

추가 인상 예고된 미국 금리 ‘자본유출’ 보다는 ‘시중금리 상승’ 압력

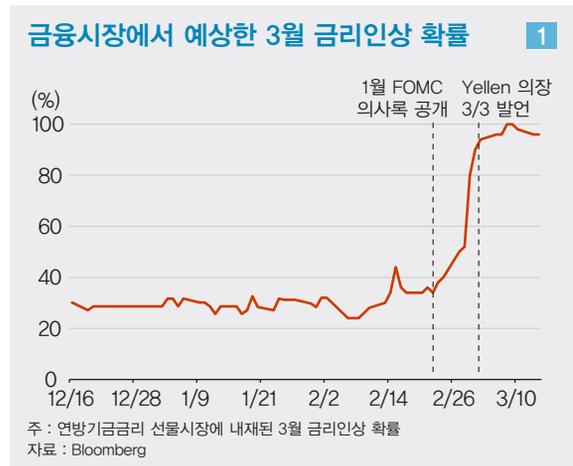
이창선 박성준

- 미국의 통화정책이 새로운 국면에 들어섰다. 3월 15일 미 연준(Fed)의 연방기금금리 0.25%p 인상에 이어 연내 2차례 더 금리인상이 예상되고 있다. 비정상적으로 낮은 수준에 머물러 왔던 미국 금리가 본격적으로 정상화되는 과정에 들어선 것으로 볼 수 있다.
- 빨라지고 있는 미국의 금리인상은 자연실업률 수준으로 낮아진 실업률 등 미국 경제의 호조를 반영하는 것이다. 그러나 임금상승률이 아직 높지 않고 연준이 2%의 물가상승률 목표에 얽매이지 않는다는 입장 이어서 과거 시기에 비해서는 여전히 점진적인 금리인상 기조가 예상되고 있다. 또한 아직 금리인상의 초기 단계인 만큼, 3월에서처럼 연준의 사전 예고 과정을 거치면서 금리인상이 금융시장에 큰 충격을 주지 않도록 진행될 가능성이 높다.
- 미국의 금리인상이 이어지면서 연내 한미간 금리차가 역전될 가능성이 높다. 3월 현재 만기 5년 이상의 국채수익률에서는 이미 미국금리가 한국금리보다 높게 유지되고 있다. 올해 연준이 3차례 금리인상에 나선다면 연말경 연방기금금리는 1.25~1.5%로 한국의 기준금리 1.25%를 넘어설 전망이다. 그렇게 되면 단기부터 중장기까지 모든 만기에서 한국금리가 미국금리보다 낮아지는 초유의 일이 발생하게 된다.
- 한미간 금리 역전이 예상되면서 자본유출 우려가 제기되나 금융시장 및 경제에 혼란을 야기할 정도의 대규모 자본유출이 발생하지는 않을 전망이다. 자본유출입은 금리차 외에도 환율에 대한 예상에 의해 크게 좌우된다. 높아진 국가신용등급이나 외환건전성을 감안하면 대규모 외화유출을 야기할 정도로 일방적인 원화절하 기대가 형성되지는 않을 것이다. 과거 한미간 금리가 역전된 2차례 시기에서도 우려할 정도의 자본유출은 없었다.
- 대규모 자본유출은 없겠지만 한미 금리차가 역전된 상황에서 대외충격이 발생하면 일시적인 자본유출 위험이 더 커지고 자본유출입이 보다 빈번해질 수 있기 때문에 경기가 급락하지 않는 한 추가 금리인하는 어려워질 전망이다. 다만 미국의 계속되는 금리인상과 이에 따른 한미간 금리 역전으로 원화가 절하되거나 절상 압력이 완화되는 등 환율 면에서 통화완화 효과가 나타날 수는 있을 것이다.
- 국내 정책금리가 미국금리와 동반 인상되지 않는다 하더라도 시중금리는 상승압력을 받을 전망이다. 시중금리 상승에 동반하여 가계 및 기업에 대한 대출금리도 오름세를 보일 수밖에 없다. 경기 호조 및 소득 증가를 동반하지 않은 채 미국금리 상승이라는 외부요인에 의해 대출금리가 높아지면 소비나 경기위축 요인으로 작용하고 가계부실을 키울 수 있는 만큼 시중금리가 급격히 치솟지 않도록 정책적 노력이 필요하다.

1. 미국의 정책금리, 정상화 국면에 진입

□ 3개월 만의 금리 인상으로 미국금리 정상화 본격 시작

- 미국의 연준(Fed)이 3월 15일 연방공개시장위원회(FOMC)에서 연방기금금리 목표치를 0.5~0.75%에서 0.75~1.0%로 0.25%p 인상한 것은 미국금리의 정상화 과정이 비로소 제 궤도에 들어섰음을 의미
 - 지난 2015년 12월 거의 10년만에 처음 금리인상을 단행하였지만, 그 후 1년이 지난 2016년 12월에야 2번째 금리인상을 단행할 정도로 미국금리의 정상화 과정은 이전에 비해 매우 조심스럽게 진행되었음.
 - 불과 3개월만에 3번째 금리인상이 단행되고 연이어 추가 금리 인상이 예고되고 있어 미국의 금리정책은 이제 까지와는 다른 국면을 보일 것으로 예상되고 있음. 옐런 의장도 지난 3월 3일 연설에서 향후 완화적인 정책에서 벗어나는 과정(the process of scaling back accommodation)이 지난 2년과 같지는 않을 것이라고 한 바 있음.
- 이번의 금리인상은 연준이 사전 예고에 나서면서 금융시장에서도 기정사실화되었던 것임. 향후 금리인상도 연준이 가급적 사전에 충분히 예고하는 과정을 거치면서 이루어질 가능성이 있음.
 - 당초 금융시장에서는 3월 금리인상 가능성을 낮게 보고 있었으나 연준에서 흘러 나오는 정보들이 뚜렷하게 금리인상 가능성을 시사하기 시작한 2월 하순 이후 금리인상 기대가 빠르게 높아졌음(차트 1).
 - 2월 22일 공개된 1월 FOMC 의사록에서 대부분의 위원들이 노동시장과 인플레이션 지표가 양호한 수준을 보인다면 비교적 근시일 내에 금리인상을 하는 것이 적절하다는 의견을 피력했고 일부 위원은 3월 금리인상을 명시적으로 주장했음.
 - 2월 하순부터 FOMC 위원들이 연이어 금리인상을 지지하는 연설에 나선 데 이어, 3월 3일에는 옐런 의장도 고용과 물가가 예상에 부합할 경우 연방기금금리의 추가 조정이 적절하다고 언급함. 또한 완화적 정책으로부터 선회하는 시기를 놓칠 경우 급격한 금리인상이 요구되며 이는 금융시장을 붕괴시키고 경기침체를 야기할 것이라고 경고했음.
 - 연준이 사전 예고에 나선 것은 금융시장에 충격을 주지 않으면서 금리 정상화 과정을 밟고자 한 것으로 아직 금리인상 초기 단계인 만큼, 이러한 기조가 당분간 유지될 것으로 예상됨.

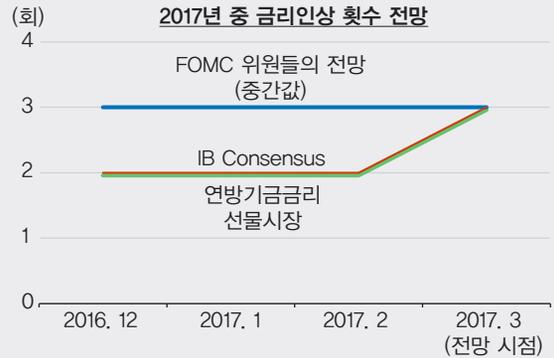
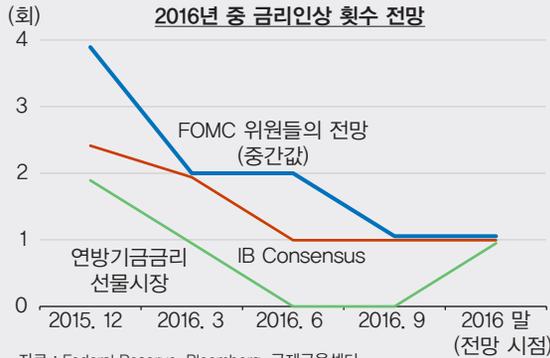


□ 연준의 예상대로 연내 2차례 추가 금리인상될 듯

- 이번 금리인상 이후 공개된 FOMC 위원들의 경제성장과 물가, 금리에 대한 전망은 지난 12월과 비슷하며 특히 연내 연방기금금리 인상 전망 횟수는 3차례로 지난 12월과 동일
 - FOMC 위원들은 올해와 내년 미국경제 성장률이 2.1%가 될 것으로 보고 있음. 금년 성장률은 지난 12월 전망치와 동일하며 내년 성장률이 2.0%에서 소폭 상향조정되었음. 개인소비지출(PCE) 인플레이션은 지난 12월과 마찬가지로 금년에는 목표치에 다소 못 미치는 1.9%를 예상했고 내년부터 목표치인 2.0% 수준으로 높아질 것으로 예상하였음.

미국의 금리인상 횟수 전망

2



- FOMC 위원들이 예상하는 연방기금금리는 2017년말 1.4%, 2018년말 2.1%로 지난 12월 전망치와 동일하며 2019년말 전망치는 3.0%로 지난 12월의 2.9%에 비해 소폭 높아졌음. 장기 연방기금금리 수준은 3%로 달라지지 않았음.
- 17명의 FOMC 위원 중에서 2017년에 3차례 금리인상을 예상했던 위원이 지난 12월에는 7명이었으나 올해 3월에는 9명으로 늘어나면서 연내 3회 인상 의견이 대세로 자리잡았음.

- 금융시장에서도 금년 연방기금금리 인상 폭에 대한 예상치가 상향조정되면서, 지난해와 달리 올해는 FOMC 위원들의 전망대로 금리인상이 단행될 가능성이 높아지고 있음(차트 2).

- 2016년 12월의 금리인상 이후 글로벌 투자은행들은 금년 2차례 금리인상을 예상하는 전망이 일반적이었으나, 2월 하순 이후 3월 금리인상 가능성이 높아지면서 올해 금리 전망을 3회로 수정하였음. 연방기금금리 선물에 나타난 금리 예상치도 비슷한 변화를 나타냈음.
- 1회 금리 인상에 그쳤던 지난해의 경우 당초 FOMC 위원들은 금융시장의 2~3회보다 높은 4회 금리 인상을 예상했었으나 점차 시장 예상치에 가깝게 하향조정할 바 있음.

- 올해 3회 금리인상이 단행된다면 지난해에 비해 금리인상 속도가 크게 빨라진 것이 되겠으나 과거 금리인상 시기에 비해서는 여전히 점진적인 기조라고 할 수 있음.

□ 장기금리 전망치도 상향조정

- 정책금리에 대한 시장의 전망치가 연준과 비슷한 수준으로 상향조정되고 있는 것과 더불어 장기금리 전망치 역시 상향조정되는 추세임.

- 10년 만기 미 국채수익률의 경우 올해 연말 예상치가 지난 1~2월 중에는 2.7~2.8% 수준이었으나 3월에는 3% 수준으로 상향조정되었음(차트 3).



2. 미국 금리인상이 빨라지고 있는 배경

□ 미국경제의 안정적 성장을 반영

- 취업자수의 증가세가 꾸준히 유지되고 실업률이 자연실업률 수준에 근접하게 하락하면서 노동시장의 압박(tightness)이 커지고 있는 것으로 보임.
 - 비농업부문 취업자수가 1월중 23만 8천명 늘어남에 이어 2월에도 예상치를 넘는 23만 5천명 증가하는 호조를 나타냈음.
 - 안정적인 고용 증가세를 바탕으로 실업률은 2월 4.7%로 금융위기 이후 가장 낮아졌으며 위기 직전과 비슷한 수준임. 실업률은 잠재성장률에 부합하는 자연실업률 수준에 이미 도달한 것으로 추정되고 있음(차트 4).
- 인플레이션이 목표치에 근접할 정도로 높아졌고 향후 예상되는 트럼프 행정부의 경기부양 정책으로 기대 인플레이션도 높아지는 추세임.
 - 연준이 중요시하는 개인소비지출(PCE) 인플레이션율이 지난 1월중 전년동기대비 1.9%로 지난 12월의 1.6% 보다 상승하면서 목표치인 2%에 빠르게 근접하고 있음(차트 5).
 - 지난 11월 8일 Trump 당선 이후 미국 국채와 물가연동채에 반영된 기대인플레이션이 높아진 것으로 나타나고 있음(차트 6).

□ 물가상승 압력이 점진적인 금리인상 기초를 바꿀 정도는 아닌 듯

- 최근 물가 상승은 주로 에너지 가격 상승에 기인한 것이어서 식품 및 에너지를 제외한 근원 PCE 인플레이션은 1월중 전년동기대비 1.7%로 지난 8월 이후 답보 상태임(차트 5).
 - 지난 11월 30일 OPEC의 감산 결정 이후 배럴당 50달러대까지 상승한 국제유가가 3월 들어 다시 40달러대로 하락하는 등 유가상승에 따른 물가상승 압력이 더 이상 커지지는 않을 전망이다.
- 연준이 2%의 물가상승률 목표치에 지나치게 얽매

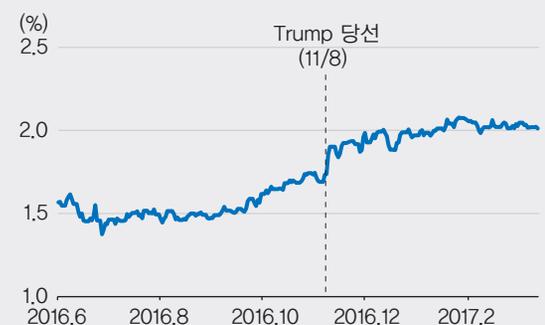
완전고용 수준에 다다른 미국의 실업률 4



미국의 인플레이션 상승세 5



미국 금융시장에서의 기대 인플레이션 상승 6



이지는 않을 것으로 예상되고 있음.

- 이번 금리인상 이후 발표된 성명서에서 균형잡힌 물가목표(symmetric inflation target)라는 표현이 사용되었는데, 이를 두고 옐런 의장은 2%의 물가상승률이 목표치일 뿐 상한선은 아니라는 의미라고 설명했다. 물가상승률이 2%를 넘더라도 금리인상 속도를 높이지는 않을 것이라는 점도 밝혔다.
- 고용 지표가 호조이지만 명목임금 상승세가 빠르지는 않은 상황임.
 - 임금상승률이 2월중 전년동기대비 2.8%로 점차 높아지는 추세이나 아직 물가상승 압력을 크게 높일 정도는 아님.
 - 금융위기 직전 66%대였던 고용률이 최근 62%대 후반인 것에서 보듯이 노동시장의 유희인력(slack)으로 낮은 실업률이 반드시 임금상승 압력을 유발하지는 않는다는 견해도 존재함.
- 트럼프 행정부의 경기부양을 위한 재정정책이 인플레이션이나 통화정책에 미칠 영향에 대해 연준은 아직 유보적인 입장임.
 - 트럼프 정책의 내용 및 지속가능성 등에 대한 불확실성이 큰 데다 정책 효과가 빨라도 2017년 하반기말 무렵부터 나타날 것으로 예상되기 때문임.

3. 한미 금리차 역전에도 자본유출 규모는 제한적

□ 장기금리에 이어 단기금리까지 한미간 금리 역전 예상

- 미국의 정책금리 인상 속도가 빨라질 조짐을 보이면서 장기금리에 이어 단기금리까지 우리나라와 미국의 금리차가 역전될 가능성이 높아지고 있음 (차트 7).
 - 10년 만기 국채 수익률의 경우 이미 2016년 4월부터 한국 국채 수익률이 미국 국채 수익률에 비해 낮은 상태를 유지하고 있음. 3월 15일 현재 한미간 금리차는 -0.24%p(차트 8).
 - 5년 만기 국채의 경우도 지난해 12월 이후 한국 국채 수익률이 미국 국채 수익률보다 소폭 낮아져 있음 (차트 9).
 - 미국의 연방기금금리가 이번 인상으로 0.75~1.0% 수준으로 높아지게 되어 연준의 예상대로 연내 2차례 더 인상될 경우 4/4분기 중에는 한국의 기준금리 1.25%를 넘어서게 됨.
- 연말 경에는 정책금리를 비롯하여 전 만기에 걸쳐 한국 금리가 미국 금리에 비해 낮아지는 사상 초유의 일이 발생할 수도 있을 것임.

□ 한미간 금리차 역전에도 대규모 자본유출은 없을 듯

- 높아진 국가신용등급, 외환건전성 등을 감안하면 국내 금융시장 및 경제를 크게 교란시킬 정도의 대규모



한국과 미국의 10년 국채 수익률 추이

8



자료 : Bloomberg

만기별 한국과 미국 금리 비교

9



주 : 2017년 3월 15일 기준, 정책금리 이외에는 국채금리
자료 : Bloomberg

자본유출이 발생하지는 않을 것으로 판단됨.

- 다른 조건이 일정할 때 한국 금리가 미국 금리보다 낮아지면 높은 수익을 좇아 국내에 투자된 외국인 자금이 유출되거나 해외투자를 위한 내국인의 자금유출이 늘어나는 방향으로 작용하는 것은 분명함.
- 그러나 자본유출입은 내외금리차 뿐만이 아니라 여러 다양한 요인에 의해 영향을 받게 됨. 특히 미래 환율에 대한 예상이 금리차와 더불어 자본유출입을 결정하는 중요한 요인임.
- 현재 한국의 10년 만기 국채수익률이 미국에 비해 0.24%p 낮은 정도지만 원화환율 변동 폭은 일중에도 1%에 달하는 경우가 적지 않음. 환율 변화에 대한 예상이 투자자들마다 다를 수 있어 일방적인 자본유출 또는 자본유입 요인으로 작용하지는 않을 것임.

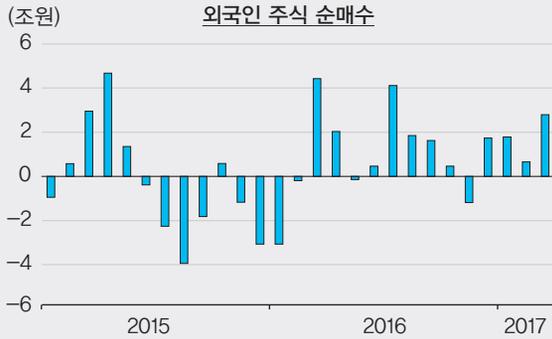
• 외환시장 내에서 장래 환율 변화에 대한 기대의 쏠림 현상으로 외환위기에 준할 정도로 큰 폭의 원화 절하 기대가 높아질 경우 대규모 자본유출이 현실화될 수도 있을 것임. 하지만 우리나라는 대규모 경상수지 흑자 및 충분한 외환보유액 등으로 대규모 자본유출을 유발할 정도의 일방적인 원화절하 기대가 형성될 가능성은 높지 않아 보임.

- 장기 투자 또는 포트폴리오 다양화 차원에서 국내에 유입되어 있는 외국인 자금들은 소폭의 금리차 역전이나 환율 변화에도 빠져 나갈 이유가 크지 않음.
- 또한 한국 금리가 미국에 비해 낮아질 것으로 예상되지만 유럽지역 국가들에 비해서는 여전히 높은 수준이라는 점도 대규모 자본유출 가능성을 낮추는 요인임.
 - 2015년말 기준으로 증권투자자 및 기타투자자에서 미국계 자금이 차지하는 비중이 각각 34.7%, 13.8%인 데 비해 유럽계 자금은 각각 24.6%, 13.1%를 차지하고 있음.

□ 최근 외국인 투자자금은 오히려 순유입 추세

- 지난해 12월 미국의 금리인상 이후 외국인 투자자금은 유출보다는 유입 추세를 유지하고 있으며 이번 3월의 금리인상을 앞두고서도 외국인 투자자금이 주식 및 채권시장에 대거 유입되는 모습을 보였음(차트 10).
 - 주식의 경우 외국인 투자자들은 지난해 11월 1조1,900억원 순매도하였으나 12월 이후에는 순매입 추세를 유지. 2016년 12월과 2017년 1월 각각 1조7,360억원, 1조 7,860억원 순매수에 나섰고 2월에는 6,580억원으로 순매수 규모가 줄어들었으나 3월 들어서는 15일까지 순매수 규모가 2조7,912억원에 달하고 있음.

외국인의 국내 주식투자금 유출입



주 : 2017년 3월은 15일까지임. 2017년 3월 채권은 순투자자 아닌 순매수 금액임.
자료 : 금감원

외국인의 국내 채권투자금 유입액

10



- 국내채권에 대해서는 외국인 투자자들이 2016년 전제로 -12조3,420억원의 순투자(순매수 - 만기상환)를 보였으나 금년 들어서는 플러스 순투자로 전환하였음. 외국인 순투자 규모가 1월중 1조6,650억원을 보인 데 이어 2월에는 5조1,860억원으로 순투자 규모가 급증했음. 3월에도 15일까지 외국인들의 채권 순매수 규모는 1조8,432억원에 달해 채권투자자금의 유입 추세는 유지되고 있음.

- 최근 외국인 채권투자자금의 유입이 급증한 것은 무위험 차익거래 기회가 커진 데 기인한 바 크지만, 장기성 채권투자자금의 유입도 꾸준한 편이어서 한미간 금리차가 역전되더라도 채권투자자금의 유출이 급격히 발생하지는 않을 것으로 판단됨.

- 지난해 국내채권에 대한 외국인 순투자자 잔존만기 1년 미만의 채권에 대해서는 -39조2,690억원이었던데 비해 1~5년 만기 채권에 대해서는 +19조4,400억원에 달했으며 5년 이상의 채권에 대해서도 +7조4,870억원이었음(차트 11).
- 금년 1~2월중에도 만기 1년 미만의 채권에 대한 외국인 순투자자는 1조4,150억원이었고 만기 1~5년, 5년 이상에 대해서는 각각 3조7,570억원, 1조6,790억원이었음(차트 11).
- 금년 2월말 현재 잔존만기 1년 이내 채권에 대한 외국인 보유액은 21조9,940억원으로 전체 보유액의 22.9%인 반면 1~5년 채권은 49조3,310억원(51.3%), 5년 이상 채권은 24조7,580억원(25.8%)에 달하고 있음(차트 12).

- 또한 한미 금리차에 상대적으로 민감히 반응할 것으로 예상되는 미주계 외국인 채권보유액이 12.5조원으로 전체 보유액의 13.4%에 불과한 반면, 아시아계 자금이 38.3조원(39.9%), 한국보다 금리가 낮은 유럽계 자금이 34.0조원(35.4%)에 달하고 있다는 점도 한미 금리차 역전에 의한 대규모 자금 유출 가능성을 제한할 것으로 보임.

만기별 외국인의 국내 상장채권 순투자(조원)

11

	1년 미만	1~5년	5년 이상	합계
2015	-21.6	16.1	6.1	0.5
2016	-39.3	19.4	7.5	-12.3
2017. 1~2	1.4	3.8	1.7	6.9

자료 : 금감원

만기별 외국인의 국내 상장채권 보유액(2017년 2월말)

12

	1년 미만	1~5년	5년 이상	합계
보유액(조원)	22.0	49.3	24.8	96.1
보유비중(%)	22.9	51.3	25.8	100.0

자료 : 금감원

한미 금리 역전 시기	자본유출입(억달러)						금융시장 반응		
	전체	직접투자	증권투자			기타투자	주가(%)	원화가치 (%)	금리(%p)
			전체	주식	채권				
1999. 7~2001. 3	147	121	173	197	-24	-139	-40.7	-12.9	-0.77
2005. 8~2007. 9	75	-67	-494	-787	293	590	75.2	12.2	1.24

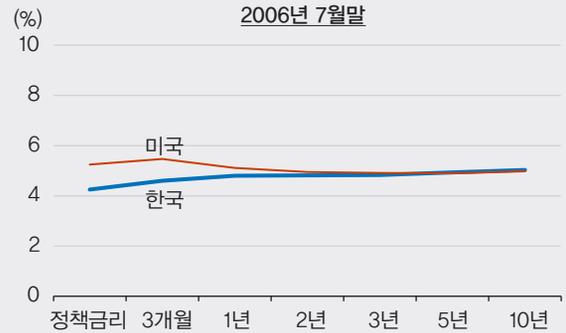
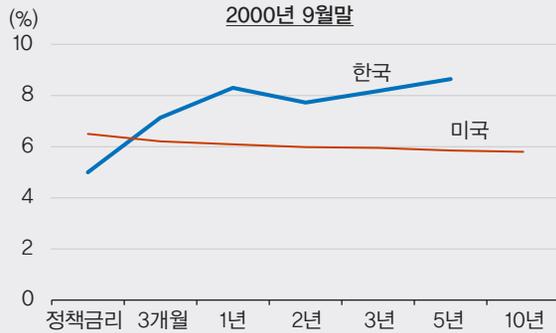
주 : 금리는 3년 국제수익률 기준
 자료 : 한국은행

□ 과거 금리역전 시기와 외국 사례를 보더라도 금리 역전에 의한 자본유출 우려는 크지 않은 편

- 과거 단기 정책금리를 기준으로 한미간 금리차가 역전된 시기가 2번 있었음.
 - 미국의 단기 정책금리인 연방기금금리가 한국의 단기 정책금리인 콜금리(2008년 2월 이후부터는 기준금리가 정책금리)보다 높게 유지된 시기는 99년 7월~2001년 3월과 2005년 8월~2007년 9월 2차례 시기임.
 - 연방기금금리가 콜금리를 넘어서면서 한국도 콜금리 인상에 나서기 시작했지만 미국에 비해 금리인상 속도가 늦어 역전된 금리차가 한동안 유지되었음. 미국이 금리인하로 돌아서면서 한국금리가 다시 미국금리보다 높아 지게 되었음.
- 두 시기 중에 우려할 만한 자본유출이나 금융시장 및 경제 불안이 야기되지는 않았던 것으로 나타남. 직접투자, 증권투자, 기타투자를 합한 전체 자본유출입에서는 순유입 추세가 유지되었음. 다만 개별 자본유출입 항목이나 금융시장 움직임에서는 차이를 드러냈음.
 - 99년 7월~2001년 3월 시기에는 직접 및 증권투자가 플러스를 유지했음. 증권투자 중에서는 주식투자가 대규모 순유입을 유지한 반면 채권투자는 소폭의 순유출을 나타냈음. 무역신용과 대출 등을 포함하는 기타투자도 순유출을 보였음. 이 시기 중 채권투자와 기타투자에서 자본 순유출은 외환위기 이후 외화부채 축소가 지속되었던 상황을 반영함. 해당 기간 동안 주가와 원화가치, 금리가 모두 하락 추세를 보였음.
 - 2005년 8월~2007년 9월 시기에는 직접투자와 증권투자가 순유출을 나타냈음. 증권투자 중에서 주식은 대규모 순유출을 보인 것과 달리 채권에서는 순유입을 유지했음. 기타투자 역시 순유입을 나타냈음. 금리에 보다 민감한 채권 및 기타 투자에서는 한미간 단기금리 역전에도 불구하고 자본순유입 추세가 이어진 것임. 주가와 원화 가치, 금리는 모두 상승 추세를 나타냈음(차트 13).
- 과거 한미 금리 역전 시기와 비교하여 현재는 잠재적 자본유출 리스크 요인이 많아졌으나 과거보다 높아진 외환건전성이 자본유출을 억제할 것임.
 - 외국인의 기타투자 규모가 2007년말의 1,989억달러에서 2016년말 1,705억달러로 줄어든 반면, 외국인의 국내 채권 보유액은 2007년말 37조원 수준에서 2017년 2월 96조원으로 대폭 늘어나 금리차에 민감한 외국인 자금 규모가 과거보다 커졌음.
 - 내국인의 해외증권투자가 2007년말의 1,586억달러에서 2016년말 3,028억달러로 커졌으며, 기타투자 역시 2007년말의 970억달러에서 2016년말 2,375억달러로 많아져 외국인뿐 아니라 내국인에 의한 자본유출 가능성도 있음.
 - 과거 한미간 단기금리차가 역전된 시기에 장기금리는 여전히 한국이 미국보다 높았거나 미국과 비슷한 수준이었던 것과 달리 현재는 금리차 역전이 장기금리에서부터 시작되어 단기금리로까지 확산되고 있음(차트 14). 한국경제에 대한 중장기적인 성장 기대가 크게 낮아져 있는 상황을 반영하는 것임.

만기별 한국과 미국 금리

14



자료 : Bloomberg

- 그러나 과거와 비교하여 현재는 외화부채 축소와 더불어 크게 높아진 국가신용등급 및 외환건전성 등이 금리차 역전에 따른 리스크를 줄이는 요인으로 작용하고 있음.
- 현재 미국과 금리차가 역전된 다른 나라의 사례를 보더라도 금리차 역전만으로 대규모 자본유출과 금융 및 경제 혼란이 발생하는 것은 아닌 것을 알 수 있음.
 - 선진국 중에서 미국의 경기 상황이 가장 호조를 보이고 있어 대다수 선진국 금리는 미국에 비해 낮은 수준을 유지하고 있음. 특히 유로존이나 영국을 비롯한 유럽지역 선진국들의 금리가 전반적으로 미국보다 낮으나 이로 인한 혼란이 우려되지는 않고 있음.
 - 이밖에 이스라엘과 싱가포르, 대만, 헝가리 등도 일부 금리가 미국보다 낮지만 대규모 자본유출이나 통화 가치 급락 등은 나타나지 않고 있음(차트 15).

주요국의 정책금리 및 만기별 국채수익률 비교(2017년 2월말, %)

15

	정책금리	3개월	1년	2년	3년	5년	10년
독일	-0.40	-0.93	-0.92	-0.91	-0.82	-0.58	0.21
프랑스	-0.40	-0.66	-0.56	-0.54	-0.38	0.01	0.89
이탈리아	-0.40	-0.40	-0.27	-0.04	0.33	0.82	2.08
스페인	-0.40	-0.40	-0.29	-0.14	0.04	0.49	1.64
체코	-0.40	-0.03	-0.85	-0.48	-0.23	0.06	0.59
일본	-0.10	-0.29	-0.26	-0.28	-0.20	-0.15	0.05
이스라엘	0.10		0.16	0.36	0.62	1.14	2.17
영국	0.25	0.19	0.08	0.09	0.23	0.55	1.15
싱가포르	0.47	0.80	0.95	1.19	1.39	1.71	2.30
캐나다	0.50	0.50	0.59	0.76	0.86	1.11	1.63
미국	0.66	0.60	0.88	1.26	1.52	1.93	2.39
헝가리	0.90	0.05	0.14	0.65	1.17	2.10	3.44
한국	1.25	1.44	1.56	1.66	1.67	1.85	2.16
대만	1.38			0.54	0.68	0.83	1.23

주 : 음영 부분은 미국보다 금리가 낮은 경우
 자료 : Bloomberg

□ 크지 않은 자본유출은 원화절하 유도 또는 원화절상 압력 완화하는 긍정적 효과

- 현재 우리나라는 지속적인 대규모 경상수지 흑자에 따른 구조적인 원화절상 압력으로 어려움을 겪고 있어, 어느 정도의 자본유출은 원화절상 압력 완화 또는 원화절하를 야기하는 순기능 역할을 할 수도 있음.
 - 미국이 금리인상에 나서고 달러화가 강세를 보이면 글로벌 달러 유동성이 축소되면서 달러화 차입에 대한 의존도가 높은 국가들은 신용위축을 경험하게 될 것임. 우리나라의 경우는 대규모 경상수지 흑자 및 낮아진 외채 의존도 등으로 달러 유동성 축소에 따른 신용위축을 염려할 정도는 아님.
 - 대신 달러화 강세로 인해 원화가 약세를 보이게 되면 통화완화에 나선 것과 같은 효과를 나타낼 수 있음. 대외 의존도가 높은 국가들의 경우 통화완화의 정도는 금리 인하뿐만 아니라 통화까지 절하 폭에도 좌우되는 것으로 볼 수 있음.

4. 시중금리 상승 압력에 따른 부담 우려

□ 정책금리 인하 어려워지고, 시중금리는 상승압력 커질 듯

- 미국의 계속된 금리인상에 따라 한미간 금리차가 역전이 되면 금통위의 추가 금리인하 등 통화정책 수행을 제약할 것으로 예상됨.
 - 기준금리 결정에 있어 국내 경기 및 물가 상황이 가장 우선시되어야 하며 미국이 금리인상에 나서더라도 우리나라가 바로 금리인상으로 대응해야 하는 것은 아닐 것임. 이러한 의견을 한국은행도 여러 차례 밝힌 바 있음.
 - 다만 한미 금리차가 역전된 상황에서 대외충격 발생 시 자본유출이 커지거나 자본유출입이 보다 빈번해질 가능성은 있다는 점에서 경기가 급락하지 않는 한 추가적인 기준금리 인하는 점차 어려워질 전망이다.
 - 과거 한미간 정책금리가 역전된 2차례 시기를 살펴보면, 금리차 역전 이전에는 미국의 계속되는 금리인상에도 불구하고 우리나라는 금리인하에 나서기도 했으나 금리차가 역전된 이후에는 금리인하를 멈추고 얼마 있지 않아 금리인상을 시작한 바 있음. 올해 4/4분기경 미국의 정책 금리가 한국의 기준금리를 넘어설 것으로 보여 과거대로 한다면 내년 이후 한국은행이 금리인상 추세로의 전환을 모색하게 될 것임,
- 미국의 정책금리 인상과 더불어 미국의 장기금리가 상승 추세를 보일 경우 국내 시중금리도 미국금리와의 동조화 현상에 따라 동반 상승 압력을 받으면서 기업을 비롯한 경제주체들의 자금조달비용이 높아지게 될 것으로 보임.
 - 국내 시중금리는 단기 정책금리에 크게 영향을 받지만 국내 경기 및 물가 상황, 미국금리 등에 의해서도 움직임이 좌우됨.
 - 만기가 길어질수록 국내 시중금리는 국내 단기금리와의 연관성이 낮아지는 반면 미국금리와의 연관성은 높아지는 것으로 나타나고 있음(차트 16).
 - 10년 만기 국채수익률의 경우 지난 2013년 버냉키 Tantrum 시기에는 미국금리 상승에 민감히 반응하였으며, 지난해 11월 이후 미국금리 상승시기에서도 동반 상승 추세를 나타냄(차트 17).

만기별 국채수익률과 콜금리 및 16
미국 금리와의 상관관계

	한국 콜금리	미국 국채 (동일만기)
국채 1년	0.91	0.69
국채 2년	0.89	0.70
국채 3년	0.87	0.73
국채 5년	0.79	0.75
국채 10년	0.77	0.86

주 : 우리나라의 만기별 국채수익률과 콜금리(미국 금리)간의 상관관계수(2001. 1~2017. 2)를 구한 것임.
자료 : 한국은행, Bloomberg

		한국	미국	신흥국 평균	선진국 평균	전체 평균
금리(%p)	Bernanke Tantrum	0.55	0.65	1.02	0.49	0.72
	미국 첫 금리인상	-0.05	0.13	0.21	0.10	0.15
	미 대선 및 2~3번째 금리인상	0.45	0.71	0.22	0.48	0.29
통화가치(%)	Bernanke Tantrum	-1.12	-2.88	-3.68	0.57	-1.95
	미국 첫 금리인상	-2.94	1.74	-4.50	-0.92	-3.04
	미 대선 및 2~3번째 금리인상	0.97	2.64	-0.63	-1.51	-3.48
주가(%)	Bernanke Tantrum	-3.39	0.73	-6.18	-1.47	-2.01
	미국 첫 금리인상	-3.36	-1.35	-4.03	-1.81	-2.02
	미 대선 및 2~3번째 금리인상	7.63	13.50	6.58	11.75	5.02

주 : Bernanke Tantrum(2013. 5. 21~7. 31)
 미국 첫 금리인상(2015. 11. 1~12. 31)
 미 대선 및 2~3번째 금리인상(2016. 11. 7~2017. 3. 16)
 금리는 10년 만기 국채, 미국 통화가치는 달러 인덱스, 주가에서 신흥국은 MSCI EM, 선진국은 MSCI 선진국
 자료 : Bloomberg

- 국내 시중금리가 상승 압력을 받게 되면 은행을 비롯한 금융기관들이 기업 및 가계에 부과하는 대출금리도 상승하게 될 것임.
 - 이미 지난해 8월부터 시중 채권금리가 오름세로 반전된 이후 1~2개월의 시차를 두고 기업과 가계에 대한 신규 대출금리도 상승세로 반전되었음. 예금은행의 가계에 대한 신규 대출금리의 경우 2016년 8월~2017년 1월 사이에 0.44%p 높아진 것으로 나타나고 있음(차트 18).
 - 예금은행의 기업 및 가계 대출금리는 시중금리와의 상관성이 높게 나타나고 있음. 특히 글로벌 위기 이전인 2001년 1월~2008년 12월 시기에 비해 글로벌 위기 이후인 2010년 1월~2017년 1월 시기 중에 예금은행 대출금리와 시중금리와의 상관성이 더욱 높아진 것으로 나타나고 있음(차트 19).

□ 가계대출 금리 상승에 따른 부작용 우려

- 정책당국이 최근 몇 년간 가계부채의 질 개선을 위한 정책의 일환으로 고정금리 대출 확대를 지속 추진해 온 결과, 시중금리 상승에도 이자부담이 바로 높아지지 않는 가계대출이 과거보다는 많아졌음.
 - 은행의 주택담보대출에 대한 고정금리 가계대출 비중이 2010년말 0.5%에서 2016년 6월말 38.8%로 높아졌음.



국내 대출금리와 시중금리와의 상관관계 19

		2001. 1~2008. 12	2010. 1~2017. 1
신규 가계대출금리	국고채	0.69	0.95
	회사채	0.83	0.96
	클	0.72	0.78
신규 기업대출금리	국고채	0.71	0.96
	회사채	0.86	0.96
	클	0.82	0.84

주 : 신규 가계 및 기업대출금리와 시중금리와의 상관계수를 구한 것임.
 자료 : 한국은행

- 그러나 은행의 변동금리부 주택담보대출이나 신용대출, 여타 금융기관의 대출은 시중금리 상승시 이자 부담이 그대로 높아지게 될 것으로 보임.

□ 시중금리 안정을 위한 정책적 노력 필요

- 국내 경기회복을 동반하지 않은 채 외부요인에 의해 시중금리와 가계 대출금리가 상승한다면 이자부담 증대로 가계소비가 위축되는 것은 물론 가계부실 위험이 커지게 될 수 있는 만큼, 시중금리가 미국금리를 따라 지나치게 높아지지 않도록 정책적 노력이 필요함.
 - 시중금리 및 대출금리 상승이 경기 호조를 반영하여 이루어지는 경우 이자부담 증가는 가계소득 증가와 동반하여 나타나는 것이 일반적이어서 큰 문제가 되지 않을 것임.
 - 그러나 최근처럼 국내경기 호조와는 상관없이 외부적인 미국금리 상승 요인에 의해 국내금리가 상승 압력을 받는다면 가계의 소득은 별로 늘어나지 않으면서 이자 부담만 늘어나는 것이 될 가능성이 높음.
- 정책당국은 채권시장에서 쏠림 현상 등으로 금리가 빠르게 상승하는 경우 시장개입 등을 포함하여 채권 시장 안정을 위한 조치에 나서는 것이 필요해질 수도 있음.
- 또한 정책당국은 미국금리의 상승과는 관계없이 국내경기 및 물가상황에 따라 신축적인 금리정책 운영이 가능하다는 사실을 금융시장에 인식시키는 것이 필요함.
 - 자본유출과 통화가치 하락, 이로 인한 물가불안 등에 노출되어 있어 금리정책이 미국금리 동향에 좌우될 수밖에 없는 취약 신흥국과 달리 우리나라는 외환건전성을 기반으로 한동안 미국과 독립적인 통화정책을 펼칠 정책적 여력을 가지고 있는 것으로 볼 수 있음. www.lgeri.com



본 보고서에 게재된 내용이 LG경제연구원의 공식 견해는 아닙니다. 본 보고서의 내용을 인용할 경우 출처를 명시하시기 바랍니다.