

---

# II

## 통화신용정책 운영

1. 기준금리	43
2. 금융증개지원대출	46
3. 시장안정화 대책	47
4. 여타 통화신용정책	48

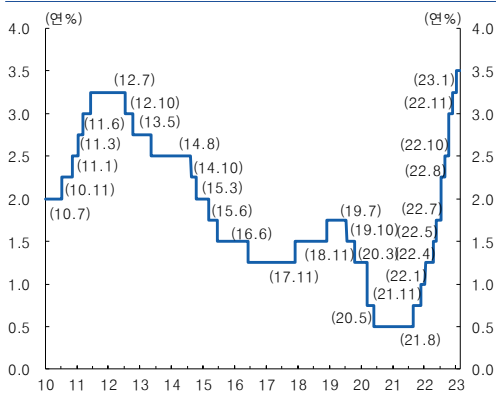


## 1. 기준금리

### 연 3.25%에서 3.50%로 인상

한국은행은 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준(2%)에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용하였다. 물가안정에 중점을 두고 긴축기조를 이어나가는 가운데 인플레이션 둔화 속도, 성장의 하방위험과 금융안정 측면의 리스크, 주요국의 통화정책 변화, 지정학적 리스크 등을 면밀히 점검하였다. 이러한 정책기조 아래 한국은행은 기준금리를 2023년 1월에 0.25% 포인트(연 3.25% → 연 3.50%) 인상하였고, 2월에는 3.50%에서 유지하였다.

그림 II-1. 한국은행 기준금리<sup>1)</sup>



주: 1) ( ) 내는 기준금리 조정월  
자료: 한국은행

이 기간 중 기준금리 결정 배경을 자세히 살펴보면 다음과 같다.

먼저 1월 회의에서는 국내경제 성장률이 지난 11월 전망치보다 낮아질 것으로 예상되지만, 물가 오름세가 여전히 높은 수준이고 앞으로도 상당기간 목표수준을 상회할 것으로 전망됨에 따라 물가안정을 위해 기준금리를 연 3.25%에서 연 3.50%로 0.25% 포인트 추가 인상<sup>57)</sup>할 필요가 있다고 판단하였다. 국내 경기를 보면 수출이 큰 폭 감소하고 소비의 회복 흐름이 약화되는 등 성장세 둔화가 지속되었다. 앞으로 국내 경제는 글로벌 경기 둔화, 금리 상승 등의 영향으로 성장세가 약화되면서 금년 성장률이 지난 11월 전망치 1.7%를 하회할 것으로 예상되었다. 소비자물가는 석유류 가격 오름세 둔화에도 불구하고 가공식품 가격 상승폭 확대, 전기·가스 요금 인상 영향 등으로 12월에도 5%의 높은 오름세를 지속하였다. 근원인플레이션율은 12월에 4.1%로 소폭 하락하고 단기 기대인플레이션율은 3.8%로 둔화되었으나, 두 지표 모두 여전히 높은 수준을 나타내었다. 앞으로 소비자물가 상승률은 1~2월 중 5% 내외를 나타내다가 기저효과, 수요압력 약화 등으로 점차 낮아지겠으며, 연간 상승률은 11월 전망치 3.6%에 대체로 부합할 것으로 예상되었다. 금융안정 측면에서는 정부와 한국은행의 시장안정화 대책, 미 연준의 금리인상 속도 조절 등에 힘입어 금융시장 불안이 완화되는 모습을 보였다. 장기시장금리가 하락하고 회사채 및 기업어음(CP) 스프레드가 축소되었으며, 원/달러 환율이 큰 폭 하락하였다. 다만 비우량 채권, 프로젝트 파이낸싱 자산담보부 기업어음(PF-ABCP) 등에 대해서는 높은 신용 경계감이 유지되었다. 주택가격은 하락폭이 크게 확대되었고, 가계대출은 감소세를 지속하

57) 총 7인의 출석위원 중 5인의 위원이 기준금리를 0.25% 포인트 인상하는 것에 찬성하였으며, 2인의 위원은 이에 반대의사를 표시하고 기준금리를 3.25%로 유지할 것을 주장하였다.

였다.

2월 회의에서는 기준금리를 연 3.50%에서 유지<sup>58)</sup>하기로 결정하였다. 물가상승률이 점차 낮아지겠지만 목표수준을 상회하는 오름세가 연중 이어질 것으로 전망되고 정책 여건의 불확실성도 높은 만큼 인플레이션 둔화 속도와 불확실성요인들의 전개 상황을 점검하면서 추가 인상 필요성을 판단해 나가는 것이 적절하다고 보았다. 국내경제는 주요국의 경기침체 우려가 완화되었지만 IT 경기부진 심화로 수출 감소세가 이어지고 소비 회복 흐름도 약화되면서 성장세 둔화가 지속되었다. 앞으로 국내경제는 글로벌 경기 둔화, 금리 상승 등의 영향으로 부진한 성장흐름을 이어갈 것으로 예상되었다. 하반기 이후에는 중국 및 IT 경기 회복 등으로 국내 성장세도 점차 나아질 것으로 예상되지만 전망의 불확실성이 높은 것으로 판단되었다. 금년 성장률은 지난해 11월 전망치(1.7%)를 소폭 하회하는 1.6%로 전망되었다. 소비자물가는 석유류 가격 오름세가 둔화되었지만 전기요금 인상, 가공식품 가격 등의 높은 오름세 등으로 1월 중 상승률이 5.2%로 전월 5.0%보다 높아졌다. 근원인플레이션율은 1월 중 4.1%, 단기 기대인플레이션율은 2월 중 4.0%를 나타내었다. 앞으로 소비자물가 상승률은 2월 중 5% 내외를 나타내다가 지난해 국제유가 급등에 따른 기저효과, 수요압력 약화 등으로 점차 둔화되겠지만, 공공요금 인상의 영향 등으로 주요 선진국에 비해서는 둔

화 속도가 완만할 것으로 예상되었다. 금년 중 소비자물가 상승률은 지난해 11월 전망치(3.6%)를 소폭 하회하는 3.5%로 전망되었다. 향후 물가 전망에는 국제유가 및 환율 움직임, 국내외 경기 둔화 정도, 공공요금 인상폭 및 파급영향 등과 관련한 불확실성이 큰 것으로 판단되었다. 금융안정 측면에서는 2월 들어 미 연준의 긴축기조 강화 가능성이 제기되면서 지난해 11월 이후 하락세를 보이던 원/달러 환율과 시장금리가 큰 폭으로 반등하는 등 금융·외환시장의 변동성이 증대되었다. 가계대출은 감소폭이 확대되었으며 주택가격은 수도권과 지방 모두에서 하락세를 지속하였다.

### 공개시장운동을 통한 유동성 조절

한국은행은 초단기금리인 콜금리가 한국은행 기준금리 수준에서 크게 벗어나지 않도록 통화안정증권, 환매조건부증권(RP) 매매, 통화안정계정 등의 공개시장운영 수단을 활용하여 시중 유동성을 조절하고 있다.

2022년 4/4분기 유동성조절 필요규모<sup>59)</sup>(평잔 기준)는 정부의 한국은행 일시차입금 감소 등으로 지준공급이 줄어들어 전분기 대비 큰 폭 축소되었다. 이와 더불어 금융시장 전반의 투자심리 위축 등을 고려하여 통화안정증권<sup>60)</sup> 발행규모를 축소하였고, RP매매<sup>61)</sup> 및 통화안정계정 예치<sup>62)</sup> 규모도 줄였다. 그러나 2023년 1월에는 은

58) 총 7인의 출석위원 중 6인의 위원이 기준금리를 현 수준에서 유지하는 데 찬성하였으며, 1인의 위원은 이에 반대의사를 표시하고 기준금리를 0.25% 포인트 인상할 것을 주장하였다.

59) 유동성조절 필요규모는 은행이 중앙은행 계좌에 실제로 적립하고 있는 잔액인 지준공급과 은행이 의무적으로 적립해야 하는 법정 필요지준인 지준수요의 차이로 정의한다.

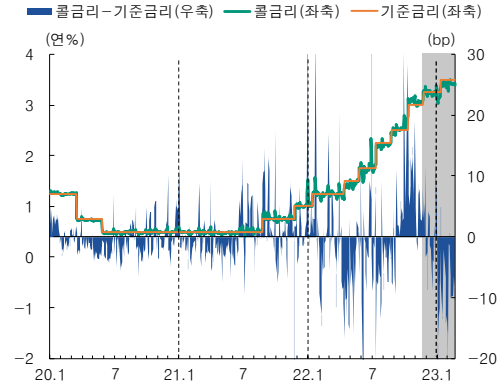
60) 통화안정증권 발행 잔액(평잔 기준)은 2022년 4/4분기 중 전분기 대비 5.8조 원 감소하였으며, 2023년 1월에는 전월대비 1.4조 원 증가하였다.

61) RP순매각(평잔기준)은 2022년 4/4분기 중 전분기 대비 7.4조 원 감소하였으며, 2023년 1월에는 전월대비 1.2조 원 증가하였다.

행들의 초과지준 감소로 유동성조절 필요규모가 전월대비 다소 증가함에 따라 통화안정증권 등 공개시장운영 수단별 활용을 확대하였다.

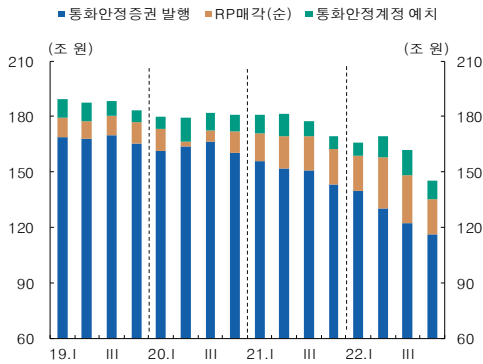
한국은행은 지난해 말 연말 요인 등으로 자금수급 불일치<sup>63)</sup>가 심화되어 초단기금리가 급등할 가능성에 선제적으로 대응하기 위하여 12월 중순 이후 연말까지 RP매각 및 통화안정계정 예치를 탄력적으로 축소하였다. 또한 연말 국고운용자금 일시 회수에 따른 시장충격을 완화하기 위하여 비정례 RP매입을 통해 8.4조 원의 유동성을 공급하였다. 이에 힘입어 콜금리는 기준금리를 중심으로 대체로 안정적인 움직임을 보였다.

그림 II-3. 기준금리 및 콜금리



자료: 한국은행

그림 II-2. 공개시장운영 수단별 유동성 조절규모<sup>1)</sup>



주: 1) 평잔 기준  
자료: 한국은행

62) 통화안정계정 예치(평잔 기준)는 2022년 4/4분기 중 전분기 대비 3.2조 원 감소하였으며, 2023년 1월에는 전월대비 0.4조 원 증가하였다.  
63) 통상적으로 연말에는 법인의 MMF 환매 증가, 은행권의 재무비율 관리 등의 영향으로 RP시장을 중심으로 단기금융시장의 자금수급 불일치가 심화되는 경향이 있다.

## 2. 금융중개지원대출

한국은행은 은행이 중소기업대출을 적극적으로 취급하도록 기준금리보다 낮은 금리로 은행에 자금을 지원하는 금융중개지원대출체도를 운영하고 있다. 금융중개지원대출의 총 한도와 프로그램별 한도 및 한도 유보분은 금융통화위원회가 금융·경제 상황, 중소기업의 자금사정 등을 감안하여 필요시 조정하고 있다.

한국은행은 1월 13일 기준금리 인상을 반영하여 금융중개지원대출 프로그램의 대출금리를 기준 연 1.75%에서 연 2.00%로 0.25% 포인트 인상하였다. 다만 지난해 9월 말로 신규지원이 종료된 코로나19 피해 중소기업 및 소상공인 지원 프로그램의 경우 기존에 취급된 대출에 대해 만기(최대 1년)까지 지원하는 가운데, 대출금리 또한 그간의 기준금리 인상과 관계없이 연 0.25%의 낮은 수준을 유지하고 있다.

2023년 3월 현재 금융중개지원대출의 프로그램별 한도는 무역금융지원 1.5조 원, 신성장·일자리지원 13조 원, 중소기업대출안정화 0.3조 원, 지방중소기업지원 5.9조 원, 코로나19 피해기업 지원 13조 원, 소상공인 지원 6조 원이며, 한도 유보분 0.1조 원을 포함한 총 한도는 39.8조 원이다.

표 II-1. 금융중개지원대출의 프로그램별 한도 및 금리

(조 원, 연%)

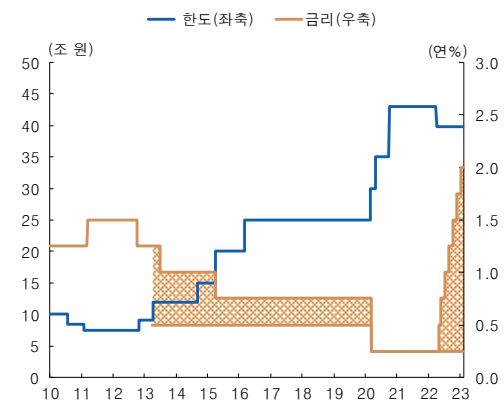
프로그램	한도	금리	
		조정 전	조정 후 <sup>1)</sup>
무역금융지원	1.5	1.75	2.00
신성장·일자리지원	13.0	1.75	2.00
중소기업대출안정화	0.3	1.75	2.00
지방중소기업지원	5.9	1.75	2.00
한도 유보분			
코로나19 피해기업 지원	13.0	0.25	0.25
소상공인지원	6.0	0.25	0.25
합 계	39.8 <sup>2)</sup>	-	-

주: 1) 2023년 1월 13일부터 적용

2) 한도 유보분(기타) 0.1조 원 포함

자료: 한국은행

그림 II-4. 한국은행 금융중개지원대출의 한도 및 금리<sup>1)</sup>



주: 1) 음영은 프로그램별로 대출금리가 상이하였던 시기의 상·하한 구간을 의미

자료: 한국은행

### 3. 시장안정화 대책

#### 단기금융시장 안정화 조치 연장 시행

한국은행은 지난해 11월 단기금융시장과 채권시장 안정을 위해 3개월간 한시적으로 도입했던 한국은행 대출 적격담보증권, 차액결제이행용 담보증권 및 공개시장운영 RP매대대상증권 범위 확대조치의 종료 기한을 종전 1월 말에서 4월 말로 3개월 연장하였다.<sup>64)</sup> 또한 차액결제이행용 담보증권 제공비용의 단계적 인상 계획도에 맞추어 3개월 추가 이연하였다.<sup>65)</sup> 동 연장 조치는 최근 회복세를 보이고 있는 단기금융시장과 채권시장이 보다 원활히 작동할 수 있도록 지원함으로써 통화정책 과급경로상의 제약요인을 완화하는 데 기여할 것으로 기대된다.

아울러 한국은행은 연말을 앞두고 금융기관과 기업들의 자금조달 우려 확산 및 단기금융시장 경색 심화 가능성에 선제적으로 대응하기 위해 증권사, 증권금융 등을 대상으로 2022년 11월부터 2023년 1월까지 8차례에 걸쳐 총 13.23조 원(낙찰금액 기준) 규모의 RP매입을 실시하여 단기금융시장에서의 원활한 자금 순환을 도모하였다.

#### 채권시장 안정펀드 출자기관에 대한 유동성 지원

한국은행은 단기금융시장 등에서의 신용경계감이 지속되는 상황을 개선하고 시장불안이 여타 금융시장으로 전이되는 것을 선제적으로 차단하기 위해 채권시장 안정펀드 출자 금융기관에 대해 유동성을 지원하기로 결정하였다. 2022년 12월 및 2023년 1월 중 총 3차례<sup>66)</sup>에 걸쳐 2,196억 원 규모의 RP매입을 실시하여 보험사 등 출자 금융기관의 자금조달 부담을 완화시켰다.

64) 담보증권 확대조치에 따라 금융기관이 납입한 확대담보 규모는 지난해 11월 말 6.5조원 수준이었다가 금융·외환 시장이 안정되면서 금년 2월 말에는 2.8조 원 수준으로 축소되었다.

#### 대출 적격담보증권 등 대상증권 확대 조치 실적

구 분	2022.11월 말	12월 말	2023.1월 말	2월 말
합 계	6.5	2.6	2.8	2.8

자료: 한국은행

65) 차액결제이행용 담보증권 제공비용은 당초 2023년 2월(70% → 80%)부터 인상하여 2025년 2월까지 100%(매년 10%씩 인상)로 인상할 계획이었으나, 지난해 11월 2023년 5월로 인상 시점을 3개월 연기한 데 이어, 올해 1월 추가 연장조치를 통해 2023년 8월부터 인상을 시작하여 2025년 8월까지 100%로 인상하는 것으로 변경되었다.

66) 한국은행은 채권시장 안정펀드 출자기관에 대해 캐피탈 콜 규모(5조 원, 2022년 11월 28일 금융위원회 발표)의 50%를 한도로 실제 펀드 출자 시점(2022년 12월 16일, 2023년 1월 13일 및 27일)에 RP매입 방식으로 유동성을 지원하였다.

## 4. 여타 통화신용정책

### 금융·외환시장 상황 점검 지속

한국은행은 국내외 금융·외환 시장의 움직임을 상시 모니터링하는 한편 시장변동성 확대시 비상점검체제를 가동하여 대내외 리스크 요인의 전개 상황과 금융·외환 시장에 미칠 영향을 면밀히 점검하였다. 미 연방공개시장위원회(FOMC) 회의 결과(2022년 12월 15일, 2023년 2월 2일)에 따른 국내외 금융시장의 반응과 영향에 대해 논의하고, 설 연휴 기간 중 국제금융시장 상황 변화 등을 점검(1월 25일)하기 위해 「시장상황 점검회의」를 개최하였다.

### 금융시스템 리스크에 대한 조기경보 기능 수행

한국은행은 주요국의 정책금리 인상 가속화, 우크라이나 사태 장기화, 우발적 신용사건 발생 등 대내외 불확실성이 증대되는 데 따른 금융안정 관련 리스크를 선제적으로 점검하고 이를 바탕으로 조기경보 기능을 수행하였다.

12월 「금융안정회의」<sup>67)</sup>에서는 기준금리 인상 등 대내외 경제여건 변화와 함께 부동산 및 외환시장의 변동성이 금융시스템에 미치는 영향을 점검하는 데 중점을 두었다. 기준금리 인상이 금융안정 상황에 미친 긍정적·부정적 영향을 가계, 기업, 금융기관 등 부문별로 나누어 점검하였으며, 특히 기준금리 인상 과정에서 발생한 우발적 신용사건의 파급효과 및 금융시스템내 잠재리스크의 발생 가능성을 다양한 측면에서

심층 분석하였다. 이와 함께 비은행 금융기관(NBFIs)을 중심으로 늘어난 부동산PF를 비롯하여 건설업·부동산업 대출 등 부동산 기업금융의 유동성 및 신용 리스크를 평가하고 스트레스 테스트 등을 통해 금융기관에 미칠 파급효과를 분석하였다. 또한 최근 부동산가격 조정에 따른 주택임대차시장의 여건 변화가 가계대출 건전성 등을 저해하는지 살펴보고, 이와 함께 환율 변동성 등이 금융기관의 자본비율 및 유동성 사정에 미치는 영향도 살펴보았다.

이 밖에도 주요국의 암호자산 관련 규제 도입 현황을 살펴보는 가운데 온실가스 배출량의 국제비교를 통해 국내기업의 기후변화 대응 현황을 점검하고 정책적 시사점을 도출하였다.

한편 한국은행은 외환·금융시장 변동성이 크게 확대됨에 따라 「거시경제금융회의」를 비롯한 여러 유관기관 협의체 등을 통해 국내 금융·경제 상황 관련 주요 현안과 잠재리스크 요인에 대한 인식을 공유하면서 공동 대응 방안을 마련하는 데에도 각별히 노력하였다.

### 금융기관 공동검사 등을 통한 금융현안 및 금융시스템 잠재리스크 점검

한국은행은 금융시스템 내 누적된 잠재위험 요인 등을 선제적으로 파악하기 위해 금융기관에 대한 공동검사를 실시하는 한편 취약부문에 대한 상시 모니터링을 지속하였다.

개별은행에 대한 리스크검사를 통해 해당 은행

67) 보다 자세한 내용은 한국은행 「금융안정보고서」(2022년 12월)를 참조하기 바란다.



의 대출 취급현황, 시장금리 상승에 따른 가계 및 기업의 채무상환부담 등 파급효과, 파생거래 및 조달·운용 관련 잠재리스크, 한국은행 규정 준수상황 등을 점검하였다.

표 II-2 공동검사 실시 현황<sup>1)</sup>

(회)

2018	2019	2020	2021	2022
5	6	2	6	5

주: 1) 실시 횟수 기준  
자료: 한국은행

한편 은행 및 은행지주회사의 자산건전성, 수익성, 경영상의 특기사항 등 경영실태를 분석하였으며, 주요 취약부문 관련 리스크 현황, 최근 경제여건 변화가 금융기관 경영건전성에 미치는 영향 등에 대한 모니터링을 지속하였다.

이 외에도 주요국 감독당국이 주최하는 감독자협의회(Supervisory College)에 참석하여 국내에서 활동하는 외국계 대형은행의 글로벌 경영상황을 파악하고 금융감독 관련 현안에 대한 정보를 교류하였다.

## 글로벌 교류 및 금융협력 강화

한국은행은 BIS, G20, ASEAN+3 등 주요 국제기구 및 협의체가 개최하는 회의에 참석하였다. 이들 회의에서는 최근 세계경제 및 금융외환시장 상황, 암호자산 관련 리스크, 기후변화 대응, 지속가능금융 등이 논의되었다. 한국은행은 관

련 논의에 적극 참여하여 정책공조를 강화하는 한편 글로벌 금융경제 상황 및 주요국의 통화정책 방향 등 우리경제에 영향을 미치는 대외요인을 시의성 있게 파악하여 정책대응의 유효성을 제고하였다.

아울러 대내외 불확실성 증가에 대비하기 위하여 통화스왑 계약을 통한 중층적 금융안정망 확충 노력을 지속하였다. 2월에는 호주와의 통화스왑을 연장하면서 계약기간을 기존 3년에서 5년으로 확대하였다. 이외에도 역내 국가 간 다자간 통화스왑 협정인 CMIM(Chiang Mai Initiative Multilateralization)의 실효성을 제고하기 위한 논의에 주도적으로 참여하였다.

## 지급결제제도의 안전성·효율성 제고 및 CBDC 관련 연구 지속

한국은행은 「금융시장인프라에 관한 원칙(Principles for Financial Market Infrastructures, 이하 'PFMI')」<sup>68)</sup> 등 지급결제분야 국제기준이 우리나라에서 원활히 이행될 수 있도록 점검하는 등 지급결제제도의 안전성과 효율성을 제고하기 위한 노력을 지속하였다. 이를 위해 2022년 10월부터 금융결제원이 운영하는 지급결제시스템 중 3개 중요지급결제시스템(어음교환시스템, 타행환공동망 및 전자금융공동망)과 오픈뱅킹공동업무시스템에 대한 평가를 실시함과 더불어 2022년 12월부터는 한은금융망에 대한 평가를 진행하고 있으며, 개선 필요 사

68) 글로벌 금융위기 이후 장외파생상품시장의 인프라 확충과 금융시장인프라의 운영에 관한 국제기준 정비 필요성 등이 주요 과제로 제기됨에 따라 2012년 4월 BIS 지급 및 시장인프라 위원회(CPMI)는 국제증권감독기구(IOSCO)와 공동으로 지급결제분야의 국제기준인 PFMI를 제정·발표하였다. 이후 CPMI-IOSCO는 PFMI 준수를 위한 보충적 지침으로서 「FMI 사이버복원력 지침」(2016년 6월), 「FMI 손실복구 지침」(2017년 7월), 「CCP(Central Counterparty) 복원력 추가지침」(2017년 7월) 등 추가적인 국제기준을 제정하였다.

항에 대해서는 적절한 보완이 이루어질 수 있도록 권고할 계획이다. 또한 2022년 11월에는 국내은행(1개)에 대한 공동검사를 통해 지급결제 업무 수행 상황 및 지급결제리스크 관리 실태를 점검하였다.

아울러 한국은행은 주요국의 암호자산에 대한 규제 체계 도입 동향을 파악하는 동시에 「디지털자산기본법」(가칭) 제정 등 관련 입법 논의를 지원하기 위해서도 노력하였다. 이를 위해 2022년 8월 「EU 암호자산시장 법률안」을 전문 번역해 발간한 데 이어 12월에는 「암호자산 규제 관련 주요 이슈 및 입법 방향」을 발간하였다.

한편 최근 디지털 경제로의 빠른 진전에 선제적으로 대응하기 위해 중앙은행 디지털화폐(Central Bank Digital Currency, 이하 'CBDC') 관련 연구·개발을 지속하였다. 우선 CBDC 모의실험 연구(2021년 8월~2022년 6월<sup>69</sup>)를 통해 구축한 모의시스템의 기능과 성능을 보다 면밀히 점검하기 위해 15개 금융기관(14개 은행 및 금융결제원)과 협력하여 추가 실험<sup>70</sup>을 진행하고 있다. 또한 학계 등과 공동으로 CBDC 도입이 통화정책, 금융안정 등 한국은행의 주요 책무 및 역할에 미치는 영향에 대해 연구하고 동결과를 「경제분석 CBDC 특별호」(2022년 12월)를 통해 공개하였다. 이 외에도 CBDC 관련 대외여건 변화를 면밀히 모니터링하는 가운데 주요국 중앙은행 및 국제기구 등과 CBDC 연구 진행상황을 공유하고 상호 협력을 증진하였다.

앞으로도 한국은행은 우리 금융·경제 환경에 적합한 최적의 CBDC 설계모델 등을 탐색하기 위해 기술·제도·파급효과 측면에서의 연구를 보다 강화해 나갈 계획이다. 아울러 향후 국내 민간부문, 유관기관, 국제기구 등과 협력하여 CBDC의 다양한 활용 사례에 대해서도 점검해 나갈 예정이다.

이 외에도 한국은행은 「G20 국가 간 지급서비스 개선 로드맵」<sup>71</sup> 이행 등 글로벌 차원의 지급결제제도 개선 논의에도 적극 참여하고 있다.

69) CBDC 모의실험 연구와 관련한 자세한 내용은 한국은행 보도자료 「CBDC 모의실험 연구사업 2단계 결과 및 향후 계획」(2022년 11월)을 참고하기 바란다.

70) 한국은행의 CBDC 모의시스템(가상환경)과 금융기관의 테스트 서버를 연계하여 시스템의 기능·보안 등을 점검하는 데 목적을 두고 있다.

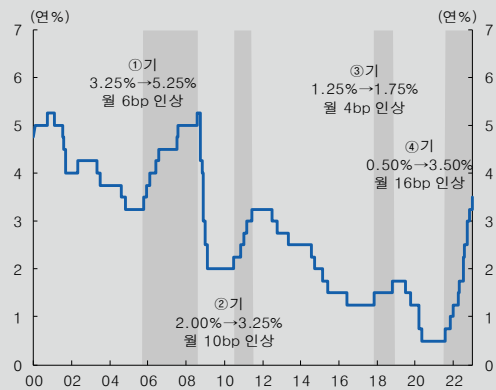
71) 국가 간 지급서비스의 고비용·저효율 구조를 개선하여 국가 간 거래 활성화를 지원하고 해외 이주 노동자의 편의 향상을 목표로 한다.

## 참고 II-1.

### 기준금리 인상의 파급영향 점검

한국은행은 2021년 8월 이후 열 차례에 걸쳐 기준금리를 3% 포인트(300bp) 인상하였다. 2000년 이후 한국은행의 기준금리 인상은 ① 2005년 10월 ~ 2008년 8월, ② 2010년 7월 ~ 2011년 6월, ③ 2017년 11월 ~ 2018년 11월, ④ 금번 2021년 8월 ~ 현재 등 총 네 차례가 있었는데, 금번의 인상폭(300bp)이 가장 크고 속도(월평균 16bp)도 가장 빨랐다. 이는 코로나19 위기 기간 중 금융불균형 위험이 크게 누증된 가운데 2022년에는 물가 오름세가 빠르게 높아지고 하반기에는 외환부문의 리스크도 증대됨에 따라 이에 대한 정책 대응도 과거보다 크고 빠르게 가져갈 필요가 있었기 때문이었다. 기준금리 조정은 시차를 두고 금융·외환시장과 실물경제에 영향을 미치게 되는데 이하에서는 지난 300bp 인상의 파급영향을 점검해보았다.

#### 한국은행 기준금리 추이<sup>1)</sup>

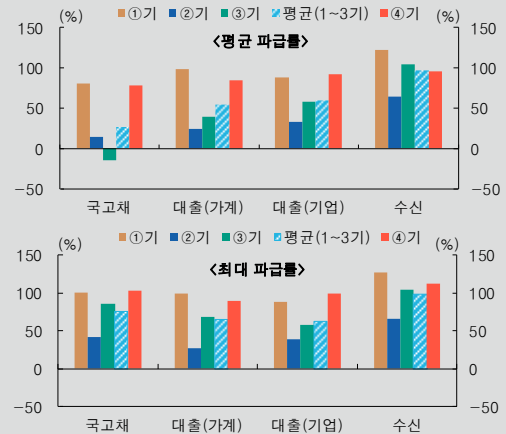


주: 1) 음영은 기준금리 인상기(1년 이상의 기간 동안 2차례 이상 인상)  
자료: 한국은행

### 금융·외환시장 및 금융불균형

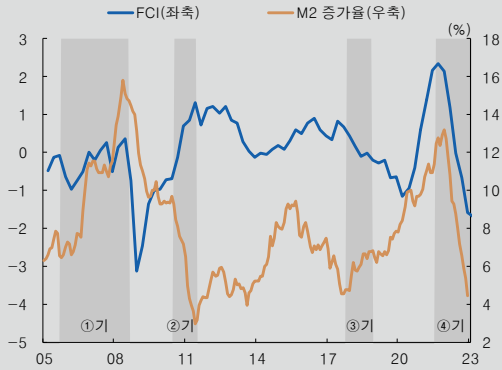
우선 금융시장 측면에서는 기준금리 인상 폭이 크고 속도도 빨랐던 만큼 시장금리와 유동성 상황, 금융상황지수(FCI, Financial Conditions Index) 등에 미친 영향도 과거보다 큰 것으로 나타났다. 기준금리 인상의 국제금리 및 여수신금리에 대한 파급률은 과거 인상기 평균 수준을 상회하는 가운데 금번이 ②·③번 인상기보다 크게 높고 ①번 인상기와는 대체로 비슷한 수준으로 나타났다. M2 증가율은 2021년 12월 13.2%를 기록한 이후 빠르게 하락하여 지난해 12월에는 4.5%까지 낮아졌는데 이는 ②번 인상기인 2011년 6월 3.0%에 이어 가장 낮은 수준이다. 금융상황지수도 금번이 가장 긴축적인 것으로 추정되었는데 이는 2021년 8월 기준금리 인상 이후 현재까지 장·단기 시장금리와 신용스프레드가 크게 상승하고 주가와 주택가격 하락폭이 컸던 점 등이 반영된 결과이다.

#### 기준금리 인상의 국제 및 여수신 금리<sup>1)</sup> 평균 및 최대 파급률<sup>2)</sup>



주: 1) 국고채 금리는 3년물, 여수신금리는 신규취급액 기준  
2) 평균 파급률(금리인상 시작 전전월부터 인상기 종료월까지)과 최대 파급률(금리인상 시작 전전월부터 국제 및 여수신금리 고점 도달 시점까지)은 각 기간중 시장금리 상승폭을 기준금리 인상폭으로 나눈 값을 의미  
자료: 한국은행

## 금융상황지수 및 M2 증가율<sup>1)2)</sup>



주: 1) 음영은 기준금리 인상기  
 2) 금융상황지수는 분기 말월 기준(단, 2023년 1/4분기는 1월), M2 증가율의 경우 원계열 평균 월별 데이터의 전년동기대비 증가율  
 자료: 한국은행

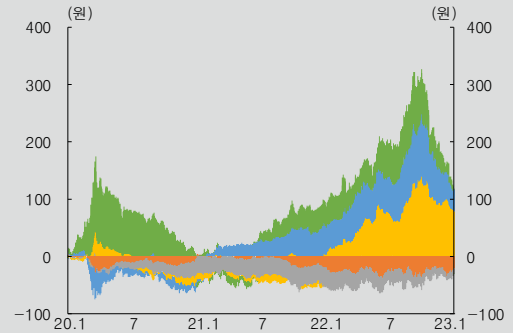
## 달러화 지수 및 원/달러 환율



자료: Bloomberg

## 원/달러 환율에 대한 대내외 요인별 영향<sup>1)2)</sup>

■ 통화충격(국내) ■ 거시경제충격(국내) ■ 통화충격(미국)  
 ■ 거시경제충격(미국) ■ 글로벌여건충격



주: 1) VAR 모형의 역사적 분해를 통해 분석  
 2) 2019년 말 대비 각 요인의 누적 기여분  
 자료: 한국은행

외환부문에서는 기준금리 인상이 미 연준의 빠른 긴축에 따른 환율 상승 압력을 일부 완화시키는 효과가 있었던 것으로 분석되었다. 원/달러 환율 결정 요인 분석결과<sup>1)</sup> 달러화 지수, 무역수지, 불확실성 요인 등과 함께 한·미 간 정책금리차도 유의한 영향을 미치는 것으로 추정되었다.<sup>2)</sup> 다만 부호제약 벡터자기회귀(Vector-autoregression, 이하 'VAR') 모형<sup>3)</sup>을 이용해 대내외 요인별 영향을 분석해 보면, 미 연준의 통화정책 등 대외 요인의 기여도가 대내 요인보다 더 컸던 것으로 추정되었다.

다음으로 금융불균형 측면에서는 자금조달비용이

1) 달러화 지수, 무역수지, CDS 프리미엄, 신흥국 채권지수(EMBI+) 및 중국 주가를 설명변수로 포함하여 원/달러 환율에 대해 선형 회귀한 분석 결과는 다음과 같다.

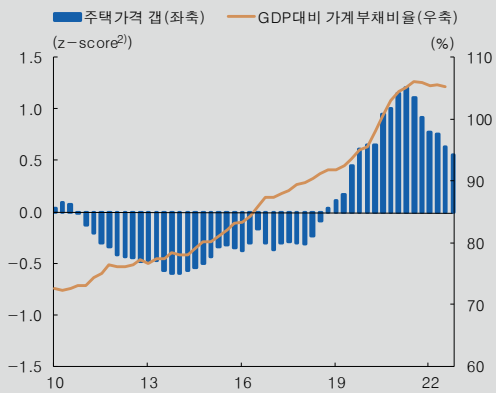
	달러화 지수	내외금리차 증감	내외금리차 <sub>t-1</sub>	무역수지 <sub>t-1</sub>	CDS 프리미엄	신흥국 채권지수	중국 주가
모형 I	0.37***	-1.34*	-0.18**	-0.07**	0.06***	0.01**	-0.03
모형 II	-	-2.56***	-0.16*	-0.07*	0.07***	0.02**	-0.05*

주: 1) 추정대상기간은 2009년 11월 ~ 2022년 11월로 \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미  
 2) 추정에 포함된 모든 변수는 전월대비 증감 기준(단 내외금리차와 무역수지는 수준변수 활용)

2) BIS(2022년 11월)도 미국과의 금리 차이를 주요국의 환율 변동폭 차별화 요인 중 하나로 제시한 바 있다.  
 3) ECB(2021) 등을 참고하여 5개 변수(한국 국고채 10년물 금리, 한국·미국 주가, 원/달러 환율, 한·미 국채 10년물 금리차)로 구성(대상기간: 2009년 1월 1일 ~ 2023년 1월 31일)하였으며, 역사적 분해(historical decomposition)를 통해 원/달러 환율에 대한 각 충격의 기여도를 분석하였다.

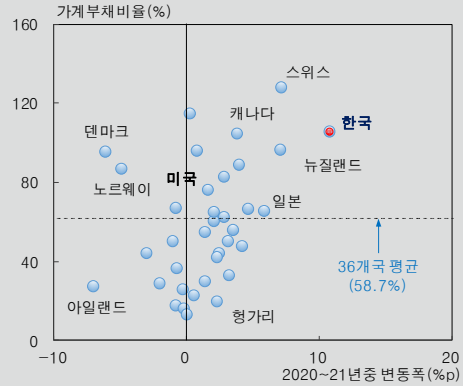
상승함에 따라 가계부채가 감소하고 주택가격이 하락하면서 장기간 누증되었던 금융불균형 위험이 완화되는 모습이다. 주택가격 갭<sup>4)</sup>이 상당폭 하락하였으며 장기간 상승해 왔던 GDP대비 가계부채비율도 완만히 하락하고 있다. 다만 주요국과 비교해볼 때 우리나라의 주택가격과 가계부채 수준은 여전히 높은 수준인 만큼 장기적으로 완만하고 지속적으로 금융불균형을 축소해 나갈 필요가 있는 것으로 판단된다.

### 주택가격 갭 및 GDP대비 가계부채비율<sup>1)</sup>



주: 1) 자금순환표 기준  
 2) Z-score는 변수에서 평균을 차감한 뒤 표준편차로 나누어 표준화하는 방식으로, Z-score 값이 1일 경우 해당 시점의 주택가격 갭이 2004년-현재까지 갭 중 상위 16% 수준(-1일 경우 하위 16% 수준)임을 의미  
 자료: 한국은행

### 주요국<sup>1)</sup> 가계부채비율 수준<sup>2)</sup> 및 2020-2021년 중 변동폭



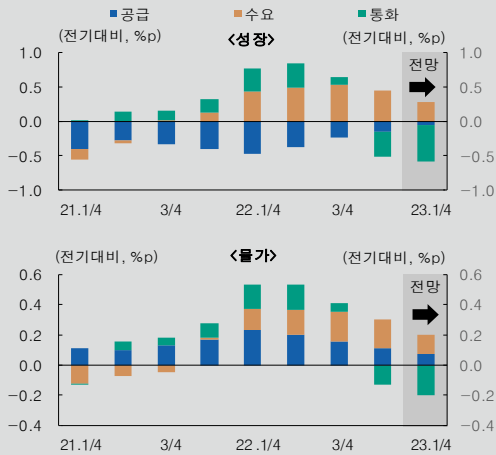
주: 1) OECD 36개국  
 2) 명목GDP 대비, 2022년 3/4분기 기준  
 자료: IIF, 한국은행

### 실물경제

기준금리 인상의 성장 및 물가 둔화 영향은 지난해 하반기부터 점차 나타나고 있는 것으로 분석된다. 부호제약 VAR 모형을 통해 추정해보면, 통화정책의 성장과 물가 기여도가 지난해 3/4분기부터 축소되기 시작하여 4/4분기 이후에는 마이너스로 전환된 것으로 추정된다. 지난해 3/4분기 이후 실질소비 증가율과 물가상승률이 동반 둔화되고 있는 모습도 이러한 분석결과를 뒷받침하고 있다.<sup>5)</sup>

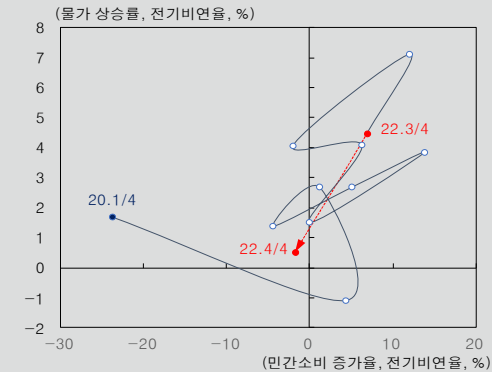
4) ① 소득 대비 주택가격(Price-to-income ratio, PIR), ② 임차료 대비 주택가격(Price-to-rent ratio, PRR), ③ 예금은행 주택담보대출 금리 세 변수를 표준화(z-score)하여 평균한 지표로 주택시장 평가에 활용한다(IMF Global Financial Stability Report (2018년 10월)의 방법론 원용).  
 5) 세인트루이스 연방준비은행(2022년 12월)은 미국 소비 증가율과 물가상승률의 산점도(scatter plot)를 통해 통화정책의 물가파급 효과를 분석하였다. 이에 따르면 코로나19 위기 이후 함께 높아져 왔던 소비 증가율과 물가상승률이 최근 동반 둔화되는 모습을 보이고 있다. 정책금리 인상이 원활히 파급되면 소비는 위축되고 물가는 낮아지게 되므로, 두 지표의 동반 하락 움직임은 통화정책의 물가파급 효과가 나타나고 있음을 시사한다.

성장 및 물가 변동의 요인별 분해<sup>1)</sup>



주: 1) 부호제약 VAR모형을 통해 추정(2000년 1/4분기 ~ 2023년 1/4분기)  
자료: 한국은행

실질소비와 물가<sup>1)</sup> 움직임

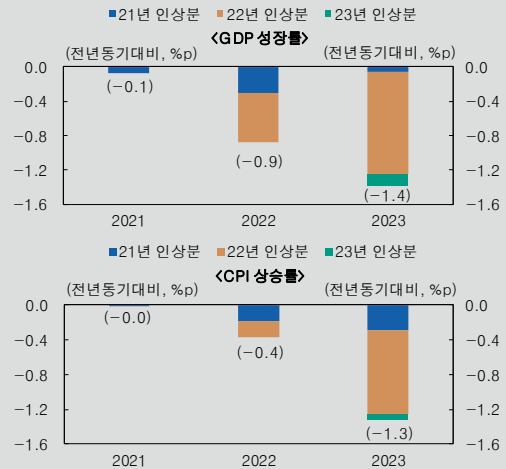


주: 1) 민간소비 디플레이터 기준, 2022년 4/4분기 디플레이터는 CPI를 이용해 추정  
자료: 한국은행

정책 시차<sup>6)</sup>를 고려할 때 성장과 물가 파급영향은 금년에 보다 확대될 것으로 예상된다. 거시계량모형

을 이용해 2021년 8월 ~ 2023년 1월 중 기준금리 300bp 인상의 영향을 분석해 보더라도, 소비자물가 상승률에 미치는 영향은 지난해 -0.4%p에서 금년 -1.3%p으로, 성장률 영향은 지난해 -0.9%p에서 금년 -1.4%p로 각각 확대되는 것으로 추정<sup>7)</sup>되었다. 다만 이는 계량모형에 의해 추정된 과거 평균적인 영향으로 금융·경제 상황에 따라 실제 영향의 정도는 달라질 수 있다.

기준금리 300bp 인상의 성장·물가 영향<sup>1)2)</sup>



주: 1) 기준금리 300bp 인상(2021년 8월 ~ 2023년 1월)의 누적 효과  
2) ( ) 내는 연간 GDP성장률 및 CPI상승률에 미치는 영향  
자료: 한국은행

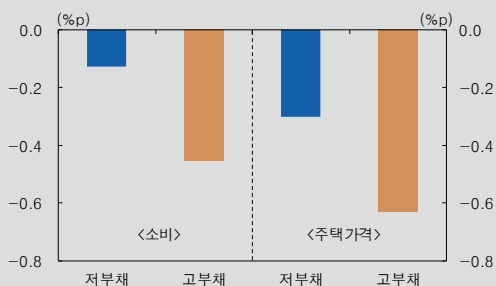
현재의 금융·경제 여건을 보면 금리인상의 파급영향을 과거 평균적인 수준보다 확대 또는 축소시킬 수 있는 요인들이 모두 존재하고 있다. 먼저 높은 가계부채 비율, 높은 기준금리 수준 등은 파급영향을 확대시키는 요인이다. 고부채 하에서는 높은 이자부담으로 인해 소비 및 주택가격의 금리 민감도

6) 정책금리 인상의 영향이 금융시장을 거쳐 소비, 투자 등 실물경제 각 부문에 점차 파급되는 데에는 시차가 존재한다. 한국은행 거시계량모형에 따른 기준금리 인상의 영향 및 시차에 대해서는 통화신용정책보고서(2021년 9월) <참고 II-1. 거시계량모형을 활용한 기준금리 인상의 영향 분석>을 참고하기 바란다. 정책 시차는 국가별, 경제여건별로 상이하게 나타날 수 있다. 최근 캔자스 시티 연방준비은행(2022년 12월)에서는 미 연준의 통화정책 시차가 2008년 글로벌 금융위기 이후 상대적으로 짧아졌으며 포워드 가이드스, 대규모 자산매입 등 비전통적 통화정책 수단의 활용이 이러한 현상의 배경으로 작용했을 가능성을 제기하기도 하였다.

7) 동 영향은 물가 변수가 포함된 한국은행의 거시계량모형 등 2개 모형 추정 결과를 평균한 값이다.

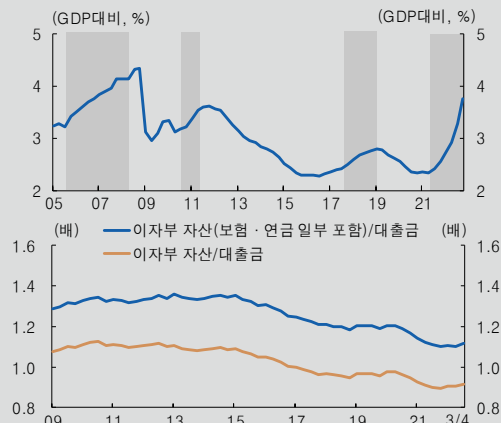
가 2배 정도 커지는 것으로 추정된다. 가계 이자부 자산/대출 비율이 낮아져 있다는 점도 과거 금리 인상기에 비해 가계의 이자부담을 가중시키는 요인<sup>8)</sup>으로 작용할 가능성이 있다. 또한 긴축적인 금융상황에서는 정책금리 인상이 실물경제에 미치는 파급영향이 커지는 비선형성도 존재한다.<sup>9)</sup>

### 가계부채 수준<sup>1)</sup>별 정책금리 인상의 영향<sup>2)</sup>



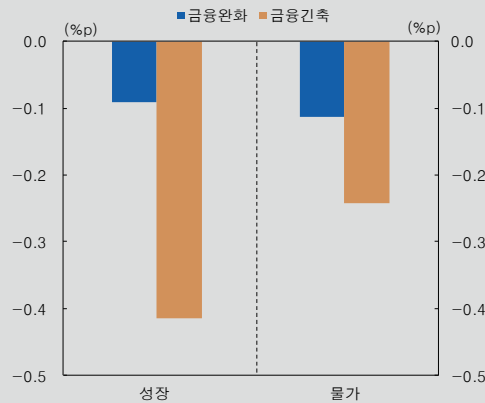
주: 1) GDP대비 가계부채비율의 추세 대비 (+)/(-)를 고부채, 저부채로 식별  
 2) 주요국 패널자료를 활용하여 국소투영법으로 추정된 정책금리 0.25% 포인트 인상 충격에 따른 소비 및 주택가격의 2년 내 최대반응  
 자료: 한국은행

### 명목GDP 대비 가계 이자부담<sup>1)</sup> 비율 추이<sup>2)</sup> 및 가계 이자부 자산/부채 비율



주: 1) 가계대출잔액×평균가계대출금리  
 2) 음영은 기준금리 인상기  
 자료: 한국은행

### 금융여건<sup>1)</sup>별 정책금리 인상의 영향<sup>2)</sup>



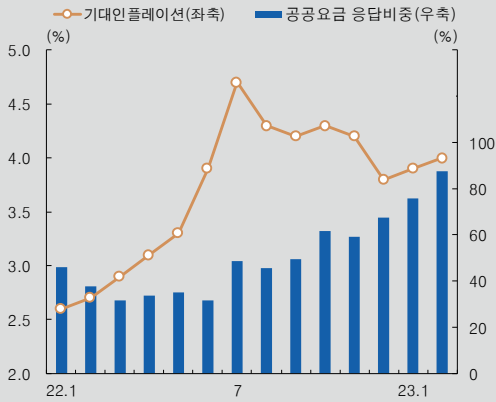
주: 1) 실질정책금리의 추세 대비 (+)/(-)를 긴축, 완화로 식별  
 2) 주요국 패널자료를 활용하여 국소투영법으로 추정된 정책금리 0.25% 포인트 인상 충격에 따른 성장 및 물가의 2년 내 최대반응  
 자료: 한국은행

반면, 공공요금 인상 및 이에 따른 인플레이션 기대심리는 금리인상의 물가둔화 효과를 약화시킬 수 있다. 그간 완만히 하락하던 기대인플레이션은 금년

8) 금리가 인상되면 이자부 자산에서 얻는 이자수익과 이자부 부채에 지급하는 이자비용이 모두 증가하게 된다. 가계가 이자부 자산에 비해 이자부 부채를 많이 보유할수록 금리인상이 가계 이자수지에 미치는 전체적인 영향은 악화된다.  
 9) 정책금리의 실물경제 파급영향 및 금융상황에 따른 비선형성에 대해서는 BIS(2017), ECB(2022) 등을 참고하기 바란다.

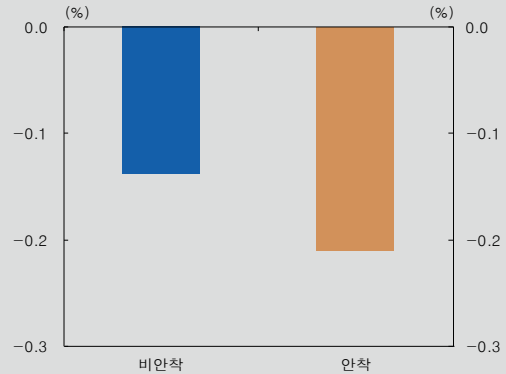
들어 전기·가스 요금 인상의 영향으로 재상승하고 있다.<sup>10)</sup> 국민경제 전체로 볼 때 공공요금 인상은 불가피한 상황<sup>11)</sup>이지만 고물가 국면 장기화로 물가 지속성이 높아져 있는 상황에서 기대인플레이션의 목표 안착이 저하될 경우 통화정책의 물가둔화 효과가 제약될 가능성이 있는 만큼, 근원품목 등에 대한 2차 효과(second-round effect)를 계속 점검해 나갈 필요가 있겠다.

**기대인플레이션<sup>1)</sup> 및 기대형성 요인 중 공공요금 응답 비중<sup>2)</sup>**



주: 1) 일반인 향후 1년 기준  
 2) 물가상승 기대형성 요인 중 '공공요금' 응답 비중 (6개 요인 복수응답)  
 자료: 한국은행

**기대인플레이션 안착 여부<sup>1)</sup>별 정책금리 인상의 물가 효과<sup>2)</sup>**



주: 1) 전분기 5년후 기대인플레이션이 목표수준 상회시 비안착  
 2) 주요국 패널자료를 활용하여 국소투영법으로 추정된 정책금리 0.25% 포인트 인상 충격에 따른 2년 내 최대반응  
 자료: 한국은행

**요약 및 시사점**

앞서 살펴본 바와 같이 그간의 기준금리 인상은 금융·외환시장과 실물경제에 원활히 파급되고 있는 것으로 평가된다. 금리인상의 속도가 빠르고 폭도 컸던 만큼 금융여건의 긴축 정도가 과거 인상기보다 크게 나타났으며, 환율 상승압력을 일부 완화시키는 효과도 있었던 것으로 분석된다.

성장과 물가에는 금리인상이 지난해 하반기부터 하방압력으로 작용하고 있는 것으로 분석된다. 이러한 실물경제 둔화 영향은 정책 시차로 인해 금년에 보다 크게 나타날 것으로 예상된다. 다만, 높은 가계 부채와 긴축적인 기준금리 수준 등 파급영향을 확대시킬 수 있는 요인과 인플레이션 기대심리 등 약화시킬 수 있는 요인이 모두 존재하는 만큼, 향후 실제 파급영향을 면밀히 점검해 나갈 필요가 있다.

10) 2023년 2월 기준 소비자동향조사 대상의 87.7%가 공공요금을 향후 1년간 소비자물가가 상승에 미칠 주요 요인으로 응답하였다.  
 11) 비용 상승에도 불구하고 공공요금 인상을 계속 억제한다면 경수수지 적자 및 환율 상승 등의 경로를 통해 물가상승 압력으로 작용할 수 있고 한전재 발행 증가에 따른 시장금리 상승 등의 문제가 나타날 수 있다.



## 참고문헌

한국은행(2021), 「통화신용정책보고서」, 2021(9월호).

Borio, C. E., & Hofmann, B.(2017), “Is monetary policy less effective when interest rates are persistently low?” , Bank for International Settlements.

Brandt, L., Guilhem, A. S., Schröder, M., & Van Robays, I.(2021), “What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk” , European Central Bank.

Doh, T., & Foerster, A.(2022), “Have Lags in Monetary Policy Transmission Shortened?” , *Economic Bulletin*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Hofmann, B., Mehrotra, A., & Sandri, D.(2022), “Global exchange rate adjustments: drivers, impacts and policy implications (No. 62)” , Bank for International Settlements.

International Monetary Fund(2018), “A Decade after the Global Financial Crisis: Are We Safer?” , *Global Financial Stability Report*, 2018(October), Washington DC.

Lane, P. R.(2022), “The transmission of monetary policy” , European Central Bank.

Sánchez, J. M.(2022), “The Relationship between Consumption Growth and Inflation” , Federal Reserve Bank of St. Louis.

