

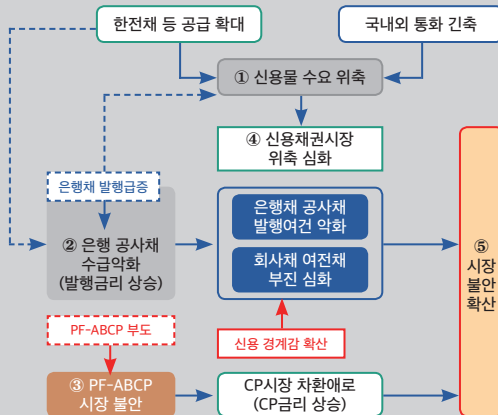
참고 1-1.

최근 단기금융·채권 시장 불안의 파급 과정 및 현 상황 평가

시장 불안의 파급 과정

최근 국내 금융시장은 글로벌 인플레이션에 대응한 국내외 통화긴축 강화와 미 달러화 강세 등의 영향으로 금리와 환율이 빠르게 상승하는 가운데 9월 이후 신용증권시장의 수급 부담이 가중되고 강원도 PF-ABCP 관련 이슈로 CP 시장을 중심으로 신용 경계감이 높아지면서 시장 변동성이 크게 확대되었다.¹⁾

최근 단기금융·채권시장 불안의 파급경로

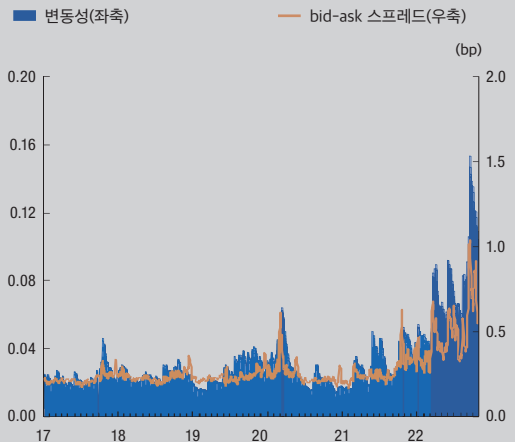


자료: 한국은행

이러한 시장 불안의 파급 과정을 살펴보면, 금년 들어 시장 전반의 유동성이 낮아지고 변동성이 확대

되면서 외부 충격에 대한 취약성이 증대된 상황에서 신용채권시장에서는 한전채의 대규모 발행 등으로 수급 부담이 누증되고 신용도와 유동성이 낮은 신용증권에 대한 투자수요가 크게 위축되었다^①. 이에 따라 주요 채권의 신용스프레드가 이례적으로 빠르게 확대되었다. 9월 들어서는 금리 및 환율 급등에 따른 고유동성자산 수요 증가와 이에 따른 은행채 발행 확대^②로 은행채 및 공사채 시장의 수급 부담이 더욱 가중되며^② 신용채권 간 구축효과가 발생하였다.

국고채시장 변동성¹⁾ 및 유동성²⁾



주: 1) GARCH(1,1) 변동성 기준

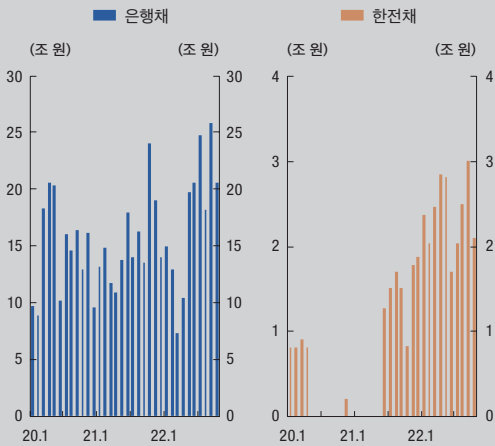
2) 5영업일 이동평균 기준

자료: 한국은행, 한국예탁결제원

1) 이에 대한 보다 자세한 내용은 「최근 신용채권시장 상황 평가: 신용스프레드 확대요인을 중심으로」(BOK 이슈노트 제2022-42호, 2022년 10월)을 참고하기 바란다.

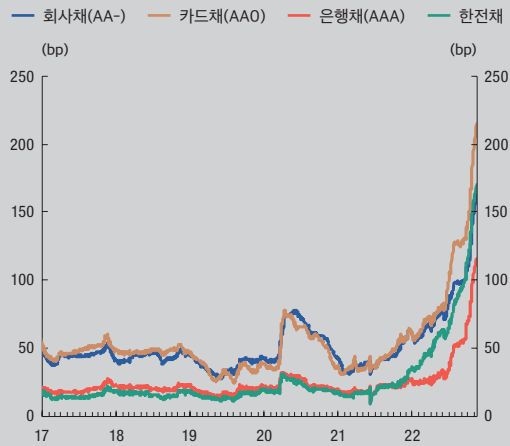
2) 기업대출 증가세가 지속되는 가운데 장외 외환파생상품 추가 증거금 요구(마진콜) 급증, LCR 규제의 단계적 정상화 등으로 이를 위한 은행들의 자금 확보 필요성 등이 크게 증가한 데 기인하였다.

은행채 및 한전채 발행 규모



자료: 한국예탁결제원

9월 말 이후에는 강원도 PF-ABCP 관련 이슈로 신용경계감이 단기간에 높아지면서 PF-ABCP 시장 불안이 야기되었으며 이는 CP시장 전반과 RP시장³⁾ 등으로 파급되었다^③. 이의 영향으로 신용채권시장에서는 주요 공사채 및 은행채 발행금리가 급등하고 다수의 유찰이 발생하는 등 초우량물인 AAA 등급도 시장에서 원활히 소화되지 않는 상황으로 악화되었다^④. 10월 중순 경에는 이러한 시장 불안이 국고채 투자심리에도 영향을 주면서 국고채 금리가 주요국 금리에 비해 변동성이 크게 확대^④되는 등 시장 전반으로 불안심리가 확산되었다^⑤.

주요 채권 신용스프레드¹⁾

주: 1) 3년물, 국고채 금리 대비

자료: 금융투자협회

이에 따라 정부와 한국은행은 금융시장의 유동성 위축과 불안심리 확산을 방지하기 위하여 일련의 시장안정 대책을 발표(10월 23일)하였다⁵⁾. 이하에서는 이러한 시장안정 대책 발표 이후의 시장 상황을 가격변수, 발행시장, 시장 유동성 및 거래 측면에서 살펴보고 평가해 보았다.

3) PF-ABCP 시장 불안에 따른 신용 경계감 확대로 회사채·여전채 등 신용물을 담보로 하는 RP금리가 9월 말과 10월 중순 일시적으로 급등하는 등 초단기물인 RP시장에도 부정적인 여파가 미쳤다.

4) 10월 중순 국고채(10년) 금리의 상승폭(10월 14~21일 중 +45bp)은 주요국(미국 +20bp, 영국 -28bp, 독일 +7bp)을 크게 상회하였다.

5) 이외에도 정부는 은행권의 자금조달·운용 부담을 완화하기 위하여 LCR 정상화 유예조치를 발표(10월 20일)하고, 은행·저축은행의 예대율 완화(10월 27일), 보험사 유동성비율 규제 완화(10월 28일) 등의 조치를 시행하였다.

정부·한국은행의 주요 시장안정 대책 현황¹⁾

(조 원)

주체	대책	총계획	조성규모
정부	■ 채권시장안정펀드	20.0	4.5
	■ 정책금융기관 회사채-CP 매입프로그램	16.0	8.0
	■ 건설사 보증 PF 매입프로그램	1.0	1.0
	■ 증권금융의 증권사 유동성 지원	3.0	3.0
	■ 부동산 PF 사업장 보증 지원	15.0	15.0
	■ 증권사 보증 PF 매입프로그램	1.8	1.8
	■ LCR 정상화 유예조치, 은행·저축은행 예대율 완화 등 ²⁾	-	-
한국은행	■ 적격담보대상 및 대상증권 확대	-	-
	■ 단기금융시장 안정을 위한 RP 매입	6.0	2.5
	■ 채권시장안정펀드 출자기관 RP매입	2.5	-

주: 1) 11월 28일 기준

2) 정부는 은행권의 자금조달·운용 부담을 완화하기 위하여 LCR 정상화 유예조치를 발표(10월 20일)하고, 은행·저축은행 예대율 완화(10월 27일), 보험사 유동성비용 규제 완화(10월 28일) 등의 조치를 시행

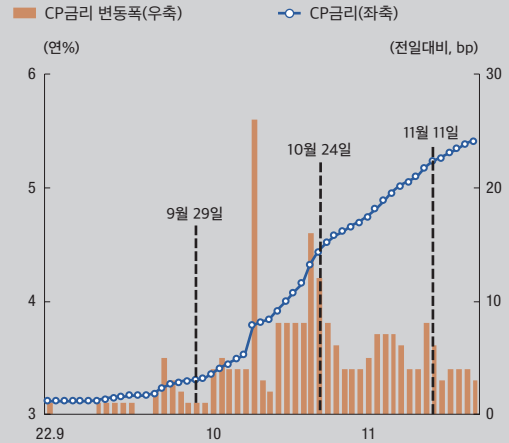
자료: 관계기관 종합

시장안정 대책 이후 시장 상황 평가

(가격변수)

시장 불안의 파급 과정에서 높은 변동성을 보였던 CP금리는 일련의 시장안정 대책 이후 상승폭은 점진적으로 축소⁶⁾되고 있으나 높은 신용 경계감이 이어지면서⁷⁾ 상승세를 지속하여 5%대를 상회하였다. 이는 투자심리가 여전히 부진한 가운데 MMF, 증권

사 특정금전신탁 등 주요 투자주체로부터 자금이 유출되면서 이들의 매수여력이 축소⁸⁾된 점에도 영향을 받은 것으로 보인다.

CP금리 및 변동폭 추이¹⁾

주: 1) A1 등급, 91일 수익률 기준

자료: 한국은행, 연합인포맥스

신용채권금리의 경우 연준의 긴축완화 기대, 환율 급등세 진정 등 대내외여건 호전에 힘입어 고점 대비 상당폭 하락⁹⁾하였다. 특히, 10월 중순 시장 불안 등의 영향으로 큰 폭 상승하였던 국고채 금리가 대책 발표 이후 신용경색에 대한 우려와 불확실성이 완화되면서¹⁰⁾ 주요국에 비해 크게 하락¹¹⁾하였고 이는 신용채권금리의 하향 안정세로 연결되었다. 그러나 이러한 신용채권금리의 하락이 국고채 금리

6) CP금리의 전일 대비 변동폭은 10월 17~21일 중 8~16bp에 이르렀다가, 시장안정 대책 발표 이후 10월 24~31일 중 4~12bp, 11월 1~10일 중 4~8bp, 11월 11~18일 중 3~6bp로 점차 축소되는 모습을 보였다.

7) CP금리(A1, 91일) 스프레드(통화안정증권 대비)는 10월 21일 114bp에서 10월 말에는 140bp, 11월 18일에는 201bp로 확대 추세를 지속하였다.

8) 2022년 10월 말 현재 주요 CP 투자 주체는 증권사 특정금전신탁(52.1조 원) 및 랩어카운트(34.2조 원), MMF(50.8조 원), 채권형펀드(18.6조 원) 등이며, 11월 중 증권사 특정금전신탁(11월 1~10일 중, -9.4조 원), 채권형펀드(11월 1~17일 중, -1.9조 원), 일반형 MMF(-1.3조 원) 등에서 수신자금 유출이 발생하였다.

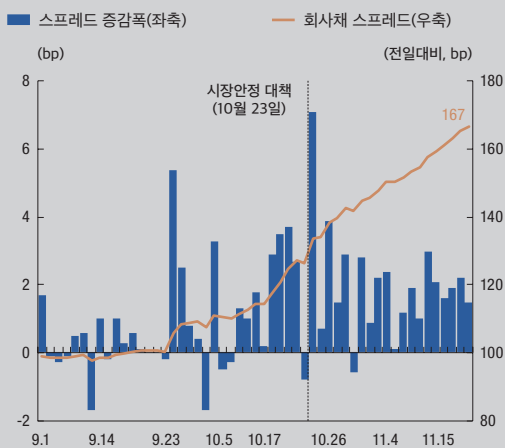
9) 회사채금리(AA-, 3년)는 10월 21일 5.76%에서 11월 18일 5.46%로 30bp 하락하였으며, 은행채금리(AAA, 3년)도 같은 기간 40bp 하락하였다.

10) 시장안정 대책 이후 국고채 금리가 큰 폭 하락(10월 24~28일 중 10년물 -45bp)하였는데 이는 금리 변동의 불확실성 완화 등에 따른 기간프리미엄의 감소(-41bp)에 주로 기인하였던 것으로 추정된다.

11) 10월 21일에서 11월 18일 중 우리나라 국고채 금리(3년)는 71bp 하락하여 미국(이하 2년,+6bp) 및 독일(+6bp)과 상이한 흐름을 보였을 뿐만 아니라 영국(-62bp), 뉴질랜드(-32bp) 등에 비해서도 금리 하락 폭이 컸다.

의 빠른 하락세에 미치지 못하면서 신용스프레드는 확대 추세를 지속¹²⁾하였다. 이는 신용채권금리(민간채권평가사 금리)가 국고채 금리 하락을 후행적으로 반영하는 경향이 있는 데다 대책 발표 이후에도 부동산 PF 관련 우려, 일부 보험사의 신종자본증권 콜옵션 이슈 등으로 높은 신용 경계감이 지속되고 있는 데에 기인하는 것으로 보인다.

신용스프레드 및 증감¹⁾



주: 1) 회사채 AA- 3년물 기준
자료: 금융투자협회

(발행시장)

CP·단기사채 발행은 시장안정 대책 발표 이후 위축 정도가 완화되었으나 강원도 PF-ABCP 관련 이슈와 관련성이 높은 증권사 발행 CP 및 PF-ABCP를 중심으로 부진이 지속되었다. 일반 CP의 경우 11월

들어 일반기업 및 여전사 CP의 순발행이 일부 공기업 및 카드사 위주로 확대되었으나 증권사 CP는 투자수요 부진 등으로 소폭의 순발행에 그쳤다. ABCP는 정기예금 ABCP가 큰 폭 순상환된 가운데 PF-ABCP의 순상환 기조가 이어졌다. 다만, 순상환되고 있는 증권사 CP 및 PF-ABCP의 경우에도 발행금리 상승세¹³⁾는 다소 주춤해지는 모습이다.

발행 주제별 CP(단기사채 포함) 순발행 규모

(조 원)

	9월	10월	1~21	24~31	11월 ¹⁾
■ CP 총계	4.7	-7.2	1.2	-8.5	3.5
■ 일반 CP	0.1	1.1	3.4	-2.4	10.6
(일반기업)	-0.4	3.1	1.7	1.4	4.2
(증권사)	0.3	-1.1	-1.9	0.8	0.7
(여전사)	0.6	-0.5	4.0	-4.5	5.6
■ ABCP	4.6	-8.4	-2.3	-6.2	-7.1
(PF-ABCP)	-0.4	-3.0	-1.6	-1.3	0.0

주: 1) 11월 1~18일 기준
자료: 연합인포맥스, 한국은행

신용채권시장의 경우 공사채·은행채 등 고 신용물의 발행이 다소 원활해졌으나 회사채·여전채는 발행 부진이 지속되었다. 채권 종류별로 보면, 공사채가 10월 중의 빈번한 유찰 상황¹⁴⁾에서 벗어나고 급등했던 발행금리 스프레드¹⁵⁾가 다소 낮아지며 발행 물량이 시장에서 대체로 소화되는 모습을 보였다. 은행채의 경우 시중은행의 발행이 크게 줄어들¹⁶⁾ 가운데 특수은행채의 경우 만기도래분 차환 등을 위한 발행이 지속되고 발행금리도 다소 낮아졌다. 반

12) 회사채 신용스프레드(AA-, 3년물)는 9월 말 109bp에서 10월 말 142bp로 확대되었으며, 11월 18일에는 167bp까지 더욱 크게 확대되었다. 다만, 신용스프레드 확대 폭(일평균)은 10월 24~31일 중 2.6bp에서 11월 1~18일 중 1.8bp로 점진적으로 둔화되었다.

13) 발행금리를 높이어더라도 만기를 확대하여 발행하고자 하는 시장 선호가 반영되면서 3개월물 이상 발행 비중은 증가하고 있다.

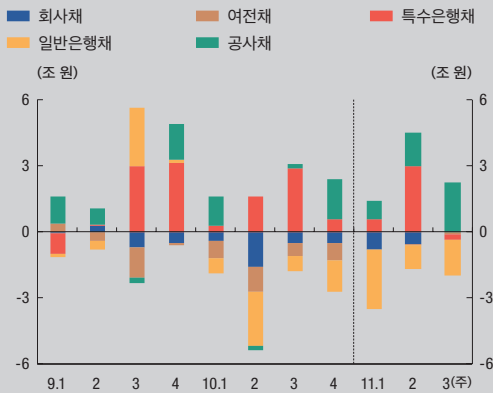
14) 주요 언론보도 등에 따르면 10월 17~26일 중 10개 사 총 1.4조 원 내외의 유찰 및 부분 유찰이 발생한 것으로 파악된다.

15) 실제 발행금리에서 개별기업의 민평금리를 차감한 기준이며, 만기와 업종 등을 감안하여 그룹화하였다. 발행금리 스프레드 확대는 발행 전일 시장금리(민평금리)보다 더 높은 금리로 발행했다는 것으로 발행 상황이 원활하지 않았음을 보여준다.

16) LCR 단계적 정상화 유예조치(10월 20일), 금융당국의 은행채 발행 자제 요청(10월 27일), 환율 안정세에 따른 파생상품 증거금 요구 감소 등에 주로 기인한 것으로 파악된다.

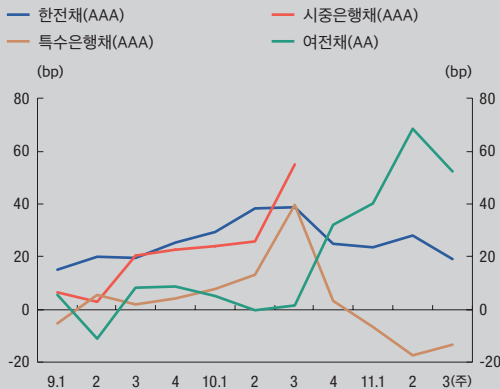
면 회사채의 경우 미매각 우려 등으로 은행 대출 등 대체 자금조달 수단 활용이 이어지면서 수요예측에 나서는 기업이 거의 없는 상태를 보였으며 여전채의 경우 높은 발행금리가 이어지며 만기도래분 차환 수준의 발행¹⁷⁾이 이루어졌다.

신용채권 순발행



자료: 한국예탁결제원

주요 신용채권 발행금리 스프레드¹⁾²⁾



주: 1) 발행금리-개별기업 민평금리

2) 주별 발행금액의 가중평균

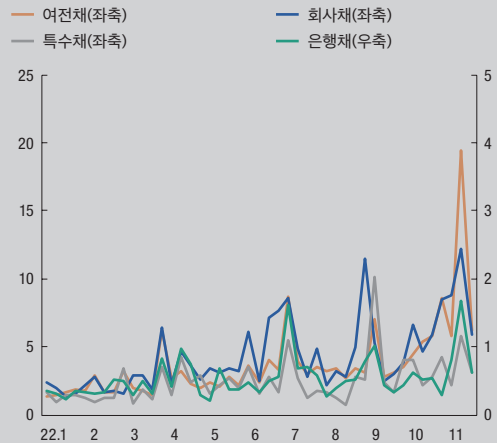
자료: 연합인포맥스, 한국은행

(시장 유동성 및 거래량)

신용채권시장의 유동성(market liquidity) 상황을 보면, 유동성의 심도를 나타내는 Amihud 지표¹⁸⁾가 시장안정 대책 발표 이후 하락하여 10월 중의 유동성 악화 상황에서는 어느 정도 벗어난 모습을 보였습니다. 다만, 신용채권시장의 유동성은 연초 대비로는 여전히 낮은 상황으로 평가된다.

신용채권의 유통시장 거래는 회사채 비우량물¹⁹⁾과 여전채 등을 중심으로 9월 이후의 부진이 회복되지 않고 있다. 특히, 11월 들어 거래량이 크게 감소하고 있는데 이는 높은 신용 경계감과 함께 발행물량 감소의 영향²⁰⁾, 북클로징을 앞둔 계절 요인 등이 복합적으로 작용한 것으로 추정된다.

신용채권 시장 유동성 지표¹⁾²⁾



주: 1) 주간 Amihud 기준

2) 높을수록 비유동적임을 의미

자료: 한국은행, 코스콤

17) 한편 시장의 단기를 선호 경향에 맞추어 수요가 부족한 3년물 이상은 발행계획 대비 축소하고, 2년물 이하는 초과 낙찰하는 사례가 증가하는 등 발행시장에서 만기 2년 이하의 단기를 위주 발행 경향이 강화되고 있는 것으로 파악된다.

18) Amihud 지표는 개별 채권의 '가격변화율 ÷ 거래금액'의 합계로 산출되며, 동 지표가 하락한다는 것은 유통시장에서 한 단위 거래가 가격변동에 미치는 영향이 줄어들어 시장 유동성의 심도(depth)가 높아졌음을 의미한다.

19) 11월 1~18일 중 비우량물 회사채의 거래량은 일평균 228억 원으로 예년 평균(2017~2021년, 1,208억 원)의 20% 수준에 그쳤다.

20) 공모발행의 경우 통상 주관사 등이 발행물량을 총액 인수한 후 유통시장을 통해 수요자에게 매각하는 만큼 발행 규모 축소는 거래량 감소로 이어지는 경향이 큰 것으로 판단된다.

종합평가

현재 국내 금융시장은 시장안정 대책 등에 힘입어 10월 중의 경색국면에서는 벗어났으나 CP시장을 중심으로 여전히 높은 신용 경계감이 지속되고 있는 것으로 평가된다. 발행시장에서는 공사채·은행채의 발행물량이 소화되고 발행스프레드도 낮아졌으나 회사채·여전채는 발행 부진이 계속되는 가운데 증권사 CP 및 PF-ABCP도 차환의 어려움이 지속되고 있다. 가격변수 측면에서도 높은 신용 경계감이 유지되면서 CP금리와 신용스프레드 확대 추세가 이어지고 있다.

향후 국내 CP·신용채권 시장은 시장안정 대책의 효과가 점차 가시화되겠지만 국제금융시장의 높은 불확실성, 부동산 PF 부실화 및 연말 자금수급 악화 가능성 등 리스크 요인이 상존하고 있는 상황이다. 이러한 리스크 요인의 전개 양상과 이에 따른 시장 상황을 면밀히 점검해 나가면서 필요시 적절한 시장안정화 대책을 강구해 나갈 필요가 있겠다. 다만 최근 시장불안의 기저에는 그동안 저금리 기조 하에서 비은행부문을 중심으로 금융기관들이 단기 자금을 조달하여 부동산 등 특정부문에 대한 레버리지 투자를 지속하는 등 과도한 리스크 추구행위가 자리하고 있다는 점에서 이들 금융기관의 도덕적 해이 문제에도 유의해야 할 것으로 판단된다.

급이 줄어들면서 미 국채시장에서도 유동성⁶⁾ 상황이 악화되었다. 이에 따라 국채 유동성 지수 및 금리 변동성 지수가 빠르게 상승하여 최근에는 2020년 3월 코로나19 위기 당시 수준까지 근접하였다.

미 국채시장의 유동성¹⁾ 및 금리 변동성²⁾

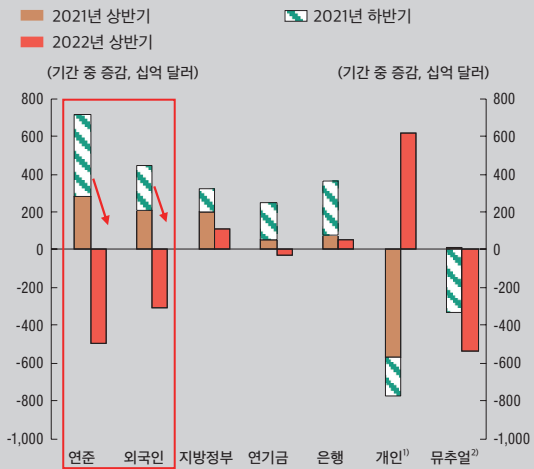


주: 1) Bloomberg 국채 유동성 지수
 2) 미 국채 옵션가격을 토대로 산출한 MOVE(Merrill Lynch Option Volatility Estimate) 지수
 자료: Bloomberg

미 국채시장에서의 유동성 악화는 연준의 양적 긴축(Quantitative Tightening, 이하 ‘QT’) 실시로 기조적 국채 매수세가 줄어든 데다 정책금리 인상 지속 전망 등으로 주요 투자 주체의 국채 매도 솔림 현상이 나타나면서 수요기반이 약화된 데 주로 기인한다. 또한 미 국채의 최대 투자자⁷⁾인 해외 중앙은행 등이 자국 통화가치를 방어하기 위해 유동성을 확보하는 과정에서 미 국채 보유규모를 축소한

점도 부담요인으로 작용하였다. 이외에도 금융규제 강화로 대형은행의 시장조성기능이 약화⁸⁾되면서 국채매입 여력이 줄어든 점, MMF가 단기 국채를 매수하는 대신 연준 RRP(Reverse Repurchase Agreement) 투자를 확대⁹⁾한 점도 국채시장의 수급불균형을 심화¹⁰⁾시키는 요인으로 작용하였다.

주체별 미 국채 보유액 변동 규모

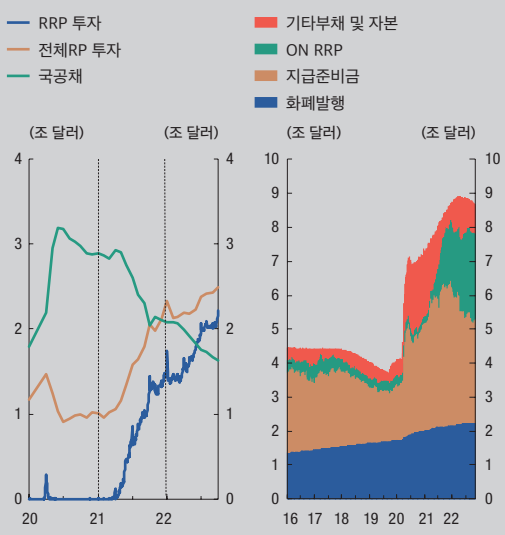


주: 1)헤지펀드, 사모펀드 등
 2) MMF 포함
 자료: SIFMA

이처럼 미 국채시장 유동성이 악화된 상황에서 글로벌 달러화 수요 급증 등 충격이 발생하는 경우 은행의 보유 국채를 활용한 달러 자금 중개 기능이 저하¹¹⁾되고, 이는 역외 부문의 달러자금 조달 시장 전반을 위축시키는 요인으로 작용할 수 있다.

6) 시장유동성(market liquidity)은 특정 거래가 가격에 미치는 영향이 적고, 대규모의 거래가 낮은 비용으로 신속히 체결되는 정도를 말한다. 최근 IMF는 글로벌 긴축 강화에 따른 시장유동성 악화가 금융안정 리스크 요인이라고 적시하였다.(IMF 글로벌 금융안정보고서, 2022년 10월)
 7) 주체별 보유 비중(2022년 6월 말, %): 외국인 30.1, 미 연준 22.5, 연금금 13.3, 뮤추얼 펀드 12.8, 은행 7.2, 지방정부 6.2 등
 8) 보완적 레버리지비율(SLR, Supplementary Leverage Ratio) 산정시 국채를 익스포저에서 제외해 주는 예외조치가 2021년 3월 종료됨에 따라 은행의 시장조성기능이 더욱 약화되었다.
 9) MMF의 RRP 잔액(조 달러): 2021년 말 1.7 → 2022년 10월 말 2.2
 10) 일각에서는 미 연준의 QT 등으로 기준이 감소하는 과정에서 과거처럼 Repo 시장의 변동성이 확대될 가능성도 제기하고 있다. 글로벌 금융위기 이후 레버리지·유동성 규제 강화 등으로 차입 확대가 제한되면서 은행들은 주로 여유지준을 활용하여 금융중개활동을 영위해 왔는데, 직전 QT(2017년 10월 ~ 2019년 7월) 당시 여유지준을 활용한 금융중개가 차질을 빚으면서 Repo 시장의 변동성이 일시적으로 증폭된 바 있다.(Correa et al. 2020년 6월)

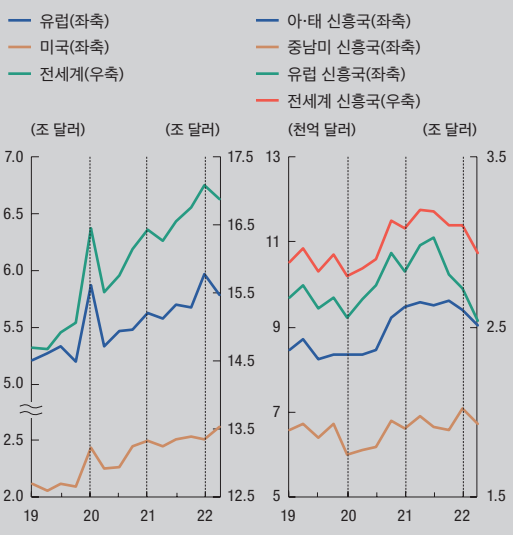
MMF의 RRP·국채 투자 및 미 연준의 부채 구성항목 변화



자료: Bloomberg, ICI, Fed

용 상승 등과 같은 외환부문 충격에 취약한 것으로 평가하였다.

글로벌 은행의 국경 간 미 달러화 신용공급¹⁾ 및 유럽 은행의 대신흥국 익스포저²⁾



주: 1) 대출, 채권, 파생상품 등
2) 유럽 15개국 은행의 글로벌 통화(USD, EUR, JPY 등) 표시 익스포저 기준

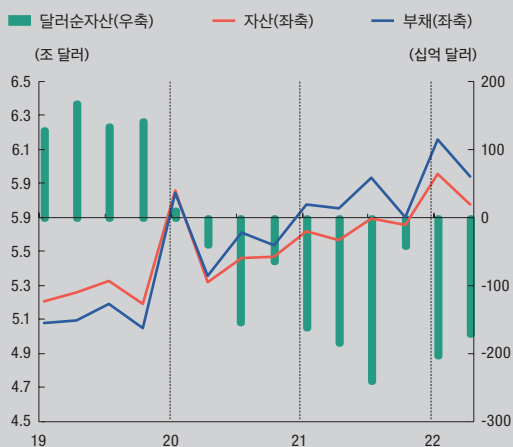
자료: BIS LBS-CBS(Consolidated Banking Statistics)

글로벌 은행의 미 달러화 신용공급 축소

금년 2/4분기 들어 글로벌 은행의 국가 간 미 달러화 신용공급도 감소로 돌아섰다. 미국 은행의 신용공급은 소폭 늘었으나 국가 간 미 달러화 신용공급에서 차지하는 비중이 큰¹²⁾ 유럽 은행의 신용공급은 상당폭 감소하였다. 특히 유럽 은행의 신흥국에 대한 신용공급 익스포저도 전반적으로 축소되었다.

유럽 은행은 미 달러화 신용공급 축소로 달러화 표시 부채가 자산보다 많아진 상황에서 미 달러화 조달비용이 상승¹³⁾할 경우 달러화 유동성 리스크(funding risk) 증대로 이어질 수 있다. 이와 관련하여 유럽은행감독청(EBA)도 유럽 은행이 자금조달·운용상의 통화 불일치(currency mismatch)에 직면해 있어 미 달러화 유동성 축소, 스왑자금 조달비

유럽 은행의 미 달러화 자산 및 부채



자료: BIS

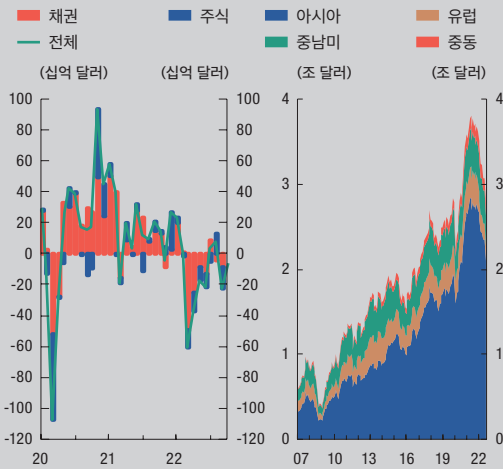
11) 미 연준은 미 국채시장의 낮은 유동성이 국채를 담보로 활용하는 금융중개기관들의 자금조달 리스크를 증대시킬 수 있다고 지적하였다.(Fed 금융안정보고서, 2022년 11월)
12) 2022년 6월 말 현재 글로벌 은행의 국가 간 미 달러화 신용공급에서 유럽이 차지하는 비중이 34%로 가장 크고, 다음으로 일본 17%, 미국 16%, 중국 9%의 순이다.
13) 유럽 은행 CDS(투자적격 5년물 기준, bp): 2021년 말 47→2022년 3월 말 62→10월 말 100

신흥국의 투자자금 유출

미 달러화 유동성 축소는 신흥국에 대한 자금 유입을 감소시키거나 자금 유출을 증대시키는 요인으로 작용할 수 있다. 금년 들어 신흥국의 외국인 증권 투자자금이 유출로 전환되었는데, 그간 글로벌 투자펀드 자금이 신흥국으로 대거 유입되어 온 만큼 향후 글로벌 금융여건 변화에 따라 신흥국의 자금 유출이 보다 확대¹⁴⁾될 가능성이 있다.

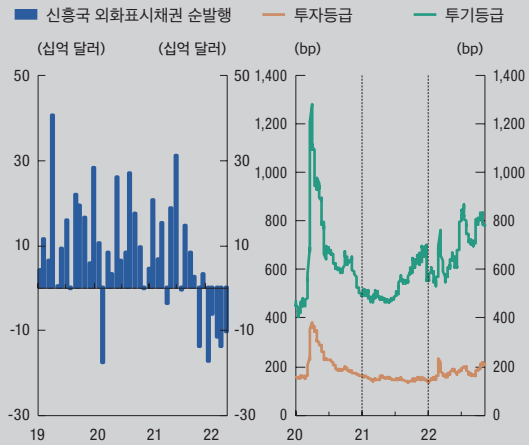
또한 금년 들어 미 연준의 통화정책 긴축 강화 및 이에 따른 안전자산 선호 강화(risk off)의 영향으로 신흥국의 외화표시채권 발행이 순상환으로 돌아선 가운데 대외차입여건이 악화된 점에도 주목할 필요가 있다.

신흥국의 외국인 증권자금 유출입¹⁾ 및 투자펀드²⁾의 신흥국 투자



주: 1) 20개 신흥국 기준
 2) 주식 및 채권 투자펀드 기준
 자료: Bloomberg, IIF, 외환전산망, EPFR

신흥국의 외화표시채권 순발행¹⁾ 및 외화표시채권 스프레드²⁾



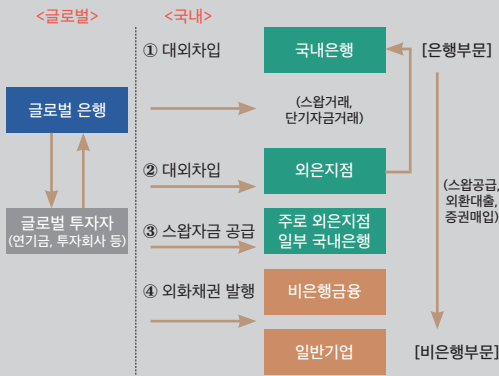
주: 1) 26개 신흥국 기준
 2) 미 국채 대비
 자료: BIS, Bloomberg

국내 파급영향 및 시사점

글로벌 미 달러화 유동성 축소는 글로벌 은행 간 신용공급 및 기업 외화채권 발행 위축 등을 통해 국내에도 그 영향이 파급될 수 있다. 미 달러화 유동성은 은행부문의 경우 ① 국내은행의 대외차입, ② 외은지점의 대외차입, ③ 국내채권 투자와 연계된 해외은행의 스왑자금 공급 등의 경로로, 비은행부문의 경우에는 주로 ④ 기업(비은행금융기관 포함)의 외화채권 발행을 통해 국내로 유입된다.

14) 글로벌 금융여건 변화에 민감하게 반응하는 투자펀드 자금은 신흥국 자금 유출입의 변동성을 증폭시킬 수 있다.(BIS 금융안정위원회, 2022년 4월)

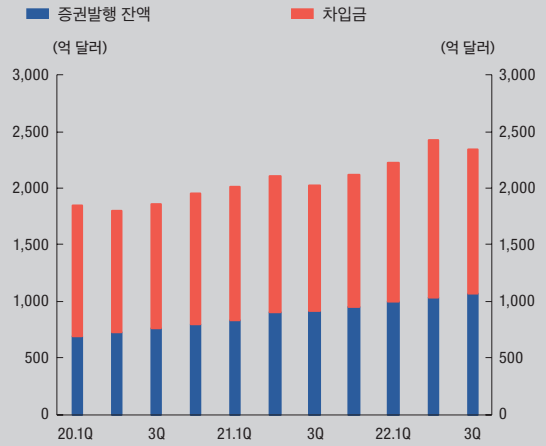
글로벌 미 달러화 유동성의 국내 유입경로



그동안 국내 은행부문의 자금 유입은 글로벌 은행의 미 달러화 신용공급과 비슷한 흐름을 보여왔다. 또한 국내 기업의 외화채권 발행은 미국 외 비은행부문의 미 달러화 채권 발행과 대체로 흐름을 같이 하였다.

최근 글로벌 은행의 미 달러화 신용공급 및 미국 외 비은행부문의 미 달러화 채권 발행이 감소로 전환되었으나, 국내로의 자금 유입이 지속되고 있어 현재까지는 글로벌 미 달러화 유동성 축소의 영향이 제한적인 것으로 보인다. 은행부문에서는 국내은행을 중심으로 대외차입(증권발행 포함)이 대체로 증가하였으며, 높은 대외신인도를 배경으로 양호한 대외차입여건을 유지하고 있다.

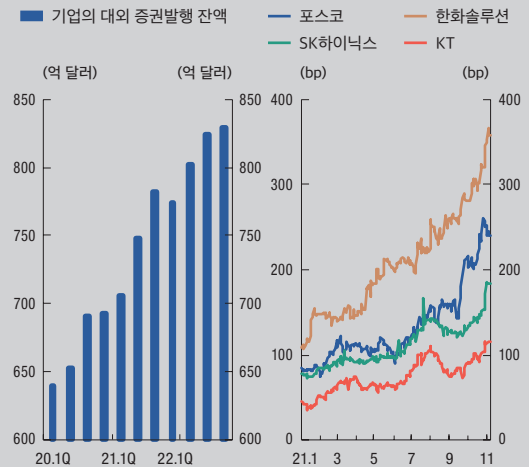
은행¹⁾의 대외 차입금 및 증권발행 잔액



주: 1) 국제투자대조표(IIP) 상 예금취급기관 기준
자료: 한국은행

비은행부문의 경우에도 공기업을 중심으로 증권 순발행 기초가 지속되고 있다. 다만 금년 10월 들어 강원도 PF-ABCP 관련 이슈 등의 영향으로 일부 기업의 외화채권 스프레드가 가파르게 상승하는 등 발행여건이 악화되는 조짐을 나타내고 있다.

기업¹⁾의 대외 증권발행 잔액 및 외화채권 스프레드²⁾



주: 1) 국제투자대조표(IIP) 상 기타부문 기준
2) 동일 만기 미 국채 대비
자료: 한국은행, Bloomberg

향후 미 연준의 QT 지속과 함께 글로벌 미 달러화 유동성 축소가 본격화되면서 국내 외화자금조달 여건이 악화될 수 있음에 유의할 필요가 있다. 우선 국내 스왑시장에서 자금을 공급하는 역할을 하는 외은지점의 순공급 규모가 유럽계를 중심으로 감소할 수 있다. 또한 최근 국내 단기자금시장의 경색 등으로 한국물 외화채권에 대한 해외투자자들의 신용경계감이 증대된 만큼 향후 추이를 예의주시할 필요가 있다. 아울러 신흥국에서 외국인 증권투자자 자금이 유출될 경우 국내 외국인 증권투자자금 흐름에도 부정적 영향을 줄 수 있으므로 신흥국에 대한 글로벌 투자심리의 변화를 눈여겨보아야 할 것이다.

참고문헌

Board of Governors of the Federal Reserve System(2022), *Financial Stability Report*, 2022(November), Washington, DC.

Correa, R., Du, W., & Liao, G. Y.(2020), “US Banks and Global Liquidity (No. w27491)”, National Bureau of Economic Research.

European Banking Authority(2022), “Analysis of the EU dependence on non-EU banks and of EU bank’s dependence of funding in foreign currency”, EBA Report.

Financial Stability Board (2022), “US Dollar Funding and Emerging Market Economy Vulnerabilities”, *FSB Reports to the G20*.

International Monetary Fund(2022), “Navigating the High-Inflation Environment”, *Global Financial Stability Report*, 2022 (October), Washington DC.

참고 1-3.

향후 반도체 경기여건 및 경제적 영향 점검

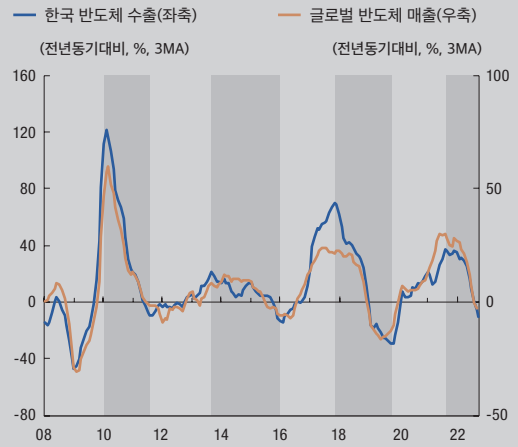
최근 글로벌 경기 둔화, 고인플레이션 지속, 금리상승 등으로 IT 제품에 대한 수요가 위축되면서 글로벌 반도체 경기가 하강하고 있다. 반도체 부문이 우리 경제에서 차지하는 비중이 높다는 점에서 향후 반도체 경기 하강은 우리 경제에 적지 않은 영향을 줄 가능성이 있다. 이하에서는 반도체 경기의 최근 동향을 살펴본 후 향후 여건을 점검하고, 이를 토대로 반도체 경기 및 거시경제적 영향을 전망해보았다.

최근 반도체 경기 상황

우리나라의 반도체 수출과 밀접한 동행 관계를 보이는 글로벌 반도체 경기(매출액 기준, 이하 동일)는 2021년 3/4분기경 정점을 나타낸 후, 하강을 지속하고 있는 것으로 추정된다.

특히, 올해 3/4분기 이후 반도체 경기의 하강 속도가 가팔라지는 모습이다. 3/4분기 들어 반도체 가격(D램고정거래가격¹⁾ 기준)의 하락폭이 크게 확대되면서 글로벌 반도체 매출이 빠르게 둔화되었다²⁾.

글로벌 반도체 매출 및 한국 반도체 수출¹⁾²⁾



주: 1) SSD 포함, 통관 수출액 기준

2) 음영은 반도체 경기 하강기

자료: WSTS, 관세청

D램 현물 및 고정거래 가격¹⁾



주: 1) DDR4, 8Gb 기준

자료: DramExchange

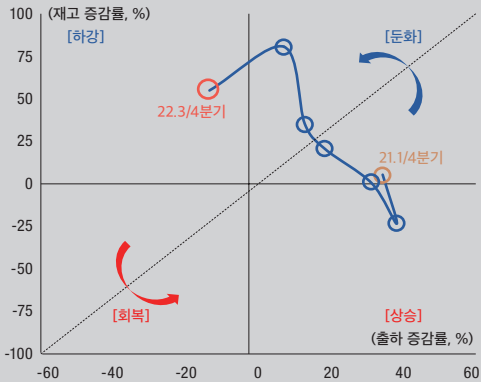
글로벌 반도체 수요 약화는 국내 반도체 재고의 확대대로 이어지고 있다. 금년 3/4분기 중 수출 감소와 재고 급증이 나타나면서 반도체 업종이 경기하강 국면에 진입하였음을 시사하고 있다³⁾.

1) 기업 간 대규모 거래 계약시 적용되는 가격으로, 메모리반도체의 약 90%가 고정거래가격으로 거래된다(TrendForce).

2) 글로벌 반도체 매출(전년동기대비, %, WSTS): 2021년 4/4분기 +28.3 → 2022년 1/4분기 +23.0 → 2/4분기 +11.9 → 3/4분기 -3.0

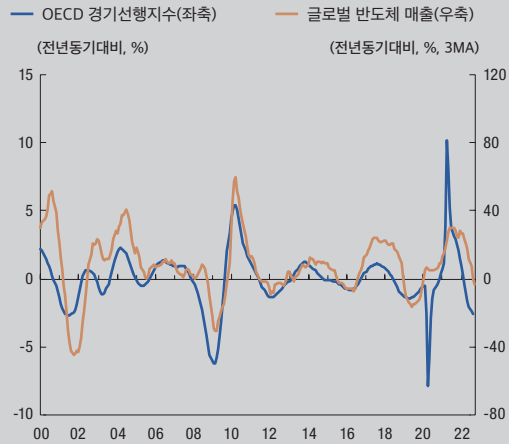
3) 제조업 재고순환의 관점에서 보면 통상 경기수축기에는 수요(출하) 위축에도 생산 조정이 더더 재고가 늘어나고(둔화·하강), 경기확장기에는 수요가 확대되면서 재고는 감소(회복·상승)한다.

국내 반도체 제조업 재고·출하 증감률



자료: 통계청

OECD 경기선행지수 및 글로벌 반도체 경기



자료: OECD, WSTS

향후 반도체 경기 여건 점검

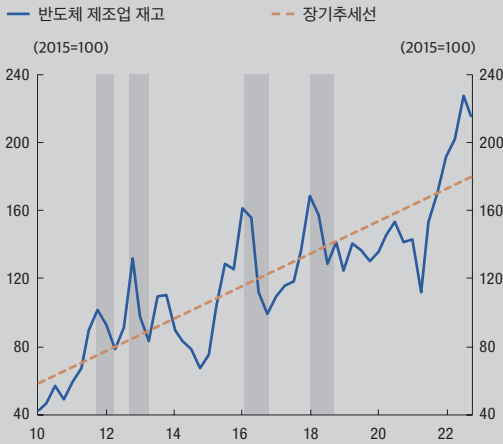
향후 글로벌 반도체 경기의 향방을 좌우할 것으로 보이는 수요 및 재고 여건을 살펴보면, 먼저 수요는 소비자(B2C)와 기업(B2B) 수요 모두 당분간 부진한 흐름을 이어갈 전망이다. 반도체 수요는 글로벌 성장에 민감하게 반응⁴⁾하는데 내년 상반기까지 글로벌 경기가 주요국의 통화 긴축, 우크라이나 사태 장기화 등으로 둔화세를 이어갈 것으로 예상된다. Gartner, J.P.Morgan 등 주요 전망기관들은 경기 둔화에 따른 소비자들의 구매력 약화 및 빅테크 기업들의 투자 조정 가능성을 감안하여 IT 수요가 단기간 내 회복되기 어려울 것으로 보고 있다.

최근 크게 늘어난 반도체 재고도 생산 조정 및 가격 하락 압력으로 작용하면서 반도체 경기의 회복을 제약할 전망이다. 현재의 반도체 재고 수준은 수요 업체와 공급 업체 모두 과거 평균을 상당폭 상회하는 것으로 추정된다. 향후 주요 제조사들은 과잉 재고를 해소하기 위해 생산 조정에 나설 것으로 예상되며⁵⁾, 재고가 정상화되기 전까지는 본격적인 경기 회복이 어려울 것으로 보인다. 통상 재고 조정은 2~3분기 정도 지속되는 경향이 있다.

4) D램, 낸드 등 메모리 반도체는 산업 특성상 설비투자 및 생산량 조절이 어려워 가격·매출의 경기 민감도가 크다.

5) Micron Technology, Kioxia 등 해외 주요 메모리 반도체 기업들이 감산 계획을 발표(2022년 9월)한 데 이어 SK하이닉스도 수익성이 낮은 제품을 중심으로 생산 조정 계획을 발표하였다(2022년 10월).

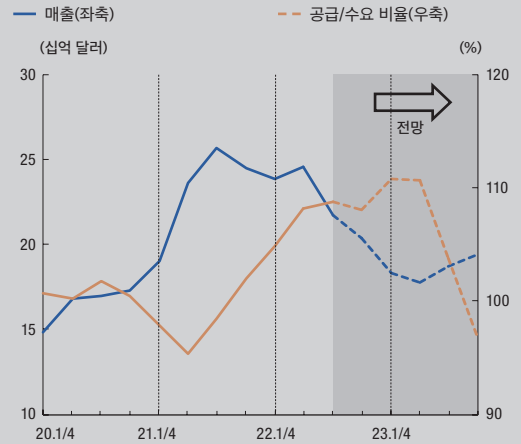
6) 우리나라 반도체 수출의 국가별 비중(2021년 기준, %): 중국(홍콩 포함) 60.1, 베트남 10.8, 대만 8.2, 미국 7.3

국내 반도체 제조업 재고¹⁾ 누증 및 조정²⁾

주: 1) 분기말 재고 기준, 2022년 4/4분기는 2022년 10월 기준
2) 음영은 재고가 장기추세로 하락하는 구간
자료: 통계청, 한국은행

반도체 경기 전망 및 거시경제적 영향

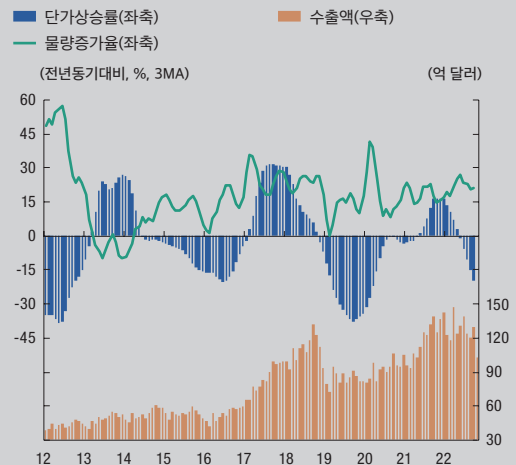
향후 반도체 경기는 IT 수요 둔화로 하강을 지속하다가 내년 하반기에는 글로벌 경기가 개선되면서 완만하게 회복될 것으로 예상된다. 주요 전망기관들도 내년 상반기 중 재고 조정으로 공급과잉이 완화되고 하반기부터 반도체 경기가 반등할 것으로 전망하고 있다. 다만, 지정학적 긴장 고조 및 높은 에너지 가격 지속 가능성 등 글로벌 경제의 하방리스크가 상존하고 있어 반도체 경기의 회복을 둘러싼 불확실성은 높은 상황이다.

글로벌 D램 매출 및 공급/수요 비율¹⁾ 전망

주: 1) 100% 초과면 공급과잉, 100% 미만이면 공급부족을 의미
자료: Gartner

국내 반도체 수출(통관 기준)⁶⁾은 단가 하락 등으로 내년 중 감소할 것으로 예상된다. 반도체 수출단가는 2022년 3/4분기 중 상당폭 하락한 가운데, 주요 기관들은 내년 상반기까지 반도체 가격 하락세가 이어질 것으로 전망하고 있다. 수출물량의 경우 IT 경기에 민감한 메모리 반도체가 부진하겠으나 디지털화에 따른 비메모리 반도체의 기초적 수요 확대에 힘입어 완만한 증가 흐름을 유지할 전망이다.

반도체 통관수출액, 물량·단가 변동률



자료: 관세청, 한국은행

반도체 설비투자도 글로벌 IT 수요 둔화에 따른 수익성 악화로 내년 중 위축될 전망이다. 국내 주요 기업들은 반도체 가격 하락 및 재고 누증 등을 감안하여 설비투자 계획을 보수적으로 조정하는 모습이다⁷⁾.

생산 측면에서 보면, 업황 부진에 따른 생산 조정 등으로 내년 중 반도체 부문의 GDP성장 기여도가 축소될 것으로 예상된다. 다만, 반도체 업종의 경우 기술개발에 따른 집적도 심화로 경기하강기에도 생산량이 늘어나는 경향⁸⁾이 있어 GDP성장 기여도는 플러스를 유지⁹⁾할 것으로 판단된다.

GDP성장률 및 반도체 제조업¹⁾ 성장기여도



주: 1) 컴퓨터, 전자 및 광학기기 제조업 기준
자료: 한국은행

종합 평가

글로벌 반도체 경기는 금년 하반기 이후 IT 수요가 위축되면서 예상보다 빠르게 하강하고 있다. 주요 전망기관들은 반도체 경기가 내년 상반기 중 재고

조정을 거친 후 하반기부터 글로벌 경기 개선에 힘입어 반등할 것으로 예상하고 있으나 불확실성이 높은 상황이다. 반도체 경기의 하강은 당분간 우리 수출, 설비투자, 생산 등에 부정적 영향을 미치며 성장세를 제약하는 요인으로 작용할 전망이다.

글로벌 반도체 경기의 하강시마다 거듭되는 경제적 충격을 완화하기 위해서는 메모리에 편중된 국내 반도체 생태계를 디지털 전환에 따라 추세적인 성장이 기대되는 비메모리 등으로 확장할 필요가 있다. 또한, 향후 가속화할 것으로 보이는 반도체 공급망 재편 과정에서 국내 기업이 글로벌 경쟁우위를 확보할 수 있도록 기술개발 노력을 강화해 나가야 할 것이다.

참고문헌

삼성전자(2022.10), 「2022.3/4분기 실적 발표자료」.

이용대, 이규환, 이웅(2022), 최근 공급차질 및 감염병 상황이 제조업 재고에 미친 영향, 「BOK 이슈노트」, 제2022-9호, 2022(2월), 한국은행.

한국반도체산업협회(2022), 22년 4분기 메모리반도체 가격 전망, 「이슈리포트 No.65」, 2022(10월).

SK하이닉스(2022.10), 「2022.3/4분기 실적 발표자료」.

7) SK하이닉스는 내년도 투자를 올해의 절반 수준까지 감축할 것으로 발표하였으며, 삼성전자는 중장기 수요를 위한 인프라투자는 지속하되 업황과 연계된 설비투자는 유연하게 대응하겠다는 입장을 표명하였다(2022년 10월).

8) 국내 반도체 제조업 생산(통계청, %): 2018년 +21.2 → 2019년 +11.8 → 2020년 +22.6 → 2021년 +29.4

9) 이전 하강기였던 2019년 중 D램 고정거래가격은 전년대비 53.5% 하락하였으나 반도체 업종(컴퓨터, 전자 및 광학기기 생산 기준)의 GDP성장 기여도는 +0.5%p를 기록하였다.

Gartner(2022), “Forecast Analysis: Semiconductors and Electronics”, Worldwide, November 2022.

Goldman Sachs(2022), “2Q22 Inventory Tracker: Inventory levels remain elevated across the board but are relatively lean in Autos”, August 2022.

ICInsights(2022), “DRAM Market Deflates, Cyclical Downturn Looms”, Research Bulletin, September 2022.

J.P.Morgan(2022), F“inding a bottom amid elevated inventory across supply chains (U-shaped recovery rather V-shaped)”, November 2022.

WSTS. Historical Billings Report(2022), <https://www.wsts.org/67/Historical-Billings-Report>, November 2022.

참고 II-1.

성장과 물가의 주요 리스크 점검 및 정책적 시사점

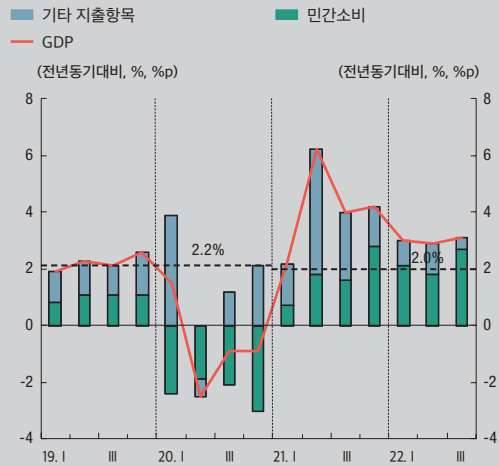
한국은행은 그간 높은 물가 오름세에 대응하여 기준금리를 3.25% 수준까지 점진적으로 인상해왔다. 이는 높은 물가 오름세가 지속될 경우 인플레이션 기대심리가 확산되면서 고물가 상황이 고착화될 위험이 커지므로, 물가안정을 통한 기대심리 안정에 정책의 우선순위를 둘 필요가 있다는 점을 고려한 결정이었다.

최근 물가 오름세가 다소 둔화되는 모습을 보이고는 있지만 상방압력이 여전히 해소되지 않은 반면, 성장의 하방압력은 다소 커진 모습이다. 이러한 성장과 물가의 상이한 흐름은 통화정책 운용의 어려움을 가중시키는 요인 중 하나로 작용한다. 이러한 상황을 고려하여 이하에서는 성장과 물가 여건을 살펴보고, 관련 리스크 요인을 점검한 후 정책적 시사점을 도출하였다.

국내 성장·물가 여건 점검

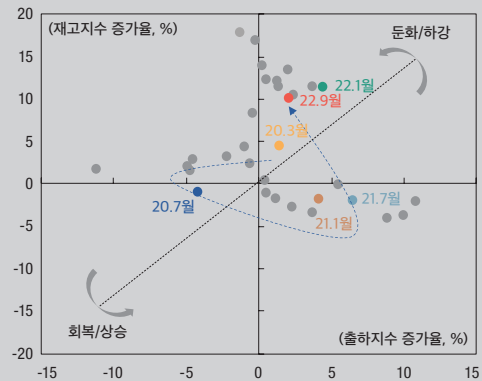
먼저 성장 측면을 살펴보면, 국내경제는 그간 소비 회복세에 힘입어 잠재수준을 상회하는 성장흐름을 이어가고 있으나, 대내외 정책금리 인상과 대외여건 악화 등의 영향으로 투자와 수출을 중심으로 성장세가 점차 둔화되고 있다. 경기선행지수가 하락세¹⁾를 이어가는 가운데, 재고-출하 순환도 상에서도 경기가 둔화 국면에 진입한 것으로 판단된다.

민간소비의 성장기여도¹⁾²⁾



주: 1) 점선은 잠재성장률 수준
2) 2022년 3/4분기는 속보치 기준
자료: 한국은행

제조업 재고-출하 순환도¹⁾



주: 1) 2020년 1월~2022년 9월 기준
자료: 통계청

다음으로 물가 여건을 보면, 소비자물가와 일반인 기대인플레이션이 그간 목표수준을 큰 폭 상회하는 오름세를 보이다가 8월 이후 상승세가 다소 완화되는 모습이다. 소비자물가지수 구성항목 중 가격 상승률이 4%와 6%를 상회하는 품목의 비중이 각각 68.0%, 53.8%(2022년 10월)에 달하는 등 그

1) 경기선행지수 순환변동지: 2021년 6월 101.9 → 12월 100.4 → 2022년 6월 99.7 → 9월(잠정치) 99.2

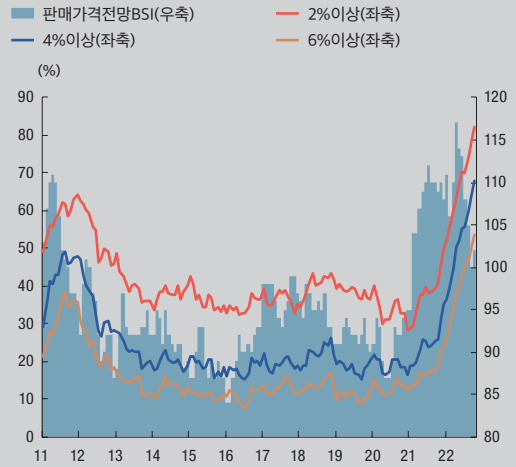
간 높은 물가 오름세가 확산되어 왔다. 또한 기업의 판매가격전망은 최근 낮아지긴 했지만 여전히 기준치(100)를 소폭 상회(102)하는 등 예년에 비해 높은 수준을 유지하고 있다. 이에 더해 기초적 인플레이션²⁾이 서비스업을 중심으로 최근 3%를 상회하는 등 크게 높아진 것으로 나타나 인플레이션의 지속성이 강화되어 온 것으로 추정된다.

소비자물가 상승률¹⁾ 및 기대인플레이션²⁾



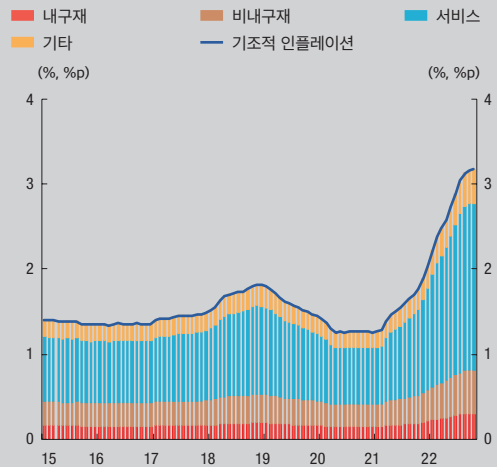
주: 1) 점선은 물가안정목표 중심치
 2) 일반인 향후 1년 기준
 자료: 한국은행, 통계청

판매가격전망BSI 및 소비자물가 상승 품목 비중¹⁾



주: 1) 해당월 총 품목수 대비 비중
 자료: 한국은행, 통계청

기초적 인플레이션 분해¹⁾



주: 1) 기타는 전세, 월세 및 상수도료
 자료: 한국은행

물가상방압력 지속 가능성 점검

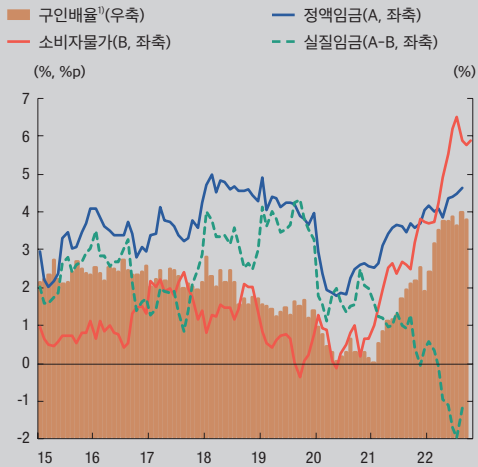
이처럼 최근 물가 오름세가 다소 둔화되는 모습을 보이고는 있으나, 다음과 같은 물가상방압력 요인

2) Almuzara and Sbordone(2022), Cascaldi-Garcia, Haberkorn and Nir(2021) 등을 참고하여 근원물가 구성 품목(285개)을 대상으로 동태요인모형(dynamic factor model)을 통해 추출한 공통요인으로 동 요인 확대시 고인플레이션이 지속될 가능성이 높은 것으로 평가된다.

을 고려할 때 당분간은 고물가 상황이 지속될 가능성도 적지 않은 것으로 판단된다.

우선 경제주체들의 높아진 물가인식이 임금 등을 매개로 물가 오름세를 확대·지속시킬 가능성이 있다. 견조한 고용상황 등을 고려할 때 높은 물가 오름세가 시차를 두고 임금인상으로 이어지면서 물가에 대한 상방압력으로 작용할 수 있다.³⁾ 또한 그간의 기대인플레이션 상승도 인건비 비중이 높은 서비스 부문을 통해 기초적 물가의 상방요인으로 작용할 가능성이 있는 것으로 판단된다.⁴⁾

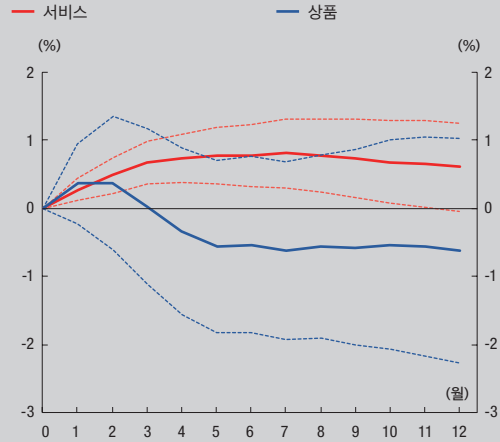
노동시장 여건



주: 1) 구인배율은 실업자(구직) 대비 빈일자리(구인) 수의 비율로, 계절 조정 후 사용

자료: 고용노동부, 통계청

기대인플레이션 충격에 대한 서비스 및 상품 가격 반응¹⁾²⁾



주: 1) 서비스물가, 상품물가, 경기동행지수, 기대인플레이션(향후 1년), 국제유가로 구성된 5변수 VAR 모형을 추정(2000년 1월~2022년 5월)한 후, 기대인플레이션 1%p 상승 충격에 대한 서비스 및 상품 가격 반응을 도출

2) 점선은 90% 신뢰구간을 의미

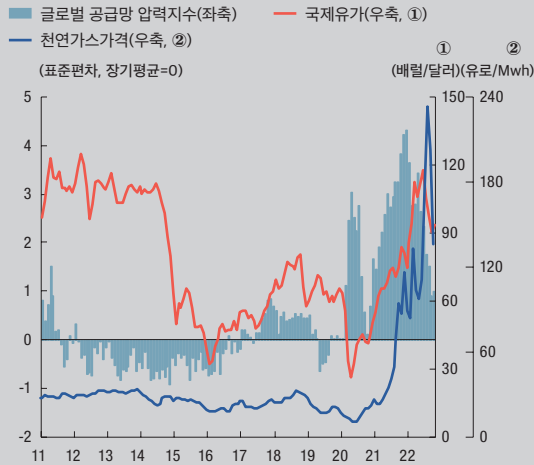
자료: 한국은행

또한 최근 물가 오름세 둔화는 에너지 가격 하락에 힘입은 바 큰데, 글로벌 공급차질이 완전히 해소되지 않고 있는 상황에서 지정학적 리스크, 기상이변 등에 따른 에너지 및 농산물 가격 상승 위험이 여전히 잠재해 있다. 특히 러시아가 유럽에 대한 에너지 공급을 늘리지 않고 있는 점과 낮은 글로벌 원유재고 등이 에너지 가격과 관련한 불안요인으로 상존하고 있다.

3) 우리나라의 경우 물가-임금 상호작용이 저인플레이션 국면에 비해 고인플레이션 국면에서 뚜렷하게 나타나는 경향이 있는 것으로 분석되었다. 이에 대한 보다 자세한 내용은 「우리나라의 물가-임금 관계 점검」(BOK 이슈노트 제2022-26호, 2022년 7월)을 참고하기 바란다.

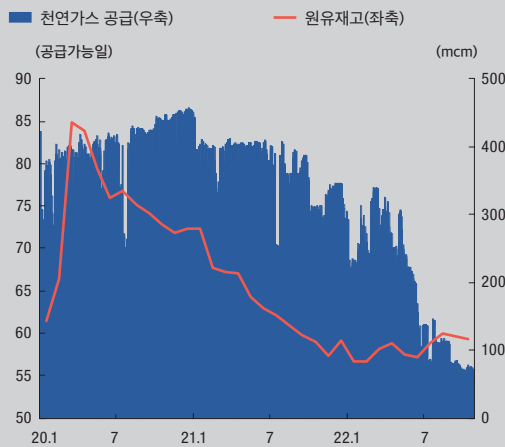
4) 기대인플레이션 1%p 상승 충격은 상품 가격에 대해 유의한 영향을 미치지 못한 반면 서비스 가격에 대해서는 통계적으로 유의한 정(+)의 영향(유의수준 10%)을 미치는 것으로 분석되었다.

글로벌 공급망 압력지수, 국제유가¹⁾ 및 천연가스가격²⁾



주: 1) 국제유가는 Brent유(익월물) 기준
 2) 천연가스가격은 Dutch TTF 가격(익월물) 기준
 자료: 뉴욕 연준, ICE

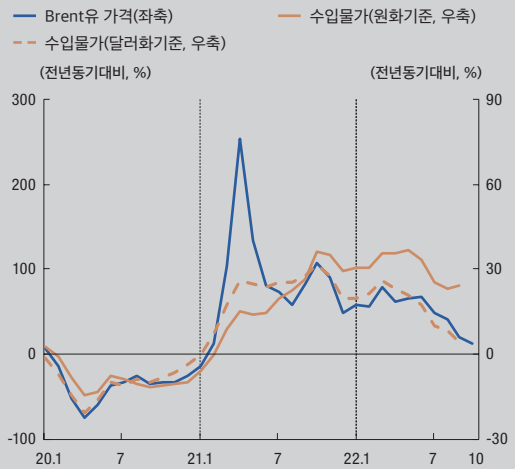
OECD 원유재고 및 러시아의 유럽 천연가스 공급¹⁾



주: 1) 노드스트림1, 아말-유럽 등 4개 주요 가스관 기준
 자료: EIA, Bloomberg

이에 더해 달러화 강세가 수입물가 경로(pass-through)를 통해 물가상승압력으로 작용할 가능성이 있다. 수입물가는 생산자물가, 소비자물가, 기대 인플레이션 순으로 시차를 두고 파급되면서 인플레이션 압력으로 작용하는데, 특히 높은 물가 오름세가 지속되는 국면에서는 이러한 환율의 물가전가 효과가 커지는 경향이 있는 것으로 분석되었다.⁵⁾ 한편, 최근 급등했던 원/달러 환율이 상당폭 하락하여 이로 인한 효과는 제한적일 것으로 판단되나, 달러화의 향방에 따라 재상승할 가능성도 배제할 수 없다.

유가 및 수입물가 상승률



자료: 한국은행, ICE

한편 고물가 국면에서는 경제주체들이 적극적으로 물가정보를 반영함에 따라⁶⁾, 경제충격이 물가에 전이되는 정도가 커지고 인플레이션 지속성도 강화되는 경향이 있는 것으로 분석된다.⁷⁾ 이러한 경제주체

5) 환율의 물가 전가율 등에 대한 보다 자세한 내용은 「참고 1-2. 원/달러 환율의 국내물가 영향 점검」(통화신용정책보고서, 2022년 6월)을 참고하기 바란다.

6) 인플레이션 국면별 행태 변화와 관련된 이론적 논의는 다음과 같다. 고물가 국면에서는 ① 기업들의 가격 인상 시 발생하는 메뉴비용의 상대적 크기가 작아지기 때문에 더 잦은 가격인상 유인이 존재하고(menu cost), ② 뉴스 등 물가 관련 더 많은 정보가 제공되어 경제주체들의 물가정보에 대한 민감도가 높아지면서 경제주체들이 기대 형성 시 새로운 정보를 빠르게 반영하며(rational inattention), ③ 경쟁기업의 가격 인상이 예상되는 경우 다른 기업들도 이에 따라 가격을 인상하는 것이 수익에 유리하다는(strategic complementarity) 이유 등으로 물가로의 전이효과 및 그 지속성이 강화되는 경향이 있다.

7) 주요 29개국 패널데이터로 추정(2000년 1/4분기~2021년 4/4분기)한 국면별 물가지속성(전기 물가의 현재 물가에 대한 영향력 계수)은 저물가 시기 0.59에서 고물가 시기 0.86으로 높아지는 것으로 분석되었다.

들의 행태변화는 앞서 설명한 물가상방압력 요인들과 상호작용하며 그 효과를 강화시킬 수 있다.

성장하방압력 확대 가능성 점검

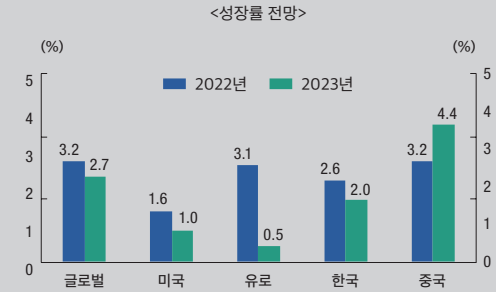
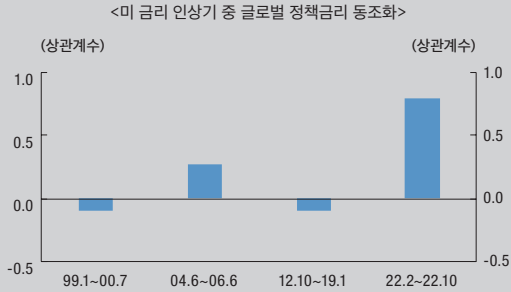
향후 성장세는 대내외 불확실성이 증대됨에 따라 약화될 것으로 전망된다. 우선 국내의 경기의 동조화가 강화된 상황에서 글로벌 경기 둔화폭이 커질 경우 국내 성장세 위축도 불가피하다. 특히 국내경제와 연관성이 높은 미국과 중국의 성장세가 함께 큰 폭 둔화되고 있는 점에도 유의할 필요가 있다. 더욱이 고물가 대응으로 미 연준의 급격한 금리인상이 진행되고 있는데, 과거와 달리 양호한 고용여건이 지속되면서 당분간 정책기조 전환 가능성이 높지 않은 것으로 보인다. 또한 국가 간 경기·통화 정책이 크게 동조화된 모습으로 과거와 달리 부정적 충격의 완충도 기대하기 어려운 실정이다.

국내외 GDP순환변동치 간 상관계수¹⁾



주: 1) 과거 10년간 상관계수를 순차이동하며 산출
자료: Oxford Economics, 한국은행

주요국 통화정책 동조화¹⁾ 및 성장을 전망²⁾



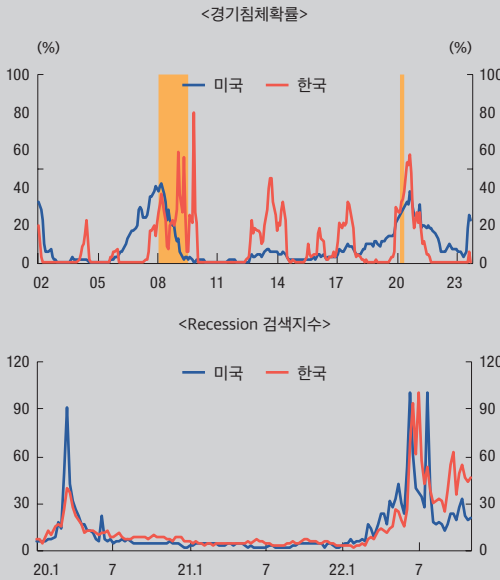
주: 1) 미국과 주요국(25개 선진국 및 신흥국) 정책금리 간 상관계수 평균
2) IMF WEO(2022년 10월)
자료: BIS, IMF, 한국은행

또한 그간 누증된 부채와 높아진 자산가격이 통화정책 긴축의 영향을 확대시킬 소지가 있다. 높은 가계부채 및 주택가격 하에서는 금리인상으로 인한 이자부담 증대와 주택가격 하락으로 과다채무자 등을 중심으로 소비둔화 효과가 커지는 것으로 분석되었다.⁸⁾

이에 더해 향후 경제상황에 대한 불확실성과 경기침체 가능성에 대한 경제주체들의 경계감이 높아진 점도 부담요인이다. 불확실성은 소비·투자 심리에 부정적 영향을 미치고, 경제주체들의 경기침체 우려는 자기실현적 과정을 통해 경기하방압력을 높일 수 있다.

8) 주요 20개국을 대상으로 주택가격및GDP대비 가계부채비율 수준별(고/저는 추세(hp필터) 대비(+)/(-)로 구분) 정책금리 인상의 영향을 패널분석한 결과, 주택가격과 가계부채비율이 높은 경우 낮은 경우에 비해 각각 2.5배, 4.0배 소비 둔화 영향이 커지는 것으로 분석되었다.(분석대상기간: 2000년 1/4분기~2021년 4/4분기, 2년 내 최대반응 기준)

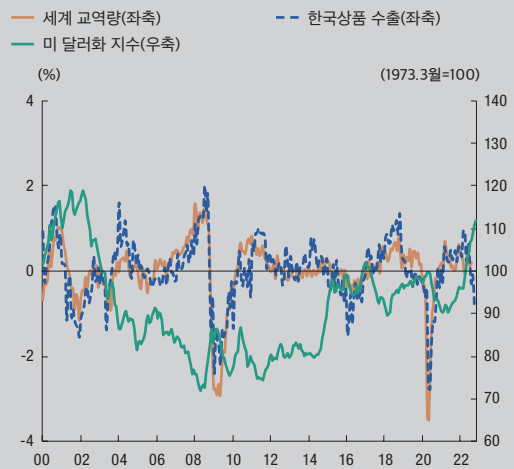
경기침체확률 평가¹⁾²⁾³⁾



- 주: 1) 음영은 미국 경기침체기
 2) 경기침체확률은 뉴욕 연준 probit 모형(Estrella and Trubin(2006))을 인용하였으며, 경기침체 기간은 미국은 NBER에서 판단한 경기순환을 기준으로, 한국은 GDP성장률(전년동기대비)이 2분기 연속 음수인 기간을 기준으로 식별
 3) Recession 검색지수는 구글 트렌드(미국), 네이버 데이터랩(한국)을 활용
 자료: 뉴욕 연준, 한국은행, 구글, 네이버

한편 원/달러 환율 상승에 따라 수출 개선효과가 일부 기대되나, 미 달러화 강세가 환율 상승을 주도하는 경우 그 효과는 제한적일 것으로 예상된다. 이는 수출 경쟁도가 높은 일본, 중국, 대만의 통화가 함께 절하된 가운데, 미국 외 국가들의 수입가격 상승에 따른 수요 감소가 수출 개선 효과를 제약할 수 있는데 기인한다. 또한 자금조달 및 자본재수입 비용 상승, 불확실성 확대는 투자 유인을 약화시키는 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

미 달러화 지수, 세계교역량¹⁾ 및 국내 상품수출¹⁾



주: 1) 장기추세 제거 계열(hp필터 이용)
 자료: 한국은행, Bloomberg, CPB

정책적 시사점

앞서 살펴본 바와 같이 우리경제에 성장의 하방 리스크가 확대되고 있지만 높은 물가 오름세가 지속되는 경우 통화정책은 물가안정에 중점을 두고 운영하는 것이 중·장기 경제안정에 기여할 것으로 판단된다.

현재와 같이 기대인플레이션이 높은 가운데 물가의 목표수준으로의 복귀 시기, 경로 등에 대한 불확실성이 상존하는 상황에서는 긴축적 정책기조를 이어갈 필요가 있다. 거시경제모형을 활용한 분석 결과에서도 물가상승·경기둔화가 동반되는 상황에서 물가에 중점을 두고 통화정책을 운영하는 것이 중·장기 시계에서 물가와 성장이 정상수준(steady state)으로 빠르게 회복되는 것으로 나타났다.⁹⁾

9) 공급·수요 충격 발생시 물가대응 정도별, 물가 지속성별 파급효과 차이를 분석하기 위해 Altissimo and Smets(2006)을 참고하여 다음과 같이 필립스 곡선, 수요곡선 및 정책반응함수가 포함된 소규모 뉴케인지언 모형을 설정하였다.

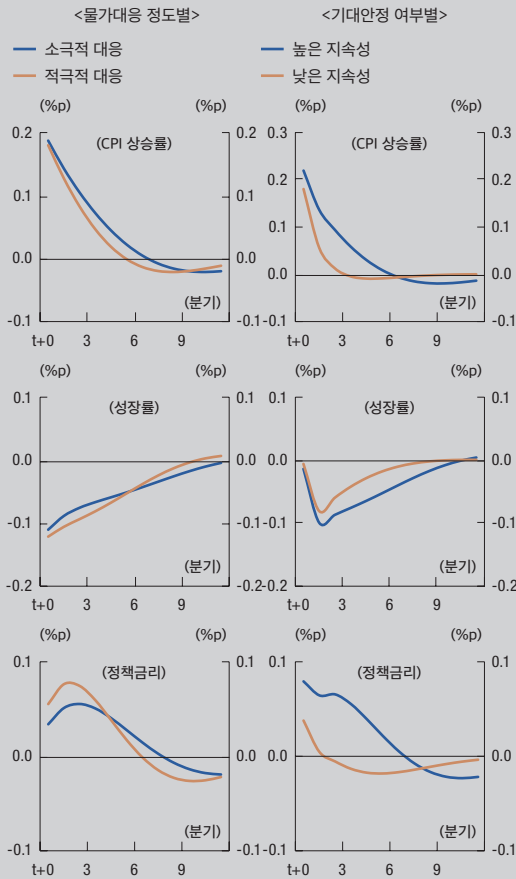
$$\pi_t = \delta E_t(\pi_{t+1}) + (1 - \delta)\pi_{t-1} + \lambda y_t + u_t \quad (\text{필립스 곡선})$$

$$y_t = \mu E_t(y_{t+1}) + (1 - \mu)y_{t-1} - \phi[r_t - E_t(\pi_{t+1})] + v_t \quad (\text{수요곡선})$$

$$r_t = \rho r_{t-1} + (1 - \rho)[\alpha E_t(\pi_{t+1}) + \beta y_t] + \epsilon_t \quad (\text{정책반응함수})$$

π_t , y_t , r_t 는 각각 물가갭, GDP갭, 정책금리를 의미한다. 필립스곡선 상방충격과 수요곡선 하방충격을 동시에 부여하였고, 물가대응정도별 파급효과는 정책반응함수 중 '물가에 대한 정책금리 반응계수(α)'크기를, 물가지속성별 실물경제 파급효과는 필립스곡선 중 '전기 물가상승률 계수($1 - \delta$)'를 조정하여 분석하였다.

공급충격(물가상승) 및 수요충격(경기둔화) 발생¹⁾ 시 파급효과



주: 1) 소규모 뉴케인지언 모형을 설정한 후, 필립스곡선 상방충격과 수요곡선 하방충격을 동시에 부여하고 실물경제 파급효과를 분석
자료: 한국은행

다만, 물가의 둔화 흐름이 뚜렷해지고 기대인플레이션도 목표수준을 향해 점차 안정세를 찾아가는 가운데 주요국 경기둔화에 따른 수출 감소, 금리 상승과 구매력 저하에 따른 소비 회복세 둔화 등의 영향으로 성장의 하방압력이 빠르게 확대될 경우 이에 적절히 대응해 나갈 필요가 있다고 판단된다.

참고문헌

김태섭, 안상현(2022), 원/달러 환율의 국내물가 영향 점검, 『통화신용정책보고서』, 2022(6월호). 한국은행.

Almuzara, M., & Sbordone, A. M.(2022), “Inflation Persistence: How Much Is There and Where Is It Coming From? (No. 20220420)”, Federal Reserve Bank of New York.

Altissimo, F., Ehrmann, M., & Smets, F.(2006), “Inflation Persistence and Price-setting Behaviour in the Euro Area: A Summary of the IPN Evidence”, ECB Occasional paper, (46).

Cascaldi-Garcia, D., Haberkorn, F., & Nir, E.(2021), “International Measures of Common Inflation (No. 2021-11-05-1)”, Board of Governors of the Federal Reserve System (US).

Estrella, A., & Trubin, M.(2006), “The Yield Curve as a Leading Indicator: Some Practical Issues”, Current Issues in Economics and Finance, 12(5).

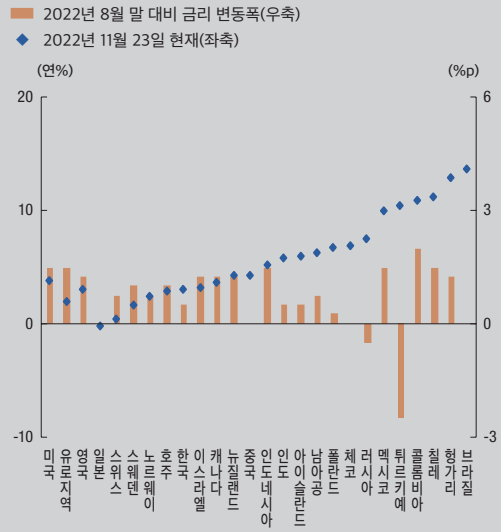
International Monetary Fund(2022), “Countering the Cost-of-Living Crisis”, *World Economic Outlook*, 2022(October), Washington DC.

참고 III-1.

주요국 통화정책 운영 현황

2022년 9월 이후 주요국에서는 가파른 물가 오름세에 대응하여 대체로 큰 폭의 정책금리 인상을 지속하였는데, 일부 국가에서는 금리인상 속도를 조절하기 시작하였다. 주요 선진국 중에서는 미 연준이 9월과 11월, ECB는 9월과 10월 두 차례 연속 정책금리를 모두 75bp씩 인상하였으며, 영란은행은 9월과 11월에 정책금리를 각각 50bp 및 75bp 인상하였다. 반면 호주·캐나다·노르웨이·이스라엘 중앙은행은 금리인상 폭을 축소하였으며, 신흥국 중에서는 주요 선진국에 비해 이른 시기부터 큰 폭의 정책금리 인상을 이어오던 브라질 중앙은행 등이 정책금리를 동결하였다.

주요국의 정책금리¹⁾



주: 1) 중국은 대출우대금리 5년물 기준
자료: 각국 중앙은행

국가별로 구체적으로 살펴보면, 미 연준은 9월과 11월 FOMC 회의에서 정책금리 목표범위를 두 차례 연속 각각 75bp씩 인상¹⁾하였다. 미국 경제에 대해서는 소비와 생산 지표가 완만한 성장세를 지속하고 고용 증가세가 여전히 견조한 가운데, 식품과 에너지 가격 상승 등으로 높은 인플레이션 압력이 지속되고 있다고 평가하였다. 또한 11월 FOMC 회의 의결문에서는 앞으로의 통화정책 방향에 대해서는 물가안정 도모를 위해 금리인상을 지속하되, 향후 인상 속도는 그동안 진행되어 온 금리인상의 파급 시차와 영향, 금융·경제 상황 등을 종합적으로 고려하여 결정해 나갈 방침임을 표명²⁾하였다. 한편 자산 매입정책과 관련해서는 금년 5월 발표한 「연준 대차대조표 규모 축소 계획」³⁾에 따라 보유자산규모 축소를 지속해 나가기로 결정하였다. 파월의장은 11

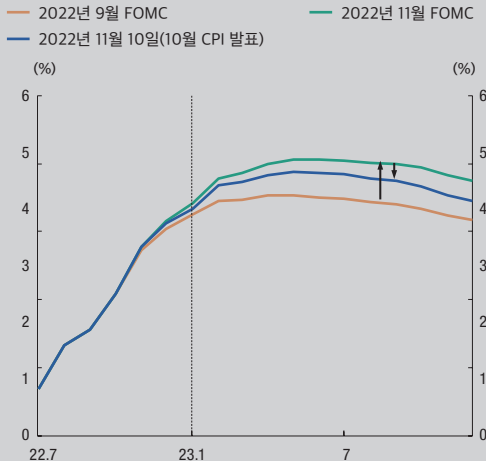
1) 미 연준 정책금리 목표범위: 2.25~2.50% → (9월 회의) 3.00~3.25% → (11월 회의) 3.75~4.00%

2) "In determining the pace of future increases in the target range, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments."(2022년 11월 의결문)

3) 연준은 동 계획에 따라 금년 6월부터 보유 중인 증권 및 채권 규모를 매월 최대 475억 달러(국채 300억 달러, 정부기관 채권 및 모기지증권 175억 달러)씩 축소하고 있으며, 9월부터는 축소규모를 2배(매월 국채 600억 달러, 정부기관 채권 및 모기지증권 300억 달러)로 증액하였다.

월 FOMC 기자회견담회에서 최종 금리 수준이 종전 예상치⁴⁾보다 높아질 수 있으며 최근의 물가상황과 전망 등을 고려할 때 금리인상 중단 논의는 시기상조라고 언급하였다.⁵⁾ 다만, 이르면 2022년 12월 또는 2023년 1월부터는 금리인상폭을 축소할 수 있음을 시사하였다. 이에 따라 금융시장에서는 11월 FOMC 이후 최종 정책금리 수준 전망치가 높아졌으나, 10월 CPI 상승률(전년동월대비 7.7%)이 시장 예상(7.9%)보다 낮게 발표된 이후에는 금리인상 기대가 다소 약화되었다.

금융시장의 미 연준 정책금리 인상기대 변화¹⁾



주: 1) 페더럴펀드금리 선물 내재금리 기준
자료: Bloomberg

ECB는 9월과 10월 정책위원회 회의에서 정책금리를 각각 75bp 인상⁶⁾하였으며, 앞으로도 물가목표 달성을 위해 정책금리를 추가로 인상할 방침을 밝혔다.⁷⁾ 유로지역 경제상황에 대해서는 에너지 가격 상승으로 인한 물가상승압력이 광범위하게 확산되는 가운데 가계의 실질소득 감소 등으로 성장세가 둔화되고 있다고 평가하였다.⁸⁾ 한편 라가르드 총재는 10월 회의 직후 기자회견을 통해 12월 정책위원회 회의에서는 경기둔화 가능성을 반영한 물가 전망, 그동안 진행되어 온 금리인상⁹⁾의 파급효과 등을 고려하여 통화정책을 결정할 것임을 표명하여 향후 금리인상 속도 조절 가능성을 시사하였다.

영란은행은 9월 통화정책회의에서 정책금리를 50bp 인상한 데 이어 11월 회의에서는 인상폭을 75bp로 확대하였다.(1.75%→2.25%→3.00%) 영국의 높은 물가상승압력이 여전히 지속되는 가운데 내년에는 경기가 본격적인 둔화국면으로 진입할 것으로 전망¹⁰⁾하였다. 영란은행은 11월 회의에서 향후 통화정책 방향과 관련하여 추가 금리인상을 시사하면서도, 최종금리 수준은 회의 개최 당시의 금융시장 예상(5.25% 수준)에 비해서는 낮을 것이라는 입장을 표명하였다.¹¹⁾ 한편 영란은행은 대규모 감세안을 포함한 정부의 성장계획 발표(9월 23일) 이후 장기 국채금리가 급등하자 이에 대응하여 한시적 국

- 4) 연준은 금년 9월 FOMC 회의에서 2022년 말과 2023년 말 정책금리 전망치(점도표 중간값 기준)를 각각 4.4% 및 4.6%로 제시하였다.
- 5) "(...) it is very premature to be thinking about pausing. (...) the level of rates that we estimated in September, the incoming data suggests that that's actually going to be higher (...)" (11월 2일 기자회견)
- 6) 9월 회의 10월 회의
기준금리(MRO) : 0.50% → 1.25% → 2.00%
대기성 수신금리: 0.00% → 0.75% → 1.50%
대기성 여신금리: 0.75% → 1.50% → 2.25%
- 7) "The Governing Council took today's decision, and expects to raise interest rates further, to ensure the timely return of inflation to its 2% medium-term inflation target."(2022년 10월 의결문)
- 8) 2022년 2023년 2024년
HICP 상승률 전망치: 8.1% → 5.5% → 2.3% (연간기준 전년대비)
GDP 성장률 전망치: 3.1% → 0.9% → 1.9% (연간기준 전년대비)
- 9) ECB는 금년 7월 이후 10월까지 세 차례에 걸쳐 정책금리를 200bp 인상(0.0% → 2.0%)하였다.
- 10) 2022년 2023년 2024년
CPI 상승률 전망치: 10.75% → 5.25% → 1.5% (각 년도 4/4분기 기준)
GDP 성장률 전망치: 4.25% → -1.5% → -1.0% (연간기준 전년대비)

채매입¹²⁾을 실시하고 기존의 국채매각 계획¹³⁾은 잠정 연기하였다. 이후 국채금리가 점차 안정화되자 국채매각을 11월 1일부로 개시¹⁴⁾하는 한편, 한시적 국채매입 기간 중 취득한 국채도 11월 29일부터 매각을 시작할 예정임을 공표¹⁵⁾하였다.

일본은행은 9월 및 10월 통화정책회의에서 단기정책금리(-0.1%)와 10년물 국채금리 목표(0.0%)를 동결하고 장단기 정책금리를 당분간 현재 또는 더 낮은 수준에서 운용할 것이라는 종전의 포워드 가이드언스를 유지하였다. 일본경제에 대해서는 최근 엔화약세 심화, 수입물가 상승 등을 반영하여 금년도 물가전망은 상향 조정하고 성장전망은 하향 조정하였다.¹⁶⁾ 한편 구로다 총재는 10월 통화정책회의 개최 이후 기자회견담회에서 급격한 엔화 약세는 일본경제에 바람직하지 않다는 견해를 표명하면서도 이에 대응하기 위한 금리인상 등 통화정책 기조 전환은 고려하고 있지 않다고 언급하였다.

여타 선진국에서도 높은 물가 오름세 등에 대응하여 정책금리 인상 기조를 지속하였는데, 일부 국가에서는 그동안의 금리인상이 거시경제에 미치는 영향 등을 고려하여 금리 인상폭을 축소하거나

나 동결하는 사례들이 나타났다. 호주 중앙은행은 9월 중 정책금리를 50bp 인상한 뒤 10월과 11월에는 두 차례 연속으로 정책금리를 25bp씩 인상(1.85%→2.35%→2.60%→2.85%)하였다. 캐나다·노르웨이·이스라엘 중앙은행도 각각 10월(캐나다)과 11월(노르웨이·이스라엘) 회의에서 직전 회의에 비해 금리 인상폭을 축소¹⁷⁾하였으며, 체코 중앙은행은 9월과 11월 두 차례 연속으로 정책금리를 동결하였다.¹⁸⁾ 반면, 스웨덴·스위스·뉴질랜드 중앙은행 등은 정책금리를 75bp 이상 큰 폭으로 인상하였다.

신흥국에서는 물가급등, 자본유출 우려 등을 고려하여 정책금리를 큰 폭으로 인상한 국가들과 최근 정책금리가 물가목표 달성을 위한 적정수준에 근접한 것으로 평가하면서 정책금리를 동결하는 국가들 간에 차별화 현상이 나타나기 시작하였다. 9월 이후 현재(11월 23일 기준)까지 인도네시아 중앙은행이 세 차례, 콜롬비아·칠레·멕시코 중앙은행이 두 차례씩 정책금리를 인상하였다. 반면, 브라질 중앙은행은 9월과 10월 두 차례 연속 정책금리를 동결하였으며, 폴란드와 헝가리 중앙은행은 9월 회의에서 정책금리를 인상한 이후 10월과 11월 두 차례 연속 금리를 동결하였다.¹⁹⁾

11) "(...) further increases in Bank Rate may be required for a sustainable return of inflation to target, albeit to a peak lower than priced into financial markets." (2022년 11월 의결문)

12) 영란은행은 9월 28일~10월 14일 중 총 650억 파운드 규모의 국채매입 계획을 공표("Gilt Market Operations", 9월 28일)하였으며, 동 기간 중 실제 매입규모는 193억 파운드 수준이다.

13) 영란은행은 9월 통화정책 회의에서 10월 3일부터 향후 1년간 총 800억 파운드의 국채를 매각하기로 결정한 바 있다.("Asset Purchase Facility: Gilt Sales", 2022년 9월 의사록, 9월 22일)

14) "Asset Purchase Facility: Gilt Sales"(10월 20일)

15) "Bank of England sets out plans for a demand-led approach to unwind recent financial stability gilt purchases in a timely but orderly way."(11월 10일)

16) 2022년 CPI(신선식품 제외) 상승률 전망치: (2022년 7월) 2.3% → (2022년 10월) 2.9%

GDP 성장률 전망치: (2022년 7월) 2.4% → (2022년 10월) 2.0%

17) 캐나다·노르웨이·이스라엘 중앙은행은 금리인상 폭을 직전 회의보다 25bp씩 축소하여 캐나다는 10월 회의에서 50bp(3.25% → 3.75%), 노르웨이는 11월 회의에서 25bp(2.25% → 2.50%), 이스라엘은 11월 회의에서 50bp(2.75% → 3.25%) 정책금리를 인상하였다.

18) 체코 중앙은행은 2021년 6월 이후 2022년 6월까지 정책금리를 총 675bp(0.25% → 7.00%) 인상하면서, 현 금리 수준이 충수요를 둔화시키는 수준에 도달한 것으로 평가하였다. (2022년 11월 의결문)

19) 상세 내용은 다음 페이지의 <표>2022년 9~11월 중 주요국 중앙은행의 정책금리 조정 현황'을 참고하기 바란다.

한편 중국인민은행은 9~11월 중 정책금리를 동결하였으며, 가파른 위안화 약세 등에 대응하여 9월 중에는 외화예금 지급준비율을 인하(8.0%→6.0%)하였다. 튀르키예 중앙은행은 경기 부진 등을 고려하여 9월과 10월 중 정책금리를 두 차례에 걸쳐 총 250bp 인하(13.0%→10.5%)하였으며, 러시아 중앙은행은 9월 회의에서 정책금리를 50bp 인하(8.0%→7.5%)하였다.

2022년 9~11월¹⁾ 중 주요국 중앙은행의 정책금리 조정 현황

국가 ²⁾	정책금리 조정
<선진국>	
미국	2.25~2.5% → 3.75~4.0% (22.9·11월, +150bp)
ECB	0.50% → 2.00% (22.9·10월, +150bp)
영국	1.75% → 3.00% (22.9·11월, +125bp)
호주	1.85% → 2.85% (22.9·10·11월, +100bp)
캐나다	2.50% → 3.75% (22.9·10월, +125bp)
노르웨이	1.75% → 2.50% (22.9·11월, +75bp)
이스라엘	2.00% → 3.25% (22.10·11월, +125bp)
뉴질랜드	3.00% → 4.25% (22.10·11월, +125bp)
아이슬란드	5.50% → 6.00% (22.10·11월, +50bp)
스웨덴	0.75% → 1.75% (22.9월, +100bp)
스위스	-0.25% → 0.50% (22.9월, +75bp)
<신흥국>	
인도네시아	3.75% → 5.25% (22.9·10·11월, +150bp)
콜롬비아	9.00% → 11.00% (22.9·10월, +200bp)
칠레	9.75% → 11.25% (22.9·10월, +150bp)
멕시코	8.50% → 10.00% (22.9·11월, +150bp)
헝가리	11.75% → 13.00% (22.9월, +125bp, 10·11월 동결)
남아공	5.50% → 6.25% (22.9월, +75bp)
인도	5.40% → 5.90% (22.9월, +50bp)
폴란드	6.50% → 6.75% (22.9월, +25bp, 10·11월 동결)
<신흥국>	
튀르키예	13.00% → 10.50% (22.9·10월, -250bp)
러시아	8.00% → 7.50% (22.9월, -50bp)
<선진국>	
일본 ⁴⁾ (-0.1%/0%내외)	체코(7.00%)
<신흥국>	
브라질(13.75%)	중국 ⁵⁾ (3.65%/4.30%)

주: 1) 2022년 11월 23일 기준
 2) 선진국과 신흥국은 IMF 분류 기준을 준용
 3) 괄호 내는 정책금리 수준
 4) 단기금리/10년물 국제금리 기준
 5) 대출우대금리 1년물/5년물 기준

자료: 각국 중앙은행

앞으로도 주요국에서는 높은 물가 오름세가 지속되면서 대다수 중앙은행들이 정책금리 인상기조를 이어갈 것으로 예상되지만, 금리인상 속도와 금리동결 여부 등은 각국의 경기와 물가 등 주요 경제지표 흐름에 따라 차별화될 것으로 전망된다.

2021년 이후 주요국 중앙은행의 자산매입 중단(또는 보유자산 축소) 현황¹⁾

국가	내용	발표월
캐나다	주당 매입 규모 축소 (40억 → 30억 캐나다 달러)	21.4월
	주당 매입 규모 축소 (30억 → 20억 캐나다 달러)	7월
	신규 자산매입 중단 보유자산 축소	10월 22.4월
호주	주당 매입 규모 축소 (50억 → 40억 호주 달러)	21.7월
	수익률곡선(YCC 관리정책 ²⁾ 중단 신규 자산매입 중단 보유자산 축소	11월 22.2월 5월
뉴질랜드	신규 자산매입 중단	21.7월
	보유자산 축소	22.2월
미국	자산매입 규모 축소 (매월 국채 100억 달러, MBS 50억 달러)	21.11월
	자산매입 규모 축소 확대(22.1월 시행) (매월 국채 200억 달러, MBS 100억 달러)	12월
	신규 자산매입 중단(22.3월 시행) 보유자산 축소(22.6월 시행) (매월 국채 300억 달러, MBS 175억 달러) ³⁾	22.1월 5월
이스라엘	신규 자산매입 중단(21.12월 시행)	21.11월
스웨덴	신규 자산매입 중단(21.12월 시행) 보유자산 축소(22년 하반기 시행)	21.11월 22.4월
	보유자산 축소 속도 가속화 (만기도래 채권 채투자 규모 축소: 370억→185억 크로나)	6월
헝가리	신규 자산매입 중단	21.12월
일본	회사채 및 CP 보유한다 축소(22.4월 시행)	21.12월
ECB	팬데믹 긴급매입프로그램(PEPP) 중단 (22.3월 시행)	21.12월
	자산매입프로그램(APP) 순매입 규모 축소(22.2/4분기 시행)	22.3월
영국	자산매입프로그램(APP) 순매입 중단 (22.7월 시행)	6월
	보유자산 축소	22.2월
영국	· 회사채 매각 (22.9월 시행, 23년 말 완료 예정)	5월
	· 국채 매각 (12개월간 800억 파운드, 22.11월 시행)	9월

주: 1) 2022년 11월 23일 기준
 2) 국채 3년물 금리를 정책금리 수준에서 관리
 3) 9월부터 축소 한도를 2배로 증액

자료: 각국 중앙은행

참고문헌

Bank of England(2022), “Asset Purchase Facility: Gilt Sales - Market Notice 22 September 2022”, September 2022.

_____ (2022), “Asset Purchase Facility: Gilt Sales - Market Notice 20 October 2022”, October 2022.

_____ (2022), “Bank of England sets out plans for a demand-led approach to unwind recent financial stability gilt purchases in a timely but orderly way”, November 2022.

_____ (2022), “Gilt Market Operations - Market Notice 28 September 2022”, September 2022.

_____ (2022), “Monetary Policy Report”, November 2022.

_____ (2022), “Monetary Policy Summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting ending on 21 September 2022”, September 2022.

_____ (2022), “Monetary Policy Summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting ending on 2 November 2022”, November 2022.

Bank of Japan(2022), “Outlook for Economic Activity and Prices”, October 2022.

Czech National Bank(2022), “Statement of the Bank Board for the press conference following the monetary policy meeting”, November 2022.

European Central Bank(2022), “Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area”, September 2022.

_____ (2022), “Monetary Policy Decisions”, October 2022.

The Federal Reserve System(2022), “FOMC Meeting Statement”, November 2022.

_____ (2022), “Transcript of Chair Powell’s Press Conference November 2, 2022”, November 2022.