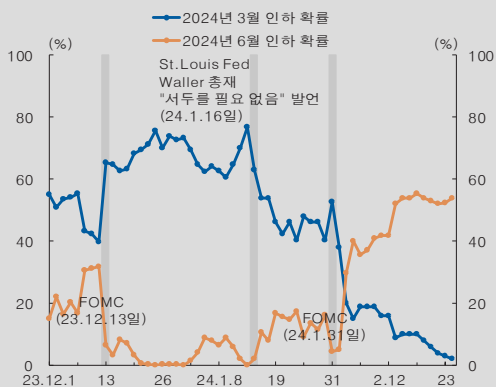


참고 I-1.

미 연준 통화정책의 글로벌 영향력 관련 논의 및 시사점

금년 중 미 연준 통화정책의 기조 전환 시점, 전환 시 완화의 폭과 속도 등에 대한 국내외 관심이 크게 높아진 상황이다. 지난해 12월 FOMC 이후 완화 전환 시점에 대한 시장의 기대가 큰 폭의 조정을 거듭하고 있으나, 금년 내 전환에 대해서는 대체로 가능성이 높은 것으로 인식하고 있다. 코로나19 이후 미 연준 통화정책의 글로벌 영향력이 더욱 커진 것으로 평가되고 있는 만큼 이와 관련된 논의와 함께 향후 연준의 정책기조 전환 시 글로벌 금융·경제에 미칠 영향에 대해 살펴볼 필요가 있다.

미 연준 정책금리 인하 기대



미 연준 통화정책의 글로벌 영향력 관련 논의

미 연준 통화정책의 영향력이 지배적이어서 각국 통화정책의 자율성(autonomy)까지 제약을 받는다는 견해(Rey 2016)가 주목을 받기도 하였으나, 국내 거시경제 조절을 위한 각국 중앙은행의 통화정책은

여전히 유효하다는 반론도 큰 공감대를 형성하고 있다(Nelson 2020). 즉, 미 연준 통화정책, 글로벌 금융상황 등은 각국 중앙은행의 통화정책 운영여건 상 제약요인에 해당하지만 각국 중앙은행은 여전히 자율적 통화정책을 통해 효과적으로 거시경제를 조절할 수 있다는 것이 중론이다.

다만 각국의 자본시장 개방, 외환시장 및 교역 연계 등의 확대 추세로 미 연준 통화정책의 파급력이 과거보다 강화되었을 가능성이 있다. 특히 글로벌 금융위기 이후 코로나19, 글로벌 인플레이션 등에 미 연준이 적극 대응하면서 최근 글로벌 금융 사이클에 큰 영향을 미친 것으로 보인다.

미 연준 정책금리 및 글로벌 금융상황



주: 1) 현재 시장금리 등에 내재된 금융시장 상황을 반영한 정책금리 수준, 2022년 3월 이후로는 EFRR로 연장

2) 기간 중 글로벌 FCI와 Shadow Rate의 상관계수

자료: Bloomberg, Goldman Sachs, Wu-Xia(2016)

미 연준의 통화정책은 글로벌 금융·실물 사이클의 주요 동인으로서 자본이동, 환율·위험선호, 교역·총수요 등을 통해 세계 각국에 큰 영향을 미치는 것으로 평가된다. 구체적으로 미 연준 정책금리 인하가 주요국에 미치는 영향을 경로별로 살펴보면 ① 글로벌 포트폴리오 자금이 주요국 채권 등 자본 시장에 유입됨에 따라 각국의 장기 시장금리가 하락할 수 있고(자본이동 경로), ② 달러화 조달 비용

하락 및 달러화 절하로 정부·기업 등의 국내자산 대비 외화부채 평가가 축소(대차대조표 효과)되면서 신용이 확대¹⁾될 수 있으며(환율·위험선호 경로), ③ 금융상황 완화 및 총수요 확대로 글로벌 가치사슬에 참여하는 기업의 투자·생산이 증가할 수 있다(교역·총수요 경로).

미 연준의 향후 정책금리 예상 경로

향후 미 연준의 금리인하 사이클에 대해서는 예상치 못한 급격한 경기침체가 발생하지 않을 경우²⁾ 정책금리를 중립적인 수준까지 점진적으로 내릴 것이라는 전망이 우세하다.³⁾ 지표 기반(data dependent) 정책운영 하에서 경기부양의 필요성이 크지 않고 인플레이션의 재반등도 경계해야 하는 만큼 고용 및 인플레이션 지표를 확인해가며 정책금리를 조정할 필요가 있기 때문이다. 인하 횟수의 경우 미 연준은 금년 말까지 3회(점도표 기준, 각 25bp) 정도를 예상하고 있다.

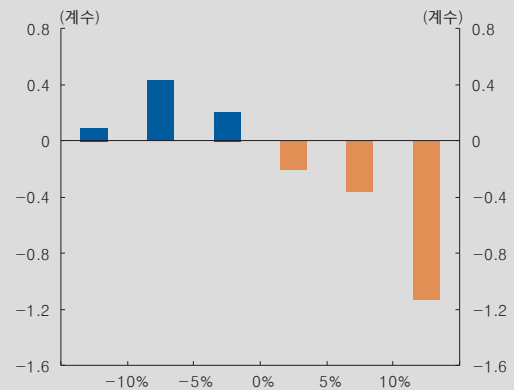
미 연준 정책금리 인하의 글로벌 금융·경제 영향 분석

미 연준이 정책금리를 인하할 경우 글로벌 금융여건이 완화되고 실물경제도 개선될 것으로 전망된다. 먼저 금융 측면에서는 정책금리 인하가 달러화 절하, 신용 및 기간 스프레드 축소 압력으로 작용하면서 글로벌 포트폴리오가 조정될 것으로 예상된다.

구체적으로 보면, 미 연준의 정책금리 인하는 달러화 자금조달 비용을 낮추고 달러화 절하 압력으로

작용하면서 CDS프리미엄 등 신용 관련 지표의 개선 및 레버리지 확대에 이어지게 된다. 특히 순부채를 달러로 보유한 기업의 경우에는 달러화로 표시되는 부채의 가치가 낮아지는 대차대조표 효과로 인해 신용을 추가적으로 확대할 수 있는 여지가 생기게 된다.⁴⁾ 한편 글로벌 포트폴리오가 조정되면서 신흥국 자산시장으로 유입된 자금은 장기물을 중심으로 채권수익률 하락 압력으로 작용하게 된다.

환율 변동에 따른 기업 레버리지¹⁾ 변화²⁾



주: 1) 개별기업의 금융부채/자산

2) 10개 신흥국 대상 패널 분석 결과(System GMM)

3) X축은 평가절하율, Y축은 외화부채_{t-1} × 환율(평가절하 Dummy)의 계수값

자료: Shim et al.(2020)

실물경제 측면에서 보면, 미 연준의 금리인하는 미국의 총수요 확대 및 금융상황 완화를 통해 글로벌 실물경제를 개선시키는 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 수출입 경로를 통해 글로벌 교역이 확대되는 가운데, 특히 위험선호 경로를 통해 국가신용위험이 상대적으로 큰 신흥국의 수출입이 더 크게 확대될 것으로 보인다.

1) Bruno and Shin(2015), Shin(2015)

2) 미국 경기침체 확률(%), WSJ: 2022년 10월 63 → 2023년 10월 48 → 2024년 1월 39

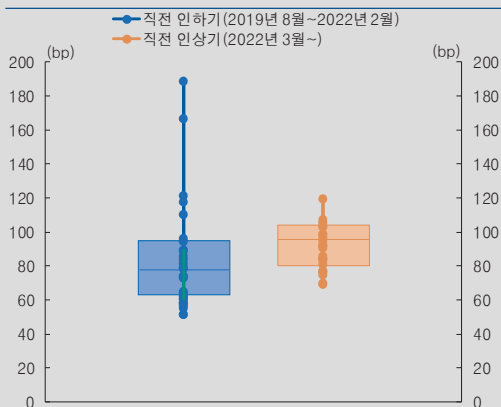
3) 미 연준의 2023년 12월 SEP(Summary of Economic Projections)에서는 2026년 말 정책금리(중간값)를 2.9% 수준으로 예상하였고, 이는 장기 중립금리(중간값)로 제시한 2.5%를 소폭 상회하고 있다.

4) Bruno and Shin(2015)

국내 통화정책 여건 변화

글로벌 금융·경제 긴축 정도가 완화될 경우 외환부문의 우려가 경감되면서 통화정책이 대내 여건에 집중할 수 있는 여지가 점차 확대될 것으로 보인다. 이는 글로벌 포트폴리오 자금이 유입되고 외환시장 변동성이 줄어들 경우 대외균형 측면의 리스크가 축소되기 때문이다. 미 금리 인하 기대가 선반영되면서 긴축기에 유출되었던 자금이 이미 서서히 회귀하고 있으며, 본격적인 연준의 정책금리 인하 사이클로 진입할 경우 국내 기업의 달러화 조달 여건이 개선되고 환율 변동성도 축소될 것으로 예상된다.

미 연준 통화정책의 국면별 국내 기업의 달러화 조달 여건¹⁾²⁾

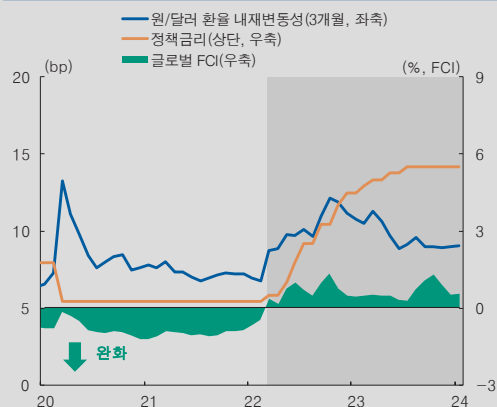


주: 1) KP 스프레드(미 국제 대비 국내기업 발행 준정부채·회사채 만기 수익률)

2) 박스는 25-75 percentile 범위(중간 선은 중위값)

자료: Bloomberg

글로벌 여건과 환율 변동성¹⁾



주: 1) 음영은 미 연준 금리인상기

자료: Goldman Sachs, Bloomberg

반면 미 연준 통화정책의 완화 전환이 현재 진행되고 있는 디스인플레이션 및 디레버리징 과정을 저해할 가능성에는 유의할 필요가 있다. 최근 고인플레이션과 자산가격 급등을 경험했던 경제주체들이 물가 및 자산가격 상승 기대를 재형성할 가능성이 있을 뿐 아니라 글로벌 금융상황 완화의 영향으로 국내에서 부채의 디레버리징이 지연되거나 중단될 소지도 있다.

정책적 시사점

최근 미 연준 통화정책의 기초 전환과 관련한 불확실성이 커진 가운데 실제 기초 전환 시 글로벌 금융·경제상황 및 통화정책 운영 여건이 크게 변화된다는 측면에서 그 영향을 예의주시할 필요가 있다. 미 연준 통화정책의 완화는 국내 통화정책 측면에서 외환부문의 부담을 덜어주겠지만 디스인플레이션 및 디레버리징에 대한 위험은 증대시킬 가능성이 있는 만큼 관련된 대내외 영향을 면밀하게 살펴야 할 것이다.

참고문헌

Bruno, V., & Shin, H. S. (2015). “Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy” . *Journal of monetary economics*, 71, 119-132.

Nelson, E. (2020). “The Continuing Validity of Monetary Policy Autonomy under Floating Exchange Rates” . *International Journal of Central Banking*, 16(2), 81-123.

Rey, H. (2016). “International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma” . *IMF Economic Review*, 64(1), 6-35.

Shim, I., Kalemli-Ozcan, S., & Liu, X. (2020). “Exchange Rate Fluctuations and Firm Leverage” . *International Monetary Fund*, 283.

Shin, H. S. (2015). “Exchange rates and the transmission of global liquidity” . *Speech at the Bank of Korea-IMF Conference in Seoul*, 11.

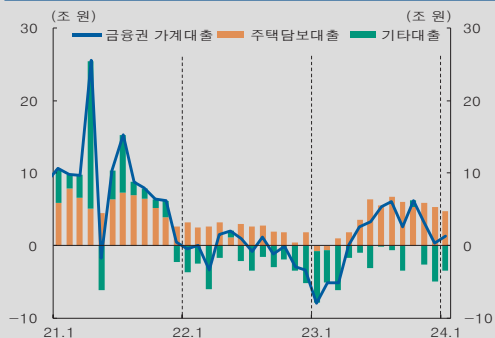
Wu, J. C., & Xia, F. D. (2016). Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound. *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(2-3), 253-291.

참고 I-2.

가계대출 동향의 주요 특징 및 향후 여건 평가

2023년 중 금융권¹⁾ 가계대출은 11.5조 원 증가하여 2022년 중 감소(-6.6조 원)에서 증가로 전환되었다. 다만 연간 증가율은 0.7%에 그쳤는데²⁾ 이는 2022년을 제외하면 관련 통계 집계(2008년) 이후 가장 낮은 수준이다. 시기별로 보면, 1/4분기에는 기타대출 중심으로 상당폭 감소하였으나, 2/4분기 이후 주택 거래 회복 등으로 증가로 전환되어 3/4분기에는 월중 증가규모가 6조 원을 상회하는 등 증가세가 확대되었다. 반면 4/4분기에는 정부의 가계대출 관리 강화³⁾, 주택 매매거래 감소 등으로 증가세가 둔화되었으며 이러한 흐름은 금년 1월에도 이어졌다. 이하에서는 지난해 가계대출 흐름의 주요 특징을 살펴보고 향후 가계대출 여건을 점검해보았다.

금융권 가계대출 증감¹⁾

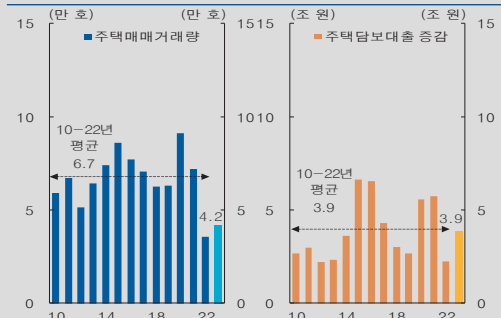


주: 1) 주택금융공사 정책모기지론 포함
자료: 한국은행, 주택금융공사, 금융기관 업무보고서

2023년 가계대출 동향의 주요 특징

먼저, 지난해 가계대출은 주택담보대출이 꾸준히 증가하면서 전체 증가세를 주도하였다. 특히 주택매매 거래량이 과거 평균을 하회하고 있음에도 주택담보대출의 증가규모는 예년과 비슷한 수준을 나타내었다. 이는 대출규제 완화⁴⁾로 차주별 대출한도가 크게 확대된 데다, 주택담보대출이 신용대출에 비해 대출한도⁵⁾ 및 금리⁶⁾ 측면에서 유리해지면서 주택구입시 주택담보대출을 통한 자금조달이 확대된 데 따른 것으로 보인다.

주택 매매거래 및 주택담보대출 증감¹⁾



주: 1) 기간중 월평균, 주택 매매거래는 계약일 기준
자료: 한국은행, 국토교통부, 금융기관 업무보고서

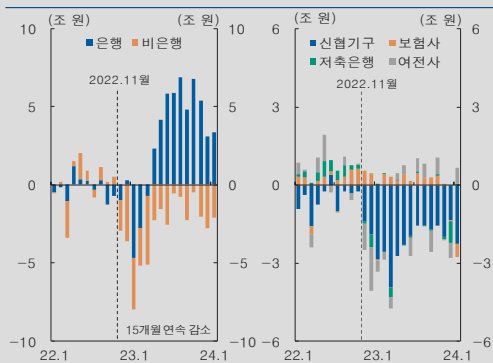
다음으로, 가계대출 증가에 있어 정책금융 대출이 높은 비중을 차지하였다. 지난해 정책금융 상품을 통한 가계대출은 낮은 금리수준, DSR 규제 적용 배제 등의 이점을 바탕으로 꾸준히 증가하였다. 지난해 초 주택금융공사에서 출시한 특례보증자리론은 소득요건이 없어 이용대상자가 확대되었고, 주택도시기금도 기존 대출상품의 수요가 늘어남에 따라 당초 계획보다 공급 규모가 확대⁷⁾되었다.

- 1) 예금은행, 신용협동기구(상호금융, 신협, 새마을), 저축은행, 보험사, 여전사를 포함하였다.
- 2) 판매신용 등을 포함한 가계부문에 대한 전체 신용공급 규모(가계신용 기준)는 2023년 중 1.0% 증가하였다.
- 3) 50년 만기 주택담보대출 취급 제한(2023년 8월), 특례보증자리론 일반형 공급 중단(2023년 9월) 등의 조치가 시행되었다.
- 4) 주택가격별 LTV 차등적용 폐지(2022년 12월), 규제지역 대폭 축소(2023년 1월) 등으로 차입제약이 완화되었다.
- 5) DSR 산정시 주택담보대출의 만기가 신용대출(5년)에 비해 길게 작용되어 대출한도 측면에서 유리하다.
- 6) 신용대출과 주택담보대출의 금리차는 2020년 평균 76bp에서 2023년 평균 225bp로 확대되었다.
- 7) 주택도시기금 구입·전세자금 예산은 당초 10.4조 원에서 11.3조 원으로, 이차보전 예산은 0.8조 원에서 1.0조 원으로 증액되었다.

반면, 전세대출과 신용대출은 전체 가계대출 증가세를 억제하는 방향으로 작용하였다. 지난해 전세대출은 전세가격 하락으로 신규 대출수요가 줄어들고 역전세 등으로 만기도래한 대출도 일부 상환되면서 감소하였다. 신용대출은 높은 금리수준, DSR 규제 등의 영향으로 기존 대출 상환이 이어지고 신규 대출 수요도 위축되면서 감소세를 지속하였다. 이와 함께 금융기관들이 높아진 연체율 관리를 위해 부실채권 매·상각 규모를 확대한 것도 감소 요인 중 하나로 작용하였다.

아울러, 비은행권 가계대출이 2022년 11월 이후 15개월 연속 감소하였다. 업권별로는 상호금융 등 신용협동기구를 중심으로 감소하였는데, 이는 상대적으로 높은 금리수준 및 DSR 규제⁸⁾, 지방 부동산경기 부진⁹⁾, 정책금융 상품을 취급하는 은행으로의 대출 수요 이전 등에 기인하였다.

은행 및 비은행¹⁾ 가계대출 증감



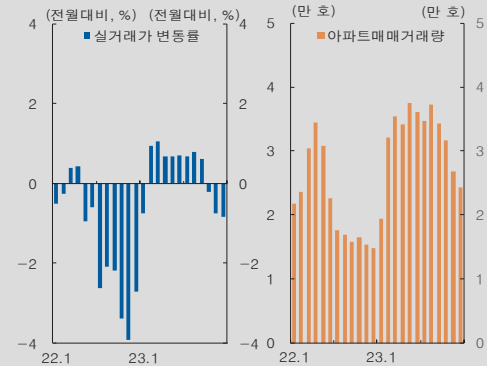
주: 1) 신용협동기구(상호금융, 신협, 새마을), 저축은행, 보험사, 여전사
 자료: 한국은행, 주택금융공사, 금융기관 업무보고서

2024년 가계대출 여건

(주택시장)

지난해 주택시장은 회복세를 보이다가 10월 이후 거래량이 줄어들고 실거래가격이 하락 전환하는 등 조정되는 모습을 보였다. 금년 들어서는 거래량¹⁰⁾이 다소 늘어나는 조짐을 보이고 있으나 주택가격은 하락세를 이어가고 있다. 향후 주택시장 여건은 상·하방 요인이 혼재되어 있어 불확실성이 매우 높은 것으로 평가된다. 여전히 높은 주택가격 수준¹¹⁾, 부동산 PF 부실 우려 등은 주택 매수심리 회복을 더디게 하는 요인이 될 것으로 보인다. 반면 향후 금융여건 완화 기대, 일부 지역 개발 호재¹²⁾, 수도권 입주물량 축소¹³⁾ 등은 주택시장 회복의 상방 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

전국 아파트 실거래가격 및 매매거래량¹⁾



주: 1) 계약일 기준
 자료: 한국은행, 한국부동산원, 국토교통부

8) 상호금융은 농어업 종사 차주의 소득증빙 애로 등으로 DSR이 높게 산정되는 특징이 있어 DSR 규제에 따른 영향이 상대적으로 크게 나타나고 있는 것으로 보인다(상호금융 업권 평균 DSR 관리 목표: 2024년 말 90%).
 9) 상호금융은 지방 단위조합 중심의 영업 특성상 지방 부동산 경기의 영향을 더 크게 받고 있다.
 10) 2024년 1월 전국 아파트 매매 거래량(계약일 기준)은 3.1만 호로 지난해 말 수준(2.4만 호)을 상회하고 있으나 과거 평균(2010-2023년 중 4.7만 호)의 66% 수준에 그치고 있다.
 11) 서울의 소득 대비 주택가격(P/R)은 2021년 말까지 큰 폭 상승하였다가 이후 하락하였으나 여전히 높은 수준에 머무르고 있다(2020년 2/4분기 8.7배 → 2021년 4/4분기 13.4배 → 2023년 3/4분기 10.3배, 한국부동산원 3분위 평균 주택가격 및 가구소득 기준).
 12) 국토교통부는 수도권광역급행철도(GTX)의 기존 노선(A·B·C) 연장 및 신설(D·E·F) 계획 등을 발표하였다(2024년 1월 25일).
 13) 수도권 아파트 입주(예정)물량은 2023년 하반기 9.1만 호에서 2024년 상반기 8.7만 호, 하반기 6.4만 호로 감소할 예정이다.

(정책금융 상품 공급)

금년 중 정책금융 상품 공급 규모¹⁴⁾는 지난해보다 다소 줄어든 것으로 보인다. 공급 기관별로 보면, 주택금융공사는 특례보증자리론 공급을 중단하고 서민·실수요자 중심으로 대출요건을 강화하면서 지난해보다 공급을 축소하기로 하였다. 반면, 주택도시기금은 기존 디딤돌·버팀목 상품에 더해 대출요건을 완화한 신생아 특례대출¹⁵⁾을 추가 출시하면서 공급 규모를 확대할 예정이다.

2024년 주요 정책금융 상품 대출요건

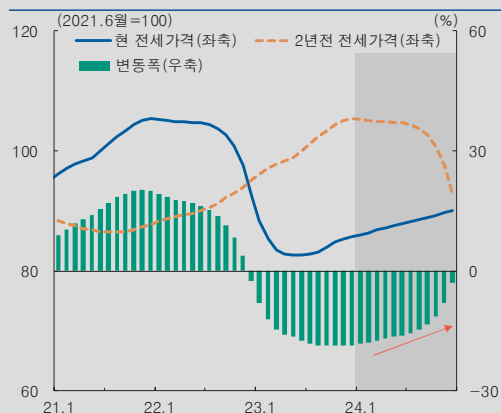
상품명	소득	주택가격 ¹⁾	대출한도	금리(%)
디딤돌 (일반)	6천만 원 이하	5억 원 이하	2.5억 원	2.45 ~3.55
디딤돌 (신혼부부)	8.5천만 원 이하	6억 원 이하	4억 원	2.15 ~3.25
구 신생아 특례 (구입)	1.3억 원 이하	9억 원 이하	5억 원	1.60 ~3.30
보증자리론 (일반)	7천만 원 이하	6억 원 이하	3.6억 원	4.20 ~4.50
보증자리론 (신혼부부)	8.5천만 원 이하	6억 원 이하	3.6억 원	4.20 ~4.50
버팀목 (일반)	5천만 원 이하	3억 원 이하	1.2억 원	1.80 ~2.70
전 버팀목 (신혼부부)	7.5천만 원 이하	4억 원 이하	3억 원	1.50 ~2.70
신생아 특례 (전세)	1.3억 원 이하	5억 원 이하	3억 원	1.10 ~3.00

주: 1) 전세상품은 전세보증금 한도 기준
자료: 주택금융공사, 주택도시기금

(전세대출 및 신용대출 수요)

금년 중 전세대출 수요는 역전세 상황이 점차 완화되면서 다소 확대될 가능성이 있다. 지난해 8월 이후 수도권 전세가격이 완만한 오름세를 보이는 가운데 전세가격이 하락했던 2022년 중 체결된 계약 물량이 금년 중 만기도래하면서 계약 만기시 전세대출 상환액이 감소하고 신규자금 수요도 점차 늘어날 것으로 예상된다. 2022년 이후 상당폭 감소한 신용대출은 여전히 높은 금리수준 등을 감안할 때 크게 확대될 가능성이 제한적인 것으로 보인다. 다만 여행 등 소비, 금융자산 투자 등을 위한 자금 수요는 완만하게 늘어날 가능성이 있다.

전세가격 추이¹²⁾



주: 1) 수도권 아파트 전세가격지수 기준
2) 2024년 수도권 전세가격 +5.0% 가정(주택산업연구원 전망치)
자료: 주택산업연구원, 한국부동산원, 한국은행 시산

14) 금융위원회는 2024년 주택금융공사 보증자리론과 주택도시기금 디딤돌대출의 공급규모를 40조 원 내외로 관리할 방침이다. 이는 과거 10년간 연평균 수준으로 2023년 59.5조 원에 비해 줄어든 규모이다(특례보증자리론 종료 후 정책모기지 공급 및 민간 장기모기지 활성화 방안, 금융위원회, 1월 25일).

15) 2023년 이후 자녀를 출산한 소득 1.3억 원 이하 가구를 대상으로 구입 및 전세자금을 지원한다. 구입자금의 경우 9억 원 이하 주택에 대해 최대 5억 원까지 1.6-3.3%의 금리가 적용되고, 전세자금은 5억 원 이하 전세보증금에 대해 최대 3억 원까지 1.1-3.0%의 금리가 적용된다.

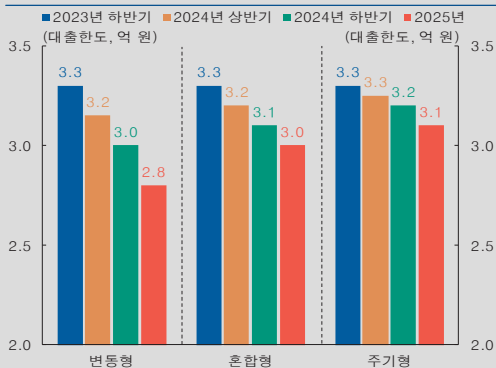
(비은행 가계대출)

비은행 가계대출은 금년에도 크게 증가하기는 어려울 것으로 예상된다. 누적된 미분양물량¹⁶⁾ 등을 고려할 때 지방 부동산시장의 회복이 지연될 가능성이 높은 데다 고금리 및 DSR 규제 등의 영향도 지속될 것으로 보인다. 또한 비은행 금융기관들은 연체율이 상대적으로 높고 상승세를 지속하고 있는 상황에서 리스크 관리 강화를 지속할 것으로 보인다.

(대출규제)

금년에도 LTV 규제 완화 등의 영향은 이어지겠으나 금년 2월부터 대출한도 설정시 금리변동 위험까지 고려하는 스트레스 DSR¹⁷⁾ 규제가 신규 도입된 만큼 일부 가계의 차입가능 규모가 지난해에 비해 소폭 축소될 것으로 예상된다.

스트레스 DSR 도입에 따른 대출한도 변화¹²⁾



주: 1) 소득 5천만 원, 만기 30년, 스트레스금리 1.5%, 변동주기 5년 가정

2) 2024년 상반기는 스트레스금리의 25%, 하반기는 50%, 2025년에는 100%를 가산

자료: 금융위원회, 한국은행

평가 및 시사점

이러한 여건을 종합적으로 감안할 때, 금융권 가계대출은 당분간 낮은 증가세를 이어갈 것으로 보인다. 이에 따라 GDP 대비 가계부채 비율도 완만하게나마 하락 추세를 보일 것으로 기대된다. 다만 향후 주택시장의 전개 양상 등 가계대출 흐름에 대한 불확실성이 매우 높은 것으로 평가된다.

따라서, 가계대출에 영향을 미칠 수 있는 주요 여건들을 수시로 점검하면서 우리나라의 가계부채 비율¹⁸⁾을 안정적으로 관리해 나가기 위한 정책적 노력을 지속해 나갈 필요가 있다. 우선, 정책금융 상품의 경우 서민·실수요자의 주거안정 등 의도한 정책효과와 함께 가계대출 증가에 미치는 영향을 고려하여 시장 상황에 맞춰 공급 규모를 적절히 관리할 필요가 있다. 또한 가계대출이 차주의 상환능력 내에서 이루어질 수 있도록 중장기적으로는 DSR 규제의 적용범위를 점차 확대해 나가는 노력도 지속해야 할 것이다.

16) 2023년 12월 말 전국 미분양주택 6.2만 호 중 수도권은 1.0만 호에 불과한 반면 비수도권이 5.2만 호로 대부분을 차지하고 있다.

17) 스트레스 DSR은 실제 대출금리에 스트레스 금리를 가산하여 DSR을 산정하기 때문에 대출한도가 줄어들게 된다. 스트레스 금리는 예금은행 가계대출 신규취급금리(한국은행 공표)를 기준으로 과거 5년 중 최고 금리와 산정시점(매년 5월, 11월) 금리 간의 차이로 계산되며 금리 유형에 따라 스트레스 금리 적용비율이 차등 적용된다(변동형 100%, 혼합형 60%, 주기형 30%).

18) 2023년 3/4분기 현재 101.5%로 100%를 상회하고 있으며, 주요국과 비교시 스위스(126.0%), 호주(111.1%), 캐나다(103.2%)에 이어 4번째로 높은 수준을 나타내고 있다(BIS, 2023년 2/4분기 기준).

참고 I-3.

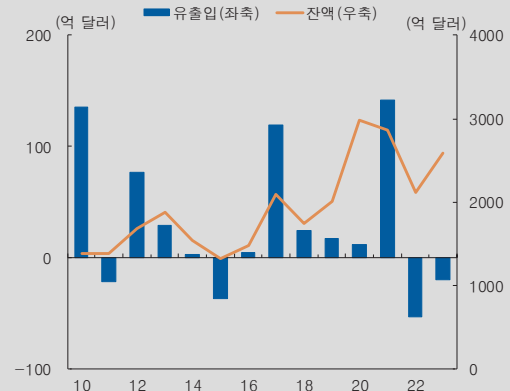
글로벌펀드의 국내투자 특징 및 시사점

글로벌펀드는 집합투자기구, 뮤추얼펀드 등 투자자들의 자금을 모아 다양한 금융자산에 투자하는 펀드를 말한다.¹⁾ 글로벌 금융위기 이후 글로벌펀드의 국내투자(이하 국내투자 글로벌펀드) 규모가 큰 폭으로 증가²⁾하였다. 국제금융시장 불안기에는 일시적으로 규모가 축소되었으나 이 외 기간에는 자금이 순유입되고 잔액도 증가세를 지속하였다. 이처럼 국내투자 글로벌펀드의 증가는 외환수급의 안정을 높이는 등 긍정적 측면이 있겠으나 글로벌 금융·경제 여건이 급격하게 변화할 경우 국내 금융·외환부문의 불안요인으로 전이될 수 있다는 점을 이 를 주의 깊게 살펴볼 필요가 있다. 이에 본고에서는 글로벌펀드의 국내투자 특징을 살펴보고 시사점을 도출하였다.

국내투자 글로벌펀드 동향

2023년 말 현재 국내투자 글로벌펀드의 잔액은 2,580억 달러로 2009년 말 894억 달러의 약 2.9배 수준으로 증가하였으며 동 기간 중 외국인의 국내 증권투자 전체(2.6배)보다 빠르게 증가하였다.

국내투자 글로벌펀드의 유출입 규모 및 잔액¹⁾

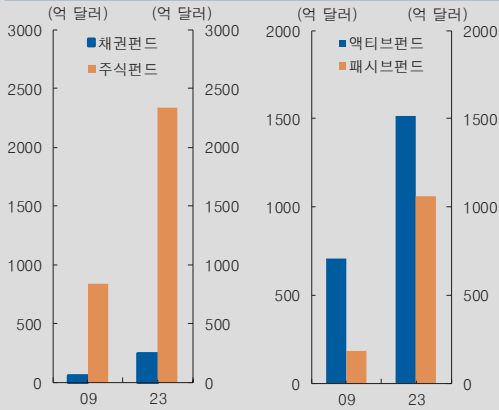


주: 1) 유출입은 연중 합계, 잔액은 연말 기준(평가손익 반영)
자료: EPFR

자산별로는 주식을 중심으로, 성격별로는 패시브펀드(passive fund)를 중심으로 큰 폭 확대되었다. 2010~2023년 중 채권펀드는 194억 달러 증가한 가운데 주식펀드는 1,493억 달러 증가하여 주식펀드가 국내투자 글로벌펀드의 대부분(90% 내외)을 차지하였다. 전체 글로벌펀드 내 주식펀드 비중이 70% 초반인 점과 비교했을 때 우리나라에 유입된 자금은 상대적으로 주식에 편중되어 있음을 알 수 있다. 한편, 펀드 성격별로 보면 패시브펀드 비중이 꾸준히 확대³⁾되었다. 향후 우리나라의 채권, 주식시장이 WGBI, MSCI 선진국지수에 편입될 경우 글로벌펀드의 국내투자가 더욱 확대되면서 국내 금융·외환부문에 대한 영향이 증대될 것으로 보인다.

1) 동 보고서에서는 EPFR(Emerging Portfolio Fund Research) 기준에 따라 글로벌펀드를 분류하였다.
2) 글로벌 금융위기 이후 은행부문 규제 확대에 따른 선진국은행의 디레버리징으로 글로벌 은행 대출이 감소한 반면, 시장성 자본유출입이 크게 증가하였다(BIS, 2021). 이에 따라 국제금융시장에서도 비은행(NBFI) 부문의 비중이 크게 확대되었으며 특히 주요 NBF 중 하나인 투자펀드는 글로벌 금융위기 이후 MMF, 헤지펀드에 비해 매우 빠르게 성장하였다(Schmit and Yesin, 2022).
3) 패시브 펀드는 특정 지수(예: MSCI, WGBI 등)를 구성하는 종목들을 펀드에 담아 그 지수 상승률만큼의 수익률을 추구하는 펀드를 의미하며, 특정 주가지수 대비 추가 수익률을 추구하는 펀드를 액티브펀드라고 지칭한다. 패시브펀드 비중은 전체 글로벌펀드의 경우 2009년 말 21.4%에서 2023년 말 46.4%로 확대되었으며 국내투자 글로벌펀드도 2009년 말 20.8%에서 2023년 말 41.2%로 확대되었다.

국내투자 글로벌펀드의 자산별·성격별 구성¹⁾



주: 1) 연말 잔액 기준
자료: EPFR

국내투자 글로벌펀드와 글로벌펀드의 상관관계¹⁾



주: 1) 잔액 대비 유출입 비율 기준
자료: EPFR

국내투자 글로벌펀드의 주요 특징

(선진국투자 펀드와의 동조성 강화)

글로벌 금융위기 이후 국내투자 글로벌펀드의 유출입(월별 잔액 대비 유출입 비율 기준)은 전체 글로벌펀드와 뚜렷한 동조성을 보였다. 2010~2023년 중 국내투자 글로벌펀드와 전체 글로벌펀드의 유출입 간 상관계수는 0.73으로 시기별로 보면 글로벌 금융위기 이후 완만히 하락하는 모습을 보였으나 코로나19 이후 0.84까지 상승하였다.⁴⁾

경제권별로는 글로벌펀드 중 신흥국투자 펀드와의 동조성이 강했으나, 최근 들어 선진국투자 펀드와의 동조성도 강화되고 있다. 국내투자 글로벌펀드와 선진국투자 펀드와의 상관계수는 글로벌 금융위기 이후 하락하다가 2010년대 중반 이후에는 상승하는 모습을 보였는데 특히, 2022년 이후 신흥국투자 펀드와의 상관계수와 비슷한 수준으로 상승하였다.

국내투자 글로벌펀드와 선진·신흥국투자 펀드의 상관관계¹⁾



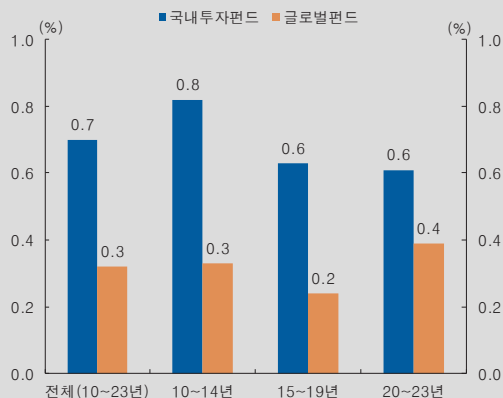
주: 1) 잔액 대비 유출입 비율의 36개월 이동 상관계수
자료: EPFR

4) 코로나19 이후 동조성이 강화된 것은 국제금융시장에서 위험회피심리가 강화되면서 글로벌 자본유출입이 모두 위축되었다가 이후 미 연준의 긴축적 통화정책 등 대외요인에 전체 자금흐름이 공통으로 영향을 받은 점 등에 기인한 것으로 보인다.

(유출입 변동성 축소)

국내투자 글로벌펀드의 변동성(월별 잔액 대비 유출입 비율의 표준편차 기준)은 대체로 축소세를 지속하였다. 글로벌 금융위기 직후인 2010~2014년 중 변동성은 0.8%였지만, 2015년 이후에는 완만히 축소되어 0.6% 수준을 유지하고 있다. 한편, 2020년 이전에는 국내투자 글로벌펀드의 변동성이 대외요인보다 국내요인⁵⁾에 더 크게 영향받으면서 글로벌펀드 변동성의 2배를 상회하였다. 하지만 코로나19 이후 우리나라에 대한 글로벌 투자자들의 투자행태를 반영하는 국내요인의 변동성에는 큰 변화가 없는 가운데 글로벌 투자자들의 전반적인 투자행태 등을 나타내는 대외요인의 변동성이 확대되면서 국내투자 글로벌펀드와 글로벌펀드와의 변동성 차이가 축소되었다.

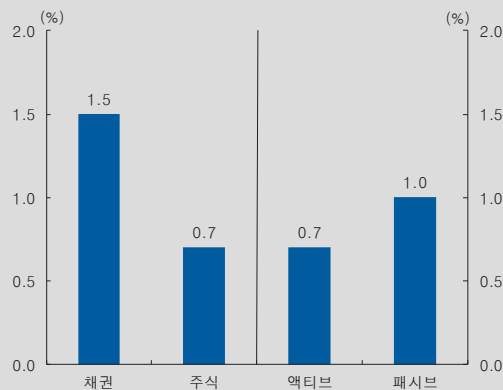
국내투자 글로벌펀드와 글로벌펀드의 유출입 변동성¹⁾



주: 1) 잔액 대비 유출입의 표준편차
자료: EPFR, 자체시산

자산별로는 채권펀드, 성격별로는 패시브펀드의 변동성이 더 큰 것으로 나타났다. 2010~2023년 중 국내투자 채권펀드의 변동성(1.5%)은 주식펀드 변동성(0.7%)의 약 2배 수준이었으며, 패시브펀드의 변동성은 1.0%로 액티브펀드(0.7%)의 약 1.5배 수준이었다.⁶⁾

국내투자 글로벌펀드의 자산별·성격별 유출입 변동성¹⁾



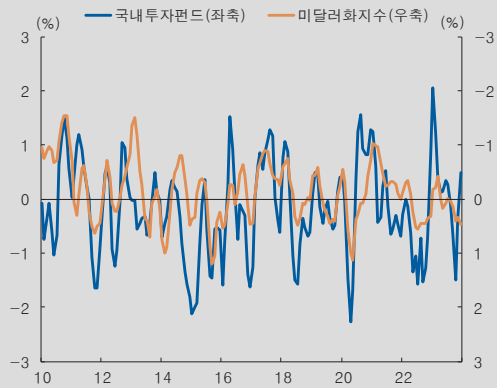
주: 1) 2010~2023년 중 잔액 대비 유출입 비율의 표준편차
자료: EPFR, 자체시산

- 5) 국내투자 글로벌펀드 유출입은 글로벌펀드 유출입의 일부이므로, 국내투자 글로벌펀드 유출입 변동성은 대외요인(글로벌펀드의 변동성)과 국내요인(국내투자 비중의 변동성, 글로벌펀드 유출입 및 국내투자 비중의 공분산 등)의 합으로 구분할 수 있다.
- 6) 글로벌펀드의 신흥국 투자자금에 대한 분석에서도 채권펀드의 변동성이 주식펀드보다 컸으며, 패시브펀드가 액티브펀드보다 글로벌 리스크 충격에 더 민감하게 반응하는 것으로 분석되었다(Eichengreen et al.(2018), Boonman(2023), Chari et al.(2023) 등).

(글로벌 금융사이클 긴축기 중 동조성 강화)

국내투자 글로벌펀드의 유출입은 미 달러화지수⁷⁾ 변동과 뚜렷한 음(-)의 관계를 나타내는 등 글로벌 금융사이클(Global Financial Cycle)과 동조적인 모습을 보였다.

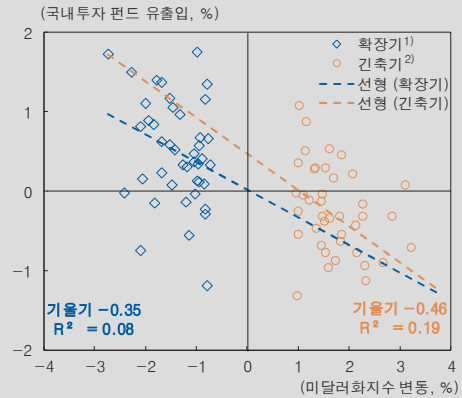
국내투자 글로벌펀드¹⁾와 글로벌 금융사이클²⁾



주: 1) 잔액 대비 유출입 비율의 3개월 이동평균 기준
 2) 미 달러화 지수의 전월대비 변동률의 3개월 이동평균 기준
 자료: EPFR, FRED

시기별로는 글로벌 금융사이클 긴축기⁸⁾에 동조성이 더욱 뚜렷했다. 이는 위기 기간에는 글로벌 자본유출입이 대외요인(push)에, 안정기에는 대내요인(pull)에 주로 영향받는 점(IRC Task Force, 2016)에 기인한 것으로 보인다. 즉, 위기 기간에는 글로벌 자본유출입이 대외요인에 공통으로 영향받으면서 글로벌 금융사이클과의 동조성이 강화되고, 안정기에는 상대적으로 개별국가의 영향이 크게 작용하면서 동조성이 약화되는 것으로 판단된다.

글로벌 금융사이클과 국내투자 글로벌펀드 유출입



주: 1) 전월대비 미달러화지수 변동률이 1분위수(-0.68%)이하인 시기
 2) 전월대비 미달러화지수 변동률이 3분위수(0.98%)이상인 시기
 자료: EPFR, FRED

평가 및 시사점

글로벌펀드의 국내투자가 확대되는 가운데 국내투자 글로벌펀드의 유출입 변동성이 낮아지고 상대적으로 안정적인 선진국투자 펀드⁹⁾와의 동조성이 강화되고 있는 점은 긍정적이다. 이러한 여건이 지속된다면 향후에도 국내투자 글로벌펀드의 자금이 선진국투자 펀드와 같이 전반적으로 안정적인 움직임을 보일 것으로 기대된다. 특히 WGBI, MSCI 선진국지수에 편입될 경우 외국인 증권투자자자금의 유출입도 보다 안정적인 모습을 나타낼 것으로 보인다.

그러나 패시브펀드 비중 확대, 글로벌 금융사이클 긴축기의 동조성 강화 등은 국내 금융·외환부문에 리스크 요인으로 작용할 수 있다. 일반적으로 글로벌 리스크에 더 민감하게 반응하는 패시브펀드의 확대는 외국인 증권자금 변동성 확대 요인으로 작용할 수 있다. 특히 공공부문 비중이 높아 상대적으로

7) 글로벌 금융사이클의 대용변수로 VIX와 미 달러화지수를 주로 활용중이며, 최근에는 미 달러화지수를 활용한 연구가 확대되고 있다. 국내투자 글로벌펀드와 VIX 및 VIX의 변동 간 상관관계도 음의 관계를 보였다.
 8) 글로벌 금융사이클을 미 달러화지수 월별 변동률을 기준으로 4분위로 나누어 1분위 이하(미 달러화 변동률 하위 25% 이하 약세)를 확장기로, 3분위 이상(미 달러화 변동률 상위 25% 이상 강세)을 긴축기로 구분하였다.
 9) 글로벌 금융위기 이후 2023년 말까지 선진국투자 펀드의 유출입 변동성은 신흥국투자 펀드의 약 1/3 수준이었다.

로 안정적인 흐름을 보여온 채권자금도 WGBI에 편입될 경우 패시브펀드 자금 유입이 증가하면서 변동성이 확대될 수 있다. 또한 글로벌 금융사이클 긴축기 중 국내투자 글로벌펀드 유출입의 동조성 강화는 스트레스 상황에서 외국인 증권자금 유출압력을 증대시킬 수 있다.

따라서 글로벌펀드 확대에 따른 긍정적인 효과를 유지하는 가운데 국내 금융·외환부문에 야기할 수 있는 충격을 완화하기 위해 국내 투자자의 저변 확대 뿐만 아니라 거주자 해외투자의 자동안정화 기능 강화를 위한 제도 개선 등 종합적인 대응이 필요한 것으로 보인다.

참고문헌

- BIS. (2021), “Changing patterns of capital flows”, *CGFS Papers*, No.66
- Chari, Anusha, Karlye Dilts Stedman and Christian Lundblad. (2023), “Global fund flows and emerging market tail risk”, *NBER Working Paper*, No. 30577
- Converse, Nathan, Eduardo Levy-Yeyati and Tomas Williams. (2020), “How ETFs amplify the global financial cycle in emerging markets”, *International Finance Discussion Papers*, Number 1268
- Eichengreen, Barry, Poonam Gupta and Oliver Masetti. (2018), “Are capital flows fickle? and does the answer still depend on type?”, *Asian Economic Paper*, vol 17
- IRC Task Force. (2016), “Dealing with large and volatile capital flows and the role of the IMF”, *ECB Occasional Paper Series*, No 180
- Schmit, Richard and Pinar Yesin. (2022), “The growing importance of investment funds in capital flows”, *SNB Working Papers*, 13/2022
- Williams, Tomas, Nathan Converse and Eduardo Levy Yeyati. (2022), “The globalization of financial risk: How ETFs make local markets less local”, *Worldbank blog*

참고 1-4.

미국 상업용부동산발 리스크와 과거 위기의 비교 및 시사점

최근 미국의 지역은행인 New York Community Bancorp(이하 NYCB)에 이어 일본 Aozora은행, 독일 Deutsche은행 및 Deutsche Pfandbrief은행, 스위스 Julius Baer은행 등 외국은행도 상업용부동산(이하 Commercial Real Estate; CRE) 대출과 관련된 손실 또는 추가 총당금 적립을 발표하였다. 이로 인해 작년 3월과 같이 미 지역은행 부실로 인한 시스템 위기 발생 가능성이 재부각되는 한편 일각에서는 글로벌 금융위기(이하 GFC)처럼 미국의 위기가 다른 나라로 파급(spillover)될 우려도 제기되었다. 이에 아래에서는 미 CRE 부문의 현황을 살펴보고, 과거 위기와의 비교를 통해 미 CRE발 리스크의 파급 가능성을 점검하였다.

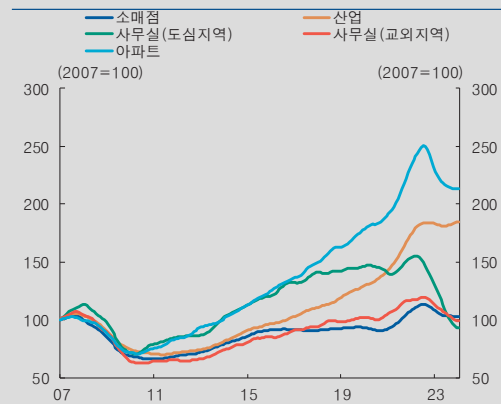
미국의 CRE 부문 현황

미국 CRE 시장은 크게 사무실(Office, 비중 24%), 아파트(Multifamily, 24%), 소매점(Retail, 20%), 산업건물(주로 창고 및 병원, 24%), 숙박시설 등으로 구분되는데, 코로나19 이후 사무실을 중심으로 거래 부진이 지속되는 가운데 CRE 가격 역시 큰 폭의 하락세를 보이고 있다. 2023년 말 CRE 가격은 전년말 대비 5.9% 하락하였고, 2023년 3분기 거래금액 역시 820억 달러로 전년동기대비 54% 감소하였다. 이러한 변화는 그간의 지속적인 가격 상승에 따른 고평가 인식, 고금리에 따른 자금조달 비용 상승, 코로

나19 이후 재택근무 확산 등의 영향으로 CRE 수요가 크게 감소한 데 기인한다.

특히 도심지역 사무실과 아파트 가격의 하락폭이 큰 것으로 나타났다. 사무실 가격은 2023년 말까지 16.1% 하락(전년말 대비)하였는데, 이 중 재택근무 확산의 영향을 가장 크게 받은 도심지역 사무실 가격의 하락폭은 29.2%에 달했다. 아파트 가격 역시 2021년부터 2022년 상반기까지 급등(31.3%)하였다가 이후 2023년 말까지 14.5% 하락¹⁾하였다. 반면 창고 및 병원 등으로 이루어진 산업건물은 미국 경기가 예상을 상회하는 호조세를 보임에 따라 가격 변화가 크지 않았다.

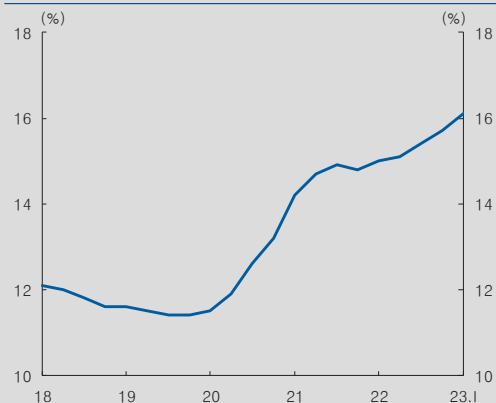
미국 CRE 부문별 가격 추이



자료: MSCI, RCA

1) 아파트의 경우 일반적으로 사무실에 비해 안전하다고 평가되었으나 코로나19 이후에는 가격 재조정 위험이 더 크게 부각되고 있다. 이는 공급이 크게 증가한 상황에서 수요가 둔화되면서 수급여건이 악화되는 가운데, 유지보수 및 금융 비용의 급증, 뉴욕 등 일부 도시의 임대료 인상 규제 등으로 인한 수익률 하락 등의 요인이 복합적으로 작용한 결과이다. NYCB의 경우에도 CRE 관련 부실의 상당부분이 아파트 대출에서 기인하는 것으로 알려져 있다.

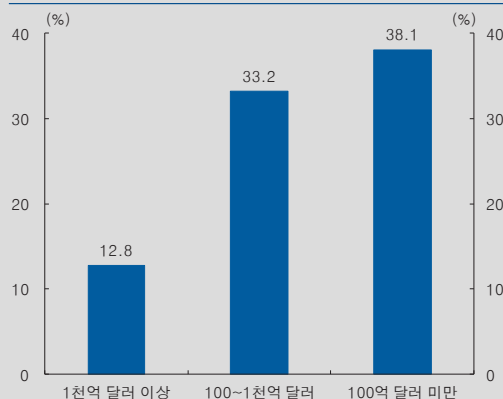
미국 사무실 공실률 추이



자료: Statista

미 은행의 대출자산 중 CRE 대출²⁾이 차지하는 비중은 은행 규모에 따라 큰 차이가 있다. 2023년 6월 말 현재 자산규모가 1천억 달러 이상인 은행의 경우 전체 대출에서 CRE 대출이 차지하는 비중이 12.8% 수준인 반면, 자산규모가 1천억 달러 미만인 은행의 CRE 대출 비중은 35% 내외에 달하고 있다.³⁾ 이처럼 중소형은행의 CRE에 대한 익스포저가 크기 때문에 CRE 부진에 따라 동 은행들이 보유한 관련 대출이 부실화될 우려가 높은 상황이다.

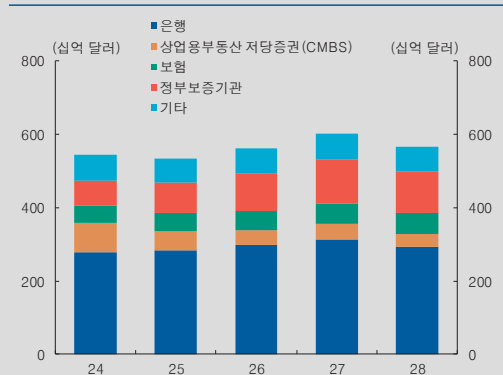
미국 은행 규모별 CRE 대출 비중¹⁾



주: 1) CRE 대출 / 전체 대출, 2023년 6월말 기준
자료: S&P

한편 금년 은행 대출을 포함한 미 CRE 관련 부채의 만기도래 규모는 5,000억 달러를 상회하는 것으로 추산된다. 이런 상황에서 미 연준의 긴축기조가 지속될 경우 CRE 관련 부채의 상환(차환)에 문제가 발생할 가능성이 있다. 이미 2022년 이후 연준의 긴축기조가 지속되면서 은행의 CRE 대출 연체율은 상승세(2022년 3/4분기 0.64% → 2023년 3/4분기 1.07%)를 보이는 상황이다.

미국 CRE 부채의 만기도래 규모

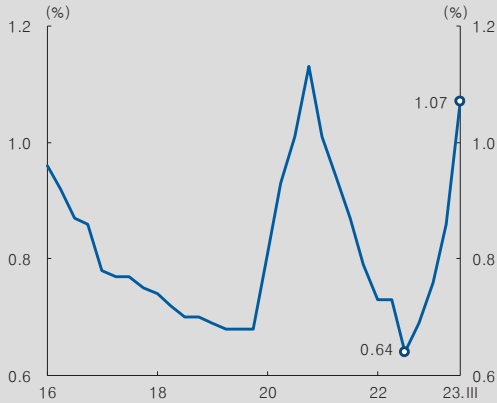


자료: Trepp, Bloomberg

2) 미 연준은 CRE 관련 부채규모를 2023년 6월말 기준 3.0조 달러로 추정하였다.

3) 자산규모 1천억 달러 미만 은행(840개)이 미 CRE 대출의 약 64%를 보유하고 있다(Goldman Sachs).

미국 CRE 대출 연체를 추이



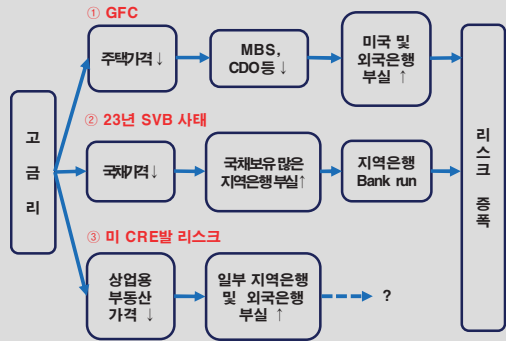
자료: Goldman Sachs

미 CRE발 리스크와 과거 위기의 비교

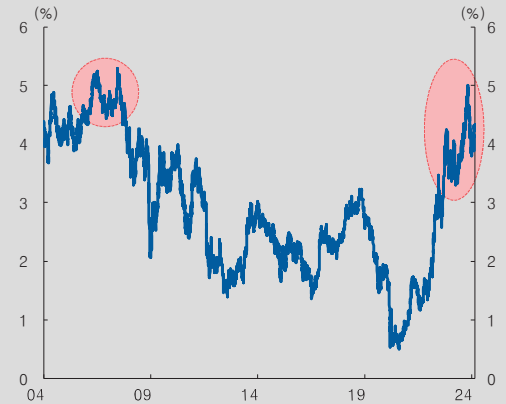
① 미 CRE발 리스크와 GFC 및 2023년 미 SVB 사태의 공통점

NYCB의 CRE 대출 부실로 촉발된 리스크, GFC, 2023년 미 SVB 사태는 공통적으로 고금리 충격이 주요한 발생원인이었다. 고금리 충격이 부동산 시장을 통해 금융기관 부실을 초래하였고, 위기 발생 이후 해외 금융기관들에서 유사한 문제가 불거졌다는 점에서 NYCB 사태와 GFC가 비슷한 양상을 보였다. 2023년 미 SVB 사태 역시 지역 기반 은행의 자산이 특정 상품(특히 국채)에 집중되어 있는 상황에서 고금리가 동 자산의 부실화를 초래했다는 점이 NYCB 사태와 유사한 측면이 있다.

GFC, 미 SVB 사태 및 미 CRE발 리스크의 충격 파급 경로



미 국채(10년물) 금리 추이



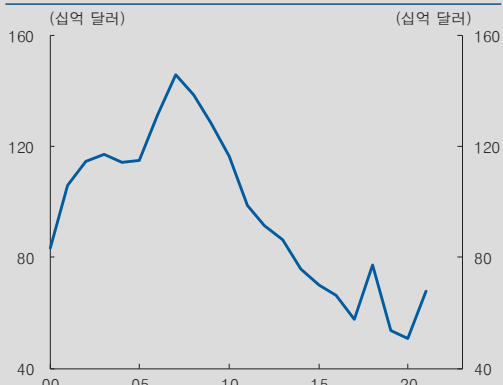
자료: Bloomberg

② GFC와의 차이점

GFC 당시에는 주택담보대출을 구조화한 부채담보부증권(Collateralized Debt Obligation; CDO) 등 파생상품 발행이 폭발적으로 늘어난 상황에서 금융기관들이 동 상품에 대규모로 투자한 것이 위기 확산의 주요 원인으로 지적되었다. 복잡한 상품구조 등으로 신용평가사들도 위험 정도를 제대로 평가하지 못함에 따라 동 상품에 투자한 금융기관의 부실 규모와 이와 연계(interconnected)된 기관의 부실 정도를 정확히 파악하기 어려워 당국의 신속하고 효과적인 지원이 이루어지는 데 제약이 있었다. 이와 달리

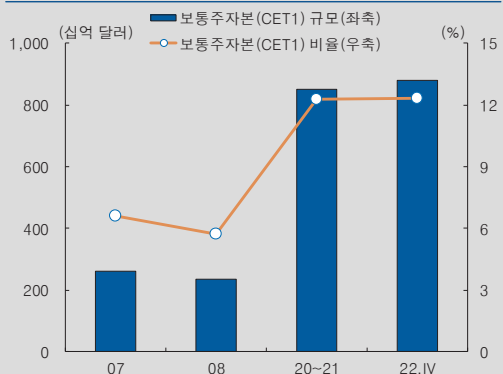
GFC 이후 금융기관들이 CDO 등 구조화 파생상품 발행에 적극적으로 나서지 않으면서 CRE 대출이 대부분 단순 대출 또는 상업용부동산 저당증권(CMBS)의 형태로 실행되었으며, 그 결과 관련 리스크 평가가 상대적으로 용이하게 되었다. 아울러 GFC 이후 은행에 대한 규제가 크게 강화되면서 은행들의 자본 건전성이 개선된 점도 GFC와 금번 CRE발 리스크의 차이점으로 들 수 있다.

CDO 발행잔액 추이



자료: SIFMA

미 G-SIB 자기자본비율



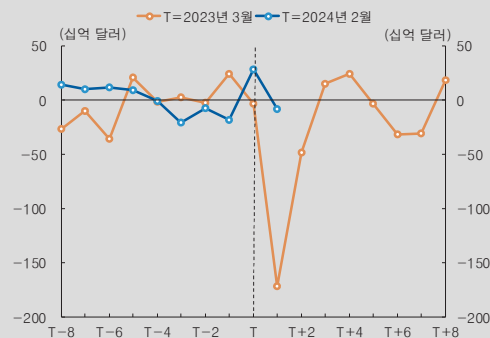
자료: S&P

③ 2023년 미 SVB 사태와의 차이점

2023년 미 SVB 사태와 미 CRE발 리스크의 가장 큰 차이점은 전자의 경우 중소 지역은행들에 대한 예금인출 사태(bank-run)로 이어졌다는 점이다. 이는 SVB, Signature 은행의 예금 중 상당 부분(SVB의 경우 95%)이 예금보험의 보호를 받지 못하는 거액 예금자(스타트업 기업)로부터 조달된 데 주로 기인하였다. 반면 최근 문제가 된 NYCB의 경우 동 비율이 30%를 하회하고 있다. 또한 SVB 사태 당시 모든 예금자를 완전히 보호한 조치로 인해 이후로는 예금손실에 대한 우려가 크게 낮아졌다.

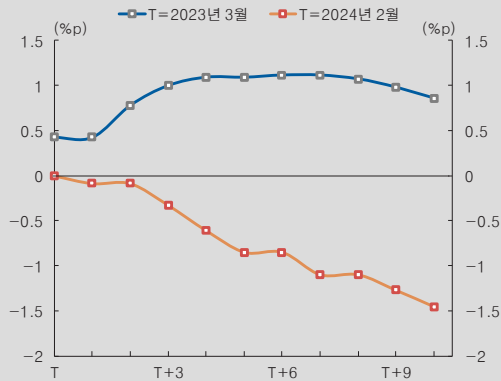
한편 통화정책 대응에 대한 시장의 기대에서도 차이점을 찾을 수 있다. 2023년 3월 당시 시장은 연준의 금리인하 여력을 낮게 평가하고 있었으며, 이에 따라 완화적 통화정책 대응에 대한 기대도 낮았다. 반면 인플레이션이 작년에 비해 크게 완화된 현 시점에서 시장은 CRE 대출의 부실이 은행시스템의 문제로 확산될 조짐이 보일 경우 연준이 신속하게 대응할 것으로 기대하고 있다.

미국 소형은행 예금 유출입



자료: FRED

선물가격에 반영된 정책금리 변화 전망¹⁾



주: 1) 각 이벤트 발생월 당시(T기) 선물가격에 반영된 향후 12개월간 정책금리 변화 전망

자료: Bloomberg

증폭 요인(amplifying factor)으로 작용할 수 있다고 평가한 바 있다.

평가 및 시사점

미 CRE 관련 이슈가 당분간 지속될 것으로 보이지만 동 문제가 시스템 리스크로 발전할 가능성은 낮은 것으로 판단된다. 이는 앞서 살펴본 바와 같이 과거 사례들에 비해 부실 규모가 크지 않고 금융기관과 당국의 대응능력도 개선되었기 때문이다. 또한 작년의 은행 위기를 극복한 경험을 고려할 때 시장 참가자나 예금자의 군집행동이 나타날 가능성도 크지 않아 보인다.

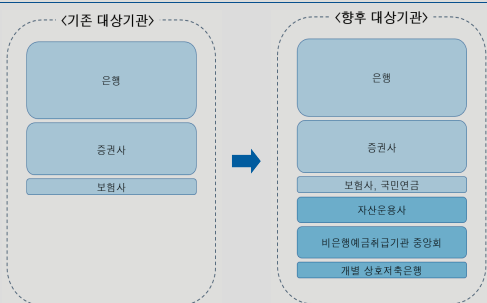
그럼에도 불구하고 국내 금융기관 및 연기금이 북미, 유럽 등 주요국의 상업용 부동산에 투자한 금액이 적지 않은 점을 고려할 때 CRE 관련 리스크에 대한 모니터링은 더욱 강화할 필요가 있다. 과거 경험을 돌이켜 볼 때, 리스크의 현실화는 언제나 예상치 못했던 경로로 나타났기 때문이다. 미 연준의 금융안정보고서(2023년 10월)에 따르면 시장참가자들은 CRE 관련 리스크를 가장 높은 순위의 리스크 요인 중 하나로 지적했으며, ECB 역시 금융안정보고서(2023년 11월)를 통해 금융여건이 악화되는 상황이 된다면 CRE 대출에서 발생하는 손실이 리스크

참고 II-1.

공개시장운영 제도 개선의 주요 내용 및 기대효과

한국은행은 지난 1월 25일 「공개시장운영규정」 개정을 통해 자산운용사¹⁾를 실제 대상기관으로 선정²⁾할 수 있도록 선정 기준을 정비하는 한편 비은행예금취급기관 중앙회 및 개별 상호저축은행을 공개시장운영 대상기관 선정 범위에 편입하였다. 또한 공개시장운영 입찰의 효율성을 높이고 운영리스크를 축소하기 위해 입찰 제도를 시장친화적으로 개선하였다.

공개시장운영 대상기관 확대¹⁾



주: 1) 국민연금 및 자산운용사의 경우 공개시장운영 대상기관 선정 범위에 기 포함

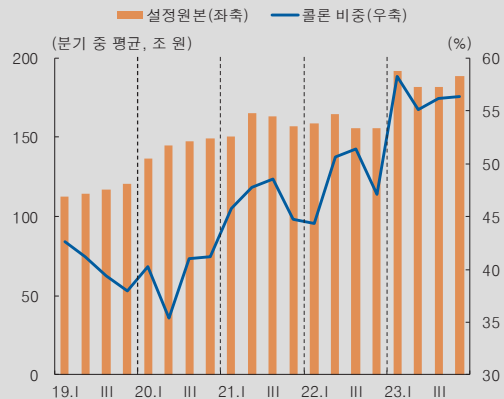
자산운용사를 실제 대상기관으로 선정할 계획

MMF 수신 증가 등으로 초단기금융시장에서 자산운용사의 영향력이 확대³⁾됨에 따라 초단기금리의 변동성 완화를 위해 한국은행과 해당 기관 간 직접적

거래 채널 확보가 필요해졌다. 이에 따라 한국은행은 자산운용사가 실제 대상기관으로 선정될 수 있도록 선정 기준을 개정하고 입찰 인프라를 구축하였다. 특히 대상기관 포함 취지를 고려하여 거래 대상 펀드를 일정 규모 이상의 MMF로 제한하기로 하였으며, 금융기관 간 거래실적 등 단기자금시장에서의 영향력을 중요 평가항목으로 설정하였다.

향후 자산운용사가 실제 공개시장운영 대상기관으로 선정되면 MMF 등으로부터의 단기자금 공급 규모가 급격하게 변동하여 초단기금리가 기준금리를 상당폭 벗어나는 경우 한국은행이 공개시장운영을 통해 보다 효과적으로 대응할 수 있을 것으로 기대된다.

MMF 수신 규모¹⁾ 및 자산운용사 콜론(call loan) 비중²⁾



주: 1) 분기 중 평균 기준

2) 전체 콜거래량 대비 자산운용사 콜론 비중

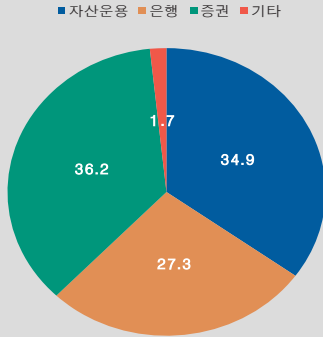
자료: 한국은행, 금융투자협회

1) 자산운용사는 금번 개정 이전 「공개시장운영규정」에서도 대상기관 선정 범위에 이미 포함되어 있었으나 구체적인 평가 기준이 별도로 마련되어 있지 않았다.

2) 한국은행은 매년 7월 공개시장운영 대상기관을 선정하여 1년 간(매년 8월 1일~익년 7월 31일) 운영하고 있다.

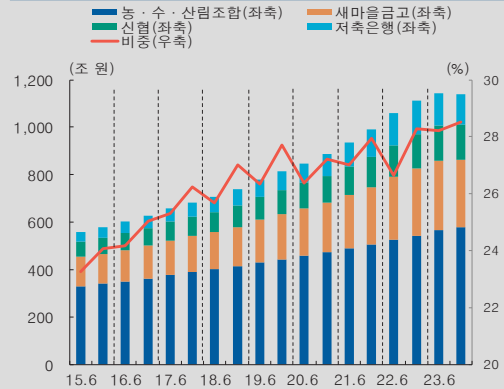
3) 콜거래 시장에서 자산운용사의 콜론 비중은 2020년 중 39.4%에서 2023년 중 56.4%까지 높아졌다.

2023년 중 업권별 RP거래 비중¹⁾²⁾



주: 1) 일별 매도 및 매입 거래량의 2023년 중 평균 기준
 2) 은행은 국내은행(신탁계정 포함) 및 외은지점, 증권은 증권사(신탁계정 포함) 및 증권금융회사, 기타는 종합금융회사, 보험사 및 비거주자 기준
 자료: 한국은행, 예탁결제원

비은행예금취급기관의 자산 규모¹⁾ 및 은행 대비 비중²⁾



주: 1) 매년 6월 말 및 12월 말 잔액 기준
 2) 은행 자산 규모 대비 비은행예금취급기관 자산 규모
 자료: 금융기관 업무보고서

비은행예금취급기관으로 대상기관 범위 확대

비은행예금취급기관이 금융시장에서 차지하는 비중이 커지면서 통화정책 파급경로와 금융시장 안정에서 차지하는 영향력이 확대되었다. 이에 따라 이들 기관에 대한 중앙은행의 유동성 공급 경로 확보가 한층 중요해졌다. 이를 반영하여 한국은행은 공개시장운영 대상기관 선정 범위에 비은행예금취급기관 중앙회⁴⁾ 및 개별 상호저축은행을 편입하는 한편, 재무건전성 자격요건, 평가항목, 배점 등 구체적 선정 기준을 신설하였다.

금번 조치로 유사 시 공개시장운영을 통해 비은행예금취급기관에 대한 유동성 공급이 가능해짐으로써 금융불안 등에 대응한 시장안정 기능이 확충되었다. 또한 비은행예금취급기관이 공개시장운영 참여를 위해 국제 등 고유동성 자산을 확보하는 과정에서 자산운용의 건전성도 높아질 것으로 기대된다.

공개시장운영 입찰 제도 개선

이와 함께 공개시장운영의 유효성을 제고하고 입찰 과정의 효율성을 높이기 위해 증권매매 및 통화안정계정 입찰 시 입찰자별 응찰·응모금액을 제한하고 대상증권 배정 방식을 변경하는 등 입찰 제도를 개선하였다.

우선 RP매각 시 과다응모(over-bidding)가 발생하여 기관 간 효율적 자금배분이 저해되는 상황을 방지하기 위해 RP매매 시 개별 금융기관의 최대 응찰·응모 한도를 매매예정액⁵⁾ 이하로 제한하였다. 이와 더불어 운영리스크 축소 및 대상증권 활용도 제고를 위해 RP매각 시 대상증권의 수⁶⁾를 최소화하는 방식으로 증권 배정 방식을 변경하였다.

아울러 기존 대상기관과 신규 대상기관 간 형평성을 고려하여 통화안정증권 대상기관 선정 시 최소

4) 총 6개 중앙회(상호저축은행중앙회, 농업협동조합중앙회, 수산업협동조합중앙회, 산림조합중앙회, 신용협동조합중앙회, 새마을금고중앙회)가 공개시장운영 대상기관 선정 범위에 편입되었다.
 5) 이를 위해 RP매매 입찰 시 매매예정액을 사전 공지하여 대상기관들이 응찰·응모 한도를 입찰 전에 알 수 있도록 하였다.
 6) 한국은행이 보유한 모든 증권을 균등 비율로 배정하는 기존 방식 하에서는 매각증권의 수가 많아 낙찰기관들이 대상증권을 등 록하는 과정에서 오류 가능성이 있고 배정받은 증권을 재활용하는 데에도 제약요인이 존재하였다. 이를 감안하여 한국은행 보유 증권 중 규모가 큰 증권부터 순차적으로 배정하는 방식으로 변경하여 낙찰기관당 배정 증권 수가 최소화되도록 하였다.

자격요건을 완화⁷⁾하는 한편, 우수 및 부진 대상기관 선정의 실효성을 높이는 방향으로 우수대상기관 혜택사항 및 부진대상기관 조치사항을 조정하였다.

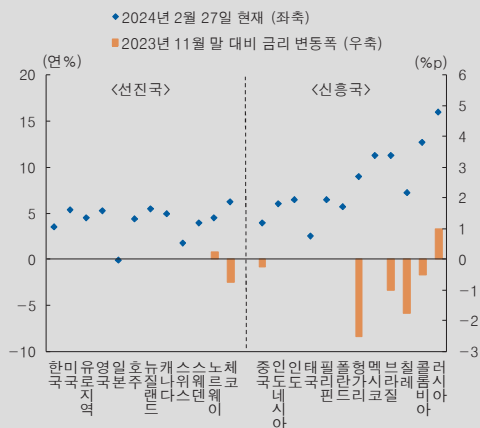
7) 제도 개선 이전에는 기존 대상기관이 1년 후 재선정되기 위해서는 대상기간(1년) 중 전체 통화안정증권 발행금액의 2% 이상을 낙찰받아야 했는데, 대상기관의 수가 과거에 비해 증가한 상황에서 동 기준을 충족하지 못해 재선정 대상에 포함되지 못하는 기관의 수가 늘어나고 있는 점을 고려하여 해당 요건을 1% 이상으로 완화하였다.

참고 III-1.

주요국 통화정책 운영 현황

코로나19 기간 중 크게 높아졌던 글로벌 인플레이션은 주요국의 적극적 통화정책 대응에 힘입어 기조적 둔화 흐름을 이어가고 있지만, 목표수준으로 안정되기 위해서는 상당한 기간이 소요될 것으로 보인다. 주요 선진국들은 그간의 금리인상을 마무리함에 따라 향후 정책기조를 전환할 것으로 예상되지만 기조전환 시점에 대해서는 아직 불확실성이 높은 상황이다. 이하에서는 주요국의 통화정책 여건, 운영 현황 및 방향을 점검해 보고 한국은행의 통화정책 운영에 대한 시사점을 찾아보고자 한다.

주요국 정책금리¹⁾



주: 1) 중국은 대출우대금리 5년을 기준으로, IMF 분류 기준을 준용하여 점선을 기준으로 좌측은 선진국, 우측은 신흥국으로 분류
자료: 각국 중앙은행

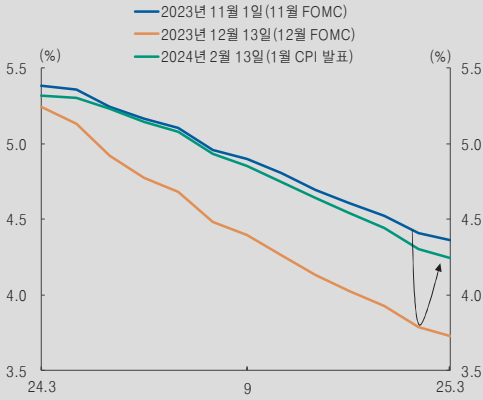
지난해 12월 이후 미 연준, ECB 및 영란은행을 비롯해 캐나다, 스웨덴, 호주 등 선진국들은 인플레이션 둔화를 배경으로 정책금리를 동결하였다. 반면 일본은행은 기존의 완화적 정책기조를 이어갔으며 중국 인민은행은 경기부진에 대응하여 정책금리와 지급준비율을 인하하였다. 여타 신흥국의 경우에는 정책 기조의 지역별 차별화가 이어졌다.

국가별로 자세히 살펴보면, 미 연준은 지난해 9월과 11월에 이어 12월과 금년 1월에도 정책금리 목표범위(5.25-5.50%)를 연속 동결하였다. 향후 정책방향에 대해서는 금리인상 종료 및 금년 중 인하 가능성을 시사¹⁾하면서도 금리인하를 위해서는 인플레이션의 2% 수렴에 대한 보다 강한 확신이 필요하다는 점을 강조하였다. 파월 의장은 1월 회의 직후 미국 경제에 대해 성장과 고용이 양호한 모습을 보이는 가운데 인플레이션 둔화가 진전을 보이고 있다고 평가하면서도, 금리인하와 관련해서는 물가안정을 아직 확신하기에는 이른 시점이며 3월 회의에서의 인하 가능성은 크지 않다는 입장을 밝혔다. 아울러 대차대조표 축소 정책에 대해서는 기존 방침을 유지²⁾하였으나 축소 속도의 조정에 대해서는 3월 회의의 시심도있는 논의가 필요하다고 언급하였다. 이 같은 회의 결과 등을 반영하여 금융시장에서는 미 연준의 금리인하 시작 시점에 대한 기대가 크게 변화하였다. 지난해 12월 FOMC 점도표의 정책금리 전망이 하향 조정되면서 조기 금리인하 기대가 크게 확대되었으나, 이후 3월 인하 가능성을 낮게 평가한 1월 회의 결과, 시장 예상을 상회하는 성장 및 물가 지표 발표³⁾ 등으로 2월 들어서는 조기 인하 기대가 되돌려졌다. 현재 시장에서는 금년 6월에 금리인하가 시작될 가능성을 가장 높게 보는 가운데 금년

1) 지난해 12월 회의에서 FOMC 참석자들은 2024년 말(9월 5.1% → 12월 4.6%)과 2025년 말(3.9% → 3.6%) 정책금리 전망치(점도표 중 간값 기준)를 직전 전망보다 하향 조정하였다.
2) 미 연준은 2022년 6월부터 보유자산 축소 규모 상한을 월 475억 달러로 설정하였으며, 같은 해 9월부터는 동 상한을 2배 증액하였다.
3) 2023년 4/4분기 GDP 성장률은 3.2%(전기비연율, 2월 28일 발표)로 3/4분기(4.9%)보다는 낮은 수준이나 시장 예상치(2.0%)를 큰 폭으로 상회하였다. 2024년 1월 소비자물가 상승률도 예상(2.9%, 전년동기대비)보다 높은 수준(3.1%, 2월 13일 발표)을 나타내었다.

중 총 3~4차례 정도의 금리인하를 예상하고 있다.)

금융시장의 미 연준 정책금리 기대 변화¹⁾



주: 1) 페더럴펀드금리 선물 내재금리 기준
자료: Bloomberg

ECB는 지난해 10월에 정책금리를 처음으로 동결한 이후 12월과 금년 1월에도 계속 동결⁵⁾하였으며, 팬데믹 긴급매입프로그램(PEPP)에 대해서는 원금 채투자 축소⁶⁾를 결정하였다. 라가르드 총재는 유로 지역 경제에 대해 구조적인 인플레이션의 하향 추세가 이어지고 그간의 정책금리 인상 효과도 금융 여건에 강력하게 파급된 모습이라고 평가하였다. 향후 통화정책방향에 대해서는 인플레이션이 시기적절하게 목표에 도달할 것이라는 확신을 갖기 전까지는

디스인플레이션 과정을 좀 더 진행시켜 나갈 필요가 있음⁷⁾을 밝히고 금리인하 논의는 시기상조라는 입장⁸⁾을 표명하였다. 1월 회의 이후 금융시장 참가자들은 ECB가 금년 6월경 금리인하를 시작할 것으로 예상하는 모습이다.

영란은행은 지난해 12월과 금년 2월 회의에서 정책금리를 계속 동결(5.25%)하였으며, 인플레이션이 중기적으로 목표수준에 안착할 때까지 통화정책은 상당기간 긴축적으로 운용될 필요가 있다는 입장을 이어나갔다. 베일리 총재는 물가 상승세가 둔화되고 타이트한 고용상황도 완화되고 있으나 임금, 서비스 물가 등 인플레이션 지속성을 나타내는 지표들이 여전히 높은 수준⁹⁾을 보이고 있음을 강조하였다. 아울러 2월 정책결정문에서 추가 긴축 가능성을 시사 하였던 문구를 삭제하는 한편 향후 정책방향에 대해서는 현재 금리수준을 얼마나 오래 지속할지 판단해 나갈 것임을 밝혔다.¹⁰⁾ 금융시장에서는 이 같은 영란은행의 정책 기조, 상대적으로 더딘 물가 둔화 속도¹¹⁾ 등을 반영하여 영란은행의 금리인하가 미 연준, ECB보다 다소 늦은 금년 8월경에 시작될 것으로 전망하고 있다.

일본은행은 마이너스 정책금리, 수익률곡선관리(YCC)¹²⁾ 등 기존의 완화정책을 유지하였다. 우에다

4) 2023년 12월 FOMC 회의 직후(12월 13일)에는 올해 3월에 금리인하를 시작할 것으로 기대(65.4%, CME Fed Watch 기준)하는 모습이었으나, 2월 26일 현재 시장이 기대하는 첫 금리인하 시점은 6월(55.3%)로 조정된 모습이다. 아울러 페더럴펀드 금리선물에 내재된 금년 말까지의 금리인하 횟수는 3~4회로 나타났다.

5) 기준금리(MRO) 4.50%, 대기성 수신금리 4.00%, 대기성 여신금리 4.75%

6) 올해 하반기부터 원금 채투자를 점진적으로 줄여나가기(보유자산 월평균 75억 유로 축소) 내년부터는 만기도래분 채투자를 전면 중단할 예정이다. 자산매입프로그램(APP)에 대해서는 종전의 축소 결정(만기도래분 채투자 전면 중단, 2023년 7월)을 유지하였다.

7) "(...) we need to be further along in the disinflation process before we can be sufficiently confident that inflation will actually hit the target in a timely manner and in a sustainable way at target." (2024년 1월 기자회견답회)

8) "(...) the consensus around the table of the Governing Council was that it was premature to discuss rate cuts." (2024년 1월 기자회견답회)

9) 서비스 물가상승률(전년동기대비): 2023년 9월 6.9% → 12월 6.4% → 2024년 1월 6.5%
임금상승률(3개월 이동평균, 전년동기대비): 2023년 9월 7.8% → 12월 6.2%

10) "On that basis, the Committee will keep under review for how long Bank Rate should be maintained at its current level." (2024년 2월 정책결정문)

11) (전년동기대비) 2023년 9월 10월 11월 12월 2024년 1월
영국 소비자물가 상승률: 6.7% → 4.6% → 3.9% → 4.0% → 4.0%
미국 소비자물가 상승률: 3.7% → 3.2% → 3.1% → 3.4% → 3.1%

총재는 1월 정책결정 이후 기자회견담회에서 소득과 소비의 선순환이 확대됨에 따라 물가목표(2%)를 지속적·안정적으로 달성할 가능성이 높아지고 있으며, 실질임금이 마이너스라 하더라도 플러스 전환이 예상된다면 정책 정상화가 가능하다고 발언하였다. 이에 따라 시장에서는 금년 상반기 중 마이너스 정책금리 종료 등 정책기조 변화를 기대하고 있다.¹³⁾

호주, 캐나다, 스웨덴 등 여타 선진국 중앙은행들은 정책금리를 동결하였다. 다만 향후 정책방향에 대해서는 인플레이션 둔화 속도, 리스크 평가 등에 따라 국별로 다소 차이를 나타내었다. 호주는 인플레이션 둔화가 지연될 리스크를 우려하면서 추가 금리 인상 가능성을 배제할 수 없다는 점을 강조하였으며¹⁴⁾, 캐나다는 근원 인플레이션의 지속적인 완화¹⁵⁾를 위해 현재의 긴축적인 정책기조를 유지하는 것이 적절하다고 언급하였다. 반면 스웨덴은 디스인플레이션 흐름이 중앙은행의 예상보다 빠르게 나타남에 따라 올해 상반기 중 금리를 인하할 가능성도 배제할 수 없다는 입장을 밝혔다.¹⁶⁾ 한편 노르웨이는 높은 물가 및 임금상승률, 통화가치 절하 등을 고려하여 지난해 12월 회의에서 정책금리를 25bp 인상한 이후 올해 1월에는 동결하였다. 체코는 2022년 8월부터 정책금리를 10차례 연속 동결하다가 물가의 연내 목표 수준 도달 전망, 성장세 둔화 등을 고려하여 지난해 12월과 금년 1월 두 차례 인하(총

-75bp)하였다.

신흥국에서는 지역별로 중앙은행의 정책 운용이 차별화되는 모습이 이어지고 있다. 튀르키예(+500bp)는 정책금리를 계속해서 인상하였으나 인상폭은 축소되었다.¹⁷⁾ 러시아는 지난해 12월에 정책금리를 추가 인상(+100bp)하였으나 2월 회의에서는 작년 7월에 인상을 시작한 이후 처음으로 정책금리를 동결하였다. 인도네시아, 태국, 폴란드, 멕시코 등은 현 정책금리를 물가목표 달성에 적절한 수준으로 평가하며 정책금리를 동결하였다. 한편 브라질(-100bp), 칠레(-175bp), 헝가리(-250bp), 콜롬비아(-50bp) 등은 물가 오름세 둔화가 이어지면서 정책금리 인하를 지속하였다.

한편 중국 인민은행은 경기부진에 대응하여 1월에 지급준비율을 50bp 인하한 데 이어 2월에는 대출우대금리(LPR, 5년물)를 25bp 인하(4.20% → 3.95%)하였다.¹⁸⁾

주요국 중앙은행들은 인플레이션이 둔화 흐름을 보임에 따라 정책기조 전환을 고려해 나갈 것으로 예상되지만, 인플레이션이 목표수준으로 안정될 것이라는 확신이 들기 전까지는 선불리 금리인하에 나서지 않을 것이라는 점을 강조하면서 정책기조 전환에 신중한 모습을 보이고 있다. 또한 금리인하 시

12) 일본은행은 2023년 10월 10년물 국채금리 변동폭 상한을 조정(0.5% → 1.0%)하고 지정가격 오퍼레이션의 매입금리를 종전 1%에서 시장 상황을 고려한 적절한 수준으로 변경하였다.

13) 다만 우에다 총재가 마이너스 정책금리를 해제하더라도 매우 완화된 금융환경이 당분간 지속될 것임을 언급하였으며, 2월 13일 발표된 2023년 4/4분기 일본 GDP 성장률(전기대비, 속보치)이 -0.1%로 예상치(0.2%)를 하회함에 따라 2월 중순 이후에는 1월 회의 직후에 비해 정책기조 전환에 대한 기대가 다소 약화되는 모습이다.

14) "The path of interest rates (...) will depend upon the data (...) and a further increase in interest rates cannot be ruled out." (2024년 2월 정책결정문)

15) 캐나다 근원 인플레이션(전년동기대비): 2023년 8월 3.9% → 9월 3.6% → 10월 3.5% → 11월 3.5% → 12월 3.7% → 2024년 1월 3.4%

16) "The policy rate can therefore probably be cut sooner than was indicated in the November forecast. (...) the possibility of the policy rate being cut during the first half of the year cannot be ruled out." (2024년 1월 정책결정문)

17) 튀르키예 정책금리: 2023년 8월 25.0% → 11월 40.0%[+1,500bp] → 2024년 1월 45.0%[+500bp]

18) 정책금리 및 기준을 인하와 함께 증가유동성지원창구(MLF)를 통한 유동성 공급도 확대하였다. MLF 공급 잔액(만기 1년)은 2024년 1월 말 기준 7.3조 위안으로 2023년 11월말(6.3조 위안) 대비 16.2% 증가하였다.

기도 인플레이션 둔화 속도, 경기 상황 등에 따라 국가별로 차별화될 것으로 전망되고 있어 향후 주요국 통화정책 운용 변화와 그에 따른 국내외 파급 영향을 계속 면밀히 점검해 나갈 필요가 있다.

2023년 12월~2024년 2월¹⁾ 중 주요국 중앙은행의 정책금리 조정 현황

국가 ²⁾	정책금리 조정
<선진국>	
노르웨이	4.25% → 4.50% (23.12월, +25bp)
<신흥국>	
러시아	15.00% → 16.00% (23.12월, +100bp)
튀르키예	40.00% → 42.50% (23.12월, +250bp) 42.50% → 45.00% (24.1월, +250bp)
<선진국>	
미국 (5.25-5.50%)	일본 (-0.1%/0%내외) ⁴⁾
ECB (4.50%)	영국 (5.25%)
캐나다 (5.00%)	아이슬란드 (9.25%)
스웨덴 (4.00%)	스위스 (1.75%)
호주 (4.35%)	뉴질랜드 (5.50%)
금리 동결 ³⁾ 대만 (1.875%)	
<신흥국>	
멕시코 (11.25%)	베트남 (4.50%)
폴란드 (5.75%)	인도 (6.50%)
필리핀 (6.50%)	인도네시아 (6.00%)
태국 (2.50%)	말레이시아 (3.00%)
남아공 (8.25%)	
<선진국>	
체코	7.00% → 6.75% (23.12월, -25bp) 6.75% → 6.25% (24.2월, -50bp)
이스라엘	4.75% → 4.50% (24.1월, -25bp)
<신흥국>	
중국 ⁵⁾	3.45/4.20% → 3.45/3.95% (24.2월, 동결/-25bp)
브라질	12.25% → 11.75% (23.12월, -50bp) 11.75% → 11.25% (24.1월, -50bp)
금리 인하	콜롬비아
	13.25% → 13.00% (23.12월, -25bp) 13.00% → 12.75% (24.1월, -25bp)
	칠레
	9.00% → 8.25% (23.12월, -75bp) 8.25% → 7.25% (24.1월, -100bp)
	페루
	7.00% → 6.75% (23.12월, -25bp) 6.75% → 6.50% (24.1월, -25bp) 6.50% → 6.25% (24.2월, -25bp)
	코스타리카
	6.25% → 6.00% (23.12월, -25bp)
	헝가리
	11.50% → 10.75% (23.12월, -75bp) 10.75% → 10.00% (24.1월, -75bp) 10.00% → 9.00% (24.2월, -100bp)

주: 1) 2024년 2월 27일 기준
 2) 선진국과 신흥국은 IMF 분류 기준을 준용
 3) 괄호 내는 정책금리 수준
 4) 단기금리/10년물 국채금리 기준
 5) 대출우대금리 1년물/5년물 기준
 자료: 각국 중앙은행

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

국가	내용	발표일
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)	22.1월
	보유자산 축소(22.6월 시행) (매월 국채 300억 달러, MBS 175억 달러)	5월
	보유자산 축소 규모 확대(22.9월 시행) (매월 국채 600억 달러, MBS 350억 달러)	5월
ECB	팬데믹 긴급매입프로그램(PEPP) 순매입 중단 (22.3월 시행)	21.12월
	자산매입프로그램(APP) 순매입 중단 (22.7월 시행)	22.6월
	자산매입프로그램(APP) 재투자 축소 (23.3월 시행)	12월
	자산매입프로그램(APP) 재투자 중단 (23.7월 시행)	23.5월
	팬데믹 긴급매입프로그램(PEPP) 재투자 축소 및 중단 (24.하반기 시행 예정)	12월
영국	보유자산 축소	22.2월
	회사채 매각 (22.9월 시행)	5월
	국채 매각 (12개월간 800억 파운드, 22.11월 시행)	9월
	국채 매각 규모 확대 (800억 파운드 → 1,000억 파운드)	23.9월
	주당 매입 규모 축소 (40억 → 30억 캐나다 달러)	21.4월
캐나다	주당 매입 규모 축소 (30억 → 20억 캐나다 달러)	7월
	신규 자산매입 중단	10월
	보유자산 축소	22.4월
스웨덴	신규 자산매입 중단(21.12월 시행)	21.11월
	보유자산 축소(22년 하반기 시행)	22.4월
	보유자산 축소 속도 가속화 (만기도래 채권 재투자 규모 축소)	6월
	국채 매각(23.4월 시행) (매월 국채 약 35억 크로나)	23.2월
	국채 매각 규모 확대(23.9월 시행) (35억 → 50억 크로나)	6월
호주	국채 매각 규모 확대 (50억 → 65억 크로나)	24.2월
	주당 매입 규모 축소 (50억 → 40억 호주 달러)	21.7월
	신규 자산매입 중단	22.2월
뉴질랜드	보유자산 축소	5월
	신규 자산매입 중단	21.7월
일본	신규 자산매입 중단	22.2월
	회사채 및 CP 보유한도 축소(22.4월 시행)	21.12월

주: 1) 2024년 2월 27일 기준
자료: 각국 중앙은행

참고문헌

The Federal Reserve System(2022), “Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve’s Balance Sheet”, May 2022

_____ (2023) “Federal Reserve Press Release”, December 2023

_____ (2023), “Transcript of Chair Powell’s Press Conference”, December 2023.

_____ (2024) “Federal Reserve Press Release”, January 2024

_____ (2024), “Transcript of Chair Powell’s Press Conference”, January 2024.

European Central Bank(2023) “Monetary Policy Decisions”, December 2023

_____ (2024), “Monetary Policy Decisions”, January 2024

Bank of England(2023) “Monetary Policy Summary and Minutes”, December 2023

_____ (2024), “Monetary Policy Summary and Minutes”, February 2024

_____ (2024), “Monetary Policy Report”, February 2024