



글로벌 금융위기 전후 미국 정책금리 인상의 영향 비교

전용식 연구위원, 김유미 연구원

- 최근 미국의 10년 만기 국채금리 상승세가 확대되면서 아르헨티나 페소화 가치가 폭락하고 신흥국 통화 가치가 하락하는 등 글로벌 금융시장 변동성이 확대되고 있음
 - 미국의 10년 만기 국채금리는 2016년 7월 6일 1.38%에서 2018년 5월 21일 3.06%까지 상승함
 - 아르헨티나 페소화는 실질실효환율 기준으로 2015년 13월 82.91에서 2018년 4월 75.58로 약 8.9% 하락하였고 신흥국 통화가치 역시 2014년 5월 88.54에서 2018년 4월 68.65로 하락함
 - 달러화 가치는 2014년 5월 102.11에서 2018년 4월 118.17로 15.7% 상승함
- 미국의 정책금리 인상은 10년 만기 국채금리 상승으로 이어졌고 정책금리 인상 이후 주요 금융 불안이 발생하는 경향이 있음
 - 1990년 일본의 버블붕괴, 90년대 후반 동아시아 통화위기, 2000년대 초반 닷컴 버블(IT 버블) 붕괴, 2008년 미국의 서브 프라임 모기지 사태를 선행하고 있음
 - 금리가 낮은 시기에 형성된 자산가치 버블이 정책금리 인상으로 소멸되면서 금융 불안을 초래한 것으로 보임
- 2004년 정책금리 인상 시기와 2015년부터 시작된 정책금리 인상 시기를 비교해보면 최근의 금리상승은 미국의 경기회복에 대한 높은 기대감을 반영하고 있는 것으로 보임
 - 2004년 6월부터 2006년 7월까지 미국의 정책금리는 1.0%에서 5.25%까지 상승하였는데, 이 시기의 10년 만기 국채금리 상승폭은 2015년부터 시작된 정책금리 인상 시기에 비해 낮은 수준이고 달러가치는 하락하였음
 - 2004년 시기의 미국 경기는 확장에서 위축단계로 진행되었으나 최근에는 침체에서 확장으로 전환됨
- 국내 경기가 2005년에 비해 부진한 가운데 미국 10년 만기 국채금리 상승세가 가속화될 경우 금리상승의 부담 확대로 국내 경기 회복세는 둔화될 것으로 우려됨
 - 실물경제 회복세가 둔화되는 가운데 미국의 금리 상승으로 국내 금리 상승세가 지속될 경우 가계의 이자부담 확대, 투자 증가세 둔화 등으로 실물경제 회복세 둔화가 지속될 우려가 있음
 - 중국과 미국의 통상마찰이 심화될 경우 수출도 부진해질 수 있음

1. 검토배경



■ 미국의 정책금리 인상으로 미국 10년 만기 국채금리 상승세가 확대되고 있음

- 2008년 글로벌 금융위기 이후 미국의 정책금리는 2015년 12월, 2016년 12월, 2017년 3월, 6월, 12월, 2018년 3월 여섯 차례 인상되며 0~0.25%에서 1.50~1.75%로 인상됨
- 10년 만기 국채금리는 2015년 12월 2.24%에서 2018년 4월 2.87%, 2018년 5월 21일 3.06%로 상승함
 - 2014년 미국의 양적완화 시작 이전인 2012년 7월 10년 만기 국채금리는 1.53%임

■ 미국 국채금리 상승과 더불어 아르헨티나 페소화 등 신흥국 통화가치가 하락하며 글로벌 금융시장 변동성이 확대되고 있음

- 실질실효환율 기준의 아르헨티나 페소화 가치는 2015년 12월 82.91에서 2018년 4월 75.58로 약 8.9% 하락함
- 신흥국 통화가치 지수는 2015년 12월 65.7에서 2018년 4월 68.65로 소폭 상승하였는데 미국의 정책금리 인상 이전인 2014년 평균 85.01에 비해서는 19.2% 하락함

■ 본고에서는 글로벌 금융위기 전후 두 차례의 미국 정책금리 인상 시기의 글로벌 주가, 환율, 금리, 경기 등을 비교하여 미국 국채금리 상승의 영향을 검토하고자 함

- 글로벌 금융위기 이전 미국의 정책금리는 2004년 6월 1.0%에서 2006년 7월 5.25%까지 17차례, 425bp 인상됨
- 글로벌 금융위기 이후 정책금리는 2015년 12월부터 2018년 3월까지 6차례 인상되었고, 올해 3,4 차례 추가 인상될 것으로 전망됨

2. 미국의 통화정책과 금융 불안



■ 미국의 정책금리 인상은 10년 만기 국채금리 상승과 주요 금융 불안으로 이어지는 경향이 있음

- 1986년 12월 5.87%에서 1989년 5월 9.81% 내외로 인상되었고 10년 만기 국채금리도 7% 후반에서 9% 내외로 상승하였는데, 1987년 블랙먼데이와 1990년 일본의 자산버블 붕괴가 이어짐
- 1993년 3.0%에서 1995년 7월 6.0%까지 인상 이후에는 아르헨티나 통화위기, 1996년 동아시아 통화위기가 발생함¹⁾
- 1998년 11월부터 2000년 말까지 정책금리는 4.7%에서 6.5%까지 인상되었는데 이후 닷컴 버블(IT 버블) 붕괴와 브라질 통화위기로 이어짐
- 2004년 6월부터 2006년 7월까지 미국 정책금리는 1.0%에서 5.25%까지 인상되었는데, 2008년 3월 베어스텝스 인수, 9월 리먼 브라더스 파산 등 글로벌 금융위기로 이어짐
- 글로벌 금융위기 이후 2014년부터 양적완화가 시작되었고 2015년 12월부터 정책금리가 인상되기 시작하였는데, 신흥국 금융시장 변동성이 확대됨²⁾
 - 신흥국 통화가치 지수는 2015년 12월 65.7에서 2018년 4월 68.65로 소폭 상승하였지만 아르헨티나의 페소화 가치가 하락하였고 터키, 인도네시아의 금융 불안으로 확대됨
 - 터키와 아르헨티나는 경상수지 적자 지속(2017년 GDP 대비 4.6%, 4.9%), 높은 외환보유액 대비 단기외채 비율(2017년 140% 상회), 높은 외자의존도(외국인의 국채보유비중 터키 20%, 아르헨티나 45%) 등의 공통점을 갖고 있음³⁾

1) 국제금융센터, “1970년대 이후 외환위기 주요 사례 조사”

2) 보험연구원(2014)은 2014년 전후 발생한 신흥국 금융 불안의 원인은 경상수지 적자로 분석하였고 외환위기로 이어질 가능성은 낮다고 평가함; 동향분석실(2014. 2. 17), 「미국의 양적완화정책 축소와 Fragile 5의 외환위기 가능성」, 『KiRi Weekly』

3) 국제금융센터(2018. 4. 26), “환율 불안 신흥국의 대외건전성 점검”

〈그림 1〉 미국 정책금리(실선)와 10년 만기 국채금리(점선)

(단위: %)

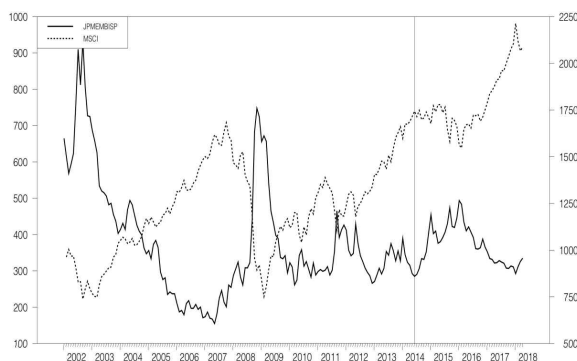


주: 미국의 정책금리는 월평균 수치이며 2008년 이후 정책금리는 하한 값임
 자료: 세인트루이스 연방준비위원회

■ 2004년 6월과 2015년 12월 시작된 미국 정책금리 인상 시기에 전 세계 주가지수는 상승세를 유지하고 있으나 신흥국의 미국 국채에 대한 국채발행 스프레드는 상반된 모습을 보이고 있음

- 모건스탠리 세계 주가지수(이하 ‘MSCI’)⁴⁾는 2014년 이후 하락세로 반전하였으나 2016년 미국의 정책금리 인상 본격화로 상승세가 확대되고 있음
- 2003년부터 글로벌 금융위기 전까지 신흥국 국채발행 스프레드는 줄어드는 모습을 보이지만 2014년부터 2015년 말까지는 급격히 상승한 후 다시 하락하는 모습임
 - 그러나 2018년 들어 아르헨티나, 터키 등의 금융 불안으로 스프레드가 확대되고 있음
- 신흥국 통화가치는 2014년을 전후로 하락세가 확대되었으며 미국 달러화 가치는 상승세가 확대됨

〈그림 2〉 신흥국 국채발행 스프레드(실선)와 MSCI (점선)



자료: 세인트루이스 연방준비위원회

〈그림 3〉 신흥국 통화가치(실선)와 미국 달러가치(점선)

(2010=100)



자료: 세인트루이스 연방준비위원회

4) 세계 주가지수로 모건스탠리복합지수(Morgan Stanley Composite Index)를 사용함

3. 미국 정책금리 인상의 영향 비교



- 2004년 정책금리 인상 시기와 2015년 말부터 시작된 정책금리 인상 시기를 비교해 보면 2015년 말부터의 경우, 정책금리 인상폭에 비해 10년 만기 국채금리 상승폭이 더 큰 것으로 나타남
 - 미국의 정책금리는 2004년 6월 1.0%에서 2006년 6월 말 5.25%까지 17차례 425bp 인상되었으나 같은 기간 미국 10년 만기 국채금리는 4.73%에서 5.11%로 38bp 상승함
 - 2015년 12월부터 최근까지 미국 정책금리 상한은 0.25%에서 1.75%로 여섯 차례, 150bp 상승하였고 2018년에도 3~4차례 인상된다는 전망이 실현되면 2.75%까지 상승할 것으로 예상됨
 - 2015년 12월 10년 만기 국채금리는 2.24%에서 2018년 5월 21일 3.06%까지 82bp 상승함

- 2015년의 경우에 10년 만기 국채금리 상승폭이 더 큰 이유는 경기상승에 대한 기대감 때문인 것으로 보임
 - 일반적으로 장기금리는 경기에 대한 기대를 반영하고 있는데 2004년 6월부터 2006년 7월까지 미국의 산업생산증가율은 2004년 6월 2.52%에서 2005년 9월 1.64%로 하락한 후, 2005년 6월 4.58%로 최고 수준을 기록함
 - 2015년 말부터의 경우 산업생산증가율은 최저 -3.97%(2015년 12월)에서 최고 3.71%(2018년 3월)로 상승폭이 더 큰 것으로 나타남(<그림 4> 참조)
 - 10년 만기 국채금리와 산업생산증가율 간의 시차상관계수도 2004년 6월부터 2006년 7월까지의 시차 6까지 음의 계수인 반면 2015년 12월부터 2018년 4월까지의 시차 6까지 양의 계수를 갖는 것으로 분석됨
 - 양(음)의 계수를 갖는다는 의미는 6개월 이전의 금리상승(하락)이 현재의 산업생산 증가(감소)로 이어지는 경향이 있다는 것을 의미함
 - MSCI는 2004년 6월부터 2006년 7월까지 1,062.51에서 1,327.23으로 264.72 상승하였으나 2015년 12월부터 2018년 3월까지 1,662.79에서 2,086.51로 423.72 상승함

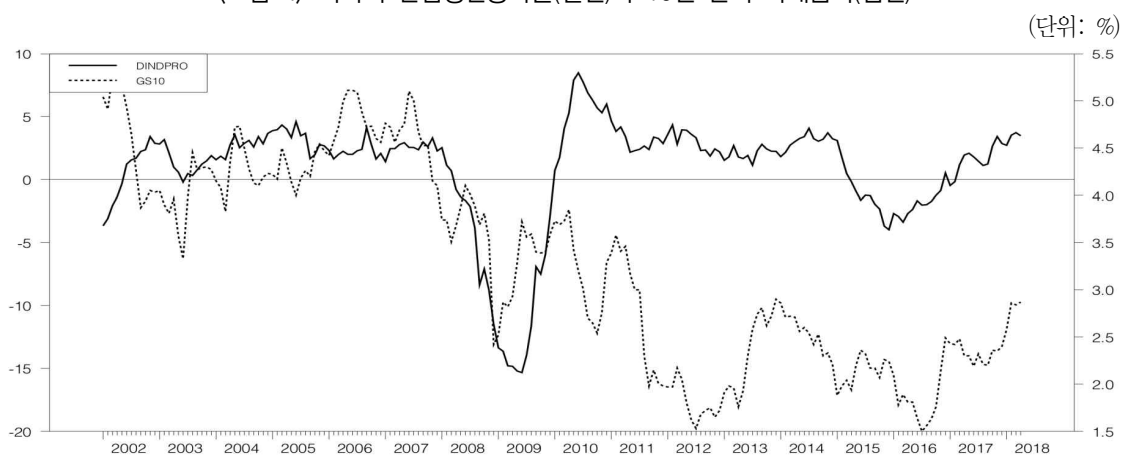
〈표 1〉 미국의 정책금리 인상의 영향

구분	2004년 6월~2006년 7월	2015년 12월~2018년 3월
정책금리 인상 횟수 및 크기	17차례 425bp(1.0% → 5.25%)	6차례 150bp(0.25% → 1.75%)
10년 만기 국채금리	4.73% → 5.11%(38bp)	2.24% → 3.06%(82bp)
산업생산증가율	최저 1.62%에서 최고 4.58% (2005년 6월)	최저 -3.97%(2015년 12월)에서 최고 3.71%(2018년 3월)
세계주가(MSCI)	1,062.51 → 1,327.23(264.72 상승)	1,662.79 → 2,086.51(423.72 상승)
10년 만기 국채금리와 달러가치의 상관계수	-0.468	-0.046

■ 미국 경기상승의 기대감은 달러가치에도 반영되는데, 2004년 정책금리 인상 시기에 비해 2015년의 경우 달러가치가 상승폭이 더 큰 것으로 나타남

- 또한 10년 만기 국채금리와 달러가치와의 상관계수는 2004년의 경우 -0.468로 금리가 상승하면 달러가치는 하락하는 경향이 있는 것으로 나타났으나 2015년의 경우 상관계수는 -0.046으로 금리상승과 달러가치 하락 간의 선형관계가 상대적으로 약한 것으로 나타남

〈그림 4〉 미국의 산업생산증가율(실선)과 10년 만기 국채금리(점선)



자료: 세인트루이스 연방준비위원회

4. 우리나라에 대한 영향 비교와 시사점



- 글로벌 금융위기 전후 미국의 정책금리 인상이 금리, 환율, 주가에 미치는 영향은 미국의 경기상황에 따라 다른 것으로 나타남
 - 2015년 이후의 정책금리 인상이 장기 국채금리 상승세, 달러가치 상승세, 주가지수 상승에 미치는 효과는 미국의 경기회복세가 상대적으로 강하기 때문에 2004년부터의 정책금리 인상 기간에 비해 더 큰 것으로 보임
 - 미국의 금리, 달러화 가치 상승은 신흥국으로부터의 자금이탈을 심화시킬 수 있어 경상수지 적자 등 경제 펀더멘탈이 취약한 아르헨티나, 터키 등 일부 신흥국의 통화가치 불안은 심화될 우려가 있음

- 우리나라의 경우, 국고채 금리(3년 만기)가 미국 10년 만기 국채금리와 같은 방향으로 움직이는 정도는 2004년 6월 시작된 미국 정책금리 인상 시기에 비해 2015년 말부터의 경우가 더 큰 것으로, 반면 환율과 주가에 대한 영향은 줄어든 것으로 나타남
 - 미국 10년 만기 국채금리 상승세가 확대될 경우 우리나라 국고채 금리(3년 만기) 상승세는 확대되는 경향이 있는데, 이러한 상승세는 더욱 확대될 것으로 보임
 - 미국 10년 만기 국채금리와 우리나라 3년 만기 국고채 금리의 상관계수는 2004년의 경우 0.757이었으나 2015년의 경우에는 0.891로 나타남
 - 원화의 실질실효환율은 미국 정책금리 인상의 영향으로 모두 상승(원화가치 평가절상)하였으나 그 관계의 정도는 2015년 미국의 정책금리 인상 시기가 2004년에 비해 약화된 것으로 보임
 - 미국 10년 만기 국채금리와 원화가치의 상관계수는 2004년 정책금리 인상 시기의 경우 0.717이었으나 2015년 정책금리 인상 시기의 경우에는 0.543으로 감소함
 - 종합주가지수도 미국 10년 만기 국채금리 상승(경기상승 기대)에 따라 상승하는 선형관계가 발견되었는데, 이 선형관계의 정도는 소폭 줄어든 것으로 나타남
 - 2004년 미국의 정책금리 인상 시기에 미국 10년 만기 국채금리와 우리나라 주가의 시차상관계수는 1개월 시차에서 0.586(1개월 전 미국 10년 만기 국채금리 상승과 현재 국내 주가상승의 상관계수)이었으나 2015년 정책금리 인상 시기의 1개월 시차상관계수는 0.527로 소폭 감소함

〈표 2〉 미국 정책금리 인상의 국내 경제지표에 대한 영향

구분	2004년 6월~2006년 7월	2015년 12월~2018년 3월
미국 정책금리 인상 횟수 및 크기	17차례 425bp(1.0% → 5.25%)	6차례 150bp(0.25% → 1.75%)
미국 10년 만기 국채금리 상승	4.73% → 5.11%(38bp)	2.24% → 3.06%(82bp)
국고채 금리(3년 만기)	4.28% → 4.89%(61bp)	1.72% → 2.27%(52bp)
10년 만기 국채금리와 국고채 3년 금리의 상관관계수	0.757	0.891
국내 산업생산증가율(전년동기 대비)	평균 7.44%	평균 1.65%
국내 종합주가지수	771.61 → 1278.00(506.30 상승)	1,971.54 → 2,439.10(467.56 상승)
소비자물가상승률	3.60% → 2.40% 하락 (최저 2.0%, 최고 4.8%)	1.10% → 1.30% 상승 (최저 0.4%, 최고 2.6%)
생산자물가상승률	6.80% → 1.30% 하락 (최저 0.4%, 최고 7.5%)	-4.00% → 1.30% 상승 (최저 -4.0%, 최고 4.3%)
수입물가상승률	12.40% → 2.50% 하락 (최저 -1.2%, 최고 17.0%)	-12.00% → 3.20% 상승 (최저 -12.0%, 최고 13.3%)

■ 원/달러 환율과 주가의 미국 10년 만기 국채금리와의 선형관계가 약화된 원인은 국내 경제의 회복세 둔화 때문인 것으로 보이나 국고채 금리의 미국 10년 만기 국채금리와의 선형관계가 높아진 원인은 2015년 이후 물가상승세 때문인 것으로 보임

- 우리나라 산업생산증가율은 2004년 6월부터 2006년 7월까지 평균 7.44%였으나 2015년 12월부터 2018년 3월까지의 평균 1.65%에 불과함
 - 국내총생산 증가율은 2004년 2/4분기 전년동기 대비 6.4%, 2006년 2/4분기 4.7%를 기록하였으나 2015년 4/4분기 3.2%, 2018년 1/4분기 2.8%를 기록함
- 2004년 6월부터 2006년 7월까지 소비자물가, 생산자물가, 수입물가상승률은 하락하던 추세였으나 2015년 12월부터 최근까지 물가지수들은 상승하고 있음

■ 국내 경기가 2005년에 비해 부진한 가운데 미국 10년 만기 국채금리 상승세가 가속화될 경우 금리상승의 부담 확대로 국내 경기 회복세는 둔화될 것으로 우려됨

- 경기 회복세가 둔화되는 가운데 미국의 금리상승과 물가상승으로 인한 국내금리 상승세가 확대될 경우 민간소비와 투자 등 내수부진이 지속될 우려가 있음
 - 2018년 1/4분기 국내총생산 증가율은 전년동기 대비 2.8%로 2017년 1/4분기 2.9%에 비해 소폭 하락하였고 설비투자(-6.0%p)와 건설투자(-8.6%p)는 2017년 1/4분기에 비해 성장세가 둔화됨
 - 산업생산 증가율은 2018년 2월과 3월 -1.2%와 -1.0%를 기록하였고 2018년 3월 설비투자지수는 전년동기 대비 0.2% 감소함

- 신규취급액 기준 주택담보대출금리는 2017년 3월 3.21%에서 2018년 3월 3.45%로 상승하였고, 일반신용대출금리는 같은 기간 4.5% 내외를 유지함
 - 국제결제은행(Bank for International Settlement)에 따르면 우리나라 가계의 부채부담비율(Debt Service Ratio)은 2004년 2/4분기 8.9%에서 2007년 3/4분기 11.4%로 상승하였으나 2015년 4/4분기 11.6%에서 2017년 3/4분기 12.7%로 상승함
- 금리상승 시기에 경기부진이 지속될 경우 성장은 정체되고 물가와 금리가 더 상승하는 악순환을 초래할 우려가 있음
 - 중국과 미국의 통상마찰이 심화되고 우리나라 주력 수출품에 대한 관세부과가 실현될 경우 지금까지 성장세를 주도하던 수출도 감소할 수 있음 **kiri**