

【 주간이슈 】

통화정책의 유효성 점검과 대안적 제도 검토

부연구위원 최형선

- 경기 부양과 내수 진작을 위한 저금리 통화정책은 아직 그 효과가 크지 않은 것으로 나타남.
 - 향후 경기침체가 심화되고, 추가 금리인하를 통한 유동성공급이 실물경기 부양에 실패하면 유동성함정에 빠질 수 있는 가능성이 존재함.
- 경기침체 해소에 보다 효과적인 대안책으로 비금융권에 직접 유동성을 지원하는 방안에 대한 검토가 이루어질 필요성이 있음.
 - 기존의 통화재정정책이 실물경기 부양에 대한 유효성이 미비할 경우 마지막에 선택할 수 있는 긴급대응책이지만, 향후 경제전망이 불확실한 만큼 미리 검토하여야 할 필요성이 있음.
- 금융중개기관을 거치지 않고 시장에 직접 유동성을 공급하는 방안 중의 하나가 밀튼 프리드만이 언급한 헬리콥터 드롭식 유동성 공급임.
 - 재정부의 기업자산 매입과 가계 일시금 환급에 필요한 재원을 중앙은행의 화폐발행을 통하여 조달함으로써 비금융권에 유동성을 공급함.
 - 유동성을 직접 지원함으로써 금융권 자금중개기능 위축으로 인한 기업의 자금부족 해소와 가계의 소비증진을 유도하여 줄 것으로 기대함.
 - 화폐발행을 통해 공급된 유동성은 정부의 재정부담을 덜고, 기업과 가계에 미래 조세부담이 없다는 특징이 있지만, 중장기적으로 인플레이션 압력으로 작용할 가능성이 있음.
- 헬리콥터 드롭식 유동성 지원은 일시적인 정책대안인 만큼 그 시행시점과 방법을 선택함에 있어 신중한 검토가 선행되어야 하겠음.
 - 한국은행이 추가 금리인하 여력이 있고, 디플레이션 압력도 낮아, 아직은 실물경제 전반에 직접 유동성지원을 할 단계는 아닌 것으로 판단됨.

본고는 보험연구원의 공식 견해와 무관한 작성자 개인의 의견입니다.

1. 서론

- 한국은행은 금융불안에 따른 실물경기 침체를 해소하기 위해 저금리 정책으로 유동성을 공급하고 있지만, 단기 경기부양 효과는 크지 않음.
- 한국은행은 2008년 8월 이후 지속적인 금리인하를 단행하면 2009년 2월 12일 ‘한국은행 기준금리’를 2.00%까지 인하하였음.

<표 1> 우리나라 기준금리 변화 추이

(%)

	2008년					2009년	
	8월7일	10월9일	10월27일	11월7일	12월11일	1월9일	2월12일
기준금리	5.25	5.00	4.25	4.00	3.00	2.50	2.00

자료: 한국은행

- 이와 더불어, 지난해 9월 이후 2009년 현재까지 총액한도대출 확대, RP매매, 채권시장 안정펀드 지원 등을 통해 약 21조원의 유동성을 공급했음.
- 하지만 지속적인 금리인하 및 유동성 공급에도 불구하고, 경기부양과 내수진작에 큰 영향을 주지 못하고 있음.
 - 2008년도 4/4분기에는 국내총생산과 내수지표가 각각 전기대비 -5.6%, -5.0% 감소하였음,
- 향후 경기침체가 심화될 전망이어서 추가적인 금리인하를 통한 유동성 공급에도 불구하고 유동성함정¹⁾에 빠질 수 있다는 우려가 제기되고 있음.
 - 현 한국은행 기준금리는 2.00%로 추가인하 여력이 있고, 2008년 8월 이후 단기간의 금리조정이 효과를 나타내기까지는 어느 정도 시차를 두어야 하겠지만, 경기침체가 심화될 전망이어서 유동성 함정에 빠질 가능성을 배제할 수 없음.
- 따라서 기존 통화정책의 한계를 보완하기 위해 비금융권 전반에 일시적이지만 직접 유동성을 공급하는 방안이 대두되고 있어 면밀한 분석과 검토가 필요함.

1) 유동성함정(a liquidity trap)이란 경기부양을 위해 명목이자율을 영(zero)에 근접하게 낮추어 유동성을 공급하는데도 불구하고 경기부양이 이루어지지 않는 상황을 뜻함

- 비금융권 전반에 직접 유동성을 지원하는 것은 기존 통화재정정책의 유효성이 미비할 경우 마지막으로 선택할 수 있는 긴급대응책이지만, 향후 경제전망이 불확실한 만큼 미리 검토해 둘 필요성이 있음
 - 일시적인 직접 유동성 공급으로 실물침체와 디플레이션을 억제하여 지속적인 경기 부양으로 이어질 수 있는 계기를 마련할 수 있음.
- 한국은행²⁾도 향후 금융시장의 자금중개기능이 한층 더 위축될 경우, 한국은행 법이 허용하는 범위 내에서 보다 적극적인 유동성 공급방안을 강구하겠다는 입장을 표명함.
 - 영란은행(BOE)은 지난 2월 6일 500억 파운드 규모의 기업어음을 직접 매입하기로 결정함으로써, 비금융권 기업에 직접 유동성 지원을 하고 있음.
- 본고에서는 비금융권에 유동성을 공급하는 방안 중에서 정책공조를 통한 직접 유동성 지원을 소개하려함.

2. 정책공조를 통한 직접 유동성 공급방안 소개

□ 헬리콥터 드롭(Helicopter Drop)이라고도 불리는 이 방법은 금융기관을 통하지 않고 직접 시장에 유동성을 공급한다는 특징을 지님.

- 밀튼 프리드만(Milton Friedman)이 소개한 개념으로 화폐발행(seigniorage)을 통해 시중에 유동성을 직접 공급하는 것을 의미함.
- 미국 연방준비위원회(FRB) 의장인 버냉키³⁾(Bernanke)는 정책당국이 회사채, 기업어음(CP) 등 기업자산을 매입한 뒤, 재원을 중앙은행의 발권력을 통해 총당하는 방식으로 프리드만이 제시한 헬리콥터 드롭식으로 유동성을 공급할 수 있다고 언급함.
- 제로금리에 가까운 저금리하에서 유동성 공급 대안이 실제로 정책에 적용된 사례를 찾기는 쉽지 않음.⁴⁾
 - 제로금리라는 현상이 역사적으로 매우 드물게 나타남으로써 헬리콥터 드롭식의 지원이 이루어진 사례는 거의 없음.

2) 이성태 한국은행 총재, 서울이코노미스트클럽 조찬 강연, 2009.

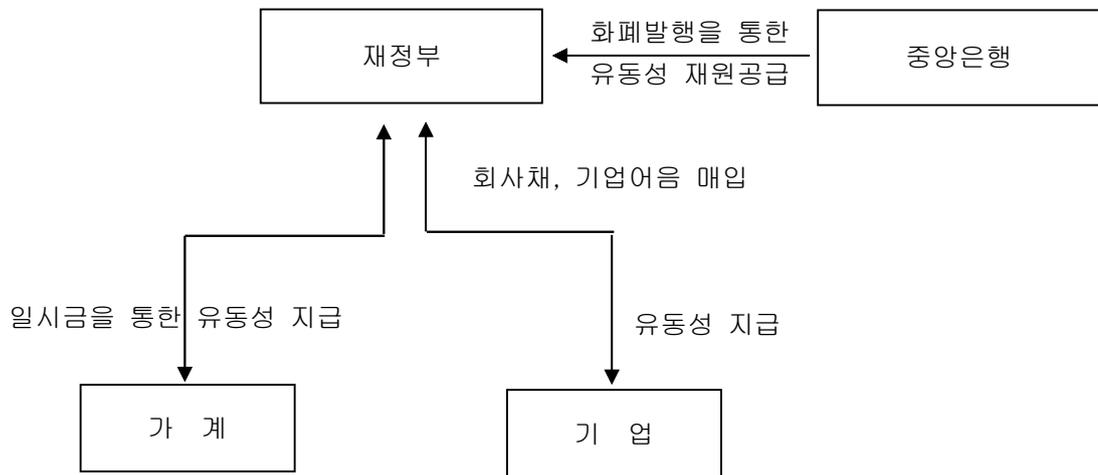
3) Remarks by Governor Ben S. Bernanke Before the National Economists Club, Washington, D.C., November 21, 2002

4) 신운, “제로금리 하에서의 통화정책: 주요 논의내용과 정책적 시사점”, 조사보고서, 2003.

□ 재정부와 중앙은행의 공조를 통한 유동성 공급 방안을 구체적으로 다음과 같이 설명할 수 있음.

- 우선, <그림 1>에서 보듯이 중앙은행이 화폐발행으로 마련한 재원으로, 기업과 가계에 유동성을 직접 공급하게 됨.
- 기업에 대한 자금공급은 재 정부가 회사채, 기업어음(CP) 등의 기업자산 매입을 함으로써 이루어지고, 가계의 경우는 재 정부가 일정액을 일시금(lump-sum)으로 지원함으로써 이루어짐.

<그림 1> 헬리콥터 드롭식 유동성 공급 개념도



□ 가계의 경우 일시적인 소득증가가 부채상환이나 저축증가가 아닌 소비로 이어질 것인가에 대한 의문이 제기될 수 있음.

- 실제로 화폐발행을 통해 가계에 유동성을 공급한 사례는 찾기 쉽지 않음.
- 재정정책 일환으로 2001년⁵⁾과 2008년⁶⁾ 두 번에 걸쳐 이루어진 미국 세금환급 정책을 간접으로나마 참조할 수 있음.
- Shapiro와 Slemrod의 분석에 따르면 미국 가계는 환급액의 대부분을 부채상환이나 저축에 썼으며, 2001년 연구에서 소비증가는 장기적으로 나타났다고 분석함.

5) Shapiro, M., and Slemrod J., "Consumer Response to Tax Rebates", *American Economic Review*, 93(1), 381-396, 2003.

6) Shapiro, M., and Slemrod J., "Did the 2008 Tax Rebates Stimulate Spending?", Working Paper, 2009.

- 하지만, 화폐발행을 통한 유동성 지원은 감세나 세금환급과는 달리 미래 조세 부담이 없고, 지원범위도 모든 경제 구성원으로 확대가 가능하기 때문에 보다 효과적인 소비 진작을 기대할 수 있을 것으로 사료됨.

□ 직접 유동성 공급은 일시적인 경기부양책이라는 특징이 있고, 향후 인플레이션 압력으로 이어질 가능성이 있음.

- Krugman⁷⁾도 유동성 함정에 빠질 경우 비정상적인 통화정책이 필요하지만 단발적인 정책으로 한정되어야 한다고 언급함.
- 헬리콥터 드롭식 유동성 지원의 장단점을 표로 나타내어 보면 다음과 같음.

<표 2> 헬리콥터 드롭식 유동성 지원의 장단점

장 점	단 점
<ul style="list-style-type: none"> • 총수요(Aggregate Demand) 증가 유도 <ul style="list-style-type: none"> - 기업 투자 및 생산 유도 - 가계 소비증진 유도 • 디플레이션 억제 가능 	<ul style="list-style-type: none"> • 일시적인 단기 경기부양책 • 초과 유동성 공급으로 경기회복 후 인플레이션 압력

□ 우리나라의 경우 한국은행이 화폐를 발행하여 재원을 조달하게 되면 기획재정부가 기업과 가계에 유동성을 직접 공급할 수 있음.

- 한은법 75조에 따라 한국은행은 기획재정부에 대하여 여신을 할 수 있으므로 화폐발행을 통한 자원조달이 가능함.

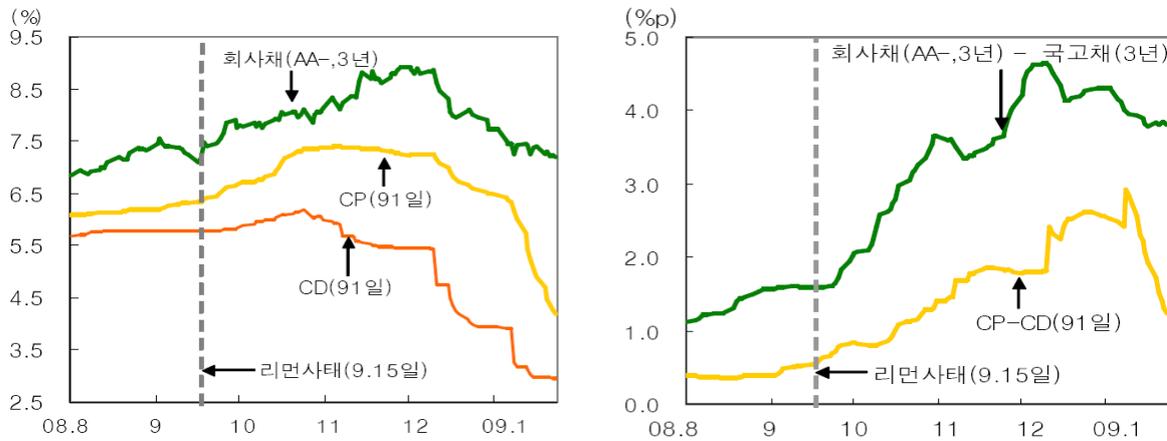
3. 우리나라 경제여건 진단 및 평가

가. 기업에 대한 자금중개기능 축소와 투자 감소

□ 지속적인 기준금리 인하에도 불구하고 장단기 시장금리 스프레드는 여전히 높은 수준으로 신용위험이 존재하고 있음.

7) Krugman, P., "Thinking About the Liquidity Trap", *Journal of the Japanese and International Economies*, 14, 221-237, 2000.

<그림 2> 장단기 시장금리 스프레드

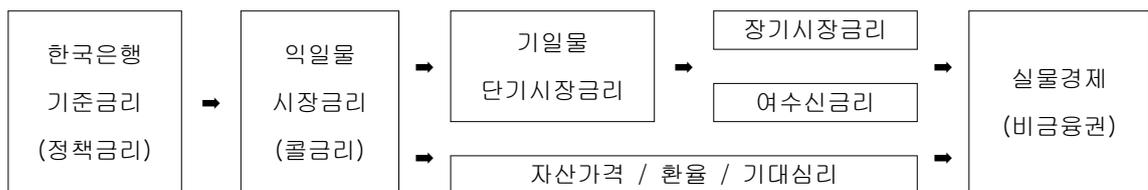


자료: 한국은행, 한국증권전산

□ 높은 신용위험으로 예금은행의 기업대출이 감소하면서 금융기관을 통한 자금중개기능이 위축되고, 투자도 감소하기 시작함.

○ 기준금리 조정 파급효과는 <그림 3>에서 보듯이 은행을 비롯한 여타 금융기관의 대출 등을 통해 유동성이 실물경제로 흘러들어가게 됨.

<그림 3> 한국은행 기준금리 운영체계의 예상 파급경로



자료: 한국은행

- 예금은행의 기업대출은 10월 이후 본격적으로 증가폭이 둔화되면서, 12월에는 연말요인 (BIS 자기자본비율 및 기업 부채비율 관리)과 경기둔화 요인이 겹치면서 큰 폭으로 감소하였음.
- 2009년 1월이 되면서 기업대출 총액은 증가세로 돌아섰으나, 전년동기대비 기업대출 증가율은 15.6%로 2008년 1월 전년동기대비 증가율 25.8%로 보다 증가폭이 감소하였음.

<표 3> 예금은행 대출액 추이

(기간중 말잔, 조원)

	2007		1월 402.7 (25.8%)	9월 455.4	2008			2009
	1월	12월			10월	11월	12월	1월
기업대출 ¹⁾	320.0	391.0			463.1	466.3	459.7	465.7 (15.6%)
(대 기업)	27.0	35.7	39.6 (46.7%)	56.5	61.6	62.2	59.4	62.7 (58.3%)
(중소기업)	293.0	355.3	363.1 (23.9%)	399.0	401.5	404.1	400.3	403.0 (10.2%)

주: 1) 예금은행(은행신탁포함, 산업은행 제외) 2) ()내는 원계열 전년동기대비 증감률
 자료: 한국은행

- 예금은행의 기업에 대한 대출 감소 등으로 기업의 자금조달이 원활하지 않고, 실물경기가 침체되면서 국내 투자도 감소하기 시작했음.

<표 4> 국내 투자지표 추이

(전기대비, %)

	2007 ^p				2008 ^p			
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4
설비투자	4.5	1.6	-1.8	2.1	-0.4	0.9	2.1	-16.1 (-14.0)
건설투자	-0.3	-1.2	0.2	1.2	-1.4	-1.0	0.0	-4.0 (-6.1)

주: 1) 2000년 가격 기준, 계절조정계열 2) ()내는 원계열 전년동기대비 증감률
 자료: 한국은행

- 기업의 투자 및 생산촉진은 기업들에게 자금공급이 얼마나 원활하게 이루어지느냐가 관건이므로, 정책당국의 직접적 유동성 공급이 한 대응책이 될 수 있음.

나. 가계 소비감소

- 가계는 부채상환에 대한 부담과 불확실한 경제상황에 대한 예비적 동기(pre-cautionary motive)로 인해 소비가 감소하고, 내수지표도 동반 하향세를 나타냄.

- 한국은행에 따르면, 2008년 9월말까지 가계신용(가계대출+판매신용) 잔액은 676.0조원으로, 3/4분기중 15.7조원, 전년동기대비 10.7% 증가세를 보이며 가계의 부채부담은 전반적으로 증가하고 있는 추세임.

4. 시사점

- 경기침체 심화에 대한 우려가 있지만, 한국은행이 추가 금리인하 여력이 있어, 기존 통화재정정책의 경기부양 효과를 좀 더 지켜보는 것이 바람직하다고 판단됨.
- 하지만 향후 경제전망이 불확실하므로, 비금융권에 직접 유동성을 공급할 수 있는 구체적인 대응방안을 미리 확보해야 할 필요성은 있음.
 - 경기침체 심화되어 정책당국의 금리인하 여력이 소진되고, 재정적자부담이 가중되었을 경우, 중앙은행의 발권력을 통한 일시적인 유동성 지원은 여러 대안 중의 하나로 검토가 가능함.
- 경제전반에 유동성을 공급하는 것은 일시적인 자극을 주기 위한 정책대안으로 그 시행시점과 방법에 대해 신중한 진단과 검토가 선행되어야 함.
 - 금융기관을 거치지 않는 유동성 공급의 가장 큰 특징은 소비와 투자를 중심으로 한 총수요(Aggregate Demand) 부양이라 할 수 있음.
 - 기업에 대한 자금지원을 금융기관을 거치지 않고 함으로써, 자금중개기능 위축을 통해 나타나는 기업의 유동성 문제를 해결해 줄 수 있을 것으로 기대함.
 - 가계의 경우 일시금 지급을 선별적인 방법으로도 할 수 있어 부채상환부담 완화와 소비증가 유도에 효과적일 것으로 사료됨.
 - 더욱이, 중앙은행의 발권력을 통한 자원조달을 하면서, 확대재정정책과는 달리 정부의 재정적자부담과 가계나 기업의 미래 조세부담을 덜어줄 수 있을 것으로 기대됨.
 - 하지만 화폐발행을 통해 시중에 공급된 유동성은 중장기적으로 경기회복 후 인플레이션 압력으로 작용할 가능성이 있으므로 이에 대한 대비가 함께 있어야 함.
- 마지막으로 직접 유동성 공급 등의 일시적인 정책은 경기부양을 지속적으로 뒷받침할 수 없으므로 이를 위한 중장기 정책대응이 추가적으로 수반돼야 하겠음
KiRi.