

국민경제자문회의-한국금융학회 공동포럼

대내외 금리차가 우리경제에 미치는 영향과 최적 정책조합

세션 1 토론



2022. 11. 15

김준일

연세대학교 국제학대학원

토론주제

+

•

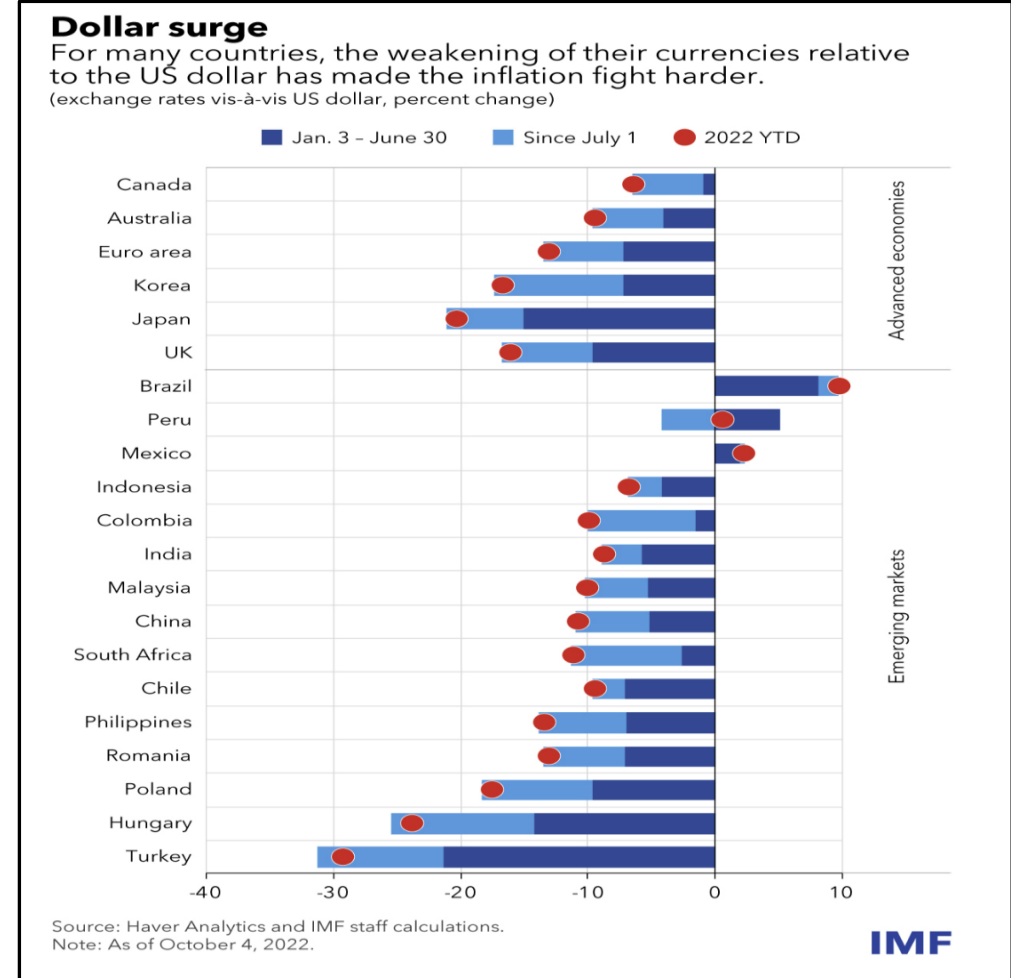
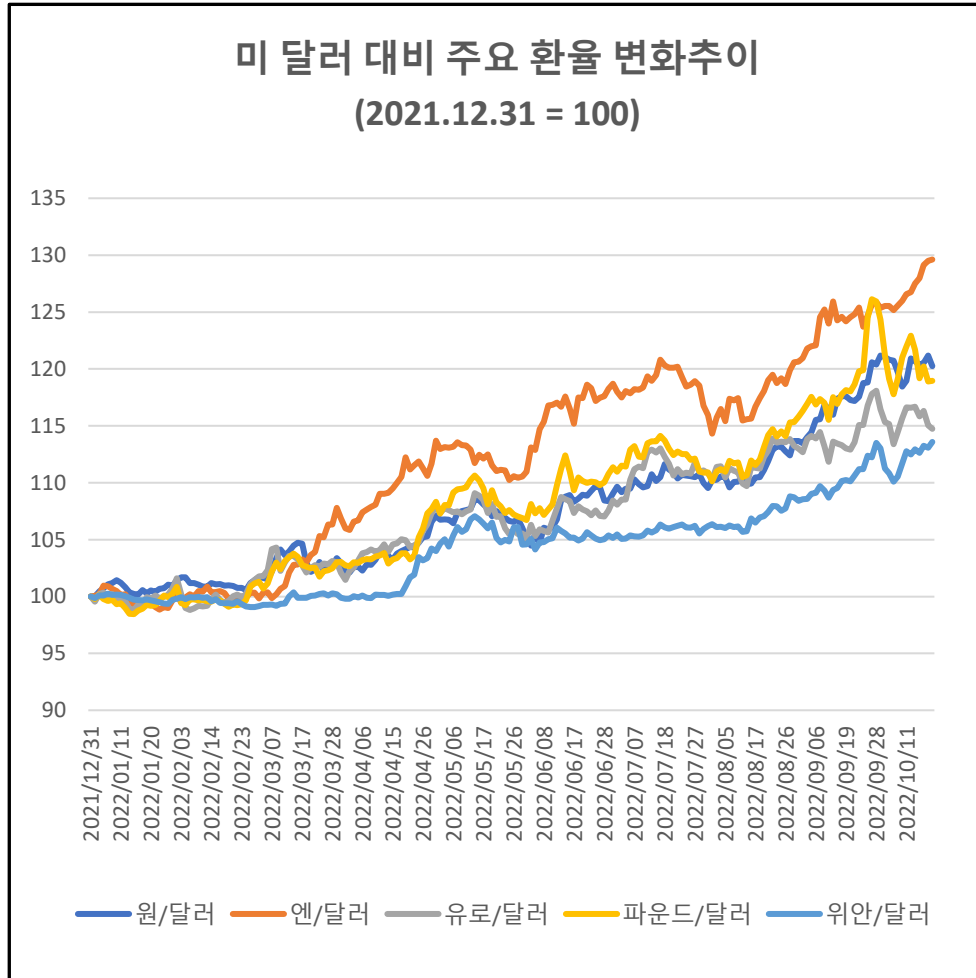
1. 최근의 외환시장에 대한 평가
2. 발제 논문에 대한 토론

I. 최근의 외환시장에 대한 평가

대외충격에 대한 우리경제의 조정부담을 금리와 환율이 분담

- 최근의 원달러 환율 급등은 대부분 거시금융 편다멘탈(macro-financial fundamental)의 변화를 반영한 것으로 평가
 - 미 연준의 기준금리 인상과 (러시아의 우크라이나 침공이 촉발한) 글로벌 에너지 위기에 따른 미국의 교역조건 개선 등이 미달러화의 강세를 주도
 - 우리나라 뿐만 아니라 주요 선진국 통화 가치도 동반 하락하고 있다는 점에서 최근의 원달러 환율상승분 중 대부분이 외환시장의 가격조절 기능에 따른 것이라는 점을 시사
- 자본시장이 완전개방된 우리 경제가 (수동적인) 금리인상과 신축적인 환율조정을 통해 대외충격을 흡수·조정하고 있다는 점에서 최근의 환율상승은 위기관리 측면에서는 긍정적으로 평가
 - 변동환율제하에서 주요 선진국(특히 미국)과 완전히 독립적인 통화정책 운용이 이론적으로는 가능하나 우리 경제의 내부적 취약성(예: 가계부채)등으로 인해 현실적으로 한계가 있다는 점에서 미국의 금리인상 기조를 수동적으로 따라가는 것은 불가피
 - 내부 취약성으로 선제적 금리인상이 어려운 가운데 신축적인 환율변동을 허용함으로써 대외충격에 대한 우리경제의 조정부담을 금리와 환율이 분담하고 있는 형국 (과거에 비해 환율의 역할분담이 확대된 것은 사실)

달러강세와 주요국 환율 변화 추이



환율급등과 외환위기

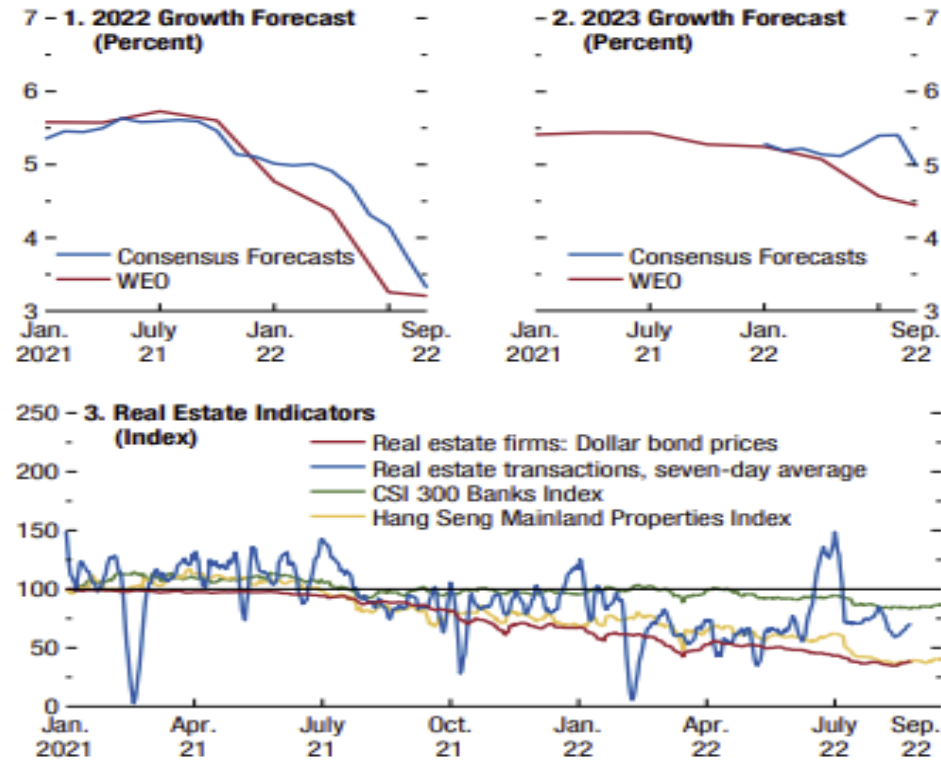
- 금융위기 발생시에는 예외없이 환율이 급등하지만 모든 환율급등이 위기상황을 의미하는 것은 아니며, 경제충격의 성격과 환율급등의 원인이 무엇인지에 따라 위기발생 위험도 크게 상이
 - 1997년: 구조적 취약성(경상적자누적, 기업부채, 외환보유고 고갈, 노동경직성)과 정책대응 실수(무리한 환율방어)로 인해 투자자 신뢰가 손상되면서 대규모 자본유출/환율급등이 발생
 - 2008년: 미국발 금융위기로 국제금융시장이 크게 위축되면서 push factor에 의한 자본유출 압력이 높아진 가운데 정책대응의 실수(무리한 환율방어에 따른 외환보유액 급감)로 인해 투자자 신뢰가 손상되면서 자본유출/환율급등이 발생
 - 2022년: 미연준의 강도높은 통화긴축과 한은의 수동적 금리인상으로 인해 국내외 금리차가 역전되고 환율이 급등하였으나 외화유동성 부족, 투자자 신뢰 손상 등의 위험신호는 아직 없음
- 심각한 구조적 취약성이나 반시장적 정책대응 때문에 투자자의 신뢰를 상실하면서 발생한 환율급등은 위험신호이나, 국내외 금리차 역전에 대응한 시장의 자연스런 조정과정에서 발생한 환율급등은 그 자체가 새로운 취약성을 촉발하지 않는 한 위기와 무관하거나 위기에방에 기여

향후의 주요 위험요인

- 대규모 신흥시장국의 부도위기, 중국 부동산시장 금융리스크 등이 가시화될 경우 국제금융시장 패닉과 시장불안으로 인해 상대적으로 건실한 우리 경제도 쓰나미에 휩쓸릴 위험
- 환율급등이 시차를 두고 국내물가에 반영되면서 물가안정을 위협할 경우 추가적인 금리인상이 불가피해지고 이로 인해 국내 금융시장 경색과 경기침체가 발생할 우려
 - 경기침체는 서민의 생활고와 기업부도 위험을 가중시키지만 물가안정과 경상수지 개선 효과도 있어 위기발생 가능성에 대한 최종효과는 불확실
 - 국내금융경색, 서민 생활고, 기업부도 등은 **well-targeted** 미시/재정/거시건전성 정책 등을 통해 완화가 가능 (거시정책수단을 사용하거나 시장가격변수를 왜곡하는 것은 매우 위험)
- 국내 정치불안과 정치권의 무책임한 발언 등이 향후 정책대응에 대한 혼란을 부추기고 한국시장에 대한 투자자의 신뢰를 손상시켜 자본유출 압력으로 작용할 위험
- (정치적 압력 등에 의해) 정책당국이 무리한 환율방어와 자본유출 통제에 나설 위험
 - 일각에서 정부가 외환관리법 규제 등을 통해 자본유출을 통제해야 한다는 주장을 하고 있으나 이는 대단히 위험한 발상 (반시장적 정책은 그 자체로서 위기를 촉발하는 요인)

중국: 급속한 경기하강과 부동산 관련 금융리스크 확대

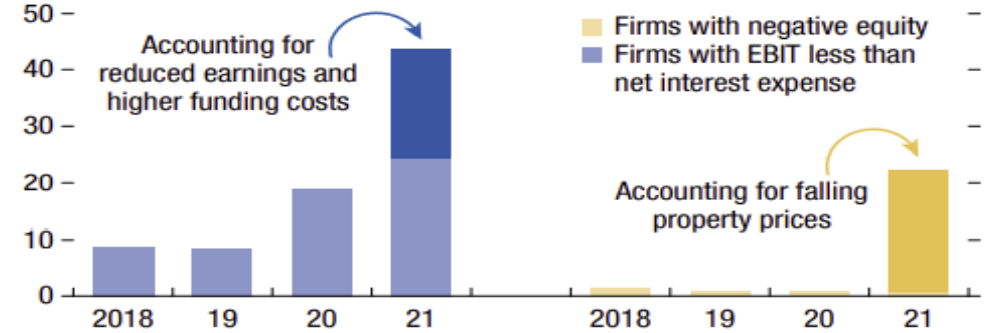
Figure 1.23. Slowdown in China



Sources: Bloomberg Finance L.P.; Consensus Economics; Wind Information (HK) Co. Ltd.; and IMF staff calculations.
Note: For panels 1 and 2, Consensus Forecasts are monthly survey basis. For panel 3, all series are indexed to 100 on January 1, 2021, except real estate transactions, which are indexed to average 100 in 2021. WEO = World Economic Outlook.

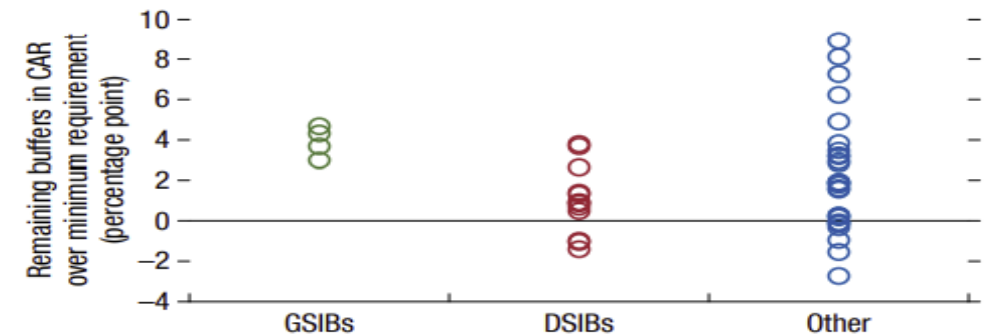
Some property developers lack sustainable debt-servicing capacity and/or face solvency risk.

3. Real Estate Firms: Share of Firms at Risk (Percent of total risk-weighted assets)



High defaults and low recoveries on presold property mortgages could significantly impair bank capital ...

5. Banks: Potential Credit Losses Related to Real Estate Exposure (Percent of total risk-weighted assets)



향후의 대응방안

- 변동환율제의 이점을 최대한 활용하고 외환시장개입은 smoothing operation에 국한하여 외환 보유하고 낭비를 막는 등 시장친화적 정책대응을 통해 투자자 신뢰 확보와 시장차별화 여건을 조성
 - 외화유동성 부족이 외환시장 전반이 아니라 일부 금융기관 혹은 자금시장에서 발생할 경우 필요한 곳에 외화유동성이 가장 효과적으로 공급될 수 있는 다양한 메커니즘을 개발/활용
- 국내외 금융시장이 위축되고 정보에 민감할 수록 정책실수 예방과 정교한 소통이 중요 (예: 최근 영국의 대규모 감세정책 발표와 파운드화 폭락, 한은의 forward guidance)
 - Forward guidance의 경우 소위 “constructive ambiguity”를 어느정도 유지할 필요 (지나치게 단정적인 forward guidance의 경우 상황변화 발생시 한은의 신뢰도 저하로 이어질 우려)
- 미시/재정/거시건전성 정책의 경우 취약계층 보호를 위해 일부 확대가 불가피하더라도 물가안정을 위한 한은의 긴축기조를 훼손하지 않는 범위내로 국한하여 정책간 일관성을 유지
 - 정부는 정교한 정책설계와 취약계층 위주의 재정지원을 통해 경제 전반의 도덕적 해이를 예방
 - 한은도 필요시 신용정책(예: 자금중개지원대출) 수단을 활용하여 취약계층에 대한 금융지원을 확대하되 전반적인 통화긴축 기조를 훼손하지 않는 범위내로 국한



II. 발제논문에 대한 토론



발제 1: 금리차의 환율·금융시장 영향

- 원달러 환율의 저평가 여부 확인이 환율안정화 정책에 대한 시사점을 제공하는 것은 원칙적으로 타당하나 현 시점에서는 그 의미가 축소될 것으로 판단
 - (자유)변동환율제 하에서 환율의 고평가/저평가 여부를 판단하는 것의 의미가 불투명
 - 공적분 관계를 이용한 균형환율 추정결과는 경상수지 균형을 달성하기 위한 환율분석이라는 점에서, 자본유출입과 시장의 기대심리가 주도하는 환율급등을 막기 위한 시장개입의 논거로 사용하기에는 다소 무리 (더욱이 국내외 금리차가 추정식의 설명변수에 미포함)
- 환율의 저평가 여부보다는 최근의 환율급등이 거시편다멘탈의 변화를 넘어 우리 경제 내부의 취약성을 얼마나 반영한 것인지에 대한 분석이 필요할 것으로 판단
 - 주요 자산가격의 급락, 금융기관의 B/S Risk (예: 통화·만기 불일치), 금융경색에 따른 경기침체 및 대기업 부도, 정책당국의 위기관리 능력 등에 대한 투자자의 우려 가능성에 대한 세밀한 (미시적) 분석이 필요
 - 이러한 분석은 한은의 금리정책, 외환시장 개입(smoothing operation), 시장과의 소통전략 등에 대한 가이드언스를 제공하는데 기여

발제 2: 대내외 금리차의 실물경제 영향

충격반응함수 분석

- 보다 심도있는 분석과 토론을 위해서 충격반응함수의 신뢰도구간도 함께 제시될 필요
- 한미금리차와 환율의 충격반응이 4분기 이후에 저점/고점에 도달하는 추정 결과는 최근의 상황과는 다소 괴리가 있어 보이며, 향후의 미국 금리인상이 우리 경제에 미치는 실물경제 효과가 과소 추정되었을 가능성을 시사
- 환율의 충격반응과 물가의 충격반응을 비교하면 우리 나라의 경우 exchange rate pass-through가 매우 낮다는 추론이 가능한데 기존의 pass-through에 대한 연구결과와 비교할 때 어떠한지가 궁금

한미금리차 역전사례 상호비교

- 한미금리차 역전사례의 상호비교는 유익하고 흥미로우나 사례간 상이한 경제/금융 여건을 감안할 때 일정한 패턴을 발견하거나 기대하기에는 한계
- 특히 다양한 요인에 의해 영향을 받는 환율, 성장, 물가 등에 대한 영향을 분석하기에는 독립적인 표본 수가 너무 작아(3개) 해석에 유의할 필요 (small sample problem)



+



○

감사합니다

•

