용재

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.

어둠 끝에 한줄기 빛

이용재 | 국제금융센터 원장

쌀쌀해진 바람과 낙엽이 수북히 쌓인 도로를 보면서 추운 겨울이 성큼 다가오는 것을 느끼는 계절입니다. 하지만 이 추위는 비단 날씨 탓만은 아니며 앞으로 다가올 세계경제의 분위기까지 합쳐져 느끼는 것이 아닌가 합니다.

국제금융센터 원장으로 취임한 지 2개월 반이 지났지만 그 동안의 경험 만으로도 현재의 세계경제와 국제금융시장 상황이 매우 엄중함을 충분히 느끼고 있습니다.

상반기 부진했던 미국과 중국 경제가 3분기 들어 반등했지만 이는 잠시뿐이었고 4분기 들어서는 주요 경제지표들이 재차 하락하고 있습니다. 경기상황을 잘 보여주는 PMI 지수에서도 주요국들은 이미 수축과 팽창의 기준인 50을 하회하고 있습니다. 글로벌 물가도 일부 진정되고는 있지만 여전히 높은 수준을 나타내고 있어 연준을 포함한 중앙은행들은 통화긴축의 칼을 놓지않고 있는 상황입니다. 국제금융시장도 혼란한 모습입니다. 세계주가가 주요국 통화긴축 중단 기대와 실망이 교차하면서 큰 폭의 오르내림을 반복하고 있으며, 주요국 금리와 달러화도 정점 여부 논란에 휩싸여 변동성이 확대되고 있습니다. 9월 영국 금융불안에 이어 가상화폐 시장 불안, 중국의 제로코로나 시위 등 돌발 사건도 이어지고 있습니다.

이러한 환경 하에서 내년을 전망하는 저희 국제금융센터의 설명회를 준비하면서도 그 어느 때보다 힘들었습니다. ‘고물가, 고금리, 고환율’의 3중고 상황에서 세계경제와 국제금융시장을 전망하기란 쉽지 않았기 때문입니다. 기나긴 내부 토론 끝에 2023년은 고강도 긴축 파장으로 글로벌 불안정이 지속되는 한 해가 될 것으로 의견을 모았습니다. 실물경제의 위축으로 선진국을 중심으로 경기침체가 예상되며, 나아가 글로벌 전체의 경기침체도 배제할 수 없는 상황입니다. 다만 국제금융시장은 불안정 속에서도 일부 회복세를 모색할 것으로 조심스럽게 전망합니다. 특히 내년에 가장 눈여겨 보아야 할 것은 각국의 통화긴축이 과도하게 이어질 경우 실물경제 뿐 아니라 금융시스템 내 많은 문제들을 야기할 수 있을 지입니다.

2023년을 한 단어로 표현하자면 뷰카(VUCA), 즉, “변동성이 크고(Volatile), 불확실하며(Uncertain), 복잡하고(Complex) 불분명한(Ambiguous) 해”가 적절할 것으로 보입니다. 내년 전망을 내놓았지만 ▲주요국 통화정책 방향 ▲글로벌 통화전쟁 ▲글로벌 달러 유동성 위축 파장 ▲중국 경제 성장 둔화 ▲지정학적 리스크 등 5가지가 여전히 이러한 전망의 방향과 강도를 바꿀 위험요인으로 남아있기 때문입니다. 자세한 설명은 저희 홈페이지를 참고하시기 바랍니다.

내년이 금년보다 좀 더 우울한 해로 전망되어 마음이 편하지는 않습니다만, 또 다른 한편으로 보면 내년 어느 시점에서는 경기침체라는 어둠을 지나 회복의 모습을 볼 수 있을 것이라는 기대도 가져봅니다. 다만 이러한 회복까지의 여정은 여전히 험난해 “Bumpy road to recovery”가 되겠지만 그래도 회복의 첫 발판을 찾아보는 한 해가 되었으면 합니다. 감사합니다.

01

동향 & 전망

- 세계경제
- 국제 · 국내금융시장
- 글로벌 은행산업



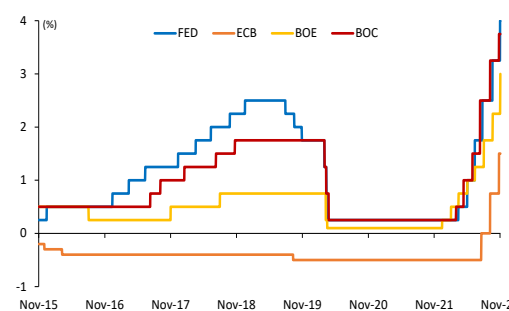
세계경제

세계경제

경기지표 일부 개선 불구 통화긴축 지속, 지정학 불안 등 경기침체 위험 상당

- 美·中 3분기 성장률 반등 등 아직 성장세 유지 양상이나, 금리상승에 따른 성장 모멘텀 둔화, 연말 유럽 경기침체 진입 가능성 등으로 글로벌 경기하강 불가피(JPM)
- － 경기침체 우려로 긴축 속도 조절 소지 있으나, 美 연준, ECB 등 물가안정 의지 지속 천명

그림1 글로벌 주요국 정책금리 추이



자료: Bloomberg

그림2 주요국 성장률 전망치

글로벌		미국				유로존			
'22년	'23년	4Q	1Q	'22년	'23년	4Q	1Q	'22년	'23년
3.1	2.3	0.7	0	1.8	0.2	-1.7	-1.4	3.1	-0.2
(0.1)	(-)	(-)	(-)	(0.1)	(-0.1)	(-)	(0.5)	(-)	(-)
신중국		중국				일본			
'22년	'23년	Q3	Q4	'22년	'23년	Q3	Q4	'22년	'23년
3.6	3.6	3.4	3.1	3.1	4.9	2.4	1.3	1.6	1.4
(0.1)	(-0.1)	(0.1)	(-0.1)	(0.1)	(-0.1)	(-0.1)	(0.1)	(-)	(0.1)

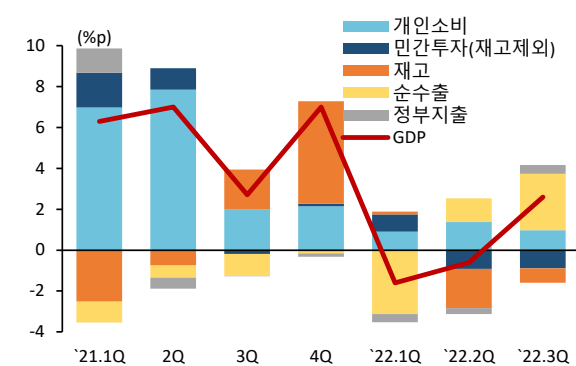
자료: 8개 IB 평균. 주: 10월말 기준. 괄호는 전월대비 변화(%p)

미 국

3분기 성장률 반등 불구 연준 고강도 긴축에 따른 경기침체 우려 지속

- 3분기 실질 GDP 성장률이 2.6%(qoq saar)로 3분기만에 반등했으나, 순수출이 성장을 견인했으며 민간투자는 주택부문을 중심으로 대폭 부진했다는 평가
- － 특히 순수출, 재고 및 정부부문을 제외하고 경제의 기저 흐름을 나타내는 국내민간 최종판매 증가율('21.4Q 2.6% → '22.1Q 2.1% → 2Q 0.5% → 3Q 0.1%)이 둔화기조 지속
- 연준 금리인상은 12월 이후 감속될 가능성이 있지만 물가강세(근원 CPI 8월 6.3% → 9월 6.6%, yoy), 고용 견조(실업률 9월 3.5%) 등 감안시 단기간 내 완화기조로의 선회 가능성 미미

그림3 미국 GDP 부문별 기여도 추이



자료: Bloomberg

그림4 주요 IB 미국 정책금리 전망

	'22Q4	'23Q1	'23Q2	'23Q3	'23Q4
JPM(10.28)	4.50	4.75	4.75	4.75	4.75
Citi(10.28)	4.50	4.75	4.75	4.75	4.75
BoFA(10.28)	4.50	5.00	5.00	5.00	4.75
GS(10.24)	4.50	5.00	5.00	5.00	5.00
Barclays(10.28)	4.75	5.25	5.25	5.00	4.50
Nomura(10.28)	4.75	5.50	5.50	5.25	4.75
DB(10.17)	4.75	5.00	5.00	5.00	4.00
중간값	4.50	5.00	5.00	5.00	4.75
연준	4.50	-	-	-	4.75

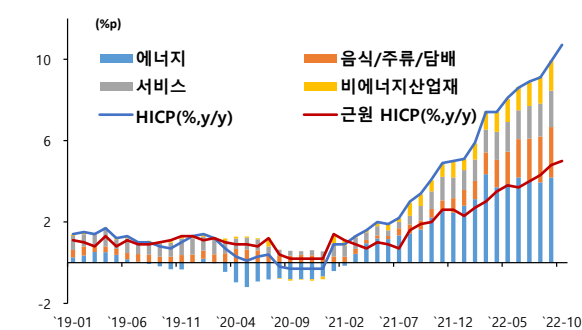
자료: 8개 IB 평균. 주: 10월말 기준. 괄호는 전월대비 변화(%p)

유로존

고물가 및 고강도 통화긴축 지속 등으로 기술적 경기침체('22.4Q~'23.1Q) 예상

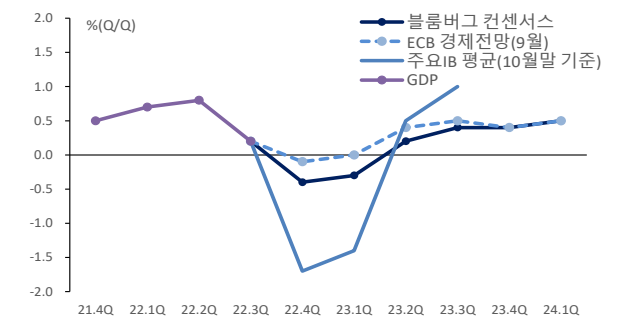
- 3분기 성장세(0.2%, qoq) 예상(0%)보다 양호(獨 호조, 리오프닝 효과)했지만 고물가(10월 10.7%)에 따른 실질소득 감소, 에너지 집약산업 생산차질 등 본격화되며 4분기 이후 역성장 전망
- － 예상보다 온난한 기후와 가스 확보(저장고의 94.7%) 등으로 최근 에너지 가격이 하락세(10월 중 TTI 선물 -50.4%)이나 지정학적 요인과 공급원 추가 확보 여부 등 불확실성 지속
- ECB 10월 회의의 물가 외 성장 위험 고려 언급 등 긴축속도는 완화(시장 최종금리 예상 회의 전 3.1%→후 2.6%)될 수 있으나 금리인상은 내년 상반기까지 지속 가능성
- － 내년에도 고물가가 지속될 위험이 있어 상방위험 잠재(IB들은 2.5~3.5%로 전망)

그림5 유로존 소비자 물가 및 기여도



자료: Eurostat

그림6 유로존 분기별 성장률 전망



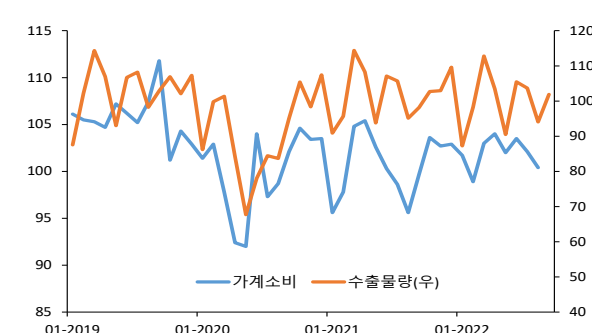
자료: Bloomberg, ECB, 주요IB

일 본

정부의 종합경제대책 등에 힘입어 내수 중심의 완만한 회복세 지속 전망

- 일본정부는 고물가 대응과 경기진작을 위해 재정지출 39조엔(GDP의 7.2%), 사업규모 71.6조엔의 대규모 종합경제대책을 발표(10.28일)
- － 경제대책은 총수요부족(GDP Gap -2.7%, 내각부) 만회 기여하나, 물가상승으로 인한 소비심리 위축, 세계경기 하강에 따른 수출 둔화 등 경기는 대체로 회복 예상
- － 엔화 약세 불구 통화완화 유지 전망(Nomura 등) 중론이나, YCC 조정 가능성 등 일부 제기(JPM 등)

그림7 일본 실질가계소비 및 수출물량



자료: CEIC. 주: 소비는 '20년, 수출은 '15년 기준(100)

그림8 엔화 환율 추이



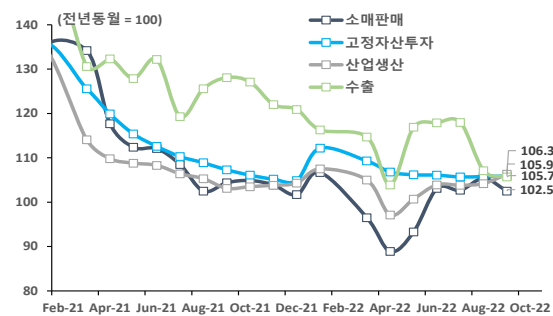
자료: Bloomberg

중국

경기 반등 조짐 불구, 지역별 코로나 재봉쇄 등으로 경기 회복력 약화 우려

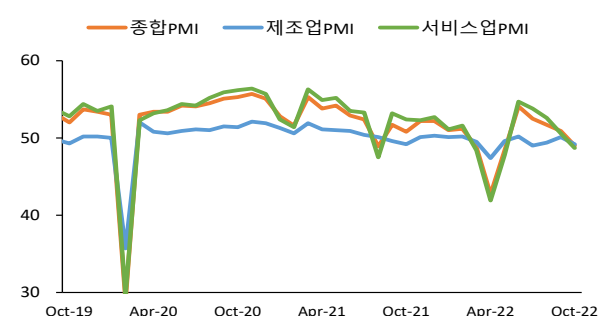
- 3분기 성장률이 3.9%로 예상치(3.3%)와 전분기(0.4%)를 크게 상회. 9월에는 소비(5.4%→2.5%, yoy), 수출(7.1%→5.7%) 증가율이 둔화되었으나 생산(4.2%→6.3%), 투자(5.8%→5.9%, ytd)가 개선
- 당국의 인프라 투자 확대 등 경기부양 조치 불구, 공산당 당대회를 전후로 코로나 봉쇄를 지속하면서 10월 제조업 PMI가 49.2로 기준선(50)을 하회(서비스업 48.7)
 - 다만, 일각에서 제로코로나 정책의 완화 기대도 제기되고 있어 향후 정책 변화에 따른 내수 회복 및 부동산시장 개선 여부 등을 지켜볼 필요

그림9 중국 생산/소비/투자/수출 지표



자료: CEIC, Bloomberg

그림10 중국 PMI 추이



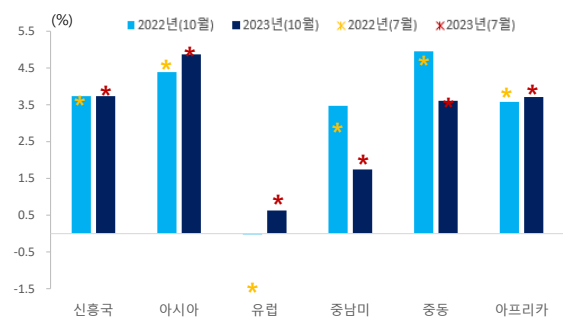
자료: CEIC

신중국

대외수요 위축에 따른 수출 부진과 높은 금리 부담 등으로 경기둔화 우려 지속

- 신흥경제는 부채 누적 속 통화긴축과 달러화 강세 등에 따른 대내외 차입비용 상승, 재정여력 축소 등으로 압박이 상당(IMF, '23년 신흥국 경제성장률 전망치 3.9% → 3.7%로 0.2%p 하향조정)
 - 아시아가 여전히 신흥국 성장을 주도하겠으나, 높은 무역의존도 등이 회복세를 제한
 - 중동의 경우 원유가격 안정에 따른 경상수지 흑자폭 감소, 중남미는 재정건전성 악화 등 우려. 유럽 신흥국은 러-우 전쟁 장기화 여파 등이 주된 불안요인으로 작용

그림11 신흥국 지역별 경제성장률 전망치 변화



자료: IMF

그림12 Citi 아시아 신흥국 금융여건지수 추이



자료: Citi, Bloomberg

세계 주요국 경제지표 전망

경제성장률(%)

(10월말 기준)

	분기별				2022f	2023f
	22.4Q	23.1Q	23.2Q	23.3Q		
세계경제					3.1	2.3
미국	0.7	0.0	-0.4	-0.5	1.8	0.2
유로존	-1.7	-1.4	0.5	1.0	3.1	-0.2
중국	3.4	3.1	6.8	4.7	3.1	4.9
일본	2.4	1.3	0.7	0.5	1.6	1.4

*분기별 전망: QoQ 연율 %, 중국은 YoY

아시아 주요국 경제지표 전망

(10월말 기준)

	경제성장률(%)			물가(CPI, %)			경상수지(% of GDP)		
	2021f	2022f	2023f	2021f	2022f	2023f	2021f	2022f	2023f
한국	4.1	2.4	1.4	2.5	5.2	3.2	4.9	2.6	2.6
대만	6.6	2.9	2.1	2.0	3.0	1.8	14.7	12.9	12.1
홍콩	6.3	-1.0	3.7	1.6	2.0	2.0	9.5	5.2	4.3
인도	8.7	6.9	5.8	5.6	6.5	5.2	-1.2	-3.4	-2.7
인도네시아	3.7	5.3	4.5	1.6	4.6	4.9	0.3	0.5	-0.7
말레이시아	3.1	8.1	4.0	2.5	3.4	3.1	3.8	2.0	2.1
필리핀	5.7	6.6	5.3	4.0	5.3	4.1	-1.6	-4.9	-4.1
싱가포르	7.6	3.6	2.0	2.3	6.1	4.1	17.1	15.5	15.2
태국	1.5	3.3	3.8	1.2	6.3	2.9	-2.1	-2.7	2.1
베트남	2.5	7.2	5.9	1.8	3.4	3.8	-1.6	-1.0	1.7

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

국제금융시장

국제금융시장은 연준의 통화긴축 속도 및 최종금리 수준에 주목하며 위험회피 성향 일시 완화

주식

세계주가는 연준의 통화긴축 감속(pivot) 가능성에 대한 기대로 반등. 반면, 신흥국은 범중국권(상해 -0.7%, 홍콩 -8.1%, 대만 -2.4%)을 중심으로 약세(9월말 대비 전세계 +4.4%, 미국 S&P +4.9%, 유럽 +6.6%, 신흥국 -0.1%)

○ 11월 FOMC에서 매파적이었던 파월 의장의 발언 이후 최근의 주가 반등 동력은 약화되었으나 긴축 사이클 후반부 인식은 계속될 전망

채권

美 장기금리(10년)는 예상을 상회한 9월 CPI, 파월 의장의 매파적 입장 유지 등으로 상승세를 지속하여 '08년 이후 처음으로 4%대 돌파(4.10%, +27p)

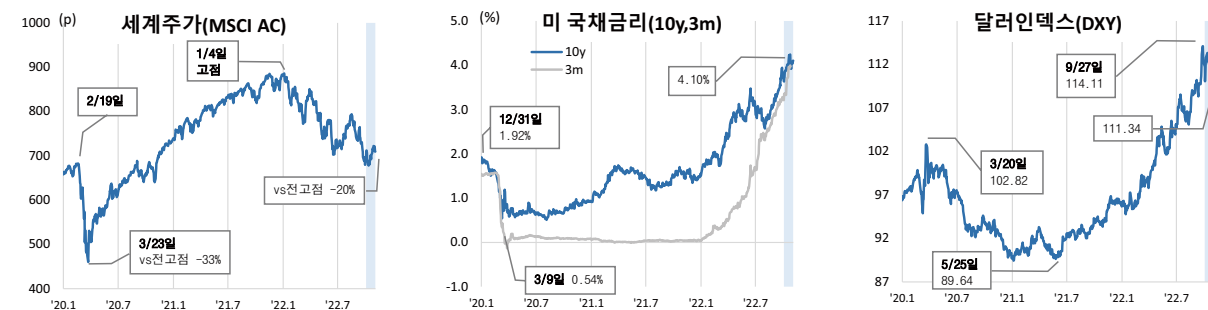
○ 연준의 금리인상 속도 조절, 경기둔화 전망 등으로 장기금리가 추가 급등할 가능성은 낮지만, 물가 하방경직성 우려, 시장 유동성 저하 등으로 연말까지 높은 변동성 예상(장기금리 전망치: '22년말 3.79%, '23년 1분기말 3.72%, 8개 IB 평균)

외환

美 달러화는 연준의 3연속 자이언트 스텝 불구 금리인상 속도 둔화 기대, 일본 등 주요국 시장개입 등으로 약세(-0.2%). 엔화는 32년만에 최저(151.94)후 약세 폭 축소(-1.7%)

○ 달러화는 경기침체 확률이 감소하고 고인플레이가 지속되는 가운데 연준의 긴축의지 재확인으로 주요국과의 금리차 확대가 부각되면서 당분간 강세 기조 지속 전망

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



자료: Bloomberg. 음영구간은 10/1일~현재

국내금융시장

국내금융시장은 원화 단기자금시장 불안 등으로 대외 시장에 비해 신중

주식

코스피는 IT를 중심으로 한 내년도 이익 전망치 하락세에도 불구하고, 긴축 속도 조절 기대에 따른 세계증시 상승과 외국인 매수 등으로 반등(6.4%)

○ 코스피 상승세가 지속되기 위해서는 달러 약세가 뒷받침될 필요가 있으나, 연준의 통화긴축 지속, 경기침체 확률 상승을 감안하면 여건은 다소 부정적

채권

국고채 금리(3년)는 원화 단기자금시장 불안이 해소되지 않았음에도 당국 시장 안정조치 발표 등으로 하락(-9bp, 4.10%). 반면 CDS는 확대(+11bp)

○ 최근 한국 경제지표 둔화(10월 수출 감소, 무역수지 적자폭 증가 등) 및 단기자금시장 스트레스 징후 등을 고려할 때 11월 금리인상은 25bp에 그칠 전망. 국내 신용시장 불안 심화시 금리인상 사이클의 조기종료 가능성도 제기(GS, Nomura 外)

외환

원화는 연준의 긴축 속도 조절 기대에 따른 글로벌 달러화 조정, 주가 반등 및 10월 중 외국인 주식 순매수 전환 등으로 달러대비 소폭 강세(+0.7%)

○ 원화는 10월 FOMC 매파적 기조 확인에 따라 달러화 강세가 이어지고 7개월 연속 무역수지 적자, 국내 단기자금시장 불안 등으로 약세 압력이 우세할 가능성

증권자금

외국인 주식 순매수 전환(9월 -2.5조원 → 10월 +3.1조원, 연간 -13.4조원). 채권 소폭 순투자되며 순회수 기조 둔화(-1.0조원 → +0.02조원, 연간 +9.1조원)

○ 주식+채권(조원): ('20년) +1.3 → ('21년) +38.6 → ('22.1분기) +0.3 → (2분기) -11.7 → (7월) +5.4 → (8월) +2.1 → (9월) -3.5 → (10월) +3.1

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



자료: Bloomberg. 음영구간은 10/1일~현재

글로벌 은행산업

글로벌은행부

주요 투자은행 환율 전망(11.21일 기준)

		3개월	6개월	9개월	12개월
엔화	평균* 최고/최저	145.40 155/135	144.50 155/135	140.86 148/130	137.22 147/125
유로화**	평균 최고/최저	0.9750 1.03/0.93	0.9863 1.04/0.90	1.0129 1.06/0.97	1.0433 1.09/0.99
위안화	평균 최고/최저	7.2430 7.55/6.60	7.2250 7.50/6.55	7.1657 7.50/6.50	7.0444 7.40/6.60

* 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.Q4	23.Q1	23.Q2	23.Q3	current*	22.Q4	23.Q1	23.Q2	23.Q3
Bank of America	10/31	3.25	4.50	5.00	5.00	5.00	4.05	3.65	3.45	3.25	3.10
Barclays	10/27	3.25	4.75	5.25	5.25	5.00	3.92	3.70	3.60	3.50	3.40
Citi	10/28	3.25	4.50	4.75	4.75	4.75	4.01	3.60	3.60	3.60	3.60
Goldman Sachs	10/29	3.25	4.50	5.00	5.00	5.00	4.01	3.75	3.90	4.00	4.00
HSBC	10/5	3.25	4.50	4.75	4.75	4.75	3.75	3.70	3.70	3.13	2.57
JP Morgan	10/28	3.25	4.50	4.75	4.75	4.75	4.01	4.20	4.05	3.85	3.80
Nomura	10/29	3.25	4.75	5.50	5.50	5.25	4.01	3.70	3.40	2.50	2.50
Wells Fargo	10/21	2.25	4.50	5.00	5.00	5.00	4.22	4.05	4.05	3.90	3.75
평균			4.56	5.00	5.00	4.94		3.79	3.72	3.52	3.34
최고			4.75	5.50	5.50	5.25		4.20	4.05	4.00	4.00
최저			4.50	4.75	4.75	4.75		3.60	3.40	2.50	2.50

* current rate는 전망일 현재 Bloomberg 중가

Eurozone											
전망일		Deposit Rate					10 Yr Bund				
		current*	22.Q4	23.Q1	23.Q2	23.Q3	current*	22.Q4	23.Q1	23.Q2	23.Q3
Bank of America	10/31	1.50	2.00	2.50	2.50	2.50	2.14	1.90	1.80	1.75	1.70
Barclays	10/27	1.50	2.00	2.50	2.50	2.50	1.96	1.90	2.00	1.90	1.80
Citi	10/28	1.50	2.00	2.50	2.50	2.50	3.10	2.30	2.35	2.40	2.45
Commerzbank	10/17	1.50	2.25	3.00	3.00	3.00	2.27	2.50	2.40	2.00	1.80
Goldman Sachs	10/29	1.50	2.00	2.75	2.75	2.75	2.10	2.50	2.75	2.75	2.75
HSBC	10/5	1.50	2.00	2.25	2.25	2.50	2.03	2.30	2.45	2.25	2.00
JP Morgan	10/28	1.50	2.00	2.25	2.25	2.25	2.10	2.10	1.50	1.35	1.25
UBS	10/17	1.50	2.00	2.25	2.25	2.25	2.27	1.75	1.75	1.75	1.60
평균			2.03	2.50	2.50	2.53		2.16	2.13	2.01	1.92
최고			3.25	3.00	3.00	3.00		2.50	2.75	2.75	2.75
최저			2.00	2.25	2.25	2.25		1.75	1.50	1.35	1.25

* current rate는 전망일 현재 Bloomberg 중가

** 빨간색: 금리전망 상향조정/ 파란색: 금리전망 하향조정

미국·유럽 은행들, 3분기 실적 공개

- 미국 대형은행들은 3분기 JPMorgan(-17%,yoy), Wells Fargo(-31%), Citi(-25%) 등 이익 감소 폭이 시장예상보다 양호. 순이자이익NII 호조 등에 기인(JPM +34%, WF와 Citi는 '19년 이후 최고)
 - 한편 투자은행 수입(-55%) 의존도가 큰 Morgan Stanley의 경우 3분기 이익이 30% 감소해 시장예상을 하회
 - 또한 JPM(\$8.08억), Wells Fargo(\$3.85억), Citi(\$3.7억) 등은 모두 3분기에 대손충당금을 적립하면서 향후 잠재적 경기침체로 인한 충격에 대비
- 대다수 유럽 은행들은 ECB, BoE 등의 정책금리 인상 수혜로 3분기 순이자이익이 전년 대비 두자릿수 이상 증가. 순이익은 은행별로 혼조(Deutsche Bank +192%, HSBC -41.7% 등)
 - 순이자이익: Deutsche Bank €36.6억(+32%, yoy), HSBC \$85.8억(+29.8%), Santander €100억(+18.8%), StanChart \$19.3억(+11%), Barclays £42.9억(+10%) 등

Credit Suisse, 3분기 실적 부진 속 대규모 구조조정 계획 발표

- 3분기 CHF40.3억(약 \$41억)의 순손실을 기록. 한편 투자은행 구조조정 계획을 발표하고 증자를 통한 CET1자본비율 개선을 모색(12.6% →14%)(10.27일)
 - △First Boston 브랜드를 부활시키고 그 산하로 자본시장 및 자문부서 분사spinning off △\$40억 증자capital increase △향후 3년간 9,000명 감원 △증권화상품그룹 자산 매각 △고위험자산 보유 및 청산wind down을 위한 자본방출상품부(일종의 배드뱅크) 설립 등
 - Credit Suisse는 Goldman Sachs, Citi, JPMorgan, Santander, BNP Paribas 등 20개 은행들을 대상으로 \$40억 증자를 위한 컨소시엄에 참여하도록 권유(Bloomberg)
- S&P는 Credit Suisse의 손실회복 노력에 상당한 집행리스크가 있다고 지적하고 구조조정 계획에도 의구심을 제기하며 신용등급을 BBB에서 BBB-(정크등급 윗단계)로 강등(11.2일)

유럽 5개국 은행권, 신용등급 전망 부정적으로 하향

- Moody's는 독일, 이탈리아, 체코, 헝가리, 폴란드, 슬로바키아 은행산업에 대한 전망을 '안정적'에서 '부정적'으로 하향조정. 반면 영국과 오스트리아는 '안정적'으로 유지
 - 에너지 위기 등으로 인한 경제 충격으로 은행의 대출 건전성, 수익성 및 자금조달 여건이 악화될 것으로 예상된다고 지적
- 한편 Fitch는 고금리에 따른 신용 및 자금조달 비용 증가가 내년 영국 은행권의 재무제표에 타격을 주며 신용등급 하락 요인으로 작용할 수 있다고 지적

미국 금융권, 리스크 식별 및 완화 개선이 최우선 과제

- U.S. Bank가 금융권 CFO들을 대상으로 한 서베이에서 이들의 30%가 리스크 식별 및 완화 방안 개선을 가장 시급한 업무로 인식. '21년에는 18%에 불과

- 매출성장을 최우선과제로 뽑은 CFO는 전체 응답자의 21%로 전년(35%)보다 하락, 또한 CFO들이 뽑은 최대 위협요인에는 인재 부족(40%), 기술 변화 및 디지털 혁신 속도(36%), 높은 인플레이션(34%) 등이 포함
- 한편 미국 은행 경영진들(약 450명) 중 63%는 정책금리가 정점에 도달하는 시기를 내년 상반기로 예상, 25%는 올해 말, 11%가 내년 하반기 중으로 전망(IntraFi Network)

금융시스템 내 감춰진 레버리지 위험성 경고

- 자산운용사 Amundi의 CIO는 금융위기 이후 규제 강화로 은행산업의 안정성은 개선되었으나 전체 금융시스템의 레버리지는 파악하기 어려운 상황이라고 지적
- 그간의 저금리 하에 레버리지 문제가 금융시스템에서 자산운용사, 보험사 및 연기금 등 규제가 덜 한 비은행권으로 옮겨간 것으로 보임

뉴질랜드중앙은행 RBNZ, 은행권 스트레스 테스트 결과 발표

- 뉴질랜드 은행들은 고물가·역성장으로 촉발된 침체 상황('21년 11월 최고점 대비 주택 가격 -47%, 주가 -38%, 실업률 9.3%, 기준금리 5.5%, 모기지금리 8%, 성장률 -5%)을 잘 견딜 것으로 보고
- 침체 시나리오 하에서 은행들은 대손비용이 향후 4년간 \$280억(지난 4년 \$17억) 발생해 완충 자본 감소로 이어지겠으나 여전히 최소 규제수준 이상을 유지

서구 대형은행들, 핀테크기업 등과의 협업 강화

- BofA는 핀테크 Banked Ltd.와 파트너십을 통해 온라인 결제 솔루션 Pay by Bank 내 유료화 결제 서비스 출시, 프랑스·독일·스페인에서 처음 출시하고 내년 추가 확대 계획
- Deutsche Bank의 경우 핀테크 Fiserv와 협력해 독일에서 Vert라는 중소기업 대상 온라인 결제수락 및 은행서비스 관련 벤처기업을 설립
- Wells Fargo는 구글 클라우드의 인공지능을 활용해 가상비서인 Fargo의 기능을 강화
 - 고객들은 Fargo를 이용해 직불카드를 활성화 또는 비활성화하고, 신용한도를 확인 할 수 있으며, 낱자·금액·유형별로 특정 거래 검색도 가능

BNY Mellon, 미국 대형은행 최초 가상자산 수탁업무 시작

- BNYM은 앞으로 더 많은 고객들에게 가상자산 보관 서비스를 확대할 방침, 이에 디지털자산 전문 은행 Custodia Bank은 금융당국의 이번 수탁업무 허가에 강력 반발
- 주요 디지털 은행들도 약세장 속 가상자산 서비스를 강화, 독일 디지털 은행 N26은 수주 내 오스트리아를 시작으로 'N26 Crypto'라는 가상자산 거래 서비스를 시작할 방침
 - 브라질 최대 디지털 은행인 Nubank의 경우 내년 브라질, 콜롬비아 및 멕시코에서 자체 토큰인 'nucoin'을 출시할 계획, 내년 상반기 7천만명의 사용자를 예상

참고 국내외 은행산업 주가 및 CDS



지역	은행	주가(%)					CDS(bp)				
		'21년중	'22.8월중	'22.9월중	'22.10월중	'22년중(YTD)	'21년 말	'22.8월 말	'22.9월 말	'22.10월 말	전년말 대비
미국	JPMorgan	24.6	-0.9	-8.1	19.0	-24.6	48	87	110	94	46
	BofA	46.8	0.2	-9.7	17.7	-26.4	49	91	116	100	51
	Wells Fargo	59.0	0.5	-7.3	10.9	-15.4	51	87	110	93	42
	Citi	-2.1	-3.6	-14.7	9.3	-29.9	57	102	134	117	60
	Goldman Sachs	45.1	0.5	-11.6	13.5	-14.0	63	113	144	125	62
	평균	34.7	-0.7	-10.3	14.1	-22.1	54	94	76	106	52
유럽	HSBC	18.4	-3.5	-12.6	-5.3	-8.3	34	70	87	94	60
	BNP Paribas	41.0	-6.1	-8.2	8.4	-26.7	33	70	87	80	47
	Credit Agricole	21.6	-6.3	-10.1	7.9	-32.1	30	65	81	74	44
	Deutsche Bank	23.1	-7.2	-9.5	25.2	-20.7	45	125	158	132	87
	Santander	15.9	-3.7	-1.3	5.2	-14.6	36	82	98	86	50
	Barclays	27.5	-1.2	-14.4	2.1	-28.7	53	123	141	133	80
	Societe Generale	77.4	-5.2	-11.6	7.6	-30.9	37	78	98	93	56
	평균	32.1	-4.7	-9.7	7.3	-23.1	38	82	88	99	61
일본	MUFG	37.0	3.5	-9.2	5.3	0.2	29	49	56	55	26
	SMBC	23.7	3.4	-4.4	-0.9	-1.2	27	48	57	58	31
	평균	30.3	3.4	-6.8	2.2	-0.5	28	52	49	56	28
중국	공상은행	-7.2	-0.9	0.0	-2.3	-10.3	59	94	128	139	80
	중국은행	-4.1	-0.7	1.6	-1.0	-2.5	56	93	132	138	82
	평균	-5.7	-0.8	0.8	-1.6	-6.4	57	100	93	139	82
한국	KB금융그룹	26.7	-0.6	-7.3	4.1	-14.2	22	33	59	66	44
	신한금융지주	14.8	1.4	-3.2	3.2	-2.8	24	36	59	66	42
	하나금융지주	21.9	2.6	-6.0	9.2	-4.8	22	36	61	67	45
	우리금융지주	30.5	4.2	-6.6	3.9	-9.5	22	35	61	68	46
	평균	23.5	1.9	-5.8	5.1	-7.8	22	44	35	67	45

자료: Bloomberg, 주: 한국 주가는 금융그룹 또는 금융지주 기준, CDS는 은행 기준



02

국제금융센터의 시각

- 이달의 관전포인트
- 글로벌 리스크 워치
- 관심보고서 다시 읽기



주요국 통화정책의 향방

김희진 | 책임연구원

'23년은 주요국의 통화긴축 강도가 완화되고 최종금리 불확실성도 겹쳐갈 것으로 예상되나 물가 및 경기 향방에 따라 긴축 수준이 어디까지 지속될지 불확실

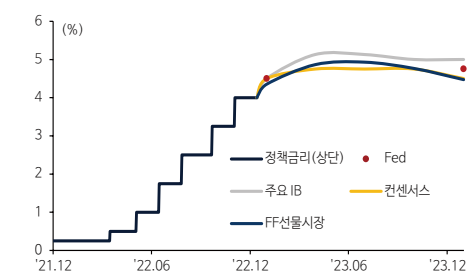
□ [현황] 미국 등 선진국들은 물가안정을 위해 40년래 가장 가파른 속도로 금리인상을 단행

- 미국은 3월~11월 총 3.75%p 인상해 '80년대 이후 가장 빠른 속도로 금리를 인상. 12월에도 최소 50bp를 올릴 경우 금리 인상폭이 4.25%p가 되어 '79년과 '80년의 4%p를 상회
- 유로존도 7월 이후 2.0%p를 인상해 '14년 이후 유지되어 온 마이너스 정책금리에서 탈피. 반면, 일본은 엔화 약세 심화 불구 저물가 탈피를 위해 완화적 통화정책 기조를 지속

□ [전망] 내년 통화정책 향방은— ① '22년말 이후 통화긴축 “감속” ② 주요국 간 긴축강도 “차별화” ③ 내년 상반기 긴축 “정점”— 세 가지 키워드로 요약

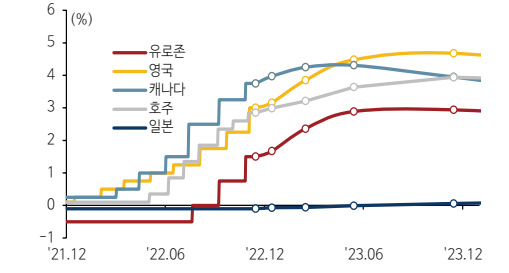
- 금년 12월부터 美 연준의 금리인상폭이 75bp에서 50bp로 낮아질 전망. 호주를 제외하고 내년 6월까지의 주요국의 최종금리가 고위평탄면에 진입하는 것으로 예상
 - 미국의 정책금리 상단은 약 5%로 예상되며, 미국이 가장 높은 금리수준을 유지하는 가운데 경기침체 우려로 ECB와 BoE는 시장 예상보다 긴축강도가 완만할 소지
 - 그러나 긴축 정점 도달 이후의 통화정책 경로에 대해서는 아직 컨센서스가 부재. 물가 경로의 불확실성이 아직 남아있어 통화정책의 방향성이 정해지지 않은 상태
 - JP Morgan의 서베이에 따르면 “10월 CPI가 변곡점이 확실한지?”를 두고 50%는 물가가 확실히 고점을 지났다고 평가한 반면 나머지 50%는 아직 확신하기 곤란하다고 대답
- 아울러 내년에는 미 연준, ECB, BoE의 양적긴축(QT)이 확대될 전망. 이에 다른 글로벌 유동성 축소가 예상되나 금융시스템 위험 고조시 QT의 조기 축소 가능성도 제기
- 주요국 통화긴축 강도가 적정수준에 비해 과도하거나(overshooting) 미달하는(undershooting) 상황이 발생할 위험도 존재. 전자는 미국의 경우, 후자는 유로존과 영국, 일본 등이 해당

그림1 연준의 정책금리 경로 비교



자료: Bloomberg, 주요 IB

그림2 금융시장 반영 주요국 정책금리 전망



자료: Bloomberg

이달의 관전포인트

글로벌 통화 전쟁

김희진 | 책임연구원

'23년에는 투자자들의 관심이 인플레이션에서 경기침체로 이동하면서 자국통화 방어에 주안점을 두는 역(逆)환율전쟁이 전년보다 완화될 것으로 기대

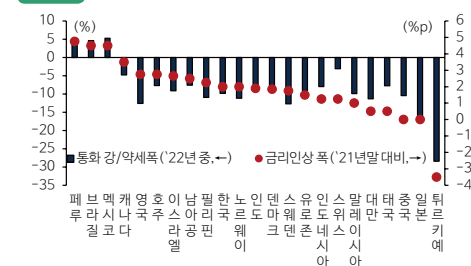
□ [현황] 올해 세계경제는 △고물가 △고금리 △고환율 등 3고 현상으로 어려움이 가중

- 금년 들어 달러화 초강세로 여타 통화들은 약세를 면치 못하며 신흥국 중심의 자국통화 약세 방어가 이어지며 소위 '역(逆)환율전쟁(reverse currency war)'이 격화
 - 미국 외 국가들은 과거 수출경쟁력 제고를 위해 자국통화 강세를 억제하던 데서 "약세 억제"로 전환. 환율 상승(수입물가↑)으로 인한 미국의 인플레이션 전이를 방어
 - 금년 들어 자국통화 방어 위해 주요국 외환보유액이 '21년말 12.0조달러에서 '22.9월말 10.7조달러로 감소

□ [전망] 내년에도 역환율전쟁의 여파는 계속 이어질 것이며, "환율 방어"와 "대외건전성 유지"라는 두 마리의 토끼를 모두 잡기 위한 중앙은행의 정책적 고민이 깊어질 전망

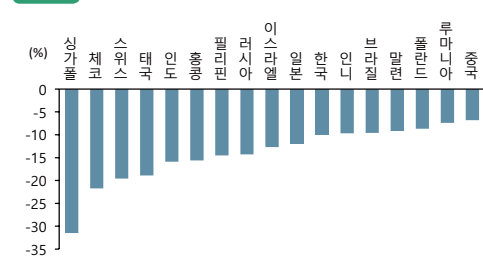
- 금년 들어 주요국 중앙은행들은 '금리인상'과 보완책인 '외환시장 개입'으로 자국통화 약세를 방어. 외환시장 개입은 외환보유액의 급감을 불러와 대외건전성 악화 소지
 - 외환시장 개입 재원을 마련하기 위한 공격적인 美 국채 매도는 국채시장의 유동성과 가격에 부정적 영향을 줄 가능성. 또한 각국의 외환시장 변동성이 여타 자산시장 변동성으로 확대 전이될 우려
- 물가안정을 위한 미국의 강달러 선호(엘렌, 바이든)와 여타국의 인플레이션 수입 방어를 위한 강달러 억제 정책이 엇갈리면서 국제 외환시장 공조가 어려울 전망(9.22일 이후 BOJ 단독 개입)
- 한편, 내년 미국 경제가 리세션에 진입할 경우 추가 금리인상 전망이 약화되면서 달러강세 지속 여부가 불투명. 이에 따라 강달러로 촉발된 역환율전쟁이 다소 누그러질 가능성
 - ICE와 CME 선물시장에서 달러화의 포지션은 역사적 롭포지션 상태. 내년 미 연준의 통화긴축 사이클에 변화가 감지되는 시점에는 달러화 포지션이 조정될 가능성

그림3 주요국 금리인상폭과 통화 강/약세 추이



자료: Bloomberg

그림4 '22년중 주요국 외환보유액 감소율 추이



자료: Bloomberg

글로벌 달러 유동성 위축의 파장

황원정 | 책임연구원

연준의 가파른 금리인상과 양적 긴축의 동시 진행으로 달러 유동성이 예상보다 빠르게 위축될 가능성. 유동성 악화 시 경기하방위험 악순환 및 부채 위기 촉발 등이 우려

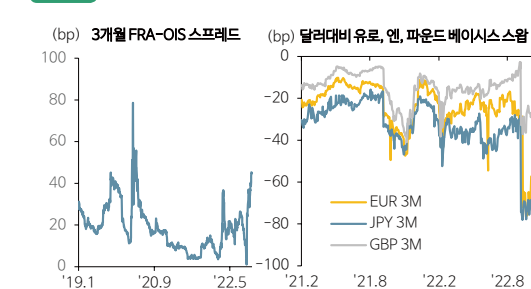
□ [현황] 9월부터 달러 유동성 관련 스왑 시장의 주요지표들이 불안. 채권발행 등 직접조달경로 및 은행대출을 통한 간접조달경로에서도 악화 조짐

- (유동성지표) 단기자금시장지표인 FRA-OIS스프레드는 '20.4월 이래 최고치를 기록. 달러 스왑스프레드 및 은행CDS는 코로나 사태 고점 근방에 위치하며 통화간 유동성교환지표인 달러-유로, 달러-엔 베이스스 스왑 낙폭도 확대
- (직접조달) 유럽 및 투기등급 시장에서 채권발행을 통한 자금조달 여건이 현저하게 악화. 통화긴축 누적효과로 채권시장 내 취약부문 우려 증가
 - 개방형 채권펀드에서 일일 환매 및 유동성 mismatch에 의한 투매가 우려. 투자등급 채권도 질적으로 저하(BBB 등급 비중이 50% 초과, BIS)
- (간접조달) 글로벌 은행들은 충당금 설정을 재개한 가운데 거시여건을 주시. 가계 및 기업의 대출수요 지속 불균, 대출기준 강화를 가속

□ [영향] 직·간접조달경로의 악화는 취약 차입주체의 신용경색과 직결. 유동성 악화와 거시 여건(경기↓ 물가↑ 금리↑) 간 악순환 및 부채위기 확산 등이 우려

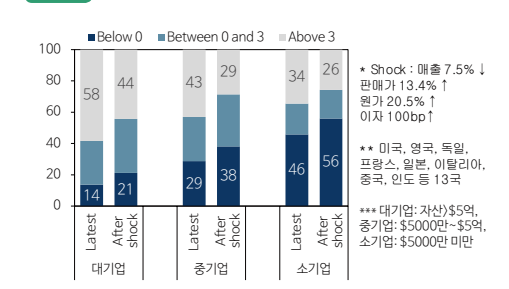
- (경기하방위험 상호증폭) 매크로 추가 악화 시 (-)이자보상배율 기업 급증. 금융기관의 기업 익스포지 악화를 매개로 경기하방위험 증폭 가능성
- (부채위기) 아시아 가계부채 감축이 부진하고, 중국 기업부채 증가세가 현저. 정부부채는 미국·아시아에서 장기 증가 추세

그림5 달러 유동성 지표



자료: Bloomberg

그림6 매크로 충격 시 기업이자보상배율 변화 추정



자료: IMF

중국 경제 경착륙 위험

강봉주 | 부전문위원

중국 경제는 시진핑 3연임 및 부동산 리스크 등으로 경착륙 우려가 증대. 실제 경착륙 가능성은 높지 않아 보이나 정책 한계로 회복세 제한 예상

□ [현황] 시진핑 3연임, 부동산 위축 장기화, 외환수급 불균형 심화 등으로 중국 경제에 대한 불안감이 심화

- 20차 당대회를 기점으로 내부통제 및 대외갈등 격화 우려가 고조
 - 지도부가 시진핑 측근으로 채워져 견제시스템 무력화에 따른 불확실성 증대
 - 대만 무력침공을 명문화하는 전랑외교 기조 강화로 지정학적 리스크도 상승
- 부동산 시장 위축이 장기화 단계에 진입하며 복합 리스크 부각
 - 시장활성화 조치에도 불구하고, 가격 하락과 거래 부진 지속, 이에 따라 경기둔화 뿐만 아니라 관련 주체들의 대규모 자산 매각 등 시스템 리스크 우려 제기
- 美 연준의 외환수급 불균형이 심화될 우려
 - 대내외 금리차 확대 등에 따른 자본유출 압력(음성적 자본이탈 급증)이 지속될 것으로 보이며, 경상수지 흑자 또한 감소하고 있어 외환수급 불안 심화 소지

□ [전망] 실제 중국 경제의 경착륙 가능성은 아직까지 높지 않은 것으로 평가되나 정책 한계로 회복세 제한 예상

- 중국 정부가 이에 대응하여 확장적 정책 기조를 펼치고 위안화 유동성을 공급하고 있어 경착륙 가능성은 제한적. 다만 정책 목표간 상충 및 재정건전성 악화 등으로 부양책이 한계에 봉착할 우려 존재
 - ▲국유기업 개혁↔실업, ▲부동산 활성화↔빈부 격차 등 상충된 목표로 시진핑 집권 이후 갈등 심화. 최근 3년간 정부부채/GDP 비율도 16%p 급증
- 부동산 시장 위축, 대외수요 둔화, 자본유출 등이 상호작용하면서 경제심리가 크게 위축될 경우 성장률이 3%대(현재 전망 4.9%)에 그칠 가능성 잠재

그림7 중국 경상수지(GDP 대비) 추이 및 전망(IMF)

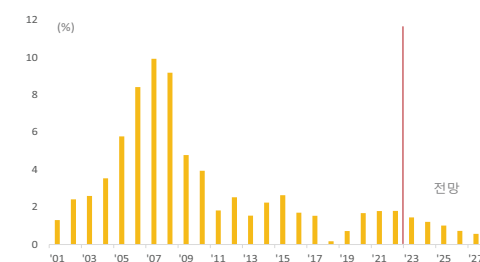
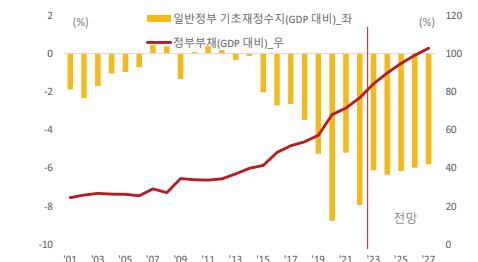


그림8 중국 재정수지 및 정부부채 추이 및 전망(IMF)



글로벌 지정학 · 지경학적 위험

황유선 | 책임연구원

내년에는 ▲유럽 ▲아시아 ▲중동 등 세 곳에서 대립 표면화 가능성. 국제 리더십 부재 속 정치와 경제가 얹힌 복합리스크는 세계경제를 위협할 소지

□ [유럽] 최근 우크라이나의 군사 요충지인 헤르손 탈환에 따른 종전 기대감 부상 에도, 여전히 '전선 확대' 또는 '동결된 전쟁'에 대한 러시아의 선택이 관건

- 내년 중 휴전 협상에 돌입할 것이라는 시각이 늘어나고 있으나, 양측이 모두 명분을 얻을 수 있는 합의안 도출은 어려울 것으로 예상
- 휴전 협상과 별개로 서방은 △러시아산 원유 수입 금지 △석유 · 가스 가격상한제 추진 등 경제 제재를 확대하고, 러시아는 자원 무기화로 서방을 지속 압박할 전망

□ [아시아] 마-중 복합 패권경쟁이 격화되는 가운데 대만 · 남중국해 등 약한 고리에서의 우발적 충돌 가능성에 유의할 필요

- 미국은 국가안보전략보고서에서 중국을 유일한 경쟁자로서 직접 겨냥하고, 첨단 기술 패권 경쟁을 최우선 외교안보 과제로 책정하는 등 중국에 대한 견제를 강화
- 중국은 시진핑 3기의 강경외교 고수 속 RCEP(美 제외) · 반도체굴기 등으로 서방에 맞대응함과 동시에 러시아 · 사우디 등과는 안보/경제/에너지 협력 강화를 추진

□ [중동] ▲미국-사우디 냉각류 추가 악화 ▲미국-이란 군사 · 외교적 대립 심화 ▲사우디-이란 역내 패권경쟁이 무력도발로 이어질 가능성 등 3중 불확실성 산적

- 사우디의 러시아 · 중국 밀착, 미국과의 거리두기에 따른 미국 내 반사우디 정서 강화 등 미국-사우디 관계 재정립 속 양국 갈등은 역내 안보 불안을 자극할 소지
- 미국과 이란 관계는 핵협상이 관건. 협상 불발로 이란이 핵개발 재개, 러시아와 연대 강화, 테러 단체 지원 등에 나설 경우 미국과의 충돌 가능성이 고조될 전망
- 이란의 사우디 석유시설 공격 계획 첩보가 공개되는 등 사우디와 이란은 민족(아랍-페르시아), 종교(수니-시아), 체제(왕정-신정) 대결국면 속에서 국지적 충돌 가능성 상존

그림9 2023 글로벌 지정학 · 지경학적 위험



자료: KCIF

글로벌 리스크 위치



Global Risk Watch

글로벌 리스크 위치

경제리스크분석부

Monthly Focus

‘통화긴축’ 파급효과의 심화 우려로 글로벌 ‘경기침체’ 진입 여부와 ‘신용위험’ 고조 에 대한 시장의 민감도가 전월보다 상승

– 미국의 금리인상에 대응하는 유로존 · 영국 · 일본 등 주요국의 정책적 조치로 ‘달러’의 순위가 소폭 하락했으나 여전히 높은 수준
중국을 포함한 G3의 동반 내수위축은 신흥국들의 수출 실적을 크게 제한하면서 선진국과 신흥국 경기의 하방 동조화를 유발

– 블룸버그가 집계한 글로벌 투자은행 컨센서스에 따르면 미국의 1년래 침체 확률은 9월말 50%→11월초 60%, 유로존 72.5%→80%, 英 60%→80%로 상향

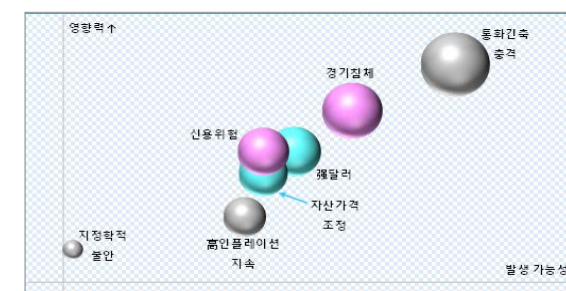
글로벌 주요 리스크

순위	리스크 요인	발생가능성	영향	전월대비
1	통화긴축 충격	★★★	★★★	—
2	경기침체	★★	★★★	↑
3	달러	★★	★★	↓
4	신용위험	★★	★★	↑
5	자산가격 조정	★★	★★	↓
6	고인플레이션 지속	★★	★	—
7	지정학적 불안	★	★	—

- 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

- **통화긴축 충격** → 美 연준이 4차례 연속 자이언트 스텝을 단행함에 따라 정책금리의 고점 근접 여부와 경기방어를 위한 정책 전환 시점 등에 대한 논란 증가
 - 내년 초 인상 기조가 멈춘다 하더라도 이후 1~2년은 고수준의 금리가 유지될 여지가 있어 달러와 이에 따른 달러 화 차입비용 상승 및 신흥국 외채상환 리스크 등 우려
- **글로벌 경기침체** → 선진국의 동반 통화긴축과 중국의 봉쇄정책 지속 등으로 경기 선행성 이 높은 대외 주문과 대륙간 운 임지수의 약화가 관측
 - 투자은행 컨센서스(Bloomberg)에 따르면 세계 성장률은 '22년 2.9%→'23년 2.3%로 하락, G8이 1.7%→0.2%로 크게 둔화하면서 G20 전체의 성장률을 하향(2.4%→2.0%) 견인

리스크 요인별 발생 가능성과 영향(2022.11월 기준)

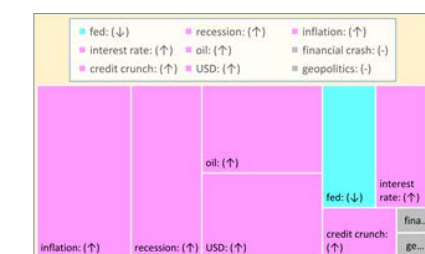


주: 원의 크기는 국제금융센터에서 설문 조사 등을 통해 산출한 '발생 가능성과 영향력' 점수의 합계. 적색은 전월비 종합순위 상승 또는 신규 진입, 청색은 하락, 회색은 동일 자료: 국제금융센터

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

- 고물가와 경기침체 등과 관련된 키워드들을 중심으로 대부분의 조사 항목 등에서 일반인들의 관심도 증가



관심보고서 다시 읽기

관심보고서 다시 읽기

1

미국의 경기향방 논란 및 전망

김성택 | 글로벌경제부장
홍서희 | 책임연구원

Summary

- [美 경기향방 논란] 다수의견은 '23년 잠재수준 하회 시에도 역성장을 회피하는 연착륙을 전망하나 소수의견은 완만한 경기침체를 예상
 - (연착륙 가능론: Softish landing) 주택경기 위축, 민간투자 부진 불구 초과저축(최대 약 \$2.1조로 '23년말 소진 예상, JPM), 견조한 고용에 따른 소비 지지력(支持力)에 힘입어 잠재성장률(연준 1.8%, CBO 1.9%) 수준에는 미달해도 역성장은 회피 기대(주요 IB 평균 0.8%)
 - (경기침체 불가피론: Shallow recession) 고강도 통화긴축에 따른 실물경제 영향이 올 연말부터 본격화되어 '23년 연간 기준으로 완만한 경기침체(주요 IB 평균 -0.6%) 예상
- [경기논란의 배경] 물가경로, 통화긴축 강도, 고용시장의 향방, 통화긴축의 파급시차 등에 대한 판단의 차이가 경기 향방에 대한 상이한 인식으로 귀결

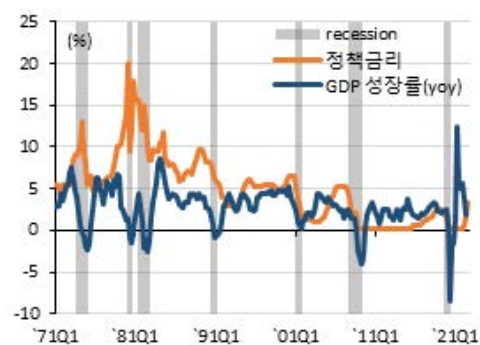
	연착륙 가능론	완만한 경기침체론
물가경로	Core PCE '22.Q4 4.7% → '23.Q4 2.9%	Core PCE '22.Q4 4.9% → '23.Q4 2.7%
통화긴축 강도	최종금리 4.9%(~'23년말)(Higher for longer)	최종금리 5.3%, '23년 하반기 소폭 금리인하
고용충격	실업률 현 3.5% → '23.Q4 4.4%(+0.9%p)	실업률 현 3.5% → '23.Q4 5.4%(+1.9%p)
해당기관	연준, 국제기구, JP Morgan, GS, Citi 등	연준 소수의견, BofA, Barclays, Nomura 등

- [전망] 연말까지의 물가지표 결과가 연착륙 기대의 지속 여부를 가늠할 수 있는 최대 변수로 판단되며 완만한 경기침체론으로 컨센서스가 하향될 가능성도 잠재하고 있으나 새로운 공급충격이나 금융시스템 위기가 발생하지 않는 한 깊은 경기침체 위험은 제한적
 - (컨센서스 하방 위험은 잠재) 연준의 최종 정책금리 상방위험 잔존, 통화정책 파급시차 및 고용충격의 불확실성 등을 고려할 때 향후 경제지표 추이에 따라서는 시장참가자들의 컨센서스가 연착륙 가능론에서 완만한 경기침체론으로 하향조정될 가능성 상존
 - (깊은 경기침체 가능성은 미미) 물가, 정책금리, 고용 등 예측이 쉽지 않은 변수들이 많지만 새로운 공급충격이나 금융시스템 위기가 발생하지 않는 한 완만한 수준(예: 연간성장률 -1% 내외) 이상으로 경기침체가 심화될 가능성은 낮은 것으로 평가
 - (글로벌 경기침체 촉발 위험은 제한적) '00년대 초반을 제외하면 미국 경제의 침체는 세계경제 불황(1인당 GDP 증가율 마이너스)으로 이어졌지만 이번에는 깊은 경기침체 가능성이 낮은 것으로 평가되기 때문에 세계경제 침체를 야기하지는 않을 것으로 전망

□ [이슈] 연준의 고강도 통화긴축에 따른 미국 경제 영향과 관련하여 연착륙 가능성론과 경기침체 불가피론이 대립하고 있어 그 배경과 향후 방향성을 종합 평가

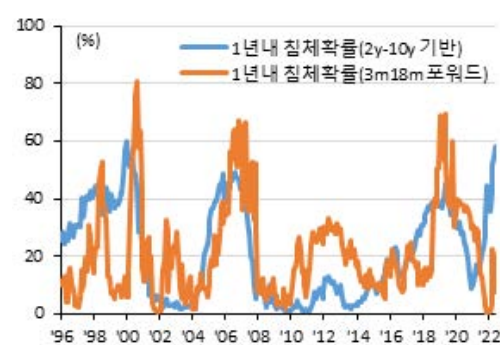
- 연준은 팬데믹 이후 사상 최대의 통화완화를 통해 금융시장의 정상화 및 급속한 경기회복을 견인했으나 물가위험의 장기화 가능성을 예측하지 못해 적시 정책전환에 실패
 - '20.8월 통화정책체계 개편을 통해 평균물가목표제(AIT)를 채택하고 물가위험에 대한 선제적 대응보다는 고용확대를 중시하게 된 점도 정책전환을 지체시킨 요인
 - 이에 따라 연준은 물가예측의 오류를 인정하고 뒤늦은 정책대응을 만회하기 위해 올 3월부터 신속한 금리인상으로 선회하여 '80년 이후 가장 빠른 속도로 통화긴축을 진행
 - 정책금리는 9월까지 6개월간 3%p 인상되었으며 점도표상 최종금리는 '23년 4.5~4.75%
- 11월 FOMC를 분기점으로 연준의 정책금리 경로는 기초 전환을 모색하는 2단계로 진입할 가능성이 높지만 과거에 비해 더 오랜 기간 제약적 수준을 유지할 가능성
 - 1단계('22.3월~11월)에서는 충분히 제약적인 정책금리 수준으로의 신속한(front-loading) 도달을 중시했으나 2단계('22.12월~)에서는 지표결과에 따라 금리인상 속도 완화 혹은 중단 가능성을 열어두는 가운데 잔존 물가위험을 고려하여 금리인하는 신중하게 검토할 소지
 - 주거비, 의료비 등 근원 물가의 하방경직성을 고려할 때 국제시장 붕괴 등으로 금융시스템 위기가 촉발되지 않는 한 단기간내 금리인하 가능성은 낮은 것으로 판단
- 충분히 제약적인 수준의 정책금리가 장기화될수록 통화긴축발 경기침체 위험이 상승할 것이나 현재까지 다수의견은 여전히 연착륙 가능성(Softish landing)에 무게<그림 1/2>
 - 이에 연착륙 가능성론과 경기침체 불가피론을 중심으로 향후 미국 경제의 향방을 종합 점검

그림1 미국의 정책금리 및 성장률, 리세션



자료: Bloomberg

그림2 향후 1년내 美 경기침체 확률



자료: Bloomberg

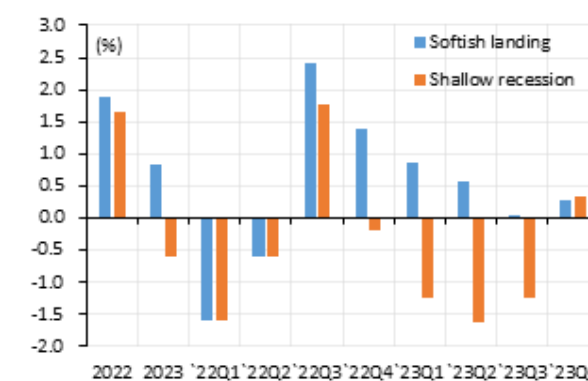
□ [美 경기향방 논란] 다수의견(컨센서스)은 '23년 잠재수준 하회 시에도 역성장을 회피하는 연착륙(Softish landing)을 전망하나 소수의견은 완만한 경기침체(Shallow recession)를 예상

* 연착륙론이나 완만한 경기침체론 모두 ① 물가는 정점을 지난 것으로 보이나 더디게 하락할 것이며 ② 연준의 긴축강도는 내년 1분기가 정점이 될 것으로 전망(peak hawkishness)하는 점은 동일

* 이하에서는 주요 IB들을 기준으로 '23년 연간 성장률을 양(+)으로 예상하는 기관들을 연착륙 가능성론(JP Morgan, GS, Citi, UBS 등 4개사), 음(-)으로 전망하는 곳들을 완만한 경기침체론(BofA, Barclays, Nomura 등 3개사)으로 구분하여 각종 지표들의 평균치(10.27일 기준)를 기준으로 비교 분석

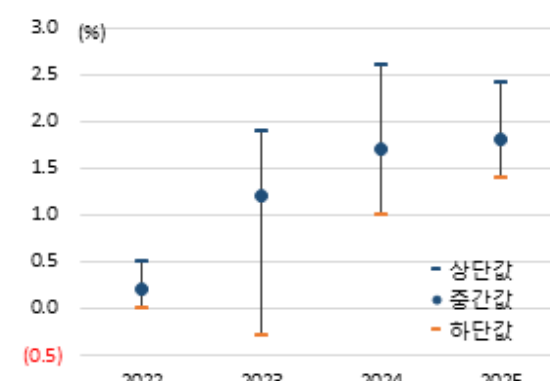
- 연착륙 가능성론(Softish landing): 주택경기 침체, 민간투자 부진에도 불구하고 초과저축(최대 약 \$2.1조로 '23년말 소진 예상, JPM), 견조한 고용에 따른 소비 지지력(支持力) 유지에 힘입어 잠재성장률(연준 1.8%, CBO 1.9%) 수준에는 미달하더라도 마이너스 성장은 회피 기대
 - 주요 IB들의 성장률 전망치 평균은 '22년 1.9% → '23년 0.8%(y/y)<그림 3>
 - Citi는 연간 플러스 성장(0.7%)를 전망하여 연착륙 가능성론 그룹으로 분류했지만 3분기 -2%, 4분기 -1%(전기비 연률) 등 하반기에 완만한 경기침체가 나타날 것으로 예상
 - 연준(9월 FOMC의 경제전망 중간값 '22년 0.2% → '23년 1.2%, q4/q4), 국제기구(IMF, '22년 1.6% → '23년 1.0%) 및 블룸버그 컨센서스('22년 1.7% → '23년 0.4%)도 연착륙 시각에 부합<그림 4>

그림3 주요 IB들의 美 실질 GDP 성장률 전망



자료: 주요 IB

그림4 연준의 실질GDP 성장률 전망



자료: Fed, 9월 FOMC의 경제전망(q4/q4)

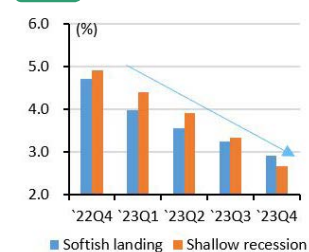
- 경기침체 불가피론(Shallow recession): 일부 IB들은 고강도 통화긴축에 따른 실물경제 영향이 올 연말부터 본격화되어 '23년 연간 기준으로 완만한 경기침체를 나타낼 것으로 전망
 - 완만한 경기침체 주요 IB들의 평균 성장률 전망은 '22년 1.7% → '23년 -0.6%<그림 3>
 - 소수 FOMC 위원들도 완만한 경기침체 시각에 동조(9월 FOMC 경제전망에서 제시된 최저 수준의 성장률 전망은 '22년 0%, '23년 -0.3%, q4/q4)<그림 4>

- 이는 2차 대전 이후 미국 경기침체의 실질 GDP 수준의 평균 감소폭은 -2.5%였으며 연준의 통화정책이 촉발한 경기침체의 평균 둔화폭은 -1.8%와 비교할 때 완만한 수준(KCIF)
- 글로벌 경기침체의 동시발생, 금융시스템 위기 시에는 깊은 경기침체를 배제할 수 없지만 현재까지 그 가능성은 높지 않다는 평가가 우세
- IMF는 '23년 세계경제 성장률(2.7% 예상)이 2%(침체 우려수준) 이하가 될 확률을 25%, 1인당 실질 GDP 증가율이 마이너스가 될 가능성은 10%로 평가('22.10월)

□ [경기논란의 배경 평가] 물가경로, 통화긴축 강도, 고용시장의 향방, 통화긴축의 파급사차 등에 대한 판단의 차이가 경기 향방에 대한 상이한 인식으로 귀결

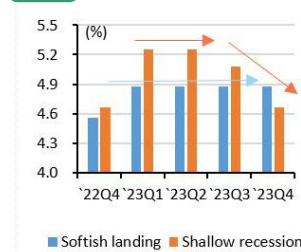
- **물가경로:** 물가하락세를 전망하는 것은 동일하나 연착륙보다 완만한 경기침체를 예상하는 기관들의 물가 전망치가 내년 상반기까지는 더 높은 수준을 유지(그림 5)
 - Core PCE를 기준으로 할 때 '23년 상반기까지 완만한 경기침체를 예상하는 기관들의 전망이 연착륙 기관들에 비해 0.2~0.4%p 높으며 하반기에 격차가 축소(4분기에는 역전)
 - 연준의 다수의견은 '22년 4.5%, '23년 3.1%로 연착륙 예상기관('22년 4.7%, '23년 2.9%)과 유사
- **통화긴축 강도:** 물가위험에 대한 인식차로 통화긴축 강도에 대한 전망도 달라져 연착륙 예상 IB들에 비해 '완만한 경기침체' 전망 기관들의 최종금리가 약 0.4%p 높은 상태(그림 6)
 - 연착륙을 예상하는 주요 IB들의 최종금리 전망치는 상단기준 평균 4.9%(4.75~5.25%)이며 연준의 다수의견(9월 FOMC 중간값)은 4.75%
 - 이들 기관들은 모두 내년말까지 4.9%의 최종수준이 지속될 것으로 예상(Higher for longer)
 - 반면, 완만한 경기침체를 예상하는 IB들은 평균 5.3%(5~5.5%)로 전망하고 있으며 연준의 소수의견(9월 FOMC 점도표 상 6명)도 5%로 이에 근접
 - 최종금리 예상이 높을수록 침체 폭도 확대(Nomura: 최종금리 5.5%, '23년 -1.1% 성장 전망)
 - 하반기에는 소폭 금리인하를 예상하지만 Q4에도 4.7%로 여전히 매우 제약적인 수준 유지

그림5 물가(Core PCE) 전망



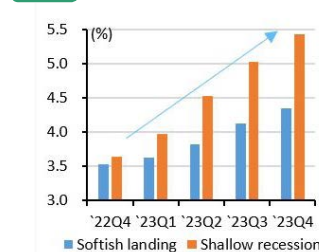
자료: 주요 IB

그림6 정책금리 전망



자료: 주요 IB

그림7 실업률 전망



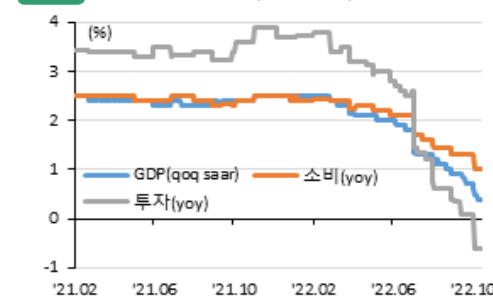
자료: 주요 IB

- **고용시장의 향방:** 통화긴축이 고용에 미칠 영향에 대해서는 양측이 상당한 시각차를 나타내고 있으며 '23년 말까지의 실업률 상승폭에 대한 전망치의 차이는 약 1%p(그림 7)
 - 연착륙을 전망하는 기관들은 고용사정이 악화되더라도 기업들의 구인수요가 먼저 감소하고 해고자 증가는 완만할 것으로 예상
 - 실업률은 현 3.5%에서 '23년 말까지 4.4%(연준 다수의견과 동일)로 약 0.9%p 상승 전망
 - 이를 감안할 때 과거 경기침체기와 달리 삼률(전저점 대비 실업률의 3개월 이동평균값이 0.5%p 상승하면 경기침체 도래)이 적용되지 않을 가능성도 존재
 - 반면, 완만한 경기침체를 예상하는 기관들은 실업률이 '23년 말까지 5.4%(연준의 소수의견은 최대 5%)로 약 1.9%p 높아질 것으로 평가
 - 실업률이 저점 대비 약 2%p 상승함에도 불구하고 경기침체 수준이 완만할 것으로 예상하는 것은 자연실업률이 적어도 일시적으로 상승했을 것이라는 판단이 상당한 영향
 - 정책당국은 자연실업률을 4(연준)~4.4%(CBO)로 추정하고 있으나 팬데믹 이후 경제활동참가율 감소 등으로 일시적으로는 약 5% 수준으로 상승했을 가능성(BofA)
 - 이러한 경우 실업률이 5.4%로 높아지더라도 완전고용 수준으로부터 크게 이탈한 것으로 보기는 어렵기 때문에 고용 및 경기충격이 완만할 것으로 평가하는 것이 가능
- **정책 시차효과의 불확실성:** 고강도 통화긴축 영향이 이미 실물경제에 상당부분 반영되고 있다면 '23년 경기하방 위험은 제한적일 수 있으나, 시차효과로 인해 '23년 상반기부터 본격화된다면 경기침체 가능성이 높아질 우려
 - 과거 사례를 기준으로 할 경우 통화긴축 영향은 상당한 시차를 두고 본격화되기 때문에 '23년 상반기부터 하강위험이 높아질 소지
 - 최근 IMF는 학계연구 결과에 기반하여 성장충격은 약 1년 뒤, 물가영향은 약 3~4년 뒤에 정점에 달한다고 평가(Monetary policy seems to have its peak impact on real variables after about one year, but on inflation after closer to three to four years., '22.10월 세계경제전망)
 - 그러나 포워드가이던스, 연준의 적극적인 커뮤니케이션으로 인해 정책시차가 상당히 단축되었다는 시각도 제기되고 있어 통화긴축 영향의 실물경제 반영이 이미 상당부분 진행되었을 가능성(예: 주택경기 급격한 둔화 등)도 존재
 - 블라드 세인트루이스 연은 총재는 '22년 상반기에 2분기 연속 마이너스 성장을 기록한 것은 통화긴축의 시차가 매우 짧아진 증거라고 평가

□ [전망] 연말까지의 물가지표 결과가 연착륙 기대의 지속 여부를 가늠할 수 있는 최대 변수로 판단되며, 완만한 경기침체론으로 컨센서스가 하향될 가능성도 잠재하고 있으나 새로운 공급 충격이나 금융시스템 위기가 발생하지 않는 한 깊은 경기침체 위험은 제한적

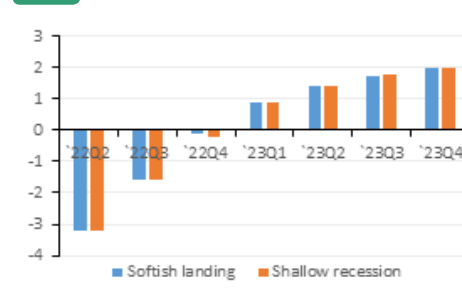
- 연말까지의 물가지표 결과가 최대 변수: 11월 FOMC에서는 75bp 인상이 확실시되는 가운데 12월 FOMC 이후의 정책방향은 4분기의 물가지표 동향이 좌우할 전망
 - 근원 물가의 상승세가 완화되지 않을 경우 12월에도 75bp 인상 가능성이 높아지고 최종금리 수준도 4.75% 이상으로 상향될 위험이 높아질 우려
 - 일각에서는 10월 이후 근원 소비자물가의 상승률이 전월비 기준으로 0.3~0.4%(8, 9월은 0.6%)로 완화될 경우 12월 금리인상폭이 50bp로 감소할 것으로 예상하지만(Citi) 반대의 경우에는 최종금리 수준의 상방위험 확대로 연착륙 가능성이 약화될 소지
- 컨센서스 하방 위험은 잠재: 연준의 최종 정책금리 상방위험 잔존, 통화정책 파급시차 및 고용충격의 불확실성 등을 고려할 때 향후 경제지표 추이에 따라서는 시장참가자들의 컨센서스가 연착륙 가능성에서 완만한 경기침체론으로 하향조정될 가능성 상존(그림 8)
 - 중립금리 수준에 대한 상이한 의견들로 인해 통화긴축 수준의 적정성을 판단하기 어려워져 과도한 통화긴축에 따른 경기후퇴 확대 가능성도 배제할 수 없는 상태
 - 9월 현재 3~3.25%의 정책금리는 연준의 중립금리 추정치 2.5%(물가목표 2% + 실질중립금리 0.5%)를 큰 폭 상회하나 실질중립금리가 잠재성장률(연준 1.8%)과 유사하다는 연구결과를 고려할 때 현 수준이 완화적(물가목표 2% 합산시 명목 중립금리는 3.8%)이라는 주장도 제기될 소지(BofA)
 - 9월 FOMC의 정책금리 수준(3~3.25%)에 대해 파월 의장은 긴축수준의 하단에 진입한 것으로 평가했지만 윌리엄스 뉴욕 연은 총재는 아직 긴축수준으로 보기 어렵다고 지적
 - 파월 의장이 9월 기자회견에서 밝힌 대로 '수익률곡선 전구간에 걸쳐 실질금리 > 0'을 기준으로 할 때 실질정책금리는 '23.Q1 이후 플러스(정책금리 예상 - core PCE 예상)(그림 9)

그림8 '23년 미국 성장률, 소비지출, 투자 전망 추이



자료: Bloomberg

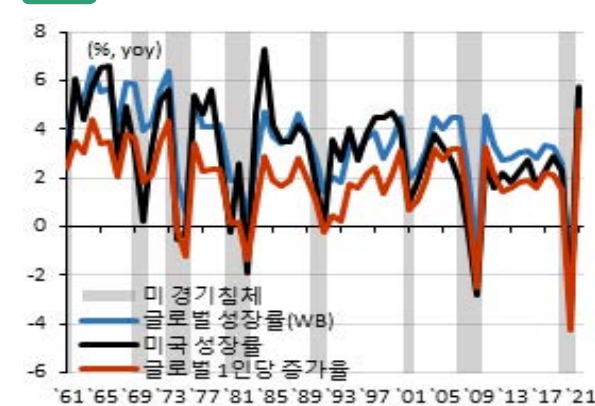
그림9 미국의 실질정책금리 전망



자료: 주요 IB(정책금리 전망치 - core PCE 예상치)

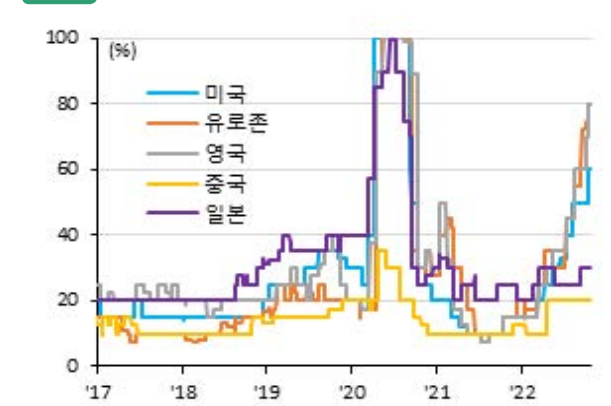
- 깊은 경기침체 가능성은 미미: 물가, 정책금리, 고용 등 예측이 쉽지 않은 변수들이 많지만 새로운 공급충격이나 금융시스템 위기가 발생하지 않는 한 완만한 수준(예: 연간성장률 -1% 내외) 이상으로 경기침체가 심화될 가능성은 낮은 것으로 평가
 - 물가불안이 지속된다고 해도 연준은 4.5%~5%(9월 최종금리 전망 범위) 이상으로 정책금리를 인상하기보다는 동 수준을 장기간 유지하는 방안을 선호할 것으로 예상
 - 중립금리를 둘러싼 논란이 있지만 현재 추정치 대비 약 2~2.5%p 높은 수준이기 때문에 장기간 유지할 경우 충수요 억제 등을 통한 물가위험 완화를 기대할 수 있기 때문
 - 새로운 공급충격이 발생하거나 비은행 금융기관 파산 등으로 금융시스템 위기가 나타날 경우에는 깊은 경기침체를 배제할 수 없지만, 이 경우에도 통화긴축 (일시) 중단, 양적완화 (부분) 재개 등으로 대응하여 충격완화를 도모할 것으로 판단
- 글로벌 경기침체 촉발 위험은 제한적: '00년대 초반을 제외하면 미국 경제의 침체는 세계경제 불황(1인당 GDP 증가율 마이너스)으로 이어졌지만 이번에는 깊은 경기침체 가능성이 낮은 것으로 평가되기 때문에 세계경제 침체를 야기하지는 않을 것으로 평가(그림 10/11)
 - 영국, 유로존이 연내 경기침체에 진입하고 미국이 내년 중 완만한 경기침체를 나타낸다고 해도 중국, 일본, 신흥국 등의 침체 가능성이 낮다는 점도 글로벌 경기침체 가능성을 억제

그림10 주요 IB들의 미 실질 GDP 성장률 전망



자료: WorldBank, Bloomberg

그림11 주요국의 향후 1년내 경기침체 확률



자료: Bloomberg Survey

최근 역(逆)환율전쟁 격화 배경 및 전망

이주호 | 외환분석부장

Summary

□ [이슈] 금년 들어 글로벌 달러화 초강세로 여타 통화들은 약세를 면치 못하는 가운데 신흥국 중심의 자국통화 약세 방어가 이어지며 소위 '역환율전쟁*(reverse currency war)'이 격화

* 역환율전쟁: 고인플레이션 시기에 경기부양보다는 물가안정에 초점을 맞추면서 자국통화 약세를 제한하려는 정책 대응(GS)

- 美달러화 급등으로 자국통화 약세에 처한 여타국들은 환율상승에 따른 인플레이션 리스크에 노출
- 이에 대응하여 아시아 주요국 중앙은행들은 외환보유액을 이용하여 자국통화 약세 속도를 늦추고, 일본은행은 9.22일 공개적으로 외환시장 개입을 단행

□ [배경] ▲미국발 고인플레이션의 전이 차단 ▲금리인상 보완 효과 ▲자본유출 억제 ▲시장변동성 제어 등 자국통화 약세에 따른 부작용을 최소화하기 위한 목적

- (인플레이션 차단) 수입물가 상승으로 인한 인플레이션의 전이 효과를 차단
 - 고인플레이션에 따른 연준의 급격한 금리인상으로 글로벌 달러화의 강세 추세가 이어지면서 여타국에 미국의 인플레이션이 수출되는 프레임을 차단
- (금리인상 보완 효과) 환율상승에 따른 인플레이션 전이효과를 차단함으로써 금리인상 효과를 보완
- (자본유출 억제) 급격한 환율상승에 따른 외국인투자자들의 환차손으로 인한 자본유출 위험을 관리함과 동시에 신용위험으로 불거질 가능성이 있는 달러 유동성 위기에 선제적으로 대비
- (시장변동성 제어) 금리변동성과 상관성이 높은 외환시장 변동성을 줄여 금리시장 변동성도 제어하는 등 금융시장 전반의 변동성 완화를 모색
- (불안심리 차단) 달러화 강세로 인한 불안심리 등 시장의 과잉반응 가능성(달러자금시장으로 확산)을 선제적으로 차단

□ [평가 및 전망] 미국 주도의 글로벌 통화긴축 경쟁에서 자국통화 약세 방어를 위한 여타국의 일정수준 외환시장 개입은 불가피한 것으로 보이며, 앞으로도 역환율전쟁은 지속될 전망

- 일방적인 글로벌 달러화 강세에 맞서 자국통화 약세를 방어하기 위한 역환율전쟁은 여타국 입장에서 중양은행을 통한 외환시장 개입 효과는 일시적이며 제한적이나 불가피한 측면
- 고강도 긴축에 따른 글로벌 강달러 현상이 지속되고 미국과 여타국 간 정책공조 기대도 어려울 것으로 보여 당분간 역환율전쟁은 지속될 것으로 예상

□ [이슈] 금년 들어 글로벌 달러화 초강세로 여타 통화들은 약세를 면치 못하는 가운데 신흥국 중심의 자국통화 약세 방어가 이어지며 소위 '역환율전쟁*(reverse currency war)'이 격화

* 역환율전쟁: 수출경쟁력 제고와 경기부양을 위해 각국이 자국통화 가치를 경쟁적으로 절하시키는 환율전쟁과 달리, 고인플레이션 시기에 경기부양보다는 물가안정에 초점을 맞추면서 자국통화 약세를 제한하려는 정책 대응(GS)

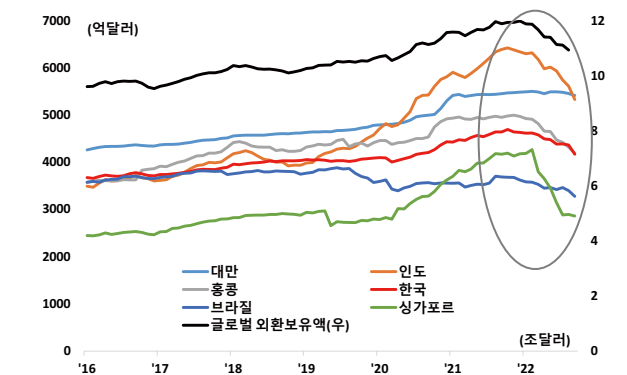
- 美 달러화가 올해와 같이 장기간 강세를 보인 사례는 2000년 이후 총 5번으로 현재까지의 글로벌 달러화 움직임은 볼 때 이번 추세가 역대 달러화 강세 추세 중 상승폭이 크고 강력
 - ①'99~'02년 IT버블 및 카드론 사태(달러인덱스(DXY): 93→121, +30.1%), ②'08~'09년 글로벌 금융위기(71→90, +26.7%), ③'10년 남유럽재정위기(74→89, +15.0%), ④'14~'15년 차이나 리스크(79→100, +26.6%), ⑤'21~'22년 미국발 긴축위기(89→115, +29.2%)
- 미국과 여타 주요국(유로존, 일본, 영국 등) 간 통화정책 차별화가 글로벌 달러화 강세로 나타났으며 미국은 자국 인플레이션을 상쇄해주는 달러화 강세를 견지
 - 美 인플레이션이 예상보다 높고 장기화됨에 따라 글로벌 달러화 강세폭도 크고 장기화 되면서 여타국에는 20년만의 달러화 강세에 따른 문제점(인플레이션 전이, 자본유출 등) 발생
 - 7월 FOMC 의사록(8.17일)에서 연준은 달러화 강세가 수입물가 억제에 도움이 되고, 연준이 제시한 2%로 인플레이션을 되돌리는데 공헌할 수 있을 것으로 평가
- 인플레이션과 달러강세가 동시에 나타난 것이 이례적인 가운데, 여타국은 축적된 외환보유액을 사용하여 시장에 달러 매도개입함으로써 자국통화 약세 속도를 늦추는 방식으로 대응
 - 글로벌 달러화 강세가 여타국에 영향을 본격적으로 미치기 시작한 '22년초부터 8월까지 각국(32개국)의 외환보유액 감소현황을 보면 상당부분은 시장개입에 의한 감소분으로 추정
 - 32개 국가 중앙은행의 외환보유액은 '21년말 12.0조달러에서 '22.8월말 현재 10.9조 달러로 1.1조달러(8.8%) 감소, 특히 3월(0.2조달러), 4월(0.3조달러), 6월(0.3조달러)에 큰 폭 감소

그림1 글로벌 달러화(DXY) 추이



자료: Bloomberg

그림2 주요국 및 글로벌 외환보유액 추이



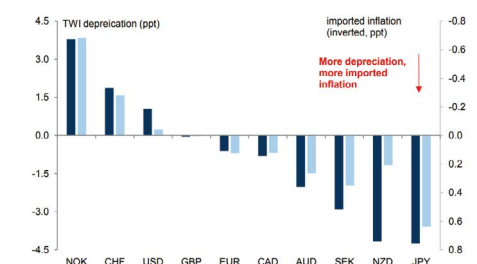
자료: IMF 주) 글로벌=외환보유액 규모가 공개된 32개국(9월말)

- 그간 수출과 해외자본유입 의존도가 큰 아시아 국가들을 중심으로 자국통화 약세 억제 관련한 환율 관리가 이루어졌으나, 최근 일본도 동참하면서 역환율전쟁의 양상이 확대 (9.22일 일본 중앙은행(BOJ)이 공개적으로 시장 개입 단행)

□ [배경] ▲미국發 高인플레이션의 전이 차단 ▲금리인상 보완 효과 ▲자본유출 억제 ▲시장변동성 제어 등 급격한 자국통화 약세에 따른 부작용을 최소화하기 위한 목적

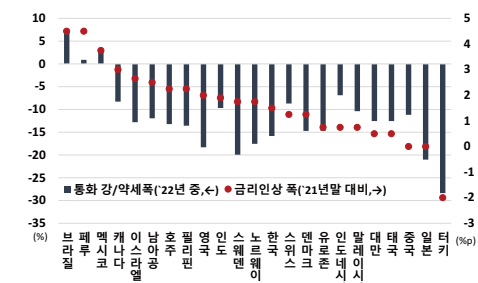
- (인플레이션 차단) 미국發 高인플레이션에 따른 연준의 급격한 금리인상으로 글로벌 달러화의 강세 추세가 이어지면서 여타국이 미국의 인플레이션을 수입하는 프레임을 차단
 - 미국은 상대적으로 높은 달러화 가치로 인한 수입물가 하락으로 인플레이션 상승 제한 효과가 있지만, 여타국은 달러화 강세가 반영된 수입물가 상승으로 인플레이션 전이 효과

그림3 통화약세(환율상승)와 인플레이션과의 관계



자료: GS 주)TWI(무역가중통화인덱스=실효환율)

그림4 주요국 금리인상과 통화 강/약세 추이



자료: Bloomberg

- 코로나 팬데믹으로 인한 글로벌 공급망 효과와 러-우간 전쟁으로 인한 원자재 가격 상승이 달러화 강세와 더불어 여타국의 수입물가 상승을 더욱 심화시킴
- 환율변동에 의한 물가 영향은 국별 수입 의존도에 따라 차이가 있으나, 현재와 같이 환율이 상승(해당통화 약세)함에 따라 대체로 물가가 상승하는 효과가 발생<그림3>
 - 환율 추정치는 통화에서부터 소비자까지 변수까지 상당히 다양하지만 무역가중통화(trade weighted currency)의 10% 변동이 물가 수준에는 약 1%의 영향을 미침(GS)
- (금리인상 보완 효과) 환율상승에 따른 인플레이션 전이효과를 선제적으로 차단함으로써 국내 물가상승에 대응한 금리인상 효과를 보완하는 효과
 - 주요국 통화당국은 자국통화 약세의 흐름을 방어하는 만큼 긴축정책의 일환인 금리 인상의 폭을 줄일 수 있는 여지가 발생하여 금리인상으로 인한 자국 내 부작용을 경감
 - 실제로 금리의 가파른 인상은 한계기업과 가계에 치명적인 부실 원인을 제공할 소지가 있으며, 소비를 제한하는 효과로 인해 경기침체의 원인이 될 가능성 내포

- 원자재 수출국의 경우 글로벌 달러화 초강세에 따른 자국통화 약세를 면함으로써 전세계적인 인플레이션 상황에서도 여타 나라들과 달리 긴축의 강도가 제한적
 - 코로나 이후 원자재 수입국인 한국을 비롯한 아시아 주요 수출국과 원자재 수출국인 브라질, 페루, 멕시코 등의 통화정책의 긴축 강도는 대조를 보임<그림4>

- (자본유출 억제) 급격한 환율상승에 따른 외국인투자자들의 환차손으로 인한 자본유출 위험을 관리함과 동시에 신용위험으로 불거질 가능성이 있는 달러유동성 위기에 선제적으로 대응

- 급격한 통화 약세는 환차손으로 인한 외국인들의 투자자금 유출을 유발하고 실제로 동적 헷지(dynamic hedge)를 통해 환율 수준이 높을수록 헷지 비율(ratio)이 상승하여 유출 규모가 확대
- 실제로 통화 약세 정도가 큰 국가일수록 외국인 투자자금의 유출이 커, 통화 약세와 외국인 투자자금의 상관관계가 있음을 증명<그림5>

- ‘22년중 통화 약세폭과 외국인자금 유출을 보면 대만, 한국, 인도와 같은 亞 수출국들은 통화 약세폭이 크고 자본유출이 컸던 반면, 브라질, 인니 등은 약세폭이 작고 외국인자금은 유입

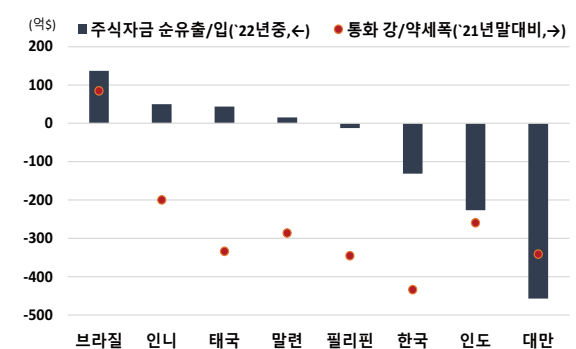
- (시장변동성 제어) 외환시장 변동성(CVIX)과 상관성이 높은 금리 변동성(MOVE) 영향을 줄여
외환시장 변동성을 관리하는 동시에 금리시장 변동성도 제어하는 효과

- 글로벌 금융위기 이후 상대적으로 낮은 수준에 머물던 금리 변동성이 '22년 들어 연준의 초강도 긴축정책에 따른 금리 급등 영향과 외환시장 변동성의 영향을 받아 급등<그림6>

- 환율 상승 속도를 제어하거나 외환시장 변동성을 줄여 금리시장 변동성을 줄이는 동시에 시장 불안심리를 줄이고 투기 거래를 차단하는 효과

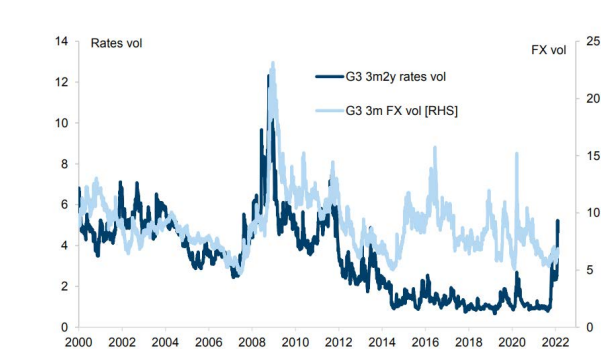
- 환율의 완만한 움직임은 옵션가격의 급격한 움직임을 방지해 옵션 트리거로 인한 시장의 변동성을 제어하는 한편, 과도한 레버리지로 발생하는 시장변동성을 제어

그림5 주요국 통화 강/약세폭과 외국인투자자금 차이



자료: Bloomberg, 주)외국인 주식투자자금

그림6 외환(FX)변동성과 금리(rates)변동성 차이



자료: GS 주) USD, EUR, GBP 3m2y rate와 FX의 내재 변동성



- (불안심리 차단) 달러화 강세로 인한 불안심리 등 시장의 과잉반응 가능성(달러자금시장으로 확산)을 선제적으로 차단
 - 최근 외환시장과 외화자금시장의 이원적인 움직임은 글로벌 달러강세로 인한 외환시장의 위험요인이 외화자금시장의 신용 위험으로 본격 전이되지 않은 것을 보여준 사례
 - 과거 대부분의 위기 시 달러유동성 위기와 강달러 현상이 동시에 발생하였으나, '22년에 보여진 글로벌 강달러 현상은 현재까지는 외화자금시장 위험요인으로 확대되지 않고 외환시장의 위험요인으로 국한
- [평가 및 전망] 미국 주도의 글로벌 통화긴축 경쟁에서 자국통화 약세 방어를 위한 여타국의 일정수준 외환시장 개입은 불가피한 것으로 보이며, 앞으로도 역환율전쟁은 지속될 전망
- 일방적인 글로벌 달러화 강세에 맞서 자국통화 약세를 방어하기 위한 역환율전쟁은 여타국 입장에서는 불가피한 측면
 - 여타국 중앙은행을 통한 외환시장 개입 효과는 글로벌 달러화 강세의 큰 흐름을 거스리기 보다는 자국통화의 약세 속도를 늦추는 일시적인 것으로 볼 수 있으며 그 효과 역시 제한적
 - 자국통화 방어를 위해 외환보유액을 사용하여 관리하는 여타국은 외환보유액 감소에 따른 대외건전성 약화에 유의할 필요
- 자국 외환보유액의 상당부분이 안전자산인 美 국채로 구성되어 있고 역환율전쟁이 과도한 양상으로 흘러 여타국의 미국채 매도가 일시에 집중될 경우, 미국 국채시장 유동성 위축과 금리상승으로 인해 자칫 글로벌 국채시장의 위험요인으로 확산될 소지 상존
- 향후 상당기간 고강도 긴축에 따른 글로벌 강달러 현상이 지속되고 미국과 여타국 간 정책공조 기대도 어려울 것으로 보여 당분간 역환율전쟁은 지속될 전망
 - 미국은 여타국의 외환시장 개입 재원인 미국채 매도로 인해 자국 국채시장의 유동성에 문제가 발생하지 않는 한, 여타국 중앙은행들의



미국 인플레이션 예측 오류 원인과 시사점

강봉주 | 부전문위원

Summary

- [이슈] 미국의 '21~'22년 인플레이션은 대부분의 경제학자들이 예측하지 못했던 결과. 당시 물가 예측에 대한 경제학자들의 찬반논리를 살펴보고 시사점을 도출
- '21년 초부터 래리 서머스, 올리비에 블랑샤르, 제이슨 퍼먼 등 소수 학자들이 물가 급등을 공개적으로 우려한 반면 대다수 학자들은 리스크가 크지 않다는 의견 표명
- [소수 vs 다수] 물가 급등을 우려했던 소수파들의 주장은 대안적 접근에 기반하여 가능성 제시에 그쳤던 반면, 다수 경제학자의 반박 의견은 수십년간의 데이터와 이론에 기반하여 당시에는 더 높은 설득력 보유
- 결과적으로는 양측 모두 정확하진 않았으나, 물가 측면에서 다수파의 예측이 크게 실패

소수 의견(블랑샤르, 서머스, 퍼먼 등)		다수 의견(고피나스, 볼 등)
부양책 규모	이웃웃 갭을 크게 상회. 인플레이션 우려 상당	고물가를 유발할 정도의 재정 지출 아님
필립스 곡선	필립스 곡선 추정치로는 고물가가 발생하지 않으나, 기대 인플레이션 변화로 필립스 곡선 기울기가 변화할 위험	일시적 실업을 제외할 경우 '20.1Q~'21.1Q 데이터도 기존 필립스곡선('85~'19년)과 대체적 으로 일치하므로 여전히 유효
실업률 전망	1.5%(간이추정, 자연실업률 대비 -2.5%)	'23년 3.6%
물가 전망	수치 미제시	'23년 2.5~3.0%
과거 비교	'60년대(과도한 재정지출 후 인플레이션 발생)	'50년대(일시적지출로 일시적 인플레이션만 발생)

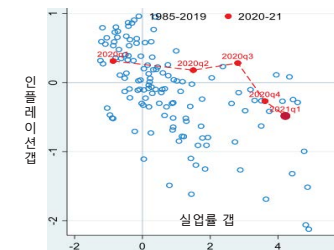
- [예측 오류의 원인] ① 역사적 필립스 곡선에의 의존, ② '08년 금융위기 경험 및 관성
- (필립스 곡선) 지난 35년간의 데이터에 기반한 필립스 곡선 추정치는 그 구조상 본질적으로 물가 급등 예측이 불가능. 주요 경제예측 도구 중 하나에 대한 신뢰도 하락
- ('08년 금융위기 경험과 관성) 대규모 부양책(7,870억달러)에도 이후 수년간 억제된 물가 흐름은 대다수 경제학자들이 물가 급등이 일어나지 않을 것으로 생각한 배경 중 하나
- [시사점] 지난 인플레이션 예측 오류에 비추어 볼 때 현재 논란 중인 미국 노동 시장에서 구조적 예측 오류가 또다시 발생할 수 있으며, 소수 의견대로 흘러갈 경우 실업률이 급등하고 경기가 경착륙할 가능성도 배제할 수 없음에 유의할 필요
- 인플레이션 사례와 같이 20~30년 간의 데이터와 과거 경험에 기반한 거시경제 예측도 변화된 경제환경으로 인해 신뢰성 문제에 직면할 소지
- '21년 인플레이션 논쟁과 최근 노동시장 논쟁*은 구조적으로 유사한 측면. 인플레이션 예측 오류의 데자뷰가 향후 노동시장에서 재현될 가능성도 존재

* 현재 '다수 의견'은 기존의 노동 수요·공급 관계(베버리지 곡선)에서 크게 이탈했다는 근거가 부족하며, 노동시장 비효율 상황은 해소될 것으로 예상. 반면 '소수'(블랑샤르 등)는 기존과 다른 노동 수요공급으로 실업률 급등을 우려

- [이슈] 미국의 '21~'22년 인플레이션은 대부분의 경제학자들이 예측하지 못했던 결과. 당시 물가 예측에 대한 경제학자들의 찬반논리를 살펴보고 시사점을 도출
- '21~'22년의 물가 급등은 코로나19에 따른 각국의 부양책, 서비스에서 상품으로의 수요 전환, 공급망 차질 뿐만 아니라 우크라이나 전쟁까지 다양한 요인들이 복합된 결과
 - 그 중 바이든 행정부의 1.9조달러 코로나19 부양책이 발표된 시점부터 인플레이션 논쟁이 시작
 - '21년 초부터 래리 서머스, 올리비에 블랑샤르, 제이슨 퍼먼 등 소수의 경제학자들이 물가 급등을 공개적으로 우려하기 시작한 반면, 대다수의 경제학자들은 인플레이션 리스크가 크지 않다는 의견 표명
 - 래리 서머스(오바마 행정부 당시 경제자문위원회 의장 역임)와 올리비에 블랑샤르는 '08년 금융위기 당시 7,870억달러에 달하는 미국의 대규모 경기부양책을 지지한 바 있었기 때문에 '21년초의 물가 우려에 다소 의아하다는 의견
- [소수 vs 다수] 물가 급등을 우려했던 소수파들의 주장은 대안적 접근에 기반하여 가능성 제시에 그쳤던 반면, 다수 경제학자의 반박 의견은 수십년간의 데이터와 이론에 기반하여 당시에는 더 높은 설득력 보유
- 당시 논쟁의 근거를 파악하는데 있어 올리비에 블랑샤르(전직 IMF 수석 이코노미스트)의 칼럼(PIIE, '21.02.18)과, 반대의견을 펼쳤던 기타 고폠피나스(당시 IMF 수석 이코노미스트, 현 IMF 부총재)의 칼럼(IMF, '21.02.19 / CEPR, '21.05.07)을 비교<6,7페이지 참고

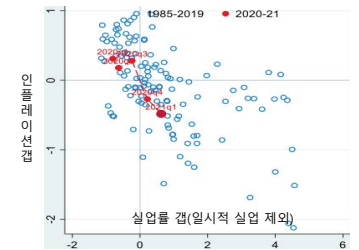
소수 의견(블랑샤르, 서머스, 퍼먼 등)		다수 의견(고피나스, 블 등)
부양책 규모	아웃풋 갭을 크게 넘어설 것으로 보이며, 인플레이션 우려가 큼	높은 인플레이션을 유발할 정도의 재정 지출로 볼 수 없음
필립스 곡선	필립스곡선 추정치로는 고물가가 발생하지 않으나, 기대 인플레이션 변화로 필립스곡선 기울기가 변화할 위험	일시적 실업을 제외하면 '20.1Q~'21.1Q 데이터도 기존 필립스 곡선('85~'19년)과 대체로 일치(그림1.2)하며 여전히 유효
실업률 전망	1.5%(간이추정, 자연실업률 대비 -2.5%)	'23년 3.6%
물가 전망	수치 미제시	'23년 2.5~3.0%
과거 비교	'60년대(과도한 재정지출 후 인플레이션 발생)	'50년대(일시적지출로 일시적 인플레이션만 발생)
비고		세계화, 자동화, 높아진 연준신뢰성이 구조적으로 인플레이션에 하방 압력

그림1 필립스 곡선(중간값 CPI 기준)



자료: CEPR

그림2 일시적 실업 제외 필립스 곡선



자료: CEPR

- 결과적으로는 양측 모두 예측이 정확하진 않았으나, 인플레이션 측면에서는 다수파의 예측이 크게 실패
 - 현재 미국 실업률(3.7%)은 오쿤의 법칙을 따른 블랑샤르의 예측대로 1.5%까지 하락하지 않았고 오히려 IMF 전망인 3.6%에 근접하고 있지만,
 - 인플레이션은 소수파의 의견대로 필립스 곡선에서 크게 벗어나 급등하며 금융시장 및 연준의 대응에 매우 큰 영향을 끼치는 중

□ [예측 오류의 원인] ① 역사적 필립스 곡선예의 의존, ② '08년 금융위기 경험 및 관성

- 일각에서는 인플레이션 전망 실패가 공급망 차질, 우크라이나 전쟁 등 예측하기 어려웠던 글로벌 요인들에 기인한다고 주장. 다만 해당 요인들이 인플레이션을 가속화시킨 것은 사실이나, 인플레이션을 처음부터 유발시킨 요인은 아님
 - 공급망 차질과 우크라이나 전쟁 이전부터 이미 인플레이션은 상승하고 있었으며, 해당 요소들이 인플레이션의 핵심 원인은 아닐 것(John Taylor, Stanford)
- 다수 경제학자들이 '21년 중순에 제시한 인플레이션 전망이 틀린 원인을 근본적으로 살펴보면 앞선 칼럼에서 나왔던 대로 ① 필립스 곡선에 대한 의존과 ② '08년 금융위기의 경험과 관성을 짚어야 할 필요

역사적 필립스 곡선예의 의존

- 지난 35년간의 데이터에 기반한 필립스 곡선 추정치는 그 구조상 실업률이 아무리 낮아져도 물가 급등을 예측할 수 없다는 점이 가장 큰 문제
- 단순히 인플레이션 전망 수치가 틀린 것이 아니라, 경제학자들이 지난 35년간 경제를 설명·예측하는 데 있어 적합도가 높았던 주요 도구에 대한 신뢰도가 하락
 - Reuters는 인플레이션 전망에서 IMF의 경제예측 수정구슬에 금이 갔으며(IMF's economic crystal ball is cracked), 실수를 빨리 인정하지도 못했다고 지적



기존 필립스 곡선 모형에 기반한 물가 급등 해석과 문제점(Jason Furman, Harvard)



- **인플레이션 = 기대 인플레이션 - $\theta \times (\text{실업률} - \text{자연실업률}) + \text{오차항}$**
 장기 기대인플레이션은 안정적이고 곡선 기울기가 작기 때문에, 기존 필립스 곡선 모형에 최근 물가 급등을 대입하면 양의 오차가 크게 발생했다는 것 외에는 적절한 설명이 어려움
- **코로나19로 인한 양의 오차항 발생**
 - 코로나19 변이의 지속적 발생 등에 따른 공급망 차질, 상품 수요의 급증, 대사직(great resignation)에 따른 공급 감소가 양의 오차항에 기여
- **노동시장 추정과 측정의 문제**
 - 일각에서는 기존 자연실업률이 예상보다 더 높았기 때문에 물가가 높아졌다고 지적하나, 자연실업률이 5% 수준이더라도 기울기 자체가 낮고 실제 실업률이 3% 후반이라 예상 물가가 크게 높아질 수 없는 구조
 - 노동시장의 타이트함을 측정하는 데 있어 실업률이 아닌 다른 지표(구인 대비 실업 비율 등)를 사용하는 것이 인플레이션 예측에 더 적절하다는 연구들이 최근 제시
- **가팔라진 기울기(θ)**
 - 미국 주단위 데이터를 활용하면 실업률 +1%p 변화에 대한 인플레이션 변화가 -0.2%p가 아닌 -0.3%p라는 연구도 제시되고 있으나, 여전히 현 수준의 인플레이션을 설명하기엔 부족
- **기대 인플레이션의 변화**
 - 모형 상 기대 인플레이션이 상승했다는 설명은 대부분의 예측 모형에 포함된 장기 기대치가 여전히 안정되어 있다는 점에서 부족한 해석

- 필립스 곡선을 바탕으로 한 인플레이션 전망 실패가 주는 교훈은, 정책 당국자들이 팬데믹 이전 수십년간 성립해온 통계적 관계에 단순히 의존해서는 안되며, 달라진 환경에 맞춰 경제의 기저 상황을 재차 숙고할 필요가 있다는 점(Jason Furman)
 - 인플레이션 급등은 경제학자들의 표준화된 경제 모형에 의해서는 예측될 수 없었으며, 향후 경제 예측에 있어 불확실성과 우려를 증가시킨 상황
 - 전망에 있어 다양한 대안적 방식 또한 고려할 필요
 - 인플레이션을 기존대로 노동시장에 기반하여 추정하는 것이 아니라 명목과 실질수요의 차이로 접근하면 최근의 인플레이션을 어느 정도 설명 가능
 - 장기가 아닌 단기 기대 인플레이션을 활용하는 것도 방법
 - 다만 대안적 방식은 과거 수십년을 설명하는 능력이 떨어진다는 점이 단점



'08년 금융위기의 경험과 관성

- '08년 글로벌 금융위기 당시의 부양책 규모와 이후의 억제된 인플레이션 흐름도 대다수 경제학자들이 물가 급등이 일어나지 않을 것으로 생각한 배경 중 하나
 - 오바마 행정부는 글로벌 금융위기에 대응하여 7,870억달러 규모 부양책 실시. 공화당은 이에 대해 역사적 기준으로 터무니없고 무책임하다고 비판
 - 대규모 부양책에도 불구하고, 급격한 경기침체 및 뒤이은 유로존 위기로 인해 미국 경제는 매우 느린 속도로 회복
 - '09~'16년 GDP 성장률은 연평균 2%였으며, 실업률은 하락중이었으나 여전히 높은 수준('13년말 7% 상회). 근원 PCE 물가는 1.5% 내외에서 횡보
 - 이후 미니애폴리스 연은 총재 Kocherlakota 등이 인플레이션 급등을 우려하며 매파적 입장을 취했으나, 인플레이션이 오르지 않자 입장을 선화
- Economist紙는 글로벌 금융위기 당시의 경험으로 인해 정책당국자들이 인플레이션 급등을 생각하지 못하는 상상력의 실패(Failure of Imagination) 상황에 빠진 것이 한 가지 원인이라고 지적
 - 정책당국자들은 기대 인플레이션이 너무도 잘 고정(well-anchored)되어 있어서 재정정책을 대규모 확대해도 인플레이션에 미치는 영향은 제한적일 것이라는 착각에 빠짐(Sonal Desai, Franklin Templeton)
- 또한 대부분의 경제학자 및 정책당국자들 사이에는 소극적 부양책에 따른 리스크보다, 대규모 부양책에 따른 리스크가 더 작다는 공감대 형성
 - 대규모 부양책이 부재할 경우 지속적 고실업의 가능성이 높았기 때문에, 바이든 행정부의 부양책의 규모가 너무 컸던 것은 사실이지만 이것이 무책임 하다고 보긴 어렵다는 평가(The Atlantic)

□ [시사점] 지난 인플레이션 예측 오류에 비추어 볼 때 현재 논란 중인 미국 노동 시장에서 구조적 예측 오류가 또다시 발생할 수 있으며, 소수 의견대로 흘러갈 경우 실업률이 급등하고 경기가 경착륙할 가능성도 배제할 수 없음에 유의할 필요

- 인플레이션 사례와 같이 20~30년 간의 데이터와 과거 경험에 기반한 거시경제 예측도 변화된 경제환경으로 인해 신뢰성 문제에 직면할 소지
 - 인플레이션과 실업 간의 관계를 비롯한 여러 거시경제의 경험적 규칙들이 예전 수준으로 회귀할지 불확실
- 이로 인해 물가 예측 오류의 데자뷰가 향후 노동 시장 등에서 재현될 가능성에 유의
 - 현재 '다수 의견'은 기존의 노동 수요·공급 관계(베버리지 곡선)에서 크게 이탈했다는 근거가 부족하며, 노동시장 비효율 상황은 해소될 것으로 예상



- 반면 '소수'(블랑샤르 등)는 기존과 다른 노동 수요공급으로 실업률 급등을 우려

	'21년	최근
대립 이슈	인플레이션 급등 가능성	실업률 급등 가능성
소수 주장	지나친 부양책, 달라진 경제구조 등으로 필립스 곡선이 기울기가 가팔라지거나 우상향으로 이동하여 물가가 급등할 소지	노동시장 비효율 증가로 인해 베버리지 곡선이 우상향(바깥) 이동 + 곡선의 기울기가 완만해져 향후 경기 둔화 시 실업률이 급등할 소지
다수 반론	최근 데이터('20.1Q~'21.1Q)도 일부 가공(일시적 실업 제외) 시 30년간의 필립스 곡선에서 벗어났다고 볼 수 없음	최근 데이터('20.4월~'22.6월)도 일부 가공(구직중 아닌 실업자 제외) 시 20년간의 베버리지 곡선에서 크게 벗어났다고 볼 수 없으며 기울기도 가파른 상태인 것으로 추정(Goldman Sachs)
공통점	블랑샤르 등 소수파는 수십년간 적합했던 경제관계가 어긋날 가능성을 제시 필립스 곡선 추정치와 베버리지 곡선이 지난 2~30년 간의 데이터에 기반한 반면, 블랑샤르 등은 현 상황이 지금보다 50년 전인 '69년과 유사하다고 평가	



참고 1 올리비에 블랑샤르의 견해(요약)(PIIE, '21.02.18)



- 코로나19 부양 패키지가 열린 재무장관의 언급처럼 “크게 갈” 필요는 있지만, 바이든 행정부의 1.9조달러 구제안은 인플레이션 측면에서 우려
 - (아웃풋 갭) 아웃풋 갭 추정치는 6,800~9,000억달러에 불과
 - ① '20.1월 실업률이 3.5%로 '53년 이후 최저치였으므로 당시 경제가 잠재성장률에 매우 근접했을 것으로 평가 ② 잠재실질성장률은 지난 수년간 1.7% 수준으로 추정(CBO) ③ '20.4분기 YoY 성장률은 -2.5% ④ 따라서 '20.4분기 기준 아웃풋 갭은 1.7% + 2.5%로 GDP의 4.2%(명목 9,000억달러)
 - 9,000억달러는 최대 추정치이며, 코로나19에 따른 직간접 공급 제약을 감안하여 실제 잠재성장률은 1% 가량 낮을 것으로 가정하면 아웃풋 갭은 GDP의 3.2%(명목 6,800억달러)
 - (재정 승수) 승수를 고려하면 구제안 효과는 아웃풋 갭을 크게 넘어설 가능성
 - 구제안 항목별로 재정승수가 다르고, 재정승수 자체도 상당한 편차가 있어 경제자문위원회('14년)가 제안한 승수를 대입
 - 최저 승수 추정치를 대입할 경우 구제안의 수요효과는 7,345억달러, 평균치를 대입할 경우 2조 1,955억달러, 최대치를 대입할 경우 3조 6,005억달러로 재정 승수 효과가 최저치로 나타나지 않는 이상 아웃풋 갭을 크게 넘어설 것
 - (인플레이션) 필립스 곡선 추정치로 보면 우려할 필요가 없지만, 필립스 곡선으로 나타나는 인플레이션과 실업 사이 관계가 미래에도 유지될지 의문
 - ① 잠재성장을 초과하는 수준이 GDP의 5%라고 가정, ② 실업률은 2.5%p 감소(오쿤의 법칙)하여 1.5%(자연실업률 4% - 2.5%)까지 극단적으로 낮아질 것으로 가정, ④ 이 상황에서도 필립스 곡선 추정치에 대입하면 인플레이션은 0.5 ~ 1.25% 상승하는데 그칠 것
 - 하지만 80년대 이후 필립스 곡선 추정치는 기대 인플레이션이 고정된 결과, 실업률과 인플레이션 사이의 계수, 기대 인플레이션과 실제 사이의 계수 모두 기존과 다를 수 있음. 기대 인플레이션과 실제 사이의 계수가 0.5일 경우 필립스 곡선의 기울기는 기존보다 2배로 증가(1/(1-0.5))
 - ('60년대와의 비교) 잠재 이상의 경제 운영으로 물가 급등 및 경기침체 돌입
 - '61~'67년 케네디 행정부와 존슨 행정부는 실업률을 낮추기 위해(4% 미만) 경제를 잠재력 이상으로 운영. 이 시기 인플레이션은 1~3% 수준에 그침
 - 하지만 '67년부터 기대 인플레이션이 조정되면서 실제 물가가 급등하며 '69년 6%에 근접하였으며, '69~'70년에는 경기침체 발생



참고 2 기타 고피나스, 로렌스 볼 등 5인의 견해(요약)(CEPR, '21.05.07)



- **블랑샤르, 서머스 등은 구제안이 과열과 인플레이션을 유발할 것을 우려하나, '21.1Q까지 역사적 필립스 곡선은 여전히 유효. 실업률이 1.5% 수준이 되더라도 물가상승률은 '23년 2.5~3%에 그칠 것. '60년대식 물가 급등 가능성은 거의 없음**
- **(필립스 곡선) '20.3Q부터 지난 35년간의 필립스 곡선에서 인플레이가 상방 이탈하기 시작했다는 우려가 있으나, 일시적 해고를 제외하면 여전히 유효**
 - 코로나19로 인한 실업을 증가를 고려할 때 인플레이션은 필립스 곡선 상 예상되는 수준을 상회하고 있으나,
 - 코로나19로 인한 일시적 해고를 제외하면 '20~'21.1Q까지의 실업률과 인플레이션 흐름은 '85~'19년 필립스 곡선 관계와 대체로 일치(그림 1,2)
 - 실업률이 1% 하락하면 인플레이션은 0.24% 상승(블랑샤르의 이전 연구 추정치인 0.2%와 비슷)하며, 낮은 실업률에서 인플레이션이 더 빠르게 상승하는 현상(비선형성)도 거의 없음
- **(인플레이션 전망) 필립스 곡선에 블랑샤르의 시나리오(실업률 1.5%)를 대입해도 3% 인플레이션 예상**
 - IMF 전망('23년 실업률 3.6%) 대입 시 인플레이션은 '23년 2.4%까지 상승
 - 블랑샤르 시나리오(실업률 1.5%)를 대입 시 2.9%, 더 가파른 필립스 곡선 기울기(실업률 1% 당 인플레이션 0.31%)를 대입하더라도 3.1% 예상
 - 이 정도 수준의 인플레이션은 완만한 오버슈팅을 목표로 하는 연준의 평균 인플레이션 목표 전략과 대체로 일치할 것
- **('50년대와 비교) 블랑샤르가 언급한 '60년대가 아닌 '50년대와의 비교가 적절**
 - 블랑샤르는 실업률의 급격한 하락 상황에서 기대 인플레이션이 변화하면서 필립스 곡선이 가파르게 변화할 수 있다며 '60년대를 언급
 - 하지만 '60년대는 베트남 전쟁 및 위대한 사회 프로그램(Great Society program)을 위한 장기간의 지속적 재정 지출 상황이었으며, 오히려 현재는 '50년대 한국전쟁을 위한 임시 정부 지출 상황과 유사(일시적 인플레이션만 발생)
- 또한 연준의 커뮤니케이션 및 정책 프레임워크가 '60~'70년대보다 신뢰성 및 명확성 측면에서 높아졌으며, 낮은 실업률은 긍정적 공급 충격을 통해 물가 압력을 더욱 완화할 수 있으므로 인플레이션 발생 위험이 거의 없다고 평가



미국 주식시장의 추세 전환 가능성 평가

이은재 | 부전문위원
최성락 | 자본유출입부장

Summary

- **[현황] 금년 들어 미국 주식시장의 약세장이 이어지면서 추세 전환 시점에 대한 시장 관심이 증가함에 따라 과거 사례를 통해 추세 전환 조건을 분석하고 현재 상황을 평가**
 - S&P500 지수는 연초 이후 10.12일까지 -24.9% 급락하다 11.3일까지 4% 반등하여 연중 -22% 하락. 동기간 세계(MSCI 현지통화 -20.2%) 및 유럽 주가(-16.0%)보다 부진
- **[과거 사례] '90년대 이후 사례에서, 경기침체 진입 또는 글로벌 시스템 위기 시 주가 낙폭이 확대된 점이 특징. 주가의 추세 전환 조건은 ▲연준의 금리 동결 내지 인하 ▲실적 전망의 하향 조정 진행 ▲장기평균 대비 크게 낮은 밸류에이션 등이 공통적**
 - **약세장 유형과 주가 낙폭:** (A)경기침체 미진입 시(평균 -19%) < (B)글로벌 시스템 위기*로 확산되지 않는 경기침체 진입 시(-27%) < (C)글로벌 시스템 위기 확산 시(-53%) 등 경기침체 및 시스템 위기 파급 여부가 주가 낙폭을 크게 좌우
 - **주가 추세 전환 조건:** 공통적으로 연준의 금리 동결·인하 시기 및 실적 전망이 하락하는 단계에서 저점을 통과
- **[금번 약세장] 올해는 경기순환적 요인에 의한 약세장으로 ①통화정책 기조 변화에 대한 불확실성이 지속되는 가운데 ②실적 전망치는 하락 중이며 ③밸류에이션 부담도 축소**
 - **약세장 유형:** 올해는 고물가와 통화긴축에 따른 금리 상승, 이익 둔화 등 경기순환적 요인으로 주가가 하락. 경기침체 여부는 불확실하나 글로벌 시스템 위기 가능성은 제한적
 - **주가 추세 전환 시사점:** 통화정책 불확실성이 지속되는 가운데 실적 전망은 하락 중이며 밸류에이션 부담은 축소된 상황
 - **기타 요인:** 최근 신용위험이 가시화되면서 경기전망이 불투명한 시점이나, 과거 대비 견고한 상장기업 펀더멘탈, 투자자 저변 확대 등은 주가 상승에 긍정적
- **[평가] 미국 경기 향방에 대한 불확실성이 여전히 크기 때문에 앞으로도 주가의 높은 변동성이 지속되는 가운데 통화정책 기조 변화가 주가의 추세 전환에 무엇보다 중요**
 - 과거 미국 주식시장의 약세장 사례를 볼 때 미국이 경기침체에 빠지지 않거나 글로벌 시스템 위기로 확산되지 않을 경우에는 주가의 추가 하락은 제한적일 전망이지만, 현재 추세 전환을 확인하기에는 시기상조인 것으로 평가

- [현황] 금년 들어 미국 주식시장의 약세장이 이어지면서 추세 전환 시점에 대한 시장 관심이 증가함에 따라 과거 사례를 통해 추세 전환 조건을 분석하고 현재 상황을 평가
- '22년 동향: S&P500 지수는 연초 이후 10.12일까지 -24.9% 급락하다 11.3일까지 4% 반등하여 연중 -22% 하락
 - 미국 주가는 기술주 하락 심화에 따라 세계(MSCI -20.2%) 및 유럽 주가(-16.0%)보다 부진했으며 특히 나스닥 지수 하락폭(-33.9%)은 다우 지수(-11.9%)를 큰 폭 하회
 - 배경 및 특징: 올해 주가 약세는 물가 상승에 따른 연준의 통화긴축으로 금리가 급등 하면서 고 평가되었던 주가 밸류에이션이 빠르게 하락한 데 기인
 - 금리 급등: 강도 높은 통화긴축 사이클 진입으로 금리(할인율) 상승이 주가 하방압력 으로 작용하였으며 주식과 채권 가격이 동반 급락하면서 상관관계가 큰 폭 상승
 - 밸류에이션 정상화: 유동성 장세 동안 밸류에이션이 크게 높아진 자산의 가격 하락폭이 확대 (가상자산 -60% < 미국 주식 -22.0% < 유럽 주식 -16.0% < 일본 주식 -3.9%)

그림1 '22년 미국 S&P500지수, 국채금리 추이



자료: Bloomberg

그림2 '22년 주식·채권 간 상관관계



주: S&P500지수와 Barclays US Aggregate Bond 지수 일간수익률의 3개월 상관관계, 자료: Bloomberg

- [과거 사례] '90년대 이후 약세장 사례를 보면, 경기침체에 진입하거나 글로벌 시스템 위기로 불거질 경우 주가 낙폭이 확대된 점이 특징. 주가의 추세적 전환 조건은 ▲연준의 금리 동결 내지 인하 ▲실적 전망의 하향 조정 진행 ▲장기평균 대비 크게 낮은 밸류에이션 등이 공통적
- 약세장 유형: '90년 이래 미국 증시가 전고점 대비 15% 이상 하락한 약세장을 경기침체 및 글로벌 시스템 위기 여부로 구분
 - 약세장 유형과 주가 낙폭: (A)경기침체 미진입 시(평균 -19%) < (B)글로벌 시스템 위기*로 확산되지 않는 경기침체 진입 시(-27%) < (C)글로벌 시스템 위기 확산 시(-53%) 등 경기침체 및 시스템 위기 파급 여부가 주가 낙폭을 크게 좌우

* 글로벌 시스템 위기는 자산시장의 구조적 불균형과 과열에 의해 촉발되며 거품 붕괴가 경제 디플레이션과 은행 위기 등으로 이어짐. '00년 닷컴버블, '08년 글로벌 금융위기가 대표적인 사례

- 밸류에이션 낙폭: (A) -15% < (B) -20% < (C) -25% 로 낙폭이 확대

○ 주가 추세 전환 조건: 공통적으로 연준의 금리 동결·인하 시기 및 실적 전망이 하락하는 단계에서 저점을 통과

- 통화정책 기조 변화: '18년 사례*를 제외하면 주가가 대체로 연준이 정책금리를 인하하거나 동결하는 시기에 반등

* '18.12월 연준의 금리인상과 미중 무역갈등 고조, 경기감속 우려 등으로 주가가 약세를 보이다가 연준의 금리 인상 계획 보류 가능성이 높아짐에 따라 주가가 추세적으로 상승

- 실적 전망치 하락: 주가는 실적 전망치 하락 사이클의 후반부에 저점을 형성. 투자자들의 실적 추정치는 주가에 후행적으로 조정되며 실적 회복이 가시화될 무렵에 주가는 이미 상승

- 충분한 밸류에이션 조정: 주가 밸류에이션은 장기평균을 큰 폭으로 하회한 이후 반등했으며 투자자들이 보유 주식을 무조건적으로 매도하는 과정(capitulation)을 거침

표1 S&P500 주요 약세장 국면 및 저점 시기의 특징

주가하락 기간	약세장 유형(해당 여부)		주가 낙폭	밸류에이션 낙폭 ¹⁾	금리 변화(bp)	주가 저점	저점 시기 특징		
	글로벌 시스템 위기	경기침체					정책금리 ²⁾	실적전망 ³⁾	밸류에이션 ⁴⁾
'90.7~'90.10	N	Y(경기순환)	-20%	-13%	+48	'90.10.11	인하	하락기 후반	10.8
'98.7~'98.8	N	N	-19%	-7%	-57	'98.8.31	인하	하락기 후반	20.6
'00.3~'02.10	Y(닷컴버블)		-49%	-32%	-262	'02.10.9	인하	하락기 후반	15.4
'07.10~'09.3	Y(금융위기)		-57%	-27%	-38	'09.3.9	동결	하락기 후반	10.8
'10.4~'10.7	N	N	-16%	-19%	-84	'10.7.5	동결	상승기	11.5
'11.4~'11.9	N	N	-19%	-18%	-153	'11.9.30	동결	하락기 후반	10.8
'18.9~'18.12	N	N	-20%	-14%	-32	'18.12.15	인상	하락기 후반	14.5
'20.2~'20.3	N	Y(코로나19)	-34%	-27%	-78	'20.3.23	인하	하락기 초반	14.0
'22.1~현재	-		-22%	-23%	+264				

주: 1) 12개월 예상 P/E 기준, 2)미국 기준금리(±1개월 추이), 3) 12개월 EPS 전망치 3개월 변화를 기준. 하락사이클의 2/3 이상 경과한 시점은 후반부로 평가, 4) 음영은 장기 평균 대비 Z값: (1.5미만), (-1.5이상, -1.0미만) (-1.0이상 음수), (양수)

자료: Bloomberg, I/B/E/S, KCIF

□ [금번 약세장] 올해는 경기순환적 요인에 의한 약세장으로 ①통화정책 기조 변화에 대한 불확실성이 지속되는 가운데 ②실적 전망치는 하락 중이며 ③밸류에이션 부담도 축소

○ 약세장 유형: 주가는 과거 경기침체로 이어지지 않은 약세장 수준까지 하락. 내년도 경기침체 진입 여부는 불확실하나, 글로벌 시스템 위기 가능성은 낮다는 평가가 우세

– 경기순환적 주가 조정: 올해는 높은 인플레이션과 통화긴축에 따른 금리 상승, 이익 둔화 등 전형적인 경기순환적(cyclical) 요인들로 인해 주가가 하락

– 경기침체 확률은 높아지나, 시스템 위기 가능성은 제한: 최근 해외 전문가들이 내년도 미국 경기침체 진입 확률*을 높게 평가하고 있으나, 기업·가계의 양호한 자산건전성, 은행권 자본건전성 등으로 시스템 위기 발생 가능성은 제한적이라는 시각이 우세

* 10월 WSJ에 의하면 경제학자들은 향후 12개월 내 경기침체 확률을 63%로 평가(vs 7월 49%)

• '08년 이후 금융기관 자본건전성 개선으로 대외 충격에 대한 금융시스템 회복 탄력성이 제고. 올해 유럽은행 CDS 프리미엄이 상승 중(+45~197bp)이나, 보통주자본 비율(CET1)과 유동성 커버리지 비율(LCR)은 2분기말 각각 13%, 140%를 상회

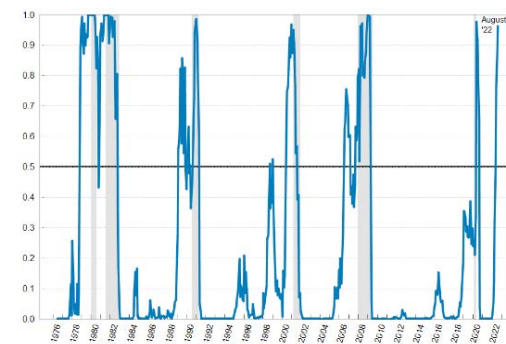
○ 주가 추세 전환 시점: 통화정책 불확실성이 지속되는 가운데 실적 전망은 하락 중이며 밸류에이션 부담도 크게 축소된 상황

– 통화정책 기조 변화는 시기상조: 미국 내 인플레이션 둔화 신호가 일부 감지되나, 인플레이션 정가시화까지 시간 소요. 통화정책 기조 변화도 내년 상반기 이후가 될 소지

• 공급 측면의 물가 압력은 둔화되나, 수요 측면의 압력은 오히려 광범위한 품목들로 확산 중

• Fed Pivot(금리 인상 속도조절·중단)을 위한 조건인 1) 추세 이하 성장 2) 고용시장 둔화 3) 2%대 물가 안정에 대한 명확한 증거 등의 충족에는 수 개월 이상 걸릴 가능성

그림3 미국 경기침체 진입 확률



자료: Conference Board

그림4 '22년 Goldman Sachs 금융상황지수 추이



자료: Bloomberg

– 실적 전망 하락세: S&P500 기업은 올해 상반기까지도 양호한 실적을 기록했으나 전망치는 하락 중. 이익 전망치의 3개월 변화율 기준으로 금번 하락 사이클은 '21.5월에 시작되어 17개월 경과

– 밸류에이션은 장기평균과 비슷한 수준: 올들어 주가 밸류에이션이 빠르게 하락하면서 장기평균과 비슷한 수준

• S&P500 12개월 P/E 및 P/B는 각각 16.7배, 3.4배로 연초 이후 23% 하락하였으며 장기평균(16.2배, 2.6배) 수준까지 하락

○ 기타 요인: 최근 신용위험이 가시화되면서 경기 전망이 크게 불확실한 시점이나, 과거 대비 견고한 기업 펀더멘탈, 투자자 저변 확대 등은 주가 상승에 긍정적

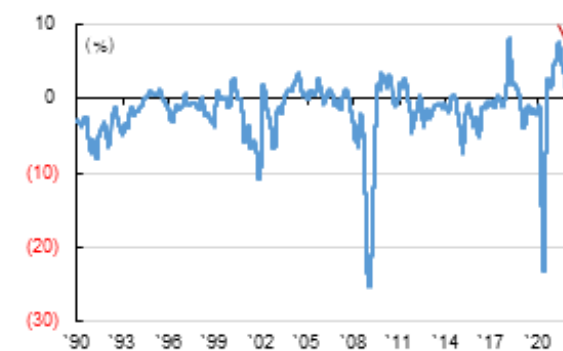
– 신용위험 가시화: 금리 인상은 6개월 이상 시차를 두고 실물경제 둔화로 이어지며 현재 주택·크레딧 시장 불안이 가시화되는 단계로 경기 하방위험에 대한 예측 가능성이 불확실한 시점

• 과잉 부채와 고금리로 인한 신용위험의 시스템 리스크 확산 여부가 중요하며, 신용위험 강도는 경기침체 폭과 침체기간, Fed Pivot을 좌우하는 변수로서 경계감을 유지할 필요(BofA)

– 기업이익 영향: 미국 기업들의 재무건전성 개선, 코로나로 인한 소비자 행태 변화와 혁신 산업 수혜 등으로 금리인상에 따른 이익 감소 영향이 예상보다 제한적일 가능성

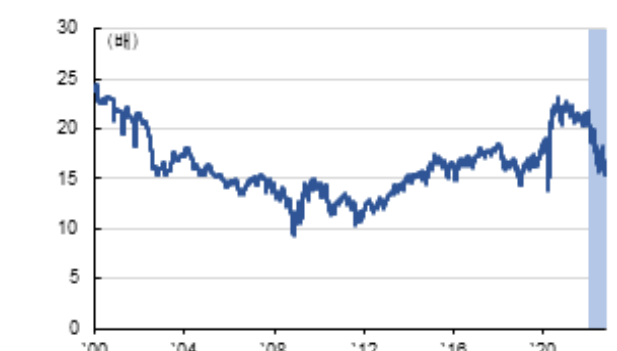
• S&P500 기업 부채비율은 '07년 234% → '22.3분기 116%으로 하락하여 이자비용 증가 영향은 제한되고 현금성 자산은 '07년 대비 2배 이상 증가하여 금리인상에 따른 수익이 확대될 소지

그림5 S&P500 이익 하락사이클(%)



주: 12개월 전망치 3개월 변화, 자료: I/B/E/S

그림6 S&P500 P/E 밸류에이션 추이



주: 12개월 P/E 전망치, 자료: I/B/E/S



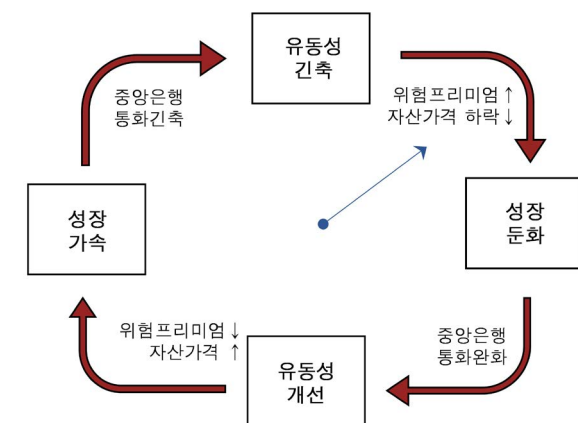
□ [평가] 미국 경기 향방에 대한 불확실성이 여전히 크기 때문에 앞으로도 주가의 높은 변동성이 지속되는 가운데 통화정책 기조 변화가 주가의 추세 전환에 무엇보다 중요

- 과거 미국 주식시장의 약세장 사례를 볼 때 미국이 경기침체에 빠지지 않거나 글로벌 시스템 위기로 확산되지 않을 경우에는 주가의 추가 하락은 제한적일 전망
- 실적 전망치 하향 조정과 밸류에이션 부담 축소에도 불구하고 아직 통화정책 기조 변화가 이루어지지 않고 있어 주가의 추세 전환을 확실하기에는 시기상조라고 평가
 - 현재는 유동성 긴축에 따른 성장 둔화 국면이며 당분간 거시지표 악화와 함께 기업이익 둔화 국면이 지속될 소지
 - 이익의 하향 조정, 금리 상승으로 주식의 상대적인 투자 매력이 낮아진 상황. 주식의 채권 대비 상대적 매력도를 나타내는 Yield Gap*도 하락 중

* Yield Gap = (P/E의 역수 - 금리). P/E가 낮거나(주가 하락 혹은 이익 증가), 금리가 낮을 경우 확대

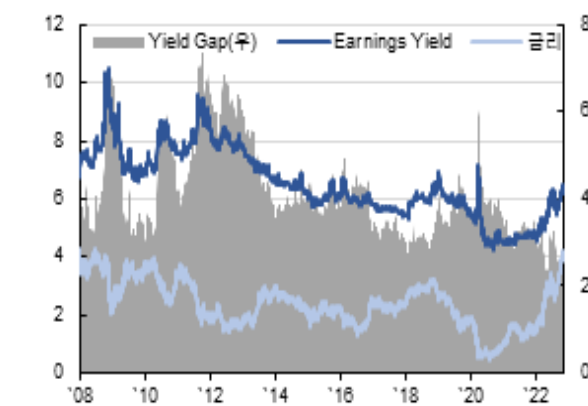
- 이에 따라 주가 추세 전환에 가장 중요한 변수는 금리 하락 여부일 것이며 투자자들은 향후 연준의 통화정책 기조 변화 시점에 주목할 전망

그림7 유동성 사이클



자료: Bridgewater

그림8 미국 S&P500 Yield Gap 추이(%)



자료: Bloomberg

03

칼럼

- 내년 글로벌 경기, 둔화에서 침체로?
정형민 리스크분석본부



내년 글로벌 경기, 둔화에서 침체로?

정형민 | 리스크분석본부장

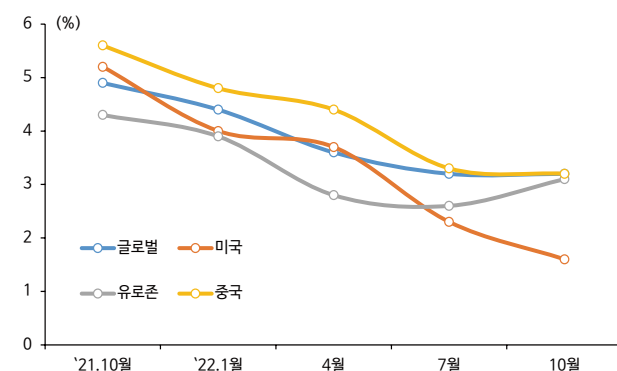
올해 들어 주요국들의 성장세가 크게 하락

주요국들의 경기하강세가 지속적으로 심화하는 모습을 보이며 글로벌 경기침체 우려가 부각되고 있다. 작년 말까지만 하더라도 올해 글로벌 경제는 팬데믹 직후인 '21년의 가파른 회복세에는 못 미치지만 여전히 높은 수준의 성장세를 이어갈 것으로 예견되었다. 작년 10월 IMF의 세계경제 전망에 의하면 올해 주요국 성장률 전망은 미국 5.2%, 유로존 4.3%, 중국 5.6%로 예상되어 대체로 과거 평균을 훌쩍 상회하는 높은 수준이었다.

그러나 올해 상반기 중 이들의 성장률은 매우 부진한 것으로 나타났는데, 미국의 경우 순수출 감소, 재고 급락 등의 요인들로 인해 1분기와 2분기 모두 (-) 성장(전기비 연율 기준)했고, 중국은 오미크론 바이러스 확산으로 경제와 무역의 중심인 상해가 봉쇄되는 등 생산 및 물류의 차질을 크게 겪으며 2분기 성장률이 0.4%(전년동기대비 기준)에 그치고 말았다.

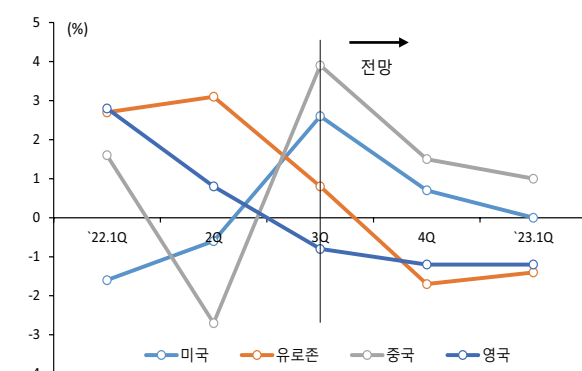
3분기 들어 미국과 중국 모두 성장세가 반등하는 모습을 보였지만 일시적이라는 평가가 우세하다. 미국의 경우 3분기 2.6% 성장률은 순수출이 단기적으로 반등한 것에 크게 의존(기여도 2.8%p)한 반면, 경제의 내재적인 수요를 보여주는 민간부문 최종지출은 증가율이 1분기 2.1%에서 3분기에는 0.1%까지 하락해 금리인상 등의 영향으로 매우 가파르게 둔화되고 있음을 보여준다. 중국 역시 봉쇄 완화의 효과로 성장률이 3.9%로 빠르게 반등하기는 했지만, 코로나 바이러스의 재확산과 이에 따른 지역적 봉쇄가 산발적으로 반복되고, 부동산 경기가 매우 위축된 데

그림1 올해 글로벌 및 주요국 성장 전망



자료: IMF

그림2 주요국 분기별 성장 및 단기 전망 추이



자료: Bloomberg, 주요 IB. 주: 전기비연율 기준, 중국은 전기비

다 그간 호조를 보이던 해외수요도 점차 둔화되며 수출이 감소세(10월 -0.3%)로 전환되는 등 크게 회복되기는 어려운 것으로 보인다.

이처럼 성장세가 약화되며 최근 IMF가 전망한 주요국들의 올해 성장률은 미국 1.6%, 유로존 3.1%, 중국 3.2%로 작년 말에 비해 크게 하락했고, 글로벌 성장률 전망치 또한 작년 말 4.9%에서 3.2%까지 하락한 상황이다.

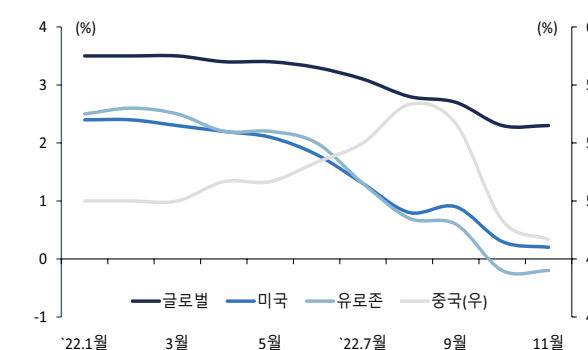
내년 글로벌 경기침체 우려 부각

문제는 세계경제의 하강을 야기하는 요인들이 내년에도 이어지고 그 영향은 더 깊어질 것이라는 점이다. 러시아-우크라이나 전쟁으로 인해 러시아로부터의 천연가스 공급이 크게 위축된 유럽 경제는 추운 겨울 속 에너지난을 겪으며 내년 초까지 혹독한 시간을 보낼 것이 확실시되고, 중국은 공동부유 및 산업간 자원 재분배 등의 정책 목표로 촉발된 부동산 경기위축이 당국의 완화 조치에도 불구하고 회복되지 못하고 있기 때문이다. 무엇보다도 가장 큰 요인은 선진국을 중심으로 40년만의 가장 높은 인플레이션이 야기한 40년만의 고강도 통화긴축으로 실물경제에 대한 영향이 점차 확산되고 경기를 크게 억누르고 있다는 점이다.

이에 따라 주요국들에 대한 내년 성장률 전망치는 IMF의 경우 미국 1.0%, 유로존 0.5%, 중국 4.4%로 중국은 다소 반등하지만 선진국들은 올해보다 성장세가 크게 둔화될 것으로 보며, 주요 IB들(8개 기관 평균)의 경우에는 미국은 0.2%, 유로존은 -0.2%까지 낮추어 전망하며 간신히 성장세를 유지하거나 경기침체를 경험할 것으로 예상하고 있다.

글로벌 성장률 역시 내년 IMF 2.7%, OECD 2.2%, 주요 IB 2.3%로 성장세는 유지하지만 매우 저조해 국제기구 등 해외 기관들은 이에 대해 글로벌 금융위기('09년)과 코로나 팬데믹('20년)을 제외하고 지난 20년간 가장 낮은 성장률이라고 평가하고 있으며, 과거 경험상 글로벌 경기침체의 경계선¹⁾으로 여겨지는 수준에 근접하고 있어 일부 요인들이 악화될 경우 이를 회피하며 사실상 경기침체에 접어들 가능성을 경고하고 있다. 해외기관들은 일단 기본적으로 글로벌 경제가 성장세를 유지할 것을 전망하면서도 글로벌 경제 여건상 다수의 하방요인들에 의한 불확실성이 커 유사시 성장률이 더욱 낮아지는 경기침체 시나리오들을 동시에 제시하고 있다<표1>.

그림3 내년 글로벌 및 주요국 성장 전망



자료: 주요 IB

표1 글로벌 경제 하방 시나리오

	위험요인	기본전망	악화시
IMF	中 부동산 침체	2.7%	2.4%
	잠재성장 하락		2.4%
	금융 긴축		2.1%
	고유가		2.2%
	Worst		1.1%
세계은행(연구)	기대인플레이션 악화	2.4%	1.7%
	Worst		0.5%
OECD	유럽 에너지난 심화	2.2%	1.8%

자료: Bloomberg

1) 해외기관들은 과거 IMF 연구 결과 등을 참고하여 글로벌 성장률이 2.5%(Capital Economics 등) 내지 2.0%(Bank of America 등)를 회회할 경우 글로벌 경기침체가 발생한 것으로 간주할 수 있음을 지적하고 있다.

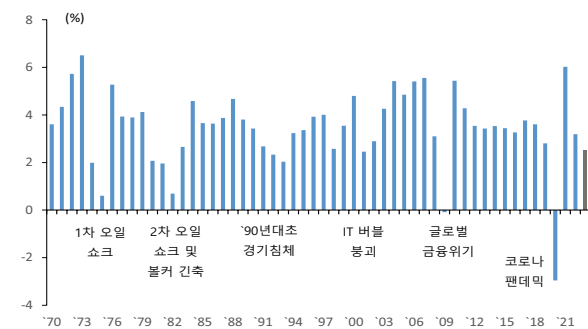
과거 경기침체기와 비교하면 완만한 편

내년 중 상당한 수준의 경기하강이 예견되어 이를 과거 글로벌 경제의 주요 경기침체 시기와 비교해 볼 수 있다. 먼저, 두 차례의 오일 쇼크와 이에 따른 인플레이션 및 통화긴축으로 경기침체가 발생한 '70년대 및 '80년대초와 비교할 때 최근 글로벌 경제 상황은 유사점이 많으나, '70년대 유가 상승폭이 '73~'74년의 경우 4배, '79~'80년 중 두 배에 달한 것에 비하면 금번에는 이에 상당히 못 미치고²⁾ 인플레이션율도 미국의 경우 '70년대 두 자리수 내외의 높은 상승률이 수년간 지속³⁾ 된 것에 비하면 금번 기간의 충격의 크기는 상대적으로 작다고 할 수 있다. 당시와 비교해 통화정책에 대한 신뢰도가 상당히 높고 인플레이션에 대한 기대가 안정적인 점 등도 차이라고 할 수 있다.

'90년대 초반의 글로벌 경기침체는 인플레이션 우려에 따른 중앙은행들의 통화긴축과 겹프전 및 원자재가격 상승에 따른 경제심리 하락 등에 의해 발생하였다는 점에서 현재와 유사한 측면이 있으며, 미국의 주택대부조합 파산 등도 복합적으로 작용하였다. 경기침체와 스웨덴 등 주택버블 붕괴, 가파른 신용 긴축으로 유럽에서는 다수 금융기관들의 파산하는 등 은행위기를 수반하였다. '01년의 경우 글로벌 차원에서의 경기침체는 아니나 이른바 닷컴버블의 증시 과열과 IT 부문의 과도한 투자가 조정되며 미국을 중심으로 선진국들에서 완만한 경기침체가 발생하였다. '08~'09년 글로벌 금융위기는 미국의 주택시장 버블 붕괴로 인해 1930년대 대공황 이후 가장 큰 금융위기가 발생했으며, 가계와 금융부문의 과도한 레버리지를 해소하는 과정에서 매우 느린 회복세를 경험하였다.

〈표2〉에 제시된 바와 같이, 과거 글로벌 경기침체기의 성장률 및 잠재수준과의 괴리인 산출갭과 비교해볼 때 내년 예상되는 글로벌 경기하강의 폭은 기본 전망과 비관적 시나리오를 감안해 '01년 내지 '90년대 초반과 비슷한 수준이 될 것으로 보인다. 또한 금번 경기하강은 경제회복에 오랜 기간이 소요된 글로벌 금융위기 시기와 비교하여 금융부문 등의 과도한 레버리지로 기인한 것이 아니라는 점에서 차이가 있다

그림4 글로벌 성장 장기 추이



자료: IMF, '70년대 수치는 세계은행

표2 글로벌 경기침체기 성장률 등

(A) 글로벌 경기침체기 성장률						
	'75	'82	'93	'01	'09	'20
성장률	1.0	0.7	2.0	2.5	-0.1	-3.0
선진국 산출갭	-	-3.6	-1.7	-0.7	-5.0	-3.5

(B) 각 기관별 '23년 글로벌 성장률 전망							
기관	주요IB	BoA	JPM	BC	Nomura	OECD	IMF
전망	2.3	2.4	2.2	1.7	1.3	2.2	2.7
산출갭							(-0.7)

자료: IMF, 주요 IB

경기하강의 심화·동조화·장기화 우려

이처럼 내년도 예상되는 글로벌 경기하강은 과거 사례와 비교해 대체로 그 폭이 완만하고 상대적으로 빠른 회복세를 보일 것으로 짐작된다. 그러나, 앞서 언급한 바와 같이 다수의 하방요인들로 인한 불확실성이 커 경기하강이 보다 심화되고 각 국가간 동조화되어 경기침체로 진행되면서 회복에 보다 오랜 기간이 필요할 가능성을 배제할 수 없다.

고강도 통화긴축의 영향이 실물경제뿐 아니라 금융 스트레스 확대로 이어질 경우 경기하강을 심화시킬 수 있다. 저금리 환경에서 형성된 자산가격이 이후의 가파른 금리인상을 견디지 못하고 큰 폭으로 하락할 우려가 있기 때문이다. 올해 들어 글로벌 증시는 19% 하락한 상황이며 채권펀드들도 큰 손실을 기록하고 있다. 캐나다, 호주, 뉴질랜드 등 지난 수년간 주택가격이 크게 상승한 곳에서는 향후 조정 과정을 지켜볼 필요가 있다. 자산가격 하락폭이 크게 확대될 경우 금융기관들의 대차대조표를 악화시키고 지불능력(solvency)에 문제가 발생할 수 있는데, 금융기관들의 레버리지와 자본건전성 등은 글로벌 금융위기 이전에 비해 훨씬 양호해 충격을 잘 감내할 수 있지만 상대적으로 규제가 잘 이루어지지 않은 그림자 은행 부문은 취약할 우려가 있다. 금융 스트레스가 크게 확대될 경우 신용창출 저하 등으로 경기하강의 폭을 심화하고 회복을 늦추는 요인이 된다.

각국별 경기하강이 동조화되며 글로벌 경기침체로 전개될 가능성도 우려된다. 글로벌 경기침체가 국가별 경기침체에 비해 발생하기 어려운 것은 여러 국가들에서 산발적으로 나타나 세계 경제 전체적으로는 희석되는 효과가 있기 때문이다. 앞서 언급한 '01년 경기하강의 예를 들면, 선진국들은 경기침체를 겪은 반면 중국 등 신흥국들은 양호해 글로벌 경기침체로 진행되지 않았으며, '90년대말 아시아 신흥국들의 금융위기의 경우에도 선진국들의 경제 상황은 양호해 역내 위기로 그쳤다. 금번 경기 하강에서도 영국은 올해 3분기 이후, 유로존은 연말 4분기 이후, 미국은 내년 중반 이후 경기침체 내지 하강이 시차를 두고 발생하며 글로벌 경제의 하락폭은 상대적으로 완만할 것으로 보이나, 경제 여건이 악화되어 다수 국가들에서 경기하강의 저점이 이어지는 동조화가 발생할 경우 그 부정적 영향이 상호 증폭되며 글로벌 경기침체로 전개될 수 있다.

마지막으로 금번 경기하강은 물가상승을 동반하는 특성 상 통상적인 수요 침체 시의 적극적 정책대응이 어려워 장기화될 소지가 있다. 현재 대부분 전망기관들은 내년 상반기를 하강폭이 가장 깊어지는 시점으로 보고 하반기에는 점차 회복될 것으로 예상하고 있으나 에너지 가격, 인플레이션의 추이, 지정학적 위험 등 아직 확실하지 않은 여러 가정에 기반하고 있다. 향후 각국 경제 상황 및 각종 불안요인들의 전개에 따라 글로벌 경제의 회복이 지연될 소지가 있음에 유의할 필요가 있다.

2) 인플레이션 상승세가 본격화된 작년 하반기 이후 브렌트유가는 올해 고점(3.8일 \$127.98/배럴) 기준 70.3%, 최근 유가 기준 23.4% 상승하였다.
3) 미국의 경우 연간 인플레이션율은 '74년 11.0%, '75년 9.1%를 기록했으며, '79년 11.3%, '80년 13.5%, '81년 10.3%를 기록했다.



04

주요지표



주요 국제 금융 지표

국제금융시장	'21.10월	11월	12월	'22.1월	2월	3월		4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월
주식시장														
미국 Dow Jones (p)	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	31,510.4	28,725.5	32,733.0
독일 DAX	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	12,835.0	12,114.4	13,253.7
영국 FTSE	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	7,284.2	6,893.8	7,094.5
일본 Nikkei	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	28,091.5	25,937.2	27,587.5
MSCI 아시아	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	916.7	815.4	774.0
MSCI 신흥유럽	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	2,291.9	2,127.9	2,417.8
MSCI 라틴	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	88,063.4	87,943.7	94,184.5
미국 투자심리 (VIX, p)	16.3	27.2	17.2	24.8	30.2	20.6		33.4	26.2	28.7	21.3	25.9	31.6	25.9
유럽 투자심리 (V2X)	17.6	30.1	19.3	27.0	35.3	29.0		30.8	25.2	29.8	22.3	27.9	30.7	24.8
신흥국 투자심리 (VXEEM)	20.2	28.8	19.3	22.4	33.4	24.5		30.8	24.7	25.8	21.7	22.7	29.0	28.7
채권시장														
미국 국채 10년 (%)	1.55	1.44	1.51	1.78	1.83	2.34		2.93	2.84	3.01	2.65	3.19	3.83	4.05
독일 국채 10년	-0.11	-0.35	-0.18	0.01	0.14	0.55		0.94	1.12	1.34	0.82	1.54	2.11	2.14
영국 국채 10년	1.03	0.81	0.97	1.30	1.41	1.61		1.91	2.10	2.23	1.86	2.80	4.09	3.52
일본 국채 10년	0.10	0.06	0.07	0.18	0.19	0.22		0.23	0.24	0.23	0.19	0.23	0.24	0.25
미국 장단기 금리차 (10y-3m)	1.50	1.40	1.48	1.60	1.53	1.86		2.11	1.80	1.39	0.33	0.29	0.58	-0.01
미국 국채금리 변동성 (MOVE)	77.15	55.71	53.22	52.10	50.00	49.67		51.56	48.31	50.85	45.83	46.16	46.73	45.90
Break Even Rate (5년)	2.93	2.81	2.91	2.89	3.15	3.43		3.35	2.96	2.62	2.81	2.64	2.16	2.66
미국 국채 CDS (5년, bp)	14.5	16.3	13.0	11.6	12.8	15.9		17.4	17.5	19.3	21.4	20.3	27.8	28.4
서유럽 국채 CDS (iTraxx Sovx)	4.7	4.7	4.5	3.9	4.6	4.0		5.2	5.6	5.0	6.7	5.6	5.3	5.1
일본 국채 CDS (5년, bp)	18.5	17.8	16.9	17.2	17.8	17.5		19.0	19.9	25.7	24.5	20.0	28.0	30.5
미국 회사채 CDS (CDX)	52.3	57.8	49.4	60.0	67.6	67.2		83.7	79.6	101.0	80.4	92.5	107.7	90.3
유럽 회사채 CDS (iTraxx)	50.7	57.8	47.6	58.8	71.9	73.0		89.8	87.7	118.7	100.1	120.3	135.0	113.8
신흥국 채권 가산금리 (EMBIH)	380.7	414.4	386.1	413.0	556.2	368.0		393.7	377.6	461.2	443.0	432.8	467.1	450.7
외환시장														
달러 인덱스	94.1	96.0	95.7	96.5	96.7	98.3		103.0	101.8	104.7	105.9	108.7	112.1	111.5
유로/달러 환율	1.16	1.13	1.14	1.12	1.12	1.11		1.05	1.07	1.05	1.02	1.01	0.98	0.99
파운드/달러 환율	1.37	1.33	1.35	1.34	1.34	1.31		1.26	1.26	1.22	1.22	1.16	1.12	1.15
달러/엔 환율	114.0	113.2	115.1	115.1	115.0	121.7		129.7	128.7	135.7	133.3	139.0	144.7	148.7
달러/위안 환율	6.41	6.36	6.36	6.36	6.31	6.34		6.61	6.67	6.70	6.74	6.89	7.12	7.31
유로/달러 내재변동성 (3개월, %)	5.3	6.5	5.4	6.2	7.9	7.5		9.1	7.8	9.1	10.2	10.3	12.6	10.9
달러/엔 내재변동성 (3개월)	6.5	7.7	5.9	6.3	6.8	8.6		11.4	9.2	12.6	10.8	11.2	12.3	12.7
신흥국 환율변동성 (JPM)	9.1	10.8	11.3	9.4	10.6	11.5		12.1	12.1	11.9	12.0	11.6	12.5	12.6
기타														
미국 Libor (3개월, %)	0.13	0.17	0.21	0.31	0.50	0.96		1.33	1.61	2.29	2.79	3.10	3.75	4.46
Libor-OIS 스프레드 (bp)	5.4	8.9	9.0	6.6	11.2	24.4		14.8	15.5	10.3	18.5	7.1	9.8	28.9
Euribor (3개월)	-0.55	-0.57	-0.57	-0.55	-0.53	-0.46		-0.43	-0.34	-0.20	0.23	0.65	1.17	1.70
금 (\$/OZ)	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	1,711.0	1,660.6	1,633.6

주: 기말 기준

주요 국내 금융 지표

국내금융시장	'21.10월	11월	12월	'22.1월	2월	3월		4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월
주식시장														
KOSPI (p)	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	2,472.1	2,155.5	2,293.6
외국인 국내주식 순매수 (조원)	-4.31	2.91	2.80	-4.14	0.76	-4.22		-5.52	0.57	-5.95	1.96	4.14	-2.29	3.04
외국인 보유 비중 (%)	28.7	29.1	29.5	29.1	28.8	28.0		27.6	27.6	27.5	27.4	27.1	27.3	27.8
채권시장														
콜 금리 (%)	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25		1.50	1.75	1.75	2.25	2.50	2.50	3.00
CD 91일	1.12	1.26	1.29	1.50	1.50	1.51		1.72	1.96	2.04	2.73	2.92	3.24	3.96
통안채 3개월	0.88	1.02	1.00	1.25	1.20	1.29		1.46	1.75	1.89	2.31	2.66	2.81	3.27
국고채 3년	2.11	1.79	1.80	2.19	2.25	2.66		2.96	3.03	3.55	3.00	3.68	4.19	4.18
회사채 3년 AA-	2.59	2.35	2.41	2.76	2.86	3.33		3.68	3.80	4.36	3.98	4.63	5.28	5.57
회사채AA- - 국고채 (3년, bp)	48	57	62	57	62	67		72	77	81	98	95	109	140
IRS 금리 1년 (%)	1.72	1.52	1.58	1.82	1.89	2.14		2.47	2.67	3.19	3.10	3.65	4.10	4.27
외국인 국내채권 순투자 (조원)	2.52	2.79	5.56	3.67	3.95	0.52		0.04	1.37	0.90	3.56	-1.85	-0.98	0.02
외환시장														
원/달러 환율	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	1,337.6	1,430.2	1,424.3
원/유로 환율	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	1,344.9	1,404.8	1,416.5
원/엔 환율	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	965.4	990.7	959.0
원/달러 내재변동성 (3개월, %)	7.2	7.7	6.9	7.3	7.2	8.6		9.9	9.0	9.9	9.7	9.7	11.9	12.3
CDS premium (bp)	19	20	19	25	31	28		40	45	53	41	33	59	70
재정거래유인 (3M)	0.01	0.43	0.12	0.31	0.45	0.10		0.56	0.28	0.56	0.14	0.22	0.73	-0.07
CRS 금리 1년 (%)	1.05	0.82	1.00	1.08	1.03	1.04		1.04	1.04	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	'21.10월	11월	12월	'22.1월	2월	3월		4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월
경기선행지수 (전기비, %, p)														
미국 Conf. Board (%)	0.4	0.6	0.4	-0.7	0.8	-0.1		-0.5	-0.7	-0.7	-0.6	0.0	-0.4	
독일 IFO	95.7	94.5	92.7	95.5	98.6	84.6		86.8	87.2	85.6	80.3	80.5	75.3	75.6
프랑스 INSEE	20.8	19.5	21.3	14.6	21.8	-2.8		-4.3	-8.6	-5.0	-5.0	-1.6	-5.8	-7.8
이탈리아 ISAE	115.2	115.7	114.7	113.3	112.8	109.9		109.5	108.7	109.0	106.0	103.9	101.2	100.4
중국 OECD	99.9	99.6	99.4	99.3	99.2	99.1		99.0	99.0	98.9	98.8	98.8	98.8	98.7
일본 내각부	100.7	102.0	102.8	101.2	100.2	100.7		102.3	100.7	100.3	98.9	101.3	97.4	
OECD-전체	101.3	101.2	101.0	100.8	100.6	100.2		99.9	99.6	99.3	99.0	98.7	98.6	98.4
GS World CAI	5.3	6.3	6.4	4.3	4.6	2.9		0.5	2.8	5.2	3.5	3.5	2.6	1.9
구매자관리지수 (p)														
미국 제조업 ISM	60.8	60.6	58.8	57.6	58.6	57.1		55.4	56.1	53.0	52.8	52.8	50.9	50.2
비제조업	66.7	68.4	62.3	59.9	56.5	58.3		57.1	55.9	55.3	56.7	56.9	56.7	54.4
유로존 제조업 PMI	58.3	58.4	58.0	58.7	58.2	56.5		55.5	54.6	52.1	49.8	49.6	48.4	46.4
서비스업	54.6	55.9	53.1	51.1	55.5	55.6		57.7	56.1	53.0	51.2	49.8	48.8	48.6
중국 제조업 PMI	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5		47.4	49.6	50.2	49.0	49.4	50.1	49.2
비제조업	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4		41.9	47.8	54.7	53.8	52.6	50.6	48.7
정책불확실성지수														
Global	193.2	225.5	263.2	232.7	189.6	330.5		291.3	288.9	268.8	312.4	255.8	268.8	
미국	136.9	175.9	201.4	155.3	140.4	229.2		168.8	190.5	152.8	222.8	183.0	201.8	217.1
유로존	198.5	246.6	298.2	264.6	220.5	392.0		334.7	328.5	332.6	403.9	327.9	397.3	390.2
중국	452.2	491.8	589.8	582.6	406.2	863.9		843.9	735.8	763.4	778.8	602.5	689.3	741.7
일본	134.3	94.7	91.2	97.8	91.3	128.9		114.3	109.8	129.4	112.8	111.0	99.3	
기타 관심 지표														
미국														
산업생산 (전기비)	1.5	0.6	-0.2	0.4	0.7	0.7		0.7	-0.1	-0.1	0.7	-0.1	0.1	-0.1
소매매출 (")	1.6	0.5	-1.6	2.7	1.7	1.2		0.7	0.4	1.0	-0.4	0.7	0.0	1.3
내구재주문 (")	1.5	1.4	0.9	3.1	-0.7	0.7		0.4	0.8	2.3	-0.1	0.2	0.4	
취업자 증감 (천명)	677	647	588	504	714	398		368	386	293	537	292	315	261
신규실업 청구건수 (")	308	257	222	229	195	178		184	207	232	245	241	209	219
주택가격 (SPCS20, 전기비)	1.1	1.3	1.5	1.7	2.4	2.3		1.7	1.3	0.2	-0.7	-1.3		
시간당 평균임금(전년비)	5.4	5.3	4.9	5.4	5.2	5.6		5.5	5.3	5.2	5.2	5.2	5.0	4.7
소비자심리지수(미시간)	71.7	67.4	70.6	67.2	62.8	59.4		65.2	58.4	50.0	51.5	58.2	58.6	59.9

해외 경제	'21.10월	11월	12월	'22.1월	2월	3월		4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월
중국														
산업생산 (전년비)	3.5	3.8	4.3	7.5		5.0		-2.9	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0
수출 (°)	26.9	21.7	20.9	16.3		14.4		3.5	16.3	17.4	17.8	7.1	5.7	-0.3
주택판매면적증가율(yoy)	7.3	4.8	1.9	-9.6		-13.8		-20.9	-23.6	-22.2	-23.1	-23.0	-22.2	-22.3
중국 국채 CDS	49.4	50.8	44.8	45.9	53.6	60.3		69.8	79.8	78.2	82.9	74.8	85.2	84.2
역내외 환율차(역내-역외)	-0.01	0.00	0.00	-0.01	0.00	-0.01		-0.01	-0.01	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.01
주가변동성	26.9	33.0	29.1	33.3	33.5									
위안화 내재변동성	5.2	5.1	5.0	4.7	4.6	4.8		5.8	5.9	5.4	5.7	5.9	7.3	8.6
시보 O/N금리 5일 이동평균	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0		1.5	1.4	1.4	1.3	1.1	1.3	1.3
총 사회용자산액증가율(TSF)	10.0	10.1	10.3	10.5	10.2	10.6		10.2	10.5	10.9	10.7	10.5		
70개도시 부동산 평균가격(신규)	2.8	2.4	2.0	1.7	1.2	0.7		-0.1	-0.8	-1.3	-1.7	-2.1	-2.3	-2.4
1선 도시 평균가격(신규)	5.0	4.8	4.4	4.4	4.4	4.3		3.9	3.6	3.3	3.1	2.9	2.7	2.7
모기지/신규대출 비중	29.3	30.4	30.5	18.7	13.4	12.8		11.5	10.5	11.4	11.9	12.6		
신흥국														
산업생산지수														
브라질	-7.8	-4.4	-5.0	-7.3	-4.1	-1.9		-0.5	0.5	-0.4	-0.4	2.8	0.4	
인도	4.2	1.0	1.0	2.0	1.2	2.2		6.7	19.7	12.6	2.2	-0.7	3.1	
러시아	8.3	7.9	7.5	8.0	5.4	2.3		-2.6	-2.4	-2.4	-0.5	-0.1	-3.1	
OECD 경기선행지수														
브라질	102.2	101.5	100.8	100.3	99.9	99.6		99.4	99.3	99.1	99.0	98.9	98.8	98.7
인도	100.7	100.7	100.6	100.6	100.5	100.4		100.3	100.2	100.1	100.0	99.9	99.8	99.7
인도네시아	97.2	97.3	97.3	97.3	97.2	97.1		97.0	96.9	96.6	96.3	96.1	95.9	95.6
러시아	102.8	102.9	103.0	103.0										
제조업 PMI														
브라질	51.7	49.8	49.8	47.8	49.6	52.3		51.8	54.2	54.1	54.0	51.9	51.1	50.8
인도	55.9	57.6	55.5	54.0	54.9	54.0		54.7	54.6	53.9	56.4	56.2	55.1	55.3
인도네시아	57.2	53.9	53.5	53.7	51.2	51.3		51.9	50.8	50.2	51.3	51.7	53.7	51.8
러시아	51.6	51.7	51.6	51.8	48.6	44.1		48.2	50.8	50.9	50.3	51.7	52.0	50.7
국채 CDS														
브라질	215.9	244.7	218.5	219.1	224.1	218.3		217.8	237.2	269.2	303.0	262.1	265.9	264.8
인도	83.0	82.5	87.6	89.6	99.4	111.6		104.6	122.0	120.5	156.8	123.9	126.1	124.5
인도네시아	85.4	82.3	78.3	83.3	97.5	102.6		101.4	121.6	122.6	144.8	112.4	128.6	127.3
러시아	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	124.3	124.8	125.2	124.2	123.9	124.8		124.5	126.8	127.0	129.5	128.8	131.5	133.5
JP Morgan 신흥국 통화지수	55.2	54.0	52.3	52.9	53.3	51.5		52.8	52.3	52.0	50.1	50.5	49.5	48.6
원유가격지수	443.9	428.8	392.7	453.3	498.4	588.0		556.1	593.7	622.1	539.1	500.2	458.5	474.7
곡물가격지수	418.8	442.7	445.0	455.1	483.6	554.8		565.3	576.9	527.7	447.3	460.6	478.4	473.1

주요 국내 경제 지표

해외 경제	'21.10월	11월	12월	'22.1월	2월	3월		4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월
국내실물														
경기선행지수	100.9	100.5	100.4	100.3	100.0	99.8		99.6	99.6	99.7	99.5	99.3	99.2	
재고출하지수	8.5	7.7	8.0	7.1	11.3	11.3		13.4	10.2	18.7	16.9	10.8	8.3	
기업경기실사지수	86.0	86.0	87.0	86.0	85.0	83.0		86.0	86.0	82.0	80.0	81.0	78.0	76.0
장단기금리차(국고 3y-통안1y)	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8		1.0	1.1	1.0	0.3	0.2	0.5	0.6
광공업생산지수 증가율(yoy)	5.1	6.7	7.1	4.3	6.4	3.7		3.6	7.5	1.4	1.5	1.5	0.8	
국내금융														
총통화승수(M2/본원통화)	14.1	14.4	14.3	14.1	14.2	14.2		14.0	14.0	14.1	13.6	14.1	14.0	
종합주가지수증감률(mom)	-4.8	-0.9	0.8	-4.1	-4.9	-0.9		0.2	-2.8	-5.8	-4.5	4.9	-5.9	-4.4
국내신용 전년비	11.7	12.0	12.1	12.6	11.7	11.7		12.0	12.4	11.7	10.9	10.7	11.6	
대출행태서베이(신용위험)	11.0	11.0	11.0	12.0	12.0	12.0		26.0	26.0	26.0	31.0	31.0	31.0	39.0
국내금리변동분	0.1	0.2	0.2	0.5	0.8	0.9		1.6	1.9	2.3	2.2	2.4	2.9	3.1
가계신용/GDP	87.8	87.8	87.8	87.4	87.4	87.4		86.4	86.4	86.4				
소비자물가상승률(%)	3.2	3.8	3.7	3.6	3.7	4.1		4.8	5.4	6.0	6.3	5.7	5.6	5.7
대외실물														
경상수지(억달러)	80.1	68.2	60.6	19.2	64.2	70.6		-0.8	38.6	56.1	7.9	-30.5	16.1	
수출증가율	24.2	31.9	18.3	15.5	21.1	18.8		12.9	21.4	5.3	8.7	6.6	2.3	-5.7
원화실질실효환율(BIS)	103.7	104.0	104.3	103.3	102.8	102.0		102.3	102.4	102.0	101.3	100.2	97.2	96.5
교역조건 전년비	-6.4	-10.0	-10.4	-7.0	-7.5	-6.1		-10.6	-10.2	-10.0	-11.2	-8.7	-9.9	
OECD 경기선행지수(전월차)	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3		-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2
아시아경쟁국 실질실효환율 평가절상압력	2.5	4.0	4.8	4.2	3.5	4.4		4.6	2.0	1.9	1.8	1.6	2.8	
대외금융														
외국인자금유출입(억달러)	34.7	26.6	154.1	89.6	45.7	34.2		86.1	74.3	31.8	30.7	-14.7	-20.7	
외환보유액 전년비(%)	1.1	-1.1	-0.2	-0.3	0.1	-0.9		-1.9	-0.4	-2.1	0.1	-0.5	-4.5	-0.7
단기외채(억달러)	-	-	1,647.4	-	-	1,749.2		-	-	1,838.5				
환율의 역사적 변동성	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.7		0.5	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7	0.6

* 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

OCTOBER Day 02	• 경기둔화 정도를 가늠할 미국 9월 고용지표에 주목
Day 04	• 주간 Global Opinions(9.26~10.3) • [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(10.4) • 주간 Wall Street 인사이트(10.4) • 국제원자재시장: 국제원자재 가격, 경기침체 우려 등 거시환경 악화가 관건
Day 06	• OPEC+, 팬데믹 이후 최대폭 감산 결정(10.5일) • 미국 인플레이션 예측 오류 원인과 시사점 • 글로벌 리스크 위치
Day 07	• [Fund Flow] 주식펀드 유출 전환, 채권펀드 유출폭 확대
Day 09	• 주간이슈(10.9): 미국 인플레이션 향방을 가늠할 9월 CPI에 주목
Day 11	• 주간 Global Opinions(10.4~10.10) • [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(10.11) • 주간 Wall Street 인사이트(10.11)
Day 13	• 글로벌 인플레이션 대책 및 시사점
Day 14	• 미국의 높은 물가상승세로 통화긴축 강화 우려 • 최근 역(逆)환율전쟁 격화 배경 및 전망 • [Fund Flow] 주식 및 채권펀드, 미국 중심으로 자금흐름 개선
Day 16	• 중국 20차 당대회 평가 및 전망
Day 17	• 주간이슈(10.17): 중국의 하반기 회복력을 가늠할 3분기 GDP 발표 • 주간 Wall Street 인사이트(10.17) • [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(10.17)
Day 18	• 미국 회사채 시장 동향 및 전망
Day 19	• [은행] 미국 대형은행의 3분기 실적, 우려보다 양호 • 영란은행의 하반기 금융시스템 위험 서베이 결과
Day 20	• 최근 영국의 부채연계투자(LDI) 위험 및 시사점
Day 21	• [Fund Flow] 미국, 주식 펀드 큰 폭 유입 전환
Day 24	• 중국의 3분기 GDP 성장률 3.9%로 예상치 상회 • [은행] 서방 주요 은행들의 對중국 전략 재검토 • 주간이슈(10.24): 미국 3Q GDP 반등폭과 9월 근원 PCE 향방에 주목 • [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(10.24) • 주간 Wall Street 인사이트(10.24)
Day 25	• 주요 신흥국의 부채 동향 및 전망
Day 27	• 국제원유시장 주도권 경쟁 심화 및 영향

Day 28	• 아시아 신흥국 외환위기 재발 우려는 다소 과도 • 美 3분기 성장률 반등 불구 경기향방은 불확실 • ECB, 12월 금리인상 속도 완화 가능성 • 미국 국채시장의 유동성 상황 및 바이백(buybacks) 논의 • 미국의 경기향방 논란 및 전망 • 국제금융 INSIGHT • [Fund Flow] 글로벌 주식 · 채권펀드 자금, 선진국 중심으로 유입
Day 31	• 주간이슈(10.31): FOMC 회의 개최, 관심은 12월 금리인상 속도의 시사 여부 • 주간 Wall Street 인사이트(10.31) • [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(10.31) • [은행] 글로벌 은행들의 메타버스 진출 현황
NOVEMBER Day 01	• 국내 개인투자자의 해외주식투자 동향 및 전망 • 국제원자재시장: 국제곡물시장에도 드리워진 러시아발 지정학적 리스크
Day 03	• FOMC 회의 결과 및 영향 평가 • 글로벌 리스크 위치
Day 04	• 영란은행, 경기전망 악화로 긴축강도 완화 가능성 증대 • [Fund Flow] 미국 주식 · 채권펀드 자금 유입 급감 • 미국 주식시장의 추세 전환 가능성 평가
Day 07	• IMF 구제금융으로 본 신흥국 불안 • 주간이슈(11.7): 미국 10월 CPI 향방 및 중간선거 결과에 주목 • 주간 Wall Street 인사이트(11.7) • [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(11.7)
Day 08	• 주식 · 채권 리스크 지표로 본 미국경제 시사점 • 영국과 일본의 경제대책에 대한 시장반응 차이 및 시사점
Day 09	• 홍콩생명 콜옵션 행사 관련한 시장반응 점검
Day 10	• 중국의 제로 코로나 정책 완화 가능성 점검 • 미국의 중간선거 결과 평가 및 전망
Day 11	• 미국의 물가 상승세 정점 통과(peak-out) • '22년 하반기 미국 재무부 환율보고서의 주요 내용 • [Fund Flow] 주식펀드자금 유출, 채권펀드는 유입 전환
Day 14	• 최근 FTX 사태가 금융시장에 미칠 영향은 제한적 • 주간이슈(11.14): G20 정상회의, 코뮤니케 도출 여부와 미중 정상회담에 주목 • 주간 Wall Street 인사이트(11.14) • [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(11.14)
Day 16	• [은행] 최근 주요국의 은행 리스크 관리 강화 움직임 • 미중 정상회담 결과에 대한 평가 • 선진국의 통화긴축이 주택가격에 미치는 영향 점검
Day 17	• 2023년 세계경제 · 국제금융시장 전망 및 주요 이슈
Day 18	• [Fund Flow] 글로벌 주식 · 채권펀드, 미국 중심으로 동반 유입
Day 21	• 주간이슈(11.21): 11월 FOMC 의사록 및 OECD 경제전망에 주목 • [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(11.21) • 주간 Wall Street 인사이트(11.21)



Korea Center for International Finance

국제금융 INSIGHT



국제금융센터
Korea Center for International Finance