경제 및 자본시장 전망

2021년 하반기

자본시장연구원

Contents

요 약 1

Ⅰ. 경제 및 통화정책 전망 11

1. 주요국 경제 전망 11
〈Box 1〉 글로벌 공급망 왜곡 현황 및 전망 25
〈Box 2〉 주요국 정부 부채 문제의 현황 및 영향 30
〈Box 3〉 중국 경제의 위험 요인 및 영향 36
2. 국내 경제 전망 44
3. 통화정책 전망 50

Ⅱ. 자본시장 전망 57

1. 금리 전망 57
2. 주식시장 전망 70
3. 원달러 환율 전망 77

Ⅲ. 이슈 분석 87

1. 이슈-1: 최근 글로벌 인플레이션 여건과 평가 87
2. 이슈-2: 경제여건 및 수급요인에 기초한 금리 상승 가능성 평가 100

참고문헌 117

KCMI

1. 경제 전망

□ **2022년 미국의 경제성장률은 4.2%로 2021년 대비(5.6%) 둔화되겠지만, 고용시장 개선 및 서비스 부문 반등으로 경기 확장국면이 이어질 것으로 전망**

— 다만, 거시경제정책의 정상화 시작 및 높아진 물가로 인한 수요 둔화, 공급망 왜곡 여파의 장기화 등은 성장의 하방 위험으로 작용할 것으로 예상

□ **중국 경제 역시 대기업 및 부동산개발 기업 규제 강화, 전력난, 미국과의 갈등 등 대내외 악재의 여파로 성장률 둔화가 예상(2021년 8.2% → 2022년 5.3%)**

— 다만, 경기의 하강을 막기 위해 중국 정부는 유연한 거시정책 도모 예상

— 경제 체질 개선을 위한 기업규제 강화, 전력난의 원인인 환경 문제의 개선은 장기적으로 중국 경제에 긍정적 영향을 줄 것으로 평가

□ **2022년중 국내 경제는 민간소비 및 수출을 중심으로 3.2% 성장할 것으로 전망(2021년 4.0% → 2022년 3.2%)**

— 방역기조 전환과 소비심리 개선으로 민간소비가 상반기중 뚜렷한 증가세를 나타내는 한편, 글로벌 경기 회복이 이어지면서 수출도 대체로 양호한 흐름을 보일 것으로 예상

— 2022년중 소비자물가는 국제원자재 가격 등 글로벌 요인의 영향이 축소되면서 1% 중반대의 상승률을 나타낼 것으로 전망(2021년 2.3% → 2022년 1.5%)

국내 경제성장률 및 소비자물가 상승률 전망

(단위: 전년동기대비, %)

	2020	2021	2022		
			상반기	하반기	연간
GDP 성장률	-0.9	4.0	3.2	3.2	3.2
소비자물가 상승률	0.5	2.3	1.7	1.3	1.5

자료: 자본시장연구원

2. 통화정책 전망

□ **미 연준은 이미 테이퍼링을 천명했으며, 인플레이션과 고용시장 상황 등을 신중하게 검토하면서 2022년 하반기에 한 차례 기준금리를 올릴 것으로 전망**

— 2021년말과 2022년초에 발표될 거시경제 데이터 향방에 따라 테이퍼링은 2022년 6월보다 더 빨리 종료될 가능성도 상존

— 기준금리 인상은 고용시장이 완전한 회복 국면에 들어설 시점에 시작될 것으로 판단되며, 그 시점은 2022년 9월 이후가 될 전망

— 다만, 팬데믹의 여파가 남아있는 상황에서 2022년중 기준금리를 강하게 인상하기는 어려울 것으로 예상

□ **한국은행은 2022년에 2회 정도 기준금리를 인상할 것으로 예상되며 1회 추가(2022년 총 3회) 인상할 가능성도 존재**

— 통화정책 정상화를 추진할 수 있는 양호한 경기 상황이 뒷받침되는 가운데 인플레이션이 기조적으로 높아질 수 있다는 점이 주요 고려사항이 될 전망

— 기준금리는 1분기 및 3~4분기중 각각 1회 인상될 것으로 예상되며 하반기 경기 상황에 따라 1회 정도 추가 인상될 가능성

3. 금리 전망

(미국 금리)

□ **2022년 미 국채 10년물 금리는 완만한 상승세를 나타내는 가운데 1.7~2.3% 범위에서 형성될 것으로 전망**

— 2022년 이후 공급망 차질이 개선됨에 따라 물가상승 압력이 완화될 것으로 예상

— 연준은 금리인상에 신중한 가운데 성급한 통화정책 정상화 기대를 억제하기 위해 노력할 것으로 전망

— 시장금리는 인플레이션 전개 상황에 따른 금리인상 기대 변화에 크게 영향을 받을 것으로 예상

— 다만, 공급망 회복 지연으로 높은 물가오름세가 지속될 경우 금리의 상방리스크가 증대

(국내 금리)

□ **2022년 국내 금리는 올해에 비해 상승세가 둔화될 것으로 예상되는 가운데 국고채 10년물 금리 상단과 하단은 각각 2.6%, 2.2% 수준으로 전망**

— 경기개선세가 이어지는 가운데 올해 물가상승률은 목표수준을 소폭 상회하겠으나, 공급측 요인 개선 등으로 2022년 이후 물가상승세가 둔화될 전망

— 대외금리 상승이 시장금리 상승 요인으로 작용하는 가운데, 가계부채의 가파른 증가세가 지속될 경우 내년 기준금리 인상 속도가 빨라질 가능성

— 한편, 내년 대선 이후 재정 소요 확대로 국채 발행이 늘어날 경우 금리 상승 압력이 확대될 위험

4. 주식시장 전망

(미국 주식시장)

□ **2022년 기업 이익 증가와 경기 확장에 힘입어 미국 주식시장은 상승세를 유지할 전망(연말 S&P500지수 4,800~5,100pt)**

— 미국 물가 및 금리가 점차 안정되고 공급망 병목 현상도 점차 해소될 것으로 예상

— 최근 기업 이익 증가 기대가 반영된 2021년말 과도한 지수 상승은 2022년 중 조정요인으로 작용 가능하며 추가 상승을 제한할 가능성

— 인플레이션 위험 증가나 그로 인한 연준의 긴축 가속화는 주식시장의 위험 요인으로 작용

(국내 주식시장)

□ **2020년부터 상승세를 이어오던 KOSPI지수는 2021년 하반기부터 S&P500지수와 디커플링되며 정체된 흐름**

— 메모리 반도체 경기 둔화 우려, 중국 경기 둔화, 달러강세 등으로 KOSPI지수는 하반기부터 하향 추세

□ **2022년 국내 경기는 확장 국면을 이어가며 KOSPI지수도 점차 상승세로 전환될 전망(연말 KOSPI지수 3,050~3,350pt)**

— 미국 물가 및 금리가 점차 안정되고 공급망 병목 현상도 해소될 것으로 예상되며, KOSPI지수는 2021년 4분기 조정을 거치고 점차 반등할 전망

— 중국 경기둔화 우려는 상당 부분 시장에 반영되었으며, 중장기적으로 크게 악화될 가능성은 적을 것으로 예상

— 코로나19 상황 악화나 공급망 병목 현상이 지속되면서 국내 또는 글로벌 경제 회복이 지연된다면, 국내 주식시장 조정 요인으로 작용

— 미국의 인플레이션 위험 증가나 빠른 긴축, 미·중 갈등 악화는 국내 주식시장의 위험 요인

5. 원달러 환율 전망

□ **2021년 원달러 환율은 달러강세 시기에 상승하면서 주요 통화 대비 약세**

— 2021년 원달러 환율 변화요인을 분석해 보면, 달러강세(+3.3%)나 위험선호(-0.2%) 외에 기타요인(+5.2%)의 비중이 증가

- 2021년 수출 증가는 꾸준하지만, 원자재(원유)가격 상승 등으로 인한 수입도 증가하면서 무역수지 흑자폭은 감소
- 외국인의 국내주식 매도, 국내 투자자의 해외 투자 증가도 영향

□ **원달러 환율은 달러강세로 인해 2022년 상반기까지 높은 수준에 머물겠지만, 지속적인 수출 증가와 국내 성장세 개선 영향으로 하반기부터 하향 안정화 전망 (연말 1,140~1,180원)**

— 2022년중 수출 증가와 함께 국내 경제는 확장국면을 이어갈 것으로 예상하지만, 달러지수가 원달러 환율의 중요 요인으로 작용할 전망

- 하반기부터 미국 물가 및 금리가 안정되고, 다른 주요국 경제가 정상화되며 달러지수는 점차 하락할 것으로 예상

— 코로나19 상황 악화로 국내 또는 글로벌 경제 회복이 지연되고, 공급망 혼란이 지속된다면, 수출 감소와 함께 원달러 환율 상승 요인으로 작용

— 미국의 인플레이션 위험 증가나 연준의 빠른 긴축, 미·중 갈등 악화는 원달러 환율의 상승 위험 요인

〈이슈-1〉 최근 글로벌 인플레이션 여건과 평가

□ **주요국의 물가상승률이 예년보다 한층 높은 수준을 나타내면서 인플레이션에 대한 우려가 증대**

— 각국의 수요 회복, 생산 차질, 물류 적체가 맞물려 리플레이션을 넘어서는 물가상승세가 지속

□ **원유, 곡물 등 주요 국제원자재 가격과 외항 운임이 크게 상승하면서 국내 소비자물가에도 상당 부분 영향**

— 소비자물가 상승률에 대한 국제원자재 가격과 글로벌 물류 적체의 기여도는 각각 0.8%p 및 0.4%p로 추정(2021.1~3분기 기여도 평균)

□ **향후 글로벌 인플레이션 압력은 점차 축소될 것으로 전망되지만 상방 리스크에 대해 높은 경계감을 유지할 필요**

— 주요국의 공급 능력이 회복되면서 국제원자재 가격 등 글로벌 물가 여건은 점진적으로 개선될 것으로 전망

— 다만, 부정적 공급 충격 발생 시 이를 완충할 수 있는 여력이 아직 부족하므로 실물 부문의 취약성이 개선되기 전까지 상당한 불안 요인이 잠재

〈이슈-2〉 경제여건 및 수급요인에 기초한 금리 상승 가능성 평가

□ **미국 금리는 인플레이션 우려로 상승 압력이 높아진 가운데 공급측 물가상승 요인이 완화될 때까지 높은 금리 변동성이 지속될 것으로 전망**

— 경기전망에 대한 높은 불확실성 등으로 연준은 정책금리 인상을 인내하며 실물경기 회복세를 지원할 것으로 예상

— 그러나 높은 물가상승세가 지속될 경우, 연준의 통화정책 정상화 기대가 크게 높아지면서 금리상승 압력이 증대될 가능성

□ **미국 채권시장 수급 측면에서는 금리상승 억제요인이 우세할 전망**

— 재정적자 규모 축소로 국채 발행 소요가 감소하는 가운데 금리상승 등의 영향으로 MBS 발행 감소가 예상

— 지난 7월 레포 제도 도입에 따른 국채투자 유인 확대는 채권수요 강화요인으로 작용할 전망

□ **국내 금리는 대외요인에 의한 금리상승 압력이 지속되는 가운데 국내 여건 변화에 따른 채권투자 수요 약화 가능성이 상방위험으로 작용할 전망**

— 국내 금융기관이 국채 발행의 대부분을 소화하고 있는데, 금리상승 기조가 이어질 경우 국채 발행 소화에 어려움을 겪을 가능성

— 향후 국채 발행이 추가적으로 늘어나거나 기준금리 인상속도가 빨라질 경우 국내요인에 의한 금리상승 압력이 강화될 전망

KCMI

I. 경제 및 통화정책 전망

1. 주요국 경제 전망

〈Box 1〉 글로벌 공급망 왜곡 현황 및 전망

〈Box 2〉 주요국 정부 부채 문제의 현황 및 영향

〈Box 3〉 중국 경제의 위험 요인 및 영향

2. 국내 경제 전망

3. 통화정책 전망

I. 경제 및 통화정책 전망

1. 주요국 경제 전망*

가. 주요국 경제 상황 평가

□ 2021년 들어서 강하게 회복하던 글로벌 경제는 3분기부터 성장세 둔화

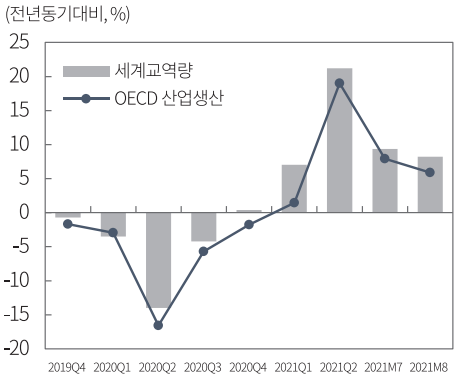
— 글로벌 경제의 생산 및 교역 증가율이 3분기 접어들어 뚜렷하게 둔화되고 있으며, 기업들의 체감경기 회복세도 둔화

- 실물경제의 회복세가 둔화됨에 따라 제조업 및 서비스업 구매관리자지수(PMI) 또한 8~9월에 회복세 둔화
- 다만, PMI는 10월 들어 서비스업을 중심으로 재차 반등하는 모습

— 글로벌 경제의 회복세 둔화는 전세계적인 공급망 왜곡 및 인플레이션 상승, 팬데믹 재확산의 영향 때문인 것으로 분석

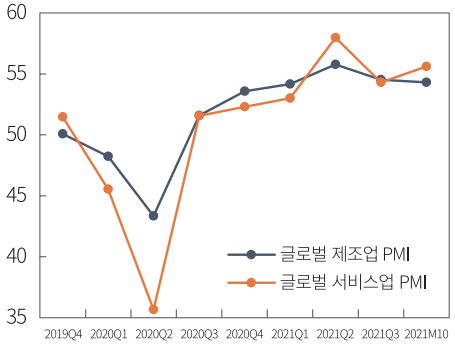
- 팬데믹 여파로 노동력의 현장 복귀가 지연됨에 따라 생산, 운송 및 유통 등 공급망 전반에 문제가 발생했고, 이는 인플레이션 촉발의 원인으로 작용
- 그 결과 강력한 회복세를 보이던 수요가 둔화되고 있는데, Covid-19 델타 변이의 확산이 이러한 추세에 큰 영향을 준 것으로 판단

〈그림 Ⅰ-1〉 글로벌 생산 및 교역량



자료: OECD, CPB

〈그림 Ⅰ-2〉 글로벌 PMI



자료: Bloomberg

* 거시금융실 선임연구위원 김재칠(jckim@kcmi.re.kr)

□ 미국 경제의 회복을 견인하던 개인소비지출은 2021년 3분기 내구재 소비지출의 위축에 따라 그 증가세가 둔화

— 공급망 왜곡 문제로 반도체를 중심으로 중간재 생산이 차질을 빚음에 따라 자동차 등 내구재의 생산이 지연되고, 그 결과 소비자 인수도 지연

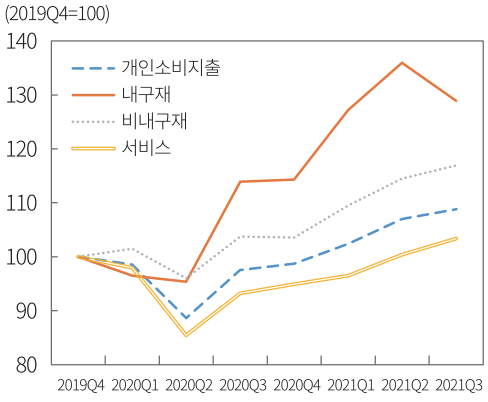
• 누적된 가계의 여유 저축, 풍부한 시중유동성 등을 감안할 때 3분기 내구재 소비 감소는 공급망 문제 때문인 것으로 분석

• 델타 변이의 확산에도 불구하고 서비스 소비지출은 증가 추세 유지

— 3분기 산업생산 증가율 둔화 역시 공급망 왜곡 문제를 반영

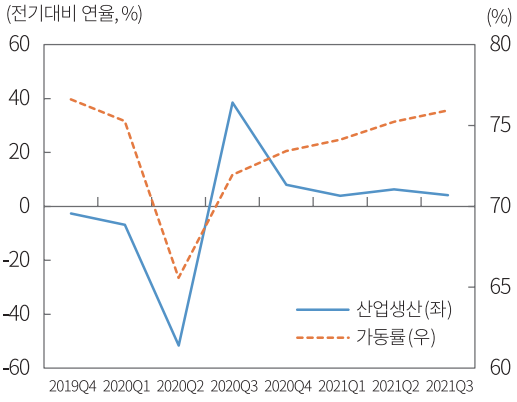
• 다만, 제조업 가동률은 꾸준한 회복세 시현

〈그림 Ⅰ-3〉 미국 개인소비지출



자료: FRED

〈그림 Ⅰ-4〉 미국 산업생산 및 가동률



자료: FRED

□ 공급망 왜곡 문제가 길어짐에 따라 미국 경제의 인플레이션이 심화

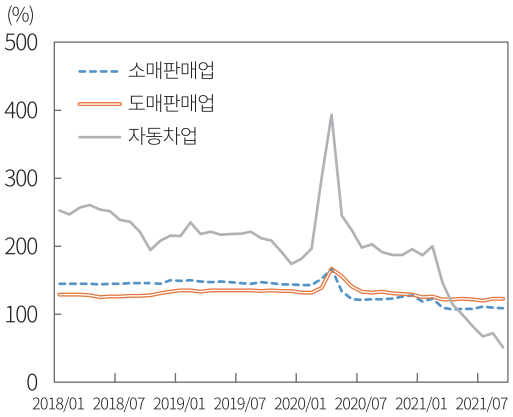
— 자동차 부문의 재고 부족은 점차 심화되고 있으며, 도소매 판매의 재고 부족 역시 쉽게 해소되지 않고 있는 상황

• 자동차 판매 대비 재고 비율은 지속적으로 하락

— 2021년 10월 소비자물가지수(CPI) 기준 전년동월대비 인플레이션은 헤드라인 6.2%, 핵심 4.6%에 달해 1990년 이후 가장 높은 수준을 기록했으며, 물가 상승세가 상품, 서비스 등 다양한 분야로 확산되는 양상

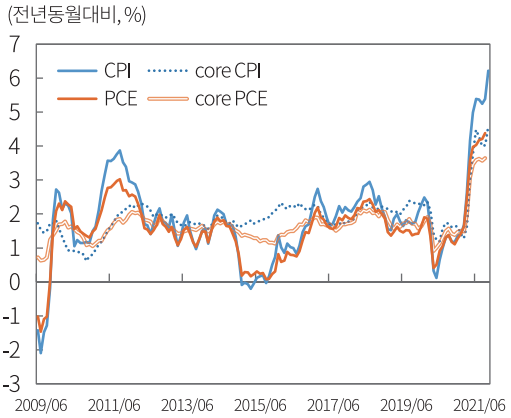
• 공급망 왜곡으로 인한 상품 및 중간재 가격 상승, 에너지 가격 상승 등 일시적 요인들이 장기화

〈그림 Ⅰ-5〉 미국 판매 대비 재고 비율



자료: FRED

〈그림 Ⅰ-6〉 미국 인플레이션

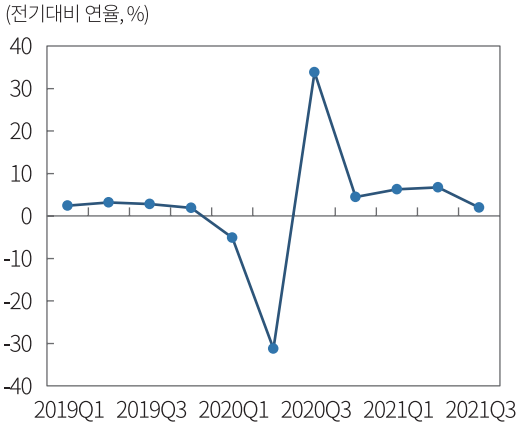


자료: FRED

□ 2021년 3분기 미국의 경제성장률은 2%에 그쳐 당초 예상을 크게 하회했으며, 그 결과 실질GDP 규모가 팬데믹 이전의 성장경로에 도달하지 못한 상황

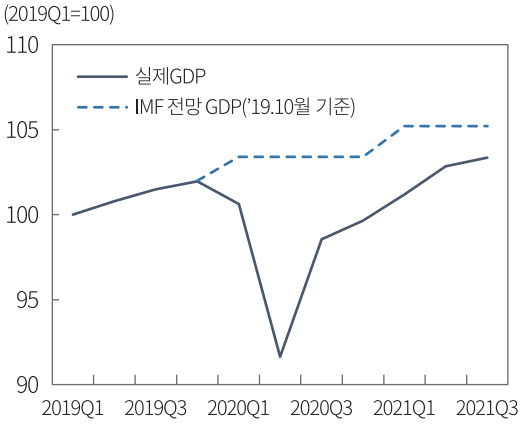
— 공급망 왜곡으로 인한 생산 차질, 델타 변이 확산 및 인플레이션 상승에 따른 수요 둔화 등이 반영된 것으로 분석

〈그림 Ⅰ-7〉 미국 GDP 성장률



자료: FRED

〈그림 Ⅰ-8〉 미국 GDP 당초 전망치 및 실제치 비교



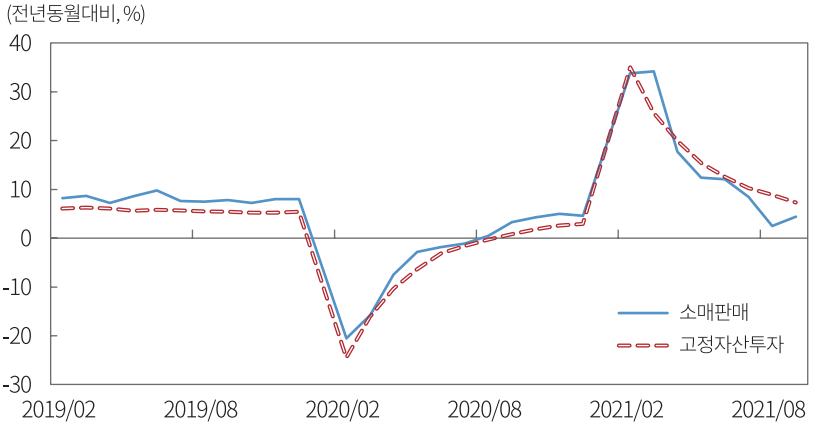
주 : 당초 전망치는 IMF의 2019년 10월 미국 성장률 전망치를 가정해 추정

자료: FRED, IMF, 자본시장연구원

□ 중국 경제의 경우 2021년 3분기부터 소비, 투자 및 생산이 모두 둔화되는 가운데, 인플레이션이 빠르게 상승하는 모습

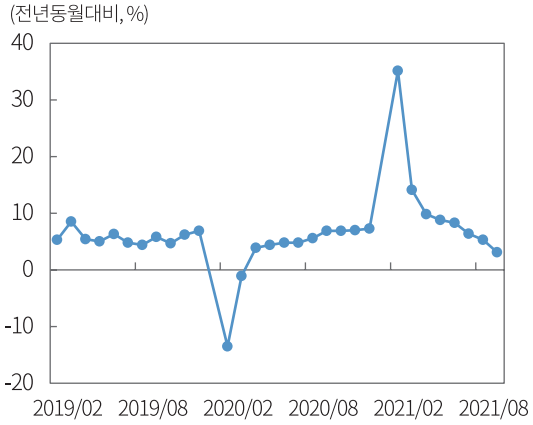
— 7월 이후 소비, 투자, 산업생산 증가율이 빠른 속도로 둔화되고 있으며, 생산자물가 기준 인플레이션은 전년동월대비 10% 이상으로 급등

〈그림 Ⅰ-9〉 중국 소비 및 투자



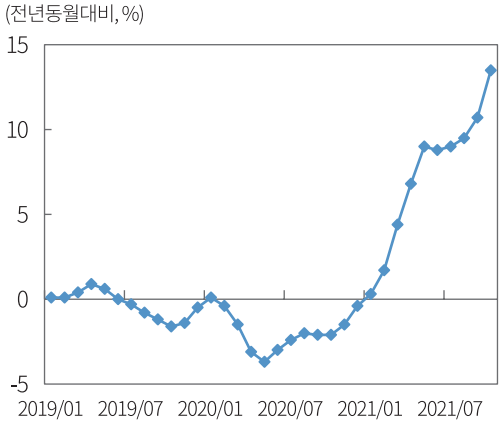
주 : 고정자산투자는 누계 기준
자료: 중국 국가통계국

〈그림 Ⅰ-10〉 중국 산업생산



자료: 중국 국가통계국

〈그림 Ⅰ-11〉 중국 생산자물가



자료: Bloomberg

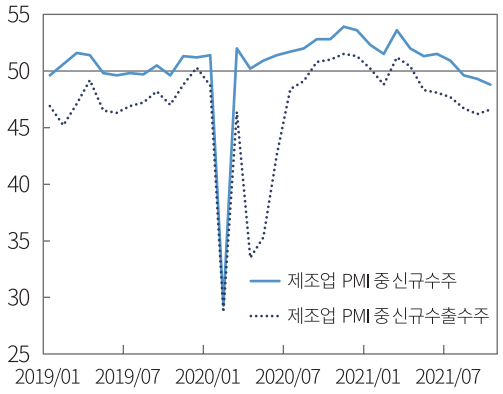
□ 2021년 3분기 중국 제조업의 신규수주와 수출신규수주 역시 부진한 것으로 조사되고 있는 가운데, 경제성장률 역시 크게 둔화

— 3분기 경제성장률은 전년동기대비 4.9%에 그치며, 성장세 둔화 지속

— 다양한 요인들이 중국 경제의 성장세 둔화에 영향을 미친 것으로 평가

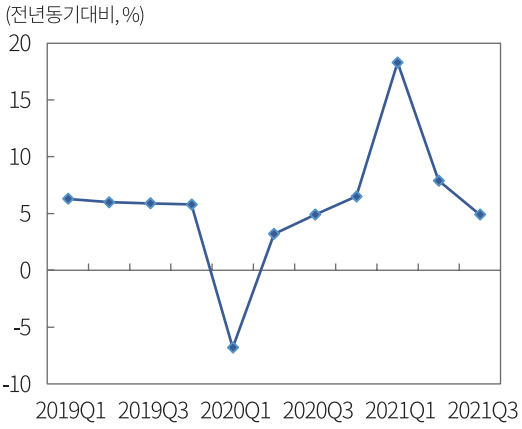
- 전세계적인 공급망 왜곡 현상
- 부동산개발 기업의 부실 문제 부각과 정부의 규제
- 전력난 문제
- 인플레이션 상승으로 인한 수요 둔화

〈그림 Ⅰ-12〉 중국 신규수주



자료: Bloomberg

〈그림 Ⅰ-13〉 중국 GDP 성장률



자료: Bloomberg

나. 주요국 경제 전망

1) 미국 경제 전망

□ 미국 경제의 향방은 밀접하게 연계된 몇 가지 변수의 향방에 의해 결정될 전망

— 최근 미국 경제의 등락을 결정하고 있는 변수들은 2022년 이후에도 전망의 핵심 키워드가 될 것으로 예상

- 팬데믹 제어와 경제활동
- 고용시장 개선 정도와 속도
- 공급망 왜곡 문제의 개선 시점
- 인플레이션 둔화 시점
- 거시경제정책 방향성

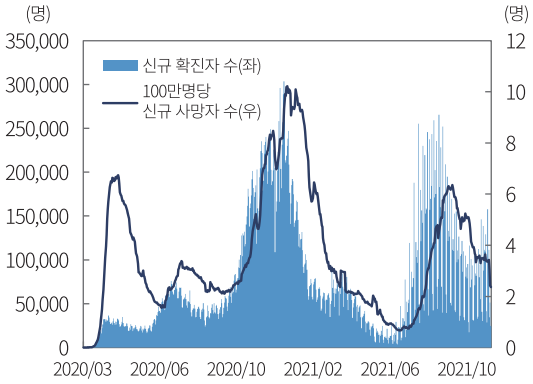
(팬데믹 제어와 경제활동)

□ 최근 미국의 Covid-19 상황은 안정 국면에 접어들고 있으나, 백신접종 완료율 상승이 주춤함에 따라 경제활동 규제 역시 하락세가 빠르지 않은 편

— 미국 Covid-19 신규확진자 수와 사망률은 9월 이후 확연히 하락

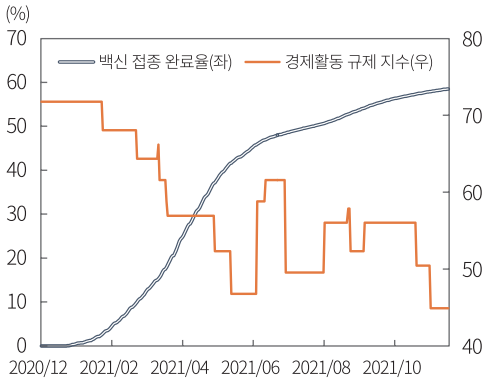
— 다만, 백신접종 완료율이 60%를 넘지 못하고 정체

〈그림 Ⅰ-14〉 미국 Covid-19 신규 확진자 수 및 사망률



자료: Our world in data

〈그림 Ⅰ-15〉 미국 백신 접종 완료율 및 경제활동 규제 지수



자료: Our world in data

□ 미국 정부의 백신접종 독려, 치료제의 개발 등으로 2022년에는 경제활동의 제약이 2021년 대비 약해질 것으로 예상

— 미국 정부는 아동에 대한 백신접종을 단계적으로 허용하고 있으며, 직장 백신 접종 의무화, 부스터샷 확대 등 접종률 제고를 위해 독려 중

- 머스크, 화이자의 치료제도 조만간 사용이 가능할 전망

— 오미크론 등 변이 바이러스가 변수로 작용할 전망

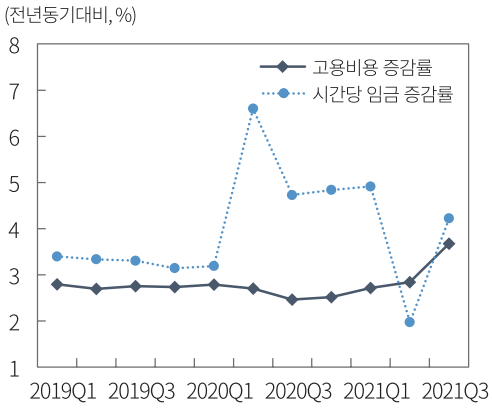
(고용시장 개선 정도와 속도)

□ 노동력 부족이 지속되는 등 미국 고용시장의 개선 속도는 더딘 것으로 평가

— 채용공고 대비 채용수 비율이 지속적으로 하락해 고용시장 구인난 지속

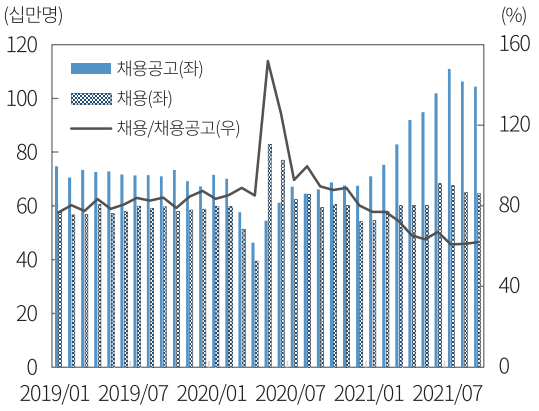
— 구인난으로 인해 임금 및 고용비용도 상승세 유지

〈그림 Ⅰ-16〉 미국 고용비용 및 임금



자료: FRED

〈그림 Ⅰ-17〉 미국 채용공고 및 채용



자료: FRED

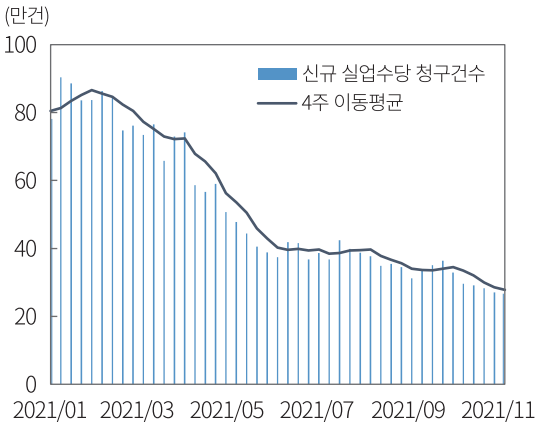
□ 다만, 최근 들어 실업수당 청구건수가 떨어지고, 총고용자수 증가 규모가 커지는 등 고용시장이 조금씩 개선

— 팬데믹 이후 큰 폭으로 늘어났던 초과실업급여 지급이 9월초에 종료되었는데, 이를 전후해서 실업수당 청구건수가 조금씩 줄어드는 추세

- 팬데믹 발생 직전해인 2019년에는 주간실업수당 청구건수가 평균 21~22만건 수준이었는데, 2021년 10월말에는 약 27만건 수준

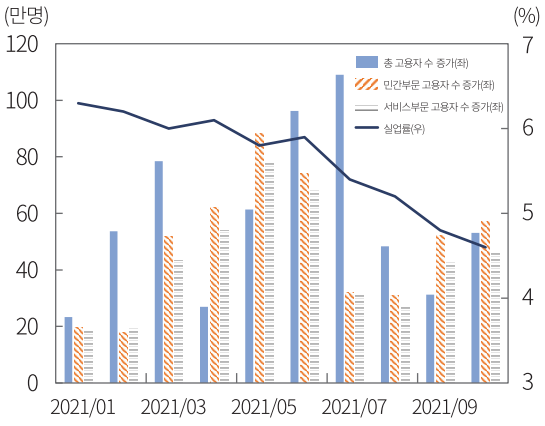
— 10월 총고용자수 증가 규모가 확대되며, 실업률 역시 4.6%로 하락

〈그림 Ⅰ-18〉 미국 주간실업수당 청구건수



자료: FRED

〈그림 Ⅰ-19〉 미국 총고용자수 증가 및 실업률



주 : 고용자 수는 전월대비 증가
자료: FRED

□ 미국 고용시장은 2022년에 개선 추세를 유지하겠지만, 개선 속도는 제한적일 것으로 전망

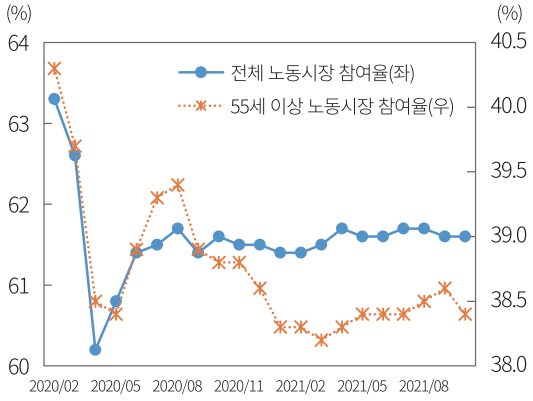
— 근로자들의 직장 복귀 유인이 점차 강해질 것으로 전망되어 2022년 상반기중에는 구인난 문제가 개선될 것으로 예상

- 팬데믹 제어와 그 결과에 따른 경제활동 제약 완화
- 실업급여 축소로 인한 가계 소득 축소 효과
- 구인난 지속으로 인한 임금 상승으로 직장 복귀 유인 강화

— 다만, 이른 시점에 팬데믹 이전 총고용자수 성장경로를 따라잡기는 쉽지 않을 것으로 전망

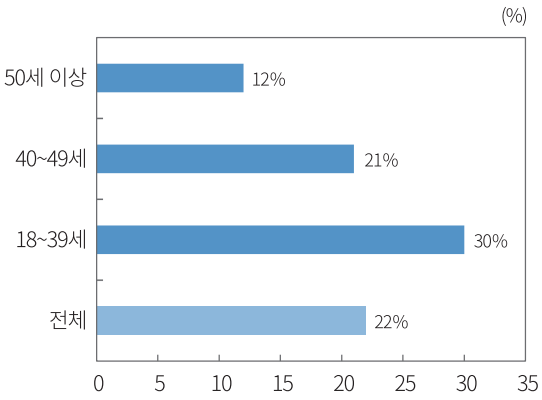
- 자산가격 상승 및 감염 위험으로 인한 고령자의 이른 퇴직, 보육 문제에 직면한 여성 근로자들의 퇴직 등으로 인한 저조한 노동시장참여율
- 임금 상승을 기회로 전직을 시도하려는 근로자들이 많은 상황인데, 이들의 경우 전직 준비에 상당한 시간 소요

〈그림 Ⅰ-20〉 미국 노동시장참여율



자료: FRED

〈그림 Ⅰ-21〉 미국 근로자 중 전직 희망자 비율



자료: The Washington Post

(공급망 왜곡 문제의 개선 시점)

□ 미국 경제의 공급 부족 문제는 완만하게 개선되겠지만, 2022년 상반기까지 완전한 해소는 어려울 것으로 예상(BOX 1 참고)

— 미국 경제 공급 부족 문제의 완전한 해소는 원자재·중간재·최종상품의 생산 및 유통과 관련된 모든 공급망이 정상화되어야 가능

• 이는 미국뿐만 아니라 중국 및 동남아시아 등 세계경제의 생산 중심축을 이루고 있는 국가의 고용시장이 완전히 정상화되어야 함을 의미

— 미국 내 공급망은 서서히 복구되고, 상품 부족 문제 역시 점진적 해소 전망

• 미국 고용시장의 점진적 회복

• 제조업 가동률 상승 및 재고 증가

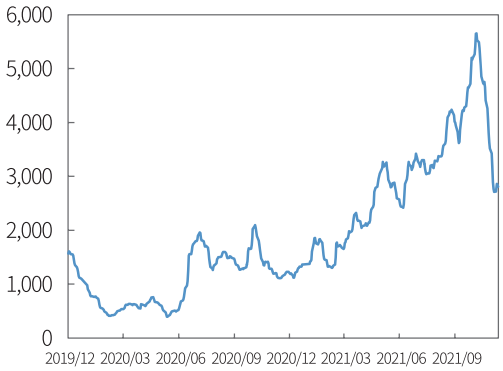
• 내구재 등 소비재 수요 둔화 및 서비스로의 수요 이전

• 글로벌 운송망의 완만한 복구

— 다만 미국에 원자재·중간재·최종상품을 수출하는 동남아시아 생산 중심 국가들의 고용시장 정상화에는 상당히 긴 시간 소요 예상

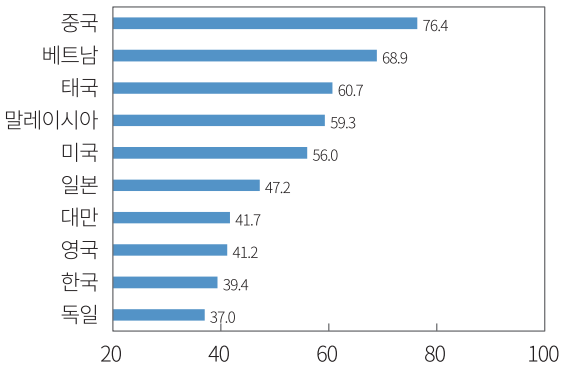
• 상대적으로 강력한 동남아 정부의 방역 및 경제활동 규제

〈그림 Ⅰ-22〉 발틱운임지수



자료: Bloomberg

〈그림 Ⅰ-23〉 주요국 경제활동 규제 지수



자료: Our world in data

(인플레이션 둔화 시점)

□ 미국 인플레이션은 2022년 상반기까지 높은 수준을 유지한 후 하락할 전망

— 상품 및 에너지 가격, 주택 임대료 등은 2022년중 완만한 하락세 예상

• 공급망 안정, 수요 둔화, 유동성 증가 폭 축소 등이 점진적으로 진행

— 전년동월대비 인플레이션은 2022년초 CPI 기준 7% 내외, Core PCE 기준 4.5% 내외를 정점으로 하락하기 시작해 2022년말~2023년초에 2%대 예상

□ 높은 수준의 인플레이션이 2022년 이후까지 장기화될지 여부는 임금 상승세의 지속 여부, 시장의 기대 인플레이션 향방에 좌우될 것으로 예상

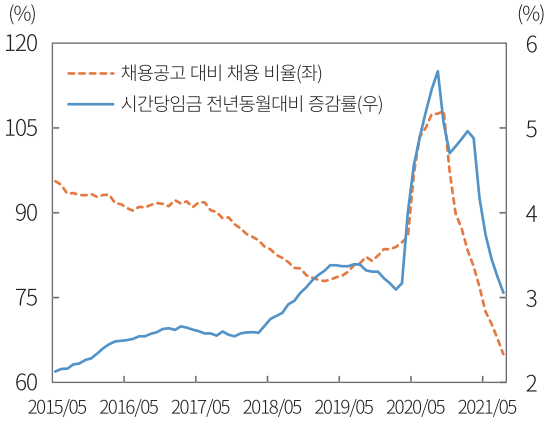
— 최근의 임금 상승은 팬데믹으로 인한 구인난에 따른 것이므로, 인력의 노동시장 복귀 정상화가 임금 상승의 장기화를 결정할 중요한 변수

• 채용공고 대비 채용 비율은 2015년부터 100%를 하회해 팬데믹 직전까지 지속적으로 떨어진 바 있는데, 이때 임금 상승률도 지속적으로 확대

— 연준에 대한 신뢰 유지 여부가 기대 인플레이션 향방을 결정할 전망

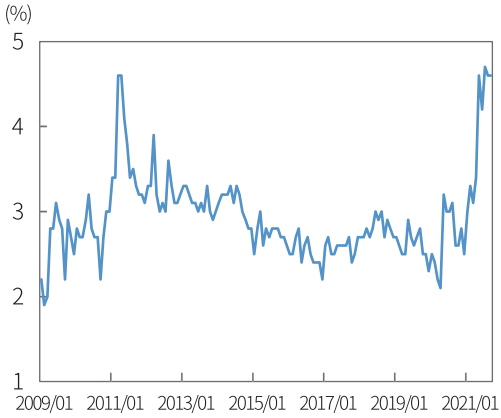
• 팬데믹 직전까지 미국의 기대 인플레이션은 짧은 구간 상승한 시기를 제외하면 장기간 2%대에 안착

〈그림 Ⅰ-24〉 미국 고용시장과 임금



주 : 6개월 이동평균 기준
자료: FRED

〈그림 Ⅰ-25〉 미시간대 기대 인플레이션



주 : 향후 12개월 기대 인플레이션
자료: University of Michigan, Surveys of Consumers

(거시경제정책 방향성)

□ 2022년 미국의 재정 및 통화정책은 2020~2021년의 역사적 완화기조로부터 벗어나 정상화 국면에 진입하기 시작할 것으로 예상

— 재정지출 규모가 점진적으로 축소(GDP 대비 일반정부 지출 현황 및 전망)[1)]

• 35.8%('19) → 45.4%('20) → 42.0%('21) → 39.4%('22)

— 통화정책도 "테이퍼링 종료 → 기준금리 인상" 단계에 돌입할 것으로 예상

— 거시정책 정상화는 여러 가지 상황을 고려해 볼 때 불가피한 것으로 판단

• 인플레이션 촉발로 총수요 억제 필요성 증가

• 재정지출 급증으로 정부 부채 규모가 한도에 직면(BOX 2 참고)

□ 다만, 2022년중 미국의 거시정책은 긴축 기조로 전환되기는 어려울 것으로 보이며, "완화적 수준의 축소" 정도에 머물 것으로 전망

— 팬데믹의 여파가 남아있는 상황에서 긴축 기조로 빠르게 전환할 경우 회복세에 들어선 경기에 결정적 타격을 줄 가능성

1) IMF, Fiscal Monitor, 2021.10.

(2021~2022년 성장률 전망)

□ 2021년 4분기 미국 경제는 3분기 대비 반등하며, 연간 성장률 5.6% 달성 전망

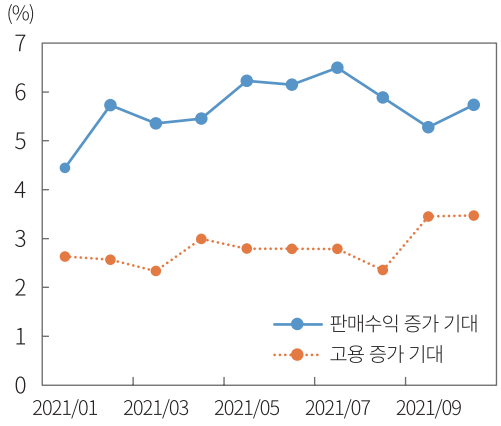
— 연말까지 소비, 고용시장, 기업 체감 경기 등이 회복되는 추세를 보일 전망

• 공급망 문제는 여전하지만, 기업 재고 상황 다소 개선

• 축적된 저축을 통해 연말 소비 확산 가능성

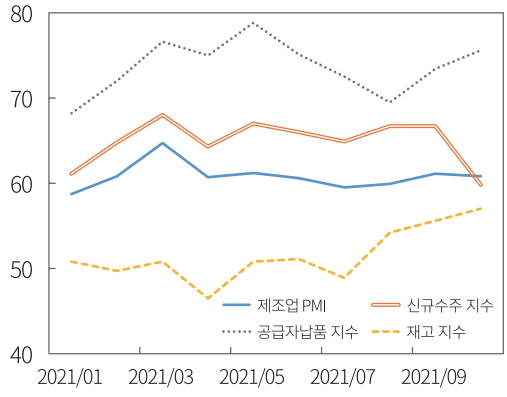
— 다만, 정부의 추가 재난지원금이 없는데다, 추가 실업급여 지급이 9월에 종료됨에 따라 2분기와 같은 폭발적인 소비 증가 가능성은 낮은 편

〈그림 Ⅰ-26〉 미국 기업 경영 서베이



자료: FRED

〈그림 Ⅰ-27〉 미국 제조업 PMI



자료: ISM, Bloomberg

□ 2022년 미국 경제는 2021년 대비 둔화될 것으로 보이지만, 4.2%의 성장률을 기록해 경기 확장국면을 이어갈 것으로 전망

— 성장률 수치는 분기별로 조금씩 떨어지는 양상을 보일 전망이며, GDP갭은 2022년 1분기에 양(+)으로 전환될 것으로 예상

— 다양한 요인들로 인해 2022년 성장률 수치는 2021년 대비 둔화

• 거시경제정책의 완화 수준 축소 및 높아진 물가로 인한 수요 둔화

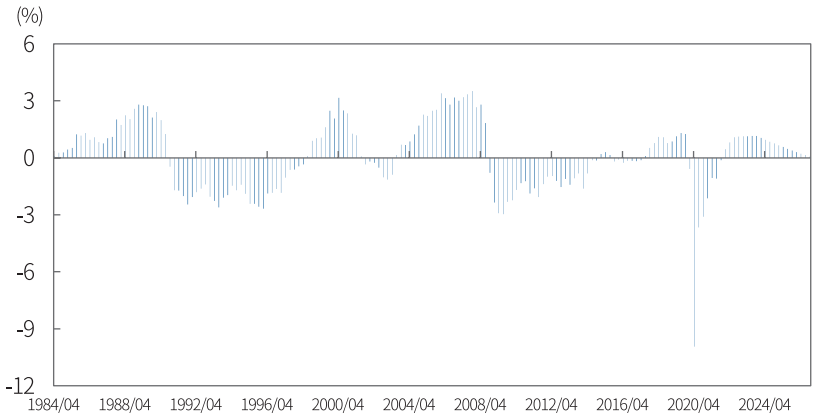
• 2020년 하반기~2021년 상반기에 크게 늘어난 내구재 소비 둔화

• 반도체 등 핵심 산업의 공급망 완전 회복에 조금 더 긴 시간 소요

— 그러나 여전히 4%대 이상의 양호한 연간 성장률 유지

- 여전히 풍부한 유동성
- 고용시장 개선 및 임금 상승으로 개인 소득 증가
- 서비스 부문의 본격적 회복
- 하반기부터 공급망 문제 개선 및 인플레이션 완화

〈그림 Ⅰ-28〉 미국 GDP갭



자료: FRED, 자본시장연구원

2) 중국 경제 전망

□ 2022년 중국 경제는 본격적인 구조 변화에 직면함에 따라 연간 성장률이 5.3% 수준까지 둔화될 것으로 전망

— 대내외 환경 변화로 중국 경제는 다양한 하방 리스크에 노출(BOX 3 참고)

- 중국 정부는 갈수록 심화되는 빈부격차 등 고성장 과정에서 파생된 문제를 해소하고 체제안정을 도모하기 위해 기업 규제를 강화
- 부동산개발 기업 부채 리스크를 완화하기 위해 감독과 규제 강화
- 탄소배출량 축소 등 환경 문제 완화 과정에서 에너지 부족 문제 발생
- 미국과의 지속되는 갈등

— 지속되는 팬데믹 여파로 인한 경제 활동 위축
  • 글로벌 공급망 왜곡 및 인플레이션 상승
  • 강력한 방역 및 경제활동 규제
— 미국 등 주요국의 2022년 성장률 둔화로 수출 환경 악화
— 다만, 경기의 급격한 하강을 막기 위해 중국 정부는 유연한 거시경제정책을 도모할 것으로 전망

[BOX 1]

글로벌 공급망 왜곡 현황 및 전망*

□ 세계 경제가 팬데믹으로 인한 충격으로부터 빠르게 회복함에 따라 총수요 증가

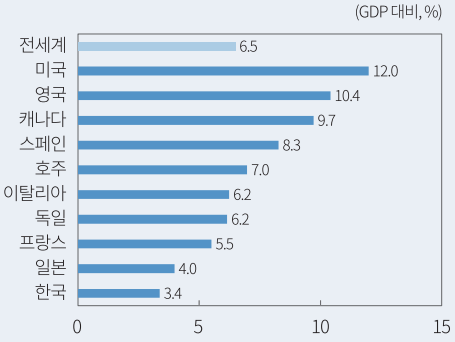
— 봉쇄에 따른 경제활동 위축, 각국 정부의 대규모 부양정책 등으로 전세계 가계저축액이 크게 증가하며 소비여력이 축적

- 팬데믹 이후 전세계 소비자들의 초과 저축액은 5조 4,000억달러(2021년 1분기말 기준)에 달하는 것으로 추정되며, 이는 전세계 GDP의 6.5%에 해당[2)]
- 봉쇄가 광범위하게 시행되고 정부의 재난지원금이 많았던 미국과 유럽 등 주요 선진국을 중심으로 초과 저축이 많은 것으로 분석

— 선진국을 중심으로 백신 접종이 가속화됨에 따라 경제활동 제약이 점차 완화되고 이연소비 수요가 가세하며 위축되었던 소비가 활성화

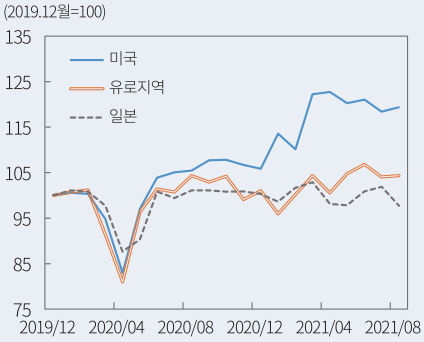
- 특히 미국의 경우 정부의 지속적인 이전소득 공여, 누적된 가계저축, 백신 효과 기대 등을 바탕으로 이연소비가 크게 발현

〈그림 1〉 주요국 팬데믹 이후 초과 저축



주 : 1) 2021년 1분기말 기준
2) 2019년 소비패턴 대비 추가 저축
자료: Moody's

〈그림 2〉 주요국 소비 추이



주 : 1) 소매판매 기준
2) 2019년 12월 값을 100으로 환산
자료: FRED, Bloomberg

* 거시금융실 선임연구원 장효미(janghm@kcmi.re.kr)

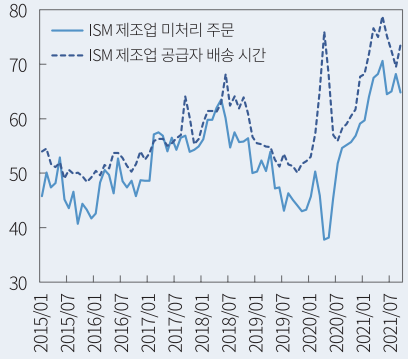
2) Moody's analytics, 2021.4.22, Weekly Market Outlook: Big Gains Ahead for the Economy.

□ 글로벌 경제의 총수요가 회복되는 가운데 공급망 왜곡이 지속됨에 따라 공급 부족이 심화

— 자동차부터 생필품에 이르기까지 다양한 산업 전반에 걸쳐 생산 및 공급 차질이 발생

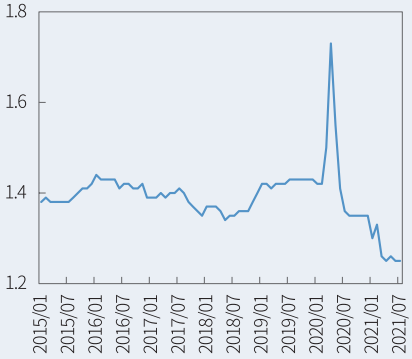
- 생산자가 고객 발주를 받았으나 이행되지 않은 미처리 주문이 증가하고 제품 공급이 지연되어 부족한 공급분을 재고 소진으로 충당
- 정보기술 기업 오라클이 최근 소비자 1,000명을 대상으로 진행한 설문조사에 따르면 상당수가 공급 부족으로 특정 품목을 구매하지 못하고(60%), 지연으로 주문을 취소(51%)한 적이 있다고 응답[3)]

〈그림 3〉 미국 미처리 주문 및 공급자 배송 시간



자료: Bloomberg

〈그림 4〉 미국 기업 판매 대비 재고



자료: FRED

□ 특히 제조업의 핵심을 이루는 반도체 부족 현상이 심각한 수준이며, 이로 인해 자동차 업체들이 생산을 중단하는 등 연관 산업으로 파급이 확산

— 팬데믹 초기 경기 전반이 위축되면서 반도체를 중간재로 사용하는 생산 업체들이 주문을 축소하였으나 차량용 반도체 등을 중심으로 수요가 예상보다 빠르게 회복

— 그러나 반도체 산업 특성 상 신속한 공급 확대가 불가능해 수급불균형 문제가 발생

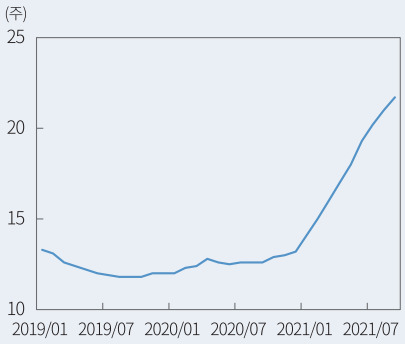
- 반도체 발주에서 납품까지 소요되는 시간인 업계 리드타임이 9개월 연속 증가 (2021년 1월 14.1주 → 9월 21.7주)

3) ORACLE, 2021.9.29, Survey: 82% of Americans Scared That Supply Chain Issues Will Ruin Their Life Plans.

— 또한 동남아시아 지역에 집중되어 있는 반도체 생산 공장이 델타 변이 바이러스 확산으로 가동이 재중단되며 공급에 차질을 빚어 자동차 등의 제조사들도 감산을 반복

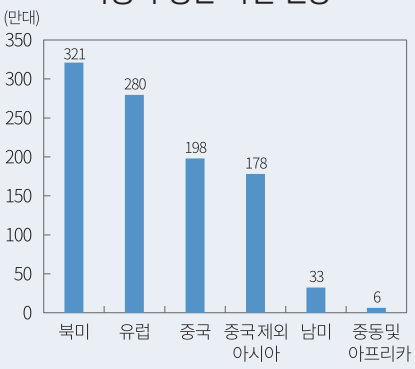
- 반도체 생산 전문 업체(파운드리)는 대만 22%, 한국 21%, 일본 16%, 중국 14%로 동아시아 지역이 전세계의 약 73%(2019년 기준)를 차지[4)]
- 글로벌 컨설팅 업체 Autoforecastsolutions에 따르면 차량용 반도체 부족으로 인한 연간 자동차 생산 차질 대수는 1,015만대(2021.9월 기준)에 달할 것으로 전망되며, 이는 2021.5월 전망치(366만대) 대비 177% 증가[5)]

〈그림 5〉 반도체 리드타임



자료: Susquehanna Financial Group

〈그림 6〉 반도체 부족으로 인한 글로벌 자동차 생산 차질 전망



주 : 2021년 9월 전망 기준
자료: Autoforecastsolutions

□ 상품과 중간재의 글로벌 생산 및 공급 차질은 팬데믹 장기화에 따른 노동력 부족 때문인 것으로 평가

— 경제가 회복되는 과정에서 노동력 수요가 확대되고 있음에도 불구하고 미국을 비롯하여 영국, 호주, 유럽 등 대부분의 국가가 구인난을 겪고 있는 상황[6)]

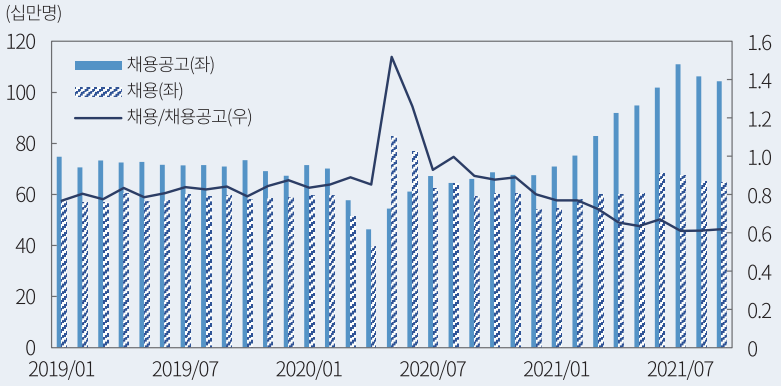
4) 국제금융센터, 2021.5.18, 글로벌 반도체 공급 부족 심화 및 향후 전망.

5) 유진투자증권, 2021.9.28, 차량용 반도체 수급 차질과 가격지수.

6) Wall Street Journal, 2021.10.14, 4.3 million workers are missing. where did they go?
CNN, 2021.10.1, Time running out to save UK industry from worker shortages, say business leaders.
Forbes, 2021.5.18, Costs Crisis As Labor Shortage Emerges Behind Australia's Closed Border.
Reuters, 2021.6.8, Analysis: Remember me? With fast recovery, labour shortage haunts Eastern Europe.

- 미국의 사례로 살펴보면 2021년 들어서 채용공고 수는 급격하게 증가한 반면 채용공고 대비 실제 고용은 하락 추세[7)]
- 전미자영업연맹(NFIB)의 2021년 5월 조사에 따르면 자영업자의 48%가 인력충원에 실패하였으며, 이는 조사 시작 이래 최대 수준[8)]

〈그림 7〉 미국 채용공고 및 채용



자료: FRED

— 감염 우려로 인한 잠재취업자들의 구직 활동 회피, 교육 시설 폐쇄에 의한 아동 보육 부담, 관대한 실업 급여에 따른 구직 유인 하락 등으로 노동시장 정상화가 지연[9)]

— 생산 및 제조 관련 노동력뿐만 아니라 유통, 운송 등 산업 전반의 노동력 수급에 있어 정도의 차이는 있지만 유사한 문제가 발생하고, 이는 영업 단축 및 중단, 서비스 축소 등으로 이어져 공급 부족 문제가 발생

□ 노동력 수급 제약이 임금 인상에 영향을 주는 등 생산 비용이 증가함에 따라 인플레이션 압력 또한 증가

— 노동력 부족이 심한 업종을 중심으로 임금 상승이 진행 중이며, 이는 제품 가격에 전가되어 물가 상승 압력이 점증

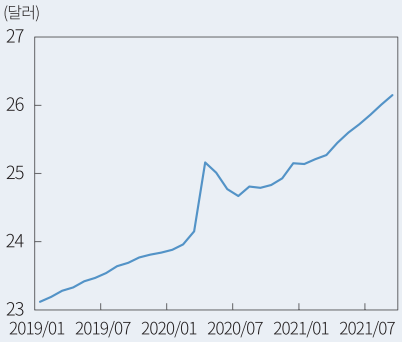
7) 김재칠, 2021.10, 미국 경제 및 인플레이션 향방과 연준의 대응, 자본시장연구원 이슈보고서 21-19.

8) Reuters, 2021.6.4, Record-high number of U.S. small businesses can't fill job openings-NFIB.

9) Deloitte, 2021.8.23, The global labor shortage: how Covid-19 has changed the labor market.

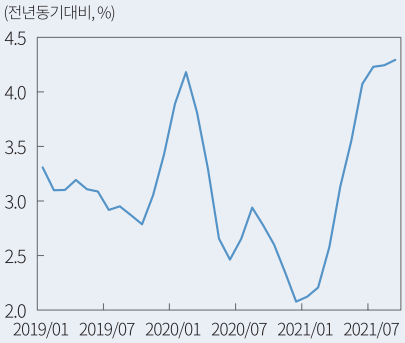
- 미국의 민간부문 생산직·비관리직 근로자의 2021년(1~9월) 시간당 임금은 평균 25.6달러로 2019년(평균 23.5달러) 대비 약 9% 상승하였으며, 특히 제조업, 운송 및 창고업, 레저업에서 임금 상승세가 높은 것으로 분석
- 블랙프라이데이, 크리스마스 등 계절적 수요까지 가중되면서 물가상승세는 당분간 지속될 전망

〈그림 8〉 미국 민간부문 생산직·비관리직 임금



주 : 시간당 평균 임금
자료: FRED

〈그림 9〉 글로벌 물가상승률



자료: Bloomberg

□ 글로벌 공급망 차질 현상은 노동력 부족 문제가 해소될 시점까지 이어질 것으로 전망

— 주요 선진국을 중심으로 백신 접종률이 증가하며 점진적으로 노동력 부족 문제가 해소될 수 있겠으나 동남아시아 등 글로벌 생산기지 역할을 하는 개도국들의 경우 백신 확보 및 접종에 오랜 시간이 소요될 것으로 예상

— 시장 전문가들은 공급망 위기가 2022년까지 지속될 것으로 전망[10)]

- 월스트리트저널이 최근 경제전문가 67명을 대상으로 설문조사를 시행한 결과, 절반에 가까운 응답자가 향후 12~18개월 간 경제성장의 가장 큰 위협으로 공급망 병목현상을 꼽았고, 20%가 노동력 부족을 지적
- 또한, 전체 응답자의 45%가 2022년 하반기에 이르러서야 공급망 병목현상이 대부분 해소될 것으로 전망

10) Wall Street Journal, 2021.10.17, Supply-Chain Bottlenecks, Elevated Inflation to Last Well Into Next Year, Survey Find.

[BOX 2]

주요국 정부 부채 문제의 현황 및 영향*

□ 팬데믹 이후 주요국의 정부 부채 비율은 2019년 말 전망 대비 큰 폭으로 증가

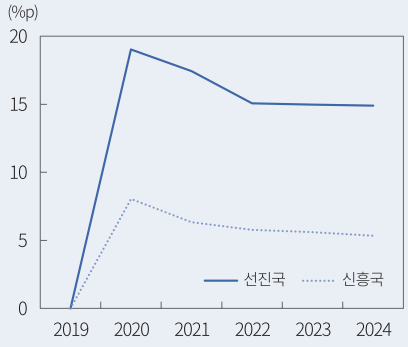
— 팬데믹이 시작되면서 방역, 경기 부양 등에 대규모 자금이 투입됨에 따라 각국 정부를 중심으로 글로벌 부채가 급격히 증가

• 글로벌 부채의 총 규모는 2021년 상반기 기준 296조달러로 2019년말 대비 16% 증가하였으며, 각 경제 주체별로 보면 특히 정부 부문의 부채가 빠르게 증가[11)]

— 특히 선진국 정부 부채 비율이 2019년말 전망한 수치 대비 큰 폭 증가[12)]

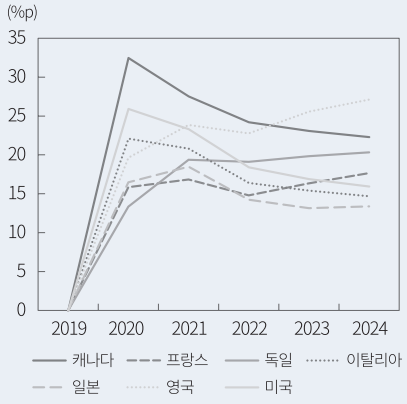
• 당초 전망보다 높은 정부 부채 비율은 상당기간 지속될 전망

〈그림 1〉 팬데믹 이후 국가 그룹별 GDP대비 정부 부채 비율 변화



자료: IMF

〈그림 2〉 팬데믹 이후 G7국가 GDP대비 정부 부채 비율 변화



자료: IMF

* 거시금융실 선임연구원 이종은(celee@kcmi.re.kr)

11) IIF, 2021.9.14, Global debt monitor.

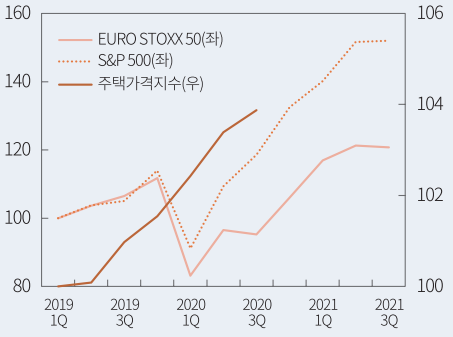
12) IMF, Fiscal Monitor, 2021.10.

□ 정부 부채의 증가는 팬데믹 충격으로부터 경기를 반등시키는데 결정적인 역할을 하였으나, 유동성이 급증함에 따라 다양한 문제점을 동반

— 풍부한 유동성이 부동산 및 주식시장으로 유입됨에 따라 자산가격의 버블이 생성되고 있으며, 그 결과 금융시장 불안정 발생 가능성에 대한 우려가 증폭

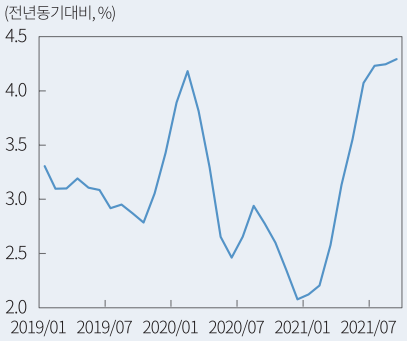
— 유동성 공급을 통한 총수요 확대는 공급망 왜곡과 맞물리면서 주요국의 물가급등을 야기

〈그림 3〉 글로벌 주요 자산가격 변화



주 : 1) 2019년 1분기를 100으로 가정
2) 주택가격지수는 2020년 3분기가 최근 자료
자료: IMF, Refinitive Datastream

〈그림 4〉 글로벌 인플레이션 지수 변화



자료: IMF

□ 이에 따라 주요 국가들은 통화정책의 정상화를 검토하기 시작했는데, 이는 장·단기 시장금리의 상승으로 연결될 것으로 예상

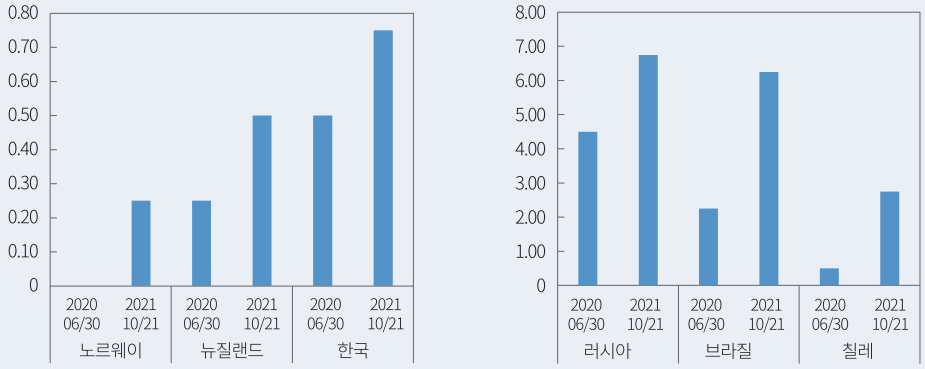
— 주요 신흥국들은 이미 기준금리 인상을 시작

- 브라질과 러시아의 경우 자국 내 식품 및 에너지 가격 상승 등으로 유지 2021년 한 해 동안 기준금리를 수차례 인상
- 노르웨이와 뉴질랜드 등 선진국 중 일부 국가도 기준금리 인상을 단행
- 한국도 기준금리 인상을 시작

— 미국 등 선진국들도 자산매입 축소를 시작으로 통화정책 정상화 과정에 돌입

- 미국은 11월 FOMC회의에서 11월부터 매달 150억달러씩 자산매입을 축소하기로 결정하였으며 추후 경제전망에 따라 매입 속도를 조정할 예정[13)]
- 호주의 경우 9월 7일 중앙은행 통화정책회의 이후 매월 자산매입규모를 축소 중

〈그림 5〉 기준금리 인상을 단행한 국가



자료: IMF

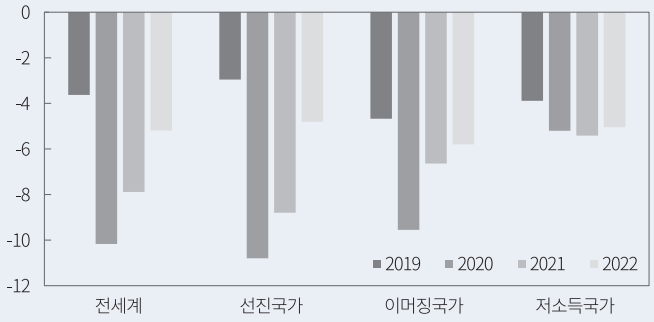
□ 정부 부채가 누적된 상황에서 금리가 상승하면 이자지급 비용이 증가해 재정수지가 더욱 악화될 가능성

— 정부부채 조달을 통한 재정지출 증대는 경기 부양을 통한 세수 증대 효과와 이자비용 상승을 통한 지출 증대 효과를 동반

— 팬데믹 여파가 길어져 세수 증대 효과가 예상보다 약해지고, 이자비용 지출이 지속적으로 증대할 경우에는 재정수지 악화가 상당기간 지속될 가능성

13) Fed, 2021.11.3, Federal Reserve Press release.

〈그림 6〉 글로벌 재정적자 및 전망치



주 : 2021년과 2022년은 추정치이며, GDP대비 비율
자료: IMF

□ 2011년 유럽 재정위기 당시에 타나난 바와 같이 재정수지의 악화는 글로벌 금융시장의 잠재적 위험요인으로 작용

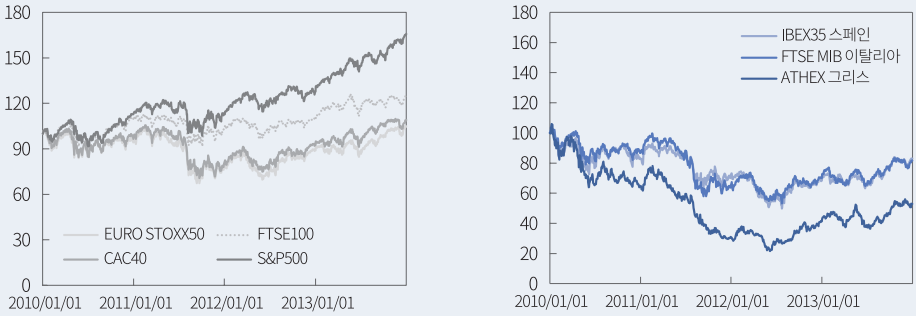
— 재정수지가 악화된 국가는 채권자들로부터 신뢰를 잃음으로써 자금, 외환 및 주식시장 등 금융시장 전반의 불안정에 직면할 가능성

— 일례로 2010년 그리스의 구제금융을 시작으로 남유럽국가들의 국가채무 문제가 불거짐에 따라 다수의 유럽 국가들이 경제위기에 직면

- 그리스 및 이탈리아 등 재정위기 촉발지역인 PIIGS(포르투갈, 아일랜드, 이탈리아, 그리스, 스페인)국가의 평균 GDP 대비 정부 부채 비율은 2010년 102.2%에서 2013년 140.9% 까지 상승[14)]
- 그 결과 스페인, 이탈리아, 그리스 등 채무 문제 당사국 뿐만 아니라 유럽 주요국가의 주가가 장기간 하락

14) OECD Data.

〈그림 7〉 유럽 재정위기 당시 주가지수



주 : 2010년 1월 1일이 기준점 100
자료: Refinitive Datastream

□ 이에 따라 주요 국가들은 재정지출의 추가 확대에 어려움을 겪고 있으며, 세수 확보 방안을 적극적으로 모색 중

— 미국의 경우 부채한도 상한을 올리기 위한 의회 협의가 진행 중이나 완전한 타결이 쉽지 않음에 따라 여전히 시장불안 요인으로 상존[15)]

- 미국의 정부 부채 규모는 약 28조 5천억달러로 정부부채 한도에 다다르며 한도 상향이 이슈로 부각
- 바이든 대통령의 서명으로 부채 한도는 12월 3일까지 한시적으로 4,800억달러 늘어난 28조 9천억달러로 인상되었으나, 이후 또 다른 대안 마련이 요구
- 이러한 협상 교착은 민주당과 공화당의 정치적 힘겨루기 측면도 있으나 부채의 추가 누적이 야기할 문제가 근본 원인

— 정부 부채 확보를 통해 경제가 급성장해 세수가 자연스럽게 확보되는 것이 근본적인 처방법이지만 이는 상당한 시간이 소요

— 따라서 각국 정부는 지출 규모를 점진적으로 줄여나가거나 세율 인상을 통해 세수를 확보하기 위해 노력할 것으로 전망

15) Market Watch, 2021.10.18, Yellen says debt-ceiling deal gives Treasury only 'temporary reprieve' through Dec. 3.

- 바이든 행정부는 대기업을 대상으로 그동안 적용되었던 각종 세금공제 및 감면조항과 관계없이 최소 15%의 법인세를 납부하도록 하는 방향으로 세수 확보를 위해 노력 중[16)]
- 영국의 경우 급여세와 배당세를 인상하였으며[17)], G20 정상들은 최근 디지털세 도입에 합의함에 따라 구글이나 애플 등 다국적 기업들의 세부담도 늘어날 전망

□ 이러한 정책 기조 변화는 글로벌 경제가 다시 침체로 진입하는 촉발점으로 작용할 가능성도 있는 것으로 판단

— 팬데믹이 지속되더라도 2020~2021년의 경우와 같이 재정을 적극적으로 활용하기 어려운 상황

- GDP 대비 일반정부 지출 현행 및 전망[18)]

① G7: 39.9%('19) → 48.2%('20)→ 46.1%('21) → 42.3%('22)

② 미국: 35.8%('19) → 45.4%('20)→ 42.0%('21) → 39.4%('22)

— 따라서 이는 2022~2023년 글로벌 경제 성장 둔화의 가장 큰 요인 중 하나가 될 가능성

16) The White House, 2021.10.28, President Biden announces the build back better framework, Statement and releases.

17) WSJ, 2021.9.7, U.K. Is Among First Western Nations to Increase Taxes to Cover Covid-19 Costs.

18) IMF, Fiscal Monitor, 2021.10.

[BOX 3]

중국 경제의 위험 요인 및 영향*

□ 중국 경제는 팬데믹 여파에서 벗어나 빠르게 회복했지만 2021년 하반기부터 팬데믹 재확산, 홍수피해, 전력난, 부동산 규제 등으로 소비·생산·투자가 모두 위축되어 성장세가 둔화

— 2020년 하반기 이후 빅테크기업 규제부터 시작하여 부동산 기업 디폴트 가능성, 전력난, 미중 갈등 장기화 등 각종 위험요인이 부각

— 따라서 위험 요인 및 그 영향을 점검할 필요

(기업규제 강화)

□ 2020년 11월 앤트그룹 상장 무기한 연기로부터 시작하여 빅테크기업, 사교육·게임·엔터테인먼트, 부동산 업종에 대한 중국당국의 규제가 강화됨에 따라 관련 기업들의 규제 리스크 부각

〈표 1〉 중국기업 규제 내용

	주요 내용
빅테크기업	· 2020.11 알리바바 자회사 앤트그룹 상장을 무기한 연기 · 2021.4~10 알리바바, 텐센트, 메이투안에 과징금 부과 · 2021.5 메이투안에 대한 반독점 조사 착수 · 2021.7 디디추싱에 대한 인터넷 안보심사 및 고강도 조사 진행 · 2021.7 바이트댄스, 핀둬둬 면담
사교육·게임· 엔터테인먼트	· 2021.7 교육관련 기업을 비영리 기업으로 전환 · 2021.9 청소년들의 게임 시간을 제한하고 게임 판호 발급을 중단 · 2021.9 과도한 오락화를 배격
부동산	· 2020.8 '3대 레드라인' 발표 · 2021.10 일부 지역 부동산세 시범 도입 결정

□ 빈부격차 심화로 인한 사회불안 확대로 시진핑 국가주석은 공동부유론[19]을 주장하며 관련 기업들의 규제를 강화한 것으로 풀이

* 거시금융실 선임연구원 김은화(ehkim@kcmi.re.kr)

19) 2021년 8월 18일 제10차 중앙재경회의에서 시진핑 주석은 '공동부유는 사회주의 본질적 요구'임을 강조

— 중국은 G2로 급성장하는 과정에서 빈부격차 확대, 부동산 가격 급등, 인구구조의 변화 등에서 구조적 문제에 직면

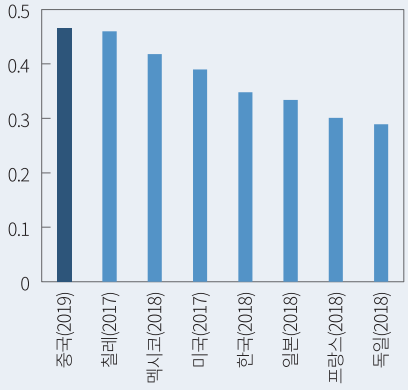
- 지역 및 계층 간 불균형이 심화되는 가운데 빈부격차와 계층 간 소득 불균형을 나타내는 지니계수는 2019년 기준 0.465로 주요국 대비 높은 수준
- 높은 사교육비와 부동산 문제는 출산율 저하와 내수 부진을 초래

— 따라서 공동부유론은 소득 재분배를 통해 중산층을 확대하고 소비를 진작시키려는 것이 핵심 목표

— 또한 빅테크기업에 대한 규제 강화는 금융시스템 안정 및 공산당 집권체제 안정을 위한 조치

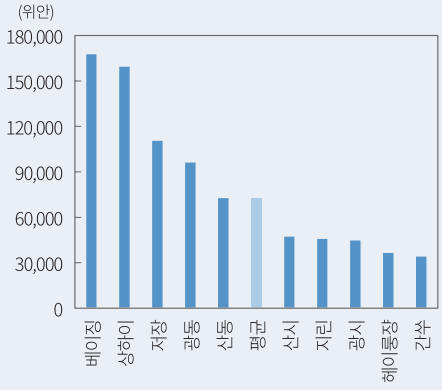
- 플랫폼 보유 데이터 확보를 위한 3대 플랫폼 법안[20]을 통해 데이터센터의 국유화 완료[21]

〈그림 1〉 주요국 지니계수



자료: 국가통계국, OECD

〈그림 2〉 주요 지역 1인당 GDP



자료: 각 지역 통계국

□ 내수 확대 및 집권체제 안정을 위한 기업규제 불확실성은 상당기간 지속될 것으로 판단

— 2022년 공산당 창당 100주년 및 시진핑 주석의 3연임을 앞두고 있어 집권체제 안정 강화 필요성 증대

20) 반독점법, 개인정보보호법, 데이터안보법

21) KB증권, 2021.10.15, 중국발 리스크 진단, 무엇이 진짜 리스크일까?

— 민간부문에 대한 과도한 규제는 관련 분야 실업률 증가와 더불어 경기 둔화 요인으로 작용할 소지가 있지만 장기적으로 중산층 확대를 통한 내수 부양에 긍정적

(부동산 기업 부채 리스크)

□ 팬데믹으로부터 정상화가 진행되는 과정에서 당국의 적극적인 부양책에 따라 기업부채 비율이 사상 최대치를 기록한 가운데, 과도한 부채로 대형 부동산개발 기업들의 디폴트 가능성이 제기

— GDP 대비 기업부채 비율은 2017년 금융 디레버리징 정책 시행으로 하락세를 보이다가 팬데믹 기간 동안 다시 상승

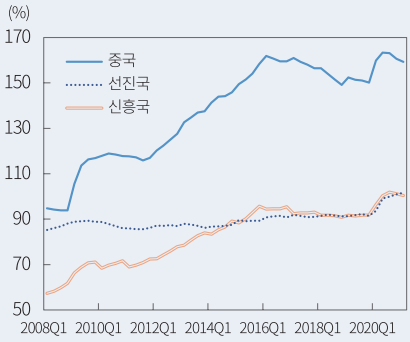
• 2016년 159.5% → 2018년 149.1% → 2020년 160.6%

— 부동산 기업들은 최근 몇 년간 주택 가격 상승으로 인한 무분별한 투자로 높은 부채 의존도를 유지한 가운데 부동산 경기 둔화세에 직면

• 부동산개발 기업 부채 규모는 약 18조 4,000억위안으로 전체 GDP의 18% 수준[22)]

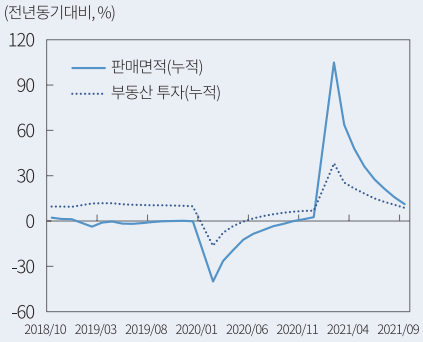
• 2021년 2월 이후 부동산 관련 판매·투자 증가율 모두 하락

〈그림 3〉 GDP 대비 기업부채 비율



자료: BIS

〈그림 4〉 부동산 판매·투자 증가율



자료: 국가통계국

22) The Economist, 2021.9.30, How a housing downturn could wreck China's growth model.

□ 중국당국은 과도한 부동산 기업 부채로 인한 금융시스템 리스크 확산 방지를 위해 개발기업들의 자금조달 규제를 강화

— 중국당국은 부동산개발 기업의 부채와 관련된 지표인 '3대 레드라인'[23]을 도입하여 차입을 제한하고 은행들의 부동산 대출 상한제를 실시

— 규제 강화에 따른 관련 기업들의 유동성 악화로 2021년 상반기 부동산 업종 디폴트율은 평균 회사채 디폴트율인 0.5%를 크게 상회한 1.8%를 기록[24]

• 특히 중국 2위 부동산 개발업체인 헝다그룹(Evergrande)은 막대한 부채에 대한 이자지급에 실패하면서 디폴트 우려 증가

□ 부동산 기업 부채가 금융시스템 전반의 위기로 확대될 가능성은 제한적이나 부동산 경기 둔화는 중국 경제 성장 모멘텀 약화 요인으로 작용할 것으로 판단

— 부동산 업종 유동성 위기는 중국당국의 규제 강화에 따른 결과이며, 헝다그룹의 부채는 당국의 재정 여력을 감안할 때 법적·제도적으로 해결 가능한 수준인 것으로 평가[25]

• 중국 은행들의 헝다그룹 부채에 대한 직접적 노출은 제한적이지만 자본상태가 취약한 금융기관에 내재된 리스크는 클 것으로 판단

• 또한 그림자금융을 포함한 각종 금융기관의 채무는 상호 연결되어 상황이 악화될 경우 금융시스템 전반의 위기로 확장될 가능성

• 그러나 2020년 기준 GDP 대비 정부부채 비율은 67.1%로 주요국 대비 양호한 수준이며, 금융시스템 통제 능력 보유

— 다만, 중국 GDP에서 부동산개발 투자의 비중은 14% 수준으로, 부동산 경기침체 발생시 전반적인 경기 모멘텀 약화 요인으로 작용할 전망

23) 2020년 8월 주택건설부, 인민은행은 다음과 같은 '3대 레드라인'을 설정하고 기업별 차별화 등급을 부여하여 등급별 차기 연도 부채 증액 한도를 설정 ① 선수금을 제외한 자산부채비율〈70%, ② 순부채비율〈100%, ③ 현금성자산 대비 단기부채 비율〉100%)

24) Sinolink Securities, 2021.07.14, 上半年信用债违约有何特点？

25) IMF, 2021.10, Global Financial Stability Report.

• 부동산 가격의 하락은 소비와 건설투자 부진을 초래할 가능성

(전력난 문제)

□ 2021년 상반기 경제지표 호조로 전력 수요가 급증한데 반해, 탄소 배출 목표 달성을 위한 화력 발전 제한과 일부 탄광 폐쇄는 전력 수급 불균형을 초래하여 전력난 문제 발생

— 팬데믹 발생 이후 대외부문 수출 호조로 산업생산이 급격하게 증가하면서 전력 소비 급증

— 지방정부 탄소 배출 목표 달성을 위한 화력 발전 제한 및 대내외적인 석탄 공급 제한으로 공급이 크게 감소

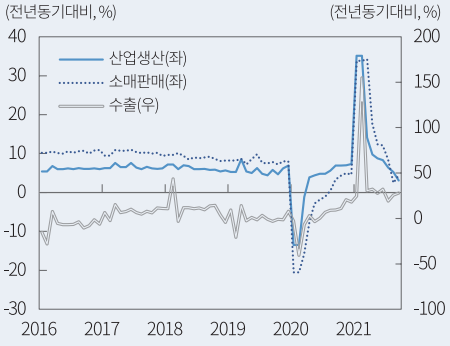
• 2021년 상반기 생산과 수출 증가율이 크게 확대되면서 전력 사용량이 크게 증가하자 지방정부의 탄소 배출량 목표치 달성을 위해 전력 공급을 제한

• 전체 전력공급에서 화력발전이 2020년 기준 68.5%를 차지하고 있는 가운데, 탈탄소 정책 추진 과정에서 기존 화석연료 발전이 제한된 반면 신재생에너지로의 전환 속도가 따라가지 못하면서 수급 불일치 문제 발생

• 한편, 전기요금 인상 제한으로 화력발전소들이 생산단가를 전가하지 못하는 상황에서 전기 생산을 중단

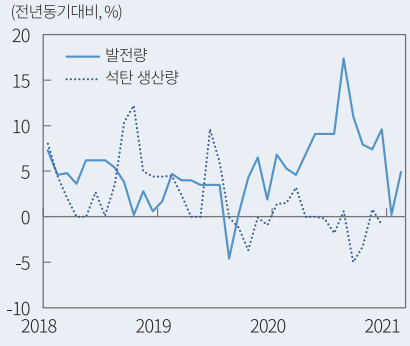
• 일부 탄광 폐쇄 및 해외로부터의 수입 축소로 석탄 공급 역시 감소

〈그림 5〉 주요 지표 증가율



자료: 국가통계국

〈그림 6〉 발전량 및 석탄 생산량 증가율



자료: 국가통계국, Bloomberg

□ 단기적으로 중국의 전력난 문제는 글로벌 공급망에 영향을 줄 것으로 예상되지만, 석탄 공급 확대와 전기요금 조정으로 전력공급이 겨울철 이후 점차 원활해질 것으로 전망

— 전력난 문제로 촉발된 공장 가동 중단이 제조업 위기로 확산되어 글로벌 공급망 충격 우려 확대

— 또한 전력 부족 및 전기료 인상으로 인한 원자재 가격 상승 요인이 확대되면서 인플레이션 압력이 가중될 경우 성장 전망에 부정적

— 그러나 중국당국의 전력생산 안정화를 위한 개입으로 겨울철 이후 전력공급 문제가 점차 완화될 것으로 예상

• 2021년 10월 8일 국무원 상무회의에서 석탄 생산 확대, 전력 요금 기준선 인상 허용, 석탄 수입 확대 등의 석탄 공급을 보장하기 위한 조치 발표

(미중 갈등 장기화)

□ 무역분쟁으로 촉발된 미중 갈등은 바이든 행정부 출범 이후 경제·정치적 이익 및 글로벌 패권을 둘러싸고 전방위적으로 확대

— 우선 정치적으로 대만 독립, 홍콩과 신장위그르 인권문제 등을 둘러싼 중국의 국가주권과 다자주의 원칙을 강조하는 바이든 행정부 간 첨예한 대립구도 발생

— 또한 미국은 동맹국과 함께 반중국 전선을 구축하여 미국 주도의 새로운 공급망 체계 구축 계획

— 다만 2020년 1월 미중 1차 합의를 통해 통상부문 갈등은 다소 완화

□ 미중 갈등 장기화에 대비하여 중국은 내수 확대와 대외 영향력 강화를 위한 쌍순환 정책을 시행

— 쌍순환 전략은 내수 중심의 성장을 도모하는 '국내대순환'과 대외적으로 수출과 개방을 지속하는 '국제대순환'을 통해 대외 영향력을 강화 하는 것이 핵심

□ 통상 부문의 갈등 완화에도 불구하고 안보, 첨단기술 측면에서 양국이 강경입장을 유지하고 있어 미중 갈등 악화 시 미국과 중국 수출 의존도가 높은 국가들에 부정적 영향 예상

— 다만 2021년 10월 6일 미중 정상회담 개최가 합의됨에 따라 향후 관계 개선의 가능성도 제기

• 바이든 행정부는 기후문제처럼 미중 목표가 일치한 부문에서는 중국과 협력하고 인권, 대만 문제, 항해의 자유 및 기술경쟁 등의 부문에서는 대립 지속[26)]

〈표 2〉 미중 분쟁 내용

	분쟁 내용
통상	· 2018.3~2019.9 양국 관세부과 시행 · 2019.8 중국 환율조작국 지정 · 2020.1 4차 관세율 인하 및 일부 품목에 대한 관세 부과 무기한 연기
기술	· 2018.7 연방정부 중국 기술기업과 거래 금지 · 2018.8 외국인 투자 및 인수 규제 · 2020.8 IT 기술 관련 중국 기업 제품 배제, 동맹국과 반중국 전선 구축 · 2020.10 쿼드플러스
금융	· 2020.5 연방공무원 퇴직펀드 중국 주식투자 금지 · 2020.6 홍콩 특별지위 철회 · 2020.12 외국기업책임법 발효 · 2021.5 59개 중국기업 투자 금지
안보	· 2019.11 홍콩인권민주법 통과 · 2020.6 위그르법 통과 · 2020.8 아시아에 중거리 미사일 배치 추진 · 2021.1 신장 면화 수입금지 · 2021.3 중국·홍콩 고위관리 비자 발급 제한 · 2021.5 신장 인권문제 우려 · 남중국해 갈등

자료: 신한금융투자[27)]

26) Financial Times, 2021.09.23, A US-China clash is not unthinkable.

27) 신한금융투자, 2021.6.21, G2 분쟁 심화에 대비가 필요.

— 유엔무역개발협의회(UNCTAD)는 "미중 무역 갈등에 따른 양국간 무역 비용 증가는 교역 감소와 소비자 가격 상승을 초래하며, 양국의 소비자와 수출업체가 최대 피해자가 될 것"이라고 지적[28)]

• 갈등 장기화 시 미중 양국뿐만 아니라 양국과 교역이 많은 여타 국가에도 부정적 영향 불가피

(중국 및 글로벌 경제에 미치는 영향)

□ 종합해보면 기업규제 강화, 부동산 기업 부채 리스크, 전력난, 미중 갈등 장기화에 따른 불확실성으로 인해 경제가 경착륙할 가능성은 낮으나, 상당기간 중국 및 글로벌 경제 둔화 요인으로 작용할 것으로 판단

— '공동부유' 목표 달성을 위한 부동산, 기술, 게임, 엔터테인먼트 및 교육 전반에 대한 공격적인 규제 정책은 단기적으로 경기 둔화 요인으로 작용하지만, 장기적으로 불평등 해소를 통한 지속가능 성장 도모 측면에서 긍정적

• 부동산 시장 규제는 단기적인 경기 침체 요인임에도 불구하고, 장기적인 불안 요인을 축소한다는 측면에서 긍정적 평가도 제기

• 한편, 공동부유 정책에는 정치적 불확실성이 존재하지만, 소득 재분배가 원활하게 진행될 경우 장기적으로 민간소비 확대 등의 긍정적인 측면이 공존

— 부동산개발 기업의 부채 문제는 현재 재정적으로 취약한 기업들에 집중적으로 발생하고 있는 가운데, 중국당국은 개입할 수 있는 수단이 있다는 평가

• 다만, 상황이 악화될 경우 중국 경제와 금융부문에 영향을 미치면서 글로벌 자본시장에 크게 영향을 미칠 가능성[29)]

— 미중 갈등 장기화는 양국뿐만 아니라 글로벌 경제 전반에 부정적 요인으로 작용

28) UNCTAD Research Paper No.37, 2019.11.05, Trade and trade diversion effects of United States tariffs on China.

29) IMF, 2021.10, Global Financial Stability Report.

2. 국내 경제 전망*

가. 최근 국내 경제 상황

□ 지난(2021년 5월) 전망 이후 국내 경제는 코로나19의 4차 대유행, 글로벌 공급 병목의 영향 등으로 회복세가 둔화

— 7월 들어 델타변이가 국내에 확산되면서 음식·숙박, 오락·문화 서비스 등의 민간소비가 감소하고 이에 따라 서비스업의 성장세가 둔화

— 공급 차질의 영향이 큰 운송장비를 중심으로 설비투자가 감소하고 건설투자는 부진이 지속

— 대외수요(수출) 추이에 따라 제조업 생산은 2분기에 감소하였다가 3분기 들어 소폭 반등

〈표 Ⅰ-1〉 경제 성장률 추이

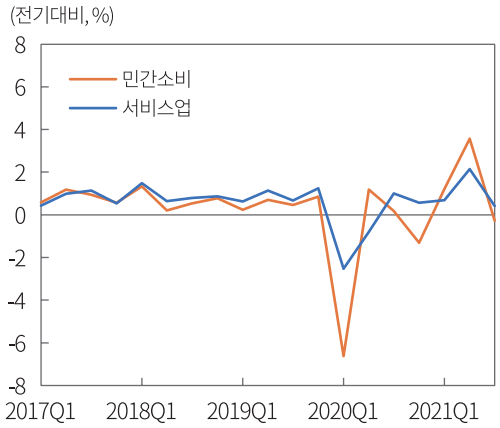
(단위: 전기대비, %)

	2020			2021		
	연간	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4
GDP 성장률	-0.9	2.2	1.1	1.7	0.8	0.3
민간소비	-5.0	0.2	-1.3	1.2	3.6	-0.3
설비투자	7.1	5.8	-0.6	6.1	1.1	-2.3
건설투자	-0.4	-3.9	3.5	1.3	-2.3	-3.0
수 출	-1.8	16.3	5.3	2.0	-2.0	1.5
제 조 업	-0.9	7.5	3.1	3.8	-1.3	0.2
서비스업	-1.0	1.0	0.6	0.7	2.1	0.4

자료: 한국은행

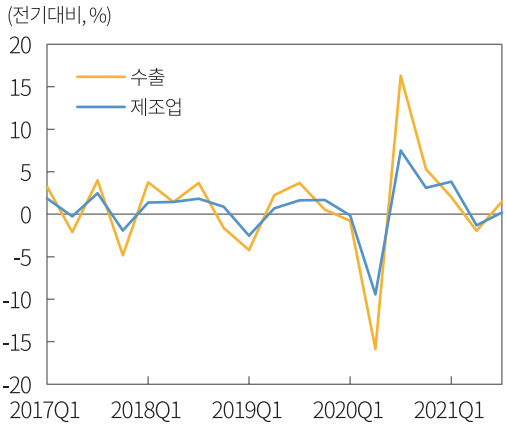
* 거시금융실 연구위원 장보성(bjang@kcmi.re.kr)

〈그림 Ⅰ-29〉 민간소비 증가율과 서비스업 성장률



자료: 한국은행

〈그림 Ⅰ-30〉 수출 증가율과 및 제조업 성장률



자료: 한국은행

□ 소비자물가는 오름세가 점차 확대되면서 10월 들어 3.2%까지 상승하였고 근원물가의 상승률[30]도 확대

— 국제유가[31]가 크게 높아짐에 따라 국내 석유류 가격도 상당폭 상승

• 다만, 유류세가 한시 인하(2021.11.12일~2022.4.30일, 20%)되면서 4분기 소비자물가를 소폭(약 0.1%p) 낮추는 효과[32]

— 작황 불안, 생산비 증가 등의 영향으로 농산물 및 축산물 가격이 큰 폭 상승

• 곡물, 설탕, 유지류 등 주요 원재료 가격이 상승하면서 가공식품 가격도 오름세

— 개인서비스 등 주요 서비스 물가가 높아지면서 기조적인 물가상승 압력이 점차 증가

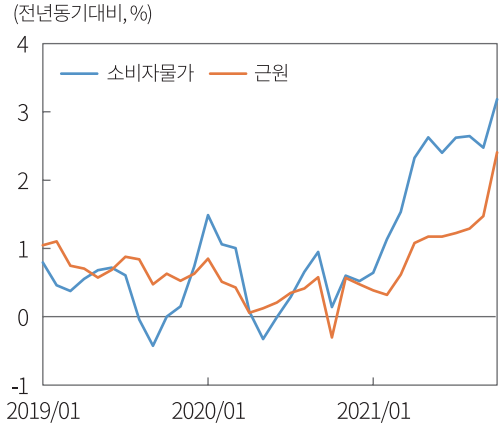
• 외식 및 외식제외 개인서비스의 소비자물가 상승률에 대한 기여도는 각각 0.4%p 및 0.6%p(10월, 전년말대비 기준)

30) 에너지 및 식료품 제외지수 상승률(전년동기대비): 2021.4월 1.1% → 9월 1.5% → 10월 2.4%

31) 두바이유 현물(배럴당): 2020.12월말 50.2달러 → 2021.5월말 66.6달러 → 10월말 81.9달러

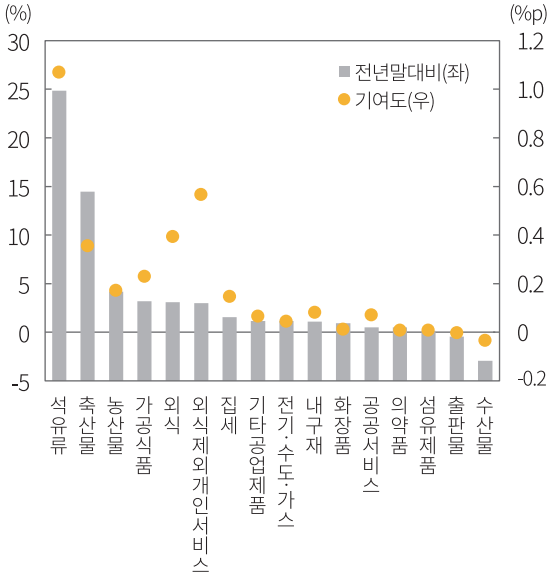
32) 석유류 가격에 대한 직접효과를 기준으로 추정한 수치로 2021년 10월말 전국 주유소 평균가격(Opinet) 이용 시산

〈그림 Ⅰ-31〉 소비자물가 상승률 및 근원인플레이션



주 : 근원은 에너지·식료품 제외지수
자료: 통계청

〈그림 Ⅰ-32〉 품목별 물가상승률 및 기여도



주 : 2021.10월(전년말대비 상승률) 기준
자료: 통계청, 자본시장연구원

나. 최근 민간소비 회복 상황

□ 실적치를 기준으로 볼 때 민간소비는 금년 3분기까지 상당히 더딘 속도로 회복

— 민간투자 및 수출은 2020년중 코로나19 직전 수준을 넘어선데 반해, 소비는 금년 3분기에도 동 수준에 여전히 미달

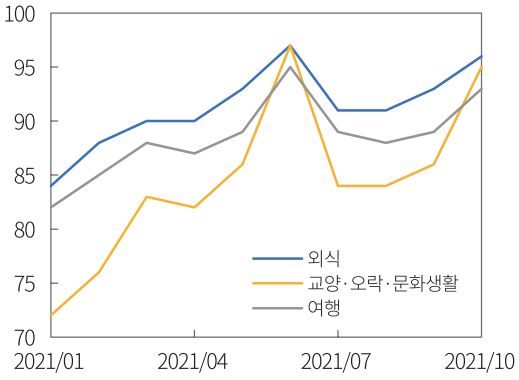
□ 최근 들어서는 높은 백신 접종률[33]과 단계적 일상회복으로의 전환 등에 힘입어 소비 회복세가 어느 정도 가시화

— 주요 대면서비스에 대한 소비심리가 개선되고 민간소비의 나우 캐스팅(Nowcasting) 지표도 상승

33) 11월 12일 기준 코로나 백신 접종완료율은 전체 인구대비 77.6%, 18세 이상 인구대비 90.0%

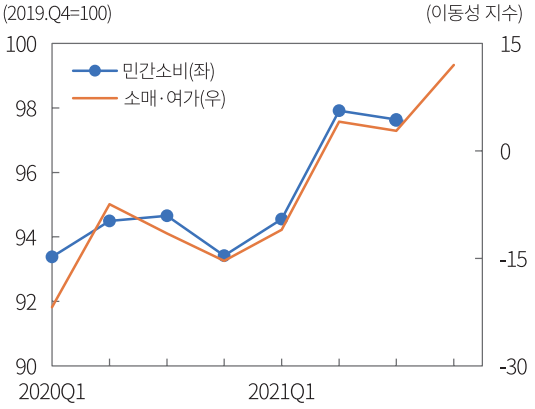
- 소매·여가 부문 이동성 지수가 상당폭 높아졌는데 민간소비와의 밀접한 동행성을 고려할 때 4분기중 민간소비가 뚜렷하게[34] 증가할 것으로 예상
- 민간소비의 GDP내 비중(46%, 2020년 명목 기준)을 고려할 때 경기회복 모멘텀 측면에서 긍정적 신호

〈그림 Ⅰ-33〉 주요 대면서비스 지출 전망



주 : 항목별 소비지출 전망 CSI 결과
자료: 한국은행

〈그림 Ⅰ-34〉 민간소비와 이동성 지수



주 : 소매·여가는 Google의 소매·여가 부문 이동성 지수(2020Q1: 2020.2.15.~3.31 평균, 2021Q4: 2021.10.1.~11.7 평균)
자료: Google, 한국은행, 자본시장연구원

다. 국내 성장경로 및 물가 전망

□ 2022년중 국내 경제는 민간소비 및 수출을 중심으로 3.2% 성장할 것으로 전망 (2021년 4.0% → 2022년 3.2%)

— 델타변이 확산으로 회복이 지연되었던 민간소비(2021년 3.7% → 2022년 3.8%)는 방역기조 전환과 소비심리 개선에 따라 상반기중 견조한 증가세를 나타낼 것으로 전망

34) 소매·여가 부문 이동성 지수와 민간소비 간 관계를 바탕으로 시산해 본 결과, 연말까지 11월 1주차 정도의 이동성이 유지된다고 가정할 경우 민간소비는 전분기대비 1.8% 내외 증가하는 것으로 추정. 단, 이동성 지수 자료는 2020년 1분기부터 가용하므로 정도 높은 분석을 위한 시계열이 충분하지 않다는 한계를 감안할 필요

— 수출(2021년 8.3% → 2022년 3.7%)은 미국과 유로지역을 중심으로 세계경제의 회복세가 이어질 것으로 예상됨에 따라 양호한 흐름을 보일 것으로 전망

— 설비투자(2021년 9.4% → 2022년 5.1%)는 2021년에 비해 증가세가 다소 둔화되겠지만 정보통신 부문을 중심으로 꾸준히 증가할 것으로 예상되며, 부진한 모습을 보였던 건설투자(2021년 -1.8% → 2022년 1.9%)는 주택 및 사회기반시설 건설을 중심으로 소폭 증가로 전환될 전망

〈표 Ⅰ-2〉 국내 경제성장률 전망

(단위: 전년동기대비, %)

	2020	2021	2022		
			상반기	하반기	연간
GDP 성장률	-0.9	4.0	3.2	3.2	3.2
민간소비	-5.0	3.7	4.7	3.0	3.8
설비투자	7.1	9.4	3.2	7.0	5.1
건설투자	-0.4	-1.8	0.1	3.7	1.9
총수출	-1.8	8.3	2.8	4.6	3.7
총수입	-3.3	7.4	4.2	5.0	4.6

자료: 자본시장연구원

□ 소비자물가 상승률은 2022년중 1.5%[35] 상승할 것으로 전망(2021년 2.3% → 2022년 1.5%)

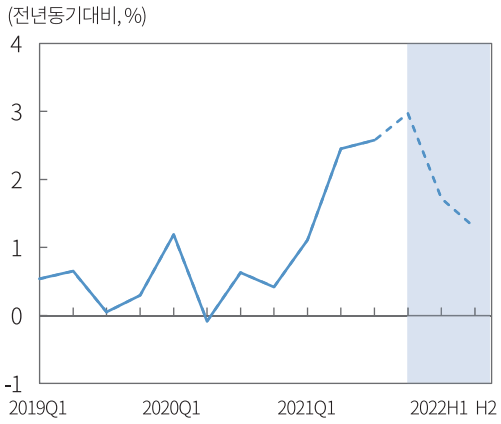
— 2022년에는 민간소비가 회복세를 나타내면서 서비스 부문을 중심으로 국내수요 측면에서 물가 상승 압력이 존재할 것으로 판단

— 글로벌 요인의 경우 국제원자재 가격과 글로벌 공급망이 점차 안정되면서 그 영향이 점진적으로 축소될 것으로 전망

— 2021년 하반기의 높은 상승세에 따른 기저효과도 일부 작용하면서 하반기의 물가상승률(전년동기대비)이 상대적으로 낮을 것으로 예상(상반기: 1.7% → 하반기: 1.3%)

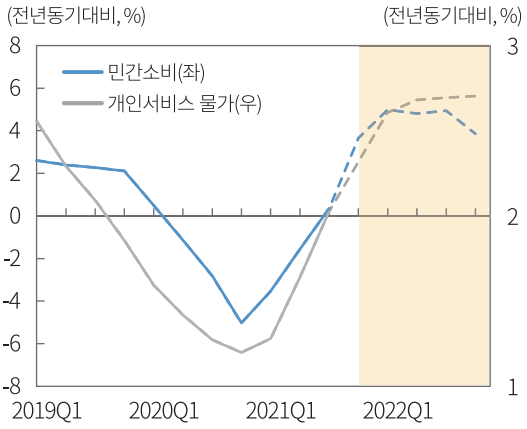
35) 유류세 인하 효과(2022년 △0.11%p) 반영

〈그림 Ⅰ-35〉 소비자물가 전망



주 : 음영 구간은 전망치
자료: 통계청, 자본시장연구원

〈그림 Ⅰ-36〉 민간소비와 개인서비스 물가



주 : 4분기 이동평균, 음영 구간은 전망치
자료: 자본시장연구원

라. 전망의 위험요인

□ 향후 물가 및 성장경로에서 국내외 경제상황을 둘러싼 불확실성이 상당히 높은 것으로 평가

— 대외적으로는 코로나19와 글로벌 공급망과 관련된 전개상황이 국내 경기에 대한 상·하방 리스크 요인으로 작용하는 가운데 주요국 중앙은행의 정책금리 조기 인상, 중국 경제의 부진 및 미·중 갈등 심화 가능성도 리스크 요인으로 잠재

• 글로벌 공급망 회복 지연은 경기 측면에서는 하방 요인으로 작용하는 한편, 물가 측면에서는 상방 요인으로 작용

— 국내적으로는 소비회복의 모멘텀이 하반기에도 견조하게 이어질지 여부가 주요 상방 불확실성

〈표 Ⅰ-3〉 전망의 위험요인

상방 불확실성(+)	하방 위험(-)
• 코로나19 위험 완화 및 글로벌 공급망 회복 이후 주요국의 성장세 확대 • 민간소비가 하반기에도 높은 증가세를 지속	• 코로나19 재확산 및 글로벌 공급망 회복 지연 • 인플레이션 지속에 따른 주요국의 정책금리 조기 인상 • 중국 경제의 부진 및 미·중 갈등 심화

3. 통화정책 전망*

가. 미국 통화정책 전망

□ 연준은 2021년 11월부터 자산매입 축소(테이퍼링)를 시작할 계획임을 밝혔는데, 종료 시점은 경제 상황에 따라 다소 유동적

— 연준은 11월 FOMC에서 우선 11~12월에 각각 150억달러씩 자산매입을 축소할 것이며, 그 이후에는 경제 상황을 지켜보면서 진행하겠다고 언급

• 현재 매월 1,200억달러에 이르는 자산매입 규모를 감안하면, 언급한 속도로 테이퍼링 할 경우 2022년 6월에 자산매입 종료

— 다만 연준은 테이퍼링 종료와 기준금리 인상은 별개의 문제라고 언급

□ 높은 수준의 인플레이션을 고려해 볼 때 연준 기준금리 인상 시점을 결정할 유일한 변수는 고용시장의 완전한 개선 여부

— 인플레이션은 2022년초까지 매우 높은 수준을 유지할 전망

• CPI 기준 7%대도 가능한 상황이며, 연준이 모니터링하는 가격 지표인 Core PCE 지수의 인플레이션도 4.5% 내외까지 상승할 전망

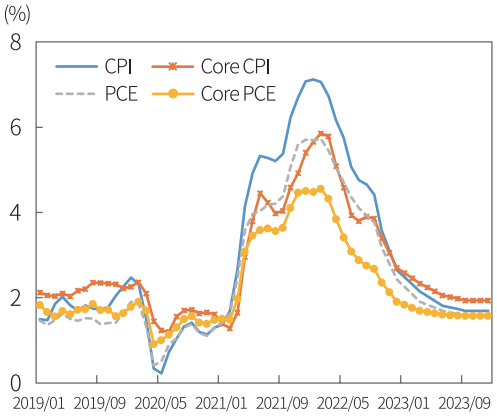
* 거시금융실 선임연구위원 김재칠(jckim@kcmi.re.kr)
거시금융실 연구위원 장보성(bjang@kcmi.re.kr)

— 고용시장의 완전한 회복은 2022년말~2023년초에 가능할 전망

• 2021년 11월 이후 총고용자수가 매월 60만명(40만명) 증가하면, 2023년 1월(11월)에 팬데믹 이전 성장경로 상의 총고용자수를 추월[36]

• 다만, 노동시장참여율이 크게 오르지 못할 것이라는 점을 감안하면 팬데믹 이전 완전고용 상태에서의 실업률인 3.5~3.8%에 도달하는 시점은 조금 더 빠를 것으로 전망

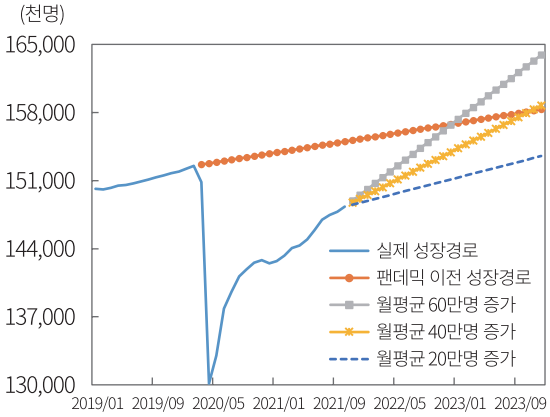
〈그림 Ⅰ-37〉 미국 인플레이션 경로 전망



주 : 1) '21.11월부터 전망치(PCE는 10월부터)
2) '21.11월부터 월간 인플레이션이 점진적으로 하락해 '22.10월부터 과거('10.1월~'20.2월) 평균치에 수렴한다고 가정

자료: FRED, 자본시장연구원

〈그림 Ⅰ-38〉 미국 총고용자수 경로 전망



주 : 1) 팬데믹 이전 성장경로는 '20.3월부터 총고용자수가 과거('10.1월~'20.2월) 월평균 증가율(0.081%)로 성장한다고 가정
2) 나머지 성장경로는 '21.11월부터 월평균 총고용자수 증가규모를 가정한 경로

자료: FRED, 자본시장연구원

□ 연준의 기준금리 인상 경로는 불확실성이 매우 크지만, 2022년 9월 이후 시작될 것으로 전망

— 현재로서는 3.8% 내외의 실업률이 달성되는 시점에 연준이 기준금리 인상을 시작할 가능성이 크지만, 그 시점에서 인플레이션 수준이 안정되어 있다면 총고용자수가 더 증가할 때까지 조금 더 인내할 가능성

36) 2021년 1~10월중 총고용자수는 월평균 582,000명 증가

- 기준금리 인상은 시장금리 상승을 통해 기업의 채용 의욕 저하를 야기할 가능성이 있는데, 연준은 이러한 상황을 우려하고 있는 것으로 추정

— 따라서 연준은 매우 신중한 태도를 보이면서 2022년 9월 이후 1회, 2023년에 2~3회 기준금리를 올릴 것으로 전망

— 다만, 2022년 중반까지 인플레이션이 하락 추세를 보이지 않는다면 실업률이 4%대 근처에 접근했을 때 기준금리를 조기에 인상할 가능성도 배제할 수 없는 상황

나. 국내 통화정책

□ 한국은행은 2021년 8월 기준금리를 인상하면서 통화정책의 완화 정도를 지속적으로 축소해 나갈 것이라 발표[37)]

— 양호한 거시경제 상황이 유지되는 한 통화정책 정상화를 계속 추진해 나갈 것이라는 입장을 명시

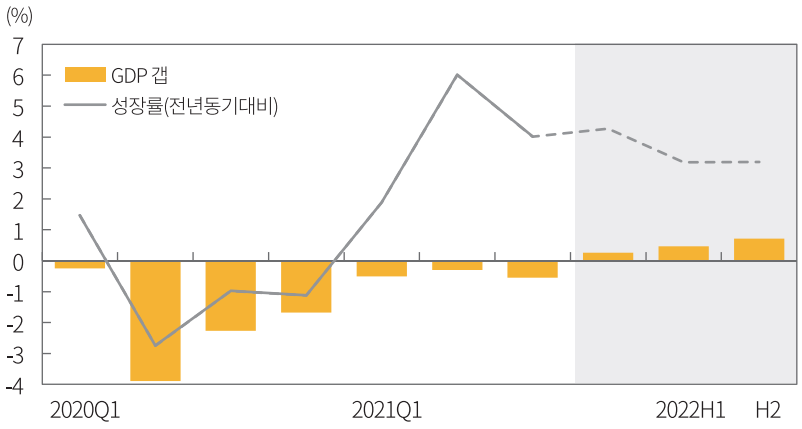
- 한국은행의 국정감사 답변 내용 및 금융통화위원회의 의사록(10월)에 따르면 11월 기준금리도 인상도 유력한 상황

□ 전망 경로를 고려할 때 2022년에 기본적으로 2회 정도의 기준금리 인상이 이루어질 것으로 예상되며 1회 추가(2022년 총 3회)될 가능성도 존재

— 2022년중 GDP갭이 플러스 수준을 지속하면서 수요 측면에서의 상방 압력이 계속 존재할 것으로 추정

37) "앞으로 통화정책의 완화 정도를 점진적으로 조정해 나갈 것이다."(통화정책방향, 한국은행, 2021년 8월)

〈그림 Ⅰ-39〉 GDP갭 추이



주 : 음영은 전망치
자료: 자본시장연구원

— 이에 따라 통화정책 정상화를 계속 추진할 여지가 있으며 인플레이션이 기조적으로 높아질 수 있다는 점이 주요 고려사항이 될 것으로 예상

- 2021년 8월과 비교할 때, 10월 금융통화위원회의 의사록[38]에서 '물가' 또는 '인플레이션'이 언급된 횟수가 크게 증가(8월: 106회 → 10월: 215회)
- 한국은행은 기조적인 인플레이션 지표인 근원물가 상승률이 내년에 더 높아질 것으로 전망[39]
- 가계부채 누증 등으로 금융안정 리스크가 높다는 점도 금리인상을 보다 적극적으로 고려하게 하는 요인으로 작용

— 기준금리는 1분기 및 3~4분기중 각각 1회 인상될 것으로 전망되며 하반기 경기 상황에 따라 1회 정도 추가될 가능성

38) "(3) 위원 토의내용"과 "(4) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진"에서의 언급 횟수 기준

39) "이에 대해 관련부서에서는 근원물가 상승률이 …… 상반기보다 하반기에, 그리고 금년보다 내년에 더 오를 것으로 보고 있다고 덧붙였음"(2021.10월 금융통화위원회 의사록)

KCMI

Ⅱ. 자본시장 전망

1. 금리 전망
2. 주식시장 전망
3. 원달러 환율 전망

Ⅱ. 자본시장 전망

1. 금리 전망*

가. 미국 금리 전망

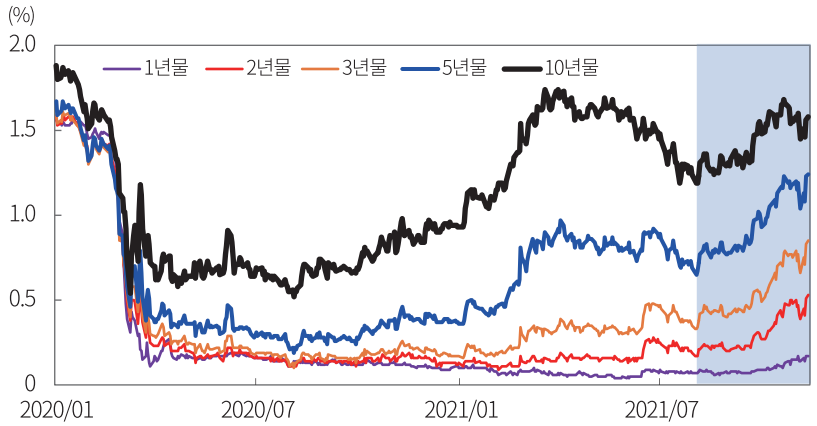
1) 최근 미국 금리 동향

□ 미국 금리는 인플레이션 우려 및 연준의 통화정책 기조 정상화 기대 등으로 8월 이후 상승

— 미 국채 10년물 금리는 3월말 연중 최고치(1.74%)를 기록한 이후 델타 변이 확산 우려 등으로 하락하였으나, 물가 오름세가 가팔라지며 인플레이션 우려가 높아짐에 따라 다시 상승 전환

— 특히, 인플레이션 압력으로 연준의 조기 금리인상 기대가 높아짐에 따라 국채 만기 전반에 걸쳐 금리가 상승

〈그림 Ⅱ-1〉 미 국채 금리 추이



주 : 음영으로 표시된 영역은 2021년 8월 이후 기간
자료: FRED

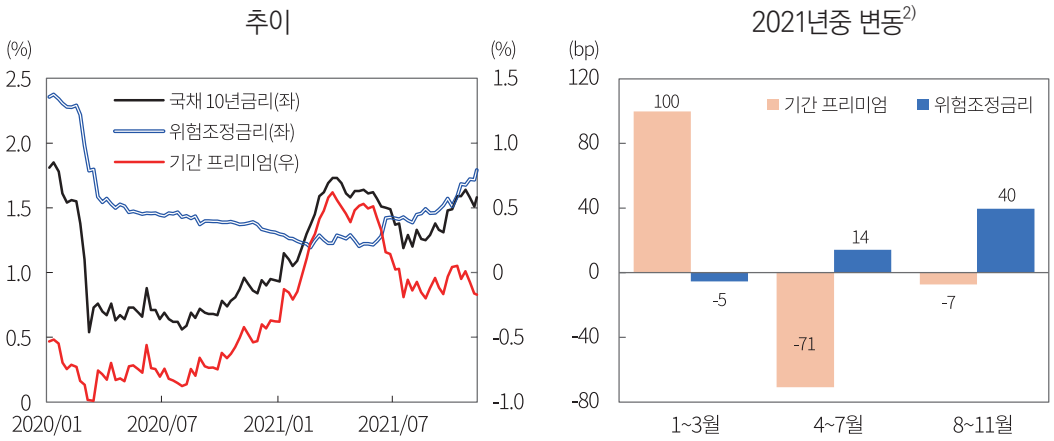
* 거시금융실 연구위원 정화영(junghy0103@kcmi.re.kr)

□ 미 국채(10년물) 금리 변동을 위험조정금리와 기간 프리미엄 요인으로 나누어 살펴보면, 올해 1~7월중에는 물가 및 성장경로의 불확실성에 크게 영향을 받았으나 8월 들어 통화정책 기대의 영향이 확대[40)]

— 1~7월중에는 기간 프리미엄의 변화에 주로 기인하여 큰 폭으로 등락

— 8월 이후 기간 프리미엄의 영향이 크게 낮아진 반면 통화정책 정상화 기대가 높아짐에 따라 위험조정금리가 상당폭 상승

〈그림 II-2〉 미 국채 10년물 금리 결정요인 분해[1)]



주 : 1) Adrian et al.(2013) 모형의 기간 프리미엄과 위험조정금리 추정치를 이용
2) 11월은 11월 12일 기준

자료: Federal Reserve Bank of New York, FRED

2) 물가 및 성장률 요인

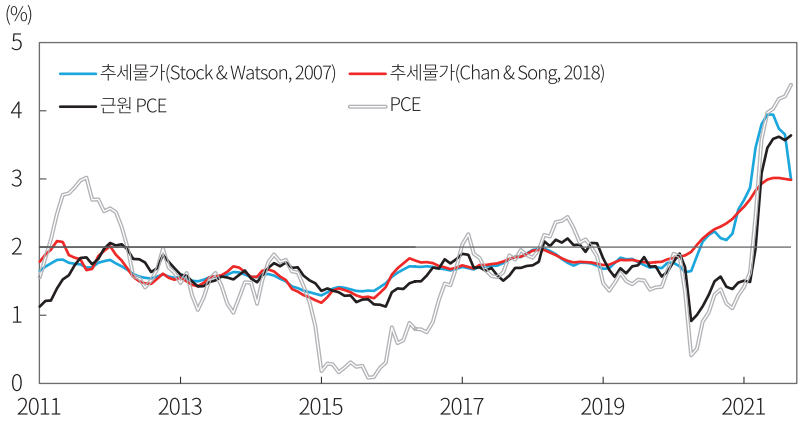
□ 물가상승세가 가팔라지는 가운데 추세물가 상승률이 목표수준인 2%를 크게 상회

— 5월 이후 근원 PCE(식료품 및 에너지 제외) 물가상승률이 3% 중반 수준으로 확대되며 높은 물가 오름세가 지속

— 추세물가 상승률이 3% 수준까지 확대되며 인플레이션 목표(2%)를 상당폭 상회

40) 이자율 기간 구조(term structure of interest rates) 모형에 따르면 장기금리 결정요인은 위험조정금리(risk-neutral yield)와 기간 프리미엄(term premium)으로 구성. 위험조정금리는 미래 단기금리 기댓값의 평균을 나타내며 기간 프리미엄은 그 외 요인들(물가 및 성장경로에 대한 불확실성, 수급상황 등)을 반영

〈그림 II-3〉 미국 물가상승률 추이



주 : 근원 PCE와 PCE는 전년동월대비 상승률, 추세물가 상승률은 근원 PCE를 이용하여 각 통계모형을 통해 추정한 장기적 물가 상승률

자료: FRED

□ 원자재가격 상승, 공급망 병목 등 공급측 요인에 주로 기인한 인플레이션 압력이 높아지는 가운데 노동시장의 수급불균형도 물가상승 요인으로 작용

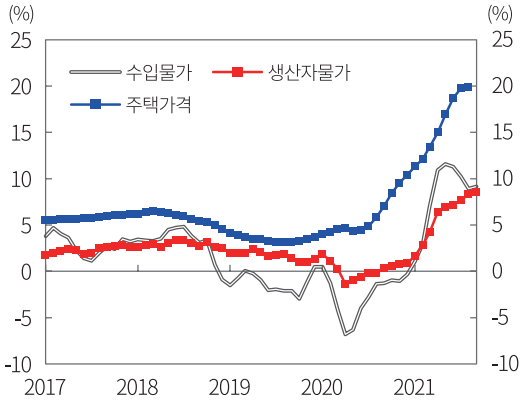
— 수입물가와 생산자물가가 높은 오름세를 기록하고 있으며 주택가격도 가파르게 상승함에 따라 인플레이션 장기화에 대한 우려가 확산

• 부동산 가격 상승은 완화적 금융환경, 정부의 가계소득 보전 및 공급망 교란에 따른 주택공급 차질이 맞물린 데 기인

— 바이러스 감염 우려 등으로 노동 공급이 빠르게 개선되지 않음에 따라 임금 상승률도 확대

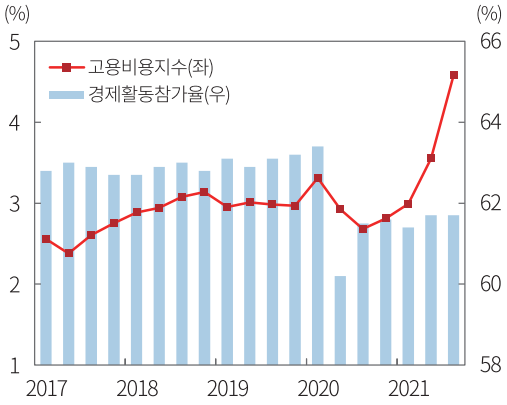
• 2021년 10월 경제활동참가율 61.6%는 팬데믹 이전(2020년 2월)의 63.3%를 크게 하회

〈그림 II-4〉 주요물가[1] 상승률[2]



주 : 1) 생산자물가지수는 최종재 기준, 주택가격은 케이스실러 지수 기준
2) 전년동월대비
자료: FRED

〈그림 II-5〉 고용비용지수 및 경제활동참가율

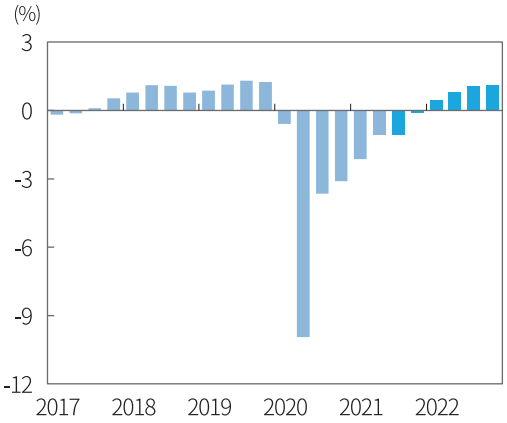


주 : 고용비용지수(Employment Cost Index)는 민간기업 임금·급여 기준 전년동기대비 상승률
자료: FRED

□ GDP갭이 2022년 이후 양(+)으로 전환될 것으로 예상되는 등 실물경제는 꾸준한 회복세를 이어갈 전망

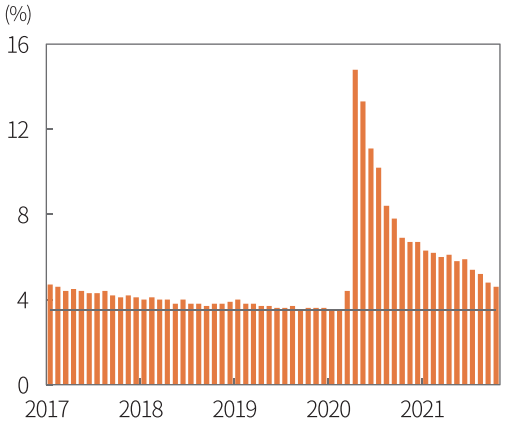
— 고용의 경우 실업률 하락세가 지속되고 있으나 코로나19 이전에 비해서는 여전히 높은 수준

〈그림 II-6〉 GDP갭



주 : 2021년 4분기 이후는 성장 전망치을 이용
자료: 자본시장연구원

〈그림 II-7〉 실업률



주 : 실선은 팬데믹 이전(2020년 2월) 실업률을 나타냄
자료: FRED

3) 통화정책 요인

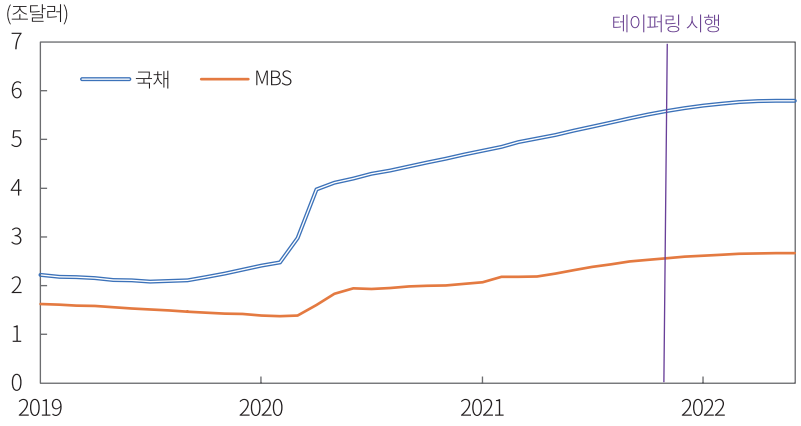
□ 물가상승세가 예상보다 가팔라지는 가운데 경제 회복세가 이어질 것으로 전망됨에 따라 연준은 11월부터 자산매입 축소(테이퍼링)를 시행

— 매입규모를 매월 150억달러씩[41] 축소하되, 경제전망 변화에 따라 2022년 이후 축소규모를 조정 가능

• 현재의 테이퍼링 속도를 유지할 경우 연준의 자산매입은 내년 6월 종료

— 국채 및 MBS 발행 감소, 안전자산 수요 지속 등으로 테이퍼링이 가파른 금리 상승을 유발하지 않을 것으로 전망(이슈-2 참고)

〈그림 II-8〉 연준 보유 국채 및 MBS 추이 및 전망



주 : 2021년 11월 이후 현재의 자산매입 축소 규모가 지속되는 것으로 가정
자료: FRED

□ 연준 위원들의 정책금리 전망치가 꾸준히 상향 조정되고 있는 가운데, 시장의 금리 인상 기대는 이보다 더 높은 모습

— 올해 3월 FOMC 점도표에 따르면 정책금리가 2023년까지 동결될 것으로 전망되었으나, 9월 FOMC 점도표에서는 2022년과 2023년 정책금리 전망치(중간값 기준)가 각각 0.25%, 1.0%로 상향 조정

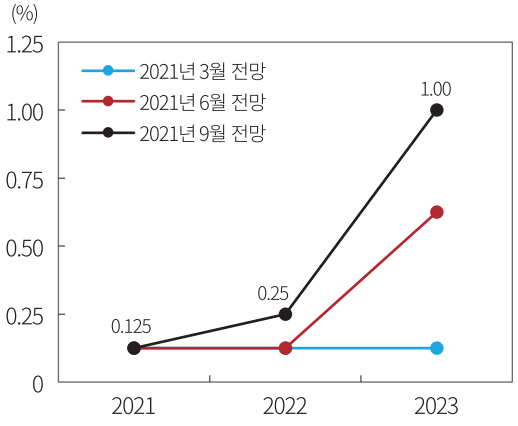
• 12월 FOMC 점도표에서 정책금리 전망치가 추가 상향 조정될 가능성

41) 국채와 MBS 매입규모를 각각 100억달러, 50억달러씩 축소

— 한편 시장은 2022년말까지 정책금리가 2회 이상 인상될 확률을 84%로 평가하며 금리인상이 빠르게 이루어질 것으로 예상

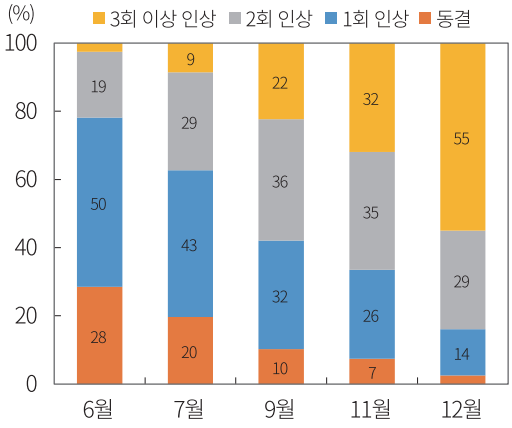
— 연준과 시장의 금리인상 전망은 향후 인플레이션 지표에 크게 영향을 받을 전망

〈그림 II-9〉 FOMC 정책금리 전망치



주 : 매 연말 정책금리 전망치, FOMC 점도표의 중간값 기준
자료: Fed

〈그림 II-10〉 시장의 정책금리 기대



주 : 1) 2022년 각 FOMC 회의에서 현재 정책금리(0~0.25%) 대비 기대되는 금리 인상 횟수
2) 2021년 11월 12일 조회 기준
자료: CME Group

□ 연준은 장기 기대인플레이션의 상승을 유발하지 않는 범위 내에서 정책금리 인상을 인내할 것으로 예상

— 팬데믹 이전 대부분 기간동안 물가상승률이 목표수준 2%를 하회했음을 감안할 때 연준은 완만한 속도로 통화정책 정상화를 진행할 전망

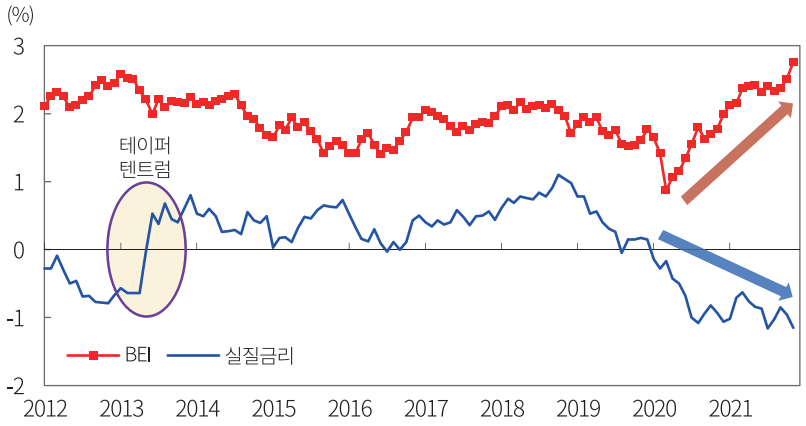
• 2010~2019년중 근원PCE 물가상승률은 연평균 1.6%에 그쳤으며, 2018년을 제외한 모든 해의 물가상승률이 2%를 하회

— 경기회복세에도 불구하고 실질금리가 2020년 중순 이후 크게 낮은 수준을 지속하고 있는데, 이는 향후 완만한 정책금리 인상기대를 반영하고 있는 것으로 판단

• 다만, 경기전망에 대한 불확실성 지속에도 일부 기인

• 2013년 테이퍼 텐트럼 당시 통화정책 정상화 기대가 과도하게 반영됨에 따라 실질금리가 급등하였으나 금번 테이퍼링에서는 실질금리 급등이 나타나지 않을 것으로 예상

〈그림 II-11〉 실질금리 및 BEI



주 : 10년물 기준, 실질금리는 물가연동채권 수익률이며 BEI는 명목채권 수익률에서 물가연동채권 수익률을 차감하여 산출

자료: FRED

4) 2022년 미국 금리 전망

□ 2022년 미국 금리는 완만한 상승세를 나타내는 가운데 국채 10년물 금리는 1.7~2.3% 범위에서 형성될 것으로 전망

— 2022년 이후 공급망 차질이 개선됨에 따라 물가상승 압력이 완화될 것으로 예상

— 연준은 금리인상에 신중한 가운데 성급한 통화정책 정상화 기대를 억제하기 위해 노력할 것으로 전망

— 시장금리는 인플레이션 전개 상황에 따른 금리인상 기대 변화에 크게 영향을 받을 것으로 예상

— 다만 공급망 회복 지연으로 높은 물가오름세가 지속될 경우 금리의 상방리스크가 증대

나. 국내 금리 전망

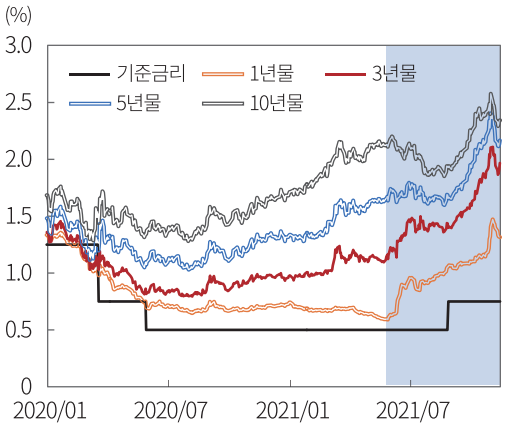
1) 최근 국내 금리 동향

□ 국내 금리는 한국은행의 기준금리 추가 인상 기대가 높아짐에 따라 단기물을 중심으로 큰 폭 상승

— 한국은행은 지난 8월 기준금리를 인상한 가운데 11월 추가 인상을 시사[42)]

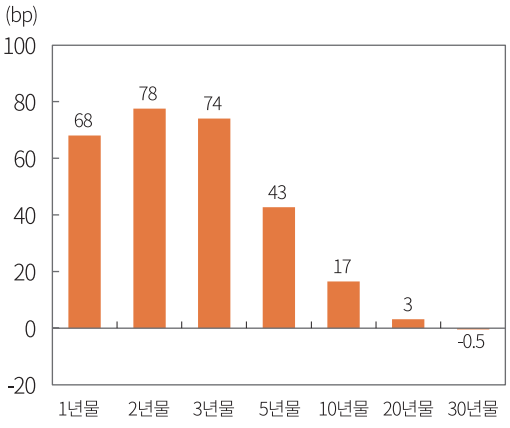
— 특히, 기준금리의 영향을 상대적으로 크게 받는 만기 3년 이하의 국고채 금리가 6월 이후 큰 폭 상승

〈그림 II-12〉 기준금리 및 국고채 금리 추이



주 : 음영으로 표시된 영역은 2021년 6월 이후 기간
자료: 금융투자협회, 한국은행

〈그림 II-13〉 국고채 금리 변동



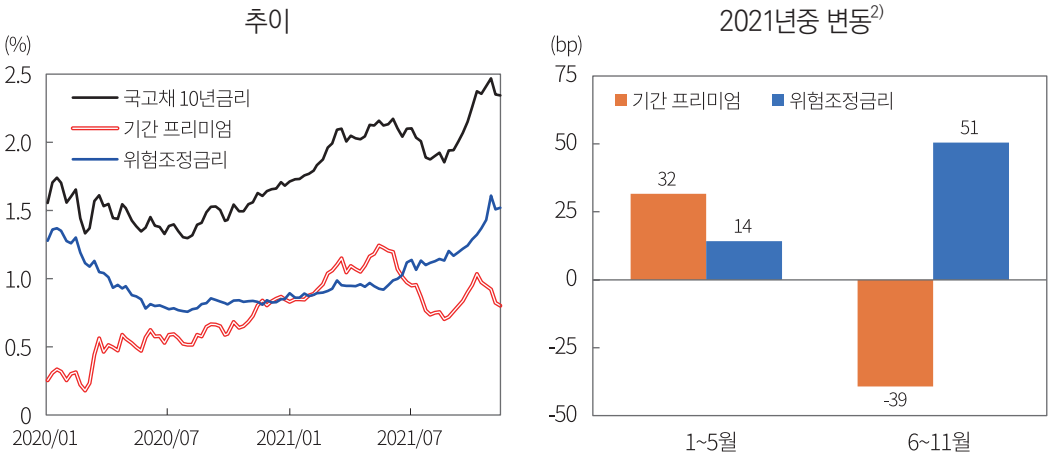
주 : 2021년 6월~11월 12일중 변동폭
자료: 금융투자협회

□ 국고채 10년물 금리의 변동요인을 위험조정금리와 기간 프리미엄으로 분해해보면, 최근의 금리 상승은 금리인상 기대가 높아진 데 기인

— 6월 이후 기간프리미엄이 하락한 데 반해 위험조정금리는 기준금리가 빠르게 인상될 것으로 예상됨에 따라 큰 폭 상승

42) 지난 10월 통화정책방향 결정회의에서 2명의 위원이 기준금리 인상 소수의견을 낸 가운데 회의 후 기자간담회에서 이주열 총재는 경기회복세가 예상에 부합할 경우 11월 기준금리 인상 가능성을 시사

〈그림 II-14〉 국고채 10년물 금리 결정요인 분해[1)]



주 : 1) Adrian et al.(2013) 모형의 기간 프리미엄과 위험조정금리 추정치
2) 11월은 11월 12일 기준
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

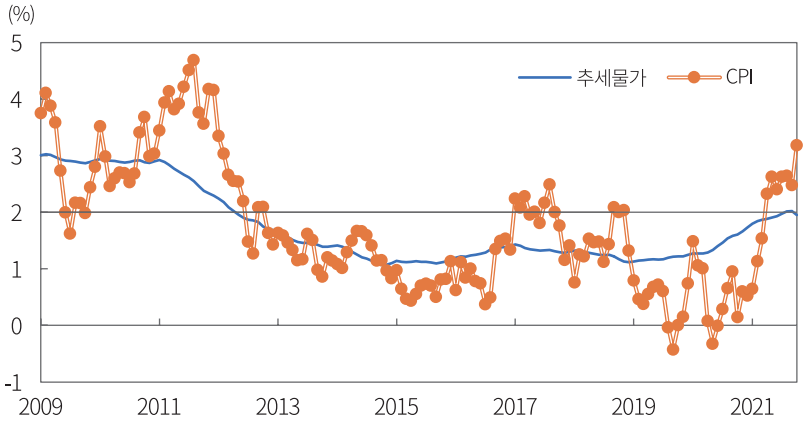
2) 물가 및 성장률 요인

□ 국내 물가의 오름세가 가팔라지는 가운데 추세물가 상승률은 물가안정목표 수준(2%)에 근접

— 원자재 가격 상승 등으로 공급 물가가 높은 오름세를 나타내는 가운데 근원 CPI도 상승세가 확대

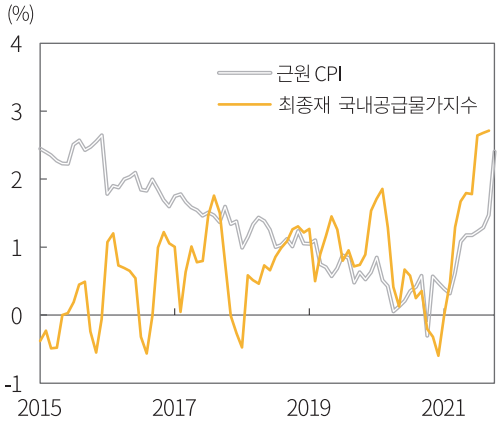
— 물가상승세는 2022년 이후 공급망 회복 등으로 완화될 것으로 예상

〈그림 II-15〉 국내 물가상승률



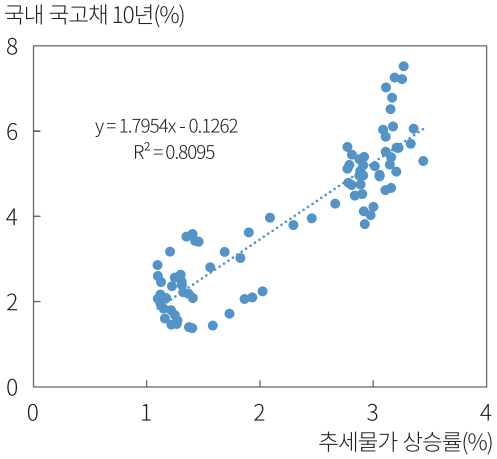
주 : 추세물가 상승률은 CPI를 이용하여 Stock & Watson(2007) 모형을 통해 추정한 장기적 물가 상승률
자료: 한국은행, 자본시장연구원

〈그림 II-16〉 국내 주요 물가지수 상승률



주 : 1) 전년동월대비
2) 근원 CPI는 식료품 및 에너지제외 지수
자료: 한국은행

〈그림 II-17〉 국고채 금리와 추세물가 상승률



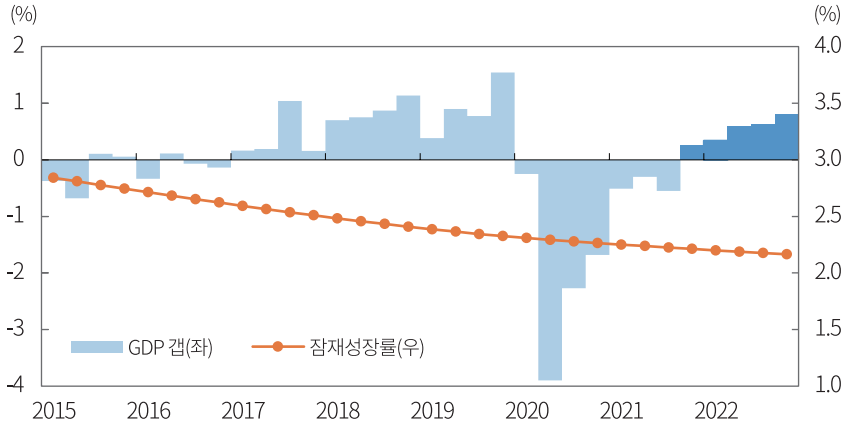
주 : 2000년 4분기~2021년 3분기의 분기별 자료
자료: 금융투자협회, 자본시장연구원

□ 국내경제는 민간소비 개선, 수출 호조 등으로 회복세가 이어질 전망

— 올해 4분기 GDP갭이 양(+)으로 전환된 후 잠재수준을 상회하는 경제성장이 지속될 것으로 예상

• 다만, 잠재성장률은 지속적인 하락세가 진행되는 모습

〈그림 II-18〉 GDP갭 및 잠재성장률



주 : 2021년 4분기 이후는 성장 전망치을 이용
자료: 자본시장연구원

3) 통화정책 및 수급요인

□ 가계부채 누증 및 물가상승 압력 확대에 대응하여 한국은행의 금리인상 기조가 이어질 것으로 전망

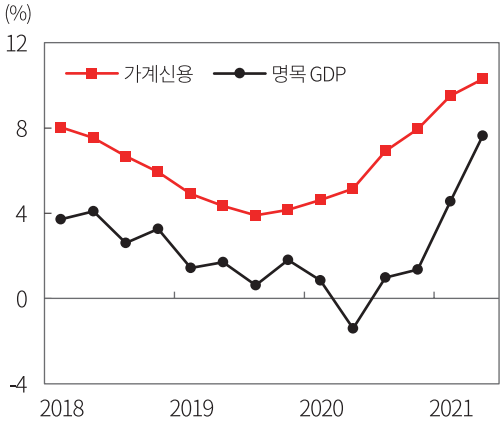
— 2021년 11월에 기준금리를 1회, 이후 2022년중 2회 인상할 것으로 예상

• 2022년에는 공급망 병목현상 완화로 물가상승 압력이 낮아지겠으나, 가계부채 증가는 금리인상 요인으로 작용할 전망

— 한편 통화정책 정상화 기조로 인해 한국은행의 국채매입은 크게 제한적일 것으로 전망

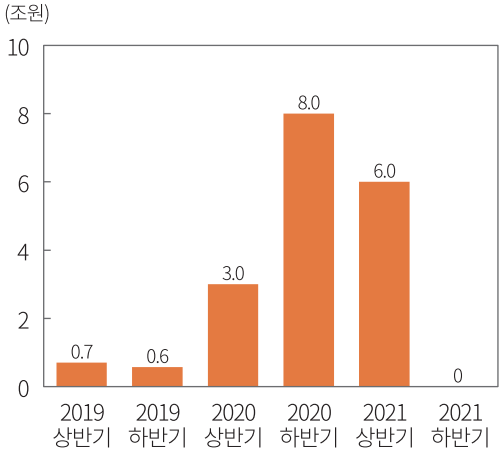
• 대외충격 등으로 금융시장 불안이 크게 확대되는 경우에 한해 국채매입을 시행할 것으로 예상

〈그림 II-19〉 가계신용 및 명목GDP 증가율



주 : 1) 2018년 1분기~2021년 2분기의 분기별 자료
2) 전년동기대비 증가율
자료: 한국은행

〈그림 II-20〉 한국은행 국채매입 추이



주 : 1) 반기별 매입규모
2) 2021년 하반기는 7월~11월 12일 기준
자료: 연합인포맥스

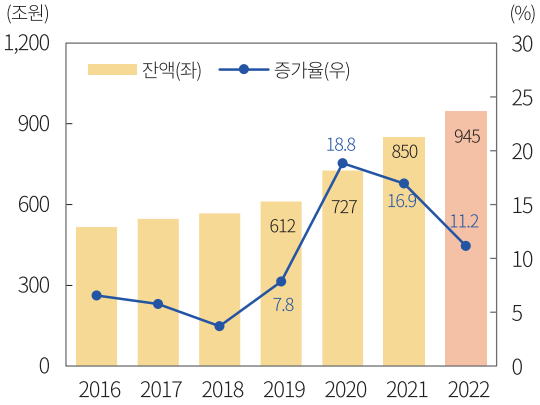
□ 확장적 재정운용으로 국고채 발행량은 2022년에도 팬데믹 이전에 비해 높은 수준을 이어나갈 전망

— 국고채 발행 증가율은 올해보다 둔화되겠으나, 금리상승 기조로 인해 투자수요의 약화가 예상

— 다만 팬데믹 이후 시행되고 있는 규제완화 조치[43]가 예정대로 종료될 경우, 국채 수요 확대요인으로 작용할 전망

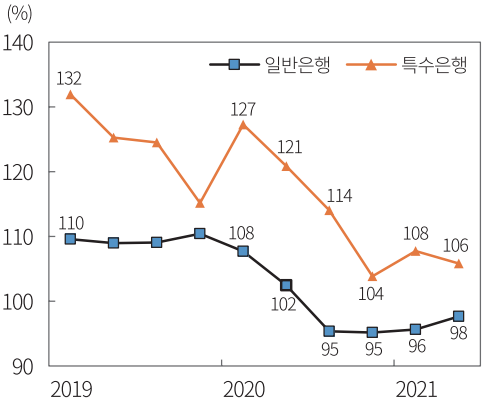
43) 통합 LCR 규제비율 완화조치(100% → 85%)가 2022년 3월말까지 연장되었으며, 차액결제 이행용 담보증권 제공비율 인하조치(70% → 50%)도 2022년 1월말까지 연장

〈그림 II-21〉 국고채 잔액 추이 및 증가율



주 : 1) 연말 기준
2) 2022년은 국고채 발행 계획을 반영
자료: 연합인포맥스, 기획재정부

〈그림 II-22〉 국내은행 LCR 추이



주 : 은행그룹별 합산 기준
자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

4) 2022년 국내 금리 전망

□ 2022년 국내 금리는 올해에 비해 상승세가 둔화될 것으로 예상되는 가운데 국고채 10년물 금리 상단과 하단은 각각 2.6%, 2.2% 수준으로 전망

— 경기개선세가 이어지는 가운데 올해 물가상승률은 목표수준을 소폭 상회하겠으나, 공급측 요인 개선 등으로 2022년 이후 물가상승세가 둔화될 전망

— 대외금리 상승이 시장금리 상승 요인으로 작용하는 가운데, 가계부채의 가파른 증가세가 지속될 경우 내년 기준금리 인상 속도가 빨라질 가능성

— 한편 내년 대선 이후 재정 소요 확대로 국채 발행이 늘어날 경우, 금리 상승 압력이 확대될 위험

2. 주식시장 전망*

가. 2021년 국내 및 미국 주식시장 동향

□ **(국내 주식시장)** 2020년부터 상승세를 이어오던 KOSPI지수는 2021년 하반기부터 S&P500지수와 디커플링되며 정체된 흐름

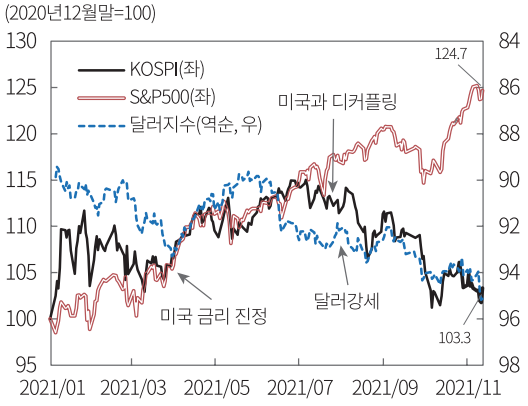
— 메모리 반도체 경기 둔화 우려, 글로벌 공급망 혼란으로 인한 제조업 부진 우려로 인해 KOSPI지수는 하반기부터 미국과 디커플링되며 하향 추세

• 공급망 혼란으로 특히 자동차생산 대수는 3분기중 크게 감소(7월, 8월, 9월 전년동월비 각각 −14%, 1%, −33%)

— 하반기중 미국 통화정책 정상화 우려 및 달러 강세, 중국 성장세 둔화는 KOSPI지수에 부정적인 영향(대외 요인)

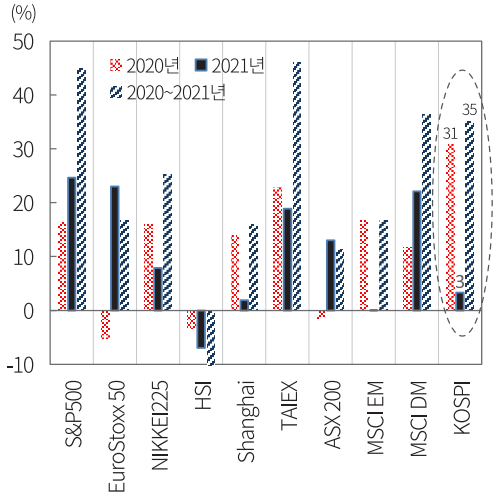
— 하반기 부진에도 불구하고, 2020~2021년 기간 동안 KOSPI지수는 35.1% 상승하였으며 주요 지수 대비하여 양호한 성과

〈그림 II-23〉 2021년 KOSPI지수와 S&P500지수 추이



주 : 2020년말 값을 100으로 표준화
자료: Bloomberg

〈그림 II-24〉 2020~2021년 주요 지수 수익률



주 : 2021년은 11월 12일 종가 기준
자료: Bloomberg

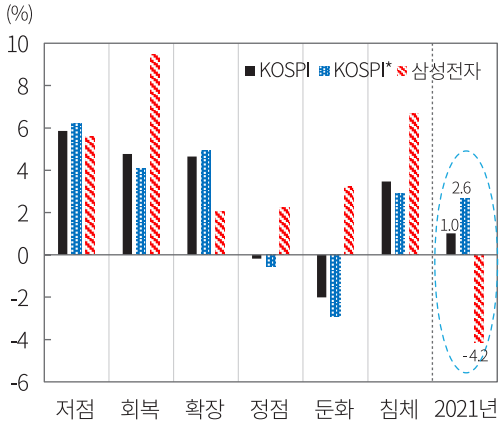
* 거시금융실 선임연구위원 장근혁(geunhyuk@kcmi.re.kr)

□ 2021년 10월까지 KOSPI지수 수익률은 3.4%이지만, 삼성전자를 제외한 KOSPI*(가상지수) 수익률은 8.8%로 양호한 수준

— 과거 회복 국면의 분기 평균 수익률 4.1%보다 작지만, 2021년 KOSPI*의 분기 평균 환산 수익률은 2.6%로 KOSPI의 1%보다 높은 수준[44)]

• 삼성전자 주가 흐름이 부진하였지만, KOSPI*는 과거 정도의 성과를 나타내고 있다고 평가 가능

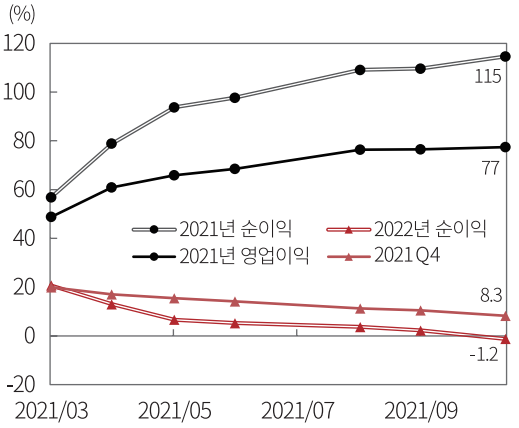
〈그림 II-25〉 경기국면별 수익률



주 : 1) 분기 수익률의 국면별 평균(2001~2019년)
2) KOSPI*는 삼성전자를 제외하여 산출한 가상지수
3) 2021년은 10월까지 수익률을 분기 수익률로 환산

자료: DataGuide, 자본시장연구원

〈그림 II-26〉 KOSPI지수 구성 기업들의 이익 증가율(전년대비) 전망 추이



주 : 가로축은 전망 시기

자료: DataGuide

□ KOSPI지수 구성 기업들의 2021년 이익 전망치는 상반기중 크게 상향되었지만, 하반기부터 정체된 흐름

— 2021년 이익은 크게 증가하였지만, 상대적으로 2022년 이익 증가율 전망은 하향 추세(〈그림 Ⅱ-26〉)

44) 경기 국면의 구분은 『경제 및 자본시장 전망(2018년 하반기)』 참고, 경기가 반등하는 저점 국면 직전(침체 국면 후기)부터 주식시장은 상승세로 전환

- 2021년 1~3분기 KOSPI 구성 기업들의 순이익은 크게 증가(금융업을 제외하고 전년동기대비 +166%, 한국거래소(2021))
- 코로나19 감염확산으로 인한 피해가 적고, 글로벌 공급망 혼란으로 인한 반사이익도 있었지만, 향후 추가적인 실적 개선에 대한 우려가 존재

□ **(국내 주식시장 요인분석)** 중국 경기의 둔화는 2021년 3분기 KOSPI지수 하락의 주요 요인으로 추정되며 금융시장 요인도 KOSPI지수 하락에 일부 영향

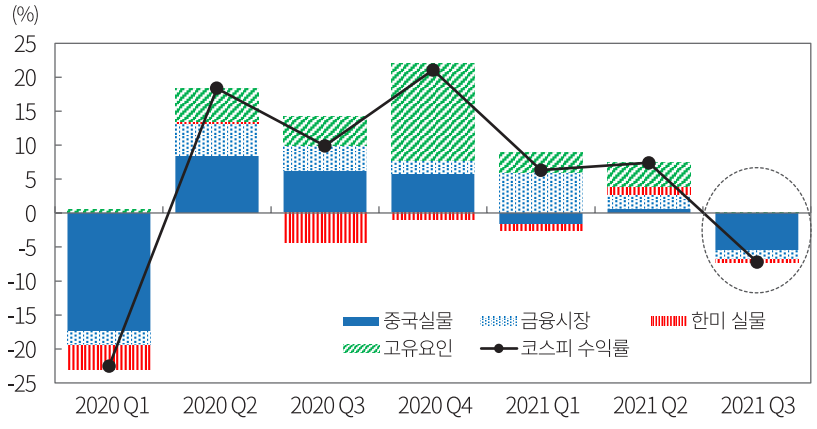
— KOSPI지수는 중국 실물경제와 S&P500지수의 영향을 주로 받음(장근혁·노산하(2020),『경제 및 자본시장 전망(2020년 하반기)』 참고)

— 코로나19 이후 KOSPI지수 반등시기에 상승 요인으로 작용했던 KOSPI지수 고유요인은 2021년 3분기에는 제로(0) 수준

- 개인투자자들의 참여도나 주식시장의 역동성도 하반기에 정체된 흐름: 신용융자 및 고객예탁금 규모가 정체되고, 거래대금도 크게 감소
- 달러강세는 KOSPI지수 수익률에 부정적인 요인으로 작용

㈜ '고유요인'은 실물경제 및 금융시장 요인을 제외한 KOSPI지수 고유의 여건(예를 들면, 국내 코로나 상황이나 개인투자자 수급 등)을 반영(그래프에서 초록색 빗금)

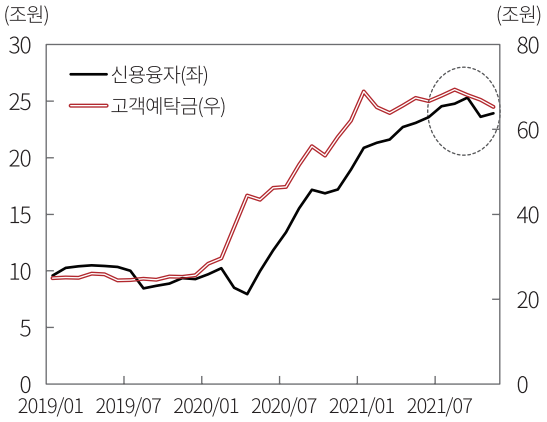
〈그림 II-27〉 2020~2021년 KOSPI 수익률에 대한 역사적 요인분석



주 : 1) 실물경기요인과 금융시장 요인들을 사용한 VAR 모형을 적용
2) 실물경기요인으로 각국의 CAI(Current Activity Indicator)를 사용
3) 금융시장 요인은 미국 S&P500수익률과 코스피 시장 외국인순매수금액 사용
4) VAR 모형은 『경제 및 자본시장 전망(2020년 하반기)』 및 장근혁·노산하(2020) 참고

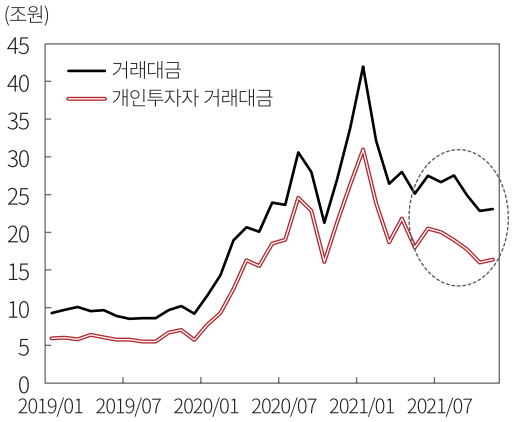
자료: Bloomberg, Data Guide, 자본시장연구원

〈그림 II-28〉 국내 주식시장 신용융자와 고객예탁금 추이



주 : KOSPI와 KOSDAQ 시장 합산
자료: DataGuide

〈그림 II-29〉 국내 주식시장 거래대금 추이



주 : KOSPI와 KOSDAQ 시장 합산
자료: DataGuide

□ **(미국 주식시장)** 미국 금리 상승과 통화정책 정상화 우려에도 S&P500지수는 양호한 기업 실적과 경제 정상화 기대로 2021년에도 꾸준히 상승세를 유지

— 1분기중 금리가 상승하는 시기에 기술주들의 조정이 있었지만, 가치주들의 호조로 S&P500지수는 상승추세를 유지

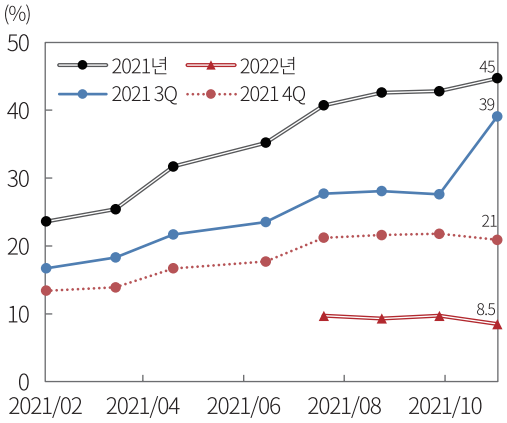
— 3분기중 물가 및 성장세 둔화(QoQ 성장률: 연율 2%) 우려로 일부 조정이 있었지만, 양호한 기업실적을 기반으로 S&P500지수는 상승추세를 유지

— S&P500지수 구성 기업들의 2021년 3분기 순이익은 당초 예상보다 크게 증가(전년동기대비 39%)하였으며 2022년 이익 증가율 전망도 8%대를 유지

— 공급망 병목으로 인해 제조업 PMI는 정체되었지만, 비제조업(서비스업) PMI는 상승(높은) 추세를 유지하며 주식시장에 긍정적으로 작용

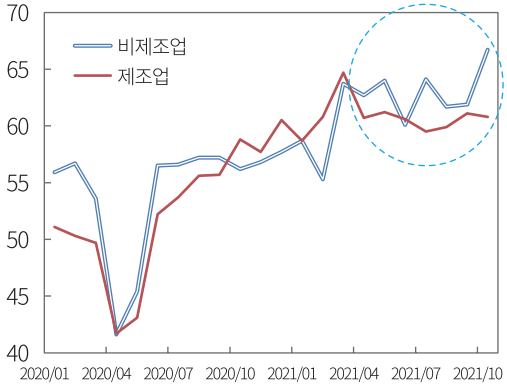
• 제조업 PMI는 하락하였어도 50 이상의 확장 구간

〈그림 II-30〉 S&P500 지수 구성 기업들의 순이익 증가율(전년대비) 전망 추이



주 : 가로축은 전망 시기
자료: Factset Earning Insight

〈그림 II-31〉 미국 ISM PMI 추이



자료: Bloomberg

나. 2022년 미국 및 국내 주식시장 전망

□ **(미국 주식시장)** 2022년 미국 경기는 확장 국면을 이어가며 기업 이익의 증가가 예상되는 가운데, 주식시장은 상승세를 유지할 전망(연말 S&P500지수 4,800~5,100pt)

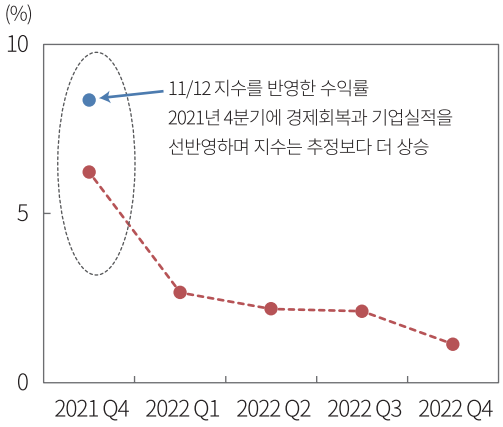
— 미국 물가 및 금리가 점차 안정되고 공급망 병목 현상도 점차 해소될 것으로 예상(Box2, 이슈-1, 이슈-2 참고)

— 주식시장의 위험요인으로 높은 밸류에이션(PER)이 지적되었지만(FED(2021a)), 양호한 기업 실적 및 경제 성장률과 함께 안정된 금리는 주식시장에 우호적인 상황으로 예상

- 11월 현재 S&P500지수의 EPS(주당순이익) 전망은 지난 5월 대비 증가하였으며(2021년, 2022년 전망치가 각각 10%, 8% 증가) 금리 또한 1.5% 수준을 유지하며 지수 상승에 우호적인 상황
- 예상 주가 및 EPS를 반영한 선행PER는 21.4(실질금리, 기대물가, 성장률, VIX로 선행PER를 추정하면 20.1)

— 다만 2021년말 과도한 지수 상승은 2022년중 조정요인으로 작용 가능하며 추가 상승을 제한할 가능성

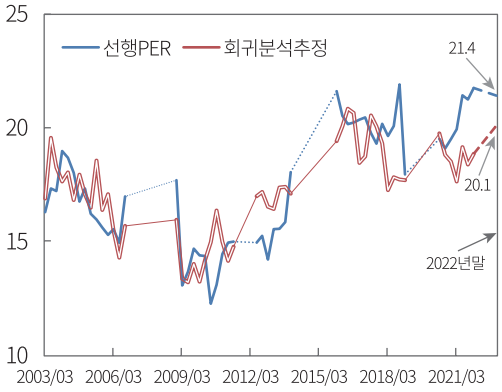
〈그림 II-32〉 성장률을 반영한 S&P500지수 수익률 추정



주 : 1) VAR 모형 사용하여 10월부터 forecasting
2) 미국, 중국, 한국의 실물경제 전망치를 반영
3) 『경제 및 자본시장 전망(2020년 하반기)』 및 장근혁·노산하(2020) 참고

자료: Bloomberg, DataGuide, 자본시장연구원

〈그림 II-33〉 선행PER와 추정값 비교



주 : 1) 종속변수로 1/선행PER, 설명변수로 실질금리, 기대물가, 성장률(잠재, 평균 성장률), VIX 등을 사용하여 회귀분석
2) 현재 상황을 반영하기 위하여 실제 1년 후의 EPS가 증가했던 분기만을 사용

자료: S&P, Bloomberg, 자본시장연구원

□ **(국내 주식시장)** 2022년 국내 경기는 확장 국면을 이어가며 KOSPI지수도 상승세를 보일 전망(연말 KOSPI지수 3,050~3,350pt)

— 미국 물가 및 금리가 점차 안정되고 공급망 병목 현상도 점차 해소될 것으로 예상되며, KOSPI지수도 반등할 것으로 전망(Box2, 이슈-1, 이슈-2 참고)

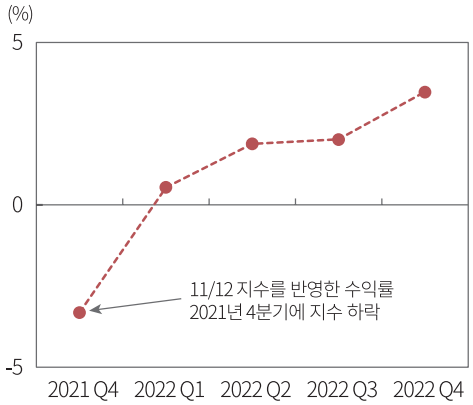
• 지수는 2021년 하반기 조정을 거치고 2022년은 상승세로 전환될 전망

— 중국 경기둔화 우려는 상당 부분 시장에 반영되었으며, 중장기적으로 크게 악화될 가능성은 적을 것으로 예상(Box3 참고)

— 2011년부터 유지되고 있는 국내 주식시장의 미국 대비 부진한 성과는 국내 성장세의 상대적인 둔화와 연관(〈그림 Ⅱ-35〉 참고)

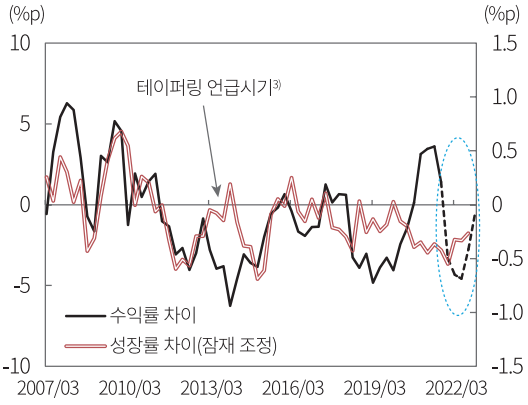
- 코로나19 이후, S&P500지수 대비하여 KOSPI지수는 과거 추세를 넘는 호조를 보였지만, 2021년 하반기에 다시 과거와 같은 추세로 회귀
- 2022년중 KOSPI지수의 상대수익률(S&P500지수 대비)은 다시 반등할 것으로 예상

〈그림 II-34〉 성장률을 반영한 KOSPI지수 수익률 추정



주 : 1) VAR 모형 사용하여 10월부터 forecasting
2) 미국, 중국, 한국의 실물경제 전망치를 반영
3) 『경제 및 자본시장 전망(2020년 하반기)』 및 장근혁·노산하(2020) 참고
자료: Bloomberg, DataGuide, 자본시장연구원

〈그림 II-35〉 KOSPI의 S&P500 대비 초과수익률[1] 과 한미 성장률[2] 차이



주 : 1) 분기 수익률을 4분기 이동평균이며 각국의 CPI로 조정하여 실질 수익률로 환산
2) 분기 성장률의 4분기 이동평균이며 각국의 잠재성장률로 조정, 1분기 후행
3) 버냉키 미연준 의장이 테이퍼링을 언급하고 금융시장이 불안했던 시기
4) 그래프 점선은 전망치를 반영
자료: Bloomberg, Datastream, 자본시장연구원

□ 주식시장 전망 위험요인

— 인플레이션 위험 증가나 미 연준의 빠른 긴축 등으로 인해 금리가 빠르게 상승할 경우 미국 등 글로벌 주식시장 조정 위험이 확대

- 연준은 금융안정보고서를 통해 S&P500지수의 Earnings-to-Price Ratio(PER의 역수)와 금리(미국 10년)간 차이가 작음을 지적(FED(2021a))
- 달러지수는 KOSPI지수의 상대수익률(〈그림 Ⅱ-35〉)과 음의 상관성을 보이며, 미국 금리 상승에 따른 달러강세는 국내 주식시장의 조정 요인

— 코로나19 상황 악화나 공급망 병목 현상이 지속되면서 국내 또는 글로벌 경제 회복이 지연된다면, 국내 주식시장 조정 요인으로 작용

• 원자재 가격 상승이나 각종 비용 증가도 국내 기업에 부정적인 영향

— 미·중 갈등은 양 국가에 대한 의존도가 큰 국내 경제 및 주식시장에 부정적인 영향

• 2018~2019년 미·중 무역분쟁 악화시기에 특히 국내 경제와 주식시장은 주요국 대비 큰 영향을 받았음

3. 원달러 환율 전망*

가. 원달러 환율 동향

□ 2021년 원달러 환율은 달러강세 시기에 상승하면서 주요 통화 대비 약세

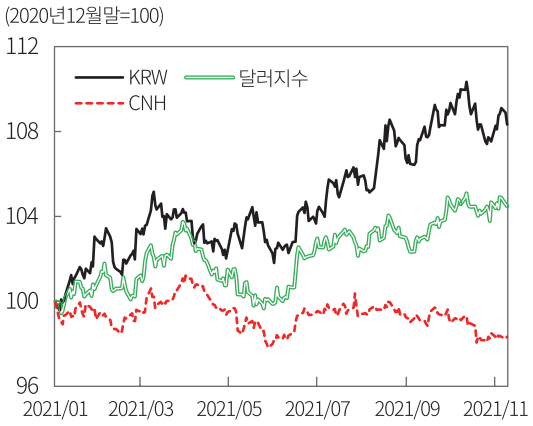
— 2분기 달러강세가 진정되었던 시기 중에도 원달러 환율은 횡보하였으며, 3분기 중 달러강세 재개와 함께 원달러 환율은 1,190원대까지 상승

— 2021년 원달러 환율은 위안화(CNH) 환율과도 디커플링되면서 주요 통화대비 약세를 시현

• 미국의 긴축시기 중 금융시장 안정을 위한 중국의 위안화 환율 관리 영향도 있을 것으로 추정

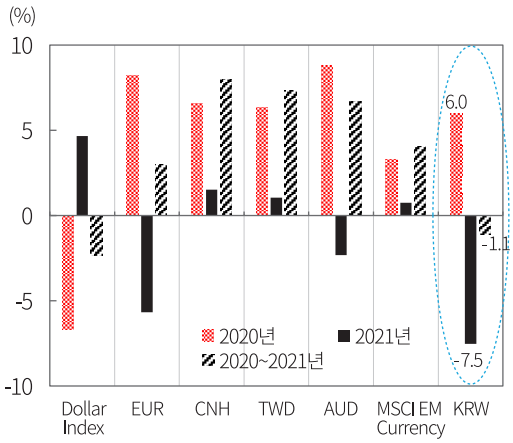
* 거시금융실 선임연구위원 장근혁(geunhyuk@kcmi.re.kr)

〈그림 II-36〉 2021년 원달러 환율 추이



주 : 2020년말 값을 100으로 표준화
자료: Bloomberg

〈그림 II-37〉 2021년 주요 통화 절상률



주 : 1) 2021년은 10월 29일 환율 기준,
2) 음수는 해당 통화 약세를 의미
자료: Bloomberg

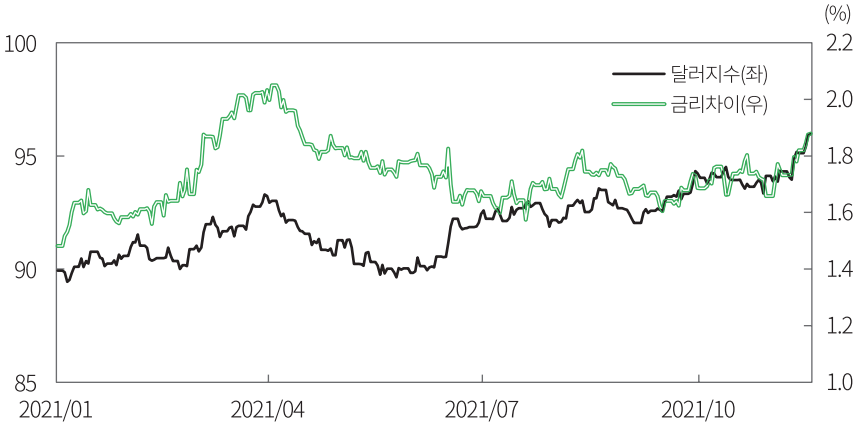
□ **(달러지수)** 2021년 주요국 대비 미국의 경제회복과 금리 상승이 빨라지면서 달러강세 흐름이 지속

— 2분기중 달러강세가 진정되었지만, 3분기부터 달러강세가 지속되면서 달러지수가 96까지 상승

— 최근 들어(10월) 통화정책 전망에 따라 미국 및 독일 간 금리(10년 국채) 차이가 확대되면서 달러지수가 상승(달러강세)

• 미국은 경제가 개선되고 테이퍼링 등 긴축을 준비하는 단계인 반면, 유럽 등 다른 선진국들은 경제회복의 지연으로 인해 완화적 통화정책을 유지

〈그림 II-38〉 달러지수와 미국 및 독일 간 금리차이



주 : 금리차이는 10년 만기 미국국채금리 - 독일국채금리
자료: Bloomberg

나. 원달러 환율 변화의 주요 요인

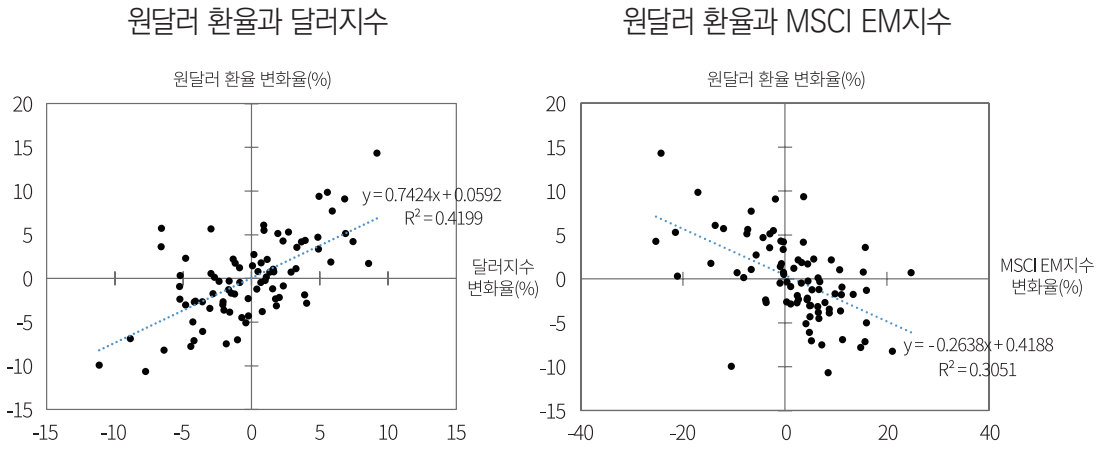
□ 원달러 환율 변화는 달러지수 및 글로벌 위험선호도에 의해 주로 결정

— 원달러 환율은 달러지수와 같이 동반 등락하는 경향

— 원달러 환율은 글로벌 금융시장의 위험선호도가 증가하면 하락하고, 위험회피도가 증가하면 하는 상승하는 경향

• MSCI EM지수 상승(하락)에 따라 위험선호도(위험회피도) 증가를 반영

〈그림 II-39〉 원달러 환율 변화의 주요 요인

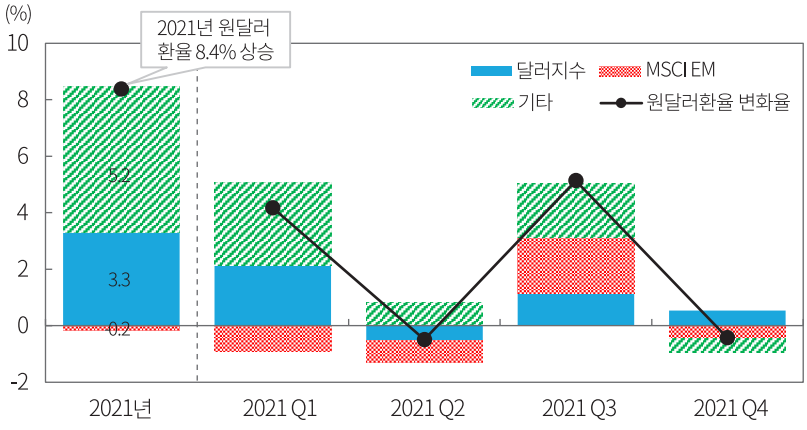


주 : 2001년 1분기~2021년 3분기, 분기 변화율
자료: Bloomberg

□ 2021년 원달러 환율 변화요인을 분석해 보면, 달러지수(+3.3%)나 MSCI EM지수(-0.2%) 외에 기타요인(+5.2%)의 비중이 증가

주) 원달러 환율을 종속변수로, 달러지수와 MSCI EM지수를 설명변수로 설정하고 회귀분석을 시행하여(2011년~2021년, 분기 변화율 이용), 2021년 원달러 환율 변화요인을 분해하였으며, 기타요인은 회귀분석의 잔차항을 의미

〈그림 II-40〉 2021년 원달러 환율 변화에 대한 요인 분해



주 : 2021년 4분기는 11월 12일 종가 반영
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

— 수출 증가는 꾸준하지만, 원자재(원유)가격 상승 등으로 인한 수입도 증가하면서 무역수지 흑자폭은 감소

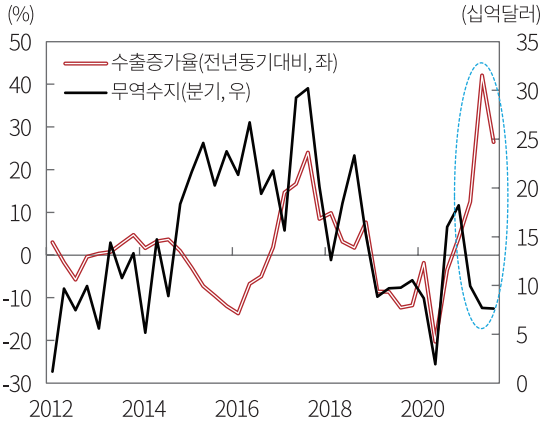
• 글로벌 공급망 혼란도 원달러 환율 상승 요인(제조업 중심의 국내 경제)

— 외국인 주식 매도나 국내 투자자의 해외자산(해외주식 등) 투자 증가도 기타요인에 영향을 주었을 것으로 추정

• 외국인의 국내 채권매수는 꾸준히 유지되고 있지만, 외국인 채권자금은 원달러 환율(또는 기타요인)과 상관성이 낮음(〈표 Ⅱ-1〉 + 부호)

• 원달러 환율(또는 기타요인)은 외국인 주식 자금과 음의 상관관계(〈표 Ⅱ-1〉 - 부호)를 나타내며 외국인의 주식 매도는 원달러 환율 상승 요인

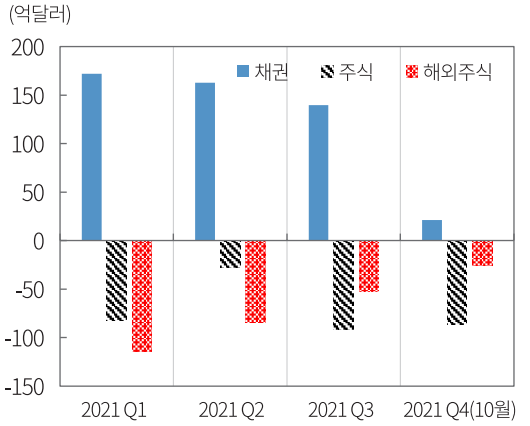
〈그림 Ⅱ-41〉 수출증가율과 무역수지



주 : 무역수지는 분기별 수출에서 수입을 차감(통관기준)

자료: 한국은행

〈그림 Ⅱ-42〉 2021년 증권자금 유출입



주 : 1) 주식, 채권은 외국인 순매수 금액, 해외주식은 국내 투자자의 해외주식 순매수 금액으로 순매수를 음(-)의 방향으로 표시

2) 월평균 환율로 달러로 환산,

자료: 금융감독원, DataGuide, 예탁결제원

〈표 Ⅱ-1〉 원달러 환율 변화와 외국인 증권자금 간 상관관계[1)]

	주식순매수	채권순매수
환율 변화율	-0.47	0.07
기타요인[2)]	-0.15	0.09

주 : 1) 상관관계는 2011년~2020년 기간 분기자료로 계산

2) 〈그림 Ⅱ-40〉의 기타요인을 의미

자료: Bloomberg, 금융감독원, DataGuide, 자본시장연구원

다. 2022년 원달러 환율 전망

□ 원달러 환율은 달러강세로 인해 2022년 상반기까지 높은 수준에 머물겠지만, 지속적인 수출 호조와 국내 성장세 개선 영향으로 하반기부터 하향 안정화 전망

— 2022년은 수출 증가와 함께 국내 경제는 확장국면을 이어갈 것으로 예상하지만, 달러지수가 원달러 환율의 중요 요인으로 작용할 전망

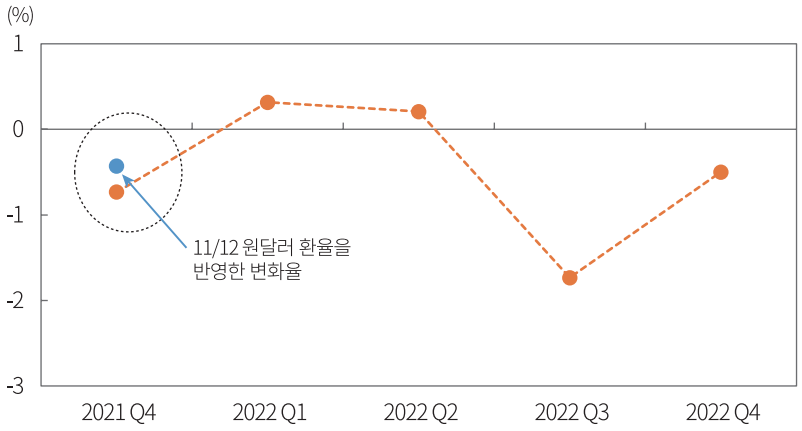
— 하반기부터 미국 물가 및 금리가 안정되고, 달러지수는 점차 하락할 것으로 예상

• 공급망 병목 현상이 점차 해소될 것으로 예상되며, 이는 원달러 환율 하락 요인으로 작용할 전망

— 2022년말 원달러 환율은 1,160원(하반기 범위 1,140원~1,180원) 수준 전망

• 상반기까지 달러지수에 따라 원달러 환율은 높은 수준을 유지할 것으로 예상(달러지수가 97을 넘으면 1,200원대까지 상승 가능)

〈그림 II-43〉 2022년 성장률을 반영한 원달러 환율 변화율 추정

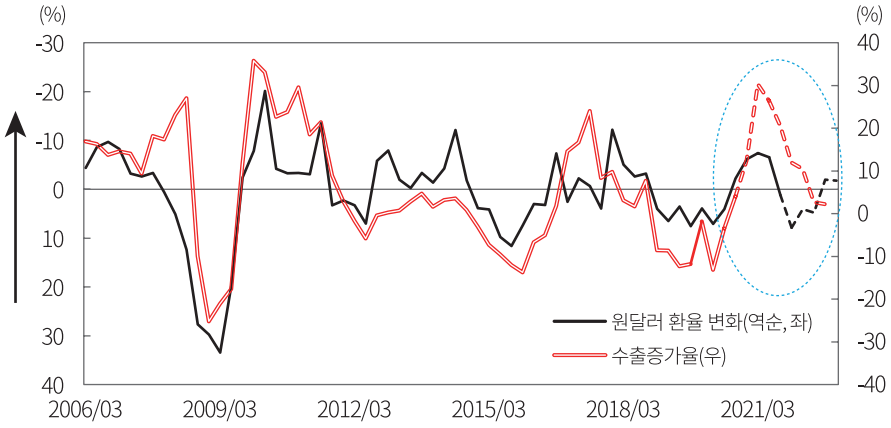


주 : 1) VAR 모형 사용하여 2021년 4분기부터 forecasting, 달러지수와 함께 중국, 한국의 실물경제 전망치를 반영

2) 『경제 및 자본시장 전망(2020년 하반기)』 참고

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 II-44〉 원달러 환율 변화율[1]과 수출 증가율[2] 추이



주 : 1) 전년대비 원달러 환율 변화율
2) 전년동기대비 증가율(1분기 후행), 2020년 2분기 수출은 1, 2분기 평균으로 반영(smoothing)
3) 점선은 전망치를 반영하여 표시, 화살표는 원화 강세 방향을 표시

자료: Bloomberg, 무역협회

— (위험요인) 인플레이션 위험 증가, 코로나19 상황 악화나 미·중 갈등 심화는 원달러 환율 상승 요인으로 작용

- 인플레이션 위험 증가에 따른 미 연준의 빠른 긴축은 달러지수 상승 및 위험회피 강화로 연결되며 원달러 환율 상승 요인으로 작용
- 코로나19 상황 악화로 국내 또는 글로벌 경제 회복이 지연되고, 공급망 혼란이 지속된다면, 수출 감소와 함께 국내 성장률도 하락
- 미·중 갈등은 양 국가의 영향도가 큰 국내 경제에 부정적인 영향

Ⅲ. 이슈 분석

1. 이슈-1: 최근 글로벌 인플레이션 여건과 평가
2. 이슈-2: 경제여건 및 수급요인에 기초한 금리 상승 가능성 평가

Ⅲ. 이슈 분석

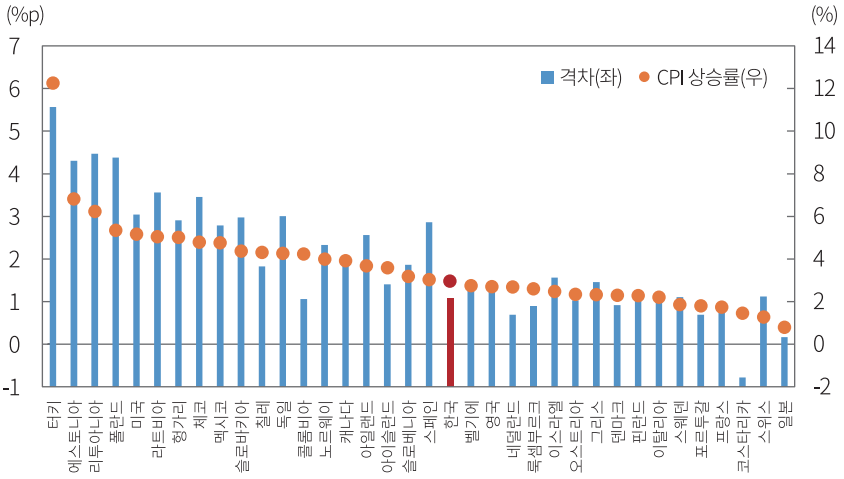
1. 이슈-1: 최근 글로벌 인플레이션 여건과 평가*

가. 검토 배경

□ 금년 들어 주요국의 물가상승률이 예년보다 한층 높은 수준을 나타내면서 인플레이션에 대한 우려가 증대

— OECD 국가들의 소비자물가 상승률은 예년 수준을 평균 2%p(1~9월 누적 상승률 기준) 상회

〈그림 Ⅲ-1〉 OECD 국가의 소비자물가 상승률과 예년대비 격차



주 : 1) 1~9월중 상승률(누적) 기준, 예년은 2010~2019년중 1~9월 누적 상승률 평균
2) 점선은 전체 OECD 국가의 격차 평균, 분기별로 공표하는 호주와 뉴질랜드는 제외

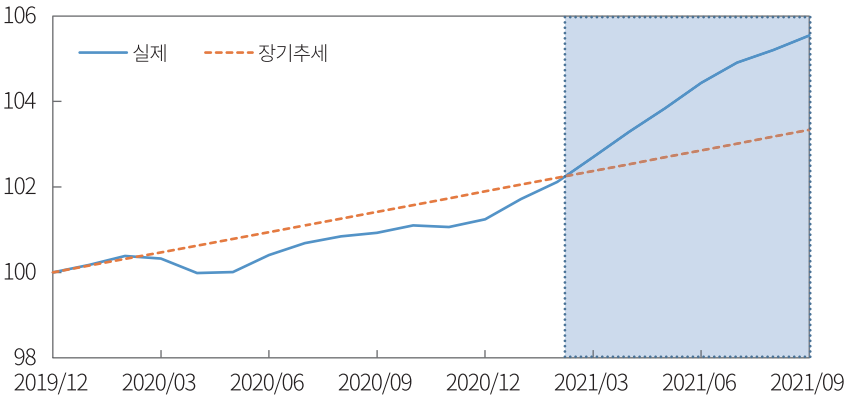
자료: OECD, 자본시장연구원

— 주요국의 소비자물가(OECD 평균 기준)는 리플레이션을 넘어서는 수준의 상승세를 지속

• 코로나19 확산 이전 장기추세와 비교할 때 최근 OECD 국가들의 소비자물가 지수는 추세 수준을 상회

* 거시금융실 연구위원 장보성(bjang@kcmi.re.kr)

〈그림 Ⅲ-2〉 OECD국가의 추세 물가와 실제 물가 지수



주 : 장기추세는 2010~2019년중 평균 상승률을 적용하여 산출한 지수
자료: OECD, 자본시장연구원

□ 글로벌 인플레이션은 국내 물가와 주요국의 통화정책 방향에 상당한 영향을 줄 것으로 전망되므로 최근 여건과 전개 상황에 대해 종합적으로 점검해 볼 필요

— 우리나라의 소비자물가는 4월 이후 2.5%(전년동기대비 기준) 내외의 상승률을 지속하다가 10월에는 3.2%까지 상승

• 한국은행은 금년 8월 금융안정과 물가상승에 대응하여 기준금리를 인상하였고, 11월에 추가 인상이 유력한 상황

— 미국은 최근 5% 이상의 물가상승률이 이어지고 있는데 시장에서는 정책금리의 조기인상 가능성이 상당히 높아진 것으로 평가

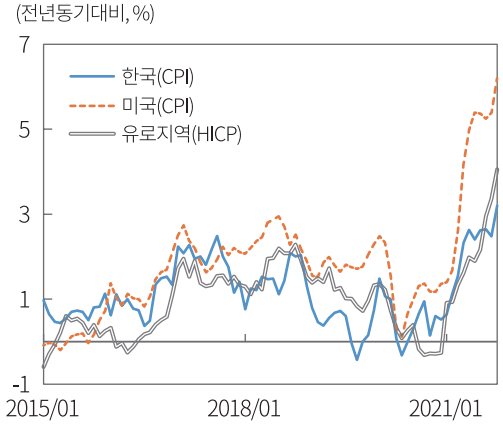
• 노르웨이와 뉴질랜드 중앙은행은 각각 9월 및 10월에 정책금리를 인상하였으며, 영란은행[45]과 캐나다 중앙은행 등도 당초 예상보다 앞당겨 정책금리를 인상할 것으로 전망

• 다만, ECB의 경우 내년에는 유로지역 내 인플레이션 압력이 약화될 것으로 보고 현재의 완화 기조를 유지한다는 입장[46]

45) 8월 『Monetary Policy Report』에서 통화정책위원회(MPC)의 정책금리 예상치(MPC's Bank Rate Projection)가 상향 조정되는 한편, 9월 통화정책 결정회의에서 그러한 상향 조정에 대한 근거가 강해지고 있다고 평가

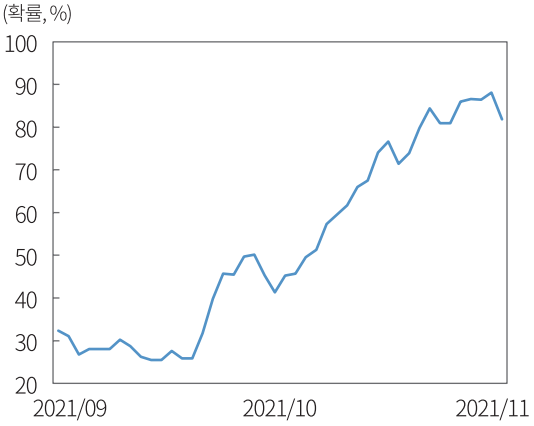
46) Lagarde 총재는 유럽 의회 청문회에서 이러한 정책방향을 제시(2021.11.15)

〈그림 Ⅲ-3〉 한국, 미국, 유로지역 물가상승률



자료: 한국은행, FRED, Eurostat

〈그림 Ⅲ-4〉 2022년 4분기 이전 미 연준의 정책금리 인상 확률

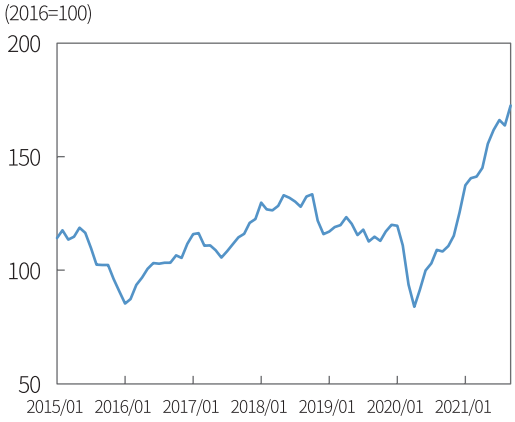


주 : 2022년 9월 Fed funds rate이 0.25% 이상일 확률(Fed fund futures 내재 확률) 기준
자료: CME Group

나. 글로벌 물가 여건

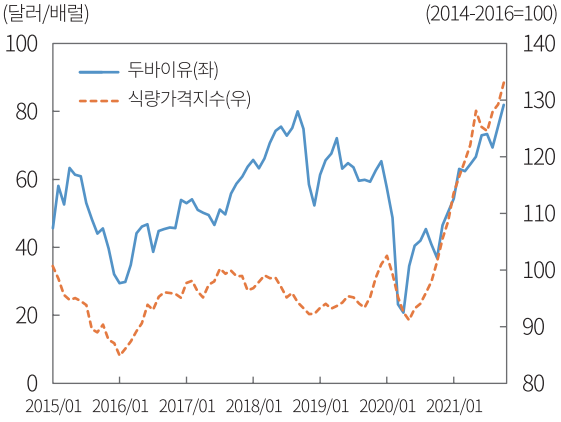
□ 각국의 경기 상황이 호전됨에 따라 수요 회복이 뚜렷해진 상황에서 공급 병목이 지속되면서 주요 국제원자재 가격이 크게 상승

〈그림 Ⅲ-5〉 IMF 국제원자재가격 지수



자료: IMF

〈그림 Ⅲ-6〉 국제유가 및 식량가격지수



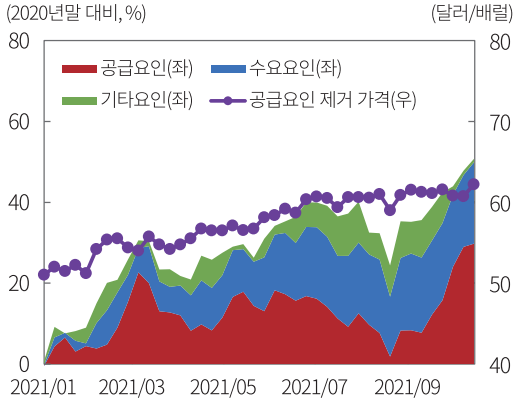
자료: Bloomberg, FAO

— 생산 및 유통 여건 악화로 공급이 제약되면서 국제원자재 가격 상승에 큰 영향

• 국제유가는 수요 증가가 상승세를 견인하는 가운데 생산량 조정 및 자연재해 등 공급 측면[47]의 영향도 상당 부분 작용

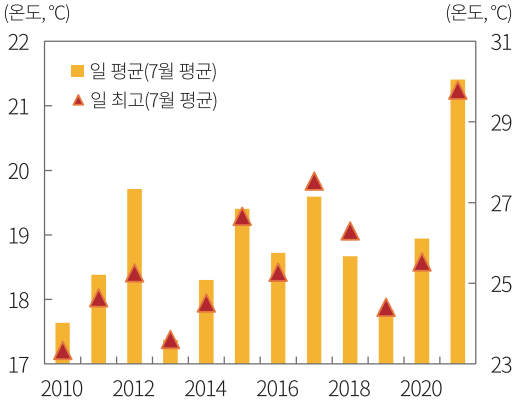
• 국제식품 가격은 물류 적체, 주요 생산국의 기상 악화[48] 등의 영향으로 곡물 가격을 중심으로 상승

〈그림 Ⅲ-7〉 국제유가 상승 요인



주 : 선 그래프는 공급요인 제거 시 유가 추정치
자료: New York Fed, 자본시장연구원

〈그림 Ⅲ-8〉 캐나다 주요 농업지역의 기온



주 : 최대 생산지역인 Saskatchewan주 7월 기온
자료: Government of Canada

□ 글로벌 물동량이 증가한 상황에서 운송 지연 등이 겹치면서 외항화물 운임이 크게 증가

— 수에즈 운하 폐쇄, 주요 항만[49]의 방역조치 및 자연재해 등으로 하역, 선박 회항, 컨테이너 반출·회수[50]가 크게 지연됨에 따라 운임(컨테이너 운임 종합지수 기준)이 2020년말 대비 2배 이상 수준으로 상승

47) OPEC의 감산 등으로 상반기중 세계 원유생산은 약 4%(전년동기대비) 감소하는 한편, 하반기에는 허리케인 아이다의 여파로 미 멕시코만 지역의 생산에 차질이 발생. 공급 교란 요인이 존재하지 않았을 경우 국제유가는 배럴당 60달러 초반(브렌트유, 10월 3주 기준) 수준이었을 것으로 추정

48) 미국, 캐나다, 러시아는 가뭄 및 이상 고온 영향으로 밀 등 주요 곡물 생산에 차질 발생

49) 닝보-저우산항 폐쇄(8월 방역조치, 9월 태풍), 상하이항 폐쇄(9월 태풍) 등

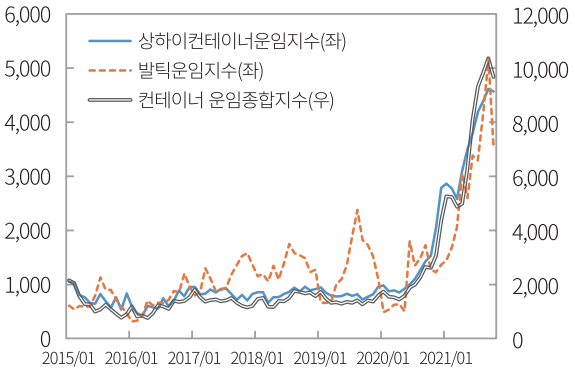
50) 미국의 경우 육상 운송(트럭·철도) 부문의 인력 및 인프라 부족으로 입항된 화물이 신속히 반출되지 않아 주요 항구 내 화물 적체와 컨테이너 회수 지연이 심화

〈표 Ⅲ-1〉 주요 항만의 컨테이너 물동량

	1~8월 누계(천 TEU)		증감률 (%)
	2021년	2022년	
상하이항	27,800	30,960	11.4
싱가포르항	24,028	25,037	4.2
닝보-저우산항	18,630	21,370	14.7
선전항	16,100	18,690	16.1
광저우항	14,930	15,870	6.3
칭다오항	14,130	15,790	11.7
부산항	14,372	15,189	5.7
톈진항	12,010	13,970	16.3
LA/LB항	10,492	13,619	29.8
홍콩항	11,770	11,781	0.1
소계	164,262	182,276	11.0

주 : 전세계 물동량 상위 10개 항만 기준
자료: 해양수산개발원

〈그림 Ⅲ-9〉 해운 운임 지수



자료: Bloomberg

□ 반도체의 경우 시스템 반도체 부문의 공급 부족이 일부 불안요인으로 작용하고 있지만 주요 국제원자재 가격에 비해 상승폭이 크지 않은 편

— TSMC는 2020년 하반기 이후 10%대 수준에서 공급가를 인상한 것으로 추정

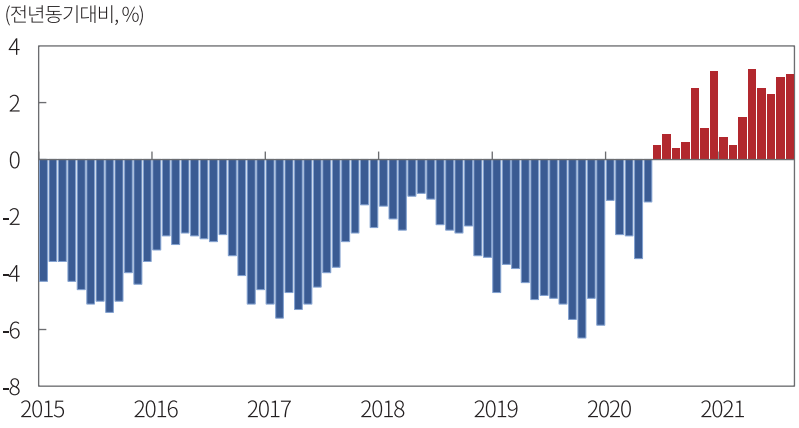
• 다만, 2021년말 또는 2022년초 10~20% 추가 인상될 것으로 예상

□ 글로벌 생산능력이 완전하게 회복되지 않은 가운데, 원자재 가격 상승, 물류 적체가 겹치면서 전자상거래 품목의 가격이 이례적으로 오름세를 보이고 있는 상황

— 전자상거래는 '아마존 효과'를 통해 인플레이션 압력을 장기간 억제해 온 것으로 인식되었는데, 최근 전자상거래 품목의 물가가 상승으로 전환[51)]

51) Manayiti, M. & Edgecliffe-Johnson, A., 2021.10.20, Online retailers fuel inflation in reversal of years-long trend, Financial Times

〈그림 Ⅲ-10〉 전자상거래 물가상승률

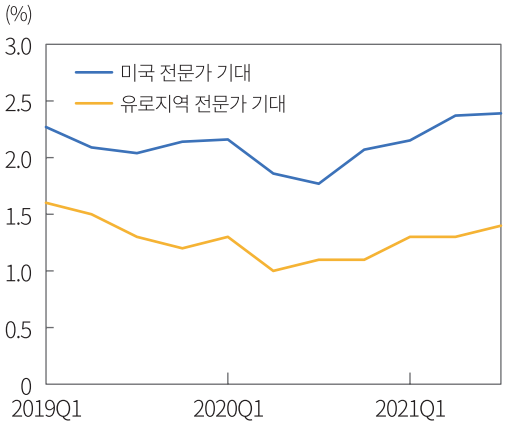


자료: Financial Times의 Adobe Insight(2021) 자료 재인용

□ 인플레이션의 확산에 따라 기업의 가격 및 임금 책정에 영향을 미치는 기대인플레이션도 점진적으로 상승

— 미국과 우리나라의 기대인플레이션(1년 후)은 코로나19 이전 수준을 상회

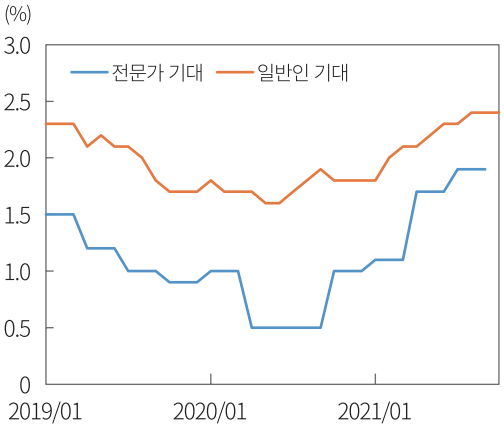
〈그림 Ⅲ-11〉 주요국 기대인플레이션



주 : 향후 1년 후 기대인플레이션

자료: Philadelphia Fed, ECB

〈그림 Ⅲ-12〉 우리나라 기대인플레이션



주 : 향후 1년 후 기대인플레이션

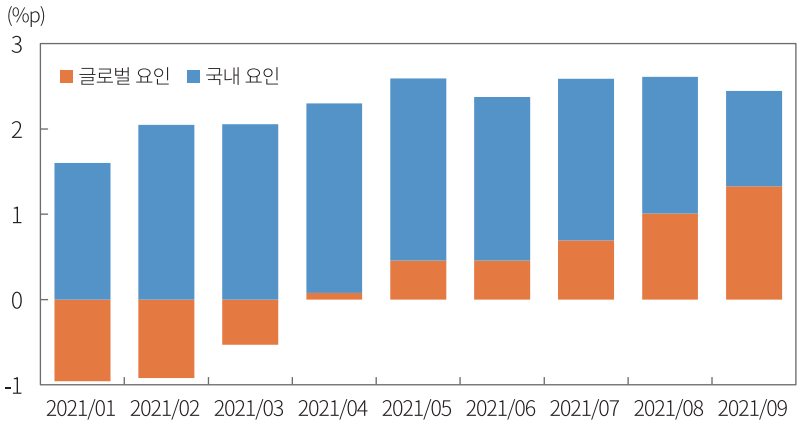
자료: 한국은행

다. 글로벌 인플레이션의 국내 파급

□ 글로벌 인플레이션이 국내로 파급되면서 소비자물가 상승에 상당 부분 영향

— 글로벌 요인에 의한 상방 압력이 크게 확대된 반면 국내 요인의 영향은 대체로 축소

〈그림 Ⅲ-13〉 국내 및 글로벌 요인의 기여도



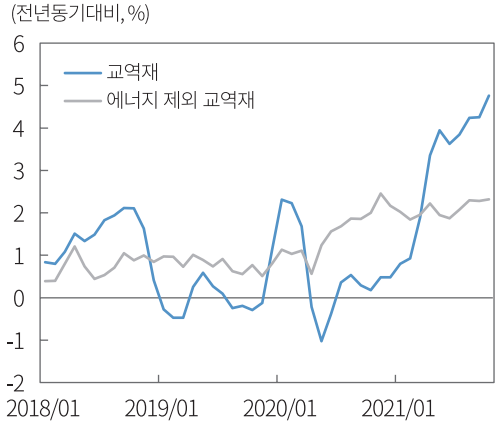
주 : 1) 글로벌 요인은 한국 이외 OECD국가들의 소비자물가 상승률에 대한 요인분석(factor analysis)을 통해 추출한 공통요인
2) 글로벌 요인은 2020.1월=0으로 표준화
자료: OECD, 자본시장연구원

— 이에 따라 국내 소비자물가는 교역재를 중심으로 가파른 상승세를 보이는 한편, 비교역재 물가도 상승폭이 확대

- 교역재[52]는 최근 4% 내외의 높은 상승률을 나타내고 있고, 에너지 관련 품목을 제외한 교역재의 경우 작년 하반기경부터 상승폭이 확대
- 비교역재가 작년에 비해 높은 상승률을 보이는 한편, 농산물을 제외한 비교역재의 경우 오름세가 지속적으로 확대
- 원재료비와 연료비 등 생산비 상승을 통해 물가 상승이 광범위하게 파급되고 있다는 점을 시사

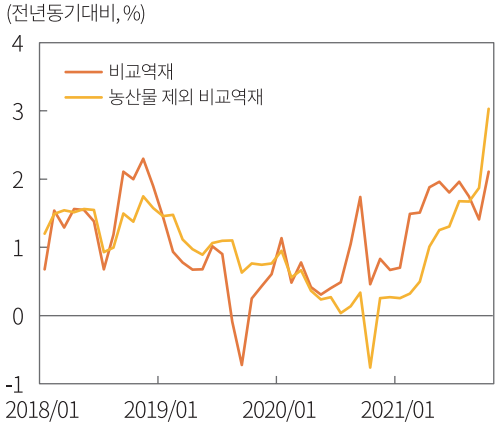
52) 교역재는 가공식품, 석유류, 전자제품 등 공업제품과 보관성이 높고 수출입이 가능한 농산물 등의 품목군이며 비교역재는 외식, 의료, 지역난방 등 서비스 부문과 일부 농산물 등의 품목군

〈그림 Ⅲ-14〉 교역재와 에너지 제외 비교역재 가격 상승률



주 : 교역재, 비교역재 상승률은 자체 계산
자료: 통계청, 자본시장연구원

〈그림 Ⅲ-15〉 비교역재와 농산물 제외 비교역재 가격 상승률



주 : 교역재, 비교역재 상승률은 자체 계산
자료: 통계청, 자본시장연구원

□ 글로벌 요인 중 국제원자재 가격이 국내 소비자물가 상승을 주도하는 가운데, 물류 적체도 상당한 영향

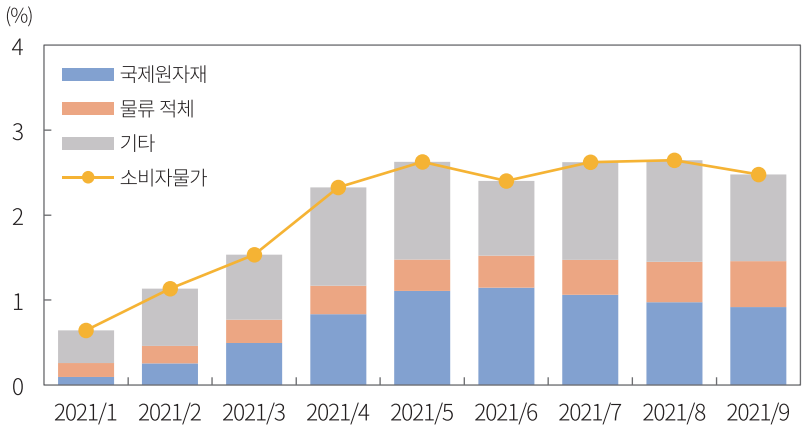
— 소비자물가 상승률에서 석유류 품목과 국제원자재(석유류 포함) 가격의 기여도(2021.1~3분기 평균, 전년동기대비 기준)는 각각 0.5%p 및 0.8%p 내외로 추정

— 글로벌 물류 적체의 기여도는 약 0.4%p(2021.1~3분기 평균, 전년동기대비 기준)로 추정

• 물류 적체로 인한 운임 상승은 생산비 상승 압력[53]으로 작용하는 한편, 그 영향이 연중 지속적으로 확대

53) 2019년 산업연관표 내 총투입액(영업잉여 제외)과 국제수지 상 외항운송(화물)서비스 수입액을 적용하여 시산할 때, 금년 1~9월중 외항운송 비용 상승은 약 1%의 생산비 상승 압력(전산업 평균 기준)을 유발한 것으로 추정

〈그림 Ⅲ-16〉 소비자물가에 대한 국제원자재 및 글로벌 물류 적체의 기여도



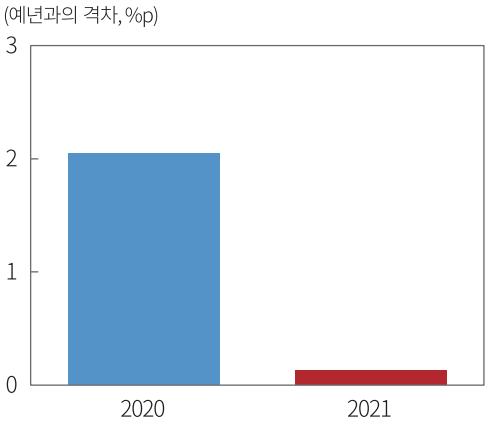
주 : 1) 기대인플레이션, 국제원자재 가격, 물류 적체, 경기동행지수 순환변동치를 설명변수로 하여 GMM으로 추정한 결과 이용
2) 국제원자재 가격은 IMF의 Primary Commodity Index, 물류 적체는 컨테이너 운임 종합지수를 사용하여 추정

자료: IMF, Bloomberg, 자본시장연구원

— 한편, 시스템 반도체 수급 불안이 국내 소비자물가에 미친 영향은 제한적인 것으로 평가

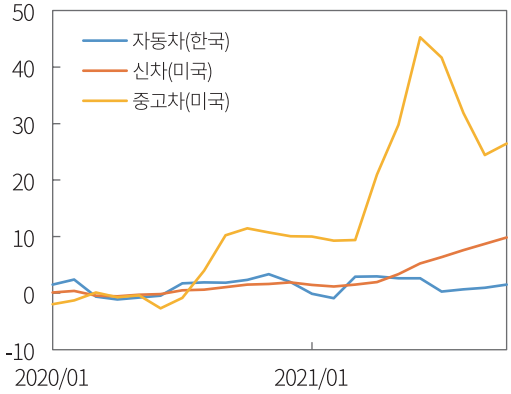
- 2020년에는 관련 품목(전자제품, 자동차 등) 가격이 예년보다 높은 상승률을 보였으나 금년은 예년과 유사한 수준
- 자동차의 경우, 미국은 생산 차질과 소비자들의 불안 심리가 겹쳐 가격이 급등했지만 우리나라는 대체로 안정적인 흐름

〈그림 Ⅲ-17〉 반도체 민감 품목의 예년대비 가격상승률



주 : 1) 예년 상승률은 2010~2019년 평균
2) 2020년은 연간 상승률 간, 2021년은 1~10월 누적 상승률 간 대비 격차
자료: 통계청, 자본시장연구원

〈그림 Ⅲ-18〉 자동차 가격상승률



자료: 통계청, U.S. Bureau of Labor Statistics

라. 전망 및 평가

□ 주요국의 공급 능력이 회복되면서 주요 국제원자재 가격 등 글로벌 물가 여건은 점차 개선될 것으로 전망

— 유가는 금년 4분기를 정점으로 낮아지는 한편, 주요 금속가격도 대체로 하락할 것으로 전망

— 국제 곡물가격은 예년 수준의 기상조건이 회복될 경우 어느 정도 안정될 수 있을 것으로 예상

— 당분간 시스템 반도체의 공급 부족이 지속될 가능성이 높지만, 인플레이션에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단

• 예상되는 가격 인상폭(10~20%, TSMC 기준)을 감안하면 소비자물가에 대한 영향은 미미한 수준[54)]

54) IMF World Economic Outlook(2021.10)에 따르면, 미국의 경우 반도체(메모리 포함) 가격이 100% 상승하더라도 PCE 인플레이션은 0.3%p 정도 상승하는 정도에 그칠 것으로 추정

〈표 Ⅲ-2〉 국제유가, 주요 금속가격 전망

유가(브렌트유, 달러/배럴)

	21.4/4	2022년			
		1/4	2/4	3/4	4/4
CE	75	71	68	64	60
EIA	81	78	73	70	67

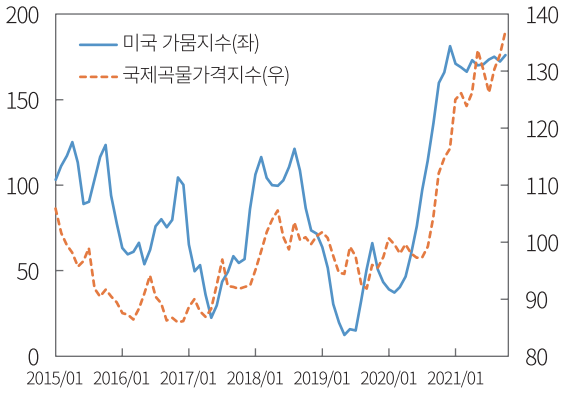
2022년 주요 금속가격 상승률(%)

	동	철광석	니켈
CE	-11.8	-40.0	-
WB	-5.4	-21.2	-4.1

주 : 1) CE는 Capital Economics, EIA는 미국 Energy Information Administration, WB는 World Bank의 전망을 의미 (각 전망시점은 2021년 10월)
2) CE의 금속가격 증가율은 2021년 4분기 대비 2022년 4분기 기준

자료: Capital Economics, EIA, World Bank

〈그림 Ⅲ-19〉 미국 가뭄지수와 국제곡물가격



자료: U.S. National Drought Mitigation Center, FAO

□ 다만, 단기적으로는 생산 및 물류 측면에서 글로벌 공급망의 취약성이 여전히 높다는 점이 리스크 요인

— 생산 능력이 아직 완전히 회복되지 못한 상황인데다 연말·연초 소매판매 증가로 물류 적체가 누증될 소지

• 전문가 서베이에 따르면 2022년 하반기에 이르러서야 글로벌 공급망이 어느 정도 회복될 수 있을 것으로 예상

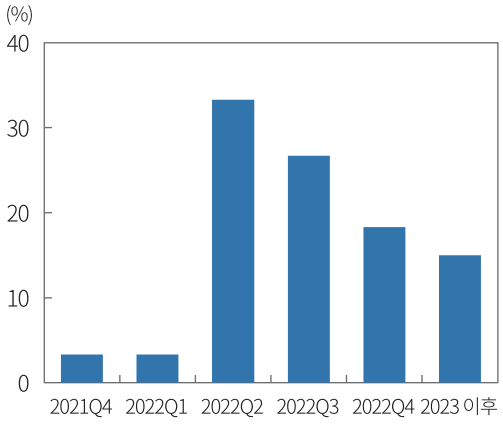
— 이러한 여건 하에서는 부정적 공급 충격 발생 시 생산 확대와 적시 공급을 통해 완충할 수 있는 여력이 부족

• 원유 생산(upstream)의 경우 투자 감소로 공급 여력이 축소되면서 한파나 재난 발생 시 국제유가가 큰 폭으로 상승할 가능성 존재[55]

55) Bank of America(2021.10월)은 항공서비스 수요가 증가하는 상황에서 한파까지 겹친다면 국제유가가 배럴당 100달러를 넘어설 수도 있을 것이라 전망

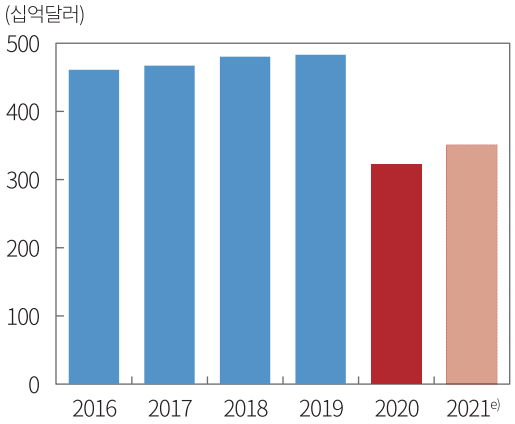
- 일부 투자은행들은 유가를 비롯한 전반적인 국제원자재 가격이 강세를 지속할 것으로 전망[56]

〈그림 Ⅲ-20〉 글로벌 공급망 회복 예상 시기



주 : 회복 예상 시기에 대한 응답자수 비율
자료: Wall Street Journal Economic Forecasting

〈그림 Ⅲ-21〉 석유류 생산(upstream) 투자



주 : 실질 기준(2019 USD)
자료: IEA

□ 종합적으로 볼 때, 글로벌 공급망이 점차 정상화되면서 인플레이션 압력이 축소될 것으로 전망되지만 상방 리스크에 대해 높은 경계감을 유지할 필요

— 실물 부문의 취약성이 개선되기 전까지 글로벌 인플레이션에는 상당한 불안 요인이 잠재

- 일부 국가에서 발생한 국지적인 충격(sectoral shock)이 글로벌 충격으로 증폭될 가능성이 높은 상황

— 기대 인플레이션 상승이 임금 상승을 자극하여 글로벌 인플레이션이 가속화될 가능성에도 유의할 필요

56) Goldman Sachs는 국제원자재 가격의 수퍼사이클이 지속될 것이라 전망(Financial Times, 2021.10.21)하는 한편, Goldman Sachs(2021.9월말)와 Barclays(2021.9월말)의 2022년 유가 전망치(브렌트유)은 각각 배럴당 80달러 및 77달러로 EIA의 전망보다 10달러 이상 높은 수준

- 각국의 산업 부문별로 노동력의 과부족이 혼재되어 아직 임금 상승이 전 산업 및 글로벌 수준[57]까지 확산되고 있는 것으로 보이지는 않지만, 높은 기대 인플레이션이 지속될 경우 임금 상승이 전반적으로 확대될 소지

57) 전산업의 시간당 임금을 기준으로 볼 때, 미국의 임금상승률(4.9%, 2021.2분기 전년말대비 연율, 이하 동일)은 예년(2.4%, 2010~2019년 연평균, 이하 동일) 수준을 상회하고 있지만, 유로지역의 임금 상승률(1.6%)은 예년(2.0%) 수준에 미달

2. 이슈-2: 경제여건 및 수급요인에 기초한 금리 상승 가능성 평가*

가. 연준의 정책금리 인상기대 강화

□ 최근 물가 오름세가 가팔라짐에 따라 시장은 연준이 정책금리 인상 시기를 앞당길 것으로 예상

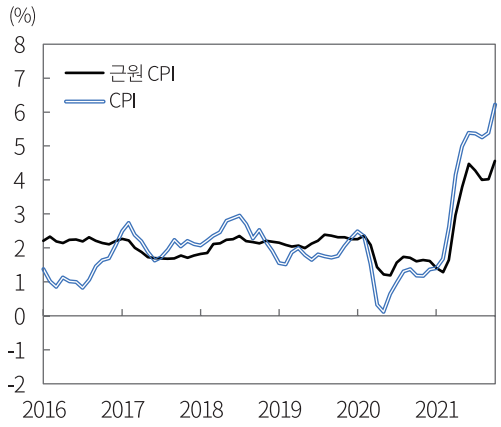
— 10월 CPI와 근원CPI가 전년동월대비 각각 6.2%, 4.6% 상승하며 최근 30년중 가장 높은 상승률을 기록

— 연준의 정책대응 필요성이 높아지는 가운데 조기 금리인상에 대한 시장의 기대가 10월 이후 크게 강화

• 선물시장에 반영된 금리인상 확률[58]을 살펴보면, 시장은 테이퍼링 종료 이후 내년 6~9월중 첫 금리 인상이 단행될 것으로 예상

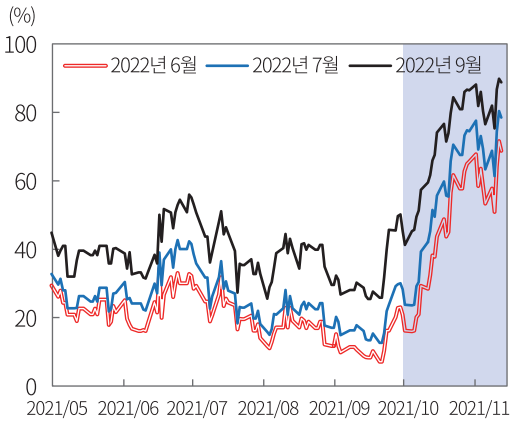
— 연준은 커뮤니케이션을 통해 성급한 금리인상 기대를 억제하기 위해 노력하고 있으나, 높은 물가상승세가 금리인상 기대를 강화시키는 요인으로 작용

〈그림 Ⅲ-22〉 미국 소비자물가 상승률



주 : 전년동월대비
자료: FRED

〈그림 Ⅲ-23〉 시장에 반영된 정책금리 인상 확률



주 : 2022년 각 FOMC 회의 시점에서 기준금리가 현재수준(0.0~0.25%) 보다 높을 확률, 음영으로 표시된 영역은 2021년 10월 이후 기간
자료: CME Group

* 거시금융실 연구위원 정화영(junghy0103@kcmi.re.kr)

58) 내년 6월, 7월, 9월까지 정책금리가 최소 1회 인상될 확률은 각각 69%, 78%, 89% (2021년 11월 12일 기준)

□ 인플레이션의 전개 상황 및 이에 따른 정책금리 인상 기대 변화가 향후 시장금리의 주된 결정요인으로 작용할 전망

— 11월 테이퍼링 개시는 시장의 예상에 부합하였으나, 최근 높은 물가오름세로 인해 시장의 정책금리 기대경로가 가팔라지는 모습

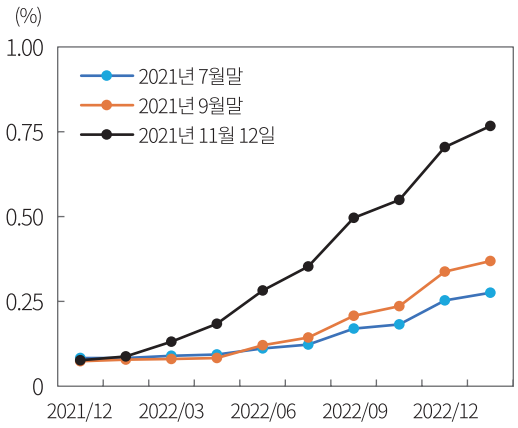
• 10월 소비자물가지수 발표 이후 시장은 2022년중 최소 2회 정책금리가 인상될 것으로 예상하고 있는데, 이는 연준의 전망(9월 FOMC 점도표 기준 0.5회)을 상회

— 연준은 테이퍼링 시행과 금리인상을 구분[59]함으로써 금리인상 기대를 완화하기 위해 노력

— 한편 높은 물가상승세가 지속될 경우 기대인플레이션이 목표수준에서 벗어나며 인플레이션의 장기화로 이어질 가능성

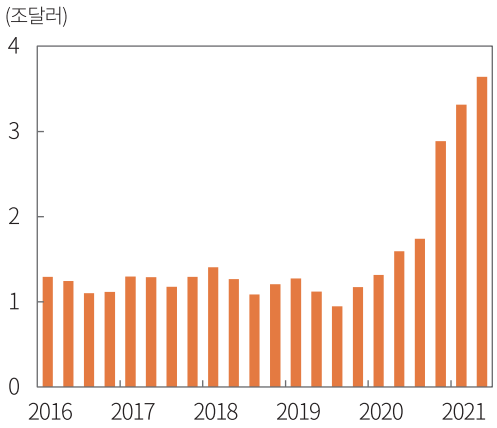
• 팬데믹 이전에 비해 시중 유동성이 큰 폭 늘어난 가운데 백신보급에 따른 경제활동 재개가 인플레이션 압력으로 작용

〈그림 Ⅲ-24〉 미국 정책금리 기대경로



주 : 각 시점별 연방기금금리 선물에 반영된 정책금리 기대경로
자료: Bloomberg

〈그림 Ⅲ-25〉 미국 가계의 현금성 자산



주 : 가계 및 비영리단체의 당좌예금·현금 기준
자료: FRED

59) 11월 FOMC의 테이퍼링 결정 이후 기자회견에서 파월 의장은 금리인상에는 "별도의 보다 엄격한(different and more stringent)" 조건이 충족되어야 함을 강조

□ 경제주체의 기대인플레이션을 살펴보면, 단기 기대인플레이션이 크게 상승한 데 반해 장기 기대인플레이션은 상대적으로 잘 안착되어(anchored) 있는 것으로 판단

— 물가 오름세가 가팔라진 2021년 이후 일반인의 단기(1년 후) 인플레이션 기대가 빠르게 상승

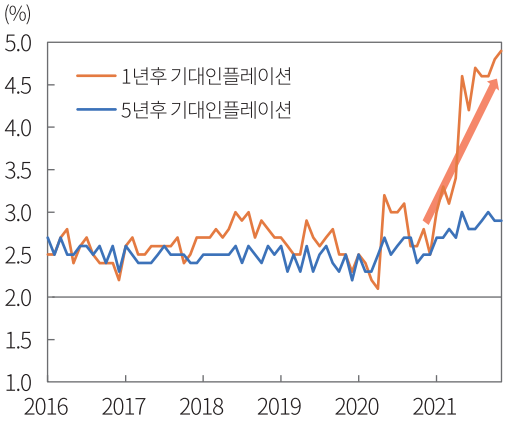
• 2021년 11월 기준 미국 소비자는 1년 후 물가상승률이 4.9%에 달할 것으로 예상

— 반면 일반인의 장기(5년 후) 인플레이션 기대심리는 과거 추세에서 크게 벗어나지 않으며 상대적으로 안정적인 모습

• 다만 2021년 들어 장기 기대인플레이션도 소폭 상승

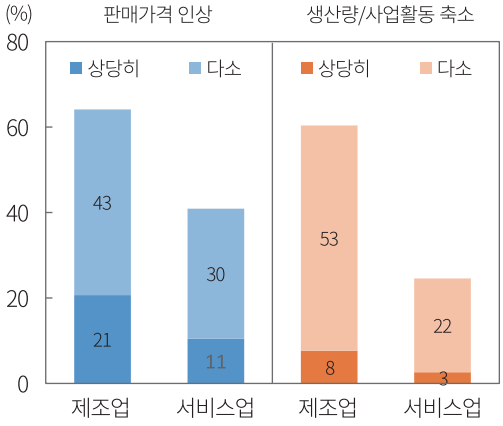
— 한편 기업들이 판매가격 인상, 생산량 축소 등을 통해 공급망 차질에 대응하고 있는데, 이에 따른 인플레이션 압력이 경제 전반으로 파급될 경우 물가상승의 장기화로 이어질 위험

〈그림 Ⅲ-26〉 일반인 기대인플레이션



자료: Surveys of Consumers, University of Michigan

〈그림 Ⅲ-27〉 공급망 차질에 대한 기업의 대응



주 : "공급망 차질로 인해 지난 3개월간 다음 조치를 취한 적이 있습니까?"에 대한 응답, 2021년 10월 조사결과

자료: Supplemental Survey Report, Empire State Manufacturing Survey/Business Leaders Survey

□ 연준도 물가상승 압력이 커지고 있음을 인식하고 있으나 이러한 우려가 시장의 과도한 금리인상 기대로 이어지지 않도록 노력

— 연준은 올해 물가상승률 전망치[60]를 3.7%로 큰 폭 상향 조정하였으며, 2022년과 2023년에도 물가상승률이 각각 2.3%, 2.2%를 기록하며 목표수준을 넘어설 것으로 전망

— 그러나 최근 높은 인플레이션이 공급망 훼손 등 일시적 요인에 기인한다는 메시지를 지속적으로 전달함으로써 시장금리 및 기대인플레이션의 상승을 억제

• 다만, 물가상승이 일시적일 것이라는 전망을 유지하고 있으나 전망에 대한 확신은 이전에 비해 약화[61]

— 채권시장 참가자들 역시 단기적인 인플레이션 압력이 커지고 있으나 장기적으로는 물가가 안정될 것으로 예상

• 향후 5년 물가상승에 대한 보상을 나타내는 5년물 BEI는 높은 인플레이션 압력을 반영하여 작년 3월 이후 큰 폭 상승

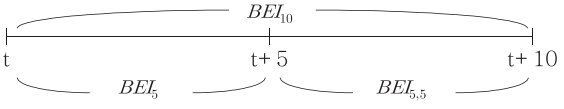
• 반면 5년 후 5년 BEI[62]는 상대적으로 상승세가 제한적인 모습인데, 이는 채권시장에서도 장기 인플레이션 기대가 잘 안착되어 있음을 의미

60) 근원 PCE 기준 2021년 9월 FOMC 전망치

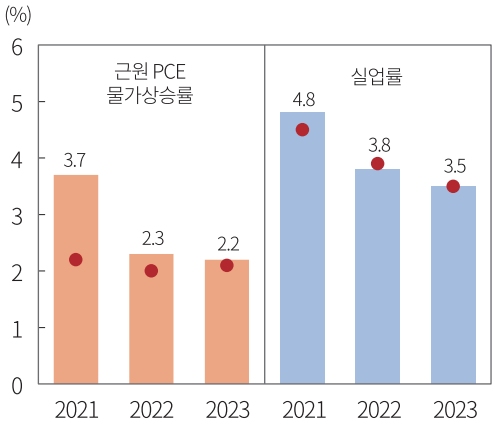
61) 연준은 물가상승에 대해 9월에는 '일시적 요인(transitory factors)'을 반영한다고 표현하였으나, 11월에는 '일시적일 것으로 기대되는 요인(factors that are expected to be transitory)'에 의한 것이라고 뉘앙스를 조정

62) 10년물 BEI와 5년물 BEI를 각각 BEI_{10}, BEI_5로 정의하면 5년 후 5년 구간의 물가상승에 대한 보상을 의미하는 $BEI_{5,5}$(5년 후 5년 BEI)는 다음 관계를 이용하여 도출:

$$(1+BEI_{10})^{10} = (1+BEI_5)^5(1+BEI_{5,5})^5.$$

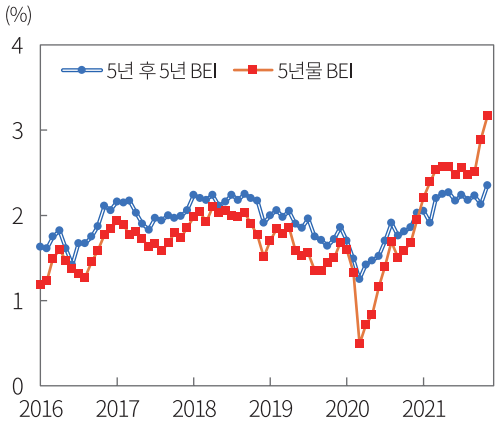


〈그림 Ⅲ-28〉 연준의 경제지표 전망



주 : 빨간색 점은 2021년 3월 전망치, 막대그래프는 2021년 9월 전망치
자료: 미 연준

〈그림 Ⅲ-29〉 채권 금리에 반영된 기대인플레이션



자료: FRED

□ 향후에도 높은 수준의 인플레이션이 지속될 경우, 정책금리 인상기대가 높아지며 금리 변동성이 빠르게 확대될 가능성

— 연준은 실업률 개선 등 실물경제 지원을 단기적으로 높은 물가상승세를 용인할 전망

• 공급망 정상화 등으로 연준은 내년 물가상승세가 완화될 것으로 예상

— 그러나 공급망 회복 지연 등으로 인플레이션이 상당기간 지속될 경우 정책금리 인상 압력이 커질 전망

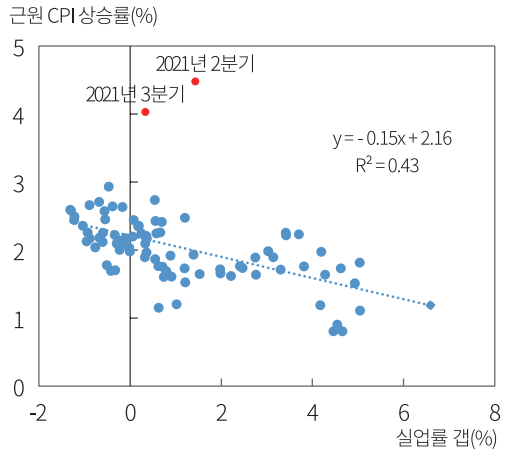
• 기대인플레이션이 목표수준에서 벗어날(de-anchoring) 위험이 확대

• 인플레이션 전망 및 정책대응에 대한 의구심이 높아짐에 따라 연준의 신뢰성도 약화

— 한편, 인플레이션 압력에 대응한 연준의 유연한 정책대응은 쉽지 않을 전망

• 연준이 자산매입 축소를 가속화할 경우, 조기 금리인상에 대한 시장의 기대가 강화되며 금융불안을 유발할 가능성

〈그림 Ⅲ-30〉 실업률 갭과 근원CPI 상승률



주 : 1) 2000년 1분기~2021년 3분기의 분기별 자료, 분기말 기준
2) 실업률 갭은 실업률과 비순환실업률 간의 차이
3) 빨간색 점은 2021년 2분기와 3분기
4) 추세선은 2000년 1분기~2021년 1분기 관측값 기준
자료: FRED

나. 미국 채권수급 측면에서의 금리상승 억제요인

□ 채권시장 수급 측면에서는 금리상승 억제요인이 우세할 전망

— 국채 및 MBS 발행 감소로 채권공급이 줄어드는 가운데 지난 7월 레포 제도 도입[63]에 따른 국채투자 유인 확대가 채권수요 강화요인으로 작용할 전망

(공급요인)

□ 코로나19 대응을 위해 크게 확대되었던 재정적자 규모가 향후 큰 폭으로 축소될 예정인데 이에 따라 국채 발행 소요가 감소

63) 2021년 7월 28일 연준은 해외중앙은행과 통화당국을 대상으로 하는 FIMA 레포 제도(Foreign and International Monetary Authority Repo Facility)와 역내 금융기관을 대상으로 하는 대기성 레포 제도(Standing Repo Facility)를 도입. 대상 기관들은 동 레포 제도들을 통해 보유 국채를 담보로 연준으로부터 달러화 조달이 가능. 최소 입찰금리는 0.25%이며 FIMA 레포와 대기성 레포의 기관별 한도는 각각 600억달러, 5,000억달러

— 2022년(회계연도 기준) 재정적자 규모는 지난해 2.8조달러보다 크게 감소한 1.2조달러에 그칠 전망

• 2021년 9월말 국채 발행 수준을 유지할 경우, 2022년 국채 발행을 통한 순자금조달 규모가 2.6조달러에 달하며 큰 폭의 자금잉여가 발생(US Department of the Treasury, 2021.11)

— 이에 따라 미 재무부는 이표채를 중심으로 국채 발행을 점진적으로 축소할 계획

• 11월 입찰부터 이표채의 발행예정금액을 연물에 따라 최소 20억달러에서 최대 40억달러까지 축소[64)]

• 향후 수 분기(several quarters)에 걸쳐 이표채 발행을 축소하는 가운데 단기물(T-bills)의 신축적인 발행을 통해 자금을 조달할 계획

□ 2020년 발행이 크게 늘었던 MBS도 금리상승 등의 영향으로 발행량이 감소할 전망

— 시장금리 하락에 따른 리파이낸싱 수요 증가 등으로 작년 MBS 발행이 큰 폭 증가

• 2020년 Agency MBS 발행규모(3.3조달러)는 직전 10년(2010~2019년) 평균 발행규모(1.4조달러)를 큰 폭 상회

— 2021년 들어 금리 상승세가 진행되는 가운데 주택공급 부족, 가파른 주택가격 상승 등으로 주택거래가 줄어들면서 MBS 발행이 감소 전환

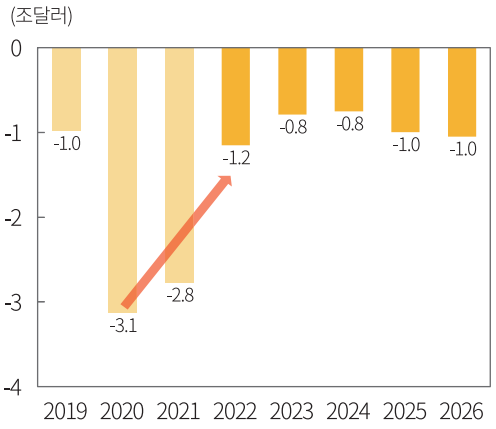
— MBS 발행 감소세를 감안할 때, 테이퍼링[65)]에 따른 MBS 금리 상승압력은 크지 않을 전망

• 2021년 분기별 Agency MBS 발행규모 추이(월평균):
1분기 3,401억달러 → 2분기 3,198억달러 → 3분기 2,746억달러

64) 다만, 물가연동국채(TIPS)의 경우 시장성국채 내 비중이 2019년말 9.0%에서 2021년 9월말 7.6%로 축소되었는데, 장기적 발행비중 목표수준(8~9%)을 감안하여 발행규모를 유지하거나 소폭 확대할 예정

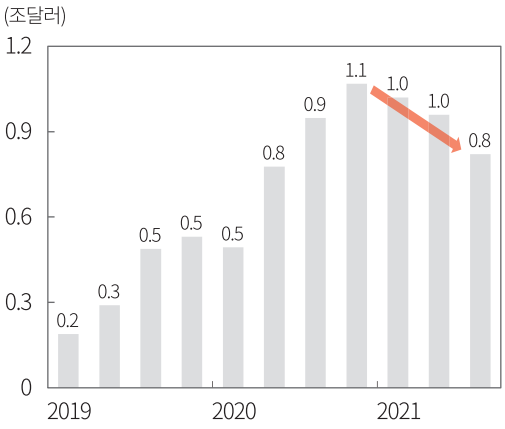
65) 테이퍼링 이전 연준은 매월 400억달러의 MBS를 매입

〈그림 Ⅲ-31〉 미국 재정수지 추이 및 전망



주 : 회계연도 기준, 2022년 이후는 CBO 전망치
자료: FRED, CBO

〈그림 Ⅲ-32〉 Agency MBS 발행 추이



주 : CMO 제외 기준
자료: SIFMA

(수요요인)

□ 지난 7월 연준은 해외 중앙은행 등을 대상으로 하는 FIMA 레포[66]를 상설화하는 한편 역내 금융기관을 대상으로 하는 대기성 레포를 도입하였는데, 이에 따른 국채보유 인센티브 증가는 국채금리 하락요인으로 작용할 전망

— 해외 중앙은행과 통화당국은 위기 시 미 국채를 매도하는 대신 FIMA 레포를 통해 미 국채를 담보로 달러화 조달이 가능

• 이에 따라 국채의 유동성이 제고되는 효과

— 프라이머리 딜러 등 역내 금융기관도 대기성 레포를 통해 자산을 매각하지 않더라도 유동성 확보가 가능

□ 특히 FIMA 레포는 대외 충격에 따른 해외투자자의 국채매도 압력을 크게 완화함에 따라 금리의 상방위험이 낮아질 전망

66) 작년 3월 달러 유동성 확보를 위한 해외 중앙은행 등의 국채 매도로 국채시장이 크게 악화되자 이를 완화하기 위해 연준은 2020년 3월 31일 한시적으로 FIMA 레포 제도 도입하였다가 2021년 7월 28일에 동 제도를 상설화

— 2013년 테이퍼 텐트럼 당시 해외투자자의 대규모 매도로 국채수요가 크게 약화되었는데 이로 인해 국채금리가 급등하고 변동성이 크게 확대

• 2013년 5월~8월중 해외투자자의 미 국채보유 규모는 1,139억달러 감소

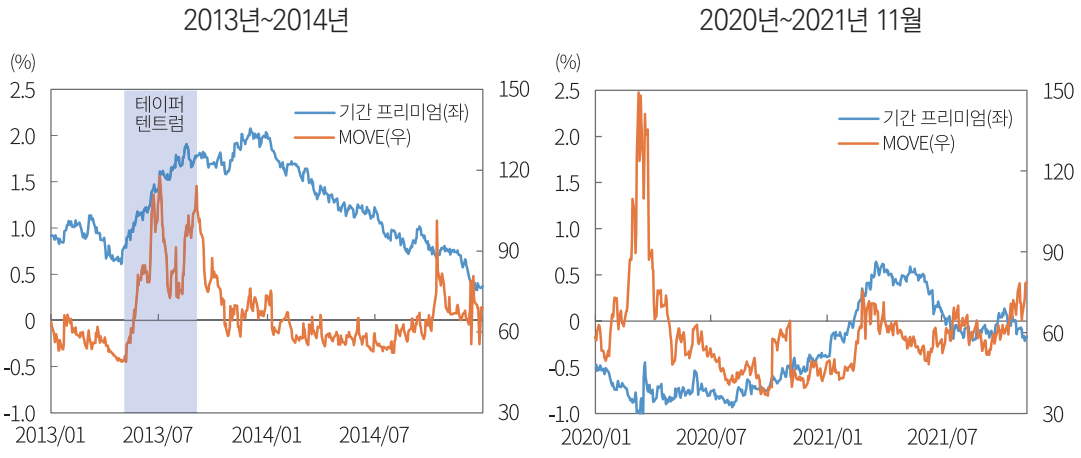
• 동 기간중 국채 10년물 금리가 111bp 상승하였는데, 이는 대부분 국채수요가 약화된 데 따른 기간 프리미엄의 급등(+102bp)에 기인

— 코로나19 충격 직후인 2020년 3월 해외투자자는 4,200억달러의 국채를 매도하였는데 이에 따라 국채금리의 변동성이 크게 확대(미 연준 금융안정보고서, 2021년 11월)

• 다만, 연준의 무제한 국채매입 조치 등으로 당시 기간 프리미엄의 상승은 크게 제한

— 해외투자자의 국채 매도가 금리상승 요인으로 작용해왔음을 감안할 때, FIMA 레포는 금리상승 억제요인으로 작용할 전망

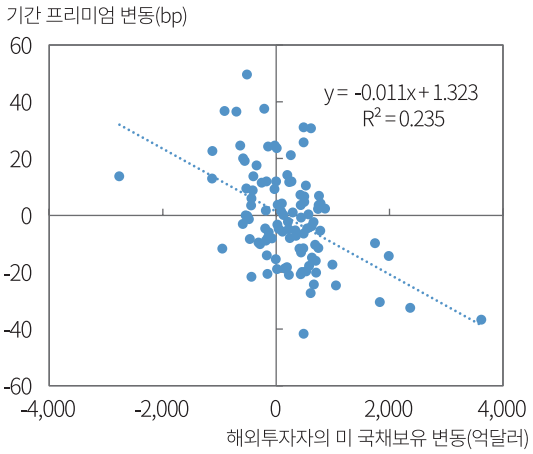
〈그림 Ⅲ-33〉 기간 프리미엄[1] 및 금리 변동성[2]



주 : 1) Adrian et al.(2013) 모형의 기간 프리미엄 추정치를 이용, 국채 10년물 기준
2) MOVE(Merrill Lynch Option Volatility Estimate) 1개월 기준

자료: Federal Reserve Bank of New York, Bloomberg

〈그림 Ⅲ-34〉 해외투자자의 미 국채보유 규모와 기간 프리미엄



주 : Adrian et al.(2013) 모형의 기간 프리미엄 추정치를 이용, 국채 10년물 기준
자료: US Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York

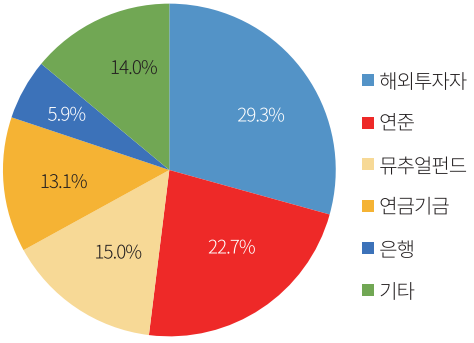
□ FIMA 레포 상설화를 통해 국채시장의 안정성이 크게 제고될 전망

— 해외투자자는 미 국채를 가장 큰 규모로 보유하고 있으며, 이들 기관의 대부분은 중앙은행 및 통화당국으로 구성

— 한편 팬데믹 이후 미국의 무역수지 적자가 빠르게 확대되고 있는데, 이는 해외투자자의 국채투자 증가로 이어질 전망

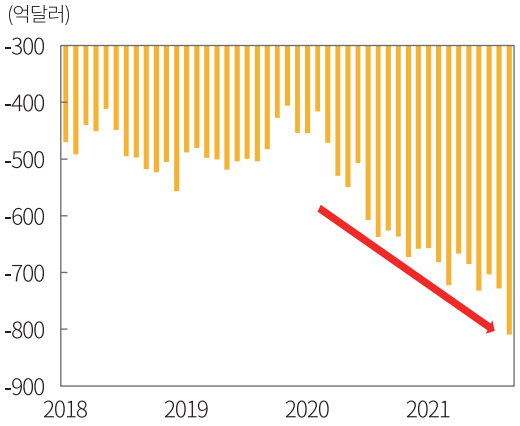
• 내구재를 중심으로 소비가 늘어나면서 수입이 빠르게 증가

〈그림 Ⅲ-35〉 미 국채 투자자 현황



주 : 2021년 6월말 기준
자료: SIFMA

〈그림 Ⅲ-36〉 미국 무역수지



자료: FRED

다. 국내 채권시장 여건 점검

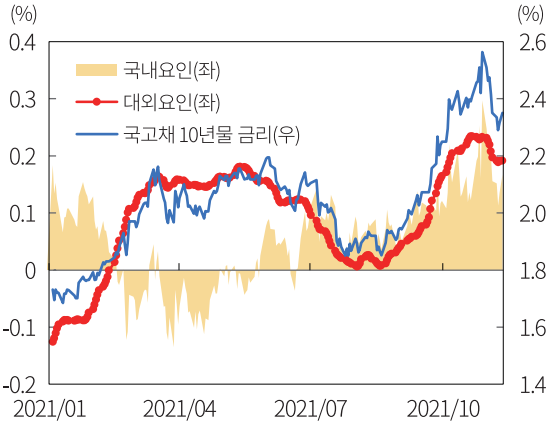
□ 향후 미 국채 금리 상승이 국내금리 상승압력으로 작용하겠으나, 국내요인에 의한 상방위험 증대에도 유의할 필요

— 대내외 금리 동조화로 인해 국고채 금리는 주로 대외금리 움직임에 따라 등락

— 2021년 6월 들어 한국은행 기준금리 인상기대가 크게 높아짐에 따라 국내요인의 영향이 크게 확대

- 이에 따라 국고채 금리는 대외금리보다 빠르게 상승
- 한편, 금리인상 기대로 채권수요가 약화된 가운데 외국인의 대규모 국채선물 순매도[67]가 금리상승 요인으로 가세

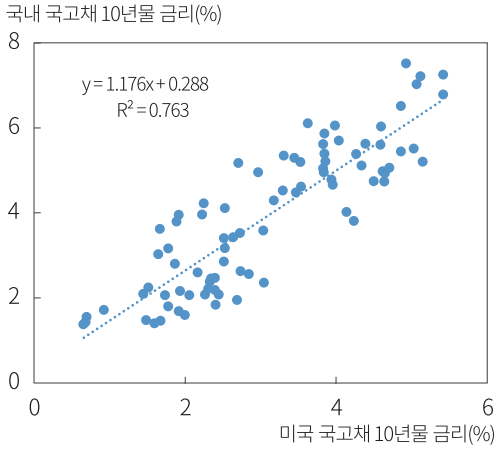
〈그림 Ⅲ-37〉 국고채 10년물 금리 변동요인 분해



주 : 미국 등 9개 주요국 국채(10년물) 금리로부터 공통요인을 추출한 후 국고채 10년물 금리를 공통요인에 의해 설명되는 부분(대외요인)과 이외의 부분(국내요인)으로 구분

자료: 금융투자협회, Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 Ⅲ-38〉 국내 금리와 미국 금리

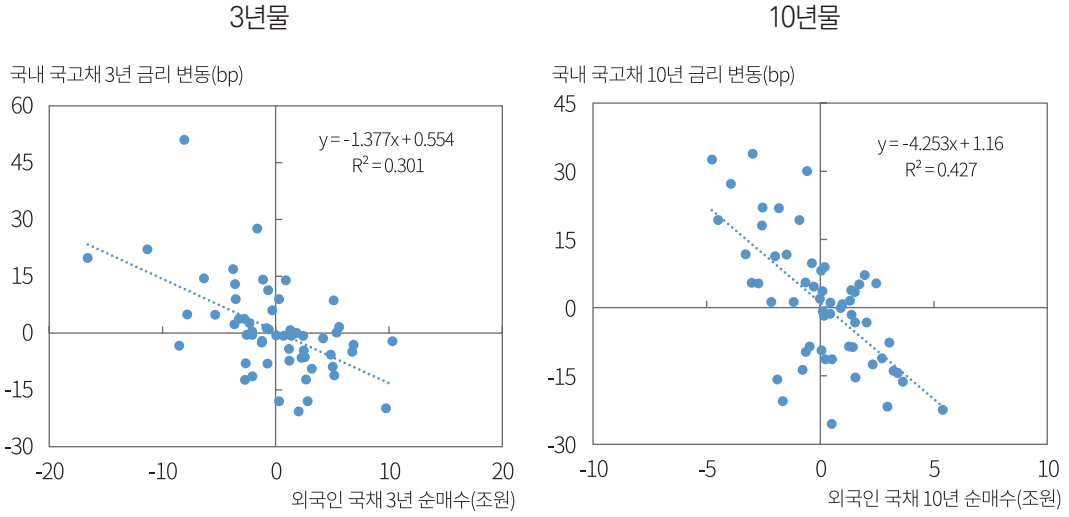


주 : 2000년 4분기~2021년 3분기의 분기별 자료, 분기말기준

자료: 금융투자협회, FRED

67) 9~10월중 외국인은 3년국채 선물과 10년국채 선물을 각각 24.7조원, 7.7조원 순매도

〈그림 Ⅲ-39〉 외국인 국채선물 순매수 및 금리 변동



주 : 2017년 1월~2021년 10월의 월별 자료
자료: 금융투자협회, 한국거래소

□ 주요국에 비해 국내 금융기관의 국채 보유비중이 상대적으로 높은 수준인데, 향후 금리상승 기조가 이어질 경우 국채 발행 소화에 부담으로 작용할 전망

— 우리나라의 경우 주요국 대비 중앙은행 및 외국인의 정부 부채 보유비중이 크게 낮은 수준

• 2020년말 기준 한국은행과 외국인의 우리나라 정부 부채 보유비중은 각각 3%, 15%로 주요국 평균[68]을 크게 하회

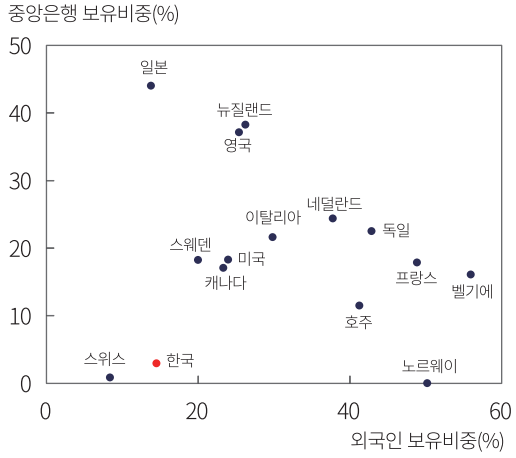
— 이에 따라 국내 민간부문은 금융기관을 중심으로 국채 발행의 대부분을 소화하고 있는데, 금리상승세 지속으로 투자수요가 약화될 경우 국채 발행에 어려움을 겪을 가능성

• 추경편성에 따른 국채 발행 증가, 기준금리 인상 가속화 등이 수급악화 요인으로 작용할 전망

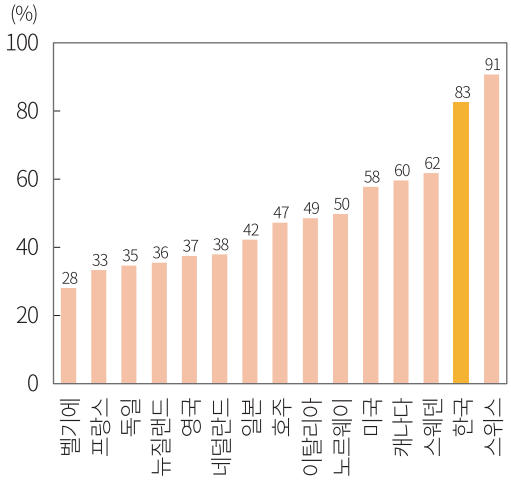
68) 주요국(미국, 영국, 일본 등 14개국 기준) 투자 주체별 정부 부채 보유비중(평균): 자국 중앙은행 21%, 국외부문 32%

〈그림 Ⅲ-40〉 투자 주체별 정부 부채 보유 비중[1] 국가 간 비교

중앙은행[2] 및 국외부문(외국인)의 보유 비중



민간부문[3]의 보유 비중



주 : 1) 2020년말 기준
2) 자국 중앙은행 기준
3) 자국 민간부문 기준, 비금융법인 및 개인 등을 포함하나 대부분은 은행, 보험사 등 금융기관임

자료: IMF (Arslanalp and Tsuda (2014)의 방법론을 이용한 추정치)

라. 전망 및 평가

□ 미국 금리는 인플레이션 우려로 상승 압력이 높아진 가운데 공급측 물가상승 요인이 완화될 때까지 높은 금리 변동성이 지속될 것으로 전망

— 최근 높은 인플레이션으로 정책금리 조기인상 기대가 크게 확산되고 있으나 경기전망에 대한 높은 불확실성 등으로 연준은 정책금리 인상을 인내하며 실물경기 회복세를 지원할 것으로 예상

• 연준은 금리인상 기대를 완화하기 위한 커뮤니케이션을 강화할 전망

— 그러나 높은 물가상승세가 지속될 경우, 연준의 통화정책 정상화 기대가 크게 높아지면서 금리상승 압력이 증대될 가능성

□ 미국 채권시장 수급 측면에서는 금리상승 억제요인이 우세할 전망

— 재정적자 규모 축소로 국채 발행 소요가 감소하는 가운데 금리상승 등의 영향으로 MBS 발행 감소가 예상

— 지난 7월 레포 제도 도입에 따른 국채투자 유인 확대는 채권수요 강화요인으로 작용할 전망

• 국채매도 필요성이 크게 약화됨에 따라 국채시장의 안정성을 제고

□ 국내 금리는 대외요인에 의한 금리상승 압력이 지속되는 가운데 국내 여건 변화에 따른 채권투자 수요 약화 가능성이 상방위험으로 작용할 전망

— 국내 금융기관이 국채 발행의 대부분을 소화하고 있는데 금리상승 기조가 이어질 경우 국채 발행 소화에 어려움을 겪을 가능성

— 향후 국채 발행이 추가적으로 늘어나거나 기준금리 인상속도가 빨라질 경우 국내요인에 의한 금리상승 압력이 강화될 전망

KCMI

참고문헌

참고문헌

자본시장연구원, 2018, 『경제 및 자본시장 전망(2018년 하반기)』.

자본시장연구원, 2020, 『경제 및 자본시장 전망(2020년 하반기)』.

장근혁 · 노산하, 2020,『국내외 요인의 국내 주식시장에 대한 영향도 분석』, 자본시장연구원 이슈보고서 20-26.

한국거래소, 2021. 11. 18, 유가증권시장 12월 결산법인 2021년 3분기 결산실적, 보도자료.

Adrian, T., Crump, R.K., Moench, E., 2013, Pricing the term structure with linear regressions. *Journal of Financial Economics*, 110(1), 110-138.

Arslanalp, S., Tsuda, T., 2014, Tracking global demand for advanced economy sovereign debt. *IMF Economic Review*, 62(3), 430-464.

Board of Governors of the Federal Reserve System, 2021.11, Financial Stability Report.

Campbell, John Y. and Robert J. Shiller, 1988a, The dividend-price ratio and expectations of future dividends and discount factors, *Review of Financial Studies* 1, 195—228.

Campbell, John Y. and Robert J. Shiller, 1988b, Stock prices, earnings, and expected-dividends, *Journal of Finance* 43, 661—676.

Campbell, John Y. and Robert J. Shiller, 2004, Bad beta, Good beta, *The American Economic Review* 94(5), 1249-1275.

Chan, J.C., Song, Y., 2018, Measuring inflation expectations uncertainty using high-frequency data. *Journal of Money, Credit and Banking* 50(6), 1139-1166.

FED, 2021a, Financial Stability Report, May 2021.

FED, 2021b, Financial Stability Report, November 2021.

Gordon, M., 1962. The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation, Homewood, IL, Irwin.

International Monetary Fund, 2019, Technical Note on Asset Valuation Models, Global Financial Stability Report, OCTOBER.

Lastrapes, William D., 2005, Estimating and identifying vector autoregressions under diagonality and block exogeneity restrictions, Economics Letter 87(1), 75-81.

Stock, J.H., Watson, M.W., 2007, Why has US inflation become harder to forecast? *Journal of Money, Credit and Banking* 39, 3-33.

US Department of the treasury, 2021.11, Treasury Presentation to TBAC.

KCMI 경제 및 자본시장 전망

등록일자 : 2018년 7월 24일

등록번호 : 영등포 사00038

발 행 일 : 2021년 11월 26일

발 행 인 : 신진영

편 집 인 : 김재칠

발 행 처 : 한국자본시장연구원

전　　화 : (02) 3771-0600

팩　　스 : (02) 786-7570

주　　소 : 우) 07332 서울시 영등포구 의사당대로 143

홈페이지 : www.kcmi.re.kr