

□ 저금리, 부작용도 크다

1. 현황

○ 경기가 불안한 상승세를 보이는 가운데, 9월 금융통화위원회는 콜금리를 10개월 연속 3.25% 수준에서 동결함

- 실물 경기 회복세 속 체감 경기는 부진하고 물가도 안정세

· 산업생산지수는 2005년 4월 전년 동월 대비 3.8%, 5월 4.2%, 6월 4.1%로 정체 기미를 보이다 7월 들어 7.0%로 소폭 상승함. 서비스업 생산지수는 2005년 3월 1.6%, 5월 2.6%, 7월 4.2%로 계속 상승세

· 반면, 가계 체감지표인 통계청 소비자 전망지수는 2005년 3월 102.2에서 5월 99.2, 7월 95.2, 8월 94.8 등으로 하락세. 향후에도 유가 상승에 따른 교역 조건 악화 등으로 체감 경기는 더 악화될 가능성이 있는 것으로 판단됨

· 소비자 물가는 2005년 3월 3.1%(전년동월대비)에서 6월 2.7%, 7월 2.5%, 8월 2.0%로 안정세

- 이러한 상황에서 9월 8일 금통위는 콜금리를 3.25%에서 동결하기로 결정

○ 단순한 피셔 방정식에 의거하여 살펴볼 때, 우리나라의 실질 금리 수준은 성장률에 비해 매우 낮은 것으로 평가

- 우리나라의 실질 금융수익률(명목금리-물가상승률)과 경제성장률의 차이는 계속 확대되고 있으나, 통화 당국은 확대 통화정책을 용인하고 있음

· 고전적 이론에 따르면 자본의 실질 수익률은 성장률로 수렴 압력을 받음

· 미국은 실질 금융수익률이 성장률을 2.5%p 하회함에 따라 최근 통화당국이 금리 상승을 유도하는 반면, 영국은 실질수익률이 실질성장률을 1.0%p 상회하자 최근 금리 하락을 유도하기 위해 정책금리를 소폭(+0.25%p) 인하

· 우리나라는 2005년 2분기 현재 미국과 마찬가지로 실질 경제성장률이 실질 금리보다 2.5% 가량 높으며, 성장률도 견조한 상승세임. 반면, 콜금리 동결로 확대 통화정책 기조는 유지됨

< 주요국 거시경제 지표 및 정책 금리 동향 >

		2004	2005		정책 금리 동향
			1/4	2/4	
미국	정책금리	1.3	2.5	2.9	2005. 8 1년간 인상 기조 유지 (1.0%→3.5%)
	시장 실질금리 ¹⁾	0.7	0.9	1.0	
	GDP 성장률 ²⁾	4.2	3.6	3.6	
영국	정책금리	4.4	4.8	4.8	2005. 8 12개월 만에 0.25%p 인하 (4.75→4.50%)
	시장 실질금리 ¹⁾	3.4	2.9	2.5	
	GDP 성장률 ²⁾	3.7	2.6	1.5	
한국	정책금리	3.6	3.3	3.3	2005. 9 10개월째 3.25%로 동결
	시장 실질금리 ¹⁾	0.8	1.1	1.0	
	GDP 성장률 ²⁾	4.6	2.7	3.3	

자료 : 각국 중앙은행

주 : 1) 시장 실질금리 = 국채5년물 - CPI증가율

2) 전년 동기대비 증가율

3) 기간 중 평균치임

- 그러나 지나친 저금리(또는 확대통화)정책은, 가계와 기업, 정부 사이의 자원 배분을 왜곡하고 금융시장을 불안하게 만들 우려 (이하의 논의)

2. 우리나라의 저금리 정책 : 자원 배분상의 문제점

① 가계 소비 위축 : 우리나라는 금융 선진국들과 달리 금리성 금융 자산 비중이 높으므로 저금리 기조는 소비를 위축(또는, 왜곡)시킬 가능성이 큼

- 우리나라는 금리성 금융자산이 금융 부채보다 훨씬 많은 나라임
 - 금리성 금융자산은 예금통화, 국채·회사채 등과 같이 자산 변동이 금리에 민감한 금융상품이며, 금리성 금융부채는 소비자신용, 모기지론 등과 같이 부채 상환 부담이 금리에 민감한 금융부채를 의미함
 - 우리나라 가계의 금융자산은 대부분 예금 통화와 채권 등으로 구성되며 주식 비중이 낮음. 이에 따라 2005년 1분기 현재 우리나라 가계의 금리성 純 금융자산은 223조원으로서 GDP 대비 30%에 육박함
 - 금융 선진국인 미국과 영국은 금융자산의 대부분은 주식으로 구성되어 있기 때문에 금리성 순금융자산은 GDP 대비 마이너스(-) 30%에 육박

< 주요국의 GDP 대비 개인 총부채 및 금리성 순금융자산 비중 >

	한국	영국	미국
총부채	68.0%	90.1%	91.3%
금리성 순금융자산	28.6%	-27.1%	-25.3%

자료 : 각국 중앙은행

- 주 : 1) 개인 부문은 가계와 소규모 기업(한국), 또는 비영리기업(미국, 영국)의 합계임
 2) 금리성 순금융자산 = 예금통화(현금통화 제외) + 비주식 증권 - (금리성) 가계부채
 3) 한국은 2005년 1/4분기 기준, 영국과 미국은 2004년 기준임

- 따라서 우리나라에서는 지나친 저금리 정책이 가계부채를 증가시키면서도 오히려 소비를 위축시킬 수 있음

- 미국, 영국 등 금융 선진국에서의 저금리 기조는, 부채 부담 감소와 주가 상승, 이에 기인한 금융자산 가치 상승과 소비 증가 측면에서 가계에 유리
 - 반면, 한국은 금리가 하락하면 가계 금융소득 저하로 소비가 위축될 우려. 저금리 기조로 주가가 상승해도 가계의 주식보유 비중이 높지 않으므로 소비 진작 효과는 제한적 (→ 소비가 늘지 않으면서도 가계 부채는 증가)
- ※ 우리나라에서 부동산價와 소비와의 관계는 아직 불분명

② 가계와 기업의 소득 양극화 현상 심화 : 투자와 고용 없는 성장이 지속되면서 가계 부문의 부(富)가 기업으로 이전되는 현상이 심화

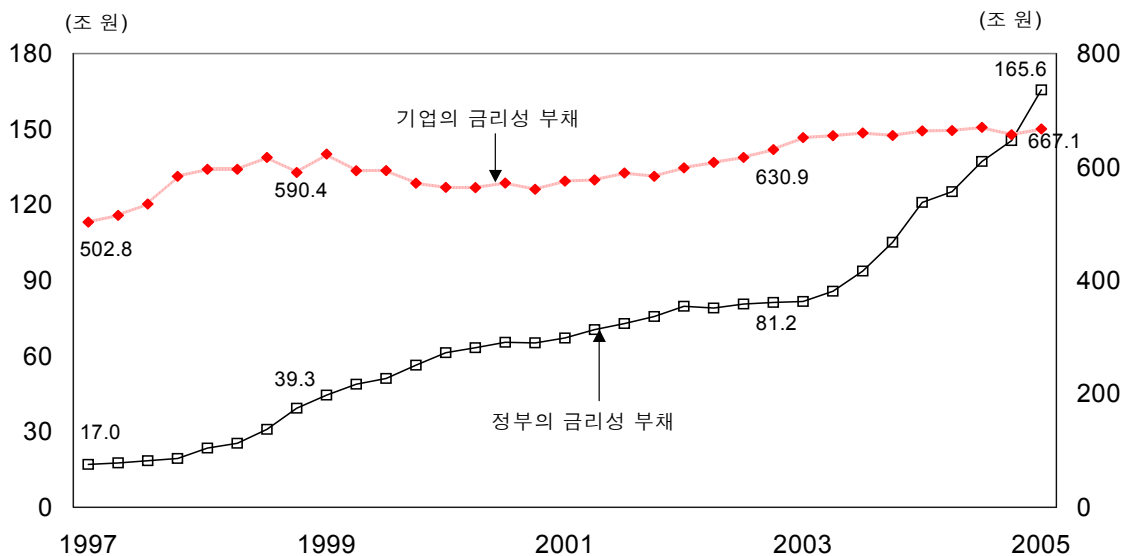
- 저금리 정책은 기업의 이자 부담을 경감시켜 기업 투자를 촉진함. 이는 가계의 고용 및 근로소득 증가를 통해 소비 증가에도 기여함
- 그러나, 최근에는 저금리 혜택을 입은 기업이 투자와 고용 수준을 늘리지 않으면서 가계·기업의 소득 양극화가 심화
 - 저금리 정책이 최근 기업 경상이익 증가의 주원인이지만, 기업들은 정책 불확실성과 노사문제 등으로 신규 국내투자보다는 재무구조 개선에 주력
 - ※ 더욱이, IT 산업의 급성장으로 1% 성장에 유발되는 취업자 수도 1995년의 13만명에서 2000년 11만 6천명, 2003년 10만 3천명, 2004년 9만 8천명으로 하락세
 - 가계는 고용 불안과 근로소득 감소, 금융 부채의 누적, 이자 수입 감소 등으로 인해 재무 구조가 점차 취약화
 - 한국은행의 발표에 의하면, 2004년 중 기업 부문은 가처분 소득이 41% 증가한 반면, 가계 부문은 0.9% 증가에 불과

- 가계와 기업의 소득 양극화는 투자의 성장 유발 효과를 감소할 우려
 - 가계 재무구조가 취약해지면 투자의 성장 유발(투자→소비→투자→...) 감소

③ 공공부문의 비대화¹⁾ : 저금리 하에서 기업의 자금조달이 감소한 사이 정부의 부채조달 규모가 급증함. 이는 향후 가계 세금 부담을 늘리고, 기업의 자금 조달 비용 상승을 야기할 우려

- 기업은 저금리에도 불구하고 부채 비율을 줄이고 있으나, 공공 부문은 자금 조달 규모를 크게 늘림으로써 국가 부채 규모가 단기에 빠르게 증가
 - 저금리에도 불구하고, 기업 부문의 명목 금리성 부채는 2002년 말 630.9조원에서 2004년 말 667.1조원으로 4% 증가에 그침. 같은 기간 중 기업 부채 비율은 144.7%에서 114.0%로 30.7%p 하락
 - 반면, 정부 부문의 금리성 부채(해외 부문 제외)는 2002년 말 81.2조원에서 2004년말 145조원으로 급증함. 이의 영향으로 국가 부채는 2002년말 GDP 대비 18.5%인 126.6조원에서 2004년말 26.1%인 196.1조원으로 급증

< 기업과 정부 부문의 금리성 부채 추이 >



자료 : 한국은행 자금순환

주 : 금리성 부채는, 자금순환표상의 금융기관 대출과 장단기 채권 발행 잔액임

1) 이러한 점에서 정부는 저금리의 수혜자이면서 금리인상시 손해 볼 수 있는 이해당사자

- 정부부문의 비대화는, 일단 늘어난 재정은 감소하지 않는 속성을 감안하면, 향후 가계 세금 부담이 증가하거나, 기업의 자금조달 비용이 증가하는 구축 효과(crowding out effect)를 야기할 우려
 - 일단 늘어난 정부 재정은 좀처럼 감소하지 않는 경향이 있음
 - 따라서, 정부 채권발행의 급증 내지 공공 부문의 비대화는 향후 가계 세금의 증가, 또는 구축 효과를 통한 기업 조달 금리의 상승을 야기할 수 있음

④ 금융시장 단기부동화 심화 : 실물적 자금수요 감소로 통화 증가율은 최근 까지 감소세. 이러한 상황에서 과도한 저금리는 자산 버블과 금융 불확실성만 부추겨 자원 배분의 왜곡을 초래할 우려

- 최근 저금리 정책에도 불구하고 통화량과 산출량이 감소하고 있는데, 이는 민간 부문의 자금 수요 부진²⁾ 때문으로 파악됨
 - 본래 금리 정책이 산출량을 증대시키는 메커니즘은 「정책금리 인하 → 장기금리 하락 → 자금수요 증가 → 통화량 및 산출량 증가」임
 - 그러나, 최근에는 가계 부채 부담, 기업 투자 의사결정 지연 등으로 인해 금리 인하에도 불구하고 자금 수요가 늘어나지 않고 있음. 이에 따라, 금리 인하에도 불구하고 통화량은 오히려 감소하는 현상이 나타남

< 최근의 콜금리, 성장률, 통화 증가율 동향 >

(단위 : %)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005.1~6
콜금리 (연평균)	5.6	5.3 ↓	4.6 ↓	4.2 ↓	4.1 ↓	3.5 ↓	3.3 ↓
실질GDP 증가율	9.8	8.5 ↓	3.8 ↓	7.0 ↑	3.1 ↓	4.6 ↑	3.0 ↓
M3 증가율(평잔)	11.3	5.6 ↓	9.6 ↑	12.9 ↑	8.8 ↓	5.8 ↓	5.7 ↓

자료 : 한국은행.

주 : 화살표는 전년대비 증감을 나타냄

- 이처럼 실물적 자금 수요가 부진한 상황에서 저금리 기조가 유지되면, 자금의 단기 부동화와 비생산적 부문에서의 자산 버블만 심화될 우려
 - 이론상 자금 수요 부진은 통화량의 초과 공급 및 시장금리 하락으로 이어

2) 좀 더 자세한 내용은 김영준, “최근 통화증가율 하락 원인과 시사점”, 『금융경제연구』, 한국은행 금융경제연구원, 2005. 6

저 산출량 증대를 야기하나, 현실에서는 산출량 증대가 수반되지 않고 자금의 단기 부동화, 부동산 과열 등의 현상만 나타남

- 최근 2년간 전년 동기 대비 5% 내외의 안정세를 보이던 단기 부동자금은 통화량이 감소하는 와중에서도 2005년 2/4분기 이후 두 자리 수로 급증하는 등 최근에 들어 다시 빠른 증가세를 보이고 있음

< 단기 부동자금 추이 >

(단위 : 조 원)

	2003		2004		2005	
	상반기	하반기	상반기	하반기	1/4	2/4
M 3	1,179.1 (7.9)	1,209.8 (4.7)	1,256.3 (6.5)	1,286.1 (6.3)	1,294.8 (4.9)	1,332.8 (6.1)
단기부동자금	373.7 (4.7)	384.4 (4.9)	390.4 (4.5)	405.2 (5.4)	414.5 (6.2)	440.1 (12.7)

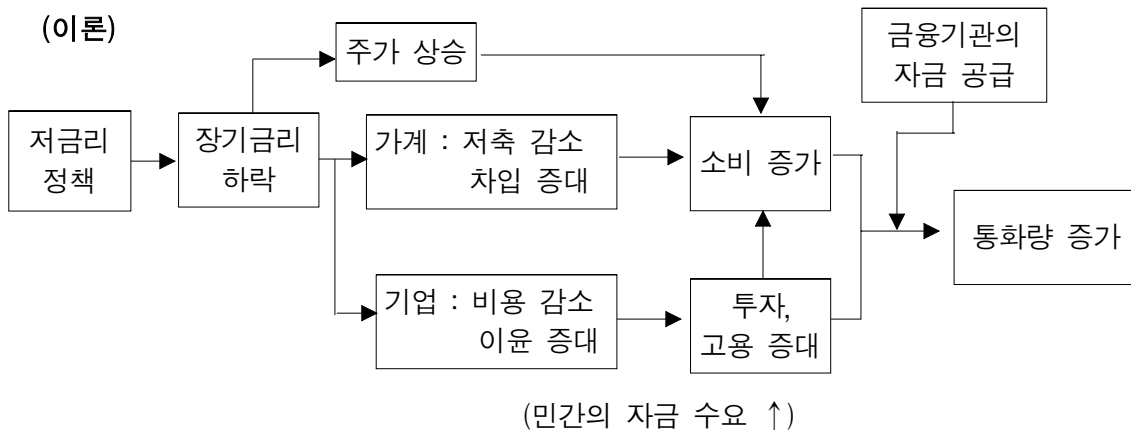
자료 : 한국은행

- 주 1) : 단기부동자금은 6개월 미만의 금융수신을 의미함
- 2) : 기말 기준이며 () 내는 전년 동기 대비 증가율

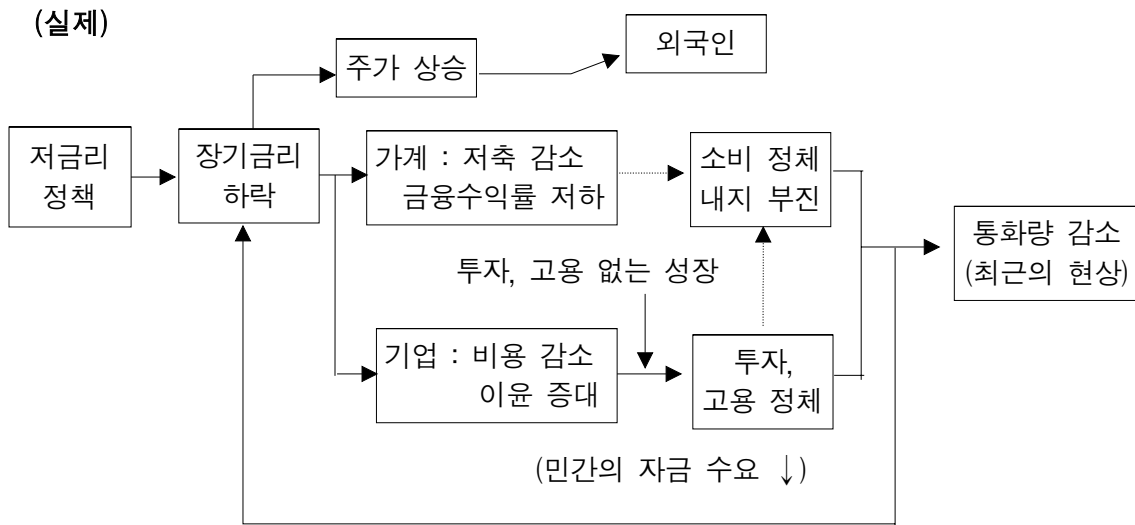
3. 시사점과 보완 과제

- 우리나라는 가계 금융자산 구조가 선진국과 다르고, 투자 없는 성장이 진행되고 있음. 현 상황에서 저금리 정책은, 당초의 기대와 달리 가계 소비 위축, 가계·기업의 소득 양극화, 자금의 단기 부동화 등의 부작용이 큼

< 저금리 정책의 이론적 파급 효과와 실제 >



주 : 통화공급의 내생성(Y→M) 가정, 김영준(2005.6, 前掲 paper) 참조



자금의 단기 부동화 및 금융시장 내 이동, 금리 변동성 심화

○ 정책 과제

- 금리 인상으로 가계 소비의 왜곡(소비 위축, 부채 증가), 가계·기업의 소득 양극화에 따른 투자 유발 효과 감소, 공공·금융 부문의 비대화, 자금의 단기 부동화와 같은 자원 배분의 왜곡을 줄일 필요가 있음
 - 저금리 정책은 경기 회복에 별로 기여하지 못할 뿐 아니라 자원 배분 자체를 왜곡한다는 점에 주목할 필요
- 기존 주택 담보 대출의 인정 비율을 상향 조정하는 등의 방법으로 금리 상승에 따른 서민, 중산층의 부채 상환 부담을 완화
 - 가계 파산제의 적절한 홍보 내지 활용으로 부채 부담이 많은 서민 가계를 구제하는 것도 하나의 대안
- 기업 투자 회복을 위해서는 규제 완화, 노사 관계의 안정이 더욱 시급
 - 가계 소비(내수)의 안정화도 기업 투자 증가에 기여
- 단, 금리 정책이 체감 경기에 미치는 효과가 크고, 아직까지 실제 성장률이 잠재 성장률에 비해 낮은 것으로 인식되고 있으므로 급격한 금리인상 보다는 점진적 금리인상이 바람직
 - 향후 1년간 소폭(0.5% 내외)의 금리 인상이 필요할 것으로 판단

노진호 연구위원 (3669-4030, jhno@hri.co.kr)