

OPINION

선임연구위원
백인석

국채금리 상승세 평가 및 시사점*

국채금리가 큰 폭의 상승세를 나타내고 있다. 고금리로 가계와 기업의 자금조달에 어려움이 커지고, 주식 및 부동산 등 위험자산 가격이 크게 하락하는 등 경제와 금융시장에 부담이 가중되고 있다. 이로 인해 최근 금리 상승이 일시적 현상인지 아니면 구조적 요인을 반영한 결과인지에 관심과 우려가 고조되고 있다.

본 고에서는 국채금리 변화를 추세적 요인과 일시적(순환적) 요인으로 구분하고, 각 요인의 금번 금리 상승에 대한 기여도를 살펴보았다. 분석 결과, 최근 금리 상승에는 통화정책 등의 영향을 받는 금리의 일시적 요인(순환적 요인)보다 잠재성장률 및 추세물가상승률에 의해 결정되는 추세적 금리 요인의 기여도가 큰 것으로 나타났다. 이는 금번 금리 상승이 일시적 현상이 아닐 가능성을 시사한다.

한편, 추세금리의 상승에는 물가상승률의 추세적 확대가 핵심요인으로 나타났다. 따라서 금리 상승을 주도한 추세금리의 하락을 위해서는 물가상승률의 조속한 하향안정화가 필수적이다. 향후 인플레이션 추이에 대해서는 다양한 의견이 제기되고 있으나, 탈세계화·노동인구 감소·기후변화 대응 가속화 등과 같은 구조적 요인의 영향으로 저물가 기조로 회귀하지 못할 가능성에 주목할 필요가 있다.

글로벌 금융위기 이후 지속된 저금리 기조는 다양한 경로를 통해 경제 및 금융시장에 영향을 미쳐왔다. 과거와 같은 저금리 기조로의 회귀 여부에 상당한 불확실성이 존재한다. 고금리 유지 가능성에 따른 어려움에 대비할 필요가 있다.

2020년 하반기 이후 국채금리가 높은 상승세를 나타내고 있다. 국채금리는 경제주체의 자금조달에 큰 영향을 미치며, 주식 및 부동산 등과 같은 위험자산 가격결정에도 중요한 역할을 담당한다. 가파른 금리 상승으로 회사채 신용스프레드 및 은행의 가계대출 금리가 급등하고, 주식 및 부동산 가격이 큰 폭의 하락세를 나타내는 등 실물경제 및 금융시장의 부담이 가중되고 있다.

본 고에서는 최근의 금리 상승세가 일시적 현상인지, 아니면 2008년 글로벌 금융위기 이후에 시작된 저금리 기조의 변화 가능성을 의미하는 것인지에 대해 살펴보고자 한다. 금융위기 이후 저금리 기조가 경제 및 금융시장에 큰 영향을 미쳐왔다는 점에서, 금리 상승세의 평가는 다양한 주체의 경제활동에 시사하는 바가 클 것이다.

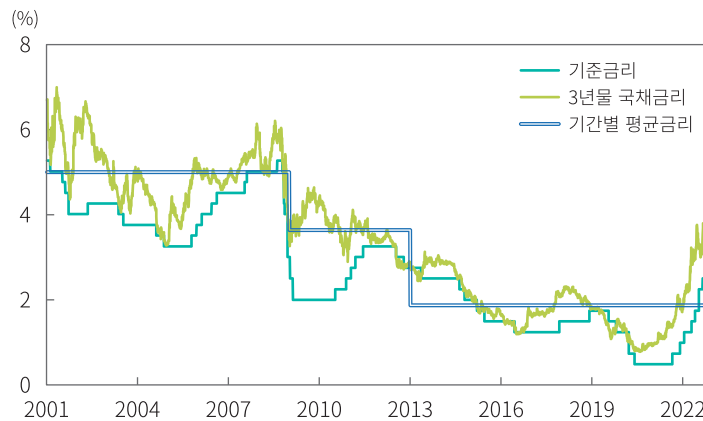
* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

국채금리 동향

금년 국채금리는 높은 물가상승률 및 기준금리 인상 등으로 크게 상승하였다. <그림 1>에 나타난 것처럼, 국채금리(3년 만기 기준)는 2020년 상반기에 코로나 팬데믹의 영향으로 1%를 하회하였으나, 2020년 하반기부터 상승세로 전환하였다. 그 결과 금년 10월에는 4% 중반까지 상승하여 2008년 글로벌 금융위기 이후 최고 수준을 기록하였다. 11월 들어서는 일부 하락세를 시현하며, 3% 중반에서 등락 중이다.

최근 금리 상승은 두 가지 관점에서 주목할 필요가 있다. 첫째, 금번 금리 상승은 2년이 넘게 유지 중으로, 2000년 이후 가장 오랫동안 상승세가 지속되고 있다. 이는 금번 금리 상승의 지속성이 매우 높다는 점을 시사한다. 둘째, 최근 금리 수준은 2008년 글로벌 금융위기 이후 시작된 저금리 기조의 평균 금리를 큰 폭으로 넘어선 상태이다. 국내 금리는 2008년 글로벌 금융위기 이후 추세적으로 하락하며 저금리 기조가 유지되어 왔다. 특히, 2013년부터 2020년까지의 평균 금리는 1.9% 수준에 머물렀다.

〈그림 1〉 코로나 위기 이후 국내 국채금리 결정요인 변동



주 : 1) 2001년 1월 2일부터 2022년 12월 7일까지의 일별 자료
2) 기간별 평균금리는 각각 2001~2008년, 2009~2012년, 2013~2020년 동안의 일별 금리 평균

자료: 한국은행, Bloomberg

국채금리 상승세 평가

본 절에서는 금리 변동의 원인을 추세적 요인과 순환적(일시적) 요인으로 구분하여 살펴본다. 이를 통해, 금번 금리 상승이 금리의 추세(trend interest rate)가 상승한 결과인지, 아니면 순환적 요인(cyclical factor)에 의한 상승인지 알아본다. 본 고에서 사용한 금리의 추세요인과 순환요인에 대한 정의는 다음과 같다. 우선, 피셔(Fisher)가설에 따르면 금리는 실질요인과 인플레이션을 반영한 명목요인으로 구성된다. 따라서 금리의 추세요인, 즉 추세금리는 실질금리의 추세와 인플레이션 추세에 의해

형성되는 것으로 볼 수 있다. 그런데, 경제이론에 따르면 금리의 실질요인 및 명목요인의 추세는 각각 경제의 잠재성장률(추세성장률, trend growth)과 추세물가상승률(trend inflation)이 핵심 결정요인이다.¹⁾ 추세물가상승률은 다양한 관점에서 정의될 수 있는데, 중기 이상의 시계 동안 지속될 것으로 기대되는 평균적인 물가상승률로 볼 수 있다.²⁾ 결과적으로, 금리(명목금리)의 추세요인은 잠재성장률과 추세물가상승률에 의해 형성되는 것으로 생각해볼 수 있다. 한편, 금리의 순환요인은 실제 시장금리와 추세금리간 차이로 정의할 수 있다. 순환요인은 다양한 요인에 의해 결정될 수 있는데, 특히 기준금리 변동(통화정책 사이클)의 영향을 받는다.

〈그림 2〉에는 이상의 논의를 토대로 산출된 국내 3년 만기 국채금리의 추세요인과 순환요인이 나타나 있다. 추세금리는 분기말 국채금리(시장금리)를 추세성장률 및 추세물가상승률에 회귀분석하여 추정하였으며, 순환요인은 국채금리에서 추세금리를 차감하여 산출하였다. 그림에서 알 수 있듯이, 국채금리는 추세금리를 중심으로 변동하는 것으로 나타났는데, 추세금리는 잠재성장률과 추세물가상승률에 대해 양(+)의 민감도를 갖는다. 금리가 저점을 기록한 2020년 2분기와 금년 3분기의 국채금리는 각각 0.85% 및 4.19%로, 금리 상승폭은 3.34%p이다. 같은 기간 추세금리는 각각 1.27%와 3.35%로 추정되었으며, 상승폭은 2.08%p에 달하였다. 결과적으로 2020년 2분기부터 2022년 3분기까지의 국채금리 상승분 3.34%p 중 2.08%p는 추세금리의 상승에 기인하며, 순환요인에 의한 금리 상승분은 1.26%p로 분석되었다. 따라서, 최근 금리 상승에는 기준금리 인상을 반영하는 순환요인도 기여하였으나, 추세금리의 상승이 더 큰 영향을 미친 것으로 판단할 수 있다.³⁾ 한편, 추세금리의 상승에는 잠재성장률보다 추세물가상승률이 큰 영향을 미친 것으로 나타났는데, 추세금리 상승폭 2.08%p 중 1.94%p가 추세물가상승률 증가에 기인한 것으로 추정되었다.⁴⁾

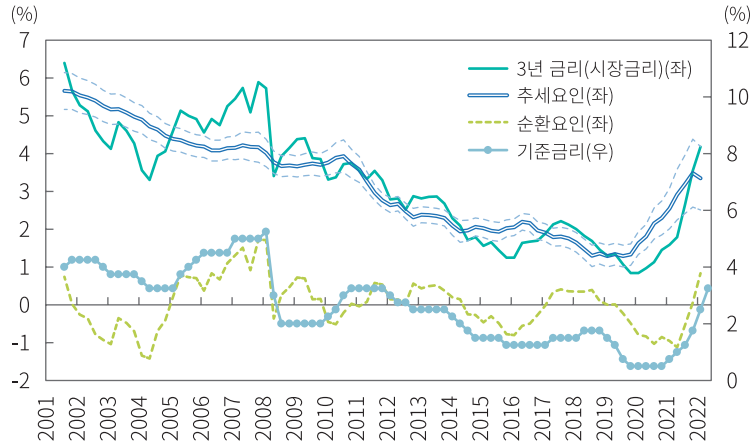
1) Laubach & Williams(2003) 및 Cieslak & Povala(2015) 등을 참고하기 바란다.

2) 예를 들어, 2013년부터 2020년까지 저물가 기조가 유지되며, 국내 소비자물가상승률(CPI, 전년동기대비) 평균이 1.1% 수준을 나타냈다.

3) 분석기간 동안 기준금리 변화와 추세요인 및 순환요인 변화간 상관관계는 각각 0.24와 0.53으로 나타났는데, 이는 기준금리 변화가 금리의 추세요인보다 순환요인의 결정에 중요한 역할을 담당하고 있음을 시사한다.

4) (2020년 2분기, 금년 3분기)의 잠재성장률은 (2.1%, 2.2%) 수준으로 분석되었으며, 추세물가상승률은 (0.9% 및 4.5%) 내외로 추정되었다.

〈그림 2〉 3년 만기 국채금리 분해: 추세요인 및 순환요인



- 주 : 1) 2001년 1분기~2022년 3분기까지의 분기별 자료
- 2) 추세금리는 분기말 금리를 추세성장률 및 추세물가상승률에 회귀분석하여 추정($R^2=0.81$)
- 3) 추세성장률은 전분기대비 성장률에 HP필터를 적용하여 산출하였으며, 추세물가상승률은 전분기대비 소비자물가상승률을 Stock & Watson(2007) 모형에 적용하여 도출
- 4) 파란색 점선은 추세금리의 95% 신뢰구간
- 5) 순환요인은 시장금리와 추세금리간 차이(시장금리에서 추세금리를 차감)

자료: 한국은행, Bloomberg, 자본시장연구원

시사점

이상의 논의를 통한 시사점은 다음과 같다. 첫째, 최근 들어 2023년 상반기 중에 금번 기준금리 인상이 마무리될 것이라는 예상과 함께, 2023년에는 금리인상의 영향이 본격화되며 경제성장세가 둔화될 것이라는 전망이 지배적이다. 본 고의 분석에 따르면, 기준금리 인상이 중단되더라도 기준금리가 인하되지 않는 한, 순환적 금리 요인의 유의미한 하락을 기대하기 쉽지 않을 전망이다. 〈그림 2〉를 통해 확인할 수 있듯이, 순환적 요인은 기준금리 인하기에 축소되는 경향이 존재하기 때문이다.

둘째, 금번 금리 상승을 주도한 추세금리의 하락을 위해서는 물가상승률의 조속한 하향안정화가 필수적이다. 누적된 기준금리 인상의 영향으로 물가상승률이 낮아질 수 있겠으나, 저물가 기조로의 복귀에는 상당한 불확실성이 존재한다. 향후 인플레이션 추세에 대해 다양한 의견이 제기되는 가운데, 탈세계화·노동인구 감소·기후변화 대응 가속화 등과 같은 구조적 요인의 영향으로 저물가 기조로 회귀하지 못할 가능성에 주목할 필요가 있다.⁵⁾

글로벌 금융위기 이후 지속된 저금리 기조는 다양한 경로를 통해 경제 및 금융시장에 영향을 미쳐왔다. 본 고에서 살펴본 바와 같이, 과거와 같은 저금리 기조로의 회귀 여부에는 상당한 불확실성이 존재한다. 국내 경제주체가 저금리 기조에 익숙해져 있다는 점을 고려할 때, 고금리 유지 가능성에 따른 경제 및 금융시장의 어려움에 대비할 필요가 있다.

5) Goodhart & Pradhan(2020) 및 Schnabel(2022) 등을 참고하기 바란다.

참고문헌

- Cieslak, A., Povala, P., 2015, Expected returns in treasury bonds, *Review of Financial Studies* 28(10), 2859-2901.
- Goodhart, C., Pradhan, M., 2020, *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*, Palgrave MacMillian.
- Laubach, T., Williams, J.C., 2003, Measuring the natural rate of interest, *Review of Economics and Statistics* 85(4), 1063-1070.
- Schnabel, I., 2022. 3. 17, A new age of energy inflation: Climateflation, fossilflation and greenflation, ECB.
- Stock, J.H., Waston, M.W., 2007, Why has U.S. inflation become harder to forecast? *Journal of Money, Credit, and Banking* 39(1), 3-33.

OPINION

선임연구위원
장근혁

최근 인플레이션 특성과 주식·채권 분산투자 효과에 대한 시사점*

코로나19 팬데믹 이후 상승하였던 주요 자산들의 가격은 2022년 들어서 크게 조정받았다. 경기 역행적 인플레이션으로 인하여 전통적인 주요 투자 자산인 주식과 채권의 가격이 동조화되면서, 지난해까지 유효했던 주식·채권 분산투자 효과가 사라졌다. 또한, 인플레이션 불확실성이 커지는 상황에서 주식·채권 포트폴리오는 인플레이션 상승위험에 취약한 모습을 보였다.

이러한 거시환경 변화는 향후 인플레이션 상황에 따라 지속 여부가 결정될 것으로 보이며, 자산배분 전략에 시사하는 바가 크다. 최근 인플레이션이 정점을 지나고 있다는 평가가 나오고 있지만, 다시 코로나19 이전과 같은 저물가·저금리 시대로 회귀할지에 대한 불확실성이 큰 상황이다. 주식·채권 분산투자 효과도 이전과는 다를 수 있음을 유의하여야 하며, 인플레이션 상황에 따른 자산배분 전략과 투자의 다각화가 필요하다.

코로나19 팬데믹 이후 상승하였던 주요 자산들의 가격은 2022년 들어서 크게 조정받았다. 가장 중요한 요인으로 인플레이션과 미국을 비롯한 주요국의 기준금리 인상 등 긴축 정책을 들 수 있다. 특히 전통적인 주요 투자 자산인 주식과 채권의 가격이 동시에 하락하면서, 주요 경제주체들이나 연기금들의 투자 성과가 좋지 않았다.¹⁾ 자산배분 측면에서 주목할 만한 사항은 글로벌 주식 및 채권의 가격이 동조화되면서 지난해까지 유효했던 주식·채권 분산투자 효과(헤지 효과)가 2022년 중 사라졌다는 점이다. 또한, 인플레이션 불확실성이 커지는 상황에서 주식·채권 포트폴리오는 인플레이션 상승위험에 취약한 모습을 보였다. 본고에서는 인플레이션의 경제적 특성에 따라 주식 및 채권의 수익률과 인플레이션간의 관계를 살펴보고 주식·채권 분산투자 효과에 대한 시사점을 논의하려고 한다.

주식·채권의 분산투자 효과

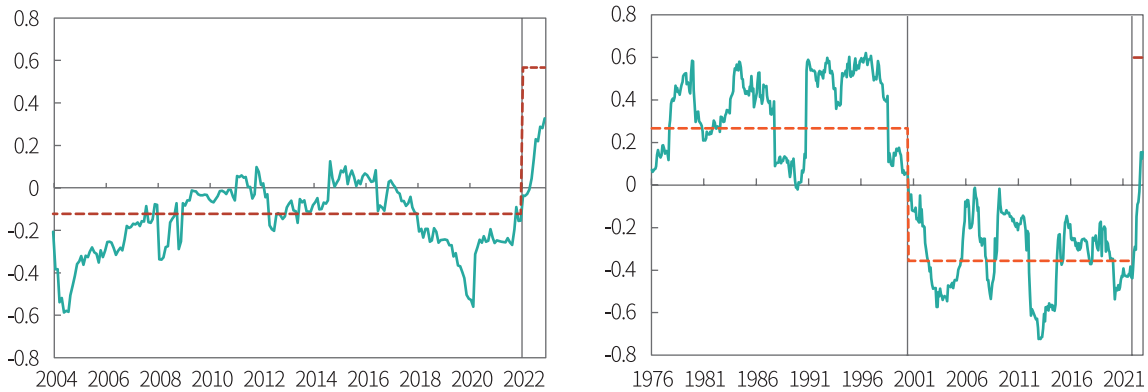
전통적인 주요 투자 자산으로 주식과 채권을 들 수 있으며, 주식과 채권에 분산하여 투자하는 것은 자산 배분 전략의 기본 단계로 여겨져 왔다. 지난 20년간 포트폴리오의 60%를 주식으로, 40%를 채권으로 보유(이하 '60/40 포트폴리오')함으로써 투자자는 위험자산인 주식의 높은 기대 수익과 채권의

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 2000년대에 채권은 경기침체나 주식의 위험을 헤지하는 역할을 하였다. 보험사나 연기금의 채권 보유는 주식 위험에 대한 헤지 외에 부채 헤지 수단으로 사용되는 측면도 있는데, 금리 상승은 채권가격에 부정적이지만 부채 가치도 하락시킨다.

안정성이라는 두 가지 장점을 모두 누릴 수 있었다. 특히 채권은 경제가 좋지 않고 주식 가격이 조정받는 구간에서 안전자산²⁾ 역할을 하였다. <그림 1>에서 볼 수 있듯이 한국과 미국 모두 2000~2021년 동안 주식과 채권의 상관관계가 음(-)의 값으로 60/40 포트폴리오의 분산투자 효과(헤지 효과)가 컸다.³⁾

<그림 1> 주식과 채권 수익률간 상관관계: 한국(좌), 미국(우)



주 : 월별 주식(코스피, S&P500) 및 채권지수(한국은 KIS 국채지수, 미국은 Bloomberg US Treasury Index) 수익률간 상관관계로 36개월 이동평균방식으로 계산, 점선은 구분된 구간별로 상관관계를 표시(한국은 2001~2021년 / 2022년, 미국은 1973~2001년 6월 / 2001년 7월~2021년 / 2022년), 한국 채권데이터는 2000년부터 존재
 자료: Bloomberg, KIS채권평가, 자본시장연구원

<그림 2>는 60/40 포트폴리오의 누적투자성과 추이를 나타내는데, 주식(주가지수) 대비하여 분산투자 효과가 나타남을 볼 수 있다. 60/40 포트폴리오는 주식에 투자한 경우와 비슷한 수익률을 보이고 있으며, 변동성은 주식보다 낮은 수준이다. 2000년말을 100으로 표준화하고 2022년 11월말 기준으로 지수 성과를 보면, 한국의 경우 코스피지수와 60/40 포트폴리오는 각각 490, 473이고, 미국의 경우 S&P500지수와 60/40포트폴리오는 각각 309, 316으로 누적수익률 차이가 크지 않다. 분기수익률의 변동성을 보면, 한국 코스피지수와 60/40 포트폴리오가 각각 22.5%와 12.9%이며, 미국 S&P500지수와 60/40포트폴리오는 각각 17.1%, 9.3%로, 60/40 포트폴리오의 변동성이 주가지수의 약 55% 수준이다.

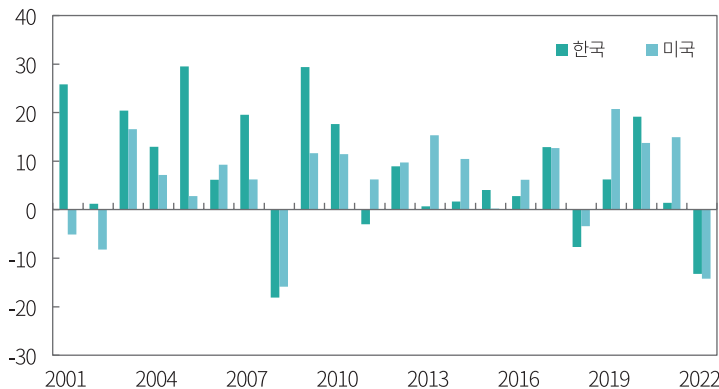
2) 위험자산은 투자자의 한계효용이 높을 때(예: 경기침체 시기) 가격이 하락하고, 한계효용이 낮을 때(예: 경기호황 시기) 가격이 상승하는 자산으로 정의할 수 있다(백인석·장근혁(2022) 참고). 안전자산은 이와 반대로 해석할 수 있다. 주식은 실질경제가 저조할 때 가격이 하락하므로, 위험자산이라고 할 수 있다.
 3) 미국의 경우를 보면(<그림 2>의 오른쪽) 2000년을 기점으로 주식·채권 상관관계의 부호가 양(+)에서 음(-)으로 변화하는데, 이러한 특성은 다수의 연구에서 검증된 결과이다(백인석·장근혁(2022) 참고).

〈그림 2〉 한국(좌)과 미국(우) 60/40 포트폴리오 성과 추이



주 : 주식은 주가지수(코스피, S&P500), 채권은 장기국채지수(7~10년, 한국은 KIS 국채지수, 미국은 Bloomberg US Treasury Index) 사용, 60/40 포트폴리오는 매분기말에 비중을 조정하여 산출
 자료: Bloomberg, KIS채권평가, 자본시장연구원

〈그림 3〉 한국과 미국 60/40 포트폴리오의 연도별 수익률 추이



주 : 주식은 주가지수(코스피, S&P500), 채권은 장기국채지수(7~10년, 한국은 KIS 국채지수, 미국은 Bloomberg US Treasury Index) 사용
 자료: Bloomberg, KIS채권평가, 자본시장연구원

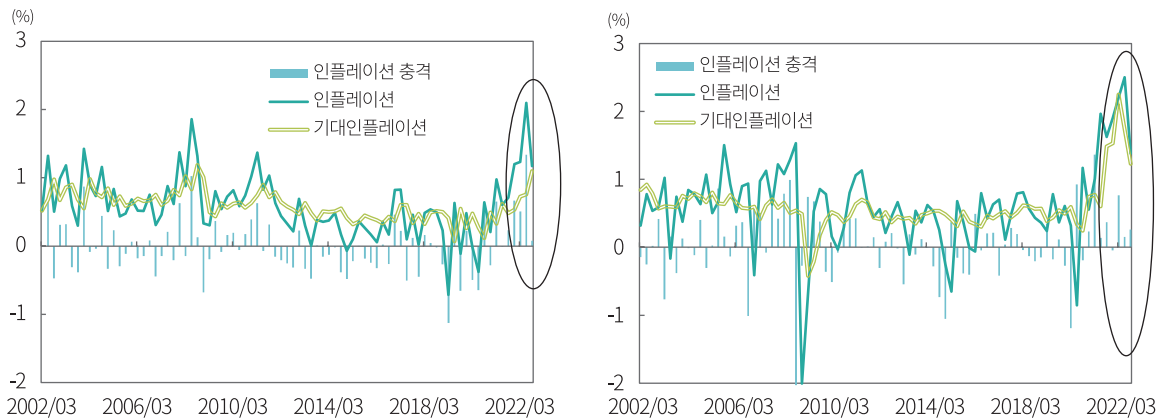
〈그림 3〉은 60/40 포트폴리오의 연도별 수익률을 나타내는데, 2022년을 제외하면, 금융위기 시기인 2008년을 포함해서 음(-)의 수익률이 실현된 시기에는 주가지수가 크게 하락하였지만, 채권 수익률이 손실을 완화해 주었다. 2022년은 계산 기간 중 한국과 미국의 주가지수 및 채권지수 수익률이 모두 음(-)인 유일한 해가 된다.⁴⁾ 또한, 2022년 구간에서 주식·채권 상관관계는 0.5 이상으로 높아졌다(〈그림 1〉). 이처럼 2022년에 주식과 채권의 성과가 동시에 좋지 않고, 자산간 상관관계도 양(+)으로 전환되면서 분산투자 효과도 사라졌는데, 이러한 현상을 인플레이션의 경제적 특성과 연결지어 해석해 보려고 한다.

4) 2022년 3분기까지 60/40 포트폴리오의 수익률은 한미 모두 약 -21% 수준이었으며, 4분기 중에 주식과 채권 가격이 동시에 상승하면서 약 -14% 수준까지 회복했다.

인플레이션의 경제적 특성과 주식·채권 수익률간 상관관계

2022년 자산시장에 영향을 끼친 가장 중요한 요인은 인플레이션이었다. 인플레이션과 자산 수익률간 관계를 살펴볼 때 통상 실현된 인플레이션을 기대(예상)인플레이션과 인플레이션 충격으로 구분하여 효과를 분석한다(〈그림 4〉 참고). 최근 물가상승률 발표 시기에 보면 실현된 인플레이션이 금융시장의 기대치(예상치)와 다른 정도, 즉 인플레이션 충격이 자산 수익률에 미치는 영향이 크다는 점을 알 수 있다. 이는 자산가격이 예상 인플레이션 수준을 이미 반영하였기 때문으로 볼 수 있으며, 인플레이션 충격이 자산시장에 더 중요한 요인이라고 할 수 있다.⁵⁾

〈그림 4〉 한국(좌)과 미국(우)의 기대인플레이션과 인플레이션 충격 분해



주 : 전분기대비 CPI 상승률을 사용, 기대인플레이션 산출은 거시변수 모형 사용(백인석·장근혁, 2022)
 자료: Bloomberg, KIS채권평가, 자본시장연구원

한편, 인플레이션과 자산 수익률간 관계는 인플레이션의 경제적 특성에 따라 다를 수 있는데, 인플레이션의 경제적 특성을 경기순응적(pro-cyclical)과 경기역행적(counter-cyclical)으로 구분해 볼 수 있다(백인석·장근혁, 2022). 미국의 경우 저물가가 위험요인이었던 시기에는(예를 들면 2000~2021년) 인플레이션이 상승할수록 디플레이션(저물가-저성장) 위험이 낮아지는 것으로 해석될 수 있으며, 인플레이션이 경기개선에 긍정적인 영향을 주는 경기순응적 인플레이션으로 볼 수 있다. 한편, 1970년대 및 1980년대 초의 스태그플레이션(고물가-저성장)을 경기역행적 인플레이션의 대표적 사례로 볼 수 있다.⁶⁾

5) 현재(t) 시점의 실제 인플레이션($\pi(t)$)을 과거($t-1$)정보에 기초해 형성된 기대인플레이션($E_{t-1}[\pi(t)]$) 및 실제 인플레이션과 기대인플레이션의 차이, 즉 인플레이션 충격($\pi(t) - E_{t-1}[\pi(t)]$)으로 구분할 수 있다. ($\pi(t) = E_{t-1}[\pi(t)] + (\pi(t) - E_{t-1}[\pi(t)])$). 자산배분이나 인플레이션 위험관리 측면에서 보면, 기대인플레이션은 단기국채를 통해 헤지가 용이하기 때문에 인플레이션 충격과 자산 수익률간 관계가 중요하다(백인석·장근혁, 2022).

6) 미국은 2000년 이전을 경기역행적, 이후를 경기순응적 인플레이션이라고 볼 수 있으며, 한국은 1982년 이후를 경기순응적 인플레이션으로 볼 수 있다(백인석·장근혁(2022) 및 포함된 참고문헌을 참고).

〈표 1〉은 인플레이션의 경제적 특성별로 인플레이션 충격과 주식 및 채권 수익률간 예상되는 관계를 정리한 표이다.⁷⁾ 주가는 인플레이션 충격에 따른 경기상황에 따라 상승 및 하락이 결정된다고 할 수 있다. 채권의 경우는 금리(명목금리)를 실질금리와 인플레이션의 합으로 분해하여⁸⁾ 고려하여야 한다. 다른 조건을 고정하면, 채권은 인플레이션이 증가할수록 금리가 상승하여 채권가격이 하락하고(‘인플레이션 효과’), 경기상황이 나빠질수록 실질금리가 낮아져 채권가격이 상승하게 된다(‘실질금리 효과’). 경기순행적 인플레이션에서는 인플레이션 효과와 실질금리 효과는 채권가격에 같은 방향으로 작용하며, 양의 인플레이션 충격이 발생하면 금리는 상승하고 채권가격은 하락한다. 반면, 경기역행적 인플레이션 시기에는 인플레이션 효과와 실질금리 효과는 채권가격에 반대 방향으로 영향을 미치게 되는데, 인플레이션 불확실성이 더 큰 경우에 인플레이션 효과가 경기 악화에 대한 실질금리 효과를 상회하게 된다.⁹⁾ 2022년 인플레이션은 경기역행적 특성을 나타내고 있으며, 양(+의 인플레이션 충격이 발생하면서(〈그림 4〉 참고) 금리가 상승하고 채권가격이 하락하였다고 해석할 수 있다(〈표 1〉의 첫째 경우).

〈표 1〉 인플레이션 특성별 인플레이션 충격과 주식 및 채권 수익률간 관계

인플레이션 특성	인플레이션 충격	경기 상황	주가 변화	채권 가격(금리) 변화		주식·채권 상관관계
				인플레이션효과	실질금리효과	
경기역행 (1970~1999년)	양(실제)예상	악화	하락	하락(상승)		양(+)
				하락(상승)	상승(하락)	
	음(실제)예상	개선	상승	상승(하락)		
				상승(하락)	하락(상승)	
경기순응 (2000~2021년)	양(실제)예상	개선	상승	하락(상승)		음(-)
	음(실제)예상	악화	하락	상승(하락)		

주 : 인플레이션 특성별 년도는 미국 기준 예시, 2022년 인플레이션은 경기역행적 특성으로 인플레이션 양의 충격이 컸던 시기로 볼 수 있음(첫째 경우), 경기순응에서 채권가격에 대한 인플레이션 효과와 실질금리 효과는 모두 같은 방향
 자료: 백인석·장근혁(2022)을 재구성

주식과 채권 수익률의 상관관계에 대하여 살펴보자면, 경기순응적 인플레이션 시기에는 인플레이션 충격을 매개로 주식·채권 수익률의 상관관계가 음(-)으로 나타날 수 있다. 특히 금융위기 이후 완화적인 통화정책은 주식 가격이 하락하고 경제가 저조할 때 채권이 안전자산으로서 역할을 하는 데 도움이 되었다. 그러나 2022년과 같은 경기역행적 특징을 보이는 인플레이션에서는 인플레이션의 양의 충격이 채권 및 주식 수익률에 동시에 부정적인 영향을 끼치게 되며(〈표 1〉의 첫째 경우) 두 자산간 상

7) 한국과 미국 실증분석 결과는 〈표 1〉의 예상에 부합한다(백인석·장근혁, 2022).

8) 피셔 가설에 따르면, '명목금리=실질금리+인플레이션'이다.

9) 1970년대 및 1980년대 초와 같이 강한 인플레이션에서는 인플레이션 효과가 실질금리 효과를 상회하게 된다(Piazzesi & Schneider, 2007).

관관계도 양(+)으로 나타나게 된다. 또한, 높은 인플레이션으로 인해 경제가 저조하더라도 채권가격이 하락(금리 상승)하므로, 채권 또한 주식과 같은 위험자산으로 될 수 있음을 유의할 필요가 있다.

맺음말

2000년 이후 유지되던 주식·채권 분산투자의 유용성과 안전자산으로서 채권의 역할에 2022년 중 큰 변화가 있었다. 경기역행적 인플레이션으로 인하여 두 자산간 상관관계가 음(-)에서 양(+)으로 전환되면서 분산투자 효과(헤지 효과)는 사라졌으며, 양(+)의 인플레이션 충격은 두 자산 가격이 동반 하락하는 요인이 되었다고 할 수 있다.

이러한 거시환경 변화는 향후 인플레이션 상황에 따라 지속 여부가 결정될 것으로 보이며, 자산 배분 전략에 시사하는 바가 크다. 최근 인플레이션이 정점을 지나고 있다는 평가가 나오는 가운데 주식·채권 분산투자 유효성의 회복을 기대해 볼 수도 있지만, 다시 코로나19 이전과 같은 저물가·저금리 시대로 회귀할지에 대한 불확실성이 큰 상황이다.¹⁰⁾ 기존의 60/40 포트폴리오 전략은 인플레이션 위험이 증가하는 상황에서 지난 2000년대와 같은 분산투자 성과를 내기 어려울 수 있으며, 2022년과 같은 경기역행적인 인플레이션 상승기에 취약하다고 할 수 있다. 따라서 인플레이션 상황에 따른 자산 배분 전략과 함께 투자의 다각화가 필요하다. 한편, 최근과 같은 인플레이션과 금리 인상기에서 단기(3개월)국채 같은 현금성 자산은 안전자산으로서 역할과 함께 기대인플레이션 상승을 헤지하는 데 유용하다(백인석·장근혁(2022) 부록 참고)는 점을 참고할 필요도 있다.

참고문헌

백인석·장근혁, 2022, 『인플레이션과 자산수익률간 관계: 인플레이션 헤지 관점』, 자본시장연구원 이슈보고서 22-25.

장근혁·백인석, 2022, 『국내 인플레이션 결정요인 및 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 22-19.

Piazzesi, M., Schneider, M., 2007, Equilibrium yield curves, NBER Chapters, in: NBER Macroeconomics Annual 2006, Volume 21, 389-472.

10) 팬데믹 영향의 지속, 지정학적 갈등 심화, 기후변화 대응 가속화 등의 영향으로, 원자재 가격 및 공급망 문제가 장기적 관점에서 물가 불확실성을 확대하는 구조적 요인으로 자리 잡을 가능성이 있다(장근혁·백인석, 2022).

ZOOM
-IN국내 의무공개매수제도 도입 논의 및
글로벌 현황

- 최근 국내에서는 상장기업의 M&A 과정에서 일반주주 보호를 위한 의무공개매수제도 도입 논의가 진행 중
- 현행 공개매수 제도는 장외에서 일정 비율 이상의 지분을 취득하는 경우 공개매수 절차를 따르도록 하고 있으나, 요건을 모두 충족해야 하기 때문에 적용사례가 거의 없는 가운데 의무공개매수제도 도입 논의는 지속적으로 이루어짐
- 유럽과 아시아 등 주요 국가에서는 인수기업이 M&A를 위해 일정 비율 이상의 피인수기업 지분을 인수하는 경우 잔여지분의 전부 또는 일정 비율 이상을 의무적으로 공개매수하도록 하는 제도를 시행 중
- 의무공개매수제도는 주식양수도 방식의 M&A 시 일반주주까지 보호할 수 있다는 면에서 긍정적이지만, 인수기업의 부담이 커질 수 있어 효율적인 M&A를 저해할 우려도 존재

- 최근 국내에서는 상장기업의 M&A 과정에서 일반주주 보호를 위한 의무공개매수제도(Mandatory Tender Offer) 도입 논의가 진행 중
 - 의무공개매수제도는 M&A를 목적으로 인수기업이 피인수기업의 주식을 매수할 때 정해진 비율 이상의 주식을 공개매수하도록 하는 제도로 무분별한 계열사 확장을 막고 일반주주 보호를 위한 목적으로 도입
 - 의무공개매수제도는 매수하고 남은 주식의 전량 또는 일정 비율 이상의 지분을 공개매수해야 하기 때문에 무분별한 출자를 억제하고 지배권 이전 시 소액주주들은 경영권 프리미엄(control premium)을 대주주와 공유할 수 있음
 - 국내 M&A 거래에서는 인수대상기업의 지분을 취득하여 경영권을 획득하는 주식양수도 방식의 비중이 높은 상황에서 지분 거래 시 발생하는 경영권 프리미엄을 취할 때 일반주주들은 배제된다는 문제가 제기되어 옴
 - 상장기업의 M&A 과정에서 피인수기업의 대주주는 경영권 프리미엄이 반영된 높은 가격에 지분을 매각하는 반면, 일반주주는 동일한 가격의 매각 기회가 주어지지 않아 대주주와 차별화 되는 문제
 - 2016년 KB금융지주가 현대증권의 22.56%의 지분을 매입하며 지배주주에게는 주당 23,182원을 지급했지만 소액주주에게는 주당 6,737원의 주식매수청구권을 부여했고, 미래에셋증권도 대우증권을 인수할 때 43%의 지분을 매입하면서 지배주주에게 주당 16,518원을 지급하였지만 소액주주에게는 7,999원에 불과한 주식매수청구권을 부여

- 2017년에는 IMM PE가 한샘의 지분을 인수할 때 한샘의 2대 주주인 헤지펀드가 인수과정에서 한샘 지배주주의 지분에 대해서만 경영권 프리미엄을 보장하고 일반주주의 지분을 매수하지 않아 주주평등원칙에 어긋난다고 주장¹⁾하여 의무공개매수 제도 도입 논의를 촉발시키는 계기가 됨

— 이에 M&A 시 일반주주의 지분을 지배주주와 차별 없이 공정하게 매수해야 한다는 의무공개매수제도를 다시 도입하자는 논의를 진행

- 의무공개매수제도는 기업 간 M&A를 통해 경영권이 이전될 때 일반주주에게 주식매수청구권을 부여하여 지배주주만 경영권 프리미엄을 취하는 상황을 개선하겠다는 취지의 현 정부의 대선 공약²⁾으로 인해 출범 이후 지속적으로 논의되어 옴
- 주식양수도 방식의 M&A 과정에서 피인수기업 주주에 대한 권리보호 장치가 미흡함을 지적하며 지배주주가 존재하는 국내 기업의 실정을 고려한 의무공개매수제도가 필요하다는 주장이 제기³⁾

□ **현행 공개매수 제도는 장외에서 일정 비율 이상의 지분을 취득하는 경우 공개매수 절차를 따르도록 하고 있으나, 요건을 모두 충족해야 하기 때문에 적용사례가 거의 없는 가운데 의무공개매수제도의 도입 논의는 지속적으로 이루어짐**

— 국내에서는 1997년 1월~1998년 2월까지 의무공개매수제도를 시행했으나 아시아 금융위기 이후 기업의 M&A 촉진을 위해 제도를 폐지

- 1997년 1월 당시 상장기업 주식의 대량소유제한 제도가 폐지되면서 소액주주 보호를 위해 증권거래법에 따라 상장기업 발행주식총수의 25% 이상을 취득하고자 하는 자는 의무적으로 발행주식총수의 '50%+1주'를 공개매수하도록 한 의무공개매수제도를 도입
- 하지만 도입 직후 아시아 금융위기 발발로 M&A를 위축시킬 수 있다는 지적으로 기업구조조정 촉진을 위해 1998년 2월말 폐지

— 의무공개매수제도의 폐지 이후 지속적으로 재도입을 검토하기도 하였으나 법 개정으로 이어지지 않음

- 2000년 중반부터 외국자본에 의한 경영권 위협으로 인해 국내 기업의 경영권 방어 문제가 대두되면서 의무공개매수제도 도입을 꾸준히 검토

— 현재 자본시장법에는 상장기업의 의결권 있는 주식을 6개월간 장외에서 10인 이상의 주주로부터 취득하여 보유주식이 당해 발행주식의 5% 이상이 되는 경우 공개매수방법에 따라 지분을 매수하도록 규정⁴⁾

1) 2021년 7월 상장기업 한샘의 창업주 및 특수관계인의 지분 약 27%를 사모펀드 IMM PE에 전일 총가인 11만7,500원보다 거의 두 배에 달하는 주당 22만원에 매각한다고 발표했고, 이에 한샘의 2대주주인 헤지펀드 테톤 캐피탈은 지배주주일가는 시가의 100%에 해당하는 프리미엄을 받고 주당 22만원 이상의 가격으로 지분과 경영권을 매각했지만 이 과정에서 일반주주들은 배제되었고 주가는 하락했다는 주장을 제기(2021년 11월 23일 공시된 한샘의 의결권 대리행사 권유 참고서류)

2) 국민의 힘, 「20대 대통령 선거 중앙정책 공약집」, p.67

3) 금융위원회, 2022. 11. 3, 코리아 디스카운트 해소를 위한 제3차 릴레이 세미나 개최: 자본시장의 공정성 제고를 위한 방안 논의, 보도자료.; 정준혁, 2022. 11. 3, 내부자 거래 및 M&A 관련 일반주주 보호 방안, 세미나자료.

4) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제133조 제3항, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 제140조

- 해당 요건을 하나라도 충족하지 않는 경우에는 공개매수해야 할 의무가 없음
- 따라서 인수기업이 공개매수하지 않고 소수의 지배주주와 사적 협상으로 기업을 합법적으로 인수할 수 있어 실제로 국내의 M&A 거래는 대부분 공개매수를 거치지 않고 있음⁵⁾

□ 유럽과 아시아 등 주요 국가에서는 인수기업이 M&A를 위해 일정 비율 이상의 피인수기업 지분을 인수하는 경우 잔여지분의 전부 또는 일정 비율 이상을 의무적으로 공개매수하도록 하는 제도를 시행 중

- 최초로 의무공개매수제도를 도입한 영국에서는 경영권방어행위를 허용하지 않는 대신 일정 비율 이상의 주식을 매수하는 경우 잔여지분에 대해 공개매수할 것을 규정
 - 영국의 의무공개매수 제도는 공개매수를 규율하는 감독기관인 Panel이 제정하는 City code를 기반으로 이루어지며 기업의 지배권 변경 시 경영권 프리미엄을 주주들에게 공평하게 분배하여 일반주주를 보호하기 위해 고안된 제도
 - 30% 미만의 의결권 있는 주식을 보유하고 있던 주주가 30% 이상 보유하게 되거나 30% 이상 50% 미만의 주식을 보유한 자가 1주라도 추가로 취득하는 경우 잔여주식 전체에 대해 의무적으로 공개매수를 해야 함
- 유럽에서도 소액주주 보호를 위해 잔여지분 전체에 대해 동일한 가격으로 공개매수를 하도록 하는 것을 원칙⁶⁾으로 하고 지분 비율 기준이나 기간 등은 각국이 재량적으로 결정
 - 독일과 네덜란드, 스페인 등 대부분의 유럽 국가들은 30% 이상의 의결권 있는 주식을 보유하는 경우 잔여주주를 대상으로 공개매수 청약을 하도록 규정
 - 프랑스와 이탈리아는 일정 비율 이상의 의결권 있는 주식을 취득하거나 보유하고 있는 주주가 정해진 기간 내에 추가로 취득하는 경우 잔여주식에 대해 공개매수하도록 함
- 아시아의 여러 국가들도 일정 규모 이상의 지분을 취득하는 경우 잔여주식에 대한 공개매수를 의무화
 - 일본은 상장기업이 장외에서 지분을 취득하여 1/3을 초과하는 경우 해당 거래에 공개매수 의무 부여
 - 홍콩과 싱가포르에서도 유럽 국가들과 유사하게 일정 비율 이상의 지분을 취득하거나 보유한 주주에 대해 기간내 추가 취득하는 경우 잔여주주 전부를 대상으로 공개매수 청약을 하도록 규정
- 미국은 대부분의 주에서 의무공개매수 제도를 도입하고 있지 않지만 대주주의 소액주주에 대한 신의성실의무(Fiduciary Duty)를 인정하는 판례가 다수 있어 소액주주가 보호되고 있는 편
 - 특히 미국에서는 지배주주의 사적 이익이 낮고 100% 지분 취득을 위한 자본조달이 가능하기 때문에 소액주주의 지분을 제외하고 지배주주의 지분만 인수하는 기업인수는 드문 사례⁷⁾

5) 박진표, 2012, 공개매수의 실무상 쟁점: 공개매수규제의 개선에 관한 제언, *BFL* 55(0), 80-100.

6) Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids

7) 이상훈, 2022, 지배권 프리미엄과 의무공개매수: 주주의 비례적 이익 관점에서, 『증권법연구』 23(2), 1-43.

주요국 공개매수제도 현황

국가	공개매수 의무 요건	규정	
영국	의결권 있는 주식을 30% 이상 보유하거나 30~50% 보유 주주가 추가로 취득하는 경우	UK City Code Rule 9.1	
EU	독일	30% 이상의 의결권 있는 주식을 보유하는 경우	Section 35 of the Securities Acquisition and Takeover Act
	프랑스	30% 이상의 의결권을 보유하거나 30~50% 보유 주주가 12개월 이내에 1% 이상 추가 취득하는 경우	Article L. 433-3 of the French Monetary and Finance Code
	이탈리아	의결권 있는 주식의 25%(중소기업은 30%) 이상 보유하거나 25~50% 보유 주주가 12개월 이내에 5%를 초과하여 추가 취득하는 경우	art. 106 del Testo Unico della Finanza
일본	총 의결권 주식의 1/3을 초과하는 주식을 보유하는 경우	금융상품거래법 제27조의 2	
홍콩	30%이상 의결권 있는 주식을 보유하거나 30~50% 보유 주주가 12개월 이내에 2% 이상을 추가 취득하는 경우	Rule 26 of the Hong Kong Code on Takeovers and Mergers	
싱가포르	30%이상 의결권 있는 지분을 보유하거나 30~50%의 보유 주주가 6개월 이내에 1% 이상을 추가 취득하는 경우	Rule 14 of the Singapore Code on Take-Overs and Mergers	
미국	미국 연방법 또는 주 회사법에는 대부분 의무공개매수에 관한 규정을 도입하지 않음 (단, 메인, 펜실베이니아 및 사우스다코타주에서는 특정 비율의 이상의 의결권 있는 주식을 취득한 경우 잔여주주에게 통지하는 지배주식 현금인출(control share cash-out) 요건이 있고 잔여주주는 지배주주에게 매수청구할 수 있음)	-	

자료: 각국 규정 및 Baker Mckenzie 홈페이지 참조

□ 의무공개매수제도는 주식양수도 방식의 M&A 시 일반주주까지 보호할 수 있다는 면에서 긍정적이지만, 인수기업의 부담이 커질 수 있어 효율적인 M&A를 저해할 우려도 존재

- 의무공개매수제도의 도입은 주식양수도 방식의 M&A 거래 비중이 높은 우리나라에서 경영권 프리미엄을 피인수기업의 지배주주만 향유하고 있어 일반주주에 대한 보호 수단이 존재하지 않는다는 문제를 해결할 수 있음
 - 현재 의무공개매수제도를 포함한 '상장회사에 대한 특례법안'이 국회에 계류중으로 매수 등을 통해 상장회사의 의결권 있는 주식 총수의 25% 이상 보유하는 경우 50% 이상 보유하도록 공개매수해야 한다는 내용을 포함
 - 제도를 도입하게 되면 소액주주들도 공개매수자에게 주식을 매도할 수 있어 경영권 프리미엄의 향유 및 주주가치 제고에 긍정적인 효과가 있을 것으로 보임
- 하지만 일반주주 보호와 거래 투명성을 높여 자금조달 비용을 감소시킬 수 있는 순기능의 이면에는 인수대금이 높아져 인수기업의 자금부담이 증가한다는 문제도 제기
 - 의무공개매수는 경영권 거래가 있는 경우 소액주주의 지분도 동일한 가격으로 매수해야 하므로 인수기업의 자금 부담을 커져 제한된 자금으로 인수가 어려워지는 경우가 발생할 수 있어 M&A 시장의 위축을 초래할 수 있음

- 의무공개매수제도의 도입에 대한 찬반 논의가 활발하게 이루어지고 있는 가운데 해외 도입 사례를 참고하여 국내 실정에 맞도록 제도를 도입할 필요가 있음
 - 국내에서는 상장기업의 M&A 과정에서 일반주주의 권익 보호가 약하다는 의견이 지속적으로 제기되면서 의무공개매수제도의 재도입이 논의되고 있으나, 인수비용이 증가한다는 우려도 있으므로 이를 고려할 필요

선임연구원 홍지연

ZOOM
-IN일본의 통화정책 완화 기조 지속 배경과
전망

- 최근 미국 등 주요국 중앙은행들이 물가안정을 위해 가파른 금리 인상을 단행하고 있으나, 일본은 마이너스 금리 정책과 10년물 국채금리를 0.25% 이하로 고정하는 수익률곡선 관리(YCC) 정책을 고수
- 주요국 중앙은행과의 통화정책 차별화로 엔화 가치 급락, 일본은행(BOJ)의 대규모 외환시장 개입 및 이로 인한 금융시장 불안 확산, 일본 국채시장 기능 저하 등의 부작용 속출
- 그러나 BOJ는 임금 상승을 수반한 물가안정목표 미달, 글로벌 경기침체 우려 확대와 YCC 종료시 발생 가능한 금융리스크 등을 감안할 경우 단기적으로 현 통화완화 기조를 유지할 것으로 예상
- 향후 미 연준의 통화긴축 속도 조절, 일본경제의 점진적 회복이 이뤄진다면 통화정책 급선회보다는 장기국채 금리 인상이나 밴드 확대 등을 통해 점진적으로 통화정책 정상화를 진행하여 시장 충격을 최소화할 전망

- 최근 미국 등 주요국 중앙은행들이 물가안정을 위해 가파른 금리 인상을 단행하고 있으나, 일본은 마이너스 금리 정책과 10년물 국채금리를 0.25% 이하로 고정하는 수익률곡선 관리(Yield Curve Control: YCC) 정책을 고수
 - 일본은행(BOJ)은 10월 금융정책결정회의에서 현재의 마이너스 금리 정책과 YCC 정책을 유지할 방침을 발표하여 통화정책 완화 기조를 지속
 - 단기금리(일본은행의 당좌예금 잔액)는 -0.1%로 동결하고 장기금리인 10년물 국채금리를 0% 수준으로 유지하기 위해 일본국채(JGB)를 무제한 매입
 - BOJ는 최근 국제적 인플레이션과 엔화 약세로 인한 수입물가 상승은 일시적 현상으로 임금 인상이 수반되는 형태의 물가상승률이 아니기 때문에 2% 물가안정목표를 실현할 때까지 금융완화정책을 고수할 방침이라고 밝힘¹⁾
 - BOJ는 2012년부터 자산 매입, 마이너스 금리, YCC 등의 완화적 통화정책을 단계적으로 시행하였으며 물가 목표치를 2%로 설정하여 구조적인 디플레이션 국면에서 탈피하고자 함
 - 2012년말 아베 정권 출범 이후 대규모 양적완화, 적극적 재정 부양, 구조 개혁의 '3개의 화살'을 기반으로 하는 아베노믹스를 추진한 가운데 대규모 양적·질적완화의 일환으로 시중 국채 매입을 통해 엔화를 공급하여 엔화 약세를 유도함으로써 물가상승률을 2% 수준까지 끌어올리려고 함

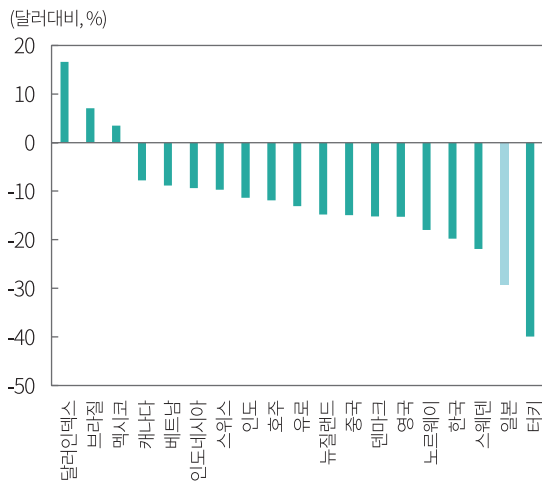
1) BOJ, 2022. 11. 8, Summary of opinions at the monetary policy meeting on October 27 and 28, 2022.

- 이후 2016년 양적·질적완화 정책 보완수단으로 마이너스 금리 정책과 YCC 정책을 도입하였으며, YCC 정책은 10년만기 국채금리를 0%로 고정하고 상하한²⁾을 설정하여 장기국채 매입을 통해 국채금리 안정을 도모

□ 주요국 중앙은행과의 통화정책 차별화로 엔화 가치 급락, BOJ의 대규모 외환시장 개입 및 이로 인한 금융시장 불안 확산, 일본 국채시장 기능 저하 등의 부작용 속출

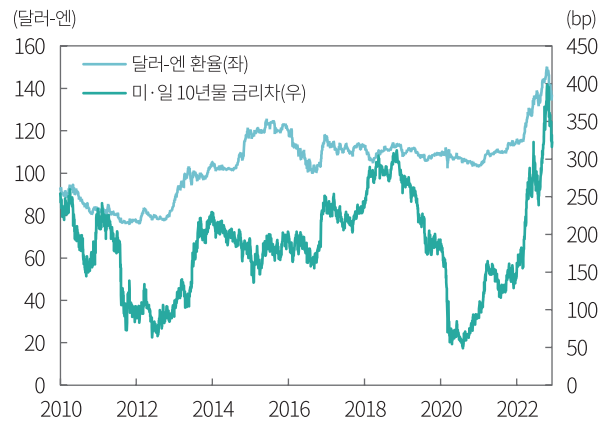
- 미 연준이 2022년 3월부터 공격적인 금리 인상을 단행함에 따라 주요국 중앙은행들도 정책금리를 인상하였지만 일본은 완화정책을 고수하면서 미·일 금리차가 확대되고 엔화의 가파른 약세를 초래
 - 10월 21일 미 달러화 대비 엔화 환율이 1990년 이후 처음으로 150엔을 돌파하였으며 대미달러 환율은 주요국 대비 절하폭이 두드러져 10월말 기준 전년말 대비 29.2% 절하
 - 미·일 10년물 국채 금리차도 연초의 143.9bp에서 10월말 기준 376.4bp까지 확대
 - 다만 10월 미국의 소비자물가지수가 시장 전망치(7.9%)보다 낮은 7.7%를 기록한 가운데 미국의 금리인상 속도 조절 기대감이 확산되면서 달러 가치가 하락하고 엔화는 소폭 강세로 전환되어 안정세를 보임

〈그림 1〉 주요국 통화 절상·절하율



주 : 전년말 대비 2022년 10월말 기준
 자료: Bloomberg

〈그림 2〉 미·일 국채 금리차와 달러-엔 환율 추이



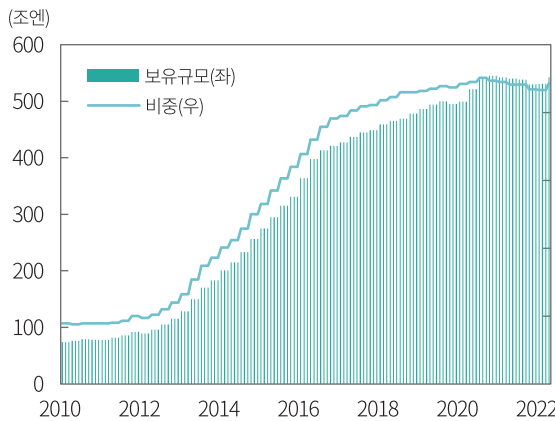
자료: Bloomberg

- 9월 이후 엔화의 가파른 절하세가 지속되자 BOJ는 환율 방어를 위해 1998년 아시아 외환위기 이후 처음으로 외환시장 개입을 단행하였으며, 일본의 미국 국채 매도 가능성에 따른 국채금리 상승 압력이 확대되어 금융시장 불안을 초래
 - 일본 재무성에 따르면 9~10월 9.19조엔(약 632억달러, 9월 2.84조엔, 10월 6.35조엔 사용)을 투입하여 외환시장 개입을 단행

2) 2016년 9월 0.1% → 2018년 7월 0.2% → 2021년 3월 0.25%

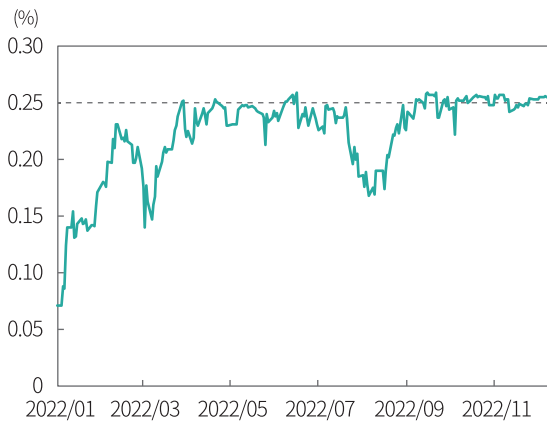
- 일본은 세계 최대 미 국채 보유국으로 2022년 9월 기준 전체 해외투자자 중 비중은 15.4%로 전년말 대비 1.5%p 감소
 - 환율 방어를 위한 미 국채 매각 가능성으로 미국 시장에서 국채 수요 부족에 따른 국채 금리 급등 등의 불안심리가 확대되고³⁾, 미국 국채금리 상승압력으로 엔화 약세 압력이 확대되는 악순환 발생 우려
- 한편, BOJ의 무제한 국채매입에 한계가 있는 가운데 국채시장 유동성과 기능 저하 문제에 노출⁴⁾
- 2022년 2분기 기준 일본은행의 국채 보유 비중은 44.3%로 금융완화 시행 직전인 2012년말의 12%대비 현저히 증가
 - BOJ에서 실시하는 채권시장 설문조사⁵⁾에 따르면 2022년 11월 채권시장 기능지수는 -51%p로 하락세가 크게 확대되어 시장기능 약화 의견이 다수(2022년 2월 -21%p)
 - 내외 금리차 확대에 따른 금리 상승 압력으로 9월 이후 10년물 국채금리가 YCC 상한(0.25%) 부근에서 움직이는 모습을 보이고 있으며, 또한 일본은행의 대규모 국채매입으로 인해 특정국채 보유규모가 국채 발행잔액을 상회하는 모습을 보이기도 함⁶⁾

〈그림 3〉 BOJ의 미국 국채 보유규모 및 비중



자료: Bloomberg

〈그림 4〉 일본 10년물 국채금리



자료: Bloomberg

- 그러나 임금 상승을 수반한 물가안정목표 미달, 글로벌 경기침체 우려 확대와 YCC 종료시 발생 가능한 금융리스크 등을 감안할 경우 BOJ는 단기적으로 현 통화완화 기조를 유지할 것으로 예상
- 엔화 약세로 인한 수입품 가격 상승 등으로 소비자물가지수(CPI)가 40여년만에 최대폭으로 상승하였으나 실질임금 증가율은 7개월 연속 감소세 시현

3) Financial Times, 2022. 11. 15, The cracks in the US Treasury bond market.

4) Financial Times, 2022. 11. 3, How long can Japan's central bank defy global market forces?

5) BOJ에서 적격 국채매매기관, 주요 보험사와 자산운용사 등을 대상으로 분기별로 실시하는 설문조사로 '높음 비중-낮음 비중'으로 산출

6) 한국은행, 2022. 11. 24, 최근 일본의 경제·금융 동향.

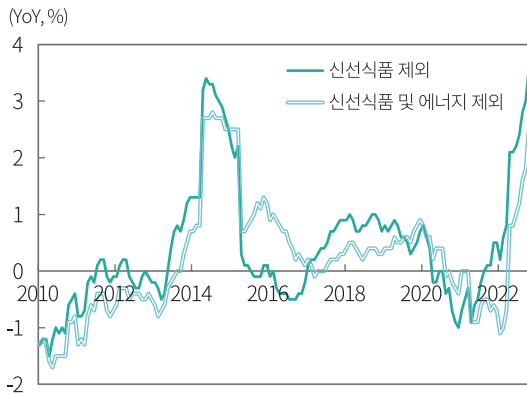
- 일본의 10월 CPI(신선식품 제외)는 전년동기대비 3.6% 상승하여 1982년 2월 이후 최고치를 기록했으며, 신선식품과 에너지를 제외할 경우 2.5% 상승
 - 한편, 임금 상승은 BOJ가 전체 물가 전망을 추적하는 또 다른 중요한 변수로 2022년 들어 명목임금 오름세가 확대되고 있으나 소비자물가 상승에 따라 실질임금 증가율은 7개월 연속 감소세를 기록
 - 또한 10월 28일 일본정부는 고물가에 대응을 위한 39조엔 재정지출 계획을 밝혔으며, 이로 인해 CPI 상승세가 소폭 억제될 예정
 - 2022년 3분기 GDP 디플레이터는 전년동기대비 0.5% 하락하여 마이너스 수준을 유지
 - 구로다 총재는 11월 1일 경제 활동과 물가 상승을 감안하여 임금 인상과 함께 지속 가능하고 안정적인 방식으로 2%의 물가안정목표를 달성하는 것을 목표로 통화완화를 계속할 것을 강조⁷⁾
- 2022년 10월부터 일본의 무비자 입국 중단 조치가 해제됨에 따라 여행자수 증가로 소비가 개선될 것으로 예상되나 대외적으로 글로벌 경기침체 우려 확대와 일본경제 불확실성이 커짐에 따라 저금리 환경 지속을 통한 경기부양 필요성 증가
- IMF 총재는 12월 1일 미국 뉴욕에서 열린 로이터 넥스트 컨퍼런스에서 “우크라이나 전쟁의 영향, 유럽·미국·중국의 동시다발적인 경기 둔화로 내년 세계 경제 성장률이 2% 미만일 가능성이 증가하고 있다”고 언급
 - Financial Times에서 12월 2일부터 12월 5일 사이에 조사한 45명의 경제학자 중 85%는 경기침체의 시작과 끝을 결정하는 미국 NBER(National Bureau of Economic Research)이 내년까지 경기침체를 선언할 것이라고 예상⁸⁾
- 한편, 통화정책 급선회시 국채금리 급등에 따른 금융리스크 발생 우려
- YCC 종료시 일본 국채금리 급등으로 인해 글로벌 금리가 동반 상승할 위험
 - 일본은행이 10년물 국채금리 목표치를 0%에서 상향할 경우 국채 가격이 떨어지는 만큼 손실을 피하기 위해 사전대응에 나설 가능성이 있으며, 대규모 손실과 마진 콜에 노출된 특정 일본 기업이 무질서한 방식으로 자산을 처분하도록 압력을 가할 경우 미국이나 유럽의 투자·투기등급 회사채, 신흥시장 등에서 불안 조성⁹⁾

7) BOJ, 2022. 11. 18, The Bank's semiannual report on currency and monetary control.

8) Financial Times, 2022. 12. 7, US unemployment rate set to surpass 5.5%, economists predict.

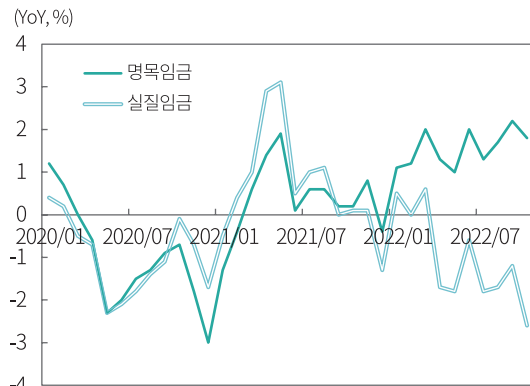
9) Financial Times, 2022. 10. 31, Bank of Japan's inevitable pivot looms as a risk for markets.

〈그림 5〉 소비자물가 상승률



자료: Bloomberg

〈그림 6〉 명목임금 및 실질임금 증가율



자료: 일본 후생노동성

□ 향후 미 연준의 통화긴축 속도 조절, 일본경제의 점진적 회복이 이뤄진다면 통화정책 급선회보다는 장기국채 금리 목표치 인상이나 밴드 확대 등을 통해 점진적으로 통화정책 정상화를 진행하여 시장 충격을 최소화할 전망

— 일본 정부의 외환시장 개입을 통한 엔화 약세 방어에는 한계가 있으며, 향후 미 연준의 통화정책 향방에 따라 YCC 밴드 확대 등을 통한 통화정책 정상화 가능성

- YCC 정책 조절은 미 연준의 통화정책에 크게 영향을 받기 때문에 미 연준의 금리 인상이 지속된다면 미·일 금리차 확대에 따른 엔저 현상은 더욱 심각해질 가능성이 높음
- 외환 분석가와 경제학자들은 9월 이후 약 9조엔 상당의 개입으로 엔화를 지원하기 위한 일본 당국의 상당한 노력에도 불구하고 엔화는 연준과 달러의 영향을 크게 받을 것이라고 강조¹⁰⁾
- 제롬 파월 연준 의장은 11월 30일 브루킹스 연구소 연설을 통해 12월 FOMC 정례회의에서 금리 인상 속도 조절에 나설 것을 언급하여 그동안의 매파적 발언에 비해 변화된 모습을 보임

— 대내적으로 일본 리오프닝에 따른 소비 확대는 상품 및 서비스 가격 확대로 이어지고 점진적으로 기업이익 회복을 통한 경제 펀더멘털 개선이 기대

- 구로다 총재는 11월 2일 재정금융위원회에서 임금 인상을 동반한 2% 물가 안정 목표치가 가시화된다면 통화정책의 재검토가 필요하다고 밝힘

선임연구원 김은화

10) Financial Times, 2022. 11. 16, Yen rebounds from 32-year lows on hopes for slower Fed rate rises.