

22-09(통권 931호) 2022.08.05

경제주평

■ 금융불안정성, 장기균형선 넘고 있다!

 현대경제연구원

목 차

■ 금융불안정성, 장기균형선 넘고 있다!

Executive Summary	i
1. 개요	1
2. 금융시장 변동성 확대 배경 및 현황	2
3. 국내 금융시장 불안정성 점검	8
4. 시사점	15

□ 비상업 목적으로 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재할 경우 내용의 출처를 명시하면 자유롭게 인용할 수 있으며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

□ 주 저 자 : 이형석 연구위원 (2072-6247, walden0230@hri.co.kr)

□ 경 제 연 구 실 : 신지영 선임연구원 (2072-6240, jyshin@hri.co.kr)

노시연 선임연구원 (2072-6248, syroh@hri.co.kr)

이부형 이사대우 (2072-6306, leebuh@hri.co.kr)

Executive Summary

□ 금융불안정성, 장기균형선 넘고 있다

■ 개 요

최근 글로벌 주요국에서 통화·금융정책 긴축기조가 강화되는 가운데 주식시장 등 국내외 금융시장 변동성이 확대되고 있다. 코로나19위기 이후 완화적 기조를 이어가던 주요국의 금융여건지수는 2022년 중 급격히 상승하였다. 미국은 고강도 긴축 기조를 이어가면서 금융여건지수가 기준선에 근접하였으며, 유로존과 한국도 최근 긴축기조가 강화되면서 높은 수준을 지속하고 있다. 이러한 가운데 최근 주식시장 등 금융시장에서 변동성이 확대되면서 시장에서는 금융위기 가능성까지 제기되고 있다. 주식시장 변동성이 확대되며 주요 변동성 지수가 코로나19 이전 수준을 상회하고 있으며, 원/달러 환율 급등 현상이 겹치면서 시장에서는 자본유출 가능성과 금융위기 가능성을 우려하고 있는 상황이다. 이에 본 보고서는 최근 금융시장 변동성 확대 배경과 영향을 살펴보고 주요 지표를 과거 위기 시와 비교·분석하여 시사점을 도출하고자 한다.

■ 금융시장 변동성 확대 배경 및 현황

① 금융시장 변동성 확대 배경

인플레이션 심화, 통화 긴축 가속화, 경기침체 가능성 확대 등의 영향으로 금융시장의 변동성이 확대된 것으로 판단된다. (인플레이션 심화) 2021년 말부터 유가 및 원자재 가격 상승 등 공급측 요인과 소비 증가 등 수요측 요인의 영향으로 인플레이션이 심화되었다. 유가, 원자재 가격, 곡물 가격 등이 급등한 가운데 코로나19 확산세 완화로 소비가 증가하며 전 세계적으로 물가상승 압력이 확대되었다. 국내 물가 또한 2021년 말부터 가파른 상승세를 지속하고 있다. (통화 긴축 가속화) 기록적인 인플레이션에 대응하기 위해 미국, EU 등 주요국의 통화 긴축은 가속화되는 상황이다. 미 연준(Fed)은 자이언트 스텝 단행, 대차대조표 축소 등 단기에 강도 높은 통화 긴축을 진행하고 있다. 유럽중앙은행(ECB) 또한 지난 7월 11년 만에 통화정책 기조를 긴축으로 전환하며 정책금리를 0.5%p 인상하였다. 한국은행도 지난 7월 사상 최초로 빅 스텝을 단행하였으며, 향후 금리 인상 기조는 지속될 전망이다. (경기침체 가능성 확대) 글로벌 인플레이션, 주요국의 긴축정책, 중국의 성장 둔화 등의 경기 하방 리스크로 세계 경기침체의 가능성이 확대되고 있다. 코로나19의 엔데믹 전환으로 회복세를 보이던 주요국 경기는 올해 들어 둔화 조짐을 보이며 경기침체 우려가 확대되는 상황이다. 한국은 2022년 2분기 전기대비 0.7% 성장하였으나 하반기에는 성장세가 약화될 전망이다. 한편, IMF는 지난 7월 세계 경제의 하방 리스크를 반영, 2022년 및 2023년 경제성장률 전망을 대폭 하향 조정했다.

② 국내 금융시장 현황

(신용시장) 코로나19 이후 큰 폭으로 증가한 민간신용은 최근 가계신용의 증가세가 둔화되는 모습이나, 기업신용은 증가세가 확대되고 있다. 코로나19 대응 과정에서 저금리 지속 등의 요인에 의해 급증했던 가계신용은 2022년 현재 1,859조 원까지 누증되었으며, 증가율은 2021년 대비 크게 둔화되었으나, 코로나19위기 이전인 2019년에 비해서는 여전히 높은 수준을 지속 중이다. 기업신용은 2022년 현재 2,419조 원의 규모를 기록한 가운데 2021년 1분기 이후 증가세가 꾸준히 확대되고 있으며 중소기업 대출 증가율이 대기업 대출 증가율을 크게 상회하고 있다. (자산시장) 통화정책 긴축기조에 의해 채권 금리가 상승 추세를 이어가는 가운데 주식시장의 변동성이 크게 확대되고 있다. 국내 기준금리 인상 기조 지속에 의해 국고채 장기(10년물)와 단기(3년물) 모두 3%대 초반까지 상승하며 장단기 금리 차가 축소되었다. 회사채 금리는 최근 4%대 초반까지 급등하였으며, 이에 신용스프레드가 크게 확대되며 기업의 자금조달 환경이 위축될 가능성이 우려된다. 한편, 코스피 지수는 기준금리 인상 등 정책 여건에 의해 2022년 중 조정 가능성이 높아지면서 작년 말 대비 20.9% 급락하여 최근 2,300p대까지 하락하였다. (외환시장) 미국의 금리 인상 가속화 등에 따라 달러화 강세 현상이 심화되면서 원/달러 환율이 높은 상승세를 지속하고 외환보유액도 감소한 모습이다. 미국의 인플레이션 심화에 따라 긴축정책이 가속화되면서 달러인덱스는 2022년 중 높은 상승세를 지속하였다. 달러화 강세 현상과 안전자산 선호 심리가 강화되면서 원/달러 환율은 1,300원대에 진입한 상황이며, 한·미 기준금리가 역전되면서 향후 원화 환율의 불안정성이 확대될 것으로 예상된다. 외환보유액도 2021년 말 대비 약 245억 달러 감소하였다. 글로벌 주요국의 통화정책 기조, 경기침체 가능성 등 대내외 환경에 큰 변화가 없다면 향후 외환보유액 감소세가 가속될 가능성이 우려되는 상황이다.

■ 국내 금융시장 불안정성 점검

금융시장을 나타내는 지표를 선정하여 표준화한 후 코로나19위기(2020년 1분기~2022년 2분기)의 변동성 수준을 외환위기와 금융위기 수준과 비교하였다. 신용시장의 경우 1) 가계신용 증감률과 2) 기업신용 증감률, 자산시장의 경우에는 채권시장 변동성을 나타내는 1) 신용스프레드와 주식시장 변동성을 나타내는 2) 1-CMAX 지수(1년간 표본 최대치 대비 당일 주가지수)를 사용하였다. 외환시장의 경우 환율 변동성을 나타내는 1) 1-CMIN 지수(당일 환율 대비 1년간 표본 최저치)와 2) 단기 외채대비 외환보유액을 사용하였다. 비교 방법은 각 시장의 지표를 분기 데이터 기준으로 표준화하여 시기별 금융변동성 수준을 비교하였다. 지수별 변동성이 가장 높은 시점을 '100', 가장 낮은 시점을 '0'이 되도록 구성하였으며, 시장별 기간의 장기평균은 '50'이다.

① 신용시장

코로나19위기의 가계 금융불균형 수준은 금융위기 수준을 상회하고 있으며, 기업 금융불균형 누증 수준도 향후 과거 위기 수준에 근접할 가능성이 존재한다. 코로나19위기의 가계 금융불균형 수준(78.5p)은 금융위기 수준(75.4p)을 상회하고 있다. 기업 금융불균형 수준(71.9p)은 외환위기(89.5p)와 금융위기(76.3p)에 비해서는 낮은 수준을 기록하고 있으나 장기평균 수준을 큰 폭으로 상회하고 있다. 특히, 기업 금융불균형 수준은 코로나19 발생 이후 지속적으로 상승하고 있는 추세이기 때문에 향후 과거 위기 수준에 근접할 가능성이 존재한다.

② 자산시장

코로나19위기의 채권·주식 시장 변동성 수준은 과거 외환·금융위기 시기에 비해 안정적인 수준을 기록하고 있다. 코로나19위기의 채권시장 변동성 수준은 65.1p로 외환위기(69.7p)와 금융위기(78.9p)에 비해서는 낮은 수준이다. 또한, 주식시장 변동성 수준은 40.9p로 장기평균 수준을 하회하고 있으며, 특히 외환위기(85.0p)와 금융위기(67.0p) 수준을 큰 폭으로 하회하고 있다. 단, 지정학적 리스크 심화와 글로벌 통화 긴축으로 추후 주식시장 변동성은 장기평균 수준을 상회할 가능성이 있다.

③ 외환시장

코로나19위기의 환율 변동성 수준은 장기평균 수준 및 과거 위기 수준을 하회하고 있으며, 대외채무는 과거 위기에 비해 안정적인 것으로 나타났다. 코로나19위기의 환율 변동성 수준은 56.1p를 기록하면서, 외환위기(88.0p)와 금융위기(74.0p) 수준을 하회하고 있다. 또한, 단기외채 대비 외환보유액으로 평가한 대외채무 수준(43.6p)은 장기평균 수준을 하회하고, 특히 외환위기 수준(91.2p)에 비해서 큰 폭으로 하회(-47.6p)하는 것으로 나타났다. 이는 현재 대외지급 능력이 양호한 것으로 평가할 수 있다. 그러나, 미국을 비롯한 주요국의 금리 인상 경로와 우크라이나 사태 장기화 여부에 따라 추후 환율 변동성이 확대하고 대외채무가 악화될 가능성을 배제할 수는 없다.

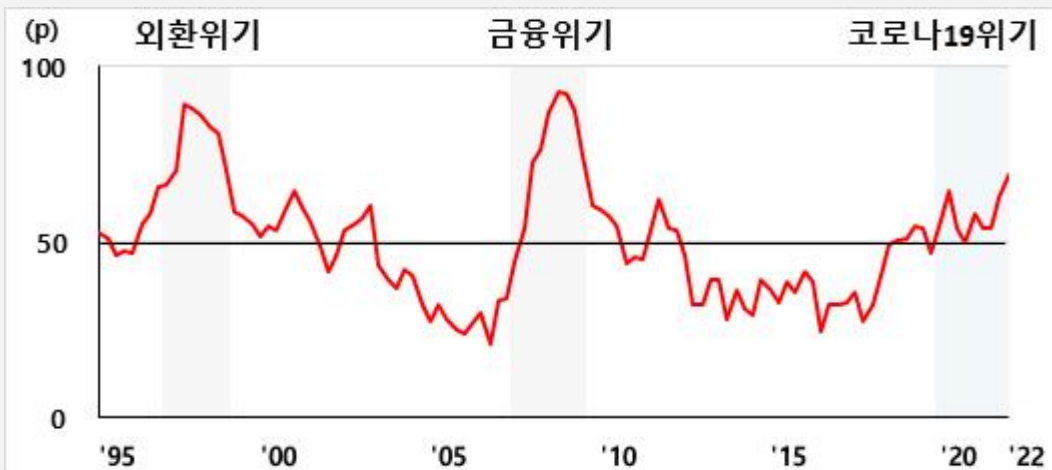
④ 종합

코로나19 발생 이후 국내 금융시장을 종합적으로 평가해본 결과, 과거 2번의 위기에 비해서는 높은 안정성을 보이고 있지만, 장기평균 수준을 상회하고 있어 불안정성이 높아지는 것으로 나타났다. 코로나19위기의 금융시장 변동성(시장별 지수 평균)은 59.4p로 외환위기(79.3p)와 금융위기(75.7p) 수준에는 미치지 못하는 것으로 나타났다. 그러나, 가계 금융불균형 수준은 금융위기 수준마저 상회하고 있으며, 기업 금융불균형 누증 수준도 금융위기에 근접할 가능성을 배제할 수 없다. 또한, 향후 지정학적 리스크 전개 양상과 고강도 통화 긴축으로 외환·주식 시장 변동성이 확대될 가능성도 충분히 존재한다.

< 시기별 금융시장 변동성 >

구 분	종합	신용시장		자산시장		외환시장	
	평균	가계 금융 불균형	기업 금융 불균형	채권 시장 변동성	주식 시장 변동성	환율 변동성	대외 채무
외환위기	79.3	52.5	89.5	69.7	85.0	88.0	91.2
금융위기	75.7	75.4	76.3	78.9	67.0	74.0	82.4
코로나19위기	59.4	78.5	71.9	65.1	40.9	56.1	43.6

< 종합 금융시장 변동성 장기 추이 >



자료 : 현대경제연구원.

주1 : 각 시장의 지수는 표준화 과정을 통해 재계산. 가장 높은 수준이 '100', 가장 낮은 수준이 '0'이며, 장기평균 수준은 '50'

주2 : 시장별 지수의 평균.

■ 시사점

코로나19 발생 이후 신용시장의 불균형은 금융위기 수준을 상회하고 있으며, 향후 지정학적 리스크 전개양상과 글로벌 긴축 통화정책의 강도에 따라 주식·외환 시장 변동성이 확대될 가능성이 있으므로 다음과 같은 정책적 노력이 요구된다. 첫째, 정책당국은 지정학적 리스크 장기화와 글로벌 긴축통화 강화 시 발생할 수 있는 금융시장 변동에 대한 시장 안정화 대책을 통해 국내 금융 지표의 급변동을 방지하기 위해 노력해야 한다. 둘째, 금융위기 수준을 상회하는 과도한 가계·기업신용 누증을 완화하기 위해 적절한 수준의 양적 관리 정책을 지속 추진해야 한다. 셋째, 외환당국은 외환시장 변동에 대한 미세조정 및 시장 안정화 대책을 통해 원화 가치의 추가 변동 확대를 억제해야 한다.

1. 개요

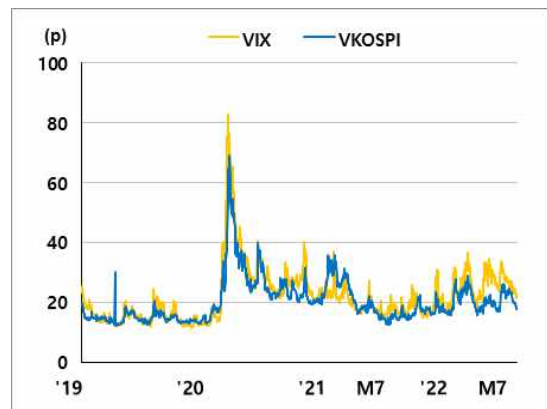
- 최근 글로벌 주요국의 통화·금융정책 긴축기조가 강화되는 가운데 주식시장 등 국내외 금융시장의 변동성 역시 확대되고 있음
 - 코로나19위기 이후 완화적 기조를 이어가던 주요국의 통화·금융정책이 긴축으로 빠르게 전환되면서 주요국 금융여건지수¹⁾가 급등하는 등 불안정성 확대
 - 미국은 2022년 중 고강도 긴축기조를 이어가면서 금융여건지수가 연초 97.09p 수준에서 7월 29일 현재 기준선에 근접한 99.2p까지 상승하였음
 - 유로존도 최근 긴축기조가 강화되면서 금융여건 지수가 기준선인 100p를 상회하고 있으며, 한국도 상승세가 이어지고 있는 상황
 - 최근 주식시장 등 금융시장에서 변동성이 확대되면서 시장에서는 금융위기 가능성까지 제기되는 상황
 - 글로벌 주식시장 변동성 지수인 VIX와 코스피 지수의 변동성을 측정하는 VKOSPI는 2022년 중 변동 폭이 확대되며 코로나19 이전 수준을 상회
 - 이 밖에도 원/달러 환율 급등, 외국인 주식거래 순매도 현상 등이 나타나면서 시장에서는 자본유출 가능성과 금융위기 가능성을 우려하고 있음
- 이에 본 보고서는 최근 금융시장 변동성 확대 배경과 영향을 살펴보고 금융시장 주요 지표들 과거 위기 시와 비교 분석하여 시사점을 도출하고자 함

< 주요국의 금융여건 지수 >



자료 : Bloomberg.

< 주식시장 변동성 지수 >



자료 : Bloomberg, 한국거래소.

1) 금융여건 지수(Goldman Sachs Financial Condition Index)는 국채금리, 신용스프레드, 주식 시장 총액 등을 반영하여 금융시장 여건을 나타내는 지표로 100이 기준선이며, 기준선을 하회하면 금융시장 여건 완화적, 상회하면 긴축적 의미를 가짐.

2. 금융시장 변동성 확대 배경 및 현황

① 금융시장 변동성 확대 배경

○ (인플레이션 심화) 2021년 말부터 유가 및 원자재 가격 상승 등 공급측 요인과 소비 증가 등 수요측 요인의 영향으로 인플레이션 심화

- 유가, 원자재 가격, 곡물 가격 등이 급등한 가운데 코로나19 확산세 완화로 소비가 증가하며 전 세계적으로 물가상승 압력 확대

· IMF에 따르면 세계 소비자물가상승률은 2021년 4.7%에서 2022년 8.3%까지 상승할 전망이며, 선진국의 경우 세계 소비자물가상승률보다는 낮지만 6.6%의 상승률을 기록해 역대급 수준에 달할 전망

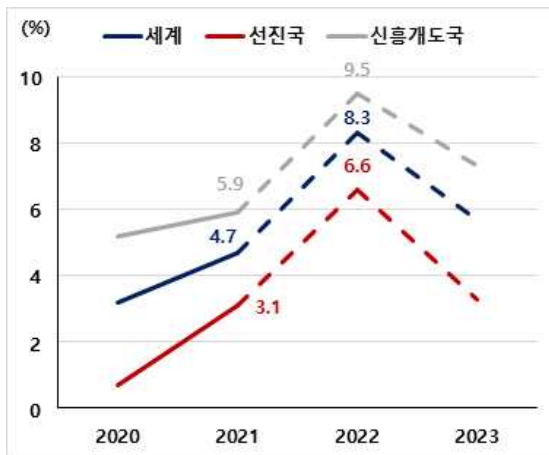
· 특히, 미국의 소비자물가상승률은 지난 6월 9.1%를 기록하였는데 이는 이례적인 수준으로 1~2차 오일쇼크(Oil Shock) 시기와 비슷한 모습을 보임

- 국내 물가도 2021년 말부터 가파르게 상승하여 지난 7월에는 6.3% 상승

· 지난 7월 국내 소비자물가상승률은 6.3%로 2개월 연속 6%대의 상승률을 기록하였으며, 이는 외환위기 당시와 유사한 수준임

· 물가의 장기적 추세를 보여주는 근원물가(농산물 및 석유류 제외) 또한 4.5%의 높은 상승률을 기록

< 선진국·신흥개도국의 소비자물가상승률 추이 및 전망 >



자료 : IMF, World Economic Outlook Update, July 2022.
주 : 전년대비 기준.

< 국내 소비자물가상승률 및 근원물가상승률 추이 >



자료 : 통계청.
주 : 전년동월대비 기준.

○ (통화 긴축 가속화) 기록적인 인플레이션에 대응하기 위해 미국, EU 등 주요국의 통화 긴축은 가속화되는 상황

- 미 연준(Fed)은 자이언트 스텝(기준금리 0.75%p 인상) 단행, 대차대조표 축소 등 단기에 강도 높은 통화 긴축 진행

- 미 연준이 지난 7월 2개월 연속으로 기준금리를 0.75%p 인상한 결과 미국의 기준금리는 2.25~2.5% 수준에 도달하였으며, 연말에는 3% 중반에 이를 것으로 예상
- 지난 6월부터 시작된 대차대조표 축소 또한 계획대로 빠르게 진행하는 중

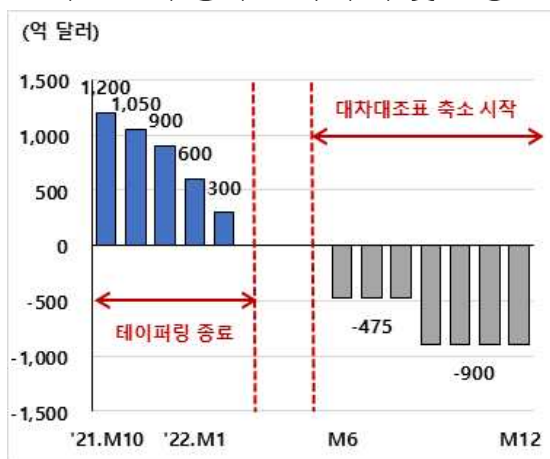
- 유럽중앙은행(ECB) 또한 지난 7월 11년 만에 통화정책 기조를 긴축으로 전환하며 기준금리, 한계대출금리, 수신금리 등 정책금리를 0.5%p 인상

- 11년간 완화적인 통화정책을 고수하던 유럽중앙은행도 긴축정책으로 전환하였으며, 연내 추가적인 금리 인상이 있을 것이라 예고

- 한국은행도 지난 7월 사상 최초로 빅 스텝(기준금리 0.5%p)을 단행하였으며, 향후 금리 인상 기조는 지속될 전망

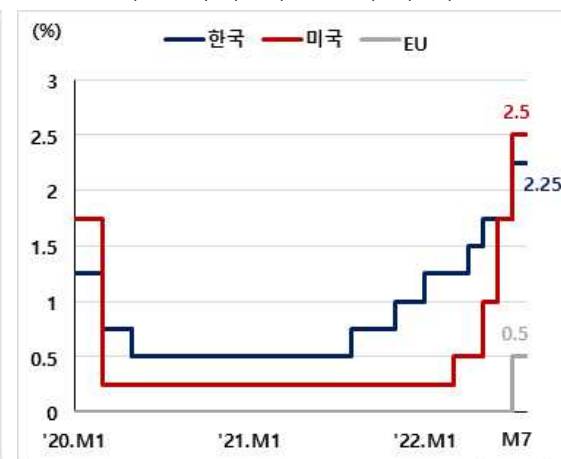
- 한국은행은 물가 상승세, 높은 기대인플레이션율, 미국의 통화 긴축 가속화 등으로 기준금리를 기존 1.75%에서 2.25%로 인상
- 기준금리의 가파른 인상에도 불구하고 한·미 기준금리는 2020년 2월 이후 2년 5개월 만에 역전되었으며, 향후 추가적인 금리 인상이 있을 전망

< 미 연준의 통화 긴축 추이 및 전망 >



자료 : FRB, 현대경제연구원.

< 주요국의 기준금리 추이 >



자료 : 각국 중앙은행.

주 : 미국은 상단 기준.

○ (경기침체 가능성 확대) 글로벌 인플레이션, 주요국의 긴축정책, 중국의 성장 둔화 등의 경기 하방 리스크로 세계 경기침체 가능성 확대

- 코로나19 엔데믹 전환으로 회복세를 보이던 주요국의 경기는 올해 들어 둔화 조짐을 보이며 경기침체 우려가 확대되는 상황

- 미국의 2022년 1~2분기 경제성장률은 지난해 큰 폭으로 상승한 것과 대조적으로 2개 분기 연속 마이너스 성장률을 기록하며 경기침체가 우려됨
- 중국의 2분기 경제성장률은 0.4%로 2020년 1분기 이후 최저치를 기록

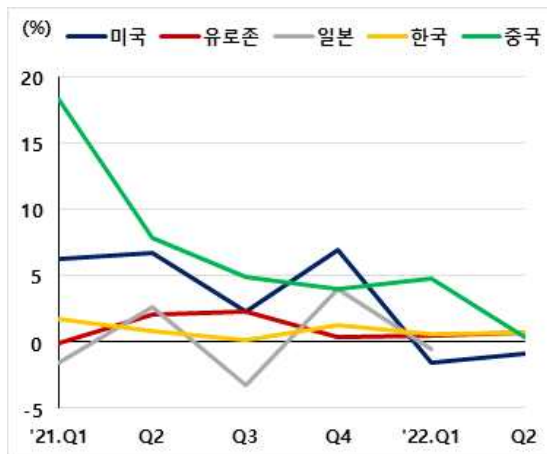
- 한국은 2022년 2분기 0.7% 성장하였으나 하반기에는 성장세가 둔화될 전망

- 2분기 국내 경제성장률은 민간소비의 증가로 1분기(0.6%)와 비슷한 수준인 전기대비 0.7%를 기록하였으나, 하반기에는 경기둔화 가능성이 확대될 것으로 예상

- 한편, IMF는 지난 7월 세계 경제의 하방 리스크를 반영하여 2022년 및 2023년 경제성장률 전망을 대폭 하향 조정

- IMF는 인플레이션 심화, 고강도 통화 긴축, 중국의 경기 하강 등을 고려하여 2022~2023년 세계 경제성장률을 각각 3.2%, 2.9%로 하향 조정
- 특히, 미국, 유로존 등 선진국의 성장률 전망치가 대폭 하향됨

< 주요국의 분기별 경제성장률 추이 >



자료 : Bloomberg.

주 : 미국과 일본은 전기대비연율, 유로존과 한국은 전기대비, 중국은 전년동기 대비 기준.

< IMF 세계 경제 전망(단위: %, %p) >

구분	2022년	2023년
선진국	2.5 (Δ0.8)	1.4 (Δ1.0)
미국	2.3 (Δ1.4)	1.0 (Δ1.3)
유로존	2.6 (Δ0.2)	1.2 (Δ1.1)
일본	1.7 (Δ0.7)	1.7 (Δ0.6)
한국	2.3 (Δ0.2)	2.1 (Δ0.8)
신흥개도국	3.6 (Δ0.2)	3.9 (Δ0.5)
중국	3.3 (Δ1.1)	4.6 (Δ0.5)
세계	3.2 (Δ0.4)	2.9 (Δ0.7)

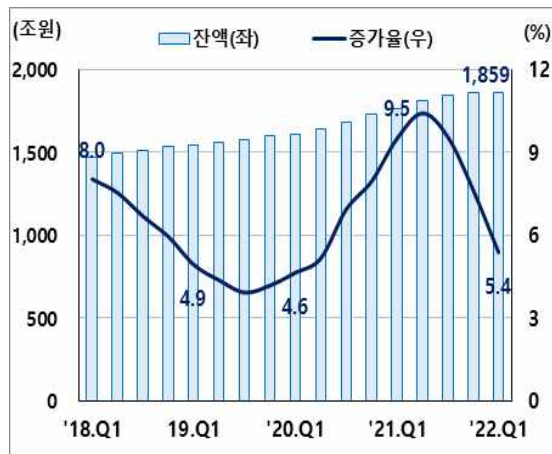
자료 : IMF, World Economic Outlook Update, July 2022.

주 : 괄호 안은 4월 전망치 대비 조정폭.

② 국내 금융시장 현황

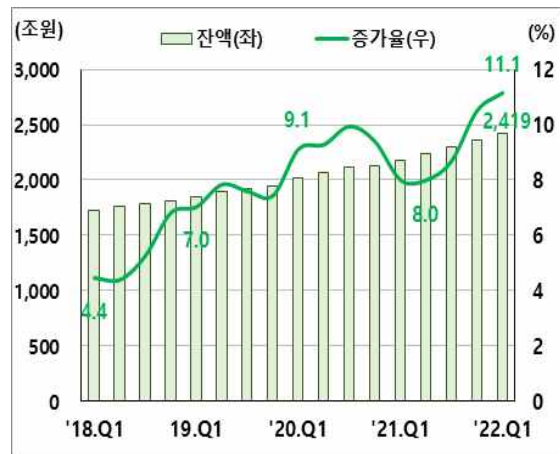
- (신용시장) 코로나19 이후 큰 폭으로 증가한 민간신용은 최근 가계신용의 증가세가 둔화되는 모습이나, 기업신용은 증가세가 확대되고 있는 상황
 - 코로나19 대응 과정에서 저금리 지속 등의 요인에 의해 급증했던 가계신용은 2022년 현재 양적으로 1,859조 원대의 규모를 지속 중이나 증가세는 둔화
 - 국내 가계신용은 코로나19위기 이전인 2019년 말 1,601조 원에서 2022년 1분기 현재 1,859조 원으로 약 258조 원 증가하며 크게 누증되었음
 - 가계신용 증가율은 2022년 1분기 현재 전년동기대비 5.4%로 10% 내외의 증가율을 기록하였던 2021년 대비 크게 둔화되었으나, 코로나19위기 이전인 2019년에 비해서는 여전히 높은 수준을 지속 중임
 - 기업신용은 2022년 현재 2,419조 원의 규모를 기록한 가운데 2021년 이후 중소기업 대출 등을 중심으로 증가세 확대가 지속 중
 - 기업신용은 2022년 1분기 현재 2,419조 원으로 2019년 말 1,949조 원에서 471조 원 확대되며 양적으로 크게 증가
 - 기업신용 증가율은 2022년 1분기 현재 11.1%로 2021년 1분기 이후 증가세가 꾸준히 확대되고 있으며, 특히 기업 규모별로는 중소기업대출 증가율이 16.0%로 대기업 대출 증가율(7.8%)을 크게 상회하고 있는 상황

< 가계신용 규모 및 증가율 >



자료 : 한국은행.
주 : 증가율은 전년동기대비 기준.

< 기업신용 규모 및 증가율 >



자료 : 한국은행.
주1 : 증가율은 전년동기대비 기준
주2 : 기업신용=채권+대출금+정부용자.

○ (자산시장) 통화정책 긴축기조에 의해 채권 금리가 상승 추세를 이어가는 가운데 주식시장의 변동성이 크게 확대

- 국내 기준금리 인상 기조 지속에 의해 국고채 장기(10년물)와 단기(3년물) 모두 3%대 초반까지 상승하였으며, 장단기 금리 차가 축소된 상황

- 국채 3년물 금리는 2021년 말 1.80%에서 2022년 7월 3.24%로 1.44%p 상승하였으며, 10년물은 2.19%에서 3.30%로 약 1.11%p 상승
- 이에 장단기 금리 차가 2021년 연말 기준 0.39%p 수준에서 2022년 7월 현재 0.06%p까지 축소되며 장단기 금리 역전 가능성도 우려되는 상황

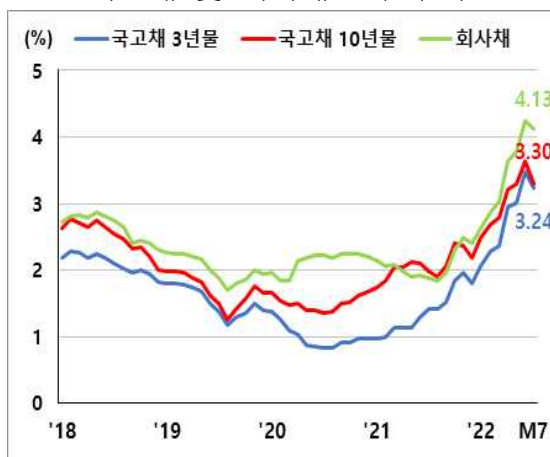
- 회사채 금리는 최근 4%대 초반까지 급등하였으며, 이에 신용스프레드가 0.89%p까지 확대되며 기업의 자금조달 환경이 위축될 가능성이 우려됨

- 회사채 금리는 2021년 말 2.41%에서 2022년 7월 4.13%로 약 1.72%p 급등
- 이에 신용스프레드(회사채 3년-국고채 3년)가 2021년 말 0.61%p 수준에서 2022년 7월 현재 0.89%p 수준까지 확대

- 코스피 지수는 기준금리 인상 등 정책 여건에 의해 2022년 중 조정 가능성이 높아지면서 작년 말 대비 20.9% 급락하여 최근 2,300p대까지 하락

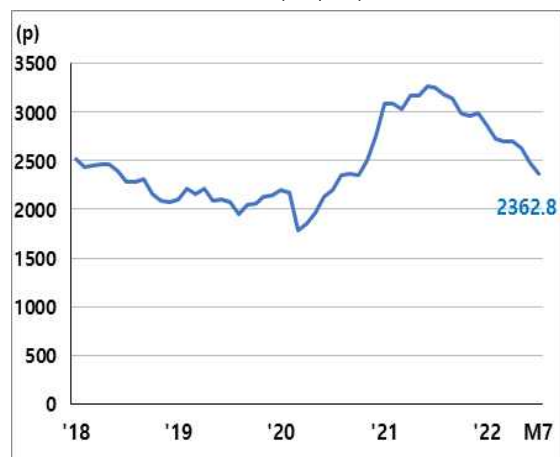
- 코스피 지수는 2021년 말 2,988.5p에서 2022년 7월 현재 2,362.8p까지 20.9% 급락하였으며, 향후 국내외 통화정책 불확실성 등에 의해 주식시장 조정 가능성 및 시장 변동성이 확대될 가능성이 높음

< 국고채 및 회사채금리 추이 >



자료 : 한국은행.
주 : 회사채는 3년 AA-

< 코스피 추이 >



자료 : 한국은행.
주 : 월평균 기준.

○ (외환시장) 미국의 금리 인상 가속화에 따라 달러화 강세 현상이 심화하면서 원/달러 환율은 높은 상승세를 지속하고 있으며 외환보유액은 감소한 모습

- 미국의 통화정책 긴축이 가속화되면서 달러화 강세 현상이 심화하고 원/달러 환율은 1,300원대에 진입

- 2021년 말 100p 이하의 수준(96.2p)을 유지하던 달러인덱스는 미국의 인플레이션 심화에 따라 긴축정책이 가속화되면서 2022년 중 높은 상승세를 지속하여 7월 말 기준 106.9p 수준임
- 달러화 강세 및 안전자산 선호 심리가 강화되면서 원/달러 환율은 2021년 말 1,184원 수준에서 2022년 7월 말 기준 123원 급등한 1,307원을 기록
- 한편, 지난 7월 미 연준의 FOMC 이후 한·미 기준금리가 역전되면서(미국 2.5%, 한국 2.25%) 향후 원화 환율의 불안정성이 확대될 것으로 예상

- 외환보유액의 경우에도 2021년 말 대비 약 245억 달러 감소하였으며 대내외 여건상 향후 외환보유액 감소세가 가속될 가능성이 우려되는 상황

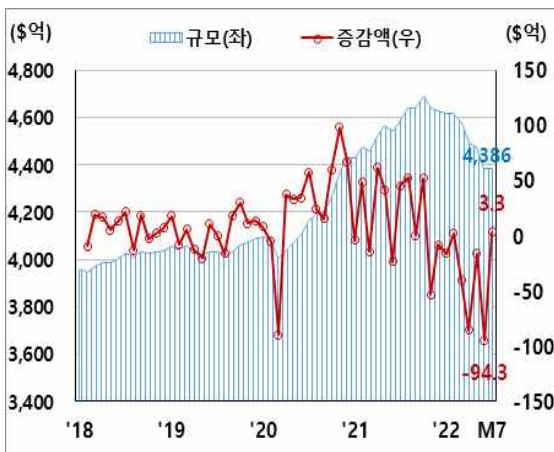
- 외환보유액은 2021년 말 4,632억 달러 규모에서 2022년 7월 말 기준 4,386억 달러 규모로 약 245억 달러 감소하였음
- 특히 2022년 1월의 경우 외환보유액의 전월대비 감소액은 15.9억 달러 수준이었으나, 6월에는 전월대비 94.3억 감소하며 감소 폭이 확대되었음
- 글로벌 주요국의 통화정책 기조, 경기침체 가능성 등 대내외 환경에 큰 변화가 없다면 향후 외환보유액 감소세가 가속될 가능성이 우려됨

< 원/달러 환율 및 달러인덱스 추이 >



자료 : 한국은행, Bloomberg.
주 : 증가 월평균 기준.

< 외환보유액 규모 및 증감액 추이 >



자료 : 한국은행.
주 : 증감액은 전월대비 기준.

3. 국내 금융시장 불안정성 점검

○ (비교 방법 및 데이터) 금융시장을 나타내는 지표를 선정하여 표준화한 후 코로나19위기의 변동성 수준을 과거 위기 수준과 비교

- (자료 범위) 과거 외환 및 금융위기 수준과 비교하기 위해서 1995년 2분기 부터 2022년 2분기까지의 분기 자료 사용

- 코로나19 발생 이후 금융시장 변동성이 확대된 것을 고려하여 코로나19 발생 이후(2020년 1분기~2022년 2분기)를 코로나19위기로 설정
- 과거 외환위기(1997년 2분기~1999년 1분기)와 금융위기(2007년 3분기~2009년 3분기)를 비교 기준으로 선정

- (세부지표) 신용·자산·외환 시장을 대표하는 지표를 각각 2개씩 선정

- 신용시장의 경우 1) 가계신용 증감률과 2) 기업신용 증감률을 사용
- 자산시장은 채권시장의 변동성을 나타내는 1) 신용스프레드(회사채 3년-국고채 3년)와 주식시장 변동성을 나타내는 2) 1-CMAX 지수를 사용
- 외환시장의 경우 환율 변동성을 나타내는 1) 1-CMIN 지수와 2) 단기외채 대비 외환보유액을 사용

- (비교 방법) 각 시장의 지표를 표준화해서 시기별로 비교하였음

- 시장 부문별로 선정한 금융변수를 분기 데이터 기준으로 표준화
- 지수별 변동성이 가장 높은 시점의 값이 '100', 가장 낮은 시점의 값이 '0' 이 되도록 지수를 구성하였으며, 시장별 기간의 장기평균은 '50'

< 시장별 주요 변수 및 산출방법 >

구분	지표	비교	출처
신용시장	가계신용 증감률	명목 GDP 증가율을 차감	한국은행 자금순환표
	기업신용 증감률	명목 GDP 증가율을 차감	한국은행 자금순환표
자산시장	신용스프레드	회사채 3년(AA-) - 국고채 3년	한국은행
	1-CMAX	1년간 표본 최대치 대비 당일 주가지수	Bloomberg, 현대경제연구원
외환시장	1-CMIN	당일 환율 대비 1년간 표본 최저치	Bloomberg, 현대경제연구원
	단기외채/외환보유액	-	한국은행

① 신용시장

○ 코로나19위기의 가계 금융불균형 수준은 금융위기 수준을 상회하고 있으며, 기업 금융불균형은 향후 위기 수준에 근접 가능

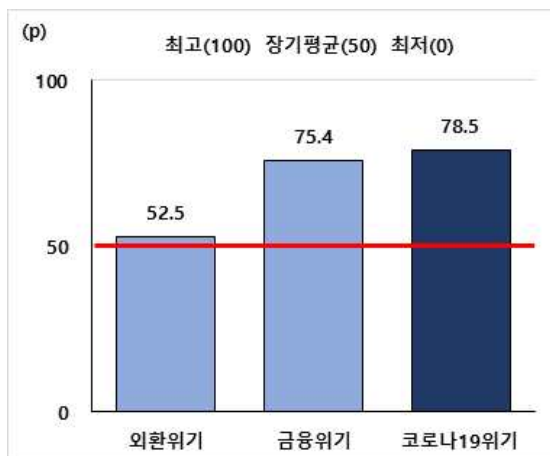
- 코로나19위기의 가계 금융불균형은 금융위기를 상회하는 수준

- 코로나19위기의 평균 가계신용 확대 정도는 78.5p를 기록하면서 장기평균 수준을 큰 폭(28.5p)으로 상회
- 금융위기 가계 금융불균형 수준(75.4p)을 3.1p 상회하고 있으며, 외환위기(52.5p)와 비교하였을 때는 큰 폭(26.0p)으로 상회하고 있는 것으로 평가
- 이는 코로나19 발생 이후 가계신용 증가율이 GDP 성장률을 큰 폭으로 상회하면서 나타나는 현상인 것으로 판단2)

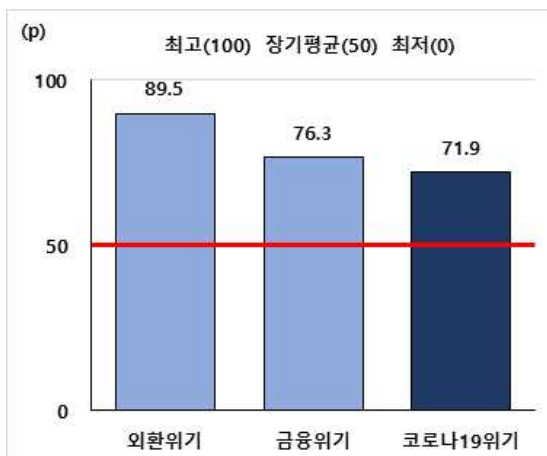
- 또한, 기업 금융불균형 누증 정도는 외환위기와 금융위기에 비해 낮은 편이나 장기평균 수준을 큰 폭으로 상회

- 코로나19위기의 기업 금융불균형 수준은 71.9p를 기록하면서, 외환위기(89.5p)와 금융위기(76.3p) 대비 각각 17.6p, 4.4p 낮은 수준
- 그러나 장기평균 수준을 큰 폭으로 상회(+21.9p)하고 있으며, 코로나19 발생 이후 상승 추세이기 때문에 향후 위기 수준에 진입할 가능성 존재3)

< 가계 금융불균형 비교 >



< 기업 금융불균형 비교 >



자료 : 현대경제연구원.

주 : 각 시장의 지수는 표준화 과정을 통해 재계산.

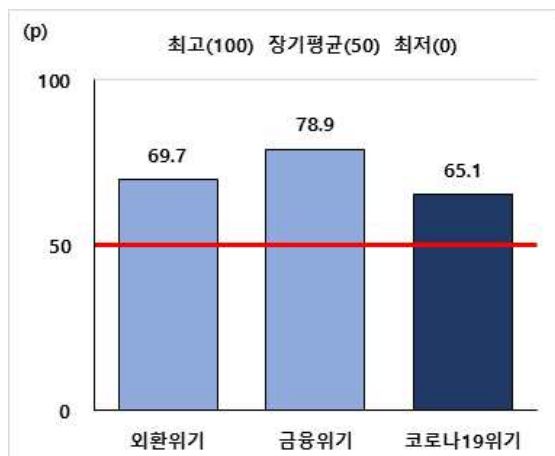
2) (가계신용 증가율-명목 GDP 증가율)은 코로나19위기 평균 5.1%, 외환위기 0.9%, 금융위기 3.5%임.

3) 기업 금융불균형 수준은 2020년 1분기 56.5p에서 2022년 1분기 80.6p로 확대됨.

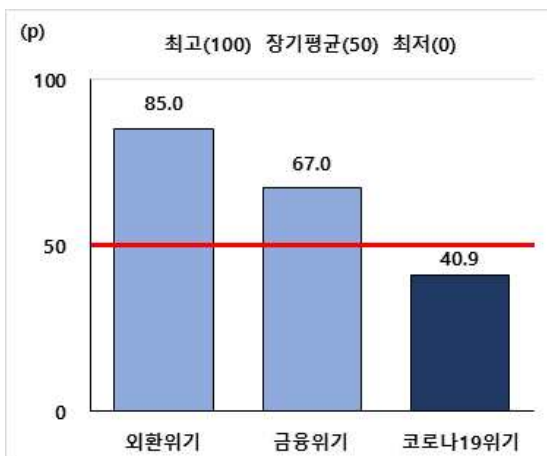
② 자산시장

- **코로나19위기의 채권시장 및 주식시장 변동성 수준은 과거 외환·금융위기에 비해서 낮은 수준을 기록**
 - **코로나19위기의 채권시장 변동성 수준은 외환·금융위기에 비해 안정적인 수준인 것으로 판단됨**
 - 신용스프레드로 평가한 채권시장 변동성 수준은 65.1p로 외환위기(69.7p)와 금융위기(78.9p)에 비해 낮은 수준
 - 특히, 코로나19 확산으로 채권시장 변동성이 심했던 2020년 3분기 이후 지속적으로 하락하는 추세⁴⁾
 - **주식시장 변동성 수준도 과거 위기 수준에 비해서는 낮은 것으로 나타남**
 - 코로나19위기의 주식시장 변동성 수준은 40.9p를 기록하면서 장기평균을 하회(-9.1p)
 - 외환위기의 주식시장 변동성 수준(85.0p)과 금융위기 수준(67.0p)에 비해서도 상당 폭 낮은 수준을 기록
 - 단, 지정학적 리스크 심화와 글로벌 통화 긴축으로 주식시장 변동성이 확대될 가능성은 존재⁵⁾

< 채권시장 변동성 비교 >



< 주식시장 변동성 비교 >



자료 : 현대경제연구원.

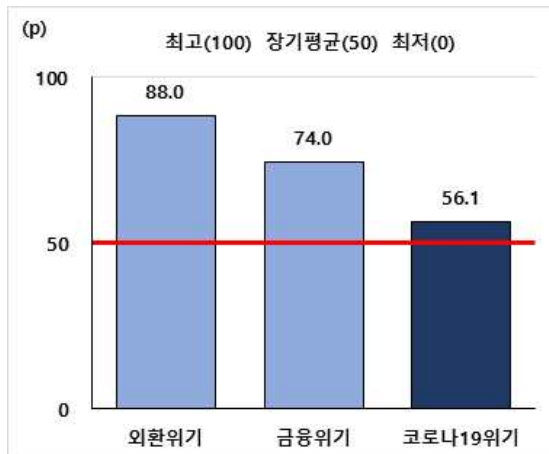
주 : 각 시장의 지수는 표준화 과정을 통해 재계산.

4) 2020년 3분기 채권시장 변동성 수준은 92.7p였으나, 2022년 3분기 변동성 수준은 57.8p를 기록함.
 5) 2022년 1분기~2분기 주식시장 변동성 수준은 76.1p를 기록하면서 확대추세가 나타나고 있음.

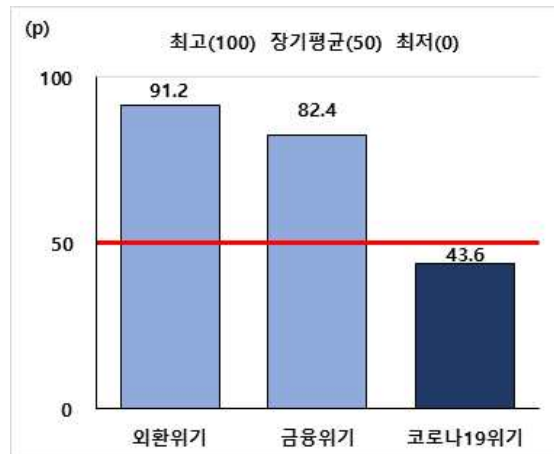
③ 외환시장

- **코로나19위기의 환율 변동성 수준은 장기평균 수준을 하회하고 있으며, 대외 채무는 과거 위기에 비해 안정적인 수준인 것으로 판단됨**
- **코로나19위기의 환율 변동성 수준은 장기평균 수준을 소폭 상회하고 있으나, 과거 위기에 비해서는 안정적인 상황**
 - 코로나19위기의 환율 변동성 수준은 56.1p를 기록하면서 장기평균 수준을 소폭 상회(+6.1p)
 - 반면, 외환위기(88.0p)와 금융위기(74.0p) 시기를 다소 큰 폭으로 하회하고 있어 과거 위기 수준에 비해 환율 변동성은 안정적인 상황
 - 추후 우크라이나 사태 장기화와 주요국의 고강도 통화 긴축으로 환율 변동성 수준이 확대될 가능성도 존재
- **또한, 코로나19위기의 대외채무도 장기평균 수준 대비 안정적인 것으로 평가**
 - 단기외채 대비 외환보유액으로 평가한 대외채무 수준은 43.6p로 장기평균 수준을 하회
 - 또한, 외환위기의 대외채무 수준(91.2p)을 크게 하회하는 것으로 나타남
 - 코로나19위기의 평균 단기외채/외환보유액 비율이 36.9%를 기록하면서 외환위기(154.2%)와 금융위기(65.6%)에 비해 대외 지급능력이 상당히 양호

< 환율 변동성 비교 >



< 대외채무 비교 >



자료 : 현대경제연구원.

주 : 각 시장의 지수는 표준화 과정을 통해 재계산.

④ 종합

- 신용시장의 금융불균형 정도는 과거 위기 수준을 상회하고 있는 반면, 자산 시장 및 외환시장의 변동성은 위기 수준에 미치지 못하는 것으로 나타남
- 코로나19 발생 이후 금융시장 변동성은 외환 및 금융위기 수준을 하회하고 있는 상황이나, 신용시장의 금융 불균형 누증 정도는 금융위기 수준을 상회
 - 코로나19 위기의 금융시장 변동성 지수(시장별 지수 평균)는 59.4p로 외환 위기(79.3p)와 금융위기(75.7p)에 비해서는 낮음
 - 그러나 가계신용의 과도한 팽창으로 가계 금융불균형은 금융위기 수준마저 상회하고 있음
 - 또한, 우크라이나 전쟁 이후 기업 측면의 금융불균형 누증 수준도 금융위기 수준을 넘어서고 있는 상황⁶⁾
- 반면, 주식·외환시장 변동성은 위기 수준에 비해 안정된 상황인 것으로 평가
 - 자산시장과 외환시장 변동성은 과거 위기 수준을 하회하고 있는 상황
 - 신용스프레드로 평가한 채권시장 변동성 수준은 외환위기 수준에 근접한 것으로 나타났으나, 우크라이나 전쟁 이후에는 하락세를 보이고 있음
 - 또한, 환율 변동성 수준은 장기평균을 소폭 상회하였으나, 대외채무는 과거 위기 수준에 비해 상당히 양호한 것으로 평가

< 시기별 금융시장 변동성 >

구 분	종합	신용시장		자산시장		외환시장	
	평균	가계금융 불균형	기업금융 불균형	채권시장 변동성	주식시장 변동성	환율 변동성	대외 채무
외환위기	79.3	52.5	89.5	69.7	85.0	88.0	91.2
금융위기	75.7	75.4	76.3	78.9	67.0	74.0	82.4
코로나19위기	59.4	78.5	71.9	65.1	40.9	56.1	43.6

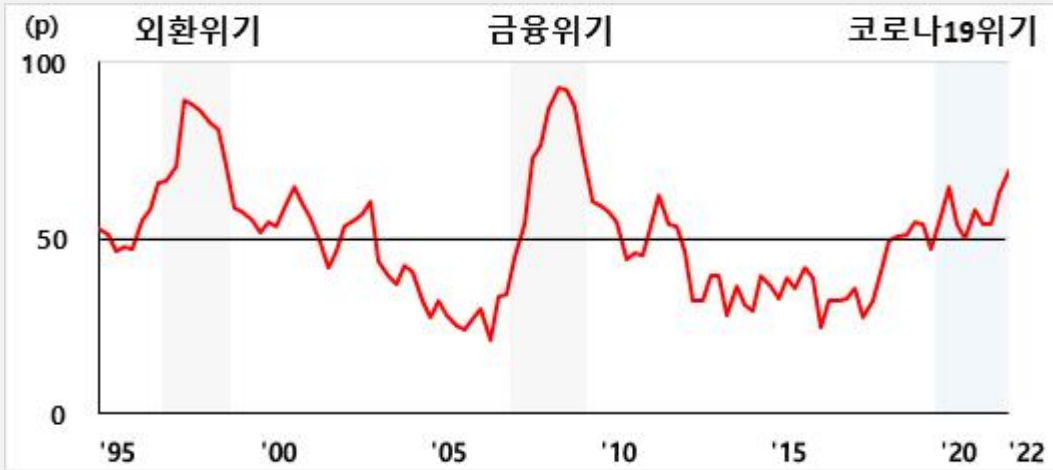
자료 : 현대경제연구원.

주 : 각 시장의 지수는 표준화 과정을 통해 재계산. 가장 높은 수준이 '100', 가장 낮은 수준이 '0'이며, 장기평균 수준은 '50'.

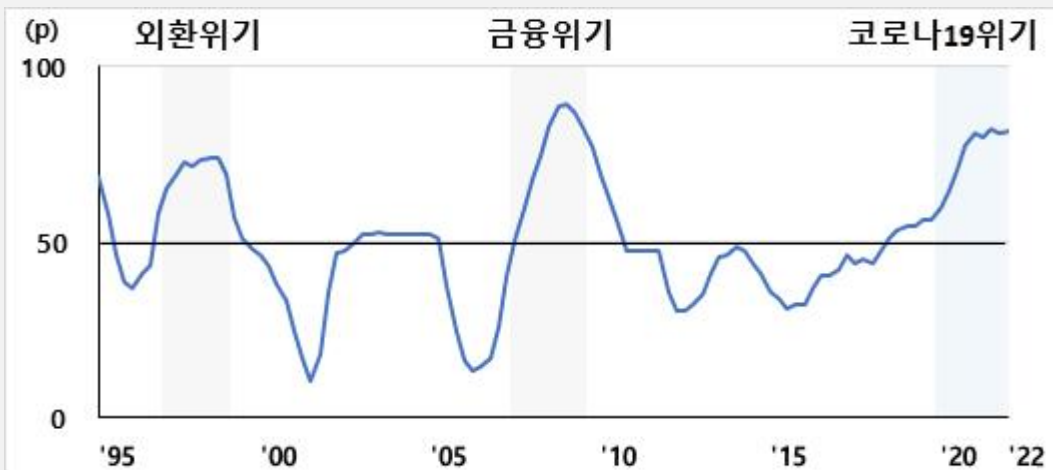
6) 2022년 1분기 기업 금융불균형 수준은 80.6p로 금융위기 수준(76.3p)을 상회함.

<참고> 시기별 금융시장 변동성 장기 추이

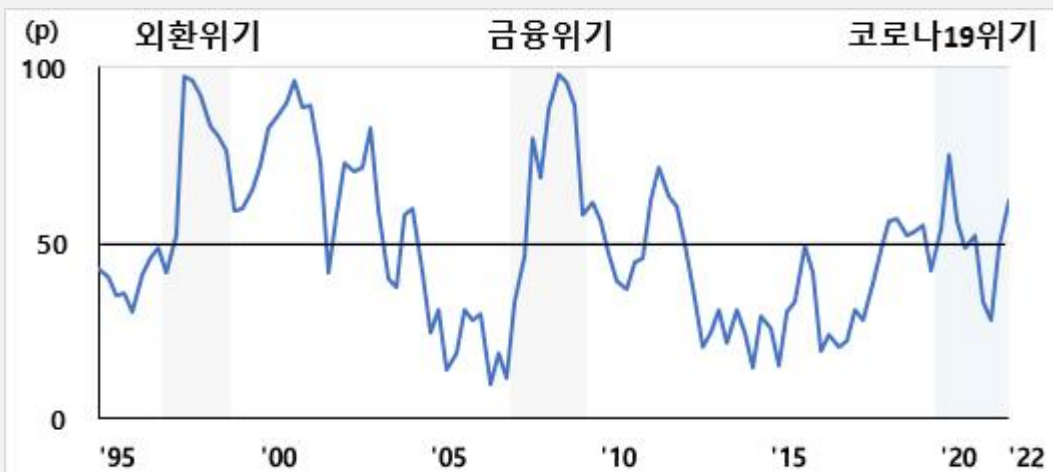
< 종합 금융시장 변동성 장기 추이 >



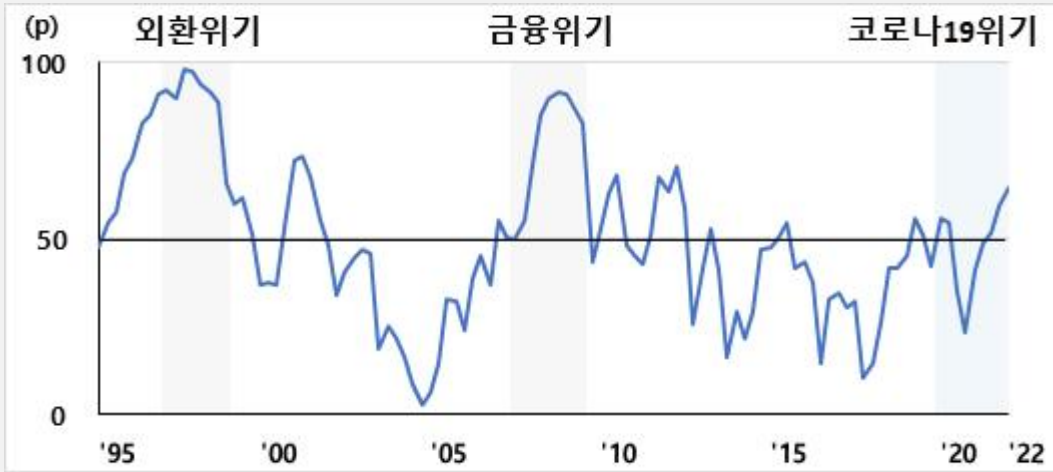
< 민간 금융불균형 장기 추이 >



< 자산시장 변동성 장기 추이 >



< 외환시장 변동성 장기 추이 >



자료 : 현대경제연구원.

주 : 각 시장의 지수는 표준화 과정을 통해 재계산. 가장 높은 수준이 '100', 가장 낮은 수준이 '0'이며, 장기평균 수준은 '50'.

4. 시사점

- 코로나19 발생 이후 신용시장의 불균형은 금융위기 수준을 상회하고 있고, 지정학적 리스크 확대와 글로벌 긴축 통화정책으로 주식·외환시장 변동성이 확대될 가능성이 있으므로 다음과 같은 정책적 노력이 필요함

첫째, 정책당국은 지정학적 리스크 장기화와 글로벌 긴축 강화 시 발생할 수 있는 금융시장 변동에 대한 시장 안정화 대책을 통해 국내 금융 지표의 급변동을 방지하기 위해 노력해야 한다.

- 금융시장 내 불확실성 확대는 금융시장 참가자들의 심리 악화를 유발하고, 이는 다시 금융시장의 변동성 확대로 이어질 수 있으므로 이와 같은 악순환을 방지하기 위해 금융시장 안정 대책을 강구해야 함
- 고물가에 대응한 주요국의 고강도 통화 긴축으로 글로벌 유동성의 이동 속도가 빠르게 전개될 가능성이 높기 때문에 국내 주식·채권·외환 시장에서의 투기 자금과 변동성 확대에 대한 감독 기관의 적극적인 모니터링이 요구됨
- 또한, 시장과의 소통 강화 노력도 병행함으로써 신뢰성 유지를 지속해야 함

둘째, 금융위기 수준을 상회하는 과도한 가계 및 기업신용 누증을 완화하기 위해 적절한 수준의 양적 관리 정책을 지속 추진해야 한다.

- 우크라이나 전쟁 장기화와 글로벌 통화 긴축으로 올해 하반기와 내년 경기둔화가 우려되는 상황에서 민간신용이 과도하게 팽창될 가능성이 존재
- 가계 및 기업신용을 적정 수준으로 관리하며 향후 금리 인상 시 신용 리스크 확대가 경기 위축으로 이어지지 않도록 면밀한 모니터링이 필요
- 금융시장 불안 심리 확대 및 금리 인상에 따른 채무상환 부담 증가로 기업의 투자가 위축되는 것을 방지하기 위한 대비책이 필요

셋째, 외환당국은 외환시장 변동에 대한 미세조정 및 시장 안정화 대책을 통해 원화 가치의 추가 변동 확대를 억제해야 한다.

- 당국은 외환시장의 불확실성 완화를 위해서 적극적인 미세조정 등을 통해 원화 환율 방향의 쏠림 현상을 방지할 필요가 있음
- 주요국의 고강도 통화긴축 정책으로 국내에서 외국인 투자 자본이 유출되는 상황에 대비하여 통화스왑을 통한 충분한 외환보유 확충 노력이 필요함
- 단기외채 변동에 대한 모니터링을 강화해 양호한 대외지급 능력을 유지하고 금융기관의 외환 유동성 관리 강화 등 단계별 조기 대응책 마련이 필요 **HRI**

이 형 석 연 구 위 원 (2072-6247, walden0230@hri.co.kr)
신 지 영 선 임 연구원 (2072-6240, jyshin@hri.co.kr)
노 시 연 선 임 연구원 (2072-6248, syroh@hri.co.kr)
이 부 형 이 사 대 우 (2072-6306, leebuh@hri.co.kr)