

금리 인하와 국민 경제

민주홍 · 현대경제사회연구원 연구원

본 고에서는 국내 고금리의 현황과 원인 및 영향에 대한 고찰을 토대로 하여 금리 인하의 국민 경제적 영향에 대한 분석을 시도하였다. 분석 결과, 우리나라 경제는 일정 정도의 낮은 금리가 지속될 경우 성장률과 투자 증가 그리고 소비 증대 효과를 나타내는 한편, 물가 상승 효과도 지니고 있음을 보여주었다. 그러나 물가를 높이는 부작용보다는 총고정 자본 형성과 소비 증대를 유발하여 경제 성장을 높이는 요인이 더 큰 것으로 나타났다.

이에 정부는 금융 부문의 시장 기능 제고, 자금 수급 상의 불균형 해소, 통화 금융 정책 운용의 효율성 제고를 통해 국내 금리를 하향 안정화시킴으로써, 기업의 경쟁력 제고 및 성장 잠재력이 확충되도록 해나가야 할 것이다.

금리는 자금 수급의 척도로서 자금의 합리적 배분을 가능케 하는 자금 배분의 기능, 자금 수급 조절을 통해 실물 면에서 재화의 수급과 투자에 영향을 주는 경기 조절 기능, 그리고 소득 분배의 기능을 하는 주요 가격 지표이다.

금리 추이

1995년 하반기 이후 급격히 하락하던 시중 금리가 1996년 5월에 월평균 11.03%까지 하락하였다가 6월 들어 다시 상승세로 반전되고 있다. 올해 초반에 시중 금리가 하향 안정세를 보인 것은 기업들의 설비 투자 자금 수요가 급격히 감소하였고, 정부의 신축적인 통화 운용에 의해 자금 시장이 비교적 안정된 것에 기인하였다. 또한 1995년의 경기 활황과 수출 호조로 기업의 현금 흐름이 좋았던 점, 그리고 기업의 직접 금융 조달 증가로 은행의 대출 수요가 감소하여 시중 유동성이 풍부

〈표 1〉 국내 시중 금리 추이

	(%)											
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1	2	3	4	5	6/19
회사채 수익률	16.5	18.9	16.2	12.6	12.9	13.8	12.0	11.88	11.76	11.88	11.03	11.69
CD 수익률	13.0	14.0	12.0	12.3	15.4	12.2	11.60	11.67	11.35	10.05	12.00	12.35

주: 회사채 수익률(3년 만기)은 기간 평균, CD 수익률(91일물)은 기말 기준임.

해진 점도 금리 하락세의 원인이 되었다. 그런데 최근 들어서는 통화 긴축 우려의 확산, 물가 불안 심리, 경기 둔화 지속에 의한 기업의 운전 자금 수요의 증가 등에 의해 금리 하락세가 반전되어 12%에 근접하는 수준으로 상승하고 있다.

국제 금리 비교

1) 한국, 일본, 대만의 금리 비교

명목 금리 수준에 있어서 우리나라는 일본에 비해 3 배 정도, 대만에 비해 2 배 정도 높은 수준에 놓여 있다. 일본의 경우는 1993년 3.0% 수준까지 지속적인 하락세를 보였으며, 1994년에 들어 4.6%로 소폭 반등되었으나 우리나라의 13% 수준에 비해서는 1/3 수준에 불과하다. 한편, 경쟁국인 대만의 경우에도 명목 금리는 7~8%대 수준에서 안정되어 있어 우리나라의 1/2 수준을 유지하고 있다. 소비자 물가 상승률을 감안한 국내 실질 금리도 일본의 2~3%대, 대만의 3~5%대와 비교해서 2 배 이상 높다.

〈표 2〉 국별 금리 수준의 비교

	1988~90	1991	1992	1993	1994	1995
한국	15.3 (8.2)	18.9 (9.6)	16.2 (10.0)	12.6 (7.8)	12.9 (6.7)	13.8 (9.3)
일본	5.6 (3.6)	5.4 (2.1)	4.5 (2.8)	3.0 (1.7)	4.6 (3.9)	-
대만	7.0 (3.7)	8.9 (5.3)	8.2 (3.7)	8.4 (5.5)	7.6 (3.5)	-

주: 한국은 회사채 수익률, 일본은 10년 만기 국채 수익률, 대만은 5년 만기 공사채 수익률.

()는 실질 금리(명목 금리 - 소비자 물가 상승률).

〈표 3〉 국별 금융 비용 부담률의 비교

	1980~84	1985~89	1990~94	1992	1993	1994	1995
한국	6.4	4.9	5.7	6.3	5.9	5.6	5.6
일본	2.7	1.9	2.0	2.0	1.8	1.6	-
대만	4.2	2.0	2.2	2.3	2.2	1.7	-

자료: 한국은행, 「기업 경영 분석」.

2) 금융 비용 비교

이러한 고금리로 인해 국내 기업은 높은 금융 비용 부담에 시달리고 있다. 1990년 이후로 우리나라 기업들이 부담한 금융 비용은 매출액 대비 5.6~6.3%에 이르러 주요 선진국은 물론 대만 등 경쟁 상대국에 비해서도 3 배 이상 높은 수준이다. 80년대 후반 3저 호황을 바탕으로 크게 떨어졌던 금융 비용 부담률은 90년대 들어 상승세로 반전하여 1992년 중에는 6.3%로 높아졌다가 1993년 이후 하락 추세를 보이고 있긴 하지만 여전히 높은 수준이다. 한편, 일본과 대만의 경우에 우리나라와는 달리 90년대 들어서도 금융 비용 부담률이 꾸준히 하락하여 1.6~1.7% 수준(1994년 기준)에 머물러 있다.

고금리의 원인과 영향

국내 고금리의 원인은 구조적인 자금 수급 상의 불균형, 금융 통화 정책 운용 상의 비효율성, 기대 인플레이 심화의 세 가지로 나누어 살펴볼 수 있다. 먼저, 우리나라 금리는 반성적인 초과 자금 수요로 인하여 국제 수준에 비해 월등히 높은 수준을 유지하고 있다. 자금 수요 측면에서는 우리나라 기업들의 재무 구조가 취약하여 외부 차입금 의존도가 매우 크며, 이는 우리나라 기업의 자금 수요를 증대시키는 구조적인 요인으로 작용하고 있다. 한편, 자금 공급 측면에서는 개인 부문에서의 자금 공급이 낮은 수준에 머물러 있다는 원인이 있다. 또한 경제 활동 규모에 비하여 자금 공급이 부

〈표 4〉 국별 차입금 의존도의 비교

	1980~84	1985~89	1990~94	1993	1994	1995
한국	48.5	45.0	46.5	49.3	48.0	47.7
일본	44.7	41.6	38.8	39.6	39.6	-
대만	37.1	30.5	26.3	26.1	24.4	-

자료: 한국은행, 「기업 경영 분석」.

1) 금융 비용 부담률 = 차입금 평균 금리 × 차입금 의존도 × 총자산 회전율의 역수.

족함으로써 고금리 현상이 지속된다는 주장이 기업측으로부터 제기되고 있다.

둘째, 통화량 관리에 치중하는 통화 금융 정책이 단기 금융 시장을 불안정하게 만들어 결과적으로 금리 불안 및 고금리를 유발하는 요인으로 작용한 적이 많았다. 아울러 통화 지표 설정에 있어서도 시중의 유동성을 반영하는 데 한계가 있는 총통화(M_2) 지표를 채택하여왔으며, 통화 정책 운용에 있어서도 너무 경직적이었던 점이 고금리 요인으로 지적된다.

셋째, 만성적인 물가 불안에 원인이 있다. 지속적이고 과도한 물가 상승은 기대 인플레이션을 상승시키고, 자금의 공급자들은 자금의 실질 가치를 보전받기 위해서 기대 물가 상승률 변동에 따라 금리를 높게 요구한다. 우리나라는 만성적인 자금 초과 수요 상태로 인하여 시장 금리가 거의 자금 공급자에 의해 결정되므로 인플레이션은 시장 금리의 상승으로 연결되는 구조를 가지고 있다. 그리고 국내 금융 시장의 취약으로 인해 금융 매개 비용이 과다한 데에도 고금리의 원인이 있다.

한편, 고금리는 국내 경제에 큰 부담으로 작용할 수 있다. 첫째, 고금리에 따른 높은 금융 비용 부담률은 기업의 경기 대응력이나 국제 경쟁력을 제고시키는 데 제약이 될 뿐 아니라 기업 수익성 개선을 어렵게 한다. 국내 기업들은 경쟁국에 비해서 매우 높은 금융 비용을 부담하고 있으며, 금융 비용의 상승은 기업의 재무 구조를 악화시키고 이는 수출 상품의 가격 상승으로 연결되어 가격 경쟁력 약화의 원인이 되는 것이다. 둘째, 국내 경기 침체를 가속화시킬 수 있다. 기업의 금융 비용 부담이 클 경우에 경기 대응력이 취약하게 되어 경기 둔화시 현금 흐름 악화 및 그에 따른 급속한 투자 감축으로 경기를 더욱 침체시키는 요인이 되는 것이다. 셋째, 한계 기업의 부도 증가로 금융 시장의 안정성이 저해될 수도 있다. 기업의 부도 증대는 금융 기관의 적절한 자금 중개 기능을 위축시킬 수 있기 때문이다. 또한 고금리로 인한 기업의 투자 의욕 상실은 장기적으로 경제 성장의 잠재력이 훼손되는 결과를 초래하게 될 것이다.

적정 금리 수준

우리의 경제 및 금융 여건에 맞는 적정 금리 수준을 유지해야 우리 경제의 경쟁력을 확보할 수 있게 되며, 이에 따라 우리 경제의 성장 잠재력이 확충될 수 있게 된다. 적정 금리 수준에 대한 논의는 균형 금리 수준으로부터 분석되어야 할 것이다. 그러나 자금 시장에서 자금 수급의 균형을 가져오는 장기적 의미의 금리 수준인 균형 금리를 정확히 파악하는 것은 불가능하다. 따라서 일반적으로 균형 금리의 산출은 자연 이자율 개념에 근거하여 자본의 한계 생산성을 추정하는 방법, 자

2) 본 노이만-솔로우 모형을 이용하는 방법을 말함. 즉, 균형 실질 금리(금리의 잠재 가격)를 최대(실질) 경제 성장률, 저축률, 자본 소득 분배율, 총저축률간의 관계식으로 정의함.

본의 생산성 변화와 저축률을 반영하는 모델²⁾을 사용하는 방법, 자본 수익률이나 실질 경제 성장률을 이용하는 방법 등의 간접적인 지표를 이용하여 추정된다. 균형 금리의 추정 방법으로서 자본의 한계 생산성을 이용하는 방법은 실질 금리를 자본의 한계 생산성과 동일하다고 가정하고, 자본의 한계 생산성과 기대 인플레이율의 대리 변수로 각각 실질 경제 성장률과 현재의 인플레이율을 사용하여 그 합계를 현재의 균형 금리로 간주하는 것이다.

한편, 실물적 측면에서 결정되는 이러한 균형 금리와 비교되는 개념으로서의 적정 금리란 금융 시장간 관계, 거시경제 여건 및 통화 당국의 정책 의지 등 현재의 금융·경제 여건이 감안된 단기적 의미의 금리 수준을 지칭한다. 따라서 적정 금리는 현재의 경제 및 금융 여건과 정책 목표에 따라 균형 금리와 일치하지 않을 수도 있게 된다. 금리 정책의 목표는 기업이 시장 금리에 의해 필요한 자금을 신속적으로 조달할 수 있는 동시에 금리 수준이 기업의 경쟁력 제고에 기여할 수 있는 수준에 이르도록 하는 것이라 할 수 있다. 이 경우에 목표 금리 수준은 경쟁국 기업의 명목 차입금 평균 금리(일본: 1990~94년 5.7%, 대만: 1990~94년 7.6%)를 기준으로 한다면 7~9% 수준이 타당할 것이며, 국제 금리와 국내 금리간 격차를 기준으로 한다면 1994년도 실질 금리차가 3~4%포인트 수준이므로 시장 금리가 현재의 12% 수준에서 3~4%포인트 정도 추가로 하락한 수준을 목표로 하는 것이 타당할 것이다. 따라서 기업의 경쟁력 강화를 위해 국내 금리를 추가적으로 하락할 필요성이 있는 것이다.

금리 인하의 국민 경제적 영향

1) 금리 인하의 당위성

기업의 대외 경쟁력 제고, 경기 부양 및 국제 수지 개선을 위해 금리를 하향 안정시키는 것은 현재 금리 정책의 당면 과제이다. 국내 기업의 부채 비율 및 차입금 의존도는 선진국 경쟁국보다 매우 높아 고금리시 기업의 금융 비용 부담이 무척 크다. 이러한 높은 금융 비용은 제품 가격에 반영되어 가격 경쟁력을 약화시키는 주요 원인으로 작용하게 된다. 따라서 금리 인하는 기업의 대외 경쟁력을 제고시키는 역할을 하게 된다. 또한 금리 인하는 낮은 금리로 인한 수요 견인적 불가 상승의 우려가 있으나, 자금 조달 비용을 낮추어 투자 확대를 유도하고 민간 소비를 자극하여 경제 전반에 활력을 넣을 수 있으므로, 경기 부양 측면에서도 금리 인하는 유효한 수단이 된다. 한편, 무역수지 적자의 해소와 국제수지 균형을 위해서도 국내 금리의 하향 조정은 필요하다. 변동환율제 하에서 국내 고금리에 따른 해외 자본 유입은 원화 절상을 통해 무역수지 적자를 유도하며 단기성 해외 투

<표 5> 금리 인하의 긍정·부정적 효과

긍정적 효과	부정적 효과
· 기업의 대외 경쟁력 제고 및 투자 확대 유도	· 수요 견인적 물가 상승
· 소비 자극	· 저축 감소로 자금 부족 현상 초래
· 국내의 금리차 축소에 따른 무역수지 개선	

기 자금 유인에 따른 국내 금융 시장 교란의 가능성이 존재한다. 따라서 국내의 금리차를 줄임으로써 해외 자금 유입에 따른 원화 절상 요인을 억제할 수 있게 될 것이다.

2) 금리 인하의 긍정적 효과와 부정적 효과

금리 인하는 자금 조달 비용을 낮추어 투자의 확대를 유도하며, 소비를 자극하고 이를 통해서 경제 성장률을 상승케 하는 효과를 갖는다. 또한 기업의 금융 비용 부담을 줄여 대외 경쟁력을 제고 하게 하는 긍정적 효과가 있다.

반면, 금리 인하는 수요 견인적 물가 상승 압력으로 작용하며, 인위적 저금리 정책은 장기적으로 저축을 감소시켜 자금 부족 현상을 초래하게 되는 부정적 효과도 수반한다.

3) 시뮬레이션 평가

거시 모형을 이용한 시뮬레이션 분석 결과, 우리나라 경제는 일정 정도의 낮은 금리가 지속될 경우 성장률과 투자 증가 그리고 소비 증대 효과를 나타내는 한편, 물가 상승 효과도 지니고 있음을 보여준다. 먼저 투자 확대에 따라 총고정자본 형성의 연평균 증가 효과는 2.31%에 달하고, 소비는 1차 년도에 0.09%의 소폭 상승에서 3차 년도에는 0.75% 까지 증가한다. 그리고 경제 성장률은 연평균 0.83% 상승하는 효과가 발생하는 것으로 나타난다. 반면, 낮은 금리로 인해 경제내 물가 상승 압력이 가중되어 물가 상승 효과는 연평균 0.71%를 보이고 있다. 그러나 낮은 금리는 물

<표 6> 금리 인하의 국민 경제적 효과

	1차 년도	2차 년도	3차 년도	연평균
경제성장률(GDP)	0.41	0.90	1.18	0.83
소비자물가	0.20	0.78	1.15	0.71
총고정자본 형성	1.19	2.59	3.15	2.31
가계 소비	0.09	0.37	0.75	0.41

주: 시중 실제 금리인 회사채 수익률이 실적치에 비해 5% 낮은 상태가 3년간 지속된다고 가정했을 경우의 주요 변수에 미치는 승수 효과임.

가를 높이는 부작용보다는 총고정자본 형성과 소비 증대를 유발하여 경제 성장을 높이는 요인이 더 큰 것으로 나타났다.

정책 과제

금리의 하향 안정화를 위한 정책 과제들은 크게 금융 부문의 시장 기능 제고, 자금 수급 상의 불균형 해소, 통화 금융 정책 운용의 효율성 제고 등 세 가지로 나누어볼 수 있다.

무엇보다도 금리를 하향 안정시키기 위해서는 금융 시장의 구조 개선이 우선시 되어야 한다. 즉, 장단기 금융 시장의 발전을 유도하고 금융 하부 구조를 정비해야 하며, 과감한 금융 규제 완화를 통한 경쟁 촉진으로 금융 기관간의 건전한 경쟁으로 금융 중개 비용을 축소함으로써 금융 기관의 자율적인 금리 인하를 유도하는 등 금융 시장의 효율성을 제고하여야 한다.

또한 자금 수급 구조의 개선이 필요하다. 수요 측면에서는 기업의 차입 의존 구조를 개선하는 정책 방안과 경쟁력 제고와 매출 증대에 기여할 수 있는 부분에 더 많은 재원을 투자하도록 유도하는 세제의 합리적 개선이 있어야 한다. 공급 측면에서는 높은 저축률을 유지하게 하는 세제 지원, 저축 자금의 생산적 부분으로의 유도, 은행에 대한 과도한 규제의 완화 및 해외 자본 시장의 적극적 활용을 위한 제도적 지원이 필요하다.

아울러 통화 금융 정책의 선진화가 요망된다. 불가 불안 심리를 불식하기 위해 정책의 일관성을 유지하고, 중심통화지표로서의 총통화(M_2) 지표의 개선이 필요하며, 나아가 경직적인 총통화 위주의 직접적 통화 관리 방식을 지양하고 금리 중심의 간접 통화 관리 방식의 운용이 요망된다. 