

## 참고 1-1.

### 최근 글로벌 공급 병목현상의 현황 및 평가

금년 들어 주요 선진국을 중심으로 경제활동이 급속히 재개되는 과정에서 수요는 강하게 회복되고 있으나 생산은 이를 따라가지 못하는 공급 병목현상(supply bottleneck)이 나타나고 있다. 이를 반영하여 주요국에서 생산자의 미처리 주문(backlogs)이 크게 늘어나고 재고가 빠르게 감소하였다.

팬데믹 직후 급격히 위축되었던 수요가 지난해 하반기 이후 재화소비<sup>1)</sup>를 중심으로 빠르게 반등하였으나 글로벌 공급망은 반도체 공급 부족, 해상물류 차질 등으로 회복이 제약되었다. 최근에는 백신 보급 확대 등으로 서비스 소비<sup>2)</sup>도 다소 개선되고 있으나 서비스업 생산의 주요 투입요소인 노동공급은 개선이 더딘 모습이다.

이러한 공급병목은 주요국에서 일부 업종을 중심으로 수요 증가에 비해 생산의 회복을 제약하는 한편 생산비용 상승을 통해 물가의 상승압력으로 작용하였다. 국내에서도 금년 2/4분기 중 자동차, 건설 등 일부 업종에서 중간재 수급 차질 등으로 생산이 다소 주춤한 모습을 보였다. 최근에는 전세계적으로 델타 변이가 확산됨에 따라 향후 공급 차질의 해소가 예상보다 지연될 가능성에 대한 우려가 제기되고 있다.

이러한 점에서 최근 공급 병목현상의 현황과 파급 영향을 공급차질이 두드러진 반도체, 해상물류 및

노동시장의 세 부문으로 나누어 살펴보고, 향후 리스크 요인을 점검하였다.

### 미국 생산자 미처리 주문<sup>1)2)</sup> 및 완제품 재고<sup>2)</sup>

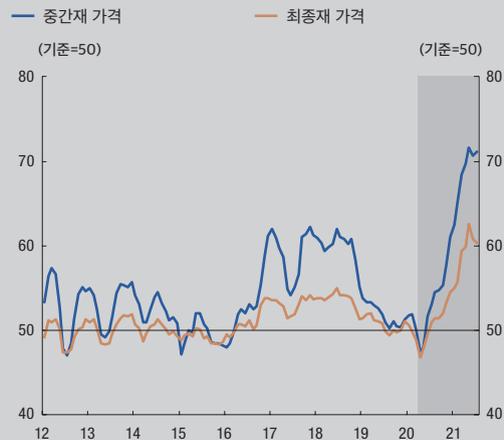


주: 1) 생산자가 고객 발주를 받았으나 이행되지 않은 주문

2) 제조업 구매관리자지수(PMI) 기준

자료: Institute for Supply Management

### 글로벌 중간재 및 최종재 가격



자료: IHS Markit, JP Morgan

### (반도체 공급 부족)

자동차 수요가 작년 하반기 이후 빠르게 회복되면

1) 미국의 경유 재화 및 내구재 소비가 비대면 수요 확대 등의 영향으로 급격히 늘면서 금년 2/4분기 중 코로나 이전(2019년 4/4분기)에 비해 각각 17.6%, 28.6%의 높은 수준으로 증가하였다.

2) 미국 서비스 소비는 작년 4/4분기와 금년 1/4분기 중 각각 전기대비 1.3%, 1.0% 증가하였으며, 금년 2/4분기에는 2.7% 늘어나 증가폭이 확대되었다.

서 차량용 반도체 수요도 크게 늘어났으나 생산시설 전환, 자연재해 등으로 공급은 제약되면서 차량용 반도체의 수급불균형<sup>3)</sup>이 발생하였다.

코로나19 초기 반도체 생산업체는 자동차 수요부진을 예상하여 차량용 반도체 설비를 IT기기용으로 전환하였으나, 이후 자동차 판매가 빠르게 반등하면서 차량용 반도체 수요가 급증함에 따라 반도체 공급 부족이 발생하였다.

이러한 상황에서 미국 텍사스 한파, 일본공장 화재, 대만 가뭄 등 자연재해에 따른 주요 차량용 반도체 공장의 가동 축소도 상반기 중 수급불균형 요인으로 작용하였으며, 최근에는 반도체 생산 후공정(패키징 및 테스트)의 주요 생산기지인 동남아 지역에서 델타 변이가 확산되면서 반도체 등 자동차 부품 생산의 차질이 발생하였다.

차량용 반도체 부족은 주요국에서 완성차 생산 감소를 통해 단기적으로 산업생산 회복을 제약하는 한편 차량가격 상승을 통해 물가 상승요인으로도 작용하였다. 미국의 경우 승용차 생산이 금년 들어 6월까지 감소세를 나타내며 6월 생산이 1월 대비 31.2% 감소했으나 7월 들어 상당폭 반등하였다. 또한 신차 공급 부족 및 재고 감소의 영향으로 중고차 가격이 급등<sup>4)</sup>하였다. 국내에서도 금년 3~5월 중 자동차 생산이 감소세를 보였으나 6월 중 전월대비 6.4% 증가로 전환하였다. 최근 일부 예측기관(IHS Markit)은 차량용 반도체 부족으로 금년 중 전세계 자동차 생산이 750~840만 대 감소할 것으로 전망하였는데, 이는 2019년 중 연간 생산의 8.4~9.4% 수준에 해당한다.

### 글로벌 자동차 생산량 및 미국 중고차 가격<sup>1)</sup> 상승률



주: 1) 미국 CPI 기준, 2021년은 1~7월 평균

자료: BLS, IHS Markit

### (해상물류 지체)

지난해 하반기 이후 글로벌 교역량<sup>5)</sup>이 빠르게 반등하였으나 주요국 항만적체, 선박공급 제한 등의 영향으로 해상물류의 지체가 이어지고 있다.

주요국 항만에서 물동량이 급증한 반면 검역 강화, 감염 확산에 따른 운영 차질 등으로 하역처리가 지연되었으며 이에 따라 가용한 선박 및 컨테이너의 부족이 심화되었다. 미국에서는 아시아로부터의 수입이 집중되는 서부항만에서 하역이 크게 지체되었으며, 중국의 경우 최근 델타 변이 확산으로 옌텐항, 닝보항 등 주요 무역항이 일시 폐쇄되었다. 한편 선박의 경우 코로나19 이후 발주가 급감하였다가 금년 들어 크게 늘어나고 있으나 건조에 장기간이 소요되어 단시일 내 공급확대가 어려운 상황이다.<sup>6)</sup>

해상물류 차질은 상품 인도 지연을 통해 생산 회복

3) 이를 반영하여 반도체 리드타임(발주에서 납품까지 소요되는 시간)이 금년 1월 중 13.1주에서 7월 중 20.2주로 큰 폭 상승하였다.

4) 미국 중고차가격 상승률(전년동기대비)은 지난해 3.2%를 기록하였으나 금년 4월 중 21.0%로 높아진 데 이어 7월에는 41.7%로 오름세가 크게 확대되었다.

5) 세계 교역량(CPB 기준)은 코로나 직후 급감했다가 이후 빠르게 회복되면서 금년 6월 중 코로나 이전(2020년 2월) 대비 7.6% 높은 수준으로 확대되었다.

6) 세계선박발주량은 2019년 월평균 112척에서 지난해 80척으로 감소하였다가 금년 상반기 중 143척으로 증가하였다.(Clarksons)

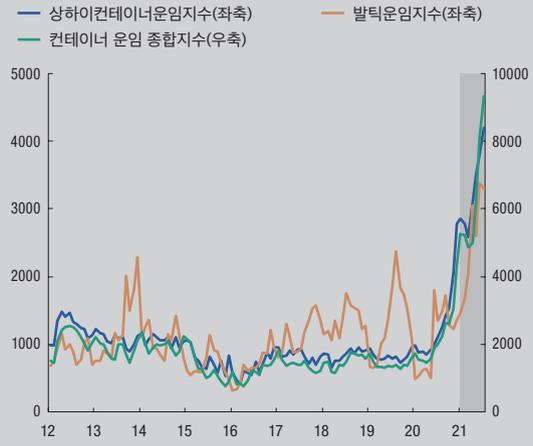
을 제약하는 한편 물류비 상승을 통해 기업의 비용 부담을 증대시키는 요인으로 작용할 가능성이 있다. 실제로 미국, 유럽 등에서 물류 차질로 원자재 및 중간재 공급이 지연되면서 일부 제조업 및 건설업의 생산이 제약된 것으로 나타났다.<sup>7)</sup> 또한 해상 화물 운임이 급등<sup>8)</sup>함에 따라 가격전가나 공급망 조정이 어려운 중소기업들을 중심으로 비용부담을 높여 채산성을 악화시킬 가능성도 잠재해 있다.

### 주요 컨테이너 항구 적체 상황



자료: Clarkson, Sea-intelligence

### 해상화물 운임



자료: Bloomberg

### (노동공급의 더딘 회복)

주요 선진국에서 경제활동 재개가 본격화되면서 산업 전반에서 구인수요<sup>9)</sup>가 빠르게 늘어나고 있으나 감염위험, 보육부담 및 실업급여 확대 등의 영향으로 노동공급은 상대적으로 더디게 개선되고 있다.

미국의 경우 취업자수가 팬데믹 직후 22.7백만 명(2020년 4월)까지 감소했다가 이후 감소폭의 3/4 정도를 만회하였으나 노동시장 참여율은 코로나 이전 수준을 여전히 크게 하회<sup>10)</sup>하고 있다. 그중별로는 고령층(연령별)과 여성(성별) 및 고졸이하(학력별)에서 노동시장 참여율 회복이 상대적으로 저조<sup>11)</sup>한 것으로 나타났다.

7) 미국 센서스국(US Census Bureau) 조사에 따르면 2021년 7월 현재 제조업체의 64.6%, 건설업체의 58.5%가 공급 지연 문제를 겪고 있다고 응답하였는데, 이는 2020년 8월에 비해 각각 +27.4%p, +18.6%p 높은 수준이다.

8) 최근 상하이발 컨테이너 운임지수(SCFI)는 코로나 이전(2019년 평균) 대비 5배 수준으로 상승하였다.

9) 미국의 경우 구인건수가 코로나 직후 급감하였다가 이후 빠르게 늘어나 금년 2/4분기 중 코로나 이전(2019년 평균)에 비해 33.8% 높은 수준으로 증가했으며, 영국에서도 코로나 이전 대비 4.6% 높은 수준을 기록하였다.

10) 미국 노동시장 참여율은 지난해 4월 중 60.2%로 낮아졌다가 금년 7월 61.7%로 높아졌으나 코로나 이전(2020년 2월) 수준인 63.3%를 하회하고 있다.

11) 노동시장 참여율 변화(2021년 7월의 2020년 2월 대비, %p): (연령) 25~55세 -1.1, 55세 이상 -1.9, (성별) 남성 -0.8, 여성 -1.3, (학력) 대졸 이상 -0.8, 고졸 이하 -3.0

## 구인건수



자료: BLS, 영국 통계청

## 미국 취업자 수 및 경제활동참가율



자료: BLS

노동공급의 더딘 회복은 경제활동 재개부문을 중심으로 생산 회복을 제약하는 한편 임금을 높이는 요인으로 작용하였다. 제조업과 서비스업 모두 생산이 재개되고 있으나 인력 충원이 어려운 부문을 중심으로 생산 및 영업 정상화가 일부 제약되었다. 이에 대응하여 고용주는 신규 채용 및 기존 인력 이탈

방지를 위해 임금 인상 등 인센티브를 강화하였는데, 특히 오락·레저업, 운수업, 소매업 등 영업재개 업종에서 임금 상승이 구인수요 대비 높은 것으로 나타났다.

## (평가)

최근 공급병목은 팬데믹에서 회복되는 과정에서 주요국에서 재화수요가 급증한 데 이어 최근에는 서비스 소비도 점차 개선되는 반면, 글로벌 공급망 차질, 노동공급 부족 등으로 공급능력은 더디게 개선되고 있는 데 기인<sup>12)</sup>한다. 이는 일부 업종을 중심으로 수요 증가에 비해 생산의 회복을 제약하는 한편 물가 상승압력을 높이는 요인으로 작용했다.

이러한 공급 병목현상은 향후 경제활동 재개가 진전됨에 따라 점차 완화될 것으로 보는 것이 대체적인 견해이다. 주요 기관들도 백신 보급 확대 등으로 재화에서 서비스로 수요가 점차 옮겨가는 가운데 공급 차질도 생산 및 물류의 조정, 투자확대 등을 통해 완화될 것으로 예측하고 있다.<sup>13)</sup> 미국 노동시장의 경우에도 9월 중 추가 실업수당 지급 종료되고 학교가 정상화되면서 노동공급 부족이 점차 완화될 것으로 보인다.

그러나 최근 델타 변이 확산에 따른 생산 및 물류의 추가적인 차질 가능성 등은 향후 공급병목 완화 속도의 리스크 요인으로 잠재해 있다. 특히 글로벌 주요 생산기지인 아시아지역에서 반도체 등의 공급망 차질이 장기화될 경우 공급병목 완화 시기가 예상보다 지연<sup>14)</sup>될 가능성이 있다. 따라서 향후 공급 병목현상의 추이와 이에 따른 국내외 성장 및 물가에 대한 영향을 면밀히 점검해 나갈 필요가 있다.

12) 보건위기인 코로나19 충격은 통상적인 경기충격과 달리 수요뿐만 아니라 공급능력에도 영향을 미치는 특성을 보였다.

13) 최근 미 연준도 통화정책보고서(2021년 7월)를 통해 공급 및 유통망이 병목현상에 대응하여 조정됨에 따라 생산이 반등할 것으로 예상하였다.

14) 최근 일부 기관(IHS Markit)은 아시아지역 상황을 감안하여 차량용 반도체 공급이 안정화되는 시점이 예상보다 다소 늦춰질 것으로 전망하였다.(2021년 8월)

## 참고 1-2.

### 기조적 물가흐름 평가

소비자물가는 금년 4월 이후 5개월 연속 2%를 상단폭 상회하는 오름세를 지속하고 있다. 최근의 물가흐름에는 교란요인의 영향이 포함되어 있다. 우선 변동성이 큰 농축산물 및 석유류 가격이 높은 상승세를 이어가는 가운데 지난해 유가급락에 따른 기저효과가 크게 작용하였다. 식료품 및 에너지를 제외한 근원물가<sup>1)</sup>의 경우에는 정부정책의 직간접적인 영향을 받는 관리물가가 기조적 물가흐름을 파악하는 데 상당한 교란요인으로 작용하고 있다. 이에 따라 교란요인의 영향을 제외한 기조적 물가흐름에 대한 판단이 중요해진 상황이다. 이에 관리제외 근원물가 등 기조적 물가흐름을 파악하기 위한 다양한 물가지표<sup>2)</sup>를 점검해 보았다.

### 기조적 물가지표 현황

지표명	비중 <sup>1)</sup>	내용
관리제외 근원물가	60.2	변동성이 큰 에너지·식료품을 제외한 근원물가(core CPI)에서 관리물가품목을 추가로 제외
조정평균물가	75.0	소비자물가를 구성하는 개별품목물가 상승률 분포상의 극단치(변동성이 큰 품목) <sup>2)</sup> 를 제외
가중중위수물가	-	CPI 개별품목물가 상승률(가중치 감안) 분포상의 중위수물가(weighted-median CPI)에 해당
관리제외 경직적물가	34.8	소비자물가(관리물가 제외) 구성품목 중 가격조정빈도가 상대적으로 낮은 품목을 대상으로 산출
경기민감 근원물가	변동	근원물가 중 GDP갭에 민감하게 반응하는 품목 <sup>3)</sup> 을 대상으로 산출(ECB의 Supercore 지표에 해당)
UIG <sup>4)</sup>	-	모형을 이용하여 CPI 개별품목물가 상승률의 중장기 공통성분 <sup>5)</sup> 을 추출

주: 1) 소비자물가지수 내 비중(가중치 기준)

2) 하단 13% 및 상단 12%를 제외

3) 필립스곡선 추정을 통해 매분기 새로 선정

4) Underlying Inflation Gauge. 우리말로는 동 지표를 「기조적 물가 측정지표」 정도로 표현할 수 있겠으나 여타 기조적 물가지표와의 용어 혼선을 피하기 위해 본고에서는 영어 표현인 「UIG」를 그대로 사용

5) 중장기 공통성분(persistent part of the common component)은 개별품목물가 상승률에 공통적으로 영향을 미치는 성분 중 변동주기가 25개월 이상인 부분을 의미하며, 공통성이 가장 높은 두 가지 성분(「공통성분1」, 「공통성분2」)을 추출하여 이하의 분석에 활용

### 물가 상승률



주: 1) 식료품·에너지 제외

자료: 통계청, 한국은행

### (최근 동향)

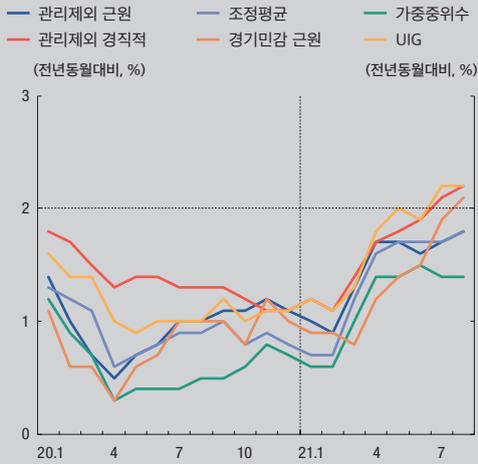
기조적 물가지표는 지난해 봄 코로나19 충격의 영향으로 오름세가 큰 폭으로 둔화되었다가 금년 3월 이후 빠르게 확대되는 모습이다. 특히 금년 4월 이후로는 기조적 물가지표 상승률(평균 기준<sup>3)</sup>)이 코로나19 확산 직전인 지난해 1월 수준(1.4%)을 상회하고 있다.<sup>4)</sup>

1) 지난 2년여간 0%대에서 등락하던 근원물가(식료품·에너지 제외) 상승률은 금년 2/4분기 들어 1%대 초반 수준으로 높아졌다.

2) 기조적 물가지표에 대한 세부내용은 「기조적 물가지표 점검」(BOK 이슈노트 2021-21)을 참조하기 바란다.

3) 편이상 6개 기조적 물가지표의 평균을 사용하여 기술하였으며, 평균치 자체가 대표적 지표로서의 의미를 갖는 것은 아니다.

### 기조적 물가지표 상승률



자료: 자체시산

### 소비자물가 상승률과의 비교

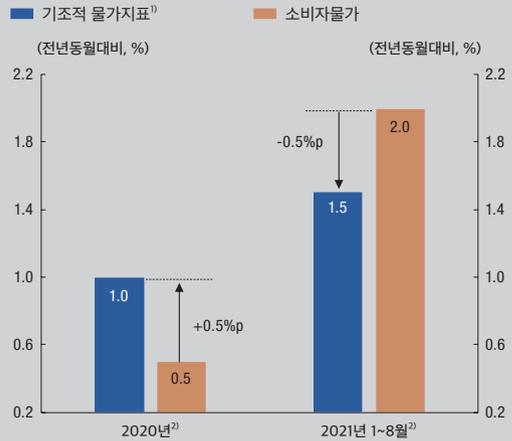


자료: 통계청, 자체시산

한편 기조적 물가지표는 교란요인의 영향이 제거되어 소비자물가에 비해 변동성이 낮고 지속성은 높게 나타나는 경향이 있다. 기조적 물가지표의 상승률을 보면 코로나19 충격의 영향이 컸던 지난해에는 소비자물가 상승률보다 평균적으로 0.4%p 높았던 반면, 기저효과 및 공급측 요인의 영향을 크게 받

고 있는 금년 1~8월 중에는 소비자물가 상승률보다 0.5%p 낮은 모습이다.

### 물가상승률 수준 비교



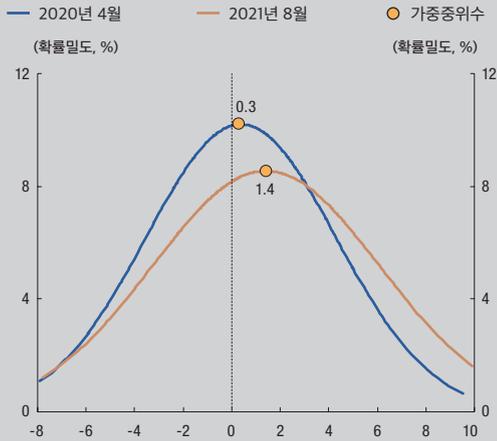
주: 1) 평균 기준  
2) 월간 상승률의 평균  
자료: 통계청, 자체시산

### (최근 기조적 물가흐름의 특징)

우선 최근 기조적 물가지표의 오름세 확대에 비추어 볼 때, 물가상승압력은 일부 품목에 국한되지 않고 전반적으로 확대되고 있는 것으로 보인다. CPI 개별품목물가 상승률 분포가 전반적으로 상향 이동하면서 금년 8월 가중중위수물가 상승률(1.4%)은 지난해 4월(0.3%)에 비해 큰 폭(1.1%p)으로 높아졌다.

4) 기조적 물가지표 상승률(평균 기준)은 지난해 4월 중 0.6%(전년동월대비)로 낮아졌으나 금년 3월에는 1.2%, 4월에는 1.6%, 8월에는 1.9%로 높아졌다.

### 개별품목물가 상승률 분포<sup>1)</sup>



주: 1) 역가우시안분포로 근사  
자료: 자체시산

다음으로 교란요인의 영향이 제거된 기초적 물가지표는 경기지표와의 상관관계수 등에 비추어 경기와의 연관성이 존재하는 가운데 최근의 경기회복 흐름을 반영하여 오름세가 확대된 것으로 보인다.

### 기초적 물가지표와 경기동행지수<sup>1)2)</sup>



주: 1) 상관계수는 2013년 1월~2021년 7월을 대상으로 계산. 같은 기간 중 소비자물가와 경기동행지수 간 상관관계수는 0.58  
2) 음영은 기초적 물가지표 상승률의 범위를 나타냄  
자료: 통계청, 자체시산

예를 들어 GDP갭에 민감하게 반응하는 경기민감 근원물가(Supercore)의 오름세 확대는 지난해 하반기 이후 경기회복세가 지속되면서 슬랙(slack)이 축소되고 있음을 시사한다. 또한 UIG(Underlying Inflation Gauge)의 구성성분 중 경기와의 연관성이 높은 「공통성분2」도 최근에 빠르게 상승하는 모습이다.

### 경기민감 근원물가(Supercore)<sup>1)</sup>



주: 1) 상관계수는 2013년 1월~2021년 7월을 대상으로 계산  
자료: 통계청, 자체시산

마지막으로 변동성이 낮고 지속성은 높은 기초적 물가지표는 인플레이션 기대와 높은 연관성을 보이고 있는데, 최근의 기초적 물가상승압력 확대를 반영하여 기대인플레이션도 상승하는 모습이다.

## 기조적 물가지표와 기대인플레이션<sup>1)2)</sup>



주: 1) 상관계수는 2013년 1월~2021년 8월을 대상으로 계산

2) 음영은 기조적 물가지표 상승률의 범위를 나타냄

자료: 한국은행, 자체시산

예를 들어 UIG의 구성성분 중 인플레이션 기대와의 연관성이 높은 「공통성분1」<sup>5)</sup>이 최근 빠르게 상승하고 있다. 특히 가격조정빈도가 낮은 품목<sup>6)</sup>으로 구성된 경직적 물가도 신축적 물가에 비해 기대인플레이션과 높은 연관성을 나타내며 최근 오름세가 확대되고 있다.

## UIG와 기대인플레이션<sup>1)</sup>



주: 1) 상관계수는 2002년 1월~2021년 8월을 대상으로 계산

자료: 한국은행, 자체시산

5) UIG를 구성하는 중장기 공통성분 중에 공통성이 가장 높은 성분(공통성분1)은 기대인플레이션과의 연관성이 높은 것으로 분석된다. 세부내용은 「기조적 물가지표 점검」(BOK 이슈노트 2021-21)의 <부록 2>를 참조하기 바란다.

6) 가격변경비용(menu cost) 등으로 가격조정이 용이하지 않은 품목이 해당된다.

## 관리제의 경직적물가와 기대인플레이션



자료: Consensus Economics, 한국은행, 자체시산

## (종합 평가)

다양한 기조적 물가지표를 통해 중기 시계에서의 인플레이션 압력을 살펴본 결과, 금년 들어 기조적 물가의 오름세는 빠르게 확대된 것으로 나타났다. 최근 기조적 물가흐름의 특징에 비추어 볼 때 향후 소비자물가의 오름세는 공급측 요인의 영향이 줄어들면서 점차 둔화될 것으로 전망되나, 기조적 물가 오름세는 경기회복세가 지속되면서 점차 높아질 것으로 예상된다.

## 참고 1-3.

### 최근 금융권 가계대출 동향 및 평가

#### (최근 동향)

금년 1~7월 중 금융권 가계대출은 총 79.7조 원 늘어나 지난해 하반기에 이어 높은 증가세를 지속하였다. 상반기 기준(64.3조 원)으로는 관련 통계 작성(2008년) 이후 최대 증가폭을 보인 데 이어 7월에도 예년 평균(2017년~2019년 7월 평균 7.1조 원)의 2배 수준으로 증가하였다. 증가율<sup>1)</sup>도 지난해 11월 전년동월대비 8%를 상회한 이후 금년 4월 이후에는 10% 내외의 높은 수준을 지속하였다.

대출유형별로는 금년 1~7월 중 주택담보대출 및 기타대출<sup>2)</sup>이 각각 43.5조 원(월평균<sup>3)</sup> 6.2조 원), 36.1조 원(5.2조 원) 증가하여 지난해 하반기에 비해 증가세가 소폭 축소되었으나 예년 평균(2017년~2019년)에 비해서는 큰 폭 확대되었다. 업권별로는 은행권이 51.4조 원으로 지난해 하반기에 비해 증가규모가 다소 축소된 반면 비은행권<sup>4)</sup>은 28.3조 원 늘어나 확대 추세가 지속되었다. 이하에서는 금년 중 가계대출 증가세의 주요 특징을 살펴보고 시사점을 도출해 보았다.

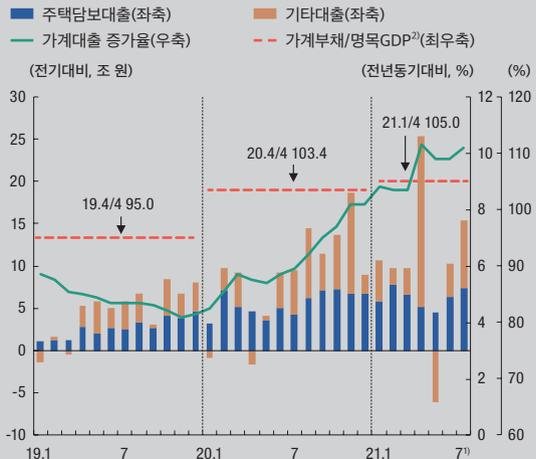
### 금융권 가계대출 증감

(잔액 증감, 조 원)

	2017~2019 <sup>2)</sup>		2020		2021		
	상반	상반	하반	1~7월	I	II	7월 <sup>3)</sup>
금융권 전체	31.3	37.5	77.0	79.7	30.3	34.0	15.4
·주택담보대출 <sup>1)</sup>	17.2	28.8	38.4	43.5	20.3	15.9	7.4
·기타대출	14.1	8.8	38.5	36.1	10.0	18.1	8.0
·은행	23.1	40.6	59.9	51.4	20.7	20.9	9.7
·비은행	8.1	-3.1	16.8	28.3	9.5	13.1	5.7

주: 1) 주택금융공사 정책모기지론 포함  
 2) 2017~2019년 상반기 평균치  
 3) 한국은행 속보치 기준(8월 말 현재)  
 자료: 한국은행, 한국주택금융공사

### 금융권 가계대출<sup>1)</sup> 및 가계부채/명목GDP 비율<sup>2)</sup>



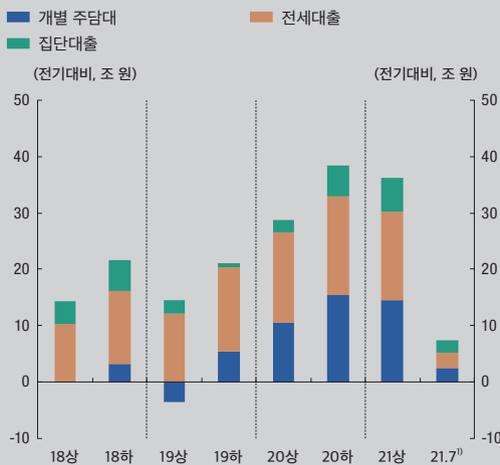
주: 1) 한국은행 속보치 기준(8월 말 현재)  
 2) 해당 분기 자금순환표의 대출금 및 정부부채 잔액을 해당 분기 및 직전 3분기 명목 GDP의 합으로 나누어 산출  
 자료: 한국은행, 한국주택금융공사

먼저 주택담보대출은 정부의 부동산 정책 발표 및 대출규제 강화<sup>5)</sup>에도 비수도권 및 중저가 중심의 주

- 1) 금융권 가계대출 증가율(전년동월대비, %): 2020년 6월 5.7 → 11월 8.2 → 2021년 4월 10.3 → 6월 9.8 → 7월 10.2
- 2) 주택담보대출은 전세자금대출, 이주비 및 중도금대출 등 주택담보로 취급되지 않은 주택 관련 대출을 포함하며, 기타대출은 신용대출, 비주택담보대출, 예·적금 담보대출 등을 포함한다.
- 3) 주택담보대출(기간 중 월평균, 조 원): 2017년~2019년 3.3 → 2020년 상반기 4.8 → 하반기 6.4 → 2021년 1~7월 6.2  
 기타대출(기간 중 월평균, 조 원): 2017년~2019년 3.0 → 2020년 상반기 1.5 → 하반기 6.4 → 2021년 1~7월 5.2
- 4) 신탁기구(상호금융, 새마을금고, 신탁), 저축은행, 보험사 및 여전사 기준(이하 같음)
- 5) 정부는 부동산 시장 안정 및 가계부채 관리를 위해 「신용대출 등 가계대출 관리방안」(2020년 11월), 「대도시권 주택공급 획기적 확대방안」(2021년 2월), 「가계부채 관리방안」(4월) 등을 발표하였다.

택구입과 전세 관련 자금수요가 이어지면서 예년 수준을 상회하는 높은 증가세를 지속하였다. 세부적으로 보면 개별 주택담보대출은 LTV 등 대출규제가 상대적으로 약한 조정대상지역 및 비규제지역의 9억 원 이하 주택을 중심으로 대출수요가 지속적으로 발생한 것으로 분석<sup>6)</sup>된다. 이에 따라 9억 원 이하 주택 및 서민·무주택자를 대상으로 하는 정책모기지론 취급 규모가 크게 확대되었다. 이에 더해 지난해 말 규제지역 확대 이전 급증한 주택거래와 양도세 중과 유예 종료, 종부세율 인상 등에 따른 다주택자 매도물량<sup>7)</sup> 등도 개별 주택담보대출 수요에 영향을 미쳤던 것으로 보인다. 전세자금대출도 전세 공급 부족 우려<sup>8)</sup> 등으로 전세가격 상승세<sup>9)</sup>가 둔화되지 않으면서 대출수요가 꾸준히 발생하였다.

### 주택담보대출 유형별 증감



주: 1) 한국은행 속보치 기준(8월 말 현재)  
자료: 한국은행, 한국주택금융공사

### 수도권 및 비수도권 주택매매<sup>1)</sup> 및 전세<sup>2)</sup> 거래량



주: 1) 계약일 기준(6개월 이동평균)  
2) 확정일자 신고일 기준  
자료: 국토교통부

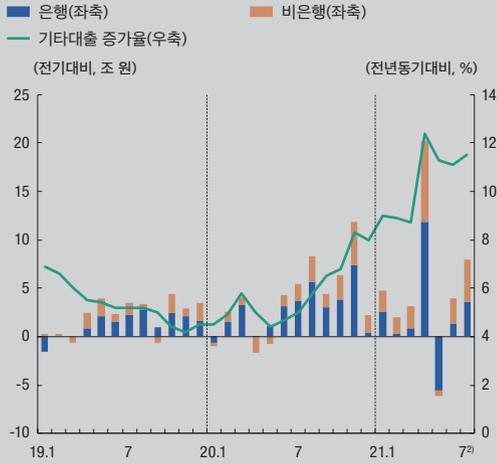
둘째, 기타대출은 신용대출 규제 강화(2020년 11월)에도 가계의 자산투자, 생활 및 사업 자금수요 등이 확대되면서 큰 폭 증가하였다. 특히 개인의 수익추구 성향 강화 등으로 주식 등 위험자산 투자를 위한 신용대출이 크게 늘어났다. 금년 들어 기업공개(IPO)를 통한 기업들의 주식발행이 크게 늘어나는 가운데 대형 공모주 청약<sup>10)</sup>시마다 신용대출이 급증하였으며, 이 중 일부는 상환되지 않고 주식, 암호자산 등 자산시장으로 유입된 것으로 추정된다. 또한 주택담보대출 규제 강화 등에 따른 주택매매 및 전세거래 관련 자금수요 확대<sup>11)</sup>, 코로나19 장기화에 따른 가계의 생활 및 사업 자금수요, 차주단위 총부채원리금상환비율(DSR) 규제 확대 시행(2021

- 6) 국토교통부의 자금조달계획서를 활용하여 계약 당시 주택매매대금, 주택유형별 주택담보대출 비중, 입주예정시기 비중 등을 통해 추산한 결과 금년 상반기 중 조정대상지역 및 비규제지역 내 대출수요는 전체 지역의 75.7%, 9억 원 이하 주택매입 관련 대출수요는 전체의 88.8% 수준이었다.
- 7) 금년 상반기 규제지역 주택거래 중 6월 이전 입주조건이 전체 거래의 68%를 차지하였다.
- 8) 전세시장의 수급 상황을 보여주는 아파트 전세수급지수(전국 기준, 100 초과시 수요 우위 상태)는 2020년 7월 100을 초과한 이후 금년 들어서도 수요 우위 상황이 지속되었다.(2020년 7월 104 → 12월 120 → 2021년 3월 116 → 7월 118)
- 9) 수도권 아파트 전세가격 기간 중 상승률: 2020년 상반기 1.5% → 하반기 8.6% → 2021년 1~7월 8.5%
- 10) SK바이오사이언스(2021년 3월, 청약증거금 64조 원), SK아이이테크놀로지(4월, 81조 원), 카카오뱅크(7월, 58조 원) 등
- 11) 모니터링 결과 수도권 등 규제지역 내 주택 구입시 필요자금을 통상 개인당 1억 원 내의 신용대출을 통해 충당하는 경우가 많은 것으로 파악된다.

년 7월)에 따른 선수요 등도 기타대출의 증가요인으로 작용하였다.

확대로 저축은행의 신용대출 및 여전사의 카드론 등도 상당폭 확대되었다.

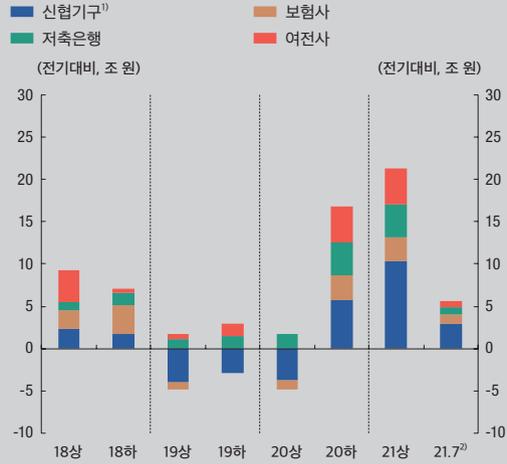
### 금융권 기타대출<sup>1)</sup> 증감 및 증가율



주: 1) 신용대출(일반 및 한도), 상업용 부동산담보대출, 예적금 담보대출, 주식담보대출 등  
 2) 한국은행 속보치 기준(8월 말 현재)  
 자료: 한국은행

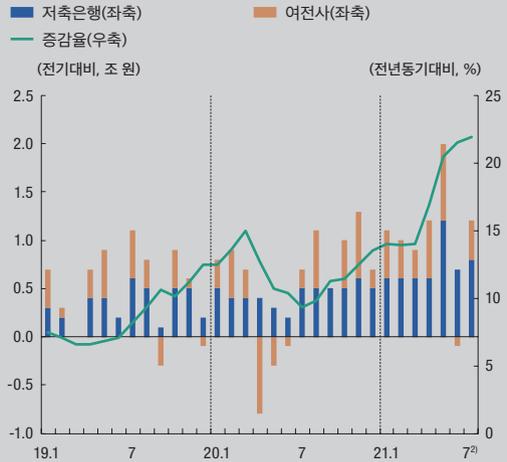
셋째, 금융권 전반의 대출규제가 강화되는 가운데 규제강도가 상대적으로 약한<sup>12)</sup> 비은행권으로 가계의 대출수요가 이동하면서 비은행권 대출의 증가세가 크게 확대되었다. 신용협동기구(단위농협 등)는 지방의 주택시장 호조와 대출접근성 측면의 상대적 우위를 바탕으로 주택담보대출 취급을 확대하였으며, 주택거래 규제 강화의 영향으로 토지, 오피스텔 등 비주택담보대출도 상당폭 증가<sup>13)</sup>하였다. 보험사도 은행대출 한도를 초과하는 자금수요 등에 대응하여 비교적 낮은 금리를 제시하는 등 주택담보대출 취급을 강화하였다. 한편 코로나19의 영향이 장기간 이어지면서 소득 개선이 더딘 취약가구, 자영업자 등의 생활 및 사업자금 조달을 위한 대출수요

### 비은행 가계대출 업권별 증감



주: 1) 상호금융, 새마을금고, 신협  
 2) 한국은행 속보치 기준(8월 말 현재)  
 자료: 한국은행, 한국주택금융공사

### 저축은행 및 여전사<sup>1)</sup> 신용대출 증감



주: 1) 카드론 및 현금서비스 기준  
 2) 한국은행 속보치 기준(8월 말 현재)  
 자료: 한국은행

12) 금년 7월부터 규제지역 6억 원 초과 주택에 대한 주택담보대출 및 1억 원 초과 신용대출을 대상으로 차주단위 DSR이 은행은 40%, 비은행권은 60%로 차등 적용된다.

13) 신용협동기구(상호금융 및 신협 기준) 가계대출 증가 규모(조 원): 주담대 2020년 상반기 -1.5 → 하반기 1.1 → 2021년 상반기 3.5, 비주담대 2020년 상반기 -0.1 → 하반기 3.0 → 2021년 상반기 4.2

마지막으로 금년 들어 장단기금리차가 확대<sup>14)</sup>되면서 각각 장·단기금리에 연동되는 고정금리형 및 변동금리형 가계대출의 금리 격차도 지난해 12월 23bp에서 금년 7월 121bp 수준으로 크게 확대되었다. 이에 따라 가계의 변동금리형 대출의 금리 유인이 증대되면서 변동금리형 대출의 취급 비중(신규취급액 기준)이 큰 폭 상승<sup>15)</sup>하였다. 특히 6월 이후에는 금리상승 우려에도 변동금리 대출 비중이 2014년 1월(85.5%) 이후 처음으로 80%를 상회하였다.(2021년 6월 81.7%, 7월 81.4%)

### 은행 변동금리형 대출 비중



자료:한국은행

### (평가 및 시사점)

금년 들어 금융권 가계대출은 정부의 강력한 대출 규제 및 금융기관들의 증가세 관리 노력에도 주택 거래, 위험자산 투자 및 생활·사업자금 등 다방면에 걸친 대출수요가 꾸준히 발생하면서 높은 증가세를 이어갔다. 또한 은행 및 비은행권간 규제 차이로 비

은행권으로 대출수요가 이동하는 모습도 나타났다. 아울러 금리상승 우려에도 가계의 변동금리 대출 비중이 크게 확대되는 등 금리상승에 대한 민감도가 낮아진 모습이었다. 대출로 조달된 자금이 가계의 높아진 수익추구 성향 및 자산가격 상승 기대와 결합되면서 자산시장으로 유입됨에 따라 금융불균형 누적이 지속되고 있는 것으로 판단된다. 향후 차주단위 DSR 확대 적용 등 대출규제와 함께 금융권 전반의 가계대출 증가세 관리 노력이 강화되었으나 최근의 주택시장 상황과 높아진 수익추구 성향 등을 감안하면 당분간 가계의 대출수요가 크게 둔화되기는 어려울 것으로 예상된다. 앞으로도 주택 등 자산시장 여건 및 차입을 통한 수익추구 행태, 이에 따른 금융권 가계대출 상황을 보다 면밀히 점검할 필요가 있겠다.

14) 은행채 5년물 및 3개월물간 금리 차이(월평균, bp) : 2020년 12월 +76 → 2021년 3월 +100 → 7월 +114

15) 이와 함께 은행의 수익성 확보 노력, 대부분 변동금리로 취급되는 전세자금 및 신용대출 확대 등도 변동금리 가계대출 비중 확대요인으로 작용한 것으로 보인다.

## 참고 1-4.

### 내외금리차 확대가 외국인 채권투자 자금 유출입에 미치는 영향

금년 들어 외국인의 국내채권에 대한 순투자(투자자금 유입 - 유출) 규모가 연간 기준 사상 최대치를 기록하였던 지난해보다 크게 늘어난<sup>1)</sup> 가운데, 우리나라와 미국 간 내외금리차(한국 금리 - 미국 금리)가 확대된 2/4분기에는 단기·차익거래를 중심으로 운용하는 민간자금의 순유입이 상당폭 증가<sup>2)</sup>하였다.

이러한 가운데 최근 국내 통화정책 정상화 기대 등의 영향으로 국내 금리가 상승압력을 받으면서 향후 내외금리차가 더 확대될 경우 외국인 채권투자에 어떠한 영향을 미칠지에 대한 관심이 증대되고 있다.

### 최근 한·미간 장단기 내외금리차 추이



자료: Bloomberg

이하에서는 과거 우리나라와 미국 간 내외금리차가 크게 확대되었던 시기의 외국인 국내 채권투자 동향을 살펴본 후, 실증분석을 통해 내외금리차 확대가 이에 어떠한 영향을 미쳤는지에 대해 살펴보았다.

### 과거 내외금리차 확대 시기의 외국인 채권 자금 동향

#### (시기별 외국인 채권자금 유출입 규모)

2005년 이후 우리나라와 미국 금리간 내외금리차는 세 차례 크게 확대<sup>3)</sup>(이하 ‘내외금리차 확대기’)되

- 1) 지난해에는 코로나19로 불확실성이 크게 높아지면서 양호한 대외건전성 및 기초경제여건을 유지하고 있는 우리나라에 대한 안전 투자처로서의 인식 부각, 차익거래유인 확대 등으로 외국인 채권자금 순유입액(217.1억 달러)이 연간 기준 사상최대치를 기록하였다. 금년 들어 외국인 채권자금의 유입세가 지난해보다 한층 강화되면서 2021년 1~7월 중 순유입액(403.1억 달러)이 이미 지난해 연간 순유입 규모를 크게 넘어섰다.
- 2) 금년 2/4분기 중 공공자금의 순유입 규모는 1/4분기에 비해 줄었으나(1/4분기 116.7억 달러 → 2/4분기 67.1억 달러), 민간자금은 상당폭 확대(1/4분기 69.9억 달러 → 2/4분기 93.7억 달러)되었다.
- 3) 내외금리차가 크게 확대된 시기는 한국과 미국 양국의 정책금리 및 장·단기 국채금리 차이를 동시에 고려하여 다음과 같이 설정하였다.(내외금리차가 역전(즉 마이너스(-) 내외금리차)된 시기에는 역전폭 축소 내지 플러스(+) 전환된 경우도 포함)
  - ① 미 서브프라임 모기지 사태기(2007년 9월~2008년 8월) : 서브프라임 모기지 부실에 따른 신용경색, 금융불안에 대응하고자 미 연준이 정책금리를 대폭 인하(2007년 9월 5.25% → 2008년 10월 1.50%)하면서 내외금리차가 확대되었다. 다만, 리만브라더스 파산(2008년 9월)으로 촉발된 글로벌 금융위기 이후에는 우리나라도 정책금리를 인하(2008년 10월 5.25% → 2009년 2월 2.00%)하면서 내외금리차가 축소되었다.
  - ② 글로벌 금융위기 이후 국내경기 상승기(2010년 7월~2012년 7월) : 글로벌 금융위기 이후 국내경기 상승, 물가상승 압력 등을 고려하여 한국은행이 정책금리를 인상(2010년 7월 2.00% → 2011년 6월 3.25%)함에 따라 내외금리차가 확대되었다.
  - ③ 미 통화정책 완화기(2018년 11월~2020년 5월) : 미·중 무역분쟁, 낮은 물가상승 압력 등으로 미 연준의 통화정책 기조전환(긴축 → 완화) 기대가 형성되면서 확대되기 시작한 내외금리차는 코로나19 이후 미 연준의 빠른 정책금리 인화로 한층 확대되었다.

있는데, 동 기간 중 외국인 채권자금은 순유입되었으며, 순유입 규모도 내외금리차 확대기를 제외한 시기를 크게 넘어서는 것으로 나타났다.

### 2005년 이후 한·미간 장단기 내외금리차 추이<sup>1)</sup>

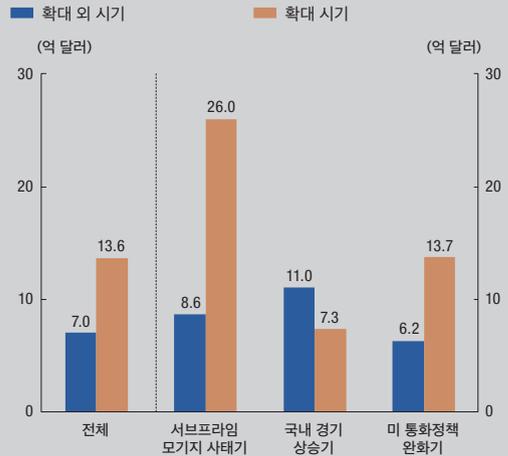


주: 1) 음영은 내외금리차 확대기인 ① 미 서브프라임 모기지 사태기 ② 글로벌 금융위기 이후 국내경기 상승기 ③ 미 통화정책 완화에 해당  
자료: Bloomberg

내외금리차 확대기별로 외국인 채권자금의 순유입 규모를 살펴보면, 미 서브프라임 모기지 사태기(2007년 9월~2008년 8월)에는 312.1억 달러(월평균 26.0억 달러), 글로벌 금융위기 이후 국내경기 상승기<sup>4)</sup>(2010년 7월~2012년 7월)에는 176.0억 달러(월평균 7.3억 달러), 미 통화정책 완하기(2018년 11월~2020년 5월)에는 261.1억 달러(월평균 13.7억 달러)가 각각 순유입되었던 것으로 나타났다.

물론 내외금리차 확대기를 제외한 기간에도 외국인 채권자금은 대체로 순유입되었으나 그 규모(월평균 7.0억 달러)는 확대기(월평균 13.6억 달러)의 절반 수준에 그쳤다.

### 시기별 채권자금 유입규모<sup>1)2)</sup>



주: 1) 수치는 월평균 외국인 채권자금 순유입 금액  
2) 확대 외 시기의 경우 점선 좌측은 전체 기간에서 확대기를 제외한 기간을, 우측은 각 확대기 직전 기간(기간은 각 확대기와 동일)을 의미  
자료: 한국은행

### (시기별 유입 요인 및 주요 투자 주체)

다음으로 내외금리차 확대기별로 외국인 채권자금의 유입 요인과 주요 투자 주체에 대해 살펴보면 다음과 같았다.

먼저 미 서브프라임 모기지 사태기에는 차익거래유인<sup>5)</sup>의 큰 폭 확대와 상대적으로 높은 우리나라 금리 수준 등이 유입 요인으로 작용하였다. 동 시기에는 서브프라임 사태로 인한 국제금융시장 불안으로 스왑레이트가 급락하면서 국내채권 투자에 대한 차익거래유인이 크게 확대되었고, 미 연준의 지속적인 정책금리 인하(2007년 9월 5.25% → 2008년 10월 1.50%)로 우리나라와 미국간 내외금리차도 대폭 확대되었다. 이에 따라 차익거래를 중심으로 자금을 운용하는 상업은행을 비롯하여 투자회사, 증권회사 등 민간자금이 큰 폭으로 순유입되었다.

4) 국내경기 상승기의 경우 월평균 유입규모(7.3억 달러)가 직전 시기(11.0억 달러)에 비해 작았는데, 이는 직전 시기에 글로벌 금융위기가 진정되면서 금융위기중 대규모로 유출된 외국인 채권자금(2008년 9월~2009년 3월 중 -114.0억 달러)이 다시 유입되었기 때문이다.

5) 차익거래유인은 내외금리차에서 스왑레이트를 차감(내외금리차-스왑레이트)하여 구할 수 있다. 스왑레이트는 현물환율 대비 선물환율과 현물환율의 차이((선물환율-현물환율)/현물환율)를 의미한다.

다음으로 글로벌 금융위기 이후 국내경기 상승기에는 원/달러 환율 하락(원화 강세), 양호한 국내 경제 기초여건 등이 외국인 채권자금의 유입 요인으로 작용하였다. 동 기간 중에는 우리나라의 연이은 정책금리 인상, 경상수지 흑자 지속 등의 영향으로 원/달러 환율이 큰 폭 하락하였으며, 이에 채권투자시 환위험 헤지 비중이 낮고 중장기 시계로 자금을 운용하는 중앙은행, 국부펀드 등 공공자금이 국내 채권에 대한 투자를 주도하였다. 반면 내외금리차 확대에도 불구하고 양호한 달러화 자금사정<sup>6)</sup> 등으로 스왑레이트가 상승하면서 차익거래유인이 낮은 수준을 유지함에 따라 민간자금은 순유출되었다.

마지막으로 미 통화정책 완화기에는 차익거래유인 확대, 우리나라의 양호한 기초경제여건, 높은 금리 수준 등이 외국인 채권자금의 유입 요인으로 작용하였다. 동 기간 중에는 차익거래유인이 확대된 시기를 중심으로 민간자금이 상당폭 유입되었으며, 국부펀드, 중앙은행 등 공공자금도 코로나19로 인한 위기상황에서 안전 투자처이자 상대적으로 높은 금리를 제공하는 국내채권에 대한 투자를 크게 확대하였다.

이상으로부터 내외금리차 확대기에 외국인 채권자금이 상당폭 순유입되었으나 유입 요인 및 주체는 시기별로 상이하였음을 알 수 있다. 확대기에는 통상 상대적으로 높은 우리나라 금리 수준이 외국인의 국내채권 투자를 유발한 가운데, 위기 상황에서는 차익거래유인 확대로 민간자금이, 국내 경기 상승기에는 양호한 국내경제 기초여건, 원화강세 예상 등으로 공공자금이 상대적으로 큰 폭 유입되었다.

## 시기별 외국인 채권자금 유출입액

(억 달러)

	전체	공공	
		공공	민간
미 서브프라임 모기지 사태기	312.1	31.3	280.8
국내경기 상승기	176.0	196.8	-20.8
미 통화정책 완화기	261.1	181.1	80.0

자료: 한국은행

## 내외금리차와 외국인 채권자금<sup>1)</sup>



주: 1) 외국인 채권자금은 순유입액의 누적치

자료: 한국은행, Bloomberg

## 내외금리차와 외국인 채권자금 유출입간의 관계에 대한 실증분석

내외금리차와 외국인 채권자금 유출입간 관계를 실증분석해 본 결과, 내외금리차 확대가 외국인 채권자금 유출입에 미치는 영향은 확대 시점의 내외금리차의 역전 여부에 따라 다른 것으로 나타났다.<sup>7)</sup>

우리나라 금리가 미국 금리보다 높은 시기, 즉 내외금리차가 플러스(+)인 시기에는 내외금리차 확대가

6) 동 시기에는 경상수지가 대규모 흑자(2010년 7월~2012년 7월 중 +526.0억 달러)를 기록한 반면, 거주자의 해외증권투자(동 기간 중 +143.1억 달러)는 본격화되지 않아 달러화 자금사정이 양호하였다.

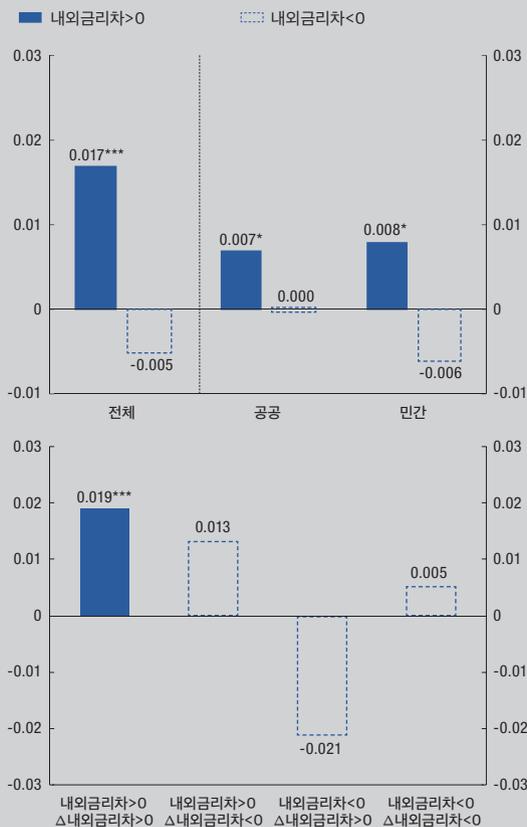
7) 실증분석에는 윤영진·박종욱(2019)을 참고하여 다음과 같은 회귀모형을 사용하였다.

$$y_t = \alpha + \delta y_{t-1} + \gamma_1 (i_{t-k}^{KOR} - i_{t-k}^{US}) \times D + \gamma_2 (i_{t-k}^{KOR} - i_{t-k}^{US}) \times (1-D) + \delta' X_t + v_t$$

$y_t$ : 외국인 채권투자 자금,  $i_t^{KOR}$ : 국내 금리(국채 3년물),  $i_t^{US}$ : 미국 금리(국채 3년물),  $X_t$ : 글로벌 위험회피심리(VIX), 미 달러화 유동성(TED 스프레드), 원/달러 환율 증감률,  $D: i_t^{KOR} - i_t^{US} > 0$ 이면 1, 아니면 0(표본기간: 2015년 12월 16일~2021년 6월 18일)

유의하게 외국인 채권자금의 순유입을 유발하는 것으로 나타났다. 이와 달리 미국 금리가 우리나라 금리보다 높아 내외금리차가 마이너스(-)를 기록한 시기에는 내외금리차가 확대(내외금리차의 역전폭 축소를 의미)되더라도 외국인 채권자금 유입에는 유의한 영향을 미치지 못하였다. 한편 내외금리차가 플러스(+인) 상황에서도 내외금리차가 축소되는 경우에는 외국인 채권자금 유출입에 유의한 영향을 미치지 못하였는데 이는 우리나라의 양호한 기초경제여건, 대외 신인도 등으로 내외금리차가 축소되더라도 외국인 채권투자자가 우리나라 채권 보유 비중을 크게 조정하지 않기 때문인 것으로 추정된다.

### 내외금리차 확대의 비대칭적 영향력<sup>1)2)</sup>



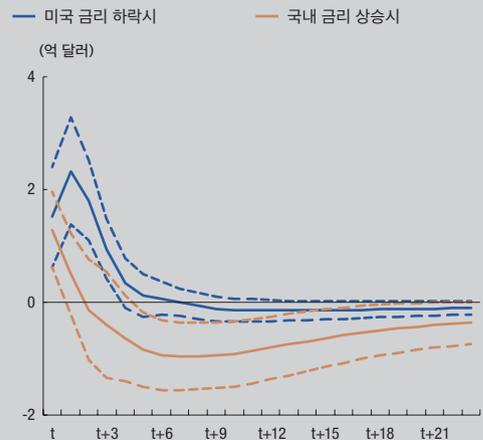
주: 1) \*\*\* 및 \*은 각각 1%와 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미

2) 점선은 통계적 유의성이 성립하지 않음을 의미

자료: 자체 시산

또한 내외금리차 확대를 요인별, 즉 국내 금리의 상승으로 인한 경우와 미국 금리의 하락으로 인한 경우로 구분하여 살펴본 결과, 미국 금리가 하락하여 내외금리차가 확대된 경우 외국인 채권자금 유출입에 미치는 영향이 상대적으로 더 큰 것으로 분석되었다.<sup>8)</sup> 즉 미국 금리 하락충격 발생시에 유입되는 외국인 채권자금의 규모가 더 크고 유입기간도 더 긴 것으로 나타났다.<sup>9)</sup>

### 외국인 채권자금의 충격반응<sup>1)2)</sup>



주: 1) 국내 금리의 경우 10bp 상승충격을, 미국 금리는 10bp 하락충격을 가정

2) 점선은 1 표준편차 신뢰구간

자료: 자체 시산

8) [미국 금리, VIX, TED 스프레드, 국내 금리, 원/달러 환율 증감률, 외국인 채권자금]으로 이루어진 VAR 모형을 이용하여 미국 금리 하락충격(-10bp)과 국내 금리 상승충격(+10bp)에 대한 충격반응함수를 도출하였다.

## 시사점

우리나라의 양호한 기초경제여건, 대외건전성 등이 외국인의 국내채권 투자를 유발<sup>10)</sup>하는 가운데, 우리나라 통화정책 정상화 기대 등에 따른 내외금리차 확대는 외국인 채권자금 순유입 증가 요인으로 작용할 것으로 보인다.

실증분석 결과 현 시점과 같이 우리나라 금리가 미국 금리보다 높은 상황에서는 내외금리차가 확대될 경우 외국인의 국내채권에 대한 투자가 유의하게 증가하는 것으로 나타났다. 또한 과거 내외금리차 확대기와 비교해 보더라도 현 시기와 가장 유사해 보이는 글로벌 금융위기 이후 국내 경기 상승기에 외국인 채권자금은 큰 폭 유입되었다.

다만, 향후 내외금리차 확대가 국내 금리 상승에 의해 주도되는 경우, 미국 금리 하락에 의한 경우보다는 외국인 채권자금의 유입세가 약한 모습을 보일 수 있겠다. 또한 민간부문 외국인 채권투자는 내외금리차 확대기에도 외환시장 상황에 따른 차익거래 유인에 따라 자금유출입이 변동되는 모습을 보이고 있어 코로나19 전개 양상, 주요국 및 국내 통화정책에 대한 기대 변화 등으로 차익거래유인이 낮아질 경우 외국인 채권자금의 유출압력이 높아질 가능성을 배제할 수 없다.

이에 따라 코로나19 전개 양상, 주요국 및 국내 통화정책에 대한 기대 변화를 포함한 외환부문의 리스크 요인의 변화, 글로벌 위험선호 성향, 가격변수의 움직임 등을 면밀하게 모니터링해 나갈 것이다.

9) 이는 미국 금리가 하락하는 경우 내외금리차 확대에 따른 전통적 파급경로(상대수익률 상승, 차익거래유인 확대, 원화 강세 기대) 외에 글로벌 유동성 확대 등을 통해서도 외국인 채권자금의 추가적인 국내 유입을 유발하기 때문인 것으로 추정된다.

10) 글로벌 금융위기 이후 우리나라는 주요 지표가 개선되고 국가신용등급이 상승하는 등 기초경제여건과 대외건전성이 향상되었다. 이에 따라 외국인 채권투자의 경우 글로벌 금융위기 이전에는 차익거래 등 단기 수익추구 성향의 투자자금이 중심(2008년 8월 말 현재 상업은행, 투자회사, 증권사 등의 비중이 79%)이 되었으나, 현재는 수익성뿐만 아니라 기초경제여건 및 대외건전성도 같이 고려하는 장기투자 성격의 투자자금(2021년 7월 말 현재 중앙은행 등 공공자금 비중이 68%)이 높은 비중을 차지하고 있다.

	2008년	2011년	2014년	2017년	2020년
경상수지/GDP <sup>1)</sup> (%)	0.2	1.3	5.6	4.6	4.6
단기외채/외환보유액 <sup>2)</sup> (%)	72.4	45.2	31.5	29.8	36.0
국가신용등급 <sup>3)</sup>	A	A	A+	AA	AA

주: 1) 연중 기준  
2) 연말 기준  
3) S&P 기준

## 참고 II-1.

### 거시계량모형을 활용한 기준금리 인상의 영향 분석

한국은행은 지난 8월 26일 기준금리를 0.50%에서 0.75%로 25bp 인상하여 지난해 코로나19 위기 상황에 대응하여 이례적 수준으로 확대하였던 통화정책의 완화 정도를 일부 조정하였다. 기준금리 조정은 시차를 두고 성장, 물가, 금융불균형<sup>1)</sup> 등에 영향을 미치게 되는데, 동 영향의 크기는 정책 결정 시의 금융·경제 여건에 따라 달라질 수 있으며, 계량모형을 통한 정량적 분석 결과도 모형 구성, 추정 방법 및 대상 기간 등에 따라 차이가 나타날 수 있다. 이러한 점들을 고려하여 이하에서는 최근의 국내 거시 금융·경제 상황을 살펴보고 거시계량모형을 통해 기준금리 인상의 과거 평균적인 영향을 추정해 본 후, 현 금융·경제 여건을 고려한 영향을 평가해 보았다.

#### (최근의 국내 거시 금융·경제 상황)

최근 국내경제는 변이 바이러스 확산 등에도 불구하고 양호한 성장 흐름을 이어가고 있는 것으로 판단된다. 수출의 호조가 지속<sup>2)</sup>되는 가운데 방역조치 강화로 인한 소비 둔화도 지난 1~3차 확산기에 비해서는 제한적인 모습이다.<sup>3)</sup> 물가의 경우 소비자물가가 2%대 중반의 높은 오름세를 지속하고 있으며, 기초적 물가 상승률도 1%대 후반으로 높아졌다.

### 구글 이동성 지수<sup>1)2)</sup> 및 카드사용액<sup>2)</sup>



주: 1) 소매점 및 여가시설 기준

2) 4주 이동평균 기준

자료: 한국은행, Google

### 소비자물가 및 기초적 물가지표<sup>1)</sup> 상승률



주: 1) 음영은 6개 지표(관리제의 근원, 조정평균, 가중중위수, 관리제의 경직적, 경기민감 근원물가, UIG 기준) 범위

자료: 한국은행, 통계청

금융안정 측면에서는 큰 폭의 가계부채 증가세와 높은 주택가격 오름세가 계속됨에 따라 GDP 대비

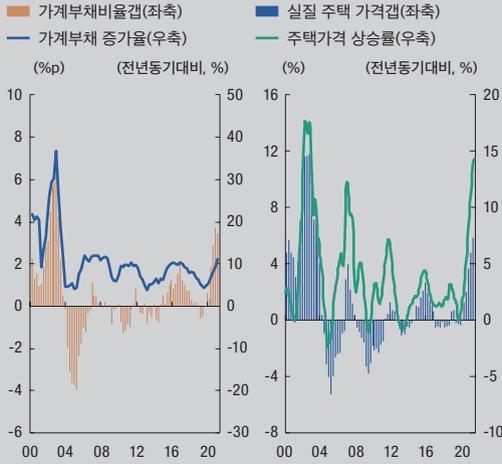
1) 중앙은행, 학계 등에서 공식적으로 합의된 정의는 없으나 통상 경제주체들의 위험선호가 강화되면서 나타나는 과도한 레버리지 확대, 자산가격 고평가 등을 의미하는데, 본고에서는 최근 국내에서 우려가 제기되고 있는 가계부채와 주택가격을 중심으로 금융불균형을 분석하였다.

2) 통관 수출(전년동기대비, %): (2021년 1/4분기)12.5 (2/4분기)42.1 (7월)29.6 (8월)34.9

3) 한국은행은 지난 8월 26일 발표한 수정 경제전망에서 우리경제의 금년 및 내년 중 GDP성장률을 지난 5월 전망 시와 같은 4.0% 및 3.0%로 전망하였다.

가계부채비율갭과 주택가격갭이 2000년대 초반 이후 가장 높은 수준으로 확대되는 등 금융불균형 누증이 지속되었다.

### 가계부채 증가율, 주택가격 상승률, GDP 대비 가계부채비율갭<sup>1)</sup> 및 실질 주택가격갭<sup>1)2)</sup>



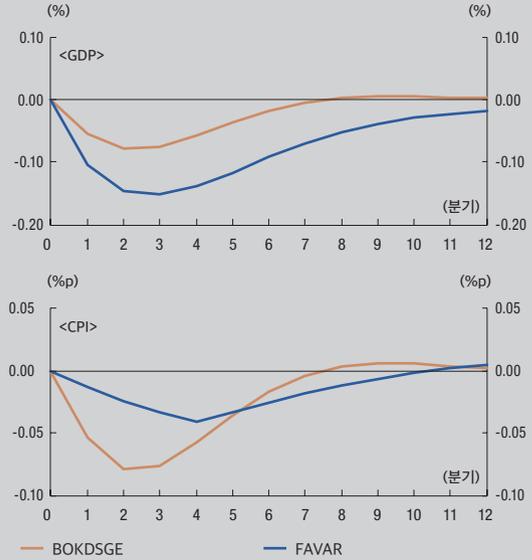
주: 1) HP필터를 적용한 추세치 대비 격차  
 2) 소비자물가지수를 적용  
 자료: 한국은행, KB국민은행

### (금리 인상의 거시계량모형 추정 결과)

기준금리 인상은 기본적으로 경제주체들의 차입비용 증대 등을 통해 성장세 및 물가 오름세를 약화시키는 반면 금융불균형을 축소시키는 요인으로 작용한다. 거시계량모형을 이용해 과거 평균적인 영향을 분석해 보면, 기준금리 25bp 인상은 GDP성장률 및 소비자물가 상승률을 1차연도에 각각 0.1%p 및

0.04%p 정도 약화시키는 것으로 추정<sup>4)</sup>되었다.

### 모형별 기준금리 25bp 인상의 성장·물가 영향



자료: 한국은행

금융불균형 측면에서는 기준금리 25bp 인상 시 가계부채 증가율 및 주택가격 상승률이 1차연도에 각각 0.4%p 및 0.25%p 정도 둔화되는 것으로 추정<sup>5)</sup>되었다. 한편 주택가격의 경우 주택 유형, 편제 방식 등에 따라 지수별 편차가 큰 데, VAR 모형으로 분석해 보면 가격 변동성이 큰 아파트, 고가주택<sup>6)</sup> 등의 금리 민감도가 상대적으로 큰 것으로 분석되었다.

4) 동 영향은 성장 및 물가 변수가 포함된 한국은행의 거시계량모형 등 3개 모형 추정 결과를 평균한 값이다.

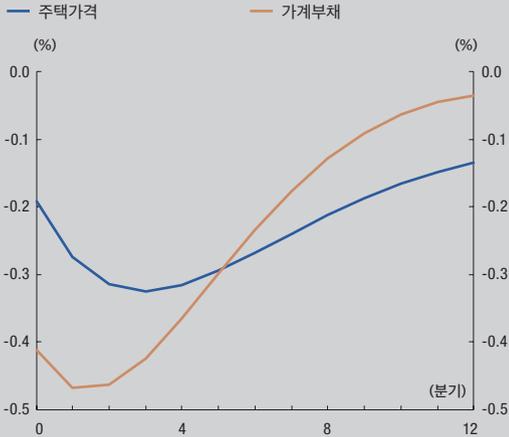
5) 동 영향은 가계부채 및 주택가격 변수가 포함된 FAVAR(Factor-Augmented VAR) 모형 등 2개 모형 추정 결과를 평균한 값이다. FAVAR는 Bernanke et al.(2005)이 제안한 방법으로 광범위한 변수 정보를 활용한다는 점에서 VAR모형의 한계인 정보 누락 가능성을 보완할 수 있는 분석방법이다. 본고에서는 총 71개의 거시 금융·경제 변수로부터 추출된 공통요인(2개)과 GDP, CPI, 콜금리로 구성된 VAR모형을 구성하여 금리 충격 반응을 추정하였다.

6) 기준금리 25bp 인상에 대한 주택가격 분위별 반응

	1분위	2분위	3분위	4분위	5분위
최대 반응 분기 기준(%p)	-0.5	-0.7	-0.9	-1.4	-1.7

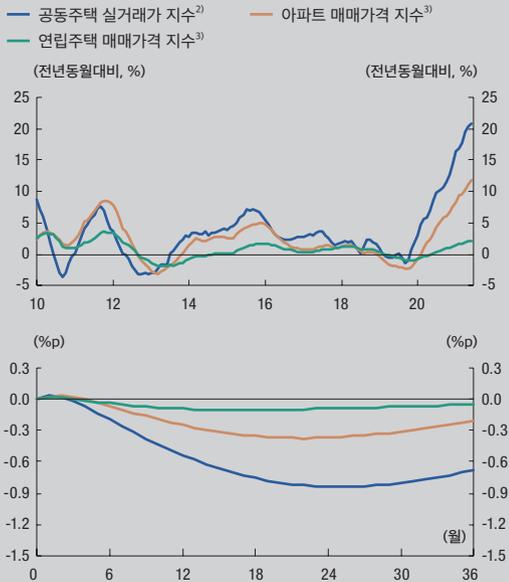
주: 1) VAR(2010년 1월~2021년 6월 GDP, 근원 CPI, 주택가격, M2, 콜금리, 아파트입주 물량 자료 이용) 모형을 통해 추정

## 기준금리 25bp 인상의 가계부채·주택가격 영향<sup>1)</sup>



주: 1) FAVAR 모형 기준  
자료: 한국은행

## 주택가격 지수별 변동률 및 기준금리 25bp 인상의 영향<sup>1)</sup>



주: 1) GDP, 근원CPI, 주택가격, M2, 콜금리, 아파트 입주물량으로 구성(2010년 1월~2021년 6월)된 VAR 모형을 이용하여 추정  
2) 실제 거래되어 신고된 아파트 및 연립주택 기준  
3) 해당 유형의 전체 표본 기준  
자료: 한국은행, 한국부동산원

## (현 금융·경제 여건 하에서의 영향 평가)

다만 이러한 계량모형을 통한 추정 결과는 분석 대상 기간의 평균적인 영향이며, 모형 구성, 추정 방법 및 대상 기간 등에 따라 달라질 수 있다는 점에 유의할 필요가 있겠다. 아울러 실물경제 여건이 개선되고 가계부채 누증이 심화된 현 경제 상황 하에서는 기준금리 인상의 성장 및 물가 영향은 과거 평균치(모형 추정 결과)보다 작게, 금융불균형 완화 정도는 보다 크게 나타날 가능성이 있다.

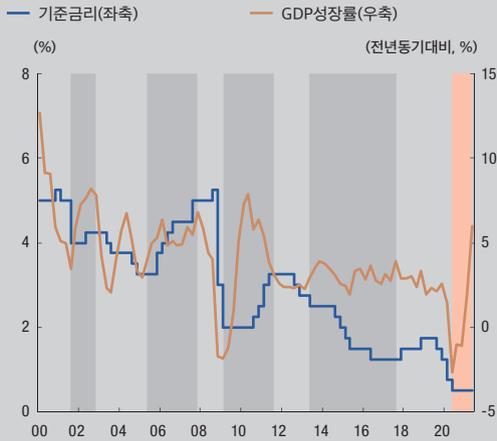
기준금리 인상의 성장 및 물가 영향은 외생적 요인의 변화에 따라 달라질 수 있는데 좀 더 구체적으로 설명하면, 우선 금리 인상은 경제주체들의 자금조달 비용을 상승시킨다는 점에서 기본적으로 금융긴축 요인이지만 최근과 같은 경기 회복 국면에서는 경제주체들이 실물경제 개선 기대를 바탕으로 소비 및 투자를 계속 증대시켜나가는 경향이 있기 때문에 실물경제 긴축 영향이 일정 부분 상쇄될 수 있다. 과거에도 경기 상승 초기에는 금리인상이 성장세에 미치는 영향이 상대적으로 제한적이었다. 또한 취약부문 지원 등을 위해 정부 재정의 확장적 운용<sup>7)</sup>이 지속되고 있는 점도 금리 상승에 따른 취약차주의 원리금 상환부담 증대 등을 일부 완화해 줄 수 있을 것으로 판단된다. 주요국 대상 패널 분석에서도 확장적 재정정책 기초하에서는 정책금리 인상의 성장·물가 영향이 상대적으로 작아지는 경향이 있는 것으로 추정되었다.

7)

(GDP대비 %)	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년 <sup>9)</sup>
관리재정수지 <sup>1)</sup>	-2.3	-1.3	-1.0	-0.6	-2.8	-5.8	-6.2

주: 1) 2021년은 2차 추경예산을 반영한 국회예산정책처 전망치 기준  
자료: 기획재정부, 국회예산정책처

## 경기국면<sup>1)</sup> 별 성장률<sup>2)</sup> 및 기준금리



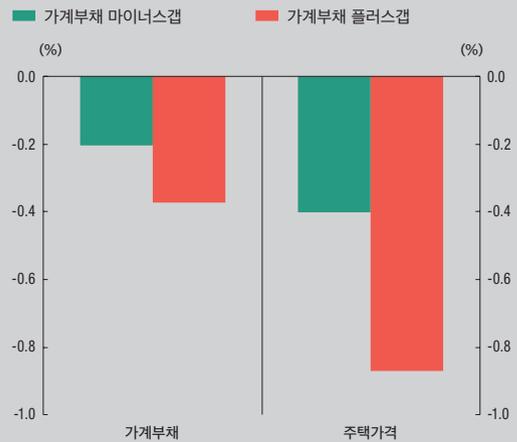
주: 1) 음영은 경기확장기(통계청 경기순환국면 기준)

2) 전년동기대비 기준

자료: 한국은행

플러스(+인 상황에서는 정책금리 인상의 가계부채 및 주택가격 영향이 마이너스(-인 상황에서보다 2배 정도 큰 것으로 추정되었다. 또한 지난해 이후 변동금리 가계대출 비중이 크게 높아진 점도 가계부채 등의 금리 민감도를 높이는 요인으로 작용할 것으로 판단된다. 다만 최근과 같이 주택가격에 대한 추가 상승 기대가 상존하는 상황에서는 금리 상승의 주택가격 둔화 영향이 약화될 수 있고, 높은 변동금리부 대출 비중은 이자상환 부담 증대 등을 통해 동 부채보유가구의 소비 약화 요인으로 작용할 수 있다는 점에도 유의할 필요가 있겠다.

## 가계부채비율갭 수준별<sup>1)</sup> 정책금리 25bp 인상의 영향<sup>2)</sup>

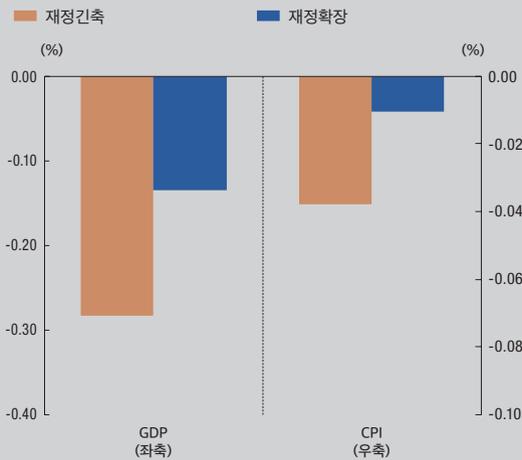


주: 1) 가계부채비율갭의 플러스(+)/마이너스(-) 상황으로 구분

2) 주요 10개국 대상 패널 분석(2000년 1/4분기~2020년 4/4분기) 결과로 3년 내 최대반응 기준

자료: 한국은행

## 재정정책 기초별<sup>1)</sup> 정책금리 25bp 인상의 성장 및 물가 영향<sup>2)</sup>



주: 1) 구조적 재정수지 흑자/적자 기준

2) 주요 10개국 대상 패널 분석(2000년 1/4분기~2020년 4/4분기) 결과로 1년 후 반응 기준

자료: 한국은행

반면 가계부채 및 주택시장은 과열 우려가 제기되는 등 대내외 충격에 대한 민감도가 높아져 있어 금리 조정의 영향이 크게 나타날 수 있다. 주요국을 대상으로 분석해 보면 GDP 대비 가계부채비율갭이

## 변동금리 대출 잔액<sup>1)</sup> 및 변동금리 대출 신규취급 비중<sup>2)</sup>



주: 1) 예금은행 가계대출 총액에 변동금리대출(잔액기준) 비중을 적용하여 추산

2) 예금은행 가계대출 기준

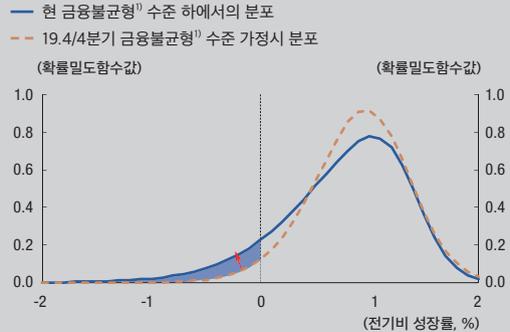
자료: 한국은행

한편 그간의 금융불균형 누증이 성장의 꼬리 위험을 상당폭 확대시키는 등 대내외 충격에 대한 우리 경제의 취약성을 높이는 요인으로 작용하고 있는 것으로 분석된다. GaR(Growth at Risk) 분석에 따르면 코로나19 위기 이후의 금융불균형 확대가 우리 경제의 마이너스 성장 발생 위험의 확률을 증가시킨 것으로 분석되었으며, 기준금리 25bp 인상은 동 확률을 낮추는 것으로 추정되었다.<sup>8)</sup> 또한 주요국 대상 패널분석 결과 자산가격 거품과 부채 누증이 동반된 상황에서 경기가 하강 국면으로 전환될 경우 경기 침체가 장기화되면서 경기 진폭이 확대되는 것으로 분석되었으며<sup>9)</sup>, GDP 대비 가계부채비율 상승 등 부채 누증이 지속되는 경우에는 금융위기 발생 확률도 높아지는 것으로 추정되었다.<sup>10)</sup> 이러한 분석 결과들에 비추어 볼 때 금리 상승에 따른 금융불균형 누증 완화는 중장기적으로 경기 및 금융 변

동성 축소를 통해 우리 경제의 안정적이고 지속가능한 성장에 기여할 것으로 판단된다.

## 금융불균형 누증과 성장의 꼬리 위험(GaR 분석 기준)

<현 시점(2021년 2/4분기)에서 추정된 1년 후 성장률 분포>



<금융취약성지수(FVI)>



주: 1) FVI의 자산가격 및 신용축적 부문 지수 기준

자료: 한국은행

## (종합평가)

기준금리 인상은 성장세 및 물가 오름세를 약화시키는 반면 금융불균형은 완화시키는 요인으로 작용하는데 최근과 같이 거시경제여건이 개선되고 금융불균형 누증이 심화된 상황에서는 금리 상승이 성장 및 물가에 미치는 영향은 과거 평균치보다는 작게, 가계부채 및 주택가격에 미치는 영향은 보다 크게 나타날 가능성이 있다. 아울러 금융불균형 누증

8) IMF GFSR(2021년 4월) 방법론을 원용하여 분석한 결과에 따르면 기준금리 25bp 인상 시 1년 후 성장률(2021년 2/4분기를 기준으로 2022년 2/4분기의 전기대비 성장률)이 대내외 충격으로 인해 마이너스를 기록할 확률은 10.1%에서 8.5%로 하락하는 것으로 추정되었다.

9) Jorda et al.(2015)이 1870년~2013년 중 미국을 포함한 주요 17개국 대상으로 분석하였다.

10) Greenwood et al.(2020)의 방법론을 원용한 주요 40개국 대상 패널분석 결과 GDP대비 가계부채비율 1%p 상승 시 금융위기가 발생할 확률도 1~3%p 정도 높아지는 것으로 추정되었다.

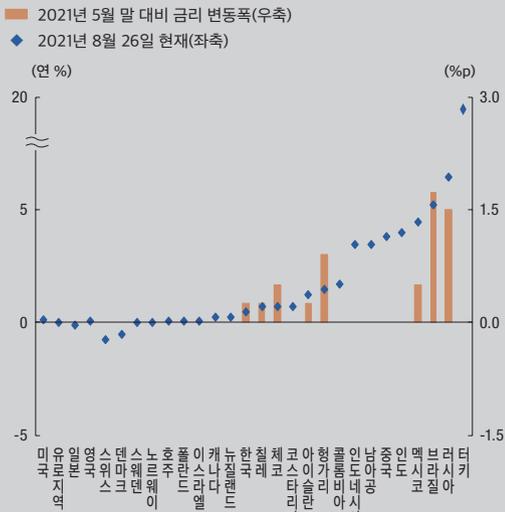
완화는 중장기적인 거시경제의 안정에도 기여할 것으로 판단된다. 다만 이러한 계량모형 분석 결과는 거시 금융·경제 상황 변화에 따라 달라질 수 있는 만큼 향후 성장 및 물가 흐름, 가계부채 및 주택시장 상황 등을 계속 면밀히 점검해 나갈 필요가 있겠다.

## 참고 III-1.

### 주요국 통화정책 운영 현황

2021년 6월 이후 주요 선진국 중앙은행들은 정책 금리를 대체로 낮은 수준에서 유지하고 자산매입 정책을 지속하였는데, 미국 등 일부 국가는 향후 경기회복세가 지속될 경우 자산매입 규모를 축소할 수 있음을 시사하였다. 한편 일부 신흥국 중앙은행들은 경기회복, 물가상승압력 등에 대응하여 정책 금리를 인상하였다.

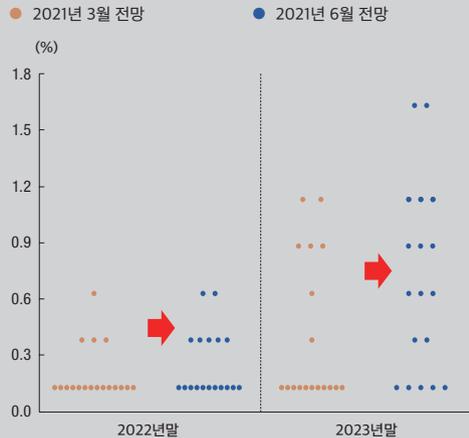
### 주요국의 정책금리<sup>1)</sup>



주: 1) 중국은 대출우대금리 1년물, 덴마크는 CD금리 기준  
 자료: 각국 중앙은행

구체적으로 살펴보면, 미 연준은 6월 및 7월 FOMC 회의에서 정책금리 목표범위를 0~0.25%에서 동결하고 자산매입 규모를 유지하였다. 연준은 6월 회의에서 미국경제가 백신 접종 확대, 정부정책 등으로 회복세가 강화되고 있다고 평가하면서 금년도 성장 및 물가 전망치를 상당폭 상향 조정<sup>1)</sup>하였다. 또한 동 회의에서는 2022년 및 2023년 중 금리 인상을 전망한 참석자 수가 지난 3월 회의시와 비교하여 각각 3명(4명 → 7명) 및 6명(7명 → 13명) 증가하였다. 이후 7월 회의에서는 대부분의 참석자들이 향후 경기흐름이 전망경로에 부합할 경우 자산매입 축소(tapering)를 금년부터 시작하는 것이 적절하다고 평가<sup>2)</sup>하였으며, 파월 연준 의장도 8월 잭슨홀 심포지엄 기조연설을 통해 경기개선을 전제로 연내 자산매입 축소 가능성을 시사하였다.<sup>3)</sup> 한편 연준이 코로나19 위기에 대응하기 위하여 도입했던 긴급대출 프로그램은 2021년 7월 말 모두 종료되었다.<sup>4)</sup>

### 미국 정책금리 전망



자료: 미 연준

1) 2021년 GDP 성장률 전망치: (2021년 3월) 6.5% → (2021년 6월) 7.0%  
 2021년 PCE상승률 전망치: (2021년 3월) 2.4% → (2021년 6월) 3.4%

2) "It could be appropriate to start reducing the pace of asset purchases this year."(7월 FOMC 의사록)

3) "If the economy evolved broadly as anticipated, it could be appropriate to start reducing the pace of asset purchases this year."(8월 잭슨홀 심포지엄 기조연설)

4) 미 연준의 긴급대출제도 중 PMCCF, SMCCF, MLF, TALF는 2020년 12월 말, MSLP는 2021년 1월 8일, CPFF, MMLF, PDCF는 2021년 3월 말에 이미 종료되었으며, PPPLF는 2021년 7월 말 종료되었다.

ECB는 6월 및 7월 정책위원회 회의에서 정책금리<sup>5)</sup>를 동결하고 매월 200억 유로 규모의 자산매입프로그램(APP)과 총 1조 8,500억 유로 규모의 팬데믹 긴급매입프로그램(PEPP)을 지속하기로 결정하였으며, 7월 회의에서는 정책금리 관련 포워드가이드를 변경하였다.<sup>6)</sup> 유로지역 경제 상황과 관련해서는 백신 접종 확대, 봉쇄조치 추가 완화 등으로 회복세가 빨라질 것으로 전망하면서 금년도 성장 및 물가 전망치를 상당폭 상향 조정<sup>7)</sup>하였다.

영란은행은 6월 및 8월 통화정책회의에서 정책금리(0.1%)를 동결하고 양적완화 규모(8,950억 파운드, 보유잔액 기준)를 유지하였다. 영국경제 상황에 대해서는 변이 바이러스에 따른 불확실성이 내재되어 있으나, 경제활동 재개 등으로 빠르게 회복 중인 것으로 판단하면서 내년도 성장 및 물가 전망치를 상향 조정<sup>8)</sup>하였다. 또한 향후 경기회복세가 전망에 부합할 경우 완화기조를 소폭 축소(modest tightening)할 수 있음을 시사하였다.

일본은행은 6월 및 7월 통화정책회의에서 단기정책금리(-0.1%) 및 10년물 국채금리 목표(0%)를 동결하고 장단기 정책금리를 당분간 현재 또는 더 낮은 수준에서 운용할 것이라는 종전의 포워드가이드를 유지하였다. 한편 6월 회의에서는 기업·가계 대출지원제도 운영기간을 6개월 연장하였다.<sup>9)</sup> 한편

중국인민은행은 6월부터 8월까지 정책금리<sup>10)</sup>를 동결하였으며, 7월에는 금융기관의 평균 지급준비율을 인하(9.4% → 8.9%)하였다.

이들 국가를 제외한 G20 또는 경제협력개발기구(OECD) 가입 22개국 중 15개국은 정책금리를 동결하였고, 브라질, 러시아, 헝가리, 멕시코, 체코, 아이슬란드, 칠레 등 7개국은 경기회복, 물가상승압력 증대 등을 고려하여 정책금리를 인상하였다. 또한 일부 선진국에서도 경기 및 금융안정 상황을 고려하여 자산매입 규모를 축소하거나 금리인상을 시사하였다. 호주 중앙은행은 7월 통화정책회의에서 자산매입 규모를 축소하기로 결정하였으며,<sup>11)</sup> 8월 회의에서는 앞으로 경기회복세가 강화될 경우 자산매입규모를 추가로 축소할 수 있음을 시사하였다. 뉴질랜드 중앙은행은 7월 회의에서 신규 자산매입 중단을 결정하였으며, 8월 회의에서는 금융완화기조의 추가 축소 가능성을 시사하였다. 노르웨이 중앙은행은 8월 회의에서 경기회복, 저금리 장기화에 따른 금융불균형 누적 위험 등을 고려하여 금년 9월 정책금리 인상을 시사하였다.<sup>12)</sup>

5) 기준금리 0.0%, 대기성 수신금리 -0.5%, 대기성 여신금리 0.25%

6) (변경 전) 향후 소비자물가 상승률이 목표 수준(2%)에 근접할 때까지 정책금리를 현 수준 또는 그 이하로 유지 (변경 후) 전망시계(약 3년) 내에서 소비자물가 상승률이 2%에 도달한 이후 동 수준을 지속하는 가운데 근원 인플레이션율도 이에 부합하는 모습을 보일 것으로 전망될 때까지 정책금리를 현 수준 또는 그 이하로 유지

7) 2021년 GDP성장률 전망치: (2021년 3월) 4.0% → (2021년 6월) 4.6%

2021년 CPI상승률 전망치: (2021년 3월) 1.5% → (2021년 6월) 1.9%

8) 2022년 GDP성장률 전망치: (2021년 5월) 5.75% → (2021년 8월) 6.0%

2022년 CPI상승률 전망치: (2021년 5월) 2.0% → (2021년 8월) 2.5%

9) 운영종료 기한을 당초 2021년 9월에서 2022년 3월로 연장하였다.

10) 역RP 7일물: 2.2%, 중기 유동성지원 대출금리 1년물: 2.95%, 대출우대금리 1년물: 3.85%, 대출우대금리 5년물: 4.65%

11) 주당(weekly) 국채매입 규모: (변경 전) 50억 AUD → (변경 후) 40억 AUD

12) "The policy rate will most likely be raised in September"(2021년 8월 의결문)

2021년 6월~8월<sup>1)</sup> 중 여타 국가 중앙은행의  
정책금리 조정 현황

	국가	정책금리 조정
금리 인상	브라질	3.50%→5.25% (6·8월, +175bp)
	러시아	5.00%→6.50% (6·7월, +150bp)
	헝가리	0.60%→1.50% (6·7·8월, +90bp)
	멕시코	4.00%→4.50% (6·8월, +50bp)
	체코	0.25%→0.75% (6·8월, +50bp)
	아이슬란드	1.00%→1.25% (8월, +25bp)
	칠레	0.50%→0.75% (7월, +25bp)
금리 동결 <sup>2)</sup>	터키(19.00%)	인도(4.00%)
	남아공(3.50%)	인도네시아(3.50%)
	콜롬비아(1.75%)	코스타리카(0.75%)
	뉴질랜드(0.25%)	캐나다(0.25%)
	폴란드(0.10%)	호주(0.10%)
	이스라엘(0.10%)	스웨덴(0.00%)
	노르웨이(0.00%)	덴마크(-0.50%)
	스위스(-0.75%)	

주: 1) 2021년 8월 26일 기준

2) 괄호 내는 정책금리 수준

자료: 각국 중앙은행