

미국 통화정책 정상화에 따른 출구전략 효과 및 시사점

윤여준 대외경제정책연구원 구미·유라시아실
미주팀 부연구위원
yoonyj@kiep.go.kr

이 웅 대외경제정책연구원 아시아태평양실
인도남아시아팀 연구위원
wleey@kiep.go.kr

문성만 전북대학교 경제학부 조교수
smoon@jbnu.ac.kr

권혁주 대외경제정책연구원 구미·유라시아실
미주팀 연구원
hjkwon@kiep.go.kr



1. 연구의 배경 및 목적

- 2015년 12월 단행된 미국의 금리인상을 시작으로 본격적인 통화정책 정상화가 이루어질 전망
 - 미 통화당국은 2008년 시작된 금융위기의 타개를 위해 다수의 비전통적인(unconventional) 정책 도구들을 양산
 - 이와 관련 기준금리인 연방기금금리를 0~0.25% 수준까지 낮추었고 대규모 자산매입(LSAP: Large Scale Asset Purchase)을 통해 장기국채, 주택저당증권 등의 자산 매입
 - 전통적으로 연방준비제도(이하 연준)가 공개시장조작을 통해 단기국채 위주로 매매하였음을 볼 때, LSAP로 인한 자산 구성은 연준의 비전통적 통화정책의 일부분을 차지
 - LSAP를 통한 자산매입규모 역시 전례 없던 것으로, 총 4조 5,000억 달러의 자산을 매입했으며 이로 인해 연준의 밸런스시트 또한 크게 증가
- 미국의 통화정책 정상화는 ‘Zero Lower Bound’에 도달한 기준금리의 인상과 ‘비전통적인 자산’을 포함하고 있으며 크게 증가한 연준의 밸런스시트를 처리하는 문제로 구분
- 본 연구는 통화정책 정상화를 위한 출구전략 및 이들이 수반하는 문제점에 대해 살펴보았으며, 각 출구전략효과에 대해 분석
 - 이러한 과정의 세부적인 이해 없이는 미국의 통화정책 정상화가 우리에게 미치는 영향에 대한 분석 역시 제한적일 수 있다는 점에서 본 연구의 의의 및 필요성 존재

2. 조사 및 분석 결과

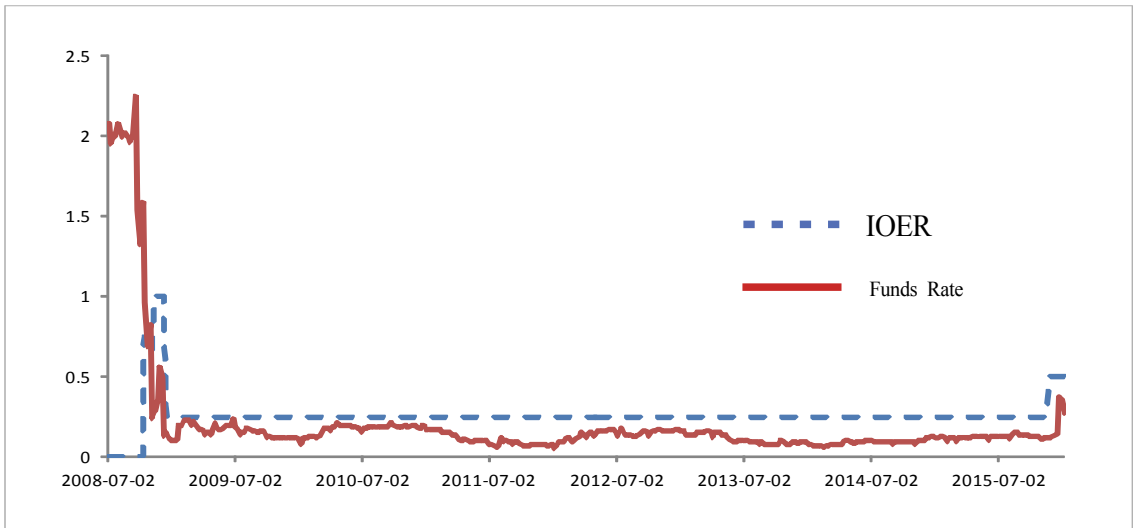
가. 통화정책 정상화 도구 및 출구전략

1) 초과지급준비금에 대한 이자(IOER: Interest on Excess Reserves)

- LSAP로 인해 연준의 부채인 지급준비금 역시 현격히 증가했으며 이는 인플레이션 등 다양한 우려를 자아냄.

- 연준은 불어난 지급준비금을 컨트롤하기 위해 2008년 10월 지급준비금에 이자 지급 시작
 - IOER은 시중은행들의 대출 및 투자 요인을 감소시킴으로써 통화 창출을 억제하여 통화 공급의 급증을 방지하는 역할
 - 증가한 밸런스시트로 인해 일반적인 공개시장조작만을 활용한 금리인상이 어려워진바, IOER 조정을 통한 금리인상 시사
 - IOER은 0.25% 수준에서 유지되다가 2015년 12월 금리인상과 동시에 0.5%로 인상

그림 1. 실질기준금리 vs. 지급준비금에 대한 이자



자료: Federal Reserve Economic Data(FRED).

- 연준은 IOER과 더불어 역레포(Reverse Repurchase Operations)를 활용하여 지급준비금의 공급을 조정함으로써 금리인상에 대한 세부적 조율 시행

2) 밸런스시트 정상화

- LSAP로 인해 급격히 증가한 밸런스시트를 위기 이전 수준으로 회복시키는 문제 역시 출구전략의 주요 요소
 - 이는 전례 없이 증가한 연준 보유자산의 매각 및 축소 문제와 직결되는 중요한 문제
 - 단기간 내 밸런스시트의 정상화는 인플레이션, 급격한 자산가격 하락 등 다양한 문제를 초래할 수 있으므로 점진적인 정상화 방안을 시사

표 1. 금융위기 전후 System Open market Account(SOMA) 자산 구성 비교

(단위: 천 달러)

자산 구분	2005년 12월 28일		2015년 9월 23일	
	보유액(\$)	비중(%)	보유액(\$)	비중(%)
US Treasury Bills (T-Bills)	271,270,406.0	36.6	0.0	0.0
US Treasury Notes and Bonds	449,594,811.0	60.7	2,346,580,370.8	55.4
US Treasury Floating Rate Notes	0.0	0.0	59,743.8	0.0
US Treasury Inflation-Protected Securities	19,983,382.0	2.7	98,534,104.2	2.4
Federal Agency Securities	0.0	0.0	35,093,000.0	0.8
Agency Mortgage Backed Securities	0.0	0.0	1,752,619,040.3	41.4
Total	740,848,599.0	100.0	4,232,886,259.1	100.0

자료: Federal Reserve Bank of New York.

- 연준의 총자산규모는 2005년 12월 약 7,400억 달러를 보유한 데 비해 2015년 9월 약 4조 2,000억 달러를 보유해 금융위기 전에 비해 약 5.6배 증가
- 자산 구성 관련 2015년 9월 주택저당증권의 비중은 41%, T-Bill로 불리는 단기국채는 전혀 보유하고 있지 않은 반면, 금융위기 이전인 2005년 12월에는 주택저당증권 0%, T-Bill은 37% 보유

● 이렇듯 밸런스시트 정상화는 금융위기 이전과 비교, 5배 이상 증가한 규모를 축소시키는 문제와 현재 연준의 자산에서 큰 비중을 차지하고 있는 장기국채 및 주택저당증권을 처리하는 문제와 직결

- 이와 관련 연준의 적극적인 자산 매각 혹은 자산 만기 도래에 의한 소멸 등의 방안 존재
 - 최근 연준의 Forward Guidance에 의하면 몇 차례의 금리인상이 있기 전까지는 채투자를 통해 밸런스시트의 규모를 유지할 것을 시사
 - 또한 자산 매각보다는 만기 도래에 의한 밸런스시트 축소방안에 무게가 쏠리고 있는바, 매우 점진적인 정상화가 이루어질 것으로 전망

나. 통화정책 정상화의 효과

- LSAP를 비롯한 연준의 비전통적인 통화정책은 전례가 없었던 것으로 이에 대한 정상화 효과 예측은 매우 힘든 상황
- 기준금리인상 속도 및 기간은 여전히 불투명하나 이에 따른 효과를 장기금리의 움직임 중심으로 생각해볼 필요
- 밸런스시트 정상화는 상기된 바와 같이 만기 도래 소멸에 의해 매우 점진적으로 진행될 가능성이 높으나 자산 매각의 가능성도 여전히 존재
 - 자산 매각 시 해당 자산의 시장공급을 증가시켜 가격 하락 및 수익률 상승을 초래할 가능성
 - 즉 밸런스시트 정상화 속도가 빨라질수록 자산가격 하락 및 장기금리 상승에 대한 압력 증가
- 기준금리인상 혹은 자산매각 등으로 인해 장기금리가 급격히 상승한다면 이는 회복국면에 접어든 미국경제에 악영향이 될 가능성
 - 금리상승은 소비, 투자 등 총수요를 둔화시키는 요인이므로 실물경제에 악영향
- 한편 미국의 금리인상은 신흥국을 비롯한 세계경제에 더 큰 파장을 미칠 수도 있다는 우려 존재
 - 금리인상과 미국의 회복세는 미국 자산의 매력도를 증대시켜 신흥국으로부터 자본유출 및 이들 경제에 악영향 초래
- 반면 기준금리인상에도 장기금리가 반응하지 않아 장·단기 금리 스프레드가 압축된다면 이는 금융안정성을 저해할 요인으로 작용
 - 경제주체들의 리스크 테이킹(risk taking)과 reaching for yield 현상 심화 가능성 존재
 - 단기차입·장기대여(borrowing short-lending long) 형태의 투자전략을 취하고 있는 금융기관들에 장단기 스프레드 감소는 수익성 저하로 이어지며 이에 대한 만회를 위해 고수익·고위험 자산에 투자하는 현상 발생
 - 이러한 현상은 전반적인 금융안정성을 저해하는 것으로 레버리지가 높을수록 더욱 위험

- VAR 모형을 이용 상기된 효과에 대해 분석한 결과는 다음과 같음.
 - 미국으로의 자본 순수입은 크게 증가하는 것으로 나타남.
 - 장기금리의 반응은 크지 않아 장단기 금리 차의 축소 및 수익률 곡선의 역전현상이 발생할 가능성 제기

3. 정책 제언

- 미국의 통화정책 정상화 관련 우리가 가장 우려하는 바는 급격한 자본유출 및 이로 인해 발생하는 다양한 문제점들임.
 - 1997년 IMF 금융위기와 2008년 글로벌 금융위기를 겪은 우리 입장에서는 이러한 우려에 대한 충분한 대비가 필요
 - 또한 실증분석 결과를 미루어볼 때 통화정책 정상화 초기 어느 정도의 충격이 있을 것이라는 것을 유추할 수 있음.
 - 미국 금리인상의 직접적인 영향뿐 아니라 도미노 효과에 의한 자본유출의 가능성 역시 존재하므로 이에 대한 차별화된 대비책 마련 필요
 - 자산 매각에 의한 연준 밸런스시트 정상화 역시 금리인상과 유사한 효과를 불러올 것으로 기대되므로 금리인상의 추이뿐만 아니라 밸런스시트 정상화 과정에 대한 면밀한 모니터링 필요
- 한편 여러 차례 위기로부터 얻은 교훈을 통해 한국이 비교적 안정적인 거시건전성 및 외환보유액을 갖추고 있다는 점은 기타 신흥국들과는 확연히 차별되는 점
 - 특히 선물환포지션 한도 축소, 외환건전성 부담금, 외국인 채권투자 과세환원조치 등 다양한 정책들은 대외건전성 개선에 큰 기여
- 한편 시기상조적인 금리인상으로 인한 미국의 경기둔화의 가능성에 대한 대비책 마련 필요
 - 현재 세계경제의 견인차 역할을 하는 미국 경제성장 둔화는 글로벌 실물경제에 타격을 줄 수 있으며 이는 대외의존도가 높은 우리 경제에도 해당

- 현재 반년째 동결기조를 보이고 있는 한국의 기준금리 관련, 선제적 대응보다는 미국의 통화정책 정상화 추이에 대한 충분한 모니터링 후 방향성을 책정해도 가능할 것으로 기대
 - 최근 부각된 경기둔화 가능성, 가계부채 등의 문제점을 고려할 때 미국의 금리인상에 동조한 금리인상은 문제점을 야기할 수 있으므로 이에 대한 신중한 판단이 필요한 상황