
Ⅲ. 주요 현안 분석

1. 매크로레버리지 평가를 통한 금융시스템의 잠재리스크 점검 97
2. 마이크로데이터 기반 스트레스 테스트 모형 재구축 및 금융기관
복원력 점검 111

1. 매크로레버리지 평가를 통한 금융시스템의 잠재리스크 점검¹⁾

- (1) 검토 배경
- (2) 매크로레버리지의 현황과 특징
- (3) 매크로레버리지 수준 및 상승 속도 평가
- (4) 잠재리스크 점검
- (5) 종합평가 및 시사점

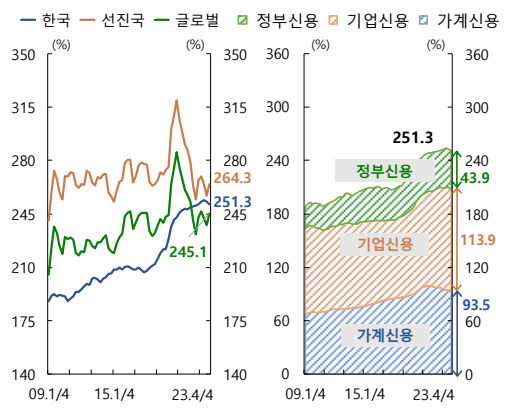
(1) 검토 배경

매크로레버리지(macro leverage)²⁾는 거시경제를 구성하는 가계, 기업 및 정부 부문이 보유한 부채 규모의 명목GDP 대비 비율을 의미한다. 우리나라의 매크로레버리지는 2023년 4/4분기말 기준 251.3%³⁾로 글로벌 평균(245.1%)보다 높지만 선진국 평균(264.3%)에 비해서는 낮은 수준⁴⁾이며, 차주별로는 기업 113.9%, 가계 93.5% 및 정부 43.9% 순이다(그림 III-1-1).

적절한 수준의 레버리지는 경제주체의 원활한 경제활동에 긍정적이지만 민간신용의 과도한 증가는 금융불균형⁵⁾ 누적을 통해 금융시스템의 취약성을 높이고 금융 또는 실물 충격 발생시 금융불안을 확대시킬 수 있다. 또한 금융불안이

발생할 경우 정책 대응여력을 종합적으로 고려하기 위해 민간신용과 함께 정부 부문의 레버리지도 함께 살펴볼 필요가 있다. 이에 본고에서는 우리나라 매크로레버리지의 현황과 특징을 살펴보고 금융안정 측면에 초점을 두어 그 수준과 상승 속도를 평가한 다음 부문별로 잠재리스크를 점검하였다.⁶⁾

그림 III-1-1. 매크로레버리지 추이



자료: 한국은행(국민소득, 자금순환통계), BIS

(2) 매크로레버리지의 현황과 특징

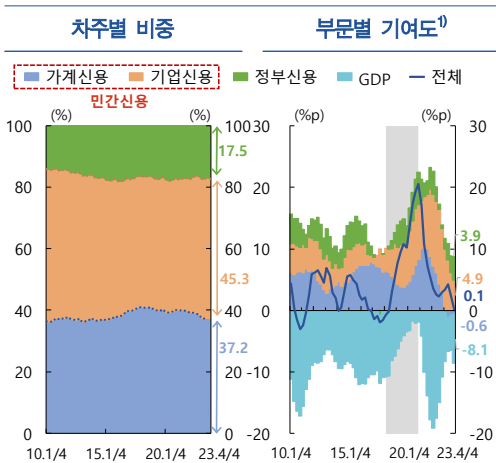
우리나라의 매크로레버리지는 가계와 기업 부문의 부동산 관련 신용공급이 확대되며 상승하였고 그 과정에서 비은행금융기관의 대출이 확대되었다.⁷⁾

1) 본고는 나성오·박지수·남승희(안정총괄팀), 유재원·안준영(안정분석팀)이 작성, 서평석(금융안정기획부장)·임광규(안정총괄팀장)·김정호(안정분석팀장)·방홍기(정책기획부장)·최영주(통화금융부장)가 검토하였다.
 2) BIS는 이를 비금융부문에 대한 신용(credit to non-financial sector)으로 지칭하고 있다.
 3) 2024년 6월 5일 국내총생산(GDP) 통계의 기준년 변경(2015년 → 2020년)을 반영한 결과이다.
 4) 글로벌 평균은 BIS가 매크로레버리지 수준을 발표하는 44개 국가 또는 지역 기준이며, 선진국 평균은 BIS가 이 중 선진국(advanced economies)으로 분류한 11개 국가 또는 지역(호주, 캐나다, 스위스, 덴마크, 영국, 일본, 뉴질랜드, 노르웨이, 스웨덴, 미국 및 유로지역) 기준이다.
 5) 금융불균형(financial imbalance)은 자산가격의 과도한 상승을 동반한 급격한 신용 증가를 의미한다. 경제주체들의 낙관적 전망을 기반으로 민간신용 증가와 자산가격의 상승이 자기강화적으로 작용하면서 금융시스템의 취약성이 누적되며, 이는 금융위기 발생 가능성을 높이고 이후 급격한 디레버리징과 경기회복 지연으로 이어질 수 있다. 가계 및 기업 부문의 매크로레버리지에 해당하는 GDP 대비 민간신용 비율은 금융불균형 정도를 측정하는 대표적 지표이다.
 6) 최근 가계·기업 신용 레버리지 현황에 대한 자세한 내용은 I. 금융안정 상황 1. 신용시장 (3) 신용 레버리지를 참고하기 바란다.
 7) 우리나라의 부동산PF 관련 리스크는 이러한 특징이 종합적으로 반영된 결과로 볼 수 있다.

민간신용이 상승을 주도한 가운데 정부 레버리지도 증가

매크로레버리지의 분자인 전체 신용에서 민간 부문이 차지하는 비중은 2023년 4/4분기말 기준 82.5%(기업 45.3%, 가계 37.2%)이다. 2010~2017년중 매크로레버리지의 전년동기대비 증감을 구성 요소별로 분해한 결과에서도 차주 측면에서는 민간신용의 기여도(분기 평균 +9.7%포인트)가 정부 부문(+1.6%포인트)에 비해 상당히 컸으며, 특히 2018~2020년 기간 중에는 경제성장세 둔화와 함께 민간신용 확대(+12.0%포인트)가 맞물리면서 매크로레버리지가 빠르게 상승하였다(그림 III-1-2).

그림 III-1-2. 차주별 비중 및 레버리지 증감의 부문별 기여도

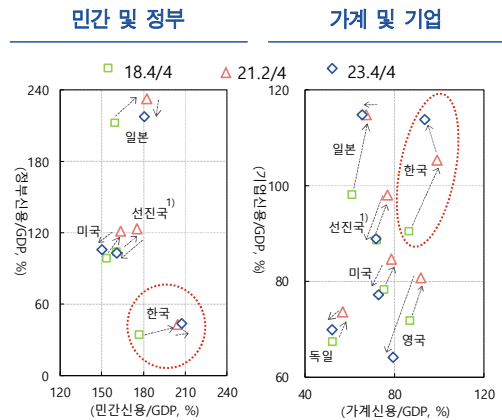


주: 1) 매크로레버리지의 증감(전년동기대비)을 차주(분자)인 가계, 기업, 정부 신용 및 GDP(분모) 기여분으로 분해
 자료: 한국은행(국민소득, 자금순환통계)

특히 코로나19 위기 종료8)를 전후로 민간 및

정부 부문별 매크로레버리지 변화를 주요국과 비교해보면 우리나라의 경우 민간신용이 2018년 말부터 2021년 2/4분기까지 빠른 상승 속도를 보이는 가운데 정부 레버리지도 완만한 상승을 지속하였다. 반면 주요국은 대체로 민간 및 정부 레버리지가 동반 상승하였다가 과거 레버리징 경로를 그대로 역행하면서 민간과 정부 부문 모두에서 디레버리징이 진행되었다. 민간신용을 가계와 기업 부문으로 구분해 보더라도 주요국 대부분은 코로나19 이후 가계와 기업 부문에서 동시에 디레버리징이 진행되었던 반면 우리나라는 기업 부문을 중심으로 레버리지가 한동안 상승을 지속하였다9)(그림 III-1-3).

그림 III-1-3. 코로나19 전후 부문별 매크로레버리지 변화



주: 1) 호주, 캐나다, 스위스, 덴마크, 영국, 일본, 뉴질랜드, 노르웨이, 스웨덴, 미국 및 유로지역
 자료: 한국은행(국민소득, 자금순환통계), BIS

이는 부동산 관련 대출 수요가 이어지는 가운데 코로나19 위기 대응 과정에서 생활자금 수요 및 피해기업에 대한 금융지원 조치10) 영향이 가세하고, 코로나19 이후에는 취약부문에 대한 금융

8) 2021년 3/4분기부터 주요국의 코로나19 방역 관련 조치가 상당폭 완화되었다는 점을 감안하여 해당 분기를 기점으로 코로나19 위기가 종료된 것으로 간주하였다.

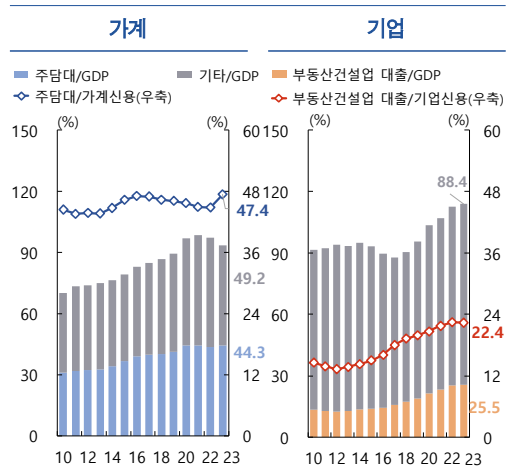
9) 부문별로 보면 가계는 2021년 4/4분기말, 기업은 2023년 4/4분기말에 들어서야 레버리지가 전분기 대비 하락 전환하였다.

지원 정책 등¹¹⁾이 주요국에 비해 상대적으로 장기간 지속¹²⁾된 데 기인한다.

부동산 관련 레버리지 확대

부동산 관련 대출(주택담보대출¹³⁾ 및 부동산·건설업 대출의 합계) 잔액의 GDP 대비 비율은 2023년 4/4분기말 기준으로 69.8% 정도¹⁴⁾이며, 이는 주택담보대출 44.3%와 부동산·건설업 대출 25.5%로 구분된다. 부문별로 보면, 가계 부문의 주택담보대출 비중(가계신용 대비)이 2010년말 44.4%에서 2023년말 47.4%로 3.0%포인트 상승하는 데 그쳤다. 다만, 비주택담보대출이 기타대출¹⁵⁾에 포함되어 있고 신용대출도 부동산 구입 등 목적으로 사용될 수 있다는 점을 감안하면 실제 가계 부문의 부동산 관련 레버리지 수준과 증가폭은 더 클 것으로 추정된다.¹⁶⁾ 한편 기업 부문에서는 동 기간중 부동산·건설업 대출의 기업신용 대비 비중이 14.6%에서 22.4%까지 꾸준히 상승(+7.8%포인트)하면서 부동산 관련 신용 공급이 장기간 확대되었다(그림 III-1-4).

그림 III-1-4 부동산 관련 레버리지



자료: 한국은행(국민소득, 자금순환통계, 가계신용통계), 금융기관 업무보고서

2021년 이후 비은행 중심으로 상승 후 하락

금융업권별¹⁷⁾ 대출 잔액의 GDP 대비 비율 변화(전기대비)를 보면, 은행은 2020년 하반기 이후 상승세 둔화가 이어진 반면 비은행금융기관은 부동산 관련 업종¹⁸⁾과 자영업자¹⁹⁾ 대출을 중심으로 2022년 상반기까지 상승세가 확대되었다. 하지만 이후 리스크 관리 강화 영향으로 비은행금융기관 대출이 빠르게 축소²⁰⁾되면서 금융

10) 정부의 중소기업 및 소상공인을 대상으로 한 대출 만기연장 및 원금·이자에 대한 상환유예 지원 잔액은 2020년 8월말 75.9조원에서 2022년 6월말 141.4조원까지 증가하였다가 이후 하락하여 2023년 6월 기준 76.2조원 규모이다.

11) 이외에도 ① 2022년중 정부의 에너지 가격 정책에 따른 일부 공기업의 적자폭 확대로 인한 기업 부문의 부채 증가 ② 예대율 등 금융규제 완화 조치의 연장으로 인한 금융기관의 대출 여력 증가 ③ 주요국에 비해 상대적으로 양호한 상업용 부동산 경기로 인한 관련 대출 수요 지속 등의 요인이 작용하였다.

12) 우리나라의 코로나19 위기 대응을 위한 금융지원 정책의 지속기간은 2020년 3월 이후 31개월로, 일본(40개월)을 제외하면 미국(15개월), 캐나다(16개월), 영국(13개월), 독일(26개월), 프랑스(28개월) 등 여타 주요국에 비해 긴 편이다.

13) 가계신용통계 기준으로 개별주택담보대출, 전세자금대출 및 집단대출이 모두 포함된다.

14) 부동산 관련 대출에 대한 금융기관의 보증이나 유동화증권 등은 제외된 규모이다.

15) 가계신용중 주택담보대출을 제외한 여타 대출이 모두 해당된다.

16) 부동산가격의 상승세가 지속된 기간중 주택담보대출과 기타대출의 증가 규모(조원)를 비교해보면 2009년 2/4분기-2012년 1/4분기: 주택대 +91.0 기타 +150.5, 2013년 4/4분기-2018년 4/4분기: 주택대 +305.1 기타 +271.4, 2019년 4/4분기-2021년 4/4분기: 주택대 +141.7 기타 +220.0으로 기타대출의 증가폭이 주택담보대출에 비해 크거나 비슷한 수준이다.

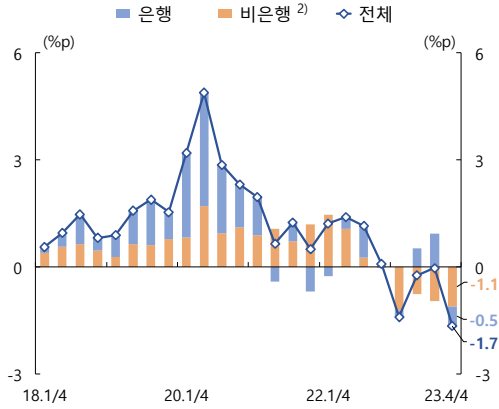
17) 2023년 4/4분기말 기준 매크로레버리지(251.3%)를 보유 주체별로 구분해보면 금융법인이 206.1%, 비금융법인(기업 등)이 45.2%를 보유하고 있다.

18) 비은행권의 부동산PF 대출 잔액은 2022년말 기준 90.9조원으로 2020년말 66.4조원 대비 24.5조원 증가하였으며, 동 기간중 은행은 비은행권의 절반 수준인 13.3조원 증가하는 데 그쳤다.

19) 비은행권의 자영업자 대출 잔액은 2022년말 기준 401.3조원으로 2020년말 269.4조원 대비 131.9조원 증가하였으며, 이는 동 기간중 자영업자 대출 증가액 216.3조원 중 61.0%에 해당한다.

업권 대출 잔액의 GDP 대비 비율도 하락 전환 되었다(그림 III-1-5).

그림 III-1-5. 금융업권별 대출의 GDP 대비 비율 변화¹⁾



주: 1) 전기 대비
 2) 비은행에금취급기관 및 기타금융기관
 자료: 한국은행(국민소득, 자금순환통계), 금융기관 업무보고서

(3) 매크로레버리지 수준 및 상승 속도 평가

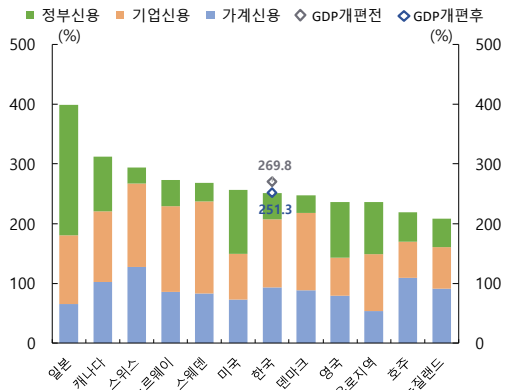
과도한 매크로레버리지는 금융불균형 축적을 통해 금융시스템의 취약성을 높이는 요인이므로 그 수준과 상승 속도를 비교 또는 평가할 필요가 있다.

가. 수준 비교

선진국 그룹²¹⁾의 매크로레버리지는 2023년 4/4 분기말 기준으로 일본(398.8%)이 가장 높고 뉴

질랜드(208.6%)가 가장 낮아 그룹 내에서도 최대 190.2%포인트의 큰 차이를 보이는 가운데 적정 수준에 대해서도 다양한 견해²²⁾가 존재한다. 우리나라는 GDP 기준년 개편 이후 269.8%에서 251.3%로 낮아져 미국, 덴마크 등과 비슷한 수준이다(그림 III-1-6).

그림 III-1-6. 주요 국가별 매크로레버리지¹⁾



주: 1) 2023년 4/4분기말 기준
 자료: 한국은행(국민소득, 자금순환통계), BIS

민간신용은 선진국 대비 높은 수준

우리나라 가계 부문의 매크로레버리지는 그간 상승세가 지속되어 오다가 2022년 들어 완만한 하락세로 전환되었으나 2023년 4/4분기말 기준 93.5%(GDP 기준년 개편전 기준 100.4%)로 선진국 평균(71.8%)대비 21.7%포인트 높은 수준이다. 기업 부문은 코로나19 이전까지는 선진국 평균과 대체로 비슷한 추세를 보였으나 이후 선진국

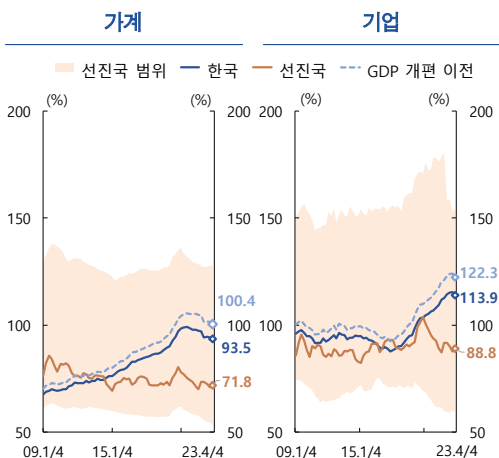
20) 비은행금융기관 대출의 전년동기대비 증가율을 보면 가계대출(가계신용통계 기준)은 2021년 3/4분기말 이후 증가세 둔화가 이어지면서 2022년 4/4분기말 감소 전환되어 2024년 1/4분기말 기준으로 -3.9%를 기록하였다. 기업대출(금융기관 업무보고서 기준)도 2022년 2/4분기말 이후 증가율 둔화가 지속되면서 2024년 1/4분기말 2.7%까지 하락하였다.

21) BIS가 선진국(advanced economies)으로 분류한 11개 국가 또는 지역(호주, 캐나다, 스위스, 덴마크, 영국, 일본, 뉴질랜드, 노르웨이, 스웨덴, 미국 및 유로지역) 기준이다.

22) 매크로레버리지 수준의 임계치에 대한 연구는 주로 채무상환 부담 증가에 따른 소비 및 투자 여력 제약을 통해 경제성장이 부정적 영향을 받을 가능성에 초점을 두고 있다. 박창현 외(2021)에 따르면 기존 연구는 매크로레버리지 임계치 수준으로 가계 75-85%, 기업 80-90%, 정부 85-90% 정도를 제시하였다. 반면 Pescatori et al.(2014) 등은 특정 임계치가 존재하지 않는다고 보았다.

과 달리 상승세가 지속되면서 113.9%(GDP 기준년 개편전 기준 122.3%)까지 상승하여 선진국 평균(88.8%)과의 격차가 25%포인트 정도까지 확대되었다(그림 III-1-7).

그림 III-1-7. 민간신용 매크로레버리지 추이



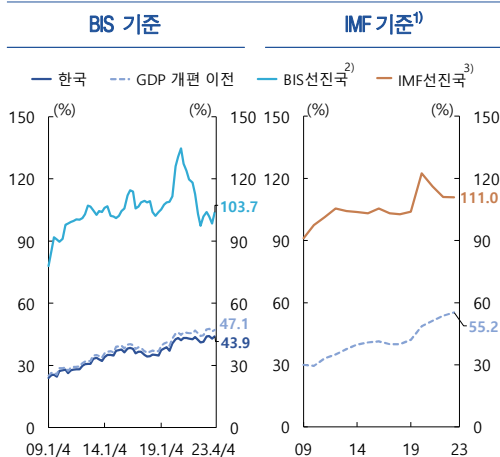
자료: 한국은행(국민소득, 자금순환통계), BIS

정부신용은 상대적으로 낮은 수준

우리나라 정부 부문의 매크로레버리지는 BIS 기준 2023년 4/4분기말 43.9%(GDP 기준년 개편전 기준 47.1%)로 선진국 평균(103.7%) 대비 상당폭 낮은 수준이며, 이는 선진국 대부분이 정부부채 규모가 상당히 큰 기축통화국²³⁾이기 때문이다. 한편 IMF 등에서 활용되는 일반정부 부채(D2)

기준²⁴⁾으로 보면 비영리공공기관 부채가 포함되면서 BIS 기준에 비해 소폭 높은 55.2%(GDP 기준년 개편전 기준²⁵⁾로 상승한다. 하지만 IMF 기준 선진국²⁶⁾ 평균(111.0%)에 비해 우리나라 정부 부문의 매크로레버리지는 여전히 낮은 수준이다(그림 III-1-8).

그림 III-1-8. 정부 부문 매크로레버리지 추이



주: 1) 우리나라는 GDP 기준년 개편전 기준

2) 11개 국가 또는 지역

3) 37개 국가

자료: 한국은행(국민소득, 자금순환통계), BIS, IMF

나. 상승 속도 평가

민간신용의 급격한 팽창은 금융시스템 전반의 취약성을 빠르게 누증시켜 시스템리스크를 확대²⁷⁾

23) 주요 기축통화국의 BIS 기준 2023년 4/4분기말 정부 부문의 매크로레버리지는 일본(218.3%), 프랑스(107.1%), 미국(106.4%), 영국(92.5%), 캐나다(91.5%), 독일(60.7%), 스위스(26.9%) 순이다.

24) 국제비교가 가능한 공공부문의 채무정보 산출을 위해 IMF, OECD 등이 2012년 공동 제정한 작성 지침(PSDS, Public Sector Debt Statistics)에 따른 분류로서 국가채무(D1), 일반정부 부채(D2) 및 공공부문 부채(D3)로 구분된다. D1은 중앙 및 지방 정부의 회계·기금을 포괄하여 BIS 기준(자금순환통계의 일반정부 부문)과 포괄범위가 동일하다. 다만 D1은 국가재정법에 따른 현금주의에 따라 산출되고 연결기준(부문내 상호거래 제거)인 반면, 자금순환통계에서는 시가평가 및 비연결기준(부문내 상호거래 미제거)으로 산출되는 차이가 있다. D2와 D3는 모두 발생주의에 따라 산출되며, D2는 D1+비영리공공기관, D3는 D2+비금융공기업으로 포괄범위가 확대된다.

25) IMF의 2023년말 기준 추정치로 기획재정부(2022년도 일반정부 부채 및 공공부문 부채, 2023.12월)에 따르면 2022년말 기준 일반정부 부채(D2)의 GDP 대비 비율은 53.5%, 공공부문 부채(D3)의 GDP 대비 비율은 73.5%이다(GDP 기준년 개편전 기준).

26) IMF의 Fiscal Monitor(24.4월)는 우리나라를 포함한 총 37개국을 선진국(advanced economies)으로 분류하고 있어 BIS 기준(11개 국가 또는 지역)에 비해 선진국의 포괄 범위가 더 넓다.

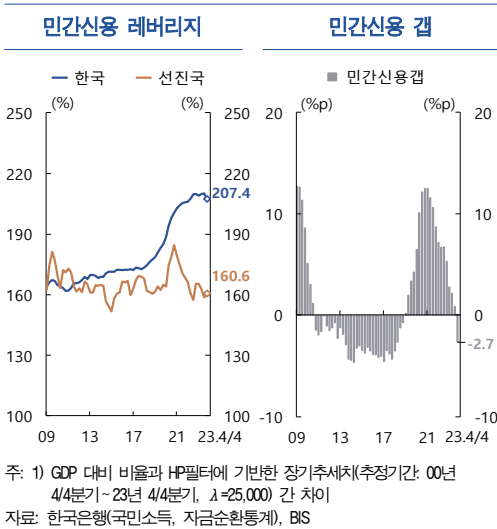
27) 관련 연구들은 금융위기 발생 가능성이 높아지는 민간신용갭 수준으로 약 9-14%포인트를 제시하고 있으며, BIS도 민간신용갭 2%포인트 상회시 경기대응완충자본(CCyB)을 적립하기 시작하여 10%포인트 상회시 최대수준인 2.5%를 적립토록 권고하고 있다.

시킬 수 있으므로 금융안정 측면에서는 매크로레버리지의 상승 속도에 보다 유의할 필요가 있다.

민간신용의 상승 속도는 최근 하락

차주가 가계 또는 기업인 민간신용 레버리지(GDP 대비 민간신용 비율)는 2023년 4/4분기말 207.4%로 선진국 평균(160.6%)보다 높은 수준이다. 다만 2023년 들어 상승세가 크게 둔화되고 4/4분기에는 민간신용 갭(credit-to-GDP gap)²⁸⁾이 마이너스(-2.7%포인트)로 전환되며 상승 속도가 장기추세를 하회하기 시작하였다²⁹⁾(그림 III-1-9).

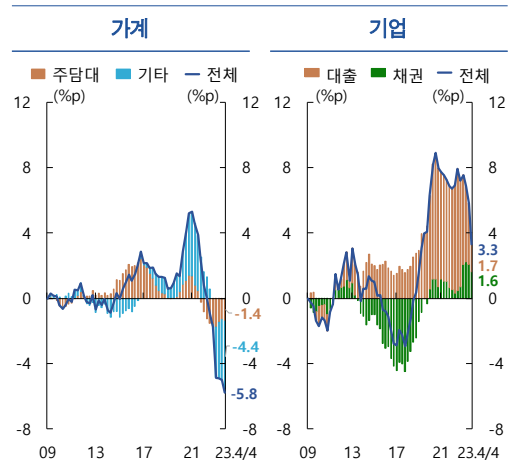
그림 III-1-9. 민간신용 레버리지 및 갭¹⁾ 추이



기업대출은 2012년 이후 플러스갭 지속

민간신용을 형태별로 구분하여 각각의 장기추세와의 차이인 갭(gap)을 보면, 가계 부문에서는 2014~2018년중 주택담보대출, 2019년 이후부터는 기타대출을 중심으로 플러스갭이 상승하였으나 2022년 4/4분기말 이후에는 모두 마이너스갭이 지속되었다. 한편 기업신용은 2015년 4/4분기~2018년 3/4분기중 회사채 시장이 다소 위축³⁰⁾되면서 마이너스갭을 보였으나 대출에서는 2012년부터 플러스갭이 지속되었다. 이후 기업신용의 플러스갭은 대출을 중심으로 빠르게 상승하였으나 2023년 들어 하락세로 전환되었다(그림 III-1-10).

그림 III-1-10. 신용 형태별 매크로레버리지 갭¹⁾ 추이²⁾



28) 플러스(+갭)은 매크로레버리지의 증가폭이 장기추세에 비해 크다는 것을, 반대로 마이너스갭(-)은 작다는 것을 의미하므로 플러스갭이 커질수록 상승세 확대, 마이너스갭의 절대값이 커질수록 하락세 확대를 나타낸다.

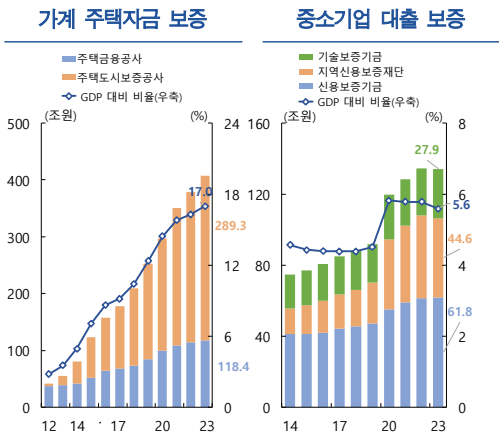
29) BIS는 2023년 4/4분기말 우리나라의 민간신용갭을 +6.3%포인트로 발표하였으나 이는 장기추세치 추정에 필요한 모수($\lambda=400,000$) 및 추정기간의 차이에 기인한 것으로 플러스갭 축소가 지속(2021년 4/4분기말 16.6%포인트 → 2022년 4/4분기말 15.4 → 2023년 4/4분기말 6.3)되고 있다는 측면에서 본고와 같이 민간신용의 상승세가 둔화되고 있는 것으로 평가할 수 있다.

30) 우리나라의 회사채 발행 잔액(자금순환통계 기준)은 2008년 4/4분기말 326.9조원에서 2015년 1/4분기말 560.8조원까지 꾸준히 증가하였으나 이후 글로벌 경기둔화로 인한 조선, 해운 등의 업황 부진과 구조조정, 이에 따른 회사채 수요 부진 등의 영향으로 감소 전환되어 2017년 4/4분기말 495.8조원으로 줄어들었다가 2018년부터 다시 증가하였다.

정책금융 공급 확대

코로나19 위기 기간중 민간신용의 빠른 증가는 가계 부문으로의 주택관련 정책금융 공급³¹⁾이 지속되는 가운데 기업 부문에 대한 금융지원이 확대된 영향에도 일부 기인한다. 특히 2023년말 가계 부문에 대한 공적 보증³²⁾ 잔액(총 407.7조 원)의 GDP 대비 비율은 17.0%로 2012년말 2.8%에서 꾸준히 상승하였다. 한편 중소기업 대출에 대한 공적 보증 잔액(134.3조원)의 GDP 대비 비율은 5.6%로 2019년말 4.5%에서 2020년말 5.8%로 상당폭 상승한 이후 높아진 수준이 유지되었다(그림 III-1-11).

그림 III-1-11. 정책금융 공급규모 및 GDP 대비 비율

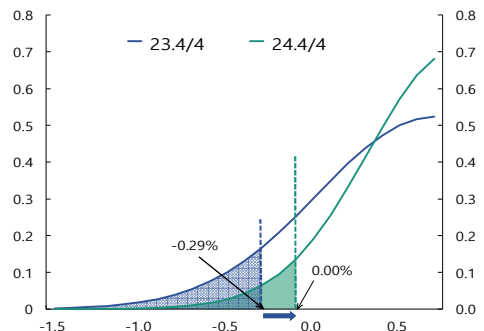


자료: 주택금융공사, 주택도시보증공사, 신용·기술보증기금, 신용보증재단중앙회, 한국은행(국민소득)

실물경제의 하방리스크는 완화

현재 금융여건 하에서 경제성장률의 하방리스크를 점검하기 위해 미래 GDP 성장률에서 하위 5% 분위에 해당하는 성장률(Growth-at-Risk, 이하 GaR)³³⁾을 추정해 보았다. 민간신용갭 등 금융여건(t분기)을 반영한 향후 GDP 성장률 분포(t+4분기)를 분위회귀모형을 통해 추정한 결과³⁴⁾ 2024년 4/4분기 경제성장률 분포가 2023년 4/4분기에 비해 우측으로 이동하였다. 그 결과 GaR도 -0.29%에서 0.00%로 상승하여 금융취약성이 실물경제 하방리스크에 미칠 수 있는 영향은 다소 축소될 것으로 나타났다³⁵⁾(그림 III-1-12).

그림 III-1-12. 민간신용갭에 따른 성장률 분포 변화¹⁾²⁾



주: 1) 2022년 4/4분기 및 2023년 4/4분기 시점에서 각각 예측한 4분기후 GDP성장률 예상분포
2) 가로축은 GDP성장률(전기대비), 세로축은 확률밀도함수 값을 의미
자료: 한국은행 시산

31) 가계 부문에 대한 주택자금 보증과 함께 정책모기지(주택금융공사의 보금자리론, 안심전환대출, 주택도시기금의 디딤돌·버팀목 대출 등)가 확대되었다.
32) 주택금융공사는 주로 전세자금대출에 대한 보증을, 주택도시보증공사는 전세보증금반환 및 중도금대출에 대한 보증을 취급한다.
33) GaR은 IMF에서 최초 제시(2017년 10월)한 이후 널리 활용되고 있는 금융취약성 측정 방법이다. 구체적으로, \tilde{y}_{t+h} , \tilde{y}_t 는 각각 $t+h$ 기와 t 기 GDP성장률, F_t 는 t 기의 금융취약성지수, C_t 는 t 기의 민간신용/명목GDP 갭, q 는 분위수를 의미할 때 추정식 $\tilde{y}_{t+h}^q = \alpha_h^q + \beta_{y,h}^q \tilde{y}_t + \beta_{F,t}^q F_t + \beta_{C,h}^q C_t + \epsilon_{t+h}$ 를 분위별로 산출하여 미래 GDP 예상분포를 도출한다. GaR 분석방법에 대한 자세한 내용은 2019년 6월 금융안정보고서 참고1. 「Growth-at-Risk를 활용한 우리나라의 금융취약성 평가」를 참조하기 바란다.
34) 동 예상분포와 일반적인 GDP 전망간에는 분석방법상 차이가 있어 이를 단순비교하기는 어렵다. GaR은 과거 경제성장률과 금융여건 등 소수의 설명변수만 활용하여 경제성장률의 향후 예상분포를 추정하여 금융위기 등 극단적인 상황 발생시 하방 위험을 알아보는 데 주 목적이 있으며, GDP 전망은 소비, 투자, 대외여건 등 거시경제상황을 다각도로 고려하여 경제의 전반적인 성장 경로를 정밀하게 추정하는 데 그 목적이 있다.
35) 현재 금융여건 외에도 2023년 4/4분기 경제성장률(0.6%)이 전년동기(0.2%)대비 상승한 점도 2024년 4/4분기 GaR의 우측 이동에 영향을 준 것으로 보인다. 다만 최근 부동산 및 개인사업자 부문의 부실화가 빠르게 진행됨에 따라 실물경제에 미치는 부정적 영향에 대한 우려가 예상보다 커질 수 있음에 유의할 필요가 있다.

(4) 잠재리스크 점검

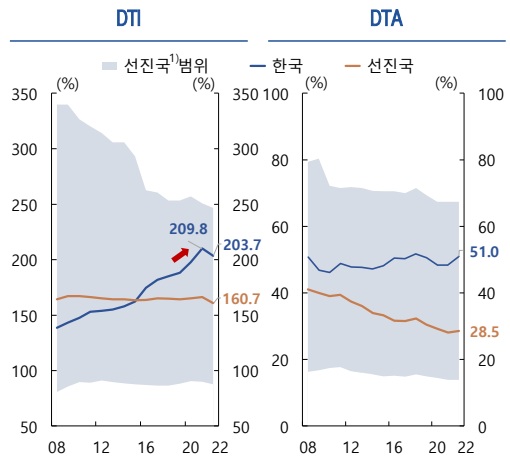
차주의 상환능력 등 질적 측면에서 매크로레버리지의 건전성을 평가하기 위해 이하에서는 선진국 그룹³⁶⁾과의 비교를 중심으로 가계, 기업 및 정부 각 부문별로 잠재리스크를 점검하였다.

가. 가계 부문

채무상환 부담은 높은 수준

우리나라 가계의 채무상환 부담은 선진국에 비해 상대적으로 높은 모습을 보이고 있다. 먼저 소득 측면에서 우리나라의 처분가능소득대비 가계부채 비율(DTI)³⁷⁾은 글로벌 금융위기 이전까지 상대적으로 낮은 수준이었으나 이후 상승세가 지속되며 2021년말 209.8%를 기록하였다. 이후 2022년말에는 203.7%로 소폭 하락하였으나 선진국 평균(160.7%)에 비해 높은 수준이다. 다음으로 자산 측면³⁸⁾에서 보면 우리나라의 자산 대비 부채 비율(DTA)은 그간 대체로 50% 내외 수준에서 등락하며 2022년말 51.0% 수준이나, 선진국 평균(28.5%)은 우리나라에 비해 낮은 수준에서 하락세가 지속되었다(그림 III-1-13).

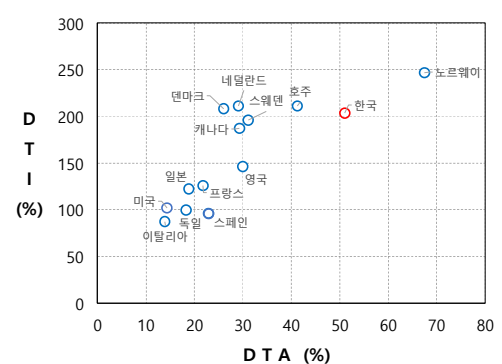
그림 III-1-13. DTI 및 DTA 추이



주: 1) 스위스 제외
자료: OECD

2022년 기준으로 DTI와 DTA를 동시에 비교해 보면 우리나라는 호주 및 노르웨이 등과 함께 두 비율이 모두 높은 수준이어서 소득 하락 또는 자산가격 급락시 채무상환 능력 저하 가능성에 유의할 필요가 있다(그림 III-1-14).

그림 III-1-14. 국가별 DTA 및 DTI (2022년 기준)

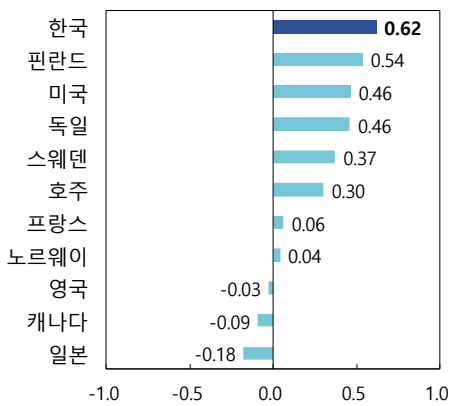


자료: OECD

36) 북미 2개국(미국, 캐나다), 유럽 11개국(독일, 프랑스, 영국, 스페인, 이탈리아, 네덜란드, 스위스, 스웨덴, 노르웨이, 아일랜드, 덴마크), 아시아 2개국(일본, 호주)의 총 15개국을 중심으로 비교하였다.
37) 국가 간 비교를 위해 OECD 데이터(financial indicators dashboard)를 이용하였으며 [금융안정 상황] I. 신용시장 1. 가계신용에 포함된 처분가능소득 대비 가계부채 비율과는 시산 방식 등이 달라 그 수준에 다소 차이가 있다.
38) 금융자산 및 주택이 포함되며 여타 비금융자산은 제외된다.

우리나라 가계 부문의 매크로레버리지는 부동산 가격의 추이와 맞물려 등락하는 측면이 있다. 2009~2023년 기간중 주택가격지수 변동률과 가계부채 비율 변화 간 상관관계를 보면 우리나라는 주요국 중에서 가장 높은 수준의 양(+)의 상관관계를 보였다. 특히 코로나19 기간 중에는 주택가격 상승 기대가 높은 수준으로 지속³⁹⁾되면서 주택가격과 가계부채 비율과의 연계성이 강화⁴⁰⁾되었다(그림 III-1-15).

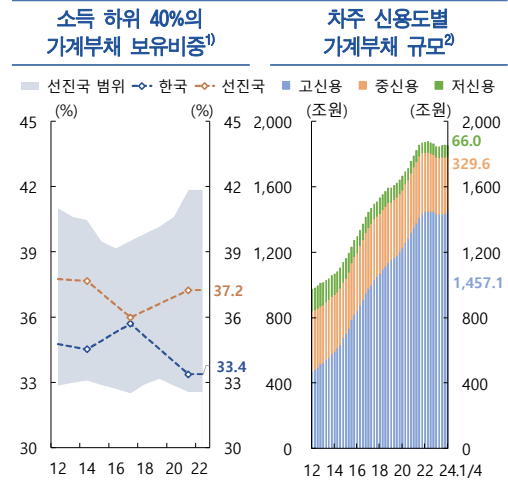
그림 III-1-15. 주택가격과 가계부채 비율 변화 간 상관관계¹⁾²⁾



주: 1) 분기별 GDP 대비 가계신용 비율의 증감(전년동기대비)과 주택가격지수 증가율(전년동기대비) 간의 상관관계
 2) 2009년 1분기-2023년 4분기중
 자료: OECD(Housing Price Index), BIS

가계부채 누증 과정에서 고소득·고신용자를 중심으로 가계대출이 이루어지면서 차주 구성은 양호한 상황이다. 우리나라의 전체 가계대출에서 소득 하위 40%가 차지하는 비중은 2022년말 기준 33.4%로 선진국 평균(37.2%) 대비 낮은 수준이다. 또한 가계부채DB를 통해 차주 신용도별 부채 규모를 추정한 결과에서도 우리나라의 경우 고신용 차주를 중심으로 가계부채가 증가해왔음을 알 수 있다⁴¹⁾(그림 III-1-16).

그림 III-1-16. 가계부채 차주 구성



주: 1) 점선은 2014, 2017, 2021년 데이터를 기반으로 한 추정치
 2) 가계부채DB의 차주 신용도별 부채잔액 비중을 이용한 추정치
 자료: 한국은행 사신(가계부채 DB), OECD

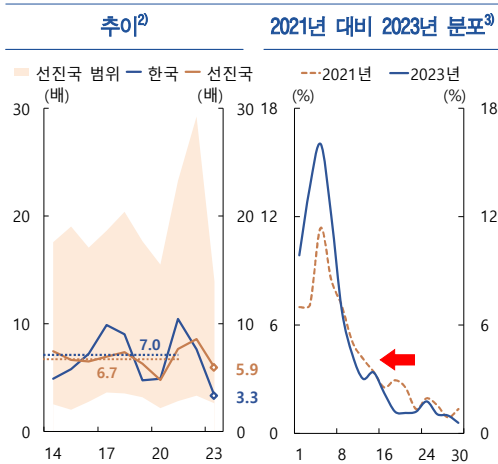
39) 우리나라의 주택가격전망 CSI(100 초과시 주택가격 하락보다 상승 기대가 우세)는 코로나19 위기시(20.1월~21.6월) 평균 120으로 2013-2019년 기간중 장기평균인 108을 상회하였다.
 40) 주택가격지수 변동률과 가계부채 비율 변화 간 상관관계를 코로나19 이전(2009년 1분기-2019년 4분기)과 코로나19 기간중(2020년 1분기-2021년 2분기)으로 나누어 보면 상관계수가 0.27에서 0.72로 크게 상승하였다.
 41) 취약차주(다중채무자이면서 소득 하위 30% 또는 신용점수 664점 이하) 비중도 2023년 4/4분기말 6.6%(차주 수 기준)에 불과하며, 이는 2012년 이후 최저 수준(2021년 1/4분기말 6.0%)과 비슷하다.

나. 기업 부문⁴²⁾

이자상환부담 가중

우리나라 기업의 이자보상배율(영업이익⁴³⁾/총이자비용)은 2021년 10.4배로 선진국 평균을 상회하였으나 이후 2023년에는 이를 하회하는 3.3배 수준까지 하락(분포의 좌측 이동)하였다. 2014~2021년중 이자보상배율은 연평균 7.0배로 선진국 평균(6.7배)을 소폭 상회하였으나 이후 국내외 통화정책 긴축 기조에 따른 이자보상배율 하락 정도는 우리나라 기업에서 상대적으로 더욱 크게 나타났다⁴⁴⁾(그림 III-1-17).

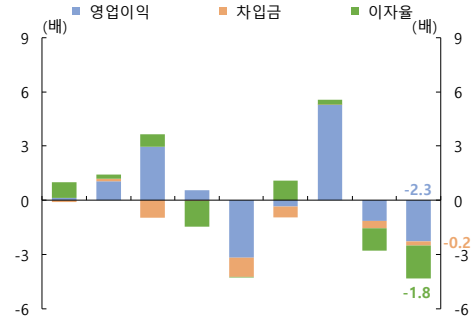
그림 III-1-17. 이자보상배율¹⁾ 추이 및 분포 변화



주: 1) 영업이익(EBIT기준)/총이자비용
 2) 점선은 2014~2021년중 평균
 3) 전체 기업 수에서 이자보상배율의 각 구간(1~30 대상)에 해당하는 기업 수가 차지하는 비중
 자료: S&P

이자보상배율의 변동을 구성요소인 영업이익, 차입금 및 이자율 요인으로 구분해보면 2023년 중 전년대비 이자보상배율 하락폭(-4.3배)에서 영업이익 감소(-2.3배)와 차입이자율 상승(-1.8배)이 대부분을 차지하였다(그림 III-1-18).

그림 III-1-18. 우리나라 기업의 이자보상배율 변동 요인¹⁾



주: 1) 전년대비 기준이며 영업이익의 증가는 이자보상배율 상승요인으로, 차입금 증가 및 평균 차입이자율(총이자비용/총차입금) 상승은 이자보상배율의 하락요인으로 작용
 자료: S&P

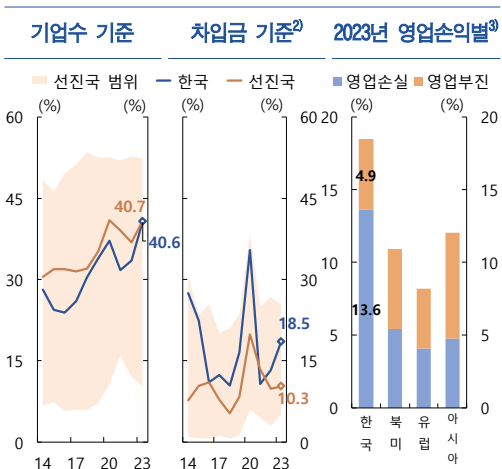
취약기업 보유 차입규모 확대

우리나라의 취약기업(이자보상배율 1 미만) 비중은 기업수 기준으로 선진국 대비 다소 낮은 수준이었으나 2023년중 40.6%로 상승하면서 선진국 평균(40.7%)에 근접하였다. 차입금 기준으로도 최근 상대적으로 차입금 규모가 큰 기업이 취약기업에 편입되면서 2023년중 18.5%로 상승하였다. 한편 이를 영업손실과 영업부진⁴⁵⁾ 기업으로 구분해보면 우리나라는 영업부진(4.9%)에

42) S&P의 기업 재무정보 데이터베이스(Capital IQ)를 이용하여 한국과 선진국 그룹 총 16개 국가의 21,364개 상장기업(금융보험업 제외)을 대상으로 분석하였다. 다만 전기·가스·수도 관련 기업(311개)은 서비스의 민영화 여부, 요금 정책 등이 국가별로 상이한 점을 감안하여 동 분석 대상에서 제외하였다. 한편 본고에서는 국제 비교를 위해 각국 상장기업의 연결재무제표 항목을 활용함에 따라 개별 재무제표를 기준으로 작성되는 국내 기업의 여타 재무지표와 상이함에 유의할 필요가 있다.
 43) 연결재무제표 상 영업이익(EBIT) 기준(연결재무제표, 당기순이익 + 이자비용 + 법인세)으로, 1. 금융안정 상황 1. 신용시장 (2) 기업 신용의 이자보상배율 시산을 위해 사용된 영업이익(개별재무제표, 매출액 - 매출원가 - 판매관리비)과는 차이가 있다.
 44) 2021년 대비 2023년중 기업의 평균 차입이자율(총이자비용/총차입금 기준, 극단치의 영향을 제거하기 위해 개별 기업 상·하위 10% 수준의 차입이자율을 제거) 상승폭은 우리나라 1.6%포인트, 유럽 1.1%포인트, 북미 0.6%포인트, 아시아 0.5%포인트 순이다.
 45) 영업손실 기업은 영업이익이 적자인 기업, 영업부진 기업은 영업이익이 흑자이지만 이자비용에는 미달하는 기업을 의미한다.

비해 영업손실 기업의 차입금 비중(13.6%)이 상당폭 높은 편이다.⁴⁶⁾ 이로 인해 취약기업에서 벗어나기 위해서는 향후 금리 하락 등으로 인한 이자상환부담 완화보다 업황 개선으로 인한 영업이익의 확대가 더 중요할 수 있다(그림 III-1-19).

그림 III-1-19. 취약기업¹⁾ 비중 및 영업손의 현황



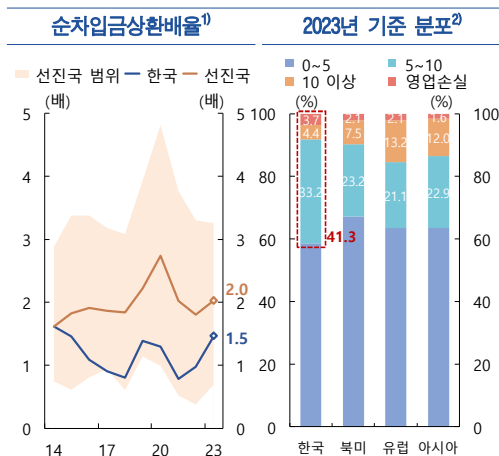
주: 1) 이자보상배율이 1 미만인 기업
 2) 전체 기업이 보유한 차입금에서 취약기업이 보유한 차입금 비중
 3) 차입금 기준
 자료: S&P

원금상환능력은 선진국 대비 양호

기업의 원금상환능력을 나타내는 순차입금상환배율(순차입금/영업이익)⁴⁷⁾은 2022년 이후 순차입금 증가와 영업이익 감소의 영향⁴⁸⁾으로 2023년 1.5배로 상승하였으나 선진국 평균(2.0배)에 비해 여전히 낮은 수준을 지속하고 있다. 다만

순차입금상환배율의 분포를 보면 우리나라의 경우 동 배율이 5배⁴⁹⁾를 초과하는 기업이 보유한 순차입금 비중(41.3%)이 선진국 평균(34.3%) 대비 다소 높은 편이다(그림 III-1-20).

그림 III-1-20. 순차입금상환배율 및 분포



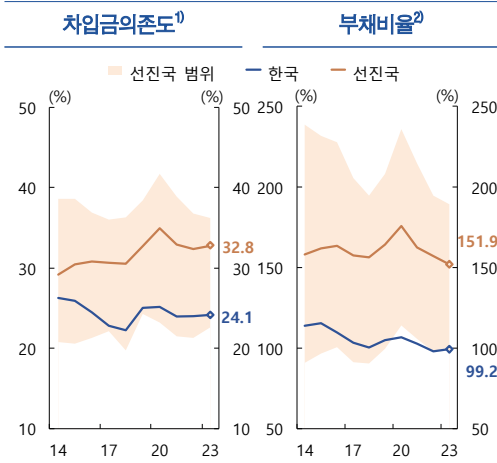
주: 1) 순차입금/영업이익(EBITDA기준)
 2) 순차입금이 0보다 큰 기업이 보유한 순차입금에서 각 구간에 해당하는 기업의 순차입금이 차지하는 비중
 자료: S&P

재무구조는 안정적인 상황을 유지

우리나라 기업의 차입금의존도(총차입금/총자산)는 2023년말 기준 24.1%로 선진국 대비 양호한 수준이다.⁵⁰⁾ 부채비율(총부채/총자본)도 투자 확대⁵¹⁾ 등을 위한 차입 증가와 함께 이익잉여금 및 유상증자를 통한 자본확충⁵²⁾이 동반되면서 2023년말 99.2%로 낮은 수준을 지속하였다⁵³⁾(그림 III-1-21).

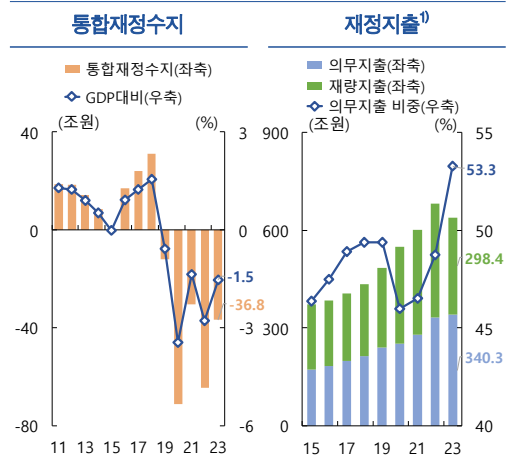
46) 한편 한계기업(이자보상배율이 3년 연속 1 미만의 경우 우리나라의 한계기업 비중(기업수 기준)은 증가세를 지속하며 2023년말 18.3%를 기록하였다. 반면 지난해 조선 등 차입금 규모가 큰 일부 기업이 정상기업으로 분류되면서 한계기업 차입금 비중은 2023년 4.1%로 선진국 평균(3.8%)과 비슷한 수준까지 하락하였다.
 47) 순차입금은 총차입금에서 현금성자산과 단기금융자산(예금) 등을 차감하여 산출하며, 영업이익은 당기순이익에서 이자비용, 세금 및 감가상각비용의 차감전(EBITDA) 기준이다.
 48) 2022년~2023년중 순차입금상환배율 상승의 52.5%는 순차입금 증가에, 47.5%는 영업이익(EBITDA기준) 감소에 각각 기인한다.
 49) 원금상환능력 측면에서 기업의 차입금 수준은 순차입금상환배율 이외 여타 재무지표도 함께 고려하여 평가되어야 하지만 미연준, ECB 및 주요 국제신용평가사의 경우 통상 순차입금상환배율이 4~6배를 초과하는 경우 기업의 원금상환능력에 비해 차입금 규모가 과도한 것으로 평가한다.
 50) 2023년말 기준 전체 기업에서 차입금의존도가 30%를 상회하는 기업이 차지하는 비중(기업수 기준)도 우리나라(29.8%)가 선진국(36.8%) 대비 낮은 수준이다.

그림 III-1-21. 차입금의존도 및 부채비율



주: 1) 총차입금/총자산 2) 총부채/총자산
 자료: S&P

그림 III-1-22. 재정수지 및 재정지출 규모 추이



주: 1) 2023년은 본예산 기준
 자료: 기획재정부, 한국재정정보원, 한국은행(국민소득)

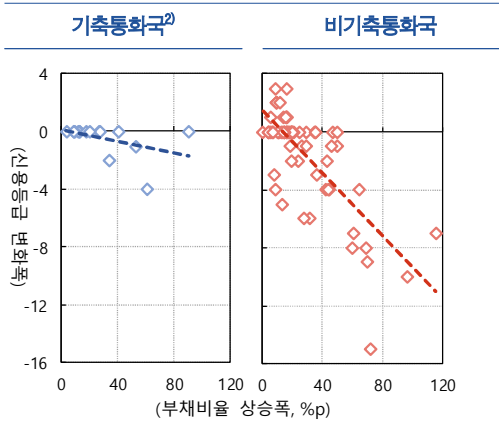
다. 정부 부문

2019년 들어 통합재정수지⁵⁴⁾가 적자로 전환된 이후 코로나19 위기 대응 등을 위한 불가피한 정부지출이 늘어나면서 적자가 지속되고 있다. 2023년 들어서는 공적연금이나 국채 이자 등 법령에 따라 지출 규모가 결정되는 의무지출 비중(53.3%)이 재량지출 비중(46.7%)을 초과하였다. 향후 고령화·저출생 등으로 인한 복지 분야 법정 지출과 국채이자 등의 증가세가 지속될 것으로 예상⁵⁵⁾되므로 중장기적 관점에서 재정수지를 적절히 관리할 필요가 있다⁵⁶⁾(그림 III-1-22).

한편 비기축통화국이면서 대외의존도가 높은 국가에서는 국가채무가 빠르게 늘어날 경우 국가 신용등급 하락으로 인한 자본유출과 금융·외환 시장의 불안 가능성에 유의할 필요가 있다. 1995년~2023년중 3년 연속으로 GDP 대비 정부 부채 비율이 상승한 국가들의 신용등급 변화를 기축통화국과 비기축통화국 간 비교해보면 비기축통화국에서 신용등급의 하락폭이 더 크게 나타났다(그림 III-1-23).

51) 우리나라 기업은 영업활동 현금흐름 대비 자본적지출의 비율이 선진국을 상당폭 상회해 왔으며, 특히 2022년 이후 전기전자와 석유화학 업종을 중심으로 큰 폭 상승하면서 2023년에는 94.7%(선진국 평균 43.3%)를 기록하였다.
 52) 2023년말 우리나라 기업의 평균 자본 규모(연도별 자본총액/연도별 기업수)는 2014년말 대비 29% 증가하였으며, 동기간 중 북미는 13%, 유럽은 11%, 아시아는 1% 증가하는 데 그쳤다.
 53) 2023년말 기준 우리나라 기업 중 과다차입기업(부채비율이 200%를 초과)의 비중(기업수 기준)은 11.0%로 선진국(16.5%) 대비 낮은 수준이다.
 54) 당해연도의 일반회계, 특별회계, 기금을 모두 포괄한 수치로서 회계-기금 간 내부거래 및 차입, 채무상환 등을 제외한 총수입에서 총지출을 차감한 수치이다.
 55) 2023~2027년 국가재정운용계획은 정부의 의무지출이 2023~2027년 기간 연평균 5.0% 증가할 것으로 예상하였다.
 56) 다만 총지출 규모는 2023년중 610.7조원(결산 기준)으로 코로나19 대응이 종료되면서 전년(682.4조원)대비 71.7조원 감소하였다.

그림 III-1-23. 정부부채와 국가신용등급 간 관계¹⁾



주: 1) 3년 연속 부채비율이 상승한 경우의 신용등급 변화
 2) 미국(USD), 캐나다(CAD), 영국(GBP), 일본(JPY), 스위스(CHF), 독일 및 프랑스(EUR)
 자료: IMF, Moody's

(5) 종합평가 및 시사점

우리나라의 매크로레버리지는 선진국 대비 민간 신용의 수준이 높은 편이며 최근까지 기업부채를 중심으로 빠르게 상승하였다. 다만 2023년 들어 민간신용의 증가세가 상당히 둔화⁵⁷⁾되는 가운데 채무 보유 가계의 상환능력이 양호하고 기업 전반의 재무 상태도 안정적으로 유지되고 있어 금융안정 측면에서의 단기적인 리스크는 크지 않은 것으로 판단된다. 하지만 글로벌 통화정책 기조 전환 과정에서 민간신용의 증가세

가 재확대되지 않도록 주의할 필요가 있다.⁵⁸⁾ 아울러 중장기적 시계에서는 민간 부문을 중심으로 매크로레버리지가 아직 높은 수준⁵⁹⁾임을 감안하여 각 부문별로 다음과 같은 점에 유의하여 관리해야 할 것이다.

먼저 가계 부문은 GDP 대비 가계부채 비율의 완만한 하락세가 이어질 수 있도록 정책적 노력을 지속하는 것이 중요하다.⁶⁰⁾ 이를 위해 부동산 시장 상황과 함께 금년 2월부터 도입된 스트레스 DSR⁶¹⁾의 효과를 모니터링하면서 필요시 DSR 적용 범위에 대한 적정성 검토 및 개선방안 마련⁶²⁾을 통해 정책의 유효성을 확보할 필요가 있다. 아울러 가계부채의 질적 개선을 위해 분할상환 및 고정금리 대출 확대 등을 위한 노력도 병행되어야 할 것이다.

기업 부문에서는 거시건전성 측면을 고려하여 그간 과도하게 신용이 공급되었던 부동산 업종 외에 보다 생산적 부문으로 자금이 흘러가도록 유도할 필요가 있다. 먼저 부동산PF에 대해서는 질서 있는 구조조정을 지속하는 한편 한계기업에 대해서도 과도한 금융지원보다는 적절한 채무조정제도를 활용함으로써 취약부문의 레버리지 축적을 방지하는 것이 필요하다. 또한 향후 금융여건 변화 시 부동산 등 특정 부문으로의

57) 국제금융협회(Institute of International Finance)는 2024년 5월 글로벌 부채 모니터링(Global Debt Monitoring) 보고서에서 우리나라의 2024년 1/4분기 매크로레버리지를 269.0%(가계 98.9%, 기업 123.0%, 정부 47.1%)로 추산하였으며, 이는 2023년 4/4분기 271.2%에 비해 소폭 하락한 수준이다(GDP 기준년 개편 이전 기준).
 58) 통화정책 기조 전환 과정에서 나타날 수 있는 금융불균형 누증 가능성에 대해서는 거시건전성정책의 효과적 운용을 통해 선제적으로 대응할 필요가 있다.
 59) 민간부문의 과도한 레버리지가 디레버징 되는 과정에서 성장을 하락에 대응하기 위한 정부지출이 증가할 수 있으며, 그 결과 민간 레버리지가 정부 부문으로 이전되는 효과가 나타날 가능성에도 유의할 필요가 있다.
 60) 정부는 가계부채 연간 증가율을 경제성장률 이내로 관리할 것을 목표로하였다(2024년 1월 4일, 관계부처 합동)
 61) 금리상승으로 인한 가계대출 차주의 상환부담 증가 가능성을 감안하여 DSR 산정시 일정수준의 가신금리(스트레스 금리)를 부과하는 거시건전성 정책 수단이다. 은행권 주택담보대출부터 도입(2024년 2월 26일)되기 시작하였으며 비은행권·전체 대출상품까지 적용 범위가 단계적으로 확대될 예정이다.
 62) 가계부채 증가세가 크게 확대될 경우 DSR 적용이 제외되고 있는 전세자금, 중도금·이주비 대출 및 정책금융 등의 일부에 대해 DSR을 적용하는 방안을 검토해 볼 수 있다.

신용공급 쏠림이 재차 발생하지 않도록 비은행 금융기관을 중심으로 익스포저의 편중 리스크에 대한 관리·감독⁶³⁾을 강화해 나가야 할 것이다.

정부 부문의 레버리지는 낮은 수준을 지속하고 있어 관련 리스크는 제한적인 것으로 평가된다. 다만 정부는 위기 발생시 최종적인 대응 주체인 만큼 재정 건전성 관리를 통해 소버린리스크(sov­ereign risk)가 금융시스템으로 전이⁶⁴⁾되는 것을 방지하고 유사시에 대비하기 위한 위기관리 역량을 유지할 필요가 있다.

주요 참고문헌

박창현, 남석모, 진형태(2021), “매크로레버리지 변화의 특징 및 거시경제적 영향”, BOK이슈노트, 2021(29)

Adrian, T., Boyarchenko, N. and Giannone, D.(2019), “Vulnerable Growth”, American Economic Review, 109(4): pp. 1263-1289

Adrian, T., Grinberg, F., Liang, N., Malik, S. and Yu, J.(2022), “The term structure of growth-at-risk”, American Economic Journal: Macroeconomics, 14(3): pp. 283-323

Bassett, W., Daigle, A., Edge, R. and Kara, G.(2015), “Credit-to-GDP Trends and Gaps by Lender- and Credit-type”, FEDS Notes

Borio, C.(2012), “The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?”, BIS working papers, no.395

Dell’Ariccia, G., Ferreira, C., Jenkinson, N., Laeven, L., Martin, A., Minoiu, C. and Popov, A.(2018), “Managing the Sovereign-Bank Nexus”, IMF, no.18/16

Drehmann, M.(2013), “Total credit as an early warning indicator for systemic banking crises”, BIS Quarterly Review, June, pp. 41 - 45

Ivashina, V., Kalemli-Ozcan, S., Laeven, L. and Müller, K.(2024), “Corporate Debt, Boom-Bust Cycles, and Financial Crises”, CEPR Discussion Paper, no.18873

Jorda, O., Kornejew, M., Schularick, M., Taylor, A.(2022), “Zombies at Large? Corporate Debt Overhang and the Macroeconomy”, The Review of Financial Studies, 35(10): pp. 4561-4586

Pescatori, A., Sandri, D., and Simon, J.(2014), “Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?”, IMF Working Paper, no.14/34

Mbaye, S., Badia, M., M. and Chae, K.(2018), “Bailing Out the People? When Private Debt Becomes Public”, IMF Working Paper, no.18/141

63) 상호금융권의 경우 부동산 및 건설업 대출을 총 대출의 각 30% 이하(합계액은 총 대출의 50% 이하)로 제한하는 업종별 여신한도가 도입되었다.

64) 2010년 발생한 유로지역에서의 재정 위기 사례와 같이 정부 부채가 과도할 경우 국가 신용도가 하락하고 이는 국제 보유 비중이 높은 은행 등 금융기관의 신용등급 하락, 정부 보증 채무에 대한 금리 상승 등(국가-은행 간 연계, sovereign-bank nexus)으로 이어져 금융시스템이 부정적 영향을 받을 수 있다.