

참고 1-1.

최근 외국인 채권투자자금 유출 배경 및 평가

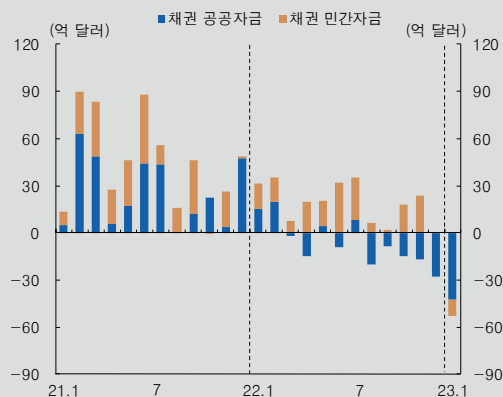
외국인의 국내 채권투자자금(이하 '채권자금')은 2020~2021년 중 대규모로 유입된 이후 지난해에도 대체로 순유입되는 모습이었으나 12월부터 큰 폭의 순유출을 나타내었다. 이에 따라 외국인 채권자금 움직임에 대한 관심이 높아지며 자금의 추가 유출 가능성에 대한 우려가 제기되었다. 이하에서는 최근 외국인 채권자금 순유출이 크게 증가한 배경과 국내 외환 및 금융시장에 미친 영향 등을 점검해 보았다.

최근 외국인 채권자금 동향

지난해 외국인 채권자금은 1~7월 중 상당 규모의 순유입세를 지속한 후 일시 순유출되기도 하였으나 10~11월에는 다시 순유입을 나타내었다. 그러나 지난해 12월 27.3억 달러 순유출된 이후 금년 1월에는 유출규모가 크게 확대되어 월간 기준으로 역대 최대치¹⁾(-52.9억 달러)를 기록하였다.

이를 투자주체²⁾별로 살펴보면 공공자금은 작년 8월 순유출로 전환된 이후 소폭의 순유출을 이어가다 12월부터 유출규모가 크게 확대되었다. 민간자금의 경우 연중 상당 규모의 순유입을 지속하였으나 금년 1월 들어 순유출로 전환되었다.

외국인의 국내 채권자금 증감¹⁾



주: 1) '+'는 순유입, '-'는 순유출을 의미
자료: 한국은행

외국인 채권자금 유출 확대 배경

최근 채권자금 유출규모가 확대된 데는 해외 공공기관의 투자여력 약화, 신흥국 투자 포트폴리오 조정, 국내 금융시장의 차익거래유인 축소, 원화 강세 및 채권금리 하락에 따른 단기차익 실현 등이 주요 요인으로 작용하였다.

먼저 지난해 미 연준의 가파른 정책금리 인상으로 미 달러화가 큰 폭의 강세를 보이고 글로벌 주식과 채권 가격이 크게 하락하였다. 이에 따라 주요국 중앙은행들이 보유한 외환보유액이 상당 규모 감소하였으며 일부 국부펀드도 큰 폭의 손실을 기록하였다. 또한 최근 국제유가 및 천연가스 가격 하락도 산유국 등 자원부국 국부펀드의 자금 운용에 제약 요인으로 작용하였을 것으로 보인다. 이와 같이 해외 중앙은행, 국부펀드 등의 투자여력이 약화되면서 우리나라 채권자금 중 일부가 회수된 것으로 관측된다. 과거에도 산유국 국부펀드의 국내증권(주

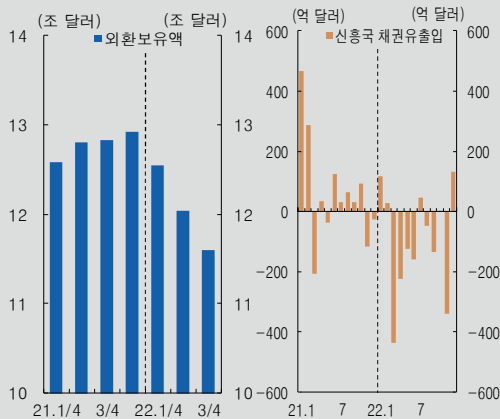
1) 외국인 채권자금 관련 통계를 집계하기 시작한 1999년 4월 이후 기준이며 종전 순유출규모 최대치는 -51.8억 달러(2010년 12월)이다.

2) 우리나라 외국인 채권자금의 구성을 보면 전체 외국인 국내채권 투자잔액 중 공공자금(중앙은행, 국제기구, 국부펀드)이 약 60%를 차지하며 민간자금(상업은행, 투자회사 등) 비중은 40% 수준이다.

식·채권) 투자금액은 대체로 국제유가 변동에 연동되어 움직이는 모습을 나타내었다.

또한 일부 외국인 투자자는 연초 포트폴리오 조정 과정에서 우리나라 채권투자 비중을 줄이고 여타 신흥국에 대한 비중을 늘린 것으로 보인다. 우리나라는 지난해 미 연준 등 주요국의 긴축 과정에서 채권자금이 대체로 유입된 반면 여타 신흥국의 경우 큰 폭의 유출을 지속하였다. 그러나 최근 들어 중국의 리오프닝, 신흥국의 경기 개선 기대 등으로 여타 신흥국으로의 채권자금 유입이 증가한 점을 볼 때 연초 국가별 투자비중 조정이 있었던 것으로 추정된다.

전세계 외환보유액 및 신흥국¹⁾ 채권자금 유입

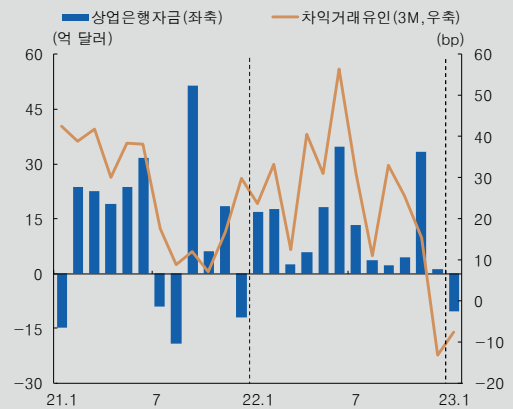


주: 1) 중국, 인도, 멕시코 등 11개국 기준
 자료: IMF, IIF

다음으로 차익거래유인³⁾ 축소가 채권자금 유출에

영향을 주었다. 최근 스왑시장에서 미 달러화 유동성이 양호한 모습을 지속함에 따라 차익거래유인이 크게 축소되었으며 3개월 등 일부 만기의 경우 2022년 12월 ~ 2023년 1월 중 마이너스(-)를 나타내기도 하였다. 이에 따라 차익거래유인 변동에 크게 영향을 받는 일부 해외 공공 및 민간기관들이 국내 채권매입을 줄이고 만기도래분의 재투자를 유보하였다.

차익거래유인 및 상업은행 채권자금 유출입



자료: Bloomberg, 외환전선망

마지막으로 작년 11월 이후 주요국 물가 오름세가 둔화되는 조짐을 보이면서 미 연준의 금리인상 속도 조절 및 정책기조 전환(pivot) 기대가 강화되었다. 이에 따라 주요국의 채권금리가 하락하고 통화 가치가 절상되었는데 우리나라는 그 폭이 여타 국가에 비해 더 크게 나타났다.⁴⁾ 큰 폭의 국내 채권금리 하락(채권가격 상승)과 원화 가치 절상(미 달러화 환전 시 수

- 3) 외국인이 미 달러화 차입하여(조달금리: 미 달러화 Libor) 이를 스왑시장에서 원화로 환전 및 환헤지한 후(비용: 스왑레이트) 동 원화를 통화안정증권에 투자할 경우 얻게 되는 확정수익으로 '내외금리차(통화안정증권 금리 - 미 달러화 Libor 금리) - 스왑레이트' 로 계산된다.
- 4) 주요국의 2022년 11월 ~ 2023년 1월 중 채권금리(10년물) 변동폭 및 환율 변동률:

	한국	중국	인도	인도네시아	태국	브라질	멕시코
국채금리 변동폭	-95	+25	-11	-83	-65	+125	-114
환율 변동률 ¹⁾	+15.6	+8.0	+1.0	+3.7	+15.3	+2.1	+5.2

주: 1) (-)는 절하, (+)는 절상 자료: Bloomberg

익 증가)는 중도매각 성향이 높은 채권투자자들의 단기차익 실현 매도를 증가시킨 것으로 보인다.

채권자금 유출이 외환·금융시장에 미친 영향

1월 중 외국인 채권자금의 큰 폭 순유출에도 불구하고 국내 외환·금융시장은 국내외 통화정책 기대 변화 등에 주로 영향받으며 대체로 안정적인 모습을 보였다. 원/달러 환율은 연준의 긴축속도 조절 기대, 대규모 주식자금 유입(+49.5억 달러) 등의 영향으로 상당폭 하락하였다. 채권시장에서는 외국인의 대규모 채권매도에도 불구하고 현물 채권시장 내 외국인의 거래비중⁵⁾이 낮은 데다 외국인이 국채 선물 순매수⁶⁾를 크게 늘려 채권금리가 오히려 하락하였다. 금년 1월 중 미국의 물가 오름세 둔화, 경기 침체 우려 등으로 연준의 금리인상 속도가 완화될 것으로 예상되고 이에 영향받은 국내 채권금리도 하락할 것으로 기대가 형성되면서 외국인이 국채선물 순매수를 크게 늘린 것으로 보인다.

원/달러 환율 및 외국인 국채선물 순매수·국고채 금리



자료: 한국은행, 코스콤

평가 및 시사점

최근 외국인 채권자금 순유출은 공공기관의 투자여력 약화, 신흥국 투자 포트폴리오 조정, 차익거래유인 축소, 원화 강세 및 채권금리 하락에 따른 단기차익 실현 등이 영향을 미친 것으로 판단된다. 일각에서 우려하는 바와 같이 내외금리차가 외국인 투자행태에 미친 영향은 뚜렷하지 않아 보인다. 지난해 7월 이후 한-미간 금리역전 이후 금리차가 최대 1.0~1.25%p에서 변화해 왔으나 이 기간 중 채권자금은 대체로 순유입되었고 12월 들어서야 유출규모가 확대되었다.

한편 1월 중 큰 폭 확대되었던 채권자금 유출규모는 2월 들어서는 해외 공공기관 채권자금의 유출세가 꺾이고 민간기관 자금은 순유입으로 전환되면서 크게 둔화⁷⁾될 것으로 예상된다. 이를 보면 해외 공공기관의 연초 포트폴리오 조정이 어느 정도 마무리되어 가고 있으며, 차익거래유인이 다시 확대되면서 동 거래를 통한 수익을 추구하는 일부 공공 및 민간기관의 국내채권 투자가 재개된 것으로 추정된다.

외국인 채권자금의 유출입을 결정하는 요인은 매우 다양하며 앞으로도 주요국 중앙은행의 금리정책, 국제금융시장 여건, 국내 금융·경제 상황, 투자자의 투자전략 등 여러 요인이 함께 영향을 미칠 것이다. 아울러 지난해 말부터 나타난 채권자금의 높은 변동성은 글로벌 물가 및 성장을 둘러싼 불확실성이 크다는 점을 반영하고 있다. 따라서 글로벌 자금흐름에 대한 모니터링을 강화하면서 우리 경제의 대외건전성 유지에 유의할 필요가 있다.

5) 2022년 중 전체 현물채권 시장에서 외국인의 거래비중은 국고채는 11.7%, 통화안정증권은 9.4%이다.

6) 외국인의 국채선물 순매수로 국채선물 가격이 이론가격보다 상승하게 되면 증권사 등 채권시장참가자들은 국채선물 매도 및 현물채권 매수 거래를 통해 차익을 얻을 수 있다. 이때 현물채권 매수로 현물채권 가격이 상승(금리 하락)하게 된다.

7) 2월 중 외국인의 채권 순매수(금융감독원)는 +2.8조 원으로 1월 -3.4조 원에서 순유입으로 전환되었다. 다만 만기도래분 상환을 감안할 경우에는 순유출을 지속할 것으로 보인다(「2023년 2월 이후 국제금융·외환시장 동향」, 2023년 3월 10일 배포 예정).

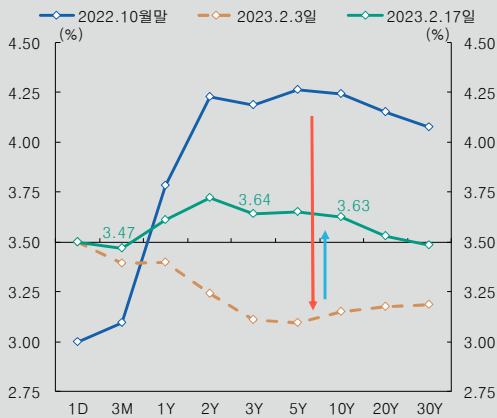
참고 I-2.

최근 장단기금리 역전에 대한 평가 및 시사점

최근 장단기금리차 현황

지난해 11월 이후 기준금리 인상에도 장기시장금리가 빠르게 하락하면서 1월 중순 국고채 금리가 기준금리를 하회하는 역전 현상이 발생하였다. 국고채 금리와 기준금리 간 스프레드(이하 '장단기금리차')는 점차 축소되어 2월 초 역전폭이 3년물 -39bp, 10년물 -35bp 수준까지 확대되었다가 미 고용지표 발표(2월 3일) 이후 국고채 금리가 반등하며 역전폭이 점차 줄어들어 2월 중순에는 해소되었다.

최근 수익률곡선 변화¹⁾



주: 1) 1일은 기준금리, 3개월은 통화안정증권, 나머지는 국고채 기준
자료: 금융투자협회

이번 장단기금리 역전(국고채 3년물-기준금리 기준)은 21영업일간 지속되었는데 과거 사례와 비교할 때 역전기간은 비교적 짧은 편이었으나 최대 역전폭(-39bp)은 상대적으로 큰 편이었다.

과거 국고채-기준금리 역전 주요 사례¹⁾

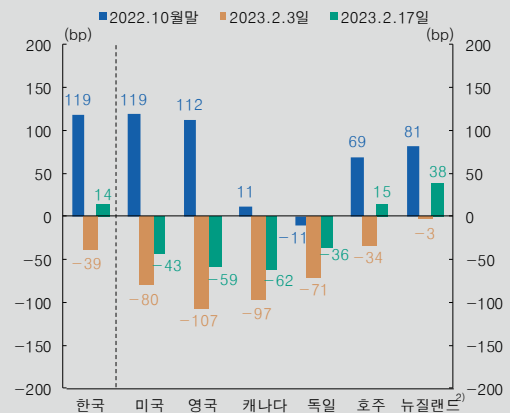
(영업일, bp)

역전시기	역전 일수	최대 역전폭	역전 배경
① 2008.02.29~05.07	23	-12	GFC, 경기 둔화
② 2012.07.06~10.11	67	-29	유로 재정위기
③ 2013.01.04~05.08	75	-31	국내외 경기 둔화
④ 2015.01.14~04.23	35	-9	통화기조 완화
⑤ 2016.02.03~08.26	111	-12	중국불안, Brexit
⑥ 2019.03.27~10.15	131	-41	미중 무역분쟁
⑦ 2020.02.20~03.16	18	-22	코로나19
⑧ 2023.01.13~02.14	21	-39	

주: 1) 역전일수 10영업일 이상 기준
자료: 한국은행

한편 주요국에서도 지난해 11월 이후 장단기금리차가 큰 폭 축소되면서 대부분의 국가에서 역전 현상이 발생하거나 심화되었다. 국가별 장단기금리 역전폭을 비교해 보면, 우리나라는 역전폭이 가장 컸던 시점(2월 3일, 3년물 -39bp) 기준으로도 미국(-80bp), 영국(-107bp), 캐나다(-97bp) 등에 비해 역전 정도가 상당히 작은 수준이었다.

주요국 장단기금리차¹⁾



주: 1) 국채금리(3년물)-정책금리 기준
2) 뉴질랜드는 2년물 기준
자료: 금융투자협회, Bloomberg

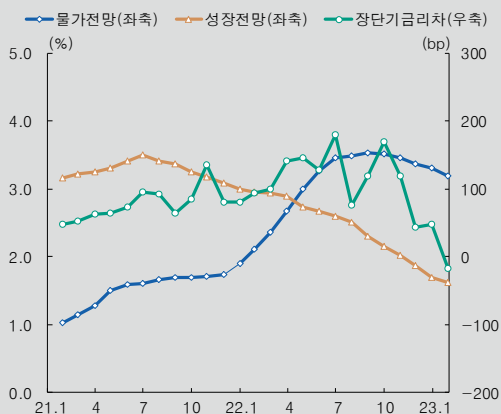
장단기금리 역전 배경

최근 장단기금리 역전에는 ① 물가성장 둔화 전망, ② 글로벌 장기금리 하락, ③ 국내 CP·신용채권시장 안정, ④ 채권시장 수급여건 개선, ⑤ 외국인 국채 선물 매수 등 국내외 요인이 복합적으로 작용한 것으로 보인다.

(물가·성장 둔화 전망)

국내외 통화긴축 기조 지속으로 금융시장에서 경기와 물가 둔화 전망이 높아지면서 향후 금리 기대가 상당폭 하락했던 것으로 보인다. 지난해 4/4분기 GDP성장률이 마이너스를 보인 가운데 한국은행이 성장률 전망치 하향을 시사하면서 경기 둔화 우려가 증대되었으며 시장의 인플레이션 기대(향후 1년 기준)도 지난해 9월 3%대 중반에서 금년 1월에는 당시 한국은행의 전망치보다 낮은 3%대 초반으로 하락하였다.

시장의 물가경기 기대¹⁾ 및 장단기금리차²⁾

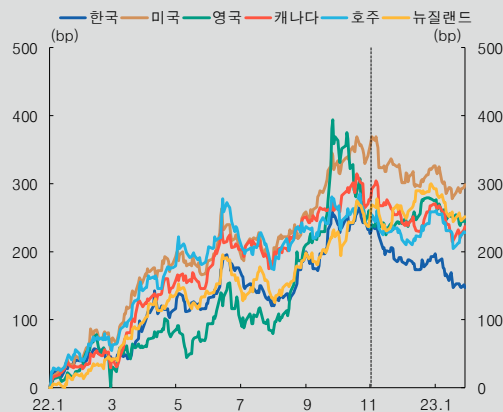


주: 1) 주요 IB들의 향후 1년 기준 CPI상승률 및 GDP성장률 전망 평균
 2) 국고채 금리(3년물)와 기준금리의 차이
 자료: Bloomberg

(글로벌 장기금리 하락)

지난해 10월 하순 이후에는 주요국 국채금리가 경기침체 우려와 인플레이션 둔화(disinflation) 전망 등으로 큰 폭 하락하면서 국고채 금리도 이에 빠르게 동조화되었다. 특히 코로나19 이후 늘어난 글로벌 유동성이 기간프리미엄을 매개로 국내외 장기금리의 연계성을 심화시킨 가운데 최근의 금리인상 사이클에서는 글로벌 통화정책의 동조화 경향도 강화되면서 국내 장기금리가 글로벌 금리 흐름에 상당히 민감하게 반응¹⁾하는 모습이었다.

주요국 국채금리 상승폭¹⁾



주: 1) 3년물 기준, 2022년 1월 이후 누적 기준
 자료: Bloomberg

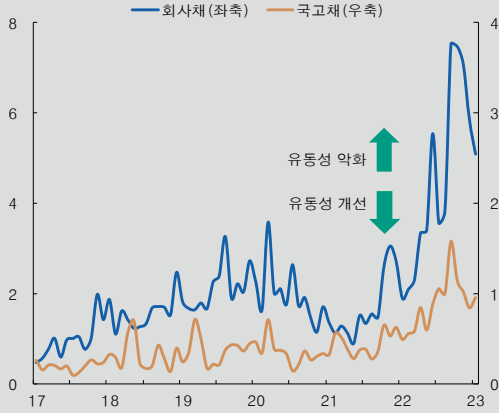
(국내 CP·신용채권시장 안정)

한편 지난해 11월 이후에는 원/달러 환율이 하향 안정화되는 가운데 레고랜드 PF-ABCP 사태 등으로 불안했던 신용채권시장도 점차 안정을 되찾으면서 채권시장의 유동성리스크 프리미엄이 축소되었던 것으로 분석된다. 특히 신속한 시장안정 대책이 국내외 통화긴축 완화 기대와 함께 향후 금리경로의 불확실성 완화 및 투자심리 개선 등에 기여하면서

1) 한·미 국채금리 상관관계수(10년물 기준)는 2015년~2019년 중 0.72에서 2020년~2023년 1월 중 0.97로 높아졌다.

국고채 기간프리미엄 하락요인으로 작용했던 것으로 추정된다.

국고채 및 회사채시장 비유동성 지표¹⁾

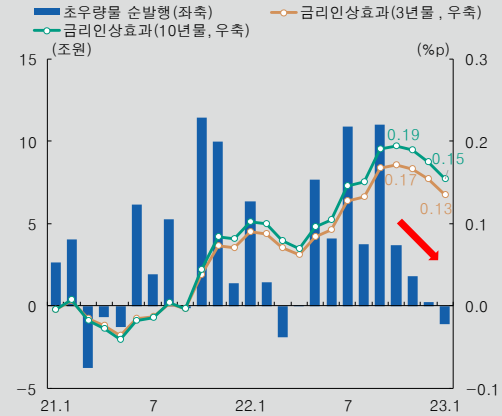


주: 1) Amihud(2002) 방법을 원용하여 추정
자료: 한국은행

(채권시장 수급여건 개선)

아울러 국고채 및 초우량물 신용채권 공급 축소, 연초 채권투자기관 매수여력 확충 등 수급여건 개선도 금리 하락압력으로 작용하였다. 국고채 발행물량 축소에 더해 은행채 등 초우량물 발행축소는 구축효과 등을 통한 국고채 금리 상승압력을 완화했던 것으로 보인다.²⁾ 수요 측면에서도 지난해 12월 이후 채권형펀드 유입 전환 등으로 매수여력이 확충되고 연초 기관들의 투자도 본격적으로 재개되면서 시장 여건이 개선되었다.

초우량물¹⁾ 순발행 추이와 국고채 금리 영향²⁾



주: 1) 공사채, 특수은행채, 일반은행채 합계 기준
2) DNS모형을 이용하여 추정
자료: 금융투자협회, 한국은행

(외국인 국채선물 매수)

이에 더해 국채선물시장에서 외국인이 국내외 장기 금리 하락기대를 바탕으로 특정 시기에 대규모 매수를 집중함으로써 금리 하락압력을 가중시켰다. 금년 1월 중에는 외국인이 국채선물 3년물 8만 계약, 10년물 3.3만 계약 등 11.3만 계약³⁾을 집중 매입하여 금리 변동성을 확대시켰다.

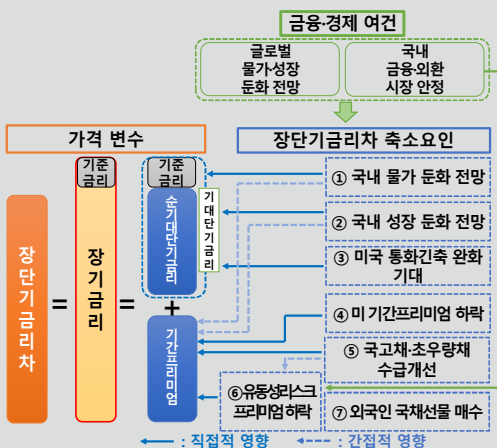
2) 초우량물 채권이 국고채 금리에 미치는 영향을 DNS(Dynamic Nelson-Siegel)모형으로 추정된 결과, 2022년 10월 초우량물 순발행 증가는 국고채 금리 3년물에 0.19%p, 10년물에 0.17%p 상승압력으로 작용했으나 2023년 1월에는 순발행 감소로 상승압력이 3년물 0.15%p, 10년물 0.13%p로 감소하였다.

3) 2022년 12월 말 기준 누적 순매수잔고의 각각 58%(3년물), 49%(10년물) 수준이며 계약금액(1계약=1억 원)으로 보면 총 11.3조 원 규모이다.

변동요인별 기여도 분석

앞서 살펴본 요인들이 장단기금리차에 미친 영향을 확인하기 위해 이의 파급경로를 감안한 변수⁴⁾를 선정하고 실증분석을 통해 요인별 기여도를 추정하였다. 이를 위해 우선 ① AFNS(Arbitrage-Free Nelson-Siegel)모형을 활용하여 장단기금리차를 '순기대단기금리'와 '기간프리미엄'으로 분해⁵⁾한 후, ② 순기대단기금리와 기간프리미엄을 포함한 Recursive VAR모형을 설정하여 역사적 분해를 실시하였다.

장단기금리차 변동요인 파급경로

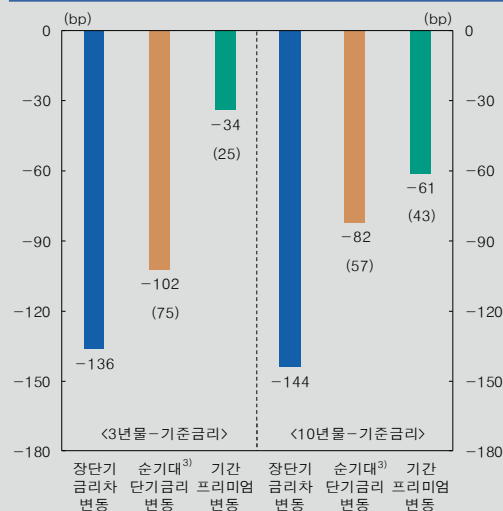


(장단기금리차 분해)

장단기금리차를 순기대단기금리와 기간프리미엄으로 분해해 보면, 향후 국내외 통화정책 기대를 반영한 순기대단기금리는 2022년 11월 중 마이너스(-)로 전환⁶⁾된 이후 금년 1월까지 역전폭이 크게 확대되었

다. 2022년 11월-2023년 1월 중 3년물 기준 장단기금리 축소(-136bp)는 순기대단기금리 하락⁷⁾(-102bp)에 주로 기인(기여율 75%)했던 것으로 분석되었다. 같은 기간 10년물 기준(-144bp)으로는 순기대단기금리(-82bp, 57%)와 기간프리미엄(-61bp, 43%) 하락이 모두 상당한 영향을 미친 것으로 추정되었다.

장단기금리차 변동폭 요인 분해¹⁾²⁾



주: 1) 2022년 11월-2023년 1월 중 변동폭 기준
 2) () 내는 장단기금리차 변동폭 중 비중(%)
 3) 기준금리 인상효과 포함
 자료: 한국은행(AFNS 모형으로 추정)

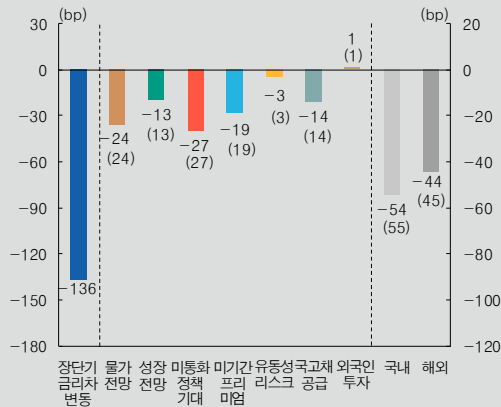
(변동요인별 기여율)

변동요인별 기여율을 분석한 결과, 2022년 11월 이후 장단기금리 축소 및 역전에는 미 통화긴축 완화 기대(27%)와 물가둔화 전망(24%)이 가장 큰 영향을 미친 것으로 나타났다. 아울러 미 기간프리미엄(19%), 국고채 공급(14%), 성장전망(13%) 등의 영향

4) 순기대단기금리, 기간프리미엄, 물가전망, 성장전망, 미 통화정책기대, 미 기간프리미엄, 국고채 공급, 유동성 리스크, 외국인 투자 등 9개 변수를 활용하였다.
 5) 장기금리는 이론적으로 시장의 미래 정책금리에 대한 기대를 반영하는 기대단기금리와 시장의 수급 및 불확실성 등을 반영하는 기간프리미엄으로 구성된다. 따라서 장단기금리차(장기국채금리-기준금리 스프레드)는 기대단기금리에서 현재의 단기금리(무위험 초단기채권 금리로 기준금리와 유사)를 차감한 '순기대단기금리'와 '기간프리미엄'으로 분해(Hamilton & Kim, 2002)할 수 있다.
 6) 3년물 순기대단기금리가 음수(-)이면 시장이 향후 기준금리가 3년간 평균적으로 현재수준보다 낮을 것이라고 기대한다는 의미이다.
 7) 순기대단기금리 하락에는 같은 기간 기준금리 인상(50bp)의 영향이 포함되어 있어 이를 제외한 기대단기금리 하락은 -52bp 수준이다.

도 컸던 것으로 분석되었다. 각 요인들을 국내 및 해외 요인으로 나누어보면⁸⁾ 국내요인이 약 55%, 해외요인이 45% 정도 영향을 미친 것으로 추산되었다.

장단기금리차 변동폭 요인별 기여도¹²⁾



주: 1) 2022년 11월-2023년 1월 중

2) () 내는 순기대단기금리 및 기간프리미엄의 고유충격(37bp)을 제외한 나머지 변수들의 장단기금리차 변동에 대한 기여율(%)
자료: 한국은행

평가 및 시사점

최근 국고채 금리의 기준금리 하회 현상에는 물가·성장 둔화 전망 및 통화긴축기조 완화 가능성 등에 대한 시장의 기대 변화가 기초적으로 작용한 가운데 미 연준의 금리인상 속도조절 기대에 따른 미 장기금리 하락이 작간접 경로를 통해 영향을 크게 미친 것으로 평가된다. 아울러 국내 신용채권시장 안정, 채권시장 수급개선 등에 따른 유동성 리스크 축소와 같은 긍정적 요인도 일부 기여한 것으

로 보인다.

이러한 장단기금리 역전은 주요국에서도 나타난 글로벌 현상으로 시장의 국내 물가·성장 전망이 주요국 금융·경제 상황에 영향을 받은 데다 글로벌 금리 하락 등 해외요인의 직접적 영향⁹⁾도 크게 작용한 것으로 평가된다. 특히 2월 들어 국내요인에 큰 변화가 없었는데도 미 고용지표 발표 이후 미 연준의 통화긴축 완화(pivot) 기대가 되돌려지면서 글로벌 금리가 다시 상승한 데 영향받아 국내 장단기금리 역전이 해소된 점도 이러한 점을 뒷받침한다. 아울러 최근 장단기금리 역전에는 기대단기금리의 하락이 크게 기여한 것으로 추정되었는데, 기준금리 기대가 서베이 방식 등에 의해 파악된 기대보다 국고채 금리에 더 크게 반영되어 있을 가능성¹⁰⁾이 높았던 것으로 판단된다.

최근 당행이 긴축기조 지속을 시사하는 가운데서도 국내 장단기금리의 역전 현상이 나타났었는데 현재로서는 단기간 내 크게 역전될 가능성은 제한적인 것으로 보인다. 장단기금리차가 해외요인의 변화에 다소 과도하게 반응한 측면이 있는 데다 최근 미 연준 통화정책 완화 기대가 되돌려지고 있는 상황이기 때문이다.

따라서 현재로서는 국내외 금융·경제 여건의 변화에 따른 시장금리의 움직임과 그에 따른 자금흐름의 변화 등을 면밀히 점검하면서 시장의 기대가 합리적으로 형성될 수 있도록 시장과 계속 원활히 커

8) 물가·성장 전망, 국고채 공급, 유동성 리스크를 국내요인으로, 미 통화정책기대, 미 기간프리미엄, 외국인 투자를 해외요인으로 분류하여 파악하였다.

9) 국제금융시장에서도 지난해 11월 이후 연준의 점도표(dot-plot)에 드러난 긴축지속 시그널에도 미 정책금리 기대가 오히려 내려가면서 미 국채금리가 크게 하락하였는데 이는 글로벌 동조화를 통해 국내 장기금리에 반영된 기준금리 기대를 상당폭 낮추는 요인이 되었던 것으로 추정된다.

10) 시장참가자를 대상으로 조사한 서베이 결과에서는 지난 10월 이후 기준금리에 대한 기대(Survey-based expectation)가 조사 시점별로 대체로 큰 변화가 없었던 반면, 모형을 통해 도출한 국고채금리 등 시장가격에 반영된 기준금리 기대(Market implied expectation)는 장단기금리 역전폭이 가장 컸던 지난 2월 초 크게 낮아졌던 것으로 추정된다.

뮤니케이션해 나갈 필요가 있겠다. 다만 장단기금리 역전이 재차 발생하여 장기화될 경우 금융시장의 자금증개 기능과 통화정책 파급경로에 영향을 미칠 수 있다는 점에는 계속 유의해야 할 것이다.

참고문헌

- 김준태, 김두경, 정일동 (2011), “금리 term structure의 변화요인 분석”, 『BOK 경제브리프』, 제2011-2호, 2011(2월), 한국은행
- 오형석 (2020), “우리나라 장기금리 기간프리미엄 분석 및 정책적 시사점”, 『금융연구』, 제34-4호, 2020(12월), 한국금융학회
- 윤재호 (2011), “SVAR(structural VAR)를 이용한 거시금융 기간구조(Macro-finance term structure) 모형 분석”, 『금융경제연구』, 제466호, 2011(8월), 한국은행
- 한민, 홍준유, 지성민 (2022), “최근 신용채권시장 상황 평가: 신용스프레드 확대요인을 중심으로”, 『BOK 이슈노트』, 제2022-42호, 2022(10월), 한국은행.
- Afonso, A., & Martins, M.(2012), “Level, slope, curvature of the sovereign yield curve, and fiscal behaviour” , *Journal of Banking & Finance*, 36(6).
- Blattner, T., & Joyce, M.(2016), “Net debt supply shocks in the euro area and the implications for QE” , European Central Bank, Working Paper Series 1957.
- Gurkaynak, R., & Wright, J.(2012), “Macroeconomics and the Term Structure” , *Journal of Economic Literature*, 50(2).
- Hamilton, J., & Kim, D.(2002), “A Re-examination of the Predictability of Economic Activity Using the Yield Spread” , *Journal of Money, Credit and Banking* 34(2).
- Li, C., & Wei, M.(2014), “Term Structure Modeling with Supply Factors and the Federal Reserve’s Large Scale Asset Purchase Programs” , FRB Finance and Economics Discussion Paper, 2014-07.
- Luis, A., & Antonio, M.(2012), “Uncovering the US term premium: An alternative route” , *Journal of Banking & Finance*, 36(4).
- Mallick, S., Mohanty, M., & Zampolli F.(2017), “Market volatility, monetary policy and the term premium” , BIS Working Paper 606.

참고 I-3.

부문별 재고상황 평가 및 향후 경기예의 시사점

지난해 하반기 이후 국내 경기가 제조업을 중심으로 빠르게 둔화되고 있으며 현재는 경기회복 가능성과 그 시점에 대한 관심이 높은 상황이다.

경기회복 모멘텀은 재고부담이 어느 정도 완화되어야 가시화될 수 있는 만큼, 이하에서는 최근의 재고상황과 향후 여건을 점검하였다. 특히 경제 전체의 재고 변동을 주도하고 있는 제조업과 함께 도소매업(유통, 건설업(미분양) 재고도 살펴봄으로써 부문별 경기흐름¹⁾에 대한 시사점을 도출하였다.²⁾

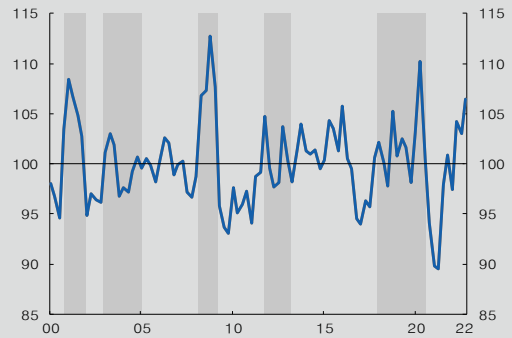
부문별 재고상황 평가

(제조업 재고)

제조업 재고는 지난해 하반기 높은 수준으로 확대되었다. 이는 주요 글로벌 기업들이 공급차질에 대비하여 중간재 재고를 지난해 상반기까지 크게 늘린 상황에서 경기 둔화로 상품 수요가 위축되자 국내 제조업체에 대한 중간재 주문을 축소한 데 주로 기인하였다. 이러한 전방산업 수요 감소에 대응하기

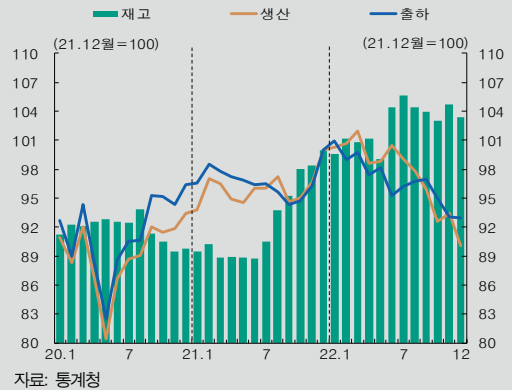
위하여 국내 제조업체들이 생산량을 조정하고 있으나 출하 부진으로 재고조정이 지연되고 있으며 대외여건을 감안할 때 당분간 이러한 흐름이 이어질 것으로 보인다.

제조업 재고율과 경기국면¹²⁾



주: 1) 재고지수/출하지수, 순환변동치(HP-필터 적용) 기준
2) 음영은 경기수축기
자료: 통계청, 자체 시산

제조업 생산·출하·재고



자료: 통계청

1) 업종별 재고자산 구성(2020년)¹⁾

(조원, %)			
전산업	제조업	도소매업	건설업
437.7	241.4	105.7	19.5
(100.0)	(55.2)	(24.1)	(4.5)

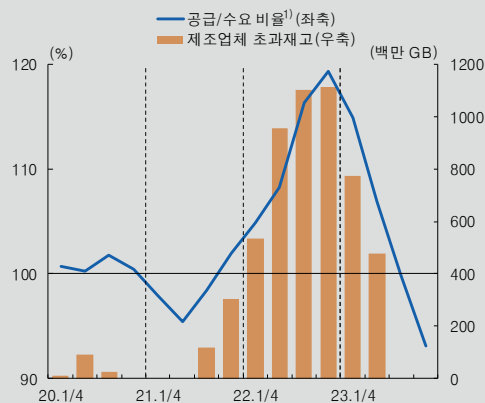
주: 1) 국민대차대조표 순자본스톡 중 재고자산 기준, () 내는 비중
자료: 한국은행

2) 재고 변화는 계획된 재고(planned inventory)와 계획되지 않은 재고(unplanned inventory) 변화 두 가지 요인으로 일어나므로 이를 고려해서 재고 변화를 해석할 필요가 있다. 예를 들어, 향후 매출 증대를 기대해서 재고를 늘리는 것은 계획된 재고 변화이며 갑작스런 판매 부진으로 재고가 증가하는 것은 계획되지 않은 재고 변화이다.

향후 제조업 재고상황은 하반기로 갈수록 국내 제조업체들의 생산조정과 중국 리오프닝 등에 따른 수요 회복 영향이 복합적으로 작용하면서 점차 개선될 것으로 예상되지만 글로벌 경기의 전개 양상에 따른 수요 측면의 불확실성은 높은 상황이다.

업종별로 보면, IT제조업 재고는 글로벌 IT제조업체들의 감산과 중국 내 IT공장의 가동 정상화 등이 개선 요인으로 작용할 전망이다. 재고 누증이 심한 반도체의 경우 Gartner 등 주요 전망기관들은 다수의 글로벌 생산업체들이 감산 계획을 기발표³⁾한 점, 고성능 서버 수요 증대가 기대⁴⁾되는 점 등을 감안하여 초과재고 상황이 하반기 중 개선될 것으로 보고 있다. 스마트폰·디스플레이는 그동안 코로나 확산에 따른 중국 내 IT공장 생산차질⁵⁾이 국산 부품 수요 위축으로 이어졌다는 점에서 중국 생산활동의 정상화가 재고 완화에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다.

글로벌 D램 수급 및 초과재고 전망

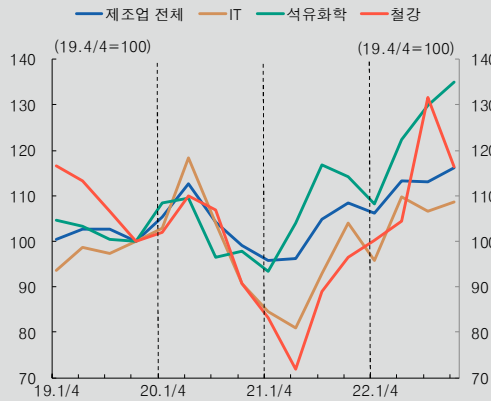


주: 1) 100 이상이면 공급과잉, 100 미만이면 수요우위
자료: Gartner

비IT제조업 재고는 지난해 대중 수출 의존도가 높은 석유화학·철강을 중심으로 확대되었으며, 향후 중국 경기가 회복될 경우 재고 규모가 줄어들겠으나 그 속도는 더딜 것으로 예상된다. 석유화학은 그간의 국내 제조업체들의 가동률 조정 등에도 불구하고 글로벌 공급과잉이 상존하고 있으며, 철강도 주요 전방산업인 건설업의 경기 부진이 재고 축소의 제약요인으로 작용할 전망이다. 한편 자동차의 경우 전기차 대기수요와 차량용 반도체 수급차질 개선 등을 감안할 때 당분간 재고 부담이 커질 가능성은 제한적인 것으로 판단된다.

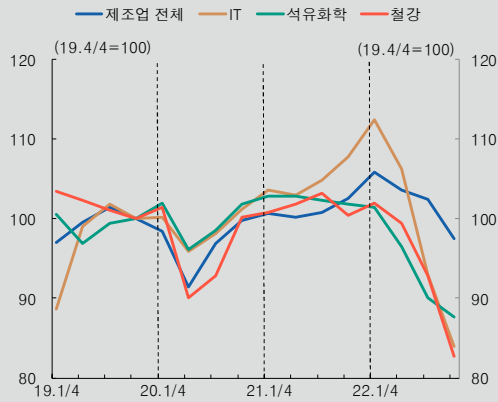
- 3) Micron Technology, Kioxia 등 해외 주요 메모리 반도체 기업들이 감산 계획을 발표(2022년 9월)하였으며, 국내 기업인 SK하이닉스도 수익성이 낮은 제품을 중심으로 생산조정 계획을 발표(2022년 10월)하였다.
- 4) 서버에 장착되는 인텔의 고성능 CPU가 최근 출시(2023년 1월)됨에 따라 이에 상응하는 메모리 반도체 수요도 증대될 것으로 예상된다. 아울러 ChatGPT 등 인공지능(AI) 서비스의 확대가 중장기적으로 고성능 메모리 반도체 수요 창출에 기여할 수 있다는 견해도 제기되고 있다.
- 5) 2022년 4/4분기 중 중국 정저우 내 현지 IT공장 봉쇄로 애플의 아이폰 생산차질이 발생하면서 우리나라 반도체, OLED패널, 카메라 모듈 등의 수요가 위축된 점이 국내 재고 확대요인으로 작용하였다.

제조업 업종별 재고율¹⁾



주: 1) 출하 대비 재고 비중
자료: 통계청

제조업 업종별 가동률



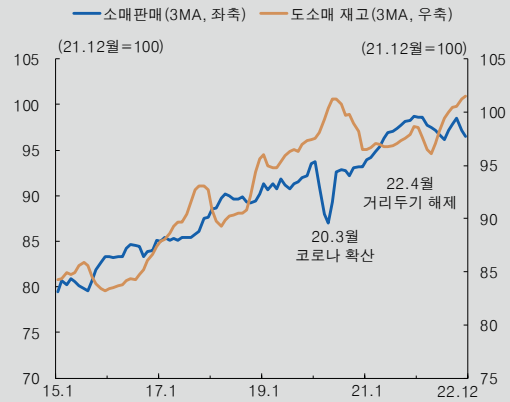
자료: 통계청

(도소매업 재고)

도소매업(유통) 재고⁶⁾는 코로나 위기로 급증한 후 조정되는 모습을 보이다가, 지난해 사회적 거리두기가 해제된 이후 위기 이전의 증가 흐름을 재개하였다. 도소매업 재고는 급격한 수요 위축시 단기간 내 급증하는 경향이 있으나, 재고가 추세적으로 완만하

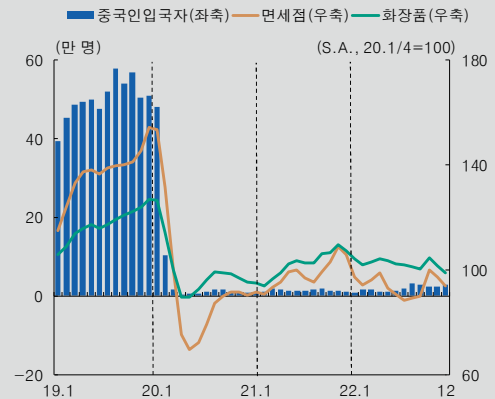
게 늘어나는 것은 소비·매출 규모 확대에 따른 자연스러운 현상으로 이해될 필요가 있다. 금년 중 도소매업 재고는 중국인 관광객의 방한이 늘어나면서 면세점⁷⁾ 등을 중심으로 매출이 증가함에 따라 완만한 확대 흐름을 나타낼 것으로 예상된다.

최근 도소매업 재고



자료: 통계청

중국인 입국과 관련 소매판매



자료: 한국관광공사, 통계청

6) 유통 재고는 제조업 재고와 마찬가지로 GDP의 재고투자(+)에 반영된다.

7) 상관계수 분석 결과, 중국인 입국자수는 면세점 매출(업체별, 상관계수 0.62) 및 화장품 매출(품목별, 상관계수 0.73)과 높은 상관관계를 보였다(2017-2019년, 전년동기대비 증감을 기준).

(건설업 재고)

건설업 재고(미분양주택)는 주택가격 하락 기대와 금융비용 상승으로 인한 청약수요 위축으로 지난해 9월부터 빠르게 증가하였다. 올해 1월 기준 미분양 주택수는 7.5만 호로 최근 10년 평균인 4.5만 호를 상회하였다. 향후 미분양주택은 최근의 청약수요 부진과 건설 재고의 높은 지속성⁸⁾을 감안할 때 단기간 내 크게 개선되기는 어려울 것으로 보인다. 미분양주택 적체는 건설업 뿐만 아니라 부동산업, 인테리어업 등 연관 산업의 생산, 고용 등을 제약하는 요인으로 작용할 가능성이 있다.⁹⁾

미분양주택과 건물건설업 부가가치



자료: 한국은행, 국토교통부

종합 평가

최근의 성장세 둔화가 제조업 부진에 크게 기인하고 있어 향후 제조업 재고의 움직임이 경기회복 시점과 강도를 가능히는 데 유용할 것으로 판단된다.

제조업 재고는 당분간 높은 수준을 이어가다가 하반기로 갈수록 국내 제조업체들의 생산조정이 이어지고 중국 리오프닝 등에 따른 수요회복이 본격화되면서 점차 개선될 전망이다. 이에 따른 재고 부담 완화로 경기회복의 여건이 점차 조성될 것으로 예상된다. 다만 향후 글로벌 수요의 전개 양상이 재고 조정의 상·하방 리스크로 작용할 수 있음에 유의할 필요가 있다.

도소매업 재고의 경우 향후 중국인 관광객이 늘어날 것으로 예상됨에 따라 완만한 증가흐름이 이어질 전망이다. 건설업 재고는 최근의 부진한 주택경기 여건을 감안하면 단기간 내 해소되기 어려울 것으로 예상됨에 따라 미분양주택이 부동산 연관 산업의 회복을 제약하는 요인으로 작용할 것으로 전망된다.

참고문헌

이규환, 이재운(2022), “향후 반도체 경기 여건 및 경제적 영향 점검”, 『통화신용정책보고서』, 2022(12월호), 한국은행.

이승호, 이준영, 황보현(2023), “중국 방역정책 완화 전개상황 및 영향 점검”, 『BOK 이슈노트』, 제2023-1호, 2023(1월), 한국은행.

이용대, 이규환, 이웅(2022), “최근 공급차질 및 감염병 상황이 제조업 재고에 미친 영향”, 『BOK 이슈노트』, 제2022-9호, 2022(2월), 한국은행.

8) 업종별 재고의 지속성(순환변동치(HP-필터 적용)의 AR(1) 계수)을 추정된 결과는 다음과 같다(대상기간: 2008-2022년)

제조업	도소매업	건설업
0.65	0.65	0.84

자료: 통계청, 자체 시산

9) 단, 미분양주택 증가 자체는 건설투자 감소와 재고투자 확대로 동시에 계상되므로 단기적으로 GDP에 미치는 영향은 중립적이다.

ECB(2003), "The contribution of inventory changes to business cycle fluctuations" , *Monthly Bulletin*, June 2003, pp.54-55.

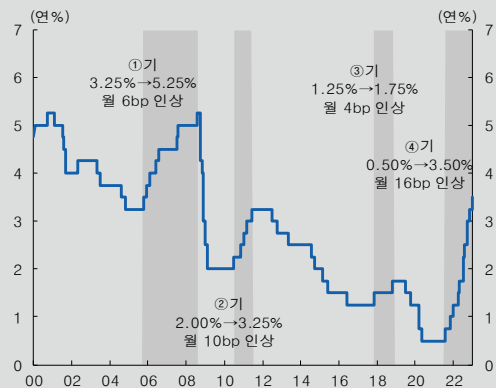
Gartner(2023), *Semiconductors and Electronics Forecast*, 4Q22 Update, February 2023.

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 추이¹⁾

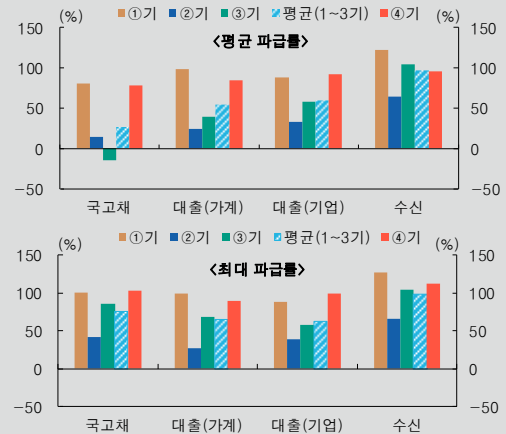


주: 1) 음영은 기준금리 인상기(1년 이상의 기간 동안 2차례 이상 인상)
자료: 한국은행

금융·외환시장 및 금융불균형

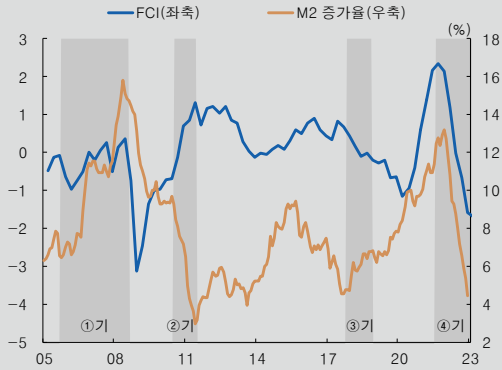
우선 금융시장 측면에서는 기준금리 인상 폭이 크고 속도도 빨랐던 만큼 시장금리와 유동성 상황, 금융상황지수(FCI, Financial Conditions Index) 등에 미친 영향도 과거보다 큰 것으로 나타났다. 기준금리 인상의 국제금리 및 여수신금리에 대한 파급률은 과거 인상기 평균 수준을 상회하는 가운데 금번이 ②·③번 인상기보다 크게 높고 ①번 인상기와는 대체로 비슷한 수준으로 나타났다. M2 증가율은 2021년 12월 13.2%를 기록한 이후 빠르게 하락하여 지난해 12월에는 4.5%까지 낮아졌는데 이는 ②번 인상기인 2011년 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 금리¹⁾ 평균 및 최대 파급률²⁾



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 증가율¹⁾²⁾



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

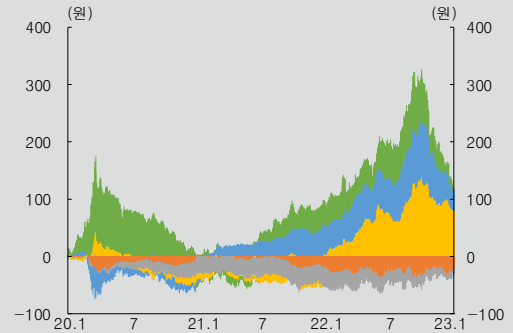


자료: Bloomberg

외환부문에서는 기준금리 인상이 미 연준의 빠른 긴축에 따른 환율 상승 압력을 일부 완화시키는 효과가 있었던 것으로 분석되었다. 원/달러 환율 결정 요인 분석결과¹⁾ 달러화 지수, 무역수지, 불확실성 요인 등과 함께 한·미 간 정책금리차도 유의한 영향을 미치는 것으로 추정되었다.²⁾ 다만 부호제약 벡터자기회귀(Vector-autoregression, 이하 'VAR') 모형³⁾을 이용해 대내외 요인별 영향을 분석해 보면, 미 연준의 통화정책 등 대외 요인의 기여도가 대내 요인보다 더 컸던 것으로 추정되었다.

원/달러 환율에 대한 대내외 요인별 영향¹⁾²⁾

■ 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

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.

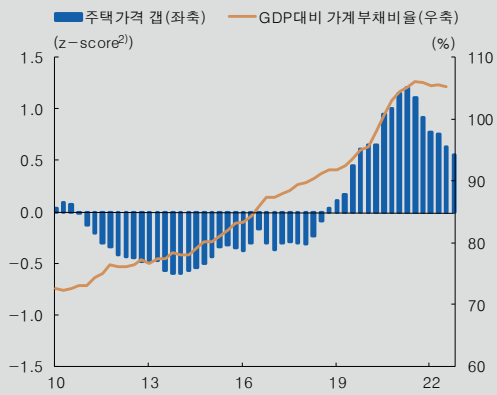
	달러화 지수	내외금리차 증감	내외금리차 _{t-1}	무역수지 _{t-1}	CDS 프리미엄	신흥국 채권지수	중국 주가
모형 I	0.37***	-1.34*	-0.18**	-0.07**	0.06***	0.01**	-0.03
모형 II	-	-2.56***	-0.16*	-0.07*	0.07***	0.02**	-0.05*

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.

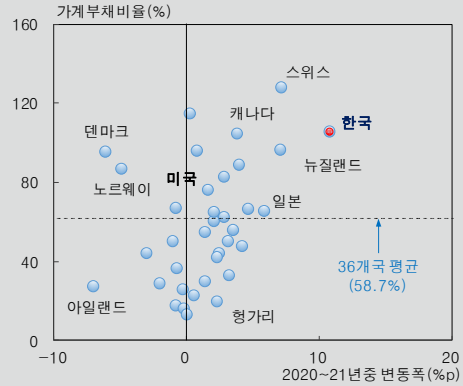
상승함에 따라 가계부채가 감소하고 주택가격이 하락하면서 장기간 누증되었던 금융불균형 위험이 완화되는 모습이다. 주택가격 갭⁴⁾이 상당폭 하락하였으며 장기간 상승해 왔던 GDP대비 가계부채비율도 완만히 하락하고 있다. 다만 주요국과 비교해볼 때 우리나라의 주택가격과 가계부채 수준은 여전히 높은 수준인 만큼 장기적으로 완만하고 지속적으로 금융불균형을 축소해 나갈 필요가 있는 것으로 판단된다.

주택가격 갭 및 GDP대비 가계부채비율¹⁾



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

주요국¹⁾ 가계부채비율 수준²⁾ 및 2020-2021년 중 변동폭



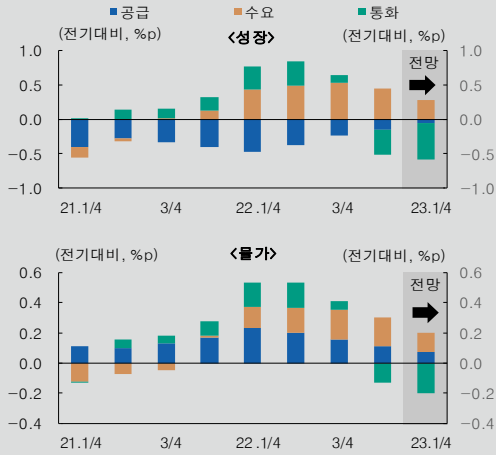
주: 1) OECD 36개국
 2) 명목GDP 대비, 2022년 3/4분기 기준
 자료: IMF, 한국은행

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.⁵⁾

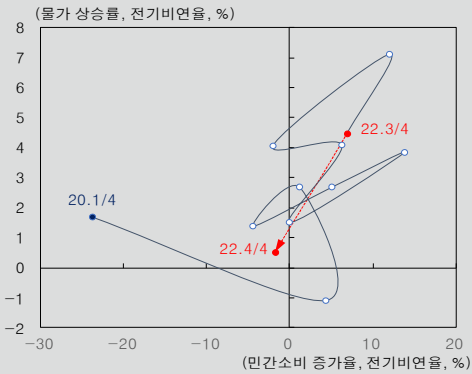
4) ① 소득 대비 주택가격(Price-to-income ratio, PIR), ② 임차료 대비 주택가격(Price-to-rent ratio, PRR), ③ 예금은행 주택담보대출 금리 세 변수를 표준화(z-score)하여 평균한 지표로 주택시장 평가에 활용한다(IMF Global Financial Stability Report (2018년 10월)의 방법론 원용).
 5) 세인트루이스 연방준비은행(2022년 12월)은 미국 소비 증가율과 물가상승률의 산점도(scatter plot)를 통해 통화정책의 물가파급 효과를 분석하였다. 이에 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 분해¹⁾



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

실질소비와 물가¹⁾ 움직임

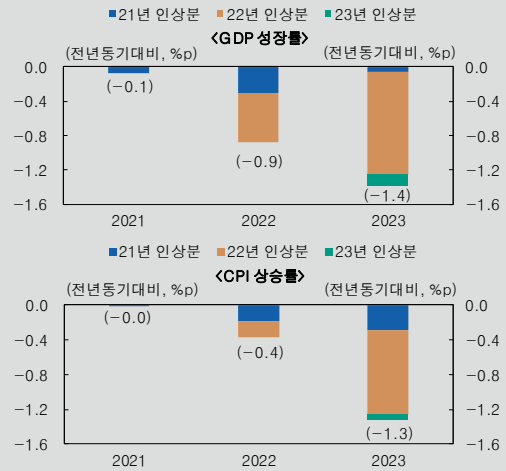


주: 1) 민간소비 디플레이터 기준, 2022년 4/4분기 디플레이터는 CPI를 이용해 추정
자료: 한국은행

정책 시차⁶⁾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 추정⁷⁾되었다. 다만 이는 계량모형에 의해 추정된 과거 평균적인 영향으로 금융·경제 상황에 따라 실제 영향의 정도는 달라질 수 있다.

기준금리 300bp 인상의 성장·물가 영향¹⁾²⁾



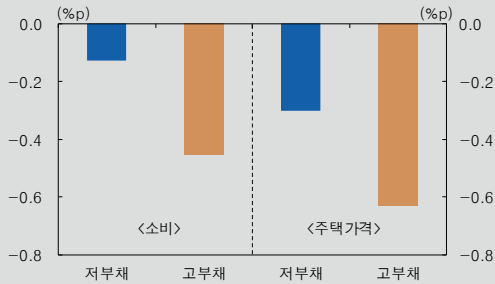
주: 1) 기준금리 300bp 인상(2021년 8월 ~ 2023년 1월)의 누적 효과
2) () 내는 연간 GDP성장률 및 CPI상승률에 미치는 영향
자료: 한국은행

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.

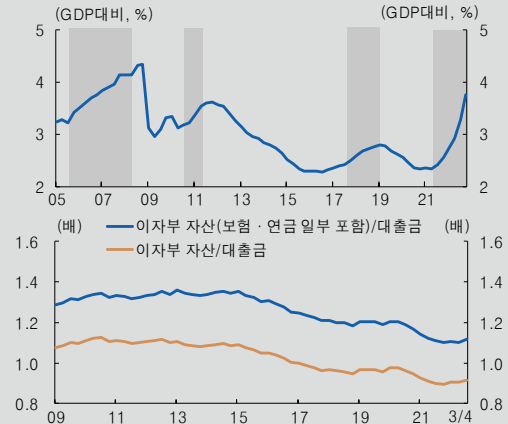
가 2배 정도 커지는 것으로 추정된다. 가계 이자부 자산/대출 비율이 낮아져 있다는 점도 과거 금리 인상기에 비해 가계의 이자부담을 가중시키는 요인⁸⁾으로 작용할 가능성이 있다. 또한 긴축적인 금융상황에서는 정책금리 인상이 실물경제에 미치는 파급영향이 커지는 비선형성도 존재한다.⁹⁾

가계부채 수준¹⁾별 정책금리 인상의 영향²⁾



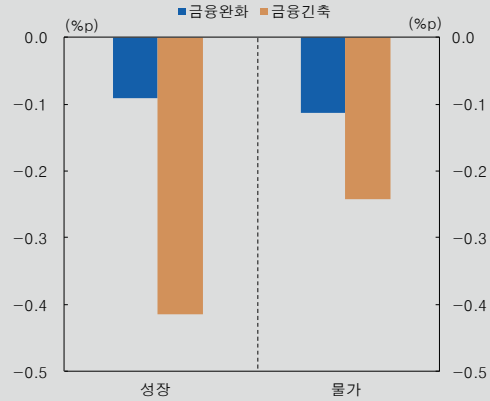
주: 1) GDP대비 가계부채비율의 추세 대비 (+)/(-)를 고부채, 저부채로 식별
2) 주요국 패널자료를 활용하여 국소투영법으로 추정된 정책금리 0.25% 포인트 인상 충격에 따른 소비 및 주택가격의 2년 내 최대반응
자료: 한국은행

명목GDP 대비 가계 이자부담¹⁾ 비율 추이²⁾ 및 가계 이자부 자산/부채 비율



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

금융여건¹⁾별 정책금리 인상의 영향²⁾



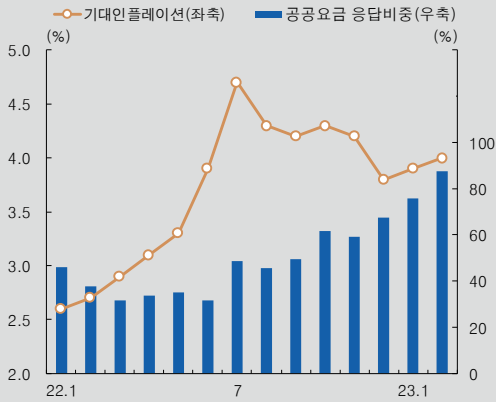
주: 1) 실질정책금리의 추세 대비 (+),(-)를 긴축, 완화로 식별
2) 주요국 패널자료를 활용하여 국소투영법으로 추정된 정책금리 0.25% 포인트 인상 충격에 따른 성장 및 물가의 2년 내 최대반응
자료: 한국은행

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.

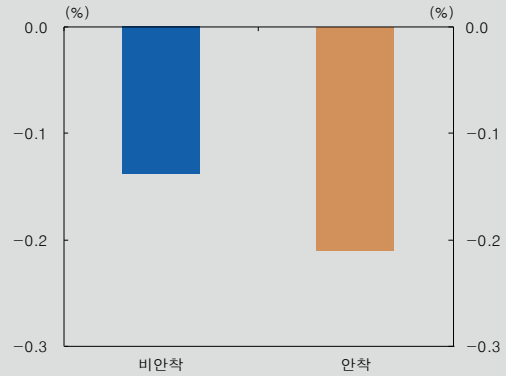
들어 전기·가스 요금 인상의 영향으로 재상승하고 있다.¹⁰⁾ 국민경제 전체로 볼 때 공공요금 인상은 불가피한 상황¹¹⁾이지만 고물가 국면 장기화로 물가 지속성이 높아져 있는 상황에서 기대인플레이션의 목표 안착이 저하될 경우 통화정책의 물가둔화 효과가 제약될 가능성이 있는 만큼, 근원품목 등에 대한 2차 효과(second-round effect)를 계속 점검해 나갈 필요가 있겠다.

기대인플레이션¹⁾ 및 기대형성 요인 중 공공요금 응답 비중²⁾



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

기대인플레이션 안착 여부¹⁾별 정책금리 인상의 물가 효과²⁾



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.

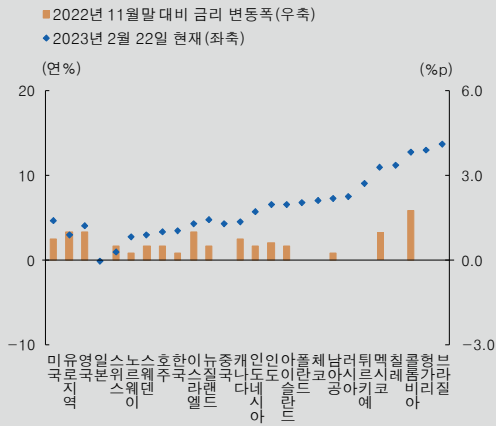
Sánchez, J. M.(2022), “The Relationship between Consumption Growth and Inflation” , Federal Reserve Bank of St. Louis.

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 정책금리¹⁾



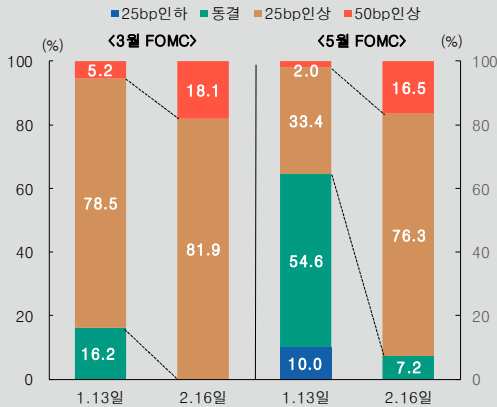
주: 1) 중국은 대출우대금리 5년물 기준
자료: 각국 중앙은행

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.¹⁾ 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 있으며²⁾, 금년 2월 기자회견담회에서는 물가안정목표(2%) 달성을 위해 추가 금리 인상을 통한 금융긴축이 필요함을 시사하였다.³⁾ 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.⁴⁾ 한편 자산매입정책에 대해서는 「연준 대차대조표 규모 축소 계획(2022년 5월 발표)」⁵⁾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.⁷⁾ 유로 지역 경제상황에 대해서는 지난해 하반기 이후 성장세가 둔화⁸⁾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.⁹⁾ 라가르드 총재는 금년 2월

정책위원회 회의 직후 기자회견담회를 통해 3월 회의에서의 50bp 금리 인상¹⁰⁾과 함께 상당기간에 걸친 통화정책 긴축기조 지속 가능성을 시사하였다.¹¹⁾ 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 2월¹²⁾ 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.¹³⁾ 영란은행은 2월 회의에서 향후 통화정책 방향과 관련하여 중기물가목표(2%) 달성을 위해 필요시 추가 금리 인상이 가능함을 시사하였다.¹⁴⁾

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,¹⁵⁾ 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.¹⁶⁾ 한편 금융시장에서는 구로다 총재 임기 만료¹⁷⁾(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 축소¹⁸⁾하였으며, 체코 중앙은행은 정책금리를 계속 동결하였다.¹⁹⁾ 이 밖에 호주·이스라엘·아이슬란드²⁰⁾ 중앙은행은 정책금리 인상을 지속하였으며, 노르웨이 중앙은행은 금년 1월 정책금리를 동결하였으나 3월 회의에서의 금리 인상을 시사하였다.²¹⁾

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.²²⁾

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 기자회견담화)

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

2022년 12월~2023년 2월¹⁾ 중 주요국 중앙은행의 정책금리 조정 현황

국가 ²⁾	정책금리 조정
<선진국>	
미국	3.75-4.00% → 4.25-4.50% (22.12월, +50bp) 4.25-4.50% → 4.50-4.75% (23. 2월, +25bp)
ECB	2.00% → 2.50% (22.12월, +50bp) 2.50% → 3.00% (23. 2월, +50bp)
영국	3.00% → 3.50% (22.12월, +50bp) 3.50% → 4.00% (23. 2월, +50bp)
호주	2.85% → 3.10% (22.12월, +25bp) 3.10% → 3.35% (23. 2월, +25bp)
캐나다	3.75% → 4.25% (22.12월, +50bp) 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) 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) 5.50% → 5.75% (23.1월, +25bp, 23.2월 동결)
콜롬비아	11.00% → 12.00% (22.12월, +100bp) 12.00% → 12.75% (23. 1월, +75bp)
멕시코	10.00% → 10.50% (22.12월, +50bp) 10.50% → 11.00% (23. 2월, +50bp)
남아공	7.00% → 7.25% (23.1월, +25bp)
인도	5.90% → 6.25% (22.12월, +35bp) 6.25% → 6.50% (23. 2월, +25bp)
<선진국>	
일본 ⁴⁾ (-0.1%/0%내외)	체코(7.00%)
<신흥국>	
금리 동결 ³⁾ 브라질(13.75%)	중국 ⁵⁾ (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) 현황¹⁾

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 ²⁾ 중단	11월
뉴질랜드	신규 자산매입 중단	22.2월
	보유자산 축소	5월
미국	자산매입 규모 축소 확대(22.1월 시행) (매월 국채 200억 달러, MBS 100억 달러)	12월
	신규 자산매입 중단(22.3월 시행)	22.1월
이스라엘	보유자산 축소(22.6월 시행) (매월 국채 300억 달러, MBS 175억 달러) ³⁾	5월
	신규 자산매입 중단(21.12월 시행)	21.11월
스웨덴	신규 자산매입 중단(21.12월 시행)	21.11월
	보유자산 축소(22년 하반기 시행)	22.4월
헝가리	보유자산 축소 속도 가속화 (만기도래 채권 채투자 규모 축소: 370억→185억 크로나)	6월
	보유자산 축소(23.4월 시행) (매월 국채 35억 크로나)	23.2월
일본	신규 자산매입 중단	21.12월
ECB	회사채 및 CP 보유한다 축소(22.4월 시행)	21.12월
	팬데믹 긴급매입프로그램(PEPP) 중단 (22.3월 시행)	21.12월
영국	자산매입프로그램(APP) 순매입 규모 축소 (22.2/4분기 시행)	22.3월
	자산매입프로그램(APP) 순매입 중단 (22.7월 시행)	6월
영국	자산매입프로그램(APP) 보유자산 축소 (23.3월 시행)	12월
	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 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.

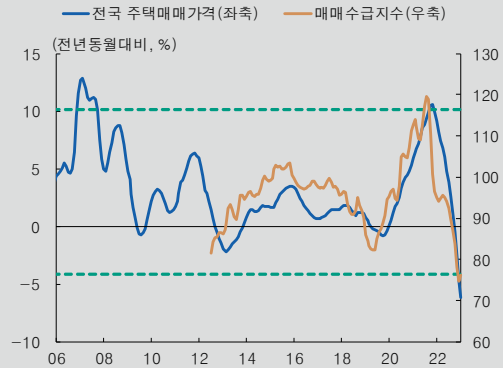
부동산 부문 관련 리스크 평가

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

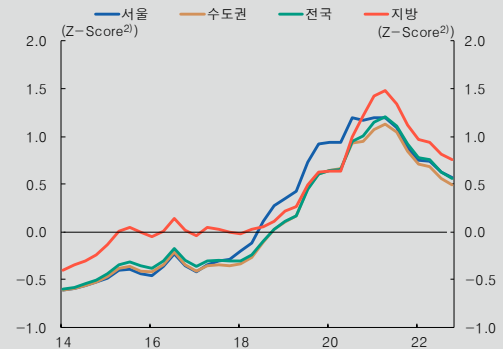
지난해 중반 이후 부동산 경기는 대출금리 상승, 가격 고평가 인식 확산 등으로 매수세가 급감하며 빠르게 위축되었다.¹⁾ 주택가격은 2020년 이후 소득 등 경제여건과 괴리된 상태로 큰 폭 상승하면서 조정 압력이 크게 높아졌다.²⁾ 서울과 수도권의 주택가격 오름세가 시차를 두고 지방으로 빠르게 파급되면서 전국적으로 주택가격의 고평가 정도가 크게 확대되었으며, 조정국면 진입 후에도 전국 주택가격은 여전히 소득, 사용가치 등과 괴리되어 있는 것으로 보인다.

주택매매가격 및 매매수급지수¹⁾



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

주택가격 갭¹⁾



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.

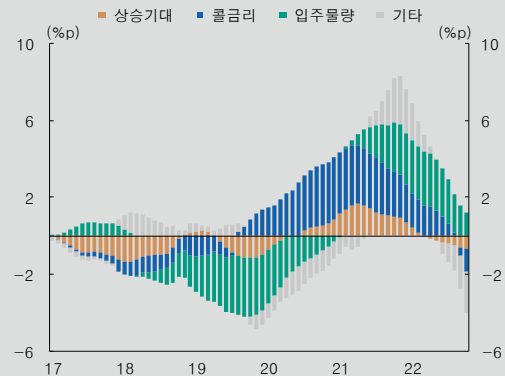
주택가격 상승률의 결정요인을 분석한 결과 주택가격은 수급, 금리 수준, 경제주체의 기대심리 등에 주로 영향을 받는 것으로 나타났다.³⁾ 특히, 코로나 19 이후의 주택가격 급등에는 낮은 금리 수준이 구조적으로 영향을 미친 가운데, 상승기대 확산과 공급 제약이 복합적으로 작용한 것으로 분석되었다.⁴⁾

주택가격 상승률의 결정요인¹⁾

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 분해¹⁾



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.⁵⁾

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 지수¹⁾

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).

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

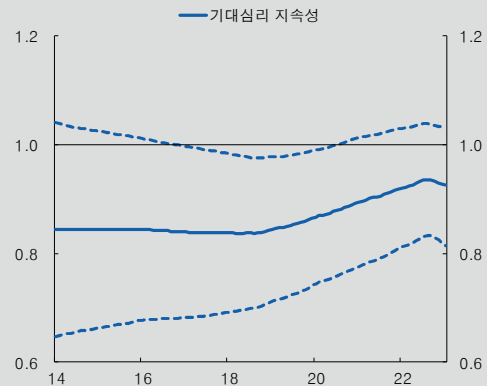
자료: 한국은행

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.⁶⁾

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

주택가격 기대심리의 지속성¹⁾



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) β_t 를 추정(2014년 1월~2023년 1월)하였다. 추정된 지속성은 0.84 수준을 유지하다가 최근 0.92까지 상승하였다.

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

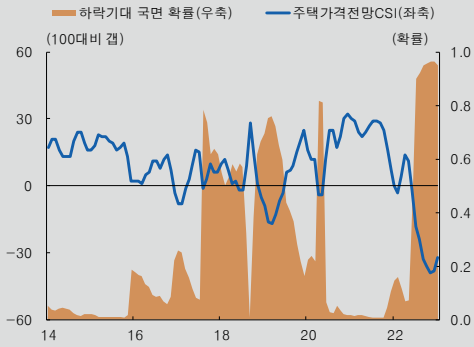
$$\beta_t = \phi \beta_{t-1} + v_t, \quad v_t \sim N(0, \sigma_v^2)$$

8) 주택가격전망CSI 지수(y_t)의 평균(μ_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 확률¹⁾



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 전세가율의 고점(저점)을 전후하여 매매가격 저점(고점)이 형성되는 경향이 있으나, 최근에는 이자부담에 따른 전세 수요 위축으로 매매·전세가격이 동반 하락하는 가운데 전세가율의 하향 추세가 지속되고 있다.

서울 아파트 주택가격 및 전세/매매 가격비율¹⁾

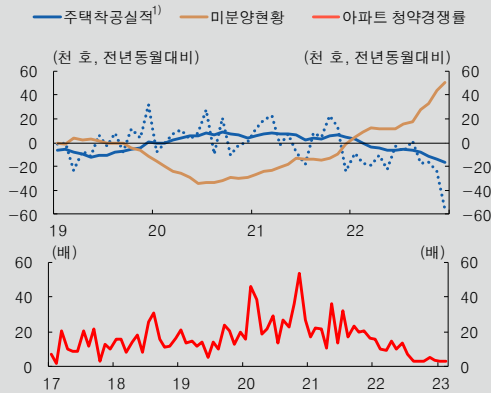


주: 1) 2023년 1월 기준 한국부동산원의 서울 아파트 평균 매매 및 전세가격을 각각 KB 매매 및 전세가격지수 변화율로 소급한 후 전세/매매 가격비율을 계산. 장기 추이를 살펴보기 위해 KB 자료를 활용(한국부동산원 지수는 2003년 11월부터, KB 지수는 1986년 1월부터 자료가 존재).
자료: 한국부동산원, KB국민은행

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 가능성¹⁰⁾이 있다.

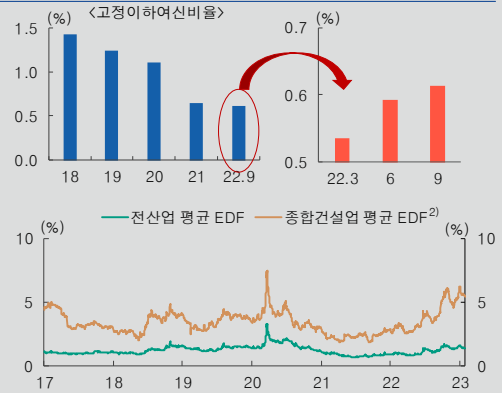
10) 국토교통부에서 한국부동산원 부동산테크를 통해 2022년 9월부터 공개한 주택도시보증공사의 월별 전세보증금 반환보증 사고 건수는 전국 기준 2022년 8월 511건에서 2023년 1월 968건으로 꾸준히 확대되는 추세다.

주택 분양시장 여건



이같은 분양시장의 위축 등으로 중소 건설업체의 고정이하여신 비율과 상장 종합건설사 주가에 내재된 예상부도확률²⁾(Expected Default Frequency, EDF)이 상승하며 건설업체의 재무위험이 확대되고 있는 만큼 금융기관의 자산 건전성 악화 가능성에 대해 보다 정밀한 점검이 필요한 것으로 판단된다.

건설업체 고정이하여신비율¹⁾, 예상부도확률(EDF)

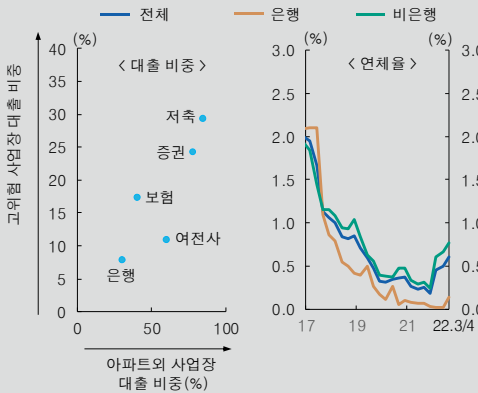


업권별 부동산 금융 관련 리스크를 살펴보면, 은행의 경우 대출규제 강화, 고신용 위주의 차주 구성, 공적기관 보증(전세자금 등) 확대 등으로 관련 리스크는 제한적인 것으로 보인다. 다만 주택가격 하락이 지속되는 경우 가계대출 및 부동산 관련 기업대출의 연체율이 상승하고 디레버리징 압력이 확대되면서 수익성이 악화될 가능성이 있다.

비은행 금융기관의 경우에는 부동산PF 관련 고위험 익스포저와 아파트 외 사업장에 대한 대출³⁾ 비중이 높아 기관들의 자본적정성과 유동성이 저하될 가능성⁴⁾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 사업장¹⁾ 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

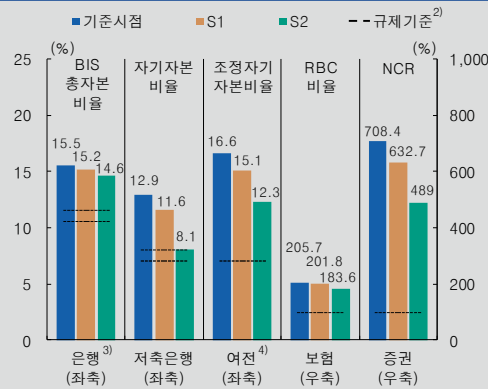
한국은행(2022), 「금융안정보고서」, 2022(12월호).

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 결과¹⁾



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