

글로벌 경제 불확실성과 중립금리: 통화정책 방향*

연구위원 노산하

미·중 무역분쟁으로 확대된 글로벌 경제 불확실성은 올해 세계경제의 성장 둔화에 큰 영향을 준 것으로 보인다. 불확실성 확대는 가계의 예비적 저축 증가, 기업의 투자 감소, 그리고 투자자들의 안전자산 선호 현상을 통해 실질중립금리(실질균형금리)를 하락시키는 방향으로 영향을 미친다. 주요 선진국과 한국의 중립금리는 글로벌 경제정책 불확실성이 증가하는 시기에 급격하게 하락하였다. 특히, 글로벌 금융위기 이후 한국의 중립금리 하락 속도는 잠재성장률 하락세보다 빠른 것으로 나타나, 글로벌 경제정책 불확실성 확대를 반영하는 것으로 보인다. 최근 미·중간 무역분쟁의 부분타결에 대한 기대에도 불구하고 앞으로 남은 기술이전 문제, 환율 문제, 중국기업에 대한 보조금 문제 등과 관련한 미·중간의 대립은 글로벌 경제의 불확실성을 지속시킬 것으로 판단된다. 나아가 통화 및 재정정책 방향, 브렉시트, 홍콩사태에 따른 불확실성도 무시할 수 없다. 이러한 글로벌 경제 불확실성 요인은 향후 한국의 중립금리에 하방 위험으로 작용할 가능성이 있다. 따라서 통화정책 결정시 글로벌 경제의 불확실성 확대에 주의를 기울일 필요가 있다.

세계 경제의 42%를 차지하는 미국과 중국의 무역분쟁이 지속되면서 글로벌 경제의 불확실성이 장기화되고 있다. 최근 단계적 합의에 대한 공감대가 형성되어 불확실성 해소에 대한 기대가 있지만 미·중간의 정책 불확실성으로 인해 글로벌 경제정책 불확실성 지수(Global Economic Policy Uncertainty Index)와 세계 무역 불확실성 지수(World Trade Uncertainty Index)는 크게 상승하였다. 이를 반영하듯, 소비 및 투자 부진에 따른 성장잠재력 둔화와 함께 통화정책 당국의 정책금리 수준에 대한 불확실성이 확대되고 있다. BIS 보고서에 따르면, 2019년 8월말 기준 마이너스 금리로 거래되는 전 세계 국공채 규모는 대략 17조달러로 세계 국내총생산(GDP)의 20%에 달한다. 이러한 안전자산 선호에 따른 저금리 현상은 글로벌 경제 불확실성에 대한 경제주체의 우려를 반영하고 있는 것으로 보인다. 따라서 글로벌 경제의 불확실성 증가는 구조적으로 잠재성장률에 부정적인 영향을 주고 중립금리(natural rate of interest)를 하락시킬 것으로 예상된다.¹⁾ 중립금리는 통화정책 당국자가 현재 정책

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

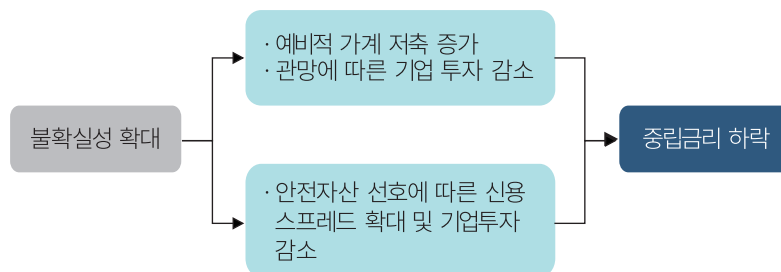
1) 중립금리란 경제가 완전고용 상태이고 물가수준이 안정적인 상태(즉, 경제가 인플레이션이나 디플레이션 압력이 없는 잠재성장률 수준)에서 자금의 공급(저축)과 수요(투자)를 일치시키는 장기 균형 상태에서의 이론적 단기실질금리를 말한다(Laubach & Williams, 2003). 따라서 투자수요를 초과하는 과도한 저축은 중립금리에 하방 압력으로 작용한다. 중립금리 수준은 관측되지 않고 경제 모형에 의해 추정되어야 한다.

이자율이 경제활동을 촉진시키는지 또는 후퇴시키는지를 판별하는데 핵심적인 역할을 하고, 금융시장 참가자들이 미래 통화정책 방향을 예상하는데 중요한 수단으로 활용된다. 최근 미·중 무역분쟁, 한·일 무역갈등, 브렉시트, 홍콩사태 등의 영향으로 글로벌 경제의 불확실성이 증가함에 따라 중립금리에 대한 재평가와 함께 앞으로의 통화정책 방향에 대한 논의가 중요해지고 있다. 이에 따라 본고에서는 글로벌 경제의 불확실성 증가가 중립금리에 미치는 영향을 살펴보고, 통화정책에 대한 시사점을 논의한다.

중립금리 결정요인과 불확실성

글로벌 금융위기 이후, 세계경제의 구조적 변화와 함께 중립금리 수준에 대한 재평가와 중립금리 결정요인에 대한 논의가 확대되어 왔다. 기존 연구에 따르면, 중립금리는 잠재성장률 수준과 경제의 구조적 특징을 결정하는 그 밖의 여러 요인들에 의해 결정된다. 특히, 노동생산성, 인구구조변화, 가계의 시간선호도(time preference), 위험회피도와 경제의 불확실성은 중립금리를 결정하는 중요한 요인으로 인식되고 있다.²⁾ 각 요인들의 영향력은 상이하나, 그중에서도 노동생산성 둔화 및 인구구조변화(고령화·저출산)에 따른 생산가능인구의 감소는 잠재성장률 및 중립금리 하락에 큰 영향을 주는 것으로 나타난다(백인석·강현주, 2018). 경제의 불확실성은 크게 두 가지 경로를 통해 중립금리에 영향을 미친다. <그림 1>은 불확실성 확대에 따른 중립금리의 하락 경로를 보여준다.

<그림 1> 불확실성 확대에 따른 중립금리 하락 경로



첫째, 불확실성에 직면한 위험 회피적인 경제주체의 예비적 저축(precautionary savings) 성향과 적극적인 투자보다는 관망(wait-and-see)하는 성향을 들 수 있다(Bloom et al., 2009; De Paoli, & Zabczyk, 2013). 최근 국가 간 무역갈등으로 유발된 글로벌 경제의 불확실성은 가계의 예비적 저축을 증가시켜 소비를 위축시킨다. 또한 불확실성에 직면한 기업은 관망함으로써 얻는 새로운 정보를 바탕으로 더 바람직한 의사결정을 내릴 유인이 존재하기 때문에 현재의 투자계획을 지연시킨다. 이러한 현상은 거시경제의 총수요 부족을 야기하고 저축과 투자 간의 불균형을 만들어내기 때문에 장기침체

2) 다른 시각으로, 금융시장의 역풍/순풍(financial headwinds/tailwinds)이 중립금리를 결정한다는 시각이 있다. 대표적으로, 금융위기 이후 기업과 가계의 과다부채(debt overhang)로 인한 투자수요 감소가 최근 중립금리 하락의 주된 요인으로 설명한다(Lo & Rogoff, 2015).

를 가속화시키고 중립금리의 하락을 유발한다. 래리 서머스 전 미 재무장관은 수요측면을 강조하는 구조적인 장기침체(secular stagnation)를 중립금리 하락의 주요 원인으로 지적한 바 있다(Summers, 2016). 즉, 구조적인 요인으로 인한 투자 부진과 위축된 가계소비가 중립금리를 하락시킨다는 것이다. 서머스는 장기침체의 구조적 원인 중 하나로 불확실성 확대에 따른 과도한 저축 증가³⁾(만성적 소비 감소)를 말한다. 그의 주장에 따르면, 무역 갈등으로 유발된 글로벌 경제의 불확실성은 투자수요를 초과하는 과도한 저축을 유발해 중립금리를 하락시키는 방향으로 영향을 미칠 가능성이 있다.

두 번째로, 안전자산 선호에 따른 국채 수요의 증가는 중립금리를 하락시키는 또 다른 요인으로 여겨진다. 안전자산 선호에 따른 신용스프레드 확대는 기업의 자본조달비용 증가와 함께 기업의 투자를 위축시켜 중립금리에 하방 압력으로 작용한다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 경제주체의 위험회피도가 증가하였고, 글로벌 경제의 불확실성이 증가함에 따라 자본시장 참여자들이 위험하지만 잠재적으로 더 생산적인 자산에 투자하기 보다는 국채와 같은 안전자산에 투자하는 성향은 중립금리를 하락시키는 원인으로 작용한다. Lansing(2017)에 따르면, 추세적으로 공급을 초과하는 과도한 안전자산 선호현상은 중립금리를 장기적으로 하락시킬 수 있는 개연성이 크다. 또한 Del Negro et al.(2017)의 논의에 따르면, 안전자산에 대한 수요 증가와 위험 프리미엄(risk premium) 상승은 중립금리의 하락을 유발할 수 있다.

글로벌 경제정책 불확실성과 선진국 중립금리

〈그림 2-A〉는 미국을 포함한 선진국(캐나다, 유로존, 그리고 영국)의 GDP로 가중평균한 중립금리 및 잠재성장률의 추이를 보여주고 있다. 각국의 중립금리는 뉴욕 연준이 산출하여 제공하는데, 실질 GDP와 소비자물가지수, 그리고 실질이자율을 이용하여 Holston et al.(2017)의 방법⁴⁾을 통해 추정되었다. 이와 함께 음영으로 표시된 부분은 글로벌 경제의 불확실성 원인 중 하나인 글로벌 경제정책 불확실성을 보여주고 있다. 2019년 10월 IMF는 세계경제전망 보고서에서 경제정책 불확실성 증가를 글로벌 경기둔화의 중요한 요인으로 보고 있다. 또한 AFP(Association for Financial Professionals) Risk Survey에 따르면, 향후 3년간 기업의 수입에 가장 큰 영향을 미칠 것으로 보이는 위험요인으로 ‘정치적 불확실성’ 및 ‘규제 불확실성’이 부각되었다. 특히, 2016년에는 전체 위험요인 중에서 불확실성이 차지하는 비중이 43%로 가장 높은 순위를 기록했고 2019년에도 34%로 높은 비중을 차지했다. 따라서 최근 미·중 무역분쟁으로 인한 경제정책 불확실성은 글로벌 경제의 불확실성을 증가시키는 요인으로 여겨진다.

선진국의 중립금리는 잠재성장률의 추세 하락을 반영하여 장기적으로 하락하는 모습을 보이고 있다. 중립금리는 글로벌 금융위기 이후 급격하게 하락하였다. 특히, 글로벌 금융위기 이후 중립금리 하

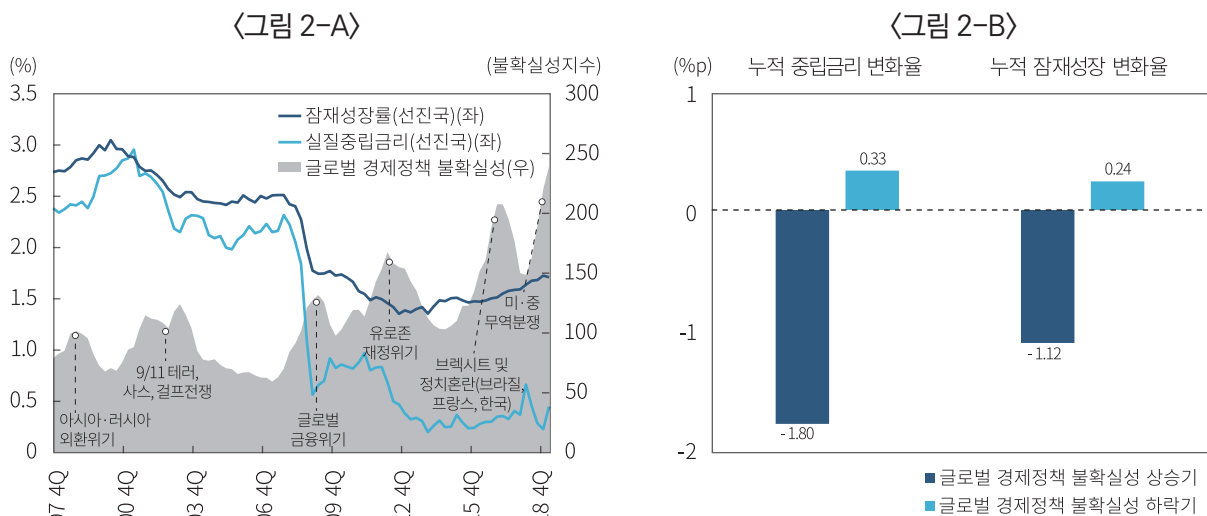
3) 벤 버냉키 전 연준 의장은 중국과 같은 신흥국가들의 수출지향적인 정책으로 인해 축적된 외환보유액과 글로벌 자본이동의 자유화가 글로벌 과잉 저축(global savings glut)을 초래하여 중립금리를 하락시키는 요인으로 작용한다고 말한다. 따라서 버냉키 전 연준 의장이 언급한 글로벌 과잉 저축은 서머스가 언급한 과도한 저축 증가의 원인이 될 수 있다. 하지만 글로벌 자본 흐름이 바뀔 경우, 최근 중립금리 하락이 반전될 수 있기 때문에 장기침체(secular stagnation)에 영향을 주는 장기적 요인과는 구별될 수 있다.

4) 선진국 중립금리의 장기적인 추세하락은 다른 추정 방법을 사용하여도 공통적으로 나타나는 특징으로 알려져 있다(Holston et al., 2017).

락 폭은 잠재성장률의 하락 폭보다 큰 것으로 나타나는데, 잠재성장률 이외의 다른 요인이 중립금리에 영향을 미치는 것으로 보인다. <그림 2-A>에서 보듯이 글로벌 경제정책 불확실성이 확대되는 시기(9/11테러, 사스, 걸프전쟁, 글로벌 금융위기, 유럽 재정위기, 미·중 무역갈등)에 대체로 선진국의 중립금리는 다른 기간에 비해 큰 폭으로 하락한 것을 확인할 수 있다.⁵⁾ 글로벌 경제정책 불확실성은 2011년 하반기부터 유럽 재정위기로 인한 경기침체 확산과 함께 구조변화(structural change)가 발생해 이전 기간보다 상승하였다.⁶⁾ 따라서 글로벌 금융위기 이후 글로벌 경제정책 불확실성의 증가 추세는 위에서 논의한 두 가지 경로를 통해 선진국 중립금리에 하방압력으로 작용한 것으로 추정된다.

<그림 2-B>는 글로벌 경제정책 불확실성 상승기와 하락기에 선진국의 중립금리 및 잠재성장률의 변화를 보여준다. 잠재성장률은 불확실성 하락기에 0.24%p 상승하고 상승기에 1.12%p 하락한 것으로 나타난 반면, 중립금리는 불확실성 하락기에 0.33%p 상승하였고 상승기에는 1.8%p 하락하였다. 이는 불확실성 상승기에 중립금리가 하락하는 경향이 뚜렷하다는 것을 보여주고, 중립금리의 하락 폭이 잠재성장률의 하락 폭보다 크다는 것을 보여준다. 따라서 불확실성 확대는 잠재성장률 하락과 더불어 중립금리를 하락시키는 주요 요인 중의 하나로 판단된다.

<그림 2> 글로벌 경제정책 불확실성과 선진국의 중립금리 및 잠재성장률



주 : 회색 음영은 글로벌 경제정책 불확실성 지수의 4분기 평균값 나타낸다. 선진국 중립금리 및 잠재성장률은 미국, 캐나다, 유로존, 영국 GDP를 기반으로 가중평균한 값이다. 불확실성 상승기는 전년 동기 대비 상승기간, 하락기는 전년 동기 대비 하락기간을 나타낸다. 기간은 1997년 4분기부터 2019년 2분기이다.

자료: 뉴욕 연준(Holston et al., 2017), Bloom et al.(2016), OECD

5) 1998년 러시아에 모라토리엄 선언에 따른 불확실성 확대와 함께 유로존 지역의 중립금리가 하락했고 2016년 브렉시트 및 정치혼란 기간에는 영국과 미국의 중립금리가 단기적으로 하락했다. 하지만 가중평균으로 구한 선진국의 중립금리에는 영향이 작으로 나타난다.

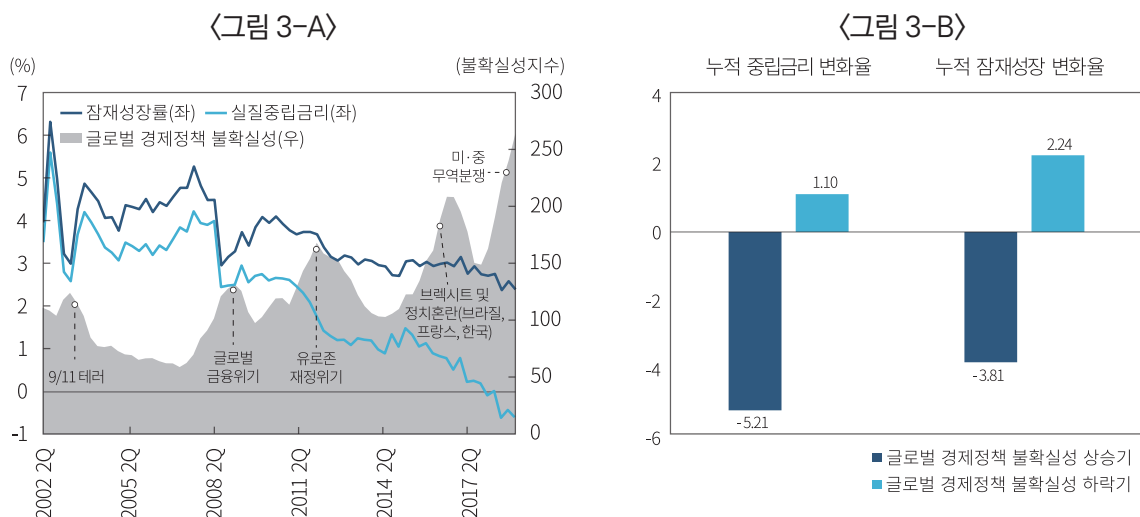
6) 저자가 Bai & Perron(2003)의 방법론을 이용해 글로벌 경제정책 불확실성의 구조변화를 확인한 결과, 2011년 2분기를 기점으로 불확실성이 상승한 것으로 나타났다.

글로벌 경제정책 불확실성과 한국의 중립금리

〈그림 3-A〉는 한국의 중립금리, 잠재성장률, 그리고 글로벌 경제정책 불확실성 추이를 보여주고 있다. 글로벌 금융위기 이후 한국의 중립금리는 글로벌 경제정책 불확실성의 증가와 함께 지속적으로 하락한 것으로 나타났다. 2008년 글로벌 금융위기 이전 3-4% 수준에서 형성된 중립금리는 금융위기 이후 유럽 재정위기, 브렉시트, 미·중 무역분쟁으로 인해 글로벌 경제정책 불확실성이 증가하는 시점에 큰 폭으로 하락하였다. 특히, 미·중 무역분쟁으로 확대된 글로벌 경제정책 불확실성과 함께 한국의 중립금리는 2019년 3분기 기준 마이너스 수준으로 하락한 것을 확인할 수 있다. 이러한 한국의 중립금리 하락은 불확실성에 직면한 가계의 예비적 저축 증가, 기업의 투자 감소, 그리고 투자자들의 안전 자산에 대한 선호 증가를 반영하는 것으로 보인다.⁷⁾

〈그림 3-B〉를 보면 2002년 2분기부터 2019년 3분기까지 불확실성이 하락하는 시기에 한국의 중립금리가 1.1%p 상승하였지만, 증가하는 시기에는 5.2%p 하락하였다. 주목할 점은 한국의 중립금리가 선진국의 중립금리보다 더 가파르게 하락하고 있다는 사실이다. 아울러, 선진국의 경우와 같이 중립금리의 하락 속도가 잠재성장률의 하락 속도보다 빠른 것을 확인할 수 있다. 글로벌 경제정책 불확실성 상승기에 중립금리의 하락 폭(-5.2%p)이 잠재성장률의 하락 폭(-3.81%p)보다 큰 것으로 나타났는데, 이는 대외 경제 여건에 영향을 많이 받는 우리나라의 특징을 보여준다고 할 수 있다.

〈그림 3〉 글로벌 경제정책 불확실성과 한국의 중립금리 및 잠재성장률



주 : 회색 음영은 글로벌 경제정책 불확실성 지수의 4분기 평균값 나타낸다. 한국의 중립금리와 잠재성장률은 Holston et al.(2017)의 중립금리 결정 모형에 글로벌 경제정책 불확실성을 추가하여 저자가 계산하였다. 불확실성 상승기는 전년 동기 대비 상승기간, 하락기는 전년 동기 대비 하락기간을 나타낸다. 기간은 2002년 2분기부터 2019년 3분기이다.

자료: 한국은행, Bloom et al.(2016)

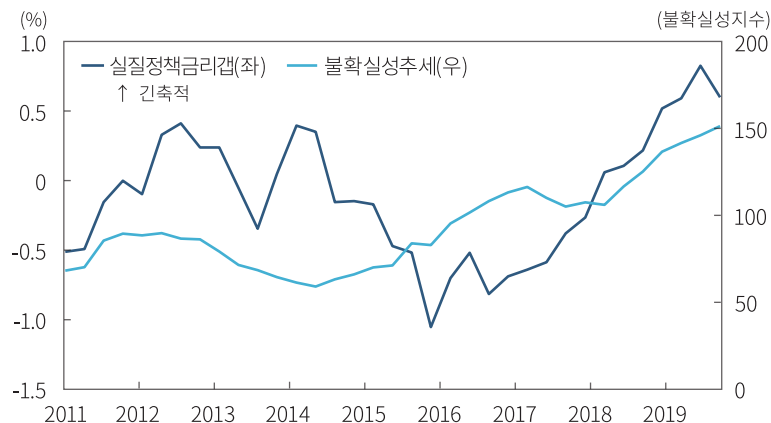
7) 이밖에 중국산 저가제품의 국내공급, 기업간 경쟁 심화에 따른 저금리 상황, 인플레이션 압력이 크지 않은 상황, 국내 설비투자 위축 및 가계부채 증가 등의 영향으로 중립금리가 하락하였음을 배제하기 어렵다. 뿐만 아니라 선진국 경제의 잠재성장률이 훼손되어 한국의 중립금리 하락에 영향을 주었을 가능성도 있다(김민수·박양수, 2013).

한국의 통화정책 방향과 시사점

한국의 통화정책 기조(긴축적 또는 완화적 통화정책)는 실질기준금리와 중립금리의 차이인 실질정책금리갭을 통해 판단할 수 있다.⁸⁾ <그림 4>는 한국의 실질정책금리갭과 불확실성 추세를 나타낸다. 한국의 통화정책 기조는 2011년에 완화적이었던 반면, 2012년 하반기부터 2014년 상반기까지 불확실성 하락기와 맞물려 긴축적이었던 것으로 보인다. 이후 정책금리가 지속적으로 인하되고 글로벌 경제정책 불확실성이 확대되는 가운데 2014년 하반기부터 2017년 하반기까지 통화정책은 완화적인 수준에서 유지되고 있는 모습이다. 2011년과 2012년 유럽 재정위기 및 중국의 경기둔화에 대해 통화정책을 보다 완화적으로 가지고 갈 여지가 있었으며, 2017년 11월 정책금리 인상은 향후 경기개선 기대와 완화된 불확실성을 반영하고 있다.

그러나 한·일 무역갈등과 미·중 무역분쟁에 따라 경제정책 불확실성이 다시 확대되는 가운데 중립금리가 하락하였고, 최근 실물경기 둔화 및 물가상승률 하락은 2018년 상반기부터 2019년 3분기까지 통화정책 기조를 긴축적인 수준으로 만들고 있다. 이러한 관점에서 2019년 10월 16일 한국은행이 정책금리 수준을 1.25%로 인하한 것은 실질정책금리갭 확대에 대한 대응으로 파악할 수 있다. 향후 미·중 무역분쟁의 지속성과 브렉시트 향방은 글로벌 경제의 불확실성 확대 여부에 영향을 줄 것으로 보이며, 계속해서 중립금리 수준에 하방 위협으로 작용할 가능성이 있다. 따라서 통화정책 결정시 글로벌 경제의 불확실성 확대에 주의를 기울일 필요가 있다.

<그림 4> 실질정책금리 갭과 불확실성추세



주: 실질정책금리갭과 불확실성추세는 Holston et al.(2017)의 중립금리 결정 모형에 글로벌 경제정책 불확실성을 추가하여 저자 계산 (실질정책금리갭=실질기준금리-실질중립금리). 불확실성 추세는 모형에서 결정된 글로벌 경제정책 불확실성 추세를 말한다.

8) 실질기준금리가 중립금리보다 높을 경우 통화정책은 긴축적(+) 실질정책금리갭)이고 낮을 경우 완화적(-) 실질정책금리갭)이라고 말한다.

참고문헌

- 김민수·박양수, 2013, 소규모 개방경제의 특성을 고려한 중립적 실질금리 추정 및 변동요인 분석, 『경제분석』 제19권 제4호, 47-86.
- 백인석·강현주, 2018, 최근 한미금리 상승원인 분석 및 저금리 기조 변화 가능성 진단, 자본시장연구원 이슈보고서 2018-04.
- Bai, J., Perron, P., 2003, Computation and analysis of multiple structural change models, *Journal of Applied Econometrics* 18(1), 1-22.
- Bloom, N., 2009, The impact of uncertainty shocks, *Econometrica* 77(3), 623-685.
- Del Negro, M., Giannone, D., Giannoni, M.P., Tambalotti, A., 2017, Safety, liquidity, and the natural rate of interest, *Brookings Papers on Economic Activity* 2017(1), 235-316.
- De Paoli, B., Zabczyk, P., 2013, Cyclical risk aversion, precautionary saving, and monetary policy, *Journal of Money, Credit and Banking* 45(1), 1-36.
- Holston, K., Laubach, T., Williams, J.C., 2017, Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants, *Journal of International Economics* 108, 59-75.
- Laubach, T., Williams, J. C., 2003, Measuring the natural rate of interest, *Review of Economics and Statistics* 85(4), 1063-1070.
- Lansing, K. J., 2017, R-star, Uncertainty, and Monetary Policy, FRB San Francisco Economic Letter, 2017-16.
- Lo, S., Rogoff, K., 2015, Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on, BIS working paper No. 482.
- Summers, L. H., 2016, Secular Stagnation and Monetary Policy, Federal Reserve Bank of St. Louis Review 98(2), 93-110.