

---

# III

## 향후 통화신용정책 방향

1. 성장 및 물가 전망	49
2. 주요 고려사항	51
3. 향후 정책운영 방향	59



## 1. 성장 및 물가 전망<sup>87)</sup>

### 국내경제는 점차 개선되는 흐름을 보일 전망

국내경기는 완만한 소비회복, IT경기 반등, 중국인 관광객 유입 등으로 점차 개선될 것으로 전망된다. 이에 따라 GDP 성장률은 올해 1.4%, 내년 2.2% 수준을 나타낼 것으로 예상된다.<sup>88)</sup>

표 III-1. 경제성장률 전망<sup>1)</sup>

(전년동기대비, %)

	2022		2023		2024 <sup>o</sup>		
	연간	상반	하반 <sup>a</sup>	연간 <sup>b</sup>	상반	하반	연간
GDP	2.6	0.9	1.8	1.4	2.3	2.2	2.2
민간소비	4.1	3.0	1.0	2.0	1.8	2.5	2.2
설비투자	-0.9	4.9	-10.3	-3.0	-1.3	9.7	4.0
지식재산 생산물투자	5.0	2.8	3.5	3.1	5.1	2.4	3.7
건설투자	-2.8	2.1	-0.5	0.7	-2.5	2.0	-0.1
재화수출	3.6	-1.1	2.6	0.7	2.4	3.8	3.1
재화수입	4.3	1.8	-3.4	-0.8	0.4	5.4	2.9

주: 1) 2023년 8월 전망 기준

자료: 한국은행

부문별로 보면 민간소비는 양호한 고용 여건, 축적된 초과저축 등 소비여력이 뒷받침되고 있어 회복 흐름을 이어가겠으나, 가계의 원리금 상환부담 증대, 대외 여건의 불확실성 등으로 회복 속도가 예상보다 완만할 것으로 전망된다. 또한 국외소비는 해외여행 수요 증가 등으로 빠른 회복세를 지속하는 반면 국내소비는 고물가·고금리 등으로 재화와 서비스소비 모두 완만하게 증가할 것으로 예상된다.

설비투자는 글로벌 제조업 경기의 개선 지연과 높은 재고수준으로 인해 금년 중 부진한 흐름이 지속될 것으로 보인다. 다만 내년에는 반도체 기업의 첨단공정 투자 및 주요 비IT 기업들의 친환경 수요 대응 투자 확대, 공급망 다변화를 위한 외국인 직접투자 증가 등에 힘입어 회복세를 보일 것으로 예상된다.

지식재산생산물투자의 경우 신성장 부문에 대한 연구개발 투자 확대가 이어지고 있는 데다 하반기 이후에는 글로벌 IT경기도 점차 개선되면서 기업의 투자 여력이 증대되고 인공지능 관련 소프트웨어 수요도 확대되면서 증가세를 지속할 전망이다.

건설투자는 신규착공 감소, 정부 SOC 예산 축소 등으로 부진할 것으로 예상된다. 또한 높은 수준의 원자재가격 및 자금조달비용이 중소건설사 등의 재무건전성 악화로 이어져 건설투자의 제약요인으로 작용할 가능성이 있다. 내년 중에는 대규모 플랜트 공사를 중심으로 토목건설이 늘어나겠으나 주거용 건물건설 부진으로 소폭 감소할 것으로 예상된다.

재화수출은 당분간 더딘 회복 흐름을 보이겠으나, 연말로 갈수록 반도체 경기가 회복되면서 IT를 중심으로 개선세가 가시화될 전망이다. 경상수지는 수출 부진 완화, 중국 단체관광 허용에 따른 중국인 관광객 유입 증가 등의 영향으로 흑자 기조가 이어질 전망이다.

87) 보다 자세한 내용은 한국은행 「경제전망보고서」(2023년 8월)를 참고

88) 2023년 GDP성장률 전망치(1.4%)는 지난 5월 전망과 동일하나, 2024년 전망치(2.2%)는 지난 5월 전망(2.3%)에 비해 0.1%p 하향 조정되었다.

향후 성장 전망경로 상에는 중국경제 항방 및 국내 과급영향, 주요 선진국의 경기 흐름, IT경기 반등 시기 등과 관련한 불확실성이 높은 상황이다.

향후 물가경로는 국제원자재가격 변화, 기상여건, 국내외 경기 흐름 등에 영향받을 것으로 보인다.

표 Ⅲ-2. 성장의 상하방 리스크<sup>1)</sup>

상방 리스크	하방 리스크
미국 등 주요국의 양호한 성장세	중국경제의 회복세 약화
IT경기 조기 반등	원자재가격 추가 상승

주: 1) 2023년 8월 전망 기준  
자료: 한국은행

표 Ⅲ-4. 물가의 상하방 리스크<sup>1)</sup>

상방 리스크	하방 리스크
국제유가 상승폭 확대	국내외 경기 둔화세 심화
근원물가 예상보다 더디게 둔화	국제유가 하락세 전환
기상여건 악화	공공요금 인상 지연

주: 1) 2023년 8월 전망 기준  
자료: 한국은행

### 소비자물가 상승률은 연말까지 3% 안팎에서 등락할 것으로 예상

올해 연간 소비자물가 상승률은 5월 전망 수준(3.5%)에 대체로 부합할 것으로 보이나, 근원물가 상승률은 3.4%로 지난 전망치(3.3%)를 소폭 상회할 것으로 예상된다. 근원물가는 수요측 물가압력이 다소 약화되었으나 누적된 비용인상압력의 과급영향 지속 등으로 지난 전망경로를 소폭 웃돌 것으로 보인다.

앞으로 소비자물가 상승률은 개인서비스물가 오름세 둔화 흐름이 이어지면서 4/4분기 중 3% 내외 수준에서 등락할 것으로 보인다.

표 Ⅲ-3. 물가상승률 전망<sup>1)</sup>

(전년동기대비, %)

	2022		2023		2024 <sup>e</sup>		
	연간	상반	하반 <sup>a</sup>	연간 <sup>a</sup>	상반	하반	연간
소비자물가	5.1	4.0	3.0	3.5	2.5	2.3	2.4
식품 및 에너지 제외	3.6	3.9	3.0	3.4	2.2	2.0	2.1

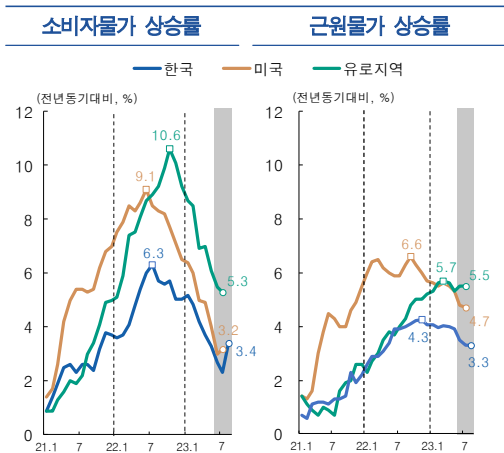
주: 1) 2023년 8월 전망 기준  
자료: 한국은행

## 2. 주요 고려사항

### 인플레이션 목표수준 안착 불확실성

국내 소비자물가 상승률(전년동기대비)은 지난해 하반기 이후 뚜렷한 둔화 흐름을 지속하여 6~7월 중에는 2%대를 기록하였으며, 근원물가 상승률도 여전히 소비자물가에 비해 경직적인 모습이긴 하나 2/4분기 이후 완만한 하락세를 나타내고 있다. 이는 미국, 유로지역 등 주요국에서도 공통적으로 나타나는 현상<sup>89)</sup>으로 국제유가 하락에 따른 기저효과, 통화정책 긴축의 파급효과, 펜트업(pent-up) 수요 둔화 등에 주로 기인한다.

그림 III-1. 주요국 물가상승률



자료: 통계청, BLS, Eurostat

그러나 소비자물가 상승률이 물가안정 목표수준(2%)에 안정적으로 수렴할지 여부와 그 시점에

대해서는 아직 상당 수준의 불확실성이 상존하고 있다. 우선 금년 중 물가 오름세 둔화를 견인하였던 석유류 가격의 기저효과가 축소되면서 소비자물가 상승률이 8월 중 3.4%까지 높아졌는데 연말까지 3% 내외 수준에서 등락할 것으로 예상된다.<sup>90)</sup> 또한 그간 누적된 비용상승 요인의 파급영향이 인플레이션 둔화 속도를 더디게 하는 한편 중국의 방한 단체관광 재개, 펜데믹 이후 축적된 초과저축 등이 수요측 압력으로 이어지면서 물가 오름세 둔화 흐름을 지연시킬 가능성을 배제하기 어렵다. 이에 더해 지자체별 공공요금 인상과 유류세 인하조치 종료<sup>91)</sup> 가능성 등도 불확실성을 높이는 요인이다.

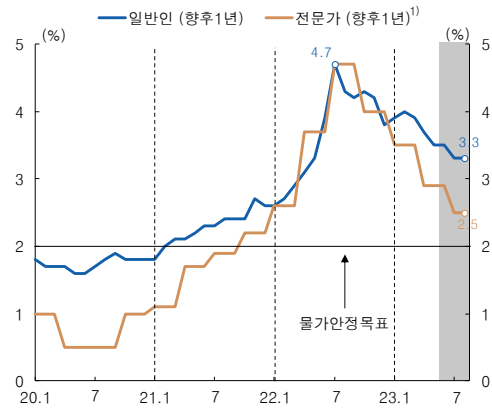
이러한 상황에서 무엇보다 경제주체의 기대인플레이션이 목표수준을 상회하고 있다는 점에 유의할 필요가 있다. 일반적으로 기대인플레이션 불안(de-anchoring)시 인플레이션의 자기실현적(self-fulfilling) 특성으로 인해 고물가 수준이 고착화될 우려가 있다. 최근 한국은행의 조사결과에 따르면 우리나라 국민의 단기(향후 1년) 기대인플레이션율은 일반인 3.3%, 전문가 2.5%로, 지난해 하반기 이후 점차 낮아지고 있지만 여전히 목표수준인 2%를 상회하는 것으로 나타났다. 특히 경제주체로서 높은 비중을 차지하는 일반인의 기대인플레이션은 대체로 전문가에 비해 그 수준이 높은 데다 한번 높아진 기대인플레이션이 목표수준에 수렴하기까지 상당한 시간이 소요될 수 있다는 점에서 주의 깊게 살펴볼 필요가 있다.<sup>92)</sup>

89) 다만 유로지역의 경우 에너지 가격상승으로 인한 2차 효과 지속, 높은 서비스물가 오름세 등으로 인해 근원물가 상승률이 주요국에 비해 더딘 속도로 둔화하고 있다(2023년 4월 5.6% → 5월 5.3% → 6월 5.5% → 7월 5.5%).

90) 보다 자세한 내용은 한국은행 「경제전망보고서」(2023년 8월)를 참고

91) 정부는 국제유가 상승이 물가에 미치는 영향을 고려하여 8월 말 종료 예정이었던 유류세 인하(휘발유 -25%, 경유·LPG -37%) 조치를 10월 말까지 연장하기로 결정하였다(8월 18일).

그림 Ⅲ-2. 일반인 및 전문가 기대인플레이션을



주: 1) 분기 기준(조사시점은 매 분기 첫 달)  
자료: 한국은행

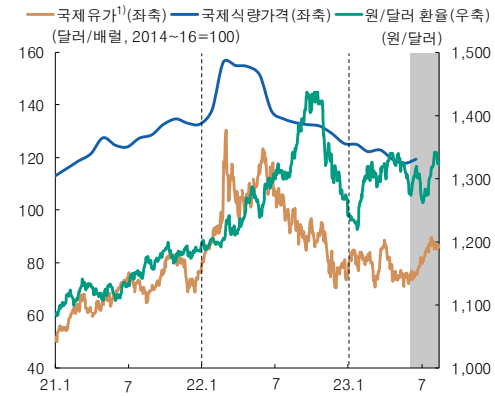
또한 국제원자재가격 및 원/달러 환율 상승 등 대외여건 변화로 인한 국내 물가의 추가적인 상승도 인플레이션 기대심리를 자극할 수 있음에 유의해야 한다.

최근 국제유가가 계절적 수요, OPEC+ 국가의 감산 지속 결정 등의 영향으로 상승 전환하면서 국내 석유류 제품 가격은 오름세를 나타내고 있다. 또한 지난해 하반기 이후 완만한 하락세를 지속하던 국제식량가격도 흑해곡물협정 중단, 기상여건 악화로 인한 작황 부진 등으로 상승하면서 식료품물가 상승폭이 확대될 가능성을 배제하기 어렵다.

아울러 경제 연착륙 기대를 반영한 미 국제금리 상승, 중국 부동산 부문 불안으로 인한 위험회피심리(risk off) 강화 등의 영향으로 원/달러 환

율이 상당폭 상승하고 있는 점도 수입물가 상승 요인으로 작용하고 있다. 향후 미 연준의 통화정책 기조에 대한 시장기대 변화, 위안화 약세 흐름에 따른 동조화 등으로 인해 원/달러 환율의 상승세가 확대되며 국내 물가상승률 둔화 흐름이 지연될 가능성이 있다.

그림 Ⅲ-3. 국제원자재가격 및 원/달러 환율



주: 1) 국제유가는 두바이유 기준  
자료: 한국은행, Bloomberg, UN FAO

이처럼 대내외 여건의 불확실성이 높은 데다, 기대인플레이션도 목표수준을 상회하고 있는 만큼 앞으로도 국내 물가에 영향을 미치는 리스크 요인을 주의 깊게 살펴나가야 할 것이다.

성장세 회복 지연 가능성

국내경제는 최근 민간소비가 둔화되는 등 성장세가 다소 주춤하는 모습이나, 향후 완만한 소비 회복과 수출 부진 완화로 점차 개선될 전망

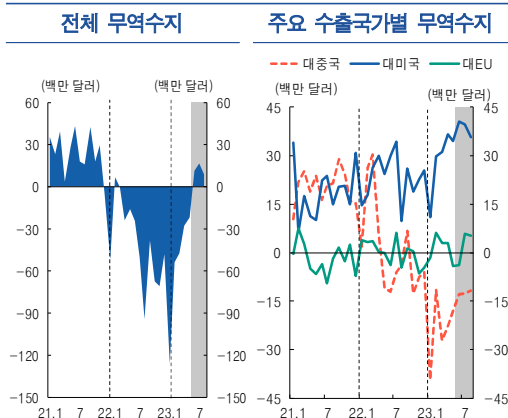
92) 가계는 자주 구매하는 항목의 가격 변동에 높은 가중치를 부여하면서 물가상승률을 실제보다 높게 인식하며, 이러한 물가인식이 기대에 영향을 미치면서 전문가에 비해 높은 수준의 장·단기 인플레이션 기대를 형성하는 경향이 있다. 또한 가계는 고물가 시기에 가격 변동에 민감해지면서 기대치를 빠르게 상향 조정하는 반면 통화정책 커뮤니케이션에 대한 접근성은 낮은 편으로, 중앙은행의 정책대응 이후 인플레이션 기대치를 조정하기까지 전문가보다 오랜 시간이 소요될 수 있다. 보다 자세한 내용은 「Rising household inflation expectations: what are the communication challenges for central banks?」(BIS, 2022년 5월)를 참고

이다.<sup>93)</sup> 다만 중국경제의 성장세 약화, 주요국 중앙은행의 긴축 지속 등으로 하반기 중 대외수요 개선이 지연될 우려가 높아지고 있다. 대내적으로는 가계의 구매력 약화, 민간의 투자 여력 위축 등으로 경기 회복 흐름이 제약될 가능성이 있다.

수출은 월별 변동성에도 불구하고 점진적인 개선 조짐을 보이고 있으며, 향후 IT경기 반등에 힘입어 회복세가 점차 가시화될 것으로 전망된다. 그러나 양호한 대미·EU 수출에도 불구하고 대중 수출이 부진을 지속하면서 본격적인 개선은 지연되는 모습이다.

최근 중국에서는 부동산 경기 부진이 이어지면서 헝다·비구이위안 등 대형 부동산 개발 업체가 연달아 채무 상환에 실패하고 관련 신탁회사들의 건전성에 우려가 제기<sup>94)</sup>되는 상황이다. 지방정부의 토지매각수입이 감소하고 지방정부기구(LGFV)의 자금사정이 어려워지면서 인프라 투자의 주체인 지방정부의 재정건전성도 악화되고 있다.<sup>95)</sup> 아울러 민간소비의 더딘 회복 흐름과 함께 수출 부진도 지속되면서 경기하방 리스크가 고조되는 모습이다. 중국 정부와 인민은행은 정책금리 인하, 부동산시장 지원 등 추가 부양책을 발표하고 있으나 미·중 갈등, 청년실업 급증 등 불안요인이 상존하고 있어 경기 회복속도는 당초 예상보다 완만해질 전망이다.

그림 III-4. 전체·주요 수출국가별 무역수지



자료: 관세청

한편 중국의 공급망 내재화 노력으로 중간재 수입수요가 감소하는 가운데 최종재 시장에서도 우리나라와 중국 간 제품 경합도가 높아지는 등 한·중간 산업구조의 변화가 수출 부진이 장기화되는 요인으로 작용하고 있다.<sup>96)</sup> 대중 수출 약세가 세계 수출시장 점유율 하락 등 수출 저변의 약화로 이어질 수 있는 만큼 대중 수출구조의 변화 양상을 주의 깊게 살펴볼 필요가 있다.

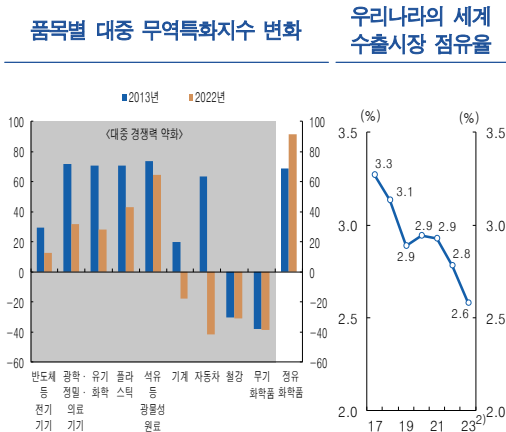
93) 보다 자세한 내용은 한국은행 「경제전망보고서」(2023년 8월)를 참고

94) 최근 중국의 3개 상장사는 대형 신탁사인 중롱신탁에 수탁한 자금 중 일부(약 1.4억 위안)를 기한 내에 지급받지 못했음을 공시한 바 있다. 2022년 말 기준 중롱신탁의 부동산 투자 규모는 전체 운영자금의 10.7% 수준으로 추정된다. 보다 자세한 내용은 「중국 부동산 시장 주요 이슈 및 향후 전망」(한국은행 북경사무소·상해주재원·홍콩주재원, 2023년 8월 18일)을 참고

95) 중국 지방정부기구(Local Government Financing Vehicle, LGFV)는 지방정부가 공공인프라 투자를 위해 설립한 독립법인으로 지방정부 자산을 담보로 투자자금을 조달한다. IMF가 추정된 LGFV의 부채 잔액은 2022년 말 기준 57조 위안으로 GDP 대비 47%의 비중을 차지하며 지방정부의 공식 부채(29조 위안)를 크게 상회하는 수준이다.

96) 보다 자세한 내용은 「최근 우리 수출의 특징 및 시사점」(BOK이슈노트 제2023-23호, 2023년 7월)을 참고

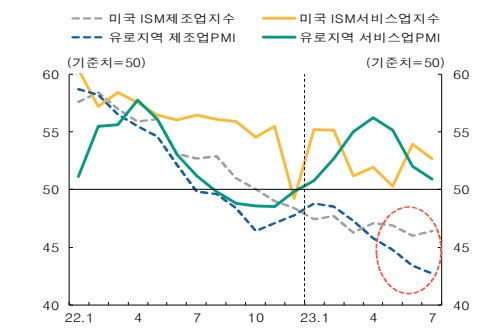
그림 III-5. 품목별 대중 무역특화지수<sup>1)</sup> 변화 및 우리나라의 세계 수출시장 점유율



주: 1) 특정 품목의 상대적 비교우위지수(100×(수출-수입)/(수출+수입))로 100에 가까울수록 수출경쟁력이 높은 것으로 평가  
 2) 2023년은 1/4분기 기준  
 자료: 전국제연협회, 한국무역협회, WTO

미국 및 유로지역 여건을 보면 서비스업 중심의 경기 회복이 지속되는 가운데 통화긴축 장기화 가능성이 제기되고 원자재가격 변동성이 확대되는 등 불확실성이 매우 높은 상황이다. 미국의 경우 고용과 민간소비가 견조한 모습을 보이고 물가 오름세도 둔화되면서 경기 연착륙 기대가 커지고 있다. 다만 정책금리 인상의 영향이 누적되면서 제조업 업황이 둔화되는 한편 대형은행 신용등급 강등 가능성, 상업용부동산 대출 부실 우려 등 금융불안 요인도 지속되는 상황이다. 유로지역에서는 관광 등 서비스업 개선 등에 힘입어 부진이 다소 완화되고 있으나 고물가·고금리 여건 하에서 제조업을 중심으로 심리 지표가 하락세를 나타내는 등 경기 하방요인이 병존하고 있다.

그림 III-6. 미국·유로지역 PMI 지수



자료: ISM, IHS Markit

국내 여건을 살펴보면 고금리 환경에서 가계대출 규모가 증가하면서 원리금 상환부담이 가중되는 가운데 고물가로 인한 실질소득 하락<sup>97)</sup>으로 가계의 구매력이 약화되고 있다. 코로나19 기간 중 축적된 초과저축이 소비 재원으로 활용될 수 있을 것으로 기대되나, 주택가격 상승 기대 확산으로 초과저축이 자산시장으로 유입될 경우 그 효과가 크지 않을 수 있다.<sup>98)</sup> 민간투자도 금융비용 증가, 글로벌 제조업 경기 개선 지연 등으로 투자 여력이 위축되면서 부진이 지속되는 모습이다.

향후 국내경제는 IT경기 반등 등 대외여건 개선으로 수출 중심의 회복세를 보일 것으로 전망된다. 또한 중국의 방한 단체관광 재개로 서비스업 업황도 제고될 것으로 기대된다. 다만 중국의 대외수요 약화, 주요국의 통화긴축 장기화, 국제 원자재가격 변동성 확대 등 성장경로 상 불확실성이 높아 성장세 회복이 지연될 가능성을 배제할 수 없는 만큼 주요 리스크 요인의 전개 양상을 면밀히 점검해 볼 필요가 있다.

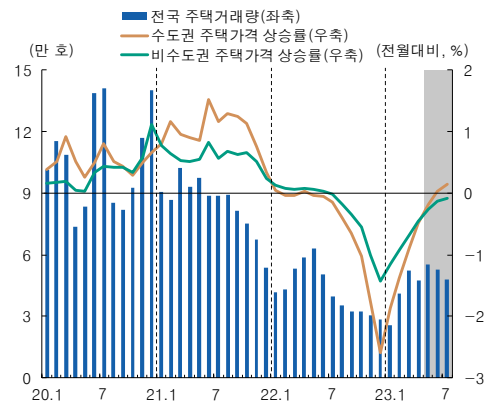
97) 금년 2/4분기 가구당 월평균 명목소득은 전년동기대비 0.8% 감소(4,831천 원 → 4,793천 원)하였으며, 가구당 월평균 실질소득은 3.9% 감소하여 관련 통계가 집계된 2006년 이후 가장 큰 감소폭을 보였다(2023년 2/4분기 가계동향조사, 통계청).  
 98) 보다 자세한 내용은 「팬데믹 이후 가계 초과저축 분석 및 평가」(BOK이슈노트 제2023-24호, 2023년 7월)를 참고



### 주택시장 및 가계부채 상황

주택시장에서는 매매가격이 급년 들어 하락세가 빠르게 둔화되는 흐름을 나타내다 7월 중 상승 전환되었으며 거래량도 증가하는 등 부진이 완화되고 있다. 다만 수도권의 주택가격은 상승폭이 점차 확대되고 있는 데 반해, 비수도권은 여전히 하락세를 보이고 있어 회복 정도가 지역별로 차별화되는 모습이다.

그림 Ⅲ-7. 주택매매 거래량 및 가격<sup>9)</sup>

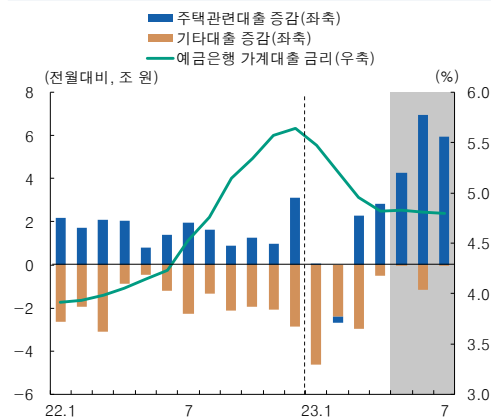


주: 1) 주택매매가격지수 기준  
 자료: 국토교통부, 한국부동산원

지난해 9월 이후 기타대출이 줄어들면서 완만한 감소세를 지속해오던 가계대출은 금년 4월부터 주택관련대출을 중심으로 증가 전환한 이후 증

가폭이 확대되고 있다. 가계대출 증가는 주로 정부의 규제완화<sup>99)</sup> 등에 따른 주택가격 상승 기대 강화<sup>100)</sup>, 정책 지원<sup>101)</sup>, 대출금리 하락 등에 기인한다.

그림 Ⅲ-8. 예금은행 가계대출<sup>102)</sup> 증감 및 금리<sup>3)</sup>



주: 1) 주택금융공사 앞 정책모기지론 양도분 포함  
 2) 2023년 7월은 한국은행 속보치 기준  
 3) 신규취급액 기준  
 자료: 한국은행

한편 가계대출 연체율은 상승세<sup>102)</sup>가 이어지고 있다. 특히 취약차주<sup>103)</sup>의 연체율은 전체 차주에 비해 빠르게 상승하여 코로나19 이전 수준을 상회하는 것<sup>104)</sup>으로 나타나 부정적 소득충격이 발생할 경우 취약차주를 중심으로 가계대출 부실화 위험이 높아지고 소비 여력이 크게 위축될 우려가 있다.

99) 정부는 주택시장 연속락 유도를 위해 규제지역 해제, 다주택자 증과전매기한 단축, 중도금 대출제한 폐지 등을 포함한 주택시장 규제 정상화 조치를 발표(‘2023년 주요 업무 추진계획’, 2023년 1월 3일)하였다.

100) 주택가격전망CSI는 두 달 연속으로 기준치(100)를 상회하였다(2023년 7월 102 → 8월 107).

101) 2023년 1월 30일부터 차주의 소득제한 없이 9억 원 이하 주택에 대해 최대 5억 원까지 LTV·DTI 한도 내(DSR 미적용)에서 시중 주택담보대출보다 낮은 금리를 적용하는 특례보급자리론 공급이 시작되었다. 7월 말 기준 유효 신청금액은 31.1조 원으로 1년간 공급 목표인 39.6조 원의 78.5%를 달성하였다.

102) 가계대출 연체율(%): 2022년 2/4분기 0.56 → 3/4분기 0.60 → 4/4분기 0.66 → 2023년 1/4분기 0.83 → 2/4분기 0.86  
 가계 취약차주 연체율(%): 2022년 1/4분기 6.2 → 2/4분기 5.9 → 3/4분기 6.4 → 4/4분기 7.2 → 2023년 1/4분기 8.3

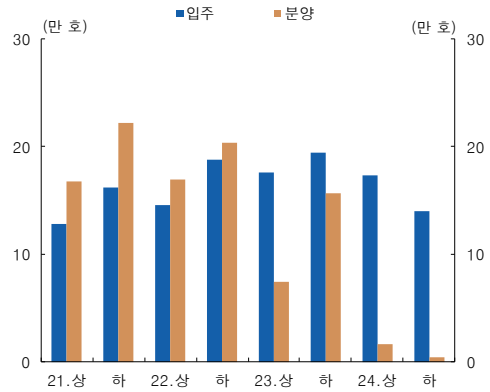
103) 다중채무자(3개 이상 금융기관에서 대출 이용)이면서 저소득(소득 하위 30%) 또는 저신용(신용점수 664점 이하)인 차주를 취약차주로 분류한다.

104) 가계대출 연체율(0.86%)은 2019년 중 평균(0.88%)을 하회하고 있는 반면, 취약차주 연체율(8.3%)은 2023년 1/4분기 이후 2019년 중 평균(8.0%)을 상회하고 있다.

주택시장 전망은 주택가격의 상·하방 요인이 혼재되어 있어 불확실성이 높은 상황이다. 내년도 서울지역 공급 감소<sup>105)</sup>, 세제 관련 규제 완화<sup>106)</sup> 등이 주택가격 반등 흐름을 지속시키는 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 이 외에도 팬데믹 기간 중 누적된 가계의 초과저축은 주로 금융자산 형태로 보유<sup>107)</sup>되고 있는데, 이러한 자금이 주택시장으로 유입될 경우 주택가격 상승을 유발할 수 있다. 반면 고금리 환경의 지속<sup>108)</sup>, 전세가격 하락 등은 주택가격 상승 및 매매거래량 증가를 제한할 것으로 보인다.

향후 가계대출 여건을 살펴보면 단기적으로는 연초부터 이어진 주택 매매거래 확대<sup>109)</sup>, 하반기 아파트 입주·분양 예정 물량 증가, 임대인의 보증금 반환 대출수요 등이 증가요인으로 작용할 것으로 예상된다. 이후에는 주택시장 상황에 영향받는 가운데 정부의 특례보증자리론 공급 속도 조절, 인터넷전문은행 주택담보대출 현황 점검 등이 증가세를 둔화시키는 요인으로 작용할 것으로 보인다.

그림 Ⅲ-9. 아파트 입주 및 분양 물량<sup>1)</sup>



주: 1) 2023년 하반기와 2024년은 예정 물량  
자료: 부동산114

과도한 수준의 가계부채는 장기성장세를 저해하고 자산불평등을 확대하는 등 우리 경제에 부정적인 영향<sup>110)</sup>을 미치는 만큼 중장기적 시계에서 디레버리징을 지속하기 위한 정책당국 간 일관성 있는 공조 노력이 필요하다고 판단된다.

## 주요국 통화긴축 기조 장기화 가능성 및 금융 시장 파급영향

글로벌 물가 오름세가 점차 완화되면서 주요국 중앙은행들의 금리인상 속도가 둔화되고 있다. 이에 시장참가자들의 관심은 중앙은행들의 긴축 기조 종료와 향후 금리인하 시점에 집중되고 있다. 하지만 여전히 소비자물가 상승률이 목표수

105) 서울지역 아파트 입주 예정 물량(만 호): 2023년 3.3 → 2024년 0.9

106) 정부는 종합부동산세 공정시장가액 비율 작년 수준(60%) 유지 등을 포함한 조치를 발표(「2023년 하반기 경제정책방향」, 2023년 7월 4일)하였다.

107) 보다 자세한 내용은 「팬데믹 이후 가계 초과저축 분석 및 평가」(BOK이슈노트 제2023-24호, 2023년 7월)를 참고

108) 코로나19 이후 레버리지를 활용한 주택구매가 늘어나면서 주택가격의 금리 민감도가 커진 것으로 추정되고 있다. 보다 자세한 내용은 「참고 Ⅲ-2. 부동산 부문 관련 리스크 평가」(통화신용정책보고서, 2023년 3월)를 참고

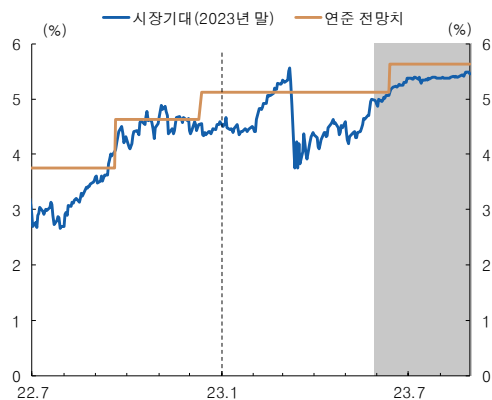
109) 국토교통부 주택매매 거래량 통계는 신고일(「부동산 거래신고 등에 관한 법률」제3조에 따라 계약일로부터 30일 이내에 신고) 기준이며, 대출 실행은 통상 잔금 지급일에 이루어지기 때문에 주택 거래량 증가는 1-2개월의 시차를 두고 가계대출에 영향을 미친다.

110) 보다 자세한 내용은 「장기구조적 관점에서 본 가계부채 증가의 원인과 영향 및 연착륙 방안」(BOK이슈노트 제2023-22호, 2023년 7월)을 참고

준을 상회하는 데다 근원물가 상승률이 더디게 둔화되고 있다는 점을 감안하면 긴축기조가 장기간 지속(higher for longer)될 수 있다는 우려도 남아있다. 한편 오랜 기간 완화정책을 고수해 온 일본은행의 정책기조 전환 가능성도 유의하여 살펴보아야 할 필요가 있는 상황이다.

우선 미 연준은 6월 FOMC 회의에서 금년 말 정책금리 수준 전망(점도표 중간값 기준)을 5.6%로 조정하였으며, 7월 FOMC 회의에서는 정책금리 목표 범위를 5.25~5.50%로 인상하였다. 그간 시장참가자들은 최종 정책금리 수준을 연준보다 낮게 전망하는 경향이 있었으나, 연준의 지속적인 물가 경계감, 고위 관계자들의 커뮤니케이션 등의 영향으로 정책금리 기대가 점차 연준 전망치에 수렴하는 모습을 보여왔다. 하지만 8월 이후 시장에서는 현 수준에서 연준의 정책금리 인상이 종료되거나 최대 25bp 인상될 것으로 전망하고 있으며 내년 중반에는 인하기조로 전환될 것이라는 기대가 높은 상황이다. 그럼에도 미국 내 견조한 고용상황 등으로 양호한 경기 흐름이 이어질 것으로 전망되고, 연준이 물가상승률의 목표치 수렴에 확신을 보이지 못하고 있다는 점<sup>111)</sup> 등을 감안하면 높은 수준의 정책금리가 장기간 유지될 가능성<sup>112)</sup>도 큰 상황으로 보고 있다.

그림 III-10. 2023년 말 기준 미국 정책금리<sup>1)</sup> 전망<sup>2)</sup>



주: 1) 정책금리 목표 범위 상하한의 중심치 기준  
2) 시장기대는 선물가격에 내재된 2023년 말 정책금리 수준  
자료: Bloomberg

ECB의 향후 정책방향과 관련하여서는 불확실성이 다소 높아진 상황이다. 유로지역의 경우 경기 회복속도가 둔화되는 모습을 보이고 있지만 근원물가 상승률이 여전히 높은 수준을 유지<sup>113)</sup>하고 있어, 향후 정책금리 방향은 앞으로 발표되는 지표에 의해 좌우될 것으로 보인다. 라가르드 ECB 총재도 7월 통화정책회의 기자간담회에서 차기 회의부터는 데이터에 기반(data dependent)하여 정책금리를 결정해 나갈 것이라고 언급하였다. 시장에서는 9월 회의에서의 인상과 동결을 예측하는 기관 수<sup>114)</sup>가 비슷하게 나타나는 등 정책금리 방향에 관한 전망이 엇갈리고 있다. 한편 영국의 경우 물가 상승세가 둔화되고<sup>115)</sup> 있으나 미국 및 유로존에 비해 높은 수준을 유지하고 있어 영란은행이 한두 차례 추

111) 7월 FOMC 의사록(8월 16일 공개)에 따르면 몇몇 참가자들은 주택 제외 근원서비스 부문에서의 디스인플레이션 압력이 아직은 뚜렷하지 않다고 언급하였다.

112) Powell 연준 의장은 “인플레이션이 2% 수준을 향해 지속적으로 하락한다는 확신이 들 때까지 정책을 제약적으로 유지할 것이며, 필요하다면 더 긴축적일 준비도 되어 있다”고 언급하였다(7월 FOMC 기자간담회, 7월 26일).

113) 유로지역 근원물가 상승률(전년동기대비, %): 2023년 4월 5.6 → 5월 5.3 → 6월 5.5 → 7월 5.5

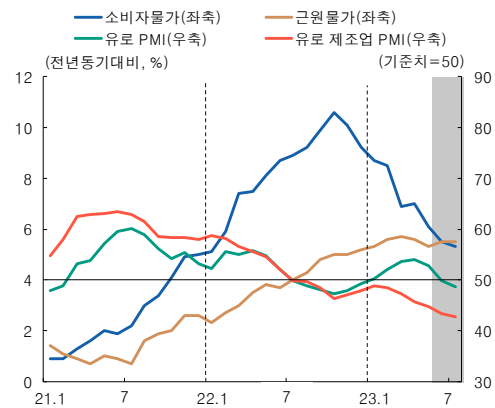
114) 조사대상 35개 주요 투자은행들 중 9월 ECB 통화정책회의에서 25bp 인상을 예측하는 기관은 19개, 동결을 예측하는 기관은 16개로 대체로 비슷하게 나뉘어 있는 상황이다(Bloomberg, 8월 14일 기준).

115) 영국 소비자물가 상승률(전년동기대비, %): 2023년 4월 8.7 → 5월 8.7 → 6월 7.9 → 7월 6.8

가로 금리를 인상한 후 장기간 높은 금리 수준을 유지할 것으로 전망되고 있다.

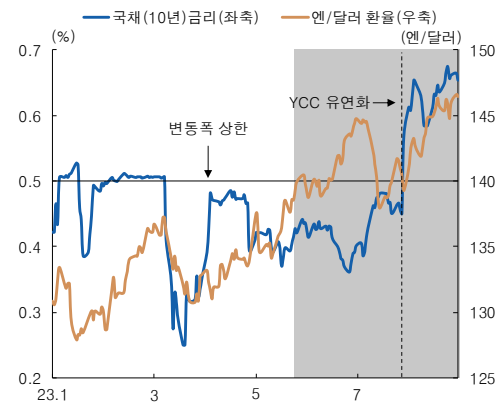
시장참가자들은 내년 이후 YCC 폐지 등 정책 정상화<sup>117)</sup>가 시작될 것으로 전망하고 있다.

그림 Ⅲ-11. 유로지역 물가상승률 및 PMI



자료: Eurostat, IHS Markit

그림 Ⅲ-12. 일본 국채(10년) 금리 및 엔/달러 환율



자료: Bloomberg

일본은행은 7월 통화정책회의에서 완화적 정책 기조의 지속성을 확보하는 가운데 물가 상황에 유연하게 대응하기 위해 수익률곡선관리(YCC) 정책을 일부 조정<sup>116)</sup>하였다. 사실상 장기금리 변동 허용폭을 일부 확대하여 적용하였으나, 이후 시장에서의 장기금리 상승폭은 제한적이었으며 엔화 가치는 일시적으로 상승하였다가 다시 하락하는 모습을 나타내었다. 이러한 7월 정책 결정에 대해 우에다 총재는 통화정책 정상화가 아닌 YCC 정책의 지속성 제고를 위한 조치라고 언급하였으며, 실제로 일본은행도 국채금리 상승에 대응해 국채매입을 실시하는 등 완화기조를 이어나가는 모습이다. 이러한 금융완화 기조는 당분간 지속될 것으로 보이며, 향후 물가 흐름이 어떻게 전개되느냐에 따라 일본은행의 정책기조 전환 고민이 시작될 것으로 예상된다.

주요국 중앙은행들의 긴축기조 장기화에 대한 경계감이 커지면서 국제금융시장에서는 선진국 국채금리가 상당폭 상승하였다. 이에 영향받아 국내 금융시장에서도 국고채 금리가 장기물을 중심으로 상승하였으며, 10년물의 경우 연중 최고치를 경신하였다. 또한 미 달러화가 강세를 나타내면서 원/달러 환율도 상당폭 상승하였다. 8월 하순 들어서는 관련 우려가 완화되며 금리와 환율이 다소 하락하였으나 여전히 변동성이 확대된 모습을 보이고 있다. 앞으로도 주요국 통화정책 기조에 대한 기대 변화는 지속적으로 국내 금융시장의 가격변수 움직임에 주요 동인으로 작용할 것으로 보인다. 따라서 향후 주요국 통화정책에 영향을 미칠 수 있는 성장 흐름, 물가지표의 움직임과 시장의 기대 변화 등을 주의 깊게 살펴보아야 할 필요가 있다.

116) 보다 자세한 내용은 「참고 Ⅲ-1. 주요국 통화정책 운영 현황」을 참고

117) 서베이 결과 YCC 정책 변경 시기로 2024년 7월 이후를 전망하는 비율(60.6%)이 가장 높은 것으로 나타났다(일본경제연구센터 8월 조사).

### 3. 향후 정책운영 방향

#### 기준금리 운용

한국은행은 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준(2%)에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다.

국내경제는 성장세가 점차 개선되는 가운데 물가상승률이 상당기간 목표수준을 상회할 것으로 전망되고 정책 여건의 불확실성도 높은 상황이다. 따라서 물가안정에 중점을 두고 긴축기조를 상당기간 지속하면서 추가 인상 필요성을 판단해 나갈 것이다. 이 과정에서 인플레이션 둔화 흐름, 금융안정 측면의 리스크와 성장의 하방위험, 그간의 금리인상 파급효과, 주요국의 통화정책 변화, 가계부채 증가 추이 등을 면밀히 점검해 나갈 것이다.

#### 통화정책 유효성 제고

통화신용정책의 유효성을 제고하기 위한 노력도 지속해 나갈 것이다. 우선 통화정책의 투명성과 예측 가능성이 제고될 수 있도록 정책 커뮤니케이션을 지속 강화해 나갈 것이다. 물가상승률이 목표수준에 수렴할 수 있도록 긴축기조를 이어 나가는 과정에서 정책결정 배경과 향후 정책방향 등에 대해 시장과 원활히 소통함으로써 경제주체들의 기대가 한국은행의 정책의도에 부합하는 방향으로 형성되도록 힘쓸 것이다.<sup>118)</sup> 또한

경제주체들의 인플레이션 기대가 물가안정 목표수준에 안착될 수 있도록 일반국민 및 시장참가자들과 충실히 소통을 이어 나갈 것이다. 아울러 통화신용정책이 원활하게 파급될 수 있도록 공개시장운영의 유효성 제고 노력을 지속하고 금융중개지원대출의 실효성을 높이는 방안을 계속 강구할 것이다. 한편 비은행금융기관의 증요도 확대, 기후변화, IT기술 발달에 따른 화폐수요 감소 및 CBDC 도입 가능성 등 정책 여건의 변화를 고려하여 중장기적인 시계에서 통화정책 유효성 제고를 위한 노력도 지속해 나갈 방침이다.

#### 금융·외환시장 안정 도모

대내외 여건의 불확실성이 높은 만큼 금융·외환시장에 대한 안정 노력을 지속할 것이다. 최근 국내 금융·외환시장에서는 주요국 통화정책에 대한 기대 변화, 중국 경기둔화 우려 등 대외요인에 주로 영향받아 가격변수의 변동성이 확대되고 있다. 또한 고금리 환경이 지속되는 가운데 가계대출 증가규모도 확대되었으며, 비은행 금융기관을 중심으로 부동산·건설 관련 대출 연체율이 상승하는 등 부실 위험이 현실화될 가능성도 여전히 잠재해 있으므로, 이로 인한 시장불안이 여타 부분으로 확대되지 않도록 유의할 필요가 있다. 국내외 금융·경제 상황 변화로 시장불안의 조짐이 나타나는 경우에는 적기에 시장안정화 조치를 실시하는 등 적극 대응할 것이다.

118) 한국은행은 금통위원들의 최종 기준금리 수준에 대한 견해를 통화정책방향 관련 총재 기자회견담회를 통해 공개하고 있는데, 7월과 8월에는 모든 위원들이 3.75% 가능성을 열어두고 있다고 밝혔다.

## 금융시스템 안정성 유지

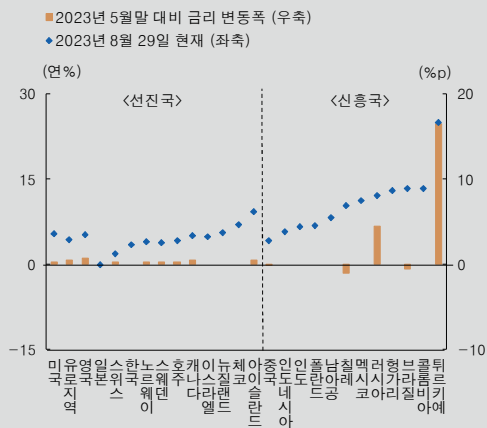
앞으로도 한국은행은 주요국의 통화정책 기조를 비롯한 대내외 여건 변화에 유의하면서 금융안정 측면의 잠재리스크에 대한 조기경보 활동을 충실히 수행해 나갈 것이다. 특히 금융여건 긴축 등에 따른 부실위험 증대와 대출규제 완화 등에 의한 금융불균형 위험 확대 우려가 동시에 부각되고 있는 상황에서 각각의 리스크 요인을 종합적으로 검토할 계획이다. 아울러 글로벌 상업용부동산 시장 부진에 따른 비은행금융기관의 해외대체투자 부실화 가능성을 평가하고 관련 리스크 현실화시 국내 금융시스템에 미칠 영향을 심도있게 분석할 것이다. 이와 함께 최근 다시 늘고 있는 가계대출의 재무건전성 현황을 연령별로 나누어 리스크 분포상황을 점검할 것이다. 또한 새마을금고 사태와 유사한 위험에 노출될 가능성이 높은 상호금융기관의 구조적 취약요인을 식별하는 한편 저축은행에 대한 신용 및 유동성 리스크 평가도 실시할 것이다. 이 밖에도 만성적 한계기업 현황을 비롯한 기업부문에 잠재리스크에 대한 분석도 강화해 나갈 예정이다.

## 참고 III-1.

### 주요국 통화정책 운영 현황

2021년 이후 인플레이션에 대응하여 정책금리를 인상해온 주요국 중앙은행들은 여전히 긴축기조를 유지하는 가운데 그 정도에 있어 차이를 나타내고 있다. 2023년 6월 이후 미 연준은 정책금리를 한 차례 동결한 후 다시 인상하였으며, ECB와 영란은행은 지속적으로 정책금리를 인상하였다.

#### 주요국 정책금리<sup>1)</sup>



주: 1) 중국은 대출우대금리 5년을 기준이며, IMF 분류 기준을 준용하여 점선을 기준으로 좌측은 선진국, 우측은 신흥국으로 분류  
자료: 각국 중앙은행

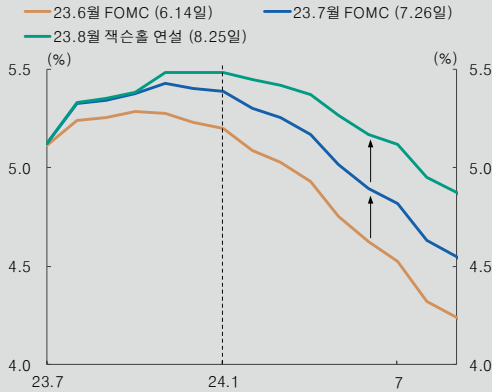
캐나다, 노르웨이 등은 높은 물가 오름세를 고려하여 긴축 흐름을 지속한 반면 뉴질랜드, 체코 등은

누적된 금리 인상 효과 및 파급 시차 고려 등으로 동결하였다. 다만 일본은 여전히 완화적 정책기조를 유지하는 가운데 브라질, 칠레 등 일부 신흥국 중앙은행들은 경기부양을 위해 금리를 인하하였다.

국가별로 자세히 살펴보면, 미 연준은 2022년 3월부터 10차례 연속 정책금리를 인상(+500bp)한 이후 2023년 6월 FOMC 회의에서 목표범위를 동결하였으나 7월에 다시 25bp 인상하였다.<sup>1)</sup> 또한 자산매입정책에 대해서는 「연준 대차대조표 규모 축소 계획(2022년 5월 발표)」<sup>2)</sup>에 근거하여 보유자산규모 축소를 지속하기로 하였다. 미 연준은 미국경제에 대해 견조한 고용상황을 토대로 경제활동이 완만하게 확장하고 있으며 물가는 최근의 오름세 둔화에도 여전히 높은 수준으로 평가하였다. 파월 의장은 7월 금리인상 결정과 관련하여 물가 및 고용 데이터 등이 대체로 예상과 부합함에 따라 6월 경제전망에서 시사했던 금리인상<sup>3)</sup>을 단행하였다고 밝혔다.<sup>4)</sup> 향후 통화정책방향과 관련해서는 근원물가 상승률이 여전히 높은 수준임을 고려하여 당분간 제약적인 수준으로 유지하는 가운데 필요한 경우 추가 금리인상을 할 수 있음을 시사하였다.<sup>5)</sup> 금융시장에서는 7월 FOMC 직후 정책금리가 긴축 국면의 최종금리 수준에 도달하였다는 기대가 우세한 모습이었다. 그러나 미국경제의 양호한 성장 흐름과 타이트한 노동 여건이 당분간 지속될 것으로 예상되며 한 차례 추가 인상에 대한 기대도 높아진 모습이다.<sup>6)</sup> 더불어 미 연준의 고금리 기조 또한 장기화될 것으로 보는 시장 전망이 확대되고 있다.

1) 미 연준 정책금리 목표범위: (2023년 5월: +25bp) 5.00-5.25% → (2023년 6월: 동결) 5.00-5.25% → (2023년 7월: +25bp) 5.25-5.50%  
2) 미 연준은 2022년 6월부터 보유자산을 월 475억 달러(국채 300억 달러, 정부기관 채권 및 모기지증권 175억 달러)씩 축소하였으며, 같은 해 9월부터는 축소규모를 2배로 증액하였다.  
3) 6월 경제전망에서 FOMC 참석자들의 2023년 말 정책금리 수준 전망(점도표 중간값 기준)은 5.6%로 제시되었다.  
4) "(...) broadly consistent with expectations and as a result, we went ahead and took another step." (2023년 7월 기자회견답변)  
5) 파월 의장은 잭슨홀 경제심포지엄 연설(2023년 8월)에서도 인플레이션을 목표수준으로 되돌리기 위해서는 당분간 추세 이하의 성장과 함께 노동시장의 타이트한 여건 완화가 필요함을 강조하였으며, 예상과 다르게 전개될 경우 추가 긴축의 가능성을 시사하였다.  
6) 2023년 9월 회의에서의 정책금리 동결 기대가 92.0%로 여전히 높은 수준이나 11월과 12월 회의와 관련해서는 인상 기대도 각각 47.1%, 45.3%로 높게 나타났다(CME, 9월 6일 기준).

## 금융시장의 미 연준 정책금리 기대 변화<sup>1)</sup>



주: 1) 페더럴펀드금리 선물 내재금리 기준  
자료: Bloomberg

ECB는 지난 6월과 7월 정책위원회 회의에서 정책금리를 각각 25bp 인상하였다.<sup>7)</sup> 라가르드 총재는 통화정책의 파급효과가 강하게 나타나고 있다고 평가<sup>8)</sup>하면서도 물가상승률이 중기 물가목표(2%)에 적시 도달할 수 있도록 필요한 기간까지 충분히 긴축적인 수준으로 정책을 운용할 방침을 밝혔다. 유로지역 경제에 대해서는 고물가·고금리로 인한 수요둔화가 이어지며 단기적으로는 성장 흐름이 약화되었으나 공급 여건 개선 등에 힘입어 점차 회복세를 보일 것으로 전망하였다. 한편 정책 효율성 제고 및 중앙은행 수치 적자 완화를 위해 7월 정책위원회

회의에서 필요지급준비금에 대한 이자 지급을 중단<sup>9)</sup>하기로 하였으며 자산매입프로그램(APP) 등에 대해서는 종전 결정<sup>10)</sup>을 유지하였다.

영란은행은 6월 통화정책회의에서 정책금리를 50bp 인상한 데 이어 8월에도 25bp 인상하였다(4.50% → 5.00% → 5.25%). 목표 수준(2%)보다 높은 물가 오름세가 이어지는 가운데 임금상승률도 계속 확대<sup>11)</sup>된 점이 주요 결정 배경으로 보인다. 베일리 총재는 현 정책기조가 제약적이나 향후 물가상승압력이 약화되지 않을 경우 통화정책을 보다 긴축적으로 운용할 계획임을 표명<sup>12)</sup>하였다. 향후 영국경제와 관련하여 높은 금리 수준과 파운드화 절상 압력 등으로 내년 이후 성장세가 다소 둔화되는 가운데 물가는 2025년 2/4분기에 목표수준에 안착할 것으로 전망하였다.

일본은행은 완화적 정책기조를 유지하는 가운데 물가 상황에 유연하게 대응하기 위해 수익률곡선관리정책(YCC)을 조정하였다. 주요 내용으로는 지정가격 오퍼레이션<sup>13)</sup> 이율을 상향 조정(0.5% → 1.0%)하면서 장기금리가 변동 허용폭(0%±0.5%p)을 상회할 수 있게 하였다.<sup>14)</sup> 한편 일본경제에 대해서는 축적된 가계저축<sup>15)</sup>을 바탕으로 한 펀트업 수요 등으로

	2023년 3월	2023년 5월	2023년 6월	2023년 7월
기준금리(MRO) :	3.50%	→ 3.75%	→ 4.00%	→ 4.25%
대기성 수신금리:	3.00%	→ 3.25%	→ 3.50%	→ 3.75%
대기성 여신금리:	3.75%	→ 4.00%	→ 4.25%	→ 4.50%

8) "Still too early and there is certainly more in the pipeline, but we are definitely seeing monetary policy being transmitted strongly." (2023년 7월 기자회견담화)

9) 지난해 10월 회의에서 필요지급준비금에 적용하는 금리를 정책금리(MRO)에서 대기성 수신금리로 변경한 데 이어 이번 7월 회의에서 이를 0%로 변경하였다.

10) ECB는 금년 3-6월 중 월평균 150억 유로씩 자산매입 포트폴리오 규모를 축소해왔으며 7월부터는 만기도래분 채투자를 전면 중단함으로써 포트폴리오 규모는 월평균 약 200억 유로씩 줄어들 전망이다.

	2022년 9월	2022년 12월	2023년 3월	2023년 6월
물가상승률(전년동기대비):	10.1%	→ 10.5%	→ 10.1%	→ 7.9%
임금상승률(전년동기대비):	6.0%	→ 6.0%	→ 6.1%	→ 8.2%

12) "Given the significant increase in Bank Rate since the start of this tightening cycle, the current monetary policy stance is restrictive (...). If there were to be evidence of more persistent pressures, then further tightening in monetary policy would be required." (2023년 8월 통화정책보고서)

13) 장기금리가 목표수준에서 크게 변동하지 않도록 일본은행이 특정 연한의 국채를 지정가격(금리)으로 무제한 매입하는 제도로 2016년 9월에 도입되었다.



소비가 확대되며 완만한 회복세가 이어질 것으로 전망하였다. 금년 중 소비자물가 상승률에 대해서는 수입물가 상승의 전이효과를 고려하여 종전 전망보다 상향 조정(1.8% → 2.5%)하였다.

여타 선진국에서는 여전히 높은 근원물가 오름세와 임금상승, 통화가치 하락 등 물가상승압력 확대로 긴축 흐름이 이어지고 있다. 캐나다는 초과수요 및 근원물가 상승세가 지속되면서 정책금리를 6월과 7월 연이어 25bp씩 인상하였다. 노르웨이도 목표수준(2%)을 상회하는 물가 상황 등을 고려하여 정책금리를 6월과 8월 각각 50bp, 25bp 인상하였고 아이슬란드(+50bp), 스웨덴(+25bp), 스위스(+25bp) 등도 긴축 흐름을 이어나갔다. 한편 호주는 6월 인상(+25bp) 이후 현 정책금리를 물가안정을 위한 적정수준으로 평가하며 두 달 연속 동결하였다. 뉴질랜드, 체코 등도 물가 둔화 흐름이 이어지는 가운데 현재 정책기조를 충분히 제약적인 수준으로 평가<sup>14)</sup>하며 동결하였다.

반면 신흥국 중앙은행들은 각국 거시경제 여건에 따라 정책 운용의 차별화를 나타내고 있다. 튀르키예(+1,650bp)와 러시아(+450bp)는 인플레이션 억제 및 통화가치 하락 방지 등<sup>15)</sup>을 위해 정책금리를 큰 폭 인상하였다.<sup>18)</sup> 태국은 물가의 목표수준 내 안착 등을 위해 정책금리를 25bp 인상하였다. 멕시코, 인도, 폴란드 등은 그간 누적된 긴축 효과 등을 고려하여 정책금리를 동결하였다. 한편 브라질(-50bp), 칠레(-100bp), 베트남(-50bp) 등은 물가의 둔화 흐름

을 고려하여 경기 부양을 위해 정책금리를 인하하였다.

한편 중국 인민은행은 정책금리인 1년물 및 5년물 대출우대금리(LPR)를 지난 6월 각각 10bp 인하한 데 이어 8월에는 1년물에 한해 추가적으로 10bp 인하하였다.

최근 미국경제의 연착륙에 대한 기대가 높아지며 긴축기조의 장기화가 예상되는 가운데 중국의 경기 둔화 우려 등으로 불확실성이 확대되고 있다. 이로 인해 주요국 중앙은행들은 앞으로의 경제지표 전개 양상을 토대로 통화정책을 신중하게 운용할 것을 표명하고 있다. 이는 그간 고물가에 대응하여 긴축으로 일관했던 주요국의 통화정책 방향이 향후 국가마다 다양한 경제상황에 직면하면서 탈동조화 흐름으로 전환될 수 있음을 시사하는 것으로 보인다.

14) 정책 발표(2023년 7월 28일) 직후 10년물 일본 국채금리는 0.5%를 넘어섰으나, 상승폭은 제한적이었다(최고치: 0.67%, 8월 23일).

15) 일본의 2020년, 2021년 연간 가계저축률은 각각 12.1%, 7.1%로 팬데믹 이전 수준(1.4%, 2014-2019년 단순평균)에 비해 상당히 높은 수준이었다.

16) (뉴질랜드) “The Committee is confident that with interest rates remaining at a restrictive level for some time (...)” (2023년 8월 의결문) (체코) “The CNB’s interest rates are high enough to ensure that inflation returns to the target (...)” (2023년 8월 의결문)

17) 튀르키예의 물가상승률(전년동기대비)은 2022년 10월(85.5%) 이후 둔화되고 있으나 2023년 7월 기준 47.8%로 아직 상당히 높은 수준이다. 한편 2023년 1분기에 달러당 70루블 수준이던 러시아 루블화는 2023년 8월 중 100루블을 상회하는 등 급격하게 절하되었다.

18) 튀르키예는 2023년 6월 650bp, 7월 250bp, 8월 750bp 인상(8.5% → 15.0% → 17.5% → 25.0%)하였으며 러시아는 7월 100bp, 8월 350bp 인상(7.5% → 8.5% → 12.0%)하였다.

2023년 6-8월<sup>1)</sup> 중 주요국 중앙은행의  
정책금리 조정 현황

국가 <sup>2)</sup>	정책금리 조정
<선진국>	
미국	5.00-5.25% → 5.25-5.50% (23.7월, +25bp)
ECB	3.75% → 4.00% (23.6월, +25bp) 4.00% → 4.25% (23.7월, +25bp)
영국	4.50% → 5.00% (23.6월, +50bp) 5.00% → 5.25% (23.8월, +25bp)
캐나다	4.50% → 4.75% (23.6월, +25bp) 4.75% → 5.00% (23.7월, +25bp)
호주	3.85% → 4.10% (23.6월 +25bp, 23.7.8월 동결)
노르웨이	3.25% → 3.75% (23.5월, +50bp) 3.75% → 4.00% (23.8월, +25bp)
스웨덴	3.50% → 3.75% (23.6월, +25bp)
스위스	1.50% → 1.75% (23.6월, +25bp)
덴마크	2.85% → 3.10% (23.6월, +25bp) 3.10% → 3.35% (23.7월, +25bp)
아이슬란드	8.75% → 9.25% (23.8월, +50bp)
<신흥국>	
러시아	7.50% → 8.50% (23.7월, +100bp) 8.50% → 12.00% (23.8월, +350bp)
튀르키예	8.50% → 15.00% (23.6월, +650bp) 15.00% → 17.50% (23.7월, +250bp) 17.50% → 25.00% (23.8월, +750bp)
태국	2.00% → 2.25% (23.8월, +25bp)
<선진국>	
뉴질랜드 (5.50%)	일본 <sup>4)</sup> (-0.1%/0%내외)
체코 (7.00%)	이스라엘 (4.75%)
대만 (1.875%)	
<신흥국>	
멕시코 (11.25%)	콜롬비아(13.25%)
페루 (7.75%)	폴란드 (6.75%)
헝가리 (13.00%)	필리핀 (6.25%)
인도네시아 (5.75%)	말레이시아 (3.00%)
남아공 (8.25%)	인도 (6.50%)
<신흥국>	
브라질	13.75% → 13.25% (23.8월, -50bp)
칠레	11.25% → 10.25% (23.7월, -100bp)
베트남	5.00% → 4.50% (23.6월, -50bp)
중국 <sup>5)</sup>	3.65%/4.30% → 3.55%/4.20% (23.6월, -10bp) 3.55%/4.20% → 3.45%/4.20% (23.8월, -10bp/동결)
코스타리카	7.50% → 7.00% (23.6월, -50bp) 7.00% → 6.50% (23.7월, -50bp)

주: 1) 2023년 8월 29일 기준  
2) 선진국과 신흥국은 IMF 분류 기준을 준용  
3) 괄호 내는 정책금리 수준  
4) 단기금리/10년물 국채금리 기준  
5) 대출우대금리 1년물/5년물 기준  
자료: 각국 중앙은행

2021년 이후 주요국 중앙은행의  
자산매입 중단(또는 보유자산 축소) 현황<sup>1)</sup>

국가	내용	발표월
	주당 매입 규모 축소 (40억 → 30억 캐나다 달러)	21.4월
캐나다	주당 매입 규모 축소 (30억 → 20억 캐나다 달러)	7월
	신규 자산매입 중단	10월
	보유자산 축소	22.4월
	주당 매입 규모 축소 (50억 → 40억 호주 달러)	21.7월
호주	수익률곡선(YCC) 관리정책 <sup>2)</sup> 중단	11월
	신규 자산매입 중단	22.2월
	보유자산 축소	5월
뉴질랜드	신규 자산매입 중단	21.7월
	보유자산 축소	22.2월
	자산매입 규모 축소 (매월 국채 100억 달러, MBS 50억 달러)	21.11월
미국	자산매입 규모 축소 확대(22.1월 시행) (매월 국채 200억 달러, MBS 100억 달러)	12월
	신규 자산매입 중단(22.3월 시행)	22.1월
	보유자산 축소(22.6월 시행) (매월 국채 300억 달러, MBS 175억 달러) <sup>3)</sup>	5월
이스라엘	신규 자산매입 중단(21.12월 시행)	21.11월
	신규 자산매입 중단(21.12월 시행)	21.11월
	보유자산 축소(22년 하반기 시행)	22.4월
스웨덴	보유자산 축소 속도 가속화 (만기도래 채권 채투자 규모 축소: 370억 →185억 크로나)	6월
	보유자산 축소(23.4월 시행) (매월 국채 약 35억 크로나)	23.2월
헝가리	신규 자산매입 중단	21.12월
일본	회사채 및 CP 보유한다 축소(22.4월 시행)	21.12월
	팬데믹 긴급매입프로그램(PEPP) 중단 (22.3월 시행)	21.12월
	자산매입프로그램(APP) 순매입 규모 축소 (22.2/4분기 시행)	22.3월
ECB	자산매입프로그램(APP) 순매입 중단 (22.7월 시행)	6월
	자산매입프로그램(APP) 보유자산 축소 (23.3월 시행)	12월
	자산매입프로그램(APP) 채투자 중단 (23.7월 시행)	23.5월
	보유자산 축소	22.2월
영국	회사채 매각 (22.9월 시행, 23년 말 완료 예정)	5월
	국채 매각 (12개월간 800억 파운드, 22.11월 시행)	9월

주: 1) 2023년 8월 29일 기준  
2) 국채 3년물 금리를 정책금리 수준에서 관리  
3) 9월부터 축소 한도를 2배로 증액  
자료: 각국 중앙은행

## 참고문헌

The Federal Reserve System(2022), “Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve’s Balance Sheet” , May 2022.

\_\_\_\_\_ (2023) “Press Release”  
 , June 2023

\_\_\_\_\_ (2023) “Press Release”  
 , July 2023

\_\_\_\_\_ (2023), “Transcript of Chair Powell’s Press Conference” , July 2023.

European Central Bank(2023) “Monetary Policy Decisions” , June 2023

\_\_\_\_\_ (2023), “Monetary Policy Decisions” , July 2023

\_\_\_\_\_ (2023), “Press Conference” ,  
 July 2023

Bank of England(2023) “Monetary Policy Summary and Minutes” , June 2023

\_\_\_\_\_ (2023), “Monetary Policy Summary and Minutes” , August 2023

\_\_\_\_\_ (2023), “Monetary Policy Report” ,  
 August 2023

Bank of Japan(2023), “Statement on Monetary Policy” , July 2023

Reserve Bank of New Zealand (2023) “A summary of the Monetary Policy Committee’s decision from the meeting on 16 August 2023” , August 2023

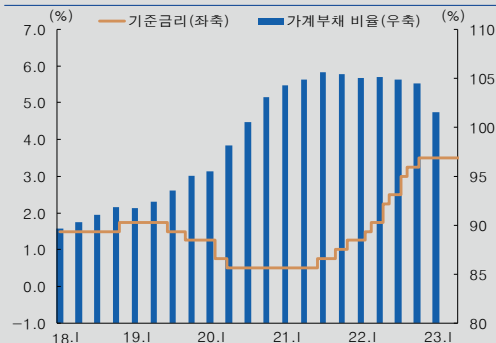
Czech National Bank (2023) “Statement of the Bank Board for the press conference following the monetary policy meeting” , August 2023

## 참고 III-2.

### 최근 금융불균형<sup>1)</sup> 상황 점검 및 정책적 시사점

2021년 8월 기준금리를 인상하기 시작한 이후 우리나라의 명목GDP 대비 가계부채 비율은 완만하게 하락하여 왔다. 그러나 최근 주택가격이 상승 전환하고, 은행 가계대출도 증가규모가 확대되면서 금융불균형 해소가 지연되거나 누증이 재개될 위험이 커지고 있다. 이에 따라 일각에서는 최근의 금융여건 변화가 인플레이션과 금융불균형 대응을 위한 통화정책의 긴축 효과를 제약하고 있다는 우려도 제기되고 있다. 이에 본고에서는 통화정책의 금융불균형 대응에 관한 이론적 논의 및 국내외 정책대응 사례를 살펴본 후 최근의 금융불균형 상황을 점검하고 이에 대한 시사점을 제시하고자 한다.

기준금리 및 가계부채<sup>1)2)</sup> 비율<sup>3)</sup>



주: 1) 자금순환표 상 가계 및 비영리단체 부문의 부채 중 대출금과 정부용자 잔액의 합계  
 2) 보험사 신 회계기준(IFRS17) 도입으로 금년부터 보험사 약관대출을 가계부채에서 제외  
 3) 명목GDP 대비  
 자료: 한국은행, 통계청

## 금융불균형에 대응한 통화정책 운용 관련 논의 및 대응사례

### (이론적 논의)

금융불균형 대응에 관한 이론적 논의는 크게 거시건전성정책(Macro-Prudential Policy, 이하 MPP)이 중심이 되어야 한다는 견해와 통화정책(Monetary Policy, 이하 MP)도 공조하여야 한다는 견해로 구분된다. 전자의 경우 MPP가 과열된 부분에 대해 미시적이고 선별적인 대응을 할 수 있어 보다 효율적이라는 점을 근거로 든다. 또한 MPP에 비해 MP는 경제 전반에 무차별적 영향을 미치는 “무딘(blunt)” 수단이라는 측면에서 금융불균형 완화를 위해 활용될 경우 실물경제에 미치는 부정적 영향이 클 소지가 있다<sup>2)</sup>는 우려도 제기하고 있다. 반면 후자의 견해는 MP가 신용, 자산가격 등에 대한 영향이 상당한 데 반해, MPP 중심 대응의 정책효과는 여건에 따라 제한적일 수 있다는 점을 강조하고 있다.

글로벌 금융위기 이후로는 통화정책 완화 기조가 금융불균형 누증에 미쳤던 광범위한 영향을 인식하게 되면서 금융불균형 제어를 위한 MP의 역할이 확대될 필요가 있다는 주장이 힘을 얻고 있다. 이와 더불어 금융순환의 조절을 위해 MPP와 함께 MP로 사전(ex-ante) 대응하는 것이 효과적이며 이 경우 후생도 증대된다는 연구<sup>3)</sup>가 속속 등장하고 있다.

다만 통화정책 공조 대응시에는 정책의 적시성 및 효과와 관련한 불확실성, 물가목표 이탈시 중앙은행 신뢰도 저하 가능성 등에 유의할 필요가 있다는 의견도 있다. 예를 들어 Carney(2009)는 통화정책이 신

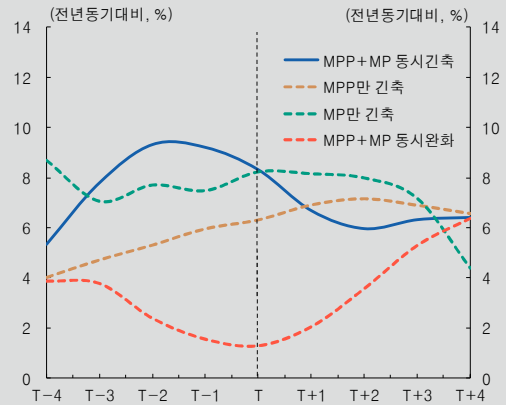
1) 금융불균형에 대한 합의된 정의는 없으나 관련 논의를 종합해 보면 대체로 부채의 과도한 누증, 자산가격의 고평가 등을 지칭하는 개념으로 통용된다. Borio(2004)에 따르면 금융불균형은 자산가격과 자금조달 간 상호작용에 따른 대차대조표의 과도한 팽창을 의미한다.  
 2) Yellen(2014)

용과 자산가격에 미치는 영향과 관련해 불확실성이 크고 재량적 판단이 개입되는 것이 불가피하다는 점을 지적하였다. Pereira da Silva(2016)도 금융불균형을 고려하여 정책금리를 높은 수준으로 유지함에 따라 인플레이션이 물가목표 수준을 장기간 하회할 경우, 중앙은행에 대한 신뢰가 훼손될 수 있다는 점을 강조하였다.

### (주요국 정책대응 사례)

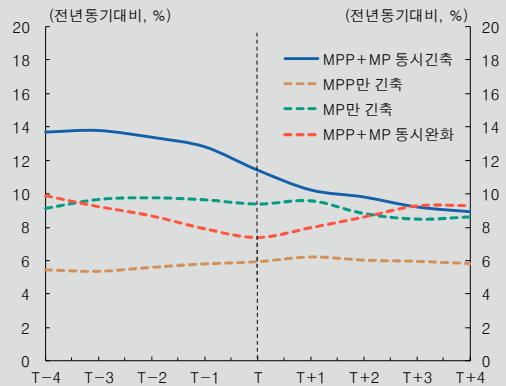
주요국의 사례를 보면 금융불균형에 대해 대체로 MP 공조 대응이 MPP 중심 대응에 비해 효과적이었던 것으로 평가된다. 특히 MP와 MPP 간 정책기조가 동일한 경우 주택가격 및 가계대출에 대한 효과가 더욱 뚜렷하게 나타났다. 반면 MP와 MPP 정책기조가 반대 방향인 경우에는 정책효과가 반감되거나 불확실성이 증대되었다. 특히 MP 기조가 완화적인 상황에서는 MPP 긴축(또는 불변)에도 불구하고 주택가격 또는 가계대출의 증가세가 시차를 두고 확대되는 사례가 다수 관측되었다. Zhong *et al.*(2023)의 실증 연구에서도 MP와 MPP가 공조할 경우, 개별 대응에 비해 금융불균형 해소 효과가 추가적으로 강화되었다.<sup>4)</sup> 반면 정책기조가 상반된 경우에는 개별 정책의 효과를 축소시키는 것으로 나타났다.

### 정책조합별 주택가격 상승률<sup>1)</sup>



주: 1) 38개국을 대상으로 MPP와 MP 정책조합 시기(T) 사례를 식별한 뒤, 각 사례별 T기 전후 4분기까지의 명목주택가격 상승률을 단순평균  
자료: IMF Integrated Macroprudential Policy (iMaPP) Database, BIS

### 정책조합별 가계부채 증가율<sup>1)</sup>

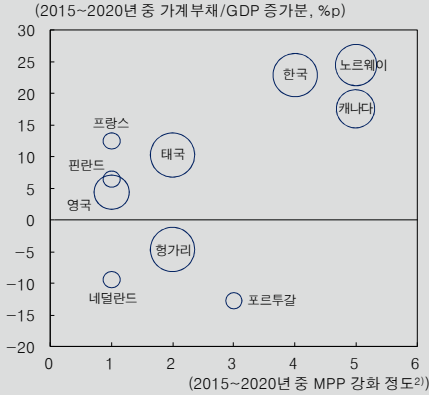


주: 1) 38개국을 대상으로 MPP와 MP 정책조합 시기(T) 사례를 식별한 뒤, 각 사례별 T기 전후 4분기까지의 가계신용 증가율을 단순평균  
자료: IMF Integrated Macroprudential Policy (iMaPP) Database, BIS

3) Borio *et al.*(2019), Boissay *et al.*(2022), Farhi and Werning(2020) 등

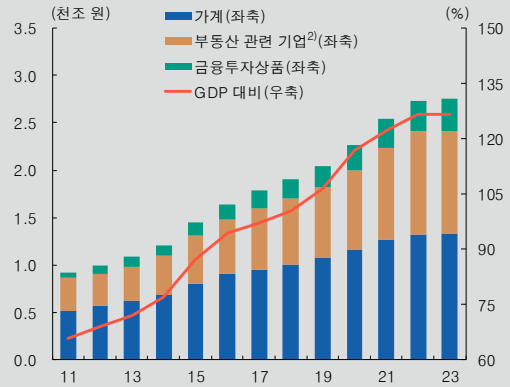
4) 주택가격에 미치는 영향을 기준으로 볼 때, MP 및 MPP 단독대응의 효과(각각 -0.176 및 -0.026)에 정책기조 동조에 따른 시너지 효과(-0.026)가 추가되었다.

## MP 완화<sup>1)</sup> 기조 하에서 MPP 긴축<sup>2)</sup> 효과



주: 1) 원의 크기는 기간 중 MP 완화폭을 의미  
 2) MPP 강화 정도는 2014년을 0으로 두고 긴축 정책은 +1, 완화는 -1로 가산하는 방식으로 산정  
 자료: IMF Integrated Macropprudential Policy (IMaPP) Database, 한국은행

## 부동산금융 익스포저<sup>1)</sup>



주: 1) 2023년은 3월 말 기준  
 2) 부동산 경기와 직접적으로 연관된 부동산업·건설업중 기업을 포함하며, 증권사 등의 부동산 PF대출 유통화증권 채무보증은 제외  
 자료: 한국은행

## 국내 금융불균형의 누증과 정책대응 간 관계

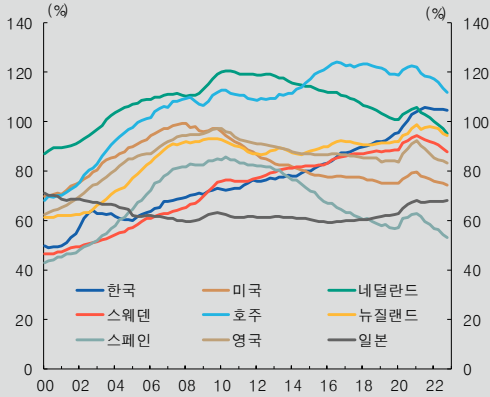
우리나라 금융불균형의 누증은 부동산 부문을 중심으로 진행되어 왔다. 부동산 부문이 경제규모에 비해 빠르게 증가하며 금융시스템 내 관련 익스포저도 확대되어 왔는데, 부동산 부문으로의 자원쏠림은 자원배분의 효율성 저하, 부동산 경기에 대한 경제의 취약성 증대 등 다양한 부작용을 초래해 왔다.

특히 우리나라의 가계부채는 주요국과 달리 디레버리징 없이 지속적으로 증가하여 거시경제 및 금융 안정을 저해하는 수준에 이른 것으로 평가된다. 가계부채 수준이 과도한 경우 소비여력 축소를 통해 성장을 제약<sup>5)</sup>하는 한편, 위기시 경기 변동을 증폭<sup>6)</sup>시키는 요인으로 작용할 수 있다.

5) GDP 대비 가계부채 비율이 일정 수준(80~100%)을 상회할 경우, 과다채무로 인한 원리금 상환 부담 증가가 가계의 실질 가처분 소득을 감소시켜 민간소비를 위축시키고 성장을 저해할 수 있다. 특히 확대된 레버리지의 상당 규모가 부동산시장으로 유입될 경우 원리금 상환부담이 지속되면서 장기에 걸쳐 가계소비를 제약할 수 있다(Arcand *et al.*, 2015; Cecchetti and Kharroubi, 2012; Lombardi *et al.*, 2017; 권도근 외, 2023).

6) 과다한 가계부채는 대내외 충격에 대한 취약성을 높여 금융위기의 발생 가능성을 증대시킬 수 있다. 특히 부채 증가가 부동산 등 자산가격 버블과 연계되는 경우 금융위기 가능성이 더욱 증가하며, 위기 발생시에 성장을 감소폭이 확대되고 지속 기간도 장기화될 수 있다(Schularick and Taylor, 2012; Jordà *et al.*, 2015 등).

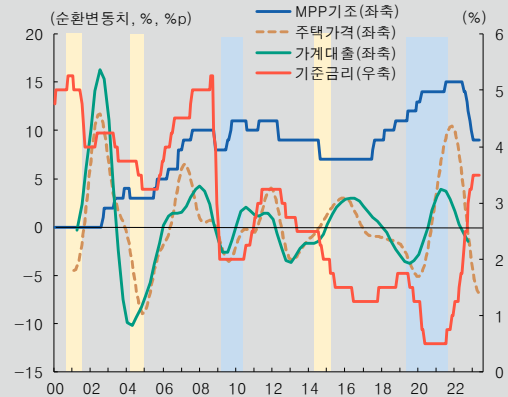
## 주요국 가계부채<sup>1)</sup> 비율<sup>2)</sup>



주: 1) 자금순환표 기준  
2) 명목GDP 대비  
자료: BIS

이에 대한 과거 정책대응 사례를 보면, 우리나라의 MPP와 MP 간 정책조합은 유효성이 낮았던 것으로 평가된다. 지난 2014년 MPP와 MP의 동시 완화는 주택가격과 가계부채 간 강화적 상호작용을 일으켜 불균형을 심화시켰던 사례로 보인다. 한편 2020년 이후에는 팬데믹에 대응한 MP 완화기조로 MPP 긴축의 효과가 제약되면서 시차를 두고 금융불균형이 확대되었다. 이에 대한 대응으로 우리나라는 주요국에 비해 상대적으로 이른 2021년 8월부터 금리인상 기조를 시작하였다.

## 주택가격<sup>1)</sup>·가계부채<sup>2)</sup> 순환<sup>3)</sup> 및 MPP<sup>4)</sup>·MP 기조<sup>5)</sup> 간 관계



주: 1) 속보성이 높고 장기시계열 활용이 가능한 KB국민은행 통계를 이용하여 분석  
2) 자금순환표 기준  
3) Christiano Fitzgerald 필터를 이용하여 추출  
4) 2022년 1월부터는 국내 LTV, DTI, DSR 규제 내용을 반영하여 자체 시산  
5) ■ MPP긴축·MP완화, ■ MPP·MP 동시 또는 MP만 완화 시기  
자료: IMF, 한국은행, KB국민은행

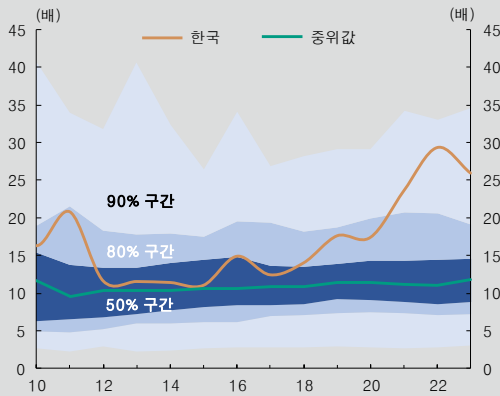
## 금번 금리인상기 중 금융불균형 상황에 대한 평가

### (주택가격)

주택가격은 2020년 3월부터 빠르게 상승하다 기준금리 인상의 영향 등으로 부동산 경기가 둔화되며 지난해 8월 이후 하락세로 전환하였다.<sup>7)</sup> 그러나 기초 경제여건 등과 비교해 볼 때 주택가격은 여전히 고평가되어 있는 것으로 보인다. 주택가격은 소득과 괴리되어 높은 수준을 유지하고 있으며 주요국에 비해서도 소득 대비 주택가격배율이 매우 높은 수준을 나타내고 있다.

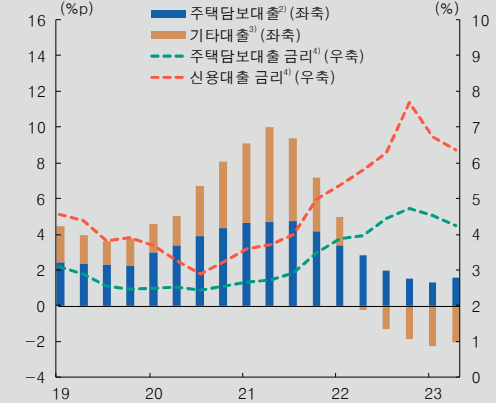
7) 주택가격 상승률(KB국민은행, 기간 중, %): 2020년 3월 ~ 2022년 7월 +24 → 2022년 8월 ~ 2023년 7월 -7, 다만 실거래가 지수 기준으로는 2021년 10월 고점 이후 16.1% 하락하였다가 금년 2월 이후 2.8% 반등하였다.

### 주요국의 소득 대비 주택가격배율<sup>1)</sup> 분포<sup>2)</sup>



주: 1) 가계 순가처분소득 대비 중위 사이즈(90m<sup>2</sup>) 아파트가격  
 2) 음영은 대상 국가(80개국 대상) 소득대비 주택가격배율의 분포 구간을 의미  
 자료: NUMBEO

### 가계신용 증가율<sup>1)</sup>의 대출유형별 기여도 및 여신금리

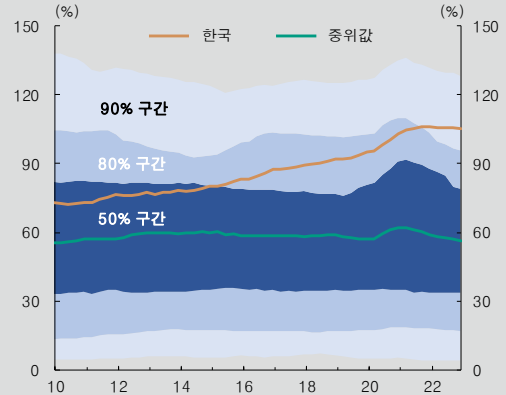


주: 1) 예금취급기관 가계신용통계 기준 전년동기대비 증가율  
 2) 주택담보대출, 전세자금대출 등  
 3) 비주택담보대출, 신용대출, 보증대출 등  
 4) 예금은행 신규취급액 기중평균 기준  
 자료: 한국은행

### (가계부채)

주택가격의 하락과 함께 가계부채 증가세도 둔화되었다. 특히 금리가 상대적으로 높은 신용대출이 감소하면서 전체 가계부채의 증가세 둔화를 주도한 모습이다. 다만, 주택담보대출이 꾸준히 증가하면서 가계부채 증가세 둔화 속도가 비교적 완만한 모습을 보임에 따라 명목GDP 대비 가계부채 비율은 부채가 성장에 미치는 부정적 영향이 확대되는 임계치<sup>8)</sup>를 큰 폭 상회할 정도로 여전히 높은 수준을 유지하고 있다.

### 주요국의 가계부채 비율<sup>1)</sup> 분포<sup>2)</sup>



주: 1) 명목GDP 대비  
 2) 음영은 대상 국가(44개국 대상) 가계부채 비율의 분포 구간을 의미  
 자료: BIS

### (기업부채)

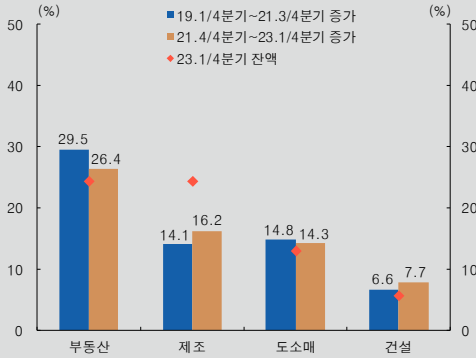
가계부채와 달리 기업부채는 기준금리 인상에도 불구하고 높은 증가세를 지속하였다. 자금조달비용 상승, 주택경기 둔화 등에도 불구하고 부동산 관련 대

8) 명목GDP 대비 가계부채 비율이 민간소비에 미치는 부정적 영향과 관련하여 여러 연구에서 제시하고 있는 임계치는 다음과 같다. Cecchetti and Kharroubi(2012) 84%, Lombardi et al.(2017) 80%, 권도근 외(2023) 80%, Arcand et al.(2015) 80-100%(민간신용 기준)



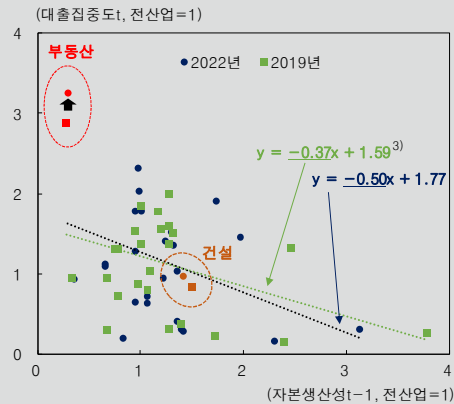
출이 기업부채 증가를 주도하는 모습이다. 특히 금  
 번 금리인상기 중 부동산업<sup>9)</sup> 등 생산성과 수익성<sup>10)</sup>  
 이 낮은 부문으로의 대출 집중도가 더욱 심화된 것  
 으로 나타났다.

### 업종별 대출의 전체 기업대출 대비 비중



자료: 한국은행, BIS

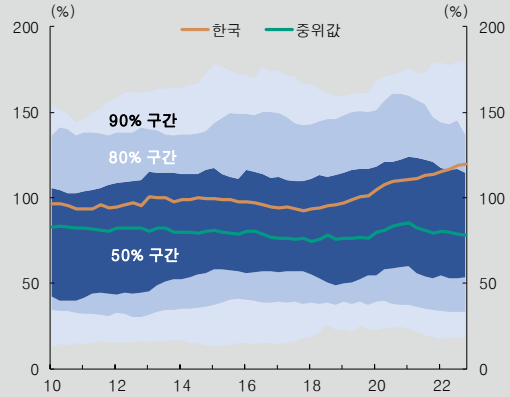
### 업종별 생산성<sup>1)</sup> 및 대출 집중도<sup>2)3)</sup>



주: 1) 총자본투자효율(부가가치/총자본)  
 2) (업종별 대출금 비중)/(업종별 명목GDP 비중)  
 3) 가열기가 가팔라질수록 생산성이 낮은 부문으로의 대출 집중도가 심화  
 자료: 한국은행, BIS

이에 따라 기업부채 비율도 주요국에 비해 상당폭  
 높은 수준으로 성장에 대한 부정적 영향이 확대될  
 가능성이 있다.<sup>11)</sup>

### 주요국의 기업부채 비율<sup>1)</sup> 분포<sup>2)</sup>



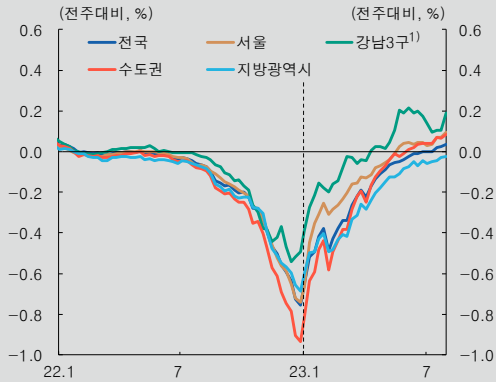
주: 1) 명목GDP 대비  
 2) 음영은 대상 국가(44개국 중 아일랜드, 룩셈부르크, 홍콩 제외) 기업부채 비율의 분포 구간을 의미  
 자료: BIS

### 주택시장 조정 및 가계부채 디레버리징 지연 가능성

금년 7월 현재 주택가격 변동률과 거래량은 장기평  
 균을 하회<sup>12)</sup>하고 있으나 최근 주택가격이 상승 전  
 환하면서 조정기간이 당초 예상보다 짧아질 가능성  
 을 배제할 수 없다. 아파트 가격은 강남3구 → 서울  
 → 수도권 순으로 상승세가 확대되는 가운데 비수  
 도권도 가격 하락세가 둔화되고 있다. 미분양주택  
 물량도 수도권과 지방에서 모두 완만한 축소 흐름  
 을 이어가고 있다.<sup>13)</sup>

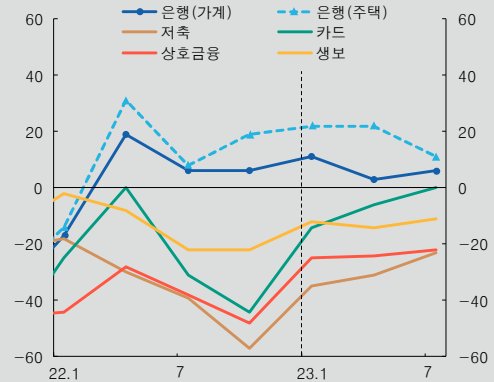
9) 부동산의 개발 또는 임대, 타인의 부동산 시설 관리, 부동산 매매 과정에서 중개, 대리, 자문, 감정 평가 업무 등을 수행하는 기업을 포함한다.  
 10) 부동산업의 한계기업 비중(KIS-Value, %): 2019년 22.8 → 2020년 26.2 → 2021년 28.0 → 2022년 30.2  
 11) Cecchetti *et al* (2011)에 따르면 기업부채 비율이 부정적 영향을 미치는 임계치는 명목GDP의 90%이다. 다만 기업부채 증가가 건전한 투자와 생산으로 이어지는 경우 큰 문제가 없다는 견해도 있다.

### 지역별 아파트 매매가격



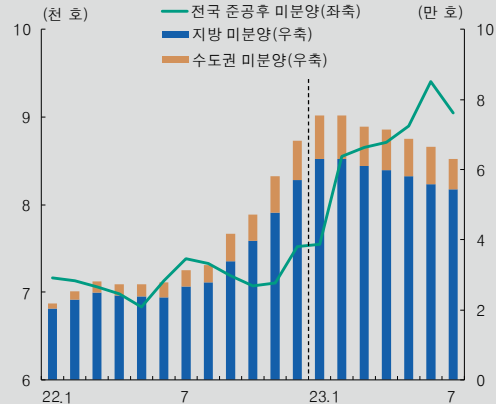
주: 1) 구별 주택수로 기중평균  
자료: 한국부동산원

### 금융기관 대출태도지수<sup>1)</sup>



주: 1) 플러스(+)는 대출태도 완화 의미  
자료: 한국은행

### 미분양주택



자료: 국토교통부

은행의 가계대출도 금년 4월 이후 증가로 전환되었다. 이는 은행의 완화적 대출태도, 여신금리 하락, 특례보급자리론 공급 등에 영향을 받은 것으로 보인다. 또한 그간 가계대출 감소를 주도하였던 신용대출의 상환 흐름도 축소되는 모습이다. 이러한 여건 하에서 주택경기가 예상보다 빨리 상승할 경우 금융권 전체의 가계대출 증가세가 확대될 소지도 있다.

### 요약 및 시사점

지난해 완화되기 시작했던 금융불균형의 정도가 최근 들어 재차 누증될 조짐을 보이고 있다. 중장기 안정성장을 도모하기 위해서는 금융불균형이 일정 수준 이하에서 관리되어야 하는 만큼 꾸준한 조정 노력을 지속할 필요가 있다. 특히 가계부채의 질서 있는 디레버리징은 지속적으로 추진해야 할 시급한 과제로 평가된다. 앞서 살펴본 과거 사례에 비추어 볼 때, 국내 금융불균형 누증에는 부동산 부문이 핵심 메커니즘으로 작용해 왔다는 점에서 관련 정책은 긴 시계에서 일관되게 수립되어 시행될 필요가 있는 것으로 판단된다.

### 참고문헌

- 권도근, 김대운, 이시은, 안주현(2023), “가계신용 누증 리스크 분석 및 정책적 시사점”, 『BOK 이슈노트』, 제2023-14호.

12) 주택가격 변동률은 -7.4%(2023년 7월, 전년동월대비, KB국민은행), 거래량은 4.8만 호(2023년 7월, 국토교통부)로 장기평균(2011년 1월 ~ 2023년 7월 중 각각 3.3%, 7.7만 호)을 하회하고 있다.  
13) 다만 건설사의 수익성에 보다 직접적 영향을 미치는 준공후 미분양은 증가를 지속하다 7월 들어 소폭 감소하였다.

- Arcand, J. L., Berkes, E., & Panizza, U.(2015), “Too much finance?” , *Journal of Economic Growth* , 20(2), 105-148.
- Boissay, F., Collard, F., Galí, J., & Manea, C. (2022), “Monetary policy and endogenous financial crises” , Bundesbank Discussion Paper, No. 21/2022.
- Borio, C. E., & Lowe, P. W.(2004), “Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?” , BIS Working Paper, No. 157/2004.
- Borio, C. E., Disyatat, P., & Rungcharoenkitkul, P. (2019), “What anchors for the natural rate of interest?” , BIS Working Paper, No. 777/2019.
- Carney, M. J.(2009), “Commentary: using monetary policy to stabilize economic activity” , *Financial Stability and Macroeconomic Policy*.
- Cecchetti, S. G., & Kharroubi, E.(2012), “Reassessing the impact of finance on growth” , BIS Working Paper, No. 381/2012.
- Cecchetti, S. G., Mohanty, M. S., & Zampolli, F. (2011), “The real effects of debt” , BIS Working Paper, No. 352/2011.
- Farhi, E., & Werning, I.(2020), “Taming a minsky cycle” , Unpublished manuscript, Harvard University.
- Jordà, Ò., Schularick, M., & Taylor, A. M.(2015), “Leveraged bubbles” , *Journal of Monetary Economics*, 76, S1-S20.
- Lombardi, M. J., Mohanty, M. S., & Shim, I. (2017), “The real effects of household debt in the short and long run” , BIS Working Paper, No. 607/2017.
- Pereira da Silva, L.(2016), “Towards an Integrated Inflation Targeting Framework in Middle-Income Countries: A Research Agenda” , In Keynote speech at the Second ECBN Policy Research Conference on “Macroprudential Instruments and Financial Cycles” , September (Vol. 29).
- Schularick, M., & Taylor, A. M.(2012), “Credit booms gone bust: monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870–2008” , *American Economic Review*, 102(2), 1029-1061.
- Yellen, J.(2014), “Monetary Policy and Financial Stability” , At the Michel Camdessus Central Banking Lecture.
- Zhong, C., Xie, L., Shi, Y., & Xu, X.(2023), “Macro-prudential policy, its alignment with monetary policy and house price growth: A cross-country study” , *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 90, 51-62.