

# KERI Brief

## 기준금리 인하의 거시적 실효성 점검

이승석

한국경제연구원 부연구위원  
(seunglee@keri.org)

지난 7월 한국은행은 美연방준비위원회의 기준금리 인하 움직임에 선제적으로 대응하여 2018년 11월 이후 1.75%로 유지해오던 기준금리를 1.50%로 0.25%p 인하하였다. 금융통화위원회가 제시한 기준금리 인하배경은 미·중 무역분쟁에 따른 세계교역 둔화, 반도체경기 등 국내경기 둔화, 낮은 물가상승 압력이다. 즉, 경기부양 및 물가안정을 목표로 통화정책을 3년 만에 완화적 기조로 전환한 것이다.

정책금리 조정을 통한 통화정책 변화가 경기활성화와 목표물가 실현이라는 정책목표를 달성하려면 기준금리 인하의 실물경제로의 파급경로가 정상적으로 작동해야 한다는 전제를 필요로 한다. 하지만 현재 우리경제의 실물경제 및 자본시장은 금리의 파급경로가 제대로 작동하지 않을 가능성이 매우 높은 상황으로 보인다. 금융위기 이후 장기금리의 움직임이 시장 내에 넘치는 유동성으로 인해 단기금리에 연동하여 움직이지 않아 장단기금리의 역전현상이 지속되는 등 금리경로의 작동이 원활하지 못한 상황이며,

금리인하로 인한 자산효과가 과도한 부동산시장 안정화 정책으로 인해 매몰되어 자산경로가 차단되었을 가능성이 높기 때문이다. 무엇보다 극심한 경기부진 속에 미·중 무역갈등과 한·일 무역갈등으로 인해 최고조에 이른 불확실성은 통화정책의 효과를 반감시키는 가장 큰 원인이며, 불확실성이 해소되고 있지 않은 상태에서의 정책금리 인하는 자금의 단기부동화 및 금융시장의 신용경색을 유발시킬 뿐만 아니라 일부 투기적 부동산에 자금이 몰리는 부작용을 낳게 될 우려가 매우 크다.

2% 미만의 저금리 수준 내에서 소폭에 그칠 수밖에 없는 간접적이고 소극적인 금리인하를 통한 통화정책보다는 기업 및 가계에 대한 직접적이고 선별적인 자금지원을 통한 적극적인 유동성 공급을 통해 투자 및 소비를 진작시키는 방안이 효과적일 것으로 보이며, 보다 근본적으로 경기활성화 및 성장잠재력 확충을 위해서는 기업의 투자를 가로막는 규제를 완화하는 한편 투자를 진작시킬 수 있는 직접적인 투자지원 정책이 바람직할 것으로 판단된다.

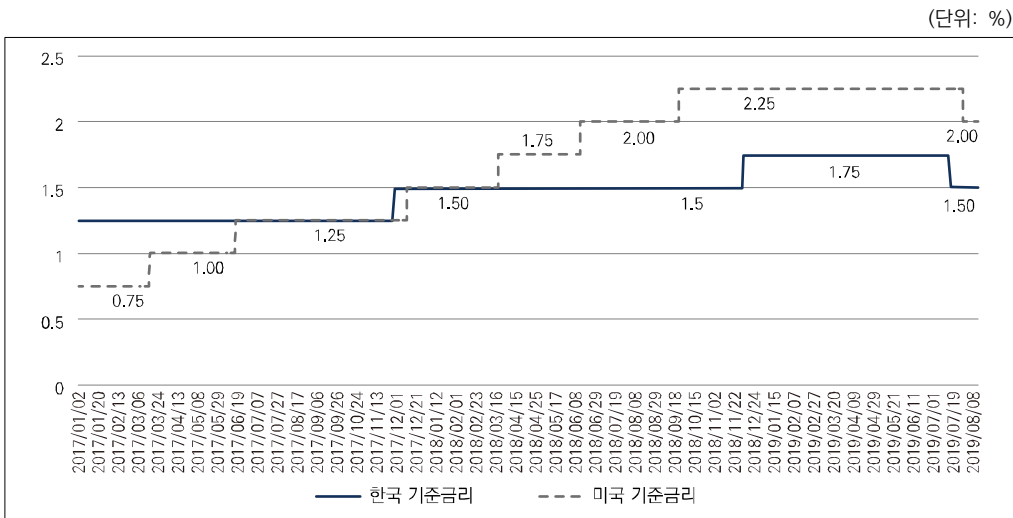
### 1. 연구배경 및 목적

- **美연방준비은행이 지난 7월 FOMC(Federal Open Market Committee)에서 정책금리를 2.25~2.50%에서 2.00~2.25%로 0.25%p 인하**
  - 파월의장은 장기적인 금리인하 움직임이 아닌 중간 조정 단계(Mid-Cycle)에서의 금리인하임을 강조
  - 파월의장의 발언에도 불구하고 시장은 미국경제의 성장모멘텀 약화와 미·중 무역갈등의 지속 등에 따라 추가적 금리인하 가능성이 여전히 높은 것으로 판단하는 모습
- **한국은행은美기준금리 인하에 대해 선제적으로 반응하여 2018년 11월 이후 1.75%로 유지해오던 기준금리를 지난 7월 1.50%로 0.25%p 인하하기로**

결정하였으며, 금융통화위원회는 금리인하의 결정 배경으로 다음과 같은 요인들을 제시

- 미·중 무역분쟁에 따른 세계교역 둔화
  - 반도체 경기 회복지연 및 국내경기 둔화
  - 낮은 물가상승 압력
- **본 보고서의 목적은,**
- 내수경기가 극심한 부진을 겪고 있는 가운데 한·일 무역분쟁이라는 심각한 하방리스크를 맞고 있는 현 시점에 기준금리 인하가 완화적 통화정책으로서의 유효성을 가질 수 있는지 검토해 보고
  - 금리인하로 인해 나타날 수 있는 부작용에 대한 우려요인을 파악해 보는데 있음

〈그림 1〉 한·미 기준금리



자료: 한국은행

## II. 기준금리 인하 배경

### □ 대외여건

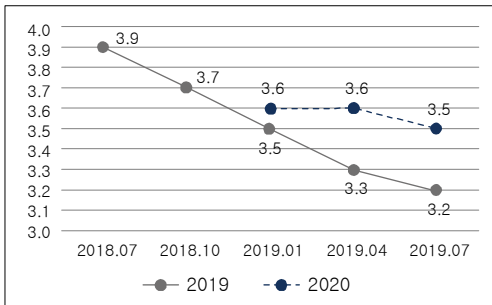
- 세계경제는 미·중 무역분쟁의 격화 등 보호무역주의 강화로 인한 교역규모 축소에 따라 생산활동이 크게 위축되면서 성장세가 지속적으로 둔화하는 가운데 불확실성은 가중되고 있는 상황
  - 미국: 소비를 중심으로 현재까지는 양호한 성장흐름을 이어가고 있으나 투자와 수출이 둔화하면서 성장 모멘텀이 점차 약화되는 모습
  - 중국: 적극적인 경기부양 노력에도 불구하고 미·중 무역분쟁의 격화에 따른 불확실성 증대로 생산, 투자, 수출이 모두 부진한 상황
  - 유로: 브렉시트 관련 불확실성이 장기화되고 있는 가운데 제조업 부진을 중심으로 성장세가 점진적으로 약화

- 일본: 양호한 고용상황과 기업실적에 힘입어 성장세를 유지하고 있으나 10월로 예고된 소비세율 인상과 미·일 무역협상 그리고 한·일 무역분쟁 심화로 점진적인 경기부진이 불가피할 전망

- 국제금융시장은 미·중 무역분쟁, 주요국의 경제지표 부진, 주요국 중앙은행의 완화적 통화정책으로의 전향 등에 따라 변동성이 크게 확대되는 양상
  - 주요국의 국제금리는 미·중 무역분쟁의 격화와 주요국 중앙은행의 기준금리 인하 기대에 따른 영향으로 하락
  - 주가는 미국 등 선진국과 신흥국에서 모두 큰 폭으로 하락과 상승을 반복하며 변동폭이 확대
  - 달러화는 대세적 강세기조를 유지해 왔으나 무역분쟁 심화, 브렉시트, 중국 환율조작국 지정 등의 영향으로 변동성이 크게 확대된 가운데 미국 기준금리 인하결정 이후 약세로 전환

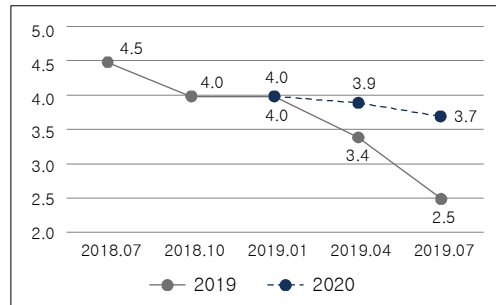
〈그림 2〉 시점별 세계경제 전망

(단위: %)



〈그림 3〉 시점별 세계교역규모 전망

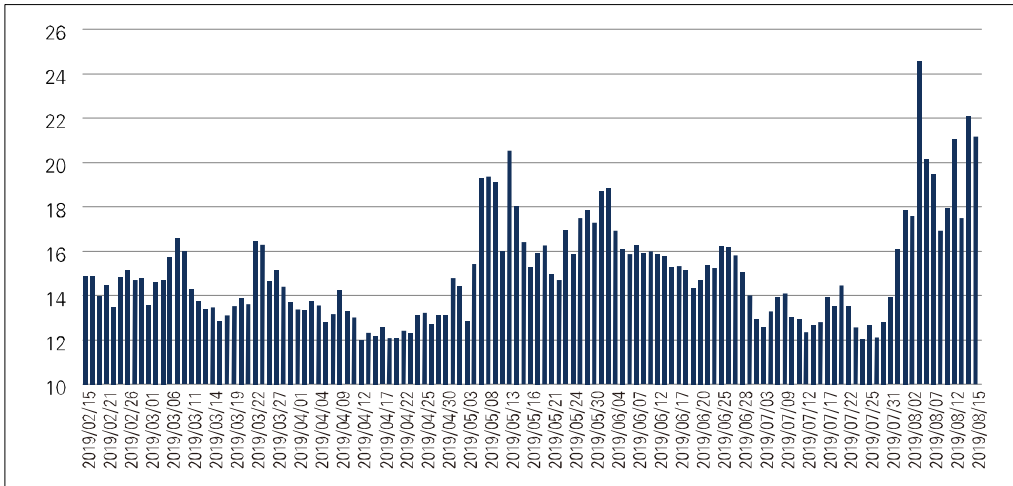
(단위: %)



자료: IMF, World Economic Outlook

〈그림 4〉 뉴욕주식시장 변동성 지수: VIX

(단위: VIX index)



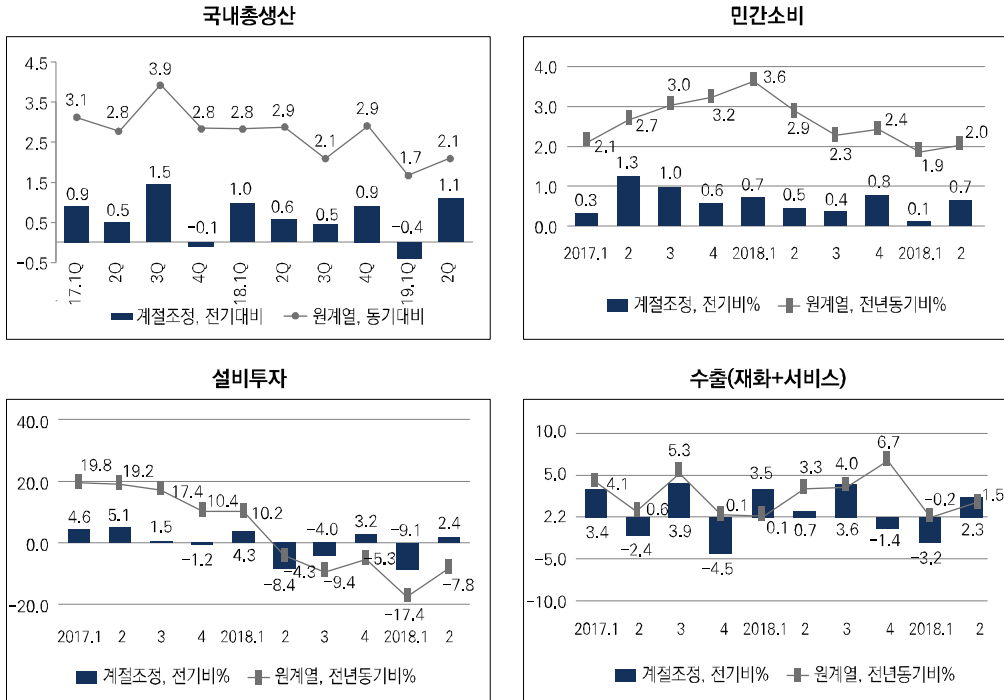
자료: Cboe

□ 대내여건

- 우리경제는 투자(설비+건설)와 수출이 극심한 부진을 겪고 있는 가운데 양호한 흐름을 보여 오던 민간 소비마저 증가세가 약화되면서 경기부진이 심화되고 있는 상황. 특히, 7월 중 부각된 한·일 무역분쟁으로 인해 당분간 경기반등을 기대하기는 난망할 것으로 전망
- 소비: 민간소비는 준내구재와 서비스를 중심으로 미약한 증가를 기록, 정부소비는 복지성 지출 확대의 영향으로 크게 증가
- 투자: 기저효과, 성장세 약화, 무역분쟁에 따른 불확실성 증대의 영향으로 마이너스(-) 성장세를 지속
- 수출: 수출을 주도해 오던 반도체와 석유제품의 수출이 큰 폭으로 감소한 가운데 일본의 소재부품 수출제한 조치로 인해 반도체 생산마저 차질을 빚게 되면서 수출입 물량감소와 경상수지 악화 가능성을 배제할 수 없는 상황

〈그림 5〉 최근 국내총생산 및 최종수요 항목별 증가율 추이

(단위: %)



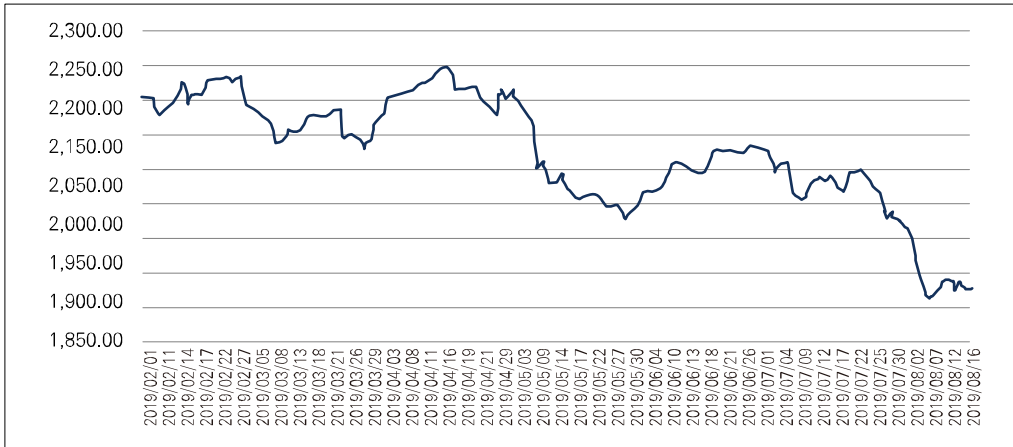
자료: 한국은행

- 물가: 경기부진 장기화에 따른 낮은 수요압력이 지속되면서 소비자물가는 0.5% 수준에서 등락을 거듭. 낮은 수요압력 뿐만 아니라 교육, 의료 관련 복지정책 강화 등 정책적 요인으로 인해 물가하방압력이 증대
- 금융시장: 미·중 무역갈등, 일본의 수출규제 등의 영향으로 금융시장 내 불확실성이 가중되는 가운데, 현재까지는 외국인 투자자금의 유출입이 안정적 수준에서 유지되고 있는 상황
  - 국고채 금리: 국고채(3년) 금리는 미·중 무역갈등 및 국내 기준금리 인하의 영향으로 상당폭 하락

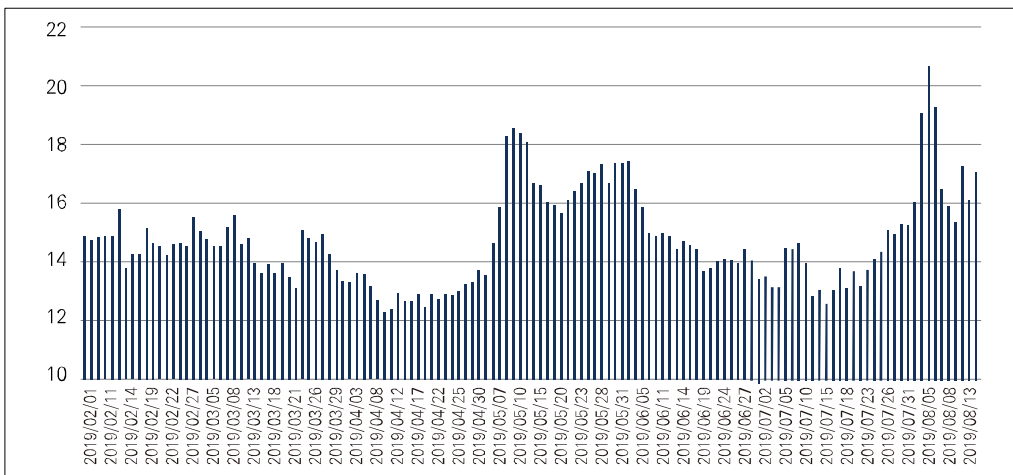
- 주가: 코스피지수는 미·중 무역갈등, 한·일 무역갈등 등 대형악재로 인해 큰 폭으로 하락하였으며, 주가변동성지수(V-KOSPI) 역시 큰 폭으로 상승
- 외국인 투자: 외국인 투자는 금융시장내 불확실성 증대에도 불구하고 급격한 유출은 현재까지 발생하지 않고 있는 상황이며, 일본의 수출규제 이후 순유입이 오히려 늘어나고 있는 모습

〈그림 6〉 최근 주가 및 주가변동성 추이

코스피 지수



코스피 지수 변동성: vKospi



### III. 기준금리 인하의 실효성 점검

□ 중앙은행의 정책금리(기준금리) 변경은 금리경로, 자산가격경로, 신용경로 등 다양한 파급경로를 통해 실물경제에 영향을 전달

- 금리경로: 기준금리 → 단기금리 → 장기금리 → 소비, 투자 등에 기간간 대체효과 → 총수요 변화
- 자산가격 경로: 기준금리 → 자산 수익률 → 보유자산의 현재가치 → 자산효과(wealth effect) → 총수요 변화
- 신용경로: 기준금리 → 차주의 상환능력 → 은행의 차주에 대한 대출태도 → 여신규모 → 총수요 변화

□ 구체적으로 정책금리의 변동은 장단기 금리의 변동을 유발하고 이는 소비, 투자 등에 대한 기간간 대체효과나 보유자산에 대한 수익률 변동을 통한 자산효과를 통해 궁극적으로 실물경제에 영향을 미치게 됨

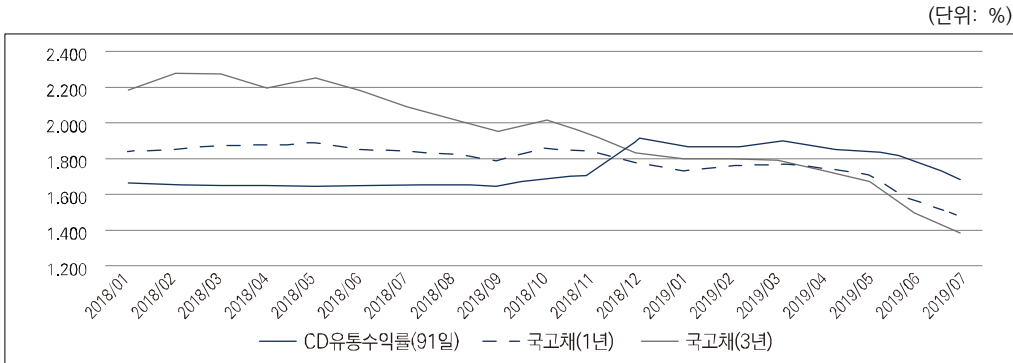
□ 따라서 정책금리의 파급경로에 변형 또는 왜곡이 생길 경우에는 정책금리 조정을 통해 경기부양이나 물가안정을 도모코자 하는 통화정책 목표를 달성할 수 없을 뿐만 아니라 금융시장의 변동성만 높게 되는 부작용을 낳게 될 우려가 존재

□ 최근 한국은행의 금리인하 결정은 금융통화위원회가 제시한 대로 소비·투자 활성화를 통한 경기부양과 0%에 근접한 물가상승률 제고를 목표로 결정되었으나 정책금리 변동의 영향을 제약하는 다음과 같은 요인들로 인해 완화적 통화정책의 효과가 제대로 발휘될 수 없는 상당한 가능성이 존재

(금리경로)

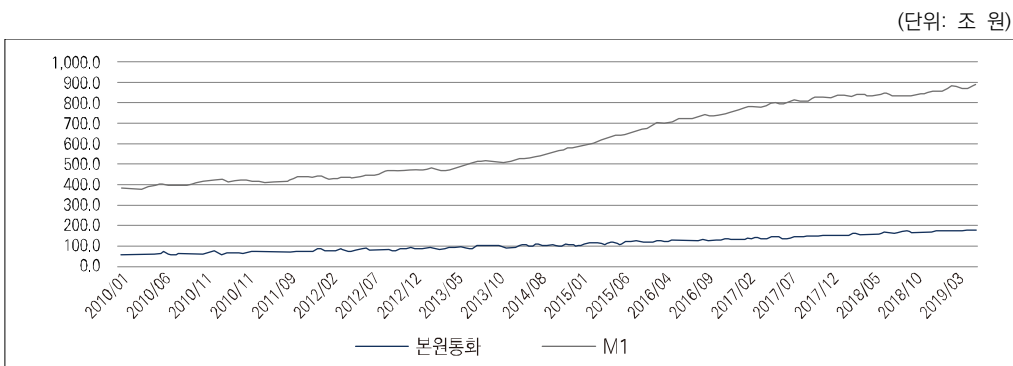
- 통화정책의 주된 경로인 금리경로에 있어서, 콜금리는 정책금리의 변동에 추세적으로 동행하는 움직임을 보이고 있으나, 금융위기 이후 장기금리는 단기금리의 변동과는 상이한 움직임을 보이고 있으며, 특히 2018년 말을 기점으로 장단기금리의 역전현상까지 발생하게 됨으로써 금리의 파급경로에 변화가 생겼음을 시사
- 장단기금리의 역전현상은 10년 가까이 지속된 저금리 정책으로 인해 시장 내에 1,000조 원에 이르는 풍부한 유동성과 국가신용등급 상승으로 인한 외국인 투자 증가가 채권수요를 증가시키고 이는 다시 채권가격 상승(채권수익률 감소)하게 된 것에 따른 결과
- 금리 스프레드(장단기 금리차) 점차 줄어 금리역전 현상까지 발생한 현시점에 한국은행의 기준금리 인하 조치가 장기금리의 인하로 이어질 가능성이 매우 낮은 상황으로 보이며, 따라서 금리인하로 인한 총수요 증대 효과는 기대에 미치지 못할 것으로 전망

〈그림 7〉 장단기 금리



자료: 한국은행

〈그림 8〉 시중 유동성



자료: 한국은행

**(자산가격 경로)**

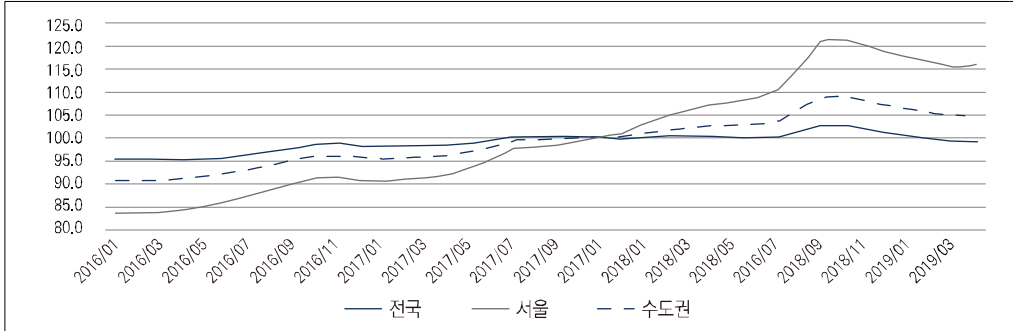
- 자산가격 경로에 있어서, 금리는 보유자산의 현재 가치 증가를 통한 자산효과로 경제주체의 소비와 투자를 증대
- 우리경제의 경우 보유자산의 상당부분을 부동산(가계의 경우, 총자산 가운데 부동산 자산의 비중이 76.8%)이 차지하고 있으나, 정부는 부동산시장 안정화를 목표로 3년 이상 부동산에 대한 강력한 규

제정책을 시행해 오고 있으며, 규제의 강도는 더욱 강력해질 것으로 예상됨에 따라 금리인하로 인한 자산가격 상승 및 자산효과는 기대하기 어려울 것으로 보임

- 주식 등 금융투자자산 역시 저조한 경기전망 및 무역갈등 등 하방리스크 확대에 따라 가격이 하락하게 됨에 따라 금리인하로 인한 상승효과는 미미할 것으로 전망



〈그림 9〉 지역별 주택(아파트) 매매가격지수



자료: 통계청

〈표 1〉 설비투자 자금조달

(단위: 조 원, %)

	구성비			증가율	
	2017	2018	2019	2018	2019
전 체	100.0	100.0	100.0	△11.6	△2.0
내부자금	70.5	78.2	77.2	△2.0	△3.2
외부자금	29.5	21.8	22.8	△34.6	2.4

자료: 산업은행

**(불확실성)**

- 경기침체로 인한 내수불안, 최다수출국인 미국과 중국의 무역갈등 격화 및 장기화 국면에서 한·일 무역갈등까지 부각되면서 경제 내에 불확실성이 최고조에 이른 상황
- 불확실성의 확대는 현시점에서 통화정책의 유효성을 해치는 가장 심각한 요인으로 판단되며, 불확실성으로 인한 통화정책 유효성 저하 원인은 다음과 같음
  - 자금의 단기부동화: 투자자금이 불확실성으로 인해 장기 투자처를 찾지 못하고 단기 금융상품에 쏠리게 됨으로 인해 통화정책의 파급효과가 제한될 수 있으며, 단기 금융상품 가격의 변동성을 확대시켜 불확실성을 가중시킬 위험이 존재

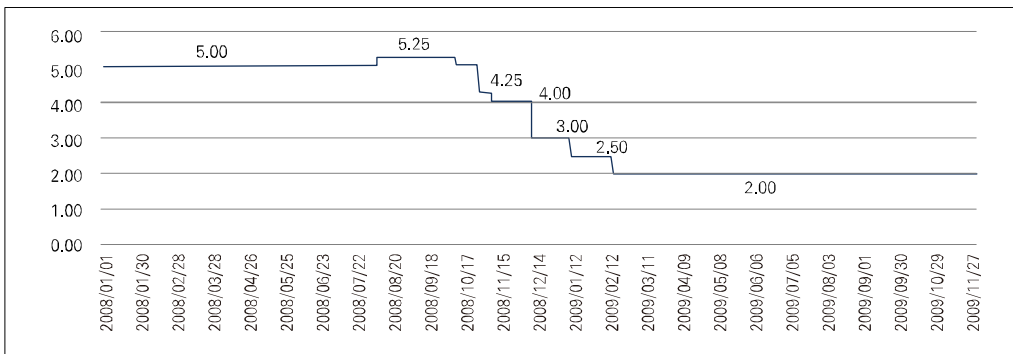
- 위험기피 현상으로 인한 신용경색: 불확실성 증대로 인해 위험기피 현상이 심화되면, 안전자산에 대한 선호로 금이나 국고채 등에 자금이 집중되는 반면, 회사채 등에 대한 투자심리는 약화되어 기업의 자금조달 압박이 증대될 뿐 아니라 은행 등 대출기관 등도 대출규모를 줄이게 되어 금융시장의 신용경색 우려가 현실화될 수 있음

▣ 2019 설비투자계획조사에 의하면 전체 설비투자의 75% 이상을 차지하는 대기업의 설비투자의 경우, 내부자금 조달비율이 85%를 상회, 금리인하로 외부자금조달 및 설비투자 유발 효과는 미미할 것으로 예상

□ 과거 가장 적극적인 금리인하를 단행했던 2008~2009년 글로벌 금융위기 시기의 통화정책의 사례를 살펴보면,

- 당시 경제상황은 글로벌 금융위기의 영향으로 내수와 수출 등 실물경기의 위축이 급격히 심화되고, 환율 등 자본시장 주요지표의 변동성이 증폭. 특히, 채권시장 내에 장단기 금리스프레드가 급격히 줄어들었던 시기로 정도의 차이를 제외하면 질적으로 현 경제상황과 매우 유사
- 한국은행은 경기활성화와 물가안정을 목표로 글로벌 금융위기 기간인 2008년 4분기부터 2009년 1분기까지 기준금리를 여섯 번에 걸쳐 총 3.25%p 인하하고, 동기간에 걸쳐 공개시장조작을 통해 시중에 19조 원에 가까운 유동성을 공급하는 등 역사상 유래 없이 적극적인 완화적 통화정책을 단행
- 위와 같은 공격적인 금리인하에도 불구하고, 금융중개기관의 보수적인 자금운용과 신용경색 그리고 주가 하락이 이어졌고 실물경제는 상당기간 부진한 모습을 보이면서 대내외 경제여건의 불확실성이 해소되지 않은 상황 하에서 금리인하 위주의 통화정책은 실효성이 크게 반감될 수 있음을 증명

〈그림 10〉 2008~2009 한국 기준금리 변화



자료: 한국은행

#### IV. 요약 및 시사점

- ▣ 최근 한국은행은 경기활성화 및 물가안정을 목표로 기준금리를 1.75%에서 0.25%p 인하한 1.50%로 결정하면서 완화적 통화정책으로 3년 만에 회귀
- ▣ 정책금리 조정을 통한 통화정책 변화가 경기활성화와 목표물가 실현이라는 정책목표를 달성하려면 기준금리 인하의 실물경제로의 파급경로가 정상적으로 작동해야 한다는 전제를 필요로 하지만 현재 우리경제의 실물경제 및 자본시장은 금리의 파급경로가 제대로 작동하지 않을 가능성이 매우 높은 상황
  - 금융위기 이후 장기금리의 움직임이 시장 내에 넘치는 유동성으로 인해 단기금리에 연동하여 움직이지 않아 장단기금리의 역전현상이 지속되는 등 금리경로의 작동이 원활치 않을 가능성
  - 금리인하로 인한 자산효과가 과도한 부동산시장 안정화 정책으로 인해 매몰되어 자산경로가 차단될 가능성
- ▣ 무엇보다 극심한 경기부진 속에 미·중 무역갈등과 한·일 무역갈등으로 인해 최고조에 이른 불확실성은 통화정책을 무력화시키는 가장 큰 원인이며, 불확실성이 해소되고 있지 않은 상태에서의 정책금리 인하는 자금의 단기부동화 및 금융시장의 신용경색을 유발시킬 뿐만 아니라 일부 투기적 부동산에 자금이 몰리는 부작용만 낳게 될 우려가 매우 큰 상황

#### ▣ 정책제언

- 2% 미만의 저금리 수준 내에서 소폭에 그칠 수밖에 없는 간접적이고 소극적인 금리인하를 통한 통화정책보다는 기업에 대한 직접적이고 선별적인 자금 지원을 통한 적극적인 유동성 공급을 통해 투자를 진작시키는 방안이 효과적이며, 기존 고금리 대출을 저금리로 차환(re-financing)하거나 대출상환을 유예하는 등 기업 및 가계의 금융부담을 덜어주려는 노력이 필요하다고 판단됨
- 금리인하로 인해 가계부채가 다시 증가하고 증가한 대출자금이 일부 투기적 부동산 시장에 쏠리게 되는 현상을 경계하는 한편, 저소득·저신용 자영업자들의 고위험대출이 늘지 않도록 모니터링을 강화하고 시행 중인 서민금융지원을 확대 추진할 필요
- 경기둔화를 동반한 초저금리 상황이 장기화될 경우, 투자금융기관들은 자금여력 및 수익률 확보를 위해 단기성 위험자산에 무리한 투자를 감행할 가능성에 대한 감독기관의 모니터링 강화 필요
- 통화정책의 실효성을 높이려는 노력과 동시에 저금리 기조 하에서 통화정책의 한계를 인정하고 경기활성화 및 성장잠재력 확충을 위해서는 근본적으로 기업의 투자를 가로막는 규제를 완화하는 한편 투자를 진작시킬 수 있는 직접적인 투자지원 정책이 바람직

**[참고문헌]**

- Balke, Nathan S., 2000, "Credit and economic activity: credit regimes and nonlinear propagation of shocks", *The Review of Economics and Statistics*, 82 (2), 344-349.
- Bernanke, Ben S., Mark Gertler, and Simon Gilchrist. 1999. "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework". In *Handbook of Monetary Economics*, Vol.1, Part C, ed. John B. Taylor and Michael Woodford, Chapter 21: 1341 - 1393, Amsterdam: North-Holland.
- Blanchard, O. J. & Quah, D.,1989, "The dynamic effects of aggregate demand and supply Disturbances", *American Economic Review*, 79 (4), 655-73.
- Bloom, Nicholas. 2009. "The Impact of Uncertainty Shocks". *Econometrica*, 77(3): 623--685.
- Carlstrom, Charles T., and Timothy S. Fuerst. 1997. "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations: A Computable General Equilibrium Analysis". *American Economic Review*, 87(5): pp. 893--910.
- Christiano, L. J., R. Motto, and M. Rostagno. 2014. "Risk shocks". *American Economic Review* 104 (1), 27--65.
- Sims, C. A.,1980, "Macroeconomics and reality", *Econometrica*, 48 (1), 1-48.
- Rubio-Ramirez, J. F., Waggoner, D. F., & Zha, T.,2010, "Structural vector autoregressions: Theory of identification and algorithms for inference", *Review of Economic Studies*, 77 (2), 665-696.