

【 주간이슈 】

출구전략(Exit Strategy)을 위한 통화정책수단 검토

최형선 부연구위원

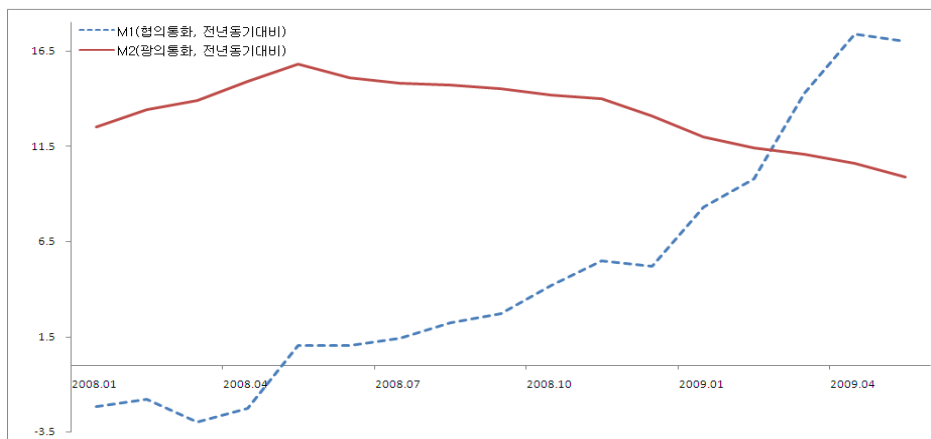
- 최근 경기하강 속도가 완만해지면서 시중 유동성 환수를 위한 출구전략(Exit Strategy)의 대응순서와 시행시점이 논란이 되고 있음.
 - 지난해 말부터 신용경색과 경기침체 완화를 위해 공급된 유동성은 향후 인플레이션 압력으로 나타날 것이라는 우려가 일부에서 제기됨.
- 출구전략을 위한 통화정책수단의 검토는 향후 경기변동에 따른 경기불안 요인을 최소화하는데 중요한 역할을 할 수 있을 것으로 기대됨.
 - 이번 금융위기에서는 다양한 정책수단들이 소개되어 활용된 만큼 출구전략 수립 시 이들에 논의가 함께 이루어져야 함.
- 유동성 환수를 위해 다음과 같은 통화정책수단들이 고려될 수 있음.
 - 대 금융기관 대출, 보증규모, 만기연장 등의 대출 프로그램 조정, 장기성 조건 부환매채권 발행, 지급준비금 이자 및 기준금리 인상 등임.
- 우선 일시적으로 확장 또는 신설된 대출 프로그램, 장기물 조건부환매채권 발행 등은 유동성 환수 이후 축소·폐지하는 것이 바람직할 것임.
- 지급준비예금 이자 조정은 유동성 흡수와 기준금리 조정 유효성을 제고할 수 있어 향후 적극적이면서 지속적인 활용이 필요함.
 - 지급준비예금의 금리 인상은 시중 금융기관 간 대출금리 하한을 형성하여 기준금리 파급효과가 저하될 경우 이를 보완할 수 있음.
- 출구전략의 대응순서나 시행시점은 경기변화 속도에 맞추어 선별적으로 조정될 필요가 있음.
 - 경기회복이 한동안 예상되지 않을 경우 중앙은행은 현 유동성 공급 정책들을 유지하고, 출구전략의 시행시점을 당분간 연기해야 함.
 - ‘L자형’으로 경기회복이 점진적일 경우 일시적인 활용을 위해 도입된 정책수단을 축소·폐지하고 기준금리는 마지막에 인상할 필요가 있음.
 - ‘짧은 U자형’ 또는 ‘V자형’ 경기회복은 급격한 인플레이션 압력을 초래할 수 있어 선제적인 기준금리 인상을 통한 대응이 필요함.

본고는 연구담당자의 의견이며, 보험연구원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.

1. 서론

- 최근 경기침체 속도가 완만해지면서 기 공급된 단기 유동성을 환수하는 출구전략(Exit Strategy)에 대한 관심이 높아지고 있음.
 - 특히 향후 경기변동이 불투명하여 출구전략을 위한 통화정책수단들의 대응순서와 시행시점에 대한 논란이 일고 있음.
- 지난해 말부터 한국은행은 신용경색과 경기침체 완화를 위해 기존의 통화정책수단 이외에 비전통적인 수단을 신설하여 단기 유동성을 풍부하게 공급하였음.
 - 금융위기 이후 한국은행은 기준금리를 인하하였지만 그 효과가 미비하자, 공개시장조작 대상증권 및 기관 확대를 비롯하여 긴급대출프로그램 설립, 부실자산 매입 등 비전통적인 수단도 신설하여 대응하였음.
 - 하지만 중앙은행에서 공급한 유동성의 실물경제 유입은 현재까지는 제한적인 것으로 판단됨.
 - M1(협의통화) 증가율은 계속해서 증가하여 2009년 5월 현재 지난 4월보다 17.0%로 증가하였으나 M2(광의통화) 증가율은 둔화되고 있어 실물경제로의 유동성 유입이 제한적임을 보여주고 있음.
 - 따라서 기 공급된 유동성이 실물경제로 일시에 유입될 경우 인플레이션 압력으로 작용할 수 있다는 우려가 일부에서 제기되고 있음.

<그림 1> 우리나라 통화 총량 추이



자료: 한국은행

□ 경기회복 시 우려되는 인플레이션은 경기부양 효과를 저해하고 또 다른 경기침체를 야기할 수 있음.

- 과도한 인플레이션 압력은 자산가격 및 시장금리 상승 등으로 이어져, 국내 투자 및 생산 회복을 저해하고 또 다른 경기침체로 이어질 수 있음.
- 또한 소비자 물가 상승으로 가계의 실질소득이 감소하고, 이는 소비 위축으로 이어지게 됨.

□ 따라서 출구전략 검토는 효과적인 유동성 조정을 위해 중요한 역할을 할 것으로 기대됨.

- 효과적인 유동성 조정은 경기변동 시 인플레이션 등 경기불안 요인을 최소화 하는데 필수적인 요소임.
- 과거와는 달리 기존 통화정책수단 이외에 비전통적인 수단이 활용되어 유동성이 공급된 만큼 출구전략 수립 시 이들에 대한 변화도 함께 고려해야 함.

□ 본고에서는 유동성 환수를 위한 통화정책수단들의 변화방향을 살펴보고, 그들의 지속성 여부 및 대응방법을 논의하고자 함.

- 한국은행은 출구전략 검토 시 기준금리 조정 이외에 새로운 정책수단들에 대한 조정을 함께 논의할 것으로 예상됨.
- 또한 한국은행은 출구전략과 함께 통화정책의 유효성 회복도 논의해야 할 필요가 있음.
- 따라서 출구전략 수립 시 논의될 다양한 통화정책수단의 향후 지속성 여부는 통화정책 유효성 회복이라는 정책방향과 밀접하게 관련이 될 것임.

2. 경기변동 시 통화정책 변화 사례

□ 우선 유동성 환수전략을 검토하기에 앞서 과거 통화정책 변화를 우리나라와 미국의 사례를 통해 살펴보고자 함.

- 유동성 환수를 위한 중앙은행의 전통적인 통화정책 방향을 이해하면서 이번에 새로 소개된 통화정책수단들의 방향을 가늠해 볼 수 있음.

□ 일반적으로 한국은행은 경기침체 시 유동성 공급을 위해 기준금리를 인하하고, 경기회복 시 유동성 환수를 위해 기준금리를 인상함.

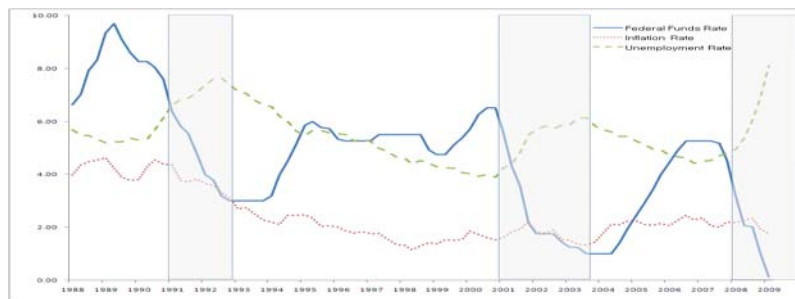
- 한국은행은 2003년 카드대란과 현 금융위기 직후 신용경색과 실물경기 침체 완화를 위해 기준금리를 인하함.(<그림 2> 참조)
- 이후 실업률이 감소하기 시작하는 등 경기침체가 완화되면 인플레이션 압력 최소화(물가안정)를 위해 한국은행은 기준금리를 유지하거나 인상함.
 - 기준금리 인상은 실업률에 후행하고 있지만 인플레이션율에는 선행하고 있음.

<그림 2> 경기충격에 따른 한국은행 기준금리 변화 추이



자료: 한국은행

<그림 3> 경기충격에 따른 미국 FRB 기준금리 변화 추이



자료: FRBSF Economic Letter, May 22, 2009

□ 미국 중앙은행인 FRB(Federal Reserve Board) 통화정책도 우리나라와 유사한 변화를 보여주고 있음.

- 미 FRB도 1991년, 2001년, 2008년 경기충격 직후 기준금리(Federal Funds Rate)를 인하하고, 경기침체가 완화되면 기준금리를 유지하거나 인상함(<그림 3> 참조).
 - 기준금리의 인상은 우리나라와 같이 실업률에 후행하지만 인플레이션율에는 선행하고 있는 것으로 나타남.

- 결과적으로 중앙은행은 인플레이션을 우려해 경기침체가 완만해지면 선제적으로 기준금리 인상을 단행하는 모습을 보여주고 있음.

3. 통화정책수단으로 살펴본 출구전략

가. 정책대응 현황

- 이번 금융위기에서는 기준금리 조정이 실효성을 잃으면서 효과적인 유동성 공급을 위해 새로운 정책수단들이 다양하게 활용되었음(<표 1>과 <표 2> 참조).
- 한국은행과 미 FRB가 시행하고 있는 금융시장 안정 대응정책을 다음과 같이 정리해볼 수 있음.
- 한국은행은 기준금리 인하, 신용경색부문으로의 자금흐름 유도, 은행의 신용공급 여력 확충, 외환시장 및 외화자금시장 안정대책 실시, 기타 관련 제도 개선 등의 대책을 강구함.
 - 미 FRB는 기준금리 인하, 기존 유동성 지원 장치 확대, 특별 유동성 지원 장치 신설 및 시한연장, 부실자산매입, 소비자 및 기업 대출 지원, 주택지원 및 압류방지, 통화스왑 체결 등의 대책을 강구함.

<표 1> 한국은행 금융불안 대응정책

• 기준금리 인하
• 신용경색 부문으로의 자금흐름 유도
- 공개시장조작 대상증권 및 대상기관 확대
- 채권시장안정펀드 출자기관 등 금융기관에 대한 유동성 공급
• 은행의 신용공급 여력 확충
- 총액대출한도 증액
- 지급준비예금에 대한 이자지급
- 은행의 자기자본 확충 지원
• 외환시장 및 외화자금시장 안정대책 실시
- 미·중·일 중앙은행과 통화스왑계약 체결
- 은행 등을 대상으로 외화유동성 공급
- 은행 외화대출 용도제한 완화
• 기타 관련 제도 개선
- 대출담보제도 개선
- 자금조정대출·예금제도 개선
- 한은금융망 운영시간 탄력 조정

자료: 한국은행

<표 2> 미 FRB 금융불안 대응정책

- 기준금리 인하
- 기존 유동성 지원 장치 확대, 특별 유동성 지원 장치 신설 및 시한연장
 - 재할인창구: 예금은행에 대한 유동성 공급 (대상: 국공채, 주택저당증권 등)
 - TAF(Term Auction Facility): 예금은행의 재할인대상 채권을 담보로 28일 만기 자금 공급
 - TSLF(Term Security Lending Facility): Primary Dealer의 주택저당증권 등을 담보로 국채를 대여(국채는 RP거래에 활용)
 - PDCF(Primary Dealer Credit Facility): Primary Dealer에게 국공채 외에 투자적격 회사채, MBS 등을 담보로 1일만기(overnight)의 자금을 재할인금리로 공급
 - AMLF(ABCP¹⁾ MMMF Liquidity Facility): 예금은행과 은행지주회사가 Money Market Mutual Fund의 환매요구 대응 지원을 위해 ABCP를 매입할 수 있도록 자금지원
 - CPFF(CP Funding Facility): Primary Dealer²⁾가 기업 등으로부터 ABCP를 매입할 수 있도록 자금을 지원
 - MMLFF(Money Market Investor Funding Facility): SPV³⁾가 CD, 은행채, CP 등 단기금융자산을 매입할 수 있도록 자금을 지원
 - TALF(Term ABS Loan Facility): 학자금, 자동차, 신용카드, 중소기업 대출 등을 담보로 발행된 ABS를 보유한 금융기관에게 자금을 지원
- 부실자산매입
- 소비자 및 기업 대출 지원
- 주택지원 및 압류방지
- 통화스왑 체결

주: 1) ABCP(Asset Backed Commercial Paper): 자산 담보 기업어음, 2) Primary Dealer: FRB와 직접 국채를 거래할 수 있는 상업은행과 투자은행 등으로 현재 19개 금융기관이 지정되어 있음, 3) SPV(Special Purpose Vehicles): 유동화 전문회사로서 금융기관에서 발생한 부실채권을 매각하기 위해 일시적으로 설립되는 특수목적(Special Purpose)회사

자료: 미 FRB 보도자료

나. 출구전략

□ 유동성 환수를 위한 출구전략은 미 FRB, 유럽중앙은행¹⁾(ECB: European Central Bank), IMF 등을 중심으로 제기되어 논의되고 있음.

○ 미 FRB 벤 버냉키(Ben S. Bernanke) 의장²⁾은 유동성 환수를 위해서는 기준금리 조정보다는 단기 유동성 프로그램들에 대한 축소 및 폐지가 먼저 이루어져야한다고 언급함.

1) Lucas Papademos, "The role of the ECB in financial crisis management", *Speech* at the conference on "The cost of the financial crisis: Planning an exit strategy" organised by the Bank of Greece and the Hellenic Observatory at the London School of Economics, London, England, May 27, 2009

2) Ben S. Bernanke, "The Crisis and the Policy Responses", *Speech* at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, January 13, 2009

- 그는 유동성 환수를 위해 ①단기 유동성 대출 프로그램(lending program) 축소·폐지 및 대출 이자율 인상, ② 초과지급준비예금의 금리(the interest rate on excess bank reserves) 인상, ③장기성 환매조건부채권(long-term assets with RP) 발행, ④기준금리 인상 등을 활용할 수 있다고 언급함.
- o IMF 존 립스키(John Lybsky) 부총재^{3),4)}는 출구전략의 필요성을 강조하면서 중앙은행은 대차대조표 상의 신용위험을 전가할 필요가 있다고 언급함⁵⁾.
- o 하지만 향후 경기변동에 대한 예측이 불투명한 만큼 유동성 환수방안, 시행시점, 대응순서 등에 관해서는 구체적인 논의가 이루어지지 않고 있음.

□ 한국은행이 유동성 환수를 위해 활용할 수 있는 통화정책수단들은 다음과 같이 정리할 수 있음.

- o 대 금융기관 대출, 보증규모, 만기연장 등의 대출 프로그램 조정, 장기성 조건 부환매채권 발행, 지급준비금 이자 및 기준금리 조정 등임.

□ 우선 대 금융기관 대출 및 보증규모, 만기연장 등 일시적으로 확장되거나 신설된 대출 프로그램을 축소 또는 폐지할 수 있음.

<표 3> 공개시장조작 대상증권 및 환매조건부증권매매 대상기관

	대상증권	대상기관
기 존	- 국채 - 정부보증채 - 통화안정증권	- 국민, 신한, 우리, 하나, SC제일, 한국씨티, 외환, 산업, 중소기업, 농협, 수협, 부산, 대구, 광주, HSBC, 도이치, JP모간 - 체이스, UBS, 칼리온 등 19개 은행 - 우리투자증권, 한국증권금융
추 가	- 은행채 - 한국토지공사, 대한주택공사, 중소기업진흥공단 발행 채권 - 한국주택금융공사 발행 사채 및 주택저당채권(MBS)	- 굿모닝신한, 대우, 동양종합금융, 부국, 삼성, 신영, 현대, HMC투자, SK, 교보, 대신, 미래에셋 등 12개 증권사

주: 은행채는 은행법에 의한 금융기관, 산업은행, 중소기업은행, 농협, 수협, 수출입은행 등이 발행한 사채

자료: 한국은행

3) John Lypsky, "Fiscal-Financial Nexus: The Challenges and Lessons of the Global Crisis", Keynote Address at the EUO-FAD High-Level Conference, Paris, June 26, 2009

4) John Lypsky, "Moving Beyond the Crisis: Global Outlook and Policy Challenges", Keynote Address at the Turkish Industrialists' and Businessmen's Association, Bodrum, June 19, 2009

5) ".....Moreover, if central bank independence is to be maintained, plans will be needed to transfer credit risks from their balance sheets....."

- 이들은 신용경색과 경기침체 완화를 위해 일시적으로 확대 또는 신설한 만큼 유동성 환수 시 축소 또는 폐지되어야 할 것임.
- 구체적으로 공개시장조작 대상증권 및 대상기관, 환매조건부증권매매(RP) 대상기관, 총액대출한도액과 총액대출 지원대상자금 등을 들 수 있음.

□ 장기성 조건부환매채권을 발행함으로써 시중 단기 유동성을 흡수하는 방안을 활용할 수 있음.

- 공개시장조작수단 중 하나인 장기물 통화안정증권 발행으로 시중 유동성을 장기간 환수하여 인플레이션 압력을 억제하는 효과를 줄 수 있음.
- 하지만 향후 이들 증권의 만기가 도래하게 되면 다시 유동성 증가를 초래할 수 있음.

□ 은행의 여신여력 확충 지원 대책 중 하나로 실시된 지급준비예금의 금리 인상을 통해 유동성 환수 및 기준금리 실효성 보완이 가능함.

- 지급준비예금의 이자액 규모나 금리 인상으로 시중 유동성을 환수할 수 있음.
- 2008년 12월부터 은행의 재무건전성 제고를 위해 은행이 한국은행에 예치한 지급준비금에 대해 총 5,000억 원 규모의 이자를 지급하기 시작함.

<표 4> 지급준비예금 이자지급 내역

이자지급 대상기관	지급준비예금 예치대상 전 금융기관
이자지급 대상예금	최근 1년간(2007.11.8~2008.11.5) 각 금융기관 예금지급준비예금 평잔 (최저 예금지급준비금을 초과하는 부분 제외)
이자율	연 2.3% (총 이자지급 규모가 5,000억원에 근접하도록 하는 이율)

자료: 한국은행

- 또한 지급준비예금의 금리 인상은 금융기관 간 대출금리 하한을 형성하게 되므로 시중 유동성 급증으로 기준금리 파급효과가 저하되면 이를 보완할 수 있음.

□ 한국은행의 주요 통화정책수단인 기준금리를 인상하여 유동성을 환수하는 것을 예상할 수 있음.

- 세계적인 정책공조로 인해 기준금리 조정이 쉽지 않은 상황이므로 기준금리 인상은 세계경기 및 정책 변화에 맞추어 신중하게 이루어질 것으로 사료됨.

4. 출구전략 대응과 시사점

- 한국은행은 출구전략 수립 시 유동성 환수와 더불어 기준금리 조정의 실효성도 회복하는 방향으로 정책을 강구해야 할 것임.
- 일시적으로 확장 또는 신설된 대출 프로그램 등은 신용경색 완화를 위한 유동성 공급이 주목표였던 만큼 유동성 환수 이후 축소 또는 폐지되어야 바람직함.
- 지급준비예금의 금리 조정은 유동성 흡수뿐만 아니라 기준금리 조정의 유효성을 제고할 수 있어 적극적이면서 지속적인 활용이 필요함.
 - 미 FRB 경우, 지난 2008년 10월부터 초과 지급준비예금에 대한 이자를 지급하여 왔고, 향후 기준금리 유효성 제고를 위해 지급준비예금의 금리조정을 적극적으로 활용하겠다는 입장을 밝힘⁶⁾.
- 출구전략을 통한 유동성 환수는 경기변화에 따라 가능한 통화정책수단들을 선별적으로 이용해야 함.
 - 지난해 말 신용경색과 경기침체 해소를 위해 한국은행은 가용한 통화정책수단을 일시에 동원하여 유동성을 공급하였지만, 유동성 흡수 시 모든 수단을 일시에 사용하면 또 다른 신용경색을 초래할 수 있음.
 - 우선, 경기회복이 한동안 예상되지 않을 경우 한국은행은 현 정책들을 그대로 유지하고, 출구전략의 시행시점은 당분간 연기해야 함.
 - ‘L자형’으로 경기회복이 점진적일 경우 일시적 활용을 위해 도입된 비전통적 정책수단을 먼저 축소 또는 폐지하면서, 기준금리를 최후에 인상할 필요가 있음.
 - 이 경우 선제적인 기준금리 인상은 소비, 투자 및 생산 위축으로 이어져 1990년 대 일본 장기불황과 같은 또 다른 경기침체를 초래할 수 있음.
 - 하지만 ‘짧은 U자형’ 또는 ‘V자형’으로 경기가 회복될 경우 급격한 인플레이션 압력이 예상될 수 있어 경기회복이 본격화되기 이전에 선제적인 기준금리 인상하는 것이 바람직함.

6) Ben S. Bernanke, "The Crisis and the Policy Responses", *Speech* at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, Januray 13, 2009

□ 출구전략 시행시점도 경기변화 방향이나 속도에 맞추어 조정되어야 할 것임.

- 유동성 환수가 늦어질 경우 인플레이션으로 인한 또 다른 버블을 초래하여 경기가 위축될 수 있음.
- 하지만 인플레이션 우려에 따른 성급한 유동성 환수는 실물경기 부양을 이끌지 못하고 다시 침체로 빠져드는 역효과를 낼 수 있는 만큼 신중한 판단이 요구됨. KiRi.