

미국의 금리인상 배경과 국내 금융시장에 미치는 영향

최 남 진*

최근 미국이 양호한 거시경제 여건을 바탕으로 기준금리(FFR)를 4차례 인상하며 한국과 동일한 1.25%의 기준금리를 기록하였다. 더욱이 미국은 오는 12월 기준금리를 한차례 더 인상 할 것을 예고하고 있어 한-미 간 기준금리 역전 현상이 실현될 것으로 보인다. 이렇듯 한-미 간 기준금리가 역전될 경우, 국내 외국인 투자자들의 투자금 유출이 가속화되고 이 과정에서 환율 상승으로 인한 2차 충격이 더해지며 금융시장의 불확실성이 확대될 것이란 우려가 커지고 있다. 이에 본 연구에서는 지난 1999년과 2005년, 두 번의 한-미간 기준금리 역전 현상에 대해 확인한 결과 당시 한국의 거시경제 여건이 양호했으며 외국인 투자자들의 국내 채권 투자 규모가 크지 않았기 때문에 큰 충격이 없었던 것을 확인하였다. 하지만, 최근 저성장 등 국내 거시경제 여건이 좋지 않고, 외국인의 국내 채권투자자가 확대된 만큼 금융시장에 대한 모니터링을 강화해야 할 것으로 보인다. 다음으로 한-미 간 기준금리 역전을 시장 및 국내 기준금리 상승의 충격으로 간주한 저축함수를 상정하여 우체국예금의 영향력을 분석한 결과, 이자율 상승과 우체국예금수신고 증가가 통계적으로 유의하다는 것을 확인하였다. 특히 글로벌 금융위기 이후 금융소비자의 금리민감도가 증가하여 금리 상승에 대한 금융소비자의 반응이 크게 나타남을 확인하였고, 충격의 효과가 길지 않다는 점을 통해 풍부한 여유자금이 수익성을 따라 단기로 이동하고 있음을 확인하였다.

I. 서 론

지난 6월 미국 연방공개시장위원회(이하 FOMC)는 기준금리를 현행 0.75~1.0%에서 1.0~1.25%로 25BP 인상하기로 결정하였다. 미국이 기준금리를 인상하며 당국의 기준금리는 한국의 기준금리와 동일한 1.25%를 나타내게 되었다. 한-미 간 기준금리가 같은 수준을 기록하며

* 초당대학교 조교수(경제학 박사), jiny0169@cdu.ac.kr

국내 금융시장에서는 다음과 같은 우려의 목소리가 커지고 있다. 우선 국내에 투자되어 있던 외국인 투자자금이 일시에 유출되어 금융시장의 변동성이 급격히 확대될 수 있으며 이 과정에서 환율의 급격한 상승을 야기하여 금융시장의 추가 붕괴를 유도할 수 있다는 것이다. 더욱이 금융시장의 특성인 비대칭적 레버리지(leverage) 효과¹⁾를 통해 충격의 크기가 확대됨은 물론 실물시장으로 충격이 전이 될 수도 있다. 이런 우려들이 제기되고 있는 가장 큰 원인은 한국의 금융 개방도가 크기 때문인 것으로 판단해 볼 수 있다.²⁾

특히 올해 말 미국의 기준금리 추가 인상이 예상되어 있는 만큼 한-미 간 기준금리 역전 현상 가능성도 커지고 있다. 경제 이론에 의하면 선진국과 신흥국 간에는 일정한 금리 차이가 발생하며 이는 국가의 신용도, 경제 상황, 경제규모, 지정학적 리스크 등에 의해서 결정된다고 본다. 즉, 선진국은 그 만큼 경제적으로 안정적이기 때문에 리스크 프리미엄(CDS³⁾)이 낮아 신흥국에 비해 채권금리, 기준금리가 낮다는 것이다. 미국의 경우, 선진국으로 분류하는 것이 당연하지만 한국은 여러 가지 기준에서 아직 선진국으로 분류하기엔 부담이 있는 것이 사실이다. 가장 대표적인 지표인 1인당 GDP가 약 2만 8천불(2016기준)로 2만불 대에서 약 10년 간 갇혀 있는 모습을 보이며 선진국 기준인 3만불을 넘지 못하고 있다. 따라서 한국은 경제 상황, 경제규모와 지정학적 리스크를 고려하면 미국의 기준금리에 비해서 높아야 하는 것이 일반적인 생각이다. 따라서 외국인 투자자들은 그 만큼 위험을 감수하고 높은 수익률을 고려하여 신흥국에 투자를 결정하는 것이다. 하지만 지금처럼 선진국의 기준금리와 신흥국의 기준금리가 같아지면 외국인 투자자들은 굳이 리스크가 높은 국내 채권에 투자할 이유가 없는 것이다. 이런 경우 신흥국 채권에 투자되어 있던 외국인 투자자금이 대거 유출되며 금융시장 하락을 유도 할 수 있다. 더욱이 외국인이 자금을 인출하는 과정에서 환율 상승을 유도하며 이는 외국인 투자자들의 환차손

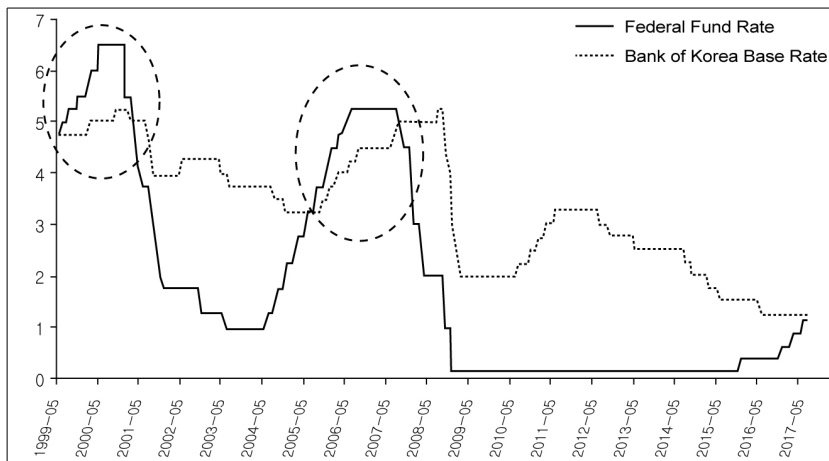
-
- 1) 금융시장은 실물시장과 달리 비대칭적 레버리지 효과가 존재하는 것으로 알려져 있다.(Nelson(1991)) 레버리지 효과는 금융시장이 양(positive)의 충격에 대한 효과보다 음(negative)의 충격에 대한 효과가 크다는 것을 의미한다.
 - 2) 실제로 국내 금융시장을 ATM기로 비유하는 표현을 쓰기도 하는데 이는 언제든 국가의 재제 없이 투자 자금을 인출해 갈 수 있다는 것을 비유적으로 표현한 것이다.
 - 3) Credit Default Swap으로 국가 부도율을 나타내는 지표다.

을 발생시켜 추가적인 자금 유출을 유도할 수 있다.

이처럼 한 때 동조성을 보였던 미국과 한국의 기준금리 방향이 비대칭적 모습을 보임에 따라 국내 금융시장에 불확실성이 높아진 만큼, 본 연구는 최근 미국의 기준금리 인상 배경에 대해 살펴보고, 과거 한-미 기준금리 역전에 대한 유사사례를 분석하여 국내 금융시장에 미치는 영향을 분석해 보고자 한다. 또한 한-미 간 기준금리 차이로 인해 발생할 수 있는 충격이 우체국예금에 미치는 영향을 우체국예금의 운용 측면과 고객(수신고) 측면에서 분석해 보고자 한다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 1장은 서론이다. 2장의 1단락은 미국의 기준금리 인상 배경 및 과거 사례에 대해서 설명하였으며 2단락은 미국 금리인상이 우체국예금 수신고에 미치는 영향을 OLS 및 VAR모형으로 분석하였다. 마지막으로 3장은 결론이다.

[그림 1] FFR(Federal Fund Rate)과 한국 기준금리 추이



출처: 한국은행, FRB

II. 본 론

1. 미국의 기준금리 인상 배경 및 한-미 간 기준금리 역전 사례

1) 미국의 기준금리 인상 배경

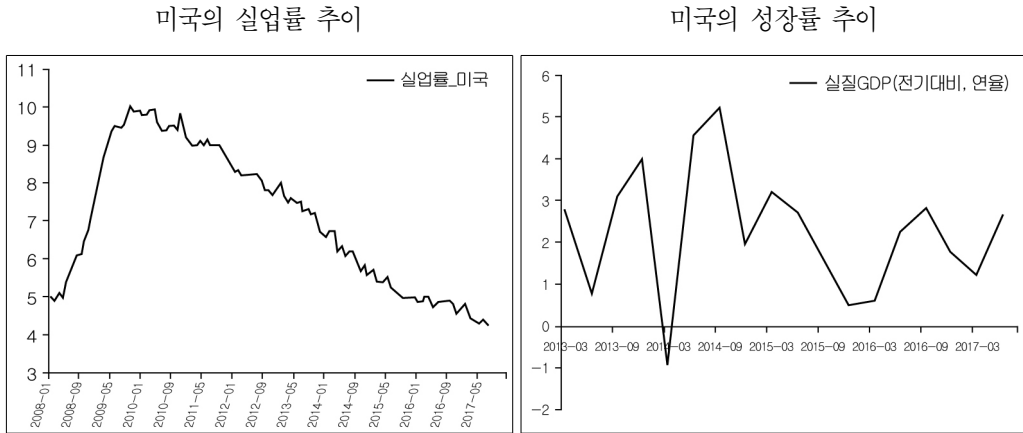
2008년 서브프라임 모기지 사태 이후 미국은 금융시장 정상화 및 실물시장 활성화를 위해 기준금리인 FFR을 제로선까지 내렸다. 이후 금융시장이 점차 정상화되고 실물시장이 회복되며 FOMC는 금리 정상화에 대한 논의를 하기 시작하였다. FOMC에서 금리 인상이 논의되는 데에는 몇 가지 경제 이론적 이유가 있다. 우선 비전통적 통화정책인 양적완화⁴⁾로 시장에 풀린 천문학적인 유동성이 경제가 정상화됨에 따라 급격한 인플레이션을 유발할 수 있기 때문이다. 인플레이션은 물가가 지속적으로 오르는 현상을 의미하는 것으로, 보통 3%내외에서 등락을 거듭하는 경우 경제에 큰 부담이 없다고 판단한다. 이는 경제 규모가 지속적으로 확대되는 과정에서 나타나는 자연스러운 현상이라고 보는 것이다. 하지만 그 이상 인플레이션이 확대되면 사회적 비용이 발생할 수 있으므로 경제 담당자들은 이를 경계한다. 다음으로 시장에 풀린 대규모 유동성이 경제가 정상화됨에 따라 자산시장으로 흘러들어 버블 경제를 형성할 수 있기 때문이다. 미국의 2008년 금융위기 또한 주택시장의 버블로 형성된 만큼 또 다시 버블이 형성되는 것에 대한 우려가 크기 때문에 이를 방지하기 위한 선제적 조치를 취하는 것이다.

현재 미국의 거시경제 지표는 글로벌 금융위기 이후 상당히 개선되어 있는 상황임에 분명하다. 특히 미국이 주요 거시경제 지표로 보고 있는 실업률이 지난 2017년 5월 4.3%를 기록하며 자연실업률⁵⁾인 4.7%를 밑도는 결과를 발표하였다. 이는 글로벌 금융위기 당시 실업률인 10%와 비교해서 상당히 하락한 수치이며, FOMC에서 선제조건(Forward guidance)로 제시한 5%보다도 낮은 수치다. 또한 미국의 분기별 성장률 역시 최근 2%대의 성장률을 보이며 견고한 성장률을 보이고 있다.

4) 양적완화는 전통적 통화정책인 금리인하가 더 이상 정책적 효과를 발휘하지 못할 경우, 통화당국이 시장의 채권을 직접 매입함으로써 유동성을 확대하는 정책이다.

5) 미국 CBO(Congressional Budget Office)는 2017년 1, 2분기 자연실업률을 4.7%로 추정하였다.

(그림 2) 미국의 실업률 및 성장률 추이



출처: bloomberg

이렇듯 미국 경제 여건이 뚜렷이 개선되며 정상화 되는 상황에서 풀린 유동성이 경제의 발목을 잡는 일이 발생하지 않도록 하는 것이 FOMC의 주요 임무이다. 이에 따라 미국은 경제가 회복 수준을 보이기 시작한 2015년 12월, 2016년 12월, 2017년 3월과 6월 각각 25BP씩 기준금리를 인상하였다. 이 처럼 미국이 4차례 기준금리를 인상함에 따라 한국의 기준금리인 1.25%와 동일하게 되었고, 만약 FOMC의 예정대로 오는 12월 기준금리를 한 차례 더 인상한다면 한-미 간 기준금리가 역전되는 현상이 발생하게 되는 것이다.

최근 미국의 보호무역주의 강화, 유럽의 브렉시트 등 정치적 리스크 확대 및 중국의 성장률 둔화 등 대외 리스크가 산적해 있지만, 단기간에 미국 경제가 심각한 위기를 겪을 가능성은 낮아 보이기 때문에 금년 내 한-미 간 기준금리 역전 현상이 일어날 확률은 높은 것으로 판단된다.

2) 한-미 간 기준금리 역전 사례⁶⁾

지난 6월 미국이 기준금리인 FFR을 25BP 인상하며 한-미 간 기준금리가 1.25%로 동일하게 되었다. 이에 따라 외국인 투자자금 유출에 대한 우려가 확대되며 금융당국 등은 금융시장 모니터링 강화 등을 지시하였다. 더욱이 오는 12월 FOMC가 계획했던 대로 기준금리를 한 차

6) 본 내용은 현대경제연구원의 「미국 기준금리 인상 의미와 시사점(2017. 6)」을 재구성 한 것이다.

레 더 인상하면 한-미 간 기준금리는 역전되게 됨에 따라 금융시장에 대한 불확실성은 더 확대될 수 있다는 견해가 지속적으로 제기되고 있다. 하지만, 한-미 간 기준금리가 같았던 시점은 금변 상황이 처음이 아니며, 기준금리 역전 현상도 지난 1999년과 2005년에 경험 하였다. 따라서 당시의 상황을 면밀히 파악해 봄으로써 앞으로 전개될 한-미 간 기준금리 역전 현상을 대비할 수 있을 것으로 판단된다.

우선 첫 번째로 한-미 간 기준금리가 같았던 시기는 1999년 5월과 6월 사이로 이후에 미국이 지속적으로 기준금리를 인상하며 한-미 간 기준금리 역전은 한동안 지속되었다. 당시 한국의 경제상황은 외환위기 이후 빠르게 안정화 되고 있던 시기⁷⁾였으며 국내 채권에 대한 외국인 투자가 많지 않던 시기였기 때문에 금융시장에 대한 과급효과는 크지 않았던 것으로 나타났다. 실제로 주식시장은 약 14% 정도 하락하였으나 단기적인 충격에 그쳤으며 바로 다시 상승하는 모습을 보였다. 외국인 투자자금은 당시 한-미 간 기준금리 역전 현상보다는 대우그룹 사태 등 사회적 충격에 의해 이탈과 변동성이 확대되는 모습을 보였다. 즉, 당시 외국인 투자자금 유출 확대는 한-미 간 기준금리 역전에 따른 투자자들의 포트폴리오 조정보다는 국내 이벤트 충격에 의한 것으로 판단해 볼 수 있다. 또한 2차 충격으로 이어질 수 있는 환율의 경우 한-미 간 기준금리 역전 현상 직전에는 외국인 투자자금 유출 등의 이유로 환율이 다소 상승(약 1.5%)하는 모습을 보였으나 단기간 내 안정을 찾는 모습을 보였다. 따라서 환율 상승에 따른 환차손으로 인해 외국인 투자자금 유출 가속화가 진행되지 않은 것으로 나타났다.

한-미 간 기준금리가 같았던 두 번째 기간은 2005년 6월에서 8월 사이였다. 당시 미국은 기준금리를 급격히 인상하는 모습을 보였는데, 이는 저금리로 풀린 유동성이 버블경제를 형성하고 있다는 경고가 안팎으로 나오고 있던 상황과 무관하지 않다. 당시 한국 역시 주택가격 상승 등 자산시장에 대한 우려가 있었으며, 미국과의 기준금리 격차 확대에 대한 우려도 큰 상황이었다. 따라서 한국의 금융통화위원회는 미국과 2달 정도 시차를 두고 기준금리를 올리는 결정을 함에 따라 미국 기준금리를 따라가는 모습을 보였다. 두 번째 한-미 간 기준금리가 동일했던 시점에서도 국내 거시경제 여건은 양호했던 것으로 나타났다. 실제로 당시 한국의 성장률

7) 당시 평균 성장률은 11%대이었으며 평균 수출 증가율은 20%대 기록하며 양호한 경제 상황을 나타내었다.

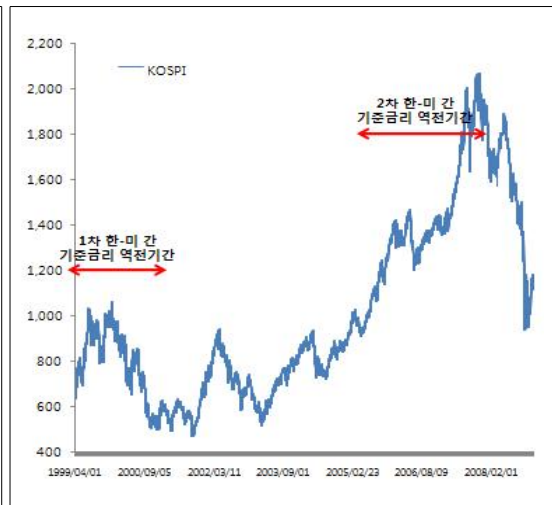
은 약 5%대를 기록하고 있었으며 수출 증가율 역시 약 10%대를 기록하고 있었다. 동 기간 주식시장은 이전과 달리 한-미 간 기준금리 역전 충격 없이 지속적으로 상승하는 모습을 보였다. 이는 한-미 간 기준금리 역전에 대한 이슈보다 S&P의 한국 신용등급 상향 조정(2005년 6월) 및 북한 6자 회담 재개에 따른 지정학적 리스크 감소 등이 주식시장에 더 큰 영향을 미친 것으로 판단된다. 외국인 투자자금 역시 큰 유출이 없었던 것으로 파악되었다. 다만, 미국의 기준금리가 지속적으로 상승할 것이란 전망에 한국 신용등급 상향 등의 호재에도 외국인 투자자금 순유입이 크지 않았던 것으로 판단된다. 마지막으로 환율은 한-미 간 기준금리가 같았던 시기에 다소 오르는(약 1.8%) 모습을 보였으나 단기간에 안정된 모습을 보였다. 따라서 두 번째 한-미 간 기준금리가 같아졌던 시기에도 환율 충격으로 인한 2차 외국인 투자자금 유출은 일어나지 않은 것으로 나타났다.

[그림 3] 환율 및 주가 추이

원/달러 환율 추이



KOSPI 추이



출처: 한국은행

2. 국내 금융시장 및 우체국예금에 미치는 영향

1) 국내 금융시장에 미치는 파급효과

미국이 지난 6월 기준금리를 인상하며 국내 경제 및 금융시장에 미칠 영향에 대한 우려의 목소리가 커지고 있다. 한-미 간 동일 기준금리 및 역전이 이처럼 우려의 목소리를 나타내는 데는 몇 가지 이유가 있다. 우선 리스크프리미엄 이론 등에 관한 사항으로 보통 채권금리는 해당 국가의 경제규모, 성장률, 정치적 리스크나 지정학적 리스크 등에 따라 결정된다. 따라서 미국과 같이 경제규모가 크고 세계 경제에 매우 큰 영향을 미치며, 선진국으로 분류되는 나라 등은 부도위험(default risk) 등이 현저히 낮기 때문에 채권금리가 낮은 것이 일반적이다. 특히 미국과 같이 전 세계 영향력이 가장 큰 나라의 채권을 무위험채권(risk free bond)이라고 부른다. 반면 신흥국으로 분류되는 나라들은 선진국에 비해 경제규모가 작고, 1인당 GDP 및 정치적 리스크, 지정학적 리스크가 높은 것이 보통이다. 따라서 무위험채권 금리에 리스크프리미엄 및 국가부도 위험프리미엄 등이 추가된다. 따라서 합리적 가정에 의하면 선진국의 국채금리가 신흥국의 국채금리에 비해서 낮게 형성되어 있을 것으로 기대한다. 특히 외국인 투자자들을 합리적 투자자로 가정한다면 신흥국 국채금리가 선진국 국채금리에 비해 낮게 형성되어 있을 경우, 신흥국의 국채를 매도하여 선진국의 국채를 매수하는 포트폴리오 조정을 할 것으로 기대할 수 있다. 이는 투자의 상충관계(trade-off)에 의한 것으로 리스크가 높은 만큼 수익률이 높아야 하지만, 선진국 국채금리가 높은 경우, 리스크는 낮음에도 불구하고 수익률은 높은 상황이 발생함으로 투자자는 당연히 포트폴리오를 조정할 것으로 기대할 수 있다는 것이다.

따라서 한-미 간 동일한 기준금리는 외국인 투자자들에게 수익-위험 간 관계에 영향을 미치게 됨으로 외국인 투자 포트폴리오 변경이 국내 금융시장에 영향을 미칠 수 있다는 것이다. 더욱이 미국이 한 번 더 기준금리를 인상할 경우 한-미 간 기준금리는 역전 현상이 발생함으로 외국인 국내 투자자들이 대거 유출되며 금융시장에 부정적인 영향을 미칠 것으로 기대 된다는 것이다. 특히 2007년도 이후 외국인의 국내 채권 투자가 확대됨에 따라 우려가 커지고 있는 상황이다.

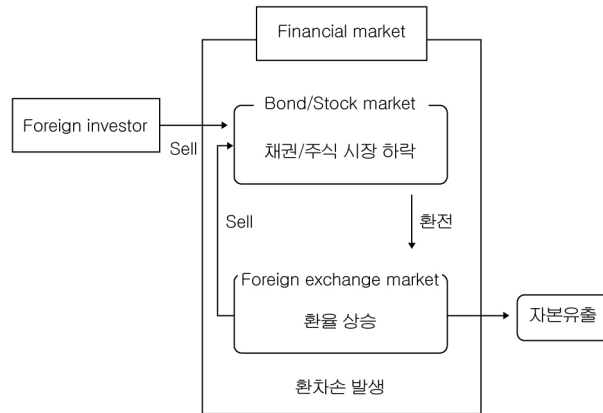
다음으로 환율을 통한 2차 충격이 금융시장에 영향을 줄 수 있다. 우선 앞서 설명했듯이 선진

국과 신흥국 간 기준금리의 역전 현상이 발생하면 외국인 투자자들은 투자 포트폴리오 변경 차원에서 신흥국의 채권을 매도하고 선진국의 채권을 매수하려 할 것으로 기대해 볼 수 있다. 이 과정에서 해당국의 환율 상승(해당국 통화 가치 하락)이 발생하게 되며 외국인 투자자의 환차손이 발생할 수 있음을 짐작할 수 있다. 예를 들어 A라는 외국인 투자자가 국내 채권에 1만 달러를 투자하고 있으며 환율은 1달러에 천원이라고 가정해 보자. 이때 선진국과 국내의 기준금리가 역전되어 선진국의 채권 금리가 높아진다면 외국인 투자자는 국내 채권을 매도하고 선진국 채권을 매수하기를 원할 것이다. 환율이 변화가 없다면 고려대상이 아니지만, 많은 투자자들이 포트폴리오를 조정하는 과정에서 환율이 상승하여 1달러에 1천 1백 원으로 상승하였다면 외국인 투자자에게는 10%의 환차손이 발생하게 되는 것이다. 따라서 외국인 투자자는 더 큰 환차손을 피하기 위해 매도 강도를 높일 것으로 예상해 볼 수 있는 것이다. 2차 환율 충격은 채권시장뿐만 아니라 주식시장에도 영향을 미칠 수 있다. 즉, 국내 주식에 투자한 외국인 투자자들 역시 환율에 영향을 받게 되며 환율 상승은 외국인 주식투자자들에게도 환차손을 발생시켜 주식시장에서 외국인 투자자를 유출시킬 수 있다.

한-미 간 동일한 기준 금리 및 역전 현상은 앞선 사례를 통해 논의한 바 있다. 앞선 사례의 특징은 기준금리의 역전 현상보다는 국내 경제의 펀더멘털 및 금융시장 상황 등에 따라 더 큰 영향을 받는다는 것이었다. 따라서 국내 경제 펀더멘털과 금융시장을 확인할 필요가 있다. 현재 국내 경제 상황은 표면적으로 그리 나쁜 상황은 아닌 것으로 판단된다. 경상수지는 64개월 연속 흑자(2017년 6월 기준)를 보이고 있으며, 최근 국내 성장률을 상향조정⁸⁾하는 등 경제 여건이 개선되고 있는 것을 확인할 수 있다. 하지만, 저성장이 지속되고 있고 경상수지를 제외한 소비와 투자가 위축되고 있으며 반도체를 제외한 제조업 침체가 길어지고 있는 만큼 경계를 늦출 상황은 아니다. 또한 외국인 투자자들은 2007년 이후 국내채권 투자 규모를 확대했으며 이는 한-미 간 기준금리 역전 현상에 직접적인 영향력을 제공할 수 있는 점도 확인하여야 한다. 따라서 금융시장에 지속적인 모니터링이 필요할 것으로 보인다.

8) 2017년 4월 국제기구인 IMF는 한국 성장률을 2.7%로 0.1%p 상향 조정하였으며 ADB는 7월 0.2%p 상향 조정한 2.7%를 전망하였다. 같은해 7월에 정부는 성장률을 3.0%로 0.4%p 상향조정 하였으며 민간연구소인 LG경제연구소도 0.3%p 상향 조정한 2.9%를 전망하였다.

[그림 4] 기준금리 역전에 따른 금융시장 파급 경로



출처: 초당대학교

2) 우체국금융에 미치는 영향

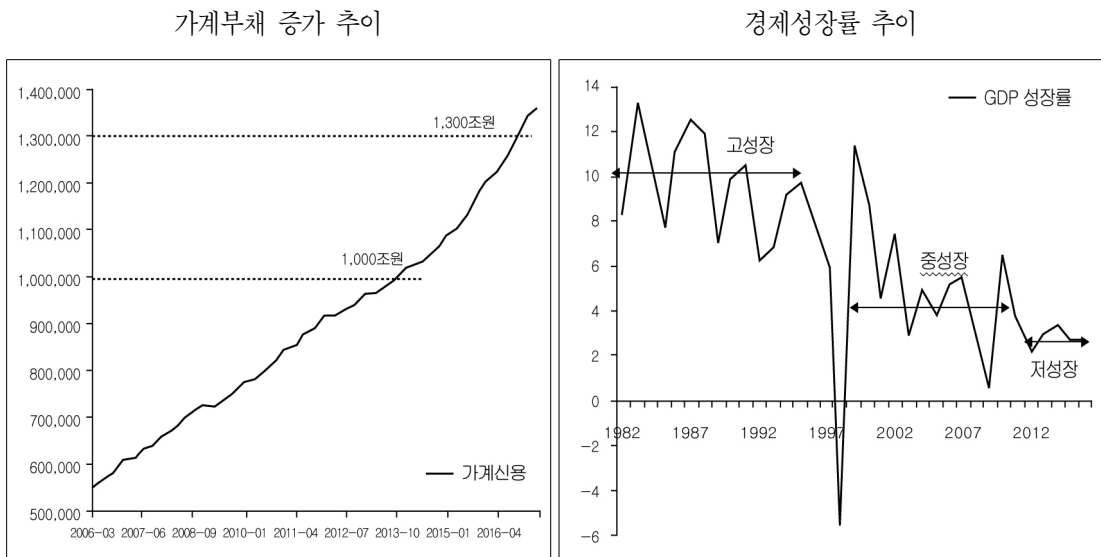
미국의 금리 정상화가 진행되며 한-미 간 기준금리 역전 현상에 대한 금융시장 불확실성 증대가 지속적으로 제기되고 있다. 이에 따라 예금을 다루는 우체국예금도 미국의 금리 인상의 영향에서 자유로울 수는 없다. 더욱이 우체국예금은 시중은행과 같은 예대마진을 통한 수익구조⁹⁾가 아닌 만큼 예금 운용수익과 예금 금리의 변화에 대해 더욱 민감할 수밖에 없다.

우선 미국의 금리 인상은 앞서 설명한 것과 같이 국내 금융시장에 영향을 미치며 국내 금리에도 영향을 줄 수 있다. 실제로 미국의 기준금리가 인상된 시점에서 국내 채권금리는 동반 상승하는 모습을 보였다. 이렇듯 시장금리는 미국의 기준금리 상승에 즉각적인 반응을 보였지만 기준금리는 바로 반응하지 못했다. 이는 국내 경제 상황 등과 관련하여 몇 가지 이유로 설명할 수 있다. 우선 첫 번째 이유는 국내 경제 상황이 미국처럼 회복 되었다고 보기 어렵다는 것이다. 우리나라는 미국의 금융위기 전·후까지 중성장(약 5%내외) 기조를 보였으나 최근 3년 2%대의 저성장 기조를 보이며 저성장에서 벗어나지 못하는 모습을 보이고 있다. 비록 수출이 지속적으로 흑자를 보이고 있으나 이는 반도체 산업 등 일부 산업에 국한된 것으로 대부분의 산업은 침체에서 벗어나지 못하고 있으며 소비 또한 회복되지 못하고 있는 모습을 보이고 있다. 따라서

9) 시중은행의 주수익원은 예금금리와 대출금리의 차이인 예대금리차이다.

경제상황이 좋지 못한 상황에서 기준금리를 인상하는 것은 자칫 장기침체로 갈 수 있기 때문에 기준금리를 선불리 올리지 못하고 있는 것이다. 다음으로 최근 급격하게 증가한 가계부채 문제를 들 수 있다. 가계부채는 최근 몇 년 사이 급격하게 증가하여 올해 1,300조 원을 넘어섰다. 이렇듯 부채에 의존한 가계가 많은 상황에서 기준금리 인상은 자칫 대출금리 인상으로 이어져 한계가구가 급격히 증가 할 수 있다는 예측결과 등이 보고되며 기준금리 인상에 부담요인으로 작용하고 있다.

〔그림 5〕 국내 경제성장률 및 가계부채 증가 추이



출처: 한국은행

이처럼 기준금리를 미국과 같이 즉각적으로 인상하기는 어려우나 시장금리는 일부 반영되고 있는 것으로 나타나고 있으며 과거 사례에서 보듯이 한-미 간 기준금리 갭이 커지면 국내 경제에 충격이 크지 않는 한도 내에서 기준금리를 인상할 수밖에 없다. 이와 같이 작계는 시장금리 인상에 대한 반응과 크기는 기준금리 인상에 따른 영향이 우체국예금 수신과 운용에 영향을 미칠 것을 기대해 볼 수 있다. 앞서 설명했다시피 우체국예금은 일반 시중은행과 같이 고객으로부터 받은 예금, 즉 부채자산을 대출을 통해 운용하는 방식을 취하지 않는다. 대신 고객으로부터

받은 예금 자산을 채권 등으로 운용하여 수익을 고객의 예금금리로 지급하는 방식이다. 따라서 대부분의 자산이 안전 자산인 국채 등 고정이자부(Fixed income asset)자산¹⁰⁾을 통해 운용되고 있다. 이렇게 많은 부분 고정이자부 자산을 통해 운용하고 있기 때문에 금리 상승은 운용수익률 하락으로 연결될 수 있다.¹¹⁾ 더욱이 시장금리 상승 혹은 기준금리 상승은 시중은행 예금금리 상승으로 이어질 것으로 기대되며, 이에 따라 우체국예금 역시 수신고 방어를 위해 예금금리를 올려야 할 것으로 예상된다. 결과적으로 시장금리 상승으로 인해 운용수익률은 하락할 것으로 기대되는 반면 예금금리 상승으로 우체국예금의 전체 순이익은 감소할 가능성이 크다는 것이다.¹²⁾ 따라서 우체국예금은 금리 인상 충격을 완화하기 위해 금융시장 모니터링 강화 및 운용자산의 다각화 등을 통해 리스크를 분산해야 할 것으로 판단된다.

다음으로 시장금리 및 기준금리 인상이 우체국예금 고객측면 즉, 수신고에 영향을 미칠 수 있을 것으로 기대해 볼 수 있다. 이는 경제학의 기본 이론으로도 설명이 가능한 것으로 이자율 상승은 경제주체인 가계에게 현재 소비보다 미래소비를 더 선호하게 함으로써 현재의 소비를 줄이고 저축을 늘리는 방향으로 작용할 것으로 기대할 수 있다. 특히 적정 규모의 수신고를 유지해야하는 우체국예금의 경우, 급격한 수신고 유출과 유입은 우체국예금의 리스크 요인으로 작용할 수 있으므로 수신고 유출입을 분석해 보는 것이 큰 의미가 있을 것으로 판단된다. 본 연구에서는 간단한 저축함수를 상정하여, 금리 변화가 수신고에 어떤 영향을 미치는지 OLS를 통해 분석해 보고, 동태적 모습을 확인하기 위해 추가적으로 VAR모형 설정을 통해 추정해 보았다.

우선 저축함수는 경제학에서 기본적으로 가정하는 소득에서 소비를 차감한 아래의 식을 응용하여 사용하였다.

10) 우체국예금은 최근 저금리로 인한 수익률 하락을 극복하기 위해 해외자산 및 대체투자 등을 확대하고 있으며, 이에 따른 위험을 낮추기 위해 리스크관리를 강화하고 있다.

11) 채권 가격은 $P = \frac{F}{i}$ (P: 채권가격, F: 채권액면가, I: 시장이자율)로 정의되기 때문에 시장이자율과 채권 가격은 역의 관계에 있다.

12) 우체국예금에 대한 자산운용은 공개 자료로서 한계가 있으므로 본 연구는 수신고에 초점을 맞춰 진행하였다.

$$S_{\text{저축}} = Y_{\text{소득}} - C_{\text{소비}} \quad \langle \text{식 1} \rangle$$

$$Y = C + I + G + NX \quad \langle \text{식 2} \rangle$$

$$S_{\text{저축}} = f(Y_{\text{소득}}, C_{\text{소비}}, R_{\text{이자율}}) \quad \langle \text{식 3} \rangle$$

즉, 가계는 소득의 일정부분을 소비하고 나머지 금액을 저축하는 것으로 간주할 수 있다. 또한 소비는 가처분소득의 함수로 정의하여 소득과 세금의 함수로 정의할 수 있지만 세금은 큰 변동이 없으므로 세금보다는 이자율의 함수로 정의하고 있다. 이는, 실물시장 균형 조건식(식 2)에서 투자가 이자율의 함수로 정의되지만, 최근 금융의 발달로 인해 소비 또한 이자율의 함수로 정의할 수 있다는 것이다.¹³⁾ 따라서, 저축함수는 (식 3)과 같이 소득, 소비, 이자율의 함수로 정의할 수 있다. 경제 이론에 따르면 저축이 증가하는 요인은 가계의 소득이 증가하거나 이자율이 상승할 경우, 혹은 가계 소비가 감소하는 경우로 정의해 볼 수 있다.

본 연구에서는 우체국예금수신고를 저축으로 한 저축함수를 상정하여 각 독립변수의 변화가 우체국예금수신고에 어떤 영향을 미치는지 OLS모형¹⁴⁾을 통해 분석하였다. 종속변수는 소매판매액, 정기예금(1년 이상~2년 미만, 신규취급액 기준) 금리, 전산업생산지수¹⁵⁾를 사용하였으며 기간은 2001년 1월부터 2017년 6월까지 월별 데이터를 사용하였다. 우체국예금수신고는 단위근(unit root)이 있는 것으로 나타나 로그차분(take log difference) 변수를 사용하였으며 전산업생산지수와 소매판매액은 단위근이 없는 전년 동기대비 증감률을 사용하였다. 저축함수의 기본 모형은 다음과 같다.

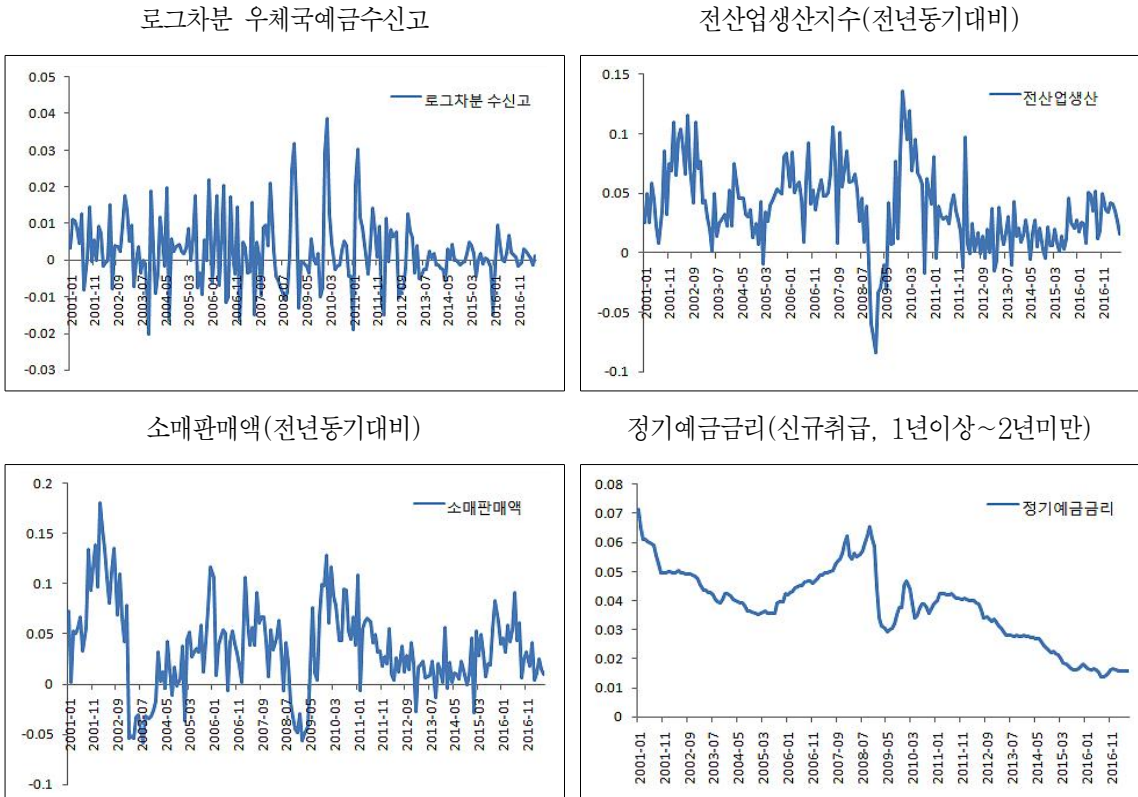
$$d\ln S_t = \alpha + \beta d\ln S_{t-1} + \gamma dY_t + \theta dC_t + \rho R_t + \varepsilon_t \quad \langle \text{식 4} \rangle$$

13) 선진국은 할부금융의 발달로 인해 기준금리 인하가 할부금리 인하로 연결되며 이에 따라 내구재를 중심으로 소비가 증가한다고 하였다.

14) 최소자승추정법(Ordinary Least Square)

15) 전산업생산지수는 1인당 소득의 대리변수로 사용하였다.

(그림 6) 각 변수별 변동을 추이



저축함수 OLS 추정결과는 아래 <표 1>와 같다. 우선 독립변수들의 추정 계수 방향성은 이론과 같은 방향으로 나타났다. 즉, 소비는 음(negative)의 계수를 나타내었고, 산업생산과 예금금리는 양(positive)의 계수를 나타내었다. 이는 소비의 증가가 우체국예금수신고에 부정적인 영향을 나타냄을 확인할 수 있는 결과로 경제주체인 가계는 일정한 소득에서 소비가 증가할 경우, 저축을 줄인다는 이론과 부합하는 결과라 할 수 있다. 다음으로 소득의 대리변수로 사용된 산업생산 증가는 우체국예금수신고에 긍정적인 영향을 나타내는 것으로 나타났다. 이 역시 경제 이론과 같은 맥락으로 소득의 증가는 저축여력을 확대시켜 저축을 증가시키는 방향을 작용하였다고 판단해 볼 수 있다. 마지막으로 이자율 상승도 우체국예금수신고에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 이자율 상승이 경제주체인 가계로 하여금 현재소비를 미래로 이

전시키는 역할을 하였다고 판단해 볼 수 있다. 이 처럼 각 독립변수의 추정 계수 부호에 따른 방향성은 경제이론에 부합하는 방향으로 작용하였으나 각 계수의 설명력은 차이가 있는 것으로 나타났다. 우선 소비의 계수(coefficient)는 음의 부호로 우체국예금수신고와 역의 관계를 나타내었으나 설명력은 없는 것으로 나타났다. 반면 산업생산의 계수는 양으로 95%의 신뢰수준에서 유의한 것으로 나타났다. 다음으로 예금금리의 계수 역시 양으로 90%의 신뢰수준에서 유의한 것으로 나타났다. 좀 더 구체적으로 예금금리의 1% 상승은 우체국예금수신고를 0.9% 상승시키는 것으로 나타났다. 통상 기준금리가 25BP씩 변동된다는 것을 가정한다면 우체국예금수신고는 기준금리가 1차례 인상될 때마다 0.225%씩 증가한다고 가정할 수 있다.

〈표 1〉 저축함수 OLS 추정결과

independent variable	dependent variable 우체국예금수신고 변동률(S_t)	
	coefficient	T-value
α (상수)	-0.003	-1.537
β (수신고 시차)	0.113	1.598
γ (소비)	-0.019	-1.048
θ (산업생산)	0.006**	2.469
ρ (예금금리)	0.009*	1.821
$Adj. R^2$	0.082	
D.W	1.946	

주: ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 표시함

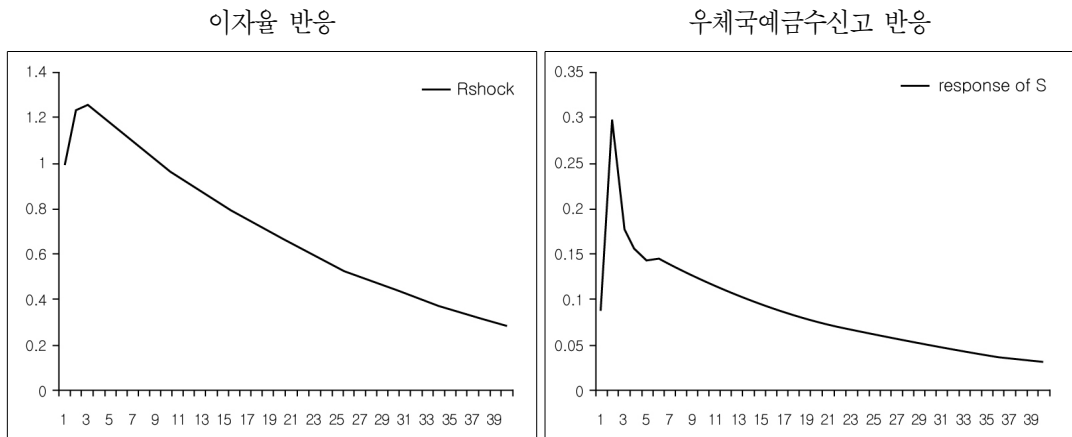
OLS추정에 이어 금리상승 충격에 대한 수신고 반응을 동태적(dynamic)으로 확인하기 위해 VAR(Vector Auto Regressive)모형을 추가적으로 추정하였다. VAR모형에 사용된 내생변수는 앞서 OLS분석에서 사용한 예금금리, 소매판매액, 전산업생산지수, 우체국예금수신고의 4변수 VAR모형을 상정하였다. 충격의 순서는 아래와 같이 콜레스키 방식(cholesky decomposition)을 사용하여 외생적으로 금리가 변화하면 소비는 금리의 충격에 영향을 받고, 전산업생산은 금리와 소비에 영향을 받는 것으로 상정하였다. 특히 우체국예금수신고는 금리와 소비, 전산업생

산 모두에 영향을 받는 것으로 상정하였다.

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 & 0 \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} R_t \\ C_t \\ Y_t \\ S_t \end{bmatrix} \quad \langle \text{식 5} \rangle$$

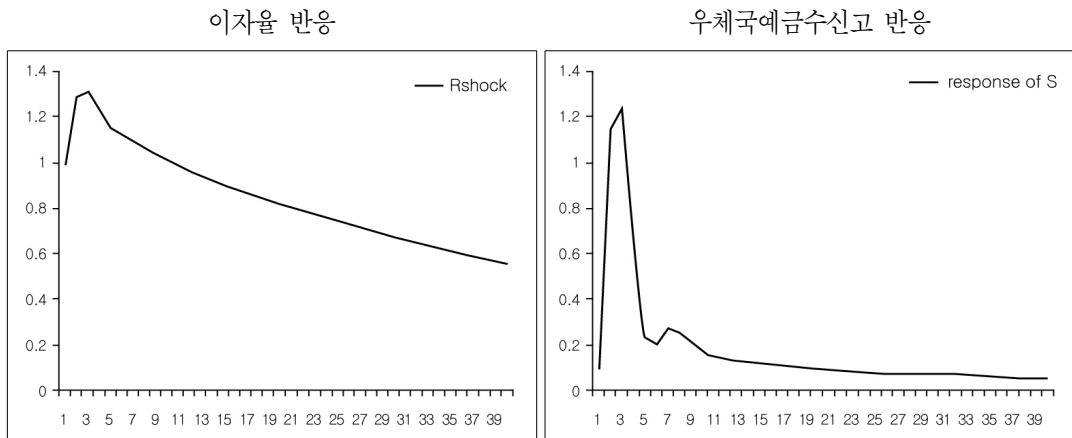
VAR모형 추정을 위한 시차(lag)는 SIC(Schwarz Information Criterion)를 통해 확인하였으며 최적 시차는 2를 나타내어 시차 2를 적용한 모형을 추정하였다. 이자율 상승 충격에 의한 각 변수들의 동태적 모습을 확인하기 위해 IRF(Impulse Response Function)을 이용하였다. 이자율 충격 반응은 2001년 1월부터 2017년 6월까지 전체 기간과 글로벌 금융위기 이후 인 2010년 1월부터 2017년 6월까지 두 기간으로 나눠서 추정하였다.¹⁶⁾ 각각의 충격반응 분석은 다음과 같다.

[그림 7] 이자율 상승 충격에 대한 우체국예금수신고 반응(전구간)



16) 글로벌 금융위기를 포함한 전 구간과 이후 기간을 나눠서 추정한 이유는 글로벌 금융위기 이전에는 금리 인상에 대한 신호가 경제주체들에게 경기 호황의 시그널로 받아들여 수신고와 금리 사이에 역의 관계가 형성되었으며 글로벌 금융위기 이후에는 저성장, 저금리의 영향으로 금리 인상에 대한 신호가 경제주체들에게 저축 이자율 상승으로 받아들여져 수신고와 금리 사이에 정의 관계가 형성되었기 때문이다. 좀 더 자세한 사항은 「저금리 기조에 따른 우체국예금 및 시중은행 수신고의 금리반응 분석(2014년 가을, Vol 99)」를 참고하길 바란다.

[그림 8] 이자율 상승 충격에 대한 우체국예금수신고 반응(글로벌 금융위기 이후)



추정결과 예금금리 1% 상승 충격은 전구간과 글로벌 금융위기 이후 모두 우체국예금수신고가 증가하는 방향으로 작용한 것으로 나타났다. 다만, 예금금리 1% 상승 충격에 대한 반응 정도와 충격의 지속기간이 다른 것으로 나타났다. 우선, 전구간 추정결과는 예금금리 1% 상승 충격 발생 시 2달 후 최대 0.3% 수신고가 증가하는 것으로 나타났으며 3달 쯤 충격의 반응이 급격히 하락하여 수신고가 0.18% 증가 후 증가율이 완만히 하락하는 것으로 나타났다. 반면 글로벌 금융위기 이후 예금금리 1% 상승 충격에 대한 우체국예금수신고 반응은 충격 발생 3달 후 최대 1.2%의 우체국예금수신고 증가가 일어나는 것으로 나타났다. 하지만 5달 후 충격의 효과는 거의 사라지는 것으로 나타나 앞서 전구간의 반응과 다른 것으로 나타났다. 이처럼 글로벌 금융위기 이후 금리 상승 충격에 대한 반응이 크게 나타난 것은 최근 저금리 고착화 현상이 가계들의 금리민감도를 높인 것으로 판단해 볼 수 있다. 즉, 금리 변화에 대한 예금 고객들의 이탈과 유입이 크게 일어날 수 있음을 시사하는 결과로 볼 수 있다. 또한 반응의 길이가 크게 나타나지 않는 것은 최근 투자처를 찾지 못하는 유동자금들이 단기 수익성 변화에 따라 쉽게 자본을 이동시키는 결과로 해석해 볼 수 있다.

III. 결 론

미국은 지난 2008년 글로벌 금융위기로 인해 기준금리인 FFR을 제로금리 선으로 인하하였으나 최근 금융시장 안정 및 양호한 거시경제 지표 등으로 인해 기준금리 정상화를 단행하고 있다. 실제로 지난 2015년 12월을 시작으로 2017년 6월까지 모두 4차례 기준금리를 인상하며 2017년 8월 현재 한국과 동일한 1.25%를 기록하고 있다. 더욱이 오는 12월 미국이 예정대로 기준금리를 한 차례 더 인상할 경우 한-미 간 기준금리 역전현상이 발생할 수 있다. 한-미 간 동일 기준금리 및 역전은 몇 가지 이유에서 시장의 불확실성을 확대시키고 있다. 우선 외국인 투자자의 자금 유출로 인해 금융시장 불확실성이 커질 수 있다. 이론적으로는 신흥국이 선진국에 비해 CDS프리미엄 및 리스크 프리미엄 등으로 인해 금리가 높아야 하나, 선진국과 신흥국 간 금리가 같거나 역전 현상이 발생하면 글로벌 투자자들은 자산 포트폴리오 재조정을 통해 리스크를 회피하고 수익률을 높이려 할 것이기 때문에 신흥국에 투자된 자산을 매각하려 할 것으로 예상해 볼 수 있다. 이 과정에서 신흥국 금융시장의 변동성은 확대되고 더욱이 환율 상승으로 인해 2차 충격이 발생함으로 금융시장의 변동성과 불확실성은 더욱 커질 수 있다.

본 원고는 과거 한-미 간 기준금리 역전 현상을 확인해 보았다. 먼저 1999년 한-미 간 기준금리 역전 당시 한국은 외환위기 이후 경제가 빠르게 회복되는 시기였으며 외국인들의 국내 채권투자가 많지 않은 상황이었기 때문에 금융시장의 충격은 제한적이었다. 당시 금융시장의 충격은 한-미 간 기준금리 보다는 대우사태 등 다른 사회적 이벤트에 더 큰 영향을 받은 것으로 나타났다. 다음으로 2005년 한-미 간 기준금리 역전 당시에도 한국의 경제 사정은 좋았던 것으로 나타났다. 당시 한-미 간 기준금리 역전은 미국의 버블경제 우려로 급격한 기준금리 인상이 원인이 되었고, 한국도 건전한 경제 여건을 기반으로 2개월 정도 시차를 두고 기준금리를 인상하였다. 더욱이 당시 한국은 S&P의 신용등급 인상, 지정학적 리스크 감소 등으로 한-미 간 기준금리 역전 현상에 대한 충격은 크지 않은 것으로 나타났다. 하지만, 현 시점의 한-미 간 기준금리 역전은 지난 두 번의 기준금리 역전과는 다소 상황이 다르기 때문에 실물 및 금융시장에 대한 모니터링을 강화할 필요가 있다. 우선 미국의 경제 여건은 점점 개선되고 있으나

한국의 거시경제 여건이 좋지 않은 상황이다. 경상수지 흑자가 64개월 연속 지속되고 있으나 2%대의 저성장이 지속되고 있고, 반도체를 제외한 제조업이 불황을 계속 이어가고 있으며, 소비 또한 회복하지 못하고 있는 실정이다. 또한 지난 두 번의 한-미 간 기준금리 역전 현상 때와는 달리 외국인들의 국내 채권투자가 2007년 이후 크게 증가하였기 때문에 채권 대량 매도 가능성이 대해서도 모니터링을 강화할 필요성이 있어 보인다.

본 원고에서는 한-미 간 기준금리 역전을 시장금리 상승 혹은 한국의 기준금리 인상으로 간주하고 우체국예금에 미치는 영향을 분석하였다. 실제로 미국의 기준금리 인상에 대해 한국은 여러 경제 여건으로 인하여 기준금리 인상이 없었으나 시장금리 상승이 있었고, 미국과 기준금리와의 격차가 확대될 경우 한국도 기준금리를 인상할 수밖에 없을 것으로 보인다. 따라서 향후 시장금리 및 기준금리 상승이 우체국예금에 어떤 영향을 미치는지를 주요 관점으로 보고 진행하였다. 우선 시장금리 및 기준금리 상승이 우체국예금 운용에 미치는 영향은 부정적일 것으로 판단된다. 우체국예금은 예금 만기에 원금과 이자를 지급하는 방식으로 안정적인 자산에 투자할 수밖에 없는 구조이기 때문에 대부분의 자산이 고정금리부 자산에 투자되어 있다. 즉, 채권에 많은 부분 투자되어 있기 때문에 금리가 상승하면 채권가격이 하락하여 수익성이 악화될 수 있다. 다만, 우체국예금은 최근 해외대체투자 등 투자처를 다양화하는 방식으로 수익률을 제고하고 리스크를 강화하고 있기 때문에 수익성 하락은 제한적일 것으로 판단된다. 더욱이 만기가 도래하는 채권을 재투자할 때 높은 금리의 채권으로 자산이 재구성됨에 따라 수익성은 점차 회복될 것으로 보인다. 다음은 시장금리 및 기준금리 상승을 우체국예금의 고객관점인 수신고의 관점으로 분석하였다. 우선 경제 이론에 근거한 저축함수를 상정하여 OLS모형을 통해 추정해 보았다. 추정에 사용된 변수는 우체국예금수신고 변화율을 종속변수로 하고 전산업생산지수, 소매판매액, 예금금리를 독립변수로 상정하였다. 추정기간은 2001년 1월부터 2017년 6월까지 월별 데이터를 사용하였다. 추정결과 독립변수의 계수 방향성은 경제 이론과 같은 방향으로 나타났다. 특히 이자율 1% 상승은 우체국예금수신고 0.9%를 상승시키는 것으로 통계적 유의성을 보였다. 추가적으로 저축함수의 동태적 충격 반응 모양을 확인하기 위해 VAR모형을 설정하여 추정해 보았다. 추정기간은 데이터 전구간과 2010년 1월 이후 구간으로 나뉘어 추정해

보았다. 추정기간을 나눈 이유는 글로벌 금융위기를 기점으로 저금리가 지속됨에 따라 금융소비자들의 행태가 변화했을 것임을 확인하기 위함이다. 우선 전구간 추정 결과는 예금금리 1% 상승 충격 후 우체국예금수신고는 2달 후 최대 0.3% 상승하였다가 점차 감소하는 모습을 나타내었다. 다음으로 저금리로 인해 금리에 민감도가 상승한 구간인 2010년 1월 이후 추정결과는 예금금리 1% 상승 충격 후 우체국예금수신고는 3달 후 최대 1.2% 상승시킨 후 충격의 효과가 급격히 사라지는 모습을 나타내며 앞선 결과와 다른 모습을 보였다. 이는 글로벌 금융위기 이후 저금리가 고착화되며 금리에 민감해진 금융소비자가 금리 변화에 크게 반응한 것으로 볼 수 있고, 충격의 효과가 지속되지 못하는 것은 풍부한 여유자금이 수익률에 따라 단기로 이동하고 있기 때문인 것으로 판단된다.

참 고 문 헌

- 최남진(2014), 「저금리 기조에 따른 우체국예금 및 시중은행 수신고의 금리반응 분석」, vol 99, 우정정보, 2014 겨울호.
- 정 민 · 오준범 · 신유란(2017), 「미국 기준금리 인상 의미와 시사점」, 17-15호, 현안과 과제.
- Rommer(2005), “*Advanced Macro Economics*”, McGrawHill.
- Cochrane(2005), “*Time Series for Macroeconomics and Finance*”, University of Chicago.