

새로운 경제시스템 창출을 위한

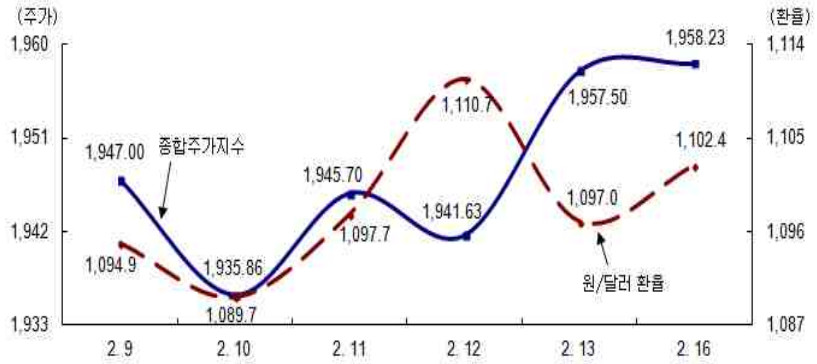
경제주평

Weekly Economic Review

■ 통화승수 하락의 원인과 시사점

週間 主要 經濟 指標 (15.2.9~15.2.16)

Better than
the Best!



차 례

주요 경제 현안	1
□ 통화승수 하락의 원인과 시사점	1
주요 국내외 경제지표	14

□ 본 자료는 CEO들을 위해 작성한 주간별 경제 경영 주요 현안에 대한 설명 자료입니다.
 □ 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재하시기 위해서는 본 연구원의 허락을 얻어야 하며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

□ 총 관 : 한 상 완 연구총괄본부장 (2072-6230, swan@hri.co.kr)
 □ 경제연구본부 : 김 천 구 선임 연구원 (2072-6211, ck1009@hri.co.kr)

□ 통화승수 하락의 원인과 시사점

■ 개요

국내 경제는 저성장, 저물가 고착화를 방지하기 위해 완화적인 통화정책을 펼치고 있지만, 유동성 공급 확대가 실물부문에 적절히 유통되지 못하고 있다는 우려가 커지고 있다. 본 보고서에서는 통화승수를 통해 시중유동성의 흐름과 통화승수 하락의 원인을 살펴보고 시사점을 도출하였다.

■ 통화승수 추이

통화승수는 본원통화 대비 통화량인데 본원통화는 현금통화와 예금은행 지급준비금, 통화량은 현금통화와 예금통화의 관계로 나눌 수 있다. 일반적으로 통화량으로 사용되는 M2의 예금통화는 요구불 예금, 수시입출식예금, 정기예적금, 시장형 금융상품, 실적배당형 금융상품, 기타 예금 및 금융채이다.

우리나라의 통화승수는 2008년 7월에 27.3배까지 상승하였으나 이후 추세적으로 하락세를 보이며 2014년 11월에 19.5배로 하락하였다. 통화승수는 주요국들 역시 하락하는 추세이다.

통화승수가 하락한다는 것은 현금통화가 증가하는 속도에 비해 파생통화인 예금통화 증가 속도가 상대적으로 느리기 때문이다. 현금통화는 2007년 21.0조원에서 2014년 57.7조원으로 연평균 15.5% 증가하였으나 예금통화는 동기간 1,176.1조원에서 1,944.7조원으로 연평균 7.3% 증가에 그쳤다. 예금통화 중 정기예적금은 비교적 빠른 속도로 증가한 반면 시장형 금융상품은 큰 폭으로 감소하였다.

■ 통화승수 하락 원인

통화승수 하락의 원인을 제도적 측면, 경기적 측면, 금융 중개 측면 등 세 가지로 나누어 살펴보았다.

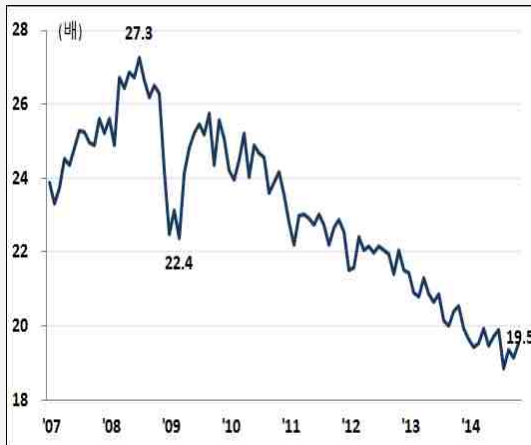
(제도적 측면) 첫째, 은행의 건전성 강화 측면으로 예대율 규제 정책이 도입되었다. 시중은행의 예대율은 글로벌 금융위기 발생시점인 2008년 6월 최고 수준인 127.1%에 달하였다. 감독당국의 예대율규제 도입 시점인 2009년 12월 이후 예대율은 빠르게 하락하여 2014년 9월 기준 97.3%이다. 이로 인해 예대율 규제 도입 이전 높은 증가세를 보이던 은행대출이 규제 도입 이후 증가세가 둔화되었다. 둘째, 5만원권 발행이후 경제주체들의 현금보유성향이 높아지고 화폐 환수율이 크게 하락하였다. 화폐의 환수율은 2007년 96.2%, 2008년 95.4%였으나 5만원권이 처음 발행된 2009년 이후 감소하기 시작하여 2013년 73.0% 2014년 64.7%까지 급감하였다. 5만원권 발행 이후 화폐의 환수율이 낮아진 이유는 고액권의 휴대가 간편해지며 경제주체들이 거래 및 예비적 동기로 현금 소지를 늘렸기 때문이다.

(경기적 측면) 첫째, 경기 부진으로 가계는 소비를 줄이고 기업은 투자를 축소하였다. 가계의 평균소비성향은 2007년 76.6%에서 2010년 77.3%까지 증가하였으나, 2013년 73.4%, 2014년 72.9%까지 하락하였다. 기업들의 설비투자 증가율

은 추세적으로 하락하고 있으며 상장기업의 현금유보율은 빠르게 늘었다. **둘째, 저물가, 저금리 현상이 장기화되며 화폐보유에 대한 기회비용이 하락하였다.** 저금리 장기화로 은행에 자금을 맡겨도 추가 수익을 얻기 어렵게 되었다. 이에 반해 소비자물가상승률이 낮아지고 있어 현금 보유시 화폐가치가 떨어지는 손실이 줄었다. **셋째, 주식시장 부진으로 가계의 수익증권 투자가 크게 줄었으며, 부동산 시장 부진이 장기화되고 있다.** 2008년까지 빠른 성장세를 보이던 수익증권은 주식시장의 부진이 장기화되며 현재까지 증가세가 정체되고 있다. 또한 가계자산 중 가장 높은 비중을 차지하고 있는 부동산 시장이 2011년 이후부터 침체를 보이며 가계의 부정적인 자산효과가 증가하였다.

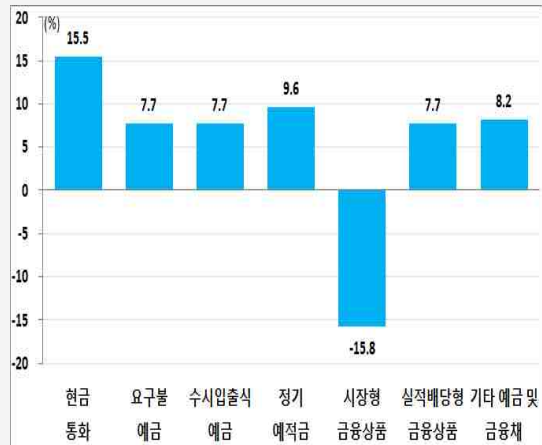
(금융 중개 측면) 은행의 위험 회피적, 안전우선주의적 자금관리방식이 더욱 강화되었다. 현재 담보가 부족한 경제주체들과 장기적으로 높은 성장이 기대되지만 일시적으로 수익성이 악화된 기업에 대한 신용창조가 적절히 이루어지지 못하고 있는 것으로 보인다. 실제 은행의 부동산 담보 대출 증가율은 2007년부터 현재까지 연평균 6.8% 증가한 반면 신용대출 증가율은 동기간 연평균 2.1% 증가에 그쳤다. 중소기업 대출 증가율 역시 대기업 대출 증가율을 크게 하회하고 있다.

< 통화승수 추이 >



자료 : 현대경제연구원 자체 추정.
주 : 통화승수=M2/본원통화.

< 구성요소별 통화량 증감률 >



자료 : 현대경제연구원 자체 추정.
주 : 2007~2014년 기간평균.

■ 시사점

최근 정책 당국은 실물경제에 지속적으로 유동성 공급을 하고 있다. 하지만 현재와 같이 통화승수가 하락세를 보이면 정책효과가 상쇄되고 중앙은행이 돈을 풀어도 경기가 살아나지 않는 **'유동성 함정'**에 빠지는 것도 배제할 수 없다. 이에 대비하기 위해서는 **첫째,** 기업의 투자 확대, 가계의 소비여력 확충 등 유효수요 창출 대책을 마련해야 한다. **둘째,** 경제주체들의 인플레이션 기대 심리가 더욱 낮아지는 것을 방지하고 국내 통화정책의 효과를 점검할 필요가 있다. **셋째,** 주식시장 역동성 제고, 부동산 시장 정상화 등 자산시장의 활성화를 통해 시중자금의 순환을 촉진해야 한다. **넷째,** 금융기관들의 리스크 회피현상을 줄이고 과도한 여신규제 등을 완화해야 한다.

1. 개요1)

- 국내 경제는 저성장, 저물가 고착화를 방지하기 위해 완화적인 통화정책을 펼치고 있지만, 유동성 공급이 실물부문에 적절히 확산되지 못하고 있다는 우려가 커지고 있음
- 국내 경제는 내수 침체가 장기화되고 경제주체들의 체감경기가 악화되면서 경기부양에 대한 필요성이 제기되고 있는 상황
 - 실제GDP가 잠재GDP를 밑도는 디플레이션갭이 현재까지 9분기 연속 이어지고 있는 등 경기부진이 장기화
 - 국내 소비자물가는 2015년 1월 0.8%이며 담배세 인상 효과를 제외할 경우 사실상 0%에 근접
- 이에 따라 중앙은행은 기준금리를 사상 최저치로 인하하는 등 완화적인 통화정책을 유지
 - 국내 기준금리는 2014년 8월과 10월 두 차례에 걸쳐 각각 0.25%p씩 인하여 현재 2.00%를 유지
 - 이것은 금융위기 이후인 2009년 2월부터 2010년 7월까지 17개월간 유지된 2.00%와 동일한 수준
 - 중앙은행의 금리 인하는 지속적인 경기 침체를 방지하고 경기 부양에 정책적인 노력을 기울이는 정부와 공조를 취해 정책효과를 뒷받침하려는 취지
- 하지만 최근 지속적인 유동성 공급에도 불구하고 통화승수가 하락하는 등 실물부문에서 원활히 유통되지 못하고 있다는 문제가 제기
 - 금리인하로 시중유동성은 상대적으로 풍부해졌지만 그 돈이 실물경기로 이어지는 '고리'가 원활하게 작동하지 않고 있다는 지적
 - 통화승수의 하락세가 지속된다면 돈을 풀어도 경기가 살아나지 않는 유동성 함정이 나타날 수 있음
 - 통화승수 이외에도 유동성을 나타내는 지표로 통화유통속도가 있으며, 통화유통속도는 글로벌 금융위기 이후 하락세를 나타냄
- 본 보고서에서는 통화승수를 통해 시중유동성의 흐름과 통화승수 하락의 원인을 살펴보고 시사점을 도출

1) 통화승수가 중앙은행의 통화정책과 시중의 유동성을 판단하는 유일한 지표는 아님. 통화승수 이외에도 통화유통속도, 통화증가율 등이 주요 통화관련 지표로 사용.

2. 통화승수 및 구성요소 변화 추이

○ 통화승수란 본원통화 대비 통화량이며, 통화량은 일반적으로 광의통화인 M2를 사용

- 통화승수는 본원통화 대비 통화량인데 본원통화는 현금통화와 예금은행 지급준비금, 통화량은 현금통화와 예금통화의 관계로 나눌 수 있음
 - 통화는 일차적으로 중앙은행을 통하여 금융기관에 공급되며 금융기관은 중앙은행에서 정하는 지급준비금을 제외한 나머지 자금을 대출 등으로 민간에 공급
 - 민간에 공급된 자금은 상당부분이 금융기관에 예금 등으로 다시 유입되며, 금융기관은 필요 지급준비금을 제외한 나머지를 다시 민간에 공급
 - 이 과정이 반복되며 금융기관은 본원통화의 몇 배에 해당하는 파생 통화를 시중에 공급

< 통화승수 관계식 >

$$\text{통화승수} = \frac{\text{광의통화}(M2)}{\text{본원통화}} = \frac{\text{현금통화} + \text{예금통화}}{\text{현금통화} + \text{예금은행 지급준비금}}$$

- 일반적으로 통화량으로 사용되는 M2의 예금통화는 요구불 예금, 수시입출식 예금, 정기에적금, 시장형 금융상품, 실적배당형 금융상품, 기타 예금 및 금융채임
 - 시장형 금융상품은 양도성예금증서, 환매조건부채권, 표지어음 등이며 실적배당형 금융상품은 MMF, CMA, 수익증권 등임
 - 기타 예금 및 금융채는 외화예수금, 금융채 등으로 구성

< 통화지표의 종류 및 내용 >

통화지표	지표별 구성내역
협의통화(M1)	현금+요구불예금+수시입출식 예금
광의통화(M2)	M1+정기에적금+시장형금융상품+실적배당형금융상품+기타 예금 및 금융채
금융기관 유동성(Lf)	M2+2년이상 장기금융상품 등+생명보험계약준비금 및 증권금융예수금
광의유동성(L)	Lf+기타금융기관상품+국채, 지방채+회사채,CP

자료 : 한국은행.

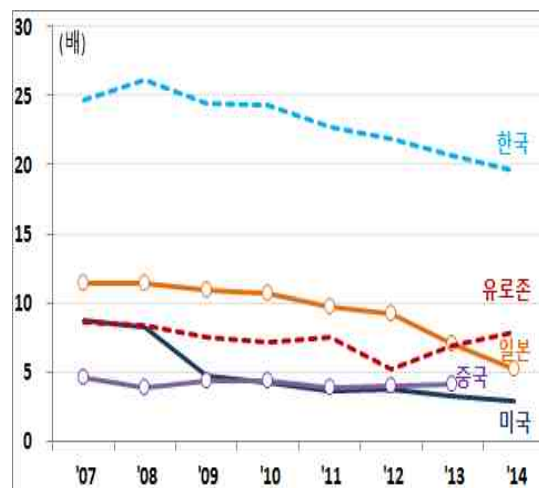
- 은행의 신용창조 기능을 나타내는 통화승수가 급락하고 있으며 이것은 경제 성장에 필요한 통화적 비용이 증가함을 시사
 - 국내의 통화승수는 완화적인 통화정책을 추진하고 있는 주요국들과 같이 지속적인 하락세
 - 우리나라의 통화승수는 2008년 7월에 27.3배까지 상승하였으나 이후 추세적으로 하락세를 보이며 2014년 11월에 19.5배로 하락
 - 미국의 경우 2007년 8.8배였던 통화승수가 양적완화 정책 추진 이후 급락하여 2013년 3.3배까지 하락, 잃어버린 20년을 겪은 일본의 통화승수 역시 아베노믹스 추진 이후 급격한 하락세
 - 유로존의 경우 통화승수는 2012년까지 하락세를 보이나 2013년부터 다소 반등
 - 통화승수 하락은 각 국가의 경제 활력이 떨어져, 경제 성장에 필요한 통화적 비용이 증가함을 의미
 - 미국, 유럽, 일본 등 주요국은 정부가 제로금리정책과 양적완화를 통해 경기 부양을 적극적으로 유도하고 있으나, 민간으로 통화 공급이 원활히 이루어지지 못하고 있음
 - 은행의 신용창조 기능이 적절히 작동하지 못함에 따라 생산량 증가를 위해 필요한 통화 공급량이 더욱 늘어나고 있음

< 통화승수 추이 >



자료 : 현대경제연구원 자체 추정.
주 : 통화승수=M2/본원통화.

< 주요국 통화승수 >



자료 : 현대경제연구원 자체 추정.

- 파생통화인 예금통화를 지표별로 나누어 살펴보면 정기에적금은 비교적 빠르게 증가한 반면 시장형 금융상품은 큰 폭으로 감소
 - 최근 현금통화가 증가하는 속도에 비해 파생통화인 예금통화 증가 속도가 상대적으로 둔화
 - 실제 현금통화는 2007년 21.0조원에서 2014년 57.7조원으로 연평균 15.5% 증가하였으나 예금통화는 1,176.1조원에서 1,944.7조원으로 연평균 7.3% 증가
 - 예금통화에서 정기에적금은 비교적 빠른 속도로 증가한 반면 시장형 금융상품은 큰 폭으로 감소
 - 시장형 금융상품은 양도성예금증서의 통화량이 기간 중 급감한데 기인하여 2007~2014년 연평균 15.8% 감소하였음
 - 정기에적금 상품은 지속적인 증가세를 보이며 2007~2014년 기간평균 9.6% 증가하였음
 - 이외에 수시입출금식 예금, 실적배당형 금융상품은 2007~2014년 기간 동안 평균 7%대의 증가율을 기록

< 구성요소별 통화량 추이 >

(단위 : 조원, %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	연평균 증가율
현금통화	21.0	22.1	25.1	31.3	36.6	41.4	48.8	57.7	15.5
예금은행 지급준비금	27.5	30.2	36.7	36.2	38.7	40.7	42.6	45.0	7.4
예금통화	1,176.1	1,345.6	1,483.5	1,608.4	1,672.4	1,757.2	1,837.0	1,944.7	7.3
요구불예금	76.4	77.4	89.6	98.0	101.0	102.2	113.6	128.5	7.7
수시입출식 예금	206.5	207.8	242.7	270.1	288.2	298.3	321.7	346.8	7.7
정기에적금	462.3	522.7	604.2	734.7	823.9	872.7	873.9	879.9	9.6
시장형 금융상품	100.5	115.1	114.3	78.6	45.6	36.8	32.3	30.1	-15.8
실적배당형 금융상품	248.5	327.5	319.7	322.6	315.1	341.3	384.3	417.0	7.7
기타 예금 및 금융채	81.9	95.2	113.0	104.4	98.7	105.8	111.2	142.3	8.2

자료 : 한국은행 자료를 이용하여 현대경제연구원이 재구성.

주 1) 괄호 안은 증가율, 연평균 증가율은 2007~2014년 기간평균.

2) 예금통화는 광의통화(M2) 기준.

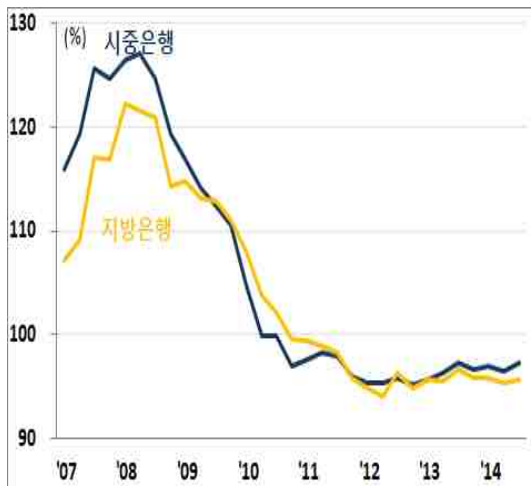
3) 2014년은 1~11월 기간평균.

3. 국내 통화승수 하락 원인

1) 제도적 측면

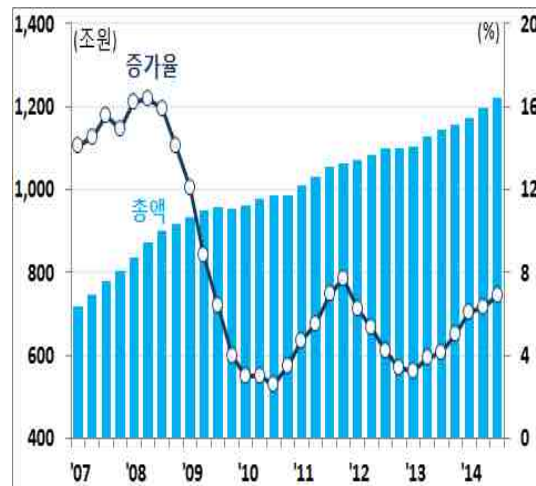
- (예대율 규제) 은행의 유동성 관리와 가계부채 연착륙의 일환으로 마련된 예대율 규제 정책이 도입됨
 - 은행의 유동성을 관리하고 급증하는 가계부채를 연착륙시키기 위해 금융당국은 2009년 12월 예대율 규제를 시행
 - 예대율 규제는 대출액을 예금액의 일정비율로 제한하는 제도로서 기본적으로 은행의 유동성을 관리하기 위한 수단
 - 예대율 적용대상²⁾인 시중은행과 지방은행 등은 예대율을 100% 이하로 낮춤
 - 시중은행의 예대율은 글로벌 금융위기 발생시점인 2008년 6월 최고 수준인 127.1%에 달하였음
 - 시중은행의 예대율은 감독당국의 예대율규제 도입 시점인 2009년 12월을 이후 빠르게 하락하여 2014년 9월 기준 97.3%임
 - 예대율 규제 도입 이후 금융기관들의 대출여력이 감소
 - 예금은행 대출 증가율은 2008년에 10%대 중반을 기록하였으나 2009년부터 감소세

< 국내은행 예대율 추이 >



자료 : 금융감독원 자료를 이용하여 현대경 제원 자체 추정.

< 예금은행 대출 추이 >



자료 : 한국은행.
주 : 증가율은 전년동기대비.

2) 15개 예대율 관리대상 은행은 시중은행(신한은행, 우리은행, SC은행, 하나은행, 외환은행, 씨티은행, 국민은행 등), 지방은행(대구은행, 부산은행, 광주은행, 제주은행, 전북은행, 경남은행 등), 특수은행(농협은행), 외국계은행(HSBC은행) 임.

○ (고액권 발행) 5만원권 발행이후 고액권의 휴대성이 낮아지며 화폐 환수율이 크게 하락

- 경제규모에 맞는 고액권의 필요성이 제기되며 한국은행은 2009년 6월 5만원권을 발행

· 5만원권의 화폐발행잔액은 발행 초기인 2009년 2.0억장에서 급격한 증가세를 보이며 2013년 8.1억장 2014년 10.4억장으로 증가

- 5만원권 발행 이후 화폐환수율이 급격히 하락

· 전체 화폐의 환수율은 2007년 96.2%, 2008년 95.4%였으나 5만원권이 처음 발행된 2009년 이후 감소하기 시작하여 2013년 73.0% 2014년 64.7%까지 급감

· 권종별 화폐 환수율을 살펴보면 1천원, 5천원, 1만원은 비교적 높은 환수율을 보이고 있지만 5만원권 환수율이 급감

- 5만원권 발행 이후 화폐의 환수율이 낮아진 이유는 고액권의 휴대가 간편해지며 경제주체들이 거래 및 예비적 동기로 현금 소지를 늘렸기 때문

· 화폐 환수율이 낮아진다는 것은 중앙은행이 시중에 풀어 놓은 돈이 다시 중앙은행으로 되돌아오지 않고 경제주체들의 호주머니에 고여 있다는 것을 의미

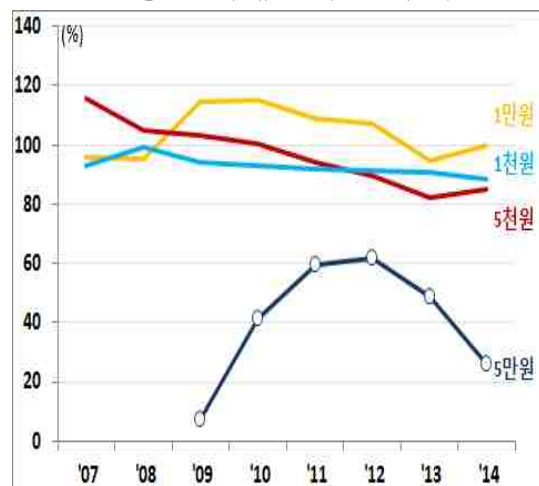
< 화폐 환수율 추이 >



자료 : 한국은행 자료를 이용하여 현대경제연구원 자체 추정.

주 : 화폐 환수율=환수액/발행액×100.

< 권종별 화폐 환수율 추이 >



자료 : 한국은행 자료를 이용하여 현대경제연구원 자체 추정.

주 : 화폐 환수율=환수액/발행액×100.

2) 경기적 측면

○ (소비 및 투자심리 부진) 경기 부진으로 가계는 소비를 줄이고 기업은 투자를 축소하여 현금 보유를 늘림

- 전세가격 상승, 고령화 및 노후대비 부족, 과도한 빚 부담 등으로 가계들이 소비를 줄이고 있음

· 가계의 평균소비성향은 2007년 76.6%에서 2010년 77.3%까지 증가하였으나, 2013년 73.4%, 2014년 72.9%까지 하락

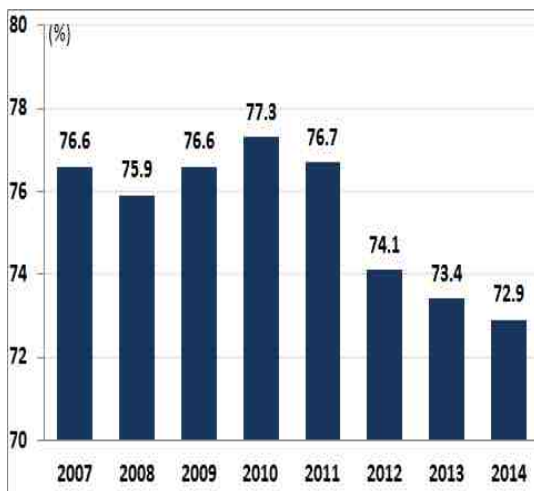
- 기업들은 향후 위기에 대비하여 투자를 축소하고 현금 보유를 늘림

· 설비투자의 장기추세는 2010년 반등했으나 최근 다시 추세적으로 하락세를 보이고 있음

· 금융위기 이후 국내 총투자율(총자본형성/국민총처분가능소득)은 지속적인 하락세를 보이며 2013년 28.8%까지 하락

· 한국거래소에 따르면 국내 상장사의 현금유보율³⁾은 금융위기 이전인 2008년 712.9%에서 2013년 1,023.5% 2014년 상반기 말 1,092.9%까지 증가

< 가계의 평균소비성향 >



자료 : 통계청.

주 1) 전국 2인 이상 가구 기준.

2) 평균소비성향=소비지출/처분가능소득.

< 설비투자 추세 증가율 및 총투자율 >



자료 : 한국은행 자료를 이용하여 현대경제연구원 자체 추정.

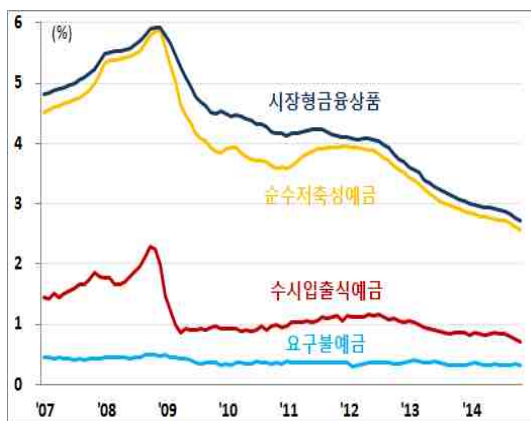
주 1) 총투자율=총자본형성/국민총처분가능소득×100로 정의.

2) 설비투자 장기추세는 Hodrick-Prescott filter를 이용하여 추정.

3) 유보율= 잉여금/납입자본금×100.

- (화폐보유 기회비용 하락) 최근 저물가, 저금리 현상이 장기화되며 화폐보유에 대한 기회비용이 하락
 - 현금 보유의 기회비용은 시중 금리 수준과 경제 주체의 기대인플레이션에 영향을 받음
 - 시중 금리가 낮아 경제주체들이 은행에 자금을 맡겨도 추가 수익을 얻기 어렵고, 미래 물가 상승에 대한 기대가 낮아 현금을 보유하고 있어도 화폐 가치의 손실이 적음
 - 예금은행의 수신금리 하락으로 투자자가 현금을 은행에 맡겨도 수익성이 낮음
 - 순수저축성예금과 시장형금융상품의 수신금리는 2009년 6%대에 근접했으나 2015년 현재 2%대로 급락
 - 요구불예금과 수시입출식예금의 수신금리 역시 하락세를 유지하며 현재 0%대로 하락
 - 소비자물가상승률이 지속적으로 낮은 수준을 유지하고 있으며 향후 물가상승에 대한 기대 역시 점차 낮아지고 있는 상황
 - 소비자물가상승률은 수요부진, 유가하락 등의 영향으로 2015년 1월 기준 0.8%로 하락
 - 경제주체들의 인플레이션에 대한 기대 역시 하락하며 기대인플레이션은 2015년 1월 기준 2.6%로 2002년 2월 통계 집계 후 사상 최저치

< 예금은행 수신금리 추이 >



자료 : 한국은행.
주 : 예금금리는 잔액 기준.

< 주요 물가상승률 추이 >



자료 : 한국은행.

○ (자산시장 부진) 주식시장 부진으로 가계의 수익증권 투자가 크게 줄었으며, 부동산 시장이 부진이 장기화되고 있는 상황

- 주식시장 위축으로 가계의 수익증권⁴⁾에 대한 투자가 급감
 - 2008년까지 빠른 성장세를 보이던 수익증권은 주식시장의 부진이 장기화되며 현재까지 증가세가 정체
 - 이에 따라 M2에서 수익증권이 차지하는 비중은 2008년 14.4%에서 2013년 8.2%, 2014년(1~10월) 7.7%까지 급감

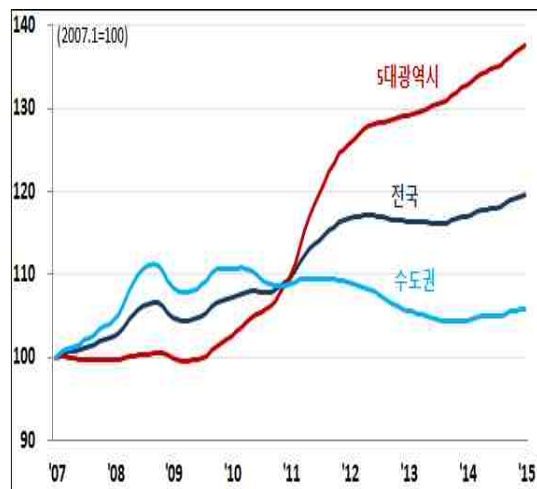
- 가계자산 중 가장 높은 비중을 차지하고 있는 부동산 시장이 2011년 이후부터 침체가 지속
 - 주택 매매 가격지수는 2011년까지 지속적인 상승세를 보였으나, 2011년 하반기부터 수도권을 중심으로 둔화세를 보임
 - 최근 9.1 부동산대책 이후 주택 매매 거래량 및 매매가격이 회복세를 보이고 있지만 가계의 전월세 부담 증가, 가계부채 부담 등으로 부동산가격 상승이 아직 본격화 되지 못하고 있음

< KOSPI지수 및 수익증권 규모 증가율 >



자료 : 한국은행, 금융투자협회.
 주 1) KOSPI지수는 말 기준.
 2) 수익증권은 원계열, 평잔.

< 주택 매매가격 지수 >



자료 : KB국민은행.
 주 : 5대광역시는 부산, 대구, 광주, 대전, 울산.

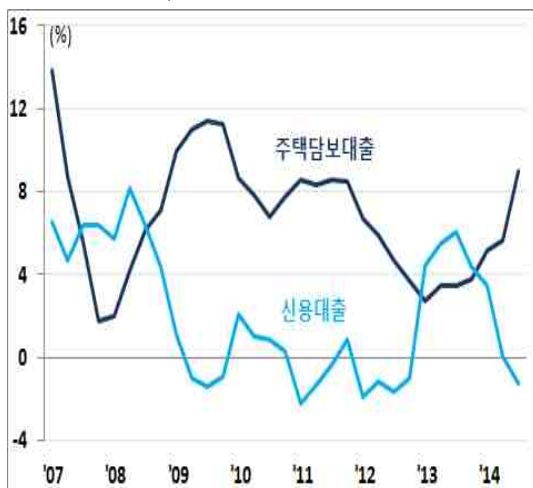
4) 자산운용회사가 투자자로부터 재산(신탁재산)을 납부 받아 유가증권 등에 투자·운용하고, 그에 따른 수익을 투자자에게 분배하는 것.

3) 금융 중개 측면

○ (은행 위험회피성향 강화) 은행의 위험 회피적, 안전우선주의적 자금관리 방식이 더욱 강화

- 은행의 자금관리방식이 위험 회피적, 안전우선주의적으로 바뀌게 될 경우 은행의 신용창조기능이 저하됨
 - 은행의 위험 회피적 자금관리로 담보가 부족한 경제주체들과 장기적으로 높은 성장이 기대되지만 일시적으로 수익성이 악화된 기업에 대한 신용창조가 적절히 이루어지지 못할 가능성
- 가계의 주택담보대출이 크게 늘어난 반면 신용대출 증가세는 정체
 - 은행의 부동산 담보 대출 증가율은 2007년부터 현재까지 연평균 6.8% 증가한 반면 신용대출 증가율은 동기간 연평균 2.1% 증가에 그침
 - 은행의 총대출금 중 주택담보대출 비중은 2007년 1/4분기 62.9%에서 2014년 3/4분기 69.8%로 증가한 반면 신용대출 비중은 동기간 24.0%에서 18.6%로 감소
- 은행은 미래 수익성 및 성장성이 크지만 리스크가 높은 중소기업대출보다는 안정적인 대기업 대출을 선호
 - 중소기업의 대출 증가율은 금융위기 이후 크게 둔화된 반면 대기업의 대출 증가율은 비교적 높은 수준을 유지하며 은행의 기업대출 중 중소기업 비중이 지속적으로 하락

< 가계 신용, 주택담보 대출 증가율 추이 >



자료 : 금융감독원.
주 : 전년동기대비.

< 대기업, 중소기업 대출 증가율 추이 >



자료 : 금융감독원.
주 : 전년동기대비.

4. 시사점

- 현재와 같은 통화승수 하락 추세가 지속된다면 완화적인 통화정책의 효과가 상쇄되며 중앙은행이 돈을 풀어도 경기가 살아나지 않는 유동성 함정 (Liquidity trap)에 빠지는 것도 배제할 수 없음
 - 통화 당국은 실물경제에 지속적으로 유동성 공급을 하고 있지만 현재와 같이 통화승수가 하락세를 보이면 정책효과가 상쇄될 수 있음
 - 완화적인 통화정책에도 불구하고 경제주체의 현금보유성향강화, 예대율 규제, 경기부진, 은행의 위험회피성향 강화 등으로 자금이 필요한 부분으로 적절히 순환하지 못하고 있음
 - 통화승수 하락이 지속된다면 가계의 소비침체와 기업의 투자 위축이 장기화 되고 중앙은행이 돈을 풀어도 경기가 살아나지 않는 유동성 함정(Liquidity trap)에 빠지는 것도 배제할 수 없음
- 정책 당국은 유효수요 창출 대책 마련, 경제주체들의 물가상승률 하락 심리 완화, 자산시장 활성화 및 금융시장의 대출 행태 개선 등의 대책 마련이 필요
 - 기업의 투자 확대, 가계의 소비여력 확충 등 유효수요 창출 대책을 마련
 - 확장적 재정정책을 비롯하여 가계의 소득을 늘려주는 정책을 추진하는 한편 저부가 내수 업종, 한계 및 차상위계층, 자영업 및 임시·일용직에 정책의 초점이 집중되도록 노력
 - 양질의 시간선택제 일자리를 확대함은 물론 적극적 일자리 매칭 서비스 등 고용서비스의 혁신과 질적 제고에도 주력
 - 투자여건을 제약하는 각종 규제를 완화하고, 세제 지원 등을 통해 투자 인센티브를 제공하여 기업들의 투자 확대 유도
 - 통화당국은 경제주체들의 인플레이션 기대심리가 더욱 낮아지는 것을 방지하고 국내 통화정책의 효과를 점검
 - 수요부진이 장기화될 경우 중앙은행은 시장상황에 선제적이고 지속적인 대응을 통

- 해 경제주체들이 미래 경제에 대한 낙관적 기대를 가질 수 있도록 정책신뢰 확보
- 기준금리에서 단기금리, 장기시장금리, 은행 예금 및 대출 금리로 이어지는 금리 파급경로의 효과 증대 방안 마련
- **주식시장 역동성 제고, 부동산 시장 정상화 등 자산시장의 활성화를 통해 시중자금의 순환을 촉진**
- 부동산 침체 지속, 전세 가격 폭등 등으로 가계의 소비가 위축되지 않도록 주택시장 안정화 대책을 지속적으로 시행
 - 주택시장 활성화를 위해 집 살 여력이 있는 가계들에 생애최초 주택구입자 지원 강화, 미분양주택 구입 시 세 부담 경감 등을 검토할 필요
 - 법적·제도적 장치를 개선함으로써 가계들이 시장에서 충분히 조정된 가격에 미분양 아파트를 구매할 수 있도록 유도
- **금융기관들의 리스크 회피 현상을 줄이고 과도한 여신규제 등을 완화**
- 은행의 정보생산 및 모니터링 기능을 강화하고 은행대출의 위험부담 수단을 확충함으로써 담보가 부족하거나 일시적으로 신용도가 낮아진 경제주체들에게 적절한 대출이 이루어지도록 유도
 - 중소기업 여신에 대한 신용보증 확대 등 민간 금융기관의 위험을 분담하는 정책적 지원 필요

김천구 선임연구원 (2072-6211, ck1009@hri.co.kr)

< 부록 > 통화유통속도 추이

○ 통화와 실물경제간의 관계를 나타내는 통화유통속도가 지속적인 하락세

- 통화유통속도는 통화 한 단위가 일정 기간 동안 각종 거래를 매개하기 위해 몇 번 유통되었는지를 나타내 주는 지표로서, 금융기관과 실물경제간의 통화 활력을 나타냄

- 화폐수량방정식인 $MV=PY$ 에 따르면, 화폐유통속도 $V=PY/M$ 으로 정의, Y는 실질 GDP, P는 GDP 디플레이터, PY는 명목 GDP를 나타냄
- 통화유통속도는 일정기간 동안 화폐가 한 개인의 소득에 유입되는 횟수를 의미

- 우리나라 통화유통속도는 주요국들과 유사하게 하락세를 지속

- 통화유통속도는 금융위기 이후 다소 증가하였으나, 2012년 이후 다시 하락세를 나타내며 2014년 3/4분기에 0.73를 기록
- 미국의 경우 2007년 1.92였던 통화유통속도는 2013년 1.51까지 하락 하였고, 유로지역 역시 2007년 1.26에서 2013년 1.07까지 하락, 중국은 2007년 0.66에서 2013년 0.533으로 하락
- 잃어버린 20년을 겪은 일본의 통화유통속도는 2013년 0.40로서 주요국 중 가장 낮은 수준을 유지

< 통화유통속도 추이 >

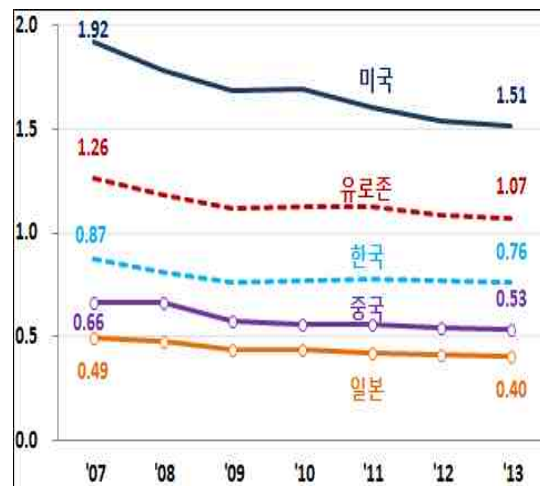


자료 : 한국은행, 현대경제연구원.

주 1) 통화유통속도=명목GDP/M2.

2) 추세선은 H-P filtering을 이용하여 산출.

< 주요국 통화유통속도 >



자료 : OECD, IMF, Eurostat.

주요 국내외 경제지표

□ 주요국 성장률 추이

구분	2013년					2014년					2015년*
	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	
미국	2.2	2.7	1.8	4.5	3.5	2.4	-2.1	4.6	5.0	2.6	3.6
유로 지역	-0.4	-0.2	0.3	0.1	0.3	0.8	0.3	0.1	0.2	-	1.2
일본	1.5	1.5	0.7	0.4	-0.4	0.1	1.4	-1.7	-0.5	-	0.6
중국	7.7	7.7	7.5	7.8	7.7	7.4	7.4	7.5	7.3	7.3	6.8

주 : 1) 2015년 전망치*는 IMF 2015년 1월 전망 기준.

2) 미국은 전기대비 연율, 유로 지역과 일본은 전기대비, 중국은 전년동기대비 기준임.

□ 국제 금융 지표

구분		2013년말	2014년		2015년		전주비
			6월말	12월말	2월 9일	2월 16일	
해외	미국 10년물 국채 금리(%)	3.03	2.53	2.22	1.98	2.05	0.07 %p
	엔/달러	105.04	101.44	119.46	118.64	118.48	-0.16 ¥
	달러/유로	1.3799	1.3645	1.2159	1.1325	1.1355	0.003 \$
	다우존스지수(p)	16,577	16,827	17,823	17,729	18,019	290 p
	닛케이지수(p)	16,291	15,162	17,451	17,711	18,005	294 p
국내	국고채 3년물 금리(%)	2.86	2.68	2.10	1.98	2.09	0.11 %p
	원/달러(원)	1,055.4	1,011.8	1,099.3	1,094.9	1,102.4	7.5 원
	코스피지수(p)	2,011.3	2,002.2	1,915.6	1,947.0	1,958.2	11.2 p

□ 해외 원자재 가격 지표

구분		2013년말	2014년		2015년		전주비
			6월말	12월말	2월 9일	2월 16일	
국제 유가	WTI	98.55	105.37	53.27	52.9	52.8	-0.1 \$
	Dubai	107.88	109.29	53.60	55.4	57.7	2.3 \$
CRB선물지수		280.17	308.94	234.05	228.47	229.76	1.29 p

1) CRB지수는 CRB(Commodity Research Bureau)사가 곡물, 원유, 산업용원자재, 귀금속 등의 주요 21개 주요 상품선물 가격에 동일한 가중치를 적용하여 산출하는 지수로 원자재 가격의 국제기준으로 간주됨.

□ 국내 주요 경제지표 추이

구 분	2012년	2013년	2014년			2015년(E)			
			상반	하반(E)	연간(E)	상반	하반	연간	
국민계정	경제성장률 (%)	2.3	3.0	3.7	3.6	3.6	3.5	3.6	3.6
	민간소비 (%)	1.9	2.0	2.0	2.6	2.3	3.0	2.6	2.8
	건설투자 (%)	-3.9	6.7	1.9	1.8	1.9	1.8	4.3	3.0
	설비투자 (%)	0.1	-1.5	7.5	3.9	5.7	4.2	6.0	5.1
	지재투자 (%)	8.6	7.3	6.5	5.9	6.2	7.3	7.0	7.1
대외거래	경상수지 (억 달러)	508	799	392	408	800	320	360	680
	무역수지 (억 달러)	283	440	202	231	433	192	234	426
	수 출 (억 달러)	5,479	5,596	2,833	2,936	5,770	2,949	3,074	6,023
	(증가율, %)	(-1.3)	(2.1)	(2.5)	(3.7)	(3.1)	(4.1)	(4.7)	(4.4)
	수 입 (억 달러)	5,196	5,156	2,631	2,705	5,336	2,757	2,840	5,597
	(증가율, %)	(-0.9)	(-0.8)	(2.6)	(4.4)	(3.5)	(4.8)	(5.0)	(4.9)
소비자물가 (평균, %)	2.2	1.3	1.4	1.9	1.7	2.0	1.9	1.9	
15~64세 고용률 (%)	64.2	64.4	65.0	65.6	65.3	66.0	66.5	66.2	

주 : E(Expectation)는 전망치.