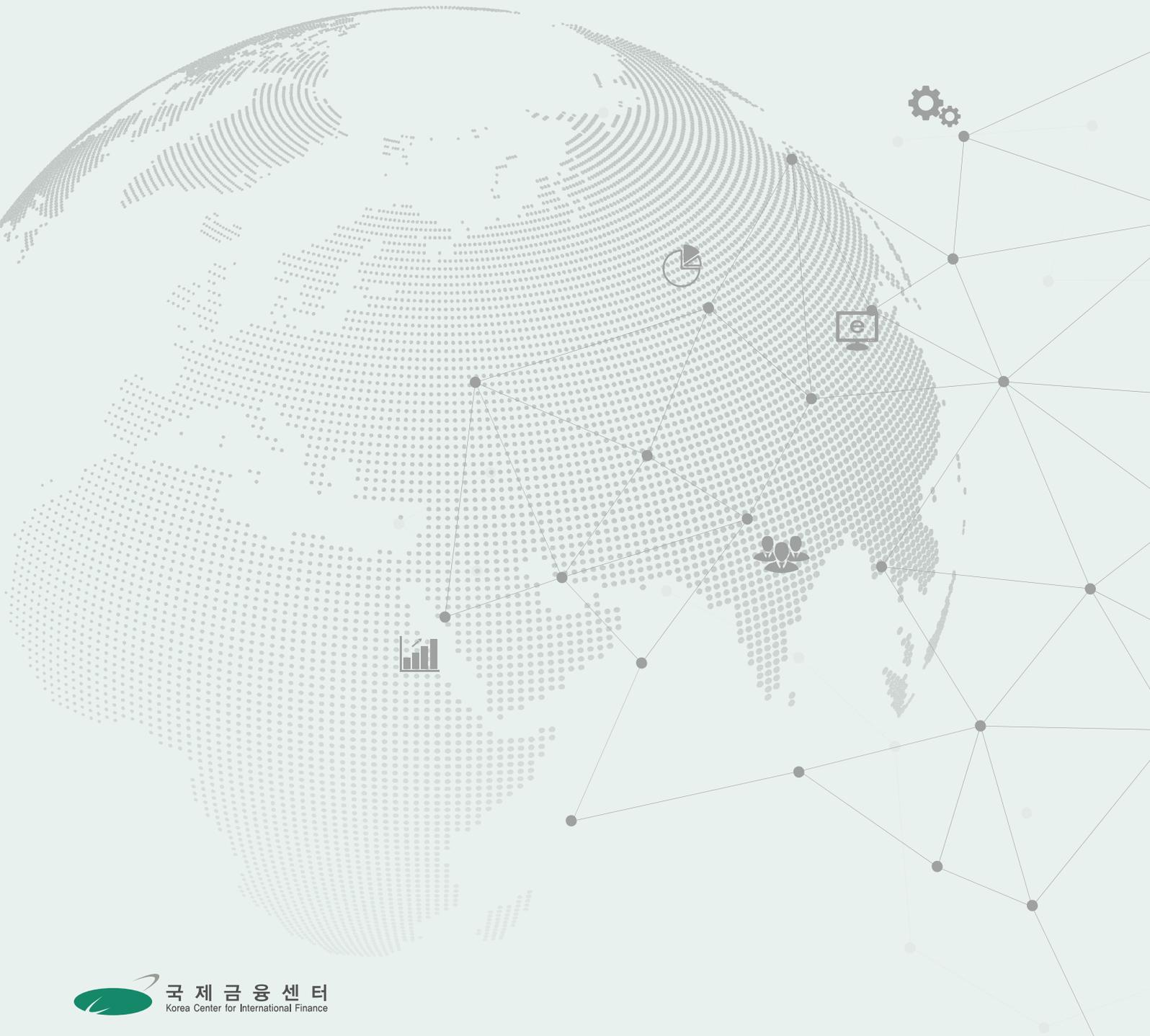


# 국제금융 INSIGHT



# 국제금융 INSIGHT

Korea Center for International Finance

## CONTENTS

2024. 3\_ March  
vol. 33

### CEO's Letter

#### 동향 & 전망 03

- 세계경제
- 국제·국내금융시장
- 글로벌 은행산업

#### 국제금융센터의 시각 15

- 이달의 관전포인트
- 글로벌 리스크 위치
- 관심보고서 다시 읽기

#### 칼럼 55

- “환율 왜 이리 안 빠져요?”  
이주호 | 외환분석부장

#### 주요 지표 61

#### 최근 발간 보고서 목록 74

발행처  
국제금융센터

발행인  
이용재

편집  
종합기획분석실

주소  
서울시 중구 명동1길 19  
은행회관 3층

전화  
02)3705-6200

편집디자인·인쇄  
고려프린텍  
02)2274-4399

본지에 기재된 내용은 국제금융센터  
홈페이지(www.kcif.or.kr)를 통해서  
볼 수 있습니다.

# 주요국 주가 강세 현상을 바라보면서

이용재 | 국제금융센터 원장

올들어 국제금융시장에서의 화두는 단연 주식시장입니다. 지난 2022년 글로벌 통화긴축의 여파로 18% 가까이 하락했던 세계주가는 작년 주요국의 통화긴축 중단, 예상보다 견조한 성장에 힘입어 23% 반등했는데, 올들어서도 6% 넘게 상승해 사상최고치를 넘어서는 등 이러한 추세가 이어지고 있는 양상입니다.

이러한 현상은 글로벌 전반적으로 나타나고 있지만 두드러진 국가는 미국과 일본입니다. 미국 S&P500 지수는 2월 중 5,000을 돌파한 뒤에도 올들어 7% 상승하면서 역대최고치를 경신하고 있으며, 일본 니케이225 주가도 지난 2월 22일 34년전 버블 기간 터치한 역대최고치를 넘자 호외를 발간할 정도로 시장은 환호했으며 올들어 18%나 상승했습니다.

주가 강세 요인은 여러가지가 있지만 크게 4가지로 요약해볼 수 있습니다. 첫째는 실물경제의 견조한 성장입니다. 미국은 견조한 소비와 투자로 작년 한 해 2.5%, 일본은 수출 호조, 투자 증가에 힘입어 1.9% 내외로 견조한 성장을 보였으며, 금년에는 일부 둔화는 되겠지만 여전히 연착륙 기대감이 우세합니다.

둘째는 증시를 구성하는 기업들의 실적 개선입니다. 미국 S&P500 기업의 순이익은 작년 하반기 이후 개선되고 있으며, 일본은 자동차, 반도체 등 제조업 중심으로 작년 4월부터 연말까지의 순이익이 전년동기 대비 20% 이상 증가해 개선이 두드러졌습니다. 셋째는 전반적인 기업실적 개선과 함께 빅테크 기업의 주도를 꼽을 수 있습니다. 인공지능 열풍과 반도체 업종 회복에 힘입어 미국의 경우 “매그니피센트 7”, 일본은 “사무라이 7”로 불리는 빅테크 기업들의 주가 급등으로 전체 증시의 상승을 이끌고 있습니다. 일례로 매그니피센트 7 기업은 미국 증시 전체 시가총액에서 30%를 차지하고 있으며, 작년 이후 최근까지 미국 주가 상승률의 약 60%를 기여할 정도로 영향력이 컸습니다.

마지막으로는 증시 환경의 개선을 들 수 있겠습니다. 미국의 경우 통화정책 완화로의 피벗이 최근 지연되고는 있지만 연내 금리인하 기대감이 주가의 추가 상승 전망을 유지시키고 있으며, 일본의 경우 정부와 기업이 주도하는 거버넌스 제고 프로그램의 효과가 작년 이후 뚜렷하게 영향을 미치고 있습니다.

현재로서는 당분간 이러한 증시 호황을 지지할 뚜렷한 악재가 보이지 않으면서 주요 IB들이 연말 주가 목표치를 상향하는 등 긍정적인 분위기가 우세한 상황입니다. 이에 따라 “주식투자에서 소외되는 두려움”인 FOMO(fear of missing out) 현상이 좀 더 이어질 것이라는 전망이 팽배합니다. 주요국들의 경제 연착륙과 미국, 유로존 등 주요국의 금리인하가 가시화될 경우 주가는 좀 더 힘을 받을 수 있기 때문입니다.

그럼에도 불구하고 글로벌 주식시장에 대해 낙관만은 할 수 없는 상황입니다. 이에 못지 않게 “주가 버블(bubble)의 두려움”을 제기하는 목소리도 상당하기 때문입니다. 과거 닷컴 버블과 같은 수준은 아니지만 장기 평균 대비 고평가 인식 확산, 빅테크 등 일부 소수 기업들만의 상승 한계 등이 주가의 발목을 잡을 수 있습니다. 또한 글로벌 통화긴축 및 고금리의 부정적 영향이 금년 중 가시화될 위험도 있습니다.

현재 글로벌 주식시장은 앞에서 언급한 두 가지 “두려움(fear)” 중 어느 두려움이 시장을 주도할지에 따라 방향을 정할 것으로 보입니다. 그동안 주요국 증시에 비해 다소 뒤쳐졌던 우리 증시도 최근 정부 주도의 “밸류업 프로그램” 가동과 함께 반도체 업황 개선, 외국인의 투자 자금 등으로 회복의 발판을 마련하고 있는데, 주가치를 존중하는 제도 개선과 경영환경 조성을 통해 코리아 디스카운트를 해소하고 지속적인 성과를 기대해 봅니다. 감사합니다.

# 01

## 동향 & 전망

- 세계경제
- 국제·국내금융시장
- 글로벌 은행산업



# 세계경제

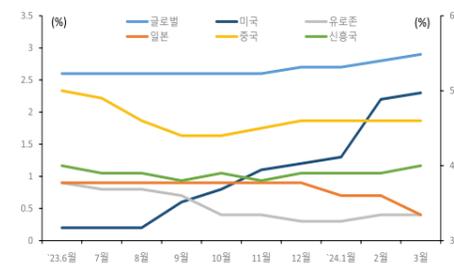
## 세계경제

### 美 주도 완만한 성장세가 지속되는 가운데 디스인플레이 지연 및 긴축 장기화 소지

○ 긴축에 따른 성장 하방압력, 유로존('24년 0.4%) 부진 불구 미국(2.3%, +0.1%p)이 견조한 노동시장 등 성장세를 지속하고, 주요 신흥국 전망 상향(인 6.2→6.4%, 브 1.6→1.7%, 러 1.4→1.8%), 제조업 회복 조짐 등 글로벌경제는 전년비 둔화폭 축소(2.9%, +0.1%p, '23년 3.1%)

– 주요국 인플레이션(美 1월 PCE 2.4%, 유로존 2월 HICP 2.6%) 둔화 추세는 이어졌으나, 견조한 임금상승세, 서비스물가 경직성(美 1월 supercore 3.5%) 등으로 디스인플레이션 속도 저하. 연준, ECB 등 통화정책 기조 전환에 신중한 입장 유지

그림1 주요국 '24년 성장전망 추이



자료: 주요 IB

그림2 주요국 성장률 전망치

글로벌		미국				유로존			
'24년	'25년	1Q	2Q	'24년	'25년	1Q	2Q	'24년	'25년
2.9	3.1	2.1	1.1	2.3	1.8	0.3	0.8	0.4	1.3
(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(-)	(0.1)
신흥국		중국				일본			
'24년	'25년	1Q	2Q	'24년	'25년	1Q	2Q	'24년	'25년
4.0	4.0	4.1	4.8	4.6	4.3	-0.6	2.6	0.4	1.1
(0.1)	(-)	(-0.1)	(0.1)	(-)	(-)	(-1.5)	(1.6)	(-0.3)	(0.2)

자료: 9개 IB 평균. 주: 2월말 기준. 괄호는 전월대비 변화(%p)

## 유로존

### 더딘 경기 회복세 지속되나 제조업 회복 조짐

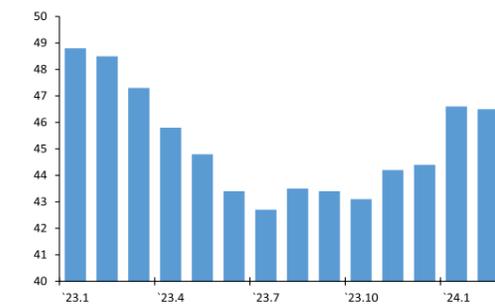
○ 2월 PMI(종합 49.2, +0.3pt), EC 경기체감지수(95.4, -0.4pt) 등은 여전히 위축 국면이나 '23.4분기 수준은 상회. 제조업 저점 통과 조짐

– 실업률(1월 6.4%), 타결임금negotiated wage 상승률('23.4분기 4.46%) 등 고용지표는 견조

○ 물가상승률(2월 헤드라인 2.6%, 근원 3.1%)은 둔화 흐름을 이어갔으나 견조한 서비스물가 압력(3.9%)으로 시장 예상치는 상회. ECB 금리인하 시작 시점은 6월 전망이 우세

– 주요 IB들은 '24년말 정책금리수신금리 전망치를 2.75~3.25%로 제시

그림5 유로존 제조업 PMI



자료: Bloomberg

그림6 유로존 소비자물가



자료: IB

## 일본

### 고물가가 내수부문을 회복을 제약. 이르면 3월중 NIRP 종료 가능성

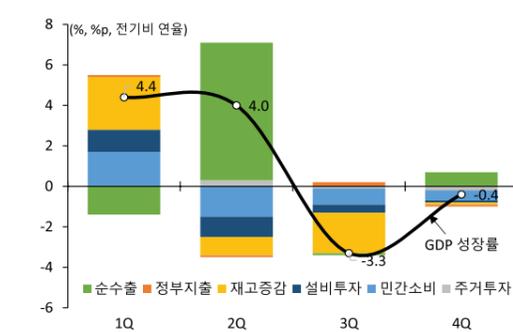
○ '23.4분기 GDP(-0.4%, 전기비 연율)는 내수(가계소비 -0.9%, 설비투자 -0.3%)가 부진을 지속하면서 시장 예상치를 하회. 확정치는 설비투자 중심 플러스 전환 가능성

– 재무성 조사 '23.4분기 명목기준 설비투자(8.0%), 기업이익(13.0%, 전년비)은 큰 폭 증가

○ 도쿄 CPI(1월 1.6%→2월 2.5%, 신선식품 제외)는 에너지 보조금 지원 기저효과로 큰 폭 상승. 에너지 제외시 전월 수준 지속(3.1%→3.1%). 실질임금 감소 흐름 지속(12월 -1.9%, 전년비)

– BOJ의 NIRP 종료 시점은 4월 전망이 우세하나 3월 종료 가능성도 배제하기 곤란

그림7 일본 실질 GDP 성장률



자료: 내각부

그림8 도쿄 소비자물가



자료: 총무성

## 미국

### 완만한 성장세 속 견조한 물가고용으로 연준-시장의 통화정책 관망 모드 강화

○ 경기지표 일부 부진(1월 소매판매 -0.8%, 산업생산 -0.1% m/m) 불구 견조한 고용(비농업고용 3m 평균 28.9만) 및 서비스 소비(+0.4%) 등으로 완만한 성장세 유지(주요 IB 1Q 성장전망 평균 2.1%)

– 1월 PCE 둔화(2.6→2.4% 근원 2.9→2.8%) 불구 서비스 물가 경직성(근원 서비스 0.6% m/m) 및 상품 물가 하락세 둔화(-0.3→-0.1%) 등을 감안시 디스인플레이 지연 가능성

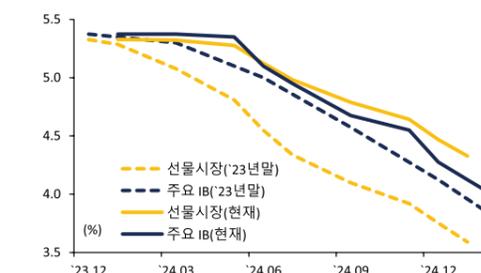
○ 조기 금리인하를 경계하는 연준 인사 발언이 이어지면서 시장은 예상 금리인하 시기를 6월로 순연(선물시장 63.6%, 주요 IB 10곳 중 9곳) 및 금년 인하폭 축소(약 3~4회)

그림3 미국 PCE 주요 구성요소별 추이



자료: Bloomberg

그림4 미국 금리경로 전망: '23년말 대비 변화



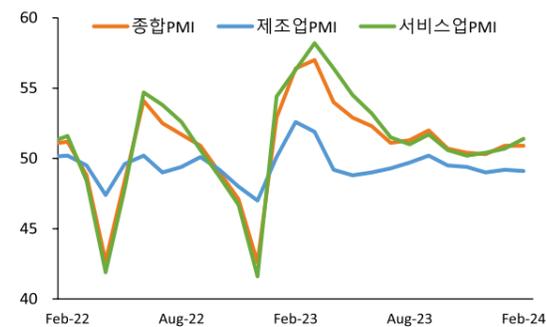
자료: Bloomberg 및 각 IB

## 중국

### 부동산시장 부진 장기화 속에 정부의 경기부양 기대 다소 증가

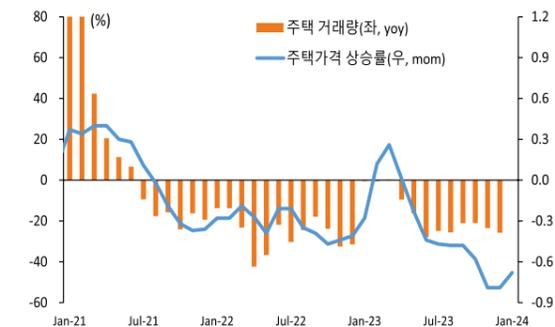
- 소비(12월 7.4%→2월 예상치 5.0%, yoy), 생산(6.8%→5.1%) 증가세가 기저효과 등으로 완만해질 전망. 1월 제조업PMI는 49.1로 부진하나 서비스업PMI는 50.7→51.4로 3개월 연속 확장세
  - 1월 주택가격이 하락세(-0.68%, mom)를 지속하고 부동산심리지수도 역대 최저 수준
- 전국인민대표대회(3/5일 개막)에서 성장률 목표치를 5%로 제시하면서 내수 및 첨단 산업 투자를 강조. 5년물 대출우대금리도 3.95%로 25bp 인하해 부동산시장 부양 강화

그림9 중국 PMI 추이



자료: CEIC

그림10 중국 주택 가격 및 거래량 추이



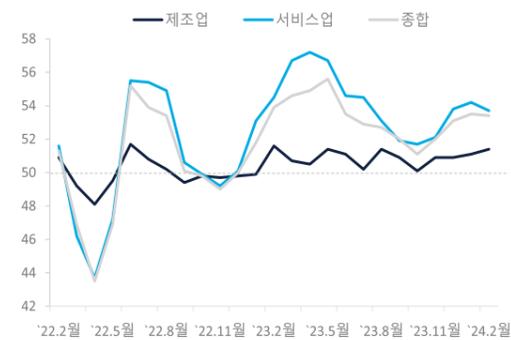
자료: Bloomberg, CEIC

## 신흥국

### 양호한 경기 흐름이 지속되는 가운데 통화정책 완화 전환 지연 등 하방리스크 병존

- '23.4Q 주요 신흥국들의 경제성장률이 견조한 내수 등으로 개선(인도 8.4%, 인니 5.0% 등)
  - 신흥국 제조업 PMI가 1월 51.1에서 2월 51.4로 2개월 연속 오름세(서비스업 54.2 → 53.7). 향후 수출 경기를 가늠하는 신규수출주문지수도 아시아를 중심으로 회복세
- 인플레이션 안정 불구 임금 상승압력, 美 연준의 매파적 기조 등으로 통화정책 완화 전환 시점 지연 (인도 '24.2Q→3Q, Barclays) 소지. 러시아의 우크라이나 공세 강화 등 지정학적 위험도 지속

그림11 신흥국 PMI 추이



자료: S&P

그림12 신흥국 지역별 신규수출주문지수



자료: S&P, Capital Economics

## 세계 주요국 경제지표 전망

### 경제성장률(%)

(2월말 기준)

	분기별				2024f	2025f
	'24.1Q	'24.2Q	'24.3Q	'24.4Q		
세계경제					2.9	3.1
미국	2.1	1.1	0.9	1.9	2.3	1.8
유로존	0.3	0.8	1.0	1.2	0.4	1.3
중국	4.1	4.8	4.6	4.7	4.6	4.3
일본	-0.6	2.6	1.8	0.8	0.4	1.1

\*분기별 전망: QoQ 연율 %, 중국은 YoY

## 아시아 주요국 경제지표 전망

(2월말 기준)

	경제성장률(%)			물가(CPI, %)			경상수지(% of GDP)		
	2023f	2024f	2025f	2023f	2024f	2025f	2023f	2024f	2025f
한국	1.4	2.1	2.2	3.6	2.4	2.0	2.1	3.1	3.2
대만	1.3	3.3	2.8	2.5	2.1	1.7	12.2	12.9	13.4
홍콩	3.3	2.6	2.9	2.1	2.3	2.1	6.8	6.3	6.6
인도	7.2	6.4	6.4	5.5	4.7	4.8	-1.5	-1.6	-1.7
인도네시아	5.0	4.9	5.1	3.7	2.9	2.8	-0.2	-0.8	-0.9
말레이시아	3.8	4.2	4.5	2.5	2.4	2.5	1.8	2.6	2.9
필리핀	5.5	5.7	5.8	6.0	3.5	3.2	-3.3	-2.7	-2.6
싱가포르	1.1	2.4	2.5	4.8	2.8	1.7	18.3	17.1	16.6
태국	1.9	2.7	3.2	1.3	0.9	1.4	1.3	2.1	3.6
베트남	5.0	6.1	6.6	3.4	3.5	3.6	4.8	4.5	3.1

\*주요 8개 해외투자은행(Barclays, BoA-ML, Citi, GS, JPM, HSBC, Nomura, UBS) 전망치를 집계

# 국제금융시장

국제금융시장에서는 조기 금리인하 지연 전망에도 불구하고 위험선호 분위기가 유지

## 주식

글로벌 주가는 큰 폭 상승. 미국/일본은 테크업종 실적 개선, 유럽은 제약/소비재 업종 호조 등으로 상승. 중국도 정책대응 강화 기대감 등으로 반등('24.1월말 대비 전세계 +5.0%, 미국 +5.3%, 유로존 +4.1%, 일본 +10.5%, 중국 +10.4%)

○ 성장·물가 등 거시경제 우려가 완화되면서 기업실적의 주가 영향력이 증대. 경기 하방 위험이 부각되기 전까지 주가 상승 추세가 이어질 전망

## 채권

美 장기금리(10년)는 견조한 물가 및 고용지표 발표 등으로 시장의 피벗 기대 시점이 지연 (3월~6월)되며 상승(+19bp, 4.10%)

○ 서비스 물가의 하방경직성이 예상보다 견고하고 성장률도 양호한 것으로 나타남에 따라, 금년 3~4회의 정책금리 인하를 전망(상단 기준 5.5%→4.5~4.75%). 국채금리는 인하 속도에 맞춰 제한적 하락이 예상

## 외환

美 달러화는 더딘 디스인플레이션에 따른 금리인하 기대 약화와 위험 선호심리 속에서 보합 (-0.0%). 엔화는 금리차 확대에 150엔을 위협하며 약세(-1.2%)

○ 美 달러화는 최근 강한 미국 경기와 물가가 확인되며 금리인하 전망이 후퇴하고 있고, 연준이 매파적 스탠스를 이어갈 것으로 보여 강세 기초가 유지될 전망

'21.7월 이후 국제금융시장 흐름 (세계주가, 미국채금리, 달러인덱스)



자료: Bloomberg. 음영구간은 2/1일~현재

# 국내금융시장

국내금융시장도 기업 밸류업 프로그램, 견조한 외국인 자금 유입 등으로 위험선호 우위

## 주식

코스피는 연간 실적전망 하향 조정(최근 1개월 -0.4%)에도 불구하고, AI 관련주 강세와 기업 밸류업 프로그램 정착 기대 등으로 상승(+5.8%)

○ 코리아 디스카운트 완화 기대감은 외국인 자금 유입에 긍정적 요인이나, 주가 강세가 지속되기 위해서는 IT 등 기업이이익 전망의 실질적 개선이 중요

## 채권

국고채 금리(3년)는 미국 국채금리와 동조화가 지속되었으나 우호적 수급 등으로 소폭 상승 (+6bp, 3.33%). 한국물 발행증가로 CDS는 상승(+1bp, 33bp)

○ 금년 물가 둔화세가 이어질 것으로 전망되나, 상방 리스크에 대한 경계감도 여전. 시장은 5월 금통위에서 발표될 경제전망 수정치가 기준금리 인하 시점을 가늠하게 해줄 것으로 예상

## 외환

원화는 미국의 견조한 물가 및 고용에 따른 신흥국 통화 약세 기조에도 불구하고 수출 회복과 무역수지 개선 흐름으로 소폭 강세(+0.5%)

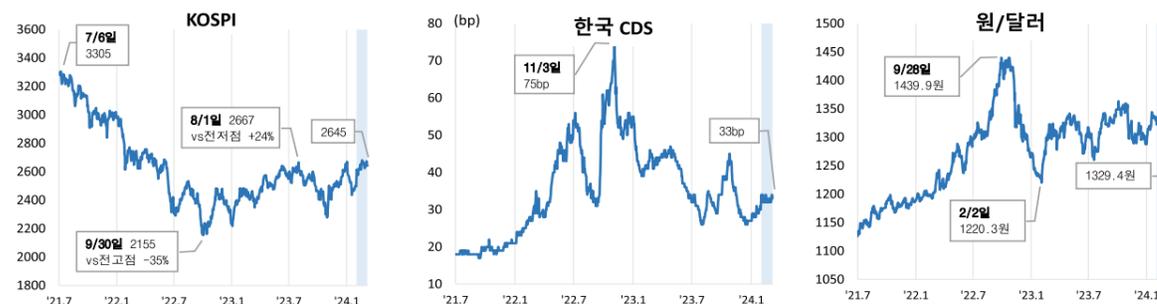
○ 원화는 연준의 금리인하 기대 축소 및 미국 경제 성장률 상향 조정 가능성 등에도 불구하고, 대중 수출 흑자 전환 및 수출 증가 기대로 강보합 전망

## 증권자금

외국인 주식자금은 전기전자, 운수장비 업종 중심으로 유입세가 강화되었으며, 채권자금도 중장기물 위주로 순유입 기조가 지속

○ 주식 순매수: '24.1월 +2.9조원 → 2월 +8.2조원 → 3월(~6일) +0.6조원, 연간 +11.8조원  
채권 순투자: '24.1월 +0.8조원 → 2월 +3.4조원 → 3월(~5일) +0.7조원, 연간 +5.0조원

'21.7월 이후 국내금융시장 흐름 (코스피, 한국CDS, 원/달러 환율)



자료: Bloomberg. 음영구간은 2/1일~현재

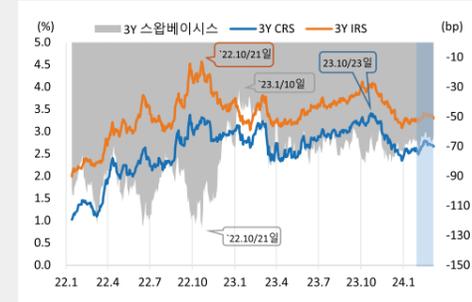
## 참고 국내외 금융시장 주요 모니터링 지표

국내 외국인 증권자금 유출입



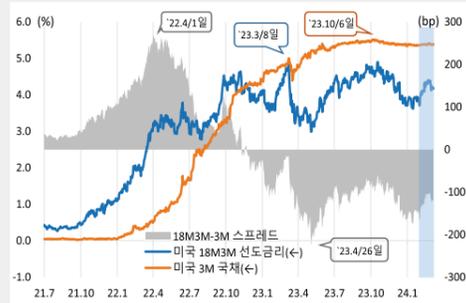
자료: Infomax

원-달러 스왑베이스스(3년)



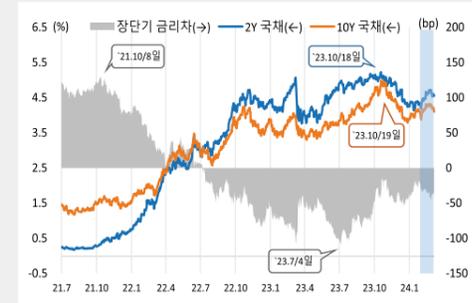
자료: Bloomberg

미국 국채선물 스프레드(18m3m-3m)



자료: Bloomberg

미국 장단기금리차(10y-2y)



자료: Bloomberg

## 주요 투자은행 환율 전망(3.8일 기준)

		3개월	6개월	9개월	12개월
엔화 (최근* 147.06)	평균*	144.56(+1.7%)	142.11(+3.5%)	140.67(+4.5%)	138.60(+6.1%)
	최고/최저	152/138	149/135	147/130	142/133
유로화** (1.0939)	평균	1.0733(-1.9%)	1.0789(-1.4%)	1.0900(-0.4%)	1.1175(+2.2%)
	최고/최저	1.12/1.05	1.14/1.03	1.15/1.04	1.16/1.05
위안화 (7.1873)	평균	7.1989(-0.2%)	7.1433(+0.6%)	7.0878(+1.4%)	7.0625(+1.8%)
	최고/최저	7.40/7.04	7.25/7.09	7.20/6.90	7.11/6.90

\*3/8일 기준 \*\* 최고/최저제외 \*\*\* 1유로당 달러(엔, 위안은 1달러당 해당 통화), ( )안은 최근 대비 절상(또는 절하)폭

## 주요국 은행들, 지난해 기록적 수익 달성

- 이탈리아의 두 대형 은행인 Intesa Sanpaolo, UniCredit의 연간 수익이 사상 최대치를 기록한 가운데, 대손충당금 적립에서는 다른 행보(총대출 대비 충당금 비율 UniCredit 12bp vs Intesa 36bp)
  - UniCredit은 연간 순이익이 86억유로로 전년 대비 50% 증가했으며, 순이익의 전부를 자사주 매입 및 배당으로 지급하기로 결정. Intesa Sanpaolo CEO는 자산 상각의 시급성은 없지만 은행의 충당금 비율이 30bp 이하로 내려가지 않도록 하고 있다고 설명
- 영국의 Lloyds, HSBC, Barclays 및 Natwest는 '23년 연간 세전이익은 전년 대비 41% 증가한 £442억 기록. 주로 고금리에 따른 마진개선 효과. 다만, HSBC의 '23.4분기 실적 부진 여파로 4대 은행의 연간 이익은 시장 예상치(£466억) 하회
  - HSBC의 4분기 세전이익(\$10억)은 중국 은행 지원 관련 상각비용(\$30억) 발생으로 전년 동기(\$50억) 대비 큰 폭 감소하며 연간 세전이익(\$300억)이 예상치(\$340억) 하회
  - 한편 영국 주요 은행들은 국내외 WM 사업에 집중. Barclays는 부유층 고객 확대를 위해 프랑스 SocGen의 영국 내 PB 사업 인수를 고려 중. StanChart의 경우 강점을 보유한 인도의 WM 사업을 핵심업무로 집중할 방침
- 일본 5대 은행의 '23.4~12월 순이익은 전년 동기 대비 50.7% 증가한 2.8조엔으로 9년래 최대. 대내외 대출수요 견조, 금리 상승으로 인한 대출마진 개선 등을 반영
  - Mitsubishi 순이익은 3.8배 증가한 1조 2,979억엔으로 사상 최대치. Sumitomo Mitsui는 3.5배 증가한 7,928억엔 기록. Mizuho는 18.2배 증가한 6,423억엔으로 이미 연간 예상치를 상회하는 등 3대 은행의 이익 개선이 뚜렷
  - 한편 SMBC Trust는 투자신탁펀드 판매 손실로 순이익이 66.2% 급감. Resona Holdings는 대손충당금 환입으로 큰 이익을 얻었던 작년에 비해 순이익(1,141억엔)이 7.8% 감소

## 미국·독일 은행, 상업용부동산 부문 불안 지속

- '23년 미국 은행산업 전체의 CRE 관련 NPL(\$243억)이 두 배 이상 증가한 가운데, NPL 커버리지 비율은 140%로 1년전(220%) 보다 하락
  - 6대 은행들의 경우, CRE 관련 NPL 커버리지 비율이 '22년 160%에서 '23년 90%로 하락. 지난해 이들의 CRE 관련 NPL(\$93억) 규모가 3배 가까이 급증한데 기인
  - UBS는 소형 지역은행들이 CRE 압박으로 인해 대출을 줄이더라도 신용 공급에서 차지하는 비중이 크지 않아 단독으로 미국 경제를 둔화시킬 정도는 아니라고 평가
  - 다만, 금융위기 이후 은행들이 비은행금융기관들에 대한 대출을 확대해왔기 때문에 이 기관들이 CRE 부문의 스트레스를 은행권에 전달하는 경로 역할을 할 수 있음에 유의
- 독일의 CRE 대출은 €2,850억으로 프랑스(€2,855억)에 이어 유럽 2위(3위 네덜란드는 €1,769억). 부실대출 비율은 '23.4분기 3.4%로 EU 평균(4%)에 비해 낮지만 증가 추세에 있어 우려
  - 1년전 부동산 전문 대출업체인 독일 Pfandbriefbank의 주식을 3% 보유했던 투자기관 Petrus Advisers가 지금은 가격하락에 베팅하는 등 최근 공매도 비중이 8.08%로 점증

- Osnabrueck 대학의 한 교수는 시스템리스크가 없다고 하더라도 독일 은행들의 자국 CRE 익스포저에 대한 대손충당금 설정이 급증할 수 있다고 지적
- 금융감독당국BaFin도 CRE 이슈가 개별 대출기관의 지급능력을 위협하기보다는 수익에 타격을 주는 요인이라고 판단

#### 미국 은행산업, '24년 스트레스 테스트 시나리오 발표

- 미국 연준은 32개 대형은행에 대한 스트레스 테스트 시나리오를 발표. '23년 3개 중소은행의 실패 및 최근 NYCB 사태 등으로 투자자, 애널리스트 및 규제 당국의 관심이 큰 상황
  - 최악의 시나리오는 주택가격이 36%, 상업용부동산 가격은 40% 하락하고 실업률은 10%까지 상승하는 것을 가정해 대체로 작년과 비슷(주택 -38%, 상업용 -40%, 실업률 10%)
- 특히 올해는 처음으로 은행시스템에 대한 '탐색적 분석exploratory analysis'의 결과가 포함되어 더 광범위한 복원력을 테스트할 수 있을 전망. 테스트 결과는 '24.6월 중 발표
  - 탐색적 분석에는 대형 은행들의 급격한 예금 인출로 인한 자금조달 스트레스와 글로벌 은행들에 대한 5개 대형 헤지펀드 실패 시나리오 등을 포함

#### 중국 은행권, 부동산 대출 잇따라 집행 및 승인

- 중국 정부에 따르면 상업은행들은 2.28일 약 2천억위안 이상의 부동산 대출을 추가 승인 하면서 부동산 시장 부진을 완화하려는 정부의 노력을 지원
  - 지난 1월 말부터 5개 국영은행들이 8,000개 이상의 주택시장 자금지원 프로젝트를 검토 해온 가운데 Agricultural Bank of China는 400억위안(2.19일), China Construction Bank의 경우 200억위안(2.16일) 대출을 승인
  - 100대 부동산회사의 신규주택 가격은 1월 34.2%(yoy)에 이어 2월 60% 하락

#### 호주 은행산업, 기후 위험 큰 산업 노출 축소 예상

- 금융당국(APRA) 이 실시한 기후 취약성 평가(CVA) 에 따르면 은행이 高 LTV 모기지를 줄이고 채광, 제조, 운송 및 도매 등의 일부 산업에 대한 노출을 최소화하는 것을 제안
  - 또한 지리적으로 기후 관련 리스크는 특정 지역에 집중되어 있는 것으로 조사

#### 생성형 AI 기술로 은행산업의 생산성 제고 기대

- 컨설팅업체 Accenture에 따르면 은행산업은 다른 산업들보다 AI로부터 큰 혜택을 받을 수 있는 잠재력을 보유. 향후 3년간 생성형 AI로 생산성이 30% 제고될 것으로 예상
  - 생성형 AI는 주로 데이터 수집과 처리를 담당하는 은행 창구직원이 일상적으로 수행 하는 업무의 약 60%를 대체하거나 지원할 수 있음. 현재 은행 직원들의 업무 중 혁신 가능성이 낮은 분야는 27% 미만(Bloomberg)
- 미국 대형은행들도 생성형 AI 도입에 속력. 최근 Citi는 4월 중순까지 모든 개발자(약 4만명) 들에게 생성형 AI를 배포하는 로드맵을 마련할 것이라고 발표

#### 참고 국내외 은행산업 주가 및 CDS



지역	은행	주가(%)					CDS(bp)				
		'23년중	'23.12월중	'24.1월중	'24.2월중	'24년중(YTD)	'23년 말	'23.12월말	'24.1월말	'24.2월말	전년말 대비
미주	JPMorgan	26.8	8.5	0.0	5.3	8.2	45	45	42	38	-7
	BofA	1.7	8.8	-2.9	1.3	0.7	69	69	64	55	-14
	Wells Fargo	19.2	9.3	0.8	9.6	9.4	64	64	61	59	-5
	Citi	13.7	8.9	-1.2	0.7	8.7	64	64	62	58	-6
	Goldman Sachs	12.3	10.7	-2.2	0.8	1.4	70	70	66	59	-11
	평균	14.8	9.2	-1.1	3.5	5.7	62	62	59	54	-8
유럽	HSBC	23.2	5.2	-2.7	-2.8	-6.0	45	45	45	42	-3
	BNP Paribas	17.5	8.3	-0.7	0.6	-9.9	48	48	45	43	-5
	Credit Agricole	30.7	6.5	1.6	-4.5	-2.3	44	44	42	39	-5
	Deutsche Bank	16.8	7.0	-3.9	-3.7	-0.0	89	89	82	85	-4
	Santander	34.9	-1.5	-6.8	-1.1	1.5	52	52	51	47	-5
	Barclays	-3.0	8.0	-4.1	8.6	6.5	83	83	79	80	-3
	Societe General	2.3	4.9	-2.9	-2.6	-6.4	57	57	56	53	-4
	평균	17.5	5.5	-2.8	-0.8	-2.4	60	60	57	56	-4
일본	MUFG	36.3	-4.8	6.6	7.0	23.0	41	41	39	38	-3
	SMBC	29.9	-6.2	3.9	5.9	17.3	42	42	36	34	-8
	평균	33.1	-5.5	5.2	6.5	20.1	41	41	37	36	-5
중국	공상은행	10.1	-0.6	4.5	6.0	14.6	70	70	77	73	3
	중국은행	26.3	-1.2	3.9	6.5	15.3	70	70	75	75	5
	평균	18.2	-0.9	4.2	6.2	15.0	70	70	76	74	4
한국	KB	11.5	4.2	4.9	-0.8	21.6	28	28	32	33	5
	신한	14.1	10.3	8.0	-4.4	7.8	34	34	37	39	5
	하나	3.2	3.7	8.1	5.4	35.7	32	32	36	37	5
	우리	12.6	0.7	5.1	1.4	14.8	34	34	36	37	3
	평균	10.3	4.7	6.5	0.4	20.0	32	32	35	37	5

자료: Bloomberg. 주1: 한국 주가는 금융그룹 또는 금융지주 기준, CDS는 은행 기준



Korea Center for International Finance

## 국제금융 INSIGHT

# 02

## 국제금융센터의 시각

- 이달의 관전포인트
- 글로벌 리스크 워치
- 관심보고서 다시 읽기



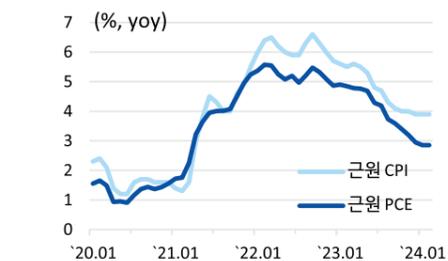
## 미국 물가 둔화 추세 유효한가

이승은 | 연구원

미국의 인플레이션은 지난 3~6개월간 꾸준히 둔화 추세를 이어갔으나, 1월 물가지표의 강세가 나타나며 향후 물가 경로를 점검해 볼 필요

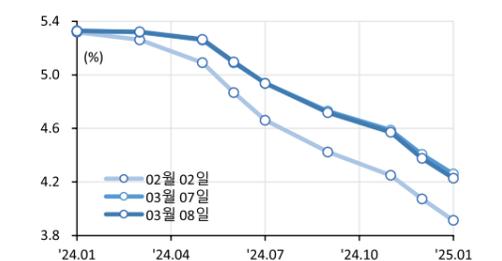
- [현황] 1월 CPI(3.1%, yoy)와 PPI(0.3%, mom) 인플레이션이 예상치(2.9%, 0.1%)를 상회. 다만, 근원 PCE 인플레이션은 전년대비 2.8% 상승하며 시장기대에 부합
  - CPI의 가장 큰 구성요소인 소비자 증가 임대료(OER)가 1월에 0.56% 급등(12월 0.42%)하며 9개월 만에 최고치를 기록하고, 1995년 이후 임대료 대비 가장 큰 격차를 나타냄
    - 임대료 및 OER를 제외한 근원 서비스인플레이션도 전월대비 0.85% 상승하며 지난 6개월 평균인 0.37%를 크게 상회
    - 근원 상품가격은 상대적으로 약세. 중고차 가격은 전월비 -3.4%로 예상보다 낙폭이 컸고, 의류(-0.7%, mom)와 처방약(-0.6%, mom)도 예상치를 하회
  - 2월 실업률은 3.9%로 상승(1월 3.7%)하여 '22.1월 이후 최고치를 기록했고 임금상승률은 하락(1월 4.4%→2월 4.3%)하여 노동시장이 완만히 둔화하고 있음을 시사
- [평가] 1월 물가지표의 상승세가 일시적일 가능성이 커 전반적인 인플레이션 둔화세가 지속될 전망이다. 근원 서비스가격의 하락세에 유의할 필요
  - 1월 CPI와 PPI의 강세는 "1월 효과"라고 불리는 주기적이고 변동성이 큰 연초 가격 조정일 가능성. 2월부터는 인플레이션이 다시 둔화될 전망(GS)
    - 1월 OER 인플레이션 압력이 변동성이 큰 소도시에 집중되어 있었던 점을 감안하면 2월에는 OER 상승 압력이 누그러질 소지(Nomura)
  - 노동시장의 점진적인 수급 균형 회복, 평균 시간당 소득의 소폭 하락 등은 물가 안정에 집중하는 FOMC 정책입안자들에게 안도감을 줄 것(HSBC)
    - 다만 근원 상품과 서비스 가격 간의 균형 잡히지 못한 진전은 매파적 정책입안자들을 조심스럽게 만들 가능성(Nomura)

그림1 미국 근원 인플레이션 추이



자료: Bloomberg

그림2 선물시장 반영 내재정책금리



자료: Bloomberg

## 이달의 관전포인트

## 엔화는 왜 시장 예상과 다르게 움직이나

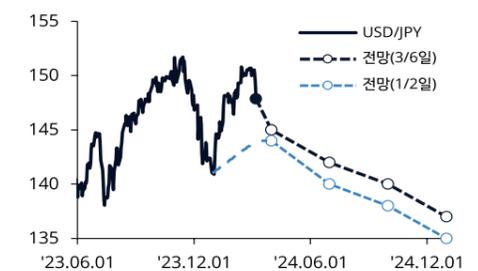
황원정 | 책임연구원

주요국 통화정책의 조기전환 기대가 약화되면서 작년말 과도하게 선반영되었던 엔화 강세가 되돌림 시현. 일본의 해외투자 확대 및 쓸림 현상도 약세에 일조

- [현황] USD/JPY는 작년 11월 151.7엔에서 올해 초 140.9엔까지 강세를 보였으나 이후 반등하며 최근 한달 간 149.3~150.7엔 범위 내에서 횡보
  - 3.7일 USD/JPY는 147.9엔으로 하락했으나 여전히 연초 수준을 4.8% 상회
- [배경] △일본의 마이너스금리정책 조기 종료 기대 약화 △연준의 정책전환 기대 후퇴 △新NISA에 따른 일본의 해외투자 확대 △환율시장의 쓸림 현상 등이 주요 약세 압력
  - 일본은행의 1월 통화정책 유지 및 최근 우에다 총재 발언 등으로 작년 말 대두되었던 NIRP의 조기 종료 기대가 약화
    - 우에다 총재는 3월 초 임금 전망에 대한 데이터가 더 많이 필요하다고 강조하면서 일본의 인플레이션이 목표치에 근접했다고 결론짓는 것은 시기상조라고 지적
  - 연준의 금리 인하 기대도 점점 후퇴. 1월 FOMC 전에는 주요 IB들의 금리인하 전망이 3월 및 6월로 양분되어 있었으나, 회의 이후 3월 전망을 대부분 철회
  - 일반적으로 USD/JPY는 미-일 금리차, 무역 수지 등이 주요 동인이지만 최근의 환율 움직임에는 新NISA 발효 등에 따른 해외투자 확대가 크게 영향(Nikkei)
    - JRI는 NISA가 '27년까지 달러 대비 6엔 정도의 엔화 약세 효과를 가져올 것으로 추산
  - 환율은 주식 등 다른 금융시장보다 특히 쓸림 현상이 심해 과도하게 한 방향으로 움직이는 경향이 있다는 점도 엔화 약세를 설명(Mizuho Bank의 Daisuke Karakama)

□ [평가] 최근 들어 실제 환율 및 전망치 간 괴리가 줄어들고 있으나 주요국 통화정책 불확실성에 따른 변동성 확대에 유의할 필요

그림3 일본 엔화(USD/JPY) 전망



자료: Bloomberg. 주: 전망은 Bloomberg Consensus 중간값

그림4 일본 및 미국 국채금리차



자료: Bloomberg

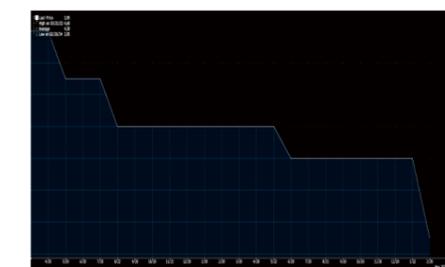
## 경기 부양책이 중국 경제를 회생시킬 수 있을까

이상원 | 글로벌은행부장

중국은 올해 경기둔화 압력 완화를 위해 공격적 재정확대 및 통화완화 정책 기조 유지가 불가피. 경기 부양책에 따른 기대감이 상존하나 의구심도 병존

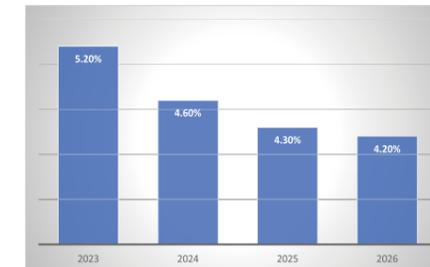
- [동향] 중국 정부는 부동산발 경기불안 대응 위해 2월 5년물 대출우대금리(LPR)를 8개월만에 인하. 또한 올해 전년대에서 1조위안의 초장기 특별국채 발행 방침을 발표
  - 지난 2월 20일 인민은행은 주택담보대출 금리에 큰 영향을 주는 5년물 LPR(연 3.95%)을 25bp 인하하기로 결정(vs 시장예상 10~15bp ↓). 1년물 LPR은 동결
    - 은행권에서도 최근 2,600억위안 규모의 부동산 대출을 승인 및 집행하는 등 정부의 부동산시장 안정 노력을 지원
  - 올해 정부의 초장기 특별국채 발행 규모는 과거 세차례('98년, '07년, '20년)를 크게 상회하는 사상 최대로 지방정부의 식량, 에너지, 공급망, 도시화, 농촌진흥 사업 등에 투입될 계획
    - 금년 지방정부가 신규로 발행하는 인프라채권의 경우 작년보다 1,000억위안 증가한 3.9조위안으로 역대 최대 규모에 해당
- [평가] 최근 중국 정부의 부양책은 부동산 경기, 지방정부 등의 안정을 목표로 한 것으로 평가. 정부가 제시한 5% 안팎의 경제성장 목표 달성에 대한 불확실성은 여전
  - 중국 내부에서는 초장기 특별국채 발행이 잠재성장률 제고 등에, 5년물 LPR 인하의 경우 부동산, 공공사업 및 인프라 건설 등에 긍정적 영향을 줄 것으로 기대
    - 초장기 특별국채는 주요 프로젝트 투자에 대한 재정 제약을 완화하고 단기 수요를 확대해 개발 잠재력을 높이는 데에 도움이 될 것으로 예상(China Everbright Bank)
  - 다만 최근 블룸버그 서베이에 따르면 올해 경제성장률이 4% 중반에 그치고, 주택가격은 3분기까지 하락세를 이어가며 디플레이션 압력이 6개월 이상 지속될 것으로 예상
    - 금번 LPR 인하가 경제전망, 주택가격 및 디플레이션 기대 등에 미칠 긍정적 영향은 제한적. 향후 추가 통화완화 조치(RRR, LPR 인하 등)가 필요(CMB International)

그림5 중국 5년물 LPR 추이



자료: Bloomberg

그림6 중국 연간 실질 GDP 성장률 전망



자료: Bloomberg(3월 6일 기준)

# 기후변화의 직격탄을 맞은 국제코코아 가격

황유선 | 책임연구원

**병충해 영향 장기화, 기상여건 불확실성 등으로 코코아 공급부진이 상당 기간 이어질 전망. 수요 감소가 확인되기 전까지는 높은 가격수준이 지속될 가능성**

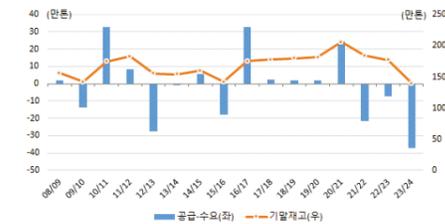
- [현황] 코코아 가격은 작년 60% 이상 상승한 데 이어 올해에는 2개월여만에 70% 넘게 상승하면서 연일 역대 최고수준 경신(3.6일 톤당 \$7,170)
- [배경] '23/'24년 엘니뇨에 따른 기상이변으로 주요 생산국의 작황 부진이 예상되는 등 공급 부족이 3년 연속 이어질 것으로 보이기 때문
  - 최대 코코아 생산 지역인 서아프리카에서 작년 이후 폭우, 폭염, 가뭄이 발생하면서 '23/'24년 글로벌 코코아 생산량 -11%, 37.4만톤 공급부족 예상(국제 코코아 기구)
    - 이러한 이상 기후로 인해 흑점병(black pod disease)과 가지팽창 바이러스(swollen shoot virus) 등 병충해가 확산되면서 가나에서만 약 50만헥타르에 달하는 재배면적이 손실
  - 직전 2년 연속 공급부족을 기록('21/'22년 21.6만톤 공급부족 → '22/'23년 7.4만톤 공급부족) 하면서 금년 작황 부진을 완충할 수 있는 재고수준이 크게 감소(기말재고 '20/'21년 205.9만톤 → '22/'23년 176.9만톤)한 점도 가격 상승압력을 가중
- [전망] 병충해 영향 장기화 불가피, 엘니뇨 종료 후 라니냐 발생 가능성 등으로 유의미한 수요 감소가 확인되기 전까지는 높은 가격수준이 지속될 것으로 예상
  - 병충해로 인해 코코아 나무를 뽑아내면서 '24/'25년 작황에도 영향이 불가피할 전망이며, 자금난에 따른 농가들의 신품종 투자 부족으로 공급부진이 상당 기간 이어질 소지
    - 4월 엘니뇨 종료에 이은 7월 라니냐 발생 확률 상승으로 기상여건 불확실성도 확대
  - 공급부진이 지속되는 환경에서 수요가 큰 폭으로 감소하지 않는 이상 가격 상승압력은 지속될 가능성. 작년 코코아 수요는 북미 -9%, 아시아 -5%, 유럽 -2%에 그친 만큼 가격 상승을 억제하기 위해서는 금년 더 큰 폭의 수요 감소가 뒷받침될 필요

그림7 코코아 선물가격 추이



자료: Bloomberg

그림8 코코아 수급 및 기말재고 추이



자료: ICCO(국제 코코아 기구)



# 글로벌 리스크 워치

경제리스크분석부

## Monthly Focus

글로벌 '디스인플레이션' 속도가 지연될 수 있다는 관측이 늘어나면서 '통화긴축 기초 장기화' 우려가 재차 강화되는 모습

- 물가상승률은 예전보다 낮아졌지만 임금 및 서비스가격 상승의 여파가 단기적으로 물가의 상방위험을 자극할 우려

글로벌 각지에서 '상업용부동산'의 가격 하락과 임차수요 부진 등으로 부동산 담보대출의 부실화 우려가 증가

- 한편 미국 등의 경기호조 인식으로 글로벌 경기침체에 대한 우려는 완화되는 양상

## 글로벌 주요 리스크

순위	리스크 요인	발생가능성	영향	전월대비
1	통화긴축 기초 장기화	***	***	↑
2	신용위험	**	***	↓
3	자산가격 조정	**	**	↑
4	디스인플레이션 지연	**	**	↑
5	상업용부동산 금융 부실화	**	*	↑
6	경기침체	*	**	↓
7	중국 부동산시장 위축	**	*	↓

① 글로벌 거시경제 및 금융시장의 지표 동향, 검색 빈도 등을 반영한 국제금융센터 자체 평가

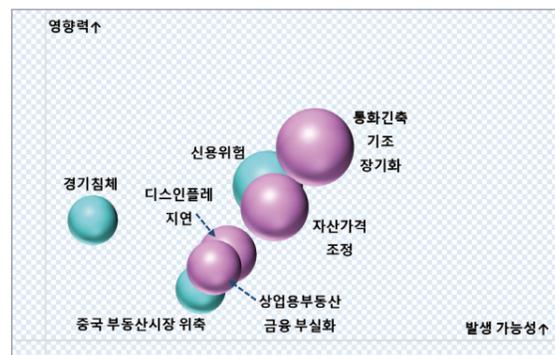
② 발생가능성과 영향력을 3단계로 평가('매우 높음' \*\*\*, '높음' \*\*, '낮음' \*)

③ 전월대비 변화는 발생가능성과 영향력을 동시에 반영한 순위의 증감

○ **디스인플레이션 지연** → 구조적 측면에서 보면 탈세계화와 평균임금 상승, 환경기준 충족에 대처하기 위한 생산비용 증가가 AI發 비용절감 효과를 상회하면서 물가를 견인

○ **경기침체** → 미국 경제의 글로벌 비중('22년 명목GDP의 25%)과 경기 견인력이 상당하지만, 최근 유로존·英·日(도합 21%) 부진과 중국(18%) 성장세 둔화 등은 부담으로 작용  
- 한편 연준(FOMC 의사록)은 향후 노동소득 증가 정체, 초과저축 소진, 신용카드 연체율 상승 등으로 가계소비의 하향 추세를 전망

## 리스크 요인별 발생 가능성과 영향(2024.3월 기준)

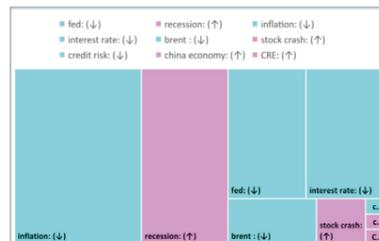


주: 원의 크기는 국제금융센터에서 설문 조사 등을 통해 산출한 '발생 가능성과 영향력' 점수의 합계, 적색은 전월비 종합순위 상승 또는 신규 진입, 청색은 하락, 회색은 동일 자료: 국제금융센터

## 리스크 요인별 글로벌 검색량 비교\*

\*상기 리스크 요인들과 관련된 Google 키워드 검색 기준, 면적은 상대적 검색 빈도, 적색은 전월대비 빈도 증가, 청색은 감소, 회색은 동일

○ 2월 중 경기침체와 주가급락 등에 대한 일반인들의 검색량이 1월보다 소폭 증가, 연준의 정책회의 전후로는 'Fed' 검색 빈도 급증



관심보고서  
다시 읽기

🔍 관심보고서 다시 읽기

1

# 유럽 은행산업의 상업용부동산(CRE) 리스크 점검

이상원 | 글로벌은행부장  
황원정 | 책임연구원

## 📌 Summary

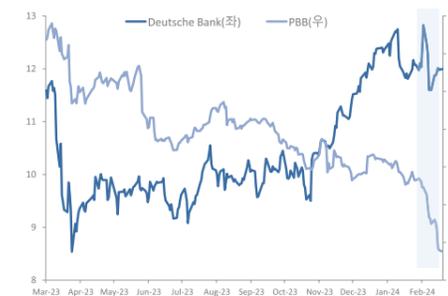
- [이슈] 미국 상업용부동산(이하 CRE) 불안 여파로 최근 독일 은행들의 주가가 급락하는 등 시장과 금융당국의 경계심이 커지고 있어 유럽 은행의 CRE 리스크를 점검
- [CRE 리스크] 유럽 CRE 시장이 글로벌 금융위기 당시 낙폭의 80% 수준까지 조정된 가운데, CRE 익스포저의 규모와 비중이 크고, CRE 포트폴리오의 건전성과 손실 대응력 등이 취약한 유럽 은행들의 위험도가 높을 가능성
  - CRE 침체: 조달비용 상승, 수요 부진 등으로 유럽의 CRE 가격은 2022년부터 하락세를 보이기 시작하여 최근 1년 사이에 10% 가까이 조정
    - 독일('23.3Q -12%), 덴마크(-25%) 등의 CRE 가격 하락 폭이 큰 편. 한편 유럽의 오피스 공실률('23.3Q 8.3%)은 높고, 임차율(57%)은 팬데믹 전을 하회하는 수준
  - CRE 익스포저: 유럽 은행권의 전체 CRE 대출 규모는 지난 7년간 20% 증가한 1.4조유로. 이는 전체 대출의 9.6%에 해당
  - 은행 취약도: CRE 대출 규모 측면에서 Rabobank(네), BNPP(프), Credit Agricole(프), ING(네) 및 Unicredit(이) 등이 Top 5. 이들은 전체 CRE 대출잔액의 약 1/4을 차지
    - CRE 부실여신(NPL) 비율의 경우 Unicredit('23.2Q 15%), Banco Comercial Português(14%) 등 남부 유럽 은행들이 높아 CRE 포트폴리오 건전성이 취약
- [평가 및 전망] CRE 시장의 불안이 유럽 은행권에 미치는 충격은 아직까지는 관리 가능할 전망이다. 다만, CRE 부진이 심화될 경우 은행의 수익성·건전성 및 자본 등에 타격이 불가피하며, 이는 유럽 금융·경제의 불안정성을 높일 수 있음에 유의
  - 유럽 은행권의 △견조한 자본 기반 △제한적인 CRE 익스포저 △과거보다 낮은 CRE NPL 등에 비추어 볼 때 CRE 리스크는 아직 관리 가능한 수준

🔍 관심보고서 다시 읽기

1

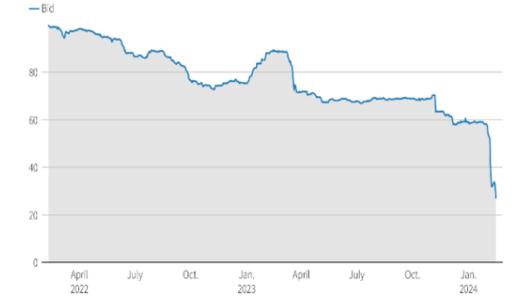
- [이슈] 미국 상업용부동산(이하 CRE) 불안 여파로 최근 독일 은행들의 주가가 급락하는 등 시장과 금융당국의 경계심이 커지고 있어 유럽 은행의 CRE 리스크를 점검
  - 독일 Deutsche Bank는 미국 상업용 부동산 관련 총당금('23.4Q 1.23억유로)이 1년 전 대비 4배 이상 증가했다는 소식 등으로 2.5~9일 5일간 주가가 10% 가까이 하락
    - 또한 독일 부동산 전문은행인 Deutsche Pfandbriefbank(PBB)의 경우 미국 CRE 위협에 따른 S&P 신용등급 강등(BBB→BBB-) 여파로 주식\* 및 채권 가격이 폭락
    - \* PBB에 대한 공모도 비중이 2.12일 전체 주식의 7.57%에서 2.16일 8.01%로 확대

그림1 Deutsche Bank와 PBB의 주가



자료: Bloomberg

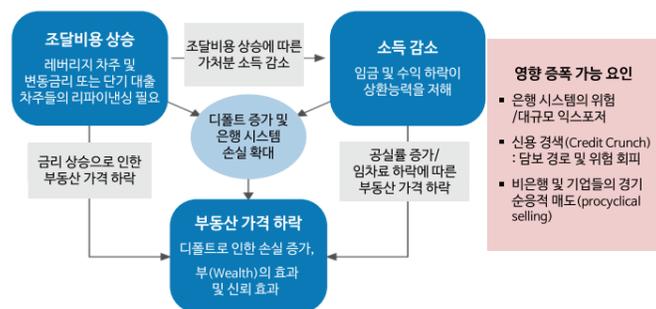
그림2 PBB의 AT1 채권 가격



자료: Reuters

- ECB 및 유럽안정화기구(ESM) 등은 주거용 보다 가격 변동성이 크고 조정속도가 빠른 상업용부동산 불안이 수 년간 지속되면서 은행 등 금융기관에 위협이 될 것을 우려
  - 유럽 은행권은 CRE 관련 기업에 대출하거나, CRE를 담보로 대출을 제공하는 형태로 CRE 시장 위험에 직간접적으로 노출
    - '12~'20년 10년간의 저금리 기조 및 투자 수요 유입 등이 CRE 가격 상승을 이끌었으나 이후 고금리 및 수요 위축 등의 영향으로 CRE 거래 및 투자가 감소
  - CRE 시장 불안 증대 및 CRE 담보자산 평가절하 시 차주의 채무불이행 위험이 커지게 되고, 이는 은행의 신용 손실 증가 등을 초래
    - CRE 시장 하강국면에서 은행의 CRE 담보 대출이 감소하고, 이에 따른 CRE 구매력 약화가 CRE 가격의 하락세를 증폭시키는 'Feedback Loop'로 이어져 은행의 손실이 확대될 소지
  - 특히, 작년 12월 ECB는 유럽 은행권이 CRE 담보가치를 과대평가하고 있다고 지적하면서 은행이 너무 많은 리스크를 감수하고 있다고 비난
    - 언론 등에서는 CRE 거래가 크게 위축되어 있는 상황에서 유럽 은행들의 대차대조표 상 CRE 가치가 현 시세를 정확히 반영하고 있는지에 대한 의구심을 제기

그림3 부동산 시장 불황(recession)의 은행산업 영향

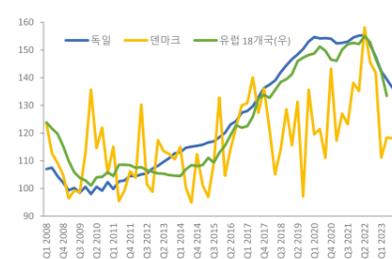


자료: ECB, 국제금융센터

□ [CRE 리스크] 유럽 CRE 시장이 글로벌 금융위기 당시 낙폭의 80%까지 조정된 가운데, CRE 익스포저의 규모와 비중이 크고, CRE 포트폴리오의 건전성과 손실 대응력 등이 취약한 유럽 은행들의 위험도가 높을 가능성

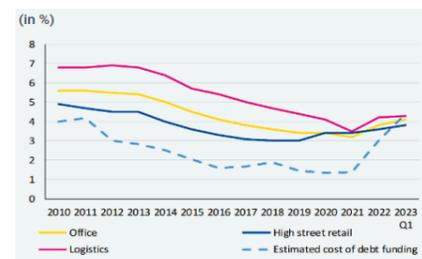
- CRE 침체: 조달비용 상승, 수요 부진 등으로 유럽의 CRE 가격은 2022년부터 하락세를 보이기 시작하여 최근 1년 사이에 10% 가까이 조정
  - '23년 2분기 기준 CRE 가격은 1년 전 고점 대비 9.7% 하락\*. 독일\*\*('23.3Q -12%), 덴마크 (-25%) 등의 낙폭이 큰 편<그림4>
  - \* '08~'09년 글로벌 금융위기 당시 CRE 가격은 고점대비 최대 12% 하락
  - \*\* '23년 독일의 CRE 가격은 10.2% 하락해 사상 최대 낙폭 기록(vs '21~'22년 -1% 미만, VPP)

그림4 유럽의 CRE 가격지수



자료: ECB(2011년=100), 독일 및 덴마크는 BIS

그림5 유럽의 CRE 수익률 및 부채조달 비용

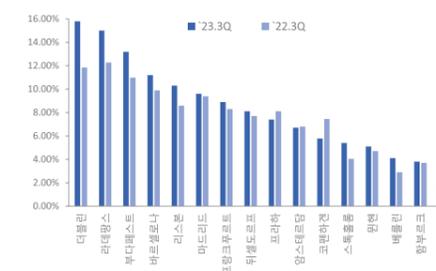


자료: ESM

- 하이브리드 근무 및 과잉 공급 등으로 '23년 3분기 기준 유럽의 오피스 공실률 (8.3%)은 1년 전 보다 0.6%p 상승. 임차율(57%)은 팬데믹 전(평균 70%)을 하회
  - 주요 도시의 오피스 공실률은 더블린(15.8%), 라데팡스(15.0%), 부다페스트(13.2%), 리스본 (10.3%), 마드리드(9.6%), 프랑크푸르트(8.9%), 뒤셀도르프(8.1%) 등 순<그림6>

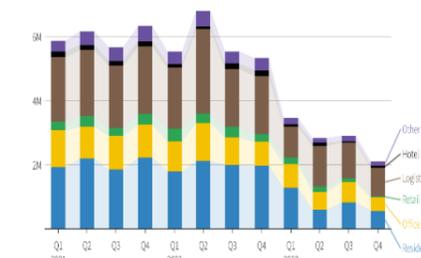
- '23년 독일의 신규 CRE 착공이 크게 둔화되는 등 유럽 전체의 연간 CRE 투자가 약 30% 감소한 것으로 추정(CBRE)

그림6 유럽 주요 도시의 오피스 공실률



자료: Savills Research

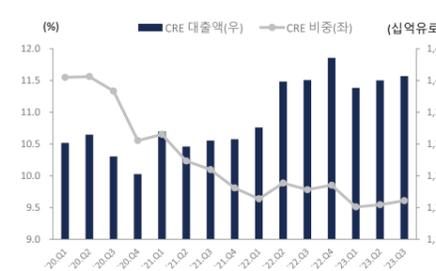
그림7 독일의 신규 CRE 착공 면적



자료: Reuters, 단위: 제곱미터

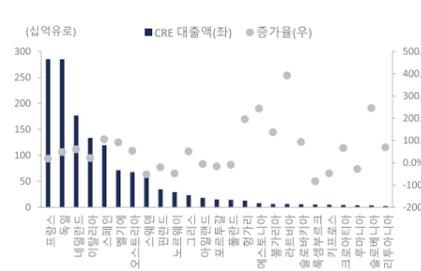
- CRE 익스포저: 유럽 은행권의 전체 CRE 대출 규모는 지난 7년간 20% 증가한 1.4조유로. 이는 전체 대출의 9.6%에 해당<그림8>
  - 국가별 CRE 익스포저 규모는 프랑스, 독일, 네덜란드, 이탈리아, 스페인 등 남서부 유럽이, 증가 속도는 라트비아, 슬로베니아 등 동부 유럽이 상위권<그림9>
  - 전체 은행 대출에서 CRE가 차지하는 비중은 에스토니아('23.3Q 19%), 불가리아(16%), 라트비아(14%) 및 오스트리아(11%) 등 중동부 유럽 국가들이 비교적 높은 편
  - 한편 북부 유럽 국가인 스웨덴 및 덴마크 은행의 비금융기업 대출 가운데 CRE 비중은 각각 57%와 67%로 스페인(10%), 이탈리아(15%) 등 남부에 비해 월등히 높은 수준

그림8 유럽 은행의 CRE 대출 규모 및 비중



자료: EBA

그림9 국가별 CRE 대출 규모 및 증가

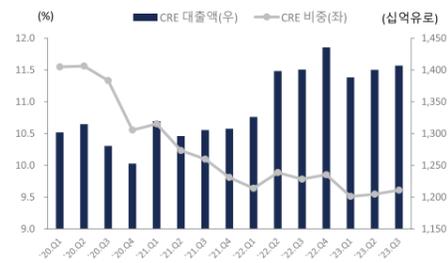


자료: EBA, 대출 규모('23.3Q) 및 증가('17.1Q~'23.3Q)

1) 오스트리아, 벨기에, 불가리아, 키프로스, 독일, 스페인, 핀란드, 프랑스, 그리스, 크로아티아, 헝가리, 아일랜드, 이탈리아, 리투아니아, 룩셈부르크, 라트비아, 네덜란드, 노르웨이, 폴란드, 포르투갈, 루마니아, 스웨덴, 슬로바키아, 에스토니아, 슬로베니아 등 25개국의 주요 은행

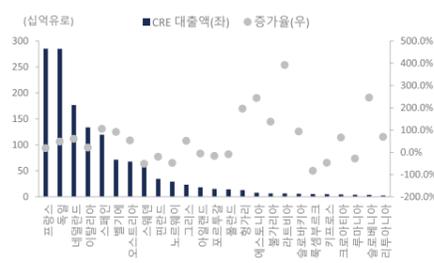
- 한편 유럽 은행산업의 부실여신(NPL)에서 CRE가 차지하는 비중(15%)이 전체 은행 대출에서 CRE의 비중(9%)을 크게 웃돌아 건전성 측면에서 취약성 잠재
  - 유럽 25개국 주요 은행의 CRE NPL 비율(\*'20.1Q 평균 9%→'23.3Q 4%)은 하락세이나, 그리스(10.5%), 포르투갈(10.5%) 등 일부 남부 유럽 국가들의 경우 평균을 두 배 넘게 상회(그림10)
  - 또한 전체 NPL에서 CRE가 차지하는 비중이 증가하는 속도가 특히 가파른 에스토니아, 아일랜드 및 몰타 등 단기간 내 건전성이 급격하게 악화된 국가들에도 주목(그림11)

그림10 유럽 은행의 CRE 대출 규모 및 비중



자료: EBA, '23.3Q 기준

그림11 국가별 NPL에서 CRE 비중 증가



자료: ESM, 2019~2022년

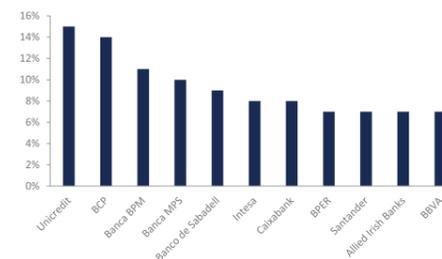
표1 유럽 국가별 은행산업 CRE 취약성

구분	규모 및 비율	증가
CRE 익스포저	(대출 규모 고) 프랑스, 독일, 네덜란드, 이탈리아, 스페인 등	(대출 증가 고) 라트비아, 슬로베니아, 에스토니아, 헝가리 등
CRE 부실여신	(NPL 비율 고) 포르투갈, 그리스 등	(NPL 내 CRE 비중 증가 고) 에스토니아, 몰타, 아일랜드 등

- 은행 취약도: CRE 대출 규모 측면에서 Rabobank(네), BNPP(프), Credit Agricole(프), ING(네) 및 Unicredit(이) 등이 Top 5, 이들은 전체 CRE 대출잔액의 약 1/4 차지(그림12)
- 또한 전체 대출에서 CRE 비중이 유럽 평균(28개 주요 은행 평균 7.9%)을 크게 상회하는 Erste(14.5%), Handelsbanken(14.6%), AIB(13.9%), BAWAG(13.6%), DNB(11.6%), Swedbank(11.2%) 등 중동부 및 북부 유럽 은행들이 취약(그림13)
  - 오스트리아 Erste Group은 전체 CRE 익스포저 중 31%가 자국에 있고, 국외에는 주로 체코(22%), 루마니아(10%) 및 헝가리(9%) 등에 노출. 미국 내 익스포저는 없는 것으로 보고
  - Handelsbanken\*(CRE 16% vs RRE거주용 14%), Swedbank(11% vs 5%), DNB(10% vs 6%) 및 SEB(10% vs 7%) 등 북부 유럽 은행들은 역내 여타 은행들과 달리 전체 대출에서 CRE 비중이 거주용(RRE)을 상회

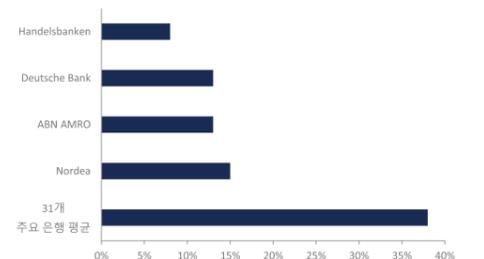
- \* Handelsbanken의 지역별 CRE 익스포저는 스웨덴(42%), 노르웨이(33%), 영국(21%) 등에 분포
- CRE 시장의 조정 폭이 큰 독일에서 CRE 익스포저 규모가 큰 은행은 LBBW/Berlin Hyp('23.3Q 720억유로), BayernLB/DKB(670억), DZ Bank/DZ Hyp(465억), Helaba(684억), Deutsche Bank(380억), PBB\*(321억), Aareal Bank(321억) 등 순
- \* PBB의 지역별 CRE 익스포저 비중은 독일(44%), 미국(15%), 프랑스(13%) 등

그림12 CRE 대출 규모 상위 유럽 은행



자료: Reuters, '23.3Q 기준

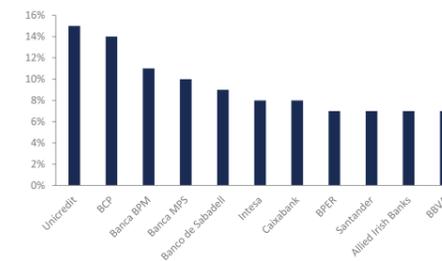
그림13 전체 대출에서 CRE 비중 상위 은행



자료: JPMorgan

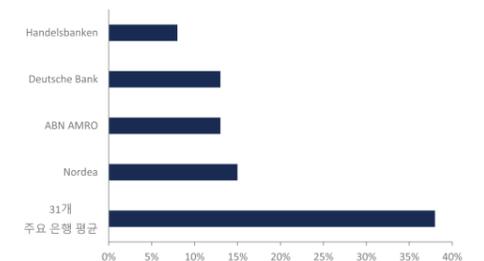
- 한편 CRE NPL 비율의 경우 Unicredit('23.2Q 15%), Banco Comercial Português(14%), BPM(11%), Banca MPS(10%) 및 Banco de Sabadell(9%) 등 남부 유럽 은행들이 역내 은행권(31개 상장은행 평균 4%)을 두 배 이상 상회해 자산건전성이 취약(그림14)
  - 이에 따라 유럽 개별 은행 차원에서 CRE 포트폴리오의 NPL 비율은 CRE 노출 비중과 높은 상관성을 보이지 않은 상황
- CRE 포트폴리오의 NPL 커버리지(대손충당금/NPL) 비율은 Handelsbanken('23.2Q 8%), Deutsche Bank(13%), ABN AMRO(13%), Nordea(15%) 등 북부 유럽과 독일 및 네덜란드 주요 은행들이 낮아 손실흡수 능력 측면에서 취약성 잠재(그림15)
  - 북부 유럽 내 주요 7개 은행들의 CRE 익스포저 관련 손실은 올해 전체 대출 손실의 최대 40%에 달할 가능성(UBS)

그림14 CRE NPL 비율 상위 유럽 은행



자료: Goldman Sachs, '23.2Q 기준

그림15 CRE NPL 커버리지 비율 하위 은행



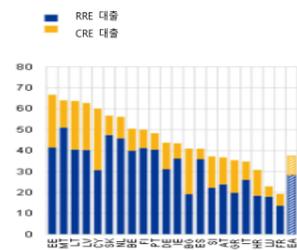
자료: Goldman Sachs, '23.2Q 기준

- 독일 Deutsche Bank의 경우 심각한 스트레스 상황 발생 시 채무불이행 가능성이 상대적으로 높은 비소구(non-recourse)<sup>2)</sup> CRE 대출에서 수년간에 걸쳐 9억유로의 신용손실이 발생할 것으로 추산. 다만, 이는 전체 대출의 0.19%에 불과한 것으로 평가(JPMorgan)

□ [평가 및 전망] CRE 시장의 불안이 유럽 은행권에 미치는 충격은 아직까지는 관리 가능할 전망이다. 다만, CRE 부진이 심화될 경우 은행의 수익성·건전성 및 자본 등에 타격이 불가피하며, 이는 유럽 금융경제의 불안정성을 높일 수 있음에 유의

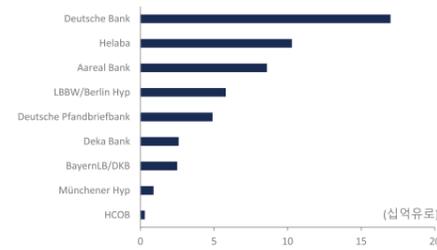
- 여러 잠재 취약 요인들에 불구, 유럽 은행이 보유한 CRE 익스포저가 시스템 위기를 초래하지는 않을 것으로 보임
  - 유럽 은행권의 ▲건조한 자본 기반, ▲제한적인 CRE 익스포저(전체 대출의 약 1/10<그림16> vs 미국 1/4), ▲과거보다 낮은 CRE NPL('17~'22년 평균 11% vs '23년 4%) 등에 비추어 볼 때 CRE 리스크는 아직 관리 가능한 수준
  - 또한 독일 등 일부 국가를 제외하고 대부분 유럽 은행들의 경우 미국 CRE 익스포저가 전혀 없거나 미미한 규모인 점 등을 감안하면 해외 부동산 리스크가 제한적이라는 평가가 다수 (Moody's, JPMorgan 등)<그림17>
  - 유럽 주요 은행들<sup>3)</sup>은 미국 오피스 익스포저의 손실률 10% 가정 시 은행의 2023 회계연도 보통 주자본비율(CET1)에 미치는 영향은 0.01~0.18%p 정도에 불과한 것으로 추정(JPMorgan)

그림16 유로존 은행의 CRE 대출 비중



자료: ECB, '22.4Q 기준

그림17 독일 은행의 미국 CRE 익스포저



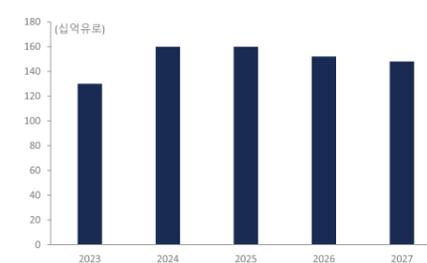
자료: Börsen-Zeitung

○ 다만, 글로벌 CRE 시장 불안 심화 및 장기화 시 은행을 통한 유럽 내 경제·금융 파급력이 지금보다 커질 수 있음에 유의

2) 채무자가 대출을 받을 때 담보물로 사용한 부동산 외에는 더 이상 책임을 지지 않는 방식으로 채무불이행 시 채무자가 부동산의 가치만큼만 손실을 감당하고 다른 자산에 대한 청구는 미이행  
3) Deutsche Bank, Santander, ING, BAWAG, Societe Generale, Barclays 등

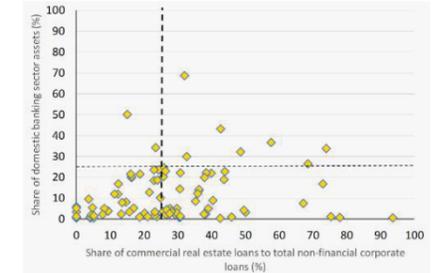
- 단시일 내 CRE 시장의 추세 반전이 어려울 것이라 전망이 우세한 가운데 Citi의 경우 서부 유럽의 CRE 가치가 최대 40% 하락할 가능성을 제기
  - 기후변화 규제 강화 흐름 속에 에너지 효율성과 지속가능성이 낮은 상업용 건물에 대한 수요 감소도 CRE 시장의 회복을 저해하는 요인으로 작용할 소지(Menzies 등)
- 향후 3년간 매년 1,500억유로가 넘는 만기가 도래할 예정인 유럽 CRE 채무의 차환(refinancing) 부담 증대가 은행권에 스트레스(채무불이행 위험 증가)로 작용<그림18>
  - 특히, 스웨덴 CRE 채무의 경우 앞으로 2년간 총 3,250억크로나에 달하는 만기가 도래할 예정이어서 차환 위험이 큰 상황(Zerohedge 등)
- 중단기적으로 유럽 은행들\*은 잠재적 CRE 손실 대비 차원에서 추가 총당금 300억유로를 쌓아야 하고, 이는 CET1 비율을 평균 0.8%p 낮출 가능성(Natixis CIB)
  - \* 31개 은행의 평균 CRE NPL 커버리지 비율(38%)은 미국 은행산업(평균 140%)을 크게 하회
  - 또한 CRE 가격이 40% 폭락하는 최악의 상황 가정하 서부 유럽 은행권은 LTV 재무약정(covenant) 위반 대응 목적의 1,780억유로 규모 출자전환(equity replacement of debt)이 필요할 것으로 추산(Citi)
- 이에 최근 ECB는 역내 은행들이 CRE 관련 리스크를 충분히 처리하지 못할 경우 강화된 요구 자본 기준이 적용될 수 있음을 경고(2.9일)
  - 지난해 11월에는 만일 유럽이 더 큰 경제적 충격에 직면한다면 CRE에 노출된 유럽 은행권이 금융안정성을 저해할 수 있다고 지적
  - 만약 비금융기업의 대출 중 CRE 비중이 큰 일부 대형은행(D-SIB)에서 문제가 발생할 시 시장심리에 미칠 충격이 중소형은행에서 보다 훨씬 더 클 것을 우려(ESM)<그림19>
  - 아울러 은행권의 CRE 익스포저와 NPL에 대한 관리 부담이 증가하게 되고, 이로 인해 대출 기준이 한층 더 강화된다면 유로존의 저성장 기조가 고착화될 위험이 커질 가능성도 상존

그림18 유럽 CRE 채무 만기 도래 규모



자료: Citi

그림19 은행 자산 및 CRE 익스포저



자료: ESM, 유로존 92개 은행 대상, '22.2Q 기준



참고 미국 연준의 정책금리 운영체계와 단기자금시장 구조



네덜란드	
ABN AMRO	· '23.9월 CRE 익스포저(€150억)의 87%는 투자, 9%는 개발 등. 부문별로 임대용 주택 44%, 오피스 14%, 산업용 16% 및 소매 17%. LTV가 70% 이상인 CRE 대출은 4%
독일	
Deutsche Bank	· '23.12월, 비소구 부동산 대출은 €380억이며 이 중 고위험 대출은 1310억(전체 대출의 7%, LTV <64%). 부문별로 오피스 42%, 호텔 10%, 임대용주택 14%, 소매 9% 및 기타 25%. 지역별로, 미국 53%, 유럽 39% 등 · 대손충당금(Credit Loss Provision)은 €3.8억. 부문별로 오피스 70%, 호텔 7%, 임대용주택 11%, 소매 4% 및 기타 9%. 지역별로는 미국 77%, 유럽 23% 등. 만기가 짧은 미국 CRE 대출의 경우, 건전성 제고를 위해 선제적으로 만기를 연장하는 등의 조치
Commerzbank	· '23.9월, CRE 포트폴리오는 €92억. 그 중 무수익(non-performing) 익스포저는 €2억(CRE 대출의 2%)
스위스	
UBS	· 총 부동산 대출 금융은 \$910억(개인 고객의 모기지 대출 제외)
스페인	
BBVA	· '23.12월 CRE 부도시 익스포저(EAD; Exposure At Default)는 약 €100억(전체 EAD의 2%) 지역별로는 대부분 스페인 및 멕시코에 있으며, 미국, 북유럽 및 독일 익스포저 미미
Santander	· 미국 CRE 대출은 €210억(전체 대출의 2%)이며, 그 중 €150억이 멀티패밀리 대출(LTV 59%, 대부분 뉴욕 소재)
아일랜드	
BIRG	· '23.12월 투자 €67억(부문별 오피스 37%, 소매 32%, 임대용주택 20% 및 기타 11%), 개발 €5억 · 지역별로 아일랜드 61%, 영국 15% 및 그 외 지역 24% 등
AIB	· '23.6월, 투자 €80억(부문별: 오피스 25%, 임대용 주택 42% 및 소매 16% 등), 토지 및 개발 €14억 · 지역별로 아일랜드 75%, 영국 25%. 아일랜드 투자 부문 LTV는 평균 54%
이탈리아	
Intesa Sanpaolo	· '23.12월 부동산 비소매 대출은 전체 비소매 대출의 3% · CEO Messina는 은행이 잠재적으로 문제가 있는 CRE 거래들에 대처했으며, '24년 부정적 영향이 발생하지 않을 것으로 예상. 아울러 미국 CRE 익스포저도 제한적이라고 부연
UniCredit	· '23.9월 CRE 포트폴리오는 €600억(LTV(60%)) · 부문별로 오피스 €130억, 소매 €110억, 산업용 €80억, 임대용 주택 €80억, 물류 및 창고 €60억 및 호텔 €30억. 지역별로 이탈리아 €130억, 독일 €190억(만기 10년), 동유럽 €200억(만기 12년) 및 동유럽 €80억
Banco BPM	· '23.12월 기준 CRE 익스포저는 전체 대출의 7%인 €75억(건설 €30억, 부동산 활동 €45억) · CRE 대출의 73%는 담보대출(€49억은 영업 중(LTV(51%), €12.5억은 건설 중(LTV(75%), 12%는 정부보증, €8억은 비보증 대출. 다만 비보증 대출의 77%는 위험 수준이 낮은(low-medium) 편
프랑스	
BNP Paribas	· '23.9월 CRE 총 익스포저는 €731억(대차대조표의 4%) 또는 EAD 기준 €604억(EAD의 3.9%). 대출의 50%는 투자등급(IIG), 무수익(non-performing) 여신은 2.1% · 부문별(총 익스포저 기준)로 오피스 22%, 소매 14%, 물류센터 외 20% 및 호텔 3%. · 지역별(EAD 기준)로 90% 이상이 유럽(북유럽은 0%, 독일 익스포저는 제한적), 미국은 1.5%
CASA	· '23.6월 CRE 대출은 €320억(총 상업대출의 3%). 부문별로 오피스 €110억, 임대용 주택 €50억, 그 외 €60억 등 · CRE 대출의 81%는 LTV가 60% 미만. 대출의 81%가 투자등급, 디폴트율은 3.9%, Stage 3 커버리지비율은 51%
Societe Generale	· '23.9월 CRE EAD는 €280억(총 EAD의 2%), 평균 LTV는 53%, Stage3 대출은 2.5%. 부문별로 오피스가 28% 차지
Generale	· 지역별로 프랑스 48%, 그 외 유럽 31%, 미국 13%, 아시아 6% 및 기타 2% · 유럽 EAD(€220억)의 평균 LTV 52%, Stage3 비중 1%, 미국 총익스포저(€40억)의 평균 LTV 60%, Stage3 비중 8.8%



북부 유럽	
Danske Bank	· '23.12월 CRE 익스포저는 DKK2,950억. 부문별로 비거주용 52%, 45%는 거주용(임대), 3%는 건설업. 지역별로 덴마크 49%, 스웨덴 25%, 노르웨이 13%, 핀란드 8% 및 기타 6%.
DNB ASA	· '23.12월 CRE EAD는 NOK2,450억. 74%가 저위험 차주 · 부문별로 오피스38%, 물류 및 창고 14%, 리테일 13% 등. 지역별로 노르웨이에 집중(94%)
Handelsbanken	· CRE 익스포저는 SEK2,950억. 지역별로 스웨덴 42%, 노르웨이 33% 및 영국 21% · ICR(Interest Coverage Ratio:운영소득/조달비용)은 3.1배
Nordea	· 부동산 익스포저는 €320억. 부문별로 오피스 39%, 임대용 주택 26%, 리테일 10%,물류 6%, 산업용 6%, 호텔 3% 및 기타 6%. 지역별로 스웨덴 35%, 노르웨이 29%, 덴마크 19% 및 핀란드 17%
SEB	· '23.12월 부동산 익스포저는 SEK3,640억. CRE 평균 LTV는 47.2%이고 70%가 넘는 CRE 대출 비중은 4%. 익스포저 상위 20개 고객에 대한 ICR은 '23.3분기 3배('24년 말 2.1배 예상) · 부문별로 임대용 주택 49%, 오피스 17%, 물류/산업용 9%, 리테일 13%, 기타 12% 지역별로 스웨덴 74%, 기타 북유럽 14%, 8% 발트3국 8%, 독일 및 기타 3%
Swedbank	· '23.12월 부동산 익스포저 SEK2,940억(평균 LTV는 52%) · 지역별로 스웨덴 80%, 노르웨이/핀란드 11% 및 발트3국 9%. 부문별로는 스웨덴 부동산 대출 SEK2,360억 중 42%가 CRE, 주거용 34%, 산업/창고 16% 및 기타 8% · 상위 20개 익스포저에 대한 ICR은 평균 2.6배, 취약 대출(1년 내 만기도래 등)의 ICR은 2배
중동부 유럽	
Erste	· '23.3월 CRE 익스포저는 €158억. 부문별로 리테일 35%, 오피스 30%, 물류 13%, 기타 9% 지역별로 오스트리아 31%, 체코 22%, 루마니아 10%, 헝가리 9%, 미국 0%
BAWAG	· '23.12월 CRE 익스포저는 €51억. 평균 LTV는 60% 미만, NPL은 1.5% · 부문별로 임대용 주택 43%, 산업/물류 22%, 오피스 21%, 호텔 7%, 리테일 5% 및 기타 2%. 지역별로 유럽 €27억 및 미국 €24억. 미국 익스포저는 대부분 임대용주택(46%) 및 산업/물류(28%) 부문 대출이며, 오피스는 19%(전체 자산의 1% 미만)

자료: JPMorgan, 각 은행, 주: Stage3 =신용손상 대출

# 일본 주가의 강세 배경 및 전망

이은재 | 부전문위원  
최성락 | 주식분석부장

## 📌 Summary

□ [동향] 최근 일본 Nikkei 225 지수가 '89년 이래 34년 만에 사상 최고치를 기록 중\* (2,27일 39,240)이며 TOPIX 지수도 최고치 경신을 앞둔 상황

\* 대형 우량주 중심의 Nikkei225 지수는 지난해 28% 상승한 데 이어 올해 두달 동안 17.3% 강세를 시현. 외국인 투자자가 주가 강세를 주도(지난해 이후 누적 +6조 엔 순매수)

□ [주요 배경] ▲양호한 대외여건(미국 경제 연락처 전망 강화 등) ▲일본은행BOJ 통화정책 정상화 속도 지연 전망이 ▲엔화 약세흐름과 수출기업 실적 성장으로 이어졌으며, ▲일본 정부의 증시 디스카운트 해소 노력이 밸류에이션 상승을 지지

○ 대외여건: 미국의 양호한 경제 성장(일본기업 수출 증가)과 인플레이션 하방경직성 등으로 연준의 조기 금리인하 전망이 후퇴(미-일 금리차 지속 전망 강화)

○ 통화정책: 초완화적 통화정책 등으로 디플레이션 탈피 시그널이 일부 가시화되는 가운데 마이너스 금리 정책(NIRP) 종료 시점은 3~4월로 기존 예상보다 지연

○ 기업이익: 엔화 약세 영향과 양호한 대외여건 등으로 수출기업들의 실적이 예상보다 크게 개선되었고 이에 따라 이익 전망치 상향 추세가 지속

○ 증시 부양책: 지난해 도쿄증권거래소(TSE)가 증시 부양책을 발표한 이래 저(低) PBR 종목 주가가 큰 폭으로 상승하는 등 증시 체질 개선에 대한 투자자들의 기대가 고조

□ [전망] 올해 일본 상장기업들은 양호한 대외여건과 적극적인 비용 전가 전략 등으로 이익 성장세를 지속할 전망. 단기 주가 급등으로 밸류에이션 부담이 다소 높아진 상황이나, 중장기 밸류에이션 재평가 가능성, 외국인 수급 개선 여력 등은 긍정적

○ 기업실적: 글로벌 경제의 예상보다 양호한 성장세, 일본 내수 회복, 가격 전가 정책 등으로 견조한 이익 성장을 기대 \* 올해, 내년 TOPIX EPS 성장률 컨센서스는 각각 +8.6%, +8.7%

○ 밸류에이션: 단기 급등 후 밸류에이션 부담이 높아졌으나, 크게 과열된 수준은 아니라는 시각이 중론. IB들은 일본 정부의 증시 부양책이 지배구조 개선(순환출자 해소, 주주환원 증가 등)으로 가시화될 경우 중장기 밸류에이션 재평가(re-rating)를 기대

○ 외국인 수급: 과거 대비 낮은 글로벌 펀드의 일본 보유 비중, 외국인 자금의 절대 유입 규모, 중국 대비 높은 투자 매력도 등을 감안하면 추가적인 유입 여력이 존재

⇒ 일본 주가의 사상 최고치 경신은 과거 저성장기와는 차별화된 기업 수익성 개선에 대한 기대를 반영. 투자자들은 중장기적인 관점에서 일본 경제 및 자본시장의 구조적인 변화 여부에 주목할 소지

□ [동향] 최근 일본 Nikkei 225 지수가 '89년 이래 34년 만에 사상 최고치를 기록 중 (2,27일 39,240)이며 TOPIX 지수도 최고치 경신을 앞둔 상황

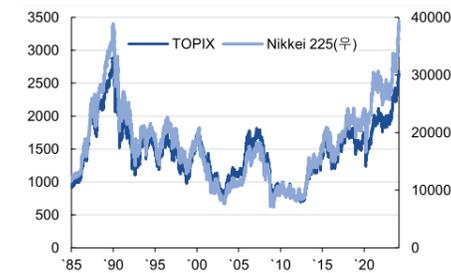
○ 주가: 대형 우량주 중심의 Nikkei225 지수는 지난해 28% 상승하고 올해 들어서도 17.3% 강세를 보이면서 '89년 최고치(89.12.29 38,915)를 상회. 가치주 비중이 높은 TOPIX(2,27일 2,674)도 신고가 경신을 약 8% 남겨둔 상황

- 업종별: IT('23년 이후 누적 상승률 +67%), 경기소비재(완성차/부품·여행 등, +55%), 금융(+47%), 소재(+46%)등 수출업종 및 경기민감 업종이 주가 강세를 주도

- 대형주 강세: 지난해 가을 이후 TOPIX 대비 Nikkei 지수 상대성차가 두드러지는 등(Nikkei/TOPIX 비율, +7%p) 대형주 쏠림 현상이 심화

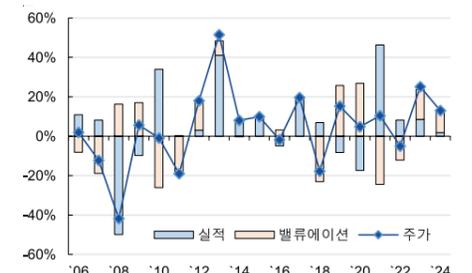
• 대형주 매수 집중과 Nikkei/TOPIX 비율 확대는 대규모 외국인자금 유입에 따른 일본 상승장 초기 단계('03.4월, '05.5월, '12.11월 등)에서 공통으로 나타난 현상

그림1 TOPIX · Nikkei225 지수



자료: Bloomberg

그림2 TOPIX 주가상승률과 실적·밸류에이션 기여도



자료: Bloomberg

- 밸류에이션: 지난해 이후 밸류에이션 반동의 주가 상승 기여도가 높았으며(TOPIX 12개월 예상 P/E '22년말 12.4배 → 현재 15.9배) 실적 성장세도 가세<그림2>

○ 주체별 수급\*: 외국인 투자자가 지난해 이후 일본 주식을 약 +6조 엔 가량 순매수하면서 주가 강세를 주도

\* JPX 주간 투자자 매매 동향(도쿄, 나고야 거래소 집계 기준)

- 사업법인도 자사주 매입 등으로 +5.5조 엔 순매수

- 개인과 투자신탁은 각각 -3.9조 엔, -2.1조 엔 순매도

그림3 주요 투자자별 일본주식 매매 동향

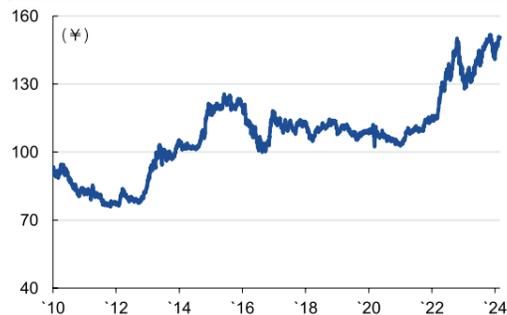


자료: JPX

□ [배경] ▲양호한 대외여건(미국 경제 연락처 전망 강화 등) ▲일본은행BOJ 통화정책 정상화 속도 지연 전망이 ▲엔화 약세흐름과 수출기업 실적 성장으로 이어졌으며, ▲일본 정부의 증시 디스카운트 해소 노력이 밸류에이션 상승을 지지

- **대외여건:** 양호한 미국 경제 성장과 물가 하방경직성 등으로 연준의 조기 금리인하 전망이 후퇴
    - **경제 성장:** 최근 미국의 견고한 소비, 고용여건 및 심리지표 개선세 등을 감안 하여 올해 미국 경제 성장이 예상보다 양호할 것이라는 전망이 확산
      - IMF와 OECD는 올해 미국 경제 성장률을 +2.1%로 큰 폭 상향. 양호한 미국 경제 성장은 일본 수출 수요 증가를 견인(일본 대외수출 내 미국 비중 20%)
    - **금리인하 지연:** 양호한 경제여건과 1월 CPI 서프라이즈 등으로 미국 연준의 조기 금리인하 전망이 후퇴. 연내 정책금리 인하 기대치는 3~4회로 재조정
      - 미국-일본 간 통화정책 차별화 부각과 금리차 지속 전망 강화
  - **통화정책:** 초완화적 통화정책 등으로 디플레이션 국면 탈피 시그널이 일부 가시화 되는 가운데 마이너스 금리 정책(NIRP) 종료 시점은 3~4월로 기존 예상보다 지연
    - 최근 BOJ 위원들은 마이너스 금리정책을 탈피하더라도 건축기조로의 전환은 아니라는 점을 강조. 우에다 총재도 금융여건이 완화적일 것이라는 입장을 고수
      - 일본은행이 3~4월 NIRP를 종료하더라도 당분간 제로금리정책(ZIRP)을 유지한다면 실질이자율은 마이너스를 지속할 것이며 이는 자산가격 전반에 긍정적인 전망(Citi)
    - 경기 회복세가 강하지 않은 가운데 현재 임금 인상률과 인플레이션 수준이 높지 않다는 점은 급격한 통화정책 정상화로 이어질 가능성을 제한
- ⇒ 주요 거시요인들이 일본 엔화 약세 흐름이 지속되는 환경을 조성(2.26일 달러-엔환율 151엔, 연초 이후 +6%)하고 있으며 수출과 기업이익에 긍정적인 영향을 미치고 있음<후면>

그림4 달러/엔 환율



자료: Bloomberg

그림5 마-일 금융여건지수 및 주가 상대성과



주: '04년초 = 100 지수화, 자료: Bloomberg

- **기업실적:** 엔화 약세 영향과 양호한 대외여건 등으로 수출기업들의 실적 성장이 예상보다 크게 개선되었으며 이에 따라 IB들의 이익 전망치 상향 추세가 지속
  - **양호한 분기 실적:** 최근 일본 상장기업들이 '23년 4분기FY24/3 Q3 실적 발표를 마무리해 가는 가운데 Prime 시장 기업(1,629개)들의 분기 매출·영업이익·순이익은 전년대비 각각 +2.9%, +17%, +23% 증가하는 등 예상 대비 호실적 발표
    - 자동차(Toyota, Honda 수출 호조세 등), 유틸리티(전기/가스) 기업들의 실적 성장 기여도가 높았으며, 중국 사업 익스포저가 큰 업종(화학/IT장비)들은 대체로 부진한 실적을 발표
  - **엔화 약세 기여도:** '23.10~12월 매출 및 영업이익 성장의 엔화 약세 영향은 각각 60%, 70%를 기여(JPM). 특히 미국 비중이 높은 자동차 기업들에 수혜 집중
    - Toyota는 현재 2년 연속 사상 최대 매출을 기록 중이며, 어드반테스트, 도쿄일렉트론 등 반도체 기업 주가는 실적 개선과 더불어 미국과의 연대 강화로 신고가 경신 중
  - **전망치 상향:** 양호한 실적 발표 등에 힘입어 기업이익의 전망치 상향 추세 지속 (12개월 EPS 예상치 ytd +1.4%). 일본을 제외한 亞 국가 이익 하향 추세와 대조적
    - 연초 이후 중국(12개월 EPS 예상치 -2.7%) 등 일본을 제외한 아시아 국가(일본 제외, -1.3%) 기업 실적 전망치 하향 추세가 지속
- **증시 부양책:** 지난해 도쿄증권거래소(TSE)가 증시 부양 정책을 발표한 이래 저(低) PBR 종목 주가가 큰 폭으로 상승하는 등 시장 참여자들의 관심이 고조<sup>1)</sup>
  - TSE는 일본 상장기업의 낮은 자본효율성과 주가 디스카운트를 해소하고자 상장기업들에게 주주환원 확대 등을 통한 자본효율성 개선을 강하게 촉구
    - 자본수익률(예: ROE, ROIC)의 자본비용(COE, WACC) 초과 여부 및 미달 사유 확인을 요청하고, 시장 가치가 낮은 경우(PBR < 1), 해결 전략 공개 등을 촉구
  - Prime, Standard 시장 상장기업의 주가 움직임을 분석한 결과, 현재까지 PBR이 낮은 종목들이 상대적으로 높은 누적 상승률을 기록<그림9>

그림6 일본 수출증감률·주가상승률(월간)



주: 전년대비 수치, 자료: 재무성, Refinitiv, Bloomberg

그림7 TOPIX 실적 전망 변화율·주가상승률(일간)

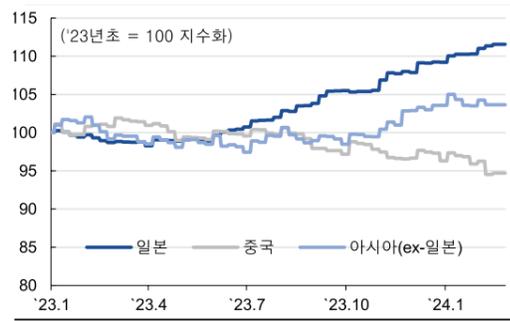


주: 전년대비 수치, 자료: 재무성, Refinitiv, Bloomberg

1) 국제금융센터, "일본의 기업가치 제고 정책과 주가 동향" (이은재, 2024.2.13)

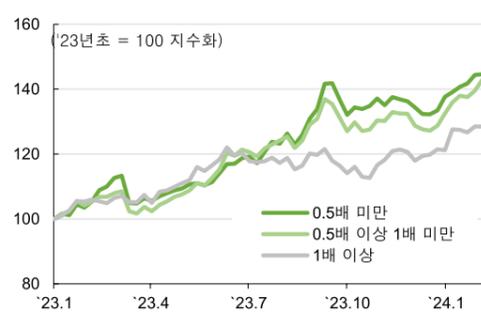
- 탈(脫)중국 자금 유입: ▲중국 경제 성장 부진과 디플레이션 압력 확대 ▲미국 공급망 재편에 따른 일본 기업 수혜 등으로 중국을 이탈한 글로벌 투자자금이 일본으로 유입
  - 지난해 8월 이후 외국인 투자자금이 일본에는 누적 30억 달러 순유입된 반면, 중국에서는 248억 달러 순유출
  - 미국의 공급망 재편에 따른 설비 재투자 확산과 일본 기업들의 수혜 영향 등을 감안하여 아시아 투자자들의 전략적인 비중 조절이 가세했다는 평가

그림8 일본 중국 아시아(ex-일본) 실적 전망치



자료: Refinitiv

그림9 PBR 구간별 합산 시가총액 추이



주: TOPIX Prime, Standard 시장 기업을 대상으로 '23년초 기준 PBR로 구분, 자료: Bloomberg

□ [전망] 올해 일본 상장기업들은 양호한 대외여건과 적극적인 비용 전가 전략 등으로 이익 성장세를 지속할 전망. 단기 주가 급등으로 밸류에이션 부담이 다소 높아진 상황이나, 중장기 밸류에이션 재평가 가능성, 외국인 수급 개선 여력 등은 긍정적

○ 실적 성장: 일본 상장기업들의 이익은 올해 양호한 성장세를 지속할 것으로 전망 됨에 따라 실적에 기반한 주가 상승이 예상

- 시장 참여자들은 글로벌 경제의 예상보다 양호한 성장 전망, 일본 내수 회복, 기업들의 가격 전가 정책 등에 힘입어 일본 증시의 견조한 이익 성장세를 기대

\* 올해와 내년 TOPIX EPS 연간 성장률 컨센서스는 각각 +8.6%, +8.7%

- 올해 엔화 약세가 진정되면서 수출기업 이익 증가율은 감소하겠으나, 경기민감·내수업종 기업의 마진 개선에 대한 기대감은 지속

- 최근 기업들의 가격 인상 전략이 이익마진 개선으로 이어지는 등 디플레이션 시기와는 다른 긍정적 변화\*가 관찰(Nomura, Morgan Stanley 등)

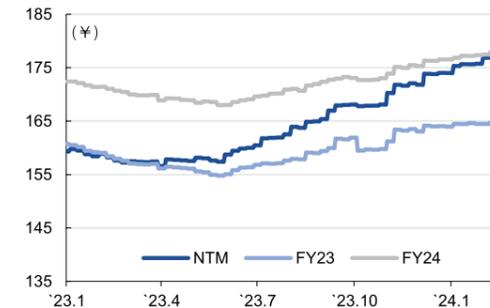
\* 디플레이션: 저성장 → 가격 인하 → 수요 증가 → 이익 증가 → 규모의 경제 → 가격 인하

뉴노멀: 저성장 → 가격 인하 → 수요 증가 → 노동력 부족 → 임금 상승 → 구매력 상승 → 가격 인상

\* 우에다 총재도 기업들의 가격 결정 행태가 공격적으로 변하고 있다고 언급

- 밸류에이션: 단기 주가 급등 후 밸류에이션이 높아졌으나, 실적의 동반 개선으로 크게 부담스럽지 않다는 시각이 중론. 일본 정부의 증시 부양책이 지배구조 개선으로 이어질 경우, 중장기 밸류에이션 재평가(re-rating)가 가능할 것으로 예상
  - 최근 TOPIX 12개월 예상 P/E는 14.7배까지 상승했으나, 지난 10여 년 동안 12~16배 범위에서 거래된 점을 감안하면, 현재 밸류에이션이 크게 과열된 수준은 아니라는 시각이 우세
  - 현재 MSCI 세계주가 대비 일본 증시 밸류에이션 할인폭은 19% 내외로 여전히 과거 평균 범위(+/- 1s.d)에서 등락

그림10 TOPIX EPS 컨센서스



자료: Bloomberg

그림11 세계 증시 대비 일본 증시 P/E 할인폭



주: 12개월 예상 P/E 기준, 자료: Refinitiv

○ 증시 체질 개선: 투자자들은 일본 정부의 증시 부양책이 기업들의 실질적인 체질 개선으로 이어질지 여부에 주목하며 대체로 현재까지의 변화를 긍정적으로 평가

- 자사주 매입: 지난해 Prime 시장 기업들이 설정한 자사주 매입 규모는 9.4조 엔 으로 사상 최고치를 기록. 일본 기업들은 주가의 전고점 경신에도 불구하고 적극적인 주주환원을 추진

- 지배구조 개선: 시장에서는 향후 상장기업들의 순환출자 청산에 따른 전략적 투자자 지분\* 매각이 활성화될 것으로 기대하며 도쿄증권거래소의 지속적인 노력으로 올해 기업들의 지배구조 개선 움직임이 더욱 활성화될 것으로 기대

\* FY22말 기준 전략적 투자자 비중 31.3%

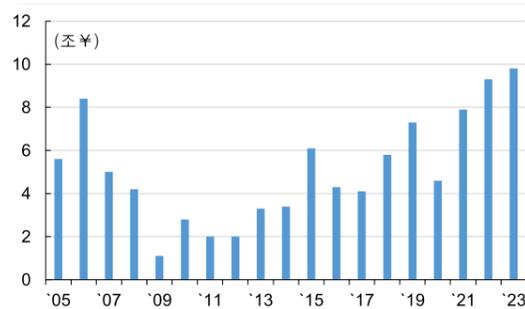
- 닛케이는 2,9일 일본의 4대 손해보험사에 순환출자를 청산하라는 지시가 내려졌다고 보도. 일본의 순환출자(전체 시가총액의 21%로 추정) 문제가 해소될 경우, EPS는 현재보다 약 36% 증가할 것이며 해소 과정은 점진적으로 진행될 전망(UBS)

- 올해 6월에 집중적으로 열리는 연례 주주총회가 중요한 분기점이 될 것이며 현재까지 TSE 조치에 미응답한 기업들도 주주총회 시즌을 앞두고 조치를 이행할 것으로 예상(Goldman Sachs)



- **외국인 수급:** 과거 대비 낮은 글로벌 펀드의 일본 보유 비중, 외국인 자금의 절대 유입 규모, 중국 대비 높은 투자매력 등을 감안하면 추가적인 자금 유입 여력이 존재
  - **펀드 보유 비중:** '23.12월말 글로벌 액티브 주식 뮤추얼펀드의 일본 주식 보유 비중은 4.7%이며, 이는 '01.12월 이후 하위 16%에 불과(EPFR, Goldman Sachs)
    - 외국인 포트폴리오내 일본 비중이 중립(neutral)이 될 경우, 약 10조 엔이 추가 유입 가능(Nomura)
  - **절대 유입규모:** 최근 외국인 투자자금 순유입(+6조엔)은 아베노믹스 시행 초기 유입 규모('12~'14년 +21조 엔)를 크게 하회하며, 이후 대규모 순유출('15~'22년 -20조 엔)의 일부 되돌림 수준(그림13)
  - **중국 대비 투자매력:** 중국 증시에 대한 외국인 투자자의 경계심이 여전히 높은 점도 일본 주식에 대한 투자유인으로 작용. 최근 일본의 상대적 강세에 대한 긍정적 인식이 아시아 뿐 아니라 유럽, 미국 투자자 사이에서도 확산(UBS)
    - 일본은 미국의 주요 안보 동맹국으로서 다극화 세계라는 핵심 테마의 수혜를 받고 있으며, 주요 부문에서 기술적 리더십과 공급망 온쇼어링 혜택이 예상(Morgan Stanley)
    - 미국 대선에서 트럼프가 당선될 경우, 미-중간 경제 펀더멘탈 격차는 더욱 확대될 전망(Nomura)

그림12 자사주 매입 발표금액



자료: Refinitiv

그림13 아베노믹스 이후 외국인 일본주식 순매수



자료: Bloomberg

⇒ 일본 주가의 사상 최고치 경신은 과거 저성장기와는 차별화된 기업 수익성 개선에 대한 기대를 반영. 투자자들은 중장기적인 관점에서 일본 경제 및 자본시장의 구조적인 변화 여부에 주목할 소지



## 신흥국으로의 캐리트레이드 여건 및 평가

신술위 | 책임연구원  
권도현 | 자본유출입분석부장

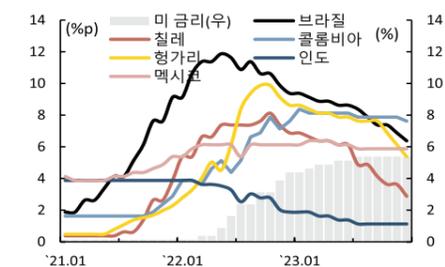
### Summary

- [이슈] 지난해 고금리 신흥국 통화에 투자하는 캐리트레이드가 양호한 수익률을 기록하고 신흥국 자금흐름 안정에 기여한 가운데, 앞으로 글로벌 금리인하 사이클이 본격화되면 신흥국에 유입되는 캐리트레이드에 미칠 영향에 관심
- '21년부터 신흥국들의 선제적 금리인상으로 신흥국 통화와 조달통화 간의 금리차가 확대된 가운데, 지난해 시장 변동성도 축소되면서 캐리트레이드에 우호적인 여건이 형성
- [투자 여건] ▲내외금리차 축소 ▲일본은행(BOJ) 통화정책 전환 가능성 ▲금융시장 변동성 확대 우려 ▲신흥국 통화 항방 등 신흥국으로의 캐리트레이드에 영향을 미칠 긍정/부정 요인들이 혼재
  - (내외금리차 축소) 아시아 국가들의 금리인하 시기는 상대적으로 늦을 것으로 예상되지만, 주요 운용통화인 남미 및 동유럽 국가들은 금리를 빠르게 인하하면서 캐리트레이드 유인이 다소 약화될 소지
  - (BOJ 통화정책 전환 영향) BOJ의 마이너스금리 정책 종료 및 이에 따른 엔 캐리 트레이드 청산에 대한 경계감이 지속되고 있으나, 당분간 일본 정책금리가 여전히 매우 낮은 수준을 유지할 것으로 예상되는 만큼 급격한 청산 가능성은 제한적
  - (금융시장 변동성 확대 우려) 최근 주요국의 금리인하 시점과 선거 등에 대한 불확실성이 높은 편으로 시장 변동성이 확대될 경우 신흥국으로의 캐리트레이드가 일부 위축될 소지
  - (신흥국 통화 항방) 최근 미국의 디스인플레이션이 지연되며 달러화 강세 흐름이 이어지고 있으나, 연내 미국 금리인하 컨센서스가 유지되는 가운데 신흥국의 대외 및 재정 건전성 개선, 안정적인 정치 상황, 투자심리 개선 등으로 신흥국 통화 강세 전망에 무게를 두는 분위기
- [평가] 신흥국들의 현재 금리수준을 감안할 때 캐리트레이드 유인이 당분간 지속될 가능성은 있지만, 앞으로 내외금리차가 더욱 축소되고 금융시장 변동성이 확대될 경우 캐리트레이드 청산 위험이 커질 수 있음에 유의할 필요

□ [이슈] 지난해 고금리 신흥국 통화에 투자하는 캐리트레이드가 양호한 수익률을 기록하고 신흥국 자금흐름 안정에 기여한 가운데, 앞으로 글로벌 금리인하 사이클이 본격화되면 신흥국에 유입되는 캐리트레이드에 미칠 영향에 관심

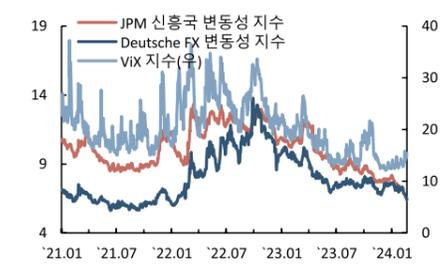
- '21년부터 신흥국들의 선제적 금리인상으로 신흥국 통화와 조달통화 간의 금리차가 확대된 가운데, 지난해 시장 변동성도 축소되면서 캐리트레이드에 우호적인 여건이 형성
  - 금리차 확대: 고인플레이션에 대한 대응으로 브라질, 멕시코 등 남미 및 동유럽 국가들이 '21년 중순부터 금리를 큰 폭 인상
    - 브라질은 정책금리를 저점에서 +11.75%p, 콜롬비아는 +11.5%p, 헝가리 +12.4%p 인상했으며, '22년말~'23년초에 대부분 정점에 도달
    - 한편 조달통화의 경우, 달러화는 고인플레이션에 의해 금리가 인상되었으나, 엔화는 완화적 통화정책, 위안화 및 대만 달러화 등은 경기부진의 영향으로 금리가 낮게 유지
  - 시장 변동성 축소: 인플레이션의 완만한 둔화, 양호한 미국 경기흐름, 주요국 통화정책의 뚜렷한 방향성 등으로 시장 변동성이 낮게 유지
    - VIX지수는 미국 고금리 장기화 우려가 최고조에 달한 작년 9~10월 중 일시적으로 급등했으나, 이 외에는 3월 글로벌 은행 사태 이후 완만한 하락세를 지속. 도이치은행 환율변동성(CVIX) 지수, JPM 신흥국 변동성 지수도 유사한 흐름

그림1 신흥국-미국 정책금리차



자료: BIS 주: 미국은 금리수준

그림2 시장 변동성 지수



자료: Bloomberg

[캐리트레이드 개념] 엔화와 같은 저금리 통화로 자금을 조달한 후 고금리 통화에 투자하여 금리차와 환율 변동을 통해 수익을 취하는 투자 전략. 대체로 차입을 활용해 투자가 이루어져 시장 변동성이 확대될 경우 포지션 청산 위험이 높은 고위험 투자

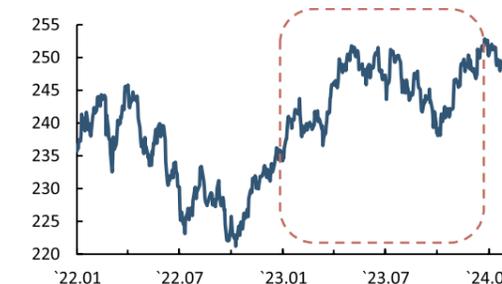
- 현물 캐리트레이드: 저금리의 조달통화를 현물환시장에서 운용통화로 교환하여 은행 예금이나 채권과 같은 자산에 투자

- 높은 기대수익을 배경으로 연초부터 캐리트레이드 투자가 확대. 미국의 고금리 장기화 우려로 '23.3분기중 다소 위축되었으나 연말 들어 다시 반등

\* 캐리트레이드에 대한 직접적 데이터는 개별 투자자의 포지션 및 차입 등에 대한 상세 데이터가 필요하여 파악하기 곤란. 이에 선물 포지션, 해외증권투자, 수익률 인덱스 등을 통해 간접적으로 추이 및 규모를 추정

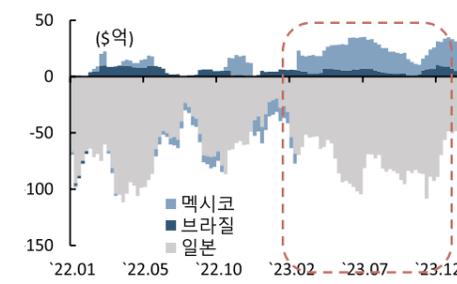
- 수익률: '22년말부터 꾸준히 상승했던 캐리트레이드 지수는 '23.7월 이후 신흥국의 내외금리차 축소, 미 고금리 장기화 우려 등에 약 5% 하락했으나, 이후 시장 변동성이 축소되면서 반등. 연간 전체로는 7%, '22.10월 저점 이후로는 14% 상승
  - 미 달러화 캐리를 가정할 경우 '23년 연간 전체로는 콜롬비아 페소화 37.2%, 멕시코 페소화 22.9%, 헝가리 포린트화 17%, 브라질 헤알화 16.0% 등 남미 및 동유럽 국가에 투자하는 캐리트레이드 수익률이 견조
  - 인도네시아 루피아화 2.2%, 인도 루피아화 수익률은 1.2%로 아시아는 여타 지역대비 상대적으로 낮은 편
- 선물 포지션: 브라질 헤알화에 대한 선물 순매수 포지션은 '22년에 이어 \$2~\$8억대를 유지했으며, 멕시코 페소화의 경우 순매수 포지션이 한 때 \$28억까지 증가
  - 조달 측면의 엔화 선물 순매도 포지션은 '23년초 \$19억까지 감소했으나 이후 급격히 확대되며 '23.11월 \$108억까지 증가
  - 달러화의 경우 '23.10월 중 일시적으로 순매수 포지션으로 전환되었으나 대체로 순매도 포지션이 우세. '23.7월에는 순매도 포지션이 최대 \$206.2억까지 증가

그림3 블룸버그 캐리트레이드 인덱스



자료: Bloomberg

그림4 멕시코·브라질·일본 통화선물 포지션(비상업)

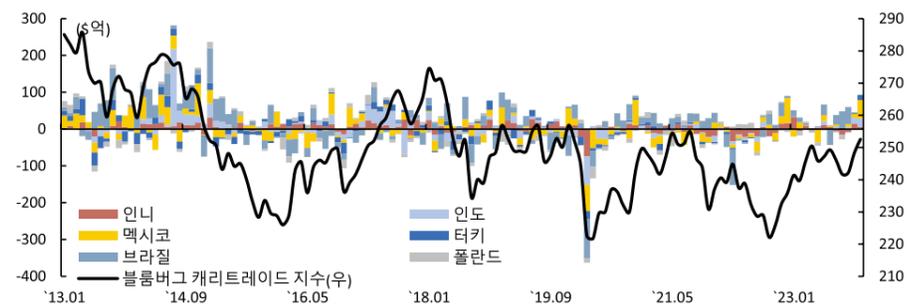


자료: Bloomberg, CFTC

- 자금흐름: 캐리트레이드 수익률이 높은 브라질, 멕시코의 경우 신흥국 회피 움직임이 확대되었던 작년 하반기에도 외국인 채권자금이 견고한 유입세를 시현

- 브라질의 경우 '22년 -\$71억 순유출에서 '23년에는 \$119억으로 순유입 전환. 멕시코의 경우에도 '22년말 이후 대체로 외국인 채권자금흐름이 순유입세로 전환되며 '22년 \$39억 → '23년 \$50억으로 증가
- '23년 전반적인 달러 강세 환경 속에서도 운용통화의 강세(브라질 헤알화 +11.2%, 멕시코 페소화 +14.9%, 헝가리 포린트화 가치는 +7.5% 상승)로 캐리트레이드가 증가하는 등 자금흐름에 긍정적인 영향을 미쳤을 가능성

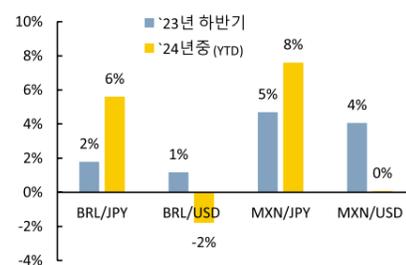
그림5 캐리트레이드 수익률 및 고금리 신흥국의 외국인 채권자금 순투자



자료: BIS 주: 미국은 금리수준

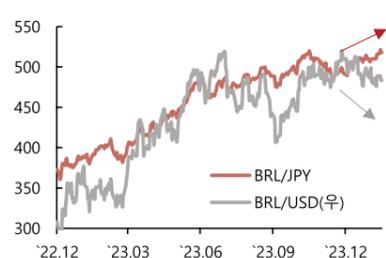
- 금년 중 글로벌 금리인하 사이클이 시작될 예정인 가운데, 캐리트레이드 수익률이 높았던 일부 신흥국들은 선제적으로 금리를 인하하기 시작하며 여건 변화 가능성에 주목
  - 블룸버그 캐리트레이드 지수는 '23년말 대비 약 1.4% 하락. 개별 통화의 수익률을 살펴보면 미국 국채금리 상승, 달러화 강세의 영향으로 BRL/USD 캐리 수익률은 -1.8%, MXN/USD는 0.1%로 부진
  - 다만 엔화로 조달했을 경우 여전히 각각 5.6%, 7.6%로 '23년 하반기 수익을 상회

그림6 브라질·멕시코 운용시 캐리 수익률



자료: Bloomberg

그림7 브라질 헤알화 운용 캐리 수익률 지수



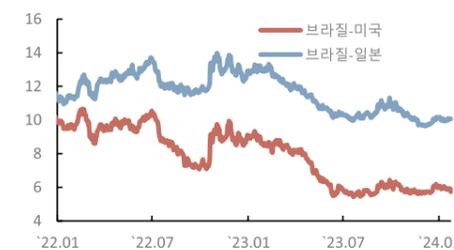
자료: Bloomberg

- 선물 포지션의 경우 브라질 헤알화에 대한 순매수 포지션이 고점 \$10억('23.12월초)에서 2월말 \$4억으로 감소, 멕시코 페소화는 \$26억('24.1월초)에서 \$25억으로 둔화. 그럼에도 최근 5년간의 순매수 포지션 규모와 비교시 여전히 적지 않은 수준

□ [투자 여건] ▲내외금리차 축소 ▲일본은행(BOJ) 통화정책 전환 가능성 ▲금융시장 변동성 확대 우려 ▲신흥국 통화 항방 등 신흥국으로의 캐리트레이드에 영향을 미칠 긍정/부정 요인들이 혼재

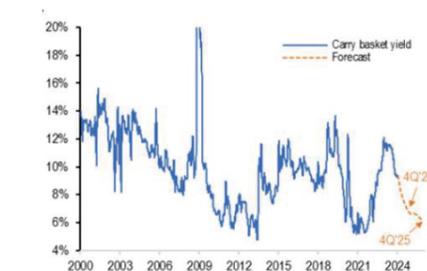
- (내외금리차 축소) 아시아 국가들의 금리인하 시기는 상대적으로 늦을 것으로 예상되지만, 주요 운용통화인 남미 및 동유럽 국가들은 금리를 빠르게 인하하면서 캐리트레이드 유인이 다소 약화될 소지
  - 브라질, 헝가리 등의 경우 미국과의 금리차(5년물 국채금리)가 약 6%p, 2%p로 장기 평균을 이미 하회하고 일본과의 금리차도 장기 평균에 근접. 또한 이들 통화는 올해 미국보다 더 큰 폭으로 금리를 인하할 것으로 예상되는 만큼 금리차가 더욱 축소될 전망
    - 시장에서 예상되는 브라질의 연중 정책금리 인하폭(평균)은 2.8%p, 멕시코 2.3%p, 헝가리 4.7%p, 콜롬비아 4.6%p로 미국 1%p 내외를 크게 상회. 반면 인도 및 인니는 평균적으로 약 0.5%p, 0.8%p 수준의 인하 예상
  - 다만, 현재의 금리 수준에서는 캐리트레이드가 여전히 매력적인 투자전략이라는 평가도 존재
    - '23년에 비해 수익률은 떨어질 수 있지만, 캐리트레이드의 초과(alpha)수익이 소멸될 정도는 아니며, 수익률이 양호했던 '05년 수준과 유사할 것으로 추정(Citi)

그림8 브라질·미국·일본 금리차



자료: Bloomberg \*5년 국채금리

그림9 JPM 캐리바스켓 수익률 전망



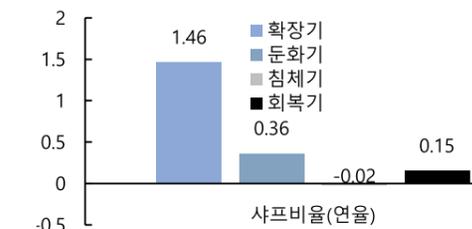
자료: JPM

- (BOJ 통화정책 전환 영향) BOJ의 마이너스금리 정책 종료 및 이에 따른 엔 캐리 트레이드 청산에 대한 경계감이 지속되고 있으나, 당분간 일본 정책금리가 여전히 매우 낮은 수준을 유지할 것으로 예상되는 만큼 급격한 청산 가능성은 제한적

- 마이너스 금리를 종료하더라도 당분간 금융완화 기조를 이어갈 것이라는 일본 중앙은행의 의지 등을 감안시 정책금리는 0% 대에 머물 것으로 보는 시각이 다수이며, 다소 매파적인 전망치도 연말 정책금리는 0.25% 수준에 불과
  - 일본은행은 금년 NIRP를 종료한 이후 정책금리(O/N) 목표를 0~0.1%로 상향할 것으로 예상되며, 이후 9~10월 중 0.25%로 추가 인상할 것으로 전망(BNP)
- 다만 금리 인상폭이 제한적이더라도 그 과정에서 엔화 변동성이 크게 확대될 경우 엔캐리트레이드를 위축시킬 소지. '23년 중 엔화 변동성이 확대되자 엔화 대신 위안화로 조달통화 대체를 권고하는 의견이 확대
  - GPIF, 국책은행 등을 포함한 일본 공공자금의 캐리트레이드 투자 규모는 약 \$20조로 일본은행이 본격적으로 통화정책 정상화에 나서면 해당 자금이 일부 청산될 가능성(Deutsche Bank)
- (금융시장 변동성 확대 우려) 최근 주요국의 금리인하 시점과 선거 등에 대한 불확실성이 높은 편으로 시장 변동성이 확대될 경우 신흥국으로의 캐리트레이드가 일부 위축될 소지
  - 특히 트럼프 전 대통령의 공화당 대선 후보 지명 여부에 따라 시장 변동이 확대될 수 있다는 우려가 점차 증대
  - 이 외에도 주요국 중앙은행과 시장 간의 금리인하 예상 시점에 대한 시각차 및 국가간 통화정책 비동조화 또한 변동성 확대 요인으로 작용할 가능성
    - '23년 중에는 인플레이션 급등으로 주요국의 통화정책 방향성(미국 긴축 vs 일본 완화)이 대체로 예측 가능했기 때문에 외환시장 변동성도 축소(ING, Bloomberg)
    - '23년 중 도이치은행의 FX변동성 지수는 3월 10.2에서 꾸준히 하락하며 5월 이후로는 6~7 수준을 유지(지난 10년간 평균 8.3)
    - 각국의 금리인하 개시시점 및 금리인하 정도는 긴축 국면보다 국가별로 차이가 클 가능성이 있으며, 이로 인해 외환시장 변동성이 증폭(volatility storm)될 소지(Macquarie Group)
- (신흥국 통화 향방) 최근 미국의 디스인플레이션이 지연되며 달러화 강세 흐름이 이어지고 있으나, 연내 미국 금리인하 컨센서스가 유지되는 가운데 신흥국의 대외 및 재정 건전성 개선, 안정적인 정치 상황, 투자심리 개선 등으로 신흥국 통화 강세 전망에 무게를 두는 분위기
  - 지역 및 국가별로는 남미의 경우 무역수지 개선, 니어쇼어링 효과, 정치적 안정, 인도는 채권지수 편입, 외환보유액 증가, 재정 건전화 등이 통화 강세 요인
    - 브라질이 금리인하 속도를 높여 최종 금리가 시장 예상보다 낮아질 경우 상대적으로 헤알화 약세 압력이 커질 수 있으나, 미국 달러화 약세 환경에서는 헤알화의 장기적인 강세 추세가 바뀌지는 않을 것으로 평가(BNP)

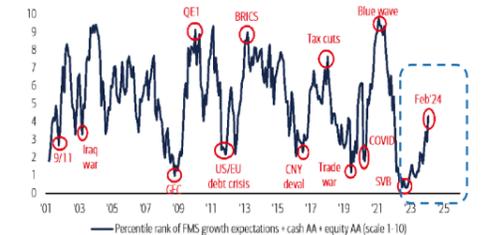
- 글로벌 금융여건 측면에서도 미국 경제의 연착륙과 금리인하가 동시에 이뤄질 수 있다는 기대가 높아지면서 작년말 이후 투자심리가 크게 개선. 이는 환헷지를 하지 않고 차입을 통해 거래되는 경우가 많은 캐리트레이드 투자 전반에 긍정적이고, 고금리 신흥국에 대한 투자 선호도 확대시키는 요인
  - 펀드매니저 투자심리 지표는 전월 2.9에서 최근 2년래 가장 낙관적 수준인 4.1로 개선(BoA)
  - 캐리트레이드는 통상 경기침체 국면에서는 부진한 성과를 기록했는데, 금변 경기둔화가 침체로 악화되지 않는 한 양호한 수익을 거둘 것으로 기대(BNP)
- 다만, 미국의 통화정책 피벗 지연, 예상보다 큰 폭의 미국 경기둔화, 원자재 가격 하락, 중국 성장부진 등은 신흥국 통화 약세 압력으로 작용할 가능성

그림10 경기 국면별 캐리트레이드 수익 비교



자료: BNP

그림11 펀드매니저 투자심리



자료: BoA

□ [평가] 신흥국들의 현재 금리수준을 감안할 때 캐리트레이드 유인이 당분간 지속될 가능성은 있지만, 앞으로 내외금리차가 더욱 축소되고 금융시장 변동성이 확대될 경우 캐리트레이드 청산 위험이 커질 수 있음에 유의할 필요

- 과거 사례를 살펴보면 신흥국과 주요 조달통화 간의 금리차가 현재보다 낮았던 시기에도 캐리트레이드 수익률이 높았던 경우가 다수. 글로벌 경기가 급격하게 침체에 빠지거나 시장 변동성이 급등하지 않는 이상, 캐리트레이드 투자가 당분간은 신흥국 자금흐름 유인으로 작용할 것으로 기대
- 그러나, 미국의 디스인플레이션 지연에 따라 금리인하가 예상보다 늦어질 가능성이 있으며, 이 경우 작년 10월과 유사하게 고금리 신흥국 통화로 운용하는 캐리트레이드 포지션의 청산 위험이 증가할 소지
  - 멕시코 및 브라질 등과 같은 일부 국가에 대해서는 캐리트레이드 수요가 유지되더라도 전반적으로는 신흥국 통화와 조달통화 간의 금리차(yield cushion)가 축소될수록 캐리트레이드는 시장 변동성에 대해 더욱 취약해지고 매력이 감소될 우려(JPM)

# AI 붐(boom)의 지속 가능성 점검

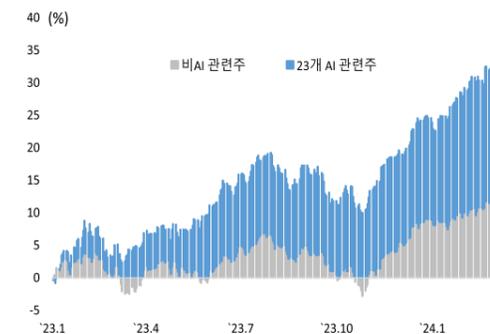
최성락 | 주식분석부장  
이은재 | 부전문위원

## 📌 Summary

- [현황] AI(인공지능) 테마가 작년에 이어 미국 주식시장의 상승을 견인하고 있는 가운데 일부에서는 AI 과열 또는 버블 가능성을 제기
  - 금년 들어 S&P500 지수가 7% 상승하는 동안 AI 관련 주가는 30% 상승. 2023년 이후 S&P500 상승폭의 65%를 23개 AI 관련 주식이 기여
- [전망] AI 기술의 광범위한 파급 효과와 AI 산업 성장성에 대한 낙관적 기대를 바탕으로 주식 시장에서의 AI 붐이 당분간 지속될 가능성에 무게. 다만, AI 관련 주가가 큰 폭 상승함에 따라 단기적인 조정 압력은 상존
  - **긍정요인** ①혁신 기술로서 AI의 잠재력 ②AI 산업의 성장성 ③닷컴버블과 다른 양상
    - (혁신 기술로서 AI의 잠재력) 인터넷, 스마트폰 등이 혁신적 변화를 가져온 것처럼, AI도 글로벌 경제와 산업의 지평을 바꾸고 생산성을 한 단계 끌어올릴 기술로 자리매김할 것이라는 기대감이 높은 상황
    - (AI 산업의 성장성) AI 기술의 추가 발전 여지, 아직 초기 단계인 AI 도입 수준 등을 고려할 때 AI 산업이 향후 수년 동안 빠르게 성장할 것으로 전망
    - (닷컴버블과 다른 양상) 1990년대 후반 닷컴버블 사례에 견주어 AI 버블 가능성도 제기되고 있으나, △주가 밸류에이션 △주도 기업 △상용화 속도의 차이점을 근거로 AI 붐 붕괴를 우려하기에는 시기상조라는 의견이 우세
  - **부정요인** ①단기 주가 급등 ②낙관적 기대감의 선반영 ③AI 추가 발전이 더딜 가능성
    - (단기 주가 급등) AI 붐이 아직 버블 단계는 아니라고 하더라도 최근 1년 이상 주가가 급등하면서 가격 부담이 커진 상태
    - (낙관적 기대감의 선반영) 산업사이클 관점에서 AI의 장기 발전 가능성은 인정되나 주식시장에 반영된 낙관적 기대는 이미 정점에 근접했다는 의견도 존재
    - (AI 발전이 더딜 가능성) AI 발전을 위해 해결해야 할 과제(저작권, 오류hallucination, 실업, 윤리, 규제체계 구축 등)들이 산적함에 따라 추가 개발 속도가 더딜 수 있으며, AI에 의한 생산성 향상도 기대에 미치지 못할 가능성
- [시사점] AI 붐의 지속가능성 여부는 추가적인 AI의 발전 및 수용도adoption에 크게 좌우될 것이며, 향후에도 위험요인을 꾸준히 모니터링할 필요

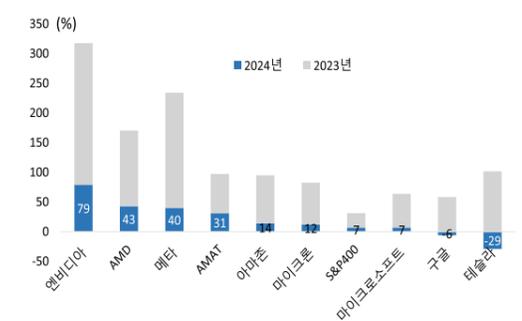
- [현황] AI(인공지능) 테마가 작년에 이어 미국 주식시장의 상승을 견인하고 있는 가운데 일부에서는 AI 과열 또는 버블 가능성을 제기
  - 금년 들어 S&P500 지수가 7% 상승하는 동안 AI 관련 주가는 30% 상승하면서 작년 초부터 시작된 주식시장에서의 AI 붐이 지금까지 이어지고 있는 상황
    - 2023년 1.1일 이후 S&P500의 상승폭 33% 중 23개 AI 관련주의 기여도는 21%p(기여율 65%)\*
    - \* 40개 미국 AI 관련주로 구성된 UBS의 AI Winner Index 중 S&P500 지수에 편입된 23개 종목으로 계산
    - 금년 AI 관련 주식의 상승폭은 엔비디아 79%('23년 239%) > 메타 40%(194%) > AMD 43%(128%) > AMAT 31%(66%) 순이며, 주로 반도체 설계/장비 업체
    - 반면, 작년 상승폭이 컸던 테슬라 -29%('23년 102%), 구글 -6%(58%), 마이크로 소프트 7%(57%) 등은 금년 들어 상대적으로 부진
  - 미국 외 주식시장에서도 반도체 제조/장비업체 등을 중심으로 AI 관련주의 상승이 관찰되고 있으나 글로벌 AI 관련주 중에서 미국 외 국가의 기업이 소수에 그치며, 해당 기업이 자국 주식 시장에서 차지하는 시가총액 비중도 낮은 편
    - \* 주요 4개 AI ETF에서의 미국 비중은 66.8%, 일본 10.9%, 대만과 독일이 3.8%, 영국이 2.2%
  - 주식시장에서의 AI 열풍은 '22년말 ChatGPT 출시와 함께 시작되었으며, 경쟁 업체들의 잇따른 신규 AI 공개 및 투자 확대가 주가 상승의 추동력을 제공
    - AI가 미래 성장 산업의 유력한 후보로 부상하면서 AI 시장의 지배력을 선점하기 위한 빅테크 기업들의 경쟁이 가속화
  - AI 테마에 의한 주가 상승이 장기화되면서 과열 내지 버블 우려도 제기되는 등 AI 붐의 지속가능성을 점검할 필요성도 대두

그림1 '23년 이후 S&P500 상승폭 중 AI 주식 기여도



자료: Bloomberg, UBS

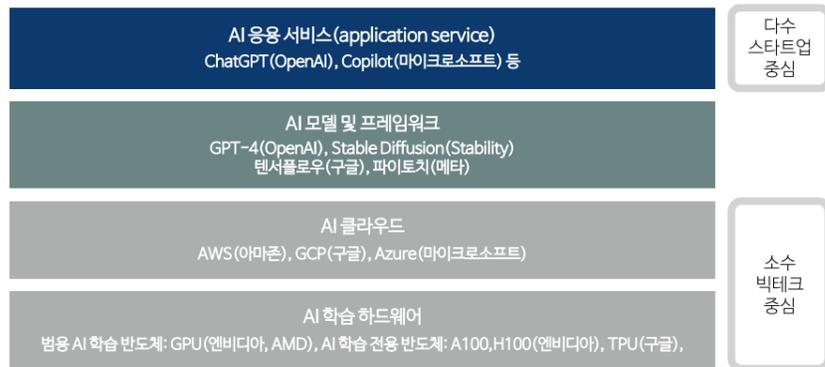
그림2 주요 AI 관련 기업 주가상승률



자료: Bloomberg

참고 AI 산업의 구성과 주요 상장기업

- (AI 산업의 구성) AI 산업의 구성을 단순하게 구분하면 ▲AI 학습 하드웨어 ▲클라우드 ▲AI 모델 및 프레임워크 ▲응용 서비스로 구성
  - AI 학습 하드웨어: 병렬 연산에 특화된 AI용 반도체(엔비디아, 구글, AMD 등. 생산은 TSMC 등에 위탁), 고대역폭 메모리 반도체(하이닉스)
  - 클라우드: AI 반도체로 이루어진 데이터센터 운영(아마존, 마이크로소프트, 구글 등)
  - AI 모델 및 프레임워크: 다양한 응용 서비스 개발에 활용되는 범용 또는 특정 AI 모델 및 AI 개발 도구/플랫폼(OpenAI(비상장), 구글, 메타 등)
  - 응용 서비스: ChatGPT, Copilot 등 최종 소비자에게 제공되는 AI 서비스(다수의 중소 상장기업 및 비상장 스타트업 기업 및 일부 빅테크 기업)



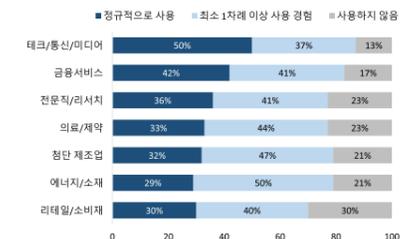
- (주요 상장기업) 미국 빅테크 기업 대다수가 AI 사업을 추진하고 있으며, 대형 AI 기업들의 대부분은 미국 기업
  - 엔비디아: AI용 반도체 시장의 80% 이상 점유. 현재 AI에 기반한 실적이 가장 견조
    - \* TSMC: 엔비디아 등의 반도체를 위탁 생산
  - 마이크로소프트: OpenAI에 100억달러를 투자하며 협력관계 구축. 검색도구 Bing과 MS오피스 프로그램에 GPT-4 기반의 AI 서비스 통합. 클라우드 서비스 운영
  - 구글: 전통적 AI 강자. 자사용 AI 반도체 설계, 클라우드 서비스 운영, AI 모델 개발, AI 개발 프레임워크 제공, 응용 서비스 출시 등 모든 AI 부문에서 사업 영위
  - 메타: AI 모델 개발, 프레임워크 제공, 응용 서비스 출시 등 하드웨어를 제외한 거의 모든 부문에서 사업 영위
  - 아마존: 클라우드 업계 1위, AI 클라우드 서비스 운영
  - 애플/테슬라: AI 반도체 및 AI 모델을 개발하고 있으나 주로 자사 제품/서비스를 위한 것으로 범용 AI 개발을 경영전략 전면에서 내세우는 여타 빅테크와는 다른 모습

□ [전망] AI 기술의 광범위한 파급 효과와 AI 산업 성장성에 대한 낙관적 기대를 바탕으로 주식 시장에서의 AI 붐이 당분간 지속될 가능성에 무게. 다만, AI 관련 주가가 큰 폭 상승함에 따라 단기적인 조정 압력은 상존

- 긍정요인 ①혁신 기술로서 AI의 잠재력 ②AI 산업의 성장성 ③닷컴버블과 다른 양상
- (혁신 기술로서 AI의 잠재력) 인터넷, 스마트폰 등이 혁신적 변화를 가져온 것처럼, AI도 글로벌 경제와 산업의 지평을 바꾸고 생산성을 한 단계 끌어올릴 기술로 자리매김할 것이라는 기대감이 높은 상황
  - AI 기술은 1950년대 기초 개념이 탄생한 이래 발전과 침체를 거듭하다 2010년대 딥러닝(deep learning) 구현이 가능해지면서 빠르게 진전되기 시작. 2022년말 ChatGPT의 등장과 함께 인간 능력에 근접한 수준의 콘텐츠를 생산(글, 그림, 사진, 영상, 음성, 음악 등)하는 생성형 AI의 시대가 도래
  - 산업혁명 등 사회와 경제의 혁신적 변화를 견인한 기술(증기/내연기관, 전기/전자, 컴퓨터, 인터넷)의 공통점은 ①소비자 효용의 비약적 증가 ②모든 산업에 적용할 수 있는 범용성 ③누구나 이용할 수 있는 대중성을 갖추었다는 것이며,
- 2022년말 ChatGPT 출시 이후 현재의 AI 기술은 상기한 3가지 요건을 대체로 충족하고 있다는 데 많은 전문가들이 동의<sup>1)</sup>
  - 특히, AI 기술의 범용성과 대중성은 여타 선도 기술(메타버스, IoT(사물인터넷), NFT(대체 불가능토큰), 나노기술, 자율주행 등)들과 뚜렷이 대비되는 장점

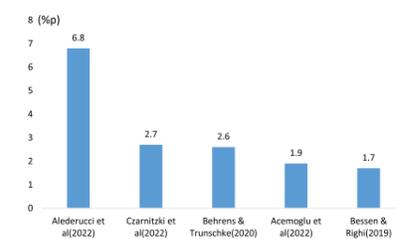
\* AI 기술을 사용한 상품 및 서비스들은 ChatGPT 출시 이전부터 이미 수많은 기업과 개인들에 의해 소비되고 있었으며, ChatGPT 이후 다양한 생성형 AI 서비스가 출시되면서 활용 범위가 더욱 확대

그림3 산업부문별 생성형 AI 활용도 조사



자료: McKinsey & Company(2023.4월)

그림4 AI 활용시 연간 노동생산성 향상폭 연구사례



자료: Goldman Sachs

1) AI가 증기기관(1차 산업혁명), 전기에너지(2차 산업혁명), 컴퓨터/인터넷(3차 산업혁명)에 이어 앞으로 4차 산업혁명을 견인할 핵심 기술이 될 것인지, 아니면 현행 3차 산업혁명의 연장선상의 기술로 평가할 것인지에 대해서는 논란이 있는 상태. 일부에서는 현재 AI의 능력은 인간의 지능을 '확률적으로 모방(stochastic parrot)'하는데 그치고 있으며, 새로운 혁신을 추동할 만한 기술이 아니라는 평가도 존재

- (AI 산업의 성장성) AI 기술의 추가 발전 여지, 아직 초기 단계인 AI 도입 수준 등을 고려할 때 AI 산업이 향후 수년 동안 빠르게 성장할 것으로 전망
  - 최근 AI 기술이 획기적인 진보를 보였으나 AI 발전 단계에 있어 여전히 약인공지능weak AI, narrow AI 수준에 불과하며, 향후 인간의 지능을 거의 완벽하게 모방하는 강인공지능/일반인공지능Strong AI, General AI(AGI) 단계로 나아갈 여지가 존재
    - \* 약인공지능은 인간의 지시에 따라 특정 작업을 수행하는 도구로서 기능하는 반면, 강인공지능/ 일반인공지능은 모든 상황에서 인간과 유사한 지적 능력으로 작업을 수행
  - 개인 및 기업들의 AI 도입 수준을 '기술수용주기' technology adoption life cycle에 대입할 경우에도 현재는 아직 초기 국면(early adopters와 early majority 사이)에 있는 것으로 평가

표2 미국 신규 상장 비트코인 현물 ETF 거래동향

	과거	현재	미래
AI 발전단계	약인공지능 (weak AI, Narrow AI)	강인공지능 (Strong AI, General AI)	
	기존 AI	생성형 AI	인간 지능을 완벽하게 모방
주요 응용서비스	알파고, Siri, 지문/인면 인식 프로그램 등	ChatGPT, Dale-E, Stable fusion 등	모든 영역에서 인간과 유사한 수준의 지적 능력 보유

자료: John Searle, KCIF

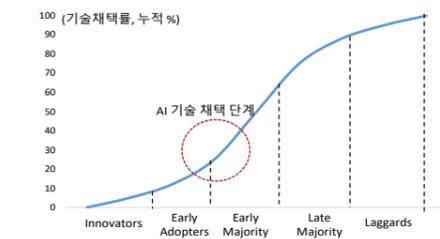
- 이에 따라 AI 산업은 향후 수년 동안 가파른 성장세를 보일 것으로 예상되며, 대부분의 연구기관들은 앞으로 10년간 AI 시장의 연평균 성장률(CAGR)을 30~40%로 추산
- AI 부문별 비중을 살펴보면, 현재는 AI 학습용 하드웨어 부문(반도체, 서버, 메모리 등)이 전체 AI 시장 매출의 90%를 차지하고 있으나, 향후에는 AI 응용서비스 및 AI 소프트웨어 부문도 빠르게 성장할 것으로 예상

그림7 글로벌 생성형 AI 시장 규모 전망



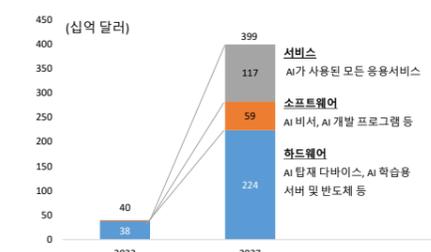
자료: Bloomberg Intelligence

그림6 기술수용주기(technology adoption life cycle)에서의 AI의 위치



자료: John Searle, KCIF

그림8 부문별 글로벌 생성형 AI 시장 규모 전망



자료: Bloomberg Intelligence

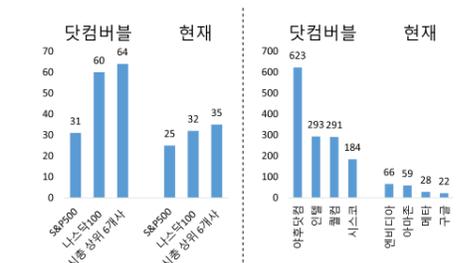
- (닷컴버블과 다른 양상) 1990년대 후반 닷컴버블 사례에 전주어 AI 버블 가능성도 제기되고 있으나, 대체로 AI 붐 붕괴를 우려하기에는 시기상조라는 의견이 우세
  - 닷컴버블과 유사점: △혁신 기술의 등장(인터넷 vs AI) △생산성 혁명에 대한 낙관적 기대 △ 대규모 투자자금 유입 △관련 기업의 가파른 주가 상승 등
  - 닷컴버블과의 차이점: ①주가 밸류에이션 ②주도 기업 ③상용화 속도
    - ① 상대적으로 정상적인 밸류에이션: 닷컴버블 당시 주가 밸류에이션(12개월 실제 P/E 기준)은 나스닥100지수가 60배, 시스코 등 대표 기업들은 200배 내외를 기록, 현재 P/E는 나스닥 100 지수 32배, 대표 기업들은 60배 내외
    - ② 우량 대형기업이 주도: 현재 AI 투자는 실적이 우량하고 재무구조가 탄탄한 빅테크 기업들이 주도, 반면, 닷컴버블 당시에는 인터넷/컴퓨터와 무관하거나, 비즈니스 모델이 미비한 스타트업 기업들에게도 무분별한 투자가 집행
      - \* 1999년에 신규 상장된 기업들 중 77%는 적자 기업이었으며, 2004년까지 닷컴 기업의 52%가 파산 또는 피인수되면서 거래소에서 퇴출
    - ③ 상용화를 통한 이익 창출: '90년대 인터넷 관련 인프라에 대한 대규모 투자에도 불구하고 2000년대 초반까지 수익 회수가 어려웠던 반면<sup>2)</sup>, AI는 이미 반도체(엔비디아), 클라우드(아마존 등) 등을 중심으로 이익이 창출되고 있으며, 마이크로소프트와 구글 등도 유료 AI 서비스를 출시
      - \* 메타의 경우 AI의 수익 기여율이 인스타그램에서 30%, 페이스북에서 40%에 이르는 것으로 추정
  - 다만, 현재의 AI 붐이 닷컴버블 사례와 다른 양상을 보인다고 해서 앞으로 버블이 재연되지 않을 것이라고 판단할 수는 없으며, AI 낙관론의 요지도 '아직은 버블 수준이 아니다'에 가깝다는 점을 염두에 둘 필요

그림9 닷컴버블 vs AI 대표기업 주가



자료: Bloomberg

그림10 닷컴버블 vs AI P/E(실제 EPS 기반)



자료: Bloomberg, 닷컴버블 P/E는 '95~'00년 중 최고치

2) 닷컴버블 붕괴와 함께 인터넷 인프라에 대한 과잉투자의 후유증이 수년간 이어진 이후에야 구글 등을 중심으로 인터넷 산업이 테크 업종의 주력 산업으로 부상할 수 있었으며, 인터넷에 보완된 방대한 자료들은 GPT와 같은 거대 AI 모델을 만드는 핵심 요소가 됨



- **부정요인** ①단기 주가 급등 ②낙관적 기대감의 선반영 ③AI 추가 발전이 더딜 가능성
- (단기 주가 급등) AI 붐이 아직 버블 단계는 아니라고 하더라도 최근 1년 이상 주가가 급등하면서 가격 부담이 커진 상태
  - 소수 AI 종목과 다수 일반 종목 간의 괴리가 큰 폭으로 확대되면서 투자자들이 주식시장의 집중 위험concentration risk을 관리하기 위해 AI 종목 비중을 축소할 수 있으며, 이로 인해 AI 종목의 주가 상승세가 둔화될 가능성
- (낙관적 기대감의 선반영) 산업의 관점에서 AI의 장기 발전 가능성은 인정되나 주식시장에 반영된 낙관적 기대는 이미 정점에 근접했다는 의견도 존재
  - Gartner가 매년 평가하는 Hype Cycle(신기술에 대한 소비자의 기대치 변화 주기)에서 생성형 AI는 2022년에는 Technology Trigger(기술 촉발) 단계에 있었으나, 2023년 평가에서는 Peak of Inflated Expectations(부풀려진 기대의 정점)으로 이동
- (AI 추가 발전이 더딜 가능성) AI 발전을 위해 해결해야 할 과제(저작권, 오류hallucination, 실업, 윤리, 규제체계 구축 등)들이 산적함에 따라 추가 개발 속도가 더딜 수 있으며, AI에 의한 생산성 향상도 기대에 미치지 못할 가능성

그림11 '23년 이후 AI 관련주 vs 일반 종목 주가상승률



자료: Bloomberg

그림12 Gartner Hype Cycle(2023) 중 생성형 AI의 위치



자료: Bloomberg

- [시사점] AI 붐의 지속가능성 여부는 추가적인 AI의 발전 및 수용도adoption에 크게 좌우될 것이며, 향후에도 위험요인을 꾸준히 모니터링할 필요
- AI 붐에 의해 글로벌 금융시장에서의 미국 우위US exceptionalism 현상과 미국 주식시장 내에서의 빅테크 집중 현상이 심화될 수 있으며, 이러한 쏠림 현상이 금융시장 가격지표 및 자금흐름에 미칠 영향에 대해서도 관심이 필요

# 03

## 칼럼

• “환율 왜 이리 안 빠져요?”

이주호 | 외환분석부장



## “환율 왜 이리 안 빠져요?”

이주호 | 외환분석부장

### 자주 듣는 질문

요즘 주변에서 많이 듣는 이야기이다. 환율 전문가라고 하니 환율이 고공행진하는 이유를 알고 있을 듯 하여 묻는 질문일 것이다. 저 질문에는 많은 의미가 담겨 있다. 여전히 달러를 사야하는 사람이 팔아야 하는 사람보다 많다는 뜻을 내포하고 있다. ‘환율 왜 이리 안 올라요?’라고 묻는 사람이 최근에는 아직 한번도 본 적이 없기 때문이다. 사실 달러에 대한 수요는 개개인이 더 많을 수 있다. 개인이 달러를 공급하는 경우는 크지 않기 때문이다. 국내에서 달러화는 주로 기업들이 수출해서 벌어들인 달러화를 파는 경우가 대부분이다. 반면, 개인은 해외 송금이나 해외주식을 매수할 때, 여행할 때 필요한 자금을 환전하는 등 규모는 작지만 달러화의 수요가 훨씬 광범위하다. 우리가 피부로 느끼듯이 원/달러 환율은 실제로 '22년 7월 이후 몇몇 기간을 제외하고는 대부분 기간 동안 1300원을 상회하고 있다. 언뜻 환율이 고공행진을 시작했던 시기만 봐도 최근 환율이 높은 수준을 유지하는 이유를 쉽게 이해할 수 있을 것이다. 그렇다. 미국 연준의 긴축적인 통화정책으로 기준금리가 급격히 올라 전세계적으로 달러화가 무척 비싸진 것이다.

### 높은 환율이 주는 의미

우리는 과거 어느 때보다 높은 고환율을 경험하고 있다. '20년 3월 코로나 팬데믹으로 시작된 각국 정부의 확장적 재정정책과 경기부양의 결과 급락하던 경기는 되살아났지만 과거 어느 때보다 높은 물가상승 즉 인플레이션을 경험했다. 보복소비도 한 몫 했지만 과도하게 급격히 상승하는 물가에 각국은 긴축으로 대응할 수 밖에 없었다. 나라마다 긴축의 강도에 차이는 있었다. 급격한 물가상승을 경험한 미국과 유로존이 있었는가 하면, 여전히 일본과 중국은 아직도 완화 정책을 버리지 못하고 있다. 이렇듯 나라마다 통화정책의 차이가 발생하고 그에 따라 금리수준도 달라져 금리차에 따라 환율에도 변화가 발생했다.

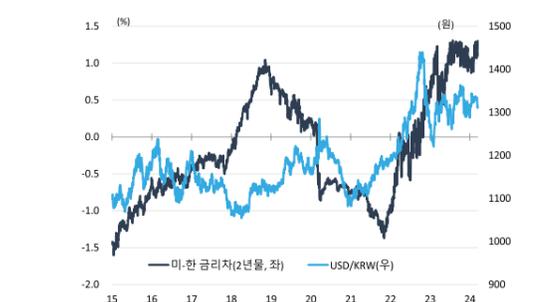
환율결정이론에 있어 이자율평가설(IRP)에 따르면 자본이동이 자유로울 경우 환율은 두 나라간의 이자율의 차이에 의해 결정된다는 이론이다. 즉, 향후 금리가 더 높게 올라갈 통화는 그렇지 못한 나라의 통화에 비해 가치가 올라간다는 것이다. 미국의 달러화가 '22년 이후 미국 연준의 급격한 금리인상으로 초강세를 보이는 이유이다. 사실 달러화의 강세가 미국경제 미치

그림1 원/달러 환율 장기 추이와 장기평균



자료: Bloomberg

그림2 한미금리차(2Y)와 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg

는 영향은 동전의 양면과 같다. 달러화가 강세를 보이면 미국 국민들이 해외에 나가 달러화를 지불할 때 더 많은 구매력을 갖지만 반대급부로 무역에서는 가격 경쟁력을 잃게 되어 무역수지는 악화되게 된다. 우리나라도 마찬가지이다. 현재처럼 원화가 역사적으로 높은 수준으로 약세를 보이면 국민들이 해외에 나가 지출할 때 구매력이 떨어지게 된다. 반면, 무역에서는 가격경쟁력을 지니게 되어 수출이 늘어나게 되는 효과, 일명 제이커브 효과(J-curve effect)를 기대할 수 있다.

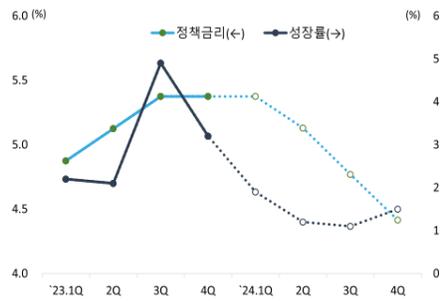
일단 높은 환율이 주는 의미는 상대국가 즉 미국의 경제력이 우리나라보다 양호하다는 것을 의미한다. 경제가 활황을 보이면 그에 따라 물가가 상승하고 중앙은행은 이에 맞춰 금리를 올리게 되고 그로 인해 해당국가의 통화는 상대적으로 강해지는 것이다. 이러한 일련의 통화정책 사이클을 통해 경제가 일종의 균형 수준으로 수렴하지만 양국간의 기본적인 경제력 차이는 환율로 나타날 수 밖에 없다. 최근 고환율은 과거에 비해 위기 수준의 레벨로 인식되지만 실제로 고환율로 인해 우리 경제에 위기가 올 것으로 판단되지는 않는다. 한국의 원화만 약세를 보이는 것이 아니라 글로벌 달러화 강세에 대한 반대급부로 인한 현상이고 다른 여타 나라의 통화도 동반 약세를 보이기 때문이다. 한편, 고환율은 수입물가의 상승을 불러와 긴축적인 통화정책을 펴는데 있어 통화당국에 애로사항이 될 수도 있다.

### 최근 고환율의 원인

최근 고환율의 가장 큰 원인은 시장의センチ멘트를 반영해주는 미국 연준의 통화정책 즉 피벗(통화정책 전환)에 대한 기대가 지연되면서 글로벌 달러화가 여전히 높은 수준을 유지하고 있다는 점이다. 이는 연준의 금리인하가 지연될 수 있다는 것이며 여전히 금리수준이 여타국에 비해 높은 미국의 통화 즉 달러화가 강세를 보이는 이유이기도 하다. 실제로 글로벌 달러화(DXY, 달러인덱스)는 '20년 이후 24년간 장기평균(92.14)에 비해 현재 10% 정도 강세를 보이고 있으며 반대급부로 원화는 24년간 장기평균(1144원)에서 14.5% 절하된 1310원 수준을 보이고 있다. 그래서 원/달러 환율의 큰 그림(big picture)은 결국 수급보다는 시장의センチ멘트에 좌우된다고 할 수 있겠다.

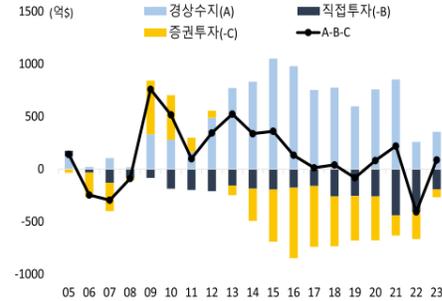
다음으로 환율을 결정하는 가장 기본적인 원리는 역시 경제학의 수요와 공급에 따른 가격결정이론처럼 국내외환시장을 둘러싼 외환시장의 달러화의 수요와 공급에 따른 환율 결정이다. 최근 외환수급을 보면 환율이 고공행진하는 이유를 어느 정도 가늠할 수 있다. 우선 외환수급상

그림3 해외 IB들의 미국정책금리와 성장률 예상 경로



자료: Bloomberg 서베이(對 글로벌 이코노미스트)

그림4 경상수지 및 직접투자·증권투자 장기 추이



자료: 한국은행 경제통계시스템(ECOS)

주요 공급원인 경상수지 흑자규모의 급감이다. '14년부터 급증한 경상수지 흑자가 '22년 이후 급감하였고 '23년에 소폭 회복하는 기미를 보이고 있다. 외환수급의 중요한 공급원이 줄어든 것이다. 이에 반해 수요측면에서 꾸준히 늘어나고 있는 항목이 바로 내국인의 해외투자이다. 10년 전과 같으면 생각지도 못한 외환수급상의 변화이다. 경상수지 흑자가 줄어든 것도 결국 글로벌 달러화 강세의 영향이 크다고 할 수 있다. 유가 상승과 최근 이에 동조하는 달러화 강세로 인해 우리 경제가 힘든 시기를 겪고 있다고 할 수 있다.

이처럼 최근 환율의 고공행진은 대외적으로 연준의 통화정책 상 피벗 지연에 따른 달러화의 상대적 강세 현상도 있지만, 대내적으로 내국인에 의한 해외투자가 증가한 이유도 있다. 실제로 최근 5년간 평균 경상수지 흑자분은 564억달러인데 반해 내국인의 해외투자는 585억으로 경상수지 흑자분을 상회하고 있다. 결국 수출로 벌어들인 외화를 해외투자에다 모두 쓴 셈이다. 우리나라도 이제 수출주도국으로 일본, 대만에 이어 수출로 축적된 외화를 해외투자에 집중해 순 대외채권국이 되어 가는 과정을 거치는 것이라고 판단된다. 여러 이유가 있겠지만 국내·외 주식 시장의 차별화, 국내시장 투자범위의 한계, 그리고 최근 기술이 발전한 모바일 기반의 트레이딩 시스템(MTS) 등이 내국인의 해외투자를 급증하게 만들었던 배경이다. 국민연금(NPF)은 내국인 해외투자의 가장 큰 투자자이다. 투자전략 상 해외투자분에 대해 헷지비용을 줄이고 있어 국민연금에 의해 해외투자로 환전되는 대부분은 환율에 지대한 영향을 주고 있다.

올해 그럼 환율이 어떻게 될까?

가장 관심있는 것은 역시 올해 환율의 방향이다. 결국 '왜이리 환율이 안 빠지나요'의 의미는 환율이 너무 오래 높은 수준을 유지하는 것 아닌가의 의미이기도 하다. 원/달러 환율 20년 장기 평균이 최근 환율의 고공행진에도 불구하고 아직도 1100원대에 머물러 있는 것을 보면 현재의 환율 수준은 여전히 역사적으로 상당히 높은 수준이라고 할 수 있다. '20년 3월 코로나 팬데믹이 광풍을 휩쓸고 지나갔을 때에도 원/달러 환율은 1290원대 수준이었고, '15-'16년 차이나 리스크로 인한 자산시장이 동요할 때에도 원/달러 환율은 1240원대 수준이었다. 한마디로 환율이 1300원대를 보인다는 것은 과거로 따지자면 위기 상황의 환율임에 틀림없다. 오르막이 있으면 내리막이 있듯이 환율의 고공행진은 자체적으로도 많은 에너지가 소모되었을 것이다. 한마디로 피로감이 누적되었을 것이다. '22년과 '23년이 주로 1300원대 위에서 환율이 형성되었기에 그 피로감은 상당히 크다고 할 것이다. 게다가 장기평균을 우리가 이야기하는 이유도 모든 수치는

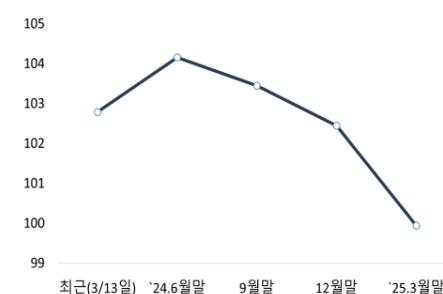
결국 장기평균에 수렴한다고 배웠기 때문이다. 장기평균과의 괴리가 클수록 시장의 피로도가 큰 법이다. 따라서 올해는 다른 이유를 차치하고라도 환율이 장기평균에 가까워지려는 움직임을 보일 것으로 예상된다.

우선 올해 글로벌 달러화의 장기 추세의 전환이 공고해질 것으로 예상된다. '21년초 연준의 급격한 긴축적 통화정책 시작된 달러화의 기조적인 강세가 '22.10월에 전환점을 맞고 약세 기조로 돌아섰지만 미국경제의 상대적인 호조와 시장 기대 이상의 물가수준으로 인해 아직 달러화 약세 추세가 확고해졌다고 말하기 이른 시점이다. 올해 연준의 금리인하 기대감이 지연되고는 있으나, 결국 시장의 기대는 2분기나 3분기에 첫 금리인하를 기대하고 있다. 금리가 인하되는 첫 시점이 글로벌 달러화 약세 압력이 가장 클 것으로 보고 있다. '23년 중반을 기점으로 글로벌 환율 전망의 중 동인이 물가에서 성장으로 이동하고 있다. 하지만 여전히 피부로 와닿는 경제지표는 물가라고 할 수 밖에 없다. 물가지표가 발표되는 날은 어김없이 시장이 요동을 치기 때문이다.

해외 소재 투자은행(IB)들의 올해 달러화 인덱스의 예상 경로는 향후 1년후인 '25년 3월말까지 대략 3% 하락이다. 원/달러 환율로 치자면 약 40원 수준 하락하는 것이다. 달러화가 내년초까지 크게 약세를 보일 것으로 판단하지 않은 것이다. 유로존 역시 올해 금리인하가 기대되고 미국경제의 예상외 선전을 기대하는 분위기도 반영된 것 같다. 미국 경기가 예상보다 호조를 보이거나, 물가가 예상보다 높은 수준을 유지하는 경우 연준의 금리인하가 지연될 수 있음을 간과해서는 안될 것이다. 또한 중동전 확전과 같은 지정학적 요인에 의해 달러화와 같은 안전자산이 선호되고 위험회피 성향이 시장을 압도할 수도 있다. 올해 11월에 예정된 미국 대통령선거에서 트럼프가 당선되어 '미국 우선주의(America First)'라는 이미 경험한 글로벌 무역질서가 달러화 약세 행보에 발목을 잡을 수도 있다.

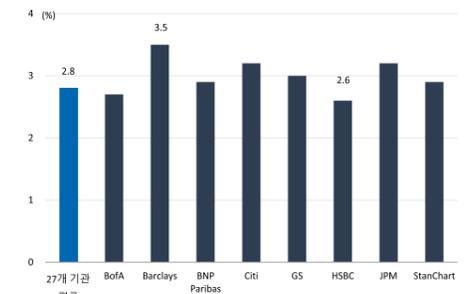
이러한 글로벌 약달러의 기대 하에 한국은 반도체 경기 반등으로 인해 원화 자체의 강세요인이 나타날 가능성이 큰 한 해이다. 반도체 경기 반등은 자체적으로 수출 물량을 늘려 경상수지 흑자를 증가시키기도 하지만 국내주식에 투자하는 외국인 자금유입 등을 유발하여 자체적으로 선순환을 형성할 것으로 보인다. 올해 예상보다 큰 경상수지 흑자가 예상되어 원/달러 환율 하락의 가장 큰 트리거(trigger) 포인트가 될 수 있을 것으로 전망된다. 해외 IB들은 우리나라 GDP의 2.6%~3.5%정도(520~700억달러, 평균 560억달러)의 흑자 전망을 하고 있다. 유가와 같은 원자재 가격의 안정만 보여준다면 올해 외환수급 상으로는 공급우위가 될 것으로 전망된다. 하지만, 언제나 변수는 있기 마련이다. 과거 '14년부터 경상수지가 대폭 증가했을 때 함께 늘어난

그림5 해외 IB들의 달러인덱스 예상 경로



자료: 주요 해외 IB(12개) 기관 평균

그림6 해외 IB들의 우리나라 경상수지 전망치



자료: 주요 해외 IB

계정이 바로 해외증권투자와 직접투자이다. 한마디로 최근 외환시장에 보이는 새로운 트렌드라고 봐야 할 것이다.

최근 미국의 자국 우선주의의 결과물로 나타난 IRA법안(인플레이션감축법)이나 CHIPS법안(반도체생산자지원법) 등은 우리나라의 해외직접투자를 더욱 늘리게 하고 있고, AI에 기반한 해외기업의 투자에 국내투자자들이 몰리는 것은 내국인의 해외증권투자를 늘리고 있다. 따라서 경상수지 흑자가 기대되는 올해에는 예전처럼 외환시장의 공급물량을 흡수해 갈 내국인의 해외투자가 대기하고 있을 수도 있어 환율하락이 예상만큼 여의치 않을 수도 있을 것으로 예상된다. 따라서, 원/달러 환율은 연준의 금리인하에 따른 완화적 통화정책과 경상수지 흑자폭에 따라 완만한 하락세를 보이되 내국인의 해외투자로 인해 하락폭이 제한되는 모습을 보일 것으로 전망된다. 그래서 어쩌면 외국인의 해외투자가 금년 외환시장의 변수가 될 수도 있을 것이다.

외환시장에는 오래전부터 이어져 오는 금언(金言) 같은 것들이 있다. 그중에 '남들이 꽃길이라고 생각하는 곳으로 가지 말고 뒀안길로 가라'는 말이 있다. 즉 많은 사람들이 취하는 포지션은 설사 그 방향이 맞아도 크게 먹을 것이 없고, 반대로 남들이 가지 않는 길을 가게 되면 방향이 맞았을 때 큰 수익을 얻는다는 의미이다. 올해 많은 기관과 트레이더들이 이미 달러숏(dollar short) 포지션을 구축한 것 같아 환율하락이 예상보다 크지도 않을 뿐더러 방향이 맞았다 하더라도 생각보다 큰 수익을 기대하기 어렵지 않을까 조심스레 전망해본다.

# 04

## 주요지표



# 국제 및 국내 금융시장 지표

국제금융시장	'23.2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	'24.1월	2월
<b>주식시장</b>													
<b>주가</b>													
MSCI 전세계	629 (-3.0%)	647 (2.8%)	655 (1.3%)	646 (-1.3%)	683 (5.6%)	707 (3.6%)	686 (-3.0%)	657 (-4.3%)	637 (-3.1%)	694 (9.1%)	727 (4.7%)	731 (0.5%)	761 (4.2%)
MSCI 선진국	2715 (-2.5%)	2791 (2.8%)	2836 (1.6%)	2801 (-1.2%)	2967 (5.9%)	3064 (3.3%)	2986 (-2.6%)	2853 (-4.4%)	2769 (-3.0%)	3024 (9.2%)	3169 (4.8%)	3205 (1.1%)	3337 (4.1%)
미국 S&P500	3970 (-2.6%)	4109 (3.5%)	4169 (1.5%)	4180 (0.2%)	4450 (6.5%)	4589 (3.1%)	4508 (-1.8%)	4288 (-4.9%)	4194 (-2.2%)	4568 (8.9%)	4770 (4.4%)	4846 (1.6%)	5096 (5.2%)
유럽 Eurostoxx50	4238 (1.8%)	4315 (1.8%)	4359 (1.0%)	4218 (-3.2%)	4399 (4.3%)	4471 (1.6%)	4297 (-3.9%)	4175 (-2.8%)	4061 (-2.7%)	4382 (7.9%)	4521 (3.2%)	4648 (2.8%)	4878 (4.9%)
영국 FTSE	7876 (1.3%)	7632 (-3.1%)	7871 (3.1%)	7446 (-5.4%)	7532 (1.1%)	7699 (2.2%)	7439 (-3.4%)	7608 (2.3%)	7322 (-3.8%)	7454 (1.8%)	7733 (3.7%)	7631 (-1.3%)	7630 (0.0%)
일본 Nikkei	27446 (0.4%)	28041 (2.2%)	28856 (2.9%)	30888 (7.0%)	33189 (7.5%)	33172 (-0.1%)	32619 (-1.7%)	31858 (-2.3%)	30859 (-3.1%)	33487 (8.5%)	33464 (-0.1%)	36287 (8.4%)	39166 (7.9%)
MSCI 신흥국	964 (-6.5%)	990 (2.7%)	977 (-1.3%)	959 (-1.9%)	989 (3.2%)	1047 (5.8%)	980 (-6.4%)	953 (-2.8%)	915 (-3.9%)	987 (7.9%)	1024 (3.7%)	976 (-4.7%)	1021 (4.6%)
중국 상해종합	3280 (0.7%)	3273 (-0.2%)	3323 (1.5%)	3205 (-3.6%)	3202 (-0.1%)	3291 (2.8%)	3120 (-5.2%)	3110 (-0.3%)	3019 (-2.9%)	3030 (0.4%)	2975 (-1.8%)	2789 (-6.3%)	3015 (8.1%)
인도 SENSEX	58962 (-1.0%)	58992 (0.0%)	61112 (3.6%)	62622 (2.5%)	64719 (3.3%)	66528 (2.8%)	64831 (-2.5%)	65828 (1.5%)	63875 (-3.0%)	66988 (4.9%)	72240 (7.8%)	71752 (-0.7%)	72500 (1.0%)
브라질 BOVESPA	104932 (-7.5%)	101882 (-2.9%)	104432 (2.5%)	108335 (3.7%)	118087 (9.0%)	121943 (3.3%)	115742 (-5.1%)	116565 (0.7%)	113144 (-2.9%)	127331 (12.5%)	134185 (5.4%)	127752 (-4.8%)	129020 (1.0%)
<b>주가 변동성</b>													
미국 VIX	20.7	18.7	15.8	17.9	13.6	13.6	13.6	17.5	18.1	12.9	12.5	14.4	13.4
유럽 VSTOXX	19.5	19.4	17.4	20.0	13.6	16.2	16.1	17.5	19.7	13.8	13.6	14.8	13.8
일본 VNKY	16.4	16.7	15.2	20.0	19.1	18.3	16.9	18.4	22.0	16.6	17.5	19.0	19.2
<b>채권시장</b>													
<b>기준금리 (%)</b>													
미국 (상한)	4.75	5.00	5.00	5.25	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50
유로존	3.00	3.50	3.50	3.75	4.00	4.25	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
일본	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
중국	3.65	3.65	3.65	3.65	3.55	3.55	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45
인도	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50
브라질	13.75	13.75	13.75	13.75	13.75	13.75	13.25	12.75	12.75	12.25	11.75	11.25	11.25
<b>장기금리 (국채 10년, %)</b>													
미국	3.92	3.47	3.42	3.64	3.84	3.96	4.11	4.57	4.93	4.33	3.88	3.91	4.25
독일	2.65	2.29	2.31	2.28	2.39	2.49	2.47	2.84	2.81	2.45	2.02	2.17	2.41
영국	3.83	3.49	3.72	4.18	4.39	4.31	4.36	4.44	4.51	4.18	3.54	3.79	4.12
일본	0.51	0.35	0.39	0.44	0.40	0.61	0.65	0.77	0.95	0.67	0.61	0.73	0.71
중국	2.91	2.85	2.78	2.71	2.64	2.66	2.58	2.67	2.69	2.68	2.56	2.43	2.35
인도	7.43	7.29	7.11	6.99	7.11	7.18	7.17	7.21	7.35	7.28	7.19	7.15	7.08
브라질	13.45	12.82	12.34	11.57	10.63	10.81	11.17	11.65	11.87	10.90	10.37	10.63	10.85
<b>채권 변동성</b>													
미국	123.60	135.93	122.46	136.02	110.64	112.03	107.93	113.55	126.86	115.32	114.62	107.28	109.10
<b>스프레드(bp)</b>													
<b>장단기 금리차 (10년 - 2년)</b>													
미국	-89.58	-55.77	-58.44	-76.01	-105.87	-91.78	-75.48	-47.25	-15.66	-35.38	-37.08	-29.43	-36.85
독일	-48.60	-39.10	-37.80	-43.70	-80.40	-54.60	-51.20	-36.40	-21.00	-36.90	-38.00	-26.20	-49.00
영국	13.70	4.60	-6.60	-15.20	-88.60	-69.10	-78.90	-46.70	-26.80	-43.20	-44.70	-46.40	-17.80
일본	53.70	40.70	43.10	48.70	46.80	60.70	61.90	71.50	80.10	64.30	56.10	65.10	53.00
신흥국 채권 가산금리 (EMBI+)	386.63	413.93	419.03	419.72	390.14	359.90	376.49	396.08	400.73	365.21	345.29	363.73	320.05

## 국제 및 국내 금융시장 지표

국제금융시장	'23.2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	'24.1월	2월
<b>외환시장</b>													
<b>환율</b>													
달러 인덱스	104.87	102.51	101.66	104.33	102.91	101.86	103.62	106.17	106.66	103.50	101.33	103.27	104.16
유로/달러	1.0576	1.0839	1.1019	1.0689	1.0909	1.0997	1.0843	1.0573	1.0575	1.0888	1.1039	1.0818	1.0805
파운드/달러	1.2022	1.2337	1.2567	1.2441	1.2703	1.2835	1.2673	1.2199	1.2153	1.2624	1.2731	1.2688	1.2625
달러/엔	136.17	132.86	136.30	139.34	144.31	142.29	145.54	149.37	151.68	148.20	141.04	146.92	149.98
신용국 통화 인덱스	50.22	50.82	50.65	49.62	49.08	48.90	47.97	47.03	46.95	47.91	48.14	47.27	46.71
달러/위안	6.9356	6.8736	6.9126	7.1085	7.2537	7.1428	7.2588	7.2980	7.3164	7.1350	7.1000	7.1689	7.1886
달러/루피	7.74	8.03	7.54	7.04	6.58	6.64	6.92	7.10	6.98	6.34	6.63	6.62	5.84
달러/헤알	11.60	12.13	10.43	10.56	10.38	9.67	9.16	9.35	9.58	8.66	10.32	9.63	8.17
<b>외환 변동성</b>													
선진국 통화 (도이치은행)	8.87	9.27	8.25	7.80	7.67	7.61	7.43	7.71	7.41	7.01	7.64	7.21	6.32
신용국 통화 (JP모건)	10.59	11.90	9.83	9.84	8.83	8.56	8.61	8.57	8.19	7.82	8.09	7.28	6.20
<b>상품시장</b>													
<b>에너지</b>													
WTI (\$/bbl)	77.05	75.67	76.78	68.09	70.64	81.80	83.63	90.79	81.02	75.96	71.65	75.85	78.26
브렌트유 (\$/bbl)	83.89	79.77	79.54	72.66	74.90	85.56	86.86	95.31	87.41	82.83	77.04	81.71	83.62
미국 천연가스 (\$/MMBtu)	2.75	2.22	2.41	2.27	2.80	2.63	2.77	2.93	3.58	2.80	2.51	2.10	1.86
<b>농산물</b>													
소맥 (\$/부셸)	6.92	6.92	6.20	5.94	6.36	6.66	5.73	5.42	5.56	5.70	6.28	5.95	5.78
옥수수 (\$/부셸)	6.30	6.61	6.36	5.94	5.55	5.04	4.61	4.77	4.79	4.62	4.71	4.48	4.16
대두 (\$/부셸)	14.91	15.06	14.44	13.00	15.57	14.46	13.60	12.75	12.87	13.43	12.94	12.22	11.28
<b>비철금속</b>													
구리 (\$/톤)	8961.0	8993.0	8595.5	8089.0	8315.5	8831.5	8422.5	8270.5	8110.5	8464.5	8559.0	8608.5	8493.5
알루미늄 (\$/톤)	2337.1	2382.8	2372.0	2242.5	2121.0	2256.5	2173.8	2339.0	2248.7	2166.0	2351.5	2252.4	2197.2
니켈 (\$/톤)	24620.0	23685.0	24236.5	20473.0	20394.0	22127.0	20113.0	18497.0	17926.0	16486.0	16435.0	16069.0	17719.5
금 (\$/OZ)	1826.9	1969.3	1990.0	1962.7	1919.4	1965.1	1940.2	1848.6	1983.9	2036.4	2063.0	2039.5	2044.3

(주) 모든 수치는 기간 말 기준. 주가지수와 함께 기재된 괄호 안의 숫자는 전월말 대비 % 변화를 의미

## 국제 및 국내 금융시장 지표

국제금융시장	'23.2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	'24.1월	2월
<b>주식시장</b>													
<b>주가</b>													
KOSPI	2413 (-0.5%)	2477 (2.7%)	2502 (1.0%)	2577 (3.0%)	2564 (-0.5%)	2633 (2.7%)	2556 (-2.9%)	2465 (-3.6%)	2278 (-7.6%)	2535 (11.3%)	2655 (4.7%)	2497 (-6.0%)	2642 (5.8%)
KOSDAQ	792 (6.9%)	848 (7.1%)	843 (-0.6%)	857 (1.7%)	868 (1.3%)	936 (7.8%)	928 (-0.8%)	841 (-9.4%)	736 (-12.5%)	832 (13.0%)	867 (4.2%)	799 (-7.8%)	863 (8.0%)
<b>주가 변동성</b>													
VKOSPI	18.5	15.6	14.5	14.8	12.6	14.2	12.8	15.1	19.9	14.5	17.8	17.0	16.8
<b>외국인 자금</b>													
외국인 국내주식 순매수 (조원)	1.52	-0.20	1.40	4.44	-1.40	1.05	-0.37	-2.64	-3.64	4.66	4.47	3.06	8.35
외국인 보유 비중 (%)	27.79	27.44	27.70	28.18	28.10	27.57	27.32	27.97	28.67	28.31	28.75	29.13	29.55
<b>채권시장</b>													
<b>기준금리 (%)</b>													
한국	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
<b>시장금리 (%)</b>													
국고채 10년	3.76	3.36	3.37	3.52	3.66	3.77	3.83	4.01	4.34	3.70	3.18	3.35	3.48
국고채 3년	3.81	3.29	3.30	3.44	3.66	3.68	3.72	3.88	4.08	3.58	3.15	3.26	3.38
회사채 3년 AA-	4.48	4.09	4.10	4.25	4.46	4.47	4.48	4.65	4.91	4.31	3.90	3.99	4.02
CD 91일	3.59	3.59	3.52	3.76	3.75	3.74	3.69	3.83	3.82	3.84	3.83	3.68	3.69
CP 91일	4.02	3.97	3.97	3.97	3.98	3.99	3.99	4.04	4.31	4.31	4.27	4.23	4.23
<b>스프레드 (bp)</b>													
장단기 금리차 (10년 - 3년)	5.0	-7.0	-6.7	-8.0	-0.5	-8.3	-10.8	-13.7	-25.1	-11.5	-3.0	-8.7	-9.8
회사채(3년, AA-) - 국고채 (3년)	72.3	72.8	73.4	72.8	80.1	70.2	65.0	63.6	57.6	60.8	72.0	64.9	54.1
<b>CDS (bp)</b>													
한국	44.3	43.7	44.3	39.1	32.1	25.7	32.5	34.4	42.6	28.6	27.2	32.0	33.0
<b>외국인 자금</b>													
외국인 국내채권 순투자 (조원)	-0.78	3.06	4.69	10.86	2.05	0.61	-0.38	-0.64	-0.70	2.23	-0.89	0.81	3.46
외국인 보유 비중 (%)	9.2	9.3	9.3	9.7	9.9	9.9	9.7	9.8	9.7	9.8	9.7	9.8	9.8
<b>외환시장</b>													
<b>환율</b>													
원/달러	1,322.6	1,301.9	1,337.7	1,327.2	1,317.7	1,274.6	1,321.8	1,349.3	1,350.5	1,290.0	1,288.0	1,334.6	1,331.5
원/유로	1,402.8	1,415.1	1,474.2	1,414.7	1,433.2	1,401.7	1,444.3	1,428.1	1,432.6	1,417.5	1,429.3	1,444.7	1,444.9
원/엔	971.6	983.9	982.2	949.0	912.1	898.5	910.5	904.0	891.6	877.6	917.9	908.2	890.5
원/위안	190.8	189.4	193.4	186.5	181.7	178.4	182.2	184.9	184.6	180.8	181.8	186.2	185.5
<b>외환 변동성</b>													
원/달러 내재변동성 (3개월)	10.63	11.41	10.44	9.56	9.04	8.96	9.28	8.76	8.99	8.72	9.11	8.91	7.09
원/달러 리스크리버설 (3개월)	1.42	1.47	1.30	1.06	0.89	0.76	0.71	0.70	0.77	0.28	0.36	0.54	0.48
<b>외화 유동성</b>													
원/달러 스왑포인트 (3개월, 원)	-5.60	-7.10	-7.60	-7.40	-6.60	-6.75	-6.85	-7.55	-7.35	-6.80	-6.80	-6.75	-6.45
CRS (3년, %)	3.15	2.74	2.60	2.79	2.89	3.00	2.99	3.14	3.34	2.80	2.35	2.55	2.70
스왑베이스스 (3년, bp)	-61.00	-51.00	-63.25	-59.50	-72.50	-64.50	-66.25	-69.75	-72.25	-78.00	-73.00	-68.25	-67.25

(주) 모든 수치는 기간 말 기준. 주가지수와 함께 기재된 괄호 안의 숫자는 전월말 대비 % 변화를 의미. 외국인 국내주식 순매수는 코스피와 코스닥을 포함한

월중 합계. 외국인 국내채권 순투자는 상장채권 기준으로 월중 합계

## 국제 및 국내 금융시장 지표

국제금융시장	'23.2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	'24.1월	2월
현재 경기상황													
<b>경제성장률</b>													
글로벌 (전기비 연율)		4.3			2.5			3.2					
미국 (전기비 연율)		2.2			2.1			4.9			3.2		
유로존 (전기비)		0.0			0.1			-0.1			0.0		
일본 (전기비 연율)		4.0			4.2			-3.2			0.4		
중국 (전년동기비)		4.5			6.3			4.9			5.2		
인도 (전년동기비)		6.2			8.2			8.1			8.4		
브라질 (전년동기비)		4.2			3.5			2.0			2.1		
러시아 (전년동기비)		-1.8			4.9			5.5					
<b>소비자물가 (전년동월비, %)</b>													
미국 CPI	6.0	5.0	4.9	4.0	3.0	3.2		3.7	3.7	3.2	3.1	3.4	3.1
미국 PCE	5.2	4.4	4.4	4.0	3.2	3.3		3.3	3.4	3.0	2.7	2.6	2.4
유로존	8.5	6.9	7.0	6.1	5.5	5.3		5.2	4.3	2.9	2.4	2.9	2.8
일본	3.3	3.2	3.5	3.2	3.3	3.3		3.2	3.0	3.3	2.8	2.6	2.2
중국	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0	-0.3		0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8
인도	6.4	5.7	4.7	4.3	4.9	7.4		6.8	5.0	4.9	5.6	5.7	5.1
브라질	5.6	4.7	4.2	3.9	3.2	4.0		4.6	5.2	4.8	4.7	4.6	4.5
러시아	11.0	3.5	2.3	2.5	3.3	4.3		5.2	6.0	6.7	7.5	7.4	7.4
<b>산업생산 (전월비, %)</b>													
미국	0.0	0.1	0.5	-0.2	-0.6	0.9		-0.1	0.1	-0.8	0.3	0.0	-0.1
유로존	1.8	-4.5	1.1	-0.2	0.3	-1.3		0.6	-1.0	-0.7	0.4	2.6	
일본	3.7	0.3	0.7	-2.2	2.4	-1.8		-0.7	0.5	1.3	-0.9	1.4	-7.5
중국 (전년동월비)	2.4	3.9	5.6	3.5	4.4	3.7		4.5	4.5	4.6	6.6	6.8	6.8
인도 (전년동월비)	6.0	1.9	4.6	5.7	4.0	6.2		10.9	6.4	11.6	2.4	3.8	3.8
브라질	-0.3	1.2	-0.7	0.4	0.0	-0.4		0.5	0.2	0.0	0.6	1.6	-1.6
러시아	0.8	1.4	1.8	0.8	-0.2	0.1		-0.2	0.2	-0.3	0.3	0.0	0.0
<b>소매판매 (전월비, %)</b>													
미국	-1.1	-0.9	0.4	0.7	0.2	0.6		0.7	0.8	-0.3	0.0	0.4	-0.8
유로존	-0.2	-0.5	0.1	0.3	0.2	-0.1		-0.8	0.0	0.3	0.4	-0.6	0.1
일본	2.1	0.3	-1.1	1.4	-0.6	2.2		0.2	0.4	-1.7	1.1	-2.6	0.8
중국 (전년동월비)	3.5	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5		4.6	5.5	7.6	10.1	7.4	
브라질	-0.1	0.8	0.1	-0.8	0.1	0.8		-0.2	0.7	-0.4	0.1	-1.3	
러시아	-1.3	9.8	0.1	2.0	1.5	3.6		3.2	-2.1	2.0	-1.8	16.9	-20.8
<b>경상수지 (GDP 대비 %)</b>													
미국		-3.4			-3.2			-3.1					
유로존		-0.4			0.3			1.2			1.9		
일본		1.5			2.0			2.9			3.5		
중국		2.2			2.2			1.8			1.5		
인도		-2.0			-1.7			-1.1					
브라질		-2.5			-2.3			-1.6			-1.3		
러시아		8.8			5.9			4.7					

# 국제 및 국내 금융시장 지표

국제금융시장	'23.2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	'24.1월	2월
<b>고용 (실업률, %)</b>													
미국	3.6	3.5	3.4	3.7	3.6	3.5	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.9
비농업고용 (만 명)	28.7	14.6	27.8	30.3	24.0	18.4	21.0	24.6	16.5	18.2	29.0	22.9	27.5
유로존	6.6	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.4	
일본	2.6	2.7	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	
중국	5.6	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.2	5.0	5.0	5.0	5.1		
인도	7.5	8.1	8.5	7.6	8.5	7.9	8.1	7.0	9.4	8.9	8.7		
브라질	8.6	8.8	8.5	8.3	8.0	7.9	7.8	7.7	7.6	7.5	7.4	7.6	
러시아	3.5	3.5	3.3	3.2	3.1	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9	3.0	2.9	
<b>주택가격 (전월비)</b>													
미국	0.1	0.3	0.7	0.9	0.9	0.8	1.0	0.7	0.6	0.2	0.2		
유로존 (분기, 전년동기비)		0.3			-1.6			-2.2					
일본	-0.2	0.2	0.1	-0.7	2.3	-1.5	0.4	0.9	0.6	-1.1			
중국	0.3	0.4	0.3	0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	-0.4	
<b>미래 경기전망</b>													
<b>경기선행지수 (전월비, %)</b>													
OECD 전체 경기선행지수	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
미국 (Conf. Board)	-0.6	-1.2	-0.7	-0.7	-0.7	-0.3	-0.4	-0.8	-1.0	-0.4	-0.2	-0.4	
유로존 (Conf. Board)	-0.3	-0.6	-0.6	-0.6	-1.0	-0.9	-1.0	-0.9	-0.9	-0.9	-0.7	-0.8	
일본 (내각부)	0.8	-0.5	-0.3	0.7	0.2	-0.5	0.9	-0.1	-0.5	-0.4	1.7	-0.5	
중국 (OECD)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7		
인도 (OECD)	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
브라질 (OECD)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>제조업 PMI</b>													
글로벌 (S&P)	49.9	49.6	49.6	49.5	48.7	48.6	49.0	49.2	48.8	49.3	49.0	50.0	50.3
미국 (ISM)	47.7	46.5	47.0	46.6	46.4	46.5	47.6	48.6	46.9	46.6	47.1	49.1	47.8
유로존 (S&P)	48.5	47.3	45.8	44.8	43.4	42.7	43.5	43.4	43.1	44.2	44.4	46.6	46.5
일본 (S&P)	47.7	49.2	49.5	50.6	49.8	49.6	49.6	48.5	48.7	48.3	47.9	48.0	47.2
중국 (NBS)	52.6	51.9	49.2	48.8	49.0	49.3	49.7	50.2	49.5	49.4	49.0	49.2	49.1
인도 (S&P)	55.3	56.4	57.2	58.7	57.8	57.7	58.6	57.5	55.5	56.0	54.9	56.5	56.9
브라질 (S&P)	49.2	47.0	44.3	47.1	46.6	47.8	50.1	49.0	48.6	49.4	48.4	52.8	54.1
러시아 (S&P)	53.1	56.8	55.1	54.4	55.8	53.3	55.9	54.7	53.6	52.4	55.7	55.1	52.2
<b>서비스업 PMI</b>													
글로벌 (S&P)	52.6	54.3	55.3	55.3	53.8	52.6	51.0	50.7	50.4	50.6	51.6	52.3	52.4
미국 (ISM)	55.0	51.2	52.3	51.0	53.6	52.8	54.1	53.4	51.9	52.5	50.5	53.4	52.6
유로존 (S&P)	52.7	55.0	56.2	55.1	52.0	50.9	47.9	48.7	47.8	48.7	48.8	48.4	50.2
일본 (S&P)	54.0	55.0	55.4	55.9	54.0	53.8	54.3	53.8	51.6	50.8	51.5	53.1	52.9
중국 (NBS)	56.3	58.2	56.4	54.5	53.2	51.5	51.0	51.7	50.6	50.2	50.4	50.7	51.4
인도 (S&P)	59.4	57.8	62.0	61.2	58.5	62.3	60.1	61.0	58.4	56.9	59.0	61.8	60.6
브라질 (S&P)	49.8	51.8	54.5	54.1	53.3	50.2	50.6	48.7	51.0	51.2	50.5	53.1	54.6
러시아 (S&P)	53.6	53.2	52.6	53.5	52.6	52.1	52.7	54.5	53.8	53.8	54.6	52.4	54.7

## 국제 및 국내 금융시장 지표

국제금융시장	'23.2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	'24.1월	2월
현재 경제상황													
GDP 성장률 (전기비)		0.3			0.6			0.6			0.6		
소비자물가상승률 (전년동월비)	4.7	4.2	3.7	3.4	2.7	2.4	3.4	3.7	3.8	3.3	3.2	2.8	3.1
광공업생산지수 (전년동월비)	-8.2	-7.6	-9.1	-7.6	-6.0	-8.1	-0.8	3.0	0.8	6.8	6.6	12.9	
소매판매 (전년동월비)	0.0	-0.4	-2.2	-1.2	1.4	-2.0	-4.7	-1.4	-4.8	-0.1	-0.6	-3.4	
경상수지 (억달러)	-13.26	-4.29	-13.73	23.01	61.78	41.14	54.13	60.73	74.38	38.91	74.15	30.46	
경상수지 (GDP 대비 %)		0.4			0.2			1.1			2.1		
수출 (전년동월비)	-7.7	-14.0	-14.5	-15.5	-5.9	-16.2	-8.1	-4.4	4.9	7.3	5.0	18.0	4.8
실업률 (%)	2.6	2.7	2.6	2.6	2.6	2.8	2.5	2.6	2.5	2.8	3.2	3.0	
주택가격 (전년동월비)	-4.4	-5.2	-6.2	-6.9	-7.3	-7.4	-7.4	-7.2	-6.6	-5.5	-4.6	-3.5	
미래 경기전망													
경기선행지수	109.2	109.3	109.4	109.8	110.5	111.1	111.4	111.8	112.4	113.0	113.4	113.7	
제조업 PMI	48.5	47.6	48.1	48.4	47.8	49.4	48.9	49.9	49.8	50.0	49.9	51.2	50.7
기업경기실사지수 (제조업)	63.0	70.0	70.0	73.0	73.0	72.0	67.0	68.0	69.0	70.0	70.0	71.0	70.0
기업경기실사지수 (비제조업)	73.0	74.0	74.0	78.0	77.0	76.0	75.0	77.0	71.0	69.0	70.0	67.0	67.0
기타													
단기외채 (억달러)		1737.0			1619.0			1416.0			1362.0		
외환보유액 (억달러)	4252.9	4260.7	4266.8	4209.8	4214.5	4218.0	4183.0	4141.2	4128.7	4170.8	4201.5	4157.6	4157.3
단기외채비율 (%)		40.8			38.4			34.2			32.4		



# 최근 발간 보고서 목록

<b>FEBRUARY</b> Day 01	<ul style="list-style-type: none"> <li>미국 연준 1월 FOMC 회의 결과 및 평가</li> <li>[24. 2월] 국제원자재시장: 국제유가, 지정학적 불안 재고조로 리스크 프리미엄 상승 가능성</li> <li>미국 지역은행 NYCB의 주가 급락(1.31일) 배경 및 평가</li> </ul>
Day 02	<ul style="list-style-type: none"> <li>최근 일본 국채시장 동향 및 전망</li> <li>[Fund Flow] 글로벌 주식펀드, 선진국 · 신흥국 유입세 지속 ·</li> </ul>
Day 05	<ul style="list-style-type: none"> <li>주간 이슈(2.5): 연준 인사 발언, 중국 물가, OECD 경제전망, 중동사태에 주목</li> <li>브릭스(BRICS) 확장의 세계경제 함의</li> <li>연준 금리인하 시기 미 달러화의 움직임 및 시사점</li> <li>주간 Wall Street 인사이트(2.5)</li> <li>미국 1월 고용지표 결과 및 평가</li> <li>[은행] 글로벌 은행산업 트렌드(2.5)</li> </ul>
Day 07	<ul style="list-style-type: none"> <li>외국인의 국내 증권투자 현황 및 전망</li> <li>일본의 통화정책 변천과 전환의 의미(1)</li> <li>[24.2월] 글로벌 리스크 위치</li> </ul>
Day 08	<ul style="list-style-type: none"> <li>글로벌 공급망에서의 중국 역할 변화 및 영향</li> <li>최근 국제금융시장 상황에 대한 평가</li> <li>미국 상업용 부동산 시장 동향 및 은행권 영향</li> </ul>
Day 11	<ul style="list-style-type: none"> <li>주간 이슈(2.11): 미국 CPI, 일본 및 영국 GDP, 지정학적 리스크에 주목</li> </ul>
Day 13	<ul style="list-style-type: none"> <li>주간 Wall Street 인사이트(2.13)</li> <li>일본의 기업가치 제고 정책과 주가 동향</li> </ul>
Day 14	<ul style="list-style-type: none"> <li>미국 1월 소비자물가 결과 및 평가</li> </ul>
Day 15	<ul style="list-style-type: none"> <li>최근 미국 회사채 시장 동향 및 전망</li> <li>최근 엔화 약세에 대한 평가 및 전망</li> </ul>
Day 16	<ul style="list-style-type: none"> <li>중국의 가계소비 동향 및 평가</li> <li>인도네시아 대선 잠정 결과 및 평가</li> <li>[Fund Flow] 글로벌 투자자금, 선진국 중심으로 유입</li> </ul>
Day 19	<ul style="list-style-type: none"> <li>주간 이슈(2.19): FOMC 의사록, 중국 증시 개장, Nvidia 실적, 양안갈등에 주목</li> <li>주간 Wall Street 인사이트(2.19)</li> <li>[24.2월] 국제금융 INSIGHT</li> <li>[은행] 글로벌 은행산업 트렌드(2.19)</li> </ul>
Day 20	<ul style="list-style-type: none"> <li>글로벌 은행산업의 사이버 공격 특징 및 시사점</li> </ul>
Day 21	<ul style="list-style-type: none"> <li>글로벌 교역 동향 및 전망</li> <li>최근 미국 국채시장 거래 제도 변경 및 평가</li> <li>한국 2월 수출 실적 및 전망에 대한 해외시각</li> </ul>
Day 22	<ul style="list-style-type: none"> <li>최근 글로벌 경제 전망 추이 및 평가</li> </ul>



# 최근 발간 보고서 목록

Day 23	<ul style="list-style-type: none"> <li>신흥국으로의 캐리트레이드 여건 및 평가</li> <li>러시아-우크라이나 전쟁 2주년 경과 및 전망</li> <li>[Fund Flow] 글로벌 주식자금 유입세 지속</li> <li>일본은행의 통화정책 전환 가능성(II)</li> </ul>
Day 26	<ul style="list-style-type: none"> <li>주간 이슈(2.26): 미국 1월 PCE, 미국 예산안 1차 시한, G20 재무장관회의에 주목</li> <li>주간 Wall Street 인사이트(2.26)</li> <li>[은행] 글로벌 은행산업 트렌드(2.26)</li> </ul>
Day 27	<ul style="list-style-type: none"> <li>ASEAN 5개국 경제 동향 및 전망</li> <li>OPEC의 원유생산 향방 및 시사점</li> </ul>
Day 29	<ul style="list-style-type: none"> <li>일본 주가의 강세 배경 및 전망</li> <li>일본과 중국 증시의 자금흐름 차별화 및 평가</li> <li>미국 주택시장 동향 및 전망</li> </ul>
<b>MARCH</b> Day 03	<ul style="list-style-type: none"> <li>주간 이슈(3.3): 파울 청문회 발언, 미국 고용지표, 슈퍼화요일, 중국 양회에 주목</li> </ul>
Day 04	<ul style="list-style-type: none"> <li>주간 Wall Street 인사이트(3.4)</li> <li>[은행] 글로벌 은행산업 트렌드(3.4)</li> <li>[24.3월] 국제원자재시장: 국제유가, 비수기 진입 불구 단기 상승압력 확대 가능성</li> <li>한국 1월 산업활동 동향 관련 해외시각</li> </ul>
Day 05	<ul style="list-style-type: none"> <li>유럽 은행산업의 상업용부동산(CRE) 리스크 점검</li> <li>2024년 중국 전인대의 주요 정책 및 평가</li> </ul>
Day 07	<ul style="list-style-type: none"> <li>[24.3월] 글로벌 리스크 위치</li> </ul>
Day 08	<ul style="list-style-type: none"> <li>AI 붐(boom)의 지속 가능성 점검</li> <li>홍콩 증시 부진 배경 및 시사점</li> <li>[Fund Flow] 선진국 중심으로 채권펀드 유입세 확대</li> <li>ECB 3월 통화정책회의의 결과 및 평가</li> </ul>
Day 11	<ul style="list-style-type: none"> <li>주간 이슈(3.11): 미국 CPI, 일본 GDP 수정치 및 춘투 임금협상 결과에 주목</li> <li>주간 Wall Street 인사이트(3.11)</li> <li>주요국 경제 및 통화정책에 대한 IB 전망 및 시사점</li> <li>미국 2월 고용지표 결과 및 평가</li> <li>[은행] 글로벌 은행산업 트렌드(3.11)</li> </ul>
Day 12	<ul style="list-style-type: none"> <li>글로벌 핀테크 산업의 자금조달 동향 및 전망</li> </ul>
Day 13	<ul style="list-style-type: none"> <li>중국의 디플레이션 가능성 평가</li> </ul>



Korea Center for International Finance

국제금융 **INSIGHT**



국제금융센터  
Korea Center for International Finance