

# 금융브리프

## Financial Research Brief

### ■ 논단

미국의 대중 통상정책 전망

### ■ 금융포커스

국가 탄소중립 목표 추진 가속화에 따른 은행권의 대응과제  
행동재무학의 관점에서 본 공매도  
사회적금융의 현황 및 시사점

### ■ 해외 경제 및 금융 이슈

미국의 3분기 경제 성장률 둔화 및 공급 활성화 정책 강화 필요성  
미국의 비트코인 ETF 상장 및 관련 과제  
일본의 과잉 정부부채 문제와 재정건전화 과제

### ■ 해외 금융회사 경영전략

미국의 ESG 401(k) 활성화 및 투자자문업 서비스 진출 확대

### ■ 주요 경제 · 금융 동향

국내 주요 정책 및 시장 동향  
해외 연구 동향

### ■ 주요 금융통계

국내금융  
국제금융

### ■ 취업자 증감 지표 및 연령 프레임 효과

2021년 10월 취업자 증감 지표 및 연령 프레임 효과

### ■ 신간안내

기업의 법적 형태가 부도위험과 기업형성에 미치는 영향



---

한국금융연구원은 국내외 금융·경제환경, 금융제도, 금융정책, 금융회사 경영 등 금융 전반에 대한 체계적 연구분석을 통해 금융산업 및 시장 발전과 금융정책 수립에 기여함을 목적으로 1991년 설립되었다.

---



# 금융브리프

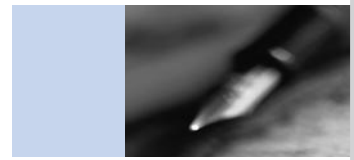
## Financial Research Brief

30권 22호 | 2021.10.30. ~ 11.12.

논단	- 미국의 대중 통상정책 전망	3
금융 포커스	- 국가 탄소중립 목표 추진 가속화에 따른 은행권의 대응과제	12
	- 행동재무학의 관점에서 본 공모도	15
	- 사회적금융의 현황 및 시사점	19
해외 경제 및 금융 이슈	- 미국의 3분기 경제 성장률 둔화 및 공급 활성화 정책 강화 필요성	22
	- 미국의 비트코인 ETF 상장 및 관련 과제	25
	- 일본의 과잉 정부부채 문제와 재정건전화 과제	28
해외 금융회사 경영전략	- 미국의 ESG 401(k) 활성화 및 투자자문업 서비스 진출 확대	32
주요 경제 · 금융 동향	- 국내 주요 정책 및 시장 동향	35
	- 해외 연구 동향	38
주요 금융통계	- 국내금융	40
	- 국제금융	41
취업자 증감 지표 및 연령 프레임 효과	- 2021년 10월 취업자 증감 지표 및 연령 프레임 효과	42
신간안내	- 기업의 법적 형태가 부도위험과 기업형성에 미치는 영향	44

<http://www.kif.re.kr>

\* 해외 경제 및 금융 이슈, 해외 금융회사 경영전략은 해외자료를 요약·정리한 것임을 알려드립니다.  
\* 이 책자에 게재된 원고의 내용은 집필자의 개인의견으로서 한국금융연구원의 공식견해와는 무관함을 밝혀둡니다.



# 미국의 대중 통상정책 전망

김 정 한 (선임연구위원, 3705-6249)

## 〈요 약〉

- 미국은 중국이 WTO 가입으로 자유무역 체제로부터 혜택을 누려온 반면 약속한 시장경제로의 전환이 미흡하다는 인식을 가지고 있으며, 1단계 무역합의 체결을 통해 이에 대한 일부 해결방안을 요구하였지만 2년 가까이 지난 현시점에서 미국은 동 진행 상황에 대해 긍정적으로 평가하지 않음.
- 바이든 행정부는 통상정책으로 중국의 불공정 무역관행의 개선과 함께 인권 등 보편적 가치를 추구하고 동맹국과의 협력을 강조하고 있으며, G7 및 EU 정상회의에서도 중국의 불공정 무역관행에 대한 개선에 대해 주요국과 함께 하려는 정책 방향을 밝히고 있음.
- 이러한 주요국의 움직임에 대해 중국은 국가주도 경제체제의 변화를 요구하는 것이라 수용하기 어렵다는 입장이며 14차 5개년 계획을 통해 대외의존도를 낮추고 국내부문의 성장동력을 강화하려는 정책을 펼치고 있어서 미중 간에 인식의 차이를 좁히고 해결방안을 찾는 것은 쉽지 않아 보임.
- 미 무역대표부 대표는 10월초 연설에서 중국의 국가주도 경제체제 및 불공정 무역관행에 대한 우려, 1단계 무역합의 준수, 미국내 경쟁력 강화 등을 언급하였고 이어서 동맹국과의 협력을 통한 중국의 불공정 무역관행 개선 의지를 보였는데, 이와 관련하여 우리나라는 자유무역의 기본 원칙에 기초한 글로벌 무역환경 개선의 입장에서 접근할 필요가 있음.

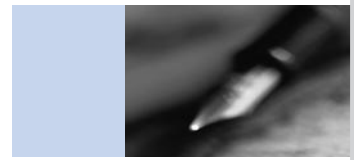


2020년 1월 미국과 중국은 수년간 끌어온 무역 갈등을 1단계 무역합의로 일단락 지었다. 코로나 19 사태로 양국 간에 추가적인 무역 갈등이 나타나지 않은 가운데 미국에서는 바이든 행정부가 정권을 이어받았다. 이후 미국은 통상 분야는 물론 산업, 외교, 안보 등 다양한 분야에서 변화된 대중국 정책을 선보였다. 트럼프 행정부가 아메리카 퍼스트를 내걸고 국제무대에서 물러서는 듯한 모습을 보인 것과는 다르게 바이든 행정부는 대외적인 접근을 중시하면서 국제무대로 복귀하는 모습을 보이고 있다. 바이든 행정부가 취하는 대중 통상정책도 트럼프 행정부의 일대일 통상정책과는 다른 모습으로 다가오고 있다. 본고에서는 바이든 행정부의 대중 통상정책의 주요 내용을 알아보고 이에 대한 중국의 대응 자세를 살펴본 후 향후 미국의 대중 통상정책의 방향에 대해 전망해본다.

## 미중 1단계 무역합의

2017년 미국의 무역대표부는 중국의 불공정 무역관행을 조사하였고 이어서 중국 제품에 대한 관세인상 조치를 취하는 등 중국에 대해 공격적인 자세를 취하기 시작하였다. 미국의 이런 자세는 중국이 2001년 WTO 가입 후 15년 이상 시장경제 기반의 자유무역 체제로부터 성장의 혜택을 누려왔음에도 불구하고 WTO 가입 이후 예상된 시장경제로의 전환이 미흡하다는 인식에 기반한다. 중국에서는 국가가 주도하는 사회주의 시장경제 추구 과정에서 중국 정부의 산업 및 시장에 대한 깊은 개입이 이어졌고 이를 통해 중국 국유기업 및 연관 기업들이 규제, 금융지원 차원에서 비시장경제적 혜택을 누리고 있다는 것이다. 반면에 미국은 이러한 기울어진 운동장에서 중국 기업들과 경쟁하면서 불이익을 보았다는 것이다.

미중 1단계 무역합의는 중국의 경제 및 무역 구조에 대해 부분적으로 구조 변화를 요구한다. 중국은 1단계 무역합의를 통해 미국의 지식재산권 보호 강화, 기술이전 강요 금지, 농산품에 대한 비관세 장벽 제거, 금융서비스 부문의 추가 개방, 위안화 환율에 대한 경쟁적 절하 금지 등을 약속하였다. 또한 향후 2년 동안 미국 제품 및 서비스를 2017년 수입 규모 대비 2천억 달러 이상으로 추가 수입하기로 약속하였다.



미국은 2020년말까지의 평가<sup>1)</sup>에서 중국이 지식재산권과 관련된 행정 및 규제 변화 조치를 취하거나 예고하는 등의 일부 변화된 모습을 보였다고 판단한다. 금융서비스 분야에서도 해외투자자 지분상한 규제를 완화하면서 증권, 펀드운용, 선물, 보험 등의 분야에서 완전한 미국 소유의 회사 운영이 허용되었다. 하지만 중국 기업으로의 기술이전 강요와 관련해서는, 기술이전 강요가 비문서화되고 비공식적인 방법으로 이루어지는 경우가 많아서 중국의 약속이행에 대한 평가가 쉽지 않은 것으로 보고 있다. 다만 중국의 법규, 규제 등의 변화와 중국내에서 활동 중인 미국 기업과의 논의를 통해 기술이전 관련 동향을 파악하고 있다. 또한 2021년까지의 미국산 제품 수입 확대에 대한 평가는 부정적인데, 코로나19 사태가 영향을 미쳤겠지만, 2020년 전체수입 목표치의 60%, 2021년 1~8월 목표치의 70%도 달성하지 못하였다는 평가도 있다.<sup>2)</sup>

## 바이든 행정부의 대중 통상정책

코로나19 사태 속에서 출범한 바이든 행정부는 2021 통상정책 보고서<sup>3)</sup>를 발표하며 미 행정부가 지향하는 통상정책 방향을 제시하였다. 무역대표부의 통상정책 보고서는 코로나19 대응을 통한 경제 재건과 함께 근로자 중심의 통상정책을 예고하고 있다. 바이든 행정부가 미국 경제의 재건을 추진하며 근로자 안위에 중점을 두고 있는 만큼, 통상정책에서도 근로자의 권익 보호를 목표로 한다. 중국의 불공정한 무역관행이 미국 근로자에게 해가 되며, 미국의 기술적 우위를 위협하고 미국 공급망의 복원력을 약화시킴으로써 국가 이익을 침해한다고 보고 있다.

중국의 불공정 무역관행은 보조금을 통한 산업정책, 여러 업종에서의 과잉생산, 강압적인 기술이전 요구, 관세·비관세 장벽을 통한 시장 접근 제한, 미국 지식재산권에 대한 침해, 인터넷 및 디지털 경제에 대한 검열 및 사용 제한, 중국내 미국 기업이 받는 불평등한 대우 등을 포괄한다.

1) USTR, "2020 Report to Congress on China's WTO Compliance", Jan 2021.

2) Peterson Institute for International Economics, "US-China Phase One Tracker: China's Purchases of US Goods", Sep 2021.

3) USTR, "2021 Trade Policy Agenda and 2020 Annual Report", Mar 2021.



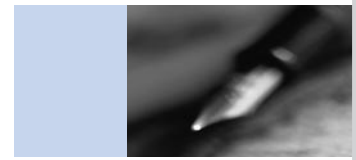
이외에도 미국은 인권, 인종, 환경 등의 보편적 가치를 통상정책의 주요 요소로 들고 있다. 특히 무역상대국이 근로기준 침해, 강제노동 등을 통해 경쟁우위를 갖는 것을 용인하지 않으려 한다. 중국 신장 위구르 지역의 강제노동과 관련하여, 인권 침해에 대한 우려뿐만 아니라 강제노동으로 만들어진 제품과의 경쟁 차원에서 미국 근로자가 받게 되는 불이익을 중요하게 보고 있다.

또한 통상정책의 일환으로 동맹국과의 협력을 강조한다. 이는 트럼프 행정부 시기와는 다르게 동맹국과의 관계 개선이 필요함을 인정하고, 이러한 동맹국과의 협력을 통해 미국이 직면하고 있는 중국의 불공정 무역관행, 글로벌 시장에서의 시장왜곡, 강제노동의 인권 침해 등을 함께 해결하고자 한다. 더 나아가 동맹국 또는 같은 생각을 가진(like-minded) 국가들과 함께 이러한 글로벌 무역 시스템이 직면하는 문제를 WTO의 규범 개혁을 통해 해결하고자 한다.

미국내 코로나바이러스 확산으로 자국내 보건산업 공급망이 붕괴되는 등 공급망 취약성이 노출된 이후, 바이든 행정부는 미국내 제조업 공급망에 대해 검토하고 핵심산업 중심으로 미국내 공급망의 복원력 제고 방안을 제시하였다. 그동안 효율성 위주의 경제운영 방식으로 미국내 제조업이 해외로 이전함에 따라 미국내 공급망의 안전성과 복원성이 저하되면서 미국 근로자의 안위에 손상을 가했다고 평가한다. 미국내 제조업 공급망의 재건을 위해서는 연방정부의 리더십과 지원이 중요하다고 본다. 미국내 제조업의 생산 및 혁신 역량을 재건하고 경쟁력을 확보하기 위해서는 다양한 제조업 생태계가 미국내에 확립되어야 한다고 보며, 이를 위해 연방정부의 역할을 강조한다. 물론 이를 통해 민간부문의 능력도 함께 확대되어야 한다고 본다.

눈에 띄는 것은 미국내 제조업 복원을 위한 산업정책임에도 불구하고 국제무역 기준의 강화를 해결방안으로 들고 있다는 것이다. 미국 제조업의 경쟁력이 저하된 데에 외국의 불공정한 무역관행이 작용한 것으로 본 것이다. 외국과의 경쟁을 환영하지만 불공정 경쟁으로 인한 미국 공급망 훼손에 대해서는 적극적으로 대응하겠다는 의지이다. 특히 무역대표부가 주도하는 대책반(trade strike force)을 신설하여 외국의 불공정 무역관행을 확인하고 대응함으로써 미국내 공급망 복원력 향상을 이끌어 내고자 한다.

또한 미국내 공급망 재건을 위해 동맹국과의 협력 강화를 강조하였다. 미국내에 공급망을 재건한



다고 하지만 미국에서 공급망 제품 모두를 생산할 수는 없는 만큼 동맹국의 협력이 미국에 대한 안정적인 제품 공급을 위해 필수적이라고 본 것이다. 상호 연결된 글로벌 경제에서 미국의 공급망 강화는 곧 동맹국의 공급망 강화와 연결되어 있다고 보았으며, 이를 위해서는 동맹국과의 다자적인 외교 노력이 필요하다고 본다.

미국의 통상정책과 관련된 외교적 접근은 G7 및 EU 정상회의에 잘 나타난다. 코로나19 사태로 작년 G7 정상회의가 취소되어 올해의 주제는 코로나19 종식과 이후의 경제 재건이었다.<sup>4)</sup> 자유롭고 열린 사회와 민주주의라는 이상 실현을 위해 6가지 어젠더를 공동성명으로 제시하였는데, 그중에는 개선된 무역시스템 하에서 자유롭고 공정한 무역을 통해 미래 번영을 확립하려는 의지가 담겨졌다. 글로벌 무역 규칙 개선을 통해 모든 국가에 번영을 가져오자는 의미이며, 불공정 무역관행을 타파할 수 있도록 글로벌 무역 규칙을 개선하자는 것이다. 또한 비시장경제적 무역관행에 대한 공동 대처 방식을 계속해서 논의하기로 하였다.

미국-EU 정상회의의 주제는 코로나19의 종식과 이후의 새로운 대서양 협력관계의 구축이었다. 이와 관련된 4개 어젠더가 공동성명<sup>5)</sup>으로 발표되었다. 특히 무역·투자·기술협력의 강화를 위한 어젠더에는 미국과 EU 간 무역·투자의 확대와 규칙 기반의 다자 무역시스템의 개혁을 명시하였다. 양자 간의 무역·투자 확대를 위해 고위급 무역기술위원회(Trade and Technology Council)를 설치하여 인공지능(AI) 등 신기술에 대한 협력을 강화하고 불공정 무역관행에 공동 대처하며 WTO의 개혁을 위해 협력하기로 하였다. 한편 민주적·평화적이며 안전한 세계 건립을 위한 어젠더에서는 중국 신장 등에서의 인권 유린, 홍콩의 자치권 및 민주적 절차 훼손, 동·남중국해에서의 긴장 고조, 대만해협에서의 안정 등에 대해 긴밀히 협력한다고 하면서 중국을 압박하였다.

미국은 통상정책 차원에서 뿐만 아니라 산업정책, 외교정책 차원에서 중국의 불공정 무역관행을 제기한다. 이를 자국내 정책으로 국한하지 않고 국제적으로 중국 견제를 위한 연대를 규합하고자 열린 사회, 민주주의, 인권 등 서구사회의 전통적인 가치를 활용한다. 그 결과 중국의 불공정 무역관

4) Carbis Bay G7 Summit Communique: Our Shared Agenda for Global Action to Build Back Better, Jun 2021.

5) US-EU Summit statement: Towards a Renewed Transatlantic Partnership, June 2021.





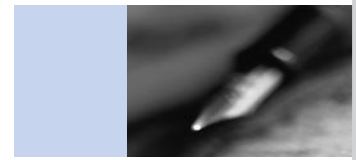
행에 대해 국제사회가 관심을 갖도록 하였고 동맹국의 동참을 이끌어 내었다. 동맹국과의 협력을 통한 해결은 트럼프 행정부 시기의 일대일 대응과 차별되는 부분이다.

## 중국의 대응 자세

이와 같이 주요국을 중심으로 중국의 국가주도 경제체제가 야기하는 불공정 무역관행에 대해 인식하고 대응하려는 움직임이 확산되고 있다. 하지만 불공정 무역관행에 대한 개선 요구에 대해 중국의 입장에서는 국가주도 경제체제의 변화를 요구하는 것이라 이를 수용하기 어려울 것으로 판단된다.<sup>6)</sup> 중국은 글로벌 금융위기 직후 국가주도 경제체제가 거시경제적 리스크를 관리하는 데 효과적이라고 인식하기 시작하였고, 장기적으로 자국내 산업을 고도화시키는 데에도 국가의 역할이 중요하다고 판단하고 있다. 이에 미중 무역갈등 과정에서 미국이 요구하였던 체제 변화에 대해 내정간섭이라고 반발한 바 있다. 중국은 자국의 국가주도 경제체제가 시장경제의 다양한 형태 중 하나라는 입장이며 모든 국가는 자국의 상황에 맞는 경제체제를 추구할 권리가 있다고 주장하고 있다. 이는 주요국의 불공정 무역관행 개선 요구가 중국의 입장과 얼마나 다른지를 말해주는 것이다.

중국은 14차 5개년 계획(2021~2025년)에서 쌍순환 전략을 국가 발전전략으로 제시하였다. 이는 대외적으로는 수출과 개혁개방을 이어가고 대내적으로는 내수를 활성화하여 국제 및 국내 부문을 상호 연계하여 발전시킨다는 전략이다. 국제부문과 국내부문의 상호 연계가 강조되지만, 그동안 주효했던 국제부문의 성장을 국내부문의 성장전략으로 전환시키려는 의미를 담고 있다. 이를 위해 중국 내부의 기술자립을 바탕으로 한 산업구조의 고도화를 표방하면서 대외의존도를 낮추려 하고 있다. 이러한 변화는 기본적으로 중국이 국내부문에서 새로운 성장 동력을 찾는 것이지만, 다른 각도에서 보면 미국의 국가주도 경제체제의 변화 요구가 주요국으로 확산되어 중국에게 어려워진 대외 무역환경이 조성될 가능성에 대비하려는 의미로 해석할 수도 있다.

6) 지만수, “선진국의 견제에 대응하는 중국의 경제정책 방향과 시사점”, 금융브리프 30-19, 한국금융연구원, 2021년 10월.



## 향후 미국의 대중 통상정책 전망

10월 초 타이(Tai) 미국 무역대표부 대표가 취임 후 처음으로 대중 통상정책 방향에 대해 연설하였다. 중국이 오랜 기간 세계 무역 규범을 준수하지 않아 미국과 세계의 번영이 악화되었고, 최근 수년 동안 중국은 국가주도 경제체제를 강화시켰다고 지적하였다. 미국과 다른 국가들이 공통으로 우려해 온 문제에 대해 중국이 의미 있는 개혁을 할 계획이 없는 것으로 보인다고 평가하였다.

이러한 발언은 트럼프 행정부 시기부터 미국이 제기하여온 중국의 불공정 무역관행에 대한 미국의 대중 인식을 한 번 더 확인한 것이다. 미국의 중국 불공정 무역관행에 대한 인식은 바이든 행정부에 들어서 통상 분야뿐만 아니라 산업, 외교 분야 등 곳곳에 지속적으로 등장한다. 그래서 많은 사람들은 이번 타이 대표의 연설에서 중국의 불공정 무역관행에 대한 추가적인 강한 대응이 나올 것으로 기대하였다.

기대와는 다르게 타이 대표는 중국이 1단계 무역합의를 제대로 이행하지 않는다고 지적하였고 합의에 대한 준수를 촉구하는 데 그쳤다. 중국의 1단계 무역합의 성과뿐만 아니라 중국의 무역관행에 대해 솔직한 대화를 하겠다고 하였지만 무역 긴장을 고조시키려는 의도는 아니라고 하였다.

타이 대표의 발언이 1단계 무역합의에 대한 평가와 준수 촉구에 머물렀다는 것은 미중 간의 무역 관계가 향후 1단계 무역합의의 연장선 상에서 진행될 것이라는 것을 의미한다. 특히 작년말로 시효가 만료된 표적관세 배제절차(targeted tariff exclusion process)<sup>7)</sup>의 재개 계획을 밝힘으로써 1단계 무역합의 상태의 유지 가능성은 더 높아졌다. 표적관세 배제절차의 재개는 고율 관세로부터 미국 내 기업들이 입는 피해를 해소시키고자 한 것인데, 이는 1단계 무역합의 당시 적용되었던 특정 중국산 수입제품에 대한 25% 고율 관세가 그대로 유지되는 상태에서만 유효한 것이기 때문이다.

타이 대표는 산업보조금 지급, 특정 분야에서의 과잉생산, 강제노동 등 1단계 무역합의에서는 다

7) 트럼프 행정부 시기부터 실시되었던 관세 적용 배제 절차로서 중국 수입품 외에 대안이 없는 경우 관세 적용을 배제해 주는 제도이다.



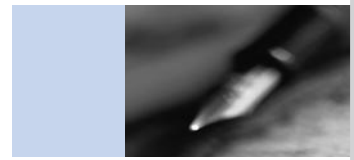
루지 않은 불공정 무역관행과 관련하여 2단계 무역합의를 준비하지 않고 있다고 하였다. 하지만 국가주도 경제체제 전반에 대해서 우려를 표명하면서 새로운 길로 가기를 희망하였다. 그렇지만 이를 위한 구체적인 방법에 대해서는 언급하지 않았다. 단지 이러한 관행으로부터 미국 경제의 이익을 보호하기 위해서 가능한 모든 수단을 동원할 것이라 하였다.

가능한 모든 수단이 무엇인지는 불명확하다. 무역법 301조를 통한 새로운 보복관세의 발동도 가능한 수단에 해당하지만, 이는 1단계 무역합의 이전과 같은 참여한 무역갈등을 의미하므로 그 가능성은 높지 않아 보인다. 당시 미중 무역갈등은 양국 경제뿐만 아니라 세계 경제 전반에도 부정적인 영향을 끼친 바 있다. 게다가 미국은 내년 11월 의회 및 주지사 중간선거까지 앞두고 있어서 이러한 모험은 쉽지 않아 보인다.

오히려 타이 대표는 미국의 내부 경쟁력을 강화하면서 중국에 대응하는 방법을 언급하였다. 국내 인프라 투자, 교육 투자, 근로자 훈련 등을 확대하여 국내 경쟁력을 강화하고, 신기술에 대한 연구·개발을 통해 혁신국가 건설에 노력할 것이라 강조하였다. 중국의 불공정 무역관행에 대해 단기적이며 직접적인 조치가 아니라 내부 경쟁력 강화를 통한 장기적이며 근본적인 대중 대응 전략을 취하겠다고 한 것이다.

바이든 행정부의 대중 통상정책에서 눈에 띄는 것은 동맹국 또는 같은 생각을 가진 파트너를 강조한다는 점이다. 이는 타이 대표가 언급한 가능한 모든 수단 중 하나일 수 있다. 미국은 이들과 협력하여 건강한 경쟁이 가능한 공정한 국제무역 기반을 만들겠다고 하였으며, 지난 9월 EU와 무역기술위원회를 출범시키면서 양자 간의 경제·무역 관계를 회복시키고 기술분야까지 동맹관계를 확대하기로 하였다. 또한 세계 무역체제가 직면한 불공정 무역관행을 제거하는 데 협력하기로 하였다.

미국은 중국의 불공정 무역관행에 대해 일대일 무역협상에 이어 추가적으로 외교적인 접근을 꺼내 들었다. EU와의 협력은 그 첫 걸음이다. 미국과 중국의 불공정 무역관행에 대한 인식 차이가 큰 상황이라 접점을 찾기가 쉽지 않아 보인다. 하지만 중국이 세계의 공장이 된 만큼 중국의 비시장경제적 문제는 글로벌한 문제가 되었고, 미국은 이 문제에 대해 글로벌 차원의 인식 전환을 위해 장기전에 돌입한 모습이다.



미국이 제기한 중국의 불공정 무역관행에 대한 글로벌한 평가는 세계 각국이 체험한 중국과의 무역 경험에 따라 다르게 나타날 것이다. 우리나라는 오랜 기간 중국과의 무역에 집중해 왔고 다양한 분야에서 중국의 무역관행을 경험하였다. 중국의 무역장벽에 대해서 해마다 체계적인 조사가 이루어지므로 우리의 입장에서라도 체계적인 평가가 가능할 것이다. 글로벌 무역이 비차별성, 개방성, 투명성, 공정 경쟁 등의 원칙 하에 발전하였고 우리나라는 이러한 자유무역 환경 속에서 세계 8위의 무역대국으로 자리잡았다. 그만큼 글로벌 무역에 있어서 우리의 역할이 중요해졌다고 할 수 있다. 최근 미국과 중국의 관계가 패권경쟁으로 치닫는 분위기이지만, 우리는 미국이냐 중국이냐의 선택적 관점이 아니라 자유무역의 원칙에 입각한 글로벌 무역환경의 개선이라는 입장에서 접근해야 한다. 어느 한쪽에 대한 의도적인 지지나 반대가 아니라 자유무역의 기본 원칙을 지키는 자세로 글로벌 무역 환경의 개선을 주도하고 자유무역을 확대해 나가야 한다. **KIF**



# 국가 탄소중립 목표 추진 가속화에 따른 은행권의 대응과제

이 시 연 (연구위원, 3705-6264)

최근 탄소중립기본법 제정, 국가 온실가스감축목표 (NDC) 상향 조정 등 국내 탄소중립 전략 추진이 가속화되고 있음. 이에 대응하여 국내 은행들은 이행리스크의 평가와 통제 체계, 탄소중립 목표와 이행 계획의 구체적 설정, 전략 실행에 적합한 지배구조 확립, 정보공개 체계 확립을 추진할 필요가 있음.

- 탄소중립기본법 제정 및 국가 온실가스감축목표 (NDC; Nationally Determined Contributions) 상향 조정 발표 등 정부 차원의 국내 탄소중립 전략 추진이 이전보다 가속화되고 있음.
  - 국내에서는 금년 9월 '기후위기 대응을 위한 탄소중립·녹색성장 기본법'(약칭 '탄소중립기본법')이 제정되었는데, 동 법은 정부가 2050년까지 탄소중립을 목표로 하고, 2030년까지 2018년 국가 온실가스 배출량 대비 35% 이상을 감축하는 중장기 목표\*를 달성하도록 정하고 있음.
    - \* 최근 정부는 이를 40%로 상향 설정하는 방안을 발표함.
  - 또한 탄소중립기본법은 기후위기 대응을 위한 금융의 지원 및 활성화를 명시하는 조항(제58조)을 포함하고 있으며 기후위기 대응을 위한 금융의 촉진에 관한 사항을 따로 법률로 정하도록 하고 있어 녹색금융 촉진을 위한 특별법 또한 조만간 제정될 것으로 예상됨.
- 국가 탄소중립 추진 가속화에 따라 국내 은행들은 다음의 영역들에 대한 현황을 점검하고 구체적인 대응 방안을 마련해야 될 것으로 예상됨.
- 첫째, 국가 탄소중립 추진에 따른 기후 관련 이행리스크가 특히 높아질 것으로 예상됨에 따라 이를 지속적으로 측정하고 통제할 수 있는 내부 리스크관리 체계를 우선적으로 갖출 필요가 있음.
  - 이행리스크는 저탄소·순환 경제로의 이행 과정에서 발생 가능한 금융리스크로, ① 탄소중립·감축과 같은 기후변화 완화정책, ② 기술발전, ③ 투자자나 소비자의 선호·기대 등의 변화의 세 가지 측면에서 발생할 수 있으며, 저탄소 경제로의 이행 과정은 은행의 고탄소 배출 부문에 대한 대출자산 가치에 영향을 미침.
  - 현재 국내 은행들의 기업대출 포트폴리오는 고탄소 제조업 분야에 대한 비중이 높으며,\* 국가 차원의 저탄소 경제로의 이행이 급속히 진행될 경우 은행 대출자산의 가치도 빠르게 하락할 수 있음.

\* 2019년말 기준 국내 은행 기업대출의 35% 정도를 차지한 제조업 대출의 경우, 대출액 상위 10개 업종이 제조업 탄소배출량 상위 10개 업종과 대부분 일치하는 것으로 나타남.

- 따라서 국내 은행들은 주기적인 시나리오 분석, 스트레스 테스트를 이행리스크 관리 절차에 포함시키고 이행리스크 관리 체계와 통제가 실효성있게 작동하게 할 수 있는 리스크 지배구조도 마련해야 함.

■ 둘째, 국내 은행들은 탄소중립 목표와 이행 전략을 현재보다 더 구체적으로 설정해야 함.

- 국가 차원의 탄소중립 추진 가속화 및 자체적인 글로벌 탄소중립 이니셔티브\* 가입 등으로 인해 국내 은행들은 탄소중립 달성 또는 녹색금융 촉진을 위한 자체적인 목표 설정, 전략과 이행계획 수립을 현재보다 더 빠르고 구체적으로 실행해야 할 가능성이 높음.

\* 예: 유엔 Net-Zero Banking Alliance

- 이를 위해서는 금융기관이 자금을 공급한 기업에서 배출되는 간접적인 탄소량인 Scope 3, Category 15 배출량\*을 포함하는, 금융기관을 통한 직·간접 탄소배출량을 포괄적으로 측정하고 기간별 감축 목표, 이행계획을 정량적으로 명확하게 제시할 필요가 있음\*\*.

\* 국제적 온실가스 회계처리 및 보고기준을 정하는 GHG Protocol의 기준에 따른 분류로, Scope 3 배출량은 기업의 가치사슬에서 발생하는 간접적인 온실가스 배출량이며, 금융기관의 투자 행위로 인한 간접적 배출은 이 중 Category 15에 해당됨.

\*\* 이는 궁극적으로 금융기관의 고탄소 분야 관련 자산 포트폴리오 익스포저를 감축하는 기능을 함.

- 또한 녹색분류체계에 부합하는 경제활동에 대한 금융상품·서비스 제공 및 기타 녹색금융으로 인정 가능한 분야에 대한 비즈니스 확대 목표와 달성 계획을 보다 구체적으로 설정할 필요가 있음.

■ 셋째, 기후리스크 관리 체계와 탄소중립 (또는 녹색금융) 관련 목표, 이행전략 실행을 가능하게 할 수 있는 은행 지배구조 측면의 큰 변화가 필요함.

- 현재 국내 주요 은행들은 기후·녹색금융 전담조직을 설치하거나 이사회 내 ESG 위원회를 설치하여 운영하는 등 기후·녹색금융 리스크와 기회를 고려하기 위한 조직 변화를 꾀하고 있음.
- 그러나 기후리스크를 효과적으로 통제하고 탄소중립 또는 녹색금융 관련 목표와 이행전략을 실질적으로 실행하기 위해서는 여신 실행 등 은행의 자산운용 절차 전반에 걸쳐 해당 요소들이 고려될 수 있고 충분한 권한이 행사될 수 있게 하는 지배구조 측면의 큰 변화가 필요함.
- 특히 기후리스크의 실현, 탄소중립·감축 목표 달성은 현 은행 경영진 임기와 상당한 시계(時界) 불일치 문제가 존재하고 이에 따라 충분한 유인이 존재하지 않을 수 있어 이를 완화하기 위한 지배구조적 장치와 장기투자 주주, 기타 이해관계자들의 지속적인 모니터링이 요구됨.

■ 넷째, 탄소중립 목표 이행에 대한 투명성 요구 강화에 대비하고 평판위험의 증대를 막기 위해서 국내 은행은 기후 관련 리스크와 탄소중립 (또는 녹색금융 확대) 관련 목표, 이행상황에 대해 공시 등 구체적인 정보 공개 체계를 마련 또는 보완해 나갈 필요가 있음.

- 현재 국내 소수의 대형 은행과 그 외 은행들 간에는 탄소중립 또는 녹색금융 확대 목표, 이행 전략, 성과 등에 대한 정보공개의 양이나 수준에 상당한 차이가 존재함.
- 그러나 최근 제26차 유엔기후변화협약 당사국총회(COP26)에서 국제회계기준(IFRS) 재단이 국



제 지속가능성 보고 표준을 통일하기 위한 국제지속가능성표준위원회(ISSB; International Sustainability Standards Board)를 설립하여 기존 TCFD\* 체제에 기반한 표준안을 마련하기로 발표하고, 우리나라가 이를 지지하는 36개 국가 중 하나로 참여함에 따라 조만간 국내에서도 은행들의 정보공개 양이나 수준을 일관되게 상향 표준화하는 공시 규제 강화가 예상된다.

\* Task Force on Climate-related Financial Disclosure: G20의 요청으로 FSB에서 2015년 설립한 협의체로, 이들이 제시한 기후관련 재무정보 공시 권고안에 대해 국내 50여개 정부·민간기관을 포함한 전 세계 2,600여개 기관이 권고안 지지를 선언한 바 있음.

- 따라서 국내 은행은 자산 포트폴리오를 통한 탄소배출량 측정을 통해 주기적으로 자산 포트폴리오의 리스크, 탄소중립 (또는 녹색금융 확대) 관련 이행 수준을 점검하고 이해관계자들에게 투명하게 공개할 수 있는 체계를 선제적으로 마련하거나 보완해 나갈 필요가 있음. **KIF**

# 행동재무학의 관점에서 본 공매도<sup>1)</sup>

박 해 식 (선임연구위원, 3705-6327)

2008~2020년 중 코스피(KOSPI)시장에 상장된 주식을 대상으로 공매도의 특성을 살펴본 결과, 공매도는 주로 고평가된 주식에 집중되어 있는 것으로 나타남. 고평가된 주식 중에서 공매도 강도가 높은 주식은 공매도 강도가 낮은 주식에 비해 공매도 이후에 수익률이 현저하게 낮아지는 경향이 나타남. 이러한 결과는 국내 주식시장에서 공매도가 고평가된 주식의 가격하락을 통해 주식시장의 가격오류를 완화할 수 있음을 확인해주는 결과임.

- 주식시장의 이례현상(anomaly) 중 하나는 개별 주식을 매수(long)와 매도(short) 포트폴리오로 구분하여 투자하는 롱/숏 투자전략이 기대수익보다 높은 초과수익을 올리는 현상임.
  - 매수 포트폴리오는 주가가 오를 때 수익을 얻을 수 있으므로 주로 주가 상승이 기대되는 주식으로 구성됨.
  - 매도 포트폴리오는 주식을 차입하여 공매도(short sale)하는 포트폴리오로 주가가 내릴 때 수익을 얻을 수 있으므로 주로 주가 하락이 기대되는 주식으로 구성됨.
  - 매수 포트폴리오와 매도 포트폴리오를 동시에 추구하는 롱/숏 투자전략은 주가변동에 따른 리스크 헤지(hedge)가 가능하여 안정적인 수익창출에 도움이 되는 투자전략으로 평가됨.
- 행동재무학(behavioral finance)에서는 롱/숏 투자전략이 기대수익 대비 초과수익을 올릴 수 있는 이유를 주식시장의 가격오류(mispricing)때문이라고 주장함.
  - 매수 포트폴리오 주식은 저평가된 주식으로 구성되기 때문에 미래에 주가가 상승하여 근본가치(fundamental value)에 수렴하는 과정에서 높은 수익이 발생할 수 있음.
  - 매도 포트폴리오는 고평가된 주식으로 구성되기 때문에 미래에 주가가 하락하여 근본가치에 수렴하는 과정에서 공매도한 주식을 재매수하여 상환(short covering)함으로써 높은 수익을 창출할 수 있음.

1) 보고는 김근수 · 박해식, *공매도와 주식시장의 이례현상*, 미완성자료, 한국금융연구원, 2021의 내용 중 일부를 발췌한 것임을 밝혀둠.





- 특히, 행동재무학에서는 가격오류에 따른 이례현상이 매수 포트폴리오보다는 매도 포트폴리오에서 더 강하게 나타날 것이라고 주장함.
  - 주식시장에서 가격오류 발생 시 이를 이용하여 차익을 실현하려는 거래가 수월하게 이루어질 수 있으면 가격오류는 남아있지 않고 사라지는 것이 일반적임.
  - 그런데, 주식매입은 자유롭게 할 수 있기 때문에 이를 통한 차익거래가 수월한 반면 공매도는 공매도 제약(short sale constraint)으로 인해 차익거래가 수월하지 않다는 주장이 있음.<sup>2)</sup>
  - 이 경우 저평가된 주식은 대부분 사라져 적은 수만 남게 되고 고평가된 주식은 상대적으로 많이 남아 있을 것이기 때문에 가격오류에 따른 이례현상은 고평가된 주식에 의해 주로 나타날 가능성이 높음.
  - 즉, 가격오류에 따른 이례현상은 저평가된 주식으로 구성된 매수 포트폴리오의 미래 주가 상승보다는 고평가된 주식으로 구성된 매도 포트폴리오의 미래 주가 하락에 의해 주로 발생할 수 있다는 것임.
  
- 행동재무학의 이러한 주장이 국내 주식시장에서 실제로 관측되는지를 살펴보기 위해 2008~2020년 중 코스피(KOSPI)시장에 상장된 주식을 대상으로 다음의 두 가지 가설을 점검함.
  - 첫째, 주식시장의 이례현상이 매도 포트폴리오에 의한 것이라면 매도 포트폴리오에서 양(+의 초과수익이 발생해야 하므로 공매도가 주로 고평가된 주식에 집중되어 있는지를 조사함.
  - 둘째, 고평가된 주식의 가격이 공매도 이후에 하락하는지를 검토하는데, 특히 고평가된 주식 중에서 공매도가 집중된 주식에서 주가 하락이 더 크게 지속적으로 발생하는지를 점검함.
  - 공매도 제약이 존재하더라도 공매도 스퀴즈(short squeeze)<sup>3)</sup>와 같은 위험과 비용을 감수할 만큼 주식의 고평가가 심각하다면 공매도를 실행할 것이고, 공매도 이후의 주가 하락은 공매도가 집중된 주식에서 뚜렷하게 나타날 것을 기대할 수 있음.
  - 2008년 이후 국내 주식시장에서는 총 3번에 걸쳐 한시적인 공매도 금지조치가 시행되었는데, 공매도 금지기간은 표본에서 제외함.<sup>4)</sup>

2) 공매도 제약은 공매도 실행 시 수반되는 제반비용과 위험은 물론이고 제도적 제한도 포함함. 국내 주식시장에서는 차입공매도만 허용되기 때문에 주식대차시장에서 차입이 어려운 주식일수록 공매도 제약이 강한 주식으로 해석할 수 있음. 박해식·송치영, 국내 주식시장의 공매도 약세장 가설 재조명, KIF 연구보고서 2016-03, 한국금융연구원, 2016.

3) 공매도 스퀴즈는 공매도를 실행한 투자자들이 공매도 이후에 주가가 상승하여 발생하는 손실 최소화를 위해 공매도한 주식을 상환해야 하는 상황을 의미함. Diamond and Verrecchia(1987)에 따르면 공매도 제약이 존재하더라도 부정적 정보를 지닌 거래자 중 일부는 공매도를 실행할 수 있음. 공매도 제약은 공매도 실행 시 발생하는 비용의 상승을 초래하는데, 이러한 비용을 감수하고도 남을 만큼 강력한 부정적 정보를 보유한 거래자는 공매도를 실행할 수 있다는 것임. Diamond, D. and R. Verrecchia, "Constraint on Short-Selling and Asset Price Adjustment to Private Information", *Journal of Financial Economics*, Vol. 18, 1987, pp. 277-311.

4) 국내 주식시장의 공매도 금지조치는 2008년 글로벌 금융위기(2008년 10월 1일~2009년 5월 30일), 2011년 유럽 재정위기(2011년 8월 10일~11월 8일), 그리고 2020년 코로나19 사태에 대응하는 과정(2020년 3월 16일~2021년 5월 2일)에서 시행되었으며, 금융업에 대한 공매도 금지조치는 2013년 11월 14일에 해제됨. 이에 대한 자세한 내용은 송민규(2021)를 참조할 것. 송민규, 공매도 논쟁과 향후 정책 방향, 발간예정, 한국금융연구원, 2021.

- 이상의 두 가지 가설을 점검하기 위해 사용하는 자료(월별)와 점검 방식은 다음과 같음.
  - 개별 주식에 대한 공매도의 강도를 측정하기 위해 한국거래소(KRX)가 제공하는 공매도수량 자료를 이용하여 발생주식수 대비 공매도 비중 자료를 구축함.
  - 개별 주식의 미래수익률은 FnGuide가 제공하는 시장조정수익률 자료를 이용하여 공매도 이후 1개월, 3개월, 6개월간 주식수익률로 측정함.
  - 개별 주식의 시장조정수익률은 해당 주식의 단순수익률에서 코스피 상장 전체 주식의 단순수익률을 각 주식의 시가총액으로 가중평균한 시장수익률을 차감한 값임.
  - 개별 주식의 고평가 여부는 FnGuide가 제공하는 장부가 대비 시가총액 비율(Market to Book Value Ratio; M/B 비율)로 측정하는데, M/B 비율이 높은 주식은 고평가되고, M/B 비율이 낮은 주식은 저평가된 주식으로 해석함.
  - 공매도 비중과 M/B 비율을 크기에 따라 각각 4개 분위와 2개 분위로 분류하고 각 분위에 속한 주식의 M/B 비율과 시장조정수익률의 분위별 평균값을 비교하는 방식으로 가설의 성립 여부를 검토함.
  - 공매도 비중을 기준으로 4분위(1분위)에 속한 주식은 공매도 비중이 가장 높은(낮은) 주식이며, M/B 비율 기준으로 2분위에 속한 주식은 1분위에 속한 주식보다 M/B 비율이 높은 주식임.
- <표 1>은 M/B 비율의 분위별 평균값을 제시한 것인데, 공매도 비중이 높은 주식일수록 M/B 비율이 높은 값을 가지는 것으로 나타나 국내 주식시장에서 공매도가 저평가된 주식보다는 고평가된 주식에 집중되는 경향이 있다는 첫 번째 가설에 부합함.
  - M/B 비율 1분위에 속한 주식 중에서 공매도 비중이 가장 높은 4분위에 속한 주식의 M/B 비율은 0.672로 공매도 비중이 가장 낮은 1분위 주식의 M/B 비율(0.592)보다 통계적으로 유의미한 수준(1% 수준)에서 높은 것으로 나타남.
  - M/B 비율 2분위에 속한 주식에서도 공매도 비중 4분위 주식의 M/B 비율(2.786)이 공매도 비중 1분위 주식의 M/B 비율(1.993)보다 높은 것으로 추정되며, 그 차이(A-D)는 1% 수준에서 유의한 것으로 나타남.

<표 1> 분위별 M/B 비율의 평균값

구분	공매도 비중					
	1분위(A)	2분위(B)	3분위(C)	4분위(D)	A-D	
M/B 비율	1분위	0.592	0.607	0.647	0.672	-0.081*** (-6.62)
	2분위	1.993	2.242	2.480	2.786	-0.793*** (-9.82)

주 : 괄호 안은 t 통계량이며 \*\*\*, \*\*, \*는 A-D=0이 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 기각됨을 나타냄.

- <표 2>는 공매도 이후 시장조정수익률의 분위별 평균값을 정리한 것으로, 여기에서는 두 번째 가설에 부합하는 결과가 나타나면서 국내 주식시장에서는 공매도가 집중된 고평가된 주식을 중심으로 큰 폭의 주가 하락이 지속적으로 발생하는 것으로 평가됨.



- <표 2>에 따르면 공매도 비중이 높아질수록 공매도 이후의 시장조정수익률이 낮아지는 경향을 보이는데, 특히 이러한 경향은 고평가된 주식(M/B 비율 2분위 주식)의 공매도 이후 3개월과 6개월 간 수익률에서 뚜렷하게 나타남.
- 고평가된 주식(M/B 비율 2분위 주식) 중에서 공매도 비중 4분위 주식의 3개월간 시장조정수익률은 음(-)의 값(-0.432%)을 보일 뿐만 아니라, 공매도 비중 1분위 주식의 시장조정수익률(1.889%)보다 1% 수준에서 통계적으로 유의하게 낮은 것으로 추정됨.
- 또한, 고평가된 주식(M/B 비율 2분위 주식) 중에서 공매도 비중 4분위 주식의 6개월간 시장조정수익률(-0.236%)도 공매도 비중 1분위 주식의 시장조정수익률(3.812%)보다 1% 수준에서 통계적으로 유의하게 낮은 것으로 추정됨.

<표 2> 분위별 시장조정수익률의 평균값

(단위 : %, %p)

구분	공매도 비중					A-D	
	1분위(A)	2분위(B)	3분위(C)	4분위(D)			
Panel A: 공매도 이후 1개월 시장조정수익률							
M/B 비율	1분위	0.599	0.474	0.287	-0.007	0.606 (1.32)	
	2분위	0.324	0.186	0.303	-0.187	0.511 (1.06)	
	Panel B: 공매도 이후 3개월 시장조정수익률						
	1분위	1.926	1.853	0.842	-0.037	1.964** (2.54)	
	2분위	1.889	0.684	0.598	-0.432	2.322*** (2.87)	
	Panel C: 공매도 이후 6개월 시장조정수익률						
1분위	4.361	3.707	2.591	0.562	3.799*** (3.66)		
2분위	3.812	1.592	1.592	-0.236	4.048*** (3.65)		

주: 괄호 안은 t 통계량이며 \*\*\*, \*\*, \*는 A-D=0이 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 기각됨을 나타냄.

- 2008~2020년 중 코스피시장에 상장된 주식을 대상으로 공매도의 특성을 살펴본 결과, 국내 주식시장에서 공매도는 고평가된 주식에 집중되면서 주가 하락을 통해 주식시장의 가격오류를 완화할 수 있음을 확인함. **KIF**

# 사회적금융의 현황 및 시사점

이 수 진 (연구위원, 3705-6328)

사회적경제기업에 대한 자금공급을 의미하는 사회적금융은 2018년 이후 정부 정책에 따라 크게 성장하였으나 여전히 공공부문과 은행의 대출, 보증, 투자 및 비금융 지원에 크게 의존하고 있음. 이에 정부로부터의 독립과 자율, 그리고 이해당사자의 이익 극대화라는 사회적경제의 원칙을 지키며 안정적으로 사회적금융 생태계가 성장할 수 있도록 사회적경제에 특화된 민간 투자자를 확보하기 위한 노력을 지속할 필요가 있음.

- 사회적경제기업에 대한 원활한 자금공급을 위해 정부는 2018년 2월 「사회적금융 활성화 방안」을 발표하였음.
  - 주요 선진국에 비해 미약한 상태인 우리나라 사회적경제 활성화를 위해 2017년 10월 18일 관계 부처 합동으로 「사회적경제 활성화 방안」을 발표하였는데, 동 방안에서는 사회적기업, 협동조합 등 주요 사회적경제기업\*의 숫자 및 고용·매출규모 등이 양적으로는 성장 중이지만 아직 사회적경제에 대한 인식이 저조하고, 정부 및 공공재원 위주로 사회적경제기업에 자금이 공급되는 등 사회적경제기업의 자생력이 취약한 것으로 판단한 바 있음.
    - \* 우리나라에서는 법적·제도적 근거를 바탕으로 사회적기업(사회적기업육성법, 2020년말 2,777개), 마을기업(행정안전부 지침, 2020년말 1,062개), 자활기업(기초생활보장법, 2020년말 1,062개), 협동조합(협동조합기본법, 2020년말 19,492개) 등이 사회적경제기업으로 분류됨.
  - 이에 정부는 민간과 공공부문 모두에서 사회적경제기업에 대한 자금공급을 원활히 하기 위해 2018년 2월 「사회적금융 활성화 방안」을 발표하였고, 동 방안은 사회가치기금의 설립, 사회적금융중개기관의 육성, 세제 등 민간참여자에 대한 인센티브 부여, 정부 및 공공부문의 역할 강화 등 네 가지 정책 방향을 제시하고 있음.



- 동 방안에 따라 공공부문을 중심으로 사회적경제기업에 대한 자금공급이 지속적으로 확대되어, 공공부문에서 사회적기업, 협동조합, 마을기업, 자활기업 등에 공급한 자금의 규모는 2018년 1,937억원, 2019년 4,625억원, 2020년 5,700억원으로 지속적으로 확대됨.
  - 2021년 공공부문의 사회적경제기업 등에 대한 자금공급 목표는 대출 1,700억원, 보증 2,500억원, 투자 962억원 등 총 5,162억원인데, 2021년 7월말 기준 대출 957억원(56%), 보증 1,767억원(71%), 투자 455억원(47%) 등 총 3,179억원이 집행되어 공급목표 대비 62%가 집행됨.
  - 서민금융진흥원, 중소기업진흥공단, 소상공인시장진흥공단, 신협, 새마을금고는 대출, 신용보증기금, 지역신용보증재단, 기술보증기금은 보증, 한국성장금융, 한국벤처투자는 투자를 담당함.
- 공공부문과 더불어 은행권에서도 사회적경제기업에 대한 대출공급 및 기부·후원, 제품구매 등의 지원을 지속하여, 2021년 6월말 기준 은행권의 사회적경제기업 대출잔액은 1조 2,563억원, 대출 외 지원 규모는 32억원에 달함.
  - 은행권의 사회적경제기업 대출잔액은 2018년말 5,374억원, 2019년말 8,498억원, 2020년말 1조 1,213억원, 2021년 6월말 1조 2,563억원으로 지속적으로 증가함.
  - 또한 은행권의 사회적경제기업에 대한 출자, 기부·후원, 제품구매 등 대출 외 지원의 규모도 2018년 69.2억원, 2019년 195억원, 2020년 206.2억원, 2021년 상반기 31.9억원으로 꾸준히 증가함.
  - 2018년부터 2021년 상반기까지 은행권이 지원한 대출 외 지원은 총 502.3억원인데, 기부·후원(326.8억원, 65.1%), 제품구매(138.6억원, 27.6%), 출자(18.8억원, 3.7%), 기타(18.2억원, 3.6%)의 순으로 많이 이루어짐.
- 반면, 사회적금융 분야에 특화하여 종사하고 있는 민간기관의 대출, 투자, 전환사채매입, 펀드출자 등 사회적금융 공급 규모는 2020년 1,394억원으로 공공부문 및 은행권 공급 규모에 비해 크게 작을 뿐만 아니라 이들 민간기관의 자본조달도 한국벤처투자, 성장사다리펀드, 지자체 기금, 공공기관의 SRI, 정책자금 등 공공부문을 통해 주로 이루어지고 있음.
  - 임팩트스퀘어가 사회적금융 분야에서 대표성 있는 25개 기관을 대상으로 조사·작성한 「2020년 사회적 금융 서베이」에 따르면, 이들 기관의 운용자산 규모는 총 1조 4,010억원이며, 2020년 연중 사회적금융 공급 규모는 약정액 기준으로 1,394억원임.
  - 서베이에 포함된 신협 2개 기관은 사회적금융 공급 실적 집계 시 공공부문에 속하므로 이들의 운용자산 규모 8,200억원(전체 1조 4,010억원의 58.5%)을 위의 실적에서 제외하면 순수 민간기관의 운용 규모는 크게 줄어듦.
  - 또한 조사 대상 기관의 자본조달은 주로 비영리재단 기금(14.4%), 한국벤처투자, 성장사다리펀드, 한국사회가치연대기금 등 사회적경제도매기금(14.4%), 지자체 사회적경제기금(13.3%), 기업 및 공공기관의 SRI(7.8%), 정책자금(6.7%)을 통해 이루어지는 것으로 나타나 사회적금융 분야에 특



화한 민간기관의 자금조달에 있어 공공부문에 대한 의존도가 높은 것으로 판단됨.

- 이처럼 사회적금융 공급은 여전히 공공부문 및 은행 위주로 이루어지고 있어 정책 기조 및 시장 상황 변화 등에 취약한 상황으로 판단되므로 장기적으로 사회적금융 분야의 공공부문 및 은행에 대한 의존도를 줄이고 자율성을 확보하며 지속가능성을 높이는 방향을 모색할 필요가 있음.
  - 사회적금융을 포함한 사회적경제는 일반적으로 사회 구성원간의 협력과 연대를 바탕으로 재화와 용역의 생산과 판매를 통해 사회적가치를 창출하는 모든 경제적 활동을 의미하는데, 정부로부터의 독립과 자율을 원칙으로 하고 있어 해외의 사회적금융에서는 신탁 등 이해 관계자의 이익 극대화를 추구하는 지역 금융기관의 역할이 큰 것으로 알려져 있음.
  - 은행의 경우 신탁 등에 비해 신용공급 능력이 우월하지만 이윤 극대화 목적 하에서 의사결정이 이루어지고 금융규제 등에 의해 사회적경제조직의 특수성을 감안한 대출 심사 수행에 한계가 있기 때문에 사회적금융에서 주도적 역할을 수행하기에는 적절하지 않음.
  - 사회적경제의 원칙을 지키며 정치 및 시장 상황에 영향을 받지 않고 사회적금융 생태계가 지속적이고 안정적으로 성장할 수 있도록 사회적경제조직에 특화된 민간으로부터의 자본조달과 투자규모를 확대할 필요가 있음. **KIF**



# 미국의 3분기 경제 성장률 둔화 및 공급 활성화 정책 강화 필요성

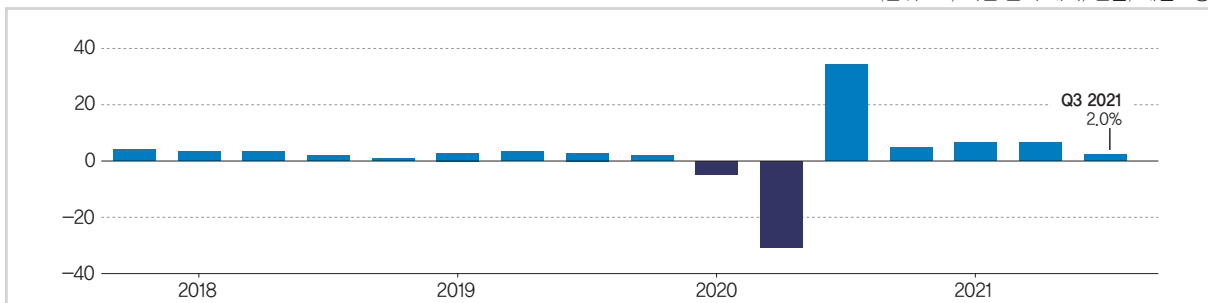
자료정리: 이 광 상 (부장대우, 3705-6374)

금년 미국의 3분기 GDP 성장률은 2분기의 6.7%에서 2.0%로 급격히 둔화되면서 코로나 정점 국면인 작년 2분기 이후 최저 성장률을 기록함. 이러한 성장률 둔화는 총수요 부진보다 각종 공급망의 정체 현상 등 공급 부문의 부진에 주로 기인함. 포스트 코로나 시대를 맞아 총수요 부양에 집중된 정책 대응이 성장은 과대평가되고 물가는 과소평가되는 결과로 이어졌던 만큼, 향후 정책 대응은 노동 유인의 제고를 통한 경제활동 참가율 제고, 기업에 대한 투자 유인 강화, 각종 업종에 대한 진입 규제 완화 등 공급 부문을 활성화하는 방향에 초점을 맞출 필요성이 커지고 있음.

- 금년 3분기 미국 경제는 수요는 물론 공급 부문의 부진으로 인해 당초 성장률 예상치를 하회하면서 코로나 19 확산세의 심화로 인해 침체국면에 빠졌던 작년 2분기 이후 최저 성장률을 기록하였음.
  - 금년 3분기 국내총생산(GDP) 성장률은 2.0%로 당초 예상치인 2.8%를 하회하면서 2분기의 6.7%에서 급격히 둔화됨.

〈그림 1〉 미국 GDP 성장률 추이

(단위 : %, 직전 분기 대비, 연율, 계절조정)



주 : 코로나19 확산세의 정점기인 2020년 2분기 GDP 성장률은 -31.2%를 기록한 바 있음.

자료 : 미국 상무부

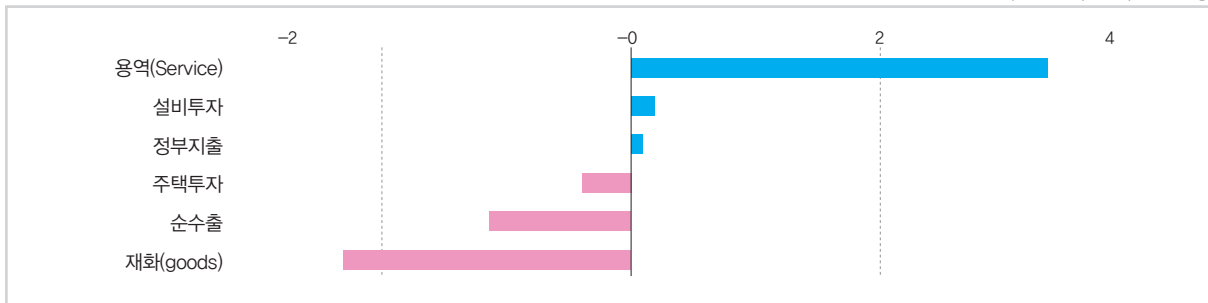
- 수요 부문의 부진은 연방 정부의 각종 지원 대책이 종료된 데다 상대적으로 전염성이 높은 델타 변이 바이러스의 확산으로 인해 재개되었던 기업과 가계의 경제활동이 위축된 데 기인하였으며, 공급 부문의 부진은 적합한 노동력은 물론 원자재와 중간재 등 각종 공급망의 정체 현상이 해소되지 못한 데 주로 기인함.



- 금년 3분기 가계 소비 증가율은 용역(service) 지출의 상대적 호조에도 불구하고 재화(goods) 지출의 극심한 부진으로 인해 지난 2분기의 12%에서 1.6%로 급속히 둔화됨.\*
- \* 가계 소비는 미국 GDP(약 23.2조 달러)의 약 70%를 차지함. 금년 3분기 가계 소비 증가율은 용역 지출 증가율이 직전 분기의 11.5%에서 7.9%로 둔화됨과 아울러 재화 지출 증가율이 가전제품과 자동차 등 내구재 지출 급감(-26.2%)으로 직전 분기의 13%에서 -9.2%로 크게 마이너스로 전환되면서 1.6%를 기록함.
- 금년 3분기 가계 소비의 GDP 성장률 기여도는 2분기의 6.7%p에서 2.0%p로 크게 둔화되고, 기업투자와 주택투자를 합친 고정투자의 GDP 성장률 기여도는 2분기의 0.61%p에서 -0.14%p로 마이너스 전환됨.

〈그림 2〉 금년 3분기 GDP 성장률의 구성항목별 기여도

(단위 : %, 연율, 계절조정)



주 : GDP = 소비 + 투자(설비 · 주택 · 재고) + 정부지출 + 순수출

자료 : 미국 상무부

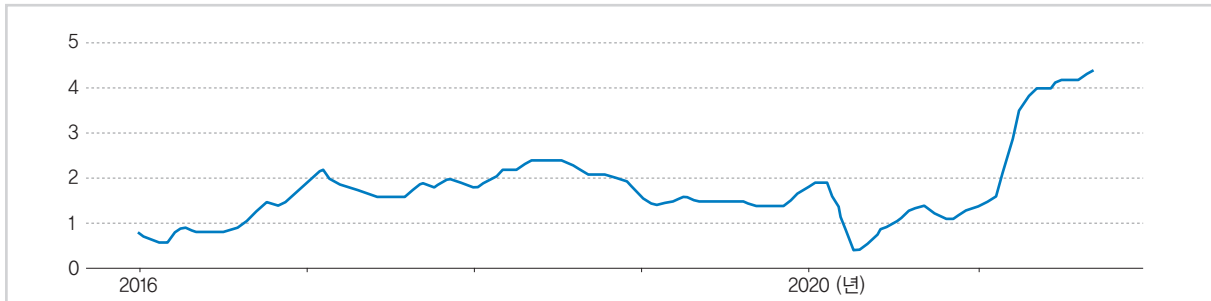
- 금년 4분기 미국 경제는 백신 접종률 상승에 따른 가계의 경제활동 재개 확산과 기업의 설비가동률 상승 등으로 인해 성장률이 재차 상승할 것이라는 낙관적인 시각도 존재함.
  - Wall Street Journal이 10여 개국 60여 명의 민간 경제학자들을 대상으로 실시한 설문조사 (WSJ Economists Survey Forecasts, 10월 17일 발표)에서 GDP 성장률 전망치가 2021년 4분기 4.81% → 2022년 1분기 4.17% → 2022년 2분기 3.76% 등으로 나타남.\*
  - \* 연간 GDP 성장률 전망치는 2021년 5.22%, 2022년 3.59%, 2023년 2.53%, 2024년 2.23% 등임.
- 그러나 금년 3분기 GDP 성장률의 둔화와 소비자물가의 급속한 상승이 맞물리면서 향후 미국 경제가 슬로 우플레이션(slowflation)에 그치지 않고 과거 1970년대 당시와 같은 스태그플레이션(stagflation) 국면에 빠질 가능성에 대한 우려도 가시지 않고 있음.\*
  - \* 슬로우플레이션=성장률 둔화+인플레이션(inflation) 현상, 스태그플레이션=경기침체(stagnation)+인플레이션 현상
  - 스태그플레이션 현상이 현재화되거나 일시적으로 그치지 않을 경우 미국 연준은 고용창출의 극대화는 불가능해지고, 통화정책의 신속하고 강도 높은 긴축모드 전환이 불가피해지면서 코로나19 발생 이전의 고용 수준 회복이 요원해질 가능성이 있음.
  - 미국 연준이 통화정책의 경로 설정과 관련하여 중시하는 개인소비지출물가지수(personal-consumption-expenditure price index) 상승률은 금년 9월 전년 동월 대비 4.4%로 지난 1991년 이후 최고치를 기록함.\*
  - \* 근원 개인소비지출물가지수(가격 변동이 심한 식음료와 에너지 항목 제외) 상승률은 전년 동월 대비 3.6%를 기록함.





〈그림 3〉 미국 개인소비지출물가지수 상승률 추이

(단위 : %, 전년 동월 대비, 계절조정)



자료 : 미국 상무부

- 그동안 미국 정부가 코로나19 사태에 따른 실물경제 충격을 극복하기 위해 지향해왔던 재정정책과 통화정책의 정책조합(Keynesian policy mix)은 총수요 부양에 집중된 반면, 노동 수요와 공급 간의 미스매치 해소와 원자재 및 중간재 등 각종 공급망의 정체 상태를 해소하려는 정책 대응은 상대적으로 부족했던 것으로 평가됨.
- 포스트 코로나 시대를 맞아 총수요 부양에 편향된 정책 대응이 성장은 과대평가(overestimating growth)되고 물가는 과소평가(underestimating inflation)되는 결과로 이어졌던 성향이 있는 만큼, 향후 정책 대응은 노동 유인의 제고를 통한 경제활동 참가율 제고, 기업에 대한 투자 유인 강화, 각종 업종에 대한 진입 규제 완화 등 공급 부문을 활성화하는 방향에 초점을 맞출 필요성이 커지고 있음. **KIF**

〈자료〉

1. The Monetary Bathtub Is Overflowing(WSJ, 2021.10.22.)
2. U.S. Economy Slowed in Third Quarter on Delta Surge, Supply Crunch(WSJ, 2021.10.28.)
3. The Summer of Stagflation(WSJ, 2021.10.28.)
4. U.S. Prices, Wages Rise at Fastest Pace in Decades(WSJ, 2021.10.29.)
5. Fed Tapering Won't Beat Inflation(WSJ, 2021.10.29.)
6. Narrowing Yield Gap in Treasuries Signals Worries Over Fed, Growth(WSJ, 2021.10.30.)
7. Even after a weak patch, America's economy is still in high gear(Economist, 2021.10.31.)
8. Fed Complacency Feeds Inflation(WSJ, 2021.11.1.)
9. The bond markets vs central banks(Economist, 2021.11.2.)



# 미국의 비트코인 ETF 상장 및 관련 과제

자료정리: 이 광 상 (부장대우, 3705-6374)

최근 미국에서 비트코인을 대표주자로 하는 가상자산 시장이 침체 모드에서 활성화 모드로 전환되고 있는데, 이는 비트코인 선물계약 가격을 추종하도록 설계된 비트코인 상장지수펀드(ETF)가 잇따라 출시되면서 가상자산의 주류 금융상품 편입 기대감이 커지고 있는 데 기인함. 그러나 향후 비트코인이나 이더리움 등의 가상자산이 주류 금융상품에 편입되고 거래가 활성화되기 위해서는 가상자산의 개념과 법적성격 등을 명확히 규정할 수 있는 입법이나 제도 준비가 선행될 필요가 있음.

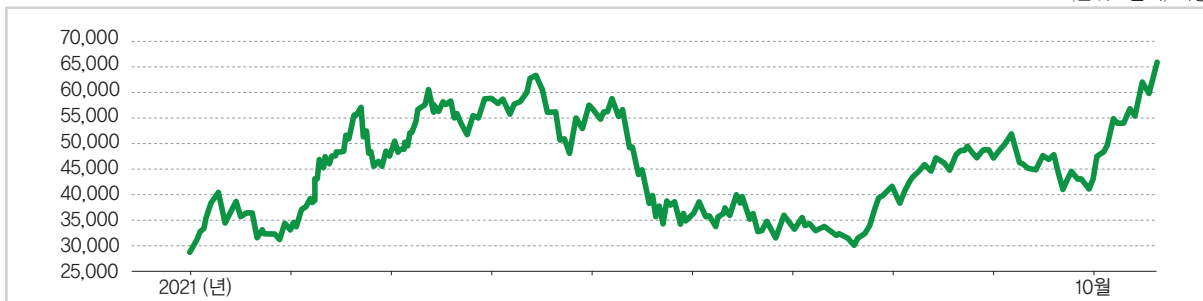
- 최근 비트코인을 대표주자로 하는 가상자산 시장의 분위기(crypto season)가 ‘침체 모드(crypto winter)’에서 ‘활성화 모드(crypto spring)’로 전환됨.\*

\* crypto winter는 가상자산 가격이 급락하고 시장에서의 자금 유출이 지속되는 현상, crypto spring은 가상자산 가격이 급등하고 시장으로의 자금 유입이 지속되는 반대 현상을 각각 의미함.

- 지난 2017년 비트코인 가격이 처음으로 20,000달러에 육박하자 거품 및 투자자 피해를 우려한 각국 금융당국의 우려 표명 및 규제 조치가 잇따르면서 이후 약 3년간 침체 모드가 이어졌음.
- 이후 2020년 말부터 비트코인의 주류 금융상품 편입 및 지급결제수단으로서의 수용성 확산 기대감을 배경으로 2021년 5월 64,900달러까지 상승했던 비트코인 가격은 중국 등 일부 국가들의 채굴 및 거래 금지 등 규제 강화 조치로 인해 8월 30,000달러 수준까지 하락함.

〈그림 1〉 비트코인 가격 추이

(단위 : 달러, 개당)



주 : 2021년 10월 20일까지  
자료 : 코인데스크(CoinDesk)



- 그러나 이후 미국 연준(Fed)과 증권거래위원회(SEC)의 가상자산 수용 발언 및 비트코인 펀드 상장 기대 등을 배경으로 가상자산 시장은 활성화 모드로 전환됨.\*

\* 2021년 10월 20일 비트코인 가격은 장중 한때 67,000달러를 상회하면서 사상 최고치를 경신함.

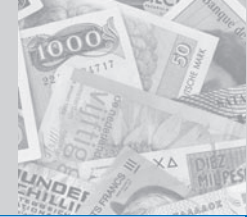
- 이러한 가상자산 시장의 활성화 모드 전환 및 비트코인 가격의 사상 최고치 경신은 무엇보다 미국에서 이루어진 비트코인 상장지수펀드(ETF: Exchange Traded Fund)의 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange) 상장 및 거래 개시에 기인함.
  - ETF 전문 자산운용사인 프로쉐어즈(ProShares)가 설계하여 상장 승인을 신청한 비트코인 상장지수펀드(ProShares Bitcoin Strategy ETF)에 대해 미국 증권거래위원회가 승인이나 보류 의사 표명 없이 심사기한을 넘기면서 금년 10월 19일 자동적인 상장 승인 및 거래가 이루어짐.
    - \* 75일 심사기간(review period) 이내 아무런 의사 표명이 이루어지지 않는 경우 상장이 승인된 것으로 간주됨.
  - 프로쉐어즈 비트코인 ETF는 투자자들이 비트코인 현물 가격이 아니라 시카고상품거래소(Chicago Mercantile Exchange)에 상장된 비트코인 선물계약(Bitcoin Future) 가격을 추종하도록 설계된 금융상품임.\*
    - \* 시카고상품거래소 비트코인 선물계약은 미국 투자회사법(Investments Company Act of 1940)에 근거한 상품선물거래위원회(CFTC)의 관리감독 대상임.
  - 이번 비트코인 ETF 상장 및 거래는 무려 약 8년간의 시도 끝에 성사된 것으로, 여타 자산운용사들이 신청한 비트코인 선물 ETF 출시도 이어지고 있음.

〈표 1〉 미국 비트코인 상장지수펀드(ETF) 승인 신청 현황

상품명	승인(예정)일
프로쉐어즈(ProShares) 비트코인 스트래티지 ETF	2021.10.18
발키리(Valkyrie) 비트코인 스트래티지 ETF	2021.10.25
반에크(VanEck) 비트코인 스트래티지 ETF	2021.10.25
비트와이즈(Bitwise) 비트코인 스트래티지 ETF	2021.11.28
블록파이(BlockFi) 비트코인 스트래티지 ETF	2021.12.22
아크21쉐어즈(ARK 21Shares) 비트코인 퓨처스(Futures) 스트래티지 ETF	2021.12.27

자료 : 블룸버그(Bloomberg)

- 선물계약은 미리 약정된 가격으로 거래함으로써 비트코인의 가격 변동성 위험을 낮출 수 있다는 점에서 그동안 높은 변동성 위험을 우려했던 개인이나 기관 투자자들이 비트코인 ETF 투자를 확대할 것으로 예상되고 있음.
  - 개인이나 기관 투자자들은 뉴욕증권거래소에 상장되어 있는 선물계약 포트폴리오를 기초자산으로 보유·관리하는 프로쉐어즈(ProShares) ETF 주식을 보유함으로써 거래의 편의성과 투명성을 확보할 수 있을 뿐만 아니라 비트코인 현물을 직접 구매·보관하지 않아도 되는 만큼 투자의 접근성이 제고됨.
- 비트코인 ETF의 잇따른 출시 및 활성화는 비트코인 자체뿐만 아니라 대표적인 알트코인(alt-coin)\*인 이더리움(Ethereum)과 리플(Ripple) 등 여타 가상자산의 ETF 출시로까지 이어질 가능성도 제기됨.



\* alternative coin의 약자로 비트코인을 제외한 블록체인 기술기반의 모든 가상자산을 총칭함. 비트코인과 이더리움은 모든 가상자산 시가총액의 약 60%를 차지함.

- 그러나 향후 수용성이 확대되고 있는 비트코인이나 이더리움 등의 가상자산이 주류 금융상품에 편입되고 거래가 활성화되기 위해서는 가상자산의 개념과 법적성격 등을 명확히 규정할 수 있는 입법이나 제도 정비가 선행될 필요가 있음.
- 미국 증권거래위원회는 비트코인 등 가상자산 대상의 레버리지 상장지수펀드(Leveraged Bitcoin ETF) 및 인버스 ETF(Inverse Bitcoin ETF) 등 다양한 파생상품은 물론 현물 가격 자체를 추종하는 상장지수펀드(Cash Bitcoin ETF)의 출시로까지 이어지기 위해서는 사기나 시세조작 방지에 초점을 맞춘 소비자 보호 장치 및 관리감독체계 등이 사전적으로 갖추어질 필요가 있다는 입장임. **KIF**

〈자료〉

1. A Bitcoin ETF Is Here. What Does That Mean for Investors?(WSJ, 2021.10.19.)
2. Bitcoin Price Surges Past \$66,000, Reaching New High(WSJ, 2021.10.20.)
3. Second U.S. Bitcoin Futures ETF Makes Lower-Profile Debut(Bloomberg, 2021.10.22.)
4. What to make of the new bitcoin-linked exchange-traded fund(Economist, 2021.10.23.)
5. Hot demand for bitcoin ETF as 'Wild West' meets Wall St(FT, 2021.10.23.)
6. CFTC Chief Says Recent Crypto Cases Are 'Tip of Iceberg'(WSJ, 2021.10.27.)
7. SEC Won't Approve Leveraged Bitcoin Fund(WSJ, 2021.10.27.)



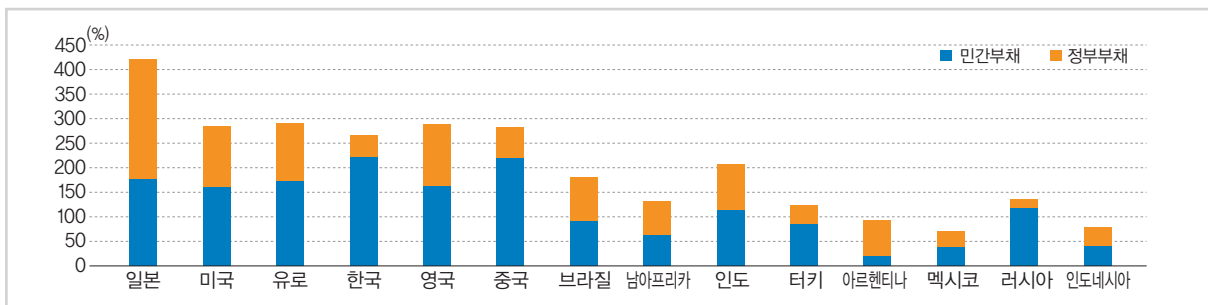
# 일본의 과잉 정부부채 문제와 재정건전화 과제

자료정리: 곽 선 호 (부장대우, 3705-6198)

2021년 2분기 일본의 정부부채 잔액은 GDP 대비 242.9%를 기록한 것으로 나타남. 일본 정부의 부채가 급증한 것은 사회보장비와 국채비 지출이 크게 늘어난 데 기인함에 따라 IMF와 OECD는 일본의 재정건전화를 위해 소비세의 대폭적인 인상을 제안하고 있음. 일본 내에서는 재정건전화는 필요 없다는 주장과 재정건전화는 필요하지만 코로나19 사태가 해결되지 않은 지금 시점은 논의할 때가 아니라는 두 가지 주장이 우세함.

- 국제금융연구소(Institute of International Finance)가 발표한 ‘Global Debt Monitor’에 따르면 일본의 2021년 2분기말 정부부채 잔액은 GDP 대비 242.9%를 기록하여 G20 국가들 중 가장 높은 것으로 나타남.
  - 정부부채와 민간부채를 모두 합한 총부채 잔액도 2021년 2분기말 현재 GDP 대비 420.3%로 다른 G20 국가들에 비해 월등히 높은 수준임.

〈그림 1〉 G20 국가들의 총부채 잔액(2021년 2분기말 현재, GDP 대비 %)



자료 : Institute of International Finance, 'Global Debt Monitor', 2021. 9. 14

- 일본 정부의 세출 규모를 살펴보면 10년 전인 1990년의 66.2조엔에서 2021년에는 106.6조엔으로 40.4조엔 증가할 것으로 예상됨.



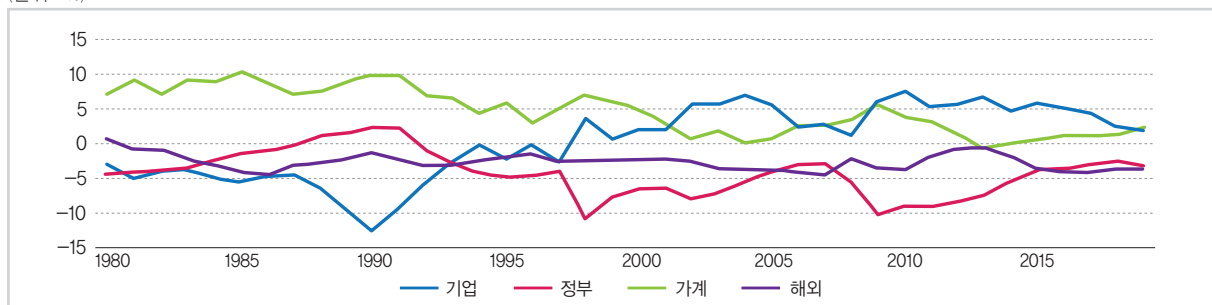
- 이 중 공공사업비, 교육비, 방위비, 지방교부세 교부금 등은 1990년 대비 큰 차이가 없는 반면 사회보장비는 동 기간 11.6조엔에서 35.8조엔으로, 국채비\*는 14.3조엔에서 23.8조엔으로 크게 증가할 것으로 예상되고 있음.
    - ※ 국채비는 국채가 발행되고 나서 상환되기까지 국가가 부담하는 비용으로 부채상환비, 상환에 필요한 경비, 이자지급에 필요한 경비, 사무거래비 등으로 이루어져 있음.
  - 2021년 세출 내역에는 코로나19 감염증 대책에 대한 비용(5.0조엔)도 포함되어 있으나, 전체 세출에서 차지하는 비중은 미미함.
  - 따라서 일본의 정부부채가 급증한 주요 요인으로 사회보장비 및 국채비 지출 확대를 들 수 있음.
- 한편 일본 정부의 세입 규모를 살펴보면 세수입 등 수입 증가분은 1990년 60.6조엔에서 2021년 63.0조엔으로 큰 차이가 없는 반면 부채인 적자 국채 발행분은 1990년 5.6조엔에서 2021년에는 43.6조엔으로 8배 증가할 것으로 예상됨.
    - 일본 정부의 2021년도 세입 106.6조엔은 ① 소득세, 법인세, 소비세 등의 세수입과 ② 세수 부족분을 충당하기 위해 국채를 발행해 조달하는 적자 국채 발행분으로 구성되어 있음.
  - 경제협력개발기구(OECD)는 2019년 4월 '2019년 대(對)일 경제심사보고서'에서 일본은 구체적인 세출 절감과 세수입 증가 방안을 담은 포괄적인 재정건전화 계획과 함께 그 실행을 담보하는 재정정책의 강화가 필요하다고 지적함.
    - OECD는 2060년까지 일본 정부가 정부부채 잔액을 GDP 대비 150%까지 낮추어야 하며 세출 증가를 억제하려면 병원에서의 장기요양을 간병으로 전환함과 동시에 재택돌봄에 초점을 맞추는 등 사회보장제도의 개혁이 필요하다고 제안함.
    - 또한 소비세 증세를 통해 세수입 증가를 도모해야 하며, 충분한 수준의 기초적 재정수지 흑자를 소비세 증세만으로 확보하기 위해서는 소비세율을 현행 10%에서 20~26% 수준으로 인상해야 한다고 주장함.
  - 국제통화기금(IMF)도 2019년 2월 '2019년 대(對)일 협의 심사보고서'에서 고령화에 수반하는 세출 증가를 충당하기 위해서는 소비세율을 2030년까지 15%, 2050년까지 20%로 인상할 필요가 있다고 주장하였음.
    - 또한 사회보장 개혁은 재정재건을 위한 필수적 요소이며, 연금, 의료, 돌봄서비스 등에 대한 지출 개선이 없이는 재정의 지속가능성을 장담할 수 없다고 지적함.
  - OECD와 IMF가 모두 일본의 소비세 인상 필요성을 거론하고 있는 배경은 전 국민이 혜택을 보는 사회보장제도 관련 비용을 모든 세대가 넓고 공정하게 부담하여야 한다는 측면과 소비세의 경우 경기변동에 상대적으로 덜 영향을 받는다는 점을 고려한 것으로 보임.
  - 한편 일본 내에서는 재정건전화는 필요 없다는 주장과 재정건전화는 필요하지만 코로나19 사태가 해결되지 않은 지금은 논의할 때가 아니라는 두 가지 주장이 우세한 상황임.



- 재정건전화 불필요하다는 주장은 민간의 과잉저축이 지속되는 한 충분히 정부부채를 지탱할 수 있으며, 중앙은행인 일본은행(Bank of Japan)이 계속해서 국채를 인수하면 국가채무불이행 사태는 일어나지 않을 것이라는 두 가지 이유를 들고 있음.
- 일본의 부문별 투자·저축 밸런스(investment stock balance) 추이를 살펴보면 민간(기업+가계)의 저축 초과가 정부의 국채발행을 통한 투자 초과를 지탱하는 요인임을 알 수 있음.
  - 일본의 가계저축률은 2020년 4분기 현재 12.1%로 2분기의 21.8%에서 크게 하락하기는 하였으나 여전히 높은 수준을 유지하고 있음.

〈그림 2〉 일본의 부문별 GDP 대비 투자·저축 밸런스 추이

(단위 : %)



주 : 수치가 (+)인 경우 저축 초과, (-)인 경우는 투자 초과를 나타냄.  
 자료 : SOMPO未来研究所, “財政健全化の議論はタブーなのか”, 2021. 9. 21

- 그러나 저출산, 고령화가 빠르게 진전되고 있는 상황에서 가계의 저축이 현재의 수준을 유지하기는 어려우며, 향후 기업이 성장을 위해 투자를 확대할 경우 민간부문의 저축이 재정적자를 지탱하기 어려워져 결국 재정엔 해외로부터의 자금조달에 의지하게 될 것이라는 우려도 제기됨.
  - 따라서 민간의 과잉저축을 근거로 재정재건을 회피할 것이 아니라 기업의 투자촉진(기업의 과잉저축 해소)을 유도하는 성장전략, 예를 들면 투자 감세 및 투자를 촉진할 수 있는 규제 완화와 재정건전화를 함께 진행시켜 나가야 한다는 주장임.
- 일본은행(BOJ)은 현재 2%대의 물가 목표를 실현하기 위해 상한선을 두지 않고 장기국채를 매입하고 있음.
  - 2021년 6월말 현재 국채발행 잔액 1,056조엔 중 일본은행이 약 505조엔의 국채를 보유하고 있는 것으로 나타남.
  - 물가 목표를 달성한 후 일본은행이 더 이상 국채를 매입하지 않게 될 때 이를 누가 매입할 것인가라는 과제가 있지만 현재는 일본은행이 화폐를 발행하여 국채를 매입하면 국가채무불이행 사태는 일어나지 않을 것이라는 주장이 설득력을 얻고 있는 상황임.
- 문제는 이러한 방식으로 언제까지 시장의 신뢰를 유지할 수 있느냐 하는 점임.
  - 중앙은행이 정부의 부채를 대신 갚는 재정파이낸스가 하이퍼 인플레이션(hyper inflation)과



통화 약세를 일으킨 예는 제1차 세계대전 후의 독일과 제2차 세계대전 후의 일본이 대표적인 사례임.

- 1990년대 이후 G20 국가들 중 재정위기가 발생한 나라는 14개국이며, 이 중 브라질과 터키 역시 재정파이낸스가 하이퍼 인플레이션을 일으킨 국가였음.
- 하이퍼 인플레이션이 일어나면 물가 상승 속도가 너무 빨라 제어 불가능 상태가 되기 때문에 하이퍼 인플레이션이 발생한 후 재정지출 축소나 증세를 하면 된다는 의견은 현실적이지 않음.

- 일본 정부는 「신경제·재정재생 계획」에 근거해 경제재생 없이는 재정건전화도 없다는 기본방침 아래 세출 개혁 등에 임하고 있음.
  - 일본 재무성이 재정건전화를 목표로 발표한 ‘주요방침 2021’에 따르면 2025년까지 국가·지방자치단체를 합한 기초적 재정수지를 흑자화하고 GDP 대비 정부부채 잔액을 안정적인 수준으로 낮춘다는 목표를 밝히고 있음.
  - 그러나 재정건전화를 위한 구체적인 수치를 제시하지 않고 있어 일본 정부의 재정건전화에 대한 의지에 의문이 제기되고 있음. **KIF**

〈자료〉

1. SOMPO未来研究所, “財政健全化の議論はタブーなのか”, 2021. 9. 21
2. 財務省, “財政を考える”, 2021. 4





# 미국의 ESG 401(k) 활성화 및 투자자문업 서비스 진출 확대

자료정리: 이 광 상 (부장대우, 3705-6374)

“최근 미국 노동부는 퇴직연금 제공자인 기업과 퇴직연금 사업자인 금융회사가 투자결정 시 환경·사회·지배구조(ESG) 요소를 고려하는 것이 수탁자로서의 신의성실의무에 부합한다고 명기하는 방향으로 종업원퇴직소득보장법을 개정하고 있으며, 향후 ESG 401(k)가 활성화 될 경우 이에 특화된 투자자문 서비스 사업의 진출이 증가할 가능성이 높음.”

- 금년 10월 15일 미국 백악관은 기후변화를 금융시스템의 불안정성을 야기할 수 있는 일종의 시스템위험으로 간주하면서 투자공시(investment disclosure), 보험상품(insurance policy), 주택대출(home loan) 등에 영향을 미칠 수 있는 새로운 규정을 설정하는 방안을 제시하는 보고서\*를 발표함.

\* A Road-map to build a climate-resilient economy : U.S. climate-related financial risk executive order 14030(2021.10.14.)

- 동 보고서는 바이든 행정부가 지향하고 있는 정책 목표로서 기후변화 위험에 대한 금융회사의 직접적인 대응조치 의무화, 저축자금 및 퇴직연금에 대한 보호조치 강화, 연방정부의 예산 수립 및 물품 조달 시 기후변화 위험 요인의 반영 등을 포함하고 있음.
- 이에 앞서 금년 10월 14일 미국 노동부는 환경·사회·지배구조(ESG: Environmental·Social·Governance)에 초점을 맞춘 펀드의 확정기여형 퇴직연금(401(k)) 편입을 용이하게 하는 방향으로 종업원퇴직소득보장법(ERISA: Employee Retirement Income Security Act of 1974)을 개정하는 행정지침을 발표함.\*

\* 동 행정지침은 공표일로부터 60일간의 여론수렴 과정을 거쳐 최종안으로 확정됨.

- 반면 작년 10월 트럼프 행정부 하에서 미국 노동부가 발표한 행정지침은 401(k) 퇴직연금을 제공하는 기업(plan sponsor)이 근로자에게 제공할 수 있는 펀드 유형을 규정하고 있는데, 가장 핵심적으로 비재무성과(non-financial goal)의 달성을 목표로 하는 펀드의 401(k) 편입을 엄격히 규제하고 있음.\*

\* 미국 퇴직연금자문업협회(US National Association of Plan Advisors)에 따르면 2020년 기준 ESG 펀드를 디폴트 옵션으로 제공하고 있는 401(k)는 2.9%에 불과한 것으로 나타남.



- 이는 퇴직연금 제공자인 기업과 퇴직연금 사업자인 금융회사가 401(k) 가입 근로자에게 ESG 펀드를 제공할 수 있기 위해서는 동 펀드가 여타 펀드보다 상대적으로 높은 재무성과(financial return)를 달성할 수 있음을 증명해야 하는 의무가 발생함을 의미함.
  - 미국 노동부의 행정지침은 퇴직연금 제공자인 기업은 비재무성과의 달성을 목적으로 근로자의 401(k) 퇴직연금 재무성과를 희생시켜서는 안 되며, 비재무성과를 고려하는 것은 재무성과가 여타 펀드보다 낮지 않을 때에만 용납될 수 있다고 명기하고 있음.
- 자산운용사 등 월가 금융회사를 대표하는 로비단체들은 작년 10월 미국 노동부의 행정지침 발표 이후 친환경 정책을 중시하는 바이든 행정부의 출범을 앞두고 동 행정지침의 완화 내지 철회를 촉구하는 활동을 지속적으로 전개해왔음.
    - 금년 3월 10일 미국 노동부는 트럼프 행정부 하에서 입안된 행정지침을 그대로 시행하지 않을 것이며, 수탁자로서의 고객 이익을 최우선시해야 하는 신의성실의무(fiduciary duty)가 침해되지 않는 범위 내에서 ESG 펀드의 401(k) 편입이 용이해질 수 있도록 종업원퇴직소득보장법을 개정할 의사가 있음을 밝힌 바 있음.
  - 미국 노동부는 퇴직연금 제공자인 기업과 퇴직연금 사업자인 금융회사가 투자결정 시 ESG 요소를 고려하는 것이 수탁자로서의 신의성실의무에 부합한다고 명기하는 방향으로 종업원퇴직소득보장법을 개정함으로써 트럼프 행정부 하에서 발표된 행정지침을 철회할 방침임.
    - 금년 10월에 발표된 미국 노동부의 행정지침은 투자 위험 및 수익률 평가에 있어 기후변화 등 ESG 요소가 함께 고려되어야 한다고 명기하고 있음.
    - 또한 신의성실의무는 전기자동차 투자 확대 등 ESG 요소가 정부정책 변화 등에 미치는 영향력에 대한 정확한 평가가 전제될 때 제대로 준수될 수 있다고 밝히고 있음.
  - 세계 최대 자산운용사인 블랙록(BlackRock) 등 미국의 자산운용사들은 MZ세대\*가 ESG 경영을 선호하는 성향을 강화하고 있을 뿐만 아니라 상대적으로 높은 수수료 취득이 가능하다는 점 등에서 ESG 401(k) 펀드 출시를 확대할 예정으로 있음.
    - \* 1980년대 초~2000년대 초 출생한 밀레니얼세대와 1990년대 중반~2000년대 초반 출생한 Z세대를 통칭하는 세대로, 디지털 환경에 익숙하고 최신 트렌드와 이색적인 경험을 추구하는 특징을 보임.
  - 미국의 펀드 평가회사인 모닝스타(Morningstar)에 따르면 작년 미국 ESG 펀드의 운용자산 대비 연간 비용(asset-weighted average expense)은 0.61%로, 이는 개방형 뮤추얼펀드(open-end mutual fund)와 상장지수펀드(exchange-traded fund) 총계의 해당 비용인 0.41%는 물론 인덱스펀드(index fund)의 해당 비용인 0.12%를 크게 상회함.
  - 현재 미국 노동부는 ESG 401(k) 펀드를 퇴직연금의 적격디폴트옵션(Qualified Default Investment Arrangement)으로 지정함은 물론 퇴직연금 제공자인 기업이 ESG 401(k) 펀드가 투자한 기업을 대상으로 탄소배출량 축소 등 ESG 요소를 준수하도록 요구하는 주주 발의 안건(shareholder resolution proposal)\*을 적극적으로 지지하도록 유도할 수 있는 방안 등도 검토하고 있음.
    - \* 금년 11월 3일 미국 증권거래위원회(SEC)는 ESG 요소와 관련하여 주주들의 상장사 안건 발의 요건을 간소화하



기 위한 행정지침(초안)을 발표함.

- ESG 401(k) 펀드가 적격디폴트옵션으로 지정되는 경우 퇴직연금 가입 근로자는 이에 대한 이해도는 부족한 채 재무성과의 달성은 미진하고 높은 수수료만을 부담하는 상황이 발생할 수 있음.
  - 퇴직연금 제공자인 기업이 ESG 요소 관련 의결권을 적극적으로 행사하지 않아 재무성과 달성이 부진해졌다고 판단되는 경우 법적책임(legal liability)에서 자유로울 수 없는 상황도 발생할 수 있는 가능성도 제기됨.
- ESG 요소와 관련하여 의결권을 적극적으로 행사할 수 있기 위해서는 펀드가 투자한 기업에 대한 정확한 재무실사(due diligence)가 전제될 필요가 있는데, 대다수 퇴직연금 공급자들의 경우 이를 위한 비용을 감당할 여력이 없음.
- 이와 관련하여 미국 노동부는 글래스 루이스(Glass Lewis)와 ISS(Institutional Shareholder Services) 등 의결권 자문회사의 적극적인 활용을 권고하고 있음.
  - 이들 의결권 자문회사들은 ESG 조사연구 서비스도 제공하고 있는데, 향후 ESG 401(k)가 활성화될 경우 ESG 조사연구에 특화된 투자자문 서비스 사업의 진출이 증가할 가능성이 높음. **KIF**

〈자료〉

1. Labor Department Holds Off Enforcement of ESG Rule for 401(k)s(WSJ, 2021.3.10.)
2. Should You Offer ESG Funds In Your 402(k)(Lawton, 2021.10.1.)
3. DOL's ESG rule proposal bodes well for 401(k)s(digitaledition.investmentnews.com, 2021.10.13.)
4. ESG Funds Easier for 401(k)s to Buy Under Labor Department Plan(WSJ, 2021.10.13.)
5. Biden paves way for ESG retirement funds in reversal from Trump(FT, 2021.10.14.)
6. Biden Presses Climate Agenda on Wall Street(WSJ, 2021.10.15.)
7. Your New Woke 401(k)(WSJ, 2021.10.20.)
8. SEC Rescinds Trump-era Policy, Eases Path for Shareholder Proposals on Environmental, Social Issues(WSJ, 2021.11.3.)



# 국내 주요 정책 및 시장 동향

## (주요기관 보도자료 요약)

\*보도자료를 클릭하시면 구체적인 내용을 확인할 수 있습니다.

### ■ 금융상품 비교공시정보 안내 동영상 제작 (금융감독원, 10.20.)

- 금융감독원과 각 금융협회는 수많은 금융상품을 소비자가 원하는 조건에 따라 직접 비교해 볼 수 있는 금융상품 비교공시 사이트를 운영 중임.
  - 금융감독원의 「금융상품한눈에(finlife.fss.or.kr)」는 은행 및 보험사 등 약 150개 금융회사가 판매하는 예금 및 적금, 대출 등 800개가 넘는 금융상품을 한눈에 비교해 볼 수 있는 사이트이며, 은행연합회 및 보험협회 등 각 금융협회 홈페이지와 금융상품 비교정보 사이트\*를 통해 금리 및 수수료 등 금융상품 주요정보를 제공 중임.
  - \* 생손보험회 ☞ 보험다모아, 여신금융협회 ☞ 카드다모아 등
- 최근 비대면 금융거래가 증가함에 따라 금융상품 정보 검색방법 등에 대한 소비자들의 관심이 지속적으로 높아지고 있어, 비교공시 사이트에 처음 접속하는 소비자들도 원하는 정보를 쉽게 찾아 이용할 수 있도록 비교공시정보 이용방법 설명 및 안내 동영상을 제작하여 배포할 예정임.

### ■ 증권사의 배출권 시장 참여 및 시장 활성화 기대 (한국거래소, 11.2.)

- (개요) 한국거래소는 배출권시장의 참가자 저변 확대 및 이를 통한 시장 활성화를 위해 증권사의 시장참여를 추진함.
  - 한국거래소는 11월 2일부터 11일까지 증권사를 대상으로 배출권시장 참여를 위한 신청을 접수할 예정임.
- (주요 내용) 증권사는 시장 참여를 위해 환경부 고시 관계 법령 및 거래소가 정하는 회원 자격요건을 갖추어야 함.
  - 배출권시장의 회원자격을 취득한 증권사는 고유재산운영을 통해 최대 20만톤의 배출권을 보유할 수 있음.
  - 거래소는 회원자격 심사, 모의시장 운영 및 거래소 이사회 결의 등을 거쳐 올해 12월 증권사의 시장 참여를 시행할 계획임.
- (기대 효과) 거래소는 증권시장에서 다양한 상품운용 노하우를 보유한 금융투자업계의 참여로 배출권시장에 풍부한 유동성이 공급되어 시장 활성화에 기여할 것으로 전망함.
- (향후 계획) 거래소는 증권사의 시장 참여가 정착된 이후에는 할당업체 등이 거래소에 직접 주문을 내지 않고도 증권사에 위탁하여 거래할 수 있도록 거래 편의성을 개선해 나갈 계획이며, 배출



권시장 활성화 및 참가자 편의 제고를 통해 정부의 '2050 탄소중립 추진전략' 이행을 위한 지원에 만전을 다할 계획임.

■ 2021년 10월말 외환보유액 (한국은행, 11.3.)

- 2021년 9월말 우리나라의 외환보유액은 4,692.1억 달러로 전월말의 4,639.7억 달러 대비 52.4억 달러 증가함.
  - 이는 기타 통화 표시 외화자산의 미 달러화 환산액, 외화외평채 발행, 금융기관 외화예수금, 외화 자산 운용수익 등이 증가한 데 기인함.
  - 외화보유액은 유가증권 4,184.2억 달러(89.2%), 예치금 257.9억 달러(5.5%), SDR 155.2억 달러(3.3%), 금 47.9억 달러(1.0%), IMF포지션 46.8억 달러(1.0%) 등으로 구성됨.
  - 2021년 9월말 기준 우리나라의 외환보유액 규모는 세계 9위 수준임.\*
- \* 1위 중국(3조 2,006억 달러), 2위 일본(1조 4,093억 달러), 3위 스위스(1조 774억 달러), 4위 인도(6,354억 달러), 5위 러시아(6,141억 달러), 6위 대만(5,449억 달러), 7위 홍콩(4,950억 달러), 8위 사우디아라비아 4,654억 달러 등임.

■ 「보이스피싱 범행 중단 개선책」 (은행연합회, 11.4.)

- 최근 보이스피싱은 대출금 회수 및 심부름 등 정상적 구인 형태를 빙자하거나 고액 알바 등을 미끼로 구직자를 현혹하여 현금수거책 등 점조직의 말단으로 가담시키는 범죄 형태가 지속적으로 발생하고 있음.
- 보이스피싱으로 인한 피해가 금전적 피해뿐만 아니라 절박한 구직자들에 대한 형사처벌의 위협으로까지 확대되고 있는 상황임.
- 현금수거책은 기망당한 피해자들로부터 현금을 받아 은행 무통장기기의 무매체 입금거래를 통해 보이스피싱 조직의 대포통장으로 피해금을 이체함으로써 범행을 완성시키는 역할인바, 피해금의 이체과정에서 보이스피싱 가담 사실을 스스로 인식할 수 있는 장치 도입이 필요해지고 있음.
- 이에 따라 대검찰청과 은행연합회는 합동하여 은행 자동화기기를 통한 무매체 입금 거래 시 「보이스피싱 가담자 대상의 경고 메시지」가 전시될 수 있도록 보완하고, 이를 통해 우연히 보이스피싱 범행에 가담하게 된 현금수거책 등이 범행 중단을 결심할 수 있도록 유도하는 한편, 적극적으로 범행에 가담한 조직원에 대한 철저한 고의 입증 강화 등 보이스피싱 범행에 대한 예방 및 대응 방안을 개선하기로 함.

■ 무 · 저해지보험의 상품설계 개선 (금융위원회, 11.8.)

- 최근 무 · 저해지보험의 판매 증가와 함께 보험료 인하를 위한 과당 경쟁 심화로 보험사 건전성 악화 및 소비자 피해 발생이 우려됨에 따라 합리적인 해지율 및 해지환급금 설정을 위한 제도개선을 다음과 같이 추진함.
- \* 일정기간 이내 해약하면 환급금이 거의 없거나 적은 대신 보험료가 상대적으로 저렴한 상품을 말함.
- ① 「해지율 모범규준」을 마련하여 해지율 산출체계 개선
- ② 보험개발원을 통해 해지율 관련 정보의 분석 및 공유 강화
- ③ 상품개발 시 해지율 적정성의 외부검증절차 마련
- ④ 무 · 저해지보험의 합리적 해지환급금 설정 유도

■ 2021년 주식리딩방 불법 및 불건전 영업행위 중간 점검결과 (금융감독원, 11.8.)

- 금융감독원은 유사투자자문업자의 불법 및 불건전 영업행위 근절 및 건전한 자본시장 질서 확립을 위해 금융위원회와 공동으로 「유사투자자문업자 관리감독 강화방안」을 수립하고, 주식리딩방 불법 행위 단속 강화방안을 마련함.
- 동 방안에 따라 금융감독원은 유관기관 합동단속체계를 구성하고 금융감독원 단독으로 실시하던 영업행위 점검을 한국거래소 및 금융투자협회와 합동 점검을 실시함.
  - 암행점검 및 일제점검 대상을 기존 연간 평균 315개사에서 640개사로 대폭 늘렸으며, 점검기간도 3개월에서 6개월로 확대함으로써 2021년 하반기 기간 중 주식리딩방에 대한 상시점검이 이루어 질 수 있도록 단속을 강화함. **KIF**



## 해외 연구 동향

### ‘Report on StableCoins’ (President’s Working Group on Financial Markets, 2021. 11)

- 미국 대통령의 금융시장 워킹그룹(President's Working Group on Financial Markets)이 발표한 ‘Report on Stablecoins’는 스테이블코인(Stablecoin)이 지급결제 효율화와 고도화에 기여한다는 점을 인정하면서도 향후 많은 리스크를 초래할 가능성이 있다는 점을 지적하며 포괄적인 규제가 필요하다고 제언함.
  - 동 보고서에서는 스테이블코인의 이용자 보호와 시스템리스크 방지를 위해 연방의회가 신속하게 관련법 제정에 나서야 하며, 새로운 법에는 스테이블코인의 자산운용 편입에 관한 제한과 예금보험 대상 금융기관으로 발행 주체를 제한하는 등의 내용을 포함해야 한다고 지적함.
  - 스테이블코인을 발행하는 예금보험 대상 금융기관은 기존과 마찬가지로 개별 금융기관에 대해서는 연방감독당국(federal banking agency), 지주회사에 대해서는 연방준비제도이사회(Federal Reserve Board)의 감독 하에 두어 자기자본 및 유동성에 관한 규제 등을 적용해야 한다는 점을 강조함.
  - 스테이블코인의 운영이 코인의 발행, 구매자 간 이체, 보관, 결제 등으로 나뉘어 다수의 시장참가자들에 의해 이루어지는 만큼 지급결제 리스크의 방지를 위해 가상자산 지갑 제공자 등을 포함한 관계자 전체에 행위 규제 및 건전성 규제를 부과해야 한다는 점을 지적함.
  - 또한 경제력의 과도한 집중을 방지하는 관점에서는 스테이블코인의 발행 주체에 의한 비금융활동과의 연계 제한, 스테이블코인 간 상호운용성 촉진을 위한 표준화, 가상자산 지갑 제공자에 의한 비금융활동과의 연계 및 이용자의 거래 데이터 활용에 대한 기준을 설정해야 한다고 제언함.

### ‘기후변화대책의 함정, 그린플레이션의 위협(気候変動対策の落とし穴, グリーン플레이ションの脅威)’ (Daiwa Institute of Research, 2021.10.19)

- 유럽에서는 기후변화 대응에서 비롯된 물가상승, 이른바 그린플레이션(Greenflation)의 위험성에 대한 경계감이 높아지고 있음.
  - 최근 코로나19 위기에 따른 공급망(Supply Chain) 혼란이 녹색경제로의 급속한 전환과 맞물려 제품에 대한 수요가 증대되면서 물가상승 압력이 가중되고 있음.
  - 영국을 포함한 유럽의 주요국에서는 기후변화 대책으로 인한 물가 상승이 이미 일반 시민의 생활에 커다란 영향을 미치고 있음.
  - 영국 정부는 온실가스 배출 삭감을 위해 석탄·석유에 대한 의존도를 낮추고 있으며, 이로 인해

- 천연가스 가격이 연초 대비 1.5배 이상 상승하였고, 발전비용도 급증하는 경향을 보이고 있음.
- 국제에너지기구(IEA)는 2021년 연차보고서에서 향후 10년간 청정에너지 투자가 3배로 늘어나지 않으면 에너지시장에 극단적인 가격변동이 발생할 위험성을 지적하고 대비책 강구를 요청함.
  - 유럽의 경우 높은 공적채무비율, 완화적인 경제정책, 공급망 혼란 등으로 인해 향후 수년간 고인플레이션을 수반하는 경기후퇴와 채무위기에 빠질 우려가 있으며, 이러한 문제를 대처하기 위해서는 녹색경제로의 전환과 관련해 현실적인 속도감을 갖고 준비해 나가는 것이 필요함. **KIF**

※ 보다 많은 최신 해외 연구정보는 아래 링크를 참고하시기 바랍니다.

☞ 최신 해외 연구 동향





## 주요 금융통계

### 국내 금융통계

		2020년 평균	2021년 9월 평균	11월 8일	11월 9일	11월 10일	11월 11일	11월 12일
주요 금리 (단위 : %)	콜금리(1일물)	0.697	0.738	0.780	0.800	0.760	0.840	-
	CD금리(3개월)	0.920	1.073	1.140	1.140	1.150	1.150	1.150
	산금채(1년)	0.975	1.429	1.664	1.633	1.611	1.150	1.596
	회사채(3년·무보증·AA-)	2.130	2.285	2.438	2.403	2.417	2.453	2.499
	국고채(3년)	0.988	1.825	1.906	1.865	1.877	1.913	1.968
	국민주택채권1종(5년)	1.372	2.242	2.274	2.239	2.239	2.264	2.292
종합주가지수와 거래대금 (단위 : 억 원)	종합주가지수 (1980. 1. 1 = 100)	2,220.11	2,985.05	2,960.20	2,962.46	2,930.17	2,924.92	2,968.80
	거래대금	121,868	119,646	103,881	9,685	9,663	134,684	123,122
	투자자예탁금	465,892	671,521	658,337	654,578	646,563	670,754	-
	외국인순매수	-1,079	-2,530	-1,014	-108	-2,557	2,528	6,475
원화 환율	원/미국달러	1,179.86	1,182.80	1,183.10	1,177.20	1,180.90	1,180.80	1,179.60
	원/일본1백엔	1,104.98	1,045.27	1,044.86	1,042.88	1,355.91	1,035.24	1,034.19
	원/유로	1,347.65	1,394.56	1,370.86	1,365.08	1,355.91	1,351.78	1,350.41

#### 금리

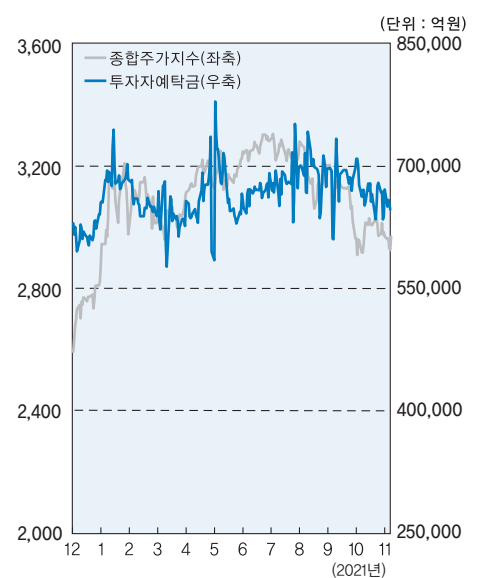
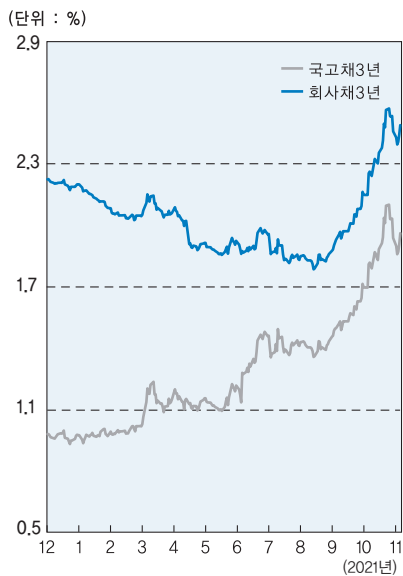
국고채(3년) 1.968(0.024%p ↑)  
회사채(3년) 2.499(0.031%p ↑)

#### 환율

원/달러 환율 1,179.60(0.47% ↓)  
원/100엔 환율 1,034.19(1.05% ↓)

#### 주가

종합주가지수 2,968.80(0.02% ↓)  
투자자예탁금 670,754(3.18% ↑)



※ ( )는 전주대비 상승↑, 하락↓을 나타냄.



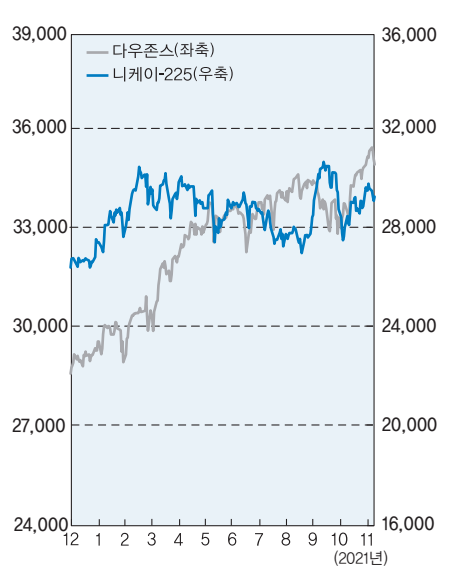
국제 금융통계

			2020년 평균	2021년 10월 평균	11월 5일	11월 8일	11월 9일	11월 10일	11월 11일
주요국 금리 (단위 : %)	미국	FFR	0.36	0.08	0.08	0.08	0.08	-	-
		LIBOR(3개월, \$)	0.65	0.13	0.14	0.15	0.15	0.15	-
		10년 국채	0.88	1.58	1.45	1.49	1.44	1.55	1.55
	일본	콜금리	-0.04	-0.04	-0.05	-0.05	-0.06	-0.06	-0.06
		FB(3개월)	-0.13	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12
		10년 국채	0.00	0.08	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07
	유로	콜금리	-0.48	-0.52	-0.50	-0.60	-0.53	-0.60	-0.50
		EURIBOR(3개월)	-0.43	-0.55	-0.57	-0.57	-0.57	-0.57	-
		10년 국채	-0.48	-0.15	-0.28	-0.24	-0.30	-0.25	-0.23
	영국	콜금리	0.21	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
LIBOR(3개월, £)		0.29	0.16	0.10	0.11	0.11	0.11	-	
10년 국채		0.31	1.10	0.85	0.86	0.82	0.93	0.92	
주요국 주가	다우존스	28,868.80	35,055.52	36,327.95	36,432.22	36,319.98	36,079.94	35,921.23	
	나스닥	10,201.51	14,879.01	15,971.59	15,982.36	15,886.54	15,622.71	15,704.28	
	니케이-225	22,705.02	28,586.20	29,611.57	29,507.05	29,285.46	29,106.78	29,277.86	
	D A X	12,339.14	15,401.87	16,054.36	16,046.52	16,040.47	16,067.83	16,083.11	
주요국 환율	엔/미국달러	106.74	113.17	113.41	113.23	112.87	113.91	114.06	
	미국달러/유로	1.1424	1.1599	1.1567	1.1587	1.1593	1.1479	1.1451	
	미국달러/파운드	1.2840	1.3691	1.3498	1.3563	1.3557	1.3405	1.3372	

**주요국 금리** 미국 10년 국채 1.55(0.02%p ↑)  
일본 10년 국채 0.07(0.01%p ↓)

**주요국 환율** 엔/달러 환율 114.06(0.26% ↑)  
달러/유로 환율 1.1451(0.89% ↓)

**주요국 주가** 다우존스지수 35,921.23(0.56% ↓)  
니케이-225지수 29,277.86(1.73% ↓)



※ ( )는 전주대비 상승↑, 하락↓을 나타냄.



## 취업자 증감 지표 및 연령 프레임 효과

### 2021년 10월 취업자 증감 지표 및 연령 프레임 효과

연령 프레임 효과는 해가 바뀔에 따라 분석 대상 연령 구간으로부터 유출되는 연령층과 새로 유입되는 연령층의 규모 차이로 인해 발생하며, 연령별 취업자 증감 지표를 해석할 때 인구 구조에서 기인한 증감분을 파악하기 위한 보조 지표로서 유용함. 다만, 경제활동인구조사 원자료의 가중치는 5세 단위로 증화되어 산정된 반면, 연령 프레임 효과는 1세 단위 자료도 활용하여 계산되기 때문에 모든 수치는 실제 취업자 수로 해석하기보다는 취업자 증감 지표를 분해한 결과로 해석하는 것이 원칙임. 보다 자세한 개념과 해석 방법은 송민기 (2019) “연령 프레임 효과로 인한 취업자 증감 지표의 착시 현상” KIF 연구보고서 2019-02를 참고하기 바람.

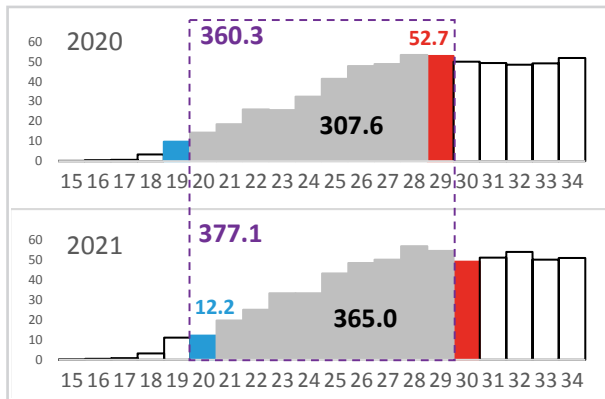
(단위 : 만 명, 전년동월대비)

연령 구간	유입(A)	유출(B)	연령 프레임 효과(A+B)	그 외 요인(C)	취업자 수 증감(A+B+C)
20-29세	12.2	△52.7	△40.6	57.3	16.8
30-39세	49.1	△58.8	△9.7	7.3	△2.4
40-49세	58.9	△72.3	△13.3	15.4	2.0
50-59세	71.4	△64.4	7.0	5.4	12.4
60-69세	57.4	△18.3	39.1	△14.9	24.2

자료 : 통계청, 한국금융연구원

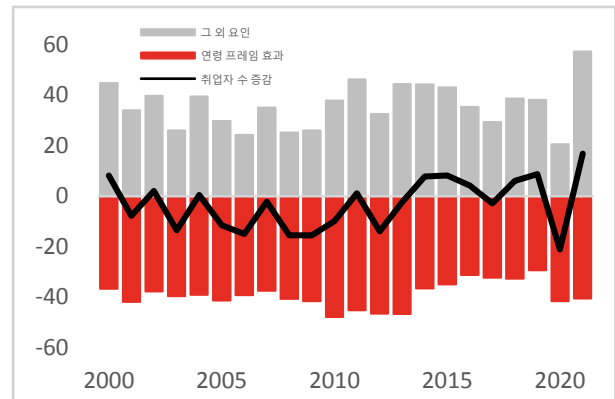
#### <20대 취업자 수 분포>

(단위 : 만 명)



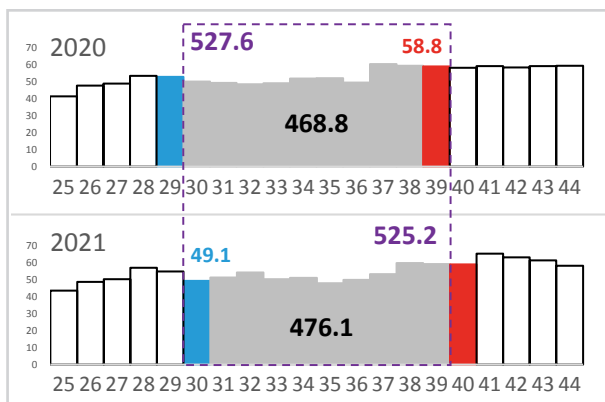
#### <20대 취업자 증감 지표 및 연령 프레임 효과 추이>

(단위 : 만 명, 전년동월대비)



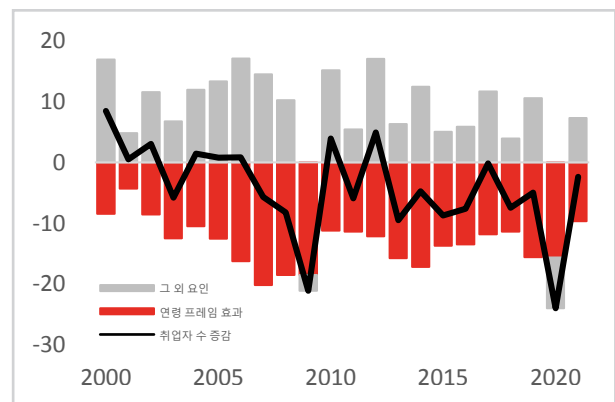
#### <30대 취업자 수 분포>

(단위 : 만 명)



#### <30대 취업자 증감 지표 및 연령 프레임 효과 추이>

(단위 : 만 명, 전년동월대비)

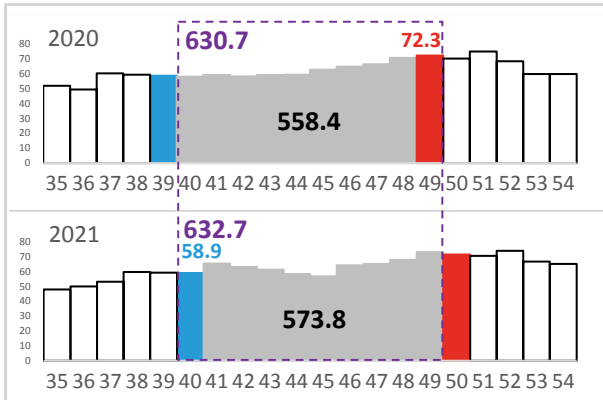




취업자 증감 지표 및 연령 프레임 효과

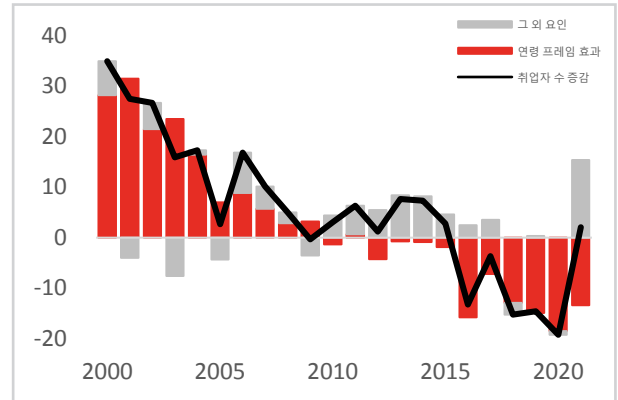
<40대 취업자 수 분포>

(단위 : 만 명)



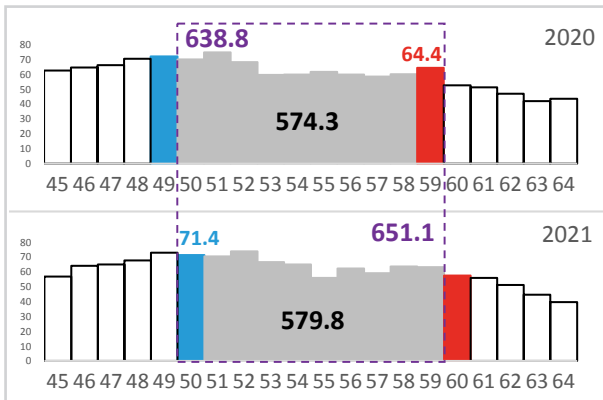
<40대 취업자 증감 지표 및 연령 프레임 효과 추이>

(단위 : 만 명, 전년동월대비)



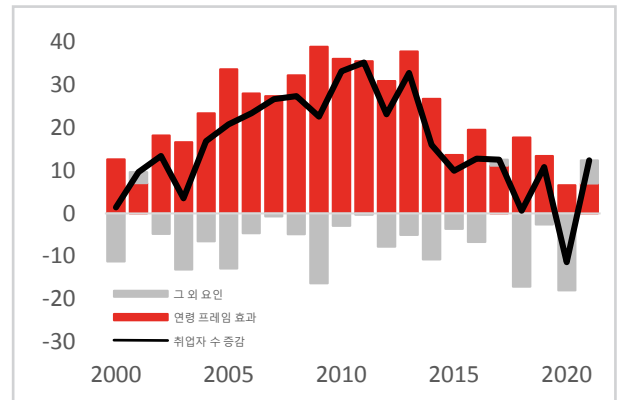
<50대 취업자 수 분포>

(단위 : 만 명)



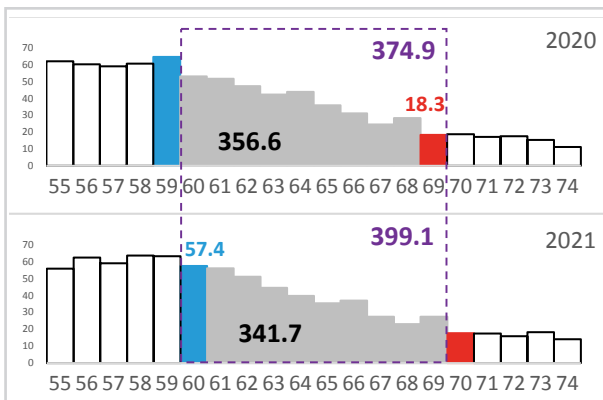
<50대 취업자 증감 지표 및 연령 프레임 효과 추이>

(단위 : 만 명, 전년동월대비)



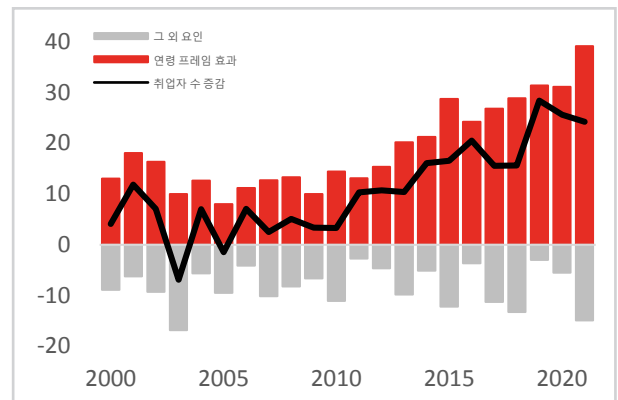
<60대 취업자 수 분포>

(단위 : 만 명)



<60대 취업자 증감 지표 및 연령 프레임 효과 추이>

(단위 : 만 명, 전년동월대비)



# 기업의 법적 형태가 부도위험과 기업형성에 미치는 영향

[KIF 금융분석보고서 2021-02]

김 석 기 (거시경제연구실, 연구위원, 3705-6367)

우리나라 기업은 크게 법인사업자와 개인사업자로 나눌 수 있는데 법인기업의 대부분을 차지하는 주식회사는 주주에게 기업채무에 대한 유한책임을 지우는 반면 개인사업자는 무한책임이 적용됨. 한편, 이들의 분포를 보면 법인사업자는 그 수가 적으나 큰 기업들로 이루어져 있고, 개인사업자는 대다수를 차지하나 그 규모가 작음. 또한, 주식회사는 개인사업자보다 채무불이행 가능성이 큼. 개인사업자와 주식회사가 상존하며 둘 간의 채무상환 책임에 대한 차이가 존재하는 수리적 일반균형 모형을 통해 채무상환 책임 차이가 부도위험과 기업형성에 미치는 영향을 알아봄. 모형 내 개인사업자는 부도위험을 거의 완벽히 고려하여 안정적으로 투자를 영위하는 반면 주식회사는 이를 온전히 고려하지 않기 때문에 투자의 규모가 크고 상대적으로 부도위험도 높음. 주식회사의 부도위험을 제어하는 것은 까다로운데, 금융기관이 부도위험을 반영하여 높은 이자율을 적용하면 이 행위가 주식회사의 채무상환 시 이자비용을 키워 다시 부도 인센티브를 높임. 따라서 주식회사라는 법적 형태를 선택할 수 있는 기업은 상대적으로 안정적인 특징을 보이는 소수의 기업에게 국한됨. 보고서의 모형은 위에서 언급된 우리나라에서 나타나는 기업형성에 관한 사실들을 잘 설명하는 것으로 보여 앞으로 부실기업에 대한 책임과 관련된 제도 변화를 분석하기에 유용할 것으로 기대됨.

## [연구의 배경 : 현황과 이슈]

- 우리나라 기업은 크게 법인사업자와 개인사업자로 나눌 수 있는데 이들의 분포를 보면 법인사업자는 그 수가 적으나 큰 기업들로 이루어져 있고, 개인사업자는 대다수를 차지하나 그 규모가 작음.
  - 기업생멸행정통계에 따르면 2019년 현재 법인기업은 10.6%를 차지하고 있으며 개인사업자는 89.4%를 차지함.
  - 종사자 규모로 볼 때 100인 이상 기업은 법인이 92.2%를 차지하는 반면 1인 기업은 개인사업자가 96.3%를 차지함.

- 기업의 부도위험에 대한 자료는 제한적인 정보만이 공개되어 있어서 정확히 알기 힘들다, 국내은행의 대출 데이터를 보면 주식회사는 개인사업자보다 채무불이행 가능성이 더 높음.
  - 국내 은행의 2010년부터 2019년까지 연체잔액과 상각 및 대환액 합을 대출잔액으로 나눈 비율로 정의된 채무불이행 비율을 보면 중소기업이 개인사업자에 비해 높은 것으로 나타남.
    - \* 총계데이터만이 이용 가능하였기 때문에 정확한 기업의 크기, 해당 산업, 정밀한 법적 형태 등의 대출 기업의 특성을 통제할 수 없는 한계가 존재함.
    - \*\* 다만, 중소기업으로 분류는 가능하여 기업 크기 통제를 위해 전체 기업이 아닌 중소기업 데이터와 개인사업자 데이터를 비교함.
  - 관련 연구에서도 미국의 경우 주식회사가 더 높은 이자율 프리미엄을 가진다는 사실을 주식회사가 개인사업자보다 더 많은 부도 리스크를 지닌다고 해석함(Glover and Short, 2018).
- 법인기업의 대부분을 차지하는 주식회사는 주주에게 기업채무에 대한 유한책임을 지우는 반면 개인사업자는 무한책임이 적용되는데 이러한 법적 책임 차이가 위에서 언급된 데이터 특성을 설명할 수 있는지 알아봄.
  - 2019년 법인세 신고 법인 중 주식회사는 95.0%를 차지하는데 주식회사 주주는 상법 331조에 따라 유한책임을 가짐.
- 다만, 앞서 설명한 바와 같이 모형에서 다루는 부도위험에 직접적으로 대응되는 데이터의 부재로 연체잔액과 상각 및 대환액의 합을 대출잔액으로 나눈 비율로 정의된 채무불이행 비율을 모형의 부도위험으로 대신 해석하는 한계가 존재함.

## [분석방법과 결과]

- 채무상환 책임에 대한 법적 특징을 반영한 개인사업자와 주식회사가 상존하는 수리적 일반균형 모형(numerical general equilibrium model)을 모의실험함.
  - 모형은 이질적인 경제주체(heterogeneous agents)로 구성되는데 이들은 자기자본, 노동 효율성, 사업가적 능력의 세 가지 측면으로 구분됨.
- 모형 내 개인사업자는 부도위험을 거의 완벽히 고려하여 안정적으로 투자를 영위하는 반면 주식회사는 이를 온전히 고려하지 않기 때문에 투자의 규모가 크고 상대적으로 부도위험도 큼.
  - 개인사업자는 부도 시 책임을 져야하기 때문에 부도위험을 거의 완벽히 고려하고 따라서 투자가 안정적이며 부도위험이 적음.
  - 주식회사는 상환책임이 제한적이기 때문에 이를 완벽히 고려하지 않고 부도위험이 크지만 상대적으로 큰 투자를 영위하게 됨.
- 주식회사의 부도위험을 제어하는 것은 까다로운데, 금융기관이 부도위험을 반영하여 높은 이자율을 적용하면 이 행위가 주식회사의 채무상환 시 이자비용을 키워 다시 부도 인센티브를 높임.
  - Stiglitz and Weiss(1981)와 유사하게 이자율이 금융기관이 미리 알지 못하는 기업의 투자 행위를 적절히 통제하지 못함.
  - 해당 논문에서도 부도위험을 반영한 이자율의 인상은 기업에게 상대적으로 위험한 투자를

영위하는 것이 유리하게 만들고 부도 인센티브를 높여 결국 금융기관의 이익을 낮추는 요인으로 작용함.

- 따라서 주식회사라는 법적 형태를 선택할 수 있는 기업은 그 고유특징이 상대적으로 안정적인 소수의 기업에 국한됨.
  - 균형에서는 자기자본이 많으며 사업가적 능력이 우월하여 부도위험이 적은 경제주체만이 주식회사를 선택하게 됨.
  - 주식회사라는 법적 형태가 기업으로서는 부도 시 유한책임이라는 장점이 있으나, 금융기관으로서는 이에 대한 리스크가 존재하기 때문에 균형에서 소수만이 동 형태를 취하는 것으로 나타남.

### [결론 및 정책적 시사점]

- 보고서의 모형은 위에서 언급된 우리나라에서 나타나는 기업형성 및 채무불이행에 관한 사실들을 잘 설명하는 것으로 보여 앞으로 부실기업에 대한 책임과 관련된 제도 변화를 분석하기에 유용할 것으로 예상됨.
  - 최근 연대보증이 사라지는 중인데 이러한 변화로 법인기업에 대한 인적담보가 줄어드는 변화는 현실과 제시된 모형의 차이를 줄이게 됨. **KIF**

## 한국금융연구원 간행물

정기 간행물	금융브리프 (격주 발간)	보고서	KIF연구총서
	경제전망시리즈 (연 3~4권 발간)		KIF연구보고서
	금융연구 (연 3~4권 발간)		KIF정책분석보고서
	한국경제의 분석 (연 3권 발간)		KIF금융분석보고서
	Korean Economic and Financial Review (연 4권 발간)		KIF Working Paper
			KIF금융분석리포트
			KIF금융조사리포트

## 금융브리프 발간목록

제30권 제13호 [2021-06-26]	<p>[논 단] • 금소법 정착과정에서의 금융소비자 보호 실효성 강화를 위한 과제</p> <p>[포커스] • 중앙은행 디지털화폐(CBDC)와 국경간 거래</p> <p>• 최근 금융권 수신자금 흐름의 변화와 시사점</p> <p>• 글로벌 신용평가시장 구도의 변화와 시사점</p>
제30권 제14호 [2021-07-10]	<p>[논 단] • 공매도 논쟁과 향후 정책 방향</p> <p>• 코로나19 팬데믹 이후 자영업자부채 리스크 평가와 관리방안</p> <p>[포커스] • 미국의 성급한 취약계층 지원 축소 사례와 시사점</p> <p>• 지표금리 체제전환 관련 글로벌 동향과 시사점</p> <p>• 금융당국 주도형 금융소비자 피해구제 유형 및 시사점</p>
제30권 제15호 [2021-07-24]	<p>[논 단] • 40년 만기 모기지 상품의 도입과 향후 정책과제</p> <p>• 미국 통화정책 정상화가 국내 외화자금 시장에 미치는 영향</p> <p>[포커스] • 재무상태 악화 기업 증가 가능성에 대비한 향후 기업구조조정 추진 방향</p> <p>• 금융소비자보호법 내 독립자문업 도입의 의의 및 향후 과제</p> <p>• 가상자산 규제 실효성에 관한 一考</p>
제30권 제16호 [2021-08-07]	<p>[논 단] • 금리 정상화에 대비한 금융소비자 대응</p> <p>[포커스] • 국내 은행산업의 구조 분석과 향후 진입 정책</p> <p>• 가상자산거래업, 이해상충 규제의 필요성</p> <p>• 보험사의 대출채권 동향과 시사점</p>
제30권 제17호 [2021-08-28]	<p>[논 단] • 코로나시대, 사고의 전환과 방역 친화적 경제로의 이행</p> <p>[포커스] • 최근 은행산업 동향 및 은행 사업다각화 전략방향</p> <p>• 부실정리계획(resolution plan) 관련 정책과제</p> <p>• 미국 내 상장된 중국기업으로 확산되는 미증 갈등 및 향후 전망</p>
제30권 제18호 [2021-09-11]	<p>[논 단] • 과학기술의 미래와 금융의 사회적 역할 강화 필요성</p> <p>[포커스] • 테일러 준칙을 활용한 적정 기준금리 추정과 정책적 시사점</p> <p>• 중앙은행 디지털화폐(CBDC) 관련 주요 이슈 및 시사점</p> <p>• 헤지펀드의 미 국채 현·선물 차익거래 확대 및 시사점</p>
제30권 제19호 [2021-10-02]	<p>[논 단] • 선진국의 견제에 대응하는 중국의 경제정책 방향과 시사점</p> <p>[포커스] • 국내은행 리스크관리 강화 필요</p> <p>• 2020년 공매도 금지 및 2021년 부분적 해제 조치의 영향 분석과 시사점</p> <p>• 지역경제 활성화를 위한 지역금융기관의 역할에 대한 소고 - 일본 사례를 중심으로</p>
제30권 제20호 [2021-10-16]	<p>[논 단] • 온라인 플랫폼 및 빅테크에 대한 반독점 강화정책의 해외 동향 및 국내 규제감독에 대한 시사점</p> <p>[포커스] • 코로나19 이후 소득분위별 물가상승률 추이</p> <p>• 미국의 핵심산업 공급망 검토보고서의 대외정책적 시사점</p>
제30권 제21호 [2021-10-30]	<p>[논 단] • 가계부채 증가율 관리의 거시경제적 영향과 향후 과제</p> <p>• 방카슈랑스 3대 핵심규제 존치의 필요성 검토</p> <p>[포커스] • 주요국 과잉대출(over-lending) 관련 규제의 시사점</p> <p>• 코로나19 확산 이후 현금의 퇴장현상과 시사점</p> <p>• 금융회사 부수업무 확대 논의에 대한 고찰</p>





## 금융브리프

Financial Research Brief

### 30권 22호

1993년 4월 24일 창간

2021년 11월 13일 발행

발행인 박종규

편집인 김병덕

발행처 한국금융연구원

서울특별시 중구 명동 11길 19

대표전화 3705-6300

<http://www.kif.re.kr>, [wmaster@kif.re.kr](mailto:wmaster@kif.re.kr)

인쇄 (주)창문TPS

(非賣品)

