KB Macro

유로존: 바닥권 통과 신호는 약하고 정치적 불확실성은 높음

Economist 권희진
02-6114-2098 heejin.gweon@kbfg.com
연구원 김주은
02-6114-2924 junekim@kbfg.com

경제분석

2024년 4월 22일

더 많은 리포트 보기

최근 글로벌 외환시장에서는 달러화 강세, 그 외 통화의 약세가 뚜렷이 나타나고 있다. 통화 약세 흐름이 한국만의 이슈는 아닌 것이다. 최근 한 달간 유로화도 달러 대비 2.1% 약세, 엔화도 2.4% 약세를 기록했는데, 달러 외 주요 통화들이 함께 약해지면서 달러화 강세의 독주를 막지 못하고 있다. 달러인덱스 (DXY)에서 60% 가까운 비중을 차지하는 유로화가 강해지기 쉽지 않은 환경에 놓여있는 만큼, 달러화가 하락세로 본격 전환하는 데에도 시간이 필요해 보인다.

(1) 저점 지나는 중이나 힘있게 개선되지 못하는 펀더멘털

유로존 경기는 최근 몇 달간 바닥을 탐색하는 듯한 모습이나, 본격적인 상승 전환을 힘있게 하지 못하고 있다. [그림 1]에서 보듯 산업생산은 지난해 연말 증가세로 반전되는 듯 하다가 최근 다시 주춤하며 전반적인 감소 추세를 지속하고 있고, 소매판매는 같은 수준을 거의 1년 째 유지 중이다. 그 동안 물가가 계속 올랐다는 점을 감안하면 실질적인 소비 규모는 줄어든 셈이다. 저점인 듯 아닌 듯 약한 경기 흐름이 길어지면서, ECB는 3월 통화정책회의에서 올해 유로존의 성장률 전망을 0.6%로, IMF는 4월 WEO에서 0.8%로 추가 하향 수정했다.

은행 대출 담당자를 대상으로 한 2분기 서베이에서는 대출 기준이 좀 더 완화적으로 개선되었음에도 기업들의 대출 수요가 다시 약해진 것으로 나타났다. 또 유럽 내 천연가스 가격은 2월 말부터 오르기 시작해 최근 31유로/MWh로, 저점 대비 34% 상승했다. 천연가스는 가격의 변동성이 워낙 크기도 하고 지난해 하반기에 기록했던 55유로/MWh 수준에 비하면 아직 양호한 수준이지만, 에너지 집약적인 산업 규모가 큰 유로존 생산활동에 반가운 소식은 아니다.

(2) '곧 인하' 가능성을 공식화한 ECB

경제 활동성이 아직 약하고 물가상승률도 2%대로 낮아진 만큼 유로존은 미국보다 금리 인하를 먼저 시작할 것으로 보인다. KB증권은 ECB가 5월 중 유로존의 임금상승률이 추가 둔화하는 것을 확인한 이후 7월 인하를 개시할 것으로 예상한다 (4/12 박준우). 물론 최근의 미국 상황에서 인플레이션 우려가 완전히 제거되는 것이 녹록지 않음을 확인하고 있어 인하 시작 후에도 그 속도는 조심스러울 가능성이 높다. 그래도 인하 개시 시점이 지연되고 오히려 추가 인상 가능성도 회자되고 있는 미국과는 통화정책 기조의 온도 차가 뚜렷해지는 중이다.

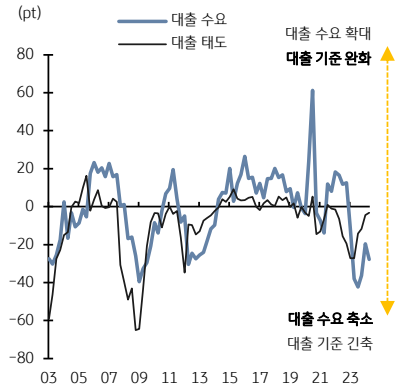
(3) 가까워지는 유럽의회 선거, 극우 성향 정당 약진으로 결속력 약화 가능성 확대

유럽의회 (6월 6~9일) 선거는 이제 한 달 반 앞으로 다가왔다. 연초에도 갈등을 빚던 극우 정당은 여전히 유럽 내 지지도를 높여가는 중이다 (1/29). 우측 하단 그림에서 보듯 현재는 중도 성향 정당이 전체 705석 중 420석을 점하고 있지만, 다음 선거에서는 의석 수가 400석 미만으로 줄어들 것으로 전망된다. 서베이에서는 정체성과 민주주의 (ID), 유럽 보수와 개혁 (ECR)과 같은 극우 정당이 전체 중 각각 3위, 5위의 득표를 하며 약진할 것으로 나타나고 있다. 우크라이나 지원, 이민 및 난민 정책, 친환경 정책 등의 방향성이 점차 보수적으로 변해갈 가능성이 높다. 유로존의 고질적인 문제인 결속력에 대한 의구심은 유로화 강세를 제한한다.

강달러를 저지할 수 있을 만큼 힘을 받지 못하는 유로화

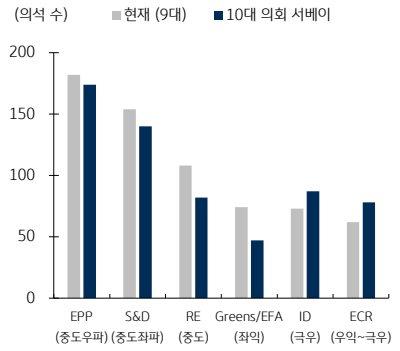
최근 들어 매파적인 메시지를 내놓고 있는 미 연준의 기조가 다시 전환되는 데에는 적어도 2~3개월 시간이 필요할 것이다. 반면 곧 금리 인하에 들어갈 가능성이 높음에도 약한 유로존 내 자금 수요와 경기 개선의 신호, 정치적 불확실성과 결속력 약화에 대한 우려가 유로화 약세 요인으로 작용하고 있다는 판단이다.

유로존 은행 대출 담당자 서베이: 대출 조건 완화에도 수요 둔화



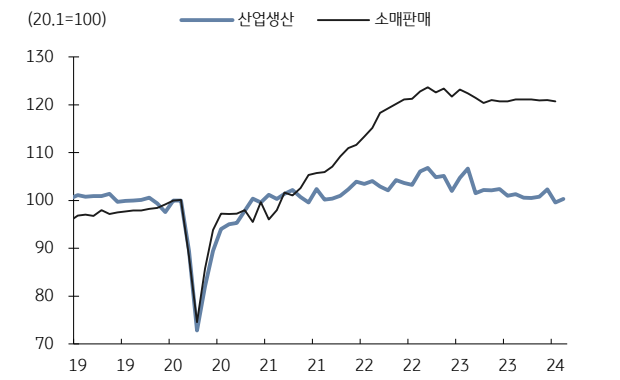
자료: CEIC, ECB, KB증권

유럽의회 현재 구성과 차기 선거 서베이: 극우 성향의 정당 지지도 확대



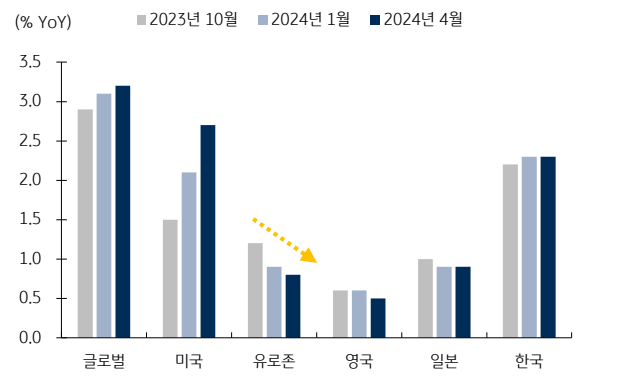
자료: EU, Politico, KB증권
주: 서베이는 4월 19일 기준

그림 1. 유로존 산업생산과 소매판매: 장기간 저점을 탐색 중



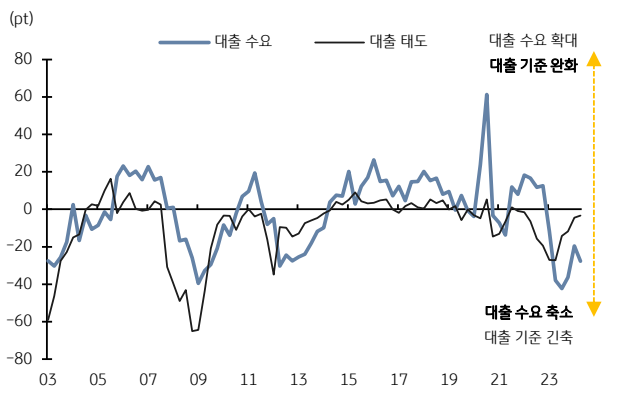
자료: CEIC, Eurostat, KB 증권

그림 2. IMF WEO: 2024 년 GDP 성장률 전망 변화



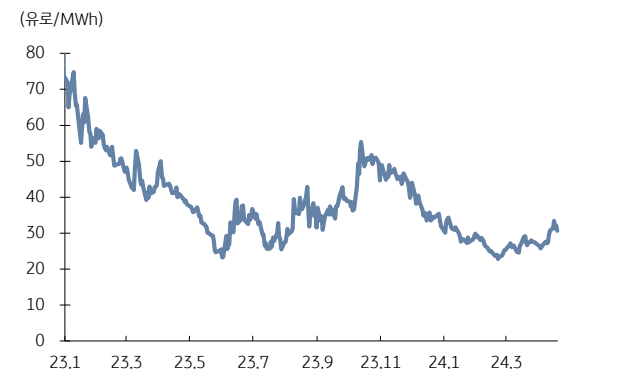
자료: IMF, KB 증권

그림 3. 유로존 은행 대출 담당자 서베이



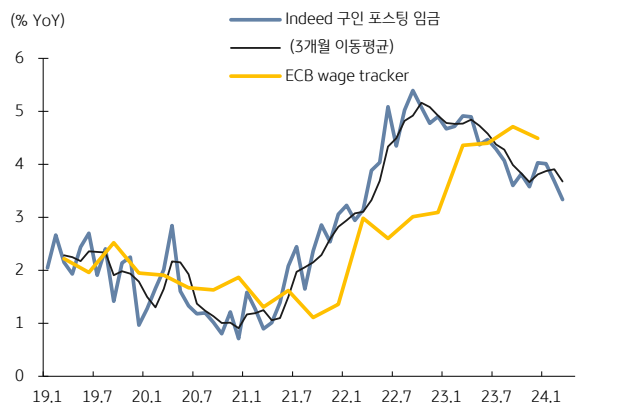
자료: CEIC, ECB, KB 증권

그림 4. 네덜란드 거래소 천연가스 가격



자료: Bloomberg, KB 증권

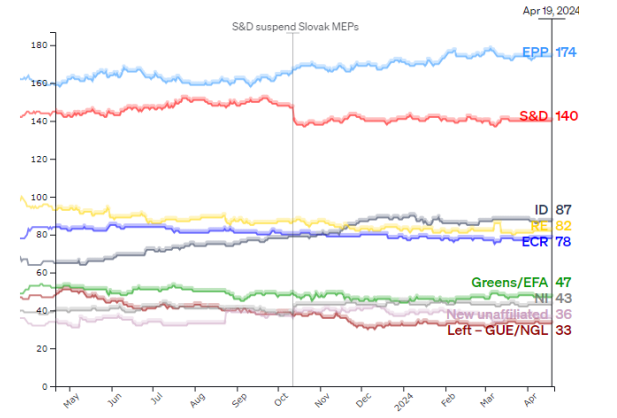
그림 5. 유로존 임금상승률: 5 월 wage tracker 추가 둔화 전망



자료: CEIC, ECB, Indeed, KB 증권

주: "ECB wage tracker"는 ECB 에서 분기별로 발표하는 협상임금 (negotiated wages)

그림 6. 유럽의회 선거 서베이: 극우 정당 ID, 의석 수 3 위 예상됨



자료: Politico, KB 증권

주: EPP=유럽국민당 (중도우파), S&D=사회민주진보동맹 (중도좌파), ID=정체성과 민주주의 (극우파), RE=리뉴 유럽 (중도), ECR=유럽 보수와 개혁 (우익~극우파)

3 Picks

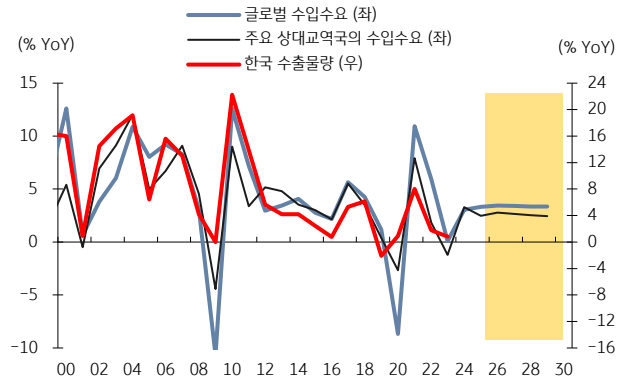
글로벌: WTI 80달러 상회 중, 연준 인하에 'wildcard'가 된 유가

자료: FRED, KB증권 / 주: 실질 WTI는 원유 현물가격에 미국 헤드라인 소비자물가로 나눠 산출

- 국제유가 (WTI)는 이스라엘-이란 갈등 심화로 지난 5일 86.9달러 고점 이후 80달러를 여전히 상회하는 중이다. 미국 경제지표 호조로 연준에 대한 금리 인하 기대감이 옅어지는 시기에 유가까지 변수로 작용하는 모습이다. 지난주 금요일 굴스비 시카고 연은 총재는 "불안정한 중동 지역이 연준에 와일드카드가 될 수 있다"고 밝혔다.

- 이번 IMF 4월 전망에 따르면, 중동지역 갈등 격화만큼 중국 수요 둔화 및 비OPEC의 공급 증가 가능성이 상존해 있어 유가의 상·하방 리스크는 균형을 이루고 있다 (risks to outlook are balanced). KB증권은 올해 WTI 평균 78달러, 상단 23년 고점인 93~95달러로 예상한다 (4/9, 오재영). 다만 현재 국제유가의 실질적인 부담은 과거 1980년대와 2008년보다 낮다. 전반적으로 비싸진 물가를 감안할 경우, 명목금액으로 보이는 만큼 충격이 크지 않은 환경이다.

한국: 주요 교역국의 수입수요 update

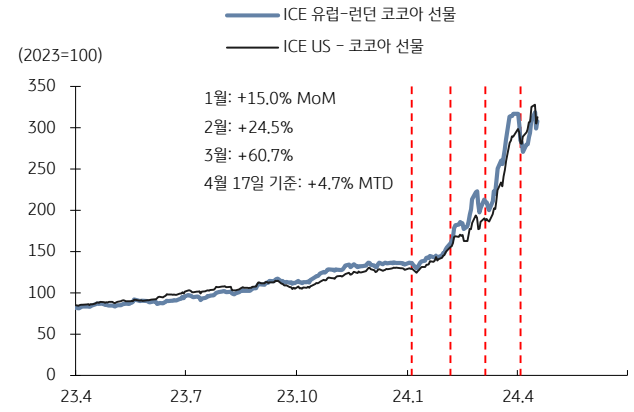


자료: CEIC, IMF (2024.4 WEO), 한국은행, KB증권

- 지난 4월 17일 IMF 춘계전망 발표에 따라, 한국 수출에 주요 변수 중 하나인 (1/29) 주요 교역국의 재화·서비스 수입수요를 업데이트하였다. 한국이 가장 많이 수출하는 10개국 기준, 올해 수입물량 증가율은 전년비 3.3%로 작년 10월 전망과 동일하다.

- 그러나 중장기 (2025~29년)의 경우, 글로벌 교역 신장률이 평균 0.2%p 하향조정되어 교역의 대외여건이 24년보다 덜 우호적일 것으로 보인다. 한국의 주요 교역국 기준, 수입수요 증가율도 3%대 중반에서 2%대 후반으로 수정되었다. 한국 수출시장의 1,2위인 미국과 중국의 펀더멘털 차이에 따라, 양국 수입수요도 각각 조정된 것이 그 배경이다.

원자재: '달디단 밤양갱'과 달리 가격이 사악해진 코코아



자료: Bloomberg, ICE, KB증권

- 코코아 콩 선물가격 (7월 인도분)은 4월 17일 기준 톤당 10,066달러로 23년 평균 대비 약 3.1배 비싸다. 코코아 생산량 1,2위 지역인 코트디부아르와 가나의 이상기후로 인한 가뭄에 공급차질이 발생하였기 때문이다 (Global ESG Brief, 4/12). 양국은 22년 기준 전체 생산량의 38%, 18.9%를 차지하고 있다.

- 코코아처럼 작황 이슈 외에도, 식물성 기름과 설탕가격이 국제유가 상승에 영향을 받아 글로벌 4월 식품가격에 상방요인이 더 커진 것으로 보인다. UN FAO 3월 식품가격지수는 전년비 7.7% 감소하며, 전월 (-10.8%)보다 낙폭이 줄어들었다. 전월 대비 증감률은 1.1%로, 23년 7월 이후 첫 플러스 (+)이다. 5대 하위항목 중 식물성 기름 (+8.0%)·유제품· 육류가격은 전월비 상승한 반면, 설탕 (-5.4%)·곡류는 하락하였다.

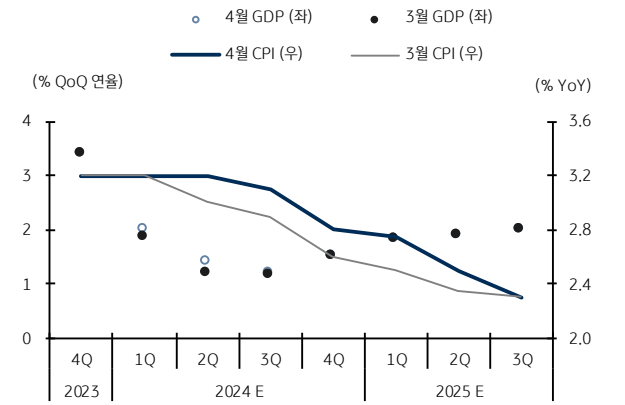
표 1. 글로벌 주요 경제지표 발표 일정 (4/15 ~ 4/28)

날짜	국가	경제지표	단위	발표치	이전치	컨센서스
4/15	일본	2월 핵심기계수주	% MoM / % YoY	7.7 / -1.8	-1.7 / -10.9	-1.5 / -8.5
	유로존	2월 산업생산	% MoM / % YoY	0.8 / -6.4	-3.0 / -6.6	0.8 / -5.5
	미국	3월 소매판매	% MoM	0.7	0.9	0.4
	미국	4월 NAHB 주택시장지수	pt	51	51	51
4/16	중국	24년 1분기 GDP	% YoY	5.3	5.2	4.8
	중국	3월 소매판매 (이전치는 1~2월)	% YoY	3.1	5.5	4.8
	독일	4월 ZEW 경기기대지수	pt	42.9	31.7	35.5
	미국	3월 주택착공건수	만 건 (연환산)	132.1	154.9	148.5
4/17	일본	3월 수출	% YoY	7.3	7.8	7.0
	유로존	EU 특별정상회의 (~4/18)				
	글로벌	IMF/WB 세계경제전망 (~4/19)				
	미국	연준 베이지북 발간				
	미국	연준 보우만 이사 연설				
4/18	미국	3월 기존주택매매	백만 채 (연환산)	4.19	4.38	4.20
	미국	연준 보스틱 총재 연설				
4/19	일본	3월 CPI	% YoY	2.7	2.8	2.8
	인디아	총선 (~6/1)				
4/20	미국	5월 FOMC 전 블랙아웃 기간 (~5/2)				
4/22	한국	4월 1일~20일 수출	% YoY		11.2	
	중국	4월 대출우대금리 (LPR) 결정	% (1년물 / 5년물)		3.45 / 3.95	3.45 / 3.95
4/23	유로존	4월 HCOB 제조업 PMI			46.1	46.5
	유로존	독일 연방은행 총재 겸 ECB 나겔 위원 연설				
	미국	4월 S&P 글로벌 제조업 PMI			51.9	52.0
	미국	3월 신규주택매매	만 채 (연환산)		66.2	67.0
4/24	독일	4월 Ifo 경기기대지수			87.8	88.8
	미국	3월 내구재 수주	% MoM		1.3	2.5
	미국	SEC, 비트코인 ETF 옵션 승인 결정				
4/25	한국	1분기 GDP	% QoQ / % YoY		0.6 / 2.2	0.6 / 2.5
	독일	5월 Gfk 소비자 기대지수			-27.4	-26.0
	유로존	ECB 슈나벨 이사, 부이치치 위원 연설				
	미국	1분기 GDP	% QoQ 연율		3.4	2.5
4/26	일본	BoJ 통화정책회의 (4/25~)	%		0.0~0.1	0.0~0.1
	미국	3월 PCE 물가지수	% MoM / % YoY		0.3 / 2.5	0.3 / 2.6
4/27	중국	3월 공업기업이익	% YoY YTD		10.2	

자료: Bloomberg, KB증권 정리

주: 현지 시각 기준

그림 7. 미국 GDP, CPI 컨센서스 변화



자료: Bloomberg, KB증권

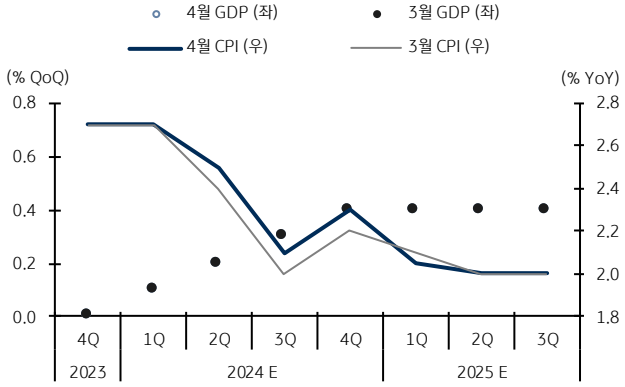
주: 4월은 4/19, 3월은 3/19 기준

그림 8. 한국 GDP, CPI 컨센서스 변화

자료: Bloomberg, KB증권

주: 4월은 4/19, 3월은 3/19 기준

그림 9. 유로존 GDP, CPI 컨센서스 변화



자료: Bloomberg, KB증권

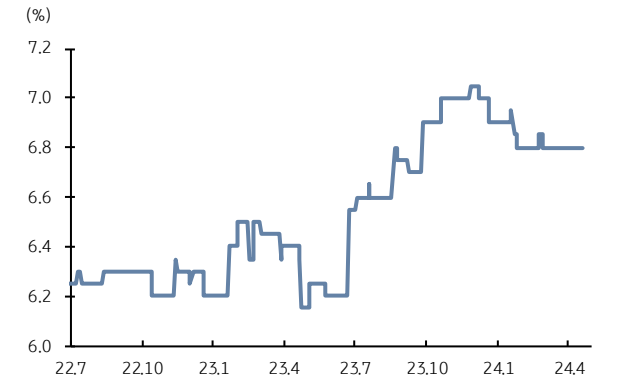
주: 4월은 4/19, 3월은 3/19 기준

그림 10. 일본 GDP, CPI 컨센서스 변화

자료: Bloomberg, KB증권

주: 4월은 4/19, 3월은 3/19 기준

그림 11. 글로벌 2024년 명목 성장률 컨센서스

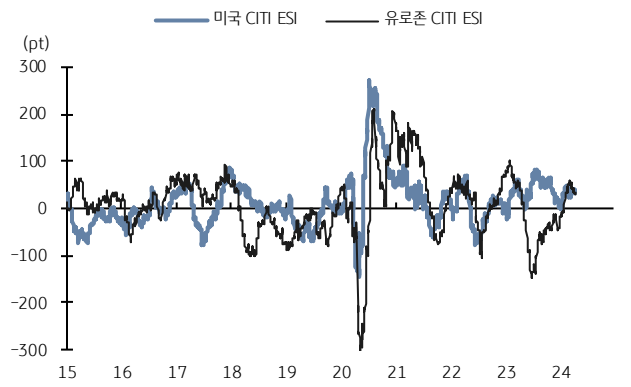


자료: Bloomberg, KB증권

그림 12. 주요국 2024년 명목 성장률 컨센서스

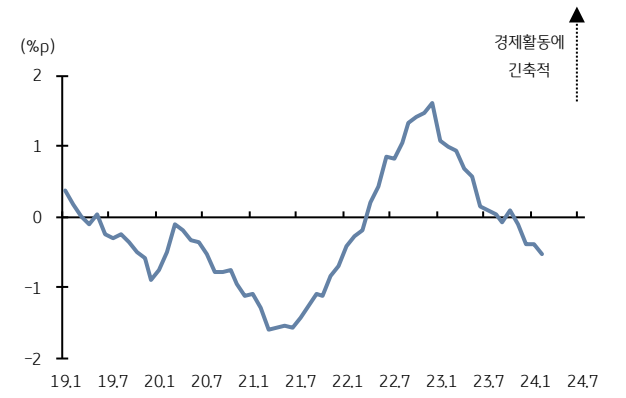
자료: Bloomberg, KB증권

그림 13. 미국, 유로존 경기서프라이즈 지수



자료: Bloomberg, Citi group, KB증권

그림 14. 미국 금융환경지수 (FCI-G)



자료: Bloomberg, FRB, KB증권

주: FCI-G는 Financial Conditions Impulse on Growth로, 직전 3개월 동안의 금융 환경 (연방기금금리 및 국채/회사채 금리, 주가지수 등) 변화가 향후 1년 GDP 성장에 미치는 영향을 보여줌

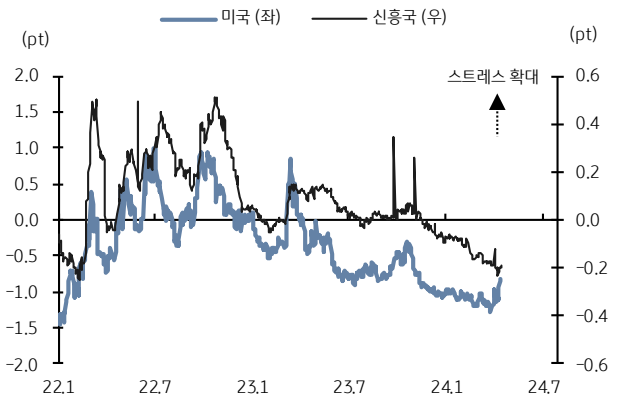
표 2. 주요국 정책금리 변동 및 현황

국가명	현재 정책 금리	직전 금리 결정 내용	직전 금리 결정일	다음 금리 결정 일정
미국	5.25~5.50	동결	3월 21일	5월 2일
유로존	4.50	동결	4월 11일	6월 6일
한국	3.50	동결	4월 12일	5월 23일
일본	0.00~0.10	인상	3월 19일	4월 26일
중국	3.45	동결	3월 20일	4월 22일
캐나다	5.00	동결	4월 10일	6월 5일
호주	4.35	동결	3월 19일	5월 7일
인디아	6.50	동결	4월 5일	6월 7일
브라질	10.75	50bp 인하	3월 21일	5월 9일

자료: Bloomberg, KB증권

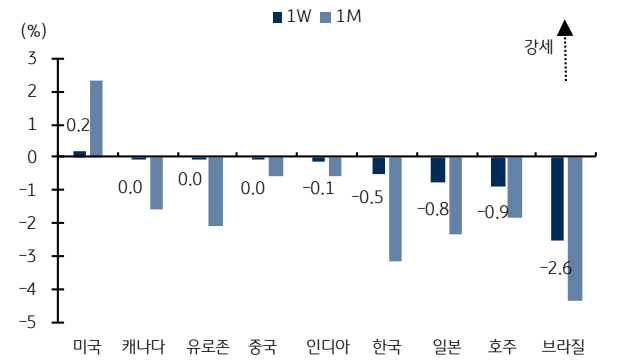
주: 유로존= ECB 재융자 금리, 일본= 정책금리잔고 적용 금리

그림 15. 금융 스트레스 지수 (OFR FSI)



자료: Bloomberg, OFR, KB증권

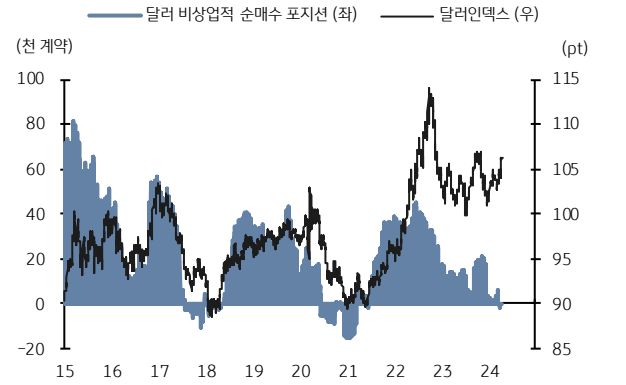
그림 16. 달러화 대비 주요국 통화가치 변화율



자료: Bloomberg, KB증권

주: 4/19 기준, 달러화 대비, 미국은 DXY지수를 이용

그림 17. 달러 비상업적 순매수 포지션과 달러지수



자료: Bloomberg, KB증권

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다.
이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.