



2022. 11. 9 (수)

**meritz** Strategy Daily

# 전략공감 2.0

## Strategy Idea

2023년 전망 시리즈 (해설판)

2. 경제전망: After HIKE (feat. 변곡점)

## 칼럼의 재해석

일본은행, 언제까지 완화적일까?

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## Strategy Idea

본 자료의 원본은 2022년 10월 31일 발간된  
[2022년 하반기 전망 시리즈 2 - 경제전망: After HIKE] 입



## ▲ 경제분석

Analyst 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

## RA 박수연

02. 6454-4897

soo-yeon.park@meritz.co.kr

## 2023년 전망 시리즈 2 (해설판)

## [경제전망] After HIKE (feat. 변곡점)

- ✓ 세계 경제성장률은 2022년 3.0%에서 2023년에는 2.0%로 둔화될 것으로 전망
- ✓ 연간 경제성장률은 낮아지나, 경기/금융시장 변곡점은 1Q 말 전후로 예상. 이 시기는 물가상승률이 FFR을 밑돌면서 연준 금리인상이 중단됨과 동시에, 유로존 리세션 탈피, 중국의 방역정책 선회, 국내 반도체 재고사이클 전환이 맞물리는 시기가 될 것
- ✓ 강달러 유발 요인=원화 약세 요인. 역시 1Q말을 전후로 약달러/원화 강세 전환을 예상함. 만약 여타의 이유로 달러의 고공행진 이어질 경우, 부작용 방지 위한 공조 개입도 연내 가능

## Executive Summary: What's after HIKE?

## 2022년은 복합충격의 해

우리는 지난 수 년간 겪어 보지 못한 환경을 경험하고 있다. 1980년대 이후 가장 높은 인플레이션에 대응하기 위한 주요국 중앙은행의 강한 진축이 진행 중이고, 전쟁의 여파는 아직 소멸되지 않았다. 순환적 요인 외에 탈 세계화와 리더십 충돌이라는 거대한 물결도 마주하고 있다.

## 2023년 글로벌 GDP는 2.0% 성장에 그칠 것

이렇게 경기와 금융시장에 불어 닥친 복합 충격의 종류와 크기는 전망의 불확실성을 더욱 키웠고, 급기야 경기전망의 잇따른 하향조정으로 귀결되었다. 내년 글로벌 GDP성장률은 올해 기록할 것으로 전망되는 잠재성장률 수준 3.0%를 상당 폭 밀도는 2.0%에 그칠 것으로 예상한다.

## 금리인상 이후?

Recession보다는 Pause가 온다

내년 경기전망 악화를 이유로 "Global Recession"이라는 비관적인 시나리오를 얘기할 수 있지만, 우리는 금리인상 이후의 금융시장 향방에 보다 주목하고자 한다. 금리인상(Hike) 다음에는 중단(Pause)이 오게 될 것이고, 그 인상 중단이 시중금리의 하락과 증시의 변곡점을 만들어 낼 것이라 예상한다. 내년에 위협 요인보다는 채권과 주식에서 공히 기회 요인이 있다는 것이다.

## 금융시장 변곡점 1Q 말 전후

연준은 11월 FOMC에서 종착점 상향 가능성은 내비쳤지만, 금리인상 충격 누증 영향을 감안하여 향후 인상 속도를 늦출 것임을 시사했다. 초반에 금리인상 화력이 집중되는 성격(frontloading)을 지니는 인상 사이클은 8부 능선을 넘고 있으며, 연준 등 주요국 중앙은행의 금리인상이 마무리될 시점은 2023년 1분기 말 전후로 예상한다. 공교롭게도 이 시기는 1) 유로존 가스 소비 감축에 따른 리세션 구간 탈피, 2) 중국 제로 코로나로부터의 방역 기조 선회, 3) 국내 반도체 재고 사이클 회복이라는 요인들과 맞물리게 될 것으로 본다.

상기한 변수 중 국내 반도체 재고순환 문제는 11월 3일 “탈압박 타이밍, 2023년 전망 시리즈 1~2” (이종빈)에서 다루었기에 본고에서는 생략한다. 이하에서는 1) Global View, 2) 미국 인플레이션의 향방과 통화정책 시사점, 3) 유로존 가스 수급 문제와 중국 코로나 방역 정책 전환의 중요성, 4) 한국경제 전망의 주요 내용을 다루며, 자세한 사항은 10월 31일 기발간된 전망자료를 참고하시길 권한다.

## 1. Global View

### 글로벌 경제전망의 요지

미국과 유로존 경기하강,  
중국의 더딘 회복.  
연간 경제전망은 비관적

2023년 세계 경제는 2.0% 성장에 그칠 것으로 예상한다. 미국은 1980년 이후 가장 빠른 통화긴축이 시차를 두고 경기에 영향을 미칠 것이고, 유로존은 에너지 공급부족을 타개하기 위한 겨울철 에너지 수요 조정에 나섰다. 유로존은 올해 4분기와 내년 1분기 중 리세션을 경험하게 될 것이다.

중국은 올해 대비 내년 경제가 회복하는 그림이지만, 그 속도는 매우 더딜 것이다. 부동산은 구조조정에 돌입하는 모습이고, 제로 코로나로부터의 방역 정책 변화는 3월 전인대 이후에나 가시화될 것이고, 이후의 소비 회복도 완만할 것이다. 여기에 더해 주요국은 코로나19 이후 부여한 막대한 재정자극을 축소하고 있다. 한국의 경우 전세계적인 수요 둔화로 연간 수출이 역성장하는 그림이다.

그러나 사이클의 변곡점은 10달  
연준 인상 중단, 유로존 리세션  
탈피, 중국 제로코로나 완화

여기까지만 본다면 전망은 비관적이다. 그러나 경기와 금융시장 변곡점은 1분기 중 도래할 가능성에 무게를 둔다. 연준이 2~3월 중 금리인상을 중단하면서 명목/실질금리가 점차 하락할 것이고, 유로존은 3월이 지나면 가스사용 감축에서 비롯된 리세션에서 벗어날 것이다. 중국에서 유일하게 기대할 만한 정책 변화인 제로코로나 완화도 이 무렵 진행될 것이다.

경기 궤적은 상저하고

뒤에서 자세히 다루겠지만, 경기하강기에 금리인상이 중단된다는 것은 시중금리 (명목 및 실질)의 안정화를 의미해 왔다. 그리고 여기에 시차를 두고 내년 하반기부터는 경기모멘텀이 개선되는 그림을 예상하고 있다. 이는 미국, 유로존, 한국에서 공통적으로 나타나는 현상일 것이다.

표1 글로벌 경제전망 요약

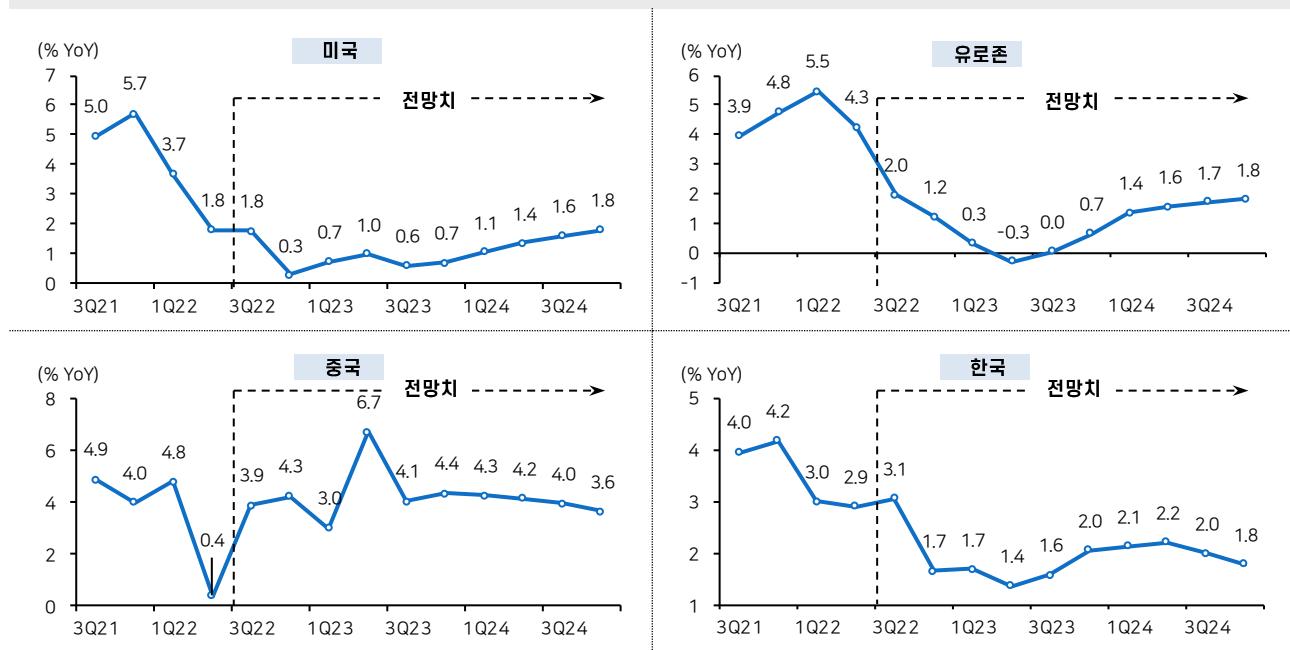
(% YoY)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
GDP성장률	<b>World</b>	<b>2.9</b>	<b>(3.1)</b>	<b>6.1</b>	<b>3.0</b>	<b>2.0</b>
	선진국	1.7	(4.5)	5.2	2.5	1.0
	미국	2.3	(3.5)	5.7	1.9	0.8
	유로존	1.3	(6.7)	5.2	3.2	0.2
	일본	(0.2)	(4.5)	1.7	1.5	1.0
	신중국	3.7	(2.0)	6.8	3.8	3.6
CPI상승률	중국	6.1	2.3	8.1	3.4	4.5
	한국	2.0	(1.0)	4.1	2.6	1.7
	<b>World</b>	<b>3.5</b>	<b>3.2</b>	<b>4.7</b>	<b>8.8</b>	<b>6.4</b>
	미국	1.8	1.2	4.7	8.0	3.9
	유로존	1.2	0.3	2.6	8.2	5.7
환율(기밀)	일본	0.5	0.0	(0.2)	2.2	1.5
	중국	2.9	2.5	0.9	2.2	2.4
	한국	0.4	0.5	2.5	5.1	2.9
	달러/유로	1.12	1.22	1.14	1.02	1.07
	엔/달러	108.6	103.2	115.0	142.0	137.0
WTI(달러)/배럴, 기밀	위안/달러	6.96	6.53	6.36	7.15	6.85
	<b>원/달러</b>	<b>1,156</b>	<b>1,086</b>	<b>1,189</b>	<b>1,400</b>	<b>1,330</b>
	WTI(달러)/배럴, 기밀	61.1	48.5	75.2	80.0	85.0

자료: IMF, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림1 지역별 전망 요지와 금융시장 시사점

지역별 전망 요지 (2023)	■ 미국: 투자 조정 중심의 경기하강; No Recession을 전제
	- 원만한 소비신장 vs 금리상승 민감한 주택시장 및 Capex 하강
	- 연준은 내년 2월 4.75%에서 금리인상을 마무리할 것
	■ 유로존: 제조업 위축 + 에너지절감 불가피한 국가는 서비스업부진
	- 에너지 공급부족 탓에 위한 겨울 수요조정 단행: 1Q23까지 리세션
금융시장 시사점	- 가스 수급균형에 수렴하는 2Q부터 원만한 경기회복세 시현
	■ 중국: 더딘 회복; 제로 코로나기조 변화는 3월 전인대 이후
	- 부양은 소극적이며, 부동산도 하방 위험 잔존하여 회복은 더딜 것
	■ 한국: 수출 경기둔화로 1.7% 성장에 그칠 것, 한은 3.5%까지 인상
	- 건설투자 회복 유효하나, 수출신장세 및 이연소비둔화 상쇄 어려워
금융시장 시사점	■ 경기궤적은 상저하고
	■ 금융시장변곡점은 1분기로 예상
	- 연준 금리인상 중단, 유럽 가스공급 균형, 중국 제로코로나기조 전환
	- 금리인상 중단되며 시중금리 안정화되면 위험자산에 우호적 환경 조성
	자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 주요국 분기별 경제전망 (전년대비 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

### 글로벌 경제전망의 주요 논점 (1) 인플레와 정책대응

40년 만의 **고인플레**:  
Volcker 방식을 택해야 하나?

2023년 글로벌 경제전망의 주요 논점 두 가지를 제시한다. 그 중 첫 번째는 인플레이션과 정책대응이다. 높아진 인플레를 잡기 위해 주요국 중앙은행의 긴축이 진행되고 있으며, 어떤 수준에서 마무리될 수 있을 지가 화두가 될 것이다. 만약 지금이 1970~80년대였다면, 폴 볼커(Paul Volcker) 前 연준 의장이 했던 것처럼 헤드라인 CPI를 뛰어넘는 정책금리를 선택하여 인플레를 크게 억제했을 것이다.

당시와 지금의 경제환경은 상이

당시 이러한 정책 선택이 가능했던 것은, 1) 국가채무 비율이 낮았고, 2) 주요국 잠재성장률이 4~5%대는 되었기 때문이다. 경제가 높은 금리를 감내할 수 있을 정도의 여건이었다는 것이다. 반면, 현재는 선진국 국가채무 비율은 대부분 국가에서 100% 전후 수준이며, 잠재성장률은 2%를 밑돌고 있다. 8~10%의 금리를 감당하기 어려운 환경이라는 것이다.

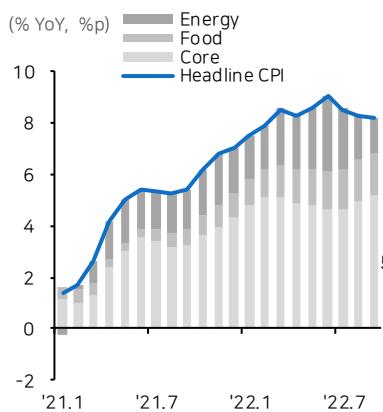
중앙은행은 그들이 통제할 수 있는 부분에 주력하고 있으며…

그렇기에 중앙은행들은 그들이 통제할 수 있는 부분에 주력하고 있다. 다음 페이지 그림 3~5는 미국, 유로존, 영국의 소비자물가 상승률을 각각 식료품, 에너지, 핵심물가 기여도로 나누어 본 것이다. 올해 9월을 기준으로 미국은 전년대비 8.2% 상승률 중 5.2%포인트가 핵심물가, 즉 수요측 압력으로 설명된다. 유로존은 CPI 상승률 9.9% 중 핵심물가 기여도가 3.3%포인트에 그치는 반면 에너지 기여도가 4.2%포인트에 달하는 전형적인 비용상승형 인플레를 경험 중이다. 영국은 수요와 공급측 압력이 유사한 비중으로 공존하고 있다.

그것은 핵심물가 기여도 만큼  
인플레를 꺼뜨리는 것

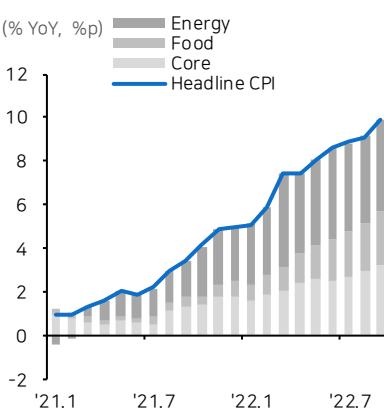
우리는 여기에서 핵심물가 기여도에 주목한다. 식료품과 에너지 등 공급측 압력에서 비롯되는 인플레 압력은 중앙은행의 통화긴축으로 잡기 어렵다. 따라서 중앙은행이 통제할 수 있는 영역은 핵심물가 기여도만큼의 물가상승분을 억제하는 것이다. 공교롭게도 언급한 핵심물가 기여도는 현재 금융시장이 반영하고 있는 금리인상 종착점 전망과 유사하다. FRB, ECB, BOE의 금리인상 종착점이 어디까지 상승할 수 있는가를 이 기준으로 생각해 보면 5.2%, 3.3%, 5.1% 내외로 추정된다.

그림3 미국 소비자물가 상승률 분해



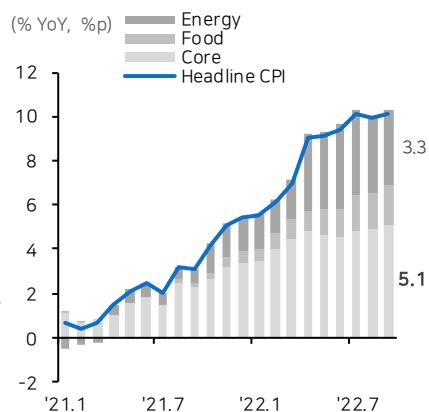
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 유로존 소비자물가 상승률 분해



자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림5 영국 소비자물가 상승률 분해



자료: UK ONS, 메리츠증권 리서치센터

2020~21년 재정자극 강도와  
수요측 인플레 압력이 비례

중앙은행이 물가를 잡기 위해 열심히 노력하는 가운데, 재정자극 축소라는 다른 편에서의 정책 대응도 필요하다. 그림 6은 코로나19에 대응하는 과정에서 각국이 용인한 2020~21년의 2년간 기초재정적자의 크기이며, 이것이 시차를 두고 핵심 인플레이션으로 연결되었음을 보여주는 것이다.

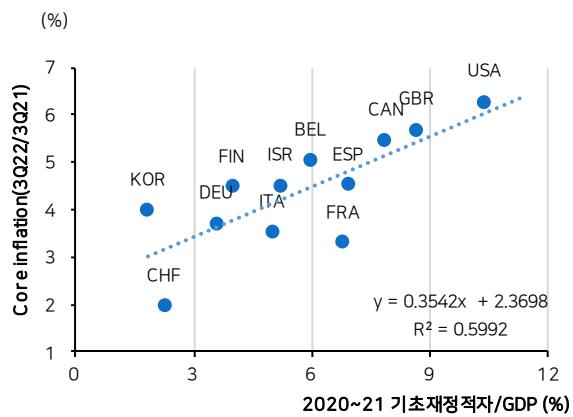
정책당국이 인플레 억제를  
원한다면 재정규율이 필요

재정자극이 줄지 않고 계속 부여될 경우 소비자 구매력 증대를 통한 수요측 물가 압력을 계속 유발할 가능성이 크다. 이러한 주장의 대표주자는 Bianchi와 Melosi라는 학자들이며, 이들은 8월 발표한 *Inflation as a Fiscal Limit*이라는 논문을 통해, 1960년대와 현재의 추세적 인플레를 만들어 낸 것은 재정정책(이전지출)이기에 반대로 인플레를 억제하기 위해서는 재정규율 동반이 필수적이라 주장한다. 주요국에서 재정자극이 줄어드는 것은 이 맥락에서 자연스러운 현상이다.

미국이 마음에 걸리는 이유?  
재정자극이 계속 들어 올 위협이  
있기 때문

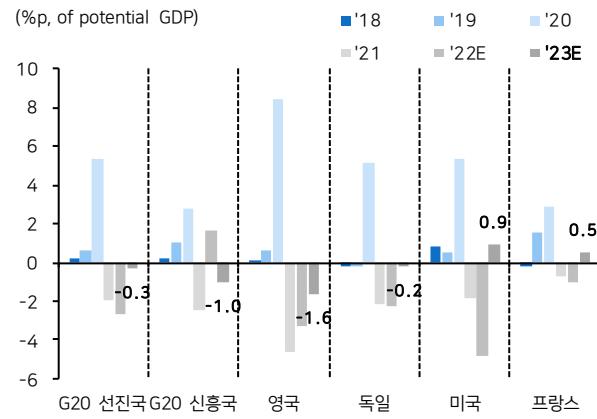
마음에 걸리는 지역은 미국이다. IMF Fiscal Monitor(2022년 10월)에 따르면 유독 미국의 재정자극이 양(+)의 값으로 추정된다. 이는 최근 바이든 행정부가 시행 중인 학자금 대출 부분탕감과도 무관치 않아 보인다. 중간선거를 앞두고 공화당이 다수당인 주(州)에서 동 프로그램 시행 유예 가져분신청이 연방법원에서 수용되었다. 중간선거에서 공화당이 하원 다수당이 될 경우 이 프로그램의 지원 내지는 축소 가능성이 있다. 인플레이션 억제라는 측면에서 본다면, 반길 일이다.

그림6 2020~21년 기초재정적자와 핵심 인플레이션을



자료: IMF WEO (Apr 2022), OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Fiscal impulse (음수이면 재정자극 축소를 의미)



주: GDP대비 기초재정적자 비율의 직전년-당해년 차로 계산

자료: IMF Fiscal Monitor (Oct 2022), 메리츠증권 리서치센터

### 글로벌 경제전망의 주요 논점 (2) 달러 강세의 조정 여부

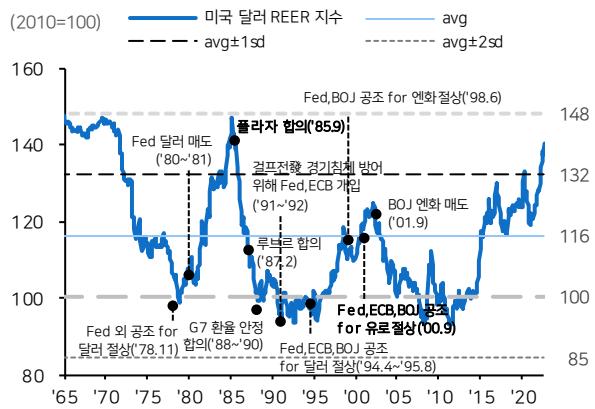
지금은 역사적 관점에서도  
달러화 초강세 환경임

두 번째는 달러 강세의 조정 여부이다. 지금은 주요국 대비 상대적으로 양호한 미국 경제전망과 더불어 연준의 강한 긴축이 달러화만의 나홀로 강세를 유발 중이다. 9월 말 기준 BIS가 집계하는 달러화의 실질실효환율은 1963년 10월 이후 역사적 평균의 +1표준편차 수준을 크게 넘어섰다.

이 정도의 강달러 환경은  
역사적으로 공조개입을 유발

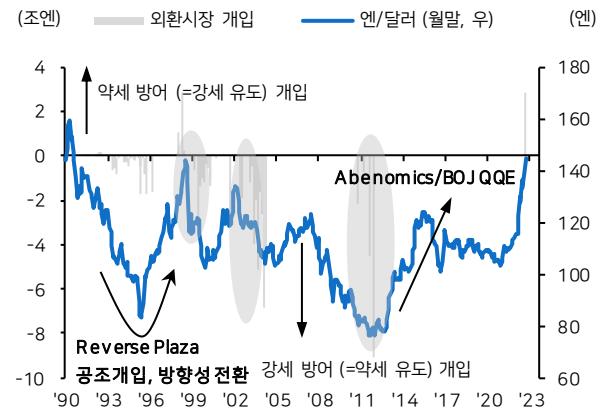
이 정도의 달러화 강세는 역사적으로 G-7의 공조개입을 불러 왔다는 점에 주목 한다. 현재보다 달러 강세가 덜했던 2000년 9월에는 유로화 가치의 지지를 위해 미국/유로존/일본 중앙은행이 개입했고, 우리가 잘 알고 있는 1985년 9월 플라자 합의(일본 엔화와 독일 마르크화의 절상 조정)도 달러화 초강세에 따른 부작용을 되돌리기 위해 선택된 조치였다. 반면, 개별국 중앙은행의 단독 개입(예: 일본은행)은 방향성을 돌려 놓기에는 역부족이었다.

그림8 달러화 실질실효환율과 G-7 공조개입의 역사



자료: BIS (Narrow 기준임), 메리츠증권 리서치센터

그림9 일본 환시 단독 개입: 방향성을 돌리기에는 역부족



자료: Bank of Japan, 메리츠증권 리서치센터

연준 금리인상 중단이 약달러 전환 계기일 것으로 예상하나…

다른 변수가 작용하여 강 달러가 장기화될 위험: 이 때는 개입선택

우리는 연준이 금리인상을 중단하게 되면 시중 국채금리의 하락이 유로존, 일본과의 금리차를 줄이게 되면서 강달러 압력이 완화될 것으로 예상하고 있다. 그러나 주요국 사이의 환율은 금리차라는 단일 변수로만 결정되는 것이 아니다.

금리차 축소에도 불구하고 경제 펀더멘털에 대한 기대 등 여러 요인으로 달러화가 고공 행진할 경우, 미국 이외 지역의 달러표시 구매력 약화로 나타날 글로벌 교역량의 대폭 위축 등 2차 충격이 현실화될 수 있다. 이 경우, 물가안정에 확신이 부여된다는 점을 전제로, 연준 등 주요국 공조 개입 현실화 가능성에 무게를 둔다.

글로벌 경제전망이 악화되는 환경에서는 경기 역행적 성격을 지니는 달러화가 강세를 띠는 것이 일반적이다. 내년 경제전망이 올해보다 부진함에도 불구하고 당사가 내년 중 달러 약세 전환 가능성을 높게 보는 이유들이 바로 여기에 있다.

## 2. 미국 인플레이션의 향방과 통화정책 시사점

### 미국 경제전망의 골자

미국 경기전망의 골자  
소비 완만한 신장, No recession,  
No subprime revisit

미국 경기전망의 큰 그림은 기존과 동일하다. 우리는 금리상승에 민감한 투자 중심의 조정이 경기하강을 유발할 것인 반면, 소비는 꾸준한 항상 소득의 증가와 초과 저축, 그리고 소비심리 개선 등으로 감소하지 않을 것으로 예상한다. 아울러, 주택시장 하강 심화 우려에도 서브프라임 사태가 재현될 가능성에도 선을 긋는다.

기본적으로는 리세션 가능성은 낮게 보지만, 설령 발생한다 하더라도 민간부채 디레버리징 압력이 제한적일 것이기에 장기 침체가 아닌 얇은 형태의 리세션일 가능성에 무게를 둔다. 상기 내용은 8월 9일 전략공감2.0, "수정 경제전망 각론: 미국 경제"에서 이미 다룬 사항들이기에, 본고에서는 인플레이션 향방과 통화정책 시사점에 대한 기술에 집중한다.

### 인플레이션은 결국 일시적일까, 아니면 영구적일까?

인플레이션이 영구적인 형태로 전화하기 보다는 결국 일시적 형태로 귀결될 가능성

우리가 40년 만에 가장 높은 인플레이션을 경험하고 있는 가운데, 최근 소비자물가 상승률이 수 개월째 예상을 웃돌게 되면서, 일부 투자자들은 인플레이션의 고착화 및 1965~82년까지 진행된 Great Inflation의 재현 가능성을 걱정한다. 생각해 보면 2021년 3월부터 소비자물가 상승률이 2%를 넘기 시작한 것이니 1년 8개월간 높은 인플레이션 환경에서 살고 있는 것일 뿐이다. 그만큼 인플레이션에 대한 피로와 공포가 상당하다는 의미이겠다.

1970~80년대 인플레이션 이전에 물가상승이 문제가 되었던 시기가 있었다. 바로 2차 세계대전 직후인 1946~47년의 인플레이션이다. 당시는 1) 전쟁 중에 시행되었던 가격통제가 풀리고, 2) 소비자들의 이연수요가 급격히 병목현상을 만나면서 식료품, 에너지, 공업제품 및 서비스에 이르는 광범위한 인플레이션 발생했던 시기였다. 1947년 4월 CPI 상승률은 무려 19%에 달했다.

지금은 70년대보다는 40년대와  
유사함: 공급병목 해소와 거시  
정책의 빠른 되돌림이 공통점

그럼에도 불구하고 인플레이션이 조기 진화되었던 비결은 공급 병목의 빠른 해소 (군수물자 생산 → 생필품 생산)와 더불어, 재정흑자 전환과 연준 B/S 축소, 금리 상승 용인 등 거시 정책기조의 빠른 되돌림에 있었다. 반면, 1970~80년대의 경우 미국 정부의 빈곤퇴치 정책이 장기간의 재정적자와 이전지출 누증을 유발하였고, 이 과정에서 인플레가 유발되고 있었음에도 통화팽창이 장기간 이어졌다. 결국 Paul Volcker 의장 시기에 징벌적인 금리인상을 통해 장기간 누적된 인플레를 꺼 뜨리기에 이른 것이다 (자세한 비교는 본 보고서 p32와 5장 내용을 참고).

지금은 어디에 가까운가? 인플레가 유발되었음에도 확장적 재정/통화정책이 계속 이어졌다면 1970년대 인플레 환경으로 진화했을 것이다. 그러나 전술한 대로 통화정책은 진축으로 전환되었고 재정정책도 자극을 줄이는 방향이라는 점에서 보면 1946~47년 인플레이션과 유사할 가능성이 커 보인다. 시간이 좀 걸리긴 해도 결국은 일시적(transitory) 물가상승의 형태로 귀결될 것으로 본다.

그림10 미국 CPI 상승률 (1940~52)

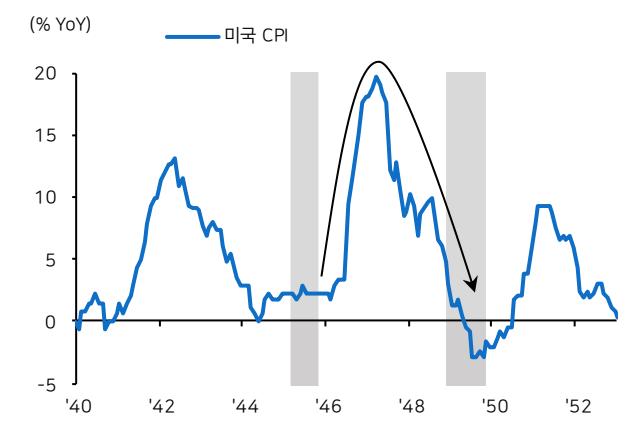
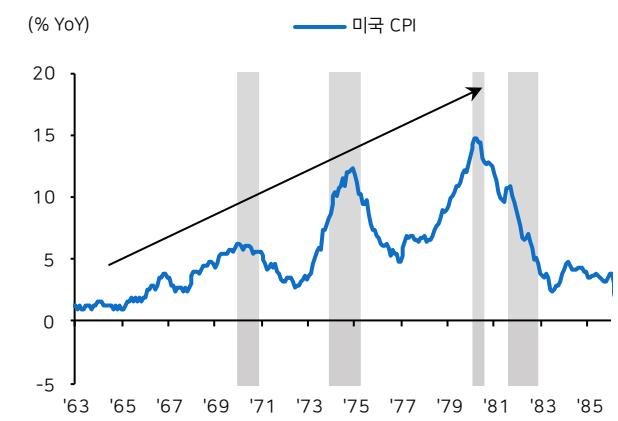


그림11 미국 CPI 상승률 (1963~85)



### 인플레는 잡히고 있는가? 앞으로의 궤적은?

인플레이션은 잡히고 있음

일시적인 물가 급등으로 귀결되는 그림이라면, 지금 인플레는 잡히고 있어야 한다. 연준 통화정책에서는 수요측 인플레(핵심물가)가 중요하므로 여기에 집중한다.

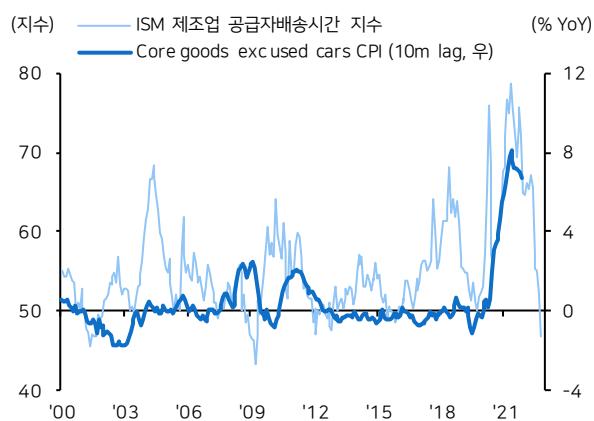
재화 물가상승 압력은 둔화 중  
서비스 물가는 4Q부터 둔화 예상

우선, 이번 인플레 사이클을 최초로 유발한 핵심 재화 물가 압력은 둔화되고 있다. 원자재/중간재 조달 문제가 공급망 충격을 만나 핵심 재화 물가 양등을 유발했다. 이는 미국 ISM제조업 공급자배송시간 지수 급등으로 나타났다. 최근 공급망 병목이 빠르게 해소되어 10월 공급자배송시간 지수가 코로나19 이후 처음으로 기준선 (50)을 밀돌았다(46.9). 핵심 재화물가 압력은 계속 완화될 것으로 예상한다.

관건은 핵심 서비스 물가이다. 이는 CPI 내에서 57.7%를 차지하고, 그 중 상당 부분은 32.3%를 점하는 주거비이다. 올해 3분기까지 주거비 물가압력의 누증으로 재화 물가 안정화에도 핵심물가 상승세 확대가 계속 진행되었던 것이다.

그런데 4분기부터 주거비 물가압력도 완화될 가능성이 커지고 있다. 노동통계국은 주거비를 산정할 때, 전국 실거래가의 12개월 평균치를 기준으로 집계한다. 따라서 월간 실거래가에 시차를 두고 CPI가 움직이는 것은 자연스럽다. Zillow.com의 Observed rent price index와 8개월 시차를 두었을 때 상관계수가 가장 높다. 이르면 10월 CPI부터 주거비의 하향 안정화가 진행될 수 있겠다. 경기사이클에 시차를 두고 움직이는 서비스 물가 본연의 특성까지 고려해 본다면, 그간 물가압력을 키웠던 이들도 점차 안정화되는 방향으로 바뀔 가능성에 무게가 실린다.

그림12 미국 ISM 공급자배송시간 vs 중고차 제외 핵심 재화 물가

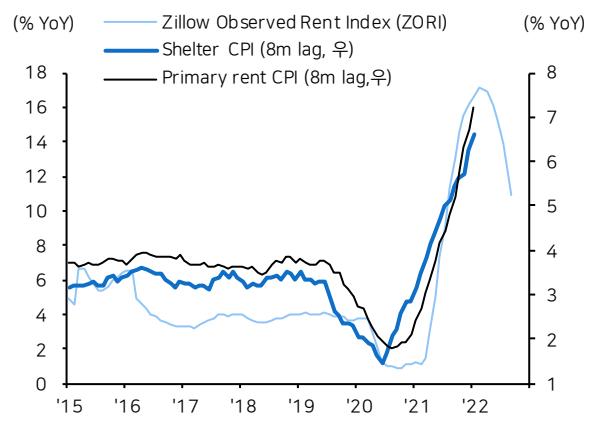


자료: US ISM, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

2023초 Core CPI 상승률이  
FFR을 밀돌 것. 금리인상은  
1Q까지 진행될 것으로 전망

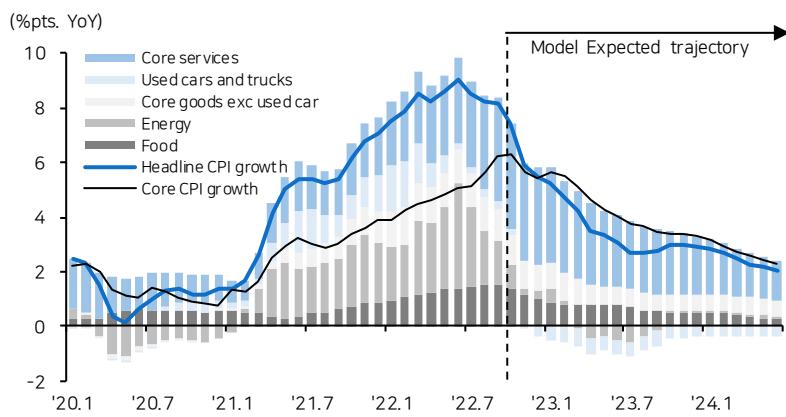
우리가 미국 CPI 상승률에 도입한 가정들은 1) 23년 말 CRB식품지수 2021년 말 수준 수렴, 2) 23년 상반기 말 유가 75달러, 연말 80달러, 3) ISM공급자 배송시간 23년 말 50 수렴, 4) 임대료 실거래가 내년 하반기 이후 정체 등이다. 동 가정에 준하여 도출된 Core CPI 궤적에 따르면, 내년 4월경 4.6%에 도달하여 연방기금금리를 밀돌게 될 것이며, Core PCE는 3월 전후 정책금리를 하회한다는 결과이다. 연준은 1분기까지 금리인상 이후 중단할 가능성이 크다는 판단이다.

그림13 미국 Zillow 집세가격 지수와 주거비 물가



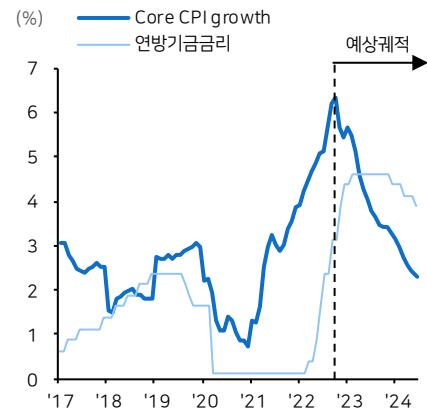
자료: Zillow.com, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 CPI 상승률 궤적 추정



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림15 미국 Core CPI 궤적과 FFR 전망



자료: US BLS, FRB, 메리츠증권 리서치센터 추정

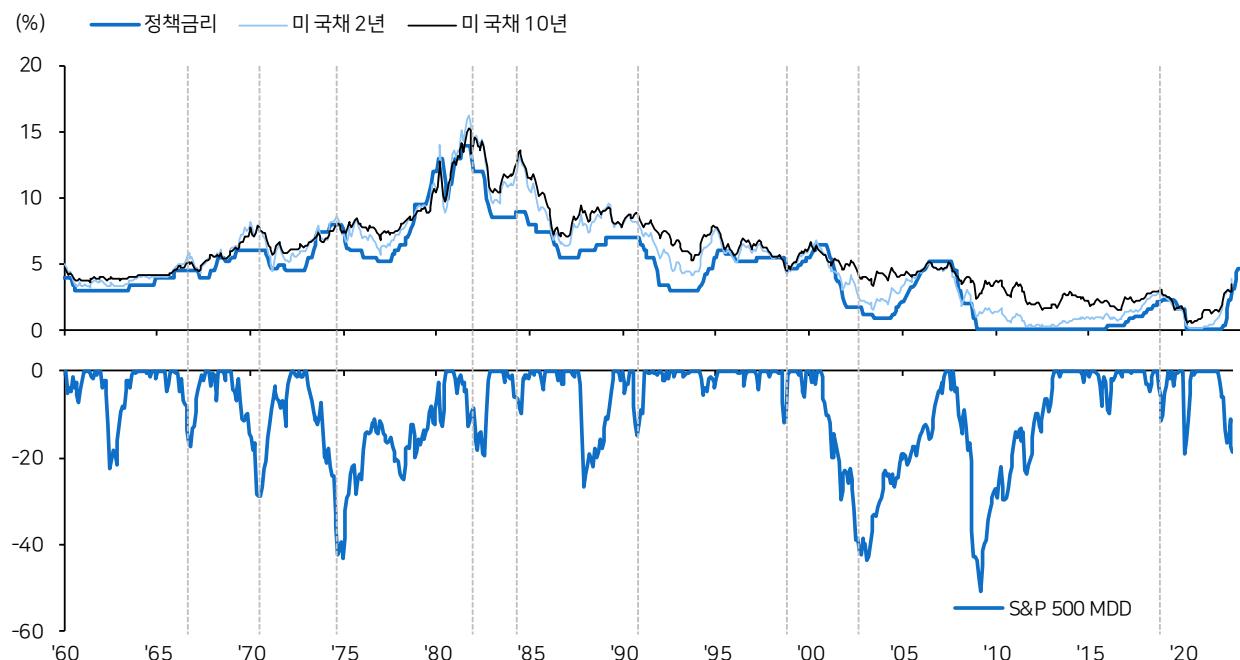
경기하강기에 금리인상 중단은  
역사적으로 시중금리 하락과  
주가 반등 촉매였음

실물경기도 금리 안정화에 시차를  
두고 개선될 것으로 예상

금리인상 중단이 중요한 이유는, 1960년대 이후 경기하강기에서 금리인상 중단이 미 국채금리의 하락을 유발함과 동시에 주가 반등 촉매제 역할을 했기 때문이다. 예외적으로 2006년은 금리인상 중단에도 시중금리가 하락하지 않았는데, 이는 경기회복기로 지금의 환경과 거리가 있다.

또한, 소비지출과 자본재 주문 등 실물지표는 실질금리에 약 6개월 시차를 두고 반응한다. 올해 3분기 TIPS 5년물 기준 실질금리 상승폭은 160bp에 달했고, 6개월 시차 고려시 통화정책 충격이 극대화되는 구간은 내년 1분기로 예상된다. 반대로, 실질금리 하락에 시차를 두고 하반기 경기가 개선될 가능성이 있다는 것이다.

그림16 미국 정책금리/시중금리와 S&P 500 MDD (Maximum Draw Down)



주: 개별 사례 각론은 10월 31일 발간된 경제전망 자료의 Part V. Appendix를 참고

자료: Federal Reserve, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 미국 개인소비지출과 실질금리



자료: Federal Reserve, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림18 미국 핵심 자본재 주문과 실질금리



자료: Federal Reserve, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

### 3. 유럽과 중국 이슈 점검

#### 유럽: 가스소비 절감 과정에서 내년 3월까지 짧은 리세션 경험

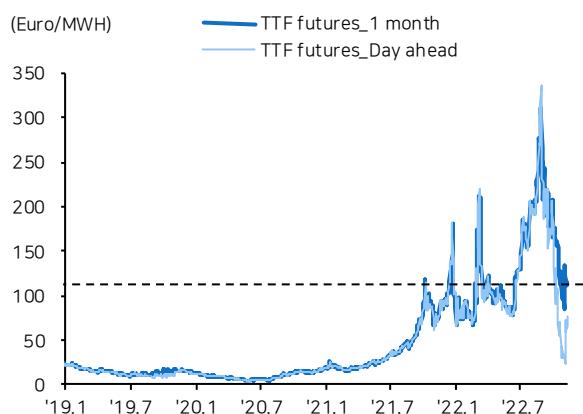
##### 유로존 가스가격이 하락한 이유

유로존 가스가격의 벤치마크인 네덜란드 TTF 선물은 올해 8월 MWH당 300유로를 상회했다가 불과 2개월 만에 100유로 내외로 안정화되었다. 8월 가격 급등을 유발했던 요인이 러시아산 가스 공급 축소와 중단(Nord Stream)이었고, 그 흐름이 지금까지도 연장되고 있음을 고려한다면 석연치 않은 반응일 수 있다.

##### 공급 확충보다는 인위적 수요 감소에 따른 것

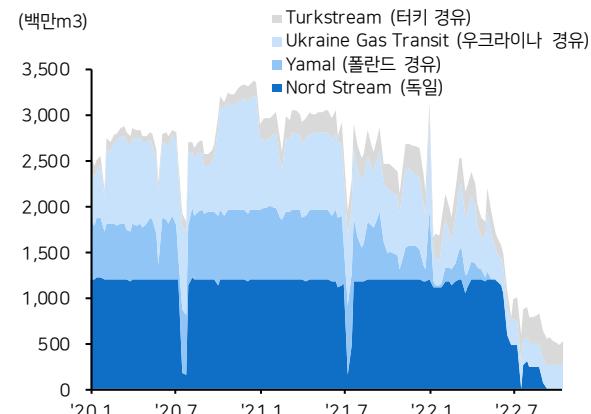
일각에서는 개별국이 보유한 가스 저장시설이 채워졌다는 점을 원인으로 꼽는다. 그러나 저장용량은 EU 평균 기준 연간 소비량의 27.4%에 불과하다. 반면 동절기가 위치한 4분기와 1분기의 비중은 연간 소비량의 60%에 달한다. 추가적인 가스 확보가 예년만큼 어렵다면, 러시아산 가스 의존도가 높았던 독일, 이탈리아 등은 소비 감축을 통해 겨울나기를 해야 한다. 조업단축 등 활동이 불가피하게 수반되면서 내년 3월까지 짧은 리세션을 경험할 것으로 예상하며, 그 이후로는 계절적 수요감소와 비 러시아 수송 프로젝트 현실화로 가스 수급 개선 가능성성이 크다.

그림19 네덜란드 TTF 가스 선물가격: 1개월물과 1일물



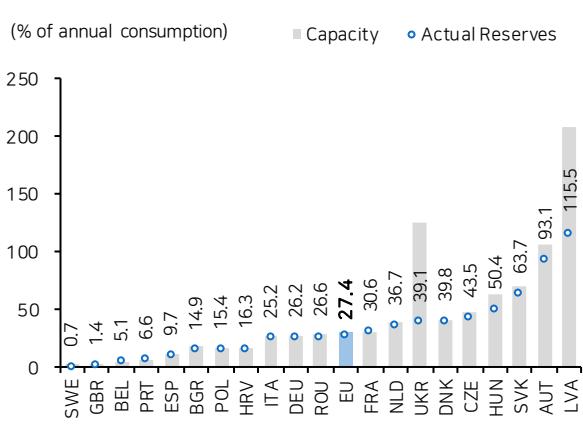
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 러시아산 파이프라인 가스 공급량 추이



자료: Bruegel, 메리츠증권 리서치센터

그림21 유럽 연간 소비량 대비 Capacity와 실제 저장량



자료: Gas Infrastructure Europe (10월 19일), 메리츠증권 리서치센터

표2 러시아 가스 부재시의 수요 감소분(2H22~1H23) 추정

(bcm)	연간 소비량(A)	러시아 공급	비러시아 공급	재고 감소	수요 감소분(B)	B/A (%)
유럽	525	0	472	17	-36	-7%
영국, 아일랜드	76	0	76	0	0	0%
스페인, 포르투갈	38	0	38	0	0	0%
스웨덴, 덴마크	4	0	4	0	0	0%
프랑스, 네덜란드, 벨기에	98	0	96	2	0	0%
튀르키예	57	0	57	0	0	0%
핀란드, 라트비아, 리투아니아, 에스토니아	6	0	6	0	0	0%
폴란드	23	0	22	1	0	0%
불가리아, 로마니아	15	0	14	1	0	0%
크로아티아, 슬로베니아	4	0	4	0	0	0%
기타 유럽	7	0	7	0	0	0%
독일, 오스트리아	99	0	78	6	-15	-15%
이탈리아	73	0	58	4	-11	-15%
체코, 슬로바키아, 헝가리	25	0	12	3	-10	-40%

자료: Bella et al., "Natural Gas in Europe: The Potential Impact of Disruptions to Supply", IMF WP22/145 (July 2022)

### 중국: 제로 코로나 완화의 중요성

중국은 중기전략에 집중한 나머지  
인민 구매력 진작에는 소홀

여기서 제로 코로나를 계기로  
소비심리 급랭

제로 코로나로부터 위드 코로나로  
전환될 시기는 3월 전인대 이후

그 이후 소비회복은 완만할  
가능성에 무게를 둠

중국 부동산은 최악은 면하겠으나,  
적극적 진작보다 구조조정에 무게

중국은 코로나19로부터 회복하는 과정에서 중기 전략인 제조업과 R&D에 역량을 집중하였고, 민간소비 편의멘털 진작은 상대적으로 소외되었다. 이러한 모습은 1) 노동수요 위축, 2) 가처분소득 증가율의 명목 GDP 성장률 하회를 유발하였다.

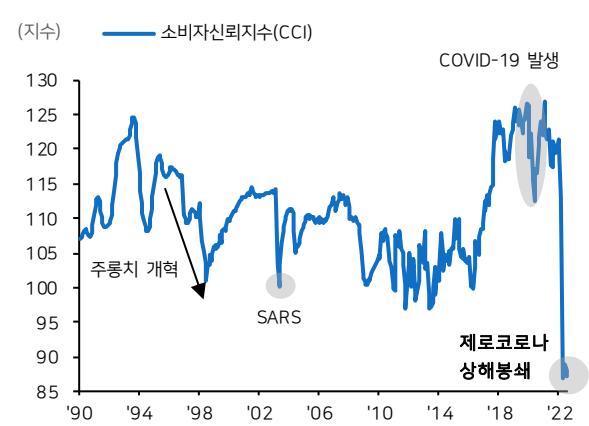
더욱 큰 문제는, 소비 재원이 확보되어 있다 하더라도 쉽게 지갑을 열지 않는 행태에 있다. 바로 소비심리가 얼어붙은 것이다. 그럼 22는 중국 소비자신뢰지수를 나타낸 것인데, 1990년대 주룽치 개혁, 2003년 SARS, 2020년 코로나19 발생 당시 하락폭을 크게 뛰어넘는 "급락"이 나타났다. 그리고 그 계기는 상하이 봉쇄와 예상치 못한 제로 코로나 정책의 도입이었다.

최근 제로 코로나로부터의 정책 선회 기대감이 있었으나, 중국 방역당국은 겨울을 지나야 한다는 강경론을 유지했다. 우리는 전인대가 치뤄지는 내년 3월 이후가 분기점이 될 것으로 예상하며, 위드 코로나 전환이 적어도 소비심리 반등 요인은 될 수 있다고 판단한다. 그렇다 할지라도, 소비의 V자형 회복을 기대하기는 어려울 수 있다. 우리나라의 경우처럼 위드 코로나는 집단 감염을 전제로 하고, 집단 면역이 형성되었다고 판단한 이후에나 사회적 거리 두기가 해제되기 때문이다. 때문에 우리는 중국의 소비 회복이 더디게 나타날 가능성에 더욱 무게를 두고 있다.

한편, 중국 정책당국은 부동산 시장이 침체로 들어가는 것까지는 방어하려 할 것이다. 금리인하와 프로젝트의 완공을 촉진하기 위한 그간의 자금조성(인민은행 2,000억, 시중은행 6,000억 위안 내외) 노력이 그러한 의지의 일환이라 본다. 그러나 우리가 기대했던 건설사 자체적인 자금조달 창구 확대는 무산되는 그림이며, 향후 개발업체들의 국유화 내지는 구조조정이 이행될 가능성이 오히려 높다.

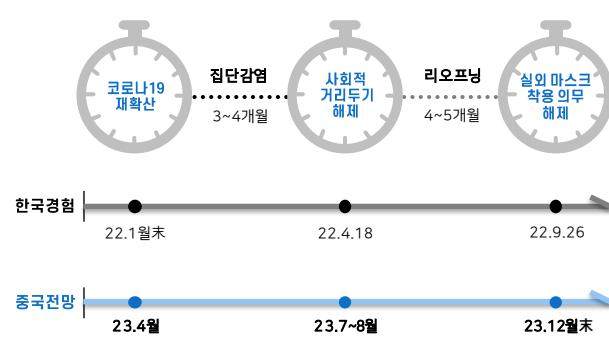
부동산은 비생산 자산(non-productive asset)이기에 중국 정부의 생산요소 업그레이드 전략과도 배치된다. 앞으로 부동산과 건설 부문이 중국 경기의 모멘텀 제고 역할을 할 것으로 기대하기 어려워졌다.

그림22 중국 소비자신뢰지수 추이



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림23 중국 위드코로나 이후 소비시장 회복 예상경로



자료: "2022 중국 탐방기: 격리 안의 세상 (최설희)", 메리츠증권 리서치센터

## 4. 한국 경제전망과 원/달러 환율 전망 요지

### 국내 경제와 인플레 전망 요지

2023년 한국경제는 대외여건  
악화에 직면. 충격은 상반기 집중

2023년 한국경제는 선진국 수요둔화 및 중국의 더딘 회복으로 대외여건 악화를 경험할 것이나, 상반기 수출 감소 이후 하반기부터는 개선되는 궤적을 예상한다. 수출환경은 기업 설비투자뿐 아니라 소비심리와 직결되기에 부진은 상반기 중 집중될 것이다. 한편, 상반기 소비 성장률이 높은 것은 기저효과 영향이다.

소비자물가는 올해 3분기를  
정점으로 둔화되어 내년 2분기  
3% 하회를 예상

소비자물가는 올해 3분기 5.9%를 정점으로 점차 둔화되어 내년 2분기 3%를 하회하는 궤적을 예상한다. 전망의 전제는 내년 말 두바이유 85달러/배럴과 원/달러 1,330원 전망에 기반한다. 지금까지의 원화 약세가 수입물가 압력을 증폭시켜 왔다면 내년 2분기 이후로는 반대의 힘으로 작용할 가능성이 크다.

주된 요인은 수입물가의 안정 및  
원화 강세 전환임

올해 9월 소비자물가 상승분을 분해해 보면, 농산물과 석유류 보다는 근원물가 기여도가 5.7% 중 4%포인트 내외로 높다. 근원물가 압력 중 50%는 축산/수산, 가공식품, 외식 물가상승에서 기인하며, 글로벌 식품가격 상승에 연동되는 해외로부터의 비용상승 압력이 진원지이다. 이미 식료품 수입물가가 빠르게 안정되어 온 만큼, 시차를 두고 가공식품과 외식 물가가 안정화될 가능성에 무게가 실린다. 전기료/가스비 인상 등 공공요금이 복병일 수 있으나, 식료품 발 인플레 압력만큼 중기에 걸쳐 물가에 부담을 주는 요인일 가능성은 작다.

표3 한국 경제전망 요약

(% YoY)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>GDP (실질)</b>	<b>3.0</b>	<b>2.9</b>	<b>3.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>	<b>2.0</b>	<b>4.1</b>	<b>2.6</b>	<b>1.7</b>	<b>2.0</b>
민간소비	4.3	3.9	5.9	4.4	5.2	2.3	1.2	1.8	3.7	4.7	2.6	1.9
건설투자	(5.5)	(3.7)	(1.5)	(0.1)	0.6	0.9	1.8	2.3	(1.6)	(2.6)	1.5	2.1
설비투자	(6.2)	(6.6)	1.3	(0.1)	(1.0)	(1.1)	0.9	1.9	9.0	(3.0)	0.2	2.0
수출 (BoP, 금액)	18.8	13.5	5.6	1.5	(3.0)	(7.0)	0.0	3.0	25.8	9.4	(1.7)	5.3
수입 (BoP, 금액)	28.3	22.4	23.5	6.3	(1.2)	(13.5)	(8.7)	2.4	32.0	19.5	(5.3)	5.1
<b>소비자물가</b>	<b>3.8</b>	<b>5.4</b>	<b>5.9</b>	<b>5.2</b>	<b>4.3</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>	<b>5.1</b>	<b>2.9</b>	<b>2.2</b>
기준금리 (기말, %)	1.25	1.75	2.50	3.25	3.50	3.50	3.50	3.25	1.00	3.25	3.25	2.75
원/달러 (기말, 원)	1,212	1,298	1,430	1,400	1,400	1,380	1,350	1,330	1,189	1,400	1,330	1,300

자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림24 FAO 식품지수 vs 한국 식료품 IPI

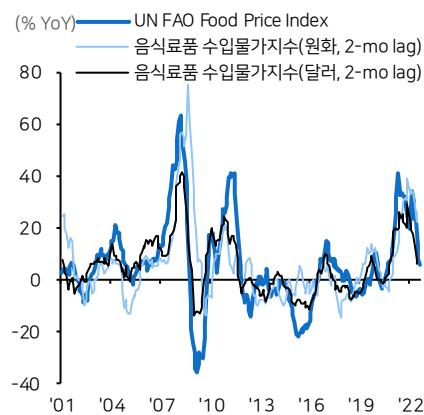


그림25 한국 식료품 IPI vs 가공식품 CPI

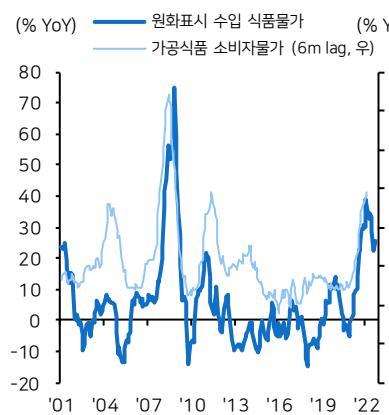


그림26 한국 식료품 IPI vs 외식 CPI



자료: FAO, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

### 한국은행 통화정책에 대한 견해

공급충격 성격의 근원물가 상승에  
한은이 금리인상으로 대응하는  
이유는 기대인플레 경로 때문

비용 상승형 압력이 근원물가 상승분의 절반 정도를 설명하지만, 한국은행은 인플레 억제를 위한 금리인상을 지속하고 있다. 한국은행이 공급 충격에 금리인상으로 대응하는 데에는 기대인플레이션 억제 목적이 큰 것으로 보인다. 공급 충격이 물가상승을 유발하더라도 기대인플레이션 상승 경로가 작동하여 인플레 우려를 더욱 키울 수 있기 때문이다. 비교적 선제적으로 대응을 해야 기대 인플레 증폭을 억제 할 수 있고, 총수요 손실도 작다는 것이 한국은행 Staff의 입장이다.

금리인상의 종착점은 중립수준의 상단(2.75%로 추정)을 상회하는 수준(3.50%)이 될 가능성이 크며, 소비자물가 상승률이 3% 아래로 내려가는 시점인 2분기에는 인상을 중단할 것으로 예상한다.

원화 약세에 대한 직접 대응보다  
는 이것이 가져오는 기대인플레  
확산 경로에 대응하는 것

원화 약세도 한국은행의 금리인상 이유로 거론되고 있다. 한국은행이 원화 약세에 직접적으로 대응하기보다는 원화 약세가 물가압력과 기대인플레를 자극시킨다는 점에서 대응 영역으로 보는 것이 타당하다. 내외 금리차 축소/역전이 원화의 방향에 미치는 영향은 제한적이라는 판단을 유지하며, 그 흐름이 현재 자본이탈(capital flight)로 귀결되지 않고 있다는 점도 당사의 견해를 뒷받침한다. 관련 내용은 9월 28일 전략공감2.0, “외환시장 3가지 이슈 점검”에서도 다룬 바 있다.

### 원/달러 환율 전망의 요지

원화 강세 전환 조건은  
달러 약세 전환 조건과 동일

올해 원화 약세는 금융위기 당시와 같은 외채위기 내지는 단기차입 순상환 과정에서 나타나는 나흘로 약세와는 거리가 있다. 글로벌 달러 강세의 진행으로 원화를 포함한 달러 이외 통화가 동반 약세를 시현하는 것이다. 때문에 원화 강세 전환 조건은 달러 약세로 되돌려 지기 위한 조건과 동일하며, 이는 금융시장 변곡점 도래 요인과 같다. 우리는 내년 1분기까지 원/달러 환율이 1,400원 내외를 유지한 이후 2분기부터 완만한 강세로 전환되어 내년 말에는 직전 저항선인 1,330원에 수렴할 것으로 전망하고 있다.

조건 1. 매파적 연준 우려 완화  
2. 유럽 펀더멘털 우려 완화  
3. 중국 경기회복 기대

원화 강세 조건(즉, 달러 약세 전환 조건)은 다음과 같다. 첫째, 매파적인 연준에 대한 우려가 완화되어야 한다. 연준 금리인상 감속, 그리고 직접적으로는 금리인상 중단이 계기가 될 수 있을 것이라 본다. 둘째, 유럽 펀더멘털 우려 완화이다. 겨울철 에너지 감축이 지나고 가스 수급이 안정화되며 리세션으로부터 회복되는 모습이 선행되어야 한다. 그 이후 우크라이나와 장기전을 치르는 러시아 반응함수 변화 여부도 관건이다. 셋째, 중국 경기회복 기대이다. 부동산의 추세적 회복을 기대하기 어려운 환경에서는, 제로 코로나 완화로의선회가 계기일 수 있다.

한편, 원화가 약세라는 이유로 달러 조달 문제를 우려하는 시각이 있다. 현재 그러한 환경과는 거리가 있으며, 조달 문제가 생긴다 하더라도 FIMA Repo Facility, 즉 뉴욕 연은에 계좌를 보유하는 외국 중앙은행이 보유한 미국 국채를 연준에 예치했을 때 달러를 조달할 수 있도록 하는 상설 창구를 이용할 수 있다.

그림27 2000년 이후 달러화 지수와 위안/달러, 원/달러 환율



주: 2000년 초 위안/달러=8.27. 도해의 편의성 위해 위안/달러를 지수화. 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이번 연간 전망은 경기사이클에 따른 변곡점 도출과 주요국 경기 이슈에 집중한 자료이다. 반면, 금융시장 급변을 유발하는 제반 변수를 경기 문제 하나로 풀기 어렵다. 경기 이외의 이슈에 대한 분석은 2023년 전망 시리즈 1권(주식), 3권(채권), 4권(글로벌 전략)에서 다양한 앵글로 다루었으니 본 자료와 해설판을 같이 참고하시기를 권한다.

## 칼럼의 재해석

박수연 연구원

## 일본은행, 언제까지 완화적일까? (Financial Times)

일본은 현재까지도 매우 완화적인 통화정책을 펼치고 있다. 주요국 중 유일하게 마이너스 정책금리를 유지하고 있을 뿐 아니라 경기부양을 위해 외환/채권시장 개입까지 나서고 있다.

늘어나는 시장개입만큼 일본발 위기를 우려하는 투자자가 많아지고 있다. 그럼에도 일본은행이 아직까지도 완화정책을 펴는 이유는 단 하나다. 장기간 지속된 디플레이션을 끝내고 싶기 때문이다. 러시아-우크라이나 전쟁으로 유발된 원자재 가격 급등하면서 일본 물가상승률이 전년대비 3%까지 높아졌고, 가계와 기업들의 기대인플레이션도 상승했다. 하지만 일본은행은 인플레이션 고착화를 위해 서는 임금상승으로까지 이어져야 한다고 생각한다.

따라서 일본은행은 내년 2~3월 Shunto(春闘) 결과에 따라 향후 정책결정을 바꿀 것으로 보인다. Shunto(春闘)란 일본에서 매년 봄에 진행되는 노동조합의 임금협상을 말한다. 만약 내년 봄에 큰 폭의 임금인상이 결정된다면, 이는 구로다 현 일본은행 총재의 퇴임 시기(2023년 4월)와 맞물리면서, 차기 총재가 양적·질적 금융완화(Quantitative and Qualitative Monetary Easing, QQE)를 종료할 수 있는 환경이 마련된다. 다만 정말로 임금인상이 결정될지에 대해서는 의견이 분분하다.

설령 정책기조 전환에 나선다고 할지라도, 지난 9월 영국발 금융시장 불안을 목격했고, 일본의 경제규모가 크다는 사실까지 고려했을 때, 일본은행은 앞서 충분한 시장 소통에 나설 것으로 보인다. 소통전략은 과거 수익률 곡선 관리 정책 도입 당시와 비슷할 것으로 예상된다. 새로운 정책을 도입함에 앞서 지금까지의 통화정책 효과를 공개적으로 평가하는 것이다. 그리고 이후에는 일본채 10년 목표 수익률을 현행 0.25%에서 조금씩 높이는 방식으로 정책 정상화가 이루어질 것 가능성이 크다.

## 일본은행의 지나친 개입, 투자자는 불안하다

일본은행은 아직까지 완화정책을 펼치고 있음

연준을 비롯한 대부분 중앙은행들이 금리인상에 돌입한 것과 달리, 일본은 현재까지도 통화정책 기조가 매우 완화적이다. 현재 주요국 중 유일하게 마이너스 정책금리를 유지하고 있을 뿐 아니라 경기부양을 위해 시장개입까지 나서고 있다.

일본은행의 시장개입:

- 1) 환율 안정을 위한 환시 개입
- 2) YCC를 위한 채권시장 개입
- 3) 원자재 수입 지원

연초 이후 진행된 시장개입은 크게 세 가지로 나누어볼 수 있다. 첫째, 엔화 가치 안정을 위한 외환시장 개입이다. 일본 재정부에 따르면 9월 이후 총 630억 달러 규모의 달러 매도가 실시되었고 외환보유액은 975억 달러 가량 줄어들었다. 둘째, 수익률 곡선 관리(Yield Curve Control, YCC) 과정에서의 채권시장 개입이다. 일본은행의 일본채 보유량은 530.5조엔으로, 전체의 43.3%까지 확대되었다. 마지막으로 원자재 수입 지원을 위한 2,600억 달러 규모 부양책이 있다. 이를 위해 총 2,010억 달러의 추가 예산이 편성되었다.

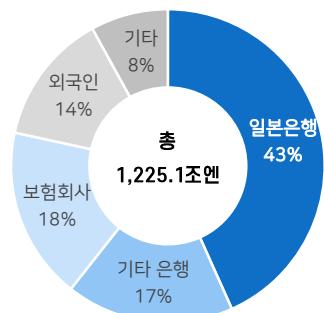
문제는 늘어나는 시장개입만큼 일본발 위기를 우려하는 투자자가 많아지고 있다는 점이다. 중앙은행의 지나친 개입이 시장 기능을 마비시킬 수 있다는 것이다. 이에 엔/달러 환율은 일본은행의 개입에도 여전히 150엔 전후에서 등락하고 있으며, 일본 중시 자금도 지난 10여년 간 순유출되었다. 2012년 아베 신조 총리가 취임한 이후, 2년 6개월 동안 일본 중시로 25조엔이 순유입되었으나, 2015년 이후 25.6조엔이 유출되었다. 대신 일본은행이 ETF 매입 프로그램을 통해 36조엔을 순매입했다.

그림1 일본 외환보유액 추이



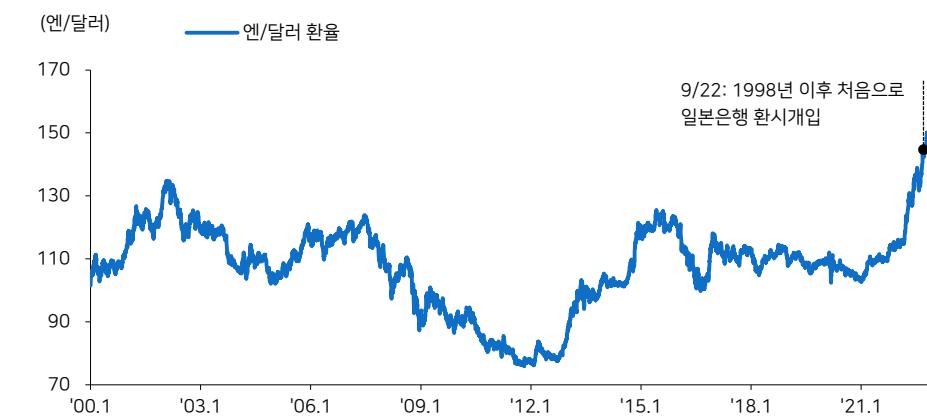
자료: 일본 재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림2 일본채 보유 구성비



자료: 일본 재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림3 엔/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 일본은행의 속사정: 디플레이션을 막아라

일본은행이 완화적인 이유는  
인플레이션 환경 마련

투자자들의 우려를 뒤로 하고, 일본은행이 아직까지도 완화정책을 펴는 이유는 단 하나다. 장기간 지속된 디플레이션을 끝내고 싶다는 것이다. 러시아-우크라이나 전쟁으로 유발된 원자재 가격 급등은 일본의 물가상승률을 전년대비 3%까지 높이면서 일본은행의 목표치(2%)를 넘어섰다.

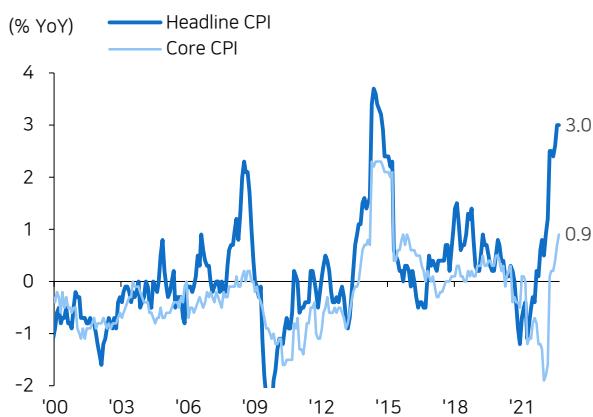
현재 인플레이션 3.0%,  
기대인플레이션도 2.0% 상회

더욱 중요한 것은 가계와 기업들의 기대인플레이션이 높아졌다는 것이다. 일본 내 각부 소비자신뢰지수 서베이 응답자의 63%가 내년 5% 이상의 물가상승률을 예상했다. 지난 20년간 디플레이션을 예상했던 것과 상반된다. 기업도 마찬가지다. 일본 단간 기업 업황지수 조사에 따르면 일본 기업들은 5년 내 물가상승률이 2% 이상일 것으로 전망한다. 2014년 이후 가장 높은 수준이다.

## 나아가 임금인상 인플레이션 고착화를 원함

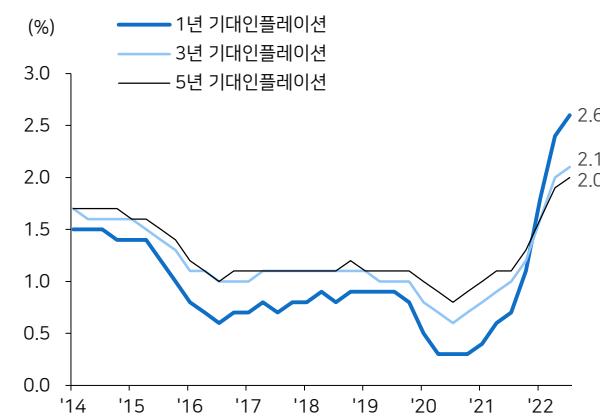
일본은행은 인플레이션이 고착화되기 위해 임금상승으로까지 이어지기를 바란다. 미국이나 유럽과 달리, 임금인상 인플레이션이 나타나기를 바라는 것이다. 엔화 약세를 용인한 것도 같은 맥락이다. 비록 해외 생산이 늘어나기는 했으나, 자국통화 약세는 수출경쟁력을 높여 기업 이익을 증가시킨다. 그리고 늘어난 기업이익은 임금상승의 기반이 될 수 있다. 실제로 전 일본은행 관계자는 “디플레이션을 막을 수만 있다면 엔화 추가 약세도 용인할 수 있다. 일본은행이 진정으로 원하는 것은 3% 인플레이션이 높은 임금으로 이어지는 것이다.”라고 언급했다.

그림4 일본 인플레이션 추이



자료: 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림5 일본 기대인플레이션 추이



자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

## 그렇다면 언제까지 완화적일 것인가?

### 따라서 정책 변화 변곡점은 내년 2~3월 순토(春闐)

따라서 일본은행은 내년 2~3월 순토(春闐) 결과에 따라 향후 정책결정을 바꿀 것으로 보인다. 순토(春闐)란 일본에서 매년 봄에 진행되는 노동조합의 임금협상을 말한다. 대부분 중앙은행들이 연준의 긴축 완화 시기에 따라 향후 정책속도를 조절할 것으로 예상되는 것과 사뭇 다르다.

현재 일본노동조합총연합회는 연봉 5% 인상(기본급 3% 인상)을 주장하고 있다. 1995년 이후 가장 높은 상승률이다. 만약 내년 봄에 큰 폭의 임금인상이 결정된다면, 이는 구로다 현 일본은행 총재의 퇴임 시기(2023년 4월)와 맞물린다. 차기 총재가 양적·질적 금융완화(Quantitative and Qualitative Monetary Easing, QQE)를 종료할 수 있는 환경이 마련되는 것이다.

### 다만 정말로 임금이 큰 폭 인상될지는 의견이 분분

다만 정말로 임금인상이 결정될 지에 대해서는 의견이 분분하다. 기업들은 임금이 높아질 경우 마진 악화를 방지하기 위해 제품 가격도 인상해야 한다. 하지만 가격인상이 시장경쟁력 악화로 이어질 수 있다는 점에서 조심스럽다. 대표적으로 일본은행은 아직 기업들의 임금인상 가능성은 고려하지 않으면서, 정책 기조 전환에 선을 긋고 있다.

정책기조 전환 시 충분한 소통이 있을 것. 방식은 통화정책 효과 공개 평가일 가능성이 큼

설령 정책기조 전환에 나선다고 할지라도, 지난 9월 영국발 금융시장 불안을 목격했고, 일본의 경제규모가 크다는 사실까지 고려했을 때, 일본은행은 충분한 시장 소통에 나설 것으로 보인다. 구로다 총재 또한 최근 기자회견에서 "아직 금리인상이나 출구전략을 고려하고 있지는 않는다. … 물가상승률 2%에 도달할 수 있을 때, 위원회는 출구전략을 논의해야할 것이고 시장과의 적절한 소통이 중요할 것이다."라고 말했다.

소통 전략은 과거 수익률 곡선 관리 정책 도입 당시와 비슷할 것으로 예상된다. 새로운 정책을 도입함에 앞서 지금까지의 통화정책 효과를 공개적으로 평가하는 것이다. 그리고 이후에는 일본채 10년 목표 수익률을 현행 0.25%에서 조금씩 높이는 방식으로 정책 정상화가 이루어질 것 가능성이 크다.

원문: *How long can Japan's central bank defy global market forces? (Financial Times)*