

현안과 과제

■ 국내 금리 인상기의 경험이 현재에 주는 시사점

목 차

■ 국내 금리 인상기의 경험이 현재에 주는 시사점

Executive Summary	i
1. 개요	1
2. 국내 금리 인상기의 국내경제 영향	2
3. 종합평가	10
4. 시사점	13

비상업 목적으로 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재할 경우 내용의 출처를 명시하면 자유롭게 인용할 수 있으며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

총 괄 : 주 원 이 사 대 우 (2072-6235, juwon@hri.co.kr)

동 향 분 석 팀 : 김 천 구 연 구 위 원 (2072-6211, ck1009@hri.co.kr)

Executive Summary

< 요 약 >

■ 개요

국내 경제 회복세로 기준금리의 인상 가능성이 커지고 있다. 국내 경제는 글로벌 경기회복으로 인한 수출 증가, 확장적 재정운용, 설비투자 확대 등으로 개선세다. 미국의 금리 인상 사이클 진입으로 한국과 미국의 기준금리가 근접하였다. 본 보고서에서는 최근 한국은행이 기준금리 인상에 나섰던 **1차 인상기(2005년 10월~2008년 9월)**와 **2차 인상기(2010년 7월~2012년 6월)**의 국내 실물 및 금융시장의 움직임을 살펴보고 향후 기준금리 인상이 우리나라 경제에 미칠 영향을 예상해 보았다.

< 최근 금리 인상기와 인상 배경 >

	1차 인상 (2005.10~2008.9)	2차 인상 (2010.7~2012.6)
금리 인상 폭	3.25%→5.25% (2.00%p ↑)	2.00%→3.25% (1.25%p ↑)
금리 인상 횟수	2005년 10월, 12월 (2회) 2006년 2월, 6월, 8월 (3회) 2007년 7월 8월 (2회) 2008년 8월 (1회) (총 8차례)	2010년 7월, 11월 (2회) 2011년 1월, 3월, 6월 (3회) (총 5차례)
금리 인상 이전 경제이벤트	2003년 카드사태	2008년 글로벌 금융위기
금리 인상 배경	- 국내경기 상승세 - 석유 등 에너지 가격 상승 - 부동산가격 급등 - 내외금리차 확대	- 위기국면 회복 - 정책여력 확보 - 자산가격 버블 가능성

■ 국내 금리 인상기의 국내경제 영향

과거 금리 인상기 동안 국내 경제가 받은 영향을 살펴보면 **첫째, 기준금리 인상은 국내 경기 회복세를 전제하므로 금리 인상기에는 경기 개선이 동시에 나타났다.** 금리 인상은 경제가 안정적인 성장 모멘텀에 들어설 때 이루어진다. 따라서 금리 인상기 동안 국내 경제성장률은 비교적 높았으며 경기 국면은 회복기에서 호황기, 후퇴기로 이동해 갔다. 다만 기준금리 인상은 경기 과열을 막는 효과를 나타내어 경기확장 폭은 제한적이었다.

둘째, 비용상승형 인플레이션 현상이 나타날 경우 기준금리 인상으로 물가를 안정시키는 데 어려움을 겪었다. 공급측 물가 상승 압력이 비교적 낮았던 1차 인상기에는 기준금리 인상이 경기 과열로 나타날 수 있는 수요측 물가 상승 압력을 효과적으

로 차단하였다. 2차 인상기에는 농산물 가격 및 유가 불안정 등 공급측 물가 상승 압력으로 금리 인상에도 소비자물가 상승률이 최대 5%에 육박하였다. 통화정책이 경기 과열에 따른 수요견인형 인플레이션을 억제하는 데는 효과적이지만 비용상승형 인플레이션을 제어하기 어려웠던 것으로 판단된다. **최근 국제유가가 급등 할 우려가 커지고 있다. 국제유가가 지속해서 불안할 경우 2차 인상기의 비용상승형 인플레이션이 재현될 우려가 있다.**

셋째, 금리 인상기 초기에는 부동산가격이 상승세를 보였으며 금리 수준이 일정 수준에 도달하고 경기가 둔화 국면에 진입할 때 부동산가격이 하락세로 돌아섰다. 기준금리가 오르기 시작할때는 경기가 회복국면이고 여전히 금리 수준이 낮아 금리 인상속도가 급격하지 않다면 가계에 부담이 크지 않다. 금리 상승이 여러 차례 진행되어 금리의 수준 자체가 높아지고 경기가 서서히 둔화 국면에 진입할 때 국내 부동산가격의 상승 폭이 꺾였다.

넷째, 가계부채 역시 대출금리가 일정 수준에 도달하고 부동산 경기가 위축될 때 증가세가 둔화하였다. 대출금리가 높아졌음에도 불구하고 국내 부동산 경기가 상승세를 이어가며 가계부채 증가속도가 유지되었다. 금리 인상 사이클이 종료 시점에 가까워지고 부동산가격 상승세가 둔화할 때 가계부채 증가 속도가 진정되었다.

다섯째, 기준금리 인상은 원화 강세 요인으로 작용하며 특히 금리 인상 시작 시점에 원화 강세 현상이 두드러졌다. 기준금리가 높아지면 해외 자산과 비교하여 국내 자산의 수익률이 높아지므로 원화 강세 요인이다. 기준금리 인상 사이클 진입 시점에는 향후 상당 기간 금리 인상이 이루어질 것이라는 기대감이 형성되고 국내 경제 펀더멘털 역시 양호한 시점이기 때문에 원화 강세가 급격했던 것으로 판단된다.

여섯째, 주식시장은 기업 실적 개선의 영향으로 상승세를 보였다. 기준금리가 인상되면 시중에 풀린 유동성이 줄어들어 주식가격이 낮아지는 것이 일반적이다. 그러나 금리 인상기에는 경기회복의 영향으로 기업들의 매출 증가 폭이 컸다. 기준금리 인상의 전제조건인 국내 경기 회복세로 기업들의 실적 개선 효과가 더욱 커 주가가 상승세를 보인 것으로 판단된다.

일곱째, 담보대출 금리의 경우 금리 상승 폭이 제한적이었으나 신용대출 금리의 경우 기준금리 인상 시 빠르게 높아졌다. 1차 인상기와 2차 인상기 모두 고정금리 비중이 높은 담보대출의 금리 상승 폭은 크지 않았다. 반면 변동금리 비중이 높은 신용대출 금리는 큰 폭으로 상승하였다. 기준금리가 높아질 경우 마이너스 통장 대출, 신용대출 등 생계형 대출자들이 금리 인상으로 더욱 큰 타격을 입은 것으로 보인다.

여덟째, 외국인자금 유출입 여부는 미국의 금리 상승 속도가 중요하였다. 1차 인상기에는 국내 기준금리 인상보다 미국 기준금리 인상이 더 빠르게 진행되며 외국인자

금이 해외로 빠져나갔다. 반면 2차 인상기에는 국내 기준금리가 지속해서 높아지는 동안 미국의 기준금리는 제로금리로 동결되어 외국인자금이 국내로 유입되었다.

< 과거 기준금리 인상기 국내 경제의 경험과 원인 >

	과거 경험	원인
경기	- 경기 회복세 유지 - 경기 확장폭은 제한적	- 기준금리 인상 조건이 경기 회복세를 전제
물가	- 수요견인형 인플레이 억제 효과적 - 비용상승형 인플레이 대응 어려움	- 유가, 농산물 등 공급측 물가상승 요인 발생 시 금리의 물가 안정 효과 제한적
부동산	- 인상 초기 부동산 가격 상승 - 금리 일정 수준 도달 이후 부동산 가격 상승 둔화	- 경기회복세로 인한 부동산 수요 증가 - 금리 인상 초기에는 금리 인상에도 여전히 저금리
가계부채	- 인상 초기 가계부채 증가세 지속 - 기준금리 일정 수준 오르자 증가세 둔화	- 부동산 상승 국면 영향 - 금리 인상 초기 저금리 영향
원/달러 환율	- 금리 인상기 동안 원화 강세 나타남 - 금리 인상 초기에 원화 강세 두드러짐	- 국내 자산의 수익률이 높아지며 원화 수요 증가 - 지속적인 기준금리 인상에 따른 기대
주가	- 금리 인상 초기 주가 상승 추세 - 금리 인상 사이클 종료 가까워지며 주가 하락	- 금리 인상기에 기업실적 개선 영향으로 주식시장으로 자금 유입
대출금리	- 담보대출 금리는 기준금리와 유사하게 상승 - 신용대출 금리는 급격히 상승	- 변동금리 비중이 상대적으로 낮은 신용대출 금리의 상승폭이 큼
외국인자금	- 내외금리차 축소(또는 역전) 시 외국인자금 유출 가능성 - 내외금리차 확대 시 외국인자금 유입 가능성 증대	- 미국 금리 인상 속도 가파르면 해외투자자들의 자금조달 비용 증가

■ 시사점

국내 기준금리가 본격적인 인상국면에 진입 가능성이 높아지며 국내 경제의 변화가 예상된다. 과거 금리 인상기 경험을 통해 사전에 금리 인상 영향에 대비할 필요가 있다. 이를 위해서는 첫째, 국내 경기 상황에 맞는 통화정책을 수행하는 동시에 국내 경제의 근본적인 체질개선에 나서야 한다. 둘째, 기준금리 인상으로 대응하기 어려운 비용상승형 물가상승 가능성을 사전에 차단해야 한다. 셋째, 부동산가격 불안을 사전에 방지할 수 있는 시장안정화 대책을 지속적으로 추진해야 한다. 넷째, 대출금리 상승으로 부실위험이 높아질 우려가 있는 가구에 대한 채무조정 및 회생제도를 확충해야 한다. 다섯째, 원화가 당분간 강세를 보일 가능성이 있으므로 수출 비중이 높은 기업들은 채산성 악화에 대비해야 한다. 여섯째, 미국의 기준금리 인상속도가 가파를 경우 나타날 수 있는 내외금리차 확대에 의한 외국인자금 유출 가능성에 대비해야 한다.

1. 개요

- **국내 경제의 양호한 회복세, 미국의 기준금리 인상 영향으로 우리나라의 본격적인 금리 인상기 진입 가능성이 커짐**
 - **국내 기준금리는 18개월 연속 1.25%로 동결된 상태**
 - 우리나라의 기준금리는 2016년 6월 1.50%에서 1.25%로 0.25%p 낮아진 이후 1년 6개월 연속 동결
 - **국내 경제 회복세로 기준금리의 인상 가능성이 점증**
 - 국내 경제는 글로벌 경기회복세로 인한 수출 증가, 확장적 재정운용, 설비투자 확대 등으로 2017년 3분기 성장률이 전년동기대비 3.6% 기록
 - 2018년에는 성장률이 전년보다 다소 낮아지겠지만 여전히 양호한 성장세가 예상되고 잠재성장률을 웃도는 성장으로 GDP갭률이 플러스로 돌아설 가능성
 - **미국의 금리 인상 사이클 진입으로 한국과 미국의 기준금리 근접**
 - 미국 연준은 2015년 12월 기준금리를 0.25~0.50%로 인상한 데 이어 2016년 12월 0.50~0.75%, 2017년 3월 0.75~1.00%, 2017년 6월 1.00~1.25%로 올림
 - 미국의 기준금리는 2017년 12월에도 인상될 가능성이 높아 보임
 - **다만 가계부채, 원화 강세 등 영향으로 기준금리 인상이 이루어져도 인상 속도는 완만할 것으로 예상**
 - 가계부채가 1,400조원을 돌파한 상황에서 기준금리의 가파른 인상 시 가계의 원리금 상환 부담이 커질 우려
 - 원/달러 환율이 빠르게 하락하는 상황에서 통화정책의 긴축 기조가 강화될 경우 원화 강세 현상이 심화할 가능성
- **본 보고서에서는 최근 한국은행이 기준금리 인상에 나섰던 2000년 중후반과 2010년대 초반의 국내 금융 및 실물시장의 움직임을 살펴보고 향후 기준금리 인상이 우리나라 경제에 미칠 영향을 예상**

2. 국내 금리 인상기의 국내경제 영향

1) 과거 금리 인상기 통화정책 변화 및 배경

○ 최근 한국은행이 기준금리를 지속해서 인상한 시기는 2005년 10월~2008년 9월과 2010년 7월~2012년 6월 두 차례가 있었음

- 1999년 5월 물가안정목표제도가 도입¹⁾된 이후 한국은행이 기준금리를 지속적으로 비교적 큰 폭으로 인상한 시기는 2005년 10월~2008년 9월과 2010년 7월~2012년 6월 등 두 차례

- 한국은행은 2005년 10월부터 2008년 9월까지 기준금리를 8차례에 걸쳐 2.00%p 인상하였음
- 글로벌 금융위기 이후인 2010년 7월부터 2012년 6월까지 기준금리를 5차례에 걸쳐 1.25%p 높임
- 과거 금리 인상기에 진입 시 한국은행의 금리 인상 속도는 연간 2~3회 (0.50%p~0.75%p) 수준

- 1차 인상기인 2005년 10월부터 2008년 9월까지 국내 기준금리는 3.25%에서 5.25%로 인상

- 1차 인상기 국내 기준금리는 인상 전인 2005년 9월 3.25%에서 2005년 10월 3.50%로 인상된 이후 2008년 8월까지 0.25%p씩 총 8차례에 걸쳐 올라 5.25%까지 상승
- 이후 국내 기준금리는 2008년 9월까지 5.25%로 동결되었으며 2008년 10월 이후부터 기준금리 인하기로 접어들음

- 1차 인상기의 금리 인상 배경은 부동산가격 급등, 국내경기 상승세, 석유 등 에너지 가격 상승, 내외금리차 확대 등임

- 부동산 가격이 소득 수준에 비해 높아 금리 인상을 통해 부동산가격을 적정 수준으로 유도할 필요
- 실질GDP가 높은 성장세를 보이며 GDP갭 축소로 완화적 통화정책이 수행

1) 한국은행은 1999년부터 과거의 통화증가율 목표정책 대신 물가안정목표제를 시행.

- 해 왔던 경기부양 역할을 줄여도 괜찮은 상황
 - 석유 등 에너지 가격 상승으로 근원물가가 목표수준을 웃돌 가능성이 커졌으며 내외금리차가 확대되어 외국인자본 유출이 발생
- 2차 인상기인 2010년 7월부터 2012년 6월까지 국내 기준금리는 2.00%에서 3.25%로 인상
- 2차 인상기 국내 기준금리는 인상 전인 2010년 6월 2.00%에서 2010년 7월 2.25%로 인상된 이후 2011년 6월까지 0.25%p씩 총 5차례에 걸쳐 올라 3.25%까지 상승
 - 이후 국내 기준금리는 2012년 6월까지 3.25%로 동결되었으며 2012년 7월 이후부터 기준금리 인하기로 접어 들음
- 2차 인상기의 금리 인상 배경은 위기국면 회복, 정책여력 확보, 마이너스 실질금리로 인한 자산가격 버블 가능성 등임
- 국내 경제가 정상 성장패턴으로 복귀함에 따라 글로벌 금융위기에 대응하여 예외적으로 낮은 정책금리를 유지했던 것에서 벗어나 금융완화의 정도를 조정해 나갈 필요
 - GDP갭이 플러스로 전환되어 본격 확장국면에 진입하였으며 경제성장의 하방위험에 대비한 정책여력을 확보
 - 마이너스 실질금리가 이어지며 주택담보대출이 늘어나고 자산가격 버블을 통해 가계의 재무건전성 해칠 우려

< 최근 금리 인상기와 인상 배경 >

	1차 인상 (2005.10~2008.9)	2차 인상 (2010.7~2012.6)
금리 인상 폭	3.25%→5.25% (2.00%p↑)	2.00%→3.25% (1.25%p↑)
금리 인상 횟수	2005년 10월, 12월 (2회) 2006년 2월, 6월, 8월 (3회) 2007년 7월 8월 (2회) 2008년 8월 (1회) (총 8차례)	2010년 7월, 11월 (2회) 2011년 1월, 3월, 6월 (3회) (총 5차례)
금리 인상 이전 경제이벤트	2003년 카드사태	2008년 글로벌 금융위기
금리 인상 배경	- 국내경기 상승세 - 석유 등 에너지 가격 상승 - 부동산가격 급등 - 내외금리차 확대	- 위기국면 회복 - 정책여력 확보 - 자산가격 버블 가능성

2) 금리 인상기 실물부문 영향

○ 과거 금리 인상기 동안 국내 경제는 양호한 성장을 달성하였지만, 비용상승형 인플레이션, 부동산가격 급등, 가계부채 증가 등 대응에 어려움을 겪음

- 경제성장률은 기준금리 인상 이전부터 이어지던 회복세가 유지되며 금리 인상기 동안 비교적 양호한 성장
 - 1차 인상기 동안 경제성장률은 4~6%에 육박하는 높은 성장률을 유지
 - 2차 인상기 역시 금리 인상기 초반에는 6%에 육박하는 경제성장률을 기록하였으며 이후 추세적으로 하락
 - 기준금리 인상은 양호한 경제성장을 배경으로 함으로 기준금리 인상과 경기 회복이 동시에 나타남

< 경제성장률 추이(1차 인상) >



자료 : 한국은행.

< 경제성장률 추이(2차 인상) >



자료 : 한국은행.

- 금리 인상기의 경기순환은 경기 회복기→호황기→후퇴기로 이동
 - 1차 인상기는 경기순환 주기가 회복기에서 호황기, 후퇴기로 국면으로 이동
 - 2차 인상기는 기준금리 인상 이전 회복기에서 기준금리 인상 시작 시점에 호황기에 진입하였으며 이후 서서히 후퇴기로 이동
 - 경기 상승기에 통화정책은 기본적으로 경기 과열을 방지하는 임무를 수행하므로 경기 확장폭을 제한

< GDP갭률 추이(1차 인상) >



자료 : 현대경제연구원, 한국은행.

< GDP갭률 추이(2차 인상) >



자료 : 현대경제연구원, 한국은행.

- 1차 인상기에는 국내 물가가 안정된 흐름을 보였지만 2차 인상기에는 5%에 육박하는 인플레이션이 발생

- 1차인상기 초기에는 국내 물가가 정부 목표치²⁾를 전반적으로 밑도는 등 안정된 모습이었지만 2007년 중반 이후 농산물 및 유가 불안으로 물가 상승
- 2차인상기 동안 공급측 물가상승 압력이 높아지며 금리 인상에도 불구하고 정부 목표치³⁾를 넘어서는 인플레이션 현상이 심화
- 과열된 경기를 안정시키는 통화 긴축은 수요측 물가상승 압력을 완화하는 데에는 효과적이지만 공급측 요인에 기인한 비용상승형 인플레이션 발생 시 대응 어려움

< 물가상승률 추이(1차 인상) >



자료 : 통계청, 한국은행.

< 물가상승률 추이(2차 인상) >



자료 : 통계청, 한국은행.

2) 2004~2006년 물가목표치는 근원물가 2.5~3.5%, 2007~2009년은 소비자물가 3.0±0.5%였음.

3) 2010~2012년 물가목표치는 소비자물가 3.0±1.0%임.

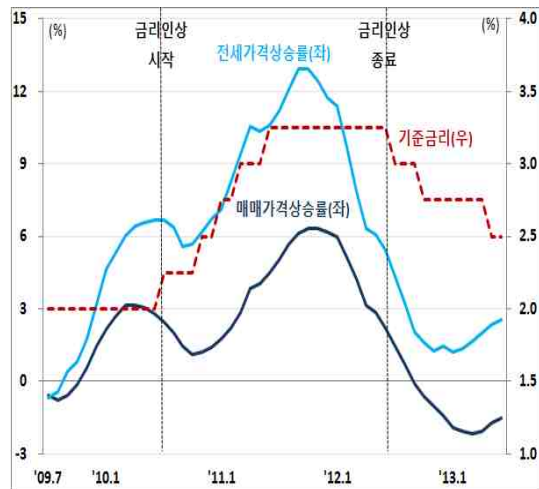
- 기준금리 인상 초기 경기 회복국면 진입으로 부동산 구매 수요가 늘어나며 부동산가격은 불안정한 모습
 - 기준금리 인상은 일반적으로 대출금리를 상승시켜 부동산 수요를 줄이는 방향으로 작용
 - 반면 과거 금리 상승기에 대출규제 정책 등 부동산 수요억제 정책에도 불구하고 부동산 가격이 오르는 방향으로 움직임
 - 대출금리 상승 측면에서는 부동산 수요가 감소하였지만, 기준금리 인상 전제 조건인 경기 회복세로 인해 부동산 구매 수요가 늘어남

< 부동산가격 추이(1차 인상) >



자료 : 한국감정원, 한국은행.

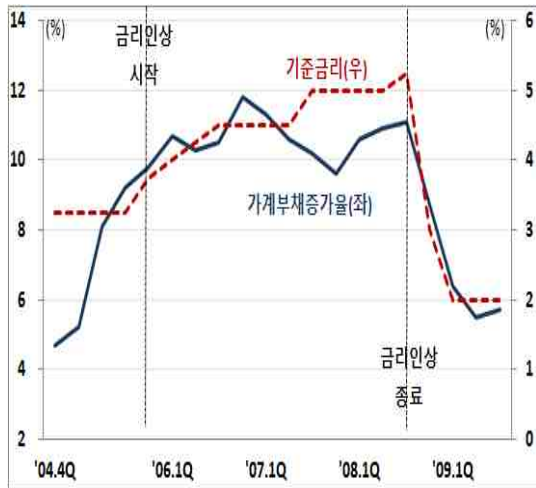
< 부동산가격 추이(2차 인상) >



자료 : 한국감정원, 한국은행.

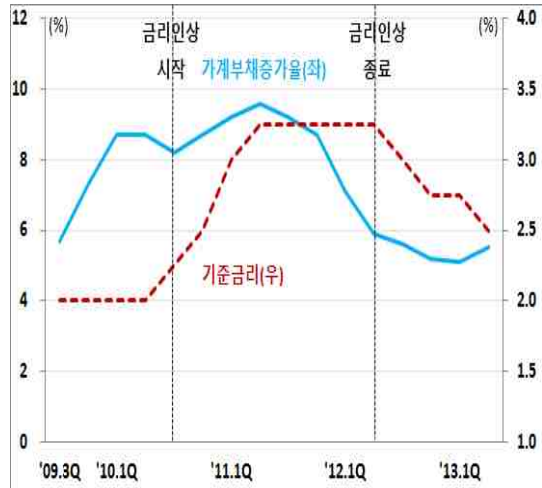
- 금리 인상 초기에는 기준금리 인상에도 불구하고 가계부채 증가속도가 둔화하지 않았으며 금리가 일정 수준에 도달한 이후 증가세가 점차 둔화
 - 1, 2차 금리 인상기 모두 가계부채 증가율은 기준금리가 약 1%p 정도 상승한 시점부터 서서히 둔화
 - 대출금리 상승은 가계부채 증가 억제 요인이지만, 금리 인상 시작 시점에는 금리 수준이 낮아 기준금리 인상 부담이 크지 않으며 부동산가격 역시 상승세를 보였음
 - 금리가 일정 수준에 도달하고 부동산가격 하향 안정화 될 때 가계부채 증가속도가 둔화

< 가계부채 증가율 추이(1차 인상) >



자료 : 한국은행.
주 : 가계신용 기준

< 가계부채 증가율 추이(2차 인상) >



자료 : 한국은행.
주 : 가계신용 기준

3) 금리 인상기 금융부문 영향

○ 금리 인상기 동안 주식시장은 양호한 성장을 이루었지만, 원화 강세 지속, 대출금리 인상, 외국인자금 유출 등 현상이 일부 발생

- 기준금리 인상은 원화 강세 요인으로 작용하며 특히 기준금리 인상 사이클 진입 시점에 원화 강세 현상이 급격하게 나타남
 - 1차 인상기 금리가 높아지기 시작한 2005년 10월에 원/달러 환율이 1,046.2원에서 출발하여 2007년 10월 914.5원까지 낮아진 후 금리 인상 종료 시점에 가까워지자 원화가 약세로 전환
 - 2차 인상기 역시 기준금리가 높아지기 시작한 2010년 7월 원/달러 환율이 1,204.9원에서 2011년 7월 1,058.5원까지 낮아진 이후 원화가 약세를 보임
 - 기준금리 인상은 일반적으로 원화 강세 요인이며 실제로도 금리 인상기 동안 원화가 강세를 지속
 - 기준금리 인상 사이클 진입 시점에는 향후 상당 기간 금리 인상이 이루어질 것이라는 기대감이 형성되며 국내 경제 펀더멘털 역시 양호한 시점이기 때문에 원화 강세가 급격했던 것으로 판단

< 원/달러환율 추이(1차 인상) >



자료 : 한국은행.

< 원/달러환율 추이(2차 인상) >

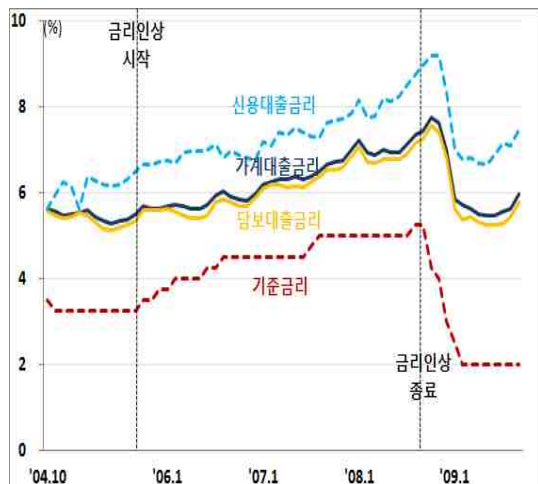


자료 : 한국은행.

- 가계대출금리는 기준금리와 비례하여 상승하였으며, 고정금리 비중이 높은 담보대출 금리 상승 폭은 제한적이었으나 변동금리 비중이 높은 신용대출금리가 급격하게 상승

- 1차 인상기에는 기준금리가 인상된 폭과 유사하게 가계 대출금리 상승
- 2차 인상기에는 글로벌 금융위기 영향으로 높았던 리스크프리미엄이 점차 낮아져 기준금리 상승에도 불구하고 가계 대출금리는 크게 상승하지 않음
- 1차, 2차 인상기 모두 고정금리 비중이 높은 담보대출의 경우 금리 상승 폭은 크지 않았으나 변동금리 비중이 높은 신용대출 금리는 큰 폭으로 상승

< 가계대출금리 추이(1차 인상) >



자료 : 한국은행.

< 가계대출금리 추이(2차 인상) >



자료 : 한국은행.

- 코스피 주가는 국내 기업의 양호한 실적 영향으로 상승세를 보임

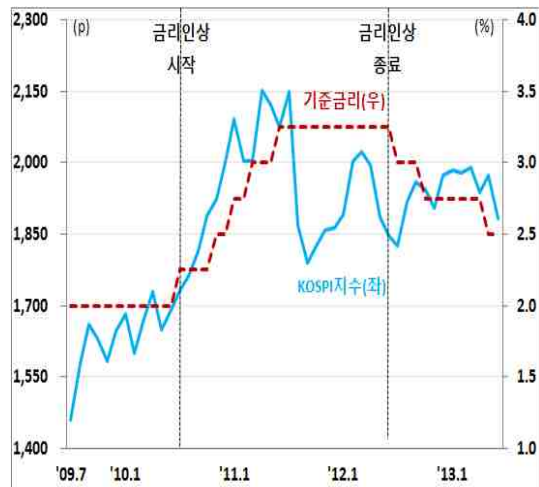
- 1차 인상기에는 외국인자금의 이탈에도 불구하고 기관과 개인투자자들의 순매수가 이어지며 코스피 주가는 상승세를 이어감
- 2차 인상기에는 개인들은 주식을 매도하는 모습을 보였지만 외국인과 기관투자자들의 순매수로 코스피 주가는 상승
- 1차, 2차 인상기 모두 코스피 상장기업의 매출이 전반적으로 늘어나는 모습을 보이는 등 국내 기업 실적이 전반적으로 양호

< KOSPI주가 추이(1차 인상) >



자료 : 한국증권거래소, 한국은행.

< KOSPI주가 추이(2차 인상) >



자료 : 한국증권거래소, 한국은행.

- 미국 기준금리가 빠르게 상승한 1차 인상기는 외국인자금이 지속해서 유출되었지만, 미국 기준금리가 제로금리로 동결된 2차 인상기는 외국인자금이 국내로 유입

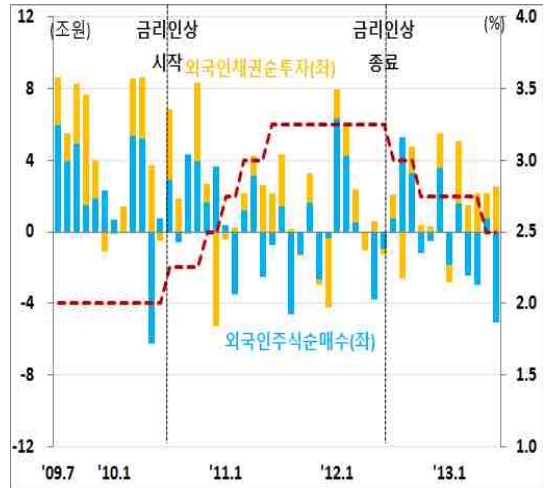
- 1차 인상기 국내 기준금리 인상에도 불구하고 미국의 가파른 기준금리 인상 영향으로 외국인자금은 지속해서 해외로 이탈
- 2007년 하반기 이후에는 글로벌 금융위기 영향이 나타나기 시작하며 외국인자금이 대거 국내에서 이탈
- 2차 인상기에는 국내 기준금리 인상이 이루어질 동안 미국은 제로금리로 동결되며 외국인자금이 국내로 유입

< 외국인자금 추이(1차 인상) >



자료 : 금융감독원, 한국은행.

< 외국인자금 추이(2차 인상) >



자료 : 금융감독원, 한국은행.
주 : 외국인 채권순투자(좌)는 2009년부터 데이터가 제공.

3. 종합평가

○ 금리 인상기 경험을 실물은 경기, 물가, 부동산, 가계부채 측면에서 금융은 환율, 대출금리, 주가, 외국인자금 측면에서 종합적으로 평가

- 기준금리 인상은 국내 경기 회복세를 전제하므로 금리 인상기에는 경기 개선이 동시에 나타남
 - 경제가 안정적인 성장 모멘텀에 들어서고 향후 발생할 수 있는 경제적 충격에 대한 정책 여력을 확보하기 위해 금리 인상이 이루어짐
 - 기준금리 인상은 경기의 과열을 막는 효과를 나타내어 경기확장 폭은 제한적
- 비용상승형 인플레이션 현상이 나타날 경우 기준금리 인상으로 물가를 안정시키는데 어려움 겪음
 - 공급측 물가 상승 압력이 비교적 낮았던 1차 인상기에는 기준금리 인상이 경기 과열로 나타날 수 있는 수요견인형 인플레이션을 효과적으로 억제
 - 2차 인상기에는 농산물 가격 불안정, 유가 상승 등 공급측 물가상승압력 확대로 물가 상승률이 최대 5%에 육박하는 비용상승형 인플레이션 나타남
 - 경기 과열에 따른 수요측 요인을 억제하는 통화정책 특성상 기준금리 인상이 적절하게 공급측 물가상승 압력을 제어하기 어려웠던 것으로 판단

- 기준금리 인상 초기에는 부동산가격이 상승세를 보였으며 금리 수준이 일정 수준에 도달하고 경기가 둔화 국면에 진입할 때 하락세로 돌아섬
 - 이론적으로는 다른 요인들이 모두 같다면 금리 인상은 부동산가격의 하락 요인⁴⁾
 - 다만 금리 인상 초기에는 경기가 회복국면이고 기준금리가 높아지더라도 여전히 저금리 상태이므로 인상속도가 급격하지 않다면 가계에 부담이 크지 않음
 - 기준금리 인상과 동시에 부동산가격 안정을 위해 수요를 억제하는 미시적 규제가 뒤 따랐음
 - 금리 상승이 여러 차례 진행되어 금리의 수준 자체가 높아지고 경기가 서서히 둔화 국면에 진입하며 국내 부동산 경기는 하락세로 전환

- 가계부채 역시 대출금리가 일정 수준에 도달하고 부동산 경기가 하락세로 돌아설 때 증가세가 둔화
 - 대출금리가 높아졌음에도 불구하고 국내 부동산 경기가 상승세를 이어나가며 가계부채 증가속도가 유지
 - 금리 인상 사이클이 종료 시점에 가까워지고 부동산가격 상승세가 둔화할 때 가계부채 증가 속도가 진정

- 기준금리 인상은 원화 강세 요인으로 작용하며 특히 금리 인상 사이클 진입 시점에 원화 강세 현상이 두드러짐
 - 기준금리가 높아질 경우 해외 자산과 비교하여 국내 자산의 수익률이 높아지므로 원화 강세 요인이며 실제로도 금리 인상기 동안 원화 강세 지속
 - 기준금리 인상 사이클 진입 시점에는 향후 상당 기간 금리 인상이 이루어질 것이라는 기대감이 형성되며 국내 경제 펀더멘털 역시 양호한 시점이기 때문에 원화 강세가 급격했던 것으로 판단
 - 현재 나타나고 있는 원화 강세 현상은 기준금리가 인상될 경우 더욱 가속화될 우려가 있음

- 주식시장은 기업 실적 개선의 영향으로 상승세를 나타냄
 - 기준금리가 인상되면 주식가격이 낮아지는 것이 일반적이지만 기준금리 인상의 전제조건인 국내 경기 회복세로 기업들의 실적이 개선된 효과가 더욱 커 상승세를 보인 것으로 판단
 - 1차 인상기에는 개인과 기관 투자자들이 주가 상승을 견인하였으며 2차 인상기에는 외국인과 기관 투자자들이 주식을 순매수

4) 이근영·김남현(2016), 금리와 주택가격, 경제학연구.

- 담보대출 금리의 경우 금리 상승 폭이 제한적이었으나 신용대출 금리는 기준 금리 인상 시 급격하게 상승
 - 1차 인상기와 2차 인상기 모두 고정금리 비중이 높은 담보대출의 경우 금리 상승 폭은 크지 않았으나 변동금리 비중이 높은 신용대출 금리는 큰 폭으로 상승
 - 기준금리가 높아질 경우 마이너스 통장 대출, 신용대출 등 생계형 대출자들이 금리 인상으로 더욱 큰 타격
- 외국인자금 유출입은 미국의 금리 상승 속도가 중요
 - 1차 인상기에는 국내 기준금리 인상보다 미국 기준금리 인상이 더 빠르게 진행되며 해외투자자들의 자금조달비용 증가로 외국인자금이 해외로 유출
 - 반면 2차 인상기 동안 국내 기준금리가 지속해서 높아지는 동안 미국의 기준금리는 제로금리로 동결되어 외국인자금이 국내로 유입
 - 1차, 2차 인상기 동안 외국인자금 유출입에는 내외금리차 외에도 글로벌 금융시장 변동성, 원화가치 변동 등이 영향 미쳤음

< 과거 기준금리 인상기 국내 경제의 경험과 원인 >

	과거 경험	원인
경기	- 경기 회복세 유지 - 경기 확장폭은 제한적	- 기준금리 인상 조건이 경기 회복세를 전제
물가	- 수요견인형 인플레이 억제 효과적 - 비용상승형 인플레이 대응 어려움	- 유가, 농산물 등 공급측 물가상승 요인 발생 시 금리의 물가 안정 효과 제한적
부동산	- 인상 초기 부동산 가격 상승 - 금리 일정 수준 도달 이후 부동산 가격 상승 둔화	- 경기회복세로 인한 부동산 수요 증가 - 금리 인상 초기에는 금리 인상에도 여전히 저금리
가계부채	- 인상 초기 가계부채 증가세 지속 - 기준금리 일정 수준 오르면 증가세 둔화	- 부동산 상승 국면 영향 - 금리 인상 초기 저금리 영향
원/달러 환율	- 금리 인상기 동안 원화 강세 나타남 - 금리 인상 초기에 원화 강세 두드러짐	- 국내 자산의 수익률이 높아지며 원화 수요 증가 - 지속적인 기준금리 인상에 따른 기대
주가	- 금리 인상 초기 주가 상승 추세 - 금리 인상 사이클 종료 가까워지며 주가 하락	- 금리 인상기에 기업실적 개선 영향으로 주식시장으로 자금 유입
대출금리	- 담보대출 금리는 기준금리와 유사하게 상승 - 신용대출 금리는 급격히 상승	- 변동금리 비중이 상대적으로 낮은 신용대출 금리의 상승폭이 큼
외국인자금	- 내외금리차 축소(또는 역전) 시 외국인자금 유출 가능성 - 내외금리차 확대 시 외국인자금 유입 가능성 증대	- 미국 금리 인상 속도 가파르면 해외투자자들의 자금조달 비용 증가

자료 : 현대경제연구원.

4. 시사점

첫째, 국내 경기 상황에 맞는 통화정책을 수행하는 동시에 국내 경제의 근본적인 체질개선을 위해 노력해야 한다

- 국내 경기가 당분간 회복세를 보일 가능성이 있으므로 인위적인 경기부양은 지양
 - 최근 거시지표는 양호한 모습을 보이지만 수출업종, 일부 산업에 편중된 성장세가 나타나고 있음
 - 향후 통화정책은 국내 경기 회복세, 물가상승률, 내외금리차 등을 종합적으로 고려
- 기업들의 창조적 활동 촉진, 신성장동력 발굴, 기술개발 및 혁신 역량 확보 등을 통해 국내 경제의 생산성 향상을 위해 노력
 - 건전한 시장질서를 유지하면서 기업들이 창조적인 활동을 촉진할 수 있게끔 불필요한 규제를 완화
 - 제조업의 성장잠재력을 높이기 위해 제4차 산업혁명 등을 통한 생산성 증대 추구, 핵심기술 확보, 신성장동력 발굴 등에 주력
 - 서비스업 연구개발 투자 확대, IT 활용 및 융합 확대 등을 통해 총요소생산성을 높일 수 있는 기술 개발 및 혁신 역량을 확보

둘째, 기준금리 인상으로 대응하기 어려운 비용상승형 물가상승 가능성을 사전에 차단해야 한다

- 비용상승형 인플레이션 충격이 국내 경제에 부담으로 작용하지 않도록 물가관리 체계를 더욱 강화
 - 원칙적으로 가격은 시장에서 결정되도록 하되, 담합이나 사재기와 같은 불공정 거래 행위로 소비자잉여가 제약받는 것을 철저히 감시하는 노력이 필요함
 - 특정 생필품 가격이 원가 상승분 대비 과도하게 오르는 것을 관리하고 공산품의 경쟁촉진, 시장 독과점 구조개선 등을 지속해서 추진
 - 공공요금은 과도한 가격 인상은 자제되어야 할 필요가 있으나, 가격 인상폭을 제한함에 따라 발생하는 손실분에 대해서는 정부가 반드시 보전을 해주

는 시스템이 정착되어 공기업이 부실화되는 것을 막아야 할 것

- 정부비축 시스템을 보완하고 수급 변동성이 큰 품목에 대해서는 비축 재고 규모를 늘림으로써 수급 안정화 유도
 - 농산물 등의 현물 비축 물량 증가는 보관비용 증가도 발생하므로 선물시장을 이용하는 방안을 적극 활용

셋째, 부동산가격 불안은 사전에 방지할 수 있는 시장안정화 대책을 지속적으로 추진해야 한다

- 기본적으로는 부동산 수요와 공급 안정에 바탕을 둔 부동산정책 기조를 유지
 - 현재 전국 부동산 시장은 공급이 충분한 상황이지만 서울 강남권 등 일부 지역의 공급은 수요 대비 부족한 상황
 - 따라서 총량적인 공급 확대보다는 수요가 풍부한 지역에 규제완화 등으로 공급을 늘리는 것이 중요
 - 반복되는 부동산가격 불안정을 완화하기 위해서 서울 강남권에 버금가는 인프라인 곳을 갖춘 지역을 개발해 특정 지역 수요를 분산하고 서민 중산층의 주거환경 개선에 역점
- 부동산시장의 잉여자금이 생산적인 부문으로 유입될 수 있는 통로를 만드는 노력을 확대할 필요
 - 저금리가 장기화하며 부동산시장에 지나치게 치우친 자금흐름이 나타나고 있어 실물경제에서 자원배분의 비효율성 나타남

넷째, 대출금리 상승으로 부실위험이 높아질 우려가 있는 가구에 대한 채무조정 및 회생제도를 확충해야 한다

- 대출금리가 상승할 경우 과도한 대출을 받은 가구의 경우 채무불이행 위험 증대
 - 가계부채 위험 가구의 채무불이행이 늘어날 경우 가계의 부실이 실물시장으로 전이되고 경제 전반에 걸친 위기로 퍼질 가능성이 있어 이들에 대한 제도적 지원방안 마련이 필요

- 원리금상환 연체 및 채무불이행 상태에 처한 부실가구가 재할할 수 있도록 상환 기간 연장, 채무감면 등 채무조정제도를 강화함으로써 부실가구의 채무 부담 완화 및 신용회복을 지원하여 회생 기회를 확대
- 다만 채무자의 상환 의지를 자세히 검토하여 도덕적 해이를 방지해야 함

다섯째, 원화가 당분간 강세를 보일 가능성이 있으므로 수출 비중이 높은 기업들은 채산성 악화에 대비해야 한다

- 원화의 급격한 강세가 나타날 경우 발생할 수 있는 금융시장 불안정, 기업의 채산성 악화 등에 대비
 - 기본적으로 원/달러 환율은 시장의 수급에 의해 결정되는 측면이 있으므로 원화 움직임의 방향을 변화시키는 정책은 지양
 - 다만 원화가 급격한 강세 방향으로 움직일 경우 일부 기업들은 대처가 어려울 수 있으므로 외환시장 미세조정을 통해 금융시장 불안정성 예방
 - 수출 비중이 큰 중소기업은 여타 기업들과 외환 관련 정보를 공유하는 한편 환위험 관리방안 및 외환 컨설팅 등의 환리스크 관리를 위해 노력

여섯째, 미국의 기준금리 인상속도가 가파를 경우 내외금리차 확대에 의한 외국 인자금 유출 가능성에 대비해야 한다

- 국내 기준금리 인상에도 미국의 기준금리 인상속도가 가파를 경우 한국과 미국 간 기준금리 격차가 축소 또는 역전될 경우 외국인 투자자본이 유출될 가능성이 있음
 - 미국 기준금리 인상에 따른 국내 금융시장의 불안감 확대를 차단
- 국내에서 외국인 투자자본이 유출되는 상황에 대비하여 충분한 외환보유고를 유지하고 통화스와프도 확충하는 등 양호한 외환 건전성을 유지하는 노력이 필요
 - 국내 단기외채에 대한 지속적인 모니터링과 감독에 주력해야 할 것

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