제13권 24호
2023. 12. 11~2023. 12. 25

행복한 금융
하나금융그룹

하나금융 포커스

Bi-Weekly Hana Financial Focus

논단	일본은 '저온경제'를 탈출할 수 있을까
이슈분석	중국 부동산 위기, 통제 가능한가?
금융경영브리프	글로벌 부동산 투자시장 '흐림' 속 투자처 모색 UBS가 UHNW를 위한 하우스뱅크를 구축하는 방법
금융시장모니터	금 리 : 채권시장의 높아진 금리 인하 기대 외 환 : 이제는 상대적 격차에 주목해야 할 때
금융지표	국내 금융시장 해외 금융시장

하나은행
하나금융경영연구소

연구자는 사람,+ 고객은 사람++

세상을 바꾸기 전에 먼저 사람을 바꿔야 합니다.
현실에 기초한 진지한 연구를 통해
사회적 신뢰를 창조하는 것
하나금융경영연구소의 사명입니다.

집필진

편집

선임연구위원	장보형(jangbo)
연구위원	김영준(kimekono)
연구원	김종현(jh.kim_)

논단

한국외대 융합일본지역학부 교수	이창민

이슈분석

연구위원	강미정(ashleykang)

금융경영브리프

수석연구원	하서진(seojinha)
수석연구원	황선경(skhwang)

금융시장모니터

금 리 | 연구원	윤석진(sjyun826)
외 환 | 연구위원	오현희(hyunheeoh)

금융지표

연구원	진옥희(okheejin)

내용에 대한 문의나 건의사항은 담당연구원에게 연락해 주시기 바랍니다. (ID@hanafn.com)

하나은행
하나금융경영연구소

제13권 24호
2023. 12. 11~2023. 12. 25

행복한 금융 하나금융그룹

하나금융 포커스

Bi-Weekly Hana Financial Focus

01	논단	일본은 '저온경제'를 탈출할 수 있을까
04	이슈분석	중국 부동산 위기, 통제 가능한가?
08	금융경영브리프	글로벌 부동산 투자시장 '흐림' 속 투자처 모색 UBS가 UHNW를 위한 하우스뱅크를 구축하는 방법
12	금융시장모니터	금 리 : 채권시장의 높아진 금리 인하 기대 외 환 : 이제는 상대적 격차에 주목해야 할 때
16	금융지표	국내 금융시장 해외 금융시장

일본은 '저온경제'를 탈출할 수 있을까*

이 창 민 한국외국어대학교 융합일본지역학부 교수(changminlee@hufs.ac.kr)

지난 30년간 물가와 임금이 오르지 않았던 일본에서 최근 변화의 움직임이 관찰되기 시작했다. 소비자물가 상승률은 19개월 연속 목표치를 초과 달성했고, 임금 인상률 역시 30년 만에 가장 높은 수준을 기록했다. 그러나 일본은행은 완화적인 통화정책을 끝내고 금리를 정상화하는 시기에 대해 숙고를 거듭하고 있다. 인플레이션이라는 부작용을 감내하면서까지 본격적인 금리 인상을 미루는 이유는 섣부른 판단이 경기침체를 불러올 것을 두려워하기 때문이다. 만약 내년 춘투에서 올해에 버금가는 수준으로 임금이 인상되면, 일본은행은 완화적인 통화정책을 거두고 '저온경제' 탈출을 선언할 수 있을 것이다.

지난 30년간 물가와 임금이 얼어붙은 일본에서는 사람도, 물건도, 돈도 축소균형으로 수렴되어 왔다. 버블이 붕괴한 이후 기업들은 고객 이탈을 우려해 비용을 절감하는 방식으로 가격 인상을 회피했고, 소비자들은 기업들이 가격을 올리지 않는 것을 당연한 듯이 받아들였다. 가격을 인상하지 못한 기업들은 임금도 올리지 않았다. 기업의 인건비는 지난 30년간 거의 200조엔 안팎으로 제자리걸음을 했다. 물가와 임금이 움직이지 않는 '저온경제'는 지난 30년간 일본 사회에 뿌리내린 규범이었다.

'평범한 경제'로 돌아가고 있는 일본

그랬던 일본에서 최근 물가와 임금이 오르는 '평범한 경제'의 모습이 나타나기 시작했다. 애초에 일본은행이 목표로 내건 소비자물가 상승률 2%는 이미 2022년 4월(2.1%)에 달성됐고, 2023년 1월에는 상승률이 두 배(4.2%)로 뛰어올랐다. 일본에서 4%대의 소비자물가 상승률이 관찰된 것은 무려 41년 4개월 만이다. 가장 최근에 발표된 10월 소비자물가 상승률 역시 2.9%로 상승 기세가 약간 꺾이기는 했지만, 일본은행의 물가 목표는 19개월 연속 초과 달성되었다.

물가와 임금이 오르는 '평범한 경제'의 모습이 보이기 시작한 일본

하나둘 가격 인상에 나선 기업들은 정체된 임금구조도 손보기 시작했다. 2023년 춘투의 임금 인상률은 3.6%로 30년 만에 가장 높은 수준을 기록했다. 기시다 총리가 역점을 둔 최저임금 역시 4.5%나 상승하면서 처음으로 천

* 본고의 내용은 집필자 개인의견으로 하나금융경영연구소의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

엔을 넘어섰다. 다만 물가를 고려한 1인당 실질임금 상승률은 여전히 마이너스를 기록하고 있다. 30년 만의 높은 임금 인상률에도 불구하고, 마찬가지로 30년 만에 높은 인플레이션율이 임금 상승률을 능가하는 바람에 실질임금 상승률은 마이너스 상태를 벗어나지 못하고 있는 것이다.

일본은행이 고민하는 지점도 바로 이 부분이다. 비용이 아닌 임금과 수요가 견인하는 인플레이션이 확실히 정착된다면, 일본은행은 마이너스 금리를 해제하고 수익률곡선제어(YCC)도 폐지할 것이다. 일본은행이 정책 목표로 제시한 소비자물가 상승률 2%는 이미 달성됐고, GDP디플레이터, 단위당 노동비용, GDP갭 어느 것을 보더라도 디플레이션 탈출을 선언할 수 있는 환경은 충분히 무르익었다. 많은 전문가들은 일본은행이 당장이라도 완화적인 통화정책을 끝내고 금리를 정상화해야 한다고 말한다. 그렇지만 일본은행은 '평범한 경제'로 돌아가는 시기에 대해 숙고를 거듭하고 있다.

일본은행의 고민을 보여주는 YCC 조정

최근 1년간 발표된 세 차례의 YCC 조정은 사실상의 금리 인상을 용인하는 단계적 조치

최근 1년 사이에 발표된 세 차례의 YCC 조정을 보면 일본은행이 '평범한 경제'로 돌아가는 시점에 대해 얼마나 많이 고민하고 있는지 알 수 있다. 첫 번째는 2022년 12월에 발표된 'YCC 변동폭 수정'이었다. 일본은행은 '시장기능 저하와 금융환경에 미칠 악영향'을 막기 위해 장기금리의 변동 허용범위를 기존의 ±0.25%에서 '±0.5% 테이도(程度)'로 확대하였다. 2022년 9~10월에 걸쳐 일본 금융당국은 9.2조엔을 쏟아 부으면서 심리적 저항선인 1달러 150엔을 필사적으로 지켜냈는데, 미일 금리차로 인한 슈퍼엔저는 수입물가 상승을 통해 일본 국민의 생활고를 가중시켰고, 이는 기시다 정권에 부담으로 작용하였다. 결국, 일본은행은 엔저 추세를 꺾기 위해 YCC 변동폭을 0.25%에서 0.5%로 끌어올려 사실상의 금리 인상을 용인하였다.

그러나 미일 금리차로 인한 슈퍼엔저 상황과 이로 인한 물가상승 그리고 금리 상승의 압력은 쉽사리 해소되지 않았다. 그 결과, 2023년 7월 두 번째 YCC 조정이 발표되었다. 'YCC 운용의 유연화'라고 불리는 두 번째 조정의 핵심내용은 두 가지이다. 첫 번째는 YCC 변동폭을 '±0.5%테이도(程度)'에서 '±0.5%메도(目途)'로 바꾸고, 두 번째는 지정가 오퍼레이션 목표를 0.5%에서 1.0%로 끌어올리는 것이다. 여기서 테이도(程度)와 메도(目途)는 둘 다 목표를 뜻하는 말이지만, 일본은행은 테이도(程度)를 좀 더 엄격한 목표로, 메도(目途)는 좀 더 유연한 목표라는 뜻으로 사용하였다. 즉, '±0.5%테이

도(程度)'는 장기금리가 0.5%를 넘지 않도록 지정가 오퍼레이션(무제한 국채매입)을 실시하겠다는 뜻이고, '±0.5%메도(目途)'는 장기금리가 0.5%를 넘어가도 대응하지 않고 지켜보다가, 1.0%에 도달하면 지정가 오퍼레이션을 실시하겠다는 뜻이다.

세 번째 YCC조정은 2023년 10월에 발표한 'YCC 재유연화'이다. 이 조정의 핵심적인 내용은 YCC 변동폭을 '±0.5%메도'에서 '±1.0%메도'(目途)로 변경하고, 지정가 오퍼레이션은 상황에 맞게 실시하겠다는 것인데, 해석하면 장기금리 조절목표를 사실상 1.0%로 정하고, 장기금리가 그 이상 상승하더라도 지정가 오퍼레이션을 당장에 실시하지 않고 상황을 지켜보며 유연하게 대처하겠다는 것이다. 결과적으로, 11월 말 현재 일본의 10년 만기 국채수익률은 0.7~0.8% 정도에서 움직이고 있다. 아직까지는 일본은행의 목표 범위에서 장기금리가 조절되고 있는 것으로 보인다.

일본은행의 결단 시점은 2024년 춘투 이후

세 차례 YCC 조정은 일반인은 물론 전문가들도 정확히 그 의도를 파악하기 힘들 정도로 복잡하다. 단순히 생각하면 마이너스 금리를 해제하고 YCC를 철폐하면 될 일인데, 일본은행은 미세 조정을 통해 사실상 장기금리의 조절목표를 0%에서 1%로 끌어올렸다. 이렇듯 일본은행의 통화정책이 복잡해지는 이유는 시장이 이를 본격적인 금리 인상의 신호로 받아들일 경우 발생할 수 있는 부작용을 두려워하기 때문이다. 우에다 일본은행 총재는 마이너스 금리 해제와 YCC철폐 시기에 대해 '결단이 늦어짐으로 인해 발생하는 부작용보다 섣부른 결단이 가져오는 부작용이 훨씬 크다'라며 신중한 입장을 보였다. 여기서 '결단이 늦어짐으로 인해 발생하는 부작용'은 인플레이션이며, '섣부른 결단이 가져오는 부작용'은 경기침체와 실업이다.

일본은행이 완화적인 통화정책을 멈추고 금리 인상을 단행할지 여부는 2024년 춘투가 관건

일본은 지금 30년 불황터널 탈출의 마지막 구간에 들어섰다. 과거 섣부른 금리 인상으로 회생의 기회를 날려버린 기억이 있는 일본은행은 '금리 없는 세상'에서 '금리 있는 세상'으로의 신중한 이행을 추구하고 있다. 관건은 역시 임금인상이다. 실질임금이 회복되어야 소비가 살아나면서 경기침체에 빠지지 않고 금리가 있는 '평범한 경제'로 돌아갈 수 있다. 그런 의미에서 일본은행은 내년 봄을 주시하고 있다. 만약 내년 춘투에서 올해에 버금가는 임금인상이 단행된다면, 일본은행은 완화적인 통화정책을 멈추고 드디어 '저온경제' 탈출을 선언할 수 있을 것이다.

중국 부동산 위기, 통제 가능한가?

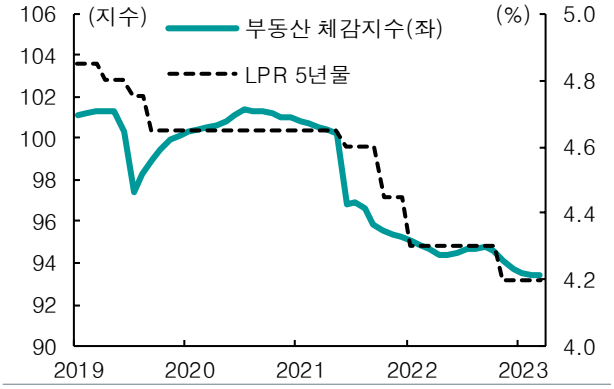
강 미 정 연구위원

최근 중국 부동산 시장은 부양책에도 불구하고 부진이 심화되고 있다. 주택 판매 위축에 따른 자금 압박 등으로 부동산 개발업체들의 디폴트 우려가 진정되지 않고 있으며, 상호 연계성이 높은 그림자금융 위험까지 재부각되고 있다. 정부는 수요뿐만 아니라 개발업체들의 자금난 해소를 위해 공급 측에서의 지원을 강화하고 있다. 다만 정부의 권고에도 은행들이 민영 개발업체에 대한 자금 지원에 소극적일 수 있으며, 정책 수혜가 일부 국유 및 우량기업 등에 국한될 우려도 존재한다.

■ 중국 부동산 시장은 정부의 부양 정책 전환 및 규제 완화에도 불구 부진이 심화

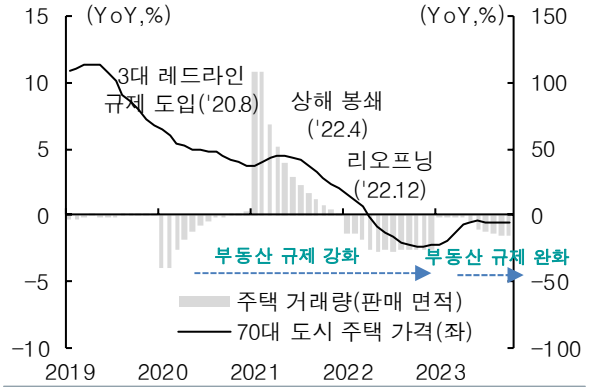
- 올해 상반기 부동산發 위기 확산 우려가 고조되면서 정부는 7월 정치국 회의를 기점으로 부양으로 정책 기조를 전환하고 시장 연착륙 노력을 본격화
  - 계약금 비율 하향 조정 및 주택대출 한도 상향, 주택구매 자격 완화 등 수요 촉진 정책을 적극 추진하는 한편 북경, 상해 등 1선 도시에서도 규제 완화 조치 시행
- 정부의 부동산 안정화 노력에도 불구하고 부동산 투자 위축이 심화되고 있으며, 주택 판매 및 가격 상승률도 둔화세가 지속되는 등 시장 침체가 장기화
  - 부동산 투자의 경우 9월에 9.1% 감소한데 이어 10월에도 9.3%로 크게 위축
- 최근 중국 경제는 소비 및 생산 등을 중심으로 개선 흐름이 이어지고 있으나, 부동산 시장 부진으로 PMI가 2개월 연속 50을 하회하는 등 회복세는 미약

■ 부동산 체감지수 및 LPR 추이



자료 : CEIC

■ 중국 주택 가격 및 거래량 추이



주 : 3대 레드라인(1.선급금 제외 자산부채 비율 70% 미만, 2.순부채비율 100% 미만, 3.현금비율 100% 이상)도입, 위반 개수에 따라 부동산 개발업체들의 신규 차입 제한
자료 : CEIC, Bloomberg

■ 주택 판매 위축에 따른 자금 압박 등으로 부동산 개발업체들의 도산 위기도 지속

- 주택판매 위축세가 이어지는 가운데 부동산 개발업체들의 실적도 크게 악화되고 있으며, 거래 부진에 따른 자금회수 지연 등으로 채무 상환 여력이 크게 저하
  - 달러채 발행 상위 50개 민영 개발업체 중 34개가 이미 역외 채무를 연체한 상황이며, 나머지 업체들도 향후 6개월 동안 80억 달러 이상의 채무 상환 압력에 직면|1|

- 이미 한 차례 디폴트 위기를 모면한 부동산 개발업체 비구이위안의 경우 지난 10월 달러채에 대한 이자 지급에 결국 실패하며 채무 불이행을 공식 선언
  - 中 최대 민영 부동산 개발업체 중 하나인 비구이위안은 지난 9/17일 만기 도래한 채권 이자(1,540만 달러)를 지급하지 못하였으며, 유예기간까지도 상환에 실패

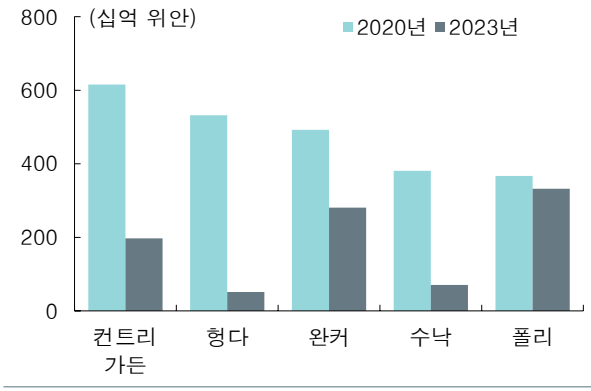
- 더욱이 회사 측이 부동산 시장 침체에 따른 매매 압력으로 역외 채무 상환이 어려울 것 같다는 입장을 밝히면서 향후 만기도래 채권 이자 상환도 불투명
  - 비구이위안의 전체 역외 채무는 93억 달러이며, 4분기에 지급해야하는 채권 이자만 약 1.2억 달러에 달함(달러채 만기 도래액: '24년 15억 달러, '25년 26억 달러)
  - '23년 9월 매출액이 전년대비 81%나 감소하는 등 단기적으로 주택판매 호전에 따른 자금난 해소를 기대하기 어려운 상황에서 채무 불이행 위험 증대

■ 은행들의 민영기업 대출 기피 현상 속 부동산 개발업체들의 자금난은 더욱 악화

- 은행들이 리스크 관리 기조 하에 민영 부동산 개발업체 대출을 여전히 기피함에 따라 실질적으로 정부가 은행을 통해 제공한 저금리의 자금조달이 제약
  - '23년 상반기 기준 정책 당국의 3대 레드라인을 위반한 부동산 개발업체 비중은 35%로 이들은 모두 은행에서의 신규 차입이 제한

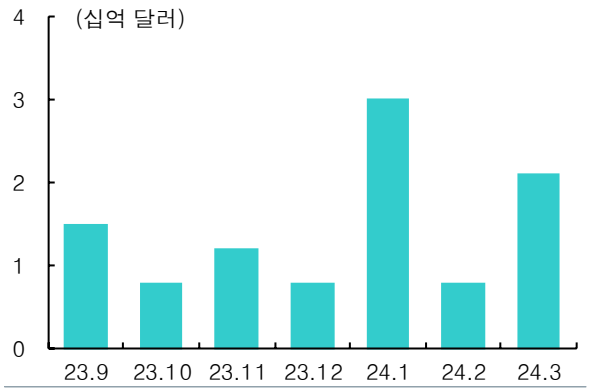
- 개발업체들의 자금조달 수단 중 가장 큰 비중을 차지하는 선지급금(downpayment)

■ 주요 부동산 개발업체 판매액



주 : 2020년 판매액 상위 5개 회사, 1~9월 기준
자료 : China real estate information corp. Financial Times

■ 디폴트 상태가 아닌 민영 개발업체들의 만기 도래액



주 : 9/1일 기준, 역내 및 역외 채권 이자 및 원금 포함
자료 : Bloomberg

|1| "Debt Crisis Threatens to Engulf China's Surviving Developers", Bloomberg, 2023.9.5

및 자기조달(self-raised)뿐만 아니라 은행 대출도 감소하는 등 자금난 지속[2]

- 부동산 개발업체들의 개발 자금 중 선지급금 비중이 34%로 가장 높고, 채권 및 주식 등 자기조달과 은행 대출은 각각 32%와 12% 수준('23.10월 기준)

■ 부동산 시장 침체로 관련 익스포저가 높은 그림자금융 리스크 우려 재부각

- 中 최대 자산관리회사인 중즈(中植)그룹의 유동성 위기가 제기되면서 부동산을 포함해 고위험 산업에 대한 익스포저가 높은 그림자금융[3] 위험이 부각
  - 중즈 산하 중룽신탁의 만기 상품 지급 연기 등 지급불능 사태가 잇달아 발생한 가운데 최근 서한에서 주식·채권에 투자한 자산 처분 및 회수가 불가능함을 인정
  - 중즈의 총자산이 2천억 위안인 반면 부채 원리금은 4천억 위안 이상으로 추정

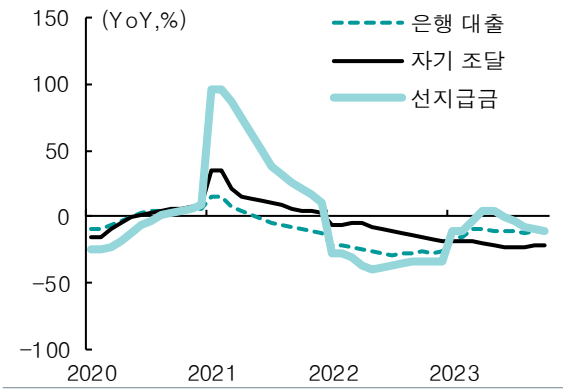
- 그동안 민영 부동산 개발업체들은 은행 차입 이외에 그림자금융을 통한 차입을 확대해 왔으며, 신탁회사 등도 이들에 대한 고금리 대출에 주력
  - 중국 신탁회사 55개('22년도 재무제표) 중 14개에서 부실 및 요주의 자산이 총자산의 1/3이 넘는 것으로 보고되는 등 신탁 업계의 부실 확산 우려 고조

- 그림자금융을 통한 부채는 명확한 규모 및 자금흐름 파악이 어려워 디폴트 발생 시 숨어있는 부채가 드러나면서 시장 불안을 가중시킬 소지

■ 정부의 부동산 위기 완화를 위한 정책 지원이 보다 구체화되는 가운데 수요뿐만 아니라 공급 측면에서의 안정을 강조

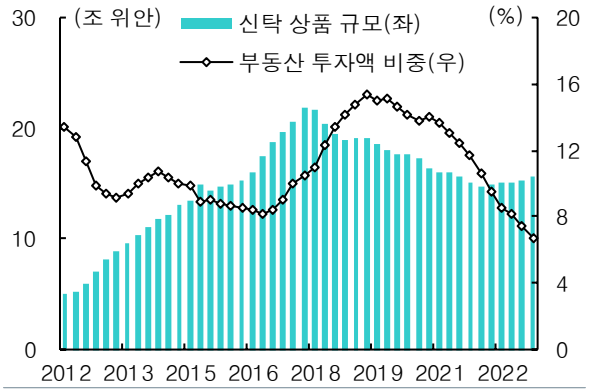
- 최근 중국 금융당국은 주요 은행들에게 부동산 대출을 최소 전체 은행업 평균 이상으로 확대하고, 특히 민영 부동산 개발업체 대출에 집중할 것을 요구

■ 부동산 개발업체 자금난 지속



자료 : China real estate information corp. Financial Times

■ 중국 신탁 상품 규모 및 부동산 투자 비중



자료 : 신탁업 협회, CEIC

[2] 중국은 부동산 개발업체인 시행사가 착공 이전에 수분양자에게 주택 매입 자금을 100% 수취하는 선분양 구조

[3] 중국 그림자금융은 은행의 부외활동(off-balance sheet)을 통해 창출되는 신용과 비금융기관(신탁회사, 민간대출 등)을 통해 창출되는 신용 등을 포함하며, 자산관리상품(Wealth management product)이 대표적인 형태

- 우량기업을 중심으로 국유 및 민영 부동산 개발업체 50개를 포함한 화이트 리스트도 마련 중으로 이들을 대상으로 자금조달 지원 등 다양한 정책 혜택을 제공할 예정
  - 디폴트가 발생한 비구이위안, 위안양 등을 포함 국유 및 민영 개발업체들이 추가
  - 화이트 리스트 기업들에게 대출 및 주식/채권을 활용한 자금조달 지원 예상

- 한편, 당국은 부동산 개발업체들의 유동성 지원을 위해 은행들의 무담보 대출을 허용하는 방안을 검토 중으로 부실 대출이 발생해도 은행의 책임을 면제
  - 개발업체들의 부채 상환을 위한 자금난 해소 및 주택 완공 여력 확보 등을 기대

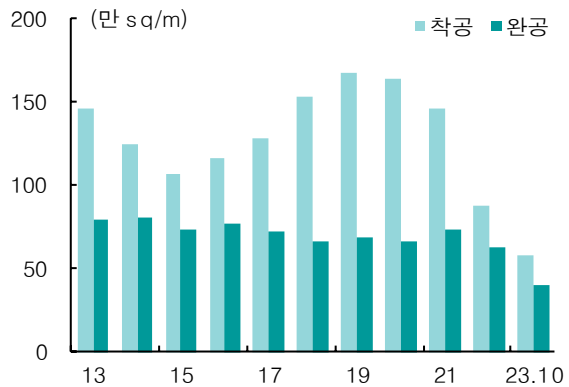
■ 정부의 부동산 정책 수혜가 일부 국유/우량기업에 국한될 우려가 존재하며, 이로 인해 시장 전반의 신뢰 회복으로 이어질 수 있을지는 미지수

- 정부가 기존에 고수한 脫부동산 정책을 전환함에 따라 체계성 결여 등으로 실행 단계에서 잡음 발생이 불가피하며, 실효성에 대한 의구심도 존재
  - 구조조정과 부동산 시장 안정 사이에서의 딜레마가 지속되면서 정책 신뢰도 저하

- 국유은행을 중심으로 개발업체 자금 지원 움직임이 본격화되고 있으나, 정부의 융자차별 개선 요구에도 불구 여전히 은행들이 민영 기업 대출에 소극적일 가능성
  - 은행들은 부동산 시장 지원과 함께 수익성 및 건전성 등도 관리해야 하는 상황

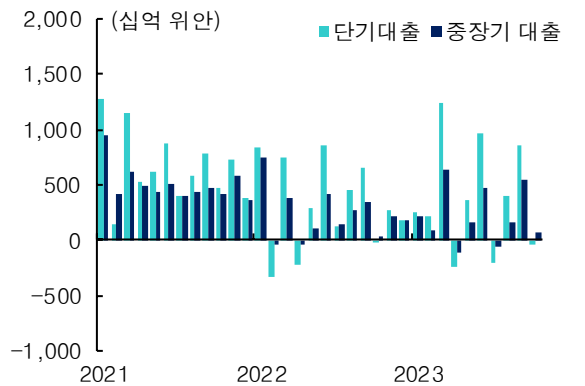
- 더욱이 부동산 연착륙을 위한 정책 지원이 국유기업 및 일부 우량기업에 집중될 경우 유동성 위기에 직면한 민영 개발업체들의 위험이 지속될 것으로 예상
  - 비구이위안 등 지방도시 기반의 개발업체보다 상대적으로 위험이 낮은 1,2선의 대도시 부동산 개발업체들을 중심으로 대출을 제공할 우려
  - 부동산 프로젝트 부실은 가계 투자 심리 및 수요 회복을 지연시키고, 이는 다시 주택가격 하락과 거래 부진, 개발업체의 부실로 이어지는 악순환을 심화

■ 중국 주택 착공 및 완공 면적 추이



자료 : CEIC

■ 가계의 중장기 신규 대출 추이



자료 : CEIC

글로벌 부동산 투자시장 '흐림' 속 투자처 모색

하 서 진 수석연구원

2024년 글로벌 부동산 투자시장의 주요 테마는 투자여건 악화, 투자자 간 협력 구축, ESG 규제 반영 확대이며 지역별 투자유망 섹터를 고려한 선제적 투자기회 모색이 필요하다. 금융비용 및 공사비 상승, 경기 재침체 우려가 공통적인 위협요인으로 부각되는 가운데 ESG 규제를 반영하지 못한 자산에 대해 ESG 규제를 반영하도록 재개발하는 방안이 주목된다. 국내 투자시장도 ESG 규제 강화 및 공시 의무화에 대비해 ESG 규제 대응방안을 구체화할 필요성이 증대된다.

■ 2024년 글로벌 부동산 투자 테마는 투자여건 악화, 투자자 간 협력, ESG 규제 반영|1|

- 고금리 여건에서도 부동산은 포트폴리오 다각화를 통해 투자 수익을 제공하나 자금 조달비용 상승, 자금 상환 압력 등으로 투자자들의 투자여건은 악화
- 산업 및 물류섹터의 거래량이 증가했으나 공급과잉 우려가 있어 투자자들은 저온창고, 데이터센터 등 하위 부문으로 이동, 투자자간 협력으로 투자기회 모색
- 특히 유럽을 중심으로 ESG 규제가 강화되고 있으며 투자 의사결정에 ESG가 주요 전략요소로 받아들여지는 범위가 확대
  - 투자자의 자금 구성, 처분, 인수 중 투자자산의 환경적 성과를 고려하는 비중이 '22년 10%에서 '24년 25%로 상승

■ 투자 유망섹터는 지역에 따라 다양하며 투자자 간 협력 등으로 투자기회 포착 필요

- (APAC) 호주의 준공 후 임대(Built to Rent) 사업과 같이 국가 간 협력을 통한 투자기회 창출, 인도 데이터센터와 한국 오피스 등 성장하는 시장에 투자처 탐색
- (EMEA) ESG 규제 강화를 반영한 오피스 재개발, 라스트마일·경공업·제조·저온 등 특화된 물류센터 집중, 주거 부문 전반에 걸친 플랫폼 개발 등 주목
- (미국) 게이트웨이 도시를 중심으로 오피스 또는 저평가 자산 개발, 주요 유통 거점 및 성장하는 항구 중심으로 산업 및 물류 투자 부상
- (캐나다) 임대료 규제가 적은 멀티패밀리, 앨버타 등 그동안 저평가된 시장, 여행 증가에 대응한 호텔 개발, 식료품 보관소 등의 소매 자산에 주목

|1| "2024 Global Investor Outlook", Colliers, 2023.11.28

■ 다만, 지역별 위협요인 등은 유사하며 ESG 규제 강화에 따른 반영이 향후 과제

- 투자 시 위협요인으로 금융비용 및 공사비 상승, 경기 재침체 우려가 공통적으로 부각되었으며 각 지역의 특성, 부각되는 신규 유형 등에서 차이 존재
  - (APAC) 물가 상승 및 금리 전망 불확실성, 건설 및 운영비용 상승 지속
  - (EMEA) 금리 불확실성으로 인한 가격조정 지연, 차환 비용 증대로 인한 자금 유동성 저하, 지정학적 이슈로 인한 의사결정 난관
  - (미국) 경기 재침체 우려, 라이프사이언스 오피스(바이오 산업 관련 기업에 특화된 오피스) 등 신규 유형에 대응
  - (캐나다) 금리 재인상 가능성, 가계부채 부담, 주거용 자산 규제 강화

- ESG 규제를 준수하지 않거나 노후화된 자산을 ESG 규제 강화에 대비한 자산으로 재개발해 자산의 가치 상승을 노릴 수 있는 방안이 향후 과제로서 주목
  - ESG 규제 강화로 ESG 미준수 자산의 가치가 하락해 ESG 규제 준수 필요성 증대

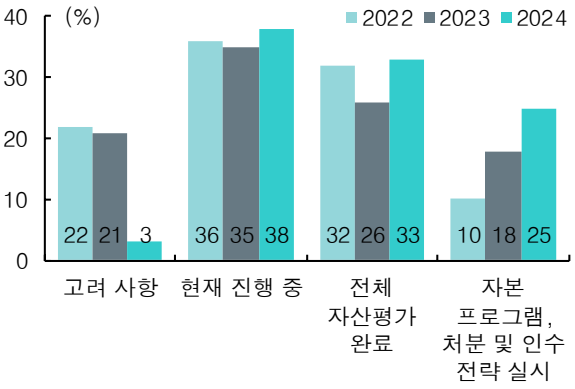
■ 우리나라에서도 부동산 투자 시 ESG 규제 강화를 반영하고 적극적으로 대응할 필요

- '26년 이후 ESG 공시 표준화 방안(ISSB)에 따라 ESG 활동이 공시 의무화되기에 향후 부동산 투자 결정시 ESG 규제 준수는 반드시 고려해야 하는 사항

- 하지만 우리나라에서는 구체적인 공시기준 불명확, ESG 공시내용 수집 난관 등으로 ESG 규제 대응에 난항 예상

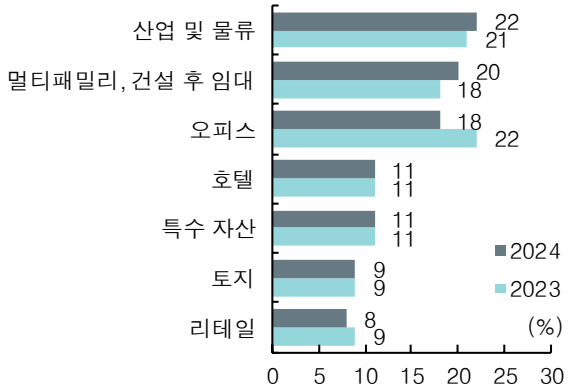
- 특히, ESG 공시 단계 중 scope 3(기업의 간접 배출)에 기업의 투자자산에서 발생하는 온실가스 배출량이 포함되기에 선제적 대응 필요

■ 투자 자산의 환경적 성과 반영 비중



자료 : Colliers

■ 향후 3년간 ESG 준수 시 예상되는 자산 가치 프리미엄



자료 : Colliers

UBS가 UHNW를 위한 하우스뱅크를 구축하는 방법

황 선 경 수석연구원

UBS는 아시아 전역에서 가문의 자산 관리가 필요한 UHNW|1|를 대상으로 하우스뱅크化 전략을 전개하고 있다. 4개 사업부문 공동으로 '글로벌 가족 및 기관 자산'(GFIW) 유닛을 구성해 고객의 다양한 니즈에 민첩하게 대응한다. 자산관리 외에도 UBS 옵티머스 재단을 통한 자선활동 연계로 가문의 가치를 고취시키고 영향력을 극대화 할 수 있도록 하고 있다. 향후 자산 승계를 포함해 가문의 원활한 자산관리 수행을 위해서는 가족 구성원간 갈등 관리가 중요하다.

■ UBS, 아시아 전역에서 승계 계획이 필요한 UHNW의 하우스뱅크가 되기 위한 움직임|2|

- 아태지역 패밀리오피스들은 세대 간 부의 이전을 지원하는 것을 주된 목적으로 하고 있지만 대부분 아직 가족 구성원에 대한 승계 계획을 마련하지 못한 상태
  - Cerulli Associates에 따르면 전 세계적으로 베이비붐 세대 은퇴와 함께 자녀에 대한 상속/증여가 증가하면서 향후 20년 동안 역사상 가장 큰 부의 이전이 일어날 전망
- UBS는 별도의 조직을 구성하여 가문의 부를 전문적으로 관리할 수 있는 체계를 마련하고 강력한 가족 거버넌스 시스템을 구축할 수 있는 프레임워크를 제공
  - 자산 이전 과정에서 일반적으로 직면하는 세대 간 갈등을 관리하기 위한 총체적인 가족 전략으로 가문의 지속가능한 자산관리와 더불어 가족 간 유대와 화합을 도모

■ GFIW 유닛 구성으로 UBS의 전체 역량을 활용하여 최상위 고객의 다양한 니즈를 충족

- 지난해 글로벌 패밀리오피스, 글로벌 대출 유닛, 프라임 브로커리지 등을 통합하여 글로벌 가족 및 기관 자산(Global Family and Institutional Wealth)유닛을 구성
  - GFIW는 UBS 글로벌 패밀리오피스의 진화된 형태로 UBS의 4개 사업부문(글로벌 자산관리, 개인 및 기업금융, 자산관리, 투자은행)간 협력을 기반으로 하는 다기능팀
- 고객은 GFIW를 통해 다양한 비즈니스 영역에서 UBS의 전체 역량을 활용 가능
  - 고객 대부분이 기업가로 비즈니스의 성장과 부(富) 창출에 초점을 두고 있음
  - UBS는 장기적으로 UHNW의 주거래 은행이 되기를 기대하며 차별화된 경험을 제공

|1| Ultra-High-Net-Worth의 약자로, 국내에서는 대체로 총 자산 300억 원 이상을 보유한 초고액자산가를 의미

|2| "How UBS is building a 'house bank' to protect family wealth across Asia", SCMP, 2023.11.28

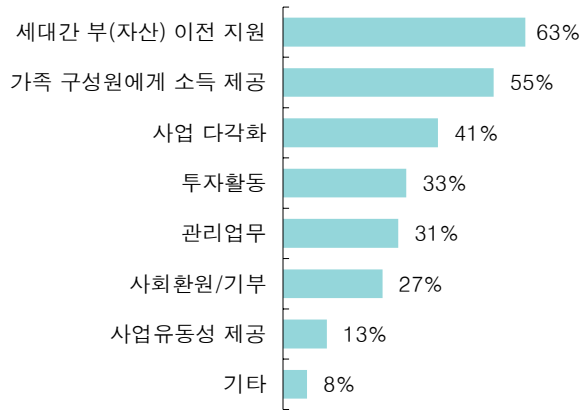
■ 자산관리를 넘어 UBS 옵티머스 재단을 통한 자선 활동 추진으로 가문의 영향력 확산

- UBS 옵티머스 재단은 전 세계 130명의 전문가로 구성된 은행 내부 팀으로 어린이, 건강, 교육, 보호, 환경 등의 분야에 중점
- UBS는 가문의 부를 관리하는 것뿐만 아니라 옵티머스 재단을 통한 자선 활동 연계로 가문의 가치를 높이고 영향력을 극대화
  - UHNW는 이미 자체 재단이나 기부 채널을 갖고 있음에도 불구하고 UBS와의 파트너십을 통해 자선 활동을 함으로써 영향력을 극대화 하고자 함
  - UBS는 가문의 부정적 요소를 최소화하고 자산규모에 따른 영향을 최대화하도록 조력
  - 가족이 함께 자선 활동에 참여하여 가문의 가치를 고취할 뿐만 아니라 가족 간 유대 강화에 도움이 되는 것으로 평가
- 2022년 한 해 재단은 UBS의 매칭 기부금을 포함하여 2억 7,400만 달러의 자선 자본을 모금하여 전 세계 590만 명의 삶에 긍정적인 영향

■ 향후 패밀리오피스는 자산 승계 계획의 원활한 수행을 위한 세대 간 갈등 해소 노력 필요

- 패밀리오피스 고객은 일반적으로 자산 승계 과정에서 가족 구성원들간 이해관계가 엇갈리고 이견이 발생하며 갈등 상황에 직면
- UBS는 거버넌스 프레임워크 구축, 참여 원칙 공식화 및 차세대 참여 등의 영역에서 고객에게 자문함으로써 가문의 화합과 결속을 유지하고 분쟁을 최소화
- 미래세대의 니즈에 중점을 두고 이벤트 개최와 커뮤니티 구축으로 자선 활동, 예술, 기술 등의 분야에서 같은 생각을 가진 고객들을 연결하여 Lock-in 유도
  - 글로벌 자선 포럼, 국제 아트페어(Art Basel)와 같은 이벤트를 통해 유사한 가치관을 가진 고객들간 네트워크를 형성할 수 있도록 소개

■ 패밀리오피스의 주요 목적



자료 : Global Family Office Report 2023 (UBS)

■ UBS 옵티머스 재단 프로젝트

자료 : UBS 옵티머스 재단 홈페이지

금리: 채권시장의 높아진 금리 인하 기대

윤 석 진 연구원

글로벌 금리는 美 연준의 경기·물가 평가 전환 속 고용시장 과열 완화 조짐에 급락세를 이어갔다. 국내 금리는 금통위의 긴축 장기화 전망 강화에도 11월 물가지표 반락·대외금리 하락세 동조화로 하락했다. 11월 금통위는 7회 연속 기준금리 동결했으며, 내년 성장률 전망치를 낮추고 물가 전망치를 상향한 가운데 통방문 내 긴축 기조 장기화 표현을 강화했다. 11월 이후 국내외 채권시장의 높아진 금리 인하 기대를 감안할 때, FOMC 전후로 최근의 낙폭을 되돌릴 가능성에 유의할 필요가 있다.

■ 글로벌 금리는 美 연준의 경기·물가 평가 전환 속 고용시장 과열 완화 조짐에 급락

- 美 ISM제조업지수가 예상치를 하회하며 위축 국면을 이어간 가운데, 연준 베이지북은 전반적인 경제활동이 둔화 중임을 명시하며 경기·물가에 대한 평가 전환
  - 美 ISM 제조업PMI : 8월 9월 49.0 → 10월 46.7 → 11월 46.7 (예상 47.8)
- 근원PCE물가 또한 전월 대비 둔화(9월 3.7% → 10월 3.5%)되었으며, 이어 발표된 美 구인건수 및 민간고용지표도 예상치를 하회하며 노동시장 수급 완화를 시사
  - 美 JOLTs 구인공고수(만 건) : 8월 961 → 9월 935 → 10월 873 (예상 930)
- 아울러 주요 연준 인사(파월, 월러)들의 발언이 비둘기파적으로 해석됨에 따라 美 금리는 FOMC의 정책금리 인하에 대한 기대를 강하게 반영하며 급락세 시현
  - 미 국채 2/10년물 금리(%) : 11.24일 4.96/4.47 → 12.1일 4.65/4.20 → 7일 4.59/4.16

■ 국내 금리는 금통위 긴축 장기화 시사에도 11월 물가지표 반락·대외금리 동조화로 하락

- 금통위는 7회 연속 기준금리를 동결했으며, 내년 성장률 전망치를 낮추고 물가 전망치를 상향한 가운데 통방문 내 긴축 장기화 표현을 강화한 점 등이 부각
  - 총재는 금통위 내 최종금리 의견 변화 및 디스인플레이션 추세가 유효함을 언급
- 8월 이후 반등세를 이어가던 국내 소비자물가 상승률은 최근 국제유가 하락과 농축수산물 가격 상승폭 축소 등으로 11월 3.3%를 기록하며 재차 둔화된 모습
  - 韓 CPI/근원CPI(%, YoY): 8월 3.4/3.3 → 9월 3.7/3.3 → 10월 3.8/3.2 → 11월 3.3/3.0
- 국고채 금리는 금통위의 긴축 기조 장기화 전망 강화 및 내년 물가상승률 상향조정에도 불구, 국내 물가지표 반락과 대외금리와의 동조화 등에 힘입어 하락세 지속
  - 국고 3/10년 금리(%): 11.24일 3.68/3.78 → 12.1일 3.59/3.70 → 8일 오전 3.51/3.59

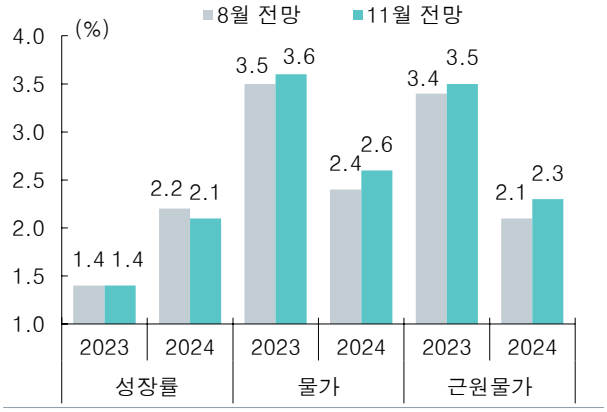
■ 금통위, 7회 연속 기준금리 동결하며 통방문 내 긴축 기조 장기화 전망 강화

- 11월 금통위는 물가상승률 둔화 흐름이 재개될 것으로 전망되는 가운데 대외 불확실성 및 가계부채 증가세를 감안해 기준금리 동결(3.50%, 만장일치)
- 금년 경제성장률은 수출 개선에 힘입어 기존 전망(1.4%)에 부합할 것으로 예상, 내년 성장률은 내수 소비 약화로 종전 대비 0.1%p 하향한 2.1%로 전망
  - 물가의 경우 높아진 비용압력을 반영해 금년·내년 전망치 각각 0.1%p, 0.2%p 상향
- 통방문에서는 향후 정책 방향에 대해 '긴축 기조를 상당기간 지속'한다는 문구를 '충분히 장기간 지속'으로 수정하며 통화긴축 장기화에 대한 전망을 강화
  - 총재는 금통위 내 최종금리 의견 분포가 4명(추가 인상 가능)과 2명(인상 불필요)임을 밝히고, 지난번 인하 가능성을 언급했던 위원(1명)이 의견을 철회했음을 전달
- 韓 수출 경기 회복세 및 가계부채 리스크의 중장기적 관리 필요성, 한은의 '24년 물가 전망치 상향조정(+0.2%p) 등을 감안할 때, 금통위의 통화정책 전환은 연준 정책금리 인하에 후행하여 '24년 하반기 이후 가시화될 전망

■ 채권시장의 높아진 금리 인하 기대를 감안해 FOMC 전후의 시장 변동성 확대에 유의

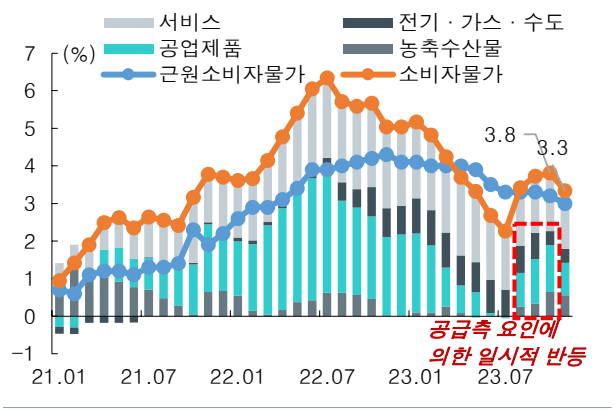
- 연준 베이지북의 경기 판단 하향 등을 고려 시, 12월 FOMC는 경기·물가 전망치의 하향조정과 점도표 하향 등을 통해 이전에 비해 비둘기파적 태도를 나타낼 전망
- 단, 채권시장의 금리 인하 기대가 단기간에 과도하게 확대된 점을 감안할 때 12월 FOMC의 정책 스탠스 변화·점도표 수정 폭 등이 시장 기대에 다소 못 미치며 최근의 금리 낙폭을 일부 되돌릴 가능성 염두할 필요
- 국내 시장금리는 한은의 긴축 기조 장기화 시사로 당분간 기준금리 레벨(3.50%) 이하에서는 추가 낙폭이 제한적일 것으로 예상
  - 韓 국고채 3년, 10년 금리는 각각 3.40~3.60%, 3.45~3.65% 범위로 전망

■ 한국은행 수정 경제전망



자료 : 한국은행

■ 韓 소비자물가상승률 및 품목별 기여도



자료 : 통계청

외환: 이제는 상대적 격차에 주목해야 할 때

진 옥 희 연구원

당초 원/달러 환율은 美 조기 금리인하 기대, 中 당국의 경기부양 의지와 韓 수출 회복세가 맞물리며 1,300원을 하회하는 흐름을 보였다. 그러나 위안화 약세 전환 속에 상단을 높였고, ECB 인사들의 완화적 발언으로 미국과 유로존 간의 통화정책 차별화 가능성이 대두되자 1,320원 대에 재진입하였다. 원화는 中 위안화 방어 노력 등에도 연준의 매파적 입장 재개 및 이와 대조적인 유로존의 선제적 금리인하 시사 가능성 등을 주시하며 달러화 강세 속에 당분간 불안한 흐름을 이어갈 전망이다.

■ [원/달러 환율] 수출 회복에도 달러화 강세와 위안화 약세가 맞물리며 1,320원 대 재진입

- 원/달러 환율은 美 조기 금리인하 기대와 위안화 강세, 국내 수출 회복에 의한 수급여건 개선 등에 힘입어 낙폭을 확대하며 한때 1,280원대 진입
  - Fed 윌러이사는 물가가 목표수준으로 복귀(5개월) 시 금리인하가 가능할 것이라 발언
  - 韓 반도체/총수출(YoY): 10월 -3.1/5.1% → 11월 12.9/7.8%(반도체 16개월 만에 흑자)
- 그러나 이후 美 11월 민간고용(ADP) 둔화가 오히려 위험회피 심리를 자극한 가운데 中 지표 부진에 따른 위안화 약세가 맞물리며 환율은 1,330원 선을 위협

■ [국제 환율] 달러화는 美 디스인플레와 경기둔화 우려 점증에도 유로화 약세 속에 반등

- 달러화는 美 물가·경기둔화 속에 금리인하 기대가 점증하며 하락했으나, 일부 연준 인사들의 경계성 발언과 유로화의 가파른 약세로 반등하며 강세 시현
  - 美 PCE/Core PCE(YoY): 9월 3.4/3.7% → 10월 3.0/3.5%(예상 3.1/3.5%)
  - 윌리엄스와 데일리 총재는 제약적인 정책을 상당기간 유지할 필요가 있음을 피력
- 유로화는 獨 예산안 위헌 판결에 따른 獨 금리상승으로 상단을 높였으나, 유로존 물가둔화와 경기부진 우려, ECB 인사들의 완화적 발언 등이 맞물리며 반락
  - 유로존 CPI/Core CPI(YoY): 9월 2.9/4.2 → 10월 2.4/3.6%(예상 2.7/3.9%)
  - 슈나벨 위원은 ECB의 금리인상 종료를, 드갈로 위원은 24년 금리인하 가능성을 시사
- 엔화는 10월 근원 물가상승률의 예상치 하회에도 불구하고 美-日 금리차 축소와 통화정책 정상화를 시사한 BOJ 총재의 발언 등으로 강세(140엔대 초반 진입)
- 위안화는 인민은행 총재의 경기 부양 의지 등에 힘입어 강세를 보였으나 제조업 PMI 부진과 무디스의 中 신용등급 전망(부정적) 하향 조정에 약세 전환

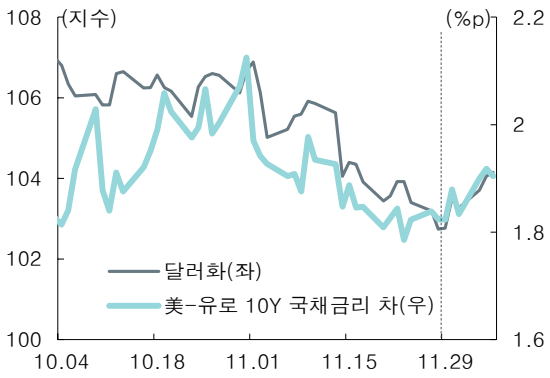
■ 미국과 유로존의 경기·정책 간의 상대적 격차는 달러화 강세를 지지할 것으로 판단

- (경기상황) 고금리 여파 속에 미국과 유로존의 경기부진이 이어지고 있으나 역내 주요국인 獨과 佛의 3Q 역성장 등 유로존의 상황이 미국보다 부진하다는 평가
  - OECD GDP 전망(6→11월, '23/'24년, %): 美(2.2→2.4/1.3→1.5), Euro(0.6→0.6/1.1→0.9)
  - OECD 물가 전망(6→11월, '23/'24년, %): 美(3.9→3.9/2.6→2.8), Euro(5.8→5.5/3.2→2.9)|1|
- (통화정책) 추가 긴축 가능성을 열어둔 연준 위원과 달리 24년 금리인하 가능성을 내비친 ECB 위원의 발언은 유로존의 피벗이 선제적일 것이라는 기대를 야기
  - Goldman Sachs 인하 시점 전망변화(9→11월): Fed('24.4Q 유지), ECB('24.3Q→2Q)
- 유로존의 상대적으로 부진한 경기와 디스인플레 기조 속에 ECB와 연준 간의 통화정책 차별화는 유로화 약세로 연계되는 한편, 달러화 강세를 지지할 전망
  - 단, ECB의 PEPP 재투자 종료에 대한 논의가 부재한 만큼 유로화 변동성 확대될 소지

■ 주요국(美·유로존·日) 통화정책 결과 및 그에 따른 환율 변동성 확대 위험에 유의

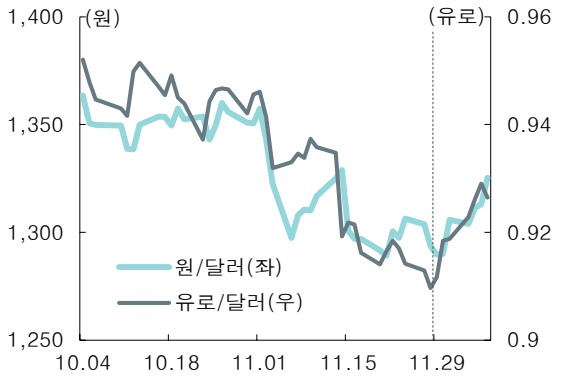
- FOMC(13일)에서 금리 동결이 예상됨에도 매파적 입장 재개 가능성과 상대적으로 완화적인 ECB(14일)가 대조됨에 따른 달러화 강세로 원화는 약세를 이어갈 전망
  - 연준은 시장의 과도한 금리 인하 기대에 대응하여 추가 인상 가능성을 열어둘 소지
- 다만, 中 정책 당국의 위안화 방어 의지와 BOJ(18~19일) 경계감에 따른 엔화 강세 가능성 등은 원/달러 환율 상단을 제한할 것으로 판단
  - BOJ는 10~25년물 국채 정례 매입규모를 축소(-500억엔)하며 고금리를 유도하는 모습
- 이에 원/달러 환율은 향후 2주간 주요국 통화정책 결과를 주시하는 가운데 1,280~1,340원에서 불안한 흐름을 이어갈 전망

■ 미국과 유로존의 10년 국채금리 격차와 달러화



자료: Bloomberg

■ 유로화와 원/달러 환율



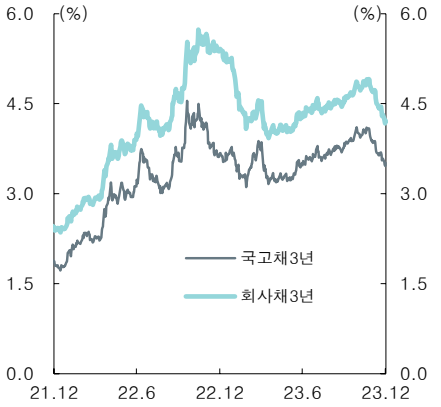
자료: Bloomberg, 한국은행

|1| 美 PCE 물가, 유로존 HICP 기준

국내 금융시장

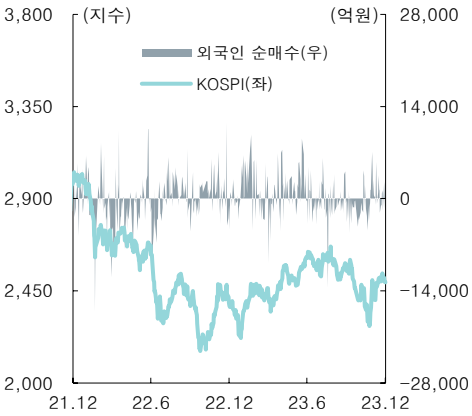
금리

단위: %	콜 (1일)	CD (91일)	산금채 (1년)	회사채 (AA-,3년)	국고채 (3년)	국고채 (5년)
'21년말	1.44	1.29	1.66	2.42	1.80	2.01
'22년말	3.38	3.98	4.17	5.23	3.72	3.74
11월말	3.67	3.84	3.95	4.32	3.58	3.62
12월 1일	3.55	3.84	3.94	4.31	3.59	3.62
12월 4일	3.56	3.84	3.90	4.25	3.53	3.56
12월 5일	3.55	3.84	3.87	4.20	3.48	3.52
12월 6일	3.52	3.84	3.85	4.17	3.46	3.48
12월 7일	3.62	3.84	3.86	4.21	3.51	3.52



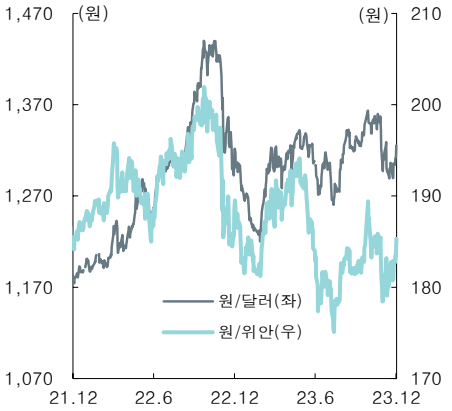
주가

	KOSPI (지수)	거래대금 (억원)	거래량 (백만주)	외인순매수 (억원)
'21년말	2,977.7	87,275	461	-2,184
'22년말	2,236.4	60,365	361	-1,437
11월말	2,535.3	119,925	664	1,253
12월 1일	2,505.0	88,378	517	-1,767
12월 4일	2,515.0	87,724	499	2,571
12월 5일	2,494.3	83,005	427	294
12월 6일	2,495.4	76,853	391	-1,457
12월 7일	2,492.1	81,276	447	361



환율

단위: 원	원/달러	원/100엔	원/위안	원/유로
'21년말	1,188.8	1,032.8	187.1	1,352.4
'22년말	1,264.5	950.3	181.5	1,349.0
11월말	1,290.0	870.1	180.9	1,404.0
12월 1일	1,305.8	889.1	182.9	1,420.6
12월 4일	1,304.0	885.3	182.7	1,412.8
12월 5일	1,311.2	890.7	183.4	1,415.5
12월 6일	1,313.1	891.0	183.4	1,413.1
12월 7일	1,325.3	922.1	185.3	1,430.7

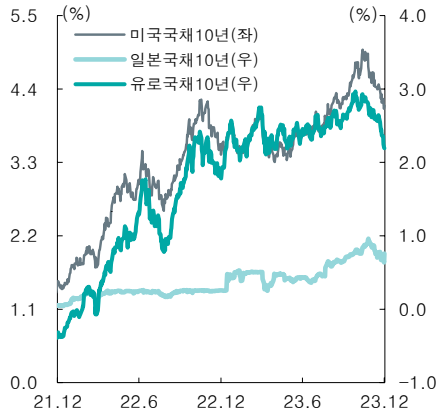


자료 : Bloomberg, 연합인포맥스

해외 금융시장

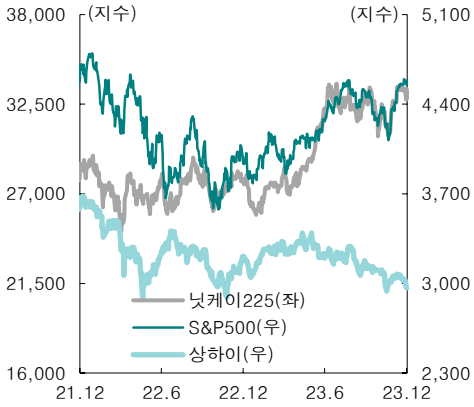
금리

단위: %	미국				일본	유로
	실효FFR	SOFR3월	국채2년	국채10년	국채10년	국채10년
'21년말	0.07	0.09	0.73	1.51	0.07	-0.18
'22년말	4.33	4.59	4.43	3.87	0.42	2.57
11월말	5.33	5.37	4.68	4.33	0.67	2.45
12월 1일	5.33	5.38	4.54	4.20	0.70	2.36
12월 4일	5.33	5.36	4.64	4.25	0.70	2.35
12월 5일	5.33	5.38	4.58	4.16	0.67	2.25
12월 6일	5.33	5.38	4.59	4.10	0.64	2.20
12월 7일	-	5.37	4.59	4.15	0.76	2.19



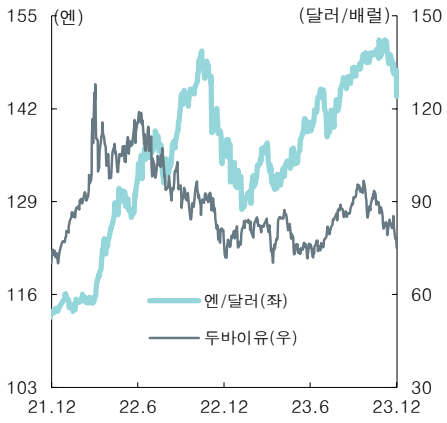
주가

단위: 지수	S&P500	닛케이225	상하이종합	Euro Stoxx
'21년말	4,766.2	28,791.7	3,639.8	4,298.4
'22년말	3,839.5	26,094.5	3,089.3	3,793.6
11월말	4,567.8	33,486.9	3,029.7	4,382.5
12월 1일	4,594.6	33,431.5	3,031.6	4,418.5
12월 4일	4,569.8	33,231.3	3,022.9	4,415.0
12월 5일	4,567.2	32,775.8	2,972.3	4,452.8
12월 6일	4,549.3	33,445.9	2,968.9	4,483.3
12월 7일	4,585.6	32,858.3	2,966.2	4,473.8



환율/상품

	환율		상품(유가 현물, 금 선물)	
	엔/달러(엔)	달러/유로($)	Dubai($/배럴)	Gold($/온스)
'21년말	115.09	1.138	77.2	1,814.1
'22년말	131.27	1.071	78.8	1,826.2
11월말	148.25	1.088	85.4	2,057.2
12월 1일	146.86	1.088	81.3	2,071.0
12월 4일	147.29	1.083	78.0	2,042.2
12월 5일	147.20	1.080	78.5	2,036.3
12월 6일	147.37	1.076	77.5	2,047.9
12월 7일	143.72	1.080	75.0	2,029.9



자료 : Bloomberg, 연합인포맥스

메 모

하나금융포커스

제13권 24호

등록번호 서울중, 다00037
등록일자 2011년 3월 21일

2023년 11월 8일 인쇄
2023년 11월 11일 발행

발행인 이승열
편집인 장보형
발행처 하나은행 하나금융경영연구소
서울특별시 중구 을지로 66 하나금융그룹 명동사옥
대표전화 2002-2200
홈페이지 www.hanaif.re.kr

인쇄 (주)광문당

본 지에 게재된 내용은 집필자 개인의견으로
하나금융경영연구소의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

홈페이지

카카오톡 채널

하나은행 하나금융경영연구소

하나금융포커스 제13권 24호

04538 서울특별시 중구 을지로 66 하나금융그룹 명동사옥

Tel 2002-2200 Fax 2002-2610