

# 1. 최근 민간소비 흐름 평가 및 향후 여건 점검

(조사국 동향분석팀)

1. 국내 민간소비는 지난해 이후 재화소비 부진이 이어지는 가운데 4/4분기 들어 그간 빠르게 반등하던 서비스소비도 둔화되면서 회복 모멘텀이 약화되었다. 재화 소비는 경제활동 재개 후 소비 리밸런싱과 그간의 금리·물가 상승에 영향을 크게 받고 있으며 가계의 서비스 팬트업 수요도 상당 부분 소진된 것으로 보인다.

2. 주요국에서도 대체로 민간소비 회복세가 약화되고 있으나 그 양상은 국별로 차별화되고 있다. 미국은 견조한 노동시장과 가계의 양호한 재무상황 등을 배경으로 빠른 회복세를 지속하는 반면 유로지역과 일본은 경기 부진, 실질소득 감소 등으로 우리나라보다 회복이 더딘 상황이다.

3. 앞으로 민간소비는 ①가계의 실질소득 개선이 소비여력에 긍정적 영향을 미치겠으나 ②채무부담 누증, ③급속한 고령화 및 팬데믹 이후 소비패턴 변화 등에 따른 소비성향 제약 가능성을 감안할 때 회복 속도는 당초 예상보다 더딜 것으로 판단된다.

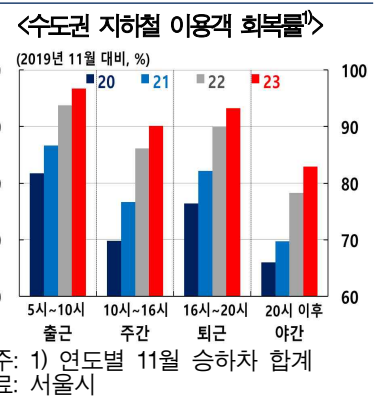
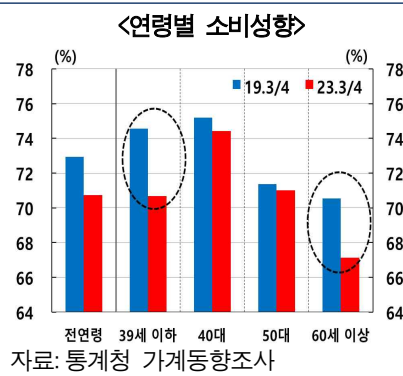
[① 실질소득] 가계 실질소득이 지난해 이후 기업실적 악화와 고물가 영향으로 빠르게 약화되어 가계소비의 주된 제약요인으로 작용하고 있으나, 향후에는 수출 회복세가 이어지고 물가 오름세도 둔화되면서 점차 개선될 것으로 예상된다.

[② 이자비용] 금리의 상승기조가 본격화된 2022년경부터 대출이 많은 중·고소득층을 중심으로 가계의 소득대비 이자부담이 크게 확대됨에 따라 소비여력(실질가처분소득)의 개선을 제한할 것으로 예상된다.

[③ 소비성향] 소비성향의 경우 팬데믹 충격으로 급락한 후 반등하고 있으나 그 속도는 더딘 상황이며, 향후 방향과 관련해서는 팬데믹 이전 수준으로 회복될지, 또는 구조적 요인(고령화<sup>1</sup>·소비패턴 변화<sup>2</sup>) 등으로 인해 팬데믹 이전보다 낮은 수준에서 유지될지 불확실성이 높은 것으로 판단된다.

향후 가계 실질구매력 점차 개선될 전망

소비성향 팬데믹 이전 수준 하회, 팬데믹 이후 야간 이동 크게 감소 특히 청년층 및 60대 이상 크게 저하



1) 40대 미만은 팬데믹 이후 급증한 원리금상환 부담 등이 소비성향을 제약할 것으로 보이며, 60대 이상의 경우 이전부터 기대수명 연장과 노후준비 부족이 맞물리면서 저축유인이 확대되는 추세를 보여 왔다.  
2) 팬데믹 이후 크게 감소했던 수도권 지하철 이용객은 최근 들어 출퇴근 시간을 중심으로 상당 부분 회복하였으나, 20시 이후 야간 시간대의 경우 회복이 여전히 더딘 것으로 나타났다.

## 2. 낮은 실업률과 기업의 노동 비축

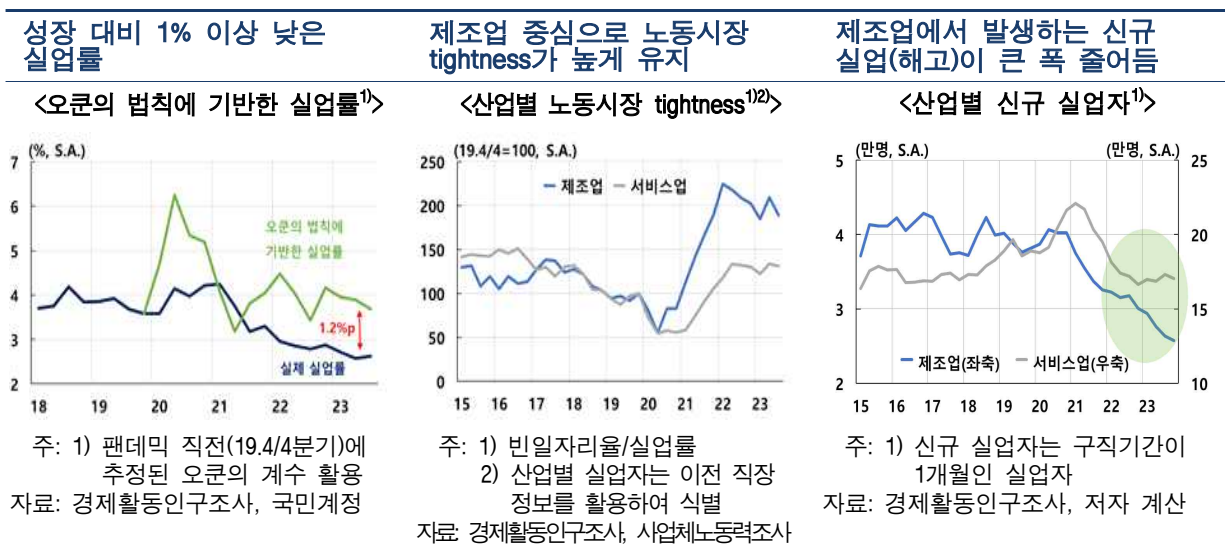
(조사국 고용분석팀)

1. 2022년 이후 3%를 밑도는 실업률이 지속되고 있는데, 이는 경기와의 관계를 고려할 경우 이례적으로 낮은 수준이다. 특히 2023년 경기둔화에도 불구하고 실업률은 역대 최저 수준(2.7%)을 기록하였다. 2023.1/4~3/4분기 중 실업률은 오쿤의 법칙(성장과 실업률 간 역의 관계)이 제시하는 수준보다 1.2%p 낮았는데, 이는 기업들이 생산량 대비 많은 근로자를 고용하고 있다는 것을 의미한다.

2. 이러한 현상에는 신규채용의 어려움으로 인력난을 겪는 기업들이 해고(layoff) 대신 기존 근로자의 근로시간을 조정하면서 경기둔화에 대응하고 있는 점이 주요 요인의 하나로 작용하고 있다. 실제로 최근 신규 실업(해고)이 크게 줄어든 반면, 초과 근로시간은 감소하였는데, 이러한 현상은 인력난이 심한 제조업에서 보다 두드러지게 나타나고 있다.

3. 이는 기업의 노동 비축이 최근 낮은 실업률의 주요 요인 중 하나임을 시사한다. 실업률 감소를 실업으로의 유입(inflow, 취업→실업) 감소와 실업에서의 유출(outflow, 실업→취업) 증가로 나누어 분해해 보아도, 실업으로의 유입 감소의 기여도가 월등히 높게 나타났다<sup>1)</sup>.

4. 팬데믹 회복 과정에서 실업률이 큰 폭 하락한 것은 기본적으로 대면 서비스업을 중심으로 노동수요가 늘어난 데 기인하나, 인력난을 우려한 기업의 노동 비축 행태도 낮은 실업률이 유지되는 데 영향을 미친 것으로 판단된다.



1) 실업률 변동 요인분해(Shimer decomposition) 결과, 최근 실업률이 하락하는 동안(22.2/4~23.4/4분기) 실업으로의 유입 감소의 기여도(92%)가 과거 평균 수준(71%)에 비해 높았다.

### 3. 2024년 회사채 만기도래 현황 및 영향 점검

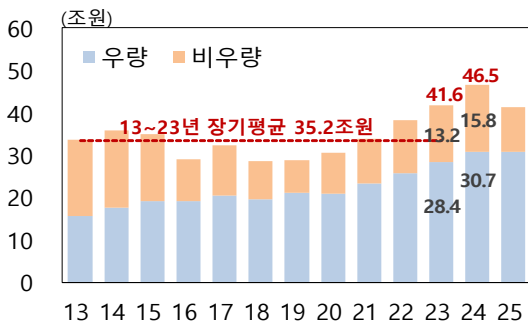
(금융시장국 채권시장팀 이영선, 김태연)

**1. 2024년 중 회사채 만기도래 규모는 사상 최대인 46.5조원(기업수 221개) 수준으로 확대될 전망이다.** 이는 2019~21년중 저금리를 배경으로 대규모 발행(연평균 44조원)되었던 회사채의 만기(주로 3~5년)가 금년에 집중되는 데 기인한다. 신용등급별로는 비우량등급의 만기도래 규모(15.8조원, 만기도래 대비 34.0%)가 전체 발행잔액 대비 비중(17.4%)을 감안시 상당히 큰 편이다. 업종별로는 최근 업황이 부진한 건설, 석유화학, 부동산·임대업 등 취약업종의 만기도래 규모가 9.3조원으로 지난해(7.2조원)보다 증가하게 된다. 시기별로 보면, 금년중 회사채 만기도래는 상반기에 집중(28.6조원)되는데, 1/4분기중 만기도래(14.3조원)가 전년동기(10.1조원) 대비 증가할 예정이다.

**2. 회사채 만기도래 기업의 재무상황을 보면, 금년중 재무건전성 취약기업<sup>1)</sup>의 만기도래 규모는 6.4조원(전체 만기도래액의 13.7%)으로 이중 4.0조원이 상반기에 만기도래할 예정이다.** 지난해 회사채 신용등급(전망 포함)이 하향조정된 기업의 금년중 만기도래 규모는 7.2조원이며 이중 상반기에는 4.5조원이 만기도래하게 된다.

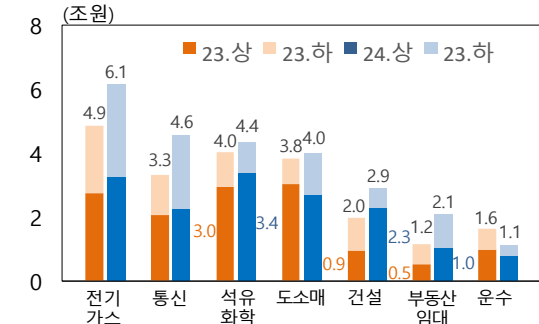
**3. 대규모 회사채 만기도래의 영향을 점검해보면, 우선 금년중 만기도래 회사채는 우호적 시장 여건과 양호한 투자수요 등을 감안할 때 전반적으로는 시장에서 원활히 소화될 수 있을 것으로 예상된다.** 금년중 회사채 투자수요는 국내외 통화정책 기조 전환 기대, 높은 신용스프레드 수준, 장단기금리 역전에 따른 역캐리 상황 등을 감안할 때 대체로 양호한 상황이 이어질 것으로 전망된다. 다만 일부 기업의 경우 투자수요가 제약되며 미매각이 발생할 수 있는데 이 경우에도 주관사인수 등을 통해 어느 정도의 차환 발행은 가능할 것으로 보인다.

[그림] 회사채<sup>1)</sup> 만기도래 추이



주: 1) 일반기업 공모 회사채 기준  
자료: 한국예탁결제원

[그림] 2024년중 업종별 회사채 만기도래 현황



자료: 한국예탁결제원

**4. 또한 회사채 공모발행이 미매각 우려, 발행금리 상승 등으로 여의치 않더라도 기업들은 지난해와 같이 은행대출 등 대체 조달수단을 활용하여 상환자금을 마련할 것으로 예상된다.** 지난해에도 회사채 순상환 기업들은 대체로 만기가 짧은 은행대출 및 CP 발행을 늘리고 자체 자금도 상당부분 활용하였으며, 일부 비우량기업의 경우에는 사모사채, 유상증자 등을 활용하여 회사채 상환자금을 마련한 것

1) ① 이자보상배율 3년 연속 1미만, ② 부채비율 200% 이상, ③ 영업현금순유출(3년 연속) 또는 유동비율 100% 미만 조건중 2개 이상에 해당하는 기업을 재무건전성 취약기업으로 분류하였다.

으로 추정된다. 다만 기업들이 회사채시장 여건 악화 등으로 대체 조달수단 활용을 크게 늘릴 경우 은행의 기업대출 증가세를 강화시키거나 CP 시장의 공급부담을 초래할 가능성이 상존한다.

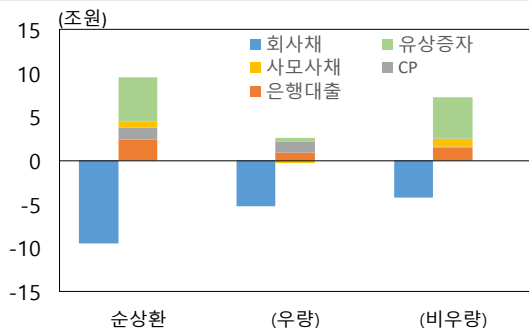
**5. 다음으로, 금년중 만기도래 회사채를 기업들이 차환 발행하거나 대체 조달수단을 통해 상환할 경우 발행 당시에 비해 높아진 시장금리로 인해 차입비용 증가가 불가피할 것으로 예상된다.** 상반기중 만기도래 회사채의 발행 당시(주로 2019~21년중) 평균 발행금리(우량물 2.20%, 비우량물 2.60% 내외)를 고려하면 향후 장기금리가 시장 예상대로 하락하더라도 회사채 차환 발행시 조달금리가 상당히 높아질 것으로 보인다. 회사채를 대체 조달수단을 통해 상환할 경우에도 현재의 조달수단별 금리수준, 장단기금리 역전 상황 및 단기금리에 주로 연계되는 특성 등을 감안할 때 회사채에 비해 조달금리 격차가 더 커질 가능성이 높은 상황이다.

**6. 잔액기준으로 보더라도 금년중 기존 저금리 회사채의 대규모 만기도래(대체 효과)로 기업들의 누적된 차입비용 부담이 커질 것으로 분석<sup>2)</sup>된다.** 특히, 비우량·취약업종의 경우 발행잔액 대비 금년중 만기도래 비중<sup>3)</sup>이 높아 누적된 차입비용의 증가세가 더 크게 나타날 수 있으며 이에 따라 재무건전성에 부정적인 영향을 미칠 우려가 있다.

**7. 마지막으로, 금년 중 저신용·취약업종은 더딘 업황 회복세, 부동산PF 경계감 등으로 시장의 신용리스크에 대한 민감도가 높아져 있어 회사채 차환 및 상환 과정에서 시장의 투자심리가 위축될 수 있다.** 금년중 회사채 투자수요가 업종별·등급별로 계속 차별화될 것으로 보이는 만큼 예상치 못한 신용이벤트 등이 발생할 경우 재무건전성 취약기업을 중심으로 미매각이 발생하면서 시장 전반의 투자심리가 위축될 소지가 있다. 아울러 저신용·취약업종 기업들이 차입비용 증가 등으로 수익성 개선이 지연될 경우 재무건전성이 추가로 나빠지면서 자금조달 여건이 더욱 악화될 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다.

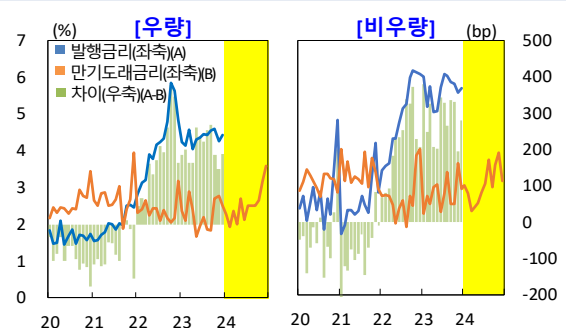
**8. 앞으로도 회사채 차환에 어려움이 발생할 수 있는 비우량·취약업종의 자금조달을 주의 깊게 모니터링하면서 이들의 재무건전성 악화 및 이로 인한 신용경계감 확산 가능성을 더욱 면밀히 점검해 나가야 할 것이다.**

[그림] 2023년중 회사채 순상환 기업들의 자금조달



자료: 한국예탁결제원, 한국신용정보원, 연합인포맥스, 각 사 공시자료

[그림] 회사채 발행금리와 만기도래 금리 추이



자료: 한국예탁결제원, 금융시장국 자체 시산

2) 최근 연준은 회사채가 일반적으로 장기 고정금리 부채이기 때문에 기업들이 기존 발행한 회사채를 차환하기 전까지 통화정책 긴축의 영향이 지연될 수 있다고 분석하였다(FEDS Notes, 'Monetary policy tightening and debt servicing costs of nonfinancial companies', 23.12월).

3) 24년 중 만기도래 비중(잔액대비): 우량등급 21.1%, 비우량등급 46.3%, 취약업종 35.6%, 여타업종 22.1%

## 4. 美 Repo 금리 급등 및 연준 QT 조기 중단 가능성 점검

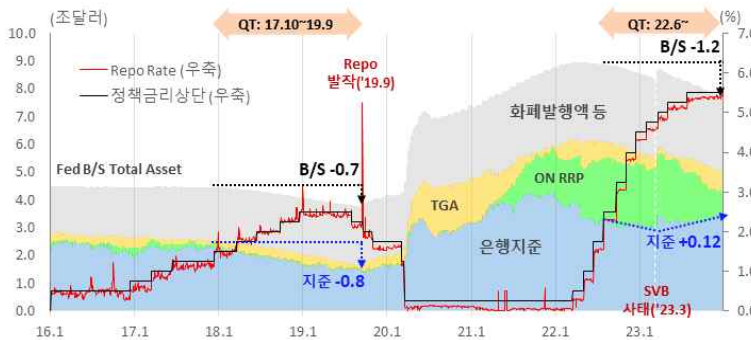
(국제국 외환시장팀)

1. 연준에 예치된 ON RRP(Overnight Reverse Repo) 잔액이 23년 하반기 들어 급감<sup>1)</sup>하고 11.30일 이후 ON Repo 금리가 정책금리 상단을 수 차례 상회<sup>2)</sup>했다. 따라서 현재의 유동성 상황을 점검하고 리스크 요인과 그 파급경로를 살펴볼 필요가 있다.

2. 우선 美 단기자금시장의 유동성은 여전히 충분하고 단기간내 Repo 금리 급등 우려는 과도해 보인다. 첫 번째 QT(17.10~19.9월) 중에는 연준의 B/S 축소에 따라 은행지준이 동반 감소했다(QT -\$0.7조, 지준 -\$0.8조). 반면 지금은 지준이 QT가 시작된 22.6월 직전 수준보다도 증가한 상황이다(22.6~23.12월: QT -\$1.2조, 지준 +\$0.1조). 12월 FOMC에서 Powell 의장은 현 지준(\$3.4조) 규모가 충분하다는 점을 명확히 했고, 월가 견해도 연준과 비슷해 보인다. 또한 21.7월 신설된 Standing Repo Facility 등 금융안전망(backstop)이 강화된 점도 Repo 금리 급등 가능성을 낮추는 요인이다.

3. 연준의 B/S 축소 지속에도 은행 유동성 사정이 양호한 것은 초과 유동성을 배경으로 한 MMF의 적극적인 자금증가에 힘입은 바 크며, BTFP를 통한 유동성 공급도 영향을 미쳤다. MMF가 수익률 제고 목적으로 T-bill 매입 및 Repo 운용을 위해 RRP 예치금을 인출하여 금융시장에 공급한 규모가 22.6~23.12월중 1.18조달러로 연준의 총 QT 규모 1.25조달러와 비슷하다. 아울러 연준이 BTFP(Bank Term Funding Program, 23.3월 도입)를 통해 은행에 공급한 0.14조달러가 지준 증가에 기여하였다.

<연준 B/S, 지준 및 RRP 추이 : 17~19년 QT vs 현재 QT>



<RRP 잔액 및 T-bill 발행잔액>



자료: Federal Reserve Bank

4. MMF의 자금증가 과정에서 헤지펀드의 현·선물 베이시스 거래(basis trade)가 급증했다. 자산운용사가 연준의 금리인상 사이클 후반으로 갈수록 이자를 높은 수준에서 고정시키고자 국채선물 매입을 늘리며, 그 결과 선물이 국채현물보다 고평가된다. 이에 헤지펀드는 선물을 매도하고 Repo로 자금을 조달하여 저평가된 현물을 매입하는데 수익률 극대화를 위해 레버리지를 공격적으로 일으킨다.<sup>3)</sup> 23.12월 현재 헤지펀드의 선물 매도잔액은 0.8조달러에 달하며 전고점(19년 \$0.6조)을 이미 넘어섰다.

1) '23.12.27일 ON RRP 잔액은 0.82조달러로 '23.4월 2.3조달러 대비 1.5조달러 감소했다.

2) 정책금리 상단(5.50%) vs 장중 고점( '23.11.30일 5.54%, 12.27일 5.53%, 12.29일 5.75%)

3) BOE 금융안정보고서( '23.12월)에서 5년물 국채선물의 레버리지 비율(contract price ÷ initial margin)이 팬데믹 직전 175배에서 현재 70배 수준으로 낮아졌지만 여전히 높다고 우려했다. FT( '23.9월)는 현물국채 담보부 Repo 조달 레버리지가 100배 이상인 경우도 있다고 보도했다.

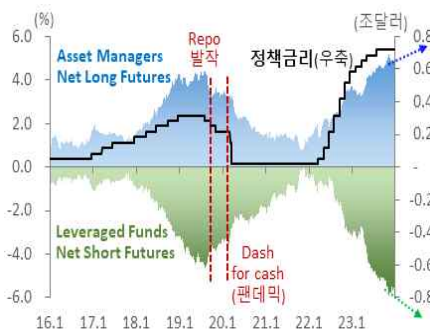
5. 월가의 전망에 따르면 ON RRP 잔액이 올해 상반기중 “적정 하한 수준”<sup>4)</sup>에 도달하고, 은행 지준은 이르면 24.4분기(Primary Dealer 기준, 자산운용사는 ‘25.2분기) 중 “충분한 적정 지준+ $\alpha$ ” 수준에 도달하면서 이때 QT가 종료<sup>5)</sup>될 가능성이 크다. 금년 들어서도 연준 QT, 재무부의 T-bill·국채 순발행 및 헤지펀드 등의 Repo 수요가 지속되면서 RRP 잔액이 계속 줄어들고 조만간 은행 지준 감소가 예상된다.

6. 하지만 일각에서는 금년 상반기중 QT 조기 중단 가능성도 배제하지 않고 있다. 뉴욕 연준의 서베이 결과가 보여주듯 “충분한 적정 지준” 수준이 불확실한 데다 시장상황에 따라 가변적이고, 헤지펀드의 대규모 베이스 거래에 따른 구조적 취약성과 일단 예상되면 미리 움직이는 시장의 속성 등을 고려하면 경계감을 늦추기 어렵다. 또한 지준의 대형은행 편중 및 3월 종료 예정인 BTFP의 대출잔액 최고치 경신(0.14조달러, ‘23.12.27일)도 Repo 시장에 대한 새로운 스트레스 가능성을 예고한다고 보고 있다.

7. 특히 그간 누증된 국채 공급, RRP 잔액 감소와 Repo 금리 상승 등이 고 레버리지 헤지펀드들에게는 베이스 거래 청산 압박요인이 될 수 있다. ㉠ Repo 금리가 급등할 경우 레버리지가 높은 헤지펀드들은 기존 베이스 거래 포지션(선물매도 & 현물매입 누증)에서 평가손실이 급증하면서 손절성 청산의 악순환(선물매수 & 현물매도 → 현물 저평가 심화 → 베이스 확대 → 평가손실 확대 → 손절 가속화)에 빠질 수 있다. ㉡ 시장변동성이 급격히 커지면 국채선물 마진 및 현물국채 haircut 상승<sup>6)</sup> 등으로 ON Repo 차환이 어려워지고 현금 수요가 증가한다. 이로 인해 Repo 금리가 더욱 급등하고 현금 확보를 위한 현물국채 투매(dash for cash) 현상이 나타나는 등 Repo 시장 경색이 금융시장 전반으로 빠르게 전이될 가능성도 배제하기 어렵다.

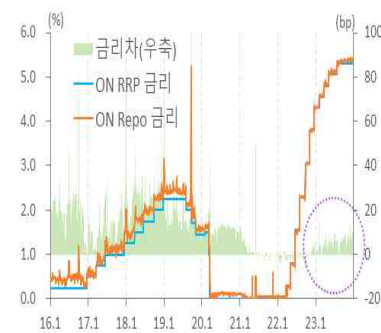
8. 종합하면 QT 과정에서 단기자금시장의 혼란이 촉발될 가능성은 낮지만, 앞서 살펴본 바와 같이 시장의 여유 유동성이 줄어들면서 시간이 갈수록 시장의 경계감이 커질 것으로 보인다. 만일 예상외로 美 단기자금시장 경색 및 국채시장 전이가 현실화될 경우 국내 외화자금시장에도 부정적 영향을 미칠 수 있는 만큼 앞으로 미국 유동성 상황 변화를 주의 깊게 모니터링할 필요가 있다.

<연준 금리 및 국채선물 포지션<sup>1)</sup>>



주: 1) 2년 · 5년 · 10년 · 30년물 기준  
자료: Bloomberg

<RRP 및 Repo 금리>



자료: Bloomberg

<대형·소형 은행의 지준 비중>



자료: Morgan Stanley

4) Powell 의장은 RRP 잔액이 일정 수준에서 안정되고 이후 은행 지준 감소가 시작될 것이라고 언급했다. 투자은행들도 RRP 잔액이 0이 되면 금리 변동성이 과도하게 커질 수 있어 일정 수준 이상 유지될 필요가 있다고 본다.

5) 이르면 1월 FOMC에서 QT 속도완화 논의가 시작되고, QT Tapering → 종료 순으로 진행될 것으로 예상된다.

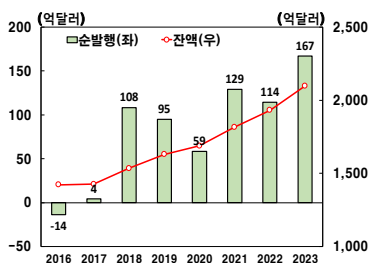
6) 거래소 · 청산소는 시장변동성이 커지면 결제리스크 증대에 대응하여 증거금 및 haircut 비율을 높이는 등 위험관리를 강화한다. CME는 팬데믹 당시 국채선물 2년물 유지증거금을 계약(20만달러)당 500에서 750달러로 상향조정하였다. 증거금이 높아지면 헤지펀드들은 현금을 추가로 납입하거나 기존 포지션을 청산해야 한다.

## 5. 2023년 외화채권(KP) 시장의 특징 및 2024년 전망

(국제국 외환건전성조사팀 고지성·차준영)

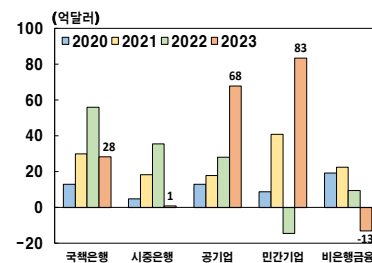
1. '23년 중 거주자의 외화채권(Korean Paper, 이하 KP) 순발행 규모는 167억달러로, 역대 최대 규모(기존 '21년 129억달러)를 경신하였다. '23년 중 상환 규모(397억달러)도 역대 최대치를 기록한데 이어 '24년에는 405억달러의 만기도래가 예정되어 있다.
2. '23년 KP 시장의 첫 번째 특징으로는, KP 발행(공급)의 큰 폭 증가에도 불구하고 KP에 대한 높은 수요가 지속되었다는 점이다. 반면, 아시아 채권시장에서 KP와 경쟁관계에 있는 중국 외화채권(이하 '중국물')은 순상환되었으며, 중국물에 대한 대체 수요 중 일부가 KP로 유입되며 KP 발행 호조에 기여한 것으로 보인다.
3. 두 번째는 '23년중 글로벌 금리 상승의 영향으로 KP의 발행금리도 큰 폭 상승하였다는 점이다. 다만 발행금리 상승에도 불구하고 KP스프레드는 대체로 안정적인 모습을 보였다.
4. 세 번째는 소수 대기업(83억달러)과 공기업(68억달러)이 KP 발행을 주도(전체 순발행의 90%)하였다는 점이다. 이는 해외투자·운영자금 수요 증가(민간기업)와 KP발행을 통한 원화자금 조달의 금리 이점 증대(공기업) 등에 기인한다. 반면 은행의 경우 풍부한 외화유동성 지속, 외화대출 감소 등으로 순발행 규모(29억달러)가 '22년(91억달러)에 비해 1/3 수준으로 줄어들었다.
5. 마지막으로 '23년중 KP 발행 통화 및 유형이 다양해졌다. '23년 유로화 및 스위스 프랑화 KP 발행액은 '22년 대비 2배 정도 증가하였다. 유로본드는 증권사를 중심으로 발행액이 늘어났으며, 일부 민간기업은 과거에 발행이 많지 않았던 교환(또는 전환)사채 형식으로도 KP를 발행하였다.
6. '24년에는 대규모 만기도래가 예정되어 있지만, 주요 KP 발행기관의 높은 신용도, 최근 완화적 글로벌 금융여건 등을 감안할 때 KP 발행 및 상환에 큰 어려움은 없을 전망이다. 다만, 유동성이 풍부한 은행과 달리 일부 기업들은 KP 발행여건 악화시 원화채권 발행, 스왑수요 등을 늘릴 가능성이 높고, 이는 국내 채권시장, 외화자금 시장 등에 수급부담으로 작용할 수 있다. 아울러 중국물 외화채권 수요 회복, 국내 부동산 PF 부실 확대에 따른 국내기업들의 신용리스크 증대 등도 KP 시장 여건에 부정적 영향을 미칠 수 있음에 유의해야겠다.

<KP 순발행 및 잔액><sup>1)2)</sup>



주: 1) 23년말 기준  
2) 정부채(외평채), CD 제외  
자료: Bloomberg

<부문별 KP 순발행>



자료: Bloomberg

<24년 KP 만기도래 규모>

부문별		만기도래 (억달러)		
국	책	은	행	187
시	중	은	행	93
일	반	기	업	57
공	기	업		50
증		권		9
캐	피	탈		7
기		타		2

자료: Bloomberg, 각 은행