



## Asset Allocation

# 자산배분의 창(窓)

## 유럽의 긴축 (가장 먼저 마주한 정책적 시험대)

### Compliance Notice

본 조사는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

### 유럽의 긴축, 계획에 없던 선택

연초만 해도 유럽의 통화정책 경로는 비교적 명확해 보였다. 유로존과 영국 모두 저성장과 물가 둔화 흐름 속에서 금리 인하 또는 장기 동결이 시장의 기본 시나리오였다. 실제로 유로존 물가는 ECB 목표치인 2%에 근접하고 있었고, 영국 역시 임금 상승률과 서비스 물가 압력이 점차 완화되는 모습이었다.

그러나 미국의 이란 공습 이후 중동 지역 긴장이 확대되면서 상황이 달라졌다. 유가와 원자재 가격이 상승했고, 이는 에너지 수입 의존도가 높은 유럽 경제에 직접적인 부담으로 작용했다. 유로존 5월 소비자물가 상승률은 3.2%로 높아졌고, ECB는 6월 회의에서 예금금리를 2.0%에서 2.25%로 인상했다. 영국 중앙은행은 기준금리를 3.75%로 동결했지만, 추가 인상 가능성을 열어두며 기존의 완화 기조에서 한발 물러섰다.

### 물가는 다시 오르고, 성장은 다시 둔화되고

문제는 이번 금리 인상이 유럽 경제의 체력이 충분한 상황에서 나온 결정이 아니라는 점이다. 유로존 1분기 GDP는 전분기 대비 0.2% 감소했고, 최근 PMI는 4월과 5월 모두 생산 위축을 시사했다. 영국도 실업률은 4.9%로 안정적인 수준을 유지하고 있지만, 소비 관련 업종 고용은 연을 기준 3.5% 감소하고 있으며 민간부문 임금 상승률은 1년 전 5.2%에서 3% 아래로 낮아졌다.

영국 중앙은행이 주목하는 것은 물가 수준 자체보다 물가 상승의 지속성이다. 지난해 식품 가격 상승과 최저임금 인상, 고용주 부담 증가에도 물가의 2차 파급효과는 제한적으로 나타났다. 최근 고용 지표 역시 기업들이 가격 인상보다 신규 채용 축소를 통해 비용 부담에 대응하고 있음을 보여준다. 유로존 역시 기업들의 가격 인상 압력은 높아졌지만, PMI가 보여주는 수요와 생산 흐름은 오히려 약화되고 있다.

### 보험성 인상인가, 새로운 긴축의 시작인가

현재 시장의 관심은 ECB의 금리 인상을 새로운 긴축 사이클의 출발점으로 봐야 할지, 아니면 기대 인플레이션 안정을 위한 보험성 조치로 봐야 할지에 집중되고 있다. ECB 내부에서도 의견이 엇갈리고 있으며, 영국 중앙은행 역시 중동 리스크가 확대되지 않는다면 추가 인상을 피할 수 있다는 입장이다.

이번 상황은 2022년 러시아-우크라이나 전쟁 당시와는 차이가 있다. 당시에는 팬데믹 이후 누적된 저축과 강한 노동시장이 물가 상승을 임금과 서비스 가격으로 빠르게 확산시켰다. 반면 현재는 임금 상승세가 둔화되고 있고, 구인 수요와 고용 증가세도 약해지고 있다. 천연가스 가격 역시 당시 정점 수준을 크게 밑돌고 있으며, 각국 정부의 재정 여력도 제한적이다. 에너지 가격 상승이 장기적인 인플레이션으로 이어질 가능성은 아직 확실하지 않다.



자산배분/해외크레딧  
Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com

### 유럽이 먼저 마주한 정책적 시험대

유럽은 이번 에너지 충격의 비용을 가장 먼저 떠안고 있는 지역이다.

다만 물가 안정을 위한 선제적 긴축이 성장 둔화를 더욱 심화시킨다면, 중앙은행들은 다시 정책 방향을 조정해야 할 가능성이 높다. 반대로 유럽 경제가 에너지 가격 상승을 견뎌내고 물가 압력이 점차 완화된다면, 이번 금리 인상은 일시적인 보험성 대응으로 평가받을 수 있다.

결국 유럽의 경험은 다른 주요국에도 중요한 시사점을 제공할 것이다. 지정학적 충격으로 발생한 공급 측 물가 상승에 중앙은행이 어느 정도까지 대응해야 하는지, 그리고 그 과정에서 성장과 물가 사이의 균형을 어떻게 유지할 것인지에 대한 새로운 기준을 제시할 수 있기 때문이다.

도표 1. S&P Global이 제시한 PMI 기반 금리 인상 가능성

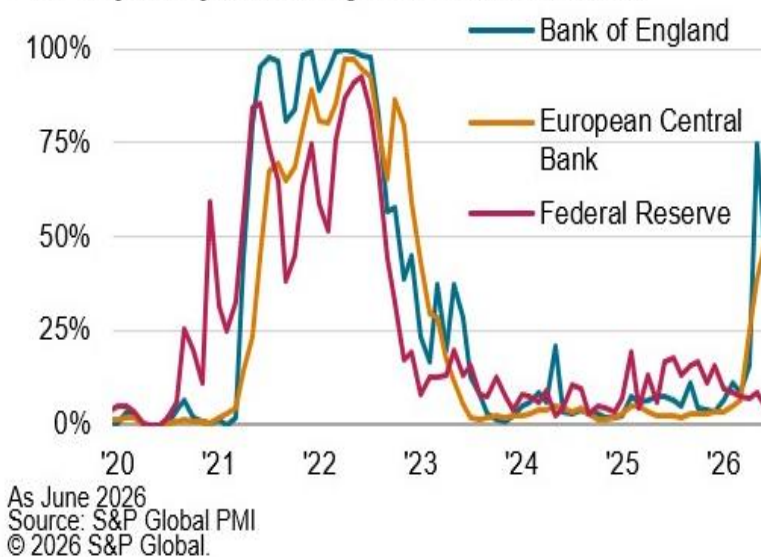
**PMI-based models have warned of a divergence in rate setting behaviour since the war-induced energy price shock**

S&P Global 은 PMI 의 경기·고용·가격 데이터를 활용해 중앙은행의 금리 결정 확률을 추정하는 모델을 구축

- 공식 물가·고용지표보다 발표 시점이 빠르고 기업 현장 변화를 실시간으로 반영한다는 점에서 선행성이 높음.
- 실제로 6월 ECB의 25bp 인상, Fed와 BoE의 동결 가능성을 사전에 모두 시사
- 단, 은행별 통화 결정의 Key 변수는 차별적이라 강조

ECB: 물가/ BOE: 균형/  
Fed: 물가 및 고용

#### PMI-implied probability of a rate increase



자료: S&P Global, 하나증권

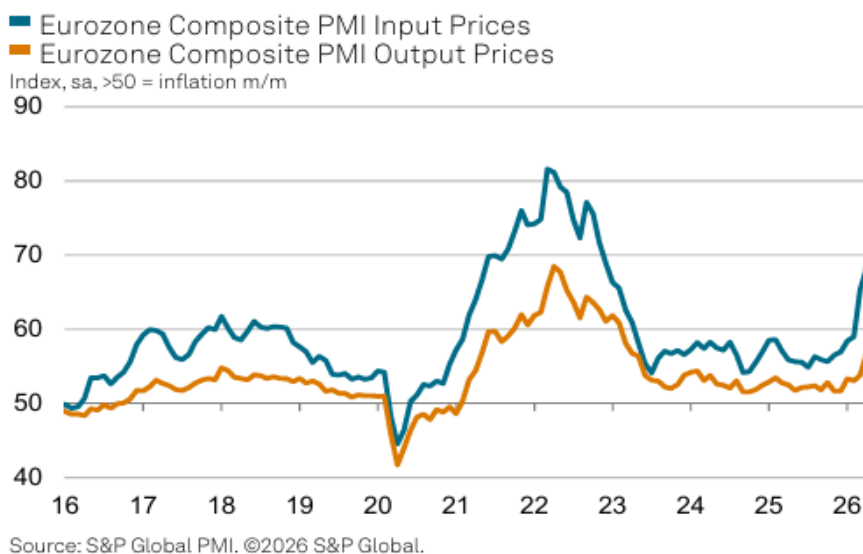
\* 투입비용 (Input):  
3년반만에 가장 빠른  
상승세 기록

\* 판매가격 (Output):  
38개월 만에 최고치

\*\* ECB 금리 정책 결정에  
직접적인 부담 요인

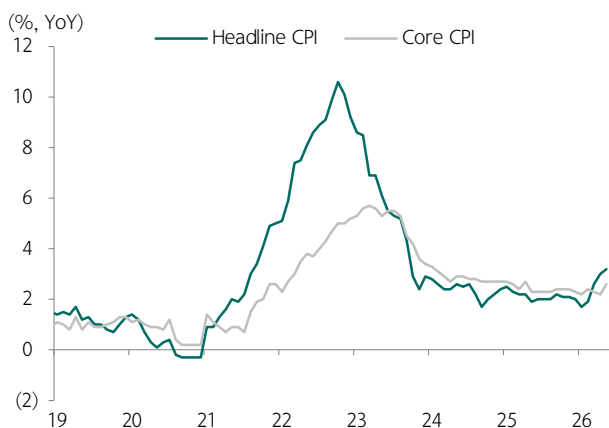
- 실질 유로존 CPI:  
5월 3.2%, 4월 3%

도표 2. S&P Global PMI, 투입비용과 판매가격 추이



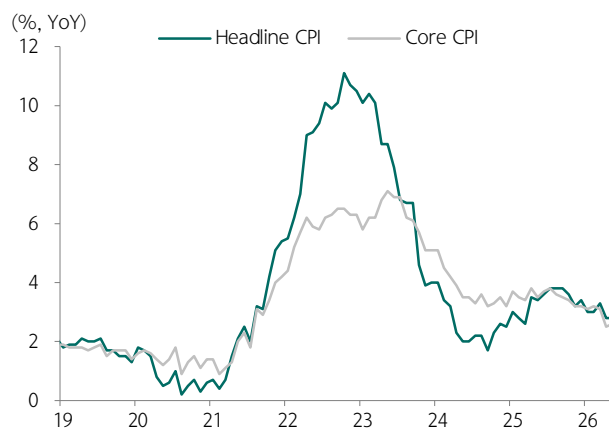
자료: S&P Global, 하나증권

도표 3. 유로존 CPI 추이



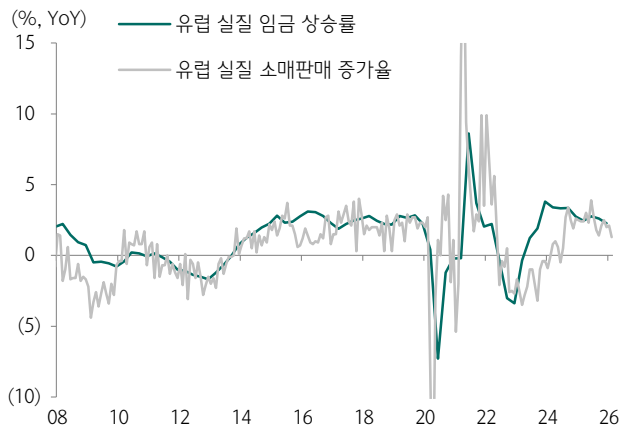
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 영국 CPI 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 유럽 실질 임금 상승률과 소매판매 증가율



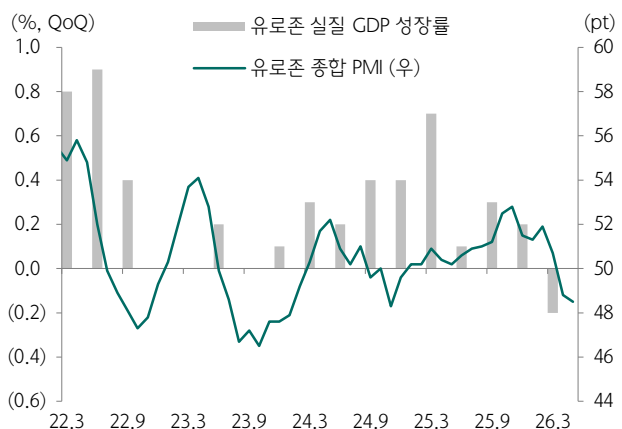
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 유럽 소비자신뢰지수와 경기체감지수



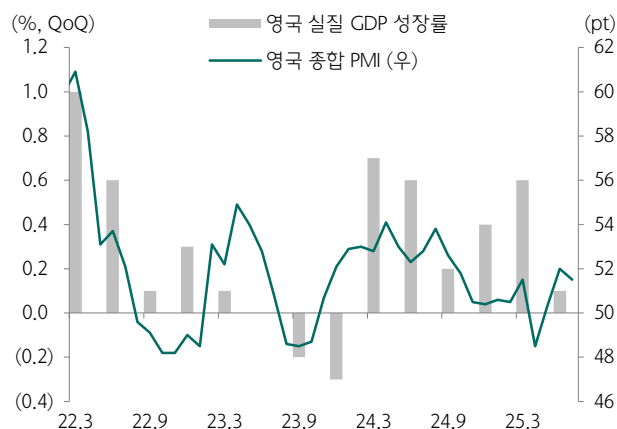
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 유로존 실질 GDP 성장률과 PMI



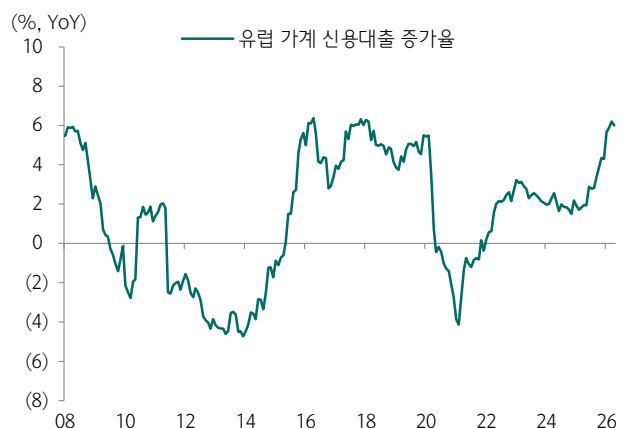
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 영국 실질 GDP 성장률과 PMI



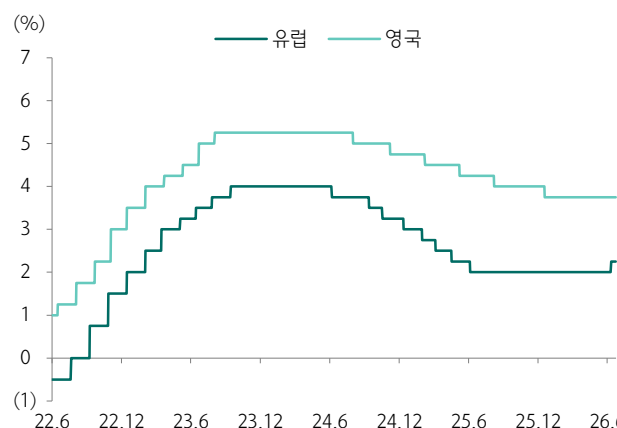
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 유럽 가계 신용 대출 증가율



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 유럽 예금금리와 영국 기준금리



자료: Bloomberg, 하나증권