

## 기준금리 상승이 주요 제조업에 미치는 영향과 시사점

### | 요약 |

- 높은 물가 상승 압력과 미국 금리 인상의 파급효과로 한국 기준금리는 연내 3회 이상 인상될 것으로 전망
- 한국의 금융시장은 은행 중심(Bank-based)으로 자금시장에서 간접금융이 큰 부분을 차지
  - 중소기업은 대기업에 비해 자금 조달 수단이 적어 간접금융에 크게 의존
- 통화정책 변화 시 중소기업의 대출금리 변화가 대기업의 대출금리 변화보다 민감
  - 통화정책 변화의 중소기업으로의 전가가 대기업으로의 전가보다 높은 것으로 추정
  - 장·단기적으로 금리 상승에 의한 중소기업의 이자 부담이 대기업보다 큰 폭으로 증가
- 낮은 유동성, 높은 인플레이션, 부정적 기업 체감 상황, 과도한 기업 대출 증가로 자금시장 위험도 증가
- 중소기업 비중이 높은 산업은 기준금리 상승 이후 이자보상배율이 크게 하락하고 산업 내 한계기업의 비중이 높아질 것으로 예상
- 중소기업 비중이 높은 산업에 미치는 기준금리 상승의 부정적 영향을 최소화할 수 있는 선제적 정책 필요
  - 섬유, 펄프 및 종이, 금속가공, 기타 제품 등의 경우 중소기업 비중과 산업 내 한계기업의 비중이 높게 나타남.
  - 장·단기적으로 산업의 완만한 구조조정을 위한 한계기업 대상 선별적 지원정책과 자금 조달의 직접금융 비중을 늘리기 위한 채권시장 활성화 등의 정책이 필요

■ **대내외 여건 고려 시 3월 이후 한국 기준금리 연내 3회 이상 인상 전망**

- 높아지는 물가 상승률로 인하여 목표 수준의 물가 수준에 안정될 수 있는 기준금리 인상  
에 대한 압박이 지속
  - 2022년 2월 소비자 물가 및 근원 물가는 각각 전년동월비 3.7%, 3.2% 증가
  - 2022년 소비자 물가 상승률은 지난해 수준(2.5%)을 상당폭 상회하는 3.1%대로 전망
- 미국 기준금리 연내 1.75~2.00%까지 인상 전망
  - 2022년까지 이어지는 높은 물가 상승률로 인하여 미국의 기준금리 상승에 대한 압박 증가<sup>1)</sup>
  - 3월 연준(FED)은 연내 기준금리를 1.9%, 내년 말 2.8%로 예상<sup>2)</sup>
  - 몇몇 투자은행(IB)의 경우 7회 이상의 기준금리 인상 전망<sup>3)4)</sup>
- 대내외 여건 고려 시 3월 이후 한국 기준금리 연내 3회 이상 인상 전망
  - 에너지, 원자재가격 상승, 글로벌 공급 병목 등의 영향으로 물가 상승 압력이 여전히 지속
  - 미국 금리 인상의 파급효과로 인한 자본 유출, 환율 변동성 증대 등으로 인한 국내 금융시장 불안정성 존재
  - 1월 이후 높아진 국내 물가 상승률에 따라 중립금리가 2% 수준일 것으로 예상<sup>5)</sup>
  - 연내 연준(FED)의 급격한 금리 인상 전망과 중립금리 고려 시 물가 안정 및 금융시장 안정화를 위하여 현 1.25% 수준에서 25bp씩 3회 이상 인상을 전망

〈표 1〉 국내 소비자 물가

단위: 전년동기비, %

	2020	2021			2022		
	연간	연간	2/4	3/4	4/4	2월	연간(전망)
소비자 물가	0.5	2.5	2.5 (0.5)	2.6 (0.8)	3.5 (1.0)	3.7 (0.6)	3.1
근원 물가	0.7	1.8	1.4 (0.6)	1.8 (0.5)	2.6 (0.9)	3.2 (0.4)	-

자료: 한국은행.

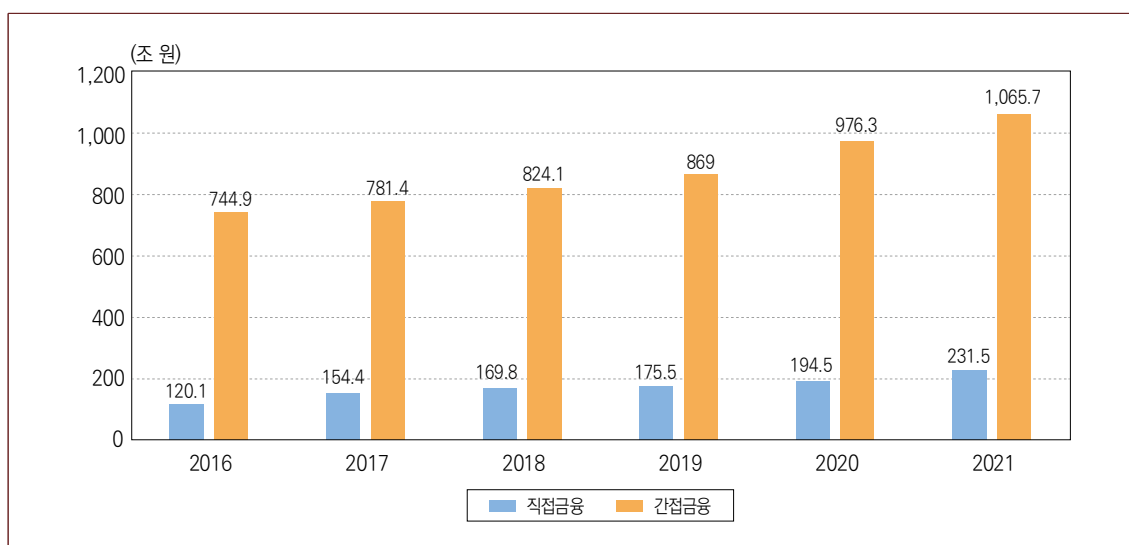
주: ( ) 안은 전기(월) 대비 증가율.

1) 2021년 12월, 2022년 1월, 2월 미국 소비자물가지수 전년동월비 각각 7.0%, 7.5%, 7.9% 증가.  
 2) 연준 의원들의 기준금리 예상치를 보여주는 점도표(Dot plot)의 평균으로 연말 1.9%, 내년 말 2.8%로 발표.  
 3) Bloomberg(2022), "Goldman Sees Fed Hiking Seven Times in 2022 Instead of Five", February 11.  
 4) Barron's(2022), "JP Morgan Now Expects Nine Straight Fed Rate Increases Until March 2023", February 19.  
 5) 한중화(2022), "1.75%로 수렴되는 중립금리...기준금리 정상화에는 어떤 영향?", 「연합인포맥스」, 1월 12일.

## ▣ 한국의 기업은 자금 조달에 있어 간접금융 방식인 은행 대출에 큰 의존

- 한국의 금융시장은 은행 중심(Bank-based)<sup>6)</sup>으로 자금시장에서 은행 대출이 큰 부분을 차지
  - 기업 자금 조달의 경우 회사채 및 주식 발행 등의 직접금융을 통한 방식과 금융기관을 통한 대출 등의 간접금융 방식이 존재
  - 금융 시스템이 시장 중심(Market-based) 국가로 분류되는 미국의 경우 기업의 자금 조달 규모 중 62%가 직접금융, 31%가 간접금융을 통해 총당하는 것으로 나타남.<sup>7)</sup>
  - 한국의 금융 시스템은 은행 중심(Bank-based)으로 자금 조달 방법으로 금융시장을 통한 직접금융(2021년도 기준 18%) 방법보다는 은행 대출을 통한 간접금융(82%)을 이용하는 경우가 대부분
- 한국 기업의 자금 조달 규모를 살펴보면 은행 대출이 큰 비중을 차지(〈그림 1〉 참조)
  - 2019년 이후 한국 기업의 자금 조달 규모는 계속하여 상승

〈그림 1〉 국내 기업 자금 조달



자료: 한국은행, 금융감독원.

주: 간접금융(은행 대출)은 잔액(stock) 자료, 직접금융은 유량(flow) 자료.

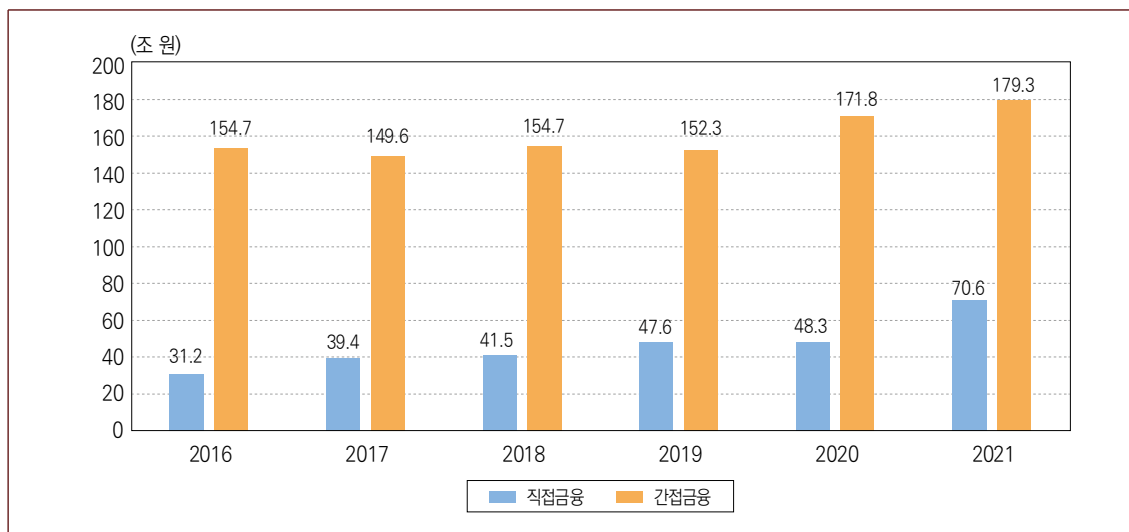
6) 한국의 예금은행 자산/시장 규모는 2019년, 2020년 각각 1.77, 1.31로 Demirgüç-Kunt Levine(1999)의 기준 1보다 큰 국가로서 은행 중심(Bank-based) 국가로 분류. World bank, "Global Financial Development"의 자료를 이용하여 저자 추정.

7) Crouzet, Nicolas(2018), "Aggregate implications of corporate debt choices", *The Review of Economic Studies*, 85.3, pp. 1635-1682.

- 직접금융 규모는 2016년 120조 1,000억 원, 2017년 154조 4,000억 원(전기비 28.6% 증가), 2018년 169조 8,000억 원(10.0%), 2019년 175조 5,000억 원(3.4%), 2020년 194조 5,000억 원(10.8%), 2021년 231조 5,000억 원(19.0%)으로 최근 해마다 상승
- 간접금융 규모는 2016년 744조 9,000억 원, 2017년 781조 4,000억 원(5.0%), 2018년 824조 1,000억 원(5.5%), 2019년 869조 원(5.4%), 2020년 976조 3,000억 원(12.3%), 2021년 1,065조 7,000억 원(9.2%)으로 최근 해마다 상승
- 코로나 팬데믹 이후 최근 2년간 직접금융 규모는 56조 원, 간접금융 규모는 196조 원 이상 상승
- 대기업의 경우 자금 조달에 있어 직접금융 방법이 비교적 쉬운 반면 중소기업의 경우 직접금융의 어려움으로 인하여 높은 간접금융 의존도를 보임(〈그림 2〉, 〈그림 3〉 참조).
  - 대기업의 경우 여러 은행 간 대출 비교가 가능하고 회사채 및 주식 발행 등의 다양한 방식으로 자금 조달이 가능
  - 중소기업의 경우 기업의 신용에 따라 직접금융을 통한 차입이 제한적이고, 대기업에 비해 접근할 수 있는 은행의 수가 적어 대출 비용이 상승<sup>8)</sup>
  - 내부 조달 등의 방법을 통해서 자금 조달이 가능하나 길어진 코로나 팬데믹 영향으로 사내 유보금 또한 한계에 도달
  - 2021년 대기업의 직접금융은 70조 6,000억 원, 중소기업의 직접금융은 5조 2,000억 원으로 대기업의 직접금융을 통한 자금 조달이 약 14배 높은 것으로 추정
  - 반면 2021년 대기업의 은행 대출은 179조 3,000억 원, 중소기업의 은행 대출은 886조 4,000억 원으로 중소기업의 은행 대출을 통한 자금 조달이 약 5배 높은 것으로 추정
  - 대기업의 대출 규모는 증감을 반복하다 2020년, 2021년 각각 전기비 12.8%, 4.4%로 2020년 이후 크게 증가
  - 중소기업의 대출 규모는 해마다 5% 이상씩 증가하는 추세

8) Bräuning, F., J. L. Fillat, and G. Joaquim(2021), "Corporate Finance and the Transmission of Shocks to the Real Economy", Research Department Working Paper, 21-18, Federal Reserve Bank of Boston.

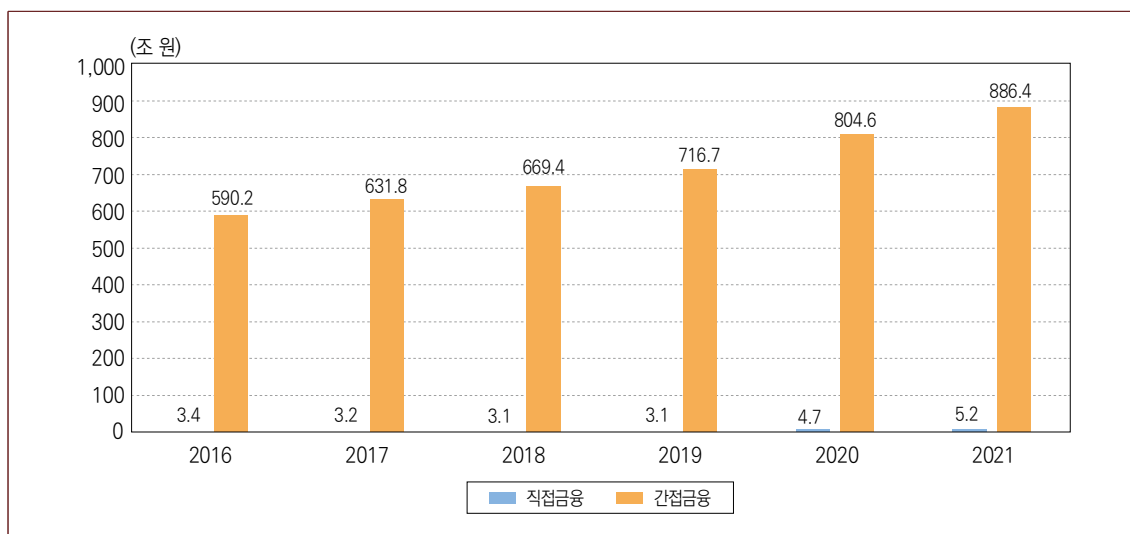
〈그림 2〉 국내 대기업 자금 조달



자료: 한국은행, 금융감독원.

주: 간접금융(은행 대출)은 잔액(stock) 자료, 직접금융은 유량(flow) 자료로서 금융채와 ABS 제외.

〈그림 3〉 국내 중소기업 자금 조달



자료: 한국은행, 금융감독원.

주: 간접금융(은행 대출)은 잔액(stock) 자료, 직접금융은 유량(flow) 자료로서 금융채와 ABS 제외.

#### ▣ 통화정책 변화 시 중소기업의 대출금리 변화가 대기업의 대출금리 변화보다 민감

- 통화정책 변화에 대한 대출금리의 전가(The pass-through of monetary policy to lending rates) 추정 결과 중소기업으로의 전가가 대기업으로의 전가보다 높은 것으로 추정<sup>9)</sup>

9) 한국은행 경제통계시스템(ECOS)의 2004년 7월부터 2021년 12월까지의 월별 데이터와 벡터오차수정모형(VECM)을 이용하여 저자 추정(부록 참고).

- 통화정책 변화에 대한 금리 변화 측정을 위해 KORIBOR(3M)을 이용
- 모형 추정 결과 대기업의 경우 0.57, 중소기업의 경우 0.64로 추정<sup>10)</sup>
- 통화정책 변화로 인하여 금리가 1% 인상 시 중소기업의 경우 0.64% 이상 상승함을 의미
- 직접금융 변수를 고려한 모형에서도 중소기업 대출금리로의 전가가 0.64, 대기업의 대출금리로의 전가가 0.60으로 추정<sup>11)12)</sup>
- 장기 균형도 중소기업의 가산금리와 통화정책에 대한 대출금리 변화가 대기업보다 큰 것으로 추정
  - 모형 추정 결과 장기 균형에서 중소기업의 가산금리는 1.69%, 대기업의 가산금리는 1.17%로 추정
  - 통화정책 변화에 대한 대출금리의 변화를 나타내는 기울기 또한 중소기업의 경우 1.23, 대기업의 경우 1.14로 추정
  - 직접금융 변수를 고려한 모형에서도 기울기가 중소기업의 경우 0.90, 대기업의 경우 0.82로 추정
  - 직접금융 변수의 경우 중소기업, 대기업 각각 -0.0017, -0.0024로서 직접금융의 크기가 1조 원 증가할 때 중소기업, 대기업의 대출금리는 각각 0.0017%, 0.0024% 감소하는 것으로 추정
  - 2021년 기준 대기업의 직접금융의 크기는 70조 6,000억 원, 중소기업의 직접금융의 크기는 5조 2,000억 원인 것을 고려할 때 중소기업의 직접금융으로 인한 대출금리 하락효과는 작은 것으로 판단
  - 이는 중소기업의 경우 대출금리 결정에 있어 가산금리가 대기업보다 높을 뿐 아니라 통화정책 변화에도 더 민감하게 반응하고 직접금융으로 인한 대출금리 하락효과도 미미한 것을 의미
- 실증 분석 결과는 장·단기적으로 금융긴축에 의한 중소기업의 이자 부담이 대기업보다 큰 폭으로 증가함을 시사

10) 기존 연구에서 36개국 데이터의 패널 분석 결과 통화정책 변화에 대한 대출금리의 전가는 0.69로 추정. 김현석(2021), "Chapter 1. Bond market development and monetary policy pass-through to bank lending rates", 『Essays on financial economy』, 서울대학교 박사학위논문.

11) 직접금융 변수로서 금융채와 ABS를 제외한 금액 사용.

12) 직접금융 변수의 경우 단기에 주는 영향은 통계적으로 유의하지 않게 추정됨.

- 은행 대출을 이용하는 경우 대기업은 여러 은행을 통해 대출을 비교함으로써 대출금리를 낮출 가능성이 있지만, 중소기업은 대기업과 비교하였을 때 접근 가능한 은행 수가 적다는 점에서 대출금리를 낮출 가능성이 작음.
- 또한 사내 유보금, 직접금융 등을 활용 가능한 대기업과는 달리 은행의 대출을 통해 자금 대부분을 조달하는 중소기업의 경우 금리 상승으로 인한 이자 부담이 대기업에 비해 큰 폭으로 증가할 수 있음.
- 코로나로 인한 매출 부진으로 신용평가가 낮아진 기업은 은행을 통한 자금 조달에 있어 이자 부담이 더욱 커질 것으로 전망
- 정부 지원 등을 통해 자금 조달이 가능하나 긴축적인 통화정책으로 인한 지원 축소가 있는 경우 이자 부담 비용이 큰 폭으로 커질 것으로 전망

#### ▣ 과거 금융위기 기간에 비해 상승한 자금시장의 위험도(〈표 2〉 참조)

- 자금시장 상황 변화로 과거 금융위기 기간 이후 금리 상승 시점과 비교하였을 때 금리 인상이 기업의 이자 비용에 미치는 부정적 영향 확대
  - 코로나 장기화로 인하여 자금시장의 위험도 증가
  - 2008년 금융위기 이후 금리 인상 기간인 2010년 10월, 12월과 비교 시 화폐 금융시장의 유동성 지표가 악화<sup>13)</sup>
  - 이는 화폐 금융시장의 유동성이 하락했음을 의미
  - 실물경기의 경기지수는 과거 금융위기 이후 통화 긴축 시기에 비해 양호하나 인플레이션, 기업 체감 상황은 악화
  - 주식시장의 지표는 과거에 비해 양호하나 자금 조달시장의 간접금융(은행 대출) 규모는 과도하게 커짐과 동시에 채권시장의 지표는 악화
  - 주식시장의 경우 최근 IPO에 대한 높은 관심도 증가로 인한 지표 상승으로 해석
  - 대출의 경우 과거에 비해 과도하게 증가하였고 채권시장의 경우 과거와는 다르게 더딘 증가
  - 화폐 금융시장의 유동성은 하락하였지만, 자금 조달시장의 수요는 증가하고 기업들이 체감하는 상황이 악화하여 전반적으로 자금시장 위험도 상승

13) 2010년 10월, 12월은 각각 기준금리 25bp(0.25%) 인상 시기로 2008년 금융위기 이후 통화 긴축정책 시행 시기.

- 이는 자금시장이 과거 금융위기 이후 기간과는 다르게 유동성은 하락하고, 기업 체감 상황은 더 안 좋으며, 높은 인플레이션과 과도한 은행 대출 증가에 대한 위험에 노출되었다고 볼 수 있음.
- 결국 자금시장 위험도의 증가와 대기업보다 높은 통화정책의 전가로 인하여 중소기업 비중이 높은 산업은 금리 인상효과가 크게 나타날 것으로 예상

〈표 2〉 자금시장 위험도<sup>14)15)</sup>

단위: 전년동기비, %

		화폐 금융시장			실물경기		기업 체감 상황		자금 조달시장		
		유동성	신용공급 역량	신용 위험	경기 지수	인플 레이션	실적 BSI	자금 BSI	간접 금융	주식 시장	채권 시장
금융위기 이후	2010년 10월	0.58	0.90	0.19	-0.37	1.12	1.48	1.27	-0.95	-0.27	1.20
	2010년 12월	0.44	0.77	0.24	-0.28	0.94	1.59	1.46	-1.10	-0.09	-0.02
코로나 이후	2021년 10월	0.15	-1.60	-0.51	0.55	1.45	1.14	0.31	0.18	0.08	0.12
	2021년 12월	0.26	-1.72	-0.27	1.37	1.56	1.25	0.69	0.32	4.24	-0.26

자료: 한국은행, 금융감독원.

■ 중소기업의 비중에 따라 금리 인상이 이자보상배율<sup>16)</sup>에 미치는 산업별 영향이 달라질 것으로 예상(〈표 3〉 참조)

- 전 산업에서 중소기업의 비중을 살펴보면 기업 수 기준 99.92%, 매출액 기준 48.73%이며, 제조업의 경우 중소기업의 비중이 매출액 기준 37.04%로 나타남.<sup>17)</sup>
  - 부가가치 기준 제조업의 중소기업 비중은 39.47%로 나타남.
  - 제조업 내 산업별 중소기업의 비중이 높은 산업을 살펴보면 인쇄 및 기록매체 100%(100%), 기타 제품 90.80%(90.48%), 섬유 88.02%(93.17%), 목재 및 나무 86.50%(81.56%), 금속가공 82.64% (76.47%) 순으로 나타남.<sup>18)</sup>

14) 노영진·김진웅·신종원(2012), 「국내 기업의 자금조달구조 분석 및 시사점」, 산업연구원을 참고하여 저자 추정.

15) 화폐 금융시장 유동성, 실물경기, 기업 체감 상황의 경우 지표 값이 작을수록 위험도가 증가하고, 화폐 금융시장의 신용공급 역량과 신용위험, 인플레이션은 지표 값이 클수록 위험도가 증가하며, 자금 조달시장은 지표 값이 클수록 전년동월비 시장 크기가 증가함을 의미(부록 참고).

16) 이자보상배율 = (영업이익)/(이자 비용).

17) 통계청, 「중소기업실태조사」를 이용하여 저자 추정.

18) ( ) 안은 중소기업의 부가가치 생산 비중.



〈표 3〉 제조업 내 중소기업 비중(2019년)

단위: 조 원, %

	매출액			부가가치		
	전체	중소기업	중소기업 비중	전체	중소기업	중소기업 비중
식료품	1,165.9	590.7	50.66	277.1	160.8	58.03
음료	114.4	22.7	19.87	64.2	15.8	24.59
담배	42.3	0.0	0.03	23.7	-	-
섬유	350.4	308.4	88.02	69.7	64.9	93.17
의복 및 모피	435.9	256.2	58.78	72.5	43.2	59.56
가죽, 가방 및 신발	107.2	82.3	76.79	19.7	13.0	66.21
목재 및 나무	98.5	85.2	86.50	21.0	17.1	81.56
펄프 및 종이	291.6	191.7	65.73	80.9	58.9	72.77
인쇄 및 기록매체	133.7	133.7	100.00	24.0	24.0	100.00
코크스, 연탄 및 석유정제품	1,267.2	16.3	1.29	242.3	5.4	2.23
화학물질 및 화학제품	2,016.0	406.3	20.15	476.2	142.6	29.94
의료용 물질 및 의약품	305.1	66.3	21.73	136.2	50.1	36.81
고무 및 플라스틱	824.6	572.3	69.40	259.5	185.0	71.28
비금속 광물	475.1	267.2	56.23	149.6	103.5	69.20
1차 금속	1,567.5	417.1	26.61	308.7	113.6	36.80
금속가공	1,051.3	868.8	82.64	299.8	229.3	76.47
전자, 컴퓨터 및 영상	3,760.8	564.3	15.01	1367.2	124.4	9.10
의료 및 정밀기기	340.8	227.8	66.85	115.2	84.9	73.77
전기장비	992.4	504.8	50.87	294.5	146.2	49.63
기타 기계	1,465.1	981.8	67.01	448.6	314.6	70.12
자동차 및 트레일러	2,549.8	521.9	20.47	553.9	179.7	32.44
기타 운송장비	544.3	122.8	22.56	167.5	45.1	26.96
가구	161.2	119.8	74.32	31.5	27.0	85.55
기타 제품	143.2	130.0	90.80	23.4	21.1	90.48

자료: 통계청, 「광업 제조업 조사, 「기업통계등록부(Statistical Business Registers)」.

주: -는 비밀 보호 및 자료 없음.

- 제조업 내 산업별 중소기업의 비중이 낮은 산업은 담배 0.03%, 석유정제(코크스, 연탄 및 석유정제품) 1.29%(2.23%), 전자, 컴퓨터 및 영상 15.01%(9.10%), 자동차 및 트레일러 20.47%(32.44%) 순으로 나타남.
- 중소기업의 비중이 높은 산업에서는 금리 상승으로 인한 이자보상배율 하락이 두드러지게 나타날 것으로 예상
  - 기준금리 인상 시 기업들의 재무안정성에 미치는 영향은 중소기업이 대기업에 비해 더 큰 것으로 나타남.<sup>19)</sup>

19) 강창모·전상경(2021), 「인플레이션, 양적 완화 축소 및 금리 인상의 영향과 향후 중소기업 지원정책 방향 연구」, 중소기업중앙회.

- 대출시장에 대한 의존성이 높아 중소기업 비중이 높은 산업은 기준금리 인상 이후 이자 보상배율이 크게 하락할 것으로 예상
- 이자보상배율 하락은 결국 한계기업으로의 높은 전환 가능성으로 연결되어 이들 산업의 한계기업 비중이 매우 높아질 것으로 예상

▣ 해마다 높아지는 제조업 내 한계기업 비중<(표 4) 참조>

<표 4> 제조업 내 한계기업 현황(2020년)

단위: %

	전체		대기업		중소기업	
	기업 수 기준	매출액 기준	기업 수 기준	매출액 기준	기업 수 기준	매출액 기준
식료품	12.7	4.68	8.89	4.34	22.22	18.87
음료	11.11	1.64	0	0	25	34.07
담배	0	0	0	0	0	0
섬유	45.45	25.83	20	12.56	66.67	67.83
의복 및 모피	18.52	3.47	0	0	38.46	37.07
가죽, 가방 및 신발	0	0	0	0	0	0
목재 및 나무	0	0	0	0	0	0
펄프 및 종이	12.5	10.67	15.38	12.26	9.09	1.75
인쇄 및 기록매체	0	0	0	0	0	0
코크스, 연탄 및 석유정제품	0	0	0	0	0	0
화학물질 및 화학제품	10.16	1.21	5.41	0.93	16.67	10.14
의료용 물질 및 의약품	25.34	3.33	4.62	1.45	41.98	20.34
고무 및 플라스틱	17.39	4.2	8	2.38	28.57	29.76
비금속 광물	14.29	1.19	4.35	0.19	33.33	18.08
1차 금속	13.89	3.72	10.64	3.25	20	18.54
금속가공	16.67	10.37	8.33	7.83	27.78	30.17
전자, 컴퓨터 및 영상	20.09	9.17	15.79	8.96	23.13	20.28
의료 및 정밀기기	19.4	5.59	0	0	26.53	14.97
전기장비	8.2	0.99	4	0.63	11.11	5.25
기타 기계	11.11	2.96	2.47	1.26	18.89	14.54
자동차 및 트레일러	23.53	3.42	21.67	3.22	28	20.69
기타 운송장비	42.86	33.95	40	33.98	45.45	31.92
가구	0	0	0	0	0	0
기타 제품	33.33	17.24	0	0	42.86	45.96

자료: 최현경·안지연(2021), 「한계기업 결정요인 분석과 코로나19 이후 기업구조조정에 대한 시사점」, 산업연구원.

- 제조업 내 한계기업 비중이 2017년 이후 계속하여 증가<sup>20)</sup>
  - 2020년 제조업 내 한계기업 수는 1,267개로 전체 기업 중 15.63%를 차지<sup>21)</sup>
  - 대기업 내 한계기업 비중은 8.24%, 중소기업 내 한계기업 비중은 23.24%로 중소기업의 한계기업 비중이 대기업 비중을 크게 상회
  - 제조업 내 산업별 한계기업 현황을 살펴보면 펄프 및 종이 산업을 제외한 전 산업에서 중소기업의 한계기업 비중이 대기업의 한계기업 비중보다 높게 나타남.
  - 매출액에서 한계기업이 차지하는 비중이 높은 산업을 살펴보면 기타 운송장비(33.95%), 섬유(25.83%), 기타 제품(17.24%), 펄프 및 종이(10.67%), 금속가공(10.37%) 순으로 나타남.
- 중소기업 비중이 높은 산업에서는 기준금리 인상 이후 한계기업의 비중이 많이 늘어날 가능성 내재
  - 코로나 장기화로 인하여 정부 지원을 받는 중소기업의 비중이 증가한 상황에서 정부 지원이 축소되면 기준금리 인상으로 한계기업으로 전환될 가능성 증가
  - 중소기업 비중이 높은 산업은 높은 통화정책의 전가와 자금시장 위험도로 인하여 이자보상배율 하락과 산업 내 한계기업 비중 증가라는 리스크에 직면

## ▣ 금리 인상의 주요 산업별 영향 및 시사점

- 2008년 금융위기 때와는 다른 경제 상황으로 높은 인플레이션과 국제 공급망 악화, 러시아의 우크라이나 침공, 유가 상승 등의 대내외 경제적 위험성 증대
  - 생산자 물가 상승률 상승 시 중소기업의 영업이익 및 순이익이 대기업에 비해 큰 폭으로 감소<sup>22)</sup>
  - 기준금리 상승 시 중소기업의 이자보상배율이 큰 폭으로 하락<sup>23)</sup>
  - 대내외 경제적 위험과 자금시장 악화로 중소기업의 자금 조달 비용은 대기업에 비해 더 큰 폭으로 증가할 것으로 예상

20) 최현경·안지연(2021), 「한계기업 결정요인 분석과 코로나19 이후 기업구조조정에 대한 시사점」, 산업연구원.

21) 상장기업 기준.

22) 생산자 물가 상승률 1% 증가 시 중소기업의 영업이익률과 순이익률은 각각 0.27%, 0.26% 감소, 대기업은 각각 0.09% 감소와 유지로 나타남. 강창모·전상경(2021), 「인플레이션, 양적 완화 축소 및 금리 인상의 영향과 향후 중소기업 지원정책 방향 연구」, 중소기업중앙회 참조.

23) 기준금리 1% 상승 시 중소기업과 대기업의 (이자비용/영업이익)은 각각 8.45%, 5.13% 증가. 강창모·전상경(2021), 「인플레이션, 양적 완화 축소 및 금리 인상의 영향과 향후 중소기업 지원정책 방향 연구」, 중소기업중앙회 참조.

- 중소기업의 재무건전성 악화는 중소기업 비중이 높은 산업의 이자보상배율에 부정적 영향을 더욱 크게 미칠 수 있음.
  - 기준금리 상승은 기업의 이자 부담을 증가시키고 재무건전성을 악화시켜 산업 내 한계기업의 비중이 증가<sup>24)</sup>
  - 부실기업의 증가는 결국 산업의 부실성을 증대시키고 저금리와 코로나 특별금융에 의존하던 기업 일부는 기준금리 상승으로 인하여 더 큰 어려움에 직면<sup>25)</sup>
  - 특히, 섬유, 펄프 및 종이, 금속가공, 기타 제조업의 경우 중소기업 비중(매출액 기준 65% 이상, 부가가치 기준 70% 이상)과 산업 내 한계기업의 비중이 높게 나타남(10% 이상).
  - 기타 운송장비도 중소기업의 비중이 낮은 편에 속하나 산업 내 한계기업의 매출액 비중이 33.95%로 높게 측정
  - 이들 산업은 기준금리 상승 이후 이자보상배율에 미치는 부정적 영향이 커지고 한계기업의 비중이 증가할 것으로 예상
- 기준금리 상승의 부정적 영향을 최소화할 수 있는 선제적 정책 필요
  - 한정된 자금 조달 수단을 가진 중소기업의 경우 기준금리 상승으로 인한 이자 부담이 늘어 일시적으로 산업 내 부실기업이 늘어날 수 있음.
  - 장기적으로 한계기업 퇴출 및 산업, 기업 구조조정을 통한 산업 재편이 필요하나 현재 악화된 자금 조달시장 상황과 경기에 부정적 영향을 주는 대내외 여건 고려 시 급격한 통화 긴축정책은 산업의 이자보상배율 하락 등의 부정적 영향 극대화
  - 단기적으로 중소기업의 주요 자금 조달 수단인 기업 대출에 추가적인 만기 연장, 상환 유예, 중단기 고정금리 상품 등의 금융 지원정책이 필요
  - 이후 산업의 완만한 구조조정을 위하여 단계적으로 코로나로 인한 한시적 한계기업인지를 판단, 선별하여 추가 지원하는 정책이 필요
  - 장기적으로 중소기업의 직접금융을 통한 자금 조달 비중을 늘리기 위해 중소기업의 채권 발행 지원 등을 통하여 채권시장 활성화를 위한 정부 정책이 필요

24) 금리 1% 상승 시 일시적 한계기업 비중이 4.0% 증가하는 것으로 추정. 최현경(2021), “한계기업 현황과 지원기준”, 「월간 KIET 산업경제」, 2021. 9월호, 산업연구원 참조.

25) 오영석·박성근·천가현(2022), “산업과 기업의 부실 징후 변화와 시사점”, 「i-KIET 산업경제이슈」, 제129호, 산업연구원.

## 〈 부 록 〉

### ■ 통화정책 변화에 대한 대출금리의 전가(The pass-through of monetary policy to lending rates) 추정 방법

- 통화정책 변화에 대한 대출금리의 전가를 추정하기 위해 다음과 같은 벡터오차수정모형(VECM)을 활용함.

$$\Delta x_t = \sum_{i=1}^L a_i \Delta x_{t-i} + b EC_{t-1} + c + \epsilon_t$$

$$x_t = \begin{pmatrix} MP_t \\ LR_t \end{pmatrix}, \quad EC_t = LR_t - \beta_1 MP_t - \beta_0$$

- MP, LR은 각각 통화정책금리, 대출금리로서 각각 KORIBOR(3M) 자료와 중소기업, 대기업의 대출금리를 활용하여 추정
- EC는 오차수정항(Error correction term)으로 두 금리 간의 장기 균형을 보여줌.
- 시차 L은 BIC(Bayes information criterion) 기준에 따라 1로 설정
- 공적분 추정 결과 변수 간의 1개의 공적분 관계 존재
- 추정 결과 통화정책 변화에 대한 대출금리의 전가를 나타내는  $a_1$  값이 중소기업 모형과 대기업 모형 추정 결과 각각 0.64, 0.57로 추정
- 장기 균형을 나타내는 오차수정항 추정 결과 중소기업 모형에서는  $\beta_0$ ,  $\beta_1$  값이 각각 1.69, 1.23으로 추정
- 대기업 모형에서는  $\beta_0$ ,  $\beta_1$  값이 각각 1.17, 1.14로 추정
- 직접금융 변수를 추가한 모형은 다음과 같은 벡터오차수정모형(VECM)을 활용함.

$$\Delta x_t = \sum_{i=1}^L a_i \Delta x_{t-i} + b EC_{t-1} + c + \epsilon_t$$

$$x_t = \begin{pmatrix} MP_t \\ LR_t \\ Direct_t \end{pmatrix}, \quad EC_t = LR_t - \beta_1 MP_t + \beta_0 Direct_t$$

- 기본모형에서 직접금융 변수(Direct)를 추가하여 추정

- 직접금융의 크기는 금융채와 ABS를 제외한 대기업, 중소기업의 직접금융 자료 활용
- 추정 결과 통화정책 변화에 대한 대출금리의 전가를 나타내는  $a_1$  값이 중소기업 모형과 대기업 모형 추정 결과 각각 0.64, 0.60으로 추정
- 추정 결과 직접금융 변화에 대한 대출금리의 변화를 나타내는  $a_2$  값은 중소기업 모형과 대기업 모형 모두 통계적으로 유의하지 않음.
- 장기 균형을 나타내는 오차수정항 추정 결과 중소기업 모형에서는  $\beta_0, \beta_1$  값이 각각 0.90, 0.0017로 추정
- 대기업 모형에서는  $\beta_0, \beta_1$  값이 각각 0.82, 0.0024로 추정
- 자금시장 위험도 추정<sup>26)</sup>
  - 2008년 1월부터 2021년 12월까지의 월별 금융시장 지표를 이용하여 자금시장 위험도 추정
  - 각 지표의 구성 변수에 대한 정규화(normalization)를 실시한 뒤 단순 평균하여 추정
  - 금융위기 이후 기간과 비교하여 화폐 유동성이 크게 하락
  - 어음부도율과 대출연체율은 소폭 하락하고 요구불예금 회전율이 감소
  - 신용 스프레드 또한 감소하여 신용공급역량과 위험은 양호
  - 실물경기지수는 양호하나 에너지, 원자재가격 상승, 글로벌 공급 병목 등의 영향으로 물가 상승 압력이 높아지며 인플레이션 지표 악화
  - 기업경기 BSI의 경우 업황 실적과 자금 상황 모두 금융위기 이후 기간보다 감소하여 기업 체감 상황은 악화
  - 금융시장의 유동성이 낮고 기준금리 상승 압력이 높은 상황에서 높은 기업대출금 증가는 조달시장을 악화시키는 요인
  - 직접금융시장의 경우 최근 증가한 IPO의 관심 등의 영향으로 주식시장은 양호하나 채권 시장은 악화
  - 각 지표의 구성 변수는 아래 <부표> 참고

26) 각 지표의 자세한 설명은 노영진·김진용·신종원(2012), 「국내 기업의 자금조달구조 분석 및 시사점」, 산업연구원 참고.

## 〈부표〉 자금시장 위험도 구성 변수

분류	지표	구성 변수	자금시장 위험도 영향
화폐 금융시장	유동성	통화승수	-
		M2 증가율	-
	금융기관 신용공급역량	요구불예금 회전율	+
		어음부도율	+
		대출연체율	+
신용위험	신용 스프레드	+	
실물경기	실물경기	동행지수 순환변동치	-
	인플레이션	소비자 물가(전년동기비 증가율)	+
		생산자 물가(전년동기비 증가율)	+
기업 체감 상황	업황 BSI	기업경기 BSI(업황 실적)	-
	자금 상황 BSI	기업경기 BSI(자금 상황)	-
자금 조달시장	간접금융	기업대출금 증가율	+
	회사채시장	신규 회사채 발행액	-
	주식시장	신규 주식 발행액	-

자료: 노영진·김진웅·신종원(2012), 「국내기업의 자금 조달구조 분석 및 시사점」, 산업연구원.

