

OPINION

선임연구위원
김필규

시장환경 변화에 따른 신용채권시장의 구조 변화*

최근 국내 신용채권시장은 금리 상승, 수급 불안정, 신용위험 증가 등 다양한 요인으로 인해 시장 구조가 변화하고 있다. 금리의 변동성 증가로 인하여 국내 신용채권 평균 만기가 급격히 줄어들었고, 조달비용률은 크게 상승하였다. 시장 여건의 변화에 따른 차환 불안정성이 증가함에 따라 일부 기간 중에는 변동금리채 발행이 확대되었다. 또한 자금조달 본연의 목적 이외에 자기자본 보안을 목적으로 신용채권이 활용되기도 하였다.

채권시장의 구조 변화는 시장환경 변화와 이에 대응한 신용채권 발행기관의 조달 전략의 결과라고 볼 수 있다. 그러나 신용채권 발행기업의 조달 효율성을 위한 다양한 시도에도 불구하고 향후의 시장 여건은 우호적이지만은 않다. 시장의 기대에도 불구하고 인플레이션 압력이 줄어들지 않아 정책금리 인하 시기에 대한 불확실성이 높아지고 있고, 금리가 하락하더라도 과거의 저금리 상태로 회귀를 기대하기는 어려운 상황이다. PF 부실화에 대한 우려가 줄어들지 않고 있고, 일부 산업의 경우에는 신용등급이 하락하고 있다. 또한 금리 상승으로 인한 조달비용률 상승은 기업의 건전성을 악화시키는 요인으로 작용할 가능성이 있다.

이러한 환경 변화에 대응하여 신용채권시장의 건전성을 유지하기 위해서는 무엇보다도 신용채권 발행기관이 수익성을 제고하고, 위험관리를 강화하며, 재무적인 안정성을 높이려는 노력을 기울여야 한다. 이와 더불어 신용채권시장의 안정성을 제고하기 위한 정책적인 지원도 필요하다. 거시적인 금융 안정성 제고 정책과 더불어 시장 경색을 불러오는 사건이 발생할 경우 이를 차단하는 신속한 금융지원 체계도 구축해야 한다.

2022년 10월 레고랜드 사태로 인하여 신용채권¹⁾시장이 커다란 경색을 겪은 이후 대규모 한전채 발행에 따른 신용채권시장의 수급 불안정성, 인플레이션에 따른 고금리 지속 및 PF 부실화 우려에 따른 일부 산업의 신용위험 증가 등 신용시장을 둘러싼 환경이 급격히 변화하고 있다.

최근 금융시장 환경 변화는 신용채권 발행기관의 조달 비용과 차환 가능성에 영향을 미치고 있다. 이에 따라 신용채권 발행기관은 시장환경 변화에 대응하여 만기를 조정하고, 다양한 채권 구조의 도입을 추진하는 등 조달의 효율성을 높이려는 노력을 기울이고 있다.

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

1) 신용채권은 신용위험이 존재하는 채권을 의미하며, 본고에서는 특수채, 금융채, 회사채를 포괄하여 신용채권이라는 용어를 사용한다.

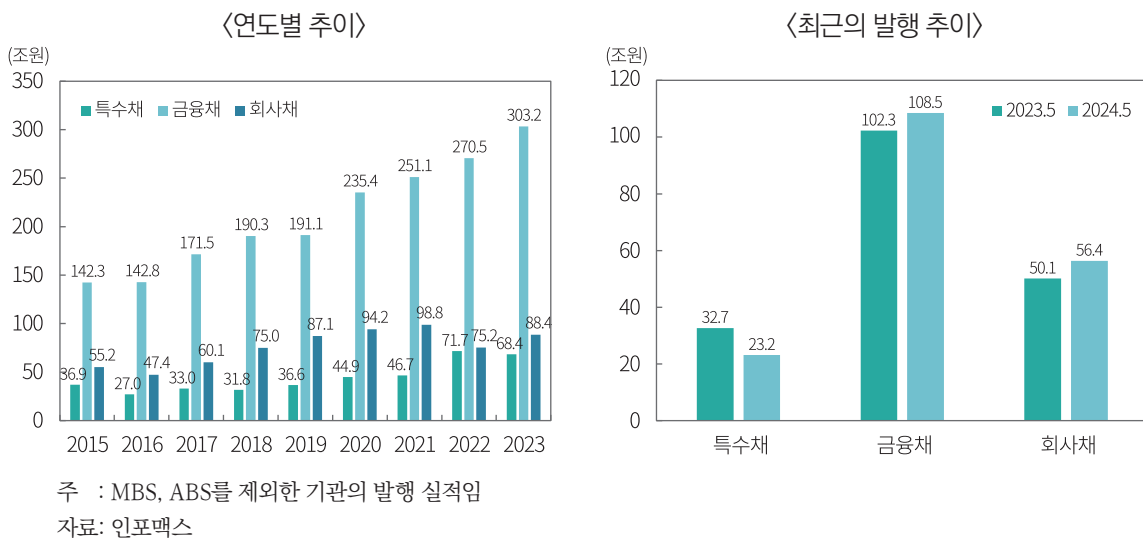
이에 본고에서는 금리 상승을 포함한 시장 환경 요소의 변화가 신용채권시장에 미치는 영향을 살펴본다. 국내 신용채권의 신용등급 분포, 조달비용률²⁾, 만기구조 및 채권 특성의 변화 추이를 분석하여 최근 금융환경 변화가 신용채권시장에 어떤 영향을 미치고 있는지를 살펴보고, 향후 신용채권시장의 주요 위험요인과 대응방안을 점검해 본다.

신용채권 발행 추이

신용채권은 공기업, 금융기관 및 일반 기업의 주요 자금조달 수단 중에 하나이다. 국내 신용채권의 발행 규모는 글로벌 금리 상승에 따른 조달 비용 상승에도 불구하고 지속적으로 증가하고 있다. 신용채권 발행은 2015년 234.4조원에서 2020년에는 374.5조원으로 성장하였고, 2023년에는 전년에 비해 대폭 증가한 460조원이 발행되었다. 최근에도 신용채권 발행 증가 추세가 지속되어 2024년 5월말 현재 신용채권 발행은 전년 동기 대비 소폭 증가한 188.1조원을 기록하였다.

이러한 신용채권 발행 규모의 확대를 주도한 것은 금융채이다. 금융채 발행은 2015년 142.3조원에서 매년 지속적인 증가세를 보여 2023년에는 303.2조원으로 확대되었다. 이러한 발행 규모 증가세는 2024년에도 지속되고 있다. 반면 특수채의 발행은 연도별로 다소 변동성을 보이고 있다. 2022년과 2023년에는 한전채 발행 확대에 인하여 특수채 발행 규모가 과거에 비해 크게 증가하였다. 그러나 올해 들어서는 한전채 발행이 거의 이루어지지 않음에 따라 특수채 발행 규모는 전년 동기 대비 감소하였다. 회사채는 우량한 신용도를 지닌 기업의 조달 확대 등의 영향으로 발행 규모가 지속적으로 증가하고 있다.

〈그림 1〉 신용채권 발행 추이

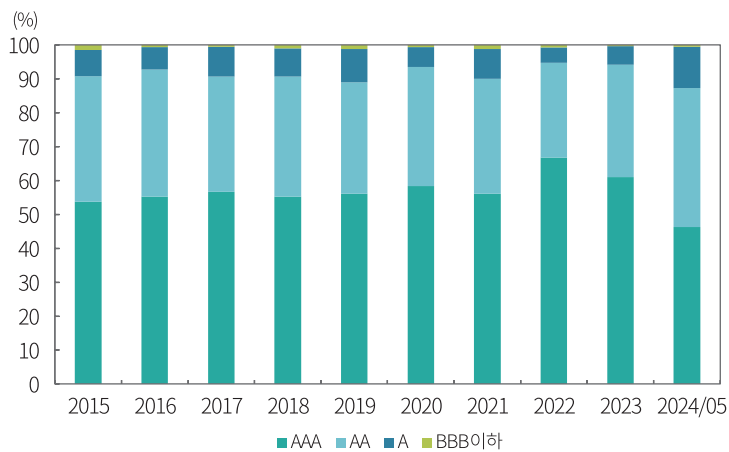


2) 발행 채권의 수익률을 조달비용률로 정의함

공모 무보증 신용채권은 대부분 A등급 이상이다. 이는 국내 투자자들이 A등급 이상의 신용채권을 적격 투자대상으로 하는 보수적인 투자 기준을 도입하고 있기 때문이다. 신용채권의 신용등급별 비중은 거시적인 요인과 신용채권의 수급 요인 등에 영향을 받고 있다. 2022년의 경우 레고랜드 사태로 투자자의 신용위험에 대한 민감도가 확대되면서 AA등급의 신용채권 조차도 소화에 어려움을 겪음에 따라 AAA등급의 비중이 크게 증가하였다. 최근에는 투자자의 수익성 제고에 대한 유인이 높아짐에 따라 A등급에 대한 수요가 증가하고 있다.

우량채 위주의 국내 신용채권시장 구조는 다양한 기업과 금융기관의 채권을 통한 조달에 제약 요인이 되고 있다. 상대적으로 신용도가 낮은 기업의 경우 공모 무보증 채권을 발행하는 대신 금융기관 차입이나 사모사채 및 주식관련사채를 통하여 자금을 조달하고 있다.

〈그림 2〉 국내 신용채권의 신용등급 비중 추이



자료: 인포맥스, 저자 계산

신용채권의 만기구조

채권은 기업 및 금융기관의 장기 자금조달 수단으로 활용되고 있다. 그럼에도 불구하고 과거 국내 신용채권의 만기는 3년 내외로 장기 자금조달 수단으로의 기능에 제약이 존재하였다. 그러나 특수채의 만기가 늘어나고 자본증권의 발행이 증가하면서 장기 자금조달 수단으로 신용채권의 활용도가 제고되고 있다. 그러나 모든 발행기관이 신용채권을 장기 자금조달 수단으로 활용하고 있지는 않다. 신용도가 높은 금융기관과 기업에 한하여 장기 채권의 발행이 가능하다.

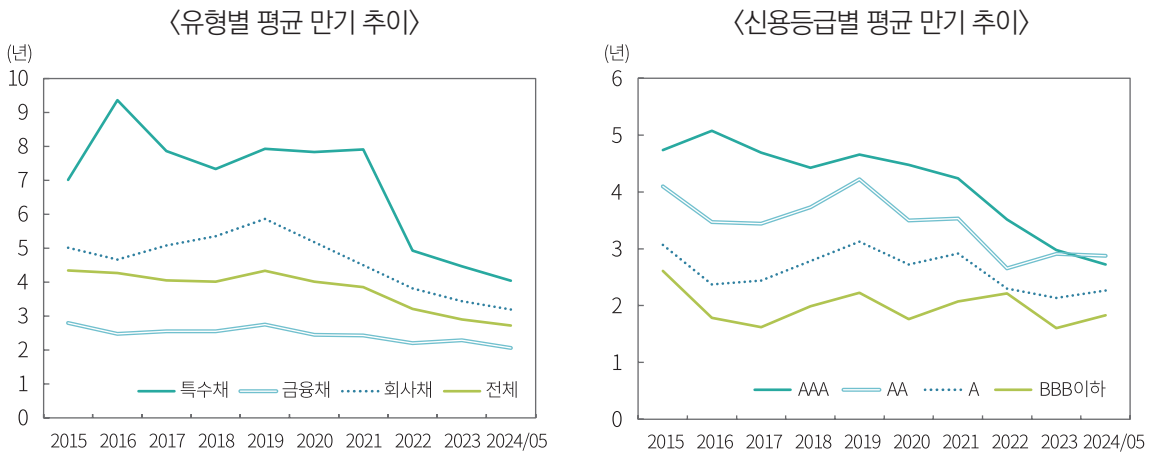
국내 신용채권의 만기구조 변화 추이를 살펴보면 최근 들어 평균 만기가 줄어드는 추세를 보이고 있다. 전체 신용채권의 평균 만기는 2015년 4.34년에서 2020년에는 3.86년으로 줄어들었고, 2024년 5월까지 발행된 신용채권의 평균 만기는 2.72년을 기록하였다. 이와 같이 최근 들어 신용채권의 평균

만기가 줄어드는 것은 금리 상승에 따라 단기의 신용채권 발행이 늘어났기 때문이다. 특히 2024년 들어 금리 하락에 대한 시장의 기대가 높아짐에 따라 단기로 채권을 발행하고 금리가 하락할 경우 장기 채권을 발행하려는 발행 전략이 도입되고 있다.

신용채권 유형별로 평균 만기의 추이를 살펴보면, 특수채의 평균 만기가 긴 반면 금융채는 평균 만기가 짧은 것으로 나타났다. 이와 같이 기관별로 평균 만기가 차이를 보이는 것은 기관별로 선호하는 조달 기간이 다르기 때문이다. 공사의 경우에는 비교적 장기의 자금조달을 하기 때문에 평균 만기가 다른 유형의 신용채권에 비해 긴 것으로 나타났다. 반면 금융기관의 경우 시장의 여건 변화에 탄력적으로 대응하기 위해 무보증 공모채권의 경우 비교적 짧은 만기로 발행을 하고, 장기의 조달은 조건부 자본증권을 활용하는 조달 전략을 활용하고 있다.

신용등급별로 보면 신용도가 높을수록 장기의 신용채권의 비중이 높다는 특성을 보이고 있다. 높은 신용도를 지닌 신용채권 발행기관들은 장기 채권의 소화가 가능하기 때문에 저금리 상황에서 장기 신용채권 발행을 선호한다. 이에 따라 2021년까지는 평균 만기가 4년 이상을 기록하였다. 그러나 최근 금리가 상승함에 따라 높은 신용도를 지닌 기관의 경우에도 향후 금리 하락을 기대하고 단기의 채권 발행을 늘림에 따라 평균 만기가 줄어들고 있다.

〈그림 3〉 국내 신용채권의 평균 만기 추이



주 : 1) 공모 무보증채권 기준
 2) 금액 가중 평균 만기
 자료: 인포맥스, 저자 계산

신용채권의 조달비용률 추이

코로나-19 사태 이후 글로벌 물가 상승에 따라 각국의 중앙은행은 정책금리를 인상하였고, 이에 따라 2022년말까지 대부분의 실세금리가 크게 상승하였다. 2023년 들어 정책금리 인하 가능성을 기대

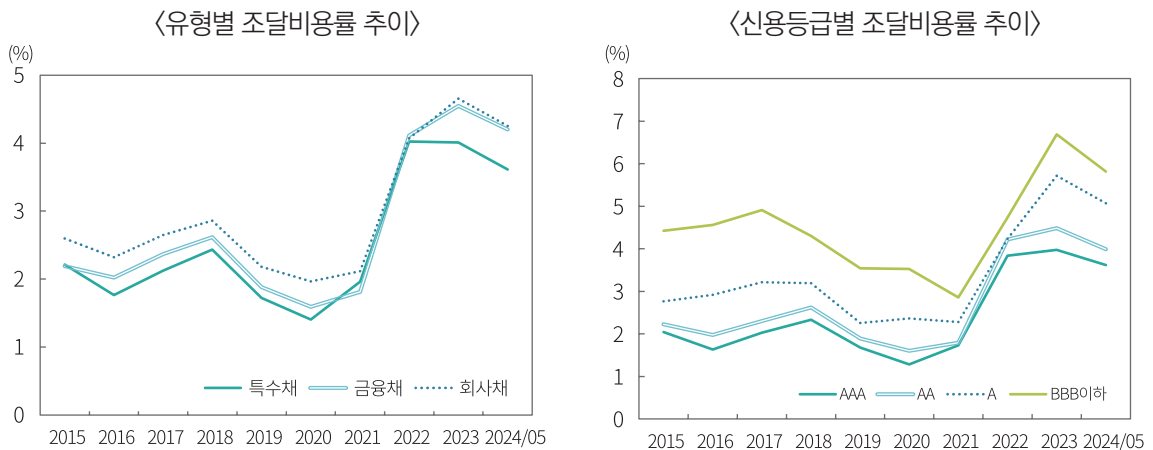
하는 시장의 심리가 확대되면서 일시적으로 금리가 하락하였다. 그러나 여전히 높은 인플레이션으로 인하여 정책금리 인하 시기가 늦어지고 있고, 금리가 인하되더라도 과거의 저금리 수준으로 회귀할 가능성은 높지 않은 상황이다.

시중 실세금리의 상승은 공모 무보증 신용채권의 조달비용률 상승에 직접적인 영향을 미치고 있다. 공모 무보증 신용채권의 조달비용률 평균은 2021년 1.89%에서 2022년에는 4.09%로 상승하였다. 2023년의 경우 채권수익률이 전년에 비해 다소 하락하였음에도 불구하고 공모 무보증 신용채권의 조달비용률은 전년 대비 상승한 4.45%를 기록하였다. 2024년 들어서는 하반기 금리 하락 기대감에 따른 채권 발행금리 하락이 조달비용률에 영향을 미쳐 5월말까지 발행된 신용채권의 조달비용률 평균은 전년 대비 하락한 4.14%를 기록하고 있다.

신용채권 유형별로 보면 2023년 특수채의 조달비용률은 전년 대비 하락한 반면 금융채와 회사채는 전년 대비 상승하였다. 이와 같이 최근의 조달비용률 평균이 채권금리 변동과 다른 모습을 보이는 것은 신용채권의 신용도 및 발행 기관의 구성이 조달비용률 평균에 영향을 미쳤기 때문이다. 특히 금융채와 회사채의 경우 투자자의 수익성 추구 및 위험선호 경향의 변화에 따라 상대적으로 신용도가 낮은 채권의 비중이 상승한 것이 전년 대비 평균 조달비용률이 증가한 주요 요인으로 작용하였다.

2023년 신용등급별 조달비용률은 AAA등급과 AA등급은 전년과 비슷한 수준을 기록한 반면 A등급 이하는 전년 대비 대폭 상승하였다. 이와 같은 결과는 레고랜드 사태 이후 신용경색기에 A등급 이하의 신용채권 발행기관이 차환 발행 등을 위해 상대적으로 높은 금리로 발행을 하였기 때문이다. 한편 2024년 들어서는 모든 등급에 걸쳐 조달비용률이 감소하고 있고, 등급간 금리차도 줄어들고 있다.

〈그림 4〉 신용채권의 조달비용률 추이



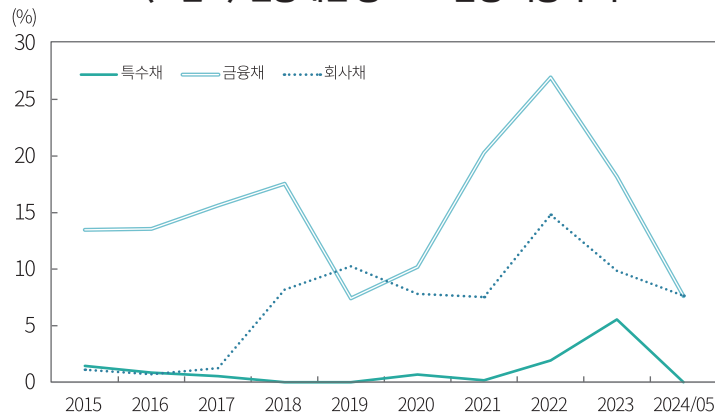
주 : 1) 공모 무보증 신용채권 기준
 2) 신용스프레드는 동일만기 국고채 기준
 자료: 인포맥스, 저자 계산

다양한 유형의 신용채권 발행

시장 환경의 변화에 대응하여 신용채권 발행기관들은 다양한 유형의 채권 발행을 통해 시장 상황의 변화에 대응하고 있다. 금리 상승 및 신용채권 수급 불안정성이 높아짐에 따라 일부 금융기관과 기업들은 투자자의 수요에 부응하여 변동금리채(Floating Rate Note: FRN) 발행을 일시적으로 확대하였다. 기간별로 추이를 살펴보면 한전의 채권 발행 확대에 의한 수급 불안정성이 높은 2022년과 2023년에 변동금리채 발행 비중이 크게 증대한 것으로 나타났다. 동 기간 변동금리채 발행 비중이 확대된 것은 일부 금융기관과 기업이 수급 불안정에 따라 이표채의 원활한 소화에 제약이 존재하였기 때문이다. 이에 따라 금융기관과 기업들은 투자자들의 투자수요를 반영하여 변동금리채 발행을 확대하였다.

이와 더불어 변동금리채의 기준금리 구조도 변화하고 있다. 최근 발행된 대부분의 변동금리채의 기준 금리는 기존의 91일물 CD 금리 대신에 CMS(Constant Maturity Swap)금리를 적용하고 있다. 이와 같이 변동금리채의 기준금리가 바뀌는 것은 CMS 금리가 CD금리에 비해 시장금리를 신속하게 반영하고 있기 때문이다.

〈그림 5〉 신용채권 중 FRN 발행 비중 추이



자료: 인포맥스, 저자 계산

일반적으로 신용채권은 기업 및 금융기관의 장기 안정적인 자금조달 수단이다. 신용채권은 이러한 자금조달 기능 이외에도 보완자본을 확충하는 수단으로 활용되기도 한다. 신용채권 발행기관들은 장기 후순위채 및 신종자본증권 발행을 통해 장기의 자금을 조달하고, 자기자본 비율을 높이는 효과를 도모하기도 한다.

자본증권은 주로 은행, 은행지주회사, 보험사, 증권사, 여전기관 등 금융기관이 발행한다. 최근에는 일반기업도 자본증권 발행을 통해 자기자본을 확충하고 있다. 최근의 추이를 보면, 2023년 일반기업의 자본증권 발행은 1.4조원을 기록하였고, 2024년 들어서도 2.1조원이 발행되었다.

자본증권은 후순위 구조로 인해 조달비용률이 상승하는 부담에도 불구하고 자본구조를 개선하고,

상대적으로 장기의 자금조달이 가능하다는 효과를 제공한다. 이로 인하여 금융기관 및 기업의 재무구조 개선을 위한 방안으로 자본증권이 널리 활용되고 있다.

향후 전망

이상에서 살펴본 바와 같이 국내 신용채권시장은 시장환경의 변화에 따라 만기구조, 조달비용률 및 채권 구조 등이 크게 변화하고 있다. 최근 금리 상승과 신용채권 수급 여건의 변화에 대응하여 국내 신용채권 발행기관은 짧은 만기의 채권 발행을 확대하고 있으며, 다양한 구조의 채권을 통한 조달을 시도하는 등 조달의 효율성을 높이기 위한 노력을 기울이고 있다. 그럼에도 불구하고 인플레이션 압력에 따른 금리 상승이 신용채권의 조달비용률을 높임에 따라 신용채권 발행기관에 적지 않은 부담으로 작용하고 있다.

향후 신용채권시장을 둘러싼 여건도 우호적이지만은 않다. 시장의 기대에도 불구하고 인플레이션 압력이 줄어들지 않아 정책금리 인하 시기에 대한 불확실성이 높아지고 있으며, 금리가 하락기에 접어들더라도 과거의 저금리 상태로의 회귀를 기대하기는 어려운 상황이다. 이와 같은 금리 상승으로 인한 조달비용률의 상승은 기업의 건전성을 악화시키는 요인으로 작용할 가능성이 있다. 또한 PF 부실화 및 건설경기 둔화가 장기화될 가능성이 높고, 일부 산업의 경우에는 영업실적 둔화 등으로 인하여 신용등급이 하락할 가능성도 있다. 이와 더불어 금년도 만기가 도래하는 신용채권 물량이 전년에 비해 증가함에 따라 채권의 수급요인도 녹녹치 않을 전망이다.

이러한 시장 환경의 변화에 대응하여 신용채권 발행기업은 수익성을 제고하고, 위험관리를 강화하며, 재무적인 안정성을 높이려는 노력을 기울여야 한다. 또한 자금 조달 여건 변화에 대응한 조달 구조의 효율성을 높일 필요가 있다. 영업규모, 신용도, 기존 조달 구조 및 차환 가능성 등 신용채권 발행기관의 개별적인 특성을 반영한 효율적인 조달 전략을 수립해야 한다.

신용채권시장의 안정성을 높이기 위한 정책적인 노력도 필요하다. 최근 신용채권시장의 조달 여건 악화는 발행기관의 조달 구조에 따른 문제보다는 외부적인 요소가 더욱 큰 영향을 미치고 있다. 특히 레고랜드 사태와 같은 외부적인 쇼크는 발행기관의 자금조달 비용을 증가시키고, 차환 리스크를 확대시키는 원인으로 작용한다. 이에 따라 자금시장 불안정성을 초래하는 요인을 선제적으로 제거하는 정책 추진이 필요하다. 시장 경색을 불러오는 사건이 발생할 경우 이를 차단하는 신속한 금융지원체계도 구축되어야 한다. 또한 신용채권시장의 안정성을 제고하는 정책적인 노력도 지속되어야 한다. 특히 인플레이션 압력을 줄이고 금리를 안정화시키는 정책의 추진이 필요한 상황이다. 금리 하락은 신용채권 발행기업의 차환 비용과 부담을 줄이고 궁극적으로 신용채권 발행기관의 안정성을 제고하는 효과를 발휘할 수 있기 때문이다.

OPINION

연구위원
정희철

국내 통화정책 불확실성의 경제적 영향과 시사점*

국내 통화긴축 기조가 지속되고 있음에도 불구하고 물가안정목표를 장기간 상회하고 있는 물가 상승률, 최근의 성장세 개선, 물가 전망의 상방 리스크 확대, 미 연준의 금리인하 시기에 대한 불확실성 등으로 인해 국내 통화정책 향방에 대한 불확실성 및 우려가 지속되고 있다.

실증분석 결과, 국내 통화정책 불확실성의 확대는 생산 감소, 기업들의 자금조달비용 증가 및 주가지수 하락을 유발하는 등 국내 실물경제와 자본시장에 부정적인 영향을 미치며, 원화 가치 하락 요인으로 작용하는 것으로 나타났다. 따라서, 국내 경기안정과 금융안정의 제고를 위해 통화정책 불확실성의 수준과 변동을 축소시키기 위한 정책적 노력이 필요하다.

한국은행의 조건부 포워드 가이드는 통화정책 불확실성 축소에 유효한 정책수단이 될 수 있음과 동시에 향후 부작용의 가능성이 공존하고 있는 상황에서, 통화당국의 커뮤니케이션 방식에 대한 면밀한 검토가 필요하다.

코로나 경제위기 이후 가파르게 상승한 물가로 인해 국내 통화정책의 긴축기조가 지속되고 있다. 기준금리는 2021년 8월부터 2023년 1월까지 10회에 걸쳐 총 3%p만큼 인상되었으며, 2023년 1월부터 현재까지 3.5% 수준에서 유지되고 있다. 국내 소비자물가 상승률의 경우, 2020년 10월부터 2022년 7월까지 꾸준히 증가하였으며 2022년 7월 6.3%로 고점에 도달한 이후 2023년 7월까지 감소추세에 있었으나 2023년 8월 반등하였다. 비록 2023년 10월부터는 다시 감소추세에 있지만, 디스인플레이션의 정도가 전반적으로 둔화되었으며, 2021년 4월부터 현재까지 한국의 물가안정목표인 2%를 계속해서 상회하고 있다. 이처럼 국내 통화긴축 기조가 지속되고 있음에도 불구하고, 물가상승률이 물가안정목표를 장기간 상회하고 있다. 게다가, 금년 1분기 경제성장률이 예상을 크게 상회함에 따라, 한국은행은 금년 5월에 발표한 올해 경제성장률에 대한 전망을 2월 전망 대비 상향 조정하였으며 (2.1% → 2.5%), 성장세 개선 및 환율 변동성 확대 등의 요인을 고려하여 2024년 하반기 소비자물가 상승률 전망을 2.3%에서 2.4%, 근원물가 상승률 전망을 2.0%에서 2.1%로 각각 상향 조정하였다.

〈표 1〉은 금융통화위원회 위원들의 3개월 이내 기준금리에 대한 전망 추이를 나타내고 있다. 2023년 10월부터 인상 가능성을 고려해야 한다는 견해의 수가 감소하기 시작하였으며, 올해 들어서는 인상 가능성 견해가 제시되지 않음에 따라 추가적인 기준금리 인상에 대한 시장의 우려는 크게 완화되

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

였으나, 국내 긴축기조 지속 기간 및 향후 금리인하 시기와 폭에 대한 불확실성 우려가 계속해서 제기되고 있다.

〈표 1〉 금융통화위원회 위원들의 3개월 이내 기준금리에 대한 전망 추이

회의 시점	기준금리 결정	향후 3개월 이내 기준금리 전망			
		인하 가능성	유지 가능성	인상 가능성	기타 의견
2023/1	3.5%		3	3	
2023/2	3.5%		1	5	
2023/4	3.5%		1	5	
2023/5	3.5%			6	
2023/7	3.5%			6	
2023/8	3.5%			6	
2023/10	3.5%			5	1 ¹⁾
2023/11	3.5%		2	4	
2024/1	3.5%		5		
2024/2	3.5%	1	5		
2024/4	3.5%	1	5		
2024/5	3.5%	1	5		

주 : 2024년 1월은 금융통화위원회 위원 5인 체제

자료: 한국은행 통화정책방향 관련 총재 기자간담회

미국의 금리인하 시점에 대한 기대 지연 또한 국내 통화정책에 대한 불확실성을 확대시키고 있다. 〈표 2〉는 금년 말 미국 경제성장률, 인플레이션, 연방기금금리에 대한 미 연준 위원들의 전망(중위수)의 추이를 나타내고 있다. 금년 말의 물가상승률과 연방기금금리에 대한 2023년 12월 전망은 2023년 9월 전망에 비해 감소함에 따라 2024년 중 미 연준의 금리인하에 대한 기대가 확산되었으나, 이후 물가상승률의 둔화 지연과 미국의 양호한 경제 회복세 등의 요인으로 인해 경제성장률과 근원 PCE 상승률에 대한 2024년 3월 전망은 2023년 12월 전망 대비 상향 조정되었다. 비록 연방기금금리 전망의 중위수에는 변화가 없었지만, 전망 분포가 이전에 비해 상향 조정됨에 따라 미 연준의 금리인하에 대한 기대가 지연되고 있으며, 이에 따라 미 연준의 금리인하 시기와 폭에 대한 불확실성이 확대된 상황이다. 한미금리차가 역대 최대 수준인 2%에 달하며 고환율이 장기간 유지되고 있는 현 상황에서, 미국의 금리인하 시점에 대한 기대 지연은 국내 통화정책의 운신의 폭을 좁히는 추가적인 요인으로 작용하고 있다.

1) 향후 3개월을 봤을 때 기준금리를 올릴 수도 있고 낮출 수도 있는 유연성을 가져야 한다는 의견 제시

〈표 2〉 미 연준 위원들의 2024년 경제전망 중위수 추이

(단위: %)

	2023/6	2023/9	2023/12	2024/3
실질 GDP 성장률	1.1 (0.5~2.2)	1.5 (0.4~2.5)	1.4 (0.8~2.5)	2.1 (1.3~2.7)
PCE 상승률	2.5 (2.1~3.5)	2.5 (2.1~3.5)	2.4 (2.1~2.7)	2.4 (2.2~2.9)
근원 PCE 상승률	2.6 (2.2~3.6)	2.6 (2.3~3.6)	2.4 (2.3~3.0)	2.6 (2.4~3.0)
연방기금금리	4.6 (3.6~5.9)	5.1 (4.4~6.1)	4.6 (3.9~5.4)	4.6 (4.4~5.4)

주 : 1) 각 성장률 전망은 2023년 4분기 대비 2024년 4분기의 퍼센트 변화에 대한 전망

2) 괄호 안은 연준 위원들의 전망치 분포의 최솟값과 최댓값의 범위(range)

자료: Summary of Economic Projections

국내 물가상승률이 비록 기초적 둔화 추세에 있긴 하지만, 고환율 지속으로 인한 최근의 수입물가 상승세, 금년 5월 기대인플레이션의 반등, 생산자물가 상승세, 높은 환율 변동성 및 지정학적 리스크 등의 요인으로 인해 국내 물가상승률의 상방 리스크가 커진 상황이며, 미국의 통화긴축 기초장기화, 역대 최대 수준의 한미금리차 등의 요인으로 인해 국내 통화정책 향방에 대한 불확실성이 지속되고 있다.

국내 통화정책 불확실성의 경제적 영향

실령 정책금리에 직접적인 변화가 없다고 하더라도, 민간이 인식하는 통화정책 불확실성의 확대는 경제주체와 투자자들의 의사결정에 영향을 미쳐 실물경제와 자본시장에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 예를 들어, 불확실성의 대표적 파급경로인 관망효과(wait-and-see effect)에 따르면, 경제적 불확실성의 확대는 기업투자와 고용, 내구재 소비와 같은 비가역적 의사결정을 불확실성이 축소될 때까지 지연시켜 실물경제를 위축시킬 수 있으며(Bernanke, 1983; Bloom, 2009; Bloom, 2014; Eberly, 1994; Husted et al., 2020), 실물경제 악화로 인한 영향과 더불어 투자자들의 자본시장 참여를 위축시켜 자본시장에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

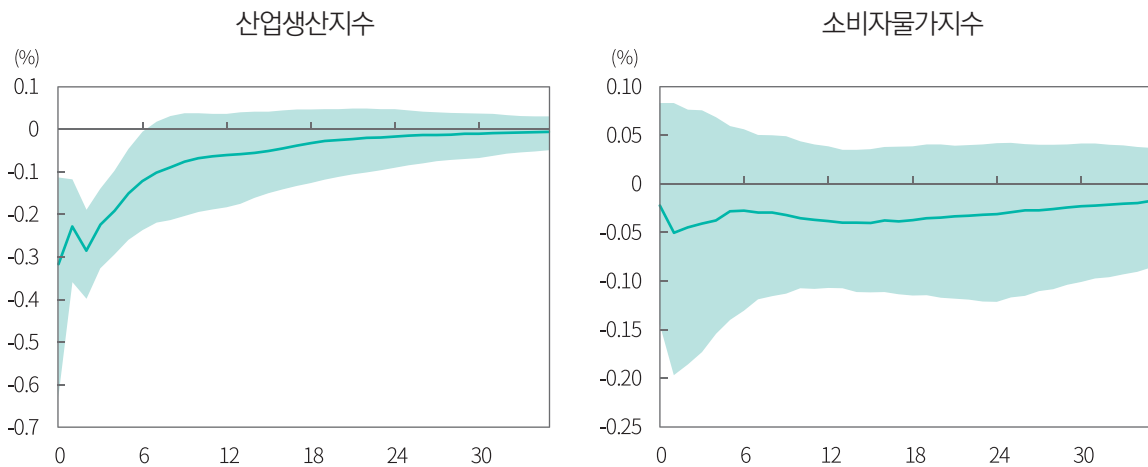
〈그림 1〉은 국내 통화정책 불확실성²⁾ 확대 충격 발생 시 국내 실물경제 변수들의 월별 반응³⁾을

2) 국내 통화정책 불확실성에 대한 지표로는 Cho & Kim(2023)이 측정된 뉴스 기반 지수(news-based index)를 사용하였다. 해당 지수는 국내 주요 신문사들의 통화정책 불확실성 관련 기사의 빈도수를 기반으로 측정된 월별 지수이다. 경제정책 불확실성에 대한 뉴스 기반 지수는 어떠한 경제정책 조치가 취해질 것인지, 언제 정책결정이 이루어질 것인지, 그리고 이러한 정책결정이 경제에 미치는 영향은 어떠한지 등 다양한 측면에 대한 불확실성을 포괄적으로 반영할 수 있으며(Baker et al., 2016), 미디어가 폭넓은 독자층의 관심을 반영한다는 전제 하에 광범위한 경제주체들이 인식하는 불확실성을 반영할 수 있다(Husted et al., 2020).

3) 국내 통화정책 불확실성 확대 충격의 경제적 영향을 추정하기 위해 산업생산지수, 콜금리, 국내 통화정책 불확실성 지수, 3년 만기 AA-등급 회사채의 국고채 대비 신용스프레드, KOSPI 지수, 원/달러 환율의 7개의 내생변수와 미국의 통화정책 불확실성 지수(Baker et al., 2016), 미국의 주식시장 변동성 지수, 연방기금금리를 외생변수로 포함한 구조적 벡터자기회귀 모형을 부호 제약(sign restriction)을 적용하여 추정하였다.

나타내고 있다. 국내 통화정책 불확실성의 확대는 산업생산을 6개월 간 유의하게 감소시키는 반면에, 물가에는 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 불확실성의 확대는 관망효과에 의해 총수요를 축소시킬 수 있을 뿐만 아니라, 생산요소의 투입 감소 및 생산요소의 기업 간 비효율적 배분(misallocation)을 유발하여 총공급을 위축시킬 수 있다(Bloom et al., 2018). 국내 통화정책 불확실성 확대 충격의 경우, 총수요의 변화와 총공급의 변화가 서로 상쇄되어 물가에는 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 판단된다.

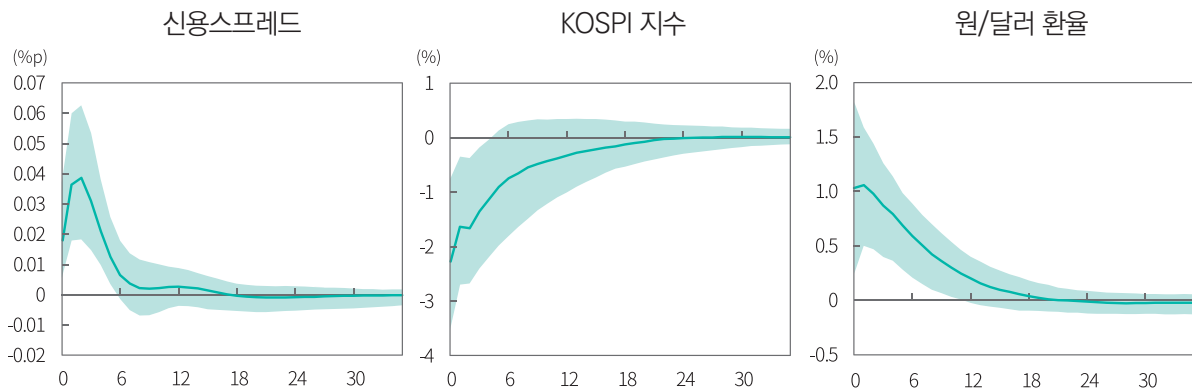
〈그림 1〉 국내 통화정책 불확실성 확대 충격에 대한 실물경제 반응



주 : 충격의 크기는 +1표준편차, 실선은 충격반응의 중위수, 음영은 68% 신뢰구간
 자료: 저자 추정

〈그림 2〉는 국내 통화정책 불확실성 확대 충격 발생 시 국내 금융시장 변수들의 반응을 나타내고 있다. 국내 통화정책 불확실성의 확대 충격은 3년 만기 AA-등급 회사채의 국고채 대비 신용스프레드를 유의하게 증가시키며, KOSPI 지수를 유의하게 감소시키고, 원/달러 환율을 상승(원화 가치 하락)시키는 것으로 나타났다. 국내 통화정책 불확실성의 확대는 실물경제 악화를 유발하여 기업들의 신용위험이 확대될 수 있으며, 또한 대내외 투자자들의 국내 자본시장 참여를 위축시키고, 투자자들이 요구하는 리스크 프리미엄을 증가시킬 수 있다. 게다가 외화 표시 자산 대비 원화 표시 자산의 상대적 위험도를 증가시켜 원화 가치 하락 요인으로 작용할 수 있다. 통화정책 불확실성의 확대가 금융시장에 미치는 영향은 실물경제 악화를 금융시장이 반영한 부분과 투자자들의 행태 변화로 인한 영향이 결합되어 나타난 것으로 해석할 수 있다.

〈그림 2〉 국내 통화정책 불확실성 확대 충격에 대한 금융시장 반응



주 : 충격의 크기는 +1표준편차, 실선은 충격반응의 중위수, 음영은 68% 신뢰구간
 자료: 저자 추정

분석 결과를 요약하면, 국내 통화정책 불확실성의 확대는 산업생산 위축, 기업들의 자금조달비용 증가, 주가지수 하락 등 실물경제와 자본시장에 부정적인 영향을 미치며 원화 가치의 하락 요인으로 작용하는 것으로 나타났다. 이는 국내 통화정책 불확실성의 확대와 변동이 국내 실물경제와 금융시장의 안정성을 저해하는 요인으로 작용할 수 있음을 시사한다.

한국은행의 포워드 가이드언스와 통화정책 불확실성

중앙은행의 커뮤니케이션은 통화정책 수행과 관련된 다양한 정보를 대중에게 제공함으로써 통화정책 수행 방식에 대한 경제주체들의 이해를 돕고 향후 통화정책방향의 예측가능성을 높이는 기능을 할 수 있다(Blinder et al., 2008). 따라서, 통화당국의 커뮤니케이션은 경제주체들이 인식하는 통화정책에 대한 불확실성을 축소시키고, 통화정책 불확실성으로 인한 사회적 비용을 완화할 수 있는 유효한 정책수단이 될 수 있다. 예를 들어, Swanson(2006)은 미 연준의 커뮤니케이션 확대가 향후 정책금리에 대한 민간 부문의 예측 오차를 유의하게 축소시켰다는 분석 결과를 제시하였으며, Chang and Feunou(2013)는 캐나다은행(Bank of Canada)의 통화정책방향 발표 이후 캐나다의 금리 향방에 대한 불확실성이 평균적으로 감소했다는 실증 결과를 제시한 바 있다.

한국은행은 2022년 10월부터 통화정책방향 결정회의 직후 총재 기자간담회에서 금융통화위원회 위원들의 최종금리(3개월 시계에서의 기준금리) 전망 분포를 제시하는 방식으로 커뮤니케이션을 확대해왔다.⁴⁾ 향후 경제상황에 대한 현재의 평가에 기반하여 미래의 정책금리 전망을 제시하는 이러한

4) 향후 정책금리에 대한 전망을 제시하는 중앙은행으로는 미 연준, 뉴질랜드준비은행(Reserve Bank of New Zealand), 노르웨이은행(Norges Bank), 스웨덴 국립은행(Riksbank) 등이 있으며, 전망 발표의 도입 시기, 발표 빈도와 방식, 그리고 전망의 시계 등에 있어서 차이가 있다.

조건부 포워드 가이드는, 기존에 제공하지 않았던 정보를 대중에 추가적으로 제공함으로써 중앙은행과 대중 간의 정보의 비대칭성을 완화하고 향후 통화정책방향에 대한 경제주체들의 예측가능성을 제고할 수 있는 가능성이 있다. 그러나, 여러 전제 조건에 기반한 조건부 전망을 향후 정책에 대한 약속으로 경제주체들이 오해할 수 있으며, 따라서 만약 향후 경제상황이 급변하여 중앙은행이 기존의 정책금리 전망과 다른 정책결정을 할 경우 중앙은행의 신뢰성이 저하될 수 있다는 문제가 있다(Mishkin, 2004; Issing, 2005). 한국은행의 조건부 포워드 가이드 도입의 경우, 최근까지는 국내 통화정책 불확실성의 수준을 축소시키는 데 기여한 것으로 보이거나(정희철, 2024), 이러한 효과가 앞으로도 지속될지의 여부는 불확실하며, 다음과 같은 개선방안을 고려할 필요가 있다.

먼저, 전망 분포의 변화 또는 금융통화위원들 간의 견해 차이가 유의하게 발생 시 해당 이유에 대해서 명확한 설명과 충분한 자료를 제시할 필요가 있다. 정책금리 전망 분포의 큰 변화가 발생하거나 전망의 불일치 정도가 확대되는 경우, 설명 현재 정책금리에 직접적인 변화가 없더라도 금융시장이 민감하게 반응할 수 있으며, 향후 통화정책 경로에 대한 시장의 예측을 더욱 어렵게 만들 수 있다(Couture, 2021). 국내의 경우, 비록 조건부 포워드 가이드 도입 이후 현재까지는 금융통화위원들의 최종금리 전망에 대한 견해 차이가 크게 발생하지는 않았으며, 전망 분포의 갑작스런 변화는 없었던 것으로 판단되나, 향후 기준금리 전망 분포의 변화 및 위원들 간의 견해 차이가 유의하게 발생하는 경우 경제주체들이 인식하는 통화정책에 대한 불확실성이 크게 확대될 가능성이 있다. 따라서, 향후 이러한 상황 발생 시 의도치 않은 부작용을 축소시키기 위해서는, 전망 분포의 변화 또는 견해 차이가 발생한 이유에 대해서 명확한 설명과 충분한 자료를 제시하는 것과 같이 정교한 커뮤니케이션을 수행할 필요가 있다.

둘째, 각 금융통화위원의 기준금리 전망에 대한 근거 제시가 필요할 수 있다. 현행 체제에서는 기자 간담회에서 금융통화위원들의 기준금리 전망 분포와 더불어 동일한 전망 의견(인하 가능성, 유지 가능성, 또는 인상 가능성)을 제시한 그룹의 공통적인 근거에 대해서는 언급하고 있으나, 개별 위원들의 근거가 무엇인지에 대해서는 제시되지 않고 있다. 설명 동일한 전망 의견을 제시했더라도, 해당 전망 의견을 제시한 근거와 전제 조건⁵⁾이 위원 별로 상이할 수 있다. 금융통화위원들의 기준금리 전망은 향후 예상되는 경제 상황에 대한 현재의 평가에 기반한 조건부 특성을 가지고 있음에도 불구하고, 개별 위원이 구체적으로 어떠한 전제 조건을 가지고 전망 의견을 제시했는지에 대해서는 충분한 정보가 제공되지 않고 있다. 따라서, 각 위원이 해당 전망에 도달하게 된 이유에 대해서 시장이 이해하는데 제약이 있고, 전망의 근거보다는 전망의 수치 자체에만 초점을 두게 될 수 있으며, 이로 인해 향후 기존 전망과 다른 정책결정을 하는 상황이 발생 시 통화당국의 신뢰성이 손상될 수 있다. 조건부 포워드 가이드

5) 공통적인 경제 전망 자료에 기반한 것인지, 아니면 개별 경제 전망 모형이나 자료를 추가로 사용하였는지, 그리고 대내외 경제 불확실성에 대한 평가는 어떻게 다른지 등

던스가 단순히 향후 금리에 대한 기대 관리를 위해서가 아닌, 통화당국의 통화정책 수행 과정에 대한 시장의 이해를 돕는 역할을 하기 위해서는, 각 전망의 근거가 개별적으로 제시될 필요가 있다. 그러므로, 기준금리 전망에 대한 각 위원의 근거에 대한 요약문 등을 배포하는 것이 조건부 포워드 가이드언스의 유효성 제고에 도움이 될 것이라 판단된다.

한국은행은 조건부 포워드 가이드언스의 시계를 현행 3개월에서 확장하는 방안을 내부적으로 논의하고 있음을 시사하였다(통화정책방향 관련 총재 기자간담회, 2024. 2. 22). 전망의 시계가 길수록 전망의 불확실성과 오차 가능성이 더욱 커질 것이므로, 전망의 전제 조건이나 근거에 대해서 충분한 설명과 자료가 제시되지 않는다면, 전망 오차가 지속적으로 발생함에 따라 통화당국의 신뢰성 손상과 함께 시장에 혼란을 유발할 가능성이 있다. 따라서, 향후 포워드 가이드언스의 시계를 확장하게 된다면, 위에서 제시한 방안들의 필요성은 더 커질 것으로 판단된다.

참고문헌

정희철, 2024, 『국내 통화정책 불확실성의 특징과 경제적 영향』, 자본시장연구원 이슈보고서 24-09.

Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., 2016, Measuring economic policy uncertainty, *The Quarterly Journal of Economics* 131(4), 1593-1636.

Bernanke, B. S., 1983, Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment, *The Quarterly Journal of Economics* 98(1), 85-106.

Blinder, A. S., Ehrmann, M., Fratzscher, M., De Haan, J., Jansen, D. J., 2008, Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence, *Journal of Economic Literature* 46(4), 910-945.

Bloom, N., 2009, The impact of uncertainty shocks, *Econometrica* 77(3), 623-685.

Bloom, N., 2014, Fluctuations in uncertainty, *Journal of Economic Perspectives* 28(2), 153-176.

Bloom, N., Floetotto, M., Jaimovich, N., Saporta-Eksten, I., Terry, S. J., 2018, Really uncertain business cycles, *Econometrica* 86(3), 1031-1065.

- Chang, B. Y., Feunou, B., 2013, Measuring uncertainty in monetary policy using implied volatility and realized volatility (No. 2013-37), Bank of Canada working paper.
- Cho, D., Kim, H., 2023, Macroeconomic effects of uncertainty shocks: Evidence from Korea, *Journal of Asian Economics* 84, 101571.
- Couture, C., 2021, Financial market effects of FOMC projections, *Journal of Macroeconomics*, 67, 103279.
- Eberly, J. C., 1994, Adjustment of consumers' durables stocks: Evidence from automobile purchases, *Journal of Political Economy* 102(3), 403-436.
- Husted, L., Rogers, J., Sun, B., 2020, Monetary policy uncertainty, *Journal of Monetary Economics* 115, 20-36.
- Issing, O., 2005, Communication, transparency, accountability: monetary policy in the twenty-first century, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 87(2), 65-83.
- Mishkin, F. S., 2004, Can Central Bank Transparency Go Too Far? NBER Working Paper (w10829).
- Swanson, E. T., 2006, Have increases in Federal Reserve transparency improved private sector interest rate forecasts? *Journal of Money, Credit and Banking*, 791-819.

ZOOM
-IN

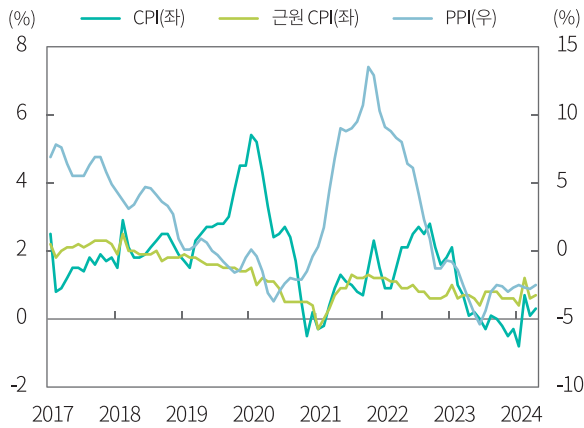
중국의 과잉생산 현상과 주요국의 대응 현황

- 중국은 경기 위축으로 인한 국내 수요가 부진한 가운데 첨단기술과 친환경 에너지 산업을 중심으로 제조업 투자를 확대해 오면서 과잉생산 현상이 심화
- 중국의 과잉생산에 대응하여 미국은 자국의 에너지 전환과 산업 이니셔티브를 손상시키지 않으면서 공급망에서 중국의 영향력을 완화하기 위한 전략을 시행하고 유럽연합(EU)은 중국 전기차 수입에 대한 관세 부과를 고려 중
- 인도, 칠레, 브라질, 멕시코 등의 신흥국들은 자국 제조업체 보호를 위해 중국 상품에 대한 수입 제한 조치를 도입한 반면 일부 국가들은 중국기업들의 현지 투자를 유치하는 정책을 펼침
- 글로벌 반발에 대해 중국은 보호무역주의 강화를 비난하고 보복조치를 취하는 한편, 중국기업들은 보호무역주의에 대응하여 동남아, 멕시코 등 지역에 대한 현지 직접투자를 확대

- 중국은 경기 위축으로 인한 국내 수요가 부진한 가운데 첨단기술과 친환경 에너지 산업을 중심으로 제조업 투자를 확대해 오면서 과잉생산 현상이 심화
 - 부동산 경기 조정 장기화로 소비수요가 위축되고 소매판매 회복세도 정체되면서 저물가 현상이 지속
 - 2024년 1월 소비자물가 상승률은 2009년 9월 이후 최대 연간 하락폭(-0.8%)을 기록한 후 4월 0.3%로 반등하였지만 여전히 낮은 수준을 유지 중
 - 생산자물가 상승률은 2024년 4월 -2.5%로 2022년 10월부터 19개월 연속 마이너스 증가율을 기록
 - 공급측면에서 중국은 기술과 산업혁신을 새로운 성장동력으로 하는 고품질 발전(high-quality development) 추진을 목표로 첨단기술과 친환경 에너지 전환 부문을 중심으로 정부 지원이 확대되고 생산력이 향상
 - 정부는 보조금 지원, 세금 인센티브, 저금리 신용대출을 통해 첨단기술 및 친환경 에너지 산업을 지원하고 있는 가운데 제조업 생산 증가율은 2024년 4월 7.5%로 2023년 여름부터 점진적으로 확대되기 시작
 - 주요 제품의 산업생산 증가율은 2023년말 기준 신에너지 자동차 43.7%, 태양전지 35.7%, 집적회로 34.0%, 화학섬유 30.2%를 기록

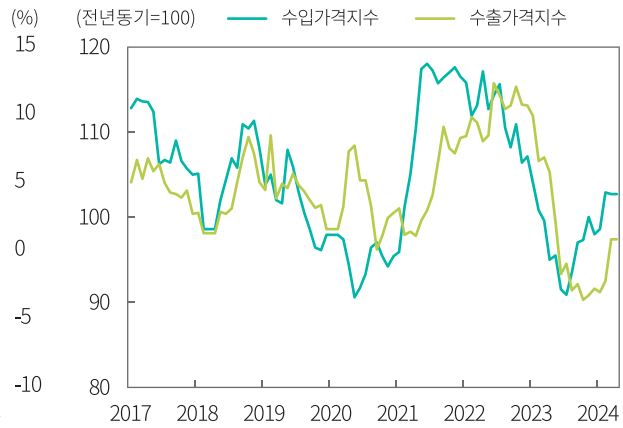
- 국내 수요가 부진한 가운데 정부의 지원과 생산력 증가로 중국기업들은 수출물량을 늘리고 글로벌 시장 점유율 확대를 위해 공격적으로 수출단가를 인하
 - 2023년 중국 수출규모는 3조 3,800억달러로 무역흑자가 2019년의 4,210억달러에서 8,230억달러로 증가하였으며, 전 세계 상품 수출에서 중국의 비중은 2019년의 13.3%에서 2023년 14.4%로 증가¹⁾
 - 중국 수출가격지수는 2022년말부터 꾸준히 하락해 2023년 12월 전년동기대비 19.0% 하락
 - 주요 품목별로 구리 및 관련 제품 -46.9%, 석재·석고·시멘트 -36.6%, 세라믹 -31.6%, 철강 -31.3%, 목재 -31.2%를 기록

〈그림 1〉 중국 물가지수



자료: Bloomberg

〈그림 2〉 중국의 수출 및 수입 물가지수



자료: Bloomberg

□ 특정 기업 및 산업에 대한 보조금 지원과 같은 공급 확대 정책은 과잉생산을 악화시키고 디플레이션 압력을 높이며 글로벌 무역 마찰을 유발

- 중국의 수출가격 하락은 글로벌 인플레이션 압력 완화 측면이 있지만 저가의 중국산 제품들이 범람하면 외국 경쟁업체에 타격을 주고 해당국 일자리 및 산업을 위협
 - 미국, 유럽 및 기타 국가의 정책 입안자들은 제조업체에 대한 중국의 지원으로 인해 가격 왜곡을 야기하여 중국 기업이 자국 경쟁사를 압도하고 일자리와 산업을 위협할 수 있다고 우려
 - 특히 중국은 전 세계 많은 국가의 가장 큰 무역 파트너로 중국과 무역관계를 맺고 있는 신흥시장에 상당한 영향을 미칠 수 있으며 베트남, 말레이시아와 같은 국가의 제조업체들의 경쟁력 약화가 우려
- IMF는 중국의 무역 파트너에게 영향을 미칠 수 있는 산업정책을 축소하고 국내 수요를 늘리기 위한 노력을 강화할 것을 촉구²⁾

1) BNP Paribas, 2014. 4. 17, China, a new rise in export power.

2) Financial Times, 2024. 5. 29, IMF raises China growth forecast but warns on industrial policy.

- 중국의 과잉생산에 대응하여 미국은 자국의 에너지 전환과 산업 이니셔티브를 손상시키지 않으면서 공급망에서 중국의 영향력을 완화하기 위한 전략을 시행, 특히 미국 대선을 앞두고 중국에 강경한 모습을 보이고 있으며 유럽에도 공동대응을 요구
 - 2024년 4월 재닛 옐런(Janet Yellen) 미국 재무장관은 방중기간 중국의 전기차, 배터리, 태양광 제품 등에 대한 과잉투자 우려를 제기
 - 2024년 5월 반도체 칩 제조업체인 인텔(Intel)과 퀄컴(Qualcomm)을 대상으로 특정 반도체를 화웨이(Huawei)에 수출할 수 있도록 허용한 라이선스를 취소하고 미국 국회에서도 인공지능(AI) 모델의 중국 수출을 제한하는 법안이 발의
 - 2024년 5월 14일 바이든 행정부는 180억달러 규모의 중국산 주요 품목에 대해 무역법 301조에 근거해 관세 인상 계획을 발표하고 22일에 추가로 구체적인 품목과 적용시점 및 예외에 대한 공지를 발표
 - 자국산업을 보호하기 위해 철강 및 알루미늄, 반도체, 전기차, 배터리, 주요 광물, 태양전지, 항만 크레인, 의료 제품 등 품목에 대해 관세 인상을 적용
 - 구체적으로 중국산 반도체와 태양전지에 대한 관세를 25%에서 50%, 주사기와 바늘에 대한 관세를 0%에서 50%, 리튬이온 배터리에 대한 관세를 7.5%에서 25%로 인상
 - 특히 전기차에 대한 관세 인상률은 가장 큰 증가폭을 기록하여 25%에서 100%로 4배 인상
 - 산업별 조정 필요 시간을 고려하여 적용시점을 차등 적용할 예정
 - 금번 관세 인상안은 3,500억달러 규모의 광범위한 중국산 수입품에 적용된 트럼프 전 대통령의 인상안에 비해 규모는 180억달러로 작지만 세율을 높은 수준으로 인상하여 전기차, 반도체, 배터리 등의 특정 산업 보호를 목표로 함
 - 미국이 중국으로부터 수입하는 상품의 4%(2023년 총 4,880억달러 수입) 미만에 해당하는 금액으로 실제 무역 흐름에 대한 영향은 제한적

〈표 1〉 301조 관세 적용 품목, 인상률 및 적용시점

품목	수입규모(십억달러)	세부품목	관세 인상률(%)	적용시점
배터리 및 관련 부품	13.23	리튬이온 전기차 배터리	7.5 → 25	2024
		비전기차 배터리	7.5 → 25	2026
		천연 흑연	0 → 25	2026
		배터리 부품	7.5 → 25	2024
반도체	1.82		25 → 50	2025
전기차	0.86	전기차	25 → 100	2024
		영구자석	0 → 25	2026
철강 및 알루미늄	0.77		7.5 → 25	2024
의료제품	0.35	안면 마스크	7.5 → 25	2024
		수술용 장갑	7.5 → 25	2026
		주사기 및 바늘	0 → 50	2024
태양전지	0.01		25 → 50	2024
항만 크레인	0.00		0 → 25	2024
주요 광물			0 → 25	2024

자료: EIU

— 한편, 재닛 옐런 재무장관은 5월 21일 프랑크푸르트 연설에서 유럽이 중국 산업정책에 대해 미국과 공동대응할 것을 제안

□ 전통적인 자동차 수출국인 유럽연합(EU)의 경우 자동차 수출 강국으로 부상하는 중국에 대한 우려를 나타내는 가운데 중국 전기차 수입에 대한 관세 부과를 고려 중

— 2023년 10월 EU는 중국 전기차 산업에 대한 보조금 반대 조사에 착수하였으며, EU의 보조금 반대 조사 결정은 곧 나올 예정

• EU는 탄소배출 감소를 위해 2035년부터 내연기관 자동차의 판매를 금지한 가운데 EU 집행위원회는 중국 전기차 수입은 작은 비중을 차지하지만 빠르게 성장하고 있으며 2년 내 15%에 달할 것으로 예상³⁾

• EU 관계자들은 7월초까지 관련 기업들에 중국 전기차에 대한 잠정조치 부과 계획을 통보 예정

— 2023년부터 추진되기 시작한 핵심 원자재의 대외 의존도를 줄이는 핵심원자재법(CRMA)은 2024년 5월 발효

3) Financial Times, 2023. 9. 14, EU moves against China's electric-car makers in bid to shield own industry.

- 핵심 원자재의 공급 안정성 강화를 위해 2030년까지 역내 원자재 채굴 비중, 재활용 및 가공·처리 비중은 늘리고 제3국산 핵심 원자재 소비량은 65% 미만으로 유지할 계획
- 또한 중국의 첨단기술 및 친환경 제조에 필수적인 원자재 공급망 지배력 약화를 위해 EU는 호주와 핵심광물 전략 파트너십 협정을 체결

□ 인도, 칠레, 브라질, 멕시코 등의 신흥국들은 자국 제조업체 보호를 위해 중국 상품에 대한 수입제한 조치를 도입한 반면 일부 국가들은 중국기업들의 현지 투자를 유치하는 정책을 펼침

- 인도, 칠레, 브라질, 멕시코 등 신흥국들은 관세 인상, 쿼터제 도입 등의 보호무역조치를 시행⁴⁾
 - 인도는 2018년부터 부과해오던 중국산 철강제품에 대한 반덤핑 관세를 2023년 9월부터 5년간 연장하기로 결정
 - 칠레는 2024년 2월 EU와 무역협정을 체결하고 2016년부터 중국산 철강제품에 대해 6차례의 반덤핑 관세를 부과해 왔으며, 2024년 4월 25~34%의 잠정관세를 부과
 - 브라질은 수입 철강제품의 가격 급락 방지를 위해 관세율 쿼터제를 도입할 예정⁵⁾
 - 멕시코도 2023년 8월 중국 등의 무역협정(FTA) 미체결 국가에서 수입한 철강에 대해 최고 5%의 관세 인상을 발표하였으며, 최근 추가 제재를 검토 중
- 반면, 태국 등의 일부 국가들은 중국기업들의 현지 투자를 유치하는 정책을 펼침
 - 태국은 인센티브 제도를 통해 중국 배터리 업체 유치에 노력해 왔으며, 대형 셀 제조업체 두 개사가 올해 생산을 시작할 예정
 - 또한 중국 전기차 제조사인 BYD는 브라질과 헝가리에 공장을 건설 중

□ 글로벌 반발에 대해 중국은 보호무역주의 강화를 비난하고 보복조치를 취하는 한편, 중국기업들은 보호무역주의에 대응하여 동남아, 멕시코 등 지역에 대한 직접투자를 확대

- 중국은 보호무역주의 강화를 비난하고 친환경 에너지 산업의 과잉생산이나 보조금 주장을 반박하는 한편 보복조치를 취함
 - 중국은 미국과 EU의 보호무역조치에 대응하여 2024년 5월 자동차, 의료장비, 전자제품에 주로 사용되는 폴리포름알데히드 혼성중합체(POM)의 EU, 미국, 일본, 대만 수입을 조사 중이라고 발표하고 EU산 돼지고기 반덤핑 조사와 독일과 슬로바키아산을 포함한 수입 자동차 관세 인상 여부도 검토⁶⁾
 - 2024년 1월에는 프랑스 코냑 판매에 대한 조사에 착수하여 EU 조사에 대응

4) The Economist, 2024. 5. 23, Brazil, India and Mexico are taking on China's exports.

5) 11개 철강 제품에 평균 수입량 30% 이상 초과시 25%의 관세를 부과하는 쿼터제 도입 예정(현재 12.6%).

6) Financial Times, 2024. 5. 19, China retaliates against the US and EU with anti-dumping probe.

- 그러나 자국내 외국기업 유치 정책을 실시하고 있는 현재 중국에서 활동하는 외국기업에 대한 보복조치는 제한적일 가능성⁷⁾
- 한편, 보호무역주의 강화와 공급망 변화에 대응하여 중국은 동남아, 멕시코 등 국가에 대한 현지 직접투자와 수출을 확대⁸⁾
 - Financial Times에 따르면 2024년 3월까지 최근 1년 멕시코에 대한 41건 이상의 중국의 제조 및 물류 프로젝트가 발표되었으며 베트남에서는 39건 이상이 예정되어 있고 태국, 말레이시아, 헝가리 이집트에 대한 현지 직접투자도 증가
 - 또한 미국의 중국 의존도 축소 정책으로 수입처를 다각화하는 가운데 중국의 멕시코 및 태국에 대한 수출 규모는 2017년 대비 2배 이상 증가하였으며, 같은 기간 전체 수출은 49% 증가

선임연구원 김은화

7) 경제성장세 둔화 및 자본 유출로 인한 위안화 절하 압력이 우려되는 가운데 중국은 제조업 부문에 대한 외국인 투자 규제를 완화하고 위안화 환율 안정을 위한 대응 정책을 강화 중

8) Financial Times, 2024. 6. 4, Chinese businesses target Vietnam and Mexico as trade tensions with US rise.

ZOOM
-IN

미국 PCAOB의 감사법인 공시 개선안 발표

- PCAOB는 최근 감사법인에게 감사법인과 감사인의 업무 지표 공개와 보고 요건 변경을 제안
- 이번 감사법인에 대한 공시 지표 표준화 및 범위 확대 요구는 현재 감사법인이 공시하는 항목이 일관성이 없고 광범위하지 않다는 문제에 따른 조치
- 이와 같은 감사법인과 감사업무 관련 지표 마련 및 공시 개선 방안은 감사법인이 제공하는 정보에 대한 일관성과 투명성을 높여 회계감사를 받는 기업뿐 아니라 감사를 수행하는 감사법인의 업무 성과를 측정함으로써 정보이용자들에게 유익할 것으로 기대
- 국내에서도 감사법인은 감사업무의 기본 사항을 사업보고서에 기재하고 감사품질 관리 관련 내용에 관한 투명성보고서를 매년 발간하고 있는 가운데, 감사법인의 감사업무 성과 지표의 표준화에 대해 고려해 볼 필요

- 미국 회계감독위원회(Public Company Accounting Oversight Board: PCAOB, 이하 PCAOB)¹⁾는 최근 감사법인에게 감사법인과 감사인의 업무 지표 공개와 보고 요건 변경을 제안
 - PCAOB는 지난 4월 감사법인이 제공하는 감사업무 관련 지표를 표준화하고 공시 내용을 확대하는 두 가지 방안을 발표²⁾
 - 감사법인이 수행하는 감사업무 관련 지표를 정하고, 연례보고서 및 특별보고서에 포함하는 내용을 확대하는 것이 주요 내용
 - 감사법인의 감사업무에 관한 정보를 제공하기 위해 파트너 감사인의 참여도, 업무량 및 업무 경력 등에 이르기까지 11가지 지표를 제안
 - 또한 감사법인의 재무 데이터 및 지배구조 등에 관한 보고 요구사항을 개선하고, 사이버보안에 관한 내용을 포함
 - 감사법인은 감사법인 차원에서, 그리고 감사업무 차원에서의 관련 정보를 통해 감독기관과 감사위원회 및 투자자, 기타 이해관계자 등이 사용할 수 있는 표준화된 지표를 제시
 - 매년 정해진 양식에 따라 표준화된 지표를 보고

1) PCAOB는 2002년 Sarbanes-Oxely 법에 따라 설립된 미국 상장기업의 회계감사를 감독하기 위한 기관

2) PCAOB, 2024. 4. 9, PCAOB issues proposals on standardizing disclosure of firm and engagement metrics and modernizing the PCAOB's reporting framework.

- 기존의 감사품질 지표(Audit quality Indicator)³⁾를 참조하여 감사법인 및 업무 성과 지표인 ‘Firm and Engagement Performance Metrics’를 제시함으로써 감사과정 및 결과뿐 아니라 감사법인의 전반적인 운영과 그에 따른 감사업무 성과 파악이 가능하도록 함

〈표 1〉 감사법인 및 감사업무 지표 항목

지표	내용
① 파트너 및 매니저 참여	매니저 이하 감사인 대비 파트너 및 매니저가 참여한 시간
② 업무량	업무 파트너와 기타 파트너, 매니저 및 직원이 분기별로 근무한 평균 주간 시간(감사, 행정 업무 등 감사 관련 업무에 소요되는 모든 시간을 포함)
③ 감사자원	감사업무 수행 시 외부 전문가나 감사법인에서 제공하는 서비스 이용(참여 비율 및 서비스 제공 시간)
④ 감사인력의 경험	시니어 감사인들의 평균 근속 연수
⑤ 감사인력의 업계(피감사기업) 경험	피감사기업이 속한 주요 산업에서 시니어 감사인들의 평균 경력 연수
⑥ 유지 및 재직 기간	시니어 감사인들의 이직, 부서 재배치 등을 통한 근무의 지속성
⑦ 감사시간 및 위험 영역	총 감사 시간 대비 중요한 위험 및 회계정책, 회계추정에 대해 시니어 감사인들의 검토 및 분석 소요 시간(engagement-level만 해당)
⑧ 감사시간 배분	피감사기업의 회계연도 종료 전후로 감사업무에 소요된 시간의 비율
⑨ 감사품질 성과 평가 및 보상	내부 성과평가에 따른 파트너 그룹별 상대적 보상(firm level만 해당)
⑩ 감사법인의 내부 모니터링	내부 모니터링 대상 감사 비율 및 감사 결함이 있는 비율(engagement-level만 해당)
⑪ 재무제표 수정 이력	지난 5년 동안 감사한 재무제표 및 내부 통제에 관한 보고서의 재작성 내역(firm level만 해당)

자료: PCAOB

- 또한 감사법인의 재무, 지배구조 및 네트워크 정보에 대한 보고 내용을 업데이트하여 보다 시의적절하고 확장된 내용을 공시하도록 하고, 사이버 보안에 대한 보고를 추가
 - 기존에는 감사법인이 해당 기간에 청구된 총 수수료 대비 감사 서비스, 기타 회계 서비스, 세무 서비스 및 비감사 서비스에 대한 비율을 보고하도록 요구⁴⁾하고 있으나 보다 세분화된 수수료 정보 공개를 위해 백분율이 아닌 실제 금액을 요구
 - 감사법인의 특별보고서 양식(form3)으로 보고해야 하는 기간을 30일에서 14일로 단축하여 시기적절한 정보 공개를 촉진

3) AQI: 감사품질과 관련된 직접적인 요소들에 초점을 맞춘 지표로서 감사인의 능력 및 독립성, 프로세스 효율성 등에 관한 항목

4) Sarbanes-Oxley법에 따라 감사법인은 PCAOB에 감사법인 이름, 위치, 연락처, 라이선스와 같은 기본 사항과 감사업무 범위 및 성격에 관한 내용을 연례보고서에 포함해야 하고, 중요한 사건이 발생하는 경우 이에 대해서 특별보고서를 제출하여 보고해야 함

- 그리고 사이버보안 위협을 식별하고 평가 및 관리하기 위해 영업일 기준 5일 이내에 중요한 사이버보안 사고를 보고하고 이후 사이버보안 정책 및 절차 보고 등 새로운 사이버 보안 보고 요건을 추가

〈표 2〉 감사법인의 주요 공시 변경 사항

항목	내용
재무정보	피감사기업에 대한 감사서비스 비용, 회계 및 세무, 비감사 서비스 수수료 총액
지배구조 정보	경영진 및 직속 직원 관련 정보, 전체 품질관리(QC) 시스템 책임자, 감사법인 이사회 및 위원회 여부, 감사업무를 감독하는 임원, 감사업무에 대한 외부감독 기능 여부, 감사법인의 법적 구조, 소유권 및 지배구조에 관한 설명
네트워크 정보	네트워크의 법적 및 소유권 구조, 네트워크 관련 재정적 의무, 정보 공유 약정, 네트워크 관리 위원회 또는 적용되는 모든 네트워크 약정에 대한 상세한 설명
특정 사건	회사의 조직, 운영, 유동성, 재정 자원 또는 감사 서비스 제공 등에 중대한 위협을 초래하거나 중대한 변화를 나타내는 사건을 14일 내에 보고
사이버 보안	중요한 사이버 보안 사건에 대한 신속한 기밀 보고, 사이버 보안 위협을 식별하고 관리하기 위한 정책 및 절차에 대한 간략한 설명을 정기적으로 보고

자료: PCAOB

□ 이번 감사법인에 대한 공시 지표 표준화 및 범위 확대 요구는 현재 감사법인이 공시하는 항목이 일관성이 없고 광범위하지 않다는 문제에 따른 조치

- 현재 감사법인의 공시는 사업보고서, 투명성보고서 등을 통해 이루어지고 있지만 감사법인 전반에 걸쳐 일관성이 없다는 문제가 제기되면서 PCAOB는 이번 감사업무 성과지표에 관한 제안을 발표⁵⁾
 - PCAOB는 일부 감사법인은 직원의 평균 이직률, 문화에 대한 설문조사 결과 등 데이터를 자발적으로 공개하기는 하지만, 일관성이 없어 비교의 어려움을 확인
 - 더욱이, 세부 내용에 관해서는 자발적 공시가 이루어지고 있으므로 감사법인은 보고 여부를 자유롭게 수정하거나 중단할 수 있기 때문에 수행 업무에 대해 정확하고 표준화된 의사 결정 관련 정보를 제공하려는 유인이 부족
 - 2015년 PCAOB는 최근 제안한 감사법인과 감사인의 참여 지표를 의무화하는 것을 고려했지만 감사법인들의 반대로 보류⁶⁾
- 또한 2008년 이후 감사법인의 공시에 관한 기본 프레임워크의 변화가 없었던 가운데, 복잡하게 변화되는 감사 환경에 적합하게 보다 광범위한 정보 공시가 필요하다는 의견에 따라 공시 범위를 확대

5) PCAOB, 2024. 4. 9, Firm and engagement metrics.

6) Reuters, 2024. 4. 5, PCAOB schedules meeting to consider proposing set of audit quality metrics.

- PCAOB의 감사법인 성과 측정 지표에 관한 연구는 수년에 걸쳐 이루어져 왔으며 여러 연구에서도 감사법인 및 업무 성과를 측정하는 방법을 탐구하며 감사품질의 정확한 측정을 위한 노력이 지속⁷⁾
 - 이번 제안은 미국 재무부 감사 전문 자문위원회의 2008년 권장 사항 중 감사품질 및 효율성에 관한 주요 지표 공개, PCAOB의 2015년 감사품질 지표 개념 확립, 감사법인의 자발적인 공시 관행, PCAOB 투자자 자문의 권장 사항 등 다양한 의견을 고려한 후 개발
 - 감사품질 관련 학술연구에서도 감사품질 측정을 감사품질의 결정요인이 되는 감사보수 및 감사인의 경험, 재무제표 재작성 여부 등을 이용하며 어떤 지표가 감사품을 측정하는데 관련성이 높은지 꾸준히 연구⁸⁾
 - 이와 같은 감사품질 결정요인 지표의 개발은 감사법인이 감사품을 높이는 요인을 파악함으로써 더 나은 감사서비스를 제공하고 감사 프로세스를 효율적으로 관리할 수 있도록 유도하여 감사업무 성과를 측정하는 지표를 마련하는데 기여

□ 이와 같은 감사법인과 감사업무 관련 지표 마련 및 공시 개선 방안은 감사법인이 제공하는 정보에 대한 일관성과 투명성을 높여 회계감사를 받는 기업뿐 아니라 감사를 수행하는 감사법인의 업무 성과를 측정함으로써 정보이용자들에게 유익할 것으로 기대

- 감사법인의 성과 지표 마련 및 공시 개선에 따른 제안은 감사법인을 감독하는 PCAOB의 기능이 강화되고 투자자, 감사위원회 및 기타 이해관계자들에게 감사와 관련된 명확하고 일관된 데이터를 제공하여 의사결정에 도움이 될 것으로 예상
 - 감사법인의 회계감사 관련 정보에 대한 투명성 향상은 감사인의 전문성 및 업무 참여도를 확인하는데 도움이 되고 이는 감사법인의 성과와 연결되며 피감사기업에 대한 투자 신뢰도 향상으로 이어질 수 있음
 - 또한 이번 제안은 사이버 범죄에 따른 위험이 증가함에 따라 감사법인에서도 사이버 보안 관련 공시를 의무화했다는 데 의의가 있음
- PCAOB가 회계감사의 투명성 및 신뢰성 강화를 위해 다양한 조치를 시행하며 감사법인에 대한 감독을 지속적으로 강화하고 있는 가운데, 감사법인의 공시 일관성 및 투명성 향상은 감사품질 개선으로 이어질 것으로 기대되지만 신중한 접근이 필요하다는 의견도 존재
 - PCAOB 의장은 감사법인 및 감사업무 관련 지표가 감사자원을 관리하고 감사업무 수행에 대한 중요한 정보를 제공하며, 상황에 따라 감사위원회, 이사회 및 기타 기업이 감사법인에 책임을 물을 수 있는 권한도 부여될 수 있는데, 이러한 책임은 감사품질의 향상을 이끌어낼 수 있다고 언급⁹⁾

7) PCAOB, 2024. 4. 9, PCAOB issues proposals on standardizing disclosure of firm and engagement metrics and modernizing the PCAOB's reporting framework.

8) AL-Qatamin, K. I., Salleh, Z., 2020, Audit quality: A literature overview and research synthesis, *Journal of Business and Management* 22(2), 56-66; Schmidt, J., Wilkins, M. S., 2013, Bringing darkness to light: The influence of auditor quality and audit committee expertise on the timeliness of financial statement restatement disclosures, *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 32(1), 221-244.

9) PCAOB, 2024. 4. 9, PCAOB issues proposals on standardizing disclosure of firm and engagement metrics and

- 하지만 여러 가지 기준을 동시에 설정하는 것은 감사법인의 작업 범위가 늘어 부담이 커지므로 신중하게 접근해야 한다는 반대 의견도 있음¹⁰⁾

□ 국내에서도 감사법인은 감사업무의 기본 사항을 사업보고서에 기재하고 감사품질 관리 관련 내용에 관한 투명성보고서를 매년 발간하고 있는 가운데, 감사법인의 감사업무 성과 지표의 표준화에 대해 고려해 볼 필요

- 회계법인은 매년 제출하는 사업보고서 내용 중에 지배구조 등 감사업무의 품질관리와 관련한 중요한 사항은 별도로 투명성보고서를 작성하여 인터넷 홈페이지에 공시(외부감사법 시행령 제28조)
 - 사업보고서에는 사업내용 및 재무에 관한 사항뿐 아니라 감사보고서 품질관리 관련 정보 및 감사인 연차별 투입 인원 수 및 시간, 이사 보수 및 징계 내역 등의 내용을 포함(외부감사법 제 25조)
- 국내에서도 감사법인이 투명성보고서를 작성하여 감사법인의 업무 관련 사항을 공시하고 있으나 감사법인별로 공시 내용 범위의 차이가 있으므로 표준화된 측정 지표도 고려해 볼 필요
 - 외부감사법에 따라 감사법인의 감사품질 관리 및 인력 등 법에서 정한 큰 틀 내에서 공시가 이루어지고 있으나 세부적인 내용이 상이하여 미국의 공시 개선 방안과 같이 보다 상세하고 표준화된 측정 지표와 최근 감사 환경에 적합한 사이버 보안 등에 대한 공시도 참고할 필요
 - 국내에서도 여러 연구에서 감사품질의 결정요인으로써 해외 연구와 유사하게 감사시간 및 보수, 감사인의 전문성 및 독립성 등을 제시¹¹⁾하고 있는 가운데, 감사법인의 감사업무 성과평가를 위해서는 이를 참고하여 보다 세밀하고 표준화된 지표를 고려해 볼 필요

선임연구원 홍지연

modernizing the PCAOB's reporting framework.

10) WSJ, 2024. 5. 13, PCAOB adopts tighter rules on auditors' quality controls.

11) 권수영, 이한상, 최종학, 2013, 감사품질의 결정요인과 경제적 효과에 대한 비판적 검토, 『회계학연구』38(2), 447-523; 이영한, 정영기, 김광윤, 2019, 감사품질의 정의, 측정과 결정요인에 대한 인식 연구, 『회계·세무와 감사 연구』61(4), 27-65.