

22-08 2022.11.1

# 현안과 과제

- 한·미 적정 기준금리 추정과 시사점

# 목 차

## ■ 한·미 적정 기준금리 추정과 시사점

Executive Summary .....	i
1. 개요 .....	1
2. 한·미 기준금리 역전시기 평가 .....	2
3. 한·미 적정 기준금리 추정 .....	6
4. 시사점 .....	9

비상업 목적으로 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재할 경우 내용의 출처를 명시하면 자유롭게 인용할 수 있으며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

주 저 자 : 이형석 연구위원 (2072-6247, walden0230@hri.co.kr)

경 제 연 구 실 : 이 부 형 이 사 대 우 (2072-6306, leebuh@hri.co.kr)

## Executive Summary

### □ 한·미 적정 기준금리 추정과 시사점

#### ■ 개 요

미 연준(Fed)의 급진적인 금리인상으로 한·미 기준금리가 역전된 상황에서 올해 연말까지 양국의 금리결정 일정과 미 연준의 통화정책 스탠스를 고려했을 때 양국 간 기준금리 격차는 현 수준보다 확대될 것으로 보인다. 특히, 올해 원/달러 환율은 한·미 기준금리 역전 폭이 확대될수록 급등하는 양상이 나타났다. 향후 한·미 기준금리 격차가 심화되는 경우 원/달러 환율이 급등할 가능성이 존재하기 때문에 양국 간 기준금리 차이가 적정 수준으로 관리할 수 있도록 적절한 정책 노력이 필요할 것으로 판단된다. 이에 본 보고서는 한·미 양국의 적정금리를 추정하고 이후 이에 대한 시사점을 논의하고자 한다.

#### ■ 한·미 기준금리 역전시기 평가

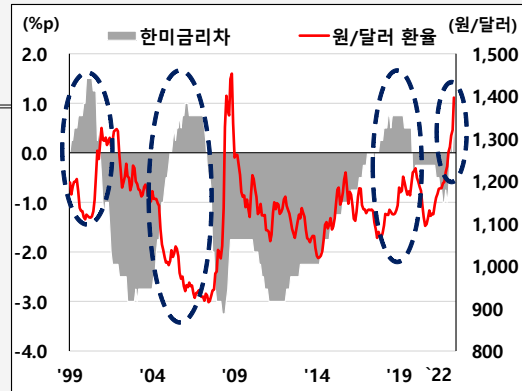
(한·미 기준금리 역전시기 특징) 올해를 포함해 과거에는 총 4차례의 한·미 기준금리가 역전되었으며, 해당 시기에 실물경기 둔화 및 침체가 언제나 발생하지는 않았다. 과거 한·미 기준금리 역전 지속기간이 가장 길었던 기간은 총 25개월(2005년 8월부터 2007년 8월)이었다. 한·미 기준금리 역전 최대 격차 폭은 1.5%p(2000년 5월부터 9월)로 해당 금리 차이 수준은 5개월간 지속되었다. 한편, 한·미 기준금리 역전이 발생한 시기에는 국내 경기의 확장기와 위축기가 혼재되어 있었다. 이러한 사실로 볼 때 양국 간 기준금리가 역전이 된다고 할지라도 반드시 실물경기의 위축이 발생하지는 않는 것으로 보인다.

(한·미 기준금리 역전시기 원/달러 환율) 한·미 기준금리 역전이 언제나 원/달러 환율의 상승으로 이어지지 않았으나, 올해에는 미국 연준의 급진적인 통화정책으로 금리역전이 발생해 원/달러 환율이 급등하였다. 한·미 기준금리 역전이 발생한 1999년 6월부터 2001년 2월 기간과 2005년 8월부터 2007년 8월 기간에는 원/달러 환율이 하락하는 모습을 보였다. 반면, 2018년 3월부터 2020년 2월 기간에는 원/달러 환율이 상승하였다. 한편, 올해에는 미 연준의 금리 인상 속도가 매우 빠르기 때문에 원/달러 환율이 급등하고 있는 것으로 판단된다. 미 연준의 공격적인 금리 인상으로 올해에는 연초 대비 미 연준은 기준금리를 3%p 이상이나 인상하였다. 반면, 과거 한·미 기준금리 역전시기의 미 연준은 올해와 같이 자이언트 스텝(Giant Step, 75bp)과 빅스텝(Big Step, 50bp)과 같은 급진적인 금리 인상은 하지 않았다.

< 한·미 기준금리 역전 시기 >

구분	지속 기간	최대 금리차 (%)	국내 경기순환국면
'99년 6월 ~ '01년 2월	21개월	1.5%p (5개월)	경기 확장기
'05년 8월 ~ '07년 8월	25개월	1.0%p (3개월)	경기 확장기
'18년 3월 ~ '20년 2월	24개월	0.75%p (11개월)	경기 위축기
'22년 7월~	4개월 (진행중)	0.75%p (1개월)	경기 둔화기

< 한·미 기준금리 차와 원/달러 환율 >



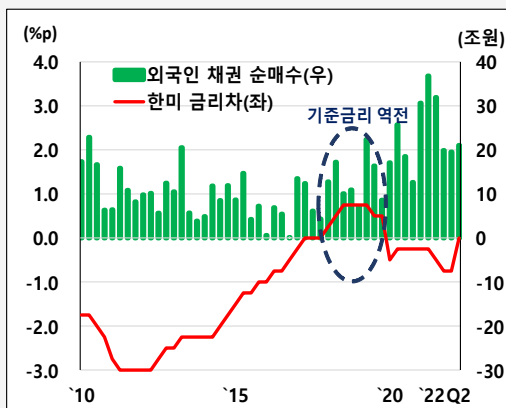
자료 : FRED, 한국은행.

주 : 국내 경기순환 국면은 통계청 기준.

자료 : 한국은행.

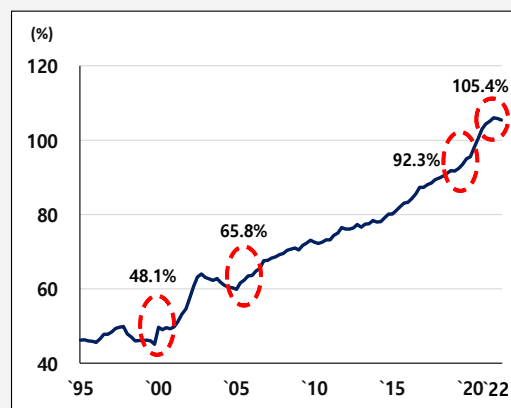
**(한·미 기준금리 격차와 외국인 자본유출)** 한·미 기준금리의 역전 시 언제나 외국인 자금의 대규모 이탈이 발생하지는 않았다. 2010년 1분기부터 2022년 2분기 기간 중 한·미 기준금리의 확대와 외국인 주식자본 유출과의 상관관계는 -0.25로 뚜렷하지 않다. 또한, 한·미 기준금리 역전이 발생한 2018년 1분기부터 2019년 4분기 기간 외국인 주식 누적 순매도 규모는 약 5조로 과도한 유출은 발생하지 않았다. 반면, 한·미 기준금리가 역전되었던 2018년 1분기~2019년 4분기 기간에는 오히려 외국인 채권 순매수가 발생했다.

< 한·미 기준금리 차이와 외국인 채권 순매수 추이 >



자료 : 한국은행, 금융감독원.

< GDP 대비 가계신용 추이 >



자료 : BIS.

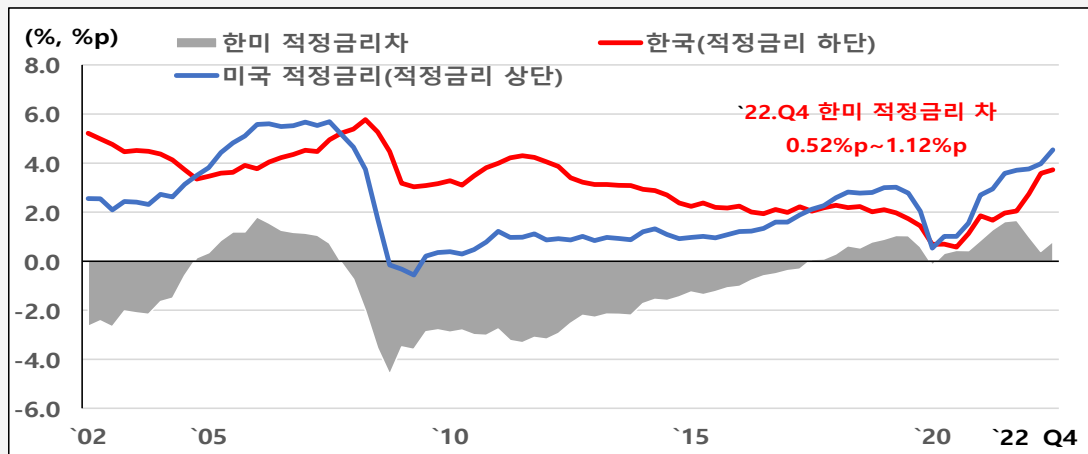
**(한·미 기준금리 역전시기와 가계 금융불균형)** 가계 금융불균형이 심화된 현 상황에서 과도한 기준금리 인상은 경기침체 압력으로 작용할 가능성이 높다. 2022년 1분기 GDP 대비 가계부채 비중은 105.4%로 과거 한·미 기준금리가 역전된 시기와 달리 현재 가계부문의 금융 불균형 수준이 심화되어 있는 상황이다. 또한, 2022년

2분기 가계의 변동금리 비중(신규 취급액 기준)은 81.6%로 최근 20년간 평균치(73.0%)를 상회하고 있다. 가계부채 누증이 심각한 현 상황에서 금리가 급격히 인상되는 경우 가계의 이자상환 부담을 가중시켜 국내 경기 하방압력으로 작용할 가능성이 높다.

#### ■ 한·미 적정 기준금리 추정

테일러 준칙(Taylor rule)으로 산출한 2022년 4분기 한·미 간 적정 기준금리 차이는 0.52%p~1.12%p로 나타났다. 본고는 테일러 준칙을 이용해서 한·미 적정금리를 추정하였다. 추정 시기는 2002년 3분기부터 2022년 4분기까지로, 한국의 금리정책 운용은 경제성장률과 물가 안정과 함께 환율 안정까지 고려하는 것으로 설정하는 반면, 미국은 물가와 경제성장만을 고려하는 것으로 설정하였다. 분석결과, 테일러 준칙을 통해 살펴본 한국의 2022년 4분기 적정금리는 3.73%~4.02%로 시장전망치(3.25%~3.5%) 대비 0.23%p~0.77%p 높은 것으로 나타났다. 반면, 미국의 올해 말 적정금리는 4.54%~4.85%으로 시장전망치인 4.25%~4.5%을 상회할 것으로 보인다.

#### < 한·미 적정금리 차이 추이 >



자료 : 현대경제연구원.

주 : 미국의 적정금리는 추정치 상단의 추이를 의미, 한국의 경우 추정치 하단 추이.

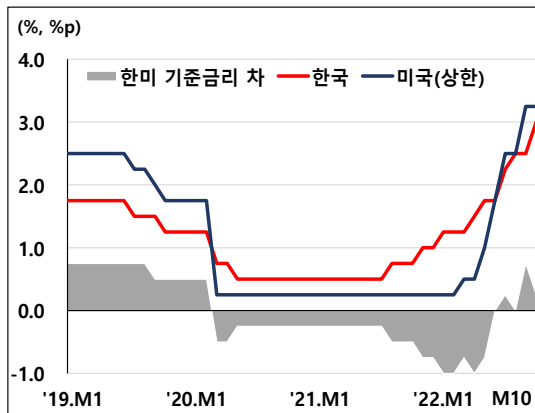
#### ■ 시사점

한·미 기준금리 격차가 적정 수준에서 유지될 수 있도록 정책 역량을 발휘하는 한편, 과도한 통화긴축으로 국내 금융 및 실물경기의 안정성이 훼손되지 않아야 하며, 국내경제 펀더멘털을 유지할 필요가 있다. 첫째, 과도한 통화긴축 정책으로 경기침체가 발생하지 않도록 세밀한 금리정책 운용이 필요하다. 둘째, 기준금리가 적정금리 수준 대비 과도하게 괴리되지 않도록 통화정책을 운용해야 한다. 셋째, 한·미 간 기준금리 역전 폭을 적정 수준으로 관리하기 위한 금리정책 운용이 필요하다. 넷째, 한·미 기준금리 격차로 인해 발생할 수 있는 외환시장 불안정성 심화에 대한 대비가 필요하다. 다섯째, 금리 인상 시 발생할 수 있는 가계부채 부실화에 대한 대책이 필요하다.

## 1. 개요

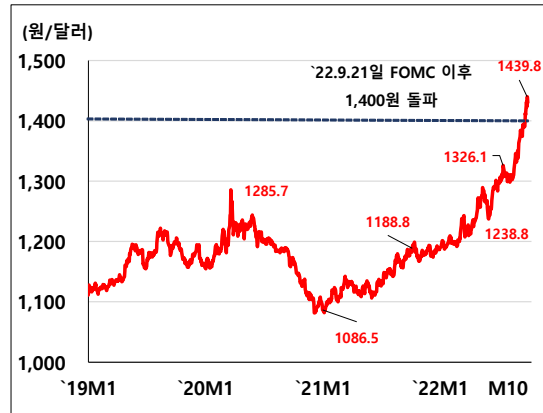
- 올해 말 한·미 기준금리 역전 폭이 확대될 것으로 전망되어 원/달러 환율의 변동성이 심화 될 가능성
- 미 연준(Fed)의 급진적인 금리인상으로 한·미 기준금리가 역전된 상황에서 향후 일정상 기준금리 역전 폭 확대는 불가피할 전망
  - 미 연준은 2022년 3월부터 공격적인 금리인상을 단행하여 연초 대비 기준금리를 3.0%p 인상한 상황(11월 1일 기준)
  - 올해 7월부터 한·미 기준금리 역전되면서 한 때 75bp까지 격차가 벌어졌다가 양국 간의 기준금리 차이는 25bp로 좁혀짐(11월 1일 기준)
  - 그러나, 연말까지 양국의 금리결정 일정과 미 연준의 통화정책 스탠스를 고려했을 때 한·미 기준금리 차이는 현 수준보다 확대될 가능성 불가피
- 올해 원/달러 환율은 한·미 기준금리 역전 폭이 확대될수록 급등하는 양상이 나타나 양국 간 기준금리 차이가 적정 수준으로 관리되어야 할 필요
  - 9월 21일 FOMC에서 자이언트스텝(Giant Step, 75bp 인상)을 단행해 기준금리 격차가 75bp까지 확대되자 9월 22일 원/달러 환율은 1,400원대를 돌파
  - 향후 한·미 기준금리 격차가 심화되는 경우 원/달러 환율이 급등할 가능성이 존재해 양국 간 기준금리 차이가 과도하게 벌어지지 않아야 함
- 이에 본 보고서는 한·미 기준금리 격차의 적정 수준을 도출한 이후 이에 대한 시사점을 논의

< 한·미 기준금리 추이 >



자료 : 한국은행, FRED.

< 원/달러 환율 추이 >



자료 : 한국은행.

## 2. 한·미 기준금리 역전시기 평가

○ 올해를 포함해 총 4차례의 한·미 기준금리가 역전된 시기가 존재했으며, 한·미 기준금리 역전이 실물경기 둔화 및 침체로 반드시 이어지지 않는

- 올해를 포함해 총 4차례의 한·미 기준금리가 역전된 시기가 존재하였으며, 역대 금리 역전 폭 최대 수준은 1.5%p

- 최근을 포함한 과거 한·미 기준금리가 역전된 시기는 총 4차례였으며, 역전 지속기간이 가장 길었던 기간은 총 25개월(2005년 8월부터 2007년 8월)
- 과거 3차례 한·미 기준금리 역전의 지속기간은 평균 23개월 가량
- 한·미 기준금리 역전 최대 격차 수준은 2000년 5월부터 9월 기간 1.5%p를 기록하였으며 해당 금리 차이 수준은 5개월간 지속

- 한·미 기준금리가 역전이 경기둔화 또는 위축으로 반드시 이어지지 않는

- 한·미 기준금리가 역전이 발생한 시기에는 국내 경기의 확장기와 위축기가 혼재되어 있었음
- 2018년 3월부터 2020년 2월 기간 동안 양국 간 기준금리 역전은 24개월간 지속되었는데 이 시기에는 경기 위축기(통계청 경기순환일 기준)
- 반면, 한·미 기준금리가 역전이 발생한 1999년 6월부터 2001년 2월과 2005년 8월부터 2007년 8월 기간에는 경기 확장국면 시기
- 이러한 사실로 볼 때 양국 간 기준금리가 역전이 된다고 할지라도 반드시 실물경기의 위축을 의미하는 것은 아님

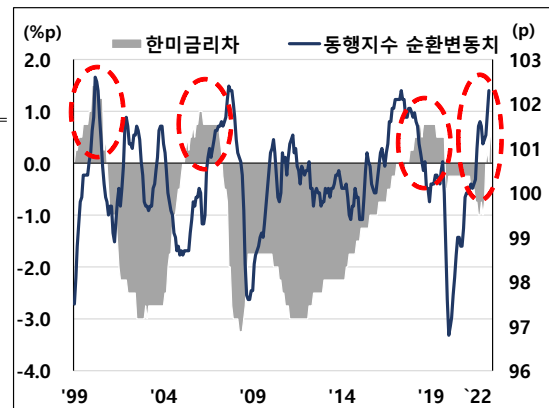
< 한·미 기준금리 역전 시기 >

구분	지속기간	최대 금리차 (%)	국내 경기순환 국면
'99년 6월 ~ '01년 2월	21개월	1.5%p (5개월)	경기 확장기
'05년 8월 ~ '07년 8월	25개월	1.0%p (3개월)	경기 확장기
'18년 3월 ~ '20년 2월	24개월	0.75%p (11개월)	경기 위축기
'22년 7월~	4개월 (진행중)	0.75%p (1개월)	경기 둔화기

자료 : FRED, 한국은행.

주 : 국내 경기순환 국면은 통계청 기준.

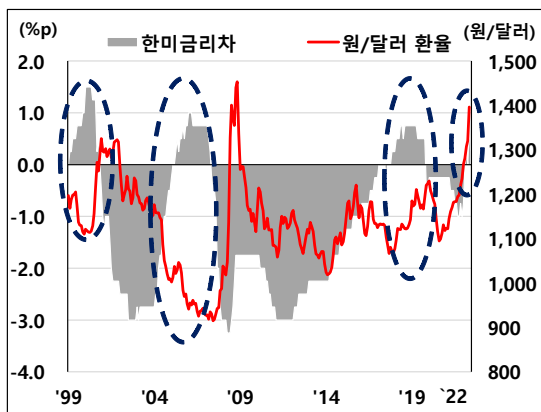
< 한·미 기준금리 차와 동행지수 순환변동치 >



자료 : 한국은행, 통계청.

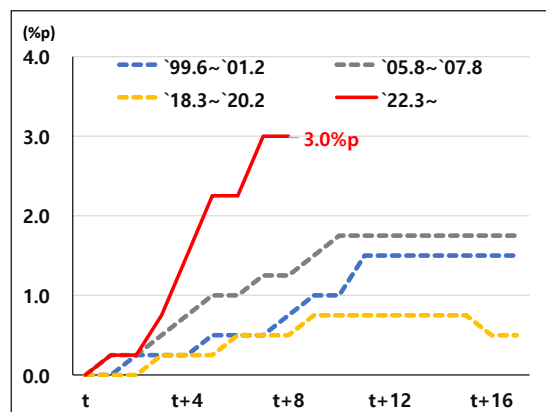
- 한·미 기준금리 역전이 언제나 원/달러 환율의 상승으로 이어지지는 않으나, 올해에는 미국의 급격한 금리인상 속도로 금리역전이 발생해 원/달러 환율 급등
- 한·미 기준금리가 역전이 반드시 원화 가치의 절하로 이어지는 것으로 단정 짓기는 어려운 것으로 판단
  - 한·미 기준금리 역전이 발생한 1999년 6월부터 2001년 2월 기간에는 원/달러 환율은 대체로 하락하는 국면
  - 또한, 2005년 8월부터 2007년 8월 기간에도 원화는 절상했던 시기
  - 반면, 2018년 3월부터 2020년 2월 기간에는 원/달러 환율이 상승했던 시기
  - 과거 사례를 봤을 때 한·미 기준금리가 역전이 반드시 원/달러 환율 상승으로 이어진다고 하기에는 무리가 있는 것으로 판단
- 단, 과거 한미 기준금리 역전 시기와 달리 올해에는 미 연준의 금리 인상 속도가 매우 빠르기 때문에 원/달러 환율이 급등하고 있는 것으로 판단
  - 미 연준의 공격적인 금리 인상으로 2022년 3월부터 발생하기 시작한 한·미 기준금리 역전이 원/달러 환율의 급등을 유발하는 것으로 판단
  - 2022년 11월 1일 기준 연초 대비 미 연준은 기준금리를 3%p나 인상
  - 과거 한미 기준금리 역전시기의 미 연준은 올해와 같이 자이언트 스텝과 빅스텝과 같은 급진적인 금리 인상은 하지 않음

< 한·미 기준금리 차와 원/달러 환율 >



자료 : 한국은행.

< 한·미 기준금리 역전 시기 미 연준의 금리 인상 폭 >



자료 : 한국은행.

주 : t는 각 한미기준금리 역전시기에 미국이 기준금리 인상을 시작한 시점.



○ 과거 추이를 살펴보면 한·미 기준금리의 역전이 반드시 외국인 자금의 대규모 이탈을 유발하지는 않은 것으로 나타남

- 한·미 기준금리 차이 확대 또는 역전으로 외국인 주식의 대규모 유출이 반드시 발생하는 것으로 단정 짓기는 어려움

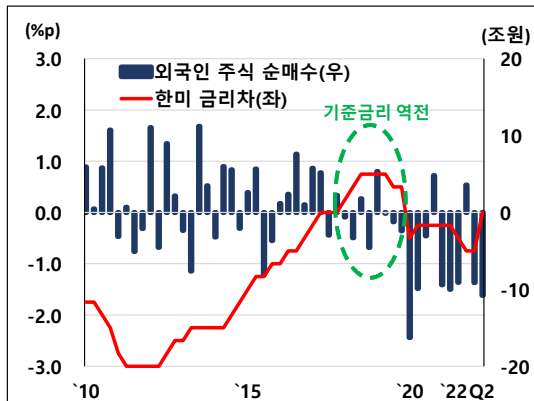
- 한·미 기준금리의 확대와 외국인 주식자본 유출과의 상관관계는 뚜렷하지는 않은 것으로 나타남
- 2010년 1분기부터 2022년 2분기 기간 중 두 변수 간 상관계수는 -0.25로 음(-)의 관계가 나타나고 있으나 상관계수는 낮은 편
- 한·미 기준금리 역전이 발생한 2018년 1분기부터 2019년 4분기 기간 외국인 주식 누적 순매도 규모는 약 5조로 과도한 유출은 발생하지 않음

- 또한, 외국인 채권 유출과 한·미 기준금리 차이와의 상관관계 역시 뚜렷하지 않은 것으로 나타남

- 한·미 기준금리가 역전되었던 2018년 1분기~2019년 4분기 기간에는 오히려 외국인 채권 순매수가 발생
- 또한, 2010년 이후 한·미 기준금리 차이와 외국인 순매수 간의 상관관계는 0.25로 나타났으나, 두 변수 간 상관관계는 높지 않음

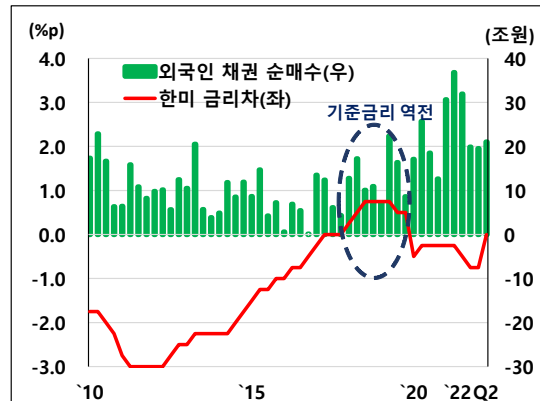
- 한·미 기준금리 차이가 확대되거나 역전되었다고 해서 급격한 외국인 자본의 유출이 국내 금융시장에서 발생하지 않은 것으로 나타남

< 한·미 기준금리 차이와 외국인 주식 순매수 추이 >



자료 : 한국은행, 금융감독원.

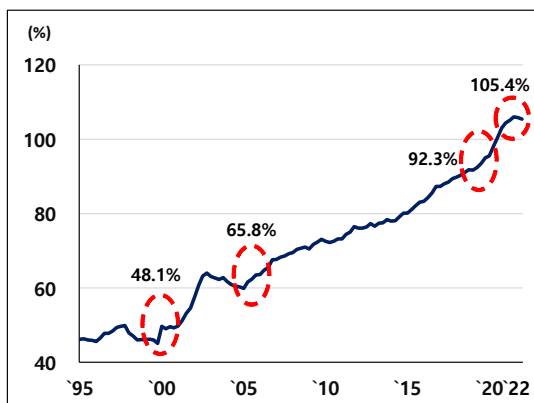
< 한·미 기준금리 차이와 외국인 채권 순매수 추이 >



자료 : 한국은행, 금융감독원.

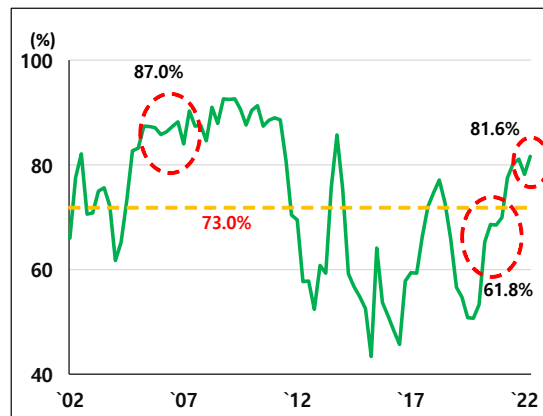
- 누증된 가계의 금융 불균형과 변동금리 비중이 높은 현 상황에서 한·미 간 기준금리 차이를 축소하기 위한 급격한 기준금리 인상은 경기침체 압력으로 작용
- 과거 한·미 기준금리가 역전된 시기와 달리 현재 가계부문의 금융 불균형 수준이 심화되어 있는 상황
  - 과거 한·미 기준금리가 역전된 시기와 비교했을 때 현재 GDP 대비 가계부채의 비중이 상당히 높음
  - 1999년 2분기~2001년 1월 기간 평균 GDP 대비 가계부채 비율은 48.1%, 2005년 8월~2007년 9월 기간은 65.8%로 다소 낮은 편
  - 그러나, 2022년 1분기 GDP 대비 가계부채 비중은 105.4%로 과거 시기에 비해 상당히 높은 상황
- 2022년 가계의 변동금리 비중(신규 취급액 기준)은 81.6%로 최근 20년간 평균치를 상회하는 상황
  - 한·미 기준금리가 역전되었던 2005년 8월~2007년 8월 기간 평균 가계의 변동금리 비중(신규취급액)은 87.0%로 상당히 높은 수준을 기록
  - 반면, 2018년 3월~2020년 2월 기간 평균 변동금리 비중은 61.8%로 다소 낮은 편
  - 코로나19 위기 이후 저금리로 변동금리 비중이 확대되어 2022년 2분기 가계의 변동금리 비중은 81.6%를 기록하면서 20년 평균치(73.0%)를 상회
- 가계부채 누증이 심화된 상황에서 기준금리를 급격한 인상은 가계의 이자상환 부담으로 국내 경기 하방압력이 고조될 가능성

< GDP 대비 가계신용 추이 >



자료 : BIS.

< 변동금리 비중 추이 >



자료 : 한국은행.

주 : 신규취급액 기준.

### 3. 한·미 적정 기준금리 추정

○ (분석모형) 테일러 준칙(Taylor rule)을 이용해서 한·미 적정금리를 추정한 이후 양국 간의 적정금리 차이를 계산

- 본고는 Borio and Lowe (2004) 방식의 테일러 준칙을 활용해 한·미 적정금리를 각각 추정<sup>1)</sup>

- Taylor (1993)는 통화당국이 물가 안정(인플레이션갭)과 잠재성장률(산출갭)에 동일한 비중을 두고 금리정책을 운용해야 한다고 주장<sup>2)</sup>
- 그러나, Borio and Lowe (2004)는 과거 기준금리 경로와 인플레이션 갭, 산출갭 간의 관계를 추정한 이후 준칙금리를 도출해야 한다고 주장
- 즉, Taylor (1993)은 성장과 물가 안정에 대한 가중치를 자의적으로 동일하게 설정했다면, Borio and Lowe (2004)는 실증분석 통해 가중치를 계산

- 적정금리 도출 시 한국의 금리정책 운용은 경제성장과 물가안정과 함께 환율 안정까지 고려하는 것으로 설정하는 반면, 미국은 물가와 경제성장만을 고려

- 한국은 물가 안정과 경제성장뿐 아니라 환율 안정까지 고려한 금리정책 운용 가정<sup>3)</sup>

$$i_t - \pi_t^e = r^n + \alpha(\pi_t^e - \pi_t^*) + \beta(y_t - y_t^*) + \nu \Delta REER_t,$$

$$r_t = (1 - \rho)r_t^* + \rho r_{t-1} + \epsilon_t$$

※  $i_t$ 는 명목정책금리,  $r^n$ 는 장기실질자연이자율,  $\pi_t^e$ 는 기대인플레이션을,  $\pi_t^*$ 는 적정물가 상승률,  $y_t$ 는 성장률,  $y_t^*$ 는 잠재성장률,  $REER$ 은 실질실효환율,  $r_t$ 는 실질정책금리

- 미국은 물가와 경제성장을 고려해 기준금리를 설정한다고 가정

$$i_t - \pi_t^e = r^n + \alpha(\pi_t^e - \pi_t^*) + \beta(y_t - y_t^*)$$

$$r_t = (1 - \rho)r_t^* + \rho r_{t-1} + \epsilon_t$$

- 두 국가의 인플레이션 갭은 실제 물가와 물가 목표치(2%)와의 차이로 설정
- 한국의 장기실질자연이자율은 0.2%~1.0%로 설정하였으며, 미국은 Laubach-Williams (2003)과 Holston-Laubach-Williams (2017) 추정치 사용<sup>4)</sup>

1) Borio and Lowe (2004), 「Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?」, BIS Working Pers No.157.

2) J. Taylor (1993), “Discretion versus policy rules in practice”, Carnegie-Rochester Series on Public Policy 39.

3) 비선형성을 감안해서 NLLS(Non-linear least squares) 추정 시도하였으며, 신관호 (2007)의 방식대로 실질 환율 증가율을 독립변수에 포함.

4) 한국의 경우 2002년 이후 평균 실질금리(콜금리-소비자물가상승률)을 장기실질자연이자율의 하단(0.2%)으로 상

- (사용 자료) 가용범위를 고려해 2002년 3분기부터 2022년 4분기 자료 사용5)
  - 한국의 경우 무담보콜금리, 소비자물가 상승률, 기대인플레이션율, BIS 실질질환율 자료를 사용하였으며, HP(Hodrick-Prescott) 필터를 산출갭 계산
  - 미국은 실질연방기금금리, 소비자물가 상승률, 미시간 대학교의 기대인플레이션(1년 후), Federal Reserve Board of Governors (BOG)의 산출갭 자료 사용
  - 각국의 2022년 4분기 자료는 국제투자은행의 전망치(10월 기준)를 활용

< 분석에 활용된 변수 >

한국 자료		미국 자료	
사용자료	출처	사용자료	출처
무담보콜금리	한국은행	실질연방기금금리	FRED
기대인플레이션율	한국은행	미시간대 기대인플레이션율	FRED
실질GDP	한국은행	산출갭	BOG
소비자물가 상승률	한국은행	소비자물가 상승률	FRED
실질환율	BIS		

자료 : 현대경제연구원.

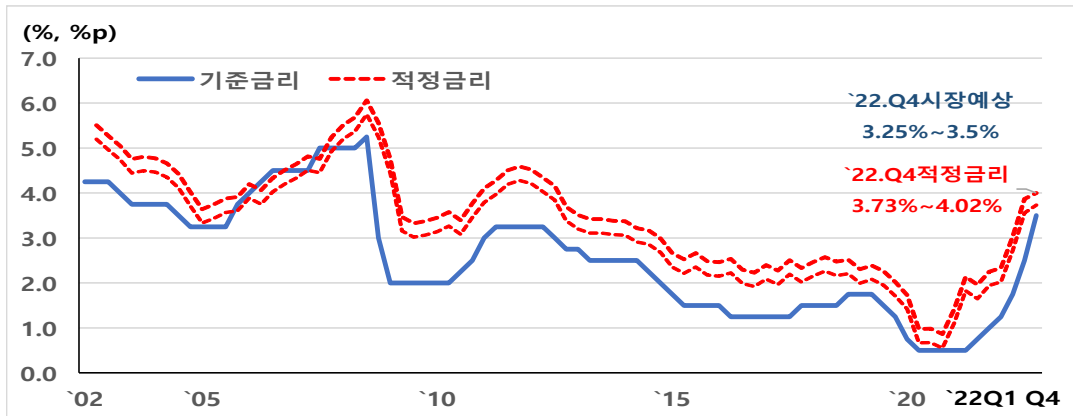
○ (분석결과) 테일러 준칙으로 도출한 2022년 4분기 한·미 간 적정 기준금리 차이는 0.52%p~1.12%p

- 테일러 준칙을 통해 살펴본 한국의 2022년 4분기 적정금리는 3.73%~4.02%로 시장전망치(3.25%~3.5%) 대비 0.23%p~0.77%p 높은 것으로 나타남
  - 추정결과, 한국의 통화정책은 산출이 잠재성장률을 상회하거나 실제 물가가 목표물가 수준보다 높고 환율이 상승하면 기준금리를 인상6)
  - 반면, 2022년 3분기 기준 적정금리(3.6%~3.9%)와 실제 기준금리(3.0%) 격차는 0.6%p~0.9%p로 나타남
  - 전망치를 활용해 추정한 2022년 4분기 적정금리는 3.73%~4.02% 수준으로 나타나 10월 기준 국제투자은행 전망치(3.25%~3.5%) 대비 0.23%p~0.77%p 높음
  - 이는 올해 말 한국의 실제 금리는 적정금리 수준을 다소 하회할 것을 의미
  - 다만, 누증된 가계부채 수준을 고려했을 때 급격한 금리 인상은 경기침체를 유발하기에 서서히 적정금리 수준에 도달하도록 통화정책을 운용하는 것이 바람직

단은 1.0%(장민, 2021)으로 설정. 미국의 경우에는 Atlanta Fed에서 공표한 자연이자율 자료를 사용.

- 5) 기준금리가 정책변경시 불변인점을 감안해서 한국은 기준금리와 실제적인 차이가 거의 없는 무담보콜금리를 사용하고 미국은 실질연방기금금리를 사용.
- 6) 추정결과, 산출갭과 물가갭의 반응계수는 각각 0.37, 0.81로 나타났으며, 1% 수준 내에서 유의. 반면, 실질환율증가를 반응계수의 경우 -0.03으로 실질환율이 상승(명목환율 하락)하면 금리를 인하하는 것으로 나타났으나, 통계적으로 유의하지 않음.

< 한국의 적정금리 및 기준금리 추이 >



자료 : 한국은행, 현대경제연구원.

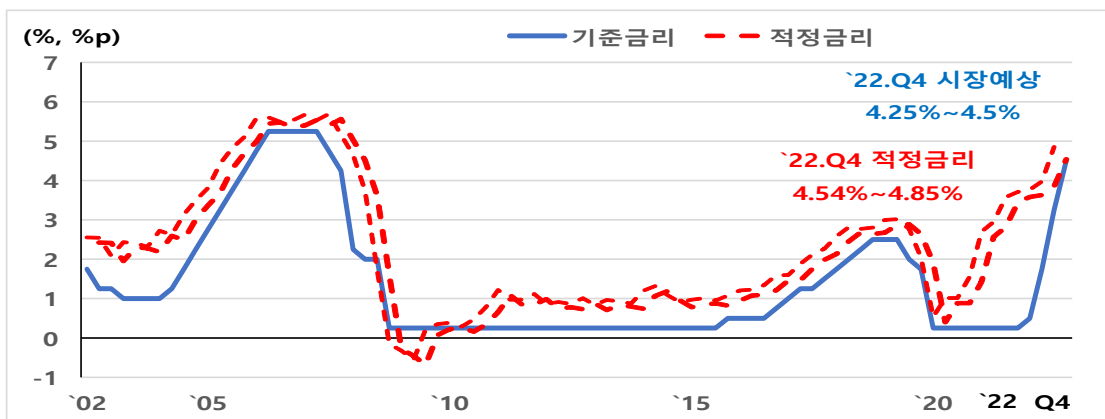
주1. 2022년 4분기는 전망치.

주2. 적정금리 하단과 상단은 각각 자연이자율이 0.25%인 경우와 1.0%인 적정금리 추이.

- 시장의 전망대로 미 연준이 올해 기준금리를 4.25%~4.5%까지 인상해도 적정금리 수준인 4.54%~4.85%을 하회할 전망

- 추정결과, 미국의 경우 산출갭과 물가갭 모두 양(+)의 유의한 관계가 나타남
- 미국의 기준금리와 적정금리 추이를 보면 물가가 급등하기 시작한 2021년 하반기부터 적정금리 기준금리의 차이는 2%p~3%p 내외로 확대
- 그러나, 미 연준의 급격한 금리 인상을 통해 2022년 3분기 기준 적정금리(3.8%)와 기준금리(3.3%) 차이는 0.5%p로 축소
- 한편, 2022년 4분기 미국의 적정금리는 4.54%~4.85%로 시장전망치(국제투자은행, 10월 기준)인 4.25%~4.5% 대비 0.04%p~0.60%p 높은 것으로 나타남

< 미국의 적정금리 및 기준금리 추이 >



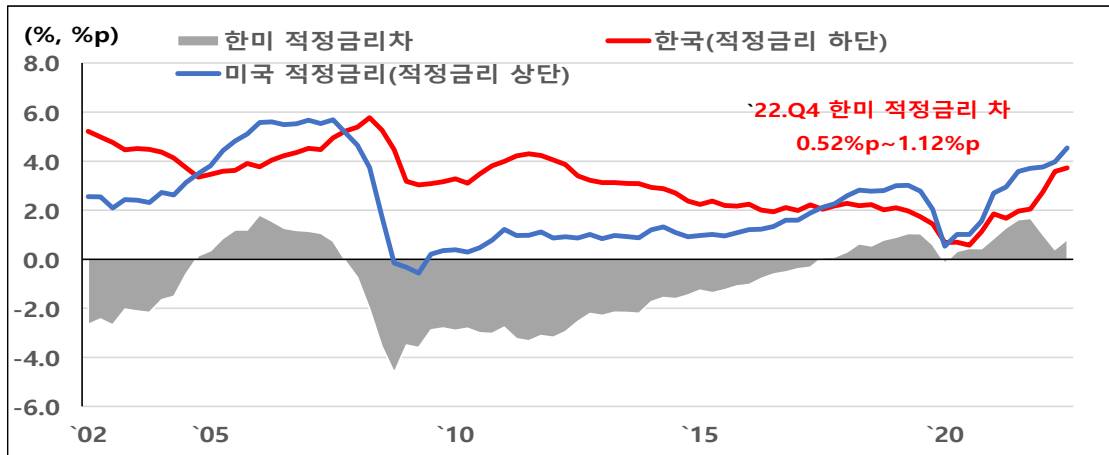
자료 : FRED, 현대경제연구원.

주 : 2022년 4분기는 전망치.

7) 추정결과, 산출갭과 물가갭 반응계수는 각각 0.85, 0.36로 1% 수준 내에서 유의.

- 금리준칙으로 살펴본 2022년 4분기 기준 한·미 적정금리 격차 수준은 0.52%p~1.12%p으로 나타남
  - 테일러 준칙을 통해 도출된 2022년 4분기 한국과 미국의 적정 기준금리는 각각 3.73%~4.02%과 4.54%~4.85%로 적정금리 격차 수준은 0.52%p~1.12%p
  - 한편, 시장 전망에 의하면, 2022년 말에는 한·미 간 기준금리는 0.75%p~1.25%p까지 확대될 것으로 전망
  - 금리준칙으로 살펴본 올해 말 양국 간 적정 기준금리차이는 시장 전망에 의한 금리 차이 범위 내에 대체로 존재할 것으로 판단

< 한·미 적정금리 차이 추이 >



자료 : 현대경제연구원.

주 : 미국의 적정금리는 추정치 상단의 추이를 의미, 한국의 경우 추정치 하단 추이.

#### 4. 시사점

- 한·미 기준금리 격차가 적정 수준에서 유지될 수 있도록 정책 역량을 발휘하는 한편, 과도한 통화긴축으로 국내 금융 및 실물경기의 안정성이 훼손되지 않아야 하며, 국내 경제 펀더멘털을 유지할 필요가 있다.

첫째, 과도한 통화긴축 정책으로 경기침체 유발하지 않도록 세밀한 금리정책 운용이 필요하다.

- 국내 소비자물가는 여전히 높은 수준을 기록하고 있으나 여러 대외 여건들을 고려해 보면 인플레이션 수준은 정점을 지난 것으로 판단

- 가계부문의 금융불균형 문제가 심각한 상황이기 때문에 민간 및 시장의 예상  
을 대폭 상회하는 금리 인상은 가계의 차입상환 부담으로 작용해 내수 침체  
로 이어질 가능성이 높음
- 현재 고물가, 고금리와 글로벌 경기침체 우려로 국내 경기 하강 가능성이 크  
게 높아진 상황이기 때문에 정책의 방향을 '물가 안정'뿐만 아니라 '경기 침  
체 방어'까지 고려되어야 함

둘째, 한국의 기준금리는 적정금리 수준에 비해 과도하게 괴리되지 않도록 통화  
정책이 적절히 운용되어야 할 필요가 있다.

- 기대인플레이션과 소비자 물가 상승률의 경우 정점은 지난 것으로 보이나 여  
전히 높은 수준이기 때문에 정책금리가 적정금리 수준과 과도하게 차이가 나  
는 경우 현재 시행하고 있는 물가 안정정책의 효과가 약해질 가능성
- 따라서, 한국의 기준금리는 적정금리 수준과의 괴리가 큰 폭으로 확대되지 않  
도록 금리정책을 운용되어야 함

셋째, 한·미 간 기준금리 역전 폭을 적정 수준으로 관리하기 위한 금리정책 운  
용이 필요하다.

- 한·미 기준금리 격차가 적정 수준보다 과도하게 괴리되는 경우 금융시장 불  
안정성이 확대될 가능성이 높음
- 시장 예상에 의하면, 현 수준의 한·미 금리 격차는 올해 말 적정금리 수준보  
다 다소 확대될 가능성도 존재하기 때문에 적정 수준 내에서 양국 간 금리역  
전 폭이 관리되는 것이 필요

넷째, 한·미 기준금리 격차로 인해 발생할 수 있는 외환시장 불안정성 심화에  
대한 대비가 필요하다.

- 미국의 기준금리 인상 속도가 예상보다 빨라지기 시작하면서, 원/달러 환율이 급등하는 등 외환시장 불안정성이 확대되고 있는 상황
- 정책당국은 한·미 기준금리 격차가 확대될 때마다 발생하는 외환시장 불안정성에 대해서 고강도 모니터링을 지속할 필요가 있으며, 이외에도 원/달러 환율에 급격한 변동을 일으킬 수 있는 요인들에 대한 지속적인 모니터링이 필요
- 또한, 정책당국은 시장과의 소통 능력을 강화해 경제주체들이 정책에 대한 불신을 유발하지 않도록 노력할 필요
- 이외에도, 최근 감소하고 있는 외환보유고에 대한 시장의 우려를 잠재우기 위해서 정책당국은 한·미 간 통화스왑 시도 등을 통해 외환시장 참가자들의 불안정한 심리를 완화시킬 필요

다섯째, 금리 인상 시 발생할 수 있는 가계부채 부실화에 대한 대비가 필요하다.

- 국내 신용시장의 불균형 수준은 장기평균 수준을 상당 폭 상회하고 있어 금리 인상 시 신용시장 충격이 발생할 가능성이 존재함
- 향후 기준금리를 적정금리 수준까지 올리게 되는 경우 국내 가계대출은 변동금리 비중이 높기 때문에 대출 금리 상승에 따른 가계의 상환 부담이 심화될 것으로 예상
- 정책당국은 가계부채 부실화 위험이 높은 저소득층, 청년층 가구의 특성을 반영한 맞춤형 지원방안을 도입하는 것이 필요 **HRI**

이 형 석 연 구 위 원 (2072-6247, walden0230@hri.co.kr)  
이 부 형 이 사 대 우 (2072-6306, leebuh@hri.co.kr)