Weekly

리서치센터 투자전략팀

vol. 321 2026. 01. 20

Fed Watcher

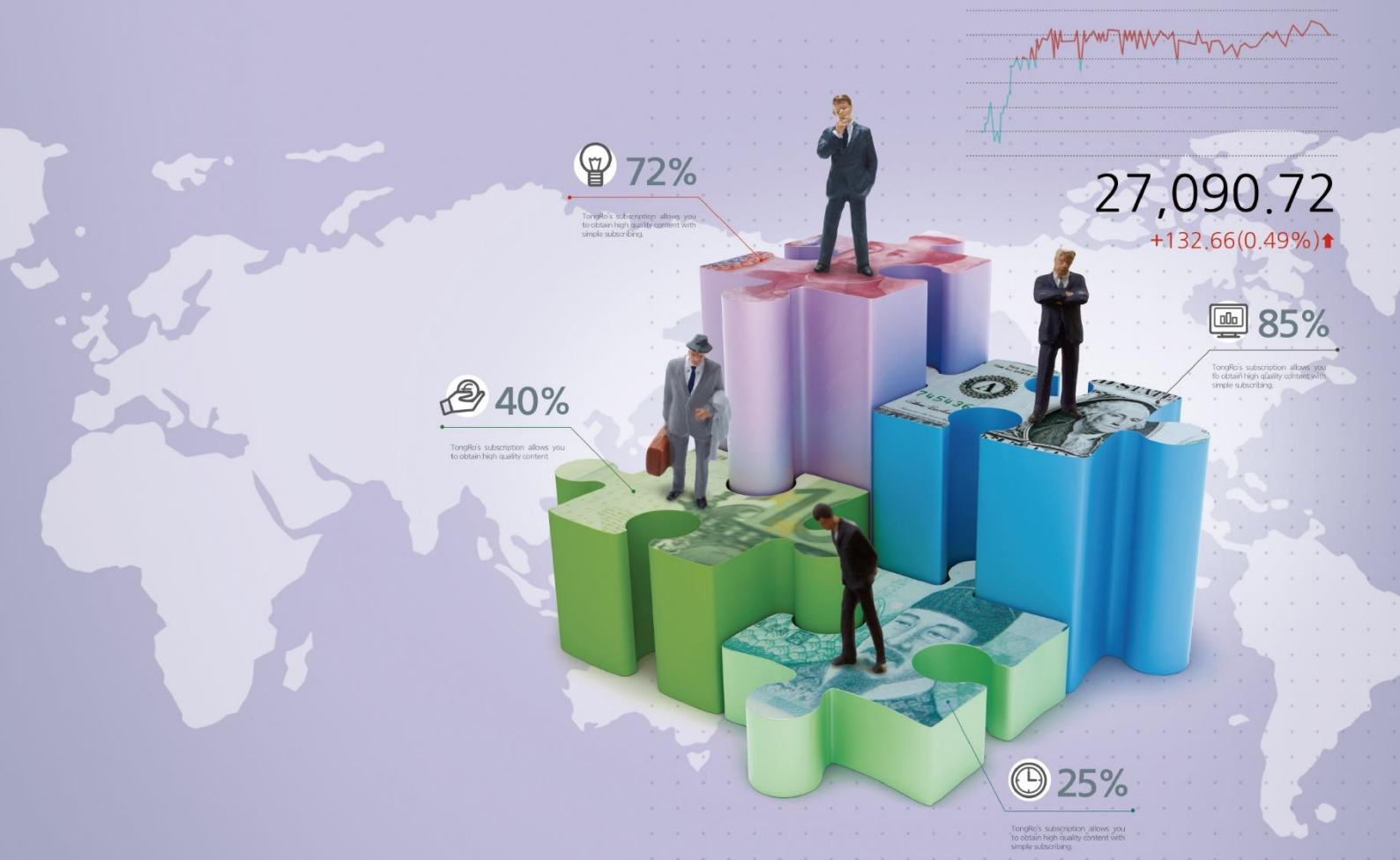
분열하는 세계 속 무역 경로 분석해보기

Part I Funds Watcher

Part II Fed/Issue Watcher

Demystifying trade patterns in a fragmenting world

Repo is even bigger than we thought



LS증권

Money & Policy Tracker

PIF, 광산 회사 Manara Minerals의 분사 추진 (2026.01.15) 4P

사우디 국부펀드 PIF는 광산 합작사인 Manara Minerals를 분사해 독자적 광업 역량을 강화할 계획. Manara는 광산 회사 Maaden(PIF 지분 67%)과의 합작 법인으로, 해외 광물 투자를 위해 '23년 설립. 사우디의 미개발된 국내 광물 자원은 약 $2.5T 규모로 추정되며, Maaden은 향후 10년간 $110B 투자 계획을 발표

L'imad, 아부다비의 네 번째 국부펀드로 출범 (2026.01.15) 5P

아부다비 국부펀드 L'imad는 ADIA, Mubadala, ADQ에 이어 네 번째 국부펀드로 출범. L'imad는 장기 경제 성장 지원, 정부 수입원 다각화, 투자 수익 제고가 목표. L'imad는 최근 사우디 국부펀드(PIF), 카타르 국부펀드(QIA)와 함께 워너 브라더스 인수 입찰에 참여한 바 있음

Away Super, European Outlet Mall Venture 지분 인수 추진 (2026.01.13) 6P

호주 연기금 Away Super는 유럽 쇼핑 센터인 European Outlet Mall Venture의 지분 31%를 인수. European Outlet Mall Venture는 $3B의 자산 규모로, 네덜란드, 오스트리아, 이탈리아에 지점을 보유. 이번 투자는 유럽 리테일 시장 회복세에 따른 부동산 확대 전략의 일환으로, 네덜란드 연기금 APG 및 프랑스 투자자와 공동 참여

NESPF, Hermes 자회사에 소송 제기 (2026.01.14) 7P

스코틀랜드의 연기금 NESPF는 미 투자회사 Federated Hermes 자회사 소송 제기. 이번 소송은 스웨덴 풍력 발전소 5곳으로 구성된 포트폴리오 투자 손실에 대한 청구. NESPF 측은 Hermes가 연기금의 안정적 자산 포트폴리오에 기준 미달인 위험 자산을 편입해 손실을 초래했다고 주장

VOX EU CEPR

분열하는 세계 속 무역 경로 분석해보기 (2026.01.12) 9P

미중 무역 갈등이 주변국의 무역에 미치는 영향을 연구한 결과, 두 가지 상이한 효과가 확인됨. 이는 우회수출과 무역 재배분이라는 경로. 우회수출은 중국의 대미 수출이 주변국을 경유지로 활용하는 데 그치는 경우를 뜻하고, 무역 재배분은 주변국이 직접 생산을 확대해 국내 부가가치를 높이는 경우. 대표적으로 베트남은 무역 재배분 효과가 뚜렷하게 나타나 대미 수출이 유의미하게 증가. 다만 베트남이 얻은 단기적 반사이익은 오히려 지경학적 분열의 취약성을 확대시켜 글로벌 경제에 손실을 초래할 가능성이 있음

FT FINANCIAL TIMES

금융 시스템의 숨은 거인은 레포 시장 (2026.01.13) 13P

미국 레포 시장의 거대한 규모 속 금융안정 위협 가능성 제기되는 중. 그 크기는 일일 평균 $12.6조(3Q25 기준)로, 연준 추산보다 $7,000억 큰 것으로 확인. 이는 OFR의 데이터 개선에 따라 미공개였던 비청산 양자간 레포의 규모가 나타났기 때문. 단기 담보대출인 레포는 금융기관의 주요 레버리지 수단이며, 미국 국채가 담보의 70%를 차지. 그러나 과도한 단기자금 의존은 '08년과 같이 시스템 리스크를 재점화할 수 있는 불안요소임에 주목

Part I

Funds Watcher

글로벌 집행기관 동향

최근 업데이트 된 글로벌 집행기관들(국부펀드, 연기금, 대학기금 등)의
최신 동향을 요약, 정리 했습니다.

국부펀드 (Sovereign Fund)

- ✓ PIF, 광산 회사 Manara Minerals의 분사 추진
- ✓ L'imad, 아부다비의 네 번째 국부펀드로 출범

연기금 (Pension Fund)

- ✓ Away Super, European Outlet Mall Venture 지분 인수 추진
- ✓ NESPF, Hermes 자회사에 소송 제기

Funds Watcher

PIF, 광산 회사 Manara Minerals의 분사 추진– 2026.01.15, Reuters

사우디아라비아의 공공투자기금(PIF) 이 광산 회사 마나라 미네랄스(Manara Minerals)의 스핀오프(분사)를 추진하고 있다. 마나라는 사우디아라비아 광산회사(마아덴, Maaden) 와 PIF의 합작법인이다.

산업 및 광물자원부 장관 반다르 알코라이프(Bandar Al-Khorayef) 는 로이터 통신과의 인터뷰에서, 이번 분사를 통해 마나라 미네랄스가 단순한 투자 수단에서 벗어나 보다 기술적 역량을 갖춘 기업으로 발전할 수 있을 것이라고 밝혔다. 그는 "PIF는 대규모 투자자는 맞지만 광산 개발 전문성은 없다"고 덧붙였다.

분사 일정은 아직 정해지지 않았으나, 새로운 주주를 영입하기 위한 논의가 진행 중이며 그 주주에는 사우디 국내 또는 해외 투자자가 포함될 수 있다고 알코라이프 장관은 말했다.

마나라는 2023년에 해외 핵심 광물 투자를 목적으로 설립되었으며, 마아덴이 51%의 지분을 보유하고 있다. PIF는 다시 마아덴의 67%를 소유하고 있다.

2023년 7월, 마나라는 브라질 발레(Vale) 의 자회사인 Vale Base Metals의 10% 지분을 인수했다. 그러나 작년에는 파키스탄의 레코딕(Reko Diq) 구리·금 광산 지분 인수 협상이 무산되었다.

파키스탄 육군 산하 공병단인 프런티어 웍스(Frontier Works) 의 무함마드 임란 악타르 부국장은 "파키스탄 정부가 광산 지분을 축소하기를 원치 않아 협상이 중단되었다"고 밝혔다.

2024년 10월, 마아덴의 CEO 로버트 윌트(Robert Wilt) 는 마나라가 단기 수익보다는 장기 계약을 목표로 하고 있다며 시장 침체기에 퀵 리턴을 노리지 않는다고 말했다.

리야드는 아직 개발되지 않은 인산염, 금, 보크사이트, 희토류를 포함한 광물 자원이 약 2.5조 달러 규모에 달한다고 추정한다.

한편 마아덴은 향후 10년간 1,100억 달러를 투자할 계획을 발표했으며, CEO는 이를 "광산업 역사상 최대 규모의 투자 프로그램"이라고 설명했다.

〈 Saudi Public Investment Fund plans to spin off mining firm Manara〉
https://www.reuters.com/business/energy/saudi-public-investment-fund-plans-spin-off-mining-firm-manara-2026-01-14/

L'imad, 아부다비의 네 번째 국부펀드로 출범- 2026.01.15, Middle East Entrepreneur

아부다비가 기존의 세 개 국부펀드인 아부다비투자청(ADIA), 무바달라(Mubadala), ADQ에 이어 네 번째 국부투자기구 '리마드(L'imad)'를 새로 설립했다.

리마드는 아부다비 정부의 새로운 국가 투자 플랫폼으로, 장기 경제 성장 지원, 정부 수입원 다각화, 전략적 부문에서의 투자 수익 제고를 목표로 한다.

셰이크 할레드 빈 모하메드 빈 자이드 알 나하얀(아부다비 왕세자)이 리마드의 의장으로 임명되었다.

리마드의 이사회에는 할둔 칼리파 알 무바라크, 아흐메드 알 마즈루이, 모하메드 알리 알 쇼라파, 사이프 고바시, 왈리드 알 무하이리, 카말 알마즈미 등이 포함되어 있다.

2025년, 리마드는 UAE 최대 상장사인 IHC로부터 아부다비 부동산 개발업체 모돈 홀딩(Modon Holding) 의 상당한 지분을 인수했다.

최근에는 사우디 공공투자기금(PIF) 및 카타르투자청(QIA) 과 함께 파라마운트 컨소시엄(Paramount consortium) 을 통해 워너 브라더스 디스커버리(Warner Bros. Discovery) 인수 입찰에 참여했다.

〈 Abu Dhabi Establishes Fourth Sovereign Investment Fund, L'imad 〉
https://www.entrepreneur.com/en-ae/finance/abu-dhabi-establishes-fourth-sovereign-investment-fund/501908

Away Super, European Outlet Mall Venture 지분 인수 추진 – 2026.01.13, Bloomberg

호주의 주요 연기금 중 하나인 어웨어 슈퍼(Aware Super) 가 유럽 쇼핑센터 시장에 베팅했다. 회사는 약 31%의 지분을 유럽 아울렛 몰 플랫폼에 인수하며, 수십억 유로 규모의 거래를 성사시켰다.

A$2,100 억(미화 약 $1,400 억) 규모의 연기금인 어웨어 슈퍼는 얼라이언츠(Allianz) 가 운용을 맡긴 계좌로부터 퍼시픽 인베스트먼트 매니지먼트(PIMCO) 가 관리하던 유럽 아울렛 몰 벤처(European Outlet Mall Venture) 의 지분을 인수했다고 화요일 발표했다.

이 플랫폼은 네덜란드, 오스트리아, 이탈리아의 네 개 쇼핑 센터로 구성되어 있으며, 자산 규모는 약 26 억 유로(30 억 달러) 에 달한다. 어웨어 슈퍼는 네덜란드 연기금 APG 및 프랑스 기관투자자와 함께 이 프로젝트를 공동 운영할 예정이다.

이번 투자는 어웨어 슈퍼의 유럽 부동산 시장 재진입 전략의 일환으로, 지난 몇 년간 전자상거래 성장, 코로나 19 팬데믹, 금리 상승으로 위축되었던 소매 부문 회복세에 따른 것이다. 신규 개발 부족과 유휴 리테일 부지의 다른 용도 전환으로 인해, 남은 우량 쇼핑몰들이 투자자에게 매력적인 자산으로 부상하고 있다.

부동산 컨설팅사 세빌스(Savills) 자료에 따르면, 2025 년 1~9 월 유럽 리테일 투자 규모는 전년 대비 16% 증가한 246 억 유로로 집계돼 최근 5 년 평균을 3% 웃돌았다. 특히 리테일파크형 상가(대형 복합몰) 가 전체 투자 중 42%를 차지하며 인기를 끌었다.

어웨어 슈퍼의 유럽 부동산 책임자 마티외 엘샤우트(Mathieu Elshout) 는 “그동안 우리 포트폴리오 내 리테일 비중은 매우 낮았다”고 말했다.

어웨어 슈퍼는 또한 유럽 오피스 부문에도 낙관적 전망을 갖고 2023 년 런던에 사무소를 열었으며, 현재 직원 수는 25 명으로 늘었다. 2024 년에는 델랜시 부동산(Delancey Real Estate) 과 합작투자를 설립해 10 억 파운드(13 억 5 천만 달러) 규모 투자 목표의 절반을 이미 집행했다. 또한 네덜란드 APG 로부터 아파트호텔 운영사 더 줄라이(The July) 의 지분도 인수했다.

〈 Aware Super Buys Into €2.6 Billion European Mall Platform 〉
https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-01-13/aware-super-buys-into-2-6-billion-european-mall-platform?srnd=phx-deals

NESPF, Hermes 자회사에 소송 제기– 2026.01.14, FT

스코틀랜드의 주요 공공연기금 중 하나가 미 투자회사 페더레이티드 허미스(Federated Hermes) 의 자회사를 상대로 "존립을 건 도박(existential gamble)" 이라며 수백만 파운드 손실에 대한 소송을 제기했다.

애버딘시의 노스이스트 스코틀랜드 연기금(NESPF, North East Scotland Pension Fund, 운용규모 63억 파운드) 은 스웨덴 풍력 발전소 5곳으로 구성된 포트폴리오 투자 손실과 관련해 런던 고등법원에 소송을 제기했다.

애버딘 시의회는 두 개의 허미스 계열사가 연기금 자산 일부를 운용하면서 이 풍력 발전 자산을 "핵심 포트폴리오(core portfolio)" 에 편입했다고 주장했다. 그러나 이 포트폴리오는 본래 "변동성이 낮고 예측 가능한 장기 현금흐름을 창출하는 안정적 자산" 을 담기 위한 용도였다.

연기금 측은 2019년 투자된 스웨덴 풍력 포트폴리오가 이런 기준에 부합하지 않았으며, 오히려 "매우 위험한" 자산으로 다양한 현실적 시나리오에서 큰 손실 가능성 을 안고 있었다고 주장했다.

법원 제출 서류에 따르면, 2024년 9월 30일 기준 이 자산의 가치는 1,700만 파운드로 급감, 이는 총 투자금 1억400만 파운드에서 8,720만 파운드 손실 에 해당한다.

연기금은 또한 약 250만 파운드의 운용 수수료, 그리고 다른 곳에 투자했을 경우 얻을 수 있었던 대체 수익 손실분에 대해서도 배상을 청구하고 있다.

청구서에는 "이번 투자는 발전 리스크와 전력가격 리스크 등과 관련된 존재론적 도박이었다"고 명시되어 있다. 또한 풍력발전소들이 체결한 전력구매계약(PPA)의 고정 납품 의무(fixed-delivery obligations) 가 풍력의 불안정한 생산 특성과 근본적으로 부적합해, "역량 있는 인프라 운용자라면 결코 하지 않았을 투자"였다고 주장했다.

소송에 따르면, 풍력 발전소들이 떠안은 높은 부채비율 도 위험을 키워 "비정상적으로 높은 디폴트 위험"을 초래했다.

NESPF는 북동부 스코틀랜드의 7만9천 명 공공기관 직원 및 퇴직자의 연금을 관리하고 있으며, 최근 5년간 연평균 수익률 7.9% 를 기록했다.

미국 피츠버그의 페더레이티드 인베스터스(Federated Investors) 는 2019년 영국의 허미스 인베스트먼트 매니지먼트(Hermes Investment Management) 를 인수하여 현재 페더레이티드 허미스(Federated Hermes) 로 통합 운용 중이다. 관리 자산은 8,710억 달러 에 달한다.

페더레이티드 허미스와 법률 대리인 링크레이터스(Linklaters) 는 논평을 거부했으며, 아직 답변서가 법원에 제출되지 않았다. NESPF 측도 코멘트를 내놓지 않았다.

〈 Pension fund sues Hermes over 'existential gamble' on wind farms 〉
https://www.ft.com/content/953173e8-74a6-4f66-8155-18115b395dce

Part II

Fed/Issue Watcher

미국 연방준비제도, 국제 금융기관 연구 및 최신 이슈

연방준비제도를 포함한 국제 금융기관(FRB, ECB, BOE, BOJ, IMF, WB, BIS, CEPR, NBER 등)에 게재된 최근 연구물 혹은 글로벌 언론기관의 최신 기사 중 흥미로운 주제를 하나 선정하여 깊이 있게 소개하고, 몇몇 주제들을 요약, 정리하였습니다.

분열하는 세계 속 무역 경로 분석해보기

** CEPR의 게시 내용을 요약, 편집했습니다. 저작권은 CEPR에 있습니다.*

미중 무역 갈등이 주변국의 무역에 미치는 영향을 연구한 결과, 두 가지 상이한 효과가 확인됐다. 이는 우회수출과 무역 재배분이라는 경로이다. 우회수출은 중국의 대미 수출이 주변국을 경유지로 활용하는 데 그치는 경우를 뜻하고, 무역 재배분은 주변국이 직접 생산을 확대해 국내 부가가치를 높이는 경우이다. 대표적으로 베트남은 무역 재배분 효과가 뚜렷하게 나타나 대미 수출이 유의미하게 증가했다. 다만 베트남이 얻은 단기적 반사이익은 오히려 지경학적 분열의 취약성을 확대시켜 글로벌 경제에 손실을 초래할 가능성이 있다.

- 미중 무역 갈등 속에서 소위 '커넥터(connector)' 국가들이 무역 블록 간의 간극을 메움으로써 이익을 얻을 수 있다는 주장이 제기되었다. 본 칼럼은 2018년부터 2022년까지 아시아 6개 신흥 시장의 무역 흐름을 조사하여 '무역 재배분(trade reallocation)'과 '우회수출(trade rerouting)'를 구분하여 분석한다.

- 미중 무역 긴장이 대부분의 국가에 미친 영향은 불분명하지만, 베트남은 우회수출보다는 무역 재배분을 경험한 것으로 보이며, 이는 국내 생산 증가와 강력한 외국인직접투자(FDI) 유입에 의해 뒷받침되었다.

- 잠재적인 단기적 이익에도 불구하고, 무역 재배분은 연결자 국가들의 지경학적 분열에 대한 취약성을 높이며, 장기적으로는 모든 국가에 손실을 초래할 수 있다.

- 미중 무역 긴장이 고조된 이래, 탈세계화에 대한 대중적 논의를 배경으로 무역 장벽 증가가 글로벌 및 양자 무역 패턴에 미치는 영향에 대한 논쟁이 커지고 있다.

- 지경학적 분열은 중장기적으로 모든 국가에 손실을 초래하지만, 단기적으로는 국가 간에 서로 다른 무역 역학을 야기할 수 있다.

- 커넥터 국가들은 무역 블록 간의 간극을 메움으로써 이익을 얻는다는 주장이 있다. 예를 들어, 미국이 중국으로부터의 조달을 줄임에 따라 이를 대체하여 대미 수출을 늘리는 동시에 중국으로부터의 수입을 늘리는 방식이다.

- 그러나 (a) 중국으로부터의 수입 증가는 다른 요인들을 반영할 수 있기 때문에 그러한 커넥터 국가들이 실제로 다리 역할을 하는지, 그리고 (b) 그러한 효과가 존재한다고 해도 어떤 경로를 통해 작동하는지는 명확하지 않다. 가능한 두 가지 경로는 다음과 같다.

  (1) 무역 재배분 (Trade reallocation): 커넥터 국가들이 미국이 중국에서 멀어짐에 따라 대미 수출을 위해 국내에서 더 많은 상품을 생산(국내 부가가치 상승 동반)하는 경우로, 중국에서 수입한 중간재를 사용할 가능성이 높다.

  (2) 우회수출 (Trade rerouting): 커넥터 국가들이 무역 장벽을 회피하기 위해 중국의 대미 수출을 위한 경유지 역할만 하는 경우로, 국내 부가가치는 거의 없거나 미미하며 극단적인 경우 단순 환적만 이루어진다.

- 이 두 경로를 구분하는 것은 중요하다. 무역 재배분은 수출을 위한 국내 생산을 증가시키므로 적어도 단기적으로는 국내 경제에 이익이 될 수 있다. 반대로 우회수출은 국내 생산 활동이 거의 없거나 전무하며, 해로운 상계관세를 초래할 수 있다.

- 이번 논문은 아시아 6개 신흥 시장(인도, 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 태국, 베트남)을 표본으로 하여, 2018년 미국의 중국 관세 인상의 파급 효과를 조사하고 이 두 경로를 분리함으로써 2018년부터 2022년 사이의 변화하는 무역 패턴에 대한 평가를 제공한다.

- 먼저 해당 국가의 중국 수입과 대미 수출 간의 양의 상관관계가 반드시 미중 간 다리로서의 커넥터 역할 때문만이 아니라, 중국의 공급망 재편 및 국내 시장 성장과 같은 다른 요인들을 반영할 수 있음이 입증됐다.

- 그 후, Eora 글로벌 공급망 데이터베이스를 활용하여 1990년부터 2022년까지 각국의 대미 수출에 대한 두 가지 부가가치 지표를 구축했다. 첫째는 국내 부가가치 비중이고, 둘째는 중국 부가가치 비중이다.

- 통제집단합성법(Synthetic Control Method, SCM)을 사용하여, 특히 중국 수출품에 대한 미국 관세의 영향을 가장 많이 받은 전략적 부문에 대해 미중 무역 갈등이 이 지표들에 미친 효과를 추정했다.

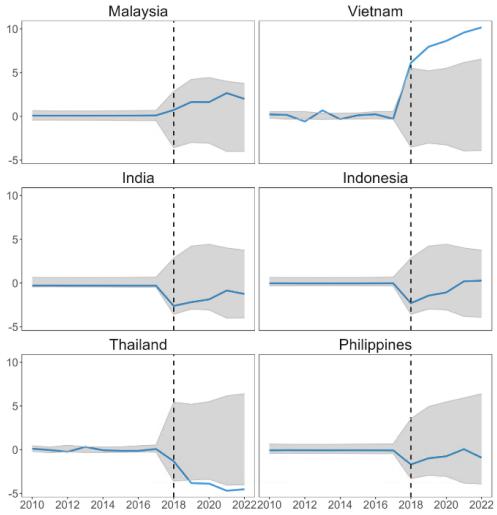
- 통제집단과 비교했을 때, 대미 수출에서 국내 부가가치 비중이 더 높다면 이는 무역 재배분의 증거, 즉 국내 생산이 확대되고 대미 수출에 더 많은 국내 콘텐츠가 포함되었음을 시사한다. 반면, 대미 수출에서 중국 부가가치 비중이 낮다면 이는 대규모 우회수출의 증거가 없음을 시사한다.

- 베트남은 2018~2022년 기간 동안 중국으로부터의 우회수출보다는 전략적 부문의 대미 수출에서 국내 부가가치를 크게 늘리고 중국 부가가치를 줄임으로써 무역 재배분 효과의 혜택을 본 것으로 나타났다.

- 구체적으로, 베트남은 대미 수출에서 국내 부가가치 비중이 통계적으로 유의미하게 증가했다(2018년 통제집단 대비 '전기 및 기계' 부문은 6%포인트, '석유, 화학 및 비금속 광물 제품' 부문은 7%포인트 높았으며, 2022년에는 각각 10%포인트, 12%포인트 더 높았다).

- 이는 베트남이 전략적 부문의 수출을 위해 국내 생산을 늘렸고, 따라서 대미 수출에 더 많은 국내 콘텐츠를 포함할 수 있었음을 시사한다. 반면, 베트남은 전략적 부문의 대미 수출에서 중국 부가가치 비중이 통계적으로 유의미하게 감소한 것으로 나타나, 중국에서 미국으로의 대규모 우회수출 증거는 없음을 시사했다.

그림1 Estimated effect on the share of domestic value added in the country's exports to the US



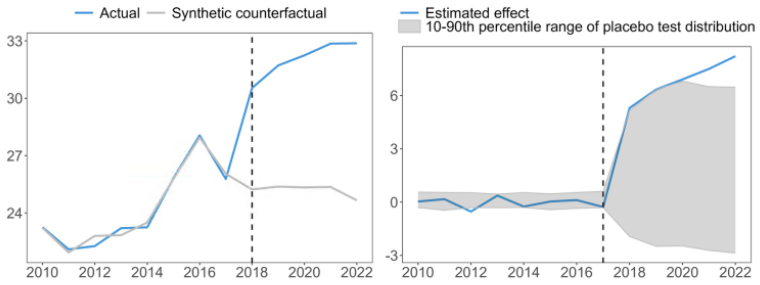
Notes: For each country, the figure plots the estimated effect on the share of domestic value added in the country's exports to the US (the blue lines) and the 10th – 90th percentile range of the placebo test distribution (the grey areas).
Sources: The Eora Global Supply Chain Database (Lenzen et al. 2012, 2013); Aslam et al. (2017); authors' calculations.

자료: CEPR, LS증권 리서치센터

- 또한, 베트남은 미국뿐만 아니라 전 세계적으로도 더 많은 국내 콘텐츠를 수출할 수 있었다. 비록 전 세계에 미치는 영향은 다소 작고 통계적으로 유의미해지는 데 더 오랜 시간이 걸리지만 말이다.

- 이는 베트남이 대미 양자 수출에서 국내 콘텐츠를 늘리는 것을 넘어, 글로벌 시장에서 더 큰 점유율을 차지하기 위해 국내 생산 능력을 확장했음을 시사한다.

그림2 Share of domestic value added in Vienam's exports to the world



Notes: Panel (a) plot the actual (the blue line) and the synthetic counterfactual (the grey line) share of domestic value added in Vietnam's exports to the world, and Panel (b) plots the estimated effect (the blue lines) and the 10th – 90th percentile range of the placebo test distribution (the grey areas).
Sources: The Eora Global Supply Chain Database (Lenzen et al. 2012, 2013); Aslam et al. (2017); authors' calculations.

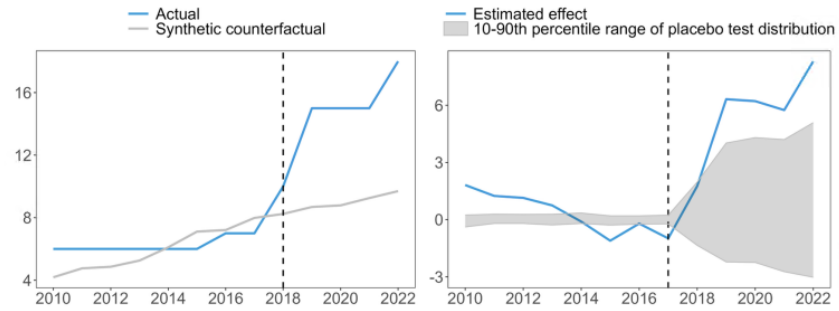
자료: CEPR, LS증권 리서치센터

- 분석은 외국인직접투자(FDI)로 확장되어 베트남에 중국 자본을 투입하는 그린필드 FDI 프로젝트의 누적 건수가 조사됐다.

- 베트남은 2018년 이후 중국으로부터 전략적 부문에서 더 많은 그린필드 FDI 프로젝트를 유치했다. 이는 수출을 위한 국내 생산 확대에 기여했을 가능성이 크다.

- 중국 기업들은 미국의 대중국 관세 인상을 배경으로 생산 기지를 베트남으로 이전했거나, 국내 인건비 상승으로 인해 이전에 시작된 이전 과정을 가속화했다.

그림3 Cumulative number of greenfield FDI projects that commit Chinese capital to Vietnam:



***Notes*: Panel (a) plot the actual (the blue line) and the synthetic counterfactual (the grey line) of the cumulative number of greenfield FDI projects that commit Chinese capital to Vietnam. Panel (b) plots the estimated effect on the cumulative number of greenfield FDI projects that commit Chinese capital to Vietnam for electrical and machinery sector since 2003 (the blue lines) and the 10th – 90th percentile range of the placebo test distribution (the grey areas).**
***Sources*: The Orbis Cross-border Investment Database and authors' calculations.**

자료 CEPR, LS증권 리서치센터

- 종합해보면, 베트남은 부분적으로는 중국의 FDI 지원을 받았지만 유리한 구조적 특성 덕분에 국내 생산을 늘리고 미국 및 전 세계로의 수출에 더 많은 국내 콘텐츠를 포함시킴으로써 무역 재배분 효과의 혜택을 본 것으로 보인다.

- 한편, 베트남이 중국이 대미 수출을 대규모로 우회 증거는 없는 것으로 나타났다. 다른 5개 아시아 국가의 경우, 미중 무역 갈등의 영향은 명확하지 않다.

- 커넥터 국가에 초점을 맞춰, 부가가치 무역을 심층 분석하며, 무역 재배분과 우회수출 효과를 구분함으로써 지경학적 분열이 심화되는 배경 속에서 변화하는 글로벌 무역 패턴에 대한 평가를 논의했다.

- 베트남과 같은 일부 국가들은 국내 생산 증가와 외국인직접투자(FDI) 유입에 힘입어 우회수출보다는 무역 재배분을 경험했다. 잠재적인 단기적 이익에도 불구하고, 무역 재배분은 커넥터 국가들의 지경학적 분열에 대한 취약성을 높이며, 장기적으로는 모든 국가에 손실을 초래한다.

〈 Demystifying trade patterns in a fragmenting world 〉
By Tatjana Schulze, Weining Xin, 2026.01.12.
https://cepr.org/voxeu/columns/demystifying-trade-patterns-fragmenting-world

금융 시스템의 숨은 거인은 레포 시장

** Financial Times의 게시 내용을 요약, 편집했습니다. 저작권은 Financial Times에 있습니다.*

미국 레포 시장의 거대한 규모 속 금융안정 위협 가능성 제기되는 중이다. 그 크기는 일일 평균 $12.6조(3Q25 기준)로, 연준 추산보다 $7,000억 큰 것으로 확인됐다. 이는 OFR의 데이터 개선에 따라 미공개였던 비청산 양자간 레포의 규모가 나타났기 때문이다. 단기 담보대출인 레포는 금융기관의 주요 레버리지 수단이며, 미국 국채가 담보의 70%를 차지했다. 그러나 과도한 단기자금 의존은 '08년과 같이 시스템 리스크를 재점화할 수 있는 불안요소임에 주목해야 한다.

- 오늘날 금융 시스템의 레버리지 수준이 어느 정도일까? 레버리지라는 개념은 양상이 복잡하고 많은 부분이 불투명해서, 그 규모를 정확히 말하는 것은 사실상 불가능하다. 다만, 그 가운데서 이제 조금이라도 더 들여다볼 수 있게 된 한 부분이 있는데, 바로 레포(repo) 시장이다.

- 레포는 repurchase agreement(환매조건부 매매)의 줄임말이다. 대체로 우량한 자산을 오늘 팔고, 다음 날(혹은 다음 주)에 약간의 웃돈을 얹어서 다시 사들이기로 약정하는 구조다. 경제적으로는 단기 담보대출과 같고, 그 웃돈이 바로 차입자가 지급하는 이자가 된다.

- 레포라는 말을 들으면 많은 사람들은 지루해하지만, 현대 금융시스템을 이해하려면 이 시장을 빼놓을 수 없다. 실제로 레포 시장은 수많은 금융기관들이 각종 금융자산에 대한 포지션을 레버리지하는 데 사용하는 주요 수단 가운데 하나다.

- 예를 들어보자. Alphaville Capital이 1,000만달러의 자금을 가지고 있고, 미 국채에 큰 포지션을 구축하고 싶다고 하자. 먼저 1,000만달러어치의 미 국채를 매입한 다음, 그 국채를 레포 거래에 넘긴다.

- 즉, 이를 MMF 같은 투자자에게 오늘 팔고, 내일 1,000만 833달러에 다시 사들이겠다고 약정하는 것이다. 이때 들어온 현금으로 다시 국채를 더 매수한다.

- 담보의 안전성이 높고, 약정된 웃돈(위 예시에서는 연 3% 정도의 금리에 해당)이 매우 낮기 때문에, 이 거래를 계속 반복하는 것이 어렵지 않다. 이렇게 몇 차례를 거듭하면, 원래 1,000만달러에 불과하던 자기자본이 1억달러 규모의 미 국채 포지션으로 불어나게 된다.

- 만약 미 국채 가격이 오를 것이라고 보거나, 국채 수익률이 레포 금리보다 충분히 높다고 판단했다면, 이 구조는 수익을 안겨줄 것이다.

- 물론 레포 거래에는 대개 헤어컷(haircut)이라 불리는 공제 비율이 붙는다. 이는 담보의 신용도, 변동성, 그리고 레포 대출의 만기에 따라 달라진다. 미 국채는 워낙 신용도가 높고 유동성이 풍부하기 때문에, 미 국채를 담보로 한 오버나이트 레포의 헤어컷은 아주 미미한 수준에 그친다.

- 다만 헤어컷은 레포의 구조에 따라서도 달라진다. 예를 들어 이른바 트라이파티(tri-party) 레포의 경우, 헤어컷은 대체로 2% 수준으로 꽤 균일하게 형성되어 있다.

- 반면, 비중앙청산 양자간 레포(bilateral repo)의 경우, 약 70% 정도의 거래가 아예 헤어컷이 0인 상태로 이뤄진다. 그리고 제도적 특수성 때문에, 아주 예외적으로 헤어컷이 0이거나 심지어 마이너스가 되는 사례도 있다.

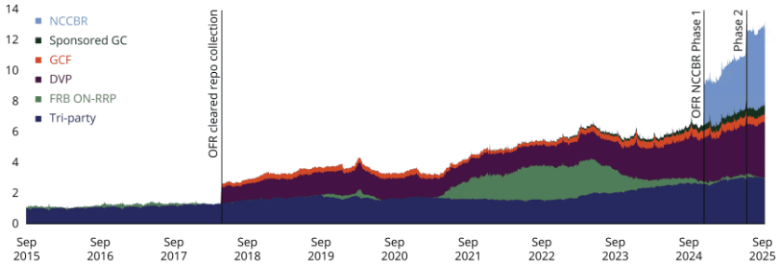
- 그렇다면 레포 시장의 규모는 도대체 어느 정도일까? 크리스마스 직전, 미국 재무부 산하 OFR(Office of Financial Research)은 2025년 3분기 미국 레포 계약 규모가 일평균 약 12.6조달러에 달한다고 추정한 보고서를 내놓았다.

- 이는 1년 전 세 명의 연준 이코노미스트들이 추산했던 규모보다도 무려 7,000억달러가 큰 수치다. OFR는 보고서에서 다음과 같이 설명한다.

- "2008-09년 금융위기 이후, 규제당국은 재무제표 및 거래단위 레벨의 레포 데이터를 수집하면서 시장의 가시성을 높이기 위한 조치를 시행해왔다. 그러나 가장 큰 시장 세그먼트에 해당하는 부분에서 데이터 공백이 남아 있었고, 이를 해소하기 위해 OFR는 2024년 12월부터 비중앙청산 양자간 레포(NCCBR)에 대한 거래단위 데이터 수집을 시작했다. 2025년 7월부터 관련 데이터가 전면적으로 반영되면서, 연구자들은 미국 레포 시장의 규모를 거래 기반(transaction-based)으로 추정할 수 있게 되었고, 이는 금융시장 투명성 측면에서 중요한 진전이다."

- 이제 OFR 자료를 보면, 그동안 수면 아래에 있던 미국 레포 시장이 점차 드러나고 있다는 점이 한눈에 보인다. 이는 재무부 산하 연구기관인 OFR가 각 세그먼트별 데이터를 체계적으로 수집한 덕분이다.

그림4 Outstanding Repo Exposures by Segment



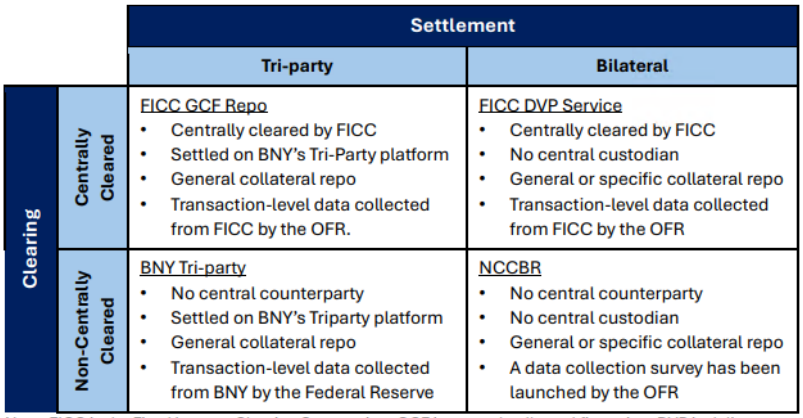
Note: Federal holidays and Good Friday religious observances removed. FRB ON-RRP: Federal Reserve Overnight Reverse Repo facility. NCCBR: non-centrally cleared bilateral repo.

자료: FT, LS증권 리서치센터

- 12.6 조달러의 일일 레포 익스포저를 구성하는 세부 항목을 보면, 맨 아래 짙은 파란색 구간이 트라이파티 레포다. 이 구간에서는 뉴욕멜론(BNY Mellon) 같은 수탁기관이 차입자와 대여자 사이에 서서 담보와 현금을 관리한다.

- 2018 년 이후 OFR 는 여기에 더해 GCF, DVP, sponsored GC 등 다른 레포 시장 구간에 대한 데이터도 수집하기 시작했다.

그림5 The four main segments of the US repo market



자료: FT, LS증권 리서치센터

- 재무부 산하 Treasury Market Practices Group이 만든 표는 이 네 가지 주요 레포 세그먼트를 정리해주는데, 그 중 DVP(Delivery Versus Payment) 시장이 약 4.4조달러로 가장 크다.

- DVP는 은행과 헤지펀드 같은 고객 사이에서 이뤄지는 중앙청산 레포의 결제 메커니즘을 뜻한다. 실무적으로는, Fixed Income Clearing Corporation 같은 청산소의 회원들이 DVP 플랫폼을 통해 거래하는 '트라이파티 레포의 또 다른 버전'에 가깝다.

- GCF(General Collateral Financing) 레포 역시 중앙청산 구조를 갖고 있지만, 거래 당사자 간에는 익명성이 유지되고 담보도 사전에 특정되지 않는다. 즉, 대여자는 차입자가 담보로 국채를 내놓는지, 에이전시 MBS를 내놓는지는 모른 채로 거래를 한다.

- 대신 청산소가 보증기관 역할을 맡아 시스템의 신뢰를 뒷받침한다. Sponsored GC는 이 GCF 구조의 한 부분으로, 청산소 회원사가 비회원 고객(예컨대 헤지펀드)을 대신해 거래에 참여하는 형태다.

- 차트를 자세히 보면, 2021~2024년 사이에 크게 부풀었다가 최근 거의 사라진 두꺼운 녹색 구간이 눈에 띈다.

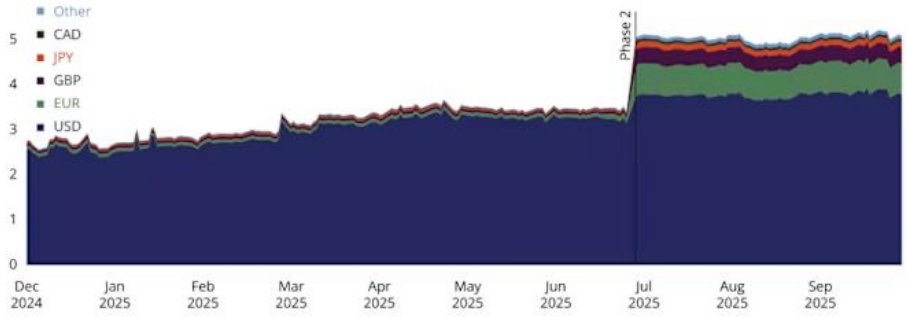
- 이는 연준이 운영한 오버나이트 역레포 프로그램(ON RRP)을 나타낸다. 연준은 이 도구를 통해 금융 시스템의 초과 유동성을 흡수하면서 정책금리를 목표 수준 근처에 두려 했다. 하지만 양적긴축으로 시스템 유동성이 빠져나가자, 역레포의 비중은 크게 줄었다.

- 반대로, 전체 레포 시장 규모를 불안할 정도로 키워놓은 부분은 양자간 비청산 레포(bilateral, uncleared repo)다. 이는 금융기관들 사이 혹은 같은 그룹 내 계열사 사이에서, 중앙청산기구를 통하지 않고 직접 체결되는 거래를 뜻한다. OFR 추산에 따르면 이 부문이 현재 전체 12.6조달러 가운데 약 5조달러를 차지한다.

- OFR는 2024년 12월에는 SEC 등록 은행과 브로커딜러로부터 데이터를 모으기 시작했고, 2025년 7월 이후에는보다 폭넓은 금융기관들, 주로 외국계 은행들을 추가로 포착했다.

- 이 덕분에 미국 레포 시장 거래에 사용되는 통화 구성이 더 세밀하게 드러났다. 예상대로 달러가 절대적인 비중을 차지하지만, 그 외 통화로 진행되는 레포도 적지 않다.

그림6 Total NCCBR exposures by currency



Note: Federal holidays and Good Friday religious observances removed. NCCBR: non-centrally cleared bilateral repo.

자료: FT, LS증권 리서치센터

- 담보 측면에서는, 미국 국채가 전체 레포 거래의 거의 70%를 차지한다. 다만, 어떤 레포 세그먼트냐에 따라 국채 비중은 크게 달라진다.

- 전통적인 클리어드 레포에서는 담보의 거의 90%가 국채이지만, 비청산 양자간 레포에서는 국채 비중이 약 62% 수준으로 내려간다.

- 리먼 사태 당시 악명 높았던 Repo 105 회계 트릭을 기억한다면, 이 5조달러 규모의 양자간 비청산 레포 영역 안에는 각종 위험요인이 도사리고 있을 가능성이 떠오른다.

- 본질적으로 하루짜리, 그리고 항상 불이행 위험이 있는 단기자금 시장이 이토록 비대해지고, 금융 시스템 전반을 지탱하는 핵심 축이 되어버린 현실이 과연 바람직한가? 저자의 답은 분명히 "아니다."이다.

- 그러나 이미 미국 국채 시장 규모만 30조달러를 넘어선 지금, 이 레포 구조를 안전하게 축소할 수 있는 방법을 찾기란 쉽지 않다.

〈 Repo is even bigger than we thought 〉
By Robin Wigglesworth, 2026.01.13
https://www.ft.com/content/220d2bde-547a-439b-b1a4-16fe090638a0

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 최광혁).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

Vol 321. 2026. 01. 12(월) ~ 2026. 01. 19(월)

이 자료는 미국 12개 연방준비은행, 국제 금융기관(IMF, BIS, BOJ, ECB, CEPR 등) 및 기타 연구센터에서 최근 게재한 연구물과 글로벌 집행기관들(연기금, 국부펀드, 대학기금 등)의 최신 동향을 정리 및 번역한 것입니다. 주요 국제 금융기관에서 두드러진 주제가 없는 주에는 해외 언론사, 운용사의 칼럼, 오피니언, 특집기사 등에서 발간기간에 제한 없이 눈에 띄는 주제를 요약, 인용, 편집을 거쳐 데이터를 덧붙여 정리했습니다.