

## OPINION

선임연구위원  
김필규

## 금리 상승에 따른 기업 부채구조의 변화\*

시장금리 상승과 조달시장을 둘러싼 환경 변화에 따라 상장기업의 자금조달구조가 변화하고 있다. 실세금리 상승으로 회사채의 발행수익률이 급격히 상승함에 따라 상장기업들은 회사채 조달을 줄이는 대신 대체 조달수단의 비중을 높이고 있다.

금리 상승에 대응한 상장기업의 탄력적인 조달구조 변화에도 불구하고 2022년도 상장기업의 조달비용률은 전년 대비 상승하였다. 그러나 금리 상승의 영향은 주로 신규 조달에 미치기 때문에 상장기업의 조달비용률 상승폭은 실세금리 상승에 비해 작은 것으로 나타났으며, 조달구조 및 신용도 등의 차이로 인하여 소속시장, 기업규모별로 조달비용률 상승폭에 있어서도 차이를 보이고 있다. 한편 조달비용률 상승 및 경기 둔화에 따른 수익성 저하 등의 영향으로 기업의 재무 건전성은 악화되고 있다. 또한 향후 금리 상승이 지속되는 경우 차환에 따른 추가적인 이자 부담으로 상장기업의 이자 비용이 증가하고, 재무상황이 악화될 가능성이 있다.

다행히도 최근 금리가 안정세를 보이고 있어 금리 상승에 따른 기업 신용위험의 급격한 증가 우려는 완화되고 있다. 그러나 인플레이션 압력이 지속되고, 자금시장을 둘러싼 일부 위험요인이 남아 있는 상황에서 기업의 자금조달 여건이 급격히 개선되기를 기대하기는 어려운 상황이다. 따라서 시장의 잠재적인 위험에 선제적으로 대응하고, 기업의 조달비용을 절감하고 체질을 개선하는 노력이 필요하다.

코로나19 사태 이후 글로벌 공급망 불안과 러시아 우크라이나 전쟁으로 인한 자원가격 상승은 글로벌 인플레이션을 초래하였다. 이에 따라 완화적인 통화정책을 취하였던 각국 중앙은행이 인플레이션 파이터로 변신하여 기준금리를 대폭 인상하였고, 그 영향으로 시장금리가 급격히 상승하고 있다. 이에 더하여 국내의 경우 레고랜드 사태로 촉발된 부동산 PF 부실화 우려와 미국과 유럽의 은행 부실화 가능성의 여파가 자금시장의 불안 요인으로 작용하고 있다.

시장금리 상승과 조달시장을 둘러싼 환경 변화는 기업의 자금조달구조에도 영향을 미치고 있다. 금리 상승에 더하여 한국전력의 적자 확대에 따른 한전채의 발행 급증으로 신용채권시장의 수급 불안정이 확대되면서 기업과 금융기관의 채권을 통한 조달 여건이 악화되었고 이에 따라 기업의 자금조달 전략도 변화하고 있다.

이에 본고에서는 금리 상승이 상장기업(유가증권시장 및 코스닥시장 소속 기업)의 부채조달구조를 어떻게 변화시켰고, 재무구조에 어떤 영향을 미쳤는지를 살펴본다. 이와 더불어 향후 자금시장을 둘러

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

싼 주요한 위험요인을 점검해 본다.

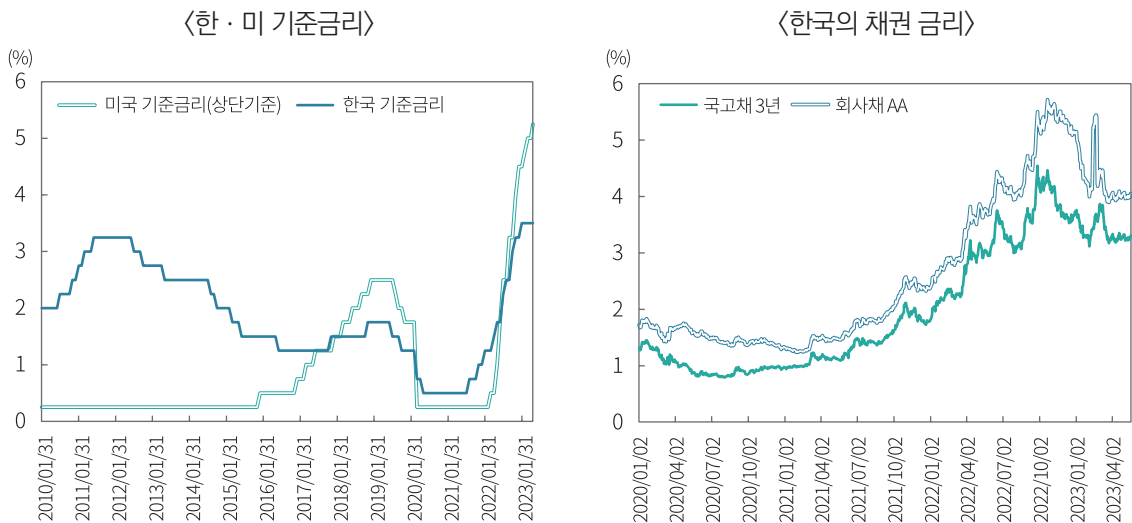
### 인플레이션 압력에 따른 금리 상승

코로나19 사태에 따른 글로벌 공급망 충격과 러시아·우크라이나 전쟁으로 인한 식량, 에너지 공급난의 영향으로 전세계가 인플레이션 압력을 받고 있다. 2023년 2분기 OECD가 예측한 글로벌 인플레이션 전망치는 6.7%로 전년 말에 비해 다소 둔화되기는 하였지만 과거에 비해서는 여전히 높은 수준을 유지하고 있다.

인플레이션 억제에 위해 각국 중앙은행은 기준금리를 가파르게 올리고 있다. 미국은 2022년 2월말 0.0~0.25%의 기준금리를 빠른 속도로 인상하여 2023년 5월말 현재 5.0~5.25%를 기록하였다. 한국은 2021년 7월말 0.5%였던 기준금리를 지속적으로 인상하여 현재 3.5%로 올렸으나, 미국이 빠른 속도로 기준금리를 인상함에 따라 현재 한국과 미국의 기준금리 차이는 1.75%p로 역사상 가장 큰 차이를 보이고 있다.

기준금리가 올라감에 따라 시중 실세금리도 빠르게 상승하였다. 국내의 경우 2021년 1분기 1.067%였던 3년만기 국고채 금리가 2022년말에는 3.725%까지 상승하였다. 최근 경기둔화 및 하반기 금리 하락 가능성 등이 반영되어 금리가 다소 안정되고 있으나 최근<sup>1)</sup> 국고채 금리는 과거에 비해 여전히 높은 3.307%를 기록하고 있다. 회사채 금리도 2022년 중에 급격히 상승하였다. 기준금리 상승과 신용채권 수급 불균형 및 신용위험 증가의 영향으로 2021년 1분기말 1.473%였던 AA등급 회사채 금리는 2022년 말에는 5.134%까지 올랐고, 최근에는 4.050%를 기록하고 있다.

〈그림 1〉 금리 변화 추이



주 : 한국 채권금리는 3년만기 시가평가 금리  
 자료: 금융투자협회

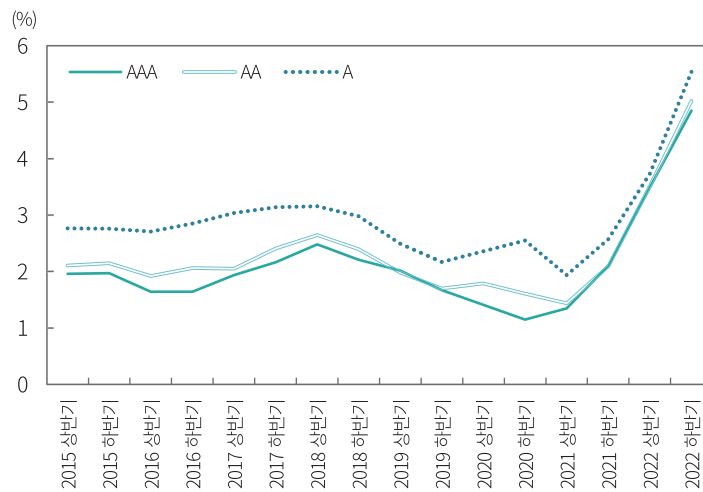
1) 2023년 5월 18일 기준

시중 실세금리 상승의 영향으로 기업의 회사채 발행수익률도 오르고 있다. <그림 2>에서 보는 바와 같이 회사채 발행수익률<sup>2)</sup>은 2021년 상반기 1.69%에서 2022년 하반기에는 5.07%로 급격히 상승하였다.

신용등급별로 보면 최근 모든 등급의 회사채 발행수익률이 급격히 상승하는 모습을 보이고 있다. AAA등급 회사채 발행수익률의 경우 한전채 발행 확대가 직접적인 영향을 미치고 있다. 한전채 공급 확대로 신용도 높은 신용채권의 공급이 증가하여 AAA등급의 회사채 발행수익률을 높이는 결과를 초래하였다. A등급의 경우에는 레고랜드 사태로 인한 신용경색이 발행수익률에 영향을 미쳤다. 2022년 하반기 전반적인 신용위험에 대한 투자자의 민감도가 높아진 가운데 레고랜드 사태가 발생하여, A등급 회사채의 수요예측 미달사태가 발생하고 조달비용률이 상승하는 결과를 초래했다. 이에 따라 일부 기업들은 발행을 연기하고 단기차입을 확대하는 등 조달전략을 변경하였으며, 일부 A등급 기업은 상반기에 비해 높은 신용스프레드를 감수하고 회사채를 발행하였다.

이와 같이 2021년 상반기 이후 기준금리 인상 등의 요인과 더불어 레고랜드 사태, 미국과 유럽의 은행 불안, 신용채권에 대한 수급 변화가 회사채 발행수익률에 영향을 미친 것으로 나타났다.

**<그림 2> 회사채 등급별 발행수익률 추이**



주 : 신용등급별 3년만기 발행수익률(spot rate)의 반기별 단순 평균 값임  
 자료: 인포맥스, 저자 계산

### 금리 상승에 따른 기업 부채 조달구조의 변화

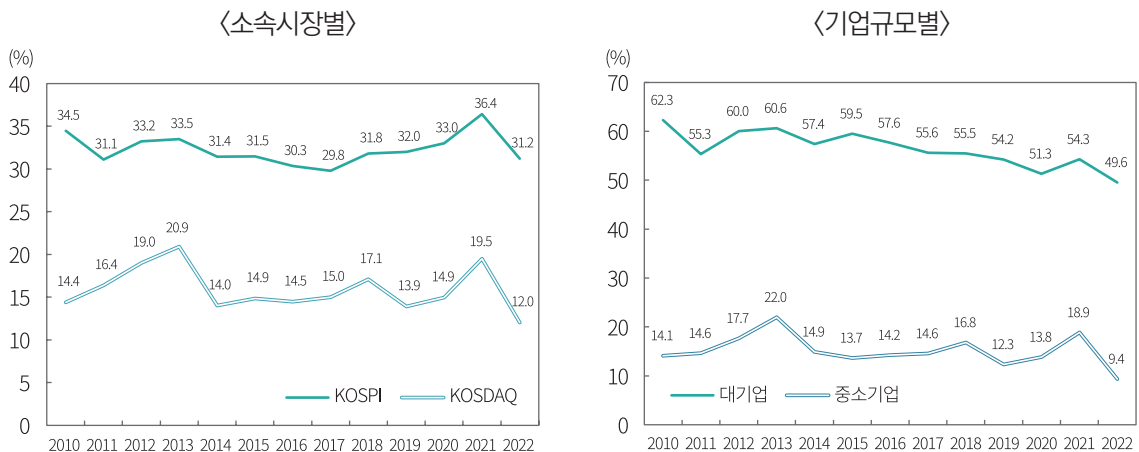
최근 기업들은 금리 상승에 대응하여 대체 조달 수단을 모색하고, 단기조달을 확대하는 등 기업의 부채 조달전략을 변화시키고 있다. 이에 본고에서는 상장기업 재무제표를 이용하여 금리 상승에 따른 기업의 부채 조달구조가 어떻게 변화하였는지를 살펴본다.

2) 분기별 무보증 회사채의 발행수익률(spot rate)의 평균값

2022년 상장기업 중에 회사채 조달 실적이 있는 기업의 비중은 18.5%로 전년 25.4%에 비해 대폭 줄어든 것으로 나타났다. 소속시장별로 보면 유가증권시장 소속 기업의 회사채를 통한 조달 실적이 있는 기업의 비중은 전년도 36.4%에서 2022년에는 31.2%로 대폭 줄어들었고, 코스닥시장의 경우에도 19.5%에서 12.0%로 감소하였다. 이와 같이 회사채 조달 실적이 있는 기업의 비중이 줄어든 것은 회사채시장을 둘러싼 불확실성이 확대된 것이 주요 요인으로 작용하였기 때문이다. 금리 상승으로 인하여 조달 비용이 올라가고, 한전채 발행 확대 및 레고랜드 사태 등으로 회사채시장이 경색됨에 따라 회사채를 대신하여 CP나 전단채와 같은 단기조달증권 발행이나 금융기관 차입 등으로 조달 방식을 바꾸었다.

한편 2022년도 기업규모에 따른 회사채 조달 실적 기업의 비중을 비교해보면 대기업은 49.6%, 중소기업은 9.4%로 과거에 비해 차이가 더욱 확대된 것으로 나타났다. 이는 우량한 신용도를 가진 대기업 중심의 회사채시장의 구조가 더욱 고착화되고 있음을 보여주는 것이다.

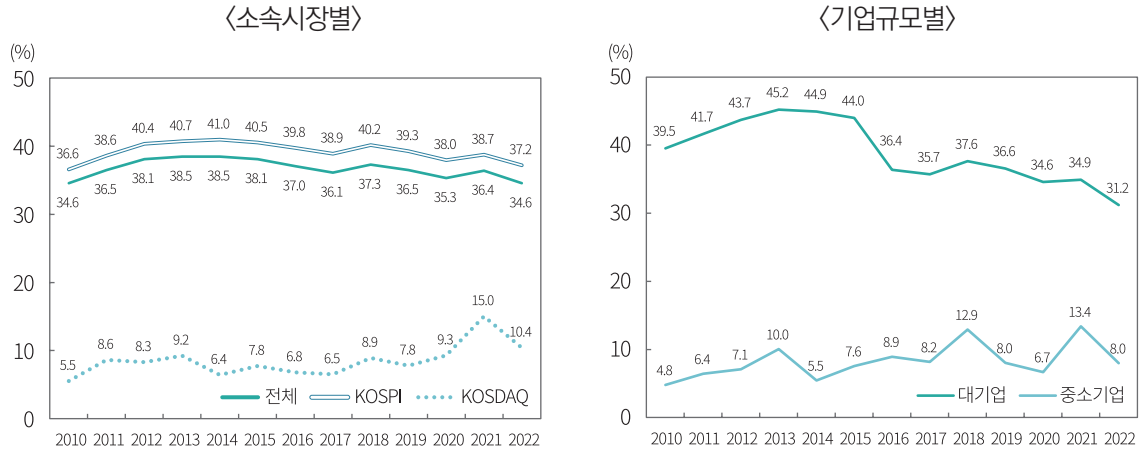
〈그림 3〉 상장기업의 회사채 조달 기업 비중 추이



주 : 1) 전체 비금융 상장기업 중에 사채조달 잔액이 존재하는 기업의 비중임  
 2) 기업규모는 상장협회의 중소기업 기준을 적용  
 자료: FnGuide, 저자 계산

최근 회사채시장이 경색을 보임에 따라 상장기업의 차입금 중 회사채가 차지하는 비중은 감소하고 있다. 전체 상장기업의 차입금 중 회사채의 비중은 2021년 36.4%에서 2022년에는 34.6%로 감소하였다. 소속시장과 기업규모별 영향을 보면 코스닥시장 소속 기업의 감소폭이 유가증권시장에 비해 큰 것으로 나타났고, 기업규모별로는 대기업에 비해 중소기업의 감소 폭이 훨씬 크게 나타나고 있다. 이는 회사채시장 경색이 소속시장 및 기업규모별로 각기 다른 영향을 미쳤다는 것을 보여주는 결과이다. 회사채시장이 경색되는 경우 투자자들은 기업의 규모가 작거나 신용도가 낮은 회사채의 투자를 꺼리는 현상이 발생하며, 이러한 우량 회사채 선호현상(Flight to quality)의 영향으로 코스닥시장 소속 기업과 중소기업의 회사채 조달 비중이 크게 감소하고 있다.

〈그림 4〉 상장기업의 외부 차입 중 회사채 비중 추이



주 : 1) 상장 비금융기업 중 차입금이 존재하는 기업의 총차입금 대비 사채의 비중 추이  
 2) 기업규모는 상장협약의 중소기업 기준을 적용

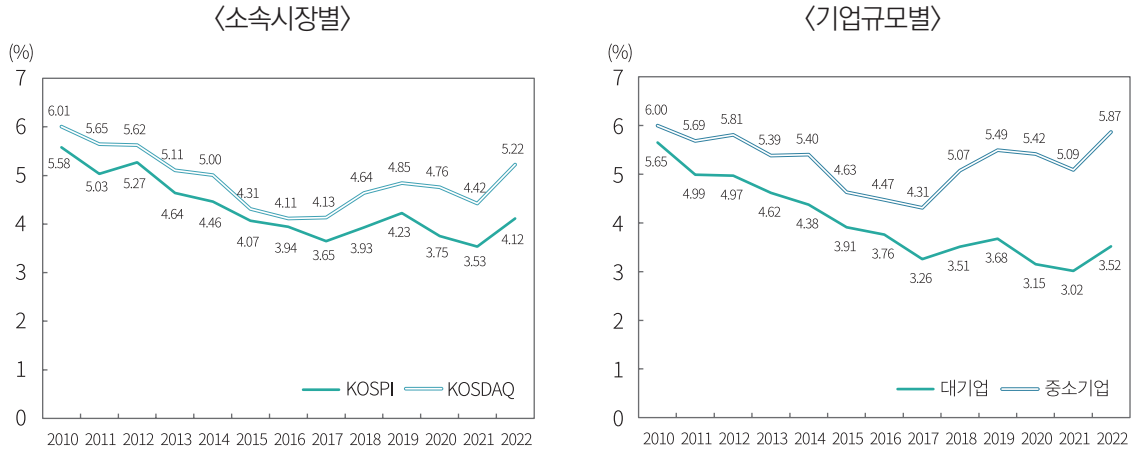
자료: FnGuide, 저자 계산

조달구조의 변화와 금리 상승은 기업의 조달비용률 상승을 초래하고 있다. 2022년 상장기업의 조달비용률은 금리 상승의 영향으로 전년도 4.11%에 비해 상승한 4.84%를 기록하였다. 연도별 조달비용률의 추이를 보면 2017년까지 평균 조달비용률이 하락하는 추세를 보였으나 2018~2019년은 상승 추세를 보였고, 2021년은 전년 대비 하락하였으나 2022년 다시 상승하였다. 이와 같이 기업의 부채 조달비용률은 실세금리의 변동 및 기업의 차입구조에 따라 영향을 받고 있다.

한편 최근 상장기업의 조달비용률 증가폭은 회사채 발행수익률 상승에 비해 상대적으로 낮은 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 과거 저금리로 조달한 자금의 만기가 도래하지 않아 금리 상승의 효과가 신규 조달에서만 나타났기 때문이다.

소속시장별로 조달비용률을 비교해보면 코스닥시장 소속 기업의 평균 조달비용률이 유가증권시장 소속 기업에 비해 높은 것으로 나타났다. 기업규모별로 보면 대기업에 비해 중소기업의 조달비용률이 더욱 크게 상승하였다. 이와 같이 금리 상승기에는 상대적으로 신용도가 낮고 기업규모가 작은 기업의 조달 여건이 더욱 악화되고 있다.

〈그림 5〉 상장기업의 평균 조달비용률 추이

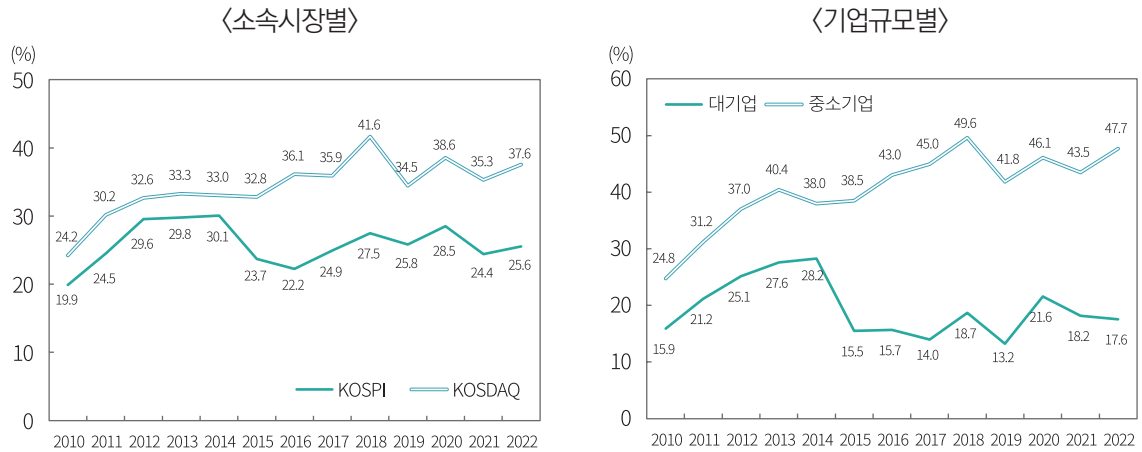


- 주 : 1) 평균 조달비용률은 이자 비용을 총차입금으로 나눈 값으로 계산  
 2) 무차입기업 및 극단치 제거를 위해 조달비용률이 30%를 넘는 기업은 표본에서 제외  
 3) 기업규모는 상장협회의 중소기업 기준을 적용

자료: FnGuide, 저자 계산

2022년도 기업 조달 여건이 악화되고, 경기가 둔화됨에 따라 상장기업 중 재무 상황이 악화된 기업이 증가하고 있다. 2022년 상장기업 중 영업손실이 발생하거나 이자보상배율이 1 이하인 기업의 비중은 유가증권시장 소속 기업이 25.6%, 코스닥시장 소속 기업은 37.6%를 기록하고 있다. 기업규모별로 보면 대기업에 비해 중소기업의 재무상황이 더욱 나빠진 것으로 나타났다. 2022년 중소기업 표본의 47.7%가 영업손실이 발생하거나 이자보상배율이 1 이하인 것으로 나타난 반면 대기업의 경우에는 재무 곤경기업 비중이 전년에 비해 소폭 감소하였다. 이와 같이 기업의 재무상황이 악화된 것은 금리 상승에 따른 이자부담이 증가하고, 경기 둔화에 따른 기업 수익성이 악화된 것이 주요 요인으로 작용한 것으로 판단된다.

〈그림 6〉 상장기업 중 재무곤경 기업의 비중 추이



주 : 1) 재무곤경 기업은 영업손실을 기록한 기업과 이자보상배율이 1 이하인 기업으로 정의함  
 2) 기업규모는 상장협회의 중소기업 기준을 적용

자료: FnGuide, 저자 계산

향후 위험요인 및 대응방안

이상에서 살펴본 바와 같이 기준금리 및 시중 실세금리 상승은 상장기업의 조달비용률을 높이고 조달구조도 변화시켰다. 금리 상승은 주로 신규 조달에 영향을 미치기 때문에 조달비용률 상승폭은 실세 금리 상승에 비해 적은 것으로 나타났으며, 조달구조 및 신용도 등의 차이로 인하여 소속시장, 기업규모 및 산업별로 조달비용률 및 조달비용률 상승폭 등에 있어 차이를 보이고 있다. 한편 조달비용률 상승 및 경기 둔화에 따른 수익성 저하 등의 영향으로 기업의 재무건전성은 악화되는 모습을 보이고 있다. 앞으로 금리 상승이 지속되는 경우 차환에 따른 추가적인 이자 부담으로 상장기업의 이자 비용이 증가하고, 재무상황이 악화될 가능성이 있다.

다행히도 최근 금리가 안정세를 보이고 있어 금리 상승에 따른 기업 신용위험의 급격한 증가 우려는 완화되고 있다. 그러나 인플레이션 압력이 지속되고, 자금시장을 둘러싼 일부 위험요인이 남아있는 상황에서 기업의 자금조달 여건이 급격히 개선되기를 기대하기는 어려운 상황이다. 따라서 시장의 잠재적인 위험에 선제적으로 대응하고, 기업의 조달구조를 개선하는 노력이 필요하다.

향후 기업 자금조달의 가장 큰 불안요인은 미국과 유럽의 은행 위기와 같은 대외적인 금융불안정성이 확산되어 금융위기가 발생하는 경우이다. 현재 미국과 유럽 정부의 적극적인 대처로 은행 위기 확산을 막았지만, 상업용부동산의 가치 하락 등에 따른 은행 부실화나 일부 은행의 유동성 문제로 인한 대출시장 위축 등의 우려는 남아있고 장기적으로 경기 침체에 대한 불안감이 지속되고 있는 상황이다. 이러한 금융시장의 불안정성은 기업의 자금조달과 더불어 글로벌 경기에도 영향을 미쳐 기업의 자금조달시장의 변동성을 높일 가능성이 있다.

또한 인플레이션 압력으로 인하여 고금리가 지속될 위험도 존재한다. 시장 참가자들은 금년 하반기 중에 금리가 하락할 것을 기대하고 있지만 미국을 비롯한 각국의 중앙은행의 정책 방향과는 다소 시차 차이가 존재한다. 따라서 인플레이션 압력이 줄어들기 전까지 기준금리는 현재의 수준을 유지하거나 소폭 상승할 가능성을 배제하기 어렵고, 이러한 고금리 상황의 지속은 기업의 조달비용과 조달구조에 영향을 미칠 가능성이 높다. 또한 장기간 고금리가 지속될 경우 한계기업이 증가하고, 구조조정의 압력이 높아질 수 있다.

향후 기업의 자금조달시장의 여건 변화에 대응하여 기업금융 안정화 정책이 마련될 필요가 있다. 우선 상대적으로 자금조달 여건이 취약한 중소기업의 금융활성화를 위한 정책이 필요하다. 이러한 자금지원 정책의 검토에 있어 사전적으로 필요한 것은 한계 기업과 산업에 대한 진단과 개선 방안을 도입하는 것이다.

기업 부문은 시장환경 변화에 대응한 조달정책을 추진해야 한다. 금리 및 자금조달시장의 변화를 점검하고 조달비용을 절감하기 위한 적극적인 조달정책의 변경을 포함한 자금조달의 효율성을 제고하는 노력을 기울여야 한다. 이와 더불어 기업의 생산성과 수익성을 높여 체질을 개선하는 것이 자금시장의 변화에서 살아남기 위한 기반이 될 수 있다.

## OPINION

연구위원  
정수민

## 대출 비교 플랫폼의 대환대출 서비스 성공을 위한 고려사항\*

2023년 5월 말부터 대출 비교 플랫폼에서 대환대출이 가능해질 예정이다. 소비자들은 대출 비교 플랫폼에서 기존 대출의 원리금, 중도상환수수료 등의 조회 및 새로운 대출의 가입까지 한 번에 처리할 수 있게 된다. 대출 비교 플랫폼은 소비자들이 새로운 대출 상품을 찾는 탐색 비용을 줄여 금융기관들의 대출이자 인하 경쟁을 유도할 수 있다는 큰 장점이 있다.

대출 비교 플랫폼이 실제 대출이자를 낮추고 소비자 후생을 증대시키기 위해서는 우선 플랫폼 자체의 활성화가 필요하다. 양면시장인 플랫폼의 특성상 소비자와 금융기관 모두의 참여가 있을 때에만 플랫폼이 성공적으로 운영될 수 있다. 그러나 플랫폼의 시장지배력이 지나치게 높아지는 경우에는 플랫폼 운영에서 발생하는 수수료가 소비자에게 전가되어 소비자 후생이 감소할 위험도 존재한다.

대환대출 출시를 통한 대출 비교 플랫폼의 활성화를 위해서는 기존에 높은 이자로 대출을 받은 저신용자들을 중심으로 한 소비자층을 확보하는 것이 주요한 전략이 될 것으로 보인다. 또한 가계대출의 대부분을 차지하는 주택담보대출의 대환대출이 플랫폼상에서 가능해진다면 더 많은 소비자층을 끌어들이 수 있을 것으로 예상된다.

현재 가계대출 중 대출 비교 플랫폼을 통한 대출 비중은 높지 않은 것으로 보인다. 대출 비교 플랫폼들이 시장을 확대하고 서로 더 많은 소비자와 금융기관을 유치하기 위해 경쟁하는 동안에는 플랫폼에서 발생하는 수수료가 소비자들에게 전가될 위험이 크지 않다. 그러나 향후 대출 비교 플랫폼의 대출 중개 점유율은 높아질 것으로 예상되기 때문에 대출 비교 플랫폼 간의 경쟁에도 주목할 필요는 있다.

현대사회에서 ‘돈’은 거의 동질적 재화(homogenous good)이다. 과거 광물로 돈을 만들던 시절에는 사람 손을 많이 타 훼손된 ‘악화가 양화를 구축’하곤 했지만 중앙은행이 그 가치를 보증하는 현대사회의 돈은 그 돈이 얼마나 많은 사람의 손을 거쳤든, 언제 만들어졌든 거의 완벽히 동질적인 가치를 가진다. 그럼에도 불구하고 돈의 가격이라 할 수 있는 ‘이자’는 돈을 빌려주는 사람마다 다르게 책정한다. 경제학의 이론대로라면 사람들은 가장 저렴하게 돈을 빌려주는 사람에게만 돈을 빌리게 되고, 더 높은 이자를 책정하는 판매자는 경쟁에 의해 도태되어야 한다. 하지만 시장에서는 다양한 이자율이 존재할 뿐 아니라 서로 다른 이자율 하에서 돈이 거래되고 있다.

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

### 탐색 비용(search cost)과 가격 분산(price dispersion)<sup>1)</sup>

동질적 재화의 가격이 다양하게 나타나는 이유에 대한 가장 대표적인 설명으로는 탐색 비용(search cost)을 들 수 있다. 여러 명의 판매자들이 동질적인 재화를 파는 경우를 생각해보자. 만약 소비자들이 모든 판매자들이 제시하는 가격을 보고 물건을 구매할 수 있다면, 가장 낮은 가격에 물건을 판매하는 판매자만이 소비자들의 선택을 받을 수 있다. 따라서 판매자들은 경쟁적으로 가격을 낮추게 되고, 결국 모든 판매자들의 가격은 가장 낮은 수준에 수렴하게 된다.

소비자들이 모든 판매자들의 가격을 관찰할 수 없다면 경쟁의 양상은 달라진다. 소비자들이 소수의 판매자 혹은 단 한 명의 판매자의 가격만 알 수 있다면, 판매자들은 높은 가격에도 물건을 판매할 수 있다. 만약 소비자가 탐색 비용을 지불하고 다른 판매자를 찾을 수 있다면 어떻게 될까? 소비자는 새로운 판매자가 아주 낮은 가격을 제시하는 경우, 즉, 새로운 판매자가 제시하는 가격과 기존 판매자가 제시하는 가격의 차이가 탐색 비용보다 클 경우에만 탐색을 할 것이다. 판매자가 소비자가 새로운 판매자를 찾아 나서지 않을 정도로만 가격을 낮춘다면, 거래는 성사된다. 따라서 탐색 비용이 존재하는 경우 판매자들에게 가해지는 경쟁 압력은 크지 않기 때문에, 판매자들이 서로 다른 가격을 제시하는 것이 시장의 균형으로 나타날 수 있다.

### 대출 비교 플랫폼의 기대효과

돈이 거래되는 대출 시장은 이러한 탐색 비용이 매우 크게 나타나는 시장이다. 돈을 빌려주는 판매자인 금융기관은 개인의 신용에 따라 이자율 및 대출 조건을 다르게 책정한다. 개인들은 대출 가능성 및 대출 조건을 조회하기 위해서 금융기관에 각종 서류를 제출하고, 지점에 여러번 방문해야 한다. 여러 금융기관의 대출 조건을 비교하기 위해서는 상당한 비용이 발생하는 구조이다. 대출 비교 플랫폼은 여러 대출 상품을 한 곳에 모아 소비자들이 상품 비교를 쉽게 할 수 있도록 함으로써 소비자들의 탐색 비용을 줄여준다. 앞서 언급한 것처럼, 낮은 탐색 비용은 판매자들의 가격 경쟁을 유도함으로써 이자율 인하까지도 기대할 수 있다. 이러한 기대에 따라 2020년 대출 비교 플랫폼이 혁신금융서비스로 지정되어 출시되었고, 금년 5월 말부터 개인의 신용대출을 대상으로 하는 대환대출이 대출 비교 플랫폼에서 서비스될 예정이다.

대환대출은 탐색 비용이 특히 높은 상품이다. 기존의 대출을 대신 상환할 새로운 대출 상품을 찾기 위해서는 대환대출 상품 간의 비교뿐 아니라 기존의 대출기관에 방문하여 중도상환수수료 및 상환가

1) 본 내용은 다음 문헌에 기반하여 작성되었다.

Butters, G. R, 1977, Equilibrium distributions of sales and advertising prices, *Review of Economic studies* 44, 465-491.

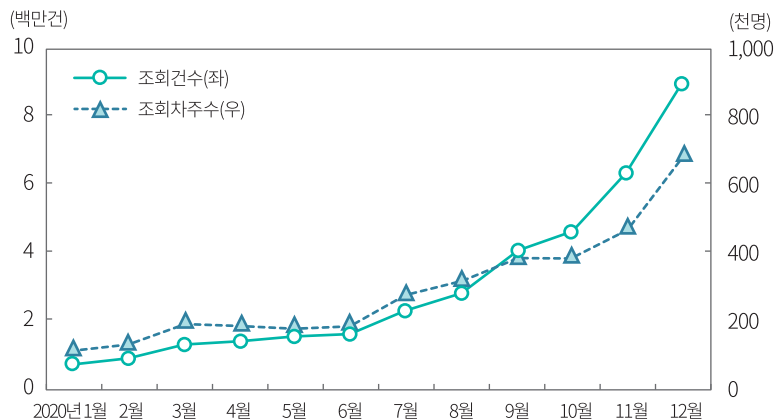
Burdett, K., Judd, K.L., 1983, Equilibrium price dispersion. *Econometrica* 51(4), 955-969.

능여부를 확인해야 하기 때문이다. 새로 출시될 신용대출 대상 대환대출 시스템은 기존 대출의 상환 가능 여부 및 중도상환수수료를 온라인으로 조회할 수 있도록 해 소비자들의 탐색 비용을 상당히 줄여 줄 것으로 예상된다. 또한 금융위원회는 기존 대출기관과 새로운 대출기관 사이의 상환절차를 금융결제원 망을 통해 중개하는 대출 이동 시스템을 구축하여 대환대출 시장에 참여하는 금융기관들의 편의성을 높ی겠다고 발표했다(금융위원회, 2023. 3. 9).

### 대출 비교 플랫폼의 성공 조건

대출비교 플랫폼 상의 대환대출 서비스 출시를 통한 탐색 비용의 감소가 실제 이자율을 낮추는 데 까지 이어지기 위해서는 많은 금융기관과 소비자들이 플랫폼에 참여해야 한다. 플랫폼이 구축되었을 지라도 많은 금융기관들이 참여하지 않으면 소비자들은 해당 플랫폼을 찾지 않을 것이다. 또한 많은 소비자들이 플랫폼에 참여하지 않으면 각 금융기관에 부여되는 경쟁압력이 크지 않아 대출 이자율을 인하할 유인이 크지 않다. 금융위원회의 보도자료에 따르면 전체 신용대출 시장의 90% 이상을 차지하는 53개 금융회사(은행 전체 19개사 포함)가 대환대출 시스템에 참여할 예정이다(금융위원회, 2023. 3. 9). 소비자의 참여를 예상하기 위해 기존 대출 비교 플랫폼의 활용 통계를 살펴보면, 2023년 4월 기준 37개 저축은행 가계신용대출 대출 경로 중 인터넷, 모바일 뱅킹을 통한 대출은 15.2%로 대출 비교 플랫폼을 통한 대출은 이보다 낮은 수준일 것이라 예상해볼 수 있다(데일리안, 2023). 2021년 기준 온라인 대출 비교 플랫폼을 통한 은행권 가계대출 모집규모는 총 3조1,000억원으로, 2021년 전체 신규대출(181조8,000억원)의 1.7% 수준이다(서울경제, 2022. 6. 20). 그러나 대출 비교 플랫폼을 통한 대출조회 및 차주수는 대출 비교 플랫폼 출시 이후 꾸준히 증가하는 추세이다.

〈그림 1〉 금융플랫폼을 통한 대출조회 및 차주수



자료: 금융위원회(2021. 4. 26)

대환대출 서비스의 도입이 실제 소비자들의 후생(welfare) 증가로 이어지기 위해서는 플랫폼의 도입으로 인해 발생하는 수수료가 소비자들에게 전가되지 않아야 한다. 양면시장의 특성상 플랫폼이 일정 규모에 도달한 이후에는 시장지배력을 갖게 되고 이는 곧 수수료 인상으로 이어질 수 있다. 금융위원회 보도자료에 따르면 대출 비교 플랫폼 시장의 95% 이상을 차지하는 총 23개사가 대환대출 플랫폼 시장에 참여할 예정이다. 현재 대출 비교 플랫폼 시장은 토스, 카카오페이, 핀다 3사의 점유율이 압도적인 것으로 보인다. 전체 대출시장 기준으로 보면 이들 3사의 대출 중개 점유율은 크지 않을 수 있지만, 앞으로 대출 비교 플랫폼 시장이 확대될 것으로 기대됨에 따라 플랫폼간 경쟁이 어떤 양상으로 진행되는지는 면밀히 지켜봐야 할 것이다.

높아진 금리 변동성으로 소비자들의 대환대출에 대한 관심이 높아진 시점에 대출 비교 플랫폼의 대환대출 서비스 출시는 매우 환영할만한 일이다. 대환대출 서비스의 출시를 통해 대출 비교 플랫폼 시장의 성장과 소비자 후생 증가를 이루기 위해서는 무엇보다 시장의 확대가 중요하다. 이를 위해서 우선 기존에 높은 금리로 대출을 받은 저신용자들을 중심으로 소비자층을 넓혀가는 것이 주요한 전략이 될 것으로 보인다. 또한 금융위원회는 금년 12월 내로 플랫폼상에서 주택담보대출의 대환대출이 가능하도록 시스템을 구축할 계획이다. 주택담보대출이 가계대출의 상당 부분을 차지하는 만큼, 주택담보대출의 대환대출이 가능해지면 더 많은 소비자들을 플랫폼으로 끌어들이 수 있을 것이다.

## 참고문헌

금융위원회, 2023. 3. 9, 온라인·원스톱 대환대출 인프라 구축현황 및 확대계획, 보도자료.

금융위원회, 2021. 4. 26, 중금리대출 제도개선방안, 보도자료.

데일리안, 2023. 4. 26, 저축은행 대출은 아직도 대면이 대세...디지털 금융 '그림자'.

서울경제, 2022. 6. 20, 지난해 가계대출 3.1조원, 온라인 플랫폼 통해 이뤄졌다.

Butters, G. R, 1977, Equilibrium distributions of sales and advertising prices, *Review of Economic studies*, 44, 465-491.

Burdett, K., Judd, K.L., 1983, Equilibrium price dispersion. *Econometrica* 51(4), 955-969.

ZOOM  
-IN

## 일본의 Web3.0 백서 승인과 NFT 규제 동향

- 금년 4월 일본 경제산업성은 암호자산, 대체불가능토큰(NFT) 등을 기반으로 새로운 가치를 창출하고 블록체인을 활용하여 데이터를 관리·거래하는 트렌드(Web 3.0)가 전 세계적으로 확산됨에 따라 관련 내수경제 산업 성장을 촉진하기 위해 Web3.0 백서를 승인
- Web3.0 백서에서는 NFT부터 탈중앙화자율조직(DAO)에 이르기까지 관련 규제 제안을 공식화하는 것을 목표로 하고 있음
- 관련 세제의 개선, 콘텐츠 홀더(contents holder) 보호, NFT 관련 소비자 보호 강화 등 백서에서 제안된 여러 사항은 블록체인·암호자산 등 관련 산업에 대한 포괄적인 로드맵을 제공

- 일본 경제산업성은 암호자산, 대체불가능토큰(Non-Fungible Token: NFT) 등을 기반으로 새로운 가치를 창출하고 블록체인을 활용하여 데이터를 관리·거래하는 트렌드(Web 3.0)가 전 세계적으로 확산됨에 따라 관련 내수경제 산업 성장을 촉진하기 위해 Web3.0 백서를 승인(2023. 4)<sup>1)</sup>
  - MZ세대 등 젊은 세대 중심으로 메타버스가 새로운 개인의 인터페이스가 되고 있으며 디지털 공간 비중이 높아져 비즈니스 가치도 비약적으로 상승하면서 이러한 트렌드를 고려해 디지털 공간의 잠재력과 리스크를 정확하게 파악하고 Web3.0 비즈니스를 전개하는 일본 국내외 사업 환경 정비 필요성 증대<sup>2)</sup>
    - 이메일과 웹사이트를 중심으로 한 단방향 통신의 Web1.0(read-only), 스마트폰과 SNS로 특징지어지는 양방향 소통의 Web2.0(read and write)에 이은 블록체인 기반의 차세대 인터넷으로 탈중앙화, 개인화, 지능화된 맞춤형 웹으로, 개인 데이터를 자유롭게 소유·관리·교류·거래 가능한 디지털 경제의 새로운 기술 혁신의 물결을 Web3.0(read, write and own)으로 정의<sup>3)</sup>
    - Web3.0 시대에는 NFT나 암호자산 등 블록체인 기술을 기반으로 하는 분산화된 네트워크 위에서 특정 플랫폼에 의존하지 않고 자립한 사용자가 직접 상호 연결되는 새로운 디지털 경제권을 구축하고자 함

1) 自由民主党デジタル社会推進本部 web3 プロジェクトチーム, 2023. 4, web3 ホワイトペーパー~誰もがデジタル資産を活用する時代へ~

2) <https://www.meti.go.jp/press/2022/07/20220715003/20220715003.html>

3) [https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/sangyokinyu/Web3/index.html](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/Web3/index.html)

- 2022년 4월에 자유민주당이 ‘NFT 백서 Web3.0 시대를 내다본 일본의 NFT 전략(NFT ホワイトペーパー Web3.0時代を見据えたわが国の NFT 戦略)’을 발표하고 NFT 관련 문제를 제시하고 그에 대한 정책을 제언<sup>4)</sup>
- 2022년 12월에는 디지털청의 Web3.0 연구회나 경제산업성의 Web3.0 정책추진실 등이 Web3.0 관련 보고서 및 정책적 시각을 정리한 자료를 발표하고, NFT에 관한 동향이나 제언 등을 기술<sup>5)</sup>
- 2023년 1월에는 국세청이 NFT의 세무 관련 문제를 설명한 FAQ를 발표<sup>6)</sup>
- 문화청에서는 NFT와 저작권의 관계, 특허청에서는 NFT와 한 화상 데이터의 의장권 보호 등에 관한 검토가 이루어짐<sup>7)</sup>

□ Web3.0 백서는 암호자산 산업 확장에 대해 NFT부터 탈중앙화자율조직(Decentralized Autonomous Organization: DAO)에 이르기까지 관련 규제 제안을 공식화하는 것을 목표로 하고 있음

- DAO의 일본법상 법적 위치설정, 구성원의 법적 권리의무 내용, 과세 관계 등을 정리하고 DAO의 법인화를 인정하는 제도 도입을 검토해야 한다는 취지를 제언
  - 현행 일본 회사법상 DAO 구성원의 유한책임을 규정하고 DAO 설립·운영에 적합한 명문화된 법인·조합 형태가 존재하지 않음
  - 판례·학설상 인정되고 있는 ‘권리능력 없는 사단’ 법리에 따라 일정한 경우 유한책임이 인정되는 경우는 있지만, 법령에 근거하는 것이 아니라 법인격이 존재하지 않기 때문에 DAO에 권리능력 없는 사단의 법리를 적용했을 경우 불명확한 점이 있어 DAO의 법적 위치설정의 명확화 필요성이 높아지고 있음
- DAO에 대한 법인격 부여를 검토할 경우 기존의 여러 법인 형태 중에서는 소유와 경영의 일치를 전제로 하며 정관 자치가 비교적 널리 인정되는 합동회사(고도카이사)가 DAO 실태와 비교적 유사함
- 따라서 LLC(Limited Liability Company)형 DAO에 관한 특별법을 제정하고, 회사법상 합동회사 규제 및 금융상품거래법에 관련 규제를 일부 변경하여 적용하는 것을 권고
  - 예를 들어 합동회사의 규제에서는 합동회사 사원의 성명·명칭 및 주소가 정관 기재사항으로 되어 있는 등 DAO 설립·운영에 적합하지 않은 부분이 있기 때문에 DAO의 특성을 감안한 규제로 변경

4) 自由民主党政務調査会デジタル社会推進本部, 2022. 4. 26, 『デジタル・ニッポン 2022—デジタルによる新しい資本主義への挑戦—』, 自由民主党デジタル社会推進本部 NFT 政策検討プロジェクトチーム, 「別添 1 NFT ホワイトペーパー Web3.0 時代を見据えたわが国の NFT 戦略」; 『経済財政運営と改革の基本方針 2022 新しい資本主義へ—課題解決を成長のエンジンに変え、持続可能な経済を実現—』, 2022. 6. 7, 閣議決定.

5) Web3.0 研究会, 2022. 12, 『Web3.0 研究会報告書~Web3.0 の健全な発展に向けて~』.

6) 国税庁, 2023. 1, 「NFT に関する税務上の取扱いについて (FAQ)」.

7) [https://www.bunka.go.jp/seisaku/bunkashingikai/chosakuken/kihonseisaku/r03\\_09/](https://www.bunka.go.jp/seisaku/bunkashingikai/chosakuken/kihonseisaku/r03_09/)

- 일본은 개인이 보유한 암호자산 거래에서 발생한 소득은 잡소득에 해당하여 최고세율(소득세와 주민세를 합산) 55%로 과세되는 등 다른 나라에 비해 엄격한 취급을 받고 있으며, 그 결과 이 세제를 피하고자 암호자산 관련 산업에 종사하는 기업가나 기술자의 해외 이주가 증가하고 있다는 지적이 있음
  - 현행 세제에서는 보유하고 있는 암호자산을 엔화나 달러 등의 법정통화와 교환한 경우 뿐만 아니라 다른 암호자산과 교환한 경우에도 암호자산을 양도한 것으로서 암호자산의 양도와 관련된 손익에 대해 소득세가 부과됨
  - 그러나 암호자산 간의 교환 시에는 법정통화를 취득하지 않기 때문에 납세자에 의한 세무신고 독려에 방해가 되고 있음
  - 이에 백서에서는 개인이 보유하는 암호자산에 대한 과세는 ① 암호자산 거래로 발생한 손익에 대해 20%의 세율에 의한 신고분리과세 대상으로 할 것 ② 암호자산 관련 손실 소득금액으로부터의 이월공제(다음 해 이후 3년간)를 인정할 것 ③ 암호자산 파생상품 거래에 대해서도 동일하게 신고분리과세 대상으로 하는 것을 제언
  - 또한 암호자산 거래에서 발생한 손익에 대해서는 암호자산끼리 교환한 시점에서는 과세하지 않고 보유하고 있는 암호자산을 법정통화로 교환한 시점에서 일괄 과세대상으로 하는 것을 제언
  
- 동 백서는 창작자 등 NFT 콘텐츠에 대한 권리자(콘텐츠 홀더, contents holder)를 저작권 침해 등으로부터 보호하기 위한 대응 방안을 제언
  - NFT에 연결된 디지털 콘텐츠가 저작물일 경우 저작권이 발생 단, 사상 또는 감정을 표현한 것이 아닌 것에 대해서는 저작물성은 부정되므로 NFT 자체에는 저작권이 발생하지 않음
    - 저작권은 양도가 가능하지만 NFT 이전에 따라 콘텐츠 저작권이 자동적으로 양도되는 것은 아니기 때문에, 계약 등에서 저작권의 양도에 대해 정하지 않으면 콘텐츠의 창작자에게 저작권이 남게 됨
    - 이것은 NFT화한 콘텐츠에 한정된 것은 아니고 예를 들어, 현물의 작품을 양도하는 경우도 같음. 또한 저작권자는 저작권의 양도는 하지 않아도 NFT 취득자에게 콘텐츠의 이용과 관련된 라이선스를 부여하는 것은 가능
  - (무허락 NFT) NFT는 진정한 권리자에 의해 발행된 것이라는 데 특히 가치가 있기 때문에 무허락 NFT 유통으로 NFT를 구매한 소비자 피해가 발생·확대되고 있어, 진정한 권리자에 의한 정규 NFT 판매 기회의 상실이 우려되는 상황
    - NFT는 원본인지 아닌지 판별할 수는 있지만 NFT에 연결된 디지털 콘텐츠 등의 복제를 방지하는 기술이 아니기 때문에 권리자의 허락을 받지 않은 채 디지털 콘텐츠 등이 NFT화되어 마켓플레이스에서 판매되는 사례가 발생
    - 이러한 무허락 NFT에 로열티 등의 구조가 설치되어 있는 경우, 그 발행자는 창작자 등 진정한 권리자의 권리를 침해하는 것을 넘어 부당한 경제적 이익을 취득하게 됨

- ① (저작권 등 정보의 일원 관리) 권리자가 디지털 콘텐츠를 등록하고, 그 저작권 정보 등이 일원 관리되는 구조를 마련하여 무허락 NFT인지 여부를 확인해 거래를 실시할 수 있도록 함
  - AVEX사가 재팬 콘텐츠 블록체인 이니셔티브(Japan Contents Blockchain Initiative: JCBI)나 그 가맹기업 등과 제휴해 ‘Asset Bank’라고 불리는 시스템을 개발해 NFT 비즈니스로 활용
- ② (증거의 보전) 위조품이 나왔을 경우 권리침해를 발견한 크리에이터가 ‘C-Guardian’<sup>8)</sup>에 침해정보를 등록하면 블록체인 상에서 증거보전이 이루어지도록 함
  - 신뢰성과 투명성을 가진 블록체인에 증거보전을 함으로써 권리침해 경고시 견제력이 될 수 있음
  - 권리침해 정보등록 사이트의 효율적 실시를 위한 인센티브로 증거보전을 실시한 자에게 특전이 있는 토큰(特典付きのトークン)을 발행하는 구조도 제안
- ③ (무허락 NFT 외 마켓플레이스 관여) NFT 마켓플레이스 운영자가 관여하는 대책으로 미국에서는 Digital Millennium Copyright Act(DMCA)에 근거해 ‘Notice and take down’이라고 불리는 프로바이더(プロバイダ)에 대한 제도가 마련되어 있음
  - 저작권 침해를 주장하는 자로부터 통지를 받은 프로바이더가 권리침해인지 아닌지의 실제적 판단을 거치지 않고 해당 정보의 삭제 등을 실시하는 것에 대해 책임을 지지 않도록 하는 제도로, 마켓플레이스 OpenSea 운영사는 미국 기업을 위해 해당 제도에 따라 무허락 NFT를 삭제하고 있음
  - 일본은 ‘특정전기통신 역무제공자의 손해배상책임 제한 및 정보의 개시에 관한 법률(프로바이더 책임제한법)’ 제3조 제2항 제2호에 유사한 제도는 있지만, 정보의 삭제에 이르는 절차가 미국의 경우보다 1회 더 많음
  - 구체적으로는 권리자로부터 권리침해(저작권 침해에 한정하지 않음) 통지를 받은 프로바이더가 발신자에게 송신방지 조치를 강구하는 것에 동의하는지 여부를 조회한 후 발신자가 이의 통지를 하지 않았을 경우 권리침해를 하고 있다고 여겨지는 정보를 삭제해도 프로바이더는 책임지지 않는 제도
  - NFT 거래는 마켓플레이스를 활용해 이루어지는 경우가 많기 때문에 무허락 NFT에 대한 대책 뿐 아니라, 예를 들어 자금세탁 대책 등의 효과를 높이기 위해서라도 마켓플레이스의 관여가 일정 정도 필요한 것으로 상정되었고, 마켓플레이스 운영자에게 어떤 역할을 요구할 것인가 하는 것이 논점이 되고 있음
- ④ (테크놀로지의 활용) 위조방지를 위해 워터마크(透かし)를 NFT 작품에 매립하는 기술이나 전자 사인을 활용하는 대체를 고려
  - 마켓플레이스에 따라서 NFT 발행 시 ‘Unlockable Content’라 불리는 NFT 보유자만이 접근할 수 있는 기능을 제공하여 마켓플레이스에서는 저해상도나 워터마크가 들어간 작품을 표시해 NFT 보유자만이 고해상도나 워터마크 없는 작품 등에 액세스할 수 있도록 함

8) 민간기업 3곳이 공동 개발한 Web3.0 시대 디지털 콘텐츠 저작권 침해 대책 지원 서비스

□ 해킹에 의해 NFT를 도난당하거나, 무허락 NFT임을 모르고 구입하고, 보유한 NFT에 연결된 디지털 콘텐츠에 액세스 할 수 없는 등 소비자 피해가 발생하고 있어 백서에서는 이와 관련된 소비자 보호 과제와 대응을 제언

- NFT, NFT화 된 디지털 콘텐츠는 무체물이기 때문에 유체물만을 물권으로 보고 소유권을 규정하고 있는 민법(제85조, 제206조)의 소유권 법리를 직접 적용하기 어렵기 때문에 NFT가 해킹에 의해 도난당한 경우 소유권에 근거한 반환요구가 어려움
- NFT의 예가 아니지만 비트코인 거래소가 암호자산 부정유출로 파산한 것과 관련해 판례가 있음
  - 이 사례에서는 파산관재인에 대해 비트코인 보유잔액을 가지고 있던 자가 해당 비트코인의 소유권을 주장하고 파산법 제62조의 환수권에 근거해 비트코인 인도 등을 요구했으나, 도쿄지방법원은 비트코인이 소유권의 객체가 되기 위해 필요한 유체성 및 배타적 지배가능성을 가졌다고 인정할 수 없으며 따라서 비트코인은 물권인 소유권의 객체가 될 수 없다며 청구를 기각<sup>9)</sup>
- 블록체인에 주목함으로써 무체물인 NFT에 물권법 규정을 유추 적용하는 것은 가능하지 않을까 하는 고찰도 나타나기 시작<sup>10)</sup>
  - 블록체인을 활용한 NFT는 복제 가능성이 없고 대체 불가능하며, 점유의 ‘현실 인도’는 블록체인 원장에 재기록(書換えがそ)되는 것이 대신할 수 있고, 유일한 권리자에게 토큰 귀속이나 보유자 지위의 명백성이 있다고 보고 암호토큰 보유자의 보호 필요성은 물건 소유자의 보호 필요성에 필적할 수 있으므로 물권법 규정의 유추적용을 긍정하는 견해도 있음<sup>11)</sup>
- 동 백서는 무허락 NFT의 구매로 인한 소비자 피해 보호를 위해 NFT를 발행하는 지갑의 인증, NFT와 관련된 권리 정보(콘텐츠의 이용 허락, 2차 유통과 관련된 계약 문서)의 게시, 소비자의 관련 지식과 이해 향상 필요성 등이 지적
  - 권리 정보의 게시에 대해서는 권리 정보를 일원 관리하는 단체나 틀을 마련해 마켓플레이스 측에서 참조해 간단하게 표시할 수 있는 구조를 정비하는 것 등을 제언
- NFT의 본질은 유일무이성으로 이에 대해 고액의 대금을 지불하고 구입하지만, 디지털 콘텐츠는 복제가 용이하기 때문에, NFT를 구입 후에 발행자가 복제하여 동일한 디지털 콘텐츠에 NFT를 다수 발행하는 일이 발생되면 당초 구매자가 구매한 NFT의 가치 희석이 발생
  - 대량생산된 실제 제품의 디지털 화상(画像)에는 의장권<sup>12)</sup>이 형성되지 않아, NFT화하였다고 하더라도 의장권은 없음

9) 東京地判 平成 27年 8月 5日 平成 26年 (ワ) 第33320号

10) 国立国会図書館, 2023. 4. 4, NFT の動向と課題—コンテンツホルダー保護と消費者保護を中心に—, 調査と情報—ISSUE BRIEF—, No. 1232, p 5~6, 9~10.

11) 国立国会図書館, 2023. 4. 4, NFT の動向と課題—コンテンツホルダー保護と消費者保護を中心に—, 調査と情報—ISSUE BRIEF—, No. 1232, p 9.

12) 의장이란, 물품, 건축물, 화상(画像)의 형상(カタチ), 모양(模様)(+색)이라는 2가지 요소로 이루어진 디자인을 말함. 의장권자는 디자인의 실시(생산, 사용, 판매 등)를 독점할 수 있음

- 일본에서 의장권은 원칙적으로 물품이나 건축물의 디자인을 보호하는 것이며, 화상 중 기기(機器)의 조작용으로 제공되는 화상이나 기기가 그 기능을 발휘한 결과로서 표시되는 화상은 보호의 대상이지만, 일반 화상은 보호되지 않음
  - 따라서 NFT의 발행범위를 발행자와 구매자 간의 계약조건으로 정하는 마켓플레이스 이용약관에 발행범위를 초과한 NFT의 발행을 금지하는 규정을 두고, 마켓플레이스에 참여하는 발행자를 심사제로 하는 블록체인 기술을 활용하여 NFT 등에 발행범위 수 등을 기록하여 계약조건 위반 여부를 확인할 수 있도록 하는 등의 제도를 제언
- NFT 중에는 그 보유자에게 권리나 지위를 부여하는 설계가 되어 있는 것도 많지만, 그 내용은 NFT마다 크게 다르고, 권리 내용 등의 제시 방법에 관해서도 발행자의 웹 사이트상에서 제공하는 것도 있는가 하면, NFT의 메타데이터 안에 기재되어 있는 것 등 통일된 방법이 없어 소비자 입장에서는 거래 내용을 알기 어려운 사태가 발생
- 대응책으로서는 NFT에 부수되는 권리나 지위의 내용을 유형화한 후, 그 내용을 알기 쉽게 표시하는 표준적인 방법을 정하거나 NFT화한 디지털 콘텐츠의 관련 정보를 일원 관리할 것 등을 제언

선임연구원 신경희

ZOOM  
-IN일본은행의 우에다 체제 출범 및  
통화정책 방향

- 2023년 4월 일본은행의 우에다 신임 총재가 취임함에 따라 일본의 통화정책 변화 가능성에 대한 기대가 확산
- 지속적인 통화완화 정책으로 일본 경제는 저성장·저물가 위험에 대해 어느 정도 긍정적 효과를 거두었으나, 중장기적으로 통화정책의 한계와 함께 부정적 영향이 부각
- 우에다 총재도 완화적 통화정책 지속에 따른 부작용을 인지하고 있어 시장 충격을 최소화하며 점진적인 정책 선회가 이루어질 것으로 예상
- 향후 일본은행의 통화정책 선회 경로에서 발생 가능한 부정적 파급효과에 대해서는 유의할 필요

- 일본은행(Bank of Japan: BOJ)의 구로다 하루히코 총재 임기가 4월 8일로 종료되고 우에다 가즈오 신임 총재가 취임함에 따라 일본의 통화정책 변화 가능성에 대한 기대가 확산
  - 미국, 영국 등 주요 국가들이 본격적으로 통화긴축에 돌입한 상황에서도 일본은행의 구로다 전 총재는 대규모 금융완화정책을 지속
    - 구로다 전 총재는 아베 정권 취임 직후인 2013년 3월에 취임하여 2013년 4월 양적·질적 통화완화(Quantitative & Qualitative Monetary Easing: QQE), 2016년 1월 마이너스 금리(Negative Interest Rate Policy: NIRP), 2016년 9월 수익률곡선제어(Yield Curve Control: YCC) 등 대규모 금융 완화정책을 도입
  - 우에다 체제가 새롭게 출범하면서 시장에서는 금융정책 정상화를 추진할 것이라는 기대가 고조
    - 우에다 가즈오의 취임은 경제학자 출신이 총재를 맡는 최초의 사례로, 기존의 관행에서 벗어나 독립성을 가지고 경제 정세에 따라 정책을 운용할 것을 기대<sup>1)</sup>
    - 장기적인 통화완화에 따른 부정적인 측면이 드러난 결정적인 시기에 우에다 총재의 임기가 시작되었으며, 출구전략을 찾는 것이 우에다 총재의 임기 내 과제일 것이라는 평가<sup>2)</sup>
    - 우에다 총재를 비롯하여 2023년 3월 새로 기용된 히미노 료조 부총재 또한 전임 총재 및 부총재보다는 상대적으로 매파(Hawkish)적 성향인 것으로 분석<sup>3)</sup>

1) The Economist, 2023. 2. 14, The Bank of Japan's new governor, Ueda Kazuo, marks a break with tradition.

2) Kyodo News, 2023. 4. 9, Kazuo Ueda becomes 1st BOJ governor from academia in postwar Japan.

3) Bloomberg, 2023. 3. 20, BOJ hints at policy shift caution ahead of transition to Ueda.

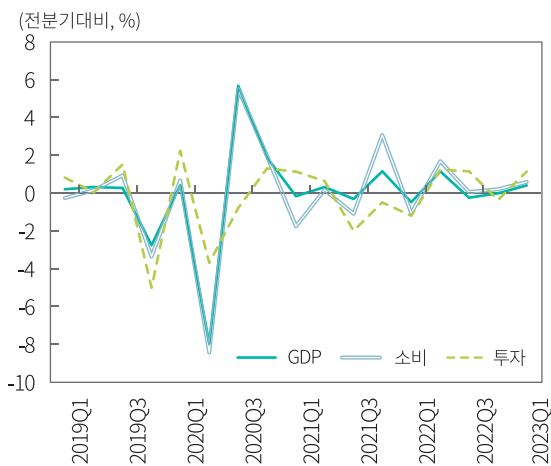
□ 우에다 신임 총재 주재의 첫 금융정책결정회의가 4월 27~28일 개최된 가운데, 4월 금융정책결정 회의에서는 종전대로 완화적 기조를 유지<sup>4)</sup>

- 4월 금융정책결정회의에서는 마이너스 기준금리와 YCC 정책 등을 기존대로 유지하기로 결정
  - 일본은행 당좌예금중 정책금리 잔액에 대해 -0.1% 금리를 적용
  - 10년물 국채금리가 0% 수준을 유지하도록 상한 없이 필요한 규모의 장기국채를 매입
  - 지정가격 오퍼레이션을 0%±50bp(10년물 국채금리) 범위 내에서 유지되도록 0.5% 이율로 매 영업일 실시
  - 연간 보유잔액 순증 기준 각각 ETF 12조엔 및 J-REIT 1,800억엔을 상한으로 해서 필요에 따라 매입
- 다만, 코로나19 관련 문구 및 정책금리 관련 내용을 삭제하는 등 포워드 가이드를 일부 변경하고 통화정책 검토 계획을 발표
  - ‘당분간 신종 코로나바이러스 감염증 여파를 예의주시’ 및 ‘정책금리는 현재 장단기금리 수준 또는 이를 하회하는 수준에서 움직이도록 운영’ 등의 문구를 삭제
  - 향후 약 1~1.5년의 기간 동안 통화정책에 대한 다각적 검토를 실시하기로 결정

□ 지속적인 통화완화 정책으로 일본 경제는 저성장·저물가 위험에 대해 어느 정도 긍정적 효과를 거두었으나, 중장기적으로 통화정책의 한계와 함께 부정적 영향이 부각

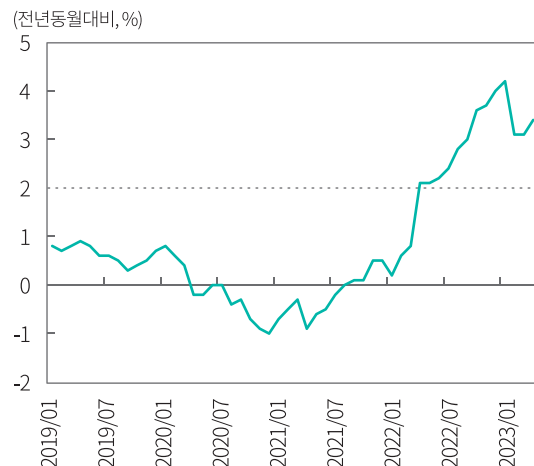
- 최근 일본 경제는 민간소비, 설비투자 등을 중심으로 완만한 회복세를 나타내고 있으며, 물가상승률도 물가안정 목표치인 2%를 상회
  - 다만, 일본은행은 현재 물가 상승 추세가 러시아의 우크라이나 침공에 따른 에너지 가격 상승 등으로 빚어진 일시적 현상이라는 견해

〈그림 1〉 일본 소비, 투자 및 성장률



자료: Datastream

〈그림 2〉 일본 소비자물가상승률



주 : 1) 신선식품 제외

2) 점선은 일본은행의 물가안정목표치

자료: Bloomberg

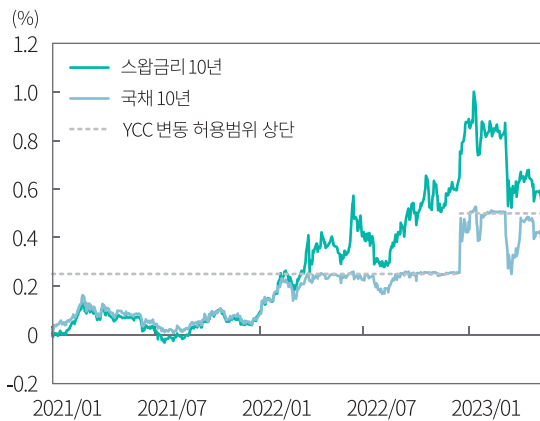
4) Bank of Japan, 2023. 4. 28, Statement on Monetary Policy.

- 대규모 금융완화 정책 지속으로 1) YCC 정책으로 인한 채권시장 왜곡, 2) 국채 보유 급증 등 일본 은행의 정책적 부담, 3) 주요 선진국과의 통화정책 차별화에 따른 엔화 약세 등의 부작용이 심화

(YCC 정책으로 인한 채권시장 왜곡)

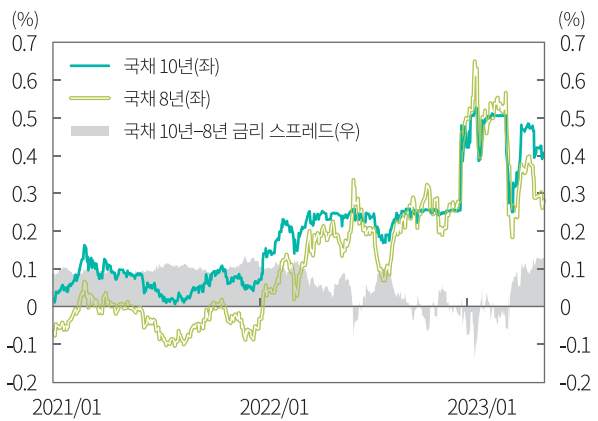
- 미 연준의 공격적인 금리 인상에 따른 글로벌 금리 상승 추세 및 소비자물가 상승 등 대내외 시장여건 변화로 일본 국채금리의 상승압력이 증대되는 가운데, YCC 정책으로 10년물 국채 금리 상단이 제어되어 선물시장에서 금리차가 확대되고, 8~9년 기간물 금리가 10년물 금리를 상회하는 수익률곡선 왜곡 현상이 발생

〈그림 3〉 일본 국채금리(10년) 및 OIS 금리



자료: Bloomberg

〈그림 4〉 일본 국채 10년 및 8년 금리 스프레드

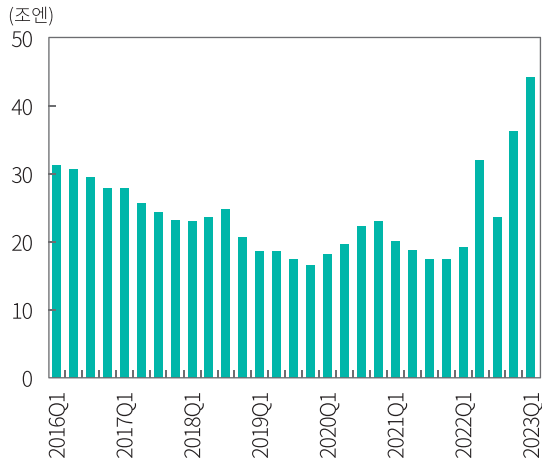


자료: Bloomberg

(일본은행 국채 보유 급증)

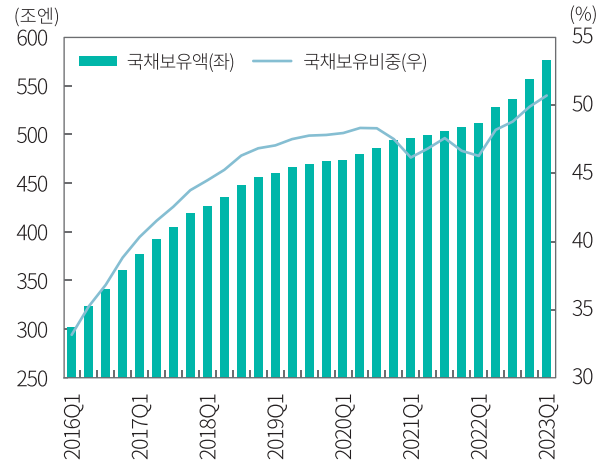
- 일본은행의 2022년 국채매입액은 111.1조엔으로 YCC 정책을 도입한 2016년(119.2조엔)이후 최대 규모를 기록
- 2023년 1분기에만 44조엔의 국채를 매수하는 등 YCC 정책 도입 이후 분기 평균 국채매입액인 22조엔을 크게 상회
- 대규모 국채매입이 지속됨에 따라 국채보유 잔액 또한 급격하게 증가해 일본은행의 국채보유 비중이 50%를 넘어섰으며, 이는 여타 국가와 비교 시에도 매우 높은 수준(2023년 1분기 기준 미 연준 약 17%, 한국은행 약 3%)

〈그림 5〉 일본은행 국채매입액



자료: 일본은행

〈그림 6〉 일본은행 국채보유액 및 보유비중

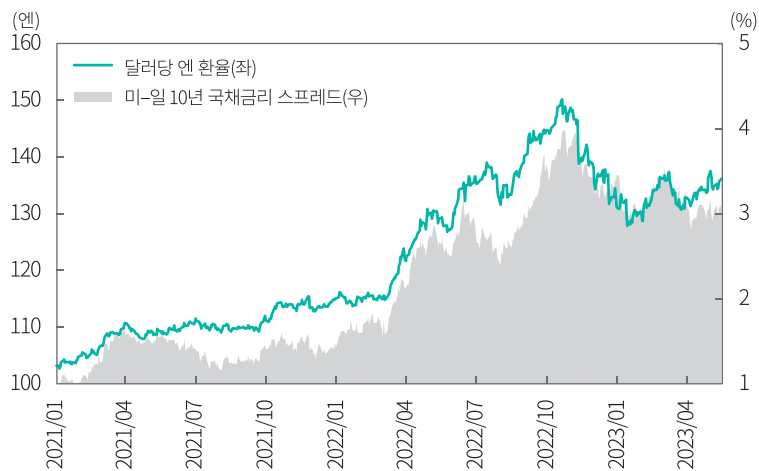


자료: Bloomberg

(주요 선진국과의 통화정책 차별화에 따른 엔화 약세)

- 미 연준(Fed), 영란은행(BOE), 유럽중앙은행(ECB) 등 통화긴축을 명확히 하고 있는 주요국 중앙은행들과의 통화정책 차별화로 엔화약세 여건이 조성
- YCC 정책으로 인한 내외금리차 확대(미국-일본 10년 국채금리: +3.10%p('21.1.1일 0.89% → '22.10.24일 3.99%)) 등으로 엔화의 약세 압력이 가중
- 2022년 10월 달러당 엔화 가치는 150엔을 넘어서며 32년 만에 최저를 기록
- 급격한 엔화 약세로 구매력 저하, 기업수익 감소 등 엔저의 부정적 영향이 부각됨에 따라 일부 시장관계자는 일본은행의 금융정책 변경 필요성을 제기<sup>5)</sup>

〈그림 7〉 미-일 국채금리(10년) 스프레드 및 엔·달러 환율



자료: Bloomberg

5) 한국은행, 2022. 4. 15, 최근 엔화 약세 관련 일본은행 정책 변경 가능성에 대한 시장의 주요 논의.

□ **우에다 총재도 완화적 통화정책 지속에 따른 부작용을 인지하고 있어 시장 충격을 최소화하며 점진적으로 정책 선회가 이루어질 것으로 예상**

- 우에다 총재는 취임 기자회견 등을 통해 금융완화 정책을 당분간 지속하겠다는 입장을 표명하면서도 현재의 금융완화 정책이 초래한 부작용을 인정
- 4월 금융정책결정회의 이후 우에다 총재는 1년에서 1년 반 동안 진행될 통화정책 검토에 대해 비전통적 정책의 효과, 부작용 등을 폭넓게 점검하여 장래 정책 결정에 기여하기 위한 목적이며, 필요 시 검토 기간중에도 금융정책이 변경될 수 있다고 언급해 정책 변경 가능성을 시사
- 다만, 통화정책 검토 기간이 장기간으로 설정됨에 따라 YCC 전면 폐지나 마이너스 금리 해제 등 정책프레임의 큰 폭 수정 가능성은 낮아진 것으로 평가<sup>6)</sup>
- 또한, 글로벌 중앙은행의 긴축 사이클이 마무리 단계에 접어들었다는 분석 제기<sup>7)</sup> 등도 고려할 때 일본은행에 대한 기준금리 인상 압박도 완화될 것으로 예상돼 점진적인 정상화 조치가 진행될 전망
- 시장에서는 2023년 6월을 기점으로 일본은행이 YCC 정책의 허용 변동폭을 확대하거나 매입 대상 국채를 단기물로 변경하는 등의 미세 조정을 진행할 것으로 예상
  - 블룸버그가 실시한 서베이 결과(4.20일 기준)에 따르면 응답자(47명)의 40%가 6월을 정책 변화의 가장 가능성 높은 시기로 예상<sup>8)</sup>
  - ING그룹은 6월 금융정책결정회의에서 YCC 정책의 허용범위에 대한 조정이 있을 것으로 예상하고 기준금리 인상은 2024년중에 이루어질 것으로 전망<sup>9)</sup>하였으며, Goldman Sachs는 7월 금융정책결정회의에서 YCC 정책 대상이 되는 국채를 10년 만기에서 5년 만기로 바꿀 것으로 전망<sup>10)</sup>

□ **향후 일본은행의 통화정책 선회 경로에서 발생 가능한 부정적 파급효과에 대해서는 유의할 필요**

- 일본은행의 전면적인 통화긴축으로의 전환은 일본 국채금리 상승, 엔화 강세 등으로 이어져 금융 시장 혼란을 야기
- 일본 국채금리 상승은 일본 내국인의 해외채권투자 자금의 본국 회귀 요인으로 작용하며, 해외채권 매도가 이어질 경우 글로벌 금리 상승 압력으로 작용
  - 일본 내국인들의 해외채권투자 회수 시 미국 국채보다는 일본 투자자 보유 비중이 큰 프랑스, 호주 채권에 대한 매도세가 클 것으로 분석(2022년중 일본 투자자는 프랑스 국채의 12%, 호주 국채의 19%를 보유)<sup>11)</sup>

6) 한국은행, 2023. 4. 28, 일본은행 금융정책 결정 내용 및 시장 반응.

7) Bloomberg, 2023. 4. 10, End may be in sight for global rate-hike cycle as Fed nears peak.

8) Bloomberg, 2023. 4. 20, Most BOJ watchers expect Ueda to hold policy at first meeting.

9) ING, 2023. 4. 28, Bank of Japan stays on hold but policy adjustment is coming.

10) Goldman Sachs, 2023. 5. 17, Unpacking new BOJ leadership's messaging.

11) 국제금융센터, 2023. 2. 1, 일본은행의 YCC 조정 이후 일본 자금유출입 점검.

— 급격한 엔화 강세는 엔 캐리 트레이드 청산 유인을 자극해 글로벌 금융시장 전반의 변동성이 확대될 가능성

- 그동안 일본과 주요국의 통화정책 기조 차이 등으로 일본의 내외금리차가 크게 확대되고 엔화가 유일한 글로벌 제로금리 통화로 자리매김됨에 따라 엔화를 활용한 캐리 트레이드가 확대<sup>12)</sup>
- 2022년 12월 일본은행이 YCC 변동폭을  $0\pm 0.25\%$ 에서  $0\pm 0.5\%$ 로 조정함에 따라 시장에서는 이를 긴축 전환 신호로 인식해 달러당 엔화 환율이 137엔대에서 131엔대까지 급락하고 엔 캐리 트레이드 포지션에서 일정 수준 환차손이 발생<sup>13)</sup>

선임연구원 장효미

---

12) 한국은행, 2023. 3. 9, 최근 엔 캐리 트레이드 현황 및 전망.

13) 국제금융센터, 2022. 12. 27, 엔 캐리 트레이드 청산 가능성 분석.