

# 현안과 과제

■ 금리 인하와 경기 활성화



 **현대경제연구원**

본 보고서 내용은 연구원의 공식의견이 아닌 연구자의 견해를 밝혀두며, 보고서 인용시에는 반드시 출처를 명기해 주시기 바랍니다.

## 1. 금리 인하 효과 논란

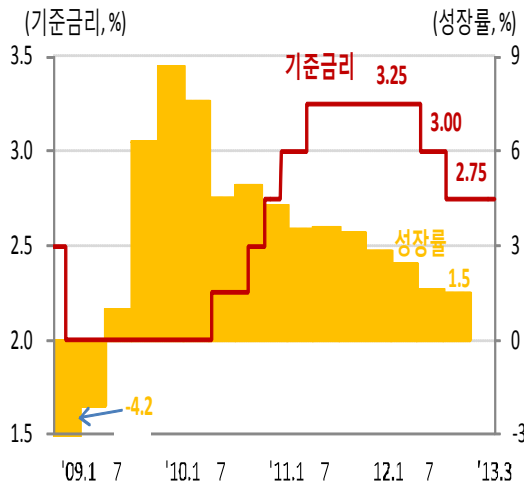
### ○ 기준금리 동결과 장단기금리 역전 현상이 지속되고 있는 가운데 금리 인하 효과에 대한 논란이 있음

- 최근 기준금리가 2.75%로 6개월 연속 동결되었고 장단기금리 역전이 지속
  - 한국의 기준금리는 2012년 7월과 10월에 각각 0.25%p 인하하여 2.75%로 하락한 후 2013년 4월 현재까지 유지
  - 장기금리인 국고채 3년물은 2012년 7월 2.85%, 10월 2.77%, 2013년 4월 현재 2.47%로 하락
  - 국고채 3년물과 CD금리 91일물의 차이는 2013년 4월 현재 -0.33%p로 장단기금리 역전 지속
  
- 국내 경기 침체 심화 우려가 커지고 있어 금리 인하 요인으로 작용
  - 국내 경제 성장률은 2011년 3/4분기 3.6%에서 2012년 4/4분기 1.5%로 하락
  
- 금리 인하가 경제성장에 미치는 효과에 대해 상반된 의견이 존재
  - **효과 있음** : 미쉬킨(Mishkin)<sup>1)</sup> 교수에 따르면 금리 인하의 파급 경로는 금리 경로, 자산가격 경로, 신용 경로를 통해 시차를 두고 실물 경제에 영향
  - 금리 경로 : 금리 인하로 차입비용 및 대출이자 비용이 감소하면 기업은 투자를 확대하고 가계는 소비를 늘리게 됨
  - 자산가격 경로 : 금리 인하로 시중의 유동성이 풍부해지면서 부동산 및 주식 등 자산가격이 상승하여 소비와 투자가 늘어남
  - 신용 경로 : 금리 인하로 금융기관의 대출 여력 및 신용 창출이 확대되면서 소비, 투자, 그리고 생산이 증가하게 됨
  - **효과 없음** : 금리 인하는 물가상승 기대, 명목임금 상승, 고용확대 실패로 이어져 물가만 상승하게 되어 장기적으로 경제성장과 고용에 영향을 미치지 못함
  - 금리가 일정 수준 이하로 낮아지면 금리를 인하해도 현금 및 단기채권을 선호하게 되어 금리 인하 효과가 발생하지 않음
  - 특히, 경제 불확실성이 큰 경우에 안전자산에 대한 선호 현상이 커져서 국채에 대한 수요가 증가하고 은행은 대출을 기피하게 되어 늘어난 유동성이 실물 부문으로 흐르지 못하고 금융권 내에서만 머물게 됨

1) 미쉬킨(Mishkin), 『화폐와 금융』, 10판, 2013.

- 세계 경제가 밀접하게 연계되어 있고 경제 구조와 경제 주체들의 행태가 급격하게 변하고 있어 금리 인하로 인한 파급 경로가 어떻게 작용하고 있는지 정확하게 파악하기 어려운 상황임

< 기준금리와 분기 성장률 추이 >



< CD와 국고채 3년물 금리 추이 >



자료 : 한국은행.

○ 한국의 실제 사례를 보면 금리 인하는 시차를 두고 경제에 영향을 미치고 경제가 안정적일수록 효과적임

- 실제 GDP가 잠재 GDP를 2분기 연속 하회하는 경우, 금리 인하를 통해 2분기 이후 성장률 제고 효과 있음<sup>2)</sup>
- 2008년-2009년 : 금리가 2008년 3/4분기 5.25%, 4/4분기 3.0%, 2009년 1/4분기 2.0%로 하락하면서 성장률은 2009년 1/4분기 전년동기대비 -4.2%에서 3/4분기 1.0%, 4/4분기 6.3%로 상승<sup>3)</sup>
- 2012년-2013년 : 금리가 2012년 2/4분기 3.25%, 3/4분기 3.0%, 4/4분기 2.75%로 하락하면서 성장률은 2012년 4/4분기 전년동기대비 1.5%에서 2013년 1/4분기, 2/4분기에 성장률 제고 효과가 나타날 것으로 기대<sup>4)</sup>

2) 금리인하가 경제 성장에 파급을 미치는 시차는 6개월~2년 정도인 것으로 파악됨, 금리인하 효과가 후행적으로 나타나고 있어 단기적인 정책운용 과정에서 경기 변동 폭을 확대시킬 수 있음

3) GDP 갭률이 2008년 3/4분기 1.4%, 4/4분기 -4.1%, 2009년 1/4분기 -4.8%를 기록. 2004년 -2005년 기간에도 GDP 갭률이 2004년 2/4분기 0.1%, 3/4분기 -0.6%, 4/4 -1.1%를 기록. 금리가 2004년 2/4분기 3.75%, 3/4분기 3.50%, 4/4분기 3.25%로 하락하면서 성장률은 2004년 4/4분기 전년동기대비 2.7%에서 2005년 2/4분기 3.4%, 3/4분기 4.5%로 상승

- 보편적으로 금리 정책은 금융완화기에, 기대인플레이션이 낮을 때 효과적임)
  - 대출억제, 신용경색(Credit crunch) 등이 발생하는 금융긴축기에는 금융완화기에 비해 통화정책 파급경로가 정상적으로 작용하지 않음
  - 기대인플레이션이 높을 경우 실질금리 변동 폭이 기대인플레이션이 낮을 경우에 비해 줄어들기 때문임
  
- 정부 정책과 독립적으로 금리 결정
  - 금리 결정은 정부 정책과 독립적으로 법제도상 마련되어 있는 절차를 따라 결정하는 것이 바람직함
  - 기존에 한국은행이 독자적으로 기준금리를 결정할 수 있는 절차상의 여건이 법적으로 마련돼 있음
  
- 금리 정책은 국내외 경제 여건을 종합적으로 판단하여 신중적으로 결정해야 할 것임
  - 단순히 이론적 논쟁보다는 경제 현실을 고려하여 결정해야 할 것임

## 2. 최근 경제 여건과 금리 인하

- 대외 경제 회복이 예상보다 부진한 가운데 국내 경제의 내외수 경기는 예상보다 침체가 심화되고 있음

### ① 대내외 경제 여건

- 대외 경제 여건 : 미국과 중국의 경기는 예상보다 회복세가 부진하고 유럽은 재정위기 재부각 우려 등으로 경기 부진 양상이 지속됨
  - 미국 : 실업률이 2013년 3월 7.6%로 하락했으나 경제활동인구가 2009년 말 이후 최대 폭인 49만 6,000명 명 감소하여 체감 고용 여건은 악화. 최근 주택가격은 12개월 연속 상승세를 이어가고 있으나 여전히 2006년 7월 고점대비 29%이상 하락

4) GDP 갭률이 2012년 2/4분기 0.1%, 3/4분기 -0.6%, 4/4분기 -1.0%를 기록. 한국은행 분석에 따르면 기준금리가 2012년 7월과 10월 각각 0.25%p로 총 0.50%p 인하된 후 경제 성장률에 미치는 영향은 2012년에 0.03%p, 2013년에 0.19%p 상향 조정할 것으로 분석됨(한국은행, 『통화신용정책보고서』, 2013년 4월. 참조)

5) 한국은행, 『금리 및 환율 변동의 경제 상황별 파급효과 차이 분석』, Monthly Bulletin, 2009년 3월.

- 중국 : 고정투자와 소매판매가 2월에 각각 21.2%, 12.3%로 투자릿수 증가율을 지속하고 수출이 2월 21.8%로 높은 수준을 기록. 하지만 소비자물가가 2013년 2월 3.2%로 최근 10개월래 최고 수준이고 부동산 가격 상승 불안 우려 잠재
- 유럽 : 재정위기 재부각 우려가 커지는 가운데 2012년 4/4분기에 마이너스 성장 등으로 경기 부진 양상이 지속
- 국내 경제 여건 : 최근 소비와 투자 등 내수와 수출의 부진이 예상보다 심화되었고 GDP갭률도 마이너스를 지속하고 있음
  - 생산 부진, 소비 여력 약화 : 광공업 및 제조업 생산이 2013년 1~2월 각각 전년동기대비 -1.1% 기록. 소매판매는 2013년 1~2월 전년동기대비 -0.7%를 기록하고 내구재 판매 증가율 폭도 위축되어 부진 양상이 심화
  - 설비투자 부진세 : 설비투자지수가 2013년 1~2월 -16.9%이고 국내 기계수주도 동일 기간 중 -21.1%를 기록하고 있어 설비투자 부진세 지속 전망
  - 건설투자 회복 미약 : 건설기성 증가율이 2013년 1~2월 전년동기대비 7.0%이고 건설수주 증가율이 2013년 1~2월에 -49.4%로 큰 폭의 마이너스를 기록하고 있어 건설경기 회복이 미약할 것으로 예상
  - 수출 감소 : 수출은 2013년 1/4분기 전년동기대비 0.5% 증가하여 2012년 1/4분기 2.9% 증가에 비해 위축
  - 실제 GDP가 잠재 GDP를 크게 하회 : GDP갭률<sup>6)</sup>은 2012년 3/4분기 -0.58%, 4/4분기 -1.04% 마이너스가 지속되고 있어 기준금리 하락 요인으로 작용

## ② 물가 상황

- 물가 : 소비자물가는 물가안정 목표치를 하회하고 물가갭은 마이너스 지속
  - 소비자물가가 2013년 3월 1.3%로 5개월 연속 1%대에 머물고 있어 물가안정 목표치 2.5~3.5%를 크게 하회
  - 물가갭은 2012년 3/4분기 -1.00%p, 4/4분기 -0.81%p, 2013년 1/4분기 -1.02%p로 지속적으로 마이너스를 기록

## ③ 국내 금융시장 동향

- 국내 금융 여건 : 장기 금리와 단기 금리의 역전 지속 및 금리차 축소<sup>7)</sup>

6) GDP갭률은 GDP갭(=실질GDP-잠재GDP)이 잠재GDP에서 차지하는 비율임. 2013년 1/4분기는 성장률이 전년동기비 1.5%(전기대비 1.0%)라고 가정하더라도 -1.12%로 마이너스 폭이 확대.

- 국고채 3년물과 CD 91일물의 금리차는 2012년 7월 -0.35%p, 10월 -0.08%p, 12월, 2013년 4월 -0.33%p로 장단기금리 역전이 지속되고 있음
- 회사채 3년물과 CD 91일물의 금리차는 2012년 7월 0.24%p, 10월 0.44%p, 2013년 4월 0.05%p로 장단기금리차가 급격하게 축소되고 있음

#### ④ 정책 공조 측면

- 정책 공조: 금리 인하와 재정 정책의 공조를 통한 대응이 경기 활성화에 보다 효과적일 것임

#### ○ 국내 경기 침체 심화, 물가 여건, 금융시장 여건 등을 고려할 때 금리 인하를 통한 경기 활성화가 필요한 시점임

- 현대경제연구원이 추정한 적정 기준금리도 실제 기준금리를 하회하고 있는 것으로 추정됨

- 현대경제연구원이 추정한 적정 기준금리 수준은 2013년 1/4분기 2.18% 내외로 실제 기준금리 2.75%보다 0.57%p 내외로 낮은 수준임<sup>8)</sup>

- 2013년 1/4분기 경제성장률은 전년동기대비 1.0%, 전기대비 0.4%를 가정
- 2012년 4/4분기 적정 기준금리는 2.25%로 추정됨

- 현대경제연구원의 추정식과 추정결과는 다음과 같음

· 추정식 :  $r_t = r^* + \alpha(\pi_t - \pi_t^*) + \beta(y_t - y_t^*)$ . GDP갭률, 물가갭을 측정하여 그 변화 규모를 반영하여 기준금리를 조정하는 테일러준칙을 수정한 모형

· 변수 : 설명변수는  $r_t$ (중앙은행의 정책금리). 종속변수  $r^*$ 는 장기균형기준금리,  $(\pi_t - \pi_t^*)$ 는 물가갭,  $(y_t - y_t^*)$ 는 GDP갭,  $\alpha$ 는 물가가중치,  $\beta$ 는 성장가중치

· 추정결과 : 적정금리  $t = 2.637 + 0.263(\pi_t - \pi_t^*) + 0.0000589(y_t - y_t^p)$   
 (25.2\*\*\*) (2.11\*\*) (2.11\*\*\*)

( )안은 t 값이고 \*\*는 5% 유의수준, \*\*\*는 1% 유의수준을 의미.

7) 국고채 3년물은 2012년 7월 2.85%, 10월 2.77%, 2013년 4월 2.44%로 하락, 회사채(AA-) 3년물은 2012년 7월 3.20%, 10월 2.85%, 2013년 4월 2.80%로 하락. CD 91일물은 2012년 3.44%, 10월 3.29%, 2013년 4월 2.81%로 하락

8) 거시경제지표에 큰 변화가 있던 2008년 글로벌 금융위기를 선정. 검정결과 각 시점에 대해 실질 GDP 데이터에 구조적 변화가 발생하였을 개연성이 높은 것으로 나타남(현대경제연구원, “잠재성장률의 위기”, 『경제주평』, 2012.1.20.



### 3. 금리 인하 효과 극대화 방안

#### ○ 금리 인하의 한계와 효과 증대를 위한 조건

- 금리 인하는 효과가 제한적임
  - 국내 금융시장 구조와 경제 주체들의 행태가 빠르게 변화하고 있어 통화정책의 파급 경로가 어떻게 작동하고 있는지 정확하게 파악하기가 어려운 상황임
  - 현재 국내 경제 불확실성이 커서 중앙은행이 통화량을 늘려도 실물 부문으로 자금이 흐르지 않고 대부분 금융권 내에서만 머무르는 현상이 지속되고 있음
- 금리 인하만으로 경기 활성화 효과를 볼 수 없으므로 재정 정책과 함께 적기에 실행되어야 함
  - 정책공조(Policy mix)를 통해 적기에 실행되어야만 경기 침체를 막을 수 있고 경제 주체의 불안 심리도 둔화시킬 수 있음

#### ○ 정부의 금리 인하가 실물 부문에 적절히 작동할 수 있도록 금리 정책의 효율성을 높이는 방안 마련이 필요

- 경기 활성화를 위해 재정 정책이 적기에 실행되어야 할 것임
  - 재정 정책 규모가 적기에 확정되어야 할 것임
- 금리 인하의 유효성 제고 및 정책수단의 효율적 활용방안 마련
  - 기준금리 변경으로 인한 단기금리, 장기시장금리, 은행 예금 및 대출 금리로 이어지는 금리 파급경로의 효과 증대 방안 마련
  - 총액한도대출 개선 등을 통해 고용 및 성장 기여도가 높은 부문, 취약부문 등에 대한 금융기관의 자금공급이 원활히 이루어지도록 유도
- 금리 인하 파급경로의 원활한 작동을 도모
  - 발행제도 개선 등을 통해 91일물 통안증권금리의 단기시장금리로서의 기능을 강화
  - 채권시장의 구조적 수급여건이 금리 정책 파급경로에 미칠 영향에 대한 연구를 강화
- 실물 부문으로 자금이 흐를 수 있도록 투자 관련 규제 완화 및 소비 제고 등의 보완 대책이 필요함
  - 투자 관련 규제 완화와 제도 개선을 통해 기업투자 심리 제고
  - 유동성 제약하에 있는 가계를 타깃으로 직접 지원을 통한 소비 증대 유도
  - 특히, 한계계층 지원 강화 등과 같은 사회안전망 정책 추진

임희정 연구위원 (limhj9@hri.co.kr, 02-2072-6218)

김천구 선임연구원 (ck1009@hri.co.kr, 02-2072-6211)

< 참고 문헌 >

- 금융경제연구원, “해외 공급충격과 개방경제의 최적 금리준칙”, 『한국은행 금융경제연구 Working Paper』, 341호, 2008년 8월.
- 장오현, 『거시경제모형과 정책모의실험』, 2005년.
- 한국경제연구원, 『KERI 2010 한국경제 거시계량모형』, 2011년 7월.
- 한국금융연구원, 『93SNA에 따른 분기별 거시경제모형; KIF05Q』, 2006년.
- 한국은행, 『한국은행의 경제전망용 DSGE모형 개발 현황』, 2009년 1월.
- 한국은행, 『금리 및 환율 변동의 경제 상황별 과급효과 차이 분석』, Monthly Bulletin, 2009년 3월.
- 한국은행, 『통화신용정책보고서』, 2013년 4월.
- 현대경제사회연구원, 『한국의 경제·산업 계량 모형』, 1995년 2월.
- 현대경제연구원, “잠재성장률의 위기” 『경제주평』, 2012년 1월.
- R. Carida et al, "Monetary policy rules in practice Some international evidence," *European Economic Review*, 42, 1998.
- Eichengreen, Barry, "Monetary and Exchange Rate policy in Korea: Assessments and Policy Issues," *Symposium at the Bank of Korea*, August 2004.