

# 현안과 과제

시기별 금리정책의 특징과 시사점

## 1. 개요

- 1999년 5월 물가안정목표제도가 도입된 이후 물가안정과 경제상황을 개선하기 위하여 정책금리를 변화시키는 금리정책을 수행하고 있음
  - 1997년 말 개정된 한국은행법에 물가안정목표(인플레이션타케팅)를 명시적으로 공표해야 한다는 조항이 포함되면서 1999년 5월 물가안정목표제로 이행
    - 설립목적은 '물가안정과 국민경제 발전'에서 '물가안정'으로 변경하고, 통화정책 운용목표로 정책금리(당시 콜금리)를 설정<sup>1)</sup>
    - 대내외 경제여건, 금융시장 상황 등을 종합적으로 감안하여 정부와 협의하여 물가를 전망하고 이를 토대로 달성 가능한 목표를 설정
  - 물가안정을 우선적 목표로 금리정책을 수행하되, 물가안정 하에서 경기회복과 금융시장 안정을 위해서도 정책금리를 변화
    - '정책금리 인하 → 시장금리 인하 → 소비, 투자 증가(확장적 통화정책) → 경기부양 또는 금융시장 안정'의 금리중심 통화관리 메커니즘을 염두
- 물가안정목표제가 도입된 이후 5번째 한국은행 총재가 임기 시작을 앞두고 있는 상황에서 이전 한국은행 총재 재임 동안의 경제상황과 금리정책을 비교함으로써 시사점을 도출하고자 함
  - 물가안정목표제가 도입된 후 4번의 한국은행 총재가 재임했고, 편의상 각 총재 재임 기간의 경제여건과 금리정책에 초점을 두어 살펴봄
    - 각 총재의 재임기간마다 커다란 경제적 위기를 맞이하여 이를 극복하고자 적극적인 금리정책을 수행

### < 물가안정목표제 시행 이후 한국은행 총재와 경제위기 >

기간	'98.3~'02.3	'02.4~'06.3	'06.4~'10.3	'10.4~'14.3	'14.4~'18.3
총재	전철환	박승	이성태	김중수	이주열
위기	외환위기	카드사태	글로벌 금융위기	유럽재정위기	?

1) 2008년 3월 한국은행의 정책금리가 콜금리에서 한국은행 기준금리로 변경되면서 운용목표도 한국은행 기준금리로 변경되었으나 여기서는 편의상 기준금리로 통칭함.

- 금리정책의 효과를 살펴보기 위해서는 당시 경제여건을 살펴보고 한국은행 기준금리와 테일러준칙을 통해 추정한 적정기준금리를 비교해 봄
  - 대부분 중앙은행은 자국 경제상황을 고려하여 테일러준칙을 이용하여 정책 금리를 조정하는 바, 여기서도 테일러준칙을 통해 적정기준금리를 산정<sup>2)</sup>
  - 각국의 중앙은행은 기준금리(정책금리) 수준을 정하기 위해 '테일러준칙'을 이용하며, GDP갭(산출갭)과 인플레이션갭이 클수록 명목금리 목표를 상향 조정하고 있음
  - 테일러준칙이란 엄밀한 공식이라기보다 기준금리의 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)

※ 테일러준칙

- 1992년 존 테일러 교수(스탠퍼드대)가 처음 제시한 통화정책 운용 준칙
  - 각국의 중앙은행은 기준금리(정책금리) 수준을 정하기 위해 '테일러준칙'을 이용하며, GDP갭(산출갭)과 인플레이션갭이 클수록 명목금리 목표를 상향 조정하고 있음
  - 금리 수준을 인플레이션율에 맞춰 선제적으로 조정하는 것이 경제안정에 가장 중요하다는 것이 이 준칙의 주된 내용
- 목표 명목기준금리 = 균형 명목기준금리 +  $\alpha$  GDP갭 +  $\beta$  인플레이션갭
  - $\alpha, \beta$ 는 각각 목표 기준금리가 산출갭과 인플레이션갭에 반응하는 정도
  - 균형 명목기준금리는 실제 인플레이션율과 균형 실질기준금리의 합

$$GDP갭 = \frac{\text{실제 실질 } GDP - \text{잠재 실질 } GDP}{\text{잠재 실질 } GDP} \times 100$$

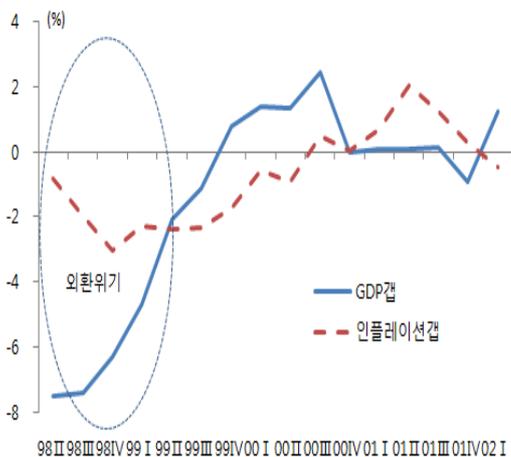
$$\text{인플레이션갭} = \text{실제 인플레이션율} - \text{목표 인플레이션율}$$

2) 실제 테일러 준칙을 사용하여 구한 방법은 별첨을 참조.

## 2. 시기별 경제여건과 금리정책

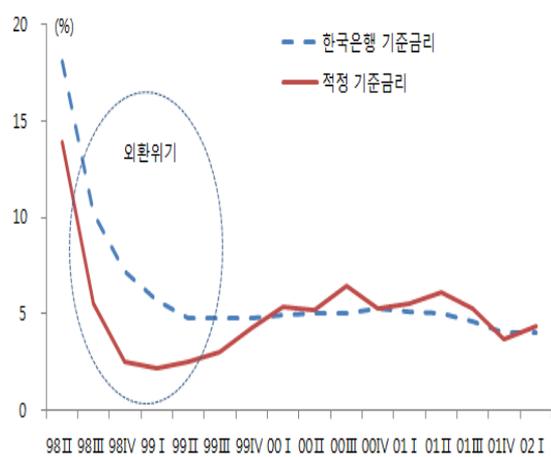
- ('전철환' 총재 시기 : 1998.3.6~2002.3) 외환위기 직후에는 기준금리와 적정 기준금리 사이에 괴리가 있지만 2000년 이후 괴리가 최소화됨
  - 경제여건 : 외환위기로 인하여 혼돈에 빠진 국내 경제가 2009년부터 안정되기 시작하다가, 2010년 IT버블 붕괴와 9.11테러 등으로 다시 악화
    - GDP갭은 외환위기 직후 큰폭의 마이너스에서 빠르게 경제성장 하면서 GDP갭도 2%로 상승하였다가 이후 IT버블 붕괴, 9.11사태(2011년) 등으로 다시 하락
    - 인플레이션갭은 외환위기 이후 한동안 마이너스를 지속하다가 이후 경기회복세, 9.11 사태에 따른 유가상승 등으로 인플레이션갭이 2% 수준으로 상승
  - 금리정책 : 외환위기 직후 적정기준금리 수준과는 괴리가 있었지만 이후의 경제여건 악화에도 불구하고 적정기준금리 수준에 맞추어진 금리정책을 수행
    - 외환위기 직전 당시 물가안정목표제가 본격 시행되기 이전 콜금리 수준을 급격히 떨어뜨렸으며, 2000년대 초반 IT버블 붕괴와 9.11 테러에 따른 국내외 경기 침체에 대응하기 위해서도 적극적으로 콜금리를 인하
    - 외환위기 직후 기준금리(당시 콜금리)는 급격히 악화된 경제여건을 반영한 적정기준금리 수준으로까지는 빠르게 조정되지 못함
    - 1999년 4분기부터의 한국은행 금리정책은 IT 버블붕괴와 9.11사태 등의 위기에도 불구하고 정책금리를 적정기준금리와 비슷하게 운용

< '전철환' 총재 시기의 경제 여건 >



자료 : 한국은행.

< '전철환' 총재 시기의 기준금리 >

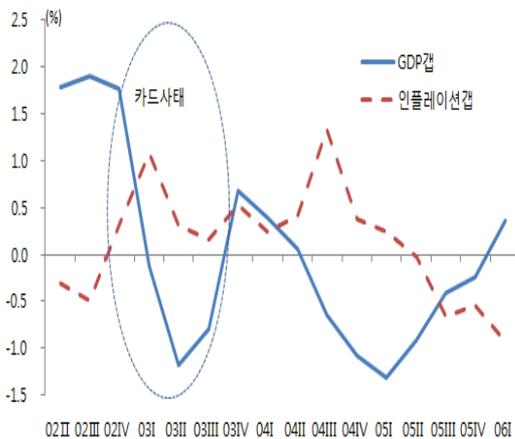


자료 : 한국은행.

○ ('박승' 총재 시기 : 2002.4~2006.3) 기준금리가 카드사태 이전의 적정기준 금리를 하회하였고, 후반기에는 상회하는 정책을 수행

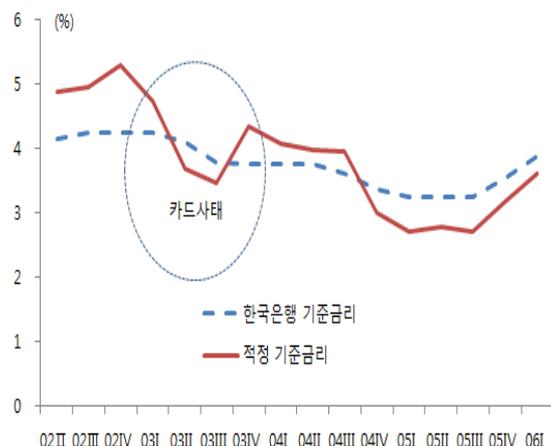
- 경제여건 : 카드사태로 인하여 국내경제가 어려운 상황에 빠졌으며, 2004년 하반기~2005년 상반기 글로벌 경기 침체로 다시 침체에 빠졌다가 회복
  - IT버블붕괴와 미 9.11 테러에서 벗어나면서 안정되었던 GDP갭이 2003년 카드사태로 성장세가 큰 폭으로 하락하였으며, 2004년 하반기 중동지역과의 전쟁 등으로 악화된 선진국 경기로 하락
  - 마이너스에서 출발한 인플레이션갭은 원자재가격과 환율 상승 등으로 플러스를 지속하다가 2005년부터 원자재가격과 환율 안정으로 하락하면서 큰 폭의 마이너스를 기록
- 금리정책 : 기준금리가 적정기준금리 수준을 하회하였다가 후반기에 상회하는 정책이 이루어진 가운데 금리정책이 부동산시장과의 연계성을 지님
  - 카드사태 이후 국내경기가 예상보다 빠르게 회복됨에도 불구하고 기준금리(당시 콜금리)를 2003년 5월부터 2004년 11월까지 총 4차례에 걸쳐 3.25%까지 낮췄으며, 이는 결과적으로 수도권 부동산가격 급등의 원인으로 작용3)
  - 2004년 하반기부터의 부동산가격이 전국적으로 확산되면서 정부(당시 참여정부)의 부동산가격 안정정책을 위해 기준금리가 적정기준금리를 소폭 상회

< '박승' 총재 시기의 경제 여건 >



자료 : 한국은행.

< '박승' 총재 시기의 기준금리 >

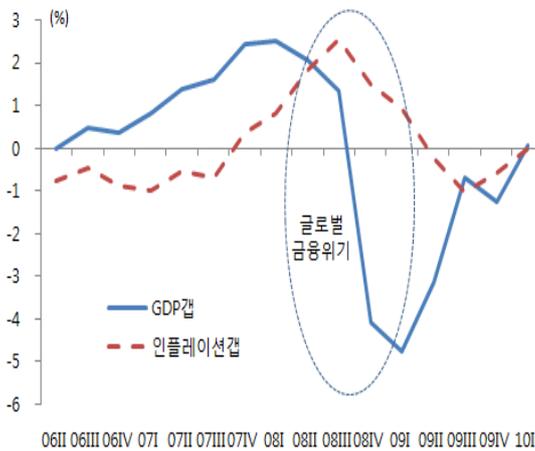


자료 : 한국은행.

3) 민간소비가 2003년 2/4분기부터 마이너스를 기록하였다는 점에서 금리정책이 반경기적 효과를 발휘하려면 통화정책의 시차 등을 고려하여 적어도 2002년 하반기부터는 금리를 인하했어야 함. 하지만 실제 금리 인하는 '03년 5월부터 시작되어 1년 정도 늦었으며, 이에 따라 금리 인상의 시기도 너무 늦어진 것으로 판단.

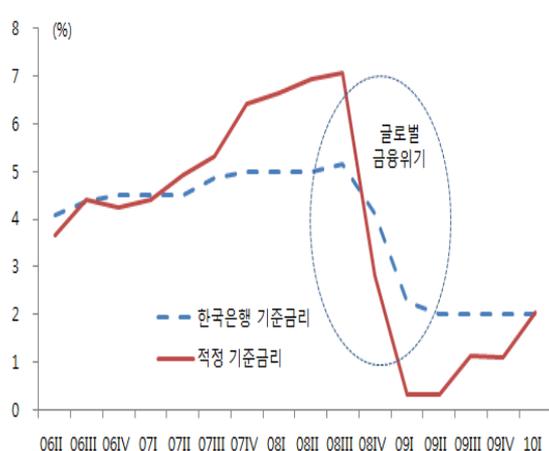
- (‘이성태’ 총재 시기 : 2006.4~2010.3) 글로벌 금융위기 이전 고물가 대응에 미흡하였으며, 글로벌 금융위기에 대응하여 기준금리를 크게 낮추었지만 적정기준금리와의 괴리는 여전히 존재
  - 경제여건 : 글로벌 금융위기 과정에서 국내 경제가 급등락하고, 물가는 금융위기 이전 급등하였으며, 부동산가격은 안정되다가 2008년 상승세로 반전
    - 2007년 하반기 선진국의 서브프라임모기지 문제가 불거지기 전 GDP갭이 2%까지 상승하였다가 금융위기로 급락하였다가 2009년 하반기 진정되면서 상승세
    - 인플레이션갭은 금융위기 당시 유가 등 원자재가격과 환율 상승으로 2%대로 급등하였다가 금융위기 이후 안정
    - 정부의 강력한 부동산가격 안정 대책으로 2006~07년 동안 부동산시장이 안정되었으나 2008년부터 금융위기 이전까지 비수도권을 중심으로 부동산가격이 상승
  - 금리정책 : 금융위기 직전 기준금리가 급등한 물가에 대응하지 못하였으며, 금융위기 이후 기준금리가 급락하였지만 적정기준금리에 미치지 못함
    - 2007년 상반기까지 적정 기준금리에 맞춰 정책금리를 운용하였지만 2007년 하반기부터 금융위기 이전까지 물가수준이 크게 상승함에도 불구하고 기준금리가 적정기준금리 수준을 크게 하회
    - 2008년 하반기 금융위기로 기준금리가 크게 떨어졌지만(2008년 10월부터 2009년 2월까지 5개월 동안 5%에서 2%로 급격히 인하) 적정기준금리에 미치지 못하다가 위기가 안정되면서 수렴함

< ‘이성태’ 총재 시기의 경제 여건 >



자료 : 한국은행.

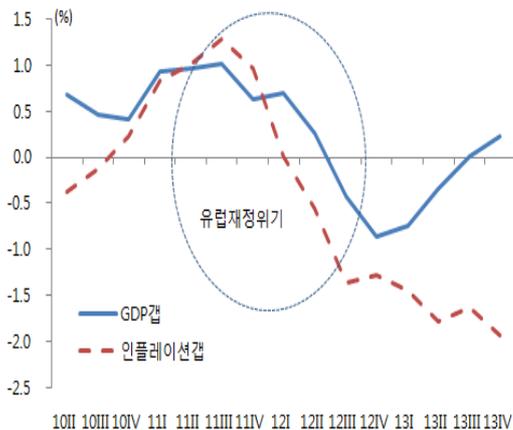
< ‘이성태’ 총재 시기의 기준금리 >



자료 : 한국은행.

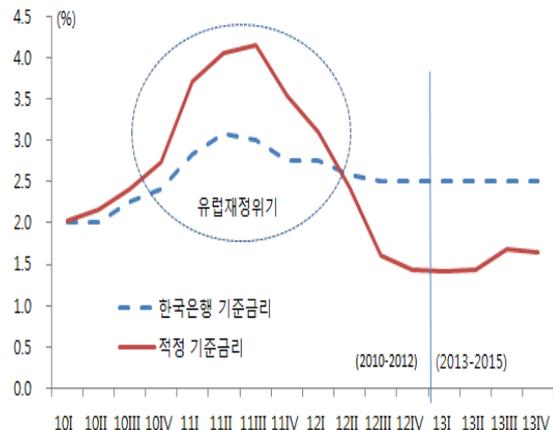
- ('김중수' 총재 시기 : 2010.4~2014.3) 부동산시장 침체, 가계부채문제 등을 안고 시작한 가운데 금리정책이 유럽재정위기 전후로 크게 변화한 경제적 여건에 민감하게 반응하지 못함
  - **경제여건** : 금융위기 이후 부동산시장 침체, 가계부채문제 등에도 빠르게 회복하던 국내경제가 유럽재정위기를 맞이하여 하락세를 지속하다 2013년 하반기부터 반등
    - GDP갭은 금융위기에서까지 1% 수준의 플러스 상태에서 유럽재정위기의 영향으로 하락하면서 2012년 하반기 마이너스에 진입하였다가, 2013년 하반기부터 미국 등 선진국 경기가 가시적인 회복세를 보이면서 상승하면서 플러스로 반등
    - 인플레이션갭은 원자재가격과 환율이 상승세로 반전되면서 1%대까지 상승하였다가 2011년 하반기부터 글로벌 경기침체 속에 하향세를 지속하면서 지속적으로 하락하면서 2.0% 마이너스를 기록
  - **금리정책** : 유럽재정위기를 전후로 기준금리가 적정기준금리가 급격하게 변화된 적정기준금리에 민감하게 대응하지 못하면서 고금리기조(기준금리>적정기준금리)가 지속되고 있음
    - 2011년까지 적정기준금리의 급증에 맞춰 기준금리가 상승하였지만 소폭에 그쳐 1%p 이상의 괴리를 보이는 저금리기조(기준금리<적정기준금리) 시현
    - 2012년부터의 적정기준금리가 크게 떨어졌지만 기준금리의 변화가 상당히 둔감하였으며 1%p 정도의 괴리를 보이는 고금리기조가 지속

< '김중수' 총재 시기 경제 여건 >



자료 : 한국은행.

< '김중수' 총재 시기 기준금리 >



자료 : 한국은행.

### 3. 시기별 금리정책의 특징

- 물가안정목표제의 도입 이후 수요 하락, 환율 하락 등에 힘입어 목표 물가 달성에는 대체적으로 성공함
  - 1999년 5월 물가안정목표제 정책이 본격 도입된 이후 전반적으로 목표범위를 유지함으로써 외형상 성공적인 모습을 보였음
    - 물가안정 목표제의 비교적 무난한 실적에는 외환위기 이후 낮아진 국내수요 뿐만 아니라 지속적인 환율하락이 큰 역할을 한 것으로 평가<sup>4)</sup>
    - 단, 1998년과 1999년의 경우 급락한 환율에 힘입어 목표치 하한을 하회하고, 2004~2006년의 경우도 물가목표 하한을 하회
  - 2000년부터는 정책 시차문제에 따른 단년제 물가안정목표제의 단점을 보완하고자 연간 물가목표와 더불어 향후 3년의 중기목표를 함께 제시
    - 중심물가는 소비자물가(CPI)이지만, 2000~2006년 동안에는 근원물가(core inflation)를 사용<sup>5)</sup>

< 물가안정 목표제 시행 이후 물가 목표치·실제치 비교 >

연도	기준물가	목표치	실제치	비고
1998년	소비자물가	9±1%	(7.8%)	‘전철환’(외환위기)
1999년	소비자물가	3±1%	(0.8%)	‘전철환’(외환위기)
2000년	근원물가	2.5±1%	1.8%	‘전철환’
2001년	근원물가	3±1%	3.6%	‘전철환’
2002년	근원물가	3±1%	3.0%	‘박승’
2003년	근원물가	3±1%	3.1%	‘박승’(카드사태)
2004~06년	근원물가	3.0±0.5%	(2.3%)	‘박승’→‘이성태’
2007~09년	소비자물가	3.0±0.5%	3.3%	‘이성태’(글로벌금융위기)
2010~12년	소비자물가	3.0±1%	3.1%	‘김중수’(유럽재정위기)
2013~15년	소비자물가	2.5-3.5%	1.3%(2013)	‘김중수’→‘이주열’

자료 : 한국은행.

주 : 1) 2013~2015년에는 중심물가 개념을 두지 않고 물가목표 범위만으로 표시.

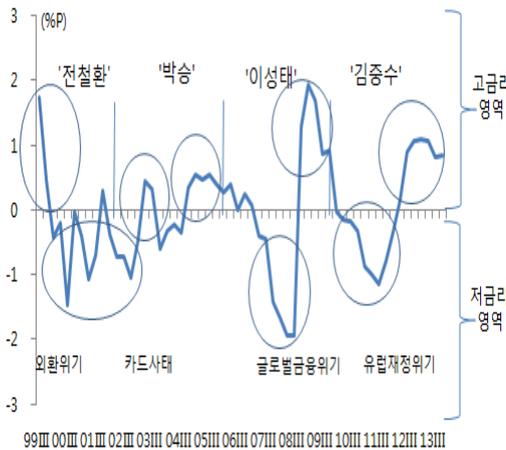
2) ( )은 물가안정목표가 달성되지 못한 실제치임.

4) 함준호(2008), ‘외환위기 이후 통화 및 환율정책의 평가 및 전망’, p.63.

5) 근원물가는 소비자물가에서 곡물이외의 농산물 및 석유류(휘발유, 경유, 등유, 프로판가스 및 도시가스)를 제외한 물가지수로서 자연재해나 원유가 급등과 같은 일시적·단기적 충격요인에 의한 영향이 제외된 물가지수임.

- 금리정책은 총재별로 상대적 고금리영역과 저금리영역이 모두 존재하고 있으며, 김종수 총재 시절에는 매파적 성격, 박승 총재와 이성태 총재 시절에는 비둘기파적 성격을 나타내고 있음<sup>6)</sup>
  - 적정 기준금리 수준과의 비교를 통해 판단해보면 총재별로 상대적 고금리 영역과 저금리 영역이 모두 존재
    - 대체적으로 위기직전(경기과열 시기) 기준금리가 높았지만 상대적으로 적정 기준금리 수준보다는 낮았으며, 위기 이후(경기위축 시기)에는 기준금리를 빠르게 낮췄지만 여전히 적정기준금리 수준보다는 높았음
  - 김종수 총재 시절은 금리인상을 통해 물가안정을 꾀하는 매파 영역, 박승 총재와 이성태 총재 시절은 상대적으로 성장친화적인 비둘기파 영역에 속함<sup>7)</sup>
    - 김종수 총재 시절은 비교적 큰 폭의 플러스 기준금리갭과 마이너스 인플레이션갭을 시현
    - 박승 총재와 이성태 총재 시절에는 마이너스 기준금리갭과 플러스 인플레이션갭을 시현
    - 전철환 총재 시절에는 큰 폭의 마이너스 기준금리갭과 마이너스 인플레이션갭을 시현하여 비둘기파적 매파적 성격을 함께 지님

< '기준금리-적정기준금리' 추이 >



< 총재별 기준금리갭과 인플레이션갭 >



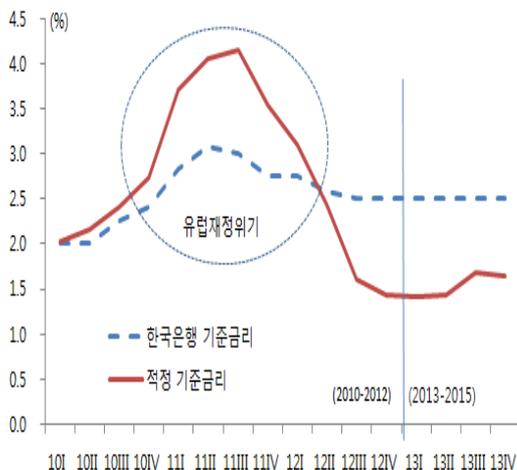
자료 : 한국은행 자료를 사용하여 현대경제연구원 재구성.

주 : 1) 기준금리갭=한국은행 기준금리-적정기준금리, 인플레이션갭=실질인플레이션율-목표인플레이션율.  
2) 물가안정목표제도가 도입된 1999년 3분기부터 2013년 4분기까지 각 총재 임기별 기간 평균 사용

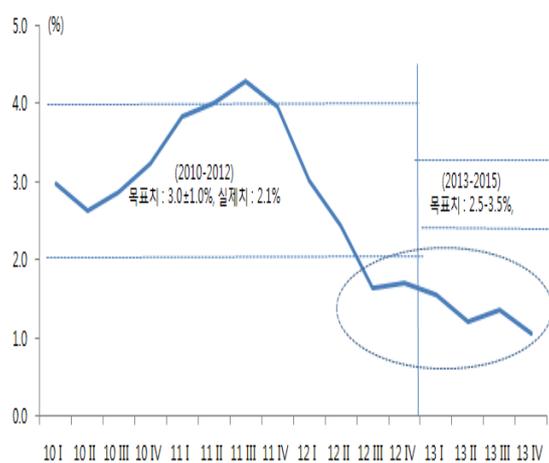
6) 통상 통화정책과 관련하여 '매파'는 인플레이션 억제에 가치를 두고 금리인상으로 물가 안정을 도모하고, '비둘기파'는 경제성장을 중시하여 재정지출 확대 또는 금리인하를 유도하는 경우를 말함  
7) 이러한 구분은 순전히 개인적인 연구 목적에 따른 것이며 한국은행의 공식 원칙은 아님.

- 최근 한국은행 기준금리가 적정기준금리 수준을 상회하고 있는 가운데 저물가 현상으로 자칫 중기(2013~2015) 물가안정목표를 하회할 가능성이 커짐
  - 유럽재정위기 이후의 금리정책이 비탄력적으로 운용되면서 2012년 2분기부터 한국은행 기준금리가 적정기준금리를 큰 폭으로 상회
    - 2011년 4분기부터 적정기준금리가 빠르게 하향하고 있음에도 불구하고 기준금리의 하락폭은 작았으며, 2012년 3분기부터는 2.5% 수준을 지속 유지
    - 저금리기조 속에서 2013년 ‘한국은행 기준금리 - 적정기준금리’ 격차가 평균 1%p를 지속하고 있음
  - 유럽재정위기 이후 경기침체, 환율하락 등으로 소비자물가가 지속 하락하면서 중기적 시계(2013~15년)에서의 물가안정목표 달성이 어려울 것으로 전망
    - 2011년 3분기 이후 소비자물가상승률이 지속적으로 하락하고 있으며, 2012년 3분기부터 1%대를 유지 (2013년 4분기 소비자물가상승률은 1.1%의 최저치를 기록)
    - 2013년 소비자물가상승률은 1.3%로 기록되고 2014년과 2015년 한국은행 전망치는 각기 2.3%, 2.8%로서, 이들을 합한 3년 평균치 2.1%대는 2013~2015년 목표 하한 2.5%를 하회하고 있음

< 2010년 이후 기준금리 추이 >



< 2010년 이후 물가 추이 >



자료 : 한국은행 자료를 사용하여 현대경제연구원 재구성.

#### 4. 시사점

- 물가안정목표제 하에서의 향후 금리정책은 시장과의 커뮤니케이션 확대를 통한 탄력적인 운용, 그리고 우려되는 저물가 현상 해소 등에 역점을 두어야 할 것으로 판단
  - (탄력적인 운용) 정책의 중립성 기반 위에서 시장과의 커뮤니케이션 확대를 통하여 탄력적인 금리정책 운용이 필요
    - 통화정책 의결기구가 자체적인 분석을 통하여 정책목표에 선제적으로 일관성 있게 대응할 수 있도록 정책결정의 중립성을 제고할 필요
    - 시장과의 커뮤니케이션을 확대를 통하여 GDP갭, 인플레이션갭뿐만 아니라 갈수록 변동성이 커지고 있는 금융시장(부동산시장, 가계부채 등) 안정도 고려하여 정책을 독립적인 의사기구 내에서 탄력적으로 운용할 필요가 있음
  - (저물가 치유) 저물가 현상이 지속되는 상황에서도 글로벌 출구전략이 우려되고는 있는 상황에서 단기적으로 저물가 현상을 치유하는 정책이 필요
    - 국내 지표경기 회복세 속에서 글로벌 출구전략이 본격화되면 국내 기준금리 상승 움직임을 배제할 수 없지만, 현재의 제반 여건으로 보아 ‘긍정적’이기 보다는 ‘부정적’인 영향이 빠르게 나타날 가능성이 큼
    - 기준금리 인상 등의 긴축정책은 신중한 검토가 필요한 시점
    - 기술혁신과 규제개혁 등 제도의 개선으로 투입요소의 생산성을 제고하고 잠재성장률을 높이는 GDP갭 관리 정책이 필요
  - (금리정책의 파급경로 개선) 금리정책의 효율성을 개선하기 위해서는 단기금리의 (중장기) 시장금리 전달 효과를 제고할 필요
    - ‘기준금리 변화 → (중장기) 시장금리 변화 → 소비 및 투자 변화’의 금리정책의 전달경로 중에서 ‘기준금리 변화 → (중장기) 시장금리 변화’ 경로의 전달효과를 개선하는 것이 시급



## [별첨]. 테일러준칙을 사용한 적정 기준금리 추정

- 균형 명목기준금리로 '피셔방정식 금리' 보다 한은 기준금리를 그대로 적용
  - 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 한국의 적정 대표시장금리를 구할 때 사용)
  - 한은 발표 기준금리가 실질기준금리와 물가상승률을 고려한 것으로 가정
- 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 목표 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
- 한편 목표 기준금리가 GDP갭과 인플레이션갭에 반응하는 정도를 나타내는  $\alpha, \beta$  는 각기 테일러가 미국 경제에서 제시한  $\alpha = \beta = 0.5$ 를 선택
  - 우리나라의  $\alpha, \beta$ 를 구하기 위하여 대표 시장금리인 3년만기 국채수익률과 각기 GDP갭과 인플레이션갭간의 회귀분석식을 추정하였지만  $\alpha = \beta = 0.5$ 와 크게 차이가 없음<sup>8)</sup>
  - 테일러는  $\alpha = \beta = 0.5$ 를 대입하여 계산된 목표 정책금리가 실제 미국의 화폐금융정책을 비교적 잘 설명한 것으로 판단
  - 이는 GDP갭과 인플레이션갭이 각기 1% 증가할 때 적정 기준금리가 각기 갭의 변동분에 대하여 0.5%씩 증가한다는 것을 의미<sup>9)</sup>

8) 우리나라의  $\alpha, \beta$ 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.

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

9)  $\alpha = \beta = 0.5$ 를 대입하여 계산된 목표 정책금리가 실제 미국의 화폐금융정책을 비교적 잘 설명하고 있는 것으로 평가.