

비전통적 통화정책의 영향과 대응전략

최공필 (한국금융연구원 상임자문위원)

글로벌 금융위기 이후 각국 중앙은행들이 취한 일련의 정책들은 급박한 상황에 인질로 잡힌 고육책의 성격이 짙다. 안정적인 경제성장을 영위하기 위한 선제적인 정책노력이 아니라 전례없는 위기상황에서 시스템붕괴를 막는 데 모든 초점이 맞추어지다보니 위기수습 이후의 방향설정에 어려움을 겪고 있다. 특히 중앙은행의 개입으로 불가피해진 위험 차별화의 한계로 자금중개 부진이 장기화되면서 양적완화의 부작용이 커지고 있다. 향후 비전통적 통화정책의 핵심인 양적완화의 축소과정에서 상당한 파장과 난항이 예상된다. 본 개론에서는 비전통적 통화정책을 근간으로 유지되고 있는 현 글로벌 정책기조를 분석하고 향후 정상화 과정에서 강조되어야 할 역내차원의 대응전략을 모색해본다.

1. 비전통적 통화정책

비전통적 통화정책은 초저금리로 중앙은행의 금리정책수단을 사용할 수 없게 되면서 중앙은행의 대차대조표 자체를 활용하여 대규모 자산구매 등을 통해 경제에 필요한 자극을 창출하려는 매우 이례적 차원의 노력이다(Wright, 2012; Curdia, Vasco and Woodford, 2011). 위기 이후 은행을 통한 자금중개가 급속히 위축됨에 따라 중앙은행 본원통화의 증가는 현 금융시스템을 지탱하고 있는 거의 유일한 토대이다. 즉, 자금중개기능의 약화를 중앙은행이 떠맡으면서 잠재적 금리상승 요인을 적극적으로 관리함에 따라 현재의 금융안정기조가 그나마 유지되고 있다. 그 결과 소위 안전자산위주로 이루어져야 할 중앙은행의 대차대조표가 MBS등 기관채(agency debt)를 포함하면서 상당한 비용요인을 내포하게 되었다. 그럼에도 불구하고 대규모 자산구매로 유지되고 있는 초저금리 기조의 현 정책구도는 여전히 향후 상황개선에 필수적인 전제조건으로 간주되고 있다.

문제는 현재의 초저금리 기조가 장기화 될 경우 전통적 통화정책의 유효성이 무력화되면서 신용 위험의 차별화가 어려워짐에 따라 시스템 위험이 높아진다는 점이다.

기본적으로 통화정책이 비전통적으로 불리는 이유는 제로금리 수준에 도달한 금리수단의 무력화 외에도 상태의존적·수동적 현상완화 차원의 노력이 우선되면서 중앙은행이 그간의 제반 준칙을 벗어나 이례적으로 시장에 개입한 데서 유래한다(Hamilton and Wu, 2011). 대표적인 예로 FED는 위기직후 시장에서 소화되지 못하는 채권물량을 사들여서¹⁾ 금리급등을 방지하고 시장심리의 패닉현상을 완화할 수 있었다(Joseph Gagnon, Matthew Raskin, Julie Remache, and Brian Sack, 2011). 즉, 초기대응은 이례성을 정당화할 만큼 효과가 있었고 그 결과 대공황으로 직결되는 상황을 모면했다. 그러나 그 후유증도 만만치 않아 세계가 투자부진, 양극화 심화, 민간의 시장 참여 위축과 다양한 형태의 시장왜곡으로 적지 않은 비용을 치르고 있다. 위험을 덮는 방식으로 관리하다보니 오히려 시장 불확실성이 커져 장기적인 위험감수가 실질적으로 불가능한 상황이 전개되고 있다. 가장 심각한 비용은 향후 정상화 과정이 순탄치 않다는 점이고 지금의 안정적인 배경에서조차 더 이상 금융시스템의 원활한 작동과 효율적 자원배분기능을 기대하기 어렵다는 점이다. 시스템 자체의 생존을 위해 많은 비용을 치르고 있지만 금융시스템은 정작 경제적 미래준비에 도움이 되지 못하고 있다. 오히려 시장부진과 위험요인의 왜곡에 따른 불투명한 시장환경 등 계량화하기 힘든 비용이 점차 커지고 있다. 시장의 발전적 변화를 촉구할 만한 시장정보는 오히려 찾기 어렵다.

심각한 부작용에도 불구하고 2008년 글로벌 위기발발 직후에 FED가 창의적으로 불릴 정도로 광범위하게 다양한 프로그램을 통해 시장패닉을 방지한 점 자체에 대해서는 긍정적 평가를 내려야 한다. 다만 이후 출구전략의 실효로 인해 글로벌 금융위기이후 취해진 QE1(2008-2009), QE2(2010-2011), QE3(2012-현재), LSAP(Large Scale Asset Purchase), LTRO(Long-Term Refinancing Operations), Term Auction Facility(TAF), Term Asset-Backed Securities Loan Facility(TALF) 등 일련의 비전통적 금융정책의 유지비용이 급속히 늘어나면서 기존 안전자산에 대한 신뢰가 저하되고 국제금융체제의 근간마저 흔들리고 있다. 이는 시장마비로 인한 악순환의 고리를 차단하기 위해 대규모의 유동성 공급에 주력함으로써 금리상승 기대를 완화시키려는 각국 중앙은행들의 선택이 장기간 지속되었기 때문이다. 금융시장의 전면적 마비를 피하기 위한 고육책이 정책의 근간으로 자리 잡으면서 시장참여자들도 비전통적이고 이례적 수준의 정책기조에 익숙해졌다. 그 결과 Bernanke의장의 양적완화 축소가능성에 대한 2013년 6월 발언에 나타난 바와 같이 출구전략에 대한 논의 자체에 모두가 민감하게 반응하게 되었다. 작금에는 대규모 채권매입을 더 지속하기도 부담스럽고 중단하기도 어려운 상황이 전개되고 있는 것이다. 분명 초기의 안정 효과에 비해 경기회복 속도나 고용증가 등 실물지표의 호전세가 점차 더뎌지면서 FED는 상당한

1) 22% of longer-term Agency, Agency MBS, and Treasury securities from the market.

부담에 직면해 있다. 이미 위기발생 5년이 지나면서 글로벌 유동성의 수급이나 국가별 금융안정대책에도 각자도생 차원의 변화 조짐이 관찰된다. 무엇보다도 조만간 양적완화관련 조정이 없다면 점차 뚜렷해지고 있는 안전자산에 대한 공급부족으로 대차대조표 확대과정에서 편입된 자산의 질적 저하가 불가피해지거나 편입관련 재정부담이 크게 늘어날 수 밖에 없는 상태이다. 문제가 예상되는 현 정책기조가 장기화되면서 장기투자는 물론 단기투자마저 어려운 환경이 정착되고 있다.

미국 양적완화 정책 현황

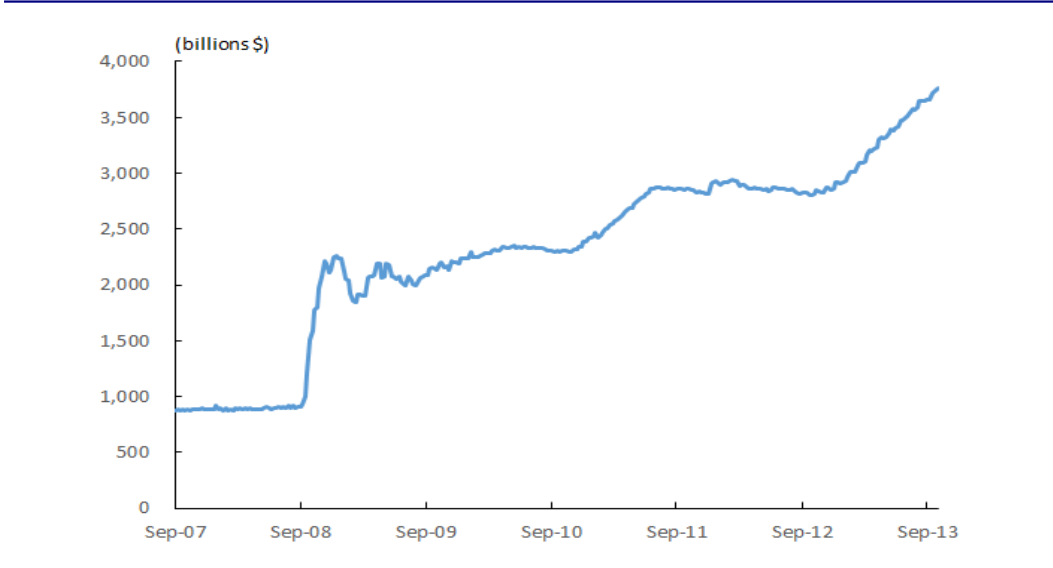
	시기	규모	내용
1차 QE	2008.11~2010.3	17,250억달러	장기국채, MBS 등 매입
2차 QE	2010.11~2011.6	6,000억달러	장기국채 매입
3차 QE	2012.9 ~	매월 400억달러	MBS 매입
3차 QE 확대	2013.1 ~	매월 450억달러	장기국채 매입

더욱이 양적완화의 장기화로 공적유동성(public liquidity)공급의 근간이 되는 재무성 증권마저 재정건전성에 대한 우려의 대상이 되면서 위기 이후 정착되었던 비전통적 통화정책기조가 흔들리기 시작했다(Landau 2013). 무엇보다도 선진국들의 양적완화로 기축통화표시 안전자산에 대한 수요가 늘어나면서 기축통화국들의 국가부채가 높아지게 되고 이는 시장에서 국가신뢰도 하락 압박으로 이어져 안전자산의 가치가 흔들리는 소위 ‘신(新) Triffin 딜레마’가 전개되고 있다. Triffin의 딜레마는 기축통화국 역할을 수행하기 위해서는 경상수지 적자를 통해 해외에 지속적으로 유동성을 공급해야 하지만 그 결과 기축통화 자체의 가치가 흔들리게 된다는 현 국제통화체제의 심각한 모순이다. 또한 시장에서 쉽게 인수를 꺼리는 MBS를 FED가 지속적으로 구매하는 배경은 상당한 위험이 중앙은행의 대차대조표로 이전되고 있음과 이후의 불안요인이 궁극적으로 재정적 지지장치에 연결되어 있음을 뜻한다. 이미 재무성 증권은 부채한도 및 이후의 상황과 맞물려 채권시장의 기준(benchmark)으로서의 기능마저 의심받기 시작했다. 다양한 형태로 나타나고 있는 불안요인들은 결국 기존 정책기조의 한계를 뜻하는 동시에 향후 정책의 정상화과정에 상당한 어려움이 내포되어 있음을 반영하고 있다. 실질적으로 달러체제에 기초하여 작동되고 있는 글로벌 유동성(global liquidity)의 공급채널에 이상신호가 본격화되고 있는 것이다.

모든 부작용 중에서 가장 우려되는 부분은 양적완화를 줄여갈 때 예상되는 부작용(QE tapering)이다. 시장은 미래기대에 예민하게 반응하기 때문에 FED가 아무리 선제적 발표(forward guidance)에 따른 점진적 조정을 강조하더라도 정책의 일관성에 관한 의구심을 떨치기 어려우며 따라서 초기의 과민한 반응을 무시할 수 없다. 지금까지 애써 유지한 안정된 모습이 본격적인 조정초기에 허물어져 버릴 수도 있는 민감한 상황이다. 무엇보다도 그동안 정책효과가 있었던 부분인 저금리와 풍부한 유동성으로 대표되는 여건 자체가 정책 환원에 따른 부작용에 직접적으로 노

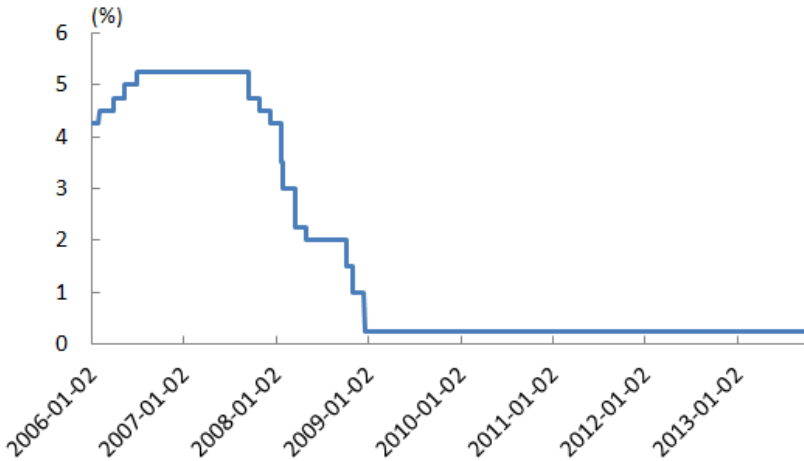
출되어 있음에 유의해야 한다. 따라서 수습과정을 완만히 거치면서 안정적 성장기반을 다지려면 시스템 내부의 문제를 근본 해결하는 차원의 구조적 개선노력이 반드시 병행되어야 한다. 단순히 유동성 공급을 줄이고 금리를 높여서 해결될 수 있는 상황이 아닌 것이다.

미국 Fed의 총자산 추이



자료: Board of Governors of the Federal Reserve System.

무엇보다도 향후 금융시스템의 정상화와 비전통적 통화정책의 환원을 위해서 필요한 일련의 시도는 지금 나타나고 있는 비전통적 통화정책의 효과의 부작용보다 훨씬 클 것으로 예상된다. 현재 크게 늘어난 FED등 주요국 대차대조표를 줄이는 것은 시장여건상 어려우므로 만기보유 전략에 따른 조정과 복잡하게 엮인 금리경로가 정상화되려면 예상보다 긴 시간이 필요하다. 더욱이 달러 중심의 국제금융체제하에서 포트폴리오 조정에는 여전히 한계가 있다. 즉, Triffin 딜레마에서 벗어나려면 새로운 안전자산의 공급이 절대적으로 필요하며 이는 기초여건이 튼튼한 아시아지역에서 주도해야 한다. 무엇보다 현 양적완화구도의 연장선상에서 심화되고 있는 글로벌 안전자산(global safe asset) 부족문제의 해결을 위해 아시아의 새로운 역할이 절실하다(Gourinchas and Jeanne, 2012; Gorton, Lewellen, Metrick, 2012). 이는 현재 인정되고 있는 안전자산의 기초를 지키면서 국제금융체제를 강화하기 위한 보완적인 차원의 개선노력으로서 다중기축통화체제(multiple reserve currency system)로의 이행이 필요함을 뜻한다(Eichengreen, 2010). 이러한 노력이 없을 경우 현재 위험기피와 분산차원에서 구성된 포트폴리오 자체가 또 다른 위험요인으로 둔갑할 수 있는 전례없는 위험이 존재하기 때문이다.



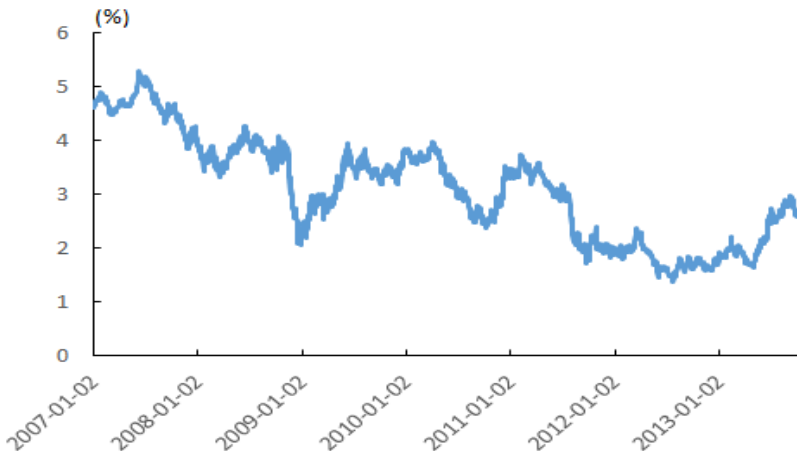
자료: Bloomberg.

2. 중앙은행의 대규모 자산구매와 금리경로 개입

무엇보다도 FED를 포함한 각국 중앙은행의 적극적 개입은 위기이후 대공황 등의 이례적 상황 (tail-event) 위험을 감소시키는 데 효과적이었던 것만은 틀림없다. 다만 이를 중단했을 경우 지금의 안정된 상황이 어떠한 반응을 보일 지에 대해서는 아직 확실한 증거를 찾기 어렵다. 경험적으로나 실증적으로 개입과 출구전략은 비대칭적 상황이며 당국이 어떠한 자산을 매입하는 지에 따라 금리에 미치는 효과도 상이한 것으로 나타났다(Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen, 2013, 2011). 보다 구체적으로 중앙은행들은 ZLB(zero lower bound)하에서 장기실질금리를 주로 선제적 발표(forward guidance)나 채권매입을 통해 직접적으로 목표로 삼는 이례적인 상황을 경험했다. 실제 FED와 ECB는 자산가격의 폭락을 방지하고 금리상승을 억제하여 위기로 촉발된 금융시스템의 마비현상을 완화하고자 최선을 다했다(Rosa, 2012). 소비와 투자 및 고용 등 실물경제에 직접적 영향을 주는 장기금리는 중앙은행의 관심사일 수 밖에 없다. 경기회복을 위해 가급적 실질금리수준을 낮추려는 중앙은행들로서는 가급적 명목금리를 낮추고 인플레이션 기대심리를 자극하는 방향으로 움직이게 된다. 이러한 일련의 노력은 일단 자국화폐 가치를 상대적으로 낮추면서 금융여건을 완화시키는 동시에 포트폴리오 재분배와 위험의 재평가 효과를 가져다 준다(Marcel Fratzscher, Marco Lo Duca and Roland Straub, 2013; Nealy, 2010). 한편 실제 시장기대에 영향을 주기위한 선제적 발표는 보통때와는 달리 장기금리가 상당기간 오랫동안 낮은 수준에 머물게 된다는 기대를 강화시키는 데 목적이 있다(Eggertsson and Woodford, 2003, Woodford, 2012). 그러나 이러한 약속을 과연 지킬 수 있는가에 대한 신뢰도는 더욱 중요한 요인이며, 경우

에 따라 명목GDP목표와 같은 정책준칙(policy rules)을 활용하는 것도 대중과의 중요한 의사소통 방식이 될 수 있다. 일련의 타이밍이나 금리수준에 관한 사전공표와 준수여지는 최근 관찰된 일련의 발언에 따른 예민한 시장반응으로 움츠러드는 모습과는 달리 신뢰제고에 도움이 될 수 있다. 한편 회소성과 듀레이션을 통한 정책효과 전달은 포트폴리오 재균형(portfolio rebalancing)이라는 구도하에서 분할된 시장을 필요로 하므로 미국과 같이 시장여건이 충족된 경우에만 구사할 수 있는 수단이다. 또한 일종의 동반효과도 관찰되는데 중앙은행이 특정채권을 매입하면 특정 투자자들의 동반구매로 채권가격이 상승하면서 금리가 낮아지는 것이다. 시장 개입을 위한 신중하고 다양한 노력중에서 중앙은행의 대규모 채권매입은 낮은 수익률을 감수하더라도 위험이 경감되므로 특정 투자자들의 참여를 유도할 수 있다. 1차 양적완화시 직접적 구매대상이었던 MBS에 대한 구매규모를 줄이지 않겠다는 FED의 최근 발표는 이러한 자산구매효과의 전달경로(MBS구매 축소시의 예상충격)를 고려한 결정으로 볼 수 있다. 또한 MEP(Maturity Extension Program)이라고 불리는 오퍼레이션트위스트(Operation Twist)는 단기를 매각하고 장기채를 사들임으로써 장기 금리를 낮추려는 시도로 볼 수 있다(Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen, 2013). 이와 같이 FED는 일련의 다양한 시장개입과 신중한 의사전달을 통해 경기회복에 우호적인 여건을 인위적으로 만들어가면서 시장패닉을 진정시키고 시장의 작동을 촉진시키려는 노력을 경주했다.

미국 국채 10년물 금리 추이



자료: 국제금융센터.

한편 통상적인 선제적 발표의 경우 중앙은행의 정책기조를 사전에 가늠할 수 있는 중요한 정보를 담고 있다. 그러나 Swanson과 Williams(2012)에 따르면 장기국채금리의 경제요인에 대한 민감도는 선제적 발표이후 더 낮아진 것으로 나타났다. 오히려 미래 금리에 대한 기대에 영향을 주

려면 특정기간에 대한 언급보다 향후 상당기간 저금리기조가 지속된다는 식의 발언이 더 효과적 인 것으로 보고되었다(Woodford, 2012). 정책변화의 가능성에 대해 그만큼 민감한 현재의 불안정한 상황으로 볼 수 있는 동시에 현 상황안정의 댓가로 상당한 노력이 전제가 되고 있음을 알 수 있다. 또한 중앙은행의 수많은 노력 중 가장 효과적인 것으로 인정받는 자산구매의 경우에도 구체 적으로 어떠한 경로(signalling, scarcity, duration)를 통해서 효과가 나타났는지를 규명하는 것은 추후의 연구과제(Landau, 2013; Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen, 2013)로 남아 있다. 그 만큼 복잡한 경로를 통해 전달되는 정책효과의 파악이 어렵기 때문에 양적완화의 축소가 곧바로 현 중앙은행 보유자산의 매각으로 이어지기는 힘들다.

이와같이 FED가 주도면밀한 분석과 전략에 기초하여 시장안정 이후의 정상화까지 기대했지만 아직도 금융중개 기능은 정상수준에 달하지 못하고 있다. 이례적 상황과 시장심리의 안정에 나타 난 효과에 비해 일반적인 대출이나 실물경제에 미치는 비전통적 통화정책의 효과는 여전히 제한 적이다. 따라서 FED는 스스로 시장지지 역할을 줄이면서 양적완화의 축소를 통해 시장중심 금융 기능의 복원을 꾀하고 있다. 그러나 총체적으로 복잡한 정책과급경로의 비가역성(irreversibility) 을 감안하여 정상화 전략을 준비하고 집행하기는 결코 쉽지 않다.

3. 비기축 신흥국가들의 고민

최근까지 비기축 신흥국가들의 경우 저금리 기조가 유지되는 상황에서의 자본유출입관련 부담 요인에 노출되었으나 향후 양적완화축소가 본격화될 경우 자본의 급반전 외에도 금리 관련 충격 에 대응해야 하는 어려움에 봉착해있다. 양적완화의 초기에는 환율전쟁의 양상으로 전개되어 환 율안정노력이 강조되었으나 향후 조정국면에서는 반대로 양적완화 축소로 불거질 수 있는 유동성 위험과 더불어 금리상승 및 자산가격의 재평가에 따른 신용경색 위험을 우려해야 한다. 실제로 FED를 포함한 선진국들의 자구노력이 신흥국에게 심각한 유동성 관리 부담을 초래하고 있으며 동시에 금리나 환율의 위험과 연관된 금융안정 위험요인을 양산하고 있다. 바야흐로 위기 이후 5 년째에 접어들면서 양적완화정책은 Abenomics의 핵심사안으로 강조될 만큼 전세계 중앙은행들 의 압도적 선택으로 자리잡게 되었다. 그 결과 한 국가내의 정책적 선택이슈를 넘어서 금융쓰나미 (monetary Tsunami)라고 불릴 정도의 세계적 이슈로 부각되었으며 이러한 맥락에서 신흥국들이 겪는 양적완화의 부작용은 심각하다. 전염 및 일출(contagion and spillover)효과는 주로 자산가 격이나 국제적 자금흐름의 변화를 통해 전달된다. 다행히도 기초여건이 건실한 경우에는 비전통 적 통화정책의 여파로 파생되는 충격에 대해서는 어느 정도 관리가 가능한 것으로 파악되고 있다 (IMF GFSR, 2010.4, 2013.4). 그러나 일부 기초여건이 취약한 국가들의 경우 그 부작용이 크게 전달되기도 한다. 인도를 포함하여 경상수지 적자문제를 안고 있는 브라질, 남아공, 인도네시아는 양적완화의 조정 초기부터 상당한 위험요소를 드러내고 있다. 앞으로도 쌍둥이 적자를 겪고 있는

신흥국가들은 금융시장의 불확실성과 저성장의 그늘에서 벗어나기 힘들 것으로 보인다.

전체적으로 볼 때 예상되는 충격의 크기나 성격에 따라 다른 양상이 전개될 수 있지만 신흥시장은 양적완화관련 충격에 대해 상당한 차이를 보일 것으로 예상된다. 외부적 요인과 어떠한 방식으로 결합될지 가늠하기 힘든 내부적 불안요인이 산재해있다. 양적완화의 축소과정에서 외화유동성 공급관련 시장 변동성이 커질 수 있다는 점, 그리고 금리상승 압력이 높아지면서 자산가격의 급락위험이 있다는 점 외에도 정부자본주의(state capitalism), 심각한 양극화 등 구조적 취약성이 그 예이다. 아직 전면적으로 가시화되지 않은 미국 연준의 양적완화 정책관련 변화는 해외유동성 관리가 중요한 신흥국의 금융안정을 뿌리부터 흔들 수 있다는 점에서 비기축 신흥국가들에겐 큰 부담임에 틀림없다.

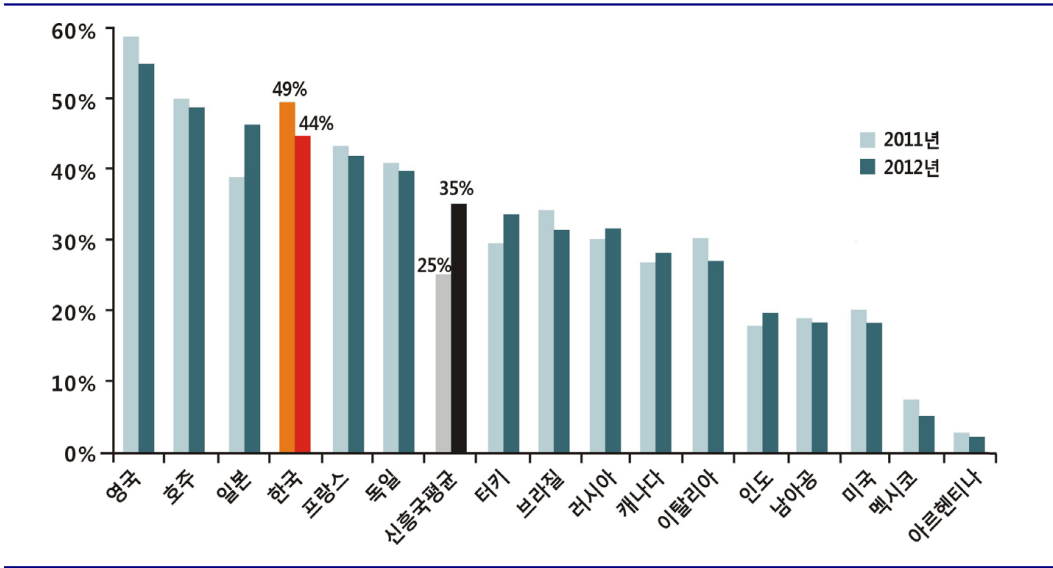
더욱이 각국의 은행부문의 재무상태에 따라 위험관리전략도 달라질 것으로 보인다. 인도를 포함한 경상수지 적자국가 들은 외채증가에 각별한 주의를 기울여야 하는 반면 대규모 외화자산을 보유하고 있는 한·중·일의 경우 보유자산의 투자관련 손실위험에 대비해야 한다. 교역측면에서의 강점만을 살려서 차별화를 보이는 데에는 한계를 보일 수 밖에 없다. 안타까운 점은 그동안 외환환경이 안정적이었을 때 내부적 취약성 극복을 위한 구조조정이 미진했던 점이다. 따라서 여건 악화시 그동안 지적되어왔던 문제는 다시금 부각되고 임시방편적인 정책대응이 우선적으로 강화될 수 밖에 없다. 취약성은 남아있고 거듭되는 위기와 정책노력으로 경제의 탄력성이 저하되면서 장기침체의 골은 깊어지게 된다. 뚜렷한 위기증상 없이도 안정기조 유지를 위한 비용지불이 커지는 국가들을 중심으로 성장률이 추세적으로 저하되는 장기침체의 양상이 뚜렷해질 가능성이 높다.

이래저래 자산가격 파락의 교란요인으로 대두되고 있는 각국 중앙은행의 양적완화 정책 종료는 불가피하다. FED가 자체결정의 여파를 우선 고려해서 점진적인 조정에 나서겠지만 신흥국의 자체적 취약성이 현실화되는 경우 이후의 전개상황을 예상하기 어렵다. 일단 각국 정부는 시스템 차원의 위험을 관리하려는 노력을 강화할 것으로 보인다. 자본이동의 변동성 확대가 불가피한만큼 관련 위험을 줄일 수 있는 외환보유고, 단기차입비중, 스왑거래 등의 준비가 예상된다. 거시 건전성 관련 감독도 강화될 것이나 무엇보다도 이 과정에서 이웃 국가에 대한 파장을 고려하는 새로운 차원의 균형감각이 강조될 것이다. 신흥국으로서는 은행부문의 외채비중이 양적완화 기간 중에 크게 늘어난 점을 감안하여 부채중심의 관리와 더불어 외화자산의 건전성 관리를 동시에 중시해야 한다. 시장이 통합되어 잠재적 충격의 파급효과가 커진 만큼 긴밀한 정책공조의 강화가 절실하다. 단, 자본유출입관련 위험과 관련하여 현재 강조되고 있는 비핵심 부채(non-core liability) 부분에 대한 과세는 과도한 자본유입을 일부 억제하는 차원 이상의 효과를 기대하기는 어렵다.

오히려 비기축 신흥국가의 위기가능성은 성장의 토대가 외부시장에 의존해 있는 기존의 성장 패러다임하에서 불가피한 측면이 강하다. 우리가 아무리 준비를 잘해도 수출에 의존한 불균형 성장전략에 의존하는 한 대외 충격은 전체를 흔들 수 있다. 따라서 내수확충을 위한 재균형

(rebalancing) 노력을 통해 자체적인 시장토대를 구축해야 하며 이를 위해 아시아는 역내의 고질적인 정치적 제약을 스스로 극복할 수 있어야 한다. 정치적 영향에서 벗어나야 금융이 제 역할을 하면서 내수시장도 살아나고 외부충격에도 견뎌내는 기초체력이 확보될 수 있다. 이는 결국 민간주체들의 이니셔티브를 통해서만 실현가능하다. 세계적으로도 가장 관료중심적인 아시아의 성장패러다임하에서 이를 쉽게 낙관하기는 어렵지만 가급적 민간의 창의성이 존중되고 개선될 수 있는 여건조성과 개방적 지배구조는 신흥국가들의 취약성 극복을 위한 첫 단추이다.

주요국 은행부문 외채비중



자료: World Bank.

4. 현 국제금융시스템의 문제점

비기축통화국에 과도한 부담을 전가하면서 안정적인 유동성 공급에 심각한 문제를 노정하고 있는 현 국제금융시스템은 여전히 기초적인 개선노력을 외면하고 있다. 최근 미국정부 폐쇄(shutdown)사태는 부채상한 한도(debt limit)가 실질적으로 글로벌 유동성의 공급제약과 편당비용의 상승가능성을 의미하는 현실의 반영이다. 달러시스템에 대한 과도한 의존도는 달러자산가치의 하락가능성을 그만큼 높이는 요인으로 작용하면서 불안한 글로벌 유동성 공급장치를 지탱하고 있다.

첫째, 자금의 역류현상(capital flow uphill)으로 인해 자금흐름의 글로벌화를 긍정적인 경제체질의 개선으로 연결시킬 준비가 세계적으로 여전히 소홀하다. 무엇보다도 안전한 금융자산의 공급부족은 투자기회의 부족과 자산버블로 이어졌으며 거의 모든 정책노력은 개방관련 부작용을 관

리하는 데 동원되고 있다. 실제 생산활동으로 뒷받침되는 대부분의 노력들은 신규 기회창출 대신 당장의 피해확산 차단에 경주되고 있다. 그것도 가장 안전한 자산으로 간주되었던 미재무성 증권을 중심으로 위험관리가 이루어지면서 오히려 분산이 쉽지 않은 포트폴리오의 한계를 경험하고 있다. 여전히 자산축적은 평가손실 위험이 높은 자산에 집중되고 있다.

둘째, 기본적인 유동성 공급체제가 불안정한 측면은 안정적 신용공급이 절대적으로 필요한 신흥국의 금융안정을 위협하는 요인으로 남아 있다. 달러화 중심의 체제는 신흥국의 비중이 크게 높아진 현 세계경제를 지탱할만한 유동성 공급에 이미 한계를 보이고 있다. 재정적으로 뒷받침된다면 세수기반이 글로벌화되어야 하나 국경으로 구분된 현 체제하에서는 기축통화로서의 글로벌 유동성 공급면에서 분명한 한계에 봉착하게 됨을 알 수 있다. 글로벌 유동성 공급은 글로벌 지배구조하의 기관에서 발행하는 것이 타당하다. 다만 부정할 수 없는 달러체제의 네트워크 외부성(network externality)은 여전히 대안모색을 꺼리는 현실의 제약으로 남고 있다.

셋째, 부실요인이 구분되지 않고 내포되어야 하는 정책구도는 우리 스스로의 미래를 족쇄 채우는 결과를 초래할 수 밖에 없다. 위기이후 3배 이상 커져버린 FED 대차대조표는 현 상황의 유지를 위해 치르고 있는 비용의 크기를 가늠케 한다. 거꾸로 그만큼의 위험요인을 중앙은행이 끌어안은 대가로 최소한의 자금흐름이 지탱되고 있음을 뜻하며 그만큼 대규모 장기투자가 어려운 상황임을 뜻한다. 실제 중앙은행의 시장개입으로 시장자체의 위험산정이 어려워짐에 따라 가능하기 어려운 불확실성이 투자환경을 압도하고 있기 때문에 기업들의 저축은 늘어만 가고 고용 등의 산적한 난제는 해결기미를 보이지 못하고 있다. 따라서 자금흐름의 다변화를 위한 다양하고 안전한 준비자산의 창출과 활용에 있어 각국 중앙은행들은 보다 적극적 자세를 보여야 한다.

넷째, 비전통적인 통화정책을 전통적인 통화정책으로 복원시키는 과정에 대한 불안요인이 충분히 분석되거나 시장에 전달되지 못하고 있다. 특히 극단적 위기상황이 재발되면서 중간계층이나 취약계층의 정상적인 금융접근은 오래전부터 차단되고 있다. 정작 보다 심각한 문제는 이러한 지지장치를 거두어들이는 것 자체가 불가피하게 수반할 충격에 대해 아무도 직면하려 하지 않는다는 점이다. FED의 결정은 분명 미국이익을 우선시 할 수밖에 없는데 세계는 이러한 결정의 파장에 대해 속수무책이다. 지금이나 향후 조정과정에서도 정책적으로 지지되기 어렵고 은행지지도가 높은 애매한 중견기업들의 애로는 더욱 커질 것으로 보인다. 일부 글로벌 기업과는 달리 자본시장 접근도 여의치 않고 자본토대에 대한 요구가 점차 거세지고 있는 은행에 대한 의존도가 높은 중간규모의 기업들은 현 금융시스템의 혼란에서 파생되는 직접적 피해를 고스란히 노출되어 있다.

이러한 고민을 종합하면 핵심적인 글로벌 금융시스템은 여전히 국가라는 틀 안에서 재정제약에 노출된 상태로 시장지지 기능에 의해 분할된 형태로 유지되고 있음(fragmentation)을 알 수 있다. 글로벌화로 통합된 현실과는 대조적으로 글로벌 유동성 공급기반은 여전히 미국중심이기 때문이다. 당연히 양적완화축소의 파장은 조정과정의 부담이 과도하게 미국중심의 금융시스템에 의존해 있는 비기축 신흥국가에 비대칭적으로 집중될 수 있음을 뜻한다. 더욱이 강조되고 있는 미래의 개

혁은 핵심부분의 조정을 의미하므로 그 과장을 가늠하기는 매우 힘들다. 한편 글로벌 이슈를 글로벌 이익에 맞추어 조정하기 위한 지배구조는 여전히 실종상태이다. 즉, 정책조율과 의견교환이 절대적으로 중요한 상황이지만 정치적 제약을 감안하면 앞으로의 전개과정을 낙관하기 어려움을 알 수 있다. 글로벌 안정이라는 공공재의 공급전망은 여전히 불투명하다.

전반적으로 조망해보면 양적완화정책은 미시적이고 구조적인 문제가 불거져서 거시적인 문제로 확산되었을 때 구조조정없이 해결되기 어려움을 다시금 일깨워준다. 임시방편으로 단기적인 파국을 막는 데는 효과적이었으나 이후의 개선노력이 실종되면서 결국 보다 강도 높은 조정을 필요로 하게 되었다. 세계경제가 재정위기상황까지 내몰리면서 여전히 난맥상을 보이는 이유는 바로 모두가 실질적인 위험분산을 가능케 해주는 새로운 안전자산의 공급문제, 즉, 국제금융체제(international monetary system)의 개혁에 대해 침묵한 결과이다.

5. 비전통적 통화정책의 미래

과연 현 정책선택의 후유증으로 세계적 장기침체는 불가피한 것인가? 위기라는 상황으로 정당화되었던 비전통적 수단(일련의 양적완화 수단)자체가 시장중심의 통화정책을 복원시키는 데 있어 상당한 장애요인으로 작용하고 있다. 비전통적 통화정책은 정책적 배려가 우선시 되는 경우를 제외하면 자금증가에 나서기 어려운 은행시스템의 작동에 비우호적 효과를 보이면서 재정부담을 가중시키고 장기침체의 원인으로 작용하게 된다. 중앙은행의 시장개입과 지지노력이 지속되는 환경이 은행들이 자발적으로 움직이기에 적합한 배경은 결코 아니기 때문이다. 이제는 시장안정 효과와 미래준비를 위한 투자의 필요성간에 존재하는 상충관계를 조율하여 타이밍과 개입강도의 조절에 나설 때이다. 불행히도 현 정책수단의 연장활용은 원하는 방향과 다른 부작용을 끼치고 있어 이의 퇴출을 둘러싼 잡음은 계속될 전망이다.

비전통적 통화정책의 한계를 인지한 이상 향후 효과가 감퇴되면서 부작용이 커졌을 경우의 축소의 가능성, 그리고 축소시의 파장에 대한 일련의 조망이 필요하다. IMF(2013)의 최근 분석에 따르면 비전통적 통화정책, 특히, 양적완화로부터의 출구전략으로 예상되는 각국 중앙은행의 추정 손실은 평가손실을 포함해서 GDP의 4%에서 8%까지 커질 것으로 예상된다. 무엇보다도 최근 미 정부 폐쇄사태에서 나타난 바와 같이 위기 이후의 수습과정에서 재정건전성마저 훼손되어 향후 상당한 유동성 및 금리관련 충격이 예상된다. 양적완화의 축소를 거치는 과정에서 부작용이 심각해짐에 따라 과거 전통적 통화정책의 구사가 더 이상 가능하지 않은 상황도 배제하기 힘들다.

다만 부작용의 크기를 감안한 예상되는 출구전략의 순서는 금리인상에 대한 타이밍과 속도조절에 관련된 중앙은행의 선제적 발표(forward guidance)이고 단기금리의 인상과 발맞춘 중앙은행 최저금리 공표, 그리고 초과지준을 흡수하기 위한 reverse repo, 지준요구조건 강화의 실시로 예상할 수 있다. 중앙은행은 이론적으로 이미 늘어난 채권보유분을 만기까지 끌고 갈 수도 있다. 그

러나 분명한 사실은 이미 3차에 걸친 양적완화로 인해 대규모 채권매입관련 정책경로중에서 더 이상의 신호(signalling)효과는 기대하기 어렵다는 점이다. 특히 장기채의 금리수준이 낮아짐에 따라 효과를 보일 여지가 줄어든 점을 유념해야 한다. 또한 시장분할에 의존한 포트폴리오 재균형경로 효과는 재정거래(arbitrage)가 진전되면서 점차 약화될 것으로 보인다. 전반적으로 정책효과 감소에 따른 현 정책기조의 변화는 불가피할 것으로 판단된다. 무엇보다도 대마불사와 도덕적 해이를 지양하고 금융기관들의 유인구조상 정상적인 경쟁구도하의 영업을 고취하기 위해서라도 비전통적 방식의 개입은 점차 축소되는 것이 바람직하다.

6. 정책적 시사점: 새로운 안전자산 공급의 중요성

현 위기의 근본문제는 성장일변도의 전략으로 금융부문의 발전이 미흡한 아시아 국가들의 금융수요를 전적으로 외부시스템에 의존한 결과로 볼 수 있다. 금융서비스의 대부분을 공급하고 있는 미국의 경우 재정적자를 감수해야 글로벌 유동성 공급이 가능하고 이는 재정적자제약으로 분명한 한계에 봉착하게 된다. 아시아의 경우 성장의 결실을 지키기 위해 재무성 증권위주의 외환보유고로 대응하지만 이는 미국의 적자재정과 맞물려 지속가능하지 않은 상황으로 치닫게 된다. 부채한도를 늘려서 현 안전자산의 추가공급이 이루어져도 그만큼 가치하락 위험도 커지기 때문이다. 미국은 고레버리지의 부채금융으로 전세계를 자산버블로 뒤덮었고 이제 세계는 민간부채감축을 위해 공공부문의 부채를 늘리는 글로벌 슈퍼부채 순환(global super debt-cycle)의 마지막 단계에 진입하고 있다.

비전통적 통화정책의 정상화 과정에서 가장 우려되는 점은 세계경제가 이미 실물부문까지 파급된 인위적 가격지지 노력을 되돌려야 하는 엄청난 부담에 직면해 있다는 점이다. 자산가격의 불안정성이 높아질 수 밖에 없는 향후의 정상화 과정은 중앙은행 중심이 아닌 파악하기 어려운 다양한 금융연관을 통해 이루어지게 되므로 초기대응보다 훨씬 어려운 작업으로 간주된다. 더욱이 자산가격과 실물활동간의 복잡한 연관까지 고려하면 위기 이전의 전통적 통화정책구사가 가능한 상태로 복귀하는 것 자체가 쉽지 않은 과제이다. 어쩌면 세계경제는 최악의 공황사태를 모면한 대가로 신규고용이 장기간 어려운 전례없는 장기침체의 고통스런 선택을 감수해야 할지 모른다.

저금리 기조하의 풍부한 유동성을 점진적으로 거두어들이는 과정에서 예상되는 자본유출입관련 변동성 확대는 불가피한 측면이 있다. 그러나 우리나라의 경우 자본통제는 물론 거시건전성 차원의 안전장치, 그리고 기본적으로 튼튼한 제도가 기반이 존재하기 때문에 어느 정도의 대응여력은 있다. 다만 금리상승에 따른 자산가격의 전면적 재조정 가능성에 대해서는 각별한 대응책 마련이 시급하다. 무엇보다도 양적완화축소의 어려움은 자산버블의 가능성과 직결되어 있기 때문에 축소조정이 본격화될 경우 자산가격 급락에 따른 신용위축과 부실화에 대한 노출이 큰 점에 대해서는 경계해야 한다. 즉, 아무리 안전자산 위주로 위험관리를 한다고 해도 지금의 상황이 인위적으로

중앙은행에서 지탱해주고 있음을 염두에 두어야 한다. 자산가치의 급락을 방지하려면 결국 포트폴리오 다변화가 절대적으로 중요하고 이는 현재의 자산범주를 벗어난 새로운 자산의 공급이 필요함을 시사한다.

미래 대응전략의 핵심은 안전한 금융자산의 공급확대와 금리상승에 대비하는 것이다. 작금의 사태가 글로벌 유동성 공급에 필요한 범세계적 지배구조와 시장기구가 정착되지 않은 상태에서 배태된 만큼 이방면에서의 노력도 점차 구체화될 필요가 있다. 무엇보다도 당면한 안전자산 수급의 불균형문제를 해소하기 위한 역내의 전례없는 노력이 촉구되어야 한다. 지역기구의 역량을 배가해서라도 역내화폐표시 채권발행이 가시화되어야 하며 이는 유로사태의 경험을 받아들여 통화통합이라는 전제조건 없이도 병행통화(parallel currency)방식으로 접근하는 것이 타당하다. 새로운 준비자산은 안전자산 공급의 기초이기 때문에 세계적으로도 새로운 기회로 인식될 수 있다. 이러한 노력은 그동안 기존범주의 자산축적을 위해 동원된 부채위주의 레버리지 금융에서 근본적으로 탈피할 수 있는 매우 중요한 노력이다. 흔히들 자산공급문제를 장기이슈로 간주하고 있으나 실제 현재 가용한 CDO 등의 금융기법을 활용하더라도 아시아 기초여건이 반영된 안전자산을 공급하는 것은 충분히 가능하다. 문제는 정치적으로 관련 지배구조에 관한 합의가 쉽지 않다는 점이다.

개혁노력의 핵심을 정리하면 첫째, 안전금융자산의 공급확대이고 둘째가 부채감축을 위한 세계적 공조이다. 즉, 현 시점에서 아시아 국가들이 가장 필요한 안전자산의 공급에 적극적으로 나서는 것이다. 이를 위해서는 안정적인 지수표시 채권을 통해 일단 준비자산(reserve asset) 공급에 나서야 한다. 기존의 환율체제와 연관된 논의를 넘어서 자산가치를 안정적으로 표시할 수 있는 지수에 기초하여 발행된 채권은 안전자산으로서 충분한 역할을 할 수 있다. 이러한 균형회복차원의 노력이 없다면 현존 국가들의 Triffin 딜레마로 인해 글로벌 유동성공급자체가 위협받을 수 밖에 없다. 새로 공급되는 준비자산은 글로벌 금융위기이후 급격하게 늘어난 중앙은행 대차대조표의 조정을 위한 대체자산의 역할도 충분히 수행할 수 있다.

둘째, 부채측면에서 부채상환 부담을 자산과 마찬가지로 시장가치에 연동해서 조정해야 빠른 회복이 가능하다. 즉, 레버리지로 크게 늘어난 부채감축은 자산매각에만 의존하지 말고 출자전환 및 부채탕감과 병행해야 과도한 부작용을 피할 수 있다. 부채와 자산의 과도한 갭이 존재하는 한 부채위주의 대응이 불가피하게 되므로 악순환의 고리에서 벗어나기 어렵다. 일본이 경험한 20년의 장기침체는 바로 자산가치 하락에 비해 그대로 남아있는 부채부담으로 초래된 대차대조표 경기후퇴(balance sheet recession)의 전형적인 사례이다. 과잉부채 문제를 해소하는 데 모든 노력을 집중해야 한다. 그래야 자산이 자산으로서의 가치를 유지할 수 있으며 미래준비가 가능하다.

결론적으로 비전통적 통화정책은 일시적인 정책노력이기 때문에 원래의 상태로 환원되어야 하며 그 과정에서 상당한 충격과 피해를 감수해야 한다. 특히 금리변동과 직결된 자산재평가와 관련된 보이지 않는 위험을 내포하고 있다. 따라서 미국 FED의 움직임을 예의 주시하여 외화유동성

은 물론 국내유동성 공급이 과도한 영향을 받지 않도록 대차대조표상의 위험요인에 대한 각별한 관리가 강조되어야 한다. 우리나라의 경우 가계부채등 위험집중 부문에 대한 분산화를 촉진하여 시장거래에 의존한 자발적 위험관리가 가능한 여건을 조기에 확보해야 한다. 관건은 여전히 시장거래이다. 정부의 직접적 지원보다는 시장거래가 가능한 여건을 조기 확보해주어야 최악의 상황을 피할 수 있다. 피상적 안정세에도 불구하고 실물회복에 기여하지 못하는 현 금융시스템의 모습은 새로운 안전자산의 공급없이 기존의 틀 안에서 해법을 모색하여 자초한 결과이다. 자발적 위험분산을 위해 시장거래가 활성화되려면 새로운 안전자산의 공급이 절대적으로 필요하다.

자금흐름을 다변화시킬 수 있는 시장거래를 활성화시키고 현 국제금융시스템의 가장 핵심적인 문제인 역내 준비자산 부족현상 해결을 위한 해법은 바로 한·중·일이 가지고 있다. 한·중·일은 새로운 안전자산 공급을 위해 현실적인 역내통화를 활용한 우회적 국제화전략에 합의해야 한다. 공통화폐단위표시의 채권발행을 통해 국제적으로 통용될 수 있는 안전한 금융자산을 공급하여 현 국제금융체제의 고질적 유동성 문제를 해결하는 동시에 역내금융자산의 국제화를 통해 위험분산에 나서야 한다. 이러한 선택은 양적완화의 축소와 고령화 추세로 불가피하게 보이는 전면적 자산가치의 붕괴(asset meltdown) 위험을 줄일 수 있는 가장 현명한 대응이다.

■ 참고문헌

- Curdia, Vasco, and Michael Woodford, "The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 58(1), 2011, pp. 54-79.
- Eichengreen, B., Managing a Multiple Reserve Currency World, University of California, Berkeley April 2010.
- Eggertsson, Gauti and Michael Woodford, Optimal Monetary Policy in a Liquidity Trap, NBER Working Paper No. 9968, 2003.
- Marcel Fratzscher, Marco Lo Duca and Roland Straub, On the International Spillovers of US Quantitative Easing, European Central Bank Working Paper No. 1557, 2013.
- Gagnon, Joseph, Matthew Raskin, Julie Remache, and Brian Sack, "The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases," *International Journal of Central Banking*, Vol. 7(1), 2011, pp. 3-43.
- Gary Gorton, Stefan Lewellen, and Andrew Metrick, The Safe-Asset Share, NBER Working Paper No. 17777, 2012.
- Gourinchas Pierre-Olivier and Olivier Jeanne, Global Safe Assets, BIS Working Paper No. 399, 2012.
- Hamilton, James D. and Jing Cynthia Wu, "The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment," Working Paper, University of California, San Diego, April 2011.
- International Monetary Fund, "Global Liquidity Expansion: Effects on "Receiving" Economies and Policy Response Options," in Global Financial Stability Report, April 2010.
- _____, "Do Central Bank Policies Since the Crisis Carry Risks to Financial Stability?," in Global Financial Stability Report, Chapter 3, April 2013.

- Krishnamurthy, Arvind and Annette Vissing-Jorgensen, "The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates," *Brooking Papers on Economic Activity*, 43(2), 2011, pp. 215-287.
-
- _____, The Ins and Outs of LSAPs, Paper Presented at the Jackson Hole Symposium on the Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy, 2013.
- Landau, Jean-Pierre, Global Liquidity: Public and Private, Paper Presented at the Jackson Hole Symposium on the Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy, 2013.
- Christopher J. Neely, The Large-Scale Asset Purchases Had Large International Effects, Working Paper 2010-018C, July 2010, FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS.
- Rosa, Carlo, "How "Unconventional" Are Large-Scale Asset Purchases? The Impact of Monetary Policy on Asset Prices," Federal Reserve Bank of New York Staff Report 560, 2012.
- Swanson, E. T., and John Williams, Measuring the Effect of the Zero Lower Bound on Medium and Longer-Term Interest Rates, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper No. 2012-02, 2012.
- Woodford, Michael, "Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound," Presented at the Jackson Hole Symposium, August 2012.
- Wright, Jonathan H., "What does Monetary Policy do to Long-term Interest Rates at the Zero Lower Bound?," *The Economic Journal*, 122(564), 2012, 1468-0297.