

# 자이언트 스텝보다 우크라이나 출구전략이 필요



## < Summary >

- ▶ 미국은 물가 통제가 쉽지 않은 상황. 미 연준은 이번에 발표한 점도표를 통해 연말까지 정책금리를 3.4% 수준까지 인상할 것으로 예고한 가운데, 강한 긴축인 빅스텝 기조는 이어질 전망
- ▶ 단, 3분기에 물가 상승 압력은 정점을 보일 수 있음. 미국과 중국의 생산자물가 상승률이 이미 정점을 통과하고 있기 때문. 더불어 팬데믹발 공급망 차질이 완화되고 있음도 긍정적 요인임
- ▶ 미국 주택시장 관련 지표들은 둔화되는 모습. 주택시장 과열 둔화는 주거비용 하락을 통해 물가 압력 둔화에 긍정적으로 작용할 수 있겠음. 모기지 금리 급등으로 인한 주택시장 냉각 우려 부각되고 있으나 수요-공급 미스매치 감안 시 경기 침체를 자극할 만큼의 충격은 아닐 것으로 판단함. 더불어 과거 금융위기 당시와 달리 가계의 자산 건전성 강화는 금리 급등의 악영향을 상당 부분 상쇄해줄 것임
- ▶ 최근의 물가 상승세에는 여러가지 요인들이 복합적으로 작용 중인데, 크게 미 연준이 통제할 수 있는 요인과 통제 불가능한 요인으로 나누어 볼 수 있음. 연준이 통제할 수 없는 물가 상승 요인을 제거하기 위해서는 궁극적으로 우크라이나 사태 해결이 필요. 우크라이나 전쟁발 에너지 대란에 글로벌 경제, 특히 유럽 경제가 크게 타격을 받고 있음. 인플레이션으로 인해 유럽 부채 재발 리스크도 재차 부각되는 상황
- ▶ 따라서 물가 압력 해소의 가장 중요한 key로 꼽을 수 있는 것은 자이언트 스텝보다는 우크라이나 출구전략. 우크라이나 사태 해결에 성공할 경우 미국 경기는 소프트한 경기 침체에 머무를 수 있음
- ▶ 중국의 상황도 녹록치 않음. 경기 부양책 기대감에 주가는 반등하고 있으나 추세적 상승 여부는 미지수. 경기부양책과 함께 플랫폼 기업 & 부동산시장 & 탄소중립 규제에 대한 완화가 반드시 동반되어야 할 것임
- ▶ 결국 글로벌 경제에 각종 불안 요소들이 잠재해 있는 가운데, 3분기가 위기의 분수령이 될 것

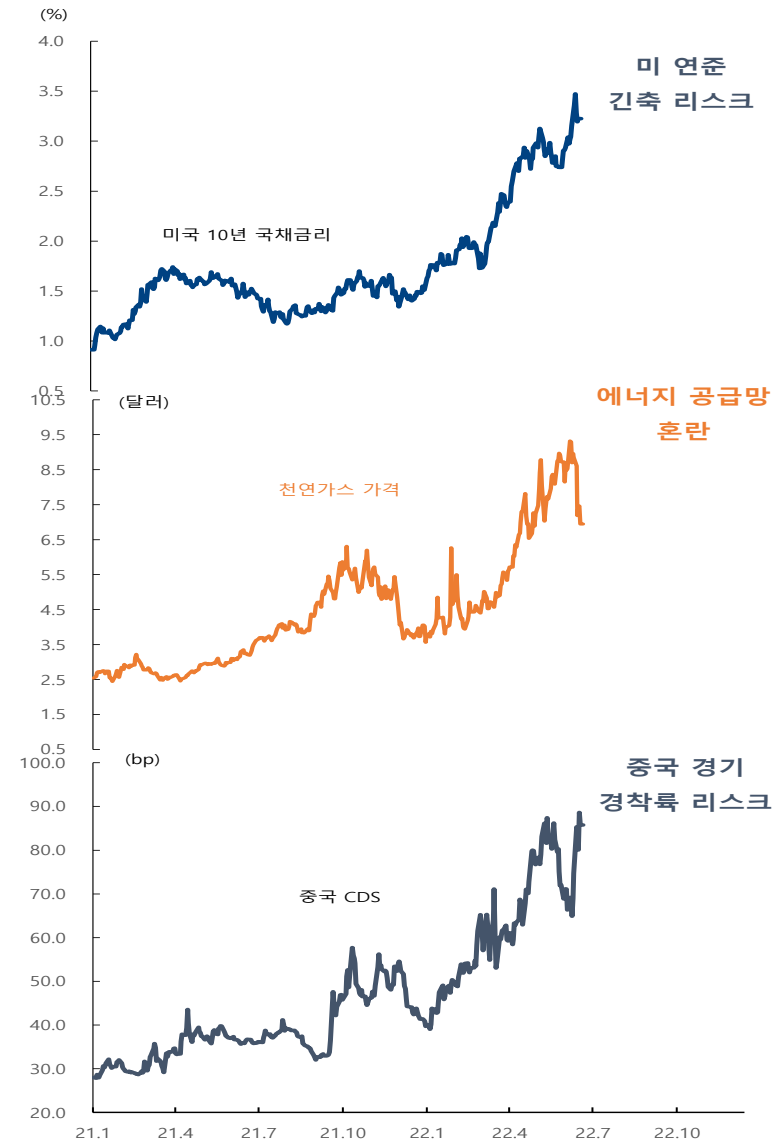
## 3분기중 물가 정점이 확인될 수 있다

- 공급망 차질 완화 효과
- 팬데믹 여파로 인한 비정상적 가격의 정상화 가능성
- 주택시장 과열 진화
- 3분기 물가 정정 가시화로 미 연준의 긴축 강도 완화와 시중 금리 상승 속도 둔화 혹은 정점도 확인될 여지가 있음
- 단, 가을철을 앞두고 우크라이나 사태가 변수

## 3분기, 먹구름 경제의 분수령

- 9월을 전후로 미 연준의 긴축사이클, 즉 빅 스텝이 베이비 스텝으로 전환될지 여부가 관건
- 더불어 중국이 경기 경착륙을 방어하기 위해 가을 당대회 이전까지 강력한 경기 부양책에 나설지 또한 관건
- 겨울을 앞두고 유가 등 에너지 가격이 하향 안정화될지도 주목할 변수

그림1. 하반기 글로벌 경기의 침체를 좌우할 3가지 변수



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## 미국 경제는 물가, 중국 경제는 실업률이 이슈

- 미국과 중국 경제의 대조적 현상은 글로벌 경기사이클의 또 다른 리스크

그림2. 미국 소비자물가와 실업률

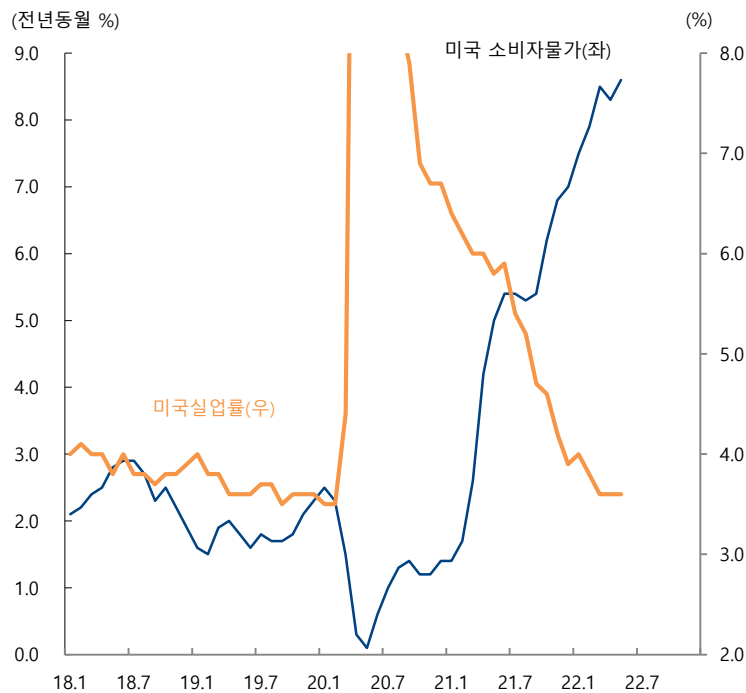
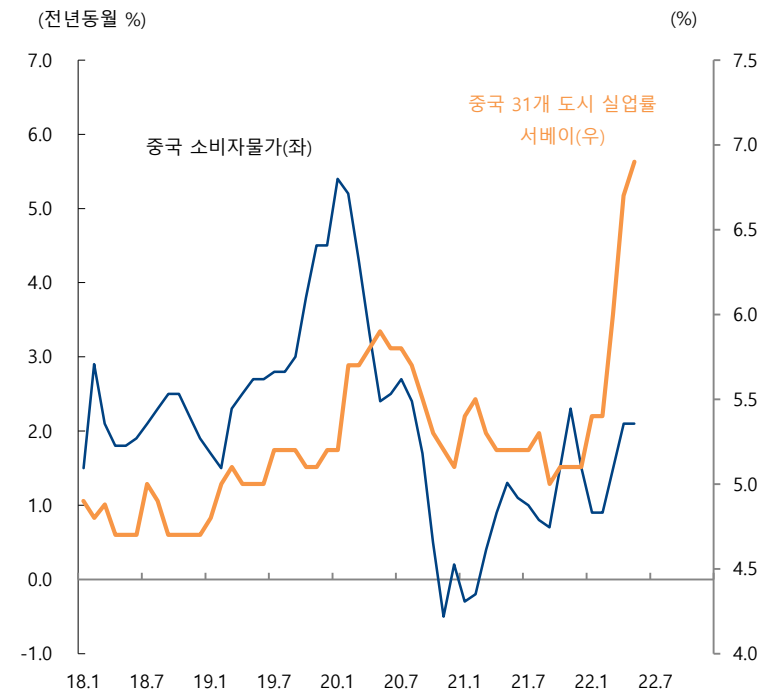


그림3. 중국 소비자물가와 실업률



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## 스태그플레이션, 미 연준 등 중앙은행의 인플레이션 통제력에 달렸지만...

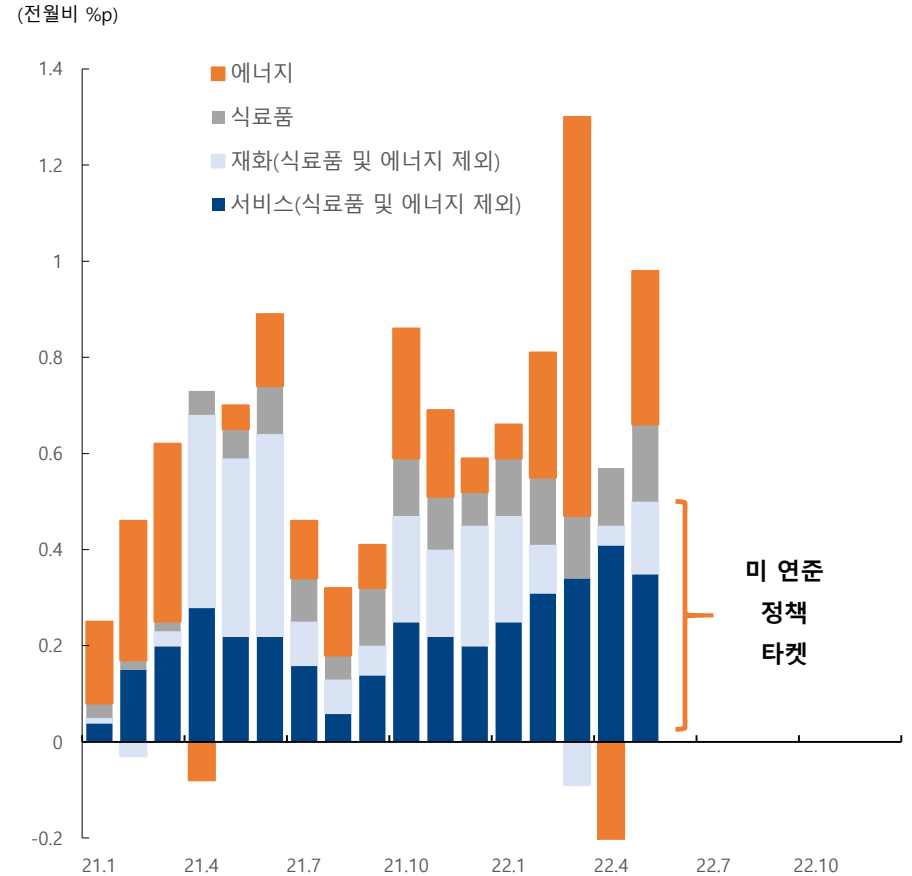
### - 미 연준이 통제할 수 있는 인플레이션 압력

- 1) 유동성발 물가압력
- 2) 자산가격 상승발 물가압력
- 3) 강한 수요견인(Demand pull)발 물가압력

### - 미 연준의 통제력 밖 인플레이션 압력

- 1) 팬데믹발 공급망 차질
- 2) 이상기후와 전쟁에 따른 에그플레이션
- 3) 우크라이나 전쟁발 푸틴플레이션 (*\*푸틴 러시아 대통령과 인플레이션의 합성어로 올해 러시아의 우크라이나 침공에 따른 직·간접적인 물가상승 현상을 의미*)
- 4) 신냉전 분위기 확산에 따른 신공급망 리스크
- 5) 인구 구조 및 이민정책 변화에 따른 노동시장 병목현상

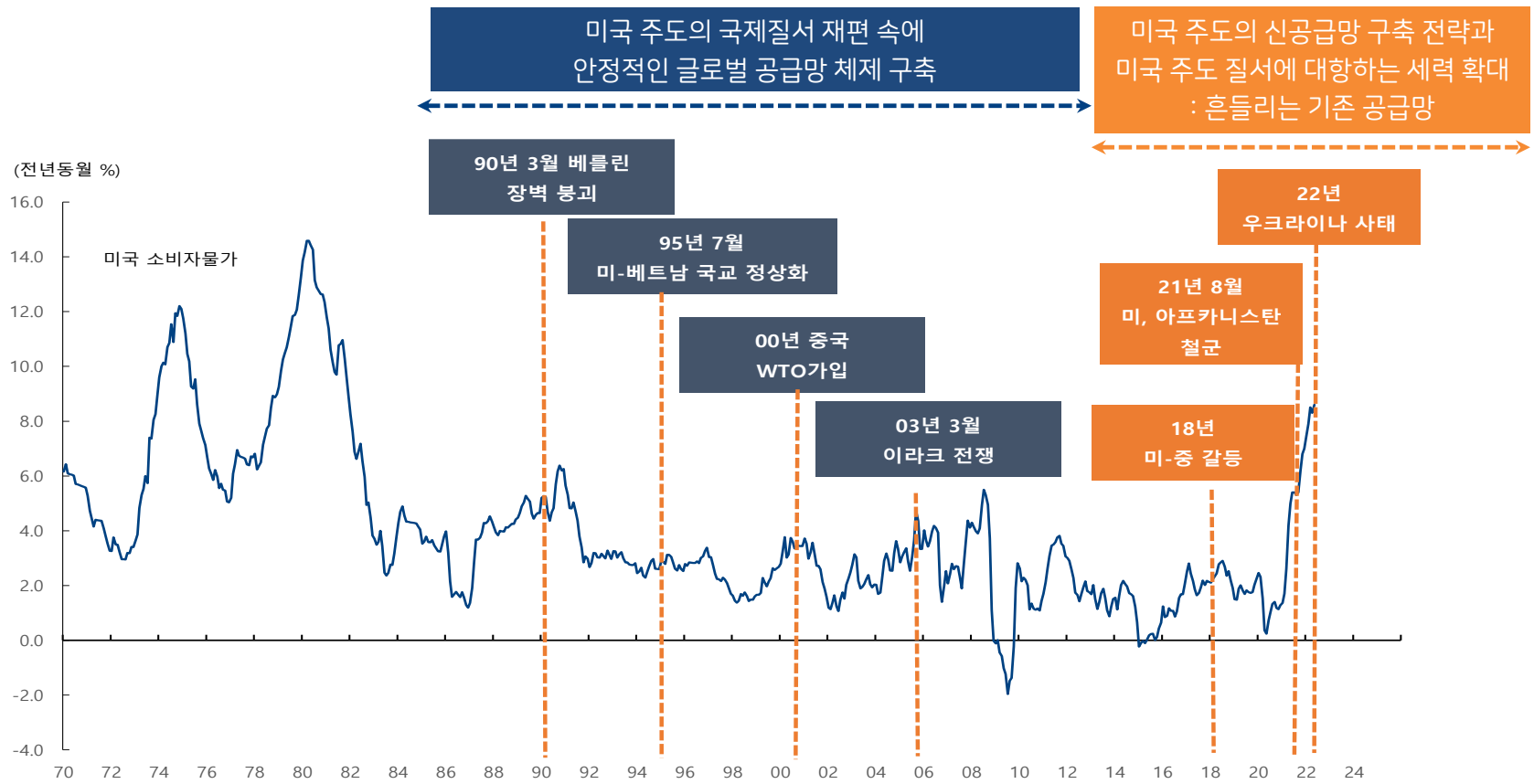
그림4. 미국 소비자물가 기여도(전월비 기준)



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## 미국 신공급망 구축 전략과 신냉전 분위기가 기존 글로벌 공급망 체계를 흔드는 요인

그림5. 신냉전 시대로 회귀 시 물가에도 악영향을 줄 수 있어



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## 미국과 중국 생산자물가 상승률은 정점을 통과하고 있음

- 생산자물가 상승률 둔화는 시차를 두고 소비자물가 상승률 둔화로 이어질 공산이 있음

그림6. 미국 소비자물가와 중국 생산자물가

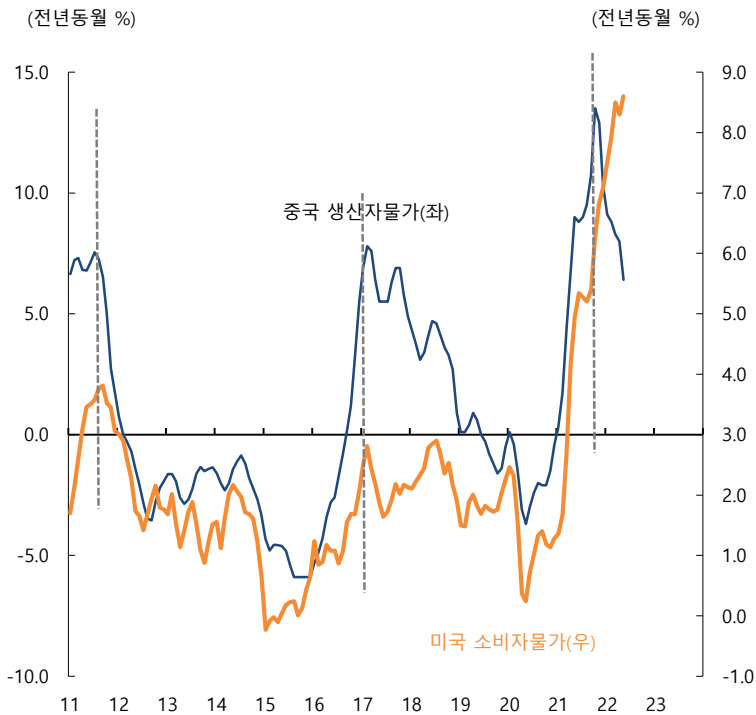
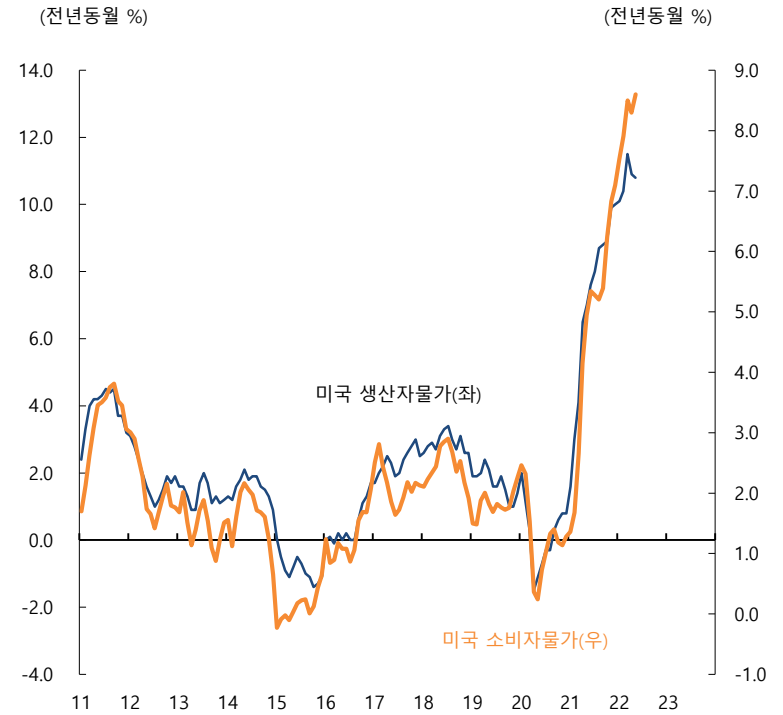


그림7. 미국 소비자물가와 미국 생산자물가



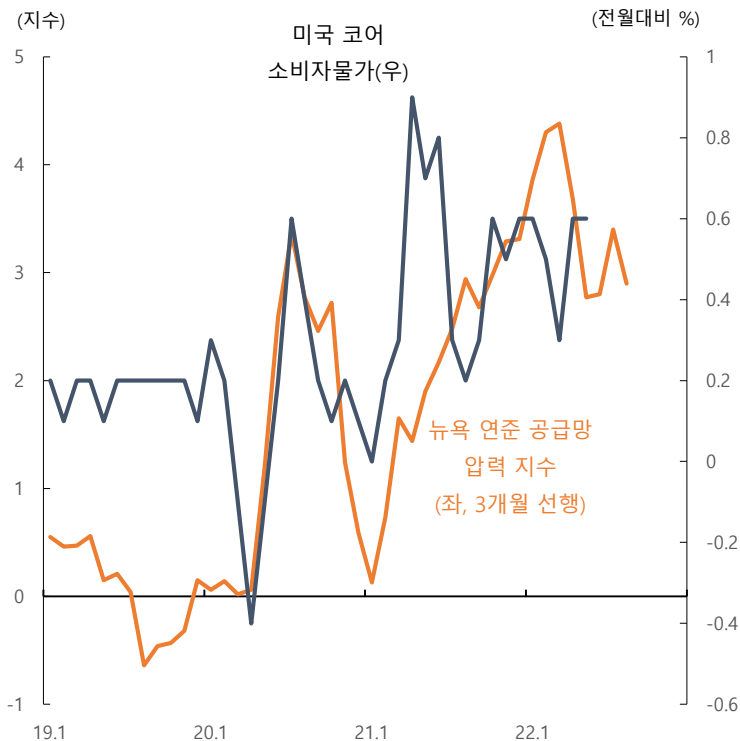
자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터



## 인플레이션 리스크, 팬데믹발 공급망 차질은 다소 안정되는 분위기

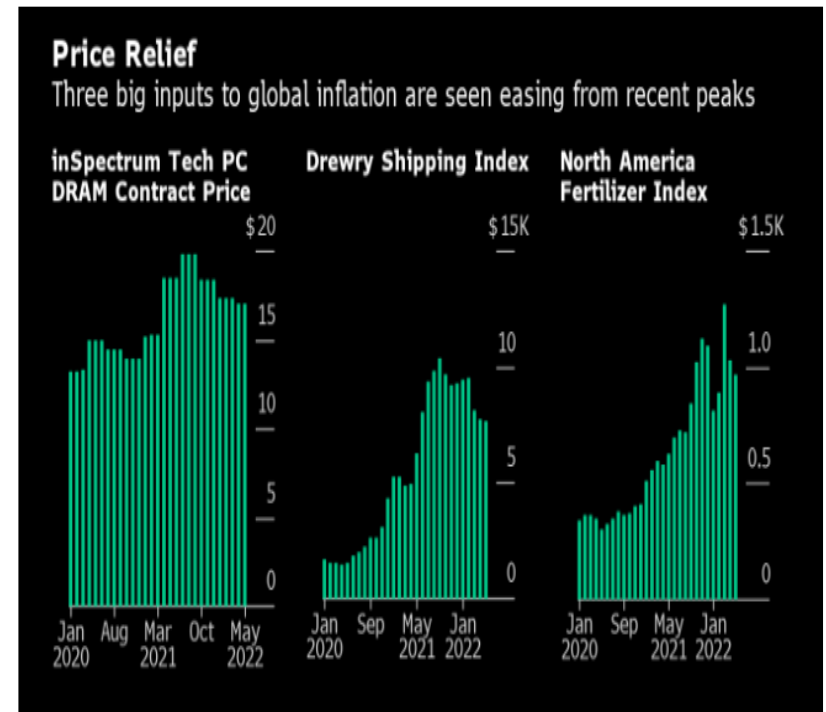
- 옥스퍼드 이코노믹스(OE)는 미국의 공급망 병목 현상이 지난 3월 정점을 찍고 4~5월 들어 2개월 연속 완화했다고 분석함
- 일부 가격지표, 즉 반도체 가격 및 운임가격 등의 둔화는 물가가 정점을 통과하고 있음을 시사 중

그림8. 더디지만 공급망 차질이 개선되는 추세



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

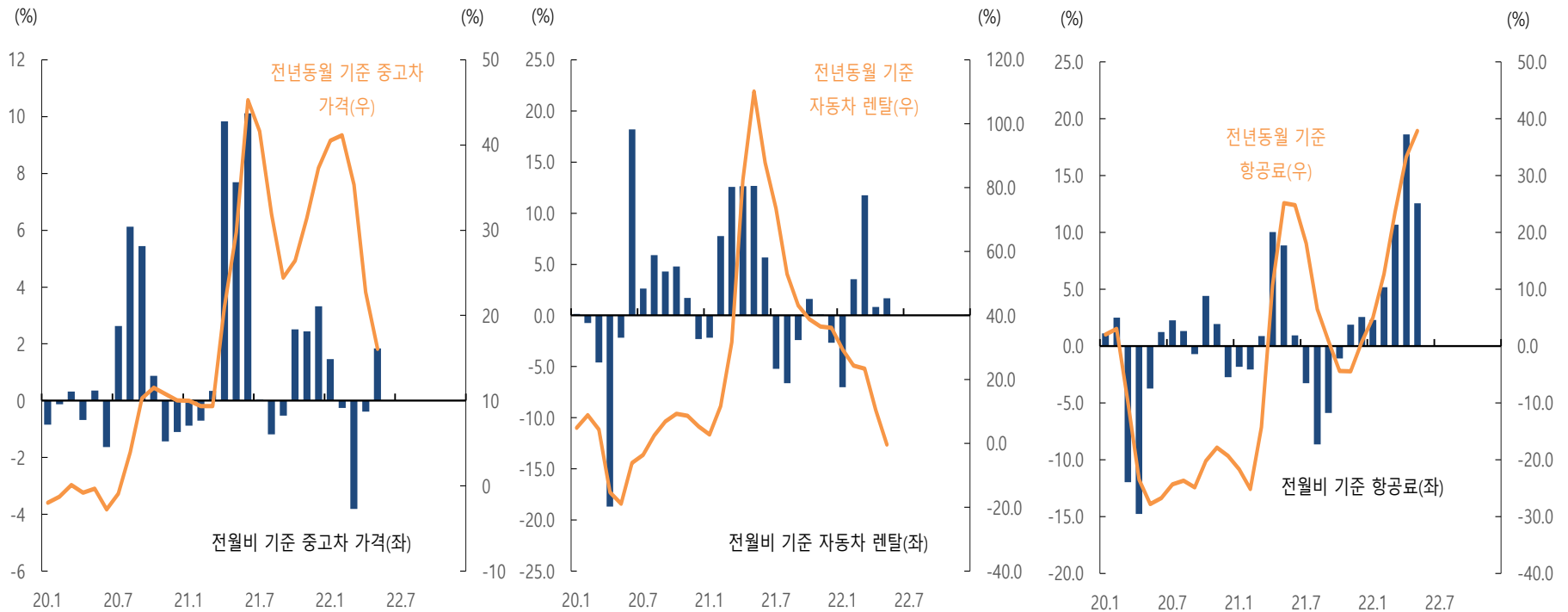
그림9. 공급망 차질 완화를 보여주는 또 다른 가격지표 추이



## 코로나19발 비정상적 가격 급등 현상도 점진적으로 진정될 것으로 기대

- 미 연준의 긴축과 공급망 차질 혹은 각종 병목 현상 완화에 힘입어 비정상적으로 급등했던 일부 가격들이 점차 하향안정화될 것으로 예상

그림10. 미국 소비자물가 중 중고차, 자동차 렌탈 및 항공료 상승률 추이



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

미국 주택시장 관련 지표들이 둔화되고 있지만 침체를 자극할 정도의 부진은 아닌 가운데 주택시장의 과열 둔화가 물가 압력 둔화에는 긍정적으로 작용할 것임

표1. 미국 주택시장 관련 주요 지표 추이

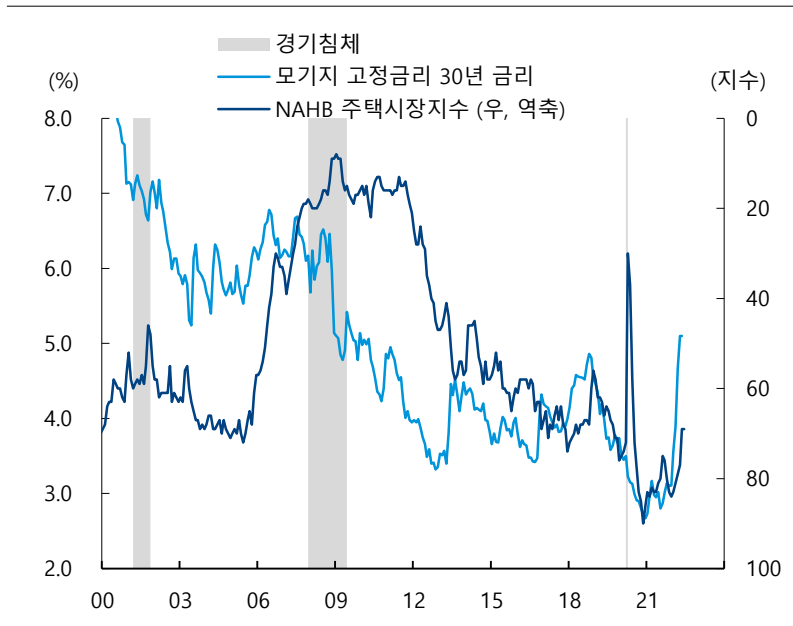
지표	추이 (21.5월~)	21.05월	21.06월	21.07월	21.08월	21.09월	21.10월	21.11월	21.12월	22.01월	22.02월	22.03월	22.04월	22.05월
NAHB 주택시장지수		83	81	80	75	76	80	83	84	83	81	79	77	69
30년 고정 모기지금리 (%)		3.0	3.0	2.8	2.9	3.0	3.1	3.1	3.1	3.6	3.9	4.7	5.1	-
S&P CS 미국 주택가격 (YoY)		16.9	18.8	19.8	20.0	19.7	19.1	18.8	18.8	19.1	20.0	20.6	-	-
건축허가수 (천, SAAR)		1,691	1,661	1,655	1,772	1,615	1,698	1,729	1,896	1,841	1,857	1,879	1,823	-
기존주택매매 (천, SAAR)		5,920	5,970	6,030	5,990	6,180	6,190	6,330	6,090	6,490	5,930	5,750	5,610	-
신규주택매매 (천, SAAR)		740	714	726	686	732	671	756	839	831	792	709	591	-
기존 주택 재고 (공급개월수)		2.5	2.5	2.6	2.6	2.4	2.4	2.1	1.7	1.6	1.7	1.9	2.2	-

자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

## 미국 모기지 금리 급등에 주택시장 냉각 우려는 있지만

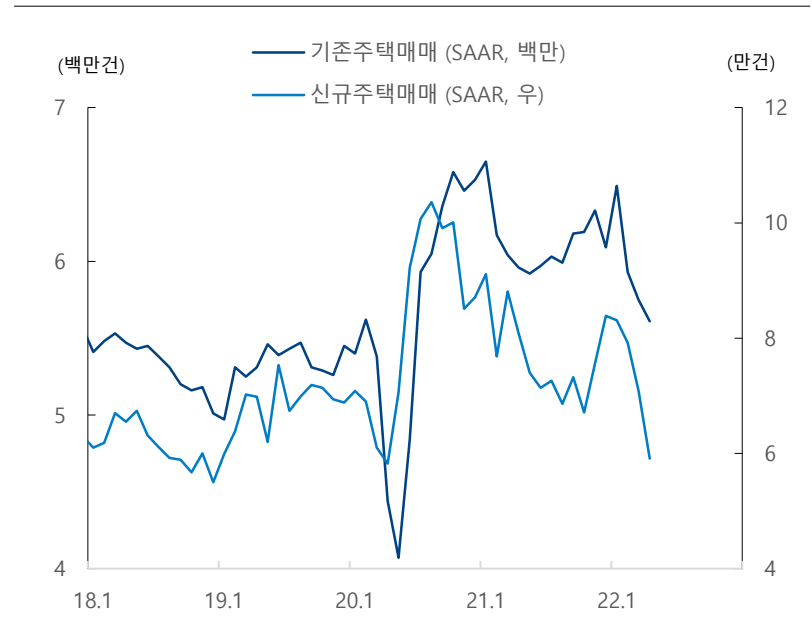
- 미 연준의 긴축 기조 전환에 모기지 금리가 급등, 5.9%수준을 넘어선 상황
- 미국 주택시장지수는 모기지 금리와 뚜렷한 음의 상관관계를 보이는 만큼 미국 주택시장 냉각에 대한 우려 확대
- 최근 주택매매 지표들 급락은 경기 침체 리스크를 높이고 있음

그림11. 미국 주택시장지수는 모기지 금리와 음의 상관관계를 보임



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

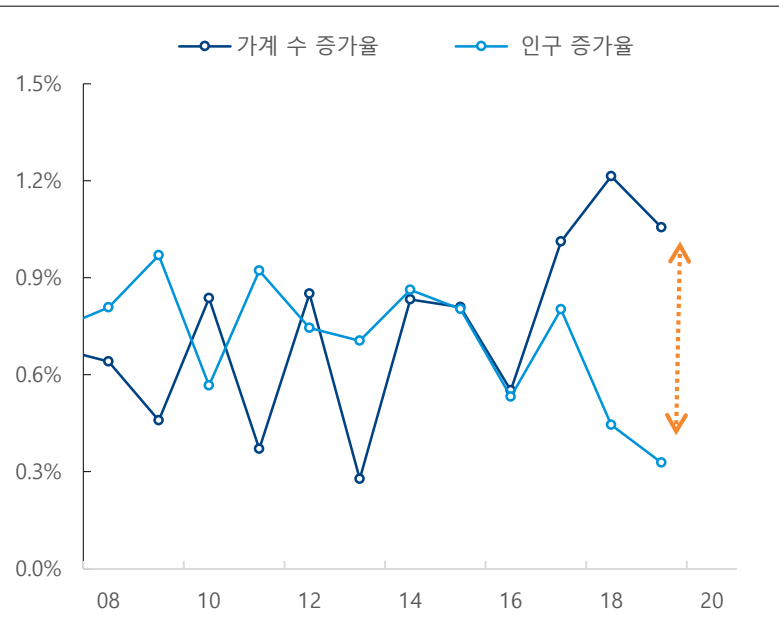
그림12. 미 연준의 긴축 기조 전환과 더불어 주택 매매도 둔화



## 단, 미국 주택시장 붕괴 가능성은 높지 않다고 판단

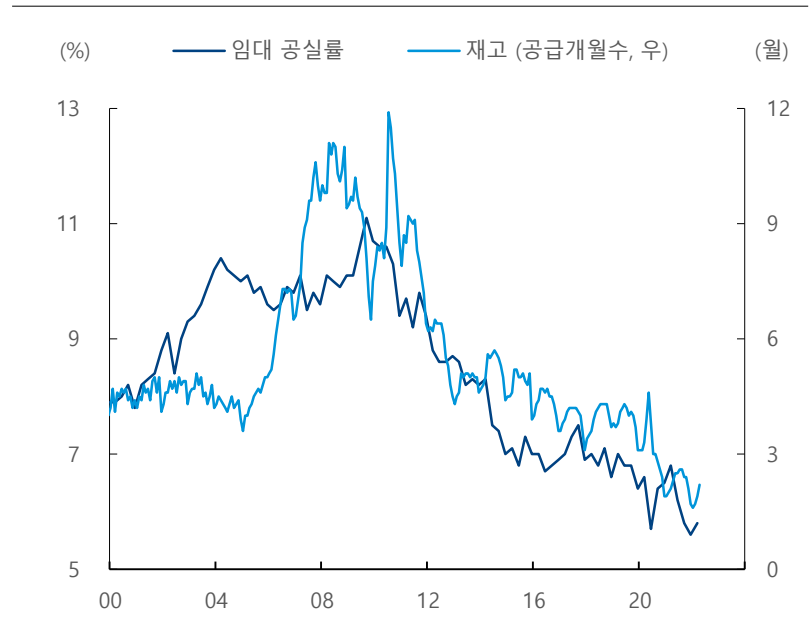
- 미국의 주택가격 상승세에는 인구 구조 변화, 공급 부족 등 구조적 요인도 함께 작용
- 2008년 금융위기 이후 미국 주택 공급이 급감, 수요 대비 공급이 낮은 상황. 미국 내 주택보유비율과 공실율은 여전히 낮은 수준
- 1인 가구 비율이 높아지고 있음도 주택 수요의 구조적 증가를 견인
- 따라서 팬데믹 기간의 풍부한 유동성을 차치하고도 수요와 공급의 미스매치에 모기지 금리 급등과 주택매매 둔화에도 주택가격 폭락 가능성은 높지 않다고 판단

그림13. 1인 가구 증가로 가계 수 증가율이 인구 증가율을 큰 폭으로 상회



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

그림14. 공실률과 재고는 역사적 하단 수준을 유지 중



미 가계의 건전성 강화는 금리 급등 악영향을 완충시키는 방어막 역할을 할 것임

'08년 위기 당시와 비교해보면, 가계 부채 및 가계 순자산 규모 면에서 큰 격차를 보이고 있음

그림15. 금리 속등에도 불구하고 '금리 충격-부채 충격-소비 충격' 현실화 리스크는 낮음



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

**미 연준, 23년까지 정책금리를 3.8%까지 예고했음을 감안하면 10년 국채금리 상단도 동 수준에 이를 전망이다**

- 단, 시중금리가 정책금리에 비해 선제적으로 움직임을 고려할 때 4분기 중후반 시중금리는 정점을 통과할 가능성이 큼

그림16. 미국 소비자물가와 10년 국채 금리

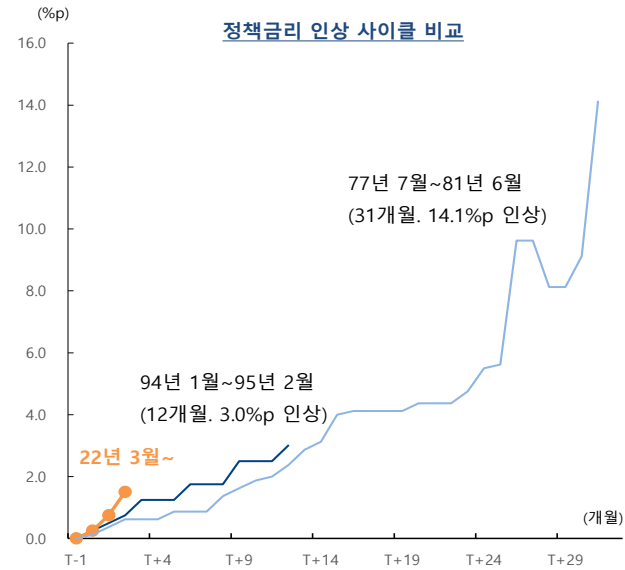


자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

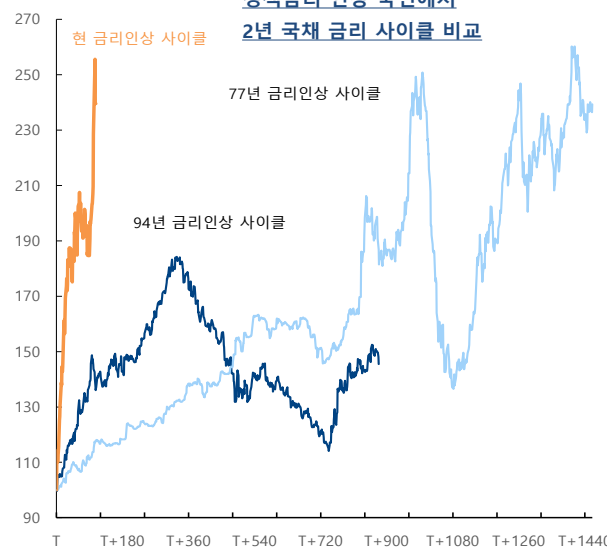
## 이례적인 시중금리 급등세, 둔화될 것으로 예상

- 이례적인 시중금리 상승 속도가 경기와 금융 시장에 부담을 주고 있음
- 미 연준의 매파적 성향이 3분기 중 완화될 경우 시중 금리의 상승 속도 역시 크게 둔화될 것임

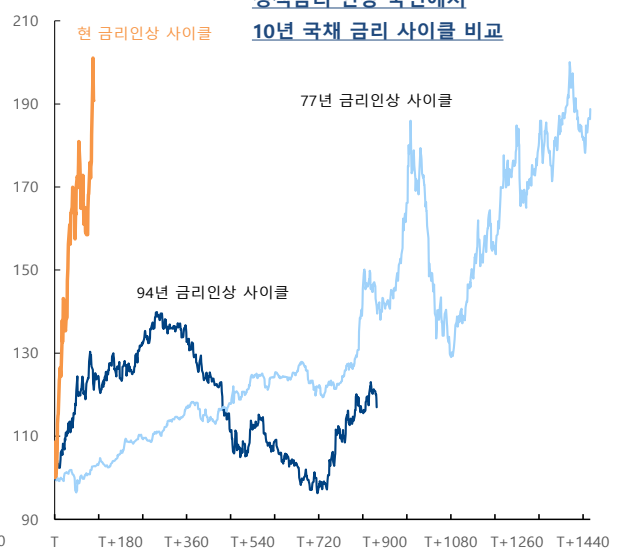
그림17. 77년~81년 금리인상, 94년 금리인상 국면과 현 금리인상 국면 비교



(금리인상 시점 해당월 =100)



(금리인상 시점 해당월 =100)





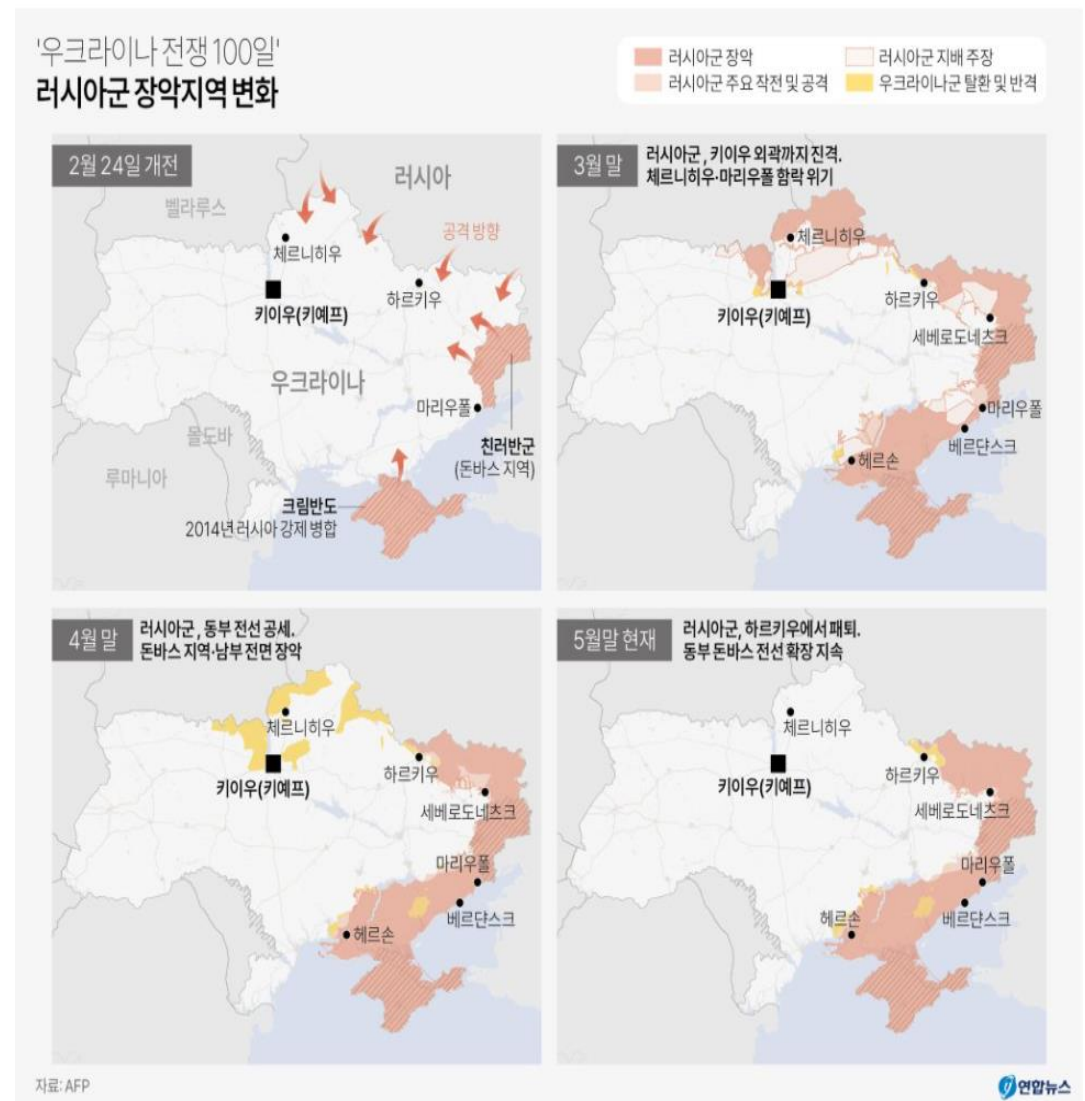
## 3분기 우크라이나 출구 전략이 무엇보다 필요

- 겨울철 에너지 대란을 피하기 위해서는 3분기 중 우크라이나 사태 진정, 소위 우크라이나 출구전략이 필요
- 겨울철 에너지 대한 현실화시 물가 압력이 더욱 고조될 수 있는 동시에 자금경색 리스크 역시 확산될 여지가 있음

## 글로벌 경제, 우크라이나 출구전략이 필요

- 유럽의 경우 겨울철 에너지 대란 발생 이전에 우크라이나 사태의 해결을 기대할 수 밖에 없는 상황임
- 우크라이나 사태 해법을 미국과 EU간 입장 차이가 분명해질 수 있음
- 바이든 대통령 입장에서 11월 중간선거 전에 성공적인 우크라이나 출국 전략이 필요

그림 18. 교착 상태에 빠진 우크라이나 전쟁



자료 : 연합뉴스, 하이투자증권 리서치센터

## 우크라이나 사태 장기화로 유럽 국가내 분열 분위기도 일부 나타나고 있음

- 우크라이나 사태 장기화에 대한 대응책을 두고 유럽 내 국가별 여론이 온도차를 보이기 시작함

그림19. 우크라이나 사태 대응책에 대한 유럽 국가들 여론

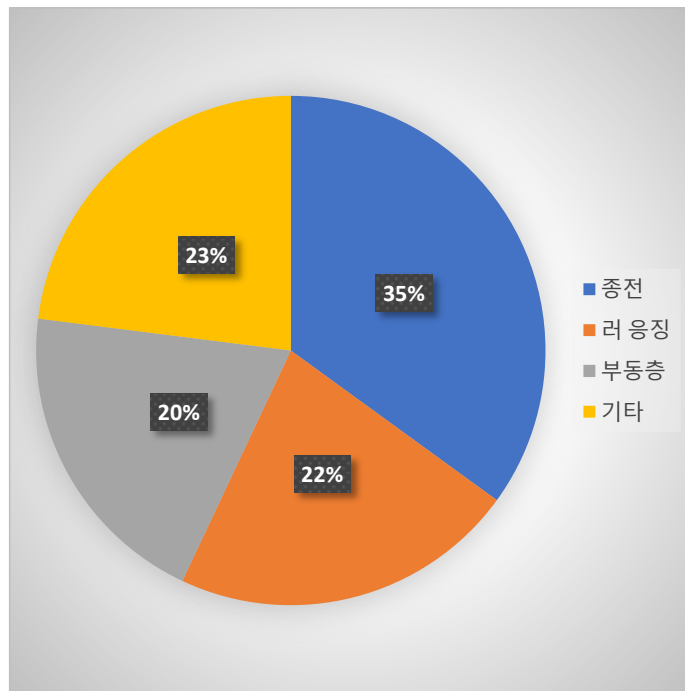
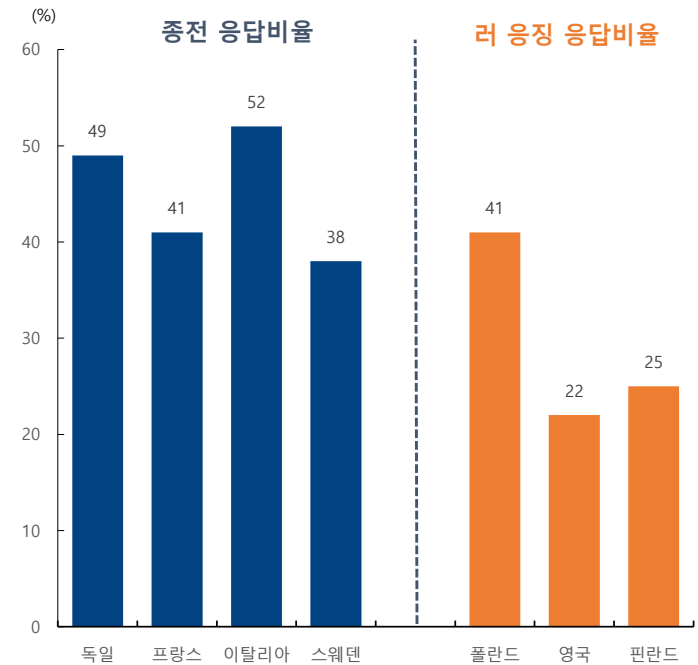


그림20. 우크라이나 사태 대응책을 두고 유럽 국가별로 여론이 엇갈리고 있음

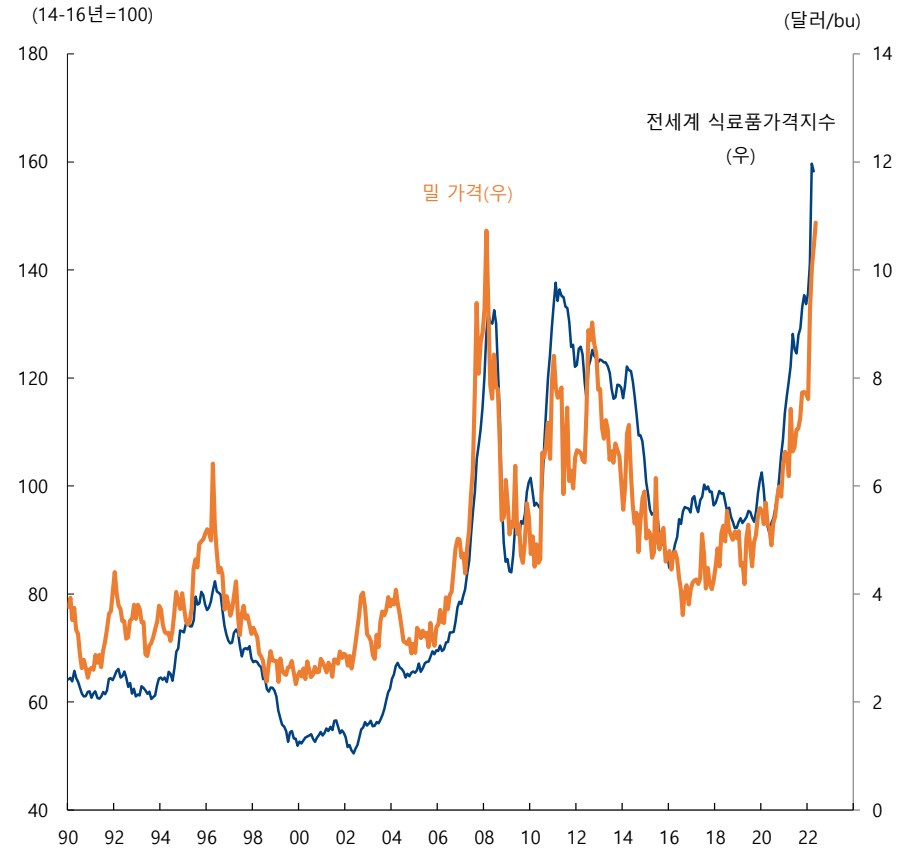


자료 : 연합인포맥스 기사, 하이투자증권 리서치센터

## 먹고사는 문제가 절박해지고 있다

- 우크라이나 전쟁 장기화와 이상 기후로 인한 곡물 및 식료품 가격 상승으로 인한 경제 및 사회불안이 확산되고 있음도 경기와 금융시장에는 부담 요인

그림21. 급등세가 이어지는 식료품 가격의 급등세는 에그플레이션 리스크를 높이고 있음



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## 겨울철 에너지 대란 리스크가 잠재(1)

- 연말 EU의 러시아산 에너지 수입금지가 시작될 경우 자칫 에너지 대란으로 인한 에너지 가격의 급등과 이에 따른 물가 압력 재확산이 현실화될 수 있음. 즉, 소위 푸틴플레이션 리스크가 잠재해 있음
- 연말까지 우크라이나 전쟁 상황이 변수로 작용할 것임

그림22. 에너지 가격, 스태그플레이션에 가장 큰 잠재 리스크

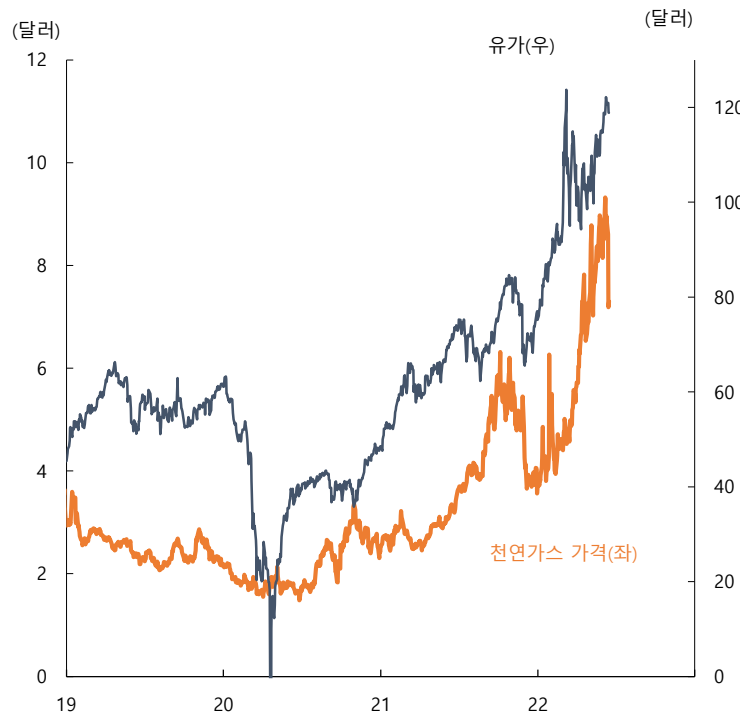
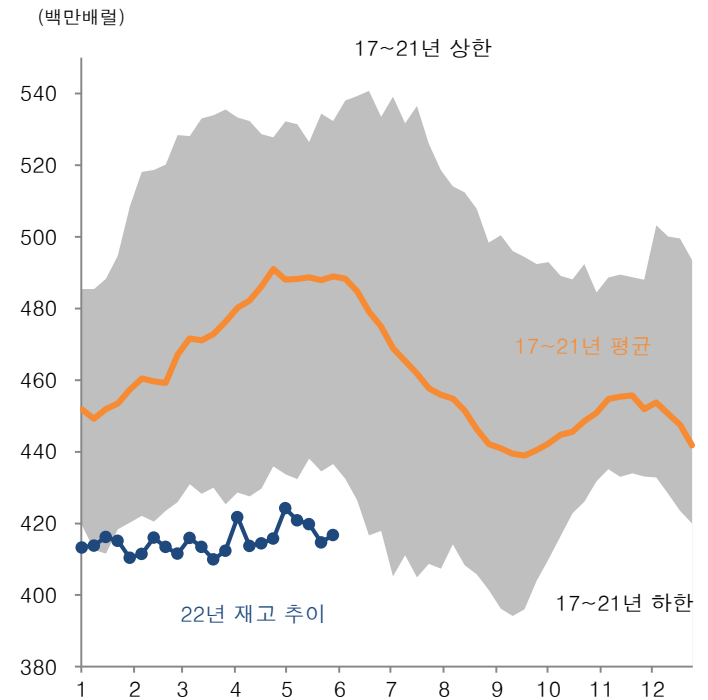


그림23. 미국 상업원유 재고 추이: 낮은 재고 수준도 유가 불안 요인

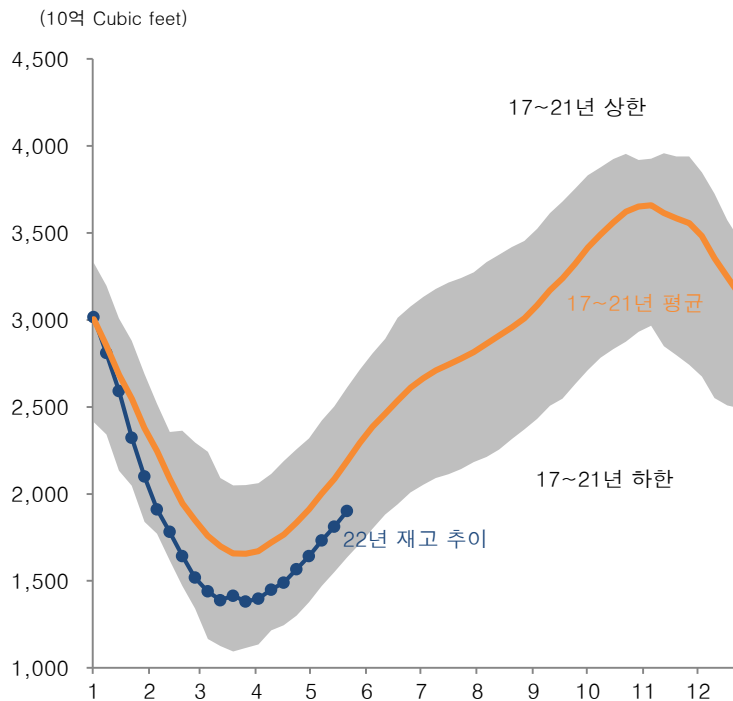


자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## 겨울철 에너지 대란 리스크가 잠재(2)

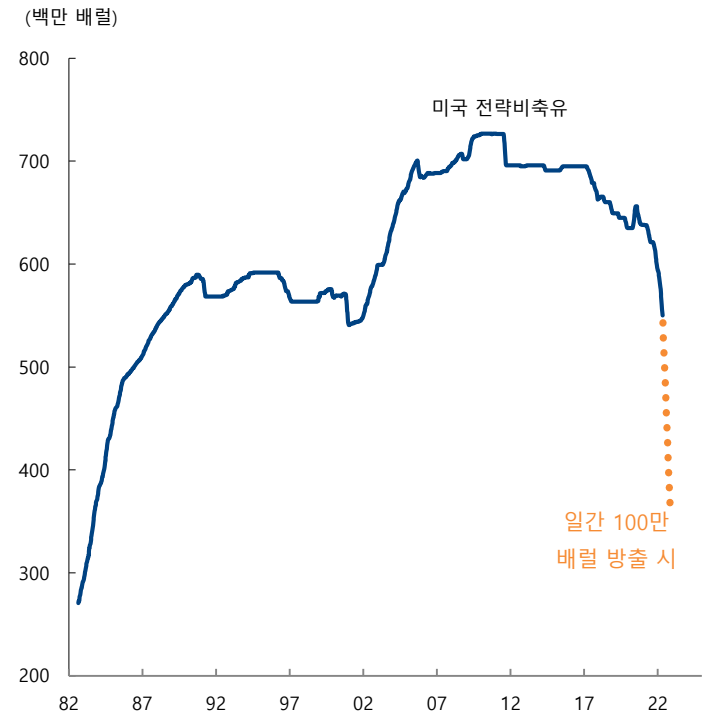
- 미국 내 원유 재고는 물론 천연가스 재고도 불안한 수준이며 미 전략비축유 방출 효과도 크게 기대하기 어렵다는 점은 겨울철 에너지 대란 리스크를 키우고 있음

그림24. 미국 천연가스 재고 추이



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

그림25. 미국 전략비축유 재고와 방출 추이

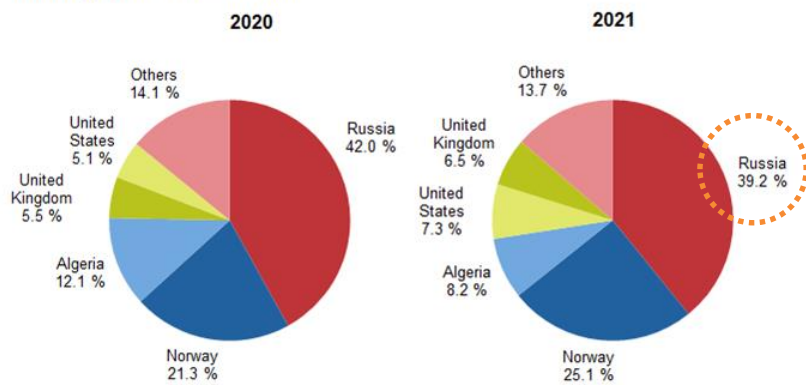


## 겨울철 에너지 대란 리스크가 잠재(3) : 러시아 에너지 의존도 낮추기 위한 "REPower EU"를 추진하고 있지만 겨울철 에너지 대란을 피하기는 어려운 상황임

- 주 내용은 ① 러시아산 천연가스 수입 올해말까지 1/3 수준으로 감축, ② 2030년까지 완전히 수입 중단, ③ 화석연료 수입 감축
- 감축된 러시아산 수입량은 천연가스 공급원 다변화(미국, 중동 등)를 통해 극복하겠다는 전략
- 단, 기존 EU에서 추진 중인 탄소중립 경제로의 전환을 위해서는 천연가스에 일정 부분 의존할 수 밖에 없음. 탈탄소 기조와 대러 에너지 의존도 축소 전략이 상충되는 상황. 따라서 대러 의존도를 1/3 수준까지 감축하는 것은 현실적으로 어려움. 더욱이 OPEC+ 국가인 사우디아라비아 등 중동이 같은 원유 산유국인 대러 제재에 적극적으로 동참할 가능성도 높지 않음
- 따라서 EU는 러시아 에너지 의존도를 낮추면서 동시에 원전에 대해 우호적인 태도를 취하면서 에너지 수급난 해소 위해 노력할 것으로 전망됨

그림26. EU의 주 천연가스 수입원

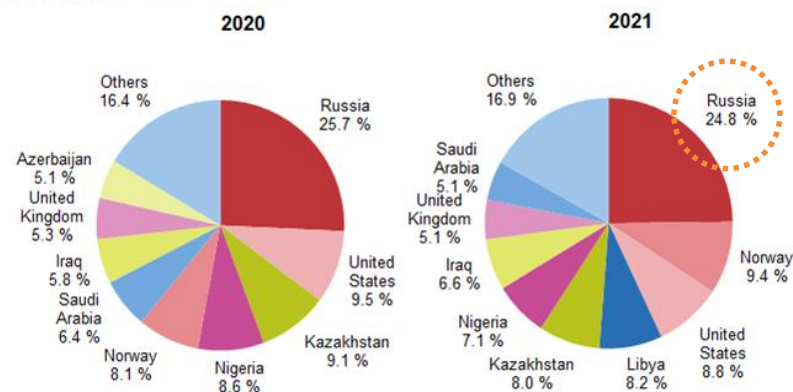
**Extra-EU imports of natural gas by partner, 2020 and 2021**  
share (%) of trade in value



Source: Eurostat database (Comext) and Eurostat estimates

그림27. EU의 주 석유 수입원

**Extra-EU imports of petroleum oil by partner, 2020 and 2021**  
share (%) of trade in value



Source: Eurostat database (Comext) and Eurostat estimates

## 겨울철 에너지 대란 리스크가 잠재(4) : 에너지 가격 및 공급제한 가능성도 부각 중

### "오일쇼크보다 심각한 위기...유럽, 에너지 배급제 검토"

입력 2022-06-09 17:45 수정 2022-06-10 01:28

"지금의 에너지 대란이 1970년대 '오일쇼크'를 능가하는 최악의 위기가 될 수 있습니다."

덴마크 쇠네르보르에서 8일(현지시간) 열린 '2022 IEA 7차 연례 에너지총회'에 참석한 각국 정부 관계자들은 "향후 몇 년이 글로벌 에너지 정책의 전환점이 될 것"이라며 "에너지 대란을 계기로 에너지 효율 강화에 더욱 박차를 가해야 한다"는 데 의견을 같이했다.

국제에너지기구(IEA)는 이날 총회에서 "석유와 가스 등 모든 에너지원이 부족한 위기가 한꺼번에 찾아오고 있다"고 지적했다. 중국 경제가 코로나19 봉쇄 조치에서 회복할 경우 중국발 에너지 수요와 맞물려 유럽의 에너지 공급난이 더욱 악화할 수 있다는 것이 IEA가 내린 진단이다.

파티 비롤 IEA 사무총장은 "유럽은 배급제를 도입해야 할 정도로 에너지 위기가 심각한 상황"이라고 강조했다. 이어 "드라이빙(휴가철) 시즌이 다가오면서 경유, 휘발유, 항공유 모두 공급이 부족해질 것"이라며 "천연가스 역시 공급이 수요를 따라가지 못해 이번 겨울은 굉장히 길고 추울 것으로 예상된다"고 말했다.

### 美 "동맹국들과 러시아 원유 가격 상한제 적용 논의"

유가 상승으로 러 원유 생산·수출량 감소분 상쇄  
"러, 우크라 침공으로 직접적 이익 보선 안돼"

등록 2022-06-15 오후 2:57:10  
수정 2022-06-15 오후 2:57:10  
장영은 기자

[이데일리 장영은 기자] 미국이 동맹국들과 러시아산 원유에 가격 상한제를 적용하는 방안을 논의 중이다. 최근 유가 상승에 따른 이익이 러시아에 돌아가도록 해서는 안 된다는 이유에서다.

월리 아데예모 미국 재무부 부장관은 14일(현지시간) 미 상원 세출소위원회에 참석해 "유럽, 아시아 동맹국들과 러시아산 원유 가격 상한제를 적용해 유가 상승으로 러시아에 돌아갈 혜택을 제한하는 방안을 논의하고 있다"고 말했다고 로이터통신이 전했다.

그는 러시아가 우크라이나를 침공한 2월 말 이후 서방의 경제 제재 등으로 러시아의 원유 생산량과 수출량이 모두 감소했지만, 유가가 급등하면서 이를 상쇄하고 있다고 덧붙였다.

미국과 영국 캐나다 등은 지난 3월 러시아산 원유 수입을 전면 금지하겠다고 밝혔다. 유럽연합(EU)도 지난달 러시아산 원유 수입량의 3분의 2에 해당하는 해상 운송 물량에 대한 수입 금지 조치에 합의했다.

다만, 이같은 경제 제재에도 불구하고 국제 유가 상승과 우회 수출 등으로 러시아가 원유를 통해 얻는 수익에는 큰 변화가 없다는 지적이 나오고 있다. 국제에너지기구(IEA)는 지난달 러시아의 석유 수익이 연초보다 50% 증가한 월 200억달러(약 25조8000억원)를 기록했다고 발표한 바 있다.



## 겨울철 에너지 대란 리스크가 잠재(5) : 러시아 측의 에너지 공급 감소 위기도 진행 중

### 러, 가스공급 또 33% 감축...독일 "불안조장·가격 끌어올리기"(종합)

송고시간 | 2022-06-16 01:25

| 정상 수송량보다 60% 줄어... "독일제 가스가압설비 문제 때문" 주장

(모스크바·베를린=연합뉴스) 유철종 이울 특파원 = 러시아 국영 가스 기업 '가스프롬'이 15일(현지시간) 러시아와 독일을 연결하는 발트해 관통 가스관 '노르트 스트림-2'의 가스공급량을 또다시 30% 이상 줄일 것이라고 밝혔다.

전날의 대폭 감축 발표에 뒤이은 것으로 기존 계획 공급량보다 60% 가까이 주는 것이다.

독일 정부는 러시아가 부품을 핑계로 불안을 조장하고, 가스가격을 끌어올리는 전략을 펼치고 있다고 꼬집었다.

타스 통신 등에 따르면 가스프롬은 이날 보도문을 통해 "전면적 수리 이전까지의 가동 시한 종료로 (러시아 서북부 레닌그라드주의) '포르토바야' 가압기지에 있는 또 하나의 지멘스(Siemens) 사 가스터빈 엔진 사용을 중단할 수밖에 없다"고 발표했다.

이어 "이에 따라 가압기지의 하루 가스 송출 용량이 모스크바 시간으로 16일 새벽 1시 30분을 기해 이전의 1억m³에서 6천700만m³로 33% 줄어들 것"이라고 설명했다.

자료 : 연합뉴스, 하이투자증권 리서치센터

#### 미국, 러시아 가스기업 가스프롬 제재



**'노르트 스트림-2' 건설 개요**

- 발트해 해저에 길이 1,200km 파이프라인 설치, 러시아에서 독일까지 가스 공급
- 주관사: 노르트 스트림-2 AG(스위스 소재)
- 가스프롬(러시아 국영 에너지기업), 노르트 스트림-2 AG사 지분 100% 보유
- 건설비용: 110억 달러(약 13조 원), 가스프롬과 유럽 기업들 각각 50% 부담. 가스프롬 소유권 가짐

**러시아 22일 푸틴 대통령, 우크라이나 동부 돈바스 지역 분리주의 공화국 2곳 독립 승인 후 자국 군대 진입 명령**

**독일 22일 러시아와 독일 잇는 가스관 '노르트 스트림-2' 사업 중단**

**미국 23일 '노르트 스트림-2 AG'와 그 기업 임원들 제재 (모회사 가스프롬 겨냥)**

바이든, "러시아산 천연가스가 이 가스관을 통해 유럽으로 더 많이 수출되면 유럽의 러시아 의존도가 심해지고 그만큼 러시아의 정치적 영향력이 커질 것"

조 바이든 미국 대통령

연합뉴스 자료/ 가스프롬, BBC, 외신 종합

반종빈·장성규 기자 20220224

## 정치적으로 우크라이나 전쟁 장기화 가능성은 확대

- 바이든 대통령 지지율 급락은 우크라이나 사태의 조기 종전 가능성을 낮추는 요인
- 젤렌스키 대통령도 크림반도 회복을 선포하고 있어 조기 종전 가능성은 높지 않은 상황임

### 서울신문

인쇄 취소

#### 젤렌스키 “크림반도 해방할 것... 압도적 악랄함 마주하고 있어”

입력 : 2022-06-14 08:46 | 수정 : 2022-06-14 10:04

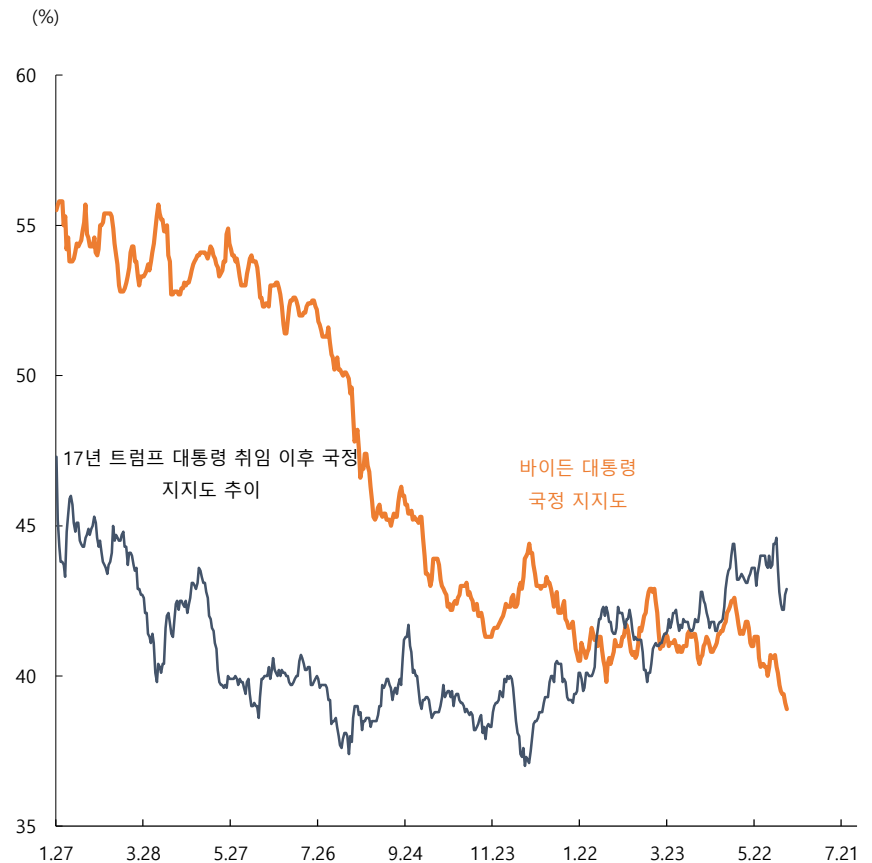


▲ 볼로디미르 젤렌스키 우크라이나 대통령이 수도 키이우에서 우즈루라 폰테어라이언 유럽 연합(EU) 집행위원장과 EU 가입 문제 등을 논의한 후 공동 기자회견에 참석하고 있다. 2022.6.11 로이터 연합뉴스

볼로디미르 젤렌스키 우크라이나 대통령이 8년 전 러시아에 빼앗긴 크림반도를 이번 전쟁에서 되찾겠다고 선포했다.

자료 : 서울신문, 하이투자증권 리서치센터

그림28. 급락하는 바이든 대통령 지지율은 우크라이나 사태 장기화로 이어질 수 있음

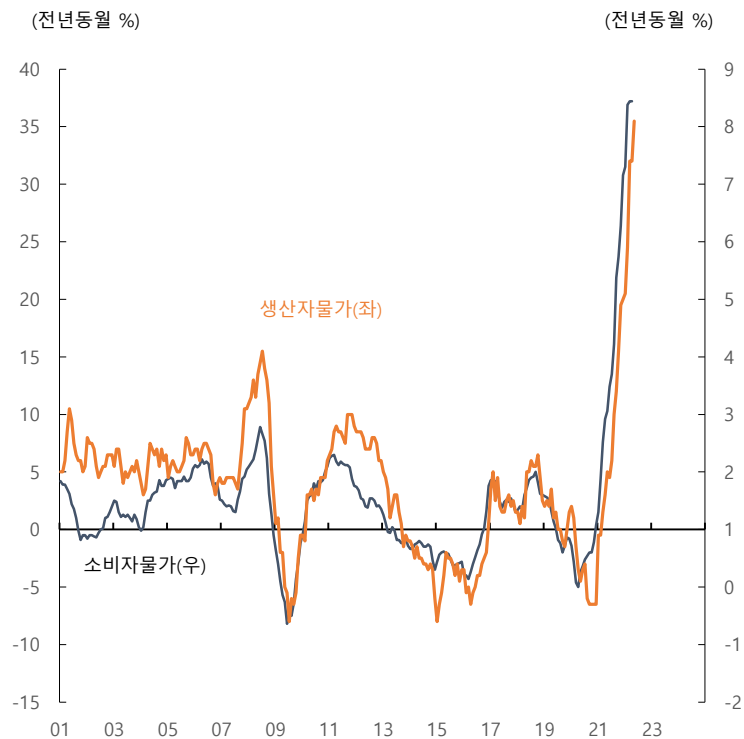


자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## 에너지 가격 급등 등으로 이례적인 생산자물가 상승에 시달리고 있는 유럽 경제

- 최근 유럽과 미국 천연가스 가격의 엇박자 현상은 궁극적으로 천연가스 공급 리스크 확대를 보여줌

그림29. 유로존 생산자물가 상승률은 이례적 수준



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

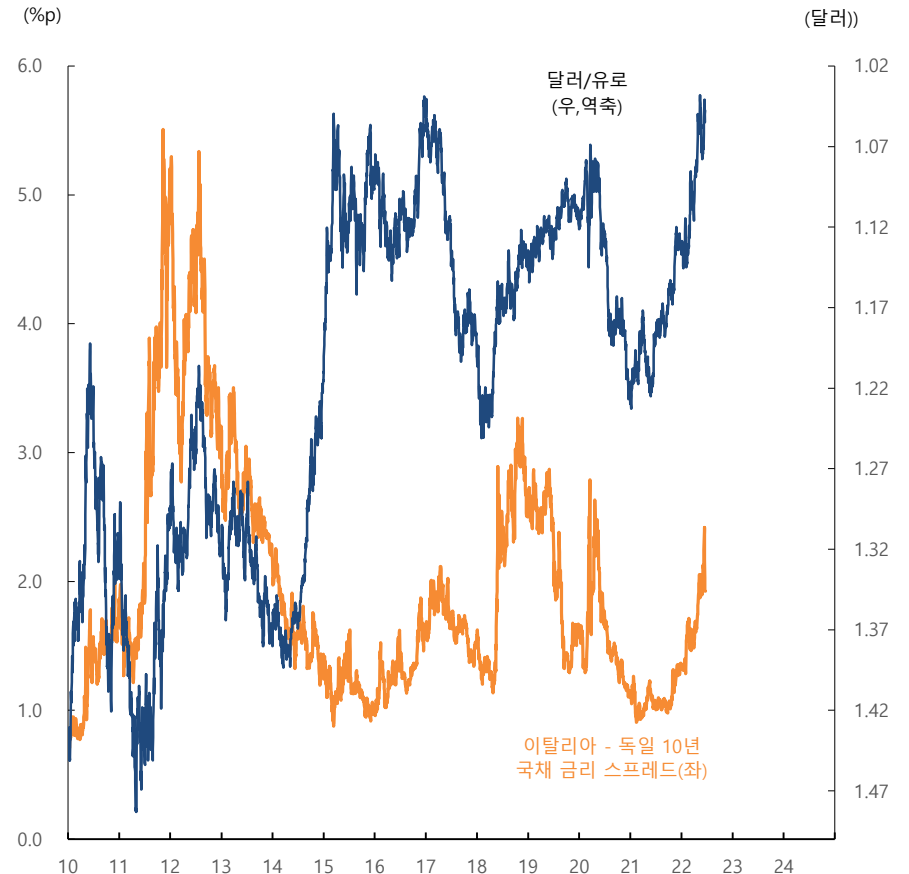
그림30. 미국과 유럽 천연가스 추이



## 유럽 부채 재발 리스크도 잠재해 있음

- ECB가 선제적 조치에 나설 움직임지만 결국 유럽 국채시장의 불안 역시 인플레이션 압력 확대가 근본적 이유임
- 인플레이션 리스크 진정이 무엇보다 필요하다는 측면에서 우크라이나 사태 장기화에 따른 에너지 공급망 혼란이 관건임. 즉, 유럽 입장에서 우크라이나 출구전략이 더욱 절실해지고 있는 상황임

그림31. 유럽 국채시장의 불안이 잠재해 있는 상황임



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## 3분기 중국 부양도 속도를 내야 한다

- 실업대란 및 신용 위험을 회피하기 위해서도 경기 부양정책이 3분기 중 속도를 높여야 함
- 재정 부양 강도를 높이기 위해서 자원 마련이 변수
- 만약, 중국 경기 부양이 기대에 못미칠 경우 중국발 신용위험이 고조될 여지도 잠재

## 경기 우려는 크지만 부양 기대감에 반등하는 중국 주가. 단, 추세적 상승 여부는 미지수

- 3분기 중 가시적인 성장 회복 모멘텀이 나타날지를 좀더 지켜봐야 할 듯

그림32. 나스닥과 중국 상하이 주가 지수 추이



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

표2. 4~5월 주요 경제지표의 부진이 두드러지고 있음

## 3%대 성장률로 다가서고 있는 중국 경제

- 제로 코로나 방역 정책의 후유증과 더불어 경기부양 정책 실시 지연 등이 중국 경기 경착륙 리스크를 높이고 있음

(전년동월 %, 지수)	21.8	21.9	21.10	21.11	21.12	22.1	22.2	22.3	22.4	22.5
제조업 PMI	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6
서비스 PMI	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4	41.9	47.8
소매판매	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	1.7	1.7	-3.5	-11.1	-6.7
승용차 판매	-11.5	-16.2	-4.9	-4.6	2.0	6.9	28.7	-0.5	-43.4	-1.4
산업생산	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	4.3	4.3	5.0	-2.9	0.7
고정투자	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	4.9	12.2	9.3	6.8	6.2
수출	25.4	28.0	26.9	21.7	20.9	24.1	6.3	14.6	3.9	16.9
수입	32.7	17.2	20.4	31.4	19.5	20.1	10.6	0.0	0.0	4.1
70대 대도시 주택가격(MoM %)	0.16	-0.08	-0.25	-0.33	-0.28	-0.04	-0.13	-0.07	-0.3	-0.17
주택판매	24.5	17.8	12.7	9.3	5.3	5.3	-22.1	-25.6	-32.2	-34.5
Credit Impulse	24.1	23.6	23.2	23.6	24.4	24.8	24.3	25.9	24.4	25.3

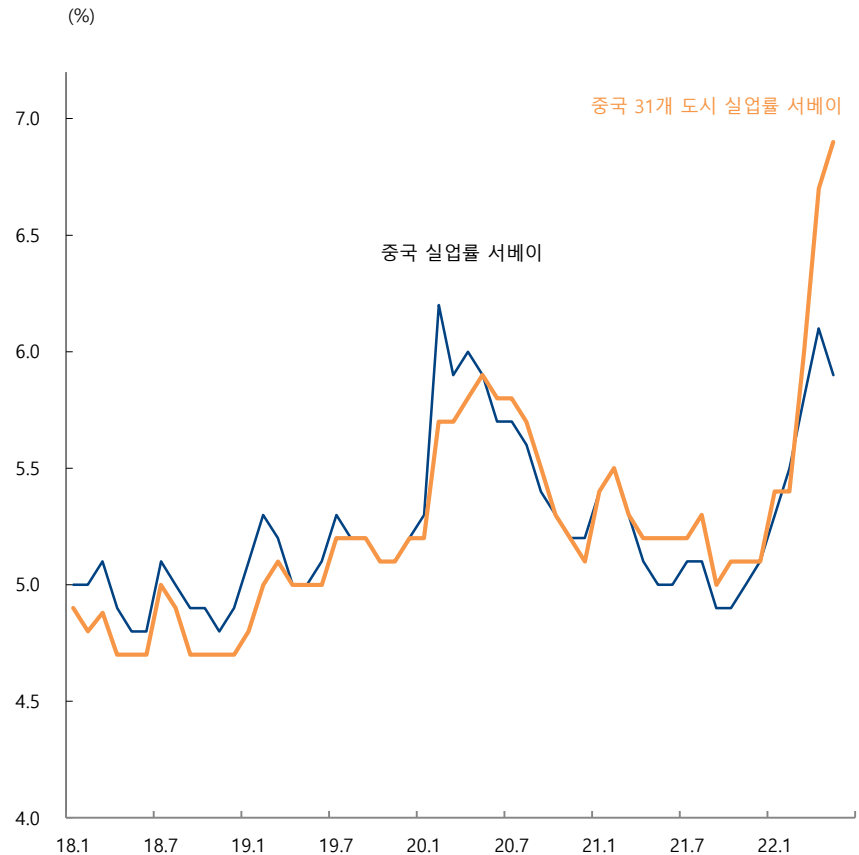
주: Credit Impulse는 수치가 낮아질수록 긴축을 의미

자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## 재정을 동원한 강력한 경기부양정책 실시가 불가피하지만...

- 성장률 둔화가 실업대란으로 이어질 수 있음은 중국 지도부가 가장 우려하는 리스크라는 점에서 경기부양 추진이 불가피
- 경기부양책과 동시에 규제 완화가 반드시 동반되어야 할 듯 : 1) 플랫폼 기업 규제완화, 2) 부동산시장 규제완화, 3) 탄소중립 규제 완화

그림33. 실업 대란에 빠진 중국 경제

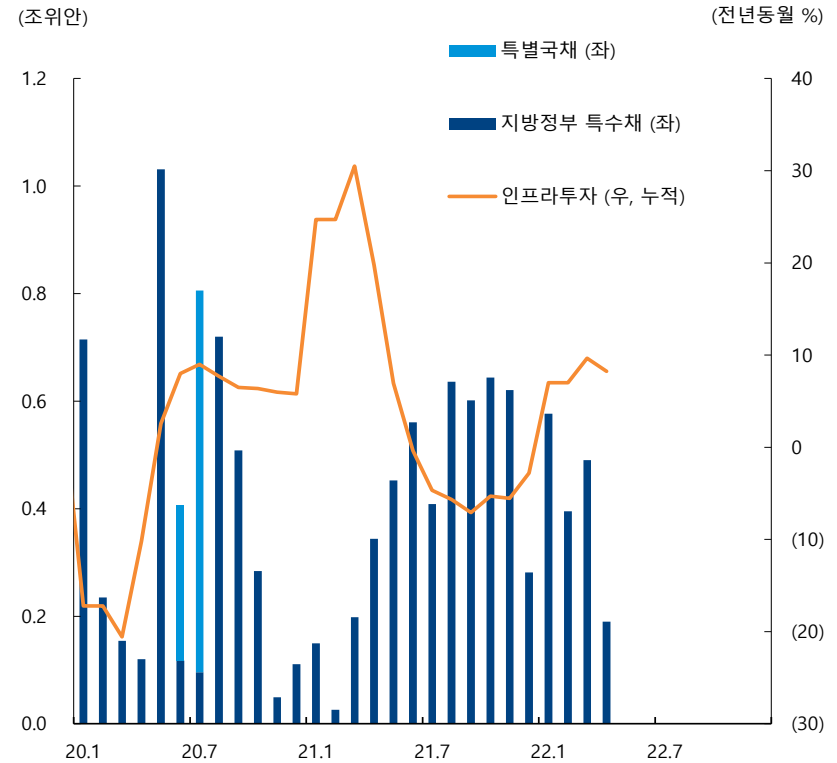


자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터



6월~9월 중 인프라 투자 확대를 위한  
 특수채 발행 확대 여부와 중앙정부 차원의  
 소비부양책 실시 여부를 주목

그림34. 중국 특수채 발행 추이와 인프라투자



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## 국내 금융시장과 경기의 낙인효과를 해소하기 위해 서는 대외 불확실 완화가 필요

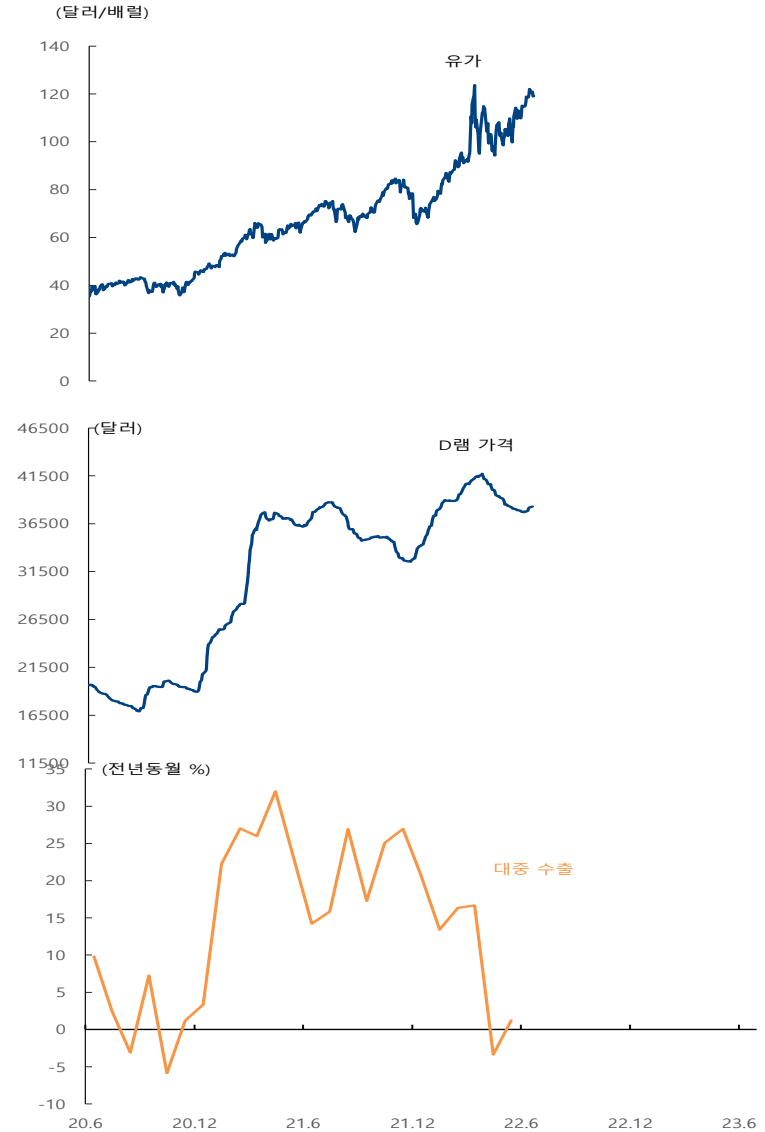
- 국내 금융시장과 경기의 낙인효과 해소를 위해서는 우크라이나  
출구전략 가시화에 따른 에너지 가격 안정과 더불어 중국 경기 경  
착륙 리스크 해소가 필요

## 한국 경제와 금융시장에 대한 낙인효과

(낙인효과: 상대방에게 부정적으로 무시당하거나, 치욕을 당한 경우에 즉, 상대방에게 낙인이 찍힌 경우에 부정적인 영향을 당한 당사자가 부정적으로 변해가는 현상)

- 1) 고유가: 에너지 의존도가 높은 경제
- 2) 나스닥 급락: 반도체 수출의존도가 높은 경제
- 3) 중국 경기 경착륙: 대중국 수출의존도가 높은 경제

그림35. 한국 경제와 금융시장의 낙인효과를 대변하는 지표들

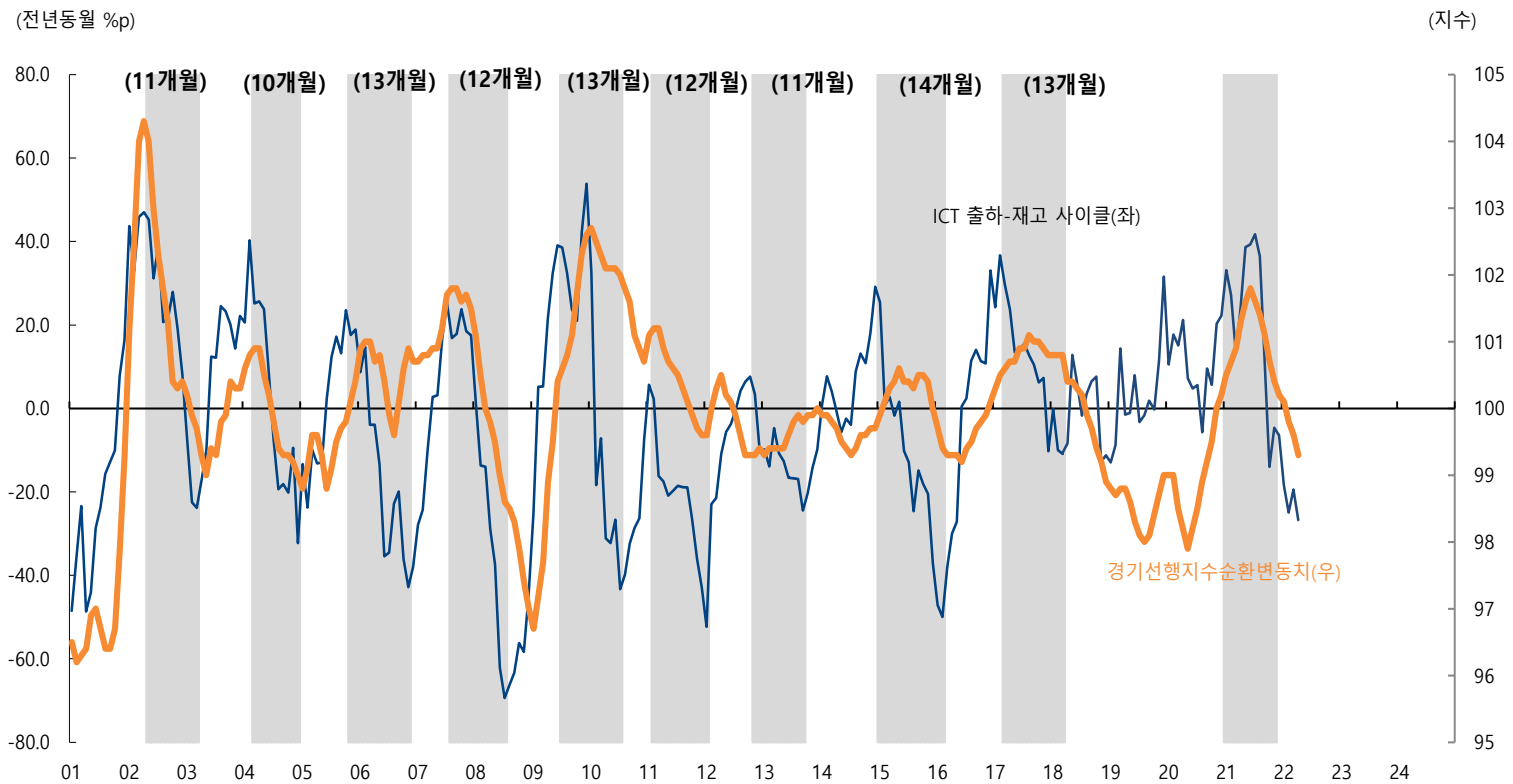


자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## 중국 경기가 국내 경기 사이클의 가장 큰 변수

- 국내 ICT 업황 사이클의 반등도 중국 경기 사이클, 즉 경기 부양강도에 좌우될 전망

그림36. ICT업황 사이클도 연초 들면서 둔화 폭이 확대되고 있음



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## 당분간 국내 내수 경기가 경착륙 리스크를 방어하는 가운데 중국 경기부양효과 가시화가 국내 경기 연착륙 여부를 좌우할 듯

- 수출 불확실성이 커지고 있지만 다행히도 내수부문의 강한 고용회복 흐름은 경기 사이클의 하방 경직성을 강화시키는 요인으로 작용 중
- 엔데믹 국면 진입에 따른 억압수요(Pent-up)와 함께 강한 고용시장 회복은 국내 경기사이클에 당분간 우호적 영향을 미칠 것임

그림37. 차별화되고 있는 한국의 대미 수출과 대중 수출

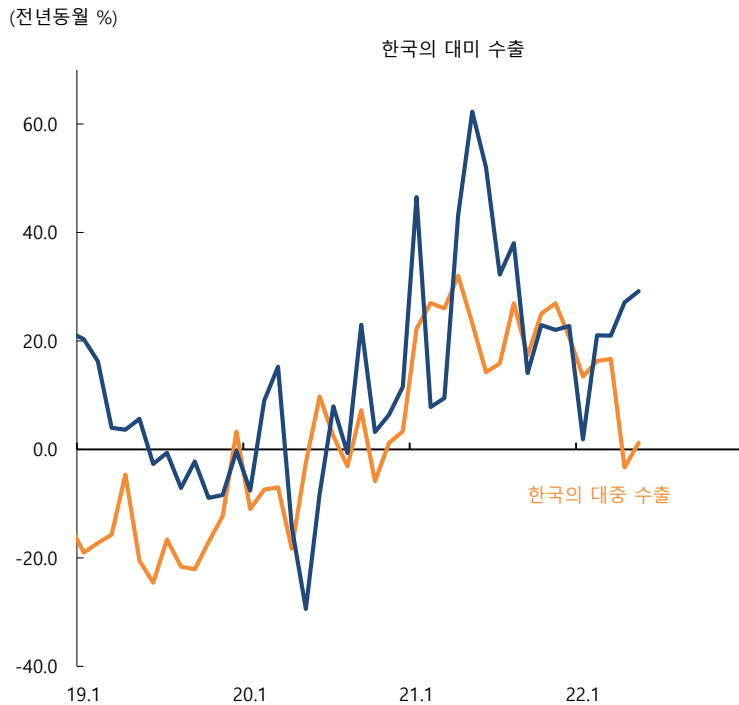
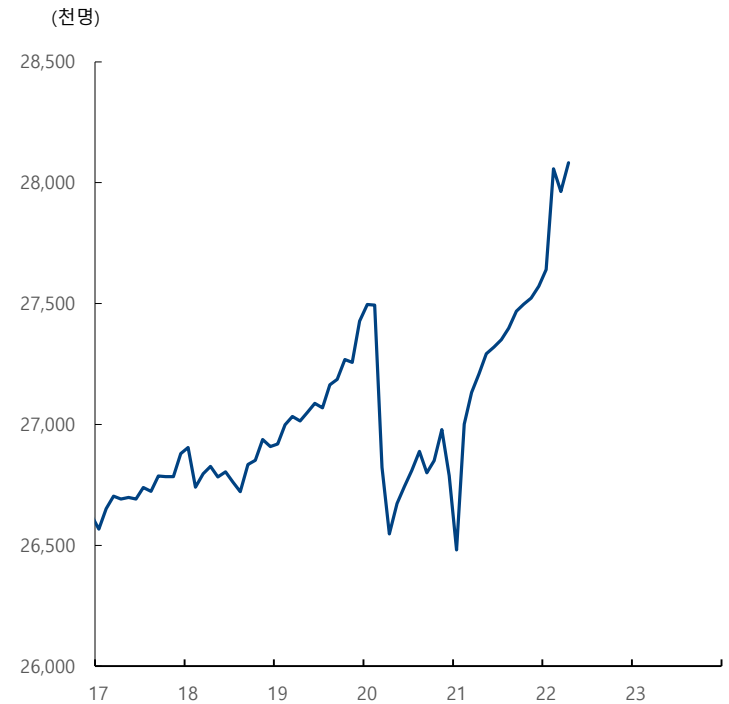


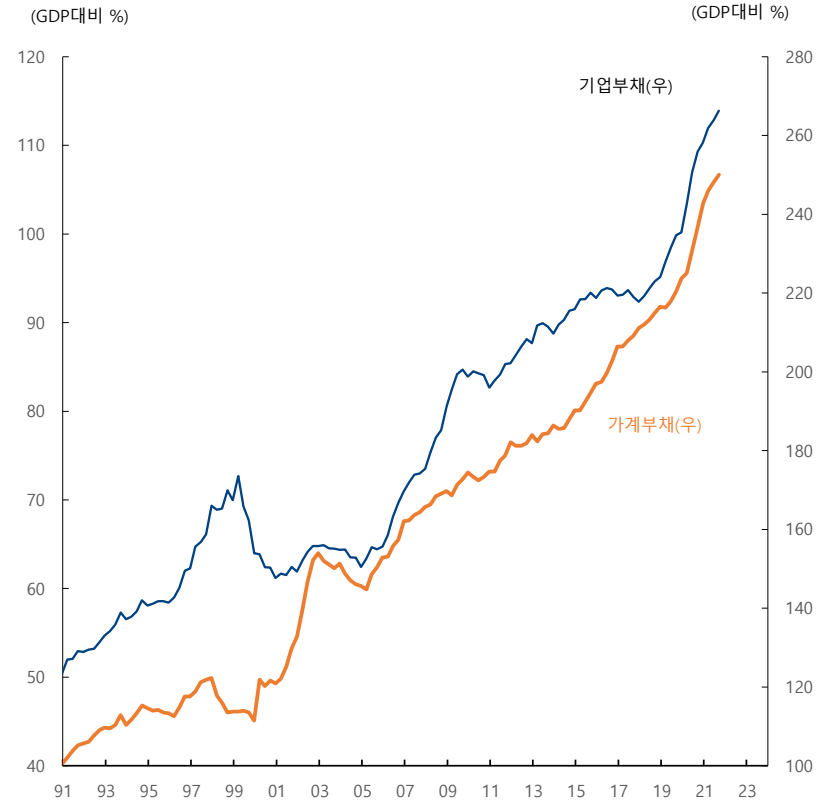
그림38. 강한 증가세를 보여주고 있는 국내 취업자수



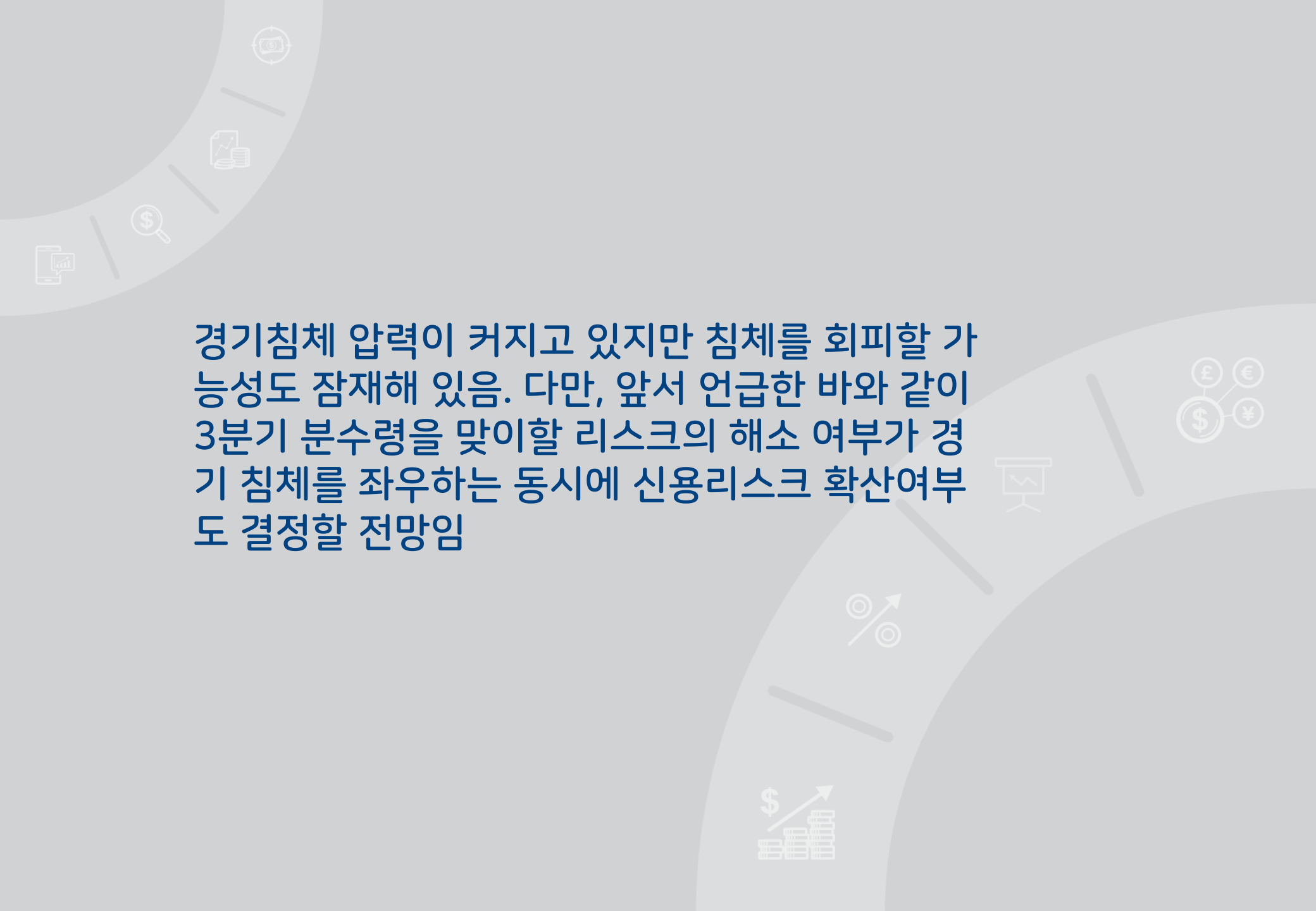
자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

다중위기(고물가, 경기 침체 그리고 중국 경기 경착륙 등)가 현실화될 경우 국내 부채 리스크 역시 가시화될 공산이 높아짐

그림39. 국내 가계 및 기업부채 추이



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

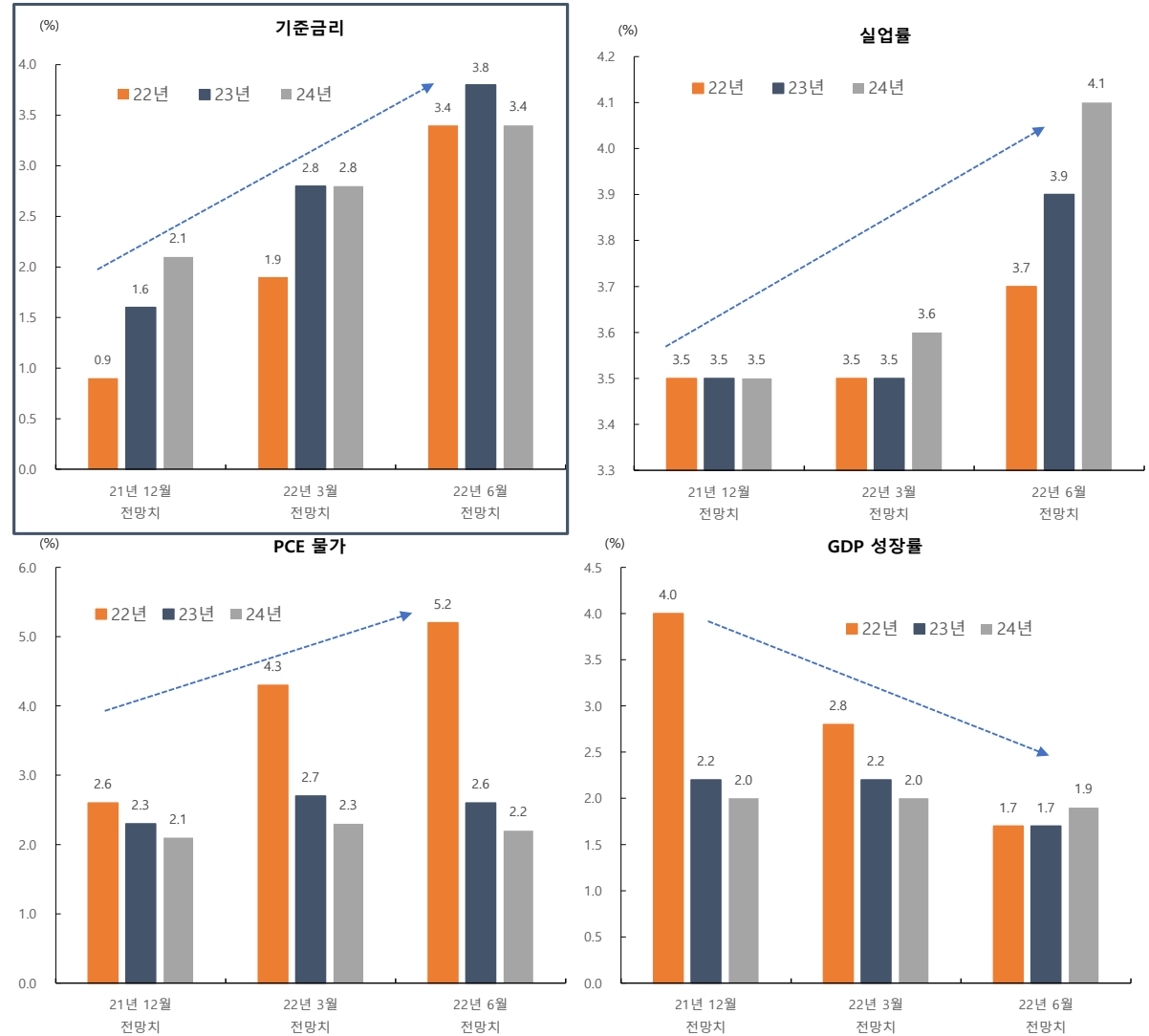


경기침체 압력이 커지고 있지만 침체를 회피할 가능성도 잠재해 있음. 다만, 앞서 언급한 바와 같이 3분기 분수령을 맞이할 리스크의 해소 여부가 경기 침체를 좌우하는 동시에 신용리스크 확산여부도 결정할 전망이다

그림40. 미 연준 6월 수정 전망치: 정책금리 전망치만 보면 자이언트 스텝이 지속될 가능성은 낮아 보임. 긍정적인 고용시장 전망으로 강한 고용시장이 경기사이클의 심각한 침체를 막아주는 방어막 역할을 할 것으로 기대

미 연준, 연말까지 정책금리 3.4% 수준까지 인상할 것으로 예고 속에 경기는 'L'자형 사이클 전망

경기침체 리스크가 커지고 있는 것은 분명하지만 침체를 피할 가능성은 아직 잠재해 있음



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터



## 타이트(Tight)한 고용시장, 고물가 리스크인 동시에 중요한 경기 연착륙 요인

- 노동시장의 병목현상은 고물가 압력을 높이는 주요인이지만 한편으로는 경기 연착륙, 즉 소비 사이클을 지지하는 요인임

그림41. 미국 심각한 인력난이 금리 인상 압력을 높이고 있음

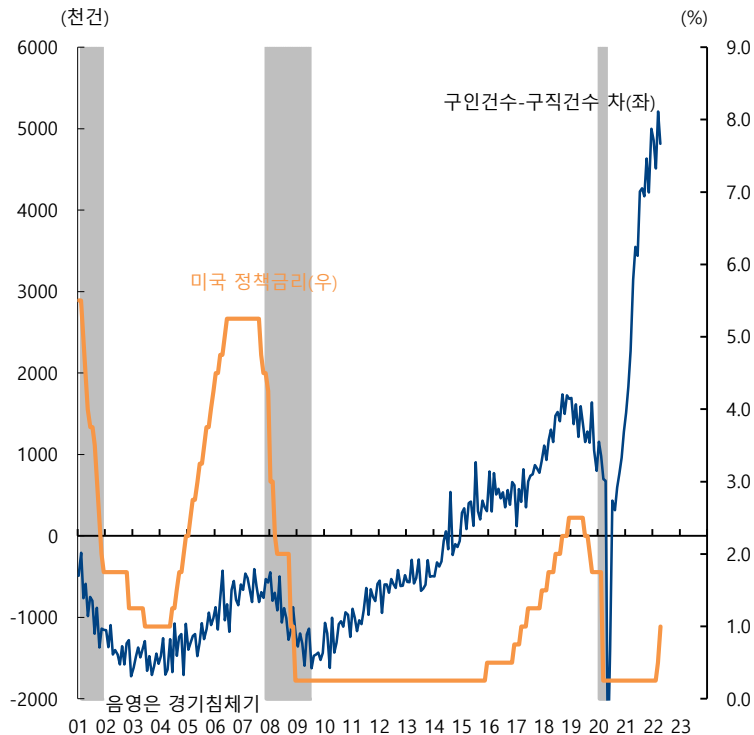
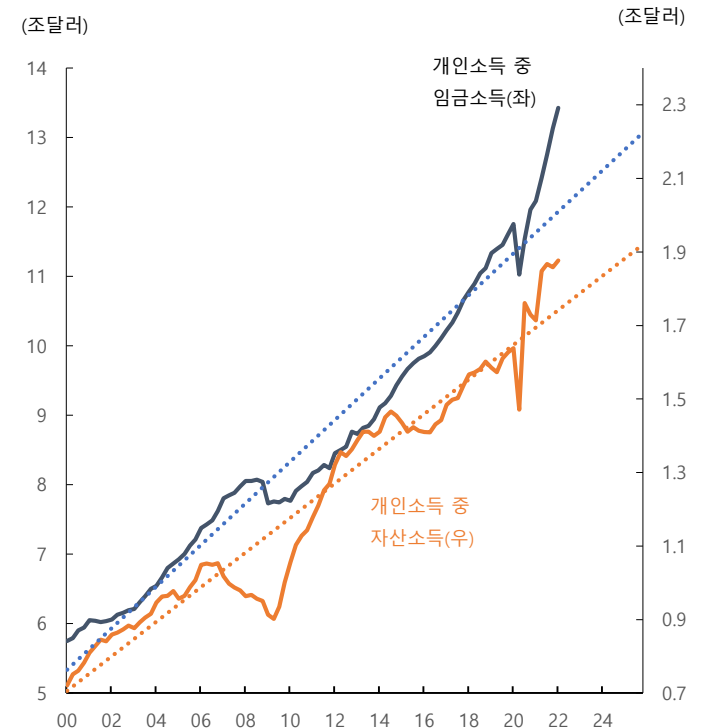


그림42. 양호한 임금소득은 소비사이클을 지지 중

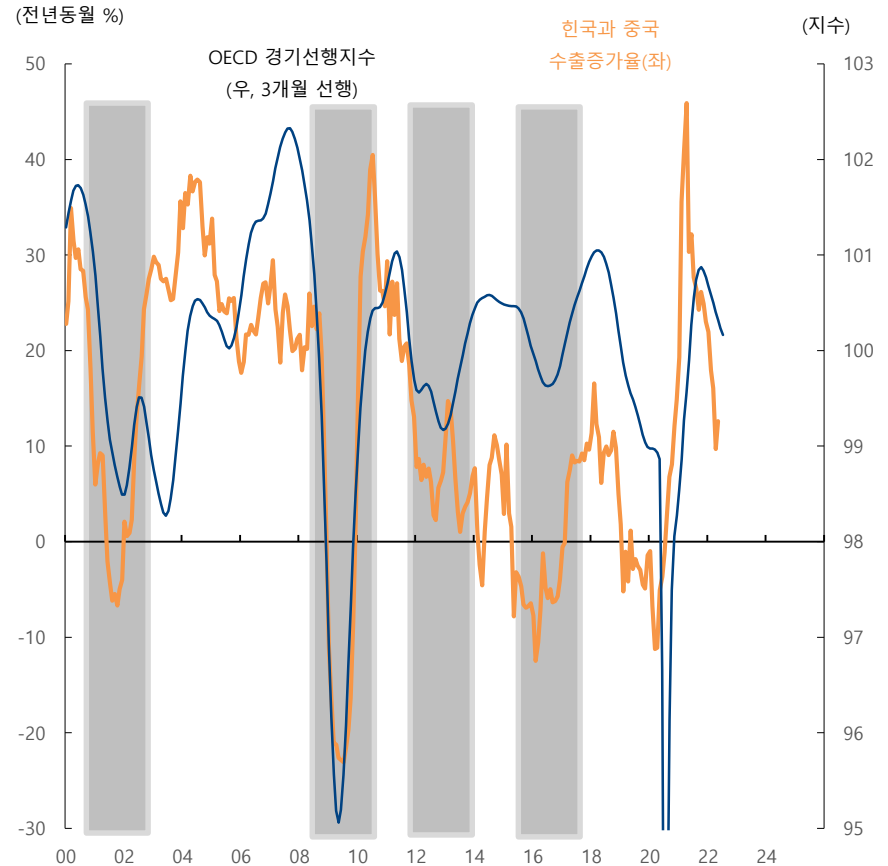


자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## 경기와 관련하여 긍정적 지표도 있다

- 각종 불확실성 리스크에도 불구하고 글로벌 경기사이클의 선행지표라 할 수 있는 한국과 중국의 수출 경기가 견조한 추세를 유지하고 있음은 경기 연속락 기대감을 높이는 요인

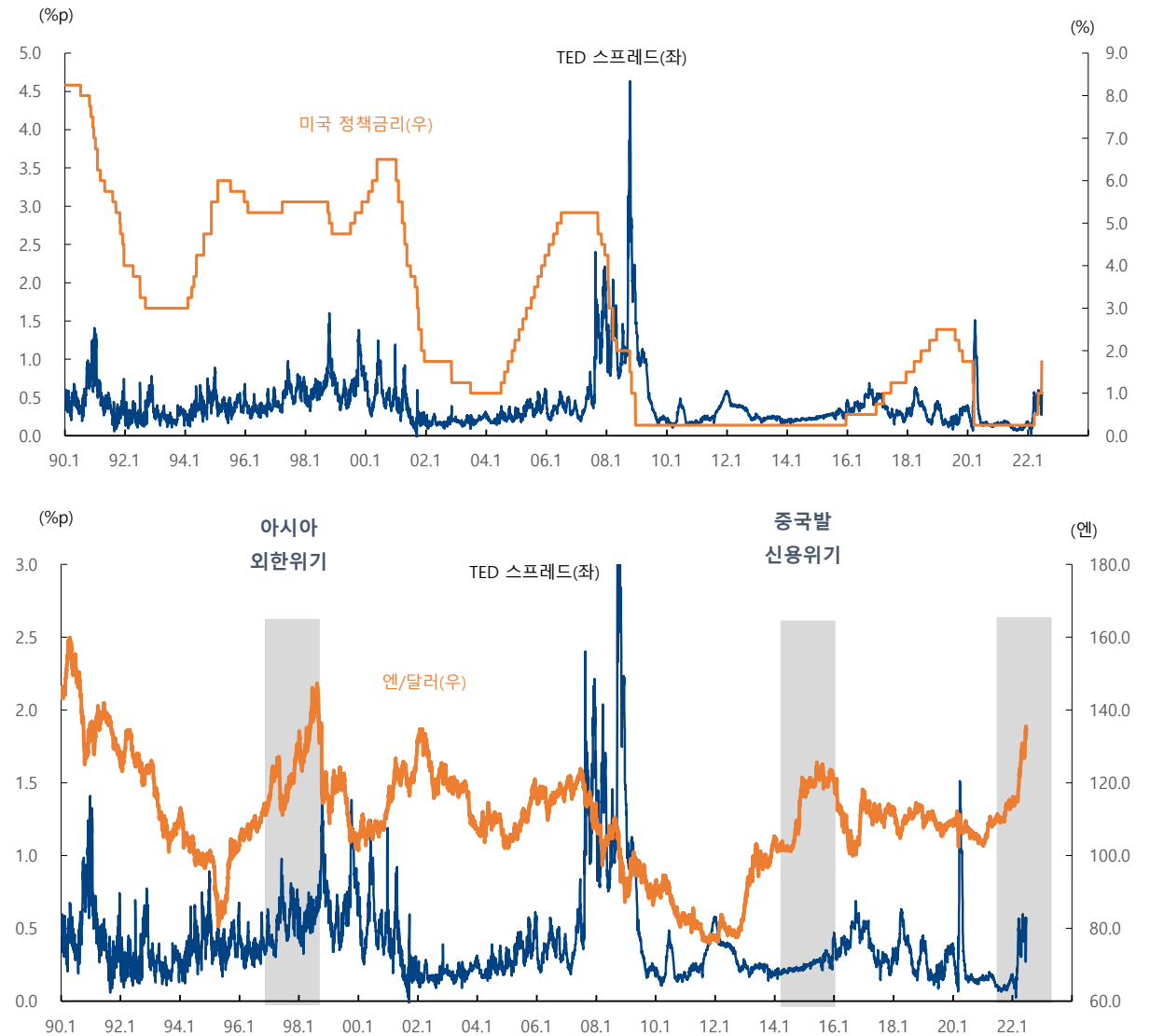
그림43. OECD 경기선행지수와 한국-중국 수출 사이클



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

미 연준의 긴축 기조 강화가 예상되어  
있음은 자금경색 리스크 역시 하반기  
중요 이슈로 잠재해 있음을 의미함

그림44. 하반기 자금경색 리스크 경계



## Compliance Notice

---

- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 하이투자증권 박상현, 류진이)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.