

2023년 경제, 3高에서 3菩로

< Executive Summary >

- 2022년에는 3高 현상 심화, 2023년에는 3高 현상에 따른 후폭풍(3苦) 우려
 - 2022년에는 수요측·공급측 요인들이 맞물리면서 글로벌 인플레이션이 80년대 이후 최고 수준을 나타낸 가운데 물가 억제를 위한 주요국의 통화긴축 가속화
 - 특히, 연준의 경우 80년대 이후 가장 공격적인 금리인상을 실시하고, 고강도 양적긴축도 동시에 진행하여 글로벌 달러화는 독보적인 강세를 시현
 - 2023년에는 3高 현상은 상대적으로 진정되겠지만, 3高 현상의 파급효과(성장둔화, 신용위험, 구조변화發 불확실성)가 본격화될 가능성에 주목할 필요
 - 본고에서는 3苦를 중심으로 2023년 경제·금융 불안요인들을 살펴보고, 시사점을 점검
- (1苦) 성장둔화가 불가피한 가운데 리스크 중첩 등에 따른 침체 위험에 주목
 - 정책시차 효과 및 리오프닝(경제활동 재개에 따른 수요 회복) 특수 소멸 등을 감안할 때 2023년에는 3高 영향에 따른 성장둔화가 본격화될 전망
 - 실증분석 결과 통화정책 충격(금리 상승)이 성장률에 미치는 영향은 1년 후 정점
 - 주요 연구기관들은 양호한 가계 재무건전성 및 노동시장, 중국의 경제활동 재개 등의 영향으로 아직은 ‘경기침체’보다 ‘경기둔화’ 가능성에 무게
 - 그러나 과거 글로벌 경기둔화 때와 달리 현재는 주요국의 동반 부진 속에 러·우 전쟁 장기화, 中 부동산 침체 지속, 美 통화정책 불확실성 등 불안요인 중첩
- (2苦) 글로벌 금융여건 악화 속에 신용 경색 및 부채 리스크에 유의할 필요
 - 2022년부터 지속된 고강도 통화긴축의 누적 효과 속에 2023년에도 긴축 기조는 이어질 가능성이 높아 글로벌 유동성의 추가 위축 및 그에 따른 파급효과 우려
 - 팬데믹 이후 가계·기업·정부 부채가 급증한 상황에서 금융긴축에 따른 부채 리스크 우려되고, 특히 기업은 수익성 및 자금조달여건 악화로 유동성 압박 심화 소지
 - 글로벌 부채 증가율(19.4Q 대비 22.3Q): 가계 +12.5%, 기업 +15.4%, 정부 +14.1%
 - 아울러 팬데믹 이후 회복 부진 및 생계비 위기 속에 글로벌 금융긴축, 건전성 악화 등을 감안할 때 취약국 중심의 신흥국發 불확실성에도 주목할 필요

■ (3蓑) 공급망 재편 및 고물가 고착화 위험 등 구조변화蓑 불확실성 우려

- 공급 충격蓑 인플레이션 경험과 지정학적 리스크 등으로 공급망 재편 가능성이 부각되고 있으며, 이는 교역 감소 및 효율성 저하 등을 통해 경제에 악영향
 - 특히, 한국처럼 美·中 모두와 교역이 활발한 국가일수록 손실이 확대될 가능성
- 한편, 구조적 요인(서비스 가격 하방 경직성, 임금·물가 연계성)과 구조변화(공급망 재편, 인구구조 변화, 탄소중립 이행)에 따른 고물가 고착화 위험에도 주목
 - 서비스 가격의 상승세 속에 서비스업의 경우 물가·임금 간의 상관성이 높은 특징

■ 2023년에는 3蓑 불안에 대비하며 변동성·취약성 심화 및 정책 리스크에 유의

- 2023년 대내외 경제는 3蓑 파급효과 확대되면서 3蓑 불안 부각 및 그에 따른 글로벌 경제의 주요 동인 전환 가능성
- 아울러 3蓑 상호 간의 리스크 증폭 및 새로운 균형점을 모색하는 과정에서의 단기적 변동성과 중장기적 취약성 심화에도 유의할 필요
- 또한, 고물가 지속 하에 경기침체가 현실화될 경우 실질적인 정책 딜레마 봉착과 정책신뢰 약화 가능성에도 주목할 필요

그림 | 글로벌 경제의 주요 동인 전환



자료: 하나금융경영연구소

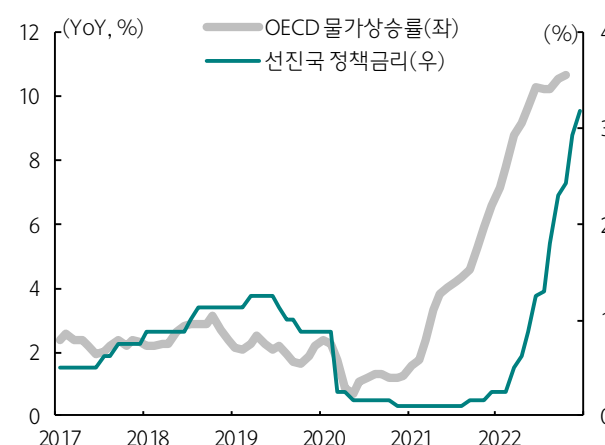
연구위원 정유탉 jungyt@hanafn.com

Key Words : 성장둔화, 신용위험, 구조변화

I. 3高 현상에 따른 후폭풍 우려

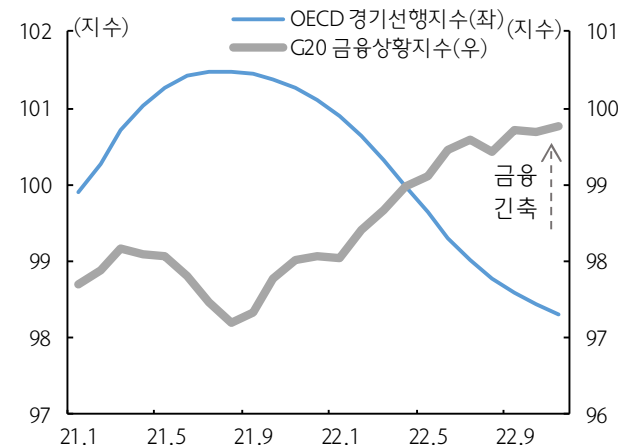
- 2022년에는 전세계적으로 예상치 못한 고물가·고금리·고환율의 3高 현상 심화
 - 글로벌 인플레이션은 팬데믹 대응 과정에서의 유동성 급증 속에 러·우 전쟁에 따른 원자재 가격 급등, 경제활동 재개(수요 회복) 등으로 80년대 이후 최고치 기록
 - 이러한 물가 급등에 대응하기 위해 주요국 중앙은행들은 전례없이 강력한 통화 긴축을 단행하고, 이로 인해 글로벌 금융시장의 변동성 확대
 - 특히, 연준의 경우 80년대 이후 가장 가파른 금리인상(2022년에만 425bp 인상)을 실시하고, 양적긴축도 동시에 진행하여 달러화는 독보적인 강세를 시현
 - 통화 변화율(21년말 대비 22년말): 달러 +8.2%, 유로 -5.9%, 엔 -12.3%, 원 -6.0%
- 2023년에는 3高 현상은 다소 진정되었으나, 파급효과의 본격화에 주목
 - 2022년말 주요국의 인플레이션 고점 통과 및 그에 따른 통화긴축 속도조절 등에 힘입어 고물가·고금리·고환율 현상은 2023년에는 점차 진정될 것으로 판단
 - 그러나 올해 3高 현상은 2022년보다 상대적으로 완화되는데 불과하다는 점(과거 대비 여전히 높은 수준 지속)과 특히, 3高 현상의 파급효과가 확대될 가능성에 주목할 필요
 - 본고에서는 성장둔화, 신용위험, 구조변화發 불확실성 등 3高의 주요 파급효과(3苦)를 중심으로 경제·금융의 불안요인들을 살펴보고, 이에 따른 시사점을 점검해 보고자 함

그림1 | OECD 물가상승률 및 선진국 정책금리



주: 선진국 정책금리는 주요 10개국 정책금리의 중간값
자료: OECD, Bloomberg

그림2 | 글로벌 경기선행지수 및 금융상황지수



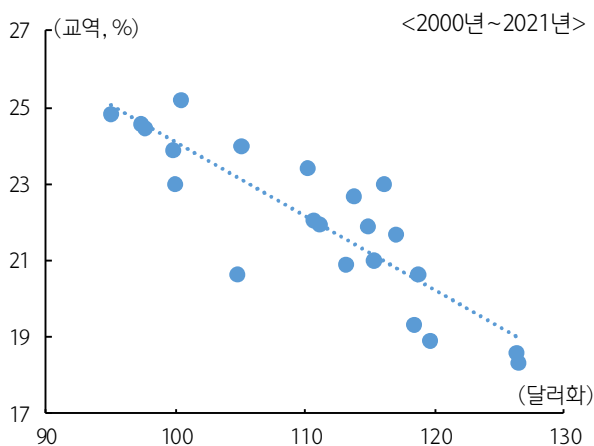
주: 금융상황지수는 Goldman Sachs의 지수이며, G20의 중간값
자료: OECD, Bloomberg

II. (1蓐) 경기여건 악화

1. 성장둔화 불가피

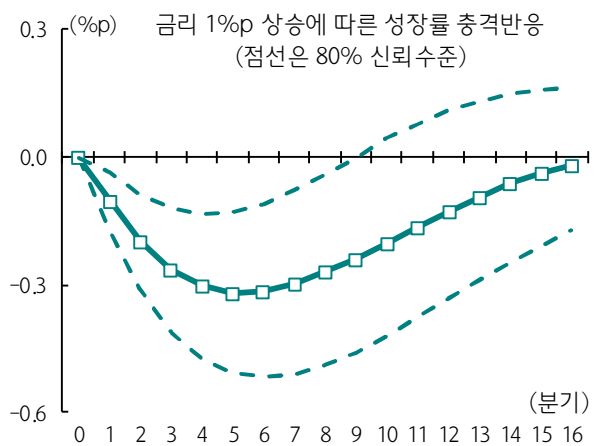
- 3蓐는 실질소득 감소, 부채 부담 증가, 교역 위축 등을 통해 실물경제에 악영향
 - 물가 상승은 가계의 실질 구매력 저하, 기업의 생산비용 증가 및 수익성 악화 등을 통해 실물경제에 부정적으로 작용
 - 중앙은행의 금리인상은 유동성 축소, 자산가격 조정, 경제주체들의 부채 부담 증가 등을 초래하여 경기 위축으로 연결
 - 고환율(달러화 강세) 역시 수입가격 상승(수입 감소)과 금융시장 경색(수출기업 자금조달 위축) 등을 유발하여 글로벌 교역에 악영향(Bruno and Shin, 2022)
- 정책시차 효과, 리오프닝 특수 소멸 등 감안 시 2023년에는 성장둔화 본격화
 - 통상적으로 물가·금리 상승은 시차를 두고 실물경제에 영향을 미치므로 2023년부터 고물가·고금리의 영향이 본격화될 것으로 예상
 - 실증분석 결과 통화정책 충격(금리상승 충격)이 성장률에 미치는 영향은 1년 후 정점
 - 아울러 대내외적으로 리오프닝 효과가 점차 소멸되고 있는 점도 인플레이션과 통화 긴축의 부정적인 영향을 확대시키는 요인으로 작용
 - '22년에는 방역 완화에 따른 보복 소비가 성장에 기여하면서 부정적인 충격을 완화

그림3 | 달러화 및 글로벌 교역



주: 달러화는 실질실효환율, 글로벌 교역은 세계 상품수출/GDP
자료: BIS, WTO, Bruno&Shin(2022), 하나금융경영연구소

그림4 | 글로벌 금리 충격의 성장률 영향

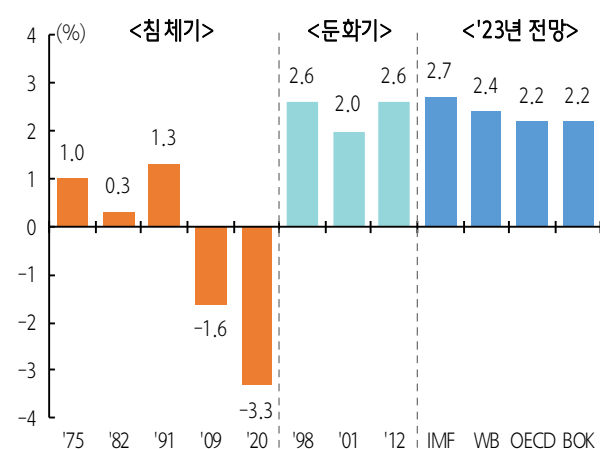


주: 세계 성장률·물가상승률·금리로 VAR 모형 구축(01.1Q~19.4Q)
자료: IHS, 하나금융경영연구소

2. 경기침체 위험 중대

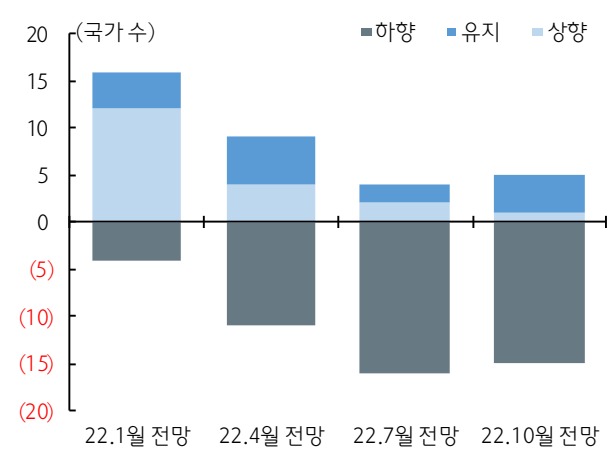
- 2023년 글로벌 경제에 대해 아직은 ‘경기침체’보다 ‘경기둔화’ 가능성에 무게
 - 주요 연구기관들은 2023년 글로벌 경제의 둔화를 예상하면서도 경기침체(통상적으로 세계 성장률이 2% 미만인 경우) 가능성은 낮은 것으로 판단
 - 우선, 1,2차 오일쇼크 때보다 완만한 유가 상승, 에너지 효율 제고¹⁾, 통화정책 체계 강화 등에 힘입어 70년대식의 스태그플레이션 발생 가능성은 제한적
 - 아울러 팬데믹 이후의 가계 초과저축, 양호한 노동시장(낮은 실업률) 등도 극심한 침체 가능성을 제한하는 가운데 경제활동 재개에 따른 中 성장률 반등도 긍정적
- 그러나 주요국의 동반 부진 속에 불안요인 중첩 등에 따른 침체 위험에 주의
 - 과거 글로벌 경기둔화 때와 달리 현재는 주요국의 경기 위축이 동시다발적으로 발생(부정적 충격의 완화 어려움)하고 있다는 점에 주목할 필요
 - '98년 亞 위기 때는 선진국, '12년 유럽 재정위기 때는 미국이 글로벌 성장을 보완
 - 아울러 러·우 전쟁의 장기화, 中 위드 코로나 전환 과정에서의 불안정성 및 부동산 침체 지속, 美 통화정책 향방의 불확실성 등도 글로벌 불안요인으로 작용
 - 또한, 금융위기('08년) 이후 저물가·저금리 기조가 이어진 상황에서 물가 및 금리 상승 충격이 과소평가될 위험(예상보다 부정적 영향 확대 소지)에도 유의

그림5 | 과거 침체기·둔화기 글로벌 성장률



주: 경기 침체기와 둔화기의 세계 성장률은 세계은행 기준
자료: 세계은행, IMF, OECD, 한국은행

그림6 | 2023년 성장률 전망치 조정 국가 수



주: G20 국가 기준
자료: IMF

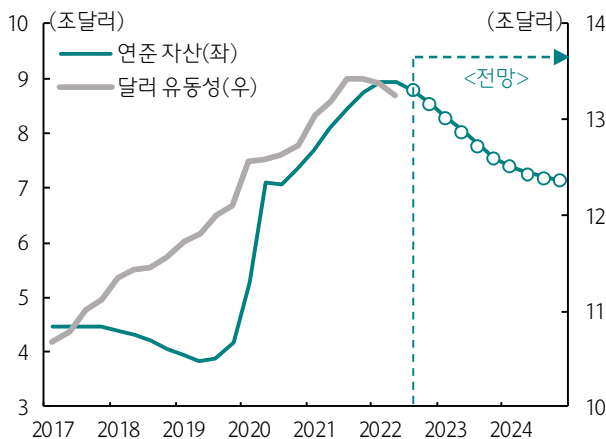
1) 에너지 집약도(TOE: GDP \$1000 생산에 투입되는 에너지 양): '70년 0.26 → '90년 0.22 → '10년 0.18 → '20년 0.16

III. (2) 신용위험 증대

1. 금융여건 악화 및 부채 리스크

- 고강도 통화긴축의 누적효과 속에 2023년에도 긴축이 이어질 가능성에 주목
 - 역대급 인플레이션에 대응하기 위한 주요국 중앙은행들의 고강도 통화긴축으로 글로벌 금리가 상승하고 유동성이 축소되면서 금융여건 악화
 - 2022년 말부터 중앙은행들은 금리인상 속도를 조절하고 있으나, 2023년에도 금리 인상 및 양적긴축은 지속될 가능성이 높아 유동성 추가 위축 및 파급효과 우려
 - 주요 중앙은행 총재들은 인플레이션 억제에 강력한 의지를 표명하는 가운데 연준과 영란은행의 양적긴축은 지속되고, 유럽 중앙은행 역시 2023년부터 양적긴축 본격화 추진
- 팬데믹 이후 부채 급증, 경제·금융 환경 개선 어려움 등으로 부채 리스크 우려
 - 팬데믹 이후 가계·기업·정부 부채가 급증한 상황에서 금융긴축 가속 및 자산가격 하락(자본이득 감소와 담보가치 하락) 등에 따른 부채 리스크 증대에 주목할 필요
 - 글로벌 부채 증가율(19.4Q대비 22.3Q): 가계 +12.5%, 기업 +15.4%, 정부 +14.1%
 - 특히, 기업의 경우 수익성 악화(생산비용 증가 및 매출 축소) 속에 직·간접 자금 조달 여건 악화 등도 맞물리면서 유동성 압박이 심화될 소지
 - 단기간 내 경제·금융 환경의 개선이 어려워 한계기업(팬데믹 기간 정부 지원으로 존속 가능)을 중심으로 디폴트가 증가할 경우 금융불안이 확산될 위험에 유의

그림7 | 연준 자산 규모 및 달러 유동성



주: 달러 유동성은 미국외 지역에서 비은행채주가 조달한 달러 자금
자료: 한국은행

표1 | 글로벌 기업부도 증감을 추이와 전망

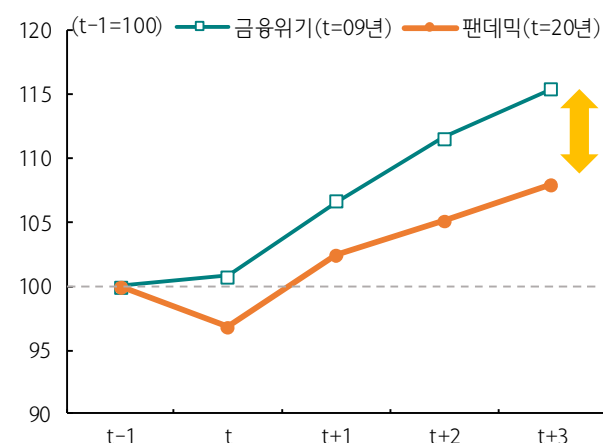
(%)	2019	2020	2021	2022(F)	2023(F)
글로벌	+8	-12	-12	+10	+19
미국	+3	-5	-34	+2	+38
영국	+4	-29	+4	+51	+10
독일	-3	-16	-12	+5	+17
프랑스	-5	-38	-12	+46	+29
일본	+2	-7	-22	+5	+20
중국	+12	+1	-28	-7	+15

주: 글로벌 지수는 글로벌 GDP의 87% 해당하는 44개국 가중평균
자료: Allianz Research(국제금융센터 재인용)

2. 취약국 중심의 신흥국 불안

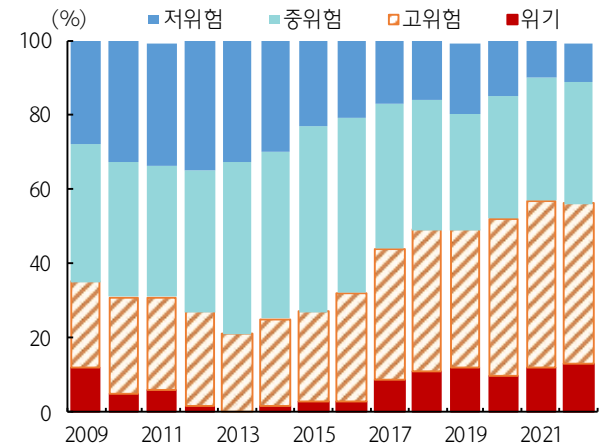
- 팬데믹 이후 회복 부진 속에 생계비 위기 등으로 신흥국의 펀더멘털 취약성 심화
 - 신흥국은 과거 글로벌 금융위기 당시와 달리 팬데믹 위기 이후에는 더딘 백신 보급, 인적·물적 자본투자 위축 및 그에 따른 성장잠재력 저하 등으로 회복세 부진(IMF)
 - 더욱이 신흥국의 경우 에너지 수입 및 식품 소비 비중이 높고, 환율 변동성(통화 절하→수입물가 상승)도 크기 때문에 선진국보다 물가 상승 충격에 취약
 - 아울러 3高 현상에 따른 내수 악화뿐만 아니라 선진국 경기 위축에 따른 글로벌 교역 부진 역시 신흥국 경제에 악영향을 미치는 2차 파급효과도 부정적으로 작용
- 아울러 글로벌 금융긴축, 건전성 악화 등도 감안 시 신흥국發 불확실성에 유의
 - 팬데믹 대응 과정에서의 부채 급증 속에 금리 상승 및 통화 절하에 따른 부채 상환 부담 확대, 대외차입여건 악화 등으로 신흥국의 소버린 리스크 증대 소지
 - 강달러로 인한 통화 약세를 방어하기 위해 외환보유고가 소진된 상황에서 자본유출 압력(내외 금리차 축소 및 위험회피 확산) 확대도 신흥국 불안요인으로 작용
 - OECD 신흥국 자본흐름지수는 21년말 155에서 22.10월말 129로 하락(지수↓→유출↑)
 - IMF 지원 국가가 급증한 가운데 대응여력이 제한적인 저소득국 및 대외건전성 취약국(경상적자↑·외환보유액↓)을 중심으로 신흥국 불안이 심화될 가능성에 주목
 - 팬데믹 이후 IMF 지원국은 94개국으로 '97년(52개)과 '08년(66개) 상회(국제금융센터)

그림8 | 위기 이후 신흥국 회복속도 비교



주: 1인당 실질 GDP 기준, 2022~2023년은 IMF 전망치
자료: IMF

그림9 | 부채위기 위험도별 저소득국 비중



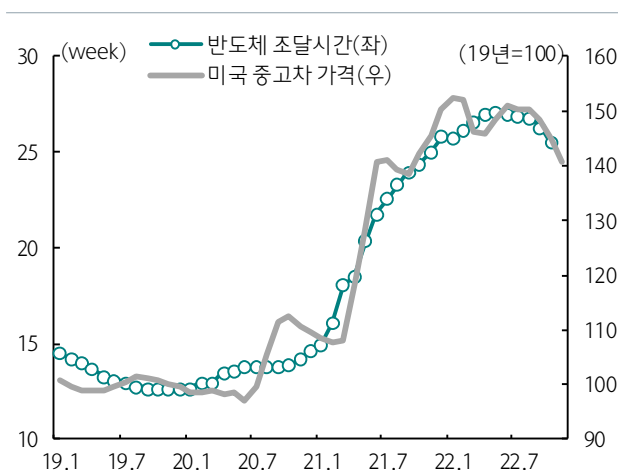
자료: IMF, 국제금융센터

IV. (3쪽) 구조변화發 불확실성

1. 글로벌 공급망(GVC) 재편

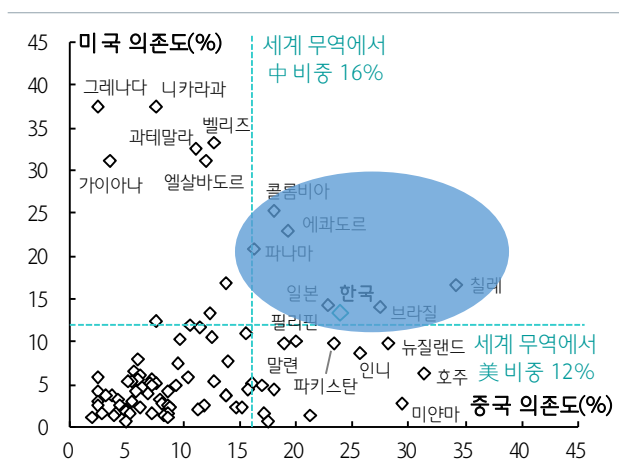
- 공급發 인플레이션 경험과 지정학적 리스크 등으로 공급망 재편 가능성 부각
 - 팬데믹 이후 원자재 수급불안, 부품·소재 조달 차질 등 공급發 충격에 따른 인플레이션 급등을 경험하면서 글로벌 공급망의 효율성보다는 안정성에 초점
 - 예를 들어 차량용 반도체 부족으로 신차 출고가 지연되면서 중고차 가격이 급등
 - 더욱이 러·우 전쟁과 美·中 패권 경쟁 등 지정학적 리스크도 맞물리면서 글로벌 진영화(민주주의vs권위주의) 논리가 강화되고, 공급망 재편 가능성 증대
 - 美 공화당의 하원 탈환, 中 新지도부의 보수화 성향 등 감안시 美·中 경쟁 심화 우려
- 공급망 재편의 파급효과 우려 속에 양 진영과 밀접한 국가의 손실 확대 소지
 - 글로벌 진영화 강화 및 공급망 재편은 교역량 감소, 자원의 비효율적 배분 및 생산성 저하 등을 통해 글로벌 경제에 부정적으로 작용
 - 자국우선주의 확산 속에 무역정책 불확실성 증대 등도 교역 위축 및 성장 약화를 초래
 - 특히, 한국이나 일본처럼 美·中 모두와 교역이 활발한 국가일수록 공급망 재편(블록화)에 따른 손실이 확대될 가능성이 높음(Cerdeiro et al. 2021)
 - 최근 들어 美·中 경쟁이 첨단기술 분야를 중심으로 격화되는 점도 한국에는 큰 부담

그림10 | 반도체 조달시간(lead time) 및 美 중고차 가격



자료: Susquehanna Financial Group, 美 노동통계국

그림11 | 주요국의 美·中 무역 의존도



자료: UN Comtrade

2. 고물가 고착화 위험

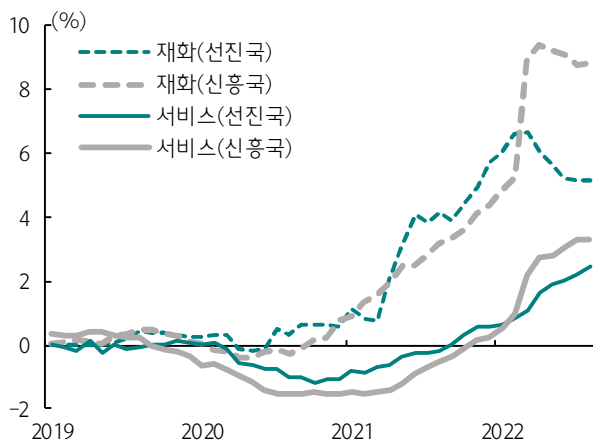
■ 구조적 요인들을 감안할 때 인플레이션 둔화 속도는 완만할 것으로 예상

- 글로벌 공급망 차질 완화, 원자재 가격 안정, 경기 둔화 등을 감안할 때 대내외 인플레이션은 점차 둔화될 것으로 전망
- 다만, 봉쇄 완화 이후 소비 전환(재화→서비스)으로 재화 가격과 달리 서비스 가격의 상승압력은 이어지는 가운데 서비스 가격의 하방 경직성에 주목할 필요
- 아울러 물가 상승이 임금 상승을 촉발하고, 이는 다시 물가 상승으로 연결되는 임금-물가 간의 연쇄 상승(wage-price spiral) 위험에도 유의
 - 특히, 서비스업의 경우 인건비 비중이 높아 서비스업 물가와 임금 간의 상관성이 높음

■ GVC 재편, 인구구조 변화, 탄소중립 이행 등 구조변화發 물가 압력에도 주목

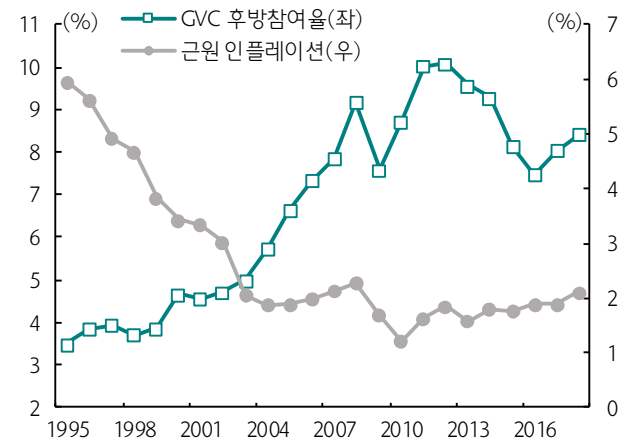
- 글로벌 공급망 재편(악화)은 비효율성 증대 및 비용 상승 등을 초래하여 물가(추세 인플레이션) 상승요인으로 작용(오강현 외, 2022)
 - 보호무역주의 강화 역시 수입관세 상승 등을 통해 수입물가를 상승시키고 인플레이 유발
- 또한, 저출산·고령화 등 인구구조 변화에 따른 노동공급 감소 및 임금 상승 등도 중장기적인 인플레이션 압력으로 작용할 소지
- 기후변화 대응을 위한 탄소중립 이행 과정에서의 에너지 수급불안, 생산비 상승(탄소세 및 탄소국경조정세 부과) 등에 따른 물가상승 압력에도 주목

그림12 | 글로벌 재화 및 서비스 소비



주: 팬데믹 이전(2018년) 대비 가격 변화율
자료: IMF

그림13 | GVC 후방참여율과 근원CPI 상승률(OECD 국가)



주: GVC 후방참여율은 국내 수출품에 투입된 해외 중간재 비중
자료: OECD

V. 3蓑 대비와 함께 변동성·정책 리스크에 유의

- 3蓑 파급효과 확대에 따른 3蓑 우려 속에 글로벌 경제의 관심이 이동할 소지
 - 2023년 대내외 경제는 2022년의 3蓑(고물가·고금리·고환율) 파급효과가 확대되면서 성장둔화, 신용위험, 구조변화發 불확실성 등 3蓑가 부각될 것으로 판단
 - 이러한 3蓑 측면에서 2023년에는 ‘물가 상방위험’에서 ‘성장 하방위험’으로, ‘금융 시장 불안’에서 ‘금융시스템 불안’으로, ‘물가 고점(단기)’에서 ‘물가 안착점(중장기)’으로 관심사가 전환될 것으로 예상
- 3蓑의 상호 연계성 및 새로운 균형점 모색 과정에서의 변동성·취약성에 유의
 - 성장둔화와 신용위험이 상호 간의 리스크를 증폭시키면서 악순환(가계소득·기업 수익 악화→부실화 우려 및 금융불안→경기 악화)이 발생할 가능성에 주목
 - 아울러 GVC 재편이나 고물가 고착화 위험 등 구조변화發 불확실성 속에 새로운 균형점을 모색하는 과정에서 단기적 변동성과 중장기적 취약성 심화에도 유의
- 실질적인 정책 딜레마 봉착 및 정책신뢰 약화 가능성에도 주목할 필요
 - 고물가 지속 하에 경기침체 현실화 시 통화·재정정책이 실질적인 딜레마(2022년에는 물가 억제에만 집중)에 직면하면서 경제·금융·정책 여건이 악화될 위험 상존
 - 더욱이 2022년의 물가 예측에 실패(안정→급등)한 상황에서 주요국 정책당국의 판단(경기둔화)과 달리 경기침체가 발생할 경우 정책신뢰가 약화될 수 있음

그림14 | 글로벌 경제의 주요 동인 전환



자료: 하나금융경영연구소

[참고문헌]

- 김병국·노현주(2019), “글로벌 요인의 인플레이션에 대한 영향”, 한은 조사통계월보(2019.9)
- 김상우(2022), “팬데믹 이후 글로벌 공급망 축소의 경제적 영향”, 국제금융센터 Issue Analysis
- 김위대(2022), “주요국의 기업부도 증가와 전망”, 국제금융센터 Economy Brief
- 오강현 외(2022), “고인플레이션 지속가능성 점검”, BOK 이슈노트 제2022-34호
- 이동원 외(2021), “우리나라와 미국의 주요 물가 동인 점검”, BOK 이슈노트 제2021-27호
- 이흥후 외(2022), “미국의 임금-물가 간 관계 점검”, 한은 국제경제리뷰 제2022-8호
- 한국은행(2022), “내년도 세계경제의 특징 및 리스크 요인”, 해외경제 포커스 제2022-27호
- 한국은행(2022), “경제전망 보고서”, 2022년 11월
- 한국은행(2022), “통화신용정책 보고서”, 2022년 12월
- 황유선(2022), “IMF 구제금융으로 본 신흥국 불안”, 국제금융센터 Brief
- Bruno and Shin(2022), “Dollar and Exports”, BIS Working Papers No 819
- Cerdeiro et al.(2021), “Sizing Up the Effects of Technological Decoupling”, IMF WP/21/69
- Guenette et al.(2022), “Is a Global Recession Imminent?”, World Bank EFI Policy Note
- IMF(2022), “Global Financial Stability Report”, October 2022
- IMF(2022), “World Economic Outlook”, October 2022
- OECD(2022), “Economic Outlook”, November 2022



04538 서울특별시 중구 을지로 66 (을지로 2가, 하나금융그룹 명동사옥 8층)

TEL 02-2002-2200

e-mail hanaif@hanafn.com

<http://www.hanaif.re.kr>