

코로나19 위기 하의 통화정책 정상화와 보완대책

배영목 (충북대 명예교수)

■ 요약 ■

미국을 비롯한 주요국은 코로나19 위기가 지속되고 있음에도 통화정책을 그 이전으로 복귀시키려는 통화정책의 정상화를 추진하기 시작하였다. 우리나라도 금융불균형 축소와 물가안정을 위해 유동성 공급과 금융자산 매입을 종료하거나 축소하고 가계대출 규제를 강화하고 금리인상도 시작하였다. 우리나라의 통화정책 정상화 중 금리인상은 채무증가 억제, 주택가격 안정 및 물가안정에 기여하겠지만 가계와 기업의 재무구조를 악화시킬 것이므로 가계부채 부실, 한계기업의 도산, 금융시장의 불안에 대비하는 보완책이 있어야 한다. 그리고 피해부문의 회복을 위한 금융적 지원은 위기가 수습될 때까지 지속되어야 할 것이다.

※ 이 글은 필자의 개인적 견해로, 본 연구소의 입장과 일치하지 않을 수 있습니다.

코로나19 위기 하의 인플레이션

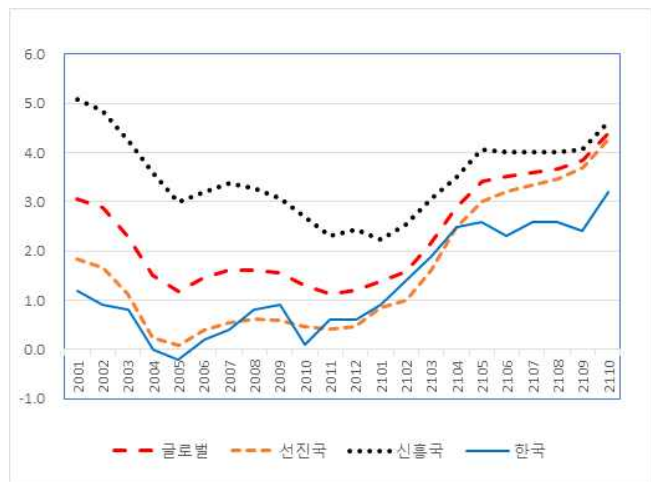
COVID-19 대유행(이하 코로나19 위기)은 글로벌 금융위기의 경우와 마찬가지로 글로벌 금융시장의 불안울 초래하였다. 주요 선진국의 중앙은행들은 금융위기를 사전에 차단하기 위해 각종채권의 매입을 확대하는 동시에 기준금리도 크게 낮추었다. 이러한 위기대응적 금융완화는 유동성 과잉을 초래하고 시장금리도 크게 낮춤으로써 채권은 물론 주식, 부동산 등의 자산가격의 급등과 채무레버리지의 과도한 상승 등을 초래하였다. 또한 주요국의 정부는 재난수습과 피해보상을 위해 재정지출을 전례없이 확대하였다. 그러다 주요국 정부는 생산위축, 고용감소 등 실물경제의 위축에서 벗어나기 위해 2020년 하반기부터 방역체제의 완화와 경제활동의 정상화를 단계적으로 추진하기 시작하였다. 그 결과 2021년부터는 제조업과 비대면 업종부터 회복되기 시작하였다. 대면서비스업까지도 방역의 완화 강화가 반복됨에 따라 기복을 보이지만 점차 회복되고 있다. 이러한 회복은 각 나라의 사정에 따라 불균등하지만 지속되고 있음은 각국의 생산 및 고용의 증가 추세가 보여주고 있다.

글로벌 경제의 생산과 고용이 회복세를 보이는 중에 피해보상 지출의 확대, 내구재 소비의 증가, 보복소비 증대 등이 중첩되면서 소비가 급증하고 연기되었던 정부 및 기업의 투자가 추진되고 글로벌 교역이 확대됨에 따라 수요측면에서 인플레이션 압력이 크게 높아졌다. 반면에 코로나19 위기 이후 손상된 공급망이나 유통망은 이전 수준으로 되돌아오지 못해 공급이 수요에 대응하지 못하는 경우가 곳곳에서 나타났다. 특히 계절적 지정학적 요인까지 겹쳐 에너지 가격이 2020년 하반기부터 급등하였고 이것은 비용인상을 통해 인플레이션을 주도하고 있다. 여러 요인에 의한 인플레이션율이 실제로 높아짐에 따라 기대인플레이션도 크게 높아졌다.

<그림 1>에서 보듯이 코로나19 위기가 발생한 직후에는 소비자 물가상승률이 낮아졌으나 2021년부터 선진국과 신흥국 모두에서 높아지고 있고 선진국이 더 빠르게 높아져 물가상승

률에서 선진국과 신흥국은 별다른 차이가 없게 되었다. 이러한 글로벌 인플레이션은 수입물가 상승을 통해 우리나라 인플레이션율을 높이고 경상수지의 악화를 초래하는 등 적지 않은 영향을 미쳤다. 우리나라의 소비자물가 상승률은 다른 나라에 비해 낮은 편이었으나 최근에 와서 가파른 상승세를 보이고 있다. 2021년 10월 이후에는 3%를 넘어섰고 2022년에 접어들어서도 상승세는 멈추지 않고 있다.

<그림 1> 코로나19 위기 이후 글로벌 소비자물가 상승률(%) 추이



자료: 통계청 국가통계포털, 한국은행, 통화신용정책보고서(2021.12) p.32.

주요국의 통화정책 정상화와 그 영향

우리나라의 통화정책에 큰 영향을 미치고 있는 미국 연방준비위원회(이하 연준)은 2021년 11월부터 테이퍼링(채권매입 축소)을 시작하였다. 연준은 2020년 1월에 정책금리를 현 수준(0.00~0.25%)에서 동결하고 3월 초 자산매입을 종료하기로 결정했다. 향후 정책금리 인상 가능성도 함께 시사했다. 그리고 연준은 대차대조표 축소는 금리인상 개시 이후 시작하고 재투자 금액 조정 등 예측 가능한 방식으로 시행될 것이라고 했다. 유럽중앙은행(ECB)도 코로나19 위기에 대처하기 위해 실시한 긴급자산매입프로그램에 채권매입을 2022년 3월 끝내기로 하였고 금리인상에 앞서 채권매입을 점차 축소하기로 하였다. 영국

은 인플레이션에 대처하기 위해 이미 2차례의 금리인상을 실시하였고 캐나다, 노르웨이, 뉴질랜드, 호주 등 다른 선진국도 이에 동조하고 있다. 대폭적인 물가인상에 직면한 러시아, 중남미 일부 신흥국도 금리인상을 시작하였다.

코로나 19 위기가 끝난 것도 아님에도 주요국은 위기 수습 과정에 급격히 늘어난 유동성, 국제에너지 가격 상승, 그리고 공급망 차질로 확산되어 가는 인플레이션 압력에 대처하기 위해 신용공급 억제와 금리인상을 주요 내용을 하는 통화정책의 정상화를 시도하는 경우가 늘어나고 있다. 이와 같이 각국이 통화정책의 정상화를 추진하되 그 부작용을 고려하여 국내외 생산과 고용의 회복세에 따라 그 완급을 조절하고 있다. 이러한 정책들 중 연준의 통화정책 정상화, 특히 기준금리 인상 시기와 폭이 주목을 받고 있다. 2021년 6월에는 2023년에 금리인상이 예고되었지만 미국의 인플레이션 가열, 빠른 고용회복세 등으로 그 시기가 앞당겨져 2022년 3월이 될 것으로 알려져 있다.

미국의 금리인상은 그 폭에 따라 영향이 달라지겠지만 글로벌 유동성 축소와 신흥국의 경제·금융불안을 초래하면서 우리나라의 외국인 자본유출을 초래할 수도 있다. 최근에 미국 기준금리의 조기 인상 가능성이 높아지면서 미국의 장기금리가 상승하고 외국인의 순자본유출이 증대하였다. 이러한 순자본유출은 채권시장에서보다는 주식시장에서 더 뚜렷이 감지되고 있지만 정책당국은 한국경제의 대외적 건전성이 높아 이것이 외환시장 불안으로까지 확대될 것으로 보지는 않고 있다.

우리나라의 통화정책 정상화

한국은행은 코로나19 위기에 대응하기 위해 기준금리를 두 차례로 나누어 1.25%에서 0.50%로 낮추었고 금융중개지원 금리도 0.25%로 낮추었다. 또한 한국은행은 금융중개지원 한도를 확대하고 공개시장운영 대상증권을 확대하고 금융안정특별제도를 신설하고 유동성공급도 대폭 확대하였다. 그리고 한국은행은 각종 외환시장 안정조치를 시행하고

미국과 통화스왑도 체결하였다. 재정적자 확대에 따라 국고채 단순매입 등 일부 조치는 유지되고 있으나 위기대응을 위해 실시한 유동성 공급은 대부분 종료되었고 연준과의 통화스왑계약도 만료되었다. 한국은행은 여러 차례 예고한 대로 2021년 11월 기준금리를 0.25%p 인상하고 2020년 1월에는 또 다시 0.25%p 인상하여 기준금리는 1.25%로 위기 이전으로 복귀하였다.

2021년 11월 기준금리 인상에서는 코로나 19 재확산의 둔화, 국내경제의 회복세, 소비자물가 상승세 확대, 주택가격 상승세와 주택관련 대출의 증가세 등이 고려되었고, 2022년 1월 기준금리 인상에서는 코로나19 재확산 하에서 국내 소비·투자·수출·고용의 개선, 소비자물가 상승세 확대, 주택관련 대출과 주택가격의 동향 등이 고려된 것으로 보인다. 한국은행은 앞으로는 코로나19의 전개상황, 국내외 경제의 성장·물가 흐름의 변화, 금융불균형 누적 위험, 기준금리 인상의 파급효과, 주요국 통화정책 변화 등을 고려하여 통화정책 정상화의 완급을 조절할 것이라고 하고 있다. 이러한 점을 감안하면 코로나19 위기 하에서도 국내외 경기 회복세와 고용의 증가세가 뚜렷해지고 소비자물가가 상승세가 확대되고 주택가격 상승세가 지속되고 있기 때문에 한국은행이 단계적인 금리인상에 들어갔다고 할 수 있다.

기준금리 인상의 파급효과

한국은행이 기준금리를 인상하면 은행의 예대출금리는 물론 단기금융시장 금리와 장기금리까지 상승할 것이다. 그런데 장기금리는 기준금리에도 영향을 받지만 미래의 기대인플레이션율에 더 많은 영향을 받을 수 있다. 최근의 장기금리는 글로벌 인플레이션 확산, 주요국의 통화정책 기조 변화, 정부의 재정적자 확대 추세에 영향을 받으면서 기준금리 인상에 앞서 상승하기 시작하였다. 어쨌든 장기금리의 상승세는 내구재소비, 주택관련대출, 건설설비투자를 억제함으로써 정도의 차이는 있겠지만 인플레이션을 억제하는 효과를 가질

것이다. 금리인상은 이와 같이 인플레이션 억제 효과는 거둘 수 있지만 이로 인한 경기 및 고용사정의 악화라는 대가를 치루야만 한다.

최근의 기준금리 인상은 경기회복과 관련되지만 경기과열에 대한 대처는 물론 아니다. 코로나19 위기 속에서 경기회복을 바라는 정부의 방침과는 다른 것이고 과소비나 과투자 움직임은 보이지 않기 때문이다. 그렇다면 한국은행이 밝히고 있듯이 소비자물가상승률의 상승세에 대한 대처일 수 있다. 2021년 10월 소비자물가상승률이 이미 3%를 넘어섰고 2022년 1월에는 4%에 가까워지고 있다. 그런데 최근의 소비자물가상승률은 무엇보다도 에너지가격의 상승과 직간접으로 연관되어 있다. 금리인상을 통한 수요측면에서의 인플레이션 억제정책은 필요하겠지만 그 효과는 기대만큼 크지는 않을 것이다.

다른 나라의 기준금리 인상의 공통적인 배경은 대부분 높은 물가상승세이다. 하지만 우리나라의 경우는 위기 이후의 주택가격의 높은 상승세가 주요배경 중의 하나이다. 위기 이후의 과잉유동성에 따른 금융불균형은 주가 상승, 부동산가격 상승으로 나타났지만 주가는 주요국의 통화정책 정상화로 조정되었으나 주택가격만은 상승세는 줄어들었으나 급등한 수준을 그대로 유지하고 있다. 한국은행의 기준금리 인상은 대출규제 및 조세규제 정책효과에 한계에 직면한 정부를 측면에서 지원하면서 금융불균형도 해소할 수 있었다. 실제로 기준금리 인상과 이어진 주택관련 대출금리 인상은 주택관련 대출의 억제와 맞물려 주택가격 상승세를 차단하는 효과를 거두기 시작한 것으로 보인다.

금리인상이나 금융긴축은 재무구조가 나쁜 기업에 더 큰 영향을 준다. 영업이익으로 금융비용도 커버하지 못하는, 다시 말해 이자보상배율이 1이하 한계기업이 2020년 대기업 28.8%, 중소기업 50.3%에 달한다. 경기회복세가 뚜렷하지 않는 상태에서 대출금리 상승은 이러한 기업의 재무구조를 더욱 악화시키는 동시에 이러한 한계기업의 부실위험을 더욱 증대시키면서 외환위기 직후 수준은 아

니겠지만 한계기업들의 도산을 늘릴 수 있다.

금리인상과 금융긴축은 부채가 과도한 가계에도 큰 영향을 미칠 것이다. 금리상승은 일차적으로 이들 가구의 원리금 상환부담을 증가시킬 것이다. 특히 코로나19 위기 이후 소득이 줄어든 가구의 원리금 상환이 어려워짐에 따라 가계대출의 연체율이 높아질 수 있다. 코로나19 위기 이후 위기대응적 조치에 따라 가계부채 연체율이 도리어 하락하였지만 금융긴축과 금리상승이 이어지면 취약가구가 늘어나면서 연체율도 다시 상승할 수 있다.

금리상승과 금융긴축은 부동산시장에도 영향을 미치면서 부동산가격 하락과 담보가치 하락을 초래할 것이다. 우리나라 가계대출의 증가는 고신용, 고소득층이 주도하였기 때문에 부동산가격의 하락은 저소득층 저신용층에 영향을 크게 미치기 보다는 고소득층, 고신용층에 더 큰 영향을 미칠 것이다. 이들은 전세제도와 가계대출을 활용하여 레버리지를 높이면서 부동산을 구입하였다. 따라서 금리상승이 고위험 고수익을 추구하는 가계들의 부동산 처분을 늘리겠지만 재무상태도 악화시키면서 가계대출의 부실정도가 높아질 것이다.

금리상승 이후의 보완대책

국내외 금리상승으로 예상되는 물가안정이나 금융불균형 해소는 바람직하다. 그러나 금리상승 폭이 클 경우 주택가격 급락, 경기침체, 순자본유출 등에 따른 가계부채 부실, 한계기업 도산 및 금융시장의 불안이 있을 수 있다. 이에 대한 보완대책의 대부분은 과거 외환위기와 글로벌 금융위기에 대응하면서 실시해 보았던 것이지만 금리상승에 즈음하여 다시 점검하고 필요에 따라 추가해 추진해야 할 것이다. 첫째, 앞으로 부동산가격 하락과 상환부담의 증가가 예상되는 만큼 현재 적용하는 담보인정비율(LTV)과 총부채원리금상환비율(DSR)은 더 울리지 않아야 한다. 대신에 주택가격 하락세가 보이면 주택실수요자에 불편을 주고 있는 지역별 금액별 규제는 곧바로 줄이거나 폐지해야 할 것이다. 둘째, 건전성

제고를 위한 금융기관 여러 규제를 재점검하고 최근의 금융불균형으로 급증한 영업이익 중에서 더 많은 부분을 대손충당금으로 적립하도록 하여야 할 것이다. 셋째, 금리상승으로 인한 한계기업 증가에 대비하여 구조조정기금을 조성하고 기업구조조정을 통해 파산기업을 줄여야 할 것이다. 넷째, 미국의 기준금리 인상과 연관된 순자본유출에 대한 대비책이 이미 많이 마련되어 있겠지만 통화스왑 협약은 연장하거나 확장할 필요가 있다. 다섯째, 국채 발행 확대에다 금리인상이 겹치면 정부의 국채 상환부담이 크게 늘어날 것이므로 금융시장에 대한 충격까지 고려하여 국채발행을 조정해야 할 것이다. 여섯째, 코로나19 위기가 끝날 때까지는 피해 사업자나 기업에 대한 대출과 보증의 기한연장은 물론 이들에 대한 금리조정 등 포용적 금융지원은 유지되어야 할 것이다. **SIES**

| 약력 |

충북대학교 명예교수. 서울대학교 물리학과를 졸업하고 동대학원에서 경제학 박사 학위를 받았다. 충북대학교 경제학과에서 근무하였다.