

대내외 금리차의 실물경제 영향

박 성 욱

2022년

한국금융연구원

목차

- 01 한미금리 역전의 실물경제 파급경로
- 02 소규모 개방경제 모형 충격반응분석
- 03 한미금리 역전 사례

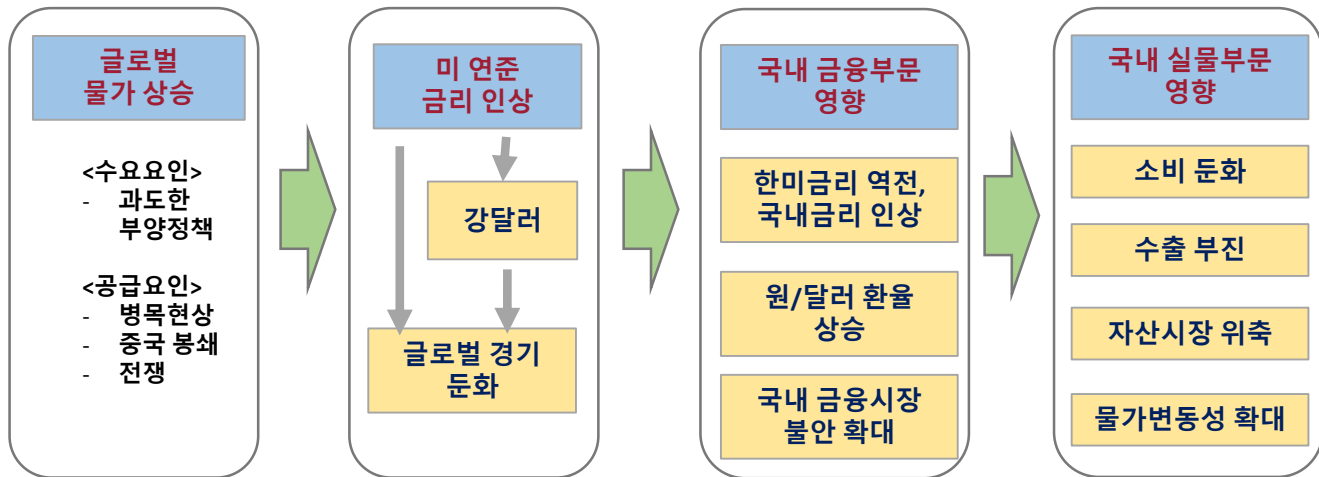
01

한미금리 역전의 실물경제 파급경로

한미금리 역전의 배경

● 한미금리 역전은 고물가 지속에 대응한 미 연준의 공격적인 금리인상이 배경

- **(고물가)** 주요국의 고물가는 공급망 병목 현상, 러시아-우크라이나 전쟁, 중국 코로나 봉쇄 등 공급측 요인 뿐 아니라 과도한 부양정책이라는 수요측 요인이 혼재되어 발생함에 따라 예상보다 고강도로 장기간 지속
- **(고금리)** 인플레이 대응이 늦었던 미 연준이 정책신뢰도 회복과 인플레이기대 고착화 방지를 위해 빠르게 금리를 인상하고 고금리를 인플레이 안정이 확인될 때까지 장기간 유지할 것으로 예상
- **(강달러)** 상대적으로 양호한 미국 경제의 성장세와 미 연준의 빠른 금리인상으로 글로벌 달러 강세 강화
- **(세계경제 성장 둔화)** 강달러가 자국 물가 및 환율에 미치는 영향을 완화하기 위해 미국보다 성장 여건이 어려운 국가들까지 금리 인상에 나서면서 강달러와 고금리가 세계경제 성장을 둔화시키는 요인으로 작용



01

한미금리 역전의 실물경제 파급경로

한미금리 역전의 국내경제 영향

● 대외충격에서 시작된 한미금리 역전은 금융부문에서 국내금리 상승, 원/달러 환율 상승, 금융시장 불안 등을 의미하며 실물부문에 성장 둔화 등을 초래

- <금융부문 영향> (미 연준 금리인상 + 글로벌 강달러) ⇒ (국내금리 상승, 환율상승, 금융시장 불안 확대)
 - ✓ (한미금리 역전 및 국내금리 상승) 환율 및 물가 압력에 대응하기 위해 한국도 금리를 인상하지만 한미간의 대내 경제 여건 차이 때문에 미 연준보다 인상폭이 작아 한미금리 역전을 초래
 - ✓ (원/달러 환율 상승) 글로벌 강달러 여건하에 원/달러 환율도 상승(교역조건, 반도체, 대외순자산, 가계부채)
 - ✓ (금융시장 불안 확대) 고금리, 강달러에 적응하는 과정에서 글로벌 금융시장의 변동성이 확대됨에 따라 우리 금융시장도 유동성위험, 신용위험, 외화유동성위험 등의 측면에서 불안 확대
- <실물부문 영향> (국내금리 상승, 환율상승, 금융시장 불안 확대) ⇒ (소비둔화, 수출부진, 물가변동성 확대)
 - ✓ (국내 소비 둔화) 경기둔화에 따른 소득 부진, 환율상승에 따른 수입물가상승, 고금리 충격으로 인한 자산시장 위축 등이 국내 소비의 둔화 요인으로 작용
 - ✓ (수출 부진) 글로벌 고금리와 강달러로 인한 세계경제 성장 둔화가 수출 부진을 초래하며, 원화환율 상승도 글로벌 강달러 여건 속에서 나타난 현상이라 수출 경쟁력 강화에 기여하지 못함.
 - ✓ (물가변동성 확대) 경기부진으로 인한 물가하락 압력과 환율상승에 따른 물가상승 압력이 동시에 나타남.



목차

- 01 한미금리 역전의 실물경제 파급경로
- 02 소규모 개방경제 모형 충격반응분석
- 03 한미금리 역전 사례

02

소규모 개방경제 모형 충격반응분석

모형 개요

● 김현태(2022)의 소규모개방경제 모형을 이용하여 미국 금리인상의 영향 도출

- Justinaiano and Preston (2010)의 모형을 활용하되 우리나라 데이터를 이용하여 모수를 도출한 모형
- 미 연준의 기준금리 인상 충격이 발생할 경우 한미금리 역전폭, 환율, GDP, 물가 등의 반응을 추정
- 한국과 미국만 고려하는 양국 모형이므로 충격반응의 방향은 실제와 부합하더라도 크기는 실제와 상당한 괴리가 있을 수 있음.
- 기본 시나리오: 3/4분기까지 미 연준 기준금리 인상폭 + 4/4분기 인상폭에 대한 시장의 평균 전망 반영
- 확대 시나리오: 기본 시나리오 + 4/4분기 중 50bp 추가 인상

시나리오별 미 연준 기준금리 인상폭

(단위:bp)

	기본 시나리오	확대 시나리오
2022.1/4분기	25	12
2022.2/4분기	125	125
2022.3/4분기	150	150
2022.4/4분기	125 (75+50)	175
2022년 연간	425	475

주: 1) 3/4분기까지는 실적치

자료: FRB

02

소규모 개방경제 모형 충격반응분석

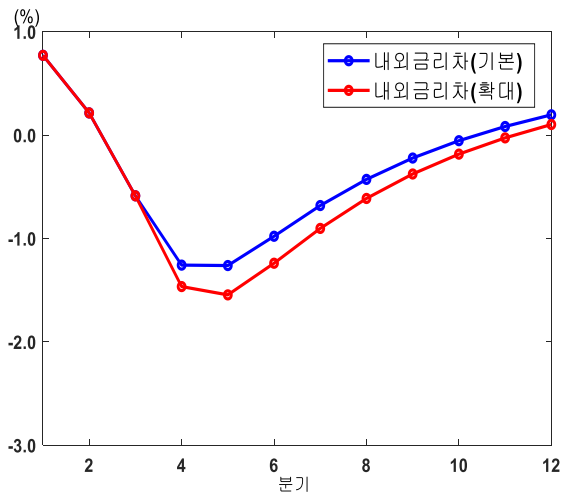
한미금리차 및 환율
충격반응분석 결과



● 충격반응분석결과, 미 연준 금리인상으로 한미금리 역전이 발생하고 환율은 상승

- 미 연준 금리인상에 대한 반응으로 한국도 기준금리를 인상하지만 속도가 느려 한미금리 역전 발생
 ✓ 한미금리 역전폭은 시나리오에 따라 최대 1%p를 소폭 상회하는 수준까지 확대된 후 점차 축소
- 환율은 시나리오에 따라 최대 20% 가량 상승한 후 점차 하락

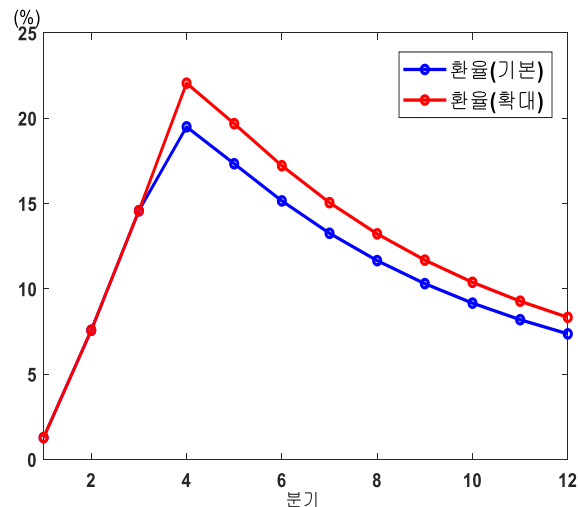
미 금리 인상에 대한 한미금리차의 충격반응함수



주: 주: 1) 내외금리차는 국내금리 -해외금리를 의미,
 2) 모형 시뮬레이션 시작 기준시점을 '22년 1분기로 설정
 3) '21년 말 한미 양국간 기준금리차 수준(=0.875%p)에서
 해외금리 인상 충격이 가해졌을 때의 예상 경로

자료: 자체계산

미 금리 인상에 대한 환율의 충격반응함수



자료: 자체계산

02

소규모 개방경제 모형 충격반응분석

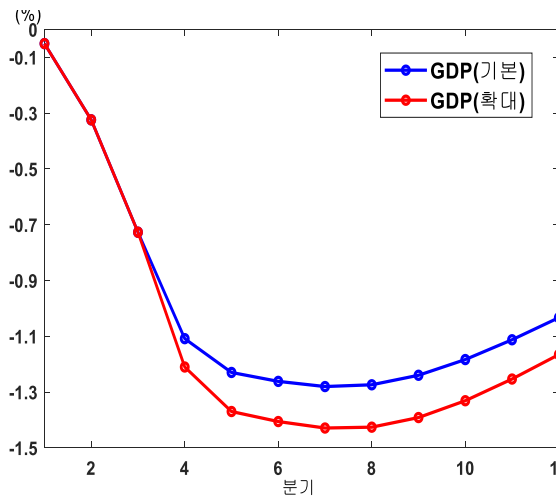
한국 GDP 및 물가
충격반응분석 결과



● 충격반응분석결과, 미 연준 금리인상으로 한국 GDP성장률은 둔화

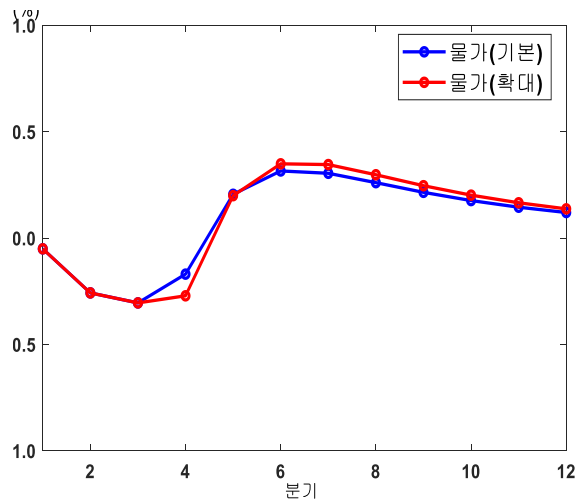
- 모형에서 미 연준 금리인상은 한국을 제외한 전세계의 기준금리 인상을 의미해서 영향이 과다 추정될 수 있지만, 충격 발생 당해 연평균 0.5%p, 다음해 1%p를 소폭 상회하는 수준으로 한국 GDP 둔화
- 물가는 경기둔화로 충격발생 3분기 후에 최대 약 0.3%p 하락하였다가 교역조건 악화로 상승세로 전환해 충격 발생 이후 6분기 시점에 최대 0.3%p 상승

미 금리 인상에 대한 한국 GDP 충격반응함수



자료: 자체계산

미 금리 인상에 대한 한국 물가 충격반응함수



자료: 자체계산



목차

- 01 한미금리 역전의 실물경제 파급경로
- 02 소규모 개방경제 모형 충격반응분석
- 03 한미금리 역전 사례

03

한미금리 역전 사례

한미 기준금리

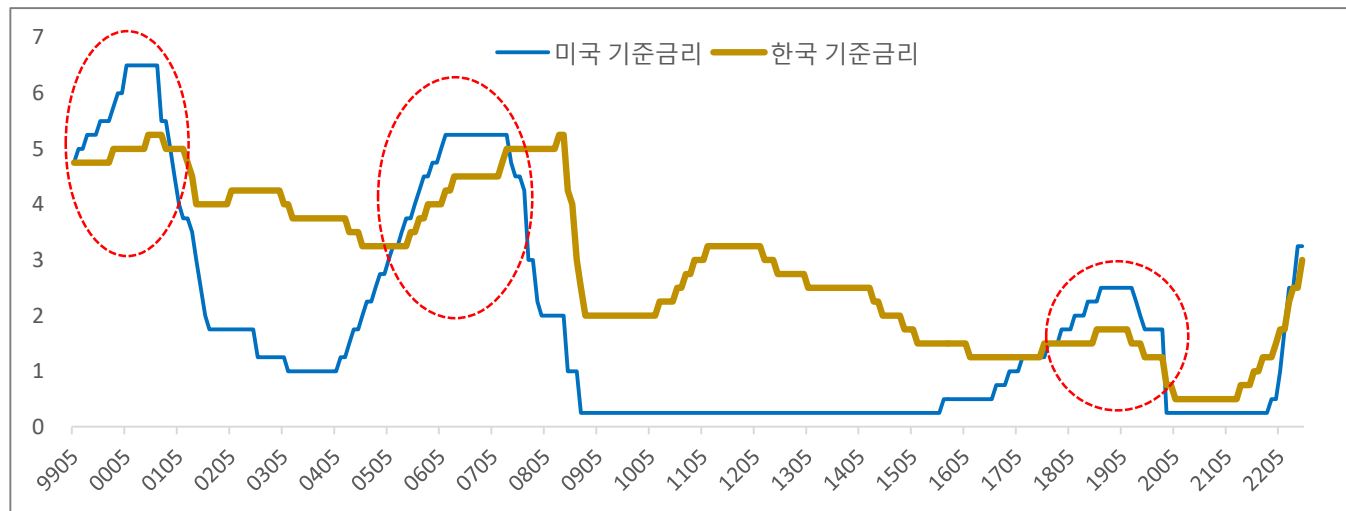


● 한국은행이 금리목표를 제시하기 시작한 1999.5월 이후 3차례 한미 금리역전 발생

- 한미금리 역전 과거 사례는 1999년6월~2001년3월(1기, 22개월), 2005년8월~2007년9월(2기, 26개월), 2018년3월~2020년2월(3기, 24개월) 기간으로 대체로 한번에 2년 내외의 기간 동안 지속됨.
- 한미금리 역전 시점 혹은 수개월 후에 한국은행도 기준금리를 인상하기 시작하지만 인상속도가 느려 초기에는 금리역전 폭이 확대
 - ✓ 즉, 한미금리 역전 초기에는 미국과 한국 모두 통화정책은 긴축을 강화하는 방향

한국 및 미국 기준금리 추이

(단위:%)



주: 월말기준

자료: Fred, 한국은행

03

한미금리 역전 사례

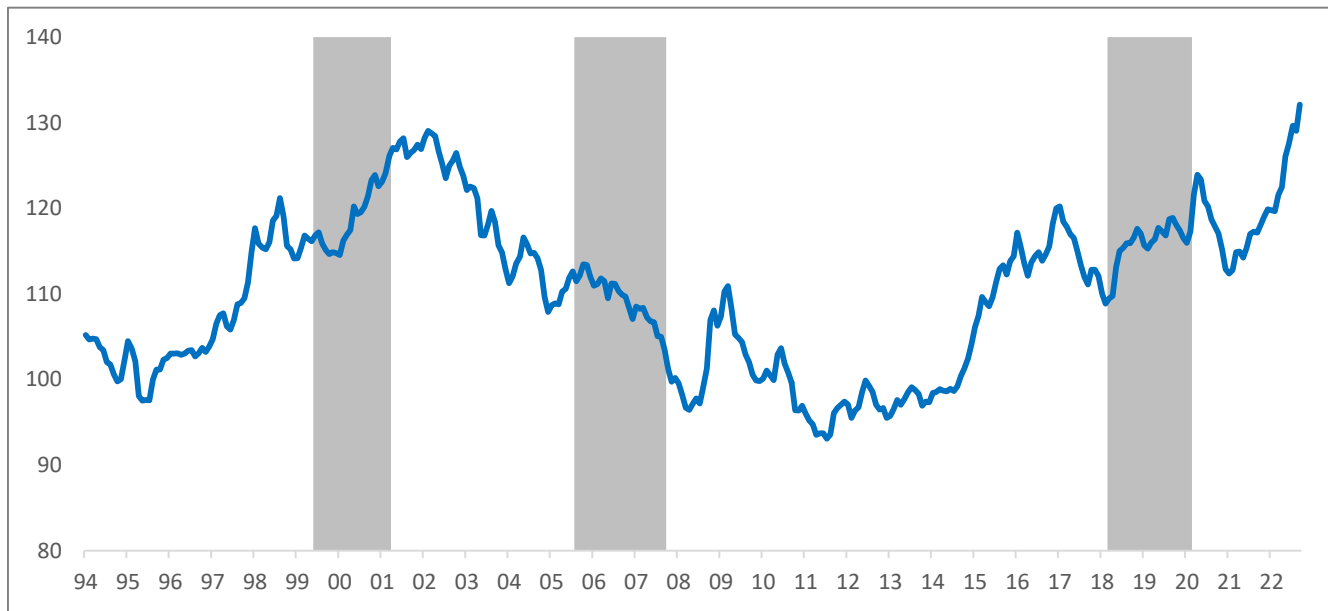
미달러화



- 한미금리 역전 기간 중 미달러화의 실질실효환율(BIS 기준)은 1기, 3기에는 상승하였으나 2기에는 낮아졌음.

미달러화 실질실효환율(BIS기준)

(단위:2010=100)



자료: BIS

03

한미금리 역전 사례

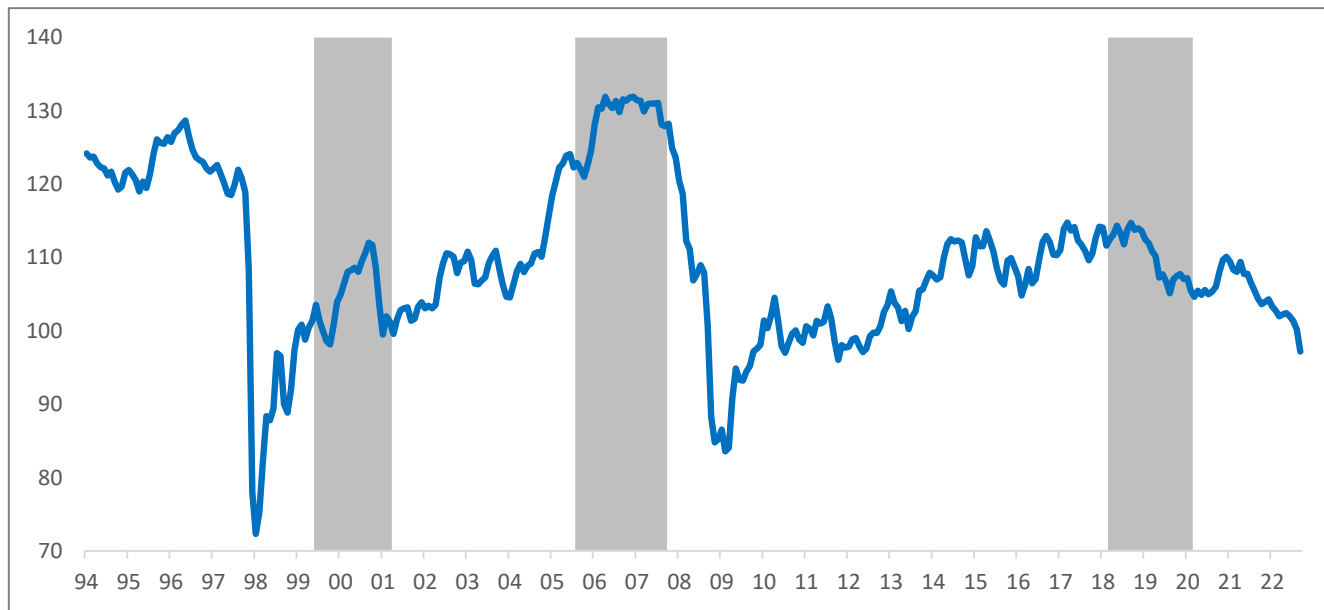
원화 실질실효환율



- 원화의 실질실효환율(BIS 기준)은 2기에 상승하고 3기에 하락하여 달러화와 반대로 움직였으나, 1기에는 달러화와 같이 상승한 후 하락하였음.

원화 실질실효환율(BIS기준)

(단위:2010=100)



자료: BIS

03

한미금리 역전 사례

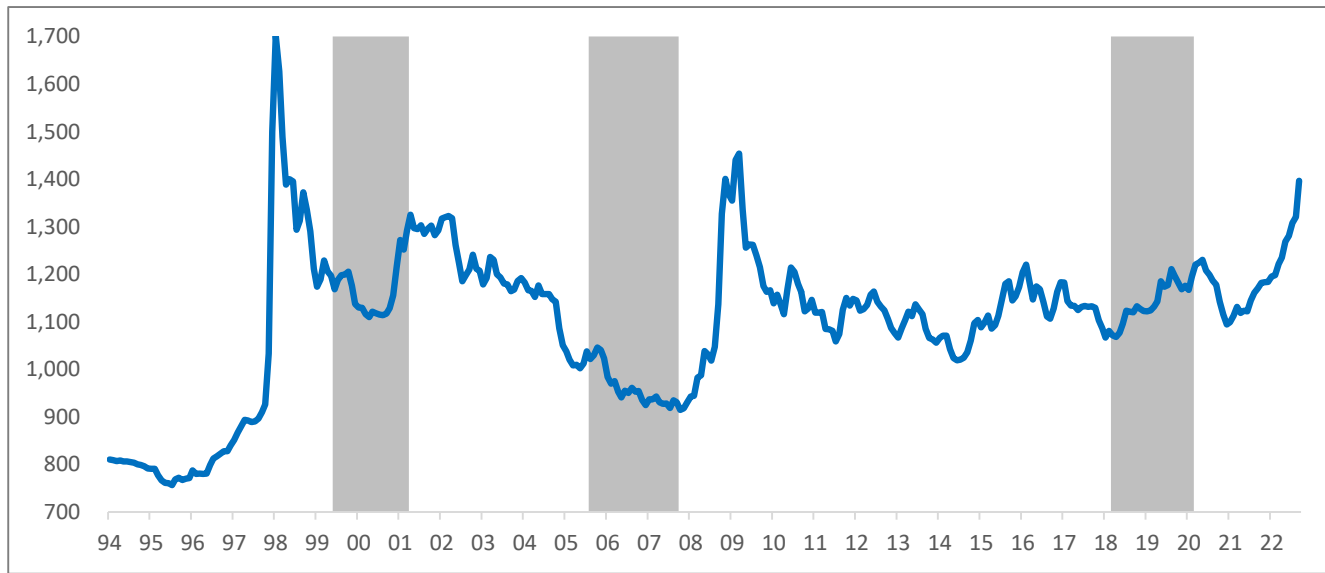
원/달러 환율



- 원/달러환율은 1기는 하락 후 상승, 3기는 상승한 반면 2기는 하락하였음.

원/달러 환율 추이

(단위: 원/달러)



자료: 한국은행

03

- 세계경제 성장률은 1기, 3기에는 대체로 하락하였으나 2기에는 높은 수준을 유지

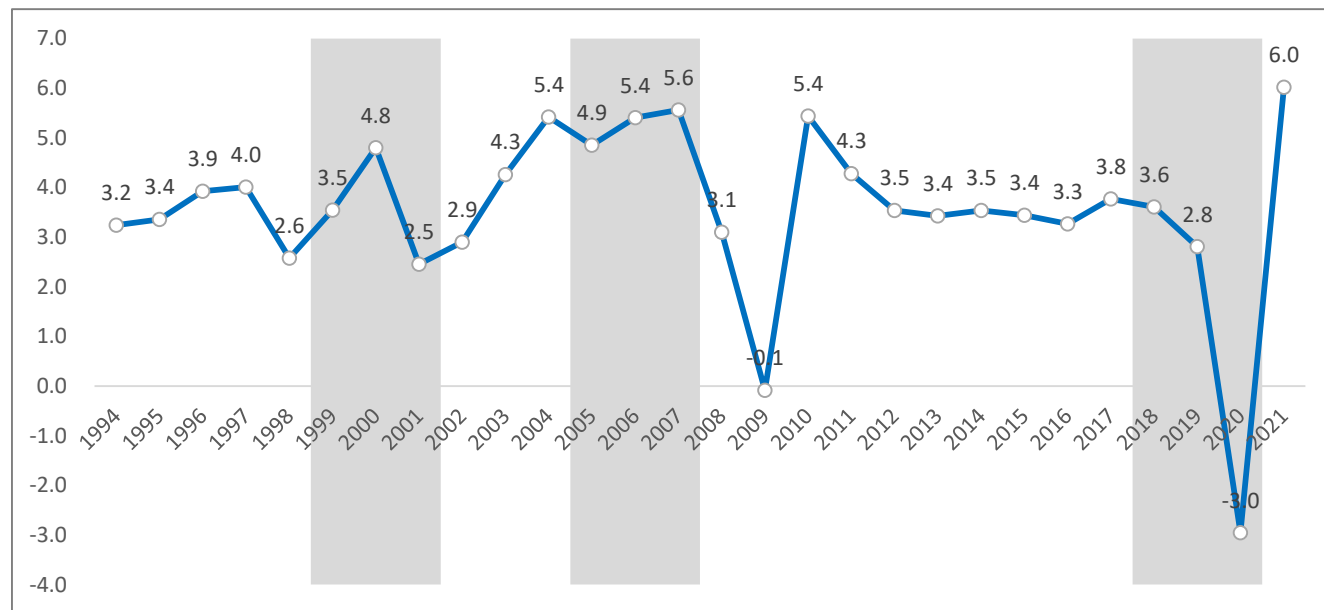
한미금리 역전 사례

글로벌 성장



세계경제 성장률 추이

(단위: %)



자료: IMF

03

한미금리 역전 사례

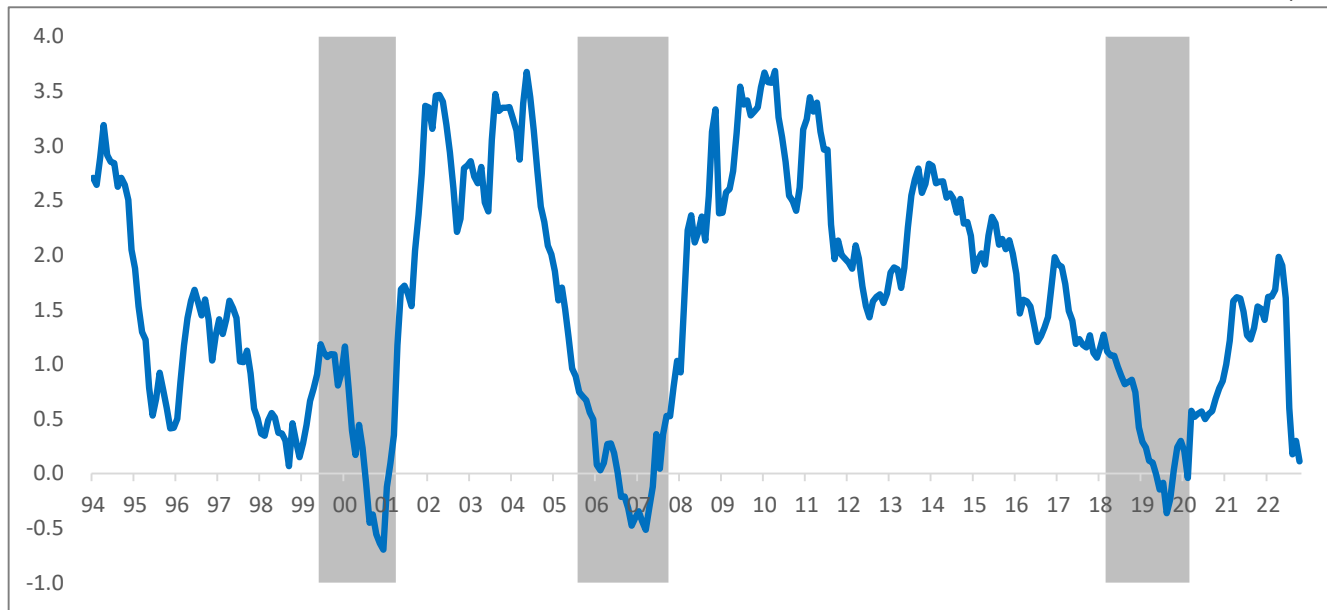
글로벌 성장



- 미국 경기침체의 선행지표로 알려진 미국 국채 장단기금리차(3개월물-10년물)는 세번의 사례 모두 마이너스로 하락하여 경기침체 예고

미국 국채 장단기금리차(3개월물-10년물) 추이

(단위: %p)



자료: Fred

03

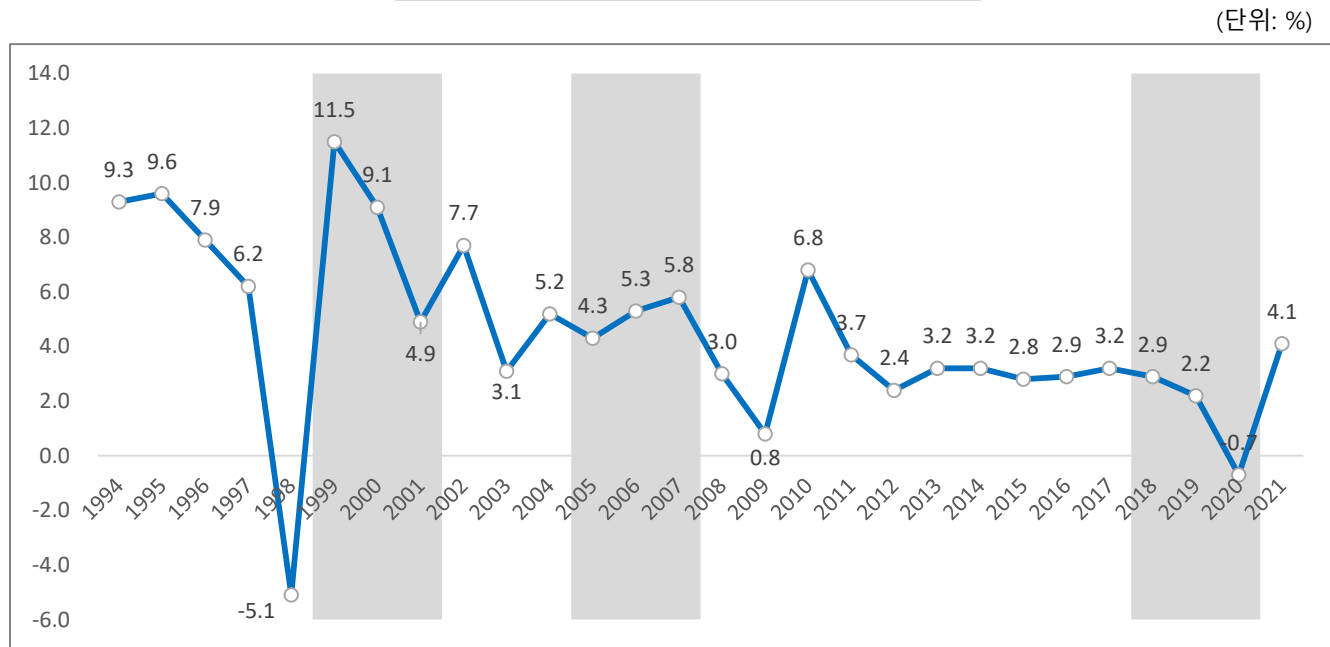
한미금리 역전 사례

한국 경제성장률



- 한국 경제성장률은 1기, 3기에는 하락하였으나 2기에는 소폭 상승하였음.

한국경제 성장률 추이



자료: 한국은행

03

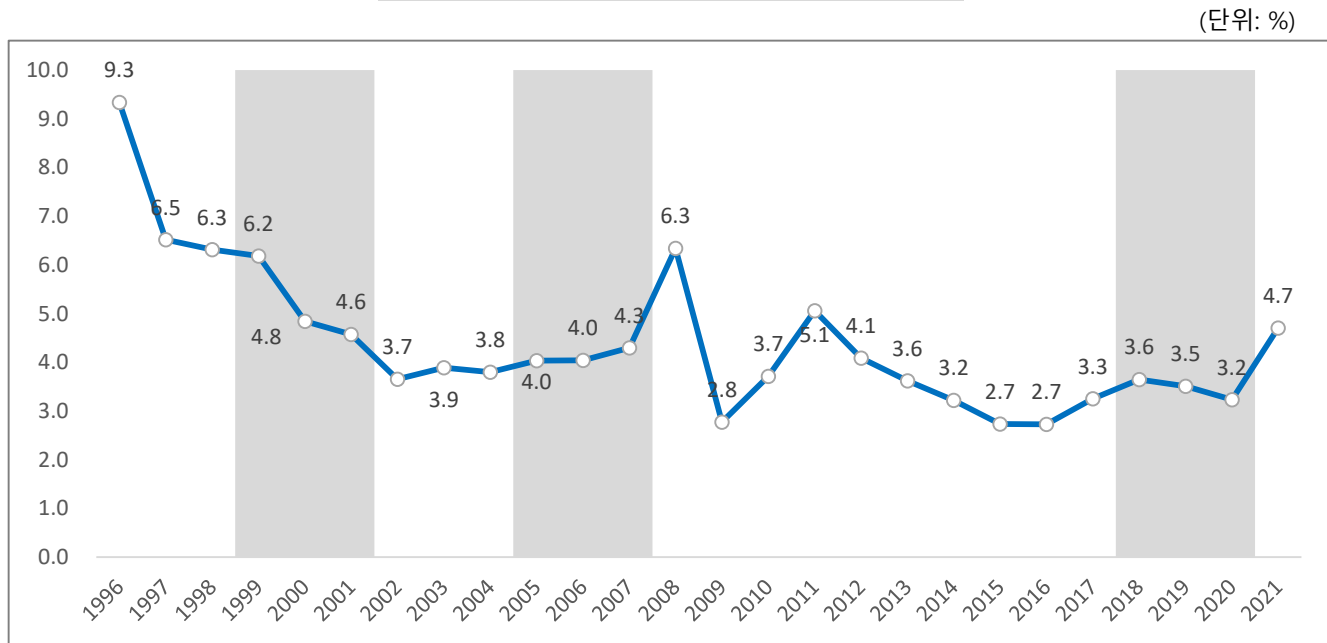
한미금리 역전 사례

세계 소비자물가 상승률



- 세계 소비자물가상승률은 1기에는 높은 수준으로부터 하락, 2기에는 소폭 상승, 3기에는 소폭 하락하여 대체로 글로벌 경기상황을 반영

세계 소비자물가상승률 추이



자료: IMF

03

한미금리역전사례

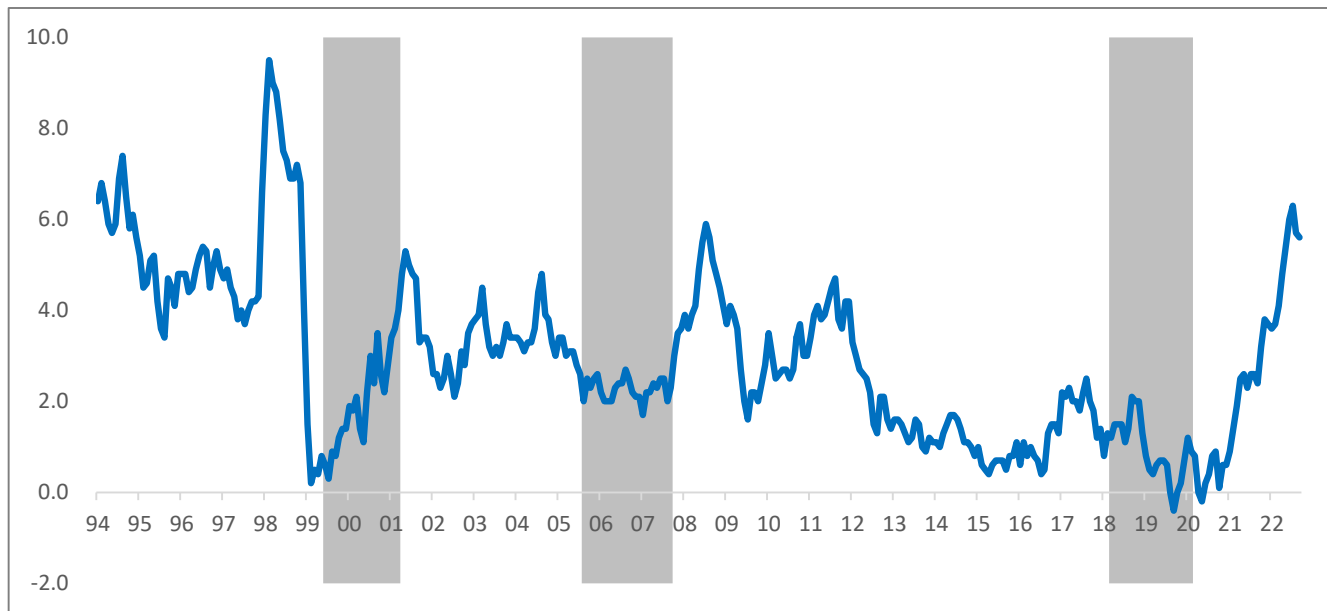
한국 소비자물가상승률



- 한국 소비자물가상승률은 1기에는 상승하였으나, 2기에는 횡보, 3기에는 하락하여 일정하지 않음.

한국 소비자물가상승률 추이

(단위: %)



자료: 한국은행

03

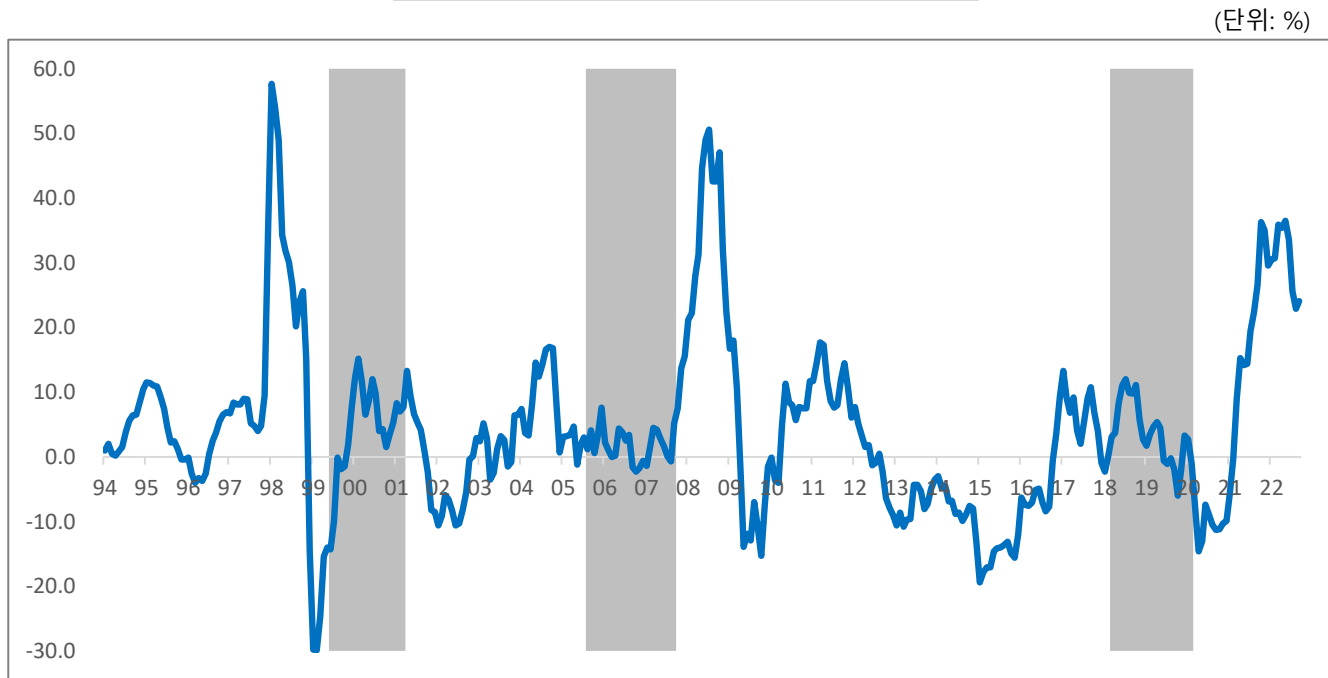
한미금리 역전 사례

한국 수입물가상승률



- 한국 수입물가상승률은 1기에는 상승하였으나, 2기에는 횡보, 3기에는 하락하여 일정하지 않음.

한국 수입물가상승률 추이



자료: 한국은행

03

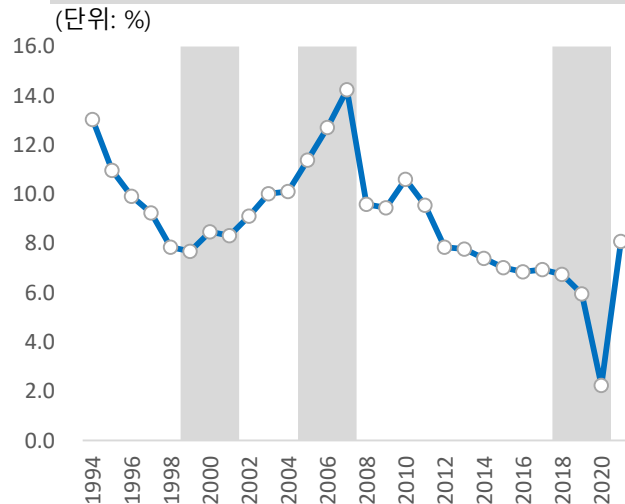
한미금리 역전 사례

소결(1/2)

● 한미금리 역전은 미 연준의 급격한 금리인상으로 나타나 금리, 환율 등 금융부문을 거쳐 실물부문까지 파급되지만 경제 여건에 따라 최종 결과는 상이

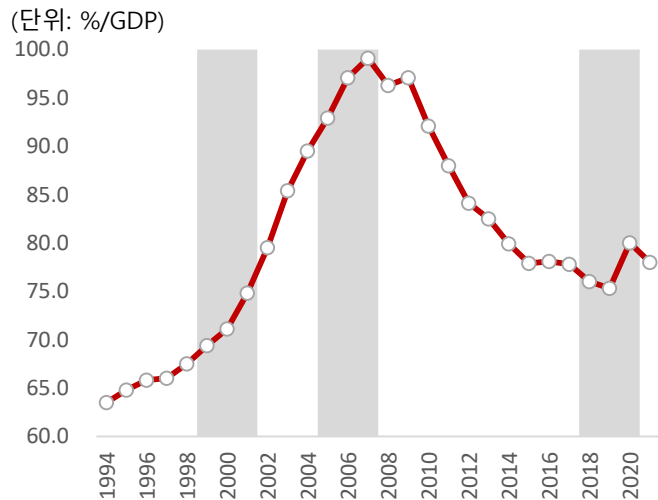
- 한미금리 역전은 금융부문에 원화 및 외화 금리의 상승, 원/달러 환율의 상승 요인이 되므로 오히려 환율 하락 요인인 한국은행 자체의 정책금리 인상과는 영향이 상이
- 과거 한미금리 역전 사례를 보면 1999년6월~2001년3월(1기) 및 2018년3월~2020년2월(3기)에는 예상대로 달러 실질실효환율 및 원/달러 환율이 상승하고 세계 경제 및 한국 경제의 성장률이 둔화
- 하지만, 2005년8월~2007년9월(2기)에는 대내외 성장이 견조하고 달러화도 약세를 보였는데, 이는 중국 경제의 급성장, 미국 가계신용 증가 등 여타 글로벌 경제 여건이 양호하였기 때문으로 보임.

중국 GDP증가율 추이



자료: IMF

미국 가계신용/GDP 추이(연말기준)



자료: BIS

03

한미금리 역전 사례

소결(2/2)

- **지정학 갈등 심화 등으로 인한 세계화의 후퇴, 금융기관 건전성규제 강화로 인한 신용공급 제약 등을 감안하면 현재 글로벌 경제 여건은 경기부진을 피할 수 있었던 2000년대 중반에 비해 우호적이지 않음.**
 - 세계화의 후퇴 이외에도 신흥국을 포함한 전세계적인 고령화, 지구온난화 등으로 인해 과거와 달리 공급측 차질이 빈번하게 발생할 위험이 있으며 이로 인해 중장기적으로 인플레이 및 금리의 수준 및 변동성이 과거보다 커질 수 있음을 시사
- **우리 경제의 여건을 평가해보면 세계화 후퇴 등 글로벌 공급망 재편, 누적된 가계부채는 성장 및 대내 금융안정 측면에서 어려운 여건이지만, 대외순자산 국가가 되는 등 대외건전성 측면에서 개선되었음.**
 - 이상을 종합해보면 우리 경제는 과거와 같은 외환위기 발생 가능성은 크지 않지만 성장 위축 가능성은 커진 것으로 보임.

감사합니다.

2022년 | 한국금융연구원