

국제금융센터

2023년

세계경제 · 국제금융시장 전망 및 주요 이슈



# Contents.



01. 세계경제 동향 및 2023 전망
02. 국제금융시장 동향 및 2023 전망
03. 2023 세계경제·국제금융시장 주요 이슈
04. 종합평가

# 01

## 세계경제 동향 및 2023 전망

1. 2022 세계경제 동향
2. 2023 세계경제 전망

# 2022년: 인플레이 급등+성장 모멘텀 급락

01

02

03

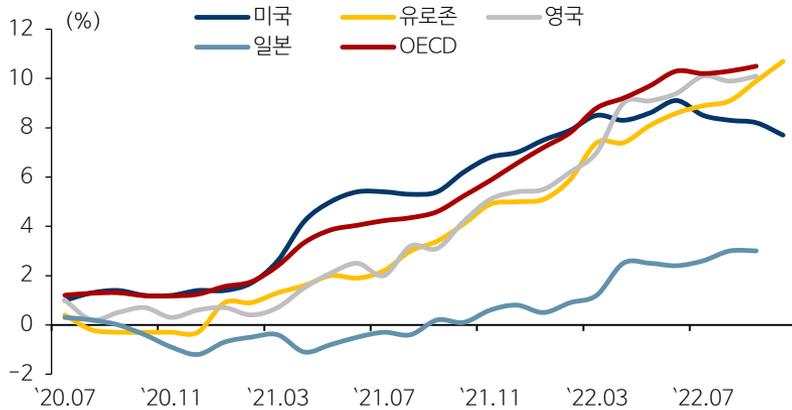
## • 글로벌 인플레이션 예상 크게 상회하며 40년 래 최고 수준

- OECD CPI, 9월 10.5%로 전년동월대비 +5.9%p, 연초대비 +3.3%p. '80년대 이후 최고 수준
- 글로벌 인플레 '21년 4.7% ⇒ '22년 전망 3.8%('21.10월) → 8.8%('22.10월, IMF)

## • 주요국 성장률 상반기 급락. 3분기 반등 불구 일시적 평가

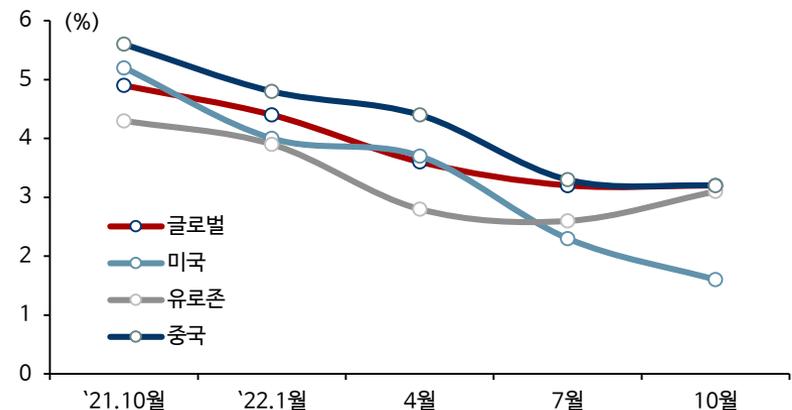
- 미국 상반기 (-) 성장, 중국 2분기 성장률(0.4%, yoy) 급락. 3분기 각각 반등했으나, 美 민간수요 빠르게 둔화('21.4Q 2.6%→'22.3Q 0.1%), 中 소비 부진 및 부동산 침체 지속
- 세계경제 성장 '21년 6.1% ⇒ '22년 전망 4.9%('21.10월)→3.6%('22.4월)→3.2%(7월~)로 하락(IMF)

### | '22년 글로벌 인플레이션 추이



자료: Bloomberg

### | '22년 글로벌 성장 전망 변화

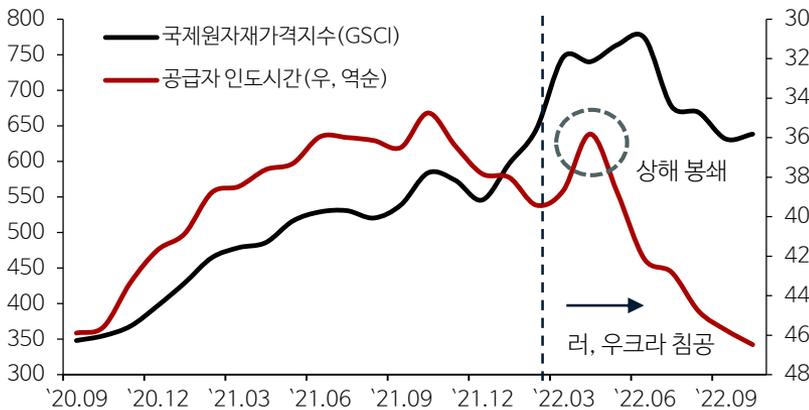


자료: IMF

# 전쟁, 봉쇄 및 긴축 영향 가중

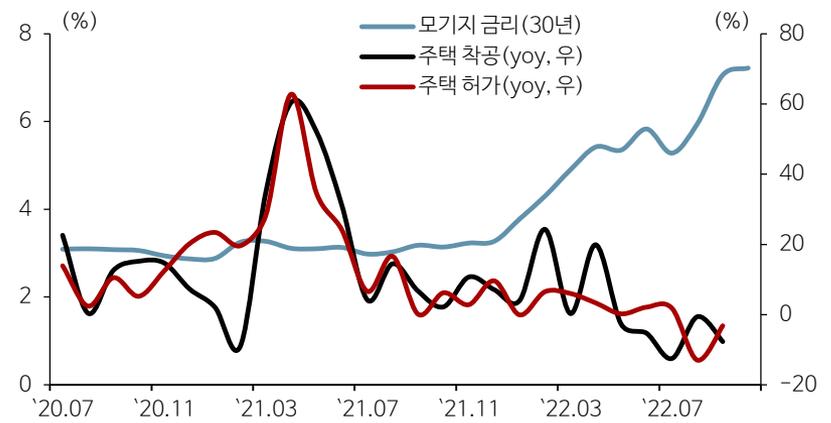
- **러-우 전쟁, 중국 봉쇄** 영향에 따른 공급제약 등으로 물가·성장 악화
  - 러-우 전쟁에 따른 에너지 불안 및 식량난으로 국제 원자재가격 급등
  - 중국 봉쇄로 생산·물류 차질. 산발적 봉쇄 재연되며 불확실성 상존
- **팬데믹 이후 재정긴축과 함께 고물가 및 고강도 통화긴축의 실물경제 영향 가시화**
  - 재정적자 규모(GDP %, '21→'22년): 미국 -10.9 → -4.0, 유로존 -5.1 → -3.8, 영국 -8.0 → -4.3
  - 가파른 금리인상으로 부동산 등 금리민감 부문 위축. 금융여건도 빠르게 긴축되며 성장이 저하

## | 국제원자재가격 및 글로벌공급제약 지수



자료: Bloomberg, JP Morgan

## | 미국 모기지 금리 및 주택시장 지표



자료: Bloomberg

# 2023년: 성장세 둔화, 하방위험 우세



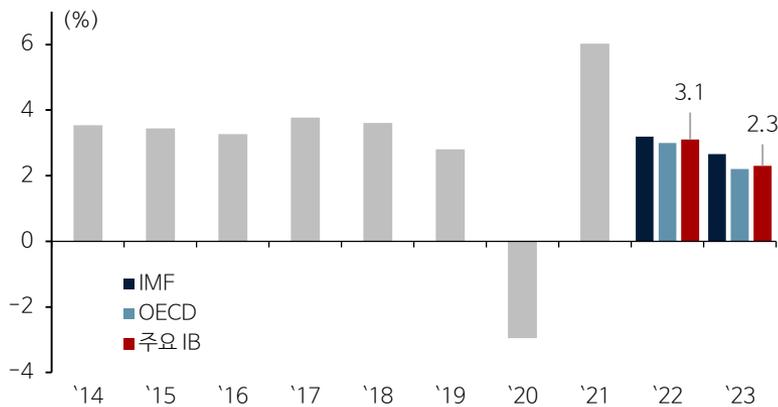
## • 통화긴축, 고비용 영향 등으로 성장세 둔화. '22년 3.1%→'23년 2.3%(IB 평균)

- 선진국 민간 재무여건 양호, 중국 봉쇄 완화 기대 등이 성장세 유지에 기여하나, 에너지난, 고강도 통화긴축으로 산업생산, 건설투자 등 위축, 美·유럽 중심으로 성장세 크게 하락
- '23년 글로벌 성장 전망은 GFC('09년 -0.1%), 팬데믹('20년 -3.0%) 제외하고 20년간 최저 수준(IMF)

## • 하방위험 우세 → 유사 시 성장 추가 하락(2% 하회시 세계경기침체, BoA 등)

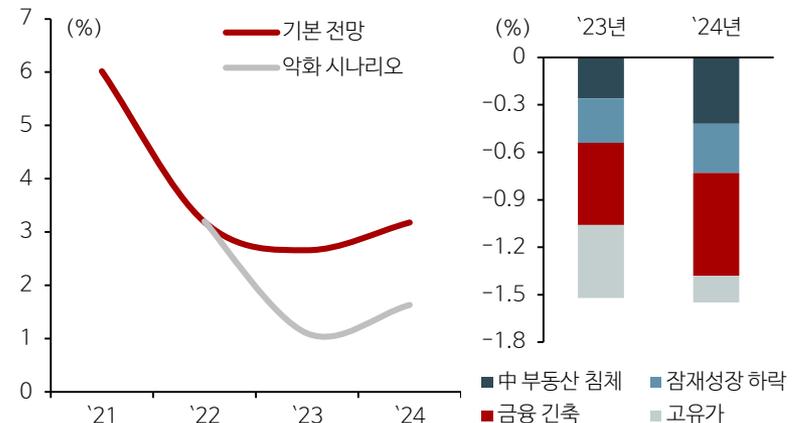
- 국제기구 등은 내년 글로벌 성장세 둔화를 전망하면서도 다양한 하방 시나리오 제시: (세계은행) 인플레이 기대 약화시 0.5~1.7%, (OECD) 유럽 에너지난 심화시 1.8% 등

### | 글로벌 성장률 전망



자료: IMF, OECD, 주요 IB('22.10월말 기준). 주: '22년 이후는 전망

### | 글로벌 성장 하방 시나리오(IMF)

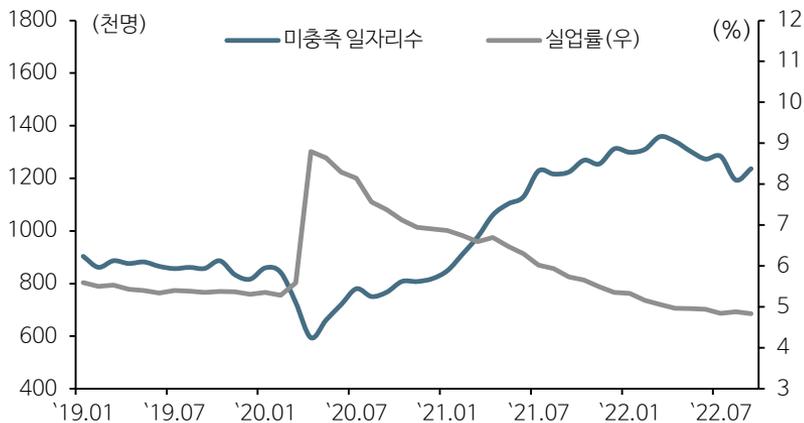


자료: IMF

# 노동·서비스 견고 vs 재화·교역 위축

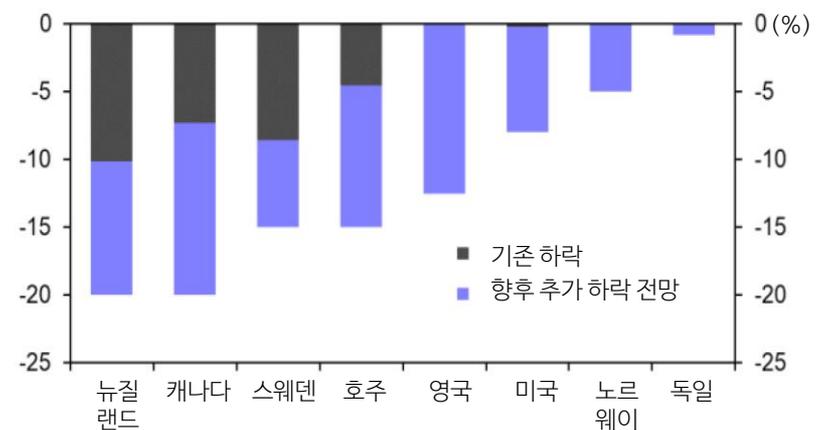
- 글로벌 전반 견고한 노동시장, 서비스 소비 회복 여지 등은 성장세 지지**
  - 주요국 역대급 낮은 실업률 및 높은 구인율(job vacancy) 등 양호한 고용시장이 경기침체 위험을 완화
  - 팬데믹 이후 저조했던 서비스 소비도 개선 여지('19년말 이후 美 실질소비 재화 +14.6%, 서비스 +3.6%)
- 재화 소비 정점 통과, 금융비용 상승 등으로 투자 위축, 교역 감소 등 하방 압력 점증**
  - '23년 선진국 주택가격 하락세 심화하며 주거용 건설 10~20% 감소, 성장률 0.5~1.0%p 하락 전망(CE)
  - 강달러 등이 상품교역을 위축. '23년 글로벌 교역 정체(1%, WTO) 내지 감소(CE)하며 EM 수출 등 영향

## | 실업률 및 미충족 일자리수



자료: OECD 주: 실업률은 OECD 평균, 미충족 일자리는 OECD 11개국 평균

## | 선진국 주택가격 전망(고점~저점, '22~'24년)



자료: Capital Economics

# 고물가·통화긴축 경로에 따른 경기향방 불확실



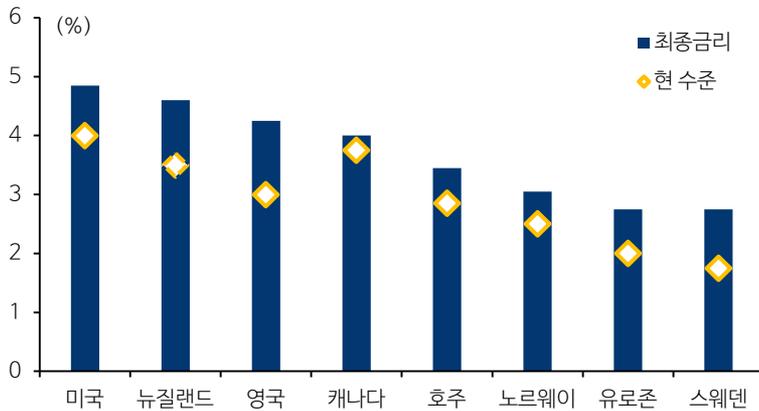
## • 인플레이 정점 통과 불구 고물가 지속 시 통화긴축 추가 강화 내지 장기화 가능성

- 지정학적 불안 지속, 서비스물가 및 임금 상승 등으로 인플레이션 하향세 더딜 우려
- 가파른 금리인상 후 최종금리 상향 위험도 잠재. 수요·자본투자 훼손 및 경기 하방압력 심화

## • 주요국 경기하강 동조화(synchronized)시 글로벌 경기침체 소지

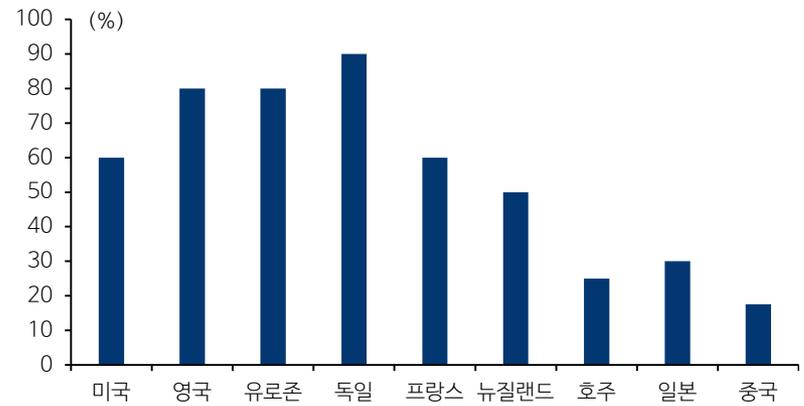
- 국가별 경기하강이 순차적으로 발생하며(유로존·英 올해 연말, 美 내년 중반) 글로벌 성장세 유지 예상되나, 동조화 강화 시 깊은 폭의 글로벌 경기침체 가능성도 50%(Citi)

| 주요국 정책금리 최종수준 전망



자료: Bloomberg

| 주요국 1년내 경기침체 확률



자료: Bloomberg

# 글로벌 경기하강 심화·동조화·장기화 우려

01

02

03



통화정책이 적절한 긴축 기초를 이탈할 우려. 주요국간 정책 격차 확대, 글로벌 금융여건 위축에 따른 신흥국 부채 위험 등으로 **하방위험이 상당**

EIU

글로벌 경제는 러-우 전쟁 악화, 에너지 및 식량 가격 불안, 중국 성장 급락, 대만 관련 미-중 충돌 등 **복합 리스크에 직면**



고인플레이 대응을 위해 주요국들은 수십년래 가장 긴축적인 통화 및 재정정책 동시 진행. 이에 따른 **부작용 증폭되며 글로벌 경기하강 심화 우려**



공격적인 통화긴축으로 글로벌 경기침체 초래 위험. 향후 더욱 강력한 통화긴축 필요 가능성과 이로 인한 **금융시스템 위험 확산 소지**

NOMURA

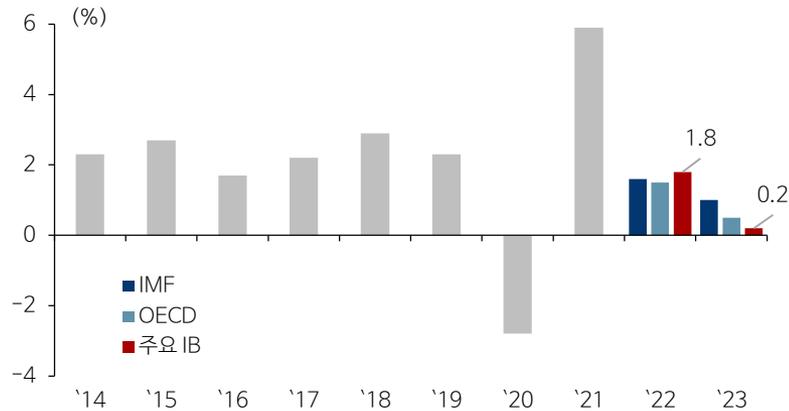
최근 경기하강은 물가상승을 동반하고 있어 통상적인 수요 진작 정책대응이 어려움. **경기침체의 폭은 깊지 않더라도 장기화 소지**

# [1] 미국: 성장세 큰 폭 둔화되며 경기침체 우려 증증



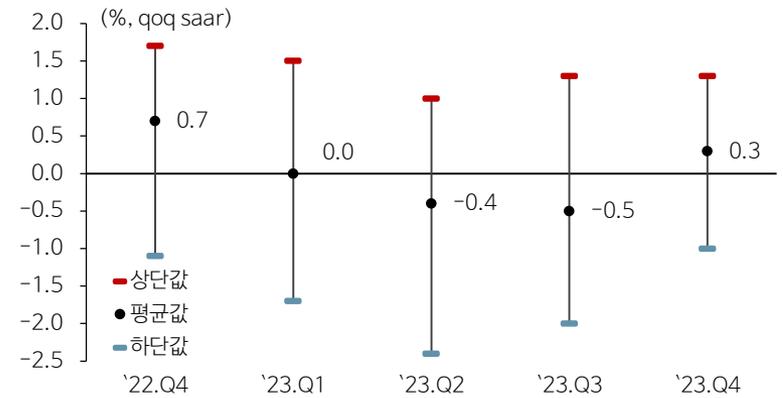
- **(컨센서스) 고강도 긴축 여파로 성장률 '22년 1.8% → '23년 0.2% 대폭 둔화 전망**
  - 주요 8개 IB 중 '23년 역성장을 예상하는 4개 기관의 평균 성장률은 -0.4%, 그 외 기관은 0.9%
  - 분기별 성장률 컨센서스는 '23.1Q 0.0% → 2Q -0.4% → 3Q -0.5% → 4Q 0.3%(주요 IB 평균)
- **(평가) 견조한 고용 및 서비스 소비가 경기하방을 지지할 것이나 고금리에 따른 투자 감소, 금융여건 긴축 등으로 **완만한 경기침체** 가능성**
  - 연준의 내년 최종금리 수준에 불확실성 잔존(주요 IB 4.75%~5.75%)
  - 근원 PCE 인플레이션은 '23년말까지 연준 물가목표(2%)를 상회할 전망('23.4Q 2.7%, Bloomberg)

## | 미국 성장률 전망



자료: IMF, OECD, 주요 IB('22.10월말 기준). 주: '22년 이후는 전망

## | 미국 분기별 성장 전망



자료: 7개 IB(10월말 기준)

# 미국 주요 위험요인 및 관전포인트

## Positive

강한 고용시장

건조한 서비스 소비

견실한 가계 재무 상황

통화긴축 속도조절 가능성

## Negative

고물가 지속

최종금리 상향 가능성

주택시장 조정 심화

재정정책의 경기대응력 약화

## | 관전 포인트 |

**통화정책:** 12월 이후 금리인상 속도조절 및 최종금리 상향 여부, 양적긴축의 금융시장 영향 등

**인플레이션:** 공급충격 완화 불구 주거비 상승 및 강한 고용시장에 따른 기대인플레이션 불안정 가능성

**주택시장:** 주택 거래량 축소 및 투자 위축에 이어 주택가격 조정이 본격화될 지의 여부

**재정긴축:** 의회 다수당 교체로 재정정책의 경기대응 여력 축소 및 정치불안(부채한도 이슈 부각 등) 위험

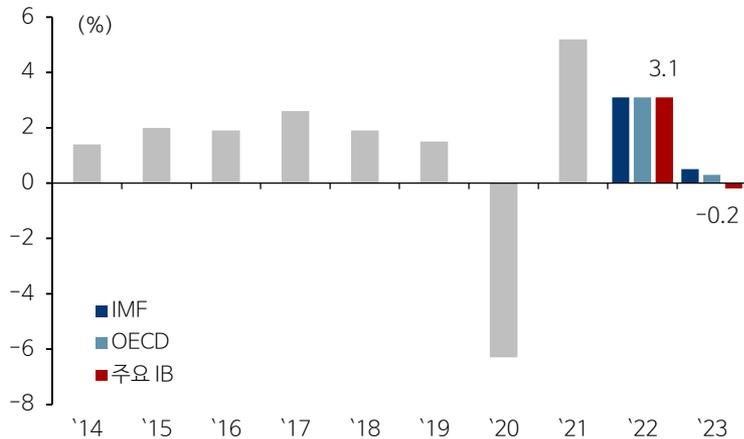
**대외여건:** 내수 둔화 가운데 유로존·중국 경기부진 심화 시 순수출 부진으로 경기하방 위험 확대

# [2] 유로존: 에너지 위기 등으로 완만한 경기침체 전망



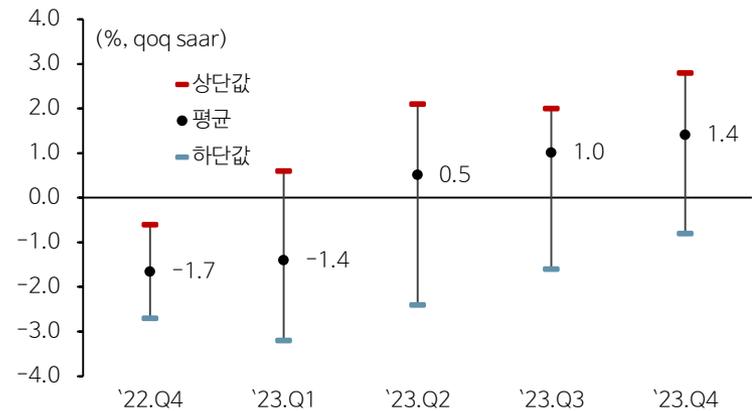
- (컨센서스) '22년말 완만한 경기침체 진입. '23년 **-0.2% 역성장 전망** ('22년 3.1%)
  - 고물가에 따른 소비위축과 에너지 집약 산업의 생산활동 둔화, 고강도 통화긴축 영향으로 '22.4분기부터 마이너스 성장 전환 전망(블룸버그 1년내 경기침체 확률, 80%)
  - 분기별 성장률 컨센서스는 '23.1Q -1.4% → 2Q 0.5% → 3Q 1.0% → 4Q 1.4%(주요 IB 평균)
- (평가) 재정지출과 양호한 고용시장, 초과저축 등이 역성장 충격을 완화하겠으나 **외생적 요인들**(러·우전쟁, 에너지 확보 불확실성, 中 경기부진 등)이 **회복 모멘텀을 제약**
  - 경기침체로 ECB가 긴축 속도를 완화하더라도 고물가지속 시 제약적 수준의 금리인상이 지속될 전망

## | 유로존 성장률 전망



자료: IMF, OECD, 주요 IB('22.10월말). 주: '22년 이후는 전망

## | 유로존 실질 GDP 추이 및 전망



자료: 7개 IB(10월말 기준)

# 유로존 주요 위험요인 및 관전포인트

## Positive

완화적 재정정책 지속(NGEU)

겨울철 가스 재고 비축

초과저축의 소비 지지

고용시장 호조

## Negative

중심국(獨, 伊) 경기침체

금리인상 지속 및 양적긴축(QT)

러·우 전쟁 장기화 및 확산 가능성

에너지 위기

## | 관전 포인트 |

**통화정책:** ECB 보유자산 매각 시 주변국 국채시장 영향, 은행대출 축소에 따른 신용경색 가능성

**재정정책:** 재정지출 여력에 따른 국별 경기회복 속도 차별화, 재정준칙 완화 여부

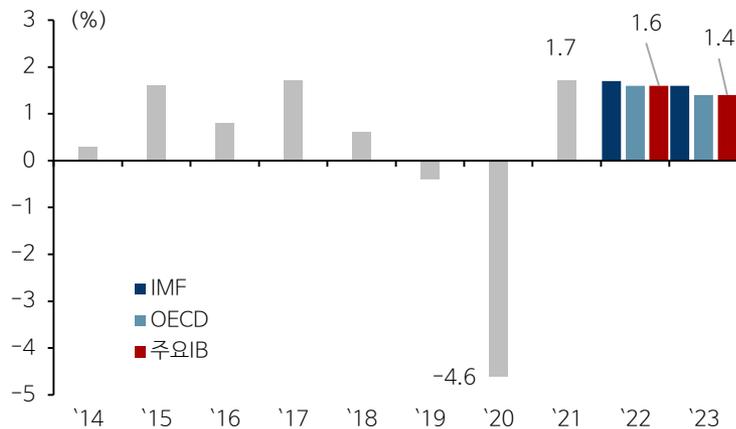
**에너지 위기 향방:** 러·우 전쟁 전개, 가스 재고, 겨울철 날씨, 에너지 가격통제, 러산 가스 대체 여부 등

**주변국 재정위기 재발 가능성:** 이탈리아 등의 경기 및 재정건전성, 정치불안, 대외신인도 등

# [3] 일본: 뒤쳐진 회복 속 완만한 성장 지속

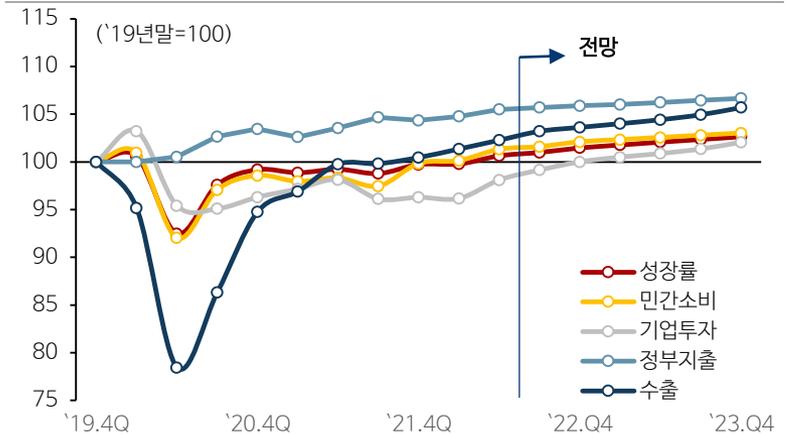
- **(컨센서스) 경제활동 재개와 해외경기 둔화 엇갈리며 '23년 1.4% 성장('22년 1.6%)**
  - 코로나19 감염 감소, 입국 제한 완화('22.10월~), 정부지원책 등으로 서비스, 소비 등 내수 개선
  - 팬데믹 이전 GDP 회복 지연('22.2Q ⇔ 美 '21.1Q, 유로존 4Q). 글로벌 경기하강으로 해외수요 둔화
- **(평가) 경기 뒷받침 위해 주요국과 달리 완화적 재정 및 통화정책 지속 예상**
  - '22년 2차례 경기부양책에 이어 내년에도 '재정지출 절벽' 회피를 위해 경기부양책 마련 예상
  - 통화정책 일부 조정 소지(YCC 등) 있으나, 경기·물가 부진 지속으로 완화적 기조가 유지될 가능성

## | 일본 성장률 전망



자료: IMF('22.10월), OECD('22.9월), 주요IB('22.10월말). 주: '22년 이후 전망치

## | 일본 실질 GDP 부문별 수준 전망



자료: 주요 IB

# 일본 주요 위험 및 관전포인트

01

02

03

## Positive

대규모 경기부양책 집행

통화완화 기조 지속

가계 실질 구매력 유지, 양호한 기업 실적

외국인 관광객 유입 재개

## Negative

세계경기 둔화로 인한 수출 부진

국내외 금리차 확대로 투자자금 유출

엔약세에 따른 물가 상승압력

재정지출 확대로 재정건전성 악화

## | 관전 포인트 |

**전염 확산:** 코로나19 재확산 시 경제활동 재차 위축

**통화정책:** 국내외 금리차 확대 부작용, BOJ 총재 교체 후 YCC 등 정책 변화 주의

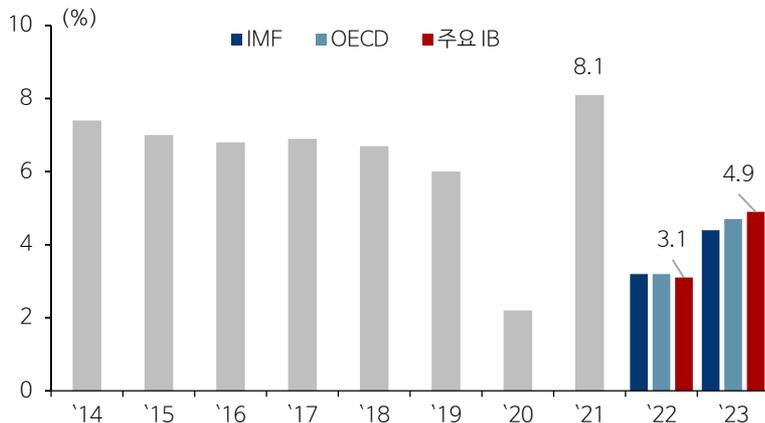
**물가:** 물가 상승 → 임금 증가 → 가계소비 증대 → 물가 상승의 선순환 정착 여부

**정권 안정:** 출범 이후 내각지지율 최저수준 등 기시다 정권 불안 소지

# [4] 중국: 제한적 경기회복 기대

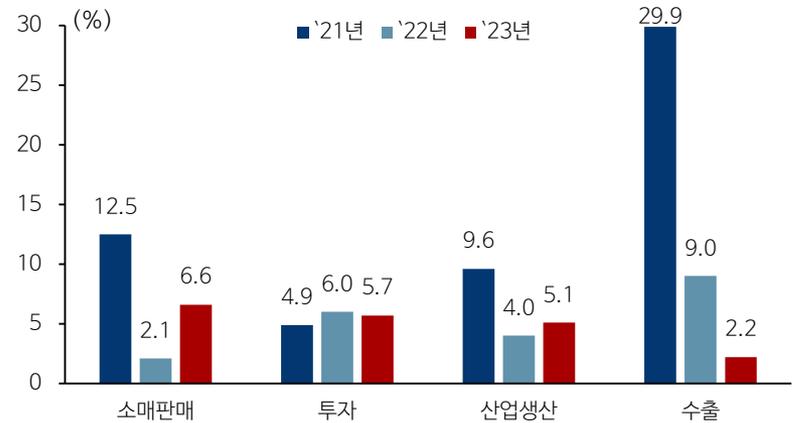
- **(컨센서스) 제로코로나 완화, 경기부양 등으로 5%에 근접한 성장 기대(금년 3.1%)**
  - 서비스업 활성화, 재정지출 확대에 힘입어 소비가 반등하면서 주요 성장 동력으로 부각 예상
  - 인프라 투자를 위한 정책 지원 규모도 GDP의 2%에 달하면서 주요국 대비 양호한 성장 기대(OECD)
- **(평가) 정책 여력이 축소되고 대외여건도 악화되어 경기 회복력이 제약될 가능성**
  - 부동산 부양을 위한 재정지출 효과가 제한된 반면, 정부 재건건정성은 악화되며 경기 대응 어려움 가중
  - 선진국 수요 위축 등으로 수출 증가율이 크게 둔화되고 미국의 기술 견제로 인한 자본유출 압력도 심화

## | 중국 성장률 전망



자료: IMF, WorldBank, 주요 IB('22.11월). 주: '22년 이후는 전망

## | 중국 주요 경제지표 실적 및 전망



자료: Bloomberg, Wind

# 중국 주요 위험요인 및 관전포인트

01

02

03

## Positive

제로 코로나 완화 기대감

정부 주도 인프라 투자 확대

첨단산업 육성

외자유치 등 시장개방

## Negative

부동산시장 위축 장기화

외국인 증권자금 유출

서방의 기술견제

정부 재정여력 약화

## | 관전 포인트 |

**제로 코로나 완화:** 봉쇄 우려와 완화 기대감 병존. 향후 경기회복세를 결정하는 핵심 요인으로 작용

**부동산 회복 여부:** 주택 가격이 1년 넘게 하락하고 있으나 당대회 이후 채권발행 지원 등 부양 조치 확대

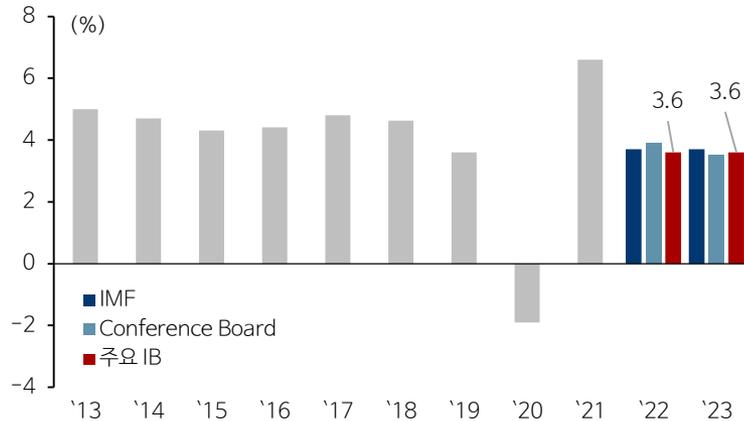
**국가자본주의 심화:** 국유기업 역할 강화 등 정부의 개입 확대로 시장경제 효율성 위축 소지

**대외갈등 심화:** 당대회 이후 대국외교 강조로 대만을 둘러싼 미-중간 지정학적 리스크 증폭 가능성

# [5] 신흥국 : 성장세 유지 불구 하방위험 우려

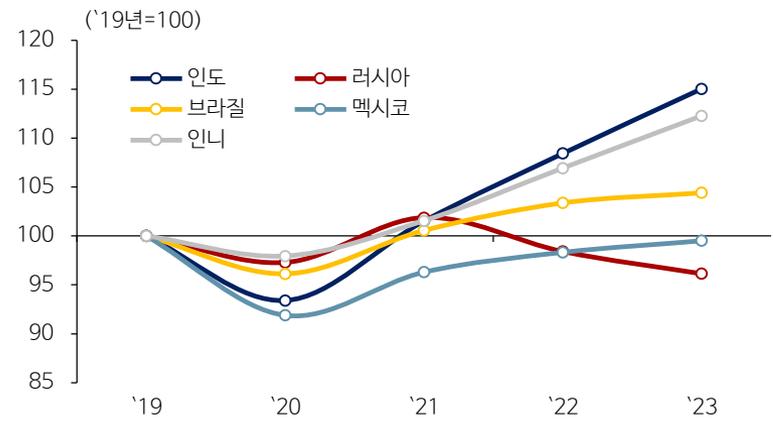
- **(컨센서스) 금년 수준의 성장세 지속 속 지역별 차별화**(IB, '22년 3.6% → '23년 3.6%)
  - 아시아 지역이 서비스업 활성화 등 견조한 내수로 금년 4.4%에서 내년 4.9%로 반등, 신흥국 성장 주도
  - 여타 지역은 해외수요 위축, 재정 악화 등으로 금년대비 성장세 둔화(중동 3.6%, 중남미 1.7%, 동유럽 0.6%)
- **(평가) 대외수요 위축, 부채 누적 등 비우호적 여건 지속 시 경기 하방압력 확대 우려**
  - 튀르키예(고물가·외채), 아르헨티나(환율·외화부족), 헝가리(에너지 위기) 등 취약 신흥국의 위기감 지속.
  - 인도(재정·경상적자), 브라질(부채·고금리) 등 규모가 큰 국가에 대한 경계감도 점증

## | 신흥국 성장률 전망



자료: IMF, CB, 주요 IB. 주: 각 전망치는 '22.10월 발표 기준

## | 주요 신흥국 성장 경로



자료: IMF('22.10월)

# 신흥국 주요 위험요인 및 관전포인트

01

02

03

## Positive

선제적 금리인상 후 완화 여지

인플레이션 정점 기대

관광 등 서비스업 재개

원자재 가격 안정

## Negative

글로벌 수요 둔화

부채 누적, 재정건전성 악화

고물가·고금리·고환율

지정학적 리스크

## | 관전 포인트 |

**통화정책 향방:** 선제적 통화긴축에 나선 중남미·동유럽 등을 중심으로 금리인상 사이클 종료 근접

**물가 경로:** 연내 정점 통과 기대 불구 러·우 전쟁發 공급 리스크 재개 여부 등 불안요인 상존

**신용위험:** 고금리·강달러 지속 시 외채 부담이 큰 취약 저소득국의 채무불이행 확산 가능성

**지정학적 리스크:** 유럽(러·우 전쟁), 아시아(미-중 분쟁, 대만해협), 중동(이란-사우디 갈등) 등 긴장 고조 우려

# 02

## 국제금융시장 동향 및 2023 전망

1. 2022 국제금융시장 동향
2. 2023 국제금융시장 전망

# 2022년, 높아진 금융시장 변동성

• 주가 -16%, 금리 +230bp, 달러 +12%

## | 미국 주가, 금리, 달러화



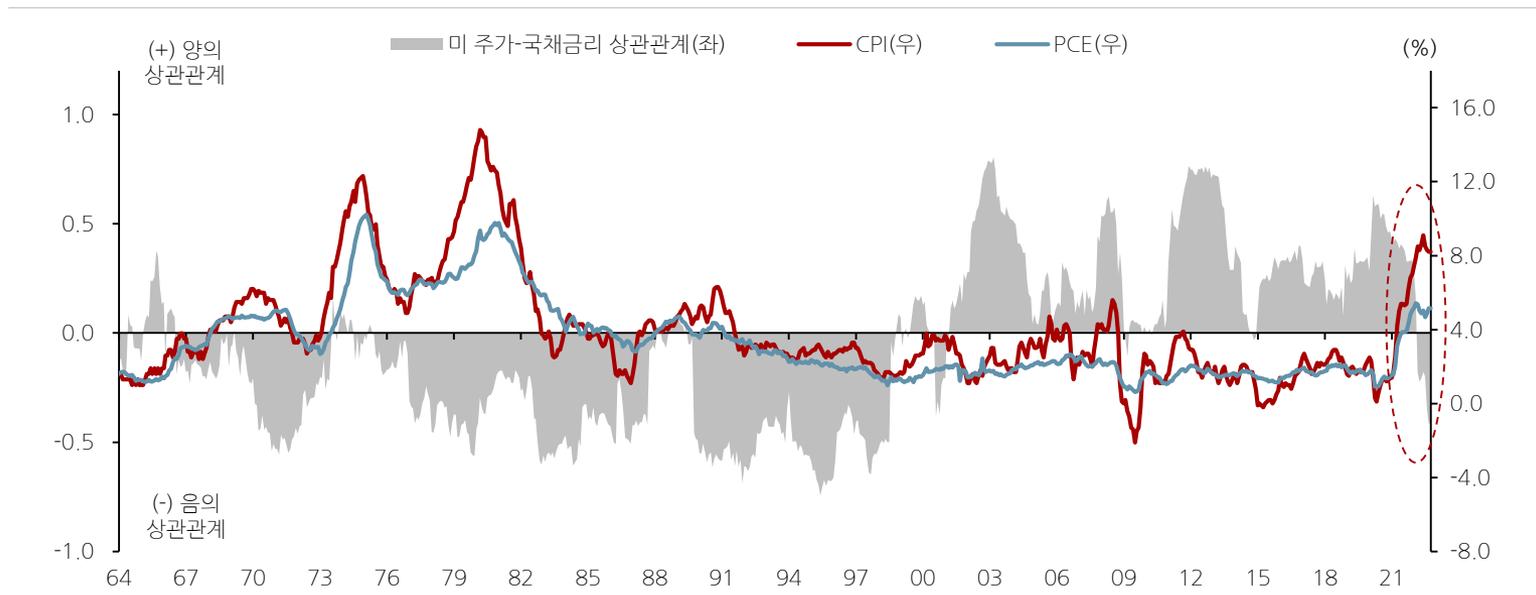
자료: Bloomberg, '22.11.11일 기준

# 특징① 주식-채권 동반 약세

## • ‘인플레이션 리스크’ 부각으로 주가 - 금리 역(逆) 상관관계 형성

- 인플레이에 대한 두려움으로 '70년~'90년과 같은 주식·채권 투자자 동반 매도
- 높은 인플레이션 → 금리인상 기대 → 장기금리 상승 → 성장률 둔화 → 기업이익 감소, 미래 현금흐름에 대한 할인율 상승 → 기업가치(주가) 하락

### | 미 주가 - 국채금리 상관관계 및 인플레이션 추이



자료: Bloomberg. 상관관계 계수는 월간 데이터, 24개월 rolling 이동평균 사용

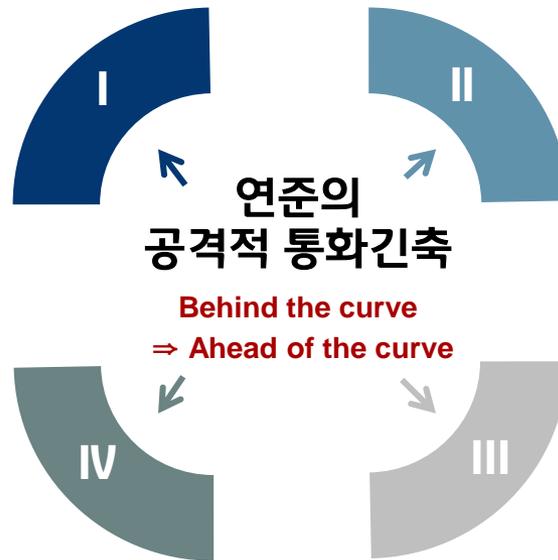
# 특징② 미국 통화긴축의 나비효과

## | 글로벌 금리인상 릴레이

- 내외 금리차 역전, 자본 유출 등을 우려한 주요국의 빅스텝, 사이언트스텝 행진
- 다수 중앙은행들, '성장 둔화' vs. '통화가치 방어' 딜레마 직면

## | 개발도상국 디폴트

- IMF 구제금융신청: 스리랑카, 파키스탄, 이집트
- 국가채무 불이행 위기: 라오스, 몽골 등
- 작은 불씨가 큰 불 될 우려



## | 달러화 초강세 |

- 非미국은 수입물가 상승, 외국인 자금유입 둔화로 경제 부담 가중 ↑
- 경기침체 직면한 유로존은 유로/달러 패리티 붕괴
- 일본(32년만에 150엔 돌파), 중국(15년래 최고치 근접)은 완화적 통화정책 고수

## | 자산가격 조정 |

- 미 주가 하락시 여타국 주가도 하락 동조화
- 악순환 발생: 통화약세 → 금리상승 → 주가하락
- 과거 금리인상 시기보다 큰 폭의 가격조정

# 특징③ 돌발변수(known unknowns) 발생

## • 급속한 금리 상승과 달러 초강세 속에서 정책 부조화 등의 취약고리 노출

### 영국 재정-통화정책 부조화

- 재원 계획 없는 감세안, 통화 긴축과 상충
  - LDI 투자전략이 혼란 가중
  - 급격한 고금리·低유동성 환경으로의 전환에 부적응

### BOJ 딜레마

- 환율안정과 통화완화, 양립하기 어려운 목표
  - BOJ, 글로벌 통화긴축 속 홀로 완화 ⇒ 엔 약세 심화
  - 시장은 YCC완화가능성제기

### 크레딧스위스 사태

- 고강도 통화긴축, 'Banking crisis' 우려 ↑
  - 아케고스 사태 등 손실로 자금 조달에 어려움 발생
  - 시장심리가 취약해지며 위기설에 민감한 반응

### | 영국 국채금리와 파운드화



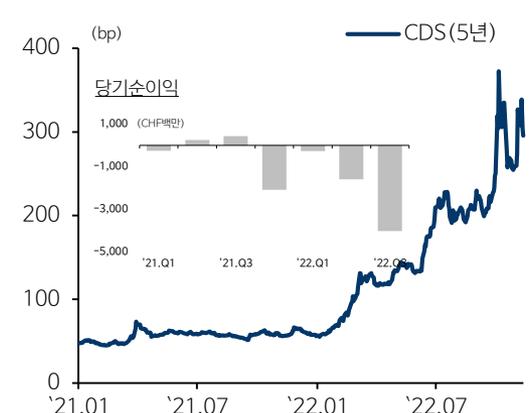
자료: Bloomberg

### | 미-일 금리차와 엔화



자료: Bloomberg

### | 크레딧스위스 CDS

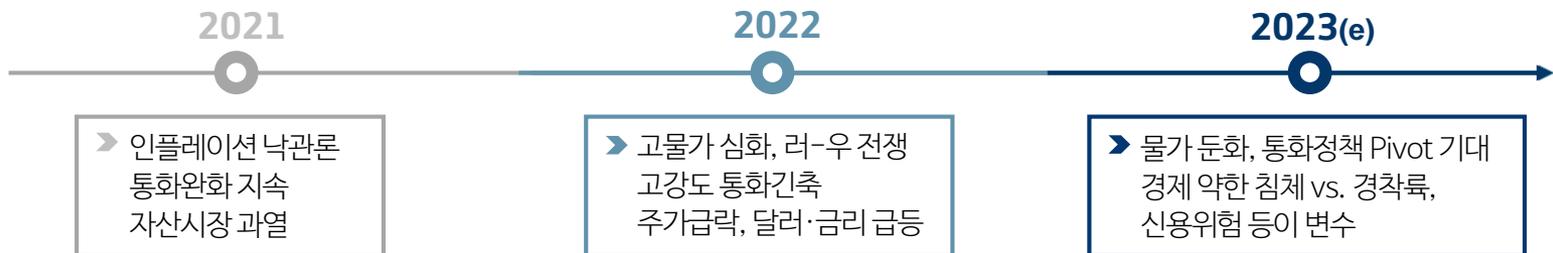
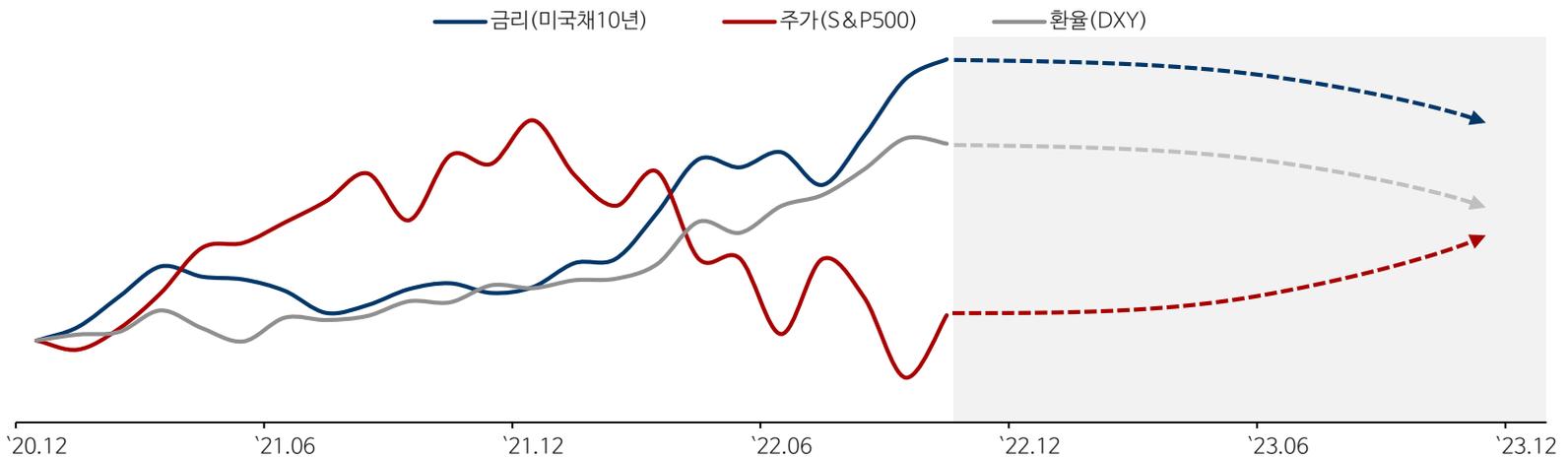


자료: Bloomberg

# 2023년 전망: 불안정 속 회복 기대

- 물가·금리 정점 통과와 통화정책 전환(pivot) 기대로 금융시장 회복 예상
- 다만 **글로벌 성장둔화와 유동성 축소** 등으로 금융시장 가격변수의 저점 확인에는 시간 필요

## | 최근 2년의 금융지표 추이 및 '23년 시장 전망 컨센서스



# [1] 금리: 고점 통과, 하락폭은 제한

## • 美 장기금리, 연준의 최종금리 도달前 고점 통과 가능성

- 과거 사이클에서 연준 금리인상 종료 이전에 시장금리가 앞서 고점 도달
- 시장은 정책금리가 내년 5월 무렵 고점에 도달할 것으로 예상하며, IB들은 1분기 중(3월)으로 전망

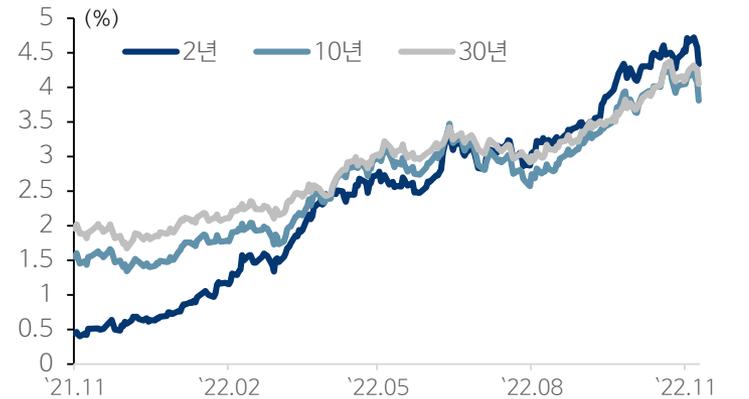
\* 주요 IB 전망치: 최소 4.75% ~ 최대 5.75%

## • 다만 긴축 장기화 'higher for longer' 유동성 축소가 하락폭을 제한

- 인플레이션 압력 해소 확인 전까지 연준의 고금리 정책이 유지될 전망
- 연준 QT, 외국인 수요 감소 등에 따른 수급구조 악화도 금리하락을 제한

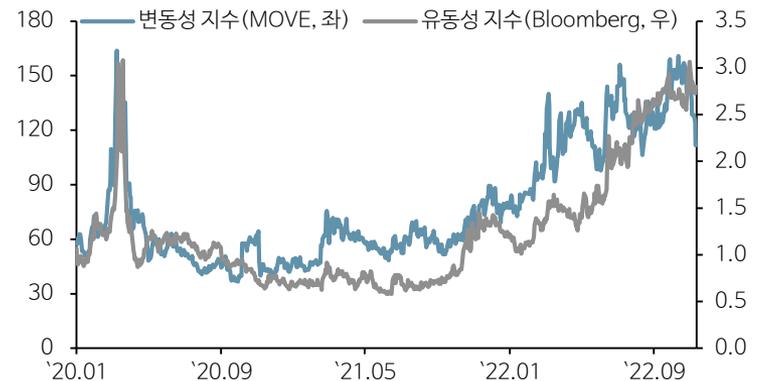
\* 블룸버그 컨센서스(10년): '22년말 3.9% → '23년 상반기말 3.7% → '23년말 3.4%

### | 미국 국채금리



자료: Bloomberg

### | 미국 국채시장 변동성과 유동성지수

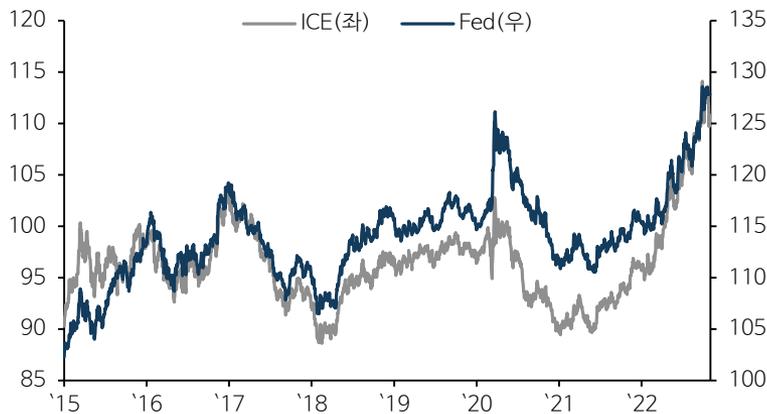


자료: Bloomberg

## [2] 환율: 美 달러화, 제한적 약세로 전환

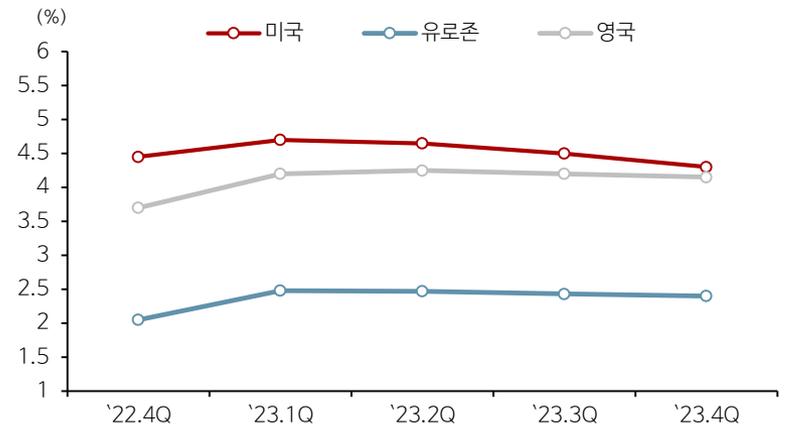
- **美 달러화는 금년 초강세를 견인한 요인들이 점차 약화되면서 완만한 약세 예상**
  - ▲내년 상반기 연준의 통화긴축 사이클 종료 ▲高물가·高금리 정점 통과 등이 弱달러 시나리오의 배경
  - \* [IB 컨센서스] 달러인덱스, '23.1분기~2분기 동안 현재와 유사한 수준 유지 후 연말까지 4.8% 약세
- **약세폭은 미국의 상대적 금리차 및 세계경제 성장 경로에 좌우**
  - 미국은 유로존, 일본, 영국 등 여타 주요국보다 최종 정책금리가 높은 수준에서 상당기간 유지 전망
  - 세계경제가 컨센서스(연착륙 또는 얇은 침체)보다 악화 시 안전자산이며 상대적 고금리인 달러화 수요 확대

### | 美 달러화 지수(ICE, Fed)



자료: Bloomberg

### | 주요국 정책금리 예상경로



자료: Bloomberg(BYFC)

# [3] 주가: 높은 변동성 속 강세 전환

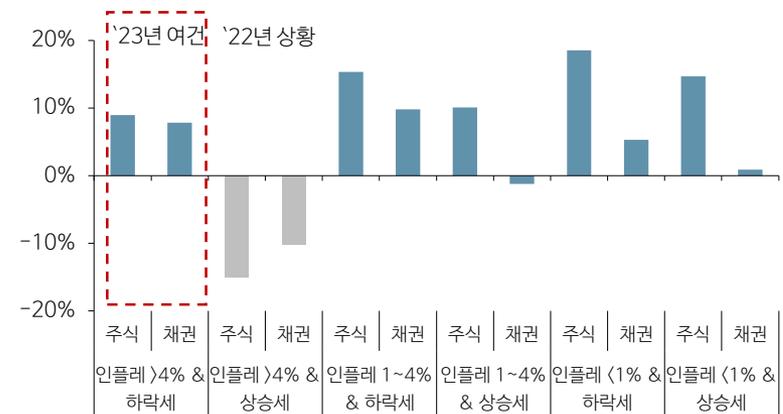
- **이익 성장 둔화는 부담이나, 밸류에이션이 회복되며 주가 반등을 견인**
  - 지난 120년간 주가는 금리가 고점에 도달한 후 상당기간이 지나서야 저점 도달 후 반등
  - 다만, 하반기 고물가의 점진적 하락세와 통화정책 기조 전환 기대에 **선제적 반응** 예상
- **국내 증시는 반도체 업황 개선 시기 및 수출 회복 전망이 주요 변수**
  - 대외 수요 둔화로 국내 대형 수출주에 대한 하방 압력이 가중될 것이며 2분기 이후 업황 개선 전망

## | 美 세계증시 주가·P/E 추이



자료: Bloomberg. 주: 12개월 예상 P/E

## | 미국 인플레이션 국면별 주식·채권 수익률



자료: Robert Shiller, Bloomberg.  
주: 1970년~2019년 월간 실질 총수익률(real total returns)의 연율화

# [4] 자금흐름: 상반기 거치면서 변곡점 기대



- **경기위축 본격화, 통화긴축 사이클 후반부 진입 등으로 채권 선호 가능성 증대**
  - 투자자 심리 저점<sup>capitulation</sup> 통과 시 국채 등 초우량 채권(안전자산 성격, 이자수익 증가)이 우선적 선호 대상
  - 다만 성장둔화 심화 시 레버리지론, 하이일드 채권 투자 수요는 급감할 가능성
- **연준의 통화정책 기조 전환 기대가 확산되는 시점에 신흥국으로의 자금유입 예상**
  - ▲글로벌 제조업 PMI 저점 통과 ▲미달러화 방향성 전환이 신흥국으로의 자금 재유입 요건
  - 아시아(중국경제 둔화, 미중 갈등, 반도체 경기 부진)보다 남미(건조한 원자재 수요 등) 주도 회복 가능성

## | 투자자 심리<sup>capitulation watch</sup> 1)

	닷컴버블 붕괴	글로벌 금융위기	유럽 재정위기	코로나 팬데믹	'22.10월
Cash % of AUM <sup>2)</sup>	8.0	5.4	5.3	5.9	6.3
Stronger Economy	-59	-65	-29	-49	-72
Stronger Profits	-52	-74	-41	-64	-83
Higher ST Rates	-77	-75	-9	-44	30
Equities net OW	-	-45	-7	-27	-49
Bonds net OW	-	26	-23	-13	-32

주: 1) 응답자 비중(net %) 2) 평균값 자료: BofA Global Fund Manager Survey

## | 신흥국 외국인 증권자금 유출입



자료: IIF, JP Morgan

# 눈여겨 볼 2023년 취약지대

01

02

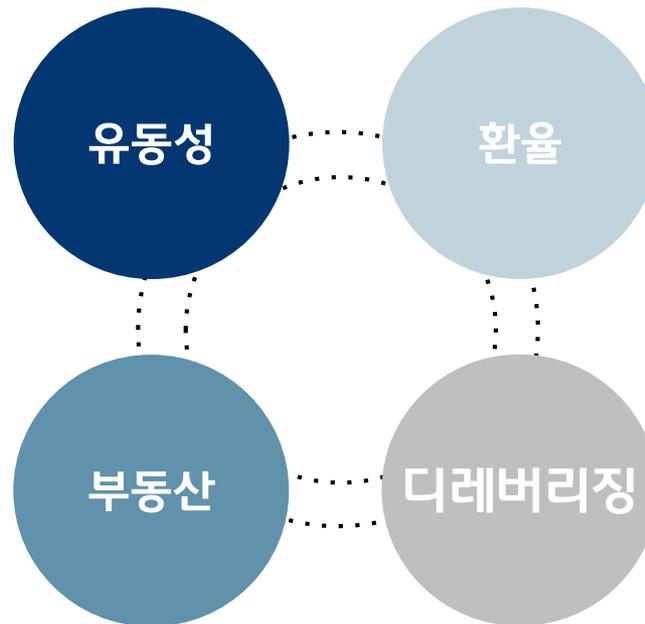
03

## | 미국채 유동성 저하

- '20.3월 코로나19 이후 최저 수준
- 연준 금융안정 보고서 ('22.11월)에서 지적
- 충격발생 시 유동성 손상되며 **가격 변동 심화**

## | 中 부동산 업체 위기

- IMF, 중국 부동산업체의 20%는 미분양 아파트 등 재고자산 평가액을 현 시세로 반영할 경우 파산
- 중국 가계자산에서 부동산이 70% 차지
- **경제성장 훼손** 우려



## 주요국 통화전쟁 |

- 달러화 초강세 기조 약화에도 불구하고 미국과의 금리차 유지되며 여타국 부담 지속
- **외환보유액 감소, 금리 인상, 투자심리 불안** 우려

## 신용여건 악화 |

- 고금리 지속 및 경기침체 시 기업 채무비용 증가
- 무디스, **기업 디폴트율**이 미국, 유럽 등(EMEA)에서 금년보다 **3배 이상** 상승할 것으로 전망

# 03

## 2023년 세계경제·국제금융시장 주요 이슈

1. 주요국 통화정책의 향방
2. 글로벌 통화 전쟁
3. 글로벌 달러 유동성 위축의 파장
4. 중국 경제 경착륙 위험
5. 글로벌 지정학·지경학적 위험

# 3.1

## 주요국 통화정책의 향방

# 2022년: '80년대 이후 가장 가파른 통화긴축

01

02

03

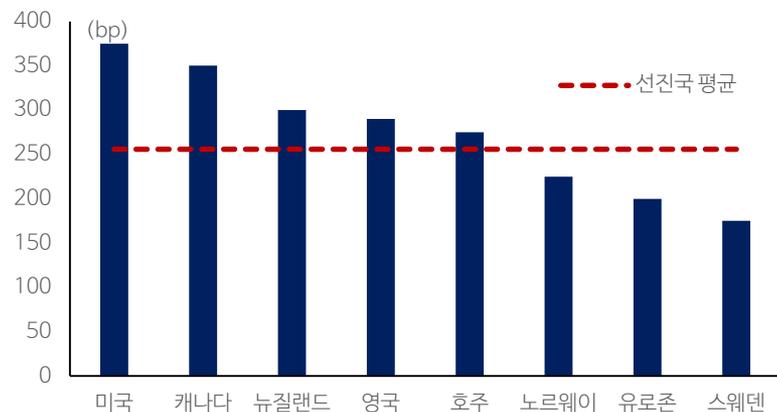
## • 미국 등 선진국들은 물가안정을 위해 가파른 속도로 금리인상을 단행

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

## • 주요 신흥국들도 고물가, 내외 금리차 확대에 따른 통화가치 하락, 자금 유출 등을 완화하기 위해 고강도 금리인상을 지속

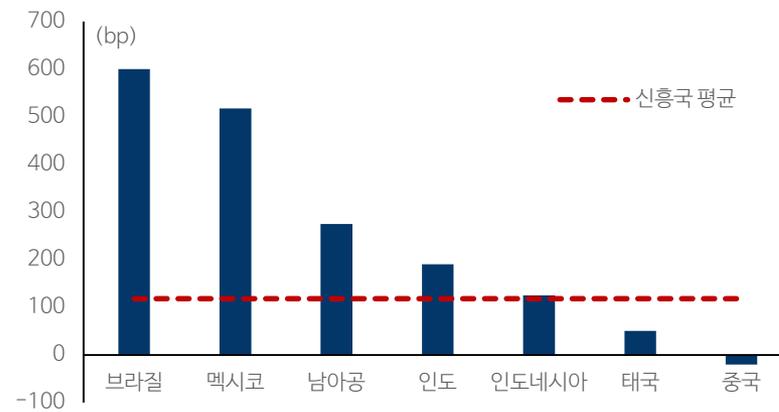
- 브라질(6%p), 멕시코(5.17%p) 등이 대폭 인상한 반면 중국(-0.2%p), 튀르키예(-16%p)는 통화완화 고수

### | 선진국 정책금리 인상 비교



자료: Bloomberg. 주: 최근 1년간

### | 신흥국 정책금리 인상 비교



자료: Bloomberg. 주: 최근 1년간

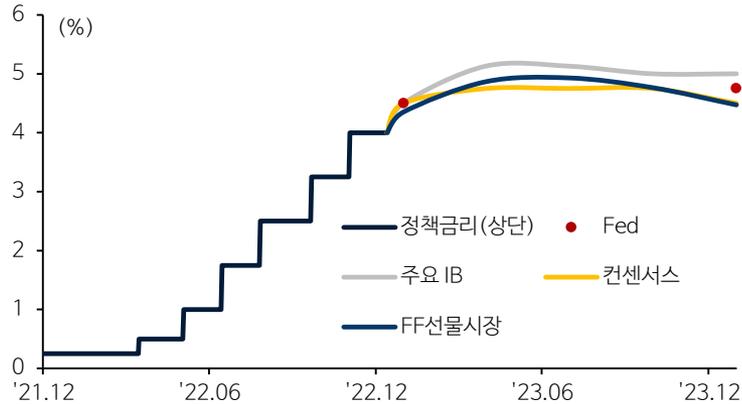
# 통화긴축 장기화 속 국가별 차별화

01

02

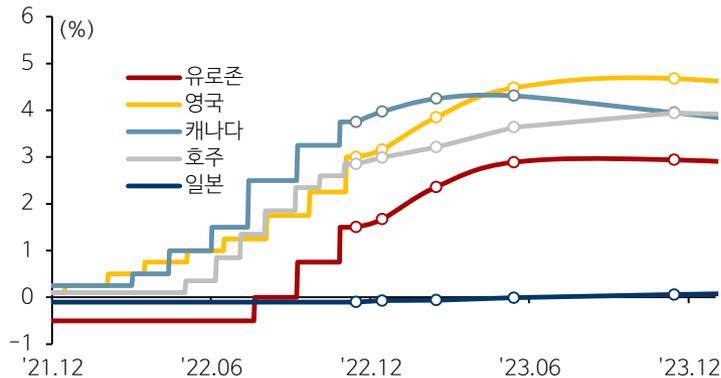
03

## | Fed의 정책금리 경로 비교



자료: 주요 IB, Bloomberg(WIRP, 컨센서스, 11/14일 기준), 연준(9월 FOMC 점도표)

## | 금융시장 반영 다른 주요국들의 정책금리 전망



자료: Bloomberg(MIPR, 11/4일 기준)

### • '22.12월 이후 금리인상 감속 기대

- 경기하강 심화, 금융안정 저하, 통화긴축의 파급시차 등 감안

### • 주요국간 긴축강도 차별화 가능성

- Fed, 물가 및 고용 추이에 따라 정책금리 최종수준의 상향 가능성 잠재
- ECB, 경기후퇴, 주변국 금리급등 등을 우려해 긴축강도 완화 소지
- BoE, '23~'24년 연속 역성장 우려로 금리인상이 시장 예상 하회 가능성
- BoJ, 엔화약세가 심화되지 않는 한 완화기조의 유지 도모

### • 미국은 상반기 중 긴축 정점 예상

- 다만 단기내 물가목표 달성은 불가능하여 상당기간 제약적 수준을 유지할 전망

# 양적긴축으로 글로벌 유동성 축소 심화

01

02

03

## • 美·英에 이어 유로존도 QT 예상

- Fed, '22년 6월부터 양적긴축을 시작하여 '22.10월말 현재 자산규모는 \$8.9조에서 \$8.7조로 감소(-\$2천억)
- BoE, '22.3월부터 만기도래 자산의 재투자를 중단하고 11월부터 국채 매각(분기당 약 £100억) 개시
- ECB, TLTRO III 정상화에 이어 '23년 상반기부터 APP 자산의 축소 진행 예상

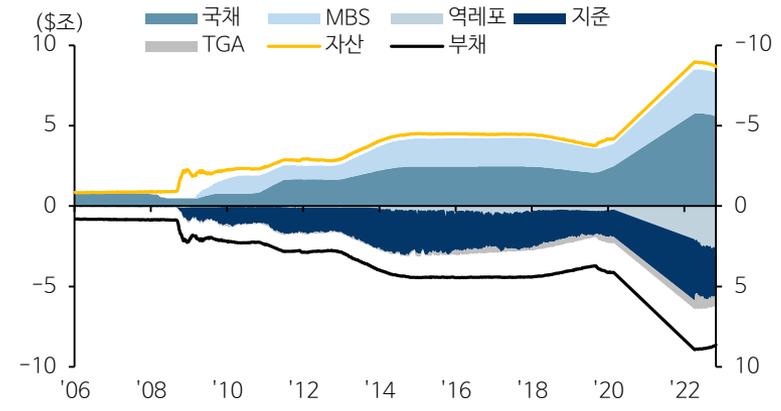
## • 글로벌 유동성 축소 위험

- 단기 자금시장, 국채시장 등의 불안이 재연될 위험 상존

## • QT 조기 중단 가능성도 제기

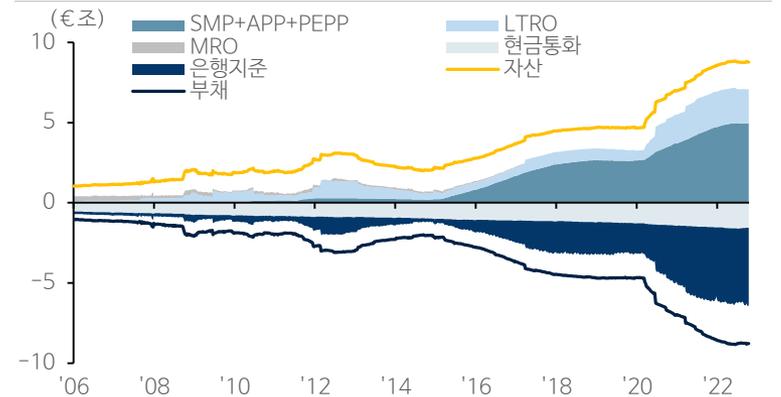
- 신용 이벤트 등으로 금융시스템 위험이 고조될 경우 QT가 중단될 가능성
- 금리인하로 선회할 경우에도 QT를 지속하기는 어려울 전망

## | 연준의 자산 및 부채



자료: Fed

## | ECB의 자산 및 부채



자료: ECB

# 통화정책 실패 가능성

01

02

03



## • 주요국 중앙은행들의 통화긴축 강도가 적정수준에 비해

### 과도하거나(overshooting) 미달하는(undershooting) 상황이 발생할 위험

- 경제환경의 변화에 따른 중립금리 수준의 불확실성 확대, 총수요 중심 예측 모형의 한계 등으로 선제적 대응보다 지표결과(data dependent)를 감안한 **재량적·후행적 판단에 의존**하는 데 기인

- 세계화 후퇴 및 블럭화
  - 물가상승 압력 확대
- 고용 수급불균형 심화
  - 자연실업률 상승 가능성
- 공급충격 빈도 증가 소지
  - 진영간 대립격화 등에 기인



- 상승요인
  - 인플레이션 레짐 변화 가능성
  - 탈탄소 투자 등에 따른 실질중립금리 상승 소지 등
- 하락요인
  - 생산성 부진 및 인구 둔화에 따른 잠재성장률 하락 등



- 총수요 중심 모형
  - 인플레이션 예측 실패 등은 향후에도 반복될 소지
- 시계열 데이터 부족
  - 최근 상황 예측에 적합한 역사적 사례 미미

- 준칙이 아닌 재량 선호
  - 기존 모형의 한계를 감안하여 재량적 판단 의존도 증가
- 선제적 대응보다 지표 중시
  - 데이터를 중시하며 후행적으로 대응하는 부작용 초래

# 연준의 연착륙 기대 불구 경착륙 위험 잠재

01

02

03



- 연준은 **과도한 통화긴축 가능성**을 내포하고 있으며  
**유로존, 영국, 일본은 통화긴축이 걱정 수준을 하회할 소지**
  - 11월 현재 ECB, BoE는 내년 경기침체를 전망하고 있는 반면 연준은 연착륙 기대를 유지하고 있는 상태
- 이에 따라 연준은 **경기침체 and/or 금융시스템 위기**를 촉발할 수 있으며  
**유로존과 영국은 완만한 경기침체 혹은 스태그플레이션에 진입할 우려**

## | 주요국의 통화긴축 강도별 시나리오



자료: 국제금융센터

# 3.2

## 글로벌 통화 전쟁

# 글로벌 3高 지속

01

02

03

## 고물가

- 유례 없는 40년만의 **高 인플레이션**
  - 코로나 무제한 양적완화
  - 러·우戰이 기폭제 역할
  - 바이드노믹스의 후폭풍

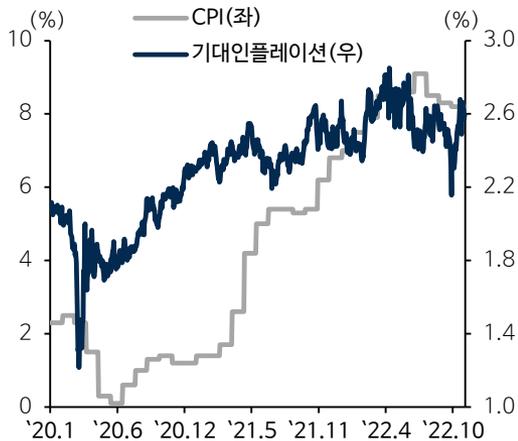
## 고금리

- **강하고 지속적인 인플레**로 금리 급등
  - 급격한 긴축정책 전환
  - 금리시장 변동성 고조
  - 디레버리징, 자산가격 급락

## 고환율

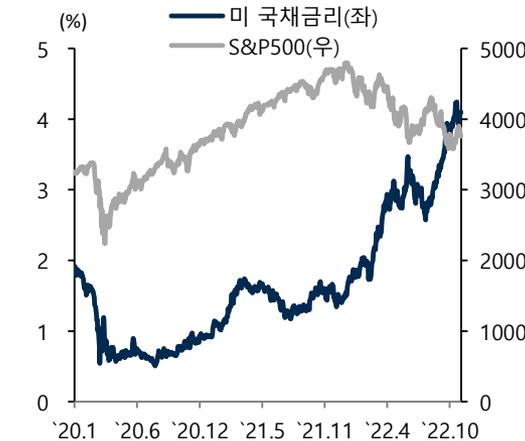
- **통화정책 차별화에 따른 美달러화 급등**
  - 고물가·고금리의 결과물
  - 미국의 인플레이션 수출
  - 외채부담 증가

| 물가 : 美 CPI(소비자물가지수)



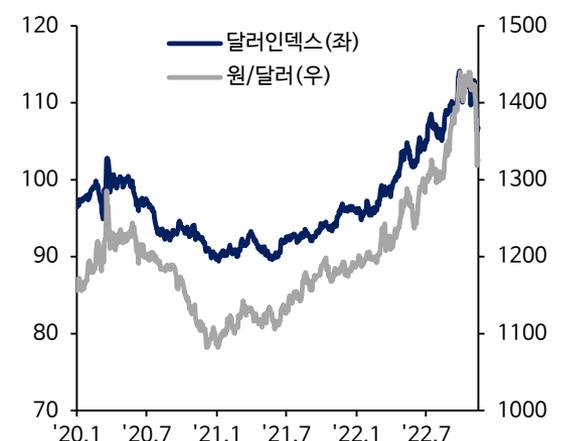
자료: Bloomberg

| 금리 : 美 10년물 국채금리



자료: Bloomberg

| 환율 : 美 달러화(DXY)



자료: Bloomberg

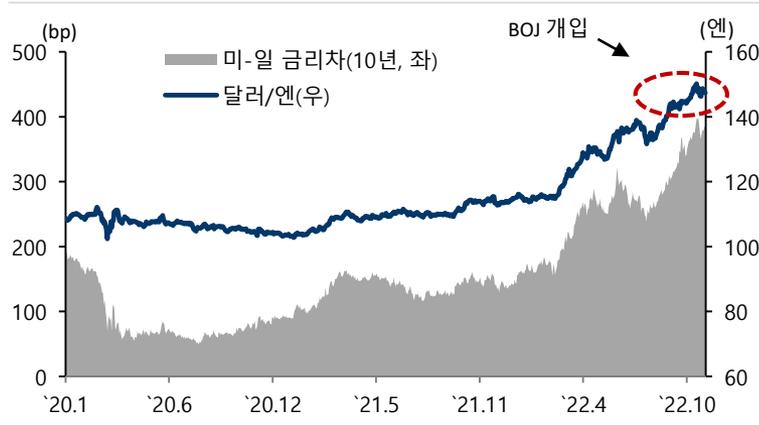
# 글로벌 역(逆)환율전쟁

01

02

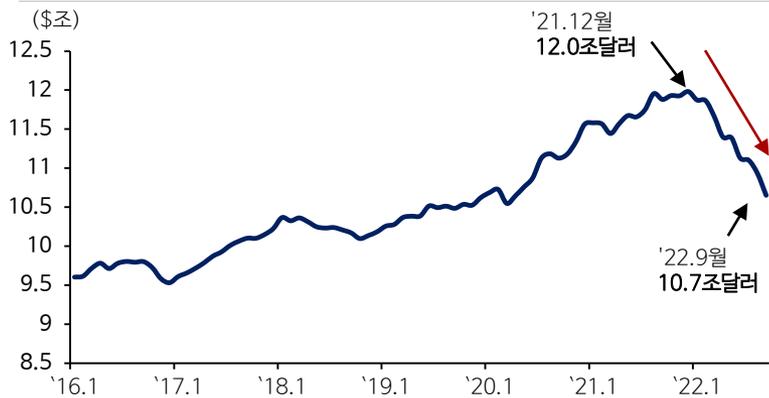
03

## | 미·일 금리차와 달러/엔 환율



자료: Bloomberg

## | 주요국의 외환보유액 추이



자료: IMF, 각국 중앙은행

### • 국가 간 총성 없는 경제 전쟁 - '역환율전쟁' (reverse currency war)

- 과거 수출경쟁력을 위해 자국통화 '강세를 억제' 하던 데서 '약세 억제'로 전환
- 환율 상승으로 인한 미국의 인플레이션 전이를 방어

### • 시장논리를 넘어 '국가이익' 우선

- 양국간 금리차/통화정책 차이를 넘어 국가이익(raison d'état)을 놓고 대립
- 연준의 최우선 정책 목표는 인플레이션 제어

### • '22년 들어 자국통화 방어 위해 주요국 외환보유액 11% 감소

- '21년말 12.0조달러 → '22.9월말 10.7조달러로 1.3조달러 감소(IMF 공개 32개국 기준, 비달러 자산 평가 포함)

# 중앙은행의 딜레마 - 환율 방어 vs 대외건전성 유지

01

02

03

## • 두 마리의 토끼, 환율 안정과 대외건전성을 다 잡을 수 있나

- 올들어 긴축 통화정책인 '금리인상' 과 보완책인 '외환시장 개입'으로 환율방어
- 외환시장 개입은 외환보유액의 급격한 감소를 불러와 대외건전성 악화 소지

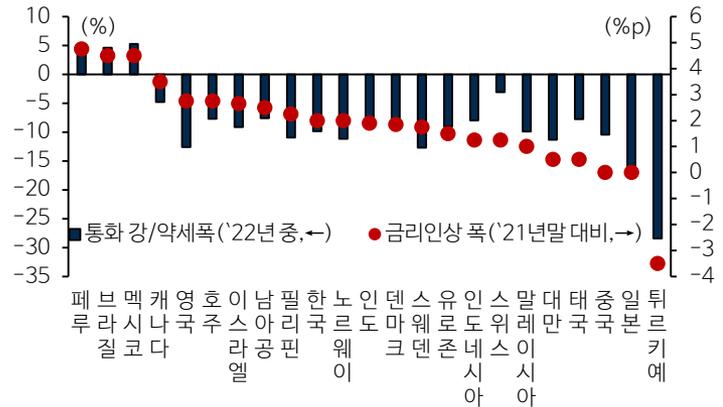
## • 유동성 및 가격 불안 야기 가능성

- 개입 재원 마련을 위한 공격적인 미국채 매도는 미국채시장의 유동성과 가격에 악영향을 줄 가능성(안전책: FIMA repo facility, Fed's swap line)

## • '22년중 외환보유액이 급감한 나라는 뎌, 동유럽 국가들

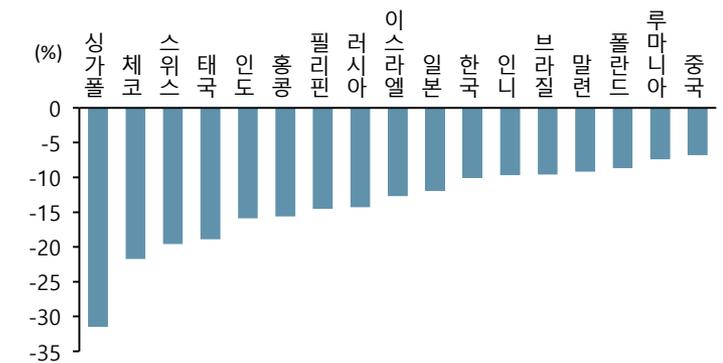
- 인도(-15.9%), 태국(-18.9%), 체코(-21.7%), 브라질(-9.6%) 등
- 9월 중 스위스(570억\$), 일본(540억\$), 인도(284억\$), 싱가포르(334억\$) 급감

## | 주요국의 금리인상폭과 통화 강/약세 추이



자료: Bloomberg

## | '22년중 주요국 외환보유액 감소율 추이



자료: IMF, 각국 중앙은행 주: '21년말 대비 '22.9월말 기준

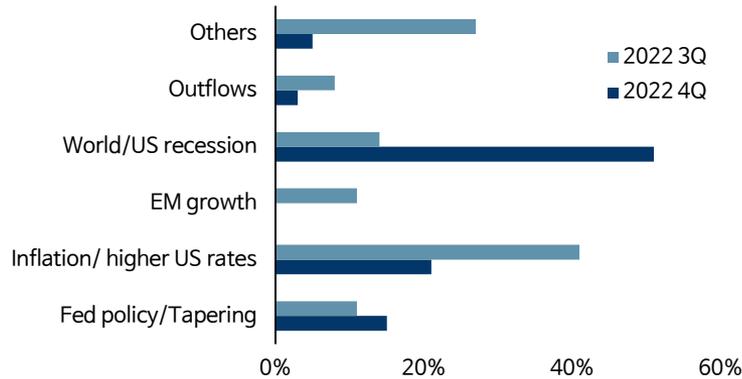
# 2023년 역환율전쟁 완화 기대

01

02

03

## | 글로벌 투자자들의 가장 큰 관심사는?



자료: Citi(4Q 2022 survey)

## | ICE와 CME의 달러선물 포지션 추이



자료: Bloomberg

### • 글로벌 투자자의 가장 큰 관심사, **美 인플레이션(21%)에서 글로벌 경기침체(51%)로 이동**(Citi 서베이)

- 내년 미국경제가 리세션에 진입할 경우 금리 추가 인상 가능성 미미
- 연준이 금리를 인상하지 않을 경우 달러화 강세가 지속될지에 대해선 의문

### • '23년 미국 금리상승/하락이 **달러화 향방을 결정**

- 미국과 유로존의 정책금리 전망을 통한 금리차를 보면 1~2분기 사이 고점을 형성한 후 2분기말 이후 하락 전망

### • **달러화는 역사적 롱포지션 상태**

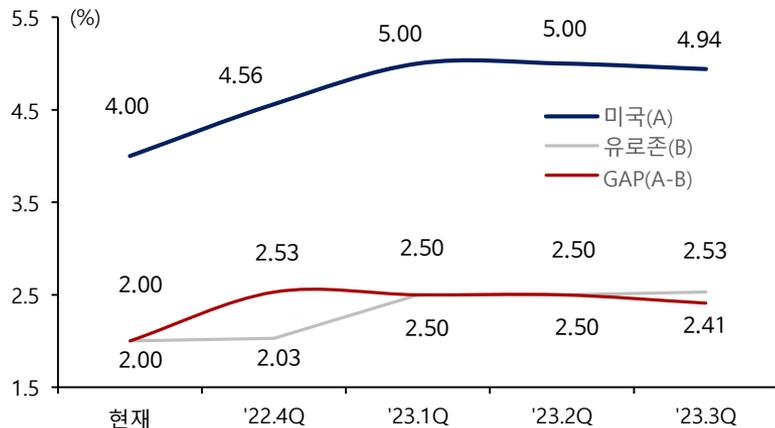
- ICE 달러선물(비상업적) 포지션과 CME 통화선물(8개 통화) 합으로 볼 때 달러 롱포지션 상태 → 포지션 조정 가능성

# 역환율전쟁 위험요인 - 국제공조↓ 변동성↑ 건전성↓



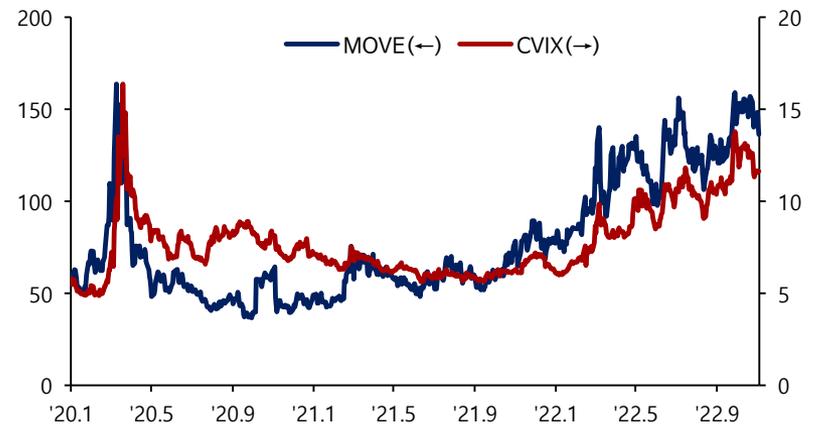
- **경제 상황과 이해 관계가 달라 글로벌 정책공조를 통한 외환시장 안정 기대난**
  - 인플레이션을 낮추기 위한 미국의 강달러 선호 스탠스(엘렌, 바이든 발언)와 여타국의 인플레이션 수입 방어를 위한 강달러 억제 정책이 엇갈리면서 국제 외환시장 공조가 어려울 전망(9.22일 이후 BOJ 단독 개입)
  - '20년초 코로나 팬데믹에 대응하여 글로벌 정책공조가 활발했던 것과는 달리 각자도생
- **각국의 외환시장 변동성이 여타 자산시장 변동성으로 확대 전이될 우려**
- **신흥국은 외환보유액 급감, 경상수지 악화 등 대외건전성이 추가 악화될 위험**

| 주요 IB들의 미국 유로존 금리 전망



자료: IB 주)주요 8개 IB 평균(미국: Fed Fund Rate 상단, 유로존: Deposit Rate)

| 외환시장 변동성과 채권시장 변동성



자료: Bloomberg 주)MOVE(금리변동성), CVIX(환율변동성)

# 3.3

## 글로벌 달러 유동성 위축의 파장

# 연준 통화긴축 “Higher for Longer”

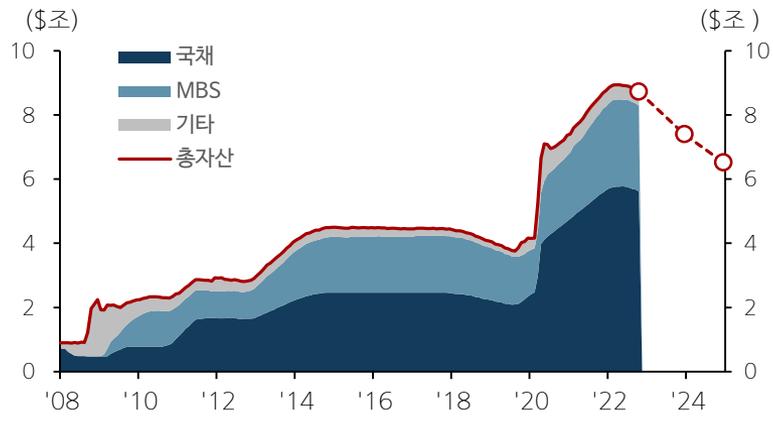
01

02

03

- **가파른 금리 인상과 양적 긴축 동시 진행 → 예상보다 빠른 유동성 위축 가능성**
  - 볼커 재임 3차례 금리인상 속도보다는 완만하나 86년 이후 가장 빠른 금리인상
  - Bridgewater, 강도와 속도 측면에서 지난 60년래 가장 급격한(the sharpest) 긴축 중 하나
- **GDP 대비 연준 자산의 급팽창 속도 감안 시 양적 긴축은 상당기간 지속될 전망**
  - GDP 대비 연준 보유자산 '19년말 21% → '22.2Q 35%로 증가, QT도 '17~'19대비 2배 가속
  - 총자산: '22.10월말 8.7조 → '23년말 7.4조<sup>e</sup> → '24년말 6.5조<sup>e</sup>

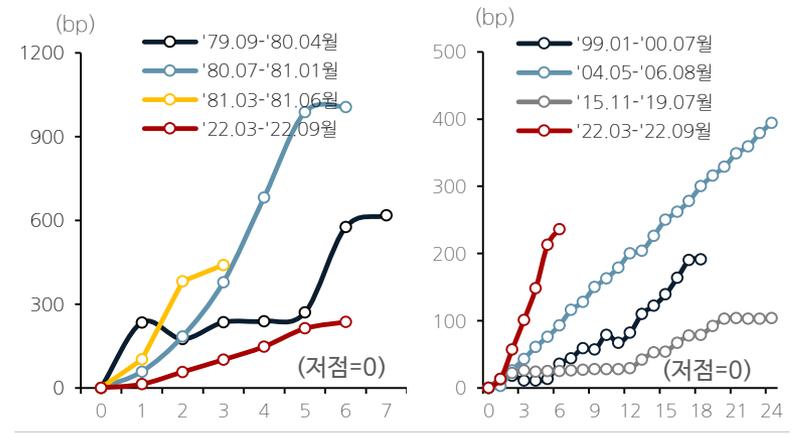
## | 미 연준의 자산 추이 및 전망



주: 점선은 Feds Note('22.6)의 기본 시나리오.전망

자료: FRED

## | 볼커 재임기, 2000년 이후와 현 금리인상 속도



자료: FRED

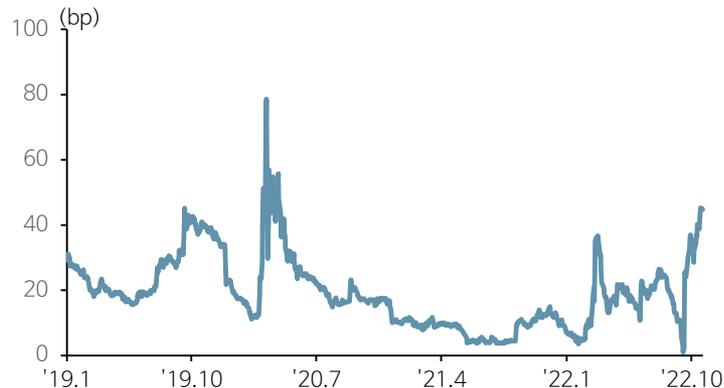
# 달러 유동성 위축 및 불안 가중

01

02

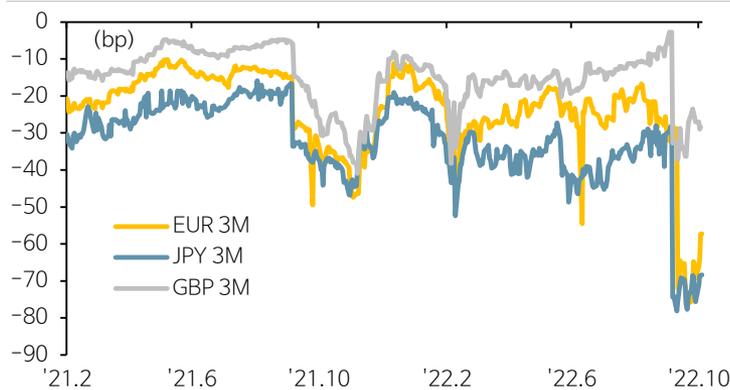
03

## | 3개월 FRA-OIS 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 1<sup>st</sup> IMM date forward

## | 달러대비 유로, 엔, 파운드 베이스스 스왑 추이



자료: Bloomberg

### • 연준 고강도 긴축 8개월, 국제금융시장 **달러 유동성 위축**

- 3월 금리인상 개시 후 3.75%p 금리인상과 연준 B/S 축소 병행
- Morgan Stanley, 유동성 위축 심화로 위험지대 진입

### • 달러 유동성 관련 스왑 시장 주요 지표, **9월부터 악화**

- 단기자금시장 지표: FRA-OIS 스프레드, '20년 4월 이래 최고치
- 은행권 신용지표: 달러 스왑스프레드, 은행권 CDS, 코로나사태 고점 근방
- 통화간 유동성 교환지표: 달러-유로, 달러-엔 베이스스 스왑 낙폭 확대

# 직접 조달 경로(채권발행) 악화 조짐

## • 채권발행을 통한 자금조달여건 악화, 유럽 시장과 투기등급 시장에서 현저

- 스프레드 장기평균 이탈 폭, EURO HY 200bp, Euro IG 100bp, US IG·HY40bp 내외

## • 통화긴축 누적 효과 → 채권시장내 취약 부문 우려 증가

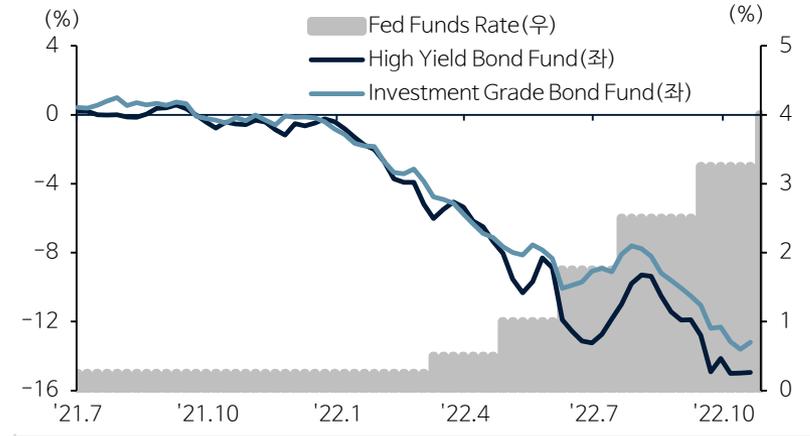
- 개방형 채권펀드(OEF)의 투매: 일일 환매와 유동성 미스매치에 의한 투매 우려(IMF, 옐런 미 재무장관)  
→ '08년 미국·유럽 회사채 시장 잔액의 7% → '21년 20%로 규모 급증 불구 유동화 대응 능력 의문시
- 투자등급 채권의 질적 저하: BBB 등급 비중 50%초과, AA 등급 이상 비중 10% 하회(BIS)

### | 미·유럽, 투기등급(HY)·투자등급(IG) 가산금리



자료: ICE BOAML, 점선은 가산금리 5년 평균치 수준

### | 개방형 채권펀드 투기등급·투자등급채 자금유출



자료: EPFR, 21년 7월 이후 펀드자금유출입 순자산가치(NAV) 누적 %

# 간접 조달 경로(은행대출)도 좁아지는 문

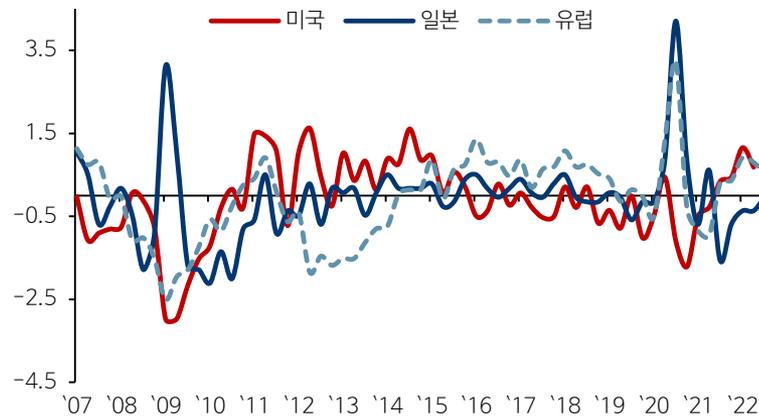
01

02

03

- **글로벌 은행, 총당금 설정 재개한 가운데 거시여건 주시(IMF)**
  - 은행시스템은 스트레스 시나리오 하에서도 자본금을 통한 손실 흡수 능력이 충분
  - 위기시 은행권 회복탄력성의 관건은 성장·물가의 향방(Stagflation would challenge the resilience)
- **가계·기업 대출수요가 지속되고 있는 반면, 대출 기준은 강화 가속**
  - 대출수요는 원자재 가격 상승과 공급망 악화 지속으로 높게 유지
  - 반면, 대출 기준은 경기하방 위험전망(미국·유럽)과 차입자 신용위험 악화전망(유럽)을 반영해 강화 추세

| 글로벌 은행권 대출수요 서베이 결과 추이



자료: IMF, 각국 중앙은행. 단위: 표준편차

| 글로벌 은행권 대출태도 서베이 결과 추이



자료: IMF, 각국 중앙은행. 단위: 표준편차

# 유동성 악화와 경기하방 위험 상호증폭 우려

01

02

03

## • 직간접 조달 경로 악화는 **취약 차입 주체 신용경색과 직결**

- 저신용·고금리 기업의 자금조달(대출+채권 발행) 규모는 금융위기('08~'09)이래 최저치

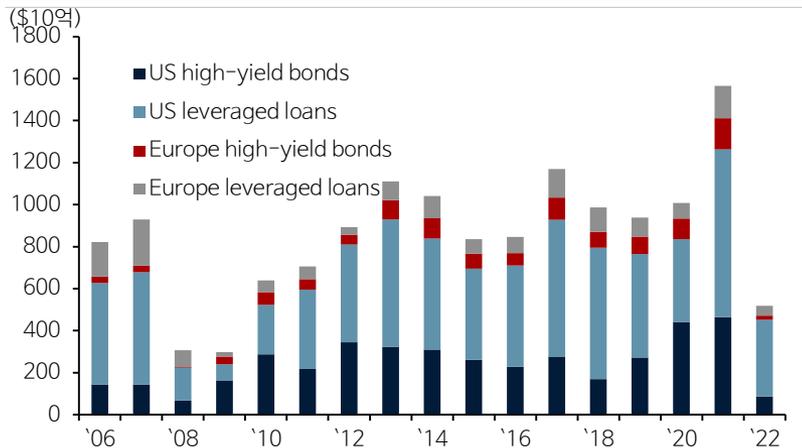
## • 유동성 악화와 거시여건(경기↓ 물가↑ 금리↑)간 **악순환 우려(IMF)**

- 매크로 추가 악화 시 (-)이자보상배율 기업 급증(대기업 14→21%, 중기업 29→38%, 소기업 46→56%)

- 금융기관의 기업 익스포져 악화(대출손실·회사채손실)를 매개로 경기하방위험 증폭 가능성

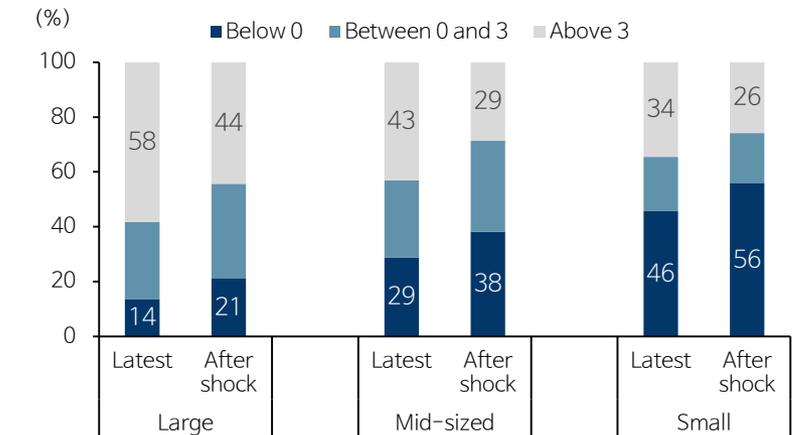
- 거시충격 ⇨ 유동성 악화 ⇨ 자금조달난 ⇨ 부도 증가·자산가격 하락 ⇨ 금융기관 손실 확대 ⇨ 거시충격

### | 미국·유럽 레버리지론, 하이일드채 발행



자료: Bloomberg, IMF

### | 매크로 충격 시 기업이자보상배율 변화 추정



자료: IMF. Shock : 매출 7.5%↓, 판매가 13.4%↑, 원가 20.5%↑, 이자 100bp↑  
미국, 영국, 독일, 프랑스, 일본, 이태리, 중국, 인도, 러시아, 멕시코 등 13국  
대기업: 자산\$5억, 중기업: \$5000만~\$5억, 소기업: \$5000만 미만

# 유동성 위축이 부채위기로 번질 우려

01

02

03

## 가계부채

- **아시아 가계부채 감축 부진**  
미국·유로존은 안정세
- 미 '08.1Q 99% → '22.1Q 77%
- 중 '08.1Q 19% → '22.1Q 61%
- **미 서브프라임 위기 경험**

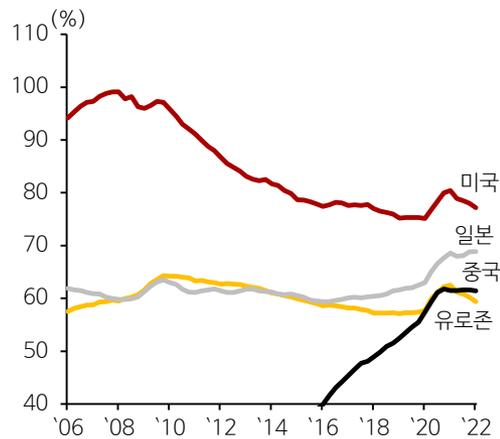
## 기업부채

- **중국 기업부채 증가세 현저**  
미국·유로존도 장기증가 추세
- 미 '08.1Q 71% → '22.1Q 81%
- 중 '08.1Q 95% → '22.1Q 157%
- **최근 대형 디레버리징 부재**

## 정부부채

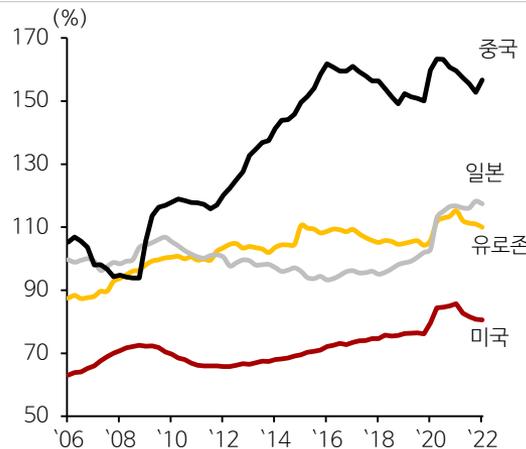
- **미국·아시아 장기증가 추세**  
유로존은 상대적 안정세
- 미 '08.1Q 63% → '22.1Q 117%
- 중 '08.1Q 29% → '22.1Q 73%
- **유럽 재정위기 경험**

### | GDP 대비 가계부채



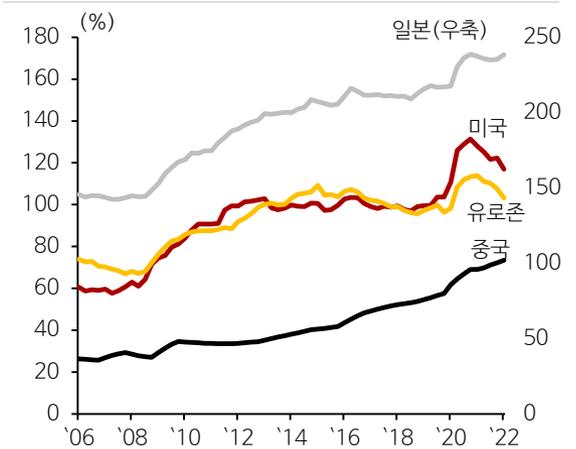
자료: BIS

### | GDP 대비 기업부채



자료: BIS

### | GDP 대비 정부부채



자료: BIS

# 3.4

## 중국 경제 경착륙 위험

# 제로 코로나 불안에 시진핑 3연임 리스크 가세

01

02

03

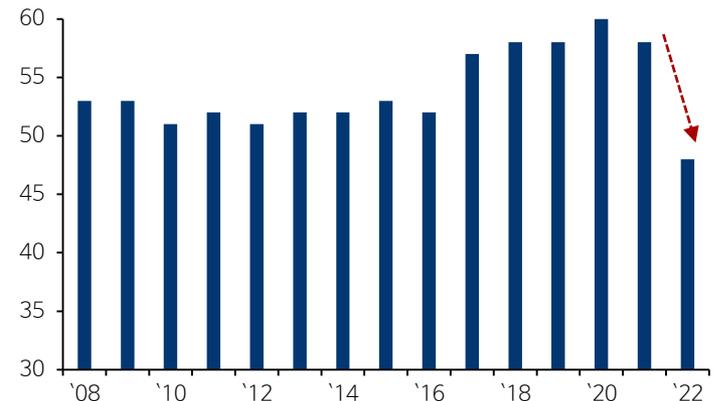
- **코로나 봉쇄정책 비용이 이익을 압도하면서 경제심리가 크게 위축**
  - 4월 상하이 봉쇄 이후 소비자신뢰 지수가 급락한 반면 가계의 신규 저축은 역대 최대치를 기록
- **20차 당대회를 기점으로 내부통제 및 대외갈등 격화 우려가 고조**
  - 지도부가 시진핑 측근(翊家軍)으로 채워지면서 견제시스템 무력화에 따른 정책 불확실성이 확대
  - 당대회 보고에서 대만 무력침공을 명문화하는 전랑외교 기조 강화로 지정학적 리스크도 증대
  - 민간기업 통제 강화 등으로 부작용 가시화(경제자유화 지수 순위: '21년 107위→'22년 158위)〈Heritage Foundation〉

## | 소비자신뢰지수 및 예금 증가율



자료: CEIC

## | 경제 자유화 지수



자료: The Heritage Foundation

# 중국 정부의 정책 대응과 내수 활성화 기대

01

02

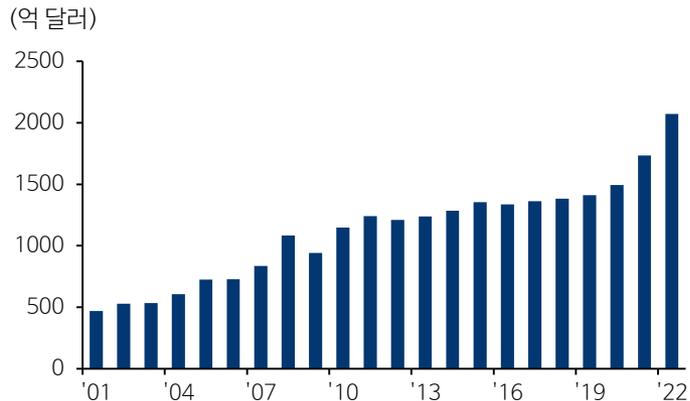
03

## | 회사채 발행 및 디폴트 규모



자료: Bloomberg 주: 역대 위안화표시 채권 기준

## | 대중국 FDI 규모



자료: CEIC. '22년은 1~9월을 연으로 환산

### • 확장적 정책기조 下 정부 주도의 인프라 투자 활성화

- 인프라 사업, 감세 등의 경기부양이 성장의 절반을 견인할 것으로 기대

### • 경기불안 불구 유동성공급등으로 회사채(위안화) 디폴트는 급감

- 금년 1~10월 회사채 발행이 급증하면서 디폴트 전년비 88% 감소

### • 주요 IB, 내년 성장률 4.9%※로 주요국 중 가장 높은 수준

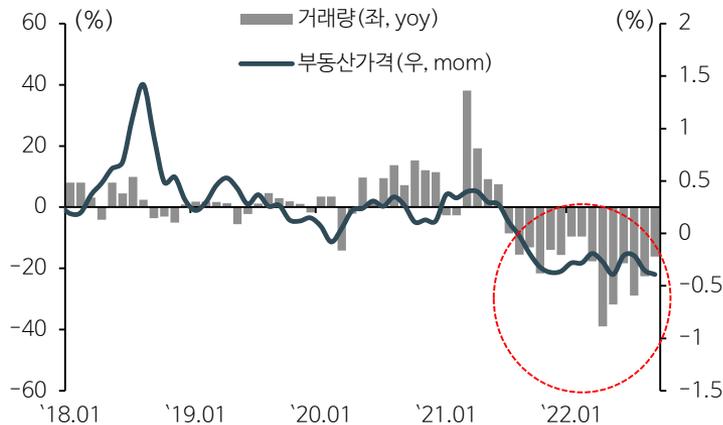
- ※ 글로벌 2.3%, 미국 0.2%, 유럽 -0.2% 등
- 미국 견제 불구 내수시장에 대한 기대 등으로 외국인 직접투자 2년 연속 두 자릿수 증가하며 역대 최대치 기록

# 부동산發 복합 리스크 부각

- **부동산시장 위축 장기화 단계 진입**
  - 작년말부터 이어온 시장활성화 조치 불구 가격 및 거래량 증가율 각각 14, 15개월 마이너스 등 최장기 부진
- **경기둔화 뿐만 아니라 시스템 리스크 우려 제기**
  - ‘부동산시장 침체’-‘재정수입 악화’-‘투자 및 소비 위축’-‘우량 자산 매각’이라는 민스키 모멘트 도래 가능성



## | 부동산 거래량 및 가격



자료: CEIC

## | 정부 세입 중 토지매각권 비중



자료: CEIC

# 연준發 외환수급 불균형 심화 우려

## • 대내외 금리차 확대 등에 따른 자본유출 압력 지속 예상

- 2년물 대미 금리차가 작년말 1.6%에서 금년 -2.7%로 역전, 내년 상반기 최대 1%p 추가 확대 가능성
- 작년 역대 최고치였던 외국인 포트폴리오 투자 잔액이 금년 감소세 전환(주식 -\$50억, 채권 -\$60억)
- 음성적 자본이탈을 나타내는 오차 및 누락 유출 규모가 금년 상반기에 전년동기대비 36% 증가

## • 잠재된 외환수급 불안요인이 노출될 소지

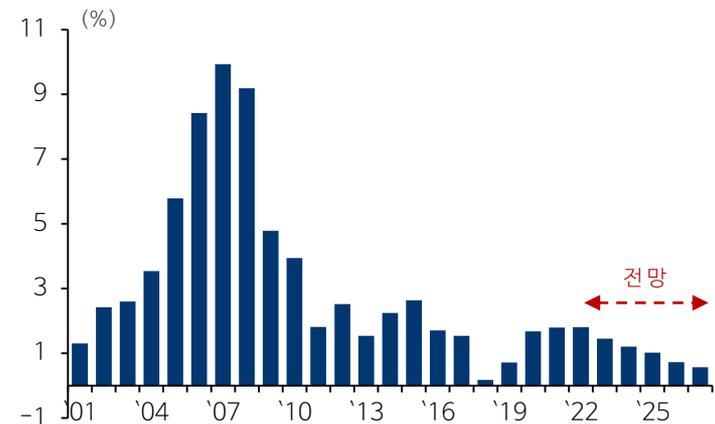
- IMF, 중국의 GDP 대비 경상흑자 비율이 서비스수지 적자 확대 등으로 꾸준히 하락할 것으로 예상
- 이를 상쇄하기 위한 자본시장 추가 개방이 향후 유출입 변동성 확대를 야기할 소지

### | 미중 2년물 국채 금리차



자료: Bloomberg

### | 중국의 GDP 대비 경상흑자 비율 실적 및 전망



자료: IMF

# 경착륙 가능성 낮으나 정책한계로 회복세 제한

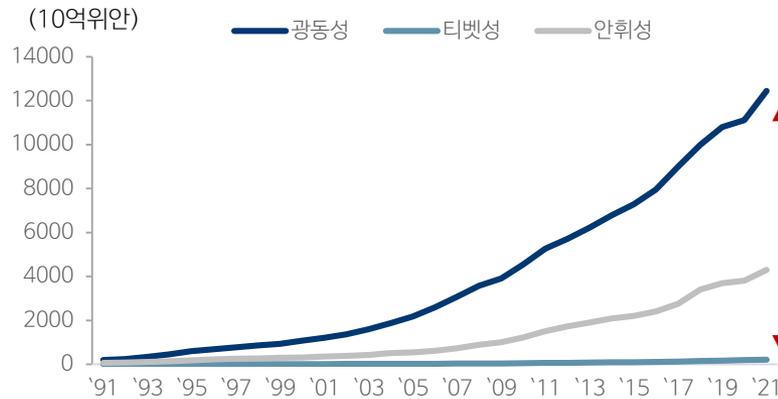
01

02

03

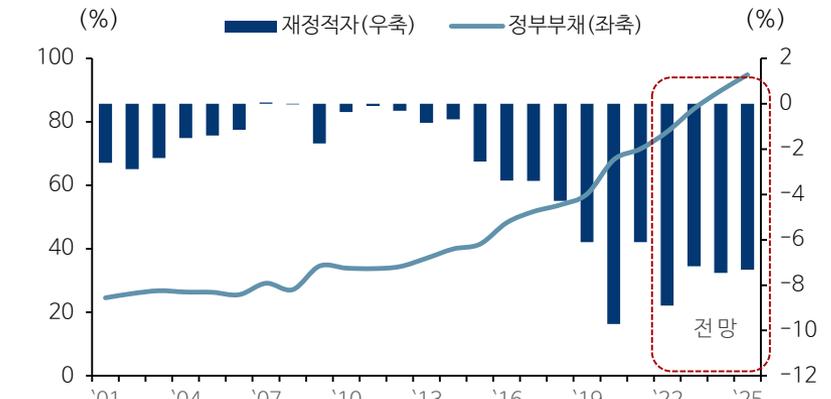
- 정책 목표간 상충과 재정건전성 악화 등으로 경기부양 정책이 한계에 봉착할 우려**
  - ‘국유기업 개혁↔실업’, ‘부동산활성화↔빈부격차’ 등이 상충하면서 시진핑 집권 이후 갈등 심화
  - 금년 토지사용권 수입 역대 최대폭(28%) 감소. 최근 3년간 정부부채/GDP 비율도 16%p 급증(가계 6%p, 기업 3%p)
- 내년 경기하방요인 산재하여 성장률이 3%대(전망치 4.9%)에 그칠 가능성 잠재**
  - 부동산시장 위축, 대외수요 둔화, 자본유출 등이 상호작용할 경우 경제심리가 크게 위축될 우려
- 다만, 제로코로나 완화 및 부동산시장 회복 시 경기 회복력 강화될 소지**

## | 중국 광둥성 및 티벳성의 GDP 규모 변화



자료: CEIC

## | 중국의 GDP 대비 재정적자 및 부채비율



자료: IMF

# 3.5

## 글로벌 지정학·지경학적 위험

# 서방 vs. 反서방, 세 곳의 충돌지점에서 대립

01

02

03

• **금년 들어 ▲상호 핵심 이익의 충돌 ▲제재에 따른 경제 피해 ▲강성 리더들의 집권 등으로 서방과 反서방 진영간 갈등 격화**

- 지역패권 뿐만 아니라 안보, 경제, 자원, 기술 등 다방면에 걸쳐 갈등이 실타래처럼 얽힌 상황

• **내년에는 ▲유럽(서방-러시아) ▲아시아(미국-중국) ▲중동(미국-사우디-이란) 등 세 곳에서 대립이 표면화될 가능성**

- 강대국을 중심으로 각 진영간 정치적 연대 및 상대 진영에 대한 경제적 압박이 강화될 소지



# ① 서방-러시아 新냉전 2라운드

## • 러·우 전쟁, '전선 확대' 또는 '동결된 전쟁' Frozen War 에 대한 러시아의 선택이 관건

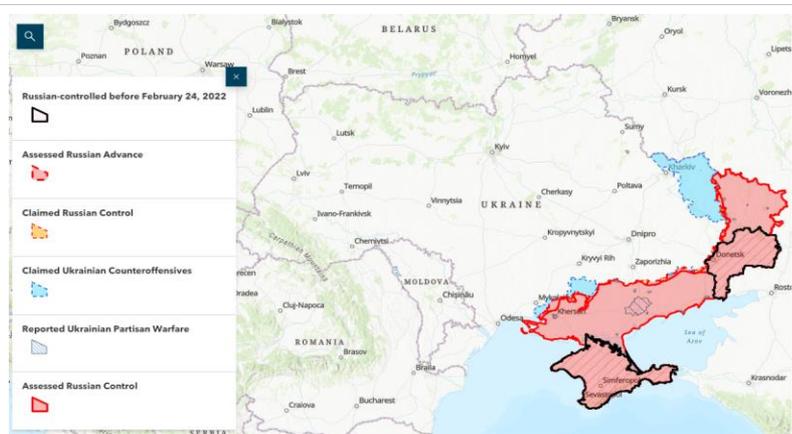
- 추가 동원령, 벨라루스 참전, 전술핵무기 사용 등 확전 가능성과 함께 불리한 전황이 지속될 경우 정전 상태를 유지하는 '동결된 전쟁'으로 갈 가능성도 상존. 군사적 측면에서 중대한 전환점 예상

## • 서방은 러시아 경제의 파국을 유도, 러시아는 자원 무기화로 서방을 압박

- 서방은 기존의 경제·금융제재를 지속하는 가운데 러시아산 원유수입 금지, 석유·가스 가격 상한제 추진 등 러시아 재정압박을 위한 정책옵션을 총동원

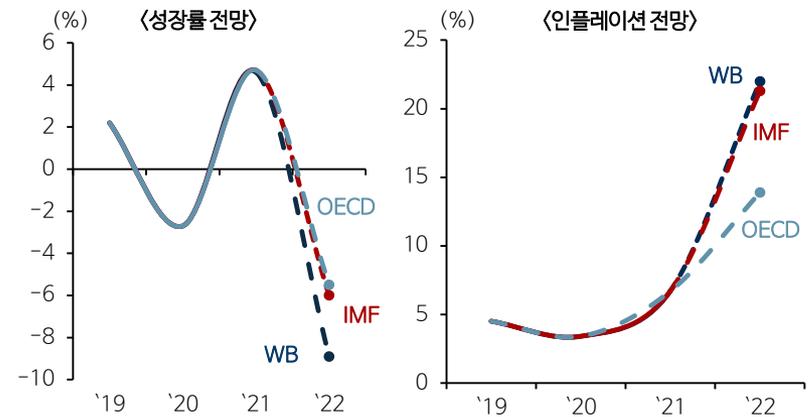
- 러시아는 석유공급 중단 위협, 우크라이나 곡물수출 협정 참여 중단, 우회수출로 확보 등으로 대응

### | 러시아-우크라이나 전쟁 현황('22.10.30)



자료: Institute for the Study of War

### | 서방 제재의 러시아 경제 영향



자료: WB, IMF, OECD

## ② 미·중 복합 패권경쟁 격화

01

02

03

### • 미국의 新대응전략, 유일 경쟁자로서 중국 직접 겨냥

- 첨단산업 등의 미국내 투자 확대를 통한 강력한 산업 경쟁력 구축
- 쿼드·오커스(군사안보), IPEF·칩4동맹(경제·기술안보) 출범
- 이념을 공유하는 국가들과의 공급망 공유 등 가치동맹 강화

### • 중국, 시진핑 3기 체제 하 강경외교 노선 고수

- 서방과의 체제경쟁 돌입, 거칠고 강경한 '전략외교' 예고
- RCEP, 일대일로, 반도체굴기 등으로 서방에 맞대응
- 러시아, 사우디 등과 안보·경제·에너지협력 강화 추진

### • 대만, 남중국해 등 약한 고리에서 우발적 충돌 우려

- 시진핑 주석, 대만 문제 해결 위한 무력사용 가능성 배제 안해
- 남중국해 영유권 분쟁 격화 소지. 동남아국은 합종연횡 예상
- 북·중·러 삼각축 강화로 북핵문제 심화 가능성

### | 미국의 중국 견제 연합체(QUAD)



자료: KCIF

### | 중국 반도체 시장규모 및 자급률



\*'26년은 전망치. 자료: IC Insights

## ③ 중동 정세 3중 불확실성

01

02

03

### • 미국-사우디 관계, 최근 냉기류 속 추가 악화 가능성에 주목

- 사우디의 러시아·중국 밀착 움직임 및 미국과 거리두기 등으로 미국내 반사우디 정서 강화
- 미국이 사우디와의 관계 재정립을 모색하는 가운데 양국 갈등은 역내 안보 불안을 자극할 가능성

### • 미국-이란, 핵협상 불발 시 군사적·외교적 대립 심화 가능성 잠재

- 이란이 핵개발 재개, 러시아와 연대 강화, 테러단체 지원 등에 나설 경우 미국과의 충돌 가능성 고조

### • 사우디-이란, 역내 패권경쟁이 무력도발로 이어질 우려

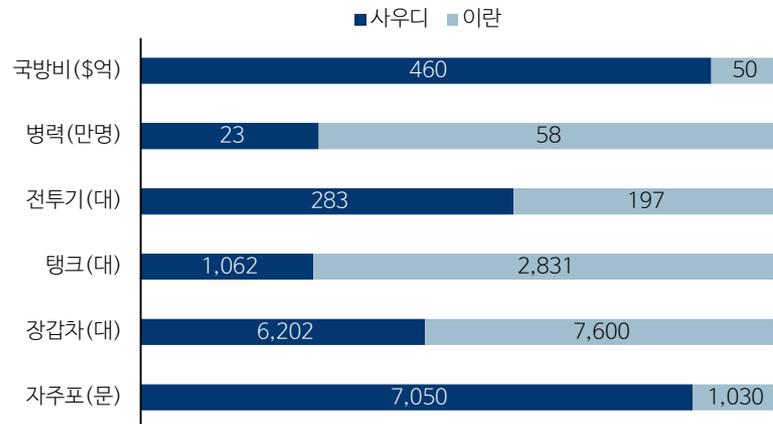
- 민족(아랍-페르시아), 종교(수니-시아), 체제(왕정-신정) 대결국면 속에서 양국간 국지적 충돌 가능성 상존

### | 미국의 사우디 원유의존도 급감



자료: EIA

### | 사우디-이란 군사력 비교(2022)



자료: Global Firepower

# 정치·경제 복합리스크의 글로벌 파장 경계

01

02

03



국제  
리더십 부재

- 자국 및 진영 우선주의 심화
  - 다자주의의 위기
  - 협력·연대 대신 양극화·경쟁
- UN·WTO 등 국제기구 역할 위축
  - 외교·대화 실종
  - WTO 무력화 우려



지정학·지경학  
복합리스크  
Geopolitical  
· Geoeconomic Risks

- 서방과 反서방 간 충돌  
가능성 높은 상황
  - 금년 1곳 → 내년 1+2곳으로  
충돌지역 확대 가능성
- 지역패권과 경제패권의  
결부 → 문제 해결의  
어려움 가중



세계성장 위협  
· 자원위기 확대

- 교역 증가율 금년 3.5% →  
내년 1.0%로 축소(WTO)
  - 공급망악화시 마이너스 불가피
- 국제정치 불안은 글로벌 잠재  
성장률 하락 요인
- 에너지·식량 등 자원 무기화
  - 인플레이션 상방압력 재개 소지
  - 자원을 둘러싼 국가간 갈등 심화

# 종합평가

---

# 종합평가 : 고강도 긴축 파장으로 글로벌 불안정 지속

실물경제  
위축 지속



금융시장  
불안정 속 회복



통화정책  
실패 위험



신용리스크  
부상



돌발리스크  
잠재



- 세계경제 성장세 둔화. 주요 선진국은 경기침체 발생 위험
  - 중국은 경착륙 가능성 낮으나 부동산 위축, 자본유출 등으로 하방 압력 잠재
- 회복세 전환, 그러나 불확실성 잠재
  - 인플레이션 안정과 통화정책 기조 전환 기대가 금융시장 회복의 전제조건
- 과도한 긴축시 실물경제 경착륙 and/or 금융시스템 위기 등을 촉발할 위험
  - 신흥국들은 통화가치 방어 위해 대외건전성 악화 불가피
- 예상보다 빠른 글로벌 달러 유동성 위축 가능성
  - 회사채 시장 위축, 은행 대출기준 강화 속에서 부채 부실화 위험
- 미국국채시장 발작, 유럽 재정위기 재연, 일본 금융시장 불안, 미·중 갈등 격화 등
  - 리스크 현재화 시 금융시스템 불안 → 실물경제 전이 악순환 우려