

참고 I-1.

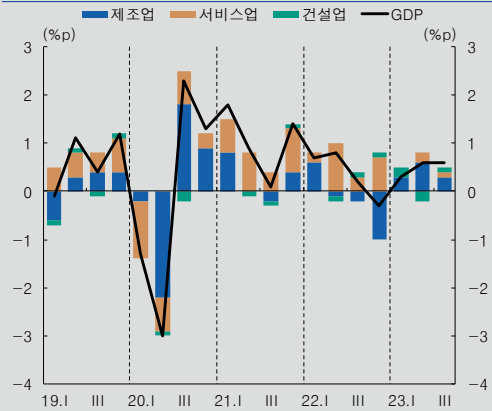
최근 제조업 경기국면 평가 및 시사점

최근 국내경기 동향

지난해 하반기 이후 부진했던 국내경기는 금년 하반기 들어 완만하게 개선되고 있다. 산업별로 보면 제조업의 성장기여도가 작년 하반기 중 큰 폭 마이너스를 보였다가 금년 들어 플러스로 전환하였다.

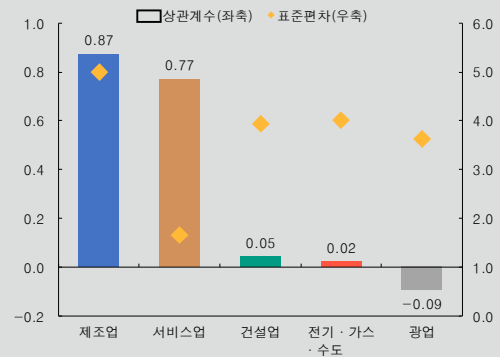
제조업은 서비스업에 비해 우리 경제에서 차지하는 비중은 작지만¹⁾, 대외여건에 따른 변동성이 크게 나타나므로 전체 경기순환에 미치는 영향도 상대적으로 큰 편이다. 이를 감안할 때 향후 제조업 경기의 향방이 우리 경제의 회복 흐름에 상당한 영향을 미칠 가능성이 있다. 이하에서는 다양한 지표를 통해 현재 국내 제조업 경기(생산 기준, 이하 동일)가 어느 국면에 위치하고 있는지 짚어보고, 이를 토대로 향후 우리 성장 흐름에 대한 시사점을 도출해보았다.

산업별 GDP 성장기여도¹⁾



주: 1) 전기대비 기준
자료: 한국은행

GDP-산업간 상관계수¹⁾ 및 산업별 변동성²⁾



주: 1) 2000년 이후 전체 GDP와 각 산업별 GDP 순환변동치간 상관계수
2) 각 산업별 GDP 순환변동치의 표준편차
자료: 한국은행, 자체 시산

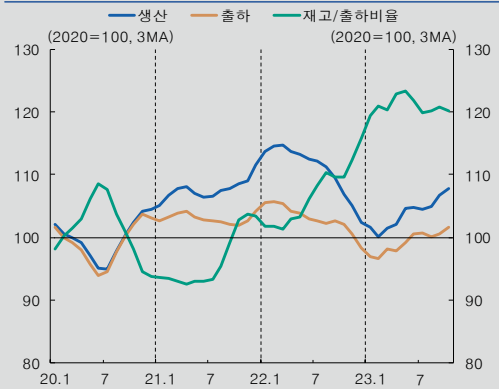
제조업 경기국면 평가

제조업 생산과 출하는 지난해 이후 크게 위축되었다가 금년 1/4분기를 저점으로 반등하여 회복세를 이어가고 있다. 재고/출하 비율의 경우 여전히 높은 수준이지만 정점을 기준으로 보면 점차 하락하는 모습이다. 제조업 생산의 순환변동치를 이용하여 경

1) 1990년대 이후 서비스업이 우리나라 전체 GDP에서 차지하는 비중은 크게 확대된 반면(1990년 51.4% → 2022년 63.5%), 농림어업(8.4% → 1.8%) 및 건설업(9.6% → 5.7%)은 축소되었다. 제조업의 경우 30% 내외 수준을 유지하고 있다(27.7% → 28.0%).

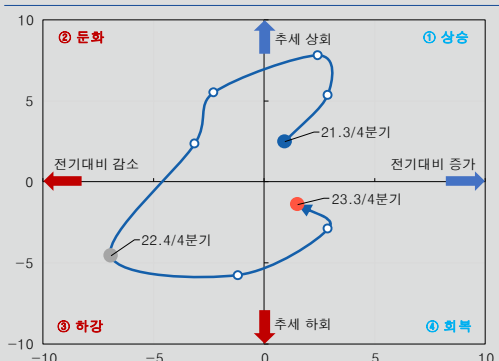
기순환국면²⁾상의 위치를 살펴보면, 제조업 경기는 작년 4/4분기경 하강국면에 들어섰다가 금년 2/4분기부터 회복국면에 진입한 것으로 추정된다.

제조업 생산, 출하, 재고 추이



자료: 통계청

제조업 경기순환시계¹⁾

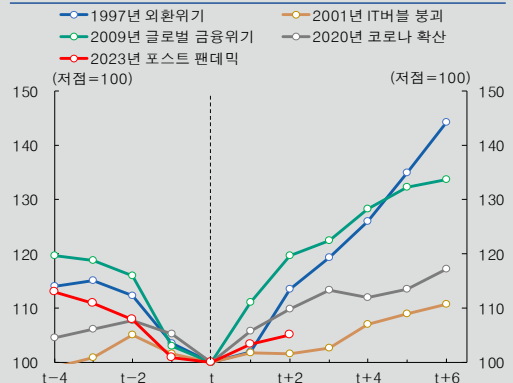


주: 1) 좌표평면상 1사분면은 상승국면, 2사분면은 둔화국면, 3사분면은 하강국면, 4사분면은 회복국면을 의미
자료: 통계청, 자체 사산

최근 국내 제조업 경기의 회복 강도를 보면, 과거 회복기에 비해 상대적으로 완만하지만, 주요국에 비해서는 양호한 모습이다. 금번 회복기 중 경기 개선속도는 고금리·고물가가 글로벌 재허수요 회복

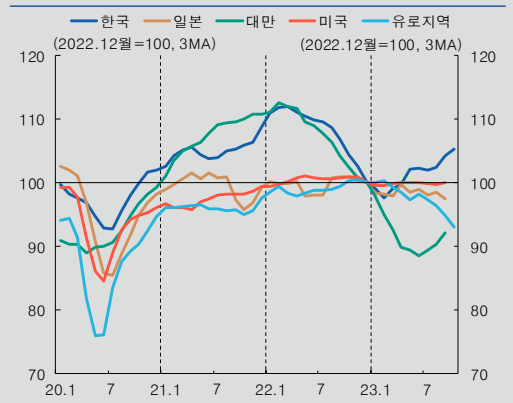
을 제약함에 따라 이전에 비해 비교적 완만하였으며, 제조업 내 회복세를 보이는 업종의 비중을 나타내는 생산 확산지수도 여전히 기준치를 하회하고 있다.³⁾ 다만, 제조업 경기의 회복시점 및 속도를 미국, 유로지역, 일본 등 주요국과 비교해 보면 우리나라가 다소 빠른 것으로 평가된다.

제조업 경기 회복기 비교¹⁾



주: 1) 분기 기준 각 기간별 제조업 생산지수 저점 = 100
자료: 통계청

주요국 제조업 경기 회복 흐름 비교¹⁾²⁾



주: 1) 금년 중 국가별 회복 흐름을 비교하기 위해 2022년 12월을 기준치(100)로 설정
2) 한국, 미국은 2023년 10월, 나머지 국가는 9월까지의 자료
자료: OECD, 대만 경제부, 통계청

2) 제조업 생산지수(통계청)로부터 순환변동계열을 추출한 후, 단기 모멘텀(전월대비 변동치, 가로축)과 장기 모멘텀(추세이탈정도, 세로축)을 좌표평면상에 표시함으로써 경기국면을 추정하였다.
3) 광공업 생산 확산지수(기준치 50 이상이면 전월대비 증가한 업종수가 감소한 업종수보다 더 많음을 의미, 기간 중 월평균, 통계청): 2020년 47.4 → 2021년 53.2 → 2022년 42.9 → 2023년 상반기 50.7 → 3/4분기 49.0

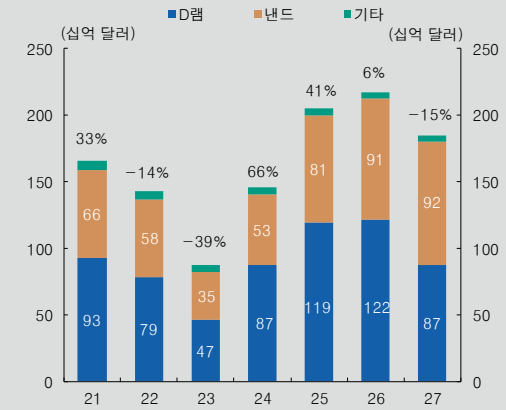
이처럼 국내 제조업 경기가 주요국에 비해 양호한 것은 AI 투자 확대 등에 따른 반도체 경기 개선에 주로 기인한다. 금년 중 ChatGPT 등 인공지능(AI) 서비스 구동을 위한 서버 투자가 급증⁴⁾하면서 국내 반도체 생산 및 수출이 고부가가치 제품을 중심으로 큰 폭 증가하였다. 특히, 국내 기업은 HBM 등 고성능 반도체 양산을 선도⁵⁾하고 있어 AI 산업의 가파른 성장이 더 우호적으로 작용하고 있는 것으로 평가된다. 앞으로도 AI 관련 투자가 지속되는 가운데 그간 부진하였던 PC·스마트폰 교체수요도 점차 늘어나면서 반도체 경기의 회복세가 확대될 것으로 예상된다.

반도체 생산 및 수출금액



자료: 통계청, 관세청

글로벌 메모리 반도체 매출 전망



자료: Gartner(2023년 10월 전망)

비IT 부문의 경우에는 석유화학, 철강 등 기존 주력 산업의 부진이 이어졌으나 전기차, 이차전지, 조선, 바이오 등 친환경·신성장 산업이 양호한 모습을 나타내면서 완만한 회복 흐름을 이어갔다. 석유화학 과 철강 산업은 글로벌 제조업 경기 회복 지연과 중국내 자급률 상승이라는 이중고를 겪으며 지난해 이후 생산부진이 지속되고 있다. 반면 금년 중 북미·EU를 중심으로 친환경 전환이 가속화되면서 전기차와 이차전지의 수요가 크게 늘었으며, 국내 조선사들도 수혜를 입어 LNG운반선 등 친환경·고부가가치 선박을 중심으로 3년치 이상의 수주물량을 확보하였다.⁶⁾ 바이오 산업의 경우에는 글로벌 고령화 등에 힘입어 견조한 성장세가 이어지고 있다.

4) 글로벌 서버용 DRAM 출하량(전기대비, %, Gartner): 2023년 1/4분기 -17.3 → 2/4분기 +46.6 → 3/4분기 +22.2 → 4/4분기⁶⁾ +5.7

5) 금년 및 내년 중 글로벌 HBM 수요의 90% 이상을 국내 기업(SK하이닉스 및 삼성전자)이 생산할 전망이다(Trendforce).

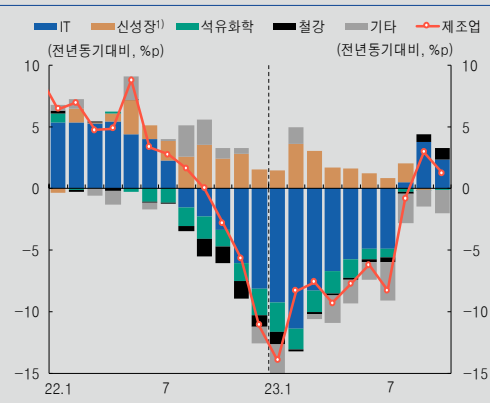
6) 2023년 3/4분기 중 국내 조선 3사(HD한국조선해양, 한화조선, 삼성중공업)는 조선 경기 호황과 고가 선박 중심의 선별 수주 전략에 힘입어 2017년 3/4분기 이후 처음으로 동반 흑자를 기록하였다.

제조업 업종별 생산 증가율¹⁾

	2022		2023			
	Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	
IT	-9.4	-12.6	-8.3	12.0	10.4	
비IT	0.3	-3.8	1.9	0.3	-1.4	
친환경	(자동차)	8.3	-1.2	5.8	5.0	-5.4
	(전기장비 ²⁾)	1.1	-5.7	3.2	-0.6	0.2
신성장	(조선)	-0.3	8.3	1.3	-3.4	3.2
	(의약품)	3.6	0.4	4.9	-3.7	9.0
전통 산업	(석유화학)	-12.3	-4.9	1.6	0.1	0.1
	(철강)	-6.9	-13.0 ³⁾	15.8	4.1	-4.1

주: 1) 계절조정, 전기대비 기준
 2) 이차전지 포함
 3) 태풍 힌남노 침수 피해로 포스코 포함제철소 생산차질 발생
 자료: 통계청

제조업 업종별 생산 기여도



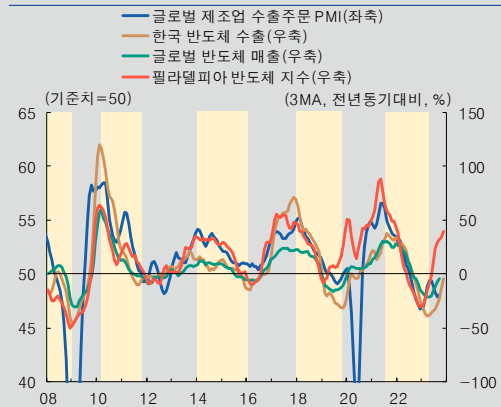
주: 1) 자동차, 전기장비(이차전지 포함), 조선, 의약품 등
 자료: 통계청, 자체 시산

향후 전망 및 시사점

최근 우리나라 제조업 경기는 친환경·신성장 산업이 양호한 흐름을 이어가는 가운데 반도체 경기가 개선되면서 현재 회복국면에 위치한 것으로 판단된다.

앞으로 제조업 경기는 반도체를 중심으로 IT 경기가 회복되고 글로벌 재하수의 부진도 완화되면서 회복세가 점차 확대될 것으로 보인다. 글로벌 제조업 경기의 선행지표로 알려진 테크 사이클⁷⁾은 최근 저점에서 반등하고 있으며, 비IT 제조업 생산과 높은 상관관계를 보이는 글로벌 교역의 경우 내년 이후 인플레이션 둔화, 주요국 인프라 투자⁸⁾ 확대 등으로 점차 개선될 것으로 예상된다.

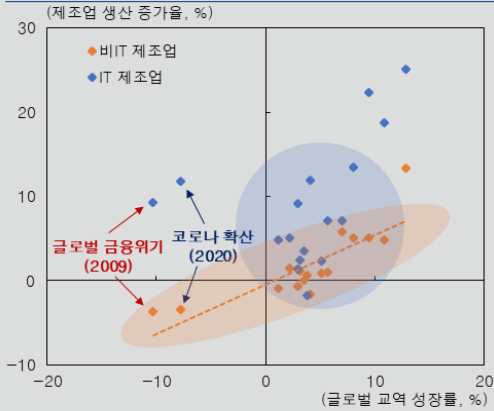
글로벌 테크 사이클 지표



주: 1) 음영은 글로벌 테크 사이클 하강기(downcycle)
 자료: JPMorgan, S&P Global, 관세청, WSTS, Bloomberg

- 7) 글로벌 테크 사이클은 일반적으로 글로벌 경기 사이클 전환의 신호(signal) 역할을 하며, 사이클 내에는 스마트폰, PC, 서버 등 IT기기 교체 및 신제품 발매 주기에 따른 산업 고유의 소순환(mini-cycle)도 존재한다. ECB(2019)는 글로벌 테크 사이클을 확인하는 4개 지표로 글로벌 제조업 수출주변 PMI, 한국 반도체 수출, 필라델피아 반도체 지수, 미국 Tech Pulse 지수를 활용하였는데, 미국 Tech Pulse 지수의 경우 2020년 4월 이후 편제가 중단됨에 따라 본고에서는 동 지수를 세계반도체협회(WSTS)의 글로벌 반도체 매출로 대체하였다.
- 8) 미국은 인플레이션 감축법(IRA)을 도입하여 북미지역에서 최종조립된 전기차에 대한 세액공제와 보조금 혜택을 주고 있으며, EU는 핵심원자재법(CRMA)을 통해 특정국에 대한 원자재 의존도를 축소하는 방향의 산업정책을 추진하고 있다. 이러한 주요국 산업정책은 인프라 및 설비투자를 촉진하여 기계·장비 등 우리나라 자본재 수출에 긍정적 요인으로 작용할 것으로 예상되나, 중장기적으로는 반도체, 전기차 등 핵심산업의 생산기지가 해외로 이전되면서 우리 경제의 고용 기반이 위축될 리스크가 상존한다.

글로벌 교역 성장률과 IT 및 비IT 생산 증가율¹⁾



주: 1) 2005-2022년 중 연도별 증가율
자료: IMF, 통계청

다만 주요국의 통화긴축 기조가 당분간 이어질 것으로 예상되는 데다 중국의 성장세 둔화 우려도 지속되고 있어 제조업 경기회복이 예상보다 더딜 가능성을 배제할 수 없다. 그간 호조를 보인 자동차 산업의 경우에도 고금리 영향 및 대기수요 소진 등으로 최근 전기차를 중심으로 성장세가 둔화되는 모습이다.⁹⁾ 한편, 경기순환적 요인 외에도 세계무역의 분절화나 중국의 산업구조 고도화와 같은 경제 환경 변화가 빠르게 진행되고 있는 점도 향후 제조업 경기 회복경로의 불확실성을 높이는 요인으로 잠재하고 있다.

참고문헌

박창현, 김민선 (2012). “ICT 경기의 주요 특징과 국내 경기변동에 미치는 영향”. 『BOK 이슈노트』, 제 2012-12호. 한국은행.

이규환, 이재운 (2022). “향후 반도체 경기 여건 및 경제적 영향 점검”. 『통화신용정책보고서』, 2022

(12월호). 한국은행.

한국은행 (2023). 「2023년 3/4분기 주력산업 모니터링 보고서」, 2023(11월).

European Central Bank (2019). “What the maturing tech cycle signals for the global economy”. *Monthly Bulletin*, 2019 (March), pp.22-25.

Gartner (2023). *Semiconductors and Electronics Forecast*, 3Q23 Update, 2023 (October).

International Monetary Fund (2019). “Global Manufacturing Downturn, rising trade barriers”. *World Economic Outlook*, 2019 (October).

TrendForce (2019). “Suppliers Amp Up Production, HBM Bit Supply Projected to Soar by 105% in 2024”. 2023 (August).

World Semiconductor Trade Statistics (2023). *Historical Billings Report*, 2023 (October).

<https://www.wsts.org/67/Historical-Billings-Report>

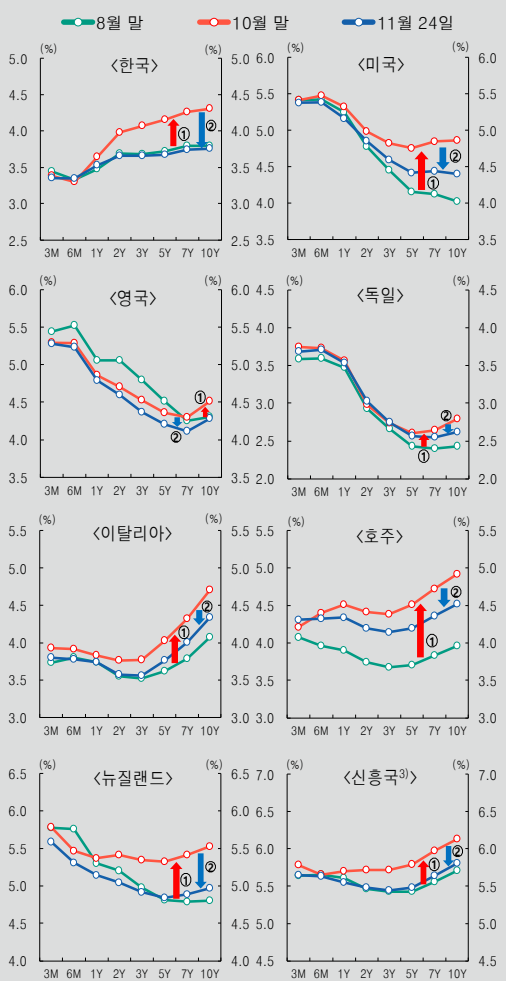
9) 글로벌 전기차 업체인 테슬라가 수요둔화에 대응하여 주요 제품의 가격을 인하하면서 전기차 가격 경쟁이 심화되고 있다. 또한 주요 완성차 생산업체(폭스바겐, 포드, GM 등)는 전기차 생산계획을 축소하거나 공장설립을 연기하고 있다.

참고 I-2.

최근 주요국 수익률곡선¹⁾의 특징 및 평가

최근 주요국 수익률곡선은 2-3년물 이상 중장기 국채금리의 변동에 주로 기인하여 지난 9~10월 중 상당폭 가팔라졌으나(bear steepening) 11월부터 빠르게 평탄화(bull flattening)되는 모습을 보이고 있다. 만기별 금리구조를 나타내는 수익률곡선은 향후 금용시장의 물가·성장 전망 및 통화정책 기대 변화 등에 대한 다양한 정보를 담고 있어 중앙은행으로서 시장과의 정책 커뮤니케이션 수행 과정에서 주요한 정보변수로 사용되고 있는 만큼 이의 급격한 변동에 대해서는 주의 깊게 살펴볼 필요가 있다. 이하에서는 지난 9월 이후 나타난 주요국 수익률곡선의 특징을 주요 동인, 형태 등의 측면에서 살펴보고 정책적 시사점을 도출하였다.

금년 9월 이후 주요국 수익률곡선¹⁾ 변동²⁾



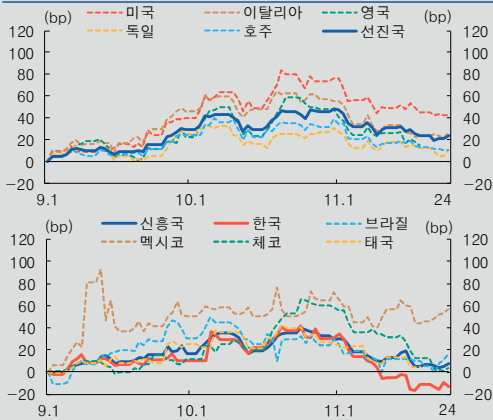
주: 1) 무이표 국제 기준
 2) 9~10월 중(①) 및 11월 1-24일 중(②) 기준
 3) 14개 신흥국 만기별 금리 평균 기준
 자료: Bloomberg

주요국 수익률곡선의 기울기인 장단기 금리차(10년-1년)를 보면, 주요 선진국과 신흥국이 모두 대체로 유사한 움직임(co-move)을 보였는데, 국가별로는 미국의 수익률곡선이 상대적으로 크게 변동하였으며 호주, 독일 등의 경우 움직임이 크지 않았다. 우리나라의 경우 9~10월 중에는 주요국 평균 수준의

1) 수익률곡선은 만기별 금리수준을 연결한 곡선으로 채권금리의 기간구조(term-structure)를 보여준다. 수익률곡선의 각 만기별 금리는 기대가설에 따라 무위험 단기금리의 해당 만기까지 기대치를 가중평균한 값인 기대단기금리(expected short-term rate)와 채권을 장기간 보유하는 데 따른 위험에 대한 보상인 기간프리미엄(term premium)으로 분해될 수 있다.

변동폭을 보였으나, 11월 이후에는 장기금리가 지속적으로 하락하면서 장단기 금리차가 8월 말 이전 수준으로 상당폭 축소되었다.

9월 이후 주요국 장단기 금리차¹⁾ 추이²⁾



주: 1) 무이표 국채 10년-1년 금리 기준
 2) 9월 이후 누적 변동폭 기준
 3) 선진국은 19개국, 신흥국은 14개국 평균 기준
 자료: Bloomberg

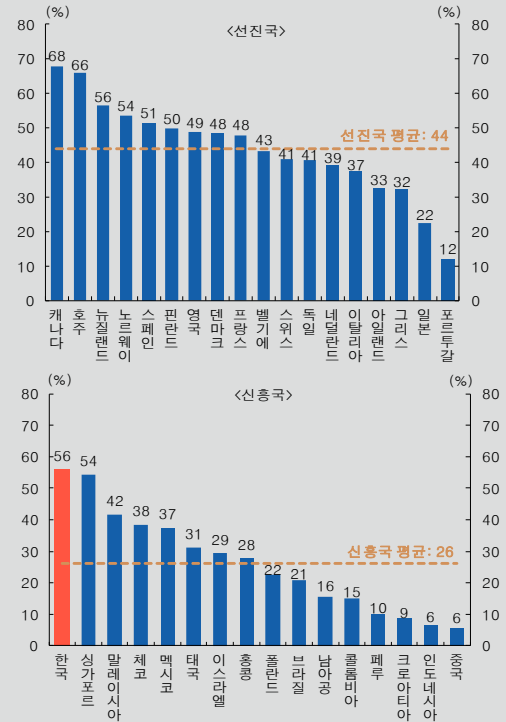
주요국 수익률곡선 변동의 특징

(미 국채금리 파급영향(spillovers) 측면)

최근 수익률곡선의 급격한 변동에는 미 국채금리의 상승과 하락이 다양한 경로를 통해 주요국으로 파급(international spillovers)된 영향이 크게 작용한 것으로 추정되었다. TVP-VAR 모형을 이용하여 분석한 결과²⁾, 미 국채금리(10년물)의 변동은 신흥국(9-11월 중, 평균 26%)보다는 채권시장이 상대적으로 발달된 선진국(평균 44%)에 더 큰 영향을 미쳤는데, 미 국채금리의 영향력이 큰 국가일수록 9-10월 중 금리 상승폭 및 11월 이후의 하락폭이 상대적으로 컸던 것으로 분석된다. 우리나라(56%)의 경우 9월 이후 미

국채금리의 영향이 싱가포르(54%)와 함께 신흥국 중 가장 높았으며 선진국과 비교하더라도 캐나다, 호주 등에 이어 3-4번째로 높은 것으로 추정되었다.³⁾ 이처럼 우리나라가 미 국채금리에 영향을 크게 받는 것은 ① 국채시장의 규모 및 인프라가 선진국 수준으로 발달된 데다, ② 외국인의 국내채권 투자 및 거주자의 해외채권 투자가 활발하며, 특히 ③ 국채 선물시장에서 외국인 거래 비중(약 46%)이 높아 글로벌 채권투자자의 포트폴리오 조정 등을 통해 미 국채금리의 변동이 국내로 파급되기 용이한 데 따른 것으로 알려져 있다. 다만 구체적인 파급경로와 배경에 대해서는 좀 더 심층적인 분석을 필요로 한다.

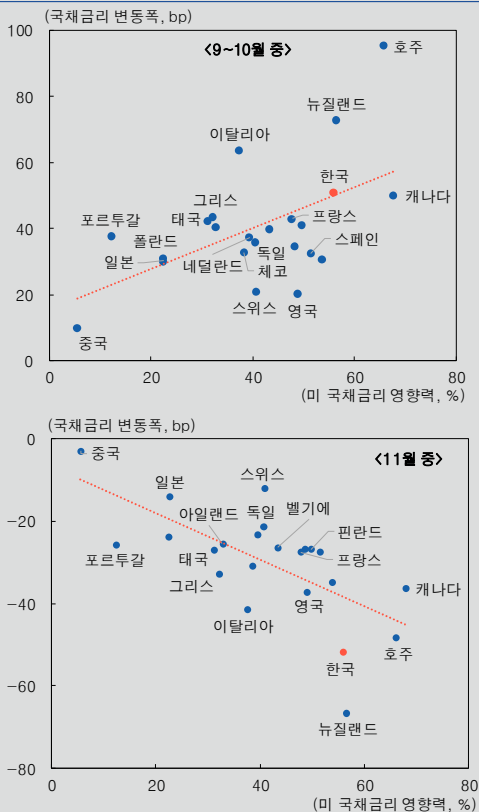
미 국채금리의 국가별 국채금리에 미치는 영향력¹⁾



주: 1) TVP-VAR 모형의 동태적 예측오차 분산분해 기준
 2) 2023년 9-11월 중 국채 10년물에 대한 영향의 평균(11월 17일 기준)
 자료: 한국은행

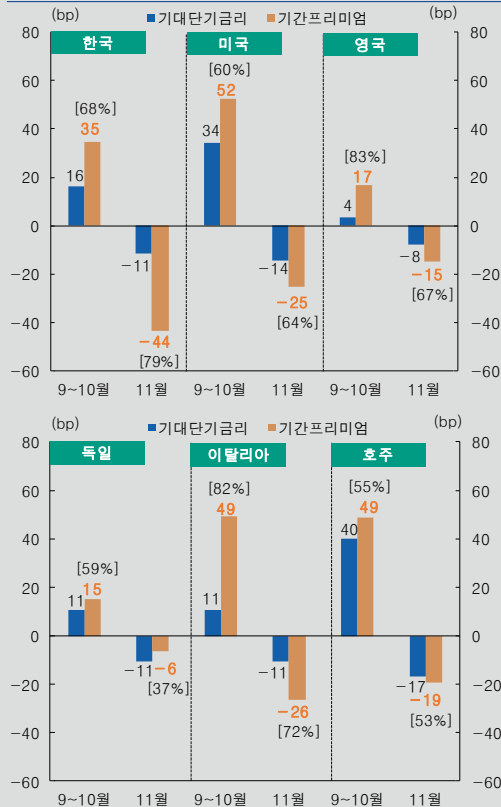
2) 김도완·오형석(2015) 등 기존 연구를 참고하여 시변계수(time-varying parameter) VAR 모형을 활용하여 분석하였으며, 이에 대한 보다 자세한 내용은 「한·미 금리 동조화 현황 및 평가」(BOK이슈노트 제2023-25호, 2023년 9월)를 참조
 3) 특히, 최근 미 국채금리의 파급은 주로 기간프리미엄과의 연계성을 바탕으로 이루어졌는데 우리나라(2023년 1-11월 중 0.90)의 경우 호주(0.92)와 함께 미국과의 장기국채(10년물) 기간프리미엄 간 상관계수가 매우 높은 편인 것으로 분석된다.

국가별 미 국제금리의 영향력¹⁾²⁾ 및 국제금리(10년) 변동폭



주: 1) TVP-VAR모형의 동태적 예측오차 분산분해 기준
 2) 2023년 9~11월 중 국제 10년물에 대한 영향의 평균(11월 17일 기준)
 자료: 한국은행

주요국 국제금리¹⁾ 변동요인 분해²⁾³⁾



주: 1) 무이표 국제 10년물 기준
 2) []은 장기금리 변동에 대한 기간프리미엄 기여율
 3) 11월은 1-24일 기준
 자료: 한국은행, FRED, EUTERPE, AOFM

(수익률곡선 동인(drivers) 측면)

수익률곡선 변동요인을 분해해보면, 9월 이후 주요국 수익률곡선의 큰 폭 등락은 미 연준을 비롯한 주요국의 통화긴축 기조 장기화 기대 등과 관련한 기대단기금리(expected short-term interest rate) 변화에 일부 영향을 받았으나, 대부분 기간프리미엄(term-premium)의 변동에 의해 주도되었다. 구체적으로는 주요 6개국 장기국제(10년물) 금리의 9~10월 중 상승폭의 55~83%, 11월 이후 하락폭의 37~79%가 기간프리미엄 변동에 따른 것으로 추정된다.

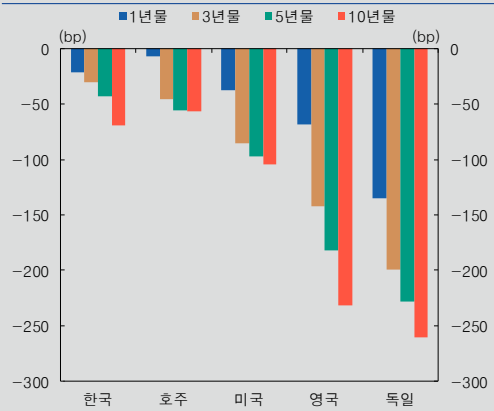
특히, 장기금리가 상승했던 9~10월 중에는 미국, 이탈리아, 영국에서 기간프리미엄의 기여도가 상대적으로 컸는데 이는 이들 국가의 재정수지 악화 등에 따른 국제공급 우려가 더해진 데 따른 것으로 보인다.⁴⁾ 한편, 통화긴축 기조 장기화에 대한 기대 변화가 컸던 미국과 기간 중 추가 정책금리 인상이 있었던 호주의 경우 기대단기금리도 상대적으로 크게 변동하였다.

4) 미국, 이탈리아, 영국은 GDP 대비 재정적자 비중이 GDP의 3%를 초과하며, 올해와 내년의 재정적자 전망도 최근 악화되었다.

(수익률곡선 형태(shape) 측면)

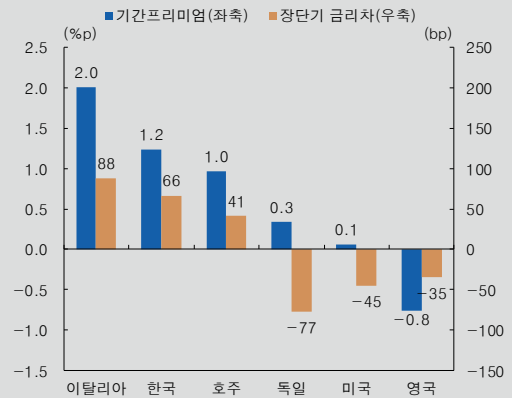
수익률곡선의 급격한 변동 국면에서 미국을 포함한 대부분 국가는 수익률곡선이 역전(inverted) 되어 있으나, 11월 들어서도 우리나라, 호주 등 일부 국가의 경우 우상향하는 모습을 지속하였다. 수익률곡선이 역전된 국가들(미국, 영국, 독일 등)은 공통적으로 정책금리가 중장기적 시계에서 더 큰 폭으로 인하될 수 있다는 예상이 반영되어 만기물별 기대단기금리가 우하향하는 모습이다. 아울러 이들 국가들의 기간프리미엄은 최근 양적긴축 실시 등으로 확대되기는 하였지만 과거 대규모 양적완화 등의 영향으로 여전히 마이너스(-)⁵⁾이거나 매우 낮은 수준⁶⁾을 보였다. 반면 우리나라나 호주의 경우 만기물별 기대단기금리가 우하향하고 있으나 상대적으로 완만한 모습을 보였고, 기간프리미엄도 비교적 높은 수준으로 나타나는 등 통상적인 모습을 나타내었다.

주요국의 만기물별 기대단기금리와 정책금리 간 격차¹⁾



주: 1) 11월 24일 기준
자료: 한국은행, FRED, EUTERPE, AOFM

주요국 국채(10년) 기간프리미엄 수준¹⁾ 및 장단기 금리차²⁾



주: 1) 국가별 공표치의 2023년 8-10월 중 평균 기준
2) 10년-1년 기준, 2023년 10월 말 현재
자료: 한국은행, FRED, 뉴욕 연준(FED), NIESR, EUTERPE, Bocconi, AOFM

	(GDP 대비 재정적자 비중, %)					
	미국	영국	이탈리아	호주	독일	한국
2022년(실제)	-3.7	-5.5	-8.0	-2.3	-2.5	-1.6
2023년(전망) ¹⁾	-8.2 (-4.0)	-4.5(-2.3)	-5.0(-3.9)	-1.4(-3.4)	-2.9(-0.7)	-1.2(-1.1)
2024년(전망) ¹⁾	-4.4 (-7.4)	-3.9(-1.5)	-4.0(-3.3)	-2.2(-2.2)	-1.7(-0.1)	-0.9(-1.1)

주: 1) 2023년 10월 초 전망치. () 내는 이전(2022년 10월 초) 전망치
자료: IMF Fiscal Monitor(각년도 10월 발표)

- 기간프리미엄은 채권을 장기간 보유하는 데 따른 위험에 대한 보상이므로 양(+)의 값을 갖는 것이 일반적이다. 그러나 미국, 유로지역 등에서는 글로벌 금융위기 이후 중앙은행의 양적완화 실시로 국채를 대규모 매입함에 따라 기간프리미엄이 크게 하락하면서 장기간 음(-)의 값을 지속하였다. 통화정책 기대 및 인플레이션이 안정적인 상황에서 장기채권이 경제 내의 불확실성에 대한 헤지 수단(위험에 대한 보험)으로 인식될 경우 기간프리미엄이 음(-)의 값을 가질 수 있다. 한편 우리나라의 경우 양적완화를 실시한 국가들과는 달리 기간프리미엄이 양(+)의 값을 지속하고 있다.
- Fed Richmond(2018), BIS(2019), Banque de France(2023) 등에서는 국가별 기간프리미엄 수준이 수익률곡선 역전 발생 가능성에 영향을 미친다고 평가한 바 있다.

평가 및 시사점

종합해보면, 9월 이후 주요국 수익률곡선은 대체로 모두 큰 폭으로 가팔라지거나 평탄화되는 등 상당히 동조적인 움직임을 보였는데, 이는 미 국채금리의 급격한 변동이 주로 기간프리미엄을 매개⁷⁾로 주요국으로 전이된 영향이 컸던 것으로 평가된다. 우리나라의 경우 국내 통화정책 기대나 국채수급 여건에 큰 변화가 없는 가운데서도 미 국채금리의 영향이 확대⁸⁾되면서 수익률곡선이 큰 폭으로 변동한 것으로 분석된다. 주요국의 통화정책 경로에 대한 불확실성이 높은 상황에서 앞으로도 미 국채금리가 국내 수익률곡선에 미치는 영향이 수시로 확대되면서 의도치 않게 국내경제 상황과 괴리된 금융시장 여건이 형성될 수 있다는 점에 유의할 필요가 있겠다. 아울러 중앙은행과 시장의 소통은 양방향으로 이루어진다는 점에서⁹⁾ 수익률곡선에 담긴 시장의 전망과 기대를 해석하는 데 있어 더욱 주의 깊게 살핍으로써 시장과의 보다 효과적인 정책 커뮤니케이션이 이루어지도록 지속적인 노력을 기울여야 할 것이다.

참고문헌

- 김도완, 오형석 (2015). “글로벌 금융위기 이후 국내의 시장금리 동조화 현상 분석: 미국 및 우리나라 수익률곡선 관계를 중심으로”. 『경제학연구』, 제63-2호.
- 최강욱, 구병수, 지성민 (2023). “한·미 금리 동조화 현황 및 평가”. 『BOK 이슈노트』, 제2023-25호.

한국은행.

- Aramonte, S., & Xia, D. (2019). “Yield curve inversion and recession risk”. *BIS Quarterly Review*, 2019 (September).
- Berardi, A. (2023). “Term premia and short rate expectations in the euro area”. *Journal of Empirical Finance*, 74: 101424.
- Bank for International Settlements (2023). “Markets adjust to “higher for longer””. *BIS Quarterly Review*, 2023 (December).
- Carbo, P. B. (2023). *Quarterly term premium tracker*, 2023 (September). National Institute of Economic and Social Research.
- Favero, C., & Srivastava, D. (2023). “Measuring term premia for the Euro area”. Institute for European Policymaking of Bocconi University.
- Haltom, R. C., Wissuchek, E., & Wolman, A. L. (2018). “Have yield curve inversions become more likely?”. *Economic Brief*, 2018 (December). Federal Reserve Bank of Richmond.
- Jennison, F. (2017). “Estimation of the term premium within Australian Treasury Bonds”. *Australian Office of Financial Management Working Paper*, 2017-01.

7) BIS(2023년 12월) 등에서는 금년 들어 국가별 통화정책 기대가 차별화되면서 미 국채금리의 영향이 해당 국가의 통화정책에 연계되는 기대단기금리보다는 기간프리미엄을 중심으로 전이(spillovers)된 것으로 분석하고 있다.

8) 미 국채금리의 국내 금리에 대한 영향력(10년물 기준)은 글로벌 금융위기 이후 대체로 50% 내외(2013년 1월~2022년 12월 중 평균 49.9%)에서 등락해 왔으나 금년 들어서는 이러한 영향력이 상당폭(2023년 1~11월 중 55.9%) 높아진 것으로 분석된다.

9) Shin(2017)

Sabes, D., & Sahuc, J. G. (2023). "Do yield curve inversions predict recessions in the euro area?" . *Finance Research Letters*, 52: 103416.

34

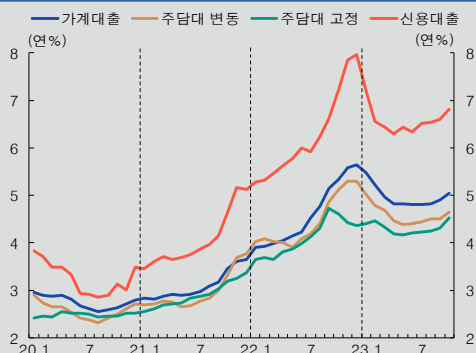
Shin, H. S. (2017). "Can central banks talk too much?" . Speech at the ECB conference on "Communications challenges for policy effectiveness, accountability and reputation" .

참고 I-3.

최근 가계대출금리 동향 및 평가

금년 들어 내림세를 지속해온 가계대출금리(신규취급액 기준, 이하 동일)가 지난 8월 이후 오름세로 돌아선 이후 10월에는 상승폭이 확대되었다. 대출종류별로 보면 주택담보대출(이하 주담대) 및 신용대출금리가 모두 큰 폭 상승한 가운데 주담대 중에서는 고정금리형이 변동금리형보다 더 크게 상승하였다. 가계대출금리는 통화정책이 금융부문을 거쳐 경제 전반에 영향을 미치게 되는 주요한 파급경로 중 하나일 뿐만 아니라 가계부채 및 자산가격 변화 등을 통해 금융안정에 미치는 영향도 매우 큰 만큼 통화정책 수행 과정에서 주의 깊게 살펴보아야 할 지표이다. 이에 본고에서는 최근의 가계대출금리 상승 배경을 지표금리와 가산금리¹⁾의 측면에서 살펴보고, 대출금리 변동요인을 국내요인과 해외요인으로 구분하여 분석해 보았다.

은행 가계대출금리¹⁾²⁾

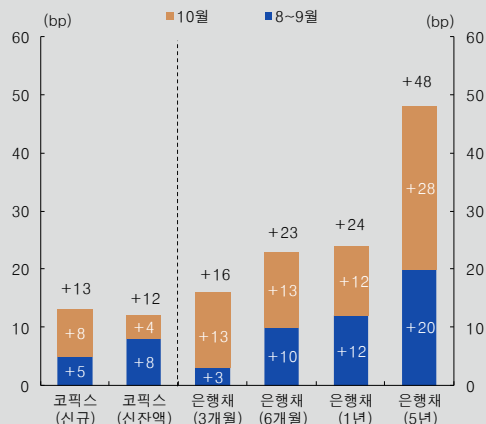


주: 1) 신규취급액 기준
2) 정책모기지론 포함 기준
자료: 한국은행

지표금리 변동

최근 가계대출금리가 큰 폭 상승한 데에는 8월 이후 장·단기 지표금리가 상승한 것이 크게 영향을 미쳤다. 만기별로는 미 연준의 긴축기조 장기화 우려 등으로 장기 지표금리(은행채 5년)가 단기 지표금리(은행채 3·6개월·1년, 코픽스)보다 더 크게 상승하였다. 특히 10월 중 지표금리가 8-9월에 비해 더 큰 폭으로 높아지면서 대출금리 상승압력이 확대되었다.

주요 지표금리 변동폭¹⁾



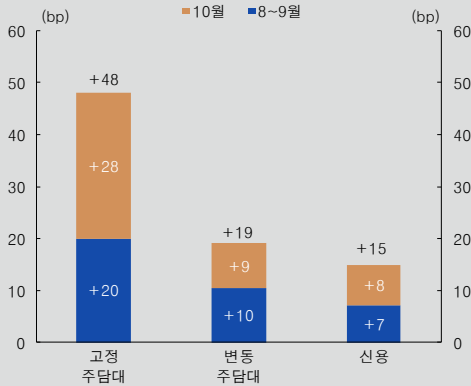
주: 1) 월평균 기준
자료: 금융투자협회, 은행연합회

대출종류별로 지표금리 상승의 영향을 보면, 고정금리 주담대가 준거금리인 장기 지표금리(은행채 5년)의 큰 폭 상승에 영향받아 상대적으로 금리 상승압력(+48bp)을 크게 받았다. 반면 변동금리 주담대와 신용대출의 경우 준거금리인 단기 지표금리(은행채 3·6개월·1년, 코픽스) 상승이 제한됨에 따라 상대적으로 상승압력(변동금리 주담대 +19bp,

1) 은행 대출금리는 자금조달비용이 반영된 지표금리에 차주별 특성 및 은행의 대출태도 등을 통해 결정되는 가산금리를 더하는 방식으로 결정된다.

신용대출 +15bp)이 작았던 것으로 나타났다. 이에 따라 고정금리의 상대적인 가격 메리트인 ‘변동금리-고정금리’ 차이²⁾가 축소되고 고정금리형 주담대 비중³⁾은 하락하였다.

대출종류별 지표금리 변동폭¹⁾²⁾



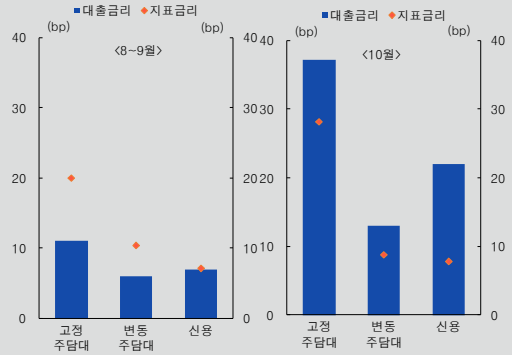
주: 1) 월평균 기준
 2) 상이한 대출종류별 금리결정 구조(연동 지표금리별 비중)를 고려하여 추산
 3) 주담대는 정책모기지론 제외 기준
 자료: 한국은행

가산금리 변동

10월 중 가계대출금리가 큰 폭으로 상승한 데에는 은행들의 가산금리 인상(우대금리 축소)도 일부 기여한 것으로 평가된다. 9월까지의 주담대 취급 경쟁에 나선 은행들의 가산금리 인하가 대출금리 상승을 제한해 왔으나 10월 들어서는 은행들이 주담대를 중심으로 가산금리를 인상하면서 대출금리 상승

폭이 확대되었다.⁴⁾

가계대출금리 변동폭¹⁾²⁾



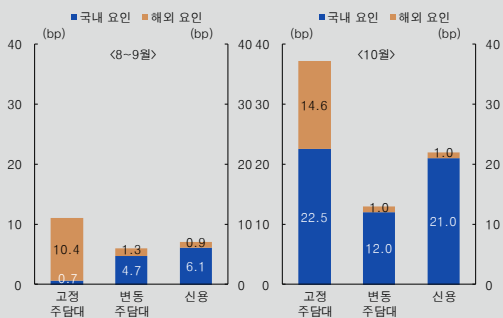
주: 1) 신규취급액 기준
 2) 주담대는 정책모기지론 제외 기준
 자료: 한국은행

국내외요인 변화

한편 8~10월 중 가계대출금리 변동요인을 국내외인⁵⁾과 해외외인⁶⁾으로 구분해 보면 고정금리 주담대는 해외외인에, 변동금리 주담대 및 신용대출은 국내외인에 더 크게 영향받아 상승한 것으로 분석되었다. 이는 미 국채금리 변동이 국내 장기시장금리 상승을 통해 고정금리 주담대에 더 크게 영향을 미친 데 주로 기인한다. 다만 10월 중 가계대출금리의 큰 폭 상승에는 국내외인이 해외외인보다 크게 영향을 미친 것으로 나타났는데, 이는 8~9월 중 대출금리 상승을 제한하였던 가산금리가 10월에 인상된 데 주로 기인한다.

2) 은행 자체 상품의 ‘변동-고정’ 주담대 금리차(bp): 2022년 12월 19 → 2023년 4월 35 → 7월 25 → 10월 -1
 3) 고정금리형 주담대 비중(신규취급액 기준, %): 2022년 12월 71.7 → 2023년 4월 80.7 → 7월 73.7 → 10월 67.2
 4) 은행들이 9월까지의 주택거래 회복에 따른 대출수요 확대에 대응하여 영업을 강화하면서 가산금리를 인하하였으나 10월에는 금융당국의 가계부채 관리 강화 방침과 함께 가산금리를 인상한 것으로 보인다.
 5) 국내외인에는 우리나라의 기준금리 기대, 시장 수급여건에 따른 지표금리 변동과 은행들의 대출태도 등에 따른 가산금리 변동을 포함한다.
 6) 해외외인의 기여도는 ‘미 국채금리 변동 → 국내 국고채금리의 만기별 수익률 파급효과 → 가계대출 종류별 지표금리에 미친 영향’을 추정하여 산출하였으며 해외외인이 만기별 국내 시장금리에 미치는 영향은 장기 구간으로 갈수록 크게 나타났다. 해외외인의 국내 시장금리에 미치는 영향 추정에 대한 보다 자세한 내용은 「한·미 금리 동조화 현황 및 평가」(BOK 이슈노트 제 2023-25호, 2023년 9월)를 참조

가계대출금리 변동요인 분해¹⁾²⁾



주: 1) 국내요인은 국내 지표금리와 가산금리의 변동폭 합계

2) 주담대는 정책모기지론 제외 기준

자료: 한국은행

평가 및 시사점

종합해 보면, 8월 이후 가계대출금리는 장·단기 지표금리 상승의 영향으로 높아진 가운데 10월 들어 가산금리가 높아지면서 추가 상승하였다. 해외요인의 경우 장기 지표금리에 더 크게 영향을 미치면서 주로 고정금리형 주담대의 금리 상승압력으로 작용하였다.

향후 가계대출금리는 11월 중 장기 지표금리 급락⁷⁾의 영향이 시차를 두고 반영되면서 고정금리형 주담대를 중심으로 하락압력을 받을 것으로 예상된다. 다만 단기 지표금리(코픽스 등) 상승과 함께 가산금리 인상의 영향 지속⁸⁾ 등은 대출금리 하락을 제약하는 방향으로 작용할 것으로 보인다.

8월 이후 가계대출금리의 상승⁹⁾은 정책금리의 변화가 없는 상황에서 금융기관의 가산금리와 해외부문

의 통화정책 기대 변화로 인한 장기 지표금리 상승에 상당부분 기인하고 있는 만큼 향후 이같이 통화정책 파급경로에 작용할 수 있는 교란요인들을 예의주시할 필요가 있다. 아울러 시장 수급여건, 은행의 대출태도 등 여타 대출금리 결정 요인들의 전개 상황과 파급영향, 그리고 그에 따른 가계대출 흐름 변화 등도 면밀히 점검할 필요가 있다.

7) 11월 1-24일 중 지표금리 변동폭(전월대비, bp): 코픽스(신규) +12, 코픽스(신잔액) +2, 은행채(3개월) +8, 은행채(6개월) +4, 은행채(1년) -2, 은행채(5년) -29

8) 다만 향후 은행들이 정부의 상생금융 강화 방침 등에 맞추어 가산금리를 다시 인하할 가능성도 배제할 수는 없는 것으로 판단된다.

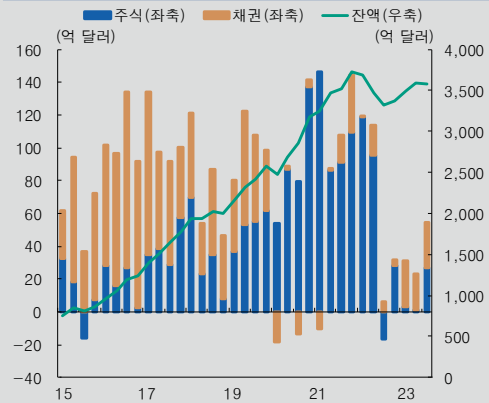
9) 최근 들어 미 연준의 금리인하에 대한 시장기대가 확산됨에 따라 국내외의 시장금리도 이에 영향받아 하락하였다. 그 결과 가계대출금리도 재차 하락할 것으로 보인다.

참고 1-4.

최근 민간부문 해외증권투자의 주요 특징 및 시사점¹⁾

민간부문의 해외증권투자는 2022년 하반기 이후 순투자자가 큰 폭 축소되었으나 2023년 3/4분기 들어 일부 회복 조짐을 보였다. 2022년 하반기에는 미 연준의 금리인상 사이클 지속, 그에 따른 투자심리 위축 등으로 채권과 주식의 순투자자가 모두 큰 폭 감소한 바 있다. 그러나 2023년 3/4분기 들어 개인 및 자산운용사의 해외채권투자 등을 중심으로 순투자자가 늘어났다. 민간부문의 해외증권투자는 글로벌 금융·경제 여건 변화 시 높은 변동성을 보이는데 이로 인해 외환수급이 급격하게 변화할 경우 국내 금융부문의 불안요인으로 전이될 수 있다는 점에서 이를 주의 깊게 살펴볼 필요가 있다. 이에 최근 민간부문 해외증권투자의 주요 특징을 살펴보고 시사점을 도출하였다.

민간부문 해외증권투자¹⁾²⁾



주: 1) 순투자자는 분기 중, 잔액은 분기 말 기준

2) 주식에는 수익증권 포함

자료: 한국은행

민간부문 해외증권투자 현황

투자주체별 해외증권투자 현황을 살펴보면 보험사의 채권을 중심으로 한 해외증권투자는 2020년 이후 둔화 흐름을 지속²⁾하고 있다. 반면 개인 및 자산운용사는 2022년 하반기에 주식을 중심으로 순투자를 큰 폭 축소하였다가 2023년 들어 채권을 중심으로 순투자를 확대하고 있다. 한편 은행은 여타 투자주체들과 달리 2022년 하반기에 채권 순투자를 확대하였으나 2023년 들어 그 규모를 축소³⁾하고 있다.

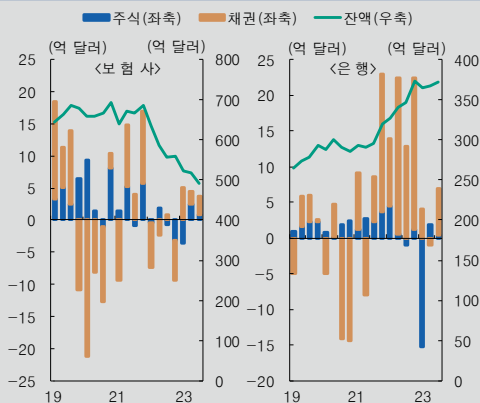
1) 민간부문의 주요 해외증권투자 주체인 자산운용사, 보험사, 은행, 개인을 대상으로 분석하였다.

2) 보험사는 2015-2019년 중 해외채권투자를 크게 늘려 연평균 111억 달러를 순투자하기도 하였으나 2020년 이후 투자가 급감하여 2020년-2023년 9월 중에는 0.7억 달러 순회수하였다. 보험사는 신 회계기준 시행, 국내 금리파생상품 투자 확대, 낮은 해외채권투자 수익률(환헤지 기준) 등으로 해외채권투자에 소극적인 상황이다.

3) 은행 해외증권투자의 주요 자원인 외화 여유자금의 2022년 중 큰 폭 증가하였다가 2023년 들어 감소한 데 기인한다. 22년 중 은행은 대외 불확실성이 확대되면서 외화대출 수요 증가에 대한 자금여력을 확충하기 위해 KP 발행과 외화 단기차입을 크게 확대하였다. 은행은 금융불안시 외화예금 변동성이 크게 확대되는 점을 고려하여 KP 발행, 외화차입 등을 통해 예비적 목적의 외환을 확보하려는 경향이 있다.

(은행의 KP (순)발행 + 외화 단기차입 증감(억 달러): 2020년 28.4 → 2021년 15.6 → 2022년 98.5 → 2023년 1-9월 -94.8)

보험사 및 은행의 해외증권투자¹⁾²⁾

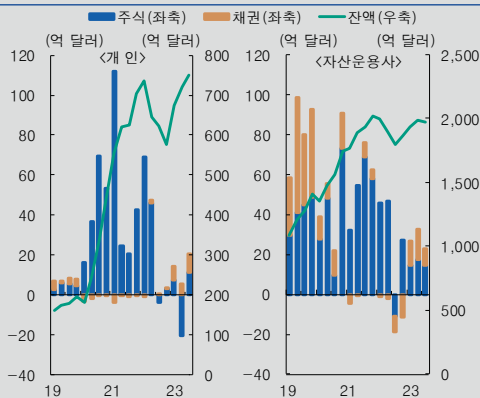


주: 1) 순투자자는 분기 중, 잔액은 분기 말 기준

2) 주식에는 수익증권 포함

자료: 한국은행

개인 및 자산운용사의 해외증권투자¹⁾²⁾



주: 1) 순투자자는 분기 중, 잔액은 분기 말 기준

2) 주식에는 수익증권 포함

자료: 한국은행

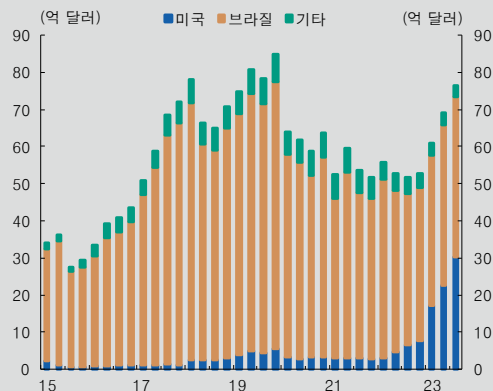
투자상품별 해외증권투자의 특징

(채권투자)

투자상품별로 보면, 먼저 해외채권투자의 경우 개인 및 자산운용사가 주요 순투자 주체였다. 개인은 미채권금리 하락에 따른 자본이득(비차익거래) 등을 기대하며 해외채권투자를 큰 폭 늘렸다. 개인의 해외채

권투자는 브라질 등 신흥국 채권에 대한 관심이 줄어들어 2020년 이후 감소세를 보이다가 2023년 들어 미국채권(22.4억 달러 순매수)을 중심으로 증가세로 반전하였다. 아울러 자산운용사도 해외 상업용 부동산 시장이 공실률 상승 등에 따라 부진한 모습을 보이자 원금이 보장되는 등 상대적으로 안전한 채권투자(대출채권, ABS 등)를 확대하였다.

개인 보유 해외채권



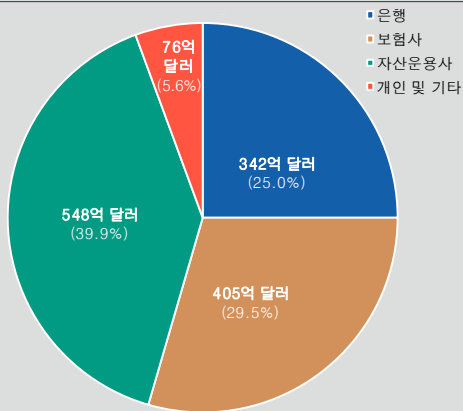
자료: 한국은행

자산운용사의 해외펀드 설정원본 증감¹⁾



주: 1) 증권형은 주식·채권·파생 포함, 기타는 재간접 포함

자료: 금융투자협회

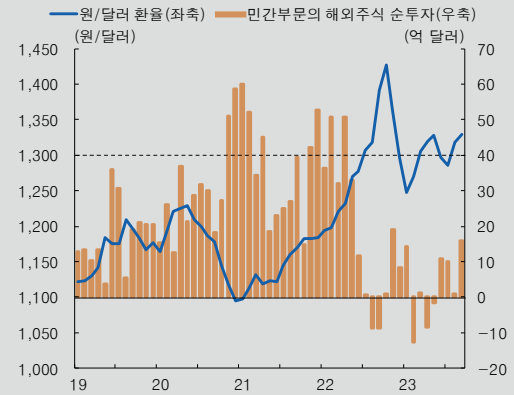
주체별 해외채권투자 비중¹⁾

주: 1) 2023년 9월 말 기준
자료: 한국은행

(주식투자)

반면 해외주식투자는 고회율 및 높은 환율 변동성에 따른 환손실 가능성 증대 등으로 둔화되었다. 원/달러 환율은 2022년 9월 1,400원대 증반까지 상승하였다가 투자심리 및 외환수급 개선으로 상승폭을 축소하였으나 여전히 1,300원대에서 등락하며 높은 변동성⁴⁾을 보이고 있다. 이에 따라 환오픈 전략⁵⁾을 따르는 주식투자는 2022년 하반기 이후 환손실 우려 증대에 영향받아 투자가 위축된 것으로 보인다.

환율 및 민간부문 해외주식투자



자료: 한국은행, Bloomberg

시사점

전반적으로 민간부문의 해외증권투자는 미 연준이 금리인상 사이클을 시작한 2022년 3월 이후 큰 폭 둔화되면서 지난해 하반기 국내 외환시장 안정에 일정 부분 기여했던 것으로 보인다. 특히, 국민연금 등 주요 연기금공제회의 운용자산 증가⁶⁾, 협소한 국내 금융시장 등의 영향으로 공공부문의 해외증권투자가 시장 여건을 크게 반영하지 않으면서 경직적으로 증가하는 모습을 보이는 상황에서, 민간부문의 해외증권투자는 환율변동에 대응하여 외환수요를 어느정도 신속적으로 조절하는 기능을 수행해 왔다.

그러나 2023년 들어 개인 및 자산운용사의 해외채권투자가 빠르게 증가하고 있는 등 일부 회복 조짐이 나타나고 있으며 앞으로 미 연준의 긴축 종료에 대한 기대 강화, 글로벌 경기전망 변화 등으로 그간 소극적이던 기관투자자들까지 해외증권투자에 가세하거나 민간의 해외주식투자가 빠르게 재개될

4) 원/달러 환율 변동성(통화옵션 내재변동성, %): 2021년 7.3 → 2022년 1-6월 8.5 → 2022년 7월-2023년 9월 10.4

5) 환오픈 전략은 헷지를 하지 않고 환율의 변동성에 자산이 노출되는 전략으로, 환율 변동에 따라 수익률이 변화하게 된다.

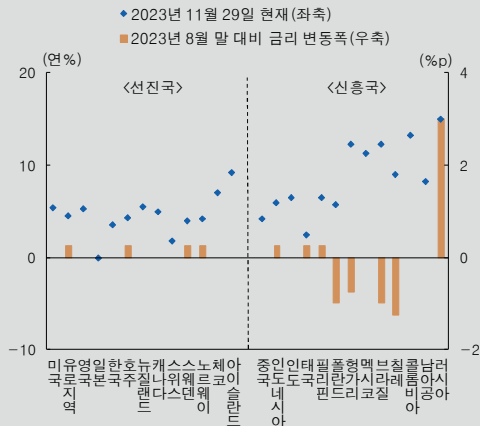
6) 국민연금의 적립기금은 2040년 최대를 기록할 것으로 전망(5차 국민연금 재정추계)되는 가운데 2025년 해외투자 잔액은 약 4,500억 달러에 이를 것으로 추정된다. 2023년 8월 기준 국민연금의 해외투자 잔액은 약 3,806억 달러(추정)이다.

참고 III-1.

주요국 통화정책 운영 현황

팬데믹 기간 중 전세계가 공통으로 경험한 인플레이션은 여전히 높은 수준이지만 주요국 중앙은행들의 가파른 금리인상 이후 기초적인 둔화 흐름을 이어나가는 모습이다. 다만 디스인플레이션의 정도는 국가별 경제 여건에 따라 차별화되고 있어 각국 중앙은행들의 통화정책 기조와 운영 여건을 자세히 살펴봄으로써 우리의 통화정책방향에 대한 시사점을 찾아보고자 한다.

주요국 정책금리¹⁾



주: 1) 중국은 대출우대금리 5년을 기준으로, IMF 분류 기준을 준용하여 점선을 기준으로 좌측은 선진국, 우측은 신흥국으로 분류
 자료: 각국 중앙은행

2023년 9월 이후 주요국 중앙은행들은 긴축적인 현재의 금리 수준을 상당기간 유지할 것으로 표명하였다. 미 연준과 영란은행은 정책금리를 2회 연속 동결하였으며, ECB는 9월 회의에서 정책금리를 25bp 인상한 이후 10월에는 동결하였다. 일본은행은 지난 7월에 이어 금융완화정책을 추가로 수정하였다.

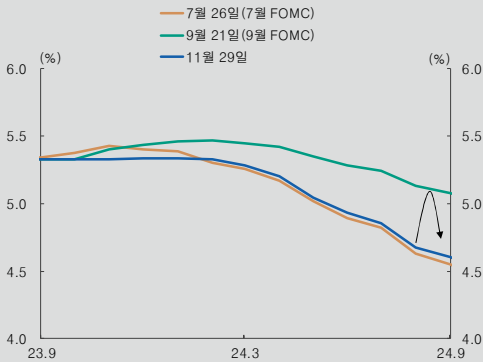
한편 캐나다, 스웨덴, 호주 등 여타 선진국 중앙은행들은 물가상승률 둔화 여부에 따라 정책금리를 추가 인상하거나 동결하고 있으며 신흥국 중앙은행들은 지역별로 정책 기조를 다르게 가져가는 모습이다.

국가별로 자세히 살펴보면, 미 연준은 2022년 3월 긴축기조 시작 이후 처음으로 2차례 연속(9월, 11월) 정책금리 목표범위를 동결(5.25~5.50%)하였으며 보유자산규모 축소는 지속¹⁾하기로 하였다. 파월 의장은 향후 통화정책방향에 대해 정책금리를 높은 수준에서 상당 기간 유지할 것으로 시사하였다.²⁾ 이는 물가상승률이 목표수준(2%)을 여전히 상회하는 가운데 둔화세가 약화된 데다, 3/4분기 중 큰 폭의 성장률(5.2%, 전기대비연율)을 기록하는 등 양호한 경제여건³⁾에 따른 물가상승압력도 남아있기 때문으로 보인다. 11월 회의에서는 10년물 국채금리 등 장기금리 상승에 따른 금융여건의 긴축을 인정하면서 이 또한 정책 결정 시 고려하고 있음을 언급하였다.⁴⁾ 한편 금융시장에서는 지난 9월 미 연준의 정책금리 전망 상향 조정⁵⁾으로 긴축 경계감이 크게 확대되었으나 최근 발표된 고용 및 물가 지표 등이 시장의 예상치를 하회⁶⁾하면서 미 연준의 금리인상이 마무리된 것으로 예상하고 있다.⁷⁾ 특히 향후 미

1) 미 연준은 2022년 6월부터 보유자산 축소 규모 상한을 월 475억 달러로 정하였으며, 같은 해 9월부터는 동 상한을 2배 증액하였다. 한편 파월 의장은 11월 기자회견에서 보유자산 축소의 속도 조절에 대해서는 논의한 바 없다고 발언하였다.
 2) 파월 의장은 추가 긴축이 적절할 경우 주저하지 않을 것이며, 물가목표 달성을 위한 제약적인 통화정책 기조 달성에 전념할 것을 강조하였다(IMF conference, 11월 9일).
 3) FOMC 정책결정문 경제 여건 평가 변화: (2023년 7월) moderate → (9월) solid → (11월) strong
 4) "Tighter financial and credit conditions (...) are likely to weigh on economic activity, hiring and inflation." (2023년 11월 정책결정문)
 5) 9월 경제전망에서 FOMC 참석자들의 정책금리 전망(점도표 중간값 기준)은 2024년 말(4.6% → 5.1%)과 2025년 말(3.4% → 3.9%) 기준 각각 50bp씩 상향 조정되었다.

국 경제의 둔화 가능성⁸⁾도 제기되는 등 내년 중 금리인하 시점에 대한 전망도 앞당겨진 모습이다.

금융시장의 미 연준 정책금리 기대 변화¹⁾



주: 1) 페더럴펀드금리 선물 내재금리 기준
자료: Bloomberg

ECB는 지난 9월 정책위원회 회의에서 정책금리를 25bp 인상한 뒤, 10월 회의에서는 금리인상 시작(2022년 7월) 이후 처음으로 정책금리를 동결하였다.⁹⁾ 자산매입프로그램(APP) 등에 대해서는 종전의 축소 결정을 유지하였다.¹⁰⁾ 라가르드 총재는 현 정책금리 수준이 충분히 오랜 기간 유지될 경우 물가 목표(2%)에 도달할 수 있음을 언급¹¹⁾하면서 금리인상 종료 가능성을 시사하였다. 유로지역 물가상승률은 전년도 에너지 가격 상승의 기저효과 등으로 10

월 들어 가파르게 하락하였으나 지정학적 리스크 등으로 상방압력이 남아있는 모습이다. 성장과 고용은 대내외 수요 감소 및 긴축적인 금융여건으로 둔화 흐름이 나타나고 있는데 시장에서는 이러한 경제 상황 등으로 ECB가 내년 중 금리인하에 나설 것으로 보고 있다.

영란은행은 9월 통화정책회의에서 금리인상 시작(2021년 12월) 이후 처음으로 정책금리를 동결하였으며 물가 상황이 개선되면서 11월에도 동결(5.25%)을 이어갔다. 베일리 총재는 물가·임금의 연쇄효과 해소 지연 등으로 목표수준(2%)을 상회하는 인플레이션이 오랜 기간 지속될 것으로 예상¹²⁾하면서 긴축기조의 장기적 지속 필요성을 강조하였다.¹³⁾ 영국 경제에 대해서는 성장 흐름이 긴축정책의 영향 등으로 점차 둔화되는 가운데 타이트한 고용상황이 완화되면서 실업률은 상승할 것으로 전망하였다. 한편 영란은행은 자산매입기구(APF) 보유국채의 연간 축소 규모를 확대(800억 파운드 → 1,000억 파운드)하기로 하였다.

일본은행은 완화적 정책기조를 지속하는 가운데 물가 및 금융시장 변동성에 유연하게 대응하기 위해 10월 회의에서 수익률곡선관리정책(YCC)을 지난 7월에 이어 추가 조정하였다.¹⁴⁾ 10년물 국채금리 변동

6) 10월 물가상승률(전년동기대비): 3.2%[예상 3.3%], 10월 비농업취업자수 증감(전기대비): 15만 명[예상 18만 명]

7) CME Fed Watch(11월 29일 기준)에 따르면 2023년 12월과 2024년 1월 FOMC 회의에서의 정책금리 동결 기대가 높은(각각 97.1%, 93.2%) 가운데 내년 3월 이후에는 정책금리 인하 기대가 점차 확대(3월 50.6% → 5월 79.6%)되는 모습이다.

8) IMF(2023년 10월)는 내년 중 미국경제가 전년동기대비 1.5% 성장할 것으로 전망하였다. 이는 코로나19로 인해 성장률이 감소하였던 2020년(-2.2%)을 제외하면 2011년(1.5%) 이후 가장 낮은 수준이다.

9)

	2023년 7월	9월	10월
기준금리(MRO)	4.25%	4.50%	4.50%
대기성 수신금리	3.75%	4.00%	4.00%
대기성 여신금리	4.50%	4.75%	4.75%

10) ECB가 올해 7월부터 만기도래분 재투자를 전면 중단하면서 ECB의 보유자산 규모는 월평균 약 200억 유로씩 줄어들 전망이다.

11) "(...) the key ECB interest rates have reached levels that, maintained for a sufficiently long duration, will make a substantial contribution to the timely return of inflation to the target" (2023년 9월 정책결정문)

12) 영란은행은 2024년(2.5% → 3.1%)과 2025년(1.6% → 1.9%) 중 물가전망을 상향 조정하였으며 이에 따라 물가목표 도달 시기도 지연될 것으로 전망(2025년 2/4분기 → 2025년 4/4분기)하였다(2023년 11월 통화정책보고서).

13) "Monetary policy will need to be sufficiently restrictive for sufficiently long to return inflation to the 2% target sustainably in the medium term (...)" (2023년 11월 정책결정문)

14) 이번 정책 조정은 향후 통화정책 정상화에도 기여할 것으로 평가되었다. ("Increasing the flexibility in the conduct of yield curve

폭 상한을 조정¹⁵⁾(0.5% → 1.0%)한 것과 지정가격 오퍼레이션¹⁶⁾의 매입금리를 종전 1%에서 시장 상한을 고려한 적절한 수준으로 변경한 것이 주요 내용이다. 한편 일본경제에 대해서는 3/4분기 성장이 민간소비 및 설비투자 부진으로 전기대비 둔화(-0.5%) 되었으나 향후 소득과 소비의 선순환이 확대되면서 완만한 회복세를 이어갈 것으로 보았다. 물가상승률은 수입물가 상승에 따른 가격 전가 영향 등으로 목표수준(2%)을 일정기간 상회할 것으로 전망하였다.

캐나다, 뉴질랜드, 스위스 등 여타 선진국은 그간 누적된 긴축정책이 물가 둔화 흐름으로 이어지면서 정책금리를 동결하였다. 지난 6월 인상 이후 정책금리 동결을 지속해 온 호주는 높은 물가 오름세와 상향조정된 물가 전망¹⁷⁾을 고려하여 11월 회의에서 정책금리를 25bp 인상하였다. 스웨덴과 노르웨이는 9월 회의에서 정책금리를 각각 25bp 인상한 이후 11월에는 동결하였다. 다만 스웨덴은 물가상승압력이 확대될 경우 추가 긴축을 고려할 것이라고 언급하였으며 노르웨이기도 근원물가가 반등하면서 인상 가능성이 제기되고 있다. 체코는 정책금리를 동결한 가운데 금리인하 논의를 시작하였다.¹⁸⁾

신흥국 중앙은행들은 지역별로 정책 운용의 차별화를 보였다. 하반기 들어 완화적 기조로 전환한 브라질(-100bp), 칠레(-125bp), 페루(-75bp) 등 남미 국가들은 계속해서 정책금리를 인하하는 모습이다. 한편

폴란드(-100bp), 헝가리(-150bp) 등은 여전히 높은 물가오름세에도 불구하고 디스인플레이션 흐름과 성장세 둔화를 고려하여 금리인하를 시작하였다. 반면 인도네시아(+25bp), 필리핀(+25bp) 등 동남아시아 국가들은 환율 및 수입 물가의 상승으로 정책금리를 인상하였다. 튀르키예(+1,500bp)와 러시아(+300bp)는 큰 폭의 정책금리 인상을 이어가고 있다.¹⁹⁾

한편 중국 인민은행은 정책금리를 현 수준에서 유지²⁰⁾하였다. 다만 지난 9월 지급준비율을 25bp 인하하였으며, 11월에는 중기유동성지원창구(MLF)를 통해 금년 중 최대 규모의 유동성을 공급(1.5조 위안, 약 270조 원)하였다.

주요국 중앙은행들은 물가오름세 둔화에도 불구하고 기초적 물가 흐름이 높은 수준에 머무르면서 국가별 목표 수준으로의 수렴이 지연될 것으로 보고 있다. 또한 최근 발표되는 고용 및 물가 지표 등이 시장 예상치를 하회하면서 중앙은행의 커뮤니케이션과 시장의 기대가 불일치하는 상황이 나타나는 가운데 지정학적 리스크 등으로 불확실성이 확대되고 있다. 이에 따라 주요국 중앙은행들은 지표 기반(data dependent)의 정책 전략을 바탕으로 정책기조 전환(pivot)에 신중을 기하는 가운데 커뮤니케이션도 확대할 것으로 보인다.

control is (...) in terms of smoothly proceeding with normalization of monetary policy (...)” (2023년 10월 통화정책회의 summary)

15) 정책 발표(2023년 10월 31일) 직후 10년물 일본 국채금리는 1%에 근접(0.96%, 11월 1일)하였다.

16) 지정가격 오퍼레이션은 장기금리가 목표수준에서 크게 변동하지 않도록 특정 연한의 국채를 지정가격(금리)으로 무제한 매입하는 제도이다.

17) FBA는 2024년(3.25% → 3.50%)과 2025년(2.75% → 3.00%) 물가 전망(전년동기대비)을 상향 조정하였다(2023년 11월 통화정책보고서).

18) “The Bank Board is already discussing a strategy for a future reduction in rates.” (2023년 11월 정책결정문)

19)

	2023년 8월	9월	10월	11월
튀르키예 :	25.0%	→ 30.0%	→ 35.0%	→ 40.0%
러시아 :	12.0%	→ 13.0%	→ 15.0%	→ 15.0%

20) 대출 우대금리(LPR) 1년물: 3.45%, 5년물: 4.20%

2023년 9~11월¹⁾ 중 주요국 중앙은행의
정책금리 조정 현황

국가 ²⁾	정책금리 조정
<선진국>	
ECB	4.25% → 4.50% (23.9월, +25bp)
호주	4.10% → 4.35% (23.11월, +25bp)
덴마크	3.35% → 3.65% (23.9월, +25bp)
스웨덴	3.75% → 4.00% (23.9월, +25bp)
노르웨이	4.00% → 4.25% (23.9월, +25bp)
<신흥국>	
금리 인상	러시아 12.00% → 13.00% (23.9월, +100bp)
	12.00% → 15.00% (23.10월, +200bp)
	25.00% → 30.00% (23.9월, +500bp)
	튀르키예 30.00% → 35.00% (23.10월, +500bp)
	35.00% → 40.00% (23.11월, +500bp)
	필리핀 6.25% → 6.50% (23.10월, +25bp)
	인도네시아 5.75% → 6.00% (23.10월, +25bp)
	태국 2.25% → 2.50% (23.9월, +25bp)
<선진국>	
	미국 (5.25-5.50%) 일본 (-0.1%/0%내외) ⁴⁾
	영국 (5.25%) 캐나다 (5.00%)
	뉴질랜드 (5.50%) 스위스 (1.75%)
금리 동결 ³⁾	이스라엘 (4.75%)
	<신흥국>
	멕시코 (11.25%) 콜롬비아 (13.25%)
	중국 (3.45%/4.20%) ³⁾ 말레이시아 (3.00%)
	베트남 (4.50%) 인도 (6.50%)
	남아공 (8.25%)
<신흥국>	
금리 인하	브라질 13.25% → 12.75% (23.9월, -50bp)
	12.75% → 12.25% (23.11월, -50bp)
	페루 7.75% → 7.50% (23.9월, -25bp)
	7.50% → 7.25% (23.10월, -25bp)
	7.25% → 7.00% (23.11월, -25bp)
	칠레 10.25% → 9.50% (23.9월, -75bp)
	9.50% → 9.00% (23.10월, -50bp)
	코스타리카 6.50% → 6.25% (23.10월, -25bp)
	폴란드 6.75% → 6.00% (23.9월, -75bp)
	6.00% → 5.75% (23.10월, -25bp)
	헝가리 13.00% → 12.25% (23.10월, -75bp)
	12.25% → 11.50% (23.11월, -75bp)

주: 1) 2023년 11월 29일 기준
 2) 선진국과 신흥국은 IMF 분류 기준을 준용
 3) 괄호 내는 정책금리 수준
 4) 단기금리/10년물 국채금리 기준
 5) 대출우대금리 1년물/5년물 기준
 자료: 각국 중앙은행

2021년 이후 주요국 중앙은행의
자산매입 중단(또는 보유자산 축소) 현황¹⁾

국가	내용	발표월
미국	자산매입 규모 축소 (매월 국채 100억 달러, MBS 50억 달러)	21.11월
	자산매입 규모 축소 확대(22.1월 시행) (매월 국채 200억 달러, MBS 100억 달러)	12월
	신규 자산매입 중단(22.3월 시행)	22.1월
	보유자산 축소(22.6월 시행) (매월 국채 300억 달러, MBS 175억 달러) ²⁾	5월
ECB	팬데믹 긴급매입프로그램(PEPP) 중단 (22.3월 시행)	21.12월
	자산매입프로그램(APP) 순매입 규모 축소 (22.2/4분기 시행)	22.3월
	자산매입프로그램(APP) 순매입 중단 (22.7월 시행)	6월
	자산매입프로그램(APP) 보유자산 축소 (23.3월 시행)	12월
영국	자산매입프로그램(APP) 재투자 중단 (23.7월 시행)	23.5월
	보유자산 축소	22.2월
	회사채 매각 (22.9월 시행, 23년 말 완료 예정)	5월
	국채 매각 (12개월간 800억 파운드, 22.11월 시행)	9월
캐나다	국채매각한도 확대 (800억 파운드→1,000억 파운드)	23.9월
	주당 매입 규모 축소 (40억 → 30억 캐나다 달러)	21.4월
	주당 매입 규모 축소 (30억 → 20억 캐나다 달러)	7월
	신규 자산매입 중단	10월
호주	보유자산 축소	22.4월
	주당 매입 규모 축소 (50억 → 40억 호주 달러)	21.7월
	수익률곡선(YCC) 관리정책 ³⁾ 중단	11월
	신규 자산매입 중단	22.2월
뉴질랜드	보유자산 축소	5월
	신규 자산매입 중단	21.7월
	보유자산 축소	22.2월
	신규 자산매입 중단(21.12월 시행)	21.11월
스웨덴	보유자산 축소(22년 하반기 시행)	22.4월
	보유자산 축소 속도 가속화 (민기도래 채권 재투자 규모 축소: 370억→185억 크로나)	6월
	보유자산 축소(23.4월 시행) (매월 국채 약 35억 크로나)	23.2월
	일본 회사채 및 CP 보유한다도 축소(22.4월 시행)	21.12월
이스라엘	신규 자산매입 중단(21.12월 시행)	21.11월
헝가리	신규 자산매입 중단	21.12월

주: 1) 2023년 11월 29일 기준
 2) 9월부터 축소 한도를 2배로 증액
 3) 국채 3년물 금리를 정책금리 수준에서 관리
 자료: 각국 중앙은행

참고문헌

The Federal Reserve System (2022). “Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve’s Balance Sheet” . May 2022.

_____ (2023). “Press Release” . September 2023.

_____ (2023). “Press Release” . November 2023.

_____ (2023). “Transcript of Chair Powell’s Press Conference” . September 2023.

_____ (2023). “Transcript of Chair Powell’s Press Conference” . November 2023.

European Central Bank (2023). “Monetary Policy Decisions” . September 2023.

_____ (2023). “Monetary Policy Decisions” . October 2023.

Bank of England (2023). “Monetary Policy Summary and Minutes” . September 2023.

_____ (2023). “Monetary Policy Summary and Minutes” . November 2023.

_____ (2023). “Monetary Policy Report” . November 2023.

Bank of Japan (2023). “Statement on Monetary Policy” . September 2023.

_____ (2023). “Statement on Monetary Policy” . October 2023.

_____ (2023). “Summary of Opinions at the Monetary Policy Meeting” . November 2023.

International Monetary Fund (2023). *World Economic Outlook*, October 2023.

Reserve Bank of Australia (2023). “Statement on Monetary Policy” . November 2023.

Czech National Bank (2023). “Statement of the Bank Board for the press conference following the monetary policy meeting” . November 2023.

참고 III-2.

물가안정목표제의 정책시계에 관한 논의 및 주요국 현황

팬데믹 이후 큰 폭으로 확대되었던 글로벌 물가 오름세는 공급충격이 해소되고 긴축적 통화정책의 영향이 본격화되면서 둔화 흐름을 나타내고 있다. 국가별로는 디스인플레이션(물가상승률 둔화) 동인이 차별화되는 모습을 보이는 가운데 정책대응 및 물가 목표 수렴 예상 시점에 대한 기대도 다양하게 나타나면서¹⁾ 물가상승률을 목표수준으로 복귀시키는 데 소요되는 기간인 정책시계에 대한 논의가 제기되고 있다. 일례로 뉴질랜드에서는 새 총리 취임(11월 27일)을 계기로 고용안정 책무를 삭제하는 한편, 물가안정목표 달성을 위한 중기적 시계(medium-term)를 구체적인 기간으로 명시함으로써 중앙은행이 물가안정에만 집중할 수 있도록 하는 방안을 검토 중인 것으로 알려져 있다.²⁾ 이에 본고에서는 최근 물가안정목표제의 정책시계에 관한 논의와 주요국 현황에 대해 살펴본 후 시사점을 제시하고자 한다.

정책시계의 의의 및 관련 논의

물가안정목표제의 정책시계는 중앙은행이 정책대응을 통해 경제충격으로 발생한 인플레이션갭(실제 인

플레이션을 - 목표수준)을 해소하는 데 소요되는 기간으로 정의³⁾된다. 대부분의 중앙은행은 통화정책 결정이 거시경제에 영향을 미치기까지 소요되는 가변적인 시차⁴⁾를 고려하여 중기 또는 장기의 정책시계를 설정하는 것이 일반적이나 사전에 경직적으로 특정 기간을 명시하지 않는 것도 특징이다.

정책시계는 정책운영의 신축성(flexibility)과 밀접히 연관되어 있다. 중앙은행은 중·장기의 시계를 설정함으로써 물가 변동을 유발한 충격의 종류, 크기 및 지속성에 따른 정책시차 변화⁵⁾를 고려하여 유연하게 대처할 수 있게 된다. 이와 관련하여 다수의 선행연구들은 기대인플레이션이 안착된 경우 중앙은행이 통화정책을 탄력적으로 운영하여 실물경제의 변동성을 완화하는 것이 사회후생을 증진시키는 것으로 평가하고 있다.⁶⁾

중기 또는 장기 시계의 구체적인 기간 설정에 관한 논의는 현재까지 진행 중이다. 일반적으로 물가안정목표제 도입 초기에는 정책의 신뢰성을 확보하기 위해 명시적인 기간을 설정하는 사례가 많았다. 가시적인 기간을 설정하는 경우 국민의 정책목표에 대한 이해도 향상을 통해 기대인플레이션의 안정을 도모할 수 있고, 목표달성 여부를 평가하기가 상대적으로 용이하다는 점에서 투명성 제고에도 기여한다. 한편 물가안정목표제에 대한 신뢰가 축적되고 중앙은행의 책무가 금융안정, 최대고용 등까지 확대⁷⁾되면서 정책시계를 구체적인 기간으로 특정하지

1) 보다 자세한 내용은 「주요국 디스인플레이션 현황 및 평가」(BOK이슈노트 제2023-28호, 2023년 10월)를 참고

2) 렉스 국민당 대표는 행동당, 제1당과 보수 연립정부 구성에 합의하면서 발표한 연정 합의문(Coalition Agreement)에 이 같은 내용을 밝혔다(2023년 11월 24일).

3) Coletti *et al.*(2006)

4) Friedman(1961)

5) 예를 들어 공급 측면의 충격이 발생하는 경우 수요 충격에 비해 정책목표간 상승 가능성이 높아지고 대응에 필요한 정책시차도 장기화되는 경향이 있다(“Norges Bank’s Monetary Policy Handbook”, Norges Bank, 2022년 2월).

6) 보다 자세한 내용은 「2019년 이후 물가안정목표의 의의」(조사통계월보 제73권 제1호, 2019년 1월)를 참고

7) 물가목표 달성에 소요되는 기간이 구체적으로 명시되지 않는 경우 중앙은행은 일시적으로 목표수준을 상회하는 물가상승률을 감내하면서 금융안정, 성장·고용 등의 변동에 유연하게 대응할 수 있게 된다(“The optimal level of the inflation target”, Reserve Bank of New Zealand, 2022년 11월).

않는 사례가 증가하였다. 가변적인 정책시계 하에서 중앙은행은 물기뿐 아니라 금융안정 상황, 고용시장 여건 등을 함께 고려하여 정책적인 판단을 내릴 수 있기 때문이다. 이러한 논의를 종합할 때, 물가안정 목표제의 구체적인 정책시계를 명시하는 방식이 바람직한가는 중앙은행 책무간 상충 가능성, 대외 개방정도, 물가 기대의 안착 여부 등 각국의 정책수행 환경을 다각적으로 고려하여 판단할 필요가 있다.

주요국과 우리나라 현황

미 연준은 의결문을 통해 물가목표를 장기적으로 (over the longer run) 달성할 방침임을 표명하면서 정책시계를 시사하고 있다. 영란은행은 정책시계를 상시(at all times)로 명시하고 있지만, 의결문을 통해 중기(medium-term)를 언급하고 있다. ECB는 정책시계를 중기(medium term)이면서 가변적(flexible)이라고 밝히고, 이는 인플레이션의 목표이탈에 대응한 적절한 정책이 충격의 원인, 크기, 지속성 등에 따라 달라지는 점을 반영하고 있다고 설명하고 있다. 노르웨이 중앙은행도 충격의 종류에 따라 최적 정책시계가 달라질 수 있다는 점을 고려하여 중기(medium-term)라는 표현을 사용하고 있다.

캐나다(6-8분기)⁸⁾, 뉴질랜드(1~3년), 스위스(3년)⁹⁾ 중앙은행의 경우에는 정책시계를 중기(medium term)로 정하고 있다는 점은 동일하나, 「통화정책 전략」¹⁰⁾ 등을 통해 시계에 대한 추가적인 정보를 제공하고 있다. 반면 신흥국 중앙은행 가운데 태국(Eight quarters → Medium term)과 튀르키예(Three years → Medium term) 중앙은행은 물가안정목표제 도입 초기 정책시계를 특정하였다가 제도가 정착되면서 구

체적 기간을 명시하지 않는 방향으로 수정하였다.

한국은행은 1998년 물가안정목표제 도입 이후 2003년까지 연단위로 물가목표를 설정하여 평가하였다. 2004년 중기 물가안정목표제 전환과 함께 목표달성 기간을 3년으로 설정한 바 있으며, 2010년부터는 구체적인 기간을 명시하지 않고 중기적 시계에서 목표를 지향하되 관련 설명책임을 강화하였다. 2012년 1월부터는 의결문에 ‘중기적 시계’를 명시하였으며, 2016년에는 「통화신용정책 운영의 일반원칙」을 제정하여 물가안정목표를 중기적 시계에서 달성하고자 함을 보다 명확히 하였다.

시사점

물가안정목표제를 통화정책 운용체제로 채택하고 있는 주요국 중앙은행 대부분은 통화정책의 파급시차, 일시적·불규칙적 요인에 영향을 크게 받는 물가 변동의 특성 등을 감안하여 정책시계를 중기 또는 장기로 설정하고 있으며 구체적인 기간은 특정하지 않고 있는 상황이다. 기간을 특정하더라도 높은 불확실성으로 인해 물가가 해당 기간 내에 목표 수준으로 수렴하지 못할 경우 중앙은행의 신뢰성이 크게 저해될 수 있다는 측면도 고려해야 한다. 다만 팬데믹 이후 고물가가 상당기간 지속되면서 중앙은행이 ‘중기적 시계’가 아닌 구체적 정책시계를 제시함으로써 인플레이션에 보다 더 적극적으로 대응해야 한다는 목소리도 있는 만큼 향후 통화정책의 투명성과 유효성을 제고하는 과정에서 이에 대한 심도있는 연구와 함께 최적의 커뮤니케이션 방안 모색 노력을 지속해 나갈 필요가 있다고 판단된다.

8) 캐나다 중앙은행은 정책시계를 6-8분기로 언급하면서 정책 여건과 충격의 지속성에 따라 달라질 수 있다는 점도 명시하였다.

9) 스위스 중앙은행은 「통화정책전략」에서 정책의 파급 시차를 3년으로 언급하여 정책시계를 시사하고 있다.

10) 중앙은행의 통화정책 운영체계, 정책목표, 정책결정시 고려사항 등을 상술하는 문서로 통화정책보고서 또는 홈페이지 등을 통해 공개되며, 한국은행의 「통화신용정책 운영의 일반원칙」에 해당한다.

주요국 중앙은행의 물가안정목표 현황

국가	물가목표	정책시계
미국	PCE(2%)	장기(over the longer run)
유로지역	HICP(2%)	중기
영국	CPI(2%)	상시(at all times)
캐나다	CPI(2±1%)	중기(6-8분기)
뉴질랜드	CPI(2±1%)	중기(1-3년)
스위스	CPI(2% 미만)	중기(3년)
노르웨이	CPI(2%)	중기

자료: 각국 중앙은행

Norges Bank (2022). “Norges Bank’s Monetary Policy Handbook”. *Norges Bank Papers*, 2022(1).

참고문헌

이동재, 장병훈, 임웅지, 임서하, 최열매, 김병준 (2023). “주요국 디스인플레이션 현황 및 평가”. 「BOK 이슈노트」, 제2023-28호. 한국은행.

장희창, 방준호, 이채령 (2019). “「2019년 이후 물가안정목표」의 의의”. 「조사통계월보」, 제73권 제1호, 16-23. 한국은행.

Coletti, D., Selody, J., & Wilkins, C. A. (2006). “Another look at the inflation-target horizon”. *Bank of Canada Review*, 2006 (Summer), 31-37.

Friedman, M. (1961). “The lag in effect of monetary policy”. *Journal of Political Economy*, 69(5), 447-466.

Lagarde, C. (2021). “Commitment and persistence: monetary policy in the economic recovery”. Keynote speech at the 31st Frankfurt European Banking Congress 2021.

Lockyer, T. (2022). “The optimal level of the inflation target”. Reserve Bank of New Zealand.