

kiri Weekly

2013.12.16 제263호

포커스

기준금리 인하에 대한 소고

글로벌 이슈

일본, GDP성장률 회복세 둔화

유럽중앙은행 기준금리와 유로존 경기에 대한 상반된 전망

금융시장 주요지표

kiri 보험연구원
Korea Insurance Research Institute

이슈와 포커스는 연구자 개인의 의견이며, 보험연구원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.

서울시 영등포구 여의도동 35-4 8층 보험연구원 (문의 : 김세환 부장 / 02-3775-9051)



기준금리 인하에 대한 소고

윤성훈 선임연구위원, 채원영 연구원

요약

■ 최근 우리나라 경제는 다소 회복되는 모습을 보이고 있으나 여전히 불확실성이 높고, 소비자물가는 1%대에 머물고 있기 때문에 일각에서 기준금리 인하를 주장하고 있음. 최근의 우리나라 상황과 자주 비교되는 1990년대 일본의 경우를 살펴보면, 가계와 기업의 부채 조정 시기에는 통화정책이 효과적이지 않다는 것을 알 수 있음. 기준금리 인하가 내수를 자극하고 소비자물가상승률을 높인다는 단순한 케인즈식 논리에 입각하여 기준금리 인하를 주장하기 보다는 가계와 기업의 부채수준, 자금수요 상황 등 미시적 요인도 종합적으로 고려한 기준금리 인하의 영향분석이 선행되어야 할 것임.

■ 우리나라 경제는 2013년 하반기 들어 다소 회복되는 조짐을 보이고 있으나, 소비자물가상승률의 경우 1%대에서 벗어나지 못하며 한국은행의 물가관리목표 범위를 하회하고 있음.

- 2012년 2.0% 성장에 그쳤던 우리나라 경제는 성장률이 2013년 1/4분기에도 1.5%(전년동기대비)까지 하락하였다가 이후 2/4분기 2.3%, 3/4분기 3.3%로 회복되는 모습을 보이고 있음.
 - 이러한 경제 회복세에 따라 정부와 한국은행은 우리나라 경제가 2013년 2.8%, 2014년 3.8% 성장할 것으로 기대하고 있음.
- 소비자물가상승률은 전년동기대비 2011년 4.0%를 기록하기도 하였으나 원유 등 국제 원자재가격 및 농산물 가격 안정에 힘입어 하락 추세로 전환되어 2012년 3/4분기부터 1%대로 낮아졌으며, 지난 9월과 10월에는 각각 0.8%, 0.7%까지 떨어짐.
 - 농산물 및 석유류 물가상승률 하락과 수입물가 하락 등으로 생산자물가는 2012년 2/4분기 이후 하락하고 있음.
 - 2013~2015년 한국은행의 물가안정목표는 소비자물가상승률 기준으로 2.5~3.5%인데, 2013년의 경우 소비자물가상승률이 동 목표 범위에서 벗어나 있음.
 - 소비자물가는 지난 10월 전월대비 0.3% 하락하기도 함.

〈표 1〉 경제성장률 및 소비자물가 상승률 추이

(단위: 전년동기대비 증가율, %)

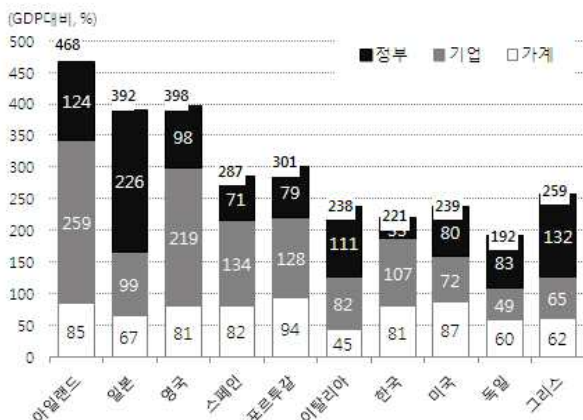
구분	2011	2012					2013		
		1/4	2/4	3/4	4/4	연간	1/4	2/4	3/4
GDP	3.7	2.8	2.4	1.6	1.5	2.0	1.5	2.3	3.3
소비자물가	4.0	3.0	2.4	1.6	1.7	2.2	1.4	1.1	1.2
생산자물가	6.7	2.9	0.9	-0.2	-0.9	0.7	-1.9	-2.3	-1.4

자료: 한국은행.

■ 일각에서는 ① 소비자물가상승률이 물가목표관리 범위를 밑돌고 있는 점, ② 가게 및 기업의 부채수준이 위험수위에 달한 점, ③ 정부와 한국은행의 경제전망이 낙관적인 점 등을 이유로 기준금리 인하 필요성을 제기하고 있음.

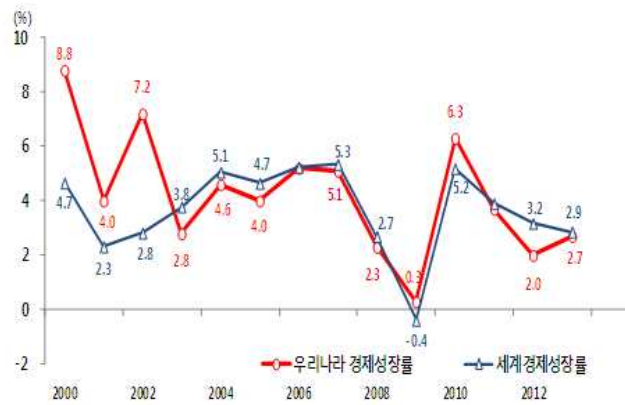
- 한국은행은 기준금리를 지난 5월 이후 2.5%를 유지하고 있음.
- KDI(2013)에 따르면 소비자물가는 2013년 1.1%, 2014년에 2.0% 상승하는 등 저물가 현상이 지속될 것으로 전망함.

〈그림 1〉 우리나라 가게 및 기업 부채 수준



자료: Charles Foxburgh, Susand Lund, "Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth", McKinsey Global Institute, 2012.

〈그림 2〉 세계 경제성장률과 우리나라 경제성장률 추이



자료: 한국은행.

- 우리나라 가게 및 기업의 부채 수준은 다른 주요국에 비해 높은 편이며, 과거 부채위험이 발생 하였던 국가의 평균 부채 수준(GDP 대비 80~90%, Cecchetti et al, 2011)을 초과하고 있음 (〈그림 1〉 참조).
- 2014년 세계 경제가 3.6% 성장할 것으로 예상(IMF)되는 상황에서 우리나라가 이보다 높은 3.8% 성장할 것으로 전망한 것은 낙관적인 기대일 가능성이 있음.

- 2002년 이후 우리나라 경제가 세계 경제보다 높게 성장한 해는 2009년과 2010년 두 해에 불과하며, 2010년 이후로는 계속해서 세계 경제보다 낮은 성장률을 보이고 있음(<그림 2> 참조).

■ 기준금리 인하를 주장하기 위해서는 실제로 현 상황에서 기준금리 인하가 내수를 자극하여 소비자물가 상승률을 높이고 경기부양에 도움이 될 수 있을 것인가에 대해 분석이 선행되어야 하는데, 우리와 유사한 상황을 이미 경험한 일본의 사례를 참조할 필요가 있음.

- 최근 우리나라 경제 상황과 자주 비교되는 일본의 1990년대 초반¹⁾의 경제 상황을 살펴보면, 통화정책을 완화했음에도 불구하고 민간소비와 기업투자는 부진에서 벗어나지 못하였고, 소비자물가 상승률도 0% 내외에서 유지됨.
 - 이러한 현상은 1996년과 1997년 일본 경제가 잠시 회복된 시기를 제외하고 최근까지 지속되었으며, 아베노믹스 시행은 이러한 현상을 벗어나기 위한 극단적인 정책임.

〈표 2〉 일본의 1990년대 초반 주요 경제지표 추이

(단위: %)

구분	1990	1991	1992	1993	1994	1995
경제성장률	5.6	3.3	0.8	0.2	0.9	1.9
민간소비	5.2	2.2	2.1	1.0	2.3	1.9
기업투자	9.5	4.7	-7.4	-9.6	-5.8	3.0
정부소비지출	3.3	4.1	2.7	3.2	3.5	4.0
소비자물가상승률	3.1	3.3	1.7	1.3	0.7	-0.1
공정할인율(연말)	6.0	4.5	3.3	3.3	1.8	0.5

자료: 일본은행, 내각부.

- 일본 경제의 장기부진에 대해 2008년 글로벌 금융위기 이전까지 수요 측면에서의 설명과 공급 측면에서의 설명이 공존해 왔었음(Nanto 2009).
 - 수요 측면에서는 통화정책이 더욱 적극적으로 이루어졌으면 일본 경제가 장기부진에 빠지지 않았을 것이라고 주장(Bernanke 2003, Eggertsson 2003)하면서 통화정책과 재정정책 등 총수요관리정책의 실패를 거론함.²⁾
 - 공급 측면에서는 일본의 규제 완화와 공기업의 민영화, 그리고 한계기업의 구조조정 등의 개혁

1) 일본의 주가는 1990년 말부터, 부동산 가격은 1991년부터 급락하기 시작하였음.

2) Bernanke(2004)에 따르면 미국 대공황은 적절한 통화정책이 부재했기 때문이고 통화정책이 적절했으면 경기침체가 장기간 지속되는 것은 막을 수 있었다는 견해가 대다수 경제학자의 지배적인 의견이었음.

을 통해 경제의 효율성을 높였으면 일본 경제가 일시적으로 침체를 겪을 수는 있으나 장기부진에는 빠지지 않았을 것이라고 주장함(Nanto 2009).

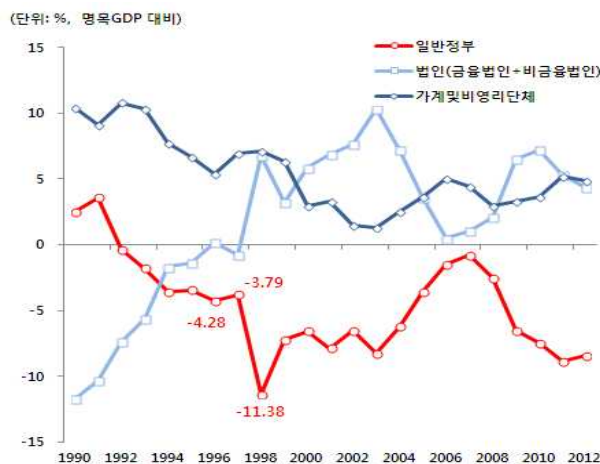
- 이러한 주장은 경기부진을 벗어나기 위해 그리고 경제가 디플레이션에 빠지지 않기 위해 거시정책(수요 측면)도 중요하지만 미시정책(공급 측면)도 중요함을 시사한다고 하겠음.

● 그러나 글로벌 금융위기 이후 위의 주장과 시각을 달리하는 견해(Koo 2008, Nanto 2009)가 등장하였는데, 부동산 및 주가 폭락 이후 일본의 가계와 기업이 훼손된 대차대조표를 정상화하는 과정에서 수요가 부족해짐에 따라 장기부진과 디플레이션이 발생하였다는 것임.

- 일견 수요 측면에서의 주장과 비슷해 보이나 다른 점은 가계와 기업이 부채를 조정하는 시기(대차대조표 정상화)에는 시장금리가 0%로 하락하더라도 대출을 줄이기 때문에 아무리 통화정책을 적극적으로 시행하더라도 효과가 없다는 것임.

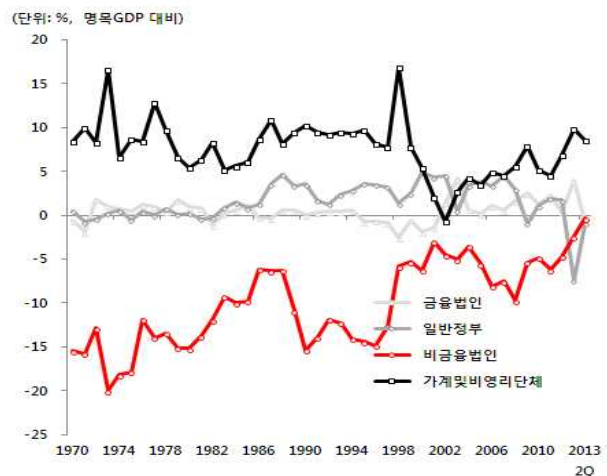
- 부채조정 기간은 자산가격 하락 정도에 따라 달라질 수 있는데, 일본과 미국 대공황의 경우 자산가격이 크게 폭락함에 따라 부채조정 기간이 길어졌으며, 이로 인해 경기부진도 장기화된 경우임.³⁾

〈그림 3〉 일본의 자금과부족



자료: 일본은행.

〈그림 4〉 우리나라의 자금과부족



자료: 한국은행.

- 오히려 미국 대공황 당시보다 충격이 컸던 일본의 자산가격 폭락에도 일본 경제가 마이너스 성장⁴⁾으로 전환되지 않은 것은 재정정책 덕분이라는 것임.⁵⁾

3) 미국은 3년간 주가가 80% 폭락하였고, 일본의 경우 부동산은 5년간 50%, 주가는 3년간 57% 폭락함.

4) 미국 대공황 당시 미국의 실질 GDP는 위기 발생 이후 3년간 25%나 감소하였음.

5) 글로벌 금융위기 이전까지 일본의 재정정책은 일관적이지 못하고 경기변동을 확대시켰으며, 정부지출이 비효율적인 부문에 투입되어 정부부채를 크게 확대시키는 등의 부정적인 평가를 받아왔었음.

- 실제로 일본 기업은 자산가격 폭락 이후 자금수요를 빠르게 줄였으며 1990년대 중반 이후 자금 잉여 상태를 지속하고 있음(<그림 3> 참조).

■ 일본의 사례가 주는 시사점은 부채 수준이 높아져서⁶⁾ 가계와 기업이 대차대조표를 정상화하려는 움직임을 보이기 시작하면 적극적인 통화정책도 효과를 기대하기 어렵다는 점인데, 이를 고려해 생각해 본다면 우리나라도 가계와 기업의 부채 수준이 매우 높기 때문에 기준금리를 인하한다고 하더라도 내수 부양의 효과를 기대하기 어려워 보임.

- <그림 4>는 우리나라의 자금과부족을 보여주는데, 기업은 자금수요를 줄이고 있으며, 가계는 저축을 늘리고 있는 상황임.
 - 이는 기업은 투자를 줄이고 가계는 소비를 줄이고 있다는 것을 의미함.
 - 2010년 이후 시장금리가 하락하던 시기에도 이러한 모습은 뚜렷이 관찰됨.
- 따라서 현재의 소비 부진과 투자 부진은 금리 수준과 무관해 보이는데, 이에 대해서는 보다 정치한 분석이 필요하나 가계와 기업의 부채수준이 한계 수준에 근접했기 때문일 가능성이 큼.
- 자금과부족을 보더라도 최근의 경제 회복도 적자재정에 크게 힘입은 것으로 보이며, 이는 자금과 부족, 소비 및 투자부진 등과 더불어 일본의 장기부진⁷⁾ 진입 초기 모습(<그림 3> 참조)과 유사함.

■ 기준금리 인하가 소비와 투자를 자극하여 경기를 부양하고 소비자물가상승률을 높일 것이라는 단순한 케인즈식 시각보다는, 보다 종합적인 시각에서 기준금리 인하의 효과를 면밀히 분석한 이후 기준금리 인하 여부에 대한 주장을 피력하는 것이 바람직함.

- 한국은행의 물가안정목표는 2013~2015년 기간 중 소비자물가상승률의 연평균을 2.5~3.5% 범위에서 관리하는 것이기 때문에 현재의 소비자물가상승률만을 놓고 기준금리 인하를 주장하는 것은 성급한 판단일 수 있음.
- 과거 일본의 경우 재정정책이 경제가 침체⁸⁾로 빠지는 것을 막는데 통화정책보다 효과적이었기 때문에 우리나라의 경우도 향후 재정정책의 역할이 더욱 중요해질 수 있으며, 이러한 시각에서 재정정책에 대해서도 거시적 요인뿐만 아니라 미시적 요인까지 고려한 종합적인 영향 분석이 필요해 보임. [kiri](#)

6) 일본의 경우 자산가격 폭락으로 가계와 기업의 순자산이 감소하였음.

7) 이에 더해 우리나라의 현 상황과 일본의 장기부진 초기와 유사한 점은 막대한 경상수지 흑자로 인해 수출기업만 현금흐름이 양호하다는 것과 환율 측면에서 경기부양이 어렵다는 것, 그리고 인구구조 고령화 정도가 비슷하다는 것 등임.

8) 침체의 정의는 경제가 2분기 이상 마이너스 성장하는 것임.

〈참고문헌〉

- Bernanke, Ben, S.(2003), "Some Thoughts on Monetary Policy in Japan", Remarks before the Japan Society of Monetary Economics.
- _____ (2004), "Money, Gold, and the Great Depression", FRB, Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the H. Parker Willis Lecture in Economic Policy.
- Cecchetti, Stephen G., M. S. Mohanty and Fabrizio Zampolli(2011), "The Real Effect of Debt", BIS Working Papers, No. 353.
- Eggertson, Gaudi B.(2003), "How to Fight Deflation in a Liquidity Trap: Committing to Being Irresponsibility", IMF Working Paper 03/64.
- KDI(2013. 11. 18), “최근 물가상승률에 대한 평가 및 향후 전망”, 보도자료.
- Nanto, Dick K(2009), "The Global Financial Crisis: Lessons from Japan's Lost Decade of the 1990s", CRS Report for Congress, May 4.
- Koo, Richard C(2008), "The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recessions", John Wiley and Sons.