

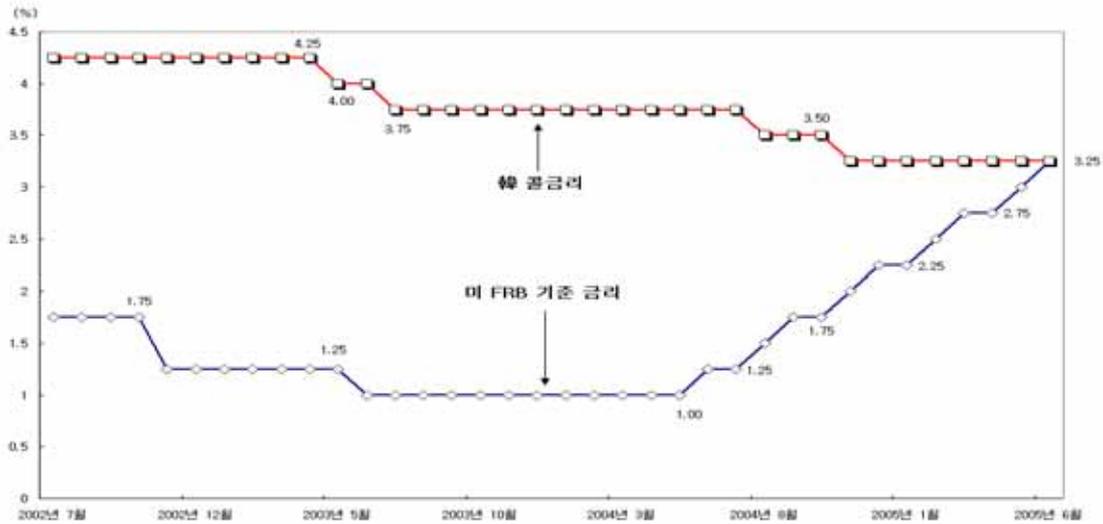
□ 꺼져 버린 '금리 신호등' 다시 켜야 한다

1. 개요

○ 미국의 지속적 금리인상에 따른 내외금리 역전 우려 대두

- 한국이 1년 이상 정책 금리를 3.25%수준에서 동결하는 사이 미국 기준 금리는 2004년 6월말 이후 1년간 9번이나 인상되어 韓-美간 정책 금리가 같아짐

< 韓-美 정책 금리 추이 >



자료 : 한국은행, FRB(Federal Reserve Board).

- 더욱이, 미국은 당분간 금리인상 기조를 유지할 것이 유력한 반면, 한국은 동결 기조가 유지됨으로써 조만간 韓-美간 정책금리가 역전될 가능성이 높음
 - 공개시장위원회(FOMC) 의사록 등은 경기 조절에 부담이 되지 않은 수준의 금리인상 지속을 시사
 - 반면, 우리나라는 정책 당국자의 저금리 기조 유지 발언, 한국은행의 2005년 하반기 경제 성장률 전망치 하향 조정(4.0%→3.8%) 등으로 현재의 저금리 기조가 유지될 가능성이 높음
- 따라서 내외 금리 역전 우려로 인상 압력을 받고 있는 현 정책 금리의 적정성 여부를 평가하고 바람직한 금리정책의 방향성을 제시할 필요성

2. 현 시장금리의 수준 판단

- (대외적 측면) 물가 내지 환율을 고려한 우리나라의 실질금리 수준은 아직 까지 높은 수준이므로 저금리로 인한 자금의 해외이탈 압력은 낮은 것으로 평가됨. 즉, 내외금리 역전에 의한 금리인상 필요성은 낮음
- 한-미간 실질금리 격차는 2003년 이후 크게 줄어들었으나 여전히 양(+)의 값이 유지되고 있으며, 미국 정책금리가 상승되기 시작한 2004년 이후에도 한-미간 실질금리 격차는 오히려 다시 확대되는 양상
 - 환율을 고려한 한-미간 실질 수익률 격차는 원화 강세로 인해 확대되고 있으며, 국가 위험도(country risk)를 고려하더라도 최근 외평채 가산금리 하락 등 국가 신인도 개선으로 한국의 상대적 실질 수익률도 상승세에 있음
- 이는 콜금리 추가 인하 내지 경기 부진 등으로 시중금리가 더 하락해도 국내 자금의 해외이탈 압력은 크지 않음을 의미

< 韓-美간 금리 및 수익률 격차 >

(단위 : %p)

	실질금리 격차 ¹⁾ (국채5년물 기준)	실질 수익률 격차		성장률 격차 ⁴⁾
		환율 고려 ²⁾	국가위험도 고려 ³⁾	
1999	4.9	19.7	2.5	5.0
2000	3.7	8.5	1.6	4.8
2001	-0.9	-15.0	-2.6	3.0
2002	2.4	5.6	1.4	5.1
2003	0.1	4.8	-1.0	0.1
2004	0.6	4.6	-0.2	0.2
2005.1-5	0.9	12.1	0.5	-2.4

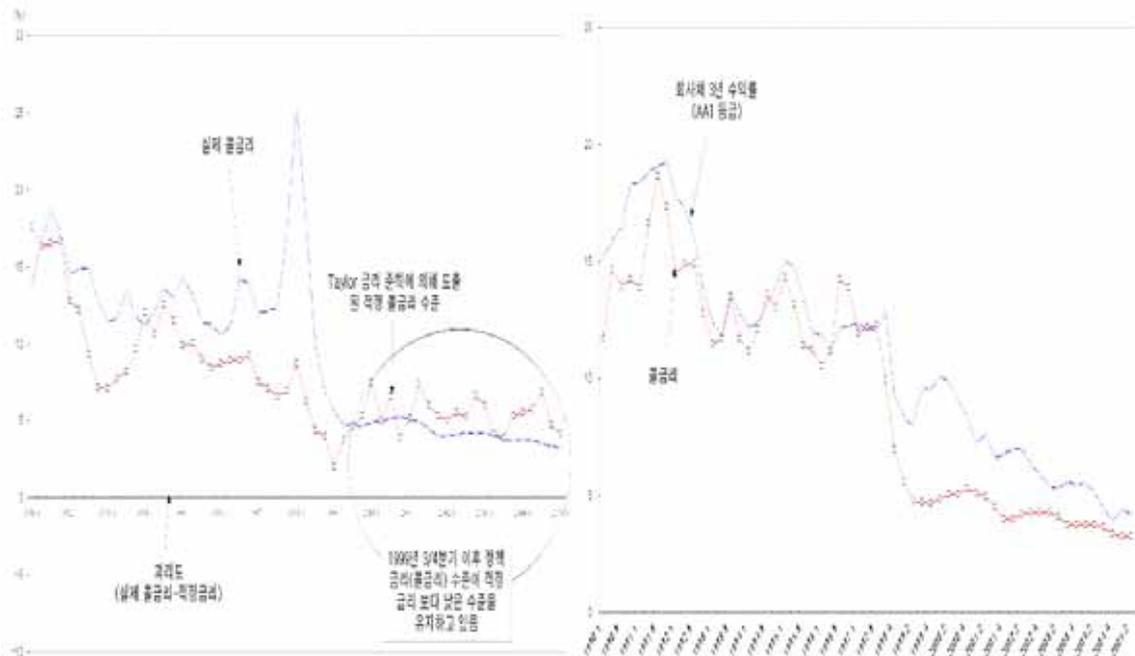
자료 : 한국은행, FRB

- 주 : 1) 한국실질금리(금리-물가상승률) - 미국 실질금리
- 2) 한국실질금융수익률(한국실질금리 + 달러대비 원화가치 상승률) - 미국실질금리
- 3) 한국실질금융수익률(한국실질금리 - 외평채가산금리) - 미국실질금리
- 4) 한국 GDP성장률 - 미국 GDP 성장률

○ (대내적 측면) 그러나, 통화당국은 99년 3/4분기 이후 적정금리보다 낮은 정책금리를 유지함으로써 시중금리를 과도하게 하락시키는 것으로 분석

- 단기 정책금리 수준을 판단할 수 있는 테일러 룰¹⁾에 의하면, 실제 콜금리 수준은 99년 3/4분기 이후 적정 콜금리 수준을 하회하기 시작한 것으로 분석됨
- 시중금리도 단기 콜금리와 같은 방향으로 이동하여 최근 양자간 괴리 축소

< 실제 및 적정 콜금리간의 괴리 > < 콜금리와 회사채 금리 추이 >



자료 : 한국은행.

주 : 괴리도는 양(+)의 값을 가질 때 고금리, 음(-)의 값을 가질 때 저금리를 의미함.

3. 현 금리정책의 문제점

○ 금리와 경기와의 괴리 확대

- (소비 부문) 지속적인 금리 인하에도 불구하고 소비 및 가계 체감경기는 부진
 - 1999년 하반기 이후 적정금리를 하회하는 저금리 정책이 지속되었음에도 불구하고, 가계 소비는 1999년 전년동기대비 13.8%의 증가율을 기록한 이후 하락세를 지속하며 침체 양상을 보이고 있음
 - 2000년 이후 가계 체감지표도 미래의 경기에 대해 비관적인 것으로 나타남

1) Taylor 룰이란 John Taylor가 美FRB에 제시한 금리 준칙으로 인플레이션과 경제성장률을 통화 정책 반응 변수로 고려하여 적정금리 수준을 판단하고 향후 금리정책 수립시 가이드 라인으로 활용되는 금리 운용 준칙임.

< 최종소비지출 및 CSI 경기 전망 추이 >

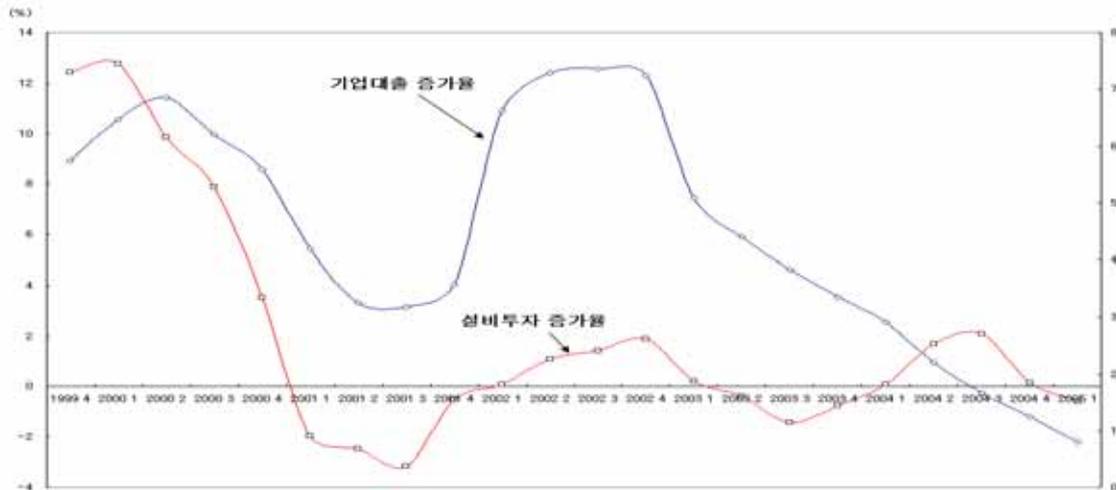
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 1/4
최종소비지출	13.8	4.6	7.7	5.5	-2.1	0.7	1.3
CSI 경기 전망	117	52	81	97	54	41	83

자료 : 한국은행.

주 : 1999-2004년은 각년도 4/4분기 수치임. 최종소비지출은 전년동기대비 증가율(%임).

- (투자 부문) 설비투자 및 기업 자금 수요도 개선될 조짐이 미약함
 - 저금리에도 불구하고 설비투자는 2001년 이후 0 수준에서 정체되고 있으며, 기업 대출 증가율도 2003년 이후 추세적인 하락세 유지

< 설비투자 및 기업대출 추이 >



자료 : 한국은행.

주 : 기업대출은 시설, 운전, 특별 자금의 합계임. 기업대출 및 설비투자 증가율 수치는 4분기 이동평균수치임.

- (저금리의 부작용 확대) 소비와 투자, 기업 자금수요는 감소하는 반면, 단기부동자금 및 가계 부채는 계속 증가세를 보이고 있고, 여기에 부동산 가격 불안, 외국인 투자 편중 현상도 나타남
- (단기부동자금 및 가계부채 확대) 6개월 미만의 금융기관 단기수신이 계속 증가하고 있고, 여신 측면의 가계신용도 비슷한 움직임을 보이고 있음
 - 단기부동자금은 1999~2002년까지 급증했다가 2003년 이후 일시 감소한 뒤 2005년 들어 다시 증가세

- 마찬가지로, 금융기관의 가계 신용도 2002년까지 급증한 뒤 2003~2004년 중 하락했다가 최근 다시 증가세 (소비 회복은 아직 수반되지 않음)

< 단기부동자금 및 가계신용 추이 >

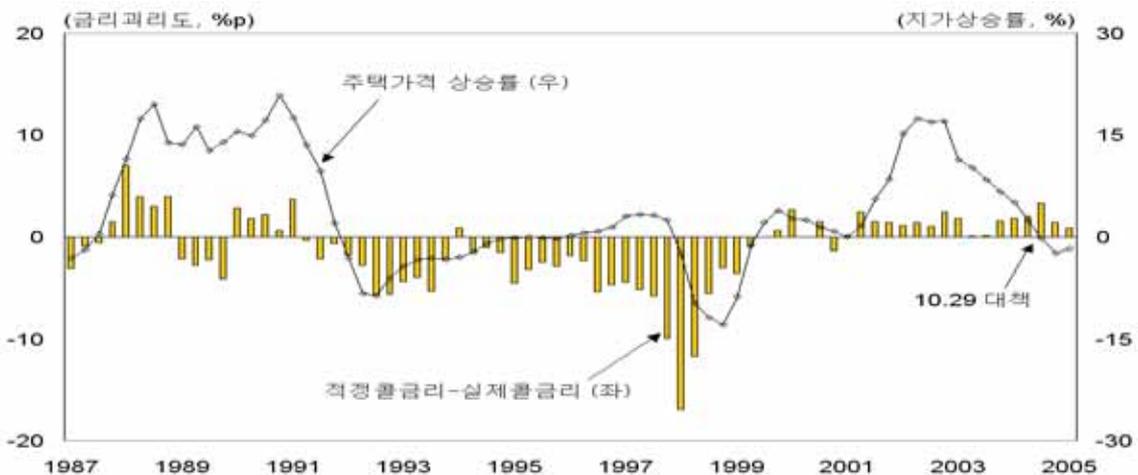
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005.1/4
단기부동자금	182.4 (26.2)	220.9 (21.1)	270.6 (22.5)	366.6 (35.5)	384.4 (4.9)	405.2 (5.4)	425.3 (9.7)
가계 신용	214.0 (16.5)	266.9 (24.7)	341.7 (28.0)	439.1 (28.5)	447.6 (1.9)	474.7 (6.1)	477.7 (6.1)

주 : ()내는 전년동기대비 증가율

- (부동산 가격 불안) 저금리에 의한 부동산 가격 급등으로 부동산 투기 및 근로 의욕 저하가 야기됨

- 1987년~2005년 1분기까지의 자료를 살펴본 결과, 적정 금리 격차(이론상 적정금리-실제콜금리)는 주택가격 상승률과 1~3분기 시차로 0.6 내외의 양 (+)의 상관관계가 있었음
- 즉, 2000년대 이후 적정금리를 하회하는 저금리 정책이 부동산 가격 불안의 주요 요인인 것으로 판단되며, 최근 3년간 주택가격 상승률이 5~7% 내외의 임금 상승률을 5%p 이상 상회하면서 근로의욕도 크게 감소

< 금리 괴리도와 지가와의 관계 >



자료 : 한국은행, fnguide, 국민은행.

- (외국인 투자 편중) 외국인의 국내 증권 투자는, 수익률 낮은 채권보다는 거래소 주식으로 편중되고 있음

- 외국인의 국내 주식보유액은 거래소 우량주를 중심으로 크게 확대되는 반면, 외국인의 채권 투자액은 극히 미미함
- 외국인 투자자의 입장에서는 원화 강세 등에도 불구하고 지나친 저금리(높은 채권가격)로 인해 국내 채권에 대한 투자 유인이 크지 않음

< 외국인 국내 증권투자¹⁾ 추이 >

	외국인 보유 주식 (거래소+코스닥)		외국인 보유 채권 ²⁾		외국인 채권/주식(%)
	시가총액	비율	보유잔액	비율	
1999	87,553	19.5	1,156	0.3	1.3
2000	58,262	26.8	692	0.2	1.2
2001	99,070	32.2	429	0.1	0.4
2002	97,090	32.8	644	0.1	0.7
2003	147,926	37.7	1,768	0.3	1.2
2004	177,957	40.1	3,175	0.5	1.8
2005.6	197,598	38.5	4,003	0.6	2.0

자료 : 금융감독원, 증권거래소.

주 : 1) 상장 및 등록 주식과 채권 기준임

2) 국내 채권의 대부분은 장외에서 거래되고 외국인의 장외 채권보유액은 극히 미미하므로 실제 외국인의 국내 채권에 대한 투자비율은 이보다 더 낮을 것임

4. 결론

- 저금리에도 불구하고 경기회복은 지연되는 반면, 부동산價 불안 등 부작용이 심화되고 있으므로 정책당국은 점진적으로 금리인상을 도모할 필요

- 특히 역사적으로 콜금리가 적정금리를 하회하는 시기에는 부동산價가 급등했다는 사실과, 외국인의 국내 주식 편중이 국내기업의 경영권 방어 부담만 야기하고 기업 자금조달 능력에는 큰 도움이 되지 않고 있음에 주목할 필요
 - 이에 따라 올해 하반기가 상반기에 비해 경기가 다소 살아날 것으로 기대되고 있는 만큼 금리 인상 압력을 적절한 수준으로 반영하여 금리 정책의 효과성을 제고하도록 하는 것이 바람직함
 - 더욱이 점진적 금리 인상으로 국내 채권의 수익률이 높아지면 외국인의 국내 채권 시장 참여를 유도할 수 있는 긍정적 측면도 있음
- 한편 소비여력 확보, 민간 투자 활성화를 위한 규제 완화 등을 과감하게 추진하여 금리 인상에 따른 부작용을 최소화하는 방안도 적극 고려함
- 예컨대 신용불량자 등에 대한 과감한 부채 경감, 수도권 규제 완화, 출자총액 규제 폐지 등과 같은 특단의 대책이 없는 저금리 정책만으로는 내수 경기를 부양하는데 많은 제약이 따를 것으로 판단됨

황동원 연구원 (3669-4024, dhwang@hri.co.kr)
노진호 연구위원 (3669-4031, jhno@hri.co.kr)