

금융위기 이후 미국 통화정책의 변화*

연구위원 장정모

지난 16일 미 연준은 FOMC를 통해 기준금리 Fed funds rate를 '상당기간' 0~0.25%로 유지할 것임을 재확인하였다. MBS매입이 3월 말로 종료될 예정이며 재할인율의 추가인상이 논의되고 있는 가운데 본격적인 출구전략의 시기에 대한 관심은 여전히 높다.

미국의 2월 실업률이 9.7%인 현 상황에서 여름 이전에 금리를 올리기는 어려울 것이다. 단, 테일러 준칙을 적용한 적정금리를 본다면 2010년 말까지 0.75%, 2011년 2월까지 1%로 오를 것으로 예상할 수 있다. 또한 호니그 캔자스시티 연준 총재와 플로서 필라델피아연준 총재 등의 선제적 금리인상을 요구하는 내부 목소리도 만만치 않아 불확실성이 지속되고 있다. 연준 내 '매파'로 분류되는 이들의 주장은 비전통적 통화정책의 부작용에 대한 염려에서 비롯되었다.

비전통적인 통화정책

미 연준은 5.25%였던 기준금리를 2007년 상반기부터 인하하기 시작하여 2008년 12월 이후 실질적으로 제로금리를 유지하여 왔다. 실제 실업률과 물가상승률을 감안한 테일러 준칙을 따른다면 2009년의 적정금리는 -5%가 되어야 했다. 명목금리를 더 이상 내릴 여지가 없어 발생한 이 문제는 1.5~2%로 인플레이션 목표치를 낮게 유지해 온 탓이 크다. 결국 연준은 경기부양을 위해 금리를 -5%로 유지하는 효과를 가진 양적완화정책을 도입하게 된 것이다.

양적완화 정책은 금융기관에 대한 유동성 공급, 신용시장 지원, 국채 직매입 등의 형태로 이루어졌으며, 연준의 대차대조표 규모를 2배 이상 늘리게 되었다. 연준 대차대조표의 변화는 구체적으로 ① 초과지준의 증가와 ② MBS의 매입으로 나누어 생각할 수 있다.

① 초과지준의 증가

금융위기 이후 연준의 대차대조표 규모는 2조 달러 이상으로 증가하였다. 부채를 보면, 통화와 법정지급준비금이 대부분이었던 금융위기 이전과는 달리 초과지급준비금(이하 초과지준)의 대폭적인 증가가 두드러졌다. 리만 사태 이전에는 15억 달러에 불과하였던 초과지준은 석 달 후 7,740억 달러, 2010년 1월에는 9,000억 달러를 넘어서게 되었다. 같은 기간 법정지급준비금이 440억 달러에서 600억 달러로 증가한 것과 비교할 때 전례가 없는 기록이다.

이에 따라 연준이 서둘러 대차대조표 규모를 축소하지 않는다면 경기가 회복되면서 물가가 크게 상승할 것이라는 주장이 나오고 있다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.



예전의 연준 방침대로 초과지준에 이자를 지급하지 않는다면 전적으로 맞는 말이다. 경기가 회복되면서 은행들은 초과지준을 대출로 전환할 것이므로 통화량이 급격히 증가하게 된다. 초과지준의 전환을 막으려면 미리 소멸시키는 것만이 유일한 방법이다. 하지만 지금처럼 장기자산의 비중이 높아진 경우에는 자산매각이 시장에 미치는 효과가 크다. 단기간 내 초과지준 축소가 어렵기 때문에 큰 폭의 물가상승이 예상되는 것이다.

하지만 2008년 10월 이후 연준은 초과지준에 이자를 지급하고 있다. 초과지준금리와 기준금리 간의 스프레드라는 새로운 정책 도구가 생긴 셈이다.[1] 초과지준금리만을 올리면 은행들은 초과지준을 대출로 전환하려는 유인이 감소하게 된다. 초과지준이나 기준금리의 변화가 없이도 통화량의 증가를 통제할 수 있게 된 것이다. 이와 같은 이유로 초과지준의 규모 자체만으로는 갑작스런 인플레이션이 이어질 것이라고 단정할 수 없다.

② MBS의 매입

그렇다면 '매파'의 걱정은 기우에 불과한 것인가? 전통적으로 연준의 자산에서 미 국채의 비율은 80% 전후였으며, 이 중 단기채와 장기채의 비율이 약 1:2였다. 금융위기 이후 연준은 국채 직매입제도를 통하여 장기채 매입에 나섰다. 2010년 1월 현재 장기채 보유분은 1년 전에 비해 3,000억 달러 증가한 약 7,500억 달러이나, 단기채는 여전히 180억 달러에 머무르고 있다.

미 국채가 아직까지는 안전자산으로 분류되는 것을 감안하면 장기채의 증가는 그리 걱정할 문제가 아닐 것이다. 하지만 연준 자산에서 MBS가 차지하는 비율이 미 국채의 비율보다 높아졌다는 사실은 염려할 점이다. 연준은 2009년 초부터 주택시장의 유동성 공급을 목적으로 Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae가 보증하는 MBS의 매입을 시작하였다. 2010년 1월 기존주택판매가 연율 505만 건으로 2002년 수준에 여전히 머물러 있고, 주택관련 대출금리가 지난 1년간 거의 100bp 하락한 것을 볼 때 MBS 매입은 성공적이었다고 할 수 있다. 다만, 3월말 연준의 MBS 보유분은 1조 2,500억 달러가 되어 연준 자산의 절반을 차지하게 된다.

문제는 MBS의 매각 시기이다. 단기간 내에 MBS를 매각하는 것은 주택시장을 다시 침체시킬 가능성이 크다고 예상되고 있다. 연준도 이 같은 우려를 인식하여 MBS의 매각이 점진적으로 이루어질 것이라고 여러 차례 밝혀 왔다. MBS가 당분간 연준의 대차대조표에 남아있게 된다는 것인데, 이는 위험도가 높은 자산의 가격변동에 장기간 노출되는 것을 의미한다.

미국 주택시장의 위기는 해소되지 않아 MBS 가격이 하락할 요인이 여전히 존재하고 있다. 초과지준에 대한 이자부담도 높아진 상황에서 연준의 수익구조가 크게 악화될 수 있게 되었기 때문에 이전까지는 상상할 수 없었던 예산

1) 자세한 논의는 Keister, Todd and James McAndrews (2009), "Why are Banks Holding so Many Excess Reserves?" Federal Reserve Bank of New York Staff Report no. 380를 참조.



적자도 이론상으로는 가능해진 것이다.[2] 화폐를 추가로 찍어내는 방법은 거시경제에 영향을 미치지 않거나, 원치 않는 인플레이션을 유발시키게 될 것이다.

다른 방법은 재무부로부터 지속적인 재정적 지원을 받게 되는 것으로, 정기적인 상원의 승인을 필요로 하게 된다. 일반적으로 재정적인 면의 독립은 중앙은행의 독립성을 가늠하는데 중요한 척도로 인식되어 왔다. 상원의 승인이 예산운용에 필요하다면 금리책정에 대한 정치적 압력을 피하기는 매우 어려워질 것이다. 또한 경제주체들의 기대인플레이션을 크게 상승시켜 향후 통화정책의 유효성을 저하시키는 결과로 이어질 수도 있다.

장기적인 금융안정성을 위해 연준의 독립성이 우선시된다면 MBS를 서둘러 매각하여 대차대조표 규모를 축소시켜야 할 것이다. 현재처럼 MBS 매각이 당분간 곤란하다면 인플레이션에 대비하여 금리인상을 서두르는 것이 대안이다. 최근 장단기 금리격차가 확대된 원인도 인플레이션에 대한 이러한 우려에서 찾아볼 수 있을 것이다.

실업률이 우선되는 현실

미국 경제는 2009년 여름 이후 완만한 회복세를 보이고 있다. 하지만 회복세라고는 하여도 실업률이 여전히 높은 것이 현실이다. 연준의 물가안정능력이 훼손되는 것을 조기에 방지하려는 노력은 자칫 경기침체로 이어질 수도 있다. 그럼에도 불구하고 금리를 올리자는 것이 '매파'의 입장이라고 할 수 있다.

버냉키 의장의 최근 발언들은 물가안정보다는 실업률에 초점을 맞춘 저금리 정책이 계속될 것을 말해주고 있다. 올해 인플레이션이 안정적으로 유지될 것이라는 전망도 이같은 예상을 뒷받침한다. 더구나 부의장에 내정된 옐런은 버냉키보다도 실업률에 비중을 높게 두는 것으로 알려져 있다. 테일러 준칙의 추정치보다 늦어진 2010년 말부터 금리가 오를 거라고 시장이 예상하기 시작한 것도 무리가 아니다.

비전통적인 통화정책의 도입은 전반적인 통화정책에 대한 불확실성을 증가시켰다. 특히 최적 인플레이션 목표치에 대한 논란도 커지고 있다. 인플레이션 목표치가 애초에 높게 설정되어 있었더라면 제로금리의 벽에 일찌감치 다다르는 일은 없었다는 지적이다. 차후 금융위기에 원활히 대응하기 위해서는 인플레이션 목표치를 현재의 2%보다 높은 4%선에서 채택하는 것이 나을 수도 있다는 것이다.[3] 그러나 위기가 아닌 평상시에 예전처럼 안정적인 인플레이션을 기대하는 것은 어려워지게 된다. 미국과 유럽의 통화정책 실무자들이 이 아이디어에 난색을 표하는 이유이다.

2) 이에 관한 모형은 Reis (2009), "Interpreting the Unconventional U.S. Monetary Policy of 2007-2009"을 참조.

3) Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia and Paolo Mauro (2010). "Rethinking Macroeconomic Policy", IMF Staff Position Note.