

2022 **12** vol. 18

국제금융 INSIGHT



국제금융 INSIGHT

Korea Center for International Finance

CONTENTS

2022. 12_ December
vol. 18

CEO's Letter

동향 & 전망 03

- 세계경제
- 국제 · 국내금융시장
- 글로벌 은행산업

국제금융센터의 시각 15

- 이달의 관전포인트
- 글로벌 리스크 워치
- 관심보고서 다시 읽기

칼럼 49

- '22년 크립토 겨울(The crypto winter) 이후 봄은 올 것인가
이은재 국제금융센터 부전문위원

주요 지표 55

최근 발간 보고서 목록 66

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.

녹록치 않은 2023년 글로벌 경제 위험에 대비하며

이용재 | 국제금융센터 원장

2022년 격동의 한해가 저물고 있습니다. 당초에는 지난 2년간의 코로나 팬데믹으로 억눌려왔던 경제 활동이 다시 기지개를 켤 수 있을 것이라고 기대하였으나 2022년 글로벌 경제는 예상과 달리 높은 불확실성 속에서 성장은 둔화되고 국제금융시장은 큰 폭의 변동성을 보였습니다.

이는 글로벌 경제 환경의 '외적요인'과 '내적요인'이 복합적으로 작용한 결과입니다. 먼저 '외적요인'으로는 코로나19의 지속과 러-우 전쟁 등 지정학적 불안인데, 전염병과 전쟁에 따른 공급계약으로 글로벌 경제 성장이 둔화되고, 물가 상승 압력도 높아졌습니다. '내적요인'으로는 글로벌 중앙은행의 고강도 통화긴축입니다. 연준의 경우 미국 소비자물가가 9.1%까지 치솟으며 올 한해 정책금리를 대폭 인상(425bp)할 수 밖에 없었으며, 일본은행도 12월 수익률곡선제어정책의 허용범위를 확대하며 그간 고수해왔던 완화적 통화정책 기조의 전환 가능성을 시사하였습니다. 결국 '고물가, 고금리, 고환율'의 3중고로 GDP성장률은 연초 전망한 4.7%보다 크게 낮아진 3.1%로 둔화될 것으로 예상되고, 주식시장은 그간의 오름폭을 대거 반납한 한편, 외환시장도 강달러 기조 속에서 변동 폭이 확대되었습니다.

2023년에도 긴장의 끈을 늦출 수는 없을 것으로 보입니다. IMF는 내년 글로벌 경제의 상반기 부진과 하반기 반등을 예상하면서 성장 전망치를 2.3%로 제시하였는데, 이는 '08년 금융위기와 '20년 코로나 팬데믹 시점을 제외하고 20년래 가장 낮은 수치입니다. 더구나 국제투자은행들은 통화정책의 파급효과가 확산되며 성장률이 추가 하락하면서 경기침체 가능성도 배제할 수 없다고 경고하고 있습니다. 국제금융시장의 경우 아직까지는 회복 기대가 다소 우세하지만 불안을 경계하는 시각도 상당합니다. 글로벌 경기 하강에 따른 안전자산 선호가 높아지면서 달러화 유동성이 부족해지고, 각국의 통화전쟁이 장기전으로 전개되어 외환시장 변동성은 더욱 높아질 수 있습니다. 또한 통화긴축 여파가 취약 부문의 문제를 확대시키지 않을까 걱정이 앞섭니다.

내년도 글로벌 경제 내 잠재적 위험요인들의 돌발 가능성도 배제하기 어렵습니다. 공격적인 통화긴축에도 불구하고 물가상승세가 통제되지 않는다면, 중앙은행들이 통화긴축의 강도를 더 높이면서 글로벌 경제 환경이 더욱 위축될 수 있습니다. 중국의 경우 제로코로나 완화로 성장 반등이 예상되지만 회복 과정이 순탄하지 않을 가능성이 높고, 부동산시장 등 기존 불안요인들이 개선되지 못해 경제의 발목을 잡을 가능성도 상존합니다. 또한 소강상태에 있는 러-우 전쟁이나 미중 갈등 등 지정학적 불안의 뇌관도 여전한 상황입니다.

2023년 글로벌 경제는 녹록치 않은 상황이 전개될 것으로 보입니다. 그 어느 때보다 불확실성과 변동성이 높은 가운데 통화긴축과 성장둔화로 경기회복으로의 전환 과정은 순탄치 않을 것입니다. 우리 정부도 내년도 성장률을 1.6%로 전망하였는데, 이는 외환위기 이후 가장 낮은 수치입니다. 경제 상황이 어렵더라도 위험요소들을 미리 파악하고 철저하게 준비한다면, 피해는 최소한으로 줄이고 경기회복의 발판을 마련할 수 있을 것입니다. 이를 위해 저희 국제금융센터는 어느때보다 대외 위험에 대한 감시와 분석에 총력을 다하겠습니다. 감사합니다.

01

동향 & 전망

- 세계경제
- 국제 · 국내금융시장
- 글로벌 은행산업



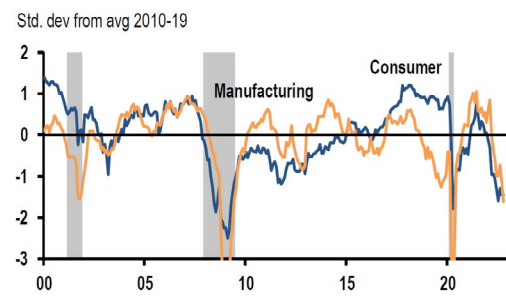
세계경제

세계경제

선진국 지표 다소 양호하나 긴축 영향 파급 등 경기침체 위험 지속(CE)

- 美·유럽 지표 예상 상회(수요 견조 등)를 中·日 지표 부진(감염 확산 등)등이 상쇄. 주택경기 하강, 대출 기준 강화 등 긴축에 따른 경제 영향이 시차를 두고 누적(CE)
- 인플레이 하방경직성 및 통화긴축 강화 위험, 지정학 리스크 등 하방요인 우려(BoA)

그림1 글로벌 심리지수 추이



자료: JPM. 주: 각국 제조업/소비심리지수 표준화 후 합산

그림2 주요국 성장률 전망치

글로벌		미국				유로존			
'22년	'23년	4Q	1Q	'22년	'23년	4Q	1Q	'22년	'23년
3.2	2.0	1.0	0.2	1.9	0.2	-1.7	-1.8	3.2	-0.4
(0.1)	(-0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(-)	(-)	(-0.4)	(0.1)	(-0.2)

신중국		중국				일본			
'22년	'23년	Q3	Q4	'22년	'23년	Q3	Q4	'22년	'23년
3.6	3.4	3.3	2.7	3.1	4.6	3.5	1.1	1.5	1.3
(-)	(-0.2)	(-0.1)	(-0.4)	(-)	(-0.3)	(1.1)	(-0.2)	(-0.1)	(-0.1)

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

미국

4분기 성장세 강화 기대되나, 고강도 긴축 여파로 내년 경기침체 우려는 지속

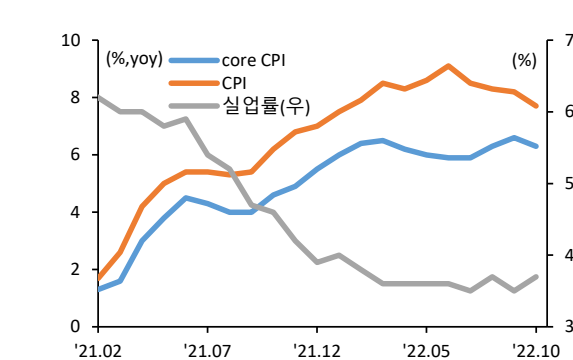
- 부동산 둔화 지속 불구 소비, 제조업 지표 호조(10월 소매판매 1.3%, 내구재수주 1.0%, mom) 등으로 4분기 성장률 예상 상회 가능성(아틀란타 연은 GDPNow 4.3%)
- 연준은 12월 정책금리를 50bp 인상한 후 내년 상반기 중 고점에 도달할 것으로 예상되나, 최종 금리 수준에 불확실성 상당(주요 IB 5.00~5.75%)
- 물가의 고점 통과 가능성(근원 CPI 9월 6.6% → 10월 6.3%, yoy) 불구 견조한 고용시장 (10월 실업률 3.7%)으로 주요 IB 최종금리 전망도 상향(중간값 기준 10월 5%→11월 5.25%)

그림3 주요 IB 미국 정책금리 전망

	'22Q4	'23Q1	'23Q2	'23Q3	'23Q4
Barclays	4.50	5.25	5.25	5.00	4.50
BoA	4.50	5.25	5.25	5.25	5.00
Citi	4.50	5.25	5.50	5.50	5.50
Deutsche Bank	4.50	5.00	5.00	5.00	4.00
Goldman Sachs	4.50	5.00	5.25	5.25	5.25
JPMorgan	4.50	5.00	5.00	5.00	5.00
Nomura	4.50	5.50	5.75	5.50	5.00
중간값	4.50	5.25	5.25	5.25	5.00
연준	4.50	-	-	-	4.75

자료: 주요 IB, 연준(9월 FOMC)

그림4 미국 물가, 실업률 추이



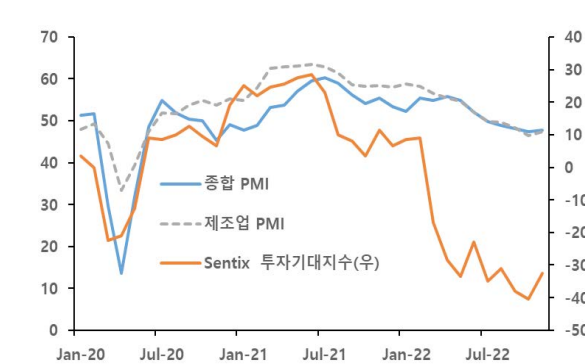
자료: Bloomberg

유로존

에너지 수급불안 완화에도 4분기 이후 완만한 경기침체 시각이 중론

- 예상보다 온난한 기후와 충분한 가스 비축량(94%) 등으로 에너지 가격이 하향 안정화(10월 이후 천연가스, -22%)되고 11월 경기선행지수(제조업 PMI 47.3, Sentix -32.5)도 개선
- 단, 4분기(IB평균 -1.7%, 전기비연율) 이후 완만한 경기침체 회피는 어려울 것이며 에너지 공급 불확실성fh 내년 하반기 이후 회복세 제한 가능성('22년 3.2%→'23년 -0.4%, yoy)
- 물가는 '22.4분기 정점(10.5%)을 통과하더라도 단기내 크게 낮아지기는 어려워 대부분의 IB들은 최소 내년 2분기까지는 금리인상이 지속될 것으로 전망(12월 50bp 인상 가능성)

그림5 유로존 PMI 및 Sentix 지수



자료: Bloomberg

그림6 유로존 정책금리 전망

	'22Q4	'23Q1	'23Q2	'23Q3	'23Q4
Barclays	2.0	2.5	2.5	2.5	2.5
BoA	2.0	2.75	3.25	3.25	3.25
Citi	2.0	2.5	2.5	2.5	2.5
GS	2.0	2.75	3.0	3.0	3.0
HSBC	2.0	2.25	2.25	2.5	3.0
JPM	2.0	2.5	2.5	2.5	2.5
Nomura	2.25	3.0	3.5	3.5	3.5
UBS	2.0	2.5	2.75	2.75	2.75
중간값	2.0	2.5	2.625	2.625	2.875

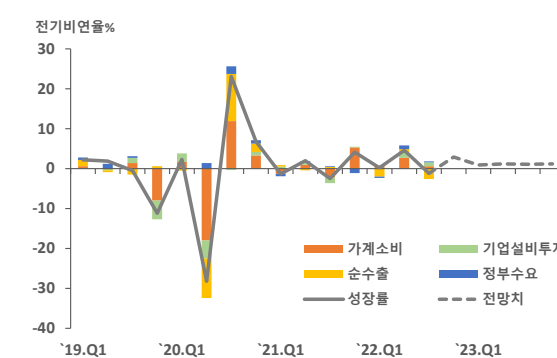
자료: 각 IB

일본

내수 견조로 완만한 회복세 전망되나 수출 부진, 감염 재확산 등 저해 소지

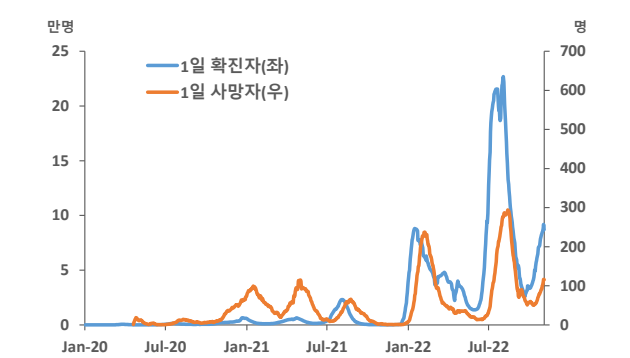
- 경제활동 재개 및 이연소비, 정부지출, 공급망 차질 일부 완화 등이 경기를 뒷받침하는 반면, 주요국 수요둔화, 코로나19 재확산 등이 하방요인으로 작용
- 3분기 성장률(-1.2%, 전기비연율) 부진했으나, 서비스수지 일시적 감소에 주로 기인, 성장률 반등 전망. 최근 감염 재확산으로 소비 위축(11월 서비스 PMI 50.0, 전월비 -3.2) 우려되나, 정부가 강한 방역조치를 자제하며 영향은 제한적일 소지

그림7 일본 성장률 및 기여도



자료: 일본 내각부, Bloomberg

그림8 일본 신규 확진자 및 사망자



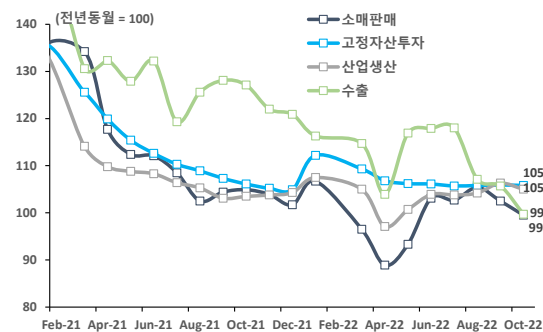
주: 주간 평균 1일 기준 자료: 일본 후생노동성

중국

당국의 경기부양책 확대 불구, 코로나 봉쇄 및 시위로 경기 하방압력 증대

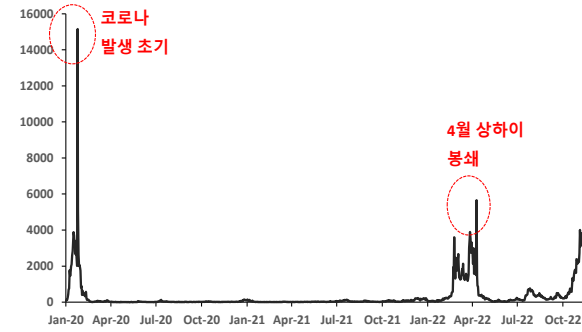
- 10월 소비(2.5%→-0.5%, yoy), 수출(5.7%→-0.3%) 증가율이 마이너스로 전환. 11월 종합 PMI도 47.1로 2개월 연속(10월 49.0) 기준치 하회(제조업 48.0, 서비스업 46.7)
- 정부가 전방위적인 부동산 부양책과 지급준비율 인하 등 경기부양에 나섰으나, 코로나 확산과 봉쇄 반복으로 단기적으로는 내수 부양 효과가 제한될 우려
 - 11월 말 일일 확진자가 4만명을 넘어선 가운데 시민들이 봉쇄 항의 시위를 벌이고 있으며 내년 1분기까지는 제로 코로나 정책의 번복이 이어질 가능성

그림9 중국 생산/소비/투자/수출 지표



자료: CEIC, Bloomberg

그림10 중국 코로나 확진자 수



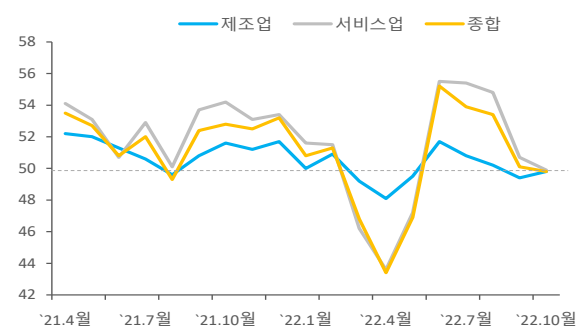
자료: CEIC, 유증상자 기준

신중국

3분기 성장세 회복 불구 글로벌 수요 약화 등에 따른 경기 하방위험 우려 지속

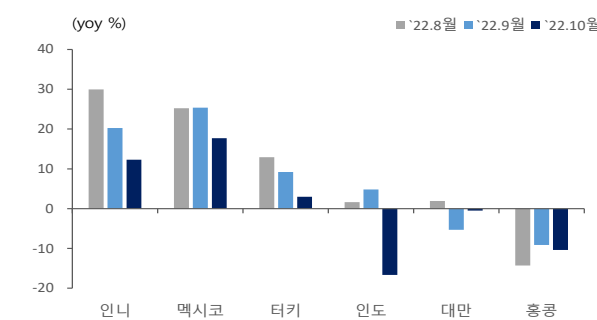
- 3분기 성장률이 가계소비 및 기업투자 개선, 거저효과 등에 힘입어 대체로 양호한 실적을 시현(말린 2Q 8.9% → 3Q 14.2%, 인니 5.5% → 5.7%, 필리핀 7.5% → 7.6%, 멕시코 2.4% → 4.3% 등)
- 그러나 대외수요 약화에 따른 생산·수출 부진, 높은 인플레이션 속 긴축적 통화정책 기조 지속 등으로 4분기 이후 성장세 둔화 가능성
 - 10월 신중국 제조업 PMI가 49.8로 2개월 연속 위축 국면. 인도(9월 4.8% → 10월 -16.6%), 멕시코(25.4 → 17.7), 홍콩(-9.1 → -10.4) 등 주요 신중국들의 수출 증가율도 큰 폭 하락

그림11 신중국 제조·서비스업 PMI 추이



자료: Markit

그림12 주요 신중국 수출증가율



자료: Bloomberg

세계 주요국 경제지표 전망

경제성장률(%)

(11월말 기준)

	분기별				2022f	2023f
	22.4Q	23.1Q	23.2Q	23.3Q		
세계경제					3.2	2.0
미국	1.0	0.2	-0.5	-0.9	1.9	0.2
유로존	-1.6	-1.6	0.0	0.6	3.2	-0.4
중국	3.3	2.7	6.1	4.3	3.1	4.6
일본	3.5	1.1	0.9	0.4	1.5	1.3

*분기별 전망: QoQ 연율 %, 중국은 YoY

아시아 주요국 경제지표 전망

(11월말 기준)

	경제성장률(%)			물가(CPI, %)			경상수지(% of GDP)		
	2021f	2022f	2023f	2021f	2022f	2023f	2021f	2022f	2023f
한국	4.1	2.5	1.1	2.5	5.1	3.1	4.9	1.9	2.2
대만	6.6	3.1	1.9	2.0	3.0	1.9	14.7	13.0	12.0
홍콩	6.3	-2.8	2.6	1.6	1.9	2.2	9.8	5.4	4.5
인도	8.7	7.0	5.4	5.6	6.5	5.3	-1.2	-3.4	-1.5
인도네시아	3.7	5.2	4.5	1.6	4.4	4.6	0.3	2.0	2.1
말레이시아	3.1	8.7	3.9	2.5	3.4	3.1	3.7	2.0	2.1
필리핀	5.7	6.9	5.1	4.1	5.4	4.3	-1.9	-5.0	-4.0
싱가포르	7.6	3.7	2.0	2.3	6.2	4.6	18.1	16.9	14.2
태국	1.5	3.3	3.7	1.2	6.3	2.9	-2.2	-2.7	2.8
베트남	2.5	7.7	6.2	1.8	3.5	4.1	-1.6	-1.5	0.5

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

국제금융시장

국제금융시장에서는 물가 정점통과 및 연준의 긴축강도 완화 기대 등으로 위험선호 분위기 재부상

주 식

세계주가는 연준의 통화긴축 감속 기대가 이어지며 2개월 연속 반등. 특히, 신흥국은 중국 증시 반등(상해 +8.9%)으로 상대적으로 큰 폭 상승 (10월말 대비 전세계 +6.1%, 미국 S&P +5.4%, 유럽 +6.7%, 신흥국 +11.5%)

○ 인플레이 둔화 징후에 힘입어 반등 흐름이 이어질 것으로 보이나 통화정책 불확실성 잔존, 단기상승 부담 등으로 추가 상승세는 점차 약화될 여지

채 권

美 장기금리(10년)는 10월 CPI 예상 하회, 파월 의장의 금리인상 속도 조절 시사, 중국 코로나 상황 악화 등으로 전월대비 큰 폭 하락(3.61%, -44p)

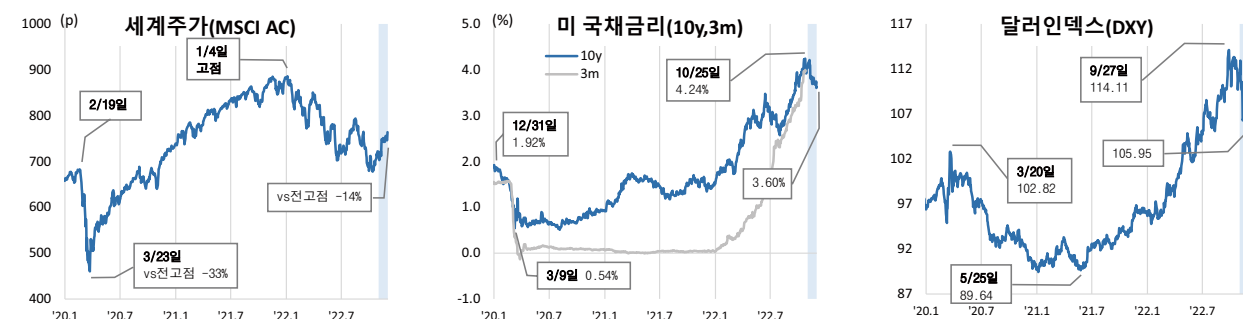
○ 단기적으로 정책금리 경로의 불확실성과 QT 등에 따른 수급불안 요인 등이 존재하지만, 인플레이 및 경기둔화, 통화긴축 사이클 종료로 장기금리가 점진적인 하락 추세를 보일 전망(IB 전망치 평균: '22년말 4.11%, '23년 2분기말 3.83%)

외 환

美 달러화는 인플레이 정점 통과 인식, 연준의 금리인상 감속 기대감, 안전자산 선호 완화 등으로 약세(-5.2%). 엔화는 미 국채금리 급락, 대미금리차 축소 여파로 강세(+8.7%)

○ 달러화는 11월 FOMC 의사록 공개(11.23일), 파월의장의 발언(11.30일) 이후 연준의 통화긴축 강도 완화 기대로 당분간 약세를 보일 것이나 하락폭은 제한적일 전망

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



자료: Bloomberg. 음영구간은 11/1일~현재

국내금융시장

국내금융시장도 대외 시장 호조, 대내 단기자금시장 불안 완화 등으로 회복

주 식

코스피는 실적 둔화에도 불구하고 긴축 속도 조절 기대로 인한 위험선호 기조 회복과 외국인 저점 매수세 등으로 반등 지속(+7.8%)

○ 금융시장 투자심리 개선 등으로 단기 추가 상승여력이 있으나, 최근 빠르게 반등한 밸류에이션, 경기 불확실성 등이 상단을 제한할 가능성

채 권

국고채 금리(3년)는 경기둔화 전망 및 내년 상반기 중 금리인상 사이클 종료 전망 등을 반영 하며 큰 폭 하락(-50bp, 3.69%). CDS도 동반 축소(-21bp)

○ 주요 IB들은 수출 및 소비 둔화, 자금시장 불안 등을 들어 '23년 1분기말 이전 한은의 금리인상 종료를 전망하고 있으나, 일부는 인플레이션 불확실성(전기·가스요금 인상, 환율 변동성 등)을 고려 최대 3.75%까지 인상 전망

외 환

원화는 연준 긴축 속도조절 기대에 따른 달러화 약세, KOSPI 반등 및 10~11월 중 외국인 대규모 주식 순매수 등으로 강세(+9.7%)

○ 원화는 11월중 달러인덱스 약세(-5.2%) 대비 다소 과도한 강세(+9.7%)를 보인 데다 저가 결제 수요 및 무역수지 8개월 연속적자 예상 등으로 강세 속도 둔화 가능성

증권자금

외국인 주식 순매수 지속(10월 +3.1조원 → 11월 +4.1조원, 연간 -9.3조원). 채권 순투자 지속(+0.02조원 → +0.7조원, 연간 +9.9조원)

○ 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 → (11월) +4.9

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



자료: Bloomberg. 음영구간은 11/1일~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	3.50	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	3.25	4.50	5.00	5.00	5.00	4.22	4.05	4.05	3.50	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			2.25	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

은행권의 경기침체 국면에서 6가지 핵심 경영전략

- (1)디지털 뱅킹 혁신 박차 (2)자동화 증가 (3)현대기술 투자 (4)핀테크 인수 추진 (5)기술 재교육 및 인재 확보 (6)임베디드 뱅킹과 BaaS 기능 활용 등으로 장기 성공을 준비(Financial Brand)
 - 경기침체 가능성이 점점 높아지고 있지만 금융기관이 이러한 상황에 대처하고 계속 성장할 수 있는 방법을 모색하는 것이 더 중요
- 한편 내년 금융기관이 직면한 4대 마케팅 트렌드로 (1)마케팅 예산 삭감 (2)일부 미디어 가격 인상 (3)디지털화된 대화형 마케팅 (4)초개인화된 콘텐츠 마케팅 등을 선정

글로벌 투자은행들, 비즈니스 위축으로 인력 감축

- Morgan Stanley는 고물가 및 경기침체로 인한 딜메이킹 부진으로 인력 감축을 계획. 아-태 지역에서 해고를 고려 중인 직원목록이 작성되었으며 대부분이 중국 사업팀 소속
 - Barclays는 기업 · 투자은행 부문에서 감원(전체 투자은행 인원의 3% 이내)에 착수. Citigroup도 투자은행 부문에서 수십명의 직원을 해고
- Credit Suisse는 대규모 구조조정 계획(25년 말까지 9,000명) 하에서 유럽 레버리지 금융 부문 및 주식팀(ECM)에서 감원 예정. 런던 ECM에서 15% 정도가 해고위험에 직면
 - 증권화상품부문은 사모펀드인 Apollo에 매각했으며, 매각 절차는 내년 중반까지 완료될 것으로 예상

유럽 은행권, 부동산 위축에 따른 수익 압박 불가피

- 유럽 은행들의 전체 대출 가운데 주택대출이 30~50%를 차지하기 때문에 부동산경기 악화에 따른 잠재적 채무불이행에 대비해 자본금 축적이 요구(S&P)
 - 다만, 은행들의 견조한 재무상태를 고려하면 주택가격 하락이 시스템 리스크로 확대될 가능성은 제한적
- ECB는 급격한 인플레이션과 금리상승이 극빈층의 가계소득에 타격을 주면서 은행의 부실대출 급증을 초래할 수 있음을 우려. 이탈리아, 포르투갈, 그리스 등에 주목

미국 대형은행들, CBDC 테스트 위해 당국과 협력

- 뉴욕 연준은 Citi, Wells Fargo, BNYM, HSBC, PNC, US Banc., Mastercard 등 12개 금융기관들과 은행의 분산원장에서 디지털 달러 발행을 시뮬레이션하는 테스트에 참여
 - 12주간의 테스트를 거친 후 결과를 발표할 예정. 뉴욕 혁신센터는 자산 토큰화 및 미국 금융 시장 인프라 발전 차원에서 은행과의 협력을 기대한다고 강조
- 아울러 Wells Fargo는 HSBC와 함께 1년 전에 출시한 블록체인 기반 외환결제 솔루션인 DLT에 미국 및 캐나다 달러화, 영국 파운드화, 유로화 외에 역외 위안화를 추가

글로벌 은행들, 가상자산 불안의 파급 억제에 주력

- 가상자산거래소 FTX 파산 이후 관련 은행들에 대한 투자자들의 우려가 확대되면서 은행들은 투자자들을 안심시키고 리스크가 확대되지 않도록 조치
 - 가상자산친화은행 Silvergate는 10월 말 이후 주가가 57% 하락(10.28일 \$58.54→ 11.18일 \$24.9). 은행은 충분한 자본금을 보유하고 있으며, FTX 및 CEO Bankman-Fried에 대한 대출이 없다는 성명 등을 발표하며 불안 완화를 위해 노력
 - 캐나다 은행협회는 FTX 및 가상자산대출업체 셀시어스의 붕괴를 언급하며 정부가 결제시스템 내 소비자 보호를 강화하기 위해 노력할 필요가 있음을 강조
- 반면 JPMorgan은 11.15일 미국 특허청에 가상자산 지갑 상표권 'J.P.Morgan Wallet'을 출원 신청하며 관련 비즈니스 지속을 시사. 특허청은 22일 상표권을 승인
 - 가상자산 지갑을 통해 온라인 커뮤니티 이용자들이 사용하는 가상자산의 전자이체, 가상자산 지급결제 프로세스, 가상 당좌예금 서비스 등을 제공할 계획

글로벌 은행들, 아시아 및 중동지역 성장잠재력에 관심

- Standard Chartered는 아시아 및 중동지역의 성장성을 높게 평가하며 트랜잭션 banking 및 금융시장 비즈니스를 강화. Deutsche Bank의 프라이빗banking 부문은 특히 자원부국인 사우디 아라비아 및 인도네시아를 중점 시장으로 삼고 상당한 투자를 할 계획
- Citi는 지난 2년간 UAE 및 사우디아라비아의 투자은행팀 규모를 2배로 확대했으며, 급성장하는 중동 IPO 시장에서 경쟁력 강화를 위해 연말까지 인력 확충을 지속할 계획
- MUFG는 자국 비즈니스 환경 악화 및 신흥시장의 소비 확대를 고려, Home Credit(네덜란드 소비자금회사)의 필리핀 및 인도네시아 자회사를 인수하기로 결정

영국 정부, 소매은행과 투자은행간 분리 규제 완화

- 영국 정부는 소매은행업과 투자은행업·해외 사업을 분리하는 링펜싱 규제를 완화할 계획. Santander, Virgin Money, TSB Bank 등이 규제 완화로 수혜를 입을 가능성 거론
 - 지난 10월, 영국 소매은행의 CEO들은 재무부와의 회동에서 JPMorgan과 Goldman Sachs가 고객 예금을 위험거래에 사용한다고 성토했으며 링펜싱 규제로 인해 영국 은행들이 미국 은행들과의 경쟁에서 불리한 조건에 있음을 지적
 - IIF의 CEO Tim Adams, “링펜싱 규제는 제대로 작동하지 않으며 금융기관이 자본을 최적으로 분배하는 것을 불가능하게 만드는 취약한 제도”

참고 국내외 은행산업 주가 및 CDS



지역	은행	주가(%)					CDS(bp)				
		'21년중	'22.9월중	'22.10월중	'22.11월중	'22년중(YTD)	'21년 말	'22.9월 말	'22.10월 말	'22.11월 말	전년말 대비
미국	JPMorgan	24.6	-8.1	19.0	4.6	-18.2	48	110	94	75	27
	BofA	46.8	-9.7	17.7	2.5	-23.3	49	116	100	83	34
	Wells Fargo	59.0	-7.3	10.9	1.5	-13.4	51	110	93	76	25
	Citi	-2.1	-14.7	9.3	7.0	-26.6	57	134	117	96	39
	Goldman Sachs	45.1	-11.6	13.5	8.6	-2.2	63	144	125	100	37
	평균	34.7	-10.3	14.1	4.9	-16.7	54	76	106	86	32
유럽	HSBC	18.4	-12.6	-5.3	0.4	2.0	34	87	94	62	28
	BNP Paribas	41.0	-8.2	8.4	5.3	-17.3	33	87	80	58	25
	Credit Agricole	21.6	-10.1	7.9	1.2	-27.6	30	81	74	50	20
	Deutsche Bank	23.1	-9.5	25.2	6.5	-16.3	45	158	132	106	61
	Santander	15.9	-1.3	5.2	6.2	-9.0	36	98	86	68	32
	Barclays	27.5	-14.4	2.1	3.6	-22.5	53	141	133	110	57
	Societe General	77.4	-11.6	7.6	0.8	-26.8	37	98	93	62	25
	Credit Suisse	-22.2	-22.9	-11.6	-20.7	-64.3	57	251	257	346	289
	평균	32.1	-9.7	7.3	3.4	-16.8	38	88	99	74	36
일본	MUFG	37.0	-9.2	5.3	8.1	10.6	29	56	55	52	23
	SMBC	23.7	-4.4	-0.9	12.7	15.3	27	57	58	52	25
	평균	30.3	-6.8	2.2	10.4	13.0	28	49	56	52	24
중국	공상은행	-7.2	0.0	-2.3	5.6	-8.9	59	128	139	93	34
	중국은행	-4.1	1.6	-1.0	3.0	-0.3	56	132	138	99	43
	평균	-5.7	0.8	-1.6	4.3	-4.6	57	93	139	96	39
한국	KB금융그룹	26.7	-7.3	4.1	7.0	-9.5	22	59	66	52	30
	신한금융지주	14.8	-3.2	3.2	2.2	-2.9	24	59	66	54	30
	하나금융지주	21.9	-6.0	9.2	6.3	-0.3	22	61	67	52	30
	우리금융지주	30.5	-6.6	3.9	8.7	-5.0	22	61	68	54	32
	평균	23.5	-5.8	5.1	6.1	-4.4	22	35	67	53	31

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



02

국제금융센터의 시각

- 이달의 관전포인트
- 글로벌 리스크 워치
- 관심보고서 다시 읽기



이달의 관전포인트

이달의 관전포인트

1

12월 FOMC 회의 이후 연준의 통화정책의 향방은?

김희진 | 책임연구원

금리가 고점을 기록하는 내년 2분기 이후로 연준의 통화정책 속도조절 가능성이 높아지고 있으나 금리인하로 선회하는 시점에 대해서는 의견이 엇갈리는 상황

□ [동향] 고물가 지속 등으로 미국의 경기후퇴 가능성이 증가함에 따라 내년 상반기 이후 연준의 통화정책 속도조절 가능성이 제기

- 견조한 노동시장이 소비를 지지하면서 연준은 연착륙 기대를 포기하지 않고 있으나 제조업, 부동산(신규 착공 ↓), 수출 부진 등으로 내년 중반 이후로 경기침체 위험이 높아질 우려
 - WSJ의 서베이, 이코노미스트의 63%는 내년에 경기후퇴가 올 것으로 예상. 필라델피아 연준 서베이, 美 GDP는 3~4개 분기 내로 감소할 가능성이 크다고 전망
- 블룸버그 컨센서스, 미국 경제의 성장률이 금년 1.8%에서 내년 0.4%로 크게 낮아질 것으로 예상되나 플러스 성장세는 유지(분기 전망치는 0% → -0.1% → 0.6% → 1%)할 가능성. 그러나 향후 노동시장의 둔화 정도에 따라 성장률이 하향조정되거나 역성장(-) 가능성도 상존

□ [전망] 정책금리는 내년 5~6월 경 정점이 예상되며, 물가가 여전히 높더라도 연준은 경기둔화를 상쇄하기 위해 적어도 내년말 또는 '24년초 금리인하로 선회할 가능성

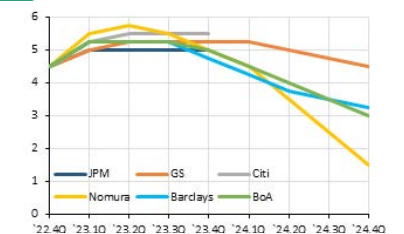
- 금융시장에 반영되어 있는 시장참가자들의 기대, IB 이코노미스트들의 전망은 모두 대략 내년 5~6월경('23.2분기) 연준의 정책금리가 정점에 도달할 것으로 예상
 - 최종 금리는 상단값을 기준으로 하면 금융시장에 약 5%로 반영되어 있으나, 전문가들 전망치는 5.25%(중간값: 5~5.75%). 이는 12월 FOMC에서 0.5%p 인상 이후 내년 상반기 중 정책금리가 약 0.75~1.0%p 추가 인상될 가능성을 시사
- 물가 하락이 더디게 진행되더라도 연준은 경기둔화 완화를 위해 내년말 혹은 늦어도 '24년초까지 금리인하로 선회할 가능성. 일부 기관들은 내년말까지 금리가 높은 수준을 유지할 것으로 예상하나, 경기침체를 예상하는 기관들은 하반기 금리인하를 전망
 - 미네소타의 닐 카시카리(Neel Kashkari)와 시카고의 찰스 에반스(Charles Evans)는 내년에 의결권을 갖게 되는 FOMC 위원들 중 전통적인 비둘기파(dovish)로 평가되고 있음

그림1 연준의 정책금리 경로 비교



자료: Bloomberg, 주요 IB, Fed 점도표

그림2 주요 IB들의 정책금리 전망(분기별)



자료: Bloomberg

최근 글로벌 주가 회복, 기조적일까?

강봉주 | 부전문위원

글로벌 주가는 10월 중순부터 반등하며 일각에서 기조적 회복에 대한 기대감 형성. 다만 이익과 금리 측면에서 볼 때 회복세 지속 관련 불확실성 상당

□ [현황] 10월 중순부터 美 연준의 통화긴축 감속 기대 및 英 금융불안 우려 완화 등으로 인해 글로벌 주가는 현재까지 10% 이상 반등

- 미 연준의 통화긴축 강도 완화에 대한 시장 기대감 증가
 - 인플레이션 고점 통과에 대한 인식 확산, 실업률 소폭 상승, FOMC 의사록에서의 금리인상 속도 조절 언급 등으로 연준의 통화긴축 강도가 기존보다 완화될 것이라는 기대감 상승
- 영국은 감세안 철회(10.3), 재무장관 경질(10.4), 트러스 총리 사임(10.20) 및 수백 총리 취임(10.25) 등 일련의 상황을 거치며 금융 불안 우려 완화
- 이에 따라 글로벌 주가는 단기간 동안 강한 회복세 시현
 - 10월중순 저점 대비 美 S&P500 지수는 +13.8%, MSCI 선진 지수는 +15.4%, MSCI 신흥 지수는 +14.0% 기록

□ [전망] 다만 이익과 금리의 측면에서 볼 때 주가 회복세 지속 관련 불확실성 상당

- 현재 주가 수준은 이미 해외 기관들의 '22년말 전망치에 거의 부합하며 '23년 중 추가적인 회복은 제한적일 것으로 예상
 - Bloomberg 집계 기준 해외기관들의 S&P500 예상 중간값은 '22년말 3,988, '23년말 4,000으로 현재 주가(3998.8)는 이미 이에 근접
- 내년도 기업 이익이 올해와 비슷한 수준으로 예상되는 가운데 과거 주가 바닥의 선행 지표였던 정책금리·시장금리(2년물) 하락 전환을 당장 기대하긴 어려워 현재의 주가 회복세가 지속될 수 있을지 불확실
 - 최근의 ▲수익률 곡선 스티프닝, ▲5% 이상 베어마켓 랠리 등은 긍정적이나, ▲정책금리 인하, ▲2년물금리 50bp 하락 등 주가반등 사전신호 미발생(BofA)

그림3 S&P500 지수와 주당 순이익 추이

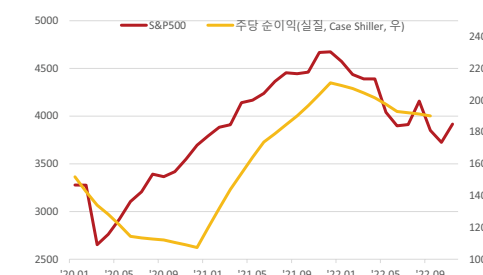
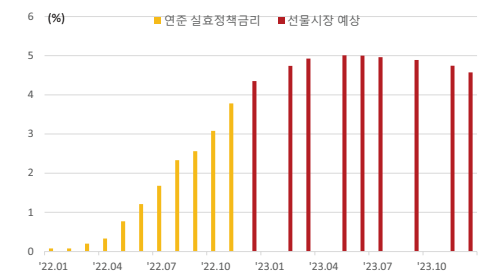


그림4 연준 실효정책금리 추이와 선물시장 내재 전망



유럽 에너지 위기 대응 및 경제 영향

황유선 | 책임연구원

금년에는 정책공조, 온난한 기후 등으로 에너지 위기를 완만하게 넘어갈 수 있을 것으로 보이나, 에너지 우려는 내년에도 이어질 전망이다. 이 과정에서 유럽의 경기회복이 제한되고 재정건전성·금융안정성 악화 등의 문제도 대두될 가능성

□ [현황] 유럽 에너지 위기는 ▲비축목표 초과달성 및 평년보다 온화한 기온에 따른 수급불안 완화 ▲에너지 가격 하락세 등으로 당초 예상보다 덜 심각한 양상

- 유럽 가스 저장량은 95% 내외로 겨울철 소비량을 대체로 확보한 상황. 수급 개선으로 가격이 하락하면서 배급제 시행과 같은 최악의 상황은 모면

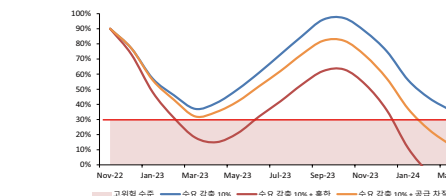
□ [전망] 금년 겨울에는 예상 외 악재가 발생하지 않는 한 가스 비축, 소비 감축 조치 등의 정책 대응에 힘입어 에너지 수급관리가 가능할 것으로 판단. 다만, 내년 에도 수급불균형 이슈가 이어지면서 에너지 위기 우려는 수시로 부상할 전망이다

- 올 겨울 에너지 수급 안정의 리스크 요인은 ▲평년보다 추운 겨울 ▲러-우 확전 ▲러시아산 원유 가격상한제 및 금수조치에 대한 러시아의 보복대응 가능성
- 내년에는 ▲'22~'23년 동절기 이후 가스 저장량 소진 ▲러시아산 가스공급 추가 축소 ▲중국의 LNG 수요 회복 등으로 수급불안이 재부각될 소지

□ [영향] 유럽 에너지 위기가 당초 예상보다 완만하게 넘어갈 것으로 보이나, 에너지 가격폭등 인플레이션 등으로 경기침체는 불가피할 전망이다. 또한 앞으로도 에너지 우려가 지속되면서 재정건전성·금융안정성 악화 등의 문제도 대두될 가능성

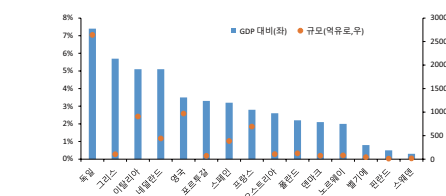
- 고물가에 따른 소비 위축, 높은 생산 비용 등으로 경기침체는 피할 수 없을 것으로 보이나 그 폭은 완만할 전망이다('23년 성장률: IMF 0.5%, 주요 IB -0.4% 전망)
- 에너지 위기 대응 과정에서 대규모 재정지출을 감행하면서 재정적자·정부부채가 확대된 만큼 재정건전성 악화가 중장기적 위험 요인으로 부각될 소지
- 또한 내년까지 에너지 위기가 지속될 경우, ECB 통화긴축에 따른 유동성 축소 속 에너지 파생상품시장의 변동성 확대 등으로 금융시스템 위험이 증가할 우려

그림5 시나리오별 '23년 유럽 가스 저장률 전망



자료: OECD

그림6 유럽 주요국 에너지 위기 대응책 규모



자료: Bruegel

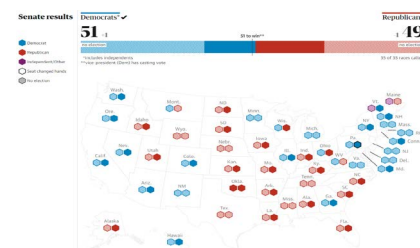
미국 의회 의석 재편 후 정국 및 경제 영향

이상원 | 글로벌은행부장

미국 중간선거에서 여당인 민주당이 'Red Wave'를 막으며 선전했으나, 하원을 장악한 공화당과의 힘겨루기로 인해 불확실성이 전보다 커질 수 있음에 유의

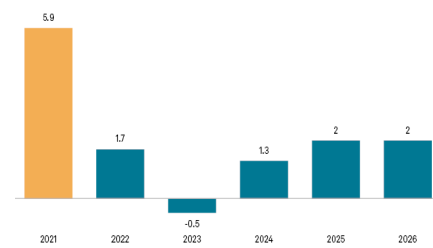
- [현황] 6일 조지아주 상원의원 결선투표에서 민주당이 공화당 후보를 꺾고 승리하면서 향후 2년간 양당이 상·하원 권력을 분점하는divided 구조로 운영
- 11.8일 치러진 중간선거에서 여당인 민주당이 하원의석의 213석을 얻는데 그치면서 야당인 공화당(222석)이 과반을 탈환
- 반면 민주당은 전체 상원(100석)에서 51석을 차지해 과반을 수성. 특히, 상원선거 격전지 4곳(네바다·펜실베이니아·애리조나·조지아)에서 모두 승리하며 예상 밖으로 선전
 - 민주당이 여당으로 대통령 임기 첫 중간선거에서 상원 다수당을 지킨 것은 1962년 케네디 대통령 재직 당시 이후 60년 만에 처음
- [전망] 민주당이 상원 과반을 굳히며 바이든 후반기 국정운영 동력을 유지하겠으나, 의회 분점구도 속 내년 경제 및 대외정책 관련 불안감이 커질 우려 상존
- 민주당이 상원 다수당의 지위를 유지한 만큼 바이든 대통령이 잔여 임기 동안 연방판사 등 고위직 인사와 입법 등을 우려했던 것 보다 수월하게 추진할 가능성
 - 바이든 행정부의 역점 사업인 인플레이션감축법(IRA), 기후대응 정책 등이 상원의 입법권과 인사권을 통한 뒷받침 하에 속도를 낼 것으로 예상
- 다만 상·하원간의 입장이 엇갈리면서 의회가 교착상태에 빠질 가능성이 커지게 되고, 이는 잠재적 경기침체에 대한 입법적 대응 난항으로 이어질 우려
 - 공화당이 물가 억제를 위해 정부지출 축소 입장을 고수하는 상황에서 내년 여름 연방정부 부채한도 증액 및 섰다운 위기가 재차 불거질 가능성 증대
- 아울러 차기 하원의장으로 유력한 매카시 공화당 원내대표는 바이든 정부의 對中 정책을 비판하고, 한층 강경한 대응을 압박하면서 지정학적 리스크를 가중

그림7 민주당의 상원 과반 수성



자료: The Guardian

그림8 미국 '23년 마이너스 성장 전망



자료: S&P

글로벌 리스크 워치



글로벌 리스크 워치

경제리스크분석부

Monthly Focus

미국 연준의 '통화긴축' 속도 조절 기대로 '강달러' 리스크가 크게 감소한 반면, 금리 인상 후 사치를 두고 발생할 수 있는 '경기침체'와 '신용위험' 리스크는 전월보다 증가

– 주요국의 인플레이션을 정점 통과 전망으로 11월 중순 이후 시장심리가 호전되었으나, 경기침체를 시사하는 경제지표 발표 시 또다른 충격 발생 여지

중국의 제로 코로나 '봉쇄' 정책에 반발하는 시위가 최근 상당수 지역으로 확산하고 있어 이번 달에 신규 리스크로 진입

– 단기적으로는 중국의 내수 위축에 따른 주변국 수출 제약 등이 예상되며, 이를 계기로 중국이 안고 있는 정치·사회적 이슈 등에 대한 외국인 투자자들의 관심이 커질 전망

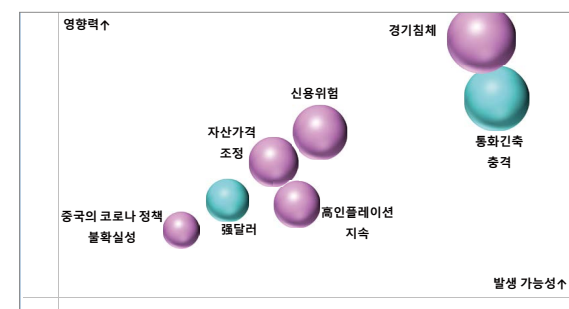
글로벌 주요 리스크

순위	리스크 요인	발생가능성	영향	전월대비
1	경기침체	★★★★	★★★★	↑
2	통화긴축 충격	★★★★	★★★★	↓
3	신용위험	★★	★★★★	↑
4	자산가격 조정	★★	★★	↑
5	고인플레이션 지속	★★	★★	↑
6	강달러	★★	★★	↓
7	중국의 코로나 정책 불확실성	★	★	신규

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

- **신용위험 증가** → 글로벌 금리 인상 여파와 연말연초 자금수요 집중 등을 배경으로 일부 기업과 가계의 부실화 우려가 점차 증가
 - 올해 초부터 지속된 제조원가 상승과 매출 둔화로 수익성이 악화하는 가운데 기업의 조달금리가 급등하면서 한계 기업 등에서 유동성 경색이 심화할 소지
- **중국 내 시위 심화** → 봉쇄 장기화 상황에서 최근의 시위 확대로 내수 위축이 심화할 여지
 - 블룸버그 IB 조사에 따르면, 올해 중국의 소매판매 증가율은 '21년 12.9%보다 큰 폭 하락한 1.5%에 그칠 소지. 이에 따라 산업생산도 9.8%→4.1%로 둔화 전망

리스크 요인별 발생 가능성과 영향(2022.12월 기준)

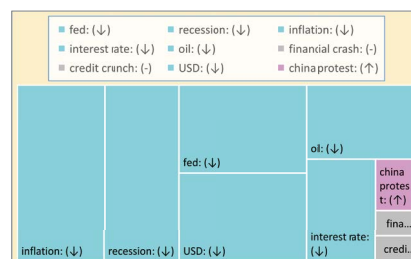


주: 원의 크기는 국제금융센터에서 설문 조사 등을 통해 산출한 '발생 가능성과 영향력' 점수의 합계. 적색은 전월비 종합순위 상승 또는 신규 진입, 청색은 하락, 회색은 동일 자료: 국제금융센터

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

- 리스크 회피 심리가 완화됨에 따라 대부분 항목 등에서 검색 빈도가 감소했으나, 최근 중국 시위에 대한 관심은 증가



관심보고서
다시 읽기

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 확신하기에는 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: 주요 IB

그림2 '22년 주식·채권 간 상관관계



자료: Fed, 9월 FOMC의 경제전망(q4/q4)

- [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 변화율 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

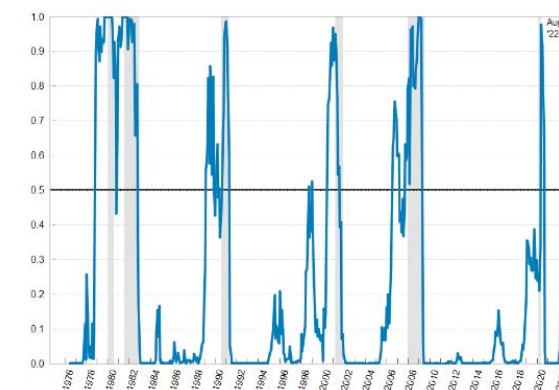
○ 주가 추세 전환 시사점: 통화정책 불확실성이 지속되는 가운데 실적 전망은 하락 중이며 밸류에이션 부담도 크게 축소된 상황

- 통화정책 기조 변화는 시기상조: 미국 내 인플레이션 압력 둔화 신호가 일부 감지되나, 인플레이션 진정 가시화까지 시간 소요. 통화정책 기조 변화도 내년 상반기 이후가 될 소지

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

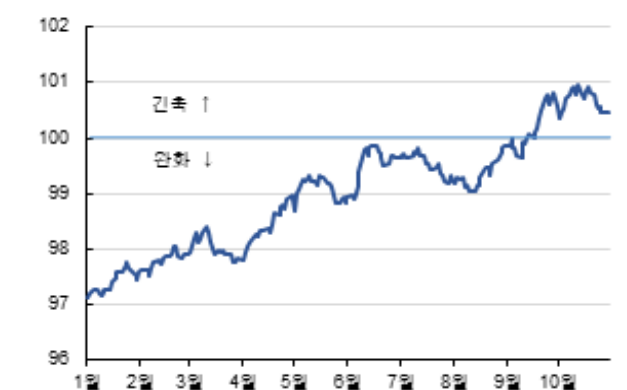
• Fed Pivot(금리 인상 속도조절·중단)을 위한 조건인 1) 추세 이하 성장 2) 고용시장 둔화 3) 2%대 물가 안정에 대한 명확한 증거 등의 충족에는 수 개월 이상 걸릴 가능성

그림3 미국 경기침체 진입 확률



자료: Conference Board

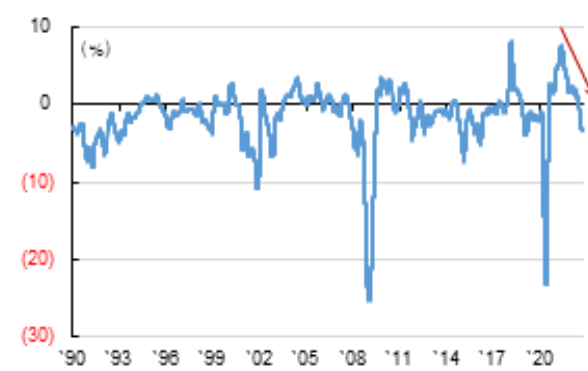
그림4 '22년 Goldman Sachs 금융상황지수 추이



자료: Bloomberg

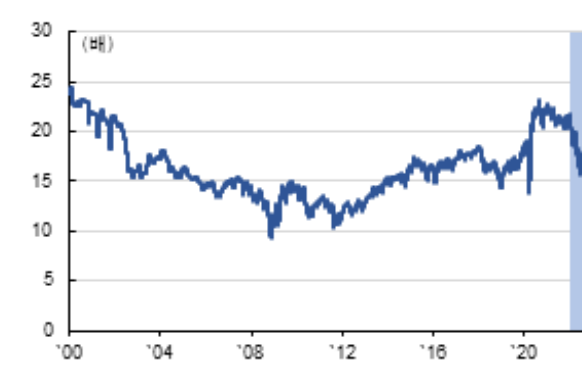
- 실적 전망 하락세: S&P500 기업은 올해 상반기까지도 양호한 실적을 기록했으나 전망치는 하락 중. 이익 전망치의 3개월 변화율 기준으로 금번 하락 사이클은 '21.5월에 시작되어 17개월 경과
- 밸류에이션은 장기평균과 비슷한 수준: 올들어 주가 밸류에이션이 빠르게 하락하면서 장기평균과 비슷한 수준
 - S&P500 12개월 P/E 및 P/B는 각각 16.7배, 3.4배로 연초 이후 23% 하락하였으며 장기평균 (16.2배, 2.6배) 수준까지 하락
- 기타 요인: 최근 신용위험이 가시화되면서 경기 전망이 크게 불확실한 시점이나, 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



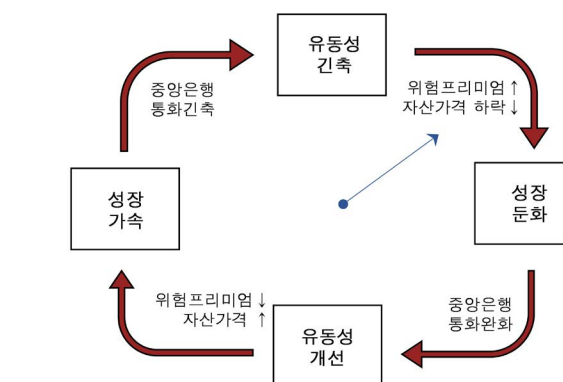
주: 12개월 P/E 전망치, 자료: I/B/E/S

- S&P500 3년내 만기도래 부채 비중은 5~7%로 재융자 비용의 이익 감소 영향은 -0.7%에 불과(Citi)
- 투자자 저변 확대: 경제 주체의 정보 접근성과 직접투자 편의성이 크게 개선되었고, ETF 등 패시브 투자수단 활용도가 높아짐에 따라 리테일 투자자의 증시 영향력이 확대. 주요 변수들이 주가에 선반영되는 속도가 빨라지고 있음

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

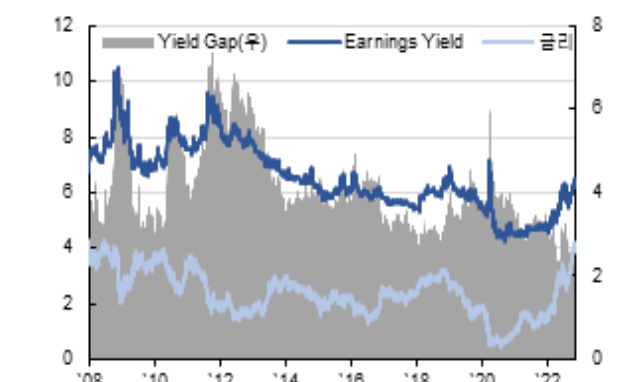
- 과거 미국 주식시장의 약세장 사례를 볼 때 미국이 경기침체에 빠지지 않거나 글로벌 시스템 위기로 확산되지 않을 경우에는 주가의 추가 하락은 제한적일 전망
- 실적 전망치 하향 조정과 밸류에이션 부담 축소에도 불구하고 아직 통화정책 기초 변화가 이루어지지 않고 있어 주가의 추세 전환을 확실하기에는 시기상조라고 평가
 - 현재는 유동성 긴축에 따른 성장 둔화 국면이며 당분간 거시지표 악화와 함께 기업이익 둔화 국면이 지속될 소지
 - 이익의 하향 조정, 금리 상승으로 주식의 상대적인 투자 매력도가 낮아진 상황. 주식의 채권 대비 상대적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

그림7 유동성 사이클



자료 : Bridgewater

그림8 미국 S&P500 Yield Gap 추이(%)



자료: Bloomberg

유럽 에너지 위기의 향방 및 영향

박미정 | 부전문위원
김성택 | 글로벌경제부장

🔄 Summary

- [이슈] '22년 러시아의 우크라이나 침공으로 촉발된 유럽의 에너지 위기 경과 및 향방을 평가하고 대내외 영향을 점검
- [최근 동향] 유럽 에너지 위기는 역내 공조 속 비축목표 초과달성, 평년보다 온화한 기온, 에너지 가격 하락세 등에 힘입어 당초 예상보다는 덜 심각한 양상으로 전개
 - (에너지 수급불안 완화) 11월 현재 EU 가스 저장고의 94% 확충(5년평균 대비 +5%)으로 겨울철 소비량을 대체로 확보한 상태이며 온난한 기후 요인으로 수요증가도 제한
 - (에너지가격 하향 안정) LNG 재고 확대 등 단기 수급여건 개선이 반영되어 천연가스 가격(네덜란드 TTF 선도, €132/Mwh)은 2개월 연속 큰 폭 하락
 - (배급제 등 최악의 상황 회피) 에너지 위기에 대한 역내 정책공조가 강화된 가운데 배급제 등 극단적 조치는 회피할 수 있게 되어 에너지 집약산업 등에 미칠 영향이 다소 완화
- [전망] 올 겨울 배급제 없이 에너지 수급관리가 가능하더라도 러시아 공급불안 지속 및 비우호적 에너지 시장 여건 등으로 내년 중반 이후에는 수급 불균형이 확대되면서 에너지 위기 우려가 재차 고조될 가능성
 - ('22/'23년) 겨울철 사용량 확보와 수요감소, 가격 하향안정 등으로 극단적 한파가 발생하지 않는 한 올 겨울 심각한 에너지 위기는 피할 수 있을 것으로 예상
 - ('23/'24년) 동절기 이후 저장량 소진, 러시아산 가스공급 축소 확대, 중국의 LNG 수요 회복 등으로 내년 하반기에는 금년 수준의 저장량 축적이 용이하지 않을 전망
- (영향) 유럽 에너지 위기의 강도가 예상보다 완만하나 경기침체를 피하기는 쉽지 않을 것이며 재정건전성 악화, 금융안정성 저해, 신흥국의 에너지 수급불안 등으로 이어질 수 있으므로 계속 예의주시할 필요
 - (경기침체는 불가피) 유로존은 '23.1분기까지 완만한 경기침체 전망이 우세하나 러·우 전쟁, 에너지 위기 전개, 이상기온 등에 따라 경기 충격이 확대될 위험 상존
 - (재정건전성 악화) 에너지 수급불안의 경제적 영향을 완화하기 위해 역내 각국이 대규모 에너지 대책을 지속 시행함에 따라 재정건전성 악화가 중장기적 위험요인으로 부각될 소지
 - (금융안정성 저해) 통화긴축으로 시중 유동성이 축소되는 여건에서 에너지 파생상품시장 불안과 에너지 기업의 신용위험 증가는 중기적으로 은행권에 부담 요인으로 작용
 - (신흥국의 에너지 수급난) 내년 유럽과 아시아 간 LNG 확보 경쟁이 보다 치열해질 전망으로 고부채 여건 하에 있는 신흥국에 에너지 수급불안이 가중될 우려

- [이슈] '22년 러시아의 우크라이나 침공으로 촉발된 유럽의 에너지 위기 경과 및 향방을 평가하고 대내외 영향을 점검
- 러·우 전쟁('22.2월) 발발 이후 EU의 대러 제재 강화(석탄 및 원유 금수 포함) 등으로 연중 러시아의 천연가스 공급*이 급격히 축소 * EU 전기생산의 주요 에너지원(21%)으로 92%를 수입에 의존.
 - 야말-유럽(벨라루스 경유) 가스관 공급은 5월말 이후, 노드스트림1은 9월 이후 전면 중단되었으며 현재 우크라이나 경유 라인 및 튀르크스트림(헝가리, 터키 경유)만 일부 가동 중으로 EU의 러시아 가스의존도는 '21년 40%에서 9%로 감소<그림 1,2>
- 이에 따라 EU의 에너지 가격이 급등하고 인플레이션이 10%대를 돌파하는 등 경제 불안이 심화됨에 따라 에너지 위기의 지속 여부와 대내외 영향 등을 점검할 필요
- [최근 동향] 유럽의 에너지 위기는 역내 공조 속 비축목표 초과달성, 평년보다 온화한 기온, 에너지 가격 하락세 등에 힘입어 당초 예상보다는 덜 심각한 양상으로 전개
- 에너지 수급불안 완화: 11월 현재 EU 가스 저장고*의 94% 확충(5년평균 대비 +5%)으로 2~3개월 소비량을 확보한 상태이며 온난한 기후 요인으로 수요증가도 제한
 - *최대 저장용량은 약 100bcm(십억입방미터)이며 EU 전역의 3개월 소비량. 독일, 프랑스, 이탈리아, 네덜란드 등 중심국에 75% 집중
 - (천연가스) '22.1~10월 러시아의 공급량이 전년동기대비 50% 급감(60bcm) 했으나 노르웨이(+5%), 아제르바이잔(+50%), 알제리(+10%) 등의 파이프라인 가스 추가 공급(11bcm)과 LNG 수입(42bcm, 미국 12bcm) 등을 통해 상당부분 대체(IEA)
 - 동기간 가격상승 영향으로 가스 소비량(연간 400bcm) 역시 전년동기대비 약 10% 감소하고 재생에너지 전환 및 석탄 사용 재개 및 원전 비중도 확대
 - (원유) 12월 이후 러시아산 금수조치 합의에 따른 선제적 수입선 다변화(美, 중동, 노르웨이 등) 등으로 러 수입 비중은 전쟁 이전 50%에서 10월말 31%(1.4mb/d)로 급감
- 에너지가격 하향 안정: LNG 재고 확대 등 단기 수급여건 개선이 반영되어 천연가스 가격(네덜란드 TTF 선도, €132/Mwh)은 2개월 연속 큰 폭 하락<그림 3>
 - 천연가스는 연초대비로는 102% 높은 수준이나 8월 사상최고치(€311) 대비 58%, 10월 이후 20% 하락. 원유(브렌트)는 8월말 이후 배럴당 \$100를 하향 돌파하여 11월 현재 \$83 수준(연초대비 +7.2%)
 - 전력 요금(독일, €300/Mwh)도 생산의 주 에너지원인 천연가스 급등과 폭염·가뭄에 기인한 원자력·수력발전 감소로 올해 사상최고치(€652/Mwh) 경신 후 52% 하락
- 배급제 등 최악의 상황 회피: 에너지 위기에 대한 역내 정책공조가 강화된 가운데 배급제 등 극단적 조치는 회피할 수 있게 되어 에너지 집약산업 등에 미칠 영향이 다소 완화

- EU는 에너지 자립을 위한 장기 대책(REPower EU)* 추진과 함께 ▲소비감축(15%) ▲에너지 가격 상한제 ▲공동구매 합의를 통해 에너지 가격 상승을 최소화하고 ▲에너지기업 회재제 징수 등으로 소비자 부담 경감대책의 재원을 조달<참고>

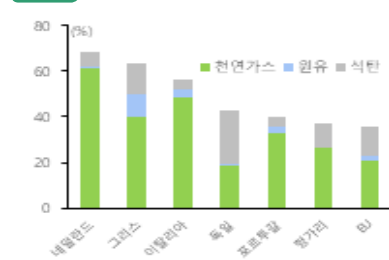
* 2030년 이전 러시아산 에너지 독립을 목표로 공급원 다각화, 친환경 에너지 비중 확대(40%→45%), 에너지 절약 등을 추진하는 중 장기 전략

그림1 러시아 가스 공급 추이



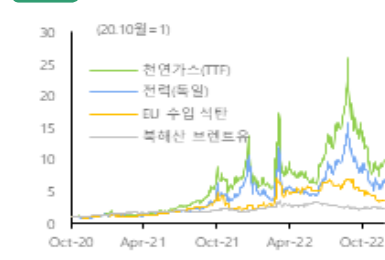
자료: Bloomberg

그림2 전력생산의 에너지원 비중



자료: Eurostat

그림3 유럽 에너지 가격 추이



자료: Bloomberg

□ [전망] 러·우 전쟁 확산, 기온 악화 등이 발생하지 않는 한 올 겨울 배급제 없이 에너지 수급 관리가 가능할 것으로 기대되나, 내년 중반 이후에는 수급 불균형이 확대되면서 에너지 위기 우려가 재차 고조될 가능성

○ '22/23년: 평년 수준의 혹한 시 올 겨울 심각한 수급불안은 모면이 가능할 것으로 예상

- 에너지 공급불안은 지속되겠지만 겨울철 사용량 확보로 극단적 한파가 발생하지 않는 한 현재의 에너지 가격 안정세가 이어질 가능성
- 이에 따라 역내 정책대응도 배급제를 제외한 소비감축(~'23.3월)과 대체 재고확보, 에너지 가격상한제 추진 등에 맞춰질 전망
 - 가스 가격상한제는 상한선(TTF €275/Mwh 제시)에 대한 회원국 간 이견으로 합의가 불발되어 재논의 예정(독일, 네덜란드 등 반대 표명)

- 다만, 12월 본격적 동절기 한파와 러 원유 가격상한제(배럴당 \$65 내외 예상) 및 해상수송 원유 금수조치에 대한 러시아의 보복대응 가능성은 에너지 가격 상방위험으로 잠재

○ '23/24년: 동절기 이후 저장량 소진, 러시아산 가스공급 축소 확대, 중국의 LNG 수요 회복 등으로 내년 중반부터 에너지 수급불안 우려가 재연될 가능성 상당

- 러·우 전쟁 장기화로 예년 수준의 러시아산 공급량 회복을 기대하기 어려운 상황에서 금년 난방시즌 이후 가스 저장량은 현 94%에서 5~35%로 줄어들 전망
 - 가스의 경우 상반기까지 러시아의 공급이 원활했음에도 연간 총공급량이 '21년 153bcm에서 금년 60bcm로 급감. 내년에는 전면 중단되거나 25bcm로 추가 축소 전망(IEA)

- 내년 중국의 경기회복에 따른 LNG 수요증가로 유럽에 공급될 수 있는 물량이 축소되고 러시아의 파이프라인 공급 상향도 기대난

• (수요측면) 금년 유럽의 신속한 가스 재고 확보는 중국의 코로나 봉쇄로 인한 LNG 수입 감소(전년대비 -20%)를 배경으로 가능했으나 내년에는 中 수요가 '21년 수준 이상(108bcm)으로 반등할 전망<그림 4>

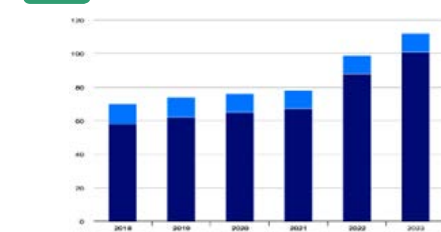
• (공급측면) 미국, 모잠비크 등의 LNG 시설 증설로 내년 전세계 LNG 공급이 20bcm 늘어나더라도 러시아산을 전면 대체하기에는 역부족이며 노르웨이, 아제르바이잔 등의 파이프라인 추가 생산여력도 제한적

• (에너지 전환) EU는 화석연료 의존도를 줄이기 위해 태양광 발전 보급('27년까지 연간 9bcm) 등 친환경 에너지 비중을 확대하고 있으나 '30년 달성 가능한 장기계획으로 단기내 성과를 거두기는 어려운 상황

- 이에 따라 내년 여름철 수급격차(최대 30bcm)가 재차 확대되고 하반기 가스대란 우려가 재차 부각될 소지<그림5>

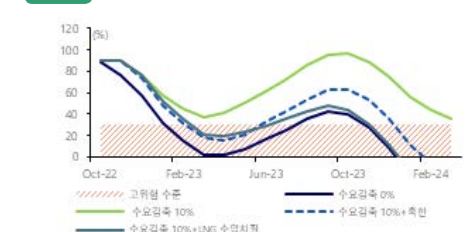
• 평년기온 속 소비감축 10% 달성 시 내년 겨울 최대 89%의 저장량을 확보할 수 있으나, 올 겨울 한파도래 시 53%, 저조한 LNG 수입 또는 수요감축 실패(0%) 시에는 30% 이하로 떨어지며 심각한 난방위기 도래(OECD)

그림4 중국의 LNG 수입 추이 및 전망



자료: IEA, 주: 고정계약(진한색) 및 비고정계약(연한색)

그림5 시나리오별 '23년 유럽 가스저장량 전망



자료: OECD

□ [영향] 유럽 에너지 위기의 강도가 예상보다 완만하나 역내 경기침체를 피하기는 쉽지 않을 것이며 재정건전성 악화, 금융안정성 저해, 신흥국의 에너지 수급불안 장기화 등으로 이어질 수 있으므로 계속 예의주시할 필요

○ 경기침체는 불가피: 고물가에 따른 소비위축, 높은 생산비용, 공급병목 등으로 금년 4분기 이후 완만한 수준의 경기침체를 피하기는 어려울 것으로 예상

- 유로존은 '22.4분기~'23.1분기까지 기술적 경기침체 및 '22.4분기 물가정점 통과 전망 우세 (연간 성장률: IMF/OECD 0.5%, 주요 IB -0.4% 전망)

- 이후 물가 오름세가 점진적으로 완화되면서 '23.2분기 이후 경기회복이 기본 전망이나 러·우 전쟁, 이상 기온 등의 불확실성으로 경기충격이 확대될 위험 상존



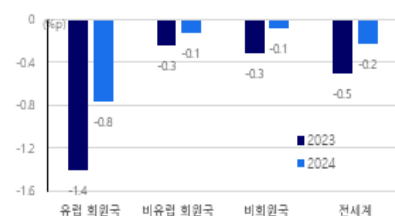
관심보고서 다시 읽기

2



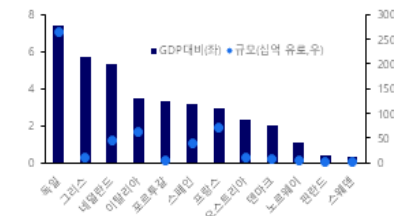
- 내년 지정학적 리스크가 해소되지 않은 채 폭염과 가뭄 등 유럽의 이상기후가 심화될 경우 전력 부족, 산업생산 차질 등이 심화되어 심각한 경기침체에 빠질 가능성
- 러시아산 에너지가 기타 에너지원 투입으로 대체되지 않을 경우 제조업 및 서비스 부문의 생산량은 2.75~3% 감소 추정(OECD). 에너지 위기는 영구적으로 EU 총생산 2.75% 훼손(GS)
- 유럽의 에너지 공급차질은 글로벌 에너지 가격 상승과 유럽의 대외수요 둔화로 이어져 세계경제에도 하방위험으로 작용(성장 -0.5%p, 물가 +0.6%p 영향) <그림 6>
- 내년 독일, 이탈리아의 역성장 전망으로 해당 국가와의 교역국도 간접적 영향이 불가피하며, 유럽의 가스공급난은 전세계 가스('23.1분기 이후 +50%), 비료(+25%) 및 원유(+10%) 가격 상승을 동반하여 기업들의 일시적 가스사용 감축, 소비심리 및 금융여건 등에 타격(OECD)
- 재정건전성 악화: 에너지 수급불안의 경제영향을 완화하기 위해 역내 각국이 대규모 에너지 대책을 시행함에 따라 재정건전성 악화가 중장기적 위험요인으로 부각될 소지
- EU 회원국들은 우크라이나 전쟁 이후 GDP의 약 1.2%(€2000억)의 에너지 대책*을 시행했으며 일부 국가는 '23년까지 에너지 지원을 연장 발표<그림 7>
- * 예산반영액 기준. 국별차가 있으나 주로 에너지 세금인하, 소매가격 상한제, 취약층 보조금 지급, 에너지 집약산업 지원 등
- 올해는 예상보다 높은 세수증가(독일/이탈리아 15%, 스페인 30%)에 힘입어 재정악화 우려가 제한적이었으나 내년에는 인플레이션 반영 공공지출 증가(임금인상, 연금지급 확대), 이자비용 상승 등으로 추가 재정지출의 부담이 커질 전망
- '23년까지 에너지 대응조치 연장 또는 확대 시 동 규모는 GDP대비 2.0%로 늘어나 재정적자 규모가 기본 전망('22년 3.4% → 3.6%, GDP대비)보다 악화될 소지(EC)
- 대다수 회원국들의 재정적자 및 부채(GDP의 93.6%) 수준이 EU 재정준칙을 상회하고 있어 에너지 위기의 장기화 시 미래 재정 여력이 약화되는 가운데 이탈리아 등의 재정취약성에 대한 우려가 확산될 가능성
- 이탈리아는 GDP대비 부채 비율 안정을 위해 엄격한 긴축과 기초재정수지 흑자 전환('22년 -1.8% → '23년 +3.0%)이 긴급하나 새 정권의 이행의지는 불투명. NGEU 집행 차질, 부채 원리금 상환 압력 증가로 국채금리가 상승하고 대외신인도가 악화될 가능성

그림6 유럽 에너지 위기 심화 시 GDP 영향



자료: OECD

그림7 국가별 에너지 위기 대응책 규모



자료: Bruegel, 주: 21.9월~22.10월, 발표액 기준



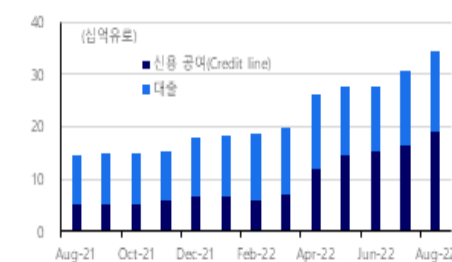
관심보고서 다시 읽기

2



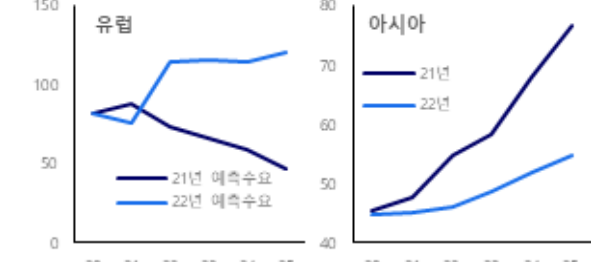
- 금융안정성 저해: 에너지 위기의 강도가 예상보다는 온건하지만 내후년까지 지속될 경우 에너지 파생상품시장의 변동성 확대 등으로 금융시스템 위험도 증가할 우려
- 고강도 통화긴축(22년 +200bp)과 내년 ECB의 QT 본격화 등으로 시중 유동성이 크게 축소되는 상황에서 경기침체, 에너지 기업의 신용위험 증가는 중기적으로 은행권 수익성에 부담이 될 소지<그림 8>
- 올해 에너지 가격 변동성 확대는 에너지 파생상품거래* 참가자들에 막대한 마진콜 요구를 촉발하여 단기 유동성 경색이 심화된 바 있으며 다수 에너지 기업들이 증거금 충당을 위해 은행권 신용공여 및 대출을 확대하거나 장외거래(OTC)로 전환
- * 에너지 가격 변동 위험 헤지를 위해 '22.1~9월 에너지 파생상품거래 참여 기업수가 약 30% 증가했으며 비금융기업(25%는 석유, 가스 등 에너지생산업체)이 약 1,700여개. 가격 변동성이 재차 확대될 경우 현 에너지 파생상품거래 참여 기업 중 약 50%가 추가 마진콜 요구에 노출될 것으로 파악(ECB)
- 이로 인해 향후 에너지 기업의 리스크가 은행권으로 파급될 여지가 커졌으며 OTC 거래 증가는 향후 가격 변동성 확대 시 거래상대방 위험(Counterparty risk)을 높여 금융시장 불안이 일시에 고조될 우려
- 신흥국의 에너지 수급난 지속: 내년 유럽과 아시아 간 LNG 확보 경쟁이 보다 치열해질 전망으로 고부채 여건 하에 있는 가스 수입국에 에너지 수급불안이 가중될 우려
- 글로벌 에너지 시장에서 유럽의 수입비중이 확대되면서 남아시아 등은 선진국과 가격 경쟁으로 장기 가스 공급량 확보에 애로(세계 천연가스 소비 비중: 亞 22%, 유럽 14%)
- 유럽의 수입터미널 증설 등으로 '26년까지 LNG 수요가 60% 가까이 증가할 것으로 예상되는 가운데, 글로벌 에너지 공급업체들은 디폴트 가능성이 있는 신흥국 및 개도국에 납품을 취소하고 유럽 공급량을 확대하는 추세
- 태국·방글라데시는 미국과 카타르의 신규 생산물량에 대해 '26년 이전 계약체결을 사실상 포기한 상태이며 파키스탄은 연이어 입찰이 중단, 인도는 '25년 물량 수입 시도 실패
- 인도, 필리핀, 태국, 파키스탄 등 환율불안 및 외환보유고 축소 등에 직면한 아시아 가스수입국들은 에너지 공급 축소로 생산 차질, 물가 상승, 사회불안 등이 가중

그림8 은행권의 에너지 기업 신용 익스포저



자료: ECB, 주: 에너지 파생상품거래 기업 대상

그림9 LNG 예측수요(백만톤) 변화



자료: Bloomberg, 주: 아시아(인도,태국,파키스탄, 방글라데시 4개국) 합산



참고 EU 공동 에너지 위기 대응 방안

표1 CIE 포함 인플레이션 기대지표(변경 이전 기준)

수요감축	• '23.3월까지 역대 가스 소비량 15% 자발적 감축 목표 • 피크 시간대 전력 수요 5% 축소 의무화 외 냉난방 감축, 산업계 인센티브 제공, 연료전환 독려 • 천연가스에서 대체연료로의 전환
공급 다변화	• LNG 수입 및 파이프라인(노르웨이, 아제르바이잔, 북아프리카 등) 가스 공급량 사상 최대수준 확보 • '22년내 미국의 LNG 15bcm 추가 공급 합의 • EU · 이집트 · 이스라엘 간 천연수출에 관한 3개국 양해각서 체결 • 아제르바이잔과 에너지 부문 전략적 파트너십 체결
횡재세 도입	• 저탄소 전력 생산기업(원자력, 재생에너지)의 임시 수익상한을 1180/Mwh로 제한 • 석유 · 가스 기업의 경우 최근 3년 평균이익 대비 20% 초과 이익에 대해 33%를 환수 • 약 €1400억 규모의 초과이익 환수로 취약계층 및 기업 지원, 재생에너지원 투자 등 소비자 부담 경감 대책의 재원으로 활용 • 국별로는 이탈리아 · 스페인 · 헝가리 등 기 시행, 독일 · 네덜란드 · 포르투갈 등은 도입 예고
에너지 공동구매	• '23년 여름부터 가스, LNG, 수소 연료 등 에너지 공동구매 합의 • 각 회원국의 가스저장 용량 대비 최소15% 이상 의무화
에너지 가격상한제	• 러시아산 원유에 대한 가격상한제 시행(12/5일~). 배럴당 \$40~60 예상 • 천연가스 가격상한(TTF 275/Mwh 제시)은 회원국 간 이견으로 합의 유예(독일, 네덜란드 반대)
에너지 기업 유동성 지원	• 에너지 가격 급등으로 파생상품시장에서 자금난에 직면한 에너지 기업에 대한 긴급 유동성 보증 • 에너지 선물거래 시 1년간 현금 외 담보 허용, 청산기준액 130억~40억으로 상향 등 규제 완화 추진

자료: EU Commission



일본은행이 완화적 통화정책을 변경하지 '않는' 이유

손영환 | 전문위원

Summary

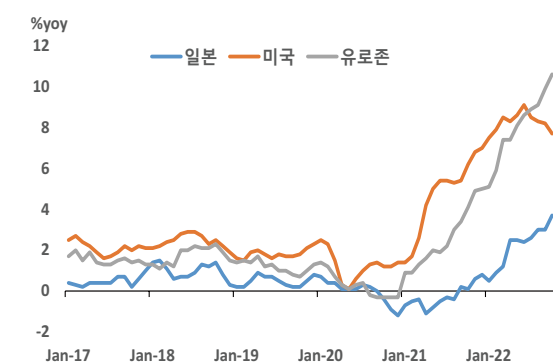
- [이슈] 일본의 소비자물가가 상승세를 보이고 있으나 여타 주요 선진국과 달리 일본은행(BOJ)이 완화적 통화정책을 유지하고 있어 이의 배경과 전망을 검토
- [현황] 금년 들어 미국과 유럽 주요국은 코로나19로 인한 확장적 재정 및 통화정책, 국제상품 가격 상승 등으로 물가가 급등세를 나타냄에 따라 통화정책을 긴축기조로 전환
 - (미국) CPI상승률이 작년 2월 1.8%(yoy)에서 금년 6월의 9.1% 정점 후에도 10월 7.7%의 고수준인 가운데 연준은 0.25%이던 정책금리를 금년 3월부터 인상하기 시작하여 11월 4.0%
 - (일본) 일본은행이 중시하는 근원CPI상승률이 10월 3.6%로 물가목표치인 2%를 상회하고 엔화 가치가 큰 폭으로 하락함에도 불구하고 기존의 완화적 통화정책 기조를 견지
- [배경] 일본은행이 완화적 통화정책 기조를 유지하는 이유에 대한 오해와 진실
 - (오해1) 금리 인상시 일본은행이 대규모로 보유하는 국채의 가치가 하락하면서 재무상태가 악화될 수 있기 때문이라는 해석은 타당하지 않을 가능성
 - 일본은행은 매입 국채의 만기보유를 전제로 하고 있어 보유국채의 가격 하락으로 인한 평가손실이 회계상 반영되지 않음
 - (오해2) 금리 인상시 대규모 국채에 대한 이자지급 부담이 급증하면서 정부재정이 크게 악화하여 일본정부가 채무불이행에 직면할 수 있다는 해석도 오해 소지
 - 발행 국채의 대부분은 고정금리채이고 평균잔존기간은 9년 정도이므로 국채 이자비용은 기발행 국채의 만기가 도래하여 차환채가 발행되면서 점진적으로 증가
 - (진실) 일본경제의 GDP갭이 금년 2분기 -2.7%로 수요부족상태인 가운데 통화긴축시 경기회복을 저해할 것이라는 일본은행의 인식이 정책 전환을 가로막는 주된 이유일 가능성
- [전망] 현 상황에서 일본은행은 통화정책을 변경하지 못하는 것이 아니라 안하는 것이라고 볼 수 있으며, 내년에도 완화적 통화정책 기조를 크게 변경하지 않을 가능성이 상당
 - 일본은행과 정부의 역할 분담이 유지되거나, 미국 연준의 통화긴축이 중단될 경우 일본의 완화적 통화정책 기조가 변경될 가능성은 제한적
 - 일본은행은 경기회복 지원과 2% 물가목표의 안정적 실현을 위해 완화적 정책기조를 유지, 일본정부는 물가상승으로 인한 가계 및 기업에의 부정적 영향을 재정정책을 통해 경감 하고 재무성은 엔약세 속도를 억제하여 민간부문이 환율변동에 대응하는 시간을 확보

□ [이슈] 일본의 소비자물가가 상승세를 보이고 있으나 여타 주요 선진국과 달리 일본은행(BOJ)이 완화적 통화정책을 유지하고 있어 이의 배경과 전망을 검토

□ [현황] 금년 들어 미국과 유럽 주요국은 코로나19로 인한 확장적 재정 및 통화정책, 국제상품 가격 상승 등으로 물가가 급등세를 보임에 따라 통화정책을 긴축기조로 전환

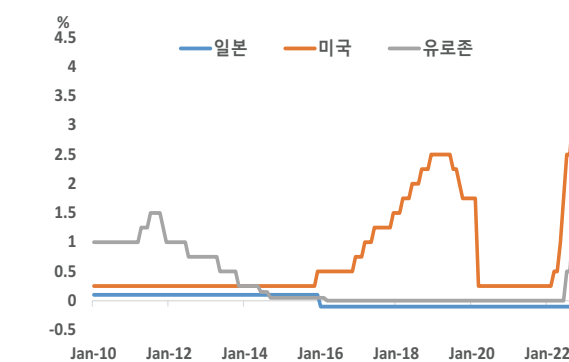
- (미국) 소비자물가상승률은 작년 2월 1.7%(yoy)에서 금년 6월 9.1%까지 급등세를 나타낸 후 10월 7.7%로 하락하였으나 여전히 높은 수준. 근원소비자물가(식품과 에너지 제외) 상승률도 9월 6.6%를 정점으로 10월 6.3%로 상승세가 소폭 완화
 - 연준은 물가 급등세를 억제하기 위해 0.25%(상한)로 유지해 오던 정책금리를 금년 3월부터 인상하기 시작하여 11월 4.0%까지 빠르게 인상
- (유로존) 소비자물가상승률은 작년 2월 0.9%에서 금년 10월 10.6%로 급등세를 지속하고 있으며, 근원소비자물가상승률도 10월 5.0%로 고점 경신 지속
 - ECB도 0%로 유지하던 정책금리를 금년 7월부터 인상하기 시작하여 현재 2% 수준
- (일본) 일본은행이 중시하는 근원소비자물가(신선식품 제외) 상승률이 목표치인 2%를 상회 하고 엔화 가치가 큰 폭으로 하락함에도 불구하고 기존의 완화적 통화정책 기조를 견지
 - 소비자물가상승률은 금년 1월 0.5%에서 10월 3.7%로 크게 상승하였으며, 신선식품 제외 소비자물가상승률도 10월 3.6%를 기록하며 상승세 지속
 - 일본은행은 현재의 물가 상승이 국제상품가격 급등과 엔약세 등 해외요인에 주로 기인하는 일시적 현상이라고 평가하면서 완화적 통화정책을 유지
 - 일본은행은 장단기수익률곡선관리제(YCC) 하에서 국채 10년물 수익률 목표치 0% (상하 변동폭 0.25%)를 고수하기 위해 국채를 무제한 매입하는 제도 시행

그림1 주요국 종합소비자물가상승률



자료: Bloomberg

그림2 주요국 정책금리

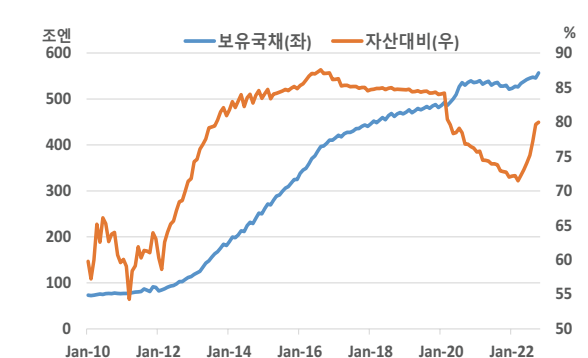


자료: Bloomberg

□ [배경] 일본은행이 완화적 통화정책 기조를 유지하는 이유에 대한 오해와 진실

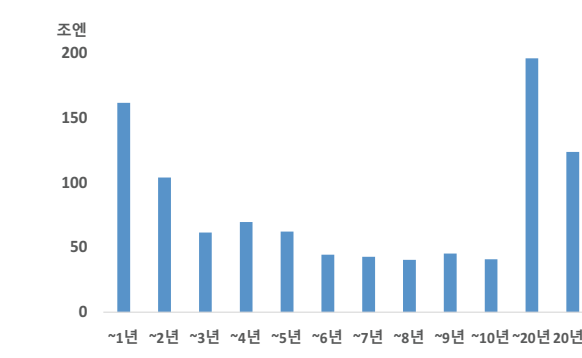
- (오해 1) 금리 인상시 일본은행이 대규모로 보유하는 국채의 가치가 하락하면서 재무상태가 악화하여 채무초과상태가 될 수 있기 때문이라는 해석은 타당하지 않을 가능성
 - 일본은행은 매입 국채의 만기보유를 전제로 하고 있으며, 이에 따라 보유국채를 시가가 아닌 상각원가법*으로 평가하여 회계처리
 - * 상각원가법은 취득원가와 액면가액과의 차액을 상환기간동안 균등하게 상각하여 회계처리하는 방법
 - 따라서 금리 상승으로 국채가격이 하락할 경우 국채보유의 평가손실이 발생하지만 회계상으로는 반영되지 않음
 - 금년 10월말 기준 일본은행의 국채보유액은 557조엔(장기국채 548조엔, 단기국채 9조엔)이며, 총자산 696조엔의 80%를 차지

그림3 일본은행 보유국채와 자산대비 비중



자료: 일본은행

그림4 잔존기간별 국채 잔액



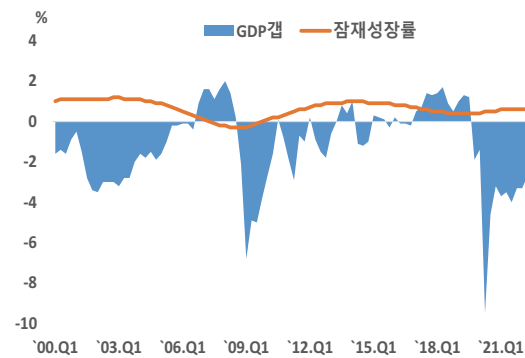
주: '22.3월말 기준 자료: 재무성

- (오해 2) 금리 인상시 대규모 국채에 대한 이자지급 부담이 급증하면서 정부재정이 크게 악화하여 일본정부가 곧 채무불이행에 직면할 수 있다는 해석도 오해 소지
 - 발행 국채의 대부분이 고정금리채이고 평균잔존기간은 9년('22년3월말) 정도이므로 국채 이자비용은 기발행 국채의 만기가 도래하여 차환채가 발행되면서 점진적으로 증가
 - 매년 신규국채발행분도 추가되므로 이자부담이 작지는 않지만 현 회계년도 국채비 (상환 및 이자) 24.3조엔을 고려할 때 정부가 당장 감당하지 못하는 규모는 아닐 것
 - 일본은행이 금리를 인상해야 하는 상황에서는 이미 물가도 상당히 높아진 상태이므로 기업대출이나 가계소득이 증가하여 이로 인한 정부 세수도 증가
 - 일본은행이 통화정책을 변경하더라도 금리 상승은 소폭으로 억제하려 할 것이므로 일본 정부의 자금조달비용에의 영향은 제한적일 것



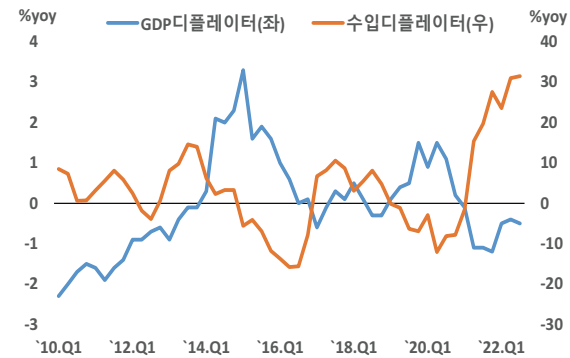
- 정부의 보통국채잔액은 금년 9월말 993.8조엔이며, 내년 3월말 1,043조엔 예상(재무성)
- (진실) 일본경제가 여전히 수요부족상태인 가운데 통화긴축시 경기회복을 저해할 것이라는 일본은행의 인식이 정책 전환을 가로막는 주된 이유일 가능성
- GDP갭은 '20.2분기에 코로나19 영향으로 -9.5%까지 확대된 후 금년 2분기 -2.7%로 마이너스 폭이 점진적으로 축소되고 있으나, 3분기 경제성장률이 연율 -1.2%를 기록하여 수요부족 현상이 심화한 것으로 추정
- GDP디플레이터는 작년 4분기 -1.2%(yoy)에서 금년 3분기 -0.5%로 마이너스 폭이 축소되어 수입가격 상승이 자국내 전반적인 물가에 점차 반영되고는 있으나 여전히 미흡함을 시사

그림5 일본의 GDP갭과 잠재성장률



자료: Bloomberg

그림6 일본의 GDP 및 수입 디플레이터



자료: Bloomberg

- [전망] 현 상황에서 일본은행은 통화정책을 변경하지 못하는 것이 아니라 안하는 것이라 볼 수 있으며, 내년에도 완화적 통화정책 기조를 크게 변경하지 않을 가능성이 상당
- 일본은행과 정부의 역할 분담이 유지되거나, 미국 연준의 통화긴축이 중단될 경우 일본의 완화적 통화정책 기조가 변경될 가능성은 제한적
- 일본은행은 경기회복 지원과 2% 물가목표의 안정적 실현을 위해 완화적 정책기조를 유지하는 것을 책무로 인식하고 있으며, 일본정부는 물가상승으로 인한 가계 및 기업에의 부정적 영향을 재정정책을 통해 경감하는 역할
 - 한편 외환시장 개입 여부를 결정하는 재무성은 엔약세 속도를 억제하여 민간부문이 환율변동에 대응할 수 있는 시간을 확보하는 데 주력
- 내년 들어 미국이 급격한 금리인상 영향으로 경기가 둔화되고 인플레이션 압력도 점차 완화된다면 연준의 금리인상도 더 이상 계속되지 못하여 해외투자자를 중심으로 한 엔화 및 일본 국채 매도세도 약해져 일본은행의 정책 전환 필요성이 감소



- 그럼에도 불구하고 일본은행이 통화정책을 변경하게 된다면 다음과 같은 시기 및 경우가 될 수 있을 것으로 예상
- (총재 교체 전) 현 구로다 총재가 임기 내에 후임 총재의 정책운영 부담을 줄여주기 위해 임기('23.4.8) 끝 무렵에 정책을 미세조정할 가능성
 - 그러나 엔약세 및 통화완화의 부작용에도 불구하고 완화기조의 필요성을 주장하는 총재 및 정책위원들의 발언들을 볼 때 실현 가능성은 매우 제한적
- (총재 교체 후) 신임 총재 취임 후 기존 통화정책의 성과 및 부작용 등을 종합적으로 재검토한 후 그 결과를 반영하는 형태로 정책을 수정할 가능성
 - 현 총재의 임기 만료에 앞서 내년 3.19일에 2명의 부총재가 모두 임기 만료로 교체될 예정이어서 새로운 운용체제 하에서 정책 변경이 상대적으로 용이할 소지
- (언제든) 국제상품가격 상승과 엔약세 등에 따른 물가급등으로 대중의 불만이 크게 고조된다면 정부의 일본은행에 대한 협조 압력이 강해질 경우 완화적 통화정책이 변경될 가능성
 - 현 기시다 정부에 대한 지지율은 작년 10월 출범 당시의 59%에서 금년 10월에는 42%로 낮아져 출범 후 최저수준으로 하락한 상태(Nikkei)

선진국의 통화긴축이 주택가격에 미치는 영향 점검

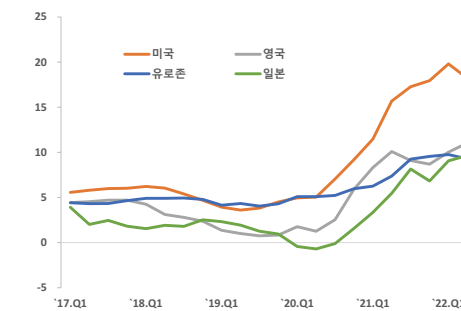
박진혁 | 부전문위원

Summary

- [이슈] '20년 이후 가파른 상승세를 보이던 선진국 주택가격이 최근 중앙은행들의 통화긴축 가속화와 맞물려 하향 움직임을 보임에 따라 국별 동향 및 향후 전망을 점검
 - 주요 선진국 주택가격은 국가별로 다소 차이는 있으나 금년 1분기를 전후하여 상승 모멘텀이 약화되는 조짐
- [주요국 동향] 모기지 금리 상승 등이 주택수요를 크게 위축시키고 있는 가운데 미국, 유로존 등을 중심으로 주택가격의 둔화세가 관측
 - (미국) 최근 모기지 금리 급등(3.3→6.9%)에 따른 영향이 수요에 파급되면서 금년 2분기 이후 주택가격 상승세가 둔화(7.8%p ↓)하는 모습
 - (영국) 에너지發 인플레이션에 따른 고강도 통화긴축 지속과 정치적 혼란 영향 등으로 모기지 금리가 가파른 상승세(3.3→6.1%)를 보이며 주택가격 상승률이 큰 폭 둔화(7.1%p ↓)
 - (유로존) ECB 통화긴축에 따른 모기지 금리 상승(1.3→2.4%)과 경기침체 우려 등으로 주택수요가 감소하면서 일부 국가들의 실질 주택가격 상승률이 마이너스 전환
 - (일본) 완화적 통화정책 지속에 따른 저금리 여건 등이 견조한 주택수요를 뒷받침하면서 가격 상승 모멘텀이 비교적 양호
- [과거 금리 상승기 사례] 미국과 영국 사례 등에서 '급격한 금리 상승과 주택가격 하방 움직임' 간 유의미한 인과성이 나타났으며, 양자간 시차 효과도 존재
- [전망] 과거 사례에 비추어 볼 때, 물가 및 금리 상승에 따른 가계부담 증가와 글로벌 경제 불확실성 등으로 주택수요 감소세가 이어지면서 '23년 중 선진국 주택가격 하방압력이 본격화할 소지
 - 금리 인상에 따른 영향이 시차를 두고 나타나면서 '23~'24년에 걸쳐 주택가격 하향 동조화 현상이 보다 뚜렷해질 가능성
- [시사점] 중앙은행들의 가파른 금리인상에 따라 주택가격이 급격하게 하락할 경우 2023년 이후 인플레이션 압력은 줄어들겠지만 경기 침체 위험은 가중될 수 있음에 유의할 필요

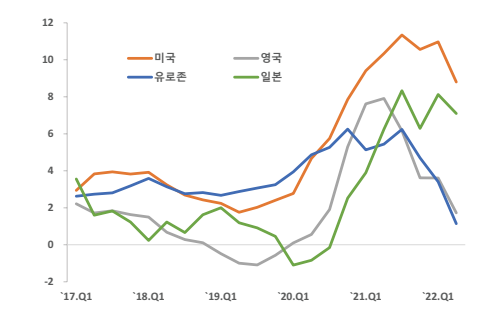
- [이슈] '20년 이후 가파른 상승세를 보이던 선진국 주택가격이 최근 중앙은행들의 통화긴축 가속화와 맞물려 하향 움직임을 보임에 따라 국별 동향 및 향후 전망을 점검
 - 주요 선진국 주택가격은 국가별로 다소 차이는 있으나 금년 1분기를 전후하여 상승 모멘텀이 약화되는 조짐
 - 각국의 인플레이션을 상승 등으로 명목 가격에 비해 실질 가격의 하락폭이 더욱 크게 형성

그림1 주요국 분기별 명목 주택가격 상승률(% yoy)



자료: BIS

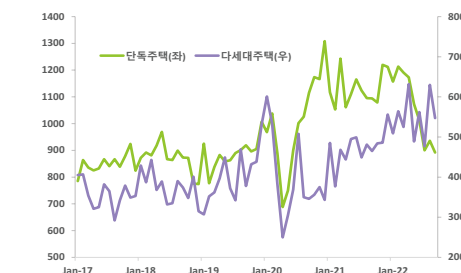
그림2 주요국 분기별 실질 주택가격 상승률(% yoy)



자료: BIS

- [주요국 동향] 모기지 금리 상승 등이 주택수요를 크게 위축시키고 있는 가운데 미국, 유로존 등을 중심으로 주택가격의 둔화세가 관측
 - (미국) 최근 모기지 금리 급등('22.1월초 3.3%→11월중 6.9%, 30년 만기 기준)에 따른 영향이 수요에 파급되면서 금년 2분기 이후 주택가격 상승세가 둔화하는 모습
 - 미국은 대부분의 모기지 상품이 30년 만기 고정금리로 운용되고 있어 단기 대출 비중이 높은 국가들에 비해 신규 수요가 위축되는 양상을 보이며 단독주택을 중심으로 거래량 및 착공 건수가 '20년 2분기 이후 최저수준으로 감소<그림3>

그림3 美 주택착공건수(천건)



자료: Bloomberg

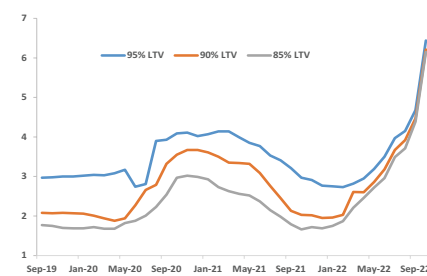
그림4 美 주택시장지수



자료: Bloomberg

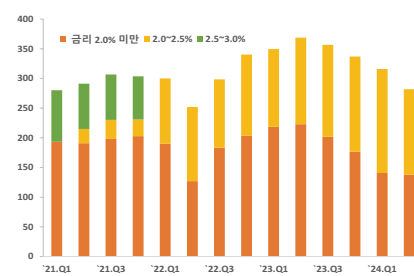
- 특히 미국 주택시장 체감지표인 전미주택건설협회(NAHB)의 주택시장지수는 금년 들어 빠르게 하락(1월 83→10월 38)하며 50선을 크게 하회<그림4>
- 주택가격 상승률은 3월을 고점으로 둔화세가 이어지다가 8월 들어 둔화폭이 사상 최대치를 기록(7월 +15.6%→8월 +13.0%, -2.6%p, yoy) 하였으며, 전월비로는 '19년 1월 이래 처음으로 마이너스로 전환 후 하락세 지속(6월 +0.6%→7월 -0.5%→8월 -1.1%)
- (영국) 에너지발 인플레이션에 따른 고강도 통화긴축 지속과 정치적 혼란 영향 등으로 모기지 금리가 가파른 상승세를 보이며 주택가격 상승률이 큰 폭 둔화
 - 최근 대규모 감세를 주요 골자로 하는 예산안 발표(9.23일) 이후 모기지 금리 급등과 금융기관들의 대출 중단까지 이어지면서, 함께 추진된 인지세 부과기준 완화(주택가격 12.5만→25만 파운드 이상)에 따른 수요 촉진 효과를 제약<그림5>
 - 영국의 경우 미국과 달리 모기지 대출 대부분이 단기(2년 또는 5년)로 운용되고 있어 만기도래 시 조건 재설정에 따른 차입 비용 증가로 추가 수요 등이 제한<그림6>
 - 주택가격 상승률(9월 +9.5%→10월 +7.2%, yoy)은 점차 둔화폭이 커지면서 3월(+14.3%) 고점 대비 절반 수준으로 낮아졌으며, 전월비로는 10월 -0.9%로 '20년 6월 이래 최대 낙폭을 기록

그림5 英 모기지 금리 추이(% , 2년 고정금리)



자료: BoE

그림6 英 만기 도래 고정금리 모기지 대출 규모(천천)



자료: BuiltPlace, BoE

- (유로존) ECB 통화긴축에 따른 모기지 금리 상승과 경기침체 우려 등으로 주택수요가 감소하면서 일부 국가들의 실질 주택가격 상승률이 마이너스 전환
 - Deloitte 서베이에 따르면, 유로존 모기지 대출 순수요는 금리 상승 영향과 소비심리 위축에 따라 2분기에 감소로 전환. 최근 모기지 금리가 '16년 2월 이후 최고치를 기록(9월 2.44%)하는 등 상승세가 이어짐에 따라 수요 하방압력이 지속 확대
 - 독일(Q1 +5.5%→Q2 +2.4%, yoy), 프랑스(+3.2%→+1.4%) 등 많은 국가에서 실질 주택가격 상승폭이 크게 축소되었으며, 특히 벨기에(-1.4%→-2.8%), 이탈리아(-1.1%→-1.6%), 스페인(+0.6%→-1.0%) 등은 상승률이 마이너스를 기록

- (일본) 완화적 통화정책 지속에 따른 저금리 여건 등이 견조한 주택수요를 뒷받침하면서 가격 상승 모멘텀이 비교적 양호
 - 통화긴축을 강화하고 있는 여타 주요국들과는 달리 여전히 완화 기조를 유지하면서 모기지 금리수준 등 주택시장에 우호적인 여건이 지속
 - 주택가격 상승률은 4월을 고점으로 다소 둔화하다가 최근 일부 반등('22.4월 +10.2%→6월 +7.7%→7월 +8.4%, yoy)
 - 특히 엔화 약세가 동반되면서 수입 자재비 급등, 외국인들의 주택수요 증가 등이 상승유인으로 작용. 다만 주택공급 증가('23년 잉여 주택수는 약 1000만채 추산, Nomura) 및 인구 감소세 등은 하방요인

표2 미 성장률 분기 및 연간 전망치

	미국	영국	독일	일본	뉴질랜드
기준금리	0.25 ⇨ 4.00%	0.25 ⇨ 3.00%	0.00 ⇨ 2.00%	-0.10%	0.75 ⇨ 3.50%
모기지금리(i)	3.3 ⇨ 6.9%	3.3 ⇨ 6.1%	1.4 ⇨ 3.0%	1.3 ⇨ 1.5%	4.9 ⇨ 6.9%
주택가격 상승률(ii)	13% (7.8%p ↓)	7.2% (7.1%p ↓)	6.6% (8.2%p ↓)	8.4% (1.8%p ↓)	-5.1% (33.5%p ↓)
'20년 이후 추이 (i : ---, ii : —)					

자료: Bloomberg, S&P CoreLogic Case-Shiller, Bankrate.com, Nationwide, BoE, ECB, Europace AG, Reserve Bank of New Zealand, QV

주: 기준금리, 모기지금리는 연초(좌) 및 최근(우) 값. 주택가격 상승률은 명목가격 기준 최근 수치(괄호는 전고점대비 하락폭). 모기지금리는 미국 30년 만기, 영국 5년 만기, 독일 종합 평균값, 일본 35년 만기, 뉴질랜드 5년 만기 기준

- [과거 금리 상승기 사례] 미국과 영국 사례 등에서 '급격한 금리 상승과 주택가격 하방 움직임' 간 유의미한 인과성이 나타났으며, 양자간 시차 효과도 존재
 - ① 지난 25년간 미국과 영국의 금리 급등기 사례를 분석해본 결과 주택가격 하방압력이 대부분 증가
 - 미국과 영국은 전년동월비 모기지 금리 상승폭이 2개월 연속 85bp 이상이었던 기간이 각각 다섯 차례였으며, 이 중 한 차례씩을 제외하고 주택가격 상승률이 모두 둔화<표1, 그림7>

표1 모기지 금리 급등기 주택가격 상승률(yoy) 변화('97~'22년)

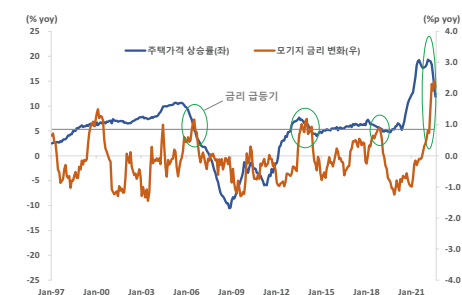
미국		영국	
기간	주택가격 상승률	기간	주택가격 상승률
'99.8월~'00.6월	+6.5%→+6.8%	'00.1월~5월	+13.1%→+15.8%
'06.6월~7월	+6.4%→+5.2%	'04.5월~8월	+19.5%→+18.9%
'13.9월~'14.5월	+7.3%→+4.7%	'07.6월~12월	+11.1%→+4.8%
'18.10월~11월	+5.8%→+5.7%	'20.11월~'21.3월	+6.5%→+5.7%
'22.4월~7월	+19.0%→+13.9%	'22.9월~10월	+9.5%→+7.2%

자료: Freddie Mac, FHFA, BoE, Nationwide

② 과거 데이터 기반 학계 연구결과 등에 따르면 금리 상승기 주택가격은 후행하는 경향

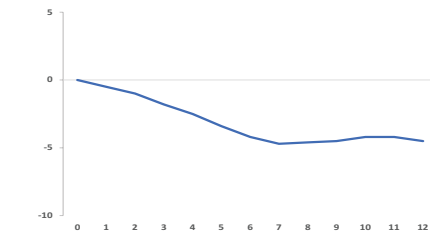
○ BIS 자료에 따르면, 주요국에서의 금리 변동 시 1년 이상의 시차를 두고 실질 주택가격이 음의 상관관계를 보이는 것으로 나타났으며, ECB는 모기지 금리가 1%p 상승하면(다른 조건 동일 시) 2년 후에 유로존 주택가격이 약 5% 하락했다고 평가<그림8>

그림7 美 모기지 금리 및 주택가격 상승률



자료: Bloomberg

그림8 미국의 실질정책금리 전망



자료: ECB

주: ECB가 '95.Q1~'19.Q4 기간동안 실질GDP, 단기 금리, 모기지 대출 등을 통제변수로 하여 분석

□ [전망] 과거 사례에 비추어 볼 때, 물가 및 금리 상승에 따른 가계부담 증가와 글로벌 경제 불확실성 등으로 주택수요 감소세가 이어지면서 '23년 중 선진국 주택가격 하방압력이 본격화할 소지

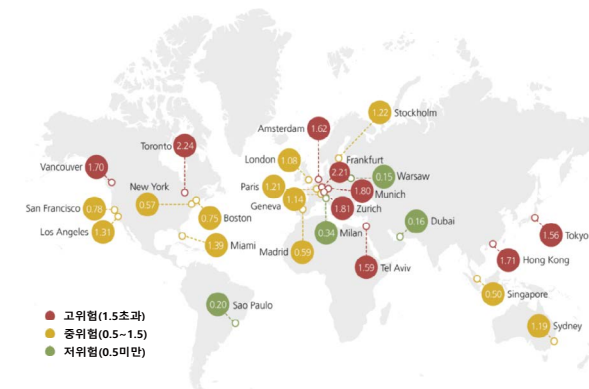
- 주요국들의 고강도 통화긴축에 따른 모기지 이자율 상승 등이 주택수요의 부담요인으로 작용하여 가격 하락으로 이어질 가능성
 - 금리 인상에 따른 영향이 시차를 두고 나타나면서 '23~'24년에 걸쳐 주택가격 하향 동조화 현상이 보다 뚜렷해질 가능성(Bloomberg 등)
- 특히 주택수급 펀더멘털에 비해 주택가격이 지나치게 과대평가 되어 있는 국가들이 버블 붕괴위험에 크게 노출

- UBS는 '부동산 버블지수*'를 산정하면서 캐나다, 독일, 스위스, 오스트리아 등을 고위험군(지수 1.5 초과)으로 분류<그림9>

* GDP 대비 부동산담보대출 비율, 소득 대비 주택가격 비율 등 5개 변수를 토대로 전 세계 25개 주요 도시의 주거용 부동산 버블 위험을 수치화

- 반면, 미국 주요도시 등의 위험도는 가계의 부(Wealth) 증가 등으로 상대적으로 낮게 형성<그림9,10>

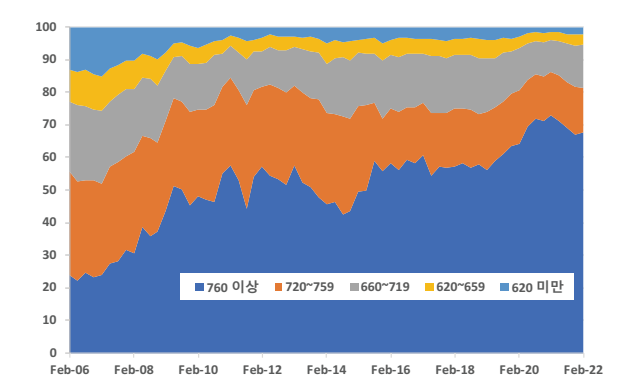
그림9 글로벌 주택시장 버블 위험도



자료: UBS

주: UBS가 5개 변수를 토대로 주요 도시의 주거용 부동산 버블 위험도를 추정

그림10 美 모기지 대출자 신용도



자료: The Federal Reserve Bank of New York, FT

주: 구간별 숫자는 모기지 대출자들의 신용점수

□ [시사점] 중앙은행들의 가파른 금리인상에 따라 주택가격이 급격하게 하락할 경우 2023년 이후 인플레이션 압력은 줄어들겠지만 경기 침체 위험은 가중될 수 있음에 유의할 필요

- 주택가격 하락 및 채무비용 증가에 따른 가계소비 감소는 경제 선순환을 제약하는 부담요인으로, 건설 및 부동산 서비스 부문 위축 등이 동반되면서 선진국 GDP 하방압력 심화로 연결(Oxford Analytica)
 - 주택경기 침체에 따라 주택 건설투자가 10~20% 줄어들 경우 GDP의 0.5~1% 감소 가능성(Capital economics)
- 다만 모기지 대출의 질적 개선, 높은 가계저축률, 양호한 노동시장 및 주택 부족 여건 등을 감안할 때 선진국들의 주택시장 경착륙 리스크가 과거에 비해서는 크지 않을 소지
 - 금융위기 이후 유럽에서는 모기지 대출의 변동금리 비율이 크게 낮아졌으며 미국에서는 고신용자 비율이 두 배 이상 증가하였고, 레버리지 수준도 '07~'08년 당시에 비해 완만<그림10>



03

칼럼

- '22년 크립토 겨울(The crypto winter) 이후 봄은 올 것인가
이은재 국제금융센터 부전문위원



'22년 크립토 겨울(The crypto winter) 이후 봄은 올 것인가

이은재 | 국제금융센터 부전문위원

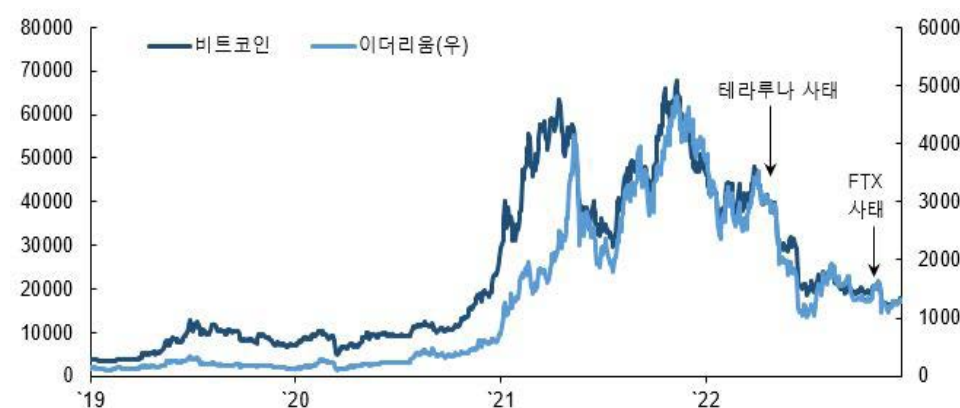
크립토 팬데믹

“Fortune favours the brave(행운의 여신은 용감한 자의 편입니다)”. 헐리우드 탐배우 맷데이먼은 지난해 암호자산 거래소 크립토닷컴(Crypto.com) 광고에 등장해서 이렇게 말했다. 코로나 이후 미래가치 투자를 독려하는 분위기가 고조되고 비트코인이 유명인과 대형 펀드매니저 입에 자주 오르내리면서 암호자산이 주류로 편입되는 속도가 빨라지는 듯 했다.

그러나 맷데이먼의 광고가 처음 송출된 지 약 1년 가량 지난 지금, 투자자들은 상상과 너무 다른 현실을 마주하는 중이다. 올들어 주요 암호자산 시세는 -60% 이상 급락하면서 주식, 채권 등 여타 자산군보다 가파른 하락세를 보였다. 한 때 2.8조달러('21.11월 전고점)까지 확대되었던 시장 규모는 현재 0.87조달러로 미국 마이크로소프트 사 시가총액의 절반에도 못 미치는 수준으로 축소되었다. *시가총액은 CoinMarketCap 기준

워렌 버핏은 '90년대 이후 여러 차례 “물이 빠지면 누가 발가벗고 수영하고 있었는지 알 수 있다(It's only when the tide goes out that you discover who's been swimming naked).”는 명언으로 저금리 거품이 빠지면 펀더멘털의 민낯이 드러나는 것을 경고했다. 올해 글로벌 유동성이 빠르게 축소되는 과정에서 질서없이 얹혀있던 암호자산 업계의 한계와 문제점이 여실히 드러났다는 평가이다. 지난 5월 테라·루나 사태가 충격의 시발점이었고, 11월 FTX 거래소 파산으로 정점을 기록했으며 아직도 그 전염 효과(Contagion Effect)는 지속되고 있다.

그림1 비트코인·이더리움 시세 추이(달러)



자료: Bloomberg

표1 '16년 이후 암호자산 관련 자산군별 누적 수익률

연도/항목	암호자산 시장		상위 100개 토큰		S&P500		S&P500 소프트웨어		나스닥	
	YoY	누적	YoY	누적	YoY	누적	YoY	누적	YoY	누적
2017	3153%	3153%	2757%	2757%	19%	19%	39%	39%	28%	28%
2018	-77%	643%	-81%	443%	-6%	12%	16%	61%	-4%	23%
2019	48%	1001%	39%	658%	29%	44%	46%	135%	35%	67%
2020	293%	4227%	238%	2462%	16%	68%	44%	238%	44%	139%
2021	192%	12515%	143%	6137%	27%	113%	41%	375%	21%	191%
2022(~12.3)	-62%	4663%	-64%	2175%	-16%	78%	-28%	240%	-27%	111%

자료: CoinMarketCap, Bloomberg, BoA

무너진 신뢰

알고리즘 스테이블코인 기반인 테라(Terra) USD(UST)는 개념 상 가치가 1달러에 고정되어 있어야 하지만, 5월 중에는 가격이 1달러에서 하락하기 시작하더니(디페킹) 수일 만에 0.18달러로 급락했다. 테라 가격의 1달러 페킹을 위해 프로토콜에 연계되었던 루나(Luna) 코인 시세도 동반 폭락하면서 테라폼랩스가 자체 개발한 재정거래를 통한 가격 유지 알고리즘은 실패로 끝났다. 평상 시에는 투자자들이 차익거래 유인을 좇아 활발히 거래하면서 프로토콜 코드가 효과적으로 구동됐으나, 시장 변동성이 급격히 높아진 불안정한 상황에서는 프로토콜에 대한 신뢰가 깨지면서 차익거래에 나서는 투자자들이 사라졌다.

사태가 터지기 전부터 지속적으로 테라/루나 시스템 취약성을 경고했던 라이언 클레멘츠(Ryan Clements) 캘거리대학교 교수는 특히 ▲앵커 프로토콜(UST 예치시 약 20%의 이자율 지급)이 지속되기 어렵고 스테이블코인 수요가 임계치 이하로 떨어질 수 있다는 점 ▲가격 안정화를 위해 차익거래를 하는 독립적 주체들이 영구적으로 공급(전통 금융시장의 ETF 차익거래 시스템처럼)되지 않는다는 점을 지적했다. 실패하기 위해 만들어졌다는 평가(“Built to Fail”)대로 알고리즘 스테이블코인은 위기 상황을 극복하지 못했고 혹한기 시작의 신호탄이 되었다. 초대형 코인의 몰락과 여타 코인의 동반 급락이 지속되면서 대표적인 암호자산 담보대출 CeFi(중앙화 금융) 플랫폼 업체인 셀시우스(Celsius)와 13조원 규모의 미국 벤처캐피탈 3AC(Three Arrow Capital)가 7월 파산절차를 신청했다.

FTX는 암호자산 거래소로 가장 잘 알려져 있지만(거래대금 기준 글로벌 3위), 동시에 브로커, 수탁자, 헤지펀드, 벤처캐피탈 등 암호자산 생태계 내 다양한 역할을 수행했다. 11월 FTX 파산 사태는 암호자산 기술이나 시장의 실패보다는 과도한 레버리지, 비유동적인 담보물, 사기(시세조작, 불공정거래) 가능성 등 위험 관리 실패가 주요 배경이다. FTX 설립자 SBF(sam bankman-fried)는 테라 루나 사태 이후 곤경에 빠진 암호자산 회사들에 구제금융을 지원하면서 업계 내 입지를 공고히 하는 듯 했으나, 금번 사태로 업계에 대한 투자자 신뢰를 더욱 크게 무너뜨린 장본인이 되고 말았다.

암호자산 산업에 대한 회의론자로 유명한 폴 크루그먼 교수는 '18년도에 다음과 같이 말했다. “암호자산의 가치는 전적으로 자기실현적(self-fulfilling)에 달려 있습니다. 이는 완전한 붕괴 가능성도 잠재해 있음을 의미합니다. 갑자기 투기꾼 모두가 비트코인이 가치가 없다고 두려워하는 의심을 갖게 된다면 그것은 가치가 없게 될 것입니다.” 올해 여러 사건들을 겪은 투자자들

은 그 어느 때보다 암호자산에 대해 회의적인 태도를 보이고 있다. FTX 사태 여파가 여전히 지속되는 가운데 유동성 위험이 커진 중소 거래소들이 추가 파산할 가능성도 크다. 혹한의 추위가 지속되고 있다.

혁신에 대한 갈망은 계속된다

그러나 블록체인 기술 혁명이 이대로 저물 것이라는 생각은 여러모로 선부르다. 무엇보다 올해 여러 사태의 원인은 탈중앙화 기술 자체가 아니라 중앙화된 플랫폼과 조직 관리의 실패에서 비롯됐다고 볼 수 있다. 셀시우스, 블록파이(BlockFi)는 중앙화 금융서비스를 제공하는 플랫폼이며 FTX, 보이저(Voyager)는 중앙화 거래소이다. 테라·루나는 탈중앙화(De-centralized)된 네트워크였지만 앵커 프로토콜의 약 20%에 달하는 비현실적 예치 이자율을 설정하여 지속 불가능한 시스템을 만든 것은 LGF(Luna Foundation Guard)라는 중앙화된 조직의 지원에서 비롯되었다.

네트워크 인프라가 빠르게 발전하는 현대사회에서 시간이 갈수록 분장원장 기술 도입을 통해 거래를 직접 수행하고 검증하고자 하는 수요는 확대될 것이다. 기업들은 분장원장 기술 도입으로 사업 효율성을 제고하고 추가적인 수익원을 발굴하고자 연구개발을 확대하고 있다. 미국 기상예측 기업 AccuWeather는 탈중앙화 보험상품에 필요한 기상 데이터를 블록체인 노드에 등록해 수익화를 도모했고 유럽투자은행(EIB)은 지난 달 프라이빗 블록체인에서 1억 유로 규모의 디지털 채권을 발행했다. 뉴욕 연준은 CBDC 파일럿 프로그램을 통해 외환거래 결제일을 2일에 서 10초로 단축하는 것을 테스트했고, JP Morgan의 단기레포 거래 블록체인 플랫폼(Onyx)은 '20년말 런칭 이후 누적 4300억달러의 레포 거래를 성사시켰다. 수많은 게임, 스포츠, 명품 업체들이 NFT(Non-fungible token, 대체불가능토큰)를 발행하고 비즈니스 모델에 접목시키는 등 블록체인 기술에 대한 다각적인 실험이 계속되고 있다.

올해로 블록체인2.0과 스마트계약 플랫폼의 대표주자인 이더리움(Ethereum) 네트워크가 출범한 지 겨우 7년이 지났다. 새로운 스마트계약 플랫폼인 솔라나(Solana)와 아발란체(Avalanche)



는 2년 전 '20년에 등장했고 네트워크 보안과 확장성 문제를 보완한 애플토스(Aptos)는 2개월 전인 지난 10월에 출범했다. 블록체인 네트워크의 발전은 지속되고 있으며 단지 신생 산업의 킬러 애플리케이션이 개발될 때까지는 시간이 필요할 뿐이다.

적절한 규제 도입은 주류 편입의 열쇠

올해 위기 상황을 겪으면서 신속한 규제 마련에 대한 컨센서스가 강화된 점은 긍정적이다. 현재 바이낸스, 코인베이스, FTX 등 중앙화 거래소들은 전통 금융기관이 나누어 수행하던 대출, 수탁, 매매, 결제 등 여러가지 사업을 동시에 영위하고 있어 시스템 전체에 미치는 파급력이 크지만, 이에 대한 기본적인 관리 감독조차 이루어지지 않고 있다. 일례로 전통적인 금융기관이 신용위험 경감을 위한 담보물(collateral)을 설정할 때는 엄격한 원칙과 기준에 따라 가치를 평가하는 데 반해 FTX는 자체 발행 토큰인 FTT가 가격 변동위험이 매우 크고 신용도가 낮음에도 불구하고 이를 담보로 현금성 자산을 대출해온 것이 드러났다. BOA 애널리스트는 이를 '거래상 대방 위험'과 '담보가치 절하 위험'에 동시에 직면하는 '고유의 상관위험(wrong-way risk)'으로 설명하며 FTX가 파산하게 된 원인은 암호자산 산업 특유의 문제점이 아니라 금융서비스에 대한 규제 공백에서 비롯된 것이라고 지적했다.

글로벌 금융규제 협의체인 금융안정위원회(FSB, Financial Stability Board)는 내년 초 암호자산 산업 규제 프레임워크를 구체화하여 발표할 계획이다. FSB 사무총장은 암호자산 거래소에 은행권 적정자본규제에 준하는 자본적정성 기준을 적용해야 하며 이를 위해 바젤위원회(BCBS)처럼 새로운 기준제정기구가 출범할 가능성도 높다고 언급했다. 올해 6월 EU가 합의한 암호자산 기본법(Markets in Crypto-Assets)이 '24년에야 시행될 것으로 예상되는 가운데 글로벌 차원의 규제 도입까지는 더 많은 시일이 소요되겠지만, 전반적인 타임라인은 앞당겨지는 분위기다. 업계 전문가들도 암호자산이 주류로 편입되기 위해서는 소비자와 투자자 보호를 위한 규제 프레임워크 도입이 필수라는 것에 대체로 동의하며 정책 동향에 주목하고 있다.

전진을 위한 일보후퇴

2000년대초 닷컴버블은 인터넷 시대에 대한 앞서간 열망과 투자 과잉이 만들어낸 것이다. 과열이 해소되는 과정에서 주가가 폭락하고 많은 벤처기업들이 파산했지만, 약 20년이 지난 지금, 우리는 결국 닷컴버블의 꿈이 구현된 인터넷 세상에 살고 있다. 존 D. 터너 퀸스대학 경제학자는 버블 중에서도 특히 기술혁신이 일으킨 버블은 엄청난 양의 자본이 가장 혁신적 분야로 유입되게 하여 긍정적 경제효과를 가져오며 애플이나 마이크로소프트 같은 회사들도 닷컴버블 시기에 막대한 투자를 받았다고 설명한다. 암호자산 기술이 미래사회에 어떤 식으로 사회의 주요 기능을 하게 될 지 우리는 아직 구체적인 그림을 그리지 못한다. 블록체인 기술의 킬러 애플리케이션이 등장하기 전까지 신기한 이름의 코인과 스타트업이 수없이 나타날 것이며, 어쩌면 Web3.0 구현을 위해 또다른 혁신적 개념의 기술이 탄생할 수도 있다. 무엇보다 금번 크립토 겨울이 버블 이후 진화를 위한 일보 후퇴 과정이 될 수 있다는 점을 상기하며 글을 마친다.



04

주요지표



주요 국제 금융 지표

국제금융시장	'21.11월	12월	'23.1월	2월	3월	4월		5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월
주식시장														
미국 Dow Jones (p)	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	34,589.8
독일 DAX	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	14,397.0
영국 FTSE	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	7,573.1
일본 Nikkei	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	27,969.0
MSCI 아시아	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	890.8
MSCI 신흥유럽	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	2,723.0
MSCI 라틴	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	92,551.4
미국 투자심리 (VIX, p)	27.2	17.2	24.8	30.2	20.6	33.4		26.2	28.7	21.3	25.9	31.6	25.9	20.6
유럽 투자심리 (V2X)	30.1	19.3	27.0	35.3	29.0	30.8		25.2	29.8	22.3	27.9	30.7	24.8	21.2
신흥국 투자심리 (VXEEM)	28.8	19.3	22.4	33.4	24.5	30.8		24.7	25.8	21.7	22.7	29.0	28.7	24.3
채권시장														
미국 국채 10년 (%)	1.44	1.51	1.78	1.83	2.34	2.93		2.84	3.01	2.65	3.19	3.83	4.05	3.61
독일 국채 10년	-0.35	-0.18	0.01	0.14	0.55	0.94		1.12	1.34	0.82	1.54	2.11	2.14	1.93
영국 국채 10년	0.81	0.97	1.30	1.41	1.61	1.91		2.10	2.23	1.86	2.80	4.09	3.52	3.16
일본 국채 10년	0.06	0.07	0.18	0.19	0.22	0.23		0.24	0.23	0.19	0.23	0.24	0.25	0.25
미국 장단기 금리차 (10y-3m)	1.40	1.48	1.60	1.53	1.86	2.11		1.80	1.39	0.33	0.29	0.58	-0.01	-0.71
미국 국채금리 변동성 (MOVE)	55.71	53.22	52.10	50.00	49.67	51.56		48.31	50.85	45.83	46.16	46.73	45.90	57.28
Break Even Rate (5년)	2.81	2.91	2.89	3.15	3.43	3.35		2.96	2.62	2.81	2.64	2.16	2.66	2.48
미국 국채 CDS (5년, bp)	16.3	13.0	11.6	12.8	15.9	17.4		17.5	19.3	21.4	20.3	27.8	28.4	28.4
서유럽 국채 CDS (iTraxx Sovx)	4.7	4.5	3.9	4.6	4.0	5.2		5.6	5.0	6.7	5.6	5.3	5.1	4.9
일본 국채 CDS (5년, bp)	17.8	16.9	17.2	17.8	17.5	19.0		19.9	25.7	24.5	20.0	28.0	30.5	24.2
미국 회사채 CDS (CDX)	57.8	49.4	60.0	67.6	67.2	83.7		79.6	101.0	80.4	92.5	107.7	90.3	75.8
유럽 회사채 CDS (iTraxx)	57.8	47.6	58.8	71.9	73.0	89.8		87.7	118.7	100.1	120.3	135.0	113.8	91.6
신흥국 채권 가산금리 (EMBI+)	414.4	386.1	413.0	556.2	368.0	393.7		377.6	461.2	443.0	432.8	467.1	450.7	386.4
외환시장														
달러 인덱스	96.0	95.7	96.5	96.7	98.3	103.0		101.8	104.7	105.9	108.7	112.1	111.5	106.0
유로/달러 환율	1.13	1.14	1.12	1.12	1.11	1.05		1.07	1.05	1.02	1.01	0.98	0.99	1.04
파운드/달러 환율	1.33	1.35	1.34	1.34	1.31	1.26		1.26	1.22	1.22	1.16	1.12	1.15	1.21
달러/엔 환율	113.2	115.1	115.1	115.0	121.7	129.7		128.7	135.7	133.3	139.0	144.7	148.7	138.1
달러/위안 환율	6.36	6.36	6.36	6.31	6.34	6.61		6.67	6.70	6.74	6.89	7.12	7.31	7.09
유로/달러 내재변동성 (3개월, %)	6.5	5.4	6.2	7.9	7.5	9.1		7.8	9.1	10.2	10.3	12.6	10.9	10.2
달러/엔 내재변동성 (3개월)	7.7	5.9	6.3	6.8	8.6	11.4		9.2	12.6	10.8	11.2	12.3	12.7	12.5
신흥국 환율변동성 (JPM)	10.8	11.3	9.4	10.6	11.5	12.1		12.1	11.9	12.0	11.6	12.5	12.6	11.8
기타														
미국 Libor (3개월, %)	0.17	0.21	0.31	0.50	0.96	1.33		1.61	2.29	2.79	3.10	3.75	4.46	4.78
Libor-OIS 스프레드 (bp)	8.9	9.0	6.6	11.2	24.4	14.8		15.5	10.3	18.5	7.1	9.8	28.9	36.3
Euribor (3개월)	-0.57	-0.57	-0.55	-0.53	-0.46	-0.43		-0.34	-0.20	0.23	0.65	1.17	1.70	1.97
금 (\$/OZ)	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	1,768.5

주: 기말 기준

주요 국내 금융 지표

국내금융시장	'21.11월	12월	'23.1월	2월	3월	4월		5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월
주식시장														
KOSPI (p)	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	2,472.5
외국인 국내주식 순매수 (조원)	2.91	2.80	-4.14	0.76	-4.22	-5.52		0.57	-5.95	1.96	4.14	-2.29	3.04	4.10
외국인 보유 비중 (%)	29.1	29.5	29.1	28.8	28.0	27.6		27.6	27.5	27.4	27.1	27.3	27.8	27.7
채권시장														
콜 금리 (%)	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25	1.50		1.75	1.75	2.25	2.50	2.50	3.00	3.25
CD 91일	1.26	1.29	1.50	1.50	1.51	1.72		1.96	2.04	2.73	2.92	3.24	3.96	4.03
통안채 3개월	1.02	1.00	1.25	1.20	1.29	1.46		1.75	1.89	2.31	2.66	2.81	3.27	3.40
국고채 3년	1.79	1.80	2.19	2.25	2.66	2.96		3.03	3.55	3.00	3.68	4.19	4.18	3.71
회사채 3년 AA-	2.35	2.41	2.76	2.86	3.33	3.68		3.80	4.36	3.98	4.63	5.28	5.57	5.46
회사채AA- - 국고채 (3년, bp)	57	62	57	62	67	72		77	81	98	95	109	140	176
IRS 금리 1년 (%)	1.52	1.58	1.82	1.89	2.14	2.47		2.67	3.19	3.10	3.65	4.10	4.27	4.05
외국인 국내채권 순투자 (조원)	2.79	5.56	3.67	3.95	0.52	0.04		1.37	0.90	3.56	-1.85	-0.98	0.02	0.73
외환시장														
원/달러 환율	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	1,318.8
원/유로 환율	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	1,362.9
원/엔 환율	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	944.1
원/달러 내재변동성 (3개월, %)	7.7	6.9	7.3	7.2	8.6	9.9		9.0	9.9	9.7	9.7	11.9	12.3	11.9
CDS premium (bp)	20	19	25	31	28	40		45	53	41	33	59	70	49
재정거래유인 (3M)	0.43	0.12	0.31	0.45	0.10	0.56		0.28	0.56	0.14	0.22	0.73	-0.07	399.75
CRS 금리 1년 (%)	0.82	1.00	1.08	1.03	1.04	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	'21.11월	12월	'23.1월	2월	3월	4월		5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월
경기선행지수 (전기비, %, p)														
미국 Conf. Board (%)	0.6	0.4	-0.7	0.8	-0.1	-0.5		-0.7	-0.7	-0.5	-0.1	-0.5	-0.8	
독일 IFO	94.5	92.7	95.6	98.6	84.6	86.8		87.0	85.5	80.3	80.5	75.2	75.9	80.2
프랑스 INSEE	19.5	21.3	14.6	21.8	-2.8	-4.3		-8.6	-5.0	-5.0	-1.6	-5.8	-7.6	-9.5
이탈리아 ISAE	115.3	114.5	113.2	112.7	109.8	109.5		108.8	109.2	106.3	104.1	101.5	100.7	102.5
중국 OECD	99.8	99.6	99.5	99.3	99.2	99.1		99.0	98.9	98.7	98.6	98.6	98.5	98.5
일본 내각부	102.0	102.8	101.3	100.2	100.7	102.4		100.8	100.5	99.3	101.6	98.2	99.0	
OECD-전체	101.3	101.1	100.9	100.6	100.3	100.0		99.6	99.3	99.0	98.8	98.6	98.4	98.3
GS World CAI	6.4	6.4	4.3	4.7	2.9	0.6		2.8	5.2	3.6	3.5	2.6	1.6	1.2
구매자관리지수 (p)														
미국 제조업 ISM	60.6	58.8	57.6	58.6	57.1	55.4		56.1	53.0	52.8	52.8	50.9	50.2	49.0
비제조업	68.4	62.3	59.9	56.5	58.3	57.1		55.9	55.3	56.7	56.9	56.7	54.4	56.5
유로존 제조업 PMI	58.4	58.0	58.7	58.2	56.5	55.5		54.6	52.1	49.8	49.6	48.4	46.4	47.1
서비스업	55.9	53.1	51.1	55.5	55.6	57.7		56.1	53.0	51.2	49.8	48.8	48.6	48.5
중국 제조업 PMI	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4		49.6	50.2	49.0	49.4	50.1	49.2	48.0
비제조업	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4	41.9		47.8	54.7	53.8	52.6	50.6	48.7	46.7
정책불확실성지수														
Global	225.4	263.0	232.7	189.5	330.0	290.5		289.0	268.9	312.5	255.6	275.4	293.9	329.5
미국	175.9	201.4	155.3	140.4	229.2	168.8		190.5	152.8	222.8	183.0	201.7	207.3	216.0
유로존	246.6	298.2	264.6	220.5	392.0	334.7		328.5	332.6	403.9	327.9	396.8	417.1	349.6
중국	491.8	589.8	582.6	406.2	863.9	843.9		735.8	763.4	778.8	602.5	689.3	743.4	887.4
일본	95.4	91.6	98.1	91.0	129.0	114.7		110.3	130.0	113.4	111.8	99.9	119.2	107.2
기타 관심 지표														
미국														
산업생산 (전기비)	0.6	-0.2	0.4	0.7	0.7	0.7		-0.1	-0.2	0.5	-0.1	0.4	-0.1	-0.2
소매매출 (")	1.1	-2.0	2.7	1.7	1.2	0.7		0.4	1.0	-0.4	0.7	-0.2	1.3	-0.6
내구재주문 (")	1.4	0.9	3.1	-0.7	0.7	0.4		0.8	2.3	-0.1	0.2	0.3	1.0	
취업자 증감 (천명)	647	588	504	714	398	368		386	293	537	292	269	284	263
신규실업 청구건수 (")	257	222	229	195	178	184		207	232	245	241	209	219	229
주택가격 (SPCS20, 전기비)	1.3	1.5	1.7	2.3	2.3	1.8		1.3	0.3	-0.8	-1.3	-1.2		
시간당 평균임금(전년비)	5.3	4.9	5.4	5.2	5.6	5.5		5.3	5.2	5.2	5.2	5.1	4.9	5.1
소비자심리지수(미시간)	67.4	70.6	67.2	62.8	59.4	65.2		58.4	50.0	51.5	58.2	58.6	59.9	56.8

해외 경제	'21.11월	12월	'23.1월	2월	3월	4월		5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월
중국														
산업생산 (전년비)	3.8	4.3	7.5		5.0	-2.9		0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2
수출 (°)	21.7	20.9	16.3		14.4	3.5		16.3	17.1	18.0	7.2	5.9	-0.3	-8.7
주택판매면적증가율(yoy)	4.8	1.9	-9.6		-13.8	-20.9		-23.6	-22.2	-23.1	-23.0	-22.2	-22.3	-23.3
중국 국채 CDS	50.8	44.8	45.9	53.6	60.3	69.8		79.8	78.2	82.9	74.8	85.2	84.2	88.0
역내외 환율차(역내-역외)	0.00	0.00	-0.01	0.00	-0.01	-0.01		-0.01	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.01	-0.01
주가변동성	5.1	5.0	4.7	4.6	4.8	5.8		5.9	5.4	5.7	5.9	7.3	8.6	8.3
위안화 내재변동성	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	1.5		1.4	1.4	1.3	1.1	1.3	1.3	1.5
시보 O/N금리 5일 이동평균	10.1	10.3	10.5	10.2	10.6	10.2		10.5	10.9	10.7	10.5	10.6	10.3	10.0
총 사회용자잔액증가율(TSF)	2.4	2.0	1.7	1.2	0.7	-0.1		-0.8	-1.3	-1.7	-2.1	-2.3	-2.4	-2.3
70개도시 부동산 평균가격(신규)	4.8	4.4	4.4	4.4	4.3	3.9		3.6	3.3	3.1	2.9	2.7	2.7	2.5
1선 도시 평균가격(신규)	30.4	30.5	18.7	13.4	12.8	11.5		10.5	11.4	11.9	12.6	12.8	12.6	12.9
모기지/신규대출 비중														
신흥국														
산업생산지수	-4.4	-5.0	-7.3	-4.1	-1.9	-0.5		0.5	-0.4	-0.4	2.8	0.4	1.7	
브라질	1.0	1.0	2.0	1.2	2.2	6.7		19.7	12.6	2.2	-0.7	3.5	-4.0	
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	7.9	7.5	8.0	5.4	2.3	-2.6		-2.4	-2.4	-0.5	-0.1	-3.1	-2.6	
OECD 경기선행지수														
브라질	101.6	101.0	100.5	100.1	99.8	99.6		99.5	99.3	99.2	99.1	99.0	98.9	98.7
인도	100.7	100.6	100.6	100.5	100.5	100.4		100.3	100.2	100.1	100.0	99.9	99.7	99.6
인도네시아	97.4	97.4	97.4	97.3	97.2	97.1		97.0	96.7	96.5	96.2	96.0	95.7	95.4
러시아	102.9	103.0	103.0											
제조업 PMI														
브라질	49.8	49.8	47.8	49.6	52.3	51.8		54.2	54.1	54.0	51.9	51.1	50.8	44.3
인도	57.6	55.5	54.0	54.9	54.0	54.7		54.6	53.9	56.4	56.2	55.1	55.3	55.7
인도네시아	53.9	53.5	53.7	51.2	51.3	51.9		50.8	50.2	51.3	51.7	53.7	51.8	50.3
러시아	51.7	51.6	51.8	48.6	44.1	48.2		50.8	50.9	50.3	51.7	52.0	50.7	53.2
국채 CDS														
브라질	244.7	218.5	219.1	224.1	218.3	217.8		237.2	269.2	303.0	262.1	265.9	264.8	262.9
인도	82.5	87.6	89.6	99.4	111.6	104.6		122.0	120.5	156.8	123.9	126.1	124.5	121.2
인도네시아	82.3	78.3	83.3	97.5	102.6	101.4		121.6	122.6	144.8	112.4	128.6	127.3	113.5
러시아	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	124.8	125.2	124.2	123.9	124.8	124.5		126.8	127.0	129.5	128.8	131.5	133.5	131.8
JP Morgan 신흥국 통화지수	54.0	52.3	52.9	53.3	51.5	52.8		52.3	52.0	50.1	50.5	49.5	48.6	49.7
원유가격지수	428.8	392.7	453.3	498.4	588.0	556.1		593.7	622.1	539.1	500.2	458.5	474.7	461.3
곡물가격지수	442.7	445.0	455.1	483.6	554.8	565.3		576.9	527.7	447.3	460.6	478.4	473.1	467.1

주요 국내 경제 지표

해외 경제	'21.11월	12월	'23.1월	2월	3월	4월		5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월
국내실물														
경기선행지수	100.5	100.4	100.3	100.0	99.8	99.6		99.6	99.7	99.5	99.4	99.3	99.2	
재고출하지수	7.7	8.0	7.1	11.3	11.3	13.4		10.2	18.7	16.9	10.2	6.5	4.4	
기업경기실사지수	86.0	87.0	86.0	85.0	83.0	86.0		86.0	82.0	80.0	81.0	78.0	76.0	75.0
장단기금리차(국고 3y-통안1y)	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0		1.1	1.0	0.3	0.2	0.5	0.6	0.1
광공업생산지수 증가율(yoy)	6.7	7.1	4.3	6.4	3.7	3.6		7.5	1.4	1.5	1.5	0.7	-1.1	
국내금융														
총통화승수(M2/본원통화)	14.4	14.3	14.1	14.2	14.2	14.0		14.0	14.1	13.6	14.1	14.0	13.8	
종합주가지수증감률(mom)	-0.9	0.8	-4.1	-4.9	-0.9	0.2		-2.8	-5.8	-4.5	4.9	-5.9	-4.4	8.4
국내신용 전년비	12.0	12.1	12.6	11.7	11.7	12.0		12.4	11.7	10.9	10.7	11.6	10.9	
대출행태서베이(신용위험)	11.0	11.0	12.0	12.0	12.0	26.0		26.0	26.0	31.0	31.0	31.0	39.0	39.0
국내금리변동분	0.2	0.2	0.5	0.8	0.9	1.6		1.9	2.3	2.2	2.4	2.9	3.1	3.0
가계신용/GDP	87.8	87.8	87.4	87.4	87.4	86.4		86.4	86.4	86.8	86.8	86.8		
소비자물가상승률(%)	3.8	3.7	3.6	3.7	4.1	4.8		5.4	6.0	6.3	5.7	5.6	5.7	5.0
대외실물														
경상수지(억달러)	68.2	60.6	19.2	64.2	70.6	-0.8		38.6	56.1	7.9	-30.5	15.8	8.8	
수출증가율	31.9	18.3	15.5	21.1	18.8	12.9		21.4	5.3	8.6	6.5	2.3	-5.8	-14.0
원화실질실효환율(BIS)	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	-10.0	-10.4	-7.0	-7.5	-6.1	-10.6		-10.2	-10.0	-11.2	-8.7	-9.9	-7.4	
OECD 경기선행지수(전월차)	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3		-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1
아시아경쟁국 실질실효환율 평가절상압력	4.0	4.8	4.2	3.5	4.4	4.6		2.0	1.9	1.8	1.6	2.8	1.7	
대외금융														
외국인자금유출입(억달러)	26.6	154.1	89.6	45.7	34.2	86.1		74.3	31.8	30.7	-14.7	-20.7	-2.1	
외환보유액 전년비(%)	-1.1	-0.2	-0.3	0.1	-0.9	-1.9		-0.4	-2.1	0.1	-0.5	-4.5	-0.7	0.5
단기외채(억달러)	-	1,647.4	-	-	1,749.2	-		-	1,838.5	-	-	1,709.4		
환율의 역사적 변동성	0.3	0.3	0.2	0.3	0.7	0.5		0.6	0.6	0.5	0.6	0.7	0.6	1.2

* 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

NOVEMBER Day 01	- 국내 개인투자자의 해외주식투자 동향 및 전망 - 국제원자재시장: 국제곡물시장에도 드리워진 러시아발 지정학적 리스크
Day 03	11월 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)
Day 22	- 주요국의 모기지 디폴트 위험은 제한적 - 주요국의 기업부도 증가와 전망
Day 23	- 일본은행이 완화적 통화정책을 변경하지 '않는' 이유 - 금년 중국의 외국인 증권투자자금 유출 급증



최근 발간 보고서 목록

Day 25	- 글로벌 외환상품시장 규모 확대 및 구조 변화 [Fund Flow] 글로벌 주식펀드, 선진국 중심 유출 전환
Day 28	- 주간이슈(11.28): 연준이 주목하는 미국 근원 PCE와 고용지표 발표 - 중국의 경제정책 딜레마와 시사점 - 주간 Wall Street 인사이트(11.28) - 최근 미국 국채금리 변동성 확대와 평가 [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(11.28)
Day 29	- 최근 경상수지 흑자국들의 수지 변화 및 시사점 - 미국의 베버리지 곡선 논쟁 및 평가 [22.11월] 국제금융 INSIGHT
Day 30	- 일본은행의 통화정책 변화 가능성 및 시장 영향 - 아시아 외화채권시장 동향 및 전망 - 유럽 에너지 위기의 향방 및 영향 - 민간 순저축 축소로 일부 신흥국 불안 가능성 잠재 - 최근 외국인 주식자금 유입 배경 및 평가 - 중국의 제로 코로나 반대 시위 영향 및 평가 - 아시아 신흥국의 위기 발생 가능성 점검
DECEMBER Day 01	- 국제원자재시장: 국제유가, 잠재 위험요인과 연말 효과 등으로 불안정한 움직임 예상 - 글로벌 리스크 위치
Day 02	[Fund Flow] 미국펀드 중심으로 전세계 주식 및 채권펀드 유출
Day 05	- 주간이슈(12.5): 금주 주요국 PMI, 유가, Credit Suisse에 주목 - EU와 G7, 러시아산 원유가격 상한선 \$60에 합의 - 주간 Wall Street 인사이트(12.5) [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(12.5))
Day 07	BIS, FX-swap과 선물환 거래 확대의 위험성 경고
Day 08	최근 미국 단기자금시장의 유동성 위축 우려 증대
Day 09	[Fund Flow] 글로벌 주식펀드 유출 지속, 채권펀드는 유입 전환 - 크레딧 스위스(Credit Suisse)의 자본확충 및 평가 - 한국 CDS 프리미엄 급등락에 대한 평가
Day 12	주간이슈(12.12): 금주 12월 FOMC 회의와 미국 11월 CPI에 주목



Korea Center for International Finance

국제금융 INSIGHT



국제금융센터
Korea Center for International Finance