

보도자료

보도일시	2022년 5월 17일(화) 조간
배포일시	2022년 5월 16일(월) 09:00
배포부서	KDI 홍보팀(044-550-4030, press@kdi.re.kr)
담당자	정규철 KDI 경제전망실장 (044-550-4155, kcjung@kdi.re.kr)

미국의 금리인상과 한국의 정책대응

정규철 경제전망실장

본고는 2022년 상반기 『KDI 경제전망』에 수록될 예정입니다.

미국의 금리인상과 한국의 정책대응

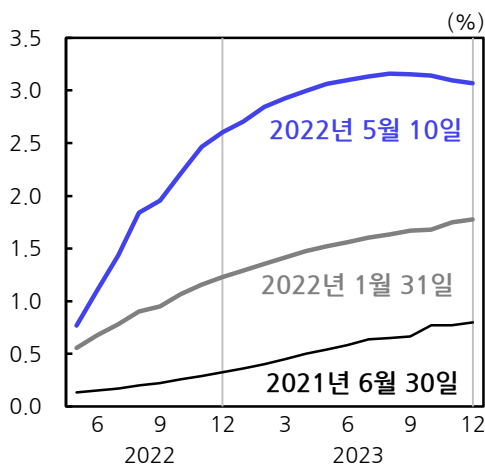
선임연구위원 정규철

1. 문제제기

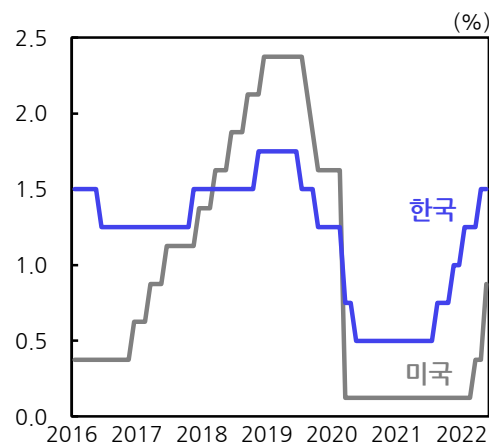
■ 미국이 높은 인플레이션에 대응하여 기준금리를 빠르게 인상할 것으로 예상되면서, 한국의 정책대응에 대한 논쟁이 촉발됨.

- 미국 연방준비제도(Fed)는 3월과 5월에 기준금리를 각각 0.25%p, 0.5%p 인상하였으며, 앞으로도 기준금리 인상 기조를 유지할 것임을 시사
 - 시장 참가자들은 2021년 6월에 미국 금리가 올해 0.25%p, 내년 0.5%p 인상될 것으로 내다봤으나, 최근에는 올해 2.5%p, 내년 0.5%p 인상될 것으로 예상함(그림 참조).
- 미국의 금리인상 속도에 맞추어 한국의 통화정책을 조정해야 한다는 주장이 있는가 하면, 한국의 거시경제 여건을 우선 고려하여야 한다는 주장도 제기됨.

시점별 미국 기준금리 경로 전망



한국과 미국의 기준금리 추이



주: 미국 기준금리 경로 전망은 선물가격에 반영된 전망치를 나타냄.
자료: Bloomberg; 한국은행.

■ 본고에서는 미국 금리인상의 한국경제에 대한 영향을 살펴보고, 통화정책 대응 방향에 대해 논의하고자 함.

2. 최근 미국의 경제 상황

■ 미국경제는 노동시장이 견조하게 회복되는 가운데, 인플레이션은 물가안정목표(2%)를 큰 폭으로 상회하는 수준을 지속함.

● 미국은 코로나19 위기에 대응하여 이례적인 수준의 확장적인 통화·재정정책을 수행 하면서 경기를 뒷받침한 바 있음.

- 코로나19 위기에서 Fed는 기준금리를 0~0.25%로 인하하고 대규모 양적완화정책을 시행 하였으며, 정부는 GDP 대비 재정지출을 2019년 21.0%에서 2020년과 2021년에 각각 31.3%, 30.5%로 대폭 확대하며 운용함.

- 미국의 확장적인 거시정책은 코로나19 위기에서 경제가 빠르게 회복하는 데 기여했으나, 대규모 유동성 공급은 높은 인플레이션으로 이어짐.

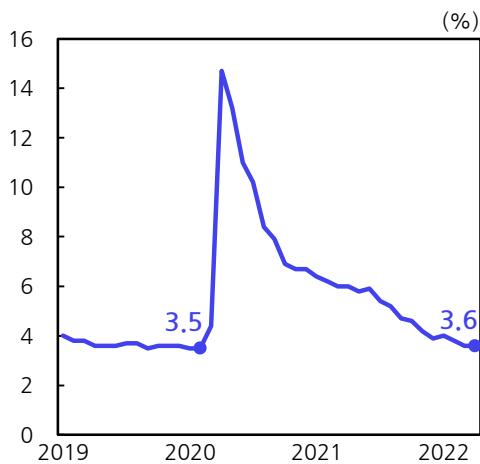
● 수요 회복과 공급 제약이 중첩됨에 따라 미국의 인플레이션은 물가안정목표를 큰 폭 으로 상회하는 8%대 중반까지 상승함.

- 4월 미국 실업률이 코로나19 위기 이전 수준에 근접한 3.6%까지 하락하면서 노동시장은 견조한 회복을 보임.

- 에너지와 식료품 가격의 급등, 글로벌 공급망 교란 등 공급 측면의 물가상승 압력도 높게 유지되고 있음.

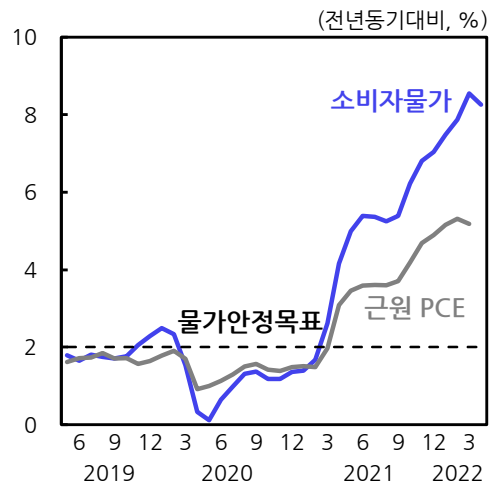
■ 미국의 통화정책은 고용 최대화와 물가안정을 목적으로 삼고 있으므로, 최근의 미국 경제는 높은 인플레이션을 제어하기 위한 기준금리 인상이 요구되는 상황임.

미국의 실업률



주: 근원 PCE는 근원 소비자출물가를 뜻함.
자료: Bureau of Labor Statistics.

미국의 인플레이션



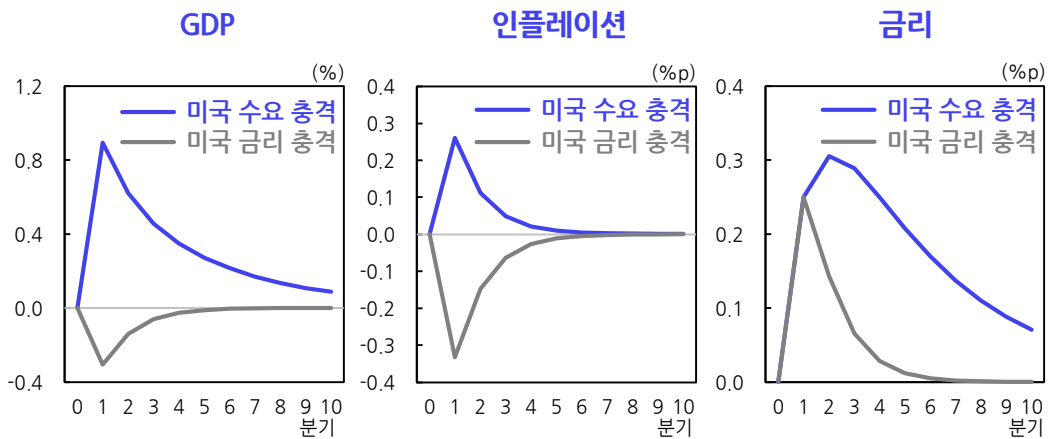
3. 미국 금리인상의 한국 거시경제에 대한 영향

- **소규모 개방경제 뉴케인지언 일반균형모형(New Keynesian small open economy model)을 설정하여 미국 금리인상의 한국경제에 대한 영향을 분석함.**
 - 미국과 소규모 국내 경제로 이루어진 2국가 모형을 설정하였으며, 통화정책의 영향을 분석하기 위해 명목가격 경직성이 반영된 뉴케인지언 모형을 이용함(모형에 대한 자세한 사항은 <부록> 참조).
 - 미국은 대외경제를 대리하는 국가로 설정하였으며, 국내 경제는 소규모라고 설정하여 대외 경제인 미국의 거시변수에 영향을 미치지 못한다고 가정함.
 - 두 국가는 상대적인 규모만 다를 뿐, 여타 경제기초여건은 동일하다고 가정함.
 - 통화정책의 환율 경로를 통한 영향을 명시적으로 반영하기 위해, 국내 수출품과 수입품 모두 국제통화인 달러화로 계약이 체결된다고 가정함.
 - 수입품의 달러화 계약가격이 경직되어 있더라도, 환율변동이 원화 기준 수입물가에 즉각 반영될 수 있음을 뜻함.
 - 경제주체들은 미래의 경기, 물가, 통화정책에 대한 기대를 형성하고, 이는 현재 시점의 의사결정에도 반영된다고 가정함.
 - 미국의 통화정책은 물가(기대인플레이션)와 경기(GDP갭)를 균형 있게 고려하는 테일러 준칙을 따른다고 가정함.
- 미국경제에 동일한 충격이 발생하더라도, 한국의 통화정책 대응에 따라 파급 영향이 달라질 수 있으므로, **독립적인 통화정책과 금리 동조화 정책으로 나누어 분석함.**
 - 독립적인 통화정책은 대내외 충격이 발생하더라도, 궁극적으로는 국내 물가와 경기의 안정을 목적으로 삼는 정책이며, 본고에서는 테일러 준칙을 가정함.
 - 한국의 통화정책 운용체계가 일시적인 물가변동에 즉각 대응하기보다는 중기적 시계에서 물가안정을 추구하고 있으므로, 인플레이션 대신 기대인플레이션의 안정을 정책목표로 설정
 - 금리 동조화 정책은 미국의 기준금리에 맞추어 한국의 기준금리를 조정함을 뜻하며, 결과적으로 환율이 안정되는 정책임.
 - 금리 동조화 정책에서는 미국 금리와 동일한 수준으로 한국 금리를 설정한다고 가정함.
 - 매 시점에 미국과 한국의 통화가치가 동일하므로, 환율변동이 발생하지 않는 고정환율제도로 이해할 수 있음.

■ 미국 금리인상을 미국 수요 증가에 따라 금리가 내생적으로 인상되는 경우와 수요 증가를 동반하지 않고 금리가 외생적으로 인상되는 경우로 구분하여 분석함.

- (미국 수요 충격) 미국의 재정지출 확대 등 미국 수요가 증가하는 충격이 발생할 경우, 인플레이션이 상승하고 Fed는 기준금리 인상으로 대응함(그림 참조).
 - 이 경우는 미국의 기준금리 자체에 충격이 있었던 것이 아니라, 수요 충격으로 인해 미국의 물가와 경기에 상방 압력이 발생함에 따라 내생적으로 미국 금리가 인상되는 경우임.
 - 미국 수요가 확대되면, 미국 상품뿐만 아니라 한국 상품에 대한 수요도 함께 증가하므로, 미국 수요 충격은 미국의 금리인상에도 불구하고 한국경기에 긍정적으로 작용할 수 있음.
- (미국 금리 충격) 미국 수요와 무관하게 외생적으로 미국 금리가 인상됨.
 - 미국 인플레이션 충격, 통화당국의 성향 변화, 기대인플레이션 안정 추구 등 미국 수요 이외의 다양한 요인으로 미국 금리가 인상될 수 있음.
 - 우리 경제의 입장에서는 미국의 한국 상품에 대한 수요에 직접적인 영향을 미치는지가 중요하므로, 이상의 다양한 충격을 모형에서 구체적으로 묘사하는 대신 축약된 형태로 가정하여 미국 금리가 외생적으로 인상되는 충격으로 설정함.
 - 미국 금리가 외생적으로 인상될 경우, 미국 수요가 내생적으로 축소되면서 미국 경기와 물가에 하방 압력으로 작용함(그림 참조).
- 시뮬레이션에서는 미국의 수요 충격이나 금리 충격이 미국 금리의 0.25%p 인상으로 이어지는 시나리오에 대해 결과를 제시함.

충격 요인별 미국경제에 대한 영향

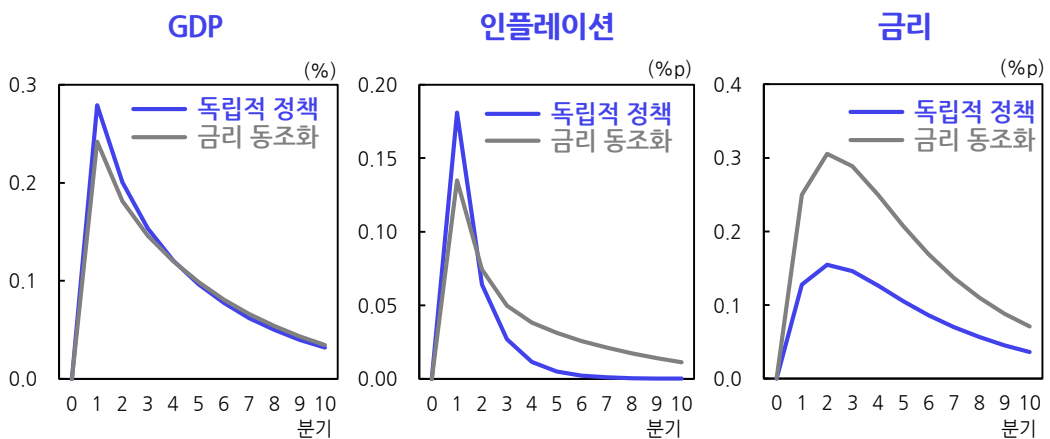


주: 인플레이션은 전기 대비 물가상승률을 뜻하며, 금리는 연율 기준임.
 자료: 저자 계산.

■ (미국 수요 충격) 미국 수요의 증가에 따라 미국 금리가 인상될 경우, 미국과 한국의 물가와 경기가 부분적으로 동조화되므로, 통화정책 운용방식의 차이에도 불구하고 국내 물가와 경기에 대한 상방 압력, 기준금리 인상 등 정성적인 영향은 차이가 없음.

- 미국의 수요 증가는 한국 상품에 대한 수요 증가로 이어지면서 한국의 경기와 물가에 상방 압력으로 작용함.
- 금리 동조화 정책의 경우 미국과 동일하게 기준금리를 인상하는 한편, 독립적인 통화정책의 경우에도 한국의 물가와 경기의 상방 압력에 대응하여 기준금리를 인상함.
- 정성적으로 보면, 미국과 한국의 경기와 물가가 동조하게 되므로, 통화정책 운용방식 간에 차이가 발생하지 않음.
- 정량적으로 보면, 미국 수요 충격이 미국보다 한국에 미치는 영향이 작으므로, 독립적인 통화정책에서는 금리 동조화 정책에서보다 기준금리 인상폭이 작음.
- 독립적인 통화정책에서는 한국 금리가 미국 금리보다 낮음에 따라 1기에는 환율이 상승하면서 경기와 물가에 추가적인 상방 압력이 발생함.
 - 2기 이후에는 양국 채권의 기대수익률이 일치해야 하므로, 금리가 낮은 원화가치가 점차 절상되고 수입물가 하락 요인으로 작용하면서 인플레이션이 더 빠르게 안정됨.¹⁾
 - 따라서 독립적인 통화정책이 중기적 시계의 물가안정에 더 효과적임.

미국 수요 충격의 국내 경제에 대한 영향



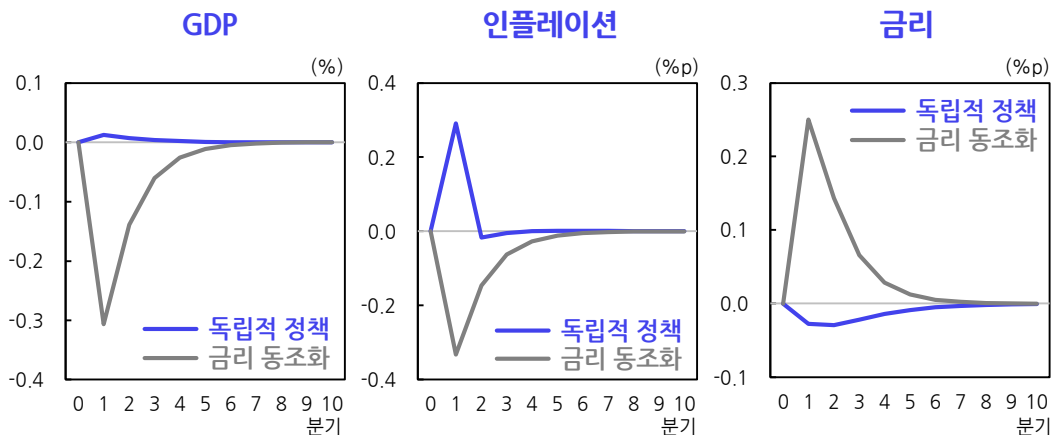
주: 인플레이션은 전기 대비 물가상승률을 뜻하며, 금리는 연율 기준임.
 자료: 저자 계산.

1) 달러화를 기준으로 미국채권 수익률은 미국 금리와 일치하며, 한국채권 수익률은 원화가치 절상을 기댓값과 한국 금리의 합이므로, 기대수익률이 같으려면 원화가치가 미국 금리와 한국 금리의 차이만큼 단위 기간에 절상되어야 함.

■ (미국 금리 충격) 미국 수요 증가를 동반하지 않고 금리가 외생적으로 인상되면, 미국을 따라 금리를 인상할 경우 우리 경제에 경기 둔화가 그대로 파급되는 반면, 독립적인 통화정책을 수행할 경우 일시적인 물가 상승 외에는 큰 영향을 받지 않음.

- 금리 동조화 정책에서는 미국과 동일하게 금리가 인상되므로 경기와 물가에 미국과 동일한 하방 압력을 받음.
- 반면, 독립적인 통화정책에서는 일시적인 인플레이션 상승을 용인하면서 기준금리를 거의 조정하지 않음에 따라 국내 경기와 인플레이션은 비교적 빠르게 안정됨.
 - 한국 금리가 미국 금리보다 낮기 때문에 1기에는 환율과 인플레이션이 상승함.
 - 환율 상승은 국내 시장에서 한국 상품의 가격경쟁력을 제고하면서 경기 상방 요인으로 작용함에 따라, 미국 금리인상에 따른 미국 수요 감소의 부정적 영향을 상당 부분 상쇄함.
 - 미국 수요 충격의 경우와 마찬가지로, 2기 이후에는 금리가 낮은 원화가치가 점차 절상되고 수입물가 하락 요인으로 작용하면서 인플레이션이 빠르게 안정되는 것으로 분석되어, 독립적인 통화정책이 중기적 시계의 물가안정에 더 효과적임을 알 수 있음.

미국 금리 충격의 국내 경제에 대한 영향



주: 인플레이션은 전기 대비 물가상승률을 뜻하며, 금리는 연율 기준임.
자료: 저자 계산.

■ 최근의 미국 금리인상에는 미국의 수요 충격과 금리 충격이 복합적으로 작용하였으며, 미국 수요 충격과 미국 금리 충격이 모두 존재하는 일반적인 상황에서 독립적인 통화정책이 금리 동조화 정책보다 사회후생의 관점에서 우월한 것으로 나타남.

- 독립적인 통화정책 수행 시 한국은 충격을 직접 받은 미국만큼 금리를 인상하지 않으며, 금리 동조화 정책에 비해 소비가 매 시점 0.04% 증가하는 만큼의 사회후생 개선 효과가 있음.

4. 한국의 정책대응에 대한 논의

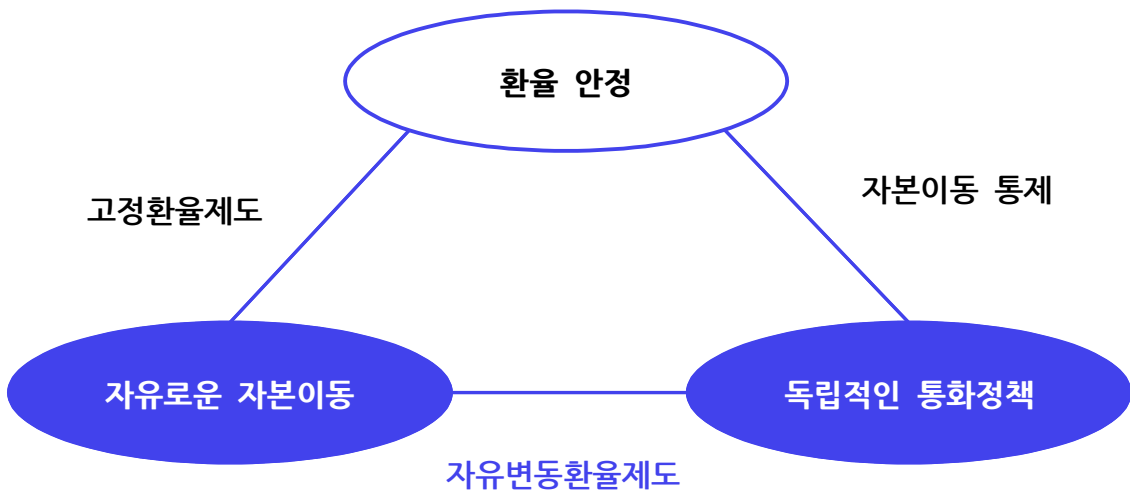
■ 국제경제학 이론에 따르면, 자유로운 자본이동, 환율 안정, 독립적인 통화정책 등의 세 가지 정책목표는 동시에 달성할 수 없음(Impossible Trinity).

- 국가 간 자본이동이 자유로운 경제에서 통화정책은 환율을 안정시키거나, 국내 거시 경제 여건에 맞추어 운용할 수 있으나, 둘을 동시에 추구할 수는 없음.
- 환율 안정과 독립적인 통화정책을 모두 추구하려면, 외환시장에서 환율이 자율적으로 결정되지 않도록 자본이동에 대한 통제가 필요함.
- 외환정책의 관점에서는 자유로운 자본이동과 환율 안정을 추구하는 정책은 고정환율 제도이며, 자유로운 자본이동과 독립적인 통화정책을 추구하는 정책은 자유변동환율 제도임(그림 참조).

■ 한국은 외환정책으로 자유변동환율제도를, 통화정책으로 물가안정목표제를 채택한바, 자본유출입과 환율변동을 용인하고 통화정책을 국내 상황에 맞게 독립적으로 운용함.

- 한국은 자유로운 자본이동과 독립적인 통화정책을 추구하며 삼각형 아래 변에 위치함 (그림 참조).

정책목표와 통화·외환정책 운용체계의 관계



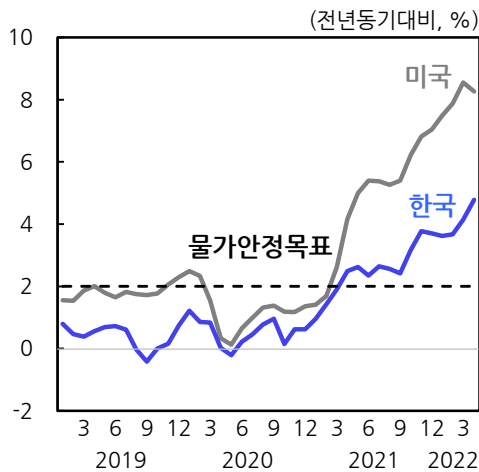
■ **최근 우리 경제의 상황을 보면, 물가안정목표를 큰 폭으로 상회하는 높은 물가상승세가 지속되고 있어, 물가안정을 위한 기준금리 인상이 요구됨.**

- 경기 회복과 함께 공급 측 물가상승 압력이 지속되며 경제 전반에서 인플레이션이 상승하고 있어, 기대인플레이션 안정을 위한 정책대응이 필요함.

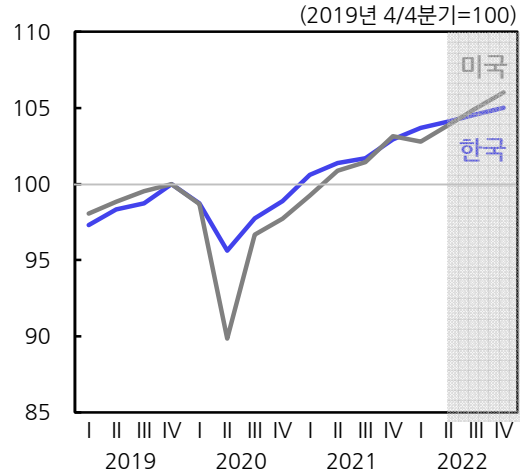
■ **그러나 미국과 한국 간의 물가와 경기 상황 차이에 따라 발생할 수 있는 기준금리 격차는 용인할 필요**

- 미국은 한국보다 물가상승률이 높고, 경기회복세도 견고할 것으로 예상됨(그림 참조).
 - 코로나19 이전에는 미국이 한국보다 낮은 성장세를 보였으나, 코로나19 발생 시점부터 2022년 4/4분기까지의 GDP 증가폭은 미국이 한국보다 더 클 것으로 예상됨.

한국과 미국의 소비자물가 상승률



한국과 미국의 GDP 경로 전망



주: 2022년 2/4분기 이후는 IMF의 2022년 4/4분기 전년동기대비 경제성장률 전망치를 이용하여 계산함.
 자료: 통계청; Bureau of Labor Statistics; IMF, World Economic Outlook, April 2022.

● 미국보다 한국의 금리가 낮으면 자본이 유출될 수 있다는 우려가 있으나, 2000년대 이후 한국과 미국의 금리 격차로 인해 대규모 자본유출이 발생한 적은 없음.

- 1999년 6월~2001년 2월, 2005년 8월~2007년 8월, 2018년 3월~2020년 2월에 한국보다 미국의 기준금리가 높았으나, 대규모 자본유출과 외환시장 경색은 발생하지 않았음.
- 최근 한국의 대외건전성은 비교적 양호하다고 평가되고 있어, 급격한 자본유출이 발생할 가능성은 낮은 것으로 판단됨(현안분석 II 참조).
- 미국의 금리인상과 부분적인 자본유출에 따른 환율 상승(원화가치 절하)으로 인해 일시적인 물가상승 압력이 발생할 수 있겠으나, 국내 시장에서 한국 상품의 가격경쟁력을 제고하고, 수출기업의 수익성을 높이는 등 우리 경제에 긍정적인 면도 존재함.

5. 결론

- 미국은 높은 물가상승세와 견고한 경기회복세에 따라 기준금리를 인상하고 있으며, 한국 거시경제에 대한 영향은 미국 금리인상의 요인과 한국의 통화정책 대응에 따라 상이한 것으로 분석됨.
 - 미국 수요 증가 충격은 미국과 한국에 물가와 경기에 대한 상방 압력으로 작용함에 따라, 미국과 한국 모두 금리인상으로 대응함.
 - 미국 수요 충격이 미국보다 한국에 미치는 영향이 작으므로, 독립적인 통화정책에서는 미국보다 한국의 기준금리 인상폭이 작음.
 - 미국 금리인상 충격에 대해 미국을 따라 기준금리를 인상할 경우 우리 경제에 경기 둔화가 그대로 파급되는 반면, 독립적인 통화정책을 수행할 경우 일시적인 물가상승 외에는 큰 영향을 받지 않음.
 - 사회후생의 관점에서 미국 금리에 동조하는 정책보다 국내 물가와 경기 여건에 따라 운용하는 독립적인 통화정책의 효용이 더 큰 것으로 분석됨.
- 한국의 통화정책은 자본유출입과 환율변동을 용인하며, 국내 물가와 경기 여건에 맞게 운용할 필요
 - 최근 우리 경제의 상황을 보면, 물가안정목표를 큰 폭으로 상회하는 높은 물가상승세가 지속되고 있어, 물가안정을 위한 기준금리 인상이 요구됨.
 - 그러나 미국과 한국 간의 물가와 경기 상황 차이에 따라 발생할 수 있는 기준금리 격차는 용인할 필요
 - 물가상승률이 더 높고 경기회복세가 더 강한 미국과 유사한 정도의 가파른 금리인상이 우리 경제에 요구되는 상황은 아니라는 점에 유의할 필요
 - 한편, 환율변동은 국가 간 불균형을 조정하고 대외 충격을 흡수하는 기제라는 점을 감안하여, 자유변동환율제도의 취지에 맞게 환율변동을 용인하고 외환시장 개입을 지양할 필요
 - 글로벌 금융위기와 코로나19 위기에서 경험하였듯이, 국제금융시장이 급격히 불안정해질 경우 미국 등과의 통화스와프 협정 체결이 효과적인 대응 수단이 될 수 있음.
 - 이와 함께 거시건전성 유지는 대외 충격을 견뎌내는 핵심 요인이므로, 코로나19 위기 회복 국면에서 거시건전성을 강화해온 기초를 당분간 지속할 필요

| 부 록 |

소규모 개방경제 뉴케인지언 일반균형모형

■ 본고는 정규철(2015)²⁾의 모형에 외생적인 수요 충격을 추가하여 모형을 설정함.

● 가계는 아래 효용함수와 같이 소비에서 효용을 얻고 노동공급에서 비효용을 받음.

$$\sum_{t=0}^{\infty} \beta^t E_0 [\log(C_t) - N_t^2/2 + v(G_t)],$$

- β 는 시간할인인자를, E_0 는 시점 0에서의 기대연산자를, C_t 는 소비를, N_t 는 노동공급을, G_t 는 외생적인 수요를 각각 나타내며, 함수 $v(\cdot)$ 의 형태는 모형의 균형과 무관함.

- 외생적인 수요는 $\log G_t = \rho_g \log(G_{t-1}) + (1 - \rho_g) \log(\bar{G}) + \epsilon_t^g$ 를 따르며, ρ_g 는 지속성을, \bar{G} 는 정상상태에서 외생적인 수요의 수준을, ϵ_t^g 는 수요 충격을 나타냄.

● 기업 i 의 생산함수는 $Y_{i,t} = N_{i,t}$ 이며, $N_{i,t}$ 는 노동투입을 나타냄.

- 명목가격 경직성은 각 기업이 칼보(Calvo) 가격결정 방식을 따른다고 가정하여 각 시점에 가격을 재설정할 기회가 특정 확률로 주어진다고 가정함.

- 국내 기업의 국내시장 가격은 원화로 책정되며, 그 외 모든 가격은 달러화로 책정됨.

● 테일러 준칙은 아래와 같이 기대인플레이션과 GDP갭에 대응한다고 가정함.

$$i_t - \bar{i} = \rho_i (i_t - \bar{i}) + (1 - \rho_i) [\alpha_\pi (E_t \pi_{t+1} - \bar{\pi}) + \alpha_y (y_t - y_t^*)] + \epsilon_t^i,$$

- i_t 는 금리를, $E_t \pi_{t+1}$ 는 $(t+1)$ 기 인플레이션에 대한 t 시점의 기대치를, \bar{i} 와 $\bar{\pi}$ 는 정상상태의 금리와 인플레이션을, y_t 와 y_t^* 는 GDP와 잠재GDP를, ϵ_t^i 는 금리 충격을, ρ_i 는 금리정책의 지속성을, α_π 와 α_y 는 기대인플레이션과 GDP갭에 대한 통화정책의 반응성을 나타냄.

● 사회후생은 가계의 효용함수와 균형 관계식의 2차 테일러 근사(second-order Taylor approximation)를 이용하여 계산함.

2) 정규철, 『환율과 거시경제 안정성: 국제통화 결제에 따른 함의를 중심으로』, 정책연구시리즈 2015-19, 한국개발연구원, 2015.