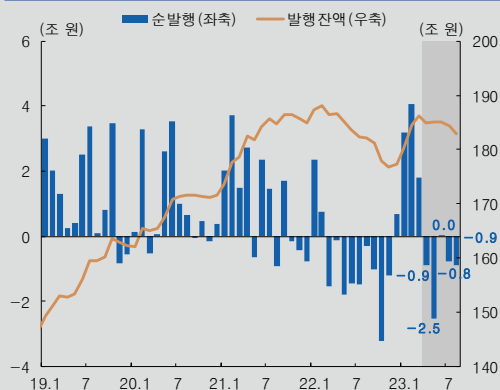


참고 I-1.

최근 회사채 발행 상황 및 평가

금년 1/4분기 중 대규모 순발행되었던 일반기업의 회사채 발행은 4월 이후 지난해에 이어 재차 순상환 기조로 전환되었다. 금년 1/4분기 중 회사채 발행은 우량물(AA등급 이상)을 중심으로 9.0조 원 순발행되었으나, 4~8월 중에는 우량물과 비우량물(A등급 이하) 모두 발행규모가 만기도래 규모에 미치지 못하면서 총 5.1조 원 순상환되었다. 이에 따라 일각에서는 국내외 통화정책의 긴축기조가 지속되고 있는 상황에서 기업들이 회사채 차환과 증장기 자금조달에 어려움을 겪을 수 있다는 우려가 제기되고 있다. 이하에서는 최근 회사채 시장 상황을 회사채 투자수요와 기업의 발행유인 측면으로 나누어 점검해 보았다.

회사채 순발행 추이¹⁾



주: 1) 일반기업 공모 회사채(P-CBO 제외) 기준
 자료: 한국예탁결제원

회사채¹⁾ 발행 현황

(조 원)

	2022				2023		
	I	II	III	IV	I	II	7~8월 ²⁾
순발행	1.6	-3.4	-2.8	-3.8	9.0	-3.4	-1.7
AA이상	-0.2	-0.7	-0.8	-1.6	9.1	-1.9	-0.8
A이하	1.8	-2.7	-2.0	-2.1	-0.0	-1.5	-0.8
총발행	12.7	8.4	5.7	3.0	19.1	13.0	3.2
AA이상	8.3	7.2	4.2	2.7	16.3	10.2	2.4
A이하	4.4	1.2	1.5	0.3	2.8	2.8	0.8

주: 1) 일반기업 공모 회사채(P-CBO 제외) 기준
 2) 2023년 8월 말 현재
 자료: 한국예탁결제원

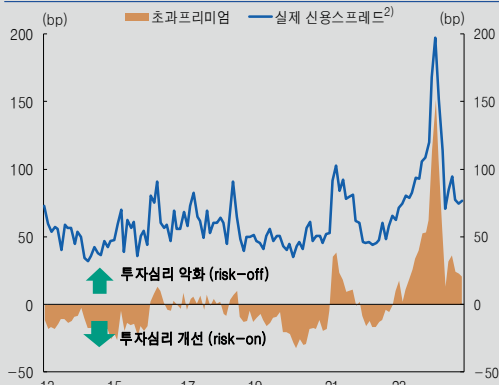
회사채 투자수요

회사채 투자수요는 금년 들어 일부 취약부문을 제외하고 양호한 모습을 지속하고 있어 기업의 회사채 발행을 제약하는 요인이 아닌 것으로 평가된다.

금년 들어 지난해 하반기 부각되었던 부동산 PF 관련 CP·채권시장 불안이 상당 부분 진정됨에 따라 회사채 초과 프리미엄(Excess Bond Premium, 이하 EBP)¹⁾이 크게 줄어드는 등 신용채권에 대한 투자심리가 상당히 개선되었다. 이에 따라 회사채 신용스프레드는 우량물과 비우량물 모두 상당폭 축소되었다. 다만 신용스프레드의 절대 수준(8월 29일 현재 AA- 76bp, A- 213bp)은 장기평균(2013년 이후 각각 50bp, 151bp)을 상회하는 수준을 유지하고 있는데, 시장의 불안심리가 진정된 상황에서도 상대적으로 높게 유지된 신용스프레드가 오히려 가격 측면에서의 투자 메리트(작용²⁾)하면서 회사채 투자수요를 높여주고 있는 모습이다.

1) 회사채 신용스프레드에서 기업들의 예상 부도확률과 개별 회사채의 특성으로 설명되지 않는 부분으로서, 예상된 신용리스크의 영향을 통제한 후 평가한 시장참가자들의 위험회피 성향, 즉 투자センチ먼트를 나타낸다(FEDS Notes, 2016년 4월).
 2) 신용스프레드는 신용채권시장의 신용 및 유동성 리스크를 나타내는 측면도 있으나 투자자 입장에서 이에 대한 추가적인 보상을 의미하므로 일정 수준까지는 수익추구 투자자의 투자 메리트가 될 수 있다.

회사채 초과프리미엄(EBP)¹⁾ 추이



주: 1) Gilchrist & Zakrajsek(AER, 2012) 방법론을 원용하여 추정
 2) 해당기간 중 실제로 거래된 회사채의 금리와 동 회사채와 동일한 현금흐름을 갖는 가상의 국고채 금리와의 차이를 의미
 자료: 한국은행

회사채(3년) 신용스프레드¹⁾ 추이

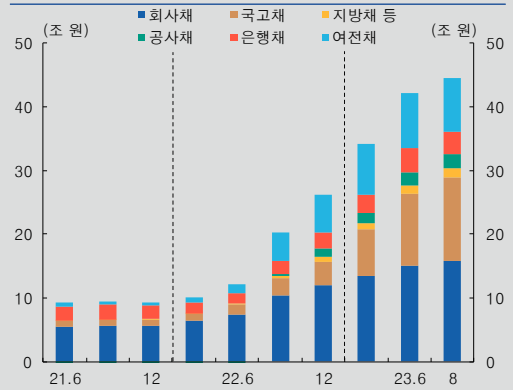


주: 1) 국고채(3년) 금리 대비
 자료: 금융투자협회

또한 이 과정에서 높아진 가격 메리트를 바탕으로 개인을 중심으로 회사채 및 관련 펀드에 대한 투자가 늘어나면서, 관련 투자기관들의 회사채에 대한 투자 여력도 상당히 확충된 것으로 보인다. 우선,

증권사의 경우 리테일 영업을 크게 강화한 데다 하이일드펀드³⁾에 대한 분리과세⁴⁾ 등 정책적 지원이 더해지면서 고객계정을 통한 개인의 회사채 투자가 지난해(6.3조 원)에 이어 금년(1-8월 중, 3.8조 원)에도 상당폭 증가하였다. 아울러, 금년 2/4분기 이후에는 주요국 통화정책 기조전환 기대 등으로 금리 정점인식이 부각되면서 자산운용사 채권형펀드⁵⁾로의 자금 유입도 확대되었다

개인의 채권투자 추이¹⁾

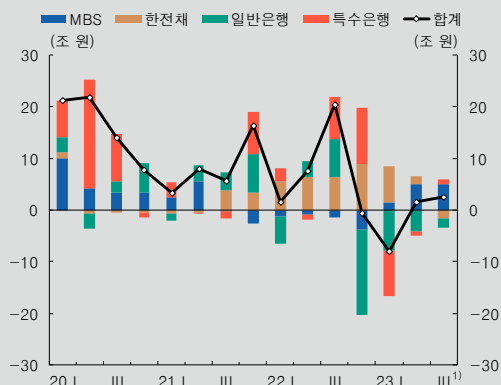


주: 1) 월말 잔액 기준
 자료: 연합인포맥스

아울러 지난해 회사채 수요를 구축(crowding-out)하였던 초우량 채권의 공급이 크게 축소된 것도 회사채 투자 여건 개선에 기여한 것으로 평가된다. 금년 들어 은행채는 정부의 발행 자제 권고 등으로, 한전채는 유가 하락 및 전기요금 인상 등으로 지난해에 비해 순발행 규모가 상당폭 축소되었는데 이는 회사채 수급에 긍정적으로 작용하였다.

3) 공모 펀드의 경우 BBB+등급 이하 회사채(A3+등급 이하 단기사채 포함)를 45% 이상 편입하고 국내 채권에 60%이상 투자할 경우 하이일드펀드(high-yield fund)로 간주된다.
 4) 정부는 중·저신용등급의 회사채 수요기반을 마련하고 개인투자자들에게 고수의 채권투자 유인을 제공할 목적으로 하이일드 펀드에 대한 분리과세 제도를 마련하여 2023년 6월 12일부터 시행하였다. 1년 이상 하이일드펀드에 가입한 투자자들은 1인당 가입액 3천만 원까지 발생하는 이자 및 배당소득(최대 3년간)이 종합소득에 합산되지 않고 원천세율(15.4%)이 적용(분리과세)되는 세제혜택을 받을 수 있다.
 5) 채권형펀드 수신 증감(조 원): 2021년 +11.5 → 2022년 -9.8 → 2023년 1/4분기 -2.1 → 2/4분기 +5.6 → 7-8월 중 +4.1

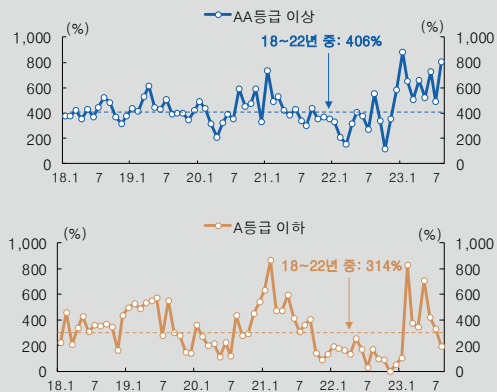
주요 초우량채 순발행 추이



주: 1) 2023년 7-8월 중
자료: 연합인포맥스

한편 이러한 양호한 투자수요를 반영하여 회사채 발행시장에서 수요예측 참여율은 금년 들어 우량물과 비우량물 모두 장기평균을 지속적으로 상회하였으며 일부 우량등급 회사채는 대규모의 투자수요가 몰리면서 증액 발행되기도 하였다. 다만 부동산 경기 위축 및 PF 관련 경계감 등으로 건설 관련 업종을 중심으로 다수의 미매각이 발생⁶⁾하였는데 회사채시장 전반으로는 확산되지 않았다.

회사채 수요예측 참여율



자료: 금융감독원 전자공시시스템

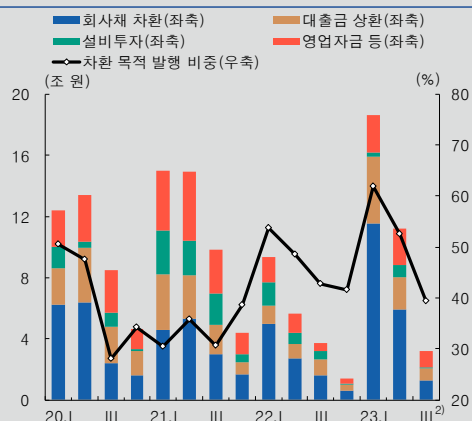
6) 금년 1-8월 중 회사채 미매각은 총 20건 발생(14개 기업, 미매각액 8,480억 원)하였는데, 이 중 건설업 및 건설 관련 제조업에서 9건(7개 기업, 미매각액 3,250억 원)이 발생하였다.

기업의 회사채 발행유인

이와 같이 회사채 투자수요가 상당히 양호했던 데 반해, 기업들의 자금조달 목적 및 금리 측면에서의 발행유인은 2/4분기 이후 축소된 것으로 평가된다.

우선, 기업들은 금년 들어 회사채 발행 여건이 개선되면서 1/4분기 중 발행을 크게 늘렸는데 이 중 당월 및 익월 이후 차환 목적의 발행이 약 62%에 달했던 것으로 파악된다. 아울러 국내외 경기 불확실성이 높아지면서 설비투자 등을 위한 중장기 자금조달 수요가 약화된 점도 회사채 발행수요를 제약했던 것으로 판단된다.

회사채 목적별 발행¹⁾ 추이

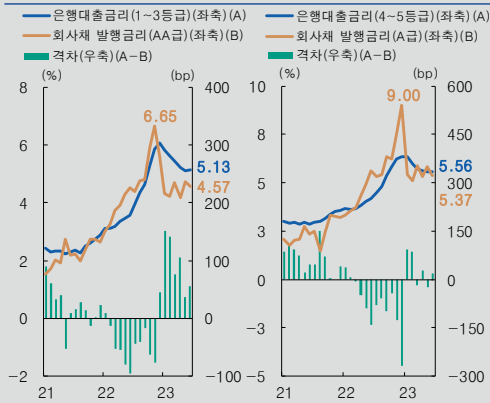


주: 1) 총발행 기준
2) 2023년 7-8월 중
자료: 금융감독원 전자공시시스템

조달금리 측면에서는 회사채 발행금리가 2/4분기 들어 상승 전환하면서 은행대출 대비 금리 메리트가 상당히 낮아진 점이 기업들의 회사채 발행 유인을 약화시켰던 것으로 분석된다. 금년 들어 회사채 발행금리는 국고채 금리가 하락한 데다 신용스프레

드도 상당폭 축소되면서 1년여 만에 은행 대출금리 아래로 하락하였다. 그러나 2/4분기에는 장기금리가 반등하면서 회사채 발행금리는 상승 전환하였으나, 단기금리를 지표금리로 사용하는 은행대출금리는 상승폭이 크지 않아 회사채 발행금리와 은행 대출금리 간 격차가 상당폭 축소(AA 등급)되거나 재차 역전(A등급)되었다.

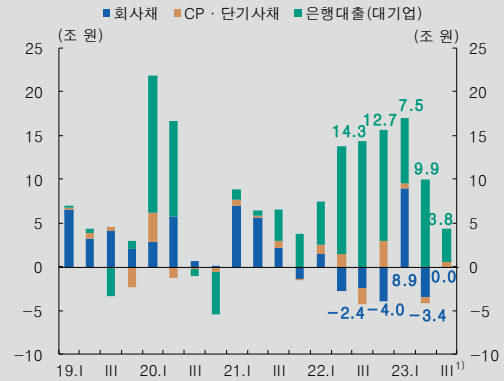
은행 대출금리¹⁾ 및 회사채 발행금리 비교



주: 1) 회사채 AA 및 A 등급 기업은 각각 은행여신 1-3등급 및 4-5등급에 대체로 해당
 자료: 한국예탁결제원, 금융기관 업무보고서

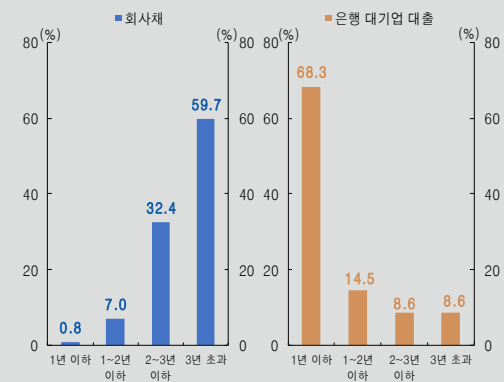
조달수단 측면에서는 3월 이후 중장기 시계에서 금리가 낮아질 수 있다는 전망이 부각되면서 고정금리인 회사채보다는 변동금리로 조달이 가능하고 만기도 상대적으로 짧은 은행 대출에 대한 선호가 높아졌던 것으로 보인다. 실제 금년 들어 은행의 대기업 대출은 지속적으로 확대되었는데, 기업들이 필요한 영업자금을 회사채 발행보다는 대출로 주로 충당하였으며 이 중 일부는 만기도래 회사채 상환을 위해 활용한 것으로 추정된다.

기업 외부자금조달 추이



주: 1) 2023년 7월 중, 은행대출(대기업)은 잠정치
 자료: 한국은행, 한국예탁결제원, 연합뉴스포맥스

회사채 발행 및 은행 대기업대출 만기별 비중¹⁾



주: 1) 2023년 6월 말 잔액 기준 회사채의 발행만기(월단위 절사) 및 은행대출의 잔존만기 기준
 자료: 한국예탁결제원, 금융기관 업무보고서

평가 및 시사점

종합해보면, 국내외 통화정책 긴축기조가 이어지는 상황에서 금년 2/4분기 이후에도 회사채 발행 부진이 지속되었다. 그러나 이는 시장 불안, 투자수요 부족 등 발행 여건 악화보다는 일부 기업의 선발행을 통한 차환자금 확보, 금리 측면에서의 회사채 조달유인 악화, 향후 경기 불확실성 등에 따른 중장기 자금수요 감소 등에 따른 것으로 기업들의 회

사채 발행을 통한 자금조달에는 큰 어려움이 없었던 것으로 판단된다.

앞으로도 회사채 발행은 당분간 순상환이 이어질 수 있겠으나 양호한 투자수요, 은행대출 활용 등을 감안할 때 기업의 자금조달 여건이 크게 악화되지는 않을 것으로 예상된다. 다만 향후 국내외 경기회복의 불확실성이 높고 부동산금융 등과 관련된 잠재리스크가 상존하고 있는 만큼, 비우량·취약 부문에 대한 차별화가 심화될 가능성이 있다. 이 과정에서 일부 재무건전성이 취약한 기업을 중심으로 회사채 발행시 미매각이 발생할 경우 시장의 투자 심리가 빠르게 악화될 가능성도 배제하기 어렵다. 따라서 비우량·취약업종 기업의 회사채 발행 및 은행대출을 통한 자금조달 상황, 재무건전성 악화 가능성 등을 계속 면밀히 점검할 필요가 있겠다.

참고문헌

금융위원회, 기획재정부(2023), “이자배당소득을 분리과세하는 하이일드펀드·일임·신탁 도입·시행”, 금융위원회·기획재정부 보도참고자료, 2023년 5월.

한민, 홍준유, 지성민(2022), “최근 신용채권시장 상황 평가: 신용스프레드 확대요인을 중심으로”, 『BOK 이슈노트』, 제2022-42호.

Favara, G., Gilchrist, S., Lewis, K. F., & Zakrajšek, E.(2016), “Recession Risk and the Excess Bond Premium”, FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Gilchrist, S., & Zakrajšek, E.(2012), “Credit spreads and business cycle fluctuations”, *American Economic Review*, 102(4), 1692-1720.

참고 II-1.

한국은행 대출제도 개편 내용 및 향후 계획

42

금년 3월에 있었던 미국 실리콘밸리 은행(SVB) 파산은 디지털 बैं킹 환경하에서 대규모 예금인출 사태가 과거에 비해 매우 빠른 속도로 확산될 수 있음을 보여주었다.¹⁾ 국내에서도 금융의 디지털화가 상당히 진전되어 있고 이에 대한 국민들의 수용도 및 활용도가 높은 만큼 대규모 예금인출 위험에 대비해야 할 필요성이 커졌다.²⁾ 이에 한국은행은 금년 7월 예금취급기관의 유동성 안전판(backstop) 역할을 강화하는 방향으로 자금조정대출 등 한국은행 대출제도를 개편하고 향후 계획을 마련하였다.

자금조정대출제도 개요

자금조정대출제도는 은행들이 자금수급을 조정하는 과정에서 발생하는 부족자금을 한국은행으로부터 차입할 수 있는 제도이다. 차입은행이 기본적인 재무건전성 등의 요건을 충족³⁾하고 적격담보를 납입할 수 있다면 차입수요에 따라 제한 없이 단기 자금을 공급한다는 점에서 금융기관의 단기유동성 부

족을 해소하는 안전판 기능을 담당하고 있다. 아울러 자금조정대출 금리는 자금조정예금⁴⁾ 금리와 함께 각각 콜금리 등 단기시장금리의 상한과 하한을 형성하기 때문에 단기시장금리가 일정 범위 내에서 변동하면서 기준금리 수준에서 크게 벗어나지 않도록 하는 기능도 함께 수행하고 있다. 미 연준, ECB, 영란은행, 일본은행 등 주요국 중앙은행들도 금융시장 안정과 통화정책 운용을 목적으로 자금조정대출제도와 유사한 상시 대출제도를 운영하고 있다.⁵⁾

개편 필요성

자금조정대출제도는 그간 단기시장금리 변동성 제한, 금융시장 안정 등의 기능을 수행해 왔지만, 대규모 예금인출 사태 등이 발생할 경우 유동성 확보에 일시적 어려움을 겪는 예금취급기관에 대한 자금을 지원하는 데 있어 다음과 같은 한계가 있는 것으로 판단되었다.

먼저, 자금조정대출의 적격담보 범위가 주요국 중앙은행에 비해 좁게 설정되어 있었다. 미 연준, ECB, 영란은행 및 일본은행은 세부적으로는 다소 차이가 있지만 공통적으로 국공채 외에 회사채, 자산담보부 증권 등 시장성 자산을 폭넓게 적격담보로 인정하고 있으며, 비시장성 자산인 금융기관의 대출채권도 담보로 포함하고 있다. 이에 비해 자금조정대출의 적격담보 범위는 국채, 통안증권, 특수

1) 2023년 5월 미 연준 금융안정보고서에 따르면 금년 3월 SVB와 시그니처 은행의 일중 최고 예금인출률은 총 예금대비 각각 약 25%, 20% 수준에 달했다. 글로벌 금융위기(2008년) 및 1984년에 뱅크런으로 파산한 워싱턴 뮤추얼 은행과 콘티넨탈 일리노이 은행의 경우 동 비율은 각각 2%와 8% 수준이었다.

2) 한국은행은 대규모 예금인출 사태에 대비하기 위하여 대출제도 개편과 함께 개별 금융기관의 순이체한도 소진 상황 등에 대한 모니터링을 강화하고 차액결제이행용 담보비율도 당초 예정대로 상향 조정(70% → 80%, 2023년 8월)하였다.

3) 「한국은행법」 및 「한국은행의 금융기관대출규정」 상 자금조정대출의 대상기관은 지급준비금 예치대상 금융기관인 은행이며, 한국은행 총재는 부실 금융기관에 대한 자금지원이 되지 않도록 재무건전성이 열악한 은행에 대해서는 자금조정대출의 이용을 제한할 수 있다.

4) 자금조정예금은 은행들이 일시 여유자금을 한국은행에 예치할 수 있는 제도로 2008년 3월 자금조정대출과 함께 도입되었다. 자금조정대출과 예금금리는 모두 기준금리를 기준으로 대칭적으로 일정 격차를 가지도록 설정되며, 이를 통해 한국은행은 단기시장금리를 기준금리에서 크게 벗어나지 않는 수준에서 관리할 수 있게 된다.

5) 미 연준의 Discount Window, ECB의 Marginal Lending Facility, 영란은행의 Operational Standing Lending Facility·Discount Window Facility, 일본은행의 Complementary Lending Facility가 각각 이에 해당한다.

은행채 등으로 국한되어 유동성 확보가 필요한 상황에서 충분한 자금지원이 신속하게 이루어지지 못할 가능성이 있었으며, 2022년 11월 이후 적격담보 범위가 일부 확대되었지만 이는 한시적 조치⁶⁾라는 한계가 있었다.

데다 국채, 통안증권 등 고유동성 증권을 적격담보로 제공해야 한다는 점에서 자금조정대출 이용에 따른 부정적 인식⁷⁾을 크게 우려하고 있는 것으로 판단되었다.

주요국 중앙은행 상시 대출제도의 주요 적격담보 현황

구분	미 연준	ECB	영란은행	일본은행
공공 부문 발행	정부 지방정부 GSEs ¹⁾ 국제기구 외국정부	정부 정부기관 지방정부 국제기구 ECB	정부 정부기관 국제기구 중앙은행	정부 지방정부 공공기관 국제기구 외국정부
시장성 자산	금융 부문 발행 - ABCP - ABS - CD - CDO - CLO - MBS - 회사채	- ABS - Covered Bond - 신용기관 ²⁾	- ABCP - ABS - Covered Bond - MBS	- ABCP - ABS - CP - 부동산 - 투자회사 - 주택금융 기관
비금융 부문 발행	CP 회사채	비금융기관	CP 회사채	CP 회사채
비시장성 자산	대출채권	대출채권 ³⁾	대출채권	대출채권 ³⁾

주: 1) Government Sponsored Enterprises
 2) Financial corporations other than credit institutions 발행분 포함
 3) 가계 제외
 자료: 각국 중앙은행

마지막으로 현행 「한국은행법」 상 상시 대출제도인 자금조정대출의 대상기관은 은행으로 한정되기 때문에 은행 이외의 예금취급기관에서 예금인출 사태가 발생할 경우 유동성 지원에 상당한 제약이 있는 상황이다.⁸⁾ 비은행예금취급기관⁹⁾의 수신규모가 은행 총 수신의 약 40%에 달하는 점에 비추어 볼 때 이들 기관의 예금인출 확산시 금융안정에 미치는 파급 영향이 작지 않을 것으로 예상되는 만큼 비은행예금취급기관에 대한 유동성 지원을 위한 방안을 마련할 필요가 있다고 판단되었다.

주요 개편 내용

이에 한국은행은 ① 적격담보 범위를 확대하는 한편 ② 대출금리를 하향 조정하고 ③ 최대 연장가능한 만기를 확대하는 방향으로 자금조정대출제도를 개편하였다.¹⁰⁾

다음으로 자금조정대출은 은행의 자금시장 예측 등에 일시적 교란이 발생하였을 때만 간헐적으로 이용되고 있어 이용빈도가 매우 제한적이었다. 은행들은 만기 1영업일의 초단기 자금조달을 위해 기준금리 대비 100bp의 높은 가산금리를 부담해야 하는

① 적격담보 범위는 기존 담보(국채, 통화안정증권, 정부보증채, 신용증권, 한국주택금융공사 발행 MBS, 특수은행채)에 한시적으로 확대하였던 은행채 및 9개 공공기관 발행채권을 상시화하고 기타 공공기관 발행채권, 지방채, 우량 회사채를 새로 포함하여 확

6) 한국은행은 단기금융시장 안정화 조치의 일환으로 2022년 11월부터 2023년 7월 말까지 한국은행 대출 적격담보로 기존 담보(국채, 통화안정증권, 정부보증채, 신용증권, 한국주택금융공사 발행 MBS, 특수은행채) 외에 은행채와 9개 공공기관 발행채권을 한시적으로 추가하였다.
 7) 은행이 자금조정대출제도를 이용할 경우 시장금리보다 높은 금리 수준을 감내하면서 중앙은행으로부터 대출을 받게 되는 것이므로 이는 차입은행의 자금사정에 심각한 문제가 있다는 신호로 작용할 가능성이 있다.
 8) 현행 「한국은행법」 상 상시 대출제도 대상이 되는 금융기관 범위가 「은행법」 상 은행 및 「금융지주회사법」 상 은행지주회사로 한정되어 있다. 또한 비은행예금취급기관에 자금을 지원하기 위해 적용될 수 있는 「한국은행법」 제80조의 상황요건(금융기관의 신용공여가 크게 위축되는 등 금융기관으로부터의 자금조달에 중대한 애로가 발생하거나 발생할 가능성이 높은 경우)도 엄격하게 설정되어 있다.
 9) 상호저축은행, 신탁, 농협, 수협, 산림조합 및 새마을금고
 10) 동 제도 개편은 2023년 7월 27일 금융통화위원회 의결 및 발표 후 7월 31일부터 시행되었다. 다만 지방채, 기타 공공기관 발행채권, 우량 회사채의 적격담보 포함은 8월 31일부터 시행되었다.

대하였다. 동 적격담보 범위는 한국은행 일중당좌대출, 차액결제이행용적격담보증권 및 금융증거지원 대출에도 동일하게 적용된다.

아울러 적격담보 범위가 크게 확대됨에 따라 제도 개편의 취지를 살리면서도 중앙은행의 손실위험을 최소화할 수 있도록 적절한 위험관리 방안도 함께 마련하였다. 신규 추가된 적격담보증권에 대해서는 신용등급, 잔존만기 등에 따라 담보인정비율을 차등하여 설정하였는데, 신용도가 상대적으로 낮은 우량 회사채(80~90%)의 경우 기존 적격담보(국채·통안증권·정부보증채: 93~98%, 은행채: 89~94%)에 비해 낮은 수준의 담보인정비율을 적용하였다. 적격담보 비중 관리¹¹⁾에 있어서는 국채·정부보증채·통안증권(제1그룹)의 최소 납입 비중을 기존 50%에서 40%로 하향 조정하여 신규로 편입된 담보증권의 활용도를 제고하고자 하였다.

② 대출금리는 기존 '기준금리+100bp'에서 '기준금리+50bp'로 하향 조정하였다.¹²⁾ 이는 최초 자금조정대출 도입 시점의 기준금리 수준(2008년 3월 5.0%) 등을 고려할 때 기준금리 대비 100bp의 가산금리는 현재 상황에서는 높은 수준으로 판단되는 점, 자금조정대출 도입(2008년 3월) 이후 콜금리가 기준금리 대비 ±50bp 이상 벗어난 사례가 2차례¹³⁾에 불과하다는 점 등을 고려하였다.

③ 대출만기는 기본적으로 1영업일이지만 금융통화위원회가 금융시장이 원활히 기능하는데 필요하다고 인정할 경우 만기를 연장할 수 있는데, 이때 연장 가능한 최장 만기를 최대 1개월에서 3개월로 확대하였다.

자금조정대출제도 개편 내용

	개편 전	개편 후 ²⁾
대출금리	기준금리+100bp	기준금리+50bp
대출적격담보증권	국채, 통안증권, 정부보증채, 신용증권, 주금공 MBS, 특수은행채, 은행채, 9개 공공기관 발행채권 ¹⁾	국채, 통안증권, 정부보증채, 신용증권, 주금공 MBS, 특수은행채, 은행채, 9개 공공기관 발행채권, 기타 공공기관 발행채권 ³⁾ , 지방채 ⁴⁾ , 우량 회사채 ⁵⁾
대출만기	1영업일, 최대 1개월 범위 내 연장 가능	1영업일, 최대 3개월 범위 내 연장 가능

주: 1) 2023년 7월 말까지 한시적 적격담보로 인정
2) 금번에 상시로 추가되는 적격담보증권은 밑줄로 표시
3) 「공공기관의 운영에 관한 법률」에 따른 공공기관과 「지방공기업법」에 따른 지방공기업이 발행한 채권
4) 「지방재정법」에 따라 발행한 지방채
5) 일반기업(금융회사 및 공기업 제외)이 발행한 우량등급(AA- 이상) 회사채, 신용등급은 한국기업평가, 한국신용평가, NICE신용평가의 평가등급 중 최저 등급 기준

자료: 한국은행

한국은행 대출 적격담보증권의 담보인정비율

대출 적격담보증권	담보인정비율 ¹⁾ (%)
국채, 통안증권, 정부보증채	93 ~ 98
주금공 MBS, 특수은행채, 9개 공공기관 발행채권	91 ~ 96
은행채	89 ~ 94
기타 공공기관 발행채권	90 ~ 95
지방채	92 ~ 96
우량 회사채	80 ~ 90

주: 1) 이표제 기준이며, 신용등급 및 잔존만기에 따라 차등 적용
자료: 한국은행

비은행예금취급기관 지원 방안

자금조정대출제도 개편과 함께 비은행예금취급기관에 대해서도 필요시 신속한 유동성 지원을 결정하기로 하였다. 앞서 살펴본 바와 같이 비은행예금취급기관에 대해서는 현행 「한국은행법」 상 제약으로

11) 한국은행은 특정 담보증권이 과도하게 편중되는 것을 방지하기 위하여 적격담보증권을 무위험자산으로 간주되는 제1그룹(국채, 정부보증채, 통안증권)과 신용위험이 내포된 제2그룹(그 외 증권)으로 나누어 비중을 관리하고 있다.

12) 자금조정대출 금리 조정에 맞춰 자금조정예금 금리도 '기준금리-100bp'에서 '기준금리-50bp'로 조정하였다.

13) ① 2009년 1월 19일: 기준금리 대비 -51.0bp, ② 2022년 6월 30일: 기준금리 대비 +58.7bp

인해 은행과 동일한 상시 대출제도를 구비하는 것이 용이하지 않은 상황이다. 따라서 대규모 예금인출 사태 등으로 비은행예금취급기관의 은행 등 금융기관으로부터 자금을 조달하는 데 있어 중대한 애로가 발생하거나 발생 가능성이 높은 경우에는 「한국은행법」 제80조에 근거하여 이들 기관의 중앙회에 대한 유동성 지원 여부를 최대한 신속하게 결정하기로 하였다. 또한 비은행예금취급기관 중앙회에 대한 대출을 실행할 경우에는 금번에 확대한 자금조정대출 적격담보 범위를 동일하게 적용하기로 하였다. 아울러 위기 시 신속하게 유동성 지원을 결정하기 위해서는 비은행예금취급기관의 건전성 및 자금 상황 등을 사전에 파악할 필요가 있는 만큼 한국은행과 감독당국 간 수시 정보공유 강화도 추진하기로 하였다.

기대 효과 및 향후 계획

금번 대출제도 개편으로 인해 예금취급기관들이 일시적 유동성 부족 상황에 직면하였을 경우 한국은행의 대출제도에 보다 유연하게 접근할 수 있고 유동성 관리 부담도 경감될 수 있을 것으로 기대된다. 아울러 위기 시를 대비해 선제적으로 유동성 공급 수단을 확충함으로써 중앙은행 대출이 실제 사용되지 않더라도 유동성 위기시 시장불안 확대를 예방하는 효과를 가져올 것으로 기대된다.

한국은행은 금번 대출제도 개편에 이어 앞으로는 대출 적격담보에 예금취급기관의 대출채권¹⁴⁾을 포함하는 방안을 추진할 계획이다. 현재 은행 및 비은행예금취급기관 중앙회는 상당한 규모의 시장성 증권을 보유하고 있기 때문에 대규모 예금인출 사태

에 대응한 자금조달여력을 갖추고 있는 것으로 평가된다. 하지만 금융의 디지털화 심화로 예금인출 사태가 예상보다 빠르게 확산될 수 있고 그 과정에서 예금취급기관이 보유 증권을 시장에 투매(firesale)할 경우 금융시장 불안이 발생할 가능성도 있다. 이 경우 예금취급기관이 자산의 70~80%에 해당하는 대출채권을 적격담보로 활용 가능하다면 필요시 중앙은행으로부터 충분한 유동성을 적기에 공급받을 수 있고 나아가 예금취급기관의 시장성 증권 투매로 인한 금융시장 불안을 방지하는 효과를 가져올 수 있다.

적격담보에 대출채권을 포함하는 방안에 대해서는 은행을 대상으로 시행 방안을 먼저 마련하고, 비은행예금취급기관에 대해서는 제도적 여건이 갖추어진 이후 포함 여부를 검토해 나갈 계획이다. 우선, 은행의 대출채권을 적격담보에 포함하는 방안은 법적·실무적 주요 이슈¹⁵⁾에 대해 유관기관과 함께 검토하고 관련 제도개선, 전산시스템 구축 등을 위한 1년 내외의 충분한 준비기간을 거쳐 금융통화위원회에서 의결 후 시행할 예정이다. 비은행예금취급기관(중앙회 및 개별 기관)에 대해서는 향후 해당 기관에 대해 한국은행이 충분한 정보를 입수할 수 있도록 정부 및 감독당국과의 협의를 통해 공동검사 및 자료제출요구에 관한 제도적 여건을 마련한 이후 대출채권을 적격담보 범위에 포함할지 여부를 검토해 나갈 계획이다.

14) 금융기관의 대출채권은 「한국은행법」 제65조 및 제80조에 따라 금융통화위원회가 임시적격을 부여하는 경우 적격담보로 인정이 가능하다.

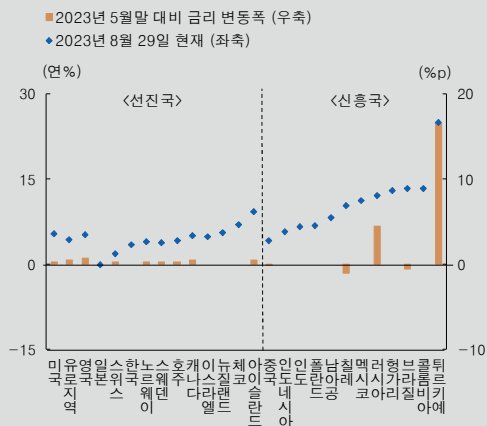
15) 대출채권 담보 활용에 있어서 법적 가능성 검토, 대출채권 담보가치 평가 체계 마련, 한국은행과 예금취급기관 간 대출채권 정보 입력 및 조회를 위한 전산 구축 등이 주요 검토 과제이다.

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 정책금리¹⁾



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

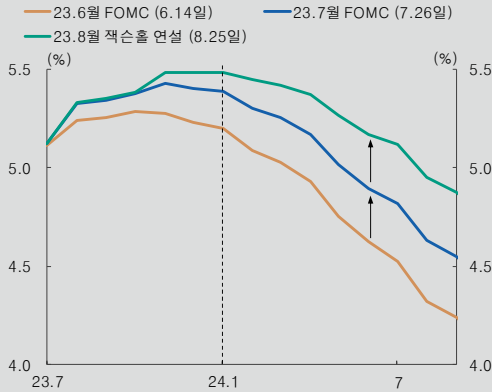
캐나다, 노르웨이 등은 높은 물가 오름세를 고려하여 긴축 흐름을 지속한 반면 뉴질랜드, 체코 등은

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.¹⁾ 또한 자산매입정책에 대해서는 「연준 대차대조표 규모 축소 계획 (2022년 5월 발표)」²⁾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 금리인상³⁾을 단행하였다고 밝혔다.⁴⁾ 향후 통화정책방향과 관련해서는 근원물가 상승률이 여전히 높은 수준임을 고려하여 당분간 제약적인 수준으로 유지하는 가운데 필요한 경우 추가 금리인상을 할 수 있음을 시사하였다.⁵⁾ 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.⁶⁾ 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 변화¹⁾



주: 1) 페더럴펀드금리 선물 내재금리 기준
자료: Bloomberg

ECB는 지난 6월과 7월 정책위원회 회의에서 정책금리를 각각 25bp 인상하였다.⁷⁾ 라가르드 총재는 통화정책의 파급효과가 강하게 나타나고 있다고 평가⁸⁾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 수지 적자 완화를 위해 7월 정책위원회

회의에서 필요지급준비금에 대한 이자 지급을 중단⁹⁾하기로 하였으며 자산매입프로그램(APP) 등에 대해서는 종전 결정¹⁰⁾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 확대¹¹⁾된 점이 주요 결정 배경으로 보인다. 베일리 총재는 현 정책기조가 제약적이나 향후 물가상승압력이 약화되지 않을 경우 통화정책을 보다 긴축적으로 운용할 계획임을 표명¹²⁾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 오퍼레이션¹³⁾ 이율을 상향 조정(0.5% → 1.0%)하면서 장기금리가 변동 허용폭(0%±0.5%p)을 상회할 수 있게 하였다.¹⁴⁾ 한편 일본경제에 대해서는 축적된 가계저축¹⁵⁾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 평가¹⁴⁾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 등¹⁵⁾을 위해 정책금리를 큰 폭 인상하였다.¹⁸⁾ 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 6-8월¹⁾ 중 주요국 중앙은행의
정책금리 조정 현황

국가 ²⁾	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 ⁴⁾ (-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 ⁵⁾	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) 현황¹⁾

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 ²⁾ 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) ³⁾	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

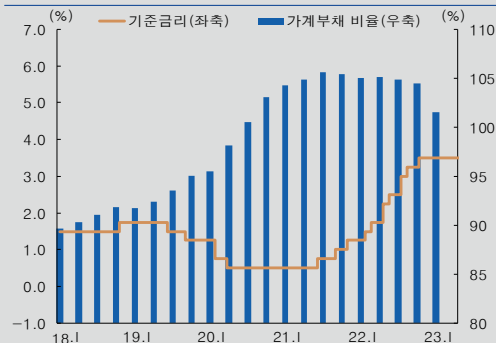
Czech National Bank (2023) “Statement of the Bank Board for the press conference following the monetary policy meeting” , August 2023

참고 III-2.

최근 금융불균형¹⁾ 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 가계부채¹⁾²⁾ 비율³⁾



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 있다²⁾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 연구³⁾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.

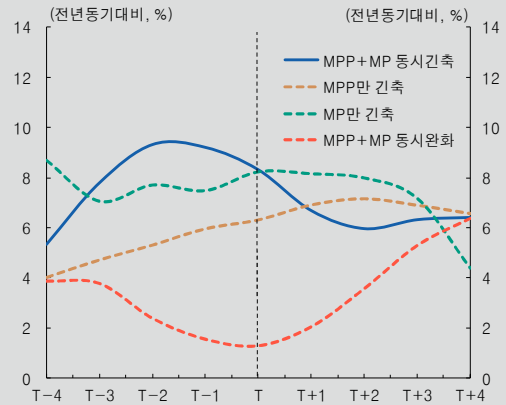
2) Yellen(2014)

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)

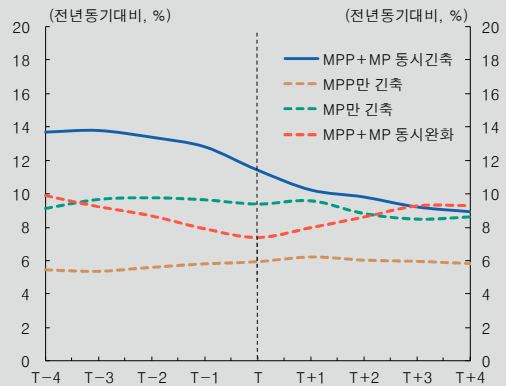
주요국의 사례를 보면 금융불균형에 대해 대체로 MP 공조 대응이 MPP 중심 대응에 비해 효과적이었던 것으로 평가된다. 특히 MP와 MPP 간 정책기조가 동일한 경우 주택가격 및 가계대출에 대한 효과가 더욱 뚜렷하게 나타났다. 반면 MP와 MPP 정책기조가 반대 방향인 경우에는 정책효과가 반감되거나 불확실성이 증대되었다. 특히 MP 기조가 완화적인 상황에서는 MPP 긴축(또는 불변)에도 불구하고 주택가격 또는 가계대출의 증가세가 시차를 두고 확대되는 사례가 다수 관측되었다. Zhong *et al.*(2023)의 실증 연구에서도 MP와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

정책조합별 주택가격 상승률¹⁾



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 증가율¹⁾

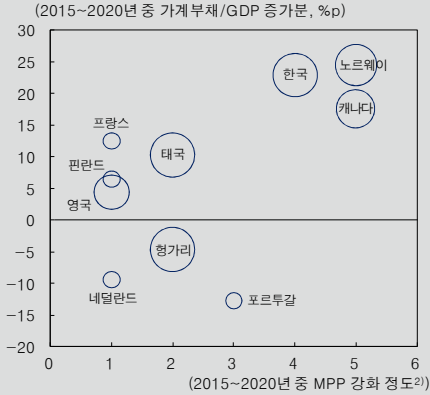


주: 1) 38개국을 대상으로 MPP와 MP 정책조합 시기(T) 사례를 식별한 뒤, 각 사례별 T기 전후 4분기까지의 가계신용 증가율을 단순평균
자료: IMF Integrated Macroprudential Policy (iMaPP) Database, BIS

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

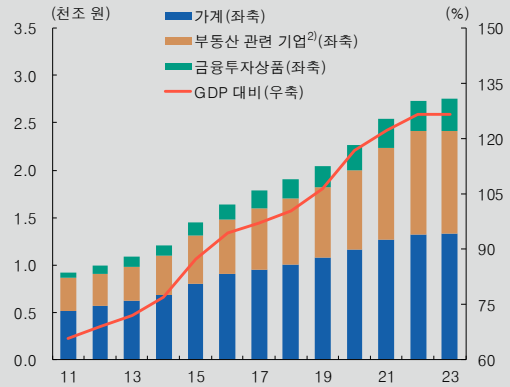
4) 주택가격에 미치는 영향을 기준으로 볼 때, MP 및 MPP 단독대응의 효과(각각 -0.176 및 -0.026)에 정책기조 동조에 따른 시너지 효과(-0.026)가 추가되었다.

MP 완화¹⁾ 기조 하에서 MPP 긴축²⁾ 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 익스포저¹⁾



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

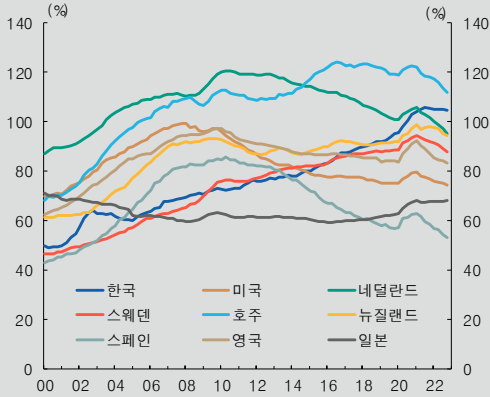
우리나라 금융불균형의 누증은 부동산 부문을 중심으로 진행되어 왔다. 부동산 부문이 경제규모에 비해 빠르게 증가하며 금융시스템 내 관련 익스포저도 확대되어 왔는데, 부동산 부문으로의 자원쏠림은 자원배분의 효율성 저하, 부동산 경기에 대한 경제의 취약성 증대 등 다양한 부작용을 초래해 왔다.

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 제약⁵⁾하는 한편, 위기시 경기 변동을 증폭⁶⁾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).

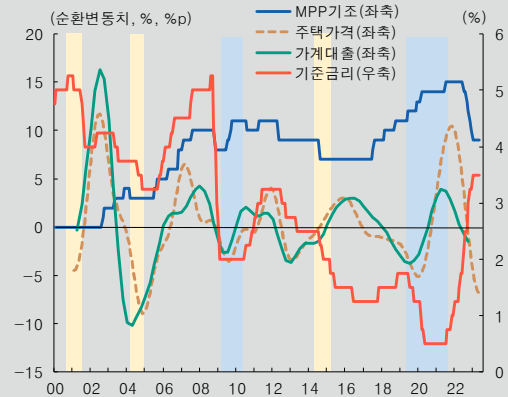
주요국 가계부채¹⁾ 비율²⁾



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.

주택가격¹⁾·가계부채²⁾ 순환³⁾ 및 MPP⁴⁾·MP 기조⁵⁾ 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

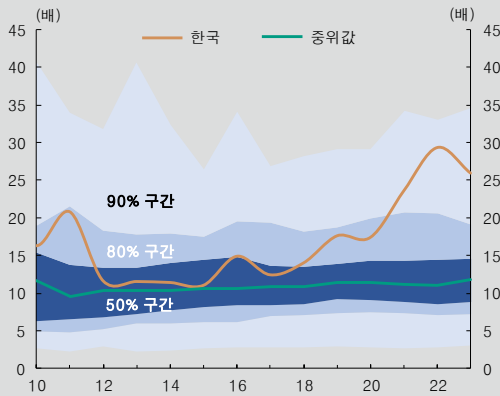
금번 금리인상기 중 금융불균형 상황에 대한 평가

(주택가격)

주택가격은 2020년 3월부터 빠르게 상승하다 기준금리 인상의 영향 등으로 부동산 경기가 둔화되며 지난해 8월 이후 하락세로 전환하였다.⁷⁾ 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.

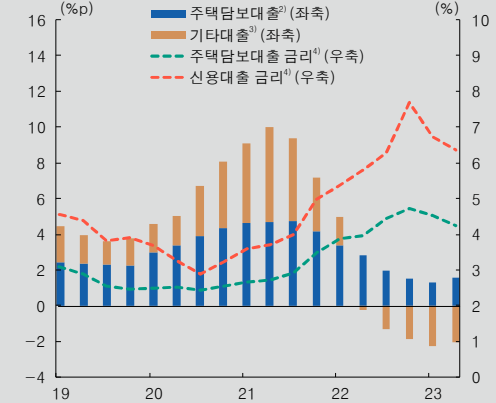
7) 주택가격 상승률(KB국민은행, 기간 중, %): 2020년 3월 ~ 2022년 7월 +24 → 2022년 8월 ~ 2023년 7월 -7, 다만 실거래가 지수 기준으로는 2021년 10월 고점 이후 16.1% 하락하였다가 금년 2월 이후 2.8% 반등하였다.

주요국의 소득 대비 주택가격배율¹⁾ 분포²⁾



주: 1) 가계 순가처분소득 대비 중위 사이즈(90㎡) 아파트가격
 2) 음영은 대상 국가(80개국 대상) 소득대비 주택가격배율의 분포 구간을 의미
 자료: NUMBEO

가계신용 증가율¹⁾의 대출유형별 기여도 및 여신금리

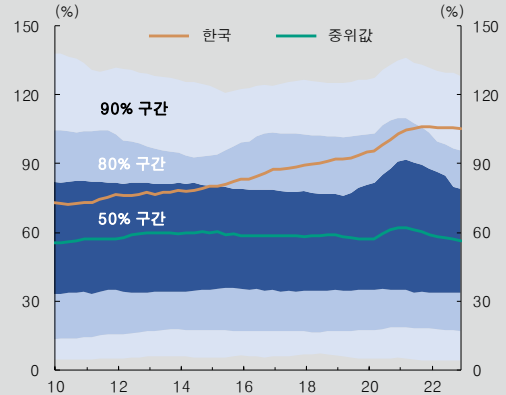


주: 1) 예금취급기관 가계신용통계 기준 전년동기대비 증가율
 2) 주택담보대출, 전세자금대출 등
 3) 비주택담보대출, 신용대출, 보증대출 등
 4) 예금은행 신규취급액 기중평균 기준
 자료: 한국은행

(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 임계치⁸⁾를 큰 폭 상회할 정도로 여전히 높은 수준을 유지하고 있다.

주요국의 가계부채 비율¹⁾ 분포²⁾



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

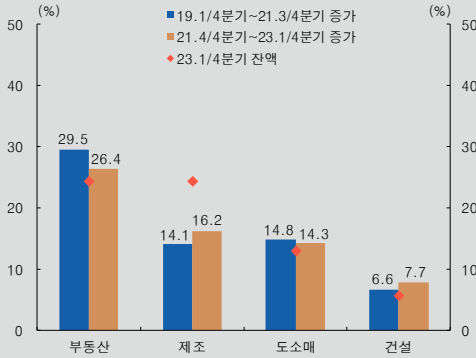
(기업부채)

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)

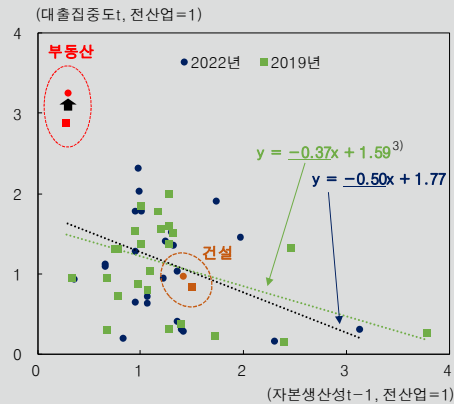
출이 기업부채 증가를 주도하는 모습이다. 특히 금
 번 금리인상기 중 부동산업⁹⁾ 등 생산성과 수익성¹⁰⁾
 이 낮은 부문으로의 대출 집중도가 더욱 심화된 것
 으로 나타났다.

업종별 대출의 전체 기업대출 대비 비중



자료: 한국은행, BIS

업종별 생산성¹⁾ 및 대출 집중도^{2,3)}

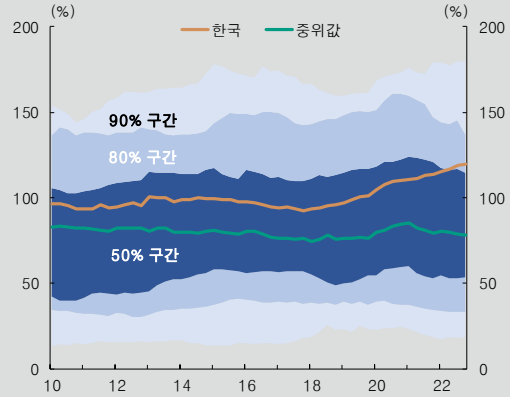


주: 1) 총자본투자효율(부가가치/총자본)
 2) (업종별 대출금 비중)/(업종별 명목GDP 비중)
 3) 가열기가 가팔라질수록 생산성이 낮은 부문으로의 대출 집중도가 심화

자료: 한국은행, BIS

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

주요국의 기업부채 비율¹⁾ 분포²⁾



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

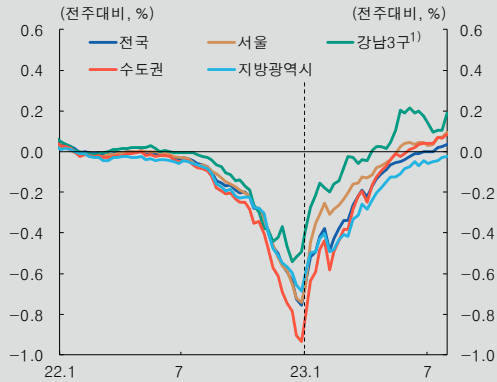
자료: BIS

주택시장 조정 및 가계부채 디레버리징 지원 가능성

금년 7월 현재 주택가격 변동률과 거래량은 장기평
 균을 하회¹²⁾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.¹³⁾

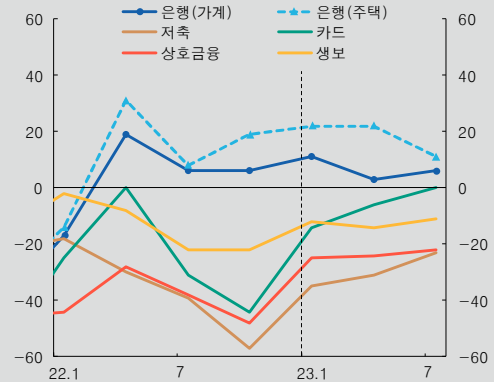
9) 부동산의 개발 또는 임대, 타인의 부동산 시설 관리, 부동산 매매 과정에서 중개, 대리, 자문, 감정 평가 업무 등을 수행하는 기업을 포함한다.
 10) 부동산업의 한계기업 비중(KIS-Value, %): 2019년 22.8 → 2020년 26.2 → 2021년 28.0 → 2022년 30.2
 11) Cecchetti *et al* (2011)에 따르면 기업부채 비율이 부정적 영향을 미치는 임계치는 명목GDP의 90%이다. 다만 기업부채 증가가 건전한 투자와 생산으로 이어지는 경우 큰 문제가 없다는 견해도 있다.

지역별 아파트 매매가격



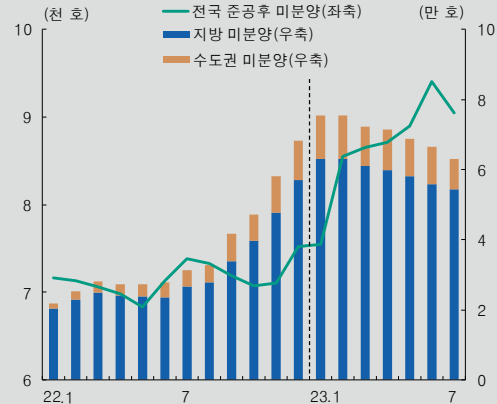
주: 1) 구별 주택수로 가중평균
자료: 한국부동산원

금융기관 대출태도지수¹⁾



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, 특례보증자리론 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.

