

---

# 주요 현안 분석

|  |     |
|--|-----|
| I. 최근 국내외 금융불균형 상황 평가 및 시사점            | 121 |
| II. 우리나라 가계부채가 금융·경제에 미치는 영향           | 130 |
| III. 주요국의 통화정책 정상화가 외국인 국내증권투자에 미치는 영향 | 138 |
| IV. 최근 금융부문의 상호연계성 추이 및 리스크 점검         | 148 |



# 1. 최근 국내외 금융불균형<sup>1)</sup> 상황 평가 및 시사점

- 1. 검토 배경
- 2. 국내외 금융불균형 상황 평가
- 3. 시사점

## 1. 검토 배경

글로벌 금융위기 이후 재정·통화 정책의 완화 기조가 장기간 지속된 데다 코로나19 이후 거시정책의 완화정도가 더욱 확대됨에 따라 주요국에서는 금융불균형에 대한 우려가 제기되고 있다.<sup>2)</sup>

금융불균형이 누증된 상황에서 인플레이션 확대, 통화정책 정상화 등으로 대내외 여건이 빠르게 악화될 경우 적지 않은 충격을 받을 수 있기 때문이다. 우리 경제도 과거 외환위기, 글로벌 금융위기 시에 대내외 요인이 복합적으로 작용하면서 금융불안과 실물경제 침체의 악순환을 경험한 바 있다.<sup>3)</sup>

이에 본고에서는 국내외 금융불균형 상황을 살펴보고, 이를 감안하여 실물경제의 하방리스크를 점검해 보았다.

# 2. 국내외 금융불균형 상황 평가

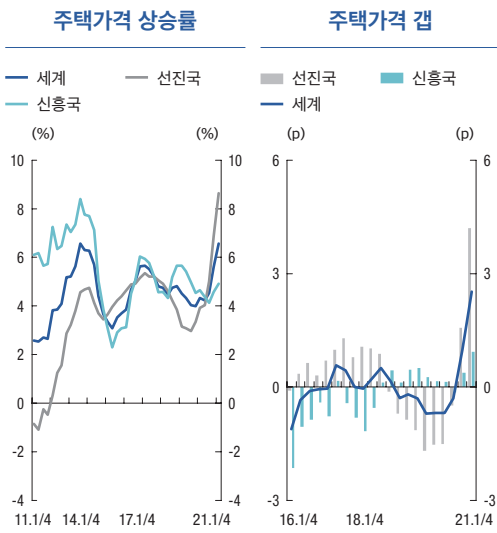
## 가. 대외 상황 평가

최근 글로벌 주택가격 상승률과 가계부채 증가율이 동반 확대되는 경향이 뚜렷해졌다. 먼저 글로벌 주택가격지수(BIS 기준)를 보면 2019년 하반기 이후 오름세가 가파르게 확대되었다. 2021년 1/4분기 글로벌 주택가격지수는 전년 동기 대비 6.6% 상승한 가운데 선진국의 상승률(8.6%)이 신흥국(4.9%)보다 높았다.

이러한 최근의 상황은 신흥국 중심으로 주택가격이 큰 폭 상승했던 글로벌 금융위기 이후 상황과는 다른 모습이다.<sup>4)</sup> 글로벌 주택가격 수준을 평가해 볼 수 있는 주택가격 갭(매매가격지수-장기 추세치)도 2020년 4/4분기(1.0) 이후 플러스 상태로 확대되는 추세이다(그림 I-1).

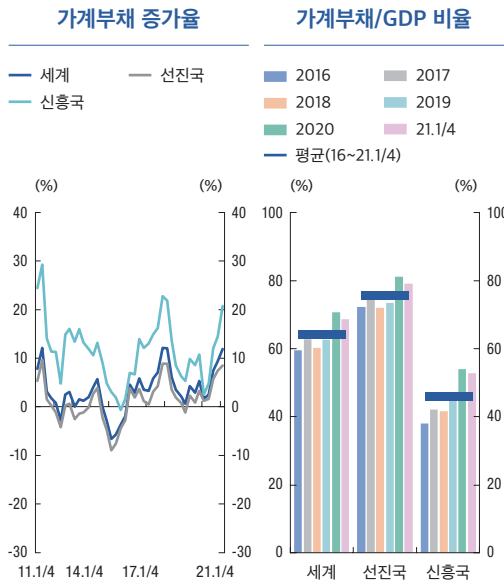
1) 금융불균형에 대해 중앙은행, 학계 등에서 공식적으로 합의된 정의는 없으나 대체로 과도한 레버리지, 자산가격 고평가, 과도한 위험추구성향 등을 지칭하는 개념으로 통용되고 있다(BIS, FRB).  
2) 미 연준(FRB)은 가계의 신용상황 및 주택시장의 높은 레버리지 투자활동이 지속되고 있으며, 특히 자산가격은 투자자의 위험성향 약화, 바이러스 억제 부진, 경제회복 지연 등이 가시화될 경우 상당한 취약성을 보일 우려가 있는 것으로 평가하였다(금융안정보고서, 21년 11월). 유럽중앙은행(ECB)은 유로지역이 자산가격 상승과 민간 및 공공부문의 부채 증가에 대한 위험이 높은 것으로 평가하였다(금융안정보고서, 21년 11월). 영란은행(BOE)은 위험자산 선호 및 가격 상승 등은 경제전망 악화 시 자산가격의 급격한 조정으로 이어질 수 있음을 지적하였다(금융안정보고서, 21년 6월).  
3) 각 위기별로 금융불균형을 초래한 원인은 다소 차이가 있다. 외환위기 시에는 기업신용, 주식시장 및 대외부문의, 글로벌 금융위기 시에는 부동산시장, 주식시장 및 대외부문의 금융불균형을 유발한 주요 요인이었다.  
4) 2011년 1/4분기~2013년 4/4분기 주택가격지수의 분기 평균 증가율(전년동기대비)을 보면, 신흥국(6.8%)이 선진국(1.6%)을 큰 폭 상회하였다.

그림 1-1. 글로벌<sup>1)</sup> 주택가격 상승률<sup>2)</sup> 및 주택가격 갭<sup>3)</sup>



주: 1) BIS 기준으로 선진국은 미국, 영국 등 10개국과 유로지역을, 신흥시장국은 한국, 중국 등을 포함한 21개국으로 구분  
 2) 명목주택가격지수(2000=100)의 전년동기대비 상승률  
 3) 주택가격지수와 장기 추세치(H-P) 간 차이  
 자료: BIS

그림 1-2. 글로벌 가계부채 증가율<sup>1)</sup> 및 GDP<sup>2)</sup> 대비 비율



주: 1) 전년동기대비  
 2) 명목 달러화 기준  
 자료: BIS

글로벌 가계부채(BIS 기준)도 2020년 상반기부터 급격히 늘어나고 2021년 1/4분기에는 전년동기대비 11.9% 증가하였다. 그룹별로 보면 신흥국의 가계부채 증가율(20.7%)이 선진국(8.5%)을 큰 폭 상회하였다. 다만 최근 글로벌 경기회복세에 힘입어 글로벌 GDP 대비 가계부채 비율(21년 1/4분기 68.7%)은 2020년 말(70.6%)에 비해서는 소폭 낮아졌지만 동 비율은 예년 평균(16년 1/4분기~20년 4/4분기 64.0%)에 비해서는 여전히 높은 편이다.(그림 I-2).

이 같은 주택가격 상승 및 가계부채 누증으로 인하여 글로벌 금융취약성이 크게 증가한 것으로 보인다. 먼저 민간신용과 자산가격 등 금융불균형 수준과 함께 금융기관 복원력을 종합적으로 보여주는 글로벌 금융취약성지수<sup>5)</sup>를 시산해 보았다.

글로벌 금융취약성지수는 2020년 4/4분기 59.1로 전년말(35.9)에 비해 23.2포인트 상승하였다. 세부 구성지표별 수준을 보면 민간신용(69.6)이 가장 높고, 자산가격(58.3), 금융기관 복원력(48.3), 대외부문(43.1) 순이다. 2019년말 대비 구성지표의 변동 폭을 보면 민간신용(+21.5포인트), 자산가격(+17.0포인트) 등 금

5) 글로벌 금융취약성지수는 미 연준이 제시한 방법을 원용하여 작성하였다. 국가별로 민간신용(GDP 대비 가계 및 기업신용 등 4개 지표), 자산가격(GDP 대비 주택가격 및 주가 등 3개 지표), 금융기관 복원력(자기자본비율 등 3개 지표), 대외부문(GDP 대비 대외부채 및 외환보유액 등 3개 지표) 총 13개 지표를 정규화하여 국가별 지수를 산출하였다. 글로벌 금융취약성지수는 국가별 지수에 GDP 비중을 가중치로 적용하여 산출하였다. 지수 값이 높을수록 금융 취약성이 높음을 나타내고 최대값은 100으로 설정된다. 자세한 산출 방법은 'Mapping Heat in the U.S. Financial System'(2015, Aikman et al), 'The Anatomy of Financial Vulnerabilities and Crises'(2017, Lee et al)을 참고하기 바란다.

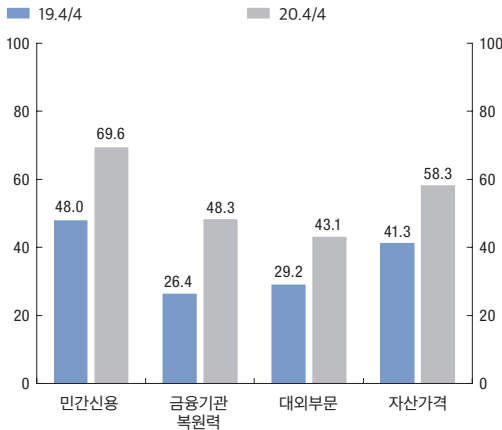
용불균형이 심화된 가운데 금융기관 복원력(+21.9포인트)이 악화된 것으로 나타났다(그림 I-3, 그림 I-4).

그림 I-3. 글로벌<sup>1)</sup> 금융취약성지수<sup>2)</sup> 추이



주: 1) 미국, 영국, 중국, 일본 등 14개 주요국과 유로지역을 포함  
2) 민간신용, 자산가격, 대외부문, 금융기관 복원력의 4개 부문 13개 지표를 활용하여 국가별로 지수를 산출한 후, 개별 국가의 GDP 비중을 가중치로 하여 글로벌 금융취약성지수를 산출  
자료: 한국은행 시산, BIS, IMF 등

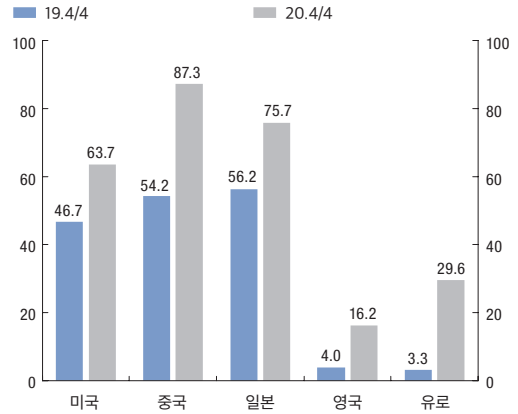
그림 I-4. 글로벌<sup>1)</sup> 금융취약성지수 부문별 지수<sup>2)</sup>



주: 1) 미국, 영국, 중국, 일본 등 14개 주요국과 유로지역을 포함  
2) 민간신용, 자산가격 등 4개 부문의 국가별 지수를 산출한 후, 개별 국가의 GDP 비중을 가중치로 하여 부문별 지수를 산출  
자료: 한국은행 시산, BIS, IMF 등

주요국을 보면 같은 기간 미국(46.7 → 63.7), 영국(4.0 → 16.2), 유로(3.3 → 29.6), 중국(54.2 → 87.3) 등 대부분의 국가에서 금융취약성지수가 크게 상승하였다<sup>6)</sup>(그림 I-5).

그림 I-5. 주요국 금융취약성지수 변동

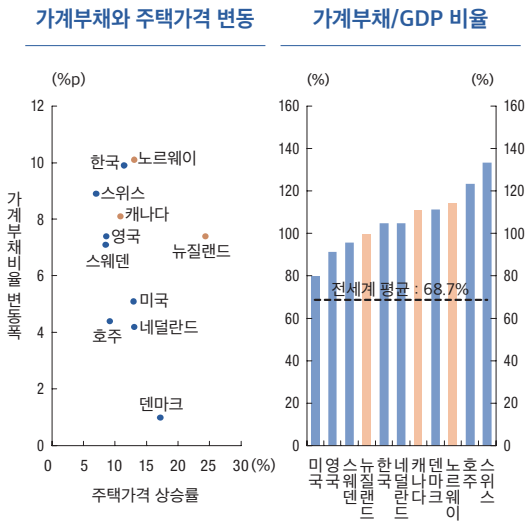


자료: 한국은행 시산, BIS, IMF 등

최근 뉴질랜드, 노르웨이 중앙은행은 코로나19 이후 정책금리 인상 등을 실시한 바 있으며, 캐나다는 양적완화 축소 등의 정책 대응을 가시화하고 있다.<sup>7)</sup> 이들 국가들은 상대적으로 높은 가계부채/GDP 비율과 높은 주택가격 상승률을 보이고 있는데, 최근 금융완화 정도를 축소하는데는 금융불균형에 대한 우려도 영향을 미친 것으로 평가된다(그림 I-6).

- 6) 개별 국가의 전반적인 금융취약성 추이를 파악하기 위해 산출한 것으로 국가별로 과거 위기 경험, 금융 및 경제 여건 등이 상이하기 때문에 특정 시점에서 국가별로 비교하지 않도록 유의해야 한다. 특히 2021년 6월 한국은행 금융안정보고서에서 발표한 금융취약성지수(FVI)는 국내 금융안정 여건을 감안하여 지표를 구성하였기 때문에 동 지수와는 구성지표 등에 있어 큰 차이가 있다.
- 7) 캐나다 중앙은행은 10월말 양적완화 조치를 종료하였다. 뉴질랜드는 7월말 양적완화 조치를 종료한 데 이어 지난 10월 정책금리를 인상하였다(0.25% → 0.5%). 노르웨이도 9월 정책금리를 인상하였다(0% → 0.25%).

그림 1-6. 가계부채/GDP 비율 변동폭<sup>1)</sup> 및 주택가격 상승률<sup>2)</sup>

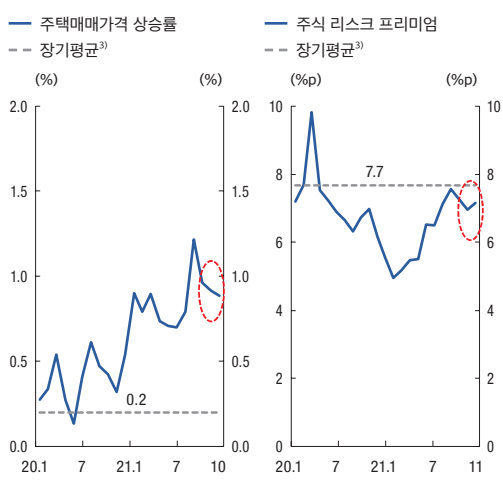


주: 1) 명목GDP 대비 가계부채(달러화 기준) 비율이 2021년 1/4분기 80% 이상인 국가의 2019년말 대비 변동폭  
 2) 2019년말 대비 2021년 1/4분기 상승률  
 자료: BIS, 한국부동산원

### 나. 우리나라 상황 평가

한국은행의 기준금리 인상, 정부의 거시건전성 정책 강화 등으로 최근 들어 국내 금융불균형 상황이 일부 개선되는 모습이다. 부동산시장에서는 9월 이후 주택매매가격의 오름세가 다소 둔화되었다. 금융시장에서는 주식 리스크 프리미엄(기대수익률-장기 국고채수익률)이 11월 이후 반등하는 등 투자자의 위험선호 정도가 다소 약화되었다(그림 1-7).

그림 1-7. 주택매매가격 상승률<sup>1)</sup> 및 주식 리스크 프리미엄<sup>2)</sup>

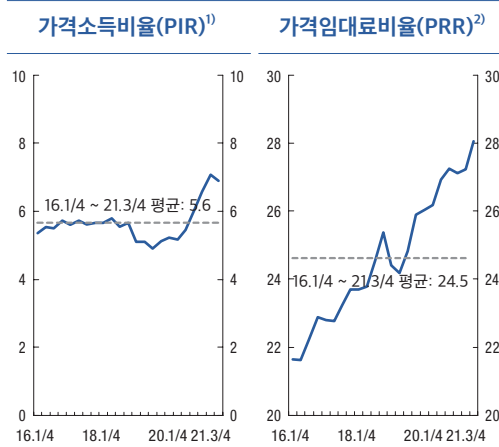


주: 1) 전월대비  
 2) 주식기대수익률(1/선행 PER) - 장기 국고채수익률(10년)  
 3) 2010년 이후  
 자료: 한국은행, 한국부동산원, Refinitiv

그러나 과거에 비해서는 우리나라 금융불균형이 크게 누증되어 있는 상황이다. 부동산시장의 경우 가구소득 및 임대료 대비 주택가격 수준을 나타내는 가격소득비율(PIR: Price to Income Ratio)과 가격임대료비율(PRR: Price to Rent Ratio)이 오름세를 유지하며 장기평균(2010년 이후)을 큰 폭 상회하고 있다<sup>8)</sup>(그림 1-8). PIR과 PRR 이외에 차입비용(대출금리)도 감안하여 주택가격 수준을 종합적으로 평가하는 Z-스코어지수(Z-score index)<sup>9)</sup>는 2019년말(0.8) 이후 상승세가 강화되면서 장기평균(11년 1/4분기 이후, 0)을 큰 폭 상회하는 것으로 나타났다. 동 지수의 구성요소별 추이를 보면 가격소득비율(PIR)이 Z-스코어지수 상승을 견인하였다(그림 1-9).

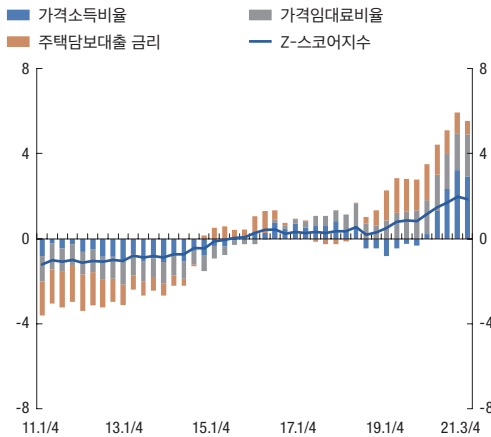
8) 가격소득비율(PIR) 및 가격임대료비율(PRR)은 2021년 2/4분기 각각 7.1, 27.2로 전분기(6.6, 27.1)대비 각각 0.5, 0.1포인트씩 상승하였다.  
 9) IMF(GFSR, 2018년 10월)가 주택가격 수준 평가 시 활용한 기법으로 가격소득비율(PIR) 및 가격임대료비율(PRR)이 높고, 대출금리가 낮으면 주택가격이 고평가될 수 있는 관계를 하나의 지표로 지수화하였다. 2011년 1/4분기~2021년 2/4분기 각 지표를 표준화(평균 0, 표준편차 1)한 후 세 지표의 평균값으로 산출하였다.

그림 1-8. 가격소득비율 및 가격임대료비율



주: 1) 주택가격/연간 가구소득  
 2) 주택가격/연간 임대료  
 자료: 한국은행 시산, KB국민은행

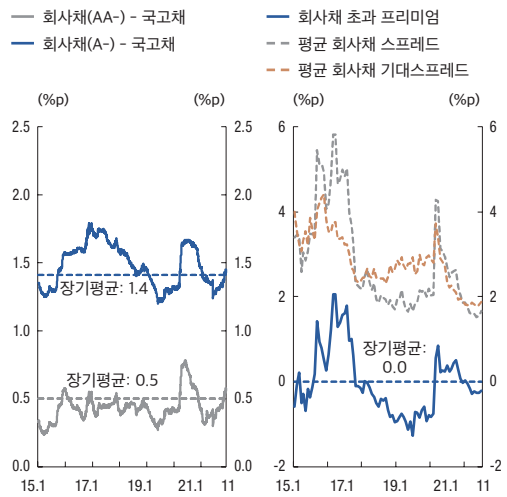
그림 1-9. Z-스코어지수 및 세부항목 추이<sup>1)</sup>



주: 1) 가격소득비율(PIR), 가격임대료비율(PRR), 대출금리(역수)의 표준화 점수  
 자료: 한국은행 시산, KB국민은행

한편 주식시장에서는 리스크 프리미엄이 11월 7.2%포인트로 최근 반등에도 불구하고 장기평균(10년 이후 7.7%포인트)을 하회하고 있다. 회사채시장에서는 신용스프레드가 최근 반등하면서 장기평균 수준을 소폭 상회하고 있다. 그러나 발행기업의 예상손실 등을 감안한 회사채 초과 프리미엄(EBP: Excess Bond Premium)은 최근 축소되면서 장기평균을 하회하여 투자자의 위험선호가 여전한 것으로 평가된다<sup>10)</sup>(그림 1-10).

그림 1-10. 회사채 신용스프레드<sup>1)</sup> 및 초과 프리미엄<sup>2)</sup>



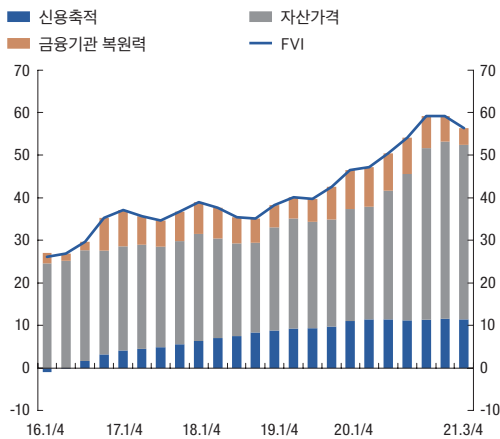
주: 1) 3년물 기준, 장기평균은 2010년 1월~2021년 11월 기간중  
 2) 회사채 초과 프리미엄 = 회사채 스프레드 - 예상신용손실 등을 반영한 회사채 기대스프레드, 장기평균은 2015년 1월~2021년 11월 기간중  
 자료: 한국은행, 금융투자협회, KOSCOM, Refinitiv

이에 따라 금융불균형과 금융기관 복원력을 종합적으로 감안한 금융취약성지수(FVI)도 여전히 높은 수준을 지속하고 있다. FVI는 금융기관

10) 회사채 신용스프레드는 잔존만기가 같은 회사채와 국고채 간 금리 차이로 정의되고, 회사채 초과 프리미엄은 발행기업의 회사채 신용스프레드에서 예상손실률 등을 감안한 기대스프레드를 차감하여 산정된다. 따라서 발행기업의 예상손실률 변화에 따라 회사채의 신용스프레드와 초과 프리미엄 간에는 다소 차이가 있을 수 있다. 회사채 초과 프리미엄의 확대(축소)는 채권 신용스프레드의 확대 폭이 예상손실률을 감안한 기대스프레드 확대 폭보다 높아지는 상태로 위험선호의 약화(강화)를 의미한다. 미 연준은 회사채 초과 프리미엄을 통해 채권시장의 위험선호 정도를 평가하고 있다. 자세한 산출방식은 'Credit Spread and Business Cycle Fluctuations'(Gilchrist and Zakrajsek, 2012)을 참고하기 바란다.

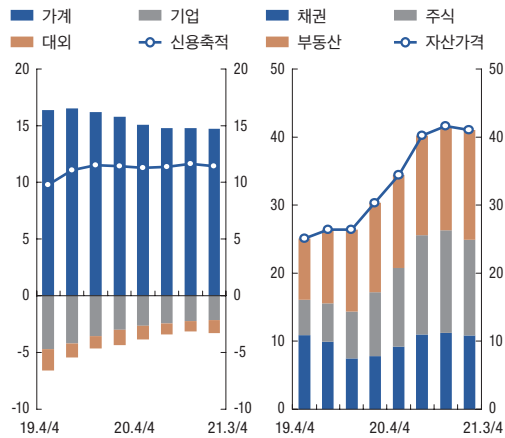
의 수익성 개선 등에 힘입어 금년 3/4분기 들어 다소 낮아졌다(21년 2/4분기 59.2 → 3/4분기 56.4)<sup>11)</sup>. 금융기관의 복원력 개선이 FVI를 낮추는 데 크게 기여한 가운데 신용축적 및 자산가격 부문도 소폭 기여하였다.<sup>12)</sup> 그러나 FVI는 장기평균(2010년 이후, 31.3)에 비해서는 여전히 높은 수준이다. 부동산가격과 가계신용이 여전히 높은 금융취약성의 주요한 요인이다<sup>13)</sup>(그림 I-11, 그림 I-12). 자산시장에서의 높은 위험·수익추구 성향 등을 고려할 때 FVI의 하락세가 이어질 것으로 예상된다.

그림 I-11. 금융취약성지수 추이<sup>1)</sup>



주: 1) 2021년 3/4분기는 잠정치  
자료: 한국은행 시산

그림 I-12. 신용축적 및 자산가격 부문지수 추이



자료: 한국은행 시산

한편 과거 위기 발생 전후 FVI 추이를 살펴보면, 위기 전에는 FVI가 가파르게 상승한 후 조정과정을 거치다가 대외 충격 발생 이후 급락하는 경향을 보였다.<sup>14)</sup> 위기전후의 FVI 요인별로 변동폭을 보면 신용축적지수는 위기 전까지 높아지다 위기 발생 후 급락하였으며, 자산가격은 위기 발생전부터 빠른 조정흐름을 보이다 위기 이후 완만하게 낮은 수준으로 진행되었다. 이런 점에 비추어 보면 높아진 FVI가 조정되는 과정에서 예상치 못한 충격 발생 시 과거 위기의 경험이 재현될 가능성을 경계할 필요가 있다(그림 I-13).

11) 총자산순이익률(ROA, 연율 기준)을 보면 일반은행이 2021년 3/4분기 전년동기대비 0.10%포인트(0.52%→0.62%), 증권회사 및 여신전문금융회사가 각각 0.60%포인트(1.06%→1.66%), 0.37%포인트(1.53%→1.90%) 상승하였다.

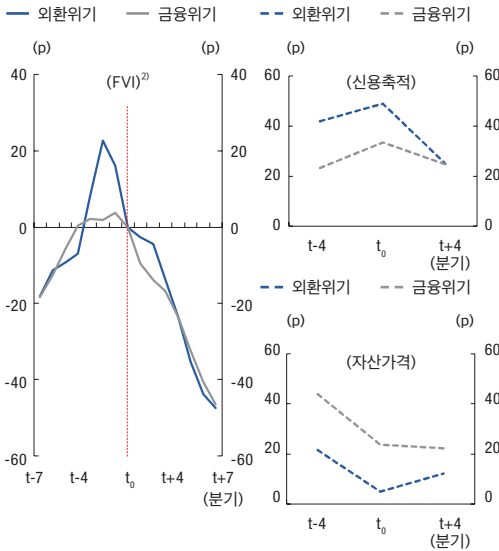
12) 세부지표의 2021년 6월 대비 2021년 9월 FVI에 대한 기여도 변동폭을 보면 신용축적은 -0.2포인트(11.6→11.4), 자산가격은 -0.6포인트(41.6→41.0), 금융기관 복원력은 -2.1포인트(6.0→3.9)이다.

13) 부문별 세부지표의 2021년 6월 대비 2021년 9월 FVI에 대한 기여도 변동폭을 보면 부동산가격은 +0.9포인트(15.3→16.2), 가계 신용은 -0.1포인트(14.8→14.7)이다.

14) FVI는 외환위기사 +34.0포인트, 글로벌 금융위기사 +9.6포인트 상승하였다(최고점 이전 1년간 기준). 위기 발생 이후 1년간 FVI는 외환위기사 23.7포인트, 글로벌 금융위기사 23.6포인트 하락하였다.



그림 1-13. 과거 위기 전후 FVI<sup>1)</sup> 변동



주: 1) t<sub>0</sub>시점은 외환위기 1997년 4/4분기, 글로벌 금융위기 2008년 3/4분기로 설정  
 2) 각 시점의 FVI에서 t<sub>0</sub> 시점의 FVI를 차감한 수치  
 자료: 한국은행 시산

### 다. 국내외 금융불균형 상황하에서의 실물 경제 하방리스크

금융불균형이 누증되는 상황에서는 경제주체들이 위험자산의 리스크를 과소평가함으로써 자산가격에 버블이 형성될 가능성이 높아진다. 이

같은 상황에서 대내외 여건이 급변할 경우 위험 회피 성향으로 급반전되면서 자산가격 급락과 부채 디레버리징이 촉발될 수 있다. 더구나 주요국 금융불균형 수준이 높은 점을 감안하면 이들 국가의 금융불균형에 대한 급격한 조정이 발생하는 경우 대외 충격으로 작용하여 우리나라의 자산가격 조정 및 부채 디레버리징의 속도를 가속화할 가능성도 있다. 이 과정에서 가계소비 및 기업투자 위축, 수출 감소 등으로 이어져 실물경제의 하방리스크가 확대될 수 있다.

이러한 점을 감안하여 국내외 금융불균형 상황하에서의 실물경제 하방리스크를 점검하기 위해서 국내외 금융취약성지수를 활용하여 GaR 분석을 실시하였다.<sup>15)</sup> 대외 금융취약성지수는 우리 경제와 밀접하게 연계되어 있는 미국, 영국, 중국, 일본과 유로지역을 대상으로 하였다.<sup>16)</sup>

분석 결과, 글로벌 금융불균형이 우리나라 실물경제의 하방리스크를 큰 폭 확대시키는 것으로 나타났다. 먼저 국내 금융취약성지수만을 고려할 경우 2021년 3/4분기 시점에서 예측한 4분기 이후의 GaR(하위 10%, 연율)은 -1.4%로 전

15) GaR(Growth-at-Risk, 최대예상GDP 감소율)은 금융취약성지수만을 고려하여 대내외 충격시 발생 가능한 GDP 손실을 의미하며, 자세한 내용은 2021년 6월 금융안정보고서 중 <주요 현안 분석> 「II. 금융불균형 누증이 금융시스템에 미치는 영향」(105쪽)을 참조하기 바란다. 참고로 국내 및 주요국의 금융취약성지수를 고려한 분위수 회귀식은 다음과 같다.

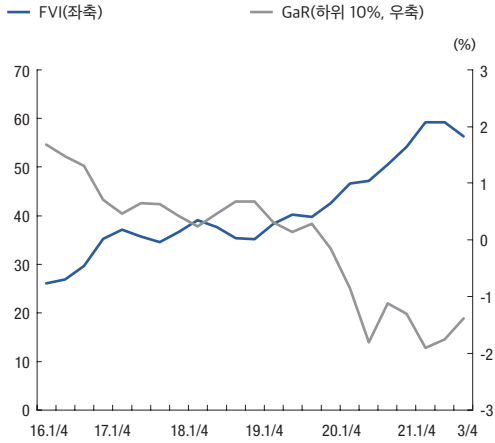
|             |   |
|-------------|---|
| 국내 FVI만 고려시 | $\tilde{y}_{t+h}^q = \alpha_h^q + \beta_{y,h}^q y_t + \beta_{F,h}^q FVI_t + \epsilon_{t+h}$   |
| 주요국 FVI 추가시 | $\tilde{y}_{t+h}^q = \alpha_h^q + \beta_{y,h}^q y_t + \beta_{F,h}^q FVI_t + \sum_{i=1}^5 \gamma_{i,F,h}^q W FVI_{i,t} + \sum_{i=1}^5 \lambda_{i,F,h}^q (FVI_i \times W FVI_{i,t}) + \epsilon_{t+h}$ |

(단,  $\tilde{y}$  : 전분기 대비 실질 GDP성장률의 h기 이동평균, y : 전분기 대비 실질GDP 성장률, FVI : 국내 금융취약성지수, W FVI : 주요국 금융취약성지수, i : 미국, 영국, 유로, 중국, 일본, q : 분위값, h : 예측시차)

16) 미국, 영국, 중국, 일본 4개국과 유로지역의 글로벌 GDP 점유율은 약 67% 수준이다. 이들 국가의 금융취약성지수는 앞서 제시한 글로벌 금융취약성지수 시산 방법과 같이 민간신용, 자산가격, 금융기관 복원력, 대외부채 취약성의 4개 부문, 13개 지표로 산출하였다.

분기(-1.7%)에 비해 다소 개선되었으나 코로나 19 이후의 기저 효과를 감안하면 전반적인 실물 경제의 하방리스크는 여전히 높은 수준이다<sup>17)</sup> (그림 I -14).

그림 I -14. GaR<sup>1)</sup> 및 FVI

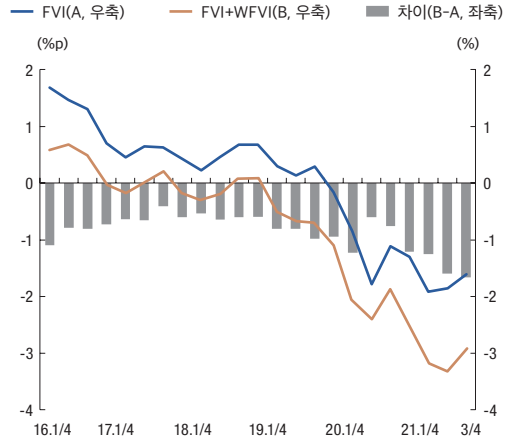


주: 1) 각 시점에서 예측한 4분기 이후 실질 GDP성장률(연율 기준)로 해당 시점의 FVI를 반영하여 향후 1년간 10% 확률로 나타날 수 있는 경제성장률을 의미

자료: 한국은행 시산

주요국의 금융취약성지수를 추가해서 실물경제 하방리스크를 추정해 보면, 2021년 3/4분기 GaR(하위 10%, 연율 기준)이 -3.0%로 국내 금융불균형 상황만 고려했을 경우(-1.4%)에 비해 상당폭(-1.6%포인트) 확대된 것으로 분석된다.<sup>18)</sup> 국내 금융불균형만 고려했을 때의 GaR과 주요국 요인을 추가로 고려했을 때의 GaR 간 차이는 코로나19 이후 확대되는 추세이다. 이는 주요국의 금융불균형 누증이 국내 실물경제 하방리스크에 미치는 영향이 점차 커지고 있음을 시사하는 것이다(그림 I -15).

그림 I -15. 글로벌 금융취약성지수 추가시 GaR<sup>1)</sup>



주: 1) 각 시점에서 예측한 4분기 이후 실질 GDP성장률(연율 기준)로 해당 시점의 FVI를 반영하여 향후 1년간 10% 확률로 나타날 수 있는 경제성장률을 의미  
자료: 한국은행 시산

### 3. 시사점

금융불균형을 완화하기 위한 정부와 한국은행의 노력에도 불구하고 국내 금융불균형은 여전히 높은 수준으로 평가된다. 특히 주택가격과 가계부채의 높은 증가는 국내 금융불균형을 심화시키는 핵심 요인이 되고 있다. 주택가격은 소득 수준 등을 감안할 때 고평가된 상태가 지속되고 있다. 주식시장에서도 투자자의 위험 선호도가 높은 수준을 지속하고 있다.

금융불균형은 우리나라뿐만 아니라 주요국에서도 우려를 제기하고 있다는 점에서 금융불균형에 대한 경계를 소홀히 해서는 안될 것이다.

17) GaR은 금융취약성지수만을 고려한 극단적인 꼬리위험을 의미하는 것으로 일반적인 경제성장률 전망치로 해석하지 않도록 유의해야 한다.

18) 앞서 모형의 분석결과를 이용하여 주요국 금융취약성지수가 실물경제의 하방리스크에 미치는 총효과(-1.6%포인트,  $WFVI + FVI \times WFVI$ )를 직접효과(WFVI)와 간접효과( $FVI \times WFVI$ )로 구분해서 시산해 보면, -1.3%포인트가 직접효과로, -0.3%포인트가 간접효과로 추정된다.

국내외 금융시장이 긴밀히 연결된 상황에서 대내외 금융불균형의 누증은 글로벌 충격이 발생할 경우 우리 경제에 내수와 수출 모두 큰 충격을 초래할 수 있다. 국내외 금융불균형 상황에서 실물경제 하방리스크를 추정해 본 결과, 국내 금융불균형 상황은 실물경제 하방리스크를 확대시키고, 특히 주요국 금융불균형을 감안할 경우 국내 실물경제 하방리스크는 더욱 커지는 것으로 나타났다.

과거 위기 발생 전후 금융불균형 추이를 살펴보면, 위기 전에는 금융불균형이 가파르게 확대된 후 조정과정을 거치다가 대외 충격 발생 시 급격히 축소되는 경향을 보였다. 대내외 금융불균형의 급격한 조정은 실물경제에 큰 충격을 초래할 수 있어 정책당국은 우리나라뿐만 아니라 대외외 금융불균형 누증 정도 및 속도, 재정 및 통화 정책의 변화 등 관련 모니터링을 한층 강화할 필요가 있다. 이와 함께 실물경기의 회복세에 맞추어 국내 금융불균형의 점진적 완화를 위한 정책대응 노력을 지속할 필요가 있다. 정부는 거시건전성정책의 강화 기초를 당분간 유지하는 가운데 지금까지 제기된 보완이 필요한 사항 등을 면밀히 점검·개선해야 할 것이다. 금융기관도 리스크 관리 및 복원력 강화 등 리스크에 대한 경계감을 한층 강화할 필요가 있다.

## II. 우리나라 가계부채가 금융·경제에 미치는 영향

1. 검토 배경
2. 가계부채의 주요 리스크 파급 경로 및  
평가
3. 시사점

### 1. 검토 배경

우리나라 가계부채(가계신용통계 기준)는 글로벌 금융위기 이후 2010년말 843.2조원에서 2021년 3/4분기말 1,844.9조원으로 두 배 이상 확대되었으며, 주요국에 비해서도 부채 수준이 높고 증가 속도도 빠른 편이다. 2021년 3월말 우리나라의 명목GDP 대비 가계부채 비율(이하 ‘가계부채비율’)은 104.9%로 명목GDP(2020년) 상위 30개 주요국 평균(63.2%)을 크게 상회하고 있으며, 최근 10년간 우리나라의 가계부채비율 증가폭(+31.7%포인트)도 주요국(+6.9%포인트)보다 크게 높은 것으로 나타났다. 글로벌 금융위기 이후 일부 국가에서 주택가격 조정이 상당 기간 진행되면서 대규모 비자발적 디레버리징을 경험한 것과 달리 우리나라는 이러한 상황을 겪지 않은 채 가계부채비율이 대체로 지속적인 상승세를 보여왔다<sup>1)</sup>(그림 II-1).

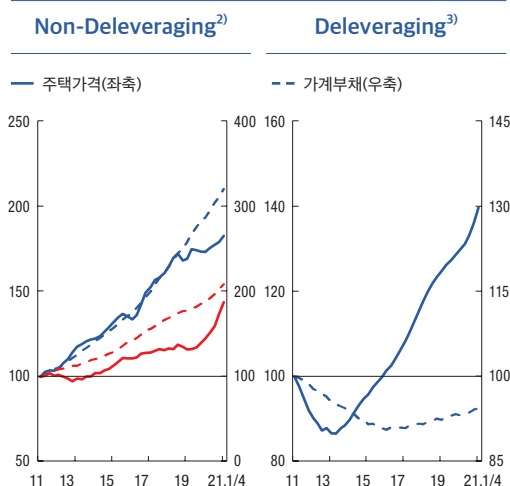
경제규모의 확대와 더불어 부채가 증가하는 것은 자연스러운 현상이라 할 수 있겠으나 실물경제에 비해 과도한 부채 수준(debt overhang)은 거시금융경제의 안정성을 저해하는 요인으로 인식되고 있다.

즉, 소득수준에 비해 가계부채 규모가 클 경우 가계부채와 맞물린 주택가격 하락 등 충격 발생시 민간소비 및 GDP가 더 큰 폭으로 위축되고 실업률도 상승하는 등 대내외 충격에 취약해질 위험이 높다(IMF, 2012 등). 과거 가계부채 관련 위기 사례를 살펴보면 대체로 위기 직전에 가계대출이 급증하다가 자산가격 버블 붕괴<sup>2)</sup>, 급격한 신용공급 위축 등 대내외 충격 발생으로 가계대출 부실화가 빠르게 진행되면서 금융위기가 촉발되었다(Reinhart and Rogoff, 2009).

이러한 점을 감안하여 본고에서는 소득 흐름에 비해 과도한 가계부채가 금융·경제에 미치는 영향을 이론적 관점과 대내외 충격시 부정적 측면으로 구분하여 점검해 보고자 한다.

1) 코로나19 이후 가구 수 확대와 신규 아파트 공급 부족 문제 등이 부각된 가운데 코로나19에 대응한 금융완화 기조에 힘입어 투자자산으로서의 주택에 대한 선호가 크게 증가함에 따라, 주택매입을 위한 가계대출이 주택담보대출을 중심으로 빠르게 확대된 것이 최근 우리나라 가계부채 증가의 주요인으로 평가된다.

2) 1929년 미국 경제대공황, 2008~09년 글로벌 금융위기, 1980년대 후반 스칸디나비아 국가 및 1990년대 중반 콜롬비아의 가계부채 위기 등은 자산가격 폭락으로 위기가 촉발되거나 확대되었다(Reinhart and Rogoff, 2009).

그림 II-1. 국가별 주택가격과 가계부채<sup>1)</sup>

주: 1) 2011년 1/4분기=100으로 지수화

2) 중국, 노르웨이, 홍콩 단순평균. 붉은색은 우리나라 지수를 의미

3) 스페인, 아일랜드, 미국, 네덜란드 단순평균

자료: OECD, BIS, 한국부동산원

## 2. 가계부채의 주요 리스크 파급 경로 및 평가

경제이론적 관점에서 가계부채는 가계의 유동성 제약을 완화하여 소비를 확대시키며, 생애주기상의 소비를 평활화(consumption smoothing)할 수 있게 함으로써 소비자의 효용을 증진시킨다. 경제 전체적으로도 한계소비성향이 상대적으로 높은 차입주체로의 자원배분이라는 측면에서 가계부채 증가는 총소비를 확대<sup>3)</sup>시키는 역할을 할 수 있다. 이렇듯 경제

성장 과정에서 가계부채의 증가는 금융시장의 발전, 가계의 금융접근성 향상 등과 같은 긍정적인 신호로 해석되기도 한다(Beck and Levine, 2004 등).

그러나 가계부채가 걱정 수준을 넘어서면<sup>4)</sup> 과도한 채무부담으로 인해 가계소비가 오히려 위축되고 실물경제의 성장세를 제약하는 등 부채의 부정적 효과가 순기능을 상회하게 된다.<sup>5)</sup> 가계의 과다부채가 금융·경제에 영향을 미칠 수 있는 주요 경로는 크게 세 가지로 구분해 볼 수 있다. 첫째, 과다 채무로 인한 원리금 상환 부담의 증가는 가계의 실질적인 처분가능소득을 감소시켜 소비를 위축시킬 수 있다. 둘째, 가계부채가 자산매입에 활용될 경우 담보효과(collateral effect), 차입을 통해 자산가치를 확대시키는 레버리지 효과(leverage effect)<sup>6)</sup> 등을 통해 금융시장 및 실물경제 사이클의 진폭을 확대시켜 금융불안 또는 경기침체를 촉발하는 잠재적 불안요인이 된다. 특히 자산가격 상승과의 상호작용을 통해 소득수준을 크게 벗어나는 가계부채의 누적은 대내외 충격에 따른 소득 급감 또는 자산가격 급락 등의 경우 금융시스템의 안정성과 건전성을 크게 저하시킬 수 있다. 셋째, 가계부채가 늘어나는 과정에서 금융접근성 격차, 자산가격 상승 동반 등으로 인해 경제주체 간의 경제적 불평등이 심화될 수 있다(그림 II-2).

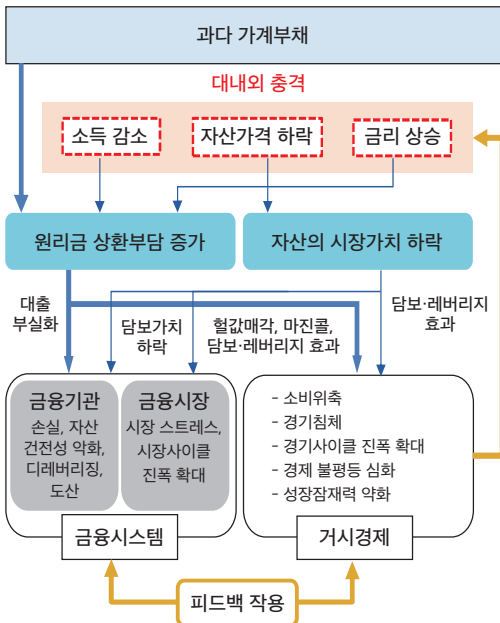
3) 통상 차입가계는 신용 또는 유동성 제약으로 인해 한계소비성향이 순저축이 양(+)인 가계보다 큰 경향이 있기 때문에 경제 전체적으로 가계부채 증가로 인해 총소비가 증가할 수 있다(Tobin, 1982; Eggertsson and Krugman, 2012; Auclert, 2017 등).

4) Cecchetti et al. (2011)는 가계부채가 경제성장을 저해하기 시작(과다채무)하는 임계점을 GDP대비 85%로, Arcand et al.(2015)는 50%로, World Economic Forum(2011)은 75%로 제시하고 있다.

5) 민간 부채가 금융경제에 미치는 부정적 영향에 대한 이론적 논의는 Fisher(1933), Minsky(1977, 1986) 및 Kindleberger(1978) 등을 토대로 하여 꾸준히 진행되고 있다.

6) 담보효과와 레버리지 효과의 상세한 내용에 대해서는 이후 본문 내용에서 후술한다.

그림 II-2. 과다 가계부채의 주요 리스크 파급 경로



## 가. 소비의 제약

가계의 부채가 과도하게 늘어날 경우 원리금 상환 부담이 크게 증대되면서 가계의 소비 위축을 불러올 수 있고, 이러한 소비 감소는 기업의 투자 및 생산 축소로 이어져 가계소득을 더욱 감소시키는 등 악순환을 초래할 위험이 있다.<sup>7)</sup> 특히 가계부채를 통해 확대된 레버리지가 부동산 시장에 유입된 경우에는 가계의 원리금 상환부

담이 장기간 걸쳐 지속되면서 가계 소비를 오랜 기간 제약할 수 있다. IMF의 주요국 대상 패널 실증분석 결과(2017)에 따르면 가계부채비율 상승은 단기적으로 소비를 증대시키지만 장기적인 누적 효과는 부정적 영향이 더 큰 것으로 추정되고 있다.<sup>8)</sup> 아울러 가계부채가 부동산 투자에 집중된 상황에서는 가계의 부동산 관련 세금 부담으로 인해 추가적으로 가계의 소비여력이 축소될 수 있다.<sup>9)</sup>

이러한 배경 하에서 가계부채DB를 활용하여 우리나라의 가계소비를 제약하는 부채 임계수준을 추정한 결과<sup>10)11)</sup>, 소비를 제약하는 DSR임계수준이 45.9%로 2021년 3월말 평균 DSR(36.1%<sup>12)</sup>)을 상회하고 있는 것으로 나타났다. 이에 따라 아직까지 차주의 전반적인 채무상환부담이 소비를 제약할 정도의 수준에는 이르지 않은 것으로 판단된다.

다만 임계수준을 초과하는 차주의 비중은 전체 차주의 6.3%를 기록하고 있으며, 소득 및 연령 대별로 살펴보면 저소득 차주 및 20~30대 청년층의 임계수준 초과 차주 비중이 각각 18.4% 및 11.3% 수준에까지 이르고 있다.

7) Fisher(1933)의 부채 디플레이션 이론에 따르면 경제주체의 채무가 과다하여 부채상환을 위해 소비를 줄이고자 할 경우, 경기침체와 디플레이션을 유발하고 이는 다시 부채의 실질가치 증가, 소비 위축으로 이어지는 악순환이 반복되면서 경제가 장기 침체의 늪에 빠질 수 있다.

8) 우리나라를 포함한 주요 80개국의 1950~2016년 자료를 이용하여 가계부채가 소비 등에 미치는 영향을 분석한 결과 가계부채비율이 1%포인트 상승(t년)할 경우, t+2년 이후 소비증가율을 0.14%포인트 이상 하락시키는 것으로 분석된 바 있다.

9) 이런 맥락에서 캐나다의 경우 DSR 규제비율(GDS: Gross Debt Service ratio) 산정시 대출원리금 뿐 아니라 주택 관련 세금도 반영하고 있다.

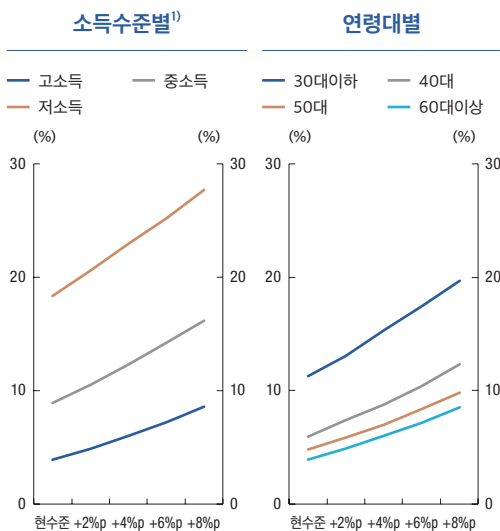
10) 금융안정 상황(2021년 9월) (한국은행 보도자료, 2021년 9월 24일) <주요 이슈> 「가계 및 기업 레버리지 수준 평가 및 시사점」을 참고하기 바란다.

11) 가계부채DB를 활용하여 추산한 규제기준 DSR로 가계의 실제 채무상환부담은 이보다 작을 수 있다. 가령, 가계금융복지조사 결과를 활용하여 추정한 실제 원리금부담액 기준 DSR은 32.7%(20년)이다.

12) 과거 시계열의 연속성 유지 필요성 등을 감안하여 최근의 DSR 만기산정방식 개편 내용(신용대출 만기: 10년 → 5년 등)은 반영하지 않았다.

DSR이 상승하는 경우를 가정하여 소득·연령별로 임계수준 초과 차주의 비중 변화를 살펴보았다. DSR이 2%포인트 상승할 시 임계수준 초과 차주 비중은 소득수준별 및 연령별로는 1~2%포인트 늘어나는 데 그치지만 가계의 부채 증가, 대출금리 상승 등으로 DSR이 큰 폭(8%포인트) 상승할 경우에는 임계수준 초과 차주 비중이 소득수준별로 5~9%포인트, 연령별로는 5~8%포인트까지 증가할 것으로 예상된다. 특히 저소득층 및 청년층의 경우 임계수준 초과 가구 비중이 여타 계층보다 가파르게 상승하면서 각각 27.7% 및 19.7%에 달할 것으로 추정되었다(그림 II-3). 따라서 이들 계층이 과다 채무로 인한 채무상환부담으로 인해 소비가 제약될 가능성이 상대적으로 큰 것으로 평가된다.

그림 II-3. DSR 상승에 따른 소비 임계수준 초과 차주 비중



주: 1) 고소득 상위 30%, 중소득 30~70%, 저소득 하위 30%

자료: 한국은행

## 나. 금융·실물경제 변동성 확대 및 금융시스템 안정성 저하

가계부채가 자산시장으로 과도하게 유입될 경우에는 자산가격 등락시 금융시장 및 실물경제의 변동성이 크게 확대될 수 있다. 자산가격 상승(하락)기에는 담보가치 증가(감소)로 가계의 차입여력이 확대(축소)되고 이에 따른 부채 증가(감소)는 추가적인 자산 매입(매각)이나 소비 확대(축소)로 이어져 경기상승(하강) 국면을 더욱 확대시킬 수 있다(담보효과).

또한 가계 소비는 순자산의 변동에 영향을 받는 것으로 알려져 있는데, 차입을 통해 자산투자를 한 가구가 전액 자기자본으로 투자한 가구보다 자산가격 등락시 순자산의 가치가 더욱 크게 변동하면서 소비도 더욱 크게 증가 또는 축소하게 되며 이로 인해 경기의 변동성이 더욱 커질 수 있다(레버리지 효과).

한편 가계부채가 과도할 경우 자산가격 하락, 소득 감소, 금융기관의 급격한 신용공급 축소 등 대내외 부정적 충격에 취약해질 가능성이 있다(Cecchetti et al., 2011 등). 실업 등과 같은 고용 충격 발생시 소득이 감소하면서 과다채무 가계의 원리금 상황이 어려워지고 이는 채무불이행으로 이어져 금융기관의 건전성 저하를 초래할 수 있다. 또한 자산가격이 급락할 경우 앞서 살펴본 담보 및 레버리지 효과 등을 통해 실물경기가 악화되고 이는 추가적인 자산가격 하락으로 이어질 수 있다. 자산가격이 채권최고액(담보설정액) 이하로 하락하게 되면 디레버리징 압력이 증가하면서 채무상환을 위해 가계는 자산을 헐값 매각하게 되고 이에 따라 자산가격이 더욱 하락하는 부정적 가격효과(negative



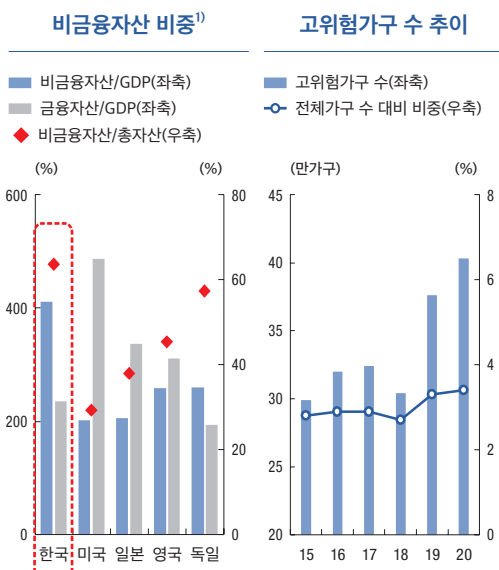
price spirals)도 발생할 수 있으며, 이 경우 금융·경제의 안정성이 크게 훼손될 수 있다.<sup>13)</sup>

**(자산가격 조정에 따른 디레버리징 가능성)**

우리나라의 경우 대내외 충격 등으로 가계의 실질소득이 크게 감소할 시 주택 등 실물자산을 매각을 통해 유동성 확보에 나서면서 주택가격 조정으로 이어질 가능성이 높다. 우리나라 가계는 주택 등 실물자산의 보유 비중이 높은 데다, 과도한 차입 등으로 고위험가구<sup>14)</sup>의 비중 역시 늘어나고 있는 상황이기 때문이다. 또한 주택가격 조정시 갭투자자, 다주택자 등이 해당 주택들의 매각에 나설 경우 주택가격 조정폭이 더욱 확대<sup>15)</sup>될 수 있다(그림 II-4).

이러한 주택가격 하락과 동반하여 해당 가계의 소득에도 부정적 영향이 더해지는 경우에는 차주의 신용위험이 확대되고 금융기관의 대출태도도 강화되면서 고위험가구 대출 및 신용대출<sup>16)</sup> 등을 중심으로 디레버리징이 진행될 우려가 있다.

**그림 II-4. 비금융자산 비중 및 고위험가구 수 추이**



주: 1) 한국과 미국은 2020년말 기준, 그 외 국가들은 2019년말 기준  
 자료: 한국은행, OECD, 통계청 「가계금융복지조사」

다만 현재로서는 주택가격 조정으로 인하여 큰 폭의 디레버리징이 발생할 가능성은 높지 않은 것으로 평가된다. 우리나라의 실물경기 회복세가 견실하게 이어지는 가운데 그간 강도 높은 LTV 규제<sup>17)</sup>로 인해 우리나라 가계대출의 LTV 비율은 매우 낮은 수준(21년 3/4분기말 국내은행 평균 40.1%, 대출취급시점 기준)을 유지하고 있다. 수년간 주택가격 상승세가 이어져 온 점을 감안하면 차입자의 실제 담보여력은 이보다 더 클 것으로 추정된다. 아울러 여전히 신규 주택을 중심으로 한 가계의 주택수요 지속 등으

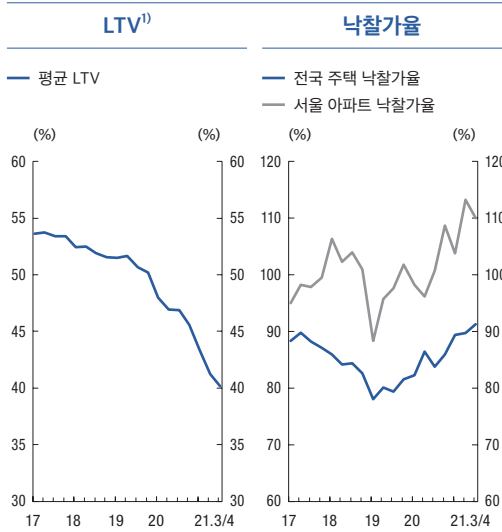
13) 주식시장의 경우에도 신용용자의 마진 제도로 인해 이러한 부정적 가격효과에 취약한 모습을 보이고 있다. 일례로 2020년 3월 코로나19의 팬데믹 선언과 함께 미국 주가가 급락하면서 마진콜 또한 급증하였는데, 신용용자로 주식을 매입한 투자자들이 마진콜 압력에 대응하기 위해 주식을 투매하면서 주가 하락이 가속화되었고 이는 주식시장 전반의 스트레스로 확산되었다(Foley et al., 2020).

14) 고위험가구는 DSR > 40% 및 DTA(Debt to Asset) > 100%인 가구를 의미한다.  
 15) 갭투자자의 경우 전세가격 하락시 전세보증금 반환자금 대출 등을 통해 전세보증금 반환을 꾀할 수 있으나, DSR 규제 등으로 여의치 않을 경우에는 임대하고 있는 주택을 매도해야 하는 상황에 처할 수 있다.  
 16) 소득이 감소한 신용대출 차주들은 대출만기시 원금의 일부 혹은 전액 상환을 요구받을 수도 있다.  
 17) LTV 규제를 시행하고 있는 나라들(핀란드, 덴마크, 네덜란드 등)을 보면 홍콩과 싱가포르를 제외하고 LTV 규제 한도가 대체로 80~100% 이내의 높은 수준으로 유지되고 있다.



로 주택의 높은 낙찰가율이 크게 조정되기 어려워 담보대출 부실에 따른 금융기관의 손실 가능성도 제한적일 것으로 보인다. 또한, 기존 담보대출이 통상 경락잔금대출<sup>18)</sup> 등으로 전환됨을 감안할 때, 디레버리징 효과도 제한적인 것으로 예상된다(그림 II-5).

그림 II-5. LTV 및 낙찰가율 추이



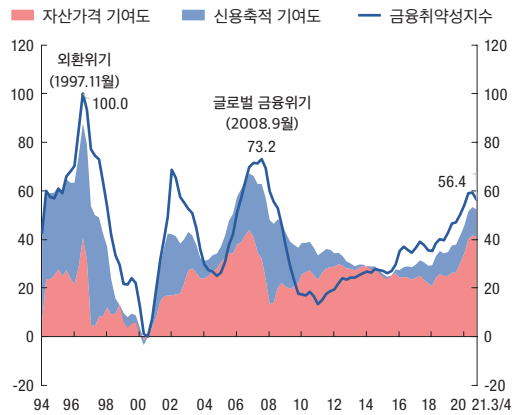
주: 1) 국내은행 기준  
자료: 금융기관 업무보고서, 법원경매정보

**(금융불균형 조정에 따른 실물경제의 하방리스크 증대)**

가계부채 증가와 더불어 주택시장으로의 자금 풀림 등으로 금융불균형이 누적된 상황에서는 예기치 않은 대내외 충격 발생시 금융시스템의 안정 뿐 아니라 실물경제의 회복에도 적지 않은 부정적 영향을 미칠 수 있다. 과거 금융불안이 초래되었던 경제적 위기 직전 상황에서는 예외

없이 금융불균형 정도가 매우 높은 수준이었으며 예기치 않은 충격으로 그 금융불균형 정도가 크게 조정되는 과정에서 금융불안과 경기부진이 나타났다(그림 II-6).

그림 II-6. 금융취약성지수(FVI)<sup>1)</sup> 추이



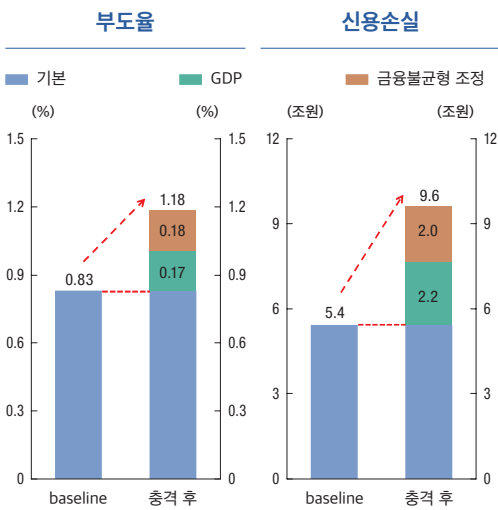
주: 1) 자산가격, 민간신용 추이 등으로 측정된 금융불균형 상황을 포함하여 중장기적 금융안정 상황을 판단하는 지수  
자료: 한국은행

이러한 과거의 사례를 기초로 2021~23년중 금융불균형이 지속적으로 누적된 상황에서 대내외 충격이 발생할 경우를 가정하여 스트레스 테스트를 실시한 결과, 4분기 이후 경제성장률 예상분포의 꼬리위험(tail-risk)이 증가(GaR 하위 10%, -2.2%)하고 주택가격(-3.5%)이 하락하는 등 실물경제의 하방리스크가 확대되는 것으로 나타났다. 이로 인해 가계대출 부도율이 0.83%(20년 4/4분기)에서 1.18%로 상승하고 부실 규모도 5.4조원에서 4.2조원(성장률 충격 2.2조원, 금융불균형 조정 2.0조원) 증가한 9.6조원에 달할 것으로 추정되었다<sup>19)20)</sup> (그림 II-7).

18) 금융기관이 법원 경매나 공매로 낙찰받은 부동산에 대해 해당 물건을 담보로 부족한 잔금을 대출해주는 잔금대출 제도를 일컫는다.  
19) 기업대출의 경우 부도율이 1.48%에서 충격 후 2.36%로 상승하며, 신용손실은 충격이 없는 경우(8.7조원)에 비해 18.8조원 늘어난 27.5조원에 이를 것으로 추정되었다.  
20) 자세한 내용은 2021년 6월 금융안정보고서 <주요 현안 분석> 「II. 금융불균형 누증이 금융시스템에 미치는 영향」(115쪽)을 참조하기 바란다.

다만 이러한 금융불균형 조정에도 불구하고 금융업권들의 평균 자본비율은 모두 규제수준을 상회할 것으로 예상된다.

그림 II-7. 가계대출 부도율 및 신용손실



자료: 한국은행

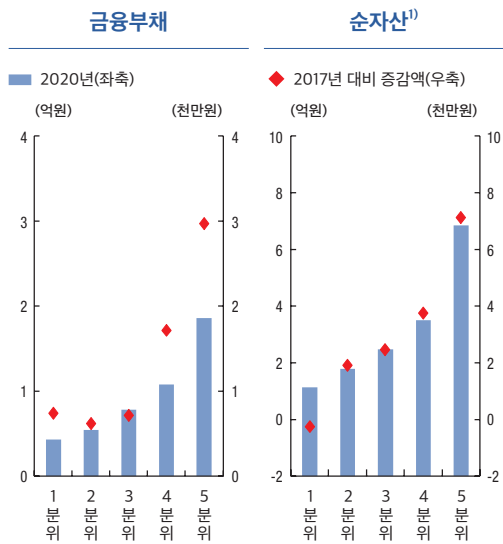
### 다. 대출격차 확대에 따른 경제적 격차 심화

가계부채가 고소득·고신용 가구를 중심으로 확대될 경우, 이는 가계부채의 질적 구조 개선으로 해석될 수 있으나 다른 한편으로는 계층 간 대출 접근성의 격차 확대 문제로 인식될 수 있다. 특히 자산가격이 상승할 경우에는 계층 간의 대출 접근성 격차와 더불어 대출 용도의 차이가 곧 계층 간 자산 및 소득의 격차 확대로 이어질 수 있다.<sup>21)</sup> 이러한 계층 간 소득 및 자산 격차 확대는 인적자본에 대한 효율적 투자를 저해하여 장기 성장잠재력을 저하시키는 요인으로 작용할 수 있다는 점도 제기되고 있다(World

Bank, 2015 등).

우리나라의 경우에는 가계부채가 부동산시장에 집중되고<sup>22)</sup> 부동산가격이 빠르게 상승함에 따라 경제적 불평등이 더욱 심화된 측면이 있다. 그간 대출규제가 지속적으로 강화되는 가운데, 금융접근성이 상대적으로 양호한 고소득층 등이 레버리지를 적극 활용해 자산을 더욱 크게 늘려왔기 때문이다. 가계금융복지조사 결과를 활용하여 소득 분위별 평균 부채 및 순자산 규모의 변화를 살펴보면 1분위 가구의 경우 2020년 평균 부채가 2017년 대비 743만원 늘어나면서 평균 순자산은 233만원 감소하였으나, 5분위 가구는 평균 부채가 2,971만원 늘어나면서 순자산도 7,115만원 증가하였다(그림 II-8).

그림 II-8. 소득 분위별 평균 금융부채 및 순자산



주: 1) 총자산 - 금융부채  
자료: 통계청 「가계금융복지조사」

21) 「한국의 소득분위별 가계부채 분포의 확산과 거시경제적 함의」(박기영·김수현, 2018)에 따르면, 우리나라의 경우 2001~15년중 가계부채가 고소득층을 중심으로 크게 증가한 가운데, 고소득층은 조달한 부채를 주로 실물자산 투자에 활용한 반면 저소득층은 주로 소비 용도로 부채를 활용한 것으로 나타났다. 이러한 소득 계층 간 대출 격차와 대출 용도의 차이는 부동산가격 상승기에 계층 간 자산 격차의 확대를 초래할 수 있다.

22) 자세한 내용은 <참고 4> 「최근 주택금융의 확대 배경과 시사점」(54쪽)을 참조하기 바란다.

### 3. 시사점

코로나19 이후 국내 가계부채가 빠르게 증가해 옴에 따라, 과도한 가계부채가 우리 금융·경제에 미치는 부정적 영향에 대한 우려도 커지고 있다.

지금까지는 가계부채의 급증에도 불구하고 가계부채가 가계의 소비를 제약할 수준에까지는 이르지 않은 것으로 보이며, 전반적인 가계부채의 구조도 높은 고신용·고소득 차주 비중, 낮은 LTV 비율 등 건전한 모습을 유지하고 있다. 이로 인해 실물경기 충격 및 주택가격 급락 등 금융불균형 조정이 발생하는 상황에서도 금융기관들의 복원력은 대체로 건조한 수준을 유지할 것으로 예상된다.

그러나 가계부채가 누증될수록 대내외 충격에 따른 금융·실물경제의 변동성이 더욱 확대되고 금융시스템의 안정성이 저하될 수 있다는 점을 감안할 때, 가계부채 증가세의 억제 노력은 일관되게 추진되어야 할 필요가 있다. 특히 차주단위 DSR규제 조기시행 등 상환능력 중심의 대출 관행 확립을 위한 정책적 노력이 차질없이 진행되어야 할 것이다. 또한 상대적으로 약한 규제가 적용되고 있어 풍선효과 등의 발생 우려가 있는 비규제지역 주택담보대출, 비은행대출 등에 대해서도 꾸준한 모니터링과 더불어 필요시 규제 방향을 조정해 나가는 등의 노력이 필요하다.

자산시장의 자금쏠림으로 금융불균형이 심화되고 있는 만큼 가계부채의 자산시장으로의 유입을 완화하기 위한 노력도 중요할 것으로 보인다. 가계부채 억제 노력과 더불어 주택시장

의 과도한 위험 및 수익 추구 성향, 레버리지 투자 수요가 완화될 수 있도록 주택공급 확대 등을 통한 주택시장 안정화 정책을 병행할 필요가 있다. 금융접근성 차이 등에 기인하는 가계부채 증가는 소득과 부의 양극화를 심화시킬 우려가 있다는 점에도 유의하여 소득 계층간 금융접근성 완화를 위한 제도적 개선에도 지혜를 모아야 할 것이다.

### Ⅲ. 주요국의 통화정책 정상화가 외국인 국내증권투자에 미치는 영향

1. 검토 배경
2. 외국인 국내증권자금 유출입 동향과 특징
3. 주요국 통화정책 정상화의 영향 분석
4. 시사점

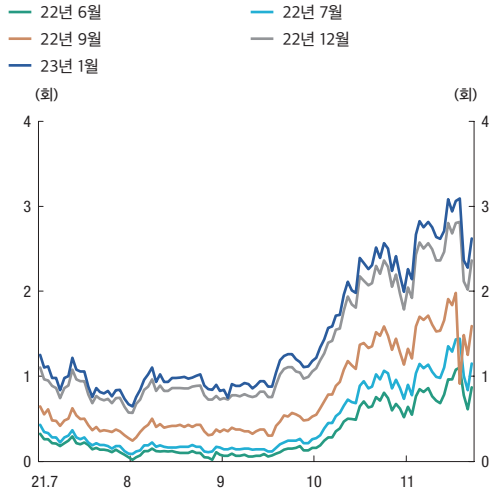
#### 1. 검토 배경

최근 들어 실물경기 회복 기대가 강화되고 글로벌 인플레이션 우려가 확대되면서 주요국 중앙은행들이 통화정책 정상화<sup>1)</sup>의 속도를 예상보다 빠르게 조정해 나갈 가능성이 높아지고 있다. 미 연준의 경우 이미 지난 11월부터 테이퍼링을 시작하였고 정책금리 인상의 예상 시기도 빨라졌다(그림 Ⅲ-1). ECB의 경우도 PEPP<sup>2)</sup> 중단 등 통화정책 정상화에 나설 것으로 예상되고 있다.

이에 본고에서는 글로벌 금융위기 이후 외국인의 국내증권자금 유출입 동향과 특징을 살펴보고 주요국의 통화정책 정상화가 외국인의 국내

증권투자에 미칠 영향을 점검해 보고자 한다.

그림 Ⅲ-1. 미 연준 금리 인상 횟수 예상<sup>1)</sup>



주: 1) 일별로 추정된 해당월 FOMC까지의 예상 금리 인상 횟수  
자료: Bloomberg

#### 2. 외국인 국내증권자금 유출입 동향과 특징

##### 가. 글로벌 금융위기 이후 외국인 증권자금 유출입 동향

글로벌 금융위기 이후 주요국의 완화적 통화정책 기조<sup>3)</sup>로 풍부해진 글로벌 유동성 등을 바탕

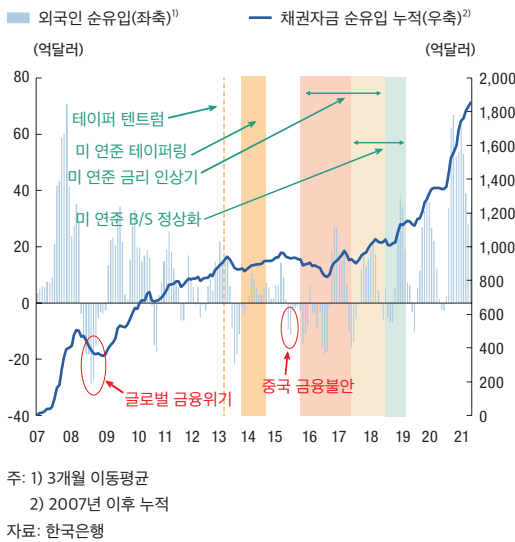
1) 통화정책 정상화는 중앙은행이 코로나19 팬데믹에 대응하기 위해 대규모로 매입했던 보유채권을 축소하고 제로금리 혹은 마이너스 수준까지 낮추었던 정책금리를 인상하는 과정을 의미한다. 미 연준의 경우 글로벌 금융위기 이후 실시한 초완화적인 통화정책을 3단계로 정상화하는 과정을 거친 바 있다. 첫 단계는 테이퍼링으로 월간 850억달러였던 자산 순매입 규모를 2014년 1월부터 축소하여 그 해 10월 동 자산 순매입 프로그램을 종료하였다. 두 번째 단계에서 미 연준은 0.00~0.25%였던 정책금리를 2015년 12월부터 인상하기 시작하였으며, 2018년 12월에는 정책금리가 2.25~2.50%에 이르렀다. 세 번째 단계에서 미 연준은 2017년 10월부터 2019년 8월까지 만기도래 보유채권을 재투자하지 않는 방식을 통해 점진적으로 보유자산 규모를 축소하였다.

2) ECB는 코로나19 팬데믹에 대한 대응 조치로 2020년 3월 팬데믹 긴급자산매입 프로그램(Pandemic Emergency Purchase Program; PEPP)을 도입(7,500억유로)하여 유로지역 국공채 및 회사채 등을 매입해왔으며 내년 3월에 종료하기로 하였다.

3) 글로벌 금융위기 이전(00년 1월~08년 8월중) 미 연준의 Federal Funds Rate 목표 평균은 3.36%였으나 금융위기 이후(09년 1월~21년 11월) Federal Funds Rate 목표범위 중간값(평균)은 0.52%로 2.84%포인트 하락하여 대체로 실질GDP 증가율을 밑돌았으며, 주요 4개 중앙은행(미 연준, ECB, 영란은행, 일본은행)의 자산 합계는 2007년말 3.8조달러에서 2021년 9월말 26.1조달러로 확대되었다.

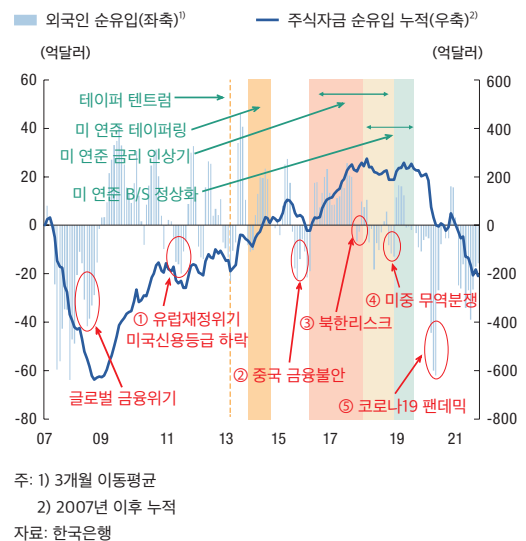
으로 외국인의 국내증권투자도 꾸준히 늘어났다. 2009년 1월~2021년 11월중 외국인 증권투자자금이 1,931억달러 순유입되었으며 이 중 채권자금이 대부분(1,487억달러, 77%)을 차지한 가운데 주식자금은 444억달러(23%) 순유입되었다. 채권자금의 경우 미 연준의 통화정책 정상화나 국제금융시장의 변동성 확대에도 불구하고 대체로 장기투자자인 국외 중앙은행, 국부펀드, 국제금융기구 등 공공자금을 중심으로 지속적으로 순유입되는 모습을 보였다(그림Ⅲ-2). 다만, 테이퍼 텐트럼 이후 미국의 장기 시장금리가 빠르게 상승하였던 2013년 8~12월중에는 채권자금이 5개월 연속 순유출되기도 하였다.

그림 Ⅲ-2. 외국인 채권투자자금 유출입 추이



주식자금<sup>4)</sup>도 주요국의 통화정책 정상화에 따른 영향이 뚜렷하지 않은 가운데, 채권자금과는 달리 정상시에는 순유입되다가 국제금융시장 불안기에는 대폭 순유출되는 패턴을 반복하여왔다. 글로벌 금융위기 이후 외국인 주식자금이 단기간에 대규모로 순유출된 시기를 살펴보면 ① 유럽 재정위기 및 미국 신용등급 하락(11년), ② 중국발 금융시장 불안(15년), ③ 북한 리스크(17년), ④ 미·중 무역분쟁(18년), ⑤ 코로나19 팬데믹(20년) 등의 리스크 이벤트가 발생했던 시기였다. 이와 같이 단기간에 외국인 주식자금이 대규모로 순유출된 배경에는 미 연준 금리인상 등 주요국의 통화정책 기조변화의 직접적 영향보다는 국제금융시장의 리스크 혹은 대내외 지정학적 이벤트 발생 등이 더 큰 요인으로 작용한 것으로 보인다(그림Ⅲ-3).

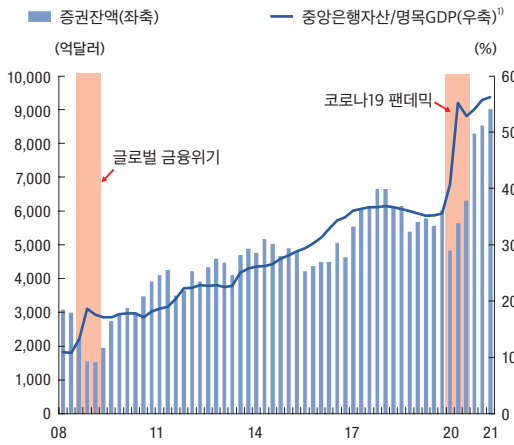
그림 Ⅲ-3. 외국인 주식투자자금 유출입 추이



4) 외국인 국내 주식자금의 유출입 결정요인을 살펴보면 투자회사, 증권회사 등의 민간자금은 단기 변동성이 높은 지표인 글로벌 위험회피 심리(VIX), 국내의 주가, 환율 등에 의해 주로 영향을 받고 국내외 금리 및 경기 등 중장기 요인에도 일부 영향을 받고 있는 것으로 나타나고 있다. 반면 국부펀드, 중앙은행 등의 공공 자금은 중장기 요인인 금리 및 경기가 유출입을 결정하는 주된 요인인 것으로 보인다. 그 결과 외국인 주식자금은 '정상시 순유입, 국제금융시장 불안시 상당폭 순유출'의 패턴을 반복하여 왔다. 이러한 패턴이 반영되어 그간 외국인 수급과 주가는 대체로 동행하는 흐름을 보여왔다.

한편 외국인의 국내증권투자 잔액을 보면 주식은 2008년말 3,258억달러에서 2021년 11월말 6,077억달러로 증가하였으며, 같은 기간 채권은 649억달러에서 1,745억달러로 늘어났다. 특히 주요국 중앙은행들의 위기 대응을 위한 대규모의 확장적 통화정책으로 글로벌 유동성이 빠르게 확대되는 시기에는 외국인의 국내 증권투자 잔액이 더 가파르게 증가하는 모습도 나타나고 있다(그림Ⅲ-4).

그림 Ⅲ-4. 주요국 중앙은행 자산변화와 외국인 증권투자 잔액



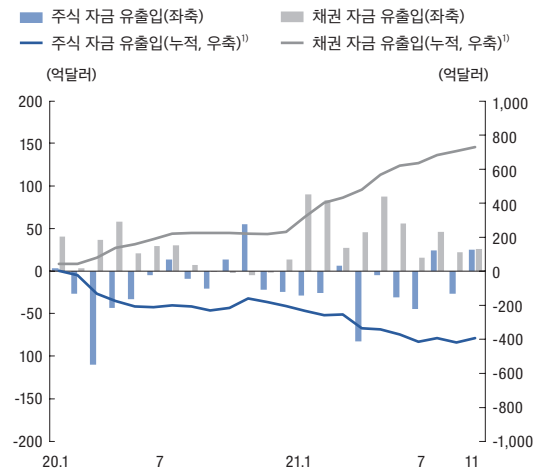
주: 1) 미 연준, ECB, 영란은행 및 일본은행 자산 합산액의 명목 GDP 합산액에 대한 비율로 주요국 통화정책 기조변화를 반영  
자료: 한국은행, 각 중앙은행, IMF

## 나. 코로나19 팬데믹 이후 외국인 증권자금 유출입 특징

지난해 코로나19 팬데믹 이후의 상황을 보면 주요국 중앙은행들의 대폭적인 확장적 통화정책<sup>5)</sup> 등을 배경으로 2020년 3월~2021년 11월 기간

중 외국인의 국내증권투자 자금은 316억달러 순유입되었다(그림Ⅲ-5). 이를 주식자금과 채권 자금으로 구분해보면, 주식자금은 큰 폭 순유출(20년 3월~21년 11월, 371억달러)된 반면, 채권 자금은 주식자금 순유출 규모보다 더 많이 순유입(686억달러)되는 등 상반된 모습이 나타났다. 외국인 증권투자 잔액의 경우 자금이 유출된 주식자금도 주가 상승으로 잔액이 증가함에 따라 전반적으로 큰 폭 증가<sup>6)</sup>하였다.

그림 Ⅲ-5. 코로나19 이후 외국인 증권투자자금 유출입



주: 1) 2020년 1월 이후  
자료: 한국은행

## (외국인 주식자금)

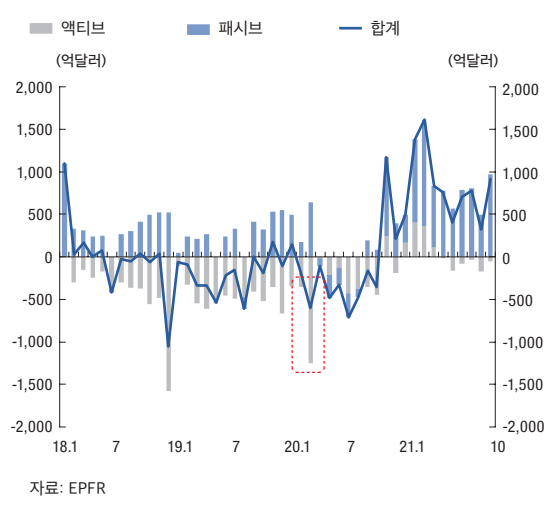
외국인 주식자금은 팬데믹 직후에는 위험 변화에 민감하게 반응하는 글로벌 액티브 펀드 자금을 중심으로 큰 폭으로 순유출되었다(그림Ⅲ-6). 이후 주요국 중앙은행들이 신속히 대규모

5) 주요국 중앙은행(미 연준, ECB, 영란은행, 일본은행)의 자산 규모는 코로나19 대응 과정에서 자산매입, 긴급대출 등으로 코로나19 이전보다 10.1조달러(19년 12월말 15.4조달러→21년 6월말 25.5조달러) 증가하여 GDP대비 비율이 35.6%→56.2%로 확대되었다.

6) 2019년말 외국인 채권 투자잔액은 1,068억달러에서 2021년 11월말 1,745억달러로 677억달러 증가하였고, 주식 투자잔액은 2019년말 4,971억달러에서 2021년 4월 14일 7,965억달러로 사상 최대규모로 증가한 이후 2021년 11월말 6,077억달러를 나타내었다.

의 유동성을 공급하였음에도 불구하고 외국인 주식자금은 예상과 달리 지속적으로 순유출<sup>7)</sup>되어 순유출 규모가 글로벌 금융위기시인 2008년 중 순유출(355달러) 규모를 넘어섰다. 통상 주요국의 완화적 통화정책이 실시될 경우 글로벌 유동성 확대로 인해 시차를 두고 외국인 주식자금의 순유입 전환이 기대되었으나 2021년에도 외국인 주식자금이 211억달러(21년 1~11월) 순유출된 것이다.

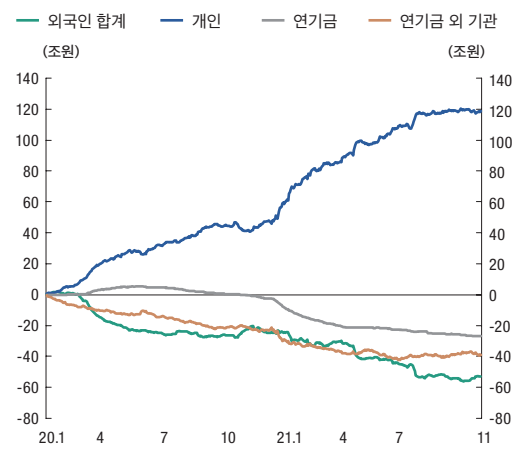
그림 III-6. 글로벌 주식펀드자금 흐름



이러한 현상은 코로나19 충격 이후 풍부한 유동성 및 저금리 환경 하에서 국내 개인투자자의 주식시장 참여가 급증한 데 주로 기인한 것으로 분석된다.<sup>8)</sup> 이를 바탕으로 주가 수준이 상대적으로 가파르게 높아지면서 외국인이 주식을 대

량 매도할 수 있는 환경이 조성된 것으로 평가된다(그림 III-7).

그림 III-7. 주식 주체별 누적 순매수



자료: 연합인포맥스

또한 시장조사업체 및 글로벌 투자은행 등의 반도체<sup>9)</sup> 업황 및 기업실적 전망 변화에 따라 대규모 자금유출입이 발생한 점도 주요한 요인으로 작용하였다. 아울러 연기금 등 상당수 장기투자자들이 자산별 목표투자비중을 준수하며 장기적 관점에서 자산을 운용하고 있는 행태도 외국인 주식자금의 지속적인 유출 요인인 것으로 평가된다. 즉 2020년 후반 들어 우리나라의 주가 급등이 두드러지면서 이들 투자자의 한국 투자 비중이 높아짐에 따라 포트폴리오 리밸런싱 차원에서 이를 조정할 측면으로 추정된다.

7) 우리나라는 2020년 3월~2021년 11월 중 주요 신흥국 중 가장 큰 규모의 외국인 주식자금 순유출을 나타내었다(순유출: 대만 282억달러, 태국 94억달러, 남아공 71억달러, 말레이시아 58억달러, 터키 34억달러, 순유입: 브라질 67억달러, 사우디아라비아 94억달러, 인도 278억달러, 중국 1,208억달러, 이상 IIF 기준).  
 8) 2020년 중 개인 주식 투자자는 300만명(19년말 614만명 → 20년말 914만명, +49%) 증가하였으며 개인 보유금액도 243조원(19년말 419조원 → 20년말 662조원, +56%) 늘어났다(한국예탁결제원).  
 9) 코스피 시가총액에서 반도체 대표 기업인 삼성전자 및 SK하이닉스의 비중은 2020년 초 29.8%에서 2021년 1월 11일 32.5%까지 확대되었다가 2021년 11월 말에는 26.8%를 기록하였다.

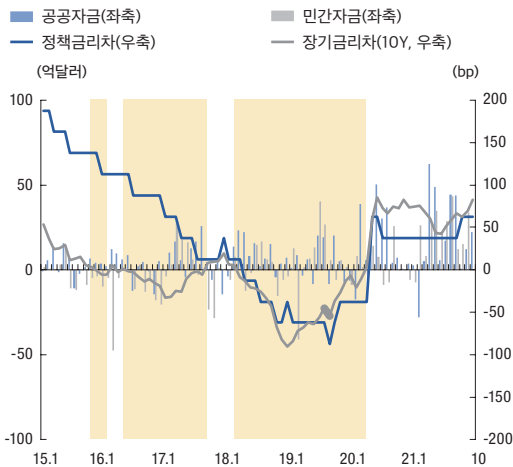


**(외국인 채권자금)**

외국인 채권자금은 코로나19 팬데믹 이후 국제 금융시장 불안에도 불구하고 큰 폭의 순유입 기조를 지속하였다. 즉 외국인 채권자금은 코로나19 팬데믹 이전(19년 1월~20년 2월중) 순유입(125억달러)을 지속하다가 2020년 3~12월중 137억달러, 2021년 1~11월중 513억달러로 순유입 규모가 대폭 확대되었다. 완화적 통화정책 하에서의 수익률 추구행태 강화, 우리나라의 양호한 기초경제 여건, 상대적으로 높은 차익거래 유인 등에 기인한 것으로 평가된다.

먼저 주요국이 코로나19에 대응하기 위해 정책금리를 제로금리 수준으로 인하하고 대규모의 양적완화 정책을 시행함에 따라 수익률이 상대적으로 높아진 국내 채권투자가 증가하였다. 2005년 1월~2021년 11월중 외국인 채권자금 순유입 규모를 살펴 보면 국내 금리가 미 금리보다 높은 시기에는 월평균 9.7억달러로 내외금리차가 역전된 시기의 유입 규모(7.2억달러)에 비해 1.3배 컸다(그림 III-8).

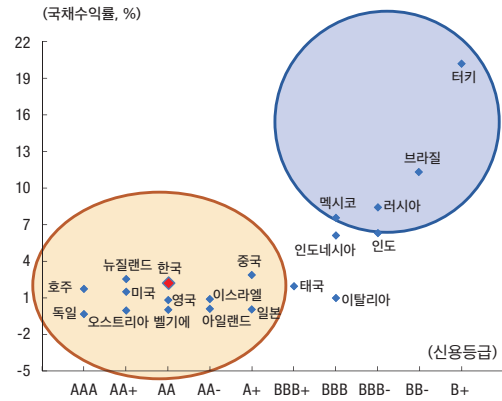
**그림 III-8. 내외금리차<sup>1)</sup>와 외국인 채권자금**



주: 1) 음영은 장기금리차 역전 시기  
자료: 한국은행, Bloomberg

또한 우리나라는 기초경제 여건이 양호하고 주요 선진국 수준의 높은 국가 신용등급을 유지하고 있어 여타 신흥국에 비해 상대적으로 안전한 투자처로 인식되고 있다. 중앙은행, 국부펀드 등 글로벌 공공투자 기관의 경우 투자수익률뿐 아니라 안정성을 중시하면서 장기투자를 하는 것으로 알려져 있다. 이러한 공공자금이 대외건전성이 우수하면서도 동일 신용등급대비 수익률이 높은 우리나라에 대한 투자를 큰 폭으로 확대하였다(그림 III-9, 그림 III-10).

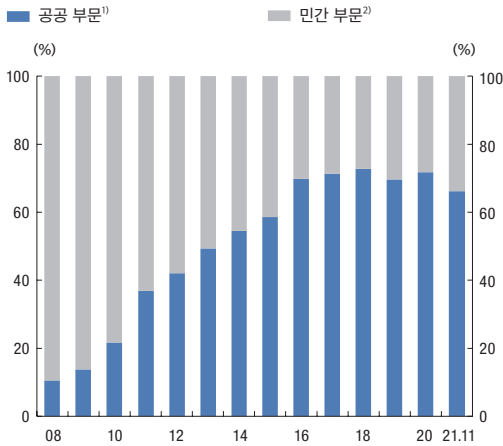
**그림 III-9. 주요국 신용등급<sup>1)</sup> 및 국제수익률<sup>2)3)</sup>**



주: 1) S&P 기준  
2) 10년물 수익률  
3) 2021년 11월말 기준  
자료: Bloomberg



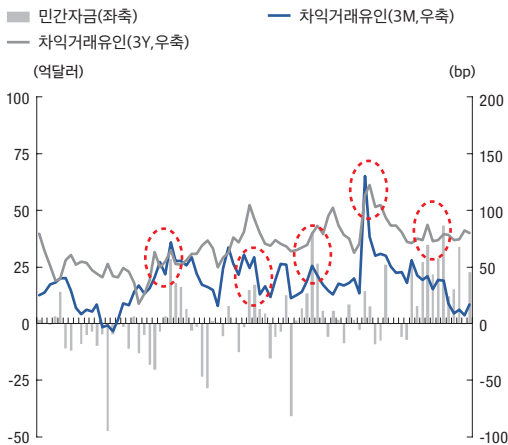
그림 Ⅲ-10. 외국인 채권투자 비중(잔액 기준)



주: 1) 중앙은행, 국부펀드, 국제금융기구 등  
 2) 상업은행, 투자회사, 증권회사, 연기금 등  
 자료: 한국은행

아울러 코로나19 팬데믹 초기에는 미달러화 자금 수요 급증에 따라 스왑레이트가 큰 폭 하락하면서 차익거래유인이 일시적으로 확대되었다. 이에 상업은행 등 단기 투자주체들의 채권 자금이 상당폭 유입되어 전체 채권자금의 유입에 기여한 바 있다(그림 Ⅲ-11).

그림 Ⅲ-11. 차익거래유인과 외국인 민간채권자금



자료: 한국은행

10) 예를 들어 과거 미 연준의 테이퍼링 언급(13년 5월)으로 야기되었던 텐트럼과 이후 실제 테이퍼링 시기의 경우 외국인의 국내 주식자금 유출은 단기에 그친 바 있었다. 글로벌 위험회피 심리가 테이퍼 텐트럼 직후 일시 악화되었다가 빠르게 회복되고, 국내 경기회복 등으로 기업실적 개선이 기대됨에 따라 외국인 주식자금이 빠르게 다시 유입되었다.

### 3. 주요국 통화정책 정상화의 영향 분석

향후 외국인의 국내증권투자는 주요국의 통화정책 정상화에 따른 주요국 중앙은행의 자산증가세 둔화 또는 자산 축소, 글로벌 위험선호 심리 약화, 내외금리차 축소 등으로 부정적 영향을 받을 것으로 보인다. 또한, 이와 같은 직접적인 영향 이외에도 글로벌 유동성 축소가 신흥국 전반의 금융 및 경제불안을 야기하고, 동불안이 우리나라로 파급되는 간접적인 영향(spillover effects)도 나타날 것으로 예상된다.

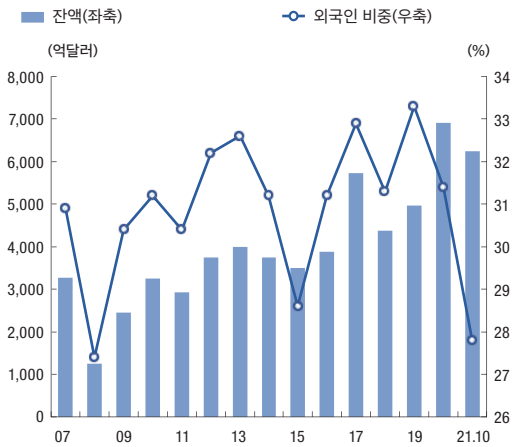
#### 가. 증권투자자금 유입 축소 가능성

외국인 주식자금의 경우 주요국 통화정책의 정상화 진전에 따라 글로벌 유동성이 축소되고, 위험자산에 대한 회피심리도 강화되면서 유출압력이 높아질 것으로 보인다. 다만 이와 같은 부정적 영향의 정도는 국내외 경기 상황, 국내 기업실적 현황 및 전망 등에 따라 달라질 것으로 보인다.<sup>10)</sup>

현재로서는 향후 주요국의 통화정책 정상화로 인한 주식자금의 유출압력은 크지 않을 것으로 예상된다. 먼저 과거 미 연준의 통화정책 정상화 기간의 경험을 보면, 테이퍼 텐트럼을 제외하면 주요국 통화정책 정상화로 인한 자금유출 현상이 뚜렷하게 나타나지 않았다. 또한 코로나 19 이후 외국인 주식자금이 대규모로 유출됨에 따라 우리나라 주식시장의 외국인 비중이 글로벌 금융위기 이후 최저 수준(27.8%, 21년 10월)으로 낮아지는 등 일부 투자주체의 포트폴리오

리밸런싱이 충분히 이루어졌을 가능성<sup>11)</sup>이 있다(그림Ⅲ-12). 한편 금년 중반 이후의 자금 유출에 미 연준의 통화정책 정상화의 영향이 일부 선반영된 측면도 있다.

그림 Ⅲ-12. 외국인 주식 보유 잔액 추이



자료: 한국은행, 금융감독원

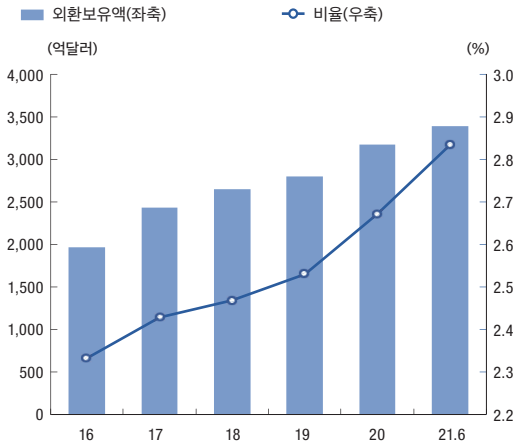
외국인 채권자금의 경우 향후 주요국 중앙은행들의 통화정책 정상화가 진행됨에 따라 유입세가 둔화될 것으로 보인다. 다만 외국인 투자자 구성에서 공공자금의 비중<sup>12)</sup>이 높고, 국내 금리 상승으로 내외금리차 축소가 제약될 가능성이 있어 외국인 채권자금이 큰 폭으로 순유출될 가

능성은 높지 않을 것으로 전망된다.

또한 내외금리차가 축소되거나 역전된다고 하더라도 과거 경험에 비추어 볼 때 채권자금이 순유출되기보다는 유입폭이 축소된 상태에서 순유입 기조를 이어갈 가능성도 높다. 국외 공공자금의 경우 장기 시계에서 투자하는 데다, 민간자금의 경우 내외금리차뿐 아니라 스왑레이트 등까지 감안한 차익거래유인이 중요한 투자의 척도가 되기 때문이다.<sup>13)</sup> 다만, 주요 중앙은행의 통화정책 정상화가 예상보다 빨라져 과거 테이퍼 텐트럼과 같은 상황이 발생하는 경우 신흥국 중앙은행이 자국 통화 가치 유지, 시장 유동성 공급 및 예비적 목적의 자금 확보 등을 위하여 우리나라 채권을 매도하고 자금을 회수<sup>14)</sup>해 갈 가능성은 경계할 필요가 있다(그림Ⅲ-13).

- 11) 일부 장기투자 주체의 경우 지난 1년 여간 주식을 대규모로 순매도하였으나 2021년 11월 들어 순매입으로 전환하는 등 포트폴리오 리밸런싱 완료 징후가 나타나고 있다.
- 12) 우리나라의 외국인 채권투자자의 구성을 보면 2008~09년에는 상업은행, 투자회사 등 민간자금의 비중이 90% 내외로 매우 높았으나 2016년 이후에는 중앙은행, 국부펀드 등 공공자금의 비중이 70% 내외 수준까지 높아졌다
- 13) 글로벌 유동성 축소 등에 따른 해외금리 상승으로 내외금리차가 축소되더라도 국제금융시장 불안에 따라 스왑레이트가 하락할 경우 외국인 투자자의 차익거래유인은 오히려 증가할 수 있다.
- 14) 미국의 경우 외국인 투자자들이 7.2조달러(21년 2/4분기 기준)의 국채를 보유하고 있는데 이는 총 발행잔액의 약 30%에 해당된다. 그런데 2020년 3월 코로나19 팬데믹 여파로 외국인 투자자들은 미국채 4,200억달러를 순매도하였으며, 그 중 절반 이상은 중앙은행, 국부펀드 등 공공자금에서 발생하였다. 미 연준은 신흥국 투자자들이 외국인의 미국채 순매도 중 55%를 차지한 가운데 특히 신흥국 중앙은행들이 자국 통화 가치 유지, 시장외의 달러 유동성 공급 및 예비적 목적의 달러자금 확보를 위해 미국채를 대규모 매도한 것으로 평가하였다(미 연준 금융안정보고서, 21년 11월). 우리나라의 경우에도 외국인 투자자들이 국고채의 17.9%, 통안증권의 23.8%를 보유(21년 10월말 기준)하고 있어 예상치 못한 국제금융시장 충격으로 주요 신흥국 투자자의 채권 투자자금 대규모 순유출이 발생할 경우 금융시장 리스크 요인으로 작용할 가능성이 있다.

그림 III-13. 세계 외환보유액 중 기타통화<sup>1)</sup> 추이

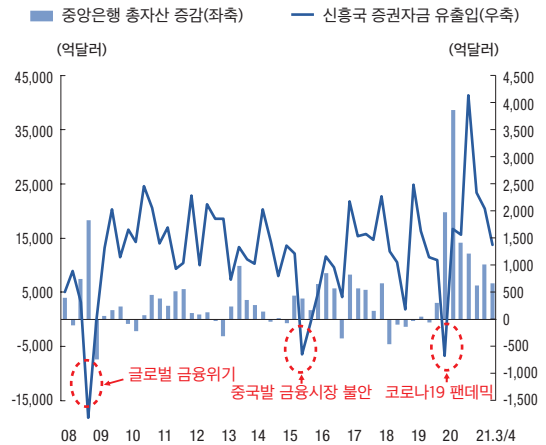


주: 1) IMF COFER(Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves) 중 주요통화(USD, EUR, JPY, GBP, CNY, AUD, CAD, CHF)를 제외한 통화로 우리나라 원화도 포함  
자료: IMF

### 나. 신흥국 금융불안을 통한 영향

글로벌 금융위기, 코로나19 팬데믹 등 국제금융 시장 충격이 발생할 경우 신흥국의 외국인 증권 투자자금은 일시적으로 대규모로 유출되었으나, 이어진 주요국 중앙은행의 신속하고 강력한 통화정책 완화로 신흥국으로 재유입되는 모습을 나타내었다<sup>15)</sup>(그림 III-14).

그림 III-14. 주요국 중앙은행<sup>1)</sup> 자산 증감과 신흥국<sup>2)</sup> 증권 자금 유출입



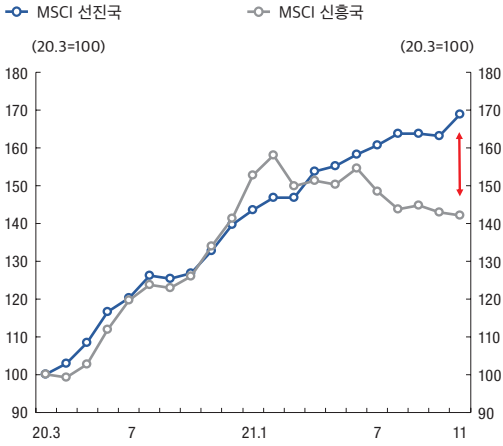
주: 1) 미 연준, ECB, 영란은행, 일본은행  
2) IIF 집계대상(25개국) 신흥국 기준  
자료: 각 중앙은행, IIF

향후 주요국 중앙은행의 자산규모 증가 속도가 둔화·축소되거나 정책금리를 인상하는 경우 신흥국에서 외국인 증권투자자금의 유입 규모는 크게 축소되거나 유출로 전환될<sup>16)</sup> 가능성이 있다. 코로나19 이후 백신보급 속도의 차이 등으로 경제회복 속도면에서 선진국과 신흥국 간 격차가 부각되는 가운데 주요국 통화정책 정상화로 선진국 증권의 투자 매력도가 커짐에 따라 글로벌 투자자들의 신흥국에 대한 위험 민감도가 높아질 가능성이 있기 때문이다(그림 III-15).

15) 2008년 이후 미 연준 자산 증가와 신흥국 증권투자자금 유입액(월 기준) 간의 시차상관계수를 구해본 결과 미 연준 자산 증가 7개월후 신흥국 증권투자자금 유입액이 가장 크게 증가하는 것으로 나타났다.

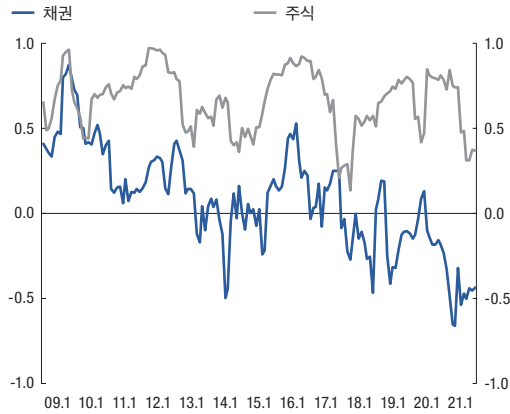
16) IIF(21년 10월)는 2022년중 주요 24개 신흥국(중국 제외) 외국인 증권투자자금 순유입 규모가 1,620억달러로 금년 추정치 1,920억달러보다 300억달러(15.6%) 줄어든 것으로 전망하였다. 주식자금은 60억달러에서 530억달러로 증가하는 반면, 채권자금은 1,850억달러에서 1,090억달러로 감소할 것으로 예상하였다.

그림 Ⅲ-15. 코로나19 이후 주가 지수 추이



자료: Bloomberg

글로벌 유동성의 축소가 신흥국의 경기 부진 혹은 금융불안으로 이어지는 경우 우리나라의 외국인 증권투자자금 흐름에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 우리나라의 경우 대외의존도가 높아 신흥국 여건 변화에 따라 경기 및 기업실적이 크게 영향을 받기 때문이다.<sup>17)</sup> 또한 글로벌 투자자의 상당수가 여전히 우리나라를 신흥국 그룹(MSCI는 우리나라를 신흥국에 포함)으로 분류하여 투자를 결정하기 때문에 신흥국 전반의 자금 유출입과 동조화되는 경향이 있다. 반면 채권자금의 경우 연계성(08년 1월~21년 11월중 상관계수 0.26)이 상대적으로 낮고, 코로나19 팬데믹 이후 등 일정 기간에는 신흥국과 상반된 움직임이 나타나기도 하였다. 이는 우리나라의 양호한 대외건전성 등 기초경제 여건이 여타 신흥국과는 크게 차별화되고 있기 때문인 것으로 판단된다(그림 Ⅲ-16).

그림 Ⅲ-16. 우리나라와 신흥국 간 증권투자자금 유출입 상관관계<sup>1)</sup>

주: 1) 해당 월 직전 12개월 데이터 간 상관계수  
자료: 한국은행, IIF

## 4. 시사점

최근 미 연준의 테이퍼링 개시(21년 11월) 등 주요국의 통화정책 정상화가 시작되었음에도 불구하고 주요국의 주가가 상승세를 이어가는 가운데 글로벌 펀드로의 자금 유입도 지속되고 있는 등 국제금융시장이 대체로 안정된 모습이다. 또한 외국인의 국내 증권투자자금 유출입 변동성도 대체로 낮은 수준을 유지하고 있다. 아울러 우리나라의 기초경제 여건 및 외국인 투자자의 구성, 그리고 과거 미 연준의 통화정책 정상화 시기의 경험 등을 감안해 볼 때 향후 주요국의 통화정책 정상화가 진행되더라도 외국인 증권투자자금이 대규모로 유출될 가능성은 크지 않은 것으로 평가된다.

다만 향후 주요국 중앙은행의 통화정책 정상화가 예상보다 더욱 가속화되어 글로벌 유동성 축

17) 실제로 주식자금의 경우 신흥국과 우리나라 간에 높은 상관관계(08년 1월~21년 11월중 상관계수 0.75)를 나타내었다.

소와 국제금융시장의 변동성 확대로 이어질 경우 외국인 증권투자자금의 유출압력이 크게 높아질 수 있으므로 이에 대해서는 계속 경계할 필요가 있다. 앞으로도 외국인 투자자별 특성과 투자 유인에 대한 분석을 기반으로 자금 유출입에 대한 모니터링을 강화해나가야 할 것이다. 이와 함께 신흥국의 경제상황에 대한 면밀한 점검 및 분석을 통해 주요국의 통화정책 정상화 속도 변화가 신흥국을 통해 가져올 파급효과에 대해서도 대비해 나가야 할 것이다.

## IV. 최근 금융부문의 상호연계성 추이 및 리스크 점검

1. 검토 배경
2. 상호연계성 현황
3. 글로벌 금융위기 이후 상호연계성 증대 배경 및 영향
4. 상호연계성 관련 리스크 규모 분석
5. 평가 및 시사점

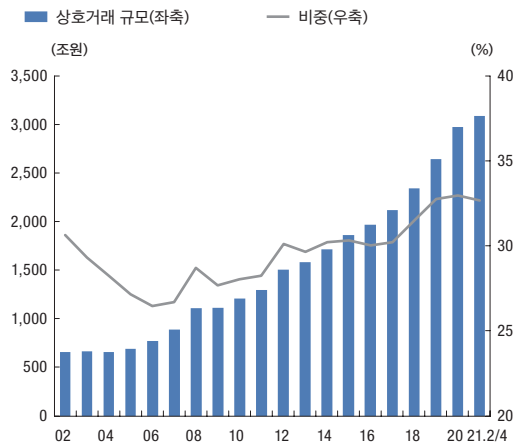
정에서 발생할 수 있는 대내외 충격이 금융기관 간 전이를 통해 시스템 리스크로 확산되는 위험 요인으로 작용할 수 있다.<sup>5)</sup>

이러한 상황을 감안하여 본고에서는 금융기관의 상호거래 현황, 글로벌 금융위기 이후의 증대 배경 및 그 영향을 파악하고, 특정 업권의 부실시 업권간 전이 리스크 등을 추정하여 관련 시사점을 도출하고자 한다.

그림 IV-1. 금융권의 상호거래 규모 및 자산<sup>1)</sup>내 비중

### 1. 검토 배경

금융부문의 상호연계성은 각 금융업권(기관)이 여타 금융업권(기관)과의 거래를 통해 연결된 정도를 뜻하는 것으로, 특정 업권의 리스크가 상호연계 구조를 통해 금융시스템 전반으로 확산될 수 있어 금융안정 차원에서 주요 관심사항이다.<sup>1)</sup> 2021년 6월말 금융권 자산에서 금융기관 간 상호거래<sup>2)</sup>(3,090조원)가 차지하는 비중은 32.7%<sup>3)</sup>로 2000년대 초중반에 하락하다 글로벌 금융위기 직후인 2010년 이후 대체로 상승세를 나타내었다<sup>4)</sup>(그림 IV-1). 이러한 상호연계성 증대는 향후 주요국의 통화정책 정상화 과



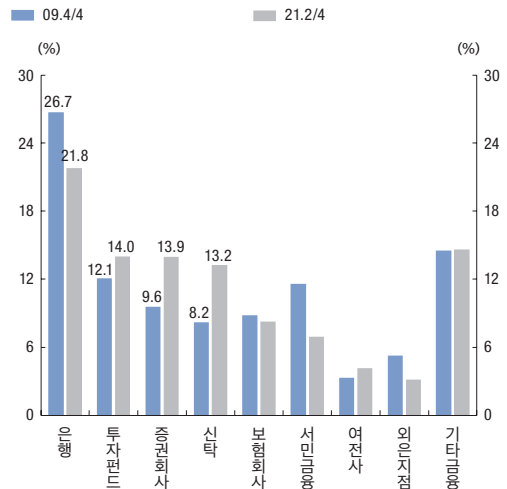
주: 1) 자금순환통계상 금융법인(중앙은행 제외)의 자산 기준  
자료: 한국은행

- 1) 이를 반영하여 각 금융기관의 상호연계성(여타 금융기관에 대한 자산 및 부채 등) 수준은 금융체계상 중요한 금융기관을 지정하기 위한 평가지표로 활용된다.
- 2) 상호거래는 금융권 자금조달 및 운용의 상대 부문이 금융기관인 거래로 정의된다. 상호거래 현황은 자금순환통계의 금융자산부채 잔액표 등을 활용하여 추정한 48개 금융상품의 43개 거래부문 간 상호거래 네트워크 행렬을 기반으로 12개 금융상품(예금, 채권, 주식, RP, 대출, CP, 파생, 금전신탁, 보험·연금, CD, 콜, 기타상품)의 9개 금융업권(은행, 보험, 서민금융기관(상호금융, 저축은행, 우체국예금), 투자펀드, 신탁(연금신탁 포함), 증권기관, 여전사, 외은지점 및 기타금융(자산유동화 기구, 상호금융의 각 중앙회 등) 및 5개 여타 부문(가계, 기업, 정부, 중앙은행 및 비거주자)간 거래로 분류하여 분석하였다.
- 3) 상호연계성은 금융권의 자산(혹은 부채)에서 상호거래를 통해 여타 금융기관과 연계된 정도를 의미하므로 상호연계성 분석에 있어 상호거래 규모보다는 금융권의 자금운용(혹은 조달) 내 상호거래 비중을 중심으로 파악하였다.
- 4) 금융기관 간 상호거래의 증가율도 금융위기 이전인 2003~09년중에는 연평균 7.8%이었으나 2010~21년 6월중 연평균 9.3%로 높아졌다.
- 5) FSB(2021)는 코로나 사태 직후의 글로벌 금융시장 혼란이 비은행금융중개(NBFI)의 상호연계성, 유동성 불일치, 레버리지 등에 따른 취약성이 드러난 사례로 평가하였다.

## 2. 상호연계성 현황

우선, 업권별 상호거래 측면에서 은행은 여전히 금융권에서 중심적인 위상을 차지하나 2010년 이후 은행의 역할은 축소되고 신탁, 증권기관<sup>6)</sup> (이하 '증권회사') 등 비은행 업권의 상호연계 확대가 두드러진다. 2021년 6월말 금융권 상호거래의 업권별 비중<sup>7)</sup>은 국내은행 21.8%, 투자펀드 14.0%, 증권회사 13.9%, 신탁 13.2% 등의 순으로 높으나, 2010년 이후 금융투자업권<sup>8)</sup>인 신탁, 증권회사, 투자펀드의 비중이 각각 5.0%포인트, 4.3%포인트, 1.9%포인트 상승한 반면 예금취급기관인 은행 및 서민금융기관은 각각 4.9%포인트 및 4.7%포인트 하락하였다(그림 IV-2).

그림 IV-2. 금융권 상호거래의 업권별 비중<sup>1)</sup> 변화



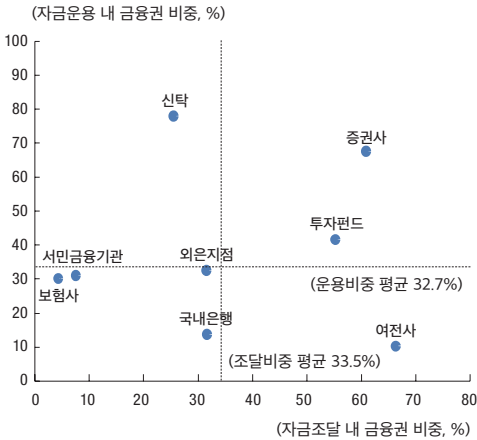
주: 1) 각 업권의 여타 업권간 자금조달 및 운용과 업권내 상호거래의 합계 기준  
자료: 한국은행

각 업권의 전체 자금조달 및 운용에서 상호거래 비중을 보면 자금조달의 주체 측면에서는 여전사(66.2%), 증권회사(60.8%), 투자펀드(55.2%), 자금운용의 주체 측면에서는 신탁(78.0%), 증권회사(67.6%), 투자펀드(41.6%) 순으로 높아 여전사와 금융투자업권의 상호거래 의존도가 여타 업권보다 상대적으로 크게 나타났다(그림 IV-3). 우선, 여전사는 여전채, CP 발행 등을 통해 주로 금융권에서 조달한 자금의 대부분을 가계, 기업 등에 운용하였다. 증권회사는 RP 매도 및 파생결합증권 발행, 투자펀드는 사모펀드 판매 등으로 조달한 금융권 자금을 금융채, CP 등에 주로 운용하였다.<sup>9)</sup> 신탁은 가계, 기업 등에서 주

- 6) 기관별 분류상 증권회사와 증권금융이 증권기관으로 분류되어 있으며, 증권회사 자산이 증권기관의 대부분(90.8%)이므로 이해 편의상 증권회사로 기술하였다.
- 7) 업권별 상호거래 규모 및 비중은 해당 업권의 여타 금융업권 간 자금 조달·운용액과 업권내 거래액의 합계 기준으로 산출되므로 모든 업권의 상호거래 규모를 단순 합산할 경우 양 업권간 거래액이 중복되므로 금융권의 전체 상호거래 규모(3,090조원)와는 일치하지 않는다. 상품별 상호거래 규모 및 비중은 양 업권간의 상호거래액을 기준으로 산출되므로 모든 상품의 규모를 합산시 금융 부문의 전체 상호거래 규모와 일치한다.
- 8) 자본시장법상 금융투자업은 투자매매업, 투자중개업, 집합투자업, 신탁업, 투자자문업, 투자일임업 등으로 본고에서 금융투자업 권은 증권회사, 투자펀드 및 신탁 등 3개 업권을 지칭한다.
- 9) 증권회사의 경우 증권금융 및 투자자예탁금 및 각종 증거금 예치, 파생결합증권 헤지자산으로 예금 운용, 결제성 예금 보유 등으로 예금 거래도 증권회사 상호거래의 27.4%를 차지한다.

로 조달한 자금을 예금, 투자펀드, 금융채 등 금융부문에 주로 운용하고 있다. 한편 은행은 실물 부문 간 자금증개가 많아 자금조달·운용 내 상호거래 비중이 각각 31.7%, 13.8%로 금융권 평균(33.5%, 32.7%)을 하회한다.

그림 IV-3. 업권별 자금조달·운용 내 상호거래 비중<sup>1)</sup>

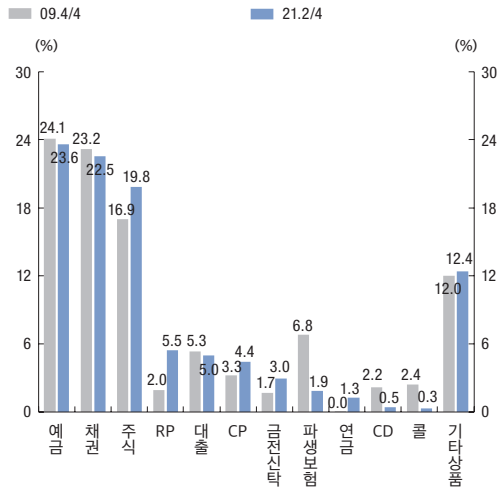


주: 1) 2021년 6월말 기준, 점선은 전체 금융업권 평균을 의미  
자료: 한국은행

다음으로, 상호거래의 상품별 비중(21년 6월말)은 예금 23.6%, 채권 22.5%, 주식 19.8%, RP 5.5% 등의 순으로 높은 가운데, 2010년 이후 RP, 주식<sup>10)</sup> 등 시장성 상품의 거래 비중이 상승한 반면 CD, 예금 등은 하락하였다(그림 IV-4). RP, 주식, CP의 상호거래 비중이 2009년말 대비 각각 3.5%포인트, 2.9%포인트, 1.2%포인트 상승한 반면 파생<sup>11)</sup>, CD, 예금 등은 같은 기간 중 각각 5.0%포인트, 1.7%포인트, 0.5%포인트

하락하였다.

그림 IV-4. 금융권 상호거래의 상품별 비중 변화<sup>1)</sup>

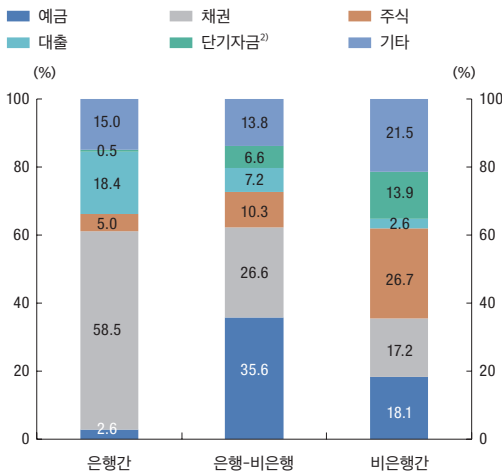


주: 1) 기말 기준  
자료: 한국은행

금융권역 간 상호거래<sup>12)</sup>의 상품별 구성을 살펴보면 은행간 거래는 채권, 은행-비은행 간 거래는 예금과 채권, 비은행간 거래는 주식과 예금의 비중이 높다(그림 IV-5). 은행간 거래는 일반은행의 특수은행채 보유<sup>13)</sup>가 많아 채권 비중(58.5%)이 높으며 은행-비은행 간 거래에서는 주로 비은행권의 은행에 대한 자금운용으로 예금(35.6%) 및 채권(26.6%) 거래 비중이 높다. 비은행간 거래에서는 보험회사의 사모펀드 투자, 신탁 상품의 파생결합증권<sup>14)</sup> 편입 등으로 주식(26.7%) 비중이 높으며, 예금<sup>15)</sup>(18.1%), 채권(17.2%), 단기자금(13.9%) 등의 순이다.<sup>16)</sup>

10) 주식을 통한 상호거래(613조원, 21년 6월말)에서 투자펀드 지분(집합투자기구에 대한 출자지분)과 증권회사의 파생결합증권(ELS 등)이 각각 65.9%, 13.5%로 주종을 차지한다.  
11) 금융기관 간의 파생상품 거래는 은행과 외은지점의 외환스왑 거래가 많은데, 글로벌 금융위기 이후 외화자금시장의 유동성 사정 개선, 글로벌 대형은행에 대한 금융규제 강화 등으로 해당 업권의 자금조달 및 운용에서 관련 거래 비중이 감소하였다.  
12) 금융기관 간 상호거래를 권역별로 나누어 보면 비은행간 거래 비중이 59.6%(21년 6월말)로 2010년 이후 9.0%포인트 상승한 반면 은행-비은행 간 거래(35.6%) 및 은행간 거래(4.8%)는 각각 6.7%포인트, 2.4%포인트 하락하였다.  
13) 2021년 6월말 은행권이 보유한 은행채의 71%가 소매수신 기반이 약한 산업은행 등 특수은행 채권이다.  
14) 파생결합증권은 주가와 연계된 구조화 상품(ELS)이 많은 점을 감안하여 상품 분류에서 주식으로 분류하고 있다.  
15) 2021년 6월말 비은행간 예금 거래(333조원)는 상호금융의 각 중앙회 앞 상황준비금 등 관련 예치금(55.3%)과 증권회사의 증권금융 앞 투자자예탁금 등 관련 예치금(22.2%)이 주종을 차지한다



그림 IV-5. 금융권역 간 상호거래의 상품별 비중<sup>1)</sup>

주: 1) 2021년 6월말 기준

2) RP, CP, 풀 및 CD 기준

자료: 한국은행

### 3. 글로벌 금융위기 이후 상호연계성 증대 배경 및 영향

#### 가. 증대 배경

글로벌 금융위기 이후 금융권의 상호연계성 증대는 저성장·저금리 장기화에 따른 금융과 실물부문 간 괴리 심화, 경제주체의 수익추구 강화 등을 배경으로 기업부문에 대한 금융중개기능 약화, 금융투자업의 높은 성장세, 차익거래 및 자산유동화거래의 활성화 등이 복합 작용한 데 주로 기인한다.

#### (기업부문에 대한 금융중개기능 약화)

2010년대 초중반 이후 전반적인 저금리 기조로 풍부해진 금융기관의 유동성이 기업의 업황 부진 장기화<sup>17)</sup> 및 자금수요 둔화, 금융규제 강화<sup>18)</sup> 등으로 기업부문으로 공급되기보다 금융권 내에서 환류되면서 상호거래가 증가하였다.<sup>19)</sup> 금융기관의 자금운용 내 기업부문 비중이 2021년 6월말 27.8%로 2009년말(35.5%) 대비 7.7%포인트 하락한 반면 금융부문 비중은 같은 기간 중 5.0%포인트 상승하면서 금융권의 최대 자금운용 부문은 2010년대 중반 이후부터 기업에서 금융기관으로 전환되었다(표 IV-1, 그림 IV-6). 업권별 자금운용의 기업부문 비중도 은행, 서민금융기관 등 대부분 업권에서 하락하였다.

표 IV-1. 금융권의 거래부문별 자금조달·운용 규모<sup>1)</sup>

(조원, %, %p)

| 거래부문             | 2009년말           |                  | 2021년 2/4분기말     |                  | 운용 증가폭 (b-a)     |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|                  | 조달               | 운용(a)            | 조달               | 운용(b)            |                  |
| 금융법인             | 1,115<br>(27.7)  | 1,115<br>(27.7)  | 3,090<br>(33.5)  | 3,090<br>(32.7)  | +1,975<br>(+5.0) |
| 기업               | 579<br>(14.4)    | 1,430<br>(35.5)  | 1,333<br>(14.4)  | 2,625<br>(27.8)  | +1,195<br>(-7.7) |
| 가계               | 1,656<br>(41.1)  | 851<br>(21.1)    | 3,613<br>(39.2)  | 2,055<br>(21.7)  | +1,204<br>(+0.6) |
| 기타 <sup>2)</sup> | 676<br>(16.8)    | 632<br>(15.8)    | 1,194<br>(12.9)  | 1,679<br>(17.8)  | +1,047<br>(+2.0) |
| 계                | 4,025<br>(100.0) | 4,028<br>(100.0) | 9,230<br>(100.0) | 9,448<br>(100.0) | +5,420<br>(-)    |

주: 1) ( ) 내는 비중

2) 정부, 중앙은행, 비거주자 기준

자료: 한국은행

16) 2010년 이후 비은행간 상호거래의 상품별 비중은 채권, 단기자금 및 주식이 각각 4.2%포인트, 3.4%포인트 및 2.3%포인트 상승한 반면 예금, 파생이 각각 9.4%포인트, 4.3%포인트 하락하였다.

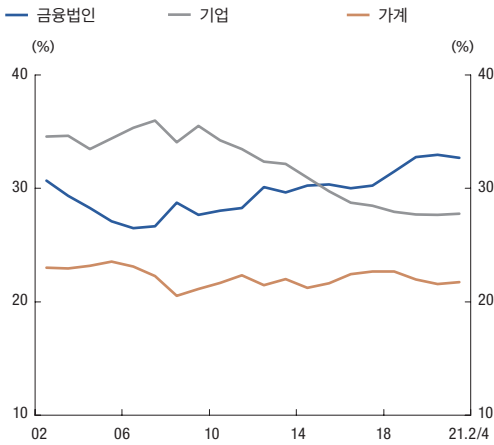
17) 글로벌 금융위기 이후 기업 수익성은 꾸준히 악화(총자산영업이익률 중위값, 10년 4.7% → 20년 1.9%)되었다. 자세한 내용은 2021년 6월 금융안정보고서 <주요 현안 분석> IV. 이자보상배율 취약기업 증가 배경 및 시사점(134쪽)을 참조 바란다.

18) 바젤Ⅲ 자본 규제 도입으로 은행이 자본비율 산정상 위험가중치가 가계보다 상대적으로 높은 기업대출 취급에 소극적임에 따라 2010~21년 6월중 은행의 기업대출 증가율(8.5%, 기간중 연평균)이 2003~2009년중(5.6%)에 비해 낮아졌다.

19) 2000년대 초중반 금융권의 상호거래 비중이 하락(02년말 30.7% → 06년말 26.5%)한 기간에는 자금운용의 거래 부문에서 기업 비중(+0.7%포인트) 외에 정부(+1.6%포인트), 중앙은행(+1.0%포인트) 등 여타 부문의 비중이 모두 소폭 상승하였다.

다만 코로나 사태 이후에는 기업대출이 중소기업 금융지원 정책 등으로 크게 증가하면서 금융권의 자금운용에서 기업 비중이 소폭 상승(20년 3월말 27.1% → 21년 6월말 27.8%)한 반면 금융 비중은 소폭 하락(33.0% → 32.7%)하였다.

그림 IV-6. 금융권의 거래부문별 자금운용 비중<sup>1)</sup>



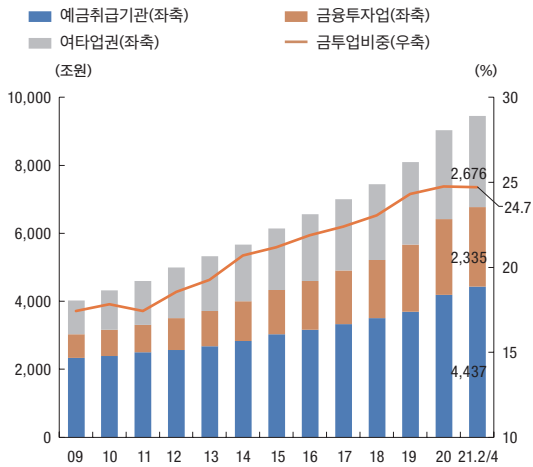
주: 1) 전체 금융권의 자산내 거래부문별 비중  
자료: 한국은행

**(금융투자업권의 높은 성장세)**

저금리 장기화에 따른 수익추구 강화, 관련 산업의 육성정책<sup>20)</sup> 등으로 실적 배당형 금융상품으로 시중자금이 빠르게 유입되면서 상호거래 의존도가 상대적으로 높은<sup>21)</sup> 금융투자업권이 예금취급기관에 비해 빠르게 성장하였다. 금융투자업권의 자산은 2010년 이후 연평균 11.0% 증

가하여 전체 금융권 자산(자금순환통계 기준)의 금융투자업권 비중이 7.3%포인트 확대(09년 말 17.4% → 21년 6월말 24.7%)된 반면, 예금취급기관 자산은 같은 기간중 연평균 5.8% 증가에 그치면서 금융권 자산내 비중이 10.6%포인트 축소(57.6% → 47.0%)되었다(그림 IV-7).

그림 IV-7. 금융권 자산의 금융투자업 비중<sup>1)</sup>



주: 1) 자금순환통계상 금융권 금융자산의 금융투자업권 비중  
자료: 한국은행

금융투자업권은 유입된 자금을 활용하여 RP 등 시장성 상품을 중심으로 비은행권과의 상호거래를 확대하였다.<sup>22)</sup> 금융투자업권 상호거래의 상대업권을 보면 신탁, 증권회사 및 여전사와의 거래 비중이 2010년 이후 각각 6.2%포인트, 5.6%포인트 및 3.2%포인트 상승하였다(표 IV-2).

20) 증권업은 종합금융투자사업자 제도 도입(13년 10월) 등 대형 투자은행 육성방안, 신탁업은 다양한 형태의 신탁이 가능하도록 개정된 신탁법 시행(12년 7월), 집합투자업은 헤지펀드 규제 완화(11년 7월) 등 관련 육성정책에 힘입어 성장한 측면이 있다.  
21) 금융투자업권의 자금조달 및 운용 내 상호거래 비중은 2021년 6월말 각각 47.2% 및 61.8%로 예금취급기관(각각 26.2% 및 19.2%)을 크게 상회한다.  
22) 2010년 이후 금융투자업권 상호거래의 상품별 비중 변화를 보면, RP 및 CP 거래 비중이 각각 6.0%포인트, 0.8%포인트 상승한 반면 예금 및 CD 비중이 각각 4.3%포인트 및 1.2%포인트 하락하였다. 증권회사는 상호거래를 통한 자금조달에서 신탁 거래 비중이 RP, 파생결합증권 등으로 2010년 이후 18.8%포인트 상승하고, 파생결합증권 내 여전채 편입 등으로 자금운용에서 여전사 비중이 4.8%포인트 상승했다. 투자펀드는 자금조달에서 보험회사 비중이 대체투자 펀드 판매 등으로 7.3%포인트 상승하였으며, 자금운용에서는 여전사 비중이 여전채, CP 투자 등으로 11.8%포인트 상승하였다.

표 IV-2. 금융투자업권 상호거래의 상대 업권별 비중<sup>1)</sup>

(%, %p)

| 상대 업권  | 2009년말<br>(a) | 2021년 6월말<br>(b) | 비중 변화<br>(b-a) |
|--------|---------------|------------------|----------------|
| 국내은행   | 35.1          | 30.6             | -4.5           |
| 서민금융기관 | 17.2          | 3.4              | -13.8          |
| 외은지점   | 2.8           | 3.1              | +0.2           |
| 신탁     | 3.7           | 9.9              | +6.2           |
| 투자펀드   | 5.7           | 8.3              | +2.5           |
| 증권회사   | 6.6           | 12.2             | +5.6           |
| 보험회사   | 10.4          | 12.0             | +1.6           |
| 여전사    | 3.4           | 6.5              | +3.2           |
| 기타금융   | 15.1          | 14.1             | -1.0           |
| 계      | 100.0         | 100.0            | -              |

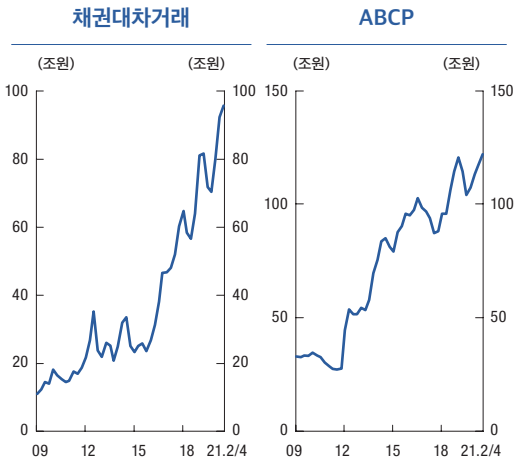
주: 1) 증권회사, 투자펀드 및 신탁의 자금조달·운용상 상호거래  
(업권내 거래는 제외)내 상대 업권별 비중

자료: 한국은행

#### (차익거래 및 자산유동화거래의 활성화)

여러 금융업권과 금융시장을 중층적으로 연계한 차익거래 및 자산유동화거래의 활성화가 상호거래 증가세를 촉진했다. 가령, 증권회사와 일부 투자펀드가 CP를 채권대차시장에서 국채로 교환한 뒤 이를 담보로 RP매도하는 등 만기·유동성 변환을 통한 레버리지 거래<sup>23)</sup>를 추구하면서 채권대차시장이 크게 성장(09년말 11조원 → 21년 6월말 96조원)하였다.<sup>24)</sup> 또한 증권회사가 은행 정기예금을 기초자산으로 하는 ABCP를 신탁, 투자펀드 등에 판매<sup>25)</sup>하면서 자산유동화시장 규모도 확대되었다(그림 IV-8).

그림 IV-8. 채권대차 및 ABCP 잔액 추이



자료: 한국은행, 금융투자협회

#### 나. 증대 영향

증권회사와 투자펀드는 여타 비은행권과의 상호거래 확대 과정에서 시장성 상품을 중심으로 자금조달을 확대하면서 레버리지 비율이 상승하였다(그림 IV-9). 증권회사의 레버리지 비율<sup>26)</sup>은 차입 부채 증가 등으로 2009년말 476.7%에서 2021년 6월말 856.2%로 크게 상승하였으며, 투자펀드는 124.3%(사모펀드 기준)로 RP매도 확대(09년말 0조원 → 21년 6월말 49조원) 등으로 같은 기간동안 16.9%포인트 상승하였다.<sup>27)</sup>

23) CP를 매입해 이를 국채로 교환한 뒤 RP 매도를 통해 차입한 자금으로 CP를 추가 매입하는 방식으로, CP 수익률과 RP 차입금리 간 스프레드 차익을 추구하는 과정에서 레버리지가 확대된다.

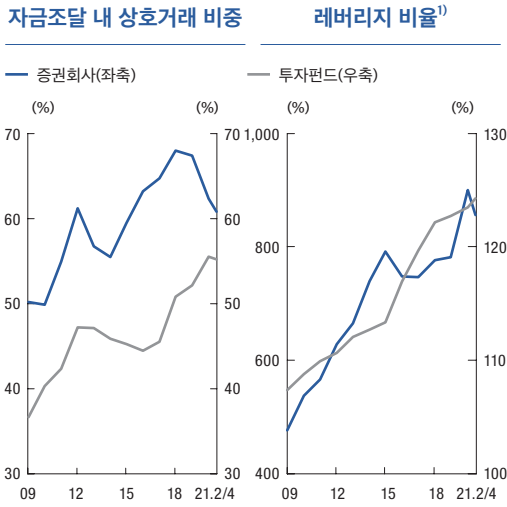
24) 채권대차시장의 성장 배경은 RP를 활용한 차익거래 수요 외에 금리 상승을 예상한 채권 공매도 수요 등이 있다.

25) ABCP 발행잔액은 2021년 6월말 122조원으로 2009년말 33조원 대비 연평균 12.1% 증가하였다.

26) 자금순환통계상 증권기관(증권금융 포함)이 아닌 증권회사 대차대조표상의 자기자본 대비 총자산 기준이다.

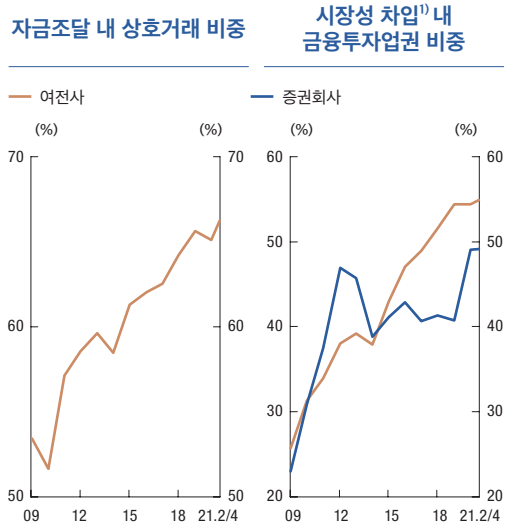
27) 사모펀드는 금전 차입, 담보 제공, 파생상품 매매 등을 통해 순자산의 400% 한도 내에 차입이 가능하며, 최근의 레버리지 비율 상승은 RP 차입을 활용한 채권형 헤지펀드의 성장, 증권회사와의 TRS(총수익스왑, Total Return Swap) 거래를 통한 자금 차입(금융위, 20년 2월) 등에 주로 기인하는 것으로 추정된다.

그림 IV-9. 증권회사와 투자펀드의 자금조달



주: 1) 증권회사는 총자산/자기자본, 투자펀드는 사모펀드의 운용자산/순자산총액 기준  
 자료: 한국은행, 금융기관 업무보고서, 금융투자협회

그림 IV-10. 여전사와 증권회사의 자금조달



주: 1) 금융채 및 단기자금(RP, CP, CD, 콜) 기준  
 자료: 한국은행

또한 시장성 차입 의존도가 높은 여전사와 증권회사<sup>28)</sup>는 금융투자업권에 대한 자금조달 의존도가 높아지면서<sup>29)</sup> 차입 여건이 시장 상황 변화에 크게 영향받는 등 자금조달의 안정성이 저하되었다(그림 IV-10). 가령, 수시입출형 상품(MMF, MMT)에서 편입자산의 부실화 우려 증대 등으로 대규모 환매 요청이 발생하거나 우발채무 및 ELS 관련 증거금으로 증권회사의 유동성 수요가 급증하는 등 시장이 불안해질 경우 금융투자업권을 통한 자금조달 여건이 단기간에 악화될 수 있다.

## 4. 상호연계성 관련 리스크 규모 분석

### 가. 분석방법

금융기관 간 상호연계 리스크는 특정 업권이 부실화될 때 타업권으로 전이되는 손실규모를 통해 추정하였다. 기존 상호연계 리스크 지표들의 한계<sup>30)</sup>를 보완하기 위해 ECB(2019) 방법론<sup>31)</sup>을 활용하여 자산별 부도시 손실률, 타 업권으로의 리스크 전이와 이에 따른 연쇄도산 가능성<sup>32)</sup>

28) 여전사와 증권회사의 총부채 대비 시장성 차입(금융채, RP, CP, CD, 콜) 비중은 2021년 6월말 각각 70.4%, 30.1%로 은행(17.5%) 등 여타 업권보다 크게 높은 수준이다.

29) 여전사 및 증권회사의 시장성 차입에서 금융투자업권 거래 비중은 2021년 6월말 각각 54.9% 및 49.1%로 2010년 이후 각각 29.2%포인트 및 26.1%포인트 상승하였다.

30) DebtRank는 특정 금융업권(기관)의 도산으로 인한 신용리스크 규모가 전체 금융권 운용자산에서 차지하는 비중으로, 거래상품별 부도시 손실률(LGD: Loss Given Default)을 고려하지 않은 총 익스포저를 기준으로 산출하고 있어 리스크를 과대평가하는 경향이 있다. 자세한 내용은 Battiston et al(2012)을 참고할 수 있다.

31) 개략적인 방법론은 <별첨> 「상호연계성 리스크 추정방법」을 참조 바라며, 자세한 내용은 「CoMap: mapping contagion in the euro banking sector」(2019)을 참고할 수 있다.

등을 반영한 상호연계 리스크를 추정한 후 이를 지수화하여 분석하였다.

상호연계 리스크는 최초 도산에 의한 1차 리스크와 연쇄도산에 의한 간접 리스크로 크게 구분된다. 1차 리스크는 도산 업권이 거래 상대방에게 직접 전이하는 리스크로 신용리스크와 유동성리스크로 분해된다. 이 중에서 신용리스크는 거래 상대방이 도산 업권에 투자한 자산으로 입을 수 있는 손실로 거래 자산별 부도시 손실률<sup>33)</sup>을 감안하여 산출한다.<sup>34)</sup>

$$\text{신용리스크} = \sum_{j \in y} \lambda_{ij} x_{ij}$$

단,  $x_{ij}$ 는  $i$ 번째 업권이 보유한  $j$ 번째 업권에 대한 자산,  $\lambda_{ij}$ 는 부도시 손실률

유동성리스크는 도산 업권으로부터 조달한 단기부채를 상환하는 과정에서 자산 급매 등으로 인해 거래 상대방이 입을 수 있는 처분손실을

의미한다. 각 업권이 도산 업권에 상환하여야 하는 단기부채 규모가 고유동성 자산(현금, 결제성 예금 및 국채)을 초과하면 여타 금융업권에 운용하는 자산의 급매각을 통해 자금을 조달하는데 이때 자산별 할인율<sup>35)</sup>을 적용하여 자산 처분 손실규모를 산출한다.

$$\text{유동성리스크} = \delta_i \min \left\{ \frac{1}{1 - \delta_i} \max \left\{ 0, \sum_{j \in y} \rho_j x_{ji} - \gamma_i \right\}, \theta_i \right\}$$

단,  $\rho_i$ 는 회수된 대출 비중,  $\delta_i$ 는 자산급매에 따른 할인율,  $\gamma_i$  :  $i$ 번째 업권의 고유동성 자산,  $\theta_i$  :  $i$ 번째 업권의 여타 금융업권에 대한 운용자산(고유동성 자산 제외)

연쇄도산에 의한 간접 리스크는 1차 리스크로 인해 금융업권내 연쇄도산 발생<sup>36)</sup>시 연쇄도산한 업권이 타 업권에 유발하는 신용 및 유동성 리스크를 의미하며 연쇄도산이 더 이상 발생하지 않을 때까지 리스크 전이를 반복하여 산출한다(그림 IV-11).

32) 한국은행은 2017년 12월 금융안정보고서 <금융안정 현안 분석> 「III. 금융업권 간 리스크 전이경로 분석」(101쪽)을 통해 상품별 부도시 손실률을 감안한 금융업권 간 1차 리스크 전이를 시뮬레이션한 바 있으나, 본고는 특정 업권의 최초 도산에 의한 1차 리스크 외에 타 업권의 연쇄 부도를 통한 간접 리스크까지 동태적으로 감안했다는 점에서 차이가 있다.

33)

**상품별 부도시 손실률<sup>1)</sup>**

| 예금                | 대출  | 콜·RP | CD·CP             | 채권  | 주식  | 파생               | 신탁  | 보험·연금 |
|-------------------|-----|------|-------------------|-----|-----|------------------|-----|-------|
| 10% <sup>2)</sup> | 35% | 0%   | 10% <sup>2)</sup> | 45% | 75% | 5% <sup>3)</sup> | 35% | 35%   |

주: 1) 바젤 II 기본내부등급법 상 관련 항목의 신용리스크 부도시 손실률(LGD) 및 증권대차거래 시장에서 적용되는 감정가액 할인율 등을 참고하여 손실률 설정

2) 원화예치금(5%), CD(7%), CP(금융기관 발행 A1등급 5%, 그 외 A1등급 20%) 등 상품의 증권대차 할인율을 고려하여 보수적인 할인율로 10%를 적용

3) 국내 파생상품의 대부분이 IRS, CRS 등인 점을 고려하여 외국 국채 외화증권에 대한 증권대차 할인율 5%를 적용

34) 각 금융업권의 신용리스크 규모는 도산 업권에 대한 자금운용액에 해당 거래상품의 부도시 손실률을 곱하여 산출한다.

35) 자산별 할인율은 BCBS의 「Calculation of RWA for credit risk」(2019)를 참고하여 다음과 같이 가정하였다.

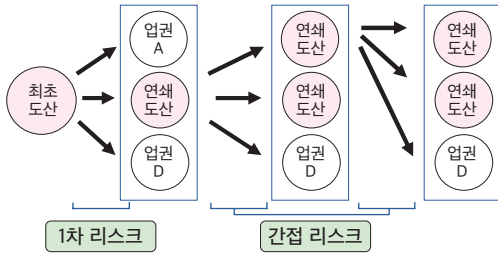
**상품별 자산 처분시 할인율**

| 대출  | 콜·CD·RP | CP | 채권                 | 주식  | 파생  | 신탁  | 보험·연금 |
|-----|---------|----|--------------------|-----|-----|-----|-------|
| 15% | 5%      | 5% | 1~8% <sup>1)</sup> | 25% | 25% | 25% | 15%   |

주: 1) 만기에 따라 1~8%의 할인율을 적용

36) 연쇄도산은 거래업권 도산에 따른 신용리스크와 유동성리스크로 인해 해당 업권의 ① 자기자본이 전부 잠식되거나 ② 도산업권에 대한 단기부채 상환 과정에서 자산 처분을 통해 상환자금을 마련할 수 없을 경우 발생하는 것으로 가정하였다.

그림 IV-11. 도산에 따른 1차 및 간접리스크 전이 경로



이렇게 산출한 상호연계 리스크는 전이유발과 전이손실 양 측면으로 분석할 수 있는데 이를 각각 전이지수(CI, Contagion Index)와 취약지수(VI, Vulnerability Index)로 지수화하였다. 전이유발 측면에서 상호연계 리스크는 특정 업권의 도산이 전체 금융업권에 미치는 손실을 의미하며, 전이지수는 해당 업권의 도산시 여타 업권에 유발하는 손실 합계가 여타 업권의 전체 자기자본에 비해 어느 정도인지를 나타낸다. 가령, 전이지수가 5%이면 해당 업권의 도산으로 직간접적으로 유발되는 총 손실규모가 여타 업권 자기자본의 5%임을 의미한다.

$$\text{전이지수(CI)} = \frac{\text{도산으로 유발하는 총 자본손실}}{\text{전체업권자기자본} - \text{도산업권 자기자본}} \times 100$$

전이손실 측면에서 상호연계 리스크는 여타 업권의 도산으로 인한 개별 업권의 손실이며, 이를 측정하는 취약지수는 개별 업권의 자기자본 대비 여타 업권 도산에 따른 평균적인 자본손실 규모의 비율로 정의된다. 가령, 취약지수가 5%

이면 여타 업권의 도산시 해당 업권이 입는 자기자본 손실이 평균적으로 5%임을 의미한다.

$$\text{취약지수(CI)} = \frac{\text{타업권 도산에 따른 평균 자본손실}}{\text{자기자본}} \times 100$$

## 나. 분석결과

전이유발 측면에서 리스크 산출결과를 먼저 살펴보면 2021년 6월말 금융권 전이지수(업권 평균)는 6.9%<sup>37)</sup>로 2009년말(5.5%) 대비 1.4%포인트 높아지는 등 상승세를 보였다. 업권별로 보면 투자펀드의 전이지수가 28.1%로 가장 높았으며 그 뒤로 은행(11.5%), 증권회사(4.4%) 순으로 전이유발 위험이 크게 나타났다(그림 IV-12). 은행의 전이지수가 업권의 규모 대비 상대적으로 작게 나타난 것은 거래 구조상 부도시 손실률이 낮은 예금의 거래 비중이 높고 특정업권에 대해 높은 거래 의존도를 보이지 않아 연쇄도산을 유발할 가능성이 낮기 때문이다.

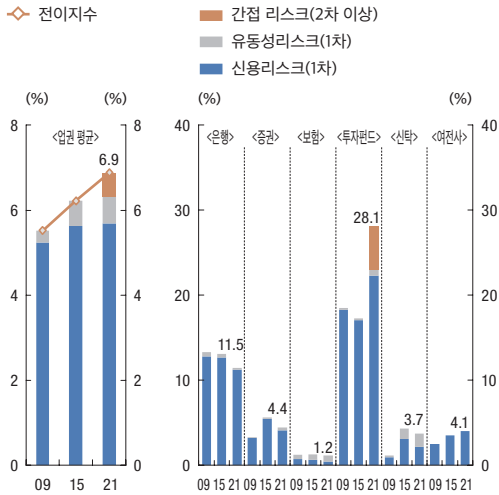
2010년 이후 금융권 전이지수가 상승한 것은 투자펀드 전이지수가 크게 상승(+9.6%포인트)한 데 주로 기인한다. 투자펀드의 경우 여타 비은행업권과의 상호거래가 확대되면서 과거보다 연쇄도산을 유발할 가능성이 높아졌다. 투자펀드 도산<sup>38)</sup>은 보험회사와 여전사의 연쇄도산을 초래하는데 보험회사의 경우 투자자산의 대규모 손실<sup>39)</sup>, 여전사는 여전채 등 투자펀드로부터 조달한 자금<sup>40)</sup>의 상황 실패로 도산하였다.

37) 개별 업권 도산으로 직·간접적으로 유발하는 손실의 규모가 평균적으로 타업권 자기자본의 6.9%임을 의미한다.

38) 투자펀드와 신탁의 도산은 투자펀드·신탁의 운용자산이 모두 부실화된 상황으로 정의하였다.

39) 보험회사의 투자펀드에 대한 자산운용 비중은 2009년말 8.1%에서 2021년 6월말 13.9%로 상승하였으며, 투자펀드(주식)의 부도시 손실률(75%)이 금융기관 간의 거래상품 중에서 가장 높게 설정되어 있다.

40) 여전사의 자금조달에서 투자펀드 비중은 2009년말 7.1%에서 2021년 6월말 19.3%로 크게 상승하였다.

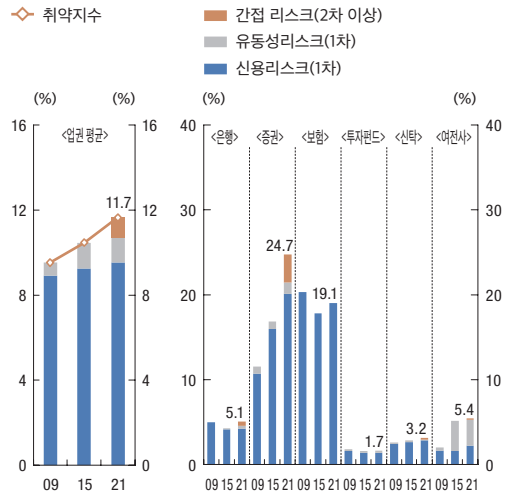
그림 IV-12. 전이지수 추이<sup>1)</sup>

주: 1) 2009년 및 2015년은 연말, 2021년은 2/4분기말 기준  
자료: 한국은행

전이손실 측면에서 상호연계 리스크를 보면 2021년 6월말 취약지수(업권 평균)는 11.7%<sup>41)</sup>로 2009년말(9.5%) 이후 2.1%포인트 상승하였다. 업권별로는 증권회사의 취약지수가 24.7%로 가장 높았으며 보험회사(19.1%), 여전사(5.4%) 순으로 전이손실 위험이 크게 나타났다(그림 IV-13).

2010년 이후 금융권 취약지수가 상승한 것은 증권회사 취약지수가 크게 상승(+13.2%포인트)한 데 주로 기인한다. 증권회사는 상호거래를 통한 레버리지를 확대하면서 1차 리스크와 간접 리스크<sup>42)</sup>가 모두 상승하였다. 한편 투자펀드 및 신탁의 경우 높은 상호거래 비중에도 불구하고 이들의 취약지수는 각각 1.7% 및 3.2%로 타 업권 대비 상대적으로 낮는데, 이는 업권 자산의 대부분이 실적 배당형 금융상품으로 운용

되고 있어 외부 충격에 따른 손실을 자기자본이 아닌 투자자의 자산으로 흡수하기 때문이다.<sup>43)</sup>

그림 IV-13. 취약지수 추이<sup>1)</sup>

주: 1) 2009년 및 2015년은 연말, 2021년은 2/4분기말 기준  
자료: 한국은행

## 5. 평가 및 시사점

글로벌 금융위기 이후 금융부문의 상호연계성은 실물부문에 대한 자금공급 기능이 약화되면서 유동성이 금융투자업권을 중심으로 금융권 내에서 환류되며 증대된 것으로 분석된다. 하지만 금융기관의 수익추구 과정에서 상호연계성이 비은행권 간의 시장성 상품 위주로 증대되면서 일부 업권에서는 만기 및 유동성 변환을 활용한 레버리지 거래가 확대되고 시장 충격에 상대적으로 취약한 업권간의 자금 거래가 증가하는 등 금융시스템의 잠재리스크가 축적된 것으

41) 타업권의 도산 발생시 평균적으로 자기자본의 11.7%에 해당하는 손실이 나타날 수 있음을 의미한다.

42) 2021년 6월 시뮬레이션 결과에서 투자펀드 도산시 보험회사와 여전사의 연쇄도산으로 인해 증권회사가 부담하는 리스크이다.

43) BOE(2017)는 시장 충격에 따른 리스크가 자본이 아닌 펀드 지분에 투자한 다수 투자자의 자산에 분산·공유되는 것을 투자펀드 발달의 주요 특징으로 강조하였다.



로 평가된다. 이런 상황에서 대내외 충격 발생 시 특정 업권의 부실화 영향이 이전보다 촘촘해진 상호연계구조를 통해 금융권 전반으로 확산될 가능성을 경계할 필요가 있다.<sup>44)</sup>

이에 따라 향후 주요국의 통화정책 정상화 과정에서 국내외 금융시장의 변동성 확대 등 발생 가능한 대내외 충격에 대비하여 금융시스템의 취약부문을 면밀히 점검할 필요가 있다. 시장성 차입이 많거나 레버리지 수준이 높은 업권의 자금 유출입 현황, 영업행태 변화 등에 대한 모니터링을 강화하는 한편, 은행권 중심의 거시건전성 관리체계를 비은행권을 포함한 금융권 전반에 대한 종합적인 관리체계로 강화하여 은행권에 비해 느슨한 규제<sup>45)</sup>를 이용한 비은행권의 과도한 상호거래 유인을 억제할 필요가 있다.<sup>46)</sup> 또한 금융기관도 생산부문에 대한 자금중개 역할을 강화하고 자본적정성 외에 유동성 충격에 대한 정기 스트레스 테스트를 실시하는 등 리스크 관리역량을 확충할 필요가 있다.

44) 개별 업권의 부실화시 금융업권 간 리스크 전이 수준의 시뮬레이션 결과, 거래 업권에 대한 1차 충격이 확산되어 여타 업권의 연쇄 부도를 간접적으로 야기하면서 전이 및 취약 지수가 비은행권을 중심으로 2009년말에 비해 상승하였다. 코로나 사태 직후 증권회사의 ELS 관련 유동성 충격이 여전사 등에 빠르게 전이된 것도 관련 업권간의 상호연계 구조에 상당부분 기인한다.

45) 가령 은행권의 단기자금 조달규모는 예대율 규제 혹은 유동성 비율 규제(LCR, NSFR) 도입 등으로 2010년 이후 크게 감소(09년 말 151조원 → 21년 6월말 37조원)한 반면 증권회사와 투자펀드 업권은 상대적으로 느슨한 유동성 비율 규제로 같은 기간중 크게 확대(63조원 → 226조원)되었다.

46) 이와 관련하여 정책당국도 비은행권의 잠재적 시스템 리스크 요인을 선별하고 관련 거시건전성 규제를 도입하기 위해 「비은행권 거시건전성 관리강화방안」(19년 1월)에서 발표한 정책수단 도입을 추진하고 있다.



## 별첨.

### 상호연계성 리스크 추정방법

먼저 Espinosa-Vega and Sole(2010)의 모형에 따라 금융업권간 대차대조표를 구성한다.

$$\sum_j x_{ij} + a_i = c_i + d_i + b_i + \sum_j x_{ji}$$

단,  $x_{ij}$  : i번째 업권이 보유한 j번째 업권에 대한 자산,  $a_i$  : i번째 업권의 기타 자산,  $c_i$  : 자본,  $d_i$  : 예금,  $b_i$  : 비금융기관으로부터의 자금조달,  $x_{ji}$  : j번째 금융업권의 i번째 금융업권에 대한 자산으로 금융업권에 대한 부채

이를 바탕으로 특정 업권의 도산 발생에 따른 신용리스크 및 유동성리스크 전이규모를 추정하는데, 신용리스크는 도산 업권에 투자한 자산의 손실이므로 자산규모에 부도시 손실률(LGD,  $\lambda_{ij}$ )을 감안하여 다음과 같이 산출한다.

$$\begin{aligned} \sum_{j \in z-y} x_{ij} + \left[ a_i + \sum_{j \in y} (1 - \lambda_{ij}) x_{ij} \right] \\ = \left[ c_i - \underbrace{\sum_{j \in y} \lambda_{ij} x_{ij}}_{\text{신용리스크}} \right] + d_i + b_i + \sum_j x_{ji} \end{aligned}$$

단, z는 전체 금융업권, y는 도산한 업권

유동성리스크는 도산 업권(j)이 거래상대방(i)에 대해 신용을 회수하는 과정에서 발생하는데, 거래상대방(i)이 회수되는 유동성을 조달하기 위해 자산을 급매하는 과정에서 발생하는 처분 손실을 의미한다. 업권(i)는 도산 업권(j)의 신용 회수( $\rho_i x_{ji}$ ,  $\rho_i$ 는 회수된 신용비중)에 대응하여 우선 보유하고 있는 고유동성 자산( $\gamma_i$ )을 매각하게 되고 이후 부족분을 여타 금융업권에 운용중인 자산(고유동성 자산 제외)  $\theta_i$ 의 급매를 통해 조달한다. 자산  $\theta_i$ 의 급매각 과정에서 자산별 할인율을 적용하여 손실규모를 산

출하며 산출방법은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \sum_j x_{ij} + a_i \\ - \left[ \min \left\{ \frac{1}{1 - \delta_i} \max \left\{ 0, \sum_{j \in y} \rho_i x_{ji} - \gamma_i \right\}, \theta_i \right\} \right] \\ = \left[ c_i - \underbrace{\delta_i \min \left\{ \frac{1}{1 - \delta_i} \max \left\{ 0, \sum_{j \in y} \rho_i x_{ji} - \gamma_i \right\}, \theta_i \right\}}_{\text{유동성리스크}} \right] \\ + d_i + \left[ b_i + \min \left\{ \gamma_i, \sum_{j \in y} \rho_i x_{ji} \right\} \right] \\ + \left[ \sum_{j \in z-y} x_{ji} + \sum_{j \in y} (1 - \rho_i) x_{ji} \right] \end{aligned}$$

단,  $\delta_i$ 는 자산 급매각에 따른 할인율

도산의 전이는 앞서 산출한 (i)신용리스크와 유동성리스크로 인해 자기자본을 모두 잠식하거나 (ii)자산 처분으로 유동성 부족을 해소할 수 없을 때 발생하게 된다. 자본 완전 잠식 및 유동성 부족 도산의 판정 기준은 다음과 같다.

(i) 자본 잠식에 따른 도산 판정

$$\begin{aligned} c_i < \underbrace{\sum_{j \in y} \lambda_{ij} x_{ij}}_{\text{신용리스크}} \\ + \underbrace{\delta_i \min \left\{ \frac{1}{1 - \delta_i} \max \left\{ 0, \sum_{j \in y} \rho_i x_{ji} - \gamma_i \right\}, \theta_i \right\}}_{\text{유동성리스크}} \end{aligned}$$

(ii) 유동성 부족에 따른 도산 판정

$$\gamma_i + \theta_i (1 - \delta_i) < \sum_{j \in y} \rho_i x_{ji}$$

$\delta_i$  : i번째 업권의 자산급매에 따른 할인율

$\gamma_i$  : i번째 업권의 고유동성 자산

$\theta_i$  : i번째 업권의 금융업권에 대한 운용자산(고유동성 자산 제외)

도산 전이가 발생할 경우 추가 도산한 업권이 유발하는 신용 및 유동성리스크를 추가적으로 반영하여 타업권 도산 판정을 하며 업권간 도산이 더이상 전이되지 않을 때까지 반복하여 최종적인 신용 및 유동성리스크 규모를 산출한다.