

미국 비전통적 통화정책의 효과와 제3차 양적완화에 대한 시사점

이동은 국제경제실 국제거시팀장 (derhee@kiep.go.kr, Tel: 3460-1151)

차 례 ● ● ●

1. 서론
2. 비전통적 통화정책의 개념
3. 비전통적 통화정책의 현황
4. 비전통적 통화정책의 효과 분석
5. 제3차 양적완화정책의 전망과 시사점

주요 내용 ● ● ●

- ▶ 2012년 8월 20일 미 연방준비제도가사회는 제3차 양적완화정책(QE3)을 발표하였으며, 이에 따라 이 정책의 의미와 파급효과에 대한 관심이 높아지고 있음.
 - 본고에서는 글로벌 금융위기 기간 중 시행된 양적완화, 오퍼레이션 트위스트(Operation Twist), 단기금리에 대한 정책공약(commitment) 등 미국의 비전통적 통화정책 현황과 그 효과에 대해 분석하고, 이를 통해 제3차 양적완화정책의 의미와 시사점을 도출하고자 함.
- ▶ 그동안의 미국 비전통적 통화정책은 장기 국채금리 하락, 모기지 증권(MBS) 금리하락, 회사채 금리하락 등을 통해 미국 금융시장 여건을 개선시켜 왔음.
 - 제1차 양적완화정책(QE1)의 효과가 가장 컸고, 제2차 양적완화정책(QE2)의 효과는 QE1에 비해 1/3 수준에 불과했으며, 오퍼레이션 트위스트의 효과는 QE2보다도 작았음.
 - QE1은 미 10년 국채금리 128.6bp 하락, MBS 금리 136bp 하락 효과가 있었으며, QE2는 미 10년 국채금리 42.93bp 하락, MBS 금리 37.25bp 하락 효과가 있었음.
 - 양적완화정책이 주식시장과 외환시장에 미친 효과의 크기는 불분명함.
- ▶ QE3의 효과는 지난 두 차례의 양적완화에 비해 작을 것으로 예상되며, 소비자 심리 개선을 통한 소비와 투자 안정을 목표로 한 것으로 판단됨.
 - 현재까지 QE3는 미 10년 국채금리를 8bp, MBS 금리를 32.3bp 하락시킴.
- ▶ 주요국의 양적완화정책 시행으로 외환시장과 국제상품시장의 불안이 발생할 수 있으므로, 이에 대한 주의가 필요함.

1. 서론

■ 미 연방준비제도이사회(이하 연준)의 공개시장위원회(FOMC)는 2012년 9월 13일 제3차 양적완화정책(QE3: Quantitative Easing 3)을 발표하였음.

- FOMC는 고용 상황이 충분히 개선될 때까지 무기한으로(open ended) 모기지 증권(MBS: Mortgage-backed securities)을 매월 400억 달러씩 지속적으로 매입하겠다는 계획을 발표함.
 - QE3는 종료시점이 정해지지 않았다는 점에서 지난 두 차례의 양적완화정책과 차이가 있으며, 모기지 증권 매입을 주요 내용으로 한다는 점에서 QE2와 차이가 있음.
 - 이번에 발표된 QE3와 이미 실시 중인 오퍼레이션 트위스트(Operation Twist) 정책을 통해 연준은 매월 850억 달러의 장기국채를 매입하게 됨.
- 또한 FOMC는 현재의 최저금리 수준(0~0.25%)을 적어도 2015년 중반까지 유지하겠다는 정책공약(commitment)을 내놓음.
 - 이전까지의 공약은 2014년 말까지 최저금리를 유지하겠다는 것으로, 약 반 년 정도 시한이 연장된 것임.

■ 본고에서는 2008년부터 현재까지 시행된 미국 비전통적 통화정책의 현황과 효과를 분석하고, QE3 실시의 의미와 시사점을 제시하고자 함.

- 비전통적 통화정책은 양적완화정책을 포함하여 금리수준에 대한 정책공약, 오퍼레이션 트위스트 등으로 나누어 볼 수 있으며, 본고에서는 각각의 현황과 효과에 대해 분석하고 있음.
- 2008년부터 현재까지 시행된 비전통적 통화정책의 효과에 대한 분석을 바탕으로 QE3의 효과에 대해 전망함.

2. 비전통적 통화정책의 개념

■ 글로벌 금융위기 발생 이후 미국은 자국의 정책이자율이 실질적인 제로(0) 상태에 다다르자 비전통적 통화정책(Nontraditional Monetary Policies)을 통해 추가적인 통화완화정책을 시행하고 있음.

- 미국은 2008년 12월 이후 0~0.25%의 정책금리 수준을 유지하고 있는데, 이는 실질적인 제로 금리 상태라고 할 수 있음.
- 정책이자율이 제로 금리인 상태에서는 전통적인 통화정책 수단이라 할 수 있는 금리조정을 통한 통화완화가 불가능하기 때문에, 금리조정 이외의 비전통적 정책을 통한 통화완화가 대두됨.
- 비전통적 통화정책의 직접적인 목표는 단기금리가 하한선(zero lower bound)에 처한 상황에서 추가적으로 장기금리를 낮추어 경기부양 효과를 모색하는 것임.
 - 특히 경제가 디플레이션에 직면하였을 경우 이를 막는 수단으로 사용되어 왔음.

■ 비전통적인 통화정책은 양적완화(Quantitative Easing)를 비롯하여 단기금리에 대한 정책공약, 오퍼레이션 트위스트 등의 정책도 포함하고 있음.

- 양적완화정책은 중앙은행이 시중의 금융자산을 매입함으로써 금융자산에 대한 이자율 하락을 도모하는 정책임.
 - 양적완화정책은 2001년부터 2006년까지 사실상 제로 금리 상태에 있던 일본에서 먼저 시행된 바 있음.
 - 미국은 2008년 1차(QE1)와 2010년 2차(QE2) 두 차례에 걸친 대규모 양적완화정책을 이미 종료하였으며, 2012년 9월 13일 QE3 시행이 발표됨.
- 단기금리에 대한 정책공약은 단기금리를 일정 기간 고정시키겠다는 공약을 함으로써, 단기금리에 대한 시장의 기대수준을 낮추어 장기금리 하락을 도모하는 정책임.
 - 기대이론(Expectations Hypothesis)에 따르면, 장기금리는 단기금리의 기대수준에 의해 결정됨.
 - 글로벌 금융위기 중 미 연준은 세 차례에 걸쳐 일정 시점까지 현재의 제로 금리를 유지하겠다고 공약한 바 있음.
- 오퍼레이션 트위스트는 중앙은행이 보유하는 금융자산의 총액은 유지하면서, 단기채권 매도와 장기채권 매입을 통해 장기금리 하락을 도모하는 정책임.
 - 오퍼레이션 트위스트는 1961년 미국 케네디 정부 시기에도 시행된 바 있음.
 - 글로벌 금융위기 중 2011년부터 미 연준은 오퍼레이션 트위스트를 시행하고 있음.

■ 비전통적 통화정책은 장기금리를 낮추고 금융시장의 안정을 가져왔다는 점에서 긍정적인 평가를 받고 있으나, 실물시장에 미친 파급효과에 대해서는 논란이 있음.

- 다수의 실증분석 연구에서 글로벌 금융위기 중 미 연준의 국채매입 프로그램이 장기국채 금리하락에 도움이 되었다는 결론이 도출되었음.
 - D'Amico and King(2010), Gagnon *et al.*(2010), Wright(2012), Hamilton and Wu(2011) 등은 실증분석을 통해 글로벌 금융위기 중 미국의 비전통적 통화정책이 장기금리 하락을 가져왔다는 결론을 도출하였음.
 - Hancock and Passmore(2011)은 글로벌 금융위기 중 미 연준의 MBS 매입이 모기지 금리의 위험 프리미엄을 낮추었다는 결론을 도출하였음.
 - Swanson(2011)은 1961년의 미국 오퍼레이션 트위스트가 가져온 효과를 분석하였으며, 이 정책을 통한 장기금리 하락에 대해 설명하였음.
- 그러나 이러한 통화완화정책이 실물경제에 얼마나 도움이 되었는지에 대해서는 논란이 계속되고 있음.
 - 적극적인 양적완화정책에도 불구하고 미국의 고용시장과 주택시장의 회복이 더디다는 점이 지적되고 있음.
 - QE2와 오퍼레이션 트위스트 시행에 대해서는 미 연준 내에서도 논란이 있었음.
- 또한 비전통적인 통화정책의 부작용에 대한 우려도 있음.
 - 경기회복 이후에 출구전략 시행 시 미국경제에 부담이 될 수 있음.
 - 시장에 풀린 통화가 글로벌 유동성 확대로 이어져 달러 약세, 유가 등 상품가격 상승 등의 부작용이 나타날 수 있음.

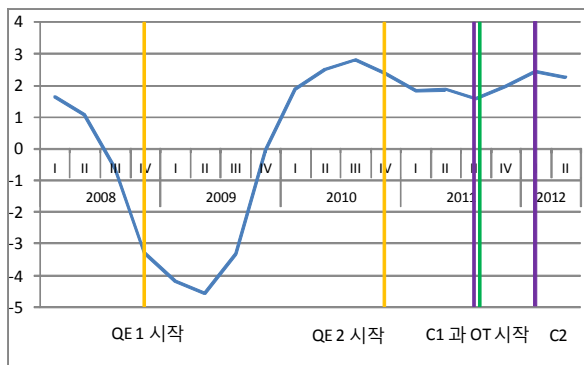
3. 비전통적 통화정책의 현황

■ 미 연준은 서브프라임 모기지 사태로 촉발된 글로벌 금융위기가 시작된 2008년 12월 전격적으로 제로 금리와 QE1을 시행함.

- 2008년 4/4분기 미국 실질GDP는 전년동기대비 -3.3%까지 하락하였으며, 소비자물가 상승률은 -0.02%로 다플레이션이 시작되었음(그림 1 및 그림 2 참고).
- 특히 서브프라임 모기지 사태의 진원지인 주택시장 경색을 완화하는 것이 시급한 과제였음.
- 따라서 QE1에는 최대 3,000억 달러 규모의 국채매입뿐만 아니라, 최대 1조 2,500억 달러의 MBS 매입, 2,000억 달러 규모의 공공기관채 매입까지 포함되었음.
 - MBS 매입과 Freddie Mac, Fannie Mae, Ginnie Mae 등의 공공기관채 매입은 주택시장에 직접 유동성을 공급하기 위해 시행되었음.
- QE1은 2010년 3월 종료되었음.

그림 1. 미국 실질GDP 증가율 추이

(단위: %, 전년동기대비)

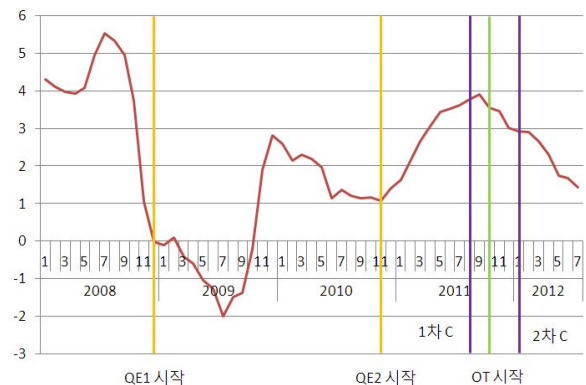


주: QE1과 QE2는 각각 제1차 양적완화와 제2차 양적완화, OT는 오퍼레이션 트위스트, C1과 C2는 두 차례의 정책 공약 시기를 의미함.

자료: FRB.

그림 2. 미국 CPI 인플레이션 추이

(단위: %, 전년동기대비)



주: QE1과 QE2는 각각 제1차 양적완화와 제2차 양적완화, OT는 오퍼레이션 트위스트, C1과 C2는 두 차례의 정책 공약 시기를 의미함.

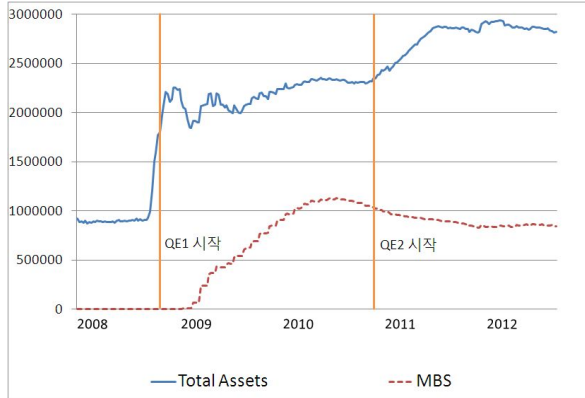
자료: FRB.

■ 미국의 경기회복 속도가 둔화되던 2010년 11월 미 연준은 QE2를 시행하였음.

- 2010년 1/4분기 이후 플러스 성장을 시작한 미국경제는 그 해 3/4분기 2.8%(전년동기대비) 성장을 고점으로 하여 성장세가 다소 둔화되고 있었고, 소비자물가 상승률은 2010년 3월 2.3%의 고점을 기록한 이래 계속 하락하여 2010년 11월에는 1.1% 수준까지 떨어졌음.
- 2010년 11월 3일 FOMC 회의에서 2011년 2/4분기 말까지 총 6,000억 달러의 장기국채 매입을 결정하였음.
 - QE2 결정 당시 1/3에 해당하는 연준 이사, 지역연준 총재들이 QE의 시행에 반대할 만큼 논란이 컸음(18명 중 6명 반대).
 - 최종적으로 매월 750억 달러씩 총 8개월간 장기국채를 매입한다는 계획을 발표하였음.

그림 3. 미 연준 보유자산 규모

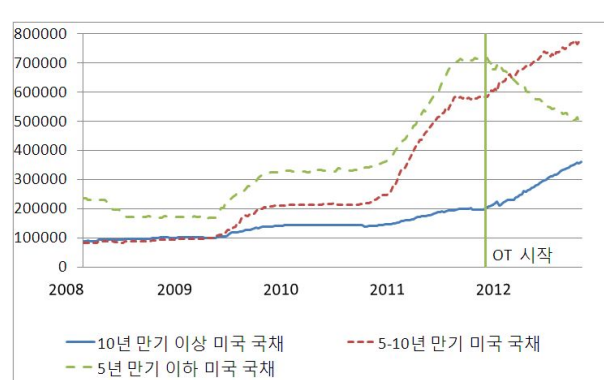
(단위: 백만 달러)



주: QE1과 QE2는 각각 제1차 양적완화와 제2차 양적완화를 의미함.
자료: FRB.

그림 4. 미 연준 보유 국채의 만기별 구분

(단위: 백만 달러)



주: OT는 오퍼레이션 트위스트를 의미함.
자료: FRB.

■ 두 차례의 양적완화정책을 통해 미 연준의 자산은 3배 이상 증가하였음(그림 3 참고).

- 미 연준의 자산은 글로벌 금융위기 이전 9,000억 달러 수준이었으나, 2012년 8월 현재 2조 8,000억 달러를 상회하고 있음.
- 특히 연준의 보유자산 비중도 크게 변화하였는데 금융위기 이전에는 보유하지 않던 MBS가 QE1 시기에 크게 증가하여 2012년 8월 현재 총 자산의 약 30%를 차지하고 있음.
- QE1 종료 이후에도 연준의 총자산 규모는 계속 증가한 반면, MBS 보유 비중은 낮아지고 있음.
 - MBS 매입에만 1조 2,500억 달러를 계획했던 1차 양적완화와는 달리 2차 양적완화에는 국채매입만 이루어졌음.

■ QE2 종료 이후 경기회복 둔화에 대한 우려가 지속되자 2011년 9월 오퍼레이션 트위스트 정책을 시행하였음.

- 2011년 3/4분기는 미국의 재정긴축 논의, S&P의 신용등급 강등 등으로 인해 더블딥(double-dip) 우려가 제기된 시점이었음.
 - 2011년 8월 3일 S&P는 미국의 국가 신용등급을 AAA에서 AA+로 강등하였음.
- 2011년 9월 21일 FOMC 회의에서 4,000억 달러 규모의 채권 포트폴리오에 대해 만기 3년 이하 국채를 매도하고, 같은 규모의 만기 6~30년 국채를 매입하는 오퍼레이션 트위스트 정책 시행을 결정하였음.
 - 오퍼레이션 트위스트 시행에 대해서도 연은 총재 중 3명은 인플레이션 상승 우려 등으로 반대하였음.
- [그림 4]에서 볼 수 있듯이, 오퍼레이션 트위스트 시행 이후 연준이 보유한 5년 만기 이하 국채의 비중이 현저히 낮아졌으며, 5년 만기 이상의 국채 비중은 지속적으로 높아졌음.

■ 미 연준은 2011년 8월과 2012년 1월 두 차례에 걸쳐 현재의 초저금리 유지에 대한 구체적인 기한을 명시하는 정책공약(commitment)을 제시하였음.

- 2011년 8월 9일 FOMC 성명에서 그동안 유지해오던 '상당기간(for an extended period)' 현재의 이례적인 초

저금리를 유지하겠다는 문구를 ‘적어도 2013년 중반까지(at least through mid-2013)’로 수정하여 처음으로 구체적인 기간을 명시하였음.

- 이 성명서에서 연준은 미국경제가 당초 예상보다 더 둔화되고 있으며 경기하강 위험이 증가하고 있다고 판단하였는데, 이러한 분석이 새로운 문구 변경의 원인이 된 것으로 보임.
- 2012년 1월 25일 FOMC 성명에서는 기간을 더 연장하여 ‘적어도 2014년 말까지’ 현재의 이례적으로 낮은 초저금리를 유지하겠다는 정책공약을 제시하였음.
- 이 성명서에서는 자원 가동률이 부진하고 중기 인플레이션 전망이 낮다는 점을 문구 수정의 이유로 제시하였음.

4. 미국 비전통적 통화정책의 효과 분석

■ 그동안의 미국 비전통적 통화정책은 장기국채 금리하락에 효과가 있었으며, 특히 QE1의 효과가 컸음.

- [표 1]~[표 3]은 Swanson(2011)의 분석방법을 따른 일별 이벤트 스터디(High frequency event study analysis)의 결과임.
- 효율적인 시장가설(Efficient Market Theory)에 따라 금융시장은 비전통적 통화정책에 관한 뉴스가 공표된 당일에 해당 정보를 모두 반영하는 것으로 가정함.
- FOMC의 비전통적 통화정책 발표일, 연준 의장의 주요 연설일, FOMC 의사록 공개일 등이 이벤트일로 포함되었으며, QE1의 경우 5개, QE2 7개, 정책공약 2개, 오퍼레이션 트위스트 3개의 주요 이벤트 일을 선정하였음.
- [표 1]~[표 3]의 결과는 각 이벤트 일의 금리 및 지수 변화 분을 합산한 결과임.
- QE1의 경우 미국 10년 만기 국채의 금리를 128.6bp 낮추었으며, QE2는 42.9bp, 정책공약은 35.53bp 낮추었음.
- 오퍼레이션 트위스트는 미국 10년 만기 국채금리를 15.69bp 낮추었는데, 이는 Swanson(2011)이 추정한 1961년 미국의 오퍼레이션 트위스트가 가져온 효과와 비슷한 수준임.
- 또한 오퍼레이션 트위스트의 경우 단기국채는 매도가 되므로 2년 국채의 금리는 다소 상승하는 모습이 관찰되는데, 이 역시 Swanson(2011)에서 관찰된 바와 동일함.

표 1. 미국 비전통적 통화정책이 장기국채 금리에 미친 영향

(단위: bp)

구분	2년 국채	10년 국채
QE1	-64.60	-128.60
QE2	-21.18	-42.93
오퍼레이션 트위스트	7.29	-15.69
정책공약	-13.63	-35.53

자료: FRB.

■ 미국의 비전통적 통화정책은 MBS와 회사채 금리 하락효과도 있었으며, 이는 비전통적 통화정책이 민간 금융시장에도 직접적인 완화 효과를 미친 사실을 나타냄(표 2 참고).

- QE1과 QE2는 MBS 금리를 각각 136bp와 37.25bp 하락시켰음.
- 오퍼레이션 트위스트와 정책공약도 MBS 금리를 각각 26.9bp와 14.35bp 낮추었음.
- QE1은 회사채 금리하락 효과가 있었으나, QE2에서는 회사채 금리하락 효과가 없었음.
- 정책공약의 경우에는 국채금리 하락효과에 비해 민간 채권금리 하락효과는 상대적으로 작았음.

표 2. 미국 비전통적 통화정책이 MBS 및 회사채 금리에 미친 영향

(단위: bp)

구분	MBS	회사채 AAA	회사채 BAA
QE1	-136.00	-86.00	-76.00
QE2	-37.25	14.00	20.00
오퍼레이션 트위스트	-26.90	-20.00	-29.00
정책공약	-14.35	-8.00	-8.00

주: MBS 금리는 Freddie Mac과 Fannie Mae의 30년 만기 모기지 금리 평균임.

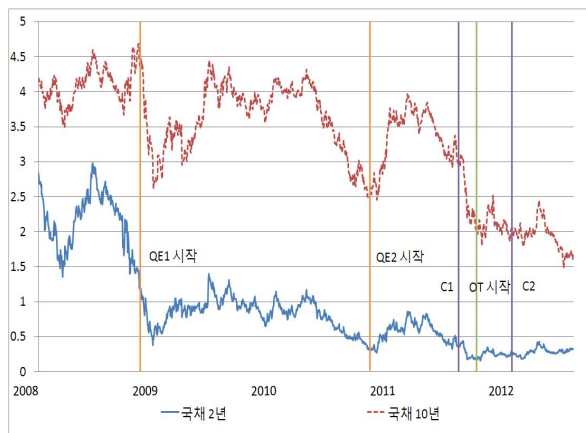
자료: Bloomberg, FRB.

■ 미국의 장기 국채금리와 MBS 금리는 비전통적 통화정책 시행 이전 시점에 비해 크게 낮아졌음.

- 미국 10년 만기 국채금리는 2008년 11월 초 4% 수준이었으나, 2012년 8월 30일 1.6% 수준까지 낮아졌음.
- MBS 금리는 2008년 11월 초 6% 수준이었으나, 2012년 8월 30일 2.4% 수준까지 낮아졌음.

그림 5. 미 국채 금리 추이

(단위: %)

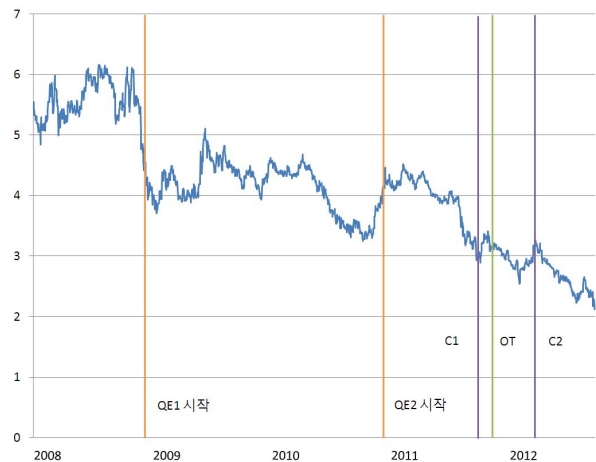


주: QE1과 QE2는 각각 제1차 양적완화와 제2차 양적완화, OT는 오퍼레이션 트위스트, C1과 C2는 두 차례의 정책 공약 시기를 의미함.

자료: FRB.

그림 6. 미 MBS 금리 추이

(단위: %)



주: QE1과 QE2는 각각 제1차 양적완화와 제2차 양적완화, OT는 오퍼레이션 트위스트, C1과 C2는 두 차례의 정책 공약 시기를 의미함.

자료: FRB.

■ 비전통적 통화정책 실시 기간에 주가는 대체로 상승하는 추세였으나, 이를 모두 비전통적 통화정책의 결과로 설명하기는 어려움.

- 서브프라임 사태 이후 급격히 하락하였던 주가 지수는 2009년 초부터 반등하기 시작했으며, 최근까지 대체로 상승하고 있음.
- 일련의 비전통적 통화정책이 주식시장의 유동성 확대에 도움을 주었을 것으로 판단되지만, 주가 상승분을 모두 해당 정책의 효과로 해석하는 것은 무리가 있음.
- [표 3]은 미국과 한국의 주식시장에 미친 영향을 이벤트 분석하고 있는데, 비전통적 통화정책 발표가 주가를 상승시켰다는 일관적인 결론을 도출하기 어려움.

표 3. 미국 비전통적 통화정책이 주식시장에 미친 영향

(단위: 인덱스)

구분	미 다우존스 지수	한국 코스피 지수
QE1	-145.83	65.37
QE2	-3.6	24.06
오퍼레이션 트위스트	-142.85	9.84
정책공약	511.13	-108.37

주: 한국 코스피 지수의 경우에는 미국과의 시차를 고려하여 이벤트 익일을 기준으로 분석하였음.
자료: Bloomberg.

그림 7. 미국 다우존스 주가 지수 추이

(단위: 인덱스)



주: QE1과 QE2는 각각 제1차 양적완화와 제 2차 양적완화, OT는 오퍼레이션 트위스트, C1과 C2는 두 차례의 정책 공약 시기를 의미함.

자료: FRB.

그림 8. 한국 코스피 지수 추이

(단위: 인덱스)



주: QE1과 QE2는 각각 제1차 양적완화와 제 2차 양적완화, OT는 오퍼레이션 트위스트, C1과 C2는 두 차례의 정책 공약 시기를 의미함.

자료: FRB.

■ 양적완화정책으로 인해 미 달러화가 약세가 될 것이라는 우려가 있었으나, 달러/유로 환율은 비전통적 통화정책 시행 이전과 비슷한 수준임(그림 9 참고).

- 글로벌 금융위기와 유로지역 재정위기가 진행되면서 오히려 상대적으로 안전자산인 미 달러화에 대한 수요가 늘어나기도 함.

- 특히 미국뿐만 아니라 영국, 유로지역, 일본 등도 비전통적 통화정책을 시행함에 따라 추가적인 달러화 하락이 제한된 점도 있는 것으로 판단됨.
- 원/달러 환율은 글로벌 금융위기 초기인 2008년 1,500원 수준까지 상승하였다가 그 후 지속적으로 절상되었으나, 이는 위기 이전의 균형 상태를 찾아가는 과정으로 해석될 수 있으며, 달러화 약세에 따른 변화라고 보기는 어려움(그림 10 참고).

그림 9. 달러/유로 환율 추이

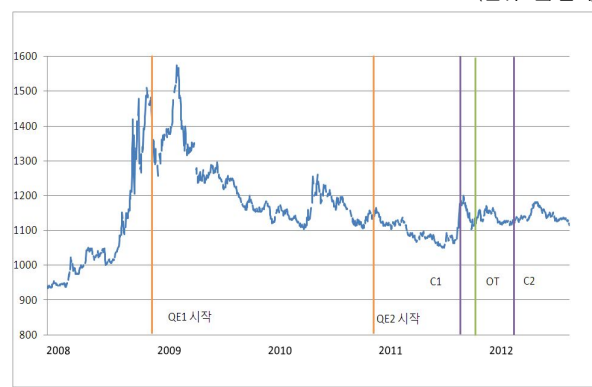
(단위: 달러/유로)



주: QE1과 QE2는 각각 제1차 양적완화와 제2차 양적완화, OT는 오퍼레이션 트위스트, C1과 C2는 두 차례의 정책 공약 시기를 의미함.
자료: 한국은행.

그림 10. 원/달러 환율 추이

(단위: 원/달러)



주: QE1과 QE2는 각각 제1차 양적완화와 제2차 양적완화, OT는 오퍼레이션 트위스트, C1과 C2는 두 차례의 정책 공약 시기를 의미함.
자료: 한국은행.

■ 그동안의 미국 비전통적 통화정책은 금리하락을 통한 금융시장 완화효과가 있었으나, 그 효과의 크기는 점차 하락하고 있다고 할 수 있음.

- QE1의 효과가 가장 컸고, QE2의 효과는 QE1에 비해 1/3 수준에 불과하였으며, 오퍼레이션 트위스트의 효과는 QE2보다 작았음.
- 이러한 효과 하락은 총자산 매입규모가 점차 작아진 것에도 원인이 있지만, 시장금리 수준 자체가 크게 낮아져 추가적인 하락 여지가 부족한 원인도 있음.

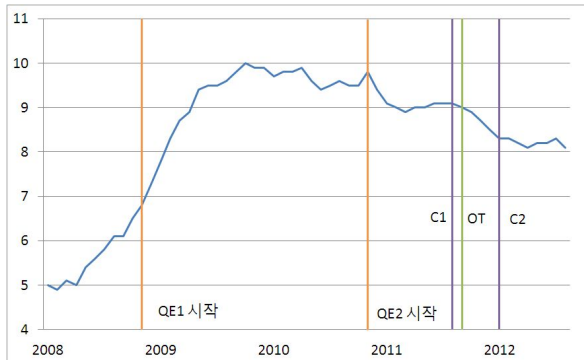
5. 제3차 양적완화정책의 전망과 시사점

■ QE3의 주요 배경으로는 미국 고용시장과 부동산 시장의 회복이 예상보다 지연되고 있는 점을 들 수 있음.

- 한때 10%대까지 상승하였던 미국의 실업률은 2012년 8월 현재 8.2%까지 하락하였는데, 2012년 들어 회복 속도가 둔화되고 있었음(그림 11 참고).
- 미국 주택시장은 2011년 중반부터 회복 속도가 둔화되고 있었으며, 미 연준은 QE3의 MBS 매입을 통해 주택시장 경기회복을 도모하고 있음.

그림 11. 미국 실업률 추이

(단위: 달러/유로)

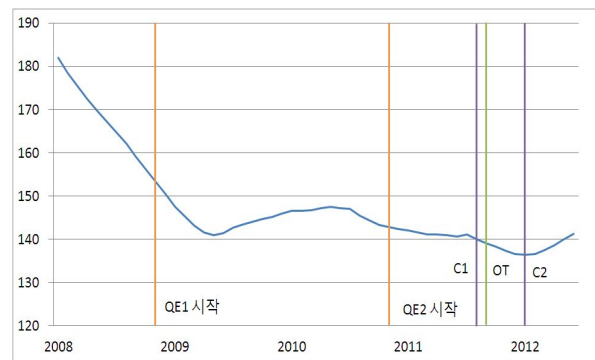


주: QE1과 QE2는 각각 제1차 양적완화와 제 2차 양적완화, OT는 오퍼레이션 트위스트, C1과 C2는 두 차례의 정책 공약 시기를 의미함.

자료: FRB.

그림 12. S&P Case-Shiller 주택 가격 지수 추이

(단위: 달러/유로)



주: QE1과 QE2는 각각 제1차 양적완화와 제 2차 양적완화, OT는 오퍼레이션 트위스트, C1과 C2는 두 차례의 정책 공약 시기를 의미함.

자료: FRB.

■ QE3의 효과는 지난 두 차례의 양적완화에 비해 작을 것으로 예상되며, 소비자 심리 개선을 통한 소비와 투자의 안정을 목표로 한 것으로 판단됨.

- 2012년 8월 현재 미국의 10년 국채금리는 1.6% 수준까지 하락한 상태이며, 장기 기대 인플레이션 수준이 2%를 상회하는 수준인 것을 감안하면 실질금리는 마이너스 수준이어서 QE3로 인한 추가적인 하락을 기대하기 어려움.
- 따라서 지난 두 차례의 양적완화와 같은 실제적인 금리하락 효과를 기대하기보다는, QE3를 통해 시장의 불안 심리를 억제하여 실물경기 회복 속도를 제고하기 위한 정책인 것으로 판단됨.
- [표 4]는 이번 QE3 발표와 관련된 두 차례의 이벤트에서 미국 10년 국채와 MBS 금리의 변화를 나타내고 있는데, 10년 국채금리의 변화는 8bp에 불과하였음.
 - 그러나 MBS 매입 프로그램이 주를 이룬 QE3의 특성상 MBS 금리는 상대적으로 크게 하락하여 32.3bp 하락하였음.
 - 이러한 금리하락 정도는 지난 두 차례의 양적완화 효과에 비해 크게 낮은 수준임.

표 4. QE 3 관련 뉴스가 미국 금융시장에 미친 영향

(단위: bp)

구분	미국 10년 국채 금리	미국 MBS 금리
버냉키 미 연준 의장의 잭슨홀 연설 (2012. 8. 31)	-6	-8.35
FOMC QE3 발표 (2012. 9. 13)	-2	-23.95
합계	-8	-32.3

주: 1) MBS 금리는 Freddie Mac과 Fannie Mae의 30년 만기 모기지 금리 평균임.

2) 2012년 8월 31일 버냉키 미 연준 의장은 잭슨홀 연설에서 필요시 QE3를 취할 준비가 되어 있다는 발표를 하였음.

자료: FRB, Bloomberg.

■ 무기한으로 계획된 QE3의 종료 시점은 실업률 개선 속도와 물가상승률에 의해 결정될 것으로 판단됨.

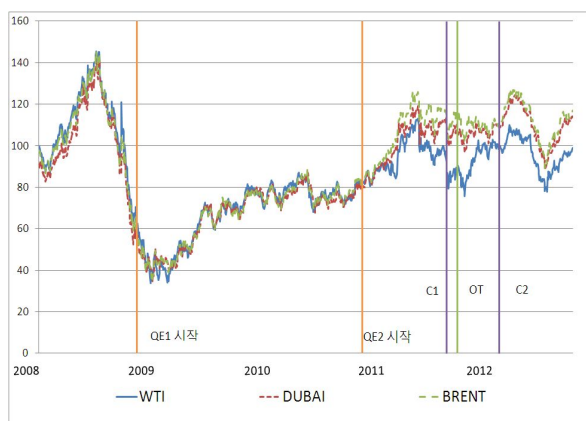
- 2012년 1월 25일 미 연준은 장기 물가 2% 수준의 인플레이션 타겟팅을 선언하였으므로, 물가 상승률이 목표치를 크게 상회한다면 연준이 이를 방임하기는 어려움.
 - 2012년 9월 현재 미 연준은 개인소비지출(PCE) 인플레이션을 2012년 1.7~1.8%, 2013년 1.6~2.0% 수준으로 전망하고 있으며, 이는 물가 목표치를 하회하는 수준임.
- 고용시장의 충분한 개선을 QE3의 종료 기준으로 발표하였으므로, 실업률이 장기 균형 수준인 5.2~6.0%까지 떨어질 것으로 확신할 수 있는 시점에서 QE3가 종료될 가능성이 높음.
 - 2012년 9월 현재 미 연준은 실업률을 2012년 8.0~8.2%, 2013년 7.6~7.9% 수준으로 전망하고 있는데, 실제 실업률이 이보다 충분히 빠른 개선 속도를 보인다면 QE3 종료의 근거가 될 수 있음.

■ QE3뿐만 아니라 유럽중앙은행(ECB)의 무제한 채권매입 프로그램, 영국 및 일본 중앙은행의 양적완화 연장 등으로 글로벌 유동성이 확대됨에 따라 외환시장 불안과 국제 상품시장 가격 상승이 야기될 우려가 있으므로 주의가 필요함.

- 주요 선진국이 모두 양적완화를 통한 통화확장 정책을 펼치고 있으므로 원화 절상 압력이 커질 우려가 있음.
- 글로벌 유동성 확대에 인한 유가 등 국제상품가격 상승에 대한 우려가 있으므로 이에 대한 면밀한 검토와 대비가 필요함.

그림 13. 국제 유가 추이

(단위: 배럴 당 달러)

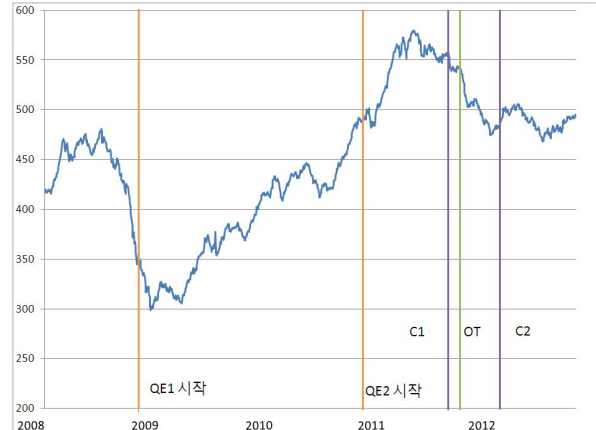


주: QE1과 QE2는 각각 제1차 양적완화와 제2차 양적완화, OT는 오퍼레이션 트위스트, C1과 C2는 두 차례의 정책 공약 시기를 의미함.

자료: Bloomberg.

그림 14. 국제상품가격 지수(CRB) 추이

(단위: 인덱스)



주: QE1과 QE2는 각각 제1차 양적완화와 제2차 양적완화, OT는 오퍼레이션 트위스트, C1과 C2는 두 차례의 정책 공약 시기를 의미함.

자료: Bloomberg.

참고문헌

- D'Amico, Stefania and Thomas B. King. 2010. "Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases." Finance and Economics Discussion Series 2010-52.
- Gagnon, Joseph, Matthew Raskin, Julie Remache and Brian Sack. 2010. "Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?" Federal Reserve Bank of New York Staff Report 441.
- Hamilton, James D. and Jing Wu. 2012. "The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment." *Journal of Money, Credit, and Banking*, 44, pp. 3-46.
- Hancock, Diane and Wayne Passmore. 2011. "Did the Federal Reserve's MBS Purchase Program Lower Mortgage Rates?" Finance and Economics Discussion Series 2011-01.
- Swanson, Eric T. 2011. "Let's Twist Again, A High-Frequency Event-Study Analysis of Operation Twist and Its Implications for QE2." *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 151-188.
- Wright, Jonathan H. 2012. "What does Monetary Policy do to Long-Term Interest Rates at the Zero Lower Bound?" NBER Working Paper 17154.