

## 1. 검토 배경

- 코로나19 확산 초기부터 주요국들이 적자재정을 통한 막대한 경기부양책(기)을 마련함과 동시에 초저금리와 양적완화정책 등을 시행함
  - 미국은 2020년 4월에 3조 달러 상당의 경기부양책을 마련하였는데, 이에 따라 GDP 대비 재정적자는 2019년 4.8%에서 2020년 17.9%,<sup>8)</sup> 2021년 9.8%에 이르고, 정부부채는 2019년 GDP의 79%에서 2020년 101%, 2021년 108%에 달할 것으로 예상되었음
    - 미 연준도 2020년 3월에 기준금리를 0%로 내리고 무제한 양적완화정책을 선언하였으며, 지방채, 회사채, 그리고 정크본드도 매입하는 자산매입 프로그램을 실시함
  - 선진국 중 GDP 대비 정부부채 비율이 가장 높은(2018년 224%, OECD 평균 109%) 일본의 경우 2020년 4월에 108조 엔<sup>9)</sup>의 경기부양책을 마련하였으며, 이는 일본 GDP의 20%에 달함
    - 일본은행도 무제한 국채 매입을 발표하였고, 회사채와 기업어음 매입 한도를 대폭 확대함
  - EU 역시 2020년 3월에 재정준칙(재정적자 GDP 3%, 정부부채 GDP 60% 유지)의 일시적 중단을 합의하였고, 국가별로 GDP 대비 10~20% 수준의 경기부양책을 준비함
    - ECB도 정크본드까지 대출담보로 인정하는 등 글로벌 금융위기 당시보다 더 강력한 양적완화정책을 발표함

7) 경기부양책은 가계와 기업을 지원함으로써 경제 전체의 총수요를 유지하려는 것인데, ① 기업에 대한 유동성 지원, ② 고용 유지, ③ 실업자를 포함한 취약계층 지원 등 크게 3가지 수단으로 구분됨(IMF 2020b)

8) 제2차 세계대전 이후 최고치일 뿐만 아니라 2008년 금융위기 때의 2배 수준임

9) 글로벌 금융위기 당시(58조 6천만 엔)의 2배가 넘는 수준임

- 우리나라 경우 긴급재난지원금을 포함한 추경과 적자국채 발행 등으로 2020년 GDP 대비 재정적자(관리재정수지)가 4.5%에 달하고, 정부부채 비율도 GDP 대비 40%를 넘어설 것으로 예측됨<sup>10)</sup>
  - 한국은행도 기준금리를 0.5%로 낮추는 한편, 금융안정특별대출제도 신설, 공개 시장운영 대상증권 및 대상기관 확대, 한국은행 대출 적격담보증권 확대 등 양적완화정책을 마련함
- 한편, 거의 모든 국가의 경우 글로벌 금융위기 당시에도 시행하지 않은 헬리콥터 머니(Helicopter money)와 같은 재난소득이 경기부양책에 포함됨

○ 이처럼 막대한 경기부양책과 양적완화정책으로 재정위기 및 인플레이션 가능성이 높아지고 있음

- 재정적자를 엄청난 규모로 확대한 것은 일단 급한 불부터 끄자는 것이지 재정 건전성을 도외시한 것은 아니며, 재정 건전성에 대한 우려는 전면에서는 아니더라도 여전히 제기되고 있음
  - 영국 경제전문가를 대상으로 한 설문조사 결과에 따르면, 응답자의 절반 이상이 현재의 위기 상황을 극복하기 위해서는 재정 건전성을 고려할 필요가 없다고<sup>11)</sup> 답변하였으나, 설문 응답자의 절반 이상이 영국이 감내할 수 있는 GDP 대비 정부부채 최대 수준은 140%(현재 80%)라고 답변함(Ilzetzki 2020)
  - IMF는 코로나19에 대응한 재정지출이 증장기 재정운용에 가져올 충격과 영향, 위험 요인을 종합적으로 파악하고 이를 적극적으로 관리할 수 있는 방안 마련이 중요하다고 주장함(IMF 2020c)
  - 우리나라에서도 긴급재난지원금 규모, 지원 대상 및 재원 마련과 관련하여 기재부와 여당 간의 의견 차이가 있었음
- 중앙은행의 대차대조표 확대와 함께 정부부채의 화폐화 가능성까지 더해져 인플레이션에 대한 우려가 커지고 있음
  - 이에 따라 금이나 비트코인 등 인플레이션 헤지자산에 대한 수요가 크게 늘어남

10) 블룸버그 인텔리전스는 우리나라 정부부채 비율이 2021년 50%에 달할 것으로 전망하기도 함

11) 이들 중 일부는 제로금리하에서는 국채발행에 따른 이자비용도 거의 없기 때문에 재정적자 확대가 문제될 것이 없다고 주장함

- 코로나19 충격이 얼마나 오랫동안 지속될 지는 예단할 수 없으나 급한 불이 꺼지고 경제가 충격 이전의 상황으로 회복되면 경기부양책과 양적완화정책의 후유증이 나타날 수 있는데, 본장은 이에 대해 검토하고자 함

## 2. 정부 및 중앙은행 대차대조표

### 가. 정부 및 중앙은행 대차대조표

- 먼저 정부와 중앙은행의 대차대조표를 <그림 Ⅲ-1>과 같이 가장 단순화하여 정부부채 확대와 양적완화정책의 후유증이 무엇인지에 대해 설명함
  - 정부는 국채를 발행하고 국채는 세금으로 상환되기 때문에 정부의 부채는 국채, 자산은 조세권이며 정부는 증세를 통해 조세권을 늘릴 수 있으나 한계가 존재하여 정부부채가 조세권을 초과할 경우 재정위기가 발생하고 정부가 파산함
    - 한편 조세권은 명목국민소득이 증가하면 같이 늘어남
  - 중앙은행<sup>12)</sup>은 부채인 통화(A)를 발행하고, 국가에서 가장 안전한 자산인 국채(A) (주로 단기국채)를 보유함
  - 두 기관의 대차대조표를 연결하면, 중앙은행이 보유하고 있는 국채(A)와 정부가 발행한 국채(A)가 상계되기 때문에 자산에는 조세권이 남고, 부채는 통화(A) 및 국민이 보유하고 있는 국채(B)로 구성됨

<그림 Ⅲ-1> 정부 및 중앙은행 대차대조표(기본)

정부		중앙은행		정부·중앙은행 연결	
자산	부채	자산	부채	자산	부채
조세권	국채(A) 국채(B)	국채(A)	통화(A)	조세권	통화(A) 국채(B)

12) 한국은행은 자본금이 없으며, 미 연준은 자본금이 있으나 매우 미미한 수준임

- 유가 충격과 같은 공급 충격이 없다고 가정할 경우, 그 나라 물가 수준과 인플레이션 및 디플레이션은 연결 대차대조표에 의해서 결정됨
  - 즉 '조세권=통화(A)+국채(B)'이라는 등식이 성립할 수 있는 물가 수준이 존재함
  - 만일 리카도적(Ricardian) 재정정책<sup>13)</sup>으로 정부재정이 균형을 이루고 정부부채가 늘어나지 않을 때 통화량이 증가하면 증세 없이 조세권이 늘어나야 하기 때문에 인플레이션이 발생하고, 통화량이 감소하면 감세 없이 조세권이 줄어들어야 하기 때문에 디플레이션이 발생하게 됨
  - 실질GDP가 증가하면 조세권도 늘어나는데, 이 때 중앙은행이 통화를 늘려주지 않으면 디플레이션이 발생할 수 있음
- 따라서 정부가 재정을 장기적으로 균형시킬 경우 물가 변동은 통화적 현상<sup>14)</sup>이 되고, 이에 따라 중앙은행에 물가 관리의 책임이 부여됨
  - 정부가 재량적인 재정정책을 수행하고 중앙은행이 이를 고려하여 통화정책을 결정하는 것보다 중앙은행이 독립적으로 통화정책을 수행하고 정부가 이를 고려하여 재정정책을 결정하는 것이 사회후생적으로 우월(김현정·윤성훈 2007)하기 때문에 통화정책의 독립성과 재정준칙 준수가 중요함
  - 뉴케인지안이나 신고전학파도 재량적 재정정책에 대해서는 경기변동을 확대시킨다고 비판함

## 나. 정부부채 확대

- <그림 Ⅲ-1> 상황에서 코로나19로 인해 주요국이 경기부양책을 실시함에 따라 국채(C)가 추가적으로 증가하는데, 이 때 이를 시장에서 인수할 경우와 중앙은행이 인수할 경우 대차대조표는 각각 <그림 Ⅲ-2>와 <그림 Ⅲ-3>의 모습을 보이게 됨

13) 세입과 세출의 장기적 균형을 전제한 재정정책을 리카도적(Ricardian) 재정정책이라 하고, 그렇지 않은 재정정책을 비리카도적 재정정책이라 지칭함(이주경 2004)

14) 통화주의이론의 대부격인 Milton Friedman은 인플레이션은 언제 어디서나 나타나는 통화적 현상이라고 주장하였음. 그러나 통화수요함수가 불안정해지고 유동성 함정과 같은 현상이 나타남에 따라 인플레이션은 통화만으로 설명이 되지 않으며, 이후 재정적 인플레이션이론(Fiscal Theory of the Price Level)과 현대화폐이론(Modern Monetary Theory) 등이 등장하였는데, 본고의 분석 틀은 재정적 인플레이션이론과 유사함. 재정정책도 인플레이션에 영향을 미칠 수 있다는 것이 재정적 인플레이션이론임. 현대화폐이론은 정부와 중앙은행을 동일한 기관으로 보고 정부가 재정정책과 통화정책을 동시에 수행하며 정부가 발권력을 통해 무제한 통화를 발행할 수 있다는 이론이나 동 주장은 아직까지 학계에서 정설은 아니며, 주로 유동성 함정에서 벗어나기 위한 방안으로 거론되어 왔음

- 분석을 보다 간단히 하기 위해, 중앙은행은 코로나19 대응을 위해 추가적인 양적 완화정책을 취하지 않는다고 가정함

〈그림 III-2〉 정부 및 중앙은행 대차대조표(국채시장 인수)

정부		중앙은행		정부·중앙은행 연결	
자산	부채	자산	부채	자산	부채
조세권	국채(A) 국채(B) 국채(C)	국채(A)	통화(A)	조세권	통화(A) 국채(B) 국채(C)

- 〈그림 III-2〉에서 만일 국채(C)가 증가하나 중앙은행의 통화정책에 변화가 없을 경우, 연결대차대조표에서 부채가 국채(C)만큼 늘어남
- 부채가 증가했으나 정부가 세금을 늘릴 수 없다면 재정위기가 발생하거나 인플레이션을 통해 조세권이 늘어나게 됨
  - 재정위기 가능성으로 시장에서 국채(C)가 인수되지 않으면, 국채금리가 상승하고 이것이 다시 재정 부담을 가중시키는 악순환을 가져와 정부의 파산 위험이 더 커지게 됨
  - 이러한 악순환에 빠지기 이전에 중앙은행은 물가 관리 목표를 상향조정하는 등 인플레이션을 허용할 가능성이 높음
- 중앙은행이 국채(C)를 직접 인수(부채의 화폐화)하여 재정위기를 막을 수 있는데, 이 경우가 〈그림 III-3〉이며, 국채(C) 인수에 따라 통화(C)가 늘어나고 이 때에도 증세가 어렵다면 연결대차대조표에서 자산과 부채를 일치시키기 위해 인플레이션이 발생하게 됨

〈그림 III-3〉 정부 및 중앙은행 대차대조표(국채중앙은행 인수)

정부		중앙은행		정부·중앙은행 연결	
자산	부채	자산	부채	자산	부채
조세권	국채(A) 국채(B) 국채(C)	국채(A) 국채(C)	통화(A) 통화(C)	조세권	통화(A) 통화(C) 국채(B)

- 한편, 각국에서 실시하고 있는 재난지원금은 헬리콥터 머니로 일견 통화정책처럼 보이나 협의의 의미에서 재정정책에 가까우며, 동 정책 역시 증세가 불가능할 경우 인플레이션이 발생함

- 중앙은행 대차대조표에서 중앙은행이 독자적으로 통화를 찍어서 재난지원금을 지급하면 부채는 늘어나나 자산은 변화가 없기 때문에 초과부채로 인해 중앙은행은 파산하게 됨
- 정부가 국채를 발행하여 이를 중앙은행이 인수하고 이러한 자산 증가를 기반으로 중앙은행이 재난지원금을 지급하면, 메커니즘은 <그림 III-3>과 동일함
- 재난지원금의 경우 조세권을 초과하지 않고 정부재정에서 감내할 수 있다면 재정정책이 되나 중앙은행이 적자재정의 일부를 국채 매입으로 인수할 경우 재정정책과 통화정책의 구분이 모호해짐

- 결과적으로 코로나19가 종료되고 경제가 다시 정상으로 회복되어감에 따라는 재정 건전성 문제가 전면에 등장<sup>15)</sup>할 수 있는데, 증세가 쉽지 않을 경우 물가상승률이 지금보다 높아질 것으로 예상해볼 수 있음

#### 다. 양적완화정책

- 이번에는 분석의 편의를 위해 정부가 부채를 확대하지 않고 중앙은행이 양적완화정책을 실시하는 경우를 가정하여 대차대조표 변화를 살펴보면 <그림 III-4>와 같음
- 중앙은행의 기준(정책)금리가 0%가 되면 중앙은행이 공개시장조작정책에 사용되는 단기국채금리도 0%에 근접하여 통화와 단기국채 간 차이가 없어짐
- 따라서 단기국채 매입을 통해 통화량을 늘리려 해도 이는 통화로 통화를 매입하는 것과 같아 통화량은 사실상 늘어나지 않는 것과 마찬가지로 함
  - 이러한 상황을 유동성 함정이라고 함
- 이에 따라 제로금리 때 유동성을 공급하기 위해서는 단기국채 이외의 지방채나 회사채, 장기국채 등을 중앙은행이 매입할 수밖에 없으며, 이러한 정책이 주요국에서 실시하고 있는 양적완화정책임

15) 본고 V장을 참조하기 바람

〈그림 III-4〉 정부 및 중앙은행 대차대조표(양적완화)

정부		중앙은행		정부·중앙은행 연결	
자산	부채	자산	부채	자산	부채
조세권	국채(A) 국채(B)	국채(A) 회사채(D)	통화(A) 통화(D)	조세권 회사채(D)	통화(A) 통화(D) 국채(B)

- 정부가 정부부채를 확대하지 않은 가운데 제로금리 상황에서 중앙은행이 회사채(D)를 매입하고 통화(D)를 공급하게 되면, 〈그림 III-4〉에서와 같이 정부 대차대조표는 변화가 없고, 중앙은행 대차대조표 및 연결대차대조표의 자산과 부채에 각각 회사채(D)와 통화(D)가 늘어남

○ 양적완화정책 실시 이후 중앙은행은 이전에 없던 두 가지 위험에 노출되게 됨

- 첫째, 회사채 부실 가능성(신용위험)임
  - 조업 중단 및 충수요 급감 등 코로나19 충격이 장기화될 경우 유동성 지원 등에도 불구하고 기업이 부실해질 수 있는데, 이 때 중앙은행이 매입한 회사채 역시 가치가 급락하게 됨
  - 이 경우 중앙은행은 적자를 기록하게 되고, 이는 중앙은행의 신뢰성 문제<sup>16)</sup>로 이어져 인플레이션이 발생할 수 있음<sup>17)</sup>
  - 연결대차대조표에서 회사채 가치 하락에 따라 조세권이 늘어나야 하는데, 증세가 어려운 상황에서는 인플레이션이 발생해야 함
  - 미국과 ECB의 경우 정크본드까지 매입하고 있어 동 위험은 글로벌 금융위기 당시보다 더 커지고 있음
- 둘째, 금리 인상에 따른 자산가치 하락 위험(시장위험)임
  - 중앙은행은 양적완화정책을 통해 장기국채, 회사채, 정크본드 등을 대규모로 보

16) 〈그림 III-1〉에서 볼 수 있듯이 중앙은행은 자본금이 없는데, 그 이유는 정상적인 상황에서는 자산으로 단기국채를 보유하여 시장위험이나 신용위험에 노출되지 않아 적자가 발생할 가능성이 전무하기 때문임. 그럼에도 불구하고 양적완화정책과 같은 비전통적인 통화정책으로 적자가 발생하게 되면, 이는 자본금 없이 설계된 중앙은행 구조와 배치되고 중앙은행이 물가 관리를 제대로 하고 있는지에 대한 우려를 낳게 됨. 이는 시장참여자들이 인플레이션을 전망함에 있어서 불확실성을 야기하여 기대인플레이션을 높임

17) 중앙은행에 적자가 발생할 경우 정부재정에서 이를 보전해주기 때문에 문제가 될 것이 없다고 생각할 수 있으나, 이 역시 국채발행이 늘어나야하기 때문에 인플레이션 압력이 발생함

- 유하게 되는데, 정부부채 확대 등에 따라 인플레이션이 발생하게 되면 물가를 책임지는 기관으로서 금리를 올려야 하나 이 경우 채권가격 하락으로 중앙은행 자산이 크게 줄어들게 됨(평가손실)
- 중앙은행의 대규모 적자가 발생할 수 있으며, 통화정책의 신뢰성에도 문제가 생  
기게 됨
- 양적완화정책 실시 이후 중앙은행은 신용위험 등으로 인플레이션 압력이 높아질 수 있으  
며, 시장위험 등으로 인해 금리 인상에 주저하는 모습을 보이게 될 가능성이 높아짐

### 3. 마이너스 실질금리 장기화

- 2000년대 들어서면서 물가가 안정되어 감에 따라 금리가 지속적으로 하락하였고, 전 세  
계적으로 저물가·저금리 현상(이에 더해 저성장)이 일상적인 모습으로 자리를 잡았음
- 코로나19 충격이 언제 해소될지 가능해볼 수 없으나, 장기화될수록 정부부채는 크게 증  
가하고 중앙은행의 대차대조표도 전례 없이 확대될 것이기 때문에 인플레이션 가능성 역  
시 높아질 것임
  - 미 연준도 경기침체가 장기화될 가능성을 경고하였고, 경기가 회복되더라도 V자형  
이나 U자형보다는 나이키형 가능성을 높게 보고 있으며, 회복에 몇 년이 걸릴지  
예측하기가 어려움
  - 이번 충격은 공급 및 수요에 동시에 영향을 미치고 있어 그 어느 때보다 막대한  
재정적자와 양적완화정책이 필요한 상황이며, 충격이 장기화되면 될수록 경제 회  
복 이후 재정정책과 통화정책의 후유증이 그만큼 누적될 것으로 예상됨
    - 글로벌 금융위기 충격에 따른 재정적자 확대로 2010년 그리스, 이탈리아, 스페  
인, 포르투갈, 아일랜드 등 유럽에서 재정위기가 발생한 바가 있는데, 이번 위  
기로 인해 각국의 재정지출은 전례 없을 정도로 막대한 규모이기 때문에 이들  
국가 이외에도 재정위기 가능성과 인플레이션 가능성은 높아질 수밖에 없음
- 그런데 경기가 회복된 이후 인플레이션 압력이 높아짐에 따라 물가가 현재의 저물가 기조  
에서 벗어난다고 하더라도 중앙은행은 ① 정부부채의 실질가치를 낮추기 위해서, ② 정부  
부채의 이자 부담을 줄이고 ③ 신용위험 및 시장위험을 낮추기 위해서 물가 관리(금리 인

상)에 적극적인 모습을 보이기가 어려워질 것으로 예상됨

- 정부부채 확대에 의한 인플레이션을 중앙은행이 용인해야 하는 상황이 발생할 경우 통화정책의 독립성도 약화될 수밖에 없을 것임
- 정부 역시 정치적 부담이 큰 증세보다는 인플레이션을 통한 정부부채의 실질가치 하락을 선호할 가능성도 없지 않음

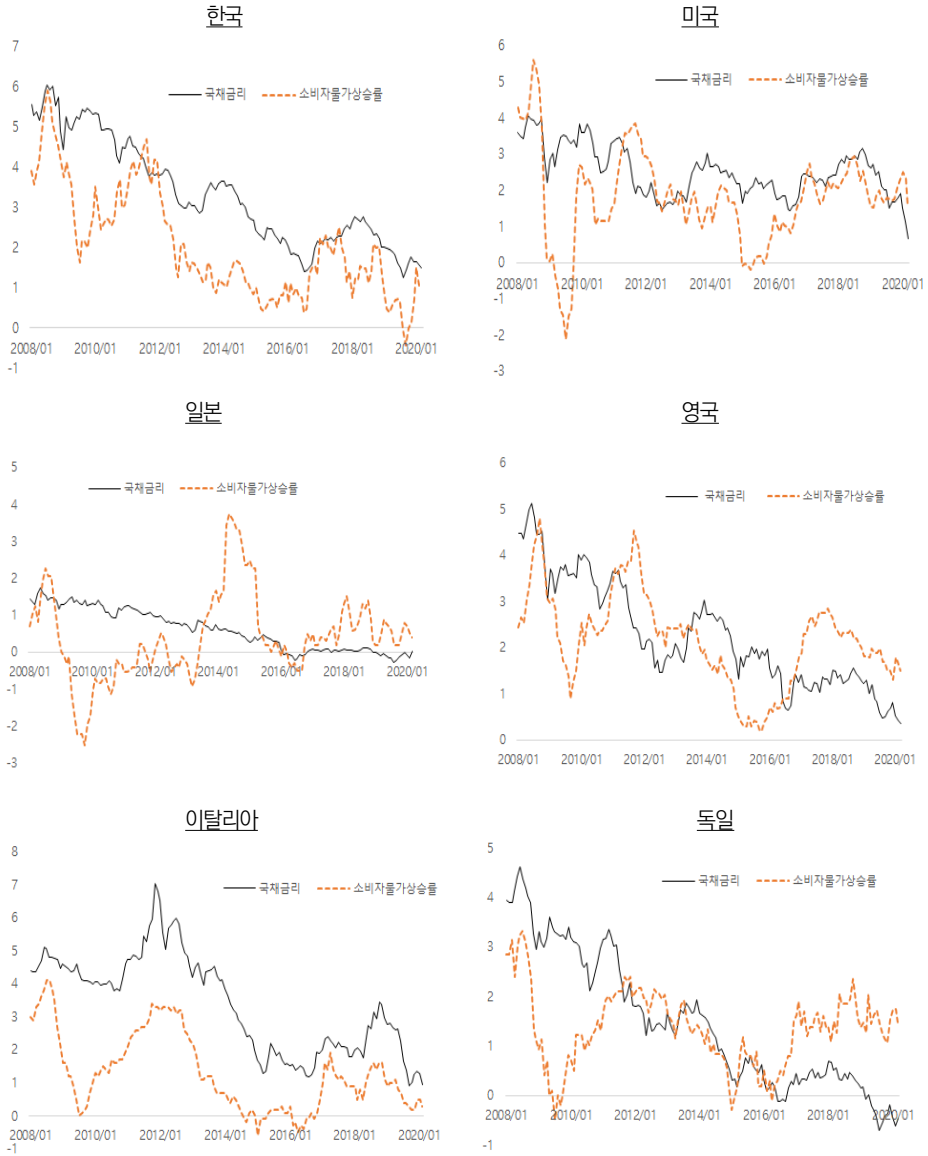
○ 따라서 코로나19 충격이 장기화되면 될수록 포스트 코로나19 시대에는 저금리 기조가 여전히 유지되는 가운데 물가상승률이 높아지며, 결과적으로 마이너스 실질금리 현상이 장기화될 가능성이 매우 클 것으로 전망됨

- 다만, 가계 및 기업부채 수준 역시 높기 때문에 수요 제약으로 물가상승률이 이전보다 높아지더라도 그 폭은 크지 않을 것으로 보임
- 일본, 영국, 독일 등 일부 주요국의 경우 실질금리가 마이너스 상태로 상당기간 유지되고 있으며, 미국도 실질금리가 2020년 마이너스로 접어들(그림 III-5) 참조)
  - 일본은 GDP 대비 정부부채 비율이 세계에서 가장 높은 국가이며 아베노믹스에도 불구하고 저성장에서 벗어나지 못하고 있는 상황임
  - 영국은 GDP 대비 정부부채 비율(2018년 80%)이 OECD 평균(2018년 109%)보다 낮으나 브렉시트 부담 등으로 실질금리가 2016년부터 마이너스 상태임
  - 이탈리아와 독일 등 EU 지역의 경우 통화정책은 ECB가 담당하고 재정정책은 각 개별 국가가 수행하기 때문에<sup>18)</sup> 인플레이션은 EU 전체적으로 큰 차이가 없으나, 재정 건전성이 양호한 국가의 경우 국채금리가 상대적으로 낮는데 독일의 경우 명목국채금리도 마이너스를 기록 중임
  - 미국은 글로벌 금융위기 이후 2년 정도 실질금리가 마이너스를 기록하였다가 통화정책이 정상화되면서 플러스로 전환되었는데, 최근 들어 다시 마이너스를 보임
  - 우리나라의 경우 단기적으로 실질금리가 마이너스였던 적은 있으나, 전반적으로 플러스였음
- 주요국들이 시행하고 있는 전례 없는 재정정책과 통화정책을 고려할 때 주요국에서 마이너스 실질금리 현상은 장기화될 것으로 보임

18) EU의 경우 중앙은행 제도가 앞에서 설명한 미국, 우리나라 등과 같지 않아 정부부채의 화폐화가 원칙적으로 금지(금융위기 시 일부 허용)되어 있어 정부부채의 화폐화가 어려움

〈그림 III-5〉 주요국 국채금리와 소비자물가 상승률 추이

(단위: %)



주: 통계는 월별 자료, 국채금리는 10년만기 국채수익률, 소비자물가 상승률은 전년 동기 대비임  
 자료: 한국은행, 경제통계시스템; BIS