

◆ ECB의 무제한 국채매입정책과 연준의 QE3: 의미와 시사점

윤성훈 선임연구위원, 전성주 연구위원

1. 검토 배경

■ 유럽 재정위기가 지속됨에 따라 유럽경제는 침체를 보이고 있으며, 이의 여파로 세계경제 성장률이 크게 하락하고 미국경제도 회복 기미를 보이지 못하고 있음.

■ 전 세계적으로 경기부양이 절실하나 유럽과 미국의 경우 재정여력이 부족하여 통화정책에만 의존할 수밖에 없으며 정책금리가 0%에 가깝기 때문에 전통적인 통화정책보다는 비전통적인 통화정책¹⁾이 불가피한 상황임.

○ 유럽은 재정위기 극복을 위해 재정긴축목표 달성에 치중해야 함.

○ 미국은 재정절벽(Fiscal Cliff)²⁾에 직면해 있음.

■ ECB(European Central Bank)와 연준(Federal Reserve Board, FRB)은 각각 국채매입프로그램(SMP: Securities Market Programme)과 1, 2차 양적완화(Quantity Easing, QE1, QE2) 정책 등 비전통적인 통화정책을 실시하여 왔는데, 최근 들어서도 비전통적인 통화정책을 지속하기로 결정함.

○ ECB는 2012년 9월 6일 스페인, 이탈리아 등 재정위기를 겪고 있는 국가의 국채(만기 1~3년)에 대해 무제한 매입 정책을 결정함.

- 이는 2010년 5월부터 시작하여 2012년 2월에 중단된 ECB의 국채매입 프로그램보다 강화된 통화정책임.

1) 정책금리가 0%에 가까운 비정상적인 상황에서는 단기국채와 통화가 완전대체재에 가까워지기 때문에 단기국채를 매입하는 전통적인 공개시장조작은 효과적이지 않으며, 중앙은행은 외환, 장기국채, 민간의 유가증권 등 위험자산을 매입하는 비전통적 통화정책이 필요함(Bernanke 2003, 서병한 2007).

2) 현재 법률로 정해진 재정감축 목표 달성이 현실적으로 불가능함에도 불구하고 2012년 말까지 이에 대한 의회의 수정합의가 이루어지지 않을 경우 정상적인 재정지출이 어려워지는 상황을 의미함.

- ECB는 무제한 매입한 국채가 디폴트될 경우 우선적으로 채무를 변제받을 수 있는 선순위권도 포기하였음.
- 연준도 2012년 9월 13일 연방공개시장회의(FOMC)에서 매달 400억 달러 규모의 주택 담보부증권(MBS)을 사들이는 한편 초저금리 기조를 2015년까지 연장하는 3차 양적완화 정책(QE3)을 실시하기로 발표함.
- 연준은 오퍼레이션 트위스트(Operation Twist, 단기국채 매도 및 장기국채 매입) 정책을 유지하기로 하였고, 이에 따라 2012년 말까지 매달 850억 달러 규모의 장기채권을 매입하게 됨.
- 고용상황이 개선되지 않을 경우 주택담보부증권을 계속해서 매입할 것임을 명시적으로 밝힘.
- 또한 재정절벽 해결을 위한 정치권의 노력을 요구함.
- 한시적으로 사용되어야 할 비전통적인 통화정책이 장기간 지속됨으로써 상시적인 통화정책으로 정착될 가능성이 높아짐.

■ 재정정책이 부재한 상황에서 통화정책만으로 경기부양이 여의치 않다는 점과 ECB와 연준이 채택하고 있는 통화제도(중앙은행제도)를 고려할 때 이러한 비전통적 통화정책의 장기화는 암묵적으로 물가상승을 용인하려는 것으로 보이며, 이와 함께 ECB와 연준의 대차대조표 위험(Balance Sheet Risk)³⁾도 높일 가능성이 큰 것으로 판단됨.

- 경제성장을 위해서는 금융시장 안정이 우선시 되어야 한다고 판단한 것으로 보이나 소비를 자극하기 위해 물가상승률을 높이려는 시도로 추측됨.
- 그러나 재정지출 확대가 뒷받침되지 않아 경기부양에 효과가 크지 않을 것이며,⁴⁾ 더욱이 연준과 ECB가 매입한 위험자산으로부터 손실을 입게 될 가능성 때문에 중앙은행에 대한 신뢰와 통화가치가 부정적인 영향을 받게 될 것임.

3) 자산과 부채 구성이 Mismatch되어 금리 또는 환율 등 거시변수의 변화에 의해 중앙은행의 적자가 발생할 위험임.

4) 연준 내부에서도 QE3에 대해 비판론이 제기되고 있는데, 필라델피아 연방은행 총재인 찰스 플로서는 QE3가 경제성장과 고용확대에 효과적이지 않다고 주장함.

■ 또한 향후 물가상승률이 높아지더라도 대차대조표 위험으로 인해 연준과 ECB는 자산가치 하락을 염려하여 적기에 정책금리를 충분히 인상하지 못하게⁵⁾ 될 수 있기 때문에 비전통적 통화정책의 장기화는 통화정책의 정상화에 부담으로 작용할 것이며, 이는 금융시장에 적지 않은 영향을 미치게 될 것임.

■ 본고는 연준과 ECB의 비전통적인 통화정책의 의미를 유럽 및 미국의 경제상황, 중앙은행제도 및 대차대조표 위험과 연결하여 살펴보고 향후 금융시장에 대한 시사점을 정리하고자 함.

2. 중앙은행제도: 연준 및 ECB

가. 중앙은행제도와 대차대조표 위험

■ Bretton Wood 체제 붕괴 이후 세계 각국 중앙은행의 부채인 통화는 법정통화/불태환통화(Fiat Money)로서 동 가치는 중앙은행 대차대조표의 자산(경우에 따라서는 자본금 포함)에 의해 뒷받침됨.

- 금본위제하에서는 중앙은행이 부채인 통화를 발행하는 대신 자산으로 금을 보유하기 때문에 통화가치가 중앙은행이 보유하는 금의 가치와 연동됨.
- 금본위제가 아닌 경우 중앙은행이 통화가치를 유지하기 위해 어떤 자산을 보유하는가에 따라 법정통화에 대한 신뢰성이 달라짐.
 - 단기국채를 보유할 경우 정부가 부도가 나지 않는 이상 대차대조표 위험이 없으나, 다른 위험자산을 보유할 경우 신용위험과 금리위험, 환위험 등으로 인해 중앙은행이 손실이 발생할 수 있는 대차대조표 위험이 존재함.
 - 대차대조표 위험이 현실화되어 자산가치가 발행한 부채인 통화가치를 하회하게 될 경우 물가가 상승하는 한편, 중앙은행의 신뢰가 저하됨.

5) 일본의 경우 1990년대 장기불황을 극복하기 위해 적극적으로 장기국채, 외환 및 민간부분의 위험자산을 매입해야 했음에도 불구하고 중앙은행 수지가 악화될 것을 우려하여 이에 소극적으로 대응한 것으로 평가됨(Cargill 2001, Bernanke 2003, Stella 2005).

- 대차대조표 위험이 큰 중앙은행 제도가 채택된 경우 이에 대비하여 일반적으로 자본금 등 대차대조표 위험을 보전할 수 있는 안전장치가 마련되어 있음.

■ 중앙은행 제도는 크게 통화가치가 정부의 미래 조세수입(권)으로 뒷받침되는 경우와 중앙은행의 리저브(Reserve)⁶⁾로 뒷받침되는 경우로 구분되는데, Sims(2001)와 Zhu(2003)는 이를 각각 조세권지지통화제도(Tax-based Monetary System)와 리저브지지통화제도(Reserve-based Monetary System)로 정의함.

- 연준과 ECB를 제외하고 대부분의 중앙은행은 조세권지지통화제도와 리저브지지통화제도가 혼합(hybrid)되어 있으며 그 혼합 정도에 따라 대차대조표 위험 발생 가능성도 상이함.⁷⁾
- 연준과 ECB는 각각 전형적인 조세권지지통화제도와 리저브지지통화제도를 채택한 중앙은행임.

나. 조세권지지통화제도: 연준

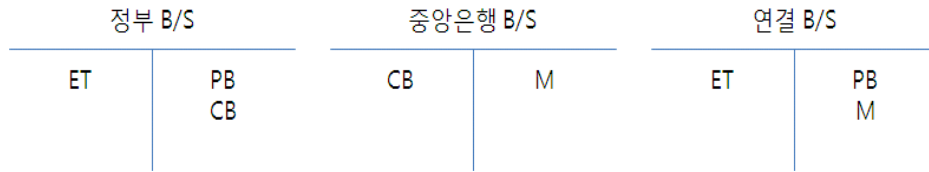
■ 조세권지지통화제도의 경우 중앙은행은 정부가 발행한 국채(주로 단기국채)를 자산으로 보유하고 이에 상응하는 부채인 통화를 발행하며, 이에 따라 통화가치는 정부의 미래 조세수입(권)에 의해 지지됨.

- <그림 1>에서 보는 바와 같이 정부가 발행한 국채는 미래 조세수입에 의해 상화되어야 하는데, 정부의 대차대조표와 중앙은행의 대차대조표를 연결하면 통화는 정부의 미래 조세수입(권)으로 뒷받침되게 됨.
 - 미래 조세수입이 감소할 경우 통화가치도 줄어들게 됨.
 - 재정 건전성이 악화될 경우 물가가 상승하는 이유가 여기에 있음.

6) 리저브는 중앙은행의 자본금 또는 적립금을 지칭하는 것이 아니라 해외자산, 유가증권, 장기국채 등 중앙은행이 보유하고 있는 자산을 의미함.

7) 환위험으로 인해 대부분의 정부는 중앙은행 계정과 별도의 계정으로 외환을 보유하고 이에 대한 부담을 재정에서 충당하나 우리나라의 경우 한국은행이 외환을 한국은행 대차대조표에 보유하고 있고 이에 대한 부담을 한국은행이 부담하고 있어 대차대조표 위험이 다른 국가에 비해 상대적으로 높은 편임.

〈그림 1〉 조세권지지통화제도



주: ET는 정부의 미래 조세수입(권), PB는 민간보유 국채, CB는 중앙은행 보유 국채, M은 통화임

■ 단기국채와 통화는 동일한 회계단위(unit of account)로 표시되며 단기국채는 금리위험에 노출되지 않기 때문에 조세권지지통화제도를 채택한 중앙은행은 항상 흑자를 보이게 됨에 따라 대차대조표 위험이 없음.

○ 또한 단기국채는 동질적으로 유동성이 높아 공개시장조작 수단으로 효과적이며, 전 통적인 통화정책은 단기국채를 통한 공개시장 조작으로 단기금리에 영향을 미치는 것임.

■ 또한 경제가 위기상황에 처해 장기국채, 외환, 민간의 유가증권 등을 매입하는 연준의 양적 완화정책과 같은 비전통적인 통화정책을 수행한 결과로 인해 중앙은행 수지가 악화되더라도 정부의 미래 조세권이 이를 뒷받침함.

○ 그러나 재정이 건전하지 못할 경우 대차대조표 위험으로 인해 적극적인 통화정책 수행이 어려워지게 됨.

■ 연준이 대표적인 조세권지지통화제도를 채택하고 있으며, 연준의 경우 정부 재정에 문제가 없다면 대차대조표 위험으로부터 자유롭게 적극적인 통화정책 수행이 가능함.⁸⁾

○ 대차대조표 위험이 없기 때문에 연준은 흑자를 적립하지 않고 정부로 귀속시키며, 이 하에서 살펴볼 ECB와 다르게 막대한 자본금이 필요하지 않음.

8) 물가안정목표제하에서 실제 물가상승률과 목표 물가상승률 차이 이상으로 명목금리를 조정하는 것을 의미함.

■ 〈그림 2〉는 연준의 글로벌 금융위기 이전인 2004년 말 대차대조표와 최근인 2011년 말 대차대조표를 비교한 것인데, 시기별로 조세권지지통화제도의 특징과 글로벌 금융위기 이후의 통화정책 변화가 잘 나타나 있음.

- 2004년 말 대차대조표를 보면 화폐발행액과 국채의 규모가 거의 동일하며, 통화와 국채가 부채와 자산에서 차지하는 비중도 압도적이었음.
- 이와 대조적으로 2011년 말 대차대조표의 경우 자산측면에서 연방기관채권과 연방주택저당채권 규모가 국채 규모만큼 증가하였는데, 이것은 1, 2차 양적완화정책의 결과임.
 - 글로벌 금융위기 발생 이후 연준의 대차대조표는 3배 정도 확대되었고 위험자산이 크게 늘어남에 따라 대차대조표 위험이 높아졌음.
 - 흥미로운 현상은 양적완화정책으로 풀린 통화가 예금기관예금으로 상당 부분 연준으로 되돌아 왔다는 것이며, 이에 따라 1, 2차 양적완화정책의 경우 금융시장 불안을 어느 정도 완화하였으나 경기부양에 효과적이지 않았다는 평가를 받음.

〈그림 2〉 연준의 대차대조표

2004년말				2011년말			
단위: 10억 달러				단위: 10억 달러			
국채	718	화폐발행	719	국채	1,213	화폐발행	956
RP 매입	33	예금기관예금	24	연방기관채권	144	예금기관예금	1,298
기타자산	29	RP 매도	31	주택저당증권	958	RP 매도	59
해외자산	35	기타부채	17	기타	222	기타부채	171
		자본	24			자본	53
총자산	815	부채및자본	815	총자산	2,537	부채및자본	2,537

자료: 연준 연차보고서

다. 리저브지지통화제도: ECB

■ 리저브지지통화제도의 경우 중앙은행이 민간의 유가증권, 외환, 장기국채 등 위험자산을 보유하고 이에 상응하는 통화를 발행하며, 통화가치는 정부의 미래 조세수입(권)이 아닌 중앙은행의 자산(리저브)에 의해 지지됨.

- 정부와 중앙은행의 대차대조표를 연결하더라도 통화가치는 중앙은행의 리저브에 의해 뒷받침되며 국채가치만 미래 조세수입(권)에 의해 지지됨(〈그림 3〉 참조).

- 재정 건전성이 악화되더라도 조세권지지제도와는 달리 통화가치가 영향을 받지 않으며, 따라서 중앙은행은 정부로부터 완전히 독립되어 중립적인 통화정책 수행이 가능함.
- 중앙은행이 보유하고 있는 자산은 통화와 회계단위가 다르고 만기구조가 상이한 이질적인 자산이기 때문에 중앙은행으로서는 이들 자산의 가치를 관리할 수 없으며, 금리, 환율, 신용위험 등에 노출되어 있음.
- 중앙은행은 금리 및 환율 변동 등 경제상황 변화에 따라 적자가 발생할 가능성이 있어 상당한 규모의 자본금을 보유하는 한편, 통화가치와 미래 조세수입(권)과 무관하기 때문에 흑자를 정부의 재정으로 귀속시키지 않음.

〈그림 3〉 리저브지지통화제도

정부 B/S		중앙은행 B/S		연결 B/S	
ET	PB	FA PS	M K	ET FA PS	PB M K

주: ET는 정부의 미래 조세수입(권), PB는 민간보유 국채, FA는 외화자산, PS는 민간의 유가증권, M은 통화, K는 자본금임

■ 리저브지지통화제도의 가장 대표적인 형태가 ECB

- 1999년에 출범한 ECB는 유로존의 통합정부가 없기 때문에 재정정책과 별개로 독립적으로 물가안정목표를 설정하여 통화정책을 수행할 수 있도록 설계함.
- ECB는 EU조약에 따라 유로존 회원국의 국채를 직접 매입하는 것(발행시장에서의 매입)이 금지되어 있는데, 이는 ECB가 일부 유로존 회원국의 국채를 매입하는 것은 해당 국가에 대한 특혜의 소지가 있기 때문임.
- 그러나 최근 ECB가 재정위기국의 국채를 발행시장에서 무제한 매입하겠다고 결정한 것에 대해 유로존 협약을 위반한 것이라는 논란이 제기되고 있음.⁹⁾

9) ECB가 유통시장에서 유로존 회원국의 국채를 매입하는 것은 금지되어 있지 않으나(EU 조약 제101조), 이에 대해 독일은 발행시장에서 ECB의 국채매입을 금지시킨 취지가 유통시장에서도 적용되어야 한다고 주장.

■ 〈그림 4〉는 ECB의 2004년 말 대차대조표와 2011년 말 대차대조표를 비교한 것인데, ECB 역시 글로벌 금융위기 및 유럽 재정위기에 대응하여 자산과 부채가 크게 늘림.

- 2004년 말 대차대조표를 보면 유로화의 가치는 해외자산과 기타자산에 의해 지지됨을 알 수 있으며, 해외자산이 환위험 및 금리위험 등에 노출되어 있기 때문에 상당한 규모의 자본금을 보유함.
- 2011년 말의 경우 화폐발행이 크게 증가하였고, 이에 따라 해외자산과 기타자산 역시 크게 증가하였음.
 - 환위험과 금리위험이 높아짐에 따라 자본금 역시 확대됨.
- 미국의 GDP가 유로존의 GDP 보다 작음에도 불구하고 연준의 경우 부채와 자산이 2004~2011년 기간 중 3배 이상 늘어났으나 ECB는 2.5배 정도 증가하는데 그쳐 연준에 비해 상대적으로 ECB가 정책대응에 소극적이었다는 평가를 받음.

〈그림 4〉 ECB의 대차대조표

2004년말				2011년말			
단위: 10억 유로				단위: 10억 유로			
해외자산	38	화폐발행	40	해외자산	66	화폐발행	71
기타자산	9	기타부채	4	기타자산	22	기타부채	79
Intra-EU system Claims	44	Intra-EU system Liability	40	Intra-EU system Claims	120	Intra-EU system Liability	40
		자본	6			자본	38
총자산	90	부채및자본	90	총자산	231	부채및자본	231

주: Intra-Eurosystem Claim은 유로를 배분 받은 유로존 각국 중앙은행에 대한 ECB의 청구권
 Intra-Eurosystem Liability는 해외자산을 이전한 유로존 각국 중앙은행에 대한 ECB의 채무
 자료: ECB 연차보고서

3. 유럽 재정위기와 ECB의 비전통적인 통화정책

가. 유럽 재정위기와 유로존 대응

1) 유럽 재정위기

■ 재정위기는 일반적으로 국가부도를 의미하는데, 이는 협의의 정의이며 1970~2010년 기간 중 선진국에서는 발생하지 않았고 개도국에서만 52건이 발생함(Baldacci et al, 2011).

○ 한편, IMF 등 국제기구에 구제금융을 신청하거나, CDS 프리미엄이 1,000bp 이상 상승하여 대외차입이 어려워지거나, 물가상승률이 연간 35% 이상(선진국의 경우) 높아지는 경우도 넓은 의미에서 재정위기에 포함됨.

- 광의의 재정위기는 같은 기간 선진국에서 41건, 신흥국에서는 135건이 발생하였음(Baldacci et al, 2011).

■ 재정위기는 기본적으로 신뢰위기이며, 정부의 경우에도 무제한 차입이 가능하지 않다는 것을 의미함(Cecchetti et al, 2011).

○ 정부 서비스 제공에 대한 대가와 정부부채에 상응하는 만큼 미래 조세수입을 늘릴 수 있는 재정여력(Fiscal Capacity)이 정부부채 규모를 제한함.

○ 재정여력은 재정지출의 경직성, 그리고 가계부채, 기업부채 수준과도 밀접하게 연관되어 있어 국가마다 다르기 때문에 재정위기를 유발하는 정부부채 임계치도 국가별로 상이함.¹⁰⁾

- Baldacci et al.(2001)에 따르면 광의의 재정위기를 경험한 국가의 정부부채 수준은 선진국의 경우 GDP 대비 60%(표준편차 34%), 개도국의 경우 GDP 대비 49%(표준편차 31%)로 나타남.

10) 채원영·윤성훈(2012. 8. 24)은 「가계, 기업, 정부부채의 국가별 비교 및 시사점」, 『KIRI Weekly』에서 OECD 주요국의 경제주체별 GDP 대비 부채수준을 비교하였는데, 재정위기를 유발하는 요인으로 는 정부부채 수준도 중요하지만 정부부채 및 총부채의 증가 속도도 중요하다는 시사점을 제시함.

■ 역사적으로 보았을 때 재정위기가 발생한 국가의 경우 일반적으로 재정지출을 줄이는 가운데 통화가치를 절하하여 한편으로는 GDP 대비 정부부채 수준을 낮추고, 다른 한편으로는 대외경쟁력을 제고하여 경제성장률을 높임으로써 위기를 극복함.

- 재정위기 극복에 가장 중요한 것은 경제성장을 통한 세수 증대인데, 이것이 가능했던 요인은 환율 절하에 따른 수출 증대와 주변 국가의 경제성장에 도움을 받을 수 있었기 때문임(노진영 · 임춘석 · 채민영 2010).
- 또한 재정위기 및 환율절하로 인한 물가상승으로 GDP 대비 정부부채 수준이 크게 하락한 것도 재정위기 극복에 일조함(윤성훈 2011).

■ 유럽 재정위기는 2010년 그리스를 시작으로 포르투갈, 아일랜드에서 발생하였고, 이후 이탈리아와 스페인으로 확산됨.

- 그리스, 포르투갈, 아일랜드가 IMF와 EU 등으로부터 구제금융을 지원받고 있으며, 스페인도 구제금융을 신청할 가능성이 높음.

■ 유럽 재정위기는 단일통화체제에서 발생한 유로존 회원국 간 불균형 심화와 방만한 재정 운용 등으로 인해 정부부채가 확대되었기 때문에 발생하였음.

- 재정위기국의 경우 경제의 펀더멘탈에 비해 환율이 고평가되었고 ECB가 물가안정에 초점을 맞추어 통화정책을 수행함에 따라 경제활력을 위해 재정적자가 불가피하였음.
 - 이에 따라 만성적인 경상수지 적자와 재정적자가 오랜 기간 누적되어 왔음.
 - 또한 아일랜드를 제외한 그리스, 포르투갈, 이탈리아, 스페인의 경우 정부지출 중 공적연금이 차지하는 비중이 20%를 넘는 등 다른 유로존 국가(10~14%) 보다 크게 높아 재정지출을 탄력적으로 운용하기 어려운 재정구조를 갖고 있었음.
- 글로벌 금융위기 극복 과정에서 정부부채가 급증하면서 재정건전성에 대한 시장의 신뢰를 잃어버리게 된 것이 재정위기로 나타남.¹¹⁾

11) 그러나 가계와 기업의 부채 증가가 소비와 투자 위축으로 이어지고 금융시스템을 붕괴시킬 수 있는 상황이어서 실업률 상승과 경기 침체를 막기 위한(Eggertson and Krugman 2010) 정부의 재정지출 확대는 불가피한 선택이었음.

- 독자적인 통화정책과 환율정책이 불가능하기 때문에 위기 극복을 위해 재정정책에 과도하게 의존할 수밖에 없었음.
- 아일랜드와 스페인의 경우 글로벌 금융위기 이전에는 재정이 건전하였으나 부동산 거품 붕괴로 금융기관의 부실이 표면화되면서 이에 대한 공적자금 투입으로 재정위기가 나타남.

〈표 1〉 재정위기국의 주요 경제지표

(단위: %)

구분		2001	2007	2008	2009	2010	2011
그리스	경제성장률	4.2	4.3	1.0	-2.0	-4.5	-3.8
	재정수지	-4.5	-6.5	-9.8	-15.6	-10.3	-9.1
	경상수지	-7.2	-14.3	-17.9	-14.3	-12.3	-11.3
	정부부채	103.7	107.4	113.0	129.4	145.0	165.3
	실업률	10.9	8.3	7.7	9.5	12.6	17.7
포르투갈	경제성장률	2.0	2.4	0.0	-2.5	1.3	-1.0
	재정수지	-4.8	-3.1	-3.6	-10.2	-9.8	-4.2
	경상수지	-10.3	-10.7	-12.6	-10.8	-9.7	-6.5
	정부부채	53.5	68.3	71.6	83.1	93.3	107.8
	실업률	4.1	8.1	8.5	10.6	12.0	12.9
이탈리아	경제성장률	1.8	1.5	-1.3	-5.2	1.3	1.1
	재정수지	-3.1	-1.6	-2.7	-5.4	-4.6	-3.9
	경상수지	-0.1	-2.4	-2.9	-2.0	-3.5	-3.1
	정부부채	108.2	103.1	105.7	116.0	118.6	120.1
	실업률	9.1	6.1	6.7	7.8	8.4	8.4
스페인	경제성장률	3.6	3.6	0.9	-3.7	-0.1	0.7
	재정수지	-0.5	1.9	-4.5	-11.2	-9.3	-8.5
	경상수지	-3.9	-10.0	-9.6	-5.1	-4.5	-3.9
	정부부채	55.6	36.3	40.2	53.9	61.2	68.5
	실업률	10.3	8.3	11.3	18.0	20.1	21.7
아일랜드	경제성장률	5.7	5.6	-3.5	-7.6	-1.0	0.9
	재정수지	0.9	0.1	-7.3	-14.0	-31.2	-13.1
	경상수지	-0.6	-5.3	-5.6	-2.9	0.5	0.0
	정부부채	35.1	24.8	44.2	65.1	92.5	108.2
	실업률	3.9	4.6	6.3	11.9	13.7	14.4

주: 재정수지, 경상수지, 정부부채는 GDP 대비임
 자료: Eurostat

- GDP 대비 부채가 높은 국가의 국채를 상대적으로 높은 수익률 때문에 유로존 금융기관이 대거 인수하는 등 도덕적 해이 현상이 나타났으며, 이에 대해 감독기능이 유로존 차원에서 이루어지지 못함.

2) 유로존 대응

■ EU는 유로존 출범 당시 단일 통화체제의 근본적인 문제점¹²⁾을 인식하고 초기부터 재정 위기 예방을 위한 장치를 마련하였음.

- 1992년 유로존 국가 간 EU 조약을 체결하여 과도한 재정적자를 막기 위해 재정적자와 정부부채를 각각 GDP 대비 3%와 60% 이하로 제한하는 재정규율(Stability and Growth Pact, SGP)을 설정함.
- 유로존 국가 간 채무인수를 금지함.
- 또한 앞에서 설명한 것과 같이 리저브지통화제도에 부합되도록 ECB에 대해 유로존 회원국의 국채인수 및 금융기관에 대한 특권적 접근을 금지시켰음.

■ 그러나 글로벌 금융위기 발생 이후 구제금융과 경기부양 등을 위해 재정지출을 확대한 결과 대부분의 국가가 재정규율을 준수하지 못하는 상황이 발생하였고, 재정위기가 확산되자 EU는 EFSM, EFSF, ESM 등 위기관리체계를 도입하였음.

- EFSM(유럽재정안정메카니즘, European Financial Stability Mechanism)은 EU 위원회가 관리하는 공동체 예산을 활용하여 신속하게 재정위기국을 지원하기 위해 설립되었으며 금융지원한도는 600억 유로이며 대출형식으로 지원함.
 - 운영기간은 2010년 5월부터 2013년 6월까지이며, 국가채무 조정 시 투자손실을 분담하지 않음.
- EFSF(유럽재정안정기금, European Financial Stability Facility)는 27개국 유로존 재무장관의 합의에 따라 2010년 6월에 설립된 특수목적기구와 유사한 성격의 기금임.
 - 금융지원 한도는 4,400억 유로이며 채권발행을 통해서만 지원이 가능한데, EFSF가 발행한 채권이 AAA 등급을 유지하기 위해 국가신용등급이 AAA인 6개 국가(독일, 프랑스, 네덜란드, 오스트리아, 핀란드, 룩셈부르크)의 보증이 필요함.
 - 2013년 6월까지 한시적인 기금으로 ESM으로 대체될 예정임.

12) 단일 통화체제의 문제점은 첫째, 단일통화 적용에 따른 유로존 국가 간 내외불균형이 심화될 가능성, 둘째, 단일 통화정책과 국가별 재정정책의 모순 가능성, 셋째, 유로존 국가 간 위기 전염에 대한 취약성 등임.

- 최근 들어 금융지원 한도를 1조 유로로 확대를 추진함.
- ESM(유럽안정기구, European Stability Mechanism)은 2012년 10월부터 EFSF와 병행하여 운영되기 시작하였으며 독일의 헌법재판소가 조건부로 설립을 비준함.
- EFSF와 달리 자본금(회원국의 분담금으로 조성)을 바탕으로 차입이 가능하며 재정 위기국의 국채를 매입할 수 있음.
- 대출지원의 조건은 독일이 요구하는 재정 긴축안을 받아들이는 것임.

■ 재정 건전화에 위해 유로존 회원국은 재정적자 축소 또는 재정균형의무를 헌법에 명시하는 등 재정긴축을 강력히 추진함.

〈표 2〉 재정위기국의 재정건전화 추진계획(2011년 당시)

(단위: GDP 대비, %)

구분		2010	2011	2012	2013	2014	2015
그리스	재정수지	-10.4	-7.6	-6.5	-4.8	-2.6	-1.5
	정부부채	143	166	172	17	160	146
아일랜드	재정수지	-32.0	-10.4	-8.9	-7.3	-4.9	-4.6
	정부부채	95	109	115	118	118	117
포르투갈	재정수지	-9.1	-5.9	-4.5	-3.0	-2.3	-1.9
	정부부채	93	106	112	115	115	113
스페인	재정수지	-9.3	-6.0	-4.4	-3.0	-2.1	-
	정부부채	60	67	68	69	69	-
이탈리아	재정수지	-4.6	-3.9	-1.6	-0.1	0.2	-
	정부부채	119	121	120	116	113	-

자료: 박진호 · 김아현(2011)

- 재정 거버넌스를 강화하기 위해 EU 25개국이 새로운 재정협약에 서명함.
- 재정협약 체결국은 GDP 대비 구조적 재정적자 비율을 0.5% 이내로 유지해야 하며, 위반 시 벌금을 부과하게 됨.
- 그러나 그리스, 스페인 등 대부분의 국가에서 2011년 당시 계획했던 재정긴축 목표를 달성하지 못하고 있으며, 재정긴축으로 인해 경제성장률이 하락하고 실업률이 급등함에 따라 국민적 저항에 봉착하고 있음.

■ 위기관리체계가 궁극적으로 재정위기 극복에 충분하지 않다는 비판에 따라 여러 가지 방안이 제안되고 있음.

- 재정위기국의 국채발행 비용이 너무 높기 때문에 EU 공동으로 유로본드를 발행하자는 주장이 프랑스에서 제안되었는데, 이 경우 재정위기국의 국채발행 비용은 낮아지나 독일 등 재정건전국의 국채발행 비용은 높아지기 때문에 독일 등이 이에 반대함.
- 독일은 유럽 재정위기가 방만한 재정지출에 의한 것이기 때문에 EU 차원에서 재정을 통합하여 EU가 재정지출을 결정하자고 제안하였으나, 이 경우 재정의 주권마저 상실되기 때문에 대부분의 국가가 반대함.
- 금융기관 감독을 개별국가 차원이 아니라 EU 차원에서 시행하자는 주장에 대해서는 원칙적인 합의가 이루어졌으나 대상기관과 재원 조달 등의 이견이 남아 있음.

■ 위기관리체계와 새로운 재정협약은 금융시장을 안정시키고 재정위기국에 재정적자 축소를 위한 시간을 벌어줄 수는 있으나 경제성장을 제고할 수 없다는 측면에서 한계가 있으며, ECB가 적극적으로 정책대응에 나서지 않는 한 유럽의 재정위기는 장기화될 수밖에 없을 것으로 판단됨.

- 그리스, 포르투갈, 스페인 등은 재정긴축으로 인해 경제가 위축되고 실업률이 급등하고 있으며, 이에 따라 재정긴축에 대한 국민적 저항에 직면함.
 - 경제가 위축되고 잠재성장률이 하락하게 되면 재정위기를 겪지 않고 있는 다른 유로존 회원국과의 펀더멘탈 격차가 확대되어 유로존 역내 회원국 간 불균형이 더욱 확대되어 유로존의 존립이 흔들릴 수도 있음.
- 유로화 환율 절하를 유도하여 대외경쟁력을 제고하는 한편, 물가상승률을 높여 정부부채의 실질가치를 축소시켜야 함(윤성훈 2011).
 - 이를 위해서는 독일 등 재정이 건전한 회원국이 물가상승과 임금인상을 용인하여야 할 것이나 쉬운 결정은 아님.

나. ECB의 비전통적 통화정책

■ 금리 인하 및 유동성 공급으로 글로벌 금융위기에 대응하였던 ECB는 2009년 5월 유로화 표시 담보부증권(Covered Bond)¹³⁾을 한시적으로 매입하는 등 비전통적인 통화정책을 시행하기 시작함.

- ECB는 스프레드 축소 등을 통해 금융위기로 위축된 담보부채권 시장을 활성화하기 위한 정책으로 연준의 양적완화정책과 다르다는 점을 강조함.
- 이에 따라 이러한 ECB의 비전통적 통화정책은 연준의 양적완화정책과 대비하여 신용 완화정책(Credit Easing)이라고 불리움.

■ 이후 유통시장에서 회원국의 국채를 매입하는 국채매입프로그램을 2010년 5월부터 2012년 2월까지 운용하는 한편, 2010년 6월 종료된 담보부증권 매입을 2011년 11월 재개함.

- 이러한 조치와 함께 2011년 10월 유동성 공급을 확대하기 위해 장기자금공급조작(LTRO)과 단기자금공급조작(MRO)도 실시함.

■ 이러한 조치는 연준이 그 동안 시행한 양적완화정책(GDP 대비 18%)에 비해 매우 적은 규모(박진호 · 김아현 2011)인데, 이는 ECB와 독일 등이 유로존 회원국의 국채 매입에 부정적인 입장을 견지하였고 매입대상 자산도 충분하지 않았기 때문임.

- 유로존 재정위기국의 경우 유동성문제(Liquidity Problem)가 아니라 지급능력문제(Solvency Problem)에 직면하고 있기 때문에 ECB가 최종대부자로서의 역할을 수행하기가 어려움.
 - ECB가 재정위기국 국채매입 시 신용위험을 부담하게 되며, 이들 국가의 정부부채의 화폐화가 우려됨.
 - 신용위험이 현실화될 경우 중앙은행에 손실이 발생하게 되고 이는 ECB의 신뢰성 및 통화정책의 중립성을 훼손함(ECB 2010).
 - 드라기 ECB 총재도 2011년 11월 ECB의 최종대부자로서의 책임은 금융시스템에 대한 것이지 정부에 대한 것이 아니기 때문에 국채매입은 일시적이고 제한적인 조치라고 주장함.
 - 이러한 ECB의 입장은 리저브지통화제도의 취지와 부합하는 것임.
- 유럽은 미국과 달리 은행 중심의 금융시스템으로서 ECB가 자본시장에서 매입할 수 있는 신용도가 높은 자산이 충분하지 않음.

13) 일반적인 담보부증권(ABS)과 달리 담보부채권 발행자인 은행이 지급을 보증함으로써 투자자에게 채무자의 신용위험이 이전되지 않음.

- 한편, 재정위기국 국채를 ECB가 대규모로 매입하는 것은 이들 국가의 재정긴축 노력 유인을 크게 약화시키는 등 도덕적 해이 현상을 유발시킬 수 있음.

■ 그러나 재정긴축에 대한 스페인, 그리스 국민들의 반발이 커지고 스페인의 구제금융 신청 가능성이 높아지는 가운데, 유로존 위기관리체계가 재정여력 부족으로 재정위기 극복에 충분하지 않음에 따라 ECB는 그 동안의 입장에서 벗어나 재정위기국 국채매입에 적극적인 의사를 표명함.

- ECB는 2012년 9월 6일 스페인, 이탈리아 등 재정위기를 겪고 있는 국가의 국채(만기 1~3년)에 대해 무제한 매입 정책을 결정함.
- 이는 2010년 5월부터 시작하여 2012년 2월에 중단된 ECB의 국채매입 프로그램(SMP: Securities Market Programme)보다 비전통적인 통화정책 시행에 적극적인 입장을 표명한 것임.
 - ECB는 무제한 매입한 국채가 디폴트될 경우 우선적으로 채무를 변제받을 수 있는 선순위권도 포기하였음.
- 리저브지시통화제도의 취지에 반하는 정책으로 재정정책과 통화정책의 경계가 모호해질 가능성이 높아짐.

■ ECB의 정책기조 변화는 유럽의 재정위기 및 경제전망과 중앙은행제도 등을 고려할 때 다음과 같은 시사점을 제시함.

- 첫째, 유럽 재정위기가 유로존 위기관리체제와 회원국의 긴축 노력만으로 해결될 수 없으며, 물가상승과 유로화 평가절하가 필요하다는 점을 암묵적으로 인정하기 시작함.
 - 국채매입에 따른 신용위험을 ECB가 부담함에 따라 정부부채의 화폐화 위험성이 높아지며, 이는 유로화의 가치하락으로 연결될 것임.
 - 유로화의 가치하락으로 대외경쟁력을 회복하는 한편 정부부채 수준을 낮추는 근본적인 대응으로 판단됨.
- 둘째, 이러한 ECB의 조치는 글로벌 환율전쟁을 유발할 수 있는데, IMF 총재는 유럽의 재정위기 극복을 위해 개도국은 자국통화의 평가절상을 받아들여야 한다고 주장함.

- 이에 대해 브라질 등 개도국은 유럽 및 미국의 양적완화정책은 위장된 보호무역정책이라고 비난함.
- 셋째, 유럽 경제가 장기간 회복이 쉽지 않을 것이라는 점과 ECB의 정책금리가 1%를 하회하는 상황을 고려할 때 ECB의 국채매입과 같은 비전통적인 통화정책은 상시화될 가능성이 높으며, 이는 유로존의 재정통합 시기를 앞당길 것으로 보임.
- 넷째, 물가가 ECB의 예상보다 높아지더라도 ECB는 자산가격 하락을 우려하여 정책금리 인상에 소극적일 가능성이 높아짐.

4. 미국의 경기회복을 위한 연준의 비전통적인 통화정책

가. 미국의 경제 및 정부부채 상황

■ 미국은 2008년 서브프라임 모기지 사태를 계기로 주택시장 거품이 붕괴되면서 글로벌 금융 위기를 야기하였고, 이에 따라 2008년과 2009년 경제가 침체를 보였으며, 경기부양, 금융 기관 지원 등을 위해 재정지출이 급증함.

- 2001~2003년 기간 중 부시행정부의 감세와 군비 증가로 재정수지가 적자로 전환되었고, 이후 글로벌 금융위기를 극복하기 위해 재정지출이 크게 늘어남에 따라 정부부채 수준도 크게 늘어났음.

〈표 3〉 미국경제의 주요 지표

(단위: %)

구분	2001	2006	2007	2008	2009	2010	2011
경제성장률	1.1	2.7	1.9	-0.3	-3.5	3.0	1.7
재정수지(GDP 대비)	0.9	-2.0	-2.7	-6.7	-13.0	-10.5	-9.6
경상수지(GDP 대비)	-3.7	-6.0	-5.1	-4.7	-2.7	-3.2	-3.1
정부부채(GDP 대비)	57.8	66.6	67.2	76.1	89.9	98.5	102.9
실업률	4.7	4.6	4.6	5.8	9.3	9.6	9.0

자료: 연준

■ 막대한 재정지출에 힘입어 미국 경제는 2010년 회복되었으나 2011년 이후 유럽 재정위기가 심화됨에 따라 다시 성장률이 하락하고 있으며, 최근에도 고용시장이 개선되지 않고 있는 등 회복기미가 보이지 않음.

■ 특히 정부부채의 법정한도를 높임으로써 국가부도 사태를 방지할 수 있었으나 이 과정에서 의회의 대립으로 정치적 불신을 초래함.

- 연방정부의 부채상한을 2조 1,000억 달러로 늘리는 대신 향후 10년간 정부지출을 2조 4,000억 달러 감축하기로 합의함.
- 재정지출 감축 방안의 경우 실행에 많은 어려움이 있기 때문에 계획과 같이 재정수지 적자가 감소할 것인지는 미지수임.
- 베이비 붐 세대의 은퇴 및 고령화로 재정지출을 줄이기가 어려운 상황임.

■ 그러나 2009~2035년 기간 중 정부지출의 의무적 지출 증가분의 80%가 의료보장 지출, 20%가 사회보장연금 지출로 추정되는 등 재정적자를 축소하고 GDP 대비 정부부채 수준을 낮추기가 어려운 상황임.

- 계획대로 재정적자가 줄어든다고 하더라도 정부부채는 지속적으로 확대되어 2020년 미국의 재정부채는 GDP 대비 150%를 초과할 것으로 전망됨.
- 이에 따라 재정지출의 PAYGO(Pay As You GO)원칙 부활, 세금공제 혜택 축소, 세제 단순화, 부가가치세 도입 등이 논의되고 있음.

■ 더욱이 최근 들어 재정절벽에 대한 우려가 높아지고 있음.

- 부시 정부 당시 도입된 감세혜택이 2012년 말로 폐지되고 이후 세율 인상과 정부지출이 감소하는 등 급작스러운 재정긴축을 의미함.
- IMF는 미국의 재정절벽이 성장을 위협할 수 있다며 조속한 해결책을 촉구함.
- Bernanke 연준 의장도 재정절벽 현상 발생 시 경기회복에 커다란 위협이 될 것이라고 경고함.
- 이에 오바마 대통령은 감세조치를 중단하는 것을 원칙으로 하되 연소득 25만 달러 미만의 가구에 한해 감세혜택을 1년 연장해줄 것을 의회에 요청해 놓은 상태임.

- 미국 대선 이후 재정절벽 문제는 해결될 것으로 보이나, 미국 역시 GDP 대비 정부부채가 위험수위에 도달해 있기 때문에 적극적인 재정정책은 어려울 것으로 예상됨.
- 미국도 1980년대 재정적자를 해소한 요인이 플라자 합의에 따른 달러화 가치 절화와 IT 확산으로 인한 경제성장이었다는 점에서 재정적자 축소 및 정부부채 감축을 위해서는 명목경제성장률 제고가 필요함.

나. 연준의 비전통적인 통화정책

- 연준은 글로벌 금융위기를 극복하기 위해 정책금리를 2008년 12월 사상 최저수준인 0.0~0.25%로 낮추는 한편, 1차 양적완화정책(2008년 12월~10년 3월)을 한시적으로 시행함.
 - 정책금리 인하와 함께 향후 정부보증기관 채권과 MBS를 매입하고 필요한 경우 장기 국채 매입을 검토할 것이라고 언급함에 따라 1차 양적완화정책이 시작된 것으로 해석됨.
 - 이후 정부보증기관 채권과 MBS 매입을 1조 4,000억 달러로 확대하였고 장기국채도 3,000억 달러를 매입하기로 결정함.
- 2010년 3월 연준은 2차 양적완화정책을 발표하였는데 만기가 돌아오는 국채를 포함하여 9,000억 달러의 국채를 매입하기로 결정함.
 - 또한 2011년 9월 4,000억 달러 규모의 오퍼레이션 트위스트 정책을 발표함.
- 연준의 QE1, QE2에 대해 연준은 물가상승을 우려하여 일시적인 조치임을 강조하였고, 대차대조표 위험을 완화하기 위해 몇 가지 조치를 취함.
 - 유동성 공급 시 담보자산에 대해 Haircut, Margin Call 등의 제도를 도입함.¹⁴⁾

14) 자세한 내용은 한국은행(2009), 「연준의 양적완화정책에 따른 B/S 변화와 연준 수지에 미치는 영향」, 해외경제포커스 제2009-27호 참조.

■ 그러나 QE1 및 QE2로 인해 장기금리가 하락하고, 미 달러화가 약세를 보이며, 상품가격과 주식시장이 회복되는 등 금융시장 안정에 효과를 보이기도 하였으나 <그림 2>에서 설명한 바와 같이 시중에 풀린 통화의 상당 부분이 연준으로 환수되어 소비와 투자로 연결되지 않은 것으로 평가됨.

- 이에 따라 그린스펀이 연준의장일 때 주식시장에 대해 연준이 반응하여 Greenspan Put이라는 비판을 받은 것처럼 Bernanke Put이 형성되었다는 평가를 받음.
- 또한 유동성이 신흥시장국으로 흘러들어감에 따라 이들 국가에서 자산가격이 상승하는 부작용이 나타나기도 함.

■ 연준은 2012년 9월 13일 연방공개시장회의(FOMC)에서 매달 400억 달러 규모의 주택담보부증권(MBS)을 사들이는 한편 최저금리 기조를 2015년까지 연장하는 3차 양적완화정책(QE3)을 실시하기로 발표함.

- 오퍼레이션 트위스트 정책을 유지하기로 하였고, 이에 따라 2012년 말까지 매달 850억 달러 규모의 장기채권을 매입하게 됨.

■ QE3가 QE1 및 QE2와 다른 점은 고용상황이 개선되지 않을 경우 주택담보부증권을 계속해서 매입할 것임을 명시적으로 밝히는 등 정책의 시한을 정하지 않았다는 점이며, 이는 QE3가 경기부양보다는 물가상승을 암묵적으로 용인하려는 의도가 숨겨져 있는 것으로 보임.

- Bernanke 연준 의장은 이에 대해 강력히 부인하고 있으나 공개시장조작회의에서도 물가상승 용인에 대한 주장이 등장하는 등 물가상승의 불가피성이 설득력을 얻고 있는 것으로 보임.

■ 연준의 QE3는 미국의 재정상황 및 중앙은행제도 등을 고려할 때 다음과 같은 시사점을 제시함.

- 첫째, 미국의 재정건전화는 재정적자 축소로만 이루어질 수 없으며, 물가상승과 달러화 절하가 불가피함.

- 달러화의 가치 하락으로 대외경쟁력을 회복하는 한편 정부부채 수준을 낮추는 근본적인 대응으로 평가될 수 있음.
- 둘째, 연준의 조치는 물가상승에 대한 기대를 높이는 한편, 환율전쟁을 유발할 가능성이 높음.
- 2012년 9월 19일 일본은행도 추가적인 양적완화정책을 발표하였는데, 표면적인 이유는 경기부양이나 내면적으로는 엔화 강세를 완화하기 위한 것으로 평가됨.¹⁵⁾
- 셋째, IMF도 유럽 재정위기로 인해 세계경제가 10년간 회복이 더딜 것으로 예상하고 있다는 점을 고려할 때 연준의 비전통적인 통화정책은 예상보다 장기화될 가능성이 높으며, 이에 따라 대차대조표 위험 상승으로 물가상승에 연준이 적극적으로 대응할 수 없게 될 수 있음.

5. 결론 및 시사점

■ Baldacci et al.(2011)과 Cecchetti et al.(2011)의 연구 결과를 고려할 때 재정위기의 임계수준은 정부부채가 GDP 대비 100% 정도인 것으로 보이며, 유로존과 미국은 이미 동 수준을 넘어섰음.

- 더욱이 유럽은 그리스, 포르투갈, 아일랜드, 스페인 등이 재정위기를 겪고 있으며, 미국은 재정절벽에 직면한 상황임.

■ 유럽 재정위기가 지속되고 있고 미국의 경기회복이 더디며 유로존과 미국 고용시장의 어려운 상황이 지속되고 있어 경기부양이 필요하나, 정부부채 수준이 위험수준을 넘어서 재정지출 확대가 어렵기 때문에 통화정책에 의존할 수밖에 없음.

- 유로존과 미국의 경우 정책금리가 1% 이하이기 때문에 전통적인 통화정책은 효과가 없고 비전통적인 통화정책이 불가피함.

15) 일본은행은 70조 엔이었던 국채매입기금을 80조 엔으로 확대하고, 기존의 양적완화정책을 2013년 12월까지 연장하기로 결정함.

■ 비전통적 통화정책은 연준과 ECB가 채택한 중앙은행제도를 고려할 때 대차대조표 위험을 높이기 때문에 일시적이고 제한적으로 시행되어야 하나, 2012년 9월 들어 ECB는 재정위기국 국채를 무제한 매입하겠다고 결정하였고, 연준도 QE3가 고용시장이 개선되지 않을 경우 지속될 수 있음을 밝히는 등 비전통적 통화정책에 대한 시각 변화를 보임.

- 이전까지 ECB의 신용완화정책과 연준의 양적완화정책에 대해 한시적인 정책임이 강조되었음.
- 그러나 이번 정책결정과 함께 비전통적인 통화정책의 상시정책화 가능성을 처음으로 시사함.
- 이러한 정책은 암묵적으로 유럽 재정위기와 미국의 재정건전화와 재정긴축으로 가능하지 않으며 물가상승과 명목경제성장이 불가피함을 ECB와 연준이 인식하기 시작했다는 것으로 해석될 수 있음.

■ 재정정책 지원이 없는 통화정책으로 경기를 부양하기 쉽지 않다는 점과 ECB와 연준이 채택한 통화제도(중앙은행제도)를 고려할 때 이번 ECB와 연준의 비전통적 통화정책의 시사점은 다음과 같음.

- ECB와 연준의 비전통적 통화정책은 금융시장 안정(Tail Risk 축소)에는 기여할 것임.
- 그러나 유로존과 미국의 경기회복에 장기간의 시간이 소요될 것으로 보이며, 물가상승률이 이전보다 크게 높아질 가능성이 증대됨.
- 물가상승률이 높아지더라도 확대된 대차대조표 위험으로 ECB와 연준의 적극적인 통화정책(금리 인상)이 어려워질 것임.
- 유로존의 경우 물가상승률을 높이기 위해 재정통합이 빨라질 개연성도 있음.
- ECB와 연준의 비전통적인 통화정책은 환율 전쟁을 유발시킬 수 있음.

■ 이러한 전망이 가시화될 경우 금융산업과 보험산업은 특히 저성장기조 장기화와 높은 물가상승률로 인해 크게 영향을 받을 것으로 보임.

- 유럽 재정위기가 전 세계 보험업계에 미친 영향은 아직까지 제한적이나¹⁶⁾ 저성장 기

16) 유럽 재정위기가 보험산업에 미치는 영향은 아직까지 제한적이며 향후에도 그러할 것으로 전망되고 있음(Swiss Re 2011, Willis Market Security 2011). 이는 은행업에 비해 보험업은 투자 레버리지

조가 장기화될 경우 보험산업은 대출채권¹⁷⁾ 미상환 위협에 시달릴 위험이 있음.

- 실질금리가 0% 또는 마이너스 수준에서 장기간 벗어나지 못할 가능성이 적지 않기 때문에 이를 감안한 자산운용전략이 필요함.
- 전반적인 자산 운용에 있어 자산 포트폴리오가 인플레이션 위협에 대한 준비가 되어 있는지 점검하고 이에 대한 헤징 전략을 쓸 필요가 있음.

에 대한 의존도가 낮고, 대부분의 투자위험은 보험계약에 의해 계약자들이 책임지며, 장부상의 국공채에 대한 투자는 시장가치로 평가(marked to market value)되어 즉각 반영되는 한편, 단기부채에 대한 수요와 유동성 제약이 현저하게 낮기 때문임. 국내 보험회사들의 운용자산 가운데 외화유가증권이 차지하는 비중은 5.4%에 불과하며, 설사 유럽의 재정위기국 중 일부가 채무이행을 유예하더라도 영향은 극히 미미할 것으로 예상됨. 그러나 FY2005 이후 외화유가증권에 대한 투자비중이 크게 증가하였으며 특히 2008년 글로벌 금융위기 발생 이후 그 비중을 줄이고 있는 생명보험사들에 비해 손해보험사들은 비중을 꾸준히 늘려가고 있기 때문에 유럽 재정위기로 인한 자산 운용 리스크 관리를 강화할 필요가 있음.

- 17) 우리나라의 경우 FY2005 운용자산 내 비중이 24.7%에 달하였던 대출채권은 FY2011 현재 20.1%로 줄어든 상태이나 이 중 납입보험료를 담보로 한 보험약관 대출금보다는 부동산담보 및 신용대출금에 대한 미상환 발생 시 손실 발생 가능성이 높으며 이들 위험자산은 대출채권의 약 절반을 차지하고 있음.

〈참 고 문 헌〉

노진영 · 임춘석 · 채민영(2010), 「국가채무의 부도사례가 남유럽 국가의 재정위기에 주는 시사점」, 한은조사연구 2010-4, 한국은행.

박진호 · 김아현(2011), 「유로지역 국가채무위기에 대한 ECB의 정책대응」, 해외경제 포커스 제2011-47호, 한국은행.

서병한(2007), 『통화정책론 - 재정 · 통화정책의 정상화 방안』, 울곡출판사.

윤성훈(2011), 「주요국 재정위기의 원인 및 진단」, 보험금융정책 세미나: 글로벌 금융불안의 진단과 국내보험시장 파급 발표자료.

채원영 · 윤성훈(2012), 「가계, 기업, 정부부채의 국가별 비교 및 시사점」, 주간포커스.

한국은행(2009), 「연준의 양적완화정책에 따른 B/S 변화와 연준수지에 미치는 영향」, 해외경제 포커스 제 2009-27호.

Baldacchi, Emanuele, James McHugh, and Iva Petrova(2011), “Measuring Fiscal Vulnerability and Fiscal Stress: A Proposed Set of Indicators”, IMF Working Paper, WP/11/94, IMF.

Bernanke, Ben S.(2009), “Some Thoughts on Monetary Policy in Japan”, speech delivered at the Japan Society of Monetary Economics, Tokyo, May 31, 2009-27호.

Cargill, Thomas F.(2001), “Monetary Policy, Deflation, and Economic History: Lessons for the Bank of Japan”, Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Vol. 19, pp.113~34.

Cecchetti, Stephen G.(2011), M. S. Mohanty, and Fabrizio Zampolli, “The Real Effects Of Debt”, BIS Working Paper No.352, BIS.

Eggertson Gauti B., and Paul Krugman(2010), “Debt, Deleveraging and Liquidity Trap”, mimeo.

Stella, Peter(2005), “Central bank Financial Strength, Transparency and Policy Credibility”, IMF Staff Papers, Vol.52, No.2.

Sims, Christopher(2001), “Fiscal Aspects of Central Bank Independence”, mimeo, Princeton University.

Swiss Re(2011), “Global insurance review 2011 and outlook 2012/13”, Economic Research & Consulting, Swiss Reinsurance Company Ltd.

Willis Market Security(2011), “Impact of the Eurozone Debt Crisis on Insurer Solvency”.

Zhu, Feng(2003), “Central Bank Balance Sheet Concerns, Monetary and Fiscal Rules and Macroeconomic Stability”, Mimeo, Yale University.