

**KCMI**  
Korea Capital  
Market Institute

# 양적완화 정책에 대한 고찰 및 시사점

이승호 | 강현주

# 양적완화 정책에 대한 고찰 및 시사점

2016. 7

선임연구위원  
연구위원

이 승 호  
강 현 주



**자본시장연구원**  
Korea Capital Market Institute



# 목 차

---

Executive Summary .....	viii
I. 검토배경 .....	3
II. 양적완화 정책에 대한 이론적 고찰 .....	7
1. 개념 .....	7
2. 양적완화 정책의 구분 .....	10
3. 이론적 효과 및 전달경로 .....	18
4. 양적완화에 따른 잠재적 리스크 .....	21
III. 주요국의 양적완화 정책 운용 사례 .....	27
1. 미국 연준 .....	27
2. 유럽중앙은행 .....	35
3. 일본은행 .....	39
4. 영란은행 .....	44
IV. 우리나라에 대한 시사점 .....	49
참고문헌 .....	53

## 표 목 차

---

<표 II-1> 양적완화 및 통화발행을 통한 재정조달간 비교 .....	16
<표 III-1> 미 연준의 비전통적 통화정책수단 .....	28
<표 III-2> 유럽중앙은행의 비전통적 통화정책수단 .....	36
<표 III-3> 일본은행의 비전통적 통화정책수단 .....	40
<표 III-4> 영란은행의 비전통적 통화정책수단 .....	45

## 그림 목 차

---

<그림 II-1> 각국 중앙은행자산/GDP 비중 .....	9
<그림 II-2> 각국 중앙은행 자산중 국채 비중 .....	9
<그림 II-3> 선진국 및 신흥국의 민간신용/GDP 추이 .....	17

## 약 어 표

---

AGP	Asset Guarantee Program
AIFP	Automotive Industry Financing Program
AMLF	ABCP MMMF Liquidity Facility
APF	Asset Purchase Facility
ASSP	Automotive Suppliers Support Program
CBLI	Consumer and Business Lending Initiative
CBPP	Covered Bond Purchase Programme
CE	Credit Easing
CPFF	CP Funding Facility
CPP	Capital Purchase Program
DWF	Discount Window Facility
ECTR	Extended Collateral Term Repo
EESA	Emergency Economic Stabilization Act
FLS	Funding for Lending Scheme
FSOC	Federal Stability Oversight Council
GSE	Government-Sponsored Enterprise
HAMP	Home Affordable Modification Program
LTRO	Long-Term Refinancing Operations
MBS	Mortgage Backed Securities
MMIFF	Money Market Investor Funding Facility
OMF	Overt Monetary Financing
OMT	Outright Monetary Transactions

PDCF	Primary Dealer Credit Facility
PPIP	Public-Private Investment Partnership
PSPP	Public Sector Purchase Program
QE	Quantitative Easing
QQE	Quantitative and Qualitative Easing
SLS	Special Liquidity Scheme
SMP	Securities Market Programme
SSFI	Systematically Significant Failing Institution Program
TAF	Term Auction Facility
TALF	Term Asset-Backed Securities Loan Facility
TARP	Troubled Asset Relief Program
TIP	Targeted Investment Program
TLTRO	Targeted Longer-Term Refinancing Operations
TSLF	Term Securities Lending Facility

## 《 Executive Summary 》

- 본 보고서에서는 양적완화 정책에 대한 개념과 종류, 정책효과 등 이론적 측면을 고찰해 본 후 주요국의 양적완화 운용사례와 특징을 분석함으로써 우리나라에 대한 시사점을 도출해 보았음

### 1. 양적완화 정책에 대한 이론적 고찰

#### (개념 및 종류)

- 양적완화 정책이란 정책금리가 금리하한에 도달해 더 이상 금리 인하 효과가 없는 경우 중앙은행이 본원통화 증대를 통해 정책 목표를 달성하려는 비전통적 통화정책 방식
  - Bernanke and Reinhart(2004) 및 Borio and Disyatat(2009)는 양적완화 정책을 금리를 제로 수준으로 유지하는데 필요한 규모 이상으로 중앙은행의 대차대조표 규모를 확대하는 정책으로 정의
  - 금융위기 여파에 따른 신용위험 증가, 금융시장의 중개기능 위축, 통화의 유통속도 저하에 따른 실물경기 회복 지연 등이 양적완화 도입의 주요 배경
- 양적완화는 좁은 의미에서 경기부양을 위해 중앙은행이 국채매입을 통해 유동성을 공급하는 것을 의미하나, 넓은 의미에서는 신용정책적 측면을 모두 포괄하는 신용완화(credit easing) 정책
  - 버냉키는 신용완화를 중앙은행 자산 및 부채 확대와 함께 자산구성을 변화시켜 신용위험을 축소하는 정책으로 인식

- Werner(1995)는 일본의 장기 경기침체에 대응하기 위해 중앙은행의 자산매입 확대 및 태화외환시장개입을 통해 유동성을 직접 공급하는 신용완화를 확대하여야 한다고 주장
- 질적완화(qualitative easing) 정책은 중앙은행의 대차대조표가 확대되는 양적완화와 구분하여 자산구성(composition) 변화를 통해 정책목표를 달성하는 방식을 의미
- 질적완화는 자산가격 급변동, 실물투자 및 총수요 위축에 따른 실업 증가 등 비정상적인 상황에서 중앙은행이 위험자산 매입을 통해 금융안정을 도모하는 정책
  - 양적완화가 이자율곡선 형태를 변화시키는 데 반해, 질적완화는 국채와 회사채의 스프레드를 축소시키기 위한 정책
- 최근에는 양적완화의 극단적인 형태로 정부가 재정적자를 채권(국채) 발행이 아닌 중앙은행의 발권력을 통해 조달(overt monetary financing)하는 방안도 거론
- 정부 재정지출 재원을 중앙은행의 영구적인 통화공급 확대를 통해 상환부담 없이 조달하는 것으로 Friedman(1969)은 이를 ‘helicopter money’에 비유
  - Turner(2015)는 통화발행을 통한 재정조달이 총수요 확대 및 디플레이션 위험에 대한 유력한 대처수단이라고 주장
  - 그러나 White(2013)는 중앙은행의 영구적인 유동성공급은 인플레이션 기대를 높이거나 국채금리 상승, 도덕적 해이 유발 등으로 성공하기 어렵다고 지적한 바 있으며, 버냉키 전 미연준의장도 중앙은행의 독립성 훼손 우려가 있음을 지적

### (이론적 효과 및 전달경로)

- 양적완화의 유효성에 대한 이론적 효과는 고전적 화폐수량설 (theory of money)에 근거
  - － 반면 케인지언 경제학에서는 명목금리가 하한에 도달하여 유동성 함정(liquidity trap)에 빠질 경우 통화공급을 통한 정책효과를 기대하기 어려운 것으로 봄
  
- 양적완화 정책의 효과는 다음과 같은 전달경로를 통해 가능
  - － (신호효과) 중앙은행의 대규모 자산매입은 미래의 정책금리를 낮게 유지할 것이라는 확정적인 통화정책 신호(signal)를 시장에 전달
  - － (희소성 경로) 중앙은행이 특정 자산을 대규모 매입할 경우 해당 자산의 희소성이 증대되면서 채권가격 상승 및 금리 하락 효과가 발생
  - － (신용제약 완화) 신용위험에 의해 금융기관의 자금중개기능이 약화된 상황에서 중앙은행이 금융기관이 보유하고 있는 위험자산을 매입하는 경우 시장가격을 안정시키고 신용제약을 완화
  - － (듀레이션 경로) 중앙은행이 장기국채를 대량으로 매입할 경우 민간의 포트폴리오가 단기화 되면서 듀레이션이 축소되고 장기채권의 리스크 프리미엄 및 금리 하락 압력이 발생

### (양적완화에 따른 잠재적 리스크)

- 양적완화는 정상적인 통화정책으로 회귀하는 출구전략(exit strategy) 시행시 각종 위험에 노출될 수 있을 뿐만 아니라 다음과 같은 잠재적 리스크를 보유
  - (금융시장 기능 저하) 양적완화는 중앙은행이 시장에 개입하여 시장질서 및 가격 형성을 왜곡하고 도덕적 해이를 조장하는 부정적 측면이 존재
  - (부 및 위험 재분배) 공공부채인 화폐를 대가로 특정자산을 대규모로 매입함에 따라 부와 리스크가 재분배되고 자산가격 상승으로 부의 불평등이 심화될 가능성
  - (중앙은행 독립성 및 신뢰성 손상) 출구전략 시행시 중앙은행 수지 문제가 발생할 가능성이 커지고 향후 통화정책에 대한 정치적 압력이 가중되면서 통화정책 의존도가 확대
  - (잠재적 인플레이션 위험) 장기간의 양적완화로 확대된 과잉 유동성이 경기회복기에 접어드는 경우 인플레이션 압력을 가중시킬 우려가 상존

## 2. 주요국의 양적완화 정책 운용 사례

### (미국 연준)

- 미 연준은 유동성 공급, 신용시장 지원, 국채매입 등을 통해 양적완화를 적극적으로 시행

- (유동성 공급) 글로벌 위기 이전 미 연준은 기존 여신제도의 범위 확대 및 대출제도 방식 변경 등을 통해 유동성 공급 강화
  - (신용시장 지원) 주택가격 하락에 따른 신용경색을 완화시키기 위해 중앙은행이 채권매입을 통해 금융기관을 직접 지원
  - (국채 매입) 금융안정 및 경기부양을 위해 1~3차 대규모 국채매입 프로그램을 시행
- 한편 미 재무부도 연준과 별도로 은행자본을 확충하고 자동차산업 및 주택시장을 지원하는 부실자산 구제 프로그램(Troubled Asset Relief Program: TARP)을 2008년 10월 도입
- TARP는 근거법인 EESA(Emergency Economic Stabilization Act, 2008)와 Dodd-Frank Act에 의해 총 한도가 설정되고 재무부가 개별 프로그램은 주관하며 월간 보고서를 의회에 보고
- 미 연준은 중앙은행의 개입 없이는 금융시장 안정과 금융기관의 유동성 부족이 해결되기 어렵다는 점을 인식하고 비예금금융기관에 대해 유동성을 적극 공급한 점이 주요 특징
- 미 연방준비은행법 제13조 3항에서는 ‘비정상적이고 위중한 상황’ 발생시 비예금금융기관에 대한 신용공여 허용을 명시
  - 미 연준이 ‘Bagehot의 원칙’에 따라 유동성을 공급하면서 적극적으로 개입한 결과 위기대응 과정에서 중앙은행의 역할 확대에 대한 새로운 시각이 대두

### (유럽중앙은행)

- 유럽중앙은행(European Central Bank: ECB)은 자산매입보다는 대출중심의 유동성 공급에 주력하다가 남유럽 국가들의 재정위기 우려 확산 이후 국채매입을 확대
  - － (유동성 공급) 금융기관의 장기유동성 수요가 늘어남에 따라 LTRO(Long-Term Refinancing Operation) 만기를 확대하고 TLTRO(Targeted Long-Term Refinancing Operation) 프로그램을 도입
  - － (신용시장 지원) 금융시장 신용상황 개선을 위해 역내 은행들의 주요 자금조달원인 담보부채권을 매입
  - － (국채 매입) 2015년 3월부터 현재까지 대량의 국채를 매입하는 전면적 양적완화를 시행중에 있으며, 2016년 3월 매입채권 규모를 기존 월 600억유로에서 800억유로로 확대
  
- ECB는 미국과 달리 비전통적 통화정책을 전통적인 통화정책에 대한 보완적인 성격을 갖는 것으로 인식
  - － ECB는 비전통적 통화정책이 근본적으로 비정상적인 상황에 따른 일시적 조치이며 물가안정이라는 통화정책의 본연의 목표에 부합해야 된다는 점을 강조

### (일본은행)

- 일본은행은 자산매입 프로그램과 양적 및 질적 완화 정책을 가장 폭넓게 시행

- (유동성 공급) 글로벌 위기 발생 후 일본은 기존 적격담보 기준 완화 및 금융기관의 대출증가 지원을 위한 제도 신설
  - (신용시장 지원) 자산매입 프로그램을 운용하여 ETF 및 REIT 등의 매입규모를 확대
  - (국채 매입) 본원통화목표제 도입으로 장기국채 등의 매입을 대폭 확대하고 장기국채의 평균 잔존만기를 연장
- 일본은 여타 국가에 비해 가장 일찍 비전통적 통화정책을 사용하였을 뿐만 아니라 가장 큰 규모의 유동성을 공급
- 2001년 3월 제로금리 하에서 단기 유동성 확대조치를 시행하여 양적완화를 가장 먼저 도입하였으며 위험자산매입 등 질적완화를 동시에 추진

#### (영란은행)

- 영란은행은 유동성 공급은 물론 은행내 자산매입기구를 설치하여 민간자산 및 국채를 매입
- (유동성 공급) RP를 통한 공개시장조작 규모 증액 및 적격담보증권의 범위 확대 등 유동성 공급조치 실시
  - (신용시장 지원 및 국채 매입) 영란은행내 APF(Asset Purchase Facility)를 설치하여 신용시장 지원을 위한 민간자산매입을 도모하였으며 이후 국채를 대규모 매입
- 영란은행은 중앙은행 유동성 공급을 유동성 보장(assurance) 또는 보험(insurance)라고 지칭하면서 이의 필요성을 강조

- 금융시장이 이례적인 상황에 직면할 경우 자본시장에서 증권 매매를 통해 최종시장조성자 역할을 수행한다는 원칙을 천명

### 3. 우리나라에 대한 시사점

- 미국, 일본 등 선진국 중앙은행의 양적완화 정책 수행과정에서 대체로 다음과 같은 공통적인 특징이 발견됨
  - 첫째, 각국 중앙은행은 경기회복 지원을 위한 국채매입에 앞서 신용위험 완화와 금융중개기능 회복을 위해 금융기관 및 신용시장에 대한 과감한 유동성 지원을 우선적으로 도모
  - 둘째, 중앙은행의 유동성 공급은 비정상적이고 금융시스템 위험이 큰 상황에서만 일시적으로 지원한다는 원칙을 유지
  - 셋째, 이러한 원칙에 따라 중앙은행의 지원방식은 영구 출자 방식보다는 은행에 대한 단기 대출형태로 이루어짐으로써 중앙은행 본연의 대출기능에 부합토록 함
  - 넷째, 긴급 유동성 대출시 금융기관의 도덕적 해이가 발생하지 않도록 중앙은행의 대출자금에 대한 면밀한 모니터링과 관리 및 감독 권한을 한층 강화
  - 다섯째, 위기대응 과정에서의 긴급 유동성 지원과 관련하여 중앙은행과 재무부와의 역할 분담을 명확히 하여 정책 투명성을 제고하고 중앙은행의 신뢰성이 손상되지 않도록 노력
  - 여섯째, 양적완화 정책은 재정정책, 거시건전성 정책, 구조조정 정책 등과의 정책공조가 무엇보다 중요하며 이러한 정책 공조시 중앙은행이 주도적인 역할을 담당할 필요

□ 우리나라의 경우에는 선진국들과 달리 아직까지 정책금리 인하 등 통화정책 여력이 남아 있어 초저금리 하에서 유동성을 공급하는 양적완화 정책 필요성은 크지 않은 상황으로 판단

－ 그러나 전세계적으로 금융안정 및 경기회복을 위한 중앙은행의 역할이 훨씬 중요해 지고 있다는 점에 유의할 필요

- 중앙은행의 긴급유동성 공급시 이의 목적 및 용도, 지원방법, 회수 조건 등에 대한 기본원칙을 재정립하여 불필요한 시장의 오해와 마찰을 최소화
- 중앙은행의 긴급유동성 대출이 이루어지는 만큼 동 자금의 운영과 관련한 철저한 모니터링과 자금회수 전까지 금융기관에 대한 관리를 강화할 수 있도록 중앙은행의 감독권을 강화할 필요
- 긴급유동성 지원 필요시 정부와의 역할 및 책임 분담 기준을 마련하여 통화정책 신뢰성이 손상되지 않도록 노력

## I . 검토배경

---



## I. 검토배경

- 글로벌 금융위기 이후 미국, 일본 등 주요 선진국들은 전례없는 비전통적 통화정책(unconventional monetary policy) 방식인 양적완화(quantitative easing) 정책을 시행
  - 이는 금융위기 여파에 따른 금융시장 안정과 실물경기의 회복이 당면 과제로 인식되고 있는 데 따른 것임
  - 선진국의 양적완화 정책은 유동성 공급을 통한 실물경기 회복은 물론 위험이 증대된 신용시장의 위험 완화에도 큰 역할을 담당해 온 것으로 평가
  
- 최근 우리나라에서도 조선·해운업의 구조조정 지원 과정에서 ‘한국판 양적완화’ 용어가 등장하고 관련 논의가 전개되면서 주요국의 양적완화 정책에 대한 관심이 증가
  - 그러나 우리나라의 경우 아직 금리인하 등 통화정책 여력이 남아 있고 특정산업 구제를 위해 중앙은행 발권력을 동원한 자금지원의 타당성에 대해서도 회의적인 시각이 존재
  - 또한 중앙은행의 구제금융 방식의 논란으로 인해 양적완화에 대한 용어 및 개념에 혼선이 야기
  
- 이러한 점에서 본 보고서에서는 우선 양적완화 등 비전통적 통화정책에 대한 이론적 측면을 고찰해 보고 주요 선진국의 양적완화 정책의 주요 내용 및 교훈을 살펴보고자 함
  - 이를 토대로 최근 우리나라에서 논의가 진행되고 있는 양적완화 정책의 선결과제와 시사점을 간략히 도출해 보았음



## II. 양적완화 정책에 대한 이론적 고찰

---

1. 개념
2. 양적완화 정책의 구분
3. 이론적 효과 및 전달경로
4. 양적완화에 따른 잠재적 리스크



## II. 양적완화 정책에 대한 이론적 고찰

### 1. 개념

- 선진국은 물론 우리나라의 전통적 통화정책은 특정 단기금리를 정책금리(policy interest rate)로 정하고 공개시장조작 등을 활용하여 이를 유지하는 금리중시 통화정책을 의미
  - 아울러 정책목표 달성을 위해 중앙은행은 지급준비율 및 재할인율 조정 등을 활용
    - 글로벌 금융위기 발생 이전 미국과 일본은 익일물 시장금리에 대한 목표치를 정책금리로 설정하였으며 유럽중앙은행과 영란은행은 7일물 RP금리를 정책금리로 사용
  
- 그러나 글로벌 금융위기 이후 전통적 통화정책의 파급경로가 원활히 작동하지 않음에 따라 미국, 일본 등 대부분의 선진국들은 비전통적인 통화정책을 도입
  - 금융위기 여파에 따른 신용위험 증가로 금융시장의 중개기능이 크게 위축된 데다, 통화의 유통속도 저하로 실물경기의 회복이 상당기간 지연된 점이 양적완화 도입의 주요 배경
    - 다만, 일본은행은 2001년 3월 이미 장기불황 극복을 위해 제로금리하에서 통화정책 운용목표를 콜금리에서 일본은행 당좌예금잔액으로 변경하고 당좌예금잔액을 확대하는 정책을 도입하였는데 이를 양적완화 정책의 시초로 봄

□ 양적완화 정책이란 정책금리가 금리하한에 도달해 더 이상 금리인하 효과가 없는 경우 중앙은행이 본원통화 증대를 통해 정책목표를 달성하려는 비전통적 통화정책 방식

— Bernanke and Reinhart(2004) 및 Borio and Disyatat(2009)는 양적완화 정책을 정책금리를 제로 수준으로 유지하는데 필요한 규모 이상으로 중앙은행의 대차대조표 규모를 확대하는 정책으로 정의

— 이 경우 금융기관의 초과기준에 대한 지급금리를 정책금리 수준으로 설정하면 동 금리가 시장금리의 하한(floor)으로 작용하여 중앙은행이 필요기준 이상의 유동성 공급이 가능

• 최근에는 유럽중앙은행과 일본은행이 초과기준에 대한 지급금리를 마이너스로 낮추는 마이너스 금리정책과 양적완화를 병행함으로써 실질적으로 금리가 낮아지는 효과를 도모

— 한국은행(2012)은 양적완화 정책을 다음과 같이 정의한 바 있음

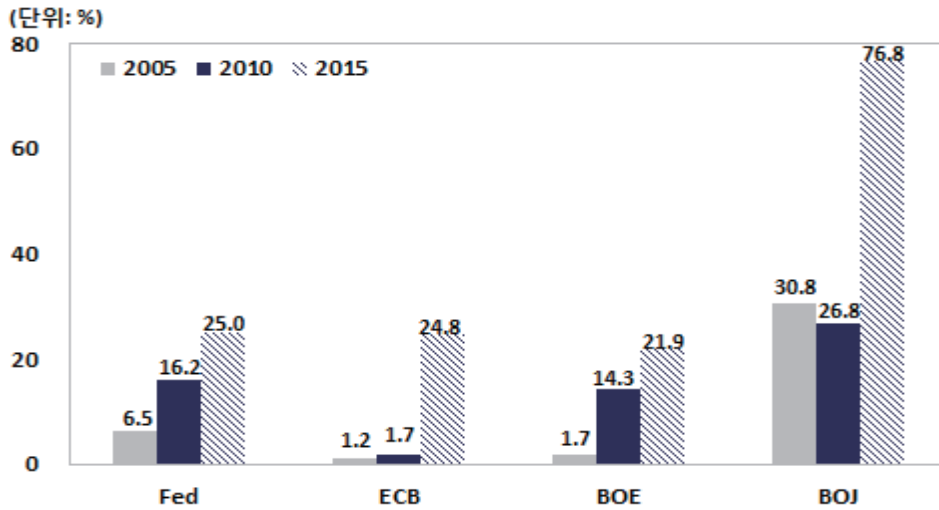
• “정책금리가 실효하한에 도달하였거나 파급경로가 현저히 훼손된 상황에서 금융안정 회복과 경기침체 방지를 위해 중앙은행이 단기시장금리를 실효하한 수준으로 유지하는데 필요한 규모 이상으로 통화량을 공급하거나 위험도가 평상시보다 크게 높아진 자산을 매입하는 조치”

□ 글로벌 금융위기 이후 주요 선진국 중앙은행의 양적완화 정책 도입으로 일본, 미국 등 이들 국가의 중앙은행 대차대조표 규모가 이전보다 크게 확대

— GDP 대비 중앙은행 자산 규모에 있어 일본은행이 2015년말 현재 76.7%로 가장 크며 여타 선진국도 20%를 상회

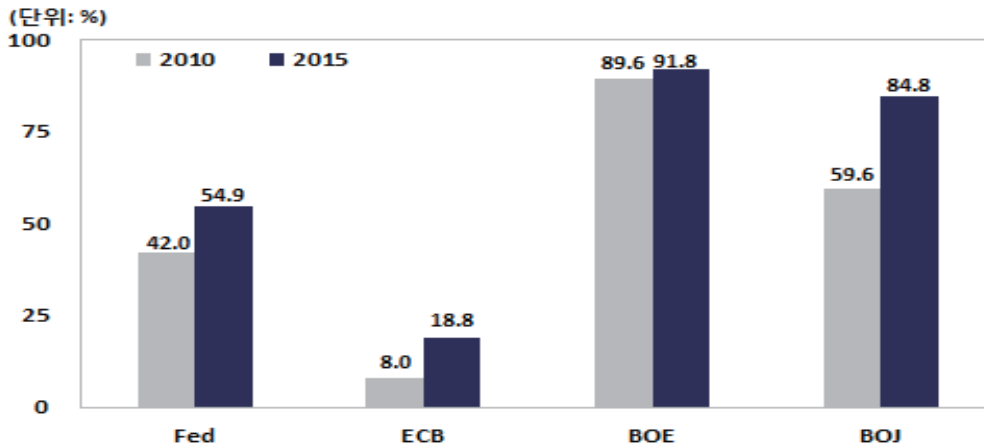
— 이는 중앙은행이 양적완화 정책을 시행하면서 본원통화 발행을 통해 부채를 늘림과 동시에 동 자금을 활용한 국채 매입 등으로 자산 규모도 함께 늘어난 데 기인

<그림 II-1> 각국 중앙은행자산/GDP 비중



주 : GDP 대비 중앙은행의 대차대조표상의 전체 자산(total assets) 비중  
 자료: 각국 중앙은행 홈페이지

<그림 II-2> 각국 중앙은행 자산중 국채 비중



주 : 1) 중앙은행 전체자산 대비 국채보유 비중  
 2) ECB 국채는 2010년 및 2015년에 시행된 SMP(Securities Markets Programme) 및 PSPP(Public Sector Asset Purchase Programme) 규모를 나타냄  
 3) BOE 국채는 2009년부터 시행된 APF(Asset Purchase Facility Fund Ltd) 규모를 나타냄  
 자료: 각국 중앙은행 홈페이지

## 2. 양적완화 정책의 구분

### 가. 신용완화 정책

- 양적완화는 좁은 의미에서 경기부양을 위해 중앙은행이 국채매입을 통해 유동성을 공급하는 방식(버넵키식 양적완화)을 의미하나, 보다 넓은 의미에서는 신용정책적 측면을 모두 포괄하는 개념
  - 버넵키 미 연준의장은 양적완화와 신용완화(credit easing)를 구분하면서 신용완화를 중앙은행 자산 및 부채 확대와 함께 자산구성을 변화시켜 금융시장의 신용위험 축소를 도모하는 정책으로 인식
  
- 신용완화 정책에 대한 필요성은 Werner(1995)에 의해 처음 제기
  - Werner는 일본의 장기 경기침체의 주된 요인으로 자산버블 붕괴 등에 따른 은행 부실채권 증가와 이에 따른 대출여력 저하 및 구매력(purchasing power)의 감소를 지목
    - 은행의 대출 등 신용공급 확대는 새로운 통화창출(printing new paper money)의 역할을 하는 것으로 봄
  - 따라서 경기회복을 위해서는 중앙은행이 자산매입 확대 및 태화(non-sterilized) 외환시장개입 등을 통해 비은행권에 직접 유동성을 공급하여 경제 구조조정의 기회를 제공할 필요가 있다고 주장
  
- 글로벌 금융위기 이후 대부분의 선진국들은 유동성 공급과 함께 신용완화 정책을 국채 매입에 앞서 추진
  - 미국의 주택저당증권(Mortgage Backed Securities: MBS) 매입이나 ECB의 커버드본드 매입, 일본의 ETF 매입 등은 신용시장 지원을 위한 대표적인 사례

### 나. 버냉키식 양적완화 정책

- 협의의 양적완화로서 초저금리 상태에서 중앙은행이 발권력을 이용하여 유통시장에서 국공채 등 안전자산을 매입함으로써 경기부양 목적을 달성하는 가장 보편적인 양적완화 정책을 의미
  - 이 경우 중앙은행이 통화를 공급(중앙은행 부채 증가)하여 국공채 등 안전자산을 매입(자산 증가)하므로 대차대조표 규모가 확대
  - 중앙은행이 국공채 등 안전자산 가격을 높이면서 금융시장의 위험 자산 가격 상승(위험프리미엄 하락)을 아울러 도모
  
- 버냉키식 양적완화 정책은 이자율의 기간구조(term structure) 변화를 통해 정책효과를 달성하려는 성격이 강함
  - 중앙은행이 주택담보부채권이나 국채를 매입함에 따라 장기금리 하락 및 장단기금리차 축소(이자율곡선 평탄화)를 유도함으로써 가계, 기업 및 금융기관 등의 자본조달비용 하락을 도모
  - 이러한 가계 및 기업의 자본조달비용 감소는 결과적으로 경제주체들의 금리비용을 낮추어 유효수요를 증대시키는 효과
  
- 이자율곡선에 대한 조정을 위해 중앙은행은 본원통화 증발을 이용할 수도 있으나 미 연준의 경우처럼 단기채권을 매각하여 장기채권을 매입하는 방식(operation twist)을 사용하기도 함
  - 다만, 장단기금리차 축소시 이를 이용한 금융기관의 자금운용이 제약되고 수익성에 부정적 영향을 미칠 수 있으므로 미 연준은 선제적 지침(forward guidance)을 통해 단기금리 상승을 억제
    - 선제적 지침은 명시적 지침(예: 2014년말까지~)을 이용하는 경우와 경제상황 변화 등을 전제로 한 조건부 지침(예: 실업률이 6.5%에 도달할 때까지~)을 이용하는 방식으로 구분

## 다. 질적완화 정책

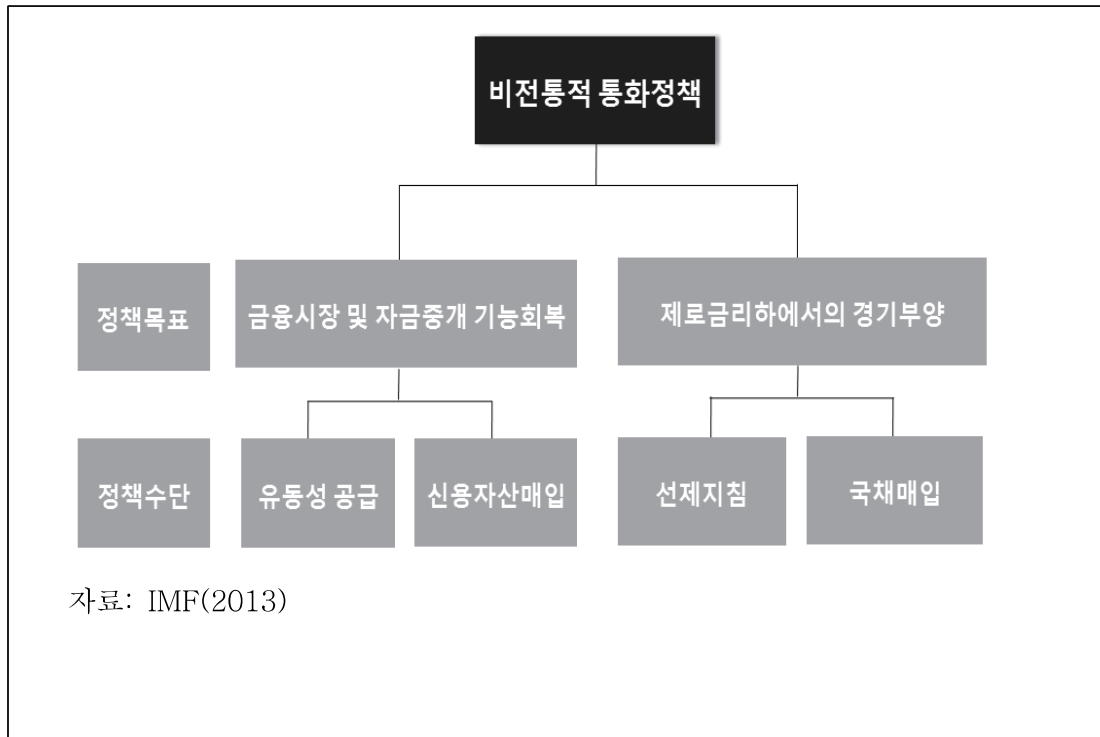
- 질적완화(qualitative easing) 정책은 중앙은행의 유동성 공급으로 대차대조표가 확대되는 일반적 양적완화와 구분하여 중앙은행 자산의 구성(composition) 변화를 통해 정책목표를 달성하는 방식을 의미
  - Buiter 전 영란은행 통화정책위원은 양적완화와 질적완화를 구분하면서 질적완화는 중앙은행이 자산 및 부채 규모의 변동없이 유동성이 낮고 위험도가 높은 자산의 비중을 확대하는 정책을 의미한다고 언급
    - 예를 들어 ECB가 2010년 5월 도입한 SMP(Securities Market Programme)와 같이 재정취약국의 장기 국채를 유통시장에서 매입한 만큼 전액 불태화(sterilization)하는 경우나 일본은행이 주식 등 위험자산을 매입하는 경우가 이에 해당
  - 또한 앞에서 설명한 신용완화는 특정 부실기업 또는 금융기관에 대한 금융지원을 통해 신용위험을 줄이고자 하는 데 반해 질적완화는 불특정 위험자산 매입을 통해 경기부양을 도모
  - 또한 각국 중앙은행이 매입할 수 있는 위험자산의 범위는 국별로 다소 상이
    - 미국의 경우 정부보증기관 채권 또는 정부보증기관이 보증한 MBS의 매입이 가능한 반면 ECB의 경우에는 주식은 물론 은행의 담보부채권의 매입이 가능(우리나라의 경우 한국은행이 주택금융공사 발행 MBS를 매입하는 것은 불가능)
    - 일본의 경우에는 CP, 회사채, ETF, REIT 등 보다 광범위한 위험자산의 매입이 가능
    - 해당 자산을 직접 매입한 것은 아니나 중국의 경우에도 인민은행이 도관은행을 통해 지방정부 및 도시재개발 사업자에 대한 담보부 대출을 시행

- 질적완화 정책 옹호론자들은 자산가격 급변동, 실물투자 및 총수요 위축에 따른 실업 증가 등 비정상적인 상황에서 중앙은행이 위험자산 매입을 통해 금융안정을 도모할 필요가 있다고 주장
  - 이들은 중앙은행이 민간의 위험자산 매입을 통해 경제 전체의 위험선호도(risk appetite)를 높임으로써 금융 및 실물 불안을 차단하고 국민경제의 편익을 향상시킬 수 있다고 봄
    - 버냉키식 양적완화가 주로 국채매입을 통해 이자율곡선의 변화를 유도하는 반면 질적완화는 위험자산(회사채)과 국채간의 스프레드를 축소하는 방식을 통해 정책효과를 달성하고자 하는 것으로 풀이됨
  - 다만, 위험자산 매입으로 중앙은행이 금리변동 등에 따른 자본손실 등의 위험을 부담
  
- 한편 Buiter(2010) 및 Farmer(2012)는 국채매입을 통한 순수 양적완화와 달리 신용완화 또는 질적완화의 경우 중앙은행에 의해 수행되나 본질적으로는 재정정책이라고 주장
  - 이는 중앙은행이 주식이나 회사채 등 위험자산을 매입하는 경우 해당 자산가치 변동 위험이 민간에서 공공부문으로 이전됨에 따라 궁극적으로 납세자의 부담으로 귀결되기 때문

<참고 1>

IMF의 비전통적 통화정책 분류

- IMF는 양적완화 등 비전통적 통화정책을 목적에 따라 ① 금융시장 및 자금중개기능 회복 등 신용정책적 측면과 ② 제로금리하에서 경기부양 등 거시정책적 측면으로 구분
  - 신용정책을 위한 정책수단으로는 유동성 공급과 신용자산 매입 등이 주로 활용
    - 유동성 공급은 금융기관에 대한 여신제도의 적용 범위를 확대하거나 기준을 완화하여 민간대출을 확대하는 방법으로 은행에 대한 기존대출의 만기연장, 담보기준 완화 등을 포함
    - 신용자산 매입은 중앙은행이 자산유동화증권(ABS)이나 주택가격하락에 따른 MBS 등 민간의 위험자산을 직접 매입함으로써 신용위험을 중앙은행이 부담하는 방안
  - 또한 거시정책 목적을 위한 정책수단으로는 선제지침(forward guidance) 및 국채매입 등이 시행됨
    - 선제지침이란 중앙은행이 통화상황의 추가 완화나 통화정책 유효성 제고를 위해 향후 정책방향에 대한 지침을 명확히 제시하는 것을 의미
    - 국채매입은 전통적인 공개시장조작(open market operation)을 통한 유동성 조절과는 달리 대량의 국공채를 단순 매입하여 장기금리 하락을 직접적으로 유도



### 라. 명시적 통화재정정책(Overt Monetary Financing: OMF)

- 한편 최근에는 양적완화의 극단적인 형태로 경제내의 극심한 유효수요 부족시 정부가 재정적자를 채권(국채) 발행에 의하지 않고 중앙은행의 발권력을 통해 조달(monetary financing)하는 방안도 거론
  - 이는 정부가 재정정책 수행을 위한 재원을 중앙은행의 영구적인(permanent) 통화공급 확대를 통해 상환부담 없이 조달하는 것으로 Friedman(1969)은 이를 ‘helicopter money’에 비유
  - 과거 대공황시나 글로벌 금융위기 이후와 같이 유효수요가 크게 부족한 경우 재정정책은 구축효과로, 통화정책은 유동성 함정 등으로 정책효과가 잘 나타나지 않는다는 점에서 OMF가 대안으로 제시

- 구체적으로 정부가 중앙은행에 가지고 있는 당좌예금 잔액을 무이자로 무기한 증액하거나 정부가 발행한 국채를 중앙은행이 인수한 후 영구적으로 차환해주고 이자수익은 정부에 잉여금으로 납부하는 형태가 될 수 있음

□ Turner(2015)는 글로벌 경기둔화의 장기화로 다양한 정책적 대안을 모색함에 있어 통화발행을 통한 재정조달이 총수요 확대 및 디플레이션 위험에 대한 유력한 대처수단이라고 주장

- 통화발행을 통한 재정조달의 경우 채권발행을 통해 조달한 재정지출에 비해 원리금 상환부담(Ricardian equivalence)이 없고 본원 통화 증가에 의한 양적완화에 비해 통화량 증대가 영구적이라는 점에서 정책 효과가 큰 것으로 평가

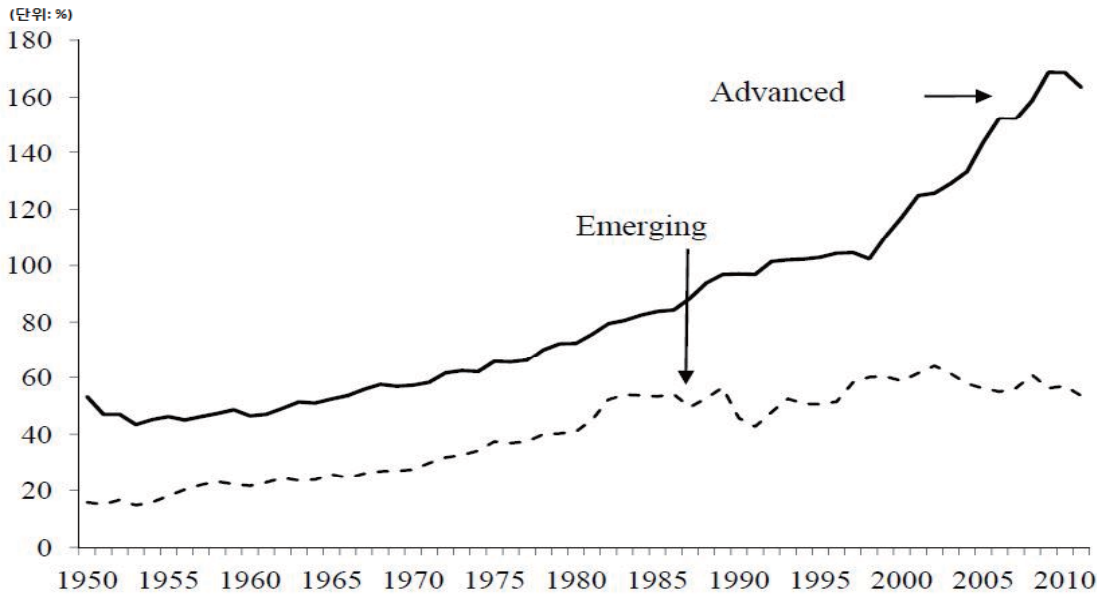
**<표 II-1> 양적완화 및 통화발행을 통한 재정조달간 비교**

	재정적자	공공부채	본원통화
양적완화	—	—	↑
통화발행을 통한 재정조달	↑	—	↑
채권발행을 통한 재정조달	↑	↑	—

자료: Turner(2015)

- Turner는 글로벌 금융위기 이후 민간신용 위축은 중앙은행과 정부의 확장정책(sovareign fiat money)으로만 보전될 수 있으며 이에 따른 인플레이션 압력은 기준율 정책으로 상쇄가능하다고 주장
  - 그는 글로벌 금융위기 이전 민간신용(private credit)은 연평균 10~15% 증가하여 명목GDP의 증가율(4~5%)을 뒷받침하였으나 위기 이후 민간신용의 감소로 과거와 같은 성장패턴이 지속가능하지 않으므로 공적부문에서 이를 보전해야 한다고 주장

<그림 II-3> 선진국 및 신흥국의 민간신용/GDP 추이



자료: Reinhart and Rogoff(2013)

- 그러나 White(2013)는 OMF를 통한 중앙은행의 영구적인 유동성공급은 인플레이션 기대를 높이거나 국채금리 상승과 같은 부작용과 도덕적 해이 유발 등으로 성공하기 어렵다고 지적
  - 현 시점에서는 양적완화보다는 국제 거시정책 공조, 민간부문의 투자증대, 차입자의 부채경감 및 은행자본확충, 성장잠재력 향상을 위한 구조조정이 근본적인 해결책이라고 주장
  - 또한 버냉키 전 미 연준의장도 통화발행을 통한 재정조달은 중앙은행의 독립성 훼손 및 통화정책에 대한 의존도 심화를 초래할 수 있다고 지적

### 3. 이론적 효과 및 전달경로

#### 가. 이론적 효과

□ 양적완화의 유효성에 대한 이론적 효과는 고전적 화폐수량설(theory of money)에 근거하고 있음

- 화폐수량설에 따르면 통화량(M), 물가수준(P), 경제의 생산량(Q) 및 통화유통속도(v)간에는 아래의 관계가 성립

$$Mv = PT$$

- 단기적으로 통화량 증대(M↑)는 물가수준 및 생산량 증대(P, Q↑)를 야기

□ 반면 케인지언 경제학(Keynesian economics)에서의 유동성 함정(liquidity trap) 이론에 따르면 명목금리가 하한에 도달할 경우 통화공급을 통한 정책효과를 기대하기 어려움

- 명목금리가 제로에 가까울 경우 화폐보유에 따른 기회비용이 발생하지 않아 화폐수요가 무한대로 확대될 수 있으므로 통화량 증대(M↑)에도 불구하고 통화유통속도가 하락(v↓)

- 이러한 관점에서 Eggertsson and Woodford(2003)는 정책금리가 하한에 도달한 상황에서 통화공급 확대가 물가나 생산량에 영향을 주지 못한다는 정책무용성 정리(irrelevance proposition)를 제시

- Eggertsson and Woodford 모형에서 정책금리가 제로수준이 되면 채권과 통화가 완전대체재가 되며 중앙은행과 민간의 금융자산 거래는 경제 전체의 위험 총량에 영향을 주지 못하므로 가계소비 및 생산량에 효과가 없음

## 나. 전달경로

- 양적완화 효과에 대한 부정적인 견해도 불구하고 양적완화 정책은 금리 및 환율 경로 등 전통적인 통화정책 파급효과 외에 다음과 같은 다양한 전달경로를 통해 정책효과를 가져올 수 있다는 주장이 제기

### 1) 신호효과(signaling)

- 중앙은행의 대규모 자산매입은 미래의 정책금리를 낮게 유지할 것이라는 확정적인 통화정책 신호(signal)를 시장에 전달
  - 일반적으로 중앙은행은 대규모 자산매입으로 시장에 유동성을 충분히 공급할 것이고 저금리를 당분간 지속할 것임을 공표(announcement)
    - 특히 대규모의 채권을 보유한 상태에서 정책금리가 인상될 경우, 보유채권의 가치 하락이 발생하므로 중앙은행이 정책금리 인상을 서두르지 않을 것이라는 기대가 형성
  - 또한 자산매입 규모 및 출구전략에 대한 공표는 중앙은행의 향후 경기전망에 대한 견해를 밝히는 신호로 작용

### 2) 희소성(scarcity) 경로

- 중앙은행이 특정 자산을 대규모 매입하는 경우 해당 자산의 희소성이 증대되면서 채권가격 상승 및 금리 하락 압력이 발생
  - 유동성 및 안전성 등의 이유로 특정 자산에 고유 선호(preferred habitat)가 존재할 경우 추가적 프리미엄이 형성
  - 이러한 자산을 중앙은행이 대규모 매입할 경우 해당 자산이 희소해지면서 해당 채권가격 상승(금리하락)에 따른 대체효과를 통해 유사 채권의 금리하락을 유도

### 3) 신용제약(credit constraint) 완화 경로

- 신용위험에 의해 금융기관의 자금중개기능이 약화된 상황에서 중앙은행은 금융기관이 보유하고 있는 위험자산 매입을 통해 시장가격을 안정시키고 신용제약을 완화
  - 위험스프레드 급등 및 신용공급 감소로 금융시장에 신용경색이 존재할 경우 금융기관의 신용중개기능은 금융기관의 자본력에 좌우
    - 보유자산의 가치하락으로 금융기관의 자본감소가 발생할 경우 금융기관의 위험투자가 어려워져 신용창출이 제약
    - 또한 금융기관이 자산가격의 손실매각(fire sale)을 통해 차입금을 상환하는 경우 다른 금융기관의 담보 자산가치를 추가로 하락시키는 외부성(externality)을 초래
  - 2009년 초 금융위기 직후 실시된 미 연준의 MBS에 대한 대규모 자산매입은 이러한 신용제약 완화효과를 도모한 사례

### 4) 듀레이션(duration) 경로

- 중앙은행이 장기국채를 대량으로 매입할 경우 민간의 포트폴리오가 단기화 되면서 듀레이션이 축소
  - 금리관련 리스크 기피현상을 완화시켜 MBS나 회사채 등과 같은 장기채권의 리스크 프리미엄을 낮추고 금리하락을 유도
  - 국채의 경우 기간프리미엄 하락, 회사채의 경우 신용프리미엄이 하락하는 것으로 볼 수 있음

#### 4. 양적완화에 따른 잠재적 리스크

- 양적완화는 비정상적인 상황에서 경기부양에 대한 긍정적 효과를 가져올 수 있으나 잠재적으로 금융안정 저해, 부 및 위험의 재분배, 중앙은행 독립성 약화 등의 문제를 초래할 가능성
  - 따라서 양적완화로부터 정상적인 통화정책으로 회귀하는 exit 전략(exit strategy) 시행시 다양한 위험이 발생하므로 그 시기와 방법이 매우 중요한 문제로 인식

#### 가. 금융시장기능 저하

- 양적완화는 신용경색을 완화시켜 금융시장 안정에 기여하는 한편 중앙은행이 시장에 직접 개입하여 시장질서 및 가격 형성을 왜곡하는 부정적 측면도 존재
  - 정부가 민간의 리스크를 대신 책임지는 결과를 초래함에 따라 시장 거래주체들의 위험선호유인 및 도덕적 해이가 확대될 가능성
  - 양적완화의 실물 전달경로가 충분히 작동되지 않을 경우 양적완화 정책의 원래 목적인 인플레이션 및 고용안정 보다는 자산가격의 버블이 초래될 우려
  - 양적완화가 장기간 지속될 경우 중앙은행이 주된 자금공급원이 됨에 따라 은행간 시장에서 자금거래 유인이 약화되고 시장가격 형성이 어려워질 우려
  - 또한 중앙은행이 회사채 등 위험자산을 직접 매입하는 경우 매입 대상에 포함된 적격 자산과 매입대상이 아닌 투기등급 자산간 가격 차이가 확대되는 등의 가격왜곡 발생 가능성

## 나. 부 및 위험 재분배

- 양적완화를 통해 공공부채인 화폐를 대가로 특정자산을 대규모로 매입함에 따라 부와 리스크가 재분배
  - 매입대상 자산이 장기국채 또는 MBS인 경우 이러한 자산을 많이 보유한 보험회사나 연기금 등에 보조금을 제공하는 것과 유사한 효과가 발생
  - 또한 금융자산이 대체로 소수의 상위계층에 편중되어 있는 상황에서 양적완화에 따른 자산가격 상승은 부의 불평등을 심화시킬 가능성
    - 영란은행(2012) 조사에 따르면 영국 가계부문이 보유한 전체 금융자산의 40%를 상위 5%가 보유
  - 양적완화가 금융시장이 불안정한 상황에서 실시되는 점을 감안할 때 매입대상 자산의 하방위험이 민간에서 중앙은행으로 이전 (central bank put)

## 다. 중앙은행의 독립성 약화 및 통화정책 의존도 심화

- 중앙은행이 자산/부채간 만기 불일치에 따른 금리 리스크 및 위험자산 매입에 의한 신용 리스크를 부담함에 따라 출구전략 시행시 금리인상 등으로 중앙은행 수지 문제가 발생할 가능성
  - 중앙은행의 적자 누적은 정부의 자금지원을 초래하므로 중앙은행의 독립성 및 정책 신뢰성을 훼손시키고 금융시장의 불안정성을 초래할 가능성
- 또한 양적완화 정책이 부실 금융기관 및 기업의 구제금융과 병행될 경우 향후 통화정책에 대한 정치적 압력이 가중될 우려

- 중앙은행이 위험자산 매입 등을 통해 실질적으로 특정 산업을 구제해 준다는 인식이 확산되면 향후 각계에서 중앙은행의 발권력을 통한 공적자금 투입을 요청할 우려
  - 실제 미국에서도 2008년 12월 Christopher Dodd 당시 상원 은행위원장이 미 연준에 자동차 산업에 대한 구제금융을 요청
- 이 경우 부실 또는 한계 기업이 적극적인 구조조정을 통해 성장잠재력을 제고하기 보다는 통화정책에 대한 의존도가 과도히 커질 가능성도 상존
  - 이는 부실 금융기관 및 기업의 구조조정 등 자구노력을 약화시키고 도덕적 해이를 조장
  - 또한 중앙은행의 거시건전성 정책 등 여타 정책과의 조화로운 운용에 어려움이 수반

### 라. 잠재적 인플레이션 위험

- 현 시점에서 양적완화가 글로벌 인플레이션으로 이어질 가능성은 크지 않은 상황
  - 이는 글로벌 경제의 장기침체(secular stagnation) 및 은행의 위험 회피 성향 등이 지속되고 있는 데 기인
- 그러나 경기회복기에 접어드는 경우, 장기간 지속된 양적완화로 확대된 과잉 유동성이 인플레이션 압력을 가중시킬 우려가 상존
  - 특히 정부 재정지출을 중앙은행의 영구적인 통화발행으로 충당하는 경우 이러한 우려가 더욱 증대



### III. 주요국의 양적완화 정책 운용 사례

---

1. 미국 연준
2. 유럽중앙은행
3. 일본은행
4. 영란은행



### Ⅲ. 주요국의 양적완화 정책 운용 사례

#### 1. 미국 연준

##### 가. 주요 조치

- (유동성 공급) 글로벌 위기 이전 미 연준은 기존 여신제도의 범위 확대 및 대출제도 방식 변경 등을 통해 유동성 공급 강화
  - 유동성 부족에 직면한 금융기관에 경매방식으로 단기자금을 공급하는 TAF(Term Auction Facility) 및 primary dealer가 보유한 회사채 등을 담보로 국채를 대출해주는 TSLF(Term Securities Lending Facility) 도입 등이 대표적 사례
  
- (신용시장 지원) 주택가격 하락에 따른 신용경색을 완화시키기 위해 중앙은행이 채권매입을 통해 금융기관을 직접 지원
  - 주택관련 정부보증기관(Government-Sponsored Enterprise: GSE)의 채권 및 정부보증기관이 보증한 MBS 등의 매입을 통해 신용이 저하된 금융기관을 지원
  
- (국채 매입) 금융안정 및 경기부양을 위해 1~3차 대규모 국채매입 프로그램을 시행
  - 금융시장 불안의 지속 등으로 2009년 3월 3,000억달러 규모의 국채를 매입하는 1차 양적완화 시행
  - 실물경제의 회복을 위해 2010년 11월부터 2011년 6월까지 총 6,000억달러 규모의 국채를 매입하는 2차 양적완화 단행
  - 고용사정 부진에 대한 우려가 지속되어 2012년 9월 매월 400억달러 규모의 MBS를 무기한 매입하는 3차 양적완화 도입

<표 III-1> 미 연준의 비전통적 통화정책수단

	조치	도입시기	내용
유동성 공급	기존 primary credit 확대 적격담보기준 완화 만기 확대(1차 및 2차)	2007. 8 2007. 8 2008. 3	주택모기지증권 추가 1일 → 30일 30일 → 90일
	TAF (Term Auction Facility)	2007. 12	예금은행에 입찰을 통해 28일 및 84일 만기 자금 대출
	TSLF (Term Securities Lending Facility)	2008. 3	회사채 등을 담보로 primary dealer에 연준 보유 국채 대여
	PDCF (Primary Dealer Credit Facility)	2008. 3	Primary dealer 대상 익일물 대기성 여신제도 신설 * 기존 대기성여신제도의 대상은 예금은행에 국한
신용 시장 지원	AMLF (ABCP MMMF Liquidity Facility)	2008. 9	ABCP시장 지원 (예금은행에 MMMF 보유 ABCP 매입자금 대출)
	CPFF (CP Funding Facility)	2008. 10	CP, ABCP시장 지원 (SPV에 CP, ABCP 매입자금 대출)
	MMIFF (Money Market Investor Funding Facility)	2008. 11	만기 90일 이내 CD, 은행채, CP시장 지원 (SPV에 MMMF 보유 CD, 은행채, CP 매입자금 대출)
	TALF (Term ABS Loan Facility)	2008. 11	학자금, 자동차, 신용카드, 소기업대출 ABS 및 CMBS시장 지원 (ABS, CMBS 보유자에게 동 증권을 담보로 대출)
	GSEs 관련 채권 매입	2008. 11 2009. 3 2012. 9	MBS시장 등 지원 (GSEs가 발행한 채권 및 보증한 MBS 매입, QE1) MBS시장 등 지원 확대(QE1) MBS시장 등 지원 (매월 400억달러, QE3) →2014년 10월 종료
국채 매입	1차 매입	2009. 3	매입한도 3,000억달러(QE1)
	2차 매입	2010. 11	매입한도 6,000억달러(장기국채, QE2)
	만기연장 프로그램 (Maturity Extension Program or Operation Twist)	2011. 10	단기국채 매도 및 장기국채 매입
	3차 매입	2012. 12	매월 450억달러(QE3) →2014년 10월 종료

자료: 한국은행(2012) 및 미 연준

**<참고 2>**

**미 재무부의 부실자산 구제프로그램 운용 경험**

- 미 재무부는 글로벌 금융위기에 대응하여 미 연준과 별도로 은행 자본을 확충하고 자동차산업 및 주택시장을 지원하는 부실자산 구제 프로그램(Troubled Asset Relief Program: TARP)을 2008년 10월 도입
  - TARP는 근거법인 EESA(Emergency Economic Stabilization Act, 2008)와 Dodd-Frank Act에 의해 총 한도가 설정되고 재무부가 개별 프로그램을 주관하며 월간 보고서를 의회에 보고
  - 또한 동 제도 운영의 투명성 유지를 위해 의회는 감시기구를 지정
  
- 동 프로그램은 ① 금융기관 지원, ② 자동차 산업 구조조정, ③ 구조화채권시장 활성화 및 부실자산매입 ④ 주택소유자 보호 등 크게 4개 부문으로 구분
  - TARP 자금의 상당부분은 대형 금융기관의 자본확충에 사용(2009년말 기준 총 자금의 65.2%)되었으며 AIG(698억달러) 외에 BoA, Citi, JPMorgan 등 대다수 대형은행이 수혜
  - 이 밖에 자동차산업 지원에 849억달러, 주택소유자 보호에 355억달러, 연준 등이 조성한 신용지원 프로그램에 500억달러를 투자
  
- TARP 시행으로 글로벌 금융위기에 따른 금융시장의 불안심리가 빠르게 완화되면서 금융시스템 정상화에 크게 기여한 것으로 평가
  - 특히 금융기관의 자본적정성 및 수익성이 빠르게 개선

- 2010년 10월 Dodd-Frank Act 제정이후 TARP의 규모는 점차 축소되고 있는 가운데 2016년 5월 기준 상환율은 98% 수준
  - 주택시장 지원은 원금에 대한 상환계획이 없는 일방적인 자금 지원인 반면 금융기관 지원의 경우 원금 외에 우선주에 대한 배당 등을 통해 이익이 발생

**TARP 자금 지원 현황(2009년말 기준)**

분류기준 (지원실적 및 잔액)	프로그램명	대상	지출
금융기관 지원  -실적: 3,197억(65.2%) -잔액: 1,528억(47.8%)	CPP (Capital Purchase Program)	<소계>	2,049
		- BoA	250
		- Citi	250
		- JPMorgan	250
		- Wells Fargo	250
		- Morgan Stanley	100
		- Goldman Sachs	100
		- 기타	849
	SSFI (Systematically Significant Failing Institution Program)	- AIG	698
	자동차산업 지원  -실적: 849억(17.3%) -잔액: 816억(25.5%)	TIP (Targeted Investment Program)	<소계>
- BoA			200
		- Citi	200
AGP (Asset Guarantee Program)		- Citi	50
자동차산업 지원	AIFP (Automotive Industry Financing Program)	<소계>	814
		- GM	508
		- GMAC	163
		- Chrysler	128
		- Chrysler Financial	15
	ASSP (Automotive Suppliers Support Program)	- GM Suppliers Receivables LLC 등	35

주 : TARP의 총한도는 2008년 10월 TARP 도입 당시 7,000억 달러였으나 이후 Dodd-Frank Act의 제정으로 4,750억달러로 조정  
 자료: 한국은행

TARP 자금 지원 현황(2009년말 기준)(계속)

분류기준 (지원실적 및 잔액)	프로그램명	대상	지출
구조화채권시장 활성화 및 부실자산매입 -실적: 500억(10.2%) -잔액: 500억(15.6%)	TALF(Term Asset-Backed Securities Loan Facility) 지원을 위한 CBLI(Consumer and Business Lending Initiative)	- ABS 시장 활성화를 위해 등 채권을 담보로 대출을 제공	200
	PPIP (Public-Private Investment Partnership)	- 자산운용사가 조성한 펀드에 공적자금(대출 또는 출자)을 투입하여 부동산관련 부실자산을 제거	300
주택소유자 보호 -실적: 355억(7.3%) -잔액: 355억(11.1%)	HAMP (Home Affordable Modification Program)	- 모기지 채권 추심업무 기관에게 모기지 상환부담 완화에 따른 보조금 지급	355
합 계 (총한도 7,000억달러 <sup>주)</sup> )			4,901

주 : TARP의 총한도는 2008년 10월 TARP 도입 당시 7,000억달러였으나 이후 Dodd-Frank Act의 제정으로 4,750억달러로 조정  
 자료: 한국은행

## 나. 정책 효과에 대한 연구

- (금융시장 영향) 1~3차의 양적완화 시행에 따른 대규모 국채매입으로 장기시장금리 하락 효과가 나타난 것으로 분석
  - Gagnon et al.(2011)은 사례분석을 통해 QE1으로 국채 10년물 금리가 약 91bp 감소한 것으로 추정하였고, 모형분석을 통해 38~82bp의 하락효과가 있음을 분석
  - Gilchrist and Zakrajsek(2013)은 양적완화가 경제 전체의 신용위험을 감소시키나, 금융기관의 신용위험은 낮아지지 않은 것으로 분석
  - Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen(2011), Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen(2013)은 QE1으로 107bp(10년물 국채금리 기준), QE2로 18bp(10년물 국채금리 기준), QE3로 16bp(15년물 MBS 기준)의 하락효과가 있음을 분석
  
- (실물경제 영향) 글로벌 금융위기 이후 경기둔화에 대해 양적완화는 유의한 완충역할을 수행하였으나, 전달경로에 따라 정책효과의 유의성은 상이
  - Chung et al.(2011)은 QE1~2를 통한 누적효과로 2012년 하반기 기준 GDP가 약 3% 증가하였음을 분석
  - Chen et al.(2012)은 시장분할과 회소성 경로를 가정한 양적완화 정책은 거시경제적 효과가 크지 않은 것으로 분석하였으나 이와 반대로 Gertler and Karadi(2013)는 신용제약 경로를 가정하여 QE2의 GDP 증가효과가 있었음을 주장

## 다. 특징 및 평가

- 미국은 글로벌 금융위기 발생시 과감한 금융기관 및 신용시장에 대한 유동성 지원을 통해 금융안정을 달성하고 대규모 국채매입으로 경기부양을 지원
  - 이는 미 연준이 ‘Bagehot의 원칙’에 따라 적극적으로 유동성을 공급할 수 있었던 데 기인
    - Bagehot’s rule : Lend without limit, to solvent firms, against good collateral, at ‘high rates’
  - Parameswaran(2011)은 미 연준과 ECB의 양적완화는 Bagehot 원칙에서 한발 더 나가 Lend freely even on junk collateral at ‘low rates’라고 언급하기도 함
  
- 아울러 미 재무부도 연준과는 별도로 TARP 등을 통해 부실자산 해소에 적극적으로 재정을 투입하는 등 위기대응 과정에서 구제금융에 대한 연준과 정부(재무부)간의 역할 분담을 명확히 설정
  - AIG 지원 과정에서 연준은 상황의 시급성을 감안하여 대규모 대출(1,125억달러)을 통해 자금을 신속히 공급한 반면 재무부는 TARP 도입 이후 출자를 통해 AIG의 자본확충을 도모
  
- 미 연준의 지원은 중앙은행의 개입 없이는 금융시장 안정과 금융기관의 유동성 부족이 해결되기 어렵다는 점을 인식하고 비예금금융기관에 대해 유동성을 적극 공급한 점이 주요 특징
  - 미 연방준비은행법 제13조 3항에서는 ‘비정상적이고 위중한 상황’ 발생시 비예금금융기관에 대한 신용공여 허용을 명시
  - 또한 금융기관 및 신용시장에 대한 지원이 낙인효과(stigma effect)로 확산되지 않도록 다양한 유동성 공급장치를 적극적으로 마련

- 뿐만 아니라 미 연준의 적극적인 개입으로 위기대응 과정에서 중앙은행의 역할 확대에 대한 새로운 시각이 대두
  - Wachtel(2011)은 통화정책은 물론 금융기관에 대한 감독정책, 거시건전성 감독 등 일련의 정책이 중앙은행 주도로 추진될 필요가 있음을 주장
    - 그는 대출확대 등 유동성 공급은 금융안정을 위한 중앙은행 본연의 기능으로서 위기발생시 중앙은행의 긴급유동성 공급 역할 확대가 더욱 중요하다고 강조
  - 미국의 Dodd-Frank Act에서는 중앙은행의 유동성 공급과 관련하여 미 연준의 금융기관에 대한 모니터링 및 감독 권한을 강화하고 거시건전성 정책 등을 일관성 있는 추진할 수 있도록 정비
    - 미국은 연방안정감시위원회(Federal Stability Oversight Council: FSOC)의 설립을 통해 금융기관에 대한 유동성지원 필요 여부 및 규모 등을 결정하고 미 연준에게 이들 기관에 대한 자본 및 유동성 확충 등과 관련한 감독권을 부여한 바 있음
  
- 다만 버냉키 의장은 양적완화 정책으로 모든 문제를 해결할 수 없으며 재정정책, 거시건전성 정책, 구조조정 등 여타 정책과의 공조가 중요하다고 강조
  - 또한 양적완화로 금융기관의 대마불사 등 도덕적 해이가 만연하지 않도록 유의할 필요가 있다고 언급

## 2. 유럽중앙은행

### 가. 주요 조치

- (유동성 공급) 유럽중앙은행은 정책 시행 초기 여타 주요국들과 달리 자산매입이 아닌 대출중심의 유동성 공급에 주력
  - 금융기관의 장기유동성 수요가 늘어남에 따라 LTRO(Long-Term Refinancing Operations)의 만기를 확대
    - 36개월 만기 LTRO를 두 차례 실시하여 2011년 12월 4,892억 유로, 2012년 2월 5,295억유로 규모의 유동성을 공급
  - 은행이 취급한 대출의 일부를 저리로 지원하는 TLTRO(Targeted Long-Term Refinancing Operations) 프로그램을 2014년 6월 도입하였으며, 대출규모 및 금리조건 등을 개선하여 TLTRO II를 2016년 6월부터 시행할 예정
  
- (신용시장 지원) 금융시장 신용상황 개선을 위해 역내 은행들의 주요 자금조달원인 담보부채권을 매입
  - 2009년 7월부터 2010년 6월 사이 600억유로 한도로 담보부채권 직매입 프로그램(Covered Bond Purchase Programme: CBPP)을 시행(CBPP I)한 데 이어 재정위기가 확산되면서 2011년 11월부터 400억유로 한도로 이를 재개(CBPP II)
  
- (국채 매입) 통화정책 전달경로상의 국채시장 기능의 중요성을 고려하여 국채 매입을 확대
  - 2010년 5월 그리스 등에 대한 구제금융 지원에 따른 유럽 재정위기 완화를 위해 SMP(Securities Markets Program)를 도입
  - 2015년 3월부터 현재까지 대량의 국채를 매입하는 전면적 양적완

화를 시행중에 있으며, 2016년 3월 매입채권 규모를 기존 월 600억유로에서 800억유로로 확대

<표 III-2> 유럽중앙은행의 비전통적 통화정책수단

	조치	도입시기	내용
유동성 공급	적격담보기준 완화	2008. 10	채권 종류 확대(은행채 포함) 신용등급 조건 완화(A-이상 → BBB이상)
		2008. 11	비유로화채권 추가
		2012. 6	상업용모기지담보증권(CMBS)을 담보대상에 포함 ABS 신용등급 조건 완화 (A-이상 → BBB이상)
	LTRO 최장만기 확대 (Long Term Refinancing Operations)	2008. 3	3개월 → 6개월
		2009. 5	6개월 → 12개월
		2011. 12	12개월 → 36개월 * 36개월물 LTRO는 2011년 12월 및 2012년 2월에 각각 실행
TLTRO (Targeted Longer-term Refinancing Operations)	2014. 6	은행의 기업 및 가계대출 지원 * 대출규모 및 금리조건 등을 개선한 TLTRO II 프로그램을 2016년 6월부터 시행 예정	
마이너스 금리	2014. 6	ECB에 예치되는 예금 등에 마이너스 금리 적용 * 예금금리는 수차례 인하되어 2016년 5월 현재 -0.4%	
신용 시장 지원	CBPP (Covered Bond Purchase Programme)	2009. 5	모기지 담보 CB시장 등 지원 (우량 모기지, 공공기관 대출 등을 담보로 한 CB 매입, 600억유로 한도)
		2011. 11	CB시장 지원 재개(400억유로 한도)
		2014. 10	CB시장 지원 재개
	ABS 매입	2014. 11	ABS시장 지원
국채 매입	SMP (Securities Markets Programme)	2010. 5	그리스, 아일랜드, 포르투갈 등 구제금융수 혜국의 국채(주로 10년물)를 무제한 매입
	OMT (Outright Monetary Transactions)	2012. 9	만기 1~3년 국채를 무제한 매입 * OMT 도입으로 SMP는 종료
	PSPP (Public Sector Purchase Program)	2015. 3	유로지역 회원국 등이 발행한 유로표시채권 등을 매입 (월 600억유로)
		2016. 3	채권 매입 규모 확대 (600억유로 → 800억유로)

자료: 한국은행(2012) 및 양석준(2013a)

## 나. 정책 효과에 대한 연구

- (금융시장 영향) 양적완화는 Euribor 금리 및 은행간 시장 스프레드 등에 감소 효과가 나타남
  - Abbassi and Linzert(2011)는 LTRO를 통해 Euribor 금리가 100bp 감소한 것으로 추정
  - Beirne et al.(2011)은 CPBB를 통해 커버드 본드와 非커버드 본드간 스프레드가 10~20bp 감소한 것으로 분석
  - Eser and Schwaab(2013)은 10억유로의 자산매입으로 채권금리가 0.1~2bp 하락하고 SMP를 통해 금리의 변동성도 낮아진 것으로 분석
  
- (실물경제 영향) 양적완화 정책은 일시적인 경기확장효과를 가지나, 전통적 통화정책에 비해 파급속도가 느리고 통화승수가 감소하는 현상이 발생
  - Gambacorta et al.(2012)은 100%의 본원통화 증가가 GDP를 약 1% 증가시키는 효과가 있는 것으로 분석하면서 비전통적 통화정책 충격이 일시적인 경기확장효과를 갖는 것으로 추정
  - Peersman(2011)은 약 10%의 본원통화를 증가시키는 양적완화 정책은 정책금리를 약 25bp 인하하는 전통적 통화정책과 비슷한 효과를 가진다고 분석

## 다. 특징 및 평가

- ECB는 미 연준과 달리 글로벌 금융위기에 대응하여 대출 중심의 유동성 공급에 주력하다 남유럽 국가들의 재정위기 및 디플레이션 우려 등으로 점차 자산매입 등으로 확대
  - － 재정동맹(fiscal union)이 아닌 유로지역의 특성상 단일 국채가 없는데다 EU 조약이 통화정책을 통한 재정보전을 금지하고 있어 독일 등 자산매입을 반대하는 회원국들이 다수 존재
    - 최적의 정책결정보다는 논란의 소지가 적고 합의도출이 용이한 정책이 채택되는 경향이 큰 ECB의 지배구조 특성에도 일부 기인(양석준, 2013)
  
- 또한 ECB는 미국과 달리 비전통적 통화정책을 전통적인 통화정책에 대한 보완적인 성격을 갖는 것으로 인식
  - － ECB는 비전통적 통화정책이 근본적으로 비정상적인 상황에 따른 일시적 조치이며 물가안정이라는 통화정책의 본연의 목표에 부합해야 된다는 점을 강조
    - 아울러 구조조정, 은행부실 정리, 재정문제 등 여타정책 공조를 위해 정부와 중앙은행의 협력이 중요하다는 입장
  - － 이는 미국의 경우 물가안정 및 완전고용을 정책목표로 동시에 설정하고 있는데 반해 ECB는 물가안정을 유일한 정책목표로 하고 있는 차이를 반영한 것으로 풀이

### 3. 일본은행

#### 가. 주요 조치

- (유동성 공급) 글로벌 금융위기 발생 직후 일본은 기존 적격담보의 기준 완화 및 금융기관의 대출증가 지원을 위한 제도 신설
  - － 3개월 만기 고정금리 대출 및 금융기관 대출증가액에 대해 정책금리 수준의 대출자금을 무제한 공급하는 등 금융기관의 대출증가 지원을 통해 유동성 공급
  
- (신용시장 지원) 자산매입프로그램을 운용하여 ETF 및 REIT 등의 매입규모를 확대
  - － 자산매입기금을 설치하여 CP, 회사채 등의 민간 금융자산을 매입함으로써 국채와 민간 금융자산간 신용스프레드를 축소
  - － 양적·질적 금융완화 정책 도입을 통해 CP, 회사채, ETF, REIT 등의 매입규모를 확대
    - 2016년 5월 현재 ETF 및 REIT 매입규모는 각각 연간 3.3조엔 및 900억엔이며 CP 및 회사채 규모는 2.2조엔 및 3.2조엔
  
- (국채 매입) 본원통화목표제 도입으로 장기국채 등의 매입을 대폭 확대
  - － 장기국채 매입규모 확대와 더불어 장기국채의 평균 잔존만기를 연장
    - 2016년 5월 현재 본원통화 증가 목표는 연간 80조엔 규모이며 평균잔존만기는 7년에서 12년 내외

<표 III-3> 일본은행의 비전통적 통화정책수단

	조치	도입시기	내용
유동성 공급	적격담보기준 완화	2008. 12	총 5회에 걸쳐 신용등급 완화, 대상 증권 확대
	은행보유 주식 매입제도	2009. 2	금융기관 보유 주식을 매입 * 2002~04년에도 동일한 조치를 취함
	후순위특약대출제도	2009. 3	금융기관에 무담보로 후순위 대출
	고정금리대출제도	2009. 12	3개월 만기 고정금리 대출 * 2010년 10월 자산매입기금 신설이후 기금내 공통담보자금공급으로 명칭 변경. 2013년 4월 자산매입기금 폐지후 독자 프로그램으로 존속
	대출증가 지원을 위한 자금공급	2012. 10	금융기관의 대출증가액에 대해 정책금리 수준이 대출자금을 무제한 공급
		2014. 3	만기 연장(1년) 및 대출자금 공급 확대 * 금융기관 대출증가액의 2배까지 대출
마이너스 금리	2016. 1	당좌예금중 정책잔고에 대해 -0.1% 금리 적용	
신용 시장 지원	기업채무담보대출제도	2008. 12	금융기관 보유 기업채무를 담보로 대출
	CP 매입제도	2008. 12	금융기관 보유 CP 매입
	회사채 매입제도	2009. 1	은행 보유 회사채 매입
	‘자산매입기금’ 제도	2010. 10	CP, 회사채, ETF, REIT 등 매입
	양적·질적 통화완화	2013. 4	ETF 및 REIT 매입 확대 (ETF 연간 1조엔, REIT 연간 300억엔)
		2014. 10	ETF 및 REIT 매입 확대 (ETF 연간 3조엔, REIT 연간 900억엔)
2016. 4		ETF 추가 매입 (연간 3000억엔) * 2016년 5월 현재 ETF의 매입규모는 연간 3.3조엔	
국채 매입	장기국채 매입대상 추가	2008. 12	30년만기, 변동금리부 및 물가연동국채 포함
	‘자산매입기금’ 제도	2010. 10	장기국채 및 국고단기증권 매입
	양적·질적 통화완화	2013. 4	연간 국채매입 규모(50조엔) 및 보유국채의 만기(3년이하 → 7년) 확대
		2014. 10	연간 국채매입 규모(50조엔→80조엔) 및 보유국채의 만기(7년 → 7년~10년) 확대
		2015. 12	보유국채의 만기 연장 (7년~10년 → 7년~12년)

자료: 한국은행(2012), 이재원(2013), 일본은행(2013)

<참고 3>

일본은행의 위험자산 매입 현황

- 일본은행은 글로벌 금융위기 이후 금융시장 안정을 위해 단기자금 시장조작(money market operation tools) 제도를 도입한 이후 최근까지 위험자산매입 프로그램을 시행
  - 2008년 12월 금융기관의 기업자금공급 확대를 위해 회사채 매입제도가 도입되어 2009년 1월부터 시행
  - 2010년 10월에는 국채, CP, 회사채, ETF, J-REITs 등을 매입하는 자산매입프로그램(Asset Purchase Program: APP)이 도입되어 위험자산 매입이 본격화
    - 중앙은행에 납입된 공통담보를 기반으로 고정금리(overnight call rate)를 적용하여 자금을 공급하는 방식의 공통담보 자금 공급 오퍼레이션방식(fixed-rate funds-supplying operation against pooled collateral)을 통해 35조엔 규모로 매입
    - CP, 회사채 및 J-REIT 각각 a-2등급, BBB등급, AA등급이상 매입
  - 2013년 4월 양적·질적완화(quantitative and qualitative monetary easing) 정책을 도입하면서 기존의 자산매입프로그램은 폐지하고 기존의 국채매입과 자산매입프로그램을 통합하여 운영
    - 2013년 4월 현재 ETF는 1조엔, J-REIT 300억엔으로 연간 매입 규모 확대
    - 2016년 4월에는 CP 2.2조엔, 회사채 3.2조엔 잔액 유지 및 ETF 3.3조엔 J-REIT 900억엔으로 연간 매입규모 확대

### 주요 위험 자산 매입 제도

제도	도입시기	개요
자산매입 프로그램	2010.10	- ETF, REIT 각각 0.45조엔 및 0.05조엔 규모 매입 - CP, 회사채 각각 0.5조엔 규모 매입
양적· 질적통화완화	2013. 4	- ETF, REIT 각각 연간 1조엔 및 300억엔 매입 - CP, 회사채 각각 2.2조엔 및 3.2조엔 잔액유지
	2014.10	- ETF, REIT 각각 3조엔 및 900억엔으로 확대
	2016. 4	- ETF, REIT 각각 3.3조엔 <sup>주)</sup> 및 900억엔 매입

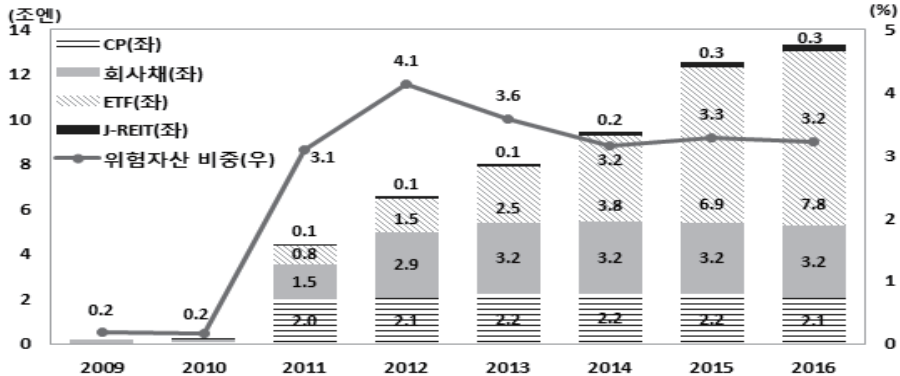
주 : ETF 추가매입규모 0.3조엔은 2015년 12월 통화정책회의에서 결정된 설비, 인재 투자 기업 주식 대상으로 한함

자료: BOJ

— 자산매입규모 증대에 따라 위험자산 규모가 확대

- 2016년 4월 현재까지 전체 위험자산은 13.3조엔으로, 위험 자산이 전체 자산에서 차지하는 비중이 3.2%를 기록
- 이 중 ETF가 2016년 현재 7.8조엔으로 전체 위험자산 대비 가장 큰 비중(58%)을 차지하였으며 CP 및 회사채 잔액은 2012년 이후 각각 2조엔 및 3조엔 내외 유지

### 일본 중앙은행 위험자산 추이



주 : 1) 연말잔액 기준, 2016년은 4월말 기준

2) 위험자산 비중은 전체자산대비

자료: BOJ

## 나. 특징 및 평가

- 일본은 여타 국가에 비해 가장 일찍 비전통적 통화정책을 사용하였을 뿐만 아니라 가장 큰 규모의 유동성을 공급
  - 2001년 3월 제로금리하에서 단기 유동성 확대조치를 시행하여 양적완화를 가장 먼저 도입
  - 일본은행의 대규모 국채매입으로 전체자산이 GDP의 76.7% (2015년말 기준)에 달해 여타 선진국의 두 배 이상을 상회하는 수준
  
- 특히 일본은행은 양적완화와 더불어 위험자산매입 등 질적완화를 통해 금융시장 안정과 경기부양을 시행
  - 2차 양적완화 시기인 2010년 10월에는 자산매입기금을 신설하여 일본국채는 물론, ETF, J-REIT 등을 직매입하는 포괄적인 금융완화 정책을 시행
  - 2013년 4월에는 양적 및 질적완화(QQE)를 시행하면서 다각적인 경기부양을 도모
  - 또한 2010년 6월에는 성장기반지원 자금공급제도를 도입하여 성장기반 강화를 금융측면에서 지원하기 위해 노력
  
- 그러나 이러한 적극적인 노력에도 불구하고 일본 실물경제의 가시적인 회복 조짐은 나타나지 않고 있음
  - 이러한 결과는 유동성 확대 못지않게 경제의 구조조정이 가시적인 성과를 나타내지 못한 데 기인

## 4. 영란은행

### 가. 주요 조치

- (유동성 공급) 영란은행은 RP를 통한 공개시장조작 규모 증액 및 적격 담보증권의 범위 확대 등의 유동성 공급조치 실시
  - － 유동성이 낮은 MBS 등을 국채로 교환해주는 SLS(Special Liquidity Scheme)를 시행하였으며, 교환대상증권 범위를 SLS보다 확대하여 더 넓은 범위의 증권을 국채로 교환해주는 DWF(Discount Window Facility)를 시행
  - － 기존 장기 RP보다 신용도가 낮은 증권도 담보로 인정될 수 있도록 적격담보 범위를 확대한 ECTR(Extended Collateral Term Repo)을 도입
  
- (신용시장 지원 및 국채 매입) 영란은행내 자산매입기금(Asset Purchase Facility: APF)을 설치하여 국채 및 회사채 등을 매입
  - － 당초 APF는 신용시장 지원을 위한 민간자산매입을 목적으로 설치하였으나 2009년 3월부터 APF를 통한 본격적 국채매입을 시작
    - 매입자산은 대부분 중장기 국채(gilt)이며 금융시장 안정을 위해 CP, 회사채, 정부보증 은행채무증서 등도 일부 매입
    - 국채매입한도는 2012년 7월 3,750억파운드로 증액된 이후 현재까지 규모를 유지

<표 III-4> 영란은행의 비전통적 통화정책수단

	조치	도입시기	내용
유동성 공급	장기 RP 규모 및 대상증권 확대	2007. 12	3개월물의 월별 매입규모 확대, 대상증권 범위확대(AAA이상 민간채권 일부 포함)
	SLS (Special Liquidity Scheme)	2008. 4	유동성 낮은 MBS 등을 국채로 교환 (DWF로 흡수·폐지)
	DWF (Discount Window Facility)	2008. 10	SLS보다 넓은 범위의 증권을 국채로 교환
		2009. 2	대출만기 연장(30일 → 364일)
	ECTR (Extended Collateral Term Repo)	2011. 12	기존 장기 RP보다 신용도가 낮은 증권도 적격담보로 인정
FLS (Funding for Lending Scheme)	2012. 7	가계 및 비금융기업에 대한 대출실적에 근거하여 장기저리의 자금 지원	
신용 시장 지원	APF (Asset Purchase Facility)	2009. 2	기업금융 및 은행간 대출 지원 (CP, 회사채, 정부보증 은행채무증서 등)
국채 매입	APF (Asset Purchase Facility)	2009. 3	잔존만기 5~25년의 국채를 유통시장에서 매입 * 매입한도는 당초 750억파운드였으나 이후 수차례 증액되면서 2016년 5월 현재 3,750억파운드

자료: 한국은행(2012)

### 나. 특징 및 평가

- 영란은행은 금융위기 이후 적격담보 범위 확대, 장기유동성 공급, 국채 매입 등을 적극적으로 시행
  - 특히 RP거래시 적격담보의 범위를 국채에서 트리플A 등급의 커버드본드까지 확대
  - 또한 은행의 중소기업 대출 확대를 유도하기 위해 노력

- 비전통적 통화정책 시행 과정에서 영란은행은 중앙은행의 유동성 공급 역할을 유동성 보장(assurance) 또는 유동성 보험(insurance)이라고 지칭하면서 이의 필요성을 강조
  - － 또한 금융시장이 이례적인 상황(exceptional circumstances)에 직면할 경우 자본시장에서 증권매매를 통하여 최종시장조성자 역할을 수행한다는 원칙을 천명
  - － 이러한 맥락에서 영란은행 내 자산매입기금을 설치하여 양적완화 정책을 적극적으로 시행하는 등 위기대응 과정에서 중앙은행의 역할 확대를 도모

## IV. 우리나라에 대한 시사점

---



## IV. 우리나라에 대한 시사점

- 대부분의 선진국 중앙은행은 글로벌 금융위기 이후 양적완화 등 비전통적 통화정책을 적극적으로 사용하며 위기대응과 관련한 중앙은행의 역할을 크게 확대해 왔음
  - 글로벌 실물경제 회복 지연과 금융부문 불확실성 등 금융위기 발생 이전과 구조적 변화가 있었다는 점을 인식하고 통화정책 운영 방식을 탄력적으로 조정
  - 아울러 중앙은행의 최종대부자(lender of last resort) 기능 못지않게 금융안정과 관련한 최종시장조성자(market maker of last resort) 역할을 강화
  
- 미국, 일본 등 주요 선진국의 양적완화 정책 수행과정 및 경험을 살펴보면 대체로 다음과 같은 공통적인 특징이 발견됨
  - 첫째, 각국 중앙은행은 경기회복 지원을 위한 국채매입에 앞서 신용위험 완화와 금융중개기능 회복을 위해 금융기관 및 신용시장에 대한 과감한 유동성 지원을 우선적으로 도모
  - 둘째, 각국 중앙은행의 유동성 공급은 비정상적이고 금융시스템 위험이 큰 상황에서만 일시적으로 지원한다는 원칙을 유지
  - 셋째, 이러한 원칙에 따라 중앙은행의 지원방식은 영구 출자방식보다는 은행에 대한 단기 대출형태로 이루어짐으로써 중앙은행 본연의 대출기능에 부합토록 함
  - 넷째, 긴급 유동성 대출시 금융기관의 도덕적 해이가 발생하지 않도록 중앙은행의 대출자금에 대한 면밀한 모니터링과 관리 및 감독 권한을 한층 강화

- 다섯째, 위기대응 과정에서의 긴급 유동성 지원과 관련하여 중앙은행과 정부(재무부)와의 역할 분담을 명확히 하여 정책 투명성을 제고하고 중앙은행의 신뢰성이 손상되지 않도록 노력
  - 여섯째, 양적완화 정책은 재정정책, 거시건전성 정책, 구조조정 정책 등과의 정책공조가 무엇보다 중요하며 이러한 정책 공조시 중앙은행이 주도적인 역할을 담당할 필요
- 우리나라의 경우에는 선진국들과 달리 아직까지 정책금리 인하 등 통화정책 여력이 남아있어 초저금리하에서 유동성을 공급하는 양적완화 정책 필요성은 크지 않은 상황으로 판단
- 최근 조선·해운업 구조조정과 관련한 한국은행의 금융지원은 양적완화 라기보다는 구제금융으로 보는 것이 타당
- 그럼에도 불구하고 전세계적으로 금융안정 및 경기회복을 위한 중앙은행의 역할이 훨씬 중요해지고 있고 우리나라도 긴급유동성 지원 등 부분적인 양적완화 가능성을 전혀 배제하기 어렵다는 점에 유의
- 중앙은행의 긴급유동성 공급시 이의 목적 및 용도, 지원 방법 및 수단, 자금회수 조건 등에 대한 기본원칙을 재정립하여 불필요한 시장의 오해와 마찰을 최소화
  - 중앙은행의 긴급유동성 대출이 이루어지는 만큼 동 자금의 운영과 관련한 철저한 모니터링과 자금회수 전까지 금융기관에 대한 관리를 강화할 수 있도록 중앙은행의 감독권을 강화할 필요
  - 긴급유동성 지원 필요시 정부와의 역할 및 책임 분담 기준을 마련하여 통화정책 신뢰성이 손상되지 않도록 노력

## 참 고 문 헌

---



## 참 고 문 헌

- 강성대·노진영, 2009, 『양적완화 통화정책(QE)에 대한 평가와 시사점: 일본은행의 경험을 중심으로』, 한국은행 한은조사연구 2009-10.
- 강현주·서현덕·주현수, 2014, 『선진국의 비전통적 통화정책과 출구전략 분석』, 자본시장연구원 연구보고서 14-06.
- 김병기·김인수, 2015, 글로벌 금융위기 이후 주요국 통화정책 운영체계의 변화, 한국은행 『BOK경제연구』 2015-1.
- 김병기·김진일, 2014, 미 연준과 유럽중앙은행의 비전통적 통화정책 수행 원칙에 관한 고찰, 한국은행 『BOK경제연구』 2014-22.
- 박성욱, 2015, 유럽중앙은행 양적완화와 우리나라 환율정책에의 시사점, 한국금융연구원 『주간금융브리프』 24권 6호.
- 박성욱·박종상, 2014, 비전통적 통화정책에 대한 고찰, 한국금융연구원 『KIF VIP리포트』 2014-03.
- 안성훈·성유림, 2015, 구조개혁과 중앙은행, 한국은행 『BOK이슈노트』 2015-9.
- 양석준, 2013a, ECB 포워드 가이드의 특징 및 평가, 한국은행 『해외경제포커스』 2013-36.
- 양석준, 2013b, 『ECB 비전통적 통화정책의 주요 특징 및 배경: 미 연준과의 비교』, 한국은행 프랑크푸르트사무소 조사연구자료 2013-12.
- 이재원, 2013, 일본은행, 본원통화목표제 도입 및 국채매입 확대, 한국은행 동경사무소 현지정보.
- 한국은행, 2012, 『한국의 통화정책』.
- 한국은행, 2015, 주요 선진국의 비전통적 통화정책 파급효과 비교, 『국제경제리뷰』 2015-8.

한국은행, 2016. 1. 29, 일본은행의 마이너스금리부 양적·질적금융완화 도입, 현지정보.

Abbassi, P., Linzert, T., 2011, The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the recent financial crisis, European Central Bank working paper series No. 1328.

Bank of England, 2012, The distributional effects of asset purchases, Quarterly Bulletin 2012 Q3.

Bank of Japan, 2013, *Introduction of the "Quantitative and Qualitative Monetary Easing*.

Beirne, J., Dalitz, L., Ejsing, J., Grothe, M., Manganelli, S., Monar, F., Sahel, B., Sušec, M., Tapking, J., Vong, T., 2011, The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets, European Central Bank occasional paper series No. 122.

Bernanke, B.S., Reinhart, V.R., 2004, Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates, *American Economic Review* 94(2), 85-90.

Borio, C., Disyatat, P., 2010, Unconventional Monetary Policies: An Appraisal, *The Manchester School* 78, 53-89.

Buiter, W., 2010, Reversing unconventional monetary policy: technical and political considerations, Chap. 3, 23-42. SUERF - The European Money and Finance Forum.

Chen, H., Cúrdia, V., Ferrero, A., 2012, The macroeconomic effects of large-scale asset purchase programmes, *The Economic Journal* 122(564), 289-315.

- Chung, H., Laforte, J., Reifschneider, D., Williams, J., 2011, Estimating the macroeconomic effects of the Fed's asset purchases, FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Eggertsson, G., Woodford, M., 2003, The zero bound on interest rates and optimal monetary policy, *Brookings Papers on Economic Activity*, Economic studies program, The Brookings Institution 34(1), 139-235.
- Eser, F., Schwaab, B., 2013, Assessing asset purchases within the ECB's securities markets programme, European Central Bank working paper series No. 1587.
- Farmer, R.E.A., 2012, Qualitative Easing: How it Works and Why it Matters, NBER working paper No. 18421.
- Farmer, R.E.A., 2013, Qualitative Easing: a New Tool for the Stabilisation of Financial Markets, Annual John Flemming Memorial Lecture at the Bank of England on 16 October 2013.
- Farmer, R.E.A., Zabczyk, P., 2016, The Theory of Unconventional Monetary Policy, NBER working paper No. 22135.
- Fawley, B.W., Neely, C.J., 2013, Four Stories of Quantitative Easing, Federal Reserve Bank of St. Louis Review 95(1), 51-88.
- Friedman, M., 1969, The Optimum Quantity of Money, *The Economic Journal* 80(319), 669-672.
- Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J., Sack, B., 2011, Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: did they work?, Federal Reserve Bank of New York economic policy review, 41-59.

- Gambacorta, L., Hofmann, B., Peersman, G., 2012, The Effectiveness of unconventional monetary policy at the zero Lower Bound: a cross-country analysis, BIS working papers No. 384.
- Gertler, M., Karadi, P., 2013, QE 1 vs. 2 vs. 3. . . : A Framework for analyzing large-scale asset purchases as a monetary policy tool, *International Journal of Central Banking* 9(1), 5-53.
- Gilchrist, S., Zakrajšek, E., 2013, The Impact of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs on Corporate Credit Risk, *Journal of Money, Credit and Banking* 45(2), 29-57.
- IMF, 2013, *Unconventional Monetary Policies: Recent Experience and Prospects*.
- Krishnamurthy, A., Vissing-Jorgensen, A., 2011, The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy, Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution 43(2), 215-287.
- Krishnamurthy, A., Vissing-Jorgensen, A., 2013, The ins and outs of LSAPs, Proceedings - Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Kuroda, H., 2013, Quantitative and Qualitative Monetary Easing, Speech at a Meeting Held by the Yomiuri International Economic Society in Tokyo on 12 April 2013.
- Lyonnet, V., Werner, R., 2011, The Lessons from QE and Other Unconventional Monetary Policies: Evidence from the Bank of England, CFS working paper No. 2011/29.

- Masahiro, K., 2015, International Spillovers of Monetary Policy: US Federal Reserve's Quantitative Easing and Bank of Japan's Quantitative and Qualitative Easing, ADBI working paper No. 512.
- Peersman, G., 2011, Macroeconomic consequences of different types of credit market disturbances and non-conventional monetary policy in the euro area, Society for Economic Dynamics meeting papers No. 333.
- Parameswaran, A., 2011, Bagehot's Rule, Central Bank Incentives and Macroeconomic Resilience, Macroresilience september 12th, 2011.
- Reinhart, C., Rogoff, K., 2013, Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten, IMF Working Paper No. 13/266.
- Turner, A., 2015, The Case for Monetary Finance: An Essentially Political Issue, IMF Jacques Polak Research Conference on 5 November 2015.
- Wachtel, P., 2011, The Evolving Role of the Federal Reserve, NYU working paper No. 2451/31339.
- Webel, B., 2013, Troubled Asset Relief Program (TARP): Implementation and Status, Congressional Research Service R41427
- Werner, R.A., 1995. 9 2., How to Create a Recovery through Quantitative Monetary Easing, The Nihon Keizai Shinbun (Nikkei).
- Werner, R.A., 1997, Towards a New Monetary Paradigm: A Quantity Theorem of Disaggregated Credit, with Evidence from Japan, Kredit und Kapital 2(2), 276-178.

White, W., 2013, Overt Monetary Financing(OMF) and Crisis Management, Project Syndicate The World' Opiniao Page on 12 June 2013.

미국 연방준비제도	<a href="http://www.federalreserve.gov">www.federalreserve.gov</a>
영란은행	<a href="http://www.bankofengland.co.uk">www.bankofengland.co.uk</a>
유럽중앙은행	<a href="http://www.ecb.europa.eu">www.ecb.europa.eu</a>
일본은행	<a href="http://www.boj.or.jp">www.boj.or.jp</a>
한국은행	<a href="http://www.bok.or.kr">www.bok.or.kr</a>

### <연구총서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
16-02	한국 신규공모시장의 구조분석	신인석, 김갑래, 김준석, 이석훈	16.02
16-01	자산운용산업의 국제화: 방향과 과제	김재철, 강현주, 김종민, 남재우	16.02
15-05	위안화 국제화 가능성 분석 및 국제금융질서 변화에 관한 연구	이승호, 김한수, 현석, 주현수, 강현주	15.12
15-04	단기자금시장 구조개편에 대한 평가와 정책과제	백인석, 주현수, 황세운, 서현덕	15.10
15-03	주식시장의 구조적 변화: 거래회전을 감소의 원인 분석	강소현, 김준석, 양진영	15.05
15-02	글로벌 금융규제 흐름과 우리나라 금융규제개혁의 바람직한 방향	신보성, 권재현, 김종민, 이효섭, 천창민	15.05
15-01	한국파생상품시장의 현황진단과 발전방향	남길남, 이효섭, 천창민	15.04

### <연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
16-04	국내 증권사 해외진출 특징 및 결정요인에 관한 연구	최순영	16.04
16-03	기관투자자의 수탁자책임과 스투어드십 코드의 도입	정윤모	16.04
16-02	국내 증권업 경쟁도와 구조변화에 대한 연구	박용린, 권재현	16.03
16-01	미국 인터넷전문은행의 사업성과 분석 및 시사점	이성복	16.03
15-03	신용평가산업의 역할과 기능 활성화 방안	김필규	15.12
15-02	DB형 퇴직연금과 DC형 퇴직연금의 비교 - 투자위험을 중심으로 -	홍원구	15.03
15-01	비과세 종합저축투자계좌 도입에 관한 연구	홍원구, 천창민, 김재철	15.03
14-08	가계의 주식 및 펀드시장 참여에 대한 연구	김재철, 남재우, 장지혜	14.12
14-07	우리나라 외환스왑시장의 불균형 및 환율과의 관계에 관한 연구	이승호	14.12
14-06	선진국의 비전통적 통화정책과 출구전략 분석	강현주, 서현덕, 주현수	14.12
14-05	주식과세제도의 개선방향에 관한 연구	김갑래, 김준석, 황세운	14.07
14-04	그레인저 인과관계 네트워크를 이용한 금융기관간 상호연계성 추정	서현덕	14.05
14-03	금융산업의 특성을 고려한 담합의 판단기준에 대한 연구	이성복, 이승진	14.03
14-02	파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향	정윤모, 이효섭	14.03
14-01	기관투자자가 자본시장 발전에 미치는 영향 및 정책과제	신보성, 김준석	14.02
13-05	국내 증권산업의 환경변화와 대응방안	박용린, 이석훈, 장정모, 최순영	13.12
13-04	연금사회와 자산운용산업의 미래	송홍선, 김재철, 김종민, 남재우, 홍원구	13.12
13-03	인구고령화와 우리나라의 자본시장 II : 퇴직연금과 자본시장 성장의 선순환	김재철, 홍원구	13.12
13-02	글로벌 유동성과 국제자본이동과의 관계에 관한 연구	강현주, 이승호	13.12
13-01	통화 국제화의 결정요인에 관한 연구: 원화 국제화의 가능성에 관한 시사점	현석, 이상헌	13.02

## <연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
12-05	글로벌 거래소 변화양상과 시사점	이인형, 강소현, 김준석	12.12
12-04	탄소금융의 국제동향 분석과 발전방안에 대한 연구	노희진, 김규림	12.12
12-03	국내 주식형펀드의 투자효율성과 규모효과에 대한 연구	김종민, 송홍선	12.11
12-02	국내 애널리스트 이직에 관한 연구	김종민, 이석훈	12.11
12-01	주가지수파생상품 만기일 효과에 관한 연구	남길남, 이효섭	12.06
11-03	아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구	현석, 이상현	11.07
11-02	한국 외화자금시장 유동성 위기의 특징과 외환시장에의 영향 분석	이인형, 이윤재	11.02
11-01	금융투자업의 시장구조에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이성훈, 장정모	11.01
10-05	국내 IPO 시장의 경쟁도 분석	이석훈, 박신애	10.12
10-04	선물환 수요 불균형 해소방안에 관한 연구	이성훈, 김형욱, 윤종문	10.11
10-03	국내 자산운용시장 경쟁구조에 대한 연구: 판매시장의 가격규율을 중심으로	김재철, 박진모	10.07
10-02	학자금대출시장 분석 및 유동화 활성화 방안	김필규, 박연우, 이현진	10.06
10-01	증권발행가격 규제 의 문제점과 제도개선 연구	장욱, 전상경	10.06
09-02	금융투자회사의 자기자본 규제 연구	권세훈, 송홍선, 정윤모, 한상범	09.04
09-01	국내 전자증권제도의 효율적 도입방안에 관한 연구	김필규, 이석훈, 황세운, 김용재, 조인호	09.03
08-05	증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이진호, 박신애	08.11
08-04	모기지의 조기상환 모형에 근거한 MBS 가격결정에 관한 연구	박연우, 김필규, 이현진, 정재선	08.07
08-03	헤지펀드의 국내 허용 방안	노희진, 김규림	08.03
08-02	세계 신용파생상품시장의 혁신과 시사점	남길남, 이석형, 주윤신	08.03
08-01	KRX 가격제한폭제도의 유효성에 관한 연구	엄경식, 강형철, 이윤재	08.03
07-03	기업집단 지배-소유 괴리 측정에 관한 연구: 임계지배권 방법을 중심으로	강형철, 빈기범, 조성훈, 윤정선	07.12
07-02	프로그램 매매가 변동성에 미치는 효과에 대한 연구	한상범, 이윤재	07.07
07-01	미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점	엄경식, 장병훈	07.03
06-08	증권회사의 자기자본 규제 개선에 관한 연구	권세훈, 한상범, 김현숙, 박희선	06.12
06-07	장외파생상품 자동거래시스템에 관한 연구	진익, 한지연	06.12
06-06	기업 현금성 자산 보유와 기업 가치에 대한 연구	빈기범, 서은숙, 송민규	06.11
06-05	"U.S. 달러표시 주식부문" 도입을 통한 한국자본시장 국제화의 타당성 검토	엄경식, 김영식, 정순섭	06.11
06-04	증권회사의 과당매매 규제에 관한 법적 연구	정윤모, 박기령	06.11
06-03	인구 고령화와 우리나라의 자본시장 I: 가계의 주식보유에 미치는 영향을 중심으로	김재철, 고광수, 김근수, 박진모, 박창욱	06.07
06-02	증권산업의 인적자본 축적에 대한 분석 및 시사점	신보성, 최강식	06.05
06-01	국내 주식시장의 버블 가능성 평가	김재철, 빈기범, 송민규	06.04

## <연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
05-05	유동성 증대를 위한 효율적 주식거래 메커니즘 연구	엄경식, 선정훈, 한상범, 강대일	05.12
05-04	우리나라 자본시장과 은행의 균형 발전 필요성	신보성, 빈기범, 박상용	05.11
05-03	기관투자자와 주식시장의 안정성에 관한 연구: OECD 국가를 대상으로	고광수, 박창욱	05.06
05-02	가계의 주식보유 비중 결정 요인에 대한 연구	김재철	05.03
05-01	한국·일본·중국의 기관투자자 비교 연구	고광수, 김근수	05.02
04-09	우리나라 자본시장 규제의 선진화 방향	신보성, 박경서	04.12
04-08	한국주식시장의 투명성 연구: 외국계 증권회사 대량매매 정보공개 효과 분석	선정훈, 한상범, 강대일, 이윤재	04.12
04-07	수시공시제도의 개선방향 -포괄주의 방식의 도입 검토-	정윤모, 이주혜, 박기령	04.12
04-06	대량매매(Block Trade) 체결 메커니즘의 효율화에 관한 연구	선정훈, 한상범	04.11
04-05	증권산업 종사자의 자격 및 제한적 매매에 관한 연구	노희진, 주윤신	04.10
04-04	공적 연금의 지배구조에 관한 연구: 국민연금을 중심으로	조성훈, 고광수, 박창욱	04.09
04-03	공적 연기금의 투자 정책에 관한 연구	고광수, 김근수, 박창욱	04.09
04-02	투자자교육의 체계적 정립과 투자자보호	김근수	04.06
04-01	채권 스트립에 관한 연구	오승현, 유윤주	04.03
03-09	코스닥시장의 위상 재정립과 효율화 방안에 관한 연구	한상범, 엄경식, 강대일, 윤지아	03.12
03-08	증권산업에서의 이해상충에 관한 연구 II: 주식발행업무	정윤모, 조성훈, 한상범, 박현수, 이종은, 강대일	03.11
03-07	자산운용업의 바람직한 방향에 관한 연구	고광수	03.11
03-06	전자증권제도의 도입환경과 효과분석	송치승, 박연정	03.09
03-05	증권산업에서의 이해상충에 관한 연구 I: 증권회사 조사분석	조성훈, 정윤모, 박현수	03.05
03-04	펀드의 공정한 기준가격 결정에 관한 연구	고광수, 박기흥	03.04
03-03	거래소 주식회사화: 한국주식시장에의 적용	김형태, 엄경식, 한상범, 윤지아, 이은정	03.04
03-02	채권의 전자거래에 관한 연구	오승현, 유윤주	03.03
03-01	주식대차의 구조이해와 우리나라 주식대차제도의 개선방안	송치승	03.02
02-01	자산유동화증권(ABS)시장 발전방안 연구	김형태, 김필규	02.11
01-06	청산결제시스템의 신조류 분석과 대응방안	송치승	01.12
01-05	회사채 수탁회사 제도의 개선에 대한 연구	오승현, 유윤주	01.11
01-04	시간외 주식거래 -주요국의 거래 매커니즘별 역할 및 교훈-	엄경식, 윤지아	01.11
01-03	환매조건부채권매매(Repo)의 활성화 방안	김형태, 이현진	01.08
01-02	펀드산업 활성화를 위한 제도 개선 방안	고광수, 김근수	01.06
01-01	구조조정시장: 자본시장의 프론티어	김형태, 이현진	01.02

## <조사보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
16-05	미국 NCR의 제도적 특징과 발전과정	장정모, 김현숙	16.04
16-04	전자단기사채 도입 효과 평가 및 향후 발전과제	백인석, 황세운	16.02
16-03	퇴직연금 수익률과 수수료 분석	홍원구, 심수연	16.02
16-02	한국과 아시아 증권사 간의 국제금융업무 비교 분석	주현수	16.02
16-01	글로벌 파생상품 거래소의 혁신 전략 및 시사점	이효섭	16.01
15-08	미국의 증권형 크라우드펀딩 규제와 시사점	천창민	15.12
15-07	금융중개의 발전과 사모펀드의 역할	송홍선	15.09
15-06	아시아자율규제기구(Asian SRO) 설립 논의와 시사점	현석, 황세운	15.07
15-05	미국 증권회사의 특화.전문화 전략: 부티크IB 사례 중심으로	최순영	15.05
15-04	금융투자상품 불안전판매 규제 현황 및 시사점	정운모, 이효섭	15.03
15-03	영국의 금융 영업행위 규제 및 감독 체계 변화와 시사점	이성복, 이승진	15.03
15-02	미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 시사점	남재우, 박용린, 천창민	15.01
15-01	해외 정부 벤처캐피탈의 현황 및 시사점	박용린, 김종민	15.01
14-03	배출권 시장 안정화 정책의 분석 -중앙은행 모델을 중심으로-	유종민	14.07
14-02	주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점	이인형, 강소현, 양진영	14.03
14-01	주요국 국채시장의 제도적 특성과 시사점	김필규, 백인석, 황세운	14.03
13-07	ETN 시장의 특징과 시사점	남길남	13.12
13-05	영국의 사회적 투자시장 육성정책의 시사점	김갑래, 박수연	13.12
13-04	맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점	최순영	13.11
13-03	녹색기후기금(GCF)의 특성과 향후 정책방안	노희진, 김규림	13.11
13-02	아시아 주요국의 펀드산업 현황 조사	송홍선, 남재우, 홍원구 공경신, 태 희, 장지혜	13.09
13-01	자산운용업의 경영현황 분석과 자생력 확보 방향	김재철, 장지혜	13.08
12-05	글로벌 금융위기 이후 자기자본 규제의 국제적인 변화	송홍선, 장정모, 한상범	12.12
12-04	이슬람금융의 현황과 시사점	김한수, 김보영	12.12
12-03	해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점 -바이아웃(buyout)을 중심으로-	박용린, 천창민, 안유미	12.12
12-02	자본시장법과 외국환거래법의 비교 및 정합성 제고를 위한 과제	이승호, 이종덕	12.12
12-01	글로벌 국부펀드 현황 및 시사점	이승호, 김한수, 최순영	12.06
11-02	EU 금융서비스 통합 실행계획(FSAP)의 구조와 체계	이용우	11.12
11-01	신금융투자상품의 구조와 활용	박철호, 김형욱, 박연우, 빈기범	11.06
10-05	미국의 장외파생상품 규제: 도드-프랭크법을 중심으로	남길남	10.12
10-04	거래소 인수·합병: 동향과 사례	김준석, 장욱, 장병훈, 한지연	10.12
10-03	배당 재투자 계획(DRIP)에 관한 연구	권세훈, 박희선	10.09

## <조사보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
10-02	FX마진거래제도 개선방안	박철호	10.07
10-01	녹색금융의 발전방향과 추진전략	노희진	10.06
09-02	펀드 규율체계의 바람직한 통합 방향	김재철, 빈기범, 박진모, 김란영	09.08
09-01	신흥시장국 주식시장의 구조와 현황 분석(I): 중남미 주식시장	김준석, 이윤재, 장병훈, 한지연	09.07
08-03	선진 자산운용회사의 경영전략과 시사점	송홍선, 공경신	08.11
08-02	증권회사의 M&A 사례 및 전략	권세훈, 박희선	08.11
08-01	자본시장을 활용한 공공투자 자금조달에 관한 연구	조성원, 박창욱	08.08
07-01	스타일투자를 활용한 맞춤형 자산관리	진익, 한지연	07.12
06-03	미국 자산유동화증권 공시 제도의 현황과 국내 시사점	김필규, 이현진, 윤지아, 서의경	06.11
06-02	국내 증권회사의 리스크관리 현황과 개선방향	노희진, 김규림	06.07
06-01	자율규제기관의 제재 효율화 방안 : 미국 NASD를 중심으로	정윤모, 박기령	06.05
05-01	주택저당대출자산 유동화 시스템 개선 방안	유윤주	05.04
04-02	선진 투자은행의 현황분석 및 시사점	이현진, 강대일, 이종은	04.11
04-01	채권 이자소득세 원천징수제도 개선방안	오승현, 김화성	04.09
03-04	증권산업의 현황과 시나리오 분석	김형태, 김근수, 정재만	03.12
03-03	장외파생상품 실패사례 분석과 시사점	김형태, 이현진	03.10
03-02	금융산업 분석과 주식시장에 대한 시사점	노희진, 주윤신	03.08
03-01	재정흑자국의 국채시장 운영	오승현, 선정훈, 유윤주	03.06
02-06	주식거래 ATS의 의미와 전망 : ECN을 중심으로	변진호, 엄경식, 공경신, 윤지아	02.10
02-05	증권회사의 경영전략	김형태, 김근수, 오승현 조성훈, 한상범, 김란영	02.10
02-04	한국 · 미국 · 일본의 배당제도 비교와 시사점	한상범, 김문현, 김란영, 이은정	02.10
02-03	주식투자이익 과세의 국가별 비교와 시사점	김문현, 김란영	02.02
02-02	시장간 경쟁과 그 대응: NYSE와 Nasdaq을 중심으로	김근수, 변진호	02.02
02-01	회사채 시장 개선방안	우영호, 고광수, 김형태 오승현, 이정길	02.01
01-05	주식교환 · 주식이전: 기업재편 수단의 효율적 활용	한상범, 김문현, 김란영, 이은정	01.10
01-04	한 · 미 · 일 공시제도의 현황 및 비교	김문현, 정윤모, 손영락, 김란영	01.07
01-03	각국의 증권거래제도 및 거래시스템 비교분석	한상범, 이은정	01.06
01-02	종합금융서비스의 시대: 금융지주회사	한상범, 김문현, 김란영, 이은정	01.02
01-01	증권집단소송과 투자자보호	정윤모, 손영락	01.02

<이슈보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
16-01	양적완화 정책에 대한 고찰 및 시사점	이승호, 강현주	16.07



**이슈보고서 16-01**

양적완화 정책에 대한 고찰 및 시사점

**인 쇄** 2016년 07월 06일

**발 행** 2016년 07월 12일

**저 자** 이승호, 강현주

**편집인** 안동현

**발행처** 자본시장연구원

**주 소** 서울시 영등포구 의사당대로 143

**전 화** 3771-0600

**팩 스** 786-7570

**인쇄소** 비디아이

ISBN 978-89-6089-149-4-93320

[www.kcmi.re.kr](http://www.kcmi.re.kr)