

---

# III

## 향후 통화신용정책 방향

|               |    |
|---------------|----|
| 1. 성장 및 물가 전망 | 61 |
| 2. 주요 고려사항    | 64 |
| 3. 향후 정책운영 방향 | 73 |



## 1. 성장 및 물가 전망<sup>72)</sup>

### 당분간 부진한 성장흐름이 지속될 전망

국내경제는 글로벌 경기 둔화, 금리 상승 등의 영향으로 당분간 부진한 성장흐름을 이어갈 것으로 예상된다. 하반기 이후에는 중국 및 IT 경기 회복에 힘입어 점차 개선될 것으로 예상되지만 전망의 불확실성이 높은 상황이다.<sup>73)</sup> GDP 성장률은 금년 1.6%, 내년에는 2.4% 수준을 나타낼 전망이다.<sup>74)</sup>

표 III-1. 경제성장률 전망<sup>1)</sup>

(전년동기대비, %)

|               | 2022 |      |      | 2023 <sup>e</sup> |      |      | 2024 <sup>e</sup> |
|---------------|------|------|------|-------------------|------|------|-------------------|
|               | 상반   | 하반   | 연간   | 상반                | 하반   | 연간   | 연간                |
| GDP           | 3.0  | 2.2  | 2.6  | 1.1               | 2.0  | 1.6  | 2.4               |
| 민간소비          | 4.1  | 4.6  | 4.4  | 3.3               | 1.3  | 2.3  | 2.4               |
| 설비투자          | -6.4 | 5.4  | -0.7 | 3.2               | -8.9 | -3.1 | 3.6               |
| 지식재산<br>생산물투자 | 4.6  | 5.0  | 4.8  | 3.6               | 3.5  | 3.5  | 3.5               |
| 건설투자          | -4.5 | -2.6 | -3.5 | 0.1               | -1.5 | -0.7 | 0.4               |
| 상품수출          | 6.0  | 0.3  | 3.1  | -4.0              | 5.0  | 0.5  | 3.4               |
| 상품수입          | 5.3  | 3.9  | 4.6  | -0.4              | -0.1 | -0.2 | 3.1               |

주: 1) 2023년 2월 전망 기준

자료: 한국은행

부문별로 보면 민간소비는 실질구매력 둔화, 유틸리티상환 부담 증대, 주택경기 위축 등으로 회복세가 완만할 것으로 전망된다. 국외소비의 경우 해외여행 본격화로 확대되었으나 국내소비는

대면서비스소비 등의 펜트업 모멘텀이 약화되면서 완만한 증가에 그칠 전망이다.

설비투자는 글로벌 경기 둔화와 금융비용 증대 등으로 위축될 것으로 예상된다. 제조업은 IT부문이 수익성 악화와 재고 누증 부담으로 크게 감소하고 비IT부문도 대외 수요가 부진한 철강, 석유화학을 중심으로 줄어든 것으로 보인다. 서비스업의 경우는 데이터센터 확충 및 여객수요 증가 등에 힘입어 늘어날 전망이다.

지식재산생산물투자의 경우 글로벌 경기위축에 따른 투자여력 약화로 R&D투자를 중심으로 증가세가 둔화될 것으로 예상된다. 다만 기타지식재산생산물투자<sup>75)</sup>는 디지털 전환을 위한 소프트웨어 투자가 늘어나면서 양호한 증가세가 이어질 전망이다.

건설투자는 주택경기가 둔화됨에 따라 부진한 흐름을 이어갈 전망이다. 주거용 및 비주거용 건물의 경우 각각 신규 분양 위축, 경기 둔화 등이 하방 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 토목건설도 정부의 SOC예산이 줄어 감소할 전망이다.

수출은 글로벌 수요부진으로 당분간 둔화흐름을 이어가다가 하반기 이후 중국 및 IT 경기가 회복되면서 점차 나아질 것으로 예상된다. 경상수

72) 보다 자세한 내용은 한국은행 보도자료 「경제전망보고서」(2023년 2월)를 참고하기 바란다.

73) 금년 경제전망에서는 중국의 조기 리오프닝에 따른 본격적인 경기 회복이 당초 예상보다 빠른 2/4분기부터 진행될 것으로 전제하였다. 글로벌 통화긴축 기조는 금년 중 지속되다가 내년 이후 완화될 것으로 가정하였으며, IT경기의 경우 중국 리오프닝, 전방산업 재고조정 등으로 금년 중반경 저점을 지나 하반기 이후 점차 회복될 것으로 전제하였다. 우크라이나 사태와 관련하여서는 대러 제재 등 공급제한 요인이 이어지는 가운데 중국의 수요 확대에 에너지 수급불안 우려가 지속되는 것으로 가정하였다.

74) 2023년 GDP성장률 전망치(1.6%)는 지난 11월 전망(1.7%)에 비해 0.1%p 하향 조정되었으며, 2024년 전망치(2.4%)는 지난 11월 전망(2.3%)에 비해 0.1%p 높은 수준이다.

75) 기타지식재산생산물 투자는 R&D투자를 제외한 컴퓨터 소프트웨어 및 데이터베이스, 오락·문학작품, 예술품 원본, 광물탐사 등에 대한 투자를 의미한다.

지는 서비스적자가 확대되면서 흑자폭이 전년에 비해 다소 축소될 전망이다. 상품수지는 적자를 이어가다가 하반기 이후 IT경기 부진 완화 등으로 점차 개선되겠으나 서비스수지는 내국인의 해외여행 증가 등으로 적자폭이 크게 확대될 것으로 보인다.

향후 성장경로 상에는 불확실성이 높은 상황이다. 중국경제의 강한 회복, IT경기의 빠른 반등, 우크라이나 사태 등의 지정학적 불안 조기 완화 등은 상방 리스크로, 높은 인플레이션 지속에 대응한 주요국 통화긴축 강화, 세계경제의 분절화(fragmentation) 심화, 국내 주택시장 부진 심화 등은 하방 리스크로 각각 잠재하고 있다.

표 Ⅲ-2. 성장의 상하방 리스크<sup>1)</sup>

| <상방 리스크>      | <하방 리스크>              |
|---------------|-----------------------|
| 중국경제의 강한 회복   | 주요국 통화긴축 강화           |
| IT경기의 빠른 반등   | 분절화(fragmentation) 심화 |
| 지정학적 불안 조기 완화 | 국내 주택시장 부진 심화         |

주: 1) 2023년 2월 전망 기준  
자료: 한국은행

## 소비자물가 상승률은 금년 중 3.5% 수준을 나타낼 전망

금년 중 소비자물가 상승률은 국제유가가 작년보다 낮아지고 경기가 둔화되는 등 공급 및 수요측 물가압력이 모두 약화되면서 지난해(5.1%)보다 상당폭 낮아진 3.5% 수준을 나타낼 것으로 예상된다. 식료품 및 에너지를 제외한 근원물가 상승률도 3.0%로 지난해 수준(3.6%)보다 낮아질 것으로 예상된다. 한편 내년 중 소비자물가 상승률은 2%대 중반, 근원물가 상승률은 2% 내외

수준을 나타낼 전망이다.

표 Ⅲ-3. 물가상승률 전망<sup>1)</sup>

(전년동기대비, %)

|                        | 2022 |     |     | 2023 <sup>a</sup> |     |     | 2024 <sup>a</sup> |
|------------------------|------|-----|-----|-------------------|-----|-----|-------------------|
|                        | 상반   | 하반  | 연간  | 상반                | 하반  | 연간  | 연간                |
| 소비자물가                  | 4.6  | 5.6 | 5.1 | 4.0               | 3.1 | 3.5 | 2.6               |
| 근원물가<br>(식료품 및 에너지 제외) | 3.1  | 4.1 | 3.6 | 3.6               | 2.4 | 3.0 | 2.0               |
| 근원물가<br>(농산물 및 석유류 제외) | 3.6  | 4.6 | 4.1 | 4.4               | 3.3 | 3.9 | 2.5               |

주: 1) 2023년 2월 전망 기준  
자료: 한국은행

물가여건을 보면, 대외적으로는 국제유가가 글로벌 수요둔화 우려 등으로 작년 말 70달러대까지 낮아졌다가 최근 다소 상승하여 80달러대 초반 수준에서 등락하고 있다. 곡물가격은 남미지역 가뭄 등이 상방요인으로, 우크라이나산 공급 증가 등이 하방요인으로 작용하면서 지난해 11월 수준에서 대체로 유지되고 있다. 한편 원/달러 환율은 작년 11월 이후 1,200원대 초반까지 빠르게 낮아졌다가 미국의 고용 및 물가상황에 따른 통화정책 기대변화 등으로 2월 중 1,300원을 다소 웃도는 수준까지 상승하였다. 대내적으로는 경기하방압력이 이어지겠으나 하반기 이후에는 점차 나아질 것으로 보인다. 명목임금은 상용직 정액급여를 중심으로 상승세가 지속되었으며 일반인 기대인플레이션율(향후 1년)도 최근 4% 수준으로 다소 높아졌다. 정부정책 측면에서는 전기·도시가스 요금에 그간 누적된 원가 상승부담을 반영하여 점차 현실화될 것으로 보이나 인상 폭 및 시기와 관련한 불확실성은 큰 상황이다. 집세는 최근 전·월세 가격 하락세의 영향으로 상당기간 오름세 둔화흐름이 이어질 것으로 예상된다.

향후 물가 전망경로 상에는 불확실성이 높은 상황이다. 국제유가 상승폭 확대, 예상보다 빠른 국내외 경기회복, 원/달러 환율 재급등 등이 상방 리스크로, 국내외 경기 둔화세 심화, 공공요금 인상 억제, 국제유가 하락세 지속 등은 하방 리스크로 각각 잠재해 있다.

표 III-4. 물가의 상하방 리스크<sup>1)</sup>

| <상방 리스크>         | <하방 리스크>      |
|------------------|---------------|
| 국제유가 상승폭 확대      | 국내외 경기 둔화세 심화 |
| 예상보다 빠른 국내외 경기회복 | 공공요금 인상 억제    |
| 원/달러 환율 재급등      | 국제유가 하락세 지속   |

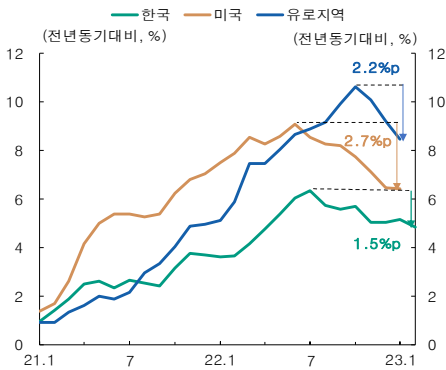
주: 1) 2023년 2월 전망 기준  
자료: 한국은행

## 2. 주요 고려사항

### 인플레이션 경로 상의 높은 불확실성

국내 소비자물가 상승률(전년동기대비)은 지난해 7월 외환위기 이후(1998년 11월, 6.8%) 최고치인 6.3%를 기록한 후 점차 하락하는 가운데 오름세가 지속적으로 확대되던 근원물가(식품·에너지 제외)도 지난해 12월 이후 상승폭이 점진적으로 축소되면서 물가 오름세가 둔화되는 모습을 나타내었다. 그러나 이 과정에서 일시적으로 소비자물가 상승률이 소폭 반등하고 근원물가 상승률도 전월 수준을 유지하는 등 물가 오름세가 더디게 둔화되는 모습이다.<sup>76)</sup> 반면 최근 미국, 유로지역 등 주요국의 소비자물가 상승률은 지난해 하반기 중 정점에 도달한 이후 우리나라 소비자물가에 비해 상대적으로 빠르게 낮아지고 있다.<sup>77)</sup>

그림 III-1. 주요국 물가상승률



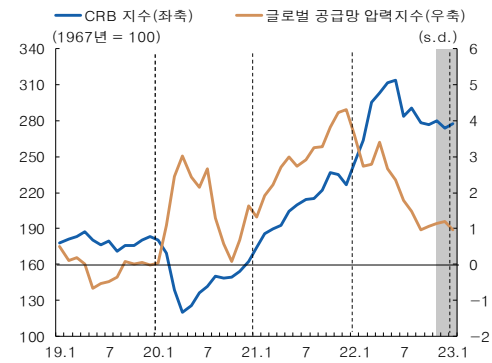
자료: 통계청, BLS, Eurostat

76) 2023년 1월 소비자물가 상승률(전년동월대비)은 전월보다 0.2%p 확대된 5.2%를 기록하였으며 근원물가 상승률은 전월과 동일한 4.1%를 유지하였다.

77) 우리나라의 소비자물가 상승률은 정점 이후 7개월간 둔화폭(1.5%p)이 정점 전 7개월간 확대폭(2.6%p)에 크게 못 미치는 수준이다. 반면, 미국은 정점 이후 6개월간 둔화폭(2.7%p)이 정점 전 6개월간 확대폭(2.0%p)을, 유로지역은 정점 후 3개월간 둔화폭(2.2%p)이 정점 전 3개월간 확대폭(1.8%p)을 상회하였다.

우리나라와 주요국의 소비자물가 상승률 둔화는 각국 물가수준에 공통적으로 영향을 미치는 공급측 물가상승압력이 지속적으로 완화되고 있는데 주로 기인한다. 지난해 하반기 이후 국제유가(두바이유 기준)가 상당폭 하락한 가운데 글로벌 공급차질 현상도 해상운임의 큰 폭 하락, 기업들의 재고 축적 등으로 상당폭 개선되었으며 곡물 등 식량 가격도 생산량 증가 등에 힘입어 하락세를 지속하고 있다.

그림 III-2. CRB 지수<sup>1)</sup> 및 글로벌 공급망 압력지수<sup>2)</sup>



주: 1) 월평균 기준 Commodity Research Bureau 지수(농축산물 41%, 에너지 39%, 비철금속 20%로 구성)

2) 뉴욕 연준의 Global Supply Chain Pressure Index, 과거 평균 수준과의 괴리 정도(표준편차 기준)

자료: Bloomberg, 뉴욕 연준

글로벌 물가상승압력 완화에도 국내 소비자물가 상승률 둔화 속도가 주요국에 비해 완만한 모습을 보이는 것은 공공요금 인상, 유류세 조정으로 인한 기저효과 등이 복합적으로 작용한 데 따른 것이다.<sup>78)</sup> 금년 1/4분기 전기요금은 역대 최대폭인 kWh당 13.1원 인상되면서 소비자물가 상승폭 확대를 견인하였다. 큰 폭의 전기요금

인상은 누적된 원가 상승에 따른 것으로, 주요국에 비해 국제유가 상승 등 원가 변동요인을 뒤늦게 반영하고 있는 것으로 보인다. 향후에도 전기·가스요금 등 공공요금은 인상 폭 및 시기와 관련한 불확실성이 큰 가운데 인상시 직접적인 물가 상승효과 외에 여타 상품 및 서비스 가격에 대한 2차 과급 영향(second-round effect)도 나타날 가능성이 높다.<sup>79)</sup> 한편 지난해 정부의 유류세 인하<sup>80)</sup>로 미국 등 주요국에 비해 상승폭이 작았던 국내 석유류 가격의 경우, 금년 중 국제유가 하락세에도 불구하고 유류세 일부 환원 및 기저효과로 인해 오름세 둔화폭이 작을 전망이다.

이외에도 중국 경제활동 재개(리오프닝)로 인한 수요 증가, 우크라이나 전쟁 상황 악화 등의 영향으로 유가 등 국제원자재가격이 반등하는 경우 국내 물가에 추가적인 상승압력으로 작용할 것으로 예상된다. 원/달러 환율도 미 연준의 통화정책 긴축기조 지속에 대한 우려 및 이에 따른 국제금융시장 반응 정도에 따라 제곱등하며 국내 물가상승률 둔화흐름을 지연시키는 요인으로 작용할 가능성이 상존한다.

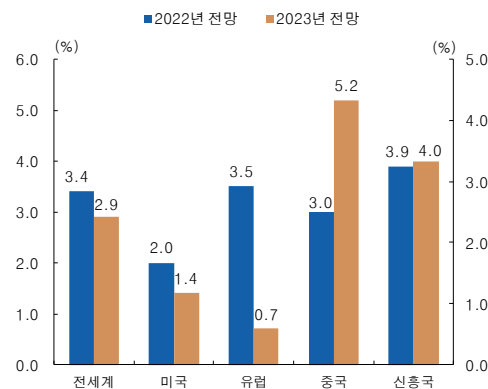
앞으로 국내 물가상승률은 점차 낮아질 것으로 예상되나, 향후 둔화 속도나 물가목표로의 수렴 시기와 관련해서는 대내외 여건 변화로 인한 불확실성이 큰 만큼 향후 국내 물가에 영향을 미

치는 주요 대내외 리스크 요인을 주의깊게 살펴볼 필요가 있다.

### 성장세 둔화 지속

국내경제는 성장세를 견인해 오던 민간소비의 회복 흐름이 둔화되고 수출 부진이 심화되면서 성장 모멘텀이 약화되고 있다. 글로벌 경기부진에 따른 주요국 대외수요 위축이 당분간 우리 경제의 수출에 부정적 영향을 미칠 전망이다. 이에 더해 대내적으로 금리상승 및 고물가로 인한 가계의 구매력 저하, 부동산 경기 부진 등이 성장에 대한 추가적인 하방압력으로 작용할 가능성이 있다.

그림 Ⅲ-3. 경제전망<sup>1)</sup>



주: 1) IMF WEO(2023년 1월) 기준  
자료: IMF

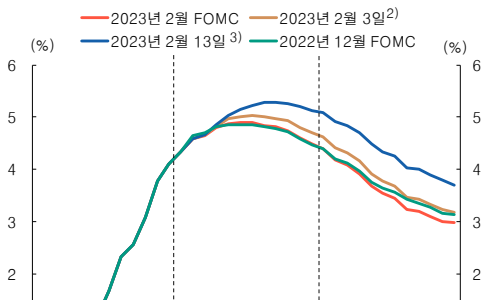
78) 보다 자세한 내용은 「물가 둔화 흐름 점검: 주요국과의 비교를 중심으로」(BOK이슈노트 제2023-2호, 2023년 1월)를 참고하기 바란다.

79) 정부는 「2023년 경제정책방향」(2022년 12월 21일)에서 단계적인 요금 현실화를 통해 한국전력의 누적 적자와 한국가스공사의 미수금을 2026년까지 해소한다는 방침을 밝힌 바 있다. 다만 공공요금 인상으로 인한 국민 부담을 고려하여 국내 물가 동향 등을 보아가며 향후 인상 폭과 시기 등을 조절해 나갈 계획임을 추가로 공표하였다(「물가·민생경제 상황 및 분야별 대응방향」(2023년 2월 15일)).

80) 정부는 국제유가 상승에 따른 유류비 부담을 경감하기 위해 2021년 11월부터 유류세를 한시적으로 20% 인하한 데 이어 2022년 중에는 유류세 인하 기간을 2022년 말까지 연장하고 인하폭을 37%까지 확대하였다. 이후 「2023년 상반기 탄력세출 운용 방안」(2022년 12월 19일)을 통해 유류세 인하 기간 추가 연장(2023년 4월 말까지) 및 휘발유 유류세 인하폭 축소(37% → 25%) 방침을 밝혔다.

먼저 대외적으로는 주요국 중앙은행의 긴축기조가 지속되면서 글로벌 경기의 둔화흐름이 이어질 것으로 전망된다. 미국은 금리 인상의 파급효과가 증대되면서 지난해 11월 이후 소비와 생산이 감소하는 등 성장세가 약화되고 있다. 한편 미국의 1월 고용지표가 시장 예상을 뛰어넘는 양호한 흐름을 지속하고 소비자물가 상승률이 전월대비 소폭 하락<sup>81)</sup>에 그치면서 연준의 긴축기조 장기화 가능성이 높아지는 상황이다. 타이트한 노동시장 여건은 인건비 상승을 통해 연준이 인플레이션의 향방을 예측하는 과정에서 중요하게 고려하는 주거제외 근원서비스 가격의 오름세<sup>82)</sup> 둔화를 지연시키고, 이는 최종 정책금리가 높은 수준에서 예상보다 길게 유지(higher for longer)되는 결과로 귀결되면서 경기하락을 심화시킬 가능성을 내포한다.

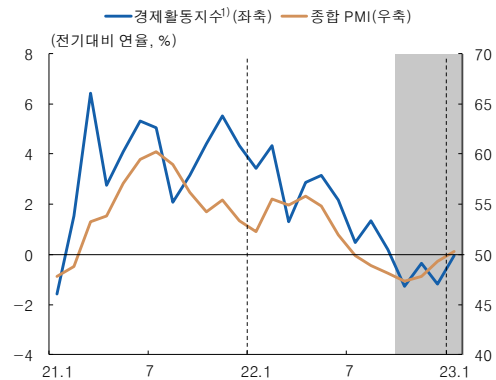
그림 Ⅲ-4. 금융시장의 미 연준 정책금리 인상기대 변화<sup>1)</sup>



주: 1) 페더럴펀드금리 선물 내재금리 기준  
2) 미국 1월 고용지표 발표일 3) 미국 1월 CPI 발표일  
자료: Bloomberg

유로지역에서는 온화한 겨울철 날씨로 인해 천연가스 등 에너지수급 제약이 완화되면서 경제활동지수와 심리지표가 소폭 반등하는 등 부진이 완화되는 모습이다. 그러나 높은 인플레이션에 따른 실질 구매력 저하, ECB의 추가 금리 인상<sup>83)</sup>, 주요국 경기 둔화에 따른 수출 감소 등으로 금년 상반기 중 성장률 둔화흐름이 지속될 것으로 전망된다. 향후 우크라이나 전쟁 상황이 악화되거나 중국 리오프닝으로 인해 수요가 급증할 경우 천연가스 등 원자재 수급 불안이 재연될 가능성도 상존하고 있다. 원자재 수입의존도가 높은 유로지역 특성상 이러한 잠재리스크가 현실화될 경우 경제활동이 크게 위축될 가능성이 높다.

그림 Ⅲ-5. 유로지역 경제활동 및 종합 PMI 지수



주: 1) Current Activity Indicator(CAI)로 산업생산, 고용, PM 등 20여개 고빈도 자료를 활용하여 경제상황을 평가하기 위해 골드만 삭스가 산출한 지수

자료: Goldman Sachs, Bloomberg

81) 2023년 1월 미국 소비자물가 상승률(전년동월대비)은 전월(6.5%)에 비해 소폭 둔화한 6.4%를 기록하였으나 시장예상치(6.2%)를 상회하였다.

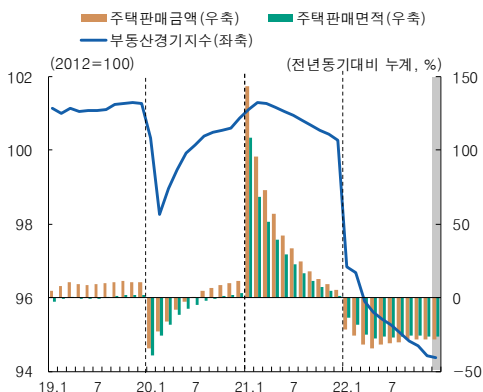
82) Powe의장은 2월 FOMC 이후 기자회견에서 “최근 물가지표는 재화를 중심으로 디스인플레이션(disinflation)이 시작되었음을 보여주고 있는데, 주거제외 근원서비스에서는 아직 디스인플레이션이 나타나지 않고 있다” 고 언급하였다.

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



우리경제의 최대 교역상대국인 중국의 경우 리 오프닝이 예상보다 빠르게 전개되고 있으나, 경제 내 높은 비중을 차지하는 부동산 부문의 취약성이 경기회복세를 제약할 가능성이 있다. 중국 부동산 시장은 경제 성장세 둔화, 규제 강화 및 소비자 심리 악화 등으로 부진한 흐름을 지속하고 있으며, 이에 따른 부동산투자 부진, 건설·비금속제조업 등 전·후방산업 위축이 중국 경제성장에 하방압력으로 작용하고 있다.<sup>84)</sup> 이에 대응하여 중국 당국은 16개 조치가 포함된 종합 부양책을 도입(2022년 11월 11일)하는 등 정책 지원을 강화하고 있으나, 낮은 소비심리 등으로 부동산경기는 당분간 부진한 흐름을 이어갈 가능성이 높다. 이 과정에서 부실기업을 중심으로 디폴트 및 채무조정이 증가할 경우, 외국인 투자자금 유출이 확대되고 위안화 환율이 상승하며 금융불안정으로 이어질 소지가 있다.

그림 Ⅲ-6. 중국 부동산 관련 지표



자료: 중국국가통계국

또한 중국 내 감염병 전개 상황과 관련한 불확실성이 매우 높은 가운데 낮은 집단면역률, 의료역량 부족 등으로 보건 관련 리스크가 현실화되면서 경제활동 재개에 차질이 발생할 가능성도 배제할 수 없다. 주요 교역상대국의 경기 둔화, 미중 갈등국면 지속 등도 중국의 수출에 부정적인 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

국내에서는 누적된 금리상승 영향이 가시화되는 가운데 높은 가계부채 수준, 주택시장 부진 등이 경기 하방 위험을 높이는 요인으로 작용할 전망이다. 주요국보다 높은 가계부채 수준<sup>85)</sup>과 변동금리대출 비중<sup>86)</sup>이 금리상승으로 인한 이자상환 부담을 가중시키면서 저소득·과다 차입 가계를 중심으로 소비가 빠르게 둔화될 가능성이 있다. 또한 주택 매매·전세 가격의 연쇄적인 하락세가 가속화되면서 건설투자 부진이 심화되는 가운데 대규모 부동산PF 부실 등이 현실화되는 경우 우리경제에 부정적 영향을 미칠 수 있다.

국내경제는 하반기로 갈수록 중국경제 회복, IT 경기 부진 완화 등 대외여건이 나아지면서 점차 개선될 전망이나 글로벌 경기부진이 심화되고 금리상승 영향 등이 증폭되어 나타날 경우 당초 예상에 비해 경기 둔화흐름이 장기화될 가능성을 배제할 수 없다. 향후 높은 물가 오름세가 지속되는 상황에서 성장이 크게 둔화되는 경우 경제주체들의 어려움이 가중됨에 따라 보다 정교한 정책대응이 요구될 수 있는 만큼 주요 리

84) 보다 자세한 내용은 「최근 중국 부동산시장 동향, 정책대응 및 평가」(국제경제리뷰 제2023-1호, 2023년 1월)를 참고하기 바란다.

85) 2022년 3/4분기말 현재 우리나라의 명목GDP 대비 가계신용비율은 주요국 가운데 스위스(128.9%), 호주(113.6%) 다음으로 높은 수준을 기록하였다(BIS 통계 기준).

86) 가계신용 가운데 가장 높은 비중을 차지하는 주택담보대출 중 고정금리 비중(잔액기준)은 34.9%(2022년 7월 기준, 정책모기지 제외)로 미국(2021년 말 기준 98.4%), 독일(2021년 말 기준 90.2%) 등 주요국에 비해 현저히 낮은 수준이다.

스크 요인들의 전개양상과 국내경제에 미치는 영향을 면밀히 살펴볼 필요가 있다.

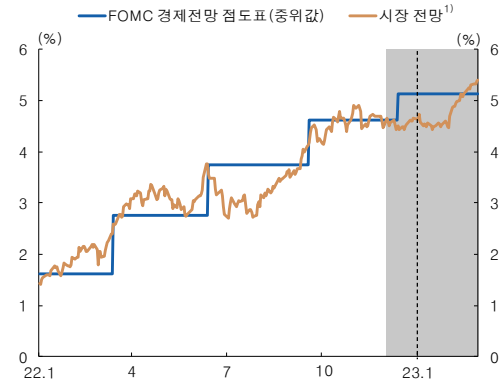
### 주요국 통화정책 관련 불확실성과 국제금융시장 변동성 확대 가능성

글로벌 금융·경제 여건에 높은 불확실성이 지속되는 가운데 최종 정책금리 수준, 유지기간, 정책기조 전환 시점 등에 대한 시장의 기대가 경제지표의 흐름에 크게 영향받으며 변화함에 따라 국제금융시장의 변동성을 높이는 요인으로 작용하고 있다.

우선 미 연준은 지난해 12월 FOMC 회의에서 경제전망(SEP)의 2023년 말 정책금리 수준(점도표상의 중위값)을 9월 전망(4.6%) 대비 상향 조정하여 5.1%로 제시하였다. 점도표 공개 이후 시장에 반영된 2023년 말 정책금리 수준은 4% 중반 수준으로 연준 전망치와 다소 괴리를 나타내었으나, 1월 미국 고용지표 발표(2월 3일) 등을 계기로 긴축 지속 기대가 높아지면서 연준 전망치를 상회하는 모습을 보이고 있다. 이처럼 향후 연준의 정책금리 경로에 대한 기대가 계속 변화하는 것은 금년 중 미국 경제의 연착륙, 물가 오름세 둔화 여부 등에 대한 판단이 변화하고 있는데 주로 기인한다. 시장참가자들은 2월 초까지 글로벌 경기 둔화, 주택시장 침체 등으로 금년 중 미국이 경기침체를 피하기 어려울 것이라고 예상하면서 향후 인플레이션 압력도 연준의 예상보다 빠르게 약화될 것으로 전망하였다. 그러나 2월 중순 이후 건조한 고용 증가세가 지속되고 근원물가의 높은 오름세도 이어지면서 당분간 경기가 양호한 가운데 디스인플레이션이 더디게 진행될 것이라는 의견에 무게

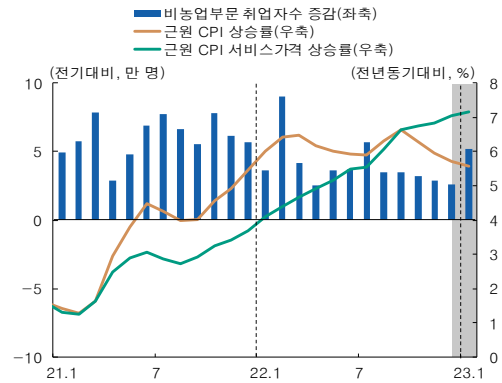
가 실리고 있다. 이로 인해 긴축기조의 조기 전환보다는 연준의 긴축기조가 장기화 될 것이라는 기대가 확산되고 있는 상황이다.

그림 Ⅲ-7. 미 연준의 2023년 말 정책금리 수준 전망<sup>1)</sup>



주: 1) 페더럴펀드금리 선물 내재금리 기준  
자료: Bloomberg

그림 Ⅲ-8. 미국 물가 및 고용지표

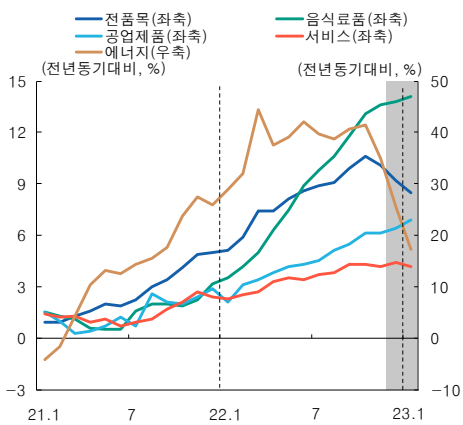


자료: BLS

ECB의 경우에는 에너지가격 하락에도 불구하고 높은 물가 오름세가 지속됨에 따라 2월 통화정책회의에서 정책금리 50bp 인상과 함께 3월 회의에서도 50bp 인상을 예고한 바 있다.<sup>87)</sup> 다만 3월 이후의 정책금리 경로에 대해서는 불확실성이 높은 상황이다. 라가르드 총재는 그간 누적

된 에너지 비용 부담이 음식료품 가격 상승으로 이어지고 있는 점 등을 고려하여 금리인상 지속 가능성을 시사하고 있다. 시장참가자들은 2월 초까지는 정책금리 인상 종료시점이 임박한 것으로 평가하면서 3월 이후 추가 인상이 한 두차례에 그칠 것으로 전망하였으나, 이후 근원물가 오름세 지속 등으로 인해 긴축 기대가 강화되면서 최근에는 최종 금리가 4.10%(수신금리 기준)<sup>88)</sup> 수준에 다다를 것으로 전망하고 있다.

그림 III-9. 유로지역 물가



자료: Eurostat

한편 일본은행은 지난해 12월 금융정책 결정회의에서 10년물 국채금리의 변동 허용폭을 확대(0±0.25%→0±0.50%)하였는데, 시장의 예상을 벗어난 갑작스러운 정책 변경으로 인해 향후 정책방향에 대한 불확실성이 높아진 상황이다. 우에다 가즈오 총재 후보자<sup>89)</sup>가 국회 청문과정에서 기존 일본은행의 완화적 금융정책이 적절하

다는 견해를 밝히는 등 일본은행은 금융완화 지속 방침을 고수하고 있으나 시장참가자들은 총재 교체시기와 맞물려 일본은행이 2023년 중 장기금리 변동 범위를 추가로 확대하거나 마이너스 금리정책을 수정하는 등 정책기조를 전환할 가능성을 제기하고 있다. 특히 일본은행의 긴축 움직임이 시작되는 경우에는 대외자산 규모가 큰 일본계 투자자의 자금이 본국으로 환류하면서 글로벌 금리 상승으로 이어질 가능성도 있다.

그림 III-10. 일본 국채금리 및 엔화



주: 점은 수익률곡선 관리정책의 장기금리 변동폭 상한선을 의미  
자료: Bloomberg

이처럼 정책금리 경로에 대한 기대가 계속 바뀌어 가는 데다, 각국 중앙은행 총재들도 향후 발표되는 지표를 보아가며 정책결정을 해나가겠다고 언급<sup>90)</sup>한 만큼 경제지표 변화에 대한 시장의 민감도가 높아진 상황이다. 따라서 향후 정책방향과 관련된 지표의 흐름이 시장의 예상과

87) 보다 자세한 내용은 '참고 III-1. 주요국 통화정책 운영 현황'을 참고하기 바란다.

88) 2023년 3월 2일 현재 OIS 선도금리에 내재된 정책금리 점점 수준이다(Bloomberg).

89) 구로다 일본은행 총재의 임기가 2023년 4월에 만료됨에 따라 일본 정부는 2월 14일 우에다 가즈오 前 일본은행 심의위원을 차기 총재 후보자로 지명하였고, 2월 24일(중의원)과 27일(참의원)에는 총재 후보자에 대한 청문절차가 진행되었다.

90) "We'll make data-dependent decisions at coming meetings." (2월 FOMC 기자회견담화), "In any event, our future policy rate decisions will continue to be data-dependent and follow a meeting-by-meeting approach." (2월 ECB 통화정책회의 기자회견담화)

다르게 나타나는 경우 국제금융시장과 이에 영향받은 국내 금융·외환시장의 변동성이 확대될 수 있다. 특히 연준의 긴축기조 지속 우려로 달러화 강세가 심화되는 경우에는 원/달러 환율이 가파르게 상승하며 외국인 투자자금이 유출될 가능성이 있다. 또한 최근 원화 환율이 엔화에 동조하는 모습을 보였던 점을 감안하면 엔화의 변동성 확대가 원화 환율의 변동성을 높일 수 있다는 점에도 유의하여야 한다. 따라서 향후 주요국 통화정책에 영향을 미칠 수 있는 주요 지표와 통화정책 관련 기대 변화를 주의 깊게 살펴 나가야 할 것이다.

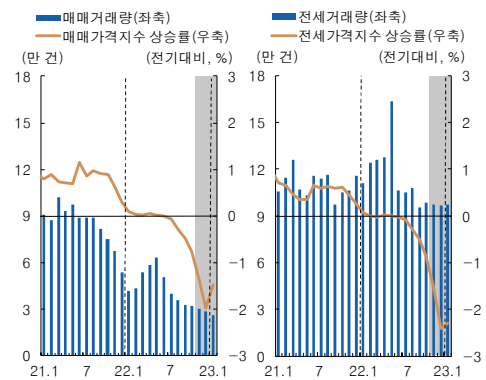
### 주택시장 부진에 따른 금융안정 상황

주택시장에서는 거래부진이 이어지는 가운데 지난해 하반기 이후 주택매매 및 전세가격이 하락세를 지속하고 있다. 주택시장 부진은 그간 상당 수준 누증된 가계부채의 디레버리징을 촉진할 수 있는 반면 부동산PF 대출 등의 부실 위험성을 높이고 자산매각을 통한 부채상환에 어려움을 겪는 고위험 가구를 증가시키는 등 금융불안 요인으로 작용할 수 있다는 점에서 금융안정 측면의 리스크에 유의할 필요가 있다.

2022년 주택매매 거래량은 50.9만 건으로 2006년 조사를 시작한 이래 최저치를 기록하는 등 거래부진이 지속되는 가운데, 주택매매가격도 하락세를 이어가고 있다. 이는 대출금리 상승 및 주택가격에 대한 고평가 인식 확산으로 매수우위지수가 2000년 12월(15.3) 이후 가장 낮은

수준을 보이는 등 매수수요가 빠르게 위축된 데 주로 기인한다. 심리지표에서도 경제주체들의 주택가격 상승 기대가 빠르게 약화되는 모습이 다. 1월 들어 정부의 주택시장 규제 완화 조치<sup>91)</sup> 등으로 주택가격 하락세가 둔화되고, 2월 주택가격전망CSI도 71로 소폭 반등하였지만 여전히 기준치(100) 및 2022년 이전 최저치(83)를 큰 폭 하회하고 있다. 전세가격 또한 고금리 기조, 월세 전환<sup>92)</sup> 수요와 입주물량 증가 등으로 거래량이 감소하며 하락하고 있다. 보통 주택매매시장과 전세시장은 대체 관계에 있어 가격이 상반된 흐름을 보여왔지만<sup>93)</sup>, 최근에는 이자부담에 따른 전세수요 위축으로 주택매매가격 및 전세가격이 동반하락하고 있는 모습이다.

그림 Ⅲ-11. 주택가격<sup>1)</sup> 및 거래량



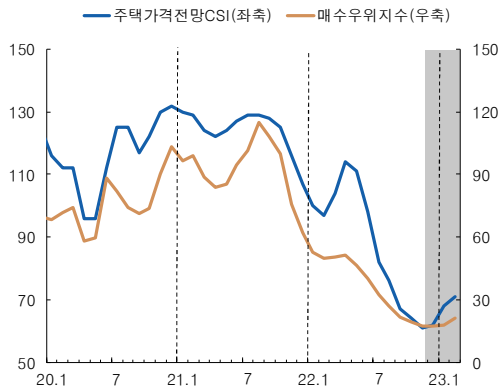
주: 1) 전국 주택 매매가격지수 및 전세가격지수 기준  
 자료: 한국부동산원, 국토교통부

91) 정부는 주택시장 연착륙 유도를 위해 규제지역 해제, 전매기한 단축, 중도금 대출제한 폐지 등을 포함한 주택시장 규제 정상화 조치를 발표('2023년 주요 업무 추진계획', 2023년 1월 3일)하였다.

92) 2022년 중 전국 주택 전월세 거래 중 월세비중은 52.0%로 전년대비 8.5%p 증가하였다.

93) 보다 자세한 내용은 '참고 Ⅲ-2. 부동산 부문 관련 리스크 평가'를 참고하기 바란다.

**그림 III-12. 주택가격전망CSI 및 매수우위지수**



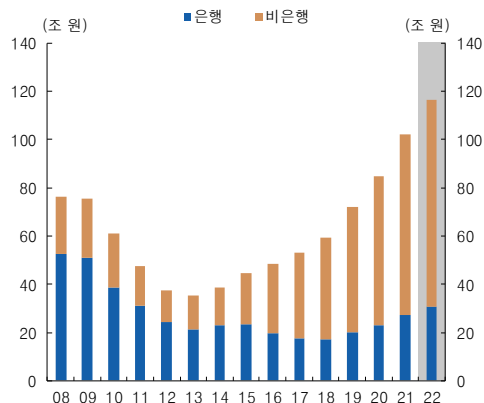
자료: 한국은행, KB국민은행

이러한 주택시장의 부진은 앞으로도 높은 대출 금리, 매매-전세가격의 연쇄하락 등에 따라 당분간 지속될 것으로 예상된다. 다만 정부의 부동산 대책은 매수심리의 급격한 위축을 막아 주택가격 하락속도를 완화시키는 효과가 있을 것으로 보인다.

이같은 주택시장 부진은 부동산 관련 익스포저가 높은 금융기관의 취약성을 높여 금융시스템의 불안요인으로 작용할 가능성이 있다. 특히 사업장의 수익성을 담보로 이루어지는 부동산 PF 대출은 부동산 경기 부진이 심화되는 경우 부실화되면서 관련 금융기관의 자산건전성과 유동성을 저하시킬 가능성이 높다. 이에 더해 2013년 이후 부동산PF 대출이 증권, 캐피탈, 저축은행 등 비은행 금융기관(NBFIs)을 중심으로 빠르게 증가한 점도 주요한 리스크 요인이다. 비은행 금융기관은 은행에 비해 자본여력이 낮은 데다 고위험 사업장에 대한 익스포저가 높아 사업성 악화로 인한 PF대출 부실이 금융기관 부실로 이어지기 쉽다. 또한 금융기관 간 연계성이 높아진 점을 고려할 때 일부 사업자 또는

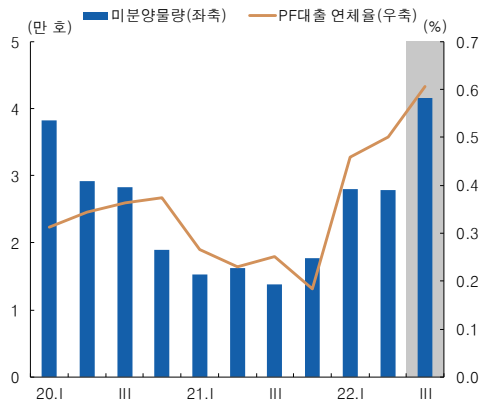
기관의 부실이 시장 전반으로 확산될 가능성도 배제하기 어렵다. 최근 미분양주택 물량 증가와 함께 PF대출 연체율이 지속적으로 상승하는 가운데 향후 주택경기 부진이 시차를 두고 PF대출 연체율을 추가적으로 상승시킬 수 있는 만큼 PF대출 관련 리스크에 더욱 유의할 필요가 있다.

**그림 III-13. PF대출 잔액<sup>1)</sup>**



주: 1) 2022년은 3/4분기 기준  
 자료: 금융기관 업무보고서, 연합인포맥스

**그림 III-14. 미분양주택 및 PF대출 연체율**

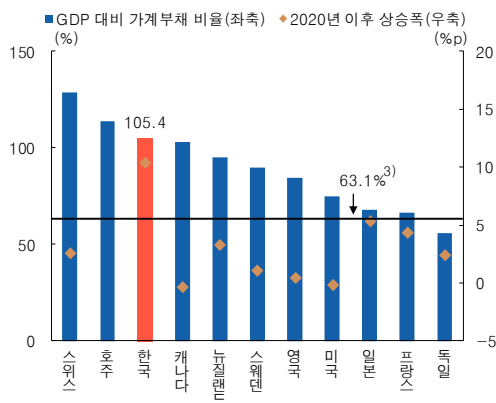


자료: 국토교통부, 금융기관 업무보고서

한편 가계자산이 부동산에 집중<sup>94)</sup>되어 있고 가계부채 중 변동금리 대출의 비중이 높아<sup>95)</sup> 주택가격 하락 및 금리인상이 가계의 채무상환부담 증대로 직결된다는 점도 고려할 필요가 있다. 이 경우 취약계층을 중심으로 신용위험이 확대될 가능성이 커지기 때문이다. 현재까지 취약차주의 비중<sup>96)</sup>이 크게 증가하지는 않고 있으나, 주택경기 부진이 심화될 경우 상당폭 확대될 가능성에 유의하여야 할 것이다. 다만 주택경기 부진, 대출금리 상승, DSR 규제 지속 등에 따라 가계대출은 최근 증가세가 둔화<sup>97)</sup>되는 모습이다. 그러나 우리나라의 가계부채가 장기간 디레버리징 없이 증가해온 데다 2020년 이후 주택가격 급등으로 누증이 심화되는 과정에서 주요국에 비해 더욱 가파르게 증가하여 금융불균형 위험이 상당폭 확대된 만큼 관련 리스크를 지속적으로 점검해 나갈 필요가 있다.

이처럼 부동산PF 부실화, 취약차주 증가 등 부동산 금융 관련 리스크가 현실화할 가능성이 상존하고 있는 만큼 주택시장 부진으로 인한 시장 불안이 여타 부문으로 확대되지 않도록 유의하면서 중장기적 시계에서 완만한 디레버리징 등을 통해 누적된 금융불균형 위험을 완화해 나가는 정책적 노력이 필요하다고 판단된다.

그림 Ⅲ-15. GDP 대비 가계부채비율<sup>1)</sup> 및 상승폭<sup>2)</sup> 비교



주: 1) 2022년 3/4분기 기준  
 2) 2019년 4/4분기 대비 상승폭  
 3) 주요 31개국 GDP 대비 가계부채비율 단순 평균  
 자료: BIS

94) 2021년 말 국민대차대조표 기준 가계자산 중 부동산 비중은 63.1%이다.

95) 2023년 1월 말 예금은행 가계대출 잔액 기준 변동금리형 대출 비중은 75.8%이다.

96) 가계 취약차주(다중 채무자이면서 저소득 또는 저신용 가계 차주) 비중(%): 2021년 4/4분기 6.0 → 2022년 3/4분기 6.3

97) 가계대출 증가율(가계신용통계 기준, 전년동기대비, %): 2021년 4/4분기 7.6 → 2022년 2/4분기 2.7 → 4/4분기 -0.4

### 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.

국내경제의 성장률이 낮아지겠지만 물가가 목표수준을 상회하는 높은 오름세를 지속할 것으로 전망되고 정책 여건의 불확실성도 높은 만큼 물가안정에 중점을 두고 긴축 기조를 상당기간 이어가면서 추가 인상 필요성을 판단해 나갈 필요가 있다. 이 과정에서 인플레이션 둔화 속도, 성장의 하방위험과 금융안정 측면의 리스크, 그간의 금리인상 파급효과, 주요국의 통화정책 변화 등을 면밀히 점검해 나갈 것이다.

#### 통화정책 유효성 제고

통화신용정책의 유효성을 제고하기 위한 정책적 노력도 계속할 것이다. 우선 통화정책의 투명성과 예측 가능성이 제고될 수 있도록 정책 커뮤니케이션을 지속 강화해 나갈 것이다. 물가안정에 중점을 두고 긴축 기조를 이어나가는 과정에서 경제전망, 정책결정 배경과 향후 정책방향 등에 대해 시장과 원활히 소통함으로써 경제주체들의 기대가 한국은행의 정책의도에 부합하는 방향으로 형성되도록 힘쓸 것이다.<sup>98)</sup> 또한 경제주체들의 인플레이션 기대가 높은 수준을 지속

하고 있는 만큼 물가안정목표 수행상황을 면밀히 점검하고 이를 일반국민 및 시장참가자들과 충실히 소통해 나갈 것이다. 아울러 통화신용정책이 원활하게 파급될 수 있도록 공개시장운영의 유효성 제고 노력을 이어가고, 금융중개지원대출의 효과적 운영방안을 계속 강구할 것이다. 한편, 높아진 금리 수준 및 부채부담 하에서의 통화정책 파급효과, 물가 동학 변화 가능성 등에 대한 연구·분석을 강화하는 등 중장기적인 시계에서 통화정책 운영체계를 개선하기 위한 노력도 지속해 나갈 방침이다.

#### 금융·외환시장 안정 도모

대내외 여건의 불확실성이 높은 만큼 금융·외환시장에 대한 안정 노력을 지속할 것이다. 국제금융시장에서는 주요국의 물가·경기 상황과 이에 따른 주요국의 통화정책 방향에 대한 민감도가 높은 상황이다. 이에 따라 예상치 못한 경제지표 내용 및 정책기조 변화로 인해 시장의 변동성이 확대될 수 있으며 국내 금융·외환시장도 국제금융시장의 전개양상에 영향받으며 불안한 모습을 나타낼 수 있다. 또한 국내 주택시장 부진으로 인해 부동산PF 부실화, 취약차주 증가 등 관련 리스크가 현실화될 가능성이 상존하고 있으므로, 이로 인한 시장 불안이 여타 부분으로 확대되지 않도록 유의할 필요가 있다. 국내외 금융·경제 상황 변화로 시장불안의 조짐이 나타나는 경우에는 적기에 시장안정화 조치를 실시하는 등 적극 대응할 것이다.

98) 한국은행은 금통위원들의 최종 기준금리 수준에 대한 견해를 통화정책방향 관련 총재 기자간담회를 통해 공개하였는데, 1월에는 당분간 최종 금리 수준에 대해 ① 3.5%(3인), ② 3.5-3.75%(3인)로, 2월 기자간담회에서는 ① 3.5%(1인), ② 3.5-3.75% (5인)로 의견이 나뉘어 있다고 밝혔다.

## 금융시스템 안정성 유지

앞으로도 한국은행은 주요국의 통화정책 기조 및 대내외 금융·외환시장 움직임 등에 유의하면서 금융안정 측면의 잠재위험요인이 현실화 되지 않도록 조기경보 활동을 한층 강화해 나갈 것이다. 특히 부동산경기 부진시 비은행 금융기관을 중심으로 부동산 익스포저의 신용리스크가 금융권 전반의 시스템리스크로 확산될 가능성이 있는지 다각도로 분석할 것이다. 이와 함께 대내외 충격에 취약한 가계의 현황을 채무상환능력 등 여러 측면에서 점검하고, 이들의 소득 및 보유자산 등을 종합적으로 고려하여 부실위험을 분석할 예정이다. 아울러 우리나라와 주요국의 금융안정 상황을 비교·분석하고 이를 바탕으로 거시건전성 정책 운용에 있어 필요한 정책적 시사점도 도출하도록 할 것이다.

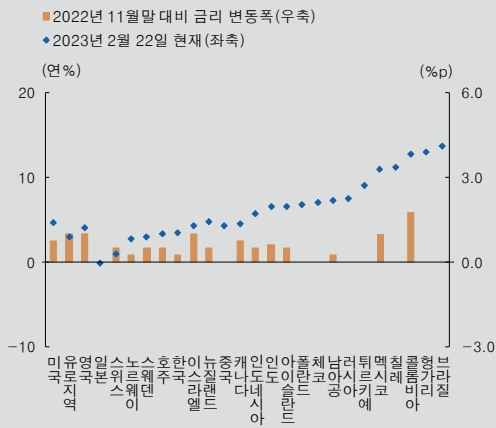


## 참고 III-1.

### 주요국 통화정책 운영 현황

미국 등 주요 선진국을 비롯한 대다수 중앙은행들이 그동안 고인플레이션 고착화 방지를 위해 정책금리를 가파른 속도로 인상한 가운데 최근 들어서는 각국의 거시경제 여건 및 전망 등에 따라 통화정책 운영이 차별화되고 있다. 우선 선진국에서는 미 연준, ECB, 영란은행이 금리 인상폭을 점차 축소하면서도 당분간 물가안정 도모를 위해 금리를 인상할 것으로 예상되는 반면, 캐나다 중앙은행은 향후 금리 동결을 시사하였다.

#### 주요국의 정책금리<sup>1)</sup>



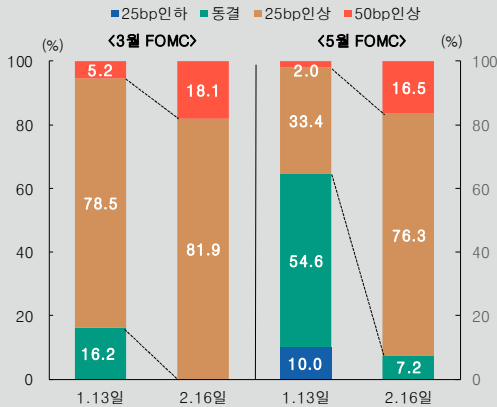
주: 1) 중국은 대출우대금리 5년물 기준  
자료: 각국 중앙은행

한편 신흥국에서는 2021년 이후 큰 폭의 선제적 금리인상으로 정책금리가 이미 높은 수준에 도달한 브라질, 헝가리, 칠레 중앙은행 등은 대체로 지난해 하반기부터 정책금리를 동결하고 있는 반면, 일부 남미 국가와 동남아시아에서는 여전히 높은 물가 상승세를 고려하여 금리인상을 지속하고 있다.

국가별로 구체적으로 살펴보면, 미 연준은 지난해 12월 FOMC 회의에서 정책금리 목표범위를 50bp 인상한 이후 금년 2월 회의에서는 금리 인상폭을 25bp로 축소하였다.<sup>1)</sup> 미국 경제에 대해서는 견조한 고용 증가세가 지속되는 가운데 소비와 생산 지표가 완만한 성장흐름을 이어가면서, 물가는 서비스 부문을 중심으로 여전히 높은 오름세가 지속되고 있는 것으로 평가하였다. 파월 의장은 지난해 12월 기자회견담회를 통해 금년 중 금리 인하는 고려하지 않고 있으며<sup>2)</sup>, 금년 2월 기자회견담회에서는 물가안정목표(2%) 달성을 위해 추가 금리 인상을 통한 금융긴축이 필요함을 시사하였다.<sup>3)</sup> 향후 통화정책 운영은 그간의 금리인상 파급시차와 효과, 앞으로의 금융경제여건 변화 등을 종합적으로 고려하여 결정해 나갈 방침임을 표명하였다. 이를 반영하여 금융시장에서는 3월 및 5월 FOMC 회의에서 정책금리 추가 인상 기대가 강화된 가운데 빅스텝(50bp) 인상 가능성도 대두되었다.<sup>4)</sup> 한편 자산매입정책에 대해서는 「연준 대차대조표 규모 축소 계획(2022년 5월 발표)」<sup>5)</sup>에 근거하여 보유자산규모 축소를 지속해 나가기로 결정하였다.

- 1) 미 연준 정책금리 목표범위: (2022년 11월: +75bp) 3.75-4.00% → (2022년 12월: +50bp) 4.25-4.50% → (2023년 2월: +25bp) 4.50-4.75%
- 2) "There are not rate cuts in the SEP for 2023." (2022년 12월 14일 기자회견담회)
- 3) "(...) we've raised rates four-and-a-half percentage points and we're talking about a couple of more rate hikes to get to that level we think is appropriately restrictive." (2023년 2월 1일 기자회견담회)
- 4) 일부 정책위원들은 2월 회의에서 50bp 금리인상을 지지하였다. ("A few participants stated that they favored raising the target range for the federal fund rate 50 basis points at this meeting.") (2023년 2월 FOMC 의사록)
- 5) 페더럴펀드 금리선물에 내재된 미 연준의 최근 정책금리 인상 확률 변화를 살펴보면, 금년 3월 및 5월 FOMC 회의에서 25bp 인상 확률(2023년 2월 22일 기준)이 각각 76.0% 및 75.2%로 우세한 가운데 50bp 인상 확률은 각각 24.0% 및 23.6%로 나타났다.
- 6) 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.

## 금융시장의 미 연준 정책금리 인상기대 변화



자료: CME

ECB는 지난해 12월 및 금년 2월 정책위원회 회의에서 정책금리를 각각 50bp 인상하여 지난해 10월 (75bp 인상) 대비 금리 인상폭을 축소하였다.<sup>7)</sup> 유로 지역 경제상황에 대해서는 지난해 하반기 이후 성장세가 둔화<sup>8)</sup>되고는 있으나, 금년 2/4분기 이후로는 공급병목 완화, 경제활동 재개에 따른 소비 개선 등으로 경기가 점차 회복될 것으로 전망하였다. 소비자물가는 건조한 노동시장 상황에 따른 높은 임금 상승세와 식품 가격 상승 등으로 금년 중에도 물가 안정목표(2%)를 크게 상회하는 높은 오름세를 지속할 것으로 평가하였다.<sup>9)</sup> 라가르드 총재는 금년 2월

정책위원회 회의 직후 기자회견담회를 통해 3월 회의에서의 50bp 금리 인상<sup>10)</sup>과 함께 상당기간에 걸친 통화정책 긴축기조 지속 가능성을 시사하였다.<sup>11)</sup> 한편 자산매입프로그램(APP)과 관련해서는 금년 3월부터 6월 말까지 만기채권 원금의 재투자를 중단하는 방식으로 월평균 150억 유로씩 보유자산을 축소해 나가기로 결정하였다.

영란은행은 지난해 12월과 금년 2월<sup>12)</sup> 두 차례 통화정책회의에서 정책금리를 각각 50bp씩 인상(3.00% → 3.50% → 4.00%)하여 지난해 11월(75bp 인상)대비 금리 인상폭을 축소하였다. 영국경제에 대해서는 임금과 서비스 물가의 높은 오름세가 이어지는 가운데 경기는 둔화국면에 진입할 것으로 전망하였다. 그러나 직전 전망(2022년 11월)과 비교하여 물가는 공급망 교란 완화와 에너지 가격 안정 등으로 다소 안정화될 것으로 예상하였으며, 이에 따른 구매력 회복 등으로 성장전망은 상향 조정되었다.<sup>13)</sup> 영란은행은 2월 회의에서 향후 통화정책 방향과 관련하여 중기물가목표(2%) 달성을 위해 필요시 추가 금리 인상이 가능함을 시사하였다.<sup>14)</sup>

일본은행은 지난해 12월 통화정책회의에서 단기정책금리(-0.1%)를 동결한 가운데 10년물 국채금리 변

7) 

|            | 2022년 9월 | 10월     | 12월     | 2023년 2월 |
|------------|----------|---------|---------|----------|
| 기준금리(MRO): | 1.25%    | → 2.00% | → 2.50% | → 3.00%  |
| 대기성 수신금리:  | 0.75%    | → 1.50% | → 2.00% | → 2.50%  |
| 대기성 여신금리:  | 1.50%    | → 2.25% | → 2.75% | → 3.25%  |

8) 유로지역 GDP 성장률(전기대비): (2022년 1/4분기) 0.6% → (2/4분기) 0.9% → (3/4분기) 0.3% → (4/4분기) 0.1%

9) 

|               | 2022년 | 2023년  | 2024년  |             |
|---------------|-------|--------|--------|-------------|
| HICP 상승률 전망치: | 8.4%  | → 6.3% | → 3.4% | (연간기준 전년대비) |
| GDP 성장률 전망치:  | 3.4%  | → 0.5% | → 1.9% | (연간기준 전년대비) |

10) "the Governing Council intends to raise interest rates by another 50 basis points at its next monetary policy meeting in March." (2023년 2월 의결문)

11) "The first one is to raise significantly into restrictive levels and stay there for sufficiently long so that we are confident that at those rates we will actually deliver the 2% objective medium-term(...)" (2023년 2월 2일 기자회견담회)

12) 2023년 2월 통화정책회의에서 총 9명의 정책위원 중 2명이 소수의견(정책금리 동결)을 개진하였다.

13) 

|          | 2022년           | 2023년           | 2024년            |  |
|----------|-----------------|-----------------|------------------|--|
| CPI 상승률: | 10.75% [10.75%] | → 4.0% [5.25%]  | → 1.5% [1.5%]    | (각년도 4/4분기 기준 전년동기대비) [ ]내는 2022년 11월 전망 |
| GDP 성장률: | 4.0% [4.25%]    | → -0.5% [-1.5%] | → -0.25% [-1.0%] | (연간기준 전년대비) [ ]내는 2022년 11월 전망           |

14) "If there were to be evidence of more persistent pressures, the further tightening in monetary policy would be required." (2023년 2월 의결문)

동 허용폭을  $\pm 50\text{bp}$ 로 확대(기존  $\pm 25\text{bp}$ )하고 국제 정례매입 규모는 증액(매월 7.3조 엔  $\rightarrow$  9조 엔)하기로 결정하였으며,<sup>15)</sup> 금년 1월 회의에서는 기존의 정책기조를 유지하였다. 일본경제에 대해서는 세계 경제 성장세 둔화 등을 반영하여 금년 및 내년도 성장전망을 소폭 하향 조정하고, 물가전망은 기존 전망치(1.6%)를 유지하였다.<sup>16)</sup> 한편 금융시장에서는 구로다 총재 임기 만료<sup>17)</sup>(4월 8일) 이후 현재의 완화적 통화정책 기조가 전환될 수 있다는 기대가 대두되고 있다.

여타 선진국에서는 그간 누적된 금리인상의 효과, 물가 오름세 둔화 전망 등을 고려하여 정책금리 인상폭을 축소하거나 동결하는 중앙은행들이 늘어나고 있다. 캐나다·스웨덴·뉴질랜드 중앙은행은 각각 1월(캐나다)과 2월(스웨덴·뉴질랜드) 회의에서 직전 회의에 비해 금리 인상폭을 축소<sup>18)</sup>하였으며, 체코 중앙은행은 정책금리를 계속 동결하였다.<sup>19)</sup> 이 밖에 호주·이스라엘·아이슬란드<sup>20)</sup> 중앙은행은 정책금리 인상을 지속하였으며, 노르웨이 중앙은행은 금년 1월 정책금리를 동결하였으나 3월 회의에서의 금리 인상을 시사하였다.<sup>21)</sup>

신흥국에서도 각국 중앙은행들의 통화정책 운용이 차별화되고 있다. 콜롬비아·멕시코·필리핀 중앙은행은 여전히 높은 물가 오름세에 대응하여 두 차례에

걸쳐 50bp 이상 큰 폭으로 정책금리를 인상하였으며, 태국인도 중앙은행 등은 금리를 25bp 인상하였다. 반면, 2021년 이후 큰 폭의 선제적 금리인상으로 정책금리가 이미 높은 수준에 도달한 브라질·헝가리·칠레 중앙은행 등은 정책금리를 동결하였다.<sup>22)</sup>

한편 중국 인민은행은 정책금리인 1년물 및 5년물 대출우대금리(LPR)를 각각 3.65% 및 4.30% 수준에서 6개월 연속 유지하고 있다.

앞으로 미 연준, ECB 등 주요국 중앙은행들은 물가 안정을 도모하기 위해 당분간 금리인상을 지속할 것으로 전망되나, 정책금리 인상 속도와 동결 여부 등은 국가별 거시경제 상황 및 전망 변화 등에 따라 차별화될 것으로 예상된다.

15) 일본은행은 주요국 금리 인상, 대내 인플레이션 압력 증대 등에 따른 장기금리 상승압력을 고려하여 장기금리 변동폭 확대를 결정하였다.

16) 2023년 GDP 성장률 전망치: (2022년 10월) 1.9%  $\rightarrow$  (2023년 1월) 1.7%

CPI(신선식품 제외) 상승률 전망치: (2022년 10월) 1.6%  $\rightarrow$  (2023년 1월) 1.6%

17) 일본정부는 2월 14일 우에다 가즈오(전 일본은행 심의위원)를 구로다 일본은행 총재 후임으로 지명하였다.

18) 캐나다·스웨덴·뉴질랜드 중앙은행은 금리 인상폭을 직전 회의보다 25bp씩 축소하였다.

· 캐나다: (2022년 12월 회의: 50bp 인상) 3.75%  $\rightarrow$  4.25%, (2023년 1월 회의: 25bp 인상) 4.25%  $\rightarrow$  4.50%

· 스웨덴: (2022년 11월 회의: 75bp 인상) 1.75%  $\rightarrow$  2.50%, (2023년 2월 회의: 50bp 인상) 2.50%  $\rightarrow$  3.00%

· 뉴질랜드: (2022년 11월 회의: 75bp 인상) 3.50%  $\rightarrow$  4.25%, (2023년 2월 회의: 50bp 인상) 4.25%  $\rightarrow$  4.75%

19) 체코 중앙은행은 2022년 8월 이후 정책금리를 7.00% 수준에서 계속 동결하고 있다.

20) 아이슬란드 중앙은행은 확장적 재정정책, 높은 임금 상승 등에 따른 물가상승압력 증대에 대응하여 금년 2월 회의에서 금리 인상폭을 지난해 11월 금리 인상시보다 확대(+25bp  $\rightarrow$  +50bp)하였다.

21) "The future policy rate path will depend on economic developments. The policy rate will most likely be raised in March." (1월 19일 기자간담회)

22) 상세 내용은 다음 페이지의 <표> '2022년 12월-2023년 2월 중 주요국 중앙은행의 정책금리 조정 현황' 을 참고하기 바란다.

2022년 12월~2023년 2월<sup>1)</sup> 중 주요국 중앙은행의 정책금리 조정 현황

| 국가 <sup>2)</sup>                | 정책금리 조정  |
|---------------------------------|--|
| <선진국>                           |  |
| 미국                              | 3.75-4.00% → 4.25-4.50% (22.12월, +50bp)<br>4.25-4.50% → 4.50-4.75% (23. 2월, +25bp) |
| ECB                             | 2.00% → 2.50% (22.12월, +50bp)<br>2.50% → 3.00% (23. 2월, +50bp)                     |
| 영국                              | 3.00% → 3.50% (22.12월, +50bp)<br>3.50% → 4.00% (23. 2월, +50bp)                     |
| 호주                              | 2.85% → 3.10% (22.12월, +25bp)<br>3.10% → 3.35% (23. 2월, +25bp)                     |
| 캐나다                             | 3.75% → 4.25% (22.12월, +50bp)<br>4.25% → 4.50% (23. 1월, +25bp)                     |
| 노르웨이                            | 2.50% → 2.75% (22.12월, +25bp, 23.1월 동결)  |
| 이스라엘                            | 3.25% → 3.75% (23.1월, +50bp)<br>3.75% → 4.25% (23.2월, +50bp)                       |
| 스웨덴                             | 2.50% → 3.00% (23.2월, +50bp)   |
| 스위스                             | 0.50% → 1.00% (22.12월, +50bp)  |
| 아이슬란드                           | 6.00% → 6.50% (23.2월, +50bp)   |
| 뉴질랜드                            | 4.25% → 4.75% (23.2월, +50bp)   |
| <신흥국>                           |  |
| 인도네시아                           | 5.25% → 5.50% (22.12월, +25bp)<br>5.50% → 5.75% (23.1월, +25bp, 23.2월 동결)            |
| 콜롬비아                            | 11.00% → 12.00% (22.12월, +100bp)<br>12.00% → 12.75% (23. 1월, +75bp)                |
| 멕시코                             | 10.00% → 10.50% (22.12월, +50bp)<br>10.50% → 11.00% (23. 2월, +50bp)                 |
| 남아공                             | 7.00% → 7.25% (23.1월, +25bp)   |
| 인도                              | 5.90% → 6.25% (22.12월, +35bp)<br>6.25% → 6.50% (23. 2월, +25bp)                     |
| <선진국>                           |  |
| 일본 <sup>4)</sup> (-0.1%/0%내외)   | 체코(7.00%)  |
| <신흥국>                           |  |
| 금리 동결 <sup>3)</sup> 브라질(13.75%) | 중국 <sup>5)</sup> (3.65%/4.30%)   |
| 러시아(7.50%)                      | 튀르키예(9.00%)  |
| 칠레(11.25%)                      | 헝가리(13.00%)  |
| 폴란드(6.75%)                      |  |

주: 1) 2023년 2월 22일 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    |
|------|--|--------|
| 미국   | 주당 매입 규모 축소 (40억 → 30억 캐나다 달러)                               | 21.4월  |
|      | 주당 매입 규모 축소 (30억 → 20억 캐나다 달러)                               | 7월     |
| 캐나다  | 신규 자산매입 중단   | 10월    |
|      | 보유자산 축소  | 22.4월  |
| 호주   | 주당 매입 규모 축소 (50억 → 40억 호주 달러)                                | 21.7월  |
|      | 수익률곡선(YCC) 관리정책 <sup>2)</sup> 중단                             | 11월    |
| 뉴질랜드 | 신규 자산매입 중단   | 22.2월  |
|      | 보유자산 축소  | 5월     |
| 미국   | 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 |
| 스웨덴  | 보유자산 축소(22년 하반기 시행)  | 22.4월  |
|      | 보유자산 축소 속도 가속화 (만기도래 채권 채투자 규모 축소: 370억→185억 크로나)            | 6월     |
| 헝가리  | 신규 자산매입 중단   | 21.12월 |
|      | 보유자산 축소(23.4월 시행)  | 23.2월  |
| 일본   | 신규 자산매입 중단(21.12월 시행)  | 21.11월 |
|      | 회사채 및 CP 보유한다 축소(22.4월 시행)                                   | 21.12월 |
| ECB  | 팬데믹 긴급매입프로그램(PEPP) 중단 (22.3월 시행)                             | 21.12월 |
|      | 자산매입프로그램(APP) 순매입 규모 축소 (22.2/4분기 시행)                        | 22.3월  |
| 영국   | 자산매입프로그램(APP) 순매입 중단 (22.7월 시행)                              | 6월     |
|      | 자산매입프로그램(APP) 보유자산 축소 (23.3월 시행)                             | 12월    |
| 영국   | 보유자산 축소  | 22.2월  |
|      | 회사채 매각 (22.9월 시행, 23년 말 완료 예정)                               | 5월     |
| 영국   | 국채 매각 (12개월간 800억 파운드, 22.11월 시행)                            | 9월     |

주: 1) 2023년 2월 22일 기준  
 2) 국채 3년물 금리를 정책금리 수준에서 관리  
 3) 2022년 9월 이후로는 축소 한도를 2배로 증액  
 자료: 각국 중앙은행

## 참고문헌

Bank of England(2023), “Monetary Policy Report” ,  
February 2023

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

European Central Bank(2022), “Monetary Policy  
Decisions” , December 2022

\_\_\_\_\_ (2023), “ECB decides on  
detailed modalities for reducing asset purchase  
programme holdings” , February 2023

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

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

Bank of Japan(2022), “Statement on Monetary  
Policy” , December 2022

\_\_\_\_\_ (2023), “Outlook for Economic  
Activity and Prices” , January 2023

\_\_\_\_\_ (2023), “Statement on Monetary  
Policy” , January 2023

Central Bank of Iceland(2023), “Statement of the  
Monetary Policy Committee” , February 2023

Central Bank of Norway(2023), “Press Conference” ,  
January 2023

\_\_\_\_\_ (2023), “Rate decision” ,  
January 2023

Sveriges Riksbank(2023), “Decisions on policy rate,  
sales of government bonds and increased volume  
of Riksbank Certificates” , February 2023

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

\_\_\_\_\_ (2022), “Transcript of  
Chair Powell’s Press Conference” , December  
2022.

\_\_\_\_\_ (2023), “Press Release” ,  
February 2023.

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

## 참고 III-2.

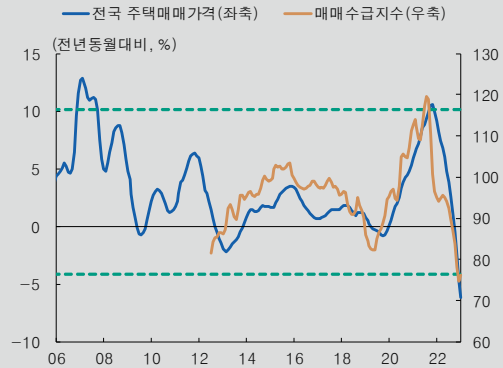
### 부동산 부문 관련 리스크 평가

한국은행은 그간 높은 물가 오름세 및 금융불균형 누적에 대응하여 기준금리를 3.5% 수준까지 인상해 왔다. 이 과정에서 물가 오름세가 점차 진정되고 성장세도 둔화될 것으로 예상되는 가운데 금융불안 이슈도 부각되면서, 기준금리 추가 인상 기대가 약화되고 일부에서는 정책기조의 전환 가능성도 제기하고 있다. 그러나 목표수준을 상회하는 물가 오름세, 건조한 기초적 물가압력, 주요국과의 금리 격차 등을 고려할 때 높아진 금리수준이 상당 기간 지속될 수 있다. 높은 금리수준이 장기간 지속될 경우 금융시장 신용 경계감 확대의 진원지인 부동산 부문의 부진이 심화·장기화될 수 있다는 우려가 제기되고 있어, 이하에서는 부동산 경기 현황 및 전망을 살펴보고 관련 금융 리스크를 점검해 보았다.

### 부동산 경기 현황

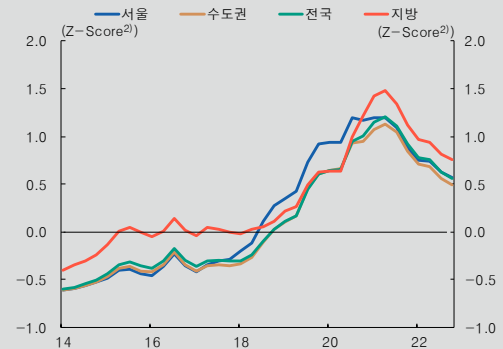
지난해 중반 이후 부동산 경기는 대출금리 상승, 가격 고평가 인식 확산 등으로 매수세가 급감하며 빠르게 위축되었다.<sup>1)</sup> 주택가격은 2020년 이후 소득 등 경제여건과 괴리된 상태로 큰 폭 상승하면서 조정 압력이 크게 높아졌다.<sup>2)</sup> 서울과 수도권의 주택가격 오름세가 시차를 두고 지방으로 빠르게 파급되면서 전국적으로 주택가격의 고평가 정도가 크게 확대되었으며, 조정국면 진입 후에도 전국 주택가격은 여전히 소득, 사용가치 등과 괴리되어 있는 것으로 보인다.

### 주택매매가격 및 매매수급지수<sup>1)</sup>



주: 1) 점선은 주택매매가격의 2005년 이후 평균±2표준편차 구간을 의미. 매매수급지수는 100+공급부족응답비중-공급충분 응답비중  
자료: 한국부동산원

### 주택가격 갭<sup>1)</sup>



주: 1) IMF(2018)의 방법론을 적용. 총 3개 지표(소득 대비 주택가격, 임차료 대비 주택가격, 모기지 금리 역수)를 표준화(z-score)한 후 평균하여 산출. 표준화 시 2004년부터 현재까지의 평균 및 분산을 이용. '소득'은 가계동향조사의 근로자가구(2인 이상) 소득 자료를, '모기지 금리'는 예금은행 주택담보대출 대출금리(신규취급액 기준) 자료를 이용  
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: 부동산114, 통계청, 한국은행

그간의 주택가격 상승은 저금리 기조 하에서 주택 가격 상승기대가 확산되고 수요대비 공급이 제한되었던 점 등에 상당 부분 기인하는 것으로 추정된다.

1) 전국 주택매매가격은 지난해 4/4분기 중 하락폭이 크게 확대되었다가 정부의 규제완화 등에 힘입어 금년 1월 들어 하락폭이 축소되었다.  
2) 최근 주택가격상승률의 고점은 글로벌 금융위기 이후 처음으로 평균+2표준편차 범위(2005년 이후 기준, 10%)를 상회하였다.

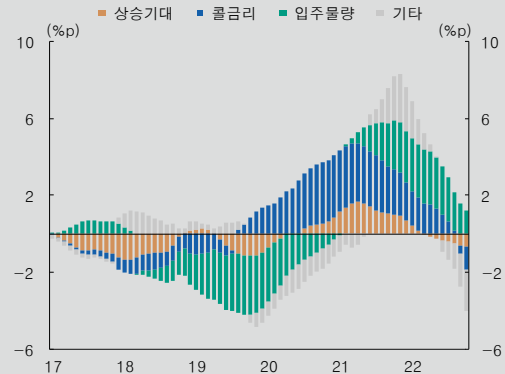
주택가격 상승률의 결정요인을 분석한 결과 주택가격은 수급, 금리 수준, 경제주체의 기대심리 등에 주로 영향을 받는 것으로 나타났다.<sup>3)</sup> 특히, 코로나 19 이후의 주택가격 급등에는 낮은 금리 수준이 구조적으로 영향을 미친 가운데, 상승기대 확산과 공급 제약이 복합적으로 작용한 것으로 분석되었다.<sup>4)</sup>

### 주택가격 상승률의 결정요인<sup>1)</sup>

| 설명변수        | 계수값      |
|-------------|----------|
| ■ VIX       | -0.18    |
| ■ 아파트 입주물량  | -0.48**  |
| ■ 콜금리       | -0.17*** |
| ■ 가계대출태도 지수 | 0.00     |
| ■ 매수우위 지수   | 1.81***  |

주: 1) 주택가격 상승률의 결정요인을 변수간 관계를 고려하여 6변수 VAR 모형을 이용하여 추정(2012년 1월-2022년 10월). 계수값은 t-1기 변수들의 계수값에 해당. \*,\*\*,\*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 의미

### 주택가격 상승률의 역사적 분해<sup>1)</sup>



주: 1) 주택가격 상승률의 실제값과 장기균형치간 차이(예측오차)에 대한 각 구조충격의 상대적 기여도  
자료: 한국은행

한편 그간 소득 증가보다 빠른 주택가격 상승으로 인해 주택구매시 레버리지(leveraging) 활용이 확대되어 왔는데, 이에 따라 주택가격 및 가계대출의 금리 민감도가 커졌을 것으로 추정된다. 이러한 점을 고려하면 주택가격의 조정과 가계부채 디레버리징(deleveraging)이 함께 진행될 가능성도 배제하기 어렵다.<sup>5)</sup>

3) 아파트 입주물량, 콜금리, 가계대출태도 지수, 매수우위 지수, VIX 등을 활용한 벡터자기회귀(vector autoregressive, VAR) 모형을 추정(2012년 1월-2022년 10월)하여 주택가격 결정요인을 분석하였다. 시차는 정보기준(information criteria)에 따라 1로 설정되었다. 가계대출태도 지수는 분기자료를 보간하여 사용하였으며, 아파트 입주물량 및 매수우위 지수는 로그(log) 변수를 이용하였다.  
4) IMF(2022)가 아시아-태평양 국가들을 대상으로 분석한 결과에서도 2020년 이후 국내 주택가격 상승이 주택수요 증가, 낮은 금리, 가격 상승기대 등에 주로 기인하는 것으로 나타났다.  
5) 가계신용 순환은 주택경기 순환과 높은 연관성을 보이며, 주요국의 디레버리징 사례에서도 주택가격의 동반 둔화가 나타났다.

## 신용·경기·주택 순환간 동조화 지수<sup>1)</sup>

| 설명변수 |      | 전체   | 00-07 |       | 09-22 |       |
|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
|      |      |      | 00-07 | 09-22 | 00-07 | 09-22 |
| 가계신용 | 경기순환 | 0.64 | 0.78  | 0.54  |       |       |
|      | 주택순환 | 0.90 | 0.94  | 0.89  |       |       |
| 기업신용 | 경기순환 | 0.49 | 0.78  | 0.33  |       |       |
|      | 주택순환 | 0.54 | 0.75  | 0.46  |       |       |

주: 1) 경기는 '경기동행지수 순환변동치', 주택은 소비자물가지수로 실질화한 '실질 KB 지수', 가계신용은 'GDP 대비 가계신용', 기업신용은 'GDP 대비 기업신용' 자료를 이용. 주택 및 가계신용의 순환변동치는 대역통과(band pass)필터를 활용하여 추정. 지수값은 두 지표가 동일한 국면에 있는 경우의 비율로, 항상 같은(다른) 국면에 있을 경우 1(0). 구체적 계산식은 다음과 같음. 단,  $C_t^x, C_t^y$ 는 확장기일 경우 1, 수축기일 경우 0의 값을 갖는 지시함수(indicator function).

$$CI_{xy} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T [C_t^x C_t^y + (1 - C_t^x)(1 - C_t^y)],$$

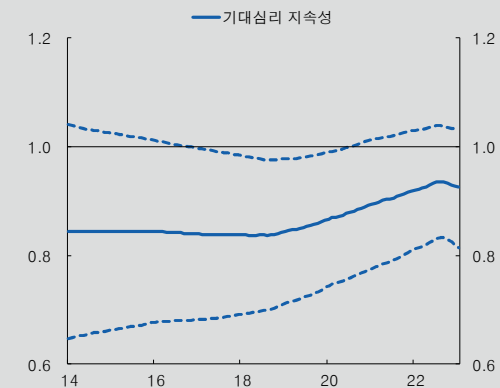
자료: 한국은행

## 부동산 경기 전망

높아진 금리수준과 주택가격 하락기대, 주택경기 순환주기 등을 고려할 때, 올해 주택가격은 추가 하락할 것으로 전망된다. 국내 부동산 관련 기관에서도 올해 주택가격이 3~5% 정도 하락할 것으로 예상하고 있다.<sup>6)</sup>

특히 주택가격 기대심리의 높은 지속성을 고려할 때 앞으로 주택가격 하락기대 심리가 상당 기간 이어지면서 주택가격의 하방요인으로 작용할 것으로 예상된다.<sup>7)</sup> 국면전환(regime switching) 모형에 의하면 주택가격 하락기대 국면은 약 10개월 정도 더 지속될 수 있는 것으로 나타났다.<sup>8)</sup> 과거 주택경기의 순환국면을 보면 주택경기 둔화·하강 국면은 평균 3년 내외 지속된 것으로 분석되었다.<sup>9)</sup> 다만 이번 순환주기상 회복·상승 국면이 이전보다 길고 가팔랐던 점은 하락 국면을 장기화하는 요인으로 작용할 가능성도 있다.

## 주택가격 기대심리의 지속성<sup>1)</sup>



주: 1) 기대심리 변화(전년동기대비)의 AR(1) 시변(time-varying) 계수에 해당. 점선은 95% 신뢰구간  
자료: 한국은행

6) 2023년도 주택가격 상승률(한국부동산원 주택매매가격지수 기준)에 대한 각 기관의 전망은 한국건설연구원 -2.5%, 대한건설정책연구원(수도권 아파트 기준)이 -3~-4%, 주택산업연구원 -3.5% 등이며, 주택가격 결정 모형의 전망 결과도 대체로 이러한 수준과 부합하는 것으로 나타났다.

7) 주택가격 기대심리의 지속성을 살펴보기 위해, 주택가격전망CSI의 변화(전년동기대비)  $y_t$ 가 아래식과 같이 1차 자기회귀(autoregressive, AR) 모형을 따른다는 가정하에 칼만 필터링(Kalman filtering) 기법을 적용해 시변모수(time-varying parameter)  $\beta_t$ 를 추정(2014년 1월~2023년 1월)하였다. 추정된 지속성은 0.84 수준을 유지하다가 최근 0.92까지 상승하였다.

$$y_t = \alpha + \beta_t y_{t-1} + e_t, \quad e_t \sim N(0, \sigma_e^2)$$

$$\beta_t = \phi \beta_{t-1} + v_t, \quad v_t \sim N(0, \sigma_v^2)$$

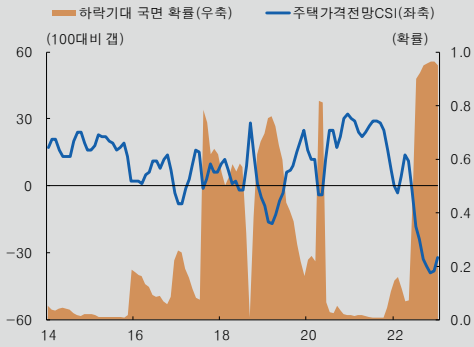
8) 주택가격전망CSI 지수( $y_t$ )의 평균( $\mu_S$ ) 대비 격차가 AR(1) 모형을 따르고, 국면(regime)이 2개(상승기대 국면, 하락기대 국면) 존재한다는 가정하에, 아래와 같은 Markov switching 모형을 추정(2014년 1월~2023년 1월)하여 분석하였다. 하락국면 지속기간은 확률 추정치 90%를 토대로 산출하였다.

$$y_t - \mu_S = \phi(y_{t-1} - \mu_S) + e_t, \quad e_t \sim N(0, \sigma^2) \quad (S_t: \text{상승기대 국면 및 하락기대 국면})$$

9) Drehmann, Borio, Tsatsaronis(2012)의 방식을 원용하여, 한국부동산원 주택매매가격 상승률(전년동기대비)에 Christiano-Fitzgerald 필터를 적용해 고점에서 저점까지의 기간을 추정(2003년 11월~2023년 1월)하였다. 추정 결과 과거 주택경기 둔화·하강 국면은 평균 3년 내외로 지속된 것으로 분석되었는데, 이를 감안할 때 주택가격의 장기평균 대비 괴리(2022년 12월 기준 약 17%)가 해소되기 위한 연간 주택가격 하락폭은 명목 기준 4.5% 내외인 것으로 추정된다.



### 주택가격 하락기대 확률<sup>1)</sup>



주: 1) 해당 시점이 하락기대 국면일 확률  
자료: 한국은행

최근 매매·전세가격이 동반 하락하고 있는데, 이는 주택경기 둔화 및 디레버리징을 심화시키는 요인으로 작용할 수 있다. 통상 매매시장과 전세시장은 가격이 상반된 흐름을 보이면서 매매가 대비 전세가격의 고점(저점)을 전후하여 매매가격 저점(고점)이 형성되는 경향이 있으나, 최근에는 이자부담에 따른 전세 수요 위축으로 매매·전세가격이 동반 하락하는 가운데 전세가격의 하향 추세가 지속되고 있다.

### 서울 아파트 주택가격 및 전세/매매 가격비율<sup>1)</sup>

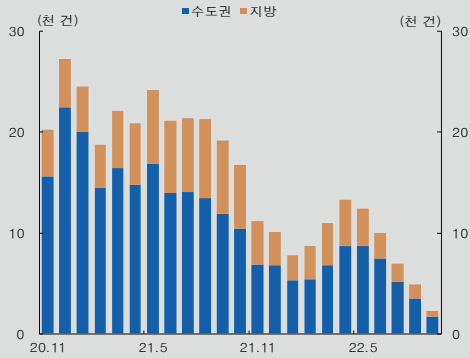


주: 1) 2023년 1월 기준 한국부동산원의 서울 아파트 평균 매매 및 전세가격을 각각 KB 매매 및 전세가격지수 변화율로 소급한 후 전세/매매 가격비율을 계산. 장기 추이를 살펴보기 위해 KB 자료를 활용(한국부동산원 지수는 2003년 11월부터, KB 지수는 1986년 1월부터 자료가 존재).  
자료: 한국부동산원, KB국민은행

특히 호황기에 누적된 갭투자 주택 물량은 임대인들이 이자 및 전세금 반환 부담 증가로 매도에 나서는 경우, 주택가격 하방 압력을 높일 가능성이 있다. 또한 매매가격이 기존 임대차 계약의 임대보증금보다 낮아질 경우에는 보증금 미반환 위험이 높아질 수 있어 임차인들의 리스크도 확대될 가능성<sup>10)</sup>이 있다.

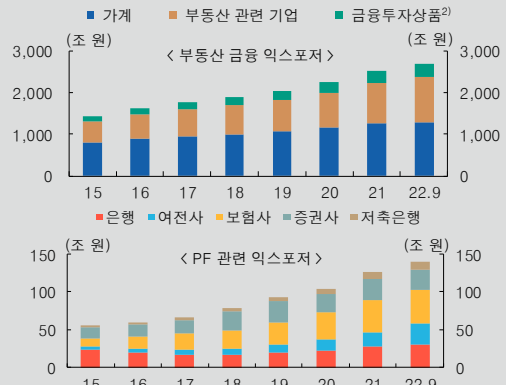
10) 국토교통부에서 한국부동산원 부동산테크를 통해 2022년 9월부터 공개한 주택도시보증공사의 월별 전세보증금 반환보증 사고 건수는 전국 기준 2022년 8월 511건에서 2023년 1월 968건으로 꾸준히 확대되는 추세다.

## 주택 갭투자 추이<sup>1)</sup>



주: 1) 자금조달계획서상 임대보증금으로 자금을 조달한 임대목적의 주택 매매를 갭투자로 분류. 자금조달계획서(투기과열지구·조정대상지역의 모든 거래 및 그 외 지역 6억 이상 거래) 원시자료는 「개인정보보호법」 제2조에 따른 개인정보가 포함되지 않았고, 주택 매수인 개인정보를 임의의 숫자로 대체하여 추가 정보가 없는 특정 개인을 알아볼 수 없도록 가명처리 되었으며, 주택의 주소 역시 시군구까지만 식별 가능하여 개인을 특정할 수 없음  
자료: 국토교통부 자금조달계획서, 한국은행

## 부동산 금융 익스포저<sup>1)</sup> 및 업권별 PF 관련 익스포저



주: 1) 금융기관 및 보증기관의 가계 및 부동산 관련 기업에 대한 여신과 부동산 관련 금융투자상품의 합계  
2) MBS, 부동산펀드, 리츠, 부동산 관련기업 발행 회사채 및 CP  
자료: 한국은행, 금융기관 업무보고서

한편 전세수요의 위축은 레버리지를 활용한 주택매수 유인 감소, 전세자금대출 잔액 축소 등을 통해 가계부채의 디레버리징 요인으로 작용할 것으로 보인다.

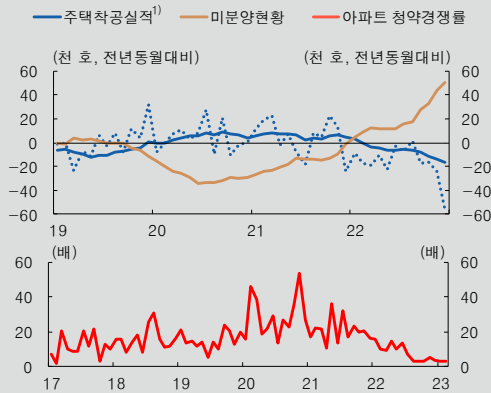
### 부동산 금융 관련 리스크 요인 점검

그간 크게 확대된 금융기관의 부동산 관련 익스포저(exposure)는 향후 부동산 경기 부진이 심화될 경우 금융시스템의 불안요인으로 작용할 가능성이 있다. 특히 분양시장 경기가 둔화되면서 중소기업체를 중심으로 한 건설사의 재무여건과 부동산 금융 리스크가 높은 일부 비은행 금융기관의 건전성에 대한 우려가 증대되고 있다.

먼저 분양시장 여건을 살펴보면, 사업초기 사업장의 경우 높아진 금리 부담, 공사원가 상승<sup>11)</sup>에 따른 사업성 훼손, 금융기관의 PF대출 취급 기피 여파 등으로 일부 사업장의 사업 지연 및 중단이 불가피할 것으로 보인다. 완공전 사업장의 경우에도 부동산 호황기에 착공물량이 증가했으나 최근 높은 분양가 등으로 전국 아파트 청약경쟁률이 하락하고 있는 점을 감안하면 향후 미분양 재고가 점차 증가할 것으로 예상된다.

11) 건설공사비지수(한국건설기술연구원)의 상승률(전년동기대비)은 코로나19 이후 꾸준히 상승해왔으며, 2021년 11월 14.2%까지 상승한 후 점차 하락하는 추세이지만 2022년 12월(잠정) 현재 7.0%로 여전히 낮지 않은 수준이다.

## 주택 분양시장 여건



이같은 분양시장의 위축 등으로 중소 건설업체의 고정이하여신 비율과 상장 종합건설사 주가에 내재된 예상부도확률<sup>12)</sup>(Expected Default Frequency, EDF)이 상승하며 건설업체의 재무위험이 확대되고 있는 만큼 금융기관의 자산 건전성 악화 가능성에 대해 보다 정밀한 점검이 필요한 것으로 판단된다.

## 건설업체 고정이하여신비율<sup>1)</sup>, 예상부도확률(EDF)

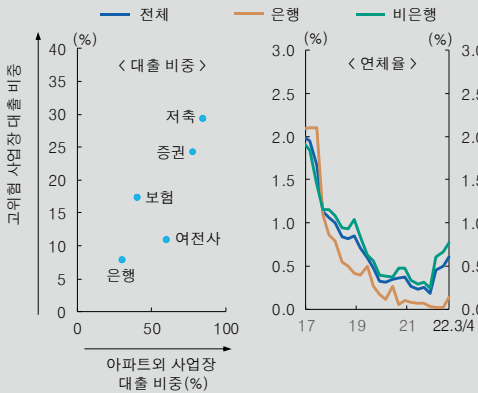


업권별 부동산 금융 관련 리스크를 살펴보면, 은행의 경우 대출규제 강화, 고신용 위주의 차주 구성, 공적기관 보증(전세자금 등) 확대 등으로 관련 리스크는 제한적인 것으로 보인다. 다만 주택가격 하락이 지속되는 경우 가계대출 및 부동산 관련 기업대출의 연체율이 상승하고 디레버리징 압력이 확대되면서 수익성이 악화될 가능성이 있다.

비은행 금융기관의 경우에는 부동산PF 관련 고위험 익스포저와 아파트 외 사업장에 대한 대출<sup>13)</sup> 비중이 높아 기관들의 자본적정성과 유동성이 저하될 가능성<sup>14)</sup>이 상대적으로 높다. 또한 비은행 금융기관의 경우 시장성 차입 의존도와 금융기관 간 연계성이 높은 만큼 향후 고위험 PF 사업장의 부실이 현실화되면 주로 유동성 리스크가 부각되었던 지난해 하반기와는 달리 신용 리스크의 확산 가능성도 배제할 수 없다.

12) 특정 기업이 1년 이내에 보유자산을 시장가치(현재가치)로 처분해도 부채를 충당하지 못하는 상황, 즉 부도에 처할 확률을 의미한다.  
13) 통상 주택 대비 LTV(loan-to-value ratio)가 높고 부실 시 담보 회수율은 낮아 부동산 경기 둔화시 대출 부실화 가능성이 상대적으로 큰 편이다.  
14) 부동산 경기 부진 심화 시나리오를 가정한 스트레스 테스트 결과, 은행보다는 증권, 캐피탈, 저축은행의 자본비율 하락폭이 큰 것으로 분석되었다(한국은행 「금융안정보고서」(2022년 12월)).

## 업권별 부실우려 사업장<sup>1)</sup> PF대출 비중 및 연체율



주: 1) 브릿지론(bridge loan)의 경우 위험지역 소재 사업장, 본 PF대출의 경우 공정률 60% 이상이나 분양률 50% 이하인 사업장을 '고위험 사업장'으로 분류. 2022년 6월 말 기준  
 자료: 금융기관 업무보고서, 한국은행

산과 이에 따른 금융불안을 미연에 방지할 수 있도록 한계부문을 조기에 식별하고 정리를 유도하여 거래상대방 위험(counterparty risk)을 낮추는 것이 필요하다. 특히 부동산PF 금융의 경우 구조조정이 지연될수록 관련 비용이 커질 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다.

## 참고문헌

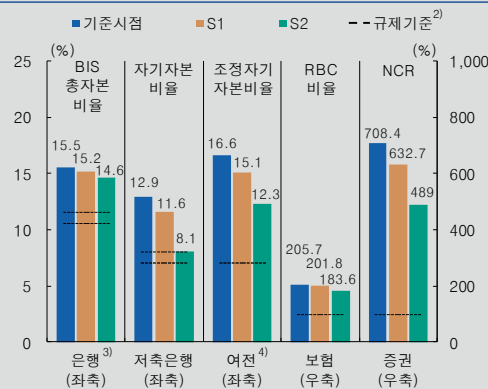
한국은행(2022), 「금융안정보고서」, 2022(12월호).

Drehmann, Borio, Tsatsaronis(2012), "Characterizing the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term", BIS Working Papers No.380, 2012(June).

IMF(2022), "Housing Market Stability and Affordability in Asia-Pacific", Departmental Paper, 2022(December).

IMF(2018), "A Decade after the Global Financial Crisis: Are We Safer?", *Global Financial Stability Report*, 2018(October).

## 스트레스 테스트 결과<sup>1)</sup>



주: 1) 2022년 9월 말 기준이며, S1, S2는 각각 주택 실거래가 15% 하락(지속기간 1년), 30% 하락(지속기간 3년) 시나리오  
 2) 규제기준은 은행 10.5%(D-SIB 11.5%), 저축은행 7%(자산 1조 원 이상 8%), 여신전문회사 7%, 보험회사 100%, 증권회사 100%  
 3) 인터넷은행 제외 기준  
 4) 신용카드사 제외 기준  
 자료: 한국은행

## 종합평가

높아진 금리 부담, 약화된 가격상승 기대 등을 종합적으로 고려할 때 앞으로 부동산 경기의 둔화 국면이 이어지는 가운데 가계부문의 디레버리징 압력도 지속될 것으로 전망된다. 따라서 부동산 금융 익스포저가 큰 비은행 금융기관에 대한 신용 경계감 확