

## 【 주간이슈 】

## 거시경제지표로 본 기준금리 인상 국가의 특징 및 시사점

최형선 부연구위원

최원 선임연구원

- 최근 세계경기가 회복세로 돌아서면서 좁은 의미의 출구전략인 기준금리 인상에 대한 논의가 활발히 진행 중임.
  - 호주, 노르웨이, 이스라엘 등은 경기회복과 인플레이션 압력에 선제적으로 대응하기 위해 2009년 하반기 기준금리를 각각 인상함으로써 출구전략을 본격적으로 시행함.
  - 미국, 유럽의 경우 글로벌 금융위기 이후 공급된 단기 유동성은 대부분 회수하였으나 기준금리는 인상하지 않고 있음.
- 기준금리를 인상한 호주, 노르웨이, 이스라엘의 경우 GDP, 민간소비 등 실물 경제지표 개선되고 있으며 물가와 자산가격, 특히 부동산 가격이 상승함.
  - 호주, 노르웨이의 물가 상승률은 물가안정 목표를 넘지 않았으나 이스라엘의 물가 상승률은 물가안정 목표를 초과하였음.
  - 호주, 노르웨이, 이스라엘 부동산 가격은 글로벌 금융위기 이전 수준을 상회하고 있음.
- 이에 반해 기준금리를 인상하지 않은 미국과 유럽의 경우 실물지표는 다소 개선되고 있으나 물가 상승률이 높지 않고 부동산 시장이 침체에서 벗어나지 못하고 있음.
  - 미국과 유럽의 주가는 상승하고 있으나 소비자물가가 안정되어 있고 부동산 가격은 아직 글로벌 금융위기 이전 수준으로 회복되지 못함.
- 따라서 향후 주요국에서의 기준금리 인상 시기는 경기회복보다는 물가 및 부동산 시장 회복 여부에 크게 좌우될 것으로 보임.

본고는 연구담당자의 의견이며, 보험연구원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.

## 1. 논의 배경

- 최근 세계경기가 침체국면에서 벗어나 회복세로 돌아서면서 출구전략의 시행시점에 대한 논의가 진행 중임.
  - 넓은 의미에서의 출구전략은 각국 중앙은행이 전통적 및 비전통적 방식으로 공급한 유동성을 흡수하는 정책을 의미함.
  - 좁은 의미에서의 출구전략은 기준금리 인상을 의미함.
- 주요국 중앙은행이 단기 유동성을 대폭 축소하는 등 넓은 의미에서의 출구전략은 이미 진행 중에 있으나<sup>1)</sup> 좁은 의미에서의 출구전략은 일부 국가에서만 시행함.
  - 한국은행에 따르면 미국 연방준비위원회(FRB: Federal Reserve Board)와 유럽 중앙은행(ECB: European Central Bank)은 출구전략 정책의 일환으로 금융기관과 단기 시장에 대한 유동성 공급을 축소함.
    - 장기 시장에 대한 유동성 공급은 여전히 확대·유지되고 있음.

<표 1> 주요국 중앙은행의 정책별 출구전략 이행 현황

		미 FRB	ECB
초저금리		유지	유지
금융기관 유동성 공급		대폭 축소	축소
신용시장 지원	단기 시장	대폭 축소	-
	장기 시장	확대	확대
국채 직매입		유지	-

주: 음영은 출구전략 이행을 표시

자료: 한국은행.

- 호주, 노르웨이, 이스라엘 등은 2009년 하반기 기준금리를 각각 인상함으로써 출구전략을 본격적으로 시행함.
  - 중국은 2010년 1월 지급준비율과 인민은행 채권발행 금리를 인상하였음.
- 본고에서는 좁은 의미에서의 출구전략인 기준금리를 인상한 국가와 그렇지 않은 국가의 거시경제지표를 비교하여 기준금리 인상시기에 대한 시사점을 찾아보고자 함.

1) 미국 연방준비위원회(FRB: Federal Reserve Board)의 벤 버냉키 의장은 출구전략은 양적완화정책, 기타 유동성 공급 정책 등 비전통적인 통화정책의 축소가 선행되며 기준금리 인상은 마지막에 이루어져야 한다고 언급 ("The Crisis and the Policy Responses", *Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, January 13, 2009.*)

## 2. 기준금리 인상 국가의 경제여건

- 호주<sup>2)</sup>, 노르웨이<sup>3)</sup>, 이스라엘<sup>4)</sup> 중앙은행은 경기회복과 인플레이션 압력을 선제적으로 대응하기 위해 2009년 9월 이후 기준금리를 인상하기 시작함.
  - 호주는 2009년 10월 6일, 11월 3일, 12월 1일 등 세 차례에 걸쳐 기준금리를 각각 0.25%p씩 인상하여 현재 3.75%를 유지함.
  - 노르웨이는 2009년 10월 28일, 12월 16일 등 두 차례에 걸쳐 기준금리를 각각 0.25%p씩 인상하여 현재 1.75%를 유지함.
  - 이스라엘은 2009년 11월 23일, 12월 28일 등 두 차례에 걸쳐 기준금리를 각각 0.25%p씩 인상하여 현재 1.25%를 유지함.

### 가. 실물 경제지표

- 이들 국가의 전기대비 GDP 성장률은 2009년 1/4분기 이후 점차 높아지는 추세임.
  - 호주의 GDP 성장률이 2009년 1/4분기 0.50%, 2/4분기 0.60%, 3/4분기 0.20%를 기록함으로써 GDP는 점차 개선되는 추세임.
  - 노르웨이의 GDP 성장률은 2008년 4/4분기 7.70% 기록한 이후 2009년 1/4분기와 2/4분기 연속하여 마이너스(-)를 기록하였지만 2009년 3/4분기에는 플러스(+)로 돌아섬.
  - 이스라엘의 GDP 성장률은 등락을 반복하면서 2009년 3/4분기 이후 상승하는 추세임.
- 민간소비는 전기대비로 2009년 1/4분기에 최저점을 기록한 이후 반등하여 증가하기 시작함.
  - 호주의 민간소비 증가율은 2009년 1/4분기 0.33%, 2/4분기 0.71%, 3/4분기 0.65%를 기록하면서 높아지고 있음.
  - 노르웨이의 민간소비 증가율은 2009년 1/4분기까지 마이너스(-)를 보였으나

2) Reserve Bank of Australia, "Statement by Glenn Stevens", 2009.12.1, 2009.11.3, 2009.10.6.

3) Norges Bank, "The Executive Board's monetary policy decision - background and general assessment", 2009.12.16, 2009.10.28.

4) Bank of Israel, "The Bank of Israel increases the interest rate for January 2010", press release, 2009.12.28.

Bank of Israel, "The Bank of Israel increases the interest rate for December 2009", press release, 2009.11.23.

2009년 2/4분기와 3/4분기 각각 1.10%의 플러스(+)로 개선됨.

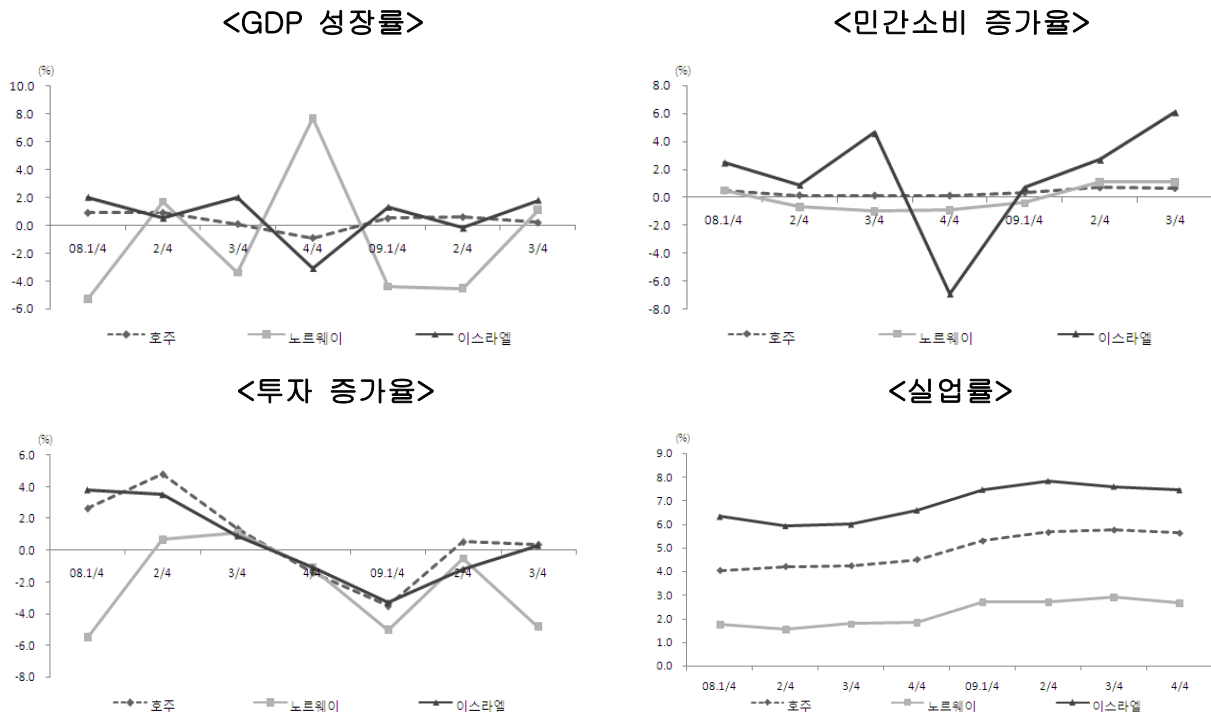
- 이스라엘의 민간소비 증가율은 2008년 4/4분기 -6.90%로 최저점을 기록한 이후 증가하기 시작하여 2009년 3/4분기에는 6.10%로 크게 개선됨.

□ 그러나 전기대비 투자 증가율은 GDP와 민간소비에 비해 상대적으로 낮은 상황임.

- 호주의 투자 증가율은 2009년 2/4분기 0.53%로 마이너스(-) 증가율에서 벗어났으나 2009년 3/4분기에는 0.36%로 소폭 둔화됨.
- 노르웨이의 투자 증가율은 2008년 4/4분기 이후 등락을 거듭하면서 마이너스(-)를 기록하였으나 2009년 3/4분기에는 -4.80%로 크게 하락함.
- 이스라엘의 투자 증가율은 2009년 3/4분기에 0.30%를 기록함.

□ 마지막으로 실업률은 모두 2009년 3/4분기 이후 개선되기 시작하면서 2009년 4/4분기 각각 5.63%, 2.63%, 7.45%를 보임.

<그림 1> 호주, 노르웨이, 이스라엘 실물 경제지표



주: 1) GDP, 민간소비, 투자는 전기대비 수치이며 실업률은 3개월 평균값임.

2) 투자는 총고정자산(Gross Fixed Capital) 수치임.

자료: Bloomberg.

나. 물가 및 자산가격

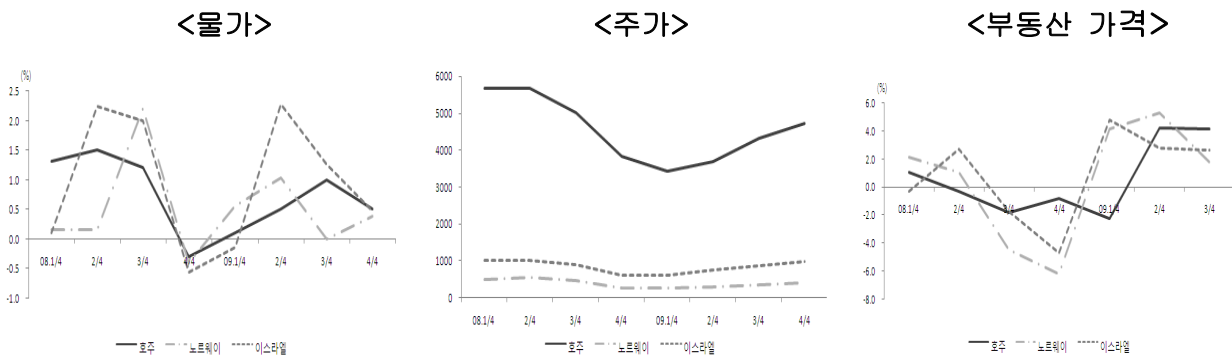
□ 이들 국가의 소비자물가는 전기대비로 2009년 3/4분기까지 상승하는 추세였으나 2009년 4/4분기부터 상승세가 둔화됨.

- 호주는 물가안정 목표<sup>5)</sup>를 2.50%, 노르웨이<sup>6)</sup>는 2.00~3.00%, 이스라엘<sup>7)</sup>은 1.00~3.00%로 설정하고 있음.
- 호주의 2009년도 연간 물가상승률<sup>5)</sup>은 2.1%, 노르웨이 물가상승률<sup>8)</sup>은 2.00%로 물가안정 목표를 초과하지 않았고 이스라엘 물가상승률<sup>7)</sup>은 3.91%로 물가안정 목표를 초과

□ 주가는 2009년 1/4분기 이후 상승하는 추세를 보이고 있으며 부동산 가격도 높아지는 모습을 보이고 있음.

- 부동산 가격은 글로벌 금융위기 이전 수준을 상회하고 있음.

<그림 2> 호주, 노르웨이, 이스라엘 물가 및 자산가격



주: 1) 물가와 부동산 가격은 전기대비 수치임.

2) 주가의 경우 호주는 ALL ORD, 노르웨이는 OSE, 이스라엘은 TASE-100의 3개월 평균값임.

자료: Bloomberg, Global Property(<http://www.globalpropertyguide.com>).

5) Reserve Bank of Australia.  
6) Norges Bank.  
7) Bank of Israel.  
8) Statistics Norway

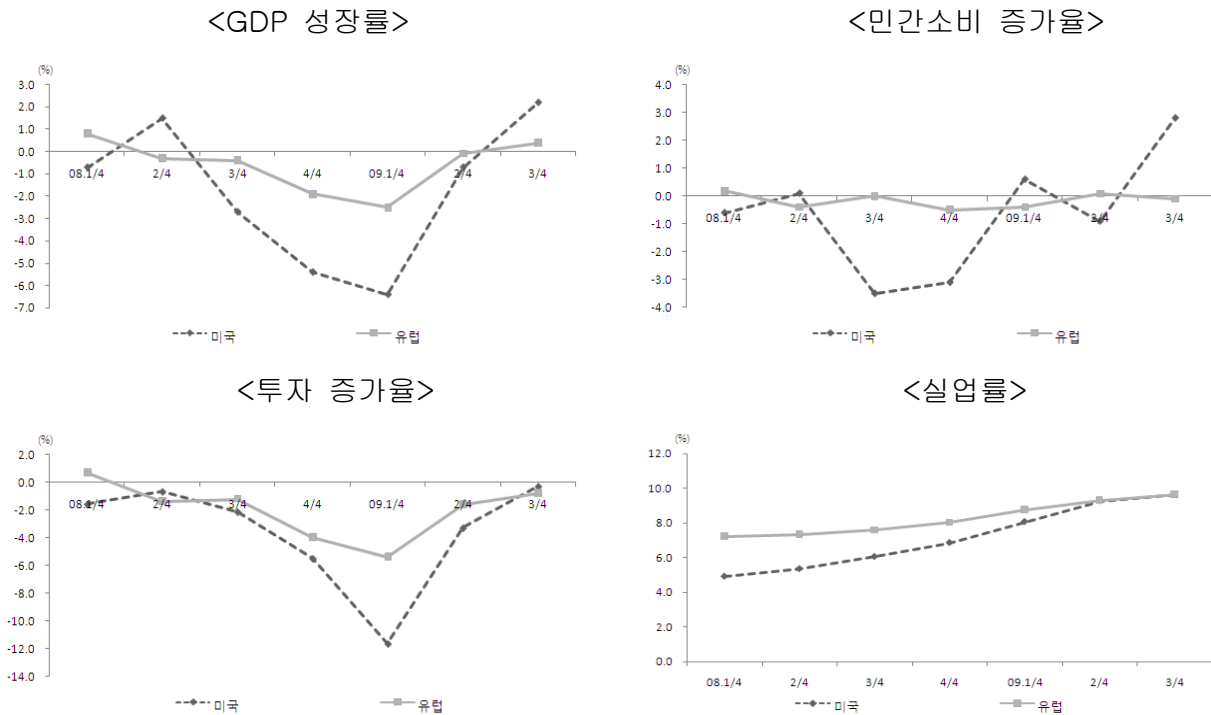
### 3. 기준금리 인상 전 국가의 경제여건

- 미국과 유럽은 글로벌 금융위기 이후 인하한 기준금리를 유지하면서 최근 일시적인 양적완화(Quantitative Easing)정책의 종료시점을 2010년 상반기로 제시함.
  - 미 FRB는 기준금리를 2007년 9월 5.25%에서 2008년 12월 0~0.25%까지 인하함.
  - ECB는 기준금리를 2008년 7월 4.25%에서 2009년 5월 1.00%까지 인하함.

#### 가. 실물 경제지표

- 이들 국가의 GDP 성장률은 전기대비로 2009년 1/4분기 이후 회복되기 시작하였고 2009년 3/4분기에 이르러 마이너스(-) 성장률에서 벗어남.
  - 미국과 유럽의 GDP 성장률은 2009년 1/4분기 각각 -6.40%와 -2.50%로 저점을 기록한 이후 증가하여 2009년 3/4분기 2.20%와 0.20%를 기록함.
- 미국의 민간소비 증가율은 전기대비로 2008년 3/4분기 이후 등락을 거듭하면서 다소 개선되고 있지만 유럽의 민간소비 증가율은 큰 변화를 보이고 있지 않음.
  - 미국의 민간소비 증가율은 2008년 3/4분기 -3.50%를 기록한 이후 상승추세를 보이면서 2009년 3/4분기 5.70%를 기록함.
  - 유럽의 민간소비 증가율은 큰 변화 없이 2009년 3/4분기 -0.10%를 나타냄.
- 투자 증가율은 전기대비로 2009년 1/4분기 최저점을 기록한 이후 개선되고 있지만 아직까지 마이너스(-) 증가율을 보이고 있음.
  - 투자 증가율은 2009년 1/4분기 각각 -11.62%와 -5.40%를 기록한 이후 회복되었으나 2009년 3/4분기 -0.32%와 -0.80%로 여전히 마이너스(-) 증가율을 유지하고 있음.
- 마지막으로 실업률은 지속적으로 상승하면서 2009년 3/4분기에는 각각 9.63%를 기록

<그림 3> 미국, 유럽 실물 경제지표



주: 1) GDP, 민간소비, 투자는 전기대비 수치이며 실업률은 3개월 평균값임.

2) 투자는 총고정자본(Gross Fixed Capital) 수치임.

자료: 한국은행, Bloomberg.

## 나. 물가 및 자산가격

□ 미국 전기대비 소비자물가는 2008년 4/4분기 이후 상승하고 있으나 유럽의 물가는 2009년 1/4분기 이후 큰 변화 없이 등락을 거듭하고 있음.

- 미국<sup>9)</sup>의 소비자물가는 2009년 1/4분기 -3.25%를 보인 이후 증가하여 2009년 4/4분기에는 0.81%를 나타냄.
- 유럽의 소비자물가는 2008년 2/4분기부터 하락하기 시작한 이후 큰 변화 없이 등락을 거듭하여 2009년 4/4분기 0.67%를 기록함.
  - 2009년도 연간 물가상승률<sup>9)</sup>은 1.00%로 유럽의 물가안정 목표<sup>10)</sup>인 2.00%에 미치지 못하고 있음.

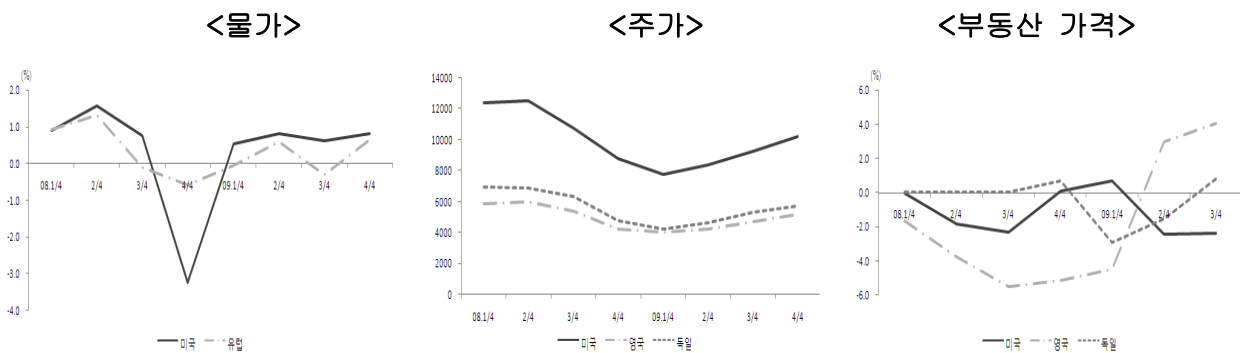
□ 미국의 주가는 2009년 1/4분기 이후 증가하는 추세를 보이거나 부동산 가격은 여전히 하락하고 있고, 유럽은 주가와 부동산 가격 모두 상승하는 추세임.

9) 미 FRB는 명시적으로 물가안정 목표를 공표하지 않음.

10) European Central Bank

- 미국의 부동산 가격은 2009 1/4분기 0.68%를 기록한 이후 하락하여 2009년 3/4분기에는 -2.39%를 보이고 있음.
- 하지만 영국과 독일의 부동산 가격은 2009 1/4분기 이후 증가하는 모습이며 2009년 3/4분기 각각 4.03%와 0.81%를 보였으나 글로벌 금융위기 이전 수준을 회복하지 못함.

<그림 4> 미국, 유럽 물가 및 자산가격



주: 1) 물가와 부동산 가격은 전기대비 수치임.

2) 주가의 경우 미국은 DJIA, 영국은 FTSE100, 독일은 DAX 3개월 평균값임.

자료: 국제금융센터, Bloomberg, Grobal Property(<http://www.globalpropertyguide.com>), Federal Housing Finance Agency(<http://www.fhfa.gov>).

#### 4. 요약 및 시사점

□ 호주, 노르웨이, 이스라엘의 주요 실물 경제지표는 전반적으로 개선되는 추세를 보이며 소비자 물가와 자산 가격 상승이 함께 이루어지는 것으로 나타남.

- 소비자물가와 부동산 가격이 2009년 1/4분기부터 현저하게 상승하고 있으며 특히 부동산 가격은 금융위기 이전 수준을 상회하고 있음.

□ 따라서 호주, 노르웨이, 이스라엘의 기준금리 인상은 물가와 자산가격 상승에 따른 영향이 크게 작용한 것으로 보임.

□ 반면에 미국과 유럽은 실물경제지표가 다소 개선되는 모습을 보이고 있으나 물가가 안정되어 있고 부동산 시장도 침체에서 벗어나지 못하고 있음.

- 미국과 유럽은 최근 제시한 양적완화정책의 축소 이후 향후 경기변화 및 부동

산 시장을 감안하여 기준금리 인상 논의가 이루어질 것으로 예상됨.

- 미국과 유럽의 주가는 상승하고 있으나 소비자물가가 안정되어 있고 부동산 가격은 아직 글로벌 금융위기 이전 수준으로 회복되지 못함.

□ 따라서 주요국의 기준금리 인상 시기는 부동산 시장의 회복여부에 크게 좌우될 것으로 보임. KiRi

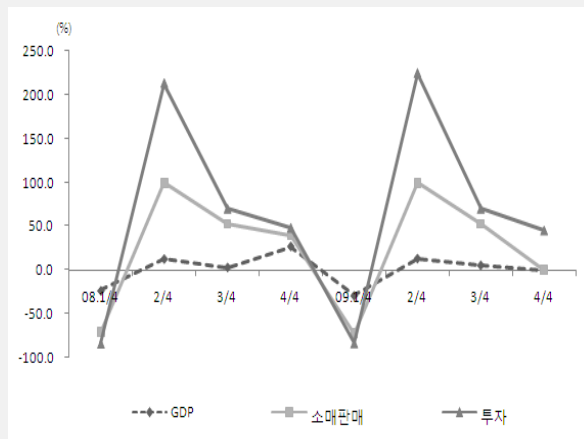
<참고> 중국의 거시 경제지표 변화와 정책변화

□ 중국 인민은행은 최근 2010년 1월 12일 지급준비율과 인민은행 채권발행 금리를 각각 0.5%, 1.84% 인상함.

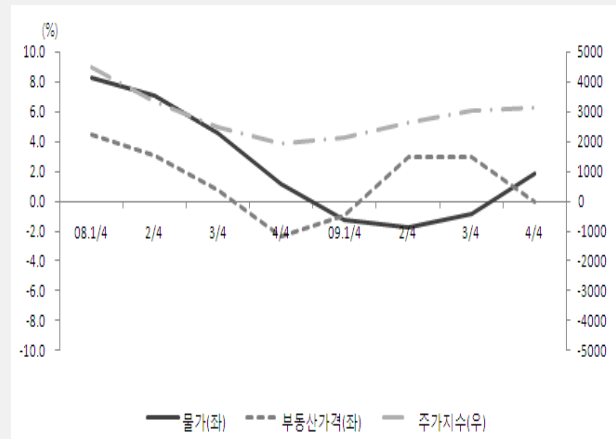
- 중국 인민은행은 2008년 12월 22일 이후 기준금리를 5.31%로 유지함.

□ 중국의 GDP와 투자는 2009년 2/4분기 이후 확연하게 개선되고 있고, 소매판매도 감소세가 줄어들고 있음.

<그림 5> 실물 경제지표



<그림 6> 물가 및 자산가격



주: 1) 전기대비 수치임.  
2) 중국의 투자는 총투자 값임.  
자료: Bloomberg, 중국 통계청.

주: 1) 물가는 전년동기대비, 부동산 가격은 전기대비 수치  
2) 중국 주가지수는 Sanghai Comp 3개월 평균값  
자료: Bloomberg, 국제금융센터, Global Property Guide.

□ 중국의 물가, 주가지수, 부동산 가격은 모두 상승하고 있고 특히 주가의 상승 속도가 빠르게 나타나고 있음.

□ 중국의 물가와 부동산 가격은 미국·유럽과 달리 빠르게 상승하고 있어 기준금리 인상시기가 미국과 유럽보다 앞설 가능성이 있는 것으로 보임.

<별첨>

<표 2> 주요국 실물 경제지표

(%)

구분		2008				2009			
		1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4
호주	GDP	0.90	0.90	0.10	-0.90	0.50	0.60	0.20	-
	민간소비	0.47	0.15	0.12	0.12	0.33	0.71	0.65	-
	투자	2.63	4.79	1.36	-1.42	-3.52	0.53	0.36	-
	실업률	4.03	4.20	4.23	4.50	5.30	5.67	5.77	5.63
노르웨이	GDP	-5.30	1.70	-3.40	7.70	-4.40	-4.50	1.10	-
	민간소비	0.50	-0.70	-1.00	-0.90	-0.40	1.10	1.10	-
	투자	-5.50	0.70	1.10	-1.10	-5.00	-0.50	-4.80	-
	실업률	1.73	1.53	1.77	1.83	2.70	2.70	2.90	2.63
이스라엘	GDP	2.00	0.50	2.00	-3.10	1.30	-0.20	1.80	-
	민간소비	2.50	0.90	4.60	-6.90	0.70	2.70	6.10	-
	투자	3.80	3.50	0.90	-1.10	-3.30	-1.20	0.30	-
	실업률	6.33	5.93	6.00	6.60	7.47	7.83	7.60	7.45
미국	GDP	-0.70	1.50	-2.70	-5.40	-6.40	-0.70	2.20	5.70
	민간소비	-0.60	0.10	-3.50	-3.10	0.60	-0.90	2.80	2.00
	투자	-1.60	-0.69	-2.15	-5.50	-11.62	-3.29	-0.32	0.85
	실업률	4.93	5.37	6.07	6.87	8.07	9.27	9.63	-
유럽	GDP	0.80	-0.30	-0.40	-1.90	-2.50	-0.10	0.40	-
	민간소비	0.20	-0.40	0.00	-0.50	-0.40	0.10	-0.10	-
	투자	0.70	-1.40	-1.20	-4.00	-5.40	-1.60	-0.80	-
	실업률	7.23	7.37	7.60	8.03	8.77	9.30	9.63	-
중국	GDP	-23.41	12.25	2.87	26.39	-29.04	12.73	5.18	-
	민간소비	-71.35	99.74	52.59	39.29	-72.90	99.71	52.74	-
	투자	-84.08	213.12	69.95	48.21	-83.67	224.65	69.79	45.01
	실업률	4.00	4.00	4.00	4.20	4.30	4.30	0.00	-
한국	GDP	-8.60	6.80	-1.30	0.30	-9.40	9.10	1.70	5.40
	민간소비	0.00	-2.60	1.30	-2.50	-0.70	1.10	2.90	2.20
	투자	-27.20	24.30	-5.40	8.20	-27.70	31.60	-3.60	16.10
	실업률	3.40	3.10	3.10	3.10	3.80	3.80	3.60	3.30

주: 1) 전기대비 수치이며 실업률의 경우는 3개월 평균값임.

2) 투자는 총고정자본(Gross Fixed Capital) 수치이며, 중국의 투자는 총투자 값임.

자료: 한국은행, Bloomberg, 중국 통계청 (www.stats.gov.cn).

<표 3> 주요국 물가 및 자산가격

(%)

구 분		2008				2009			
		1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4
호주	물가	1.30	1.50	1.20	-0.30	0.10	0.50	1.00	0.50
	주가지수	5,664	5,657	5,011	3,821	3,420	3,682	4,311	4,721
	부동산가격	1.08	-0.31	-1.84	-0.79	-2.24	4.23	4.19	-
노르웨이	물가	0.16	0.16	2.21	-0.40	0.56	1.04	0.00	0.40
	주가지수	485	545	462	279	269	302	348	396
	부동산가격	2.09	1.08	-4.45	-6.19	4.15	5.28	1.78	-
이스라엘	물가	0.10	2.24	2.00	-0.56	-0.14	2.27	1.26	0.48
	주가지수	1,017	1,010	902	620	608	766	871	998
	부동산가격	-0.27	2.74	-1.72	-4.68	4.80	2.76	2.67	-
미국	물가	0.91	1.58	0.76	-3.25	0.54	0.82	0.62	0.81
	주가지수	12,385	12,510	10,755	8,810	7,757	8,335	9,221	10,171
	부동산가격	-0.06	-1.82	-2.31	0.05	0.68	-2.44	-2.39	-
유럽	물가	0.95	1.33	-0.11	-0.59	-0.06	0.61	-0.29	0.67
	영국	5,875	5,983	5,354	4,260	4,033	4,263	4,717	5,184
	독일	6,913	6,845	6,298	4,776	4,251	4,663	5,302	5,682
	부동산가격(영국)	-1.63	-3.74	-5.49	-5.12	-4.46	2.93	4.03	-
	부동산가격(독일)	-	-	-	0.68	-2.92	-1.56	0.81	-
중국	물가	8.30	7.10	4.60	1.20	-1.20	-1.70	-0.80	1.90
	주가지수	4484	3322	2507	1921	2143	2640	3060	3158
	부동산가격	4.42	3.11	0.79	-2.35	-0.93	3.01	2.98	-
한국	물가	3.80	4.80	5.50	4.50	3.90	2.80	2.00	2.40
	주가지수	1,691	1,793	1,519	1,132	1,145	1,371	1,564	1,620
	부동산가격	-13.33	2.07	0.77	-1.15	-3.98	0.40	1.31	0.79

주: 1) 물가와 부동산가격은 전기대비 수치

2) 중국 물가는 전년동기대비 수치

3) 주가의 경우 호주는 ALL ORD, 노르웨이는 OSE, 이스라엘은 TASE-100, 미국은 DJIA, 영국은 FTSE100, 독일은 DAX, 중국은 Sanghai Comp, 한국은 KOSPI의 3개월 평균값임.

자료: 한국은행, 국민은행 주택종합지수, 국제금융센터, Bloomberg, Federal Housing Finance Agency (<http://www.fhfa.gov>), Global Property(<http://www.globalpropertyguide.com>).