



## 대내외 금리차가 국내 금융 및 외환시장에 미치는 영향

2007년 하반기 이후 미국의 서브프라임 모기지 부실 문제의 여파로 인해 미국 연방준비제도이사회는 금리인하 조치를 계속 이어가고 있다. 이에 따라 2007년 8월 0.3%p에 불과했던 한국과 미국의 금리차는 2008년 3월말 현재 2.75%p까지 확대되었다. 또한 상반기중 미국의 FOMC에서는 미국 경기침체를 억제하기 위해 추가적인 금리인하 조치를 시행할 것으로 예상되고 있어, 양국간 정책금리 격차는 더욱 커질 전망이다. 이처럼 한국과 미국의 정책금리 격차가 확대되는 가운데 이에 따른 외환 및 채권시장에 미치는 영향을 실증분석 등을 통해 살펴보았다.

■ 미국의 금리인하로 한·미 정책금리 격차가 확대

2007년 9월 이후 미국의 서브프라임 모기지 부실 문제가 심화되면서, 미국의 경기침체 우려가 커지고 있다. 이에 따라 미국 연방준비제도이사회(FRB)는 투자와 소비심리 약화를 억제하기 위해 금리 인하 조치를 단행하였다. 2007년 8월 미국의 정책금리인 Federal Fund Rate는 5.25%에서 6차례 내리면서 2008년 3월말 현재 2.25%까지 인하되었다.

반면 한국의 정책금리<sup>1)</sup>는 2007년 8월 이후 5.0%를 유지하고 있다. 이에 따라 2007년 8월 0.3%p였던 축소된 한국과 미국의 정책금리 차는 2008년 3월말 현재 2.75%p로 확대되었다. 이처럼 대내외 금리차가 커짐에 따라 한국은행의 통화정책 운용이 매우 어려워지고 있는 상황이다. 이는 국내적으로는 물가상승 압력 등에 직면하고 있기 때문이다.

■ 주요국에 비해 대내외 금리 차가 환율에 미치는 영향력은 미미

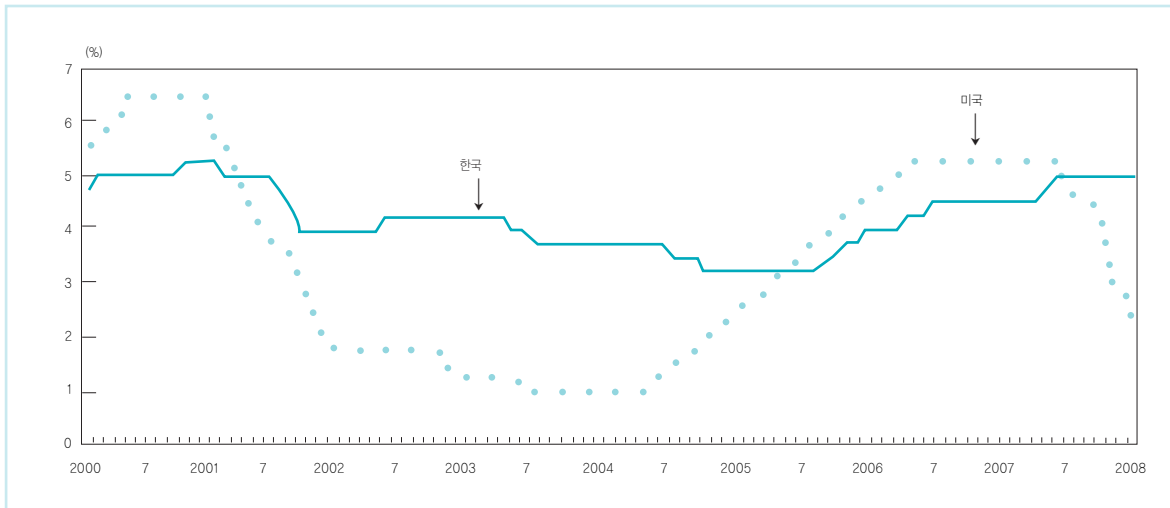
경제이론으로 의하면, 대내외 금리 격차는 환율에 영향을 미친다. 이와 관련한 환율결정 이론으로는 국제대차설

(국제수지론적 접근법), 구매력 평가설 등이 대표적이며, 자본의 완전 이동성을 기초로 통화접근법, 포트폴리오 접근법 등이 있다. 이들 이론에서는 환율이 무역수지나 금리차 확대 등에 따라 결정될 수 있음을 가정하고 있다.

주요 선진국의 경우, 대내외 금리차는 환율에 매우 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 국제 외환시장에서 통용이 활발하게 이루어지고 있는 유로화나 엔화는 미국 금리차와 유의적으로 높은 상관관계를 지니고 있었다. 2005년 1월부터 2008년 1월까지 유로화와 엔화는 미국 금리차와 상관관계가 각각 0.703, 0.860으로 나타났다. 이는 미국의 금리 인하가 주요국 통화 강세 요인으로 작용함을 의미하고 있다.

반면, 한국은 미국과의 금리차가 환율에 별다른 영향을 주지 못하고 있다. 마찬가지로 2005년 이후 한·미 금리차와 환율간 상관관계는 0.209에 불과하였다. 이러한 결과는 한국의 채권시장 개방도가 낮은데다, 국내 경제의 무역의존도가 높아 환율이 주로 무역수지 등에 더 많은 영향을 받고 있음을 보여주고 있는 것이다.

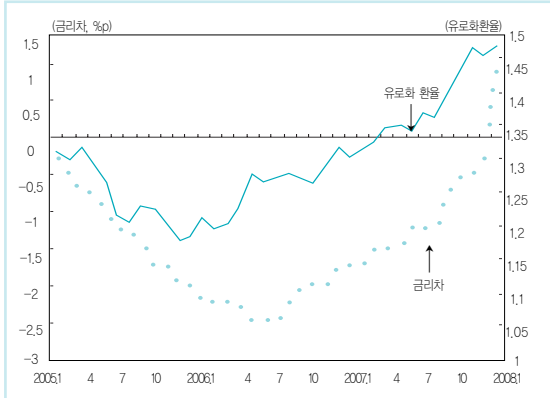
〈그림 1〉 한·미 정책금리 추이



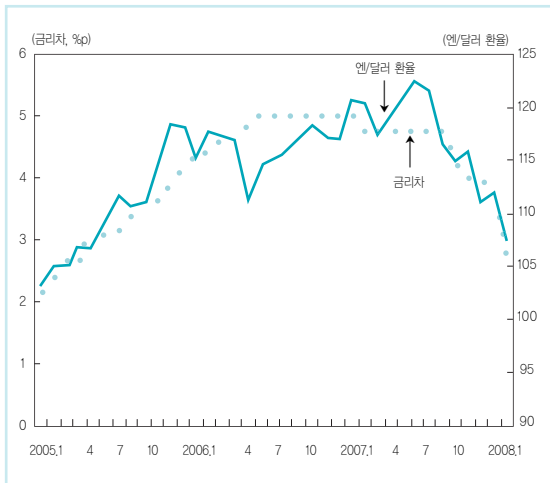
자료 : DataStream, 한국은행

1) 2008년 3월부터 한국의 정책금리는 콜금리에서 PR(환매조건부채권) 금리로 변경되었다.

〈그림 2〉 미-유로 금리차와 유로/달러 환율

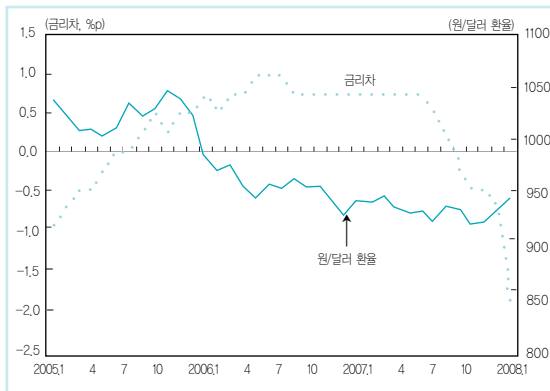


〈그림 3〉 미-일 금리차와 엔/달러 환율



자료 : DataStream

〈그림 4〉 원/달러 환율과 한·미 금리차 추이



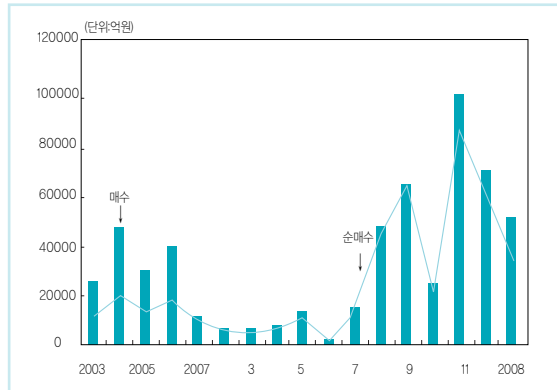
자료 : DataStream

■ 외화유동성 유입은 확대될 것으로 예상

한·미 금리차 확대로 국내 채권시장을 중심으로 외화 유동성이 크게 늘어날 것으로 예상된다. 2007년 하반기 이후 외국인은 재정거래(arbitrage) 기회를 활용하여 국내 채권시장에서의 매수세를 활발하게 전개하고 있다. 특히 외국인은 대부분 환 헤지를 통해 채권시장에 진입하므로, 원/달러 환율에는 큰 영향을 미치지 않았던 것으로 평가되고 있다.

또한 채권시장은 상대적으로 안전자산 성격이 강하므로, 환 리스크를 노출시킬 가능성이 낮은 편이다. 다만 외화유동성이 증가하면서 시장금리는 하향 조정될 것으로 예상되고 있다. 이와 관련하여 국내에 달러 캐리 트레이드 자금유입은 기대하기 어려울 전망이다. 외국인의 원화채권 매수는 국채나 통안채 그리고 통화스왑 금리간 격차를 이용한 재정거래 수요 비중이 높다는 점을 들 수 있다. 게다가 한국보다 금리 수준이 높은 투자국가가 존재하고 있다는 점을 감안하면, 미국의 저금리로 인한 달러 캐리 트레이드 유입 규모는 실제로 가시화될 확률은 희박하다고 할 수 있다.

〈그림 5〉 외국인의 채권 매수와 순매수 추이

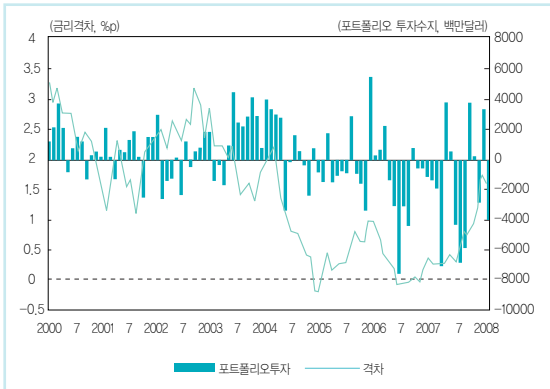


자료 : 금융감독원

또한 한·미간 금리차 확대로 인해 포트폴리오 투자 자금의 해외 유출은 양국 금리 축소시 보다 상대적으로 약화될 것으로 보인다. 2007년 중 포트폴리오 투자 수

지는 15.9억 달러 적자를 기록하였지만, 금리차가 확대되기 시작한 2007년 9월에서 2008년 1월까지 포트폴리오 투자 수지는 8천만 달러 흑자를 나타냈다

〈그림 6〉 한·미 시장 금리차와 포트폴리오 수지 추이



자료 : 한국은행

■ 금융 및 외환시장의 불확실성에 효율적으로 대응할 필요

앞에서 살펴본 바와 같이, 최근 외환시장은 금리차 요인보다는 세계 금융시장 변동에 더 크게 좌우되는 것으로 나타났다. 미국과 상대 국가와의 금리차가 환율에 미치는 영향력은 자본시장 개방 수준과 화폐 가치 등에 따라 차별화되는 양상을 보였다. 유로 지역이나 일본 등은 미국과의 금리차가 발생할 경우, 즉각적으로 자국 화폐가치에 반영되는 구조를 지니고 있는 것으로 추정되었다. 그러나 한국은 선진국과는 달리 이러한 파급경로가 발생하지 않았고, 원/달러 환율은 금리차보다는 경상수지 등에 더 큰 영향을 받고 있음을 알 수 있다. 또한 채권시장에서의 외국인 투자 확대는 중장기적으로 한국의 금리 인하 압력으로 작용할 것으로 예상된다. 미국과의 금리차 확대에 따른 외화유동성 유입은 시장 금리의 하락에 영향을 미칠 가능성이 있다. 그러나 인플레이션 압력이 상반기 중 지속될 것으로 예상됨에 따라 경기와 물가상승 압력 완화 정도에 따라 금리 인하 여부를 결정하는 것이 바람직할 것으로 보인다. 이처럼 한국과 미국간 금리차 확대, 환율 상승 등 국내

외 금융시장의 변동성이 커지는 상황에 대응한 시스템 구축이 필요하다. 이는 한미 금리차 확대보다는 미국의 서브프라임 모기지 부실 문제의 후폭풍과 같은 글로벌 신용경색 상황이 국내 금융 시장에 더 큰 영향을 미칠 것으로 예상되기 때문이다. 다만 향후 금리차가 더 큰 폭으로 진행되거나 국제 금융시장 불안 등이 심화될 가능성에 대비해야 할 것이다.

그리고 리스크 관리를 위해 내국인에 대한 달러화 대출 비중 등은 축소해 나가야 할 것이다. 미국의 저금리로 인한 달러 캐리 트레이드 등으로 외국인의 채권투자 확대나 내국인의 외화 대출 수요가 늘어날 것으로 예상된다. 이러한 상황 속에서 내국인이 달러화 대출을 받는 경우, 원/달러 환율 하락시 환 위험 노출이 우려되고 있다. 이외에도 국내 금융기관이나 정책당국은 채권시장을 통한 외화 유동성 유입 등이 늘어나는 가운데 재정거래 물량에 대한 조절에 초점을 맞추어야 할 것이다.

FSB연구소 경제연구팀 이코노미스트(경제학 박사) 최호상  
economist@shinhan.com

