

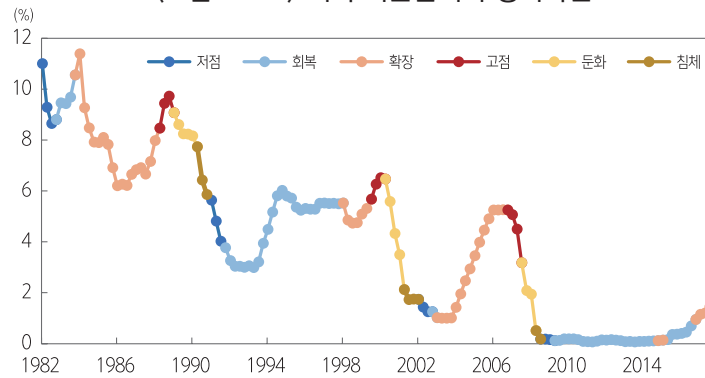
3. 통화정책 전망

가. 미국 통화정책 전망

□ 미 연준(FRB)의 금리인상 패턴을 살펴보면, 대체로 경기 정점에 도달한 후 기준금리가 중립금리를 소폭 상회하는 수준에서 종료

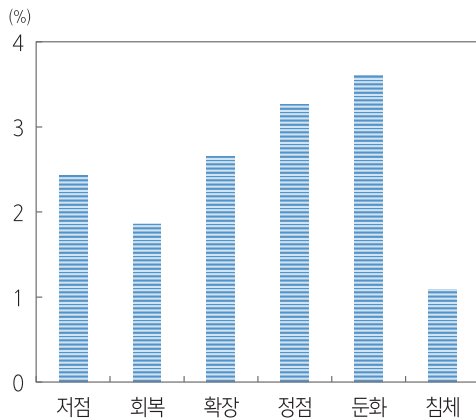
- 물가상승률이 둔화국면에서 가장 높은 것으로 나타나 정점에 도달할 때까지 금리를 인상
- 다만, 최근에는 물가가 안정되면서 정책대응 필요성이 줄어들어 금리인상 종료 시기가 앞당겨지고 금리인상 종료시점의 금리갭 또한 축소되는 경향

〈그림 II-29〉 미국 기준금리와 경기국면



자료: Datastream, 자본시장연구원

〈그림 II-30〉 경기국면별 미국 Core PCE 상승률



주 : 1982Q3~2018Q2기간중 전기대비연율 기준

자료: Datastream, 자본시장연구원

〈표 II-10〉 금리인상기별 금리갭

(단위: %p)

금리인상 중단시점	금리갭 ¹⁾
1989Q2	1.5
1995Q2	1.5
2000Q3	0.6
2006Q3	0.6

주 : 1) 실질기준금리 - 실질중립금리(Holston et al. (2017) 추정치). 단, 기대 인플레이션의 불확실성을 감안하여 금리인상 중단 시점 및 다음 분기까지의 평균적인 금리갭 수준임

자료: NY Fed, 자본시장연구원

- 이번 금리인상기는 경기 정점으로 예상되는 2020년 1분기까지 3.5% 수준에서 마무리될 전망
 - 향후 통화정책 여건을 살펴보면 2019년중 잠재성장률(1.8~1.9%)을 상회하는 성장세로 인해 GDP갭이 확대되고 정점에 도달한 이후에도 상당 기간 양(+)의 GDP갭을 유지할 전망
 - 이에 따라 수요부문 압력으로 인해 연준의 목표수준을 소폭 상회하는 수준의 물가상승세가 당분간 지속될 것으로 예상되는 만큼 경기 정점까지 점진적 금리인상이 진행될 것으로 예상
 - 물가목표의 대칭성을 감안하여 연준이 목표수준을 하회한 경우와 마찬가지로 목표수준을 소폭 상회하는 상황에 대해 용인할 가능성
 - 최종 기준금리 수준은 3.0% 수준의 명목중립금리 평가치에 0.5%p 내외의 금리갭을 감안한 수준
 - 금년과 같은 4회 인상도 가능하겠으나, 정점에 근접할수록 실물지표간 방향성이 엇갈리거나 금융시장의 변동성이 커질 수 있어 금리인상 중 일부가 2020년으로 이연될 가능성이 높은 것으로 판단

〈표 II-11〉 미국 통화정책 전망

		2018년	2019년	2020년	중립금리
경기순환 국면 전망		확장	확장	1분기: 정점	
기준금리	FOMC 전망	2.4% (연중 4회 인상)	3.1% (2~3회 인상)	3.4% (1회 인상)	3.0%
	자본시장 연구원 전망	2.5% (연중 4회 인상)	2020년 1분기 3.5% (2019년 3회 및 2020년 1분기 1회)		3.0% 내외

자료: FRB, 자본시장연구원

- 한편, 향후 통화정책 경로의 위험요인으로 고용사정 개선에 따른 물가상승 압력 확대 및 미국 경제의 잠재성장률 제고는 금리인상 확대 요인인 반면, 경기 둔화 및 연준의 물가안정에 대한 확신으로 중립금리 수준에서의 조기 종료는 금리인상 축소 요인(IV장 참조)

나. 한국 통화정책 전망

- 향후 한국은행의 통화정책 여건을 살펴보면 전망시계에서 금리 인상 및 인하 요인이 엇갈리는 상황
 - 2020년 상반기까지 국내 경제가 하강국면을 이어갈 것으로 예상되고 물가 또한 목표수준을 하회할 것으로 보여 실물경제 흐름은 인하 요인이 될 전망
 - 반면, 한·미간 기준금리 역전이 장기간 큰 폭으로 확대되는데 따른 대외 금융안정 우려 및 가계부채 누증에 따른 대내 금융안정 부담은 인상 요인
 - 종합적으로는 향후 경기 하강국면이 완만하게 진행되면서 부동산 가격이 안정되고 환율 등 대외변수가 제한적인 약세 흐름을 보일 것으로 전망(Ⅲ장 참조)되는 만큼, 인상과 인하 요인중 어느 한쪽이 뚜렷하게 우세하지는 않을 것으로 판단

- 이에 따라 한국은행은 2019년중 기준금리를 동결하였다가 2020년중 미 연준의 금리인상 종료에 확인된 시점에 인하할 것으로 예상
 - 잠재성장률 둔화로 중립금리가 하락할 것으로 보여 기준금리가 동결되더라도 기준금리와 중립금리간 차이가 축소되면서 통화정책의 완화정도는 축소될 전망
 - 한편, 한국은행의 10월 전망치(2019년중 2.7%)에 대해 금융통화위원회가 잠재성장률 추세에 근접한 수준으로 평가(한국은행, 2018)한 만큼, 국내 성장세가 예상보다 개선된 흐름을 보일 경우 내년중 한차례 금리인상 가능성도 상존

〈표 II-12〉 한국의 통화정책 전망 및 한·미 통화정책 경로 비교

		2019년	2020년
경기국면	한국	둔화 → 침체	저점 → 회복
	미국	확장	정점 → 둔화
기준금리	한국	1.75% (연중 동결)	1.50% (1회 인하)
	미국	2020년 1분기 3.5% (2019년 3회 및 2020년 1분기 1회)	
	역전폭	-1.5~1.75%p	-2.0%p

자료: 자본시장연구원

다. 국내 통화정책 관련 현안 점검

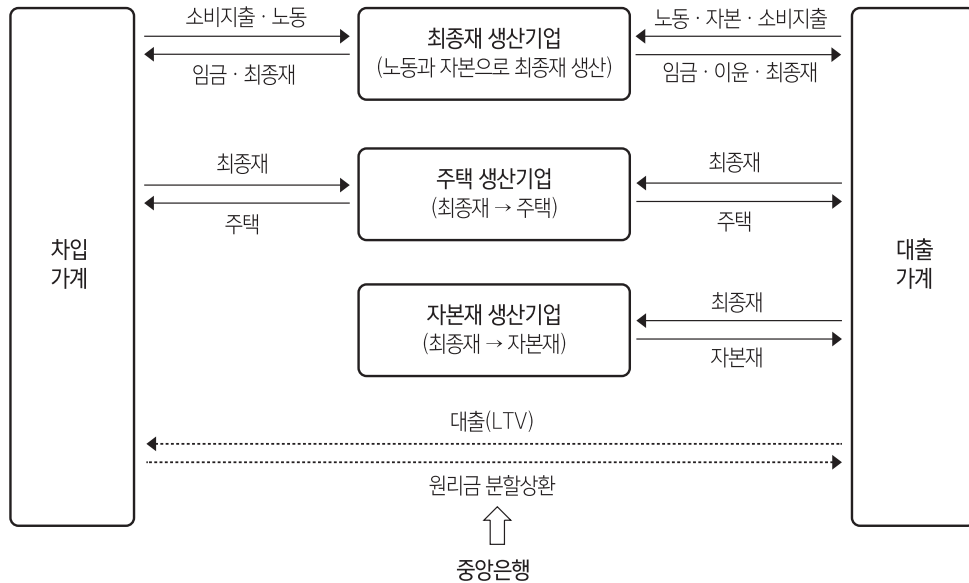
□ 최근 수도권 부동산 가격 상승의 주원인으로 저금리에 따른 유동성 확대가 지적되면서 통화정책적 대응 필요성이 제기되고 있으나, 금융통화위원회 내부에서도 의견이 엇갈리는 상황(한국은행, 2018)

- 일부 위원은 거시건전성 규제 강화만으로 금융불균형 확대를 제어하기 어려운 만큼 금리인상을 통해 비효율적 투자유인을 낮추어 금융불균형을 억제할 필요가 있다고 주장
- 반면, 다른 위원은 최근 수도권 가격 상승이 가계부채 증가를 유도하는지 분명하지 않은데다 국지적 성격이 강한 만큼 선별적 대응이 가능한 거시건전성 정책의 우선적 활용이 바람직하다고 주장

□ 이에 따라 한국의 거시 데이터를 이용하여 추정된 동태적 일반균형모형(DSGE)을 통해 통화정책, 보유세 인상 및 LTV 강화의 거시경제적 효과를 비교

- Alpanda and Zubairy(2017)의 모형을 1999년부터 2017년까지 GDP, 소비, 투자, 주택가격, 가계부채 등 거시데이터를 이용하여 추정(Bayesian estimation)
- 동 모형에는 차입 및 대출 가계로 구성된 가계부문, 최종재 생산기업과 주택생산기업, 자본재 생산기업으로 구성된 기업부문 및 중앙은행으로 구성
 - 가계의 효용이 최종재 및 주택 소비에 의존하는 가운데, 대출 가계는 차입가계에 주택구입 대출을 제공하며, 대출에는 LTV 규제가 적용
 - 최종재 생산기업은 대출 및 차입 가계로부터 노동, 대출 가계로부터 자본을 조달하여 최종재를 생산
 - 주택 생산기업은 대출 및 차입 가계의 최종재를 주택으로 변환(건설투자)하는 역할을, 자본재 생산기업은 대출 가계의 최종재를 자본재로 변환(설비투자)하는 역할을 담당
 - 중앙은행은 GDP갭과 물가상승률에 따라 기준금리를 결정(Taylor rule)하고 LTV를 설정하며, 기준금리는 차입 가계의 대출금리에 영향

〈그림 II-31〉 모형 개요

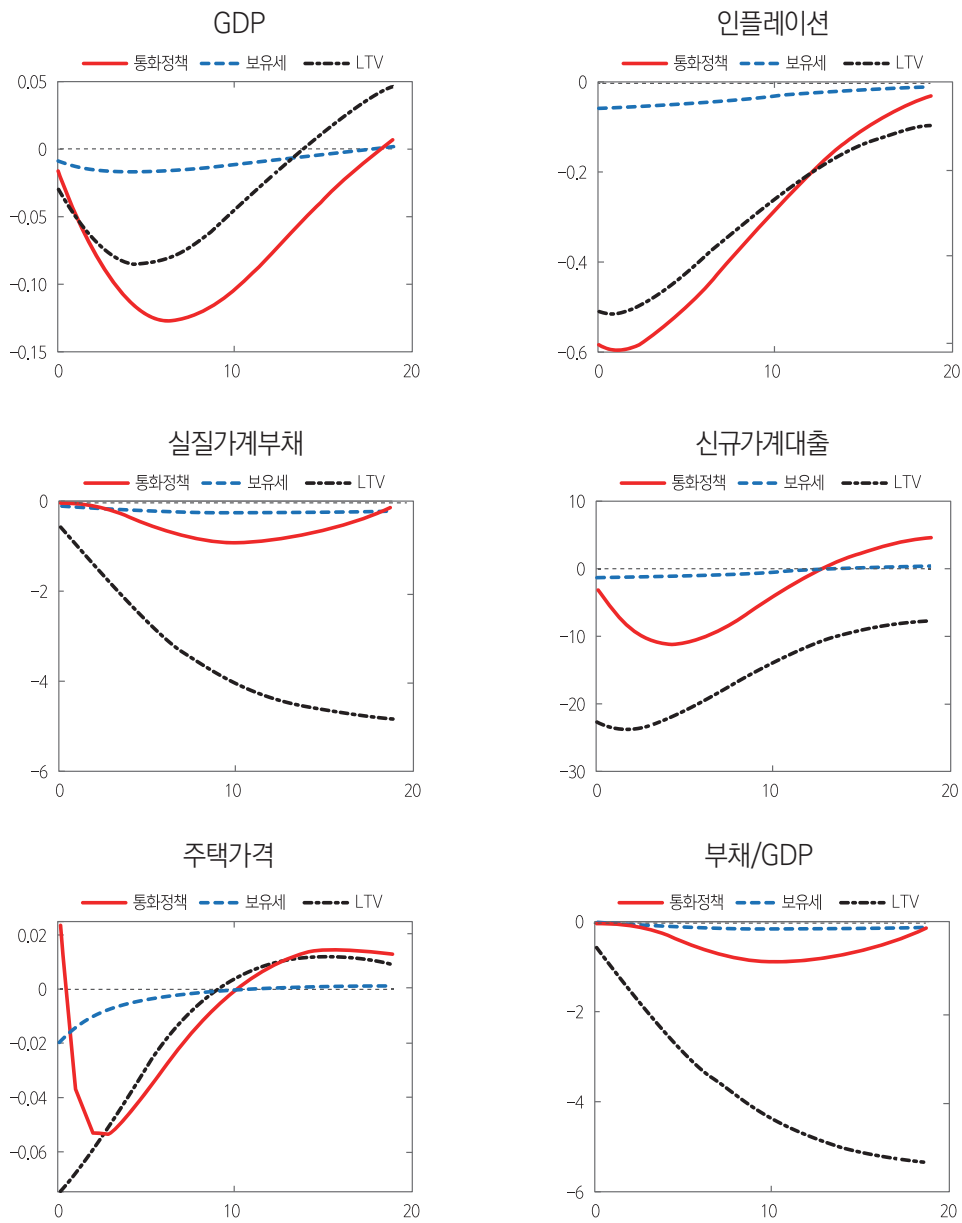


□ 추정된 모형을 이용한 분석 결과, 가계부채 및 주택가격 상승에 대응하기 위해 기준금리를 인상하는 것보다 LTV 등 거시건전성 정책을 이용하는 것이 효과적

— LTV 및 보유세가 주택관련 부문에 제한적인 영향을 미치는 반면, 기준금리 인상은 경제전반에 대한 긴축 효과를 갖는 만큼, LTV와 유사한 정도의 대출 축소 및 주택가격 안정 효과를 얻기 위해서는 더 큰 정책비용(GDP 감소)이 수반

- 특히, 금리인상이 신규 대출을 줄이는 효과는 적은 반면, 물가하락 효과는 커서 실질가계부채나 GDP대비 부채비율 측면에서 LTV에 비해 열위
- 한편, 9·13 대책에 포함된 보유세 인상은 거시경제 전체로 보면 인상규모가 크지 않아 실물경제 전반에 미치는 영향은 미미한 수준이나, 주택가격 안정에는 제한적이거나 효과를 갖는 것으로 분석

〈그림 II-32〉 통화정책, 보유세 인상 및 LTV 강화



주: 기준금리 100bp 인상, 보유세 0.03%p 인상, LTV 5%p 인상에 따른 효과

□ 최근(11월 30일) 금융통화위원회가 금융불균형 해소를 이유로 금리인상을 단행하였으나, 하강국면에서의 금리인상이 내년중 성장세에 부담으로 작용할 전망