

거시 2001-05

경기대책의 주요이슈 및 효과분석

2001. 9.

거시경제팀

한국개발연구원

I. 경기대책 관련 주요 이슈

1. 구조조정과 경기부양간의 관계

- 최근 거시경제 여건이 악화되면서 구조조정과 경기부양간의 우선 순위 혹은 상충여부 등에 대한 논의가 활발하게 이루어지고 있음.
 - 일본 장기불황의 원인이 구조조정 지연에 있음을 강조하면서 구조조정과 경기부양간의 상충관계에 대한 우려와 함께 전반적으로 「先 구조조정-後 경기부양」을 강조하는 견해와,
 - 한국은 물론 동아시아 국가들이 대외여건 악화로 수출 및 경기 침체가 확산되고 있는 상황에서 경기회복을 위한 내수부양의 필요성을 강조하는 견해가 공존.
- 구조조정과 경기부양간의 상충성 여부를 판단하기 위해서는 순수 경제논리와 정치경제적 논리라는 2가지 측면에서 분석할 필요.
 - 특히 구조조정의 경우 현실적으로 계층·부문간 이해상충을 수반하고 사회적 합의가 전제되어야 한다는 점에서 구조조정과 경기부양간의 관계를 분석함에 있어 경제적인 논리 외에 정치·사회적 측면의 분석도 필요.

1) 순수 경제논리

- 경제논리에 기초할 경우 구조조정과 경기부양간의 상충관계에 대한 근거를 찾기 어려우며, 오히려 경기호전(악화)이 구조조정에 유리(불리)한 여건을 조성하는데 기여할 것으로 판단됨.

- 기본적으로 구조조정은 경제내의 자원배분과 관련된 미시경제 차원의 문제인 반면, 경기부양은 거시경제 혹은 총량변수 차원의 개념이라는 점을 분명히 인식할 필요.
 - 따라서 구조조정과 경기부양은 별개의 개념이며, 상호 독립적으로 혹은 병행 추진할 수 있는 성질의 문제라 할 수 있음.
 - 또한 정책수단 측면에 있어서도 금리, 재정 등 거시적 경기조절 수단은 모든 경제주체에게 무차별적으로 적용되는 반면, 제도개혁과 부실제거 등을 포함하는 구조조정은 부문·계층간 이해상충을 수반하고 비용과 편익이 차별적으로 적용되는 경향이 있음.
- 이와 같이 구조조정과 경기부양은 별개의 독립적인 개념이나, 실질적으로는 상호 보완적인 효과를 창출할 수 있음.
- 경기부양을 통하여 거시경제 여건이 호전될 경우 금융기관과 기업의 수익성이 개선되고 이를 바탕으로 부실을 조기에 정리할 수 있는 여력을 강화하는 요인으로 작용.
 - 반면, 구조조정을 통하여 부실이 축소되고 경제의 유연성이 제고될 경우 경기변동에 대한 경제의 적응력이 강화되는 동시에 경기조절 수단의 유효성도 제고되는 긍정적인 효과를 창출.
- 결론적으로 구조조정은 그 자체의 필요성과 우선 순위에 따라 경기 여건에 관계없이 지속적으로 추진하고, 경기부양은 경제안정 기조를 훼손하지 않는 범위 내에서 신축적으로 추진하는 것이 바람직.
- 구조조정 추진 과정에서 부실기업 퇴출 및 실업증가 등에 따른 일시적인 경기위축을 우려하여 부양정책을 병행하더라도, 이는 경기 여건에 따른 신축적인 경기조절 원칙에 부합.

- 반면, 경기과열이 우려되는 상황임에도 불구하고 구조조정을 촉진하기 위한 수단으로 경기부양을 추진한다면 이는 경제안정 기조하의 신축적인 경기조절 원칙에 정면으로 배치.

2) 정치경제적 논리

- 구조조정과 경기부양간의 상충관계를 강조하는 견해는 기본적으로 경기여건이 호전될 경우 경제 전반의 구조조정 의지가 퇴색하는 등의 도덕적 해이가 초래될 가능성에 대한 우려에 기초.
 - 이와 함께 기업의 투자행위 등에 대한 금융기관의 건전성 감시 (external governance)가 미흡한 상황에서 경기부양이 이루어질 경우 무분별한 투자가 발생하고 이에 따라 추후 금융과 기업부문의 부실이 더욱 확대될 가능성에 대한 우려에도 기초.
- 이러한 견해는 특히 구조조정의 경우 현실적으로 경제논리와 정치사회 논리를 완전히 구분하기 어렵다는 점에서 설득력을 지니고 있으나, 정책목표와 정책수단간의 일관성 및 경제 효율성 측면에서는 설득력이 미약한 것으로 사료됨.
 - 즉, 구조조정이라는 미시적 문제를 해결하기 위해서는 제도개혁, 부실채권 정리, 공적자금 투입 등 미시적 수단을 사용하고, 경기조절 문제는 거시정책 수단으로 해결하는 것이 원칙.
 - 따라서 경기침체가 진행되고 있는 상황임에도 불구하고 구조조정의지 퇴색과 도덕적 해이를 우려하여 경기조절 정책에 제약이 가해지는 것은 효율성 측면에서도 바람직하지 않음.

- 또한 경기부양을 자제하여 구조조정과 관련된 도덕적 해이 문제를 방지하더라도, 경기침체가 심화될 경우 기업의 수익성 악화 및 부실기업 증가 문제로 인하여 경제부실이 오히려 증대될 위험도 동시에 고려할 필요.

3) 결론

- 결론적으로 구조조정은 경기여건과 관계없이 그 자체의 필요에 따라 지속적으로 추진하고, 경기조절은 경기여건과 경제안정 기조 등을 감안하여 신축적으로 추진하는 것이 이상적임.
 - 정책목표에 부합하는 정책수단을 활용함으로써 정책의 효율성을 높이는 것이 중요하며, 이러한 원칙이 지켜지지 않을 경우 경제전체의 비효율성이 증가.
- 그러나 구조조정이 지연되는 가운데 지나친 경기부양만 추진될 경우 구조조정 의지가 퇴색하고 도덕적 해이가 발생할 가능성을 결코 배제할 수 없다는 점에서 구조조정에 대한 정부와 정치권의 리더십과 의지가 경기부양에 비례하여 더욱 강화될 필요.
 - 구조조정에 수반되는 부문·계층간 이해상충을 효과적으로 조정하고 지속적인 구조조정 추진을 위한 사회적 합의를 이끌어내기 위해서는 투명한 원칙과 제도에 기초한 엄정한 법 집행과 함께 사회안정을 확보하기 위한 사회안전망 확충이 필요.
 - 이와 같은 미시적 차원의 도덕적 해이 방지 노력과 거시경제 차원의 경기조절 노력이 병행될 경우 구조조정과 경기조절이 상호보완적으로 작용하는 선순환 구조를 이룩하는 것이 가능.

2. 재정지출 확대정책

1) 이론적 배경

□ 미국의 경우에 경기조절을 위한 재량적 재정정책에 대한 의존도는 1980년대 이후 급격히 약화되고 있음 (J. Taylor, B. de Long, C. Schultze 등의 연구결과).

○ 케인즈식의 재량적 재정정책은 70년대 중반 절정에 달하였으나, 이미 이 무렵 주류 경제학계에서는 재정정책의 실효성에 대해 큰 신뢰를 두지 않는 쪽으로 방향을 선회.

○ 가장 큰 이유는 재정정책의 입안에서 실행까지 필요한 긴 시차 (implementation lag)가 경험적·실증적으로 밝혀졌던 데 있음.

* 또한 확장적 재정정책이 일단 시행된 후에는 경기상황에 맞추어 이를 다시 되돌리기가 어렵다는 사실(irreversibility)과, 단기적 경기부양을 위해 실시된 일시적 지출확대나 조세감면이 이익집단의 영향으로 인해 장기적으로 고착화되는 경향(political constraints)도 발견되었음.

□ 이론적 측면에서도 재정정책 등을 통한 총수요관리는 경제에 단기적인 영향을 미칠 뿐이며, 장기적으로 국민소득은 항상 잠재생산 (potential output) 수준으로 회귀한다는 견해가 일반론으로 정착.

○ 이러한 장기중립성은 일시적 수요확대를 위한 재정지출은 생산성이 낮은 부문에 투자됨으로써 단기적으로 과급효과도 작을 뿐 아니라 오히려 중장기 잠재생산성을 낮출 가능성도 있음을 시사.

- 또한 항상소득가설 등에 따라 일시적 지출확대나 조세감면은 민간 경제주체들의 기대(expectation)와 행동을 크게 변화시키지 못한다는 견해가 실증적으로 입증.

- * 일시적 조세감면이 이루어질 경우 민간은 이를 대부분 소비가 아닌 저축에 사용하기 때문에 경제활성화에 대한 기여도가 낮음.

- 경제행위에 있어 기대(expectation)의 역할은 최근에 와서 더욱 큰 주목을 받고 있는바, 재정적자가 심각한 나라에서는 오히려 확장적 재정정책이 경기위축을 초래할 수 있다는 연구결과도 대두.

- 확장적 재정정책은 장기적으로 조세부담의 증가를 유발할 것이라는 기대를 초래하여 민간투자과 소비를 위축시킴.

- 또한 1980년대 이후 통화당국(Fed)이 물가관리 및 경기조절에 있어 거의 전적인 영향력을 행사하면서, 경우에 따라서는 재정정책을 상쇄하는 방향으로 통화가 운영되기도 하였음.

- * 한 예로, 1983년에는 대규모 재정적자가 물가불안을 초래할 것을 우려하여 통화당국은 긴축을 단행.

- 그러나 이러한 논의에 근거하여 재정균형법(Balanced Budget Act) 등을 통해 항상 재정균형을 달성해야 한다는 일부의 주장은 소수의 견해에 그치고 있음.

- 재정정책에 있어서 준칙(rule)의 필요성은 인정되나 경기상황에 따라 재정수지 변화를 어느 정도 용인해야 한다는 의견이 지배적.

- * 이를 통해 재정이 경기안정화 기능을 발휘할 수 있도록 하고, 세율의 등락을 최소화(tax smoothing)할 수 있기 때문임.

2) 우리 경제의 현실

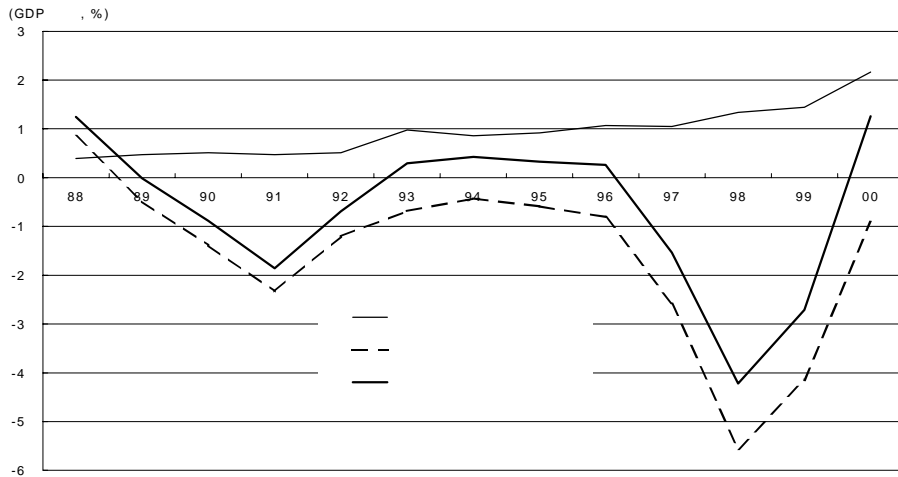
- 우리 나라의 경우 현 시점에서 재정확대의 필요성에 대한 판단을 위해서는 현재의 경기국면과 향후 전망, 재정확대의 실효성, 장기적 재정건전성 확보 가능성 등에 대한 논의가 선행될 필요.
 - 즉, 현재의 경기국면이 확장적 재정정책의 실시가 필요할 만큼 심각하며, 현 시점에서 확장적 재정정책이 실시되었을 때 자칫 경기회복과 맞물려 경기과열을 초래할 우려가 없는지를 점검.
 - 또한 확장적 재정정책이 빠른 시일 내에 시행되고, 투자의 효율성이 확보되며, 민간의 기대를 크게 변화시킴으로써 실질적으로 경기회복에 도움을 줄 수 있는가를 점검.
 - 마지막으로 이러한 확장적 재정정책이 장기적 재정건전성 확보를 저해함으로써 오히려 장기적으로 경제의 불안정성을 초래할 가능성은 없는지를 점검.
- 현재 우리 경제는 상당한 수준의 수출 및 경기 침체가 진행 중이며, 향후의 대외여건 전망도 매우 불투명한 실정.
 - 따라서 재정확대의 실효성이나 장기적 재정건전성 확보에 큰 문제가 없다면 재정확대 정책을 실시하는 것이 바람직.
- 그러나 재정확대의 경기부양 효과가 통상적으로 인식되고 있는 재정정책의 승수효과에 기초하여 試算한 결과에 비해 작게 나타날 가능성도 배제하기 어려움.

- 우선 우리 경제는 대외부문 비중이 큰 동시에 외환위기 이후 자본시장이 개방되고 변동환율제가 도입됨에 따라 재정정책의 승수효과(multiplier effect)가 과거에 비해 작게 나타날 가능성.
 - * GDP대비 輸入규모가 큰 경제의 경우, 재정책대에 따른 내수축진이 성장감소 요인인 수입증가를 유발하여 승수효과를 감소시키는 경향이 있으며, 재정책대의 금리상승 효과가 환율절상을 초래하면서 승수효과를 감소시키는 요인으로 작용할 수 있음.
- 또한 금융 및 기업부문의 구조적 부실이 아직도 완전히 해결되지 않음에 따라 재정책대가 경기회복에 대한 시장의 기대심리를 변화시킬 수 있는 여력도 제한적일 가능성.
 - * 일본의 경우 1990년대 이후 지금까지 확장적 재정정책 기조를 유지하였으나 금융부문의 불확실성이 근본적으로 해소되지 못함에 따라 경기침체가 장기화되고 국가부채만 누적되는 결과를 초래.
- 이와 함께 추경을 통하여 재정지출을 조기에 확대하는 것에는 큰 문제가 없으나, 지출확대의 내용면에서는 효율성이 저하될 우려.
 - * KDI의 예비타당성조사에서도 나타나고 있듯이 정부의 많은 투자사업에는 상당한 비효율성이 내재되어 있어, 단기적 경기부양을 위해 새로운 사업을 추진할 경우 효율성이 저하될 우려.
- 장기적 재정건전성 확보 측면에서도 이미 국민부담률이 급속히 상승한 상황에서 추가적인 재정책대는 민간소비 및 투자를 오히려 위축시킬 가능성도 배제할 수 없음.

- 국민연금을 제외한 통합재정수지가 1990년대 이후 지속적인 적자를 기록함에 따라 전체 재정수지 흑자에도 불구하고 국채를 발행해야하는 문제점이 발생.

* 실제로 2000년의 경우 국민연금의 흑자규모(11.2조원)가 여타 부문의 적자를 상쇄하고도 남음에 따라 전체 통합재정수지가 흑자(6.5조원)를 시현하였으나, 7.9조원의 국채 순발행이 이루어졌음.

<그림 1> 재정수지와 국민연금수지 변화추이



- 특히 외환위기 이후 국민주택기금 등 특별회계 및 기금 부문의 국채발행이 빠르게 증가함에 따라 이들 사업의 구조조정이 향후 재정건전성 확보 가능성에 가장 중요한 문제로 대두할 전망.

* 1996년 말과 2000년 말을 비교할 경우, 외평채를 제외한 전체 국채의 순증액 가운데 국민주택관련 국채가 차지하는 비중은 33%.

<표 1> 국채잔고 변화추이

(단위: 조원)

	1996년 말(A)	2000년 말(B)	순증액(B-A)
외평채 제외 전체 국채	21.5	62.8	41.3 (100%)
일반회계 및 재특 발행 국고채권	0.0	24.2	24.2 (59%)
국민주택기금 관련 국채	14.2	27.8	13.6 (33%)
국고채권	2.8	10.0	7.2 (17%)
국민주택채권	11.4	17.8	6.4 (15%)

□ 결론적으로, 현재 경기상황을 고려할 때 재정확대가 필요한 시점이거나 다음과 같은 보완대책이 마련되어야 할 것으로 판단됨.

- 추가적인 재정확대는 기 실시사업의 완공을 촉진하는 데 우선적으로 배분되는 것이 바람직하며, 대규모의 장기 투자사업보다는 필요시 중단이 용이한 사업(예; 실업급여 확대)에 우선 배분.

* 대규모의 장기 투자사업에 대해서는 사업타당성에 대한 점검이 충분히 이루어진 후에 예산을 배정.

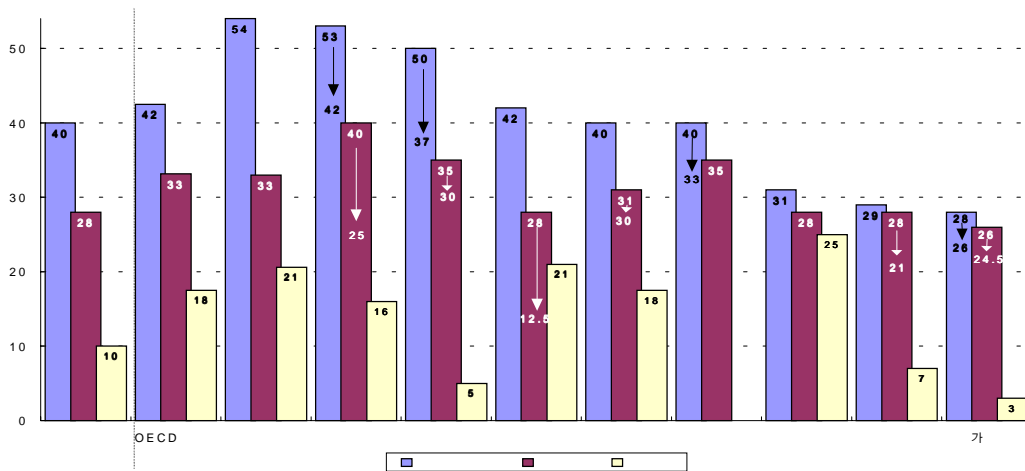
- 재정지출 확대 및 기타 경기부양 조치에 비례하여 금융 및 기업 구조조정을 가속화하기 위한 노력을 강화.
- 중장기 재정운영의 방향과 구체적인 재정건전성 확보방안을 제시함으로써 재정상황에 대한 민간의 우려를 불식할 필요.

3. 감세정책

1) 논의의 배경

- 선진국들의 세율인하 추세, 조세부담률의 상승, 경기둔화 심화, 중산층 조세부담 경감 필요성 등으로 최근 세율인하 논의가 본격화.
 - 선진국들의 세율인하 추진에 따라 경쟁력을 갖춘 국내 조세체계 구축을 위한 세율 조정이 필요.
 - 조세부담률이 크게 상승함에 따라, 현행 조세부담률의 적정성에 대한 논란이 전개되고 있으며, 최근에는 경기활성화를 위한 감세 필요성에 대한 논의도 본격화.
- 선진국들에서 경쟁적인 세율인하 움직임이 나타나고 있어, 조세체제의 국제경쟁력 확보를 위한 세율조정 필요성이 대두.
 - 현재 우리의 각종 세율은 OECD 국가들에 비해 다소 낮은 편이나, OECD국가의 세율인하 이후에는 역전될 가능성.

<그림 2> 우리 나라와 주요 선진국간의 세율비교



선진국의 최근 세율인하 사례

- 일본은 1999년 세법개정을 통해 법인세율을 34.5%에서 30%로 인하하고, 개인소득에 대한 최고세율도 50%에서 37%로 인하.
- 미국은 개인소득세율 인하(39.6%→33%), 자녀소득세액공제 확대, 부부납세자 감세, 연구개발세액공제 영구화 등을 통해 향후 10년간 1.6조불 규모의 감세를 추진.
- 독일은 2001년에 30% 또는 40%로 이원화되었던 법인세율을 25%로 낮추고, 개인소득세율도 연차적으로 2005년까지 현재의 22.9~53%에서 15~42%로 낮출 계획.
- 영국은 법인세율을 33%에서 1997년에 31%로, 1999년에 다시 30%로 인하하였는데, 이 기간동안 법인세수는 경기회복과 세원확대로 오히려 증대.
- 아일랜드는 대폭적인 세율인하를 추진하고 있는데, 법인세율을 24%(2000년), 20%(2001년), 16%(2002년), 12.5%(2003년 이후)로 연차적으로 인하할 예정임. 이러한 세율인하가 아일랜드의 최근 높은 경제성장의 주요요인이라는 주장이 있음.
- 싱가포르는 2002년 개인소득세율을 2~28%에서 0~26%로 전반적으로 인하시키고, 법인세율도 24.5%로 인하할 예정.
- 캐나다는 2001년에 580억 캐나다달러 규모의 5개년 감세안을 발표하였는데,
 - 법인소득에 대한 최고세율을 28%에서 21%로 낮추고,
 - 세율구간의 물가연동, 중간세율 2%p 인하(26%→24%), 자녀소득세액 공제 확대 등으로 개인의 세금 부담을 평균 15% 가량 인하시킬 계획.

- 1990년대 후반 19.1~19.7% 수준에 머물러 있던 조세부담률은 2000년 22% 수준으로 크게 상승.
 - 조세부담에 사회보장 기여금을 합산한 국민부담률도 1999년 23.6%에서 2000년에는 26.4%로 급격히 상승.
 - 신용카드 사용증대와 세무전산화로 인해 세원포착률은 지속적인 확대를 보이고 있음.
- 이러한 중장기적 시각 이외에 최근에는 경기침체가 지속되면서 경기활성화를 위한 감세정책의 필요성이 제기되고 있음.

2) 조세개편 필요성 검토

- 감세정책의 단기적인 경기활성화 효과는 재정책대 정책에 비해 상대적으로 작은 것으로 추정되고 있어, 감세정책은 중장기적인 정책 목표 달성을 위한 조세개편 차원에서 신중히 접근할 필요.
 - 감세정책을 실시하더라도, ① 중기재정여건, ② 세율인하시 초래될 구조적인 세수감소 규모, ③ 경기활성화에 필요한 적정 감세규모 등을 고려하여 결정하는 것이 바람직.
 - ① 구조조정 관련 재정수요, 복지지출 증가, 남북경협 관련 지출 증대 등으로 중기재정여건은 매우 불확실한 상태임을 고려할 필요.
 - ② 정부의 추정결과는 세율 1%p 인하시 법인세는 약 7천 5백억원, 소득세는 약 6천억원 감소할 것으로 분석.
- * KDI의 82개 국가를 대상으로 한 횡단면분석 결과도 이와 유사 (세율 1%p 인하시 법인세와 소득세는 각각 8천억원 및 5천억원 감소).

③ 경기활성화를 위한 감세규모에 대해서는 다양한 의견이 제시되고 있으나, 이미 확장적인 재정·금융정책들이 실시되고 있거나 실시될 예정이므로 감세 폭은 소규모로 결정됨이 바람직.

□ 감세정책이 실시될 경우, 실시형태는 공제확대보다는 세율인하가 바람직할 것으로 판단.

○ 각종 공제의 확대는 이미 높은 수준인 비과세자 비중(현재 46%)을 더욱 높이고 조세체계의 복잡성을 심화시킨다는 점에서 세율인하가 바람직.

* 중산층 세부담 경감은 세율의 누진체계를 조정하여 달성이 가능.

○ 또한 법인세율 인하는 선별적인 투자세액공제에 비해 조세정책 집행에 있어서의 자의성을 최소화할 수 있다는 장점도 보유.

□ 중장기적으로는 세원확대-세율인하 방식의 조세개편을 추진한다는 기본원칙 하에 단기적으로는 경기활성화 및 국제경쟁력을 갖춘 조세구조 구축을 위한 소규모(2~3조원)의 감세가 바람직할 것으로 판단.

○ 현행 10~40% 수준인 소득세율을 각 구간별로 2%p씩 인하하여 8~38%로 개편하고, 법인세율도 구간별로 2%p 인하할 경우 소득세와 법인세는 각각 약 1.2조원 및 1.6조원 규모의 세수감소 예상.

4. 금리정책

□ 최근의 저금리 정책기조 하에서 “실질금리가 마이너스로 하락함에 따라 금리소득자가 희생되고 있다”는 비판이 제기되고 있음.

- 그러나 이러한 비판은, 저금리 정책이 금리소득자에게 불리한 것은 사실이나 거시경제 전체의 운영과 관련하여 요구되는 금리의 역할의 중요성에 비추어 볼 때 설득력이 낮은 것으로 평가됨.

□ 첫째, 실질금리는 1) 실물자본의 한계생산성, 2) 현재와 미래의 자원 배분에 있어서의 기회비용, 3) 명목금리에서 期待 인플레이션을 차감한 금리 등으로 정의될 수 있음.

- 현재 실질금리가 마이너스라는 주장은 현재의 명목금리에서 미래의 기대인플레이가 아닌 **현재의** 실제 인플레이를 차감한 **사후적** 실질금리이며, 이는 정의(3)의 사전적 실질금리와는 구분될 필요.

* 정의 (3)에 명시된 **사전적** 실질금리가 마이너스라면 모든 경제주체가 현금을 보유하려는 유인이 발생하고, 이에 따라 통화량 감소 → 디플레이 발생 → 실질금리 플러스 반전의 과정이 전개될 것임.

- 소비, 투자 등 경제주체의 동태적 자원배분 결정에 영향을 미치는 변수는 사후적 실질금리가 아니라 사전적 실질금리라는 점에서 마이너스 사후적 실질금리의 의미를 지나치게 확대 해석하는 것은 바람직하지 않음.

- 따라서 거시경제 운영에 있어서는 금리의 경기조절 기능을 중시하는 것이 타당하며, 금리소득자의 소득감소로 인한 부작용은 별도의 조치를 통하여 해결하는 것이 효율적.

□ 정의(2)에 따른 경우 사전적 실질금리는 모든 경제주체들의 현재소비와 미래소비간의 선택(또는 현재 소비와 저축간의 선택)을 결정하는 핵심적인 변수에 해당.

○ 통화정책으로 실질금리를 낮추는 정책은 현재소비와 미래소비간의 상대가격과 투자의 기회비용을 낮추는 것에 해당하므로 모든 경제주체의 현재소비와 투자를 촉진하는 효과를 창출.

○ 다만, 이자소득에 주로 의존하는 계층의 경우 실질금리 인하로 불가피하게 소비가 축소되는 효과가 발생할 것이나, 궁극적으로는 금리인하가 유리한 결과를 초래할 가능성도 있음.

* 경기침체가 장기화될 경우 낮은 실질금리가 구조적으로 정착될 가능성이 크며, 이 경우 금리소득자의 소비가 구조적으로 축소될 것임을 의미.

* 정책금리 인하는 실질금리의 하락을 유도함으로써 경기를 활성화하고자 하는 것이며 경기활성화는 성장을 및 실질금리의 회복을 가져와 금리소득자의 소비를 정상화하는데 기여.

Ⅱ. 경기대책의 효과분석

1. 콜금리 인하 이후의 자금시장 동향

1) 회사채 시장

□ 시장동향분석: 금년 중에 추진된 3차례의 콜금리 인하는 회사채 시장에서는 그 효과가 충실히 실현되고 있는 것으로 판단됨.

○ 국채 및 회사채 금리는 콜금리 인하를 전후하여 하락하여 채권 시장이 통화정책에 제대로 반응하는 모습(그림 3 참조).

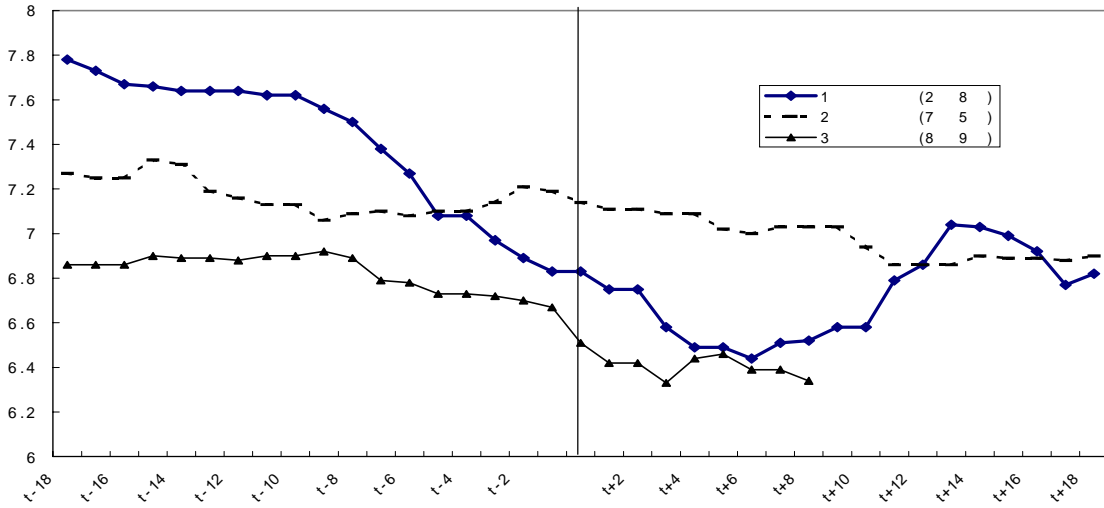
○ 장단기금리 스프레드는 세 차례 모두 큰 변동이 없거나 오히려 하락하여 콜금리 인하가 인플레이기대를 촉발한다는 Fisher 효과는 나타나지 않고 있음을 시사 (그림 4 참조)

* Fisher 효과: 금리인하는 인플레이 기대를 야기하여 실질장기금리에 영향을 미치지 못한다는 가설

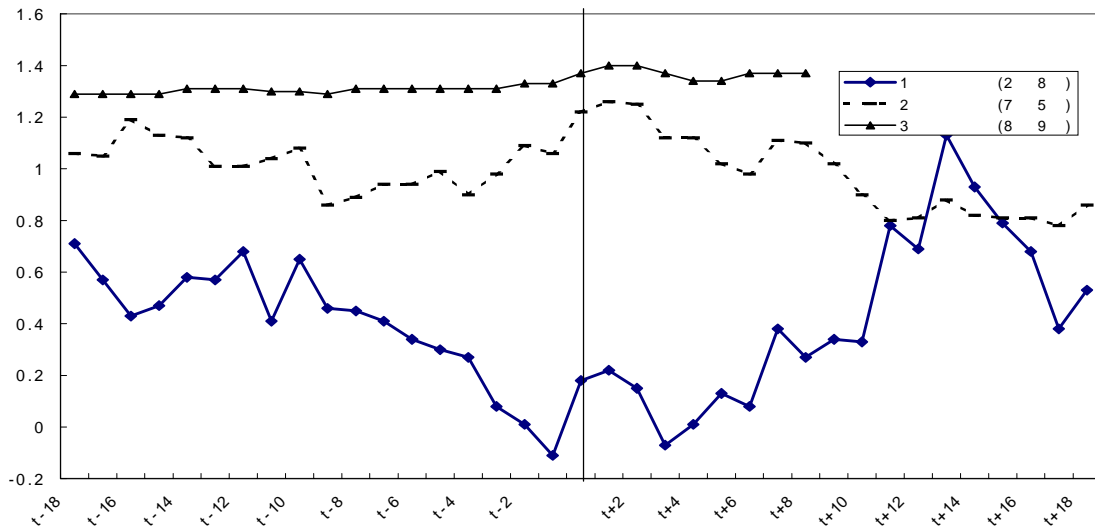
* 금년 2월 8일의 콜금리 인하 1주일 후 장단기금리 스프레드가 상승하였으나 이는 당시 환율상승이라는 새로운 충격에 기인한 것임.

○ 또한 회사채 신용등급간 스프레드는 콜금리 인하를 전후하여 다소 하락하거나 큰 변동을 보이지 않았으며 이는 통화정책의 효과가 비교적 균일하게 확산되고 있음을 시사 (그림 5 참조)

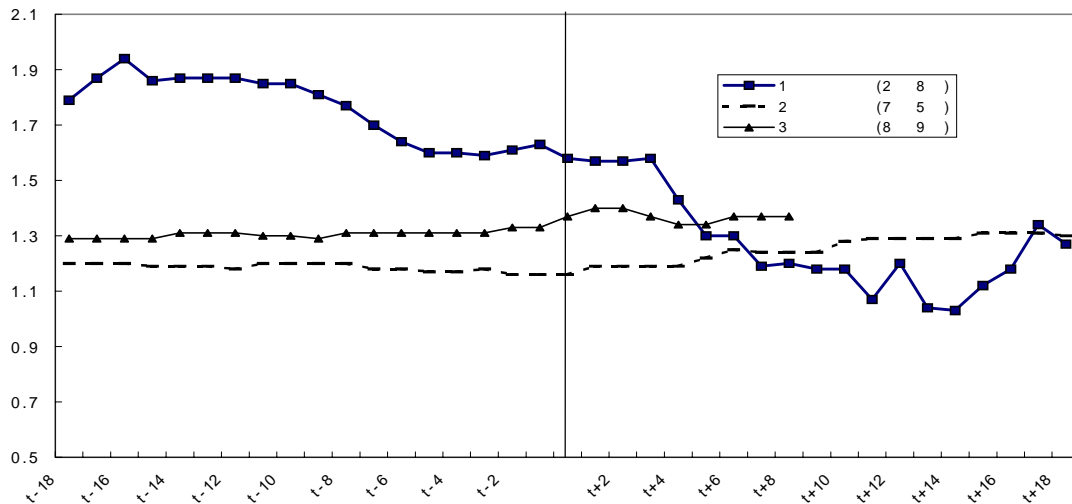
<그림 3> 콜금리 인하를 전후한 회사채 수익률 변화추이



<그림 4> 콜금리 인하를 전후한 장단기 금리차 변화추이



<그림 5> 콜금리 인하를 전후한 신용스프레드(BBB-/AA-) 변화추이



□ **실증분석:** 금년도 일별자료만을 이용하여 콜금리 인하에 따른 시중 금리 하락효과를 실증분석 한 결과, 콜금리 1%p 인하는 해당분기의 평균 회사채 금리를 약 0.7%p 하락시키는 것으로 추정됨.

- 실물부문과 달리 금융시장은 외부충격에 대한 조정이 신속하게 이루어진다는 점을 고려할 때, 콜금리 변화에 대한 시중금리(회사채금리)의 조정은 해당분기에 거의 이루어지는 것으로 추정.

2) 대출시장

□ **시장동향분석:** 대출시장의 경우 콜금리 인하의 효과는 회사채 시장에 비하여 상대적으로 약하게 나타나고 있는 것으로 판단됨.

- 여신금리는 금년 중 하향추세이기는 하나 상대적으로 하락 폭이 크지 않으며 금년 1월 대비 8월 현재 0.8%p 하락.

- 이 중 대출수요 감소 등 여타 요인에 기인한 하락 분이 포함되어 있을 것이므로 순수하게 콜금리 인하에 기인한 여신금리 하락은 훨씬 작을 것으로 판단.

□ **실증분석:** 여신금리의 경우 일별자료 미비로 콜금리 인하의 효과를 판별하기 곤란한 동시에 과거 여신금리 책정이 시장여건을 반영한 것으로 보기 어려워 실증분석을 동태적 반응의 추산에도 한계.

- 따라서 일정한 전제하에 분석적으로 콜금리 인하의 효과를 시산하는 것이 불가피.

□ 다음과 같은 가정 하에 여신금리 인하효과를 추산할 경우 3차례의 걸친 콜금리 0.75%p 인하는 여신금리를 총 0.12%p 내외 하락시킨 것으로 추정됨.

- **여수신 스프레드 감소를 수반한 여신금리 하락만을 콜금리 인하에 기인한 여신금리 하락으로 간주** (즉, 여수신 금리가 동일한 폭으로 하락한 경우의 여신금리 하락은 배제).

* 수신금리 하락에 따라 여신금리가 하락할 경우 여수신 스프레드는 변화하지 않을 것이며, 이러한 여신금리 하락은 금리정책에 기인한 것이라기보다는 경기상황이나 기업자금수요 변화 등에 기인한 내생적인 변화로 간주.

* 수신금리 변화가 없는 가운데 콜금리가 인하된다면 은행의 자금조달(콜자금, CD 등) 비용이 하락하게 되므로, 은행은 여신금리를 인하하여 자금중개 규모를 확대할 수 있는 여력이 발생하며, 이 경우 여수신 스프레드도 동반 축소.

* 여수신 스프레드는 금년 1/4분기 중 3.04%까지 상승하였으며 이후 하락하여 8월 현재 2.92% 수준

- 금년 1/4분기 중의 여수신 스프레드 상승을 은행의 위험관리 차원에서의 경기침체에 대한 대응으로 간주하고, 1/4분기 이후의 변화만을 콜금리 인하에 따른 효과로 가정할 경우 여신금리 하락효과는 최대 0.12%p 수준.

<표 2> 은행 여수신 금리 변화추이

	2001.1	2001.2	2001.3	2001.4	2001.5	2001.6	2001.7	2001.8.1-12
은행수신평균	5.88	5.43	5.22	5.00	5.05	4.99	4.89	4.71
은행여신평균	8.45	8.34	8.26	8.10	7.99	7.89	7.74	7.63
여수신금리차	2.57	2.91	3.04	3.10	2.94	2.90	2.85	2.92

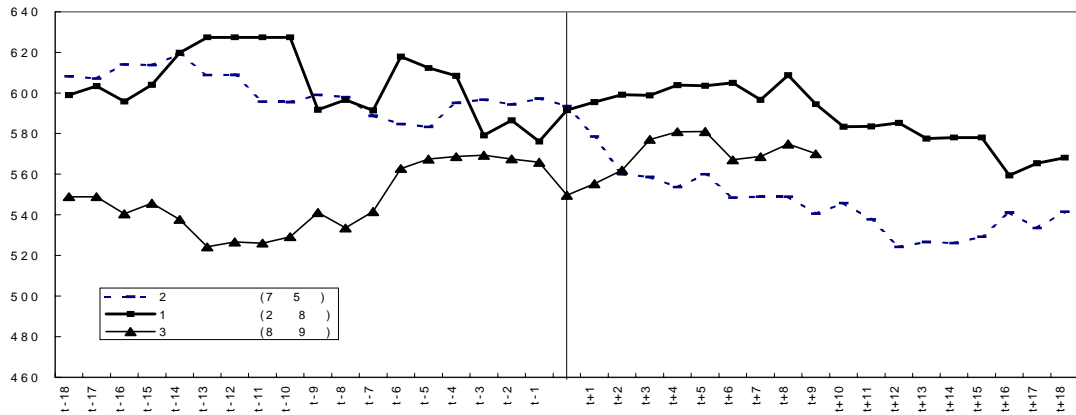
3) 주식시장

□ **시장동향분석:** 주식시장의 경우 콜금리 인하 직후의 주가상승 효과는 뚜렷하게 나타나지 않고 있음.

- 콜금리 인하를 전후한 주가를 비교할 경우 회사채 금리 경우와는 달리 콜금리 인하가 가시적인 주가상승을 유발하였는지의 여부는 불투명(그림 6 참조).

* 7/5일의 경우 콜금리목표 인하 직후 하락세가 이어졌고 2/8의 경우에는 미미한 상승, 8/9의 경우 상대적으로 강한 상승세가 이어져 효과가 엇갈리는 모습.

<그림 6> 콜금리 인하를 전후한 주가 변화추이



4) 종합판단

- 콜금리 인하는 금융자산의 수익률과 위험(risk)간의 관계를 변화시켜 채권 및 주식시장 활성화에 기여한 것으로 평가되나, 그 효과는 금융시장별로 차별화되어 나타나고 있는 것으로 판단됨.
 - 콜금리 인하에 따른 은행 대출금리 하락효과가 상대적으로 작은 것은 은행의 부실채권 해소가 완료되지 않은 상황에서는 여수신 스프레드 축소는 은행의 수익성 악화요인으로 작용한다는 점에 기인.
 - 증시의 경우 자본시장 개방에 따른 국내외 주가동조화 추세, 부실기업 정리 지연에 따른 불확실성 등으로 인하여 콜금리 인하가 주가에 미치는 영향이 과거에 비해 작게 나타날 가능성이 있음.
 - 결론적으로 콜금리 인하의 효과를 극대화하기 위해서는 경제부실을 조기에 제거하여 금융시장이 정상 작동할 수 있도록 시장여건을 개선하려는 노력이 병행될 필요.

2. 정책조합(Policy mix)의 경기부양 효과 분석

1) 추경을 통한 5조원 재정지출 확대

□ 재정자금 5조원이 투자와 소비로 각각 1/2씩 배분된다는 가정 하에 연간거시경제모형을 이용하여 추정된 시뮬레이션 결과는 다음과 같음.

- **GDP:** 재정지출 확대가 없을 경우의 Baseline에 비해 1차 년도에는 실질GDP가 0.9% 증가하며, 2차 년도 이후부터는 -0.1% 내외로 GDP에 대한 영향이 미미한 수준.

* 이러한 반응패턴은 모형의 구조상 재정정책이 장기적으로 잠재GDP 수준에 영향을 미치지 못한다는 장기중립성 제약조건에 기인.

- **소비자물가:** Baseline에 비해 1~5차 년도 기간 중에는 0.13~0.19% 상승하나, 그 이후부터는 0.1% 미만의 미미한 상승효과에 국한되면서 점차 소멸.

<표 3> 추경 5조원의 실물효과

(단위: %)

대상변수	추경 편성 이후 경과기간 ¹⁾				
	1차년도	2차년도	3차년도	4차년도	5차년도
실질GDP	0.89	-0.09	-0.11	-0.12	-0.11
소비자물가	0.13	0.19	0.19	0.17	0.13

註: 1) 1차 년도는 5조원 추경이 이루어진 당해 년도를 의미.

2) 국민임대주택 5만호 건설

- 임대주택 20만호 건설에 총 7.4조원(정부발표)이 소요된다는 점을 고려하여 임대주택 5만호 건설에 필요한 재정자금을 2조원으로 가정.

<표 4> 국민임대주택 20만호 건설비용

(단위: 호, 억원)

	2001	2002	2003	2004 이후
건설계획	25,000	52,500	90,000	-
건설비용	8,539	17,498	29,930	18,210
재정지원	2,364	4,531	7,700	18,210
국민주택기금	6,175	12,967	22,230	-

- 특정 년도에 임대주택 5만호 건설을 완료한다는 전제하에 연간거시경제모형을 이용하여 추정된 실물효과는 다음과 같음.

- **GDP:** 임대주택 건설이 없을 경우의 Baseline에 비해 1차 년도에는 실질GDP가 0.34% 증가한 후, 2차 연도 이후부터는 0.0~ -0.1% 내외로 GDP에 대한 영향이 미미한 수준.
- **소비자물가:** Baseline에 비해 추가적인 물가상승은 0.04~0.06% 내외로 미미한 수준.

<표 5> 임대주택 5만호 건설의 실물효과

(단위: %)

대상변수	임대주택 5만호 건설 이후 경과기간 ¹⁾				
	1차년도	2차년도	3차년도	4차년도	5차년도
실질GDP	0.34	-0.05	-0.06	-0.06	-0.05
소비자물가	0.05	0.06	0.05	0.04	0.02

註: 1) 1차 년도는 임대주택 5만호 건설이 이루어진 당해 년도를 의미.

3) 1조원 규모의 조세감면

① 세율인하를 통한 항구적인 1조원 조세감면

□ 매년 1조원 규모의 소득세 감면이 지속적으로 이루어질 수 있도록 세율을 인하한다는 가정 하에 추정된 실물효과는 다음과 같음.

○ **GDP:** 항구적인 조세감면이 없을 경우의 Baseline에 비해 1차 연도에는 실질GDP가 0.08% 증가한 후, 2차 년도부터 점차 완만하게 축소.

* 이러한 감세의 경기부양 효과는 지속적인 재정지출 1조원 확대의 성장효과(1차년도 0.18%, 2차년도 0.16%, 3차년도 0.13% 등)에 비해 상대적으로 낮은 수준.

○ **소비자물가:** Baseline에 비해 0.1% 미만의 추가적인 물가상승만을 초래하여, 물가에 대한 영향은 미미한 수준.

<표 6> 항구적인 세율인하를 통한 1조원 조세감면의 실물효과

(단위: %)

대상변수	항구적인 세율인하 이후 경과기간 ¹⁾				
	1차년도	2차년도	3차년도	4차년도	5차년도
실질GDP	0.08	0.05	0.03	0.02	0.02
소비자물가	0.01	0.03	0.05	0.06	0.08

註: 1) 1차 년도는 항구적인 세율인하가 이루어진 당해 년도를 의미.

② 1년간 한시적인 조세감면

□ 특정년도에 국한하여 1조원 규모의 소득세 감면이 이루어진다는 가정 하에 추정된 실물효과는 다음과 같음.

- **GDP:** 한시적인 조세감면이 없을 경우의 Baseline에 비해 실질 GDP는 1차 연도에 0.08% 증가한 후, 2차년도 이후부터는 경기 부양 효과가 미미.
- **소비자물가:** Baseline에 비해 0.1% 미만의 추가적인 물가상승만을 초래하여, 물가에 대한 영향은 미미한 수준.

<표 7> 한시적인 1조원 조세감면의 실물효과

(단위: %)

대상변수	향구적인 세율인하 이후 경과기간 ¹⁾				
	1차년도	2차년도	3차년도	4차년도	5차년도
실질GDP	0.08	-0.03	-0.02	-0.01	0.01
소비자물가	0.01	0.02	0.02	0.01	0.01

註: 1) 1차 년도는 한시적인 조세감면이 이루어진 당해 년도를 의미.

4) 상기 재정정책을 종합적으로 실시

□ 5조원 규모의 추경, 국민임대주택 5만호 건설, 항구적인 1조원 규모의 조세감면이 동시에 실시될 경우의 실물효과는 다음과 같음.

- **GDP:** 3가지 재정정책 모두 실시되지 않을 경우의 Baseline에 비해 실질GDP는 1차 연도에 1.3% 증가한 후, 2차년도 이후부터는 경기부양 효과가 미미.
- **소비자물가:** Baseline에 비해 0.2~0.3% 내외의 추가적인 물가상승이 초래되어 상대적으로 미미한 수준.

<표 8> 3가지 재정정책 종합실시의 실물효과

(단위: %)

대상변수	3가지 재정정책이 동시에 실시된 이후의 경과기간 ¹⁾				
	1차년도	2차년도	3차년도	4차년도	5차년도
실질GDP	1.31	-0.09	-0.14	-0.16	-0.14
소비자물가	0.19	0.28	0.29	0.27	0.23

註: 1) 1차 년도는 재정정책의 종합실시가 이루어진 당해 년도를 의미.

5) 콜금리 1%p 인하

□ 콜금리 인하의 실물효과 분석은 금리인하 정책이 총수요 관리 정책의 일환이라는 점을 감안하여 콜금리-GDP-Gap-소비자물가의 3변수 VAR 모형(분기모형)을 이용하여 추정하였음.

○ GDP: 콜금리 1%p 인하가 없을 경우의 Baseline에 비해 실질 GDP는 1차 연도에 0.10%, 2차 연도에 0.06% 상승.

* 콜금리를 1년 동안 매분기마다 0.25%p 인하하여 총 1%p를 인하할 경우, 실질GDP는 1차 년도에 0.05%, 2차 년도에 0.1% 상승.

○ 소비자물가: Baseline에 비해 1차 연도에 0.16%, 2차 연도에 0.20% 내외의 추가적인 물가상승이 초래되나, 3차 연도 이후에는 물가상승 효과가 소멸.

<표 9> 콜금리 1%p 인하의 실물효과

(단위: %)

	콜금리 1.0%p 인하 이후 경과기간(분기)									
	1	2	3	4	1년차	5	6	7	8	2년차
실질GDP	0.01	0.12	0.16	0.14	0.10	0.10	0.06	0.04	0.01	0.06
소비자물가	-0.10	0.16	0.24	0.34	0.16	0.32	0.20	0.16	0.10	0.20

註: 1) 1분기는 콜금리 1%p 인하가 이루어진 당해 분기를 의미.

□ 이러한 콜금리의 실물효과는 추정방식 및 추정기간에 따라 큰 편차를 보이고 있어 신뢰도가 높지 않은 동시에 실제 효과에 비해 과소 추정되었을 가능성이 있음.

① VAR추정 방식은 콜금리가 첫 분기에 1%p 인하된 후 점차 원 수준으로 회귀하는 것을 상정하고 있어 통상적 의미의 “콜금리 1%p 인하”에 비해 성장효과가 작게 나타나게 될 것임.

* 예를 들어 콜금리가 1%p 인하되어 계속 지속되는 경우를 상정할 경우에는 그 효과가 장기간 지속되며, 1년이 경과한 이후에도 실질 GDP를 0.15~0.20% 상승시키는 것으로 추정됨.

② 분석대상 기간(1980~2000년)중 대부분의 경우에 통화정책의 주요 수단이 콜금리가 아니라 통화량 지표였다는 점을 감안할 때, 외환 위기 이후의 금리정책 효과가 과소 추정되었을 가능성.

* 외환위기 이전에는 통화량(특히 M2)이 통화정책의 주요 수단이었던 반면 최근에는 콜금리의 조정을 통하여 통화정책을 수행하고 있어 공시효과(Announcement Effect) 등으로 인하여 콜금리 인하의 실물효과가 과거에 비해 확대되었을 가능성이 큼.

③ 분석대상 기간(1980~2000년)의 대부분을 차지하는 외환위기 이전 기간에는 환율의 외생성이 상대적으로 컸다는 점 역시 콜금리 인하의 실물효과를 과소 추정하는 요인으로 작용하였을 가능성.

* 외환위기 이후 도입된 완전 자유변동 환율제도 하에서는 금리인하가 환율상승을 통해 실물경제에 미치는 효과를 증대시키는 부분이 있을 것으로 사료됨.

* 실제로 분석기간을 1990년 이후로만 국한할 경우 위에 제시된 콜금리 인하의 실물효과가 전반적으로 1.5배 정도 확대되는 것으로 추정되고 있음.