

미국 금리의 추가인상 가능성과 파급효과

黃祥仁 본원 세계경제실 책임연구원

張榮敏 본원 세계경제실 연구원

지난 6월 29일과 30일에 걸쳐 열린 공개시장운영회의(FOMC)에서 미 연준은 예상대로 연방기금금리를 0.25% 인상하여 5%로 조정했으며 재할인금리는 기존 수준을 고수하였다. 한편 연준은 기존의 긴축적이었던 정책성향(bias)을 중립으로 전환하여 채권 및 주식시장의 활황세를 유발하였다. 미 연준의 중립성향 발표를 놓고 단기간내에 더 이상의 금리인상이 없을 것으로 받아들이기에는 무리가 있으며 현재 미국의 경제상황이 워낙 불확실하여 단지 긴축이나 완화중 한쪽으로 편향하는 것을 유보한 것이라고 해석하는 것이 타당하다. 중립성향과는 관계없이 연속적인 금리인상 가능성은 존재하고 있으며 현재와 같은 주식 및 채권시장의 동반 상승세가 지속될 경우 그 가능성은 오히려 높아진다고 볼 수 있다. 그러나 우리 경제가 적극적인 구조조정과 충분한 외환보유고의 확충 그리고 일관성 있는 정책수행으로 뒷받침된다면 미국의 금리인상이 우리나라에 미치는 부정적인 영향은 그리 크지 않을 것으로 보인다.

1. 서론

미 연준은 지난 6월 29일과 30일의 공개시장운영회의에서 연방기금금리를 0.25% 인상함으로써 예상대로 미국경제의 호황을 지속시키기 위한 선점적인 통화정책을 구사하였다. 이로써 은행간 대출금리인 연방기금금리는 현재 5%가 되었으며 연준의 은행에 대한 대출금리인 재할인금리는 기존과 같은 4.5%를 유지하게 되었다.

연준은 금리인상과 함께 긴축적이었던 정책성향(bias)을 중립으로 전환하였다고 발표하여 투자자들은 적어도 올 여름중에는 더 이상의 금리인상이 없을 것이라는 기대를 하게 되었으며 주식 및 채권시장은 금리인상후 오히려 강세를

보였다.

그러나 연준의 이번 중립성향발표를 연준이 금리인상을 단기간내에 시행하지 않을 것이라고 해석하기에는 무리가 있다. 이는 단지 현재의 경제상황이 완하나 긴축중 한편으로 편중하기에는 너무 많은 불확실성을 내포하고 있어 유보적인 성향을 표명한 것으로 해석해야 할 것이다.

본고의 목적은 이번 금리인상의 배경과 연준의 향후 정책방향을 전망함과 동시에 우리나라에 미치는 영향을 조망하여 보는 데에 있다.

2. 금리인상의 배경

이번 금리인상의 배경을 살펴보기 위해서는

〈표 1〉 최근 미 연준의 금리정책기조

	1997년 3. 25	1998년 9. 29	1998년 10. 15	1998년 11. 17	1999년 2. 3	1999년 3. 30	1999년 5. 18	1999년 6. 30
연방기금금리	5.50	5.25	5.00	4.75	4.75	4.75	4.75	5.00
재할인율	5.00	5.00	4.75	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
정책기조	중립	완화	완화	완화	중립	중립	긴축	중립

자료: Wallstreet Journal Interactive Edition, Fed Watch

지난 6월 17일 있었던 미 의회청문회(Joint Economic Committee of the U.S. Congress)와 6월 29일 공개시장운영회의에서의 그린스펀 연준의장의 발언을 자세히 분석하는 것이 중요하다. 그린스펀 의장은 의회발언에서 '신중한 선점적 정책'(modest preemptive action)을 취하겠다고 발언하여 금리인상이 임박했음을 시사한 바 있다.

그린스펀 의장은 현재의 안정된 물가만으로는 금융시장의 안정과 안정적인 경제성장을 도모하는 데 충분하지 않으며 오히려 현 상황이 투자자들의 투기적 성향을 부추길 수 있다고 주장하였다. 또한, 지난해 연방기금금리를 세 차례에 걸쳐 0.75% 인하시켜 4.75%로 낮추었던 것이 올해 들어 세계경제를 호전시키는 결과를 가져왔지만 이로 인한 미국경제의 인플레이션 유발 가능성으로 오히려 미 연준은 고심하게 되었다. 그동안 미 연준은 생산성의 향상이 인플레이션 압력을 억제하고 있어 정책변화를 유보하고 있었으나 금번 금리인상 조치는 운신의 폭이 전혀 확보되지 않는 최악의 상황, 즉 자산가격의 버블이 증가되는 동시에 경기가 위축되어 연준이 어떠한 통화정책도 실행할 수 없는 상황에 처할 가능성을 미리 배제하기 위한 것이다.

그린스펀 의장은 금리인상의 배경으로 첫째, 지속적인 주가상승을 지적하고 있다. 현재의 주가가 버블임을 증명할 수는 없지만 많은 투자분석가들이 현재의 주가가 생산성 증가를 감안하여도 높은 수준이라고 평가하고 있다고 덧붙였으며 잠재적인 버블에 대해 정책을 취할 수 있는 가장 좋은 시기는 물가가 안정되어 있는 현재라고 주장하였다.

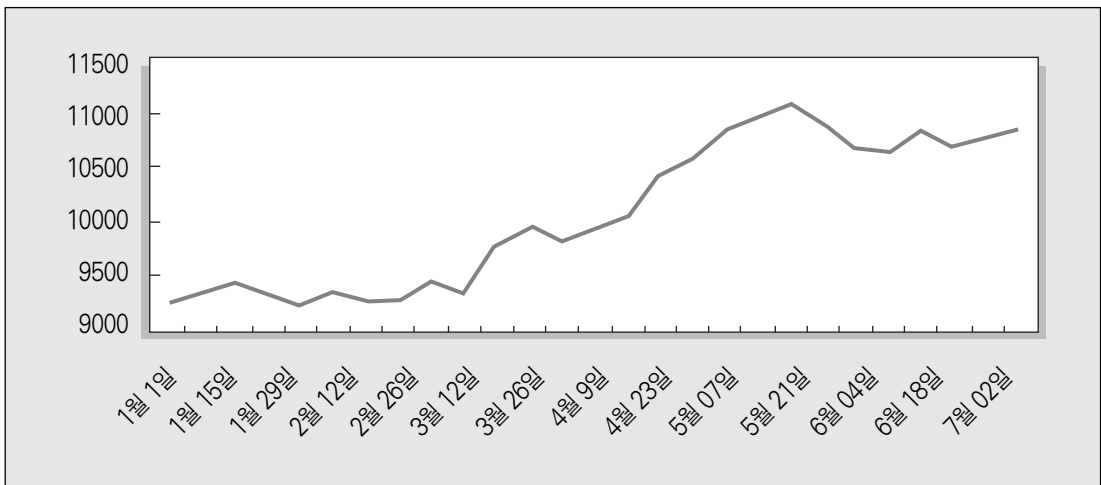
둘째로 노동시장의 경색을 금리인상의 중요한 근거로 제시하였는 바 미국의 생산성 향상은 괄목할만 하지만 문제는 생산성 향상이 수요의 증가에 미치지 못한다는 점이다. 노동생산성의 증가는 재화와 용역에 대한 수요의 증가로 인해 유발된 고용수요(demand for labor)를 수용하지 못하고 있는데 미국의 생산성이 올 1/4분기에 3.5% 증가하였지만 경제성장률은 4.1%에 달한다는 점이 이를 뒷받침하고 있다고 주장하였다. 그린스펀 의장은 아직까지는 표면적으로 가시화되고 있지는 않지만 만일 노동시장의 경색이 지속된다면 임금상승은 불가피해질 것으로 이는 미국경제의 장기적인 안정에 대한 불안요인으로 작용하게 될 것이라고 언급하였다. 즉, 통화정책은 효과가 시차를 가지고 나타나기 때문에 연준은 현재의 경제상황뿐 아니라 현재

의 정책에 의해 나타날 미래의 경제상황에 대해서도 고려를 하여야 한다고 주장하였다.¹⁾

셋째로, 그린스펀 의장은 세계경제가 회복세를 보여주는 근거자료중 하나로 6월 15일 발표된 미 상무부의 4월달 수출을 들었던 바 최근 5개월간 하락세를 보이던 수출이 4월 들어 회

복세를 보이고 있다. 아시아, 러시아, 남미의 신흥시장뿐 아니라 일본, 독일도 회복 기미를 보이고 있다. 특히 일본경제는 올해 1/4분기 전분기 대비 1.9%의 성장을 기록하여 1997년 여름 이후 최초의 플러스 성장을 기록하였으며 독일은 전년 동기대비 0.7%의 성장을 기록하였다.

〈그림 1〉 최근의 미 다우존스 주가추이



자료: Bloomberg

〈표 2〉 1999년 미국의 수출추이

(단위: 백만 달러)

1월	2월	3월	4월
77,903	77,139	77,054	78,012

자료: 미 상무부

1) 현재 미국의 실업률은 29년만에 최저인 4.2%(5월)를 기록하고 있으며 이는 22개월째 지속되는 5%미만의 실업률로 미국의 고용수요가 지속적으로 증가하고 있음을 의미한다.

3. 연준의 향후 정책전망

앞서 설명된 바와 같이 그린스펀 의장의 금리 인상 배경은 세 가지로 압축되는데, 자산가격의 버블, 노동시장의 경색, 세계경제의 회복세가 그것이다. 연준의 목적은 노동시장의 경색, 자산가격의 버블과 같은 인플레이션 압력에 대해 대처하기 위해 선점적인 통화정책을 구사하여 급격한 변화를 방지하는 데 있으며 그린스펀 의장의 주장은 세계경제가 회복세를 보이고 있으며 물가가 안정되어 있는 현 상태가 가장 좋은 시기라는 것이다(표 3 참조).

여기서 주의 깊게 살펴보아야 할 점은 바로 주식 및 채권시장의 자산가격 조정이다. 왜냐하면 노동시장 경색의 해소는 생산성이 지금 상태보다 더욱 향상되거나 아니면 노동수요의 감소에 의해서만 이루어질 수 있기 때문이다. 하지만 미국의 생산성과 관련해서는 아직도 이것이 컴퓨터 및 첨단산업의 투자확대로 인해 이루어졌다는 실증적인 증거가 나타나고 있지 않은 상태이기 때문에 노동수요의 적절한 조정이 보다 통제력 있는 변수가 될 수 있으며 이는 자산가

격의 조정을 통해 富의 효과(wealth effect)를 감소시킴으로서 통제할 수 있게 된다. 결국 연준이 얼마나 빠르게 작년 9월 수준으로 금리를 복귀시킬지 여부는 시장, 즉 주식 및 채권시장의 반응에 달려 있는 것이다.

연준은 이번 금리인상과 함께 기존의 긴축적이었던 정책성향(bias)을 중립으로 전환하였다고 발표하여 적어도 올 여름중에는 더 이상의 금리인상이 없을 것이라는 기대를 증가시켰다. 미국의 주식 및 채권시장은 지난 6월 17일 그린스펀 의장의 의회발언에서 이미 금리인상을 충분히 예상하고 있어 조정국면이 이미 진행되었으며 기대하지 않았던 중립적인 정책성향 발표로 인해 금리인상결정이 오히려 시장이 상승세로 전환하는데 호재로 작용하였다.²⁾ 현재 보이고 있는 주식 및 채권시장의 동반 상승세가 지속된다면 연준은 이번 금리인상을 통해 아무런 효과를 얻지 못하게 된 것이라고 볼 수 있으며 따라서 하반기중 연속적인 금리인상을 시도할 가능성이 매우 높아진다.³⁾

실제로 지난 1994년에도 중립성향 발표후 연속적인 금리인상이 있었으며 현재 미국은 표면

〈표 3〉 최근 소비자물가지수 추이(전월대비 증감률)

	1999년 1월	1999년 2월	1999년 3월	1999년 4월	1999년 5월
증감률(%)	0.1	0.1	0.2	0.7	0.0

자료: 미 노동부

2) 최근 Wallstreet Journal(7월 1일자)이 최근 54명의 경제전문가들에 대해 실행한 설문조사에 의하면 금리인상에도 불구하고 경제성장은 2/4분기 3.4%, 3/4분기 2.9%, 4/4분기 3.0%로 전망되어 6개월전에 실행된 동 설문의 응답(2/4분기 1.8%, 3/4분기 2.0%, 4/4분기 2.4%)보다 높게 나타났다. 이러한 미국의 경제성장에 대한 낙관적인 기대는 금리인상의 영향을 전혀 받지 않았으며 오히려 높아진 것을 알 수 있다.

3) 연준의 공개시장운영회의는 앞으로 8월 24일, 10월 5일, 11월 16일, 12월 21일 네 차례에 걸쳐 열릴 예정이다.

적으로 확연히 드러나고 있지는 않지만 인플레이션 압력이 꾸준히 증가하고 있다. 이러한 상황에서 그린스핀 의장의 의도는 금리인상이 경제성장을 저해하는 영향이 가장 작은 시기에 금리를 인상하여 충격을 줄이면서 인플레이션을 억제하는 것으로 볼 수 있다. 이러한 점에 비추어 볼 때 연준의 금리인상정책에 대하여 우리는 두 가지 방향으로 유추해 볼 수 있다. 첫째는 8월 24일과 10월 5일의 공개시장운영회의에서 연속적으로 연방기금금리를 0.25%씩 인상하는 것이며 둘째는 4/4분기, 즉 10월, 11월, 12월의 공개시장운영회의에서 2차례의 0.25% 금리인상을 단행하는 것이다.⁴⁾ 물론 시장의 반응에 따라서 보다 급격한 금리인상 혹은 금리인상이 전혀 없을 가능성도 있지만 그 확률은 매우 작다고 본다.

여기서 우리가 내릴 수 있는 결론은 지난 1987년 금리인상후 주식시장 붕괴를 경험했던 연준으로서는 금리의 원상수준 복귀에 못지 않게 시장의 안정이 중요해졌다는 점이며 이로 인해 우리나라를 비롯한 아시아 국가의 회복에 치명적인 영향을 미칠 미국시장의 급격한 버블 붕괴를 연준이 피하고 있다는 점이다. 만일 연준의 의도대로 시장에 충격을 최소화하는 상태에서 자산가격을 조정하고 경기과열(노동수요증가)을 막을 수 있다면 우리나라를 포함한 신흥시장에 미치는 부정적인 영향은 그다지 크지 않을 것이며 우리나라에는 오히려 기회가 될 수도 있다.

4. 미 연준의 금리인상 정책의 파급효과

미 연준의 금리인상정책과 관련해 엔화가치에 미치는 영향을 세 가지의 시나리오로 도출하여 볼 수 있다. 첫번째 시나리오는 연준의 의도와는 달리 미국의 경기가 악화되는 상황에서 자산가격의 버블이 붕괴되는 것이다. 그 가능성은 적지만 이번 금리인상에도 불구하고 자산가격이 적절히 조정되지 않을 경우 급격한 버블붕괴가 나타날 가능성이 높다. 이 경우 미국 경기는 침체될 것이며 달러 약세가 전망된다.

두번째 시나리오는 미국의 금리는 상승하되 엔/달러 환율은 현재의 수준에서 유지되는 것이다. 이론적으로 미국의 금리가 상승하게 되면 미국·일본간 금리 스프레드차이에 따라 달러가 강세를 보여야 하지만 환율은 양국간의 경제정책이나 국제금융시장의 상황에 따라 달라질 수 있으며 특히 일본의 추가적인 경기부양책 등으로 인해 엔/달러 환율이 현상유지 내지는 소폭의 엔화강세로 나타날 수도 있다.

세번째 시나리오는 금리가 인상되고 달러가 강세를 보이는 것이다. 미국의 금리상승은 엔화의 약세요인으로 작용할 수 있으며 일본이 의도적으로 엔화의 강세를 원하지는 않을 것으로 보여 그 가능성은 더욱 높아진다. 계량분석에 의하면 6월 30일의 0.25% 금리인상 이후 추가적인 금리인상이 없다고 가정할 경우 엔/달러 환율은 3/4분기말 125엔내외, 4/4분기말 127엔

4) 여기에 덧붙일 점은 연준이 공개적인 통화정책을 시행하기로 결정한 후부터 공개시장운영회의일 사이에 비공개적으로 금리정책을 실행하지 않기로 하였다는 점으로 앞으로 금리정책은 공개시장운영회의를 통해서만 실행될 것이라고 보아도 될 것이다.

정도로 추정되었으며 추가적인 금리인상을 있을 경우 4/4분기에 130엔 내외로 추정된다(표 4 참조).

첫번째 시나리오는 최악의 경우이며 우리나라에 미치는 영향도 매우 클 것이지만 이러한 상황을 막기 위한 연준의 선점적인 정책이 이미 시행되고 있다는 점에서 볼 때 가능성은 거의 없다고 할 수 있다. 그러나 만일 이러한 상황이 전개될 경우 한국 및 동아시아 국가들은 미국내의 수요감소로 인해 큰 어려움을 겪게 될 가능성이 매우 높다.

두번째 시나리오는 현상유지 내지 소폭의 엔화강세이므로 현 상태와 크게 차이를 보이지 않을 것으로 보인다. 지난 1998년 하반기 엔화강세가 국제투자자들 사이에 아시아에 대한 신뢰를 제고시켰던 점으로 보아 긍정적으로 작용할 가능성도 있다.

세번째 시나리오에서 금리인상이 우리나라에 주는 부정적인 영향은 그리 크지 않은 편이다. 가장 큰 이유는 바로 우리나라를 비롯한 동아시아 국가들이 변동환율제도를 통해 엔/달러환율의 움직임에 적응할 수 있다는 점으로 따라서

엔/달러 환율이 상승하는 것과 마찬가지로 원/달러 환율 역시 상승할 가능성이 매우 높다. 대외부문만을 고려한 환율예측모형에 의하면 원/달러 환율은 4/4분기에 1,245원 내외에서 움직일 것으로 예측되었다.⁵⁾ 미국의 금리인상은 최근 지속적인 자본유입으로 인한 원화환율의 절상 가능성을 누그러뜨리는 긍정적인 작용을 할 것이다.

변동환율제도를 채택하고 있는 우리나라나 기타 동아시아 국가와는 달리 고정환율제도를 택하고 있는 중국과 홍콩은 미국의 추가적인 금리인상으로 인해 어려움을 겪을 가능성이 높다. 이 경우 중국의 위안화 평가절하 가능성이 다시 높아질 것으로 보이며 최악의 경우는 아시아 국가간의 경쟁적 평가절하의 상황에까지 이를 수 있다. 하지만 급격한 위안화 평가절하는 아시아 국가의 경제회복을 지연시켜 중국의 대아시아 수출에도 부정적인 영향을 미칠 뿐 아니라 WTO 가입을 앞둔 중국으로서 쉽게 결정하기 어렵기 때문에 그 가능성은 낮을 것으로 보인다.

주식시장은 미국 주식시장의 주가조정과정

〈표 4〉 환율예측 결과

	1/4	2/4	8월의 금리인상 없이 4/4분기에 50 bp 인상		8월의 25 bp인상 후 4/4분기에 25 bp 더 인상	
			3/4	4/4	3/4	4/4
원/달러	1225.7	1157.25	1236.3	1244.8	1237.8	1246.9
엔/달러	118.9	121.93	125.42	130.62	126.26	131.98

5) 그러나 향후 구조조정과정에서 기업매각과 해외 DR 발행 등으로 인한 자본유입 등을 고려하면 원/달러 환율이 1,245원 보다 더 절상될 수 있다.

〈표 5〉 외국인 주식 순매수 추이

(단위: 억 원)

	1월	2월	3월	4월	5월	6월
외국인 순매수	13,222	967	4,953	10,792	-271	-6,497

자료: 금융감독원

에서 일시적으로 국내 주가가 영향을 받을 수 있으며 최근 외국인 순매수세를 보면 이미 그러한 과정중에 있는 것으로 보이기도 한다. 그러나 이는 국내 주가가 조정과정을 거쳐 장기적인 상승세를 유발하는 데 오히려 도움이 될 것이다.

한편, 미국 금리의 추가적인 인상으로 인해 국내금리의 하향안정화 기조가 무너지고 상승세로 반전할 가능성이 있다. 이는 기업의 수익성 악화를 초래하여 국내주식시장에 불리한 요소로 작용할 수 있다. 외국자본의 이탈가능성도 상존하기 때문에 충분한 외환보유고 확보정책이 필요하다. 외환보유고가 확충되면

본원통화의 공급을 늘릴 수 있어 국내 이자율의 상승세를 조절할 수 있고 자본이탈의 위기를 미연에 방지할 수 있다. 또한 Kim and Hwang(1998)에서 제시되었듯이 외국인 직접투자는 외환위기를 방지하는 역할을 할 수 있으므로 규제완화나 관행개선 등 외국인투자유치를 위한 더욱 적극적인노력을 경주하여야 할 것이다.

특히 미국의 금리인상은 신흥시장중 차별화가 뚜렷한 국가에는 기회로 작용할 수 있으므로 국내에서의 불필요한 동요를 방지하고 착실한 구조조정과 정부의 일관성 있는 정책수행이 필요하다.

〈표 6〉 외채 · 가용외환보유고 · 외국인직접투자 추이

(단위: 십억 달러)

	1997	1998	1999. 1	1999. 2	1999. 3	1999. 4
총외채 ¹⁾	158.06	149.35	147.03	145.43	145.52	142.74
단기외채	63.22(40%) ⁴⁾	30.83(20.6%)	30.69(21%)	30.52(21%)	31.86(21.9%)	30.33(21.2%)
가용외환보유고 ²⁾	20	52	54	55	57	59
외국인직접투자 ³⁾	7	9	1	0.3	0.7	0.8

주: 1) IMF 기준 총대외지불부담

2) 외환보유액은 1988년부터 국내외국환은행의 보유외환을 제외한 공적보유액 기준

3) 신고기준

4) ()은 총외채에서 단기외채가 차지하는 비중

자료: 재정경제부

5. 결론

금리인상으로 인한 어느 정도의 국내 주가의 조정, 미국내의 수요감소, 신흥시장으로의 자본 유입의 감소는 불가피한 것이지만 현재의 상황이 미국의 비합리적 풍요(irrational exuberance)에 의한 것이라는 점에서 언젠가는 조정이 필요했던 것이고 지속적으로 유지될 수만은 없는 것이다. 미국 주식시장의 지속적인 상승세는 향후 추가적인 금리인상의 가능성을 높이고 있다.

이러한 점을 염두에 두고 우리가 해야 할 일은 금리인상의 부정적인 효과를 최소화하는 동시에 이로 인한 긍정적인 기회를 찾아내고 살리는 것이다. 앞절에서 언급된 금리인상이 우리에게 미칠 영향은 긍정적인 측면들을 부각시킨 것으로 이를 마치 부정적인 요인이 전혀 없는 것으로 해석해서는 곤란하다. 다만 이러한 변화가 급격하지 않다는 점에서 우리가 신속히 대처할 수 있다면 기회가 주어질 수 있다. 즉, 실물부문의 경쟁력 제고, 주식시장의 건전화, 신흥시장으로 유입되는 국제자본의 유치, 외환보유고의 확충이 이루어 질 수 있다.

실물부분에 있어서는 엔/달러 환율변동에 따른 국내수출기업의 가격경쟁력 약화가 일반적으로 가장 우려되고 있는 부분이라고 하지만 국내 외환시장에서의 수급조절이 시장 조정과정에 의해 적절히 이루어질 경우 원화도 충분히 평가절하됨으로써 가격경쟁력에서 큰 어려움은

없을 것으로 보인다. 중국 위안화 역시 급격한 평가절하가 이루어질 가능성은 적은 것으로 보인다. 현재 우리나라의 수출에 있어 문제점은 가격경쟁력보다는 품질 경쟁력의 저하이다. 이는 원화가치가 외환위기 이후 40% 이상 하락하였음에도 불구하고 수출경쟁력이 그다지 제고되지 못한 점에서 알 수 있다. 이는 일본제품처럼 동남아나 중국의 제품과 차별화되지 못하면서 원가경쟁력에서마저 뒤지고 있기 때문에 나타나는 현상으로 기술집약적 지식기반산업의 발전을 통한 차별화가 가능한 고부가가치 상품의 수출이 절실하다.

미 주식시장의 조정과정은 현재 높은 상관관계를 가지고 있는 우리 주식시장에 필연적으로 영향을 미칠 것으로 보이지만 이것은 국내 주가가 조정과정을 거쳐 장기적인 상승세를 이루는 기반을 다질 수 있는 기회가 될 수 있다. 이러한 기회를 살리기 위해서는 국내 금융시장에서의 심리적 동요를 방지하는 것이 우선적이다. 최근 국내 주가의 일일변동폭이 큰 것은 주식시장의 기반이 아직도 취약하다는 점을 반영하고 있는 것으로 구조조정의 착실한 진행과 일관된 정책이 이루어진다면 이번 조정과정을 계기로 주식시장의 장기적인 상승세를 이끌 수 있다.

이를 위해서는 충분한 외환보유고 확충과 적극적인 외국인투자 유치정책을 통해 외부충격을 흡수할 수 있는 기반을 다지는 것이 필요하다.

참고문헌

- 노상욱 · 나수엽. 1999. 「1990년대 美 경제의 고성
장 -저물가 장기화요인 분석」 『KIEP 세계경제』 6
월호.
- 박대근 · 박태호 · 이영섭. 1997. 9. 『원화환율변화의
효과와 환율정책 방향』. 한국무역협회.
- 왕윤중. 1999. 「미금리인상 영향과 전망」. 무역일보
- Alan Greenspan. 1999. "Monetary Policy and the Economic
Outlook-Testimony before the Joint Economic Committee,
U.S. Congress." 17 June.
- Business Week*. 5 July, 12 July, 1999.
- John B. Taylor. 1993. *Macroeconomic Policy in a World
Economy*.
- Kim, June-Dong and Sang-In Hwang. 1998. "The Role of
Foreign Direct Investment in Korea' s Economic
Development: Productivity Effects and Implications for the
Currency Crisis." KIEP Working Paper 98-04.
- Morgan Stanley. 1999. *Global Economic Forum*. 2 June, 5
July .
- The Wallstreet Journal*. 1 July, 1999.