

---

### Ⅲ. 주요 현안 분석

- |                             |     |
|-----------------------------|-----|
| 1. 금리 인하기 금융안정 리스크 평가 및 시사점 | 101 |
| 2. 최근 가계부채 현황 및 잠재리스크 점검    | 115 |



## 1. 금리 인하기 금융안정 리스크 평가 및 시사점<sup>1)</sup>

- (1) 검토 배경
- (2) 과거 금리 인하기 금융안정 상황 변화 및 주요 특징
- (3) 향후 금리인하 과정에서의 잠재리스크 점검
- (4) 종합평가 및 시사점

### (1) 검토 배경

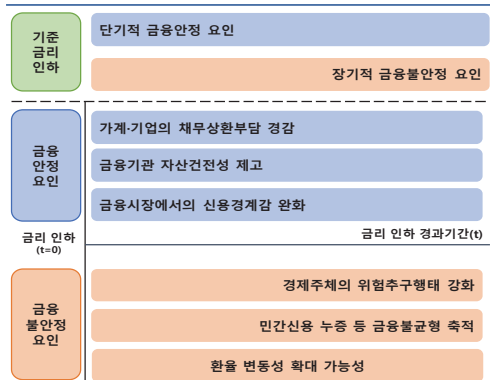
한국은행은 2021년 하반기 이후 물가상승 압력 확대와 과도한 신용축적 등에 대응하여 긴축적 통화정책을 운용해 왔다. 그러나 최근 들어 물가 상승률의 안정세와 가계부채 증가세의 둔화 흐름이 이어지는 가운데 성장의 하방 압력이 증대됨에 따라 금년 10월과 11월에 기준금리를 각각 0.25%포인트씩 인하(3.50% → 3.00%)하였다. 기준금리 인하로 금융여건이 완화되면 여러 경로를 통해 금융안정에 영향을 미치게 된다.

먼저 통화정책 긴축 완화 시 금융시스템 내 유동성이 늘어나고 신용 경계감도 축소되면서 가계와 기업 등 자금수요자의 조달 여건이 개선된다. 또한 대출금리 하락을 통해 취약부문을 포함하여 전반적인 차주의 채무상환부담이 경감되면서 연체율이 낮아지고, 금융기관의 자산건전성도 개선되는 효과가 있다. 그러나 금융여건 완화에 대한 경제주체들의 기대가 과도하거나 장기간

지속될 경우 수익추구 경향이 확대되면서 위험 선호행태<sup>2)</sup>가 강화될 수 있으며, 특히 민간신용이 빠르게 축적되는 등 금융불균형<sup>3)</sup>의 정도가 심화될 수 있다.

한편 금융안정 측면에서 금융여건 완화의 긍정적인 영향은 대체로 초기부터 빠르게 나타나는 반면 경제주체의 위험·수익추구행태 강화에 따른 리스크 확대, 민간신용 축적 등 금융시스템에 미치는 부정적인 영향은 장기간에 걸쳐 누적되는 비대칭성이 존재한다.<sup>4)</sup> 이러한 금융여건 완화의 단기적 편익과 장기적 리스크 간 상충 관계(trade-off)는 금융여건 완화 초기부터 금융안정 잠재리스크에 대한 면밀한 점검이 필요함을 시사한다. 특히 이번 금리인하 국면에서는 환율 변동성 확대 등 대외 부문이 금융안정에 미치는 영향이 커진 점도 고려할 필요가 있다(그림 III-1-1).

그림 III-1-1. 기준금리 인하기 금융안정에 미치는 영향



1) 본고는 유재원·박민렬·안준영·김우섭(안정분석팀), 김민수·김동녘(시스템리스크팀), 박재현·안준기(은행분석팀), 강정미(중소금융분석팀), 이준성(증권보험분석팀)이 작성, 서평석(금융안정기획부장)·신준영(금융기관분석부장)·정연수(금융시스템분석부장)·김정호(안정분석팀장)·최병오(시스템리스크팀장)·최영주(통화금융부장)가 검토하였다.

2) Adrian·Shin(2010), Gambacorta(2009)는 완화적 통화정책 기조가 금융기관의 위험인식 완화, 명목 목표수익률 달성을 위한 고위험·고수익 투자선호 등 금융기관의 위험추구 성향을 강화한다고 밝혔다.

3) 금융불균형(financial imbalance)은 자산가격의 과도한 상승을 동반한 급격한 신용 증가를 의미한다. 경제주체들의 낙관적 전망을 기반으로 자산가격 상승과 민간신용 증가가 자기강화적 행태로 작용되면서 금융시스템의 취약성이 누증되며, 이는 금융위기 발생 가능성을 높이고 이후 급격한 디레버리징과 경기회복 지연으로 이어질 수 있다.

4) 자세한 내용은 “The Financial (In)Stability Real Interest Rate, R\*\* (Akinci et al., FRB, 2021)” 를 참고하기 바란다.

2011년 이후 우리나라의 기준금리 인하기는 크게 두 차례 있었다. 1차 금리 인하기는 2012년 3/4분기~2017년 3/4분기(3.25%→1.25%)로, 물가상승 압력이 낮은 수준을 유지하는 가운데 유로 재정 위기, 지정학적 위험 등으로 성장의 하방압력이 커짐에 따라 점진적으로 기준금리를 인하하였다. 2차 금리 인하기는 2019년 3/4분기~2021년 2/4분기(1.75%→0.50%)로, 국내 경기회복을 뒷받침하는 가운데 전례 없는 코로나19 확산으로 인한 경제활동 위축과 금융시장 변동성 확대 등에 대응하여 금리를 빠르게 인하하였다(그림 III-1-2).

그림 III-1-2. 기준금리 추이



이에 본고에서는 팬데믹 등 글로벌 요인에 대응하는 과정에서 기준금리를 인하했던 2차 금리 인하기의 특수성을 감안하여, 현재와 유사한 경제 여건<sup>5)</sup> 및 금리 수준에서 금리인하를 시작했던 1차 인하기를 중심으로 과거 금융안정 상황변화를 살펴본 후, 향후 금리인하 과정에서 발생할 수 있는 잠재리스크를 점검하고 정책적 시사점을 제시하고자 한다.

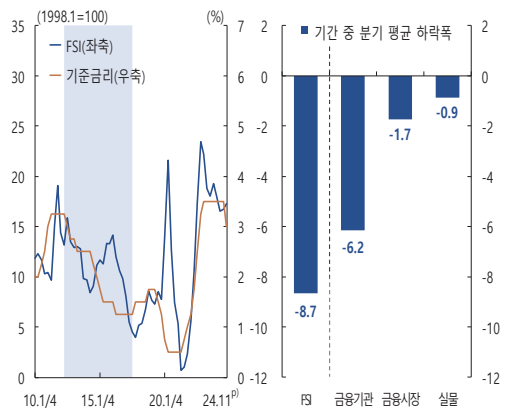
## (2) 과거 금리 인하기 금융안정 상황 변화 및 주요 특징

### 가. 단기 금융안정 상황

#### 금융·실물 부문 개선으로 단기 금융안정 제고

단기 금융안정 상황을 종합적으로 평가하는 금융불안지수(FSI)를 통해 과거 기준금리 인하의 영향을 보면, 금리인하는 실물경제 회복 속에 주로 금융기관 연체율 하락, 금융시장의 신용 경계 감 완화 등을 통해 금융안정에 기여한 것으로 나타난다. 그중 금리 인하에 따른 금융기관 연체율 하락이 단기 금융안정 제고의 주된 요인으로 작용하였다. 또한 금융·외환시장에서 신용 스프레드와 환율 변동성이 축소되고 실물 부문에서 소비심리도 개선되면서 금융불안지수가 하락<sup>6)</sup>한 모습을 보였다(그림 III-1-3).

그림 III-1-3. 금리 인하기 금융불안지수 변화<sup>1)</sup>



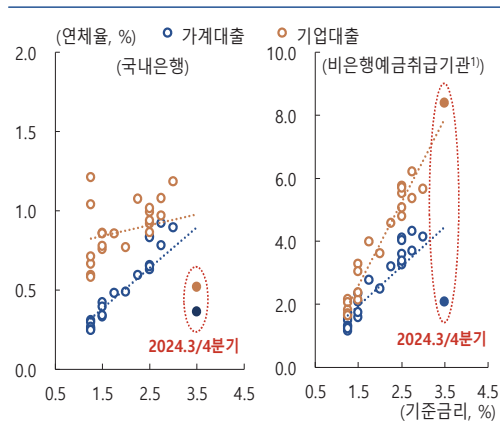
5) GDP갭과 물가갭을 활용해 경제 여건을 비교해 보면, 금번 인하기에는 GDP갭과 물가갭이 소폭 마이너스를 기록하여 1차 인하기와 유사한 경제 상황을 나타낸 반면 2차 인하기에는 GDP갭은 플러스, 물가갭은 마이너스를 보여 차별화된 모습을 나타냈다.  
6) 다만 2014년 6월~2016년 2월 중에는 기준금리 인하에도 불구하고 금융불안지수가 상승하였는데, 이는 교역규모 감소, 경제심리 악화 등 실물 부문의 부진이 주된 원인이었다.

이러한 점을 감안하여 과거 금리 인하기 단기 금융안정 상황개선에 주된 요인이었던 금융기관의 자산건전성과 금융시장의 변동성을 중심으로 부문별 특징을 살펴보았다.

### 금리 인하기 채무상환부담 완화<sup>7)</sup>에 따른 금융기관 자산건전성 개선

과거 금리 인하기 금융기관의 연체율을 살펴보면 기준금리와 연체율 간 높은 상관관계가 나타난 가운데 은행에 비해 비은행이 금리 하락에 대한 연체율 개선 정도가 더 크게 나타났다. 대출 종류별로 보면 은행의 경우 가계대출 연체율이 기업대출에 비해 더 크게 개선된 반면 비은행은 기업대출을 중심으로 연체율 하락이 두드러졌다<sup>8)</sup> (그림 III-1-4).

그림 III-1-4. 기준금리 수준과 금융기관 연체율 간 관계

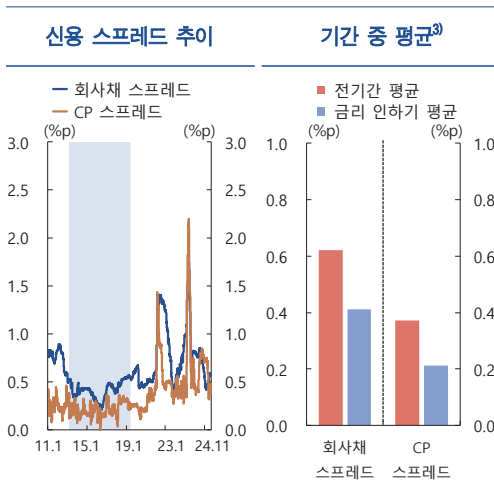


주: 1) 상호금융(농협, 수협, 산림조합, 신협, 새마을금고) 기준  
자료: 금융기관 업무보고서

### 금융시장의 신용 경계감 완화

과거 금리 인하기 금융시장에서는 신용 스프레드가 하락하는 등 신용 경계감 완화 효과<sup>9)</sup>가 있었다. 금리 인하기 평균 신용 스프레드를 2011년 이후 장기평균과 비교해 보면 금리 인하기에 대체로 낮은 수준<sup>10)</sup>을 보였다(그림 III-1-5). 다만 과거 금리 인하기에도 대내외 주요 이벤트 발생 시 단기적으로 금융불안이 확대된 모습을 보였던 점을 감안하면, 향후 미국 신정부의 경제정책이 실물 및 대외 부문을 통해 우리나라의 단기 금융불안 요소로 작용할 가능성은 상존하고 있다.

그림 III-1-5. 금리 인하기<sup>1)</sup> 신용 스프레드<sup>2)</sup>



주: 1) 음영은 1차 금리 인하기  
2) 회사채 스프레드는 회사채(3년, AA-) - 국고채(3년) 금리, CP 스프레드는 CP(91일) - 통안채(91일) 금리 기준  
3) 1차 금리 인하기와 전기간(11년 1월 ~ 24년 11월) 평균을 비교  
자료: 한국은행

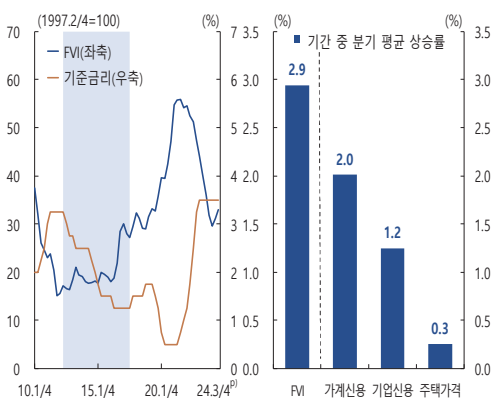
- 7) 2024년 9월말 기준 국내은행의 금리감응자산을 통해 금리인하에 따른 이자비용 경감 규모를 시산해 보면, 대출금리 25bp 인하는 연 3.9조원의 이자비용 감소로 이어지는 것으로 추산된다.
- 8) 다만 최근 연체율이 은행을 중심으로 과거보다 낮은 수준임을 감안할 때 금리 인하에 따른 연체율 하락 효과는 다소 제한될 가능성이 있다.
- 9) 반면 2019-2020년 중 코로나19 기간에는 기준금리 인하에도 불구하고 회사채 금리가 기업 자금조달 수요 증가, 글로벌 공급망 불안에 따른 신용 경계감 강화 등의 요인으로 상승하면서 신용 스프레드가 크게 확대된 모습을 보였다.
- 10) 아울러 과거 금리 인하기에는 실물경기에 대한 회복 기대도 형성되었다. 금리 인하기 기업경기지수(BSI) 및 소비자심리지수(CSI)를 보면 대체로 상승하는 흐름(BSI 101.2 → 105.3, CSI 99.0 → 101.2)을 보였다.

## 나. 중장기 금융안정 상황

### 중장기 금융취약성이 점진적으로 누증

중장기 관점에서 금융시스템의 취약성을 나타내는 금융취약성지수(FVI)를 살펴보면, 기준금리 인하가 즉각적으로 금융불균형에 영향을 미치지 않는으나, 시차를 두고 금융취약성을 누증시키는 경향이 있는 것으로 나타났다. 과거 금리 인하기에는 대체로 위험추구 성향 등과 함께 차입 유인이 증가하여 민간신용 누증과 부동산 등 자산가격 상승으로 금융시스템의 불균형 정도가 확대되는 모습을 보였으나, 대체로 관리 가능한 수준이 유지되었다(그림 III-1-6).

그림 III-1-6. 금리 인하기 금융취약성지수 변화<sup>1)</sup>



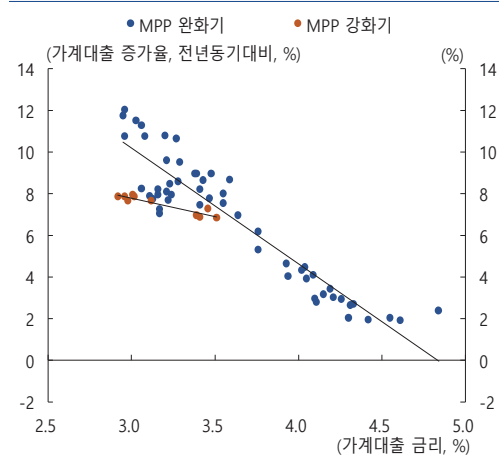
주: 1) 음영은 1차 금리 인하기  
자료: 한국은행 시산

중장기 금융안정 리스크를 가계 및 기업대출과 부동산시장을 중심으로 살펴보면 다음과 같다.

## 가계대출 증가율 상승

과거 금리 수준과 가계대출 증가율 간의 관계<sup>11)</sup>를 보면, 금리 수준이 낮아질수록 대출 증가율이 상승하는 경향이 뚜렷하다. 다만 금리 수준에 따른 가계대출 증가율의 민감도는 거시건전성 규제<sup>12)</sup> 상황에 따라 차별적인 것으로 나타난다. 과거 금리인하와 함께 거시건전성 규제도 완화<sup>13)</sup>된 시기에는 대출 규모가 금리 변화에 민감하게 반응한 반면 금리인하에도 불구하고 거시건전성 규제가 강화된 시기에는 상대적으로 가계대출 증가율이 낮아졌다. 이러한 특징은 거시건전성 규제강화가 금융시스템 내 가계신용 증가세 완화에 기여했음을 시사한다(그림 III-1-7).

그림 III-1-7. 금리 인하기 거시건전성 규제 상황별 가계대출 금리와 가계대출 증가율 간 관계



자료: 한국은행 시산

11) 2013년 1월부터 2024년 8월 중 예금은행의 가계대출 금리와 가계대출 증가율을 대상으로 분석하였다.

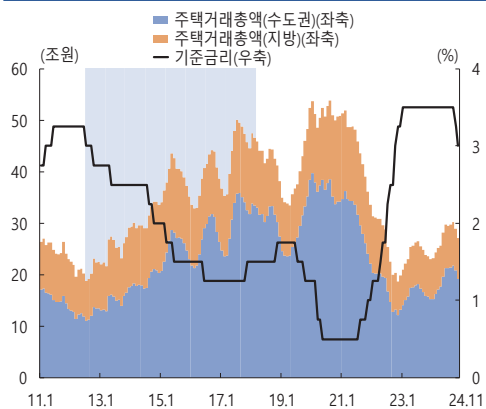
12) 거시건전성 규제는 규제대상에 따라 크게 LTV, DTI, DSR 등 차주 중심 규제(borrower-based measure), 경기대응완충자본(CCyB), 시스템적 중요 금융기관(SIFs) 추가 자본적립 등 금융기관에 대한 자본 중심 규제(capital-based measure) 및 유동성커버리지비율(LCR), 순안정자금조달비율(NSFR) 등 유동성 중심 규제(liquidity-based measure)로 구분된다. 그중 차주 중심 규제는 과도한 신용 증가에 따른 시스템 리스크 억제 등을 통해 금융안정을 도모하는 대표적인 거시건전성 규제 수단이다. 본고에서는 우리나라의 거시건전성 규제행태를 파악하기 위해 차주 중심의 거시건전성 규제를 대상으로 IMF의 iMaPP 작성방법을 따라 특정 월의 LTV, DTI, DSR의 강화(+1) 또는 완화(-1) 행태를 지수화하였다.

13) 거시건전성 규제의 효과가 여러 시차에 걸쳐 나타나는 특성을 감안하여 동 분석의 거시건전성 규제 강화 또는 완화에 대한 상황은 특정 월 이전 12개월의 지수를 이동평균한 수치를 기반으로 판단하였다.

수도권 중심으로 부동산 거래 증가 및 가격 상승

금리 인하기에는 차입 여건의 개선으로 가계대출이 늘어나면서 주택거래가 활발해지는 경향이 나타났다. 금리 인하기 주택거래 총액이 증가하는 모습을 통해 금융여건 완화에 따른 시중의 풍부한 유동성이 부동산시장으로 유입되었음을 확인할 수 있다.<sup>14)</sup> 특히 금리인하 시 수도권 주택시장 거래총액이 크게 증가하였는데, 이는 수도권의 경우 높은 투지수요와 주택가격<sup>15)</sup>으로 주택구매 시 대출의존도가 커지면서 금리 변화에 민감해진 데에도 영향을 받은 것으로 보인다(그림 III-1-8).

그림 III-1-8. 기준금리 수준 및 주택 거래대금 규모<sup>1)</sup>

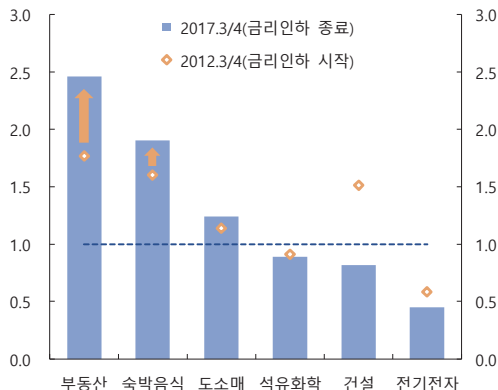


주: 1) 월별 매매거래액(전·후 각각 2개월 포함 5개월 이동평균) × 중위 주택매매가격  
자료: 한국은행, 한국부동산원

부동산 등 생산성이 높지 않은 부문에 대한 대출집중도 상승

기업대출의 경우 금리 하락기에 부동산업 등 생산성이 높지 않은 부문에 대한 대출집중도<sup>16)</sup>가 높아지는 등 자원배분의 비효율이 심화되었다. 과거 금리 인하기를 보면, 부동산, 숙박음식 등 서비스업을 중심으로 대출집중도가 더욱 높아졌다. 부동산업의 경우 금리 인하기 동안 대출집중도가 1.77에서 2.46로, 숙박음식업은 1.60에서 1.90으로 각각 상승<sup>17)</sup>하였으며, 특히 부동산업의 대출집중도 상승(+0.69)이 상대적으로 크게 나타났다(그림 III-1-9).

그림 III-1-9. 금리 인하기 업종별 대출집중도<sup>1)</sup> 변화



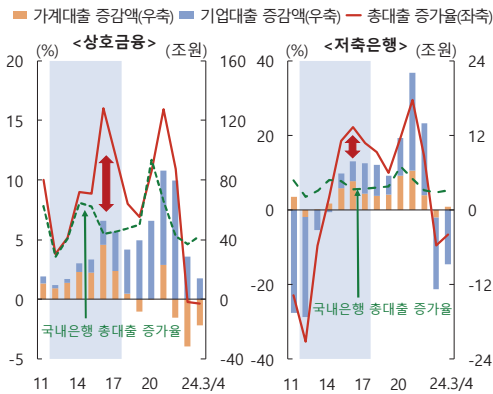
주: 1) 업종별 기업대출 잔액 비중/업종별 GDP 비중  
자료: 한국은행

14) 이에 따라 가계의 총자산에서 실물자산이 차지하는 비중도 2010-2013년 중 하락한 이후 꾸준히 확대되었다.  
 ■ 가계 총자산 중 실물자산 비중(%): 2010년 78.7 → 2013년 74.1 → 2016년 74.7 → 2018년 75.4 → 2020년 76.4 → 2022년 77.9  
 15) 수도권 및 지방의 평균 주택 실거래가(금리 인하기 제곱미터당 기준)는 각각 397.7만원, 218.1만원으로 수도권이 지방에 비해 1.82배 높은 수준이다.  
 16) 기업대출의 산업별 비중(업종별 대출금/총기업대출(금융보험, 공공행정 제외))을 산업별 GDP 비중(업종별 GDP/국내총생산(금융보험, 공공행정 제외))과 비교하는 지표로, 특정 산업에 대한 대출집중도가 1보다 크면 해당 산업의 GDP 비중보다 많은 대출이 유입되고 있음을 의미한다.  
 17) 건설업의 경우 금리 인하기 대출 비중은 2.7%포인트 감소했으나, 건설업이 전체 GDP에서 차지하는 비중이 1.3%포인트 상승하면서 대출집중도는 하락하였다.

금리인하가 장기화될수록 비은행의 수익추구 행태가 강화되면서 관련 대출이 빠르게 증가

과거 금리 인하기 예금취급기관의 자금운용을 대출 중심으로 살펴보면, 초기에는 비은행예금취급기관의 대출 증가율이 은행과 비슷하거나 낮은 수준을 보이다가 금리 인하기가 장기화되고 금리 수준이 낮아질수록 수익추구 행태가 강화되면서 은행을 크게 상회하였다(그림 III-1-10). 업권별로 보면 상호금융의 경우 대출 증가율이 2012년 3.8%에서 2016년 16.0%(국내은행 5.5%)까지 상승하였으며, 저축은행도 저축은행 사태 수습과정에서 대출잔액이 감소세에서 높은 증가세로 전환하였다. 한편 이러한 비은행예금취급기관의 대출 증가는 2차 금리 인하기에도 부동산 PF 대출<sup>18)</sup>을 중심으로 기업대출에서 유사하게 나타났다.

그림 III-1-10. 예금취급기관 업권별 대출 변화<sup>1)</sup> 추이<sup>2)</sup>



주: 1) 전년말 대비  
자료: 금융기관 업무보고서

2) 음영은 1차 금리 인하기

### (3) 향후 금리인하 과정에서의 잠재리스크 점검

향후 한국은행의 기준금리 인하는 단기 금융여건을 완화하고 실물경기의 하방 압력을 축소하며 전반적인 금융안정 상황을 개선시킬 것으로 보이나, 이 과정에서 중장기 금융취약성은 점차 증대될 가능성이 있다. 다만 금번 기준금리 인하 과정에서는 다음의 요인을 추가로 고려할 필요가 있다.

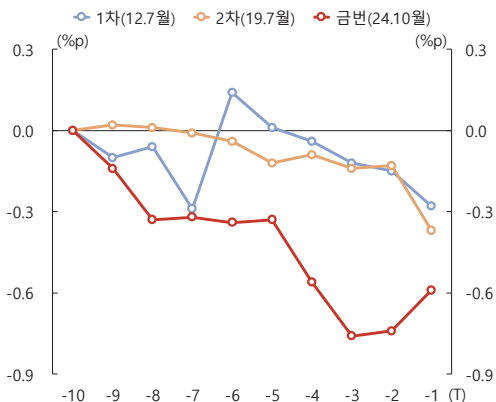
먼저 코로나19 위기 이후 국내외 물가상승 압력이 크게 확대되면서 이례적으로 짧은 기간에 큰 폭으로 금리 인상을 단행한 후 상당 기간 긴축적 통화정책을 운용하는 과정에서 기준금리 인하 기대가 상대적으로 이른 시점에 시장금리에 선반영<sup>19)</sup>되었다(그림 III-1-11). 이러한 시장금리의 선반영으로 금년 2/4분기 이후 수도권을 중심으로 주택가격이 상승하고 가계부채가 증가하는 등 장기적 금융취약성 확대 가능성이 점증하면서 정부 및 감독당국은 기준금리 인하에 앞서 거시건전성 규제를 강화<sup>20)</sup>하였다. 이에 따라 금번에는 금리인하 초기부터 통화정책과 거시건전성 정책 간 정책 조합의 중요성이 더 커진 것으로 보인다.

18) 중장기 추이를 파악할 수 있는 PF대출(본PF+브릿지론)을 기준으로 보면, 2019년 3/4분기~2021년 2/4분기 중 은행 PF대출은 5.5조원 증가한 데 비해 비은행 PF대출은 23.4조원 증가하였다.

19) 장단기금리가 통화정책 기대를 선반영하여 변동하는 것은 자연스러운 현상이나, 금번 시장금리 하락은 연초부터 금리인하 기대가 형성되는 등 선반영 시점이 빠르고 기준금리 인하폭도 과거에 비해 클 것이라는 시장기대로 하락폭도 큰 편이었다. 자세한 내용은 한국은행 블로그 「기준금리 인하와 대출금리 변동 바로 이해하기」(2024.10.30일)를 참고하기 바란다.

20) 감독당국은 2024년 9월부터 2단계 스트레스 DSR을 시행하는 가운데 은행 수도권 주택담보대출 스트레스 금리를 1.2%포인트로 상향하고 은행권 내부관리목적 DSR을 산출하도록 하는 등 가계부채 관리에 적극 나서고 있다.



그림 III-1-11. 과거 통화정책 전환기 가계대출 금리 추이<sup>1)</sup>

주: 1) 기준금리 인하(T) 이전 9개월간 월별 대출금리 누적 변동폭  
자료: 한국은행

다음으로 금번 금리 인하기에는 러시아-우크라이나 전쟁 등 지정학적 리스크가 지속되는 가운데 대선 이후 미국 행정부의 경제정책 변화 가능성도 커지면서 예전에 비해 대내외 불확실성이 한층 확대되었다. 이러한 점을 감안하면 금번에는 금융여건 완화에 따른 금융 및 외환시장의 안정성 제고 효과가 예전보다 제한될 가능성이 있다.

이에 따라 앞서 살펴본 과거 금리 인하기의 주요 특징과 함께 이러한 특수 요인을 고려하여

금번 금리인하 과정에서의 금융안정 측면의 잠재리스크를 점검하였다.

### 가. 가계대출 증가세 확대 가능성에 따른 선제적 거시건전성 규제강화 필요

앞서 과거 금리 수준과 가계대출 증가율 간 상관관계를 통해 살펴봤듯, 금리인하 시 금융여건이 완화되면서 가계대출 증가세가 확대되는 경향<sup>21)</sup>이 있다. 이에 따라 여타 조건이 동일할 경우 기준금리 인하가 가계대출 증가세 확대로 이어질 가능성이 있다. 다만 금번에는 금리인하가 시장금리에 선반영되면서 가계대출 증가와 금융불균형 축적 등이 나타났으며, 이에 대응하여 한국은행이 금년 8월까지 통화정책 긴축기조를 유지한 가운데 감독당국이 선제적으로 거시건전성 규제를 강화<sup>22)</sup>한 바 있다.

거시건전성 규제행태와 가계대출 및 주택담보대출 증가율 간 연관성을 충격반응 분석을 통해 추정된 결과<sup>23)</sup>, LTV, DTI 및 DSR 등 차주 중심의 거시건전성 규제강화는 시차를 두고 가계대출과

21) 한편 최근 가계대출 현황 및 잠재리스크에 대한 자세한 내용은 <주요 현안 분석 2> 「최근 가계부채 현황 및 잠재리스크 점검」을 참조하기 바란다.

22) 최근 주택시장 및 가계대출 상황을 보면, 금년 8월까지 기준금리가 긴축적인 수준이 유지되고 2단계 스트레스 DSR 시행 등 거시건전성 규제강화의 영향이 이어지면서 수도권 주택가격 상승세가 둔화되고 가계대출 증가규모(금융위원회 기준)도 월 5조 원대로 줄어든 모습이다.

#### 최근 주택시장 및 가계대출 상황

	24년 7월	8월	9월	10월	11월
수도권 주택가격 상승률 <sup>1)</sup> (%)	+0.40	+0.53	+0.39	+0.22	+0.11
전금융권 가계대출 증가규모(조원)	+5.2	+9.7	+5.3	+6.5	+5.1

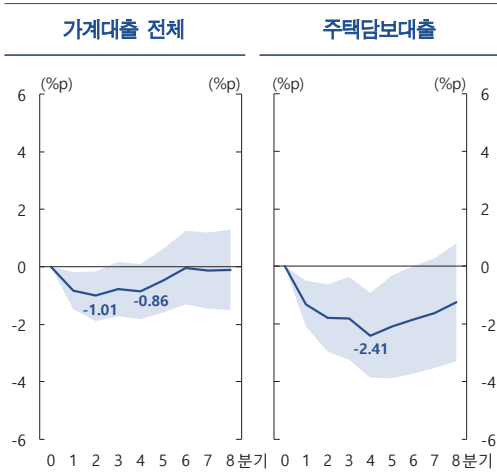
주: 1) 전월대비

자료: 한국부동산원, 금융위원회

23) Jorda(2005)의 국소투영모형(Local Projection)과 Cerutti et al.(2017)을 통해 2011년 1월 ~ 2024년 6월 중 우리나라 LTV, DTI, DSR 등 차주 중심 거시건전성 규제행태(강화 또는 완화 여부)와 가계대출 및 주택담보대출 증가율 간 연관성을 충격반응분석으로 추정하였다. 종속변수는 예금취급기관의 가계대출 또는 주택담보대출 증가율(전년동기대비, t+h)이며 주요 설명변수(t-1)는 1분기 지연된 가계대출 또는 주택담보대출 증가율, 거시건전성 규제 강화 또는 완화(더미변수), 가계대출 또는 주택담보대출금리 변화폭, 경제성장률, 수도권 주택가격 상승률, 금융시장 변동성(로그 변환) 및 코로나19 시기(더미변수)이다. 또한 개별 금융기관의 고정효과를 통해 기관별 고유한 대출행태 및 전략 등을 통제하였으며, 표준오차에는 Newey-West HAC 조정을 적용하였다.

주택담보대출의 증가율을 둔화시키는 데 기여하는 것으로 나타났다. 거시건전성 규제강화는 4분기에 걸쳐 가계대출의 증가율을 약 1.0%포인트 내외 낮추는 것으로 분석되었으며, 주택담보대출은 4분기에 최대 2.4%포인트 정도 증가세가 둔화되면서 규제강화의 효과가 더 크게 나타났다.24) 이에 따라 거시건전성 규제의 유효성을 제고하기 위해서는 주택수요 및 가계대출이 증가하기 최소 6개월에서 1년 전부터 선제적으로 규제강화 조치를 고려할 필요가 있을 것으로 판단된다(그림 III-1-12).

그림 III-1-12. 거시건전성 규제강화와 가계대출 증가율 간 관계<sup>1)2)</sup>

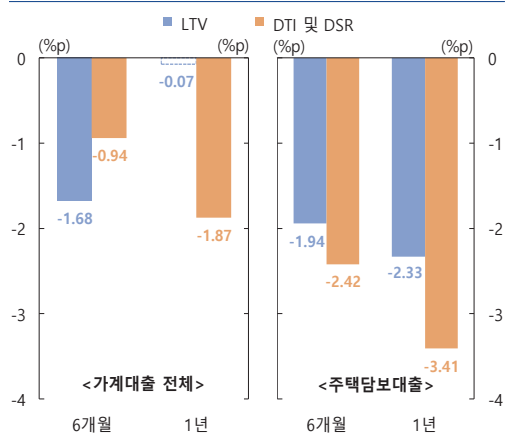


주: 1) 거시건전성 규제강화가 각 분기별 가계대출 및 주택담보대출 증가율에 미치는 영향  
 2) 음영은 95% 수준에서의 신뢰구간을 의미  
 자료: 한국은행 추정

아울러 거시건전성 규제강화가 가계대출에 미치는 영향을 규제수단별, 예금취급기관 업권별로 살펴보았다. 먼저 개별 규제수단의 규제 효과를

보면, LTV, DTI 및 DSR 모두 가계대출과 주택 담보대출 관리에 유효한 것으로 분석되었다. 특히 규제강화 1년 후 시점에서 보면, DTI와 DSR의 정책효과가 LTV보다 큰 것으로 나타나 차주의 소득 능력에 기반한 규제가 가계대출 관리에 더 효과적인 것으로 보인다(그림 III-1-13).

그림 III-1-13. 개별 거시건전성 규제강화에 따른 가계대출 증가율 변화<sup>1)</sup>



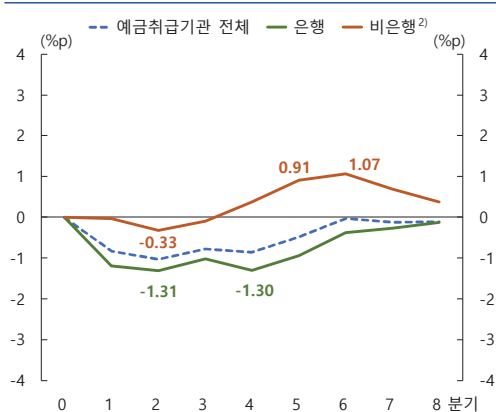
주: 1) 6개월, 1년은 각각 개별 규제강화 이후 시점을 의미, 점선은 통계적으로 유의하지 않음을 의미  
 자료: 한국은행 추정

한편 가계대출 증가에 대응한 거시건전성 규제 강화 효과는 은행권과 비은행권의 가계대출 증가율에 차별적으로 영향을 미친 것으로 분석된다. 규제강화 이후 4분기 동안은 주로 은행권의 가계대출 증가세가 둔화되는 경향이 관찰되었다. 그러나 규제강화 이후 5분기가 지나면서 규제 강도가 상대적으로 낮고 규제 도입 시점도 늦었던 비은행권<sup>25)</sup>으로 대출수요가 이동하면서 해당

24) 아울러 규제강화 이후 5분기가 지나면서 차주 중심의 거시건전성 규제강화가 가계대출과 주택담보대출 증가율에 미치는 영향은 통계적으로 5% 수준에서 유의하지 않은 것으로 나타났다.  
 25) DSR의 경우 금융기관 관리지표로서 2018년 3월 은행권부터 도입되었으며, 이후 비은행권에도 순차적으로 도입(상호금융 2018년 7월, 저축은행 2018년 10월)되었다. 이후 차주 단위 DSR 규제가 은행권 40%, 비은행권 60%로 도입된 후 단계적으로 확대되며 현재 은행과 비은행권의 DSR 규제는 각각 40%, 50%이다. 최근 도입된 스트레스 DSR도 2024년 2월 은행권 주택담보대출에 먼저 적용되었으며 2025년까지 단계적으로 확대될 예정이다.

업권의 가계대출 증가율이 점진적으로 상승<sup>26)</sup>하였다(그림 III-1-14). 이에 따라 효과적인 가계대출 관리를 위해서는 실수요자들의 자금 수요를 크게 제약하지 않는 범위 내에서 업권 간 규제 의 비대칭성을 최소화하는 노력이 지속되어야 할 것으로 판단된다.

그림 III-1-14. 거시건전성 규제강화와 업권별 가계대출 증가율 간 관계<sup>1)</sup>



주: 1) 거시건전성 규제강화가 각 분기별 업권별 가계대출 증가율에 미치는 영향  
2) 상호금융(농협, 수협, 산림조합, 신협) 및 저축은행 기준  
자료: 한국은행 추정

#### 나. 기업의 채무상환능력이 개선되나 취약기업은 경기회복세가 뒷받침될 필요

기업 부문은 긴축적 통화정책 운용 과정에서 높은 수준의 금리부담, 업황개선 지연 등으로 채무상환능력이 저하되면서 한계기업이 증가<sup>27)</sup>하는 등

취약성이 증대되었다. 특히 한계기업에 대한 익스포저가 늘어난 금융기관은 기업 채무상환능력이 빠른 시일 내 개선되지 않을 경우 잠재적 부실 위험에 노출될 수 있다. 이에 따라 향후 금리인하와 이에 따른 경기회복 등의 여건 변화가 기업의 채무상환능력에 미치는 영향을 분석하였다.

거시경제 여건 변화와 기업의 채무상환능력 간 관계를 이자보상배율(영업이익/총이자비용) 분위별로 분석<sup>28)</sup>한 결과, 차입이자율이 하락하고 경기가 회복될 경우 기업의 채무상환능력이 전반적으로 제고될 것으로 보인다(표 III-1-1).

표 III-1-1. 거시경제 여건 변화에 따른 분위별 이자보상배율 개선 정도

	하위 25%	중위 50%	상위 25%
분위별 이자보상배율(배) <sup>1)</sup>	0.10	2.14	8.77
차입이자율 1%p 하락시	+0.07	+0.17	+0.35
명목GDP 성장률 1%p 상승시	+0.08	+0.05	+0.03

주: 1) 분석대상기간(2014 ~ 2023년) 분위별 수치  
자료: 한국은행 추정

먼저 차입이자율 하락이 이자보상배율 개선에 미치는 영향은 채무상환능력이 양호한 기업들(상위 25%)에게 상대적으로 더 큰 것으로 나타났다.<sup>29)</sup> 그러나 경제 성장(명목GDP)에 따른 영업이익 증가와 이로 인한 이자보상배율 제고 효과

26) 거시건전성 규제강화 이후 5분기와 6분기에 상호금융, 저축은행 등 비은행권의 가계대출 증가율이 1.0%포인트 내외 확대되었으며, 동 추정계수는 통계적으로 10% 수준에서 유의하였다.

27) 2023년말 국내 외감기업 중 이자보상배율(영업이익/총이자비용)이 3년 연속 1을 하회하는 한계기업 비중은 26.0%(차입금 비중)로 2010년 이후 가장 높은 수준을 나타냈다. 자세한 내용은 2024년 9월 금융안정 상황 <이슈 분석> 「최근 한계기업 평가 및 시사점」을 참고하기 바란다.

28) 동 분석을 위해 McCoy et al.(FEDS Notes, 2020)을 참고하여 2014년~2023년 중 국내 외감기업(2023년 기준 대기업 5,474개, 중소기업 23,472개 등 총 28,946개)를 대상으로 종속변수(t)는 기업 이자보상배율(영업이익/총이자비용), 설명변수(t-1)는 명목GDP 성장률, 기업 차입이자율, 소비자물가지수 상승률, 10년 만기 국제 수익률, 장·단기 금리스프레드를 각각 설정하여 분위별 회귀분석(Quantile regression)을 실시하였다. 유의성 확인을 위한 표준오차는 부트스트래핑을 이용하여 추정하였다.

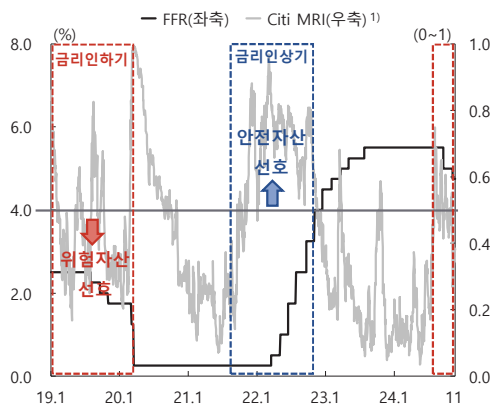
29) 이자보상배율 하위 25%인 기업의 경우 차입이자율 1%포인트 하락시 이자보상배율이 0.07배 증가한 반면, 이자보상배율이 상위 25%인 기업은 0.35배 증가하였다. 이러한 결과는 이자보상배율 수준이 높은 기업의 경우 낮은 기업보다 영업이익의 규모가 커, 같은 폭의 차입이자율 변동에도 이자보상배율의 개선 정도가 더 두드러지기 때문이다.

는 채무상환능력이 취약한 기업에서 더 큰 것으로 분석된다. 이에 따라 취약기업의 채무상환능력이 개선되기 위해서는 금리인하에 따른 자금조달 비용 절감과 더불어 업황 개선에 따른 영업이익 제고가 중요한 것으로 판단된다.

#### 다. 수익 추구(search-for-yield)에 따른 위험선호 강화

앞서 살펴본 바와 같이 금리 인하기에는 완화적인 금융여건이 조성되면서 경제주체들의 위험선호가 강화되고 위험자산에 대한 투자가 확대될 가능성이 있다. 특히 금리인하가 진행될수록 글로벌 위험선호가 강화되는 경향을 보였다(그림 III-1-15). 따라서 우리나라에서도 향후 금리인하 국면이 지속될 경우 위험선호가 강화되면서 부동산 및 금융자산 등에 대한 투자가 더욱 확대될 가능성이 있다.

그림 III-1-15. 미 기준금리 및 글로벌 위험선호

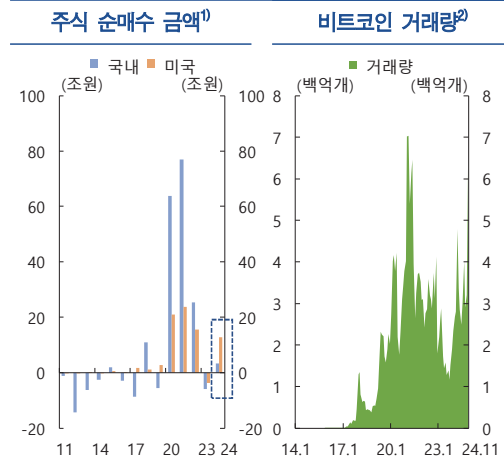


주: 1) 위험선호에 민감한 주식, 금리, 환율, 신흥국 국채 스프레드, 회사채 CDS 등의 자산가격 움직임을 통해 산출한 위험자산 선호지수로 0에서 1 사이의 값을 가짐  
자료: Bloomberg

아울러 위험자산에 대한 선호 강화가 해외 주식 투자 확대, 가상자산에 대한 투자 증가 등으로 이어질 가능성도 있다. 최근 해외증시 수익률이 상대적으로 높게 나타나면서 개인 투자자의 해외 주식투자가 늘어난 점을 고려하여 개인 투자자의 투자행태 변화와 그에 따른 환율 영향을 면밀히 모니터링할 필요가 있다.

또한 미국 신정부가 가상자산에 대해 친화적인 정책을 추진할 것이라는 기대가 형성되면서 최근 가상자산에 대한 거래도 급격히 증가하고 있다. 특히 가상자산 거래 활성화에 따른 투자자의 레버리지 확대, 특정 거래소에 집중된 거래행태 등은 대내외 충격시 리스크 요인으로 작용할 가능성이 있다(그림 III-1-16).

그림 III-1-16. 해외 및 가상자산 투자



주: 1) 연간 개인 주식 순매수 금액 기준, 미국 주식 순매수 금액의 경우 해당연도 평균 환율을 적용하여 원화 환산

2) 월평균 거래량

자료: 한국거래소, 한국에탁결제원, CoinMarketCap

한편 시장금리 하락으로 자금조달 여건이 개선되고 위험선호가 강화되면 비은행금융중개<sup>30)</sup>

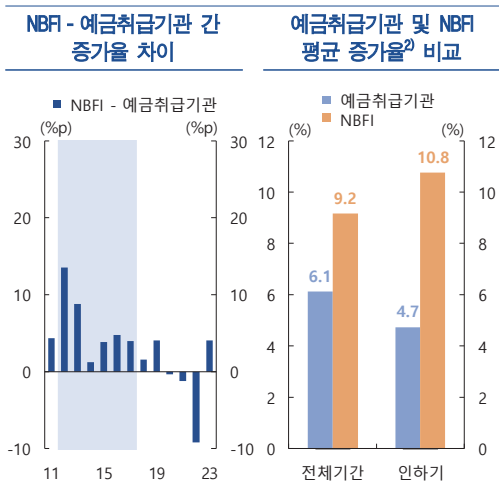
30) 비은행금융중개 관련 리스크에 대한 자세한 내용은 <참고5> 「국내 비은행금융중개(NBF) 현황 및 리스크 점검」을 참조하기 바란다.

(Non-Bank Financial Intermediation) 규모가 빠르게 확대되는 경향이 있다. 과거 금리 인하기 비은행금융중개 증가율이 큰 폭으로 높아지는 등 예금취급기관에 비해 빠른 성장세를 보였다. 비은행금융중개의 확대는 레버리지에 상당 부분 의존하고 있을 뿐 아니라, 자산운용시 만기 및 유동성 변환을 동반할 가능성이 높아 시스템리스크가 축적될 가능성에 유의할 필요가 있다(그림 III-1-17).

**라. 금리인하는 경제성장을 지원하나 금리인하로 인한 금융불균형 확대는 중기적 경기하방 리스크를 확대할 가능성**

기준금리 인하는 일반적으로 내수를 부양하여 성장을 촉진하는 것으로 알려져 있다. 하지만 금융안정 측면에서는 향후 기준금리 인하로 인한 민간신용 확대와 주택가격 상승 등의 영향으로 금융불균형이 누증될 경우 실물경제의 하방리스크가 확대될 가능성이 있다.<sup>31)</sup>

그림 III-1-17. 비은행금융중개(NBFI) 증가율<sup>1)</sup>



주: 1) 음영은 1차 금리 인하기  
 2) 해당 기간 중 금융자산 평균 증가율 기준  
 자료: 자금순환통계, 한국은행 시사

Growth-at-Risk (GaR, 1년 후 최대예상 GDP 감소율) 방법<sup>32)</sup>을 이용하여 분석한 결과를 보면, 금융취약성 변화가 향후 경제성장률의 하방리스크에 미치는 영향을 확인할 수 있다. 1년 후 실질GDP 성장률의 예상 분포를 추정한 결과, 2024년 2/4분기 이후 금융취약성지수가 상승하면서 GaR(1년 후 성장률 분포 하위 5%, 2025년 2/4분기: 0.24%, 2025년 3/4분기: 0.18%)은 다시 하락하는 것으로 분석된다. 아울러 향후 금리인하에 따라 금융불균형 누증이 심화될 경우 2026년 4/4분기 GaR은 -0.23%까지 추가 하락하는 등 실물경제의 하방리스크가 확대될 것으로 예상된다. 다만 금리인하와 함께 거시건전성 규제 강화를 가정하여 추정된 금융취약성지수를 바탕

31) 2022년 12월 금융안정보고서 <현안 1> 「기준금리 인상이 금융안정에 미치는 영향 분석」에서는 FVI의 상승률이 장기평균보다 높을 경우 1년 후 경제성장률이 장기평균을 크게 하회하는 경우가 많았음을 지적하고 있으며, Mian et al.(2017)은 우리나라를 포함한 30개국의 패널데이터 분석을 통하여 가계부채/GDP 비율의 상승이 저성장과 고실업률을 초래한다는 실증분석 결과를 발표하였다.  
 32) GaR에 대한 보다 자세한 내용은 Adrian et al.(2019)과 2019년 6월 금융안정보고서 <참고 1> 「Growth-at-Risk를 활용한 우리나라의 금융취약성 평가」(12쪽)를 참고하기 바란다. GaR의 구체적인 계산식은 아래 분위수 회귀모형(quantile regression)으로 추정한다.

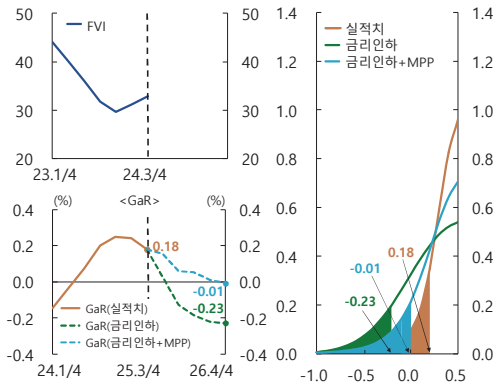
$$\tilde{y}_{t+h}^q = \alpha_h^q + \beta_{y,h}^q y_t + \beta_{F,h}^q FVI_t + \epsilon_{t+h},$$

여기서  $\tilde{y}_{t+h}$ 는 t기 이후 h기 동안의 평균 실질GDP 성장률,  $y_t$ 는 t기의 실질GDP 성장률,  $FVI_t$ 는 t기의 금융취약성지수, q는 분위수를 각각 의미한다.  $\beta_{y,h}^q, \beta_{F,h}^q$ 는 q분위의 회귀계수 추정치로, 해당 설명변수의 변화가 t+h기 GDP 성장률에 미치는 한계효과를 나타낸다.

33) GaR 방법에 따라 추정된 예상분포와 GDP 전망 결과 간에는 분석목적 및 방법상의 차이가 있기 때문에 두 결과를 단순 비교하는 데에는 무리가 있음에 유의할 필요가 있다. GaR 분석방법은 GDP의 하방리스크 추정에 목적이 있는 반면 GDP 전망은 경제의 성장경로 추정에 목적이 있다. 또한 GDP 전망 시에는 소비·투자·대외여건 등의 거시경제 상황을 다각도로 고려하는 반면, GaR 분석 시에는 과거 GDP 성장률과 금융여건(FVI) 등 소수의 설명변수만 가지고 예상분포를 도출하기 때문에 두 결과가 함의하는 정보가 상이하다.

으로 예측한 GaR에서는 성장의 하방리스크가 상대적으로 작게 나타났다. 거시건전성 규제가 강화될 경우 2026년 4/4분기 GaR은 -0.01%로 상향조정되어 성장의 하방리스크 증가가 다소 억제<sup>34)</sup>되는 것으로 분석된다(그림 III-1-18).

그림 III-1-18. FVI 및 GaR<sup>1)</sup> 추이와 GDP 예상분포<sup>2)</sup>



주: 1) 각 시점별 GaR(하위 5% 분위값)로 추정된 1년 후의 실질 GDP 성장률을 의미  
 2) 가로축은 GDP 성장률, 세로축은 확률밀도함수  
 자료: 한국은행 추정

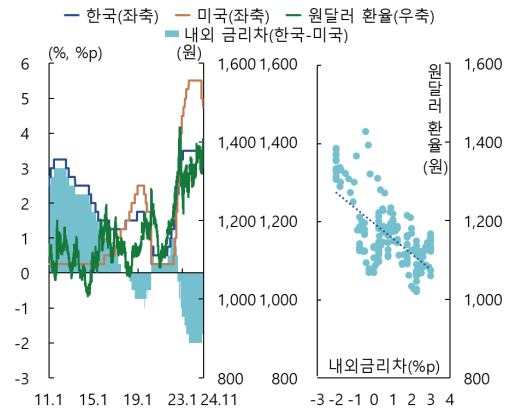
### 마. 금리인하 과정에서의 대외부문 리스크 확대 가능성

일반적으로 금리인하에 따른 원화 표시 금융자산의 수익률 저하는 시장참가자들의 외화 표시 투자자산 비중 확대로 이어질 수 있으며, 이 과정에서 환율상승과 외환시장 변동성 확대 등이 나타날 수 있다.<sup>35)</sup> 이러한 환율변동의 방향성과 폭은 우리나라의 금리 조정뿐만 아니라 상대국 중앙은행의 통화정책 기조와의 상호작용에 의해

크게 좌우되는 경향이 있다.

과거 사례를 보면, 원/달러 환율은 기준금리 인하보다는 우리나라와 미국의 금리 차에 상관관계를 보였다(그림 III-1-19). 이에 따라 향후 원/달러 환율의 움직임은 한국은행과 미 연준의 통화정책 긴축 완화 속도와 정책금리 격차에 일부 영향을 받을 것으로 보인다. 한편 보호무역주의 강화, 글로벌 달러 강세 등으로 인한 환율 변동성 확대 가능성에 유의할 필요가 있다. 환율 수준과 변동성은 외환시장과 물가에 영향을 미칠 뿐만 아니라 금융안정의 기초여건인 금융기관의 손실흡수력과 유동성 제고에 부정적인 요인으로 작용할 수 있는 만큼 이에 대한 면밀한 모니터링이 지속될 필요가 있다.<sup>36)</sup>

그림 III-1-19. 내외금리차<sup>1)</sup>와 환율 추이



주: 1) 한국-미국 간 정책금리 차이  
 자료: 한국은행

34) IMF(Global Financial Stability Report, 2024년 10월)의 분석에서도 거시건전성 정책이 동반된 완화적 통화정책은 거시건전성 정책이 동반되지 않은 경우보다 GDP성장률 하방리스크를 0.3~0.6%포인트 하락(GaR 0.3~0.6%포인트 상승)시키는 것으로 나타났다.  
 35) 다만 우리나라의 경우 과거 금리 인하기 대외부문이 금융불안지수(FSI) 변화에 미친 영향은 다소 제한적이었는데, 이는 환율상승 압력과 변동성 확대에도 불구하고 금융·외환시장에서 신용 스프레드가 축소되고 대외자금여력이 개선된 데 기인한다.  
 36) 자세한 내용은 <참고 8> 「환율 상승이 국내 금융기관의 재무건전성에 미치는 영향」을 참조하기 바란다.

#### (4) 종합평가 및 시사점

금리인하는 경제주체의 자금조달 여건, 채무상환 능력 및 금융기관의 자산건전성 등을 개선하여 금융불안 요인을 완화시키는 데 기여할 것으로 보인다. 다만 이 과정에서 자산가격 상승, 가계 대출 증가 및 이에 따른 금융불균형 확대 등 중장기적 금융안정 취약성이 점진적으로 확대될 우려가 있다. 이에 따라 금융여건 완화가 금융안정에 미치는 부정적인 영향을 감안하여 거시건전성 규제<sup>37)</sup>를 선제적이고 일관성 있게 시행해 나갈 필요가 있다.

한편 긴축적 통화정책 운용 과정에서 취약성이 증대된 기업부문의 경우 금리인하로 이자상환 부담이 축소되면서 전반적인 채무상환부담이 완화될 것으로 보인다. 다만 취약기업의 경우 차입금리와 함께 경기회복의 영향이 크게 작용하는 만큼 금리인하 이후에도 채무상환능력 개선에 다소 시간이 소요될 것으로 보여 기업부문에 대한 원활한 자금조달 여건을 유지할 필요가 있다. 다만 이익창출능력이 취약한 일부 부실기업이 우호적 금융여건을 이용하여 구조조정이 지연되는 현상은 경계해야 할 것으로 보인다.

마지막으로 금융여건 완화에 따른 신용 경계감 완화 및 수익추구가 강화되는 것은 금리인하 과정에서 나타나는 자연스러운 현상일 수 있다. 다만 수익추구 행태는 금융 및 외환시장의 변동성을 높이는 요인으로 작용할 수 있으며 비은행금융 증개 등을 통해 금융시스템 내 레버리지를 확대

하고 상호연계성을 높여 금융시스템의 취약성을 높일 수 있다. 이에 따라 비전통 금융상품 등의 리스크 조기 식별 등을 위해 모니터링을 강화하는 한편 중장기 금융안정의 잠재리스크 방지를 위해 정책당국 간 공조를 지속해 나갈 필요가 있다.

37) 특히 거시건전성 규제강화가 1년 정도 지난 시점에 주택담보대출 등 가계대출에 미치는 효과가 가장 큰 것으로 나타났는데, 이러한 점에서 금년 8월에 기준금리를 동결한 가운데 거시건전성 규제를 선제적으로 강화한 것은 향후 금리인하 과정에서 부동산 가격 안정과 가계대출 증가세를 둔화하는 데 기여할 것으로 보인다.

## 주요 참고문헌

유재원, 박서정, 홍준의(2023), “예금취급기관의 예금조달행태 변화 및 정책적 시사점”, BOK 이슈노트, 2023-33.

정천수, 전은총(2022), “가계대출의 금리민감도 분석 및 시사점”, 한국은행 조사통계월보 제76권 제9호.

한국은행 금융안정보고서(2019.6, 2022.12, 2024.6).

Adrian, T. & Liang, N.(2018), Monetary policy, financial conditions, and financial stability. *International Journal of Central Banking*, January, pp. 1 - 47.

Adrian, T., Boyarchenko, N. & Giannone, D.(2019), Vulnerable growth. *American Economic Review*, 109(4), pp. 1263 - 1289.

Adrian, T. & Shin, H.S.(2010), Liquidity and leverage. *Journal of Financial Intermediation*, 19, pp. 418 - 437.

Akinci, O., Benigno, G., Del Negro, M. & Queralto, A.(2021), The financial (in)stability real interest rate,  $R^{**}$ . *International Finance Discussion Papers*, No. 1308, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Barajas, A., Choi, W.G., Gan, K.Z., Guérin, P., Mann, S., Wang, M. & Xu, Y.(2021), Loose Financial Conditions, Rising Leverage, and Risks

to Macro-Financial Stability. IMF Working Paper No. 2021/222, International Monetary Fund.

Cerutti, E., Claessens, S. & Laeven, L.(2017), The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence. *Journal of Financial Stability*, 28, pp. 203 - 224.

Gambacorta, L.(2009), Monetary policy and the risk-taking channel. *BIS Quarterly Review*, December, pp. 43 - 53.

International Monetary Fund(2024), Macrofinancial stability amid high global economic uncertainty. In *Global Financial Stability Report*, October, Chapter 2.

Jordà, Ò.(2005), Estimation and inference of impulse responses by local projections. *American Economic Review*, 95(1), pp. 161 - 182.

McCoy, J., Palomino, F., Perez-Orive, A., Press, C. & Sanz-Maldonado, G.(2020), Interest coverage ratios: Assessing vulnerabilities in nonfinancial corporate credit. *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, December.

Mian, A., Sufi, A. & Verner, E.(2017), Household debt and business cycles worldwide. *The Quarterly Journal of Economics*, 132(4), pp. 1755 - 1817.