

# 금리와 타 거시 경제 변수와의 연계성 고찰

김도균 · 현대경제사회연구원 연구원

일반적으로 한 경제 내의 금리 수준은 여러 요인들에 의하여 복합적인 영향을 받으며 변화하고 있다. 자금 시장에서의 자금 수급, 통화 공급 등 거시적인 변수뿐만 아니라, 금융 시장 내의 제도 변화와 정부의 개입 등 다양하고 예측하기 힘든 변수가 많다. 그러나 금융 산업 개편, 금리 자유화 진전과 함께 시장 기본 요인의 비중이 커져 최근 금리의 움직임은 시장 기본 요인에 의한 금리 결정 비중이 증가하였다.

본 고에서 회사채 수익률, 경제 성장률, 물가 및 총통화 증가율 등 4변수로 구성된 VAR 모형의 기반 위에서 금리에 대한 분산 분해, 충격 반응 함수를 통해 각 요인이 금리에 미치는 효과와 상대적 중요성을 고찰하고자 하였다. 그 결과, 금리 변동은 단기적으로는 금리 변화 자체의 충격이 가장 중요하게 작용하고, 그 다음으로 실질 경제 성장률과 물가 상승률 충격이 중요한 위치를 차지하였다. 그러나 시간이 지남에 따라 금리 변화 자체와 실질 경제 성장률 충격의 중요성은 감소한 반면, 통화 증가율과 물가 상승률 충격의 중요성이 상대적으로 커진 것으로 분석되었다.

이러한 분석을 토대로 경제 내적인 요소를 감안해볼 때, 국내 금리는 1997년에 소폭 하락한 후 90년대 후반부터 2000년대 초반에 걸쳐 안정될 것으로 전망된다.

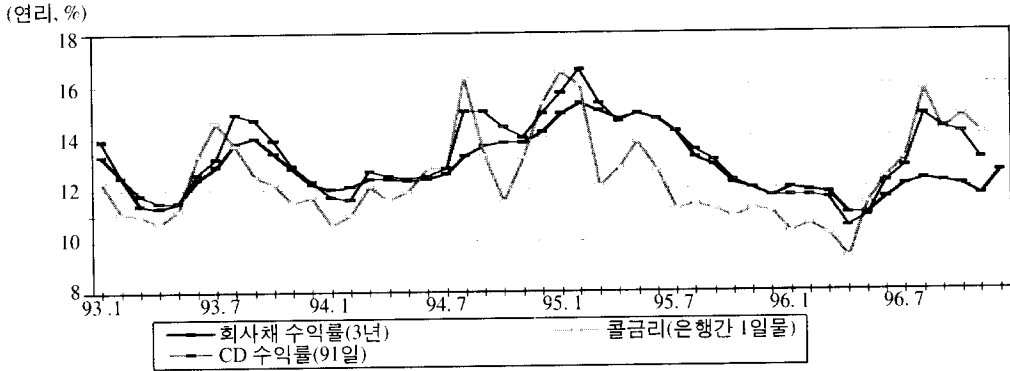
나라의 대표적 실세 금리라 할 수 있는 회사채 수익률(은행 보증, 3년 만기)은, 1995년 이후 하향 안정세로 반전되어 1996년 4월 10%대까지 하락하였다. 또한 중단기 금리 지표도 하락하여 콜금리와 CD 금리의 경우 회사채 수익률보다 다소 낮은 10% 이하의 낮은 수준을 유지하기도 하였다. 이와 같이 1996년 상반기에 금리가 하

## 최근 금리 동향

1995년 하반기부터 하락하던 금리는 1996년 상반기에는 10%대까지 하락하였다. 우리

향 안정 추세를 유지할 수 있었던 것은, 경제 성장률 둔화에 따른 기업의 설비 투자 둔화와 물가 안정때문이었다. 또한 본격적인 금융 시장 개편과 OECD 가입을 앞두고 금리를 하향

〈그림 1〉 최근 수년간 금리 추이



안정시키기 위한 정부의 의지가 금리 하락의 중요한 요인이 되었던 것으로 분석된다.

그러나 1996년 5월에 신탁제도가 개편되면서 신탁 부문의 수신이 감소되는 대신, 은행 고유 계정으로 자금이 이동하면서 통화 수위가 높아졌다. 그리고 경상수지 적자의 확대에 따른 원화 절하 상승, 물가 상승 압력 등 거시 경제 변수도 불안해지면서, 금리가 다시 상승하고 단기 금리가 장기 금리를 상회하는 '短高長低' 현상이 나타났던 것이다. 이러한 현상은 경기 하강 국면에서 생산 주체의 예측 오류에 따른 재고 증가로 운전 자금 수요가 증가한 데 따른 것으로 분석된다.

일반적으로 한 경제 내의 금리 수준은 여러 요인들에 의하여 복합적으로 영향을 받으며 변화하고 있다. 자금 시장에서의 자금 수급, 통화 공급 등과 함께 거시적으로 경기 변동이나 물가와 같은 동태 변수에 의해 영향을 받으며 변화하고 있다. 또한 금융 시장 내의 제도 변화와 정부의 개입 등 다양하고 예측하기 힘

든 변수가 많다. 그러나 그동안 금리 자유화가 꾸준히 진행되어 1995년 11월에는 '3단계 금리 자유화' 조치가 완결되었고, 자본 시장 개방도 비교적 빠르게 진전되면서 금리 결정 요인 가운데 시장 기본 요인(fundamental)의 비중이 커졌다. 특히, 금리의 움직임은 거시 경제 변수의 움직임과 유기적 관계를 유지하고 있는 것이다. 따라서 과거의 경제 변수와 금리의 상관 관계를 분석해보고 이에 비추어 현재 금리의 특성을 분석함으로써 향후 금리의 움직임을 파악할 수 있을 것이다.

### 분석 방법

본 고에서는 회사채 수익률, 경제 성장률, 물가 및 총통화 증가율 등 4변수로 구성된 VAR 모형의 기반 위에서, 금리에 대한 분산 분해와 충격 반응 함수를 통하여 각 요인의 금리에 미치는 효과와 상대적 중요성을 고찰해보았다. 특히, 금리는 실물적 측면에서 뿐만

아니라, 화폐적 측면과 정책적 측면에서 결정된다고 할 수 있다.

금리가 실물 경제에 과급되는 경로에 관해서는 견해가 상이하고 확립된 定說 또한 없기 때문에, 금리가 실물 경제에 미치는 영향을 실증 분석하기 위해서는 특정 이론에 기초를 두지 않는 분석 방법이 적절하다고 생각한다. 특정 이론에 기초를 두지 않고 거시 경제 변수들 간의 동태적 상호 관계를 분석하는 데 유용한 수단으로는, 최근 Sims와 Litterman<sup>1)</sup> 등에 의해 개발된 VAR 모형(Vector Autoregression Model)이 유용한 분석 도구로 사용될 수 있는 것이다.

VAR 모형에서는 변수들간의 상호 관계를 분석하는 데 있어서 흔히 Block F-검정(Block F-test), 예측 오차의 분산 분해(Variance Decomposition) 그리고 충격 반응 함수(Impulse Response Function)를 이용한다. Block F-검정을 통하여 통계적 유의성을 검정하고, VAR 모형에서 각 변수들이

다른 변수의 변화에 주는 독립적인 영향이 어느 정도인지를 알기 위해 예측 오차의 분산 분해를 추정한다. 충격 반응 함수에서는 한 변수의 잔차항에 충격(shock)을 가할 경우에, 한 변수의 변화가 다른 변수들에 주는 영향의 크기 및 지속성을 파악할 수 있다.

실증 분석 자료는 1981년 1/4분기부터 1996년 3/4분기까지를 대상으로 분기 시계열 자료를 사용하였다. 그리고 금리는 수준 변수를 그대로 사용하였고, 여타 변수는 계절 변동이 있는 것으로 파악되어 EZ-X11 ARIMA 방식에 의해 계절 조정 후 자료를 사용하였다.

### 금리와 실물 경제 변수의 관계 분석

먼저 금리(회사채 수익률) 함수를 각종 거시 경제 변수의 추정 계수에 대하여 F검정을 실시한 결과, 경제 성장률과 소비자 물가 상승률의 유의 수준이 각각 10%와 10.9%로 비교적 높은 수준인 것으로 나타났다. 반면, 총통화 증가율

〈표 1〉 금리의 F검정 결과

독립 변수	F값	유의 수준
경제 성장률	2.085	0.100
소비자 물가 상승률	2.023	0.109
총통화 증가율	0.221	0.925

주:  $R^2=0.865$ ,  $DW=1.642$ .

1) Sims, C. A., "Macroeconomics and Reality," *Econometrica*, 1980, 1.

Litterman, R. B. and L. Weiss, "Money, Real Interest Rates, and Output," *Econometrica*, 1985, 1.

〈표 2〉 각 변수의 회사채 수익률 예측 오차의 분산 분해

(%)

분기 \ 변수	경제 성장률	소비자 물가	총통화 증가율	회사채 수익률
1	7.83	2.39	0.13	89.65
3	3.98	18.07	0.96	77.00
5	3.09	27.52	5.33	64.06
10	7.73	25.00	18.46	48.80
15	8.84	24.10	19.37	47.69
20	9.19	23.88	19.56	47.40

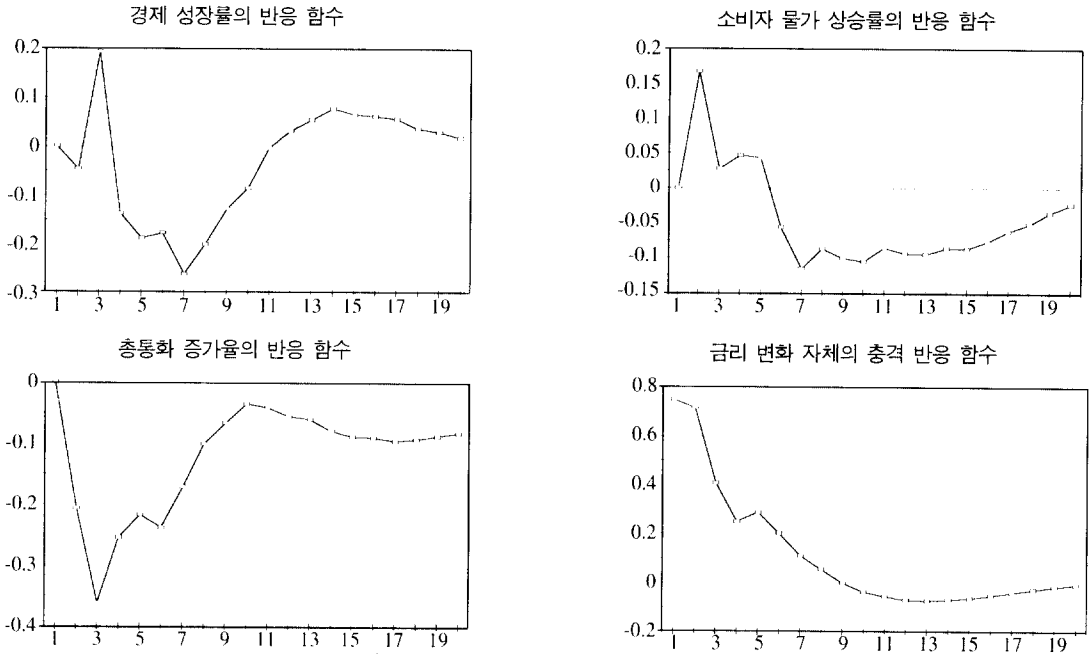
의 유의 수준은 92.5%로 매우 낮은 것으로 분석되었다. 이는 경제 성장률, 소비자 물가 상승률, 총통화 증가율 순으로 회사채 수익률과 관련을 맺고 있다는 것을 시사해주는 것이다.

다음으로 금리의 예측 오차 분산 분해를 실시해본 결과, 금리의 변동에 있어 단기적으로는 금리 변화 자체 충격의 설명력이 89.7% 정도로 크게 작용하고, 그 다음으로 경제 성장률 충격이 7.8%로 작용하였다. 그러나 총통화 증가율 충격은 그 중요성이 매우 미약한 것으로 나타났다. 하지만, 장기적으로는 금리 변화 자체의 충격은 점점 약해지는 반면, 소비자 물가와 총통화 증가율이 금리 변화에 미치는 영향력이 크게 확대되는 것으로 나타났다.

VAR 모형에서 각 충격이 금리에 미치는 효과가 〈그림 2〉에 나타나 있다. 우선, 경제 성장률 충격은 단기적으로 2분기 후에 약 0.2% 포인트 금리 상승 효과를 가진 후, 5분기에서 11분기까지는 금리를 하락시키며 비교적 큰 폭의 진폭을 가지는 것으로 나타났다. 그러나 2년

후에는 다시 금리를 상승시키는 작용을 하고 있어 경제 성장률 충격은 장기적인 효과를 가지는 것으로 분석되었다. 소비자 물가 상승률 충격은 5분기 후까지는 금리를 상승시키는 작용을 하다가 이후 그 효과가 소멸되는 것으로 나타났다. 특히, 소비자 물가 1% 상승시 금리에 미치는 영향은 2분기 후가 가장 커서 금리를 약 0.2% 포인트 상승시키고 그 후 다소 둔화되는 양상을 띠었다. 그리고 총통화 증가율 충격은 비교적 민감하게 반응하고 있다. 통화 1% 증가로 3분기 후에 약 0.4% 포인트의 금리 하락 효과를 가졌으나, 그 이후 금리 하락 효과가 다소 둔화되었다. 그러나 총통화의 증가가 금리 하락에 미치는 효과는 장기적이고 지속적인 것으로 나타났다. 끝으로, 금리 자체에 대한 충격은 금리에 즉각적이고 가장 큰 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 이는 금리 상승시 향후 금리가 상승할 것이라는 우려로 자금을 가수요하는 현상이 나타나기 때문으로 풀이된다.

〈그림 2〉 금리에 대한 누적 충격 반응 함수



그밖에 각 변수 상호간의 충격에 대해 분산 분해한 결과를 살펴보면, 우선 경제 성장률에는 통화 증가율과 소비자 물가 상승률이 장기

적으로 영향을 미치고 있다. 소비자 물가에는 총통화 증가율 충격이 장·단기에 걸쳐 지속적으로 영향을 준다. 총통화 증가율에는 소비

〈표 3〉 각 변수간 예측 오차의 분산 분해

분기 \ 변수		변수				
		1	5	10	15	20
경제 성장률	경제 성장률	100.00	65.95	57.64	56.80	56.62
	소비자 물가	0.00	5.07	11.88	11.79	12.85
	총통화 증가율	0.00	27.00	25.87	26.86	26.86
	회사채 수익률	0.00	1.98	4.61	4.55	4.67
소비자 물가	경제 성장률	1.22	5.49	4.86	4.80	4.90
	소비자 물가	98.78	78.80	74.14	73.22	72.75
	총통화 증가율	0.00	14.75	19.13	19.21	19.27
	회사채 수익률	0.00	0.96	1.87	2.77	3.08
총통화 증가율	경제 성장률	6.02	5.28	8.50	9.32	9.39
	소비자 물가	1.08	5.18	26.54	30.21	30.03
	총통화 증가율	92.90	85.17	60.81	56.43	56.19
	회사채 수익률	0.00	4.37	4.16	4.03	4.40

자 물가가 미치는 영향이 여타 변수보다 큰 비중을 점하고 있으며, 경제 성장률도 6~10% 정도로 영향을 주고 있는 것으로 분석되었다.

### 시사점 및 정책 과제

이상에서의 분석 결과를 보면, 금리 변동은 단기적으로 금리 변화 자체의 충격이 가장 중요하게 작용하고, 그 다음으로 실질 경제 성장률 충격이 중요한 위치를 차지하고 있다. 그러나 금리 변화 자체와 실질 경제 성장률 충격은 시간이 지남에 따라 그 중요성이 감소하고 있음을 알 수 있었다. 반면, 총통화 증가율 충격과 물가 상승률 충격은 단기적으로는 금리에 극히 미미한 효과를 미치고 있으나, 시간이 지남에 따라 그 중요성이 상대적으로 커졌다.

앞에서 살펴본 분산 분해와 충격 반응 함수의 결과로부터 최근의 금리 하향 안정화에 대하여 다음과 같은 시사점을 도출할 수 있다. 우선, 실질 경제 성장률이 금리에 미치는 효과는 단기적이거나 보다는 장기적이고 지속적인 효과를 가지는 것으로 분석되었다. 따라서 장기적으로 우리 경제가 선진 경제로 진입하여 경제 성장이 선진국 수준으로 둔화된다면, 금리는 낮은 수준을 보여 국제 금리 수준으로 수렴할 수 있을 것이다.

또한 물가 상승률의 충격이 금리에 미치는 영향은 단기적으로는 미미하였으나, 시간이 지남에 따라 그 중요성이 금리 자체의 충격을

제외하고는 그 어떤 변수보다 중요하게 작용하므로, 금리의 하향 안정을 위해서는 물가의 안정이 매우 중요하다고 하겠다. 물가의 안정을 위해서는 물가의 내생적 요인인 통화 안정 정책이 무엇보다도 중요할 것이다. 총통화 증가율의 충격은 기간에 관계없이 지속적인 물가 상승을 유발하므로, 통화 공급의 안정이 물가의 안정을 통한 금리의 안정을 위해 매우 중요하다고 할 수 있다. 물가 상승을 억제하기 위해서는 생산성 증가율의 범위 안에서 이루어지도록 하고 물류 구조의 개선을 통해 물류 비용을 절감해야 하고, 수입 원자재의 안정적 확보를 통해 수입 물가의 상승이 국내 물가 상승으로 연결되지 않도록 해야 할 것이다.

다음으로, 적정 통화 공급을 통한 물가 안정 기반의 확립이 무엇보다도 중요하다는 점을 시사하고 있는 것이라고 할 수 있다. 총통화 증가율 충격의 상대적 중요성이 그리 크지는 않지만, 금리의 하향 안정화를 위한 총통화의 증가는 오히려 물가 상승을 부추김으로써, 금리의 하향 안정에 오히려 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 점이다. 따라서 금리의 하향 안정을 위한 외생적인 통화 공급의 확대는 바람직하지 않다고 할 수 있다.

끝으로, 금리에 가장 큰 영향을 미치는 것은 금리 변화 자체의 충격이 가장 크다고 할 수 있다. 따라서 금리 자체의 충격을 완화하기 위해서는 우선 자금의 가수요 현상을 억제하는 노력이 필요한데, 이를 위해서는 금융 정책

의 일관성과 투명성이 보장되어야 할 것이다. 또한 국내 금융 시장간 또는 국내외 금융 시장간 자금의 이동을 원활히 하는 방향으로 금융 구조와 제도를 개선해야 할 것이다.

## 향후 금리 전망

이상에서 고려해본 대로 금리는 시장 기본 요인인 경기·물가·통화와 밀접히 연관되어 변동하는 것으로 분석되었다.

1995년 말부터 수출과 투자 증가율이 크게 약화되면서 국내 경기가 본격적으로 경기 하강 국면에 접어들었다. 그리고 1996년에 국내 경제는 본격적인 경기 침체 국면에 돌입하여 성장률이 1995년 9.0%에서 6.9%로 하락하였다. 경제 내외적인 요소들을 감안해볼 때, 국내 경기는 대체로 1997년 2/4~3/4분기에 저점을 기록하고, 1998년에 가서야 본격적인 회복 국면으로 전환될 것으로 예측되고 있다. 이에 따라 1997년에는 경기 하강과 설비 투자의 급격한 둔화에 따른 기업들의 외부 자금 수요의 감소가 금리를 하락시킬 수 있는 요인으로 작용할 것으로 보인다.

그러나 1997년의 금리와 관련하여 가장 중요하게 고려되어야 할 요인은 물가 불안 심리의 확산이다. 일단 수치 상으로 나타나는 물가 상승률은 1996년과 비슷하거나 소폭 상승할 것으로 전망된다. 그러나 부동산 가격의 불안 가능성, 에너지 가격의 상승 가능성, SOC 투

자의 확대 등이 大選 전후의 물가 불안 심리와 더불어 인플레이 기대 심리를 자극할 가능성이 크며, 이는 금리 하락을 제한하는 요인으로 작용할 것으로 보인다.

통화 정책의 관점에서 보면, 경기가 후퇴하는 중에 도래하는 대통령 선거를 의식하여 금리를 상승시킬 정도의 긴축적인 통화 정책을 수행하기는 어려울 것으로 보인다.

따라서 1997년의 경우 국내 경기의 하강 국면 유지에도 불구하고 장기적으로 금리와 밀접히 연관된 물가와 통화가 다소 불안정해질 것으로 보여 금리 하향 안정을 저해하는 요인으로 작용할 전망이다. 다만, 1997년 하반기부터 예상되는 완만한 경기 상승과 12월 중으로 실시될 것으로 예상되는 대선에 의한 자금 수요 증가의 영향으로, 시중 금리가 큰 폭으로 하향 안정하는 것을 기대하기는 어려울 전망이다.

그러나 90년대 후반부터 인구 증가의 둔화와 함께 노동 시간의 단축이 가속화되면서 성장의 둔화세가 지속될 것으로 예상된다. 경제 성장률의 둔화와 함께 향후 가속될 유통·서비스 시장의 개방에 따라 물가 안정에 크게 기여할 전망이다. 그리고 물가 안정에 힘입어 신속적인 통화 관리가 지속될 것으로 보인다. 이러한 모든 여건을 고려해 볼 때, 향후 90년대 후반부터 2000년대 초반에 걸쳐 시중 금리 수준은 안정될 것으로 기대된다. 