true friend 한국투자증권

주요국 중립금리 및 시사점
: 미국, 유로, 일본, 한국 기준금리 경로 전망

- 미국: 2026년 r* 0.5%~0.8% 수준, 정책금리 3.25%~3.50%까지 인하
- 유로지역: 2026년 r* 0% 내외, 정책금리 2분기 중 1회 인하 전망
- 일본: 2026년 r* -0.5% 내외, 정책금리 상반기 중 1회 인상 전망

경제 Note
2025. 10. 22.

중립금리의 개념

통상적으로 성장 및 물가를 고려해 실제 GDP(actual output)이 잠재 GDP(potential output) 수준으로, 인플레이션율을 물가목표 수준으로 가도록 하는 금리를 중립금리(실질 r*, 명목 R*)라 한다. 작년 11월 BOK Working Paper를 통해 한국은행은 2024년 1분기 기준 실질중립금리(r*)가 대략 -0.2%~+1.3%라고 밝힌 바 있다. 여기에 신용경색 및 부채 등 금융안정과 관련한 부분까지 고려한 중립금리를 금융안정 고려 중립금리(실질 r**, 명목 R**)라 생각할 수 있다.

제롬 파월 미국 연방준비위원회 의장은 2023년 잭슨홀 심포지엄에서 중립금리(r*), 자연실업률(u*) 및 인플레이션 목표(π^*)를 '하늘의 별'에 비유하여 설명하였으며, 결국 중립금리는 구름 낀 밤하늘로 비유할 수 있는 금융시장 아래 중앙은행이 찾으려고 노력하는 이상적인 금리 수준 정도로 이해할 수 있다.

중립금리 추정: 본고에서는 준구조모형 활용

중립금리는 개념적인 금리이므로 관측이 불가능하다. 따라서 계량모형을 통해 추정할 수밖에 없는데, 추정모형, 변수설정 및 대상기간 등에 따라 추정값이 달라지는 등 추정의 불확실성이 큰 편이다. 이로 인해 우리나라를 포함한 대부분의 중앙은행들은 중립금리를 하나의 수준으로 제시하지 않고, 여러 모형으로 추정한 후 각 모형의 최소값·최대값을 가지고 범위로 제시하는 편이다([그림 1]).

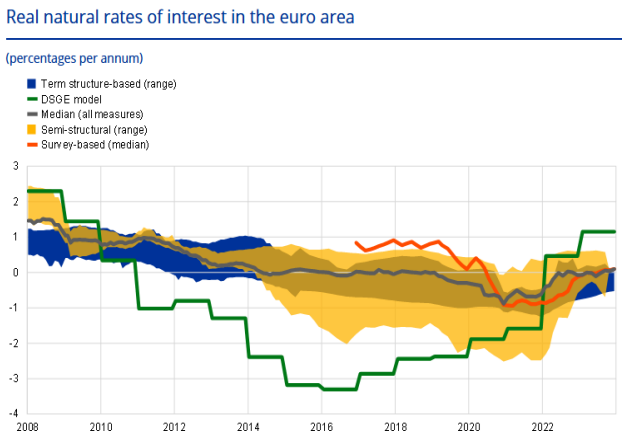
다만 본고에서는 국가 간 실질중립금리(r*) 비교를 위해 통일된 모형으로 추정하였으며, 구체적으로 뉴욕 연준에서 제시하고 있는 Laubach-Williams(2003) 및 Holston-Laubach-Williams(2023) 모형을 이용하여 추정하였다. 경기변동과 관련된 GDP 갭률식(IS 곡선), 수요압력 및 공급충격을 감안한 인플레이션식(Phillips 곡선)을 통해, 실질중립금리(r*)를 잠재성장률 수준(g)과 경제의 구조적 특징을 결정하는 그 밖의 여러 요인(z)으로 나누어 추정하는 모형이다. 향후 기준금리 경로 관련 시사점을 이끌어내고자 각국 중앙은행 경제전망치 및 금융시장 참가자 경제전망치(블룸버그 ECFC)에 기반해 2026년 말까지 실질중립금리(r*) 수준을 추정하였다. 이후 각국 중앙은행 리포트를 토대로 미국 및 유로지역은 one-sided 추정치(특정시점 상태변수 추정에 이전 데이터들만 활용, backward-looking) 및 two-sided 추정치(특정시점 상태변수 추정에 해당 시점 이후 데이터들도 활용)를 모두 고려하였으며, 일본 및 한국은 two-sided 추정치를 고려하였다.

최지욱
jiuk.choi@koreainvestment.com

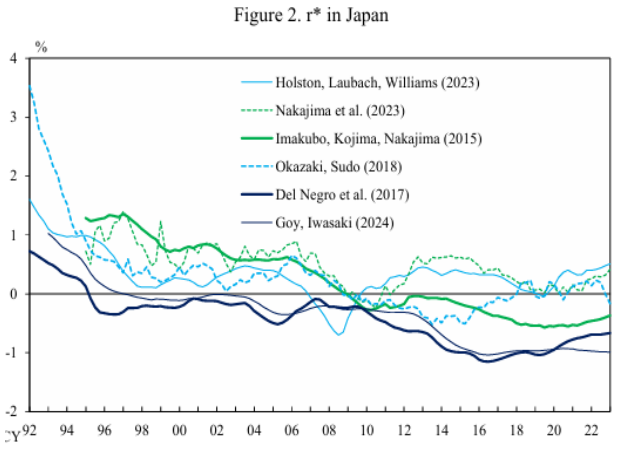
한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

[그림 1] 주요국 중앙은행 중립금리(r*) 추정치

<ECB (유로지역)>



<BOJ (일본)>



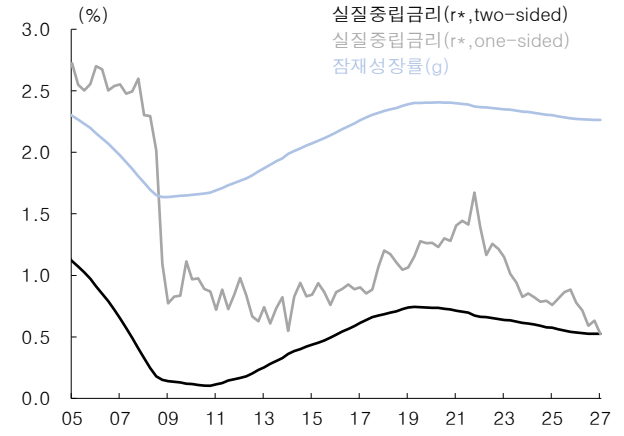
자료: ECB, BOJ, 한국투자증권

미국: 내년 r* 0.5%~0.8% 수준, 정책금리 3.25%~3.50%까지 인하

Holston-Laubach-Williams(2023) 모형으로 추정한 결과 미국은 2026년 실질중립금리(r*)가 대략 0.5%~0.8% 범위에 있을 것으로 예상하며, 이는 2025년과 비슷한 수준이다[그림 2]. 잠재성장률이 2018년부터 현재까지 2.1~2.5% 수준에 머물러 있는 가운데 미 연준(FRB SF) 연구에 따르면 인구구조가 중립금리에 하방 요인으로, 확장적 재정정책이 상방요인으로 자리하고 있다[그림 3].

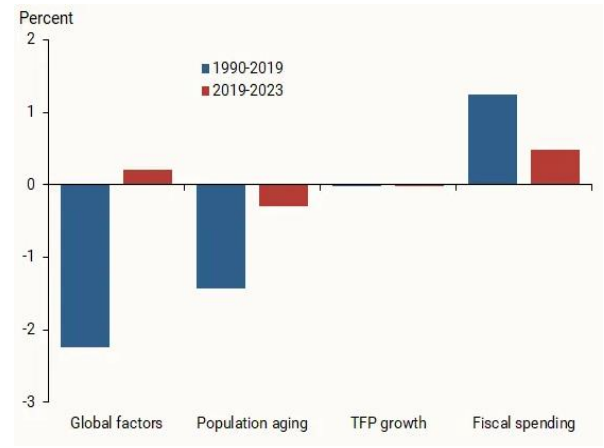
현재 미 연준 위원들의 2026년 PCE 물가상승률을 대략 2.4%~2.7% 정도로 전망하고 있음을 감안할 때, 2026년 기준 미국 명목중립금리(R*) 범위는 2.9%~3.5% 수준으로 추정한다. 이를 감안할 때 미 연준은 2026년 1분기까지 3회 인하해 정책금리를 3.25%~3.50%에 둔 후, 인플레이션율이 물가목표(PCE 물가상승률 2%)에 근접하는지 여부를 면밀히 확인한 후 2027년 초순경 추가 금리인하를 타진할 것으로 본다.

[그림 2] 미국 실질중립금리(r*) 및 잠재성장률(g)



자료: FRB NY, Bloomberg, Haver, 한국투자증권 추정

[그림 3] 요소별 미국 실질중립금리(r*) 기여도



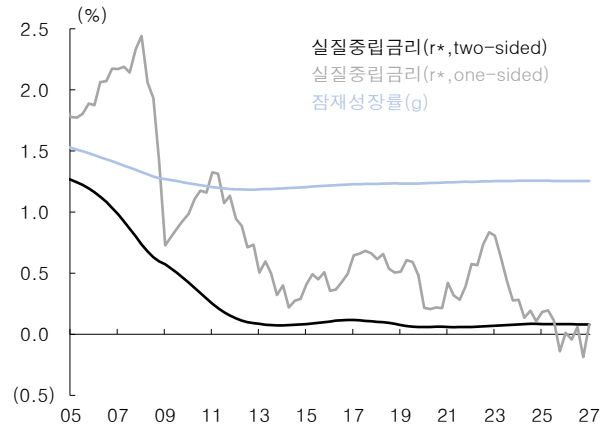
자료: FRB SF, 한국투자증권

유로지역: 내년 r* 0% 내외, 정책금리 내년 2분기 중 1회 인하 전망

Holston-Laubach-Williams(2023) 모형으로 추정한 결과 유로지역은 2026년 실질중립금리(r*)가 대략 -0.2%~+0.1% 범위에 있을 것으로 예상하며, 이는 2025년 대비 -0.1%p 가량 낮은 수준이다[그림 4]. 유로지역의 잠재성장률은 추세적으로 하락하다가 금융위기 이후 1.2~1.4% 수준에 머물러 있다. 유로중앙은행(ECB)에 따르면 팬데믹 이후 확장적인 재정정책이 2021~2022년 실질중립금리를 일시적으로 들어올렸다가 이후 글로벌 공급망 정상화와 함께 낮아졌다고 설명하고 있으며, 다양한 모형을 토대로 하여 2023년 말 기준 실질중립금리 수준을 -0.75%~+0.5%으로 추정하고 있다[그림 1].

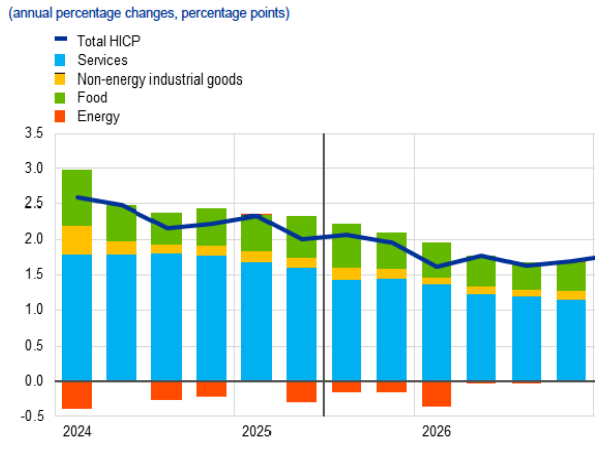
유로중앙은행(ECB)은 9월 경제전망에서 2026년 HICP 인플레이션율을 1.7%로 전망하였으며, 특히 수요압력 둔화에 따른 서비스 물가 둔화로 2026년 2~4분기 인플레이션율이 1% 중후반 수준으로 내려올 것으로 보고 있다[그림 5]. 이를 감안할 때 2026년 유로 명목중립금리(R*) 범위는 1.5%~1.8% 수준으로 추정한다. 유로지역 인플레이션율에는 상방요인(확장 재정정책에 따른 독일 경기반등 기대) 및 하방요인(높은 수준의 대미관세율 및 중국 저가 수입품 유입)이 혼재하나 ECB의 전망대로 흘러갈 경우, 잠재성장률 대비 낮은 경제성장률(ECB: 2026년 1.0% 전망)까지 감안할 때 2026년 2분기 중 1차례 금리를 인하할 것으로 예상한다(Deposit Facility Rate: 2.00%→1.75%). 우리의 예상대로 미국이 2026년 1분기 중 기준금리 인하를 완료하고 이후 유로지역이 2분기에 인하를 단행할 경우, 달러인덱스(DXY)는 1분기에 저점을 찍고 2분기부터 오를 것으로 보인다.

[그림 4] 유로지역 실질중립금리(r*) 및 잠재성장률(g)



자료: ECB, Bloomberg, Haver, 한국투자증권 추정

[그림 5] ECB 인플레이션율 전망치 및 요소별 기여도



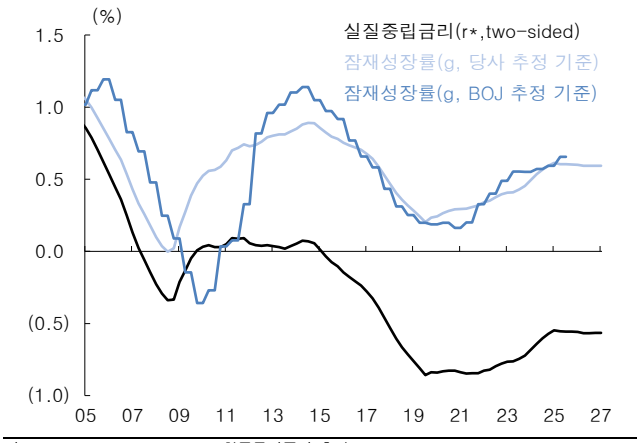
자료: ECB, 한국투자증권

일본: 내년 r* -0.5% 내외, 정책금리 내년 상반기 중 1 회 인상 전망

Laubach-Williams(2003)에 코로나19 충격을 반영한 모형으로 추정한 결과 일본은 2026년 실질중립금리(r*)가 대략 -0.6%~-0.5% 범위에 있을 것으로 예상하며, 이는 2025년과 비슷한 수준이다[그림 6]. 일본 잠재성장률은 생산가능인구 감소에 맞서 소프트웨어를 포함한 비즈니스 투자를 늘린 결과 총요소생산성을 중심으로 잠재성장률이 반등하고 있다[그림 6, 7]. 이에 실질중립금리 또한 코로나19 이후 반등하고 있으며 이는 일본 중앙은행(BOJ) 추정치에서도 확인할 수 있다[그림 1]. 다만 일본중앙은행 전망치를 반영할 경우(FY26 0.7%, FY27 1.0%) 당분간은 잠재성장률이 0.6~0.7% 수준에서 머무르다가 2027년경 반등할 것으로 추정한다.

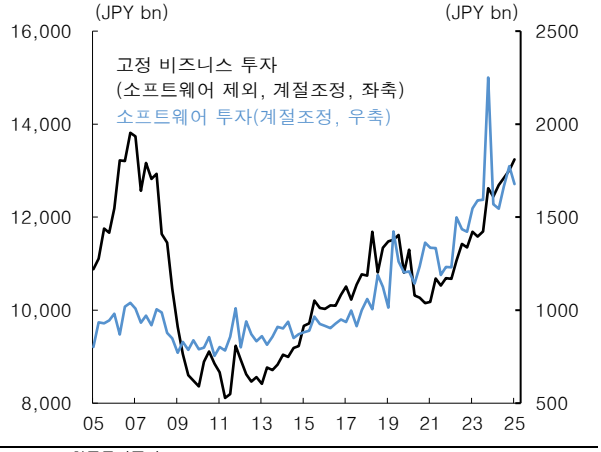
현재 일본은 높은 수준의 물가상승률이 계속되고 있으나, 올해 인플레이션을 주도하고 있는 쌀 가격이 6월 고점을 찍고 내려오고 있음을 감안할 때 2026년 2분기경 1% 중·후반 수준으로 내려올 것으로 전망한다[그림 8]. 일본중앙은행은 2026년 상반기에 물가상승률이 내려오고 실질임금이 양(+)으로 전환되는 것을 확인한 후 기준금리를 25bp 인상할 것으로 예상한다(0.50%→0.75%).

[그림 6] 일본 실질중립금리(r*) 및 잠재성장률(g)



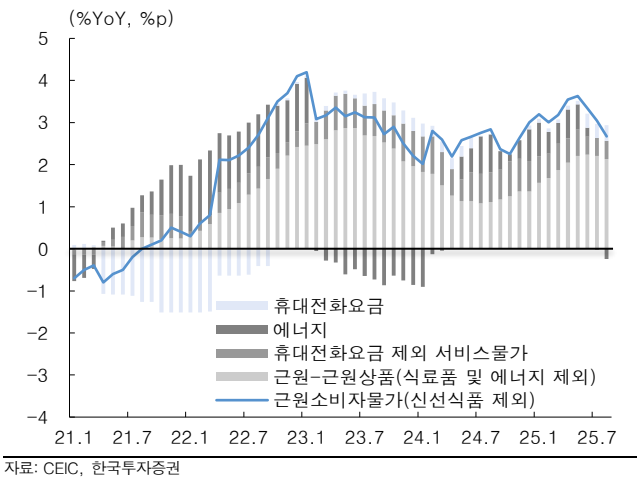
자료: BOJ, Bloomberg, Haver, 한국투자증권 추정

[그림 7] 일본 CAPEX 추이



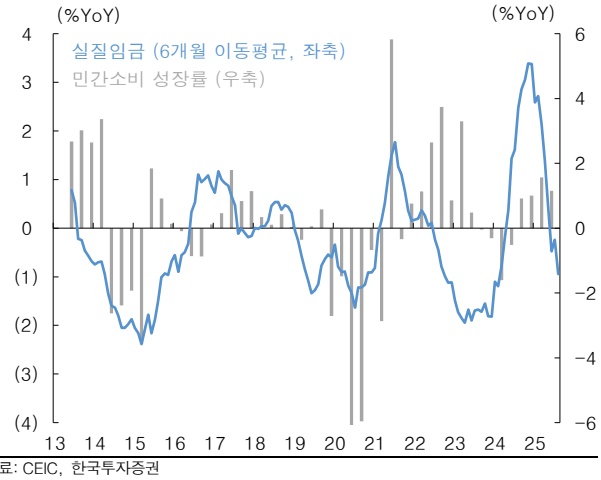
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 8] 일본 인플레이션율 및 요소별 기여도



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 9] 일본 민간소비 및 실질임금 추이



자료: CEIC, 한국투자증권

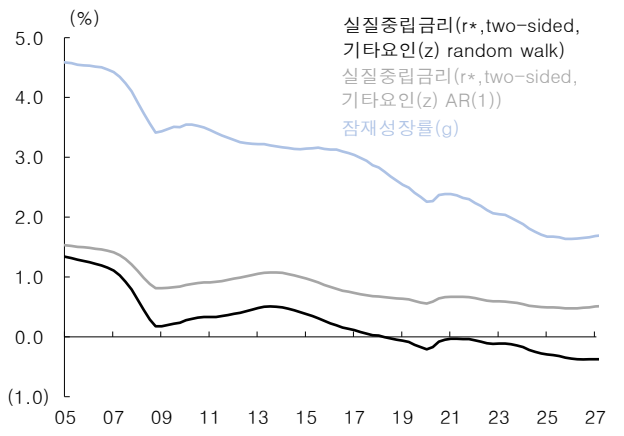
한국: 내년 r* 0% 내외, 정책금리 내년 7 월 1 회 인하 전망

이전 보고서(한국 금융불균형 Q&A, 10/2)에서 추정한 바와 같이 Laubach-Williams(2003) 모형을 활용하였을 때 한국은 2026년 실질중립금리(r*)가 대략 -0.4%~+0.5% 범위에 있을 것으로 예상하며, 이는 2025년과 비슷한 수준이다[그림 10]. 한국 잠재성장률은 자본 총량(건설자산, 설비자산 등) 및 생산가능인구 증가율이 구조적으로 둔화하고 근로시간이 추세적으로 감소해 지속적으로 하락하고 있다[그림 10, 11]. 실질중립금리 또한 잠재성장률에 주로 영향을 받아 추세적으로 내려오고 있다.

8월 경제전망 기준 한국은행은 2026년 소비자물가 상승률 및 근원물가 상승률 모두 1.9%로 전망하고 있으며, 금융시장 참가자 경제전망치(블룸버그 ECFC) 기준으로도 향후 4분기 평균 1.9%임을 감안할 때 2026년 한국 명목중립금리(R*) 범위는 대략 1.5%~2.4% 수준으로 추정한다. 다만 작년 11월 BOK Working Paper를 통해 한국은행이 2024년 1분기 실질중립금리(r*)가 대략 -0.2%~+1.3%라고 밝힌 바 있으며, 이를 감안한다면 한국은행의 실질중립금리(r*) 추정치는 당사 추정치에 비해 다소 높은 수준일 것으로 예상한다.

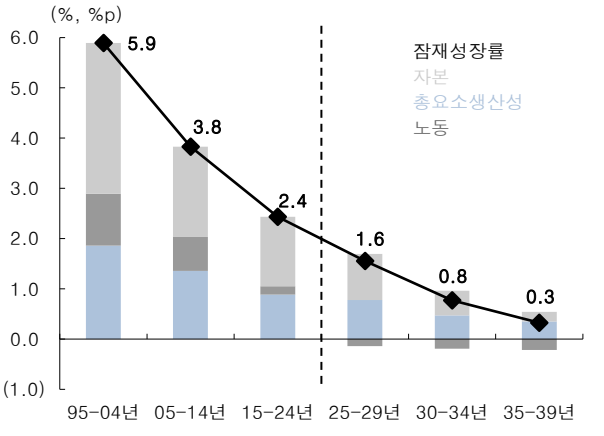
현재 정책금리(2.50%)는 중립 수준에 있으나 낮은 수요압력(2026년 말까지 마이너스(-) 생산갭률 전망) 및 8월 금융통화위원회에서 이창용 총재의 금리 인하 사이클 유지 언급 등을 고려하였을 때 여전히 추가 인하를 전망한다. 다만 그 시점은 금융안정을 주로 고려할 때 2026년 7월경 가능할 것으로 보이며, 만약 반도체 수출 및 민간소비 회복이 예상보다 훨씬 좋아 2026년 경제성장률이 2.0%를 넘어설 경우 한국은행은 기준금리 인하 가능성을 거둘 것으로 예상한다(현재 2026년 경제성장률 전망: 한국은행 1.6%, IMF 및 당사 1.8%).

[그림 10] 한국 실질중립금리(r*) 및 잠재성장률(g)



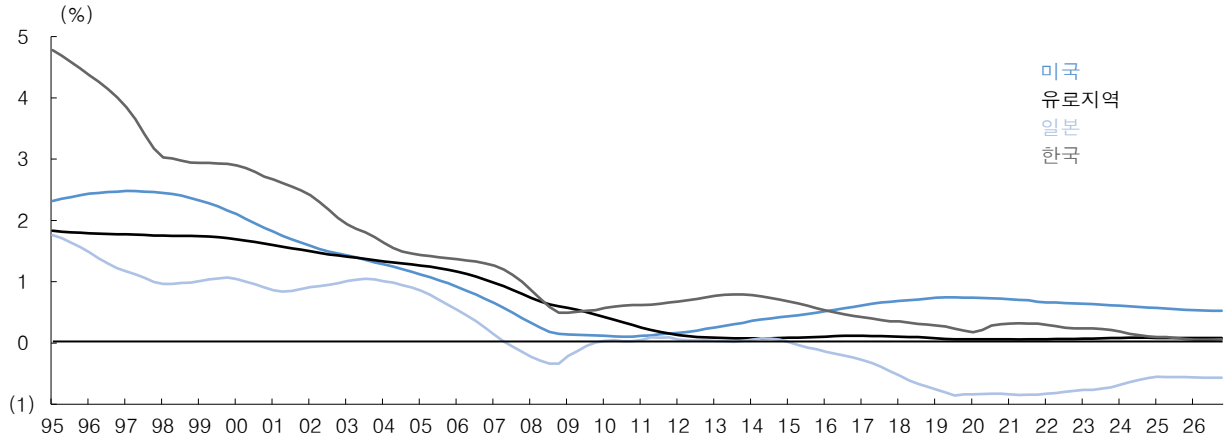
자료: 한국은행, 통계청, 한국투자증권 추정

[그림 11] 한국 잠재성장률 전망 및 요소별 기여도



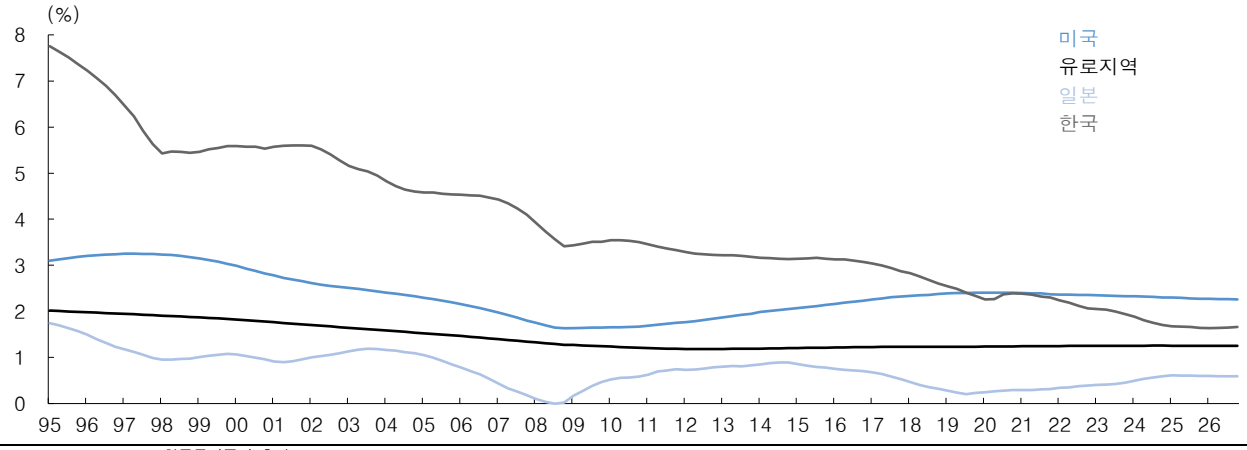
자료: 한국은행, KDI, 한국투자증권 추정

[그림 12] 주요국 실질중립금리(r*) 추이(two-sided 기준)



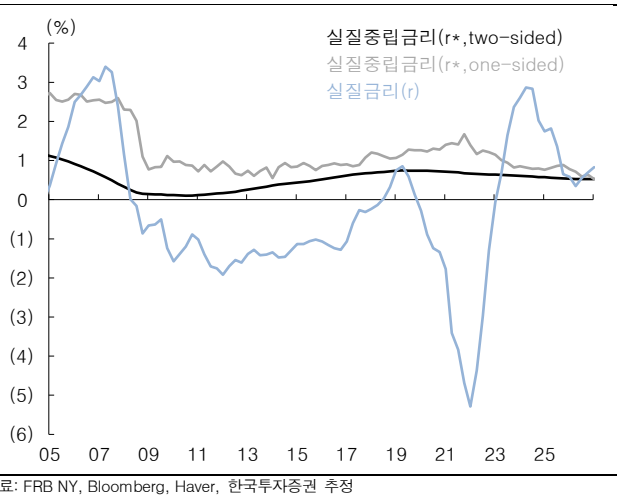
자료: Bloomberg, Haver, 한국투자증권 추정

[그림 13] 주요국 잠재성장률(g) 추이(two-sided 기준)



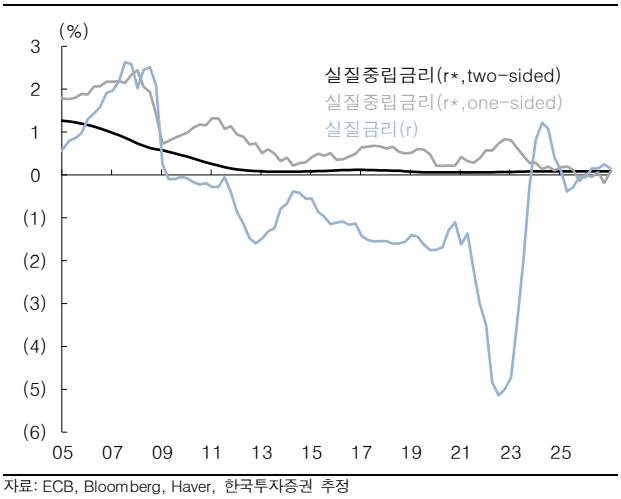
자료: Bloomberg, Haver, 한국투자증권 추정

[그림 14] 미국 실질중립금리(r*) 및 실질금리(r)



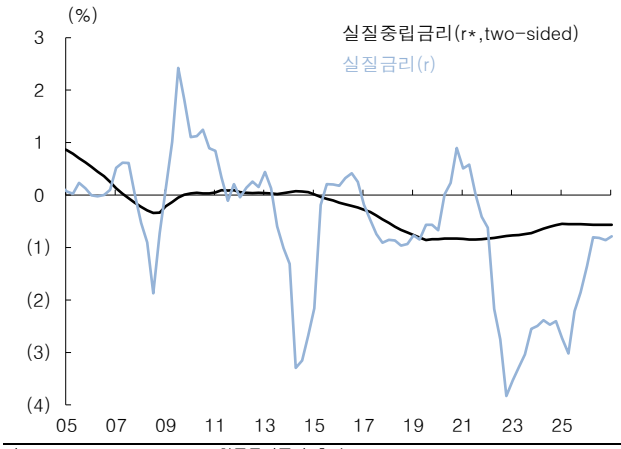
자료: FRB NY, Bloomberg, Haver, 한국투자증권 추정

[그림 15] 유로지역 실질중립금리(r*) 및 실질금리(r)



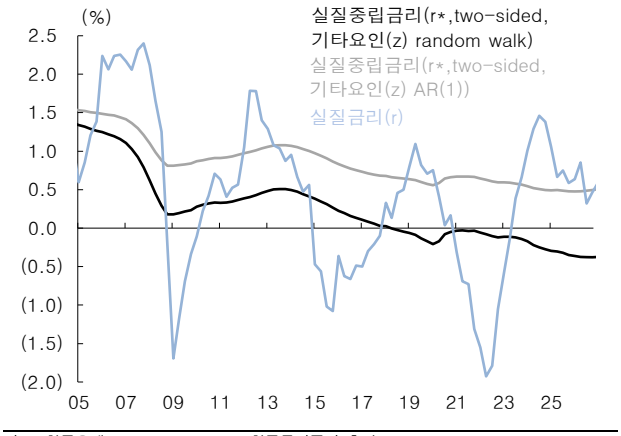
자료: ECB, Bloomberg, Haver, 한국투자증권 추정

[그림 16] 일본 실질중립금리(r*) 및 실질금리(r)



자료: BOJ, Bloomberg, CEIC, 한국투자증권 추정

[그림 17] 한국 실질중립금리(r*) 및 실질금리(r)



자료: 한국은행, Bloomberg, CEIC, 한국투자증권 추정

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.