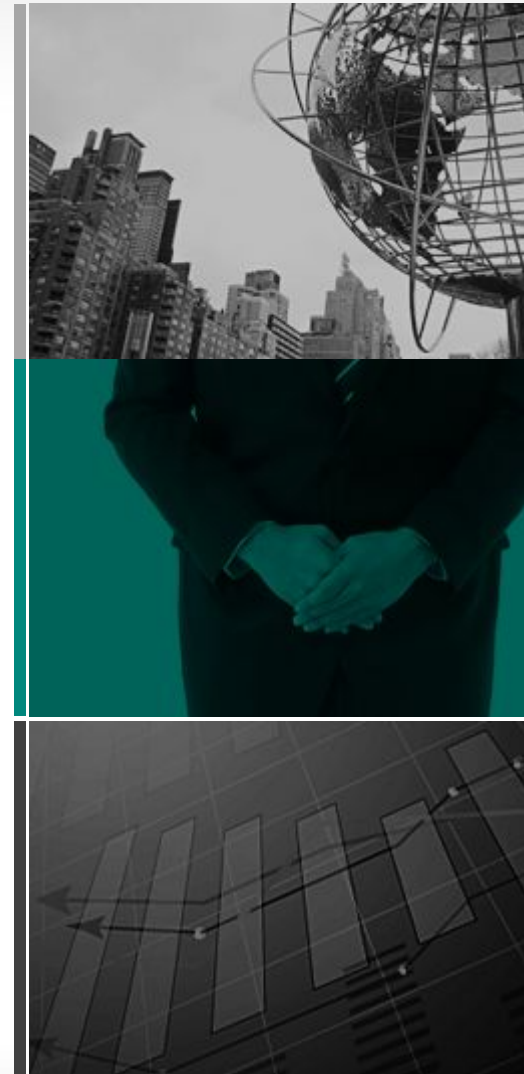

美 금리인상, 새로운 폭풍?

: 연준 금리인상의 방향과 영향

2015. 6. .



Contents

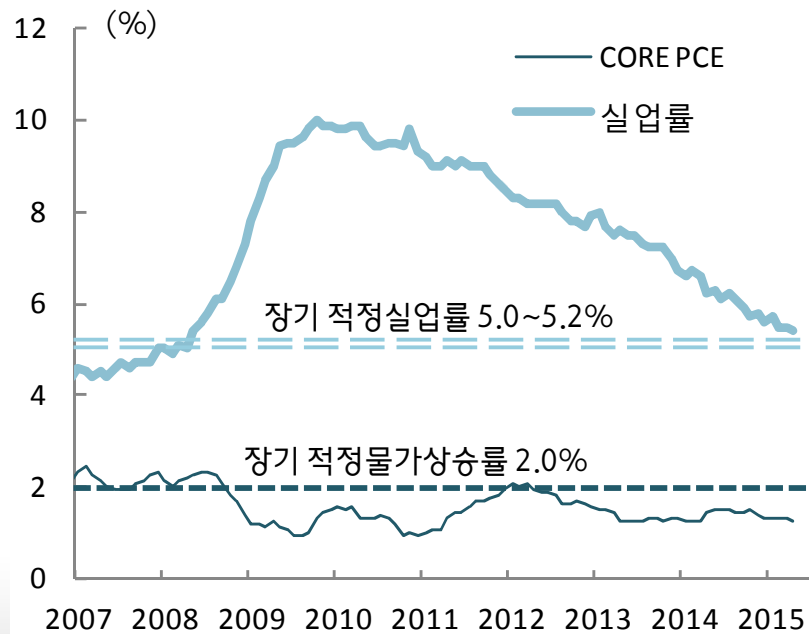
I. 연준의 금리인상 점화

- II. 출구전략의 영향과 함의
- III. Taper Tantrum 2.0?
- IV. 신흥시장의 취약고리
- V. 국내 영향과 전망

美 9월 금리인상이 유력시 되나 지연 가능성 상존

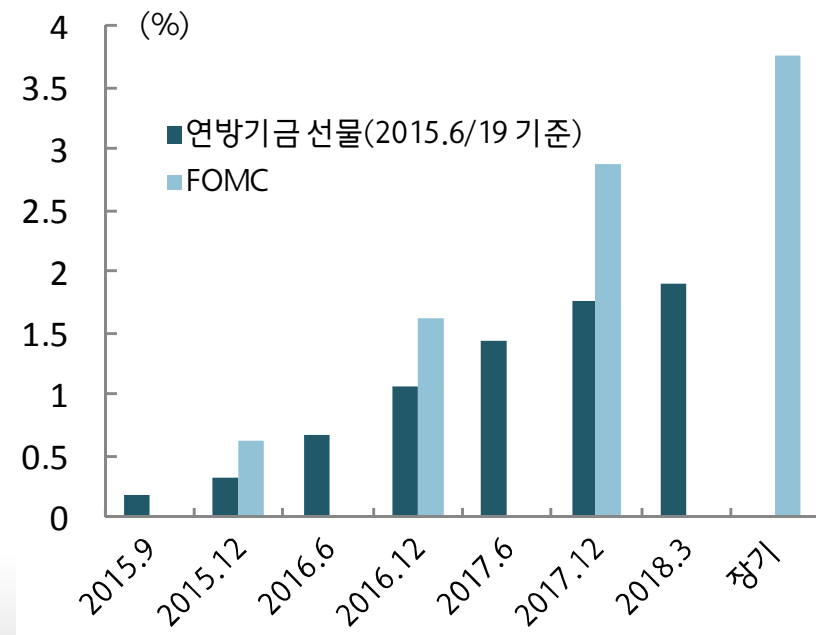
- 1Q 부진 이후 미국 경제의 회복 기대가 확산되는 가운데 연내 연준의 금리인상 전망 부상
 - 실업률이 5.4%로 떨어진(적정수준 5.0~5.2%) 데다, 저유가 등에 따른 실질가처분소득 증대 영향
- 옐런 의장의 연내 금리인상 시사 등에 따라 9월 금리인상이 유력시 되나, 연말 이후 지연도 가능
 - 美 경제의 점진적인 회복 전망은 물론 주가 과열 위험 등 금융불균형에 대한 경계심이 점차 증대
 - 단, 대내외 경기 향방에 대한 불확실성이 큰 데다 달러 강세 등의 부담으로 추가 지연 여지도 상존

미국의 실업률과 코어 PCE 디플레이터



자료 : Bloomberg, Fed

FOMC의 금리 전망과 연방기금금리 선물

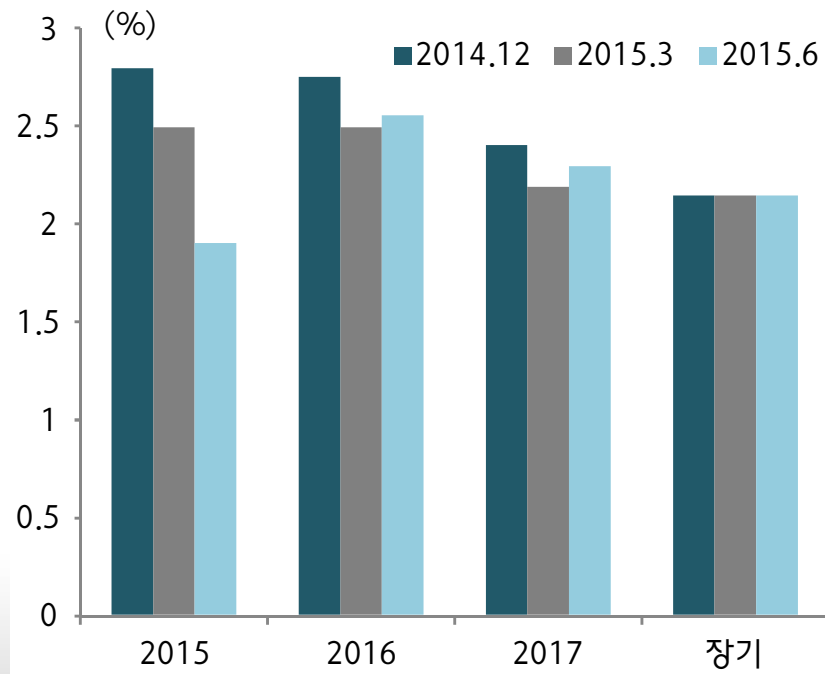


자료 : Bloomberg, Fed(2015.6월 전망 기준)

[참고] 美 6월 FOMC 결과: 올해 성장률 전망 추가 하향

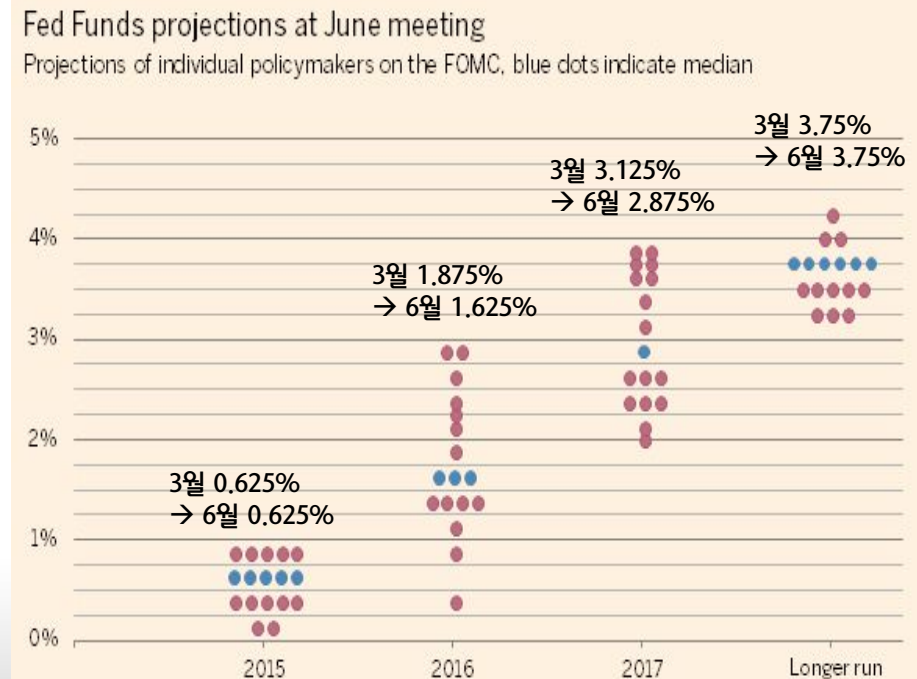
- 6.16~17 FOMC는 1Q 부진 이후 美 경제의 완만한 회복세에 주목하면서 올해 성장률 전망 하향
 - 美 성장률 전망(중심경향) 하향조정 : '14.12월 2.6~3.0% → '15.3월 2.3~2.7% → 6월 1.8~2.0%
 - 다만, 2016~17년 전망은 소폭 상향. 한편, 올해 실업률 전망도 하향조정(5.0~5.2% → 5.2~5.3%)
- 기준금리 전망도 2016~17년 각각 25bp 하향: '16년말 1.875→1.625%, '17년말 3.125→2.875%
 - 한편 올해말 금리 전망은 0.625%(2회 인상)로 유지되었으나, 1회 인상 전망이 증가(1명→5명)

FOMC의 美 경제성장률 전망 수정



자료 : Fed(중심경향의 중간값 기준)

6월 FOMC의 금리 전망 분포도

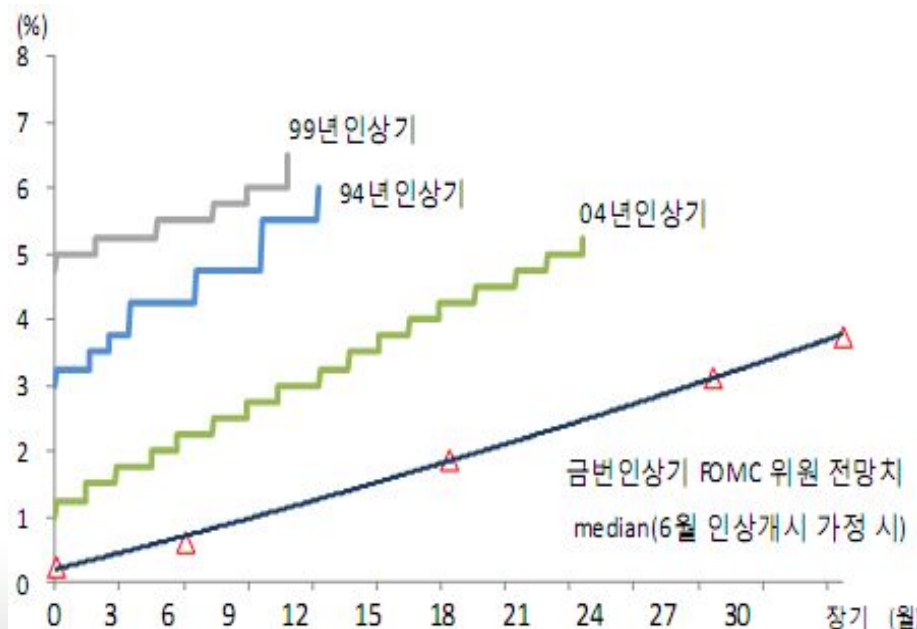


Sources: Federal Reserve, Eric Platt/FT

연준의 금리인상 시점보다 그 속도나 방식이 중요

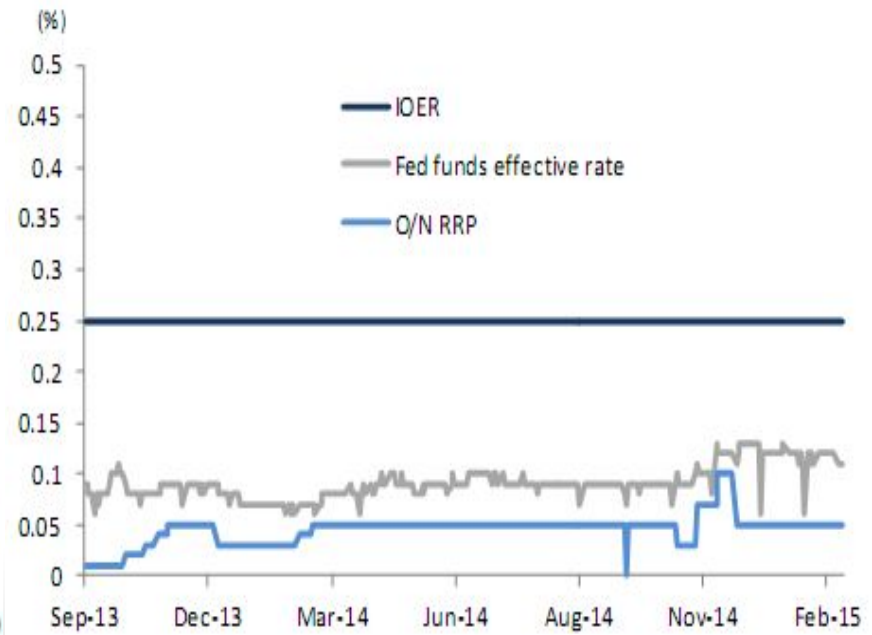
- 시장 관심은 금리인상 시점에 집중되고 있으나, 사상초유의 ‘출구전략’ 실험인 만큼 불확실성 팽배
 - 사실 연준의 금리인상은 경기과열에 맞선 ‘긴축’ 차원이라기보다는 과도하게 낮은 금리의 ‘정상화’
- 따라서 과거의 금리인상과는 달리 지극히 신중할 것으로 예상되며, 그 방식도 실험적 성격이 클 듯
 - 스탠리 피셔 부의장은 금리인상이 ‘liftoff’(발진)가 아니라 ‘crawling’(기어가기)에 유사하다고 지적
- 특히 단기자금시장 통제력 회복을 IOER과 역레포 등을 병행하여 기준금리의 상하단을 관리할 계획

연준의 금리인상기 비교



자료 : 국제금융센터

연준의 주요 금리 수단

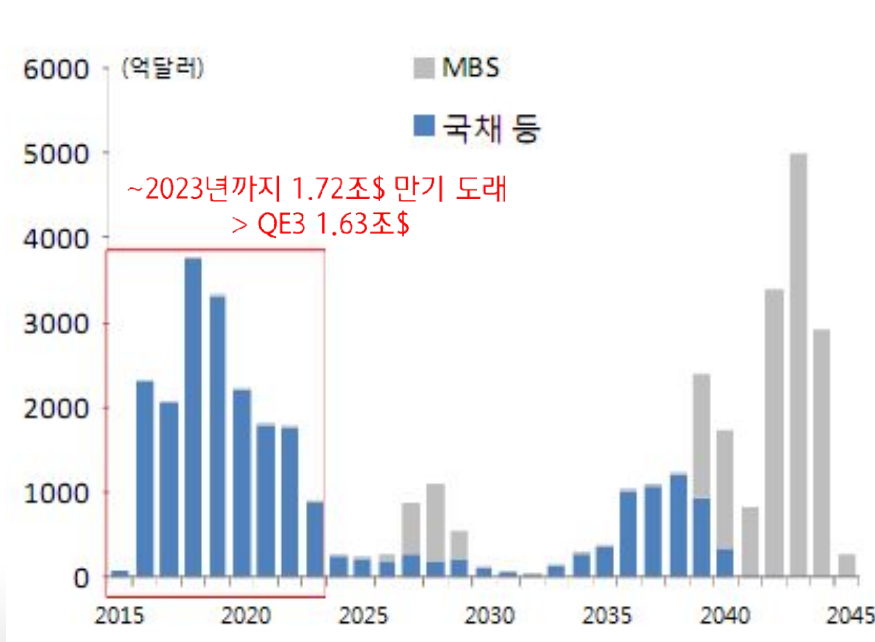


자료 : 국제금융센터(IOER은 초과지준금리, RRP 혹은 역레포는 환매조건부채권매도)

나아가 금리인상 이후 연준의 B/S 관리에도 주의할 필요

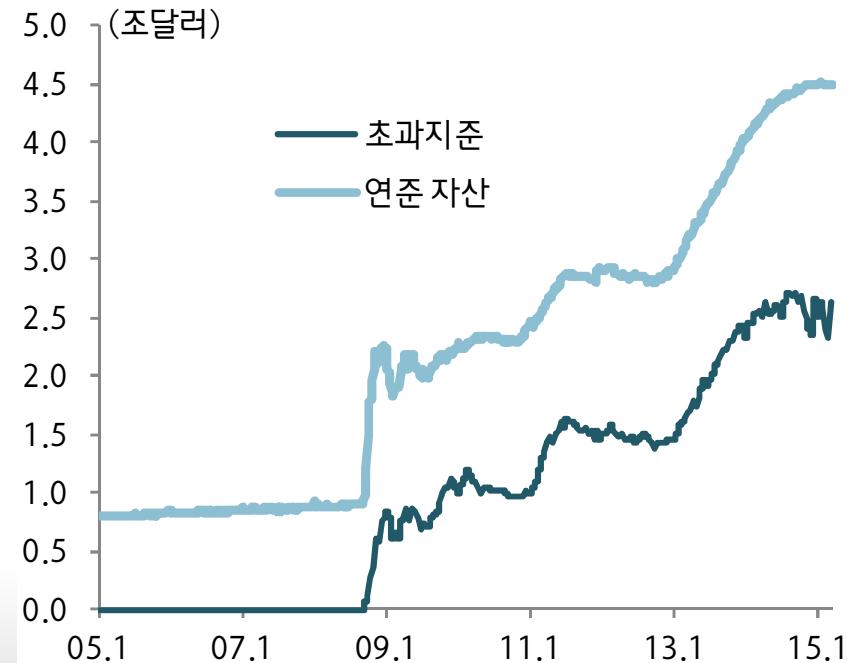
- 연준의 통화정책 정상화 : ① 제로금리의 정상화 ② 연준의 대차대조표(B/S) 축소
- 연준 출구전략의 방식 : ① 금리인상 ② 보유자산 축소(만기도래 자산의 재투자 중단 → MBS 매각)
- 따라서 금리인상 개시 이후 재투자 중단 향방이 쟁점: 특히 2016년에만 2,000억\$ 이상 만기도래
 - 이어 2023년까지는 총 1.72조\$의 만기 도래 예정: 이는 3차 QE 규모 1.63조\$를 상회
 - 단, QE로 방출된 자금(0.5조\$→4.2조\$) 상당액이 초과지준(0→2.5조\$)으로 재환류 → 충격 억제

연준 보유자산의 만기도래 일정



자료 : 국제금융센터

연준 보유자산과 초과지준 추이



자료 : Fed

Contents

I. 연준의 금리인상 점화

II. 출구전략의 영향과 함의

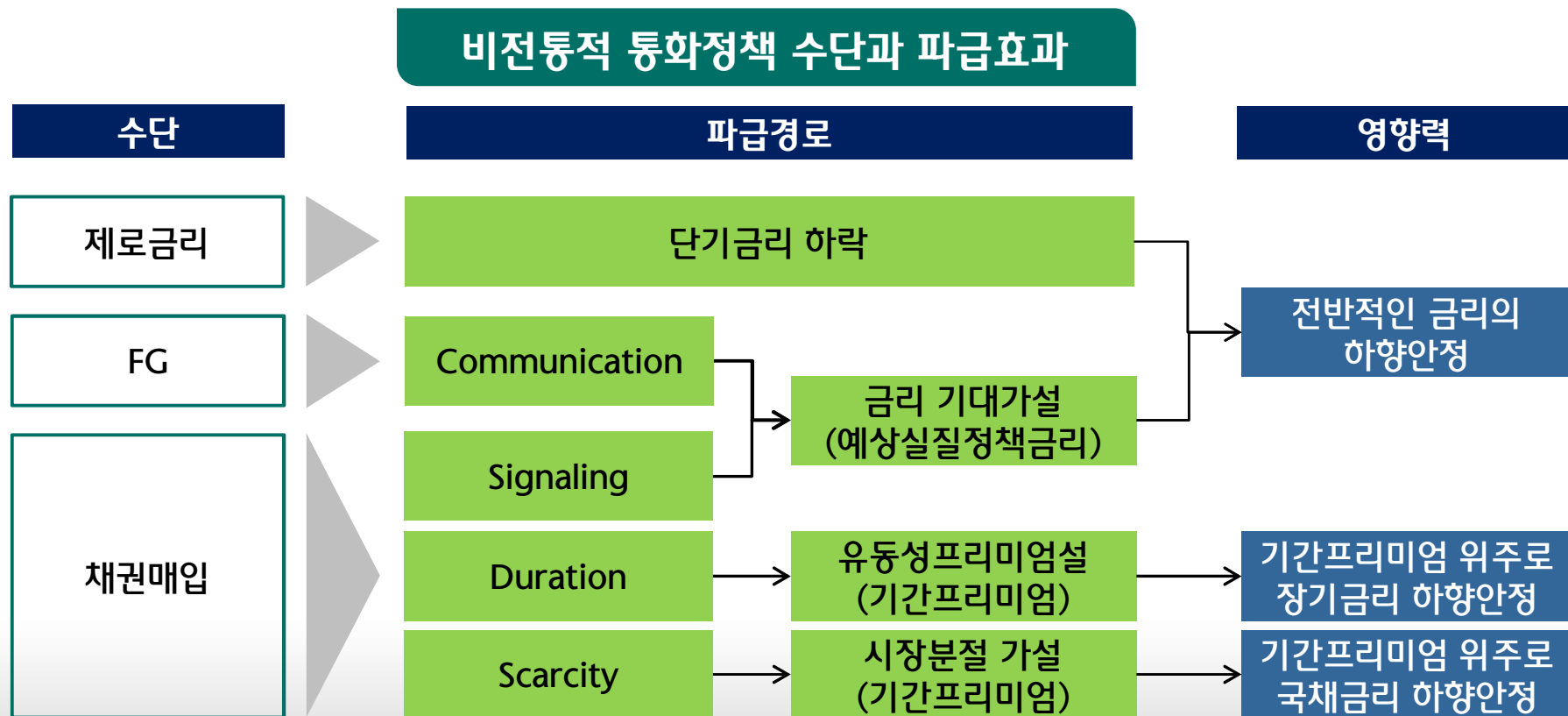
III. Taper Tantrum 2.0?

IV. 신흥시장의 취약고리

V. 국내 영향과 전망

연준의 출구전략, 제로금리 하 비전통적 통화정책의 정상화

- 글로벌 금융위기를 맞아 연준은 기준금리를 인하하는 가운데 명목금리의 제로 하한에 직면
 - 이에 따라 유동성 공급 및 경기부양 차원에서 다양한 비전통적 통화정책 활용: FG와 채권 매입
 - FG(Forward Guidance): 향후의 통화정책 방향을 시장과 소통하여 시장금리의 하향안정 유도
 - 채권매입(QE): 민간 포트폴리오의 재조정(portfolio rebalancing)을 통해 장기(국채)금리 하락 유도
- ➔ 출구전략: 제로금리의 인상과 비전통적 통화정책의 해소 등 통화정책의 정상화



자료 : 하나금융경영연구소

출구전략의 영향 ① 미국발 글로벌 금리 상승 압력은 제한적

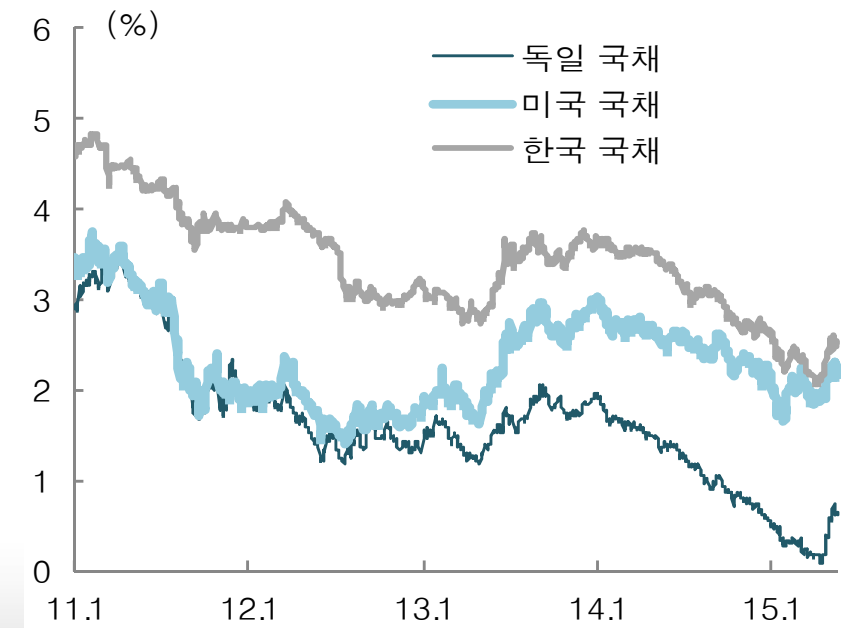
- 출구전략 자체가 사상 초유의 실험인 만큼, 美 금리인상이나 B/S 축소는 지극히 신중하게 진행 전망
 - 특히 장기정체 논쟁 속 미국의 균형실질금리가 구조적으로 하락했다는 견해도 연준 행보를 제약
- 또, BOJ와 ECB는 물론 중국 등 신흥국에서도 통화부양책이 이어지면서 국제 통화정책 차별화 지속
 - 가령 BOJ와 ECB의 자산매입 규모만도 매월 1,200억\$로 과거 미국의 QE3 규모(매월 850억\$) 상회
 - 다만, 최근 독일 국채금리 급등("Bund tantrum")에서 보듯이, 글로벌 금리 향방의 불안정성 증대

세계 기준금리 추이



자료 : IIF(GDP 가중 계산)

주요국 국채금리 추이

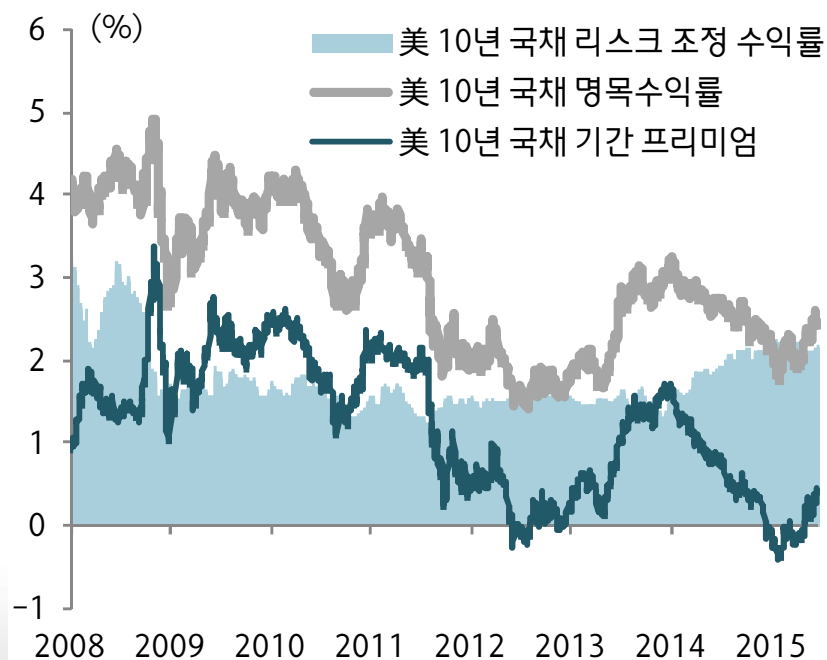


자료 : Bloomberg

출구전략의 영향 ② Term Premium의 부활에 따른 변동성 위험

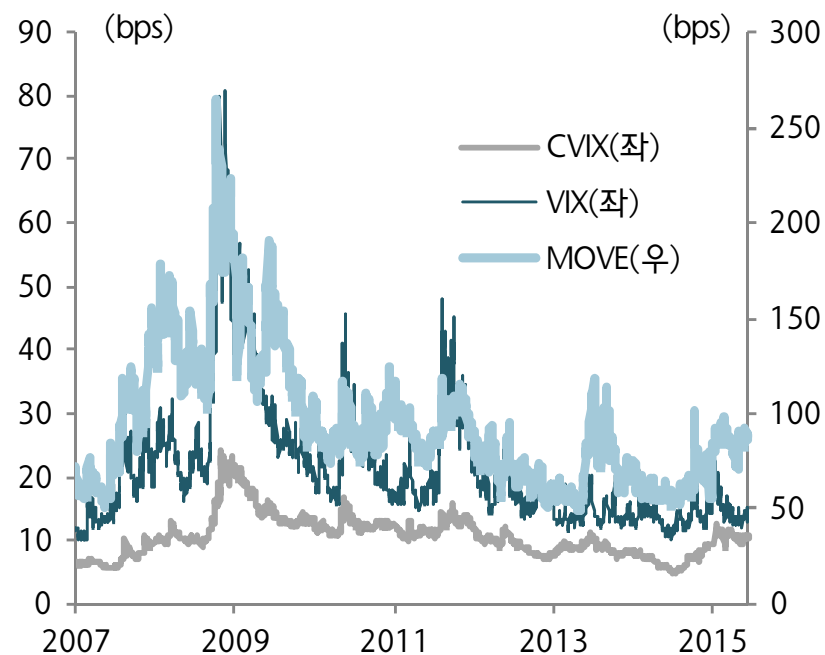
- 사실 제로금리나 FG 이상으로 연준의 새로운 통화정책 실험은 QE를 통한 기간프리미엄의 억제
 - 실제로 글로벌 금융위기 이후 미국의 시장금리 하락효과는 상당부분 기간프리미엄의 하락 영향
- 이제 연준의 QE가 막을 내린 상황에서 금리인상 등 출구전략의 본격화는 기간프리미엄의 부활 야기
 - 가령, 2013년 버냉키 쇼크("taper tantrum")의 경우 기간프리미엄의 상승(인상?)이 주요 동인
 - 기간프리미엄(≒위험프리미엄)의 상승은 장기금리만이 아니라 제반 금융자산의 변동성 심화 야기

美 국채 수익률과 기간 프리미엄



자료 : NY Fed

국제 금융시장의 변동성 추이

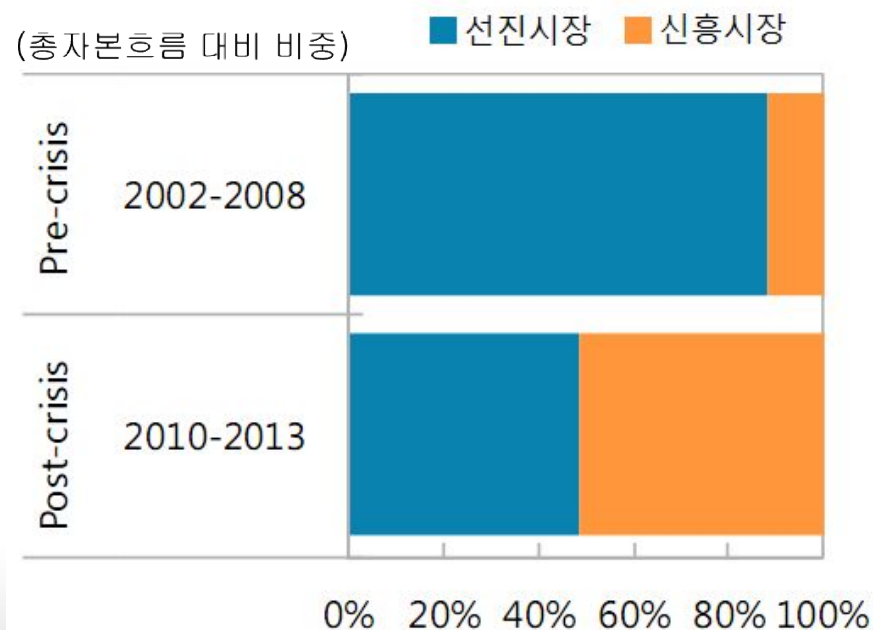


자료 : Bloomberg(

출구전략의 영향 ③ 국제자금흐름의 재편 속 신흥시장 위험 부각

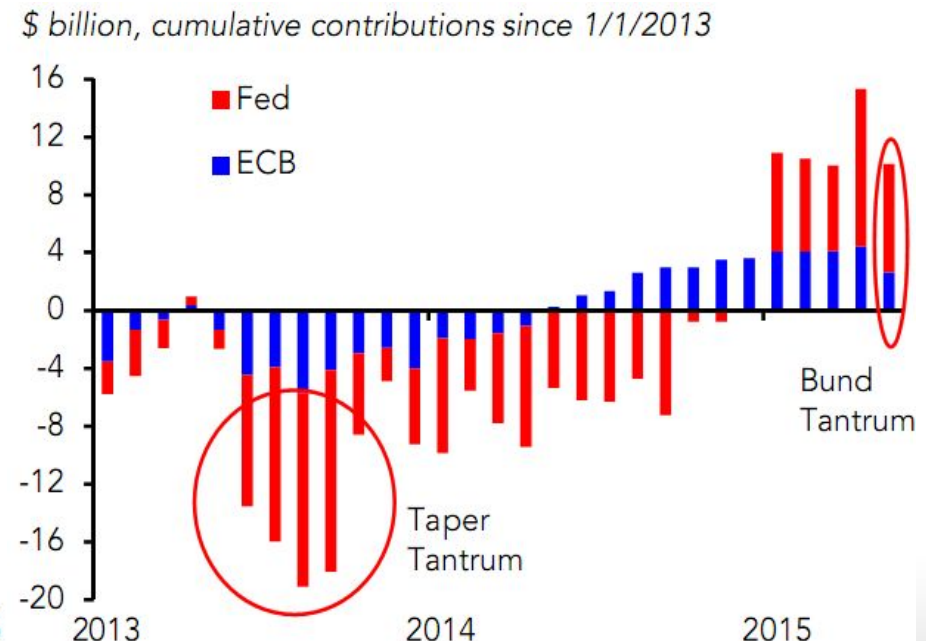
- 그동안 미국 등 선진국의 비전통적 통화정책으로 인해 신흥시장으로 국제 자금유입 증대
 - 특히 국제 자금흐름은 과거 선진시장 위주에서 글로벌 금융위기 이후 신흥시장 위주로 재편(IMF)
- 따라서 美 금리인상 혹은 출구전략이 본격화 되면서 국제자금흐름 재편에 따른 신흥시장 위험 부각
 - 이미 2013년 Taper Tantrum 과정에서 이러한 우려 현실화 → 최근 Bund Tantrum은?
 - ECB와 BOJ의 유동성 공급이 그 부담을 어느 정도 상쇄하겠지만, 글로벌 달러 유동성 경색 불가피

국제자본흐름의 구성 변화



자료 : IFS(IMF에서 재인용)

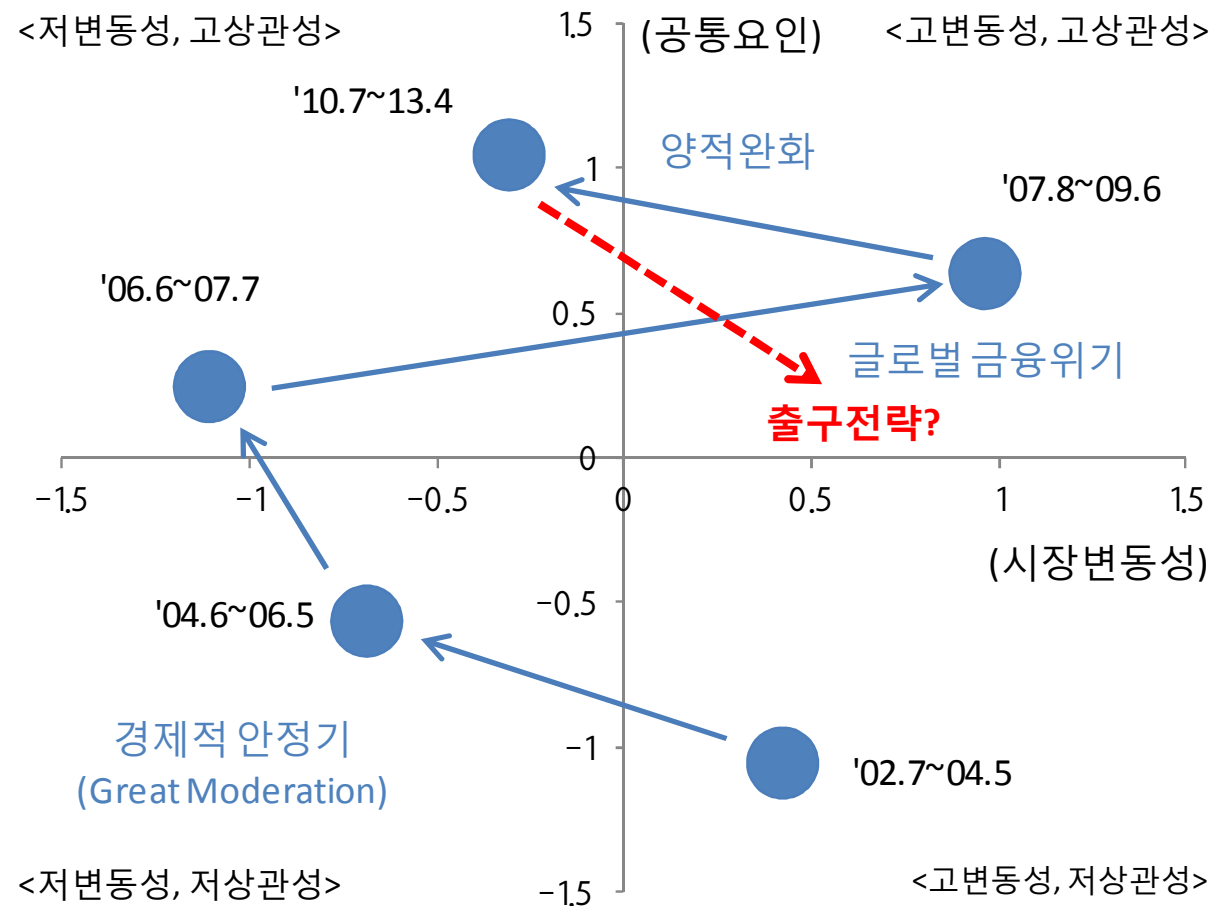
신흥시장 포트폴리오 자금유입



자료 : IIF

[참고] 출구전략의 위험과 기회

- 글로벌 금융위기 충격 받고 시장 변동성은 완화되었으나 대신에 시장 상관성이 증대
- 이제 출구전략이 본격화 되면서 시장 변동성이 다시 부활하겠지만, 시장 차별화가 관심을 끌 듯



자료 : IMF

Contents

- I. 연준의 금리인상 점화
- II. 출구전략의 영향과 함의

III. Taper Tantrum 2.0?

- IV. 신흥시장의 취약고리
- V. 국내 영향과 전망

과거 금리인상기 경험을 보면, 대내외 금융시장 충격은 제한적

- 연준의 금리인상을 앞두고 채권금리 급등이나 달러 강세, 글로벌 유동성의 환수 등 우려 증대
 - 이미 2013년 봄 연준의 테이퍼링 착수에 대한 우려 속에 신흥시장 중심으로 글로벌 금융불안 고조
- 그러나 과거 3차례 금리인상기 경험을 보면, 미국은 물론 대외적으로도 광범위한 충격은 억제
 - 나아가 이번 연준의 금리인상이 지극히 신중하게(과거에 비해 점진적이고 장기간에 걸쳐) 이뤄질 것임을 감안할 때, 금리인상 자체만으로 심각한 충격이 초래될 가능성은 제한적인 것으로 평가

연준 금리인상기의 국내외 금융시장 영향

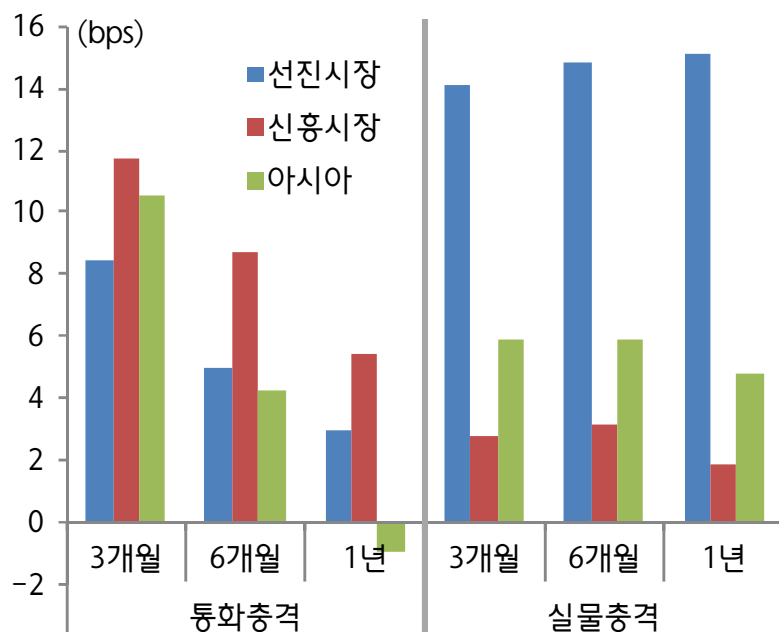
구분	94~95년 금리인상기	99~00년 금리인상기	04~08년 금리인상기	2013년 Taper Tantrum
개시일	1994.2/4	1999.6/30	2004.6/30	2013.4/30(WSJ 보도)
종료일	1995.2/1	2000.5/16	2006.6/29	2013.9/5(금리 진정기)
기준금리 인상폭	+300bps (3.00%→6.00%)	+175bps (4.75%→6.50%)	+425bps (1.00%→5.25%)	0
미국	10년 국채수익률	+188.5bps	+498bps	+51bps
	S&P 500 주가	-2.14%	+8.48%	+12.03%
	달러화 지수	-8.44%	+8.02%	-3.90%
한국	기준금리	-	+25bps	+50bps
	국고채 3년 수익률	+338bps(회사채A+)	+175bps	+72bps
	KOSPI	-1.22%	-16.79%	+62.19%
	원/달러 환율	-2.33%	-3.66%	-16.61%

자료 : Bloomberg

[참고] 연준의 금리인상에 따른 대외 충격 분석

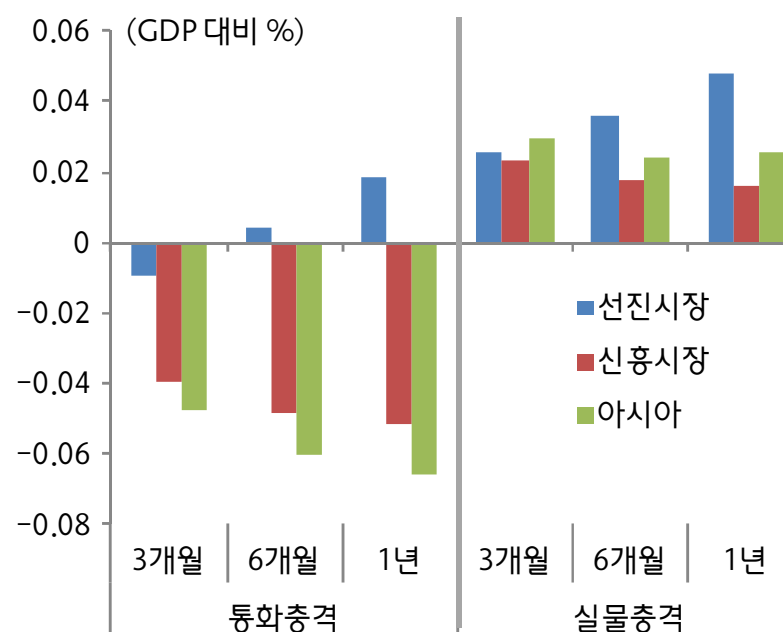
- 美 금리 상승이 예상외 금리인상과 같은 통화적 요인에 따른 충격이라면, 대체로 부정적인 영향
 - 신흥국 위주 금리 급등(이후 경기악화로 완화), 자본유출 확대(단, 선진국 회복) → 주가 하락, 통화 절하 등
- 美 금리 상승이 경기(전망) 개선 등에 따른 실물적 요인에 따른 충격이라면, 대체로 긍정적 영향
 - 선진국 위주 금리 급등(이후에도 금리 안정적), 자본유입(단, 선진국 회복) → 주가 상승, 통화 절상 등

美 금리 상승의 충격: 채권 수익률



- 자료 : IMF

美 금리 상승의 충격: 자본유입

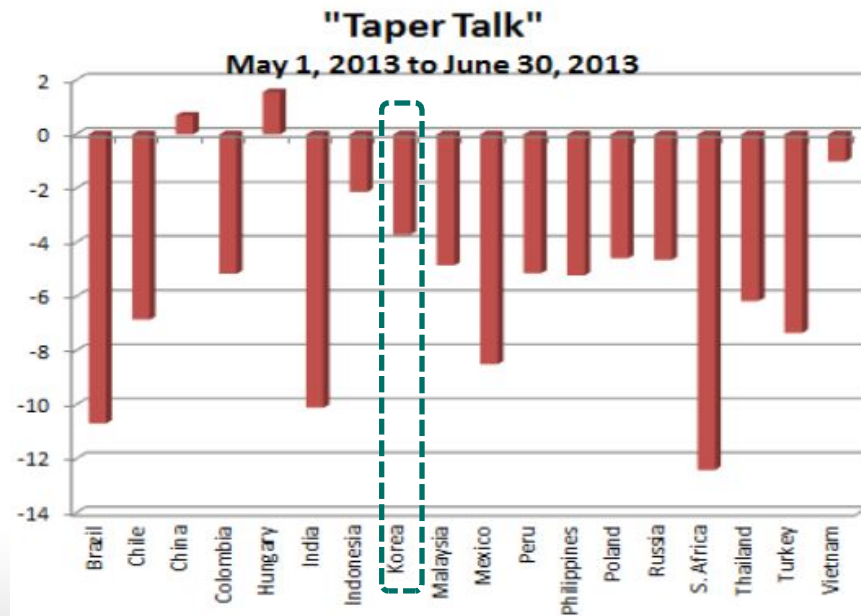


- 자료 : IMF

오히려 출구전략의 불확실성과 맞물려 2013년 충격 재현?

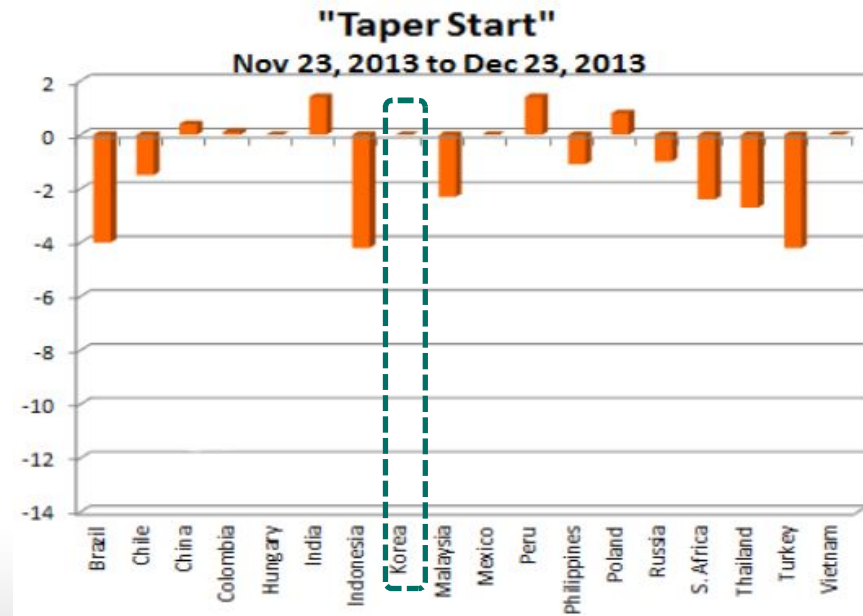
- 연준의 금리인상은 보다 광범위한 출구전략의 일환으로서 실제 진행 과정에 대해 불확실성 팽배
 - 실제로 금리인상 시점을 둘러싼 논란에 이어 추가 금리인상의 속도나 강도, 나아가 재투자 중단 시점 및 방식, 그리고 MBS 매각 등 매단계마다 연준의 출구전략 관련 불확실성 상존
- 따라서 출구전략의 단계적 진행과 맞물려 Taper Tantrum과 같은 충격의 단속적 재현 소지에 주목
 - 다만, 실제 시행은 신중하고 점진적인 방식으로 이뤄질 공산이 크며, 따라서 이후 충격은 완화

연준의 테이퍼링 예상에 따른 충격



자료 : Kristin Forbes

연준의 테이퍼링 시행에 따른 충격

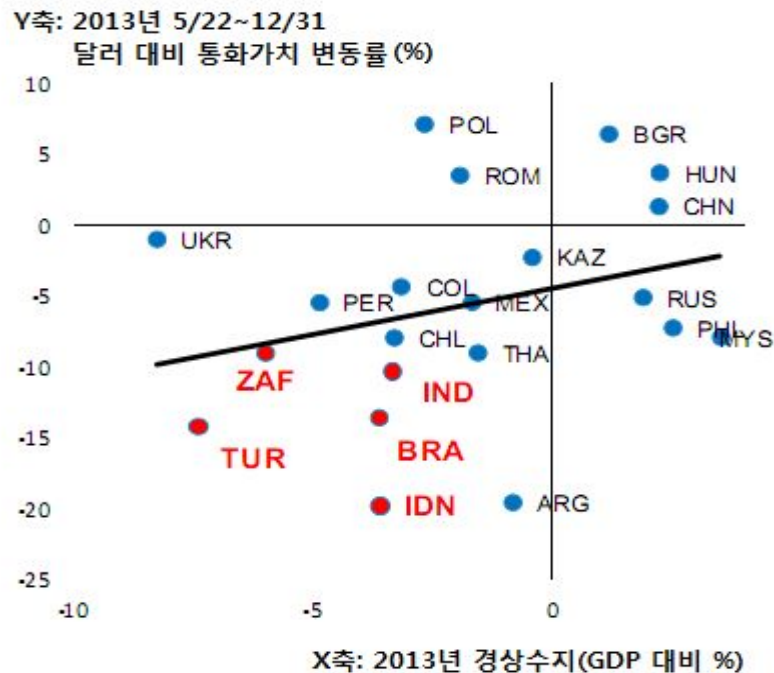


자료 : Kristine Forbes

Taper Tantrum 2.0? 신흥시장 위기의 진화에 주목

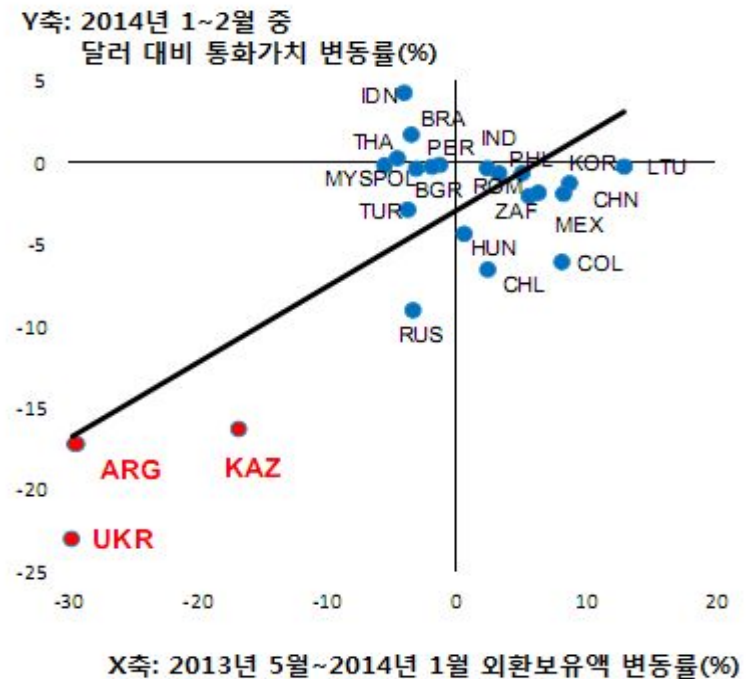
- 2013년 봄 연준의 테이퍼링 시사로 국제 금융시장, 특히 신흥시장이 크게 요동(Taper Tantrum)
- 하지만 이후 각국의 펀더멘털 및 정책 대응 차이에 따라 충격 차별화 → 2014년 초 불안기에도 지속
- 연준의 금리인상 등 출구전략의 모색 과정에서 신흥시장의 개별 펀더멘털에 대한 재조명 재현
 - 초점의 진화 : 13년 경상수지·외자의존성 → 14년 외환보유액 등 대응능력 → 15년 대내 정책취약성?

2013년 신흥시장 불안



자료 : IMF

2014년 신흥시장 불안



자료 : IMF

[참고] IIF의 신흥시장 취약성 점검

- 한국이 가장 안정적. 아시아가 대체로 덜 취약한 반면, 중남미와 유럽 주변부는 상당히 취약

	Argentina	Brazil	Bulgaria	Chile	China	Colombia	Czech Repub.	Hungary	India	Indonesia	Korea	Malaysia	Mexico	Peru	Philippines	Poland	Romania	Russia	South Africa	Thailand	Turkey	Ukraine
External Financing Vulnerability Index:	0.56	0.44	0.60	0.33	0.47	0.44	0.53	0.40	0.33	0.50	0.27	0.60	0.39	0.50	0.33	0.47	0.40	0.13	0.56	0.33	0.72	0.56
Current Account Balance/GDP (%)	-1.7	-3.7	3.0	-0.1	1.6	-5.8	1.4	8.6	-0.5	-2.2	6.7	2.9	-2.8	-4.2	4.5	1.4	3.7	5.3	-4.1	4.4	-4.1	-1.2
(Current Account Deficit - Net FDI)/GDP (%)	-0.7	-2.2		0.7		-3.0			0.9	-0.9			-2.2	-1.8					-4.3		-3.1	-0.6
Reserve Coverage Ratio	0.6	1.6	1.0	1.2	5.1	1.2	0.8	1.7	2.6	0.97	2.1	0.8	1.1	3.1	3.1	0.9	1.7	2.7	0.9	2.4	0.55	0.2
Short-Term External Debt/Total External Debt (%)	14	11	24	14	83	12	41	14	19	25	28	48	23	13	20	11	11	10	22	40	31	23
External Debt/GDP (%)	26	40	133	59	8	38	57	111	23	34	31	67	41	54	32	70	59	39	39	35	60	144
REER (% deviation in March 2015 from 2005-14 average)	-42	-22	10	-9	25	-15	-6	-3.5	8	-7	-4	-8	-9.0	5	15	-4	4	-13	-16	6	-5	-35
Domestic Financial Vulnerability Index:	0.33	0.71	0.24	0.56	0.44	0.43	0.57	0.43	0.48	0.67	0.43	0.57	0.52	0.67	0.43	0.52	0.38	0.48	0.48	0.57	0.72	0.22
Non-Financial Corporate Debt/GDP (% Δ in 2010-2013)	2.4	15.0	0.1	8.0	30.2	2.1	5.3	-17.0	6.4	8.4	-0.6	10.2	1.7	4.5	2.4	3.3	-1.3	3.3	-1.2	6.7	14.3	-1.5
Households Debt/GDP (% Δ in 2010-2013)	0.3	9.2	-3.9	2.7	7.6	4.3	3.6	-9.5	0.1	4.8	5.3	1.4	1.2	3.2	1.1	3.3	-3.6	0.3	-2.9	18.0	7.0	-13.1
Private Sector Real Credit Growth (% oya, 2010-13 average)	10	14	-0.4	9	13	13	3	-7	6	15	2	3	6	13	10	5	-2	11	2	9	22	4
Consolidated Foreign Claims/Domestic Credit (% 2013-end)	26	20	91	68	7	35	161	109	20	43	15	42	90	137	32	96	110	26	42	29	45	19
Foreign Holdings of Local Currency Govt. Debt (% June 2014)	0	18	1		2	10	14	33	3	35	11	47	37	45	11	42	21	25	38	16	27	5
Foreign Holdings of Equities (% June 2014)	11	24	7	9	14	5	17	44	20	17	24	13	24	4	13	16	14	19	23	18	20	6
Nominal Home Prices (% y/y, 2010-13 average)		14	-3	4		9	-0.5	-2	20	7	2	10	4	17	6	-2	-3	3	5	3		
Policy Vulnerability Index:	0.80	0.78	0.53	0.39	0.28	0.56	0.28	0.33	0.61	0.39	0.06	0.40	0.50	0.44	0.33	0.28	0.44	0.61	0.72	0.53	0.50	0.89
2015-end Inflation (vs. Central Bank Target/Target Band)		8.6 (4.5±2)		3.7 (3±1)	1.7 (3.5)	3.8 (3±1)	0.2 (2±1)	1.5 (3.0)	5.0 (6.0)	3.8 (4.0±1)	1.6 (2.5±3.5)		2.9 (3±1)	2.8 (2±1)	3.0 (3±1)	1.0 (2.5±1)	2.5 (2.5±1)	9.5 (5.0)	6.4 (3.4)		7.0 (5.0)	53.2 (4.6)
Real Interest Rates	-3.7	4.7	-0.5	-0.7	0.6	0.7	-0.1	0.1	2.5	3.7	0.1	0.02	0.07	0.4	1.0	0.5	-0.8	3.0	-0.7	-0.03	1.4	-20.2
Fiscal Balance/GDP (%)	-4.1	-5.3	-3.0	-2.1	-1.9	-3.2	-1.4	-2.7	-7.2	-2.3	0.3	-3.5	-4.1	-1.7	-0.9	-2.9	-1.8	-3.7	-4.2	-1.9	-1.4	-4.2
Gross Government Debt/GDP (%)	49	56	29	16	43	41	42	75	64	26	37	57	51	21	35	49	41	19	40	40	33	94
World Bank Worldwide Governance Indicators	-0.36	-0.03	0.12	1.17	-0.34	-0.31	0.36	0.65	-0.35	-0.35	0.75	0.39	-0.16	-0.25	-0.32	0.34	0.14	-0.71	0.23	-0.30	-0.08	-0.71
World Economic Forum Global Competitiveness Index	3.79	4.34	4.37	4.60	4.89	4.23	4.53	4.28	4.21	4.57	4.96	5.16	4.27	4.24	4.40	4.46	4.30	4.37	4.35	4.66	4.45	4.14
Parliamentary/Presidential Elections in 2015-16	Oct-15		Oct-16								Apr-16		Jun-15	Apr-16	May-16	Oct-15	Dec-16	Dec-16		Feb-16	Jun-15	

자료 : 국제금융협회(IIF, 2015/5)

Contents

- I. 연준의 금리인상 점화
- II. 출구전략의 영향과 함의
- III. Taper Tantrum 2.0?

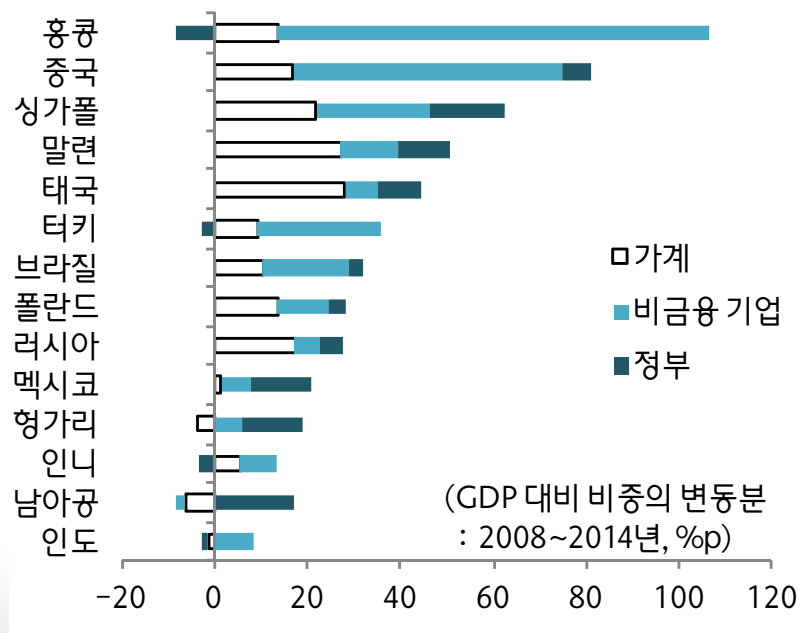
IV. 신흥시장의 취약고리

- V. 국내 영향과 전망

글로벌 유동성 제2국면 하에 금융불안의 순환에 주목

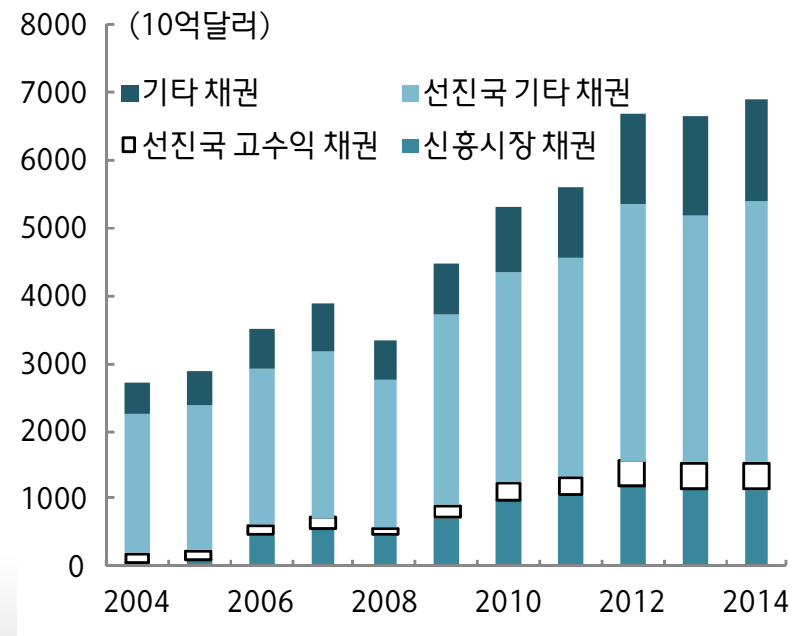
- IMF, 국제적 차원에서 금융안정과 관련된 위험들이 새로운 영역으로 순환되고 있다고 진단
 - ① 선진국 → 신흥국 ② 은행권 → Shadow Banking ③ 지급불능 위험 → 시장유동성 위험
- 글로벌 유동성의 전개: 대형은행 주도의 신용창출(제1국면) → 채권시장 주도의 신용확장(제2국면)
 - 이제 선진국 대형 자산운용사가 주요 자금공급원 역할을 맡고 신흥시장 기업이 주요 수요처로 부상
 - 그 결과 신흥시장 회사채가 핵심 취약고리; 또한 QE와 금융규제 등에 따른 시장유동성 악화도 문제

2008~2014년 중 신흥시장의 부채 급증



자료 : IMF

세계 채권펀드의 운용자산 급증

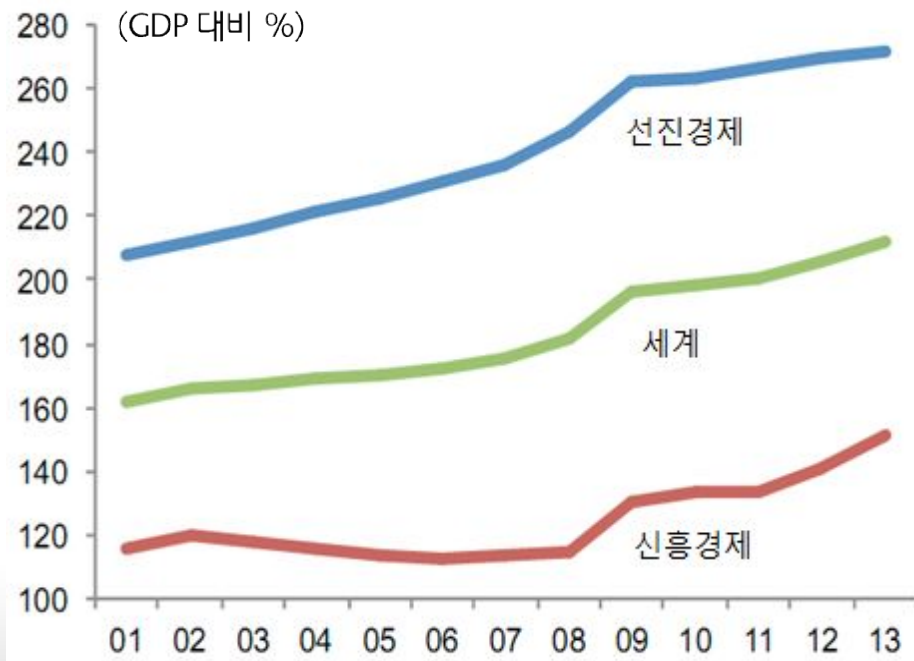


자료 : IMF

부채 의존적 성장구조의 지속에 따른 부채함정의 위험

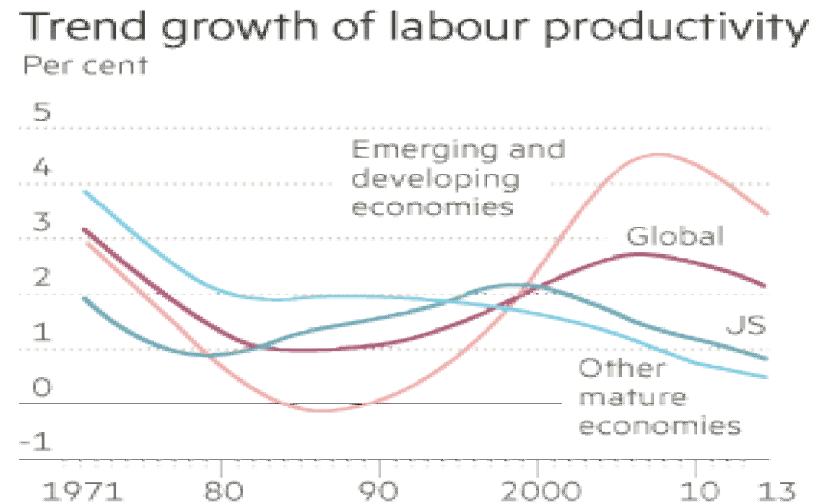
- 글로벌 금융위기 이후 은행권의 디레버리징 노력에도 불구하고 정작 전반적인 부채는 증가세
 - 글로벌 금융위기 이전까지는 선진국이 부채 증가를 주도했으나, 이후 신흥국이 부채 증가 견인
- 하지만 이러한 부채 증가에도 불구하고 세계경제의 회복 모멘텀은 부진: 오히려 성장 잠재력 약화
 - 고부채로 인해 저금리가 불가피하나 생산적 투자가 부진한 가운데 저성장 장기화 우려(부채함정)
 - * 특히 선진국을 필두로 세계적으로 노동생산성 둔화: 한국도 인구 고령화 등과 결부되어 장기침체 위험 증대

세계 비금융 부문의 부채 증가



자료 : Geneva Report(2014)

세계경제의 생산성 둔화



Source: The Conference Board Productivity Brief 2015

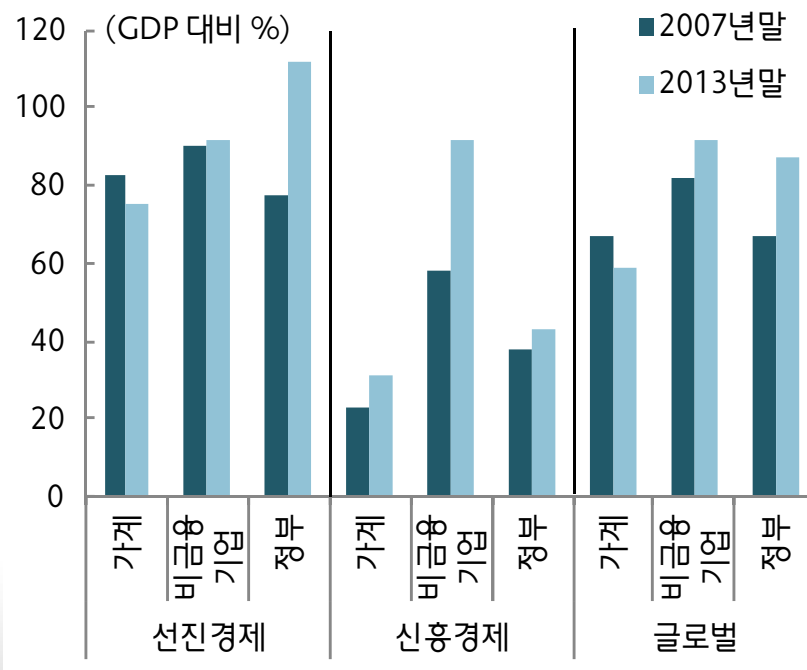
FT

자료 : Financial Times(2015.5/25)

글로벌 부채위기의 새로운 진앙, 신흥시장의 비금융기업?

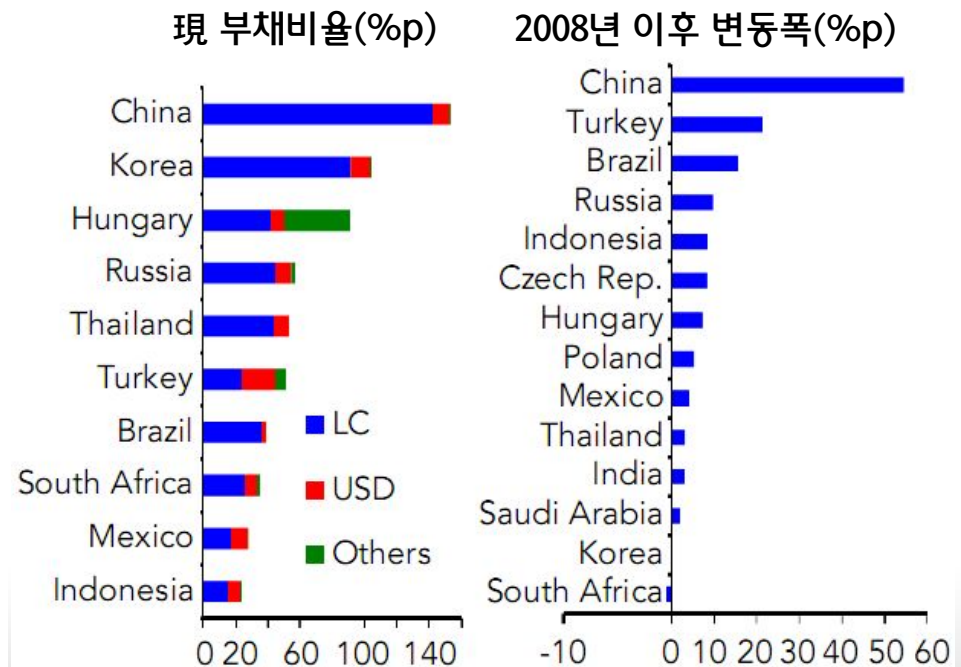
- 그동안 신흥경제는 부채위기에 비교적 유연한 반응을 보였으나, 최근 부채 급증에 따른 부담 부각
 - 신흥경제의 부채 증가는 중국 등 비금융 기업부문이 견인(성장둔화와 경쟁심화와 수익성 악화)
- 특히 중국의 경우 Shadow Banking의 성장과 맞물린 신용 과잉으로 부동산 등의 버블붕괴 위험
 - 중국의 비금융 부채비율(GDP 217%), 비금융기업 부채비율(GDP 150% 상회)는 신흥경제 중 최고
 - 다만 중국의 경우 현지통화(LC) 표시 비율이 압도적이라고 외부 충격에 상대적인 면역력 확보

글로벌 비금융 부채 추이 비교



자료 : BIS

신흥시장 비금융기업 부채(GDP %)

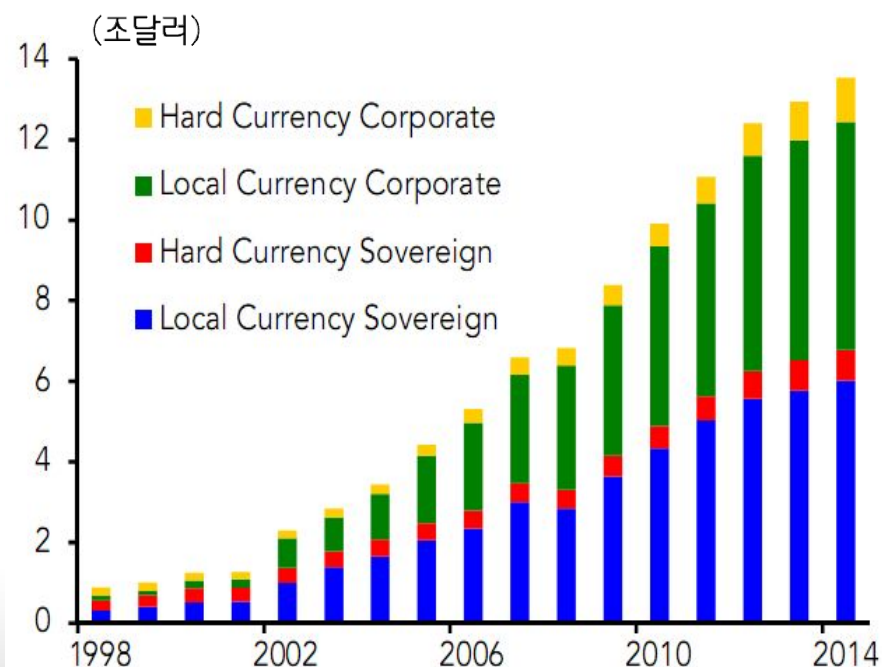


자료 : IIF

신흥시장 채권의 Market Liquidity 위험에 유의할 필요

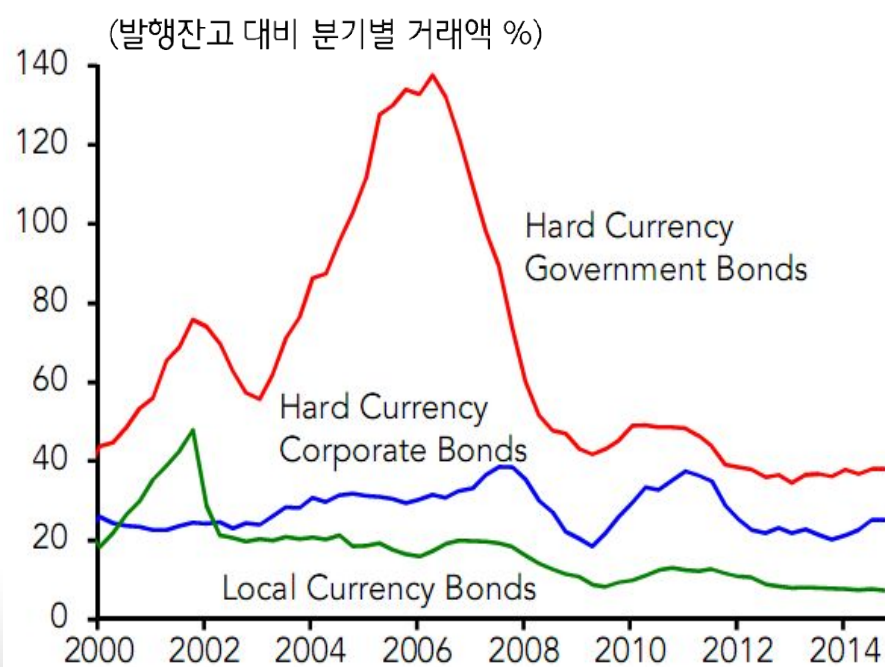
- 최근 미국은 물론 독일 등 주요국의 채권시장에서 flash crash 등과 같은 격렬한 변동성 초래
 - 중앙은행의 대규모 채권 매수와 글로벌 금융규제 강화 등으로 채권시장의 유동성이 격감한 결과
- 이와 같은 양상은 신흥국 채권시장에서도 마찬가지 → 신흥시장 채권의 시장 유동성 위험 부각
 - 실제로 신흥시장의 채권시장 급성장(신규발행 급증 등)에도 거래(및 매매스프레드)는 상당히 부진
 - 특히 경화(hard currency) 표시 채권의 취약성 주목 ← 국제 중개자의 market-making 역할 축소

신흥시장 채권시장 규모



자료 : IIF

신흥시장 채권회전을 추이

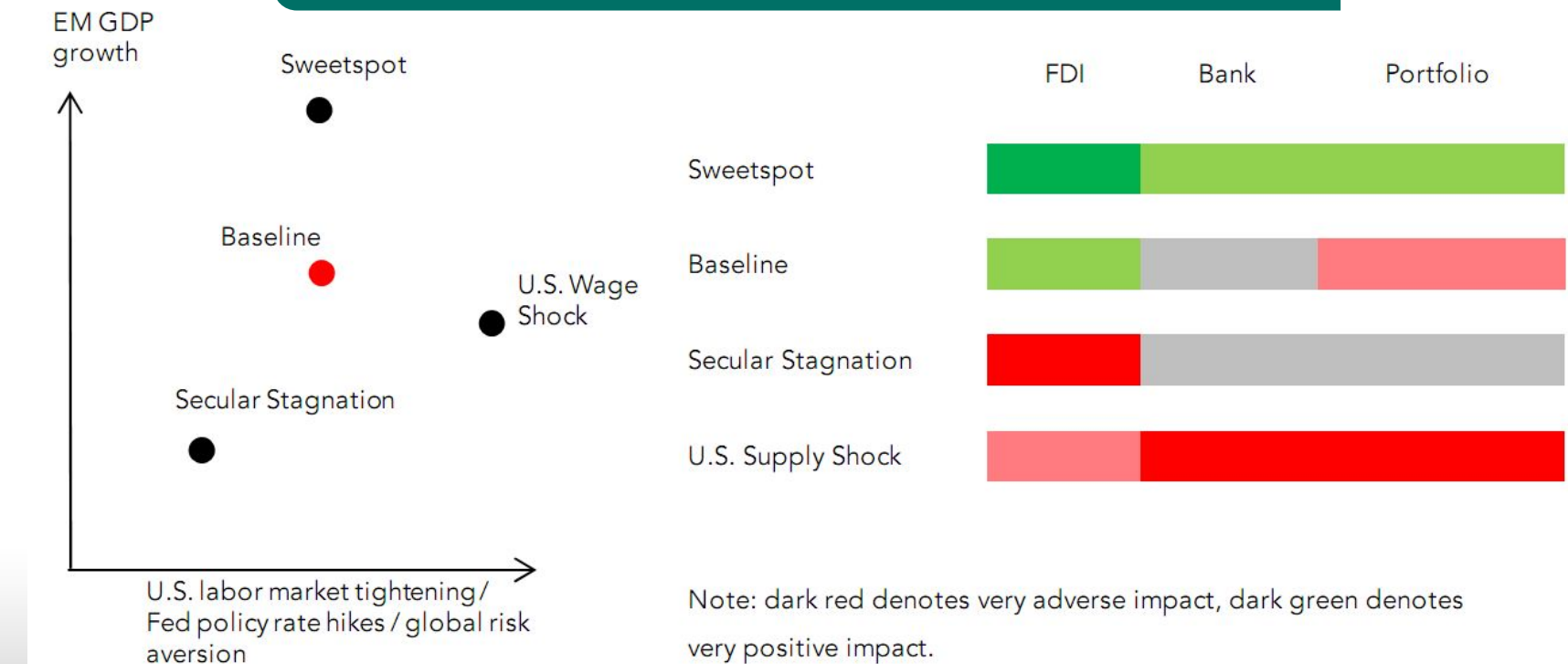


자료 : IIF

[참고] 연준 금리인상의 시나리오와 신흥시장 자금흐름 영향

- 연준 금리인상의 방향 및 신흥시장 영향에 대한 국제금융협회(IIF)의 네 가지 시나리오
 - ① 기준(Baseline) : 신중한 금리인상과 세계경제의 점진적인 회복 → 신흥시장 PF 자금 유출
 - ② 낙관(Sweetspot) : 연준의 신중한 금리인상과 세계경제의 “정상화” → 신흥시장 자금유입 호조
 - ③ 비관(장기정체) : 노령화, 생산성 둔화 등 영향으로 금리인상 지연 → 신흥시장 FDI 유입 악화
 - ④ 최악(美 임금충격) : 예상외로 임금이 급등하면서 연준의 공세적 금리인상 → 신흥시장 자금 이탈

연준 금리인상의 시나리오와 신흥시장 자본흐름 영향



자료 : IIF

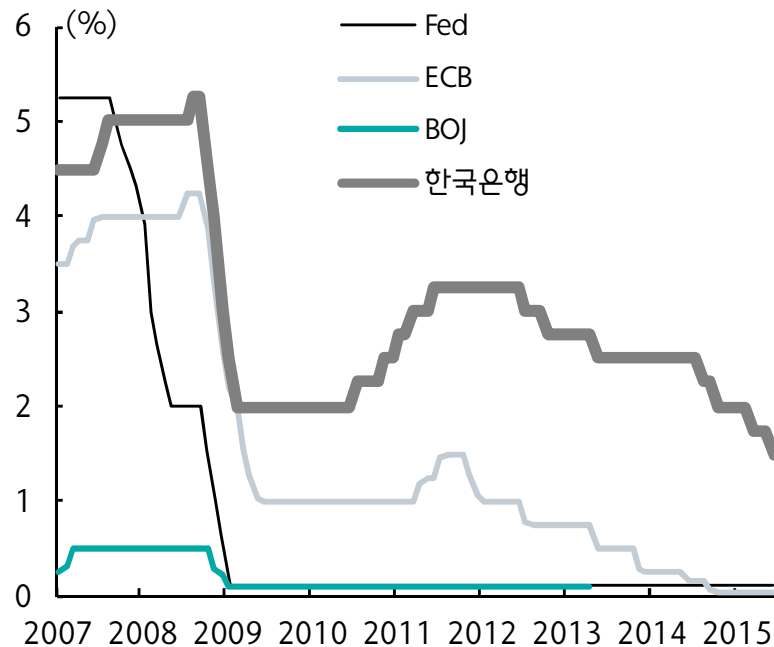
Contents

- I. 연준의 금리인상 점화
- II. 출구전략의 영향과 함의
- III. Taper Tantrum 2.0?
- IV. 신흥시장의 취약고리
- V. 국내 영향과 전망**

글로벌 통화정책 차별화 등을 감안할 때 국내 동반 금리인상 어려워

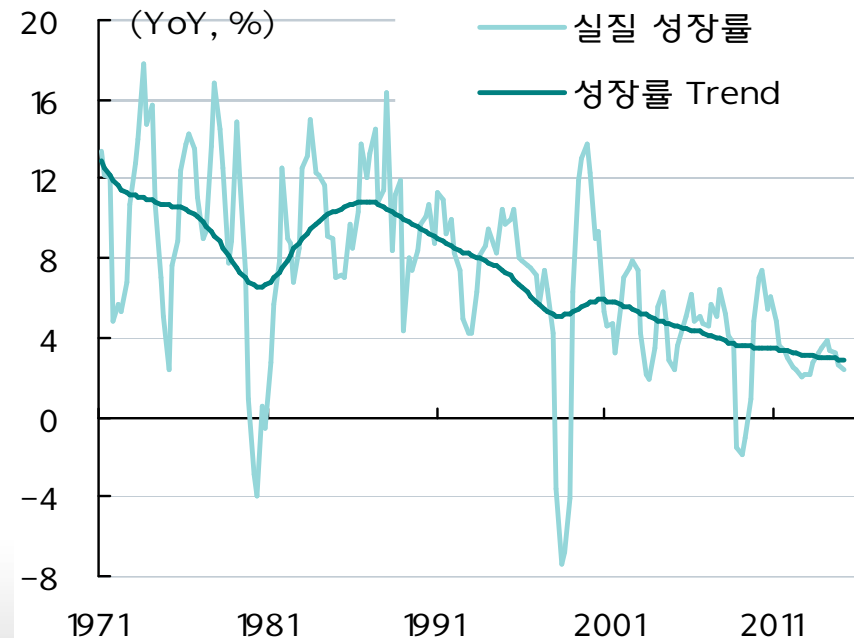
- 연준의 출구전략 모색에도 불구하고 BOJ, ECB, PBOC 등은 통화 부양책 지속
- 각국의 여건에 부합하는 통화정책 기조로 인해, 우리나라도 연준 금리인상과 동조화 할 부담 완화
 - 국내 경제의 중장기 성장 잠재력 약화 등에 따라 실제 금리인상은 2017년 말 이후에나 가능할 듯
 - 오히려 최근 국내외 경제전망의 하향조정이 확산되는 상황에서 단기적으로 추가 금리인하도 가능

주요국의 기준금리 추이



자료 : Bloomberg

한국의 성장추세 둔화

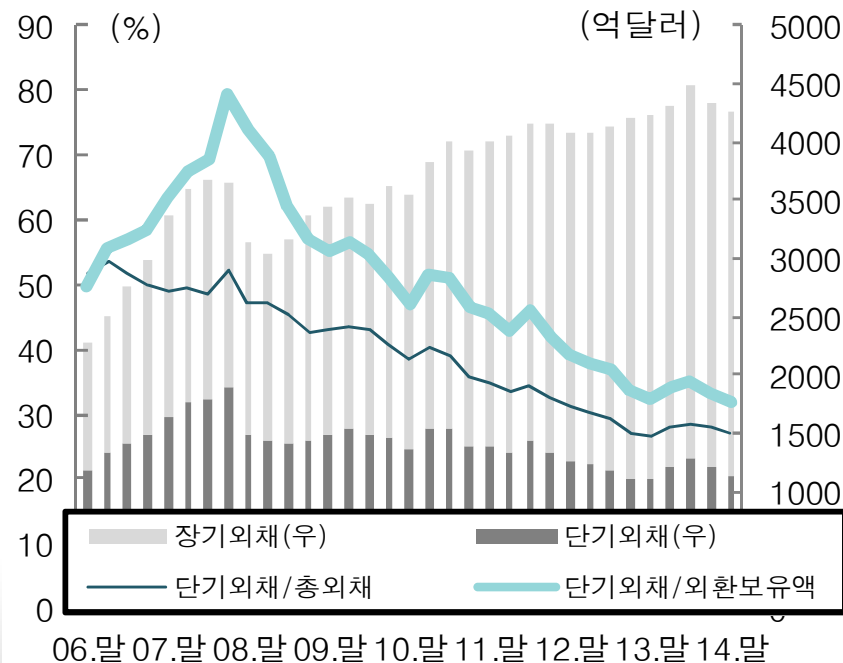


자료 : 한국은행, 하나금융경영연구소

거시건전성 및 신인도 개선을 감안할 때 자금유출 여지도 제한적

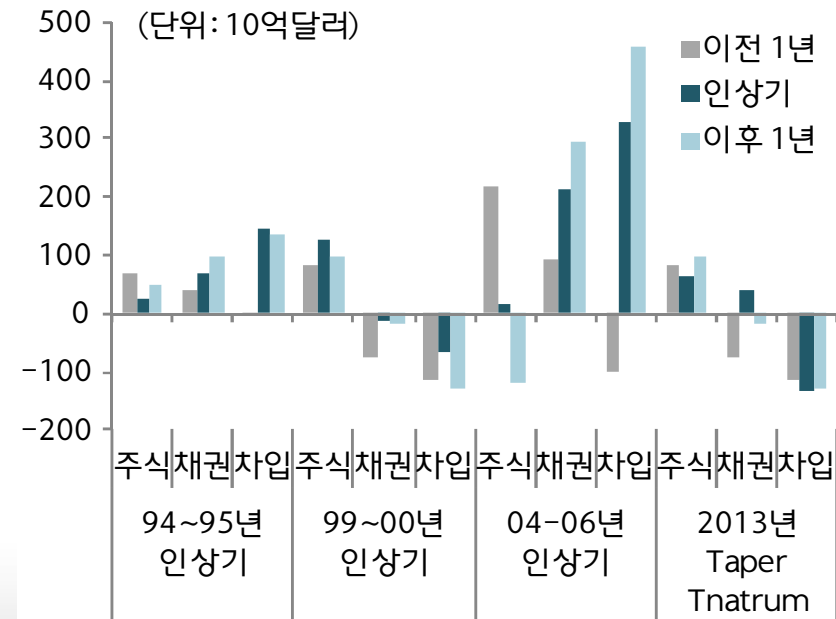
- 외환 부문의 건전성 개선을 기반으로 우리나라의 대외신인도 개선 → ‘차별화’ 지속 가능
 - 단기차입 축소, 외환보유액 확충, 대규모 경상흑자, 나아가 ‘거시건전성 규제 3중세트’ 등에 따라 외환건전성 혹은 대외지불능력을 중심으로 우리나라의 거시건전성이 향상된 결과
- 美 금리인상기 중 국내 자본유출입 흐름 역시 그 직전이나 직후에 비해 추세적인 악영향 부재
 - 한편, 2013년 Taper Tantrum 당시에도 차입이 다소 크게 감소했을 뿐 채권이나 주식은 유입

우리나라의 외환건전성 개선



자료 : 한국은행

연준 금리인상기 전후 국내 자본유출입

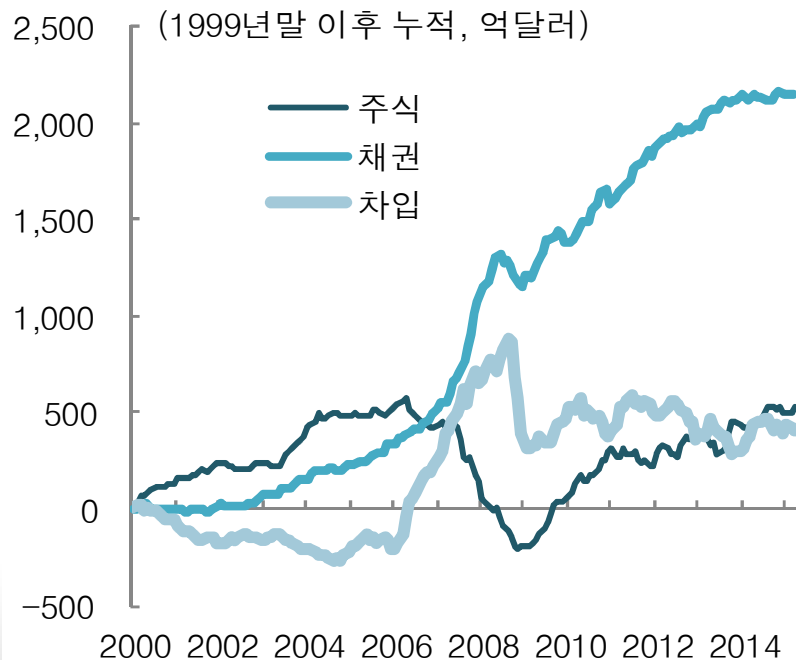


자료 : 한국은행(국제수지 중 부채 기준)

다만, 채권자금 유입이 급증한 가운데, 장기금리發 충격 경계

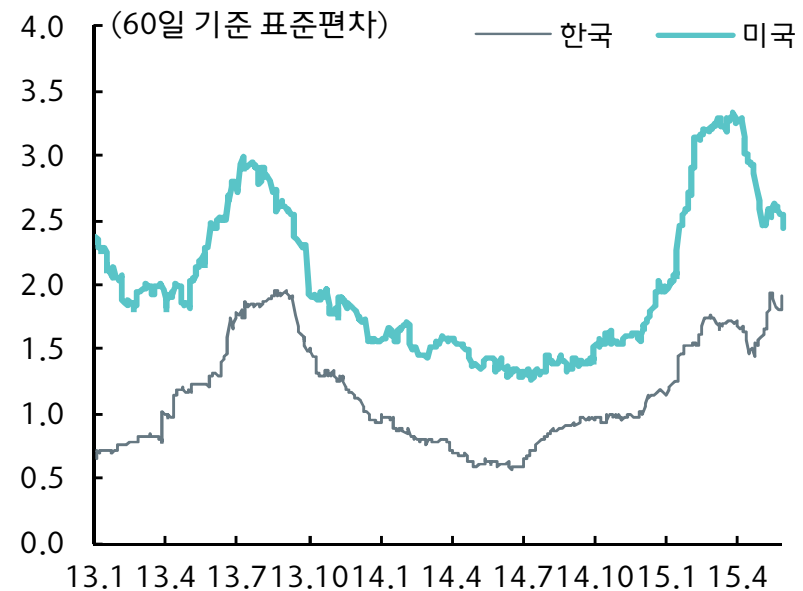
- 사실 글로벌 금융위기 이후 국내 금융시장의 안정성 제고와 관련해 자본유입의 구성 변화에 주목
 - 특히, 시스템 위험이 가장 큰 차입이 억제된 반면, 비교적 안정성 높은 채권 유입이 급증
- 다만, 美 출구전략 과정에서 국제 대형 투자자들의 채권이탈에 따른 장기금리 변동성 위험 경계
 - 국내 단기금리 변동이 억제된 반면, 대내외 장기금리 상승압력이 부각되면서 변동성 확대 소지
 - 2013년에도 국내 금리인하에도 불구하고, 장기금리가 상승하는 가운데 변동성 심화 → 올해도 유사

국내 외국인 자금유입 추이



자료 : 한국은행(국제수지 중 부채 기준)

한국과 미국의 국채 10년물 변동성 추이

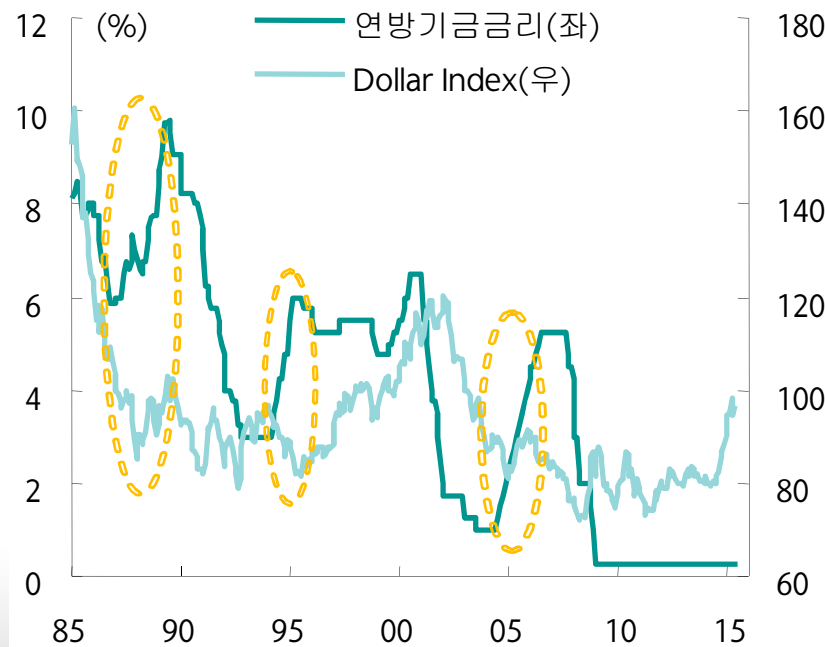


자료 : Bloomberg, 하나금융경영연구소

한편, 연준發 원/달러 환율의 급등 여지는 제한적으로 평가

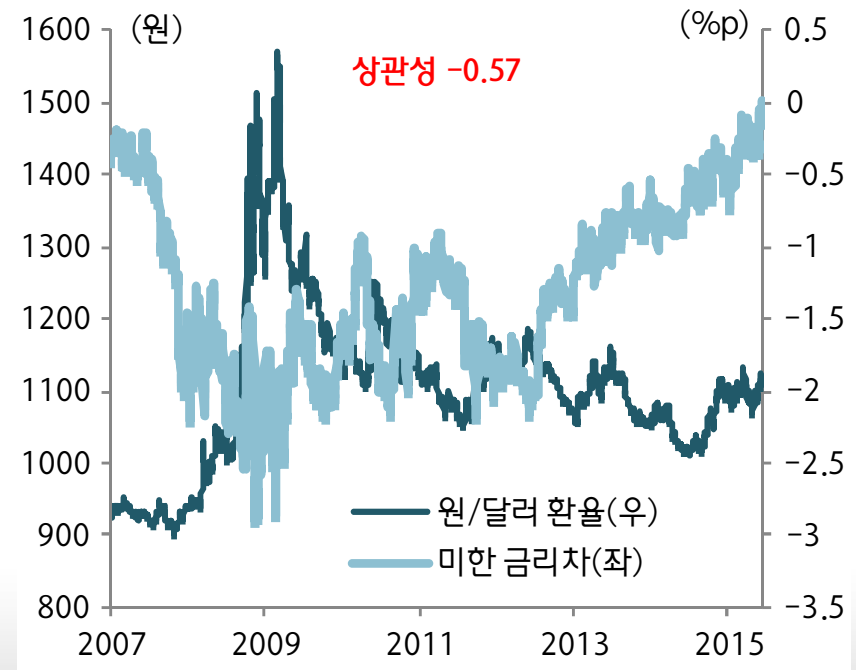
- 연준 금리인상 對 韓銀 금리인하의 통화정책 엇박자 속 원/달러 환율 향방에 대한 우려 증대
- 그러나 과거 경험을 보면, 연준의 금리인상기 중 오히려 달러화가 약세를 보이는 경향이 강하며, 또한 對美 금리차와 원/달러 환율 간에도 역의 상관성이 큰 것으로 나타남
 - 물론 단기적으로는 금리차에 대한 기대 등이 환율에 상당한 영향을 미치나, 추세적인 영향력 미미
- 사실 최근 들어 원화가 ‘準안전자산’으로 부각되는 상황에서 대외 금리차 축소는 그 반증에 불과?

美 기준금리와 달러화 추이



자료 : Bloomberg

원/엔 환율과 美韓 금리차

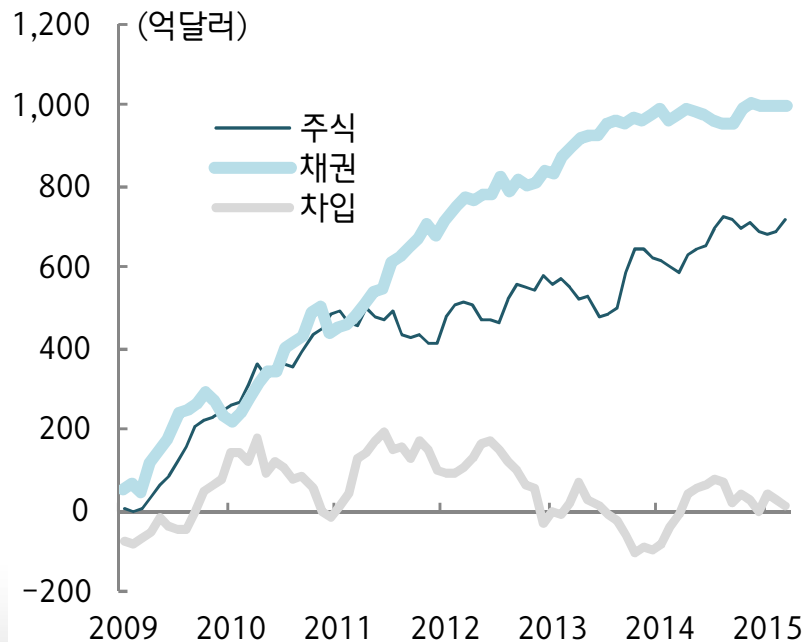


자료 : Bloomberg(10년물 미국 국채수익률-10년물 한국 국채수익률 기준)

[참고] 국내 외국인 자본유출에 따른 시장 영향 점검 ①

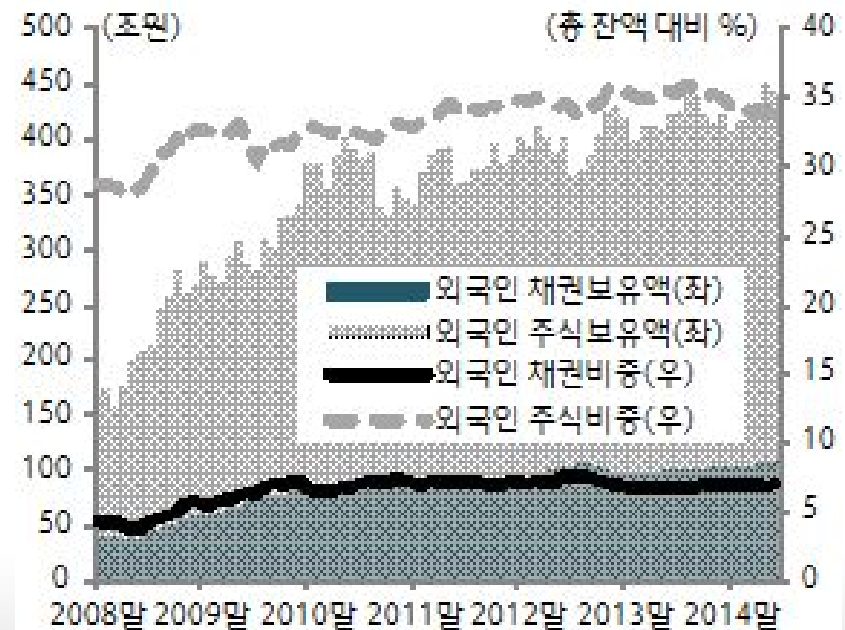
- 2008년말 연준 QE 시행 이후 국내 외국인 자금유입 누적 규모는 2015년 1Q말 기준 총 1,731억\$
 - 외국인 자금유입의 내역: 주식 717.4억\$, 채권 999.7억\$, 차입 14.1억\$(국제수지 상의 부채 기준)
- 대외 불안에 따른 시스템 리스크가 큰 해외 차입은 억제되었지만, 대신에 주식과 채권 투자가 급증
 - 동기간 상장주식 기준 외국인 비중: 28.7%(잔액 165.8조원)→34.0%(433.1조원)
 - 동기간 상장채권 기준 외국인 비중: 4.3%(잔액 37.5조원)→6.9%(102.5조원)

2008년말 이후 외국인 자금유입(누적)



자료 : 한국은행(국제수지 중 부채 기준)

2008년말 이후 외국인 주식·채권투자(잔액)

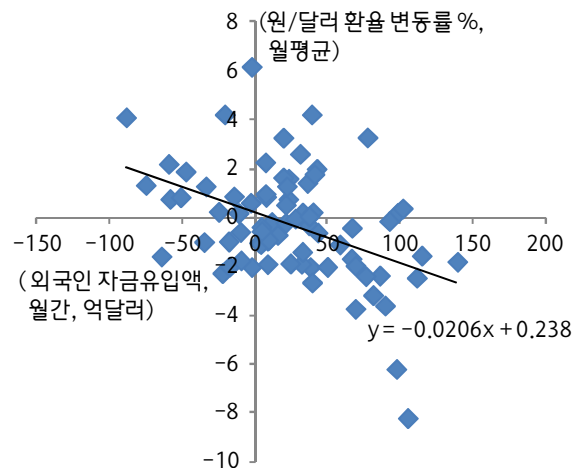


자료 : 한국거래소, 연합인포맥스(상장주식 및 상장채권 기준)

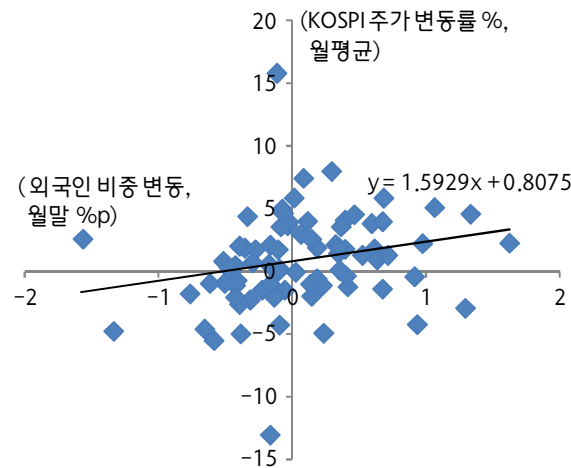
[참고] 국내 외국인 자본유출에 따른 시장 영향 점검 ②

- 극단적인 가정으로서, QE 이후 유입된 외국인 자금이 모두 유출되면???
 - 주식시장(외국인 주식비중 축소: 34.0%-28.7%=5.3%p)의 경우 KOSPI 주가 8.5% 하락
 - 채권시장(외국인 채권비중 축소: 6.9%-4.3%=2.6%p)의 경우 국고채 10년물 수익률 38bp 하락
 - 외환시장(외국인 유입자금 1,731억\$ 전액 유출)의 경우 원/달러 환율 34.6% 상승
 - 환율 상승폭이 크고, 주가도 어느 정도 조정이 예상되나, 채권시장에는 오히려 긍정적 영향
 - 사실, 채권시장의 경우 외국인 투자의 절반 가량이 비교적 안정성 높은 신흥국 중앙은행·국부펀드 자금
 - 따라서 단기간내 이탈 가능성은 미미 → 원/달러 환율 상승 억제(채권자금 절반만 유출되면 26.6% 상승)
- * 나아가 국내 외환보유액도 2015.4월말 현재 3,699억\$에 달해, 원/달러 환율 급등 부담을 상쇄 가능

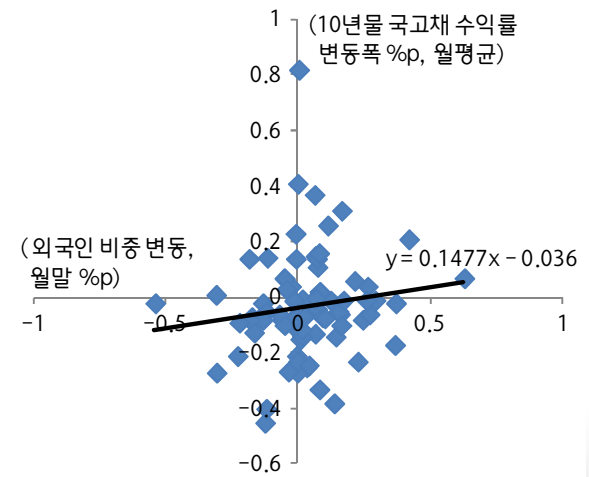
외국인 자금유입과 환율



외국인 비중과 주가



외국인 비중과 금리



* 주 : 외국인 자금유입과 환율은 2009~2015.3월 기준이며, 그 외는 2009~2015.5월 기준
 자료 : 한국은행, 한국거래소, 연합뉴스포맥스, 하나금융경영연구소

감사합니다~~~

하나금융경영연구소 Chief Economist 장보형
jangbo@hanafn.com, 02-2002-2693