

OPINION

선임연구위원
백인석

시장금리 측면에서 살펴본 한미 기준금리 인상 영향 비교 및 시사점*

미 연준이 6월 FOMC에서 지난해 3월 이후 처음으로 기준금리 인상을 중단하였다. 최근 인플레이션 및 경제여건을 고려할 때, 한미 모두 금번 기준금리 인상기가 종반부에 접어든 것으로 판단된다. 본고에서는 금번 통화긴축기 동안 한국과 미국의 기준금리 인상이 장기 국채금리에 미친 영향을 살펴보았다.

금번 금리인상기 동안 미국은 한국보다 기준금리 인상분 대비 장기 국채금리 상승폭이 현저히 낮았다. 미국의 경우 과거 금리인상기와 비교해도 국채금리 상승이 제한되었다. 이는 미국 국채금리에 대한 기준금리 인상의 영향력이 작아졌을 가능성이 있음을 시사한다. 다양한 원인이 있겠으나, 누적된 양적완화의 영향으로 미국 국채의 기간 프리미엄이 최근까지 이례적으로 낮게 유지된 점이 주요 원인으로 추정된다.

연준은 기준금리를 동결하더라도 양적긴축은 유지할 것으로 보인다. 양적긴축이 지속될 경우 누적된 양적완화 효과가 완화되면서 기간 프리미엄이 확대될 수 있다. 따라서 향후 미국 국채금리 결정 요인 중 통화정책 못지않게 기간 프리미엄 변화에 관심을 가질 필요가 있다. 미국 국채금리는 기간 프리미엄 경로를 통해 우리나라 국채금리에 영향을 미친다. 한미 기준금리가 동결되더라도 미국 기간 프리미엄이 확대되면 우리나라 국채금리의 중요 상승요인으로 작용할 수 있다. 결과적으로 미국 기간 프리미엄 확대가 국내 통화정책의 유효성을 제한할 수 있다는 점에서 유의할 필요가 있다. 아울러, 미국 기준금리의 장기금리에 대한 영향력 축소가 한미 기준금리 역전폭 확대에도 기여한 것으로 판단된다. 기준금리 역전의 주요 원인이 미국에 있다는 점은 국내 통화정책 대응에 어려움이 가중될 수 있음을 의미한다. 잠재적인 환율 변동성 확대에 대응할 수 있는 방안을 마련할 필요가 있다.

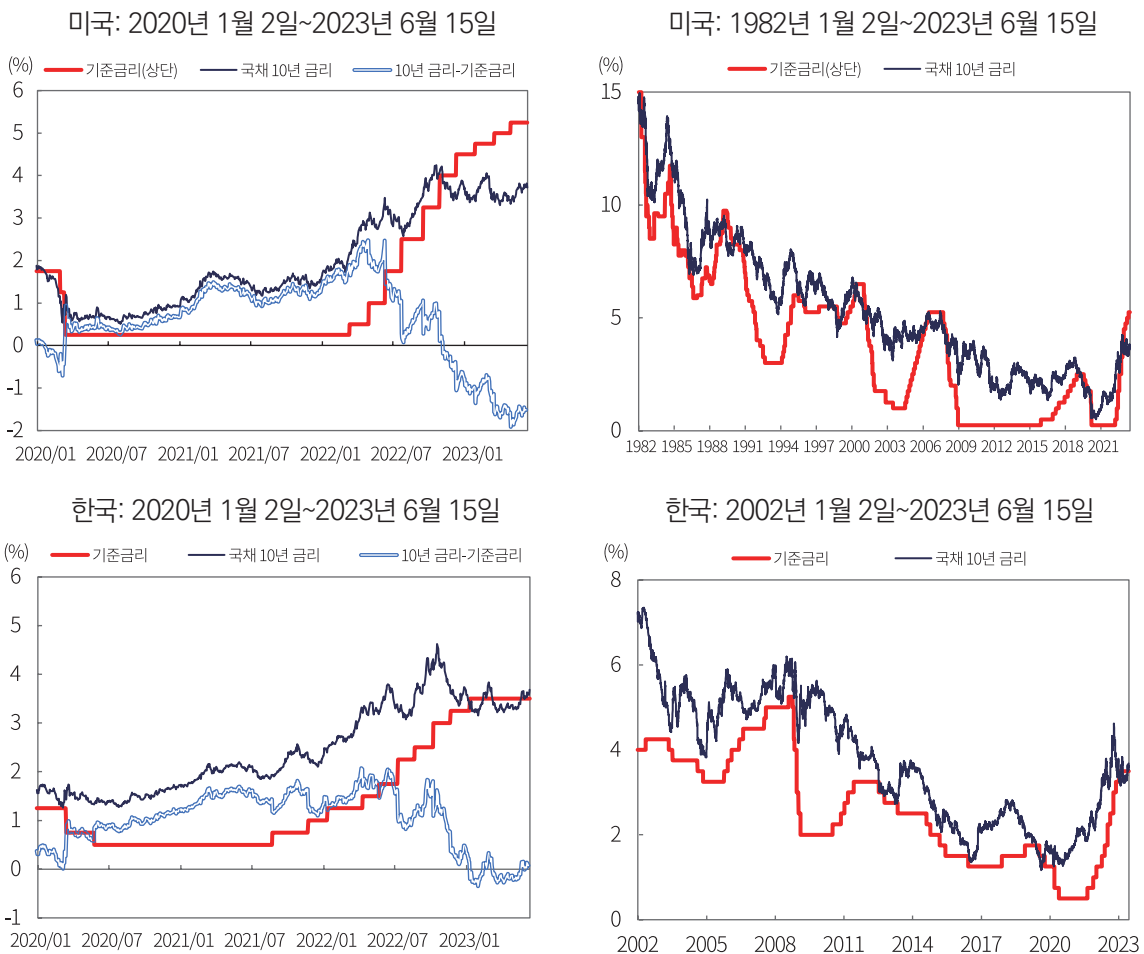
우리나라 기준금리가 지난 2월부터 동결 중인 가운데, 미 연준이 6월에 2022년 3월 이후 처음으로 기준금리 인상을 중단하였다. 연준이 시사한 바와 같이 금년 중에 기준금리가 1~2회 추가로 인상될 수 있으나, 최근 인플레이션 및 실물경제 여건을 전제로 보면 한미 모두 금번 기준금리 인상 사이클이 종반부에 진입한 것으로 평가된다. 통화정책은 다양한 경로를 통해 경제 및 금융시장에 영향을 미치는데, 일차적으로 중장기 시장금리 수준(금융여건)의 변화를 유발하여 경제내 초과수요(경기변동)를 조정한다. 이런 관점에서 볼 때, 기준금리 변화가 중장기 국채금리(무위험 금리)에 미치는 영향을 통화정책 파급경로의 출발점이라 할 수 있다. 본고에서는 금번 통화긴축기 동안 한국과 미국의 기준금리 인상이 장기 국채금리에 미친 영향을 살펴보고 시사점을 논의한다.

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

팬데믹 이후 한미 기준금리 및 국채금리 변화

장기금리에 대한 영향 관점에서, 한미간에 금번 금리인상기의 가장 특징적인 차이는 기준금리 인상 폭 대비 국채금리 상승폭의 차이에 있다. 구체적인 수치를 통해 비교해보기 위해 양국의 최초 기준금리 인상 및 가장 최근 인상 시점 이전 한달 동안의 국채금리 평균을 비교해보면 다음과 같다. 우선, 미국 기준금리는 지난해 3월 처음으로 인상(0.25%→0.5%)되어, 금년 5월에 5.25%를 기록하였다. 한편 국채금리는 1.93%(지난해 2월 평균)에서 3.46%(금년 4월 평균)로 상승하였다. 결과적으로 미국의 경우 기준금리가 5.0%p 인상된 데 반해, 국채금리 상승폭은 1.53%p에 그쳤다. 다음으로 한국 기준금리는 2021년 8월말 인상(0.5%→0.75%)을 시작으로 금년 1월에 3.5%까지 인상되었다. 미국과 같은 방식으로 산출한 국채금리는 1.89%에서 3.59%로 1.67%p 상승하였다. 따라서 미국이 한국보다 기준금리를 2.0%p 더 인상하였음에도 국채금리 상승폭은 한국이 미국을 상회하였다.

<그림 1> 팬데믹 이후 한미 기준금리 및 국채(10년 만기) 금리 추이



자료: Bloomberg

금번 기준금리 인상기 동안의 미국 국채금리 변화는 과거 인상기와 비교해도 이례적이다. <그림 1>에서 1982년 이후 미국의 금리인상기를 살펴보면, 대체로 국채금리가 최종 기준금리와 유사한 수준까지 상승하였다는 점을 확인할 수 있다. 이에 반해 금번에는 국채금리 고점(2022년 10월 24일 4.24%)이 최종¹⁾ 기준금리(금년 5월 5.25%)를 크게 하회한 수준에 그쳤다. 한국도 2002년 이후 기준금리 인상을 살펴보면 미국과 유사하게 국채금리 고점이 최종 기준금리보다 높은 수준에서 형성되어 왔다. 미국과 달리 한국에서는 금번 인상기에도 국채금리 고점(2022년 10월 21일 4.62%)이 최종 기준금리(3.5%)를 큰 폭으로 상회하였다. 이상의 결과는 통화정책 측면에서 동일한 장기 국채금리 상승을 유발하기 위해 미국이 우리나라보다 큰 폭으로 기준금리를 인상할 필요가 있음을 의미한다. 또한 미국의 경우 장기금리의 기준금리 인상에 대한 민감도가 과거에 비해 크게 낮아진 것으로 볼 수 있다. 이는 결국 중앙은행이 기준금리 인상을 통해 의도한 만큼의 통화긴축 효과가 나타나지 않을 수 있음을 시사한다.²⁾

국채금리 분해를 통한 한미 통화정책 영향 비교

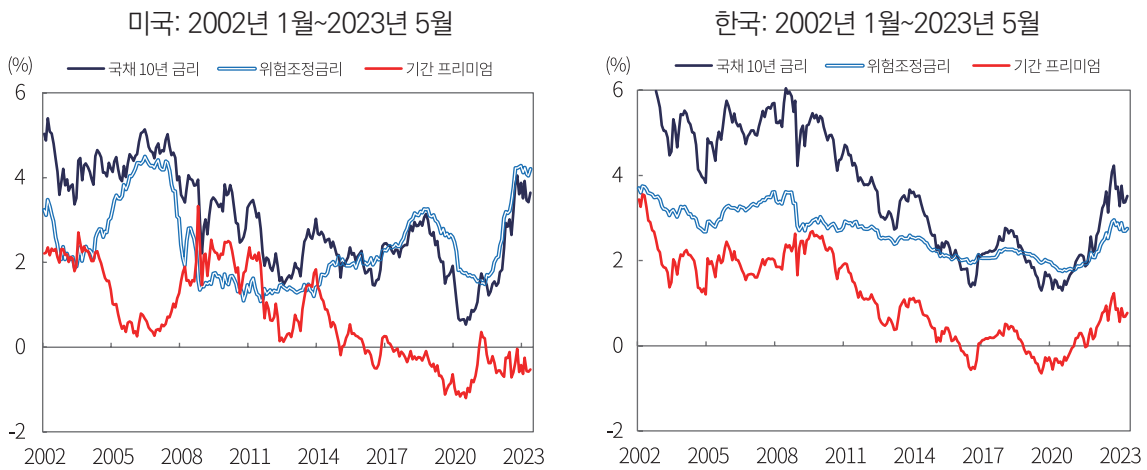
본 절에서는 국채금리 결정요인 분해를 통해 금번 금리인상기에 관찰된 한미간 통화정책 영향의 차이를 살펴본다. 금리결정이론에 따르면 국채금리는 미래 단기금리(기준금리)에 대한 예상치와 기간 프리미엄의 합으로 구성된다. 전자를 위험조정금리(risk-neutral yields)라 부르는데, 국채금리 중 기준금리 인상 효과가 반영된 부분으로 이해할 수 있다. 기간 프리미엄(term premium)은 채권의 리스크 프리미엄(위험보상 금리)으로 다양한 요인에 의해 결정되는데, 투자자가 인지하는 국채금리 상승위험(금리 변동성)이 증가할수록 커진다. 대략적으로 금리상승위험은 통화정책, 인플레이션 및 실물경제에 의해 결정되므로, 동 요인들의 불확실성이 높을수록 기간 프리미엄이 확대된다. 채권에 대한 수요와 공급 요인도 기간 프리미엄에 영향을 미치는데, 특히 미국의 경우 양적완화가 기간 프리미엄의 구조적 하락세에 영향을 미친 것으로 알려져 있다(Bernanke, 2015).

<그림 2>에는 Adrian et al.(2013)에 제시된 방법을 사용하여 한미 10년 만기 국채금리를 통화정책에 대한 기대(위험조정금리) 및 기간 프리미엄으로 분해한 결과가 나타나있다. 다음으로 <표 1>에는 앞 절에서 언급된 방법을 통해 산출된 금번 기준금리 인상기 동안의 국채금리 결정요인 변화가 정리되어 있다. 우선 <표 1>에서 알 수 있듯이, 금번 인상기 동안 한미간에 기준금리 인상이 국채금리 상승에 미친 영향의 차이는 기간 프리미엄 변화에 있는 것으로 확인되었다. 한미 모두 기준금리 인상에 따

1) 앞서 언급하였듯이 미국 기준금리는 금년 중에 1~2회 추가로 인상될 가능성이 있다.
 2) 통화긴축의 강도는 기준금리에서 (단기)중립금리를 차감한 기준금리갭을 통해 파악할 수 있는데, 기준금리갭이 클수록, 즉 기준금리가 (단기)중립금리보다 높을수록 통화정책이 긴축적인 것으로 이해할 수 있다(백인석·장보성, 2022). (단기)중립금리는 기초경제여건에 부합하는 기준금리 수준을 의미하는데, 같은 맥락에서 장기중립금리 및 장기금리갭(장기금리-장기중립금리)을 생각해볼 수 있다. 본문에서 살펴본 결과는 미국의 경우, 과거보다 동일한 기준금리갭이 유발할 수 있는 장기금리갭 수준이 낮아졌을 가능성을 시사한다. 또한 우리나라 기준금리가 미국보다 낮더라도 장기금리갭을 통해 파악한 통화긴축의 강도는 미국에 비해 높을 가능성도 배제할 수 없는 것으로 추정해볼 수 있다.

른 위험조정금리(기준금리 인상 기대 반영) 변화는 유사한 수준³⁾으로 나타난 반면, 기간 프리미엄 변화 폭에 큰 차이가 있다. 한국은 기간 프리미엄이 국채금리 상승분 중 45%(=0.75/1.65)를 차지한 반면, 미국 기간 프리미엄은 7bp 확대된 데 그쳐 국채금리 상승이 전적으로 위험조정금리에 의해 유발되었음을 알 수 있다. <그림 2>에서 확인할 수 있듯이 2020년 이후 최근까지 미국 기간 프리미엄은 1970년대⁴⁾ 이후 가장 낮은 수준에 머물러있다. 금변 기준금리 인상기 동안의 높은 인플레이션 및 통화정책 불확실성을 고려할 때, 미국 기간 프리미엄이 이처럼 낮은 수준에서 유지된 점은 매우 이례적인 현상이다.

<그림 2> 한미 국채금리 결정요인



자료: Adrian et al.(2013), Gurkaynak et al.(2006), KIS자산평가, Bloomberg, 자본시장연구원

<표 1> 금변 기준금리 인상기 동안 한미 국채금리 결정요인 변화

(단위: %p)

| | 기준금리 인상폭 | 국채금리 ⁵⁾ 상승폭 | 위험조정금리 변화 | 기간 프리미엄 변화 |
|----|-------------------------|------------------------|-----------|------------|
| 미국 | 5.00 (0.25% → 5.25%) | 1.51 | 1.44 | 0.07 |
| 한국 | 3.00 (0.5% → 3.5%) | 1.65 | 0.90 | 0.75 |

주 : 국가별 최초 기준금리 인상 및 가장 최근 인상 시점 이전 한달 동안의 변수별 평균값 차이
 자료: 자본시장연구원

3) <표 1>에서 기준금리 1%p 인상시 위험조정금리는 한국과 미국 모두 대략 0.3%p 내외 상승하였다(다만, 동 수치는 Adrian et al.(2013) 모형의 추정기간 등에 따라 달라질 수 있으므로 일반화할 수 없다).
 4) 편의상 <그림 2>에는 2002년부터의 기간 프리미엄만 나타냈다. 미국 기간 프리미엄은 뉴욕연준 홈페이지에서도 확인할 수 있다.
 5) 표에 제시된 국채금리는 Adrian et al.(2013) 모형에 의해 적합된 금리이며, 실제 국채금리와 소폭 차이가 있다.

이처럼 최근 미국 기간 프리미엄이 이례적으로 낮은 수준을 유지하고 있는 원인에 대해서는 아직 면밀한 검토가 이루어지지 않은 상태로 파악된다. 연준이 1980년대 이후 가장 가파르게 기준금리를 인상했던 관계로 최근 미국 국채금리 변화 요인으로 주로 기준금리에 관심이 집중된 측면이 있는 것으로 판단된다. 본고에서 살펴본 바에 기초하면 다음의 사항을 고려해 볼 수 있다. <그림 2>에서 미국과 달리 한국 기간 프리미엄이 2020년 이후 유의미한 상승세를 보였다는 점을 알 수 있다. 따라서 미국 기간 프리미엄의 행태는 미국 고유 요인에 기인하는 것으로 판단해 볼 수 있으며, 여러 요인이 있을 수 있겠으나 누적된 양적완화의 효과가 유력한 원인으로 추정된다.⁶⁾

시사점

이상에서 살펴본 내용은 다양한 측면에서 시사점을 갖는다. 미국과 우리나라에 대한 시사점을 차례로 살펴본다. 우선, 앞으로는 미국 국채금리 결정요인 중 기간 프리미엄에 관심을 가질 필요가 있다. 연준은 6월 FOMC에서 기준금리를 동결한 데 이어 상당기간 기준금리를 인하하지 않을 가능성을 제기하였다. 금리인하가 가시화되기까지는 국채금리 결정요인 중 기준금리의 영향이 낮아질 가능성이 있다. 한편 연준은 기준금리는 동결하였으나 양적긴축은 지속 중이다. 따라서 기준금리가 동결되더라도 양적긴축으로 인해 기간 프리미엄이 정상화될 수 있다. 향후 기간 프리미엄이 국채금리의 상승을 유발(또는 하락을 제한)하는 요인으로 작용할 가능성이 있다.

연준의 가파른 기준금리 인상에도 미국 실물경제가 예상보다 양호한 흐름을 유지 중인 것으로 평가되고 있다(강현주, 2023; 송병호 외, 2023). 여기에는 다양한 원인과 해석이 있을 수 있으나, 기준금리 인상이 실물경제에 영향을 미치는 파급경로의 출발점이 중장기 국채금리 상승에 있다는 점을 감안하면, 과거보다 국채금리 결정에 대한 기준금리 인상의 영향이 감소한 측면도 중요한 역할을 한 것으로 판단된다. 이러한 점은 연준이 기준금리 수준의 긴축강도를 평가할 때도 고려될 필요가 있다.

미국 국채금리는 주로 기간 프리미엄 경로를 통해 우리나라 국채금리에 영향을 미친다.⁷⁾ 미국 기간 프리미엄이 정상화될 경우 우리나라 국채금리의 중요 상승요인으로 작용할 수 있다. 이는 국내 통화정

6) Krishnamurthy & Vissing-Jorgensen(2011) 및 Bernanke(2016) 등 다수 연구에 따르면 글로벌 금융위기 이후 실시된 연준의 양적완화가 미국 국채금리 수준을 낮추는데 기여한 것으로 파악된다. 양적완화 규모는 연준 보유자산 규모를 통해 가늠해볼 수 있는데, 연준 자산은 2020년 코로나 팬데믹 대응을 위해 매우 큰 폭으로 증가하였다. 연준의 전체 자산(국채)은 2020년 1월 4.2조달러(2.4조달러) 수준에서 2022년 5월에는 8.9조달러(5.8조달러)까지 증가하였다. 연준은 기준금리 인상과 함께 지난해 6월부터 보유자산 축소(대차대조표 축소, 양적긴축)를 시행 중에 있다. 하지만, 누적된 규모가 워낙 큰 탓에, 금년 5월에도 전체자산(국채) 규모가 8.5조달러(5.2조달러)에 달하였다. 참고로, 2003년부터 양적완화 시행전까지 연준의 보유자산 규모는 1조달러를 하회하였다.

7) 2002년 1월부터 2023년 5월까지의 월말 자료를 기초로 산출한 한국 10년 금리와 미국 10년 금리 및 구성요소간 상관관계는 아래 표와 같다.

| | 미국 10년 금리 | 미국 위험조정금리 | 미국 기간 프리미엄 |
|-----------|-----------|-----------|------------|
| 한국 10년 금리 | 0.84 | 0.26 | 0.82 |

책의 유효성을 제한하는 결과를 가져올 수 있으므로 유의할 필요가 있다. 아울러, 중장기 국채금리에 대한 미국 기준금리 인상 영향력 감소가 역대 최고수준까지 확대된 한미 기준금리(및 기준금리에 연동되는 단기금리) 역전에도 기여한 것으로 판단된다. 물론 미국의 인플레이션 강도가 우리나라보다 높았다는 점을 한미 기준금리 역전의 주요 원인으로 꼽을 수 있을 것이다. 여기에, 동일한 긴축효과를 유발하기 위해 우리나라보다 미국의 기준금리 인상폭이 클 수 있다는 점 또한 기준금리 역전폭 심화에 영향을 미친 것으로 볼 수 있다. 기준금리 역전의 주요 원인이 미국에 있다는 점은 국내 통화정책 대응에 어려움이 가중될 수 있음을 의미한다. 잠재적인 환율 변동성 확대 위험에 대응할 수 있는 방안을 마련할 필요가 있다.

참고문헌

강현주, 2023, 미국 실물경제의 금리 민감도 하락 및 시사점, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2023-12호.

백인석·장보성, 2022, 『미 연준 통화정책 평가 및 국내 금리에 대한 영향』, 자본시장연구원 이슈보고서 22-08.

송병호 외, 2023, 수수께끼 같은 미국경제: 이렇게 이해하자, 한국은행.

Adrian, T., Crump, R., Moench, E., 2013, Pricing term structure with linear regression, *Journal of Financial Economics* 110(1), 110-138.

Bernanke, B.S., 2016, Why are interest rates so low, part 4: Term premiums, Brookings.

Gurkaynak, R.S., Sack, B., Wright, J.H., 2006, The U.S. treasury yield curve: 1961 to present, FRB Finance and Economics Discussion Series 2006-28.

Krishnamurthy, A., Vissing-Jorgensen, A., 2011, The effects of quantitative easing on interest rates: Channels and implications for policy, NBER Working Paper 17555.

OPINION

선임연구위원
박용린

최근 벤처투자 감소의 원인 진단과 향후 모험자본시장의 발전과제*

최근 벤처투자의 급격한 감소에 대응한 스타트업 자금 지원 방안은 정책당국의 모험자본시장 지원 의지를 드러냈다는 측면에서 벤처투자 회복에 긍정적인 효과를 발휘할 것으로 예상된다. 현재 벤처투자의 위축은 금리인상기에 민간자본 확대라는 정책 방향이 중첩되며 나타난 현상으로 투자 재원의 부족보다는 시장 수급의 공백으로 인한 일시적 투자 지연의 결과로 판단되므로 민간 모험자본 시장 조성 정책은 여전히 의미 있는 정책방향이라고 할 수 있다. 향후 모험자본시장 정책의 목표는 민간의 자율적인 투자 역량과 투자 창의성이 제고되고 시장 원리에 기초한 투자자금 배분을 통해 투자자금이 대형화되는 생태계 조성으로 설정할 필요가 있다. 이러한 가운데 미래 전략기술 분야의 부상으로 새로운 정책금융의 마중물 역할은 지속적으로 필요할 것으로 예상된다.

최근 벤처투자 감소와 원인

2022년 중반부터 시작된 국내외 기준금리 인상으로 국내 벤처캐피탈 시장이 2022년 4분기부터 급격히 위축되기 시작하며 자금모집과 신규 투자가 급감하였다. 연간 기준 자금모집은 2021년 17.8조원에서 2022년 17.3조원으로 2.8% 감소한 것으로 나타났으나 신규 투자는 동기간 15.9조원에서 12.5조원으로 21.8% 감소하였다. 분기 기준으로는 시장 위축이 좀 더 심각하게 나타나는데 벤처투자 조합 기준으로 자금모집은 2022년 1사분기 2.7조원에서 2023년 1사분기 0.6조원으로 78.6% 감소하였으며, 신규투자는 동기간 2.2조원에서 0.9조원으로 60.3% 감소된 상황이다.

최근 벤처투자의 감소는 투자 재원의 부족보다 투자조건에 대한 벤처기업과 투자자 간의 이견 또는 투자자가 시장의 저점을 확인한 후 투자를 집행하고자 하는 의도로 인한 일시적 투자 지연의 결과로 판단된다. 현재 벤처펀드의 미소진약정액(dry powder) 규모는 알려져 있지 않지만 벤처투자조합만 고려할 경우에도 최소 10.3조원¹⁾으로 추산되고 있어 최근의 자금 경색은 벤처투자 재원의 절대적 부족으로 인한 현상은 아닌 것으로 판단된다. 따라서 변화된 시장 환경에 따른 새로운 투자 조건이 형성되기 시작하면 점진적으로 벤처투자가 재개될 것으로 예상된다.²⁾ 현재 상황은 벤처투자 시장의 주기적인

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

1) 벤처조합 평균만기 7.8년, 투자기간 3년을 가정하였다.

2) 미국은 금융위기로 인해 2009년 자금모집과 투자가 각각 62.2%, 24.8% 감소하였으나 다음 연도인 2010년에 다시 67.2%, 16.1% 증가하며 투자 위축세가 일부 회복된 바 있다. 우리나라도 국내외 경제의 불확실성으로 2012년 자금모집과 투자가 각각 66.1%, 2.2% 감소한 바 있으나 직후 연도인 2013년에 99.0%, 12.3% 증가하였다.

활황-침체 순환 국면 중 침체기 초입에 나타나는 현상으로 분석되며 과거 우리나라와 미국의 사례를 보면 투자 위축세가 일정 시간을 지나 회복된 바가 있다.

벤처투자 감소에 대한 정책 대응 및 평가

최근 벤처투자 감소와 관련하여 금융위와 중기부는 「혁신 벤처·스타트업 자금지원 및 경쟁력 강화 방안」을 발표하며 정책금융 확대 및 민간 벤처투자 촉진을 위한 제도개선 방안을 마련한 바 있다.³⁾ 동 방안의 구체적인 내용은 기업의 성장 단계별 자금수요에 맞추어 정책금융, 정책펀드, R&D 자금 등 총 10.5조원을 추가 지원하고 은행의 벤처펀드 출자 한도를 자기자본의 0.5%에서 1%로 2배 확대하며, M&A·세컨더리 펀드 결성 지원과 CVC 규제개선을 통해 민간 벤처투자를 촉진한다는 것이다. 또한 자금 투입 확대와 더불어 스톡옵션 부여가 가능한 외부전문가를 확대하고 기존 논의되어 온 복수의 결권을 신속히 도입하며 현재 2027년 일몰이 예정되어 있는 벤처기업법의 상시화 논의 등 벤처기업의 경영안정 지원과 활성화를 위한 제도 전반의 혁신을 모색하고 있다.

동 정책 방안은 성장단계별로 용자, 투자 및 R&D 자금 배분에 차이를 두고 있으며 회수지원과 민간 재원 확대를 위한 제도 개선을 포함하는 등 전반적으로 민간재원 확대와 벤처투자 회복에 긍정적인 효과를 발휘할 것으로 예상된다. 무엇보다 이번 정책 대응은 벤처투자 시장의 경색기에 시장 참여자가 정책당국의 시장안정 의지를 확인할 수 있도록 하였다는 점에서 그 의미를 찾을 수 있다. 다만 시장의 조정기능에 의해 전반적인 경색이 나타나는 경우의 시장안정 대책은 자금난을 겪고 있는 벤처·스타트업에 대한 전방위적 유동성 공급이 되어서는 곤란하며 자금 공급자의 선별 기능을 통해 유망한 벤처·스타트업이 자금난을 극복하고 지속적인 성장을 이룰 수 있도록 운영될 필요가 있다.

민간 중심 모험자본시장의 의의

2000년대 중반 이후 벤처캐피탈을 중심으로 국내 모험자본시장이 괄목할 만한 성장을 이룰 수 있었던 데에는 정책금융의 역할이 컸던 것을 부인하기 어렵다. 다만 최근 모태펀드 출자 예산의 감소에서 나타나듯이 재정이나 공공 재원의 지속 가능성과 우리나라 모험자본시장의 성숙을 위해 민간 모험자본의 역량 강화가 필요함을 고려할 때 점차적으로 민간 중심의 모험자본 생태계를 구축할 필요성도 분명하다. 예를 들어 우리나라 모험자본시장 전반의 개선점으로 지적되는 것 중의 하나가 벤처투자의 증가에도 불구하고 스케일업이 잘 되지 않는다는 것이다. 이는 벤처펀드의 평균 규모와 후속투자 비중에서 잘 나타난다. 2015~2021년의 7년간 결성된 벤처펀드의 평균 규모는 미국이 1,900억원, 중국이 1,100억원 규모인 반면 우리나라는 279억원에 불과하다. 또한 과거에 비해 그 비율이 상당히 높아졌으나

3) 중소벤처기업부·금융위원회, 2023. 4. 20, 「혁신 벤처·스타트업 자금지원 및 경쟁력 강화 방안」 발표, 보도자료.

아직까지 우리나라 벤처조합의 후속투자 비중은 2021년 기준 미국의 92.6% 대비 다소 낮은 71.2% 수준에 머무르고 있다. 관련하여 우리나라는 창업후기 대규모 지분투자를 수행할 자금이 크지 않으며 다양한 국내 자본시장 투자자 층이 두텁지 않은 상황이다.⁴⁾

이러한 전반적인 우리나라 모험자본시장의 한계를 극복하기 위해서는 민간의 투자 창의성과 자율성 확대를 통해 투자 역량을 제고하고 시장 원리에 기초한 투자 자금 배분을 통해 투자 자금이 대형화할 수 있도록 정책 방향을 설정할 필요가 있다. 즉 민간 모험자본 시장 조성을 통하여 지속가능한 스케일업 그리고 더 나아가 유니콘이 육성될 수 있는 모험자본시장 환경을 조성하는 것이다.

최근 모험자본시장의 급격한 경색은 벤처투자 시장의 자율적 숨고르기 시기에 민간자본 확대라는 정책 방향이 강조되며 나타난 현상으로 민간 모험자본시장 조성 정책의 근본적인 의의를 의심할 필요는 없다. 다만 벤처투자 시장 여건에 따라 유연하게 정책 범위와 강도를 설정할 필요는 있는 것으로 판단된다.

향후 정책금융의 역할

지난 10여 년간 우리나라 모험자본시장은 양적으로 크게 성장한 바 향후에는 양적 성장의 지속과 더불어 질적 성숙을 유도하기 위한 정책의 비중이 점진적으로 강화될 필요가 있는데 현 정부 정책기조의 하나로서 민간 모험자본에 대한 강조는 이러한 중장기적 정책 변화의 필요성에 부합하는 방향의 정책기조라고 평가할 수 있다. 따라서 그간 마중물 역할을 통해 모험자본시장 생태계 조성이라는 중요한 역할을 해 온 정책금융의 역할도 재정립되어야 할 필요가 있다.

모험자본 분야에 있어서 정책금융의 역할은 특정 투자 분야의 높은 투자 위험과 이로 인한 과소투자라는 시장실패에 대한 대응 또는 교정의 역할이라고 할 수 있는데, 현재 시장실패적 성격이 강한 신규 투자 분야가 지속적으로 등장함으로써 향후에도 정책금융의 역할은 지속될 것으로 예상된다. 이러한 분야로는 대표적으로 미래 전략기술에 대한 투자를 들 수 있는데, 이는 민간 투자자가 개별적으로 접근하기 어려운 영역으로 정부 역량의 결집과 정책금융의 마중물 역할이 필수적이다. 예를 들어 현재 초격차 기술·딥테크, 국가전략기술 등으로 불리며 범정부적으로 개발을 추진하고 있는 미래 기술은 높은 위험성과 초기 인프라 구축 비용으로 인해 시장실패가 높은 분야이다.⁵⁾ 그럼에도 불구하고 초격차·딥테크 분야는 일국의 미래 기술 경쟁력을 좌우할 수 있어 국가 간 기술개발 경쟁이 치열한 분야이기도 하다.

4) 창업후기 대규모 자금을 투자할 수 있는 투자자 층의 부재는 우리나라뿐만 아니라 EU에서도 한계점으로 인식하는 모험자본시장의 문제점이다(Quas, A., Mason, C., Compañó, R., Testa, G., Gavigan, J.P., 2022, The scale-up finance gap in the EU: Causes, consequences, and policy solutions, *European Management Journal* 40, 645-652).

5) 구체적으로 시스템반도체, 바이오·헬스, 모빌리티, 친환경·에너지, 로봇, 빅데이터·AI, 사이버보안, 우주항공, 차세대원전, 양자 기술 등을 포함한다.

기존 스타트업 투자가 시장 불확실성을 기본적인 특징으로 한다면 초격차·딥테크 분야는 기술 불확실성과 시장 불확실성이 공존하기 때문에 기술개발부터 사업화 및 매출 발생까지 소요 기간이 길고 시제품 제작 전 단계에서 상당 규모의 시험·설비투자 등 자금수요가 크다. 초격차·딥테크 분야의 불확실성과 긴 투자 회임 기간은 일반 스타트업 투자보다 강도 높은 분산투자와 장기투자를 필요로 한다. 또한 일반 스타트업 투자와 비교하여 매출 발생 전에 지속적인 자금 수요가 발생하므로 주로 매출의 발생 여부에 기초해 투자 결정이 이루어지는 일반 벤처캐피탈 투자 방식으로는 적절한 규모의 민간 투자가 이루어지기 어렵다.⁶⁾ 따라서 이러한 분야의 투자는 기존의 모험자본에 더하여 지식자본·인내자본의 역할이 중요하며 민간투자가 확대되기 전까지 정책금융의 마중물 역할이 필요하다.

미래 기술 분야에서의 효율적 정책금융 공급을 위해서는 미래 기술 분야가 다양한 정부 부처의 소관인 만큼 범정부적 차원의 지원 체계를 마련할 필요가 있다. 즉 미래 산업과 기술에 대한 전망을 바탕으로 전략적 미래 기술 분야를 설정하고 우선순위화하며, 유망 기업 발굴을 위해 유망 기업정보를 체계적으로 관리하고 이를 통해 중복 투자를 방지하거나 조정할 필요가 있다. 이 때 관련 분야의 민간전문가를 활용하고 수요자 중심의 발굴 체계를 수립하는 등 전략 분야의 발굴과 정책금융의 집행을 최대한 민간 또는 시장 친화적 방식으로 수행하는 것이 바람직하다. 또한 정책금융 공급의 효율성을 제고하기 위해 정기적인 성과평가를 통해 정책금융 지원의 효과를 분석하고 이를 정책금융 운용에 반영할 필요가 있다.

6) IFC, 2021, *Financing Deep Tech*,

BCG, 2021, *The Deep Tech Investment Paradox: a call to redesign the investor model*.

ZOOM
-IN최근 디지털 뱅크런 우려 확산에 따른
주요국 대응체계 강화 움직임

- 올해 초 미국에서 디지털 뱅크런으로 인해 단 두달 동안 4개의 중소형 은행이 잇따라 파산하거나 인수되는 사태가 발생하자 은행 시스템 리스크에 대한 우려가 확산
- 이에 따라 최근 주요국 금융당국은 디지털 뱅크런 사태의 재발 방지를 위해 금융시스템 강화에 대한 대응책 마련의 필요성을 제기
- 미국 FDIC는 은행 파산 이후 주요 후속조치로 기업 결제계좌의 예금보호 한도의 상향을 추진하는 예금보험제도 개혁 방안을 발표했으며, 영국 BOE 또한 디지털 뱅크런 사태의 선제 대응을 위해 예금보험제도의 대대적인 개편을 고려 중
- EU 집행위원회는 중소형 은행에 초점을 맞춘 은행의 위기관리 및 예금보험제도의 개혁을 제안하는 입법 패키지를 발표
- 국내의 경우 뱅크런 사태를 계기로 예금보호 한도 상향에 대한 논의가 본격화되고 있는 가운데 금융당국은 8월말 예금자보호제도 전반에 대한 개선책을 발표할 계획으로, 금융안정성과 소비자 보호 간 조화를 고려한 제도 마련이 필요

- 2023년 3월 미국 실리콘밸리은행이 대규모 예금인출로 인한 자본 잠식으로 초고속으로 파산한 가운데 단 두달만에 무려 4개의 은행이 잇따라 파산하거나 매각되는 사태가 발생하며 은행 시스템 리스크에 대한 우려가 확산
 - 미국의 중소·벤처기업 특화 은행인 실리콘밸리은행이 급격한 금리인상에 따른 자산손실 확대 등으로 유동성 위기 대응책을 발표한 직후 420억달러의 대규모 예금이 인출되는 뱅크런 사태가 발생
 - 이에 따라 은행이 자본잠식 상태에 이르자 캘리포니아 금융당국은 유동성 부족과 지급불능을 이유로 직권 폐쇄 조치를 취한 가운데 실리콘밸리은행이 유동성 위기 대응책을 발표하고 파산에 이르기까지 걸린 시간은 36시간에 불과함
 - 실리콘밸리은행의 파산 외에도 실버게이트캐피탈의 자진 청산, 시그니처은행의 폐쇄 조치, 퍼스트리퍼블릭은행의 매각 등 3~4월 두달 동안 미국 내 4개의 은행에서 손실을 우려한 예금자들의 뱅크런이 발생하면서 파산 또는 매각 수순을 밟음
 - 미국 연준은 정부와 협력하여 연쇄적인 뱅크런과 파산을 막기 위해 비보호예금을 지원하는 한편, 기금조성을 통해 유동성 위기에 처한 은행들의 신속한 지원에 나서며 시스템 리스크 확산 가능성을 제한

- 그러나 온라인 및 모바일뱅킹의 발달로 대규모 고객 예금이 단시간에 인출되는 디지털 뱅크런 사태가 잇따라 발생하면서 은행 부문에 대한 금융불안 우려가 여전히 지속
 - 디지털 뱅크런은 전통적 방식보다 규모가 크고 매우 빠른 속도로 일어나 은행의 신속한 대응이 어려움
 - 모바일뱅킹의 발달과 SNS 사용의 대중화를 통한 공포감 확산이 뱅크런을 촉발하여 초고속 파산으로 이어졌다는 연구 결과¹⁾가 발표되는 등 SNS 기반 뱅크런이 금융시스템에 새로운 위협요소가 될 수 있으므로 위험관리가 필요하다는 목소리가 높아짐

〈표 1〉 역사적 뱅크런 발생 규모와 속도

| 은행명 | 뱅크런 시작 날짜 | 예금보호 비중 (%) | 총 예금인출 비중 (%) | 인출 기간 |
|-------------|-------------|-------------|---------------|------------------|
| 컨티넨탈 일리노이은행 | 1884. 5. 7 | 15 | 30 | 10일(7영업일) |
| 위싱턴뮤추얼은행 | 2008. 9. 8 | 74 | 10.1 | 16일(12영업일) |
| 와코비아은행 | 2008. 9. 15 | 61 | 4.4 | 19일(15영업일) |
| 실버게이트은행 | 2022. 4분기 | 11 | 52 | 약 7일 미만 |
| 실리콘밸리은행 | 2023. 3. 9 | 6 | 25+62* | 1일+익일 |
| 시그니처은행 | 2023. 3. 10 | 10 | 20+9* | 1일+익일 |
| 퍼스트리퍼블릭은행 | 2023. 3. 10 | 32 | 57 | 약 7-14일(5-10영업일) |

주 : *는 익영업일에 인출될 예정이었으나 영업일이 아니었기에 실제로 발생하지 않은 예상 인출 비중
 자료: FRB of St. Louis Economic Synopses No.12(2023)

□ 이에 따라 최근 주요국 금융당국은 디지털 뱅크런 사태의 재발 방지를 위해 금융시스템 강화에 대한 대응책 마련의 필요성을 제기

- 연준은 실리콘밸리은행에 대한 감독 및 규제 검토 결과 보고서²⁾를 통해 연준의 감독 실패를 인정하였으며, 감독 및 규제 프레임워크를 강화하겠다는 입장을 밝힘
 - 실리콘밸리은행 파산 사태는 해당 은행의 관리 부실과 연준의 감독 실패에 따른 복합적인 결과로 연준의 책임을 공식적으로 인정하였으며, 연준이 은행의 위험과 취약성을 더욱 신속하게 식별하도록 은행 관리 감독 강화를 검토하겠다고 발표
- BIS의 금융안전성기구(FCI)는 기술의 발전으로 향후 디지털 뱅크런이 더욱 빠른 속도로 급격히 전개될 수 있어 금융시스템의 안정성을 유지하기 위한 정책 대응의 필요성을 언급³⁾

1) Cookson, J. A., Fox, C., Gil-Bazo, J., Imbet, J. F., Schiller, C., 2023, Social media as a bank run catalyst, SSRN papers.
 2) Fed, 2023, Review of the Federal Reserve’s Supervision and Regulation of Silicon Valley Bank.
 3) BIS FSI, 2023. 5. 25, The quest for deposit stability, Speeches.

- 5월에 열린 G7 재무장관 회의에서는 디지털 뱅크런 사태로 불안감이 확산되고 있는 금융시스템의 안정을 위해 대책을 논의하고 공동성명을 채택⁴⁾
 - 성명을 통해 미국 실리콘밸리은행 파산을 계기로 확산된 금융불안에 대해 감독과 규제당국이 긴밀하게 연계하여 금융안정을 위한 적절한 조치를 취하겠다는 의지를 밝힘
 - 여기에는 대규모 뱅크런 상황에서 신속하게 자금을 지원할 수 있는 강력한 대응책 및 중소기업 은행에 대한 더 높은 수준의 유동성 기준과 자본요건의 적용, 예금자 보호 확대 등의 방안을 모색할 계획

□ 미국 연방예금보험공사(Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC)는 은행 파산 이후 주요 후속조치로서 기업 결제계좌의 예금보험 한도의 상향을 추진하는 예금보험제도 개혁 방안⁵⁾ 및 대형 은행 대상 추가 보험료 부과 조치 등을 발표

- FDIC는 3개 은행의 파산에 대한 후속조치로서 예금보험제도 개혁 방안을 담은 보고서를 발표하였으며, 여기에는 예금보호 수준에 따라 제한형 예금보호(limited coverage), 무제한형 예금보호(unlimited coverage), 선별형 예금보호(target coverage) 세 가지를 제시
- FDIC는 이 중 계좌 유형에 따라 예금보호를 차등으로 적용하는 선별형 예금보호 방안을 가장 적절한 것으로 평가하고, 기업 결제계좌의 예금보호 한도 상향을 추진하기 위해 의회에 권고
 - 기업 결제계좌에 높은 한도를 부여하는 것은 은행의 위기 상황에서 급속한 예금 이탈을 방지하고, 기업의 자금운용 부담을 덜어주어 비용 대비 재무안정성 효과가 가장 크다고 판단
 - 그러나 계좌별 차등 부여와 같은 복잡성 증가에 따른 투명성 저하, 부보금융회사의 보험료 인상 등의 문제가 따를 수 있음
 - 만약 선별형 예금보호를 채택할 경우 더 많이 보호받는 계좌의 범위를 지정하고 예금자와 은행이 더 많은 예금보호를 받기 위해 정의를 우회하는 것을 방지하는 것이 중요
- 또한 FDIC는 앞서 발생한 중형은행의 파산에 따른 비용을 충당하기 위해 비보장예금 보호를 통해 가장 많은 혜택을 받은 대형은행을 대상으로 특별 평가 수수료를 부과할 계획을 발표⁶⁾
 - 수수료 부과 대상은 총자산 500억달러를 초과하는 대형은행으로, 약 113개 은행이 부과 대상일 것으로 추정되며 이들이 총 필요 기금의 95%를 부담하게 될 것으로 예측
 - 2022년말 기준 은행의 예상 보장 한도 초과 예금액에서 50억달러를 제외한 금액의 0.125%를 수수료로 2024년 2분기부터 2년에 걸쳐 부과하여 예금보험기금을 확충할 계획
- Wall Street Journal에 따르면 연준과 FDIC, 통화감독청(OCC)은 중형은행의 파산 이후 은행의 건전성 강화를 위해 더 넓은 범위의 은행에 자본요건을 적용할 계획이며, 이에 따라 대형은행의 자본요건이 평균적으로 약 20% 상향될 수 있다고 언급⁷⁾

4) G7 Hiroshima Summit, 2023, *G7 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting Communiqué*.

5) FDIC, 2023, *Options for Deposit Insurance Reform*.

6) FDIC, 2023. 5. 11, FDIC board of directors issues a proposed rule on special assessment pursuant to systemic risk determination, Press Release.

7) WSJ, 2023. 6. 5, Big banks could face 20% boost to capital requirements.

□ 영국 중앙은행(Bank of England: BOE)은 디지털 뱅크런 사태의 사전적 대응을 위해 예금보험제도의 대대적인 개편을 고려 중⁸⁾

- BOE는 실리콘밸리은행의 영국 지사가 파산하면서 영국의 예금자들이 총 67억파운드에 달하는 금액을 최소 7일 동안 인출하지 못했으며, 85,000파운드 이상의 예금잔액에 대한 잠재적 손실에 직면했다고 언급하며 기존 예금보험제도의 개혁 필요성을 제기
- 이에 대한 초기 작업으로 미국의 예금보호 한도에 비해 크게 낮은 수준인 85,000파운드의 한도를 상향하고, 은행 파산 시 예금 인출 속도를 높이기 위해 예금보험기구(Financial Services Compensation Scheme: FSCS)의 사전 준비금 시스템을 개선하는데 중점
 - 보호 한도의 상향을 통해 중소형 은행에 대한 예금자 보호를 강화할 필요가 있다는 입장
 - 또한 유동성 위기에 대비하여 FSCS에 대한 부보금융회사들의 사전 준비금 규모를 확충하는 방안을 고려하고 있으며, 이는 예금자들이 은행 파산 시 예금을 돌려받을 수 있다는 확신을 통해 뱅크런의 비율을 낮추도록 하려는 목적
 - 후차적 작업으로는 부실은행의 정리 방식에 대한 광범위한 검토 및 수정을 통해 파산 은행에 FSCS의 자본금을 선지급하여 매각 또는 폐쇄 시까지 예금 지급 능력을 유지하도록 하는 방안도 고려
- 그러나 보호 한도를 상향하거나 FSCS 준비금 규모를 확대하려면 부보금융회사의 분담금 인상이 수반되고, 은행의 파산을 우선적으로 방지하도록 고안된 건전성 규제를 배경으로 금융기관 간 불균형을 초래할 수 있다는 우려의 목소리가 공존

□ 유럽 또한 최근 유동성 위기에 처한 크레디트 스위스의 매각 사태로 은행 시스템의 안정성에 대한 우려가 커지자 EU 집행위원회(European Commission: EC)는 중소형 은행에 초점을 맞춘 은행의 위기관리 및 예금보험제도(Bank Crisis Management and Deposit Insurance: CMDI)의 개혁을 제안하는 입법 패키지를 발표⁹⁾

- EC는 최근 발생한 디지털 뱅크런에 의한 은행 파산 속도를 고려했을 때 유럽 은행 부문의 강력한 위기관리 체계 마련이 필요함을 강조하며, 4월 중소형 은행에 초점을 맞춰 EU의 기존 CMDI 프레임워크를 수정하고 강화하기 위한 입법 제안을 발표
- 해당 제안에는 1) 은행 회생·정리 지침(Bank Recovery and Resolution Directive), 2) 단일 정리기구 규정(Single Resolution Mechanism Regulation), 3) 예금보험제도 지침(Deposit Guarantee Schemes Directive) 등 3가지 법안을 수정하는 것을 골자로 함
 - 주요 내용으로 예금자의 손실을 방지하기 위해 부실 중소형 은행의 원활한 시장 퇴출을 지원하도록 은행정리기구를 광범위하게 적용하고, 예금보험기금의 활용도를 높이는 방안을 제안
 - 재무안정성을 유지하고 예금자 보호를 강화하기 위해 모든 예금에 대해 은행 파산 시 동등한 법적 우선순위를 부여하며, 일시적으로 높은 예금잔액에 대한 보호 수준을 강화

8) FT, 2023. 6. 5, Bank of England looks to broaden reform of deposit guarantee scheme.

9) EC, 2023. 4. 18, Banking Union: Commission proposes reform of bank crisis management and deposit insurance framework, Press Release.

- 또한 현재 EU의 예금보호 한도인 10만유로는 그대로 유지하되 예금보험 대상을 공공기관, 전자화폐기관, 지급기관, 투자회사 등으로 확대
- 다만, EU는 유로 차원의 단일예금자보호기구를 설립하기 위해 2015년 제안한 예금보험제도가 입법 과정에서 7년째 계류 중으로, 통일된 예금보험제도가 아닌 회원국 차원에서 예금자 보호가 이루어지고 있어 이번 개혁안 채택을 통해 입법이 가속화될 수 있을 것으로 기대

〈표 2〉뱅크런 사태에 따른 주요국 대응책 논의 현황

| 국가 | 주요 내용 |
|----|---|
| 미국 | <ul style="list-style-type: none"> • 계좌 유형에 따른 예금보호 차등 적용: 기업 결제계좌의 예금보호 한도 상향 • 예금보험기금 손실 확충: 대형은행 대상 특별 평가 수수료 부과 • 자본금 요건 강화: 대형은행 대상 자본금 요건 상향 |
| 영국 | <ul style="list-style-type: none"> • 예금보호 한도 상향: 현재 한도 85,000파운드에서 상향 • FSCS의 사전 준비금 확충: 은행 파산 시 예금 인출 속도를 높이기 위한 일환 • 부실은행 정리 방식의 검토 및 수정 |
| EU | <ul style="list-style-type: none"> • 모든 예금에 대해 은행 파산 시 동등한 법적 우선순위 부여 • 일시적으로 높은 예금잔액에 대한 보호 수준 강화 • 예금보험 대상을 공공기관, 전자화폐기관, 지급기관, 투자회사 등으로 확대 • 부실 증소형 은행의 원활한 시장 퇴출을 위한 예금보험기금의 활용 |

□ **국내의 경우 뱅크런 사태를 계기로 예금보호 한도 상향에 대한 논의가 본격화되고 있는 가운데 금융당국은 8월말 예금자보호제도 전반에 대한 개선책을 발표할 계획으로, 금융안정성과 소비자보호 간 조화를 고려한 제도 마련이 필요**

- 최근 인터넷전문은행의 도입, 코로나19가 촉발한 비대면 체제의 확대 등으로 국내 모바일뱅킹 이용자 수가 증가하며 온라인 금융서비스 이용이 일상화
 - 2022년말 기준 국내 모바일뱅킹 등록 고객수와 이용건수, 이용금액 모두 2019년 이후 지속적인 증가세를 나타냈으며, 이에 따라 전체 인터넷뱅킹 이용실적 중 모바일뱅킹이 차지하는 비중은 85.4%(건수), 18.6%(이용금액)를 기록하며 점차 높아지고 있음¹⁰⁾
 - 다만 모바일뱅킹 이용금액 및 인터넷전문은행의 평균 예금액은 소매고객 중심으로 분산되어 있어 크지 않은 수준으로 미국 은행의 파산 사태가 국내 금융시장에 직접적으로 미친 영향은 미미한 것으로 분석
- 그러나 향후 디지털 뱅크런이 발생하지 않도록 금융당국은 금융안정을 목표로 사전에 보완장치를 마련해 나가야 한다는 목소리가 높아지고 있으며 이의 일환으로 예금보호 한도 상향에 대한 논의가 본격화

10) 한국은행, 2023. 3. 7, 2022년중 국내은행 인터넷뱅킹서비스 이용현황, 보도자료.

- 국내 예금보호 한도는 GDP 등을 근거로 책정하여 2001년 2천만원에서 5천만원으로 상향된 이후 23년째 유지되고 있는 가운데 예금보호 한도를 초과하는 예금 비중은 꾸준히 상승하며 2022년말 기준 전체 예금액의 66.5%를 기록
 - 그리하여 예금보호 한도의 상향을 추진하는 내용의 예금자보호법 개정안이 올해만 8개가 잇따라 발의
- 금융당국은 8월말 예금보호 한도를 포함해 예금자보호제도 전반에 대한 개선책을 발표할 계획으로, 예금보험기금에 대한 예금자의 신뢰 확보를 통해 위기 상황에서뱅크런을 방지할 수 있는 실효성 있는 제도의 마련이 필요
- 예금보호 한도의 상향 시 부보금융회사의 부담이 가중될 수 있는 만큼 부보금융회사의 리스크를 정교하게 측정하고 평가하며 적정한 보험료를 책정하는 것이 중요할 것으로 판단
 - 예금보험기금에 대한 예금자의 신뢰를 확보하여 위기 상황에서 뱅크런을 방지할 수 있도록 금융안정성과 소비자보호 간 조화를 이루는 제도 마련이 필요

선임연구원 안유미

ZOOM
-IN실리콘밸리은행 사태 이후
상업용 부동산에 대한 위험 가시화

- 미 연준은 2023년 상반기 금융안정 보고서에서 미국 실리콘밸리은행(SVB) 사태 이후 상업용 부동산에 대한 위험이 증가하였다고 발표
- 주택의 경우 코로나 기간 동안 상승한 부동산 가격이 금리인상에도 불구하고 비교적 유지되고 있는 반면, 상업용 부동산의 경우 재택근무의 확산으로 공실률이 높아지며 가격 하락폭이 상대적으로 크게 나타남
- 공실률이 증가하면서 임대수익이 감소하고, 이로 인하여 상업용 부동산의 가치가 하락, 대출 담보물건으로서의 가치에도 악영향
- 은행은 상업용 부동산 대출의 약 60%를 보유하고 있으며, 이 중 2/3가 자산 1,000억달러 미만의 중소은행에 집중되어 가치 하락 시 소형 은행의 자산건전성 저하 우려
- 미국뿐만 아니라 유럽에서도 부동산의 가치 하락으로 인한 금융기관의 위험 증가를 우려하고 있는데, 스웨덴의 경우 상업용 부동산 가치 하락으로 인해 대형 부동산 회사가 정크등급으로 강등

- 연준은 2023년 상반기 금융안정 보고서에서 미국 실리콘밸리은행(SVB) 사태 이후 상업용 부동산에 대한 위험이 증가하였다고 발표¹⁾
 - 코로나 이후 재택근무가 많아지면서 상업용 부동산에 대한 수요가 하락하였으나 일상회복이 된 이후에도 그 수준은 회복되지 않고 있음
 - 2023년 1분기 미국 사무실 공실률은 12.9%로 집계 시작된 2000년 이후 최고치²⁾
 - 또한 계속된 금리 상승으로 인하여 상업용 부동산의 대출금 상환에 대한 부담이 급증
- 상업용 부동산(commercial real estate: CRE)은 사업을 영위하기 위한 목적으로 사용하는 부동산으로 소유자에게 수익을 제공하며 크게 멀티패밀리(multi-family), 오피스(office), 소매(retail), 산업(industrial), 호텔(hotel) 등으로 나뉨
 - 오피스 빌딩의 경우 입지 및 건물 연식에 따라 A부터 C까지 3가지 클래스로 나누어지는데, 클래스A 빌딩의 경우 가장 좋은 입지에 위치하고 있으며 입주자에게 피트니스 센터와 정원 등을 제공
 - 오피스 클래스B나 C로 갈수록 중심지역을 벗어나 교외나 소규모 도시에 입지하고 있으며 건축연도가 다소 오래된 건물(클래스C는 20년 이상)

1) Fed, 2023. 5. 1, *Financial Stability Report*, May 2023.

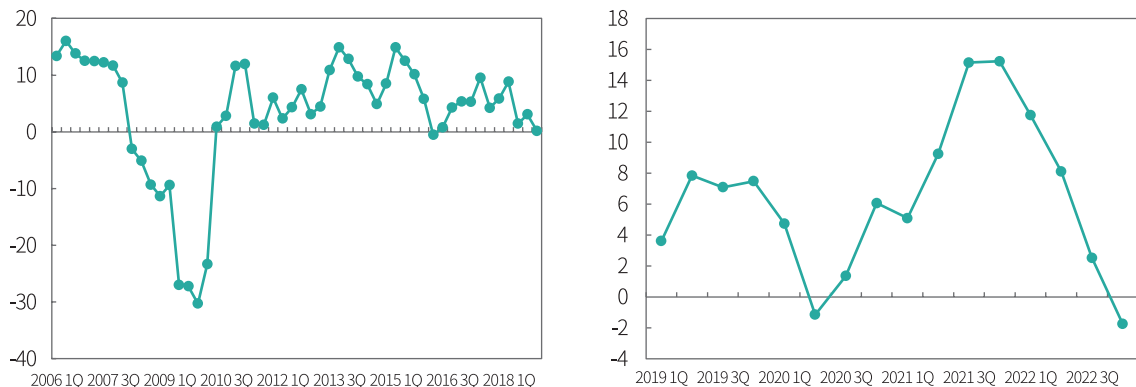
2) WSJ, 2023. 4. 23, Commercial real-estate woes run deeper than in past downturns.

- 오피스 시장 중 IT와 금융 업종 비중이 높은 대도시의 B급 오피스에서 수요 위축이 더 클 것으로 전망³⁾

□ 주택의 경우 코로나 기간 동안 상승한 부동산 가격이 금리인상에도 불구하고 비교적 유지되고 있는 반면, 상업용 부동산의 경우 재택근무의 확산으로 공실률이 높아지며 가격 하락폭이 상대적으로 크게 나타남⁴⁾

- 코로나 초기에는 락다운으로 인해 상업활동이 급감하면서 호텔과 소매점, 사무실 등 특정 산업을 중심으로 부동산 비용을 지불할 수 있는 현금흐름이 감소
- 코로나가 장기화되자 오피스의 경우 재택형태의 근무방식이 많아지면서 공실률이 증가하였으며, 입지가 상대적으로 떨어지는 클래스B 이하의 경우 공실률의 증가 및 가치 하락이 발생
- 엔데믹 이후에도 미국 내 근무형태는 IT 산업 등을 중심으로 재택근무를 병행하는 하이브리드 근무형태를 유지, 오피스의 공실률의 회복이 더디게 진행⁵⁾
- 직장 복귀율이 75% 수준을 보이는 아시아 및 유럽지역과는 달리 미국의 직장 복귀율은 48.6%에 불과⁶⁾

〈그림 1〉 미국 상업용 부동산 가격 인덱스 추이



자료: FRED

□ 상업용 부동산의 공실률이 증가하면서 임대수익이 감소하고, 이로 인하여 상업용 부동산의 가치가 하락, 대출 담보물건으로서의 가치에도 악영향

- 주택 대출의 경우 30년짜리 장기 고정금리로 대출이 발생하는 것과 다르게 상업용 부동산의 대출은 주로 5~7년 기간 후 다시 가치산정을 하는 형태의 변동금리 대출 비중이 다수를 차지⁷⁾

3) 하나금융경영연구소, 2023. 5, 미국 상업용 부동산 부실가능성 점검, 하나 부동산연구 시리즈 제2호.
 4) Federal Reserve Bank of Chicago, 2021. 11, Bank exposure to commercial real estate and the covid-19 pandemic. Chicago Fed Letter, No. 463.
 5) WSJ, 2023. 5. 16, The return to the office has stalled.
 6) WSJ, 2023. 2. 28, As Americans work from home, Europeans and Asians head back to the office.
 7) 한국은행, 2023. 3. 10, 최근 미 상업용 부동산 현황 및 리스크 점검.

- 다만 주거용의 경우에도 코로나 기간 동안 새로 건설된 아파트들이 2023년 이후 공급되기 시작하여 렌트비 하락압력은 존재
- 상업용 부동산은 cap rate(자본환원율, capitalization rate)을 통해 투자 가치를 따져보게 되는데, 2022년 부터 시작된 금리인상 기조로 인하여 cap rate도 상승하며 부동산 가격 하락위협 존재
 - cap rate은 (1년간 순 운영수익/부동산 시장가격)으로 2023년 1분기 기준 상업용 부동산 전 부문에서 상승 중⁸⁾이며 코로나 이전인 2019년 보다 높은 수준을 요구
 - cap rate의 상승을 위해서는 순 운영수익의 증대 또는 부동산 시장가격의 하락이 이루어져야 하는데, 공실율이 높은 상황에서 순 운영수익의 증대를 기대하기 어려움
- Mortgage Bankers Association 집계 기준, 2023~2024년 만기가 도래하는 상업용 부동산 대출은 전체 대출의 31%로 리파이낸싱 시 가치하락으로 인한 대출 금액 감소 또는 대출 회수의 위험이 존재⁹⁾
 - SVB사태 이후 LTV 기준, 만기, 대출 규모 등 여러가지 요건으로 대출에 대한 요건이 강화¹⁰⁾

□ 미국 내 은행은 상업용 부동산 대출의 약 60%를 보유하고 있으며, 이 중 2/3가 자산 1,000억달러 미만의 중소기업에 집중¹¹⁾되어 가치 하락 시 소형은행의 자산건전성 저하 우려

- 미국 내 대형은행에 비해 소형은행이 상업용 부동산 대출에 4.4배 더 많이 노출되어 있는데, 소형은행의 상업용 부동산에 대한 대출은 자산의 28.7%로 대형은행의 6.5%에 비해 높음
- 코로나 이전까지 상업용 부동산의 가치 상승폭은 다른 부동산에 비해 매우 큰 편으로, 가치하락이 이어질 경우 이를 담보로 대출을 해준 은행들에게도 위험 노출 가능
 - 다만 대형은행은 익스포저 비율이 낮아 소형은행의 위기 상황 시 대응할 수 있는 여지가 존재
- 미국 내 은행이 상업용 부동산을 60%이상 보유하고 있으나, 생명보험회사가 13%, 상업용 부동산 유동화증권(commercial mortgage backed securities: CMBS)이 약 15%를 차지하는 등 타 금융기관들의 비중도 작지 않은 상황

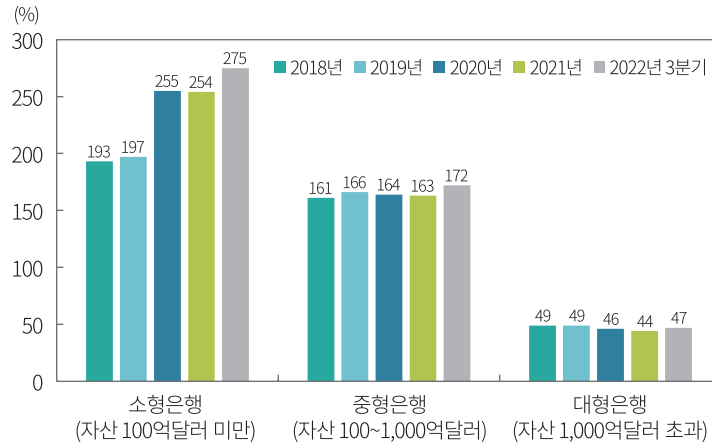
8) FACTSET, 2023. 4. 10, Assessing CRE exposure across the financial sector.

9) 국제금융센터, 2023. 6. 1, 미국 상업용 부동산 시장의 위험요인 및 평가, Issue Analysis.

10) FRB, 2023. 4, Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices.

11) J.P. Morgan, 2023. 4. 12, Are banks vulnerable to a crisis in commercial real estate?

〈그림 2〉 미국은행의 자본대비 상업용 부동산 대출 현황



주 : 1) 상업용 부동산 대출 집계는 기건축 및 건축 중인 대상을 모두 포함
 2) 은행의 자본집계는 미국 규정에 따른 티어1과 티어2를 포함
 자료: Fitch Ratings¹²⁾

〈표 1〉 미국 내 금융기관의 상업용 부동산 보유 현황

(단위: 십억달러, %)

| 기관명 | 상업용 부동산 보유 규모 | 비중 |
|-----------------------------|---------------|-----|
| 카테고리 1은행 | 280 | 8 |
| 카테고리 2~4은행 | 340 | 9 |
| 기타 | 1,550 | 43 |
| 은행계 | 2,170 | 61 |
| 생명보험 | 470 | 13 |
| 민간보증 상업용 부동산 유동화증권(CMBS) | 530 | 15 |
| 은행외 기관 | 400 | 11 |
| 상업용 부동산 총계 | 3,570 | 100 |

주 : 카테고리 1은행의 경우 시스템적으로 중요한 은행(US Globally Systemically Important Banks: US G-SIBs)을 지칭
 자료: Fitch Ratings¹³⁾

□ 상업용 부동산 유동화증권(CMBS)의 2023년 5월 연체율은 3.62%로 코로나가 한창이던 2020년 6월 이후로 가장 높은 상승율을 기록하였으며, 상업용 부동산 중에서도 소매의 경우 꾸준히 6%가 넘는 연체율을 보이고 있음¹⁴⁾

12) FitchRatings, 2023. 5. 24, US Regional and small banks' CRE exposure could pressure ratings.
 13) FitchRatings, 2023. 5. 24, US Regional and small banks' CRE exposure could pressure ratings.
 14) Trepp, 2023. 6, CMBS delinquency rate sees largest jump since June 2020 in May 2023.

- 2023년 5월 상업용 오피스의 경우 30일 연체규모가 2022년 12월 대비 154% 증가한 67억5천만 달러를 기록
- 오피스를 제외한 소매, 호텔, 멀티패밀리, 산업의 경우 2022년 12월 대비 연체율은 감소

〈표 2〉 상업용 부동산 유동화증권(CMBS) 연체현황

(단위: 백만달러, %)

| | 2023년 5월 | | 2022년 12월 | | 변화율 |
|-------|----------|------|-----------|------|--------|
| | 연체규모 | 비중 | 연체규모 | 비중 | |
| 소매 | 7,899.27 | 6.87 | 8,521.20 | 7.20 | -7.3 |
| 오피스 | 6,746.64 | 4.15 | 2,651.91 | 1.63 | 154.41 |
| 호텔 | 3,928.49 | 4.35 | 4,082.08 | 4.50 | -3.76 |
| 멀티패밀리 | 937.41 | 1.72 | 1,386.58 | 2.58 | -32.39 |
| 산업 | 170.39 | 0.42 | 182.72 | 0.46 | -6.75 |

자료: Trepp¹⁵⁾

- 미국뿐만 아니라 유럽에서도 부동산의 가치 하락으로 인한 금융기관의 위험 증가를 우려하고 있는데, 스웨덴의 경우 상업용 부동산 가치 하락으로 인해 대형 부동산 회사가 정크등급으로 강등
 - 스웨덴의 상업용 부동산 대기업인 SBB는 많은 부채로 인하여 기업가치가 고점 대비 90% 이상 폭락하면서 신용등급이 정크등급 아래로 강등
 - 스웨덴 내 은행 대출의 18%는 상업용 부동산이 차지하고 있는데, 이는 스페인과 아일랜드의 3배 이상 높은 비중¹⁶⁾
 - 스웨덴 기준금리의 지속적 인상으로 대출비율이 높은 상업용 부동산 부문이 금융안정을 위협하는 요소로 부상¹⁷⁾하였으며, 상업용뿐만 아니라 주택의 가격 하락폭도 커 2022년 3월 이후로 스웨덴의 주택가격 인덱스는 마이너스를 기록¹⁸⁾
 - 그동안 지속적인 주택가격의 상승으로 인하여 개인의 부채 비율 또한 상승하였는데, 2022년부터 시작된 금리인상으로 인하여 주택가격의 하락 및 개인부채 부담도 증가¹⁹⁾
- 금융감독원은 해외 부동산을 중심으로 한 해외투자 현황에 대한 자료를 각 금융기관들에게 요청하여 현황을 파악 중이며, 3년 내 만기가 도래하는 해외 부동산펀드의 규모는 30조원에 이르는 것으로 파악²⁰⁾

15) Trepp, 2023. 5. 24, The mid-year 2023.

16) Reuters, 2022. 6. 16, Sweden braces for fallout from property slump.

17) Reuters, 2022. 1. 31, Commercial real estate biggest risk for Swedish banks, but crash unlikely.

18) Bloomberg, 2023. 6. 2, Swedish home prices continue downward trend as rate hikes bite.

19) European Commission, 2023. 5, In-depth review 2023 Sweden, Institutional Paper 224.

20) 서울경제, 2023. 5. 22, '폭탄 돌리기' 언제까지...兆단위 손실 우려에 만기 재연장 급급.

- 2020년 금융감독원이 발표한 해외 부동산펀드 현황²¹⁾에 따르면, 가장 많은 투자가 이루어진 지역은 미국으로 21.7조원(42.1%)을 차지하고 있으며, 물건 종류별로는 오피스빌딩이 27.4조원(53.2%)을 차지
 - 금융감독원은 해외 부동산에 투자한 은행, 증권사, 보험사 등을 중심으로 해외투자 현황에 대한 자료를 요청, 현황 조사 중이며, 공모 부동산펀드에 대한 실무간담회를 개최²²⁾
- 오기형 의원실이 금융감독원으로부터 받은 자료에 따르면 2022년말 해외부동산펀드의 평균 만기는 10.2년으로 2020년 4월 기준 7.6년에서 증가²³⁾
 - 최근 해외에 투자한 부동산 가치가 하락하면서 도래한 만기를 연장하는 방식으로 손실을 이연하는 방식을 사용하는 것으로 추정

선임연구원 이종은

21) 금융감독원, 2020. 12. 17, 해외 부동산펀드 현황 및 대응방안, 보도자료.

22) 헤럴드경제, 2023. 5. 15, “한국도 안전지대 아니다”...금감원, 국내 부동산 공모펀드 들여다본다.

23) 서울경제, 2023. 5. 22, ‘폭탄 돌리기’ 언제까지...兆단위 손실 우려에 만기 재연장 급급.