금리 정책에 고려해야 할 것들

현대경제연구원 연구위원 노진호

2006년에는 콜 금리의 인상 기조가 유력하다. 미국 등 다른 나라들의 정책 금리가 인상돼 내외 금리 역전에 의한 자본 이탈의 우려가 있고, 무엇보다 국내 경기가 회복 국면에 진입한 것으로 판단되기 때문이다. 그러나 회의적인 견해도 다수 존재한다. 콜금리 인상이 그리 쉽지 않을 것이라는 시각인데, 대략적으로나마 그 이유를 소개하면 다음과 같다.

첫째, 외환위기 직후와 달리 급격한 자본유출을 걱정할 상황은 아니다. 오히려 금리 동결 등으로 내외 금리의 역전을 용인하는 게 바람직할 수도 있다. 급격하지만 않다면, 완만한 자본 유출로 환율 상승을 유도하는 게 수출 증가에 도움이 되기 때문이다.

둘째, 2006년에도 경기 회복은 매우 더딜 것이다. 아직까지 소비와 투자 지표가 크게 개선되지 않았으며, 가계 부채라든지 투자 불확실성 문제 등으로 인해 앞으로도 내수가 크게 회복되기는 어렵다.

셋째, 물가가 안정되고 있다. 2005년 하반기 들어 유가 상승세가 지속되는 가운데 경기도 다소 나아지는 모습을 보였으나, 물가는 오히려 3%대에서 2%대로 떨어졌다. 한국은행법에 규정된 한국은행의 목표는 물가 안정이다. 내년에 경기가 설령 나아지더라도 물가가 크게 상승하지 않는다면, 금리도 섣불리 올려서는 안 된다.

그러나 이상의 견해에 대해서는 다음과 같은 반론을 제기할 수 있다. 첫째, 우리나라는 개발도상국이니만큼 정책 금리로 자본 유출입과 환율을 조절하는 것은 위험하다. 해외 금리보다 너무 낮은 수준의 금리를 유지하면 장기 균형 환율과 단기 환율 사이의 괴리가 커져 환율의 오버 슈팅(overshooting), 또는 환율의 급등락이 야기될 수 있다.

둘째, 금리의 경기 조절 능력이 매우 약화되고 있다는 점을 고려해야 한다. 최근 2~3년간 금리를 충분히 낮추었음에도 불구하고 소비와 투자는 오히려 위축되었으며, 자금의 단기 부동화와 자산 버블만 야기되었다. 금리를 적정 수준으로 복귀시켜 자원 배분의 왜곡을 막고 경기 조절 기능을 회복하는 게 순리에 맞다.

셋째, 최근에 물가가 안정적이기는 하나, 물가 안정은 그 자체가 목적은 아니다. 물가 안정의 궁극적인 목표는 한국은행이 담보 없이 발행하는 통화의

가치를 신뢰성 있게 유지하는 것이다. 낮은 금리 수준은 부동산 등 실물 자산의 버블을 야기해 통화에 대한 신뢰를 떨어뜨릴 수 있다. 지금 물가가 낮은 이유는 중국의 저가 제품 때문이다. 따라서 통계청이 발표하는 지표 물가만 보고 금리를 너무 낮게 유지하면 자원 배분이 왜곡될 수 있다.

물론, 재반박의 여지도 있다. 그러므로 경기가 좀 나아질 것으로 예상되는 2006년에는 금리 인상 여부를 둘러싼 논쟁이 치열해질 것으로 예상된다. 그런데 위에서 언급된 바와 같이, 다음과 같은 근본적인 문제를 건드리지 않으면 금리 인상에 대한 논쟁은 자칫 공허해 질 수도 있다.

근본적인 문제란, 중앙은행의 금리 정책 결정에 과연 경기와 물가 이외의 문제, 즉 자산 가격의 문제를 끌어들이는 게 바람직 하느냐는 것이다. 여기서의 자산 가격은 부동산 가격을 의미한다. 바람직하다고 생각하는 사람들은 부동산 가격의 상승은 집세 등을 통해 시차를 두고 물가를 상승시킬 수 있다는 점을 강조한다. 즉, 부동산 가격의 상승은 기대 인플레에 반영되므로 중앙은행은 금리 정책을 수행함에 있어서 부동산 가격 상승을 염두에 두지 않을 수 없다는 것이다.

그러나 이런 주장은 논리성이 다소 떨어진다. 부동산 가격과 인플레 사이의 인과 관계가 명확하지 않다는 반론이 많기 때문이다. 그 때문인지 혹자는, 자산 가격을 고려하면 금리 정책의 불확실성이 커진다는 선진국 경제학자의 발언을 언급하면서 금리 정책과 자산 가격을 결부시키는 경제학자는 가짜(?)라는 뉘앙스도 풍긴다.

하지만 선진국과 달리 우리나라는 부동산 가격이 자원 배분을 상당히 왜곡하고 있다는 점을 진실로 고민해야 한다는 게 필자의 생각이다. 무엇보다, 선진국에서 주택 가격의 변화가 소비나 경기에 미치는 영향력은 주가의 영향력과 거의 같다. 선진국 치고 부동산 관련 세제나 통계 인프라가 제대로 정비되지 않은 나라는 거의 없다. 선진국은 세입자가 철저히 보호되고 부동산 보유 욕구도 과도하지 않다. 주택 관련 모기지 제도가 고도로 발달했다.

반면, 우리나라는 부동산 가격과 소비 사이의 관계가 명확하지 않다. 오히려 주택 가격의 상승은 자원 흐름을 왜곡한다. 집값이 오르는 시기에는 더 좋은 집으로 이사 가려고 소비를 억제하는 경향도 나타난다. 세제나 통계 인프라 부족으로 인해 부동산 가격 상승은 탈세와 근로의욕의 감소를 야기하며, 임금 인상 요구 및 노사 관계의 악화 요인으로도 작용한다.

이런 나라에서 중앙은행이 자산 가격의 변화를 외면하는 것은 너무 가혹하다. 그리고 필자가 기억하는 한 오로지 부동산 과열을 막기 위해 금리를 올

린 사례가 없는 것도 아니다. 대표적인 게 영국이다. 영국은, 목표치에 미달하는 인플레이션과 장단기 금리의 역전 등에도 불구하고 오로지 부동산 과열을 막기 위해 2003년 11월부터 2004년 8월까지 10개월 동안 다섯 차례에 걸쳐 정책금리를 1.25%p 올린 바가 있다.

그러나, 여전히 다음과 같은 반론이 가능하다. 한국은행이 자산 가격을 고려하는 게 설령 바람직하다 치더라도, 과연 그럴 정당성은 있느냐는 것이다. 한국은행법 제1조에 한국은행의 목표는 '물가 안정'으로 명시되어 있다. 그리고 아무리 봐도 자산 가격이라는 말은 없다.

맞는 말이지만, 금융 산업이 발달한 선진국일수록 법전(法典)의 문자적 구속력은 점차 약화된다고 한다. 법 경제학자들의 말을 빌리면, 이러한 태도는 법 제정 당시에 예측하지 못한 변화를 수용하기 위함이라는데, 우리나라도 이를 전향적으로 고려할 필요가 있지 않을까 생각해 본다.

어쨌든 2006년에는 금리를 올리느냐 내리느냐를 둘러싼 논쟁도 좋지만, 금리정책의 범위와 한계를 둘러싼 좀 더 본질적인 논쟁이 벌어지기를 기대한다. 그것이 금리의 가격 조절 기능을 살리고 궁극적으로는 금융시장의 불확실성을 줄이는 길이라 생각한다.