재정건전성이 금융건전성에 미치는 영향

황순주[1)]
KDI 거시·금융정책연구부

국문초록

본 연구는 재정건전성이 금융건전성에 미치는 영향을 분석했다. IMF (2021a)의 장기 재정전망에 따르면 우리나라의 재정건전성은 중장기적으로 약화될 것으로 예상되는데, 재정건전성이 약화되면 보증 채널과 국채 채널 등을 통해 금융건전성을 약화시킬 수 있다. 본 연구에서는 실증분석을 통해 국채 CDS 프리미엄으로 측정한 국가부도 위험이 상승할수록 은행채 CDS 프리미엄으로 측정한 은행부도 위험이 상승한다는 것을 발견하였다. 또한 우리나라의 재정·금융 환경을 반영하여, 우리나라와 같이, 기축통화를 보유하지 않은 나라일수록, 재정수입에 비해 은행권의 규모가 큰 나라일수록, 민간신용이 많고 빠르게 확대되는 나라일수록 국가부도 위험이 증가하면 은행부도 위험이 더 큰 폭으로 증가한다는 것을 발견하였다.

이러한 분석 결과는 재정에 대한 은행권의 의존도를 줄이고 자생력을 제고해야 한다는 정책적 함의로 연결될 수 있다. 첫째, 유사시 은행이 실패했을 때 '재정을 동원해서 구제금융'(bail-out)을 하기보다는 '채권자가 손실을 분담함으로써 은행을 구제'(bail-in)하는 베일인 제도를 도입할 필요가 있다. 둘째, 우리나라는 예금은행의 총자산에서 양대 국책은행인 산업은행과 기업은행이 차지하는 비중이 21%로 높은데, 국책은행은 정부의 지원가능성이 극히 높아 재정불안이 금융불안으로 이어지는 문제와 밀접하게 관련되는 반면, 금융감독 수준이 민간 대형은행에 비해 낮은 편이다. 따라서 국책은행에 대한 건전성 규제의 수준을 강화할 필요가 있을 것이다.

핵심주제어: 시중금리, 예금은행, 시장력, 예금금리, 대출금리, 순이자마진
JEL Code: G2, L1

1) 한국개발연구원(KDI) 거시·금융정책연구부 연구위원, hwang.sunjoo@kdi.re.kr

제1장 서론

2020년 코로나19 위기 이후 재정건전성에 대한 우려가 확대되고 있다. IMF(2021a)의 장기재정전망에 따르면 우리나라와 유사한 선진 비기축통화국들은 코로나19 이후 정부부채를 지속적으로 줄여갈 것으로 예상되는 반면, 우리나라는 2026년 이후에도 정부부채가 계속 확대될 것으로 전망된다. 위기 상황에서 막대한 피해를 입은 소상공인, 중소기업, 그 외 국민들을 구제하고 위기를 극복하기 위해 확장적 재정정책을 사용하는 것은 불가피할 것이나, 포스트 코로나 시대에는 재정건전성을 다시금 강화하는 것이 중요한 정책과제가 될 것이다. 향후 인구구조의 변화로 인해 국민연금, 건강보험 등 구조적인 복지지출이 기하급수적으로 확대될 것으로 예상되기 때문이다. 유사시 위기를 극복하기 위한 최종적인 수단은 재정이라는 점에서도 재정여력을 비축하는 것은 중요하다.

재정건전성이 약화되면 여러 가지 문제가 발생할 수 있는데, 그중에서도 특히 금융건전성에 미치는 영향은 그 중요성에도 불구하고 최근의 논의에서 많이 다루어지지 않았다. 2010년부터 2014년까지 지속된 유럽 재정금융위기는 재정건전성의 악화가 금융위기를 초래할 수 있음을 보여주는 대표적인 사례이다. 유럽 각국의 부채가 팽창하고 국가부도 위험이 상승하자, 정부의 암묵적 지원가능성에 의존하고 있던 유럽 은행들의 건전성이 크게 하락하면서 금융위기가 발생했던 것이다. 금융위기는 일단 발발하면 원래의 성장경로로 회복하는 데 최소 7년이 소요될 정도로 막대한 경제적 피해를 초래한다고 알려져 있다(Laeven and Valencia, 2020). 이처럼 재정건전성의 약화가 금융위기의 단초가 될 수 있기 때문에 Obstfeld(2013)는 재정정책의 목표에 금융안정을 포함시키고, 유사시 금융시스템을 구조할 수 있을 정도로 충분한 재정여력을 확보해야 하며, 이를 위해 GDP 대비 공공부채의 비율을 줄여야 한다고 주장했다.

우리나라에서도 재정건전성의 약화가 금융건전성의 약화를 초래할 수 있을까? 만약 그렇다면 어떠한 메커니즘을 통해 이러한 현상이 발생하는가? 또한 우리나라가 처한 재정·금융 상황을 고려할 때 이러한 문제의 심각성은 얼마나 클 것인가? 이러한 문제에 대응하기 위해 어떠한 정책이 사용되어야 하는가? 본 연구는 이러한 질문에 일정한 대답을 제공하는 것을 목적으로 한다.

먼저 본고의 제2장에서는 재정건전성의 약화가 금융건전성의 약화를 초래하는 다양한 채널을 소개하고 있다. 이와 관련된 선행연구는 보증 채널과 국채 채널이라는 양대 채널을 통해 재정불안이 금융불안으로 이어진다는 것을 밝히고 있다. 보증 채널을 간단하게 설명하면 다음과 같다. 은행은 시스템적 중요성으로 인해 유사시 정부의 구제금융을 받을 가능성이 매우 높다. 따라서 은행의 건전성은 자체 건전성과 유사시 정부의 지원가능성의 합으로 구성되어 있다. 그런데 재정건전성이 악화되면 유사시 정부의 지원가능성이 약화되면서 은행의 건전성이 낮아지고, 그 결과 위기 가능성이 높아진다는 것이다. 다음으로 국채 채널은 은행이 국채의 가장 주된 투자자라는 점에서 출발한다. 재정건전성이 나빠져서 국채의 신용부도 위험이 상승하면 국채의 가치가 떨어지는데, 그 결과 은행의 자산건전성이 하락하여 위기 가능성이 높아진다는 것이다. 그 밖에도 재정건전성과 환율의 관계, 조세제도와의 관계, 규제의 엄격성과의 관계가 금융건전성에 영향

을 미칠 수 있다.

그렇다면 이러한 여러 채널은 우리나라와 얼마나 밀접하게 관련될까? 본고의 제3장에서는 우리나라의 재정·금융 현황을 분석하여 상기 여러 채널들이 우리나라와 어떠한 관련성이 있는지 점검하고, 이와 관련하여 실증분석을 위한 가설을 도출하고 있다.

현황 분석 결과, 우리나라는 정부부채가 선진 비기축통화국과는 달리 코로나19 이후에도 지속적으로 증가하고, 재정적자도 이러한 비교대상국과는 달리 위기 이후에도 균형재정 수준으로 줄어들지 않을 것으로 전망된다. 다음으로 금융건전성과 밀접한 관련이 있는 민간신용 지표를 조사한 결과, 2020년 3분기 우리나라의 GDP 대비 민간신용은 212%의 높은 수준을 기록했고, 장기추세값에 비해 17%p 상승하여 전체 선진국 중에서 4번째, 선진 비기축통화국 중에서는 가장 빠른 상승세를 나타내고 있다. 국제결제은행(BIS)에 따르면 이 수치가 10%p를 상회하면 금융위기 발생 가능성 측면에서 '경보' 수준인데(BCBS, 2010), 우리나라는 이미 이 수준을 훨씬 상회하고 있다. 이러한 현황 분석 결과는 우리나라가 향후 재정건전성의 약화와 금융건전성의 약화 가능성에 대비할 필요가 있음을 시사한다.

보증 채널은 유사시 정부가 은행을 지원할 수 있는 능력과 관련이 깊다. 정부의 재정수입은 적은데 은행권의 규모가 크다면 재정을 최대한 동원하더라도 유사시 은행권 전체를 구제하기 어려울 것이다. 재정수입 대비 은행권 총자산의 비율을 조사한 결과, (자료가 존재하는 가장 최근 시점인) 2017년 기준 우리나라는 620%를 기록하여 전체 선진국 중 1위를 기록했고 2위인 일본(463%)과의 격차도 컸다. 즉, 우리나라는 선진국 중에서 정부재정에 비해 은행권이 가장 큰 나라인 것이다. 620%라는 수치가 얼마나 큰 것인지는 아이슬란드와의 비교를 통해 가늠해 볼 수 있다. 2008년 금융위기 직전까지 아이슬란드는 국가재정에 비해 금융권이 월등히 큰 나라로 알려져 있었고, 결과적으로 금융위기 당시 구제금융을 포기할 수밖에 없었다. 그런데 당시 아이슬란드의 재정수입 대비 은행권 총자산은 415%였다.

국채 채널은 은행이 국채의 주요 투자자이기 때문에 재정건전성의 약화에 따른 국채가치 하락의 피해를 가장 크게 받는다는 점과 관련이 깊다. 우리나라에서도 은행은 국채의 주요 투자자이다. 2020년 전체 국고채 총잔액의 약 40%를 은행이 보유하고 있다. 은행권의 총자산 중에서 국고채 투자가 차지하는 비중도 10% 수준으로 높은 편이다. 2010~14년 유럽 재정금융위기의 피해를 가장 크게 받았던 5대 국가인 그리스, 스페인, 아일랜드, 이탈리아, 포르투갈의 은행권 총자산 중 국채의 비율은 2010년 기준 약 8~9% 수준이었다. 따라서 우리나라 은행권도 국채 익스포저가 상당히 높은 수준임을 가늠할 수 있다.

본고의 제4장에서는 이러한 현황 분석 결과를 토대로 우리나라와의 관련성을 염두에 두고 아래와 같은 가설을 실증적으로 검정하였다. 첫째 가설은 국가부도 위험이 증가하면 은행부도 위험도 증가한다는 것이다. 재정건전성을 반영하는 여러 지표 중에서 본고에서는 국가부도 위험을 대표하는 국채 CDS 프리미엄을 사용하였다. 또한 금융건전성을 측정하기 위해 은행부도 위험을 측정하는 은행채 CDS 프리미엄을 사용하였다. 우리나라를 포함한 29개 선진국 은행을 대상으로 실증분석을 수행한 결과, 국채 CDS 프리미엄이 1% 상승하면 은행채 CDS 프리미엄이 약 0.4% 상승하는 것으로 나타났다.

둘째 가설은 우리나라와 같은 비기축통화국은 기축통화국에 비해 국가부도 위험 증가가 더 큰 폭의 은행부도 위험 증가를 초래한다는 것이다. 실증분석 결과는 이러한 가설을 통계적·경제적으로 유의하게 뒷받침하는 것으로 나타났다. 국채 CDS의 상승은 정부가 유사시 국채발행을 통해 자금을 조달하기 어려워진다는 것을 의미한다. 따라서 대체수단으로서 발권력을 동원하여 자금을 조달할 필요가 있다. 그런데 우리나라와 같은 비기축통화국은 기축통화국과는 달리 물가안정 및 금융안정이라는 제약조건하에서 발권력을 동원할 수 있는 여지가 크게 낮다. 따라서 유사시 은행에 대한 정부의 지원능력이 기축통화국에 비해 더욱 크게 하락하면서 은행부도 위험은 보다 크게 상승하는 것으로 해석된다.

셋째 가설은 우리나라와 같이 재정수입 대비 은행권 총자산이 큰 나라는 그렇지 않은 나라에 비해 국가부도 위험 증가가 더 큰 폭의 은행부도 위험 증가를 초래한다는 것이다. 실증분석 결과, 이러한 가설이 지지되었다. 국채부도 위험이 상승하면 국채발행이 어려워지면서 대체수단으로서 재정수입을 확충하는 방안에 더 많이 의존할 수밖에 없다. 그런데 우리나라와 같이 재정수입 대비 은행권의 규모가 큰 나라는 재정수입을 늘리더라도 전체 은행권을 구제하기 어려울 것이다. 따라서 대체수단으로서 재정수입 확대의 효과성이 여타 국가에 비해 낮기 때문에 유사시 은행에 대한 정부 지원능력이 보다 크게 낮아지고, 그 결과 은행부도 위험이 보다 크게 상승하는 것으로 해석된다.

셋째 가설은 우리나라와 같이 민간의 부채가 많은 나라는 그렇지 않은 나라에 비해 국가부도 위험 증가가 더 큰 폭의 은행부도 위험 증가를 초래한다는 것이다. 이 가설 또한 실증적으로 지지되는 것으로 나타났다. 민간신용이 클수록 은행권이 여타 경제주체들에게 더 많은 여신을 제공했음을 의미한다. 이러한 상황에서 재정건전성이 악화되면 은행은 자체적으로 부실채권 문제를 해소해야 한다. 그런데 여신이 많다 보니 스스로 감당해야 하는 부실채권이 더 많고, 따라서 은행부도 위험이 여타 국가에 비해 더 큰 폭으로 상승하는 것으로 해석된다.

이상의 분석 결과는 우리나라에 일정한 함의를 제공한다. 우리나라는 기축통화국이 아니며, 은행권의 규모가 재정에 비해 매우 큰 편이고, 은행권의 민간신용도 많은 편이다. 따라서 향후 재정건전성이 약화되면 금융건전성에 부담을 줄 가능성과 그 정도가 여타 국가들에 비해 더 크다고 예상할 수 있다. 이러한 문제에 대응하기 위해서는 재정에 대한 은행권의 의존도를 줄이는 것이 필요하다. 특히 유사시 은행이 실패했을 때 '재정을 동원해서 구제금융'(bail-out)을 하기보다는 '채권자가 손실을 분담함으로써 은행을 구제'(bail-in)하는 베일인 제도를 도입할 필요가 있다. 또한 우리나라는 (인터넷전문은행을 제외한) 16개 예금은행의 총자산에서 양대 국책은행인 산업은행과 기업은행이 차지하는 비중이 21%로 높다. 국책은행은 정부의 지원가능성이 극히 높아 재정불안이 금융불안으로 이어지는 문제와 밀접하게 관련되는 반면, 금융감독 수준이 민간 대형은행에 비해 낮은 편이다. 따라서 국책은행에 대한 건전성 규제의 수준을 강화할 필요가 있을 것이다.

본 연구는 재정건전성과 금융건전성 간 관계를 분석한 다수의 선행연구와 관련이 있지만, 다음과 같이 우리나라의 특성을 집중적으로 고려한다는 점에서 차이가 있다. 첫째, 본 연구는 우리나라와 같은 비유럽 선진국을 포함한 전체 선진국을 분석대상 국가로 하고 있으나, 선행연구의

분석대상 국가는 주로 유럽국이다. 재정-금융 연계성이 중요한 문제라는 인식은 유럽의 재정금융위기 이후 광범위한 지지를 얻기 시작했고, 따라서 선행연구도 주로 유럽을 중심으로 실증분석을 수행했다. Acharya *et al.*(2014)은 유로존 국가, 북유럽국 및 스위스와 영국을 대상으로 분석을 수행했고, De Bruyckere *et al.*(2013)에서도 15개 유럽국이 분석대상이다. 다만, Demirgüç-Kunt and Huizinga(2013)는 유럽국과 비유럽국을 포괄하여 분석했으나, 이 중에는 모로코, 루마니아, 멕시코, 터키, 헝가리, 폴란드 등 개발도상국도 포함되어 있어 비유럽 선진국인 우리나라에 시사하는 바는 다소 제한적이다.

선행연구와 본 연구의 두 번째 차이는 우리 경제의 특수성이 분석에서 충분히 고려되었는지 여부이다. 우리나라는 비기축통화국이라는 점, 정부 부문에 비해 은행권의 규모가 전체 선진국 중 가장 커서 유사시 재정으로 은행시스템 전체를 구제하는 것이 쉽지 않다는 점, 최근 민간신용의 확장세가 세계적으로도 높은 수준이라는 점이 여타 국가와는 구별되는 특성이다(제3장 참조). 이러한 한국경제의 특성은 모두 재정건전성과 금융건전성의 관계에 잠재적으로 영향을 미칠 수 있는데(제3장, 제4장 참조), 이는 본 연구의 주안점이다. 반면, Acharya *et al.*(2014)은 '대규모 은행 구제금융'이 재정 악화-금융 악화의 악순환을 초래하는 주된 요인임을 밝혔고, De Bruyckere *et al.*(2013)은 '은행자본'이 적을수록, '자금조달'이 어려울수록, 은행이 투자은행 업무 등 '비전통적인 영업'을 많이 할수록 재정-금융 악순환이 심화된다는 것을 보였다. 한편, Demirgüç-Kunt and Huizinga(2013)는 '재정적자'가 많을수록 은행 CDS가 상승한다는 것을 발견했다. 대규모 구제금융 여부, 은행자본의 부족, 비전통적인 영업에의 치중 등은 우리 경제와의 관련성이 뚜렷하지는 않은 것으로 판단되고, 재정적자의 확대는 최근 한국경제와의 관련성이 높으나 재정적자가 훨씬 더 큰 나라도 다수 존재하므로 우리나라만의 문제라고 보기는 어렵다.

제2장 재정불안이 금융불안을 초래하는 채널

제1절 보증 관련 채널

1. 암묵적 지급보증 채널

대형은행이 무너지면 금융시스템뿐 아니라 국가경제에 치명적인 위기가 발생한다는 사실은 이미 잘 알려져 있다. 은행은 지급결제, 송금, 외환, 예금, 대출 등 국민의 일상생활에 필수적인 금융서비스를 공급하고 있기 때문에, 은행의 실패는 이러한 핵심적인 금융서비스의 중지로 이어져 국가경제에 혼란을 초래할 수 있다. 또한 은행은 예금, 대출, 파생상품 거래 등을 통해 가계, 기업, 비은행 금융회사 등 거의 모든 경제주체와 밀접하게 연계되어 있으므로, 은행의 실패는 다른 경제주체의 연쇄적인 실패를 초래할 수 있다.

대형은행의 이와 같은 소위 '시스템적 중요성'으로 인해 거의 모든 나라에서는 대형은행이 실패하면 정부 주도의 구제금융(bail-out)을 가장 주된 대응수단으로 사용하게 된다. 1997년 외환위기, 2008년 금융위기, 2010년 유럽 재정위기 등 거의 모든 위기 상황에서 대규모 구제금융이 전 세계 각국에서 시행되었다. 즉, 대형은행에 대해서는 정부의 암묵적인 지급보증(implicit guarantee)이 존재한다는 것은 부인할 수 없는 사실이다. 계약이나 법규에 의거하여 정부가 은행의 채무에 대하여 명시적으로 지급을 보증하는 것은 아니지만, 유사시 매우 높은 확률로 대형은행의 채무를 정부가 대신 상환하거나 유동성 또는 자본을 공급하기 때문에 암묵적 지급보증으로 볼 수 있는 것이다.

그런데 구제금융의 재원은 국가재정이다. 재정에 충분한 여유가 있어야 유사시 대형은행들을 구제할 수 있다(Komárek and Komárková, 2015). 지난 여러 금융위기들을 관찰해 보면, 은행들은 매우 동질적이기 때문에 위기 시 한두 개의 은행만 실패하는 것이 아니라 다수의 은행들이 한꺼번에 무너지는 시스템적 실패 상황이 빈번하게 발견된다. 따라서 정부는 다수의 대형은행을 한꺼번에 구제할 수 있을 정도의 충분한 재정여력을 확보해야 금융위기 상황에서 금융시스템을 지켜낼 수 있다.

따라서 재정건전성이 약화되면 금융위기 시 정부가 은행시스템을 구제하지 못하게 되어 대형은행들이 무질서하게 파산하고 핵심 금융서비스의 공급이 중지되며 가계, 기업, 비은행 금융회사가 연쇄적으로 파산하는 등 더 큰 위기를 초래할 수 있다(Leonello, 2018; Caruana and Avdjiev, 2012). 요컨대, 재정불안이 심화되면 은행시스템에 대한 정부의 암묵적 지급보증 능력, 소위 백업(back-up) 능력이 약화되면서, 은행시스템이 위기에 취약한 구조가 되어 금융불안을 초래할 수 있다는 것이다.

2. 신용등급 채널

전술한 암묵적 지급보증 채널은 신용등급의 변화와 그에 따른 파급효과를 통해 발현될 수 있다. 재정건전성이 약화되면 국가신용등급이 하락하면서 은행의 신용등급도 하락하게 된다. 일반적으로 국가신용등급은 은행의 신용등급의 상한(ceiling)이 된다(Adelino and Ferreira, 2016). 해당 국가 내 어떤 기관의 신용도도 국가의 신용도를 넘어설 수는 없다는 인식이 있기 때문이다. 예컨대, 무디스는 은행의 신용등급을 평가할 때 정부의 지원가능성을 고려하지 않은 자체신용도와 지원가능성을 반영한 최종신용등급을 함께 산출한다.[1] 따라서 최종신용등급과 자체신용도의 차이인 업리프트(uplift)는 정부의 지원가능성을 측정하는 지표가 될 수 있다. Acharya *et al.*(2014)의 실증분석에 따르면, 정부의 재정건전성이 약화되면 이러한 업리프트가 감소하는 것으로 나타났다. 요컨대, 재정불안이 심화되면 정부의 지원능력이 약화되면서 은행의 신용등급이 하락한다는 것이다.

1) 자체신용도는 모회사의 지원가능성에 따라 두 개로 나뉜다. 첫째, 'Baseline Credit Assessment'는 모회사의 지원가능성을 고려하지 않은 단순한 형태의 자체신용도이다. 둘째, 'Adjusted Baseline Credit Assessment'는 금융지주회사 등 은행의 모회사가 유사시 은행을 지원할 가능성을 고려하지만 정부의 지원가능성은 고려하지 않은 또 다른 버전의 자체신용도이다.

은행의 신용등급 하락은 다양한 측면에서 은행의 지속가능성을 위협하는 요인이 된다. 첫째, 직접적으로는, 자금조달이 어려워지는 문제가 발생한다. 은행채 발행 등을 통해 자금을 조달할 때 더 높은 이자를 지불하거나 조달가능금액이 축소된다. 특히 금융·경제 위기와 같은 심각한 상황에서는 심지어 자금조달이 불가능해질 수도 있다(Bobetko *et al*., 2013; Das *et al*., 2010). 둘째, 간접적으로는, 다양한 영업활동에서 불리한 상황에 놓이게 된다. 글로벌 금융위기 이후 거래상대방 위험(counterparty risk)은 주요한 위험 중 하나로 부각되었다. 금융위기 당시 은행 간 또는 은행과 비은행 금융회사 간 복잡한 연계거래를 통해 위기가 전이되었기 때문이다. 따라서 금융위기 이후 대부분의 금융회사들은 주식, 채권, 파생상품 등을 거래할 때 거래상대방의 위험을 매우 중요한 위험요소로 보고 이를 적극적으로 관리하고 있다. 은행의 신용등급이 하락하면 이러한 거래상대방 위험이 상승한 것으로 인식되므로 다른 금융회사들은 해당 은행과 거래하는 것을 꺼리게 되고, 그 결과 해당 은행의 수익성이 하락하게 된다.

제2절 국채 관련 채널

1. 은행의 자산건전성 채널

재정건전성이 약화되면 국가의 지급능력이 축소되면서 국채가격이 하락할 것이다. 국채에 대한 위험프리미엄이 상승하면서 투자자들은 더 높은 금리를 요구하고, 따라서 요구수익률과 반비례 관계인 국채가격은 하락하게 되는 것이다.

그런데 많은 나라에서 국채의 가장 주된 투자자는 해당국에 소재한 은행이다. 자국은행은 다양한 이유로 국채에 많은 금액을 투자한다(Shirakawa, 2012). 첫째, 자산운용의 관점에서 은행은 일반적으로 대출, 채권, 주식, 파생상품 등의 포트폴리오를 구성해야 한다. 이러한 포트폴리오에서 저위험 자산인 채권은 핵심적인 구성요소이기 때문에 일정 수준 투자하지 않을 수 없다. 둘째, 건전성과 유동성 측면에서 국채 투자가 필요하다. 은행의 주된 자금조달 수단인 예금은 초단기 부채이기 때문에 자산-부채의 만기 불일치 문제를 줄이고 유동성을 확보하기 위해 위험도가 낮으면서 시장에서 쉽게 현금화할 수 있는 자산에 운용자금의 상당액을 투자해야 한다. 일반적으로 선진국에서는 국채가 해당 국가 안에서 거래되는 금융자산 중 위험도가 가장 낮은 편이고, 채권시장에서 거래가 가장 활발하게 이루어지기 때문에 현금화가 용이하다. 셋째, 금융규제 측면에서 국채 투자가 요청된다. 글로벌 금융위기 이후 전 세계적으로 도입된 바젤3 규제 체계는 유동성커버리지비율(liquidity coverage ratio requirement) 규제를 포함하고 있다. 이에 따라 은행들은 한 달간 예상되는 자금 유출액 대비 100% 이상의 고유동성 자산을 보유해야 하는데, 가장 대표적인 고유동성 자산이 바로 국채이다.

따라서 재정건전성이 약화되어 은행의 자산 포트폴리오에서 상당한 규모를 차지하는 국채의 가치가 하락하면 은행의 자산건전성이 악화되면서 금융불안을 초래할 수 있는 것이다(Acharya *et al*., 2014). 이러한 문제의 심각성 정도는 은행들이 국채를 회계적으로 어떻게 처리하는지에 따라 다소 달라질 수 있다. 은행이 만기까지 보유할 목적으로 국채를 매입할 경우 해당 국채의 가치를

장부가격으로 재무상태표에 반영하기 때문에 국채의 시장가치 하락이 회계상 자산가치 하락으로 이어지지는 않는다. 반면, 은행이 단기 거래를 위해 국채를 매입하거나, 단기 거래 및 장기 보유를 겸하는 목적으로 국채를 매입할 경우 해당 국채는 시장가격에 연동하는 방식(mark-to-market)으로 재무상태표에 반영되기 때문에 재정건전성 약화는 은행의 회계상 자산가치 하락으로 이어질 수 있다. 따라서 만기 보유 목적의 국채 비율이 작은 은행일수록 재정위험에 더 크게 노출될 것이다. 그런데 이와 같은 회계상의 자산건전성만큼 중요한 것이 투자자들의 인식이다. 투자자들은 은행이 국채의 주된 투자자라는 것을 알고 있기 때문에, 회계처리 방식이 어떠하든 크게 상관없이, 국채가치의 하락에 따라 은행이 큰 피해를 입을 수 있다는 것을 알고 있다. 따라서 회계처리 방식에 따라 약간의 차이가 있을 수 있지만, 재정건전성 하락이 국채의 자산가치 하락을 통해 은행에 위험요인으로 작용한다는 사실에는 큰 차이가 없을 것이다.

2. 담보 채널

국채는 담보부 차입거래에서 가장 위험도가 낮은 담보(collateral)로 인정된다. 중앙은행이 은행이나 여타 금융회사에 유동성을 공급할 때 일반적으로 담보를 요구하는데, 가장 대표적인 적격담보가 바로 국채이다. 또한 은행이나 증권사, 자산운용사, 그 외 금융회사들은 금융회사 간 차입거래를 빈번하게 수행한다. 가장 대표적인 차입거래가 환매조건부 채권(RP) 거래인데, 이는 채권을 담보로 제공하여 자금을 차입하는 방식이다. 이러한 RP 거래에서 역시 가장 주된 담보 수단은 국채이다.

따라서 재정에 문제가 발생하여 국채가격이 낮아지면 국채의 담보가치가 하락하게 된다. 그 결과, 자금시장에서 은행을 비롯한 금융회사들의 차입거래가 위축되고, 이미 차입한 자금을 차환(rollover)하는 것도 어려워진다(BIS, 2011). 예컨대, 어떤 은행이 1천100억원 상당의 국채를 담보로 제공하는 대신 1천억원의 자금을 어떤 투자자로부터 차입했다고 하자. 만기가 되는 시점에서 국채의 가격이 하락한 경우 해당 투자자는 해당 은행에 1천억원을 이자와 함께 상환하든지 기존에 담보로 제공된 국채뿐 아니라 추가적으로 더 많은 국채를 담보로 제공할 것을 요구할 것이다. 이 경우 해당 은행이 여분의 국채를 보유하지 않고 있다면 차환이 어렵게 되면서 유동성 위험에 직면할 수도 있다.

요컨대, 재정건전성이 악화되면 국채의 담보가치가 하락하면서 해당 담보를 통해 활발하게 이루어지던 자금거래가 위축되고, 그 결과 은행 및 비은행 금융회사들이 유동성 위험에 보다 크게 노출될 수 있는 것이다.

제3절 기타 채널

1. 환율 채널

어떤 나라의 재정건전성이 악화되면 해당국 통화가치의 변동성이 확대될 수 있다(Jesic, 2013).

재정이 부족할 경우 정부가 해외 차입을 늘리거나, 외환시장의 변동성이 확대될 때 개입할 수 있는 여지가 줄어들거나, 해외 헤지펀드들이 해당국 통화를 공격하는 등의 문제가 발생할 수 있기 때문이다(Morris and Shin, 1998).

환율 변동성이 심화되면 외국인 투자자들이 채권, 주식 등에 투자한 자금을 회수하는 등 자금조달 측면의 문제가 발생할 수 있다. 외국인들은 주로 해당국의 국채에 투자를 많이 하는데, 환율위험이 커지면 국채의 차환을 해주지 않거나 국채의 매각 또는 공매도 포지션을 취하여 국채가치가 하락하는 문제도 동반될 수 있다.

이와 같이 환율 변동성이 심화되고 국채가치도 하락하면 은행의 외화조달이 어려워질 것이다. 우리나라를 비롯한 많은 나라에서 은행은 정부, 중앙은행, 비은행 금융기관, 비금융기관 등 다른 경제주체에 비해 월등히 많은 외화를 조달한다. 환율 변동성이 심화되고 국채의 담보로서의 가치도 하락하면 은행은 그 많은 외화를 재조달(refinancing)하는 데 어려움을 겪게 되고, 그 결과 외화유동성 위험에 직면할 수 있다.

요컨대, 재정건전성이 악화되어 해당국 통화의 신뢰도가 하락하면 환율 변동성이 심화되고 해당국 통화표시 국채의 위험 프리미엄도 동반하여 상승하며, 그 결과 은행이 외화조달에 어려움을 겪는 문제가 발생할 수 있는 것이다.

2. 조세 채널

재정건전성이 약화되면 정부는 자금을 조달하기 위해 채권발행보다는 조세수입에 더 크게 의존할 수밖에 없게 된다. 경제이론에 따르면 현실에서 찾아보기 어려운 정액세(lump-sum tax)를 제외한 거의 모든 세금은 경제적 비효율을 초래한다. 조세수입을 늘리기 위해 각종 세목을 추가하고 세율을 높이면 소비, 투자 등 거시경제 활동이 축소되고 생산성이 하락하는 문제가 예상된다(Borio *et al*., 2015). 이러한 과정에서 법인세를 인상하면 투자가 위축되는 문제가 발생할 수 있다. 또한 법인세는 기업의 '이자지급 후 소득'에 과세되기 때문에 기업들이 자기자본조달(equity financing)을 줄이고 부채자본조달(debt financing)을 늘림으로써 기업건전성이 약화되는 문제도 발생할 수 있다(Brezeanu and Vlad, 2015; Schepens, 2016). 은행은 거시경제를 구성하는 거의 모든 경제주체와 여신거래를 맺기 때문에 결과적으로 은행의 경영환경도 악화될 것이다.

3. 규제 채널

재정건전성이 약화되면 국채의 신뢰도가 하락하면서 정부가 외부 차입을 하기 어려운 환경에 직면하게 된다. 이 경우 정부는 전략적으로 내부 경제주체들, 특히 국채의 가장 주된 투자자인 은행들이 국채를 더 많이 살 수 있게끔 관련 규제를 변경시킬 유인이 있다.

은행들은 국채를 비롯해서 위험도가 조금이라도 있는 자산에 투자하면 그에 상응하는 정도의 자본을 적립해야 한다(leverage ratio requirement).[2] 정부는 이러한 자본규제를 국채에 대해서는

2) 바젤3는 위험가중자산 대비 자본 적립 의무를 규정하는 자본적정성 규제(capital adequacy requirement)뿐 아니라 총 익스포저(total exposure) 대비 자본 적립 의무를 규정하는 레버리지 비율 규제(leverage ratio requirement)를 포함하고 있

완화하여 은행의 자본적립 의무를 줄임으로써 은행이 국채를 더 많이 매수하도록 유도할 수 있다. 그 결과, 은행은 적정한 수준보다 낮은 수준의 자본을 적립하기 때문에 금융시장에 충격이 발생할 경우 이에 대응할 수 있는 능력이 약화된다(Farhi and Tirole, 2018).

예컨대, 2020년 4월 미국 연방준비제도는 은행에 대한 보완적 레버리지 규제(supplementary leverage requirement)를 완화시켰다. 보완적 레버리지 비율은 총 익스포저 대비 기본자본의 비율을 일정 수준 이상 유지하도록 하는 건전성 규제이다. 여기서 총 익스포저는 대출, 채권, 주식, 파생상품 등 은행이 보유한 거의 모든 금융거래에서 발생하는 위험을 단순히 합산한 것이다. 은행이 국채를 보유할 경우 비록 여타 자산에 비해 위험도가 낮기는 하지만 그렇다고 전혀 위험하지 않은 것은 아니므로 국채 보유액이 총 익스포저에 가산된다. 당시 코로나19 위기로 인해 금융시장에 불안요소가 상존했고 국채 투자도 활발하지 않았다. 이에 연준은 "국채시장의 부담을 줄이기 위함(To ease strains in the Treasury market)"이라는 목적을 명시적으로 밝히면서,[3] 보완적 레버리지 비율을 계산할 때 분모인 총 익스포저에서 국채에 대한 익스포저는 제외하도록 규제를 변경하였다. 결과적으로, 은행들은 국채를 매입하더라도 그에 상응하는 기본자본을 적립할 필요가 없게 되었다. (이러한 임시적인 조치는 2021년 3월에 해제되었다.) 비록 이 사례는 코로나19라는 국가적 위기에 대응하기 위해 일시적으로 건전성 규제를 완화시킨 것이지만, 국채를 통한 자금차입이 원활하지 않을 경우 정부가 건전성 규제를 변경할 유인이 있음을 드러내는 사례라고 할 수 있다.

제4절 (보론) 금융불안이 재정불안을 초래하는 채널

지금까지 재정불안이 금융불안을 야기할 수 있는 다양한 채널을 소개했는데, 반대로 금융불안이 재정불안을 초래할 수도 있다.

선행연구에 따르면 주로 금융위기 시기에 금융불안이 재정건전성의 악화를 초래한다(BIS, 2016). 먼저, 금융위기가 발발하면 다수의 은행들이 무너질 가능성이 높으므로, 금융시스템의 붕괴를 막기 위해 정부는 은행들에 대규모 구제금융을 제공한다. 또한 금융위기 상황에서는 실물경제도 급격하게 위축되기 때문에 비금융기업 및 가계를 지원하기 위해 대규모의 재정지출이 이루어진다. 이러한 과정에서 재정건전성이 크게 악화되는 것이다.

반면, 금융위기 상황이 아닌 평상시의 경우에는 금융불안이 재정불안에 특별한 영향을 미치지는 않을 것이다. 평상시는 금융불안 요소가 두드러지게 발현되지 않는다. 특정 은행에 일시적인 유동성 문제가 발생할 수는 있지만 이는 중앙은행의 유동성 공급을 통해 쉽사리 해소될 수 있다. 심지어 중앙은행이 개입하지 않더라도 전체 금융시스템이 온전하게 작동하고 있기 때문에 시장차입을 통해서 이러한 일시적인 유동성 문제가 자연스럽게 해소되기도 한다.

BIS(2016)가 북미와 유럽 선진국의 금융위기 전후 정부부채 변화를 추적 조사한 결과도 이러한 관측에 부합한다(그림 2-1 참조). 1970년부터 2000년 사이에 금융위기를 경험한 선진국들의

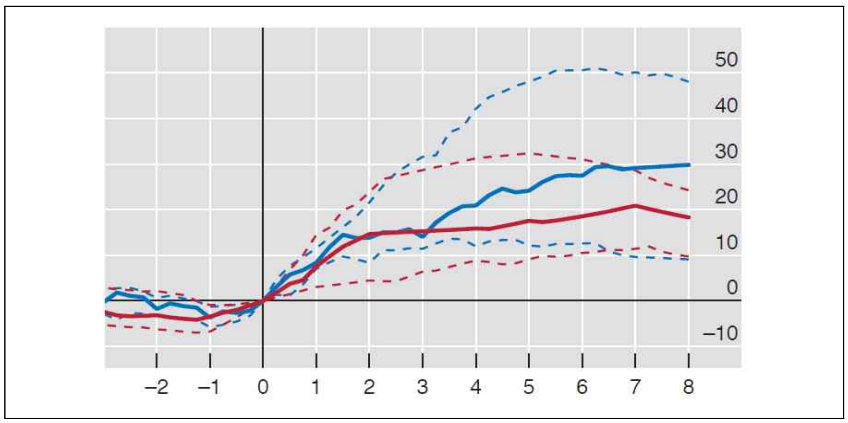
다. 전자는 자산별 위험도의 차이를 고려한 위험가중자산을 분모로 하고, 후자는 자산별 위험도의 차이를 고려하지 않는 총 익스포저를 분모로 한다. 일반적으로 국채는 위험가중자산에 포함되지 않지만 총 익스포저에는 포함된다.

3) 출처: https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20200401a.htm, 최종 접속일: 2021. 6. 2.

위기 전후 일반정부 부채 변화를 조사한 결과, 위기 이전에는 정부부채에 변화가 없었으나, 위기 이후 2년간 정부부채가 급격하게 증가했고, 그 이후에는 다시 정부부채에 특별한 변화가 없었다. 2007~09년 글로벌 금융위기 전후 일반정부 부채 변화도 비슷한 양상을 보인다. 위기 이전에는 정부부채의 변화가 없었고, 위기 이후 6년간 정부부채가 크게 늘어났으나, 그 이후에는 다시 변화가 없는 것이다. 글로벌 금융위기 이후 곧이어 2010년부터 2014년까지 유럽 재정위기가 발발했고, 유럽 선진국은 대부분 그에 따른 부정적인 영향을 받았기 때문에 정부부채가 늘어난 기간이 6년 정도로 긴 것으로 보인다. 요컨대, 평상시에는 재정건전성에 특별한 변화가 없으나, 위기 시에는 금융불안이 재정건전성을 크게 저해할 수 있다는 것이다.

[그림 2-1] 선진국의 금융위기 전후 일반정부 부채 추이

(단위: GDP 대비 %)



주: 1) '시점 0'은 금융위기 발발 시점이며 가로축은 '시점 0' 전후의 연간 시점을 나타냄. 세로축은 일반정부 부채를 나타냄.
2) 빨간색 실선은 1970년부터 2000년 사이에 금융위기가 발생한 국가들의 위기 전후 일반정부 부채를 구한 후 국가별 일반정부 부채의 중간값을 산출한 것임. 빨간색 점선은 국가별 일반정부 부채의 하위 25%와 상위 25% 수준을 나타낸 것임.
3) 파란색 실선은 2007~09년 글로벌 금융위기 기간 중 금융위기가 발생한 국가들의 위기 전후 일반정부 부채를 구한 후 국가별 일반정부 부채의 중간값을 산출한 것임. 파란색 점선은 국가별 일반정부 부채의 하위 25%와 상위 25% 수준을 나타낸 것임.

자료: BIS(2016).

제3장 우리나라 현황 및 가설도출

제1절 선진-비기축통화국 분류

본 절에서는 우리나라 현황을 조사하기에 앞서 선진-기축통화국과 선진-비기축통화국을 분류하고자 한다. 이어지는 우리나라 현황 조사에서 여러 데이터를 선진-기축통화국과 선진-비기축통화국 간 비교하는 방식을 사용하기 때문이다. 먼저 본 연구에서 인식하는 선진국은 총 29개국이다(표 3-1 참조). OECD는 37개 회원국으로 구성되어 있고, 이 중 IMF (2021a)가 선진국으로 분류하는 국가는 31개국이다. 이러한 31개 국가 중에서 2021년 기준 전체 인구가 1백만명 미만의 소국인 룩셈부르크와 아이슬란드를 제외하면 총 29개국이 남는다.

<표 3-1> 국가 분류: 선진-비기축통화국 vs. 선진-기축통화국

순번	국가	OECD 회원국	IMF 기준 선진국	인구 1백만명 이상 국가	기축통화	분류
1	대한민국	○	○	○	X	선진-비기축
2	노르웨이	○	○	○	X	선진-비기축
3	뉴질랜드	○	○	○	X	선진-비기축
4	덴마크	○	○	○	X	선진-비기축
5	스웨덴	○	○	○	X	선진-비기축
6	이스라엘	○	○	○	X	선진-비기축
7	체코	○	○	○	X	선진-비기축
8	호주	○	○	○	X	선진-비기축
9	네덜란드	○	○	○	유로	선진-기축
10	그리스	○	○	○	유로	선진-기축
11	독일	○	○	○	유로	선진-기축
12	라트비아	○	○	○	유로	선진-기축
13	리투아니아	○	○	○	유로	선진-기축
14	벨기에	○	○	○	유로	선진-기축
15	스페인	○	○	○	유로	선진-기축
16	슬로바키아	○	○	○	유로	선진-기축
17	슬로베니아	○	○	○	유로	선진-기축
18	아일랜드	○	○	○	유로	선진-기축
19	에스토니아	○	○	○	유로	선진-기축
20	오스트리아	○	○	○	유로	선진-기축
21	이탈리아	○	○	○	유로	선진-기축
22	포르투갈	○	○	○	유로	선진-기축
23	프랑스	○	○	○	유로	선진-기축
24	핀란드	○	○	○	유로	선진-기축
25	미국	○	○	○	미국달러	선진-기축
26	스위스	○	○	○	프랑	선진-기축
27	영국	○	○	○	파운드	선진-기축
28	일본	○	○	○	엔	선진-기축
29	캐나다	○	○	○	캐나다달러	선진-기축
30	룩셈부르크	○	○	X	유로	제외
31	아이슬란드	○	○	X	X	제외
32	멕시코	○	X	○	X	제외
33	칠레	○	X	○	X	제외
34	콜롬비아	○	X	○	X	제외
35	터키	○	X	○	X	제외
36	폴란드	○	X	○	X	제외
37	헝가리	○	X	○	X	제외

주: 1) 키프로스, 푸에르토리코, 대만, 싱가포르, 홍콩, 몰타, 마카오, 산마리노는 IMF가 선진국으로 분류하고 있으나 OECD 회원국이 아니므로 상기 표에서 제외되었음.
2) 인구 자료의 출처는 UN의 “Population Division Estimates”(2021)임.
자료: OECD(2021)와 IMF(2021a)를 기준으로 저자 작성.

본 연구에서는 이러한 29개 선진국 중에서 우리나라를 비롯한 8개국을 선진-비기축통화국으로, 나머지 21개국을 선진-기축통화국으로 인식하고 있다. 달러가 기축통화라는 점은 분명할 것이나, 그 밖에 어떤 통화가 기축통화에 포함되는지에 대해서는 이견이 있을 수 있다. 한국은행(2018. 2. 9)에 따르면 상설 통화스왑 네트워크를 형성하고 있는 6대 주요 통화인 미국 달러화, 유로화, 영국 파운드화, 일본 엔화, 스위스 프랑화, 캐나다 달러화가 통상적으로 기축통화로 인식된다. 이러한 기준을 준용하여 29개 선진국 중에서 미국, 영국, 일본, 스위스, 캐나다 등 5개국과, 유로화를 사용하는 독일, 프랑스 등 16개 유로권 국가들을 선진-기축통화국으로 분류하였다. 기

축통화를 사용하지 않는 우리나라, 호주, 뉴질랜드, 노르웨이, 덴마크, 스웨덴, 이스라엘, 체코 등 8개국은 선진-비기축통화국으로 분류하였다.

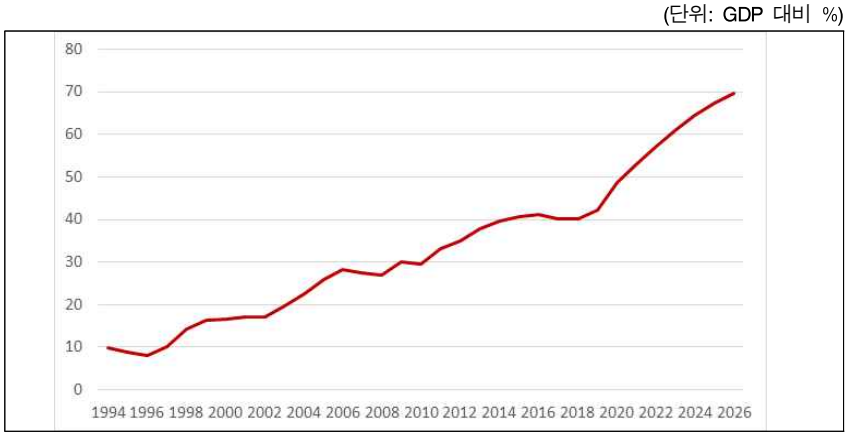
제2절 재정건전성 현황

최근까지 우리나라는 주요 선진국 중에서 재정건전성이 비교적 양호한 편이었다. 국제적으로 널리 쓰이는 지표인 GDP 대비 일반정부 부채를 기준으로 할 때, 우리나라 정부부채는 2019년까지 GDP의 40% 초반을 넘지 않아, 60% 이상인 경우도 많은 여타 선진국에 비해 낮은 편이었다(그림 3-1 참조). 그러나 코로나19 위기 등에 대응하기 위한 적극적인 재정정책이 시행되면서 2020년 이후 정부부채가 빠르게 증가하고 있다. IMF(2021a)에 따르면, 우리나라는 2020년부터 정부부채가 급격하게 증가하여 2026년에는 GDP 대비 70% 수준을 기록할 것으로 전망된다.

1990년대 이후 최근까지 정부부채의 증가세를 관찰해보면 1997년 외환위기, 2007년 금융위기, 2020년 코로나19 위기를 거치면서 부채가 크게 확대되었음을 알 수 있다(그림 3-2 참조). 위기 이전에는 부채의 변화가 없는 편이었으나 위기 직후 부채가 빠르게 증가한 후 그 후로도 수년간 증가하는 모습을 나타냈다. 3대 위기 중에서 부채 증가폭과 증가세가 가장 두드러지는 시기는 코로나19 위기이다.

[그림 3-2] 우리나라 일반정부 부채

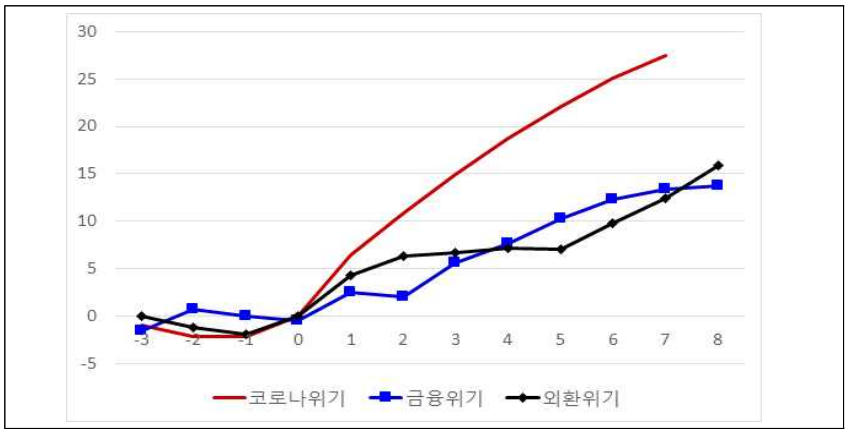
(단위: GDP 대비 %)



주: 2020년 이후 수치는 IMF 추정치임.
자료: IMF(2021a)의 원자료를 황순주(2021)가 가공한 것임.

[그림 3-3] 위기 전후 일반정부 부채 증감

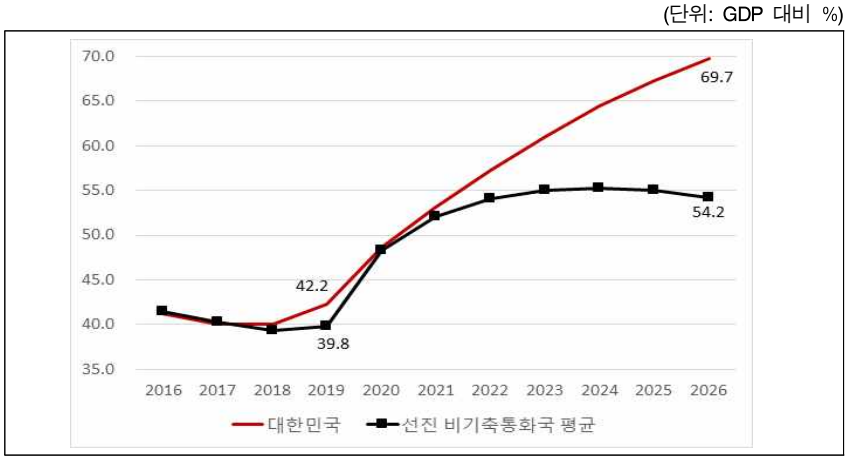
(단위: GDP 대비 %)



주 1) 좌축은 위기 직전 연도인 '시점 0'을 기준으로 1년 단위로 표시됨.
2) '시점 0'은 코로나 위기, 금융위기, 외환위기에 대하여 각각 2019년, 2007년, 1997년임.
3) 우축은 해당 연도의 일반정부 부채와 '시점 0' 당시의 일반정부 부채의 차이를 나타냄.
4) 2020년 이후 수치는 IMF 추정치임.
자료: IMF(2021a)의 원자료를 황순주(2021)가 가공한 것임.

[그림 3-4] 코로나 위기 전후 일반정부 부채(수준) 변화 비교

(단위: GDP 대비 %)



주: 1) 2020년 이후 수치는 IMF 추정치임.
2) 선진-비기축통화국 평균은 우리나라를 제외한 선진-비기축통화국 7국(노르웨이, 뉴질랜드, 덴마크, 스웨덴, 이스라엘, 체코, 호주)의 일반정부 부채 평균임.
자료: IMF(2021a)의 원자료를 황순주(2021)가 가공한 것임.

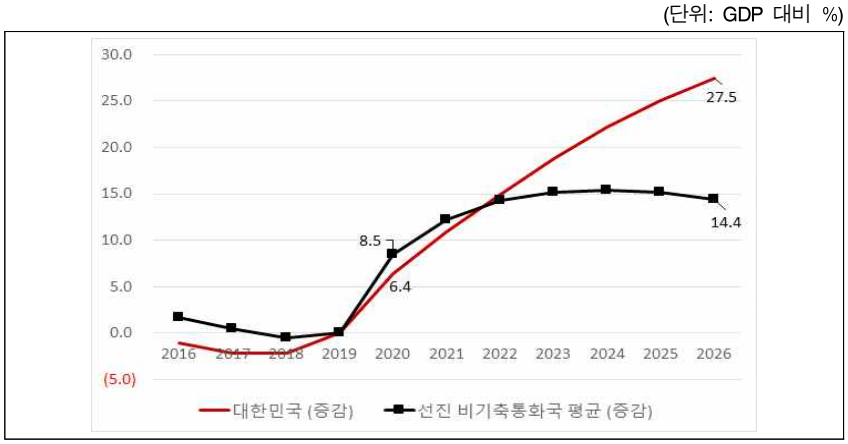
IMF(2021a)에 따르면 코로나19 위기 이전에는 우리나라와 주요국의 정부부채 수준이 비슷했으나, 위기 직후 정부부채 증가폭은 우리나라가 다소 작은 것으로 나타났다. 코로나19 이전에는 우리나라 일반정부 부채가 GDP 대비 42.2%를 기록하여 호주, 스웨덴, 이스라엘 등 여타 선진-비기축통화국의 평균인 39.8%와 대체로 유사했다(그림 3-3 참조). 반면, 코로나19 직후 부채 증가폭은 우리나라가 주요국에 비해 약간 작은 편이다. 여타 선진-비기축통화국은 위기 직후 1년간 정부부채가 GDP 대비 8.5%p 만큼 늘어났으나 우리나라는 6.4%p만 늘어났다(그림 3-4 참조).

그런데 코로나19 이후 중장기적으로 주요국이 디레버리징을 하는 것과는 달리 우리나라는 지속적으로 정부부채가 늘어나는 것으로 전망된다. 우리나라를 제외한 선진-비기축통화국은 코로

나19 위기 이후 3~4년간 정부부채가 완만하게 증가하다가 5년 차부터는 부채가 줄어들 것으로 전망된다. 반면, 우리나라는 부채가 오히려 지속적으로 증가할 것으로 예상되면서 2026년에는 정부부채가 GDP 대비 69.7%를 기록할 것으로 보인다(그림 3-3 참조). 이는 코로나 이전 수준에 비해 27.5%p 증가한 것으로, 동일 기간 중 부채 증가폭이 14.4%p에 불과할 것으로 예상되는 여타 선진-비기축통화국과 분명한 대조를 보인다(그림 3-4 참조).

[그림 3-5] 코로나 위기 전후 일반정부 부채(증감) 변화 비교

(단위: GDP 대비 %)



주: 1) 2020년 이후 수치는 IMF 추정치임.
2) 일반정부 부채의 2019년 대비 증감(difference)을 나타냄.
자료: IMF(2021a)의 원자료를 황순주(2021)가 가공한 것임.

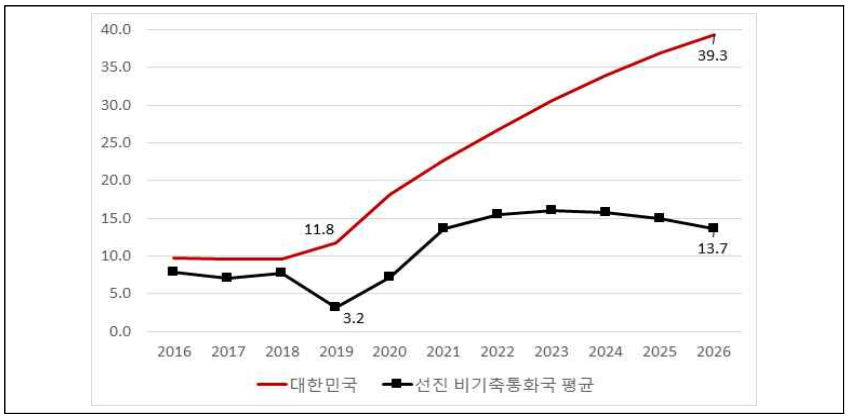
일반정부 부채(gross debt)는 부채만 고려하기 때문에 지급능력에 중요한 영향을 미치는 자산을 반영하지 않는다는 한계가 있다. 따라서 부채와 연계된 금융자산 등을 제외한 순부채(net debt)를 보완지표로 고려할 수도 있을 것이다.

그런데 일반정부 순부채를 기준으로 판단하더라도, 중기적으로 정부부채의 디레버리징이 이루어질 것으로 예상되는 선진-비기축통화국과는 달리 우리나라는 부채가 계속적으로 증가할 것으로 보인다(그림 3-5 참조). 코로나19 위기 직전인 2019년 우리나라는 순부채가 GDP 대비 11.8%로서 주요국의 3.2%에 비해 높았고, 코로나 직후 2년간 주요국과 유사한 크기로 순부채가 증가할 것으로 보인다. 그러나 그 이후에는 2023년을 기점으로 주요국은 순부채가 점진적으로 줄어들 것으로 예상되는 반면, 우리나라는 순부채가 지속적으로 상승하면서 2026년에는 주요국과 순부채의 차이가 25.6%p까지 벌어질 것으로 전망된다.

GDP 대비 부채는 유량변수(GDP)와 저량변수(부채) 사이의 비율이므로 경제지표로서 자연스럽지 않다는 반론도 존재한다. 따라서 보완지표로서 GDP 대비 재정수지(유량변수)를 고려할 수도 있다(그림 3-6 참조). 코로나19 직전인 2019년에 우리나라는 여타 선진-비기축통화국과 유사한 0% 수준의 균형재정 상태를 기록했다. 코로나 직후 1년간 선진-비기축통화국은 재정적자폭이 GDP 대비 7% 수준으로 확대되었으나, 우리나라는 재정적자폭이 3% 수준으로 비교적 작았다. 그러나 중장기적인 관점에서 살펴보면 주요국은 2021년부터 지속적으로 재정적자폭을 줄임으로써 2026년 재정적자폭이 1% 내외를 기록할 것으로 보이는 반면, 우리나라는 2026년까지 지속적으로 2% 이상의 재정적자폭을 유지할 것으로 보인다.

[그림 3-6] 코로나 위기 전후 일반정부 순부채 변화 비교

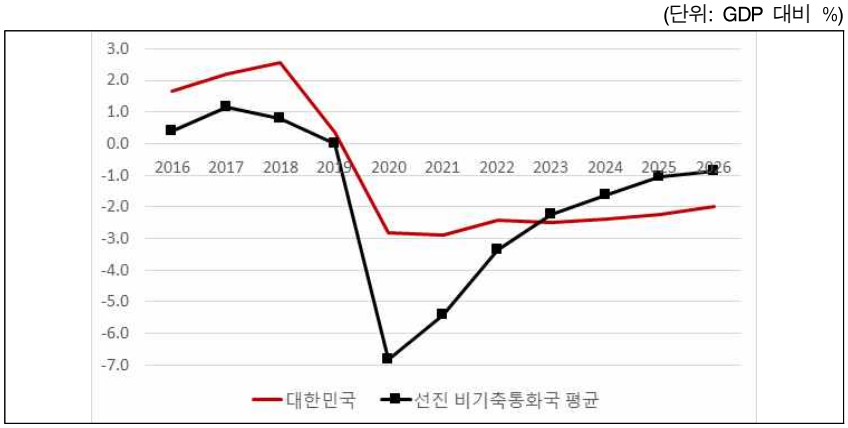
(단위: GDP 대비 %)



주: 1) 2020년 이후 수치는 IMF 추정치임.
2) 일반정부 순부채(net debt)는 일반정부 부채(gross debt)에서 부채와 연계된 금융자산 등을 IMF 기준에 따라 차감한 나머지임.
자료: IMF(2021a)의 원자료를 황순주(2021)가 가공한 것임.

[그림 3-7] 코로나 위기 전후 일반정부 재정수지 변화 비교

(단위: GDP 대비 %)



주: 1) 2020년 이후 수치는 IMF 추정치임.
2) 일반정부 재정수지는 일반정부 재정수입(revenue)에서 일반정부 재정지출(expenditure)을 차감한 것임.
자료: IMF(2021a)의 원자료를 황순주(2021)가 가공한 것임.

이상의 재정건전성 현황 분석 결과, 우리나라는 중장기적으로 재정건전성이 약화될 가능성에 대비해야 할 것으로 보인다. IMF(2021a)는 2021년에 발표된 중기재정계획과 현재까지의 지출계획을 고려하여 재정건전성 지표를 추산했으며, 우리나라 정부부채를 중기적으로 증가시키는 주된 요인은 사회안전망 강화, 일자리 창출, 혁신지원 등을 위한 재정지출의 확대라고 밝혔다. 그런데 IMF(2021a)는 인구구조의 변화로 인해 장기적으로 급증하게 될 복지지출을 재정전망에서 명시적으로 반영하지는 않고 있어, 중기를 넘어 장기적으로는 재정건전성이 더욱 악화될 가능성이 큰 것으로 판단된다. 국회예산정책처는 현재의 지출구조가 앞으로도 유지될 경우 2030년대 후반 이후 정부부채가 GDP의 100%를 넘어서 지속적으로 상승할 것으로 추정했다(Hur and Lee(2021) 참조). 또한 Hur and Lee(2021)는 DSGE 모형에 최근 기획재정부가 제시한 재정준칙을 도입한 결

과, 2030년대 후반 이후 정부부채가 100%를 넘어설 것이나 이후의 상승세는 국회예산정책처의 추정보다는 완만할 것이라는 결과를 발견했다.

물론 GDP 대비 정부부채가 70% 또는 100%를 넘어서더라도 반드시 심각한 재정위기가 발생하는 것은 아닐 것이다. 그러나 우리나라는 기축통화국과는 달리 유사시 재정을 동원할 수 있는 여력이 근본적으로 낮은 편이고, 여타 선진-비기축통화국에 비해 중장기 정부부채 및 재정수지 전망이 비관적인 상황이므로 건전성을 확충하기 위한 방안을 선제적으로 강구할 필요가 있을 것이다.

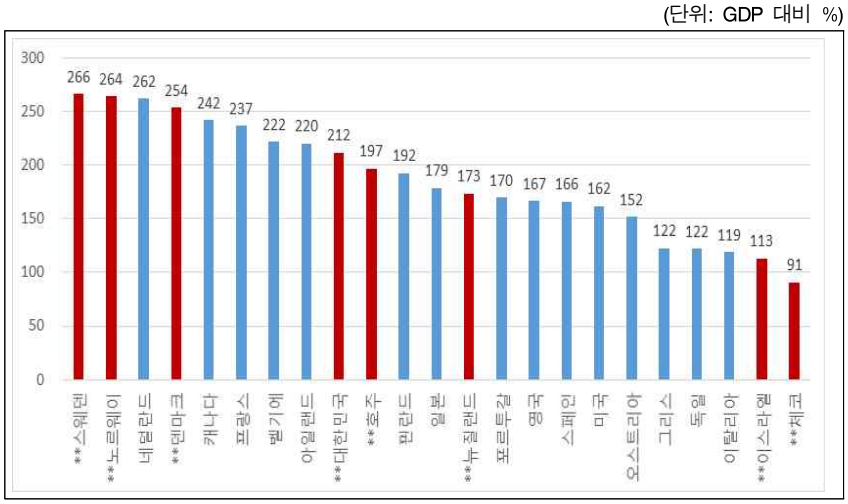
제3절 금융건전성 현황

국민소득이 동일하다고 전제할 때 은행권의 레버리지가 높을수록 해당 경제는 금융불안 요인에 더 많이 노출되어 있다고 볼 수 있다. 특히 이러한 레버리지가 점진적으로 쌓인 것이 아니라 갑자기 급격하게 증가할 경우 금융건전성에 보다 큰 위협요인으로 작용할 수 있을 것이다. 이러한 관점에서, 은행권이 가계와 기업에 제공한 신용으로 주로 구성되는 민간신용은 금융위기 가능성을 예측하는 중요한 지표이다(Hahm *et al.*, 2013). 국제결제은행에 따르면 GDP 대비 민간신용이 장기추세값에 비해 2%p 이상 증가하면 주의 상황으로, 10%p 이상 증가하면 경고 상황으로 인식된다(BCBS, 2010).

코로나19 이후 우리나라의 민간신용은 GDP 대비 212%로서 주요국에 비해 높은 수준을 기록하였다(그림 3-7 참조). 이는 29개 선진국의 전체 평균인 187%뿐만 아니라 우리나라를 제외한 7대 선진-비기축통화국의 평균인 194%를 상회한다. 다만, 우리나라보다 민간신용이 더 높은 나라들도 일부 존재하며, 이 중에는 비기축통화국들도 있다.

[그림 3-8] 코로나 이후 민간신용(2020년 9월 기준)

(단위: GDP 대비 %)

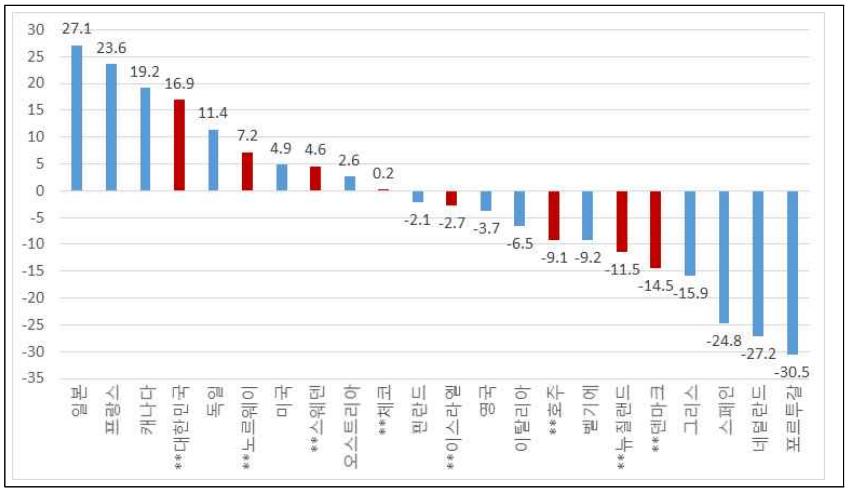


주: 1) 2020년 9월 말 기준 민간신용의 수준(level)을 나타냄. 전체 평균은 187%이며, 우리나라를 제외한 7대 비기축통화국 평균은 194%임.
2) 국가명 앞에 **가 표시된 국가는 비기축통화국임.
자료: BIS(2021)의 원자료를 저자가 가공함.

우리나라의 민간신용은 코로나19를 전후로 하여 크게 확대되었다(그림 3-8 참조). GDP 대비 민간신용의 수준(level)과 장기추세값(trend) 사이의 차이인 민간신용갭은 2020년 9월 말 기준 16.9%p를 기록했는데, 이는 8대 선진-비기축통화국 중에서 가장 높고 전체 선진국 중에서도 4번째로 높은 폭이다. 국제결제은행의 기준에 따른 경고 수준인 10%p를 훌쩍 넘는 수준이다. 코로나 위기 전후 각국이 민간대출을 확대했음에도 불구하고 전체 선진국의 민간신용갭은 평균 -6.0%p를 기록하여 기존의 추세에 비해 대출이 급격하게 늘어난 것은 아니었다. 우리나라를 제외한 7대 비기축통화국의 평균도 -3.7%p에 불과했다. 반면, 우리나라는 기존 추세에 비해 대출이 크게 늘어나면서 민간신용 증가폭이 과도하여 금융건전성 측면에서 향후 상당한 주의가 요청된다.

[그림 3-9] 코로나 전후 민간신용과 장기추세 사이의 갭(2020년 9월 기준)

(단위: GDP 대비 %p)



주: 1) 2020년 9월 말 기준 장기추세값 대비 민간신용의 갭(gap)을 나타냄. 즉, 민간신용의 수준에서 민간신용의 장기추세값을 차감한 크기임. 전체 평균은 -6.0%p이며, 우리나라를 제외한 7대 비기축통화국 평균은 -3.7%p임.
2) 아일랜드는 민간신용 갭이 -98.1%p로 극단적으로 낮기 때문에 표현의 편의상 그림에서 제외했음.
3) 국가명 앞에 **가 표시된 국가는 비기축통화국임.

자료: BIS(2021)의 원자료를 저자가 가공함.

제4절 재정-금융 연계성 관련 현황

1. 보증 채널 관련

우리나라는 유사시 정부가 은행권 전체를 구제할 수 있을 정도로 충분한 재정을 확보하고 있는가? 정부의 구제금융 능력을 정확하게 평가하는 것은 쉬운 일이 아니지만, 이하에서는 은행권의 총자산과 일반정부의 재정수입의 크기를 비교함으로써 대략적이나마 정부의 구제금융 능력을 가늠하고자 한다.

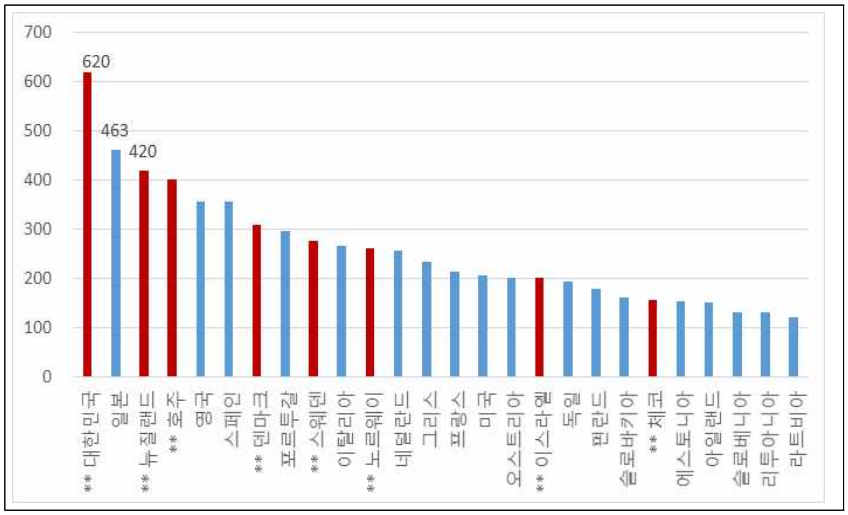
[그림 3-9]는 IMF(2021b)가 산출한 일반정부 재정수입 대비 World Bank (2017)가 산출한 예금은행 총자산의 비율을 국가별로 비교한 결과이다.[4] 우리나라는 재정수입 대비 전체 예금은행의

총자산이 620%로서 8대 선진-비기축통화국 중에서 1위일 뿐 아니라 전체 선진국 중에서도 1위를 기록했다. 2위인 일본은 463%를 기록했고, 전체 선진국의 평균은 259%이며, 선진-비기축통화국의 평균은 290%이다. 우리나라는 규모 면에서 은행권이 정부재정에 비해 매우 크다는 것을 알 수 있다. 따라서 유사시 대규모 금융위기가 발생했을 때 재정을 통해 은행권 전체를 구제할 수 있는 능력이 다른 선진국에 비해 낮을 것이라고 예상할 수 있다.

그렇다면 620%라는 수준은 얼마나 높은 것일까? 이와 관련하여 2008년 아이슬란드의 사례를 주목할 필요가 있다. 금융위기 직전까지 아이슬란드는 정부는 작지만 금융권이 매우 큰 나라로 알려져 있었다. 실제로 금융위기가 발생했을 때, 아이슬란드는 재정을 통해 금융권을 구제하는 것이 불가능하다고 판단하고 구제금융을 포기했다. 은행권의 외국인 채무는 구제하지 않고 내국인 채무만 구제하기로 결정했고, 그 결과 이후로 오랜 기간 동안 채무지급과 관련하여 해외 채권자와의 소송이 이루어졌다. 그런데 2008년 당시 아이슬란드의 정부재정 대비 은행권 총자산의 비율은 415%였다.[5] 2017년 기준 우리나라의 620%에 비해 낮은 수준이었던 것이다. 요컨대 우리나라는 재정 대비 은행권의 규모가 세계적으로 가장 크고, 기축통화국도 아니므로, 재정 악화가 금융불안으로 이어질 가능성에 미리 대비할 필요가 크다고 볼 수 있다.

[그림 3-10] 2017년 말 국가별 재정수입 대비 은행권 총자산

(단위: %)



주: 1) 은행권 총자산은 World Bank(2017)가 집계한 예금은행들의 총자산임.
2) 재정수입은 IMF(2021b)가 집계한 일반정부의 재정수입(revenue)임.
3) 상기 선진국 전체 평균은 259%이고, 대한민국을 제외한 선진-비기축통화국 7개국의 평균은 290%임.
자료: World Bank(2017), IMF(2021b)의 원자료를 저자가 가공함.

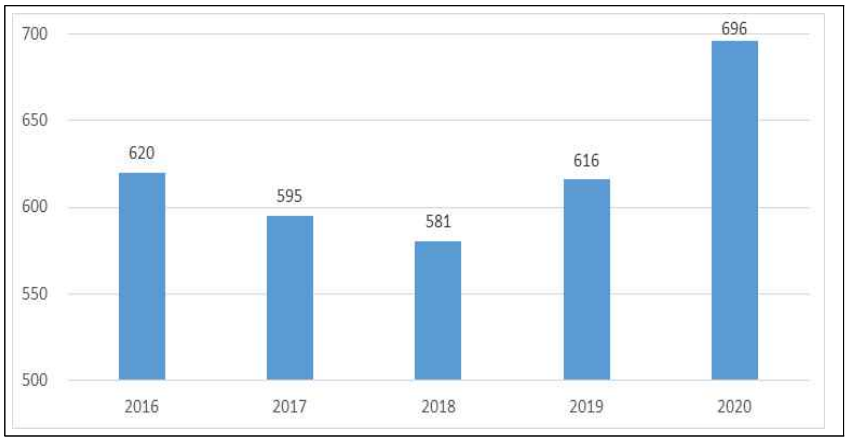
상기의 국가별 비교에서는 2017년 자료를 사용했는데, 2020년의 최근 수치는 어떠할까? World Bank가 2017년 이후로 국가별 예금은행권 총자산 자료를 집계하지 않고 있어, 2017년 이후에 대해서는 국내 예금은행의 연결재무상태표를 기준으로 해당 수치를 조사했다(그림 3-10 참조). 조사 결과, 재정 대비 은행권 총자산의 비율은 2017년 595%를 기록했고 2018년에 다소 낮아졌다가

4) World Bank는 2017년 이후 각국의 은행권 총자산을 산출하지 않고 있다.
5) World Bank(2017)와 IMF(2021b)의 자료를 기준으로 저자가 산출했다.

이후 지속적으로 상승하여 2020년에는 약 700%를 기록했다. 즉, 가장 최근 기준으로 보더라도 우리나라는 재정에 비해 은행권의 규모가 매우 크다는 것을 알 수 있다.[6),7)]

[그림 3-11] 우리나라 재정수입 대비 예금은행 총자산

(단위: %)



주: 1) 은행권 총자산은 국내은행 중 예금을 취급하지 않는 수출입은행을 제외한 나머지 은행들의 연결기준 총자산의 합계임.
2) 재정수입은 IMF(2021b)가 집계한 일반정부의 재정수입(revenue)임.
자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, IMF(2021b)의 원자료를 저자가 가공함.

2. 국채 채널 관련

제2장에서 설명한 바와 같이, 선행연구에 따르면, 은행의 국채 보유는 재정건전성의 약화가 금융건전성의 약화를 초래하는 주된 채널과 관련이 깊다. 해당국에 본사를 둔 은행은 해당국 국채의 주된 투자자이므로, 재정건전성의 악화로 국채가치가 떨어지면 해당 은행의 자산건전성이 하락한다는 것이다. 국채가치가 떨어지면 담보가치도 하락하면서 은행의 담보부 차입이 제한되고 은행의 유동성 위험이 상승하기도 한다.

우리나라 은행 또한 대한민국 정부가 발행한 국고채의 주된 투자자이다. 규모 면에서 우리나라 은행이 보유한 국고채는 2011년 147조원에서 해마다 증가하여 2020년 기준 303조원을 기록했다(그림 3-11 참조). 비중 면에서도 우리나라 은행은 국고채의 가장 중요한 투자자이다. 2020년 기준 전체 국고채 총잔액의 약 40%를 은행이 보유하고 있다(그림 3-12 참조). 은행의 국고채 보유 비중이 낮았던 2015년에도 그 비중이 32.5%로 작지 않았다.

은행의 전체 포트폴리오에서 국고채가 차지하는 비중도 상당하다. 2020년 기준 은행권 총자산에서 국고채의 비중은 약 10% 수준을 기록했다. 은행은 예금 등을 통해 자금을 조달하여 주로 대

6) 국내 예금은행의 연결재무상태표를 이용하여 집계한 재정 대비 은행권 총자산은 World Bank 자료를 통해 집계한 수치에 비해 체계적으로 낮게 나온다. 차이가 발생하는 정확한 이유는 알 수 없으나, 아마도 예금은행에 대한 인식 기준이 다르기 때문일 것으로 추측된다. 따라서 World Bank 기준을 적용한다면 우리나라의 2020년 기준 재정 대비 은행권 총자산은 700%보다 더 높을 것으로 예상된다.

7) 재정수입 대비 은행권 총자산이 크다는 것을 해석할 때 유의할 사항이 존재한다. 즉, 우리나라는 당해 지표가 세계적으로 가장 높으므로 이를 낮추어야 하는가에 대한 판단이다. 본 연구에서는 재정수입 대비 은행권 총자산이 많다는 것이 그 자체로 긍정적이지도 부정적이지도 않다고 인식한다. 이는 우리나라 재정-금융 상황을 드러내는 하나의 지표일 뿐이지, 정책적으로 늘리거나 줄여야 하는 대상이 되는 성과지표는 아니다.

출로 자산을 구성한다. 따라서 대출을 제외하고도 총자산의 10% 수준이 국고채로 구성되어 있다는 사실은 은행의 국고채 익스포저가 상당한 수준임을 의미한다. 은행의 국고채 익스포저는 2015년 8% 수준에서 지속적으로 상승하고 있다. 이는 아마도 2013년 이후 점진적으로 확대 시행되고 있는 바젤3의 유동성커버리지 규제로 인해 은행들이 국고채를 중심으로 하는 고유동성 자산을 충분히 확보해야 하는 점과 관련이 있을 것이다.

[그림 3-12] 우리나라 은행의 국고채 보유 현황(금액)

(단위: 조원)

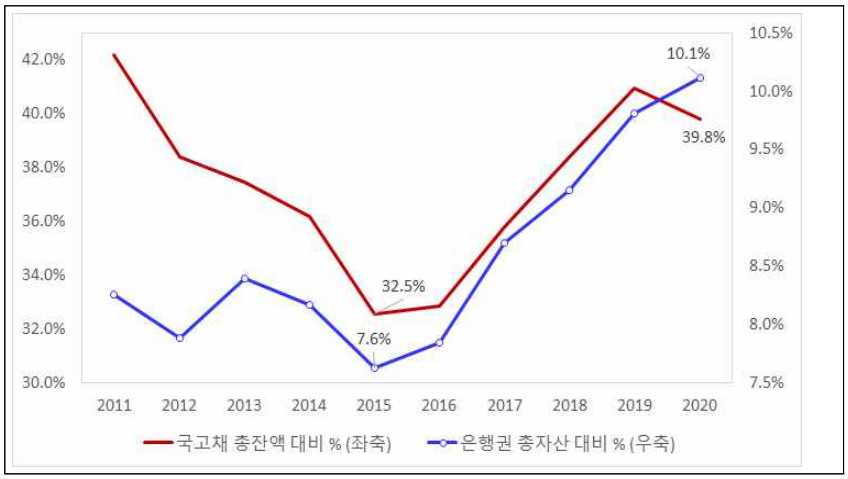
주: 한국예탁결제원 기준 국고채 총잔액 중 은행이 보유한 국고채 금액을 나타냄.
자료: 한국예탁결제원(각년도), 기획재정부(2019, 2020, 2021)의 원자료를 저자가 가공함.

10% 수준의 국고채 익스포저는 재정-금융 연계성 측면에서 작지 않은 크기인 것으로 보인다. 이와 관련하여 유럽은 2007~09년 금융위기 이후 곧이어 2010~14년 재정·금융위기를 겪었는데, 특히 피해가 컸던 그리스, 스페인, 아일랜드, 이탈리아, 포르투갈 등 5대 국가(stressed countries)들의 국채 익스포저는 위기 전후 4~13% 수준이었다(그림 3-13 참조). 유럽 재정위기 직전 이들 국가에서 은행권의 국채 익스포저는 4%를 약간 넘는 수준이었음에도 재정 악화가 금융권의 연쇄적인 악화를 초래했다.[8] 재정·금융위기의 피해가 비교적 적었던 독일, 프랑스 등 6대 국가(non- stressed countries)에서도 유럽 차원의 재정건전성 악화로 인해 해당 국가의 많은 은행들이 상당한 피해를 입고 정부의 구제금융을 받기도 했다. 우리나라 은행권의 국고채 익스포저는 10% 수준으로 매우 큰 편이므로, 우리나라도 국채 보유 채널을 통해 재정건전성의 악화가 금융건전성의 악화를 초래할 가능성에 대비할 필요가 있을 것이다.

8) 위기 이전 이들 5대 국가 은행에 투자했던 독일, 프랑스 등 타국 은행들이 위기 당시 자금을 대량 회수하면서 금융위기가 가속화된 측면도 존재한다.

[그림 3-13] 우리나라 은행의 국고채 보유 현황(비율)

(단위: %)

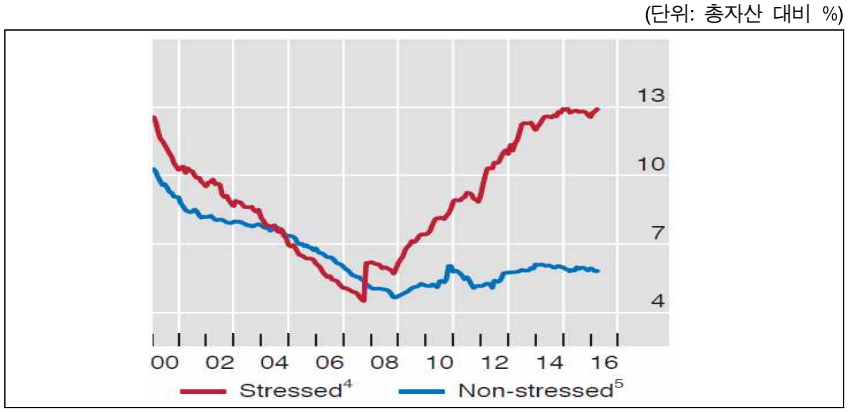


주: 은행의 국고채 보유금액을 각각 국고채 총잔액(한국예탁결제원 기준)과 국내은행 총자산(은행계정, 금융감독원 기준) 대비 비율로 나타냄.

자료: 한국예탁결제원(각년도), 기획재정부(2019, 2020, 2021), 금융감독원 은행경영통계(각년도)의 원자료를 저자가 가공함.

[그림 3-14] 유럽 은행의 해당국 국채 보유 현황(비율)

(단위: 총자산 대비 %)



주: V자 형태의 선(빨간색 선)은 재정·금융위기의 피해가 심각했던 5대 국가(그리스, 스페인, 아일랜드, 이탈리아, 포르투갈)의 평균을 나타내고, 다른 선(파란색 선)은 재정위기를 경험하지 않은 국가(네덜란드, 독일, 벨기에, 오스트리아, 프랑스, 핀란드)의 평균을 나타냄.

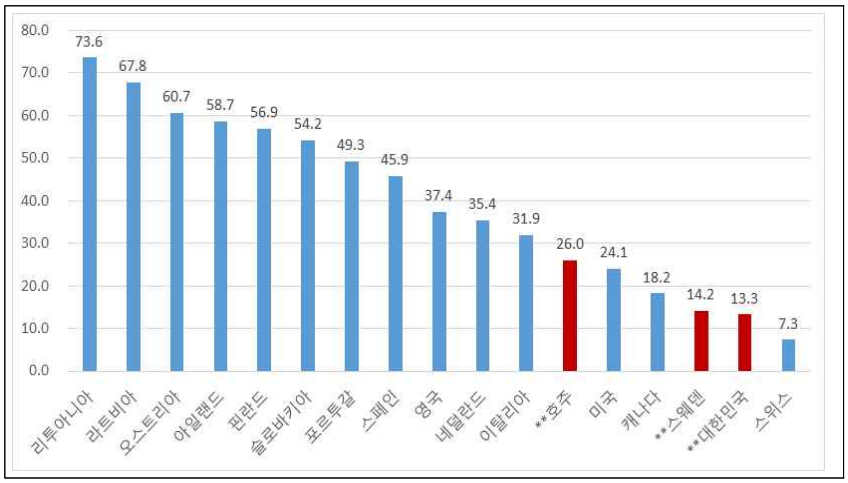
자료: BIS(2016).

제5절 대외채무 현황

우리나라는 소규모 개방경제 국가일 뿐 아니라 비기축통화국이므로 외환건전성을 확보하는 것이 중요하다. 1997년 외환위기를 통해 심각한 피해를 입기도 했다. 따라서 재정 약화가 외환건전성 약화로 이어지고 이것이 은행들의 외화 조달 문제로 이어질 가능성도 고려할 필요가 있다.

[그림 3-15] 일반정부 부채 중 대외채무 비중(국가 비교, 2019년 말 기준)

(단위: %)

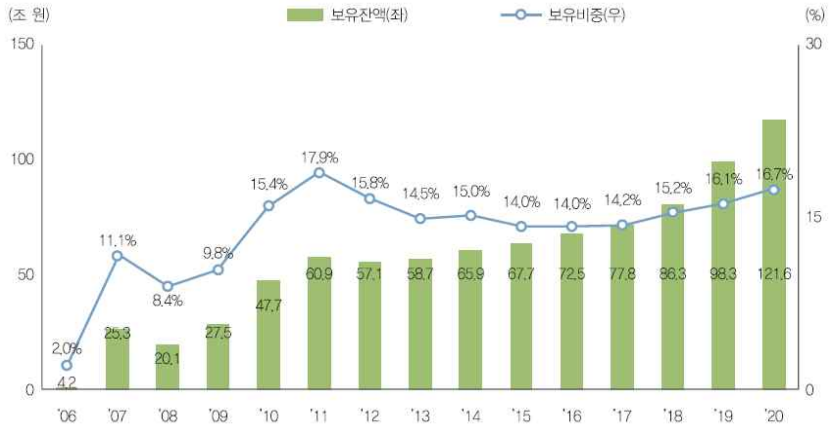


주: 1) 일반정부 부채 대비 일반정부 부채 중 채권자가 외국인인 부채의 비중임.
2) 국가명 앞에 **가 표시된 국가는 비기축통화국임.
자료: World Bank(2020)의 원자료를 저자가 가공함.

우리나라의 외환건전성을 가늠하기 위해, 첫 번째로 대외채무의 규모를 검토하고자 한다(그림 3-14 참조). 일반정부의 총부채 중에서 채권자가 외국인인 대외채무의 비중을 살펴본 결과 우리나라는 13.3%로, 관련 자료가 존재하는 선진국 17개국 중에서 하위 2위의 낮은 수준을 기록했다. 따라서 대외환경 변화로 외국인 투자자들의 움직임이 크게 변동하더라도, 이러한 변동성이 우리나라 외환건전성에 심각한 영향을 미칠 가능성은 비교적 낮은 편인 것으로 판단된다.

그러나 최근 외국인 투자의 규모와 비중이 증가하고 있어 무조건 안심할 수 있는 상황은 아니다. 전체 국고채 중에서 외국인이 보유한 국고채의 규모는 2020년 121.6조원을 기록했다(그림 3-15 참조). 이 같은 규모는 외국인의 국고채 보유가 2007년 글로벌 금융위기 직후 일시적으로 축소된 이후 2020년까지 매년 늘어난 결과이다. 특히 최근 5년간의 증가세가 빠른 편이다. 아마도 확장적 재정정책과 더불어 2020년 코로나19 위기에 대한 대응으로 발행이 늘어난 국채를 내국인 투자자만을 대상으로 소화시키기 어려워서 외국인 투자가 늘어난 것으로 추정된다. 결과적으로, 전체 국고채 대비 외국인 국고채 보유액의 비중은 2016년 14%를 기록한 후 해마다 증가하여 2020년에는 16.7%까지 늘어났다. 물론 17% 수준의 외국인 투자가 절대적으로 많다고 볼 수는 없다. 그러나 외국인 투자가 최근 증가세를 보이고 있고, 2019년까지 100조원 수준이었던 국채발행액이 2020년 이후에는 180조원 수준으로 늘어날 예정이므로(그림 3-16 참조), 이 과정에서 외국인 투자도 보다 확대될 가능성이 있어 외환건전성 측면에서 지속적인 주의가 요청된다.

[그림 3-16] 외국인 국고채 보유 현황(우리나라)



자료: 기획재정부(2021).

우리나라의 외환건전성을 가늠하기 위해, 두 번째로 대외채권과 대외채무의 수지를 검토하고자 한다. 대외채무가 많더라도 대외채권이 그보다 더 많다면 외환건전성에 큰 문제가 발생하지 않을 것이다. (물론 대외채무가 주로 단기이고, 대외채권이 주로 장기라면 대외채권이 대외채무보다 많더라도 유동성 위험이 존재할 수 있다.)

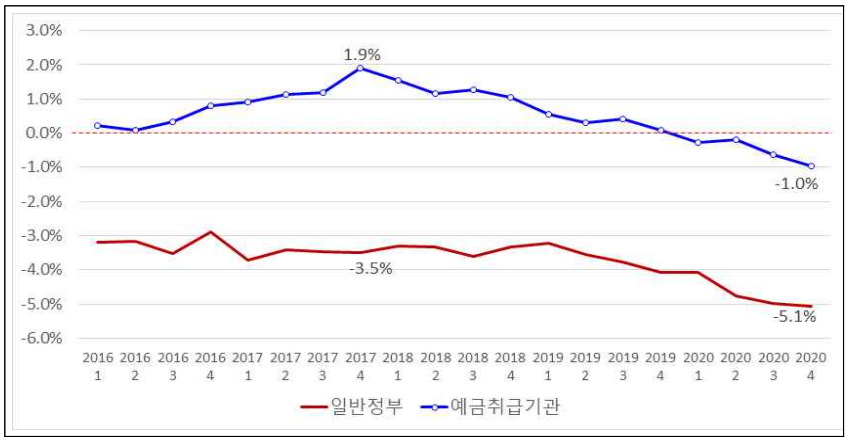
먼저 우리나라 정부의 경우, 대외채무가 대외채권을 초과하여 순대외채권은 적자를 기록했고, 그 적자폭은 2020년 말 기준 GDP 대비 5.1% 수준으로 적지 않다(그림 3-17 참조). 특히 2017년에 GDP 대비 3.5%를 기록한 이후 약간의 변동은 있으나 적자폭이 추세적으로 확대되고 있다. 또한 지난 5년간 만성적인 적자 상황이기도 하다.

[그림 3-17] 우리나라 국고채 발행규모

주: 순발행액은 총발행액에서 상환액을 차감한 나머지를 의미함.
자료: 기획재정부(2021)의 원자료를 저자가 가공함.

[그림 3-18] 일반정부와 은행의 순대외채권

(단위: GDP 대비 %)



주: 1) 예금취급기관은 예금은행을 의미함.
2) 순대외채권은 대외채권에서 대외채무를 차감한 것임.
자료: 한국은행(2020)의 원자료를 저자가 가공함.

다음으로 우리나라 은행들의 경우, 코로나19 이전에는 순대외채권이 흑자를 기록했으나 2020년부터 적자로 전환되었다. 이는 코로나19로 인해 은행들의 대출여력을 확대시키고자 외환유동성 규제가 완화되면서 은행들이 해외 차입을 늘린 것에 주로 기인하는 것으로 보인다. 은행(예금취급기관)의 대외채무는 우리나라 전체 대외채무에서 가장 큰 비중(42.9%)을 차지하고 있어, 은행 부문의 외환건전성은 지속적인 모니터링이 필요하다(표 3-2 참조). 다만, 은행권의 대외수지 적자폭은 GDP 대비 1% 수준으로 크지 않고, 향후 코로나19의 영향력이 약화되면 외환유동성 규제가 다시 정상화되면서 적자폭이 축소되거나 흑자로 전환될 가능성도 있을 것으로 예상된다.

한편, 국민경제 전체적인 관점에서는 우리나라의 대외건전성이 양호한 것으로 판단된다. 일반정부와 은행(예금취급기관)의 대외수지 적자에도 불구하고, 한국은행은 GDP 대비 25% 수준의 큰 폭의 흑자를 기록하고 있다. 이는 한국은행이 확보한 대규모 외환보유고(GDP 대비 27% 수준)에 주로 기인한다. 외환보유고는 전적으로 단기 대외채권으로 구성되어 있으므로, 한국은행은 국민경제에서 외환유동성 문제가 발생하더라도 개입할 수 있는 여력이 상당할 것으로 보인다.

<표 3-2> 2020년 말 기관별 대외채권·대외채무

(단위: 10억달러, %)

기관	대외채권		대외채무			순대외채권	
	금액	GDP 대비	금액	GDP 대비	구성비	금액	GDP 대비
일반정부	37	2.2	122	7.4	22.5	-85	-5.1
예금취급기관	217	13.2	233	14.1	42.9	-16	-1.0
한국은행	445	27.0	26	1.6	4.8	419	25.4
(준비자산)	(443)	(26.9)	(0)	(0)	0	(443)	(26.9)
기타	323	19.6	162	9.9	29.8	160	9.7
합계	1,021	62.0	543	32.9	100.0	478	29.0

주: 1) 한국은행의 준비자산은 외환보유고를 의미함.
2) 기타는 비은행 금융기관 및 비금융기업 등을 의미함.
자료: 한국은행(2020)의 원자료를 저자가 가공함.

제6절 가설 도출

제2장에서는 재정건전성이 악화될 때 금융건전성에 문제가 발생할 수 있는 다양한 채널을 소개하였고, 제3장에서는 우리나라의 현황을 조사하여 우리나라와 이러한 채널들과의 관련성을 점검하였다. 아래의 내용에서는 이상의 논의를 기반으로 우리나라와 관련성이 높은 내용을 중심으로 몇 가지 가설을 도출하고자 한다. 이어지는 제4장의 실증분석에서는 이러한 가설들을 검정하고자 한다.

본 연구의 주안점은 재정건전성의 악화가 금융건전성의 악화로 이어지는지 규명하는 데 있다. 그런데 재정건전성은 다소 포괄적인 개념으로서 다양한 요소에 의해 영향을 받기 때문에 실증분석을 위해서는 보다 구체화될 필요가 있다. 예컨대, 국채발행 여건이 악화되면 재정건전성에 부담을 줄 것이다. 또한 조세수입이 감소하거나 장기적 지출요인이 많은 경우에도 재정건전성이 약화될 것이다. 본고에서는 이러한 여러 요인 중에서 특히 국가부도 위험이 증가하는 경우에 초점을 맞추고자 한다. 국가부도 위험은 국채가 상환되지 않을 위험이다. 국가부도 위험이 클수록 재정건전성이 낮아질 것이고, 재정건전성이 낮으면 국가부도 위험도 커질 것이다. 이러한 관점에서 국가부도 위험은 재정건전성과 반비례하는 지표로 볼 수 있다. 한편, 금융건전성 또한 포괄적인 개념이므로 실증분석을 위해 구체화할 필요가 있다 본고에서는 국가부도 위험에 대응시키기 위해, 은행부도 위험에 초점을 맞추기로 한다. 따라서 본고에서 검정할 첫 번째 가설은 다음과 같다.

가설 1: 국가부도 위험이 상승하면 은행부도 위험도 상승한다.

국가부도 위험이 상승할 때 은행부도 위험도 상승한다면, 어떠한 기제(mechanism)를 통해 그러한 현상이 발생하는지 파악할 필요가 있다. 이러한 기제와 관련하여 해당 국가가 기축통화국인지 여부가 중요하며, 특히 우리나라는 비기축통화국이기 때문에 기축통화와 관련된 가설은 우리나라와의 연관성도 높다.

어떤 나라의 국가부도 위험이 상승하여 국채발행을 통해 자금을 마련하기 어려워진다면, 해당국의 중앙은행이 화폐를 발행하여 자금을 마련하는 것을 고려할 수 있다. 그런데 발권력을 과도하게 동원하면 인플레이션이 발생할 수 있고, 외환건전성에 부담이 발생할 수 있으므로 이러한 방식은 사회적 비용을 초래하기 마련이다.

그런데 화폐발행에 따른 비용은 해당 화폐가 얼마나 많은 나라에서 많은 사람들에게 통용되는지에 따라 달라질 것이다. 원화는 주로 우리나라에서만 통용되므로 원화를 큰 폭으로 발행할 경우 그에 따른 인플레이션의 부담도 우리나라 국민이 온전히 짊어지게 된다. 원화가 국제금융시장에서 차지하는 위상이 낮기 때문에 원화의 과도한 발행은 환율급등으로 이어질 수도 있을 것이다. 반면, 달러화는 전 세계적으로 통용되기 때문에 미국이 달러화를 발행하면 그에 따른 인플레이션 부담은 전 세계인들이 나누어서 짊어지게 될 것이다. 외환시장에서 달러화의 위상이 매우 높아 상당한 수준의 달러 발행 증가에도 불구하고 달러화의 가치가 크게 하락하지 않을 것으로 예상할 수도 있다.

요컨대, 국가부도 확률이 상승하여 국채발행이 어려워지더라도 기축통화국은 비기축통화국과는 달리 발권력을 동원해 자금을 마련하기 용이하고 그에 따른 부담도 적을 것이다. 따라서 기축통화국은 국가부도 위험이 높아지더라도 은행권을 구제하기 위해 필요한 자금을 조달하는 데 상대적으로 어려움이 적으므로 은행권에 대한 정부의 지급보증 강도가 크게 하락하지 않을 것이고, 결과적으로 은행부도 위험이 큰 폭으로 상승하지 않을 것이다. 반면, 비기축통화국은 채권발행이 어려워지면 발권력에 의존하기 어려우므로 은행권에 대한 지원여력이 상대적으로 크게 하락하면서 은행부도 위험이 비교적 큰 폭으로 상승할 것이다. 이와 관련하여 실증분석에서는 아래의 가설을 검정하고자 한다.

가설 2: 국가부도 위험이 한 단위 상승할 때 은행부도 위험이 상승하는 정도는 비기축통화국이 기축통화국에 비해 크다.

재정불안이 금융건전성에 문제를 초래하는 기제와 관련하여 재정 대비 은행권의 크기를 고려할 필요가 있다. 국가부도 위험이 상승하여 국채발행을 통한 차입이 어려워지면 대체수단의 일환으로 증세를 통해 자금을 마련하려 할 것이다. 그런데 재정수입이 적은 나라일수록 또는 은행권의 규모가 큰 나라일수록 유사시 증세만으로 은행권을 구제하기가 더욱 어려울 것이다. 따라서 우리나라와 같이 재정수입 대비 은행권의 규모가 매우 큰 나라는 그렇지 않은 나라에 비해 국가부도 위험이 상승할 때 은행부도 위험은 더 큰 폭으로 상승할 수도 있다. 이러한 관점에서 아래의 가설을 검정하고자 한다.

가설 3: 국가부도 위험이 한 단위 상승할 때 은행부도 위험이 상승하는 정도는 재정수입 대비 은행권 총자산의 비율이 높을수록 커진다.

재정불안이 금융불안으로 이어지는 기제와 관련하여 GDP 대비 민간신용의 확장세가 중요한 의미를 가질 수 있다. 국제결제은행에 따르면 민간신용이 과도하게 확대되면 금융위기로 이어질 수 있다(BCBS, 2010). 우리나라는 민간신용의 규모가 크고, 최근 증가폭도 높기 때문에 민간신용에 관한 가설이 우리나라에 시사하는 바가 클 것이다.

민간신용이 많다는 것은 은행이 경제주체들과 여신거래를 통해 더 많이 연계되어 있다는 의미이다. 여신거래가 많을수록 은행권에 위기가 발생했을 때 부실채권의 규모도 클 것이다. 재정건전성이 악화되어 정부가 은행권을 뒷받침하는 능력이 약화되면, 은행들이 자체적으로 위기를 이겨내는 능력이 중요해진다. 그런데 민간신용이 많을수록 은행들은 더 많은 부실채권을 스스로 해결해야 하고, 따라서 위기에 빠질 가능성이 더 높아질 수 있다. 이러한 관점에서 아래의 가설을 검정하고자 한다.

가설 4: 국가부도 위험이 한 단위 상승할 때 은행부도 위험이 상승하는 정도는 GDP 대비 민간신용이 높을수록 커진다.

제4장 재정건전성이 금융건전성에 미치는 영향 분석

제1절 자 료

본 장에서는 국가부도 위험이 은행부도 위험에 미치는 영향을 분석하기 위해 여러 나라 은행들에 대한 분기 패널자료를 사용한다. 자료의 출처는 EIKON, World Bank, BIS, 블룸버그, 무디스이다. EIKON의 은행별, 국가별 부도위험에 대한 자료와 World Bank의 국가별 재정, 금융시스템에 대한 자료를 결합하여 실증분석을 위한 데이터베이스를 구축하였다

자료의 대상 기간은 2003년 1분기부터 2021년 1분기까지이며 자료의 단위기간은 분기(quarter)이다. 대상 국가는 <표 4-1>의 분류에 따른 29개 선진국(선진-기축통화국 또는 선진-비기축통화국)이다. 전술한 바와 같이 이러한 29개 선진국에는 홍콩, 싱가포르 등 도시국가나 룩셈부르크, 아이슬란드 등 인구 100만명 미만의 소국을 제외한 거의 모든 선진국이 포함되어 있다.

본 연구는 재정불안이 금융불안에 미치는 영향을 분석하는 것이 목적이나, 역으로 금융불안이 재정불안에 영향을 미칠 수도 있다. 앞서 설명한 바와 같이 금융불안이 재정불안에 영향을 미치는 현상은 주로 금융위기 이후 대규모 구제금융이 이루어지면서 재정이 악화되는 경로를 통해 발생한다. 따라서 아래의 실증분석에서는 금융위기 기간을 분석범위에서 제외함으로써 재정불안이 금융불안에 미치는 영향에 분석의 초점을 맞추고자 한다. 자료기간 중 대규모 금융위기로는 2007~09년 글로벌 금융위기와 2010~14년 유럽 재정금융위기가 있었다. 글로벌 금융위기 기간 중에는 29개 선진국이 모두 피해를 입었고, 유럽 재정금융위기 기간 중에는 주로 유럽 국가들만 피해를 입었다고 볼 수 있다. 따라서 아래의 실증분석에서는 2007~09년 기간의 경우 모든 나라와 모든 은행을 분석범위에서 제외하고, 2010~14년 기간의 경우 유럽국과 유럽 은행만 분석범위에서 제외하기로 한다.

자료의 대상 은행은 상기 29개 선진국에 속한 84개 예금은행이다. 은행은 예금은행, 투자은행 등으로 분류될 수 있는데, 본고에서는 특히 예금을 취급하고 대출을 제공하는 가장 일반적인 은행인 예금은행에 분석의 초점을 맞추고 있다. 이러한 예금은행은 각국 금융시스템의 근간을 형성하고 있으므로, 예금은행에 초점을 맞추면 재정불안이 금융시스템의 핵심 구성요소에 미치는 영향을 분석할 수 있게 된다.

본고에서는 무디스의 기준에 따라 예금은행을 인식한다. 무디스는 전 세계 각국의 은행들에 '예금채무 신용등급', '채권채무 신용등급' 등 다양한 신용등급을 부여하는데, 이 중에서 예금채무 신용등급(long-term bank deposit rating)은 은행이 예금을 얼마나 잘 변제할 수 있는지를 평가한 결과이다. 무디스는 거의 모든 예금은행에 대해 예금채무 신용등급을 부여하고 있고, 예금을 취급하지 않는 은행은 이러한 신용등급이 존재하지 않는다. 우리나라에서도 모든 시중은행, 지방은행, 특수은행(수출입은행 제외)이 무디스의 예금채무 신용등급을 부여받고 있으며, 수출입은행

만이 예금을 취급하지 않기 때문에 당해 신용등급을 부여받지 않는다.

본고에서는 무디스의 예금채무 신용등급이 존재하는 예금은행들 중에서 신용부도스왑(Credit Default Swap: 이하 CDS)이 거래되는 84개 중요 예금은행을 분석의 대상으로 고려한다. CDS는 채권을 발행한 회사에 부도가 났을 때, 그 회사를 대신하여 채권자에게 원리금을 상환하는 파생상품이다. 예컨대, 은행 A가 은행채를 발행하여 채권자 B에게 판매하고, 보험회사 C가 채권자 B에게 이 은행채에 대한 CDS를 발행했다고 하자. 유사시 은행 A에 부도가 발생한 경우, CDS 판매자인 보험회사 C는 은행 A를 대신하여 은행채에 대한 원리금을 채권자 B에게 대신 상환한다. 즉, 이 CDS는 은행 A의 부도위험에 대한 일종의 보험으로 기능한다. 그 대가로 채권자 B는 사전에 보험회사 C에게 CDS에 대한 프리미엄을 일종의 보험료로 납부해야 한다.

CDS 프리미엄은 시장에서 자율적으로 결정되며 부도위험을 반영하는 효과적인 지표이다.[9] 본고에서는 은행부도 위험을 분석하는 데 주안점을 두고 있으므로 CDS가 존재하는 예금은행만을 분석대상으로 한다. 이러한 CDS는 주로 대규모 은행에 대해서 거래된다. 예컨대, 우리나라에서는 신한, 국민, 하나, 우리, 산업, 기업은행에 대해서 CDS가 거래된다.

요컨대, 본고에서는 무디스 기준 예금은행 중에서 CDS가 거래되는 은행을 분석의 대상으로 고려함으로써 국가부도 위험의 증가가 해당 국가의 은행시스템에서 근간을 이루는 중요한 예금은행들의 부도위험에 어떠한 영향을 미치는지 분석하고 있다.

<표 4-1>은 주요 변수들의 기술통계량을 나타내고 있다. CDS는 은행의 부도위험뿐 아니라 국가의 부도위험을 측정하는 데도 유용하게 사용될 수 있다. CDS는 대상 자산에 따라 다양하게 존재하는데 국채가 대상 자산인 CDS는 국가의 부도위험을 나타내고, 은행채가 대상 자산인 CDS는 은행의 부도위험을 나타낸다. 은행 CDS 프리미엄(분기 평균가 기준)은 평균 91.0bp였고, 국가 CDS 프리미엄(분기 평균가 기준)은 평균 59.4bp였다.

아래의 실증분석에서는 비기축통화 더미변수, 재정수입 대비 은행권 총자산, 민간신용 등이 중요한 설명변수로 사용된다. 전체 은행-분기 관측치 중에서 약 24%가 우리나라를 비롯한 비기축통화국에 속한 은행에서 관측되었고, 나머지 76%는 기축통화국에 속한 은행에서 관측되었다. 일반정부 재정수입 대비 전체 예금은행권의 총자산은 평균 353%를 기록했고 최댓값은 620% 수준이었는데, 우리나라가 최댓값을 기록했다. 명목 GDP 대비 민간신용은 평균 176.5%였다.

---

9) 부도위험을 측정하는 또 다른 대표적인 지표로는 채권의 수익률에서 벤치마크 금리를 뺀 채권 스프레드가 있다. 그러나 학계에서는 CDS가 채권 스프레드에 비해 다양한 이유로 부도위험을 보다 정확하게 측정하는 지표로 알려져 있다. 예컨대, CDS는 부도위험 자체를 거래대상으로 하는 파생상품인 판면, 채권 스프레드는 다양한 위험요소와 복합적으로 관련이 있는 채권에 대한 시장지표이다. 또한 채권수익률에서 벤치마크 금리를 뺄 때 적절한 벤치마크 금리를 선택하는 것이 쉽지 않다. 부도위험을 제외한 다른 위험요인은 모두 통제될 수 있도록 당해 채권과 벤치마크 채권의 잔존만기가 정확하게 일치해야 한다. 또한 채권은 지표물인지 여부에 따라 시장금리에 영향을 미칠 수 있는데, 이러한 부분도 채권 스프레드의 지표로서의 정확성에 약간의 오류를 초래할 수 있다. Blanco *et al.*(2005)은 CDS와 채권 스프레드의 부도위험 지표로서의 정확성에 대한 보다 자세한 논의를 제공하고 있다.

<표 4-1> 부도위험 자료의 기술통계량

변수	단위	관측치 수	평균	표준편차	최솟값	최댓값
은행 CDS	bp	1,938	91.0	94.7	9.8	1,421.5
국가 CDS	bp	2,372	59.4	139.5	8.4	2,826.7
비기축통화	더미	2,437	0.24	0.43	0	1
재정수입 대비 은행권 총자산	%	1,212	353.4	131.3	152.1	619.9
민간신용	GDP 대비 %	2,269	176.5	45.3	107.5	401.6
북미 CDS 인덱스	bp	2,329	71.4	18.3	45.2	145.2
유럽 CDS 인덱스	bp	2,305	72.5	23.4	44.2	173.0
총자산	백만$	1,230	557,220	545,763	34,823	3,125,813
BIS비율	%	1,053	13.4	2.9	1.5	25.1
레버리지	%	1,230	28.2	14.9	2.1	85.5
ROA	%	1,161	0.34	0.66	-4.49	2.23

주: 1) CDS의 단위인 1bp는 0.01%p와 동일함.
2) 비기축통화는 <표 3-1>의 분류에 따라 은행이 속한 해당 국가가 기축통화국인 경우 0, 비기축통화국인 경우 1인 더미변수임.
3) 재정수입 대비 은행권 총자산은 일반정부 재정수입 대비 해당 국가의 예금은행들의 총자산의 비율임.
4) 북미 CDS 인덱스는 미국을 포함한 북미 지역에서 CDS 거래가 활발하게 이루어지는 대표적인 국가 CDS, 은행 CDS, 비은행 기업 CDS들로 구성된 인덱스임.
5) 유럽 CDS 인덱스는 유럽 지역에서 CDS 거래가 활발하게 이루어지는 대표적인 국가 CDS, 은행 CDS, 비은행 기업 CDS들로 구성된 인덱스임.
6) 레버리지는 총자산 대비 총부채의 비율이고, ROA는 총자산 대비 당기순이익임.
7) 상기 자료의 대상 기간은 2003~06년, 2015~21년이며, 2010~14년의 경우 비유럽 국가와 비유럽 은행만이 자료에 포함되어 있음.

자료: 은행 CDS, 국가 CDS, 북미 CDS 인덱스, 유럽 CDS 인덱스의 출처는 EIKON이며, 재정수입 대비 은행권 총자산의 출처는 World Bank, 민간신용의 출처는 BIS이고, 은행별 총자산, BIS비율, 레버리지, ROA의 출처는 블룸버그임.

제2절 국가부도 위험이 은행부도 위험에 미치는 영향

국가부도 위험이 은행부도 위험에 미치는 영향을 실증적으로 분석하기 위해 아래와 같은 패널 회귀모형을 추정하기로 한다. 국가부도 위험을 측정하는 지표로 국가 CDS 프리미엄을 사용하고, 은행부도 위험을 측정하는 지표로 은행 CDS 프리미엄을 사용한다.

그런데 CDS 프리미엄은 대상 자산이 은행채이든 국채이든 상관없이 일반적으로 단위근(unit root)이 존재하는 등 비정형 변수(non-stationary variable)인 것으로 알려져 있다.[10] 따라서 CDS 프리미엄의 수준(level) 그 자체를 대상으로 회귀분석을 수행할 경우 오류를 초래할 수 있다.

이러한 기술적 문제에 대한 대응으로 본 연구에서는 CDS 프리미엄에 먼저 로그값을 취하고 다음으로 차분(first difference)을 취한 '차분 로그 CDS 프리미엄'을 분석대상으로 사용하기로 한다. 먼저 로그를 취하면 변수의 비정형성이 다소 완화되는 경우가 많다. 여기에 다시 로그 변수의 당해 분깃값과 전 분깃값 사이의 차이인 차분을 취하면 변수의 비정형성이 사라지는 경우가 많다.[11]

10) 단위근 검정 결과, 국가 CDS와 은행 CDS를 막론하고 단위근이 존재한다는 가설을 기각할 수 있는 CDS는 전체 CDS 중 소수에 불과한 것으로 나타났다.

차분 로그값을 사용하면 회귀분석 결과가 자연스럽게 해석된다는 이점도 있다. 아래의 회귀식 (1)에서 $\Delta \log$은행$CDS_{i,t}$는 차분 로그 은행 CDS 프리미엄이고 $\Delta \log$국가$CDS_{i,t}$는 차분 로그 국가 CDS 프리미엄이다. 이 식에서 β는 국가 CDS의 증가율이 1%p 상승할 때 은행 CDS의 증가율이 상승하는 정도(%p 단위)로 해석할 수 있다. 선행연구에서도 이러한 분석방법이 채택되었다 (Acharya *et al*., 2014).

(1) $\Delta \log$은행$CDS_{i,t} = \alpha + \beta \Delta \log$국가$CDS_{i,t} + x_{i,t} + \theta_i + \delta_t + \epsilon_{i,t}$

θ_i는 은행별 특성을 통제하기 위한 은행 고정효과 변수이고, δ_t는 시점별 차이를 통제하기 위한 분기 고정효과 변수이다.

$x_{i,t}$는 여러 통제변수의 집합이다. 본 연구에서는 북미 CDS 인덱스 및 유럽 CDS 인덱스를 주요 통제변수로 고려한다. 앞서 설명한 바와 같이 본 연구는 재정불안이 금융불안에 미치는 영향을 분석하는 것에 목적을 두고 있으며, 금융불안이 재정불안에 미치는 영향은 주안점이 아니다. 그런데 국가 CDS와 은행 CDS는 전체 경제 상황에 따라 동조성을 띄는 경우가 많다고 알려져 있다. 대내외 경기나 금융시장 여건이 좋으면 국가부도 위험이 낮아지고 은행의 여신건전성이 개선되면서 은행부도 위험도 낮아질 것이라고 예상할 수 있다. 반면, 대내외 경제, 금융 상황이 부정적인 경우 국가부도 위험과 은행부도 위험이 모두 올라갈 수도 있다.

그런데 북미 CDS 인덱스와 유럽 CDS 인덱스는 전 세계 CDS들의 동조적인 움직임을 상당 부분 포착하는 지표이다. 북미 CDS 인덱스는 미국을 비롯한 북미 지역에서 활발하게 거래되는 대표적인 CDS들을 모아 인덱스를 형성한 것인데, 여기에는 국가 CDS, 은행 CDS, 비은행 기업 CDS들이 포함된다. 유럽 CDS 인덱스는 유럽 지역에서 활발하게 거래되는 CDS들을 모아 인덱스를 구성한 것이다. 이와 같이 북미 CDS 인덱스와 유럽 CDS 인덱스는 전 세계에서 가장 활발하게 거래되는 대표적인 CDS들을 모은 것이므로, 전 세계 CDS의 동조성은 이러한 양대 인덱스를 통해 상당 부분 통제될 것으로 판단된다.

그 밖에 추가적으로 각 은행의 총자산, BIS 자본비율, 레버리지(=총부채/총자산) 비율, ROA(=순이익/총자산) 비율 등을 경우에 따라 통제변수로 고려했다. 다만, 이러한 은행별 통제변수는 관측치 수가 많지 않다. 이는 여러 데이터베이스를 연결하는 과정에서 관측치 수가 줄어들었고, 주로 상장은행에 대해서만 정보가 공개되는 편이기 때문이다.

<표 4-2>는 회귀식 (1)을 고정효과 패널 회귀분석을 통해 추정한 결과이다. 세부 모형은 모형 1부터 모형 4까지 네 개로 구성되어 있는데 통제변수를 얼마나 더 많이 통제하는지, 표준오차는 어떤 방식으로 산출하는지에 따라 달라진다.

분석 결과, 모든 세부 모형에서 국가 CDS가 증가할 때 은행 CDS가 증가하는 것으로 나타났다. 중요 통제변수인 북미 CDS 인덱스 및 유럽 CDS 인덱스를 통제하면서 관측치 수가 가장 많은 세부 모형인 모형 2에서는 국가 CDS의 증가율이 1%p 상승할 때, 은행 CDS의 증가율은 0.35%p 상승하는 것으로 나타났고 이러한 관계는 1% 수준에서 통계적으로 유의했다. 모형 2에서는 은행 고정효과가 통제되기 때문에 이미 은행별 특성이 반영되어 있다. 모형 3에서는 총자

11) 단위근 검정 결과, 거의 모든 CDS의 차분 로그값에 대하여 단위근이 존재한다는 가설을 기각할 수 있었다.

산, 레버리지 비율, BIS 비율, 수익성 지표 등 은행별 특성을 반영하는 변수들이 추가적으로 통제되지만 그 대신 관측치 수가 크게 줄어들었다. 이러한 모형 3에서도 국가 CDS의 증가율이 1%p 상승할 때 은행 CDS의 증가율은 0.44%p 수준만큼 상승하는 것으로 나타났고 이는 통계적으로 매우 유의했다. 모형 4는 강건한 표준오차가 아니라 은행 단위로 집계한 표준오차를 사용했는데 역시 결과는 동일했다.

<표 4-2> 고정효과 회귀분석 결과: 기본모형

종속변수: Δlog은행CDS				
설명변수	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
Δlog국가CDS	0.3527*** (0.0316)	0.3515*** (0.0319)	0.4392*** (0.0536)	0.4392*** (0.0705)
북미 CDS 인덱스	-	0.9039*** (0.2412)	-0.2367 (0.4751)	-0.2367 (0.3377)
유럽 CDS 인덱스		0.1696 (0.1737)	-0.4076 (0.3711)	-0.4076 (0.2720)
은행별 로그 총자산	-	-	0.0448 (0.1712)	0.0448 (0.1737)
은행별 레버리지 비율	-	-	0.0236 (0.0276)	0.0236 (0.0172)
은행별 BIS 자본비율	-	-	-0.2286 (0.2091)	-0.2286 (0.2029)
은행별 ROA	-	-	0.0076 (0.0175)	0.0076 (0.0164)
은행 고정효과	통제	통제	통제	통제
분기 고정효과	통제	통제	통제	통제
관측치 수	1,865	1,762	607	607
R-squared	0.5319	0.5160	0.5928	0.5928
표준오차	강건	강건	강건	은행 클러스터

주 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.
2) 괄호 안의 숫자는 표준오차이며, 표준오차는 강건(robust)한 표준오차 또는 은행단위로 집계(clustered)된 표준오차를 사용함.
3) 은행별 재무정보는 은행별 총자산, 레버리지 비율, BIS 자본비율, ROA임.
자료: EIKON, World Bank, BIS, 블룸버그의 기초자료를 토대로 저자가 분석한 결과임.

이러한 분석 결과는 통계적으로 유의할 뿐만 아니라 경제적으로도 유의한 것으로 나타났다. 국가의 부도위험 증가율이 1% 상승할 때 은행의 부도위험 증가율이 0.4% 내외로 상승한다면 재정건전성의 약화가 금융건전성에 상당히 유의한 수준의 경제적 부담을 초래함을 의미하기 때문이다.

다만, 이러한 분석 결과를 해석할 때 주의할 사항도 존재한다. 첫째, 재정불안이 금융불안을 초래한 것이 아니라 반대로 금융불안이 재정불안을 초래했다는 반론도 존재할 수 있다. 금융불안이 재정불안을 초래할 수 있는 주된 경로는 금융위기 이후 대규모 구제금융 과정에서 재정이 악화되는 경로이다. 본 연구에서는 이러한 경로를 최대한 배제시키기 위해 금융위기 기간은 분석대상에서 제외하였다. 다만, 이러한 조치에도 불구하고 금융불안이 재정불안에 미치는 영향을 완벽하게 통제할 수는 없으므로 결과를 주의해서 해석할 필요가 있다.

둘째, 재정불안이 금융불안을 초래한 것이 아니라 대내외 경기 불안이나 은행의 특성 또는 시간적인 차이 등 제3의 요인으로 인해 재정불안과 금융불안이 서로 특별한 관계없이 각각 발현되었다는 반론이다. 이러한 비판을 고려하여 본 연구에서는 국가 CDS와 은행 CDS 간 동조성을 통제하기 위해 전 세계적으로 가장 활발하게 거래되는 CDS들로 구성된 북미 CDS 인덱스와 유럽 CDS 인덱스를 통제변수로 사용하였다. 어떤 제3의 요인이 여러 CDS의 움직임에 공통적으로 영향을 준다면 이러한 보편적인 효과는 인덱스에 반영될 것이며 그 외 개별적인 효과가 회귀분석에서 포착될 것이라고 예상된다. 추가적으로 본 연구에서는 은행 고정효과와 분기 고정효과를 분석모형에 명시적으로 반영함으로써 은행의 특성과 시점적인 특성을 통제하고자 하였다. 다만, 이러한 조치에도 불구하고 CDS 간 동조성이 완전히 통제될 수는 없으므로 역시 결과를 해석할 때 주의할 필요가 있다.

금융불안이 역으로 재정불안을 초래할 가능성이나, 재정불안과 금융불안에 동시에 영향을 미치는 제3의 요인이 존재할 가능성은 모두 내생성 문제를 초래할 수도 있다. 내생성 문제를 완벽하게 해소하는 것은 매우 어려운 일이나, 본 연구에서는 강건성 점검의 차원에서 주요 변수의 과거 시차변수들을 도구변수(IV)로 활용하는 '시스템 GMM' 추정법을 사용하였다. 또한 도구변수를 사용하는 만큼, 분석기간의 제한을 두지 않고 금융위기 기간을 포함한 모든 기간을 분석대상에 포함시켰다.

<표 4-3>은 국가 CDS 등 독립변수들과 종속변수의 전깃값을 통제하고 이러한 변수들의 과거 시차값(2~4기 전)을 도구변수로 활용하여 분석한 결과이다. 모형 1~3은 모형 구성이 거의 동일하나 통제변수와 도구변수의 범위에 약간의 차이가 있다. 그러나 모든 모형에서 국가 CDS의 증가율이 1%p 상승하면 은행 CDS 증가율이 약 0.58%p 상승하는 것으로 나타났고, 이는 통계적으로 1% 수준에서 유의했다.

한편, 이러한 분석 결과가 일부 극단치에 의해 발생했다는 반론도 존재할 수 있다. 이탈리아, 포르투갈, 스페인, 그리스 등 자료기간 중 특정 시점에서 재정건전성이 매우 나빴던 일부 소수 국가에서 나타나는 현상이 전반적인 현상으로 오인되었을 수도 있다는 반론이다.

이와 관련하여 본 연구에서는 각국을 저위험 국가와 고위험 국가로 구분한 후 각각에 대하여 동일한 분석을 수행하였다(표 4-4 참조). 저위험 국가는 국가 CDS가 자료기간 중 국가별 평균인 59.4bp보다 낮은 국가이고, 고위험 국가는 국가 CDS가 59.4bp보다 높은 국가이다. 분석 결과, 국가부도 위험이 상승할 때 은행부도 위험이 따라서 상승하는 정도는 저위험 국가보다는 고위험 국가에서 더욱 크게 나타났다. 국가 CDS 증가율 이 1% 상승할 때 은행 CDS 증가율은 저위험 국가에서는 0.29% 상승하는 데 그쳤으나, 고위험 국가에서는 0.52% 상승했기 때문이다. 다만, 위험도와 상관없이 국가부도 위험의 증가가 은행부도 위험의 증가로 이어진다는 결론은 통계적으로도, 경제적으로도 유의했다.

<표 4-3> 시스템 GMM 분석 결과: 기본모형

종속변수: △log은행CDS			
설명변수	모형 1	모형 2	모형 3
△log국가CDS	0.5925*** (0.0170)	0.5891*** (0.0371)	0.5778*** (0.0358)
전기 종속변수	통제	통제	통제
북미 및 유럽 CDS 인덱스	통제	통제	통제
분기 고정효과	통제	통제	통제
IV 시차변수	2, 3기 전	2, 3기 전	2, 3, 4기 전
IV 북미, 유럽 인덱스	불포함	포함	포함
관측치 수	2,277	2,277	2,277
AR(1) 검정	통과	통과	통과
AR(2) 검정	통과	통과	통과
Hansen 검정	통과	통과	통과

주: 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미하며, 괄호 안의 숫자는 표준오차이고, 표준오차는 강건(robust)한 표준오차를 사용함.
2) 통제변수로는 전기 종속변수(lagged dependent variable)와 북미 및 유럽 CDS 인덱스 및 분기 고정효과가 사용되었음.
3) 모형 1에서는 국가CDS의 차분로그값과 전기 종속변수의 2기 전, 3기 전 변수가 도구변수(IV)로 사용됨.
4) 모형 2에서는 국가CDS의 차분로그값과 전기 종속변수 및 북미와 유럽 CDS 인덱스들의 2기 전, 3기 전 변수가 도구변수로 사용됨.
5) 모형 3에서는 국가CDS의 차분로그값과 전기 종속변수 및 북미와 유럽 CDS 인덱스들의 2기 전, 3기 전, 4기 전 변수가 도구변수로 사용됨.
6) AR(1) 검정은 차분오차항이 1차 시계열상관이 없다는 가설을 기각하는 경우 '통과'라고 표현했고, AR(2) 검정은 차분오차항이 2차 시계열상관이 없다는 가설을 기각하지 못하는 경우 '통과'라고 표현했으며, Hansen 검정은 과다식별 측면에서 도구변수가 타당하다는 가설을 기각하지 못하는 경우 '통과'라고 표현했음. 모형 1~3이 이러한 모든 검정을 통과했으므로 각 모형이 적절하게 구성된 것으로 보임.
7) 금융위기 기간을 포함한 전체 자료기간을 분석범위에 포함시켰음.

자료: EIKON, World Bank, BIS, 블룸버그의 기초자료를 토대로 저자가 분석한 결과임.

<표 4-4> 고정효과 회귀분석 결과: CDS 수준별 차이

종속변수: △log은행CDS				
설명변수	모형 1 (국가, 저위험)	모형 2 (국가, 고위험)	모형 3 (은행, 저위험)	모형 4 (은행, 고위험)
△log국가CDS	0.2894*** (0.0375)	0.5207*** (0.0610)	0.4117*** (0.0372)	0.3114*** (0.0594)
북미 및 유럽 CDS 인덱스	통제	통제	통제	통제
은행 고정효과	통제	통제	통제	통제
분기 고정효과	통제	통제	통제	통제
관측치 수	1,386	376	1,253	509
R-squared	0.4746	0.7222	0.5390	0.6034

주: 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미하며, 강건한 표준오차를 사용함.
2) 모형 1은 국가 CDS가 자료상의 각국 평균인 59.4bp보다 낮은 상대적 저위험 국가들을 대상으로 분석한 것이고, 모형 2는 국가 CDS가 59.4bp보다 높은 상대적 고위험 국가들을 대상으로 분석한 것임.
3) 모형 3은 은행 CDS가 자료상의 은행 평균인 91.0bp보다 낮은 상대적 저위험 은행들을 대상으로 분석한 것이고, 모형 4는 은행 CDS가 91.0bp보다 높은 상대적 고위험 은행들을 대상으로 분석한 것임.

자료: EIKON, World Bank, BIS, 블룸버그의 기초자료를 토대로 저자가 분석한 결과임.

흥미로운 점은 재정건전성이 약화될수록 금융건전성이 더욱 빠르게 약화된다는 점이다. 어떤 나라가 재정건전성 관리에 실패하여 저위험 국가 에서 고위험 국가로 변경될 경우 동일한 정도의

국가부도 위험 증가가 보다 큰 폭의 은행부도 위험 증가로 이어지기 때문이다. 우리나라는 국가 CDS가 2020년 1분기부터 2021년 1분기까지 평균 26.7bp의 낮은 수준을 기록했다. 따라서 최근 기준으로 우리나라는 저위험 국가에 속해 있는데, 향후 재정건전성이 악화되면 금융건전성이 하락할 뿐 아니라 하락 속도도 빨라질 것이므로 재정건전성 유지 노력을 강화할 필요가 있을 것이다.

또 다른 반론으로는, 국가 CDS가 상승하면 기업의 CDS가 상승하는 현상은 전 산업에서 일반적으로 예상되는 바이며, 은행산업의 특성은 아니라는 것이다. 이는 기업의 위험도를 평가할 때 벤치마크로 많이 사용되는 국가위험이 상승하면 기업의 위험도 상승하기 마련이라는 주장과 관련이 있다. 또한 비은행 산업이라고 하더라도 정부가 유사시 대마불사 논리에 따라 비금융기업을 구제할 수 있으므로 국가 CDS와 기업 CDS 간 양의 관계가 성립할 수 있다는 주장도 있다.

이러한 반론을 반영하여, 국가 CDS가 비금융기업의 CDS에 미치는 영향을 분석하였다(표 4-5 참조). 분석 결과, 국가 CDS 증가율이 1%p 상승할 때, 비금융기업 CDS의 증가율은 0.09%p 정도 상승하는 데 그치는 것으로 나타났다. 이는 동일한 조건하에서 은행 CDS 증가율이 약 0.40%p 정도 상승하는 것과 비교할 때 현저히 작다. 즉, 국가부도 위험이 상승하면 기업의 부도위험이 상승하는 것이 전 산업에서 일반적인 현상인 것은 맞으나, 정도의 차이가 현격하다는 것이다. 경제 시스템에서 은행이 차지하는 중요성을 고려할 때 정부의 지원가능성에 큰 차이가 있기 때문인 것으로 판단된다. 요컨대, 재정건전성 악화가 비금융기업의 건전성 악화를 초래하는 정도는 미미한 수준이나, 은행건전성 악화를 초래하는 정도는 상대적으로 매우 큰 것으로 보인다.

<표 4-5> 고정효과 회귀분석 결과: 기본모형, 은행과 비금융기업 비교

종속변수: Δlog기업CDS				
설명변수	모형 1 (은행)	모형 2 (비금융)	모형 3 (은행)	모형 4 (비금융)
Δlog국가CDS	0.3527*** (0.0316)	0.0793*** (0.0085)	0.3515*** (0.0319)	0.0972*** (0.0088)
북미 및 유럽 CDS 인덱스	-	-	통제	통제
기업 고정효과	통제	통제	통제	통제
분기 고정효과	통제	통제	통제	통제
관측치 수	1,865	31,623	1,762	26,476
R-squared	0.5319	0.2067	0.5160	0.2060
표준오차	강건	강건	강건	강건

주: 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미하며, 괄호 안의 숫자는 표준오차이고, 표준오차는 강건(robust)한 표준오차를 사용함.
2) 비금융기업은 금융기업(은행, 보험, 증권 등)과 공공기관(정부기관, 공기업, 교육기관, 비영리기관, 협회 등)을 제외한 일반기업임.

자료: EIKON, World Bank, BIS, 블룸버그의 기초자료를 토대로 저자가 분석한 결과임.

제3절 재정-금융 연계성의 강도에 영향을 주는 요소

앞서 국가부도 위험이 커지면 은행부도 위험도 커진다는 것을 실증적으로 확인하였다. 그렇다면 어떠한 기제를 통해 이와 같은 재정-금융 연계성이 발현되는 것일까? 본 연구의 제3장에서는

기축통화 여부, 재정수입 대비 은행권의 규모, 민간신용의 크기에 따라 국가부도 위험이 한 단위 상승할 때 은행부도 위험이 상승하는 폭이 달라진다는 가설을 제기한 바 있다. 아래의 내용에서는 이러한 세 개의 가설을 각각 실증적으로 검정하기로 한다.

1. 기축통화국 여부

제3장의 '가설 2'에 따르면 국가부도 위험이 한 단위 상승할 때 은행부도 위험이 상승하는 정도는 비기축통화국이 기축통화국보다 크다. 이러한 가설을 검정하기 위해 먼저 회귀식 (1)을 비기축통화국과 기축통화국에 대하여 각각 별도로 추정하였다(표 4-6 참조).

추정 결과, 국가부도 위험 증가율이 1%p 상승할 때 비기축통화국에서는 은행부도 위험 증가율이 0.72%p 상승하는 것으로 나타났고(모형 1) 이는 1% 수준에서 통계적으로 유의했다. 반면, 기축통화국에서는 국가부도 위험 증가율이 동일하게 1%p 상승할 때 은행부도 위험 증가율이 0.30% 상승하는 데 그치는 것으로 나타났다(모형 2). 국가재정의 불안이 금융시스템의 불안으로 이어질 가능성은 비기축통화국이 기축통화국에 비해 2배 정도 더 높게 나타난 것이다. 은행별 재무정보를 통제한 모형 3과 4에서도 정성적으로 동일한 결과가 도출되었다.

이러한 분석 결과는 '가설 2'와 부합하며, 다음과 같이 해석할 수 있을 것이다. 국채의 신용부도 위험이 상승하면 채권발행을 통한 자금조달이 어려워진다. 따라서 정부가 유사시 은행을 구제하기 위해서는 발권력 등 채권발행의 대체수단을 강구해야 한다. 그런데 비기축통화국은 기축통화국과는 달리 발권력을 동원하여 자금을 조달하는 것이 쉽지 않다. 결과적으로 유사시 은행에 대한 정부의 지원가능성은 비기축통화국에서 더욱 크게 감소하는 것이다.

<표 4-6> 고정효과 회귀분석 결과: 기축통화국 여부

종속변수: Δlog은행CDS				
설명변수	모형 1 (비기축통화국)	모형 2 (기축통화국)	모형 3 (비기축통화국)	모형 4 (기축통화국)
Δlog국가CDS	0.7233*** (0.0645)	0.3001*** (0.0417)	0.7645*** (0.1268)	0.3998*** (0.0669)
북미 및 유럽 CDS 인덱스	통제	통제	통제	통제
은행별 재무정보	-	-	통제	통제
은행 고정효과	통제	통제	통제	통제
분기 고정효과	통제	통제	통제	통제
관측치 수	480	1,282	175	432
R-squared	0.7383	0.4990	0.7158	0.6335

주: 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미하며, 강건한 표준오차를 사용함.
2) 모형 1과 3은 비기축통화국을 대상으로 분석한 것이고, 모형 2와 4는 기축통화국을 대상으로 분석한 것임.
3) 은행별 재무정보는 은행별 총자산, 레버리지 비율, BIS 자본비율, ROA임.
자료: EIKON, World Bank, BIS, 블룸버그의 기초자료를 토대로 저자가 분석한 결과임.

<표 4-7>은 기축통화 여부 더미변수와 국가 CDS 간 교호항을 도입하여 기축통화 여부가 재정-금융 연계성에 통계적으로 유의한 영향을 미치는지 검정하였다. 분석 결과, 세부 모형의 구성과

상관없이 모든 세부 모형에서 국가부도 위험 증가율이 1%p 상승할 때 은행부도 위험 증가율이 상승하는 정도는 비기축통화국이 기축통화국에 비해 0.24~0.39%p 정도 더 높은 것으로 나타났다. 이는 경제적·통계적으로 유의한 수치이다.

우리나라는 29개 선진국 중에서 기축통화를 사용하지 않는 8대 비기축통화국에 속한다. 상기의 실증분석 결과는 우리나라와 같은 비기축통화국이 기축통화국에 비해 재정불안에 따른 금융불안의 문제가 보다 심각할 수 있으므로 재정건전성을 제고하고 금융시스템의 재정의존도를 낮추기 위해 더 많이 노력해야 함을 시사한다.

<표 4-7> 고정효과 회귀분석 결과: 기축통화 교호항 분석

종속변수: △log은행CDS			
설명변수	모형 1	모형 2	모형 3
△log국가CDS	0.3020*** (0.0332)	0.2994*** (0.0334)	0.4151*** (0.0546)
△log국가CDS × 비기축통화 더미	0.3661*** (0.0450)	0.3938*** (0.0456)	0.2414** (0.1030)
비기축통화 더미	통제	통제	통제
북미 및 유럽 CDS 인덱스	-	통제	통제
은행별 재무정보	-	-	통제
은행 고정효과	통제	통제	통제
분기 고정효과	통제	통제	통제
관측치 수	1,865	1,762	607
R-squared	0.5476	0.5337	0.5978

주: 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미하며, 강건한 표준오차를 사용함.
2) 은행별 재무정보는 은행별 총자산, 레버리지 비율, BIS 자본비율, ROA임.
자료: EIKON, World Bank, BIS, 블룸버그의 기초자료를 토대로 저자가 분석한 결과임.

2. 정부와 은행권의 상대적 크기

제3장의 '가설 3'에 따르면, 재정에 비해 은행권의 크기가 큰 나라가 그렇지 않은 나라보다 국가부도 위험이 한 단위 상승할 때 은행부도 위험이 더 크게 상승한다. 이러한 가설을 검정하기 위해 전체 국가를 재정수입 대비 은행권 총자산의 비중이 각국 평균인 353%를 상회하는 그룹과 353%를 하회하는 그룹으로 나눈 후 각 그룹에 대해 실증분석을 수행했다(표 4-8 참조).

분석 결과, 국가부도 위험 증가율이 1%p 상승할 때, 재정수입이 적고 은행권의 규모가 큰 나라에서는 은행부도 위험 증가율이 0.33%p 상승하는 것으로 나타났으나(모형 1), 재정수입이 많고 은행권의 규모가 작은 나라에서는 은행부도 위험 증가율이 0.22%p 상승하는 데 그치는 것으로 나타났다(모형 2). 이러한 결과는 은행별 재무정보를 통제한 경우에도 동일하게 발견되었다. 즉, 실증분석 결과는 '가설 3'을 지지하는 것으로 나타났다.

<표 4-8> 고정효과 회귀분석 결과: 재정수입 대비 은행권 총자산 차이

종속변수: △log은행CDS				
설명변수	모형 1 (은행권 大, 재정 小)	모형 2 (은행권 小, 재정 大)	모형 3 (은행권 大, 재정 小)	모형 4 (은행권 小, 재정 大)
△log국가CDS	0.3327*** (0.0389)	0.2284*** (0.0716)	0.3966*** (0.0670)	0.3351*** (0.0652)
북미 및 유럽 CDS 인덱스	통제	통제	통제	통제
은행별 재무정보	-	-	통제	통제
은행 고정효과	통제	통제	통제	통제
분기 고정효과	통제	통제	통제	통제
관측치 수	1,324	438	424	183
R-squared	0.5272	0.5716	0.5838	0.7500

주: 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미하며, 강건한 표준오차를 사용함.
2) 모형 1과 3은 재정수입 대비 은행권 총자산이 자료상의 각국 평균인 353%를 초과하는 국가를 대상으로 분석한 것이고, 모형 2와 4는 재정수입 대비 은행권 총자산이 353%를 하회하는 국가를 대상으로 분석한 것임.
3) 은행별 재무정보는 은행별 총자산, 레버리지 비율, BIS 자본비율, ROA임.
자료: EIKON, World Bank, BIS, 블룸버그의 기초자료를 토대로 저자가 분석한 결과임.

재정수입 대비 은행권 총자산이 재정-금융 연계성에 미치는 영향을 보다 직접적으로 분석하기 위해 교호항 분석을 수행하였다(표 4-9 참조). 분석 결과, 국가 CDS 변수와 재정수입 대비 은행권 총자산 변수의 교호항의 계수는 0.0008로 추정되었고, 이는 통계적으로 유의한 것으로 나타났다(모형 3). 이러한 분석 결과는 재정수입 대비 은행권 총자산이 다른 나라에 비해 100%p 더 큰 나라에서는 국가부도 위험 증가율이 1%p 상승할 때 은행부도 위험 증가율의 상승폭이 0.08%p 더 크다는 의미이다.

이러한 분석 결과는 다음과 같이 해석할 수 있을 것이다. 국가부도 위험이 상승하면 국채발행을 통해 자금을 조달하는 것이 어려워진다. 따라서 정부가 은행을 구제하려면 재정수입 등 대체 수단을 동원해야 한다. 그런데 재정이 적고 은행권은 비대한 나라에서는 재정수입을 확대해도 은행권 전체를 구제하는 것이 어렵다. 따라서 은행에 대한 정부의 지원 가능성이 약화되어 은행부도 위험이 상승하는 것이다. 이러한 분석 결과는 우리나라에 시사하는 바가 크다. 우리나라는 재정수입 대비 은행권 총자산이 선진 29개국 중에서 가장 높기 때문이다.

<표 4-9> 고정효과 회귀분석 결과: 재정수입 대비 은행권 총자산 교호항 분석

종속변수: △log은행CDS			
설명변수	모형 1	모형 2	모형 3
△log국가CDS	-0.0080 (0.0975)	-0.0317 (0.1014)	0.2334* (0.1252)
△log국가CDS × 재정수입 대비 은행권 총자산	0.0013*** (0.0003)	0.0014*** (0.0003)	0.0008* (0.0004)
재정수입 대비 은행권 총자산	통제	통제	통제
북미 및 유럽 CDS 인덱스	-	통제	통제
은행별 재무정보	-	-	통제
은행 고정효과	통제	통제	통제
분기 고정효과	통제	통제	통제
관측치 수	966	918	279
R-squared	0.6237	0.5924	0.6959

주 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미하며, 강건한 표준오차를 사용함.
2) 은행별 재무정보는 은행별 총자산, 레버리지 비율, BIS 자본비율, ROA임.
자료: EIKON, World Bank, BIS, 블룸버그의 기초자료를 토대로 저자가 분석한 결과임.

3. 민간신용

제3장의 '가설 4'에 따르면, 은행이 가계와 기업에 제공하는 민간신용이 많을수록 국가부도 위험이 더 심각한 정도의 은행부도 위험으로 이어진다. 이러한 가설을 검정하기 위해 전체 국가를 민간신용이 평균 이상인 그룹과 평균 이하인 그룹으로 구분하고, 각 그룹에 대하여 회귀식 (1)을 추정하였다(표 4-10 참조). (민간신용의 자료상 평균은 177%이다.)

추정 결과, 민간신용이 평균을 상회하는 그룹에서는 국가부도 위험 증가 율이 1%p 상승할 때 은행부도 위험 증가율이 0.43%p 상승하는 것으로 나타났으나(모형 1), 민간신용이 평균을 하회하는 그룹에서는 동일한 조건하에서 은행부도 위험 증가율이 0.31%p 상승하는 데 그치는 것으로 나타났다(모형 2). 은행별 재무정보를 통제한 경우에는 그룹별 차이가 보다 컸다. 민간신용이 많이 풀린 나라에서는 은행부도 위험 증가율이 무려 0.63%p 상승했으나, 민간신용이 적은 나라에서는 은행부도 위험 증가율의 상승폭이 그 절반 수준인 0.33%p에 그쳤다. 따라서 '가설 4'는 실증적으로 지지되는 것으로 나타났다.

<표 4-10> 고정효과 회귀분석 결과: 민간신용

종속변수: Δlog은행CDS				
설명변수	모형 1 (민간신용, 多)	모형 2 (민간신용, 少)	모형 3 (민간신용, 多)	모형 4 (민간신용, 少)
Δlog국가CDS	0.4349*** (0.0482)	0.3171*** (0.0486)	0.6391*** (0.0662)	0.3296*** (0.1021)
북미 및 유럽 CDS 인덱스	통제	통제	통제	통제
은행별 재무정보	-	-	통제	통제
은행 고정효과	통제	통제	통제	통제
분기 고정효과	통제	통제	통제	통제
관측치 수	854	908	333	274
R-squared	0.5622	0.5286	0.6038	0.6881

주: 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미하며, 강건한 표준오차를 사용함.
2) 모형 1과 3은 GDP 대비 민간신용이 자료상의 각국 평균인 177%를 초과하는 국가를 대상으로 분석한 것이고, 모형 2와 4는 민간신용이 177%를 하회하는 국가를 대상으로 분석한 것임.
3) 은행별 재무정보는 은행별 총자산, 레버리지 비율, BIS 자본비율, ROA임.
자료: EIKON, World Bank, BIS, 블룸버그의 기초자료를 토대로 저자가 분석한 결과임.

민간신용과 국가 CDS 간 교호항을 이용하여 민간신용이 재정-금융 연계성에 미치는 효과를 보다 명시적으로 분석한 경우에도 정성적으로 동일한 결론이 도출되었다(표 4-11 참조). 여러 세부 모형에서 교호항의 계수는 양수로 추정되었고 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이러한 분석 결과는 재정불안이 금융불안을 초래하는 효과가 민간신용의 규모에 따라 증폭된다는 것을 시사한다.

<표 4-11> 고정효과 회귀분석 결과: 민간신용 교호항 분석

종속변수: Δlog은행CDS			
설명변수	모형 1	모형 2	모형 3
Δlog국가CDS	0.1775* (0.0994)	0.1764* (0.0995)	0.1016 (0.1770)
Δlog국가CDS × 민간신용	0.0011* (0.0006)	0.0011* (0.0006)	0.0020** (0.0009)
민간신용	통제	통제	통제
북미 및 유럽 CDS 인덱스	-	통제	통제
은행별 재무정보	-	-	통제
은행 고정효과	통제	통제	통제
분기 고정효과	통제	통제	통제
관측치 수	1,748	1,700	588
R-squared	0.5389	0.5223	0.6029

주: 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미하며, 강건한 표준오차를 사용함.
2) 은행별 재무정보는 은행별 총자산, 레버리지 비율, BIS 자본비율, ROA임.
자료: EIKON, World Bank, BIS, 블룸버그의 기초자료를 토대로 저자가 분석한 결과임.

이러한 분석 결과는 최근 우리나라와 같이 가계대출과 기업대출이 크게 늘어 민간신용이 많은 나라일수록 재정불안이 금융불안으로 전이되는 문제에 더 크게 노출되어 있음을 의미한다.

우리나라는 민간신용의 규모도 크지만 그 증가세가 주요국 중에서 가장 빠른 편이다. 장기추세값에 비해 민간신용이 증가한 크기를 나타내는 민간신용갭(credit gap)의 경우 2020년 3분기 기준 우리나라는 선진국 중에서 4위를 기록했고, 선진-비기축통화국 중에서는 1위를 기록했다. <표 4-12>는 이러한 민간신용갭이 재정-금융 연계성에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 민간신용갭이 각국 평균인 -8.9%p를 상회하는 나라들과 이를 하회하는 나라들로 두 개의 그룹을 형성한 후 각 그룹에 대해 분석을 수행하였다. 분석 결과, 민간신용 증가세가 평균보다 빠른 나라에서는 국가부도 위험 증가율이 1%p 상승할 때 은행부도 위험 증가율이 0.48%p 상승했으나, 민간신용 증가세가 평균보다 느린 나라에서는 은행부도 위험 증가율이 0.34%p 상승하는 데 그쳤다. 민간신용갭과 국가 CDS 간 교호항을 활용한 분석에서도 민간신용갭이 높은 나라일수록 국가부도 위험 증가율의 1%p 상승이 더 큰 폭의 은행부도 위험 증가율 상승으로 이어지는 것으로 나타났다.

<표 4-12> 고정효과 회귀분석 결과: 민간신용갭

종속변수: Δlog은행CDS			
설명변수	모형 1 (민간신용갭 高)	모형 2 (민간신용갭 低)	모형 3 (교호항 분석)
Δlog국가CDS	0.4817*** (0.0755)	0.3354*** (0.0983)	0.4735*** (0.0597)
Δlog국가CDS × 민간신용갭	-	-	0.0025* (0.0015)
민간신용갭	-	-	통제
북미 및 유럽 CDS 인덱스	-	통제	통제
은행별 재무정보	통제	통제	통제
은행 고정효과	통제	통제	통제
분기 고정효과	통제	통제	통제
관측치 수	368	237	588
R-squared	0.5476	0.7312	0.6025

주: 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미하며, 강건한 표준오차를 사용함.
2) 모형 1은 민간신용갭이 자료상의 각국 평균인 -8.9%p를 초과하는 국가를 대상으로 분석한 것이고, 모형 2는 -8.9%p를 하회하는 국가들 대상으로 분석한 것이며, 모형 3은 국가 CDS와 민간신용갭 간 교호항을 도입하여 분석한 것임.
3) 은행별 재무정보는 은행별 총자산, 레버리지 비율, BIS 자본비율, ROA임.
자료: EIKON, World Bank, BIS, 블룸버그의 기초자료를 토대로 저자가 분석한 결과임.

제4절 Acharya *et al.*(2014)과의 차이

본 연구와 가장 밀접한 관련이 있는 선행연구로는 Acharya *et al.*(2014)이 있다. 이들은 본 연구와 같이 국채 CDS와 은행채 CDS 간 관계를 실증적으로 분석하였다. 다만, 자료기간은 2003년부터 2021년까지를 포괄하는 본 연구와는 달리 글로벌 금융위기 전후인 2007~11년에 국한한다. 또한 대상 국가도 29개 전체 선진국을 고려하는 본 연구와는 달리 유럽 국가들에 국한한다.

추가적으로 본 연구는 분기 자료를 활용했으나 Acharya *et al.*(2014)은 일별 자료를 활용했다는 점도 다르다. 이러한 차이는 양대 연구의 주안점이 다른 것과도 관련이 있다. 본 연구는 재정건전성이 금융건전성에 미치는 영향을 분석하는 것이 목적이고, 반대로 금융건전성이 재정건전성

에 역으로 영향을 미치는 것은 주된 관심사가 아니다. 따라서 후자의 관계가 주로 발현되는 금융위기 기간은 분석대상에서 제외하였고, 전자의 관계가 주로 발현되는 평상시 기간 전체를 분석대상에 포함시켰다. 반면, Acharya *et al*.(2014)은 재정건전성이 금융건전성에 영향을 미치고 다시 금융건전성이 재정건전성에 영향을 미치는 순환효과에 분석의 초점을 두고 있는데, 이러한 순환효과를 분석하기 위해서는 재정건전성이 금융건전성에 영향을 미치는 날들과 금융건전성이 재정건전성에 영향을 미치는 날들을 구분한 후 각각 분석할 필요가 있어 일별 자료가 활용되었다.

분석 결과 측면에서도 유사한 점과 차이점이 있다. 국가부도 위험이 상승하면 은행부도 위험도 상승한다는 결과를 발견했다는 점에서 본 연구와 Acharya *et al*.(2014)은 유사하다. 그러나 본 연구는 금융위기 기간을 제외한 2003년부터 2021년까지 전체 기간에 대하여 이러한 관계를 발견했으나, Acharya *et al*.(2014)은 금융위기 직전이나 위기 기간 중에는 이러한 관계가 나타나지 않는다는 것을 발견하고 있어, 차이가 있다. 다음으로 기축통화국 여부, 재정수입 대비 은행권의 규모, 민간신용의 크기 및 증가 속도 등 우리나라의 재정·금융 환경과 관련된 변수들이 국채부도 위험과 은행부도 위험의 관계에 미치는 영향에 대해서는 본 연구에서만 분석이 이루어졌다.

제5장 결론 및 정책적 시사점

본 연구에서는 재정건전성이 금융건전성에 미치는 영향을 분석했다. IMF(2021a)의 장기재정전망에 따르면 우리나라의 재정건전성은 향후 중장기적으로 약화될 것으로 예상되는데, 재정건전성이 약화되면 보증 채널과 국채 채널 등을 통해 금융건전성을 약화시킬 수 있다. 본 연구에서는 실증분석을 통해 국채 CDS 프리미엄으로 측정한 국가부도 위험이 상승할수록 은행채 CDS 프리미엄으로 측정한 은행부도 위험이 상승한다는 것을 발견하였다.

본 연구는 또한 우리나라의 재정 및 금융 환경을 고려하여 기축통화 여부, 재정수입 대비 은행권의 상대적 규모, 민간신용의 크기와 확장세가 재정과 금융의 연계성에 미치는 영향도 분석하였다. 그 결과, 우리나라와 같이 기축통화를 보유하지 않은 나라일수록, 재정수입에 비해 은행권의 규모가 큰 나라일수록, 민간신용이 많고 빠르게 확대되는 나라일수록 국가부도 위험이 증가하면 은행부도 위험이 더 큰 폭으로 증가한다는 것을 발견하였다.

이러한 분석 결과는 정부에 대한 은행권의 의존도를 줄여야 한다는 시사점으로 연결될 수 있다. 재정불안이 금융불안을 초래할 수 있는 중요한 이유 중 하나는 유사시 정부가 은행을 구제할 것이라는 기대 때문이다. 은행권의 자생력을 제고하고 이러한 구제금융에 대한 기대를 줄이면 재정불안이 금융불안을 초래하는 연결고리를 약화시킬 수 있다. 물론 은행권이 자생력을 높이는 것은 그 자체만으로도 금융시스템에 순기능으로 작용할 것이다.

은행권의 자생력을 높이기 위해서는 크게 두 가지 방안을 고려할 수 있다. 첫째, 기존의 재정주도의 구제금융 체제(bail-out)를 채권자 손실분담형 구제금융 체제(bail-in)로 전환하는 것이다.

은행이 실패했을 때, 정부가 재정을 동원하여 구제금융을 하지 않고, (예금자 상당수를 제외한) 은행 채권자들의 채권원리금을 상각하거나 자본으로 전환함으로써 채권자가 손실을 분담하고, 그 결과 자본비율이 상승하는 방식의 구제금융이 이루어져야 할 것이다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 2010년 서울에서 열린 G20 정상회의에서 우리나라를 비롯한 G20국가들은 베일인 제도를 도입하기로 합의했다. 이후 미국, 유럽을 비롯한 주요 선진국은 이미 이러한 베일인 체제를 법제화했으나, 우리나라는 최근까지도 베일인 제도를 도입하지 않고 향후 과제로 검토만 하고 있는 실정이다.[12)]

둘째, 국책은행의 자생력을 강화해야 한다. 산업은행, 기업은행 등 국책은행은 유사시 정부가 지원할 확률이 극히 높다고 할 수 있다. 그만큼 재정건전성 약화가 국책은행의 건전성 약화로 이어질 가능성도 매우 높다. 실제로 산업은행은 무디스가 책정한 최종신용등급이 Aa2로 국채 신용등급과 동일하지만 자체신용등급은 Ba2로서 투기등급 수준에 불과하다. 정부의 지원가능성을 대표하는 지표인 업리프트(최종신용등급과 자체신용등급 간 차이)는 무려 9노치[13)]에 이른다. 기업은행도 업리프트가 무려 6노치에 이른다. 이와는 달리 대형 민간은행은 업리프트가 3노치로 낮고 지방은행은 1~2노치에 불과하다. 이와 같이 다른 어떤 은행보다도 정부에 크게 의존하고 있는 국책은행은 우리나라 전체 예금은행권을 대상으로 규모 면에서 21%의 큰 비중을 차지한다. 2020년 말 기준 인터넷전문은행을 제외한 16개 예금은행 총자산에서 산업은행과 기업은행의 총자산이 21%인 것이다.[14)]

그런데 국책은행은 여러 건전성 규제에서 민간은행에 비해 낮은 수준의 규제를 받고 있다. 예컨대, 대형 민간은행은 '시스템적 중요은행'으로 지정되어 추가자본적립 의무 등 보다 강화된 건전성 규제가 적용되는 반면, 국책은행은 경제적 실질의 측면에서 시스템적 중요성이 매우 높음에도 불구하고 시스템적 중요은행으로 지정되지 않는다. 또한 민간은행은 총예금 대비 총대출의 비중을 100%로 제한하는 예대율 규제를 적용받는데 국책은행은 이러한 규제가 적용되지 않는다. 예대율 규제가 적용되면 여타 수단에 비해 안정적인 자금조달 수단인 예금의 총액을 넘지 않는 만큼만 대출이 이루어지기 때문에 유동성 위기에 대응하기 쉽다. 그러나 국책은행은 예대율 규제가 적용되지 않기 때문에 예금보다 훨씬 많은 규모의 대출이 은행채 발행이라는 상대적으로 위험한 자금조달 방식을 통해 이루어지고 있다. 이에 따른 위험은 결국 정부 재정이 부담하기 때문에 국책은행에 대한 보다 강도 높은 건전성 규제가 요청된다.[15)]

---

12) 현행 정리제도의 큰 축인 예금보험제도하에서는 은행의 자생력을 강화하는 것이 어렵다. 정부가 아닌 은행의 이해관계자가 손실을 분담하기 위해서는 사전에 금산법, 예금자보호법, 파산법 등 관련 법규를 개정하여 유사시 정부가 은행의 주주와 채권자에게 손실을 부담시킬 수 있도록 해야 한다. 그러나 현행 예금보험제도에서는 정부가 채권자에게 손실을 분담시킬 권한이 없는 반면, 실패한 은행의 운명을 결정할 권한은 채권자에게 귀속되어 있으므로, 정부가 채권자에게 재정을 동원하여 구제금융을 제공하지 않는 이상 부실은행을 정부의 방침대로 정리하는 것이 불가능하다. 이러한 이유로 인해 우리나라를 비롯해 예금보험제도를 갖고 있던 세계 각국은 거의 예외없이 금융위기 상황에서 항상 재정 주도의 구제금융을 선택했다. 반면, 베일인 제도는 사전에 정부에게 은행 실패 시 채권자의 원리금을 상각하거나 채권을 실패은행의 자본으로 전환할 권한을 부여한다. 따라서 은행의 실패 시 정부는 재정을 동원하지 않고 채권자의 손실분담을 통해 은행을 정리할 수 있게 된다.

13) 1노치는 신용등급의 한 단위이다.

14) 수출입은행은 예금은행이 아니므로 집계에서 제외했다.

15) 국책은행은 공익적 목적을 고려할 때 금융규제를 유연하게 적용해야 한다는 의견도 제기될 수 있을 것이다. 양대 국책은행 중 기업은행은 주로 중소기업에, 산업은행은 주로 부실기업에 자금을 공급하는 역할을 한다. 그런데 중소기업과 부실기업에 민간은행보다 유리한 조건으로 자금을 공급하는 것이 공익적 목적에 부합하는지는 논의의 여지가 있

끝으로 본 연구의 결과를 해석할 때 한 가지 주의해야 할 사항을 밝히고자 한다. 본 연구는 가까운 미래에 우리나라에 재정, 금융위기가 발생할 것을 염두에 두고 수행된 것은 아니다. 최근 우리나라의 국채 CDS는 낮은 수준을 유지하고 있어 당장 국가부도 위험을 걱정하는 것은 무리가 있다. 다만, 중장기적인 관점에서 정부부채의 확산세와 인구구조 변화에 따른 대규모 지출 증가세를 고려할 때, 재정건전성이 약화될 가능성이 크고, 이에 따라 연쇄적으로 금융건전성도 약화될 수 있으므로 선제적으로 대비할 필요가 있다는 것이 본 연구의 주요 결론이다.

을 것이다. 중소기업의 경우 신용보증기금, 기술신용보증기금, 소상공인시장진흥공단, 중소벤처기업진흥공단 등을 통해 국가보증에 기반한 정책자금이 공급되고 있는 상황에서 정부 소유의 은행을 통해 민간은행과 다를 바 없는 중소기업 대출상품을 공급하는 것이 공익에 부합하는지는 향후 심도 있는 논의가 필요할 것이다. 또한 산업은행이 정책자금을 공급함으로써 유망하지만 유동성 문제 때문에 실패하는 기업을 구제하는 것은 일면 바람직해 보이지만, 민간은행이나 민간투자자들도 이러한 역할을 수행할 수 있기 때문에 산업은행을 민간이 대체 불가능한 공적 서비스 제공자로 볼 수 있는지도 추후 논의가 필요하다.

참고문헌

기획재정부,『국채 2020』, 2019, 2020, 2021, 각년도.

한국은행,「한국・스위스 양자 통화스왑 체결 관련 참고자료」, 보도참고자료, 2018. 2. 9.

황순주,「금융공기업 부채에 관한 기초연구」, KDI Working Paper, 2021.

Acharya, Viral, Itamar Drechsler, and Philipp Schnabl, “A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk,” Journal of Finance, 69(6), pp.2680~ 2739, 2014.

Adelino, Manuel and Miguel Ferreira, “Bank Ratings and Lending Supply: Evidence from Sovereign Downgrades,” Review of Financial Studies, 29(7), pp.1709~1746, 2016.

BCBS(Basel Committee on Banking Supervision), “Guidance for National Authorities Operating the Countercyclical Capital Buffer,” 2010.

BIS, “The Impact of Sovereign Credit Risk on Bank Funding Conditions,” Committee on the Global Financial System, 2011.

BIS, “Towards a Financial Stability-Oriented Fiscal Policy,” Annual Report, 2016.

Blanco, Robert, Simon Brennan, and Ian W. Marsh, “Am Empirical Analysis of the Dynamic Relation between Investment-grade Bonds and Credit Default Swaps,” Journal of Finance, 60, pp.2255~2281, 2005.

Bobetko, Alen, Mirna Dumičić, and Josip Funda, “Fiscal Determinants of Government Borrowing Costs – Do We Have Only Ourselves to Blame?” Financial Theory and Practice, 37(2), pp.135~159, 2013.

Borio, Claudio, Enisse Kharroubi, Christian Upper, and Fabrizio Zampolli, “Labour Reallocation and Productivity Dynamics: Financial Causes, Real Consequences,” BIS Working Papers, 2015.

Brezeanu, Petre and C. Vlad, “Macroprudential Tools and Their Interference with Fiscal Policy,” International Conference of the Institute for Business Administration in Bucharest, 2015.

Caruana, J. and Stefan Avdjiev, “Sovereign Creditworthiness and Financial Stability: and International Perspective,” Financial Stability Review, 16, pp.71~85, 2012.

Das, Udaibir S., Michael Papapioannou, Guilherme Pedras, Faisal Ahmed, and Jay Surti, “Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications,” IMF Working Paper, 2010.

De Bruyckere, Valerie, Maria Gerhardt, Glenn Schepens, and Rudi Vander Vennet, “Bank/Sovereign Risk Spillovers in the European Debt Crisis,” Journal of Banking and Finance, 37(12), pp.4793~4809, 2013.

Demirgüç-Kunt, Asli and Harry Huizinga, “Are Banks Too Big To Fail or Too Big To Save?: International Evidence from Equity Prices and CDS Spreads,” Journal of Banking & Finance, 37(3), pp.875~894. 2013.

Farhi, Emmanuel and Jean Tirole, “Deadly Embrace: Sovereign and Financial Balance Sheets Doom Loops,” The Review of Economic Studies, 85(3), pp.1781~1823, 2018.

Hahm, Joonho, Hyun Song Shin, and Kwanho Shin, “Noncore Bank Liabilities and Financial Vulnerability,” Journal of Money, Credit and Banking, 45(1), 2013, pp.3~36.

Hur, Joonyoung and Kang Koo Lee, “What are the Consequence of the New Fiscal Rule of Korea,” working paper, 2021.

Jesic, Milutin, “Implications of Fiscal Irresponsibility on Financial Stability,” Journal of Central Banking Theory and Practice, 3, pp.111~138, 2013.

Komárek, L. and Z. Komárková, “Financial Stability and the Sovereign Default Risk,” Proceedings of the International Conference on Global Business, Economics, Finance and Social Sciences, 2015.

Laeven, Luc and Fabian Valencia, “Systemic Banking Crises Database II,” IMF Economics Review, 68, pp.307~361, 2020.

Leonello, Agnese, “Government Guarantees and the Two-way Feedback between Banking and Sovereign Debt Crises,” Jounal of Financial Economics, 130, pp.592~619, 2018.

Morris, Stephen and Hyun Song Shin, “Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks,” American Economic Review, 88(3), pp.587~ 597, 1998.

Obstfeld, Maurice, “On Keeping Your Powder Dry: Fiscal Foundations of Financial and Price Stability,” Monetary and Economic Studies, Instiitute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 31, pp.25~38, 2013.

Schepens, Glenn, “Taxes and Bank Capital Structure,” Journal of Financial Economics, 120, pp.585~600, 2016.

Shirakawa, Masaaki, “Sustainability of Government Debt: Preconditions for Stability in the Financial System and Prices,” Financial Stability Review, 16, pp.169~181, 2012.

<통계 자료 및 웹사이트>

금융감독원, 금융통계정보시스템, 2016~2020, 각년도.

금융감독원, 은행경영통계, 2011~2020, 각년도.

한국예탁결제원, 채권통계, 2011~2020, 각년도.

한국은행, 국제투자대조표, 2020.

BIS, “Credit-to-GDP Gaps Database,” March 2021.

Bloomberg Terminal.

Eikon Terminal.

Federal Reserve Board(https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg 20200401a.htm, 최종 접속일: 2021. 6. 2).

IMF, “Fiscal Monitor Database,” April, 2021a.

IMF, “World Economic Outlook,” April, 2021b.

Moody’s Investors Service(www.moodys.com, 접속일: 2021. 1. 10).

OECD, “General Statistics,” 2021.

United Nations, Population Division Estimates, 2021(https://www.worldometers.info /world-population/population-by-country/, 최종 접속일: 2021. 6. 2).

World Bank, “Global Financial Development Indicator,” 2017.

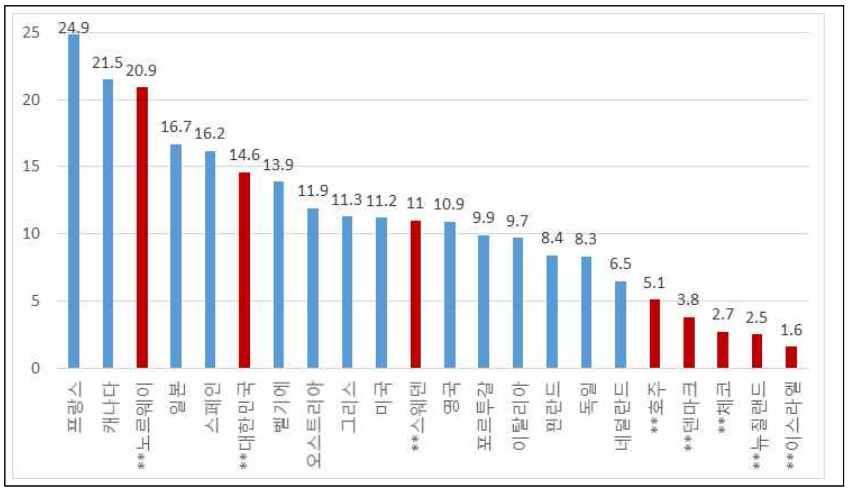
World Bank, “Quarterly Public Sector Database,” November 2020.

World Bank, “Quarterly External Debt Statistics,” 2020.

부 록

[부도 19] 코로나 전후 민간신용의 2019년 말 대비 증감(2020년 9월 기준)

(단위: GDP 대비 %p)



주: 1) 2020년 9월 말 기준이며 2019년 말 대비 증감임.
2) 국가명 앞에 **가 표시된 국가는 비기축통화국임.

자료: BIS(2021)의 원자료를 저자가 가공함.