

국제금융센터

# 2022년 하반기

세계경제 · 국제금융 전망 및 주요 이슈



# 01

## 세계경제 동향 및 '22년 하반기 전망

1. 2022년 상반기 세계경제 동향
2. 2022년 하반기 세계경제 전망

# 슬로우플레이션(성장둔화 + 물가상승) 빠르게 진행

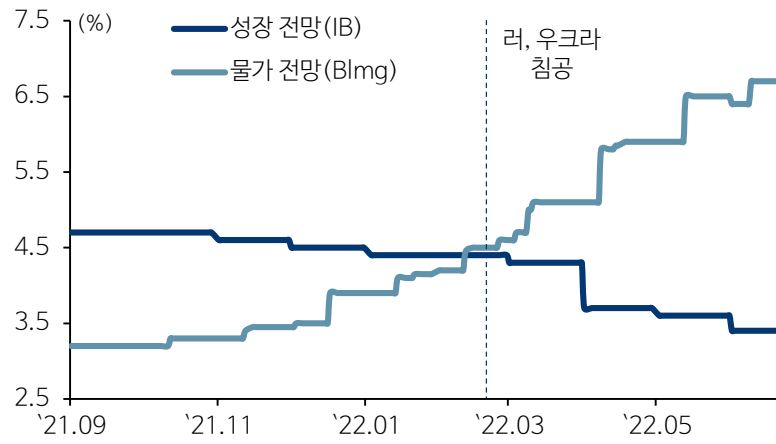
01

02

03

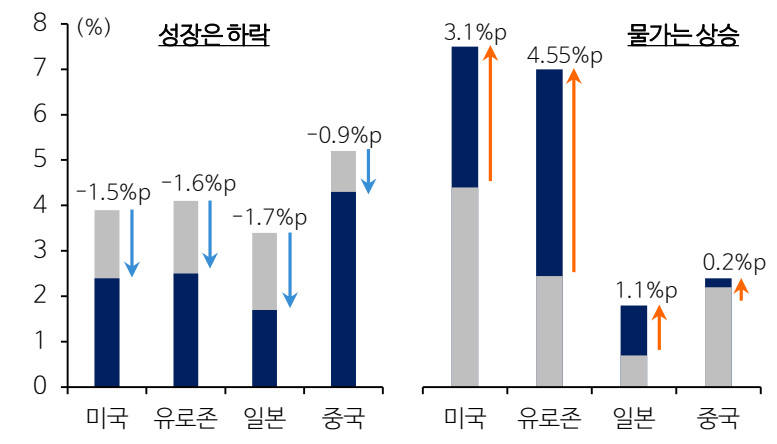
- 금년 성장전망(IB) : 4.5%('21.12월) → 4.3%('22.2월) → 3.4%(6월)로 지속 하향**
  - 이는 팬데믹 이전 5년 평균(+3.4%)과 같은 수준. 금년 중 팬데믹 이전 성장 추세로의 복귀 난망
- 금년 물가전망(Bimg) : 3.9%('21.12월) → 5.1%('22.3월) → 6.7%(6월)로 큰 폭 상향**
  - 4월 OECD 회원국 CPI 9.2%<sub>yoy</sub>로 '21.4월 3.3%와 비교 시 큰 폭 반등, 1월 대비로도 +2.0%p
  - 특히 러시아의 우크라이나 침공(2.24일) 이후 성장 하향 및 물가 상향 조정 폭이 크게 확대

## | 2022년 글로벌 성장·물가 전망 추이



자료: 주요 IB, Bloomberg

## | 주요국 성장·물가 전망 변화(작년말 대비)



자료: 주요 IB, Bloomberg

# 공급제약·고물가 속 전쟁, 중국 봉쇄 등 악재 가중

01

02

03

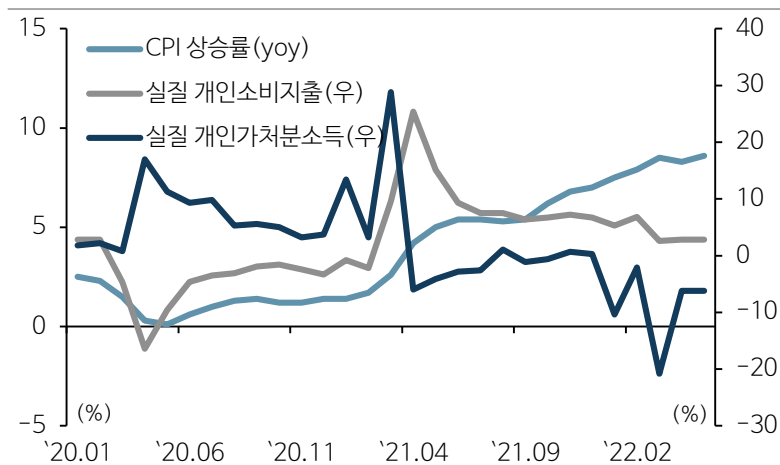
## • 수요 부담 점증 : 고물가 지속되며 가계 구매력 잠식, 통화정책 정상화 가속

- 미국 소비자물가 3월 이후 8% 상회 등 주요국 인플레이션 급등하며 정책금리 인상 확대
- 가계 초과저축 등에 힘입어 상반기 중 소비 증가세 유지했으나 실질 소득은 감소세

## • 공급 제약 가중 : 생산·물류 차질 지속 속 우크라이나 전쟁과 중국 봉쇄 가세

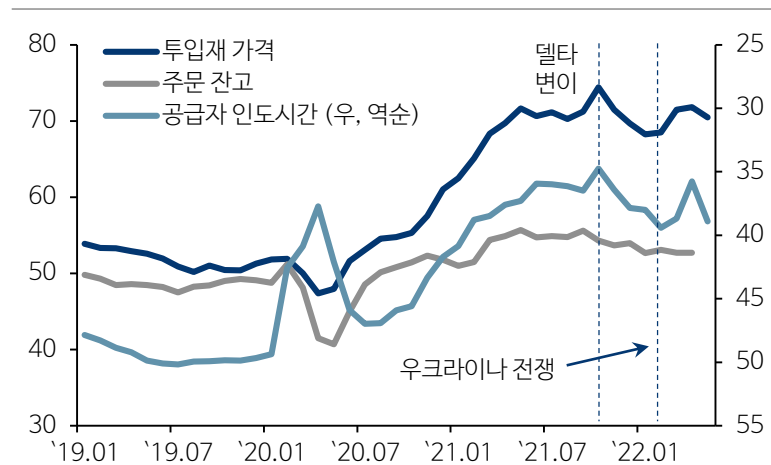
- 팬데믹 이후 봉쇄, 변이 확산 등 공급제약 관련 지표 역대 최고치 기록. 최근 소폭 완화된 후 다시 악화
- 원자재 및 부품난 등으로 물류 지연 및 생산 차질. 생산자물가 급등은 국내외 소비자물가로 전가

### | 미국 인플레이션, 실질 소비 및 소득 추이



자료: Bloomberg

### | 글로벌 공급제약 지수



자료: JPM

# 최근 경제지표 흐름, 악화 추세 지속을 시사

01

02

03

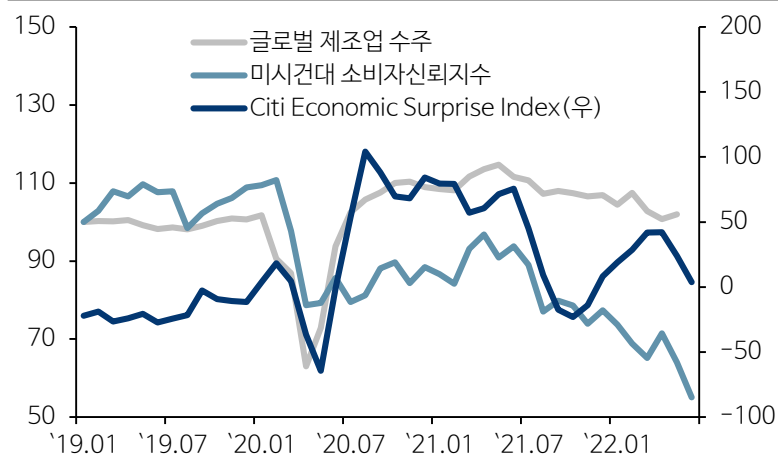
## • 글로벌 경제지표 기대 미달, 가계·기업 신뢰 저하 등 경기선행지표 하향세

- 기업 경제심리 하락세(글로벌 PMI<sub>제조</sub> 올해 -1.9p), 대내외 수주 둔화. 美·유로존 가계소비심리 수년래 최저
- 최근 글로벌 경제지표 전반 실적이 예상을 하회하는 흐름. 경기선행지수도 하향 추세

## • 물가상승세 예상 상회하며 높은 지속성, 통화긴축 등으로 금융여건 악화

- 금리상승, 주가 등 자산가격 하락으로 금융여건이 악화되며 향후 실물경제에 부정적 영향

| 글로벌 제조업 수주, ESI, 미 소비자신뢰



자료: Bloomberg

| 미국 국채금리 및 금융여건지수 추이



자료: Bloomberg

# 성장세 유지하나 추가 하락 위험 상당

01

02

03

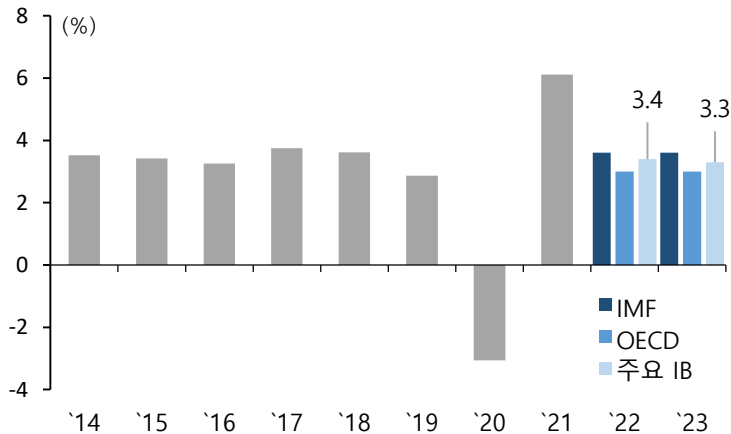
## • 고물가에도 가계 초과저축 등 선진국 소비 여력 상당, 하반기 성장세 유지

- 코로나19 엔데믹 전환으로 서비스 부문 수요 확대. 주요국 노동시장 호조 → 노동소득으로 연결
- 가계·기업 재무상황 양호해 소비·투자 뒷받침. 공급망 교란 완화 시 누적된 수주잔고 등 이연 수요 기대

## • 그러나, 다수 불안요인 상존하며 경기 향방에 대한 우려가 큰 상황

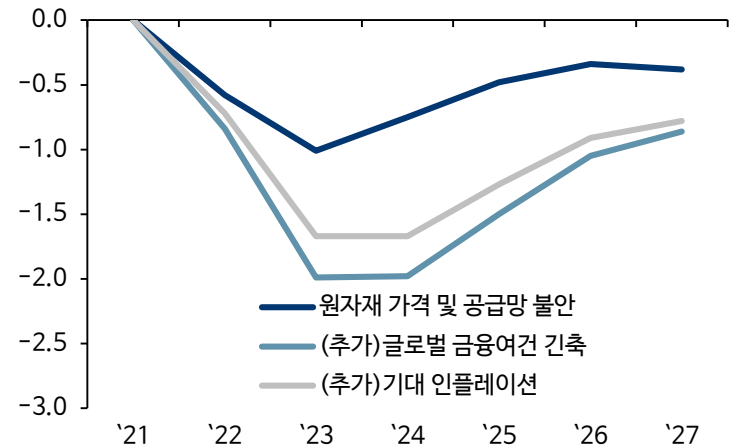
- 우크라이나 사태 악화 시 에너지 등 원자재 가격 급등 소지(3차 오일쇼크), 중국 봉쇄 재연 가능성
- 인플레이션의 기대 반영 및 임금 상승세로 연결 여부(price-wage spiral)

### | 글로벌 성장률 전망



자료: IMF, OECD, 주요 IB('22.5월). 주: '22년 이후는 전망

### | IMF 세계경제 하방 시나리오

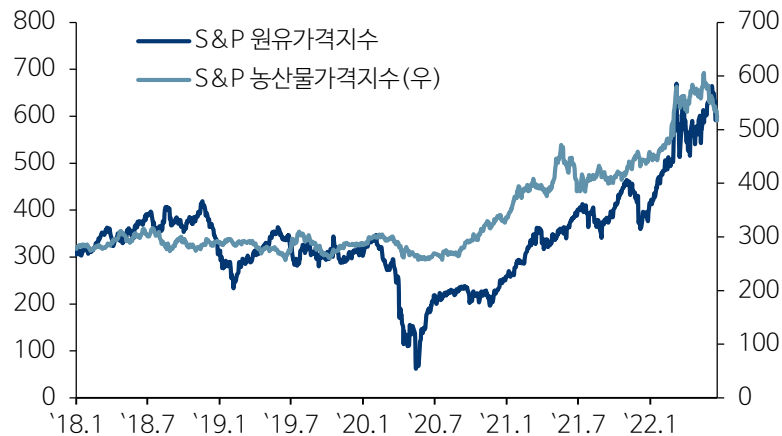


자료: IMF WEO '22.4월 주: 글로벌 GDP 수준 변화(%)

# 인플레이션 추이에 따른 긴축 강화 영향이 관건

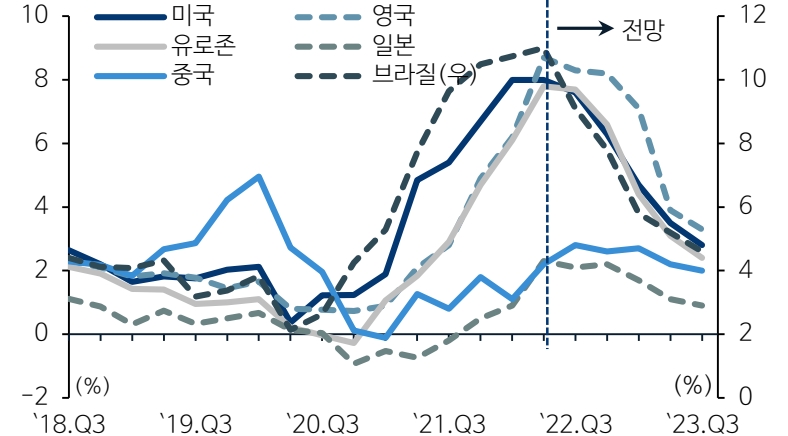
- **공급 충격 지속, 서비스 수요 증가, 임금상승 압력 등 물가압력의 빠른 해소는 기대난**
  - 전쟁 등 원자재가격 상승압력 지속(하반기 브렌트유 평균 \$135 전망, GS), 공급망 차질도 장기화 우려
  - 코로나19의 엔데믹 전환과 함께 서비스 수요가 급증, 서비스 부문 물가 및 임금 본격 상승 전망
- **인플레 제어 실패 시 통화긴축 강도 더욱 높아져 금융여건 악화 및 경제 충격 심화**
  - 팬데믹 이후 실제 인플레이션이 전망을 지속적으로 상회. 향후 인플레 추이에 대한 불확실성 상당
  - 급등한 인플레이션의 억제를 위해 성장의 희생이 커질 가능성

## | 국제 원자재가격 지수



자료: Bloomberg

## | 주요국 인플레이션 전망



자료: Bloomberg

# 높은 불확실성 속 S(stagflation)·R(recession) 현실화 우려 01 02 03



우크라이나 전쟁 지속, 높은 에너지 및 식품 가격, 중국경제 둔화폭 확대, 금리 인상 등 **복합위기** 양상을 보이며 **글로벌 성장 전망 추가 하향 예상**



러시아의 침공은 중국 봉쇄와 함께 글로벌 경제에 커다란 비용을 초래. **높고 지속적인 인플레이션의 빠른 치유가 어려워** 성장은 더욱 낮아지고 경제를 위협



성장 둔화가 예상 대비 훨씬 심해 **스태그플레이션 위험 크게 증가**. 글로벌 경제는 향후 수년간 인플레는 평균 이상, 성장은 평균 이하 겪으며 지속적 상처 우려



중앙은행들은 높은 인플레에 대해 통화 긴축을 가속하며 당분간 성장보다 물가 목표를 우선시. 인플레 상방 위협으로 **경기침체 가능성은 높은 수준**을 지속



성장 전망 지속 악화되며 부정적 충격에 대한 경제의 완충 능력이 축소. 연착륙이 점차 어려워지고 향후 **유사시 성장이 마이너스로 하락**하며 경기침체 가능성



# [1] 미국 : 통화긴축 불구 완만한 성장세 지속 예상

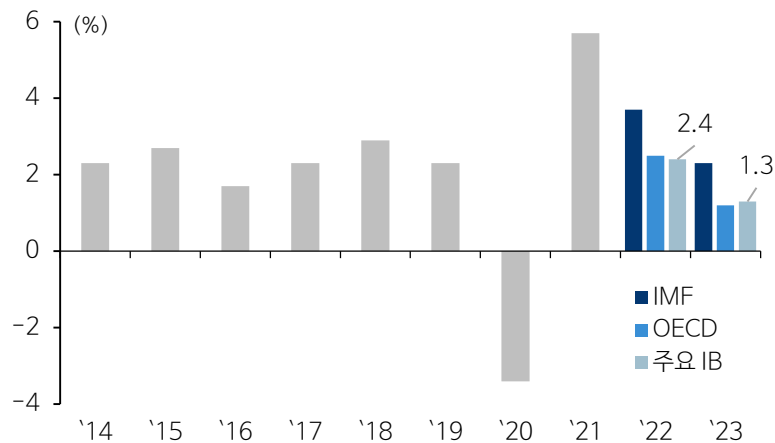
01

02

03

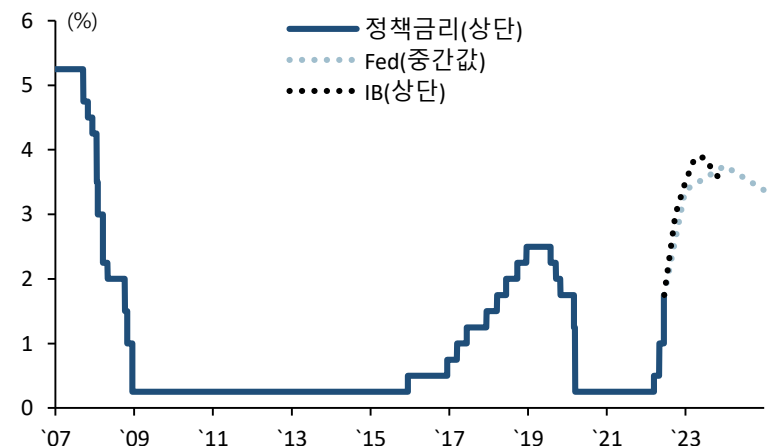
- **(컨센서스) 성장세 둔화되며 연말 잠재수준 하회 예상. '22년 2.4% 성장 전망**
  - 1분기 순수출 부진 등에 따른 역성장(-1.5%) 이후 반등하여 연말까지 평균 약 1.8%의 성장세 지속 예상
  - 분기별 성장률 컨센서스는 '22.2Q 2.3% → 3Q 1.9% → 4Q 1.3% → '23.1Q 1.0%(주요 IB 평균)
- **(평가) 연준의 고강도 긴축 불구 서비스 회복, 초과저축, 투자확대 등으로 연내 경기 확장은 이어질 것이나 금융자산 조정 심화 및 소비심리 악화 등으로 경기침체 우려 점증**
  - (통화정책) 연말까지 중립금리(2.5%)를 대폭 상회하는 수준으로 신속하게 인상할 전망
  - (물가) CPI 기준 2분기 정점 확신이 어려운 가운데 연말까지 고수준 지속 예상('22.4Q 6.5%, Bloomberg)

## | 미국 성장률 전망



자료: IMF, OECD, 주요 IB('22.5월). 주: '22년 이후는 전망

## | 연준 정책금리



자료: Bloomberg, 연준, 주요 IB(6/13 기준). 하반기 이후는 분기별 전망치

# 미국 주요 위험요인 및 관전포인트

01

02

03

## Positive

강한 고용시장

서비스 회복

견실한 가계 B/S

재고 및 투자 증가

## Negative

고물가 고착화

통화정책 긴축 가속

역자산효과(주택가격 급락 등)

대외여건 악화

## | 관전 포인트 |

**통화정책** : 사이언트 스텝(75bp 인상) 지속 여부, 연말 정책금리 수준, 양적긴축의 금융시장 영향 등

**인플레이션** : 공급충격 및 원자재 수급불안 완화 여부, 기대 인플레 불안정 및 임금-물가 악순환 가능성

**주택시장** : 주택 거래량 감소에 이어 주택가격 조정이 본격화될 지의 여부

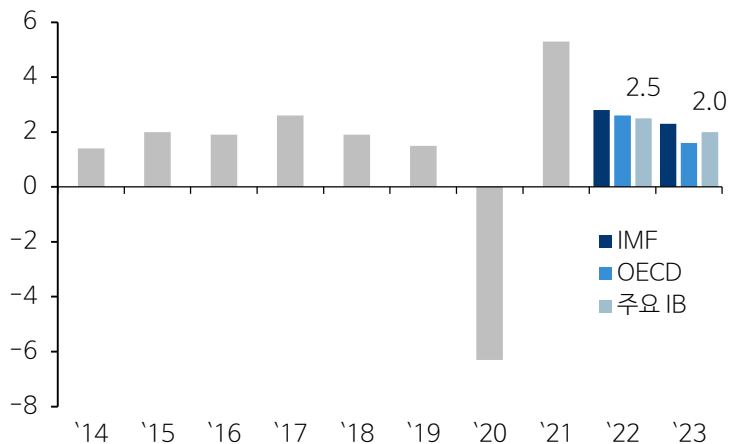
**대외여건** : 소비 등 내수는 견조하나 대외여건 악화 시 순수출 부진 심화로 경기하방 위험 확대

**중간선거('22.11월)** : 공화당의 상하원 장악시 바이드노믹스 추진력 약화, 재정정책의 경기대응 여력 축소

# [2] 유로존 : 스태그플레이션 가능성 점증

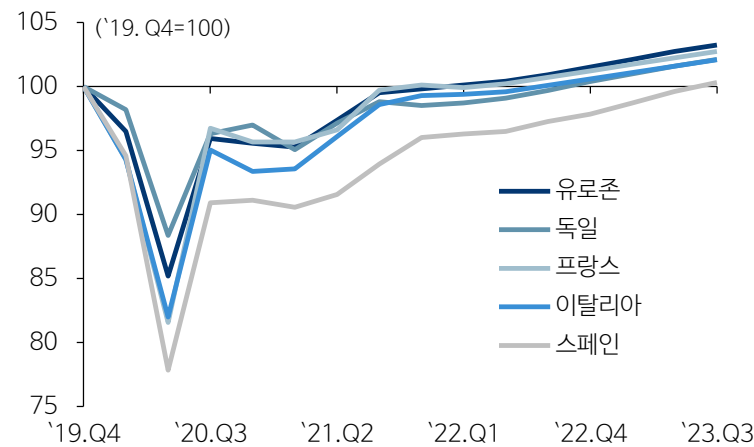
- **(컨센서스) 하반기 고물가 및 경기후퇴 압력 심화, '22년 2.5% 전망(→'23년 2.0%)**
  - 물가는 러 에너지 금수(석유·석탄) 결정 등으로 3분기 정점(9%대) 예상되나 이연될 가능성도 존재
  - 소비지출(약 50%) 및 경제심리 악화 가운데 러産 천연가스 수입 중단시 경기침체 불가피(유로존 성장 -2%p,GS)
- **(평가) 추가 재정부양 시행(재정규율 완화 지속, 유럽회복기금 잔여금 €2,200억 추가 집행 등) 예상되나 통화긴축 가속화와 공급충격에 따른 경기하방 위험의 상쇄는 어려울 전망**
  - 7월 이후 통화긴축(연말 0.75% 도달 전망)이 본격화되는 가운데 주변국 국채시장 안정화 방안이 마련되지 않을 경우 이탈리아 등의 재정 및 금융불안이 재연될 우려도 상존

## | 유로존 성장률 전망



자료: IMF, OECD, 주요 IB('22.5월). 주: '22년 이후는 전망

## | 유로존 실질 GDP 추이 및 전망



자료: Bloomberg. 주: '22.Q2 이후는 블룸버그 컨센서스

# 유로존 주요 위험요인 및 관전포인트

01

02

03

## Positive

경제활동 재개에 따른 서비스업 회복

확장적 재정정책 기조

초과저축(연소득 10~12%)

고용 확대 및 임금 상승세 지속

## Negative

러 천연가스 공급 중단 위험

고물가에 따른 통화긴축 가속

주변국 재정취약성

러·우 전쟁 등 지정학적 위험

## | 관전 포인트 |

**통화정책:** ECB 통화정책 정상화 속도 및 주변국 국채시장 안정 유지 여부

**재정정책:** 추가 재정부양책 시행 여부 및 규모, 남유럽 정부부채의 지속 가능성

**에너지 위기 대응:** 러시아산 에너지 대체(수입국 다변화, 재생에너지 확대) 및 배급제 도입 여부

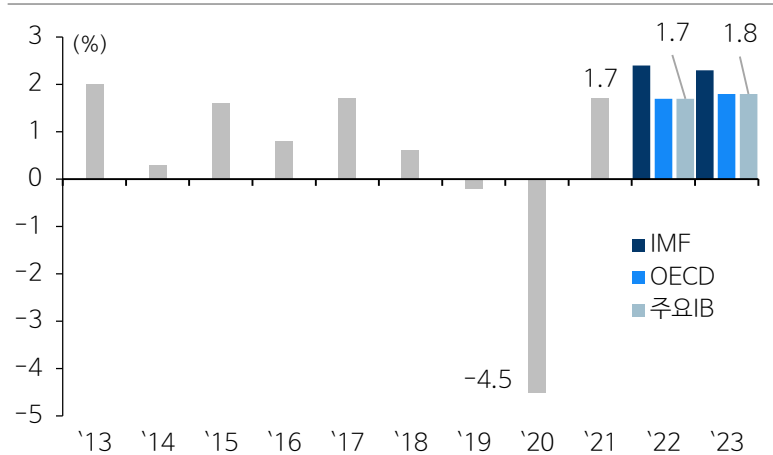
**기후변화 추진:** RepowerEU(러 에너지 의존도 축소, 탄소중립 전환) 계획 실행과 자원조달

**지정학적 리스크:** 러·우 전쟁 향방, EU 회원국(덴마크·스웨덴) NATO 가입 추진에 따른 러시아와의 갈등

# [3] 일본 : 완화정책 지속 속 완만한 회복세 유지

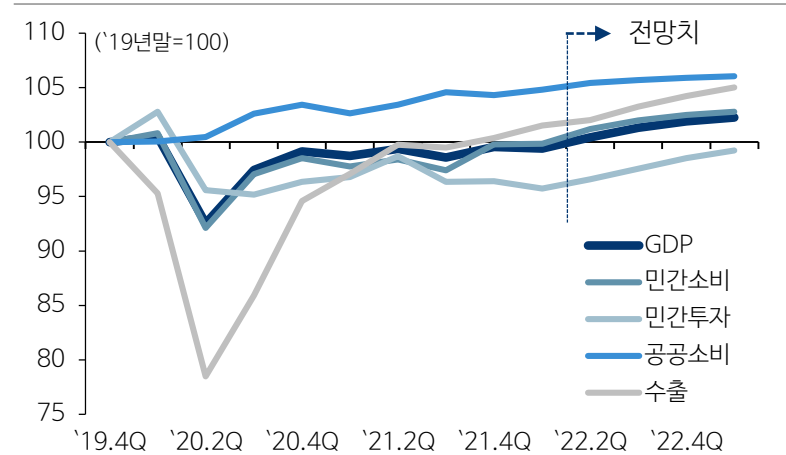
- **(컨센서스) 경제활동 재개로 2분기 고성장 후 점진적 둔화, 금년 1.7% 성장 전망**
  - 보상소비지출이 경기를 견인하는 한편 주요 교역 상대국의 수요 부진과 높은 수입물가가 성장을 제약
  - 분기별 성장률 컨센서스는 '22.2Q 5.2% → 3Q 4.1% → 4Q 2.1% → '23.1Q 1.4%(주요IB 평균)
- **(평가) 완화적 재정 및 통화 정책의 경기 뒷받침 지속**
  - 향후 재정정책 관련 분배 및 재정건전성보다 성장을 중시할 방침 표명. 저조한 물가로 통화완화 지속
  - 임금은 저임 노동자 증가, 에너지 및 원자재 수입 가격 상승에 따른 기업수익 감소로 큰 폭 상승 기대난

## | 일본 성장률 전망



자료: IMF, OECD, 주요 IB('22.5월). 주: '22년 이후는 전망

## | 일본 실질 GDP 부문별 수준 전망



자료: 주요 IB

# 일본 주요 위험요인 및 관전포인트

01

02

03

## Positive

외국인 관광객 유입 재개

강제 저축 사용

추가 경기부양책

기대 인플레이션 제한적

## Negative

세계경기 둔화에 따른 수출 부진

내외 금리차 확대에 따른 자본 유출

엔약세 및 수입물가 상승

재정지출 확대에 따른 재정건전성 악화

## | 관전 포인트 |

**전염병** : 코로나19 재확산 또는 새로운 전염병 발생시 경제활동 제약

**통화정책** : 주요국과의 통화정책 차별화 속 완화 기조 지속 여부

**임금** : 물가 상승 속 임금 증가와 가계소비 증대를 통한 경제 선순환 가능성

**정권 안정** : 참의원 선거(7.10일 투개표) 결과 및 정부 지지율 변화 여부

# [4] 중국 : 코로나 봉쇄 완화 불구, 경기둔화 우려 지속

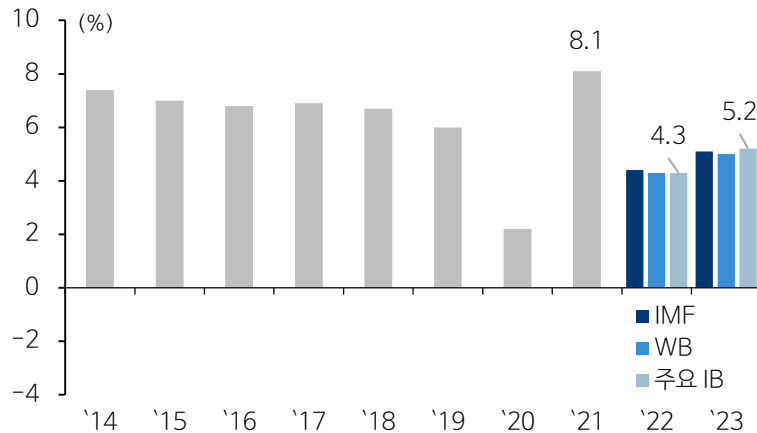
01

02

03

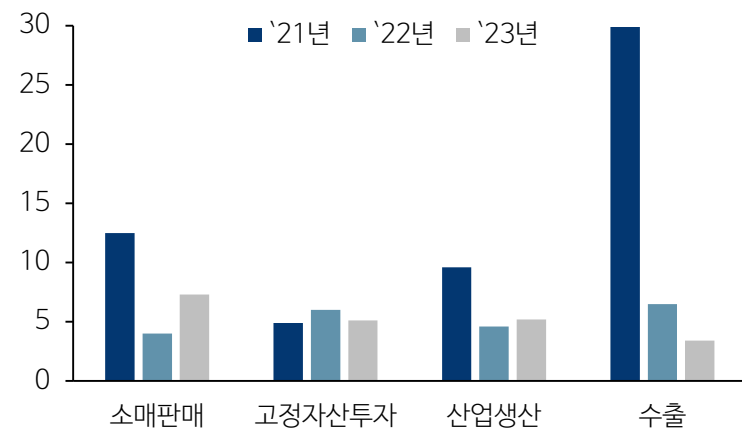
- **(컨센서스) 코로나19 봉쇄 반복에 성장 전망치 4%대로 하락(연초 5.2% → 6월 4.3%, IB 평균)**
  - 대도시 봉쇄 영향으로 4월 생산(-2.9%<sub>yoy</sub>)·소비(-11.1%)가 역성장하며 '20.3월 이래 최저 기록
  - 다만, 5월 들어 봉쇄를 완화하고 인프라 투자 확대, 부동산 규제 완화, 기업 감세 등 부양책을 강화
- **(평가) 시진핑 3연임을 앞두고 봉쇄 경계감이 지속되면서 경기 하방압력이 커질 우려**
  - 6월 들어 북경시 학교의 정상 등교를 지연하는 등 제로 코로나19 정책 반복에 대한 불만이 누적
  - 부동산시장 위축 등으로 정부 재정여력까지 약화되면서 투자 위주의 성장 정책이 제한될 가능성

## | 중국 성장률 전망



자료: IMF, WorldBank, 주요 IB('22.5월). 주: '22년 이후는 전망

## | 중국 주요 경제지표 실적 및 전망



자료: Bloomberg

# 중국 주요 위험요인 및 관전포인트

01

02

03

## Positive

- 봉쇄 완화로 소비 회복 기대
- 부동산·IT등 기존 규제 완화
- 정부 주도의 인프라 투자 확대
- 수출세 환급 등 기업 감세

## Negative

- 코로나 재확산
- 부동산시장 위축
- 외국인 자금 유출
- 정부부채 확대 및 재정 악화
- 대내외 정치 불안

## | 관전 포인트 |

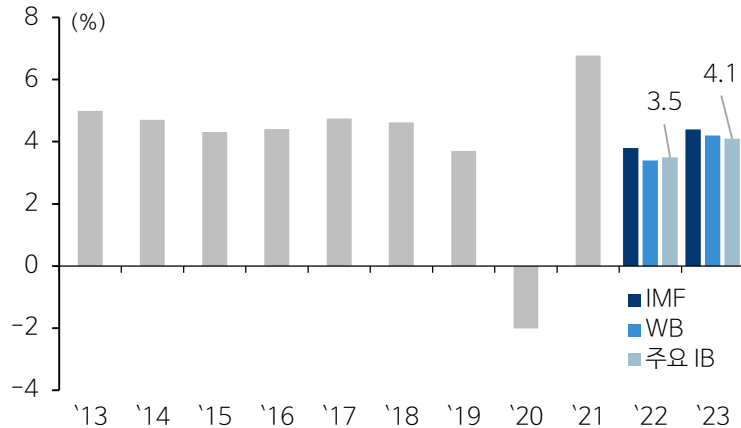
- 주요 이벤트 :** 20차 당대회(금년 가을)에서 시진핑 3연임을 결정하면서 정치·사회적 갈등 심화 우려
- 코로나 봉쇄 경계감 :** 제한적 자국 백신 효과, 의료 인프라 부족 등으로 위드 코로나 전환이 어려움
- 위안화 절하 압력 :** 미-중 금리 역전 심화로 위안화 추가 절하, 외국인 자금 유출 확대 가능성
- 反중국 연합 가속화 :** 미국 주도의 IPEF(인도태평양프레임워크) 구축. 대만과 러시아를 둘러싼 갈등도 고조



# [5] 신흥국 : 대내외 여건 악화로 경기 하방위험 증대 01 02 03

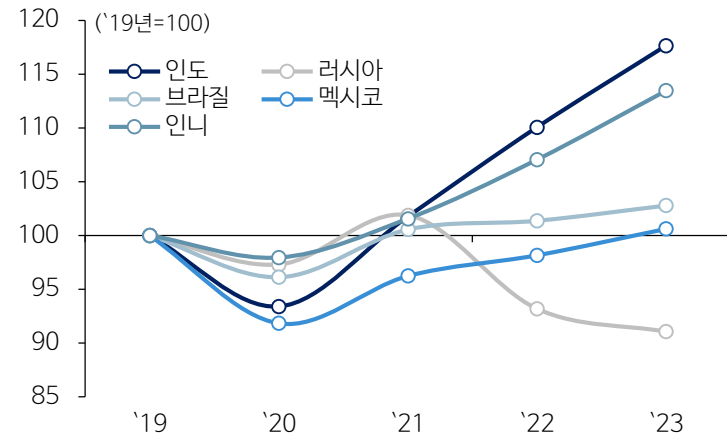
- **(컨센서스) 우크라 전쟁 등 여파로 작년 6.8%에서 금년 3.8%로 성장 큰 폭 둔화(IMF)**
  - 아시아(5.4%)가 여전히 신흥국 성장을 견인하겠으나 공급망 차질, 대외수요 약화 등으로 생산·수출 위축 우려
  - 유럽의 경우, 러-우크라 전쟁의 직격탄을 받으며 -2.9% 역성장 가능성(러시아 -8.5%, 우크라이나 -35.0%)
- **(평가) 3高(물가·금리·환율)가 지속되는 가운데 취약성이 부각되면서 둔화폭 커질 우려**
  - 코로나19 대응 과정에서 신흥국 총부채가 GDP 대비 20%p 증가한 가운데, 미 연준의 통화긴축(금리인상 +QT) 및 달러화 강세 등으로 외채상환부담이 가중되고 경기심리도 냉각될 소지
  - 이집트·터키·아르헨·헝가리 등 단기외채 및 경상·재정적자 비중이 크고 외환보유액이 제한적일수록 취약

## | 신흥국 성장률 전망



자료: IMF, WB, 주요 IB. 주: '22년 이후는 전망

## | 주요 신흥국 성장



자료: IMF('22.4월)

# 신흥국 주요 위험요인 및 관전포인트

01

02

03

## Positive

위드코로나 전환

중국 봉쇄 완화 기대

선제적 정책금리 인상

원자재 가격 강세

## Negative

글로벌 통화긴축

공급망 불안 및 고물가

중국 경기둔화

지정학적 리스크

## | 관전 포인트 |

**미·유럽 등 통화긴축:** 신흥국 내 외국인 자금유출, 외채부담 증대, 신용위험 고조 등으로 이어질 가능성

**인플레이션 행방:** 신흥국은 에너지·식량 지출비중이 커 인플레이션 충격에 더욱 취약. 역내 통화긴축 가속화 소지

**중국 경기둔화:** 신흥경제에서의 중국 비중(45%)과 높은 연계성 등 감안시 성장 및 수출 등에 부정적 영향

**지정학적 위험:** 러-우크라이나 전쟁을 계기로 유럽(몰도바 등) 및 아시아(대만·신장·티베트 등)의 군사 긴장 고조 우려

# 02

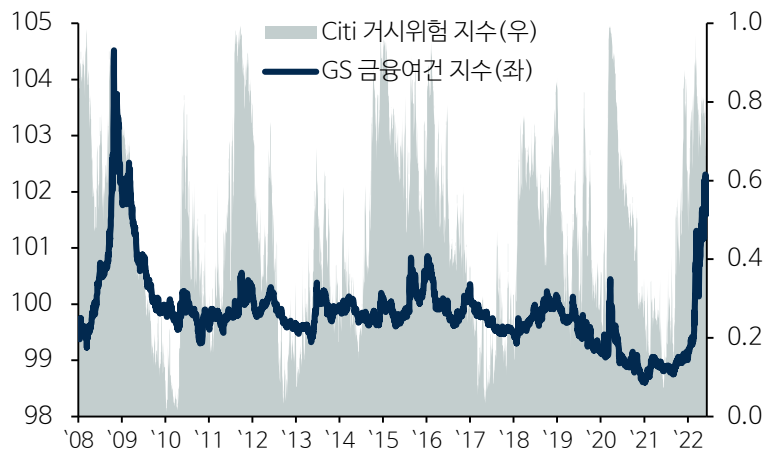
## 국제금융시장 동향 및 '22년 하반기 전망

1. 2022년 상반기 국제금융시장 동향
2. 2022년 하반기 국제금융시장 전망

# 2022년 상반기 금융여건 : 가뭄의 전조

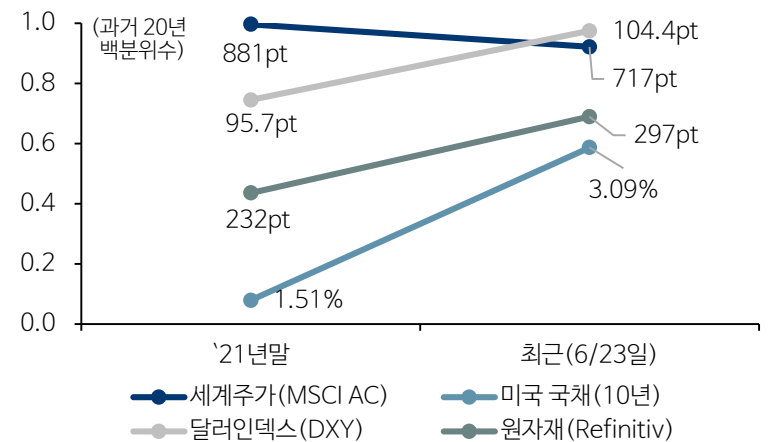
- **주요국 통화긴축\*에 의해 글로벌 금융여건이 급속 위축** \* 中,日,스위스 등 제외
  - 인플레이션(구매력 저하) · 통화긴축(유동성 감소)에 의한 실물경제 둔화 우려가 투자심리를 저해
- **역<sup>逆</sup> 유동성 환경 속, 글로벌 증권(주식·채권) 가격은 상반기 중 대부분 하락**
  - 세계주가(MSCI)는 1/4일 사상최고 기록 후 -19%. 미 국채금리(10년)는 연초 이후 급등 지속(+1.58%p)
  - 달러인덱스는 안전자산 선호로 상승(+8.8%). 원자재는 추가 공급차질(러-우 전쟁, 중국 봉쇄)로 급등(+28%)

## | 전세계 금융여건지수와 거시위험 지수



자료: Bloomberg

## | 주요 금융지표의 상대적 위치



자료: Bloomberg, 국제금융센터

# [참고] 러-우 전쟁·중국 봉쇄의 금융시장 영향

## 러-우 전쟁

- **공급충격\***(러시아 연료, 우크라 곡물)
  - \* IMF 전망치, 전세계 성장 -0.8%p, 선진국 물가 +1.8%p
  - 원자재 공급 감소, 글로벌 공급망 차질
- **통화긴축 가속 → 역<sup>逆</sup> 유동성 심화**
  - 중앙은행, 성장둔화보다 **물가안정**에 초점
  - 환율에서 **교역조건** terms of trade의 중요도 ↑

## 중국 봉쇄

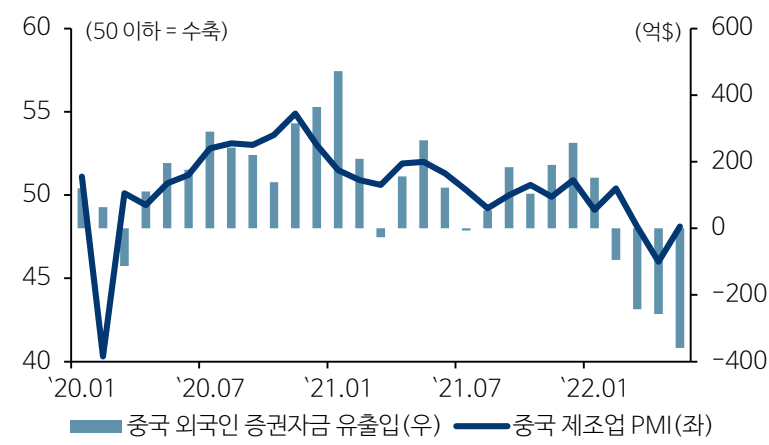
- **수요 · 공급충격**(경제활동 전반)
  - 소비 · 생산 위축, 공급망 차질 장기화
- **중국 성장둔화 우려**(올해 최저 3%대)
  - 증권자금, 순유입('20.H2~'21) → 순유출
  - 위안화 약세 가속화되며 주변국에 파급

### | 러-우 전쟁 이후 글로벌 인플레이션 심화



자료: Bloomberg

### | 중국 제조업 경기와 증권자금 흐름



자료: Bloomberg, CEIC

# 2022년 6월말, 주요 자산가격의 현 위치

## 주가

- 세계주가(MSCI), 사상최고 (1/4일) 대비 -19%
- S&P500, 6/13일 기술적 약세장\* 영역 진입
- \* 고점 대비 -20%

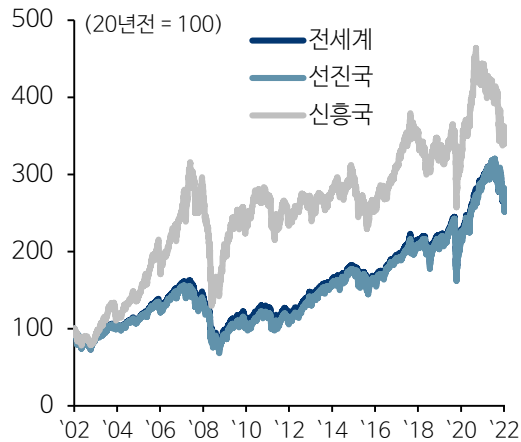
## 금리

- 미국채금리(10년, 3.09%), 6월 중순 중기 고점\* 상회
- \* '18년 3.24%
- 한 때 \$18조에 달했던 글로벌 마이너스 금리 채권은 \$2조

## 환율

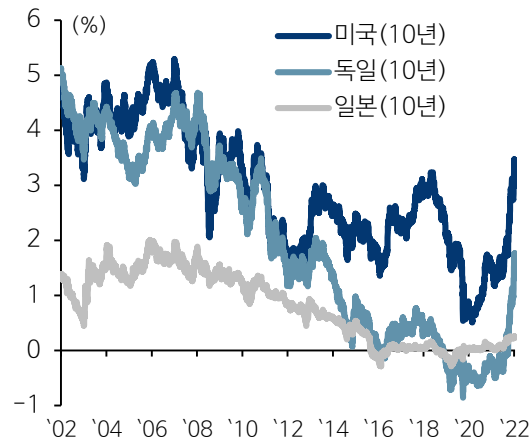
- 달러인덱스(105), 코로나 위기('20.3월) 수준 상회
- 엔화의 대미 가치는 20년래 최저 수준(달러당 135엔 부근)
- 신흥국통화지수(JP)는 사상 최저 부근(저점 대비 +2.4%)

| 주가 : 전세계(선진국 vs 신흥국)



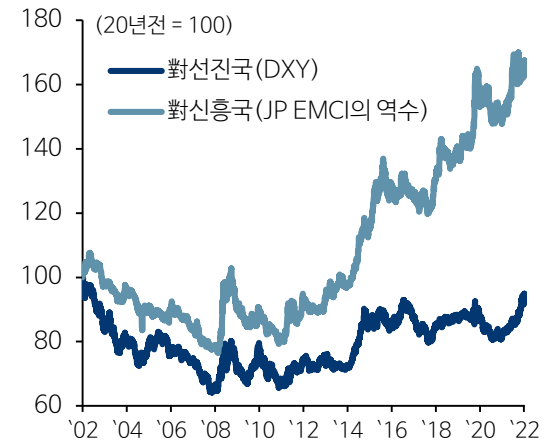
자료: Bloomberg(MSCI)

| 금리 : 미 · 독 · 일 10년물



자료: Bloomberg

| 환율 : 달러가치(對선진국, 신흥국)



자료: Bloomberg

# 월별 경제·금융지표 변화로 보는 주요 동인

01

02

03

• 대체로 “인플레이션”이 가격 흐름 주도. 5월에는 “성장둔화”가 일시적 우세

- 인플레이션 : 통화긴축 가속화(금리↑), 구매력 저하(성장↓) 경로로 **주식·채권 동반 약세**에 영향
- 성장둔화 : 경제활동 실적(성장률, 기업이익) 악화 및 부진 정도에 따라 **주식 약세, 채권 강세**에 영향

	1월	2월	3월	4월	5월	6월
전세계 인플레이션(%p)	0.30	0.38	0.55	1.06	0.82	0.15
경제 서프라이즈 지수(pt)	13.0	9.1	5.7	5.1	-34.9	-17.1
세계주가(MSCI, %)	-4.6	-2.7	2.3	-6.7	-0.5	-7.7
미 국채(10년, %p)	0.27	0.05	0.51	0.6	-0.09	0.24
미 달러화(DXY, %)	0.91	0.17	1.66	4.73	-1.17	2.63
원자재(Refinitiv, %)	9.8	5.5	9.7	4.4	2.7	-6.3

# 2022년 하반기 전망 : 성적표 확인 기간

## • 상반기 역<sup>逆</sup>유동성 환경의 실물경제 영향(성장·실적)이 하반기 들어 가시화

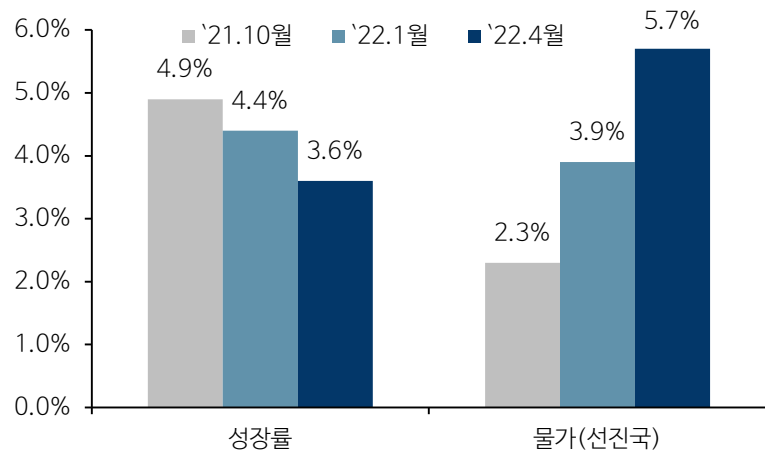
- 실물경제 전망 컨센서스는 러-우 전쟁 여파의 불확실성(원자재 가격 상승 등) 등으로 **하향 편익**이 우세\*

\* IMF, '22.4월 러-우 전쟁 이슈를 반영한 세계경제 성장률 전망치 하향 조정과 더불어 하방 시나리오도 별도로 제시

- 반면, 금융시장 컨센서스는 낙관적 가정(인플레이션 정점 통과, 침체 위험 미반영 등)에 기초해 비교적 **긍정적**

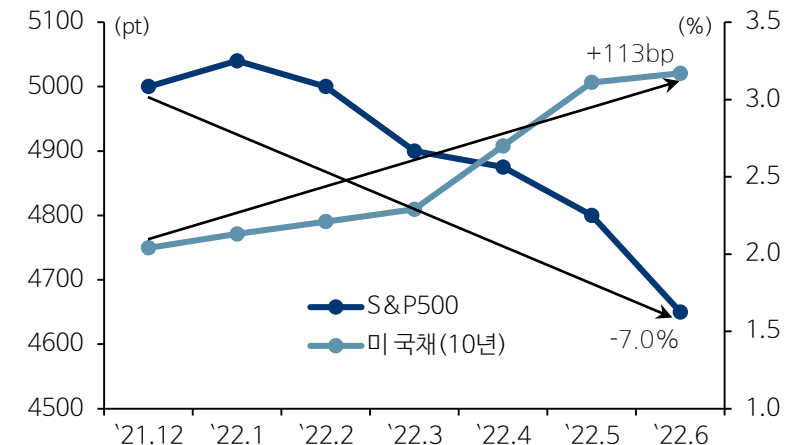
## • 센터 전망은 컨센서스에 비해 **보수적** : 주가 약보합, 금리 제한적 상승, 달러 강보합

| IMF의 2022년 세계경제 전망 변화 추이



자료: IMF

| 2022년말 S&P500 전망치(Bloomberg) 변화 추이



자료: Bloomberg



# [참고] 2022년 하반기 시장 컨센서스 : Positive

## • 연말까지 미 주가 반등(+16%), 금리 상승(+8bp), **弱 달러(-1.7%)** 시사

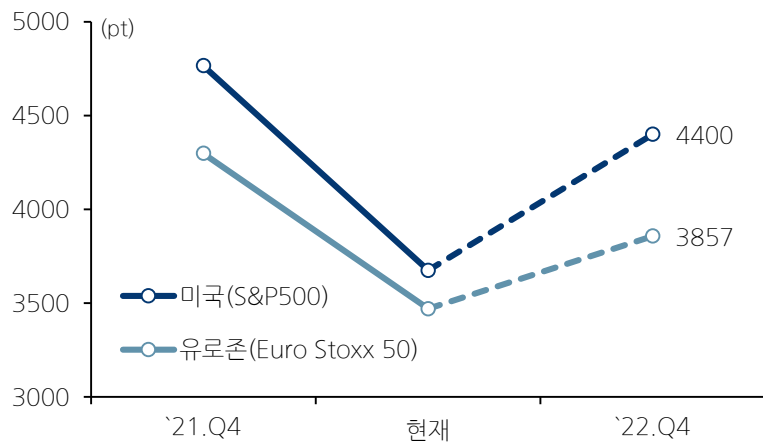
- '22년말 S&P500 4,400pt(Reuters), 미 국채금리(10년) +3.17%, 달러인덱스 102.7pt(Bloomberg)

## • 해당 결과는 제반 여건\*들이 대체로 낙관적 시나리오대로 전개되어야 실현 가능

\* ▲인플레이션 2분기 정점 통과 ▲연준 빅스텝 9~11월 중단 ▲세계경제 성장률 3%대 중반 유지 등

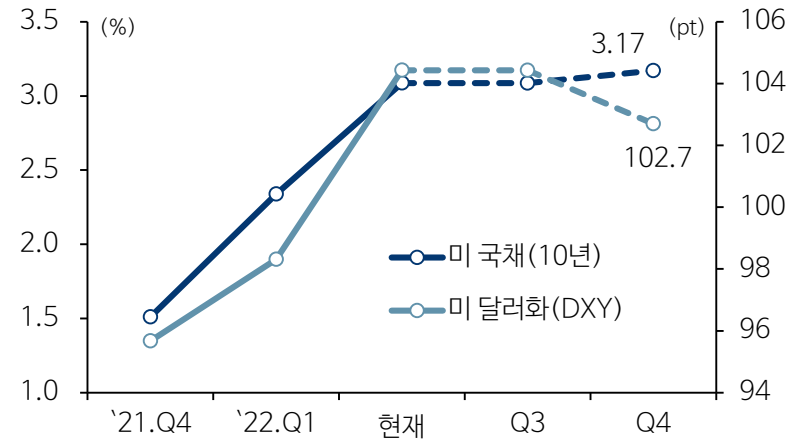
- 반면, 최근 인플레이션 정점 통과가 예상보다 늦어지는 조짐이 있어 비관적 시나리오에 근접 중

### | 미국 · 유로존 주가 시장 컨센서스



자료: Bloomberg

### | 미 국채, 달러인덱스 시장 컨센서스



자료: Bloomberg

# [1] 주가 : 역(逆) 실적 장세

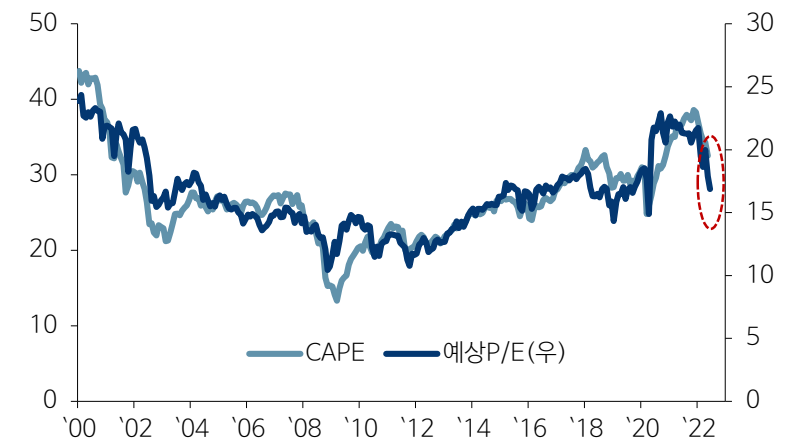
- **글로벌 경기·기업이익이 본격 둔화되며 주가 하방압력 가중**
  - 경기사이클 “둔화” 단계 진입(현재는 “확장”기 후반), 고물가 여파 가시화로 기업이익 둔화 예상
  - 세계주가는 아직까지 실적둔화 위험을 거의 반영하지 않고 있으며 “침체” 위험은 미반영
- **세계주가의 반등은 글로벌 통화긴축 속도가 둔화될 경우 기대 가능**
  - 인플레이션 둔화 시 연말 경 연준 통화긴축 감속에 대한 기대(“Fed Put”) 점증 가능성
  - 세계주가 밸류에이션은 장기평균으로 회귀(세계주가 예상 P/E 연초 18.4배 → 15배)해 부담 완화

## | 세계증시 이익수정비율 · 주가상승률



자료: I/B/E/S, Bloomberg 주: 주가는 전년대비 상승률

## | 미 S&P500 주요 밸류에이션(단위:배)



자료: Robert J. Shiller, I/B/E/S 주: CAPE(Cyclically Adjusted Price to Earnings Ratio), 12개월 예상 P/E 기준

# [2] 금리 : “인플레이션 vs 성장둔화”의 바로미터

## • 미 장기금리, 기존의 상승 여건에 하락 요인이 가세하면서 **하반기 내내 경합**

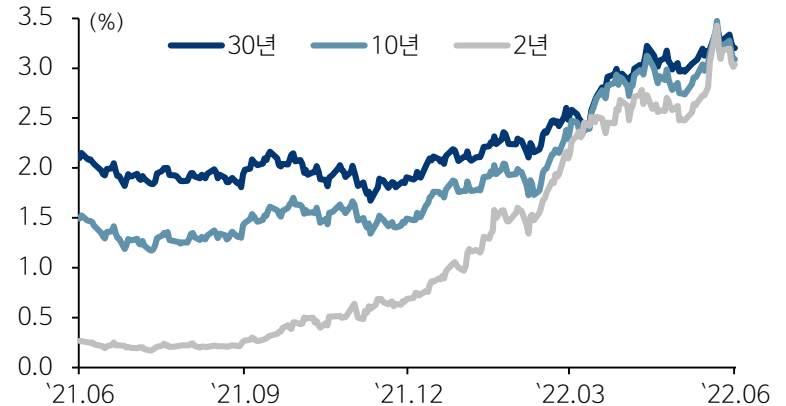
- **상승 요인** : 40년래 최고 수준의 인플레이션 압력(5월 +8.6%)과 이를 억제하려는 연준의 고강도 통화긴축(9월까지 빅스텝) 의지가 견재
- **하락 요인** : 미국 성장 둔화(2분기 +3.0% → 4분기 +2.0%, Bloomberg)에 따른 안전자산(채권) 선호

## • 연준의 **인플레이션 제어 성패에 따라 금리 향방 결정. 성공 시 하락 가능**

- 현재 주요 IB들의 금리 전망치 편차는 매우 큼
- 최고 전망치(4.0%, Capital Economics)는 인플레 정점 통과 불구 높은 수준 유지, 연준의 고강도 통화긴축 지속 등에 근거
- 최저(2.6%, HSBC) 전망치는 인플레이션 정점 통과 후 기존 저금리 요인\* 재부각 전망에 근거

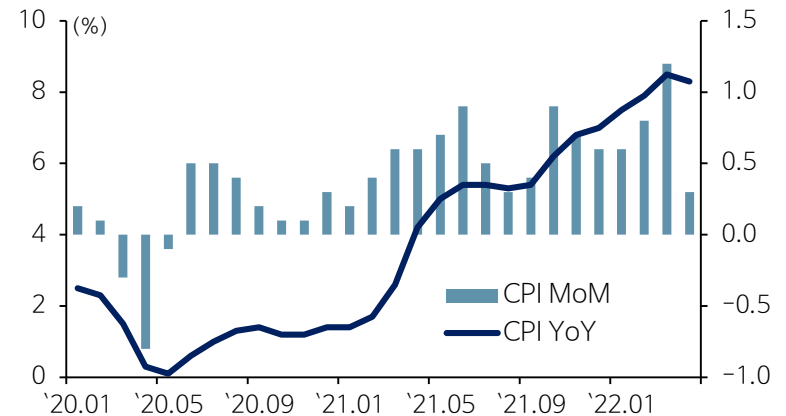
\* 글로벌 부채 증가, 인구 고령화, 부(富)의 불평등 등

### | 미 국채금리 동향



자료: Bloomberg 가중평균

### | 미국 인플레이션 동향



자료: Bloomberg

# [3] 환율 : 달러화, “안전통화” 역할 지속

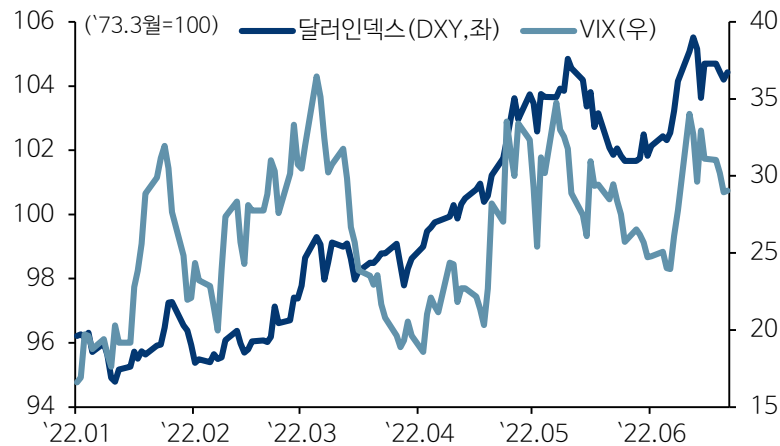
## • 하반기에도 **예상 외 리스크\***에 의한 **강달러**가 재현될 가능성

- \* 지정학적 리스크(2월 러-우 전쟁)에 따른 안전자산 선호, 인플레이션 리스크 심화(미국, 3월 이후 8%대 지속) 등
- ▲연준의 고강도 긴축 장기화 ▲글로벌 경기침체(경착륙) 현재화 등이 강달러 시나리오의 배경

## • **弱달러 전환은 인플레이션 둔화 및 세계경제 연착륙 시 기대 가능**

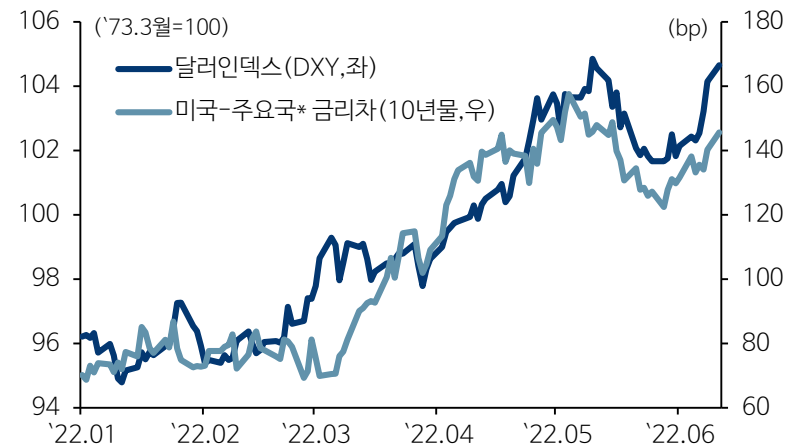
- 미 연준 통화긴축 강도가 둔화될 경우 글로벌 안전자산 선호 완화에 의해 약세 전환
- 이 시나리오가 실현될 경우 원화는 평년 수준(1,200원 부근)으로 회귀할 가능성

| 달러인덱스의 안전통화 기제 활성화



자료: Bloomberg

| 달러인덱스와 글로벌 금리차



자료: Bloomberg \* 독일, 일본, 영국, 중국 단순평균

# 관전포인트 : 불안정적 균형 위에서 균형잡기

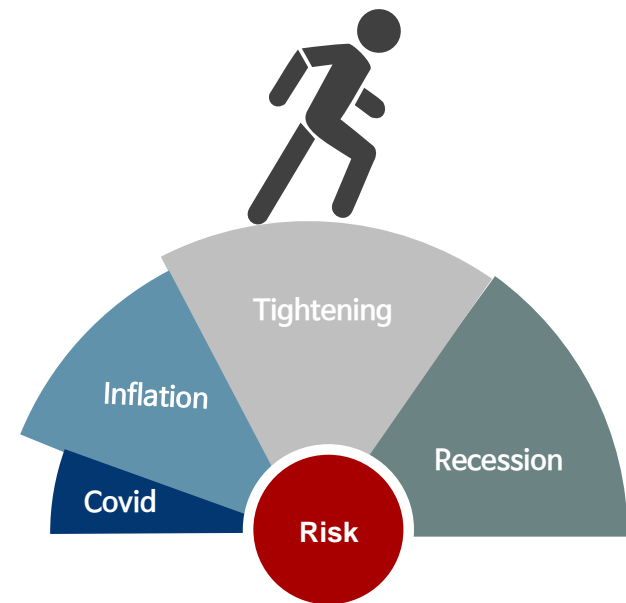
01

02

03



- 2022년 하반기는 실물경제(비관적)와 금융시장(낙관적) 전망 간 **간극 해소** (새 균형점 도출)의 과정
- 간극이 해소되는 방향에 따라 투자 심리 회복도 가능하나, **확률·지속 가능성 모두 저조**
  - 투자심리 회복은 인플레이션이 정점을 통과하고, 성장둔화 폭이 작아지는 낙관적 시나리오 하에서 가능
  - Risk-on 재개 시에는 공급충격(러-우 전쟁 등) 미결, 경기침체 위험 잔존 등으로 단기에 그칠 소지
- **당분간 하방 시나리오에 더욱 무게를 둔 보수적 위험관리 필요**



| Unstable Equilibrium

# 03

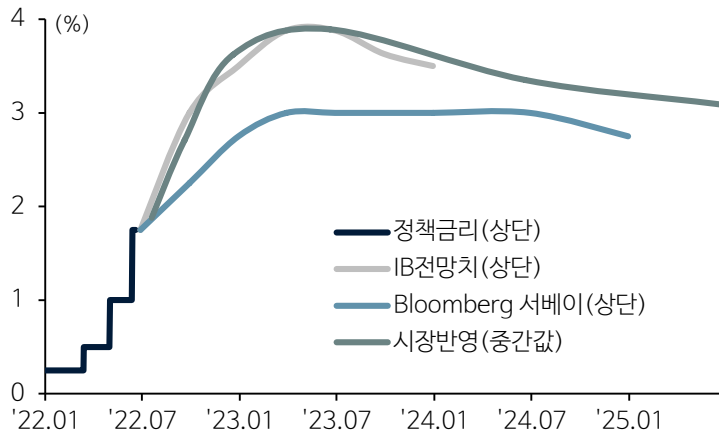
## '22년 하반기 주요 이슈와 리스크

1. 주요국 통화정책 리스크
2. R의 현실화 가능성
3. 글로벌 유동성 흐름
4. 부채의 역습
5. 신종 금융시장 위험
6. 지정학적 리스크

# 하반기 금리인상 조기시행(frontloading) 확산

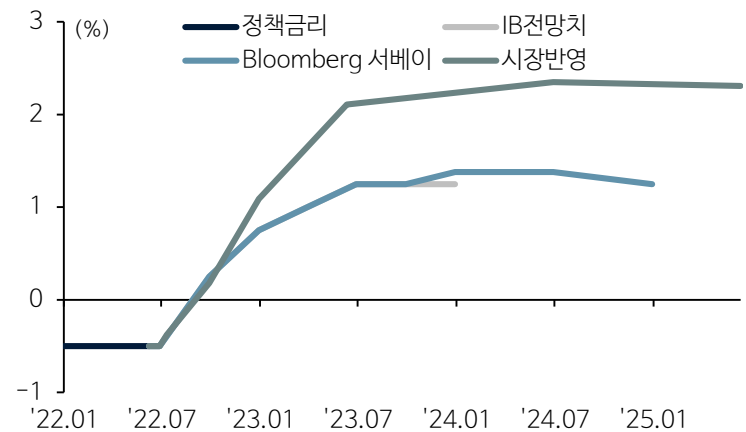
- Fed, BoE(英), BoC(加), RBA(濠) 등에 이어 하반기에는 **ECB의 통화긴축도 본격화**
  - (Fed) 물가정점이 3분기 이후가 될 가능성이 높아 9월 FOMC까지 **50bp 이상의 금리인상**이 지속될 소지
    - \* 5월 CPI 상승률은 8.6%로 전고점(3월 8.5%) 경신한 이후 IB들은 8~9월중 8.7%(JPM)~9.4%(HSBC) 정점 예상
  - (ECB) 7월 25bp 인상을 예고한 가운데 9월에는 중기 인플레이 전망에 따라 **50bp 인상 가능성**이 상존. 이후에도 1~2% 수준까지 금리인상이 지속될 전망
- 기대 인플레이션, 임금 추이에 따라서는 **정책금리 경로 상향 가능성 상존**
  - 우크라이나 사태 등에 따른 에너지 및 식품 공급불안 지속, 경제활동 재개로 인한 수요 증가(에너지/서비스 등), 주요국 임금 상승세 확대 등으로 물가정점 시기가 이연될 경우 정책금리 경로의 추가 상향 소지

## | 연준 정책금리 경로



자료: Bloomberg(서베이 및 Market Implied Policy Rate)  
 주: IB전망치 6/13일 기준, Bloomberg 서베이 6/3~9일 기준

## | ECB 정책금리 경로

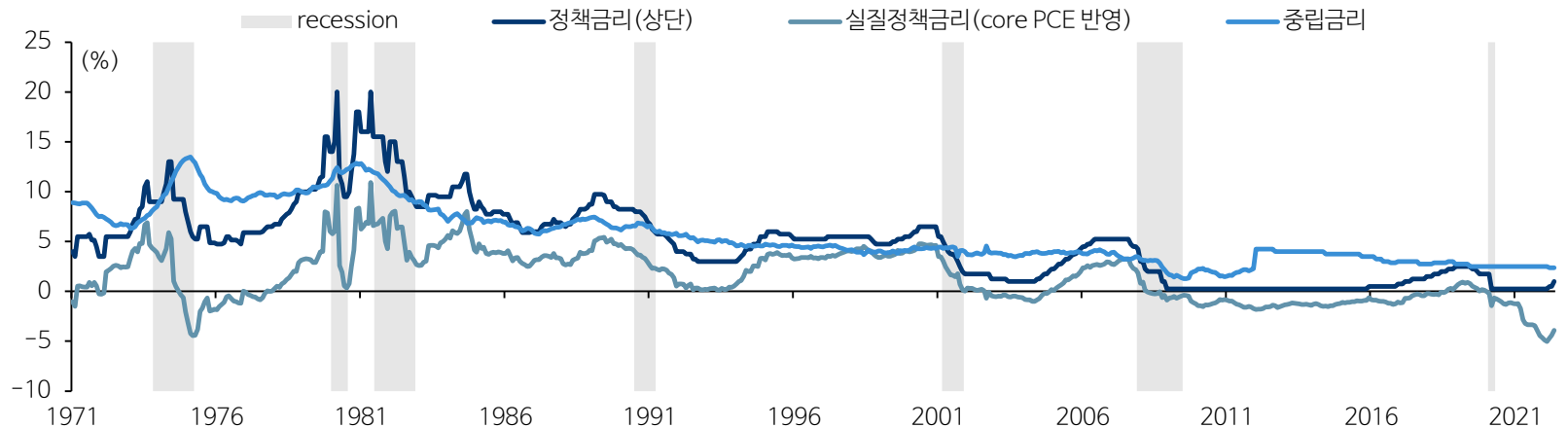


자료: Bloomberg(서베이 및 Market Implied Policy Rate)  
 주: IB전망치 6/13일 기준, Bloomberg 서베이 5/16일 기준

# 긴축강도의 언더슈팅 혹은 오버슈팅 가능성

- 물가위험이 높은 상황에서는 통화정책 운용의 기준이 되는 중립금리 추정이 어려워 금리인상 폭이 **적정 수준을 상회하거나 하회할 가능성 상존**
  - 연준이 관리할 수 없는 공급충격, 하방경직적 물가, 필립스 곡선 평탄화, 고용시장의 수급변화 등에 기인
- 최종금리가 중립금리 수준을 상회할 경우 **경기침체로 이어질 가능성이 높고 반대의 경우에는 경제 및 금융시장의 불균형을 심화시킬 우려**
  - 미국은 과거 사례와 '70년대 이후 가장 높은 물가를 고려하면 **오버슈팅** 가능성이, **유로존**은 주변국 취약성으로 인해 **언더슈팅** 위험이 높은 것으로 판단

## | 미국의 명목 및 실질 정책금리, 중립금리



자료: Bloomberg, NY Fed    주: 중립금리는 Laubach Williams 자연이자율에 core PCE 인플레이션율을 가산, '12년 이후는 FOMC 점도표 기준



# 통화긴축 격차(gap)로 금융시장 변동성 지속

01

02

03

## • G2, 美·유로존 간의 통화긴축 격차는 올 연말까지 지속되다 점차 축소될 전망

- 미국의 경우 원자재 수급불안, 반도체 등 공급충격 외에 고용시장이 극단적으로 강세인 상황이기 때문에 임금·물가 악순환 차단을 위한 긴축요인이 추가로 가세(최종금리 3.5~4% 추가 상향위험 존재)
- 반면, 유로존은 7월부터 금리인상을 시작할 것이나 최종 수준은 1~2%로 예상. 중국은 성장둔화 위험에 대응하기 위해 긴축보다는 완화기조를 유지할 가능성

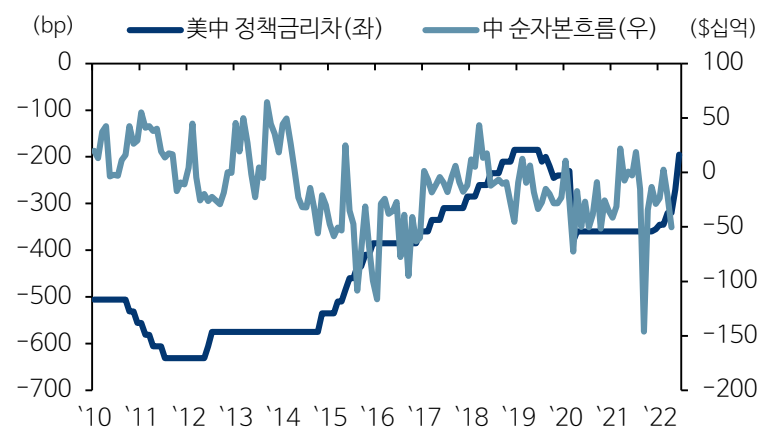
## • 이에 따른 對美 금리격차 지속으로 인해 글로벌 달러강세, 높은 자금흐름 변동성은 하반기에도 이어질 것으로 예상

| 美·유로존 정책금리차 및 달러화



자료: Bloomberg

| 美·中 정책금리차 및 對中 자본흐름



자료: Bloomberg, IIF

# 달러 유동성 축소에 따른 자금시장 불안 가능성

01

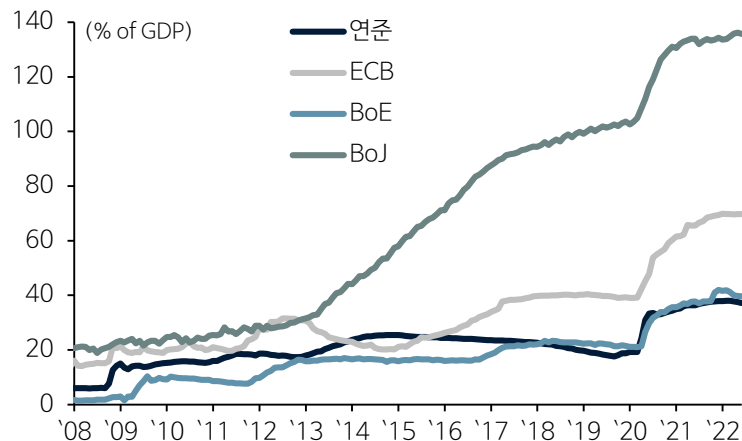
02

03



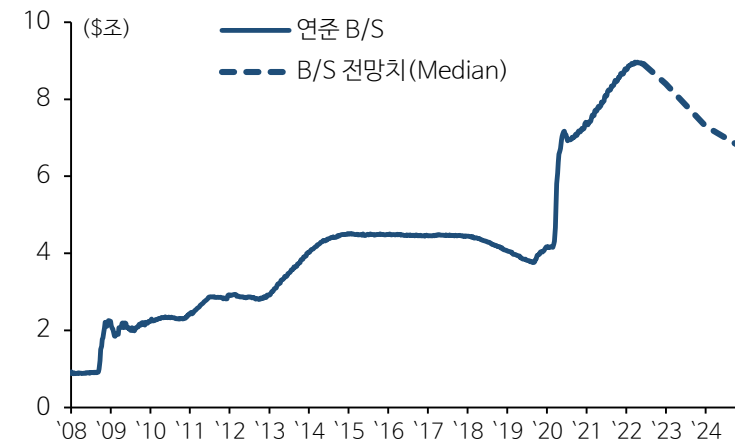
- 6월 이후 연준의 양적긴축 시행이 본격화되고 있어 **글로벌 달러 유동성 축소에 따른 자금시장 수급 불안이 발생할 가능성 상존**
  - 스탠딩 레포 등 안전장치 마련으로 '19년 레포 텐트럼과 같은 상황이 재연될 가능성이 축소된 것은 사실이나 **역레포기구로의 자금쏠림 심화** 등으로 자금시장의 수급불안이 발생할 위험은 상존
    - \* 연준 B/S 축소 등에 따른 지준 감소, 법인세 납부 등으로 '19.9월 국채담보부 레포금리가 급등하고 변동성 확대
- 연준의 국채시장 비중('22.Q1 현재 23.2%) 축소는 국채시장의 수급을 불안정하게 만들어 **시장금리 상승을 가속시킬 위험도 잠재**

## | 주요국 대차대조표



자료: Bloomberg

## | 연준 대차대조표 전망

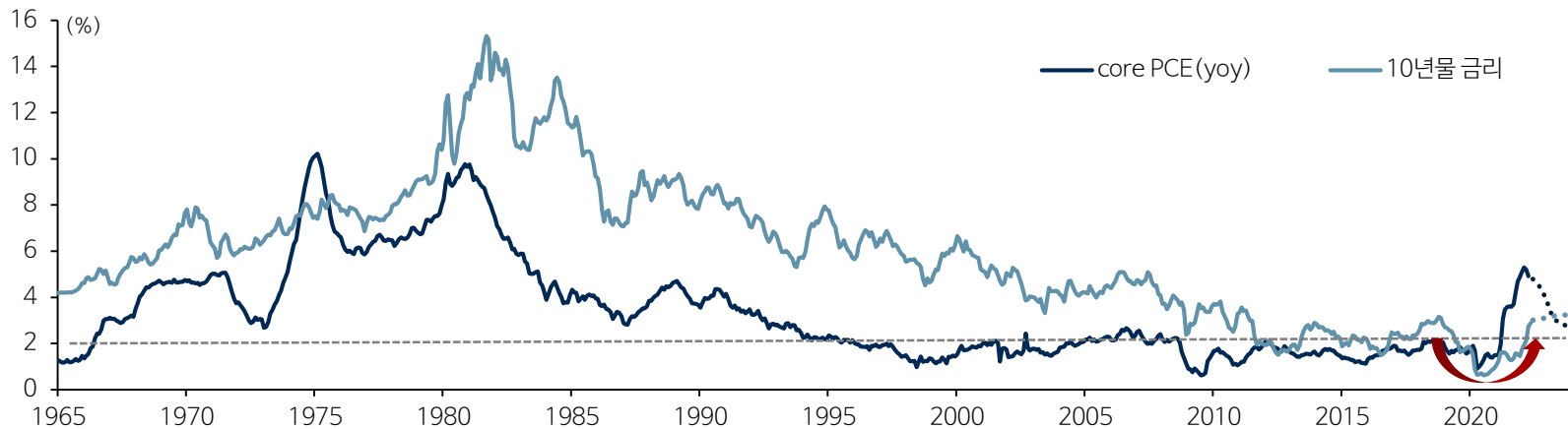


자료: Bloomberg, 전망치는 6/3~9일 서베이

# 물가 및 금리 환경의 변화로 이어질 가능성

- 중앙은행들이 물가안정을 최우선시하고 있으나 성장·고용에 미칠 충격을 완화하기 위해 2% 물가목표 달성보다 **일정 수준의 인플레이션과 공존을 선택할 가능성**
  - 근원 PCE 상승률(4월 4.9%<sub>yoy</sub>) 2.6~3% 도달 시 미 금리인상 종료 예상 33%, 3.1~3.5%는 18%, 3.6~4%는 23%(Bloomberg 서베이). 전제조건은 기대 인플레 안정 및 임금 물가 악순환 발생 억제
- 2% 물가목표제의 유연한 운용을 가정할 때 **팬데믹 이전의 저금리도 어려워질 소지**
  - 이러한 정책 기조가 세계화 후퇴 및 노령화에 따른 노동력 감소, 기후변화 대응 투자 확대 등의 장기추세 요인과 결합할 경우 팬데믹 이전의 저물가 저금리가 **고물가·고금리의 뉴노멀**로 변화될 가능성 점증

## | 미국의 근원 PCE 및 10년물 국채금리



자료: Bloomberg. 주: 10년물 금리는 월평균. '22.6~'23.12월은 Bloomberg 분기별 전망치 중간값

# 통화긴축 및 공급충격에 따른 성장둔화 본격화

01

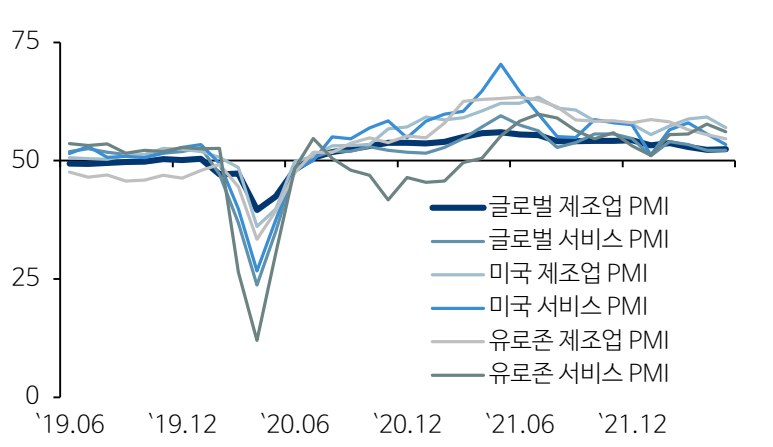
02

03



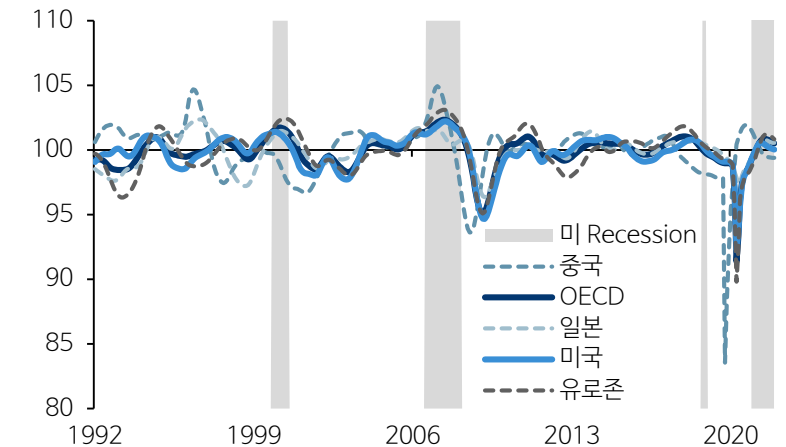
- '21년 하반기 이후 팬데믹 경기침체로부터의 급격한 경기회복 모멘텀 약화 속 통화긴축 강화, 우크라이나 사태, 중국 경제활동 봉쇄 등으로 **경기 불확실성 증가**
  - 글로벌 및 주요국의 제조업, 서비스업 구매관리지수(PMI)는 경기판단의 분기점인 50은 상회하고 있으나 완만한 하락기조 지속
- **글로벌 및 주요국 경기선행지수도 경기하방 위험 확대를 시사**
  - OECD 회원국 대부분의 경기전망이 동시적으로 악화되고 있는 가운데 중국의 경우 '21.9월 이후 장기평균치인 100을 하회

| 글로벌 및 주요국 제조업/서비스업 PMI



자료: Bloomberg

| 글로벌 및 주요국 경기선행지수

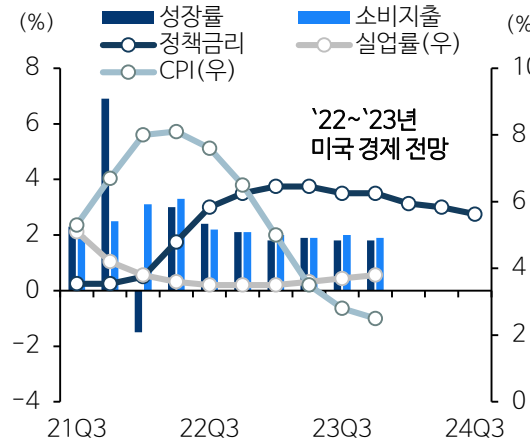


자료: OECD

# 「연착륙」 vs 「경기침체」 시각 병존

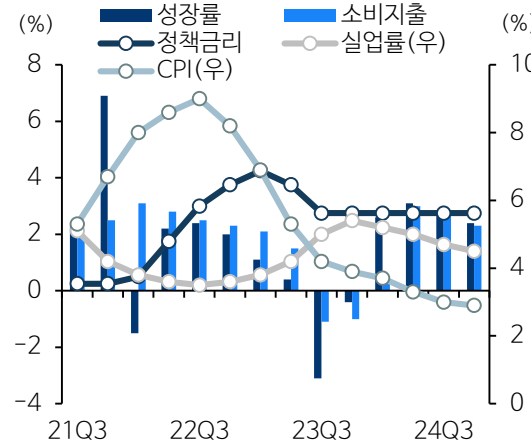
- 다수 의견 「연착륙 가능」 : 고강도 통화긴축 불구 견조한 소비 및 고용에 힘입어 잠재수준(미국 1.8%, 연준) 이상은 어려워도 최소 역성장은 회피할 가능성**
  - 통화긴축 강도, 소비지출 및 고용 전망에 따라 성장률 예상치는 잠재수준 상회부터 1% 이하까지 다양
- 소수 의견 「경기침체 불가피」 : 초고강도 통화긴축 혹은 우크라이나 사태 충격 심화로 '22년말 혹은 '23년 이후 경기침체가 불가피할 전망**
  - Nomura는 미국이 '22.Q4~'23.Q4 역성장 지속으로 '23년 실질GDP 성장률이  $-1\%_{yoy}$ 가 될 것으로 예상
  - Deutsche Bank는 '23.Q4, '24.Q1 2분기 연속 역성장하여 '23년 전체로는  $-0.5\%_{q4/q4}$  성장 전망

## | Bloomberg Consensus



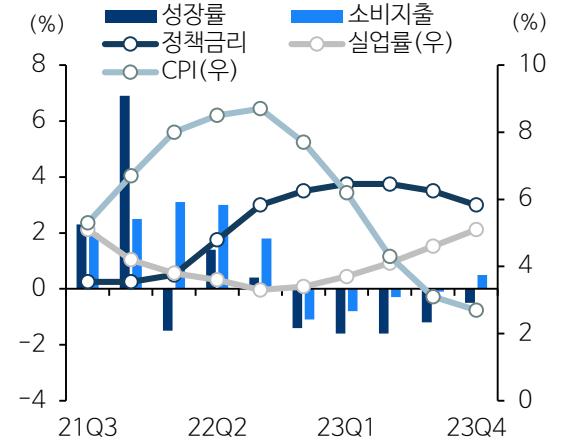
자료: Bloomberg 주: 소비지출/성장률은 전기비 연율

## | Deutsche Bank



자료: Deutsche Bank 주: 소비지출/성장률은 전기비 연율

## | Nomura

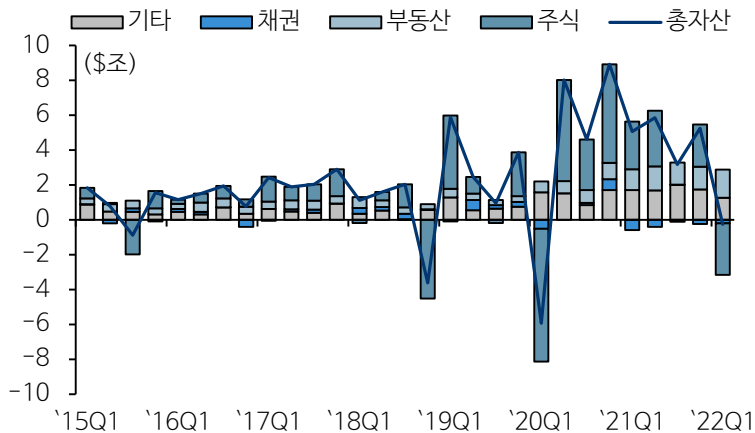


자료: Nomura 주: 소비지출/성장률은 전기비 연율

# 소비 회복력 유지 실패시 경기침체 불가피

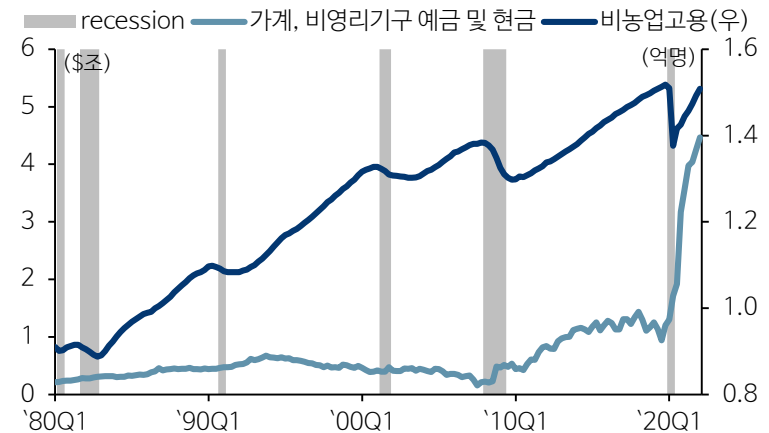
- **통화긴축 불구 연착륙이 가능할 것이라는 기대는 소비 회복력 유지에 기반**
  - 주요국 경제에서 소비가 차지하는 비중은 미국 약 70%, 유로존 약 50%, 중국 약 38%
  - 고물가에 따른 실질 구매력 감소 불구, **가계 순자산 급증** ('19.Q4~'21.Q4 미국 +28%), **초과저축**(주요 선진국 GDP 대비 약 10~12%, GS), **고용 선순환**(일자리 증가 → 임금 상승 → 소득 증가)이 견조한 소비를 뒷받침
- **그러나 긴축강도 강화(美 최종금리 4% 상회) 시 증시에 이어 부동산 가격 조정 심화에 따른 역자산 효과 확대 등으로 소비가 급감하면서 미국發 경기침체 위험이 현실화될 소지**
  - 미국 경제의 GDP가 1% 감소하면 미국을 제외한 세계경제의 GDP는 0.7%p 감소(JPM)

## | 미국 가계순자산 분기별 변화



자료: Fed

## | 미국 가계예금 및 비농업고용



자료: Fred

# 우크라이나 사태 악화로 경기침체 촉발 위험

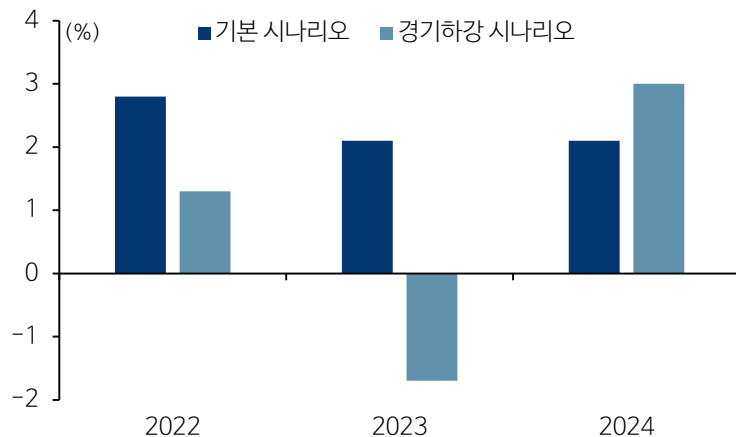
01

02

03

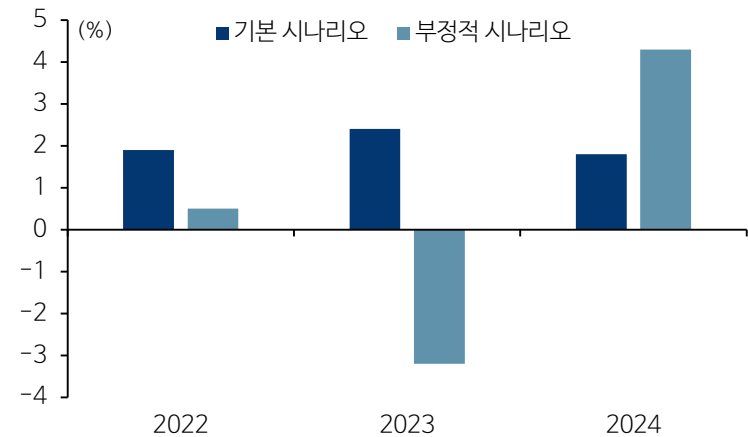
- 러·우크라이나 전쟁이 '23년까지 지속되고 러시아의 對유로존 에너지 수출이 전면 중단될 경우 유로존 경기침체가 불가피할 것으로 예상
  - ECB, '22.3분기부터 러시아의 對유로존 에너지 수출이 완전 중단될 경우 원자재價 급등, 공급불안 심화, 가스배급제 시행에 따른 생산 위축 등으로 경기침체가 불가피('22년 하반기 분기별 마이너스 성장이 시작되고 '23년 유로존 성장률 -1.7% 전망. 분데스 방크도 러시아産 에너지 전면 금수시 '23년 독일 -3.2% 성장 우려)
- 이러한 경우 원자재價 급등에 따른 통화긴축 기조 강화, 유로존 경기침체에 따른 교역둔화 등으로 세계경제 전반의 침체가 촉발될 소지

## | 러시아産 에너지 전면 금수시의 유로존 성장률



자료: ECB('22.6월 전망)

## | 러시아産 에너지 전면 금수시의 독일 성장률



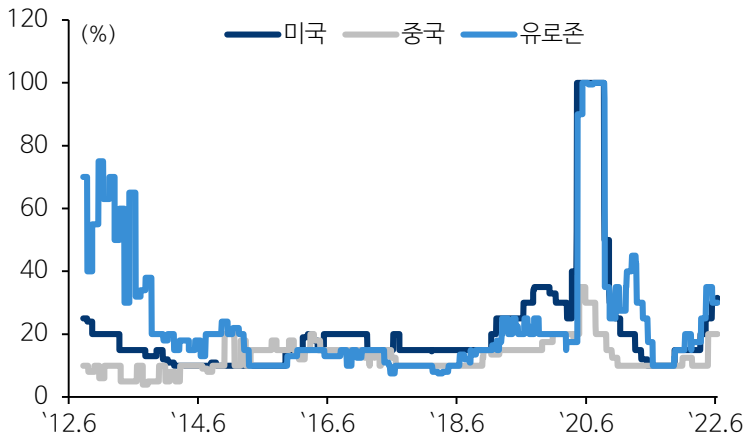
자료: BundesBank('22.6월 전망)

# 스태그플레이션 → 경기침체로 이어질 가능성에 유의



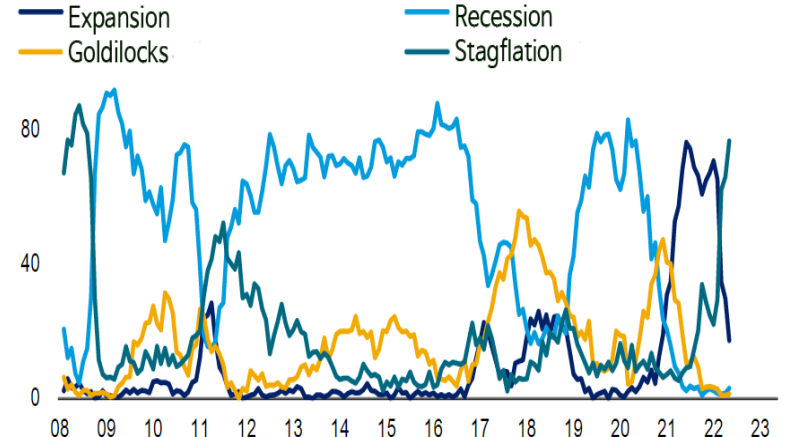
- '22년은 경기침체보다는 슬로우플레이션(고물가+성장둔화)이 심화되면서 세계경제 전반의 **스태그플레이션 위험이 점증**(6월 펀드매니저 예상 1년내 83%, BoA)할 소지
- 기대 인플레 불안정을 억제하기 위한 **연준의 초고강도 통화긴축, 우크라이나 사태 악화 시에는 글로벌 경기침체 위험이 고조될 가능성에 유의할 필요**
  - (연준 초고강도 통화긴축) 기대 인플레 불안정/임금·물가 악순환 우려 → 최종금리 4% 이상으로 상향 → 역자산효과 확대 → 소비급감 → '23년 하반기 미국 경기침체 → 세계경제 동시 불황
  - (우크라이나 사태 악화) 유로존 경기침체 → 원자재價 급등 → 글로벌 통화긴축 강화 → 세계경제 침체

## | 美·中·유로존 1년내 경기침체 확률 컨센서스



자료: Bloomberg, 분석기관들이 제시한 1년내 불황확률의 중간값

## | 1년내 세계경제 향방에 대한 펀드매니저 서베이



자료: BofA 글로벌 펀드 매니저 서베이(5월), 스태그플레이션은 <below trend growth + above trend inflation> 응답자 비율



# [참고] Stagflation, Slowflation & Recession

01

02

03

## Stagflation

- **성장둔화(경기침체를 전제하는 것은 아님)와 높은 인플레이션이 공존하는 현상**
  - 높은 인플레이션과 느린 혹은 제로 성장의 결합 (a combination of slow or zero growth and high inflation, OECD '22.6월)
  - 높은 인플레이션과 낮은 성장 혹은 높은 실업의 공존 (a combination of high inflation and low growth or high unemployment, World Bank '22.6월)
- \* 일각에서는 역사적으로 높은 인플레이션과 '낮은 혹은 마이너스 산출량 증가' (low or negative output growth)의 결합으로 정의

## Slowflation

- **스태그플레이션보다는 기간이 짧고 강도가 약한 '성장둔화 및 물가상승'을 지칭**
  - 지속적 인플레보다는 원자재 가격 상승 등 일시적 요인에 기인. 통화긴축기와 겹치지는 않음 (BoA)
  - \* 금융위기 직후 사용되다 '21년 일시적 고물가론이 지배적일 때 BoA가 재론하면서 국내에서도 광범위하게 사용
  - \* 슬로우플레이션 시기: '05.5~10월(금리인상기), '07.11~'08.7월(금리인하기), '10.8~'11.10월(제로금리 유지기)
  - ECB, 우크라이나 사태 직후 인플레 상승에도 불구하고 연간 성장률이 플러스를 유지할 수 있을 것으로 전망하면서 slowflation이 stagflation보다 적절한 개념이라고 언급('22.3월 의사록)
  - 국내에서는 완만한 스태그플레이션의 의미로 사용하고 있으나, Wall Street Journal 등에서는 전혀 거론되지 않는 점을 감안할 때 슬로우플레이션 개념이 적절한 지는 의문

## Recession

- **수개월 이상 경제활동 전반이 침체, 성장률이 마이너스로 하락하면서 디플레이션 위험이 고조**
  - 'significant decline in economic activity that is spread across the economy and lasts more than a few months' (NBER)

# 글로벌 유동성 현황 : 정점 통과 후 축소 시작

01

02

03

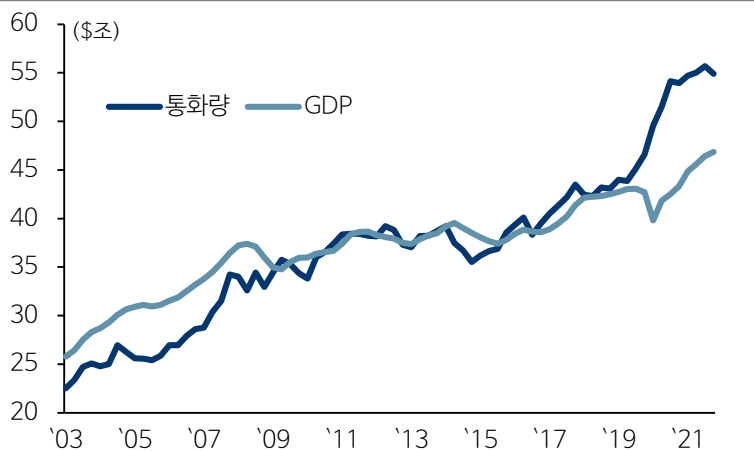
## • 주요국 유동성, 통화정책 긴축과 위험회피 확산으로 빠르게 위축

- G4(미국+유로존+일본+영국) M2/GDP 비율은 '20.4분기 고점 형성 후 하락세를 보이다 '21.4분기에 장기 추세선 하회. GDP 대비 중앙은행 자산도 '22년 들어 감소세 전환('21년말 58.7% → '22.5월 57.9%)
- 신흥국 외환보유액도 외국인 자금 유출 등으로 '22년 중 4.4% 감소('21년말 대비 '22.5월 기준, 35개국 대상)

## • 양적긴축(QT) 본격화, 경기보다 자산시장에 더 큰 충격으로 작용할 듯

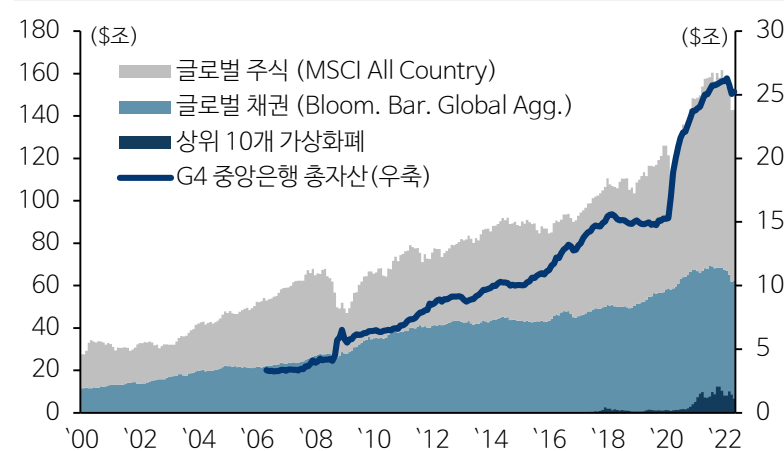
- '20년 대규모 QE 이후 미 은행대출 잔액은 '19년말 대비 9.9% 늘어난 반면 S&P500 시총은 30% 증가

### | G4 통화량



자료: Bloomberg

### | 중앙은행 자산매입과 자산시장(Market Value)



자료: Bloomberg

# 상반기 자금흐름 : 팬데믹 국면('20~'21년)의 되돌림

01

02

03



- **Search for Yield → Flight to Quality**: 인플레이션 급등으로 통화긴축이 가속되며 글로벌 자금흐름이 반전



## 위험자산 → 안전자산

- **현금, 미 국채, 미 달러화 등 안전자산 재조명**
  - 글로벌 펀드내 현금 비중 20년래 최고 수준(BoA)
  - 미 국채펀드 유입 증가('20년 \$322억 → '21년 \$469억 → '22년 \$642억<sub>ytd</sub>)
  - 글로벌 주식펀드 유입 급감 (-\$1,872억 → \$9,125억 → \$1,862억)

## 중국 등 신흥국 자금유입 급감 → 미국 쏠림 강화

- **중국, 채권 중심 대규모 유출**
  - 내외금리차 축소, 성장둔화 우려 확산 등이 배경
- **중국 제외 신흥국, 제한적 QE 수혜 불구 4월 이후 유출 재개**

## 선호 섹터 변화

- **성장주, 자금 유출**
  - 글로벌 펀드 내 tech 비중(Net Overweight) '06.8월 이후 최저(BoA)
- **ESG 자금유입 약화**
  - 높은 성장주 비중, 밸류 부담, 非ESG 자산 대비 부진 등이 배경
- **에너지/원자재 유입 확대**

# 하반기 유동성 환경 : 통화긴축 지속 + 성장둔화

01

02

03



- 하반기 글로벌 유동성 및 자금흐름을 좌우할 핵심변수는 **인플레이션** 향방

상반기: 고물가 지속, 하반기 하락 전환 기대



하반기: 정점 통과하더라도 고물가 장기화

상반기: 통화정책 긴축 전환



하반기: 고강도 긴축 지속 + QT 본격화

성장

상반기: 연착륙 기대 속 전망 하향  
하반기: 경기하방 위험 확대

금리

상반기: 큰 폭 상승  
하반기: 성장 우려로 제한적 상승

달러화

상반기: 큰 폭 강세  
하반기: 통화정책 격차 축소로 강보합



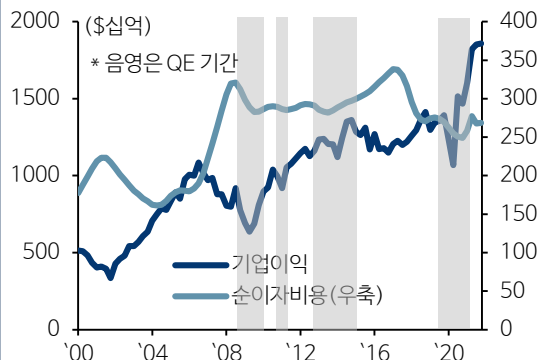
**긴축적 금융여건(고금리, 강달러) 이어지나 강도는 상반기보다 완화. 성장 하방 위험은 확대**  
**→ 글로벌 유동성 위축 및 Flight to Quality 지속, '성장' 민감 자산은 자금유출 압력 확대**

# 하반기 유동성 위축 국면에서의 취약고리

- 유동성 축소 및 성장둔화에 취약한 자산은 **하이일드채, 취약신흥국, 가상화폐 등**

## 기업 펀더멘털 약화

- QE 기간에는 이자비용보다 기업 이익이 더 빠르게 증가
- 현재는 원자재 가격 상승, 소비 위축, 자본비용 증가 등 수익성 악화 요인 다수
- HY 디폴트율, '22.3월 0.7%<sup>유럽</sup> ~ 1.4%<sup>미국</sup> → '23.3월 3.0% 전망(S&P)



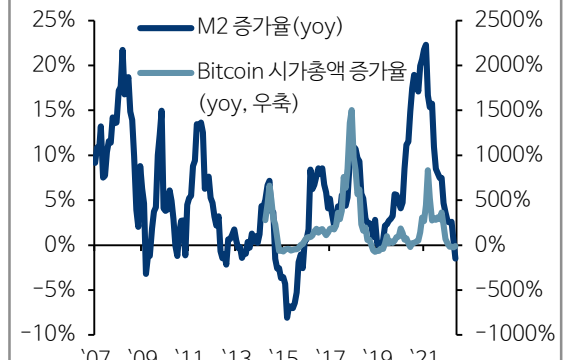
## 신흥국 성장/금리 우위 축소

- '22년 선진국-신흥국 성장률 격차는 0.6%p로 축소(IMF)
- 원자재 가격 상승, 공급망 차질, 강달러로 인플레이션 정점 불확실성 상존
- 대외수요 둔화, 실질금리 하락, 부채 증가 등으로 금융시장 불안 가능성 증대



## 가상화폐 불안

- 가상화폐 시가총액은 글로벌 유동성과 높은 상관관계 시현
- 금리환경 변화에 민감한 기관 투자자 참여 증가('18.1분기 20% → '21.4분기 68%) (MS)
- 가격 하락, 스테이블코인 불안, Defi 레버리지 축소 등으로 유동성 여건 악화(Crypto QT)



# 전세계 부채, 사상 최고 수준

01

02

03

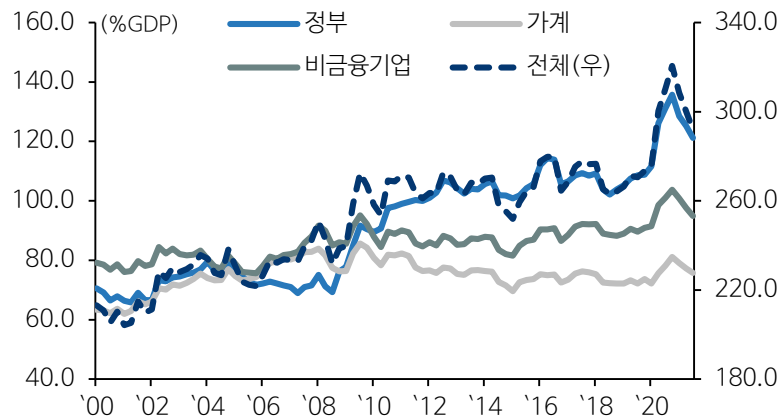
• **코로나19 이후 글로벌 부채, 모든 경제주체(민간+공공)에서 빠른 속도로 급증**

- 전례없는 재정부양으로 '19년 → '20년 전세계 정부부채는 GDP의 87.4% → 109.0%(선진국 108.8% → 135.7%, 신흥국 53.6% → 66.4%)로 증가
- 전세계 민간부채(가계+비금융기업)도 재정, 통화, 규제 정책 수단이 신용 확장을 뒷받침하면서 GDP의 158.5% → 181.1%로 증가

• **'21년 부채비율 하락은 인플레이션 영향으로 명목 GDP가 증가한 데에 기인**

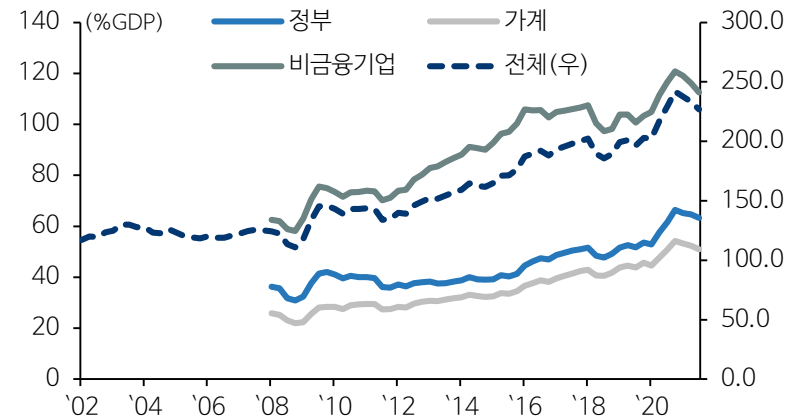
- 주요국 공공부채 비율은 예상을 상회하는 인플레, 저금리 등으로 전년대비 감소했으나 여전히 사상최고 수준

| 선진국 정부·기업·가계 부채



자료: BIS

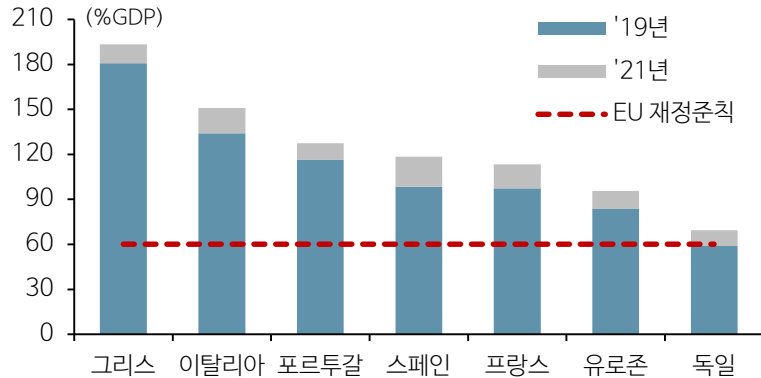
| 신흥국 정부·기업·가계 부채



자료: BIS

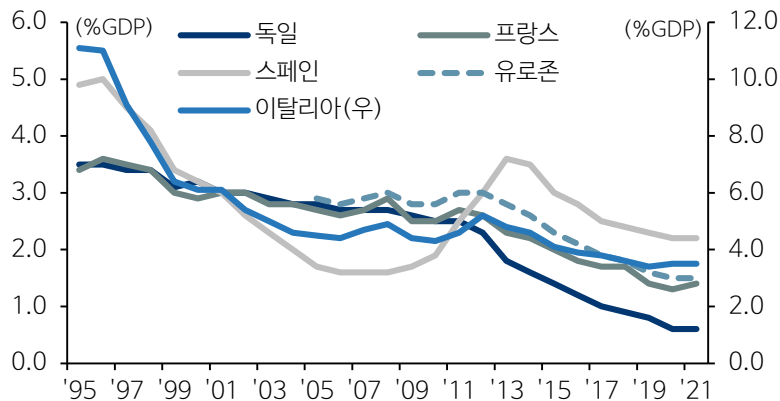
# 부채 증가, 관찮은가?

## | 유로존 GDP 대비 정부부채



자료: Eurostat

## | 유로존 GDP 대비 정부 이자비용

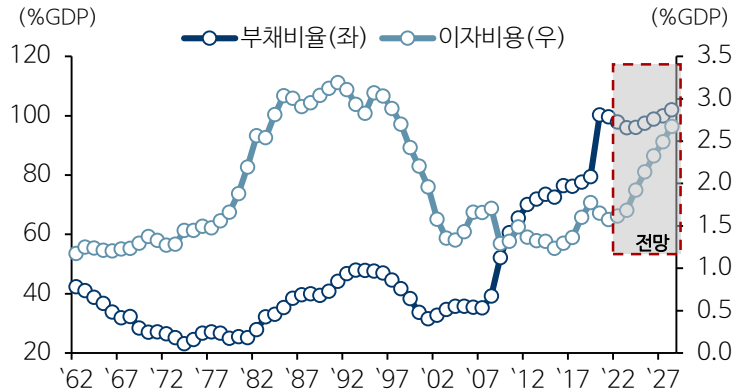


자료: Eurostat

- **마스트리히트 조약에서 EU 가입 조건, 정부부채비율 60%**
  - 그러나 그리스, 이탈리아 등 2배 이상
- **그간 부채 증가는 이자비용(debt service to GDP) 하락으로 가능**
  - GDP대비 부채비율 증가에도 지난 20년간 물가가 2% 내외에서 안정되고, QE·은행규제(고유동성 자산 보유 의무)로 시장금리가 하락하며 시스템 위기 가능성도 저하된 영향
- **다만, (수입-지출) ↓ < 이자비용 ↑ 면 부채부담 증가**
  - 수입(가처분소득)대비 이자부담이 커질 때 부채문제 부각
  - 獨 국채금리 대비 이탈리아 가산금리가 2.5% 이상(현 2.25%)으로 확대되면 경고등이 켜질 것으로 전망(FT)

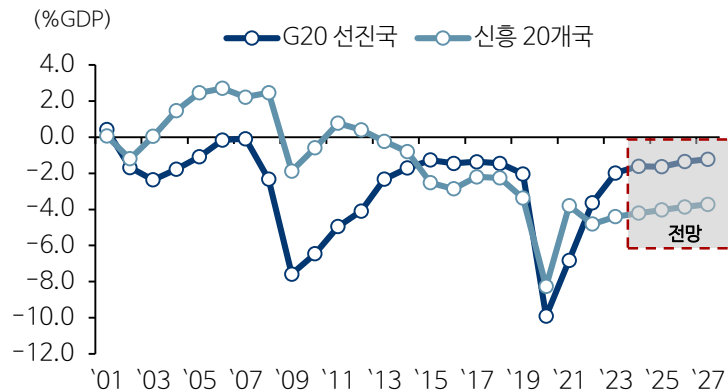
# 高부채가 문제가 되면...

## | 미국의 정부부채비율 및 이자비용



자료: CBO

## | 선진국 · 신흥국 기초 재정수지 전망



자료: IMF

### • 부채증가 사이클 막바지 신호

- 미국, 영국, 뉴질랜드, 호주 등에서 빅스텝 금리인상 중 : 선진국의 경우 정책금리 100bp 인상시마다 1년 후 30bp **이자 부담 ↑** (IMF)
- IMF, WB, OECD 모두 성장 둔화 전망 (**수입감소 ↓**). 러시아-우크라이나 전쟁으로 **지출 증가 ↑** (재정적자 지속)
- 미국의 경우, 점진적 금리 상승 가정\*에도 이자비용 부담 급증

\* '22년→'26년, 정책금리 0.9%→2.4% / 10년 금리 2.4%→3.5%

### • 부채가 경제성장 동력이 되지 못하면 디레버리징이 불가피

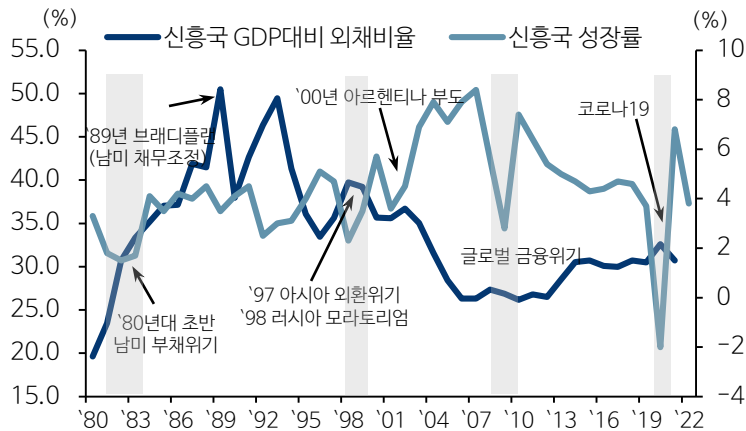
- 평균 차입비용이 명목 GDP 성장률 보다 높아지면, 부채를 줄이기 위해 지출삭감(긴축), 채무재조정 등 필요



# [참고] 과거 디레버리징 사례

- 신흥국 : 통화가치 절하로 외화채 비중이 높은 국가에서 부채위기 발생**
  - 신흥국 채권은 대체로 단기, 변동금리가 많아 선진국 금리인상의 영향이 빠르게 전이. 공기업 등의 우발채무 (암묵적 보증)도 부담하게 되면서 채무불이행 증가. 저성장, 고물가, 빈곤 등의 결합으로 경제에 심한 타격
- 선진국 : 부채비율 증가(민간) → 신용도 하락 → 부채상환을 위한 보유자산 매각 → 주식, 부동산 등 자산가격 폭락 → 소비위축 → 경기악화 → 정부부채비율 증가**
  - 자국통화 채권 비중이 높고, 고정금리, 장기물 비중이 60% 정도에 달하여 리파이낸싱 리스크가 이연
  - 사례 : 1929년/ 2008년 미국, 1989년 일본, 2013년 유로존 주변국 재정위기 등

## | 신흥국 정부 외화부채 추이



자료: IMF

## | 미국 정부부채 장기 추이



자료: CBO, Bloomberg

# 아름다운 디레버리징은 없다

01

02

03

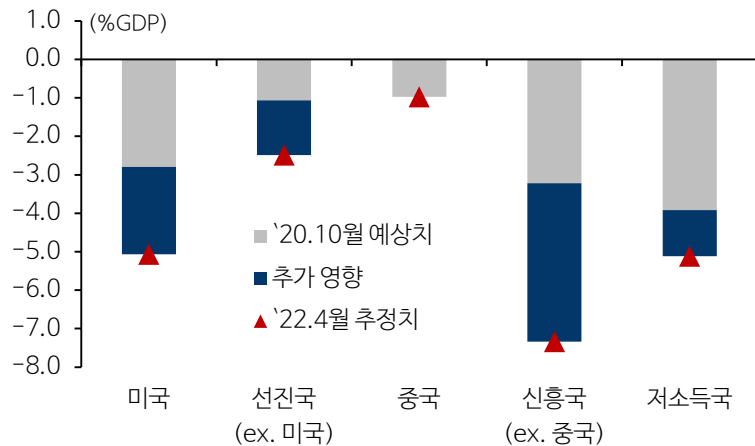
## • 경기둔화 ↔ 디레버리징은 상호(선후행)영향을 주며 성장에 마이너스로 작용

- 인플레이션 대응, 금리 상승 등으로 이자비용 부담이 증가하면서 과거와 달리 선진국도 민간의 디레버리징을 흡수(QE, 정부 부채 증가)할 여력이 줄어든 상황

## • 인플레이션이 부채 감소에 도움이 될까?

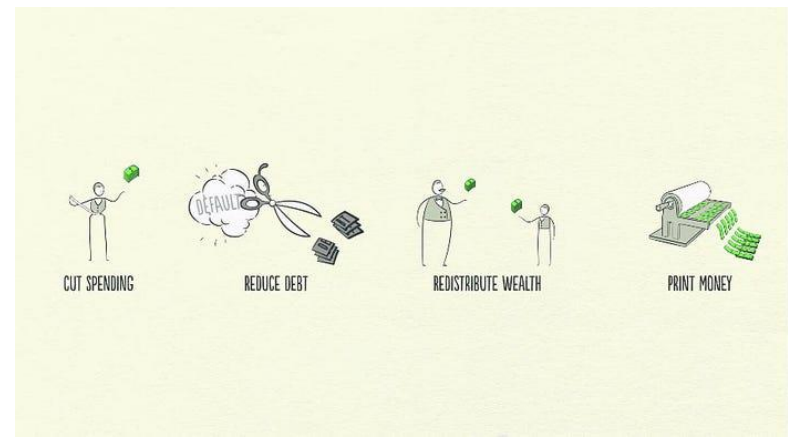
- Hyper(2차 세계대전) 또는 일시적('21년, 저금리 유지) 인플레의 경우 부채비율이 감소하겠지만 지속적이고 변동성이 클 경우 정책금리 인상 → 국채보유 의지 저하 → 시장금리 급등 → 이자비용 상승으로 오히려 악화
- 高부채 국가들의 인플레이션 대응에 한계 또는 성장 저해 예상

### | 2021년 인플레이션의 정부부채 영향



자료: IMF Fiscal Monitor

### | 아름다운 디레버리징?



자료: Bridgewater / YouTube

# 핀테크 성장에 따른 새로운 위험 대두

01

02

03



## 정보 제약

지급결제, 신용, 보험 등 현재 금융 기관의 보고 체계로는 핀테크 기업의 활동 파악에 애로

## 급격한 규제

부작용 반복 돌출로 급격한 규제 도입 가능성

## 리스크 집중

소수 기업 점유율 확대 또는 특정 부문 중심의 성장 집중 시, 문제 발생에 따른 충격 확대

## 충격 전이

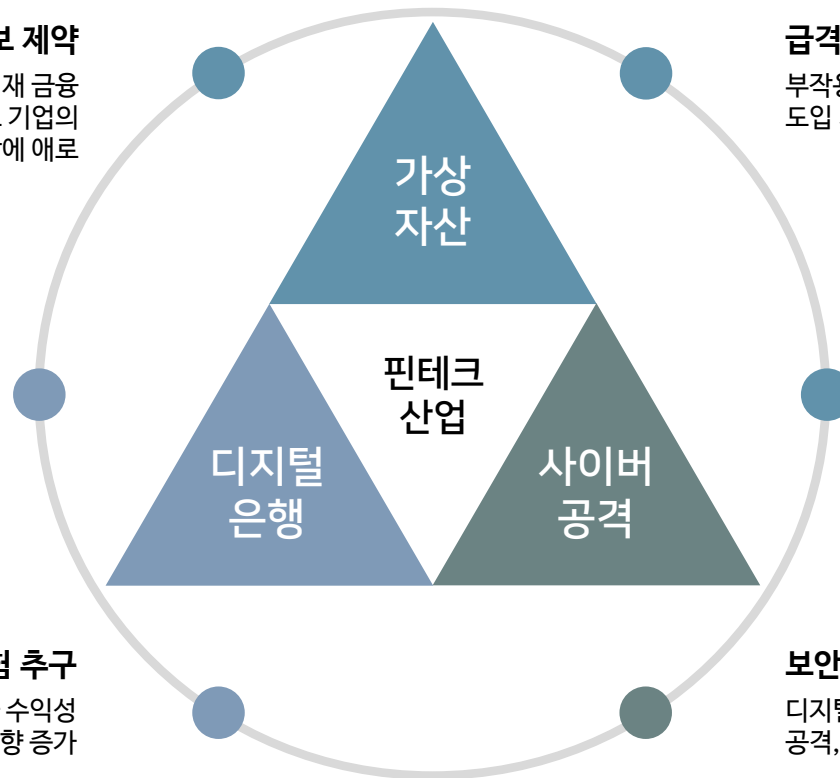
핀테크와 기존 금융시장 간 연계성 증가 → 충격 전이 증대

## 위험 추구

전통은행, 디지털은행 모두 시장점유율과 수익성 유지를 위해 대출 투자시 위험추구성향 증가

## 보안 문제

디지털 기술의 의존도가 높아지면서 사이버 공격, 운영상 컴퓨터시스템 문제 등에 노출



# 가상자산, 외연 성장과 함께 잠재 리스크 확대

01

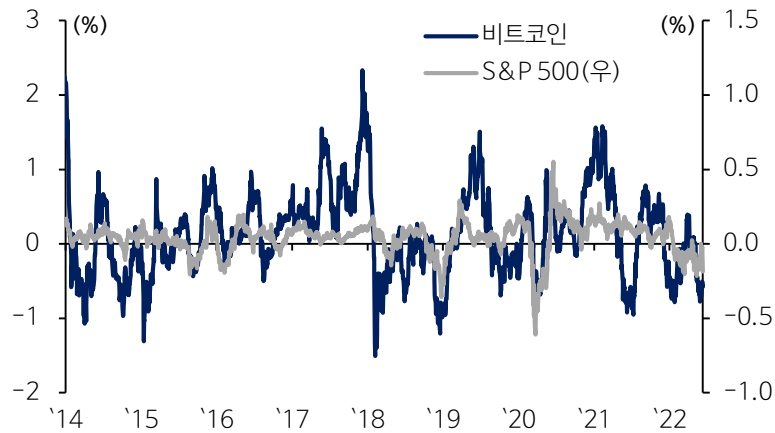
02

03



- **투자심리 변동성 확대:** 가상자산 가격 변동은 전통적 금융시장의 투자심리에도 영향
- **리스크의 과소 평가:** 가상자산 시장의 불투명성으로 정확한 리스크 파악이 난해
  - 가상자산은 회계 기준이 아직 명확하지 않아 무형자산으로 분류되어 가치가 상승하더라도 장부에는 반영되지 않을 여지. 최근 미국 재무회계기준위원회(FASB)는 명확한 규정 제정을 고려하기로 결정
- **금융기관의 신용 경색:** 투자손실, 규제 강화로 금융기관의 신용 공여가 위축될 소지
  - 바젤위원회는 가상자산에 따른 리스크와 관련된 은행 건전성의 규제 방안을 올해 마무리할 계획. 기존 안에서 비트코인 등 가상자산의 위험 가중치를 높게 설정할 것(동등한 크기의 자기자본 필요)을 제안

## | 비트코인과 S&P500의 일별 수익률\* 추이



자료: CoinGecko, Fred

\* 60일 이동평균

## | 가상자산에 대한 건전성 규제 방안

분류	예시	신용 및 시장 리스크에 따른 요구사항
Group 1a	전통적 자산의 토큰화	토큰화에 따른 비용 등을 감안하여 전통적 자산에 대한 기준 이상을 요구
Group 1b	스테이블코인 (전통적 자산으로 상환가능)	기초 자산을 직접 보유한 경우의 위험 가중치 등 안정화 매커니즘을 감안한 기준을 적용
Group 2	비트코인 등 여타 가상자산	1250% 위험가중치 적용 등 새로운 건전성 조치를 도입

자료: BIS(2021.6월)

# 디지털은행, 시가총액 급증 속 3대 취약성 노출(IMF)

01

02

03

## 신용위험 Credit Risk

### • 고위험 대출/투자 불구 충당금 적립 부족

- 저소득·저연령 신용대출, 중기, 상업용 부동산 집중 → Underpricing Credit Risk

## 유동성위험 Liquidity Risk

### • 전통 은행 대비 낮은 유동자산 비중

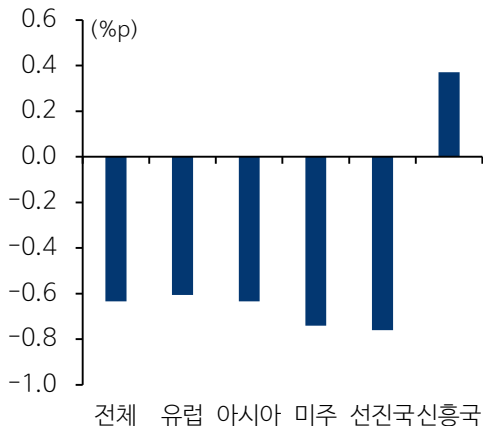
- 예금 대비 유동자산
- 자금조달 예금 의존도
- 은행 간 차입 의존도

## 예상 밖 비효율성 Counterintuitively less Cost-efficient

### • 전통은행 대비 인건비 외 운영비용 과다

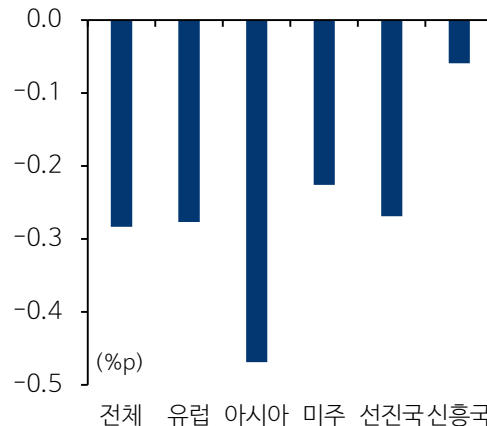
- 자산관리, 보험 등 연계수익 제한
- 초기 마케팅, Compliance 비용 (자금세탁방지, 사이버 보안)

### | 전통은행대비충당금적립률\* 부족분\*\*



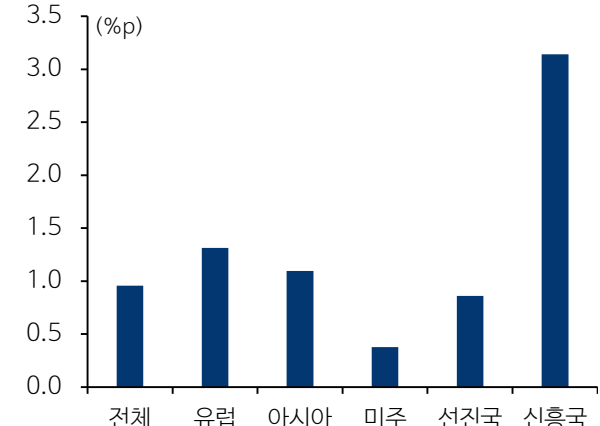
자료: IMF \* 대손충당금/위험가중자산  
\*\* 디지털은행비율 - 전통은행비율

### | 전통은행대비유동자산비중\* 부족분\*\*



자료: IMF \* 유동자산/예금총액  
\*\* 디지털은행비율 - 전통은행비율

### | 전통은행대비운영비용비중\* 초과분\*\*



자료: IMF \* 운영비용/사업규모  
\*\* 디지털은행비율 - 전통은행비율

# 사이버 공격, 주요 금융시스템 위험으로 부상

01

02

03

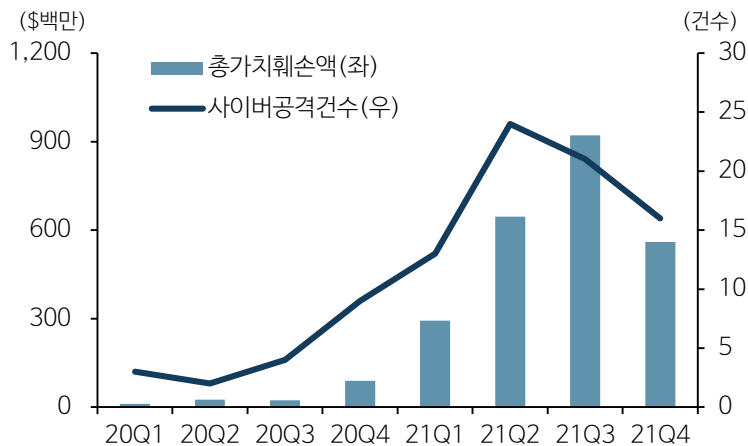
## • 사이버 공격은 금융기관들이 인식하고 있는 최대 리스크 중 하나

- 미 중앙예탁 청산기관(DTCC) · 영란은행(BoE) 서베이, 최대(number one) 시스템 리스크로 평가
  - \* 5월 연준 금융안정보고서 서베이에서는 8위 리스크로 지목

## • 주요 금융 사이버공격 대상은 가상자산 예치금 지갑(wallet keys)

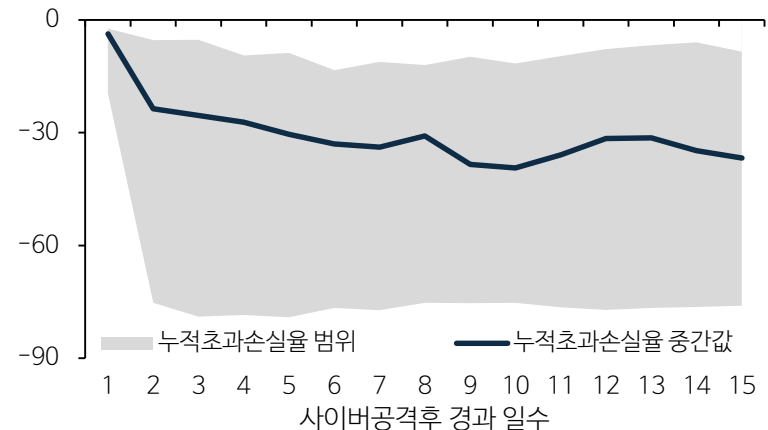
- 사이버 공격 후 가상자산 가치훼손(30%내외) 불구 예금자 보호 및 중앙은행 유동성 지원 대상 배제
  - \* 도난 및 인출제한 → Defi Platform 신뢰도 저하 → 대상 가상자산 유동성 약화 → 연쇄인출 촉발

### | 탈중앙화 금융(DeFi)에 대한 사이버 공격



자료: IMF

### | 사이버 공격 15일간 예치금 누적 손실/인출률(%)



자료: IMF

# 하반기 2개의 충돌전선 현실화 예상

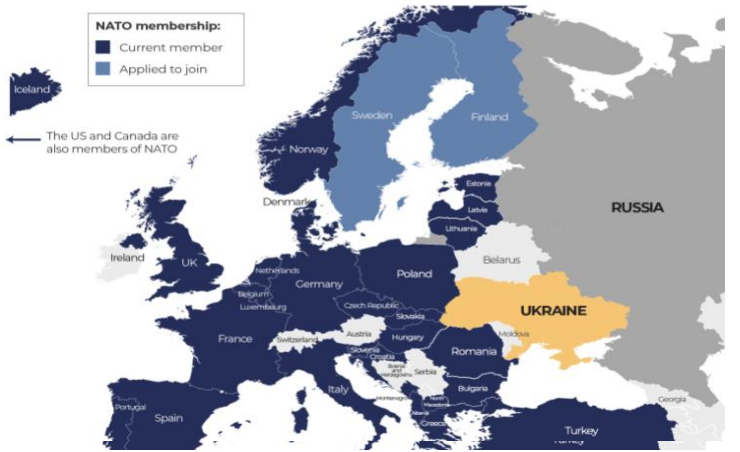
- 상반기 러·우 전쟁으로 강대국간 ▲이념·가치 대립 ▲지역패권 갈등 표출
  - 미국, 러시아, 중국 등 주요국은 상대진영을 견제하기 위한 대응 및 연대를 더욱 강화
- 하반기 강대강 대립이 표면화되며 2개의 충돌전선 격화 예상
  - ▲서방 vs 러시아 충돌 2.0 ▲미중 전쟁 2.0 가능성



# 1 서방 vs 러시아 충돌 2.0

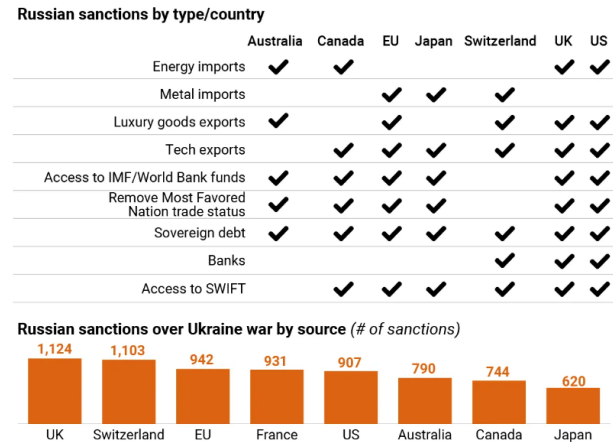
- **군사적 측면에서는 러·우 전쟁 장기화속 물리적 충돌 전선의 확대 가능성**
  - 서방은 하반기 중 NATO 회원국 확대를 통해 대러 견제를 강화하면서 러시아를 자극할 전망. 러시아는 우크라이나 지역 외에 NATO 회원국 도발, 비회원국 침공 등 대립각을 세울 소지
- **경제적 측면에서는 서방의 러시아 디폴트 유도과 제재, 러시아의 에너지 무기화 예상**
  - 서방측은 하반기 러시아 디폴트를 이용해 경제·금융 부문을 더욱 압박하는 가운데 러시아 주요 자원인 에너지 금수조치, 세컨더리 제재 강화 등을 통해 공략 예상
  - 러시아는 폴란드, 불가리아에 이어 대서방 가스·원유공급 중단 등 에너지 무기화 강화 가능성

## | NATO 회원국 증가. 러시아와의 접경지역 확대



자료: NATO

## | 서방의 대러 제재



자료: GZERO



## 2 미중 전쟁 2.0

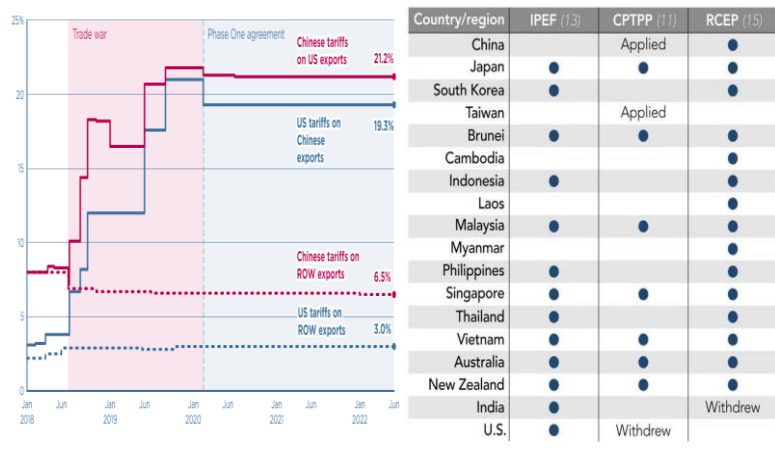
### • 미국 중간선거, 중국 당대회를 앞두고 양국간 분쟁 격화 가능성

- 바이든 행정부는 11월 중간선거를 앞두고 IPEF(인도태평양 경제프레임워크) 출범, 대만과의 경제 협정, 반도체 등 핵심산업 견제 등을 통해 대중 고립을 강화하면서 중국과의 대립 격화 예상. 중국도 시진핑 3연임을 공고화할 당대회를 앞두고 대립각을 더욱 세울 가능성

### • 군사적 측면에서도 남중국해 분쟁, 대만 침공 위협 등 갈등 확대 소지

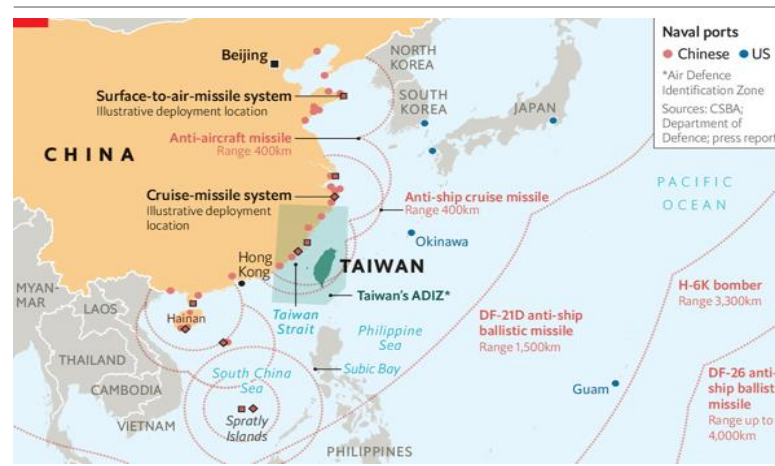
- 미국은 쿼드(4개국 안보협의체) 동맹, 대만 보호, 중국의 동남아 진출 억제 등을 위해 대중 포위전략을 강화할 전망. 중국도 대만에 대한 위협을 현실화하고 남중국해 영역 확대를 모색할 전망

### | 미중 상호관세율(좌) 및 경제블럭 경쟁(우)



자료: PIIE, Zero Hedge

### | 남중국해 및 대만에서의 미중 해군기지



자료: The Economist

# 2개의 충돌, 세계경제의 하방리스크로 작용

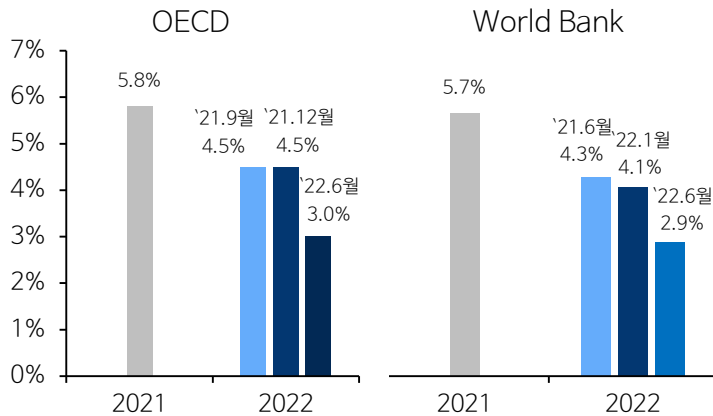
## • 상반기 우크라이나 전쟁은 금년 세계경제 성장을 크게 제약

- IMF, World Bank, OECD 등은 △인접국 피해 △원자재 가격 상승 △글로벌 공급망 차질 등의 경로로 금년 세계경제 성장률 전망치를 연초에 비해 1%p 내외 하향조정

## • 하반기에도 서방·러 격돌 및 미·중 분쟁 가세로 세계경제 성장을 더욱 위협할 소지

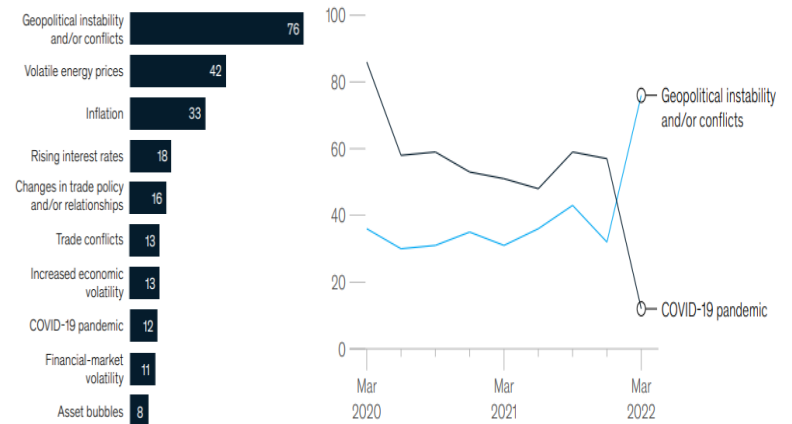
- 서방과 러시아간 다음 단계는 에너지 차단, 물리적 위협 등 경제에 직접적인 영향 예상
- 미중 분쟁의 경우 미국의 핵심부문 압박에 따른 중국 성장률 약화, 대만과 남중국해를 둘러싼 물리적 충돌 우려 등으로 경제주체 심리를 더 악화시킬 가능성

### | 세계경제 성장률 전망치 조정



자료: OECD, World Bank

### | 향후 12개월내 세계경제의 잠재리스크



자료: McKinsey

# 종합평가

---

# 종합평가 : 하반기 세계경제를 흔들 ‘정책’과 ‘정세’에 주목

R의 공포  
점증



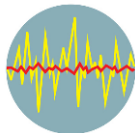
물가 vs 정책  
진검승부



국제정세는  
추가 위험



금융시장  
변동성



보수적  
전략



- 세계경제는 상반기 ‘I(인플레이션)’의 공포에서 ‘R(침체)’의 공포로 전환
  - 스태그플레이션을 넘어 주요국의 경기침체 우려가 확대될 가능성
- 하반기는 물가와 통화정책 중 누가 승리할지 판가름나는 시기
  - 고물가 장기화와 통화긴축 강화가 경제와 금융시장에 최악의 조합
- G2의 리더십 확인, 러시아의 야욕 등으로 지정학적 리스크 고조
  - 물리적 충돌이 현실화될 경우 경제 및 금융시장 하방리스크는 더욱 확대
- 글로벌 유동성 축소, 실물경제 침체 우려 등으로 금융시장 변동성 확대
  - 팬데믹 이후 시장 회복기조의 전환 과정에서 취약부문의 대두 가능성
- 경제 및 금융시장에 대한 낙관론보다는 신중한 비관론을 견지할 필요
  - 시장 컨센서스나 주요 분석기관들의 전망보다 더 보수적인 시각이 필요