

2023년 2/4분기
경제 및 외환시장 전망 업데이트

RE:BOOT
Shinhan

쓰리고(3高)에 피박(fee薄)

- 그레이트 펜데믹의 저주 -

2023. 03. 31

소재용

신한은행 S&T센터 리서치팀장

T : 02-2151-2638

E : jyso@shinhan.com

백석현

신한은행 S&T센터 수석 이코노미스트

T : 02-2151-2632

E : seokhyun100@shinhan.com

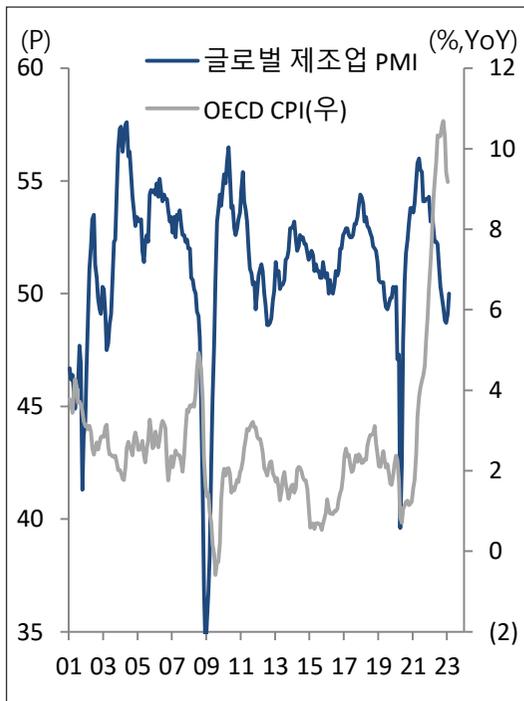
 신한은행

그레이트 펜데믹 3단계 진입, 어두워진 세계 경제

글로벌 경기침체와 금융위기 경계감으로 힘든 여정

- 중국의 경제 성장 반등 기대하나 글로벌 침체 및 금융 불안 압력 커지는 가운데 핵심 선진국 성장 저하 부각될 가능성. 0%대 선진 경제 성장 아래 한국도 1% 밑돌 듯하나, 신용위험 확산시 추가 위축 배제 못해 한은의 금리인하 선행 전망
- 점진적 인플레이 둔화 아래 신용위험 부상에 따라 중앙은행 피벗 전환 및 단기 유동성 공급으로 위기 모면 유도 전략 구사. 다만 부채 축소 지연 시도로 극단적 금융위기 피해도 정치적 불확실성 아래 한동안 저성장, 신용 불안, 자산시장 정체 감수

고물가-고금리 압박에 시달리며 하강 전개되는 글로벌 경기, 불확실성 감수해야 하는 2023년



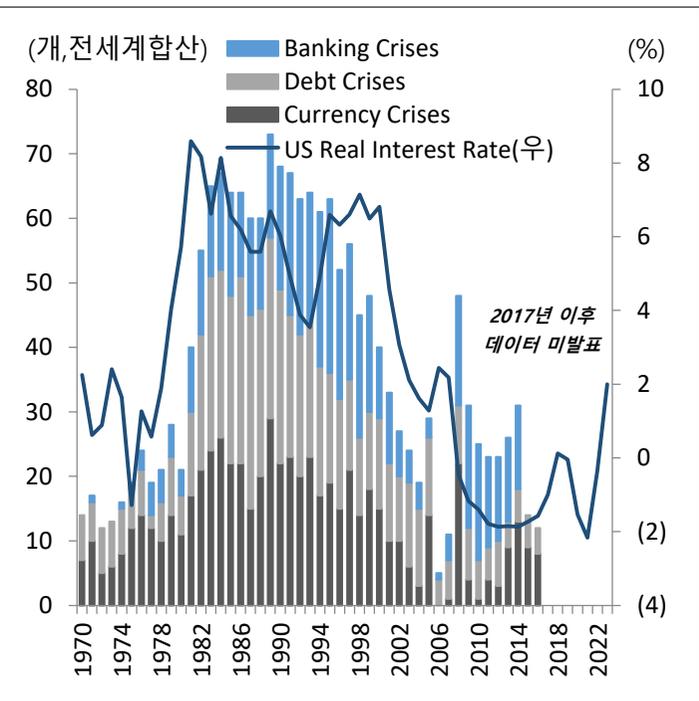
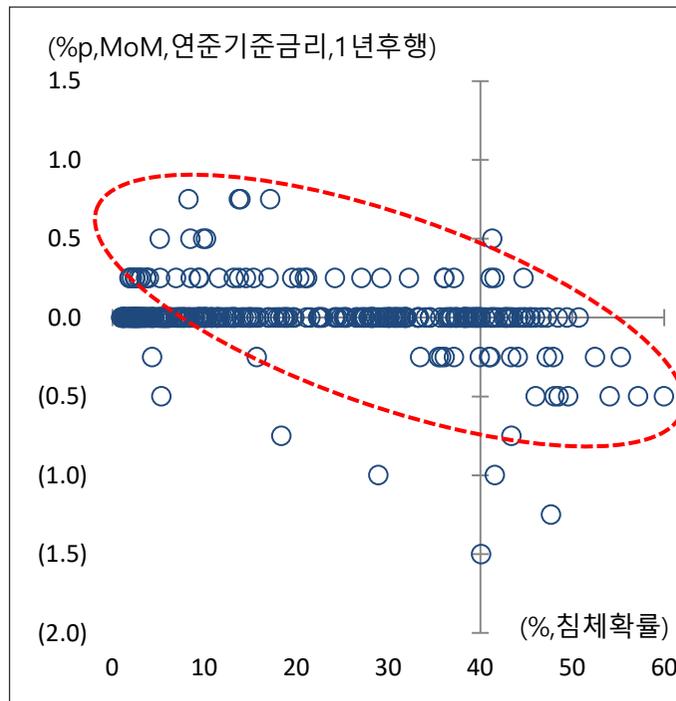
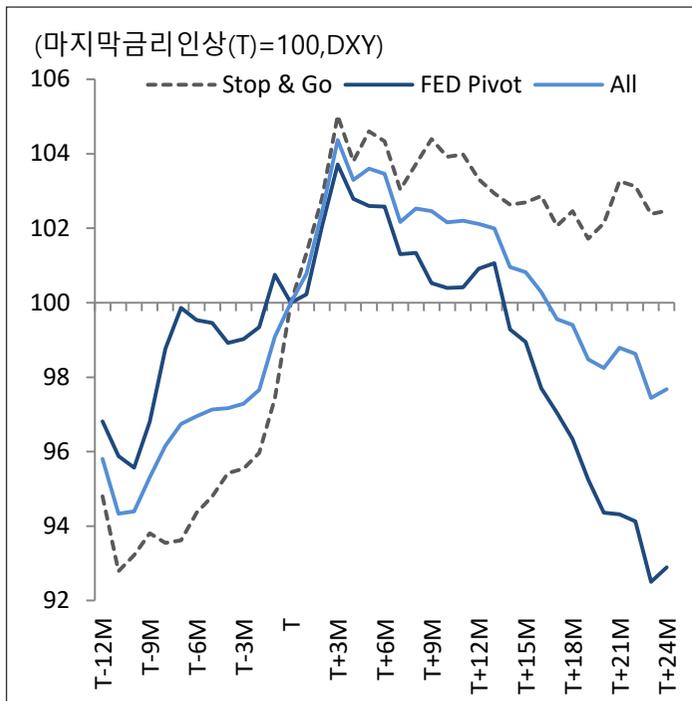
		GDP			CPI			정책금리			경기판단및 시사점
		21	22	23	21	22	23	21	22	23	
블룸버그 컨센서스	전세계	6.2	3.4	2.4	4.7	8.8	5.3	2.75	5.39	5.80	고물가와 통화긴축 위험으로 성장 탄력 계속 떨어지는 가운데 미국과 유로존 등 선진국의 성장률 부진 예상
	미국	5.9	2.1	0.9	4.7	8.0	4.1	0.25	4.50	5.25	통화긴축 마무리 기대하지만 부동산 시장 후퇴 아래 금융불안과 부채한도 제약으로 1% 내외의 저성장
	유로존	5.3	3.5	0.5	2.6	8.4	5.7	0.00	2.50	4.00	예상보다 온화한 날씨로 에너지 쇼크 비켜갔으나 상대적 고물가와 후행적 금리인상 등으로 성장 탄력 미진
	일본	2.3	1.0	1.1	-0.3	2.5	2.2	0.00	0.00	0.00	글로벌 경기 후퇴 위험 불가피하나 상대적으로 완화된 통화정책 및 버블 위험 제한 등으로 충격 완충
	중국	8.4	3.0	5.3	0.9	2.0	2.3	3.80	3.65	4.30	제로 코로나 정책 탈피 및 3연임 확정된 시진핑의 경기 부양으로 성장 반등하나 각종 정치적 리스크가 변수
S&T센터	한국	4.0	2.6	0.6	2.5	5.1	3.2	1.00	3.25	3.00	내수와 수출 둔화 아래 가계부채 부담으로 경제성장 1% 밑도는 가운데 인플레이 경감으로 금리인하 타진

자료: Refinitiv, Bloomberg, 신한은행 S&T센터
주: Bloomberg 컨센서스 사용, 전세계 정책금리는 선진국과 신흥국 컨센서스 평균 적용, 한국은 S&T센터 전망치

연준 피봇으로 달러 약세 우려, 신용위험으로 가변적 2008년의 위험 수위만 아니면 안심해도 되는 걸까?

- 물가 부담으로 피봇 속도에 제약 있지만 연준의 금리인하 전환 압력 커짐에 따라 미달러 수위 점차 낮아질 전망.
하지만 경기침체, 금융불안, 미중 갈등 등 다양한 변수들이 적지 않은 저항과 걸림돌로 작용하며 변동성 자극 소지
- 따라서 단기보다는 중장기 관점의 미달러 국면 전환에 맞춘 단계적 진입으로 안전마진 확보하는 전략 구사 유효.
실제로 연준의 통화 완화 전환 스타일에 따라 달러 궤적 차이 나고 통상 금융위기는 실질금리 상승에 후행적 발생

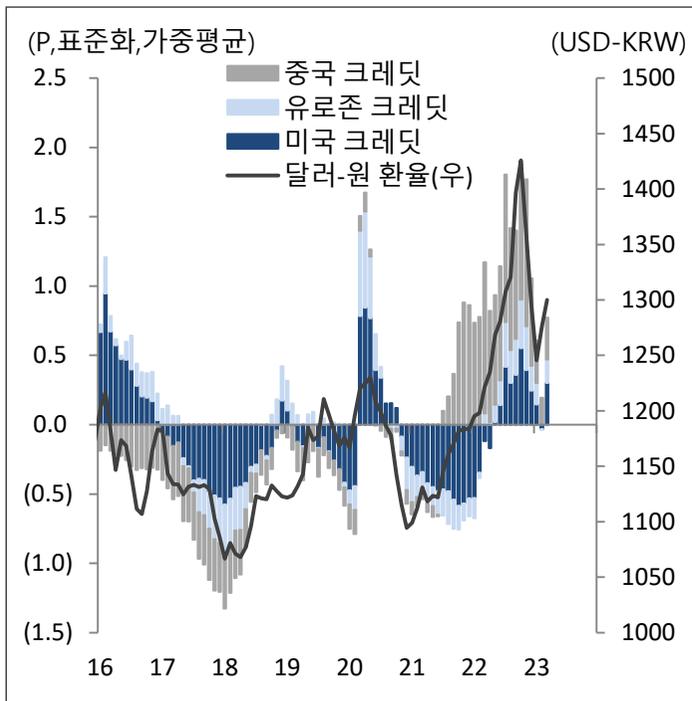
미달러의 향방: 디스인플레이션과 연준의 피봇 VS 경기침체와 금융위기 불안감



2023년 외환시장 : 울퉁불퉁한 구간을 지나는 중 연간 1,210~1,360원 범위 내 상고하저 전망 유지

- 중기적으로 물가에 치중했던 연준의 정책 스탠스가 경기 침체 및 금융 불안과 점차 균형 맞추며 미달러 약세 전환. 이에 따라 올해 달러-원 환율은 1,210~1,360원으로 기존 전망보다 다소 레벨 다운되나 상고하저 경로는 유지
- 다만 고물가-고금리-고부채로 인해 경기침체 및 신용위험 우려에서 자유롭지 않고 진영간 블록화와 지정학적 위험 등으로 상반기중 다소 큰 폭의 등락 전개. 따라서 2/4분기에는 1,240~1,360원 사이에서 하방 경직적 움직임 예상

2023년 상반기중 울퉁불퉁한 구간 대기, 하반기에는 상대적으로 수위 낮아질 달러-원 환율



	2022년			2023년				
	상반기	하반기	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간
달러/원	1,233	1,349	1,291	1,276	1,310	1,265	1,275	1,282
(밴드)	1,186~1,304	1,263~1,444	1,186~1,444	1,220~1,325	1,240~1,360	1,210~1,310	1,230~1,310	1,210~1,360
달러/엔	123	140	131	132	131	125	122	128
유로/달러	1.09	1.01	1.05	1.07	1.07	1.09	1.08	1.08
달러/위안	6.48	6.98	6.73	6.84	6.85	6.78	6.75	6.81
엔/원(100엔)	1,004	965	984	967	1,000	1,012	1,045	1,006
유로/원	1,347	1,368	1,358	1,365	1,402	1,379	1,377	1,381
위안/원	190	193	192	187	191	187	189	188

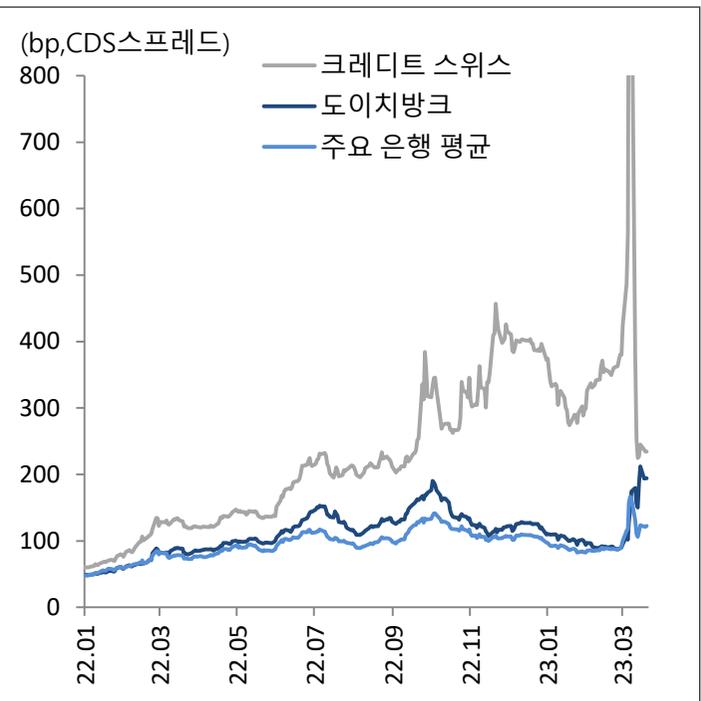
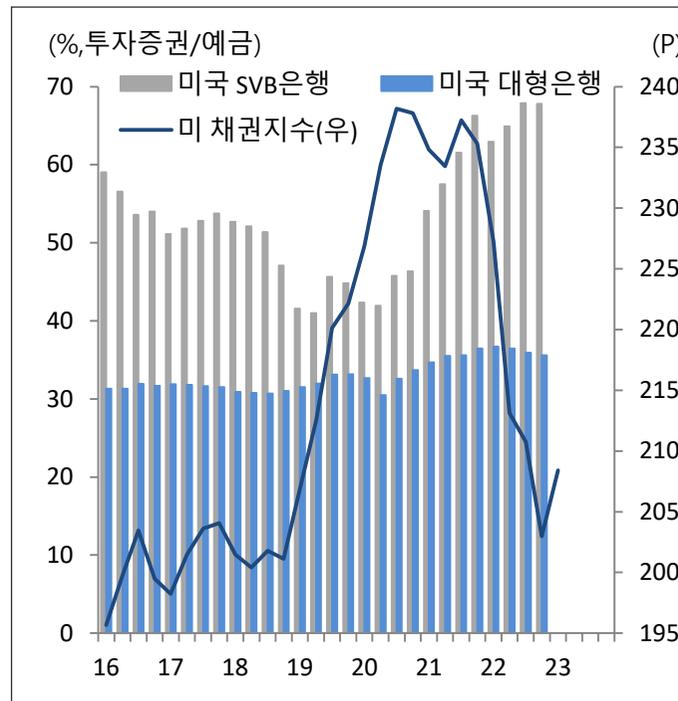
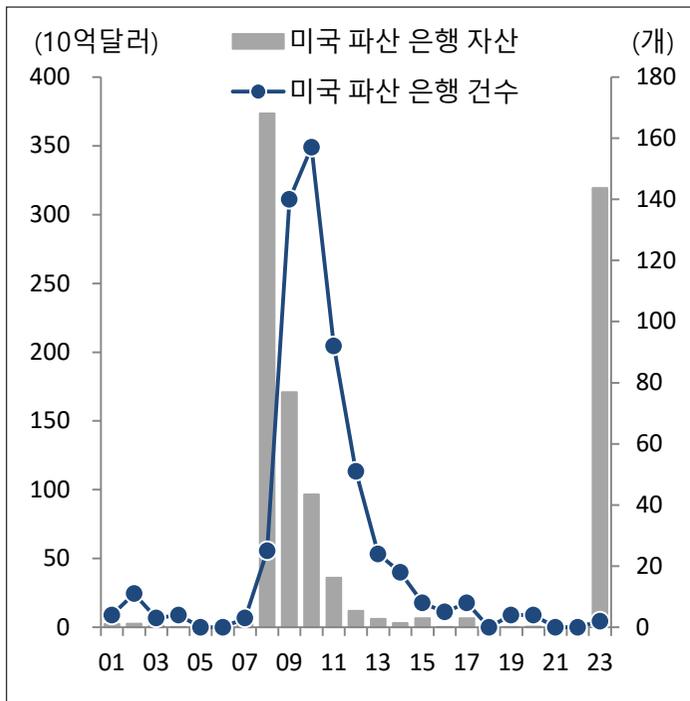
Part II

매크로 포인트와
1/4분기 시장 리뷰

SVB·CS 사태, 포스트 코로나 3단계 진입을 타진 1st 물가, 2nd 통화긴축, 3rd 금융위기·경기침체 위험

- 뱅크런으로 금융위기 이후 최대 규모의 은행 파산을 기록한 SVB 사태와 CS위기를 계기로 고금리 장기화의 부작용 노출
- 정부, 중앙은행, 일반은행이 신속히 대응한 한편 단기간에 급성장하고 과도하게 채권 보유한 SVB를 일반화하기 어려워
- SVB 및 CS 봉합으로 시스템 리스크 전이는 억제되었으나 예금 감소 아래 자산-부채 미스매칭으로 신용위험 부각 여지

SVB/CS를 미국 은행과 글로벌 IB 전반으로 일반화하기 어렵지만 3고의 취약성이 드러나는 계기



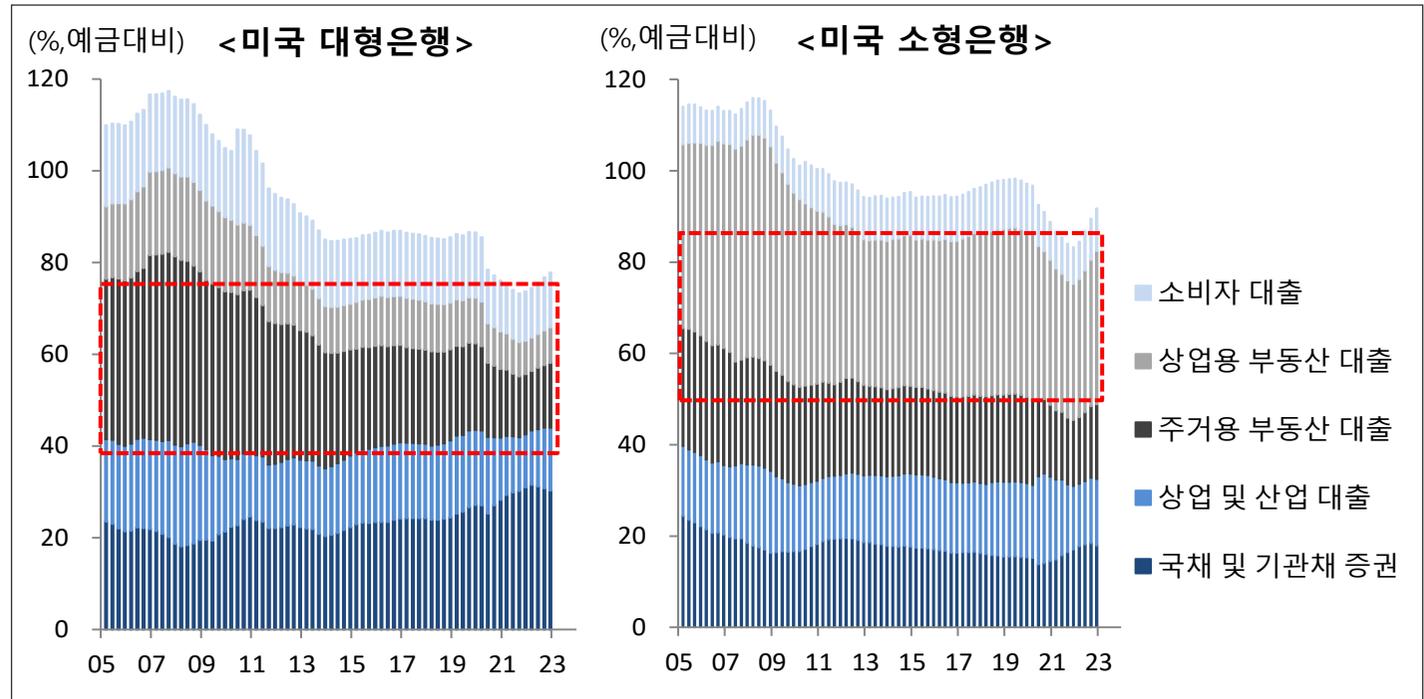
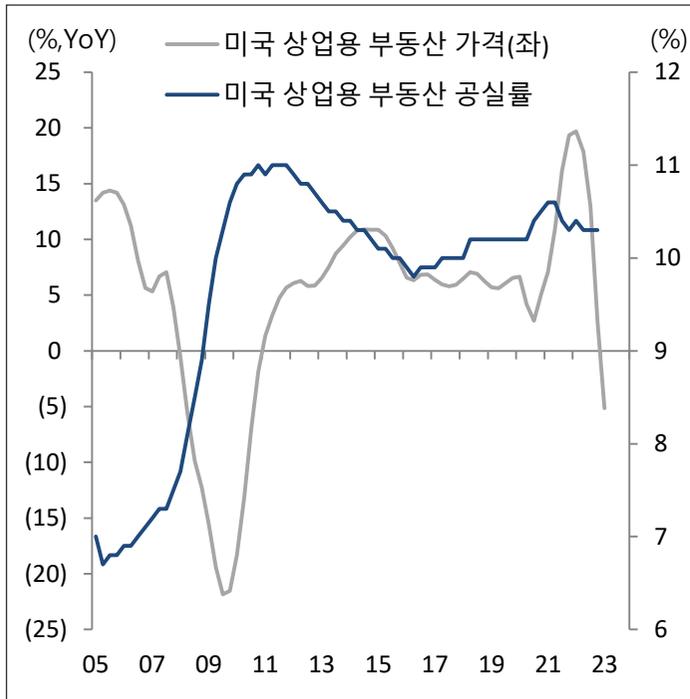
Part II

매크로 포인트와
1/4분기 시장 리뷰

뱅크런 진화에 나선 미국, 이제 상업용 부동산 지목 주변지인 소형 지방 은행의 높은 의존도를 주의해야

- FDIC의 파산 은행 예금에 대한 신속한 전액 보장과 연준의 대출 프로그램 가동으로 연쇄 뱅크런 전염은 부분적 진화
- 그러나 국채 등 안전자산 가치 하락에 따른 대형 은행보다는 상업용 부동산에 치우친 소형 은행의 위험이 더 큰 상황
- 은행 전반으로 예금 전액 보호 여의치 않은 가운데 상업용 부동산 부실 위험 커지고 있어 지방 중소형 은행 경계 지속

2008년 대형은행이 주거용 부동산에 몰렸다면, 지금은 소형은행이 상업용 부동산에 집중



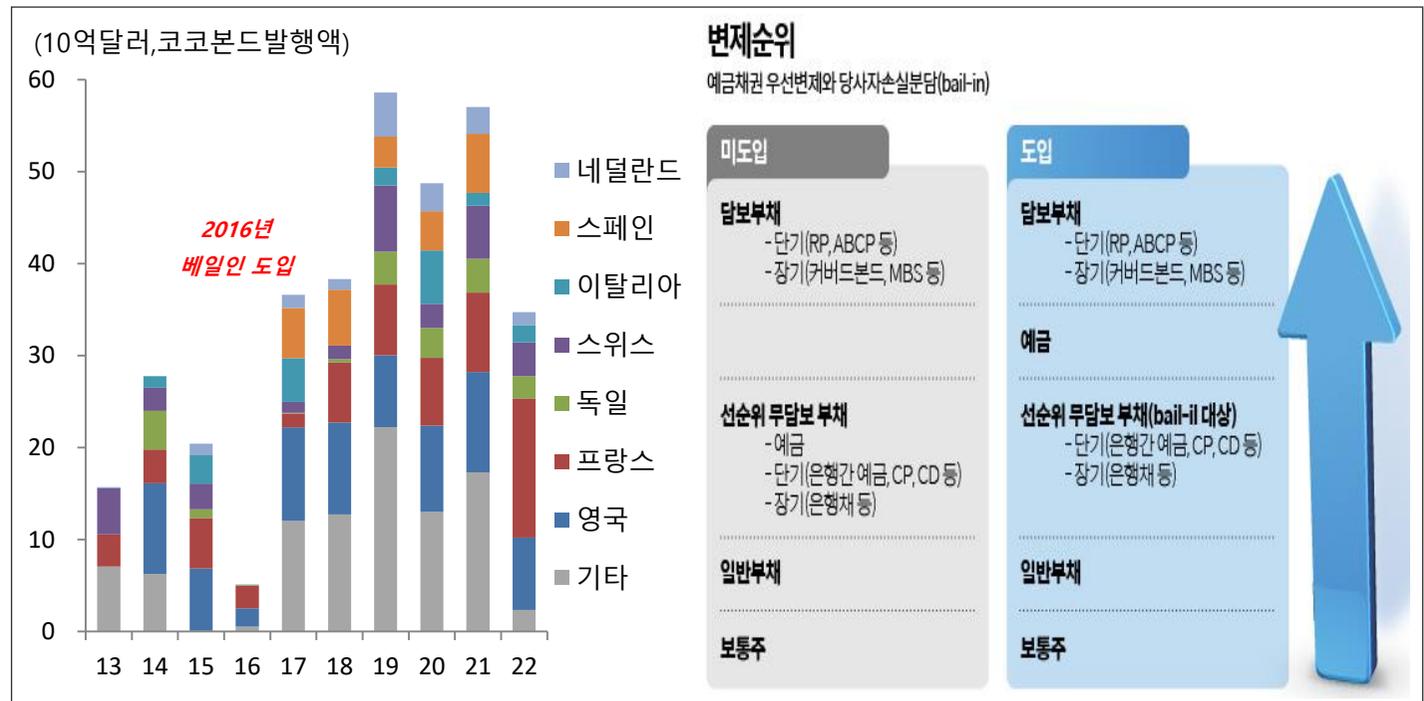
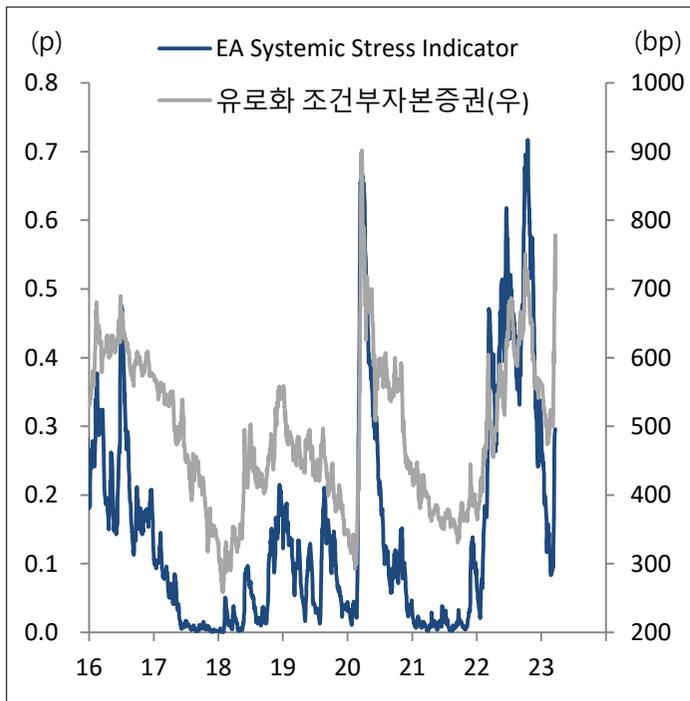
Part II

매크로 포인트와
1/4분기 시장 리뷰

IB 중심 유럽 금융 시스템, '베일인' 위험 테스트 보유 자산 상각 과정에서 수반될 위험 전이 경계

- 스위스 은행에 국한되나 UBS의 CS 인수에서 주식보다 AT1채권 전액 상각으로 베일인(Bail-in) 위험에 유럽 은행 노출
- 글로벌 금융위기 및 남유럽 재정위기 이후 은행의 손실을 납세자가 아닌 투자가(주주 및 채권자)가 먼저 부담하도록 변경
- 결국 정부의 보다 적극적 개입 이전까지 금융기관 손실을 일부 다른 투자가도 부담하며 상각 및 신용 위험 확대 여지

자금 조달과 자산 투자로 서로 물려 있는 유럽 금융기관의 특성상 베일인 위험에 상호 노출



자료 : ECB, 주요 언론, Refinitiv, Bloomberg, 신한은행 S&T센터
주 : 코코본드 발행액은 Bloomberg 집계에서 중국, 인도, 일본은 제외

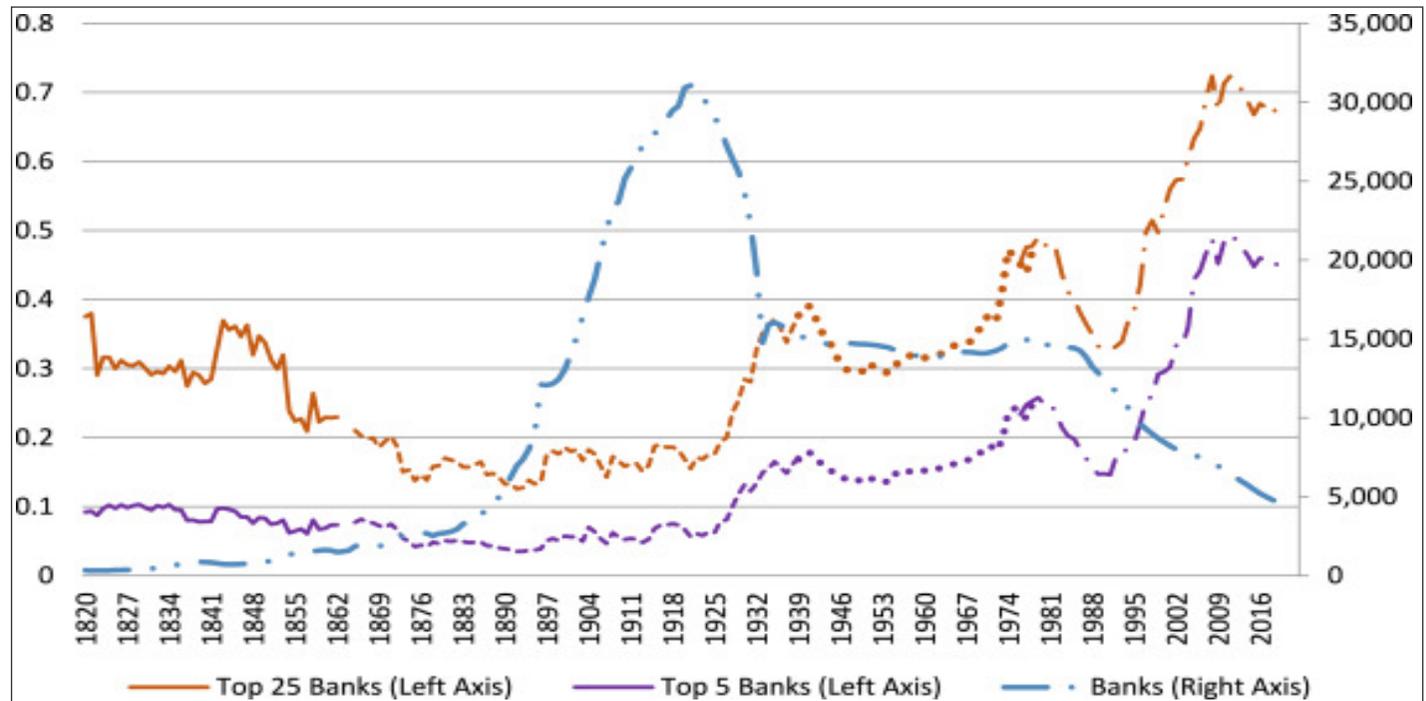
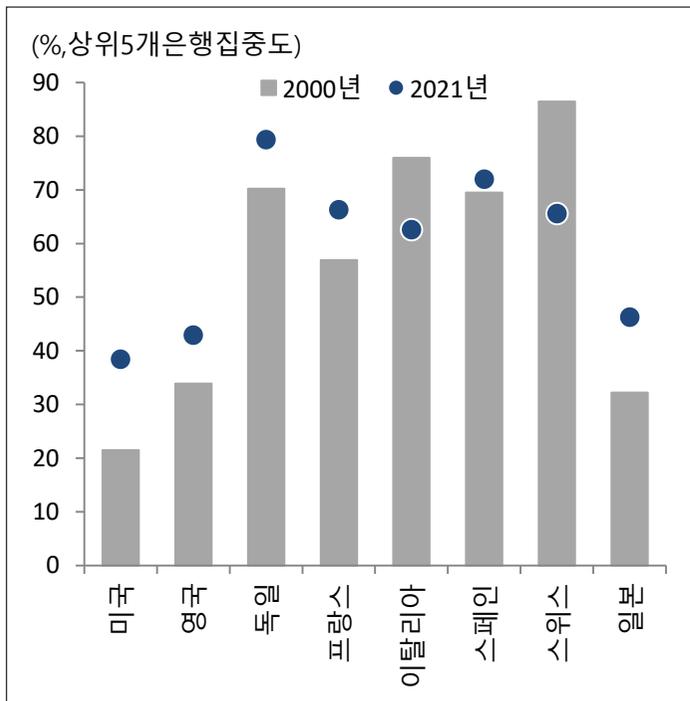
Part II

매크로 포인트와
1/4분기 시장 리뷰

지금은 그때와 다르다 VS 위기는 반복된다 그냥 망하게 두기에는 덩치가 너무 커졌을 뿐

- 물론 금융시스템 개선, 정책 대응 학습, 상대적 안전자산에 대한 쏠림 등 2008년과 같은 극단적인 상황과 차별화 요인
- 그러나 다소간의 차이에도 과잉 유동성, 위험에 대한 쏠림, 자산 시장 과열과 붕괴 등 금융위기의 기본적인 속성은 유사
- S&L사태 이후 미국 은행 집중도가 높아져 정책적으로 충격 분산을 유도할 가능성 커졌지만 위험 소멸 여부는 지켜봐야

극단적인 테일 리스크였던 2008년 보다 수위가 낮다고 해서 위험하지 않은 것일까?

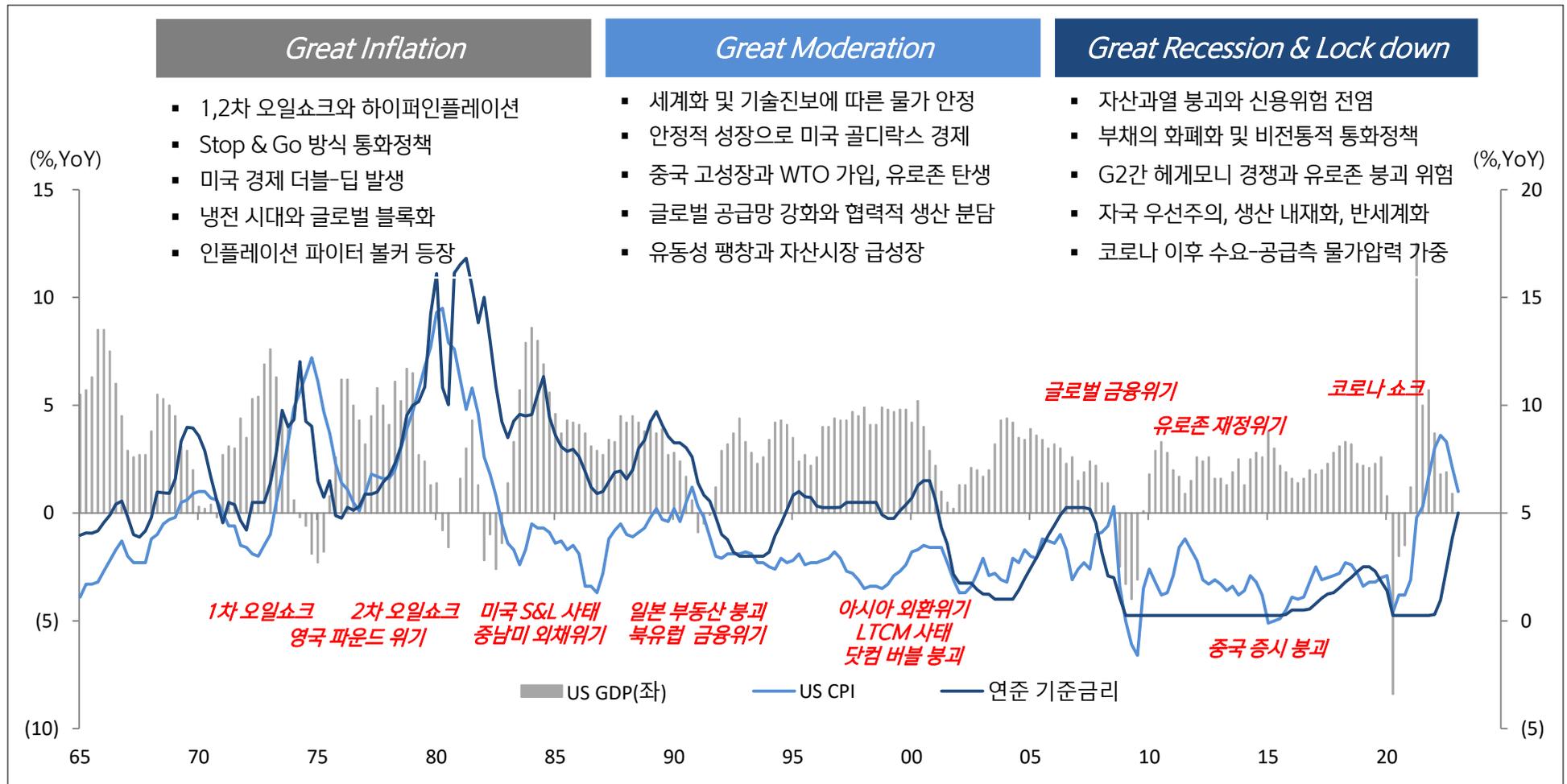


Part II

매크로 포인트와
1/4분기 시장 리뷰

코로나 이후의 혼돈, 정말 가보지 못한 길인가? 온고지신(溫故知新) : 쓰리고(3高)에 피박(fee薄)

1970년대 이후 전개된 미국 그레이트 시기의 유사점과 차이점을 현재 상황과 비교



자료: FRB, Refinitiv, Bloomberg, 신한은행 S&T센터
주: 본 페이지의 보다 자세한 내용은 2023년 전망 자료(2022.11) 참조 요망

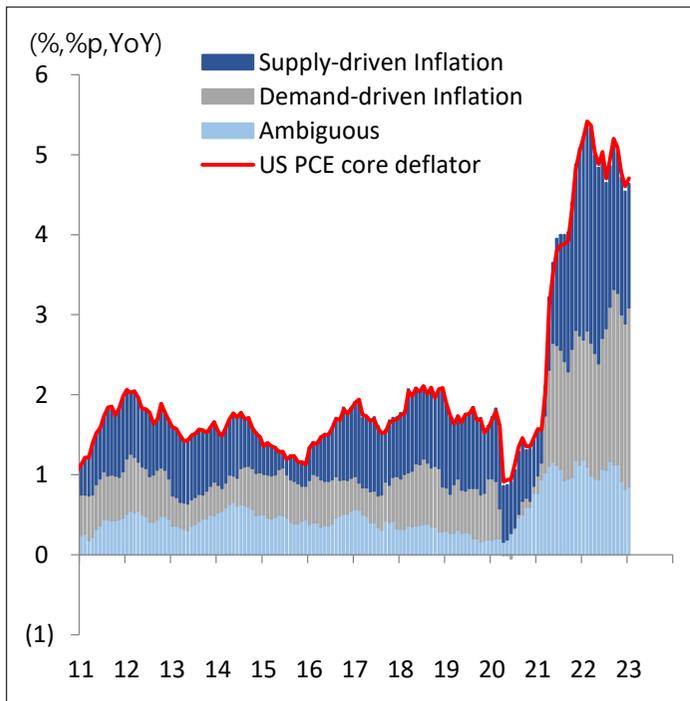
Part II

매크로 포인트와
1/4분기 시장 리뷰

원고(1st高) : 수요-공급 요인 혼재로 끈적해진 물가 디스인플레 진행되나 안정권 진입에 인내심 요구

- 과거 미국 인플레이션 경계 구간에 비해 상대적으로 다양한 요인이 집중되어 있어 물가 상승 제어가 어려운 환경
- 최근 수요 둔화로 원자재 가격 반락한 가운데 코로나 탈피로 글로벌 공급망 압력 완화되는 등 물가 고점 형성에 기여
- 그러나 주거비 등 구조적인 성격이 상대적으로 강한 경직적 물가 압력 높아지고 있어 인플레 벗어나는 데 시간 소요

연준은 지난1980년대 고인플레이션 경계, 당분간 제약적 통화 긴축 불가피



에피소드 (CPI 5% 상회 시기)	인플레이션 요인					
	고유가	공급부족	이연수요	경기·고용	통화정책	재정정책
① 2차대전 종전 ('46.7~'48.10)		◎	◎	○	○	◎
② 한국전쟁 ('50.12~'51.12)		○	○	○		
③ 경기확장 후기 ('69.3~'71.2)				◎		○
④ 1·2차 석유파동 ('73.4~'82.10)	◎				○	◎
⑤ 걸프전쟁 ('89.3~'91.5)	○					
⑥ 에너지가격 급등 ('08.6~'08.8)	○					
⑦ 포스트 코로나 ('21.5~)	○	◎	◎	○	◎	◎

자료: FRB, 국제금융센터, Refinitiv, Bloomberg, 신한은행 S&T센터
 주: 미국 CPI 5% 상회 후 2%대 진입 기간은 평균 41개월, 오일쇼크 기간 제외시 25개월 소요

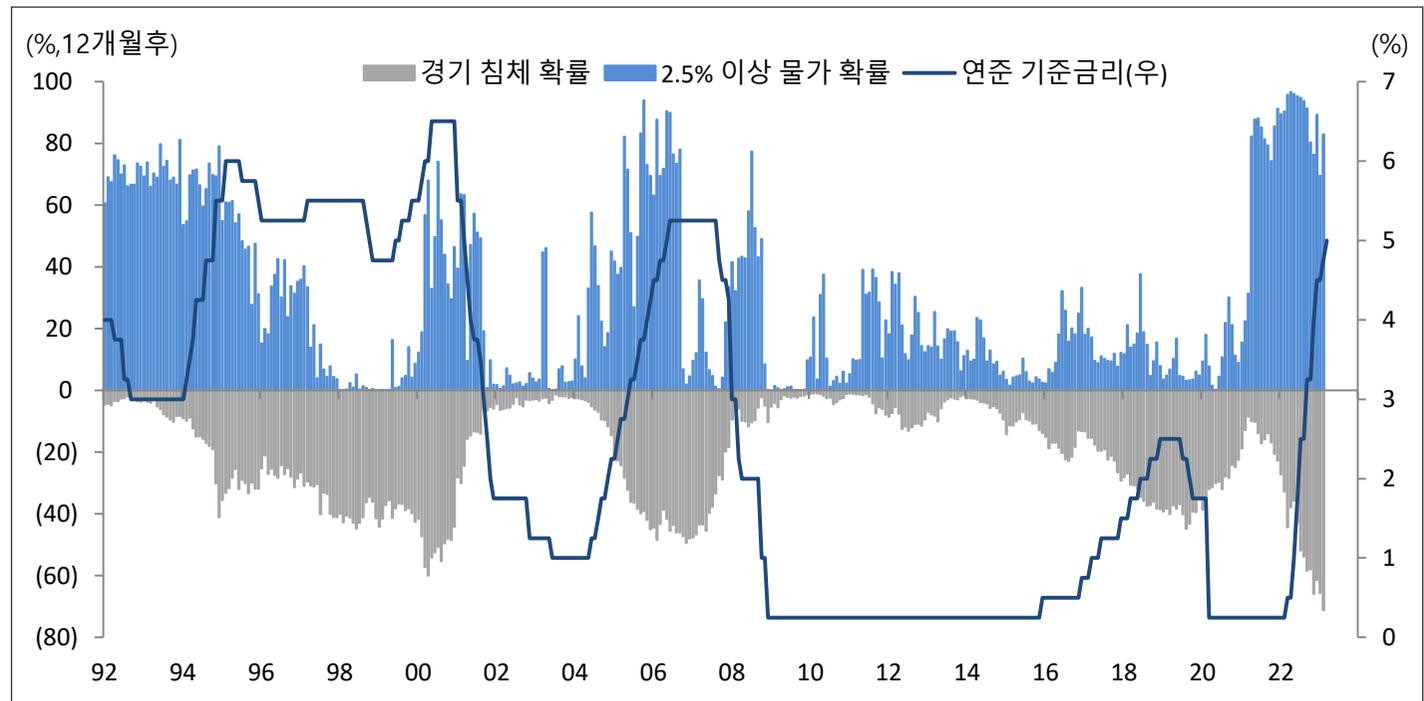
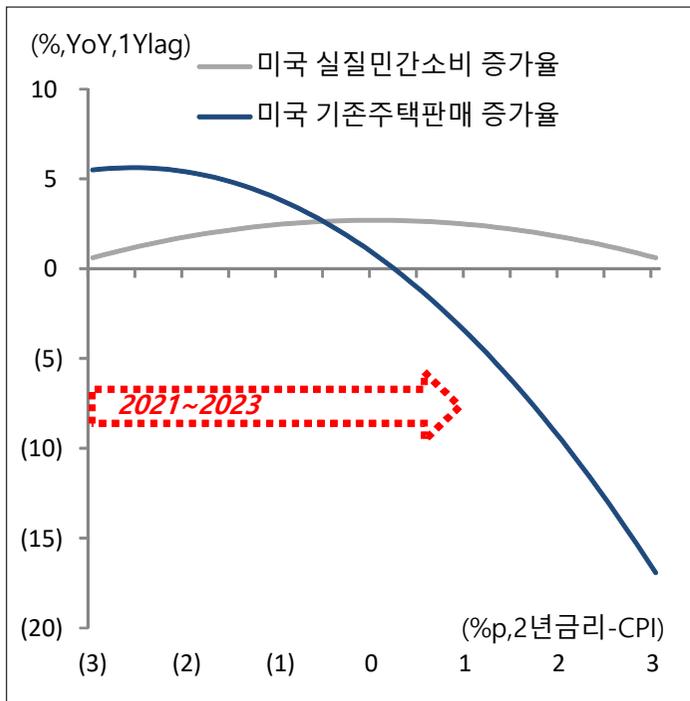
Part II

매크로 포인트와
1/4분기 시장 리뷰

투고(2nd高) : 예상보다 강하고 길었던 통화 긴축 연준의 과대긴축(overtighten)과 채권 버블 붕괴

- 타이트한 고용 시장과 하방 경직적인 핵심물가로 인해 연준의 제약적인 긴축 정책 당초 예상보다 장기화 양상
- 2000년대 이후 쇠퇴했던 필립스 커브가 다시 살아남에 따라 물가 안정을 위해서는 수요의 희생 불가피한 상황
- 포워드 가이드런스 대신 데이터 디펜던트 표방하며 先물가 後경기 대응, 결국 경제가 감당할 수 있는 임계치 상회

연준이 이끌고 있는 글로벌 금리인상, 경기 후퇴위험에도 물가안정에 총력전 전개



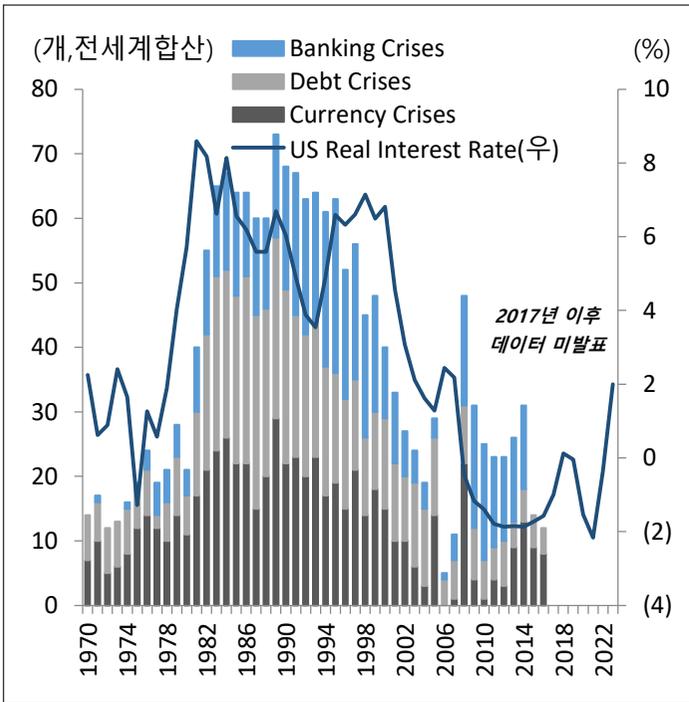
Part II

매크로 포인트와
1/4분기 시장 리뷰

쓰리고(3rd高) : 전세계 부채 누적과 은행 위기 중심지에서 위기 비켜가더라도 평균의 함정 주의

- 금융위기 및 코로나 쇼크 거치며 과다한 유동성 방출에 따라 선진국 정부부채 증가 및 신흥국 민간부채 증가 촉발
- 역설적으로 급격하게 늘어난 유동성과 국가/산업/가계 양극화로 중심지의 대규모 글로벌 금융위기 발생 부담은 경감
- 아시아 외환위기 및 글로벌 금융위기 등 초대형 위기 가능성 낮지만 글로벌 부동산 및 신흥시장 發 신용위험 압박 지속

인플레이발 통화긴축으로 높아진 디레버리징 압력, 실질금리에 후행적으로 발생했던 금융위기



	비금융기업부채/GDP		정부부채/GDP		가계부채/GDP		총부채/GDP	
	현재	금융위기	현재	금융위기	현재	금융위기	현재	금융위기
선진국	87	91	103	71	70	81	260	243
미국	79	72	113	61	75	97	267	230
일본	117	103	228	147	68	59	413	309
프랑스	164	114	113	67	67	47	344	228
영국	70	96	101	44	85	93	256	233
독일	73	56	67	64	56	60	196	180
이탈리아	70	78	147	105	43	39	260	222
캐나다	114	84	95	53	103	80	312	217
스페인	97	125	115	36	54	82	266	243
호주	64	81	54	9	114	109	232	199
신흥국	103	59	62	36	46	23	211	118
중국	157	93	76	28	61	19	294	140
한국	119	95	44	23	105	74	268	192
인도	52	45	85	72	36	11	173	128
브라질	53	33	85	61	34	18	172	112
전세계	94	82	86	62	60	65	240	209

자료: S&P, World Bank, BIS, Refinitiv, Bloomberg, 신한은행 S&T센터
주: S&P는 색이 진해질 수록 장기 추세 이상의 부채 축적 진행국으로 지정, BIS(2011)는 과거 금융위기 경험국 사례를 기준으로 GDP대비 비금융기업, 정부, 가계의 부채 임계치를 각각 73%, 96%, 84%로 제시

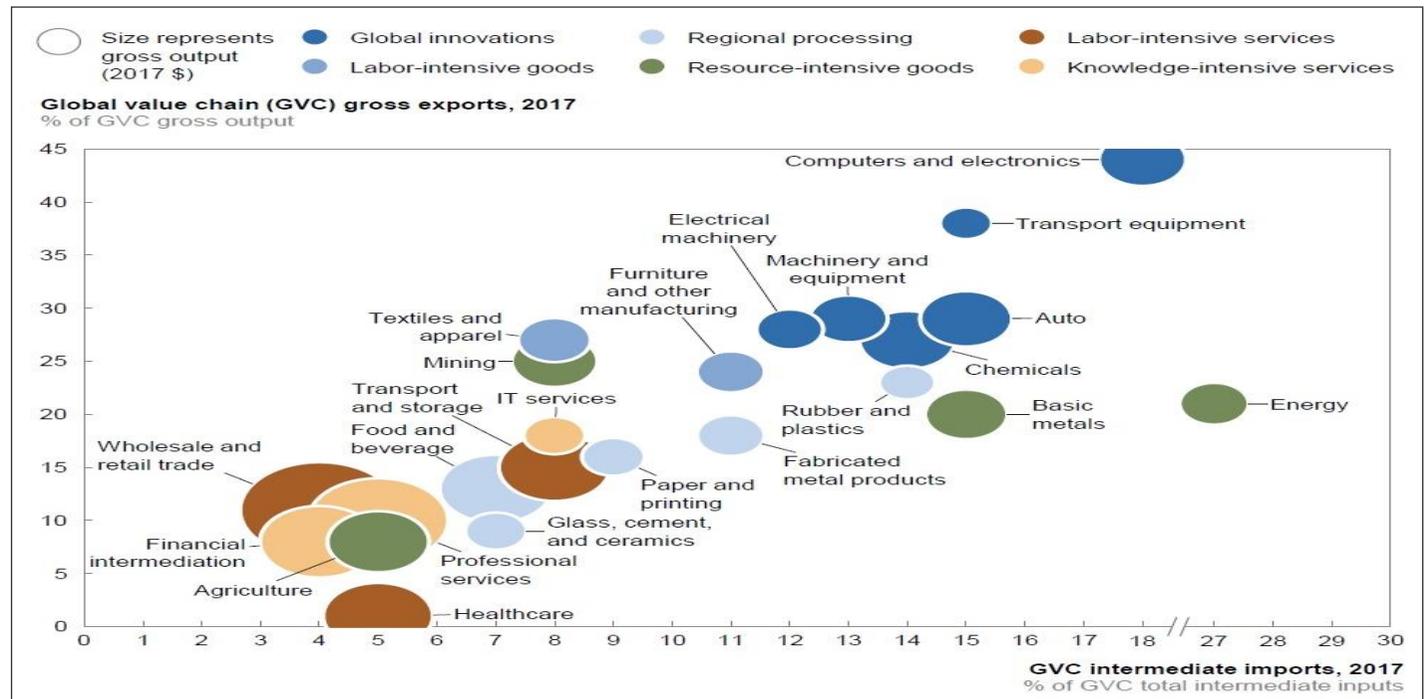
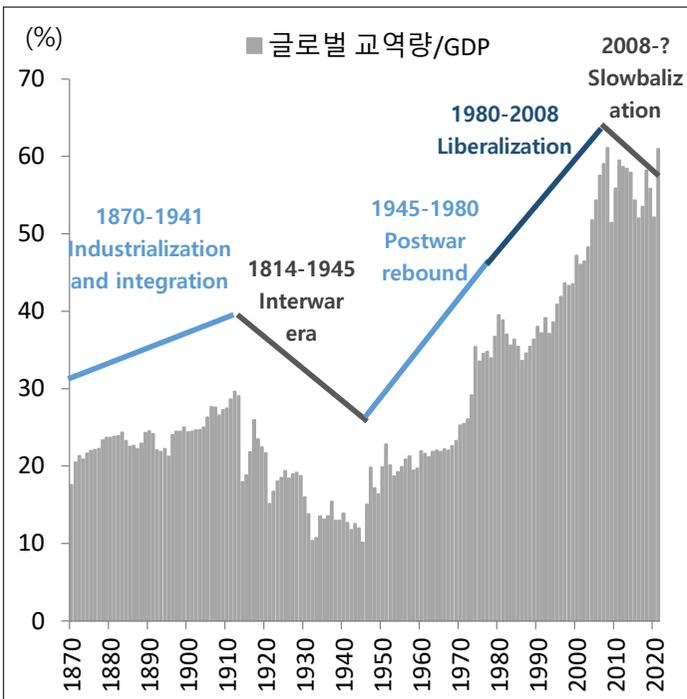
Part II

매크로 포인트와
1/4분기 시장 리뷰

피박(fee薄) : 협력과 공조의 시기와 이별 향후 아시아로 지정학적 리스크 이동 경계

- 1990년대 들어 이념 갈등 종식 및 자유화 부상과 맞물려 교역 개방, 분업화, 공급망 강화 등 글로벌화 빠르게 진척
- 남미와 EMEA 등은 원자재/아시아 및 유럽 신흥국은 제조업/선진국들은 서비스업 중심으로 글로벌 가치사슬 참여
- 글로벌 전반이 생산 분업 체제 엮여 있고 특히 기술 산업과 에너지 및 원자재 등에서 공급망/지정학적 리스크 집중

생산 분업화와 글로벌화로 인해 공급망 촘촘해짐에 따라 웨손시 물가 및 실물 경제 충격 파급

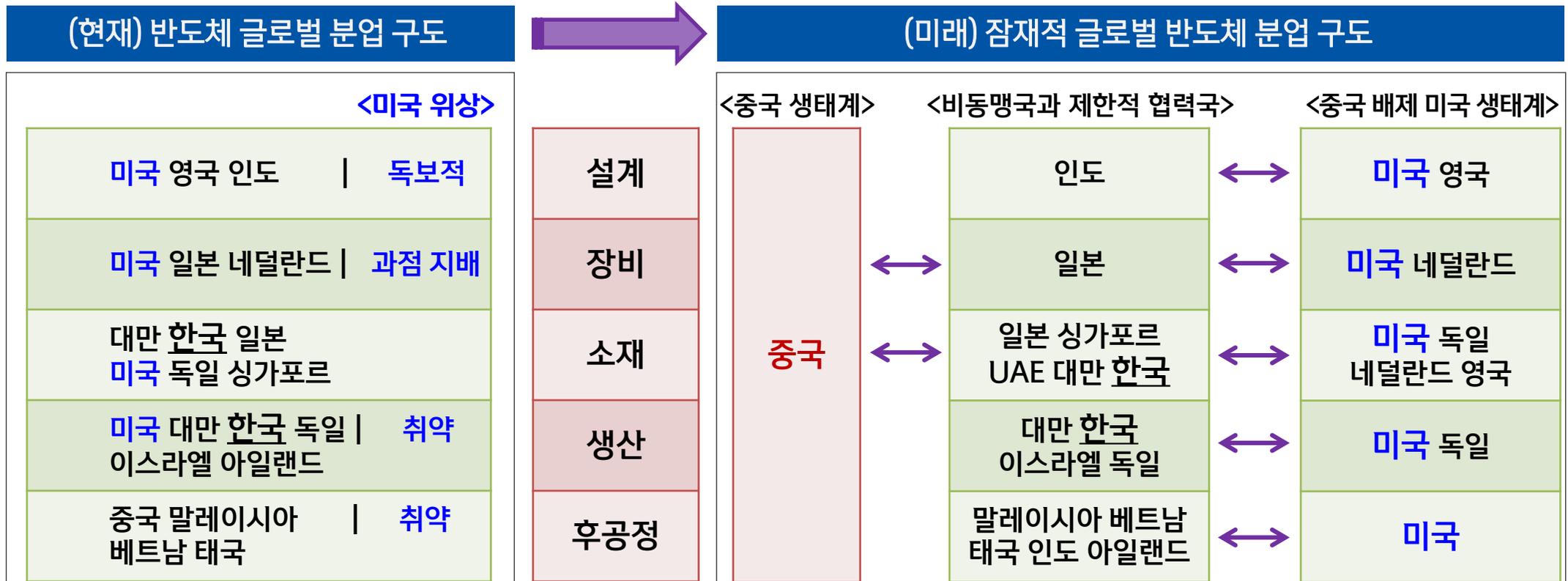


Part II

매크로 포인트와
1/4분기 시장 리뷰

피박(fee薄) : 미국이 바꾸는 반도체 생태계 비용과 효율 대신 안보 앞세워 재편 촉구

- 반도체 생산 거점이 동아시아에 편중, 중국 견제하는 미국의 경제적 및 정치적 목적에 따라 공급망 내재화 추구
- 지정학적 한미 동맹으로 인해 반도체 등 첨단기술 영역과 안보간 트레이드 오프 발생하며 경제적 가치 저하 소지
- 물론 기술 확보 등에 이점 있겠으나 중국 판매 시장 훼손 및 동맹 내 수직적 관계 형성 등으로 가격 결정권 약화



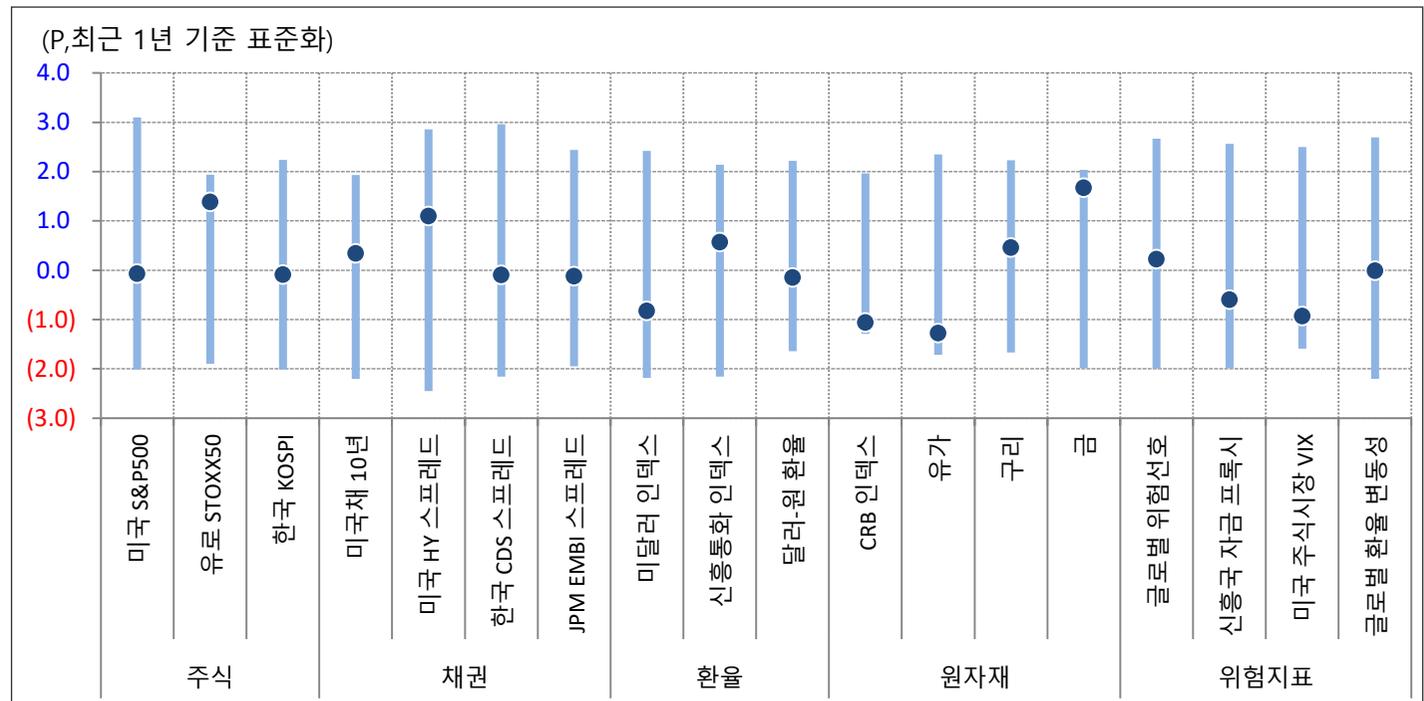
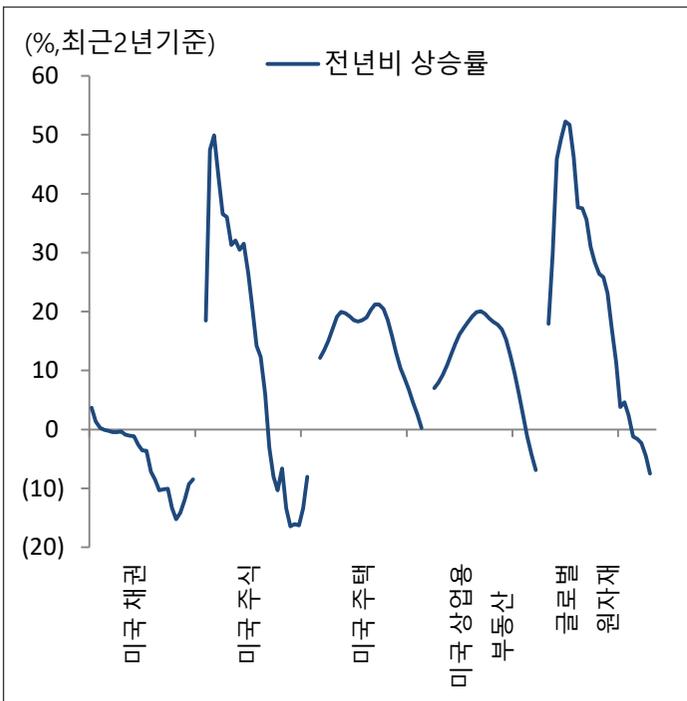
Part II

매크로 포인트와
1/4분기 시장 리뷰

물가에서 연준으로 다시 금융불안으로 주도권 이동 연준 불확실성과 은행 파산으로 연초 안정 모드 해체

- 리오프닝과 온건한 날씨로 중국과 유럽의 경기에 대한 인식이 우호적으로 변화되는 등 노랜딩 기대감이 연초 시장 지배
- 그러나 미국 고용과 물가 지표가 시장 기대를 넘어서자 연준 긴축 강화 우려감 부상하며 글로벌 금융시장 분위기 저하
- 또한 3월 들어 미국 SVB발 연쇄 파산 발생과 CS 유동성 위기 발생함에 따라 글로벌 금융시장은 위험기피로 분위기 전환

미국과 유럽의 은행 위험 부상으로 굴곡 심해진 글로벌 금융시장



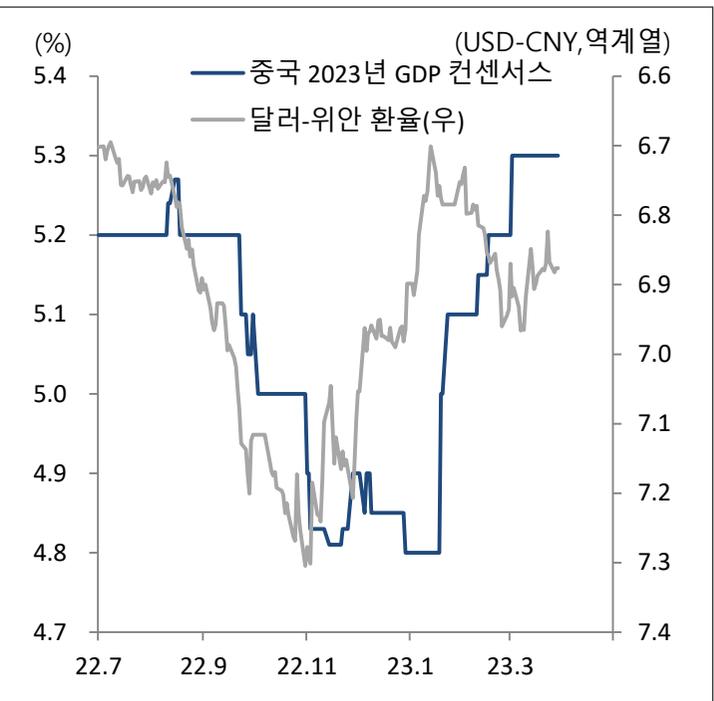
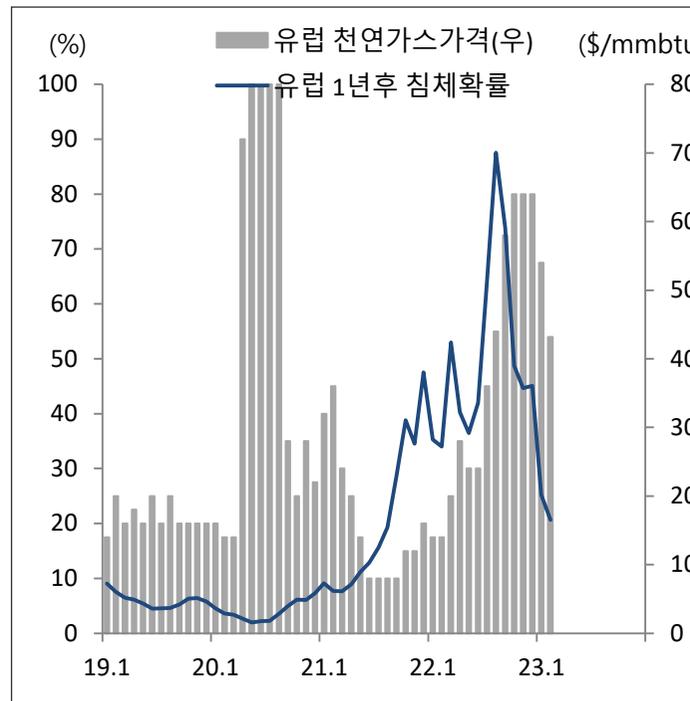
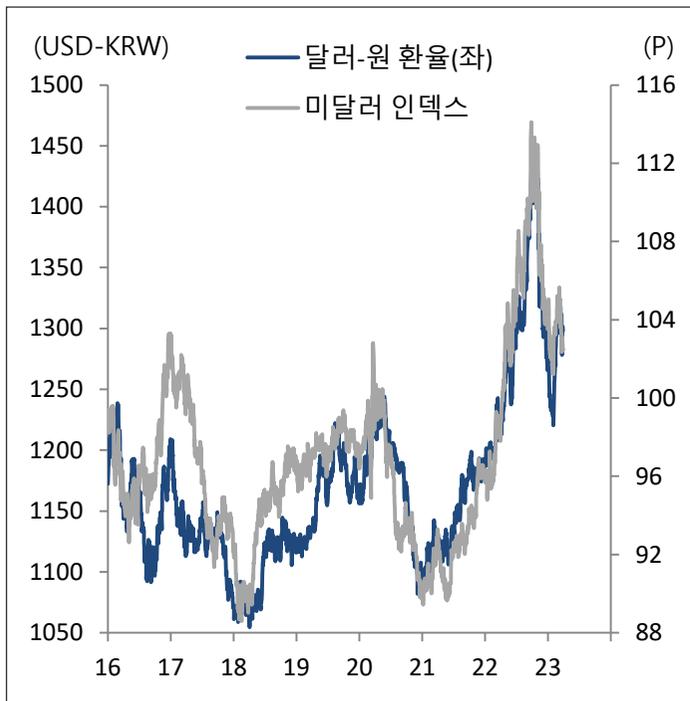
Part II

매크로 포인트와
1/4분기 시장 리뷰

예상보다도 굴곡 심했던 1/4분기 외환시장 유럽과 중국에 웃고 연준과 SVB 사태에 울다

- 1/4분기중 달러-원 환율은 당 센터 기존 전망(2022.11)의 상단(1,390원)과 하단(1,250원) 보다 다소 낮은 구간 형성
- 연초 중국 위안과 유로화가 예상보다 일찍 강하게 반등하며 미달러 약세 통해 달러-원 환율도 1,220원 내외로 하락
- 그러나 연준의 제약적 통화 긴축 장기화 우려에 이어 SVB 파산에 따른 금융시장 불안으로 1,320원대로 빠르게 상승

유럽과 중국에서의 혼풍으로 시작했지만 연준의 통화긴축 우려와 은행 위험으로 혼전



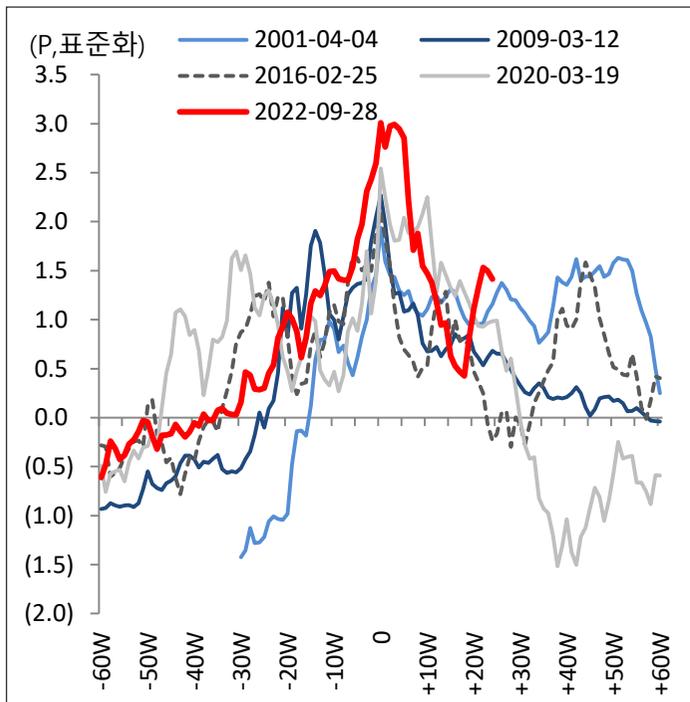
Part II

매크로 포인트와
1/4분기 시장 리뷰

혼란스러운 달러-원 환율, 산도 높고 골도 깊다 연초 예상 넘어선 환율 급락 이후 가파른 되돌림

- 과거에도 근원적 위험 해소 이후 원화 강세 가팔라졌다는 점에서 인플레이 우려 경감은 환율 하락을 정당화하는 변수. 하지만 제반 환경에 따라 차별화(2002년 카드사태, 2016년 연준 금리인상 지속 등) 전개되는 등 스펙트럼 확대 주의
- 따라서 고물가-금융불안으로 연준의 정책 불확실성 커진 가운데 글로벌 경기침체 및 신용위험 여부 확인 구간 진입. 내부적으로는 무역적자 부담 커진 한편 부동산-PF대출 등과 연계한 유동성 불안 등이 향후 환율 행보에 영향력 행사

스펙트럼 넓어지는 구간 진입하는 가운데 1300원대로 복귀하고 있는 달러-원 환율



자료 : Refinitiv, Bloomberg, 신한은행 S&T센터
 주 : 과거 환율 상승 사이클별 고점 형성 날짜를 기준으로 분석. 변동폭 등이 환율 상승 사이클별로 달라 표준화 방식 사용
 우측은 피보나치 차트 적용

Part III

주요 통화 전망:

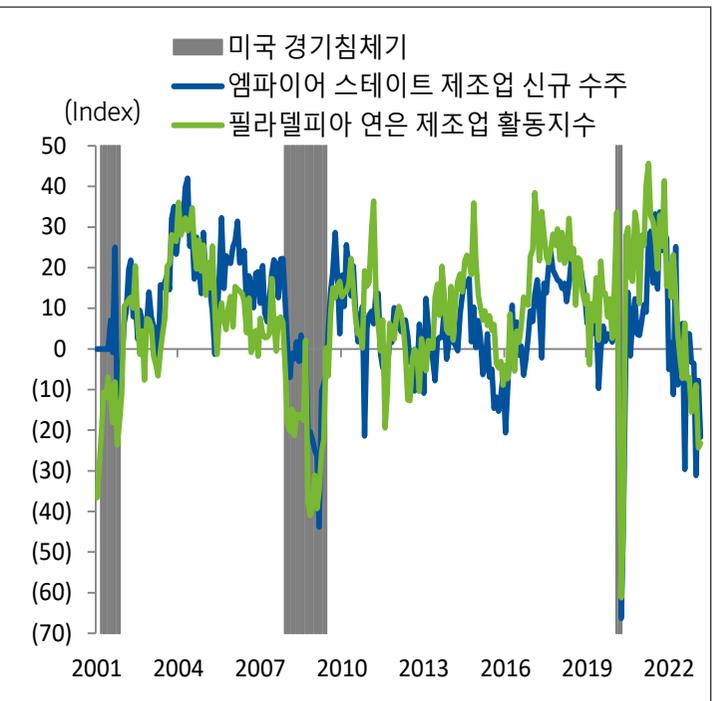
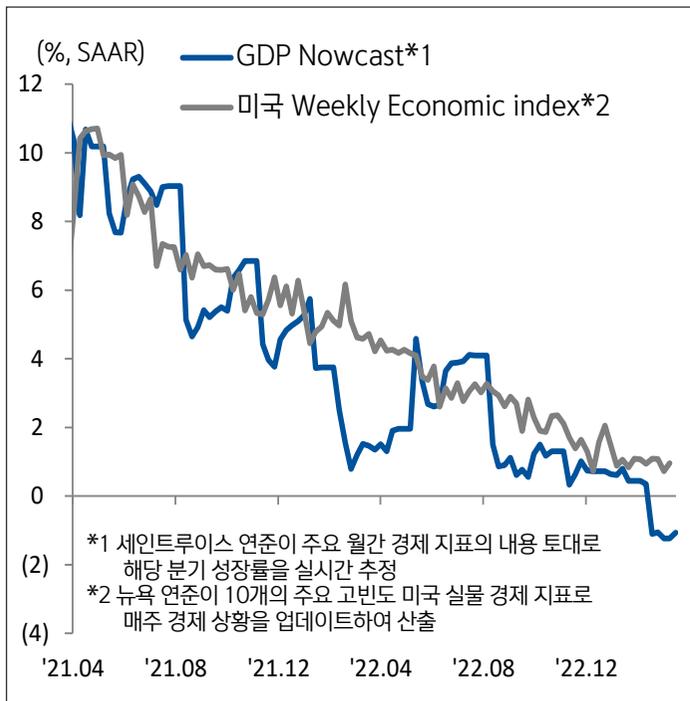
1) 미 달러

경기 침체 가시화되는 미국 경제 (1)

은행권 위기 표출 전에도 제조업 경기는 이미 하강

- 미 통화정책 긴축시 즉각적으로 반응하는 주택시장과 ISM 제조업 신규 주문 등 선행 지표는 이미 경기 하강 시그널
- 서서히 진행되던 경기 하강 국면에서 3월 중 급작스럽게 표출된 미국 지역은행의 위기로 경기 침체 앞당겨질 전망
- 긴축 효과의 본격적인 실물 경제 침투와 금융권 신뢰 훼손에 경제 주체 및 시장 심리가 보수화될 가능성 급상승

경기 침체 향해 가는 미국 경제 / 상승한 금리가 미국 주택 거래를 직격 / 신규 수주 급감한 제조업 경기 하강 중



Part III

주요 통화 전망:

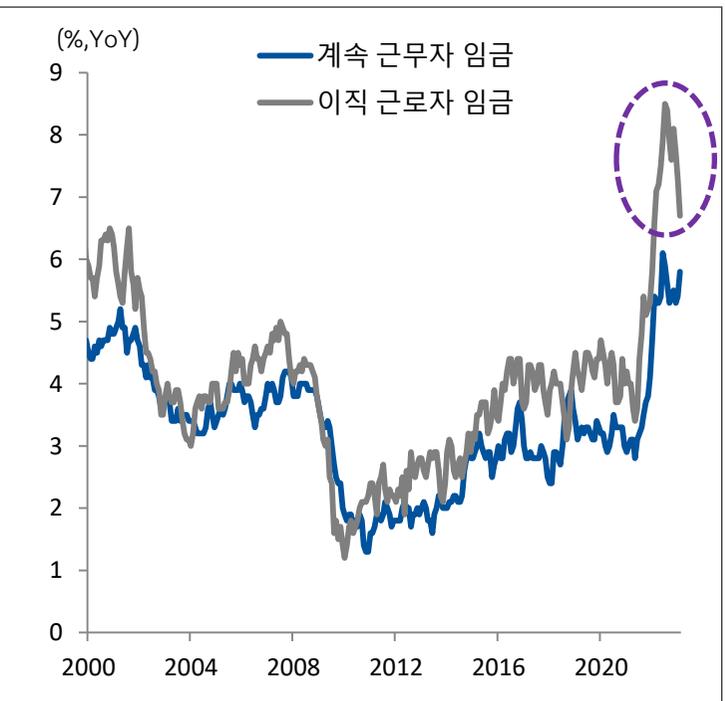
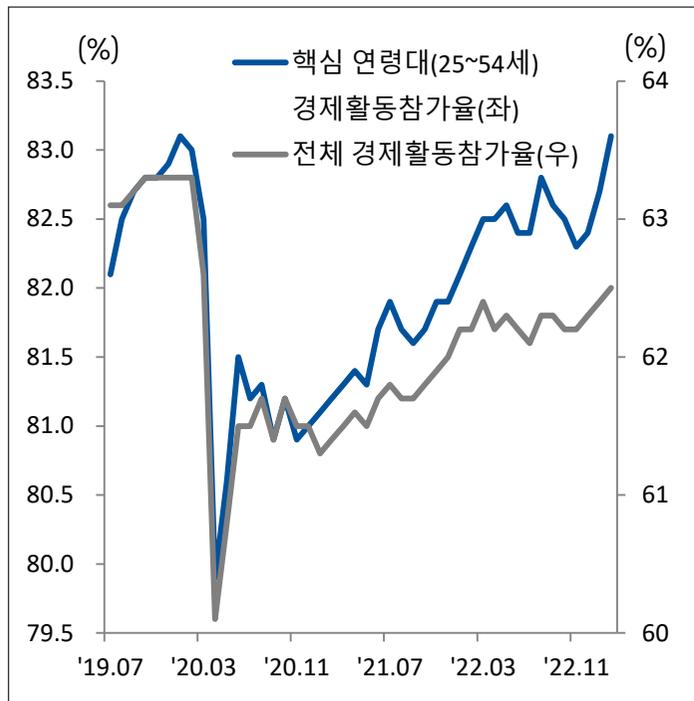
1) 미 달러

경기 침체 가시화되는 미국 경제 (2)

뜨거웠던 고용 시장에도 점차 한기(寒氣) 전해질 듯

- 구인난 여전함에도 핵심 연령대 경제활동참가율이 코로나19 이전 회복하는 등 임금 인플레이션의 둔화 조짐 포착
- 팬데믹 회복 따른 국제 근로자 이동 제약 완화에도, 이민자유입 감소 및 고령화, 자발적 퇴직 등에 구인난 지속 가능
- 근로자 이직 시장에서 임금 인플레이션 빠르게 식으면서, 주거비 제외한 서비스 인플레이션도 둔화될 가능성 시사

경제활동 참가 증가는 임금 상승 둔화 조짐 / 구직자 우위 미국 고용 시장에 불구, 이직자 임금 인플레이션은 둔화 조짐



Part III

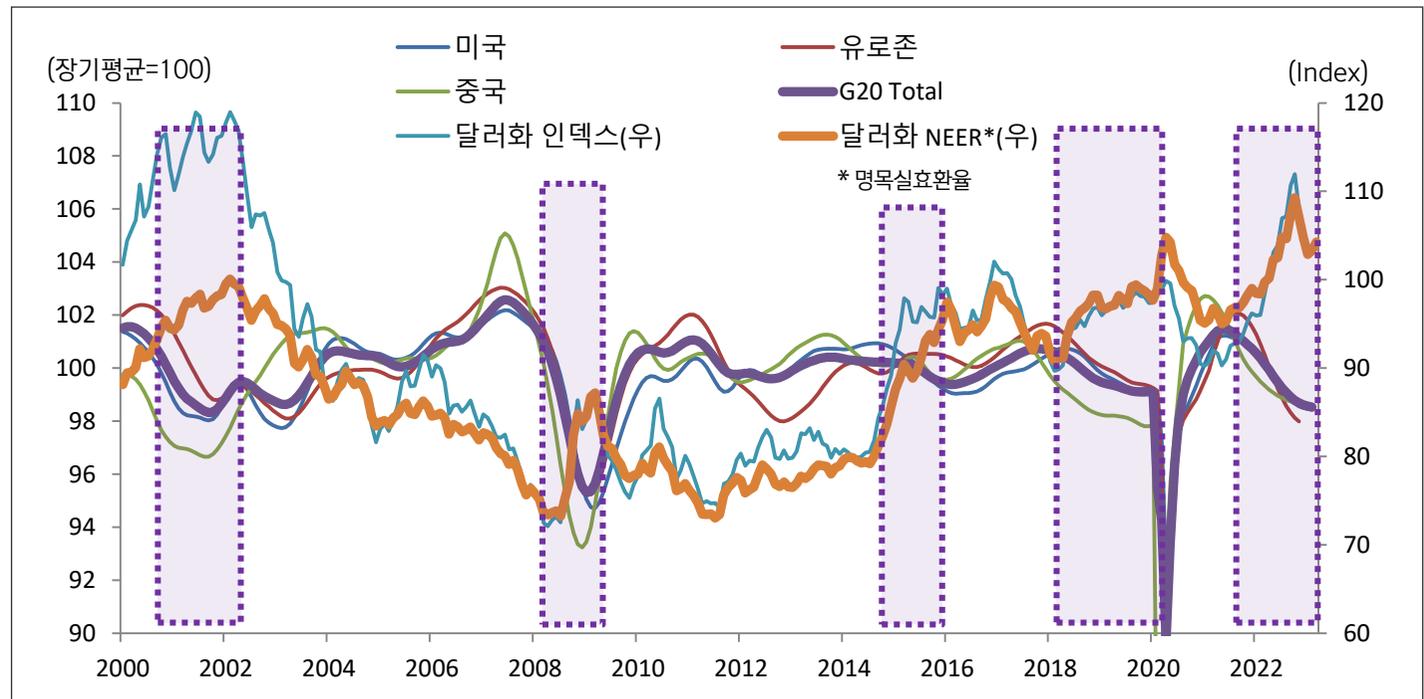
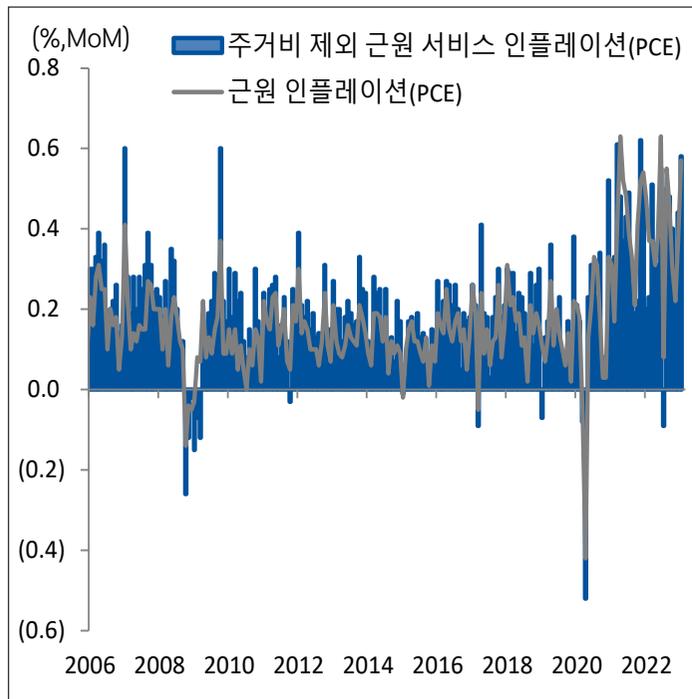
주요 통화 전망:

1) 미 달러

글로벌 경기 침체의 골 깊어지면 강해지는 달러화 미 달러 인덱스(DXY) : 98~107P 전망

- 달러화 강세의 마지막 국면이라는 기대감 속에 달러화가 연초 전후로 크게 하락한 뒤 2월부터 다시 상승 모색
- 글로벌 은행 불안은 경기 침체를 앞당겨 안전자산인 달러화 가치 높이기 쉬운 환경. 다만, 고점은 작년에 못 미칠 듯
- 은행 불안이 진정될 경우에는 미국의 통화정책이 보다 매파적으로 이동하며 먼저 달러 강세 지탱한 뒤 하락 가능

근원 인플레이션(Core PCE) 하방경직성 확인 / 경기선행지수(OECD) 하강 국면에서 상승 경향 보이는 달러화



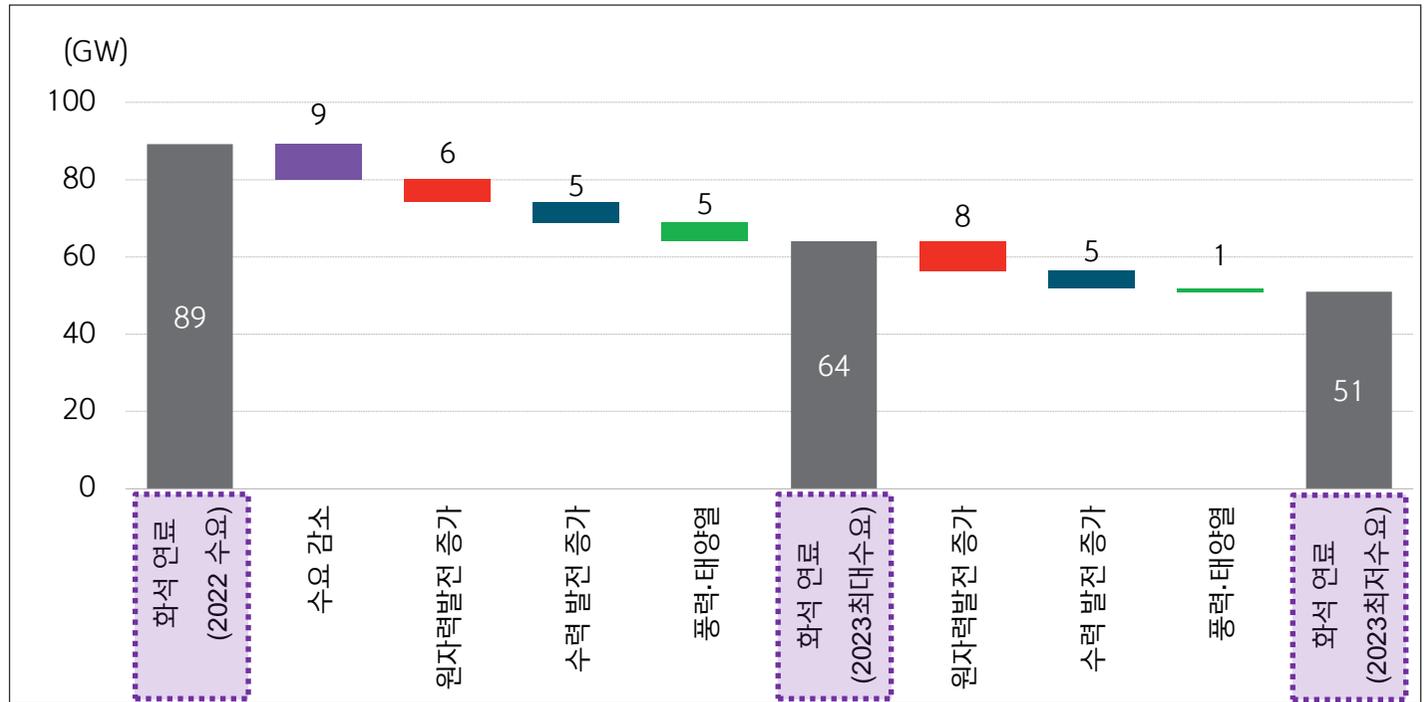
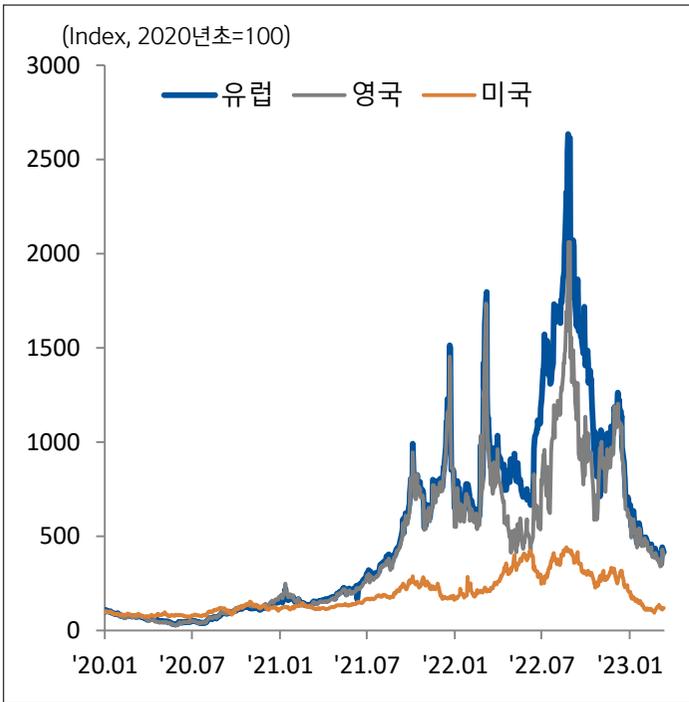
Part III

주요 통화 전망:
2) 유로화

에너지 대란 피하며 한 숨 돌린 유럽의 겨울 전쟁이 에너지 시장 변화 촉진하여 수급 충격 흡수

- 유럽이 성공적으로 가스 확보한 데다, 따뜻한 날씨 덕에 천연가스 가격 내리며 에너지 위기 우려 완화
- 유럽의 정책적 화석 연료 수요 감축 노력에 더해, 원자력·수력·풍력·태양열 발전량 증가로 연간 수급 전망도 개선
- 러시아, 중국, 미국 등 주요국의 전쟁 출구 모색에 불구, 영토 빼앗긴 우크라이나가 완고하여 휴전 기대감은 후퇴

유럽 천연가스는 7개월 전의 1/8 토막으로 / 에너지 위기 대응해 화석 연료 의존도 급격히 축소, 2023년 전년 대비 28~43% 감소 전망



Part III

주요 통화 전망:

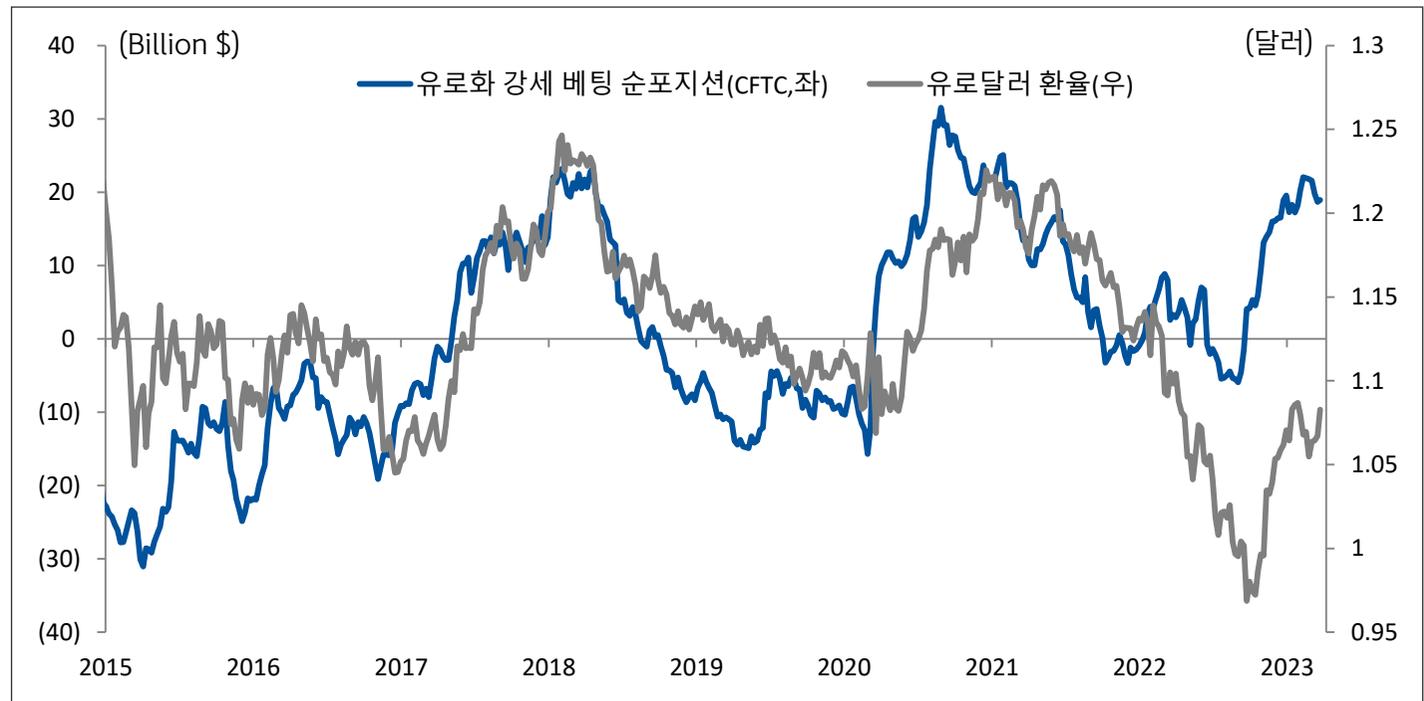
2) 유로화

추가 상승 견인차 부재하여, 상승 여력 제한

EUR/USD : 1.04~1.12 달러 전망

- 여전히 높은 유럽의 인플레이션(2월 CPI, 8.5%) 탓에, 시장은 미국과 달리 ECB가 추가 금리 인상할 것으로 기대
- 만신창이 크레딧 스위스(CS)에 붙었던 급한 불 꺾으나, 조건부 자본인 AT1 채권 상각의 연쇄적 여파는 관찰 대상
- CS 위기 해소됐다고 보기는 시기상조. 결국 부채와 자산 가격에서 고금리 후유증 표출되며 유로화 한 발짝 후퇴 가능

금리 차에 비해 다소 앞서 나간 유로화 / 환율에 선행성 보이는 투기 세력 포지션은 유로화 상승 베팅에서 한 발짝 물러날 조짐



Part III

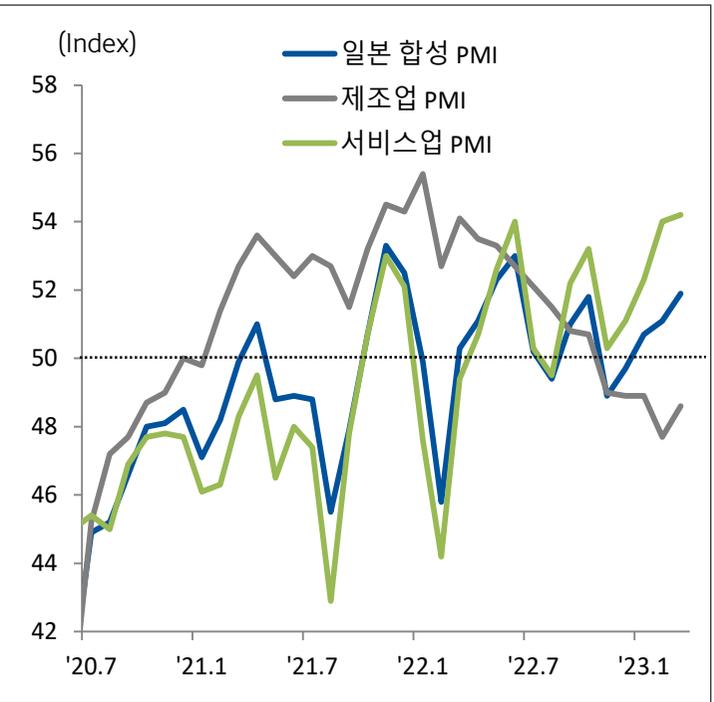
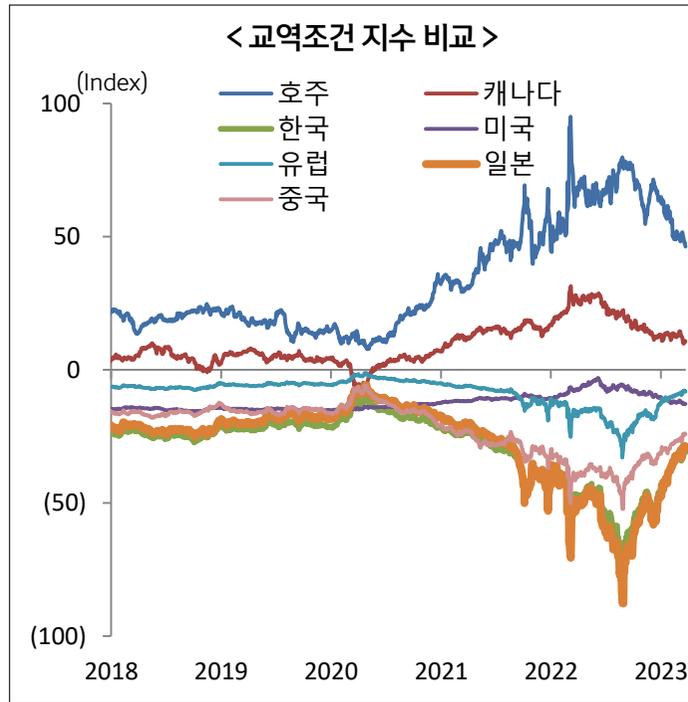
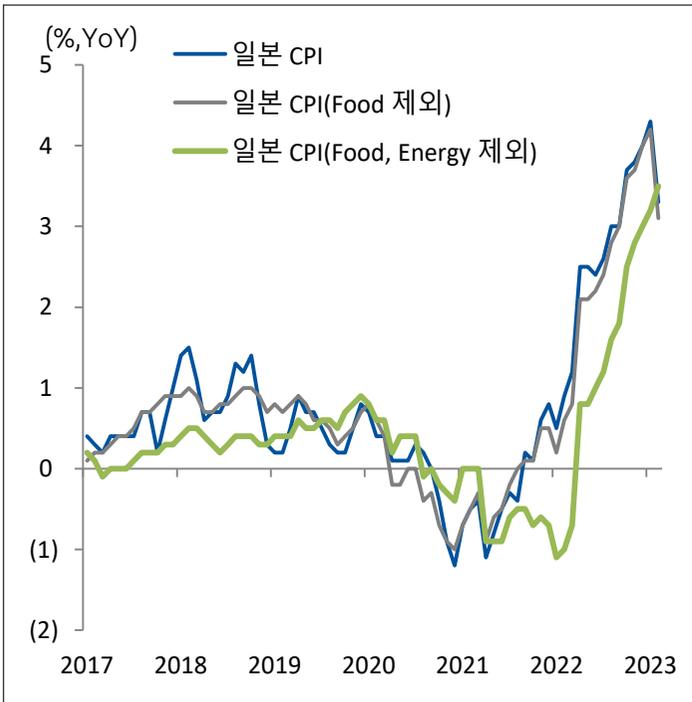
주요 통화 전망:

3) 엔화

미 금리 상승 압력 소진되는 반면, 일본은 상승 여력 미 은행권 위기 너머에 내외 금리차 축소 압력 존재

- 갈라파고스 같던 일본 경제도 교역 조건 악화 및 엔화 약세 등에 인플레이션이 본격화된 뒤 최근 한 풀 꺾이는 양상
- 글로벌 경기에 민감한 제조업 부진을 서비스업 호조가 상쇄하는 가운데, 엔화 약세도 주춤해져 수입물가 부담 완화
- 미 경기 침체 압력 증가하며 미국채 금리 상승 압력 소진, 엔화 강세에 우호적 환경. 반면, BOJ 정책 정상화 지연 가능

근원 물가 상승은 수요 아닌 비용 견인 / 에너지 가격 하락에 교역조건은 다소 개선. 제조업 부진하나, 서비스업 경기는 양호



Part III

주요 통화 전망:

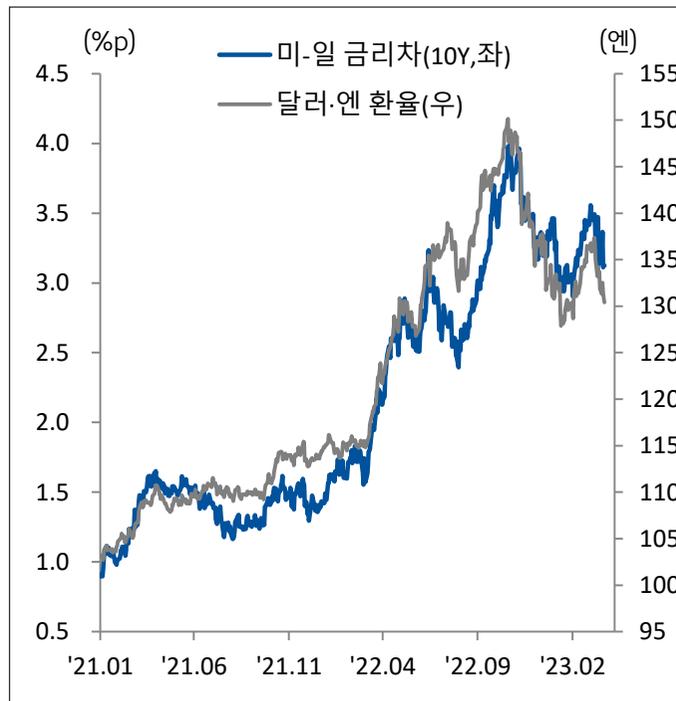
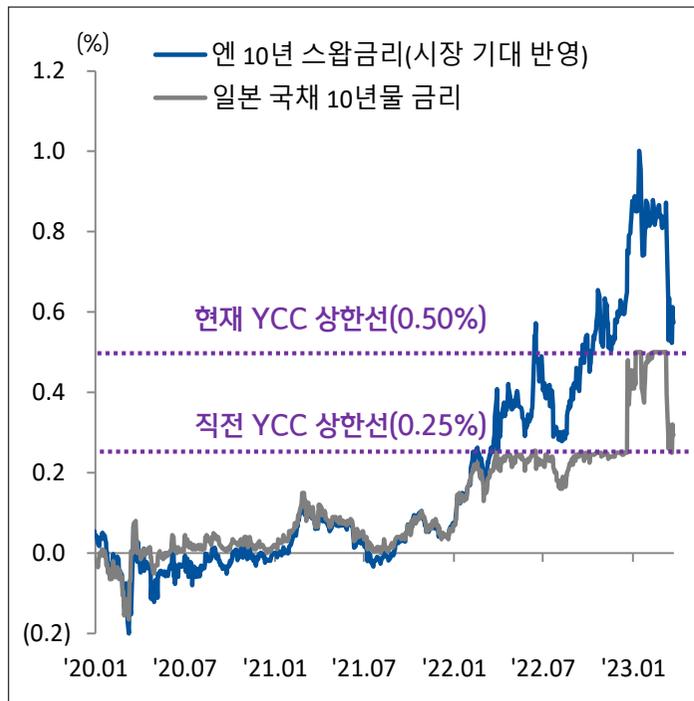
3) 엔화

대외 환경 변화 및 BOJ 정책 꺾인화 강제 전망

USD/JPY : 118~135 엔 전망

- 극단적인 완화정책 이끌던 BOJ 구로다 총재가 4월 8일 퇴임하고 새 총재 우에다(Ueda)가 취임
- 우에다의 지론은 이미 부작용 속출한 현재의 국채 수익률 곡선 통제(YCC) 정책을 유지하기 힘들다는 것
- 엔화 약세 지탱하던 YCC 정책은 변화에 직면했으나, 시장 과잉 반응 억제하려 보수적 접근하며 속도 조절할 듯

YCC 시험하는 시장과 힘 겨루는 BOJ / 달러엔 좌우하는 것은 마-일간 금리차. 마-일 금리차는 엔·원 환율에도 주요 동력



Part III

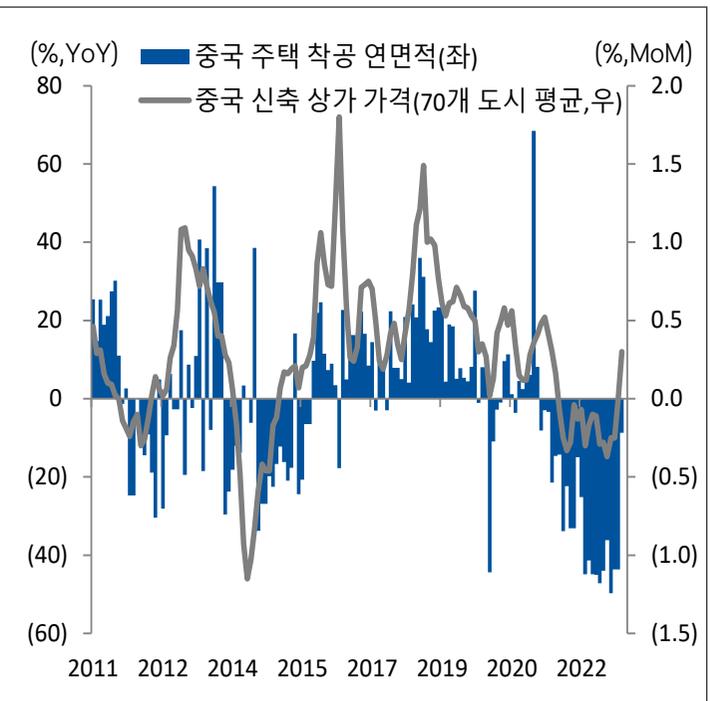
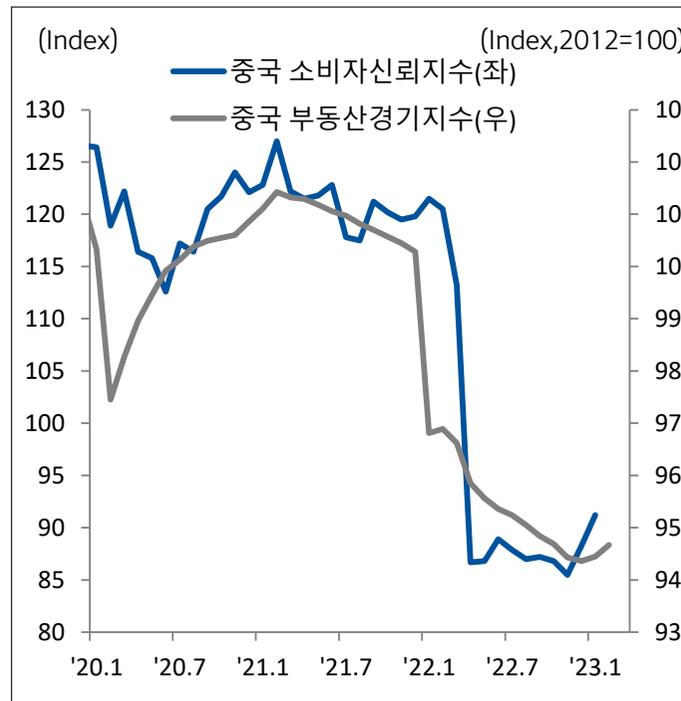
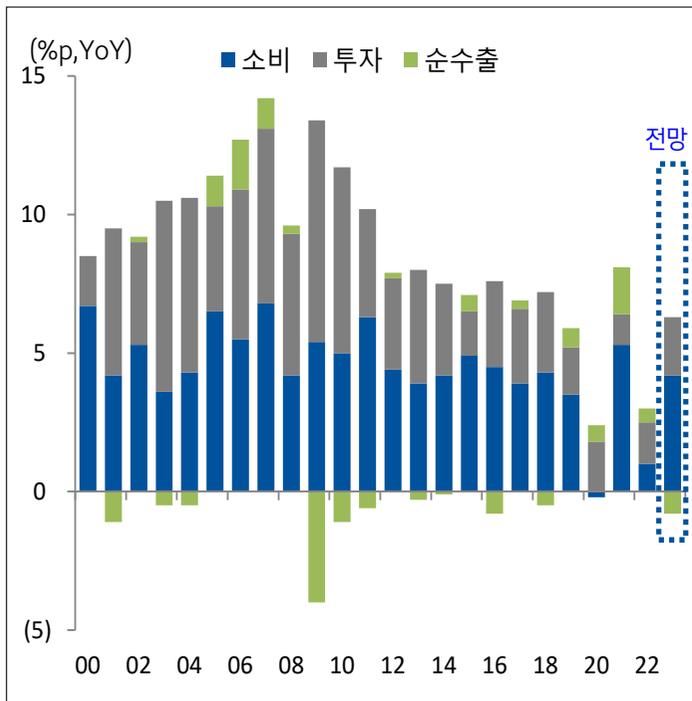
주요 통화 전망:

4) 위안화

중국의 귀환, 하지만 춘래불사춘(春來不似春) 대내외 정책 일거에 조정, 우려가 기대감 전환

- 위드 코로나 전환: 사회 불만 급속 확산되며 백지 시위까지 번지자 '제로 코로나' 정책을 일거에 폐기
- 기업·시장 친화적 정책: 민간 영역에 대한 규제 및 통제 강화하던 스탠스에서 후퇴하며 민간 경제 지원 방침
- 대외 관계 관리: 2월 미국 영공에서 격추된 중국 정찰 풍선 논란 등 對美 관계 경색. 그러나, 유럽과 관계 회복 모색

중국 GDP 성장률(성장 기여도) 추이 / 부동산과 소비 심리 추락 진정되는 조짐. 그러나, 극적인 반등까지 바라기는 어려워



Part III

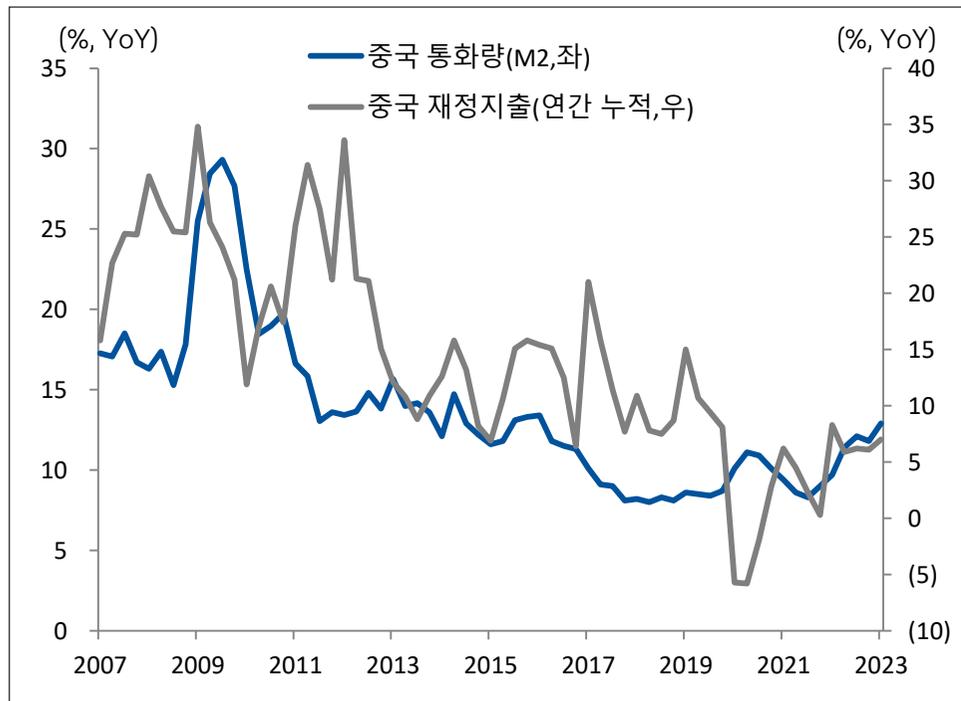
주요 통화 전망:

4) 위안화

중국의 귀환은 투자 주도가 아니라 내수 중심 과거에 비해 글로벌 선순환 파급효과 제한될 전망

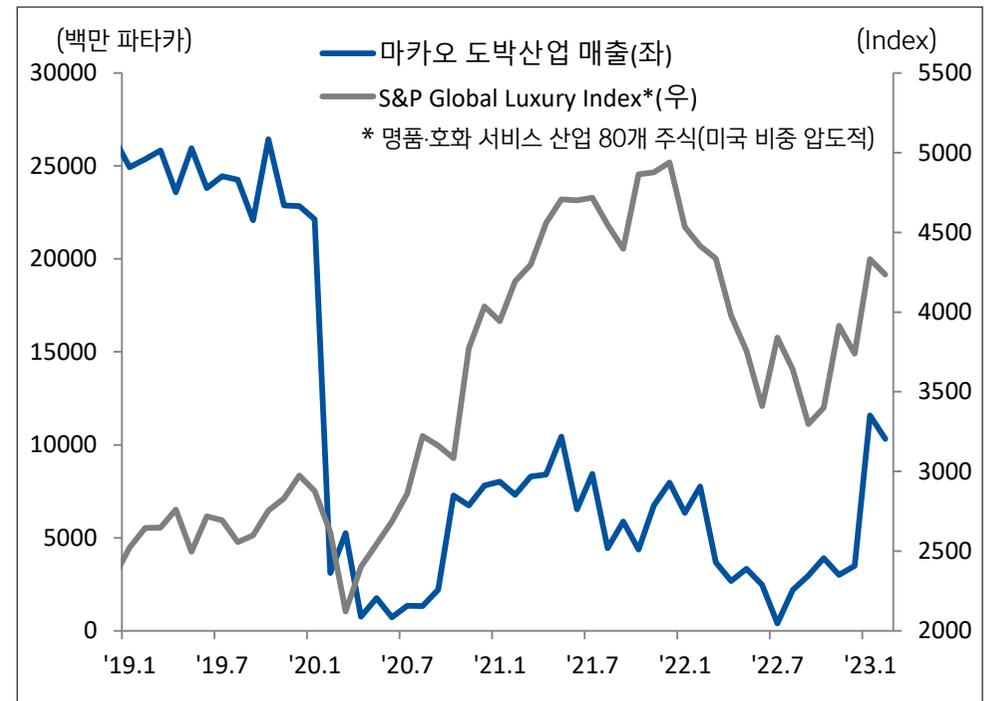
- 과거 아시아 외환위기, 글로벌 위기 당시에는 중국의 투자 지출 확대가 한국은 물론 아시아 및 전세계에 온기 전파
- 그러나, 글로벌 금융위기 직후 과잉 투자와 시진핑 집권 초기 과도한 완화정책에 대한 반성으로 부양책은 신중 기조
- 과거 투자 중심의 부양책에 비해 소비 중심의 중국 경제 회복은 글로벌 영향력에 있어 과거에 미치지 못할 것

과거 위기와 달리, 중국의 화끈한 정책 지원 부재할 것



자료: Bloomberg, 신한은행 S&T센터

중국 경제 재개(reopening) 수혜는 소비 시장



자료: Bloomberg, 신한은행 S&T센터

Part III

주요 통화 전망:

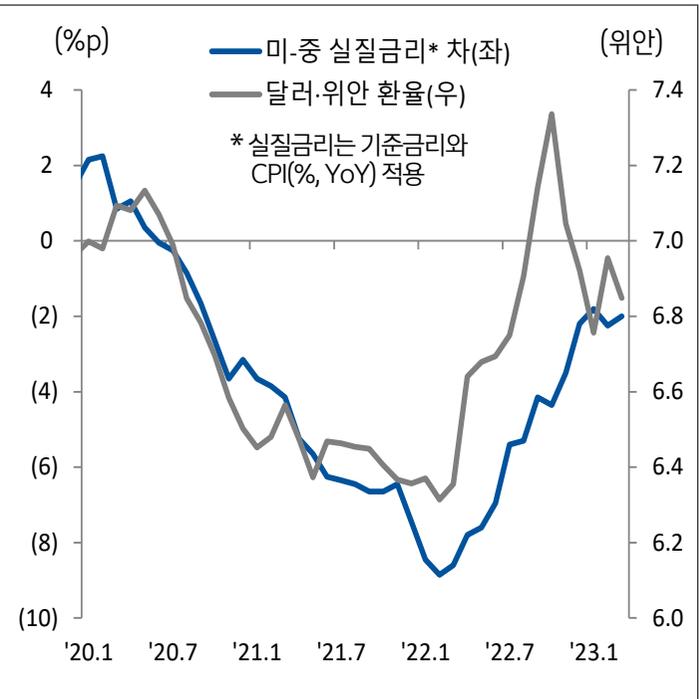
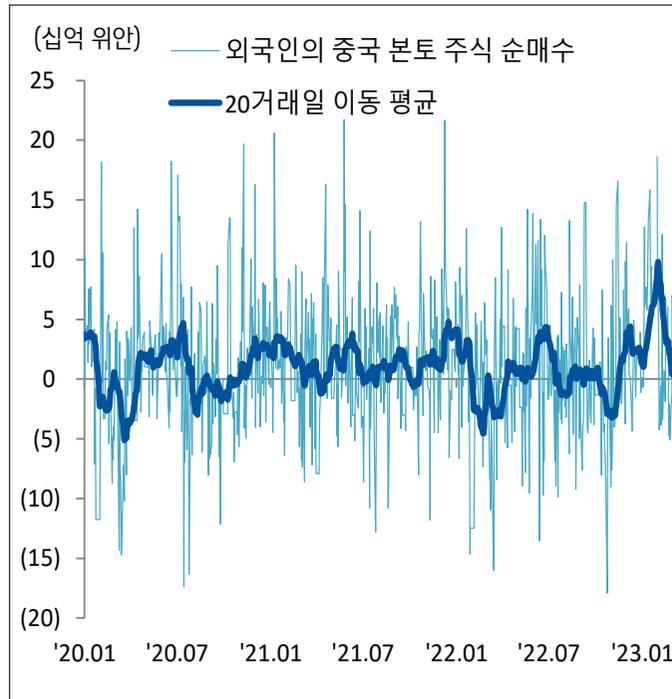
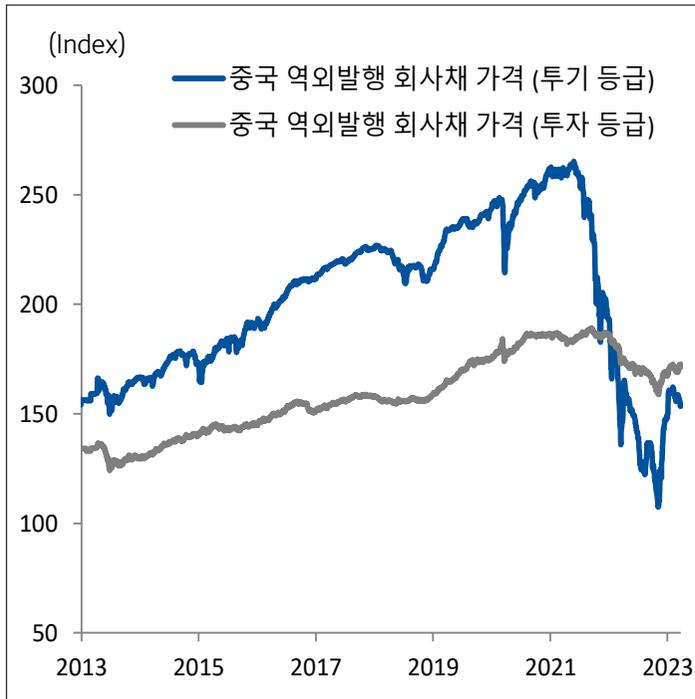
4) 위안화

위안화 강세로, 환율 하향 안정화 예상

USD/CNY : 6.65~7.00 달러 전망

- 중국이 '안정 속 성장'에 방점 찍으며 기업 및 부동산 지원 시사하여 투자처로서 중국 경제 및 시장 매력 재부상
- 미국 견제 본격화된 이래, 중국은 대외 의존도 줄이고 경제 자립에 박차 가하고 있어 최근 선진국 은행 위기에 거리감
- 드라마틱한 경제 성장을 기대할 수 없고 미-중간 긴장 관계도 부담이나, 위안화 향한 시선 개선되어 환율 하락 전망

선진국 은행권 위기에 거리 둔 중국 채권 / 전년도 비해 우호적인 중국 본토 증시 Flow / 확대되던 미-중 금리차도 마무리 국면



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 신한은행 S&T센터

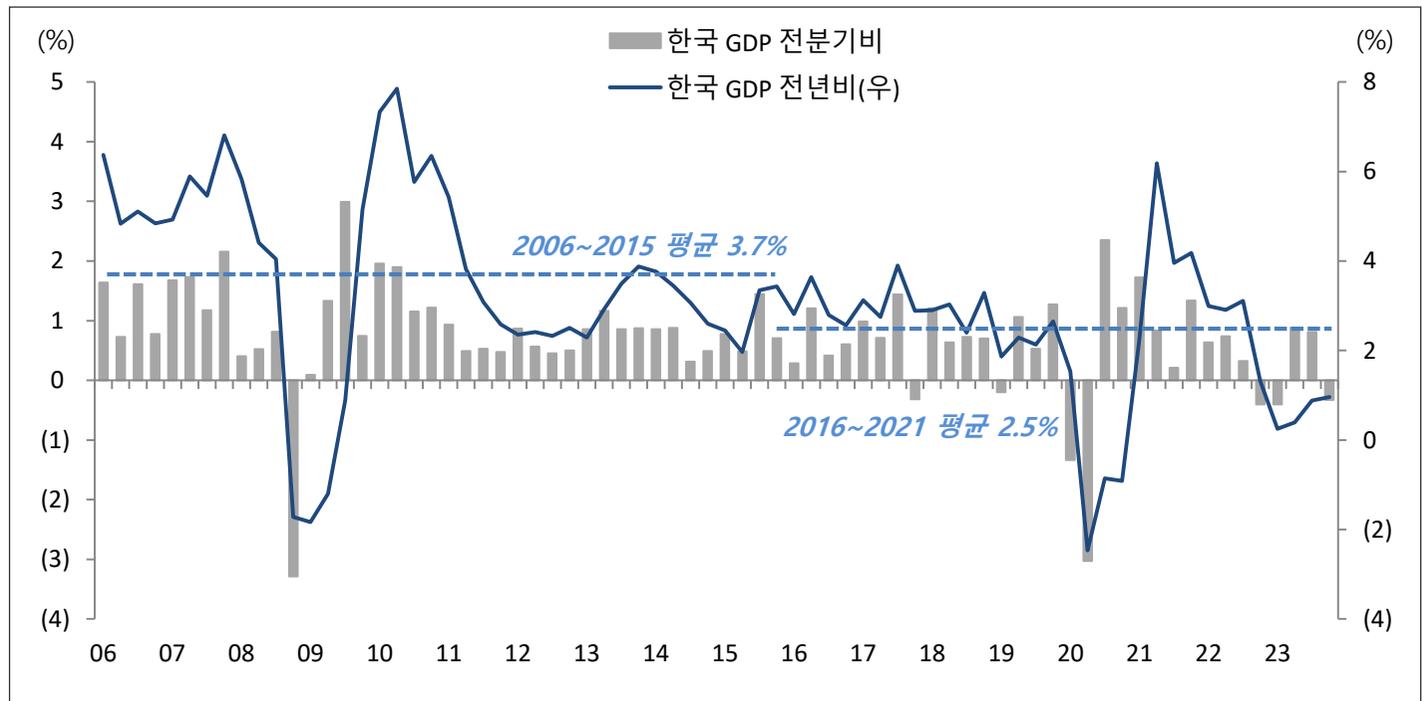
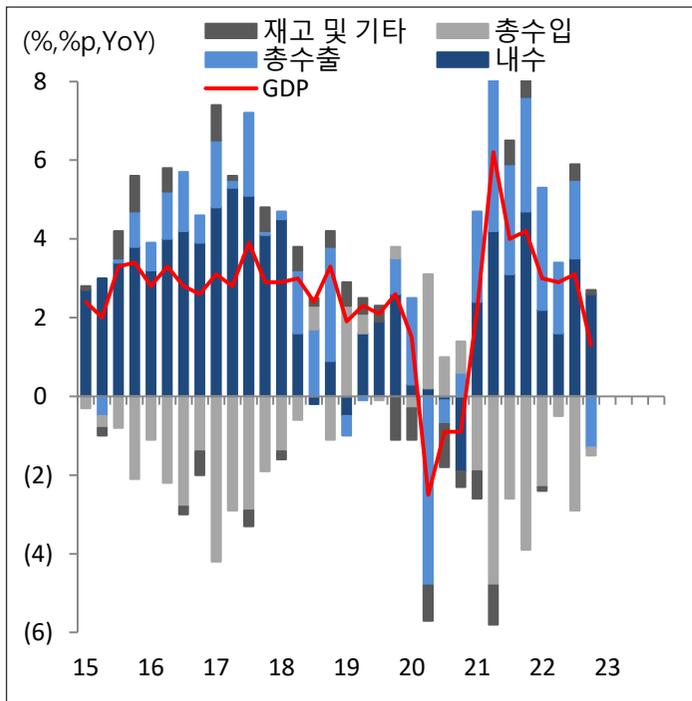
Part IV

한국경제 전망
및 시사점

올해 국내 경제성장 1%에도 못 미칠 가능성 플러스와 마이너스 넘나드는 구간 지나갈 수도

- 2023년 국내 경제성장은 0.6%로 지난해 2.6%보다 후퇴하는 가운데 장기 평균을 밑돌며 부진 전망
- 상반기는 수출 감소와 내수 동반 둔화 진행됨에 따라 마이너스 성장 진입을 타진하는 등 위축세 연장
- 하반기에는 국내외 인플레이션 경계감 완화 및 경기부양 기대감으로 추가 위축세 진정되며 소폭 반등

대외 불확실성 커진 가운데 내수 견인력도 저하되며 경제성장률은 장기 평균 하회



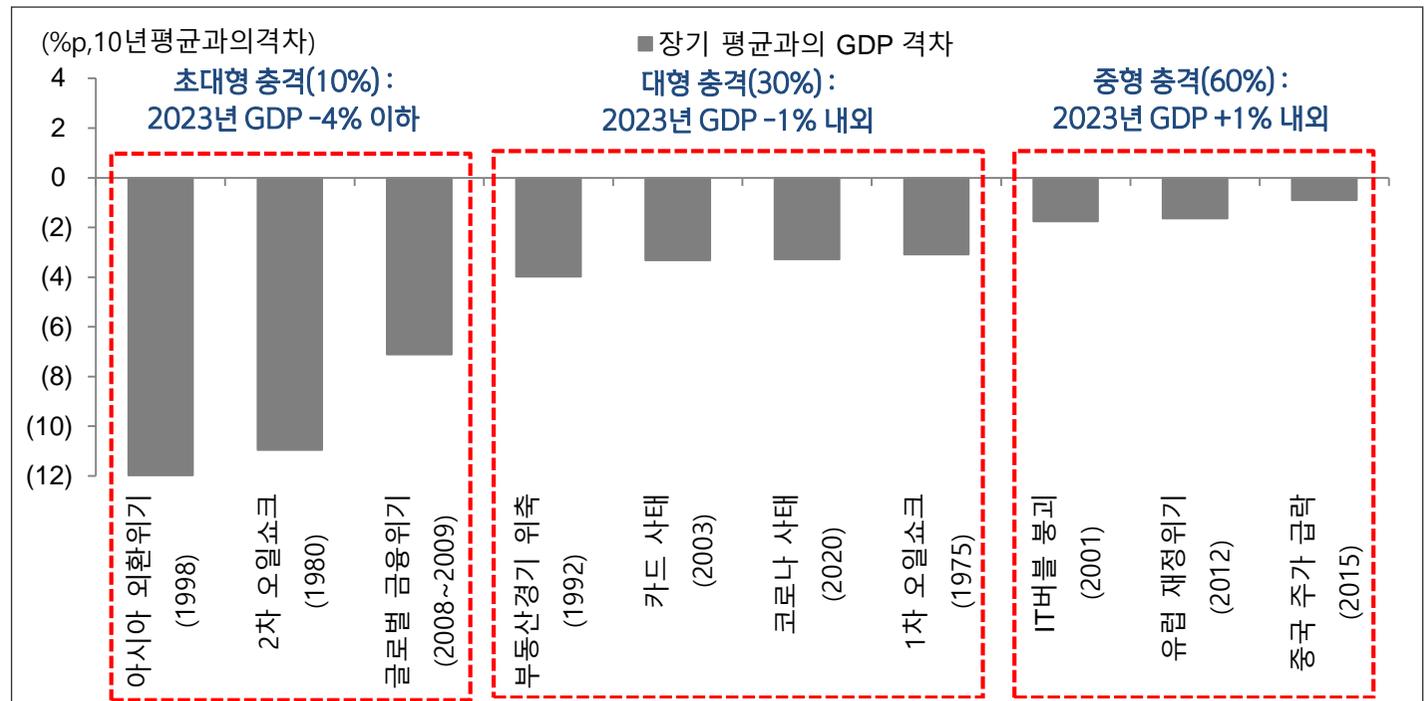
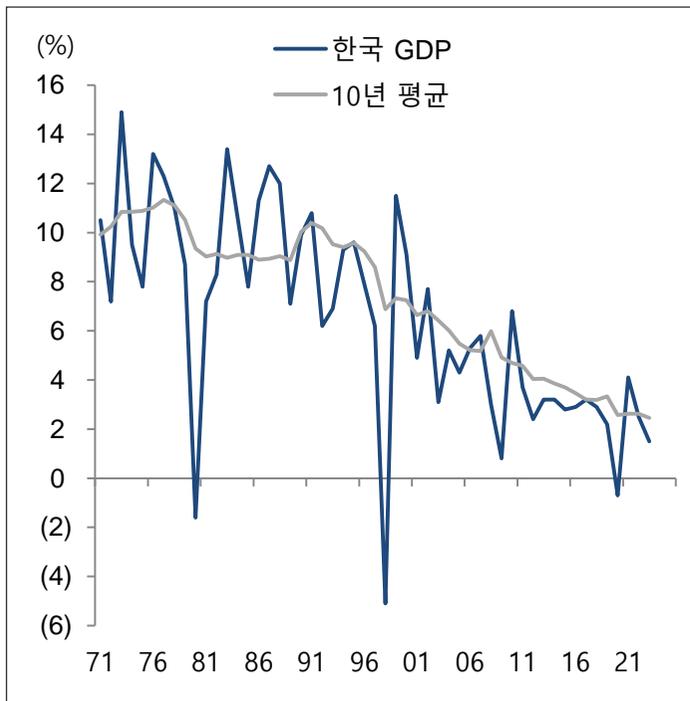
Part IV

한국경제 전망
및 시사점

한국 경제, 충격 수위에 따라 성장 경로 가변적 부동산 및 신용위험 등에 따라 위축 폭 커질 소지

- 연준발 통화긴축 파급력으로 글로벌 경기침체 및 금융 시장 불안정 동반될 수 있어 경기 향방은 가변적
- 기본적으로 과거 IT 버블 붕괴, 유럽 재정위기 수준의 실물 및 금융시장 충격 반영시 1% 내외 성장 전망
- 그러나 신용위험과 디레버리징 확산시 충격 커지며 마이너스 성장 가능성 배제할 수 없어 주의 불가피

극단적 위기 피해가더라도 글로벌 경기 및 금융시장 충격 수위에 따라 마이너스 성장 배제하지 못해



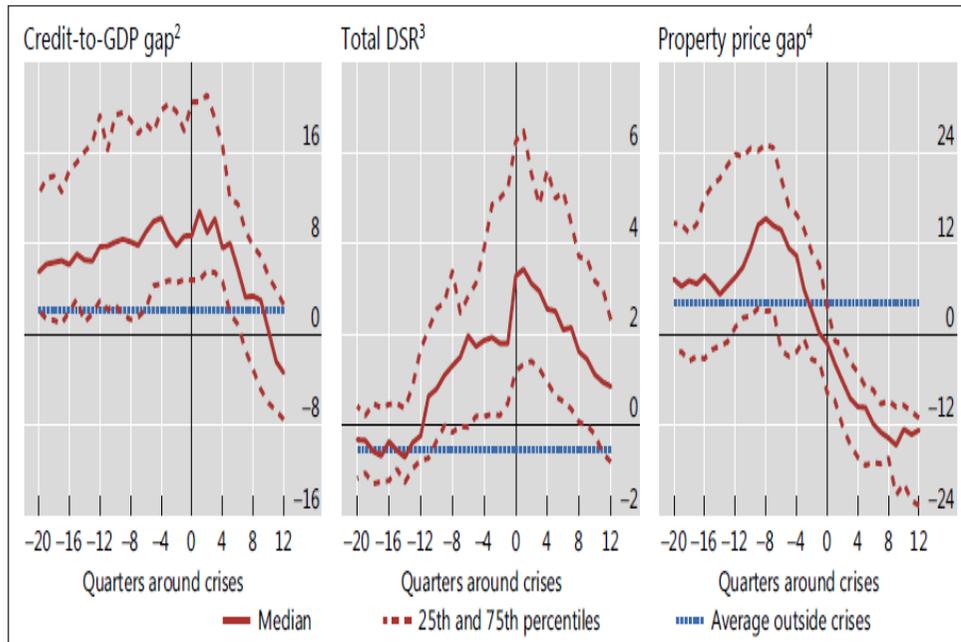
Part IV

한국경제 전망
및 시사점

환율만 쳐다보면 자칫 취약지구를 지나칠 수도 부채 상환 부담과 자산가격 움직임 등을 주시

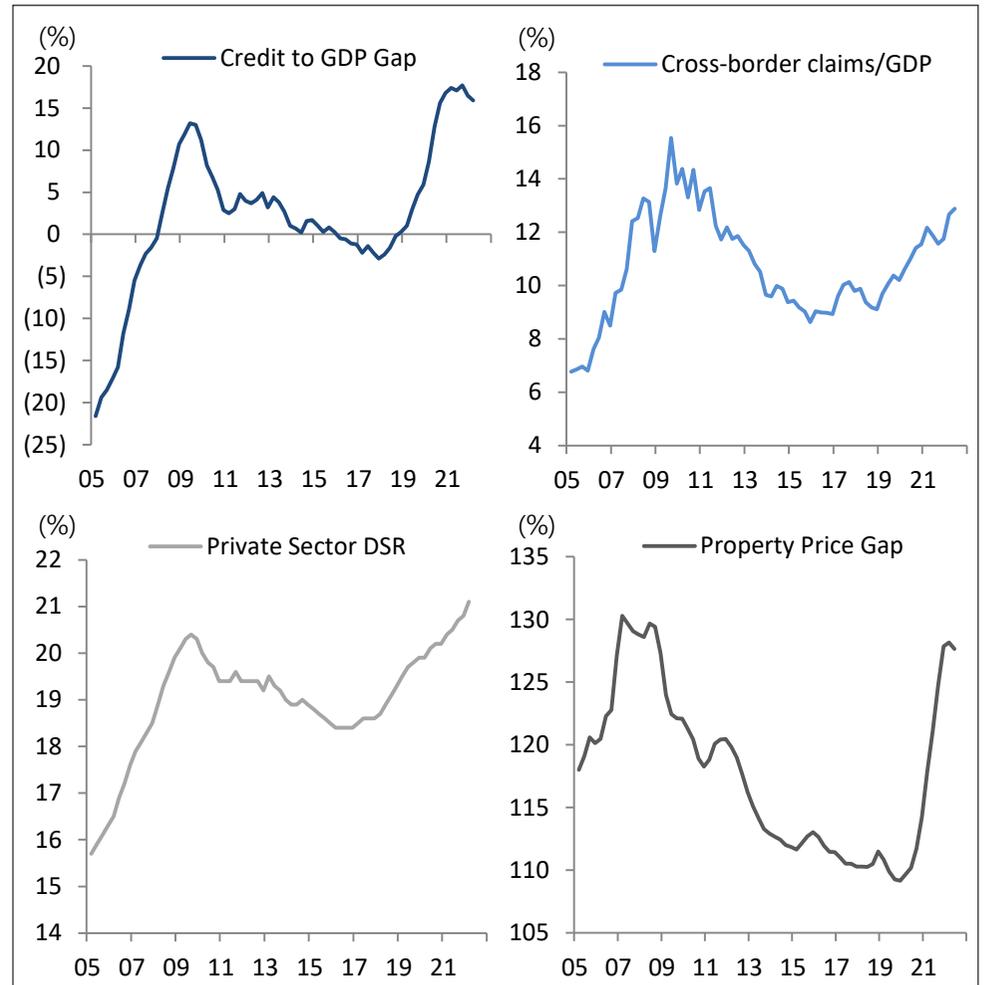
- 다양한 위기의 사례를 감안시 환율 상승은 위기의 원인이기도 하지만 금융시장의 반응 결과일 수도 있다는 접근 필요. 국내외 금리인상과 높은 가계 부채 등을 감안할 경우 은행 위기의 성향을 염두
- BIS가 제시한 은행위기의 주요 시그널을 감안할 경우 과도한 유동성, 민간 부채상환 부담, 장기 주택가격 이격 등에 지속적으로 주의

BIS가 제시한 은행위기(Banking Crises)의 사전 신호들



자료: BIS(2018), Refinitiv, Bloomberg, 신한은행 S&T센터

한국도 2008년 수준을 넘어간 지표들에 대한 경계감 필요



자료: Refinitiv, Bloomberg, 신한은행 S&T센터

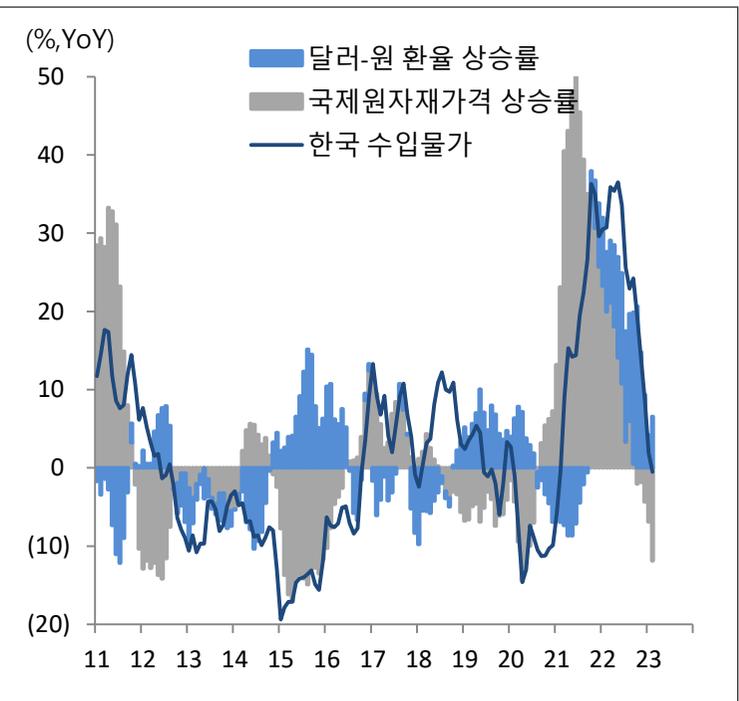
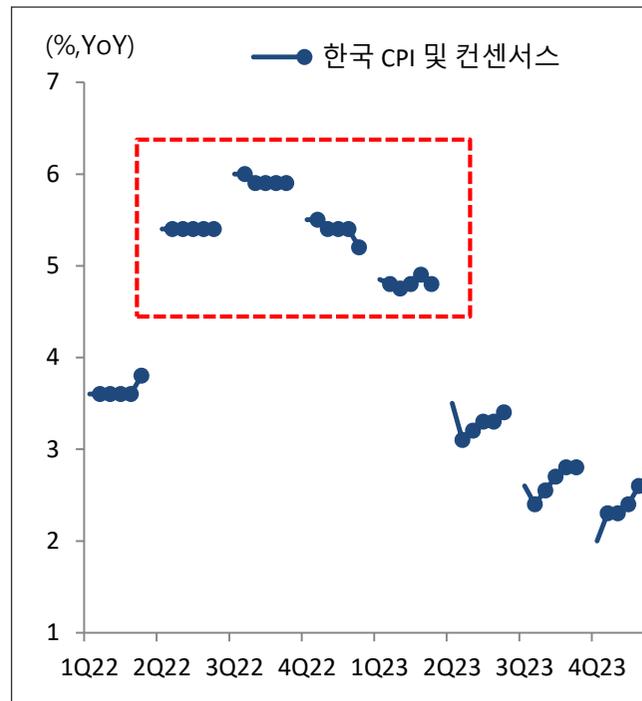
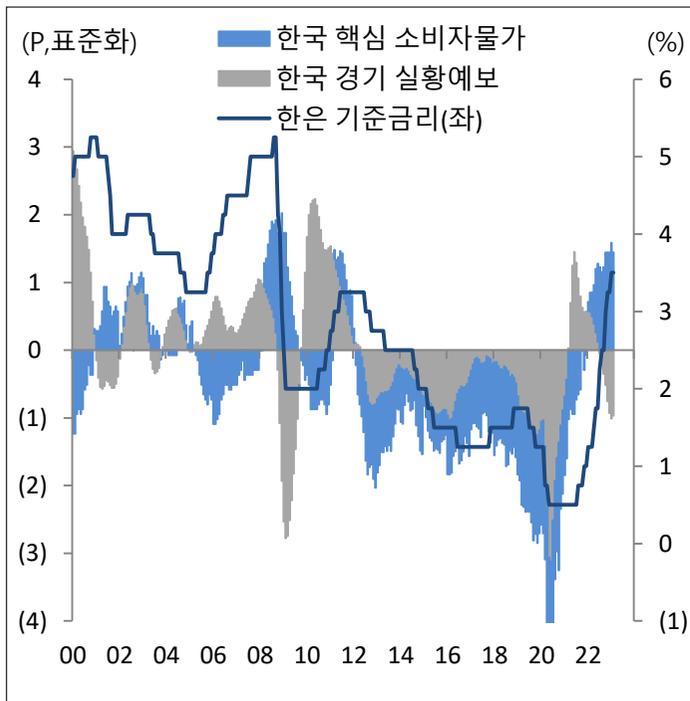
Part IV

한국경제 전망
및 시사점

한은도 감속 모드 전개 후 금리인하로 시선 이동 미국보다 열위인 환경, 상대적으로 빠른 피봇 자극

- 한 차례 추가 인상 배제할 수 없지만 물가 고점 인식 아래 한은 최종 금리는 3.50%에서 사실상 종결 기대
- 공공요금 인상 등으로 5%대 물가 한동안 이어지나 2/4분기 이후 레벨 낮아지며 인플레 일방에서 점차 탈피
- 한편 경기 부진 및 금융시장 안정 위해 연말 3.00% 내외로 연준보다 한 템포 빠른 금리인하도 가능할 전망

물가와 연준이 한은 금리인상이 끝났으나 경기하강으로 무게감 점차 이동할 전망



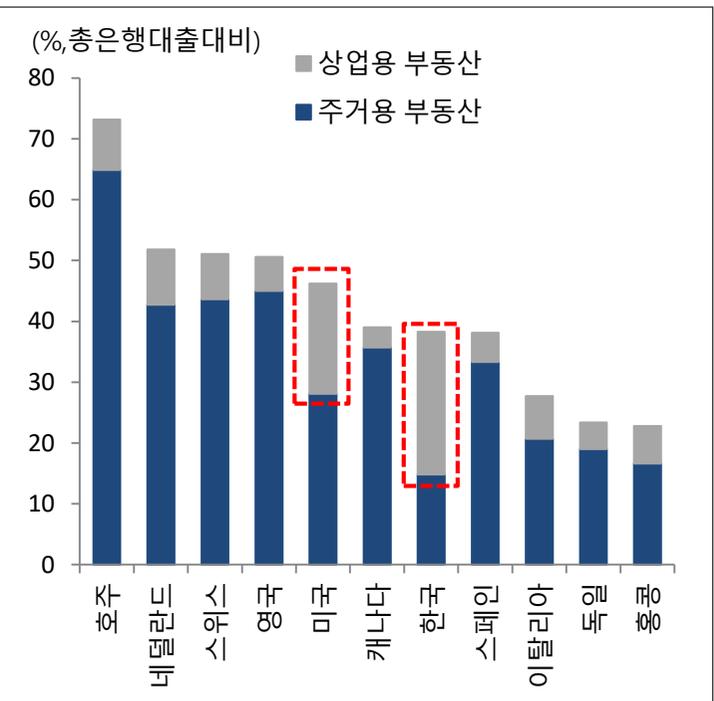
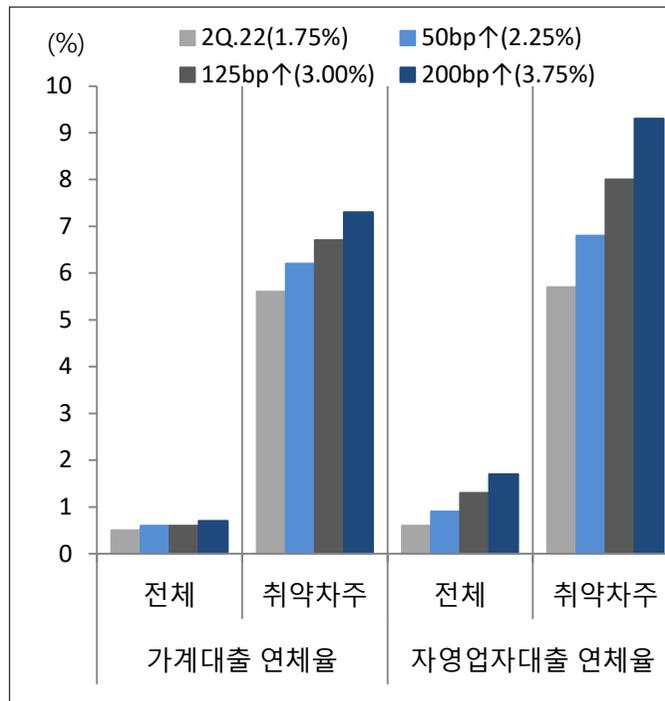
Part IV

한국경제 전망
및 시사점

고금리, 고부채에서 자유롭지 못한 내수 경기 실질 구매력 저하와 보수적 고정투자로 선회

- 단계적 일상생활 복귀에도 국내외 고물가 및 통화긴축 등에 따른 심리지표 저하, 구매력 약화로 내수탄력 저하
- 소비 정상화에 기여했던 고용도 점차 둔화되는 가운데 고금리·고부채 위험으로 부동산 시장 위축 자극할 가능성
- 한국 고정금리대출 비중 32%(2020년)로 미국(99%), 영국(91%), 독일(90%), 이탈리아(82%), 일본(40%) 보다 낮아

높아진 물가와 금리의 조합은 소비와 투자 등 내수경기에 걸림돌로 작용



자료: 한국은행, IMF, Refinitiv, Bloomberg, 신한은행 S&T센터
주: 한은 기준금리 1.75%를 기준으로 금리인상에 따른 차주별 연체율 변화 추정치

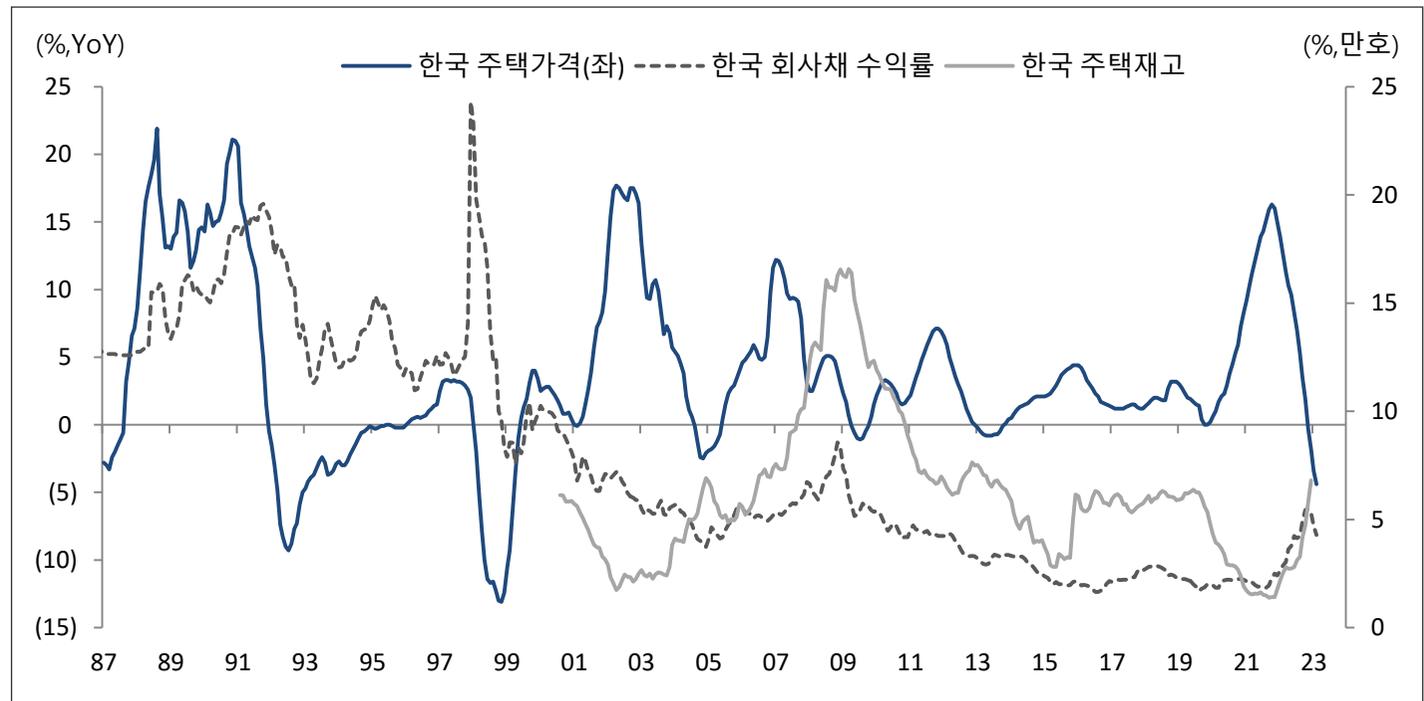
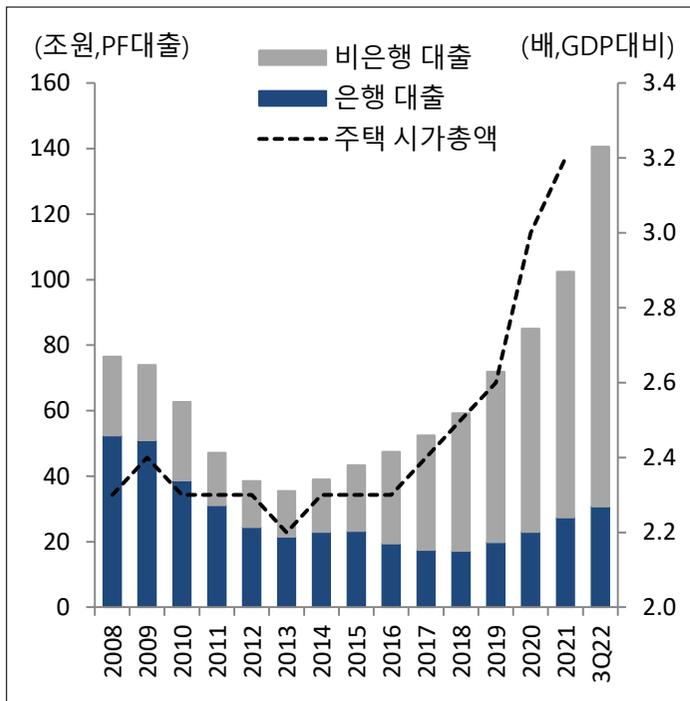
Part IV

한국경제 전망
및 시사점

디레버리징에 민감한 부동산 시장 향방 주시 정책 전환 기대에도 통화긴축과 신용위험 경계

- 한국의 경우 상대적으로 가계부채 부담 크고 디레버리징에 민감해 금리인상의 부동산-건설 경기 영향 주시
- 물론 통화긴축 및 글로벌 주택 붕괴 동반했던 1992년이나 아시아 금융위기의 1998년에 비해 낮은 금리
- 하지만 한은 금리인상 여파와 경기 하강에 부동산 신용경색 우려 더해지며 주택시장 조정 지속 가능성 경계

1990년대의 가격 급락은 반복되지 않더라도 2000년대와는 달라진 환경에 따라 경계감 필요



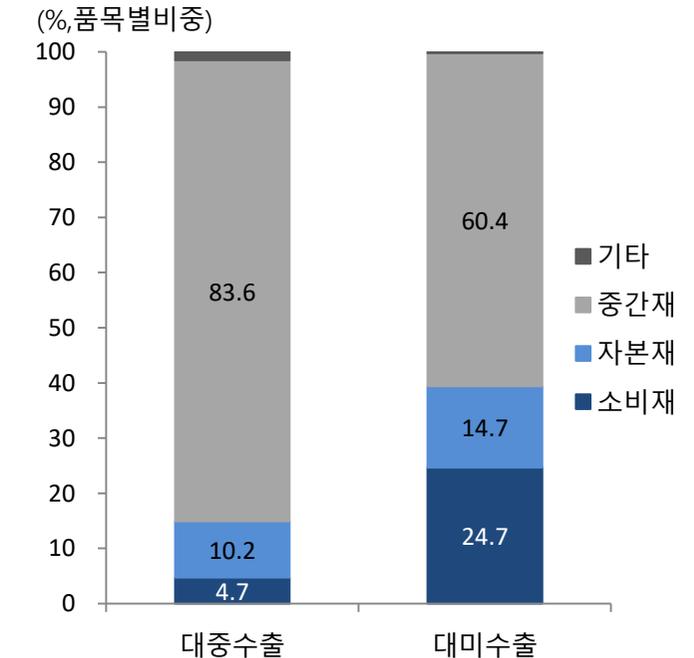
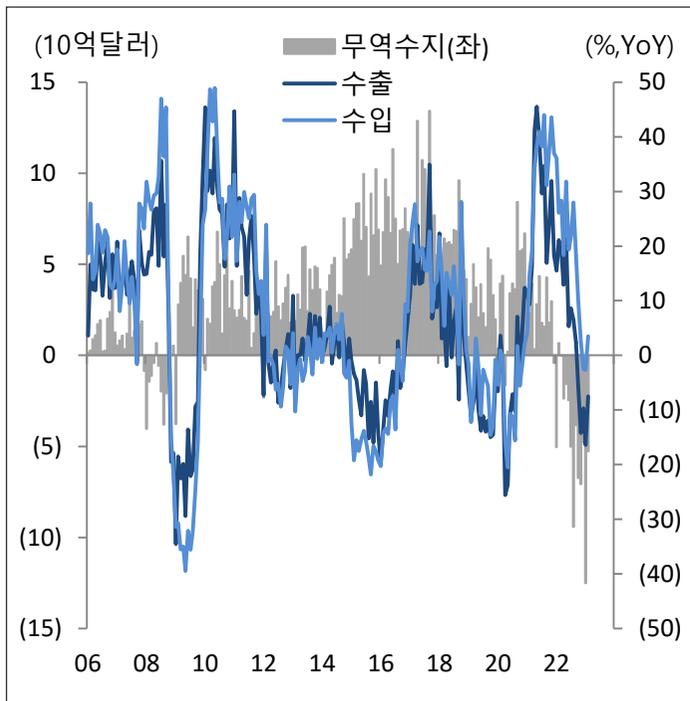
Part IV

한국경제 전망
및 시사점

글로벌 경기 하강으로 성장 멈춰 선 수출 하반기 개선 기대하나 한동안 감소세 감수

- 최근 마이너스로 떨어진 수출은 물량과 단가의 동반 하락 노출되며 올해 상반기까지 부진한 모습 연장될 듯
- 반도체 가격 하락이 주도하는 가운데 글로벌 디레버리징, 미-중 갈등 등이 변수로 작용하며 증가율 낮출 소지
- 교역량 축소, 재고조정 등으로 상반기 마이너스 기록 불가피하나 중국 경기 반등으로 하반기 소폭 개선 기대

반도체 가격 하락이 주도하며 수출 탄력 현저하게 떨어지는 가운데 연속적인 무역적자 기록



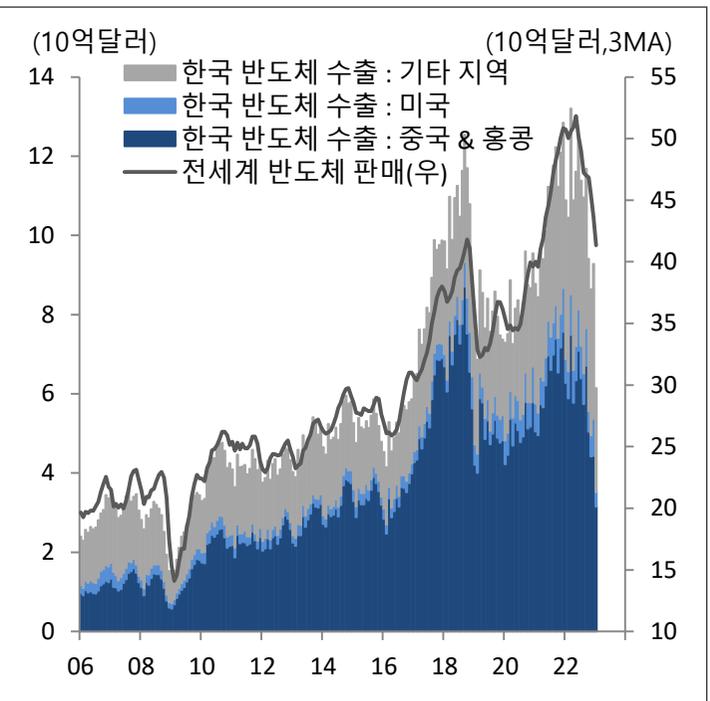
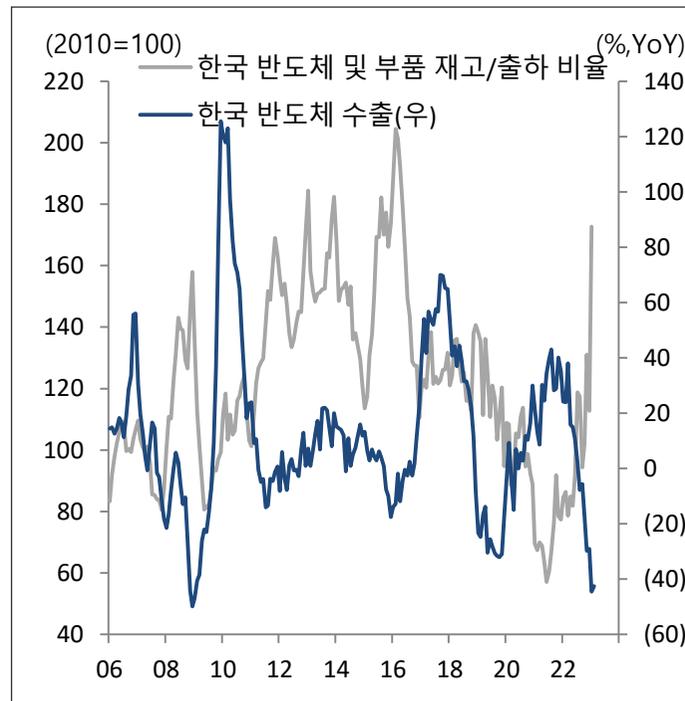
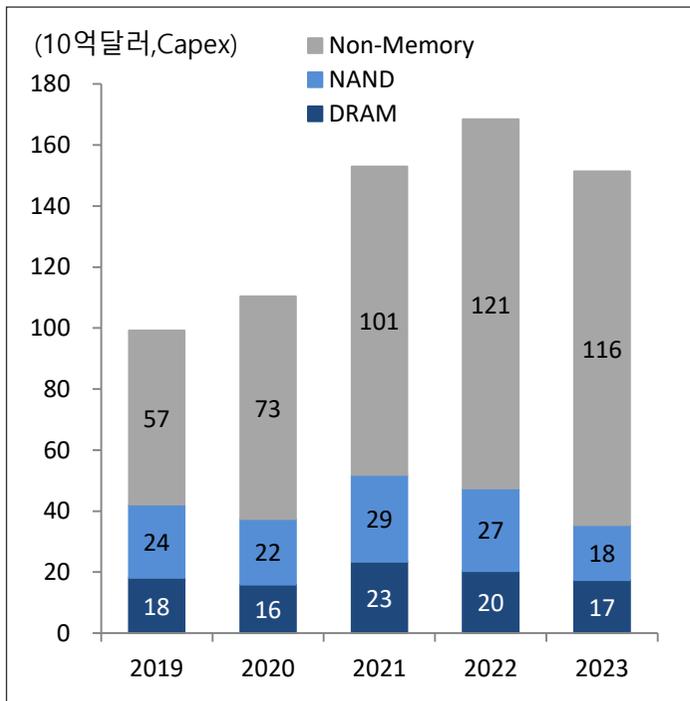
Part IV

한국경제 전망
및 시사점

사라진 공조, G2의 불편한 경쟁과 블록화 재고 부담 쌓이는 반도체와 공급망 재편 시도

- 과거 이데올로기 대립과 달리 기술 및 금융 경쟁으로 미중간 신냉전 구축하는 가운데 관련 아시아 공급망 재편 시도
- G2간 갈등 장기화시 반도체, 바이오, 우주항공, 희토류 등 다양한 영역에서 초과생산과 공급부족 양극화 형성 소지
- 러시아-유럽 중심의 지정학적 리스크가 향후 대만(2024년 1월 대선), 한반도 등 아시아로 이동할 가능성 배제 못해

반도체로 얽힌 미국과 아시아의 기술 동맹 VS 대중 교역 비중 높은 한국의 고민



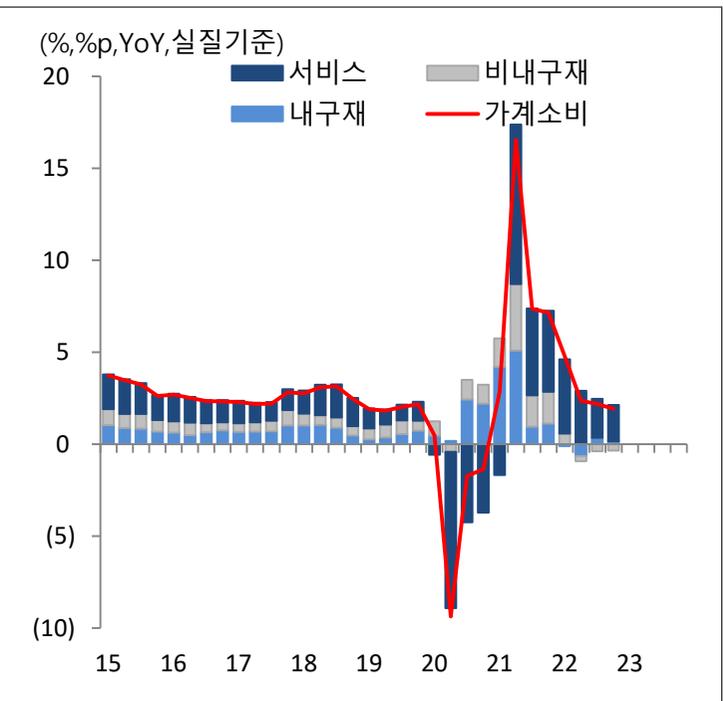
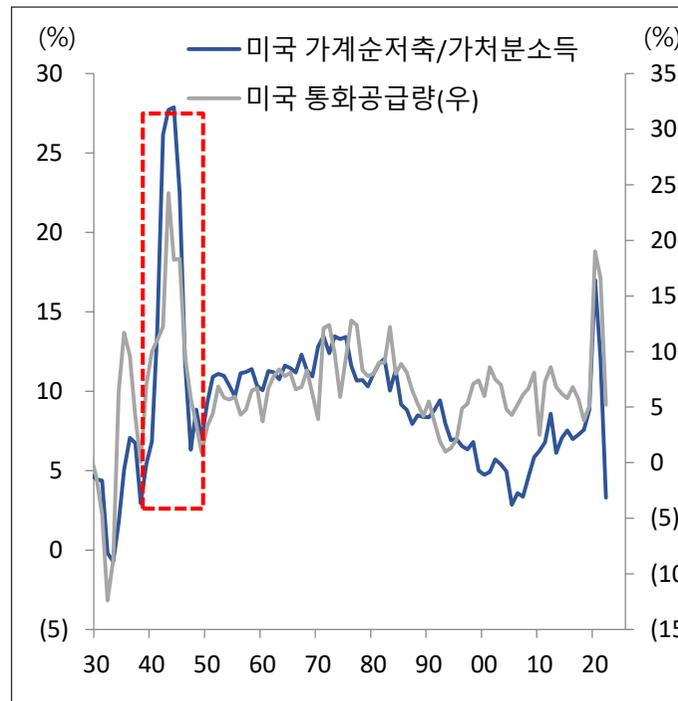
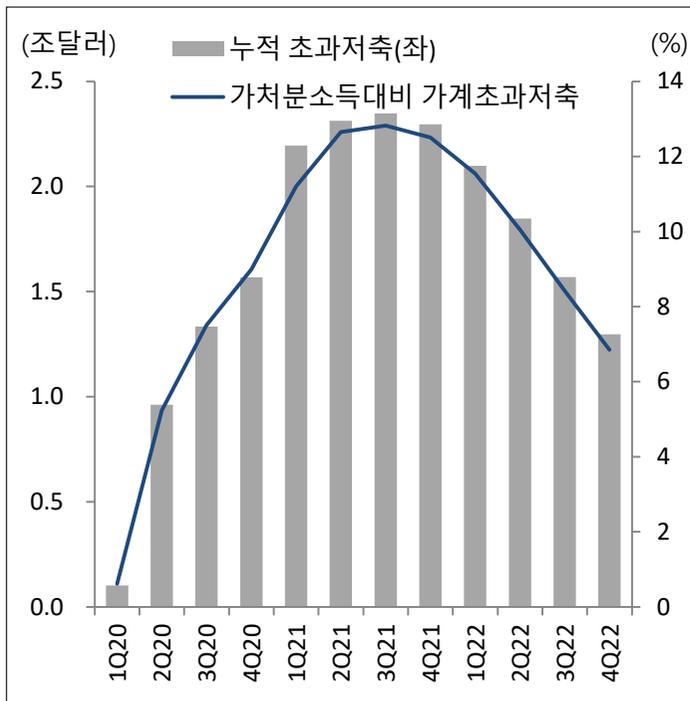
Part V

코로나의 저주와
원화 환율 전망

코로나가 불러온 미국 가계의 대규모 과잉 저축 내구재에서 서비스 소비로 이동, 경기 사이클 왜곡

- 2020년 코로나 확산 당시 섣다운과 적극적인 경기부양 정책으로 의도하지 않은 대규모 미국 가계저축 누적
- 코로나 규제 해제되며 한때 30%를 넘어섰던 미국 가계 저축률이 하락(소비성향 상승)하며 경제 정상화 견인
- 코로나 이전 보다 낮은 수준까지 저축률 하락하는 등 초과 저축 소진하고 있으나 아직 1조 달러 상회하고 있어

코로나 당시 재정 지출과 섣다운 등으로 인위적으로 급증한 미국 가계의 초과 저축



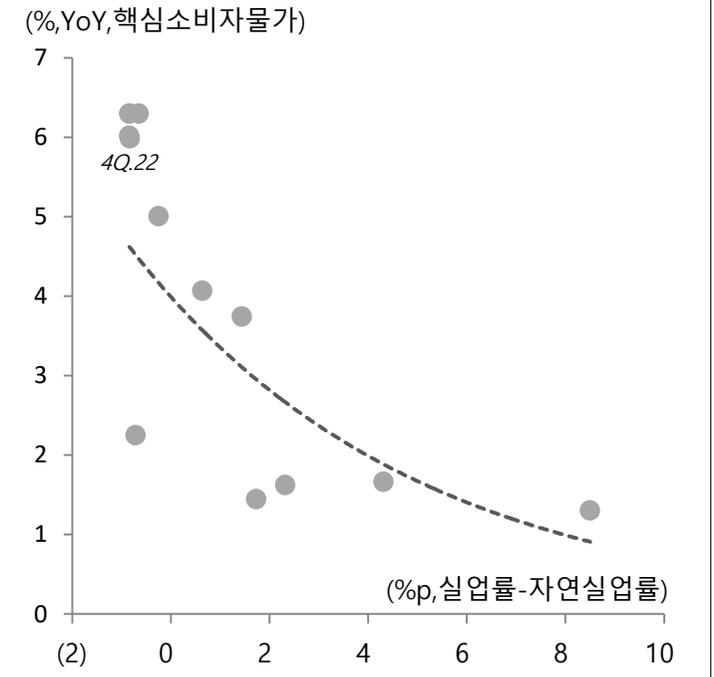
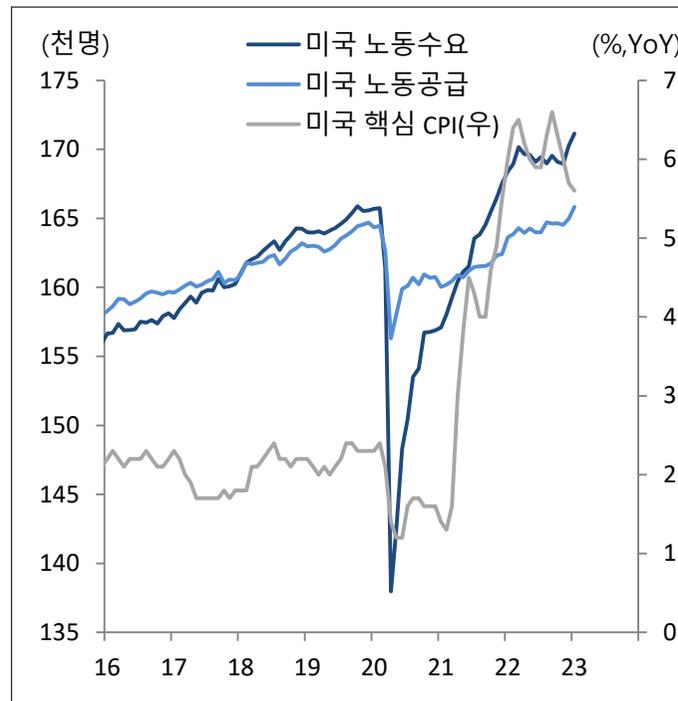
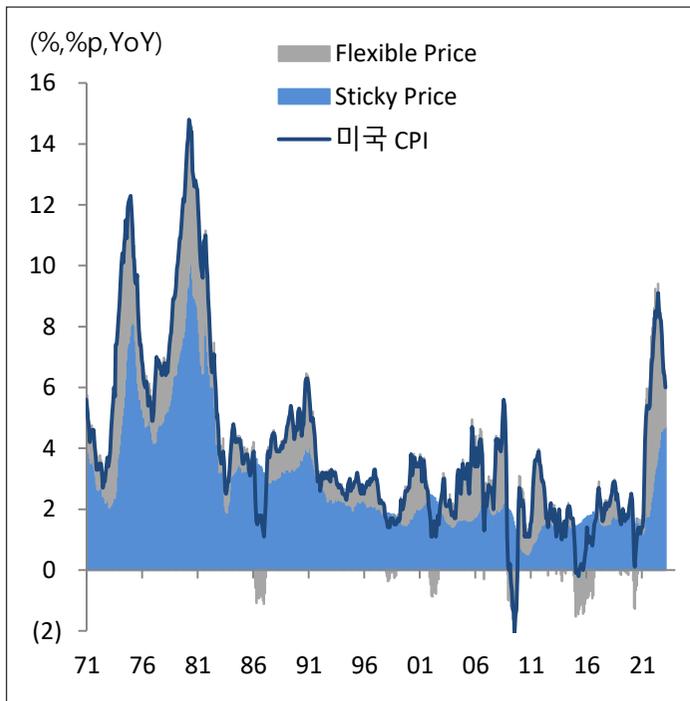
Part V

코로나의 저주와
원화 환율 전망

더딘 노동 공급과 과잉 저축으로 타이트한 노동 시장 서비스에서 미스매칭 심화, 끈적끈적한 물가 자극

- 지난 1월 미국 신규고용 시장 기대를 훌쩍 뛰어 넘는 50만명, 실업률 역시 3.4%로 하락하며 서프라이즈 기록
- 업종별로 볼 경우 서비스업을 중심으로 구인률이 구직률을 크게 넘어서며 소비 지출과 연동해 노동 공급 부족
- 당분간 노동시장의 수급 불균형으로 하방 경직적 물가 불가피. 다만 과잉 저축 소멸과 해외 노동력 확충 기대

소비와 연동해 고용지표 호조세 이어지는 가운데 서비스업을 중심으로 두드러지는 미스매칭



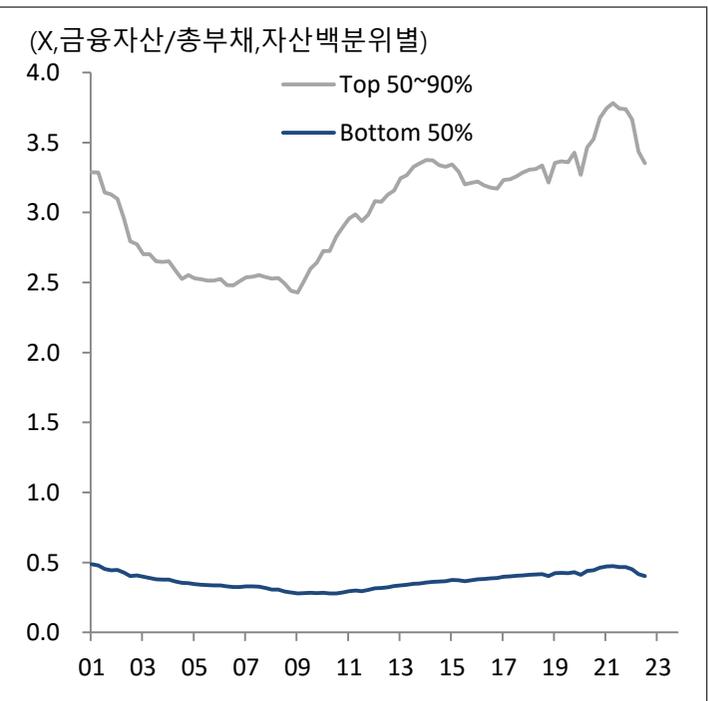
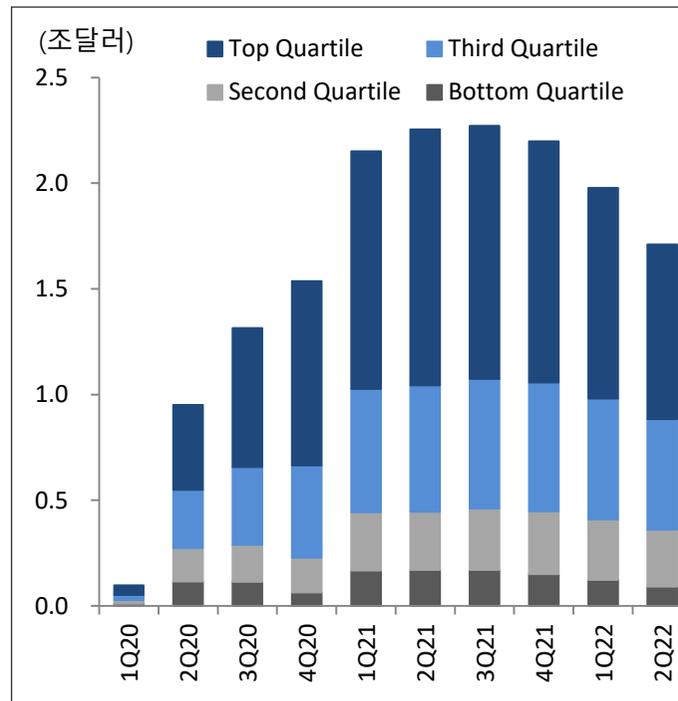
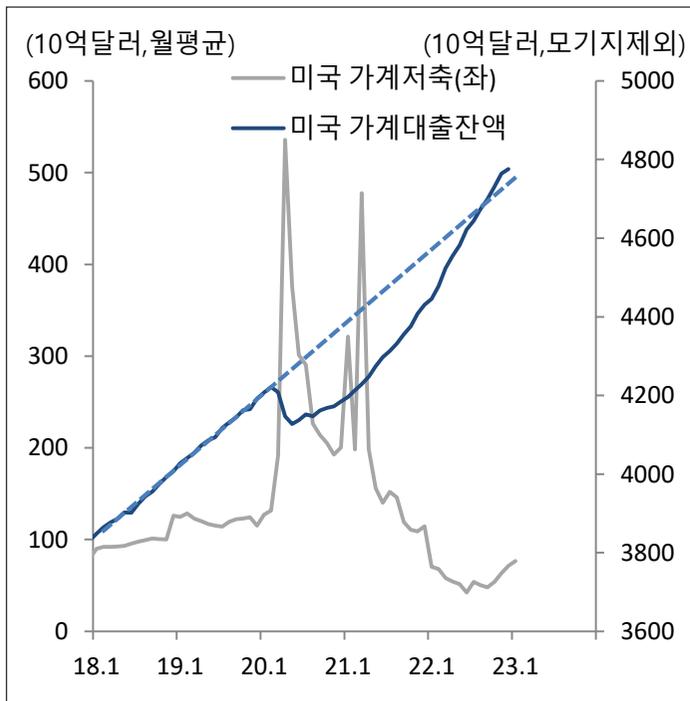
Part V

코로나의 저주와
원화 환율 전망

과잉 저축으로 평균의 함정에 빠진 디레버리징 초과 저축도 양극화 아래 가계 부채 누적 주시

- 코로나발 과잉 저축은 이연 소비로 지출되기도 하지만 일부는 미국 가계의 부채 상환 또는 자산 축적으로 활용
- 연준의 공격적인 정책 정상화에도 디레버리징 압력을 경감시키는 데 기여했으나 최근 가계부채 늘어나며 반감
- 특히 코로나로 소득-자산 계층간 불평등과 양극화 더욱 심화되며 중산층 이하는 디레버리징 위험에 점차 노출

초과 저축도 계층별로 양극화된 가운데 누그러졌던 가계 부채 축적 다시 진행



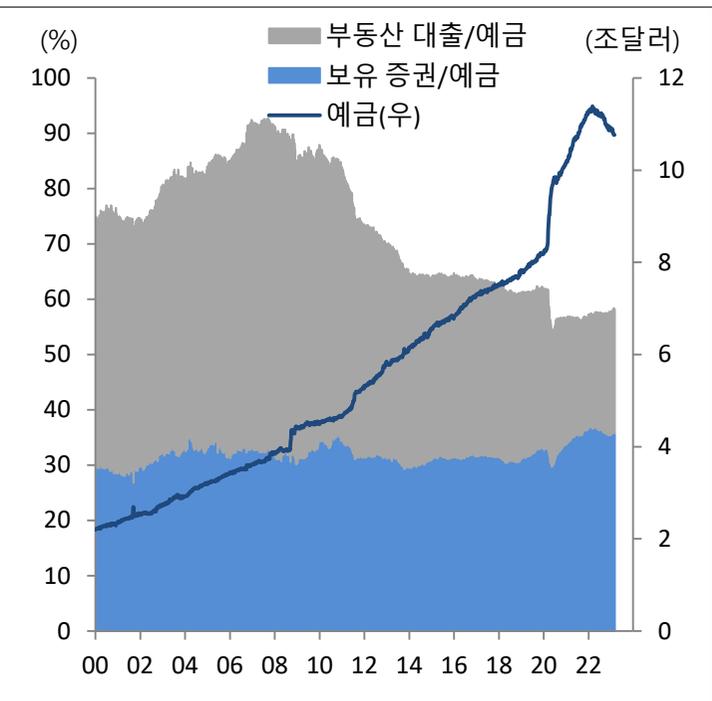
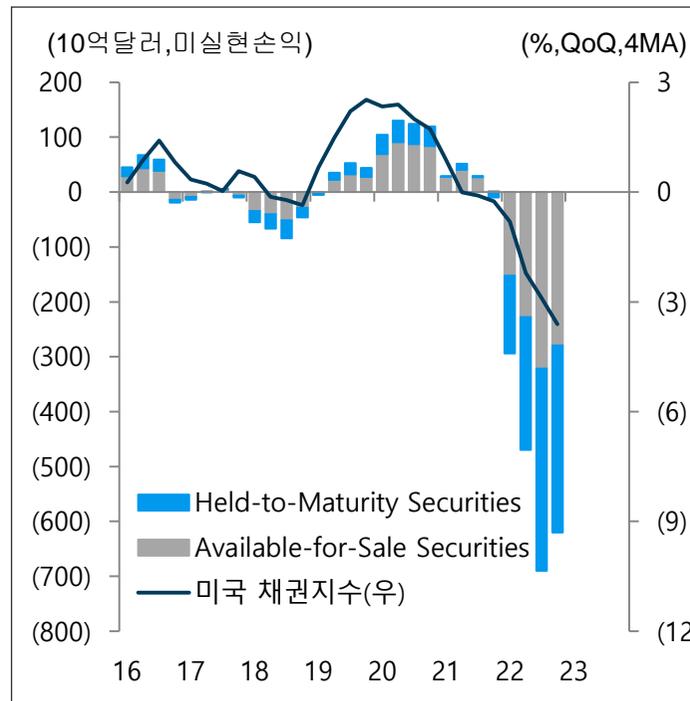
Part V

코로나의 저주와
원화 환율 전망

과잉 저축 ⇒ 투자 쏠림 ⇒ 자산-부채 미스매칭 위험 시스템 위기 모면해도 소형 은행 유동성 위험 노출

- 국채 및 MBS 등 비교적 안전한 자산에서 잠재 손실 발생했고 금융 불안에 중앙은행과 정부가 비교적 신속히 대응
- 그러나 잉여 저축 인출과 보유 채권의 손실 누적으로 유동성 저하된 가운데 정보 이동 빨라져 뱅크런 위험 노출
- 2008년과 같은 극심한 환경과 차이 있으나 고금리 환경 아래 규제 완화로 규모 확대한 중소형 은행 불안정할 듯

2008년보다 시스템 리스크 수위 낮지만 자산-부채 미스매칭으로 뱅크런 위험 등에 취약



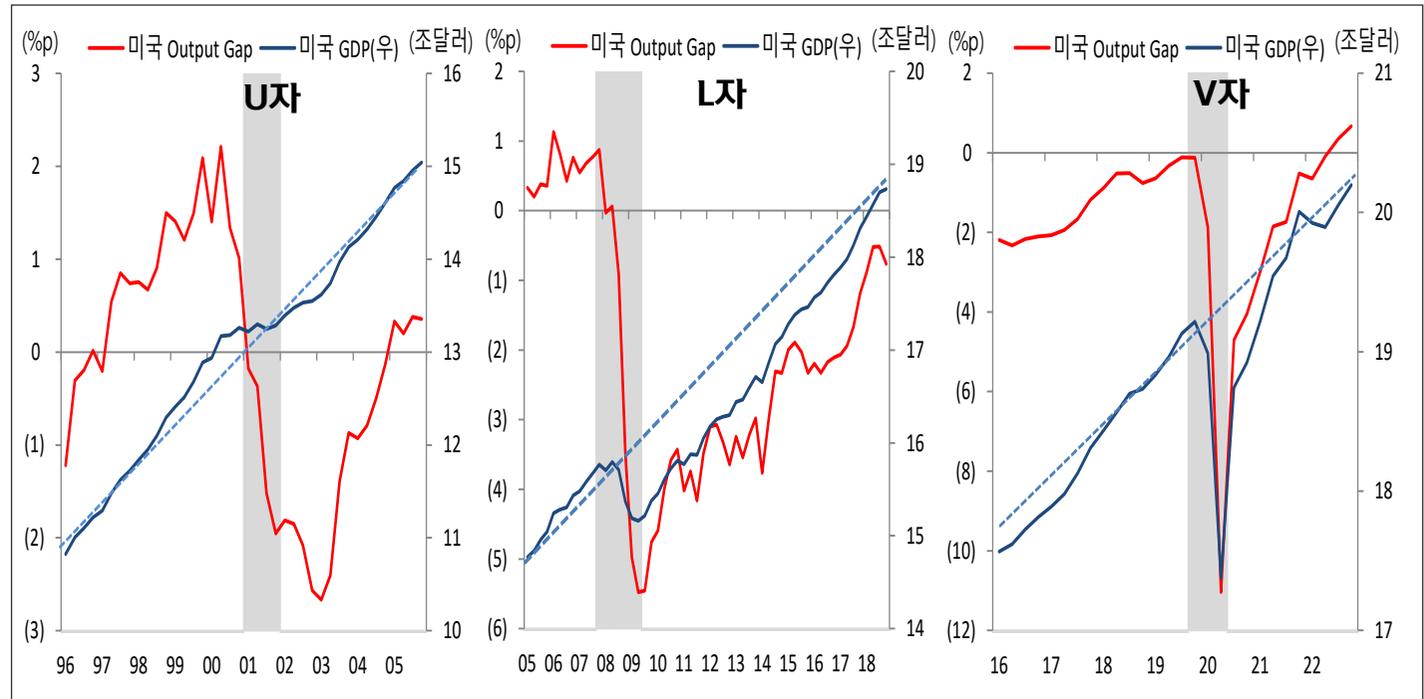
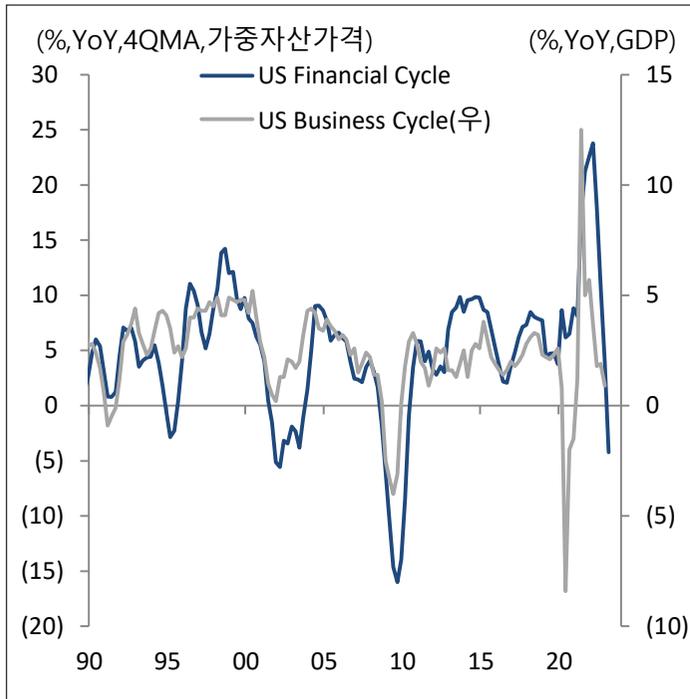
Part V

코로나의 저주와
원화 환율 전망

노랜딩이 아니라 한 템포 늦게 경기침체 출현 과잉 저축 ≠ 항상 소득, U자형 경기 패턴 진행

- 과잉 가계 저축 소멸과 맞물려 하반기 이후 디레버리징 압박 나타나며 미국 경기침체 위험이 점차 현실화될 가능성
- 다만 정상적 성장 경로와의 괴리를 감안시 L자(금융위기)나 V자(코로나 충격) 보다는 U자(닷컴 버블)에 가까울 듯
- 그러나 경기 침체 폭이 얕더라도 과거 사례 감안할 경우 통상 디레버리징은 저성장 장기화를 촉발한다는 사실 주의

V(코로나 충격)자나 L(글로벌 금융위기)자가 아니더라도 U(닷컴 버블 붕괴)자와 유사한 경로 염두



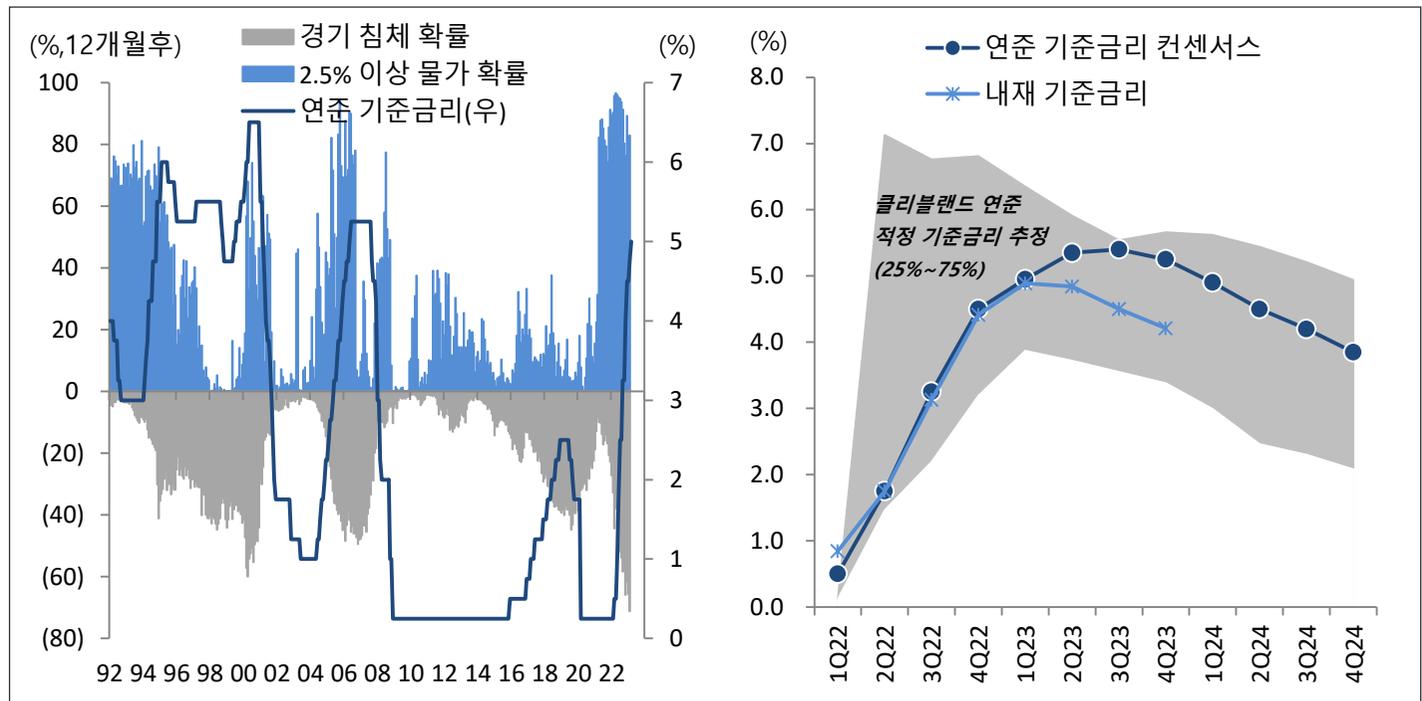
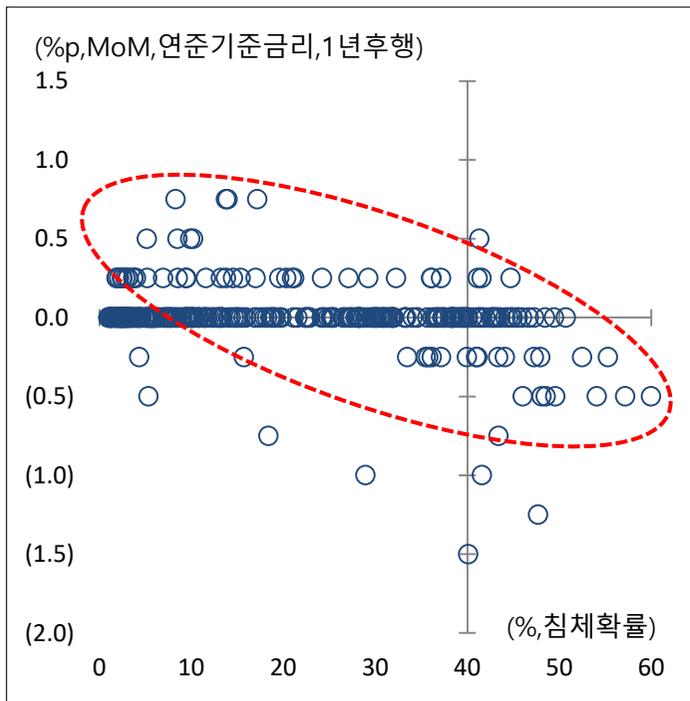
Part V

코로나의 저주와
원화 환율 전망

코로나發 트릴레마 자초한 연준의 뒤늦은 후회 신중한 행보 택하나 4/4분기부터 금리인하 가시권

- 시장 기대 만큼 서두르지 않더라도 결국 '물가' 둔화 아래 '경기' 후퇴 및 '금융' 불안과 균형 맞추는 정책 조율 불가피
- 5.25%내외에서 금리인상 종결 수준 진입, 하반기 진행되며 인하 기대감 부각, 내년 1/4분기경 금리인하 단행 예상
- 단, 경기 및 물가 사이클 왜곡 점차 희석되는 가운데 금융시장 불안정 지속시 올해 4/4분기 금리인하 가능성 배제 못해

연준의 거부감에도 불구하고 올해 4/4분기로 금리인하 앞당겨질 가능성 적지 않아



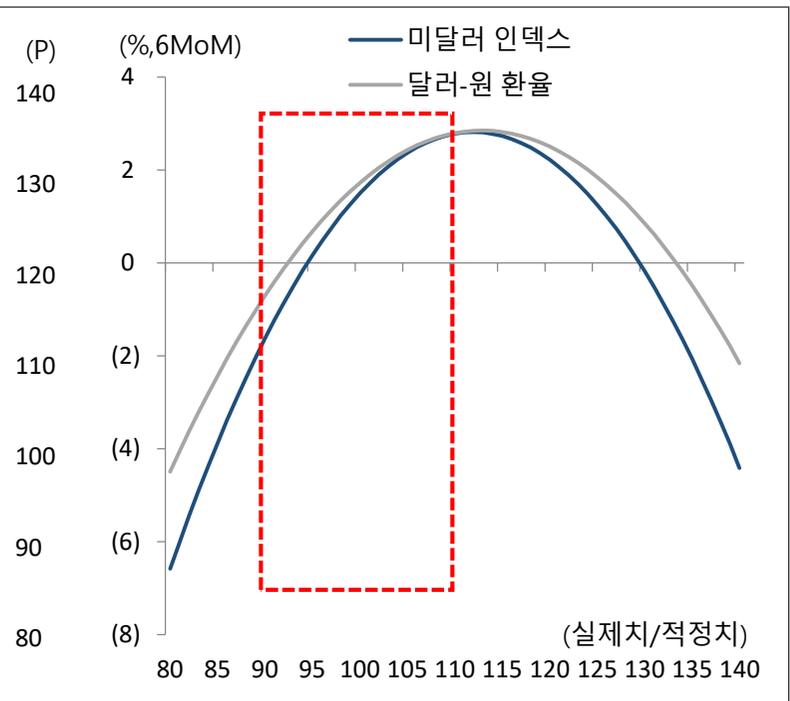
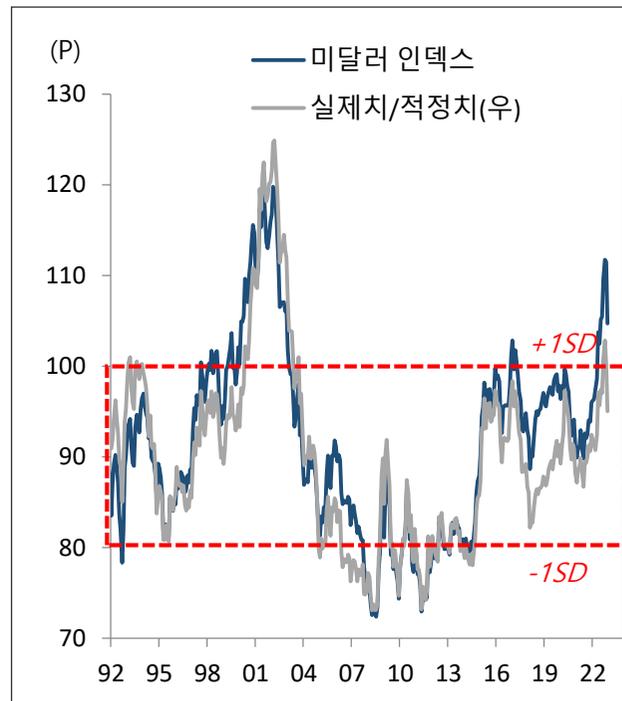
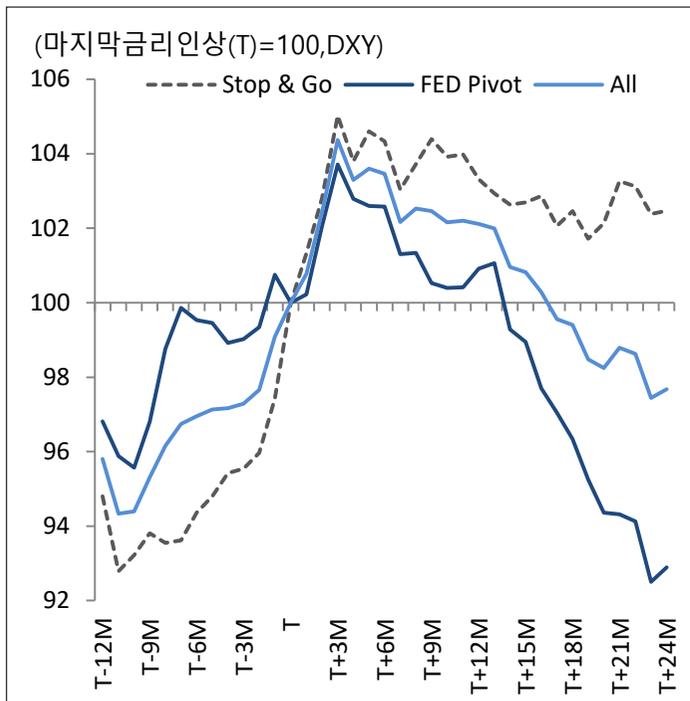
Part V

코로나의 저주와
원화 환율 전망

결국 금리인상 종결과 미달러 고평가 인식 부상 1~2개월보다는 1~2년 후로 시계를 넓혀볼 필요

- 과잉 저축과 고용 불균형으로 피봇 지연 일정 부분 불가피하나, 2/4분기가 진행되며 금리인상 마지막 구간 진입
- 상대적 고금리와 안전자산 선호에도 불구하고 미달러 인덱스 지난해 4/4분기경 임계치 상단 상회하며 고평가 진입
- 통상 임계치 상단 벗어날 경우 시차를 두고 미달러도 상승탄력 떨어지며 고점 형성하고 원화 환율도 이에 동행

유동성 축소로 미달러 자산의 밸류에이션 부담 노출된 가운데 미달러의 오버슈팅 가능성



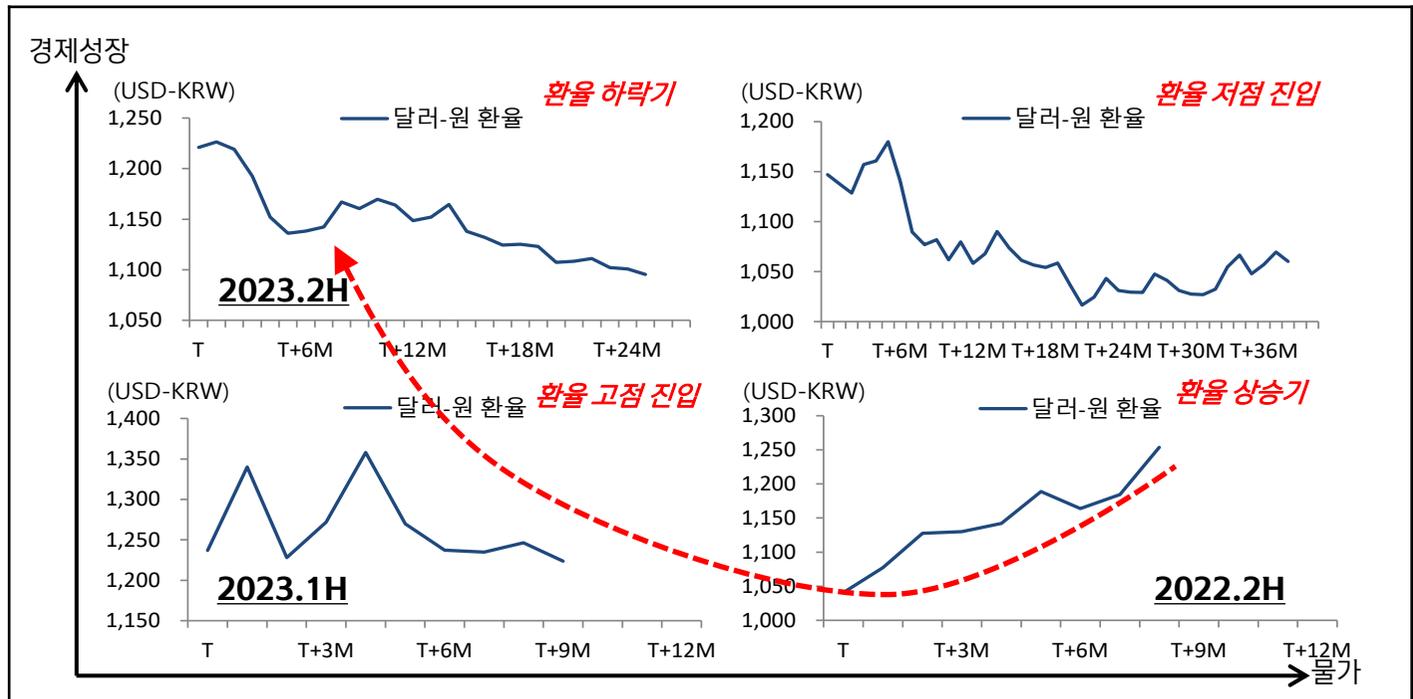
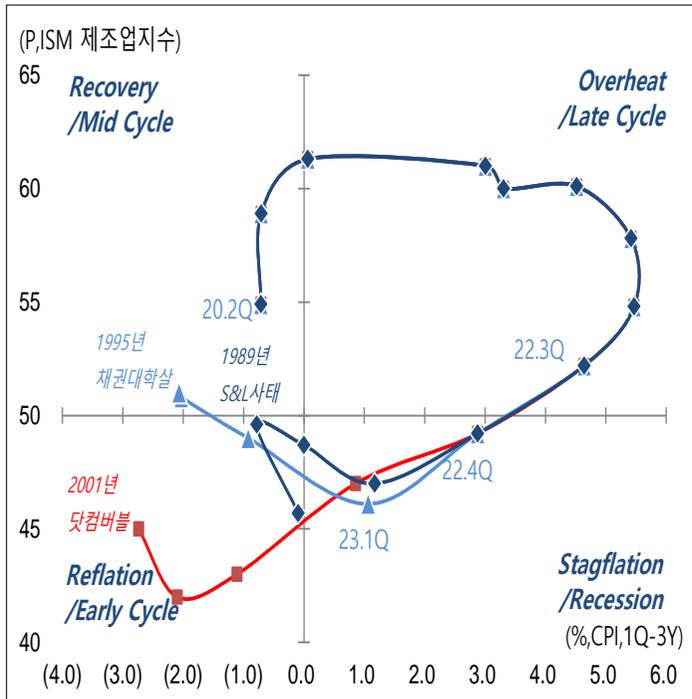
Part V

코로나의 저주와
원화 환율 전망

정상 궤적을 생각하면 상고하저 패턴 전망 유지 상반기 율통불통한 구간 지난 후 하반기가 관건

- 2008년 글로벌 금융위기, 1997년 아시아 외환위기 등 초대형 위기 비켜갈 경우 경기-물가 사이클에 연동해 움직여
- 2023년 상반기 경기침체 위험 노출로 글로벌 물가 내려가며 환율은 고점 타진 아래 신용 위험으로 변동성 수반
- 하반기에는 물가 저점 인식과 경기부양 압력 높아지며 환율 하락 우위지만 디레버리징의 후유증으로 경직성 유발

글로벌 성장-물가 궤적에 따라 상고하저 기대, 그러나 금융불안 파장에 따라 추세 하락 진입 시점 유동적



자료 : Refinitiv, Bloomberg, 신한은행 S&T센터
주 : 미국 성장 및 물가 궤적은 각 사례 적용. 오른쪽 그림은 과거 사례를 적용한 만큼 현 환율 수준과 직접 비교 불가능

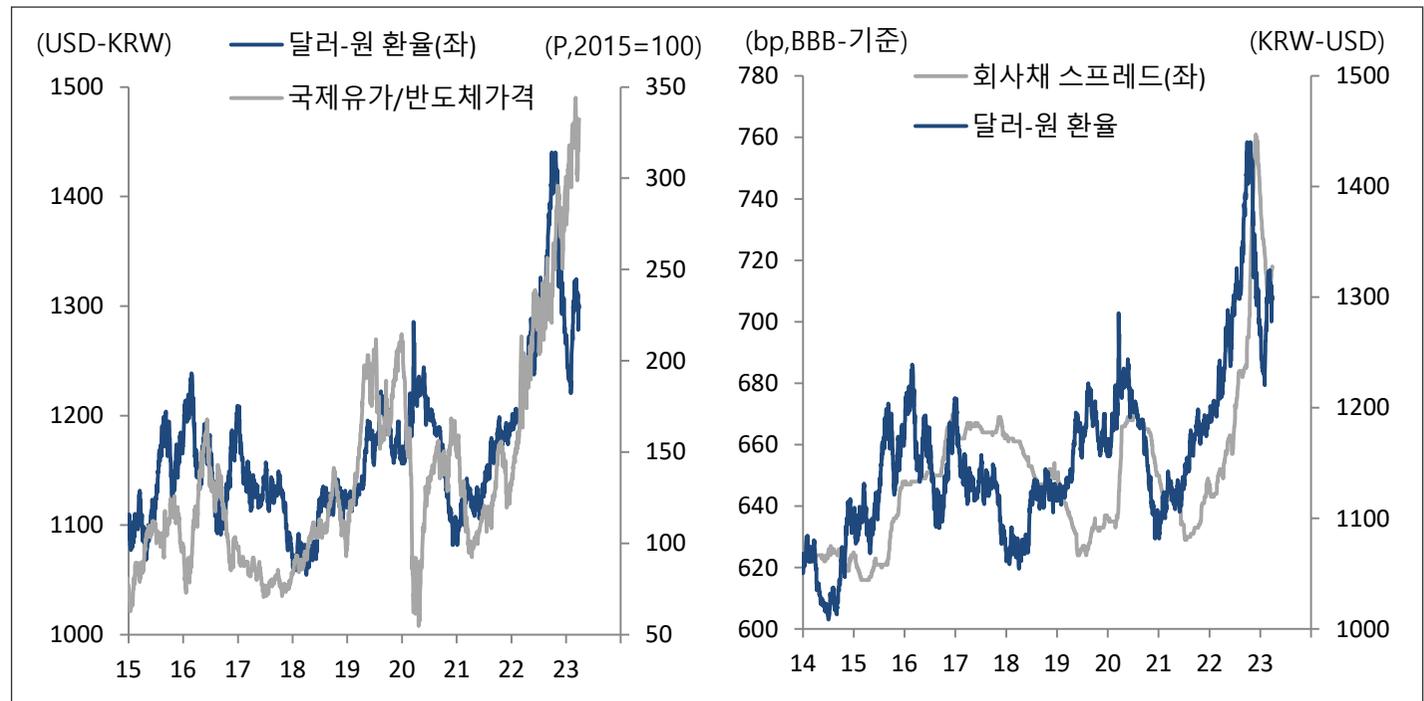
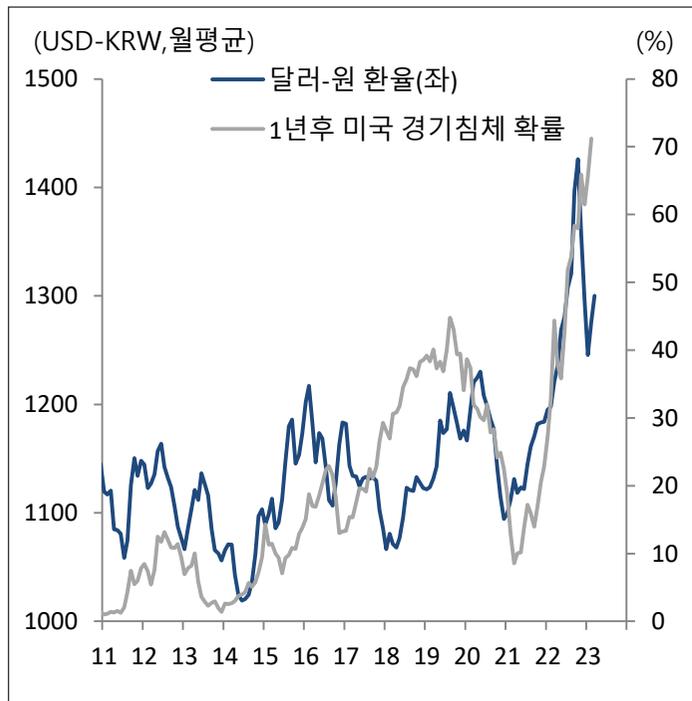
Part V

코로나의 저주와
원화 환율 전망

2/4분기는 앞서간 기대와 현실간 간극 축소 전개 당분간 상방 위험과 하방 경직적인 움직임 불가피

- 고물가-고금리-고부채 연결고리 끊어지지 않은 가운데 통화정책 불확실성으로 당분간 과도한 약달러 쓸림 경계
- 글로벌 경기 하강 위험과 더불어 디레버리징 및 지정학적 리스크 등도 내포해 있어 환율 반등하며 키 맞추기 전개
- 연준의 피벗 기대감 점차 부상할 것이나 앞서 나간 기대와 현실 사이에 간극 좁히며 1/4분기보다 밴드 상향될 듯

기대 심리와 현실 사이의 괴리감 축소하는 구간, 추세적인 방향성 설정은 다소 미뤄야



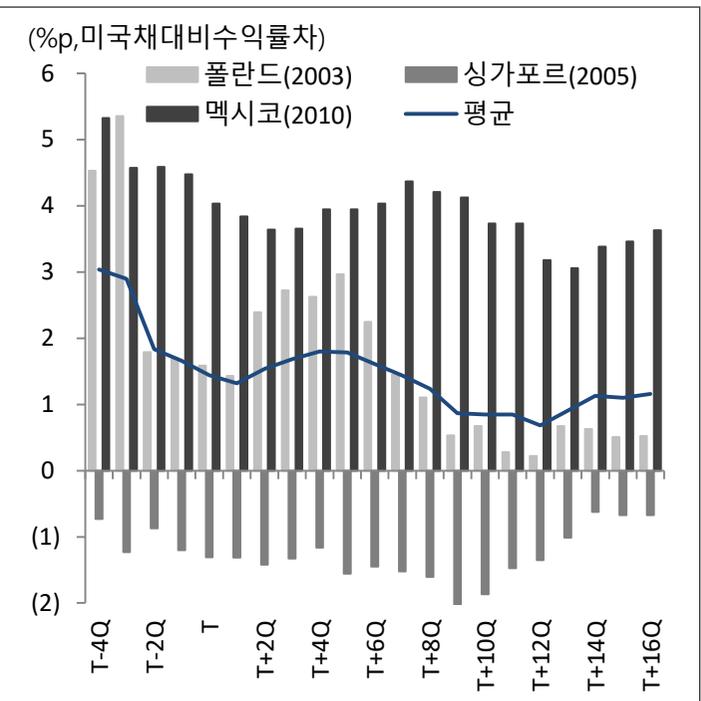
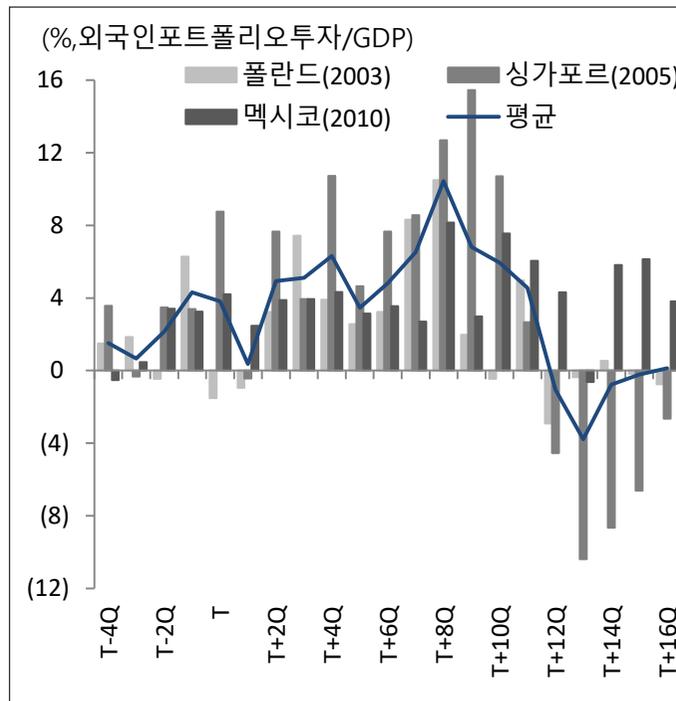
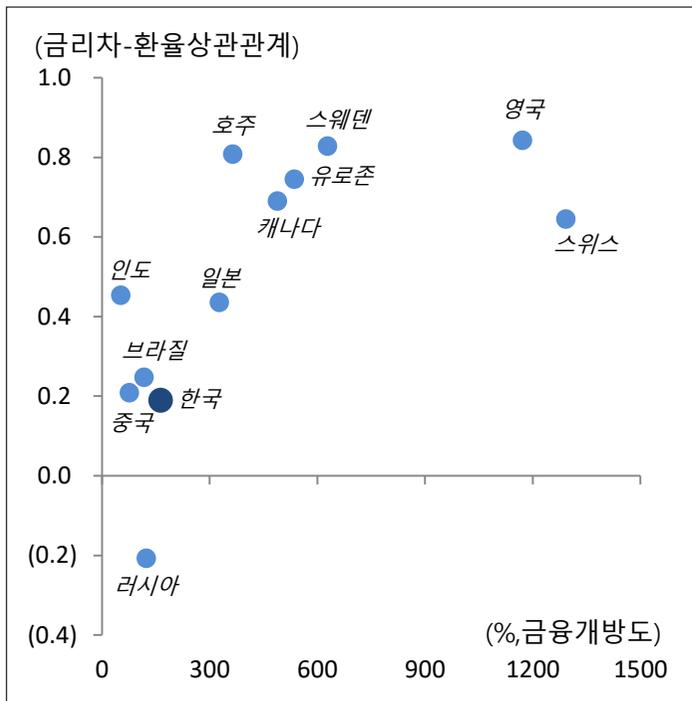
Part V

코로나의 저주와
원화 환율 전망

WGBI 지수 편입 추진 등 수급 개선 노력은 변수 다만 앞선 MSCI 사례 등을 감안시 예단은 주의

- 정부는 외국인 투자 비과세 등으로 약 2.5조 달러의 전세계 추종자금을 갖고 있는 WGBI 지수 편입 추진은 우호적
- 편입시 2.2% 비중 추정되며 약 550억달러 유입 기대할 수 있으나 선진국중 시장 접근성을 충족하지 못하는 상황
- 일반적으로 수급개선에 긍정적 요인이나 MSCI 경험 및 통상 관찰국 지정 후 1~2년 소요되었던 만큼 시점 확인 필요

전세계 약 2.5조 달러의 추종자금을 보유한 WGBI, 일러야 9월 이후 편입 여부 구체화가 보다 현실적



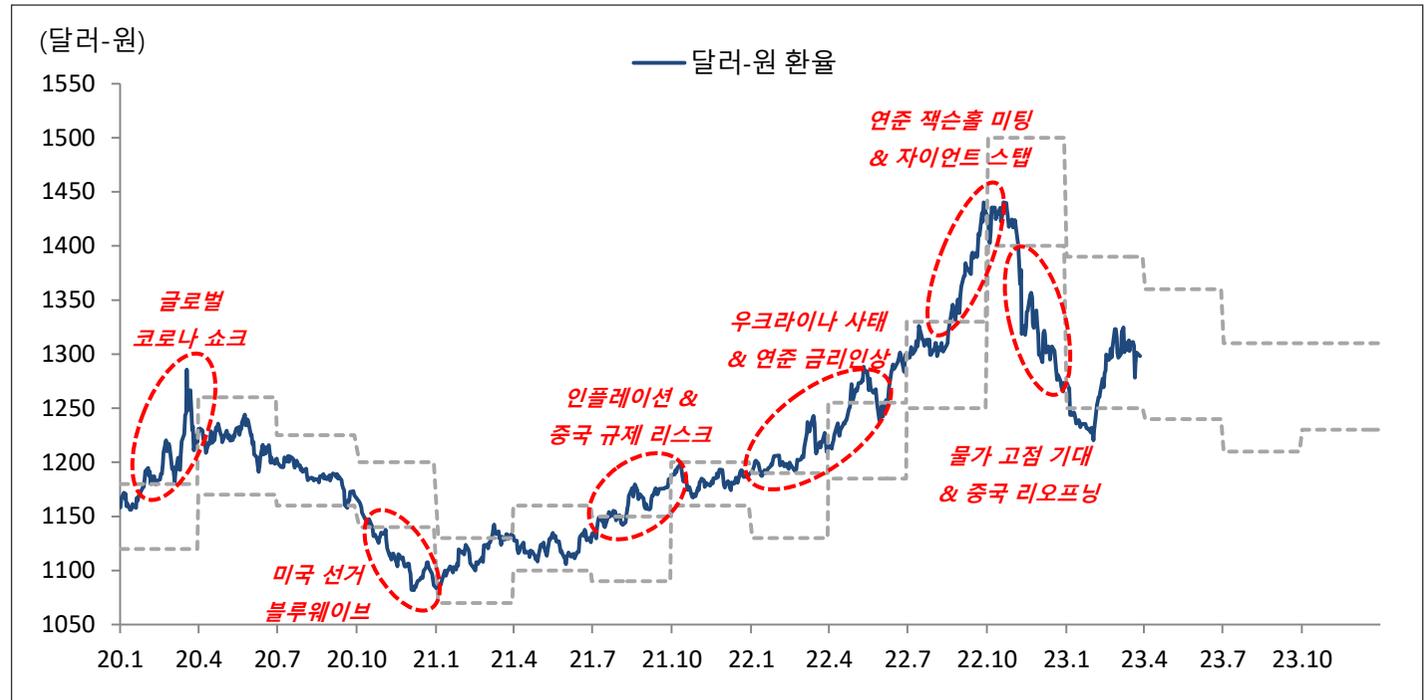
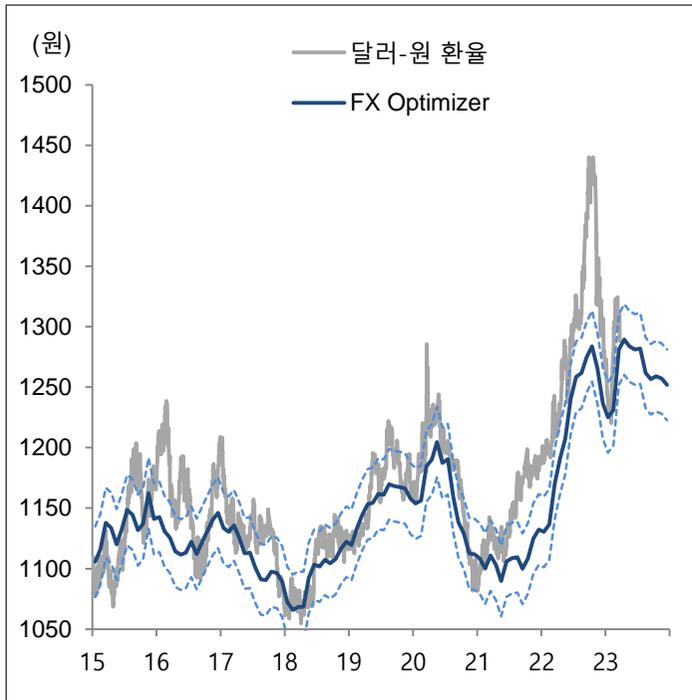
Part V

코로나의 저주와
원화 환율 전망

2023년 외환시장 : 울퉁불퉁한 구간을 지나는 중 연간 1,210~1,360원 범위 내 상고하저 전망 유지

- 중기적으로 물가에 치중했던 연준의 정책 스탠스가 경기 침체 및 금융 불안과 점차 균형 맞추며 미달러 약세 전환. 이에 따라 올해 달러-원 환율은 1,210~1,360원으로 기존 전망보다 다소 레벨 다운되나 상고하저 경로는 유지
- 다만 고물가-고금리-고부채로 인해 경기침체 및 신용위험 우려에서 자유롭지 않고 진영간 블록화와 지정학적 위험 등으로 상반기중 다소 큰 폭의 등락 전개. 따라서 2/4분기에는 1,240~1,360원 사이에서 하방 경직적 움직임 예상

2023년 상반기중 울퉁불퉁한 구간 대기, 하반기에는 상대적으로 수위 낮아질 달러-원 환율



Disclaimer

- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 신한은행 S&T센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
- 본 자료의 환율, 금리 등 시장정보 및 전망 등은 참고 자료일 뿐 투자에 관련된 최종적인 의사결정은 고객님의 판단에 의하여야 합니다.
- 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 이코노미스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자정보 등의 대외 제공에 관한 당사의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.

