

OPINION

선임연구위원
김준석

대체거래시스템의 거래대상 확대 필요성*

국내에서 대체거래시스템에 대한 논의는 상장주식 거래플랫폼간 경쟁을 통한 효율성 제고에 초점이 맞춰져 왔으며 거래대상 또한 자본시장법에 의하여 상장주식으로 제한되어 있다. 그러나 대체거래시스템은 투명성, 접근성, 안정성에 대한 규제적 요건을 통해 금융상품의 거래 효율성을 제고하고 투자자보호를 달성하는 것을 목표로 도입된 것으로 그 효용성이 상장주식 거래에 국한되는 것이 아니다. 주요국에서 대체거래시스템은 다양한 거래대상과 거래방식을 포괄할 수 있으며 이미 ETF, 채권, 파생상품 등 주식 이외의 금융상품 거래에서 적지 않은 비중을 차지한다. 대체거래시스템의 거래대상을 확대하고, 거래플랫폼의 경제적 중요성과 거래대상의 특성에 따라 차별화된 요건이 적용되도록 대체거래시스템의 규제체계를 개선할 필요가 있다.

국내 최초 대체거래시스템의 출범이 가시화되고 있다. 국내 주요 증권사 및 증권 유관기관 34개사는 지난해 11월 대체거래시스템 운영을 위한 법인 ‘넥스트레이드’의 창립총회를 개최하고 이른 시일 내에 금융위원회에 예비인가를 신청할 계획을 밝혔다. 2013년 자본시장법상 대체거래시스템(다자간 매매체결회사)의 설립 및 운영 근거가 마련된 이후 최초의 사례로, 한국 주식시장에서 거래플랫폼간 경쟁이 시작되고 거래인프라와 거래기술에 변화를 가져올 수 있다는 점에서 주목할 만한 사건이라 할 수 있다. 최근 한국거래소는 투자자의 암묵적(implicit) 거래비용을 줄이기 위해 호가단위를 축소하는 계획을 발표하였는데 이는 대체거래시스템의 설립 움직임과 무관하지 않은 것으로 보인다.¹⁾

주요국 자본시장에서 대체거래시스템은 이미 증권거래의 중요한 축을 담당하고 있다. 과거에는 거래플랫폼이 다양화될 경우 유동성이 분할되고 규모의 경제가 사라지기 때문에 독점적 거래소 체제가 가장 효율적인 것으로 받아들여졌다. 그러나 IT기술의 발전과 함께 거래플랫폼의 도입·운영비용이 하락하고 거래플랫폼간 비교와 접근이 용이해지면서 규모의 경제와 유동성 분할의 문제는 현저히 축소되었다. 거래플랫폼이 물리적으로 분할되어 있다 하더라도 가상적으로(virtually) 통합되는 효과가 나타나기 때문이다. 이에 따라 주요국의 증권거래 규제체계는 다양한 거래플랫폼을 인정하되 거래플랫폼의 투명성, 접근성, 안정성을 요구함으로써 경쟁의 촉진과 투자자보호를 동시에 달성할 수 있도록 설계되어 있다. 투자자는 다양한 거래플랫폼을 비교하여 최저의 비용, 최선의 체결결과를 얻을 수 있

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

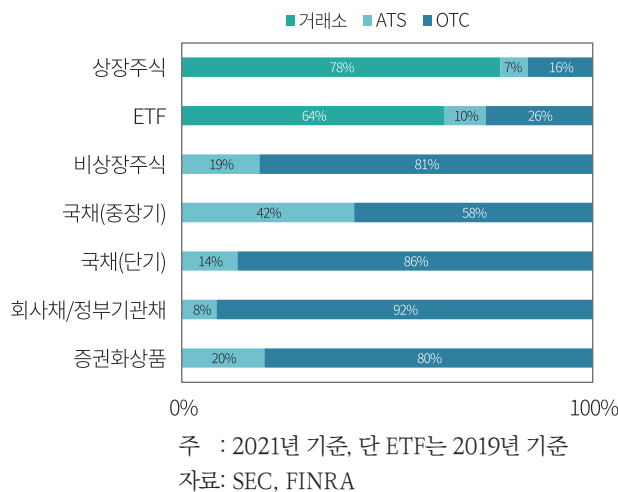
1) 한국거래소 보도자료, 2022. 11. 1, 호가가격단위 개선을 위한 증권·파생상품시장 업무규정 시행세칙 개정 예고, 보도자료.

는 거래플랫폼을 선택하게 되며 이러한 작업은 대부분 자동화된 방식으로 구현된다. 미국의 경우, 상장주식을 거래하는 정규거래소가 7개, 대체거래시스템이 33개, 대체거래시스템 이외의 장외플랫폼이 약 200개에 이른다.²⁾ 현재 NYSE 상장주식 거래의 70%는 NYSE 이외의 거래플랫폼에서 이루어지며 Nasdaq 상장주식의 경우에도 거래의 70%는 Nasdaq 이외의 거래플랫폼에서 이루어진다.

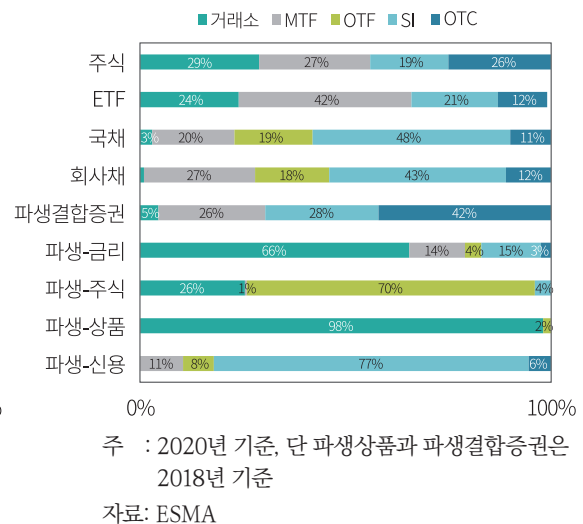
주식 이외의 금융상품 대체거래시스템

본고에서 주목하고자 하는 것은 대체거래시스템을 통한 거래가 상장주식 거래에서만 나타나는 것은 아니라는 사실이다. ETF, 채권, 파생상품 거래에 있어서도 대체거래시스템의 비중은 적지 않다. <그림 1>에 따르면 미국 ETF 거래의 10%, 비상장주식 거래의 19%, 국채(중장기) 거래의 42%, 증권화상품(ABS, MBS 등) 거래의 20%가 대체거래시스템, 즉 ATS(Alternative Trading System)를 통해 이루어진다. 유럽의 경우 대체거래시스템의 비중은 더 크다. 유럽의 대체거래시스템은 다자간(multilateral) 거래플랫폼에 해당하는 MTF(Multilateral Trading Facility)와 OTF(Organized Trading Facility), 양자간(bilateral) 거래플랫폼에 해당하는 SI(Systematic Internaliser)로 구분되는데, <그림 2>에 따르면 유럽 ETF 거래의 63%, 국채 거래의 87%, 회사채 거래의 88%, 파생결합증권 거래의 54%가 대체거래시스템을 통해 처리된다.

<그림 1> 거래플랫폼 유형별 점유율 - 미국



<그림 2> 거래플랫폼 유형별 점유율 - 유럽



2) 2022년 10월 기준

국내에서 대체거래시스템에 관련된 논의는 상장주식 거래플랫폼간 경쟁을 통한 효율성 제고에 초점이 맞춰져 왔다. 상장주식 거래의 한국거래소 독점구조에 따른 비효율, 즉 높은 암묵적 거래비용, 거래서비스 다양성 부족, 거래기술 발전의 지체가 대체거래시스템 도입 논의의 배경이었기 때문인 측면이 크다. 대체거래시스템의 거래대상 또한 자본시장법에 의해 상장주식(DR 포함)으로 제한되어 있다. 그러나 북미와 유럽의 대체거래시스템 관련 규제의 변화과정을 돌아보면 거래플랫폼간 경쟁을 촉진하는 것보다 거래플랫폼에 대한 규율을 강화하는 것이 대체거래시스템 도입의 보다 근본적인 목표다. 미국 SEC는 대체거래시스템에 대한 규제체계 Regulation ATS를 도입하면서, 대체거래시스템의 투명성, 접근성, 안정성이 낮고, 적절한 감독이 이루어지지 않고 있으며, 제한적인 사용자에게 편익을 제공하고 있기 때문에 규제의 필요성이 크다고 밝히고 있다.³⁾ 대체거래시스템은 규제체계의 도입과 함께 새롭게 허용된 것이 아니라 기존에 이미 존재하고 있었던 것이며, 규제체계에 포섭되지 않은 거래플랫폼이 전체 증권거래시스템과 투자자에게 미치는 부정적 영향을 줄이기 위해 규제체계를 마련한 것으로 이해하는 것이 정확하다.

이런 관점에서 볼 때, 미국과 유럽에서 비상장 금융상품 거래에서 대체거래시스템의 역할이 커지는 것은 자연스럽다. 유동성이 상대적으로 낮고 거래경로가 파편화된 비상장 금융상품의 거래효율성은 낮을 수밖에 없다. 거래상대방을 탐색하고, 거래조건을 협의하고, 거래를 체결·결제하는데 있어 비용과 시간이 소요되며 이 과정에서 중개업자의 역할이 필수적이기 때문에 이해상충의 발생 가능성 또한 크다. 대체거래시스템은 명확한 거래절차, 투명한 거래정보, 안정적인 거래인프라를 제공함으로써 유동성을 집중시키고 거래효율성을 제고하는 역할을 수행한다. 요컨대 비상장 금융상품 거래에서 대체거래시스템의 의의는 경쟁을 통한 효율성 제고보다는 규율을 통한 효율성 제고에 있다.

유럽은 2018년 시장규제체계 MiFID(Markets in Financial Instruments Directive)를 MiFID II로 개편하면서 OTF를 도입하고 SI의 역할을 확대하였다. OTF는 주식 이외의 금융상품(채권, 구조화상품, 파생상품, 배출권)을 거래하는 다자간 대체거래시스템으로 거래방법에 대한 운영자의 재량권을 허용한다는 점에서 MTF와 차이가 있다. 즉 주식 이외의 금융상품 거래에 있어 중개업자의 역할이 크다는 점을 고려하여 전화거래(voice trading), 호가요청방식(request for quote) 등 다양한 거래방식을 인정한다. SI는 고객의 주문을 자신의 계정으로 체결하는 양자간 거래플랫폼을 지칭하는데, 2008년 MiFID 도입 당시 SI는 주식거래에 대해서만 정의되어 있었으나 MiFID II에서 주식 이외의 금융상품 거래로 정의가 확대되었다. 이로써 <그림 2>에 나타나듯이 유럽시장에서 주식 이외의 금융상품 거래의 대부분은 규제된 거래플랫폼, 거래소와 대체거래시스템에서 이루어진다.

미국은 최근 국채거래 ATS에 대한 규제강화를 추진하고 있다.⁴⁾ 기존에는 복수의 매수자와 매도

3) SEC, 1998. 12. 8, Adopting release for Regulation ATS.

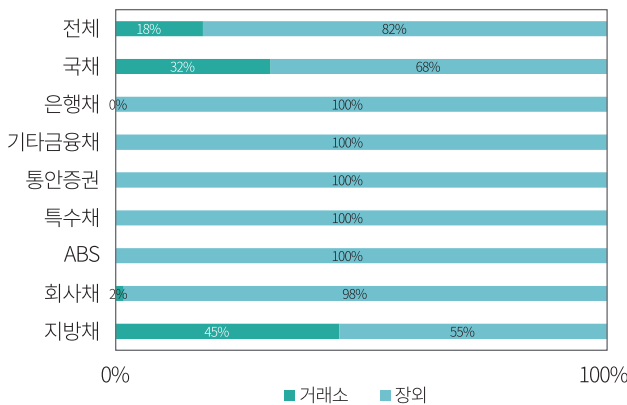
4) SEC, 2022. 3. 18, Amendments regarding the definition of “Exchange” and Alternative Trading Systems (ATSs) that trade U.S. treasury and agency securities, National Market System (NMS) Stocks, and other securities.

자의 주문을 모아 일정한 기준에 따라 체결하는 거래플랫폼을 ATS로 정의하였으나, 복수의 매수자와 매도자의 거래의향(trading interest)을 모아 거래조건을 협의하고 합의하는 과정을 지원하는 거래플랫폼⁵⁾을 ATS의 범주에 포함시킬 계획이다. 아울러 거래량이 일정 수준 이상인 거래플랫폼에 대해서는, 공정한 접근을 허용하도록 하는 규정(Fair Access Rule)과 거래플랫폼의 기술적 인프라의 안정성에 대한 규제(Regulation Systems Compliance and Integrity)가 추가적으로 적용된다. 이러한 미국 SEC의 규제강화 기조는 유럽이 OTF를 도입하고 SI의 역할을 확대한 것과 동일한 맥락에서 이해할 수 있다.

국내 채권 장외거래 구조

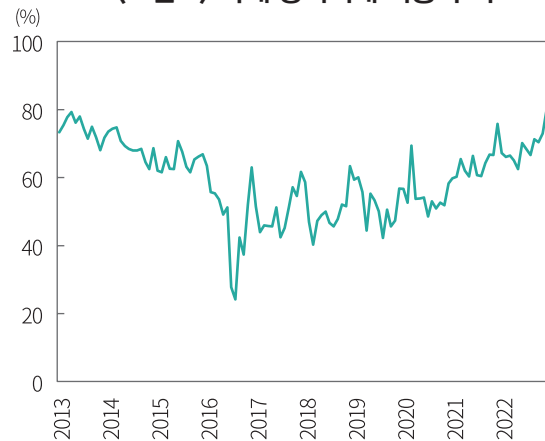
2022년 기준으로 국내 채권거래의 82%는 장외에서 이루어지고 있다(〈그림 3〉). 국채와 지방채를 제외한 채권은 사실상 장내거래가 이루어지지 않는다고 보아도 무방하며 국채의 경우에도 장내거래의 비중이 지속적으로 감소하고 있다(〈그림 4〉). 국내 채권 장외거래의 대부분은 금융투자협회가 운영하는 K-BOND 메신저 서비스를 이용하여, 중개회사가 각자의 채팅방에 게시하는 호가 또는 호가요청을 통해 상대매매 방식으로 거래가 체결된다. 호가단위, 거래금액단위, 딜러의 호가스프레드, 중개수수료는 관행에 따라 결정된다.

〈그림 3〉 채권 장내·장외거래 비중



주 : 2022년 기준
 자료: 금융투자협회

〈그림 4〉 국채 장외거래 비중 추이



주 : 거래대금 기준
 자료: 금융투자협회

미국과 유럽의 규제적 관점에서 본다면 체결을 목적으로 호가를 제공하거나 거래의향을 취합하는 것, 거래과정을 지원하기 위한 시스템을 제공하는 것 모두 거래플랫폼을 운영하는 행위로 간주할 수

5) 이를 Communication Protocol System이라 한다.

있다. K-BOND 및 채팅방이 거래플랫폼에 해당할 수 있다는 의미다. 그러나 호가정보 및 체결결과 보고의무와 같은 중개업자 규제 이외에 거래플랫폼 규제는 존재하지 않기 때문에, 거래절차의 공정성과 거래인프라의 신뢰성을 보장하기 어렵고 불공정 거래행위의 가능성을 배제할 수 없다. 관행을 통한 불투명하고 폐쇄적인 거래구조에서 거래효율성과 투자자보호를 기대할 수 있겠는가. 대체거래시스템의 투명성, 접근성, 안정성을 바탕으로 할 때 연간 거래대금 4,300조원에 이르는 채권 장외거래의 효율성 제고를 위한 해법을 찾을 수 있을 것이다.

맺음말

대체거래시스템의 효율성은 상장주식 거래에 국한하여 나타나는 것이 아니므로 대체거래시스템의 거래대상을 ETF, 채권, 비상장주식 등으로 확대하는 것이 바람직하다. 여기서 대체거래시스템은 거래플랫폼을 규율하기 위한 체계라는 것을 명확히 인식할 필요가 있다. 대체거래시스템의 운영을 허용한다는 관점에서 벗어나 거래플랫폼이 대체거래시스템이라는 완결된 형태로 운영되도록 규율한다는 관점으로 전환해야 할 것이다. 아울러 대체거래시스템에 대해 요구되는 규제적 요건은 해당 거래플랫폼이 금융시장에서 차지하는 비중과 중요성에 따라, 거래대상의 거래특성에 따라 차별화하는 방안을 검토할 필요가 있다.

OPINION

연구위원
박혜진

기후리스크 대응을 위한 시나리오 분석의 중요성*

최근 공개된 IPCC보고서는 기후변화로 인해 기상이변 및 자연재해가 산업화 이전 대비 더 빈번하게 발생하고 있으며 현재의 추세로 기후변화가 지속될 경우 그 빈도와 심도가 기하급수적으로 증가한다고 전망하였다. 이처럼 해마다 다른 양상으로 전개되고 있는 이상기후 현상은 기후리스크에 내재된 고도의 복잡성과 비선형성을 단적으로 드러내고 있으며, 과거 데이터나 추세 분석에 기초한 기존의 리스크 평가 기법으로는 기후리스크 문제를 다루는 데 한계가 있음을 시사한다. 이에 NGFS, TCFD를 비롯한 주요 기후금융 관련 국제기구는 시나리오 분석에 기반한 기후리스크 평가 방법을 새로운 대안으로 제시하고 있다. 이미 주요국 중앙은행과 글로벌 금융회사들이 시나리오 기반의 기후리스크 평가 모형 개발에 적극적으로 나서고 있는 만큼, 국내 금융회사도 이를 참고하여 기후리스크에 선제적으로 대응하는 체계를 갖출 필요가 있다.

기후변화에 관한 정부간 협의체(Intergovernmental Panel on Climate Change: IPCC)는 지금과 같은 추세로 지구온난화가 지속되면 2040년 이전 지구 평균온도는 산업화 이전 대비 1.5℃ 이상 상승하고, 대형 산불, 폭염, 한파 등 극한 기후 현상이 더욱 빈번하게 발생할 것으로 전망하였다. 가장 최근 발표된 IPCC 제6차 평가보고서(AR6)의 제1실무그룹(WG1) 보고서에 따르면 지구 평균기온이 1℃ 상승할 때마다 산업화 시기(1850~1900년)에 약 50년에 한 번 발생할 만한 기상이변이 4.8배 더 빈번하게 발생하며, 이러한 빈도는 1.5℃ 상승 시 8.6배, 2℃ 상승 시 13.9배, 4℃ 상승 시 39.2배로 기하급수적으로 증가할 것으로 예상되고 있다. 또한, 10년에 한 번 발생할만한 기록적인 폭우도 지구 온도가 1℃ 상승할 때마다 발생 확률이 약 7% 증가할 것으로 예상하였다. 그리고 이러한 기후변화는 결과적으로 기업과 실물경제에도 상당한 손실을 초래할 것으로 예상되고 있다. 미국 국립해양대기청(National Oceanic and Atmospheric Administration: NOAA)에 따르면 미국에서는 1980~2022년 상반기까지 330건 이상의 가뭄, 홍수, 한파, 폭풍, 열대성 저기압, 산불, 겨울 폭풍 등 기상이변 및 자연재해가 발생하였는데, NOAA는 이러한 현상의 주요 원인으로 기후변화를 지목하고 있으며 이로 인한 총 경제적 손실액은 약 2조 2천억달러에 이른다고 추산하였다. 또한, 국제노동기구(International Labour Organization, 2019)는 1995년에 발생한 이상 고온 현상으로 인해 전 세계 노동시간의 약 1.4%가 감소하였고 이로 인한 GDP 손실은 약 2,800억달러에 이른다고 추정하였다.

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

이처럼 해마다 다른 양상으로 전개되고 있는 이상기후 현상은 기후변화에 내재한 고도의 복잡성과 비선형성을 단적으로 드러내며, 기후변화의 전개 방향과 그로 인한 영향을 사전에 예측하기가 매우 어려운 작업임을 시사한다. 이러한 이유로 NGFS(Network for Greening Financial System), TCFD(Task Force on Climate Related Financial Disclosures) 등을 비롯한 기후금융 관련 주요 국제기구도 과거 데이터나 추세 분석에 기반한 기존의 리스크 평가 기법은 기후리스크를 다루기에 충분하지 않다고 평가하며, 새로운 대안으로 시나리오 기반의 기후리스크 평가 기법을 활용할 것을 적극적으로 제안하고 있다. 본고에서는 이러한 시나리오 기반의 기후리스크 평가 방법의 특징과 활용사례를 살펴보고, 국내 금융회사에 대한 시사점을 논의하고자 한다.

기후리스크에 대한 실증적 증거의 축적과 한계

기후변화가 초래하는 금융리스크는 단순히 이론적인 가능성을 넘어 많은 실증연구 결과에 의해서도 뒷받침되고 있다. 최근의 해외 선행연구에 따르면 기후리스크는 해당 리스크에 노출된 자산의 가격에 대체로 부정적인 영향을 미치고 있는 것으로 전해지고 있다. 예를 들어, Bolton & Kacperczyk(2022)은 77개국의 14,400개 상장기업의 주식수익률 데이터와 기업별 탄소배출량 데이터를 활용하여 탄소 프리미엄이 존재하는지 분석하였는데, 대부분의 국가들에서 탄소 프리미엄은 기업의 탄소배출량 수준과 연간 배출량 증가율에 대해 유의한 양(+)의 상관관계를 보임을 확인하였다. 그리고 Oestreich & Tsiakas(2015), Ilhan et al.(2021), Monasterolo & de Angelis(2020) 등은 파리협정 체결, 배출권거래제 시행 등의 주요한 탄소 감축 정책 이후 이행리스크에 노출된 기업의 주식 가치가 하락하였음을 보이며, 시장에 저탄소 이행리스크가 이미 반영되고 있음을 확인하였다. 또한, 기후리스크는 주식 뿐만 아니라 대출, 채권, 부동산 등 다양한 자산 가격에도 영향을 미치고 있다는 연구결과도 제시되고 있다. Chava(2014)는 유해 폐기물, 유독성 화학 물질 배출과 같이 환경 관련 부정적 이슈에 연루된 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 더 높은 은행 대출 이자율을 지불하고 있음을 발견하였으며, Painter(2020), Goldsmith-Pinkham(2021), Seltzer et al.(2022) 등은 기후리스크에 더 많이 노출된 지방채, 회사채의 발행 스프레드가 유의하게 높은 것을 확인하였다. 부동산과 관련하여서는, Bernstein et al.(2019)은 미국의 해안가 근처에 위치한 주택을 대상으로 해수면 상승으로 인한 침수 위험에 더 많이 노출된(해발고도가 더 낮은 곳에 위치한) 주택은 그렇지 않은 주택에 비해 더 낮은 가격에 거래된다는 사실을 발견하였다.

상술한 기후리스크와 자산가격의 관계에 대한 실증연구는 기후변화가 주식, 채권, 부동산 등 다양한 유형의 자산 가치에 유의한 영향을 미치는 변수임을 보여주고 있다. 그러나 이러한 연구 결과는 대부분이 과거 데이터에 기반하고 있다는 점에서 앞으로 기후변화가 어떠한 양상으로 전개될지, 그리고 기후리스크가 실제 발현되었을 경우 금융시스템에 미치는 충격과 그 규모는 어떠한지 등에 대해서는

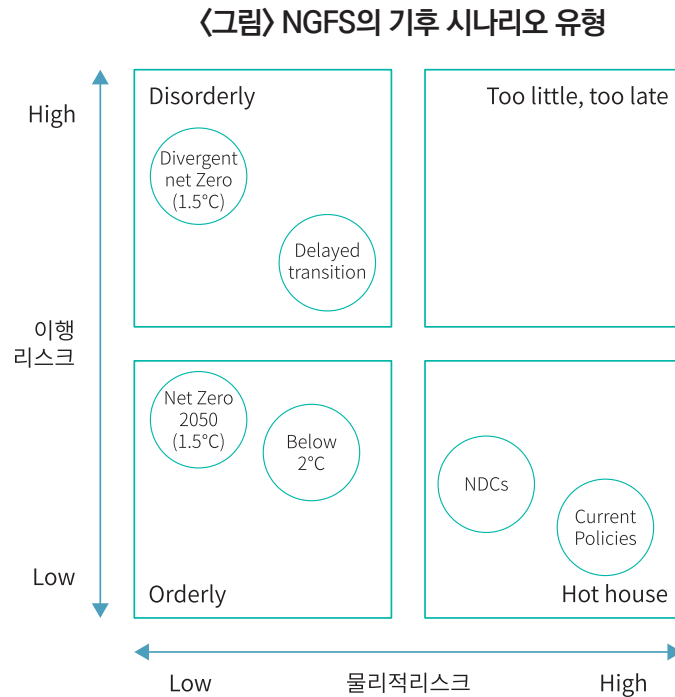
많은 정보를 제공해주지 못한다는 한계가 있다. 즉, 과거 데이터로 설명하기 어려운 고도의 불확실성과 복잡성을 내재한 기후리스크를 평가하고 이에 대한 대응 전략을 수립하기 위해서는 좀 더 유연하고 미래지향적인 접근법이 필요하다.

기후 시나리오 분석의 필요성과 활용사례

이러한 이유로 NGFS, TCFD와 같은 기후금융 관련 주요 국제기구는 금융시장 참여자들에게 기후 시나리오 기반의 리스크 평가 기법을 활용할 것을 적극적으로 권고하고 있다. 시나리오 분석은 미래에 전개될 수 있는 다양한 상황을 가정해보고, 각 상황이 가져올 수 있는 잠재적인 영향을 가늠해보는 일련의 사고 프로세스로 이해될 수 있다(TCFD, 2017). 시나리오 분석은 다른 미래예측기법과 달리 특정한 수치나 확률에 대한 예측(prediction)을 의미하는 것이 아니며, 일정한 조건에 특정한 추세가 지속된다고 가정할 때 미래가 어떻게 전개될지 그려보고, 그러한 시나리오에서의 대응 전략을 모색하는 작업이다. 시나리오 분석은 서술적인 묘사의 형태를 가진 정성적인 분석이 될 수도 있고 수치 데이터와 모델링을 이용한 정량적 분석이 될 수도 있다. 그러나 어떠한 형식이든 내적 일관성, 논리성, 그리고 명확하고 합리적인 가정에 근거한 설득력 있는 시나리오를 설정할 것을 필요로 한다. TCFD(2017)에 따르면 시나리오 분석은 다음과 같은 여러 이점을 제공한다. 무엇보다 시나리오 분석은 기후변화 문제와 같이 중장기적으로 심각한 피해를 초래할 것이 분명하지만 그 발생 시점과 규모를 예측하기가 매우 어려운 문제를 이해하는 데 효과적인 수단이며, 또한 시나리오 분석을 통해 미래에 처할 수 있는 다양한 상황을 미리 생각해 보면서 의사결정자들의 전략적 사고를 강화할 수 있고, 조직의 전략, 재무, 사업 계획을 점검하고 조정할 수 있다.

기후리스크 평가 프로세스는 일반적으로 기후변화 시나리오 설정, 시나리오별 탄소배출량, 탄소가격, 에너지 믹스, 인구 및 GDP 성장 경로 등 기후 및 거시 관련 변수들의 변화 경로를 추정하고, 이를 바탕으로 실물경제 및 금융기관의 충격을 추정하는 순서로 이뤄진다. 여기서 개별 금융기관이 기후 시나리오를 자체적으로 개발하는 것은 현실적으로 매우 어려운 작업이기 때문에, 주요국 중앙은행 및 감독기구, 글로벌 금융기관들은 NGFS에서 제안한 기후변화 시나리오를 참고하여 시나리오를 설정하는 경우가 많은 것으로 알려져 있다. <그림>에서 보는 바와 같이 NGFS의 시나리오는 지구 평균온도 상승 폭, 기후변화 대응 정책의 진전 속도, 기술 혁신 속도, 탄소제거기술 활용도, 기후변화 대응의 지역 격차 등의 기준에 따라 6가지 시나리오로 구분된다. 첫 번째 유형은 질서있는 이행(orderly transition) 시나리오로, 2050년 넷제로를 달성하고 기온 상승을 1.5°C로 억제하는 시나리오(Net Zero 2050), 2/3의 확률로 기온상승을 2°C 미만으로 제한하는 시나리오(Below 2°C)의 두 종류가 이에 포함된다. 두 번째 유형은 무질서한 이행(disorderly transition) 시나리오로, 기후변화 대응 정책이 국가별로 상이하게 전개되는 분산된 넷제로 시나리오(Divergent net Zero 1.5°C)와 저탄소 전환 정책이 뒤늦게 시행되는 지연된 전환 시나리오(Delayed 2°C)가 이 범주에 포함된다. 그리고 마지막 유형은 온실세계

(hot house world) 시나리오로서 현재와 같이 느슨한 온실가스 감축 목표가 유지되는 국가온실가스 감축목표(NDCs) 시나리오와 현재와 같은 배출량 증가 추세가 지속되는 현행정책(Current Policies) 시나리오가 이에 포함된다.



자료: NGFS(2021)

이러한 NGFS 시나리오는 우리나라를 포함한 프랑스, 영국 등 주요국 중앙은행들의 기후 스트레스 파일럿 테스트 모형의 기초 시나리오로서 활용되고 있다. 일례로, 프랑스와 영국 중앙은행은 NGFS 시나리오를 참고하여 질서있는 저탄소 이행이 이뤄지는 2°C 시나리오와 2030년 이후 뒤늦은 저탄소 이행이 시작되는 Delayed transition 시나리오, 그리고 저탄소 정책이 시행되지 않아 4°C 이상의 평균온도 상승이 예상되는 BAU(business as usual) 시나리오의 3개 시나리오를 상정하여, 각 시나리오별 산업별 부가가치 하락과 이와 연계된 금융기관의 손실규모를 추정하였다. 마찬가지로 한국은행의 김재윤·전은경(2021)은 NGFS의 1.5°C, 2°C 시나리오와 BAU 시나리오의 3개 시나리오를 설정하여, 저탄소 이행리스크로 인한 금융기관의 손실규모를 추정하였는데, 1.5°C 시나리오에서 탄소 가격 상승, 온실가스 배출량 감축 규제 강화 등의 이행리스크로 인해 고탄소 산업의 부가가치가 크게 감소하고, 결과적으로 2050년 국내 은행의 BIS비율이 0.7%p 가량 하락할 수 있다는 결과를 제시하였다.

마찬가지로 최근에는 민간 금융회사에서도 기후 시나리오 분석을 시도하는 경우가 점차 증가하고 있다. GARP에서 글로벌 금융회사를 상대로 2022년 실시한 설문조사 결과에 따르면, 전체 설문 대상 78개 회사 중 70% 이상이 기후 시나리오 분석을 1회 이상 수행한 경험이 있다고 응답하였다.

비록 이들 기업의 상당수는 2021년에 처음으로 기후 시나리오 분석을 수행한 것으로 아직 시나리오 분석 관행이 완전히 정착되었다고 보기는 어렵지만, 2019년 첫 설문조사 이후 시나리오 분석을 실시한 기업의 수가 7배 이상 증가하였다는 점에서 그 증가세가 매우 고무적이라 볼 수 있다. 금융회사들이 기후 시나리오 분석을 수행하는 이유도 다양하였는데, 기후리스크의 재무적 충격을 파악하기 위함이 가장 많은 응답을 차지하였고, 그 외 리스크 식별, 외부 공시, 규제 준수를 위한 역량 구축, 넷제로와 같은 탈탄소 경로에 대한 포트폴리오 정렬 여부 확인 등의 이유로 시나리오 분석을 수행하였다는 응답도 다수 있었다. 비록 이러한 기후 시나리오 분석의 대부분은 초기 개발 단계로 기술적으로 개선되어야 할 점이 많은 것으로 인식되고는 있지만, 많은 금융회사들이 자체 기후리스크 평가 모형 및 분석 역량 구축을 위한 노력을 꾸준히 전개하고 있음을 감안할 때, 향후 시나리오 분석은 정기적인 기후리스크 관리 프로세스의 하나로 정착될 수도 있을 것이다. HSBC, BlackRock, Goldman Sachs 등을 비롯한 글로벌 금융회사는 이미 수년 전부터 투자 의사결정과정 전반에서 재무적 리스크와 함께 기후리스크를 주요 위협요소로 반영하고 있으며, 기후리스크가 높은 산업에 대한 익스포저를 정기적으로 측정하여 관리하고 있는 것으로 전해지고 있다.

시사점

요약하면, 기후리스크는 자산가격에 유의한 영향을 미치는 중요한 금융리스크가 될 수 있으며, 시나리오 기반의 기후리스크 분석 방법은 이러한 기후리스크를 사전에 인식하고 효과적으로 대응하는데 있어 매우 효과적인 수단이 될 수 있다. 주요국 중앙은행과 글로벌 금융회사들은 이미 기후리스크를 중요한 금융리스크의 하나로 인식하며 기후 시나리오 기반의 기후리스크 평가 모형 개발에 적극적으로 나서고 있다. 이러한 변화는 국내 금융회사도 투자기업 및 포트폴리오의 기후리스크 평가 모형, 해당 리스크를 고려한 투자 포트폴리오 관리 기법 개발 등 기후리스크에 선제적으로 대응하는 체제를 갖출 필요가 있음을 시사하고 있다.

끝으로, 금융회사는 시나리오 분석을 사용하여 포트폴리오의 기후리스크 노출도를 관리하는 소극적인 역할에 그치지 않고 기업의 저탄소 전환을 유도하는 좀 더 적극적인 역할을 수행할 수 있음을 상기할 필요가 있다. 예를 들어, 금융회사는 기후리스크 관리를 소홀히 하는 기업에 대해 거래 한도를 제한하고 더 높은 자금조달비용을 부과, 반대로 탄소감축, 에너지효율 개선을 달성한 기업에 대해서는 더 낮은 이자율을 제공하는 등의 재무적 인센티브를 제공함으로써 기업의 저탄소 전환을 유도할 수 있다. 아울러 금융회사는 기업에 탄소배출량을 포함한 기후리스크 관련 정보 공시를 확대하도록 요구함으로써 경영진, 주주, 일반투자자 등 기업의 여러 이해관계자들이 기업의 기후리스크 노출 정도를 더 정확하게 식별하고 평가할 수 있도록 지원할 수 있다. 즉, 금융회사는 단순히 자사 포트폴리오의 기후리스크를 관리하는 소극적인 역할에 그치지 않는 것이 아니라, 기업의 직접적인 온실가스 감축을 유도함으로써 국제사회가 파리협정에서 약속한 기후 목표를 달성하는 데 실질적으로 기여할 수 있을 것이다.

참고문헌

- 김재윤 · 전은경, 2021, 기후변화 이행리스크와 금융안정, 한국은행 『조사통계월보』 제75권 제12호.
- Bernstein, A., Gustafson, M. T., Lewis, R., 2019, Disaster on the horizon: The price effect of sea level rise, *Journal of Financial Economics* 134(2), 253-272.
- Bolton, P., Kacperczyk, M. T., 2022, Global pricing of carbon-transition risk, Available at SSRN 3550233.
- Chava, S., 2014, Environmental externalities and cost of capital, *Management Science* 60(9), 2223-2247.
- Goldsmith-Pinkham, P. S., Gustafson, M., Lewis, R., Schwert, M., 2021, Sea level rise exposure and municipal bond yields, Jacobs Levy Equity Management Center for Quantitative Financial Research Paper.
- Ilhan, E., Sautner, Z., Vilkov, G., 2021, Carbon tail risk, *The Review of Financial Studies* 34(3), 1540-1571.
- IPCC WG1, 2021, *AR6 Climate Change 2021: The Physical Science Basis*.
- Monasterolo, I., De Angelis, L., 2020, Blind to carbon risk? An analysis of stock market reaction to the Paris Agreement, *Ecological Economics* 170, 106571.
- NGFS, 2021, *NGFS Climate Scenarios for Central Banks and Supervisors*.
- Oestreich, A. M., Tsiakas, I., 2015, Carbon emissions and stock returns: Evidence from the EU Emissions Trading Scheme, *Journal of Banking & Finance* 58, 294-308.
- Painter, M., 2020, An inconvenient cost: The effects of climate change on municipal bonds, *Journal of Financial Economics* 135(2), 468-482.
- Seltzer, L. H., Starks, L., Zhu, Q., 2022, Climate regulatory risk and corporate bonds, *National Bureau of Economic Research*, No. w29994.
- TCFD, 2017, *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*.

ZOOM
-IN

글로벌 ESG펀드 현황 및 관련 규제 영향

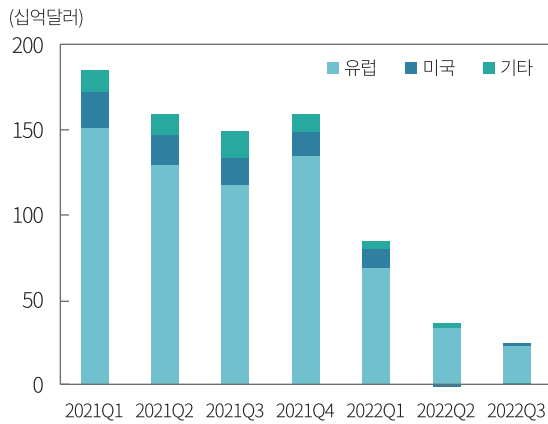
- 2022년 글로벌 ESG펀드시장으로의 자금 유입이 급격히 감소했고 유럽에서 신규설정되는 ESG펀드 수도 감소세를 나타내고 있으며, 다운그레이드 사례도 증가
- 이러한 ESG펀드의 순유입 및 신규설정 감소, 다운그레이드 현상은 경기침체 기조와 함께 유럽과 미국을 중심으로 마련되고 있는 금융상품의 그린워싱을 방지하기 위한 규제가 강화된데 기인
- ESG관련 금융상품에 대한 그린워싱을 방지하기 위한 강화된 규제가 유럽과 미국을 중심으로 마련
- 이와 같은 규제 강화 기조로 금융투자상품에 대한 조사 및 제재는 더욱 강화될 것으로 보이며 금융사의 ESG펀드 다운그레이드 움직임은 2023년에도 지속될 것으로 예상되는 가운데, 그린 워싱의 가능성을 낮춰 ESG 금융상품에 대한 신뢰성이 높아질 것으로 기대되는 한편, 지속가능성에 대한 명확한 정의 마련이 전제되어야 할 필요

- 2022년 글로벌 ESG펀드시장으로의 자금 유입이 급격히 감소했고 유럽에서 신규설정되는 ESG펀드 수도 감소세를 나타내고 있으며, 다운그레이드 사례도 증가
 - 글로벌 ESG펀드는 2022년 9월말까지 225억달러의 자금이 순유입되면서 전분기 대비 33.6% 감소하며 유입 규모가 큰폭으로 축소¹⁾
 - 2020년 1분기 이후 글로벌 ESG펀드시장으로의 자금 유입 규모가 확대되며 성장세를 보였으나, 2022년 들어서는 순유입이 감소했고 미국과 일본 등 일부 국가에서는 각각 2022년 2분기 및 3분기에 순유출을 기록
 - 특히 글로벌 ESG펀드의 80%이상을 차지하고 있는 유럽 ESG펀드는 순자산 규모가 2022년 들어 분기별로 감소추세를 보이고 있으며, 신규설정 규모도 매분기 감소²⁾
 - 순자산 규모는 2021년 4분기말 기준 8.7조달러였으나 2022년 3분기말 7.9조달러까지 감소했고 신규설정된 펀드 개수도 같은 기간 매분기 감소하여 438개에서 335개까지 감소

1) Morningstar, 2022a, *Global Sustainable Fund Flows: Q3 2022 in Review*.

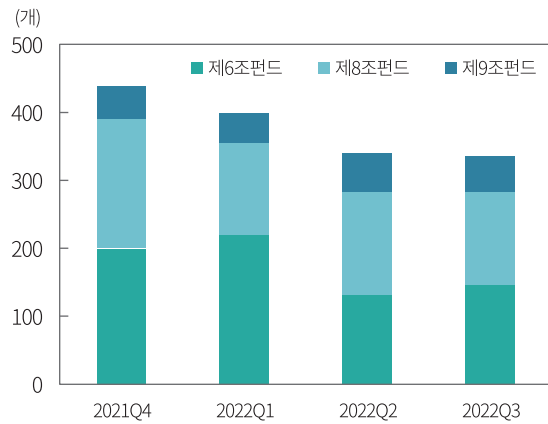
2) Morningstar, 2022b, *SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q3 2022 in Review*.

〈그림 1〉 글로벌 ESG펀드 자금흐름



자료: Morningstar(2022a)

〈그림 2〉 유럽 ESG펀드 신규설정 현황



자료: Morningstar(2022b)

— 또한 여러 자산운용사는 유럽 ESG펀드의 등급(grade)을 제9조펀드에서 제8조펀드로 다운그레이드³⁾

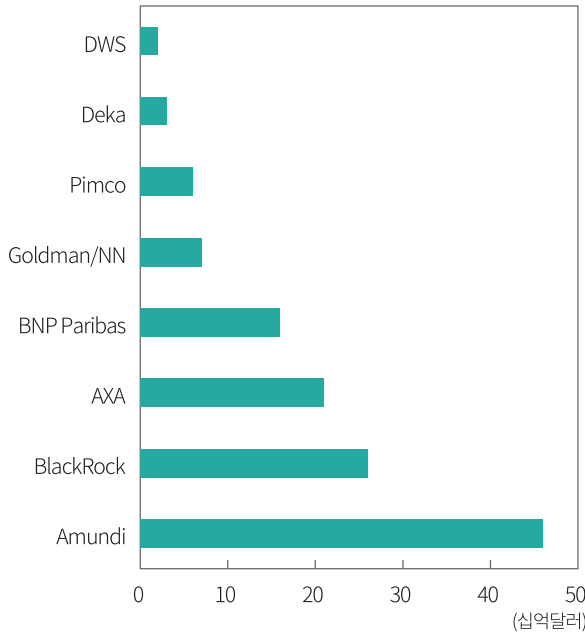
- 최소 1,250억달러 이상의 제9조펀드가 다운그레이드된 것으로 나타났고 그중 아문디(Amundi)가 460억달러, 블랙록(BlackRock)과 AXA는 각각 260억달러, 210억달러에 달하는 제9조펀드를 다운그레이드하며 3분기에만 41개의 펀드가 하향조정됨⁴⁾
- 특히, 아문디는 100개의 제9조펀드를 제8조펀드로 다운그레이드했고 블랙록은 16개의 제9조펀드 중 한 개를 제외하고 모두 다운그레이드했으며 제8조펀드를 제6조펀드로 다운그레이드하기도 함⁵⁾

3) 유럽의 ESG펀드는 지속가능금융공시규제(SFDR)에 따라 지속가능한 투자를 목표로 하는 제9조펀드(Article 9, dark green), 환경 및 사회 관련 특성을 가지고 있는 것으로 홍보하는 제8조펀드(Article 8, light green), 기타 제6조펀드(Article 6)로 구분되는데 ESG요소를 가장 적극적으로 추종하는 것이 제9조펀드이며, 제9조펀드에서 제8조 혹은 제6조펀드가 되는 것을 다운그레이드라 함

4) Bloomberg, 2022. 12. 7, ESG fund downgrades top \$125 billion as Axa adds to Tally; Morningstar, 2022b, *SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q3 2022 in Review*.

5) Reuters 2022. 11. 23, Amundi cuts EU sustainability grade of 100 funds; Bloomberg, 2022. 11. 11, BlackRock reclassifies \$26 billion of ESG ETFs on EU rules.

〈그림 3〉 자산운용사별 유럽 ESG펀드
다운그레이드 규모



자료: Bloomberg(2022. 12. 7)

〈표 1〉 다운그레이드된 유럽 ESG펀드 상위 10개

(단위: 백만유로)

| 펀드명 | AUM |
|---|-------|
| NN Enhanced Index Sustainable Equity Fund A | 2,913 |
| Deka MSCI USA Climate Change ESG UCITS ETF | 958 |
| NN Enhanced Index Sustainable Emerging Markets Equity F | 939 |
| AXA Optimal Income | 924 |
| NN Enhanced Index Sustainable Equity Fund | 905 |
| Agipi Actions Monde | 801 |
| NN Enhanced Index Equity Sustainable Equity Fund DPF | 652 |
| Deka MSCI Europe Climate Change ESG ETF | 586 |
| Agipi Actions Europe | 567 |
| AXA Obligations Objectif Rendement Responsable | 551 |

자료: Morningstar(2022b)

□ 이러한 ESG펀드의 순유입 및 신규설정 감소, 다운그레이드 현상은 경기침체 기조와 함께 유럽과 미국을 중심으로 마련되고 있는 금융상품의 그린위상을 방지하기 위한 규제가 강화된데 기인

— 2022년 급격한 금리인상 등 세계적인 긴축정책으로 인해 안전자산에 대한 선호가 확대되면서 펀드 투자가 감소했고 ESG펀드에 대한 투자 역시 감소했으며, 경제 및 규제 불확실성으로 인해 ESG투자에 대한 관심이 낮아짐

- 긴축재정의 영향으로 청산되는 ESG펀드가 증가했고, 상위 10개 ESG펀드는 2022년 연초대비 모두 투자릿수 손실을 기록하며 S&P500의 14.8%보다 더 큰 하락세를 시현⁶⁾
- 2022년 미국 CEO를 대상으로 한 조사에 따르면 응답한 CEO의 48%가 향후 6개월동안 ESG노력을 일시적으로 중지하거나 재고할 계획이며 31%는 이미 그렇게 하고 있다고 응답하며 경제상황 악화 및 규제 불확실성을 이유로 꼽음⁷⁾
- 또한 우크라이나-러시아 전쟁이 장기화됨에 따라 에너지 가격의 상승이 지속되되면서 투자자들의 관심이 기술주 등 실적 위주의 투자처로 이동⁸⁾

— 유럽에서 시작된 ESG 금융상품에 대한 규제 강화로 ESG펀드의 구성요소를 보다 신중하게 설정해야 한다는 압박감이 상승

6) Bloomberg, 2022. 7. 21, ESG fund closures pile up as do-good investing takes back seat; Bloomberg, 2022. 12. 7, Big ESG funds are doing worse than the S&P 500.

7) KPMG, 2022, KPMG 2022 U.S. CEO Outlook.

8) Reuters, 2022. 11. 12, Analysis: Money before climate: market downturn spurs ESG fund exodus.

- 유럽과 미국을 중심으로 강도 높은 그린워싱 규제를 마련하기 시작한 것이 ESG펀드시장에 영향을 주었고 2023년 1월 1일 지속가능금융 공시규제(Sustainable Finance Disclosure Regulation, 이하 SFDR)의 기술적 세부규칙(Regulatory Technical Standards)에 따른 공시(Level 2) 시행에 대비하여 ESG펀드를 재분류하기 시작

□ ESG관련 금융상품에 대한 그린워싱을 방지하기 위한 강화된 규제가 유럽과 미국을 중심으로 마련

- 유럽은 2021년 마련한 SFDR을 통해 정보공시 강화를 위한 노력이 계속되고 있으며, ESMA(European Securities and Markets Authority)의 추가적인 규제 마련으로 기준을 더욱 강화하는 추세
 - 2022년 2월 ‘2022-2024년 지속가능한 금융 로드맵(Sustainable Finance Roadmap 2022-2024)’을 발표하면서 그린워싱 방지 및 투명성 제고를 위해 조사를 강화하고 문제 해결을 위한 솔루션을 찾아야 한다고 강조
 - 2022년 11월에는 지속가능성 관련 용어를 펀드 명칭에 포함시키기 위해 ① ‘ESG’ 용어 사용을 위해서는 80%이상을 환경 또는 사회 부문에 투자하거나 ② ‘지속 가능한’ 또는 ‘지속 가능성’ 관련 용어만 사용하려면 50~80%를 SFDR이 정의한 지속가능한 투자자산으로 구성해야 한다는 가이드라인 초안을 발표⁹⁾
- 영국 FCA는 2022년 10월 금융투자상품의 그린워싱 문제를 해결하기 위해 지속가능성 용어 사용 제한에 관한 새로운 규칙을 제안¹⁰⁾
 - 지속가능한 투자상품 라벨을 대상의 특성에 따라 세가지 범주(sustainable focus/sustainable improvers/sustainable impact)로 구분하고, ESG에 적합하지 않은 투자상품에 제약을 가하며, 투자상품에 대한 정보를 상세하게 공개하는 등의 내용을 담고 있음
- 미국 SEC도 그린워싱 방지를 위해 2022년 5월 ESG 금융투자상품 공시 방안 및 ESG펀드 펀드명칭 규칙(Names Rule) 개정안의 두가지 규제안을 발표¹¹⁾
 - ESG펀드를 통합(ESG Integration), ESG중점(ESG Focused), ESG임팩트펀드(ESG Impact)로 구분하고 설계된 전략적 특성에 적합하도록 공시기준을 세분화하여 금융사들이 투자설명서 및 연차보고서 등에 공시를 의무화
 - ESG투자상품 공시 규정안 및 펀드명칭 규칙 개정안은 전체 투자자산 중 80% 이상을 펀드명에 명시된 투자 항목에 투자되도록 하고, 이를 공시하도록 하는 내용을 담고 있음

9) ESMA, 2022. 11. 18, ESMA launches a consultation on guidelines for the use of ESG or sustainability-related terms in funds' names.

10) FCA, 2022. 10. 25, FCA proposes new rules to tackle greenwashing.

11) SEC, 2022. 5. 25, SEC proposes to enhance disclosures by certain investment advisers and investment companies about ESG investment practices; SEC, 2022. 5. 25, SEC proposes rule changes to prevent misleading or deceptive fund names, 본 두가지 규제안의 세부내용은 ‘공경신, 2022, 미국 SEC의 ESG 펀드 공시 규칙 및 보고 양식, Name rule 개정안의 주요 내용, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2022-16호’를 참조

- 이와 같은 규제 강화 기조로 금융투자상품에 대한 조사 및 제재는 더욱 강화될 것으로 보이며 금융사의 ESG펀드 다운그레이드 움직임은 2023년에도 지속될 것으로 예상되는 가운데, 그린워싱의 가능성을 낮춰 ESG 금융상품에 대한 신뢰성이 높아질 것으로 기대되는 한편, 지속가능성에 대한 명확한 정의 마련이 전제되어야 할 필요
- 유럽과 미국의 금융감독기관에서는 ESG 금융상품의 그린워싱에 대한 조사를 실시하고 ESG 관련 목적에 부합하지 않는 경우 벌금을 부과하는 등의 제재 조치를 취함
 - 2022년 11월 유럽 감독기관인 유럽은행관리국(European Banking Authority: EBA), 유럽 보험연금감독청(European Insurance and Occupational Pensions Authority: EIOPA) 및 ESMA는 ESG 금융상품 관련 그린워싱 행위에 대한 조사를 실시하며 그린워싱 관련 위험을 이해하고 사례를 수집하기 위해 이해관계자의 의견을 요청¹²⁾
 - 미국 SEC도 이미 구성된 기후 및 ESG TF팀에서 금융시장 전반에 걸쳐 그린워싱 행위에 대해 단속과 조사를 강화하고 있으며, 최근 골드만삭스자산운용은 ESG 관련 정책 및 절차를 따르지 않고 ESG펀드를 운용했다는 이유로 SEC로부터 400만달러의 과징금을 부과받음
 - 이와 같은 그린워싱에 관한 규제강화로 인한 조사 강화 및 ESG펀드의 재분류는 그린워싱 가능성을 낮춰 투자자의 신뢰를 높일 수 있다는 긍정적인 면도 있지만 ESG 규정에 명확한 정의 확립이 선행되어야 한다는 의견도 있음
 - 모닝스타에 의하면 제9조펀드는 전체 펀드의 4.3%를 차지하며 1,080개의 펀드가 있지만 향후 반년 동안 크게 감소할 것으로 예상¹³⁾
 - 독일 금융감독기관(BaFin)은 이러한 규제에 의한 재분류 움직임이 그린워싱 위험을 인식하는데 긍정적인 역할을 할 것으로 기대하며 그동안 친환경이라는 점을 홍보하는데 치중한 면이 있다고 언급¹⁴⁾
 - ESMA는 그린워싱을 방지하기 위해 ISSB의 '지속가능성'의 명확한 정의를 요구하였고, AXA나 아문디 등의 금융사들도 지속가능한 펀드의 명확한 정의를 요구하며 규제가 명확하지 않아 불확실성으로부터 투자자 보호를 위해 신중하게 접근하는 차원에서 제9조펀드를 다운그레이드한 것이라 밝힘¹⁵⁾

선임연구원 홍지연

12) ESMA, 2022. 11. 15, ESAs Call for evidence on better understanding greenwashing.

13) Morningstar, 2022b, *SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q3 2022 in Review*.

14) Bloomberg, 2022. 12. 20, Fund bosses vent 'Mass Frustration' as ESG tumult grips industry.

15) Reuters, 2022. 7. 13, EU watchdog calls for common definition of corporate 'sustainability'; Halper, J., 2022. 11. 29, Disclosure: Various asset managers downgrade ESG fund classifications; Financial Times, 2022. 11. 23, European asset managers blame regulatory confusion for downgrade of ESG funds.

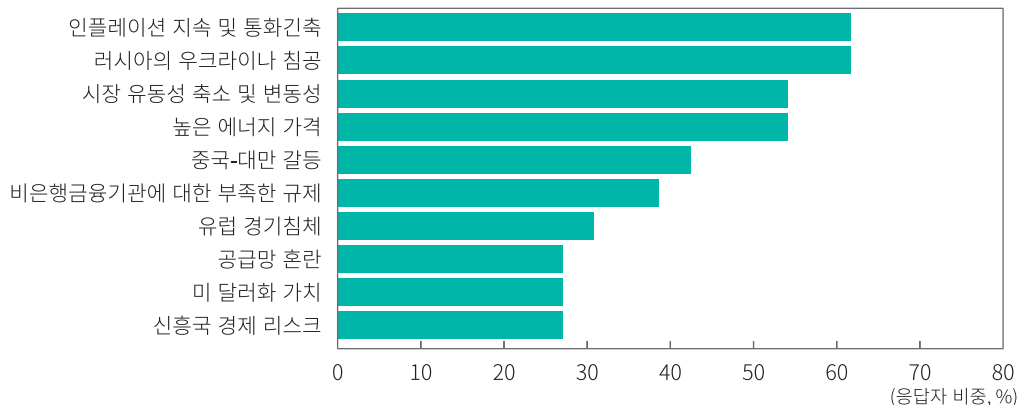
ZOOM
-IN

달러 유동성 위축에 대한 우려

- '시장 유동성 축소 및 변동성'이 2023년 미국 금융시장의 주요 리스크로 새롭게 제기된 가운데, 최근 달러 유동성 관련 주요 지표들의 변동성이 확대되고 달러자금 조달경로에서도 악화 조짐이 나타남
- 이는 미 연준의 공격적인 정책금리 인상과 더불어 보유자산을 축소하는 양적긴축 정책에서 기인된 것으로 평가
- 달러 유동성의 변동성이 확대되긴 하였으나 아직까지 크게 우려할만한 수준은 아닌 것으로 평가되며, 향후 미 연준의 통화정책 방향 선회 여부가 유동성 문제의 핵심 요소로 작용할 것으로 전망

- 미 연방준비제도(이하 연준)의 2022년 11월 금융안정보고서에 따르면 '시장 유동성 축소 및 변동성'이 향후 12~18개월 내 발생할 수 있는 주요 리스크로 새롭게 제기¹⁾
 - 금융시장 전문가들은 ①인플레이션 지속 및 통화 긴축, ②러시아의 우크라이나 침공, ③시장 유동성 축소 및 변동성 등을 향후 12~18개월 내 발생할 수 있는 주요 리스크로 제기
 - 지난 5월 발표 보고서와 비교하여 '시장 유동성 축소 및 변동성', '유럽 경기침체', '미 달러화 가치' 등이 새로운 리스크 요인으로 선정

〈그림 1〉 향후 12~18개월의 잠재적 리스크(2022년 11월)



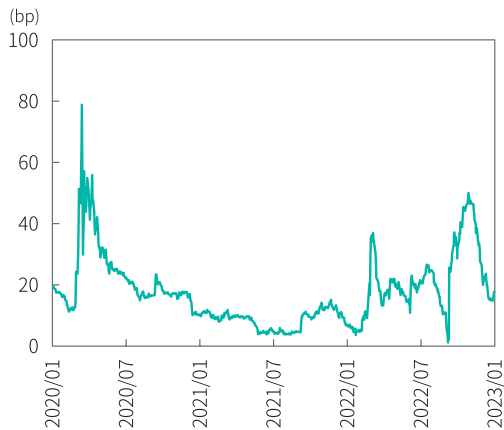
주 : 시장 전문가 26명을 대상으로 2022년 8월~10월중 실시한 서베이 결과
 자료: Fed Financial Stability Report(2022. 11)

1) Fed, 2022. 11, *Financial Stability Report*.

□ 또한 최근 달러 유동성 관련 스왑 시장의 주요 지표의 변동성이 확대되었으며, 채권발행 등 직접조달 경로 및 은행대출을 통한 간접조달 경로에서도 악화 조짐이 나타남

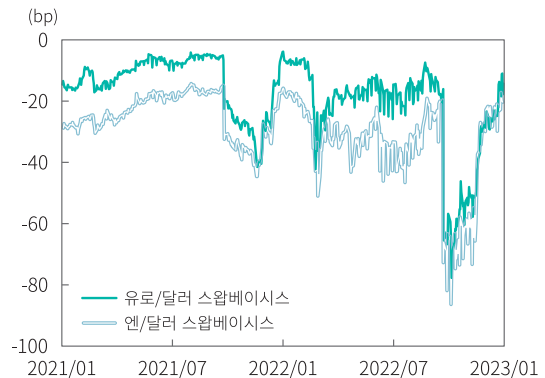
- FRA(Forward Rate Agreements)-OIS(Overnight Index Swap) 스프레드는 9월 이후 급등세를 보이며 11월 3일 49.88bp로 2020년 3월말 이후로 최고치를 기록하였다 최근 다시 하락세로 반전하며 변동성이 큰 모습
 - FRA는 선도시장에서 형성된 은행 간 차입금리고 OIS는 금융기관 간의 하루짜리 대출금리로, FRA-OIS 스프레드가 확대되면 은행들이 자금조달 시 비용이 커진다는 것을 의미
- 유로 및 엔을 대가로 미 달러를 조달하는 비용인 유로/달러, 엔/달러 스왑베이스스 낙폭도 9월 이후 크게 확대되었다 최근 반등
 - 스왑베이스스는 단기 금융시장에서의 달러 이율과 외환스왑 시장에서 상정된 이율의 차이로, 달러 조달이 어려울 경우 단기 금융시장에서 달러를 빌리는 것보다 외환스왑을 통해 달러를 빌리는 것이 비싸 베이스스 값이 마이너스가 되므로, 마이너스(-) 폭이 커질수록 달러 프리미엄(조달비용) 증가로 해석
- 미국 외 지역에서 정부, 기업, 비은행금융회사 등 비은행부문의 차주가 채권발행 및 은행대출을 통해 조달하는 달러 자금 규모도 2022년 들어 축소되는 추세

〈그림 2〉 US FRA-OIS 스프레드



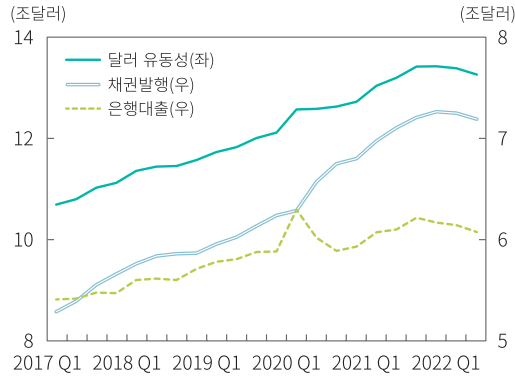
주 : 3개월물 기준
자료: Bloomberg

〈그림 3〉 달러대비 유로, 엔 스왑베이스스



주 : 3개월물 기준
자료: Bloomberg

〈그림 4〉 달러 유동성

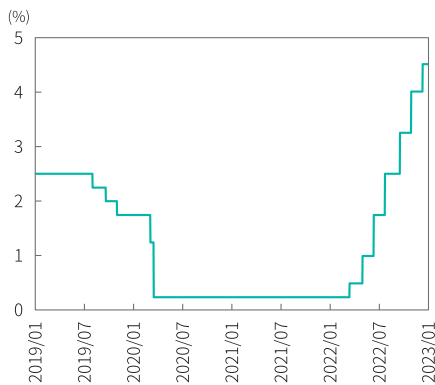


주 : 1) 달러 유동성은 BIS의 Global liquidity indicators를 사용
 2) 비은행부문 기준
 자료: BIS

□ 이는 높은 인플레이션 고착화 방지를 위한 미 연준의 공격적인 정책금리 인상과 더불어 코로나19 이후 크게 확대된 보유자산을 축소하는 양적긴축 정책 등에서 기인된 것으로 평가

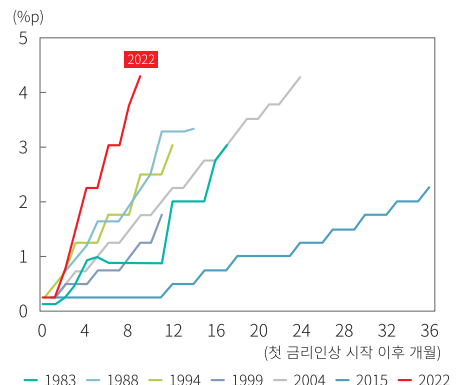
- 미 연준은 2022년 3월 첫 기준금리 인상을 시작으로 이후 7차례에 걸쳐 기준금리를 인상함으로써 2023년 1월 현재 4.50%까지 기준금리가 상향 조정(2022년 2월 0%~0.25% → 2023년 1월 4.25%~4.50%)되었으며, 이는 2007년 이후 16년래 최고 수준
 - 특히 6월, 7월, 9월, 11월에 이례적으로 4회 연속 ‘자이언트 스텝(기준금리 75bp 인상)’을 단행하는 등 빠른 속도의 인상 흐름
 - 1983년 이후 과거 기준금리 인상 사이클을 시기별로 비교해보면 현재의 속도는 유례없는 가파른 수준인 것으로 분석²⁾

〈그림 5〉 미 연준 기준금리



주 : 상단기준
 자료: Fred

〈그림 6〉 미 연준 기준금리 인상 속도 시기별 비교

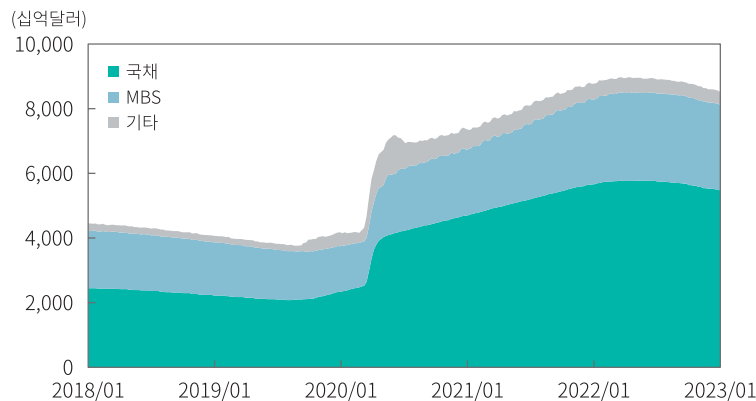


자료: Fed, Statista

2) Statista, 2022. 12. 15, The Fed Is moving historically fast to tame inflation.

- 코로나19 확산에 따른 경기침체 대응으로 국채 및 주택저당증권(MBS) 등의 매입을 통해 시중에 유동성을 공급하였던 미 연준은 국채 및 MBS 등 보유채권의 만기도래 시 일정 한도를 초과하는 금액만 재투자하는 방식으로 양적긴축을 시작
 - 미 연준의 자산 규모는 2020년 3월 이후 코로나19 대응 과정에서 약 4.7조달러가 증가해 2022년 5월말 기준 8.9조달러(2021년 미국 GDP의 약 38% 수준)까지 확대
 - 2022년 6월 1일부터 대차대조표 축소를 시작하였으며, 3개월간 월간 축소한도를 국채 300억달러 및 MBS 175억달러로 유지한 후 9월부터 축소한도를 2배로 증액(국채 600억달러, MBS 350억달러)하여 시행 중³⁾
 - 계획대로 양적긴축이 지속될 경우 2023년말 자산 규모는 약 1.5조달러가 감소해 7.5조달러 수준이 될 것으로 전망되며, 1.5조달러의 자산 축소는 75~100bp의 금리 인상 효과에 해당⁴⁾

〈그림 7〉 미 연준 자산 구성 및 규모 추이



자료: Fred

- 변동성이 확대되긴 하였으나 달러 유동성은 아직까지 크게 우려할만한 수준은 아닌 가운데, 향후 유동성 상황 악화 가능성에는 유의할 필요
 - 미 연준의 긴축적 통화정책 기조로 달러 유동성 관련 지표의 변동성 확대는 불가피한 상황이며, 미 연준은 대차대조표 축소를 예측 가능한 방식으로 진행하고 경제 및 상황 변화에 맞춰 세 부사항을 조정 가능하다고 밝혀⁵⁾ 시장에 주는 충격은 다소 제한적
 - 다만, 과거 2017~2019년 양적긴축을 고려하면 은행 지급준비금 감소에 따른 자금시장 경색 가능성이 높아질 수 있는 상황
 - 2017년 10월부터 2019년 8월까지 최초 100억달러(국채 60억달러 및 MBS 40억달러)부터 감축을 시작하여 매 분기 감축 상한액을 100억달러씩 증액해 최대 500억달러까지 증액하여 대차대조표를 축소⁶⁾

3) Fed, 2022. 6. 15, Federal Reserve issues FOMC statement.

4) Wells Fargo Investment Institute, 2022. 8. 15, Institute Alert: Fixed income in 2022 - Navigating through the challenges.

5) Fed, 2022. 1. 26, Principles for reducing the size of the Federal Reserve's balance sheet.

6) Fed, 2017. 9. 20, Federal Reserve issues FOMC statement.

- 2017년~2019년 양적긴축으로 인한 은행권의 지급준비금 규모 축소 등으로 2019년 9월 단기 자금시장에서 자금부족이 심화되며 RP금리가 장중 8.75%까지 급등한 사례 존재⁷⁾
- 최근 RP금리는 상승하는 추세(SOFR 2022년 6월말 1.50% → 9월말 2.98% → 2023년 1월 5일 4.31%)로, 이는 단기자금시장에서 유동성을 확보하는데 점점 어려움을 겪고 있음을 의미
- 이번 양적긴축은 2017~2019년 양적긴축과 비교할 때 그 규모와 속도가 훨씬 크고 빠른데다 금리인상과 양적긴축이 동시에 진행된다는 점에서 파급효과에 대한 우려가 확대
- 또한, 유동성 악화는 미국에 국한된 문제가 아니라 신흥국으로부터 자금 유출 증대 요인 등으로 작용하며 글로벌 금융 여건에 부정적 여파가 미칠 수 있다는 지적
- 그동안 글로벌 투자펀드 자금이 신흥국으로 대거 유입되어 온 만큼 향후 글로벌 금융여건 변화에 따라 신흥국의 자금유출이 보다 확대될 가능성⁸⁾

□ **결국 미 연준의 통화정책 방향 선회 여부가 유동성 문제의 핵심 요소로 작용할 것으로 전망**

- 시장의 부정적인 반응, 경기침체 우려 등에 따라 미 연준의 긴축적 통화정책에 대한 피벗(pivot · 방향 전환) 가능성이 부상
- 뱅크오브아메리카는 시장의 부정적인 반응으로 미 연준이 양적긴축의 속도를 조절하거나 일시 중단할 것으로 전망⁹⁾
- 바클레이즈, UBS그룹 등 23개의 주요 투자은행들을 대상으로 설문조사를 한 결과, 70%에 해당하는 16개사가 2023년 미국의 경기침체를 예상했고, 2023년 1분기까지 기준금리를 인상하고, 2분기중 인상을 중단한 뒤, 3분기 또는 4분기에 인하를 시작할 것으로 예상¹⁰⁾

선임연구원 장호미

7) 한국은행, 2019. 9. 17, 美 RP금리 급등 및 연준 금융위기 이후 첫 RP 매입 단행.

한국은행, 2019. 10. 4, 최근 연준의 B/S 재확대 가능성 관련 논의 배경 및 전망.

8) 한국은행, 2022. 12, 글로벌 미 달러화 유동성 축소 현황 및 국내외 금융시장에 미치는 영향, 통화신용정책보고서.

9) Businessinsider, 2022. 10. 24, A pivot on the Fed's balance sheet reduction plans could be a bullish driver of stocks next year. Here's what to know.

10) WSJ, 2023. 1. 2, Big banks predict recession, Fed pivot in 2023.