

미국 금리인상 이후 통화신용정책방향

— 물가, 성장, 그리고 신용순환 —

박종규

2015. 11. 30

한국금융연구원

1. 서론

- 미국 금리인상이 내달 중순 또는 내년 초로 臨迫
 - 미국으로서는 '美國發 금융위기' 직후부터 제로금리와 세 차례의 양적완화로 엄청난 통화팽창을 해온지 7년 만에 정책방향을 전환하는 것
 - 우리나라를 비롯한 신흥경제국가들(Emerging Market Economies)의 입장에서야는 바야흐로 밀물이 끝나고 썰물이 시작되려는 것

- 글로벌 금융위기 이후 지금까지 미국, 일본, 유로존과 그 주변국들은 극도로 팽창적인 통화정책 기조를 유지했었고 그 결과 저금리와 신용팽창이 신흥경제에게까지 轉移
 - 유로존과 스위스, 스웨덴 등은 '금리에는 제로라는 下限線이 있다'는 통념을 깨고 정책금리를 마이너스로 내리는 初有의 모험
 - 그 결과 중국을 비롯한 신흥국 기업들의 대외부채가 글로벌 금융위기 이전 대비 대폭 증가하여 미국 금리인상시 글로벌 위험요인으로 부각
 - 미국 금리인상을 계기로 이런 기조는 서서히 정상상태로 전환될 전망

- "밀물은 모든 배를 밀어 올린다"는 말처럼, 돈을 풀 때는 모든 문제를 덮어버리는 반면, 풀려나간 돈을 거두어들일 때는 水面 아래의 문제들이 모습을 드러내면서, 경우에 따라 경제전체를 아주 심각한 어려움에 빠뜨리곤 했다는 것이 통화정책의 역사로부터 배워야 할 교훈
 - 위기대응을 위해 금리를 낮추는 것은 여건이 허락한다면 어떤 의미에서는 간단한 결정이지만, 낮아진 금리를 무리 없이 정상화시키는 것은 생각보다 훨씬 어려운 과제
 - 글로벌 금융위기에 따른 위기상황은 오래 전에 지나갔지만, 풀려나간 돈을 거두어들여야 하는 중앙은행의 입장에서는 이제부터가 비로소 진정한 의미의 危機以後(post-crisis) 시대로 접어든 것

- 미국과 영국은 금리를 올리려는 반면, 경기침체에서 벗어나지 못한 유로존과 일본은 금리를 더 낮추거나 양적완화를 확대하려 하는 등 국제통화시장 주요 player들의 거시경제 상황과 정책방향이 서로 엇갈림.
 - 이런 차이는 경기회복을 위해 가급적 달러 대비 약세를 추구하려는 전략으로 이어져 주요국들의 환율이 전례 없이 심한 변동을 보이고 있음.
 - 주요국들의 환율이 아직 안정적 위치를 찾지 못한 가운데 그런 혼란을

틈타 일정한 영향력을 확보하려는 위안화까지 加勢하다보니, 국제통화 시장은 1차 대전 이후를 彷彿케 하는 복잡한 양상을 연출
◦그리고 이들의 행동은 자본이동 압력과 환율 변동을 통해 국내경제에도 크고 즉각적인 영향을 미치고 있음.

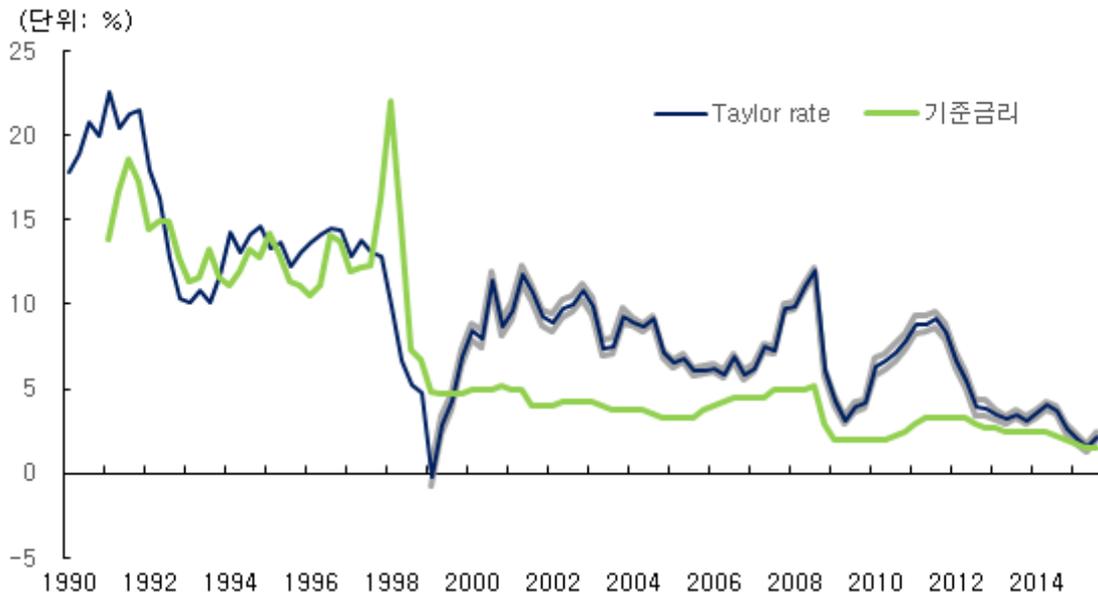
- 한편, 국내경제는 소비자 물가상승률이 1년째 0%대에 머무는 가운데, 2012년 이후 실질 GDP 성장률이 3% 중반을 넘지 못하는 미약한 경기 사이클이 4년째 지속 중
- 지난 수년 동안 가계와 기업, 그리고 공공부문의 부채가 모두 크게 늘어나, 금리인상시 경기둔화는 물론, 경우에 따라 경제전체적 위험요인으로 부각될 우려
- 2015년 3분기 현재 가계부채(가계신용 기준)는 전년동기대비 10.4% 증가한 1166조원으로 2014년 경상 GDP의 78.5%에 달함.
◦글로벌 금융위기의 진원지였던 미국의 실질 가계부채는 2002년 수준으로 하락한 반면 우리나라 가계부채는 특히 최근 들어 매우 빠르게 증가
- 기업부채 역시 그동안 상당히 빠르게 증가했으며, 최근 들어 전체 기업의 약 30% 가량이 좀비기업으로 드러나는 등, 소수의 글로벌 대기업을 제외하면 기업부문 전반의 재무구조가 취약
- 이상과 같은 국내외 정책 환경은 향후 통화정책에 대해 서로 엇갈린 시그널을 주고 있어 이로부터 적절한 정책방향을 도출해 내는 것은 상당히 難易도가 높은 과제
- 기준금리의 인상은 부채의 원리금상환부담 증가로 이어져 실물경제를 위축시키는 효과가 불가피
◦성장률과 물가만 보면, 미국 금리인상에도 불구하고 기준금리의 인상은 가급적 미루는 것이 바람직
◦그러나 그렇게 할 경우 (가계)부채가 지금보다 더 증가하여 전체경제의 중장기적 위험 가능성이 지금보다 더 커질 우려
◦본 자료는 이러한 국내외 정책 환경을 감안할 때 미국 금리인상 이후 통화신용정책 방향을 어떻게 정해야 할지에 대해 논의

2. 현 기준금리 수준에 대한 평가

1. Taylor Rate

- 우리경제는 너무 낮은 금리를 너무 오랫동안 유지
 - <그림 1>은 한국은행의 기준금리¹⁾와 소비자물가 상승률을 기준으로 계산한 Taylor rate(Taylor 1993, Hofmann-Bogdanova 2012) 수준²⁾
 - 물가안정 목표제가 시행된 1999년부터 목표 밴드의 하한선, 중간 값 및 상한선 등 세 가지에 대해 계산한 Taylor 금리의 하·중·상한선도 제시

<그림 1> Taylor 금리(CPI 기준)와 기준금리



- Taylor 금리는 국내외 경제의 모든 측면을 종합적으로 감안한 적정금리로 보기는 어려우나, 국내 성장률과 물가 상승률만을 감안할 때의 금리 적정성을 개략적으로 가늠하는 실무적(operable) 기준으로 활용 가능
 - <그림 1>에 따르면 한국은행의 기준금리는 2001년 이후 최근까지 15년 가까이 Taylor 금리수준의 하한선을 지속적으로 下廻하여 왔음.
 - 그러다가 국제유가의 폭락과 농산물 가격하락으로 소비자물가 상승률이

1) 기준금리의 1999년 이전 값들은 콜금리임.

2) $i = r^* + \pi^* + 1.5 * (\pi - \pi^*) + 0.5y$, 여기서 r^* 는 장기균형 실질금리, π^* 는 목표 인플레이션율, y 는 실질 GDP와 Hodrick-Prescott 필터로 계산한 추세 GDP의 격차를 잠재GDP로 나눈 GDP 갭률임. 장기균형 실질금리 r^* 는 GDP 갭률의 산출에 사용한 추세 GDP로 추정된 추세 성장률(Hofmann-Bogdanova 2012 참조)임.

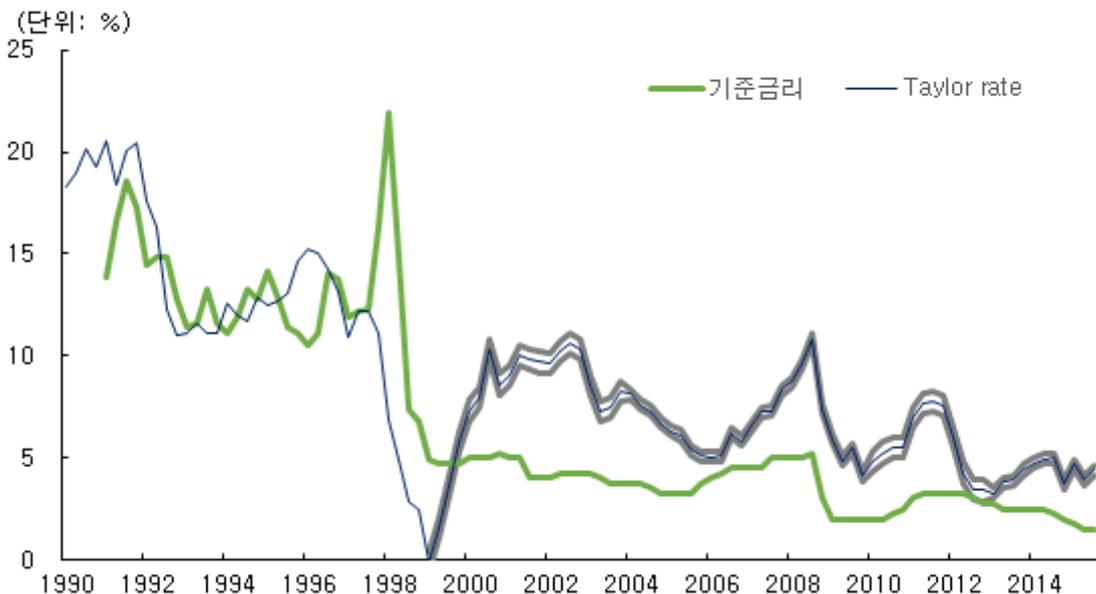
대폭 낮아지기 시작하던 2014년 3/4분기부터 금년 2/4분기까지 기준금리는 Taylor 금리의 상하한 범위에 진입하거나 근접한 모습

□ <그림 1>은 국내의 경제 성장률과 소비자물가 추이만을 감안한다면, 국제유가 폭락 이후부터는 기준금리 인상을 서두를 이유가 과거에 비해 크게 줄어들었음을 시사

◦경제성장도 상당히 부진하고, 물가 상승률도 목표범위를 크게 하회하고 있는 현 상황에서 기준금리 인상의 이유를 찾기는 어려운 것이 사실

□ 그러나 소비자물가 상승률 자체가 아닌 근원 인플레이션율을 기준으로 할 경우, 최근에도 기준금리는 Taylor 금리에서부터 크게 떨어져 있는 상태(<그림 2>)

<그림 2> Taylor 금리(근원 물가상승률 기준)와 기준금리

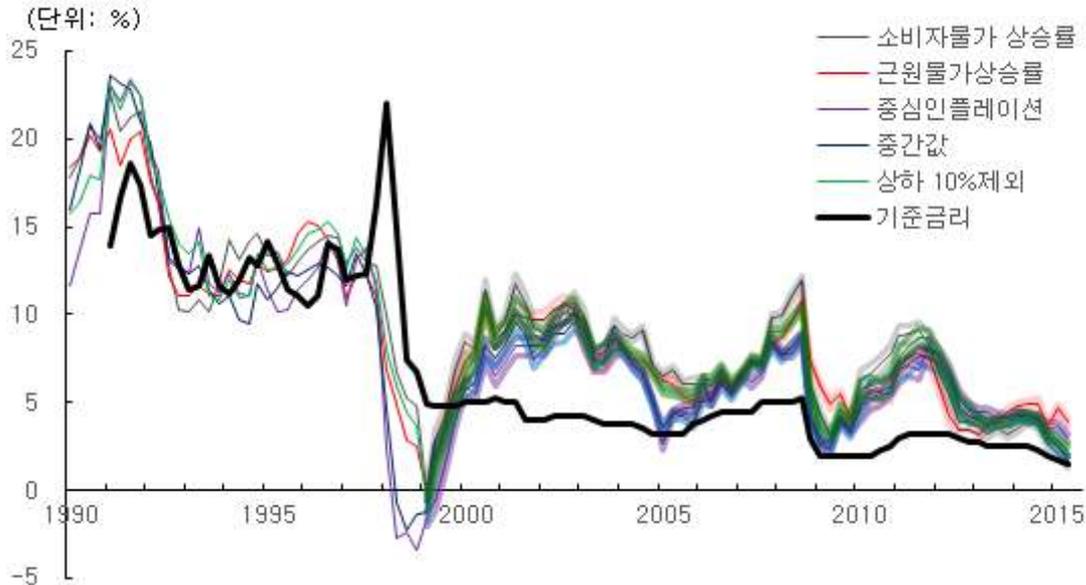


□ 근원 인플레이션율 이외에, 코어(core) 인플레이션율 지표들인 소비자물가 분포의 중간 값(median), 10% trimmed mean, 그리고 重心 인플레이션율을 각각 기준으로 할 때의 Taylor 금리는 <그림 3>과 같음

◦한국은행의 물가안정 목표가 소비자물가 상승률을 대상으로 하는지, 아니면 근원인플레이션 상승률을 대상으로 하는지, 아니면 코어 인플레이션율을 대상으로 하는지에 따라 약간의 차이는 있으나, 전반적으로 2014년 하반기 이후 물가 상승률의 급락에 따라 금리인상의 필요성이

다소 줄어들고 있음을 시사

<그림 3> 물가 지표별 Taylor rule



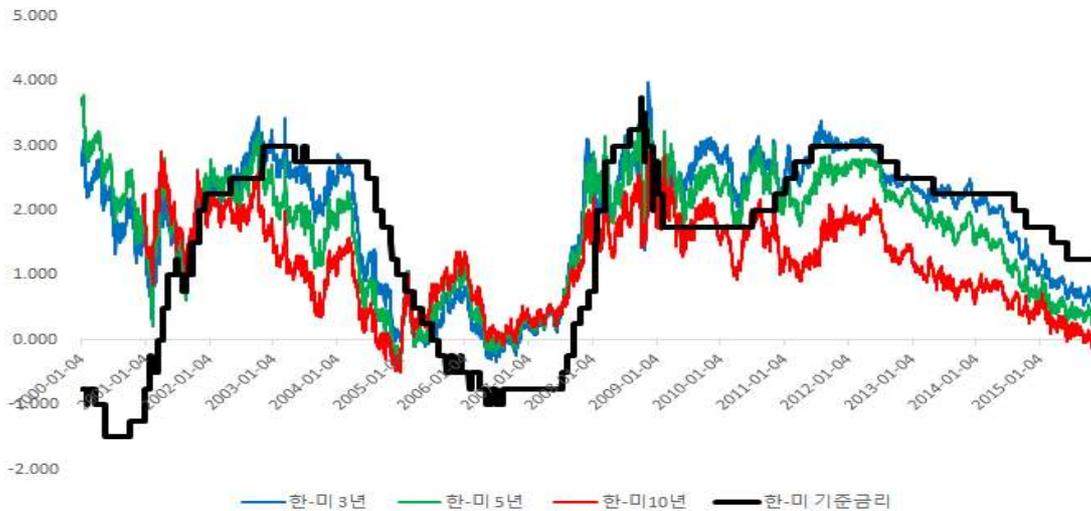
- 그러나 이것은 어디까지나 성장률과 물가만을 고려했을 때의 결론일 뿐
◦금리의 방향을 결정함에 있어서는 성장률과 물가뿐 아니라 대외적 여
건, 즉 경쟁국의 환율추이, 국내외 금리차에 의한 자본의 유출입 가능성
등도 감안하여야 함.

2. 한-미 금리차

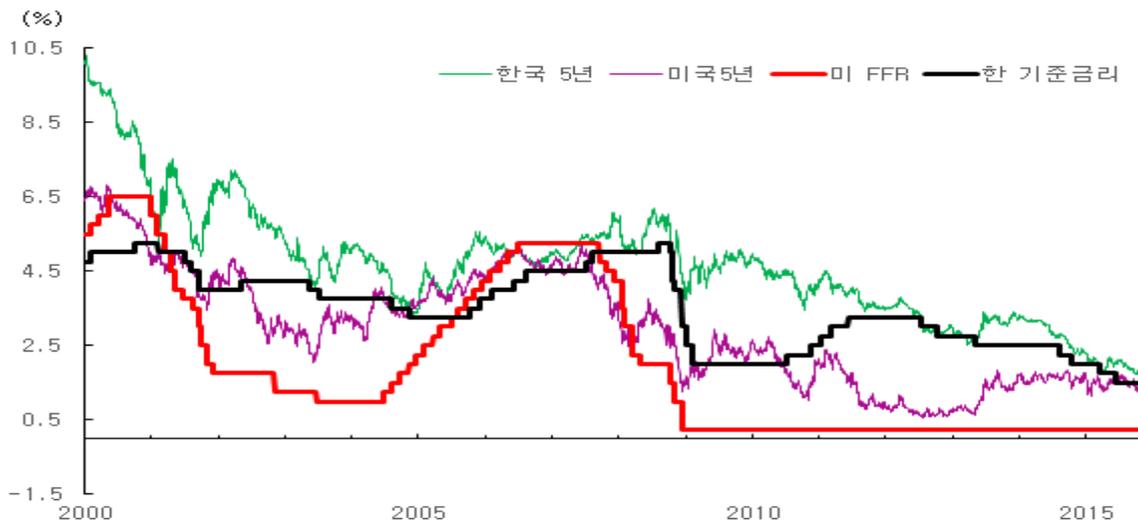
- 최근 한국과 미국의 10년 만기 국채금리 격차는 거의 사라졌으며 최근 1
개월간 우리나라 10년물 국채금리는 미국보다도 낮은 상태(<그림 4>)
◦2014년 하반기 이후 국내 기준금리의 연쇄적 인하로 양국의 기준금리
차가 축소됨에 따라 5년물, 3년물 국채금리 격차도 줄어들기 시작
- 2003년 7월에서 2004년 6월까지 일 년 동안 미국 聯準은 연방기금금리
를 1.0%까지 내렸다가 2004년 7월부터 2006년 6월까지 2년 동안
4.75%p 인상(<그림 5>)
◦이 과정에서 2005년 8월~2007년 9월까지의 약 2년간 우리나라 기준금
리가 미국 연방기금금리보다 낮은 상태가 지속되었으며, 한국 기준금리
가 미국 연방기금금리보다 1.5%p나 낮을 때도 있었음(<그림 4>)

- 연준은 금리인상 속도를 가능한 한 천천히 유지하겠다고 공언해 왔으며 금리인상을 당장 시작하더라도 2016년 말까지 인상폭은 1%p를 넘지 않을 것이라는 전망이 우세
- 한-미 정책금리 격차가 1.5%p임을 감안할 때 미국 금리인상이 시작되더라도 기준금리를 동반 인상하지 않을 여유는 아직 남아 있다고 판단

<그림 4> 한·미 기준금리 차 및 만기별 국채 금리차 추이



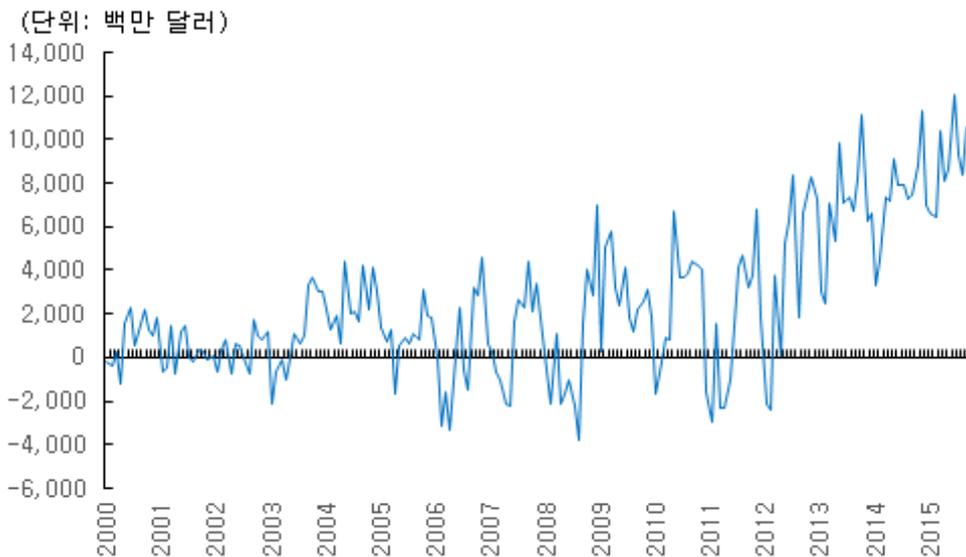
<그림 5> 한·미 5년 국채금리 및 정책금리 추이



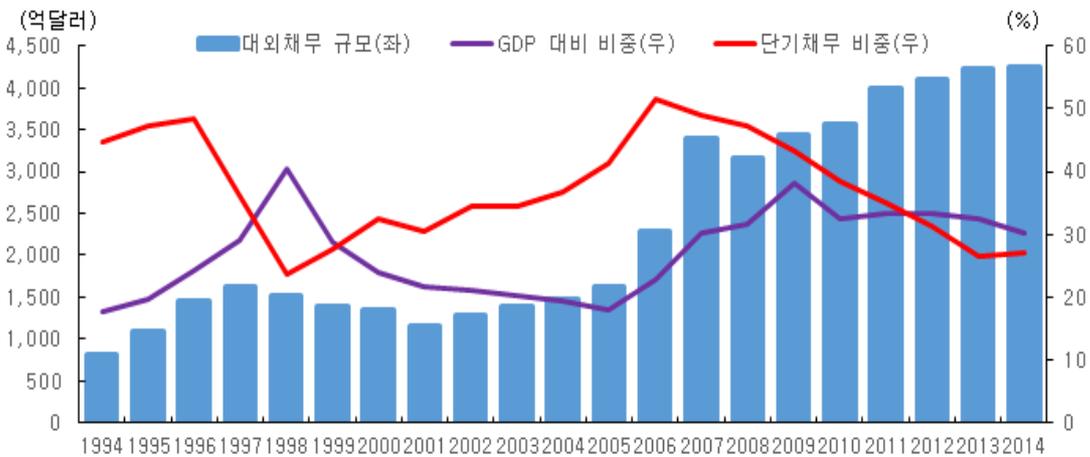
□ 국내 기준금리가 미국 FFR보다 일시적으로 낮아지더라도 그 자체로 인해 대규모 자본유출이 일어나 우리경제를 어렵게 만들 가능성은 한-미 정책

금리 역전 상태가 지속되던 2005.8~2007.9에 비해 대폭 줄었다고 판단
 ◦심각한 내수부진에 따라 최근의 경상수지 흑자는 2005년 8월~2007년 9월 당시에 비해 비교가 되지 않을 정도로 커졌음(<그림 6>).
 ◦2014년의 경우 경상수지 흑자는 GDP의 6.3%에 달했고 2015년과 2016년에도 7.6%, 6.6%에 달할 전망(2005:1.4%, 2006:0.4%, 2007:1.1%)이어서 한미 정책금리차가 역전되었던 2005년 8월~2007년 9월에 비해 외환사정은 확연히 좋아짐.

<그림 6> 월별 경상수지 추이



<그림 7> 대외채무 규모 및 GDP 비중, 단기채무 비중 추이



□ 대외채무 또한 최근들어 증가세가 주춤해졌으며 대외채무의 GDP 비중도

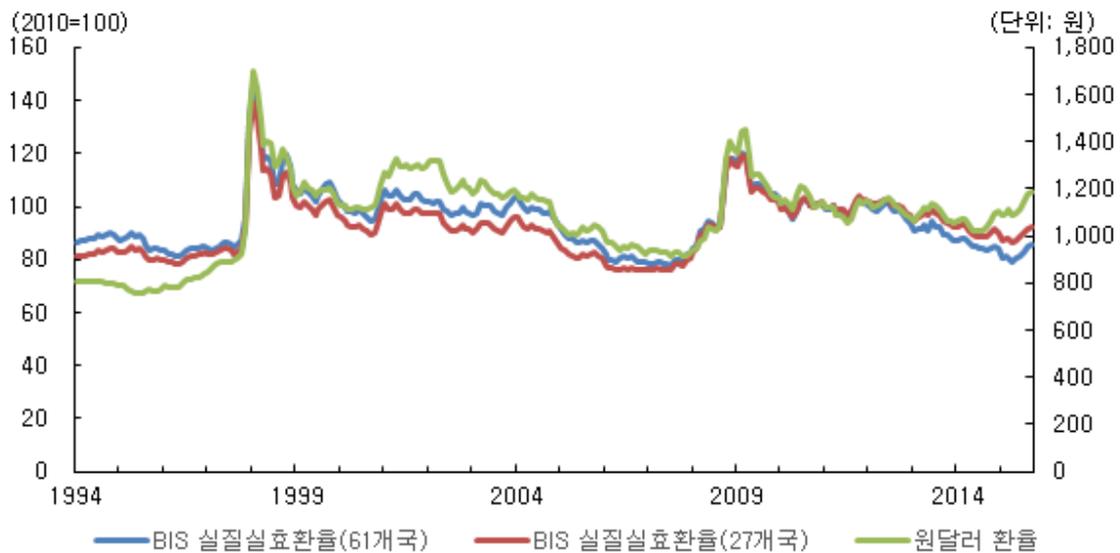
2009년 이후의 하락세가 지속 중(<그림 7>)

◦대외채무 가운데 단기채무 비중은 2006년 51.6%에서 2014년에는 27.1%로 크게 감소(<그림 7>)

◦이것 역시 외환시장의 충격흡수 여력이 그만큼 커졌음을 의미

- 2014년 하반기 이후 엔화, 유로화, 위안화의 급격한 절하가 차례로 일어나 우리경제의 가격경쟁력에 우려가 제기 되었으나 그에 대응한 원화절하로 실질실효환율은 아직 글로벌 금융위기 이전 수준을 유지(<그림 8>)

<그림 8> 원화의 실질실효환율 추이



- 이상에서처럼 Taylor Rule이나 한-미 금리차 추이로 미루어볼 경우 미국 금리인상이 시작되더라도 연방기금금리와 연동하여 기준금리의 인상을 즉각적으로 시작해야 할 급박한 필요성은 별로 없어 보임.

◦그러나 미국 금리인상 시작을 계기로 국제통화시장의 상황이 매우 불확실해질 가능성이 있어 자본의 이동이나 시장 sentiments의 급변여부를 잘 추적하고 있어야 함.

3. 과거로부터의 교훈: 韓·美·日의 경우

- 미국의 금리인상은 우리나라에게도 통화정책환경의 中期的 國면전환에 해당하는 커다란 변화
 - 차제에, 경기와 물가만 注目했던 기존의 관행에서부터 벗어나, 視野를 넓혀, 한국은행의 역할을 국내외 정책 환경 변화에 적합하도록 새로이 정립할 필요
 - 이를 위해서는 무엇보다 과거의 경험으로부터 교훈을 얻을 필요

- 이 시점에서 유념해야 할 과거로부터의 교훈은 물가안정만으로는 국민경제의 건전한 발전을 기약하기 어렵다는 점

- 한국은행은 “효율적인 통화신용정책의 수립과 집행을 통하여 **물가안정을 도모함으로써** 국민경제의 건전한 발전에 이바지”하기 위해 설립

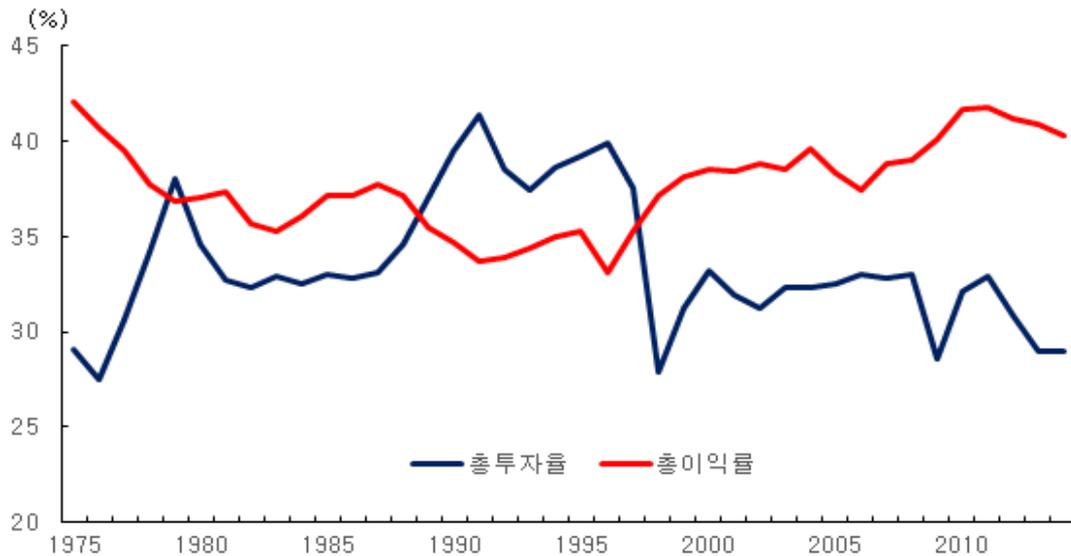
- 한국은행 스스로의 경험은 물론 대공황과 글로벌 금융위기, 그리고 장기 침체를 막지 못했던 일본 등, 다른 나라 중앙은행들의 경험에서부터 공통적으로 얻어지는 교훈은 **물가안정의 추구만으로는 국민경제의 건전한 발전을 100% 期約할 수 없다**는 점
 - 경제전체를 파국으로 몰아넣어 국민경제의 건전한 발전을 크게 해치는 금융위기, 외환위기 내지 경제위기를 물가안정 추구만으로는 방지할 수 없었다는 의미

- 그와 같은 위기는 매우 드물긴 했으나, 한번 발생하면 웬만한 인플레이션보다 훨씬 더 엄청난 충격과 오랜 후유증을 남겼었음을 기억해야 함.
 - 1997년 말 외환위기가 찾아오자 온 국민은 ‘6·25 사변 이래 최악의 경기 침체’라는 말할 수 없는 고통을 겪어야 했음.
 - 외환위기는 금융위기와 경제위기로 이어졌고, 이 과정에서 수많은 기업들이 연쇄도산하고 실업자들이 대량으로 쏟아져 나왔음.
 - 그와 더불어 1998년에는 자살률과 이혼율이 송곳 모양으로 치솟아, 오늘날 OECD 최고의 자살률과 이혼율이라는 불명예는 이때부터 시작

3.1 韓·美·日의 경제·금융위기 경험

- 1930년대 대공황을 필두로 (세계)경제에 커다란 충격을 주었던 사례들을 살펴보면 그 배경에는 항상 긴 사이클의 팽창과 붕괴(boom and bust)가 반복되는 신용순환(credit cycle)이 도사리고 있었음.
 - 대공황의 발생 원인은 여러 가지로 설명되지만 그 가운데 설득력 있는 견해 중 하나는 1920년대에 걸쳐 빠르게 확대되던 신용 붐(credit boom)이 증시과열 진정을 위한 공격적 금리인상으로 붕괴되어 대공황을 촉발시켰던 것이라는 설명(Eichengreen·Mtichener 2003)
- 일본의 경우 1980년대 중반 이후의 저금리로 신용 boom이 발생했고 이것이 부동산 버블과 맞물려 상승작용을 일으키며 팽창하다가 결국은 1991년 들어 붕괴됐던 것이 “잃어버린 20년”의 시작
- 우리나라가 겪었던 1997년 말 외환위기 또한 1990년대 들어 시작된 신용 boom의 결과였음.

<그림 9> 우리나라의 총투자율과 투자수익률 추이



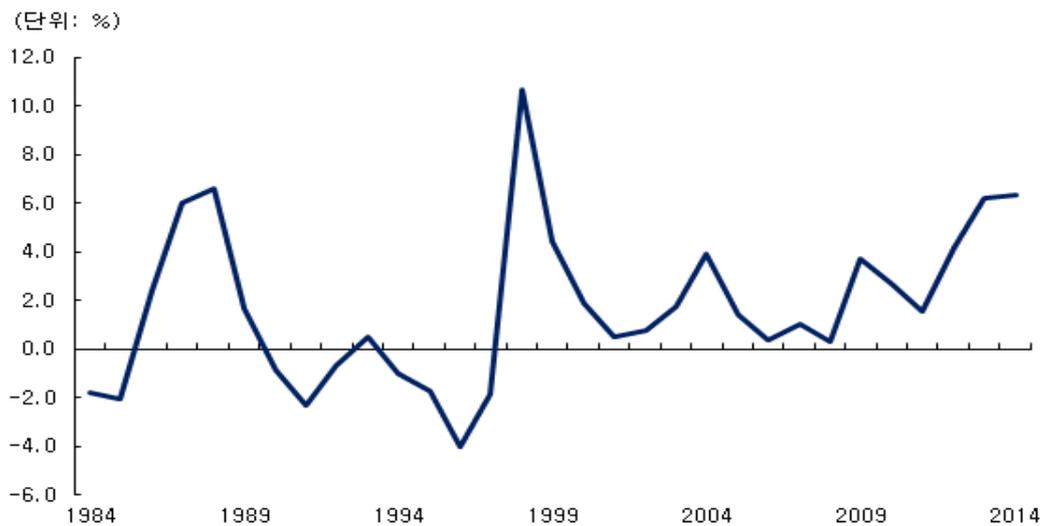
주: 총투자율은 한국은행, 투자수익률은 저자의 계산(박종규 2003)

- 1990년대로 접어들자 우리경제에는 투자율이 투자수익률을 초과하는 과잉투자가 나타났으며(<그림 9>), 당시 중간재를 생산·공급할 충분한 기술 능력이 없던 기업들은 시설투자를 주로 수입에 의존

- 그 결과 이 시기의 과잉투자는 국제수지 악화로 이어짐(<그림 10>)
- 외환시장이 未成熟하다보니 경상수지 적자가 환율상승이 아닌 외환고갈로 나타났던 것이 외환위기의 遠因이자 根本原因(박종규 2014).

- 아직 자본시장이 발달하지 못했던 1990년대 중반의 시점에서 과잉투자는 주로 금융기관으로부터의 대출로 financing
 - 만약 1990년대 중반, 특히 반도체 호황(1994-1995) 당시, 통화정책기조를 긴축적으로 가져가, 다시 말해 신용(credit) 총량을 줄여, 과잉투자 내지 경기과열을 진정시켰더라면 1997년 말 우리경제는 외환위기를 겪지 않았거나 겪더라도 훨씬 약하게 겪었을 것으로 분석(박종규 2014)

<그림 10> 우리나라 GDP 대비 국제수지 추이

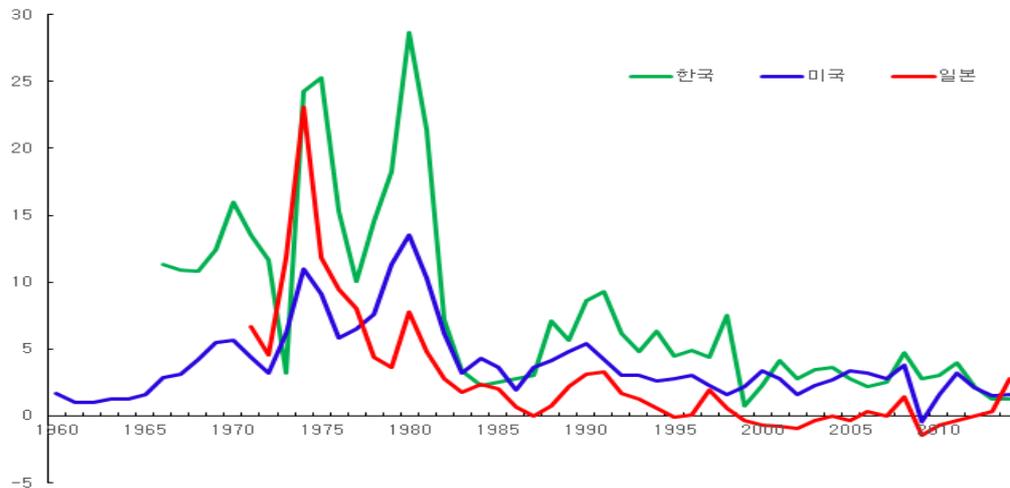


- 2008년말 미국發 금융위기 역시 2000년대 들어 지나친 저금리를 배경으로 발생·확대되었던 신용 boom이 2008년 들어 붕괴된 결과였음을 否認하기 어려움(Eichengreen et.al. 2011).
- 그런데 이러한 위기를 촉발했던 원인들 생겨나서 자라나던 기간에는 어김없이 물가가 안정되었었으며, 적어도 중앙은행의警戒가 필요할 정도의 인플레이션은 전혀 幾微도 없었다는 사실에 주목할 필요(<그림 11>)
- 우리나라의 경우 1995-1997년 소비자물가 상승률은 평균 4.6%로서 그 이전 5년인 1990-1994년의 5개년 평균 7.04%에 비해 크게 낮은 수준

- 원화가치가 지나치게 절상되어 있었을 뿐 아니라 1991년 WTO에 가입한 중국과의 교역이 급증하기 시작하는 등 해외로부터 저가상품의 수입량이 크게 늘어나고 있었음.
- 내부로부터의 물가압력은 경기과열로 누적되고 있었으나 해외로부터의 물가안정 요인에 의해 상쇄
- 경제원론 교과서의 가르침과 달리 경기과열은 인플레이션이 아닌 대규모 경상수지 적자로 나타났으며, 未成熟한 외환시장은 이를 환율절하로 반영하지 못했고, 그 결과 지속적인 외환고갈로 이어졌던 것임.

<그림 11> 한·미·일 소비자물가 상승률 추이

(단위: %)



- 일본의 경우 플라자 합의가 경기에 미치는 부정적 효과를 상쇄하기 위해 정책금리를 내리기 시작했던 1986년 1월부터, 금리인상을 시작하기 직전이던 1989년 4월까지 소비자물가 상승률은 평균 0.9%에 불과
 - 1981-85년의 5개년 평균 소비자물가 상승률 2.76%에 비해 대폭 안정
 - 플라자 합의에 따라 엔화환율이 3년에 걸쳐 절반으로 떨어지는 엄청난 절상 과정에서 수입물가가 대폭 하락하여 일본 내수의 활황세에도 불구하고 생산자물가 및 소비자물가는 극도의 안정세를 유지
- 미국의 경우 글로벌 IT버블 붕괴에 대응하여 금리를 내리기 시작했던 2001년 1월부터 Greenspan이 자신의 퇴임을 앞두고 금리를 다시 올리기 시작하기 직전이던 2006년 6월을 포함하는 2001-2004년 평균 소비자물가 상승률은 2.56%
 - 금리 인하 이전 5개년인 1996-2000년의 평균 2.50%에 비해 거의 차이

가 없는 수준

- 연방기금금리를 2000년 12월의 5.5%에서 1.0%(2003.7~2004.6)까지 내렸으나 소비자물가는 거의 변화가 없었는데, 이는 글로벌화의 진전으로 중국 등 저임금 국가들로부터의 저가상품 수입이 크게 늘어나 미국 물가를 안정시켰기 때문

□ 이와 같이 위기발생의 원인이 발생, 增殖하는 환경은 高率의 인플레이션이 진행되고 있을 때가 아니라 물가가 안정되었을 때였음.

- 이러한 물가안정은 수요가 부진했기 때문이 아니라 外部로부터의 물가안정요인에 起因했던 것
- 특히 1980년대 이후 중앙은행의 주된 역할이 물가안정으로만 한정되면서, 수년 뒤 경제전체를 커다란 위기에 빠뜨리게 될 위험요인들은 물가안정 속에서, 중앙은행의 레이더에서 벗어나 旺盛한 增殖을 계속
- 물가가 안정되다보니 중앙은행들은 우리나라나 미국처럼 위험요인의 증식을 전혀 認知하지 못했거나(한국과 미국) 認知했더라도 矯正에 나설 명분을 찾지 못함(일본: Okina et al 2001).
- 물가지수만 들여다보다가 물가지수에 속아버린 셈

3.2 시사점: 물가안정 외에 신용순환 조절도 필요

□ 중앙은행의 역할은 유럽 王家의 戰費調達에서 시작하여 역사적으로 몇 번의 變遷이 있었는데 그 가운데 '중앙은행은 물가만 안정시키면 된다'는 생각은 1970년대의 legacy³⁾

- 1970년대는 1969년 미국의 금태환정지 선언으로 Bretton Woods 체제가 무너진 뒤 세계 각국의 accommodative한 통화정책기조의 漫然, 적극적인 재정팽창, 거기에다 두 차례 오일쇼크까지 겹쳤던 高物價 時代
- 高物價를 겪으면서, 또 1980년대 초 Paul Volcker의 미국 FRB가 물가안정에 劇적으로 성공하면서 물가안정은 중앙은행의 유일한 임무로 刻印

□ 우리나라는 비단 1970년대뿐만 아니라 해방 이후부터 심각한 인플레이션(runaway inflation)에 끊임없이 시달려왔기 때문에 인플레이션의 폐해를 다른 어떤 나라보다도 더 뼈저리게 체험했었음.

- 그러나 심각한 인플레이션이 아니더라도 국민경제는 얼마든지 다른 형

3) 대공황 직전의 미국 FRB의 관심이 오직 물가안정에만 있었다고 보기는 어려움.

태의 이유로 건전한 발전을 방해받을 수 있다는 사실을 인식할 필요

- 물가 안정과 경기변동의 조절이 국민경제의 건전한 발전을 위해 중앙은행이 수행해야 할 핵심적 책무임은 두말할 필요가 없지만, 이제는 중장기적으로 視野를 넓혀 “신용순환”의 조절도 중요한 임무로 받아들여야 함.
 - 이는 비단 한국은행 뿐 아니라 글로벌 금융위기를 초래했던 미국과 유럽, 그리고 다른 모든 나라의 중앙은행에게도 똑같이 적용되어야 할 교훈

4. 현 신용순환의 국면 판단

- 신용 총량이 지나치게 커지는 신용 boom과 그것이 다시 지나치게 줄어드는 신용 bust, 즉 신용순환의 존재는 누구나 어렵듯이 느낄 수 있을지 몰라도, 마치 자산 버블의 존재 有無를 가려내기가 어려운 것처럼, 신용순환 또한 명확하게 數值的로 판별해 내기는 무척 어렵다고 생각
 - 그러나 “자산버블의 존재는 버블이 붕괴되기 전에는 알아낼 수 없다”면서 끝내 적절한 대응을 適期에 내놓지 않다가 결국 미국은 물론 전세계 경제를 심각한 어려움에 빠뜨렸던 Alan Greenspan의 잘못을 되풀이하지 않으려면 이 문제에 대해 보다 적극적인 자세로 접근할 필요
- 신용 붐이 지나치게 확대될 경우 그 자체가 바로 위기상황으로 연결된다기보다는 경제전체가 다양한 충격에 취약해지도록 하는 역할
 - 경제규모에 비해, 또는 대출을 받은 가계나 기업의 소득수준에 비해 신용의 규모가 지나치게⁴⁾ 커져 있을 경우, 금리상승에 따른 원리금상환부담의 가중 또는 해외로부터의 陰의 충격에 따른 소득둔화 내지 실업발생이 ‘대차대조표 불황’을 초래할 가능성
 - 신용 붐이 부동산이나 주식 등의 자산버블과 연결될 경우 신용 붐과 자산 가격이 서로 상승작용을 하면서 버블의 확대 속도가 매우 빨라질 뿐 아니라 그만큼 버블 붕괴의 파괴력 또한 막대해 지는 것이 일반적
- 연체율이 얼마나 높아지고 있는지 등 회수 가능성에 관한 척도는 신용 붕괴 가능성을 事前에 예측하는 데에는 실제로 별다른 도움을 주지 못함.
 - 연체율이나 신용도 같은 건전성 관련 척도는 선행적 지표라기보다 대부

4) 어느 정도가 “지나치게” 큰 규모인지를 판단하는 구체적이고 일률적인 기준은 제시하기 쉽지 않음.

분 동행적 내지 후행적 성격을 가지기 때문

◦그 이유는 연체율 자체 이외의 다양한 요인에 의해 신용 회수 가능성은 얼마든지 결정적 영향을 받기 때문

- 미국 금리인상이 임박한 지금 가장 우려되는 점은 국내금리가 시차를 가지며 상승하면서, 상환능력이 부족한 가계 또는 기업들이 파산하고, 그 결과 금융권에 부실채권이 늘어나 금융의 자금중개기능이 약해지는 것
 - 이 경우 실물경제도 악영향을 받아 가계와 기업의 상환능력은 더욱 약해지는 악순환이 발생할, 즉 대차대조표 불황이 到來할 가능성
- 그러한 위기 내지 그에 準하는 상황이 아니더라도 신용의 지나친 증가는 원리금상환 부담 증가로 가계와 기업의 사실상의 처분가능소득을 줄임에 따라 내수와 투자를 부진하게 만들고 나아가 경제전체의 성장속도를 둔화시킬 가능성
- Drehmann et al(2012)은 Christiano-Fitzerald(2003)의 band-pass filter를 이용하여 금융 순환(financial cycle)의 측정을 시도
 - 본 자료에서도 이 방법을 사용하여 우리나라의 신용순환을 추정
 - 이 방법은 3-5년 단위의 경기변동보다 훨씬 週期(8-10년)가 긴 신용순환의 측정에 적합하며, 이를 측정하려면 40년 이상의 분기별 자료를 사용할 것을 권고
 - 아래의 <그림 12>에서 사용한 데이터는 1975년 이후 금년 2분기까지 40년에 걸친 자금순환표상 분기별 실질 민간신용

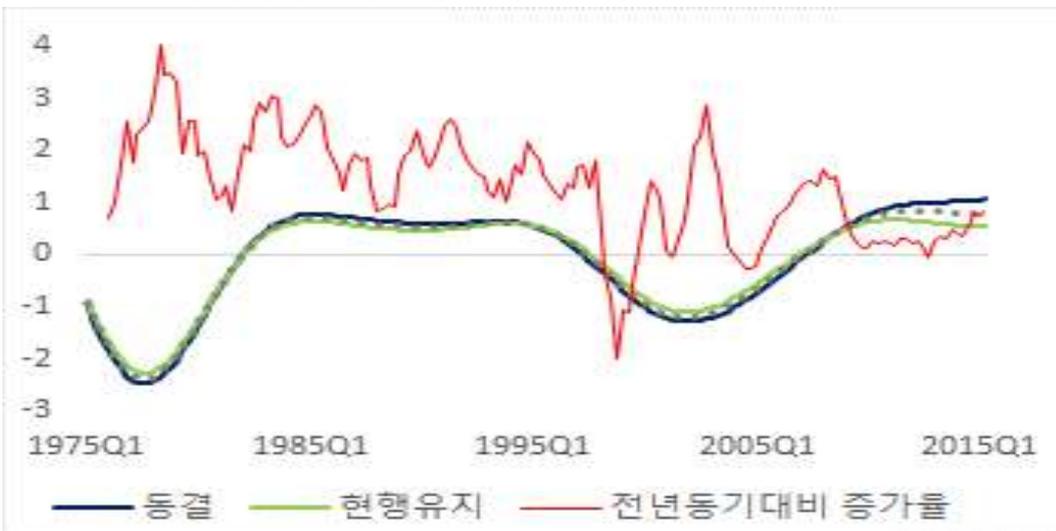
4.1 우리나라 신용순환 추정 결과

- <그림 12>~<그림 12-2>는 실질 민간신용(민간신용/소비자물가)을 사용하여 추정한 우리나라 신용순환
 - 여기서 사용된 band-pass filter 기법도 Hodrick-Prescott filter처럼 어느 정도 end point 문제가 있으므로 데이터의 끝 부분에 대해서는 해석상 주의가 요망
- 추정결과에 따르면 실질민간신용 데이터로 측정한 신용순환은 1970년대

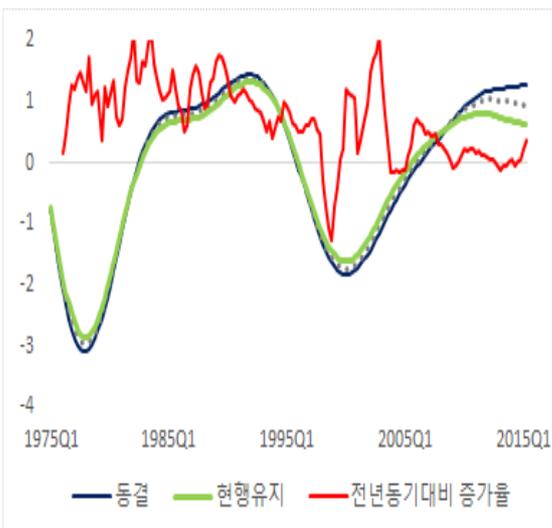
말부터 1980년대 중반까지 加速的으로 팽창

- 그 이후 1990년대 중반까지 계속 팽창국면에 있었으며, 1996~2002년에는 축소국면, 그 뒤 2002년부터 대략 2011년까지 다시 팽창국면이었음.
- 이를 가계대출(<그림 12-1>)과 민간기업대출(<그림 12-2>)로 구분해보면 민간 기업대출은 1991-1996년이 팽창국면, 1997-2003년은 축소국면, 2004-2010년은 다시 팽창국면, 그 이후는 plateau에서 정체
- 가계대출은 1978-1984는 빠른 팽창, 1985-1991년은 완만한 팽창, 1992-2000년은 축소, 그리고 2001년 이후 최근까지 팽창국면이 계속되고 있다고 추정

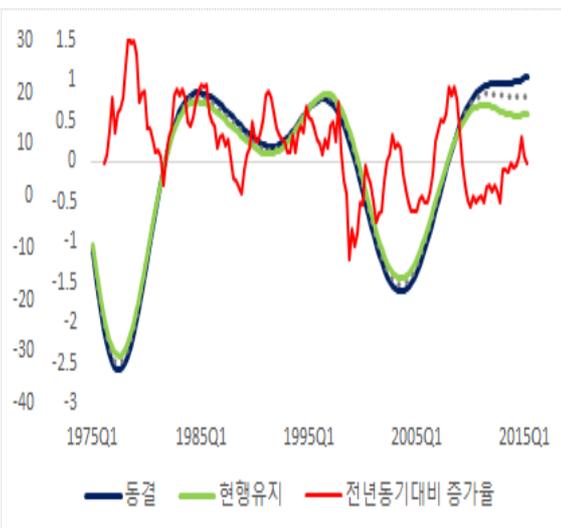
<그림 12> 우리나라 신용순환의 추정결과(실질총대출)



<그림 12-1> 실질 가계대출의 경우



<그림 12-2> 실질 기업대출의 경우



- end point에서의 해석에는 유의할 필요가 있음은 물론이나 한 가지 뚜렷한 점은 대략 2002년 이후 2011년 무렵까지 신용순환은 확장국면에 있었고 확장세는 2012년 이후 최근까지도 뚜렷하게 꺾이지 않았다는 점
 - 가계대출과 기업대출 모두 마찬가지로(<그림 12-1>,<그림 12-2>)

4.2 정책 방향

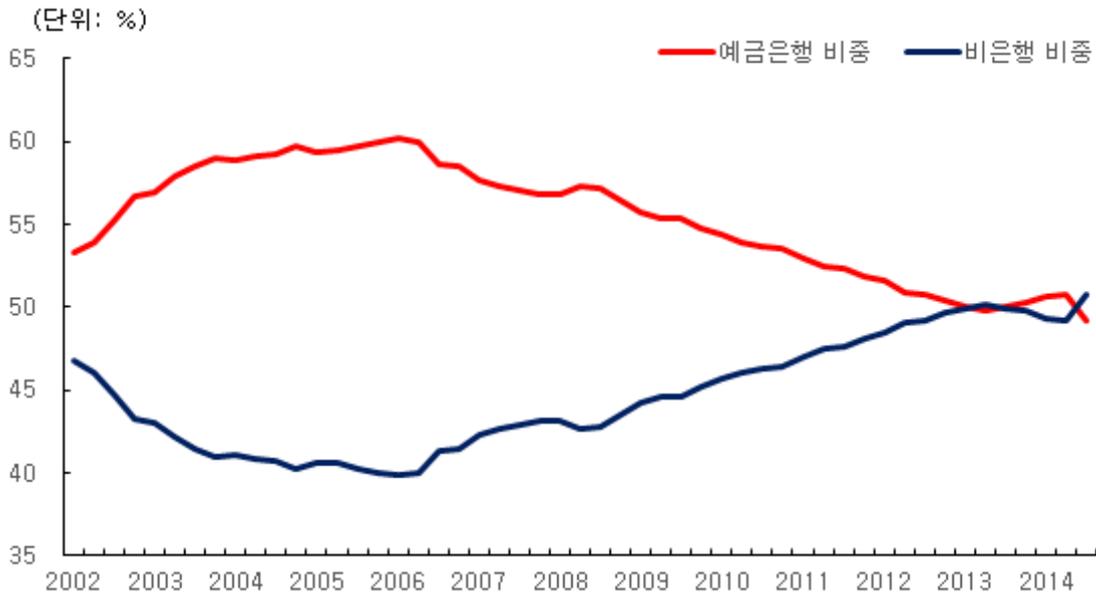
- 한국은행은 “통화신용정책을 수행함에 있어 금융안정에 유의”하여야 함.
 - 이는 한국은행법이 금융시장의 위기상황을 선제적으로 억제하여 금융안정을 유지하도록 촉구하고 있음.
 - 그러나 “한국은행의 통화신용정책은 물가안정을 저해하지 아니하는 범위내에서 정부의 경제정책과 조화를 이룰 수 있도록 하여야 한다.”고 명시함으로써 물가안정 상황에서는 행정부의 경제정책과 방향을 사실상 달리할 수 없도록 규정하고 있음.
 - 그러므로 “금융안정에 유의하여야 한다”라는 文句는 한국은행의 임무를 規定함에 있어서 애매모호한, 사실상 있으나마나한 선언적 修辭에 불과

- 지난 20년간 한국은행 자신의 경험에 비추어 볼 때, 2008년 말 글로벌 금융위기와 그 후유증을 전세계가 경험하고 있는 지금, 한국은행은 물가안정 외에 더 폭넓은 역할을 自任할 필요
 - 물가안정과 경기조절은 물론 신용순환의 조절에도 노력할 필요
 - 금융안정을 위해서는 신용순환의 조절이 필수적이라는 의미에서, “금융안정에 유의해야 한다”는 규정이 모든 것을 포괄하고 있다고 해석할 수 있으나 한국은행은 “유의”하는 정도가 아니라 신용순환을 적극적으로 조절해야 함.

- 한국은행법 상 한국은행의 금융기관의 범위는 은행과 은행지주회사, 수협의 신용사업부문 등으로 한정되어 있어, 우리나라 통화신용정책기관인 한국은행이 신용순환 조절을 성공적으로 수행하기에는 정책대상 기관의 범위가 지나치게 협소
 - 2015년 2/4분기 중 은행의 가계신용은 전체의 49.2%에 불과
 - 나머지 50.8%는 비은행의 가계신용 상호저축은행, 신용협동조합, 상호금융, 새마을금고, 우체국, 보험기관, 연금기금, 여신전문기관, 공적금융

기관, 판매신용, 판매회사 등 한국은행의 통제권한 밖의 기관들에 의한 대출이었음(<그림 13>).

<그림 13> 가계신용 중 은행 및 비은행의 비중



- 과거 신용순환 조절의 실패로 위기가 불거졌던 사례들을 검토해 볼 때 우리나라나 일본, 그리고 미국의 금융위기 모두, 시작은 예금은행이 아닌 비은행 금융기관에서 출발
 - 전체 신용 중 49%만을 통제할 수 있다면 신용순환을 성공적으로 조절하기를 기대하는 것은 누가 보아도 無理
 - 비은행의 신용총량을 통제하는 기구가 어딘가에는 존재해야 함.

- 비은행에 대한 감독은 금융감독원에 속해 있지만 비은행 금융기관의 신용총량에 대해서만큼은 통화신용정책당국인 한국은행이 適期에 경고음을 발하고 필요한 시정을 요구할 수 있도록 한국은행에 권한을 주어야 함.
 - 한국은행은 통화신용정책 수립을 위해 금융기관(즉 은행, 금융지주회사 및 수협)의 신용사업부문 등에 대한 공동검사를 금감원에 요구할 수 있고, 한국은행이 시정조치를 요청하면 금감원은 이에 응하도록 되어있음.
 - 이와 마찬가지로 "신용순환 조절"을 위해 한국은행은 금감원에 비은행 금융기관에 대해 공동검사를 요구할 수 있어야 하고, 필요한 시정조치를 요청하면 금감원은 이에 응하도록 법제화 할 필요
 - 이를 위하여 비은행의 신용규모를 파악하는 데이터를 집계할 필요

- 이런 제도적 준비가 이루어지기 전까지는 한국은행과 금감원이 비은행 금융기관의 신용총량에 대해 금감원과 공동으로 점검하고, 필요한 정책을 수립하는 공동 committee를 공식적으로 가동, 운용할 금감원에 제안할 필요

5. 맺음말

- 본 자료는 한국은행이 단기적 경기변동이나 물가안정 외에도 중장기적으로 경제를 내다보고 정책을 결정해야 함을 촉구하기 위한 것이었음.
- 신용순환은 경기 순환과 週期가 서로 일치하지 않아, 신용순환을 조절하려다 보면 경기조절과 방향이 맞지 않는 경우가 생길 수 있음.
 - 이럴 때 한국은행은 경기 순환이라는 단기적 정책 목표와 신용순환 조절을 통한 위기방지 내지 경제건전성 강화라는 중기적 정책목표 사이에서 어려운 선택을 해야 함.
 - 현 시점이 바로 그러한 시기에 해당
- 단기적 경기변동과 물가만을 생각한다면, 경제원론 교과서의 가르침만 믿는다면, 성장이 부진하고 물가가 극도로 안정되어 있는 지금, 미국이 금리를 인상하더라도 상당기간 동안 금리를 올리지 않으면서 국내 성장률이 높아지기를 기다리지 않을 이유가 없음.
 - 2005년 8월~2007년 9월까지의 약 2년간 미국 연방기금금리가 한국은행 기준금리보다 더 높았었지만, 경상수지 흑자규모가 지금보다 훨씬 작았음에도 불구하고 급격한 자금유출이 일어난 바 없었음.
- 그러나 미국이 금리를 인상하면 우리경제 외부로부터 오는 충격이 두려운 게 아니라 우리경제 내부로부터의 문제가 터질 가능성이 두려운 것.
 - 물가가 아직 0%대이고 성장률이 아직 충분치 않다는 이유로 미국 금리 인상에도 불구하고 금리를 올리려 하지 않는다면 나중에 더 큰 난관에 逢着할 가능성
 - 경제원론에서 한 걸음만 더 나아가 우리경제의 부채현황을 살펴본 뒤 금리의 schedule을 어떻게 정하는 게 좋을지 고민해야 함.

- 미국이 금리인상을 시작하면 한국은행이 아무리 기준금리를 동결해도 시장금리는 미국 금리인상에 영향을 받아 적지 않게 상승할 것임.
 - 이미 대출규모가 몇 년 전에 비해 대폭 높아진 상황에서 지금보다도 더 대출규모를 키운 뒤 금리를 올린다면 우리경제는 그만큼 더 커다란 위험에 當面하는 것임.

- 한국은행은 금리인상의 좋은 기회를 잡지 않았던 적이, 또는 금리를 동결해야 할 시점에서 금리인하를 斷行했던 적이 2002년 이후만 보더라도 이미 여러 번
 - 그런 결정이 실질 GDP 성장률을 높이는 데에 얼마나 도움이 되었는지 분명하지 않지만 확실한 것은 그로 인해 가계 및 기업부채, 즉 신용총량이 많아짐에 따라 경제가 훨씬 더 위험해 졌다는 점.

- 미국 금리인상이 臨迫한 지금부터라도 신용총량이 가급적 더 커지지 않도록 하는 것이 비록 단기적인 성장에는 방해가 될지언정 우리경제의 중장기적 위험을 조금이나마 줄여놓는 데에 큰 도움이 될 것이라고 생각
 - 미국이 금리를 인상하면 우리 기준금리도 즉각적으로 따라서 인상시킬 필요는 없어 보이지만, 기준금리를 동결하고자 한다면 적어도 향후 금리는 어떻게 가져갈 생각인지는 정도는 명확하게 밝혀줄 필요

- 미국이 금리인상을 시작하면 한국은행도 향후 기준금리를 어떻게 가져갈 것인지에 대해 구체적인 계획과 인상 기준을 발표하고 그렇게 판단하는 이유를 충분히 설명하여 우리나라 각 경제주체들에게 금리정책 방향을 분명하게 전달해주는 것이 바람직
 - 이렇게 함으로써 정책 리더십을 확보해 나가야 함.

- 분명한 입장 闡明 없이 해외상황과 국내경기, 주식시장 및 채권시장 시황에 끌려 다니며 결정을 못 내리는 듯한 모습을 보이는 것보다, 우리나라 거시경제 정책의 兩大 軸(財政과 通貨)의 하나인 통화신용정책의 當局으로서, 우리경제가 나아가야 할 방향을 분명하게 제시하여 국내외 시장을 lead하고 경제주체들의 expectation을 先導하는 모습을 보여주기를 기대

<참고문헌>

박종규, 「저축률과 투자율 추이: 정책 시사점」, 『금융연구』, 17권, pp.45 ~ 78, 한국금융연구원, 2003.

_____, 「위기이후(Post-Crisis)시대의 한국은행의 역할」, 『한국경제포럼』, 제7권, 제1호, pp.212-134, 한국경제학회, 2014.

Bank for International Settlements, *85th Annual Report*, Basel, 28 June 2015.

Christiano, L. and T. Fitzgerald, "The band-pass filter", *International Economic Review*, 44(2), pp.435-65, 2003.

Eichengreen, B., C. Reinhart, M. El-Erian, H. Rey, A. Fraga, D. Rodrik, T. Ito, K. Rogoff, J. Pisani-Ferry, H. S. Shin, E. Prasard, A. Velasco, R. Rajan, B. De Mauro, M. Ramos, Y. Yu, *Rethinking Central Banking*, Committee on International Economic Policy and Reform, Brookings Institution, September, 2011.

Eichengreen, Barry and Kris Mitchener, "The Great Depression as a credit boom gone wrong", BIS Working Papers No 137, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, Sept., 2003.

Drehmann, Mathias, Claudio Borio and Kostas Tsatsaronis, "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!", *BIS Working Papers* no 380, June 2012.

Hofmann, Boris and Bilyana Bogdanova, "Taylor rules and monetary policy: a global "Great Deviation"?", *BIS Quarterly Review*, pp.37-49, September 2012.

Okina, Kumio, Masaaki Shirakawa, and Shigenori Shiratsuka, "The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons," *Monetary and Economic Studies(Special Edition)*, Bank of Japan, February 2001.

Taylor, John B., "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, no 39, pp.319-41, 1993.