

經濟週評

세계 경제 패러다임 변화와 한국경제

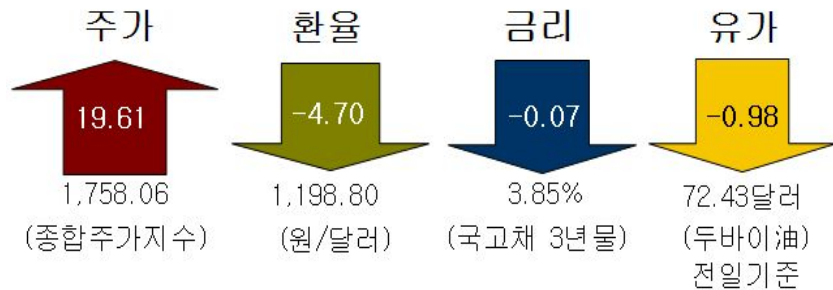
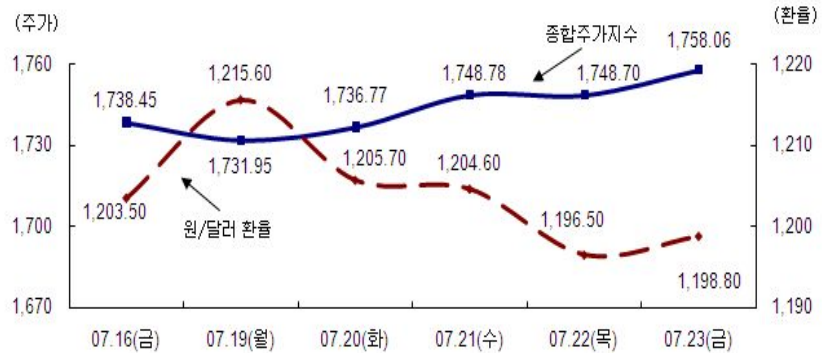
10-27(통권 407호)
2010.7.23



■ 출구전략 본격화의 파급영향과 과제 - 적정 기준금리 추정과 시사점

Better than
the Best!

週間 主要 經濟 指標 (7.16~7.23)



차 례

주요 경제 현안	1
□ 출구전략 본격화의 파급영향과 과제	
- 걱정 기준금리 추정과 시사점	1
주요 국내외 경제지표	13

□ 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 괄 : 유 병 규 경제연구본부장 (2072-6210, bkyoo@hri.co.kr)
 □ 경제연구본부 : 박 덕 배 전문연구위원 (2072-6216, dbpark@hri.co.kr)
 전 선 형 연 구 원 (2072-6214, shjeon@hri.co.kr)

Executive Summary

□ 출구전략 본격화의 파급영향과 과제 : 적정 기준금리 추정과 시사점

■ 출구전략 본격화와 배경

글로벌 금융위기 발생 이후 경기회복과 금융시장 안정을 위해 취해진 비상 금융완화 조치로부터의 탈출, 이른바 출구전략이 본격화되었다. 지난 7월 8일 금융통화위원회에서 기준금리를 2.25%로 0.25%p 인상하였다. 경기여건 호전으로 2010년 3월 이후 생산자물가가 빠르게 상승하고, 뒤를 이어 소비자물가도 상승하는 등 물가상승 압력이 거세질 뿐만 아니라 초저금리 상태에서 원활하지 못했던 금리정책, 자산시장 안정 등의 금리 본연의 경제적·시장적 기능을 회복시킬 필요성이 강조되고 있기 때문이다.

■ 적정 기준금리 추정과 파급영향

대부분의 중앙은행이 참고하고 있는 테일러준칙을 이용하여 추정된 적정 기준금리는 글로벌 금융위기로 크게 떨어졌다가 빠르게 반등하면서 2010년 1분기 현재 한국은행 기준금리를 0.26%p 상향한 2.26%로 추정된다. 2009년말 대비 GDP가 6% 성장하고 소비자 물가가 3% 상승할 경우 적정 기준금리가 3% 수준으로 추정된다.

앞으로 한국은행의 기준금리가 빠르게 상승할 경우 긍정적 영향과 부정적 영향을 동시에 생각할 수 있으나, 현재의 경제여건으로 보아 부정적 영향이 더 클 것으로 보인다. 최근의 물가상승은 경기회복, 통화급증 등의 수요요인보다 국제 유가 및 원자재 가격 상승세, 농산물 가격 상승 등 공급요인에 의해 크게 좌우되고 있어 금리인상의 물가상승 억제 효과에는 한계가 존재한다. 뿐만 아니라 금리의 경제적·시장적 기능 회복도 시장의 불안정으로 크게 나타나지 않을 수 있다. 반면 급격한 출구전략으로 부정적 영향이 민감하게 반응할 수 있다. 먼저 부동산시장의 장기침체 가능성이 커지면서 건설경기 악화가 심화될 수 있다. 둘째, 금리가 상승할 경우 가계의 이자지급 여력이 약화되어 가계부채 문제를 심화시킬 수 있다. 셋째, 기업 이자부담을 상승시킬 뿐 아니라, 자금 조달여건도 어렵게 하여 중소기업 경영여건을 악화시킬 수 있다. 넷째, 기업의 투자활동과 가계의 소비활동을 위축시키면서 실물경제 회복을 지연시킬 수 있다.

■ 시사점과 과제

적정 기준금리 상승 가능성으로 보아 출구전략이 필요하지만, 자칫 1980년대 후반 급격한 긴축정책을 편 일본처럼 어려운 상황에 빠질 수 있다. 따라서 보다 신중하게 대응할 필요가 있다. 첫째, 무엇보다도 출구전략의 연착륙 유도이다. 급격한 출구전략 사용 시 긍정적 영향 보다 부정적 영향이 빠르게 나타날 가능성이 높기 때문이다. 둘째, 중장기적인 관점에서의 탄력적 물가목표제 운용이다. 통화정책의 위기에 대한 대응력을 제고하기 위해 현재 3년으로 되어있는 물가목표 기간을 보다 5년 내외로 장기화하는 것도 고려해야 한다. 셋째, GDP갭 관리를 위해 잠재성장률을 높여야 한다. 이를 위해서는 기술혁신, 정책 및 제도의 개선 등을 통한 투입요소의 생산성 제고가 절실하다. 넷째, 풀려진 시중 유동성을 생산적인 곳으로 유도하는 자금의 선순환구조 회복이다. 정부가 추진하고 있는 녹색성장에 발맞추어 그린투자펀드 등을 통해 팽창된 유동성을 기업생산 현장에 투입하고, 획기적인 자본시장 개혁으로 은행권에 머물고 있는 단기 부동자금을 장기 자본시장으로 유도하여야 한다.

< 출구전략 본격화의 파급영향과 과제 >

출구전략 본격화	
현황과 배경	<ul style="list-style-type: none"> - 주요국 등과 함께 우리나라에서도 출구전략 시작 · 7월 금통위에서 기준금리를 0.25%p 인상 - 금융위기의 비정상적인 경제여건이 개선됨에 따른 출구전략 · 비상 금융완화 조치의 부작용(물가상승 등) 우려 · 금리정책등 면에서 금리의 경제적·시장적 기능 회복 필요

적정 기준금리 추정과 평가	
추 정	<ul style="list-style-type: none"> - '테일러 준칙'을 이용하여 적정 기준금리 추정 · 2009년 하반기 이후 적정 기준금리 빠르게 상승 · 2010년 1분기 현재 적정기준 금리 2.26% 추정
평 가	<ul style="list-style-type: none"> - 경제성장률, 인플레이션 상승에 따른 시나리오별 추정 · 2009년말대비 GDP 6%, 소비자물가 3% 상승할 경우, 적정 기준금리 3%에 근접

파급영향 전망과 정책과제	
파급 영향 전망	<ul style="list-style-type: none"> - 현 경제여건으로 보아 출구전략의 긍정적 영향은 미약 예정 · 수요보다는 비용측면의 물가상승압력 증대 · 시장 불안정으로 금리의 경제적·시장적 기능 회복 미흡 - 반대로 급격한 출구전략 시 부정적 영향 증대 우려 · 부동산시장 침체 가속과 건설업 장기불황 가능성 · 가계의 이자지급 부담 증가로 가계부채 문제 심화 · 자금부담 가중으로 중소기업 경영 여건 악화 · 소비 및 투자 위축으로 경기회복 지연
정책 과제	<ul style="list-style-type: none"> - 급격한 출구전략 자제하여 출구전략의 연착륙 유도 · 긍정적 보다 부정적 효과에 따른 상황 악화 방지 필요 - 한은의 물가목표를 장기화하여 탄력적인 통화정책 운용 · 현재 3년에서 5년 내외로 늘림 - 투입요소의 생산성을 높여 잠재성장률을 제고 · 기술혁신, 정책 및 제도의 개선 등 절실 - 금리인상보다 자금의 선순환구조 회복 노력 · 투자은행 기능 활성화로 부동산자금을 생산적인 곳으로 유도

1. 출구전략 본격화와 배경

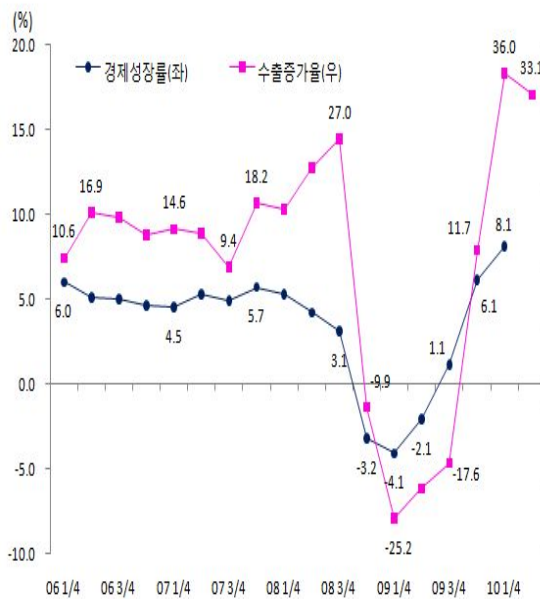
○ 글로벌 금융위기 발생 이후 경기회복과 금융시장 안정을 위한 취해진 비상 금융완화 조치로부터의 탈출, 이른바 출구전략이 시동되고 있음

- 정책당국은 글로벌 금융위기 이후 경기침체가 금융불안으로 이어지는 악순환이 반복되지 않도록 기준금리를 큰 폭으로 하향 조정
 - 미국, 유로권, 영국 등 주요 선진국들도 글로벌 금융위기에 대응하기 위해 여러 차례에 걸쳐 정책금리를 대폭 인하
 - 한국도 금융위기가 발생하자 금융통화위원회는 기준금리를 2008년 8월 5.25%에서 2009년 2월까지 2.00%로 여러 차례, 빠르고 큰 폭으로 하향 조정
 - 지난해 말부터 해외 주요국들은 정책금리를 인상하고 과잉 유동성 회수를 위한 정책을 시행하는 등 각국의 인플레이션이나 경기상황 등을 고려하여 출구전략을 추진하고 있음¹⁾
 - 미국은 지난 6월 지급준비율을 0.5%에서 0.75%로 올렸고, 중국도 2010년 들어 3차례나 지급준비율을 인상하며 유동성을 간접적으로 거둬들이고 있음
 - 경기 회복세가 약한 유럽은 재정지출을 축소하는 방향으로 출구전략을 실시하고 있는데 독일은 앞으로 4년간 800억 유로를, 프랑스는 내년부터 3년간 450억 유로, 영국은 올해부터 5년간 850억 파운드를 줄이기로 함
 - 호주는 G20 국가 중 처음으로 2009년 10월부터 출구전략을 시작하여 2010년 5월까지 3차례 정책금리를 인상
 - G7 국가로는 캐나다가 2010년 6월 1일 처음으로 기준금리를 0.25%p 인상하며 0.5%로 조정하였고, 뉴질랜드도 2010년 6월에 금리 인상에 동참
 - 2010년 정책금리를 인상하며 출구전략을 시행한 브라질, 인도, 말레이시아는 6월에 추가 금리를 조정
 - 우리나라에서도 최근 경제 여건이 빠르게 개선되면서 기준금리 인상을 통한 출구전략을 시동
 - 2010년 7월, 한국은행 금융통화위원회에서 기준금리를 2.25%로 0.25%p 상승
- 1) 금융위기 이전에는 미국의 기준금리 변동이 각국의 기준금리 조정의 기준이 되었지만, 위기 이후에는 각 국의 경제 상황에 따라 자국의 기준금리를 변동시키는 등 금융정책의 동조화가 붕괴되고 디커플링(계열화)되는 현상이 나타남

○ 출구전략의 배경은 금융위기 당시의 비정상적인 경제여건이 개선되고, 금융시장이 안정되면서 비상 금융완화조치의 부작용을 우려하기 때문임

- 국내 경제는 금융시장이 안정됨과 동시에 빠른 회복세를 시현
 - 우리나라의 2010년 1분기 경제성장률은 8.1%라는 예상외의 높은 성장률을 기록하고 고용여건도 민간부문을 중심으로 개선되자 정부는 2010년 하반기 경제성장률을 5.8%로 수정 상향 전망
 - 국내 수출 증가율도 6월에 32.4%로 3개월 연속 30%내외 증가세 지속
 - 한국의 CDS 프리미엄(5년물)은 리먼사태 이후 가장 크게 상승했던 699bp(2008년 10월 27일)의 7분의 1 수준으로 금융위기 이전 수준을 회복하면서 외국 투자자들의 국내 채권시장과 주식시장 투자가 크게 확대

< 국내 주요 경제지표 추이 >



자료: 한국은행.

< 한국 CDS프리미엄(5년물) 추이 >



자료: Reuters.

- 경기여건 호전으로 2010년 3월 이후 생산자물가가 빠르게 상승하고, 뒤를 이어 소비자물가도 상승하는 등 물가상승 압력이 거세지고 있음
 - 생산자물가 상승률은 2009년 12월에 전년동월대비 1.8%로 플러스 전환 후 2010년 2월 2.4%, 3월 2.6%, 4월 3.2%, 5월 4.6%, 6월 4.6% 등 빠르게 상승

- 소비자물가 상승률도 2010년 3월에 전년동월대비 2.3%를 기록한 후 4월 2.6%, 5월 2.7%, 6월 2.6%로 상승세 지속

< 소비자 및 생산자 물가 증감률 추이 >



자료 : 통계청 소비자 물가동향; 한국은행 생산자 물가동향.
 주 : 전년동월대비임.

- 뿐만 아니라 금융위기 이후의 초저금리 상태에서 원활하지 못했던 금리 본연의 경제적·시장적 기능을 회복시킬 필요성이 강조되고 있음
- 초저금리 상태임에도 불구하고 실물 경제 회복으로 이어지지 않는 '유동성 함정' 환경에 직면하면서 반감된 금리정책의 효과가 어느 정도 회복될 수 있음²⁾
- 실질금리 제로상태 임에도 불구하고 시장의 불안으로 주로 은행 수신에 머물고 있는 과다 유동성이 조그마한 수익성을 쫓아 나타날 수 있는 자산 버블화를 일정 정도 차단할 수 있음
- 저금리 기조가 심화되면서 자산관리 능력이 부족한 노령 이자생활자의 이자 수익이 급격히 축소되었는데, 이들의 노후소득문제가 다소 개선될 수 있음³⁾

○ 기준금리를 인상시키며 출구전략의 첫 발을 내딛은 상태에서 향후 본격화될 출구전략의 정도를 추정하고, 그 파급영향을 분석하여 이에 따른 대응과제 등을 살펴봄

- 2) 유동성 함정은 이자율이 어느 정도 이상 내려가면, 이자율 상승을 예상하는 주체가 늘어나면서 화폐에 대한 수요가 무한대로 되는 것으로써 금융정책의 효과가 없어지게 되는 것을 말하며, 최근에는 금융정책을 사용함에도 불구하고, 실물경제가 회복되지 못하는 의미로도 사용
- 3) 2010년 5월 현재 은행 정기예금(신규취급액 기준) 연평균 금리가 2.86%로서 이자소득세 15.4%와 5월 소비자 물가상승률 2.66%를 고려할 경우 실질실효이자율은 -0.25%임

2. 적정 기준금리 추정과 평가

○ 대부분의 중앙은행은 자국의 경제상황을 고려하여 테일러준칙을 이용하여 정책 기준금리를 조정하는 바, 다음과 같이 적정 기준금리를 산정함⁴⁾

- 각국의 중앙은행은 기준금리(정책금리) 수준을 정하기 위해 '테일러준칙'을 이용하며, GDP갭(산출갭)과 인플레이션갭이 클수록 명목금리 목표를 상향 조정

· 목표 명목기준금리 = 균형 명목기준금리 + α GDP갭 + β 인플레이션갭

α, β 는 각각 목표 기준금리가 산출갭과 인플레이션갭에 반응하는 정도

균형 명목정책금리는 실제 인플레이션율과 균형 실질정책금리의 합

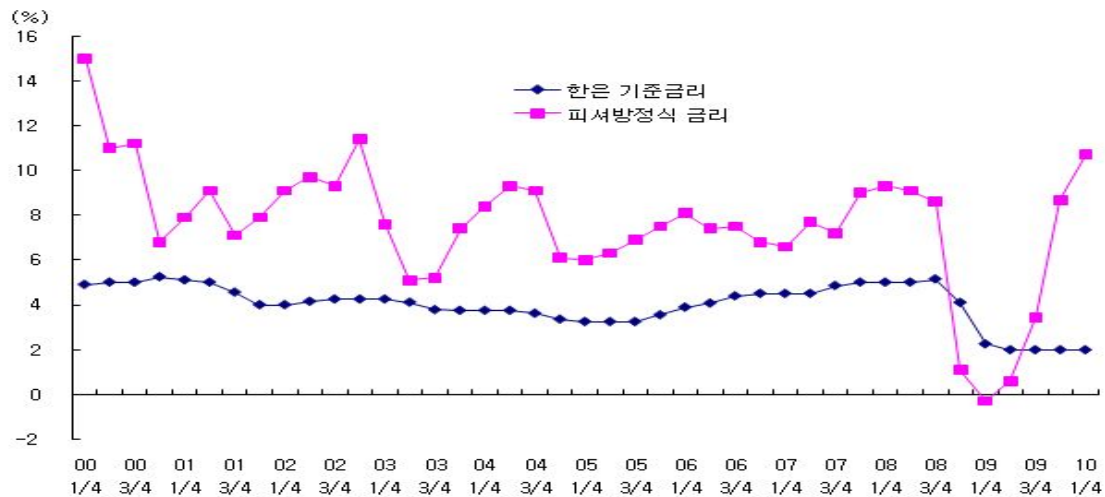
$$GDP\text{갭} = \frac{\text{실제실질 } GDP - \text{잠재실질 } GDP}{\text{잠재실질 } GDP} \times 100$$

$$\text{인플레이션갭} = \text{실제인플레이션율} - \text{목표인플레이션율}$$

- 균형 명목기준금리로 '피셔방정식 금리'보다 낮은 기준금리를 그대로 적용⁵⁾

· 낮은 발표 기준금리가 실질기준금리와 물가상승률을 고려한 것으로 가정

< 피셔방정식 금리와 낮은 기준금리 추이 >



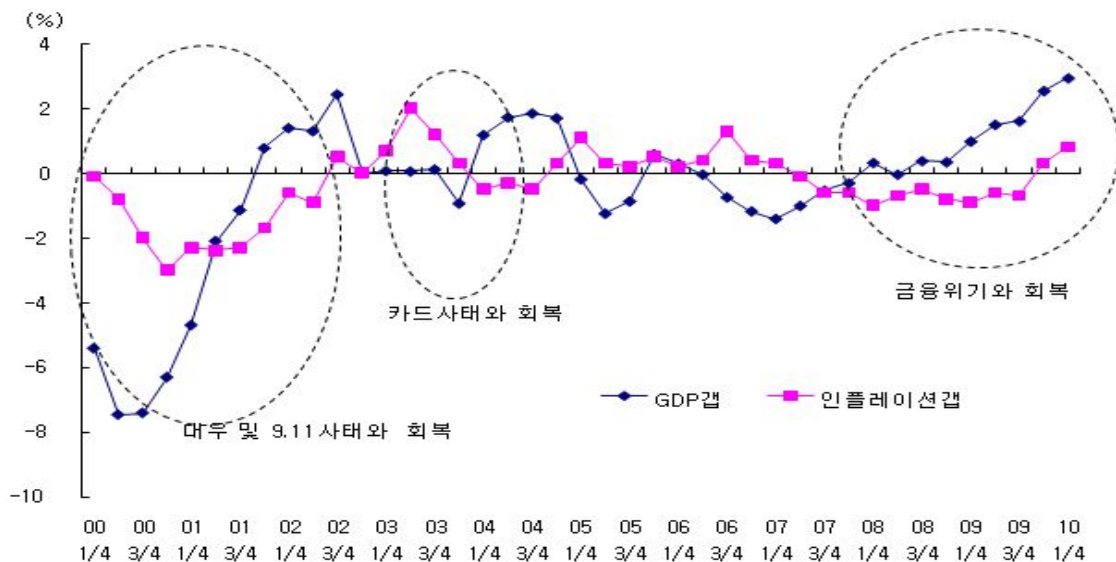
자료 : 한국은행

4) 현재 테일러준칙에 대한 평가는 엄밀한 공식이라기보다 정책금리의 바람직한 변화 방향 또는 폭을 판단하는 데 지침이 되는 일종의 시산법(rule of thumb) 정도로 보는 것이 무난. 한국은행도 기준금리 운용목표를 정할 때 내부적으로 테일러준칙과 유사한 공식을 활용하고 있는 것으로 알려져 있음. (정운찬, 김홍범 '화폐와 금융시장(울곡출판사)' p472)

5) 균형 명목기준금리 산정 시 보통 피셔방정식을 이용한 '실질경제성장률+물가상승률'을 사용하는 경우가 있는데, 그 수치가 기준금리로서 매우 클 뿐만 아니라 경제상황에 따라 변화가 심함. '피셔방정식 금리'는 일반적으로 한 국가의 적정 대표시장금리를 구할 때 사용함

- GDP갭과 인플레이션갭은 한국은행 분기데이터를 사용하여 계산하였으며, 이는 대체적으로 불황 시에는 마이너스를, 회복 시에는 플러스를 보임
 - GDP갭을 구하기 위한 잠재성장률은 한국은행에서 발표되는 1970년부터의 실질GDP를 HP 필터링한 것으로, 이를 사용하여 계산
 - 인플레이션 갭은 소비자물가상승률과 한국은행의 인플레이션 타케팅 물가를 사용
 - 2000년대 초반 IT버블 붕괴 및 9.11 사태 등으로 인한 글로벌 경제 불황 상황에서 GDP갭과 인플레이션갭이 큰 폭의 마이너스를 보이다가 빠르게 플러스로 회복되었고, 최근의 금융위기도 비슷한 양상을 보이고 있음

< GDP갭과 인플레이션갭 추이 >



자료 : 한국은행

- 한편 목표 기준금리가 GDP갭과 인플레이션갭에 반응하는 정도를 나타내는 α, β 는 각기 테일러가 미국 경제에서 제시한 $\alpha = \beta = 0.5$ 를 선택⁶⁾
 - 테일러는 $\alpha = \beta = 0.5$ 를 대입하여 계산된 목표 정책금리가 실제 미국의 화폐금융정책을 비교적 잘 설명한 것으로 판단

6) 우리나라의 α, β 를 구하기 위하여 대표 시장금리인 3년만기 국채수익률과 각기 GDP갭과 인플레이션갭간의 다음의 회귀분석식을 추정하였음. 추정된 $\alpha = 0.80, \beta = 0.83$ 를 사용한 적정기준금리 추이는 $\alpha = \beta = 0.5$ 와 크게 차이가 없음

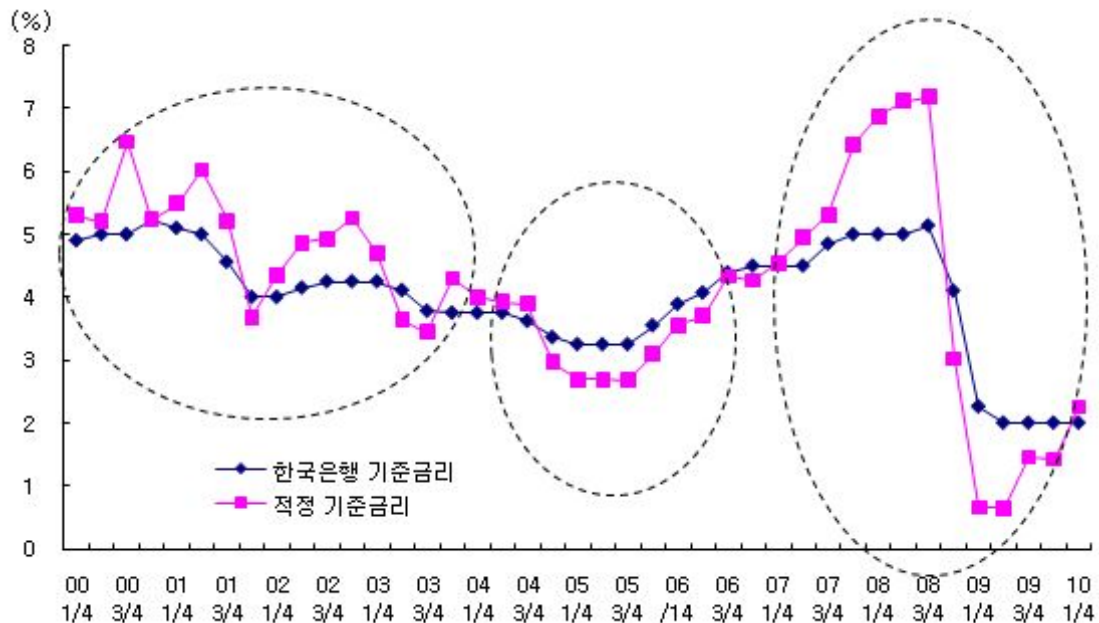
$$\ln(1 + \text{국채수익률}) = \alpha \ln(1 + \text{GDP갭}) + \beta \ln(1 + \text{인플레이션갭})$$

- 이는 GDP갭과 인플레이션갭이 각기 1% 증가할 때 적정 기준금리가 각기 갭의 변동분에 대하여 0.5%씩 증가한다는 것을 의미)

○ 테일러준칙을 이용하여 추정된 적정 기준금리는 글로벌 금융위기로 크게 떨어졌다가 2009년 2분기 이후 빠르게 상승하면서 2010년 1분기 이후 한국은행 기준금리를 상향 돌파한 상황

- 추정결과 2000년 이후 적정 기준금리와 한은의 기준금리와 차가 2005년을 전후 저금리기조에서 고금리기조로 전환
- 2000년대 초반 대체적인 적정 기준금리가 한국은행 기준금리보다 높게 유지되고 있는데, 경제상황에 비해 낮은 기준금리가 결국 부동산버블 형성의 원인 중 하나로 작용한 것으로 판단
- 2005년 이후부터는 부동산버블을 우려해 기준금리를 올리면서 금리상승을 유도하였는데, 이는 결과적으로 2007년 이후 부동산시장의 침체와 경기침체 상황 유발과 무관하지 않은 것으로 판단

< 한은 기준금리와 적정 기준금리와의 차이 추이 >



자료 : 한국은행

7) $\alpha = \beta = 0.5$ 를 대입하여 계산된 목표 정책금리가 실제 미국의 화폐금융정책을 비교적 잘 설명하고 있음

- 적정 기준금리와 한국은행 기준금리와의 차이가 금융위기 전후로 크게 변동하다가 2010년 1분기 현재 적정 기준금리가 한은 기준금리를 상회
 - 금융위기 이전 물가상승 압력으로 적정 기준금리 수준이 증가하였지만 경기 회복을 위해 기준금리가 따라가지 못하였으며, 금융위기 이후 기준금리를 사상 초유의 2% 수준까지 낮추었지만 극심한 경기침체로 인해 적정 기준금리 수준은 이보다 낮은 상황을 유지
 - 2009년 하반기부터 적정 기준금리와 한국은행 기준금리와의 차이가 좁혀지다가, 2010년 1분기부터 현재 상향 돌파하고 있음
 - 2010년 1분기 테일러준칙을 이용한 적정기준금리는 한국은행 기준금리 2.0%보다 0.26%p 높은 2.26%를 기록

- 앞으로 경제성장률과 물가상승률이 상승할 경우 적정 기준금리가 빠르게 상승할 것으로 추정되는 바, 이는 한국은행의 기준금리 상승을 부추기는 요인으로 작용할 것으로 예상
 - 2009년말 대비 GDP가 4%, 5%, 6% 상승하고, 소비자물가상승률이 3%, 3.5%, 4% 등으로 상승할 경우 한국은행의 적정 기준금리는 2.19~3.65%로 상승하는 것으로 추정됨⁸⁾

< 시나리오별 적정 기준금리 수준 >

(%)

		소비자물가 상승률		
		3%	3.5%	4%
GDP성장률	4%	2.19	2.72	2.69
	5%	2.67	2.92	3.17
	6%	3.15	3.40	3.65

주: GDP성장률은 2009년말 대비. 잠재성장률은 3%로 가정

8) 향후 전망치는 민감도 α, β 가 커질수록 빠르게 증가. 만일 추정된 $\alpha = 0.80, \beta = 0.83$ 를 사용할 경우 적정기준금리는 2.30~4.68%로 높아짐

3. 출구전략(금리인상)의 파급영향 전망

○ 물가상승 압력을 차단하고, 원활하지 못한 금리의 경제적·시장적 기능을 회복시키지만, 출구전략의 '긍정적 영향'이 빠르게 나타나지는 않을 가능성이 있음

- 2010년 3월 이후 생산자물가가 빠르게 상승하고, 뒤를 이어 소비자물가도 상승하면서 나타나고 있는 물가상승 압력을 어느 정도 차단할 수 있으나 한계가 있음
- 최근의 물가상승은 경기회복, 통화급증 등의 수요 요인보다 국제 유가 및 원자재 가격 상승세, 이상기온으로 인한 농산물 가격 상승 등 공급 요인에 의해 크게 움직이고 있어 금리인상의 물가상승 억제 효과는 제한적일 것으로 판단

< 주요 수입물가 세부 항목 지수 추이 >

(%)

구 분	2009년				2010년					
	3월	6월	9월	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월
총지수	-25.4	-28.6	-18.8	15.5	16.9	17.7	21.6	25.3	20.3	12.4

자료 : 한국은행.

주 : 계약통화 기준.

- 원활하지 못한 금리정책, 자산가격 안정, 이자소득 증대 등에 대한 금리의 경제적·시장적 기능의 회복이 미흡할 것으로 전망
- 신용경색 현상과 단기금융시장 미흡 등으로 인해 출구전략에 따른 기준금리 변화가 시장금리로 제대로 파급되기 어려워 금리정책의 효율성이 빠른 시일 내에 개선되기 어려울 전망
- 단기 유동성에 의한 현재의 자산 가격 급등락 현상은 근본적으로 저금리보다 금융시장 불안에 기인하고 있음
- 금융위기 당시 기준금리 인하의 경우와 마찬가지로 기준금리 인상으로 예금과 대출의 금리의 움직임이 다른 경우(예컨대, 예금금리 인상폭이 대출금리 인상폭보다 작을 경우) 노령 이자소득자의 소득증대 효과가 낮음

○ 급격한 출구전략은 부동산시장 침체, 가계부채와 중소기업 문제 심화, 경기회복 지연 등으로 오히려 '부정적 영향'이 민감하게 나타날 수 있음

- 급격한 출구전략으로 부동산 시장이 장기 침체로 이어질 가능성이 크고, 이와 동시에 건설경기 악화가 심화될 수 있음
 - 최근 아파트매매가격은 중대형 아파트를 중심으로 서울과 수도권 일부 지역에서 뚜렷한 하락세를 시현하고 있고, 아파트를 '사려는' 세력보다 '팔려는' 세력이 훨씬 크며 두 세력 간의 격차도 갈수록 확대되고 있음
 - 주택산업연구원의 연구에 의하면 콜금리가 0.5%p 상승할 때 아파트 가격은 4분기까지 4.1% 하락하며, 8분기까지 14.1%, 12분기까지 26.1% 하락
 - 금리상승에 따른 금융비용 증가와 더불어 미분양주택에 따른 자금압박으로 건설업체의 수익성 및 재무안정성이 크게 위협받고 있는 상황

- 출구전략에 따른 금리상승은 가계의 이자지급 여력을 약화시켜 가계부채 문제를 심화시킬 수 있음
 - 대부분 변동금리인 부채구조를 고려할 때 이자지급 부담이 상승(2009년말 기준 가계대출이 약 700조원인 점을 고려할 경우 향후 금리가 1% 상승할 경우 이자부담은 약 7조원 증가)
 - 앞으로 기준금리 상승에 따라 대출금리가 1%p, 2%p, 3%p 상승할 경우 가처분소득대비 이자지급 비율은 2009년 말 대비 각기 1.2%p, 2.4%p, 3.5%p 상승(가처분소득은 5% 상승 가정)⁹⁾

- 급격한 출구전략은 기업 이자부담을 상승시키고 자금조달 여건도 악화시키는 등 중소기업 경영여건을 악화
 - 기준금리 상승으로 대출 및 예금금리가 각기 1%p 상승할 경우 기업의 이자수입과 이자부담이 동시에 확대되나, 기업의 이자부담은 월 0.4조원 증가하고 이자수입은 월 0.1조원 증가하여 기업의 순이자부담은 월 0.3조원 증가할 것으로 예상 (기획재정부 거시경제 안정보고서 2009.9)
 - 유동성 축소 시 자금사정이 좋지 않은 중소기업의 조달금리 상승 폭이 기준금리 상승 폭 보다 더욱 확대되고 조달여건도 악화될 전망

9) 경제주평(2010.06.21) 가계재무구조와 수익성 악화, 현대경제연구원

- 기업의 투자활동과 가계의 소비활동을 위축시켜 실물경제 회복을 지연시킴으로써 국내경제 전반에 걸쳐 침체현상을 장기화시킬 수 있음¹⁰⁾
- 예상치 못한 콜금리 1%p 인상은 설비투자를 3-5개월 후 최대 2.6% 감소시키며, 건설투자는 1-3개월 후 약 2% 감소¹¹⁾
- 주가, 주택가격 등 자산가격 하락이 소비위축을 야기(wealth effect), 특히 부동산시장이 경착륙될 경우 내수경기를 더욱 위축시킬 가능성
- 부동산버블 붕괴로 실물자산이 매각되지 않는 상황이 유발되면서 부채상환을 위해 먼저 보유한 금융자산을 매각하는 사태가 발생하며, 특히 부채비율이 높은 사람의 경우에는 개인파산 상태로 빠질 가능성이 높음

< 출구전략(기준금리 인상)의 영향 >

긍정적 영향	부정적 영향
<ul style="list-style-type: none"> - 물가상승 압력 사전 차단 - 금리정책의 유동성합정 환경에서의 탈피 - 노령 이자생활자의 소득 증대 - 자산버블화 차단으로 금융시장 안정 	<ul style="list-style-type: none"> - 부동산시장 침체와 건설업 불황 장기화 - 이자부담 증가에 따른 가계부채 문제 심화 - 소비와 투자 위축으로 경기침체 장기화 - 중소기업 경영환경 악화

4. 시사점과 대응과제

○ 적정 기준금리 상승으로 출구전략이 필요하지만, '긍정적 영향'보다 '부정적 영향'이 빠르게 나타나 과거 일본의 경우처럼 어려운 상황에 빠질 수 있음

- 분석에 의하면 향후 경제가 금융위기 이전 수준으로 회복될 경우 기준금리 인상 압력이 커질 수 있음
- 글로벌 금융위기 이전에 기준금리가 5%였던 점과 잠재성장률이 4.5%인 것에 비해 2010년 7월 현재의 기준금리 2.25% 매우 낮은 수준임

10) 시장금리 1% 상승 시 기업의 71.8%가 투자심리 위축 응답(대한상공회의소 설문조사 2005)

11) KDI '통화정책의 실물경제 파급효과에 관한 연구' 2005

- 정부 전망치인 2010년 경제성장률 5.8%, 소비자물가상승률 2.9%를 가정할 경우 2010년 적정 기준금리는 3.01%이며, 2011년도 시나리오별 적정금리 수준은 상황에 따라 크게 상승할 수 있음¹²⁾
- 과거 일본의 경우 1980년대 후반 달아오른 토지가격을 안정시키기 위하여 긴축정책을 펴다가 결국은 장기복합불황으로 이어짐
 - 버블 후반기에 접어들어 일본은행(BOJ)은 통화증가율을 억제하고, 공정할인율을 큰 폭으로 인상하는 등 강력한 긴축정책을 펼침(1987년 5월 2.5%이던 공정할인율은 단계적으로 인상되어 1990년 8월에는 6%까지 상승)
 - 긴축정책이 결국 시장 참여자들의 '토지신화'에 대한 기대심리를 무너뜨리기 시작하면서 기업과 금융이 동시에 고통을 겪는 복합불황을 맞이하였고, 이후에도 일본 정부의 정책 실패로 장기불황이 이어짐

○ 따라서 급격한 출구전략이 우리 경제에 미치는 부정적 파장을 예상하여 보다 신중한 정책적 대응이 필요

- (출구전략의 연착륙 유도) '긍정적'보다 '부정적' 영향에 따른 경제상황 악화를 방지하기 위해서는 급격한 기준금리 인상을 자제할 필요
 - 현재의 제반 여건으로 보아 급격한 출구전략 사용 시 '긍정적'보다 '부정적' 영향이 빠르게 나타날 가능성이 크기 때문에 기준금리 인상 등의 긴축정책은 신중하게 실시되어야 할 것임
 - 국내 여건뿐만 아니라 남유럽 재정위기 등의 글로벌 불확실성이 해소되지 않은 상황에서 주요국들도 적극적인 금리인상을 서두르지 않고 있음
 - 특히 금리인상, 강력한 대출규제 등의 효과가 어떤 계기로 인하여 한꺼번에 나타날 경우 부동산시장이 일거에 냉각될 가능성 잠재
- (탄력적 물가목표제 운용) 통화정책의 최종목표를 물가안정 뿐만 아니라 금융시장(부동산시장 포함) 안정도 고려하여 통화정책을 운용할 필요성
 - 통화정책의 위기에 대한 대응력을 제고하기 위해 물가안정 목표치뿐만 아니라 금융시장 위험지수를 개발하여 이에 대한 목표치를 제시하는 것도 중요

12) 2010년 말 현재 균형 명목기준금리를 2.25%로 가정

- 이를 위해서는 물가안정 목표 기간을 현재의 3년에서 5년 내외로 보다 중장기적인 관점에서 운영하는 것도 고려
- (GDP갭 관리) 적정 기준금리 관리를 위하여 투입요소의 생산성 제고를 통해 잠재성장률을 높이는 방안을 마련
 - 과거 고도성장 단계에 있어서는 노동과 자본의 투입이 꾸준히 늘어나면서 고성장이 가능하였으나, 경제가 성숙되어 가면서 투입요소의 대규모 증가세가 둔화되며 잠재성장률은 점차 하향세를 지속
 - 성장잠재력을 높이기 위해서는 투입요소의 양적 증가보다는 기술혁신, 정책 및 제도의 개선 등을 통한 투입요소의 생산성 제고가 절실
- (자금의 선순환 유도) 경제에 충격을 주지 않으면서도 풀려진 시중 유동성을 생산적인 곳으로 유도할 수 있는 방안이 필요
 - 풀려진 과잉유동성을 급작스럽게 흡수할 경우 시장에 필요 이상의 충격을 줄 우려가 커지고 있는 상황
 - 투자은행 기능을 활성화하여 그린투자펀드 등을 통해 팽창된 유동성이 기업 생산 현장에 투입될 수 있도록 유도
 - 자본시장법의 본격 시행과 더불어 규제완화 등 획기적인 자본시장 개혁으로 자금의 선순환구조 확립하여 시중 부동자금을 자본시장으로 유도

박 덕 배 전문연구위원 (dbpark@hri.co.kr, 2072-6216)
전 선 형 연구원 (shjeon@hri.co.kr, 2072-6214)

주요 국내외 경제지표

□ 국내외 성장률 추이

구분	2008년			2009년					2010	
	연간	3/4	4/4	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	연간(E)	1/4
미국	0.4	-2.7	-5.4	-2.4	-6.4	-0.7	2.2	5.6	3.3	2.7
유로 지역	0.6	-0.4	-1.9	-4.1	-2.5	-0.1	0.4	0.1	1.0	0.2
일본	-1.2	-4.9	-10.3	-5.2	-13.7	6.0	-0.6	3.8	2.4	5.0
중국	9.6	9.0	6.8	8.7	6.2	7.9	9.1	10.7	10.5	11.9
한국	2.3	3.1	-3.4	0.2	-4.3	-2.2	1.0	6.0	4.5	8.1

주: 1) 2008, 2009년 한국자료는 한국은행에서 발표한 잠정치(P), 2010년 전망치(E)는 IMF 2010년 4월 기준임.

2) 미국, 일본은 전기대비 연율, EU는 전기대비, 중국, 한국은 전년동기대비 기준임.

□ 국제 금융 지표

구분		2008년말	2009년		2010년		
			6월말	12월말	7월16일	7월23일	전주비
해외	미국 10년물 국채 금리(%)	2.21	3.54	3.83	2.92	2.94	0.02%p
	엔/달러	90.76	96.65	92.93	86.57	87.16	0.59¥
	달러/유로	1.4042	1.4141	1.4413	1.2910	1.2900	-0.001\$
	다우존스지수(p)	8,776	8,447	10,428	10,098	10,322	224p
	닛케이지수(p)	8,860	9,958	10,655	9,408	9,221	-187p
국내	국고채 3년물 금리(%)	3.41	4.16	4.41	3.92	3.85	-0.07%p
	원/달러(원)	1,259.5	1,273.9	1,164.5	1,203.5	1,198.8	-4.7원
	코스피지수(p)	1,124.5	1,390.1	1,682.8	1,738.5	1758.1	19.6p

주: 7월 23일 해외지표는 전일(7월 22일) 기준임.

□ 해외 원자재 가격 지표

구분		2008년말	2009년		2010년		
			6월말	12월말	7월16일	7월23일	전주비
국제 유가	WTI	44.61	69.08	79.35	75.93	79.04	3.11\$
	Dubai	36.45	71.85	78.06	73.41	72.43	-0.98\$
CRB선물지수		229.54	249.96	283.38	262.22	266.86	4.64p

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.