WORLD ECONOMY UPDATE

KIEP 오늘의 세계경제

대외경제정책연구원 www.kiep.go.kr | 137-747 서울시 서초구 염곡동 300-4 | ISSN 1976-0515 | Vol. 9 | No. 30 | 2009년 9월 15일

초저금리하에서의 주요국 통화정책 현황과 시사점

이 동 은 국제거시금융실 국제금융팀 부연구위원 (derhee@kiep.go.kr, Tel: 3460-1151)
박 영 준 국제거시금융실 국제거시팀 부연구위원 (yjpark@kiep.go.kr, Tel: 3460-1109)

1. 비전통적 통화정책의 개념
2. 주요국의 비전통적 통화정책 현황
3. 주요국 비전통적 통화정책의 평가
4. 우리나라 통화정책 현황 및 시사점

주 요 내 용

▶ 글로벌 금융위기 이후 세계 주요국은 초저금리와 비전통적 통화정책을 통해 위기극복에 나서고 있음.

- 비전통적 통화정책에는, (i) 통화정책 당국의 단기 정책금리 조정에 대한 명확한 정책공약, (ii) 중앙은행의 보유자산 비율 조정, 그리고 (iii) 양적완화 정책이 있음.

▶ 미국, EU, 일본 등 주요국은 모두 자국의 실정에 맞는 비전통적 통화정책을 펴고 있으나, 그 효과는 목표한 특정 금융시장을 중심으로 제한적으로 나타남.

- 비전통적 통화정책을 통한 장기금리 하락과 유동성의 실물경제 유입 효과는 크지 않았음.

- 다만 각국 중앙은행이 설정한 목표에 따라 모기지 금리와 회사채 금리의 하락이 이루어짐으로써 신용위기 회복의 효과는 있었음.

▶ 우리나라는 직접적인 비전통적 통화정책은 사용한 바가 없으나 채권시장안정펀드, 은행자본확충펀드 등을 통해 간접적으로 기업과 금융권의 신용회복에 기여하였음.

▶ 각국의 비전통적 통화정책 실정과 경제회복 상황이 다르므로, 통화정책의 기조 변화도 각국의 실정에 맞는 방식으로 이루어져야 할 것임.

- 미국의 경우 적극적인 비전통적 통화정책을 시행하는 과정에서 본원통화가 우려할 만한 수준으로 증가하였으나, 우리나라, EU, 일본의 본원통화 증가는 상대적으로 완만한 수준임.

- 따라서 비정상적으로 늘어난 본원통화의 회수 방법과 시점이 문제가 되는 미국 중심의 출구전략은 비전통적 통화정책을 적극적으로 실시하지 않은 우리나라의 실정과는 거리가 있음.

- 또한 우리나라를 제외한 주요국은 디플레이션의 지속에 대한 우려가 큰 반면, 우리나라는 일부 부동산 시장을 중심으로 한 자산시장 과열의 가능성이 대두됨.

▶ 우리나라는 그동안의 확장적 통화정책에도 불구하고 민간투자 부문의 회복이 더디게 이루어지고 있으므로, 민간투자에 대한 활성화 대책이 필요함.

1. 비전통적 통화정책의 개념

■ 글로벌 금융위기를 맞아 미·일·EU 등 주요 선진국은 정책금리를 제로금리에 가까운 수준으로 인하하였음.

- 2009년 8월 현재, 미국은 0~0.25%, 일본은 0.01%, EU는 1%의 정책금리를 유지하고 있음.

- 현재 우리나라의 기준금리는 2%로, 주요국의 금리보다는 높으나 사상 최저 금리 수준임.

■ 주요국들은 통상적인 금리조정을 통한 확장적 통화정책의 여력이 소진됨에 따라 비전통적 통화정책(nontraditional monetary policy)으로 추가적인 금융완화조치를 취하였음.

- 이미 2001년부터 2006년까지 사실상 제로금리 상태에 있던 일본이 이러한 비전통적 통화정책을 사용한 바 있음.

- 비전통적 통화정책의 목표는 정책금리조정 이외의 수단으로 장기금리를 낮추어 금융시장의 신용경색을 완화하는 것임.

■ 미 연방준비제도이사회(이하 FRB) 의장인 버냉키는 2004년 비전통적 통화정책을 다음의 세 가지 범주로 나누어 분석한 바 있음.[1)]

- 첫째, 금융시장 참가자에게 정책금리가 상당 기간 낮은 수준으로 유지될 것임을 확신시키는 정책

- 둘째, 중앙은행이 보유하고 있는 특정 증권의 보유 비율을 조정하여 이자율의 기간구조를 변화시키는 정책

- 셋째, 제로금리를 유지하는 데 필요한 수준 이상으로 통화를 늘리는 양적 완화(quantitative easing) 정책이 있음.[2)]

■ 이와 같은 비전통적 통화정책은 과도한 통화확장으로 인해 인플레이션에 대한 시장의 우려를 자아내고 있음.

- 따라서 주요국의 출구전략(exit strategy)에 대한 논의는 주로 비전통적 통화정책에 의해 확장된 유동성 회수에 초점이 맞추어지고 있음.

■ 본고에서는 버냉키의 분류에 따라 주요국의 비전통적 통화정책을 우리나라의 통화정책 현황과 비교 검토하고, 그에 대한 평가를 통해 시사점을 찾고자 함.

2. 주요국의 통화정책 현황

가. 미국

■ 미 FRB는 2009년 5월 본원통화를 전년동월대비 두 배 이상(약 113%) 증가시킨 바 있으나, 7월 현재 99% 선까지 조절하고 있음(그림 1 참고).

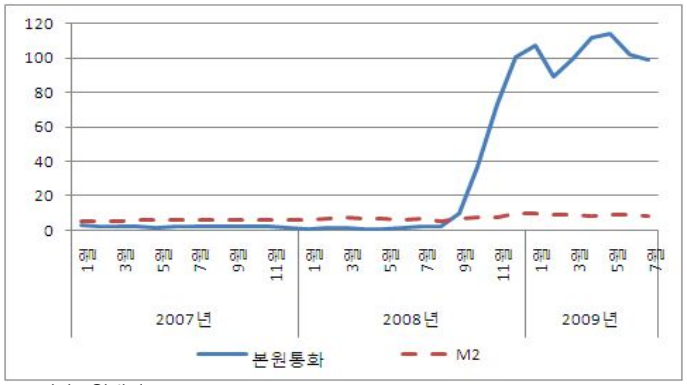
- 그러나 M2 증가분은 전년동월대비 약 8%에 불과해, 대부분의 본원통화 증가분은 초과지급준비금(excess reserve)의 형태로 FRB에 예치되어 있는 상황임.

- 이러한 조치는 양적완화의 거시적 목표인 장기금리 하락을 통한 시중의 유동성 공급에는 한계가 있었지만, 부실 금융기관들의 연쇄도산을 막는 데 기여함.

- FRB는 정책 시행 초기부터 일본이 2001~06년 동안 시행하였던 양적완화와 차별화하기 위해 '신용완화(credit easing)' 란 표현을 사용하여 왔음.

그림 1. 미국의 본원통화와 M2 증가율

(단위: %)



주: 전년동월대비.

■ FRB는 장기국채의 보유 비율을 높이고, 주택담보부증권(MBS)의 구입을 단행하였음.

- 2009년 8월 현재, FRB는 단기국채(bills)의 보유를 전년동

1) Bernanke, B. S. and V. R. Reinhart(2004), "Conducting monetary policy at very low short-term interest rates," *American Economic Review*, 94(2), pp. 85-90.

2) 그러나 대체로 양적완화 정책은 중앙은행이 특정 증권의 보유 비율을 늘리는 방식으로 이행되므로, 이 두 정책의 엄밀한 구분은 어려움.

월대비 약 15% 줄인 반면, 중장기국채(notes and bonds) 비율은 약 58% 증가시켰음.[3)]

- 또한 금융위기로 가장 큰 타격을 입었던 주택시장의 활성화를 위해, 정부보증 모기지 회사가 발행한 주택담보부증권의 매입한도를 1.2조 달러까지 늘렸으며, 2009년 8월 현재까지 약 7,000억 달러 규모를 매수하였음.

■ FRB는 지난 7월 버냉키의 의회연설 등을 통해, 앞으로 상당 기간 동안 금리인상을 포함한 출구전략을 사용하지 않겠다는 의지를 표명한 바 있음.

- 버냉키는 지난 7월 21일 『월스트리트저널』 기고를 통해, M1과 M2의 증가, 신용경색 완화, 인플레이션의 현실화 등의 조건이 갖추어지면 언제든지 출구전략을 사용할 준비가 되어 있으나, 앞으로 상당 기간(for an extended period)은 확장적인 통화정책을 유지할 것이라고 밝힘.

- 이는 시장의 인플레이션에 대한 우려와 출구전략에 대한 불안감을 동시에 진정시키려는 의도로 해석되며, 시장의 단기 금리에 대한 예상치를 낮추려는 비전통적 통화정책의 일환으로 볼 수 있음.

나. EU

■ EU의 경우 유럽중앙은행(이하 ECB)은 2009년 1월 본원통화를 전년동월대비 39%까지 증가시켰으나, 7월 현재 23% 수준까지 조절하였음(그림 2 참고).

- 그러나 7월부터 600억 유로[4)] 상당의 커버드본드(covered bond)[5)] 매입이 양적완화 정책의 일환으로 집행 중이어서, 본원통화량은 당분간 다소 상승할 것으로 예상됨.

- M2 증가분은 본원통화 증가분보다 낮은 6.5% 상승에 그침.

■ ECB는 보유채권의 장단기 보유 비율을 조정하지는 않았으나, 커버드본드 매입을 통해 금융권의 신용경색을 완화하려는 시도를 함.

- 커버드본드 발행 물량의 약 40% 정도를 은행이 보유하고 있어, 금융위기로 타격을 받은 금융권에 대한 지원의 성격을 갖고 있음.

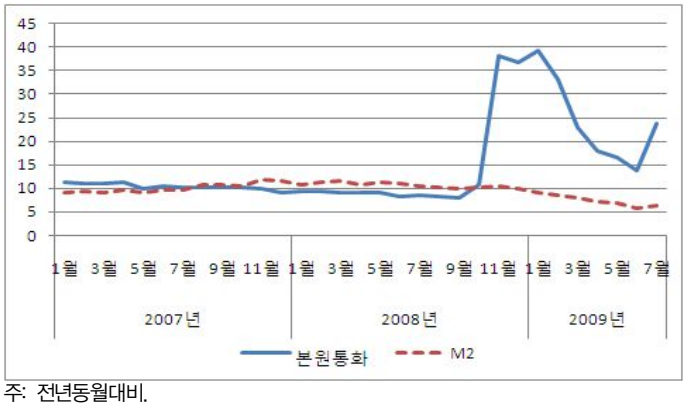
■ ECB는 향후 이미 계획된 양적완화를 시행할 것이고 필요하다면 내년까지 연장할 것이라고 언급하여, 정책금리 상승에 대한 시장의 우려를 불식시키려고 노력함.

- ECB 총재 트리셰는 내년까지 예정된 양적완화 정책을 계속 유지할 것이라고 밝히고 있음.

- ECB 정책위원 보넬로 역시 경기가 저점을 지났다는 징후는 있으나 잠재성장률까지 회복하는 데는 시간이 걸릴 것이며, 앞으로 상당 기간 더 양적완화 기조가 유지될 것임을 시사하였음.

그림 2. EU의 본원통화와 M2 증가율

(단위: %)



주: 전년동월대비.

다. 일본

■ 일본은 2001년 3월부터 2006년 3월까지 양적완화 정책을 시행하였으며, 본원통화를 회수하는 긴축정책을 시행하던 중에 이번 금융위기를 맞아 본원통화를 다시 증가시키고 있음(그림 3 참고).

- 양적완화 정책을 시행하였던 2001년부터 2006년 사이에 이미 본원통화는 60% 이상 증가하였으며, 2006년 양적완화를 해제한 이후 본원통화를 회수하고 있었음.

- 2009년 8월 현재 본원통화는 전년동월대비 6.1% 증가하였으며, M2는 전년동월대비 2.8% 증가하였음.

■ 일본은행(이하 BOJ)은 장기국채 보유 비율을 높였을 뿐만 아

3) 이에 따라, FRB의 평균 자산 만기는 2008년 말 2.2년에서 2009년 5.5년까지 증가하였음.

4) 600억 유로는 현재 본원통화의 약 6% 수준임.

5) 커버드본드는 금융기관이 보유하고 있는 주택담보대출채권 등을 기초자산으로 발행되는 담보부채권의 일종임.

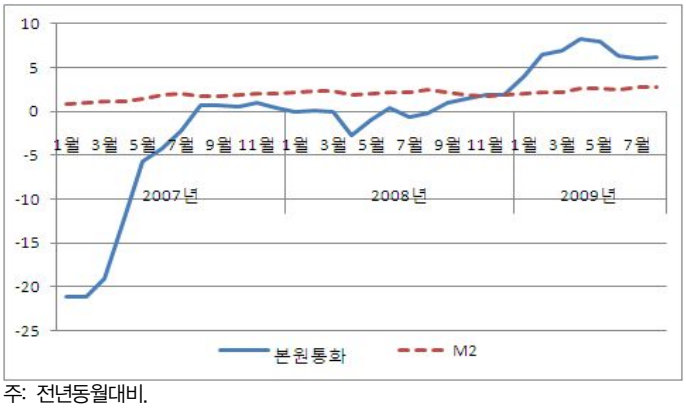
니라, 회사채 매입 등을 통해 신용경색 완화를 시도하였음.

- BOJ는 1.2조 엔이던 월중 장기국채 매입한도를 2008년 12월과 2009년 3월 두 차례에 걸쳐 1.8조 엔까지 확대하였음.

- 또한 BOJ는 2009년 3월 1조 엔 규모의 회사채 매입 계획을 발표하여, 기업의 자본 확충을 지원하고 있음.

그림 3. 일본의 본원통화와 M2 증가율

(단위: %)



주: 전년동월대비.

■ BOJ는 적어도 연내에는 금리인상 등의 통화긴축정책을 사용하지 않을 것을 시사하는 발언을 하고 있음.

- BOJ는 2009년 9월 말 만료예정이던 기업어음과 회사채 매입 등 기업자금 지원책을 연말까지로 연장하였음.

- 이에 대해, BOJ 총재 시라카와는 시장이 완전히 회복되지 않을 경우 또 한 번 기한을 연장할 수 있다고 언급함.

- BOJ는 2001~06년의 양적완화 시기에 사용한 것과 같은 금리인상 시기에 대한 명확한 입장표명[6]은 하지 않았으나, 간접적으로 단기적인 정책금리 인상은 없을 것임을 표명하고 있음.

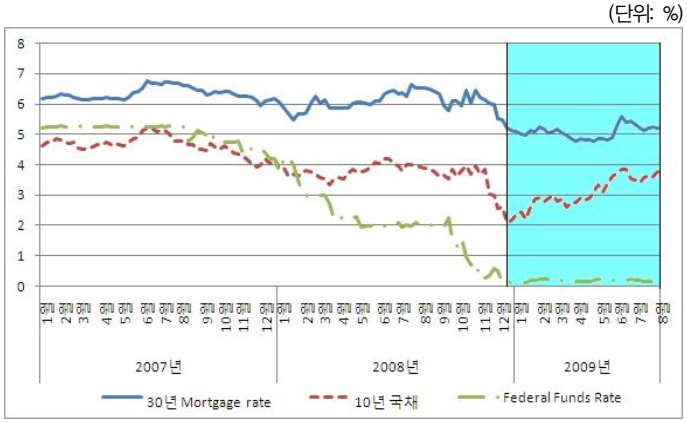
3. 주요국 통화정책의 평가

■ 미국, EU, 일본 등 주요국은 양적완화라기보다는 신용완화에 초점을 맞춘 비전통적 통화정책을 사용하고 있는 것으로 판단됨.

6) BOJ는 2001년 제로금리와 양적완화 정책 시행 시, 디플레이션이 지속되는 한 정책금리를 올리지 않겠다는 명확한 정책공약(commitment)을 하였음.

그림 4. 미국의 이자율

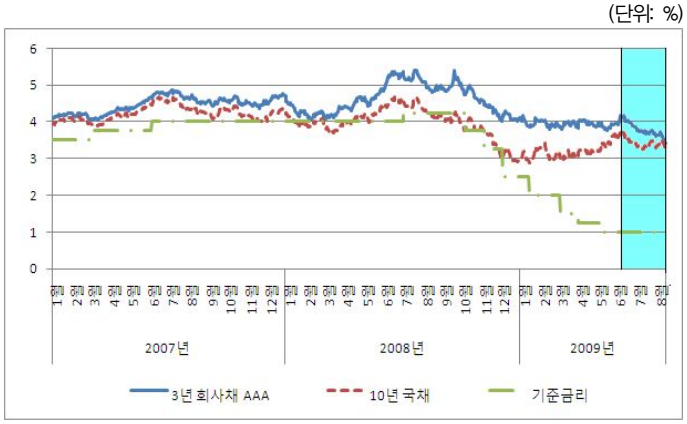
(단위: %)



주: 음영 부분은 본격적인 양적완화 시기.

그림 5. EU의 이자율

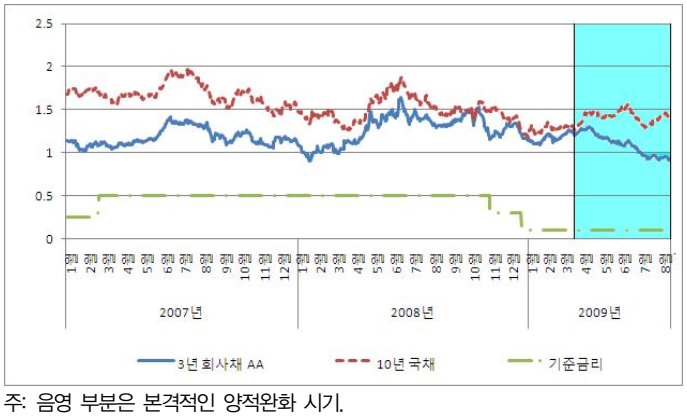
(단위: %)



주: 음영 부분은 본격적인 양적완화 시기.

그림 6. 일본의 이자율

(단위: %)



주: 음영 부분은 본격적인 양적완화 시기.

- 통상적으로 양적완화 정책의 효과로 논의되는 장기금리 하락을 통한 시중의 유동성 공급 효과보다는 중앙은행이 목표로 하는 특정 금융시장의 회복에 대한 효과가 더 컸음.

- 미국의 경우, 실질적인 제로금리가 시행된 2008년 12월 이후 장기국채 금리는 인플레이션 우려로 오히려 상승하였으나, 상대적으로 모기지 금리는 안정적으로 하향하였음(그림 4 참고).

○ 2009년 5월 이후 인플레이션과 출구전략 시행에의 우려로 장기국채 금리와 모기지 금리가 동반 상승하였으나, 7월 이후 다시 안정세로 돌아섰음.

- EU의 경우에도, 양적완화정책 발표 이후 장기국채 금리와 회사채 금리가 동반 하락하였으나 회사채 금리의 낙폭이 더 컸음(그림 5 참고).

- 일본도 장기국채는 큰 변화가 없는 반면, 회사채 금리는 지난 3월 회사채 매입 확대 발표 이후 지속적으로 하락하고 있음(그림 6 참고).

■ 따라서 현재까지 시행된 비전통적 통화정책의 효과는 제한적이었다고 평가할 수 있음.

- 비전통적 통화정책이 장기금리 하락을 통한 거시경제 회복에 기여한 바는 크지 않지만, 모기지 시장, 회사채 시장 등을 통한 신용위기 해소에는 효과적이었다고 할 수 있음.

■ 미국의 경우 비정상적으로 늘어난 통화량이 향후 부담이 되겠지만, 일본과 EU의 통화증가 속도는 상대적으로 완만한 수준임.

- 가장 적극적인 양적완화정책을 시행하였던 미국의 경우 본원통화 흡수 방법을 중심으로 한 출구전략의 논의가 필요하지만, EU와 일본의 경우 통화량 자체는 크게 우려할 수준이 아닌 것으로 판단됨.

○ 지난 7월 발표된 FRB 버냉키 의장의 출구전략은 점진적인 통화회수와 마지막 단계로서의 금리인상을 그 내용으로 하고 있음.

○ EU와 일본의 경우 통화량보다는 늘어난 재정적자가 더 큰 문제인 것으로 지적되고 있음.

- 증가된 통화량은 상당 부분 본원통화로 묶여 있으므로, 서서히 회수된다면 경제에 대한 부담도 적을 것으로 판단됨.

■ 오히려 주요국들의 당면과제는 출구전략을 시행하는 것보다 디플레이션의 지속을 막는 것임.

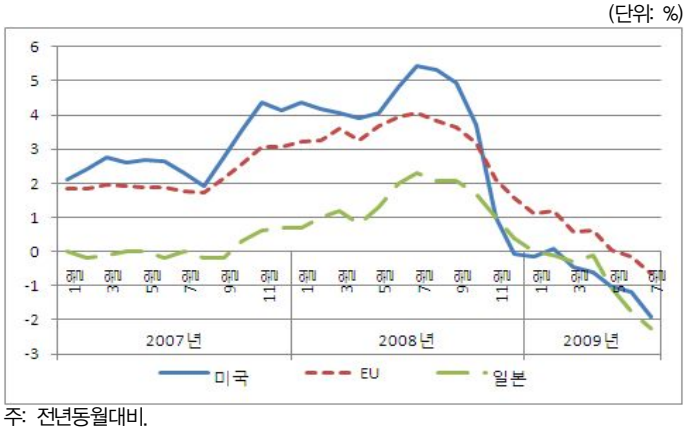
- 2009년 7월 현재 미국, EU, 일본은 소비자물가지수가 전년동월대비 각각 −2.1%, −0.7%, −2.2% 감소하였음(그림 7 참고).

- 디플레이션이 지속되는 한 금리인상뿐만 아니라 적극적인 통화 회수 노력도 무리일 것으로 판단되므로, 출구전략의 시행 시점은 디플레이션이 끝난 이후가 될 것임.

○ 성급한 통화 회수로 디플레이션이 장기화될 경우 회복되고 있는 경제에 부담을 주어 더블딥(double-dip)이 발생할 가능성을 배제할 수 없음.

그림 7. 주요국 소비자물가 상승율

(단위: %)



주: 전년동월대비.

4. 우리나라 통화정책 현황 및 시사점

가. 현황

■ 올해 초 우리나라의 본원통화는 전년동월대비 30% 이상 증가하였으나, 2009년 7월 17.4% 선까지 조절되었으며 M2는 9.7% 수준임(그림 8 참고).

- 한국은행은 2008년 9월 이후 시중에 공급한 27.5조 원 중 61%에 해당하는 16.8조 원을 지난 4월 시중 은행에서 샀던 채권을 되파는 방식으로 회수하였음.

- 또한 통화안정증권 발행을 늘려 유동성을 일부 흡수함.

■ 한국은행은 자산 보유 비율을 조정하거나 특정 자산을 매입하는 수단을 직접 사용하지는 않았지만, 간접적인 방식으로 신용완화를 시도하였음.

- 채권시장안정펀드에 5조 원을 지원하기로 계획되어 있으며,

1차분으로 약 2.7조 원을 지원하여 회사채 매입의 효과를 보았음.

- 한국은행은 총액대출한도를 6.5조 원에서 9조 원으로 증액하는 한편, 총 10조 원 규모의 은행자본확충펀드를 산업은행에 대출하여 금융권의 BIS 자기자본비율 개선을 도모함.

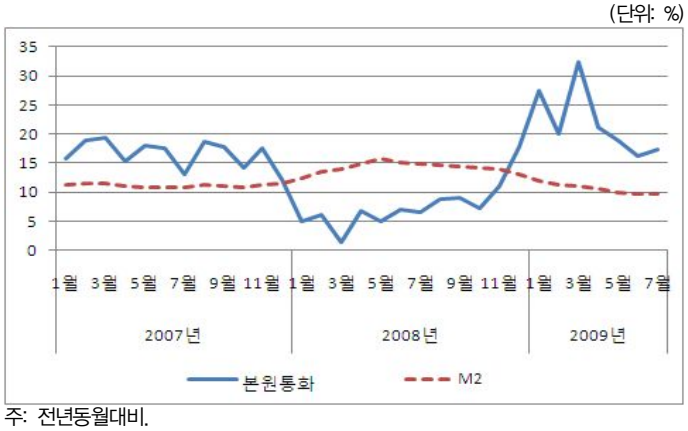
- 12.2조 원 규모의 저축은행 부동산 PF 대출 총액 중, 부실하거나 부실 가능성이 높은 대출채권을 매입함.

- 은행의 원활한 신용공급을 위해 2008년 12월 지급준비금에 이자를 지급함.

- 주요국의 공격적인 직접 지원에 비해 규모는 작으나, 우리나라도 특정 시장을 목표로 한 간접적인 신용완화를 실시하였다고 볼 수 있음.

그림 8. 한국의 본원통화와 M2 증가율

(단위: %)



주: 전년동월대비.

■ 한국은행은 2009년 9월 현재, 7개월 연속 기준금리를 2% 수준에서 동결하고 있으나, 향후 금리인상 시점에 대해 명확한 정책공약을 하고 있지는 않음.

- 한국은행은 본원통화 감소와 통화안정증권 발행액 증가 등의 조치가 출구전략의 일환이 아니라, 콜금리를 기준금리 수준에 맞추기 위한 정책이라고 설명하였으나, 시중에서는 금리인상에 대한 우려가 존재함.

- 또한 한국은행은 연내 금리인상 가능성을 배제하지 않아, 시장에서는 조기 금리인상의 우려가 지속됨.

○ 출구전략 조기 시행에 대한 불안감이 최근 장기금리 상승의 가장 큰 원인으로 분석되고 있음.

- 그러나 8월 말과 9월 초에 걸쳐 이명박 대통령과 윤증현 기획재정부 장관이 출구전략은 시기상조라고 언급함으로써 연내 정책기조 변화는 없을 것임을 시사하였음.

나. 평가와 시사점

■ 우리나라는 채권시장안정펀드가 시작된 2008년 말 이후 회사채 금리가 큰 폭으로 하락하여 안정세를 유지하였으나, 장단기 국채 스프레드는 좁히지 못했음(그림 9 참고).

- 2008년 말 8%대이던 회사채 금리는 채권시장안정펀드 시행 이후 올 초 5%대 이하로까지 떨어졌음.

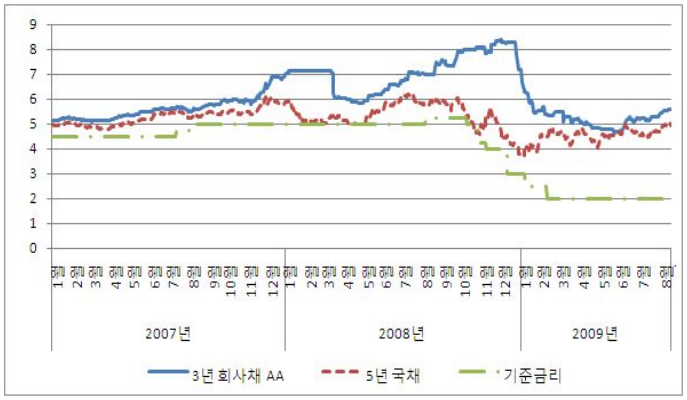
- 하지만 장기국채 금리는 정책금리가 2%로 낮아진 후에도 4%대에서 머물고 있어, 사실상 정책금리 수준의 통화완화 효과를 보지 못하고 있는 실정임.

- 이에 따라, 중소기업에 대한 대출은 금융위기 시작 시점인 2007년 중반부터 지속적인 감소 추세에 있으며, 대기업에 대한 대출 역시 2008년 10월 70%대의 증가율에서 2009년 8월 현재 약 11%로 큰 폭으로 하락하였음(그림 10 참고).

- 결국 금융통화정책의 효과가 실물부문으로 파급되지 못하고 있다고 할 수 있음.

그림 9. 한국의 이자율

(단위: %)

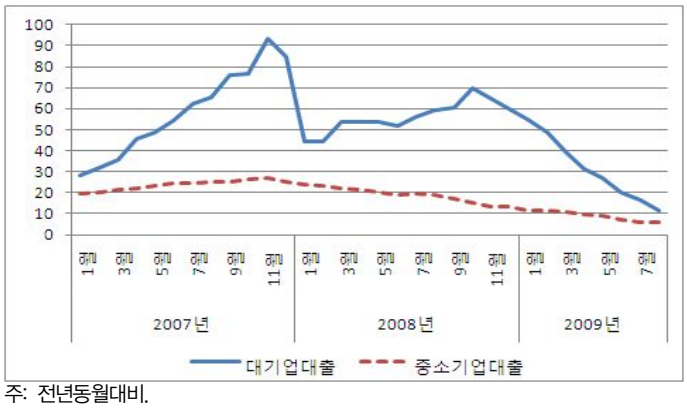


■ 따라서 현재까지 시행한 통화정책이 시중의 신용경색을 성공적으로 완화하지는 못했다고 평가할 수 있으며, 이에 대한 대책이 필요함.

– 이를 통해 민간소비 및 민간투자가 활성화되는 것이 궁극적으로 경제 회복의 열쇠가 될 것임.

그림 10. 한국 기업 부문 은행대출 증가율

(단위: %)



주: 전년동월대비.

■ 우리나라는 양적완화를 포함한 비전통적 통화정책을 적극적으로 시행하였다고 보기 어려우며, 통화량 증가 자체도 일반적인 통화 확장기의 수준까지 조절하는 것으로 볼 수 있음.

– 또한 주요 선진국이 디플레이션을 겪고 있는 것에 반해, 소비자물가 상승률이 2009년 8월 현재 전년동월대비 2.2%로 적당한 수준을 유지하고 있다는 점에서도 주요국과 다른 모습을 보여 주고 있음.

– 따라서 우리나라 통화정책 기조의 변화 시기와 방식을 주요 선진국의 출구전략과 직접 비교하는 것은 무리가 있음.

○ 그러나 주요국이 금리를 동결하고 있는 시점에서 선제적으로 금리를 인상하는 것은 환율하락 압력 등의 부담이 있음.

○ 그러므로 우리나라의 정책금리 인상 시점은 국내 인플레이션 가시화 시점과 국제적 출구전략 시행 시점을 고려하여 결정될 것임.

■ 다만, 우리나라의 경우 증가된 유동성이 일부 부동산시장을 중심으로 유입되어, 자산시장의 과열에 대한 우려가 존재하므로 이에 대한 대책이 필요함.

– 최근 시행된 총부채상환비율(DTI)의 수도권 확대는 전반적인 통화정책 기조를 바꾸지 않으면서, 자산시장의 과열을 미시적으로 방지하려는 노력으로 이해할 수 있음. KIEP