

❖ 최근 금리 수준에 대한 평가와 시사점

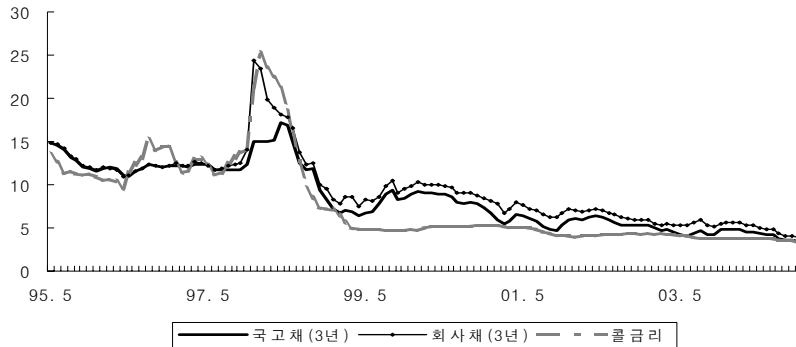
이태열 동향분석팀장

가. 최근 금리 하락세의 추이

금리하락의 장기화로 실질 금리가 마이너스에 진입하는 등 이례적인 현상이 나타나고 있으며 보험사의 경영환경에도 심각한 위협이 되고 있는 만큼 최근 금리 수준에 대한 객관적인 재평가를 할 필요성이 제기됨.

- 우리나라 금리는 전반적인 하락세를 지속하다가 2004년에 들어서는 실질 금리가 마이너스 상태에 진입하고 장단기 금리차가 소진되는 등 초저금리 상태를 나타내고 있음.
- 콜금리의 경우 외환위기와 함께 20%대로 상승한 이후 2000년과 2002년의 소폭 금리 인상조치를 제외하고는 지속적인 하락추세를 이어갔으며 2004년 11월 금통위의 콜금리 운용목표 조정으로 3.25% 수준까지 하락함.
- 외환위기와 함께 회사채(3년)의 경우 1997년 말에서 1998년 초에 걸쳐 20%대를 기록했으나 이후 급속히 하락하여 1998년말에는 한자리수 금리를 기록함.
 - 1999년 중 10% 수준까지 반등하였으나 이후 전반적인 하락세를 지속하여 2004년 하반기에는 3%대에 진입함.
- 국고채(3년)의 경우는 회사채금리와 유사한 추이를 보이고 있으며 최근에는 약 0.5%p 수준의 금리차(spread)를 유지하며 동행하고 있음.
 - 소비자물가상승률(전년동월비)을 조정한 실질금리의 경우 2004년 7월~10월까지 마이너스를 기록했으며, 2004년 8월 이후에는 콜금리와의 금리차도 사실상 소진된 상태임.

<그림 1> 주요 금리 추이



자료 : 한국은행

- 이례적으로 낮은 수준의 금리에도 불구하고 추가적인 금리 인하에 대한 요구와 기대가 시장에 상존하고 있어 우리나라 금리 수준에 대한 적정성을 경기 부양의 측면과 해외 금리 수준과의 비교를 통해서 새롭게 평가할 필요성이 제기됨.
- 특히 보험사의 입장에서는 금리 인하로 역마진 구조의 심화 등 심각한 부작용이 우려되는 만큼 현재 진행 중인 초저금리 현상에 대해 보다 객관적이고 명확한 입장을 갖을 필요성이 있을 것임.

나. 금리 인하 효과에 대한 평가

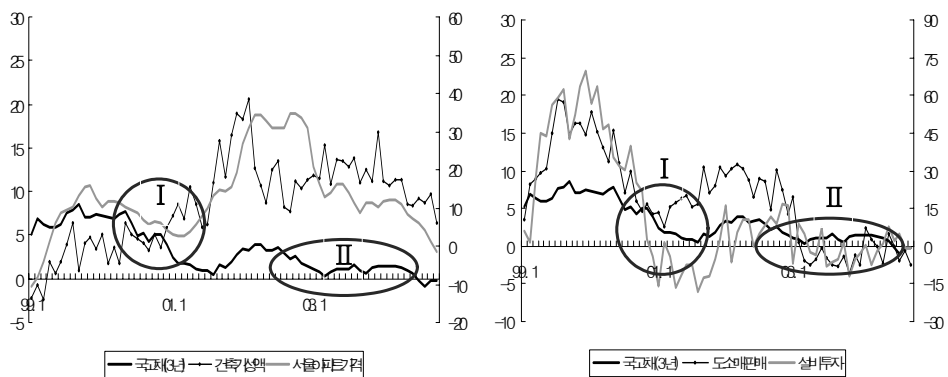
최근의 저금리 현상 심화에도 불구하고 경기부양효과는 거의 나타나고 있지 않은 가운데 금융시장의 불안정성이 심화되고 있으며 보험사의 자산운용환경은 지속적으로 악화되고 있음.

- 2000년 하반기에 진행된 금리 하락은 건설과 소비를 부양한 효과가 인정되나 2002년 하반기 이후의 금리 하락은 경기 부양에 기여하지 못한 것으로 판단되며, 특히 설비투자는 금리와 상관없이 장기 불황 상태를 지속함.
- 최근 국고채(3년) 실질금리⁴⁾의 추이를 보면 대표적으로 두 번의 하락기를 발견할

수 있는데 첫 번째가 2000년 하반기와 2001년 8월에 걸친 기간이며, 두 번째가 2002년 하반기부터 2003년 상반기까지 하락한 이후 최근까지 0% 전후의 수준을 이어오고 있는 기간임.

- 소비는 첫 번째 금리 하락 이후 크게 반등하는 특징이 나타나고 있으나 두 번째 금리하락기 이후에는 오히려 마이너스 성장으로 하락하는 등 금리 인하에 따른 경기 부양효과가 나타나고 있지 않음.
- 도소매판매액 전년동월비 증가율을 보면 첫 번째 금리 하락과 더불어 도소매판매액지수의 전년동월비 증가율은 2001년 2월 2.6%에서 9월에는 10%를 상회함.
- 두 번째 금리 하락 이후에는 2003년 3월부터 현재에 이르기까지 사실상 감소세를 지속하고 있어 금리 하락의 영향을 발견하기 어려움.
- 설비투자는 두 번의 금리 하락기 모두에서 별다른 회복이 나타나지 않으면서 장기 불황국면을 보이고 있어 금리 인하의 효과가 발견되지 않음.
- 설비투자추계의 전년동월비 증가율을 보면 2000년 12월 감소세를 보인 이후 일시적인 등락은 있었으나 전반적으로 초저성장 기조를 이어가고 있음.

<그림 2> 실질금리와 내수 관련 변수의 추이



주 : 금리외의 변수 전년동월비%, 금리는 왼쪽축 기준, 기타변수들은 오른쪽축 기준
 자료 : 한국은행, 통계청, 국민은행

4) 실질금리는 전년동월비 소비자물가 상승률을 이용하여 환산하였음.

○ 건축건설 기성액의 전년동월비 증가율은 첫 번째 금리 하락 이후 2001년 하반기 부터 부동산 경기의 상승과 더불어 큰 폭의 증가세를 유지하다가 2004년 하반기 부터는 초저금리에도 불구하고 증가세가 급속히 하락하고 있음.

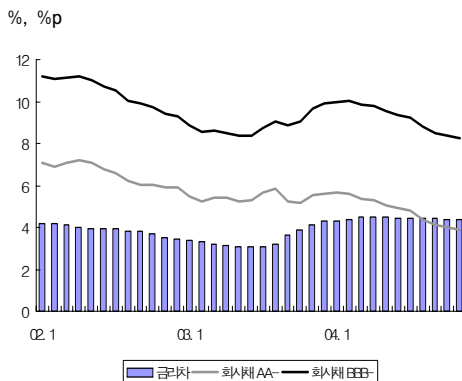
- 첫 번째 금리 인하는 부동산 경기와 함께 건설경기를 부양한 것으로 인정되나 이후 건설 경기는 금리보다 부동산 가격에 영향을 받고 있는 것으로 판단되며, 따라서 최근의 금리 인하는 건설 경기 부양에 별 효과가 없는 것으로 판단됨.

□ 2004년에는 금리하락에도 불구하고 자금이 실물경제와 자본시장 등으로 유입되지 못하고 채권형, 단기성 상품에 대한 과잉 수요를 유발하면서 금리의 하락압력이 가중되는 악순환이 발생함.

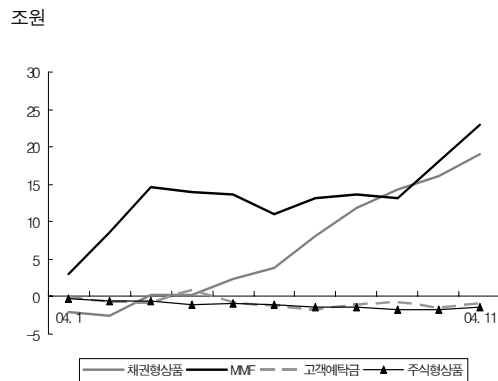
○ 금리 하락에 따른 풍부한 유동성에도 불구하고 신용등급에 따른 금리차는 오히려 확대되는 불균형 현상이 발생하면서 중소기업 등 자금 실제로 필요한 기업들에게는 오히려 원활하게 유입되지 못함.

- 장단기금리차는 2002년 중 감소세를 지속하였으나 2003년 하반기 이후 회사채 BBB-의 금리가 상승하면서 AA-와의 차이가 4%p를 넘어서면서 최근에서 회사채 BBB- 금리가 회사채 AA-를 두배 이상 높은 수준을 나타내고 있음.

<그림 3> 금리차 추이



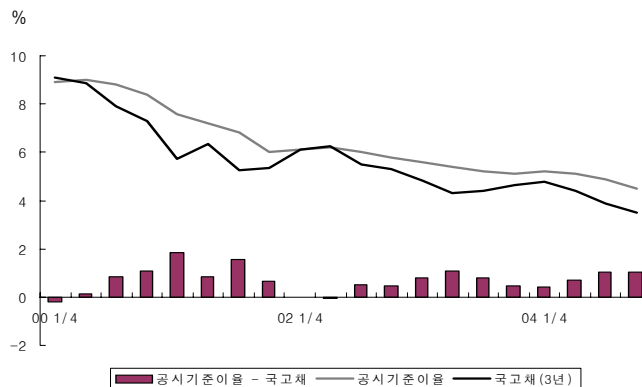
<그림 4> 주요 상품 순수신 누계액 추이



자료 : 한국은행

- 금리하락에도 불구하고 2004년 시중자금은 자본시장으로 가지 않고 단기성 자산과 채권형 자산으로 이동하면서 다시 채권 수요를 유발하여 금리 하락 압력이 커지는 악순환이 발생하고 있음.
 - 2004년 시중자금 순수신 누계액을 보면 채권형 상품에는 연중 꾸준한 유입이 발생했으며 단기성 상품인 MMF에는 1/4분기와 4/4분기 중 큰 폭의 자금유입이 발생함.
 - 향후 금리 반전시 시중자금은 채권형 상품에서 역으로 급속히 유출될 수 있어 향후 잠재적인 금리 불안정 요인이 심화되고 있음.
- 금리 하락의 장기화로 보험사는 자산운용 환경이 지속적으로 악화되고 있어 적절한 자산 운용 수익률 확보에 심각한 장애요인이 되고 있음.
- 금리하락세가 지속되면서 보험사의 공시기준이율도 하락세를 지속하고 있어 보험상품의 가격 경쟁력이 지속적으로 악화되고 있음을 반영함.

<그림 5> 최근 금리 및 공시기준이율 추이



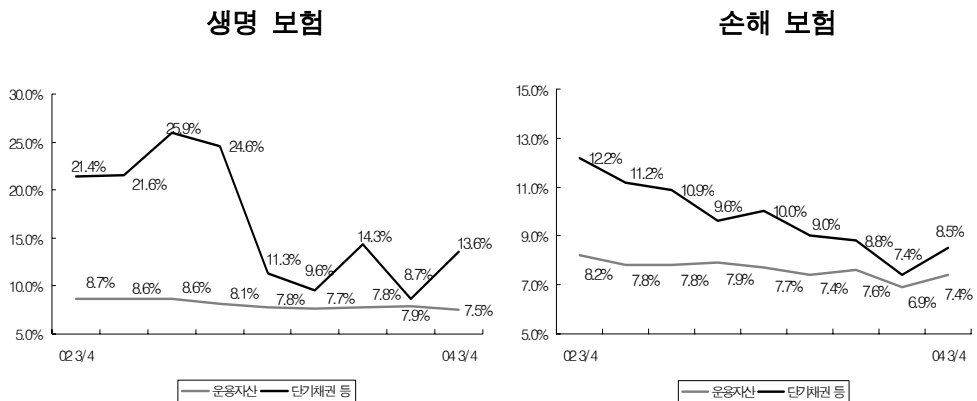
자료 : 보험개발원, 한국은행

- 최근 보험사의 자산 운용 수익률은 금리 하락에 따라 지속적으로 낮아지는 추세를 보이고 있으며 처분익으로 상대적으로 높은 수익률을 유지하던 단기운용 채권

의 수익률도 하락추세를 지속하고 있음.

- 단기로 운용하는 채권의 매각으로 채권가격 상승에 따른 처분익이 발생하고 있으나 저금리 기조가 장기화되면서 수익률도 하락하고 지속적인 매각으로 전체 자산에서의 비중도 감소하고 있음.
 - 생명보험 단기운용 채권의 경우 전체 운용자산에서 차지하는 비중이 2.6%에서 1.8%로 감소하였으나, 단기운용채권의 비중이 매우 작아 전체 운용자산 수익률에 미치는 영향은 미미함.
 - 손해보험 단기운용 채권이 전체 운용자산에서 차지하는 비중이 2002년 3/4분기 15.3%에서 2004년 3/4분기에는 9.6%로 감소하였으며, 이는 전체 운용자산 수익률에도 부정적인 영향을 미치고 있음.
- 장기운용자산의 수익률 하락이 불가피한 상태에서 단기운용자산의 수익률까지 악화되면 손해보험을 중심으로 자산운용수익률의 하락속도가 더욱 빨라질 수도 있을 것임.

<그림 6> 보험산업 운용자산 및 단기 운용 채권 수익률 추이



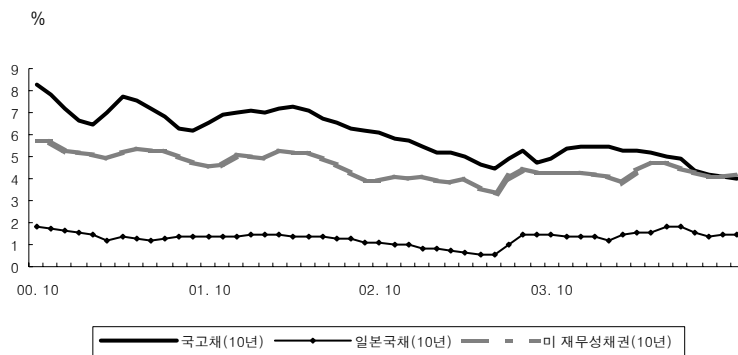
주 : 보험회사의 자산운용수익률은 누계기준임.
자료 : 보험개발원

다. 금리 수준의 해외 비교

미국, 일본 등 국제 금리와의 비교해도 우리나라 금리 수준은 이미 상대적으로 더 낮은 수준인 것으로 평가되어, 추가적인 인하의 필요성을 발견하기 어려운 것으로 판단됨.

- 한, 미, 일의 장기채 명목 수익률 추이를 보면 우리나라의 금리가 상대적으로 빠르게 하락하고 있는 것으로 나타남.
- 한국, 미국, 일본의 장기금리(10년)의 추이를 비교할 경우 모두 최근 꾸준한 하락세를 지속한 이후 2003년 하반기부터는 미국, 일본의 경우 완만한 상승세로 반전한 반면, 우리나라의 국고채(10년)수익률은 소폭 상승후 하락세를 지속함.
- 우리나라의 금리는 미국과 일본에 비해 상대적으로 높은 수준을 유지했으나 2003년 하반기부터 그 차이가 급속히 축소되면서 최근에는 미국 재무성채권과 거의 동일한 수준을 나타내고 있음.

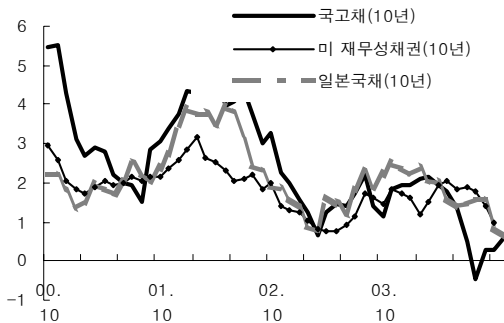
<그림 7> 한, 미, 일 장기채 수익률 추이



자료 : 한국은행, 통계청, 국제금융센터

- 한, 미, 일의 장기채 실질 수익률⁵⁾을 비교한 결과 우리나라는 2003년 상반기까지 상대적으로 높은 수준을 유지하다가 그 이후에는 오히려 더 낮은 수준으로 하락함.
- 우리나라 국고채(10년)의 시계열자료가 유용해진 2000년 10월이후 3국의 금리 추이를 볼 때 대략 1년반 주기의 등락이 나타난 것을 볼 수 있으며, 이에 따라 3개 기간으로 나누어 금리의 수준을 상호 비교해 보았음(<표 1>참조).
 - 2000년 10월부터 2001년 8월까지의 기간 중에는 우리나라의 실질금리가 미국 일본에 비해 약 1.0%p 가량 낮았던 것으로 나타남.
 - 2001년 9월부터 2003년 3월까지 기간의 경우 미국의 실질금리와 차이는 평균 0.62%p로 축소되었으나 일본과의 격차는 여전히 1.0%p를 상회하고 있음.
 - 2003년 4월부터 2004년 11월까지 기간의 경우 우리나라의 실질 금리가 일본보다는 0.14%p 낮은 수준으로 나타났으며 미국과 비교할 경우 0.42%p나 낮아 우리나라의 실질 금리가 상대적으로 가장 낮은 것으로 평가됨.

<그림 8> 한·미·일 실질금리 비교



<표 1> 한·미·일 실질금리 비교

(기간평균 %)			
	2000. 10 ~2001. 08	2001. 09 ~2003. 03	2003. 04 ~2004. 11
한 국	3.13	3.22	1.34
미 국	1.92 (1.21)	2.60 (0.62)	1.76 (-0.42)
일 본	2.10 (1.03)	2.04 (1.18)	1.48 ^{주2)} (-0.14)

주 : 1) (·)은 한국금리 - 미, 일 금리,
2) 일본은 2003.4~2004.10
자료 : 한국은행, 통계청, 국제금융센터

- 미국과 일본의 경우 경기 회복이 본격화하기 전인 2003년 상반기에 장기채의 실질 금리를 매우 낮은 수준으로 유지한 것이 사실이나, 2004년 하반기 우리나라의 장기

5) 한국의 실질금리와 동일한 조건을 적용하기 위해 미국과 일본이 장기채수익률도 해당 국가 전년 동월비 소비자물가 상승률을 이용하여 실질 기준으로 환산하였음.

국고채의 실질 수익률은 이미 이보다도 낮은 수준을 기록하고 있음.

- 미국과 일본의 경기 회복이 본격화되기 직전이었던 2003년 상반기와 최근의 우리나라의 실질 금리 수준을 비교하는 것은 매우 유용할 것임.
 - 미국의 2003년 상반기 재무부채권(10년)의 평균 실질수익률은 1.23% 그리고 일본의 경우는 0.93%로 나타나 양국이 경기 부양을 위해 매우 낮은 수준의 금리를 유지했음을 알 수 있음.
 - 반면, 우리나라의 2004년 하반기(7~11월) 국고채(10년)의 평균수익률은 0.25%에 불과한 것으로 나타나 오히려 더욱 낮은 수준인 것으로 평가됨.
- 우리나라가 경기 부양을 위해서 보다 낮은 실질 금리를 필요로 한다고 말하기 어렵다는 것을 의미함.

라. 시사점

본고의 논의를 통해서 볼 때 현 상황에서 경기 부양을 목적으로 한 추가적인 금리 인하 필요성을 발견하기 어려우나 금리의 상승 반전 요인도 불확실한 만큼 보험사들은 초저금리 장기화에 적극적으로 대비하는 것이 바람직함.

- 경기, 해외금리 등 금리와 관련된 전반적인 시장환경을 고려할 때 경기 부양을 위한 추가적인 금리 인하의 필요성을 찾기 어려운 만큼 경기 부양을 위해서는 오히려 금리 외적인 요인의 개선에 초점을 맞추는 것이 바람직할 것임.
- 최근 지속적인 금리인하와 더불어 초저금리 상태가 지속되고 있음에도 불구하고 소비, 건설, 설비투자 등 내수 경기 관련 변수들은 반응하고 있지 않으며 따라서 추가금리 인하로 이들 변수들의 개선을 기대하기는 어려울 것으로 판단됨.
- 최근 금리하락기 시중자금의 이동은 경기를 부양하기 위해 실물부문으로 공급되기보다는 채권형 상품 등을 선호하면서 다시 채권 수요 증가와 금리 하락을 초래하는 악순환 구조를 가지고 있음.

- 따라서 금융시장의 측면에서도 무리한 금리 인하는 오히려 금융시장 불안정성만 가중시킬 가능성이 높은 것으로 판단됨.
- 우리나라의 장기채 실질 금리수준은 미국, 일본의 최근 장기채 실질 금리와 비교할 경우에도, 이들 국가가 경기 회복을 위해 저금리 기조를 유도했던 2003년 상반기와 비교할 경우에도 상대적으로 더욱 낮은 수준임.
- 추가적인 금리 인하의 필요성이 적다고 판단됨에도 불구하고 채권시장에서는 금리 하락 압력이 존재하고 있고 경기 회복 여부는 여전히 불투명한 만큼 저금리 상황의 장기화에 대비한 대비가 필요한 것으로 판단됨.
- 경기 부양을 위한 추가적인 금리 인하 압력은 적은 것으로 판단되나 채권시장에서는 여전히 채권에 대한 과수요로 국고채(3년)와 콜금리 사이의 금리차가 소진된 상태가 지속되는 등 금리의 추가 하락 압력이 여전히 존재하고 있음.
- 금리 상승을 위해서는 경기 회복의 가시화가 유일한 조건이 될 것이나 2005년 상반기 중에는 오히려 경기의 추가적인 악화가 예상되는 만큼 당분간 경기 상승을 기대하기는 어려울 것으로 판단됨.
- 보험사들은 초저금리 현상의 장기화를 염두에 두고 해외투자 확대, 자산 운용 능력 확충, 자산 운용 비용 절감 등의 노력을 강화해야 할 것임
- 우리나라의 경우 장기채의 금리가 낮고 공급 물량도 충분하지 않은 만큼 부족한 부분에 대한 해외 투자를 적극적으로 모색할 필요성이 있음.
- 장기채 중심으로 자산을 운용할 수밖에 없는 보험사의 입장에서는 자산운용수익률을 제고하기에 한계가 있는 만큼 자산운용비용을 절감할 수 있는 방안을 강구해야 할 것임.
- 자산운용의 외주를 수익률과 소요비용에 대한 엄격한 판단하에 적극적으로 활용하고 중소형사들은 자산풀링(pooling)을 통해 단위당 자산운용비용을 절감하는 방안도 적극적으로 검토할 필요가 있을 것임.