

## 참고 2.

### 최근 국제금융기구의 글로벌 금융 안정 리스크 평가 및 대응 방향

최근 우크라이나 사태는 전 세계 경제 회복 및 성장에 대한 전망을 약화시키고 인플레이션 압력을 심화시키는 등 세계 경제 여건의 불확실성을 가중시키고 있다. 이에 금융안정위원회(FSB), 바젤은행감독위원회(BCBS) 등 국제금융기구는 코로나19 이후 금융시스템의 불안 요인을 점검하고 대응 방안을 강구하는 가운데 최근 들어서는 우크라이나 사태가 글로벌 금융안정에 미치는 영향에 대한 모니터링을 강화하고 있다. 이하에서는 국제 금융시장 및 금융 안정 상황에 대한 국제금융기구의 평가를 중심으로 글로벌 금융시스템의 취약성을 점검해 보고, 이를 완화하기 위해 국제사회에서 강구하고 있는 글로벌 금융시스템 복원력 강화 방안을 살펴보았다.

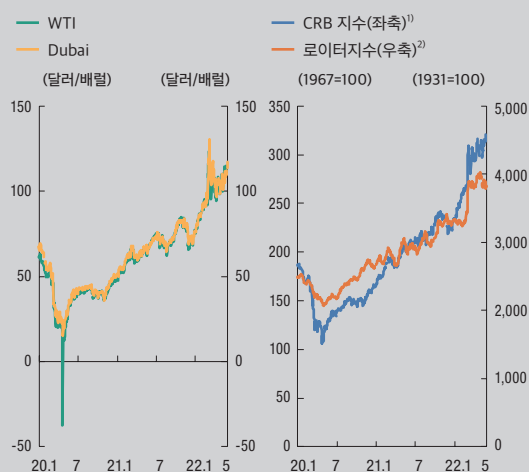
#### 글로벌 금융시스템 취약성

FSB, BCBS 등 국제금융기구는 최근 국제 금융시장이 높은 변동성을 보이고 있으나 주요 금융기관들은 큰 어려움 없이 자금을 조달하고 있는 것으로 평가하고 있다. 앞으로 글로벌 금융시스템의 취약 요인으로 시장 변동성 확대, 글로벌 유동성 축소, 위험 추구성향 변화, 글로벌 펀드 유출입 변동성 확대 등을 주목하고 있다.

#### 시장 변동성 확대

원자재 가격은 변동성이 확대된 가운데 일시 급등한 이후 소폭 하락하였으나 러시아의 우크라이나 침공 이전보다는 높은 수준을 유지하고 있다. 국제 유가는 2008년 글로벌 금융위기 이후 처음으로 배럴당 \$125를 상회한 이후 \$120 내외에서 횡보하고 있으며, 여타 원자재 가격도 일시 급상승한 후 소폭 하락하는 등 상승세가 둔화되는 모습이다.

#### 국제유가 및 주요 원자재 가격 지수 추이



주: 1) 미국 Commodity Research Bureau에서 발표하는 지수로서 농축산물, 에너지, 비철금속 등 19개 상품 가격을 바탕으로 산출  
2) 영국 로이터 통신사에서 발표하는 지수로서 농축산물, 비철금속 등 17개 상품 가격을 바탕으로 산출

자료: Bloomberg, Reuters

국제 금융시장은 우크라이나 사태로 불확실성이 급격하게 상승하였다가 일부 완화되었으나, 최근 미 연준의 정책금리 인상 가속 등으로 불확실성이 재차 확대되는 모습이다. 주식시장은 우크라이나 사태로 확대된 변동성이 평상시 수준으로 회복된 이후 4월 들어 재차 확대되고 있다. 한편, 국제시장은 MOVE 지수<sup>1)</sup>가 2022년 3월 140까지 상승한 이후

1) MOVE 지수(Merrill Lynch Option Volatility Estimate Index)는 메릴린치가 미 국채 옵션가격을 기초로 국채 가격의 변동성을 산정한 지수로서 동 지수의 상승은 미 국채 시장의 변동성이 확대될 것이라는 기대치가 높아진다는 것을 의미한다.

꾸준히 하락하고 있으나 여전히 높은 수준을 나타내는 등 변동성이 큰 상황이다.

### 주식 및 국제 변동성 지수 추이



주: 1) Chicago Board Options Exchange S&P500 Volatility Index

2) Merrill Lynch Option Volatility Estimate Index

자료: Bloomberg

앞으로도 원자재 시장의 투기 포지션에 대한 대규모 마진콜, 손실 등의 위험이 여타 금융시장으로 전이될 가능성이 있다. 또한 우크라이나 사태의 장기화, 국제사회의 대러 제재 강화 등과 같은 불확실성이 심화될 경우 시장 변동성이 급격히 확대되면서 글로벌 금융안정에 중대한 리스크 요인으로 작용할 우려가 있다.

### 글로벌 유동성 축소

글로벌 유동성 상황을 보면, 단기 달러화 유동성 지표인 FRA-OIS 스프레드가 등락을 반복하면서 변동성이 큰 모습이다. 선진국은 장기국채 매수-매도호가 스프레드가 우크라이나 사태로 소폭 확대되었다가 안정적인 흐름을 회복한 반면, 신흥국(러시아 제외)은 스프레드가 상대적으로 높은 변동성을 보이는 가운데 확대되었다. 특히, 러시아는 우크라이나

를 침공한 2월말 스프레드가 급격히 확대되면서 국제 발행의 어려움이 커지고 있다.

### FRA-OIS 스프레드<sup>1)</sup>

### 국제 bid-ask 스프레드<sup>2)</sup>



주: 1) Forward Rate Agreement 금리(선도시장에서 형성된 3개월물 은행간 차입금리(Libor)와 Overnight Index Swap 금리의 차이

2) 10년물 기준

3) 주요국 평균

자료: 한국은행 시산, Bloomberg

FSB가 회원국들의 펀드 유동성 변환(liquidity transformation)<sup>2)</sup> 현황을 분석한 결과 일부 국가에서는 MMF, 채권형·혼합형 펀드 등의 단기부채 및 환매가능자본(redeemable equity)이 유동자산(현금+현금성 자산) 규모를 초과하는 것으로 나타났다. 이러한 상황에서 시장 불안이 발생할 경우 유동성이 낮은 자산을 보유한 일부 펀드에서 대규모 환매가 일어나면서 자산 매도 압력에 따른 자산 가격 급락 등의 충격이 발생할 우려가 있다.

### 위험추구성향 변화

한편 최근 들어 투자자의 위험추구성향은 상당폭 약화된 모습이다. 대표적 위험자산인 주식의 밸류

2) (총 금융자산-유동자산+단기부채+환매가능자본)/(총금융자산)으로 산정한 유동성 비율이 1을 초과할 경우, 단기부채 및 환매가능자본이 유동자산(현금 및 현금성자산)을 초과함을 의미한다(FSB, Global Monitoring Report on NBF1, 2021년 12월).

에이션 지표를 보면, 주요국의 기초적 주가 흐름이 하향 조정되고 있다. 인플레이션 및 단기적인 경기순환의 영향을 배제한 경기조정 주가수익비율(CAPE ratio)이 2021년 3/4분기 이후 대체로 하락하였다.

### 주요국의 경기조정 주가수익비율(CAPE ratios)<sup>1)</sup>

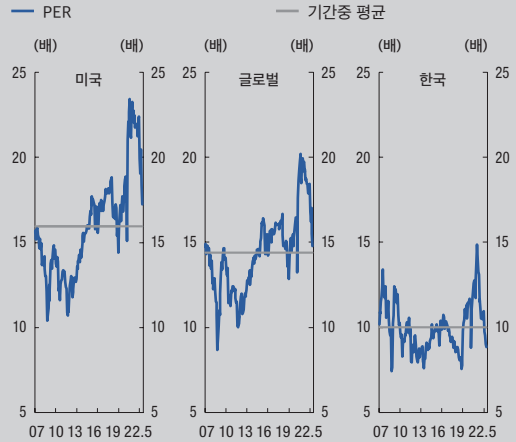


주: 1) 경기조정 주가수익비율(Cyclically Adjusted Price-Earnings ratio)은 인플레이션을 고려한 실질 주가를 과거 10년 간의 실질 평균 이익으로 나누어 산출. 국가별 데이터는 개별 주가지수가 아닌 국가별 MSCI 지수에 기반하여 도출된 값

자료: Barclays

또한 최근 글로벌 주가수익비율(PER)도 꾸준히 하락하면서 장기평균(07년 1월~22년 5월 평균)에 근접하는 등 위험자산의 가격이 조정되는 모습이다.

### 장기평균<sup>1)</sup> 대비 주가수익비율(PER)<sup>2)</sup> 추이



주: 1) 2007년 1월부터 2022년 5월까지의 평균

2) MSCI 12개월 선행 주가수익비율(12M FWD PER)

자료: 한국은행 시산, Refinitiv

한편, 금년 들어 하이일드 채권의 신용스프레드가 확대되고 있다. 이는 각국 통화정책의 긴축 선회로 코로나19 위기에 대응하여 공급된 시장 유동성이 흡수되기 시작하는 가운데 우크라이나 사태로 불확실성이 확대되면서 위험추구성향이 악화된 데 기인하는 것으로 평가된다.

### 하이일드 채권 신용스프레드<sup>1)</sup>



주: 1) ICE BofAML High Yield Indices(Option-adjusted spreads)

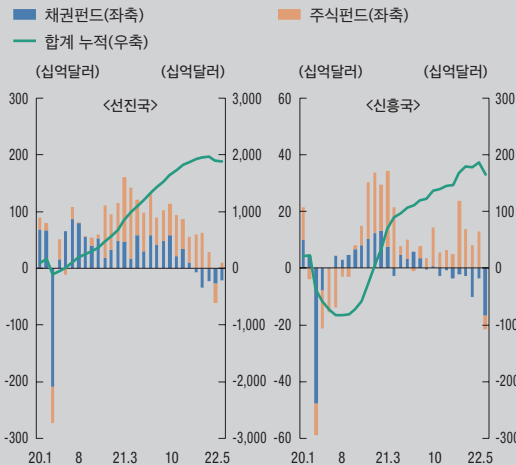
자료: ICE BofAML indices, FRED

코로나19 이후 완화적 금융여건 등에 힘입어 꾸준히 상승한 자산가격은 최근 글로벌 인플레이션 우려, 주요국 정책금리 인상 가속, 우크라이나 사태 등으로 불확실성이 확대되면서 조정을 겪었으나 여전히 높은 수준이다. 이러한 상황에서 투자자의 위험 추구성향이 빠르게 약화될 경우 위험자산을 중심으로 자산가격이 급격하게 조정될 우려가 있다.

### 글로벌 펀드 유출입 변동성 확대

글로벌 펀드 자금은 코로나19 충격 시 선진국과 신흥국 모두 채권펀드 자금<sup>3)</sup>을 중심으로 급격히 유출되었다가 대체로 유입세를 나타내고 있다. 다만, 최근 우크라이나 사태, 주요국 정책금리 인상 등의 영향으로 채권펀드를 중심으로 자금이 유출세로 전환되는 등 글로벌 펀드 자금의 유출입 변동성이 확대되는 모습이다.

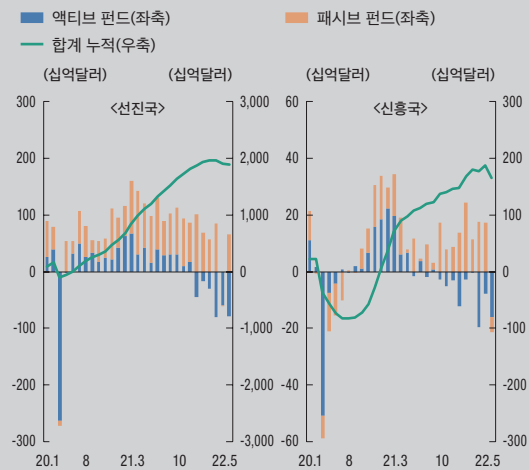
#### 글로벌 펀드 자금 유출입



자료: EPFR

코로나19 이후 글로벌 펀드 자금은 패시브 펀드<sup>4)</sup> 자금을 중심으로 꾸준히 유입되었는데, 패시브 펀드는 통상 경기순응성을 보이면서 위기 시 자본유출입의 변동성을 확대시키는 요인으로 작용하는 경향이 있다. 이에 따라 패시브 펀드 자금이 지속적으로 유입되어온 신흥국은 향후 금융불안 시 급격한 자본유출 위험을 더욱 경계해야 하는 상황이다.

#### 투자전략별 글로벌 펀드 자금 유출입



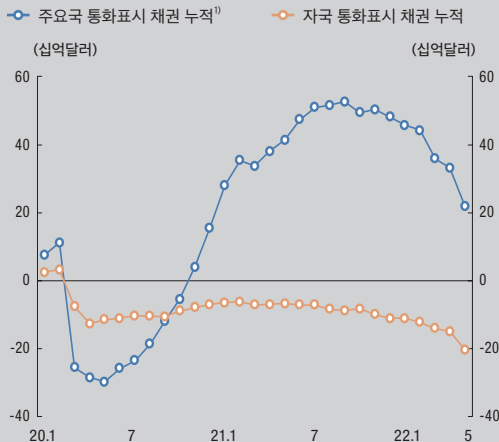
자료: EPFR

한편, 신흥국 채권펀드 자금은 코로나19 확산에 따른 금융불안으로 주요국 통화표시 채권에 투자한 펀드 위주로 급격히 유출된 이후 2020년 하반기 들어 큰 폭 유입세를 나타내었다. 주요국 통화표시 채권에 투자하는 신흥국 펀드의 경우 최근 유출세로 전환되었으나 여전히 유입된 자금의 상당량이 남아 있어 금융불안 시 신흥국의 자본유출입 변동성을 확대시키는 요인으로 작용할 우려가 있다.

3) 글로벌 펀드 자금이 투자하는 대상을 기준으로 명명한다. 예를 들어 신흥국 채권펀드는 신흥국 채권에 투자하는 펀드를 의미한다.

4) 인덱스펀드(Index Fund), 상장지수펀드(Exchange Traded Fund) 등과 같이 수동적으로 특정 지수를 추종하는 펀드를 의미한다.

## 통화별 신흥국 채권펀드 자금 유출입



주: 1) 미국 달러화, 영국 파운드화, 유로화, 스위스 프랑화, 일본 엔화 기준  
자료: EPFR

## 국제금융기구의 대응 방향

FSB, BCBS 등 국제금융기구는 글로벌 금융시스템의 취약성으로 우크라이나 사태 영향 등에 따른 시장 변동성 확대, 글로벌 유동성 축소, 위험추구성향 변화, 글로벌 펀드 유출입 변동성 확대 가능성 등에 주목하고 있다.

원자재 가격 상승 및 글로벌 공급망 차질에 따른 물가상승 압력, 주요국의 정책금리 인상, 우크라이나 사태로 인한 지정학적 리스크 확산 등은 한국은행이 국내외 금융전문가들을 대상으로 실시한 「시스

템 리스크 서베이」 결과<sup>5)</sup>에서도 주요 대외 리스크 요인으로 조사된 바 있다.

주요 국제금융기구는 글로벌 금융시스템의 취약 요인에 대응하여 복원력을 강화하기 위한 대책을 논의하고 있다.

FSB는 코로나19를 계기로 부각된 비은행금융중개(NBFI: non-bank financial intermediation)의 취약성을 인식하고 NBFI의 복원력 강화를 위한 작업을 추진하고 있다. 이러한 노력의 일환으로 MMF의 복원력을 강화하기 위해 금융시장 불안 시 MMF 투자자들의 선(先) 환매유인(first mover advantage)을 완화하기 위한 정책 방안<sup>6)</sup>을 발표(2021년 10월)하였다. 또한 2020년 3월 금융시장 불안으로 중앙청산소(CCP)에서 추가 증거금 요구가 급증<sup>7)</sup>하면서 시장참가자 일부가 유동성 위기를 겪은 만큼, 이러한 취약성에 대응하여 중앙청산소의 손실 복구 및 정리를 위한 자원 분석, 마진콜 시스템 평가 등의 논의를 이어갈 계획이다. 이외에도 FSB는 장기적으로 금융시스템의 잠재적 취약 요인으로 작용할 수 있는 기후변화, 금융의 디지털화 등의 이슈에 대응하여 기후 관련 금융리스크에 대한 감독·규제방안, 암호자산 및 핀테크가 금융안정에 미치는 영향 등을 면밀히 검토하고 있다.

BCBS는 바젤Ⅲ 규제개혁이 코로나19 상황에서 은

5) 2022년 상반기 국내외 금융·경제전문가 80명을 대상으로 한 「시스템 리스크 서베이」 결과, 원자재 가격 상승 및 글로벌 공급망 차질 등에 따른 물가상승 압력(79.9%), 주요국의 통화정책 정상화(55.4%), 가계의 높은 부채 수준(43.8%), 러시아-우크라이나 사태로 인한 지정학적 리스크 확산(41.2%), 시장금리 급등(33.5%), 금융시장 변동성 확대(21.9%) 등이 응답빈도수 기준 상위 6개 리스크 요인으로 조사되었다. 자세한 내용은 '2022년 상반기 「시스템 리스크 서베이」 결과'(한국은행 보도자료, 2022년 5월 30일)를 참고하기 바란다.

6) 기존 규제의 문턱효과(threshold effect) 완화 방안으로 환매제한 기준(threshold)의 신속적 운용 및 MMF에 대한 장부가 평가(stable NAV) 폐지를, 환매자에 환매비용 및 잠재손실을 부과하기 위한 방안으로 기준가 조정제도(swing pricing) 등을 제시하였다(FSB, Policy proposals to enhance money market fund resilience: Final report, 2021년 10월).

7) 2020년 3월 금융시장 불안 시 중앙청산시장의 개시증거금과 변동증거금이 이전에 비해 각각 약 20배, 약 5~6배 증가하며 현금 및 고유동성자산에 대한 수요가 일시에 급증하였다(FSB, Enhancing the resilience of non-bank financial intermediation: Progress report, 2021년 11월).

행들이 복원력을 유지하는 데 중점적인 역할을 수행하였으며, 이를 바탕으로 글로벌 금융위기 시와 달리 은행들이 가계 및 기업에 지속적으로 신용을 공급할 수 있었다고 평가한다. 그러나 코로나19에 대응한 금융 완화 조치가 실제 신용리스크를 과소 평가할 가능성이 있는 만큼 은행의 신용리스크 관리 관행, 자산건전성, 상환유예 차주의 상환능력 지표 등을 꾸준히 모니터링해 나갈 계획이다. 또한 아직 이행되지 않은 신용·시장·운영리스크 산정방식 등과 관련한 규제가 국제적으로 완전하고 시기적절하며 일관되게 이행될 수 있도록 추진해나갈 계획이다. 아울러 바젤Ⅲ 규제체계에 기후변화 관련 금융리스크, 암호자산 익스포저 등을 반영하기 위한 검토도 지속 수행할 예정이다.