



# 미국발 금융불안이 통화정책과 국내 금융시장에 미치는 영향

---

자본시장연구원  
연구위원 장보성

# 목 차

---

I

논의 배경

II

최근 금융불안에 대한 평가 및 리스크 요인

III

미국 금융불안의 영향

IV

요약 및 시사점

I

## 논의 배경

# 논의 배경

- 3월 미국 중소은행들의 연이은 파산은 예상되지 못 한 사태
  - (22.11 Fed 금융안정보고서) 은행 부문: "지급 능력 충분히 뒷받침, 유동성 리스크 낮음"
  - (23.3) SVB와 시그니처 은행 파산, 퍼스트 리퍼블릭은 유동성 위기
  - 단 몇 개월 전임에도 불구하고 상반된 진단

## 전개 및 원인

- 자산·부채 만기불일치, 대규모의 보유자산 평가손, 높은 비부보 예금 비중 → 뱅크런
  - 동 문제들은 일차적으로 연준의 고강도 긴축을 계기로 표면화
  - 근본적으로는 과도한 수익 추구와 관리 부실, 정책 당국의 감독 부족으로 문제가 누적
  - 드러나지 않은 은행들이 다수 존재할 것이라는 우려가 여전히 존재
- 미국 내 금융상황 및 금융시장의 리스크 요인에 대해 평가하고 미국발 금융불안의 영향과 시사점에 대해 논의

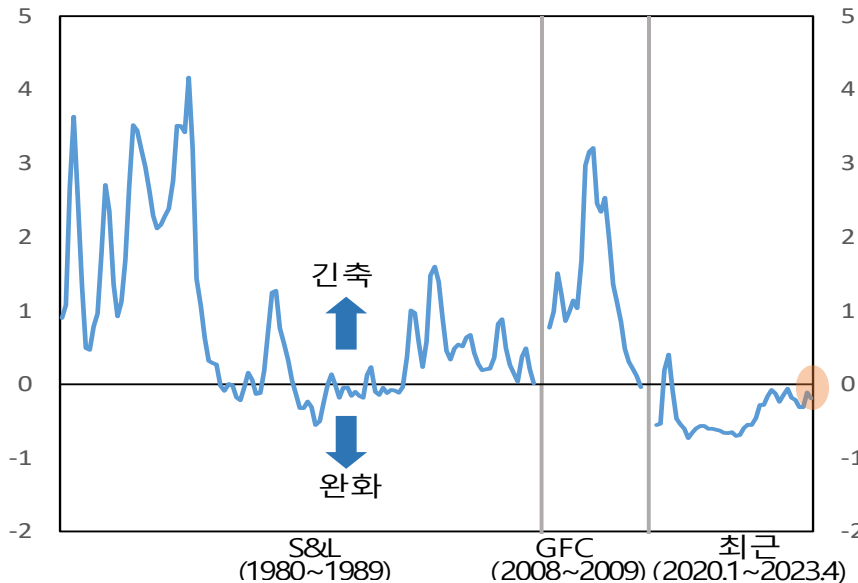
## II

# 최근 금융불안에 대한 평가 및 리스크 요인

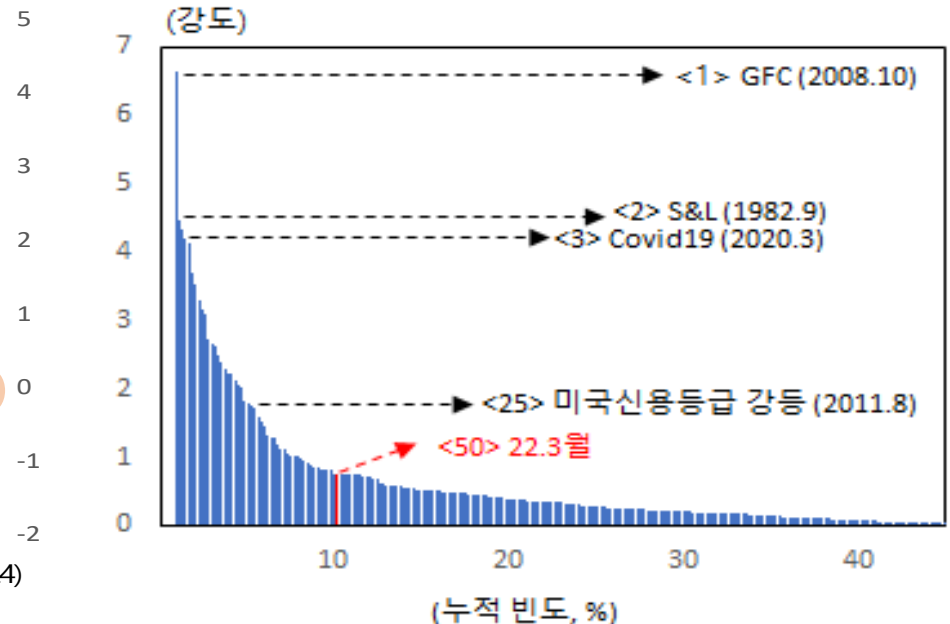
# 경과

- SVB 파산 직후, 미 정책 당국은 신속하게 유동성 공급 및 예금자 보호 조치
  - 연준: 신규 대출제도(BTFP) 실시, 재할인 창구(discount window) 대출의 담보 헤어컷 하향
  - FDIC: 가교은행 설립, 연준이 자금공급 → (예금자) 가교은행에서 무제한 인출
- 정책 당국의 조치 이후 빠르게 안정되면서 큰 타격을 주지는 않음
  - (FCI 수준) 금융상황지수가 긴축적인 방향(상승)으로 움직이기는 했지만 폭이 크지 않고 일시적
  - (FCI 충격) 빈도로 보면 3월 충격은 약 10%의 누적 확률, Tail event는 아님
    - GFC, S&L, 코로나19 확산시가 1~3위, 부채협상 지연 타결(2011.8, 신용강등)도 상대적으로 큰 충격

## 주요 불안기별 금융상황지수(FCI)



## 금융불안 충격의 크기와 누적빈도



# 리스크 요인

- (NY Fed 서베이) 인플레이션, 은행 부문, 상업용 부동산, 정부 부채한도
  - 학계나 시장에서도 이 문제들에 대한 우려가 계속 제기

## JPMorgan bond chief Bob Michele sees worrying echoes of 2008 in market calm

PUBLISHED FRI, JUN 9 2023 12:07 PM EDT | UPDATED FRI, JUN 9 2023 1:07 PM EDT



Hugh Son  
@HUGH\_SON

SHARE f t in e

## Bloomberg

• Live Now Markets Economics Industries Technology Politics Wealth Pursuits Opinion Businessweek Equi

### Markets

## There's More Trouble Coming for Regional Banks

- Commercial real estate will pressure banks' loan books
- Credit contraction is coming, Soros's Fitzpatrick says

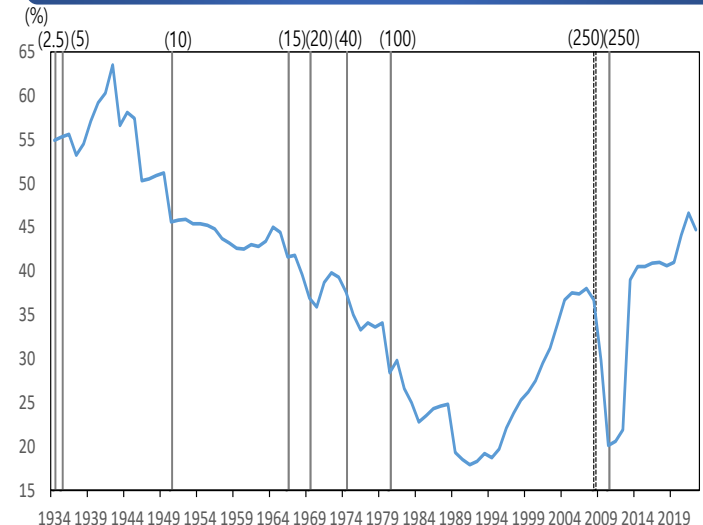
By Neil Callanan

2023년 6월 11일 오전 5:00 GMT+9

- (은행) 누적된 만기보유 채권의 평가손과 높은 비부보 예금 비율

- 미 은행권 전체 만기 보유채권의 평가손
  - 약 2조 2000억 달러(23Q1, YOY), 자산총액의 약 10%
  - 20% 이상인 은행도 다수 (약 250개: Jiang et al., 2023)
- 전체 예금 중 비부보 예금 비율
  - 역사적으로 상당히 높은 수준
  - (2021) 47% 1949년 이후 최대, (2022) 45%

## 비부보예금비율



주: ( )는 예금보험금액 한도, 단위: 천 달러

# 리스크 요인: 은행

## 은행 부문의 불안 가능성

- 은행의 건전성이 악화되는 경우: 비부보 예금 비율 ↑ → 유동성 위기 가능성 ↑
  - 은행의 자금고갈 전 예금인출 유인: 비부보 예금자 > 부보 예금자
  - 비부보 예금자들로 인한 예금인출 가속화: SVB와 시그니처 은행(모두 90% 내외)
- Jiang et al.(2023): 평가손과 비부보 예금으로 인해 각 은행의 비부보 예금 중 10%만 인출되더라도 미국 내 66개의 은행이 지급불능
  - 66개 은행의 총자산은 약 2,100억 달러: 전체 규모로는 SVB급
  - (+) 소셜 미디어나 온라인 बैं킹 등을 통해 증폭 → 디지털 뱅크런 확산 가능성



# 리스크 요인: 은행

## 은행 부문의 불안 가능성: 연준의 대출 프로그램?

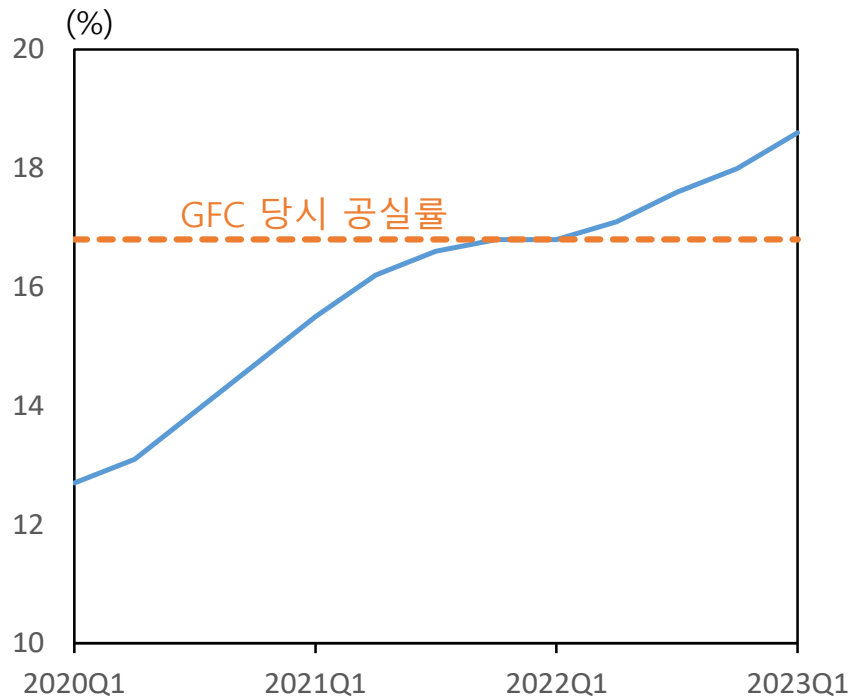
- 연준 대출 프로그램을 통한 긴급 유동성 조달을 이용하더라도 한계 존재
  - ① (조달비용) 요구불 예금, 3·12개월 CD: 0~1%대 Vs 연준 대출: ≒정책금리
    - 예금 대량 인출 → 저비용의 예금이 고비용의 연준 대출로 대체 → 수익성 악화
  - ② (담보) 일반대출 비중이 높은 은행들은 연준의 대출 프로그램을 이용하는 데 한계
    - BTFP: 국공채 등 안전자산만 담보 인정
    - 재할인 창구 대출: 높은 헤어컷+담보 시가 평가
    - 안전자산 부족한 은행들은 상당한 취약점 내포: 퍼스트 리퍼블릭은 대출 자산이 주

# 리스크 요인: 상업용 부동산

## ○ (상업용 부동산) 가격 급락에 따른 시스템 리스크 발생 가능성 잠재

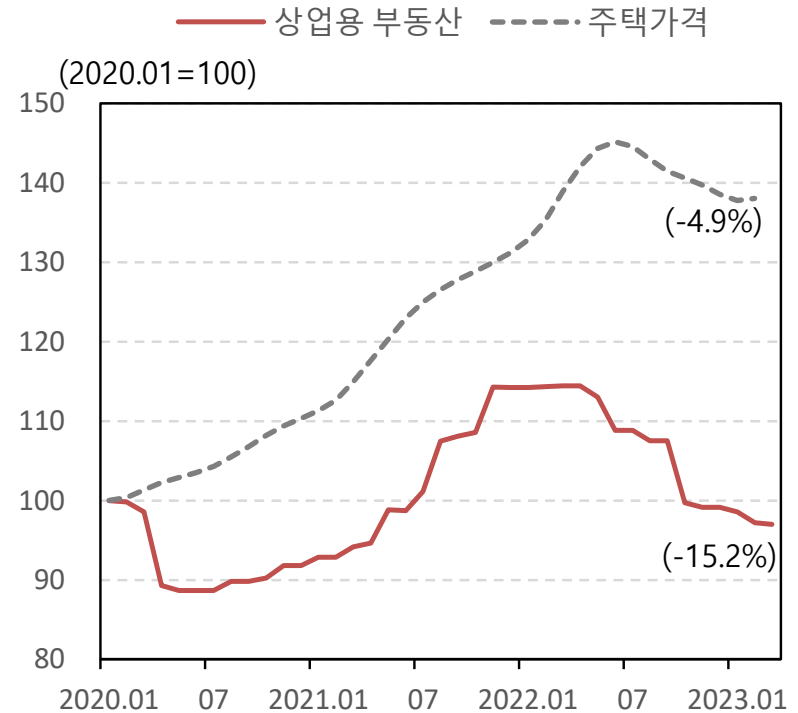
- 코로나19 발생 이후 수요 계속 감소 → 사무실 공실률이 금융위기 수준 상회
- 연준의 긴축 가세 → 상업용 부동산 가격이 단기간에 큰 폭 하락

### 미국 사무실 공실률



자료: CBRE Group

### 미국 상업용 부동산 가격



주: ( )는 정점 대비 변화율

# 리스크 요인: 상업용 부동산

## 상업용 부동산 시장 불안 → 금융 불안 가능성

- 상업용 부동산 부채 잔액: 4조 5,000억 달러, 미국 GDP의 약 18%(2022년)
  - (대출 구성) 은행: 39%, 보험사: 15%, 민간 CMBS 기반 대출: 13%
  - (구조) 은행 대출은 중소은행이 약 2/3의 비중으로 상당 부분 차지
  - 주택가격보다 크게 하락 → 상업용 부동산 대출 관리가 특히 강화(SLOOS, 23.1Q)
- 수요 감소+신용 축소에 차주의 상환능력 악화가 맞물리면 리스크 표면화 가능성
  - 미국 경기 급속 둔화 → 영업 부진, 폐업 심화 → 차주의 상환능력 악화  
→ 대출부실화 → 신용 축소 → 가격 하락 → ..... (악순환)
  - 익스포저가 높은 중소은행(자산 중 26%, 대형은행: 6%)들이 더 큰 타격을 입을 전망

# III

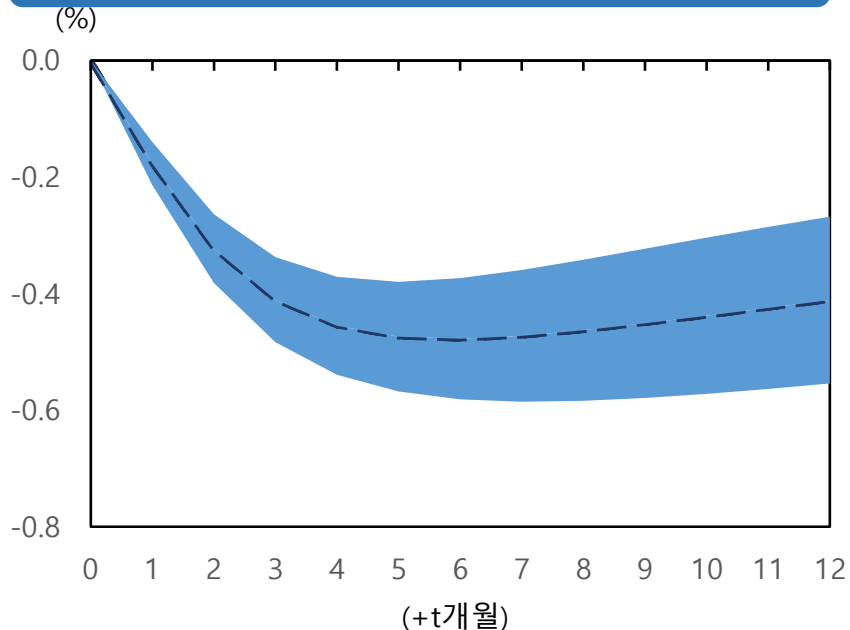
## 미국 금융불안의 영향

# 미국 내 주요 변수의 반응

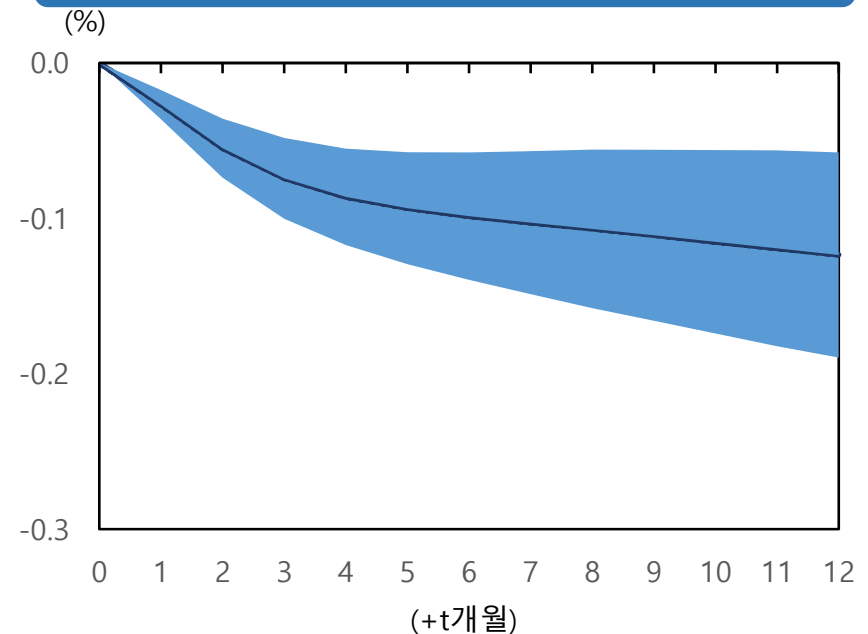
## 개요

- 방법 및 분석대상
  - 추정방법 : 구조 벡터자기회귀(SVAR) 모형으로 FCI 충격에 대한 반응 분석
  - 변수 : 산업생산지수(IPI), 소비자물가(CPI), FFR, FCI, WTI유가
  - 충격식별 : 축차적 식별조건(위 순서대로 반응이 느린 변수→빠른 변수)
  - 대상기간 : 1980.1~2023.3

### 충격반응: IPI



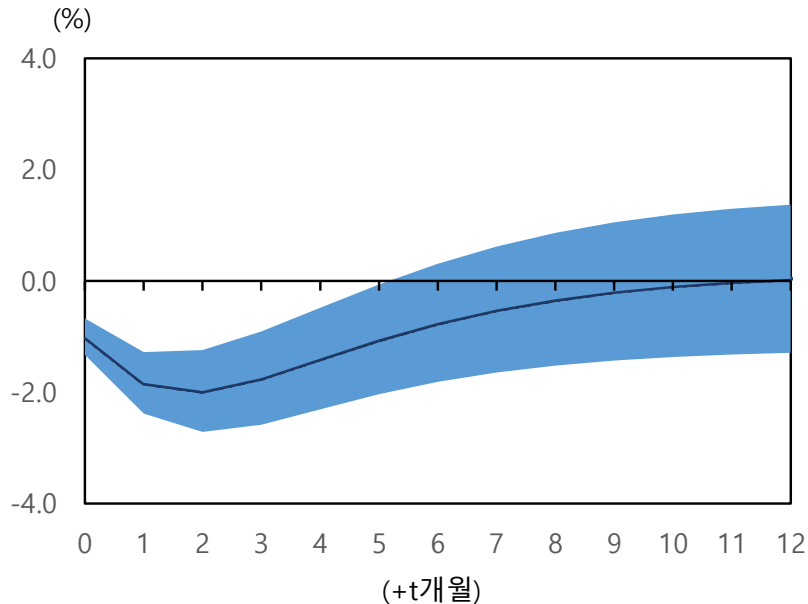
### 충격반응: CPI



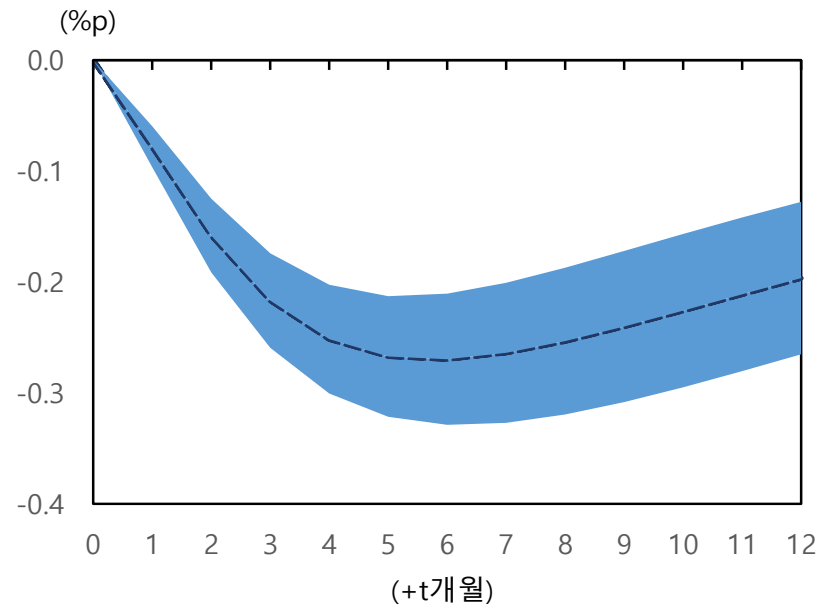
주: 음영은  $\pm 1$ 표준편차 신뢰구간(이하 동일)

# 미국 내 주요 변수의 반응

## 충격반응: WTI



## 충격반응: FFR



## 요약

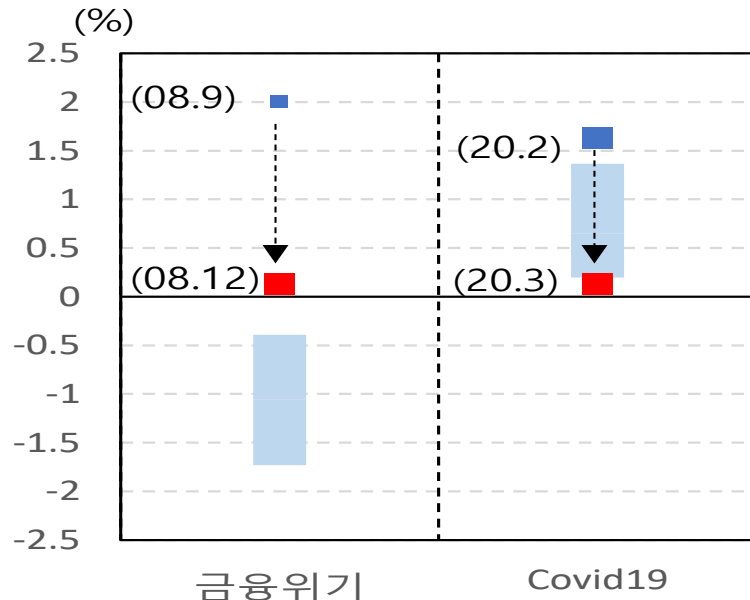
- 산업생산지수와 소비자물가가 유의하게 하락
- 유가가 금융상황에 민감하게 반응 → 물가가 큰 시차없이 반응
- 정책금리 유의하게 하락: 연준이 충격에 대응해 왔음을 실증적으로 보여줌

# 위기시 연준의 반응: 추정 vs 실제

## 주요 위기시 연준의 반응 사례

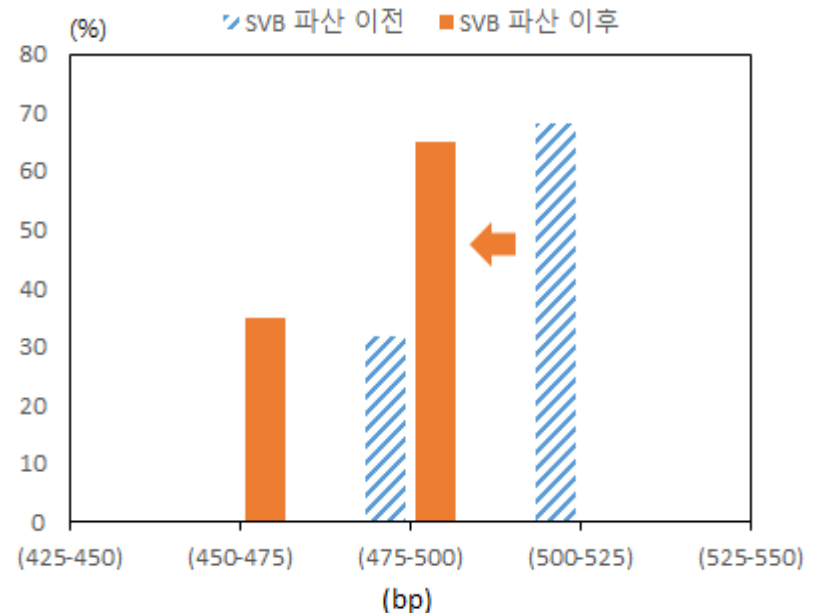
- 모형의 추정치와 실제 정책금리 결정이 크게 다르지 않음
- GFC : (모형) -1.73~-0.39%, (실제) 실효하한(ZLB)인 0%까지 최대한 인하
- COVID19: (모형) 0.20~0.72%, (실제) 0~0.25%로 유사
- 금년 3월 : (모형) 20bp 인하, (시장기대) 은행 파산 전: +50bp → 후: +25bp
  - Powell 의장: 기자회견담회에서 금리 인상폭이 당초 계획보다 축소되었음을 시사

## 주요 위기시 정책금리 추정치



주: 막대는 추정된 반응의  $\pm 1$ 표준편차 신뢰구간  
사각형은 실제 정책금리

## SVB 파산 전후 정책금리 기대 변화



주: Fed funds futures 선물(23.3월)의 내재 확률

# 국내 주요 변수의 반응

## 개요

- 방법 및 분석대상
  - 방법 : SVAR 모형에서 식별된 충격을 이용하여 국소추정법으로 분석
  - 대상변수 : 전산업 및 광공업 IPI, CPI, 콜금리, CP·콜금리 스프레드, 신용 스프레드, KOSPI지수, 환율
  - 대상기간 : 2000.1~2023.3

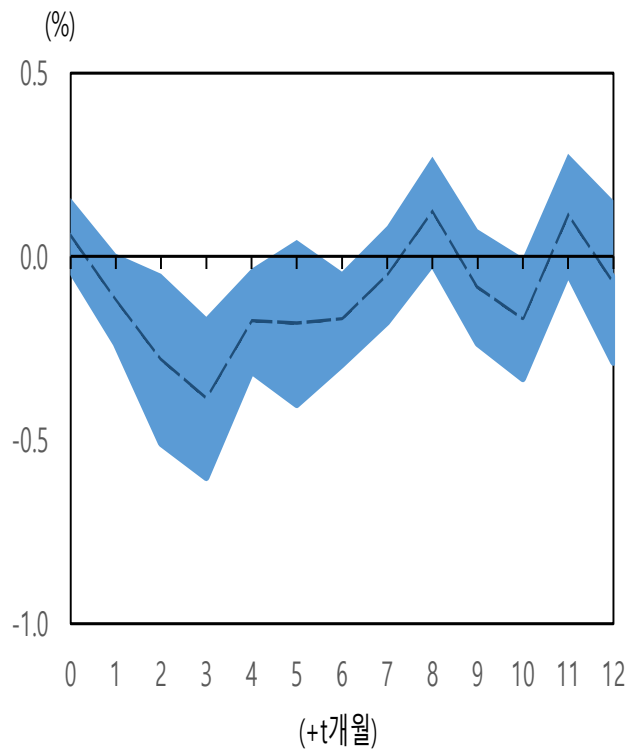
## 결과: 거시변수

- 산업생산지수 하락: 전산업, 광공업 모두
  - 단, 광공업의 하락폭과 유의성이 전산업보다 큰 편
  - 미국 금융불안 → 글로벌 경기 → 수출: 광공업이 민감하게 반응
- 소비자물가 하락: 경기와 함께 국제유가 하락도 영향

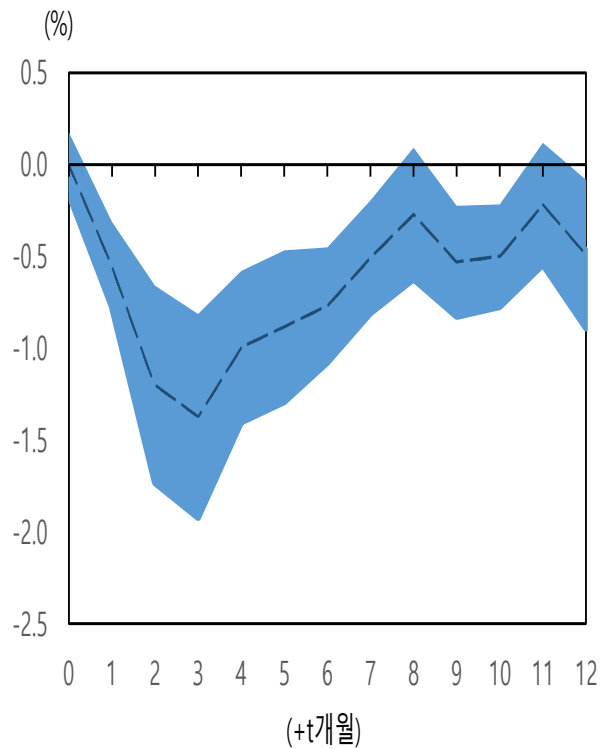


# 국내 주요 거시 변수의 반응

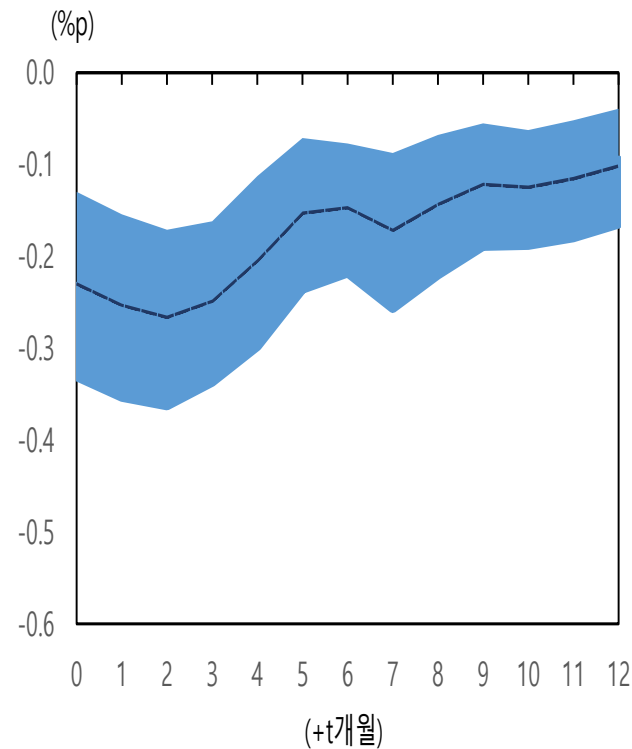
## IPI(전산업)



## IPI(광공업)



## CPI



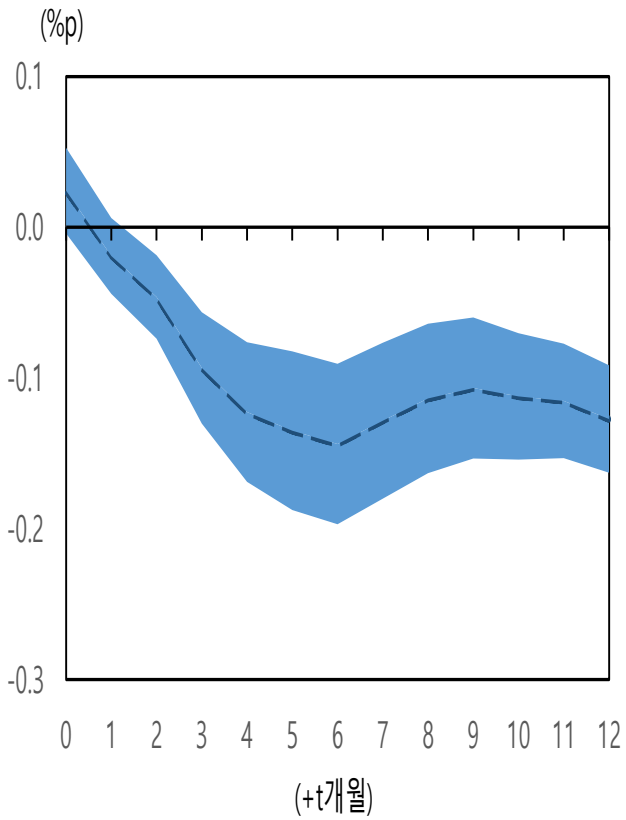
# 국내 주요 변수의 반응

## 결과: 금융시장

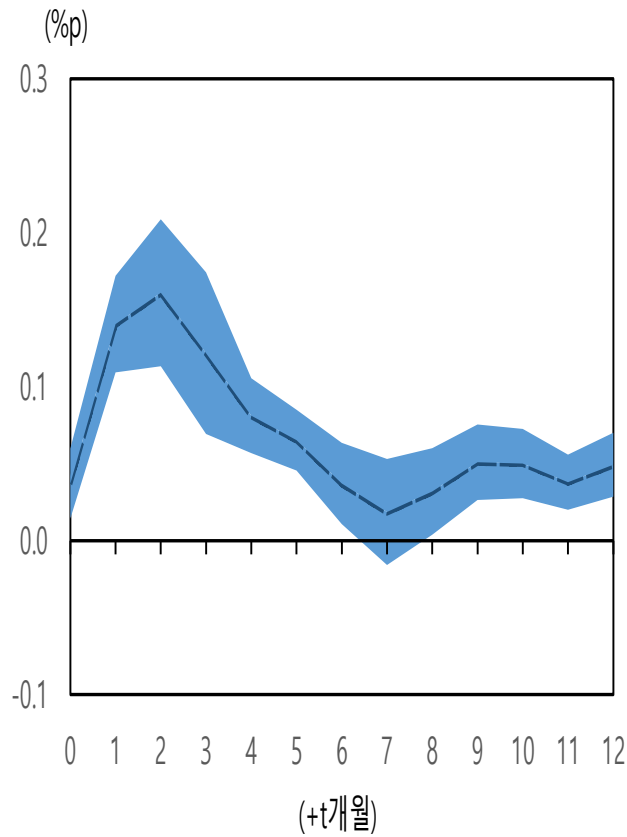
- 경기 전망이나 리스크 프리미엄 등의 경로를 통해 부정적인 영향
- (콜금리) 미국의 금융불안 발생시 하락
  - 한국은행이 기준금리 인하·인상폭 축소 통해 해당 충격을 완화해 옴을 의미
  - 일차적으로 단기물을 중심으로 시장금리 상승을 어느 정도 억제하는 효과
- (CP와 회사채) 그럼에도, 신용경계감이 높아지면서 부정적 영향 다소 오래 지속
  - CP·콜금리 간 스프레드가 6개월 내외 확대, 신용 스프레드도 유사
- (KOSPI) 하락하지만 그 영향은 2~3개월 이후 거의 소멸
- (원/달러 환율) 상승하고 영향이 상당 기간 지속
  - 영향의 반감기는 약 6개월, 그 이후에도 유의한 영향

# 국내 금융시장의 반응

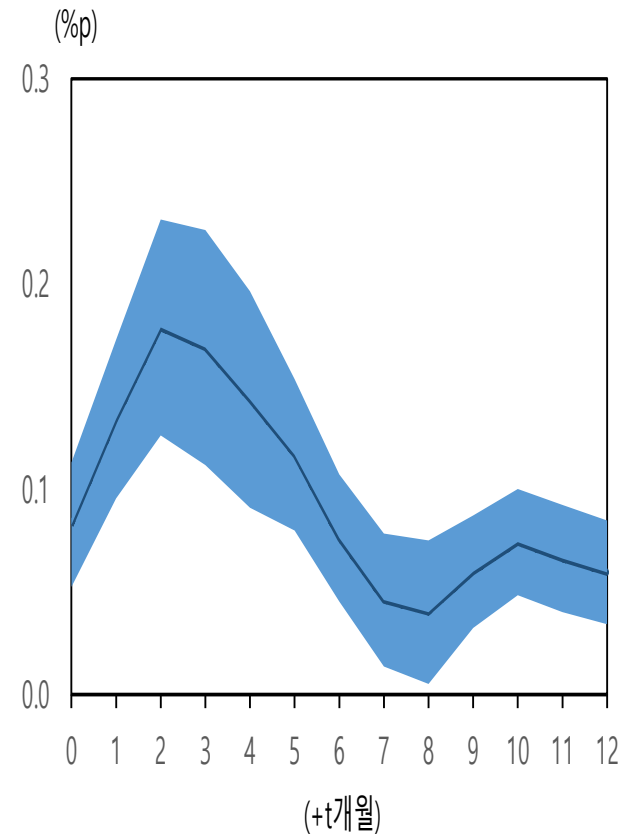
## 콜금리



## CP-콜 스프레드

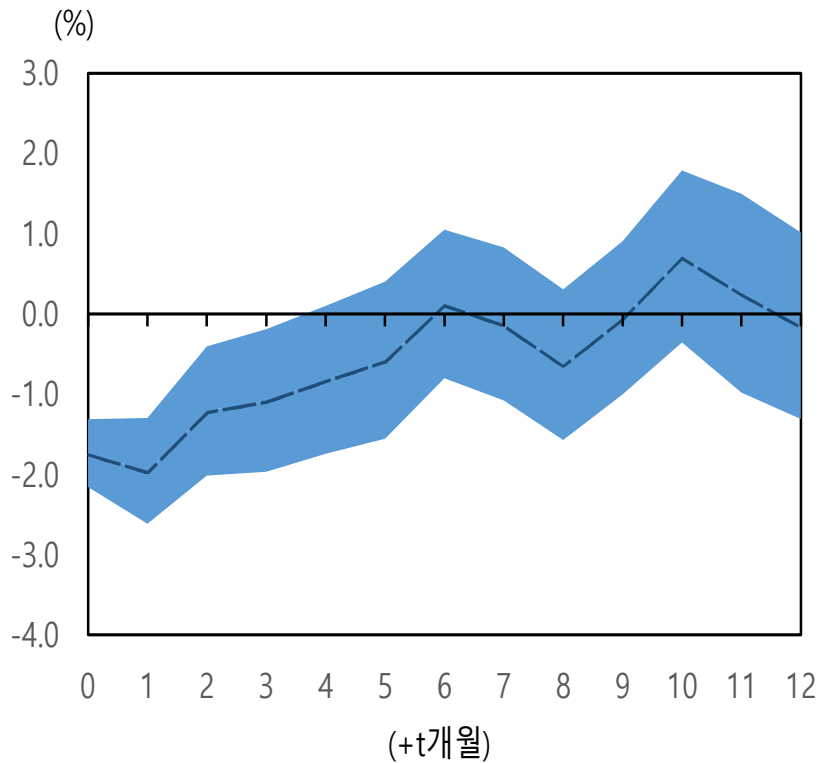


## 신용 스프레드

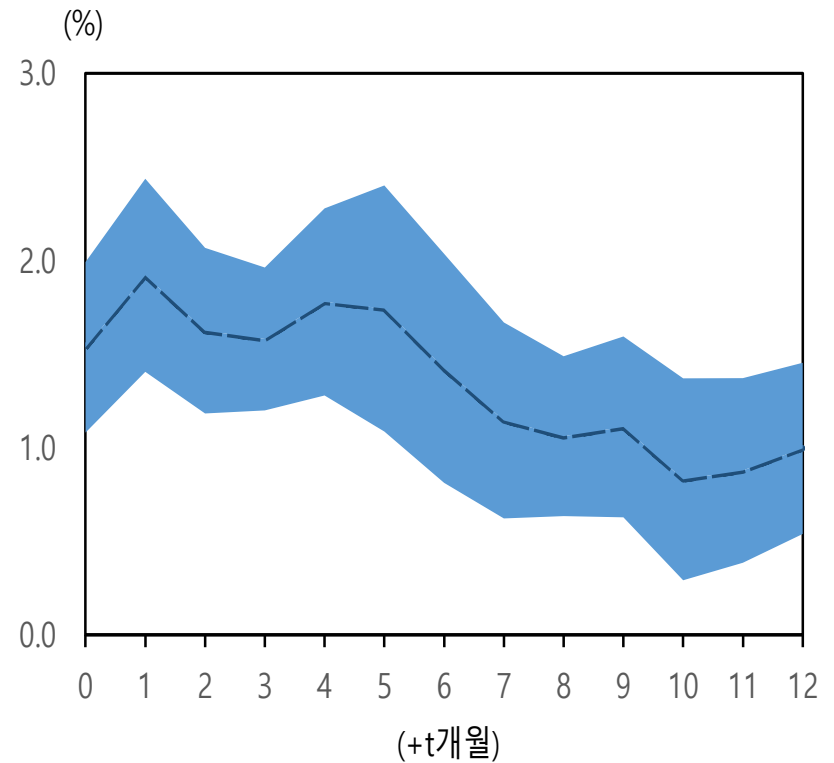


# 국내 금융시장의 반응

## 주가

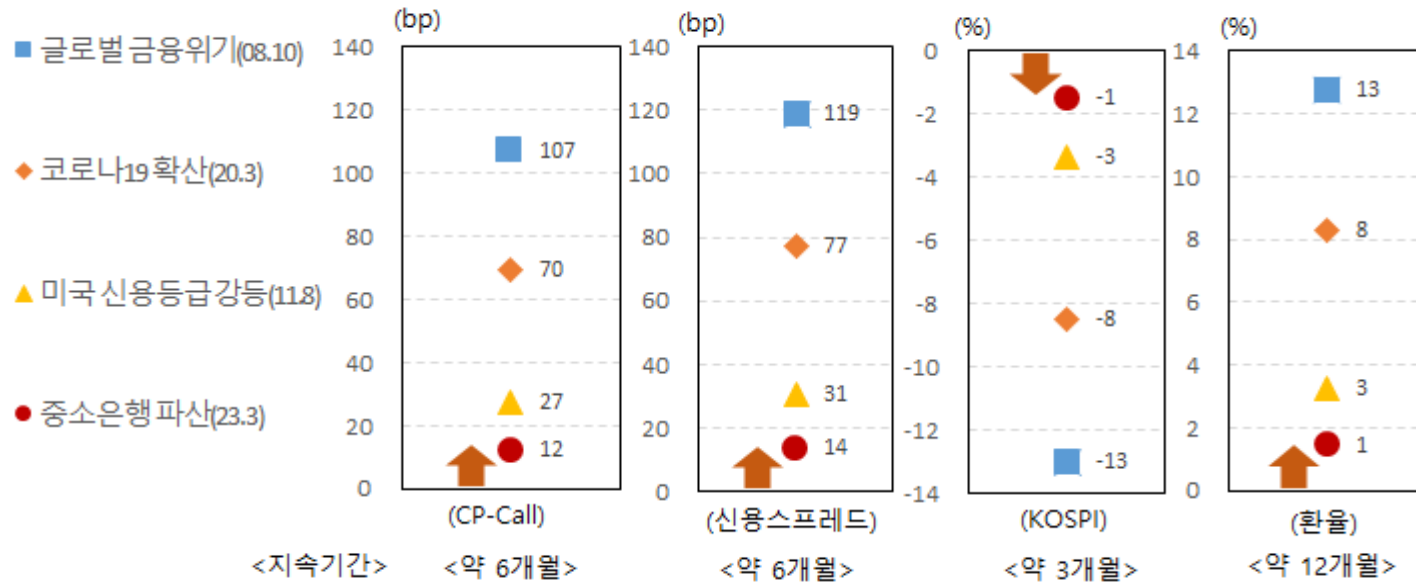


## 원/달러 환율



# 주요 금융불안 충격의 영향

## 주요 불안기별 대표 시점에 발생한 충격의 영향



- (CP·콜 및 신용 스프레드) 3월 충격 기준: 최대 약 +15bp 내외
- (KOSPI) 3월 충격 기준: 최대 약 -1.5%
- (원/달러 환율) 3월 충격 기준: 최대 약 +1.5%
- 금융위기 및 코로나19 확산시: 약 9배 및 6배의 영향, 충격도 반복적으로 발생
- 부채한도 지연 타결(2011년 신용등급 강등): 2배 이상의 영향

# IV

## 요약 및 시사점

# 요약 및 시사점

## 평가

- 3월 미국 금융불안: 정책 당국의 조치 이후 시장이 조기에 안정
  - 실질적인 충격의 강도가 크지 않았던 것으로 평가
- 예금 → MMF 순유출 발생하였으나 자금경색은 심각하지 않은 편
  - 금융위기 시에는 MMF런까지 발생하여 ABCP, RP 등 자금시장이 크게 경색

## 연준의 통화정책

- 현 금융상황이 유지된다면 연준이 금리인하 시기를 앞당기지는 않을 것
- (+) 미국 내 거시경제 상황은 Pivot할 수 있는 여건과는 상당한 거리
  - (인플레이션) 연준의 목표 수준인 2%를 크게 상회
  - (노동시장) 구직자 우위 상황이 지속
- 현 국면의 급격한 전환 가능성 크지 않아 연내 긴축 완화를 기대하기 어려움

# 요약 및 시사점


## 불안 요인

- 하지만, 은행권과 상업용 부동산 등에 리스크 요인이 잠재, 추가 불안 가능성
  - 퍼스트 리퍼블릭은 대형은행들로부터 자금을 공급받았지만 자력 회생 실패  
→ 취약성이 근본적으로 해결되지 않는 한 재발
  - 상업용 부동산 시장에서 차주의 상환능력 악화가 동반될 경우 상당한 충격

## 국내 금융시장

- 미국발 금융불안이 국내 금융불안을 유발하지 않도록 각별히 유의
- 실증분석에 따르면 주식 이외 부문은 회복에 다소 긴 시간이 소요
  - 충격 반복 → 회사채와 CP 시장에서는 그 영향이 쉽게 누적
- 정책당국: 회사채, CP 시장의 장기 부진을 초래하지 않도록 미시적 대응 방안 준비 필요





감사합니다