

2023년 한국증권학회 정책 심포지엄

은행 위기 및 부채 한도 사태와 인플레이션

서울대학교 경영대학
최동범



코로나 이전의 상황 – 초저금리 환경의 고착화

- 금리 하락 추세 및 초저금리의 고착화

- 인구요인 등으로 인해 장기화 예측

→ “secular stagnation”

- “zero lower bound” 로 인한
“양적완화”

- 미국 국채 금리 (r) < 경제성장률 (g)

→ “public debt may have no fiscal cost”

(Blanchard 2019)



중립금리 (natural rate of interest) 추이

Source: Hong and Shell 2019

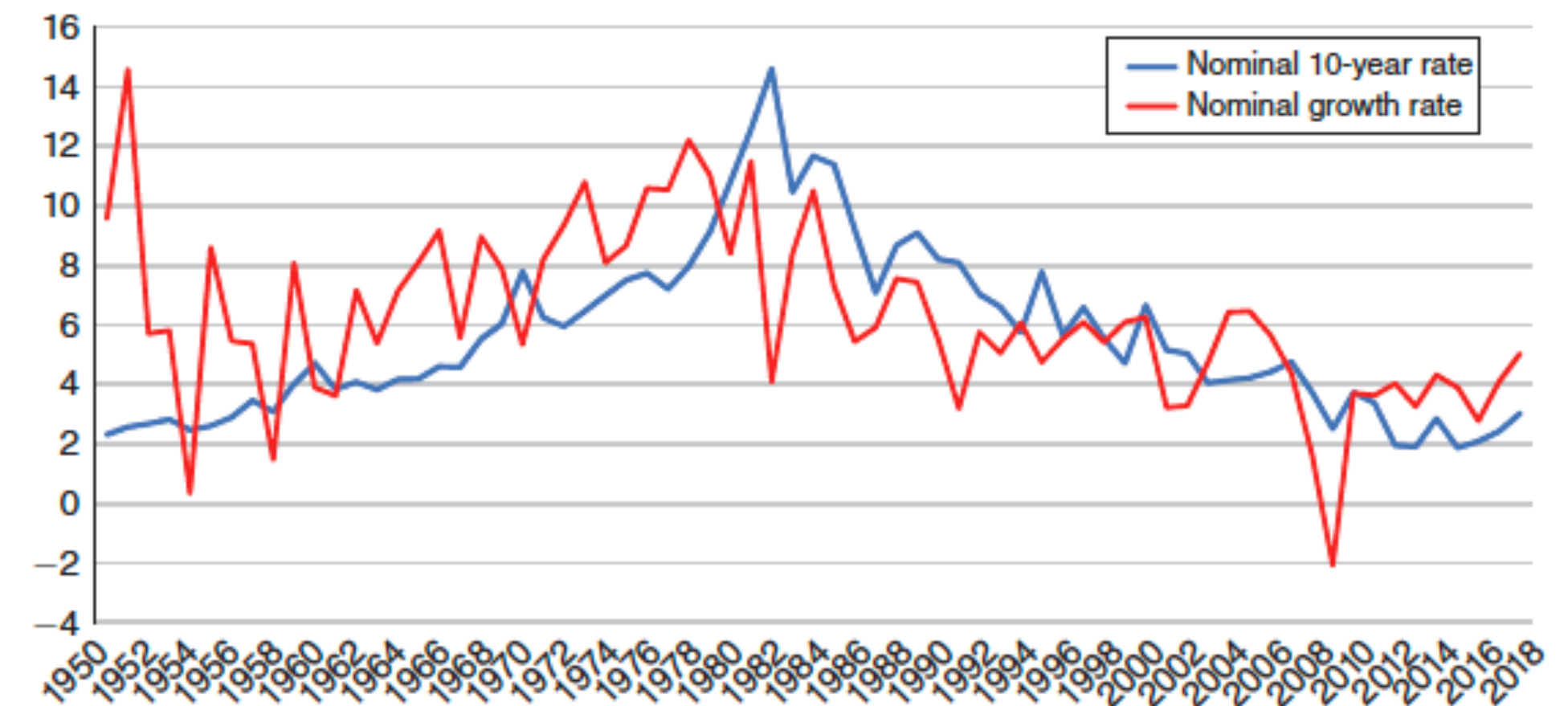


FIGURE 2. NOMINAL GDP GROWTH RATE AND 10-YEAR BOND RATE, 1950–2018

Source: Blanchard 2019

“재정건전성” 신화의 붕괴?

- 2007년 이후 Public debt/GDP 비율과 이자율의 괴리 심화
- MMT 등의 득세
- 코로나 발발

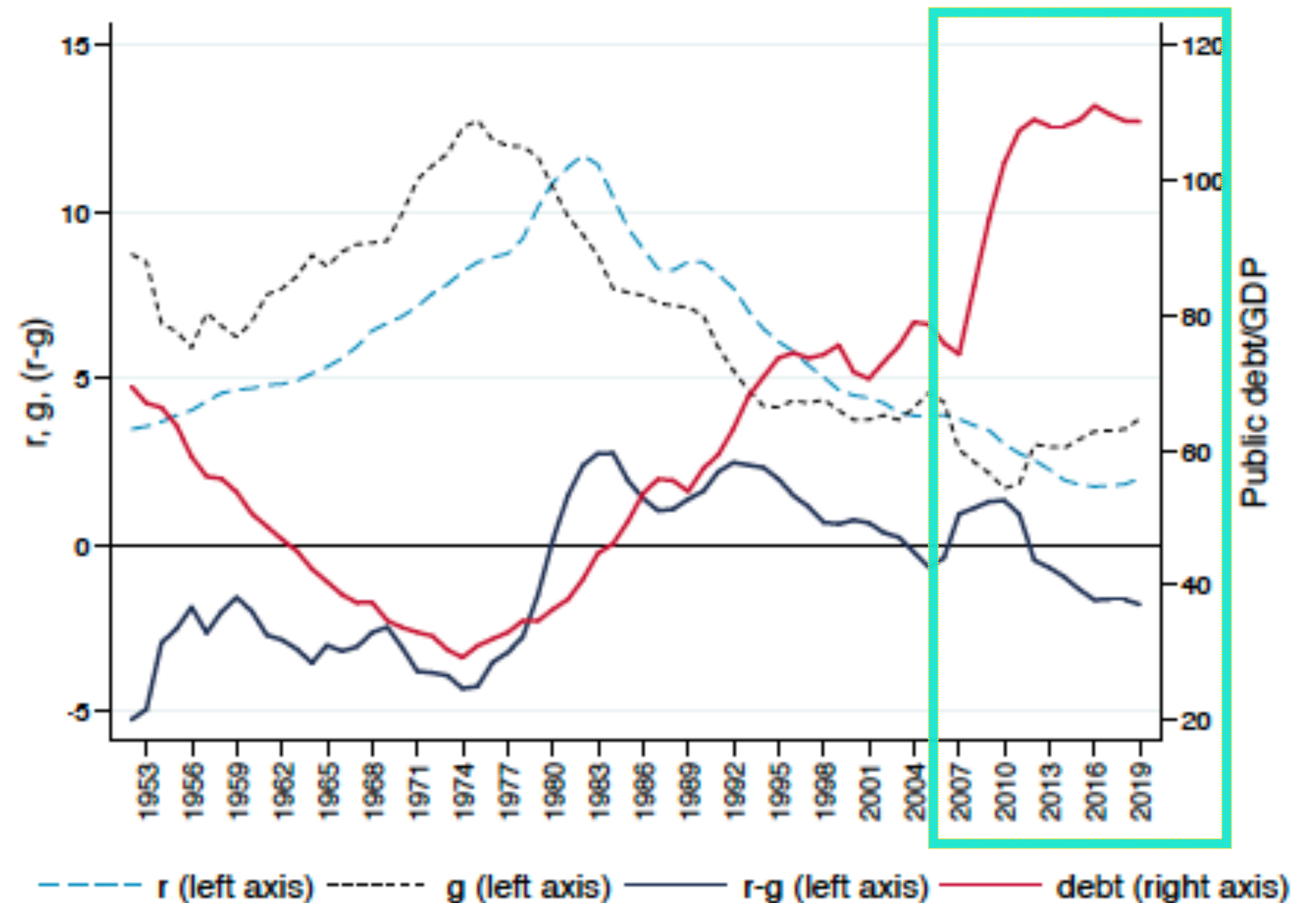
“It is **essential** that *fiscal and monetary policy support are not prematurely withdrawn, as best possible.*”

Gita Gopinath

(IMF Chief economist, Oct 13, 2020)



Figure 1: Interest Rate, Growth, and Public Debt



Source: Reis 2021

코로나 19와 대규모 정책 개입

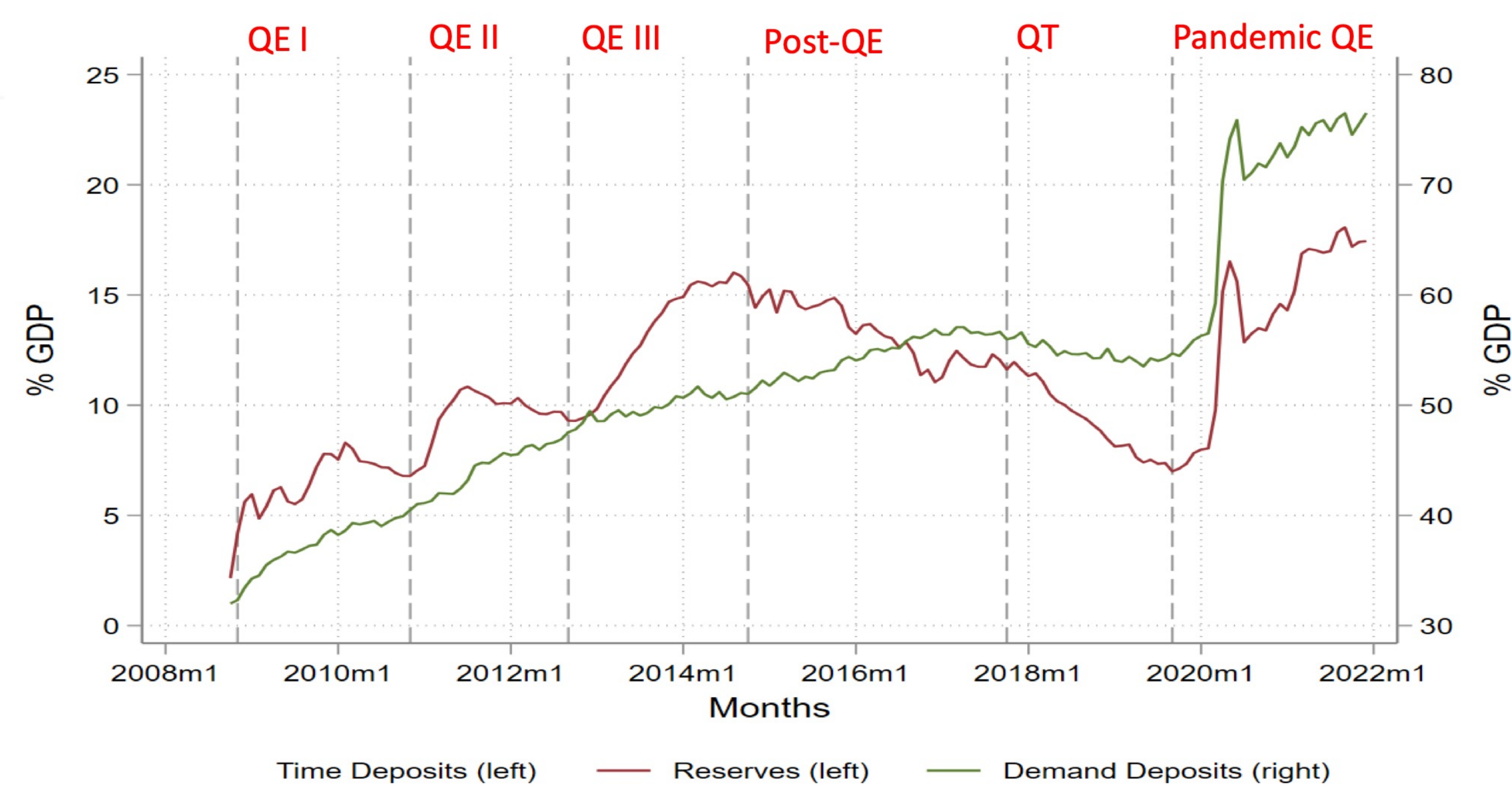
중앙은행

- 양적 완화
→ (불필요한) 은행 예금의 증가

정부

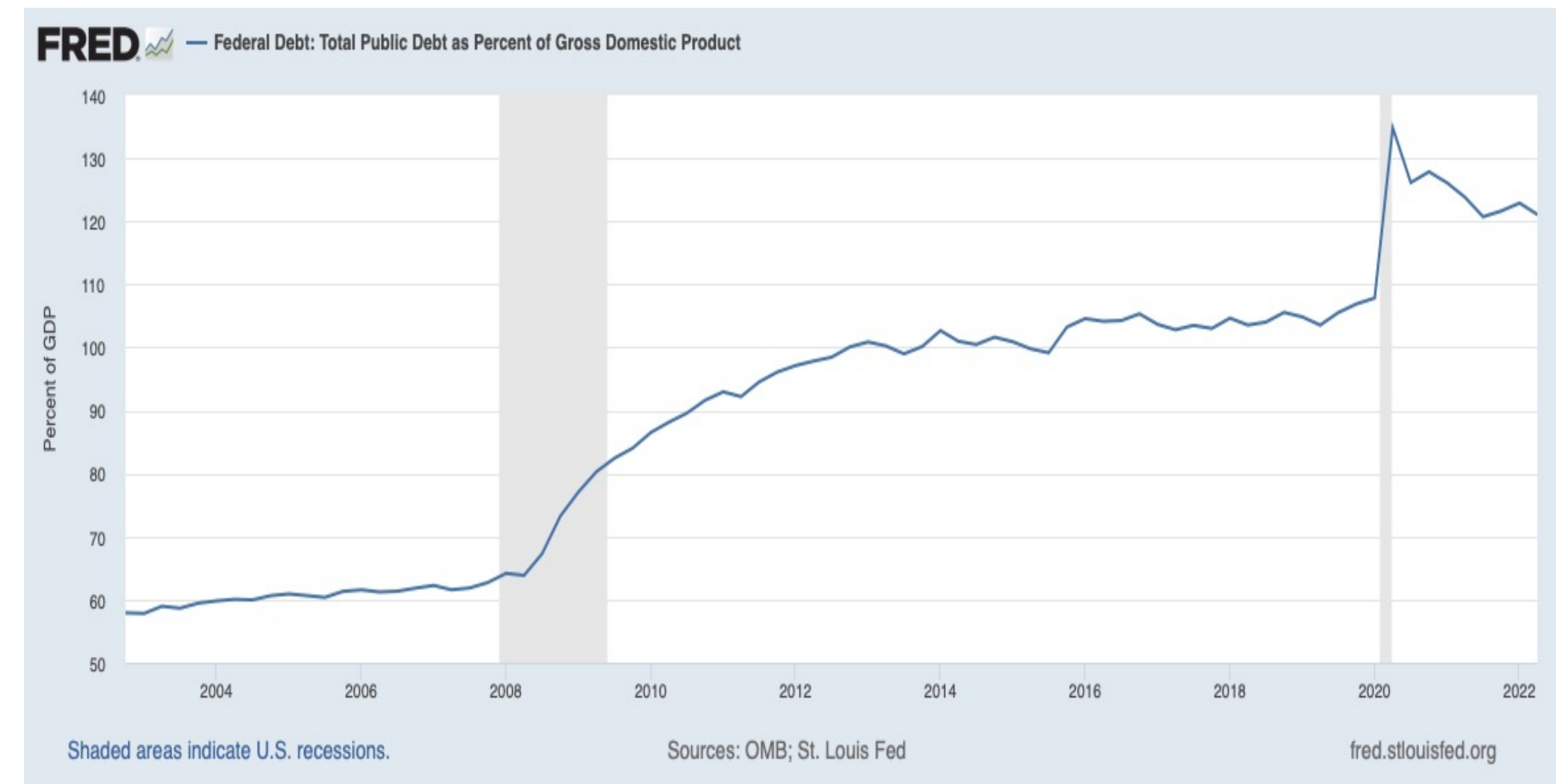
- 적극적 재정정책, 정부 부채 증가
→ 연준 및 은행의 국채 보유 증가

➤ 전자에 관해서는 우려, 후자는 딱히...?



Demand deposits to GDP

(source: Acharya, Chauhan, Rajan, and Steffen 2023)



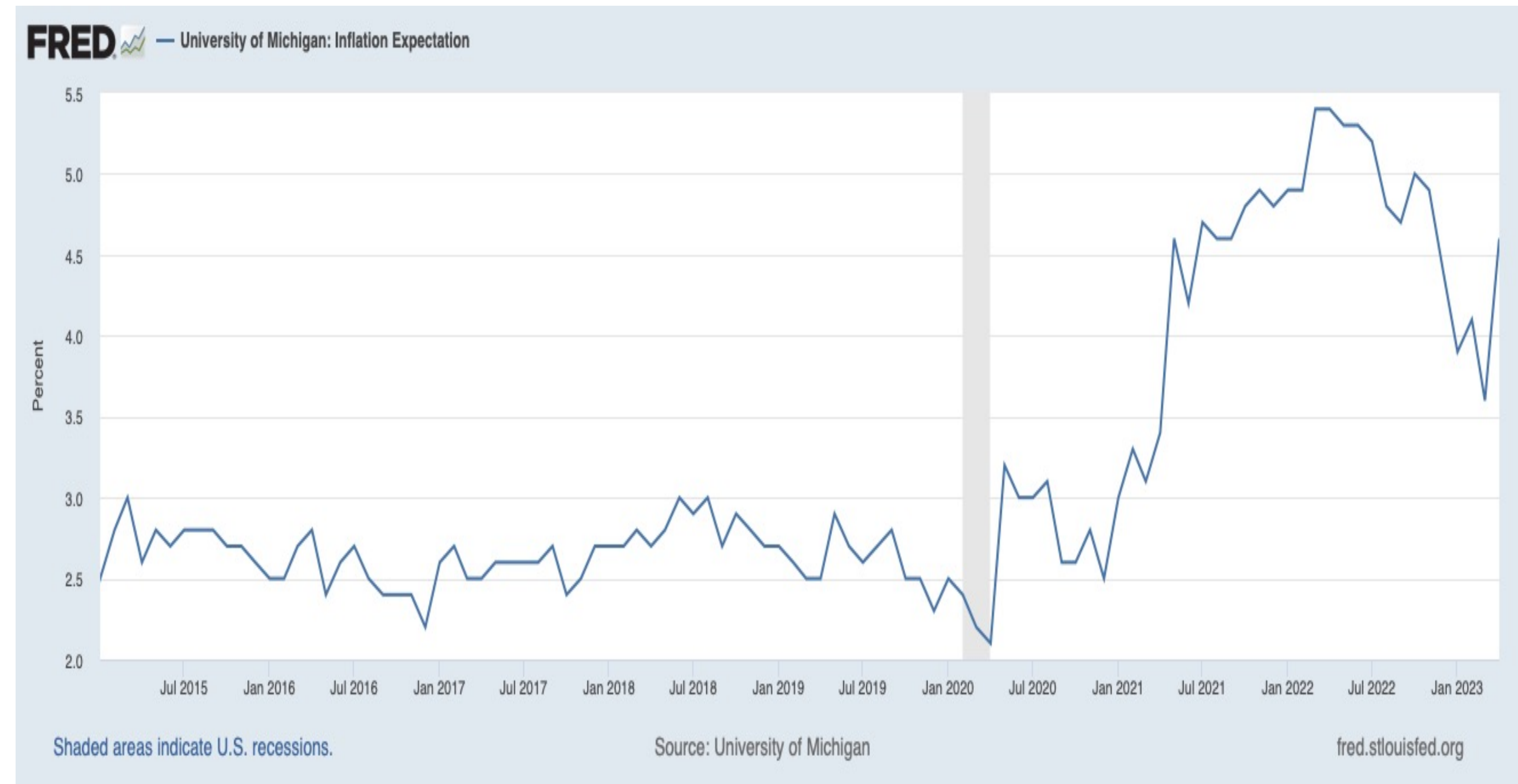
Public debt to GDP



예기치 못한 인플레이션의 도래

- 공급망 이슈, 우크라이나 전쟁 등 외생적 요인
- 원인이 무엇인지는 중요지 않으나 사태가 장기화되면서 기대 인플레이션이 unanchored

→ 앞의 정책적 개입들이 문제를 일으키며 인플레이션의 통제가 어려워짐



University of Michigan Inflation Expectations



Silicon Valley Bank (SVB) 의 파산: 문제의 배경

1. “초저금리” 의 고착화

- 금리는 안 오른다, 은행은 살아 남을 길을 모색하라

2. 코로나와 양적완화

- 남아 도는 돈 (예금) 으로 안전한 국채나 사자. 연 2%나 준다고?

3. “예기치 못한” 급격한 금리 인상

- 인플레이션이 올 줄 상상도 못 했다

→ duration mismatch...

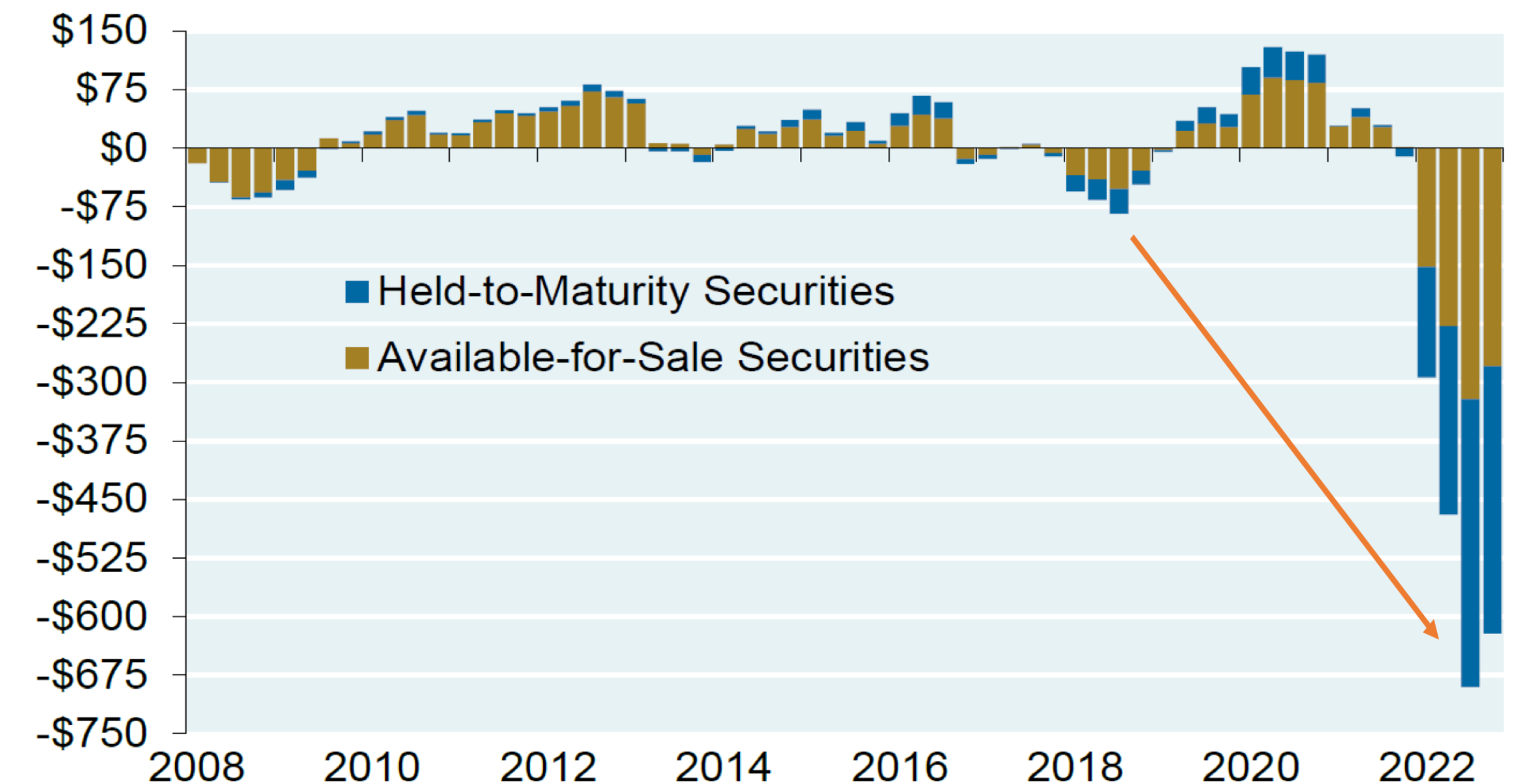
- 이게 비단 실리콘 은행만의 문제가 아님!

→ 장기 고정 금리 자산을 들고 있는 모든

은행들이 마찬가지로 문제점..

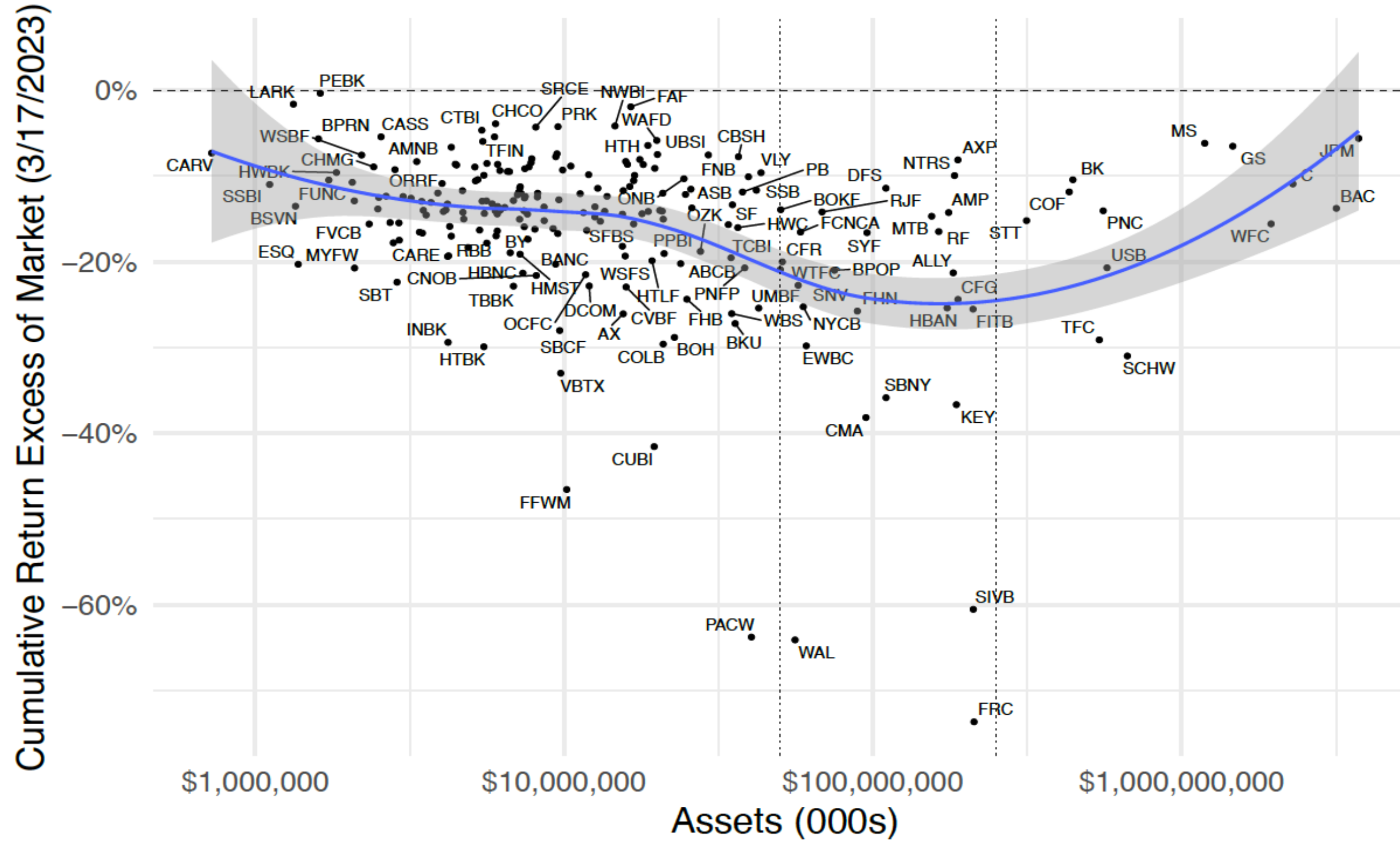


US\$, billions



Source: FDIC. Q4 2022.

SVB 파산 직후에는 일부 은행에게만 문제가 국한...



(Source: Choi, Goldsmith-Pinkham, and Yorulmazer 2023)

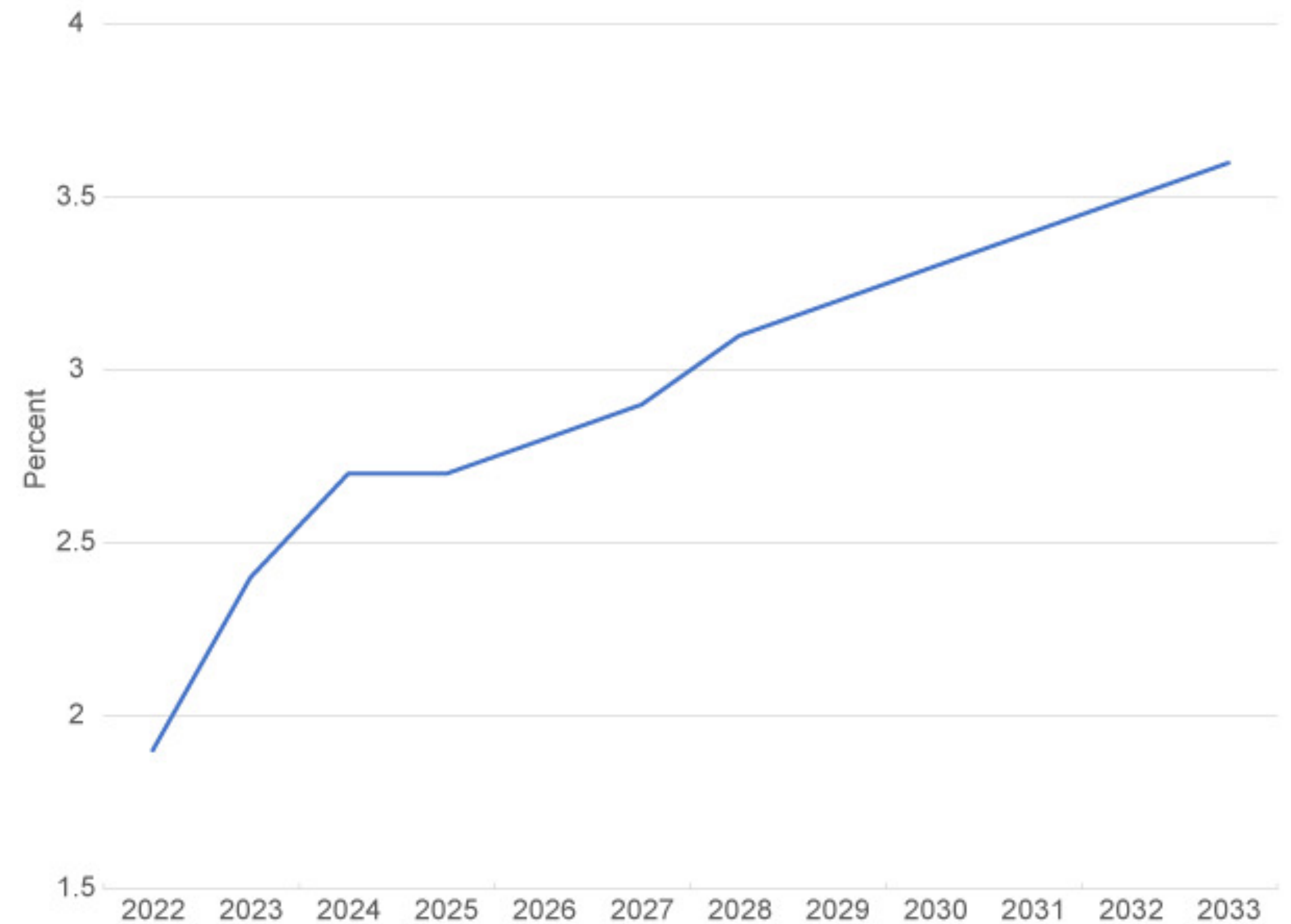
- 애초에는 일부 "regional bank" 들의 문제로 인식
- 개들은 이제 큰일 났다!



과도한 정부 부채의 문제

- 부채 한도 상한 사태는 빙산의 일각
 - GDP 대비 과도한 정부 부채 (stock)
- 이자 비용을 어찌할 것인가 (flow)?
 - 코로나 시기 초저금리 하에서 발행
 - 만기시에 높은 금리로 롤오버 필요

Figure 2
CBO Estimated Interest Expenses to GDP, %



SOURCE: CBO's February report *The Budget and Economic Outlook: 2023 to 2033*.

→ 추가 비용을 추가 국채 발행으로 매꿔야...

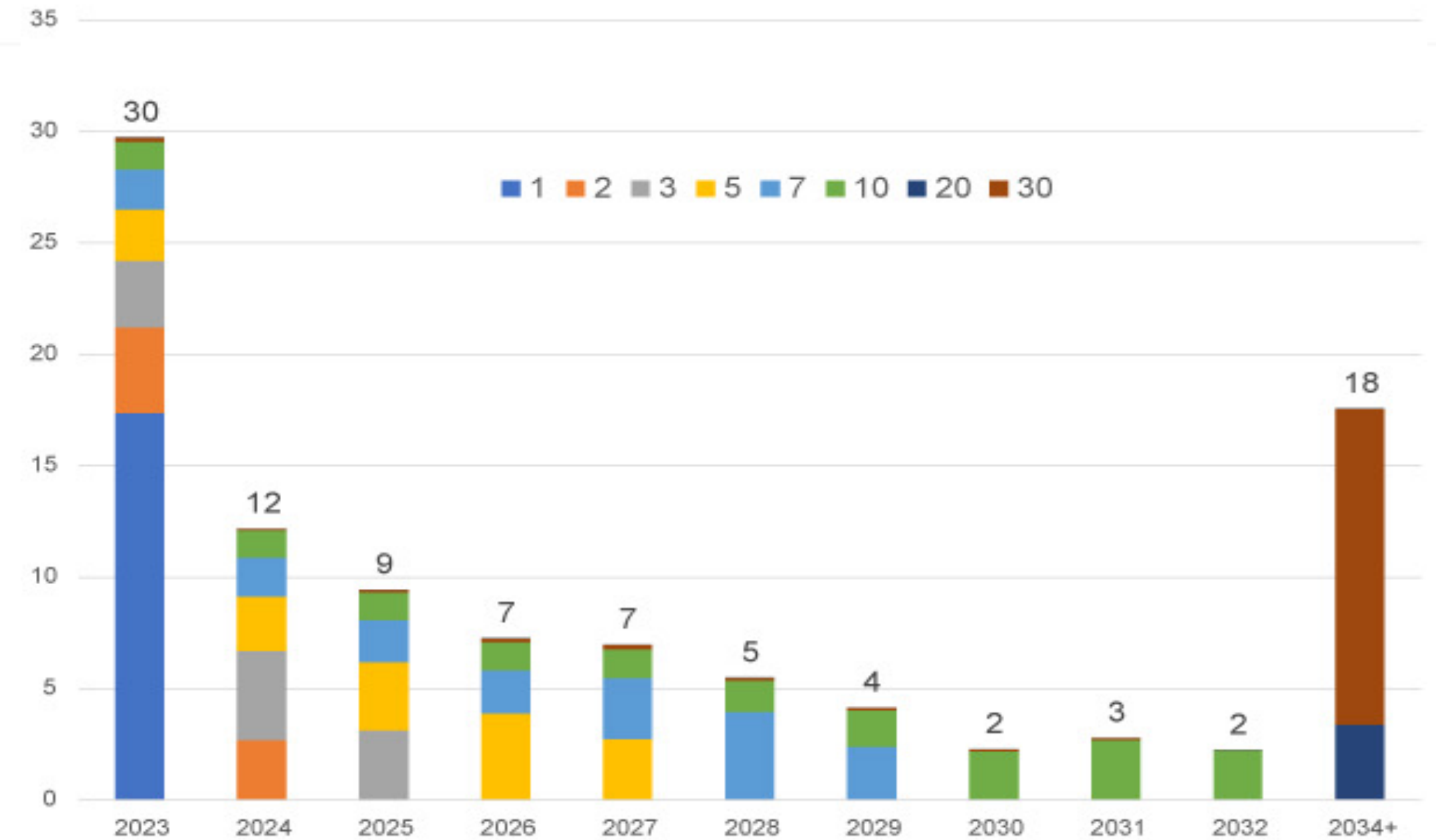


다가오는 국채 만기 도래

- 코로나 대응 상당 부분을 단기로 조달
→ 만기 도래 국채의 대부분은 초저금리 하에서 고정 금리로 발행
- 시장이 이걸 소화 할 수 있냐?
→ "plumbing" problem in money markets
- 여기서 금리를 더 올릴 수 있냐?
→ 더 이상의 재정 적자가 감당 가능한가?



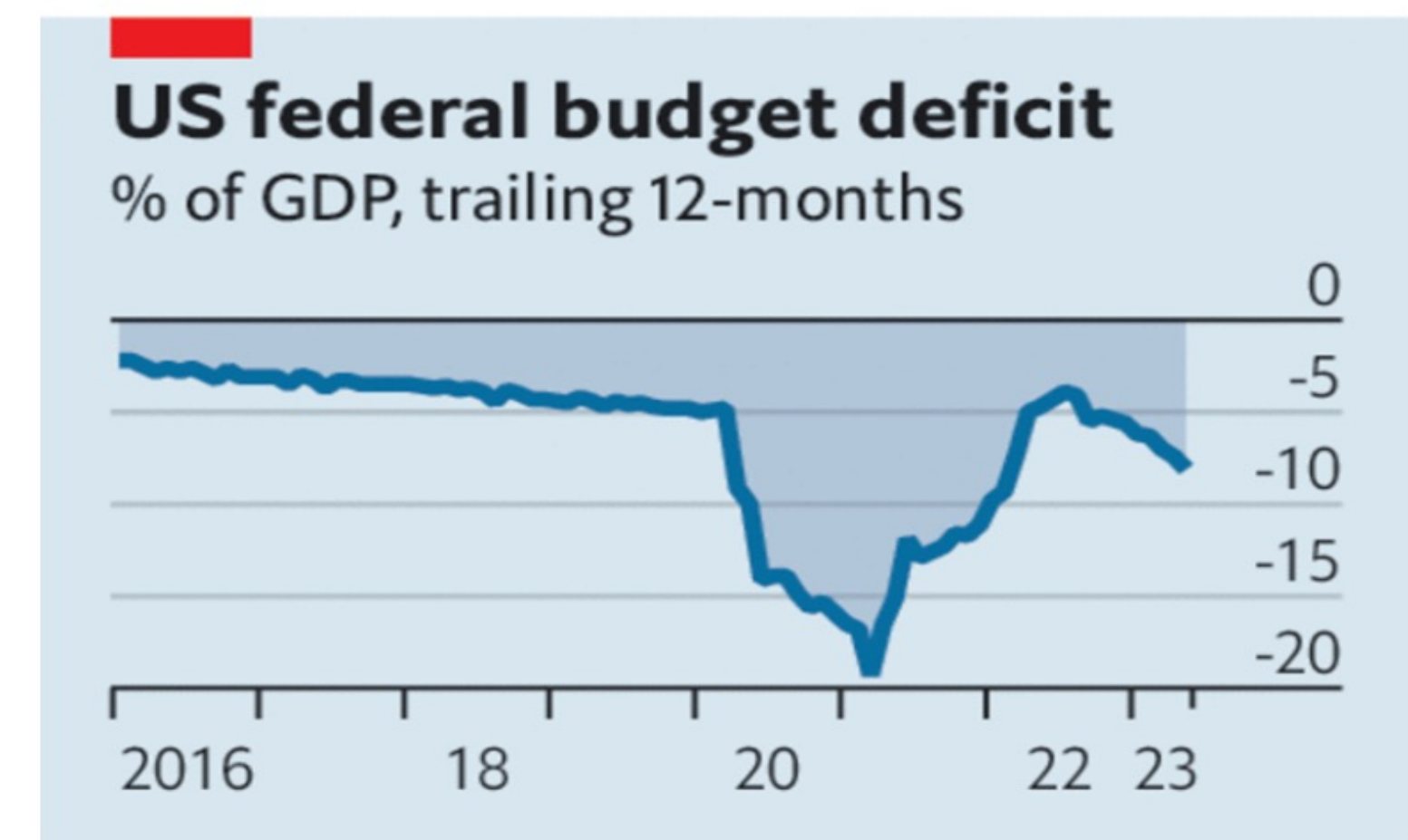
Figure 1



NOTE: We plot the fixed-rate marketable US debt (FRMUSD) maturing in each year. The colors represent the debt's maturity in years. E.g., The 1-year debt in blue contains all notes and bills with maturity of 1 year or less.

SOURCE: US Treasury quantities and rates in December 2022 are from the Monthly Statement of Public Debt (MSPD) published by the US Treasury Department (available on fiscaldata.com).

(source: St. Louis Fed, 2023)



The Economist

결과: Financial dominance & fiscal dominance?

Financial dominance

- 금융 불안정이 우려가 되서 과감한 긴축 통화 정책이 불가능해짐

Fiscal dominance

- 재정 당국의 정책 결정에 통화 정책이 제약을 받음

→ “물가 안정” 최우선 이라는 중앙은행의 “commitment” 에 관한 의구심 발생

→ (기대) 인플레이션이 쉽게 안 잡힘



중앙은행 vs 시장, 강대강 대결

- 연준: 우리는 금리를 더 올릴 것이다
연내 인하는 없을 것이다
- 시장: 아닐 것 같은데...?
 - 은행들이 망하면 금리 내릴꺼면서 (or 망할까봐 못 올릴거면서)
 - 정부 재정이 아작 날텐데? (돈을 찍어서 도와야지 뭘소리)

→ 70년대로 돌아갈 것이냐 90년대로 돌아갈 것이냐

