



연준과 한국은행의 기준금리 인상 시기 차이

윤성훈 선임연구위원

요약

- 인플레이션에 대한 우려가 높아지고 있으나 미 연준은 2023년까지 기준금리를 인상하지 않겠다고 밝힌 반면, 한국은행은 금년 중 기준금리 인상 가능성을 시사함
- 본고는 인플레이션 우려에도 불구하고 기준금리 인상 시기에 있어 연준과 한국은행이 다른 입장을 보이는 이유에 대해 2008년 글로벌 금융위기 이후 양국의 통화정책 경험을 바탕으로 검토하고자 함
 - 통화정책 준칙에 포함된 대표적인 변수인 인플레이션 및 실업률과 기준금리 간의 관계를 살펴봄
- 글로벌 금융위기 이후 기준금리와 소비자물가 상승률 간의 관계를 보면, 한국은행이 연준에 비해 인플레이션에 대해 상대적으로 민감하게 대응한 것으로 보임
- 이에 반해 기준금리와 실업률 간의 관계를 보면 연준이 한국은행에 비해 실업률에 대해 상대적으로 민감하게 대응한 것으로 나타남
- 양국 중앙은행의 이러한 차별적 모습은 양국 중앙은행의 통화정책 목표에 차이가 있기 때문인 것으로 해석됨
 - 연방은행법에 규정된 통화정책 목표는 최대의 지속가능한 생산 및 고용과 물가안정인 반면, 한국은행법에 명시된 통화정책 목표는 물가안정과 금융안정임
 - 기준금리 변경 시 양국 중앙은행 모두 암묵적으로 실물경기·물가·금융안정 등 여러 변수를 고려할 것으로 생각되지만 명시적으로 연준의 통화정책 목표에 금융안정이 포함되지 않았고, 한국은행의 통화정책 목표에 실물경기 변수가 빠져 있음
- 인플레이션 확대 우려에 따라 한국은행이 연준보다 기준금리를 먼저 인상할 것이라는 신호를 보내는 것은 양국의 경제 상황과 통화정책 목표를 고려할 때 예상 가능한 모습임
 - 양국 모두 인플레이션에 대한 우려가 높아지고 있으나 미국의 경우, 실업률이 코로나19 이전 수준을 회복하지 못하고 높은 수준을 유지하고 있음
 - 미국과는 달리 가계부채 조정 과정이 없었던 우리나라의 경우, 금융안정 목표를 고려할 때 가계부채 증가세도 억제해야 하는 상황임
- 결과적으로 현 경제상황에서 연준의 경우 기준금리 인상 시기를 앞당길 가능성은 크지 않아 보이며, 한국은행의 경우 기준금리 인상 시기를 늦추기가 쉽지 않을 것으로 예상됨



1. 서론

○ 2020년 소비자물가 상승률은 미국과 우리나라 각각 1.2%, 0.5%에 그쳤으나 미국의 경우 3월부터, 우리나라의 경우 4월부터 인플레이션 목표 수준인 2%(전년 동월 대비)를 상회함에 따라 인플레이션에 대한 우려가 높아지고 있음(〈그림 1〉 참조)

- 미국의 소비자물가 상승률(전년 동월 대비)은 2021년 1월 1.4%, 2월 1.7%, 3월 2.6%, 4월 4.2%, 5월 5.0%, 6월 5.4%를 기록하는 등 상승세가 가파르게 확대되고 있음
- 우리나라의 소비자물가 상승률(전년 동월 대비)은 2021년 1월 0.6%, 2월 1.1%, 3월 1.5%, 4월 2.3%, 5월 2.6%, 6월 2.4%를 보이는 등 상승세가 점진적으로 높아지고 있음

〈그림 1〉 미국과 한국 소비자물가 상승률 추이

(단위: %)



주: 전년 동월 대비 상승률임

자료: 한국은행, 경제통계시스템

〈그림 2〉 미국과 한국의 기준금리 추이

(단위: %)



자료: BIS Statistics

○ 미 연준은 인플레이션 우려에도 불구하고 2023년까지 기준금리를 인상하지 않겠다고 밝힌 반면, 한국은행은 금년 중 기준금리 인상 가능성을 시사함

- 연준과 한국은행은 코로나19 충격에 대한 대응으로 기준금리를 2020년 초반 각각 0.125%, 0.5% 수준으로 인하한 이후 아직까지 동 수준을 유지하고 있음(〈그림 2〉 참조)
- 연준은 지난 6월 공개시장위원회에서 그리고 7월 공개한 베이지 북에서 2023년까지 기준금리를 현 수준에서 유지하고 테이퍼링(자산매입 축소)에 신중한 태도를 지녀야 한다는 방침에 변화가 없다는 입장을 반복함
- 이에 반해 한국은행은 지난 5월 금융통화위원회 직후 기자간담회에서 2021년 연내 기준금리 인상 가능성을 시사하며 가계부채 증가세를 억제할 필요가 있다고 언급함
 - 지난 6월에 열린 금융안정회의에서는 민간부채가 급격하게 늘어 기준금리를 올리지 못하는 부채 함정 상황에 대해 논의함

- 본고는 인플레이션 우려 속에도 연준과 한국은행이 기준금리 인상 시기에 있어 다른 입장을 보이는 이유에 대해 2008년 글로벌 금융위기 이후 양국의 통화정책 경험을 바탕으로 검토해 보고자 함



2. 글로벌 금융위기 이후 통화정책 경험

- 통화정책은 기본적으로 인플레이션, 실물경기 등을 고려하여 예측 가능할 수 있도록 일관성(Consistency)을 유지하는 것이 바람직한 것으로 알려져 있음
 - 미국에서 발생한 1930년대 대공황과 1970년대 높은 인플레이션의 경우, 일관성이 결여된 재량적(Discretionary) 통화정책의 결과라는 비판을 받음
 - 1930년대 대공황은 디플레이션에도 불구하고 긴축적인 통화정책에 따른 실질금리 상승이 투자를 축소시켜 발생한 것으로 분석됨에 따라 당시의 통화정책이 큰 비판을 받음
 - 1970년대 높은 인플레이션의 경우 브레튼 우즈(Bretton Woods) 체제 붕괴¹⁾ 이후 낮은 금리와 이에 따른 달러화 약세가 주된 원인이라는 평가를 받음
 - 이에 따라 1980년대 이후에는 대부분의 국가에서 통화정책의 일관성을 유지하기 위해 통화정책 준칙(Monetary Policy Rule)이 참고자료로 활용됨
- 통화정책 준칙은 기준금리와 소수의 경제 변수 간의 관계를 규정한 수학적 공식(FRB 2018)²⁾인데, Taylor 준칙, Solvency 준칙, McCallum 준칙 등 크게 세 가지 형태가 있으며³⁾, 이에 파생된 준칙들이 개발됨
 - Taylor 준칙에 포함된 경제 변수는 인플레이션과 실질GDP 또는 실업률이고, Solvency 준칙의 경우 가계부채 및 기업부채이며, McCallum 준칙의 경우 명목GDP이나 Taylor 준칙과 크게 다르지 않음
 - 참고로 Taylor(1993)⁴⁾가 제안한 가장 기본적인 Taylor 준칙은 다음과 같음
 - $$i_t = \pi_t + r_t^* + \alpha_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + \alpha_y(y_t - y_t^*)$$
 - 여기서 아래 첨자 t 는 시간, i 는 기준금리, π 는 인플레이션, r^* 는 균형실질금리, π^* 는 목표인플레이션, y 는 실질GDP의 로그값, y^* 는 잠재실질GDP의 로그값, α_π 는 인플레이션 변화에 대한 반응계수로 양수, α_y 는 실질GDP 변화에 대한 반응계수로 양수임
 - 즉, 인플레이션 수준이 목표 수준보다 높거나 경제가 잠재 수준 이상으로 성장할 경우 기준금리를 인상하고, 반대의 경우 기준금리를 인하하는 것이 통화정책 준칙이 시사하는 통화정책 방향임
 - 중앙은행별로 반응계수 값을 달리 설정함에 따라 인플레이션과 실물경기에 대한 기준금리 대응이 다를 수 있음

1) 미 달러화의 금태환 정지 및 변동환율제도로 전환임

2) FRB(2018. 7), Monetary Policy Report

3) https://en.wikipedia.org/wiki/Taylor_rule

4) Taylor, J(1993), "Discretion versus Policy Rule in Practice", Stanford University

- 연준은 Taylor 준칙과 여기서 파생된 네 가지 변형된 준칙을 참고자료로 활용(FRB 2018)하고 있으며, 한국은행 역시 내부적으로 다양한 통화정책 준칙을 참고하고 있을 것으로 보임
- 따라서 인플레이션 및 실업률⁵⁾과 기준금리 간의 관계를 살펴보면 통화정책 준칙의 반응계수 값을 추측해 볼 수 있는데, 이를 통해 연준의 통화정책과 한국은행의 통화정책 사이의 차이점을 추론해 볼 수 있음

가. 인플레이션

- 글로벌 금융위기를 극복하기 위해 우리나라(5.25%→2%) 및 미국(5.25%→0.125%)에서 기준금리가 크게 인하되었는데, 이후 기준금리와 소비자물가 상승률 간의 관계를 보면, 한국은행이 연준에 비해 인플레이션에 대해 상대적으로 민감하게 대응한 것으로 보임
 - 우리나라의 경우 2009년 11월부터 소비자물가 상승률이 2.0%를 상회하였는데 8개월 후인 2010년 7월부터 기준금리가 인상되었고, 소비자물가 상승률이 2012년 7월부터 2.0% 이하로 낮아지자 기준금리가 바로 인하됨(그림 3) 참조)
 - 이에 반해 미국의 경우 2011년 2월부터 2012년 4월까지 15개월간 소비자물가 상승률이 2%를 상회하였으나 기준금리가 인상되지 않았고, 기준금리는 2015년 12월부터 인상되었는데 소비자물가 상승률은 이보다 1년 뒤인 2016년 12월부터 2%를 상회함(그림 4) 참조)

〈그림 3〉 한국 기준금리 및 소비자물가 상승률 추이
(단위: %)



주: 소비자물가는 전년 동월 대비 상승률임
자료: 한국은행, 경제통계시스템; BIS Statistics

〈그림 4〉 미국 기준금리 및 소비자물가 상승률 추이
(단위: %)



주: 소비자물가는 전년 동월 대비 상승률임
자료: 한국은행, 경제통계시스템; BIS Statistics

5) 연준이 참고하는 Taylor 준칙에는 실질GDP 대신 실업률이 사용됨. Okun의 정리에 따르면 실질GDP와 실업률은 실물경기에 대해 동일한 정보를 제공하고 여기에 더해 실업률은 월별로 파악되기 때문임. 본고에서는 연준의 통화정책과의 비교를 위해 한국은행의 경우에도 실업률과 기준금리를 비교하였음

○ 한편, 글로벌 금융위기 이전을 보면 연준의 기준금리는 인플레이션과 유사한 추이를 보였으나 한국은행의 기준금리는 인플레이션보다는 상대적으로 미국의 기준금리 추이와 유사한 모습을 보임

- 2000년대 초반 우리나라의 경우 IMF 외환위기를 벗어난 직후이기 때문에 통화정책에 해외자본 유·출입 및 환율에 대한 영향도 고려될 필요가 있었을 것임

나. 실업률

○ 글로벌 금융위기 이후 기준금리와 실업률 간의 관계를 보면, 인플레이션의 경우와는 달리 연준이 한국은행에 비해 상대적으로 실업률에 민감하게 대응한 것으로 나타남

- 우리나라의 경우 2012년과 2019년 실업률이 개선되던 시기에 기준금리가 인하되는 등 기준금리와 실업률 간에 부(-)의 관계를 보이지 않은 기간이 존재함(그림 5) 참조)
- 미국의 경우 글로벌 금융위기 이후 상승한 실업률이 2015년 12월 5%까지 하락하는 기간 동안 제로금리가 유지되었고, 실업률이 5% 이하로 낮아진 이후부터 기준금리가 인상되기 시작함(그림 6) 참조)

〈그림 5〉 한국 기준금리 및 실업률 추이

(단위: %)



자료: 한국은행, 경제통계시스템; BIS Statistics

〈그림 6〉 미국 기준금리 및 실업률 추이

(단위: %)



자료: FRB of St. Louis, Statistics; BIS Statistics

○ 글로벌 금융위기 이전을 보면 우리나라의 경우 기준금리와 실업률 간의 관계가 일정하지 않으나, 미국의 경우 실업률과 기준금리가 반대 방향으로 움직임

다. 소결

○ 이를 종합하여 글로벌 금융위기 이후 우리나라와 미국의 통화정책을 비교해 보면, 인플레이션과 실물경기가 중합적으로 고려되더라도, 한국은행의 경우 실물경기보다는 인플레이션에, 연준의 경우 인플레이션보다는 실물경

기에 좀 더 높은 가중치를 두고 기준금리를 결정하였던 것으로 보임



3. 기준금리 인상 시기에 대한 시사점

- 연준의 통화정책 목표는 최대의 지속가능한 생산 및 고용과 물가안정임⁶⁾
- 이와 다르게 한국은행의 통화정책 목표는 물가안정과 금융안정임
 - 『한국은행법』 제1조 제1항에서 “한국은행을 설립하고 효율적인 통화신용정책의 수립과 집행을 통하여 물가안정을 도모함으로써 국민경제의 건전한 발전에 이바지함”을 동 법의 목적으로 규정하고 있음
 - 따라서 한국은행의 통화정책이 추구하는 최우선 목표는 물가를 안정시키는 것임
 - 『한국은행법』 제1조 제2항에서 “한국은행은 통화신용정책을 수행할 때에는 금융안정에 유의하여야 한다”고 규정하고 있음
 - 한국은행은 통화신용정책 수행을 통해 물가안정을 도모하는 가운데 금융안정을 위한 정책적 노력도 함께 경주해야 함
- 즉, 한국은행의 통화정책 목표에는 생산 및 고용과 같은 실물경기 변수가 명시적으로 포함되어 있지 않으며, 연준의 통화정책 목표에는 금융안정이 빠져 있음
 - 물론 연준과 한국은행 모두 암묵적으로는 통화정책 목표에 포함되지 않은 주요 변수도 기준금리 결정 시 고려할 것으로 생각됨
- 앞장에서 살펴본 바와 같이 글로벌 금융위기 이후 한국은행의 경우 실물경기보다는 인플레이션에, 연준의 경우 인플레이션보다는 실물경기에 좀 더 높은 가중치를 두고 통화정책을 시행한 것으로 나타났는데, 이는 양국 중앙은행의 통화정책 목표에 차이가 있기 때문인 것으로 해석될 수 있음
- 따라서 경제가 코로나19 충격으로부터 회복되는 과정에서 나타난 인플레이션 우려에 따라 한국은행이 연준보다 기준금리를 먼저 인상할 것이라는 신호를 보내는 것은 양국이 직면한 경제 상황과 통화정책 목표를 고려할 때 예상 가능한 모습임
 - 양국 모두 인플레이션 우려가 높아지고 있으나 미국의 경우 실업률이 코로나19 이전 수준을 회복하지 못하고 높은 수준을 유지함(표 1) 참조)

6) Monetary policy has two basic goals: to promote “maximum” sustainable output and employment and to promote “stable” prices

〈표 1〉 소비자물가 상승률 및 실업률 추이

(단위: %, 백만 명)

국가	구분	2019년	2020년	2021년 1월	2021년 2월	2021년 3월	2021년 4월	2021년 5월	2021년 6월
한국	CPI	0.4	0.5	0.6	1.1	1.5	2.3	2.6	2.4
	실업률	3.8	3.9	5.4	4.0	3.9	3.7	3.8	-
	취업자 수	27.1	26.9	-	-	26.9	-	-	-
미국	CPI	1.8	1.2	1.4	1.7	2.6	4.2	5.0	5.4
	실업률	3.7	8.1	6.3	6.2	6.0	6.1	5.8	5.9
	취업자 수	157.5	147.8	-	-	150.4	-	-	151.5

주: CPI는 소비자물가 상승률임(전년 동기 대비)

자료: 한국은행, 경제통계시스템

- 더욱이 한국은행은 연준과는 달리 통화정책 목표 중의 하나인 금융안정에도 유의해야 하는데, 이를 위해 가계부채 증가세를 억제하여 금융불균형에 대응해야 하는 상황임
 - Cecchetti et al.(2011)⁷⁾에 따르면 금융위기를 유발하는 가계부채 규모(임계치)는 명목GDP의 85% 수준인 것으로 분석되었는데, 우리나라의 경우 2020년 이미 동 수준을 상회함(그림 7) 참조
 - 한편, 미국의 경우 2008년 명목GDP 대비 가계부채 수준이 98%에서 금융위기가 발생하고 이후 가계부채 조정이 지속되었다가 최근 들어 다시 가계부채가 늘어나고(그림 8) 참조 있기 때문에 저금리 등에 따른 가계부채 증가세가 상대적으로 부담스럽지 않은 상황임

〈그림 7〉 한국 명목GDP 대비 가계신용 추이

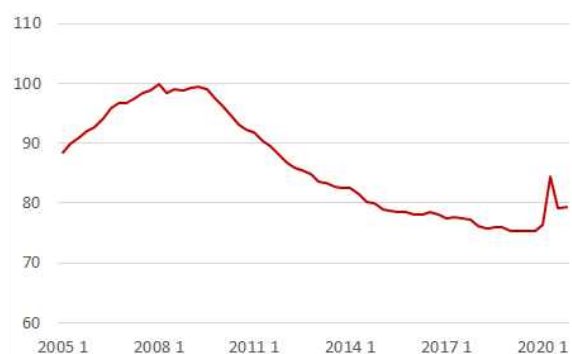
(단위: %)



자료: 한국은행, 경제통계시스템

〈그림 8〉 미국 명목GDP 대비 가계부채 추이

(단위: %)



자료: FRB of St. Louis, Statistics

- 결과적으로 현 경제 상황에서 연준의 경우 기준금리 인상 시기를 앞당길 가능성은 크지 않아 보이며, 한국은행의 경우 기준금리 인상 시기를 늦추기가 쉽지 않을 것으로 예상됨

7) Cecchetti, S. Mohanty, S., Zampolli, F(2011), "The Real Effects of Debt", BIS Working Papers, No. 352