

글로벌 불균형과 통화정책 (Global Imbalance & Monetary Policy)

2014년 12월 01일

김 용 덕
Kim, Yong Duk



Contents

I 글로벌 불균형

II 통화정책과 유동성

I. 글로벌 불균형

- 1 논의 개요
- 2 글로벌불균형과 과잉유동성
- 3 글로벌불균형의 확대 원인과 지속여부
- 4 글로벌불균형 해소방안
- 5 글로벌위기 이후 추세와 지속가능성
- 6 최근 G20 해소논의와 전망

1. 논의 개요

- ❖ **글로벌불균형(Global Imbalance)이 최근 글로벌금융위기의 주요 원인으로 지목**
⇒ **글로벌불균형 축소(global rebalancing)가 2009년 이후 주요과제로 등장**

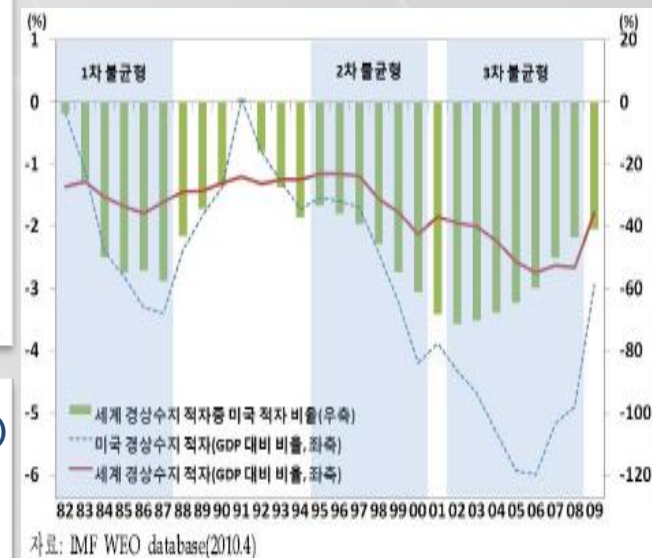
1980년 이후 3차례 불균형 확대

- **1980~87년 중 미국 vs 일본, 독일 등 대 선진국 무역에서 발생**
 - 미 경상적자/GDP: 0.2% → 3.4%; 미국 적자/세계전체 적자 : 3.5% → 57.5%
- ⇒ **G5 선진국 합의: 85.9.22 플라자 합의, 87.2.22 루브르 합의 → 91년 미 경상수지 소폭 흑자 전환**
 - 플라자 합의 이후 1년간 엔화 57.1%, 마르크화 43.0%, 프랑화 36.2%, 파운드화 7.2% 절상

- **1996~2000년 중 미국 중심으로 다시 확대**
 - 미 경상적자/GDP: 1.6% → 4.2%; 미국/ 세계전체: 35.8% → 61.1%
 - ✓ 98 이후 아시아, 산유국 흑자규모 급증
 - ✓ 국제자본이동이 증가하며 경상수지 불균형 고착화 시작
- **2001년에는 닷컴버블 붕괴와 경기둔화로 일시 축소**
 - 2000~ 01년 중 세계 GDP 대비 경상적자: 2.1% → 1.8%

- **2000년 대 글로벌 차원 현상(미국, 일부 유럽 VS 중국, 산유국 등)**
 - ✓ 전체 경상수지적자/세계 GDP: 2001년 1.8% → 2006년 2.7%
 - ✓ GDP 대비 경상수지(2001~07): 미국(▽3.9%→▽5.2%), 중국(1.3% →11.0%)

글로벌 불균형 추이



주: 글로벌불균형(global imbalance):(각국의 경상수지 적자 + 흑자) / 세계 GDP

2. 글로벌불균형과 과잉유동성

■ 주요수출국 경상수지 흑자는 신흥시장과 산유국들의 달러화 유동성을 크게 확대

✓ 세계 외환보유고: 상위10개국*이 약 70% 점유
: 2000년 말 1.9조 달러 → 2012년 말 10.9조 달러

	선진국	신흥/개도국	계
2000	1.2조 불	0.7조 불	1.9조 불
2012	3.7조 불	7.2조 불	10.9조 불

* Source: Global finance

✓ 국부펀드: 2007말 현재 2.9조 달러 추산

* UAE: 약 8,750억 달러, 싱가포르: 4,300억 달러,
사우디와 노르웨이: 각각 3,000억 달러 등

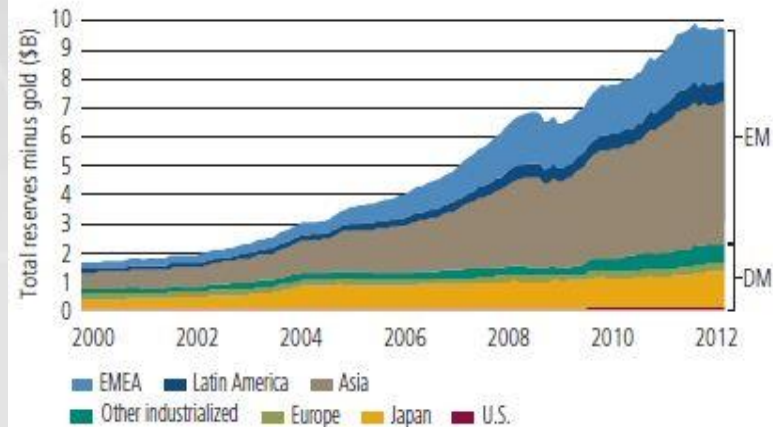
■ 글로벌 유동성은 안전한 투자처인 미국, 유럽 등 선진국 금융시장으로 환류

→ 선진국 경상수지 적자 보전 및 유동성 공급

❖ Global liquidity (M2기준, IMF)

: 2000년 4.5조불 → 2009년 약 9.2조불

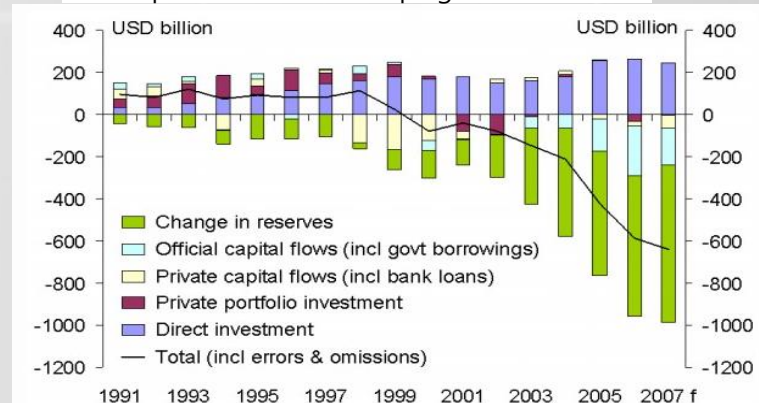
FIGURE 2: INTERNATIONAL RESERVE ASSETS



Source: International Monetary Fund, as of 31 March 2012.

Global Liquidity

Capital flows to developing economies



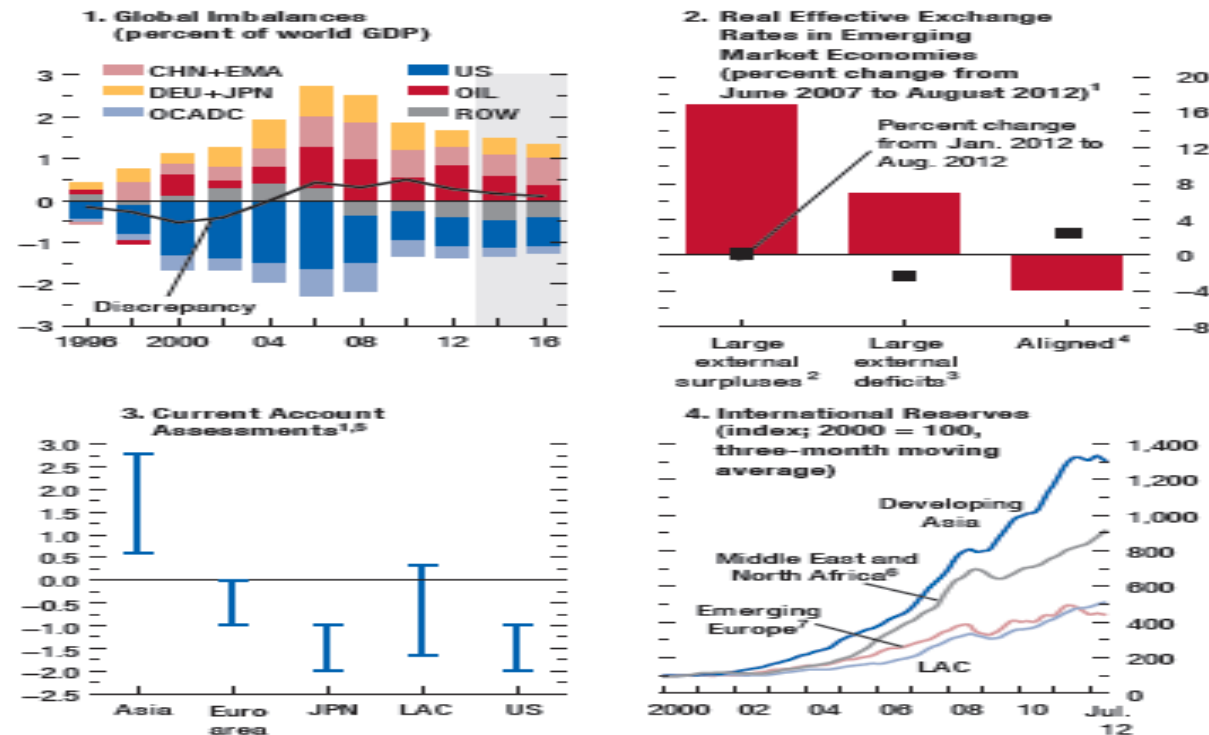
Source: IMF World Economic Outlook, September 2006; Economics@ANZ

* 상위 10개국: 중, 일, 러시아, 스위스, 대만, 브라질, 한국, 홍콩, 인도, 독일

<참고1> IMF 자료

Figure 1.17. Global Imbalances

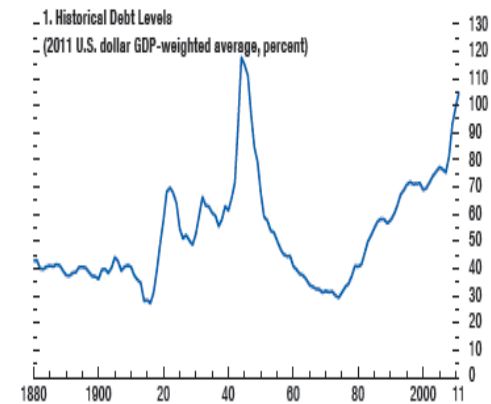
Global current account balances narrowed sharply during the Great Recession and are not projected to widen again, except for the contribution of emerging Asia. Exchange rate developments since the onset of the crisis have been consistent with global demand rebalancing. However, the appreciation of external surplus currencies has stopped during the past eight months. IMF staff assessments suggest that current account balances remain larger than desirable in emerging Asia and weaker elsewhere. Sustained accumulation of international reserves in these economies is contributing to global current account imbalances and associated vulnerabilities that are larger than desirable.



Sources: IMF, *International Financial Statistics*; and IMF staff estimates.
 Note: CHN+EMA: China, Hong Kong SAR, Indonesia, Korea, Malaysia, Philippines, Singapore, Taiwan Province of China, and Thailand; DEU+ JPN: Germany and Japan; LAC: Latin America and the Caribbean; OCADC: Bulgaria, Croatia, Czech Republic, Estonia, Greece, Hungary, Ireland, Latvia, Lithuania, Poland, Portugal, Romania, Slovak Republic, Slovenia, Spain, Turkey, and United Kingdom; OIL: oil exporters; ROW: rest of the world; US: United States.
¹ Classifications are based on the IMF staff's *Pilot External Sector Report* (2012d), which covers Australia, Belgium, Brazil, Canada, China, euro area, France, Germany, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Italy, Japan, Korea, Malaysia, Mexico, Netherlands, Poland, Russia, Saudi Arabia, Singapore, South Africa, Spain, Sweden, Switzerland, Thailand, Turkey, United Kingdom, and United States.
² These economies account for 12.3 percent of global GDP.

Figure 3.1. Public Debt in Advanced Economies

Gross public debt as a percent of GDP among advanced economies has reached historical highs: Japan, the United States, and many European countries currently have debt-to-GDP ratios close to or above 100 percent.



Sources: Abbas and others (2010); and IMF staff calculations.

3. 불균형의 확대원인과 지속여부 - 확대원인(1/2)

가. 미국 이외 지역에서 찾는 견해

■ 환율정책

- ✓ 중국 등 수출국들의 의도적 저 환율정책
→ 미국의 경상적자가 확대되고, 중국 및 산유국의 경상수지 흑자 축적

■ 미국자산 선호 현상

- ✓ 흑자국은 외환보유고를 안전한 미국 채권에 투자
→ 이것이 미 달러화 가치를 높게 유지해 글로벌 불균형을 심화

■ 경상수지 흑자국의 국내투자 부진

- ✓ 주요 수출국은 내수보다는 수출에 과도하게 의존
→ 국내 투자가 부진하고, 그 결과 흑자가 쌓여 글로벌 불균형 초래
- ✓ 1990년대 후반 이후 동아시아와 산유국의 저축 증가 및 투자 부진
→ 저축과 투자 갭이 플러스로 전환되면서 글로벌 저축 과잉 주도

나. 미국에서 찾는 견해

■ 미국경제의 과소비

→ 저축부족, 재정적자와 경상적자 누적

- ✓ 미 재정수지, 2000년 이후 경기침체 및 감세정책과 9.11 이후 예산지출 증가 등으로 2002년 적자 전환
- ✓ 미 재정적자(GDP 대비,%): 00: +2.4 → 02: Δ 1.5
→ 04: Δ 3.5 → 07: Δ 1.2 → 08: Δ 3.2 → 09: Δ 10.1

■ 기업 기대수익률 상승 → 자산가격 상승 → 가계소득 증가 → 개인소비 증가

- ✓ 개인저축률은 하락: 1990, 7.0% → 2005, Δ 0.4%

■ 과다소비로 인한 경상적자 → 해외 자본으로 보전, 소비주도 성장 전략 유지

- ✓ 미 수입소득탄력성이 수출소득탄력성을 크게 상회
→ 경제성장에 따라 자동적으로 경상적자가 증가
- 미 수입의 국내소득탄력성은 2.29, 수출의 해외소득탄력성은 1.62로 추정 → 미국과 교역 상대국 간 성장률 격차가 없더라도 경상수지 적자가 구조적으로 발생

3. 글로벌불균형의 확대원인과 지속여부 - 확대원인(2/2)

다. 미국에서 원인을 찾는 견해에 대한 반론

- 미국의 높은 투자수익률이 글로벌자본 유입의 원인이라는 주장
: 미 자산 선호 현상(하버드 대학의 Richard N. Cooper 교수)
 - ✓ 1990년 대 이래 미국 경제의 높은 생산성 증가
 - ✓ 해외의 투자자금이 높은 수익률을 쫓아 지속적으로 미국으로 유입되었기 때문
- 재정적자를 경상수지 적자의 원인으로 볼 수 없다는 주장
 - ✓ 미국은 1998~2001년 재정수지 흑자기에도 대규모 경상수지 적자를 기록
 - ✓ 재정적자가 확대되면 정부부문이 민간부문을 구축하는 효과(crowding-out effect) 발생
→ 민간부문의 소비 및 투자지출이 위축되어 경상수지가 오히려 개선될 가능성도 존재
⇒ 재정적자를 경상수지 적자의 원인으로 볼 수 없다는 의견
- 미국의 낮은 저축률도 경상적자의 원인이 아니라는 주장
 - ✓ 경제의 지식기반화를 반영해 교육비, R&D 지출 등을 저축에 포함할 경우 미국 저축률은 낮은 수준이 아님
(Cooper, 2005, 미국의 저축률: 약 34%)
 - ✓ 민간 저축률의 구조적 하락이 경상수지 적자에 미치는 영향도 크지 않은 것으로 분석(Hausmann, 2005b)

3. 글로벌불균형의 확대원인과 지속여부 - 지속여부

가. 지속 가능하다는 견해

- 상호의존 혜택론 : 상당 기간 지속 가능
 - ✓ 과거: 미국 vs 유럽, 일본
 - ✓ 최근: 미국 vs 아시아, 산유국
- 흑자국: 통화가치를 낮게 유지하여 수출의존형 경제성장을 지속하고, 이를 통해 획득한 잉여저축을 미 달러 자산에 투자

미국: 수출시장을 제공하는 대신 유입된 자본으로 재정적자와 경상적자를 보전하고 내수주도의 고성장을 추구
- 원인: (X) 미국의 재정적자와 민간 차입
(O) 미국의 높은 투자 수익률과 흑자국 투자 기회가 축소하면서 나타난 현상

나. 조정 가능성이 높다는 견해

- 시나리오 1 (경 착륙 가능성)
 - ✓ 미 대외채무 증가로 외국자본 도입 한계
 - ✓ 미 달러 약세로 달러화 자산 보유 기피
 - ✓ 미투자 감소 시 미 대외채무 만기불일치 위험
 - ✓ 미 수입수요 감소 시 흑자국 실물부문 충격
- 시나리오 2 (연착륙 가능성)
 - ✓ 글로벌 경상수지 불균형은 큰 경제적 충격 없이 점진적으로 조정 가능
 - ✓ 미국 성장 잠재력, 발달된 금융시장, 준비통화로서 미 달러화의 지위, 금융의 세계화
→ 외국자본의 급격한 미 유입감소 가능성 낮음
 - ✓ 흑자국 노령인구 증가에 따른 저축률 하락, 금융산업 발전, 일본/유럽의 경기회복 등 요인

4. 해소방안

1. 환율조정론

- 미 달러 약세를 통한 수출입 가격 조정
 - ✓ 특히 아시아 국가 통화에 대한 달러화 가치가 하락해야 한다(미 모건 스탠리 Steven Roach)
: 달러화는 최소 10% 정도 고 평가
 - ✓ 위안화 등 아시아 통화의 집단적 가치 상승이 이루어져야(미국 PIIE 소장 Fred Bergsten)
- 아시아 신흥시장국 중심의 반론
 - ✓ 죄수의 딜레마(prisoner's dilemma) 현상
: 자국의 수출 경쟁력 하락 위험을 무릅쓰고
주도적으로 자국 통화절상을 용인할 가능성은 낮다
 - ✓ 불완전 가격전가(incomplete pass-through) 현상
 - 미국 내 시장점유율이 하락할 것을 우려해
달러가치의 하락비율만큼 수출가격을 올리지 않고
 - 달러화 약세가 미국 경상수지를 개선하는 데에
미치는 영향도 제한적이라는 주장

2. 소비조정론

- 미 과잉소비의 근본적 치유가 최우선 과제
 - ✓ 미국: 과도한 소비를 축소
 - ✓ 중국, EU 등: 자국의 내수부양을 통해 미국의 역할을 보완할 필요

3. 국제공조론

- 흑자국과 적자국 책임 분담
 - 급격한 미 소비조정이나 신흥국 환율조정 시
위험을 감안, 관련국이 공동으로 노력
 - ✓ 미국: 재정 건전화 및 국내저축 증대에 주력
 - ✓ 흑자국: 환율 변동성을 확대, 내수를 진작
 - ✓ 유럽/일본: 구조개혁 및 내수진작으로 성장 촉진

5. 글로벌위기 이후 추이와 지속가능성 : 추이

1 추이(2008~2009)

- **글로벌불균형은 금융위기 이후 축소 추세**
 - ✓ 2006~08년 중 5% 대 후반 → 이후 4% 수준으로 하락
 - ✓ 글로벌경상수지 적자(적자의 합/세계GDP)
: 2008년 2.6% → 2009년 1.7% → 2010년 1.9%
- **소비와 교역 축소와 미 저축률 증가 등이 원인**
 - ✓ 주요 축소국 : 미국, 산유국, 중국
 - ✓ 미 경상적자/ GDP: 2006년 ▽ 6.0% → 2012년 ▽ 3.0%
 - ✓ 중 경상흑자/ GDP: 2006년 8.5% → 2012년 2.6%
- **경상수지 흑자국 및 적자국 구성 비중도 변화**
 - ✓ 산유국(2008년 36% → 2010년 24%), 중국(24% → 21%)
유로흑자국(20% → 25%)
 - ✓ 미국(43% → 40%), 기타지역은 상승
- **미국은 순 대외부채 증가, 흑자국은 순 대외자산 증가**
 - ✓ 미국의 순 대외부채/전 세계 GDP
: 1997년 2.8% → 2008년 7.4% → 2009년 10% 육박

❖ 2010년 이후 주요선진국의 적극적 양적 완화 정책으로 글로벌유동성은 다시 크게 증가추세

- ✓ 아시아주요10개국으로의 GDP대비 자본유입 규모
: 위기 전 8.4% → 2008~2009년 중 1.7% → 2010~2012년 7.8%

주요국의 경상수지 흑자 및 적자

(세계GDP대비, %, %p)

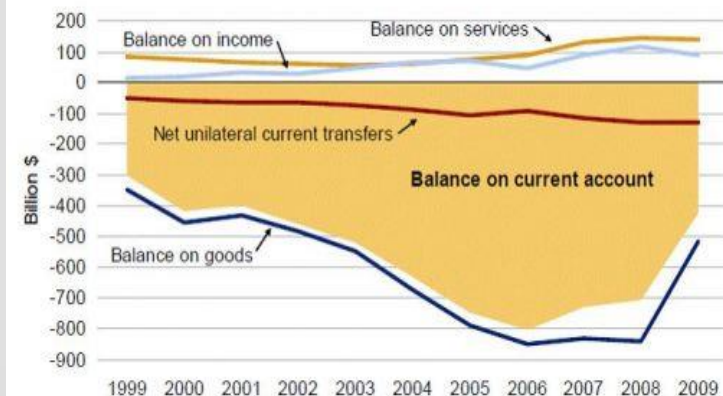
	2001~05	2006~07	2008(A)	2010(B)	B-A
세계	1.9	3.2	2.9	2.3	-0.6
흑자국					
- 산유국	0.5	0.9	1.0	0.5	-0.5
- 중국	0.2	0.6	0.7	0.5	-0.2
- 유로지역 ¹⁾	0.4	0.7	0.6	0.6	0.0
- 일본	0.3	0.4	0.3	0.3	0.0
적자국					
세계	-2.1	-2.7	-2.6	-1.9	0.7
- 미국	-1.4	-1.5	-1.1	-0.7	0.4
- 유로지역 ²⁾	-0.3	-0.6	-0.7	-0.5	0.2

주 : 1) 독일, 네덜란드 등 흑자규모 상위 6개국

2) 스페인, 포르투갈, 그리스 등 적자규모 상위 6개국

자료 : IMF WEO

Current-Account Balance and Its Components



* Source: US bureau of Economic Analysis. 2010.5

5. 글로벌 위기 이후 추이와 지속가능성

1) 축소 원인

❖ 불균형 축소는 단순일시적 요인

- ✓ 글로벌 경상수지 불균형 축소는 일시적 충격으로 인한 세계교역의 감소에 기인
- ✓ 미국 등 내수 위축, 국제금융시장 불확실성 증가, 국제원자재가격 급락

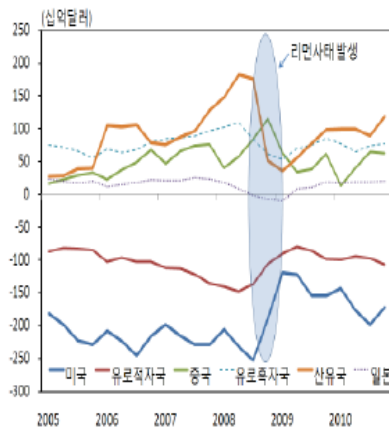
2) 지속가능성

❖ 위기 이전 수준으로 다시 확대 전망

- ✓ 경기요인으로 위축된 교역은 단기간에 회복되고, 글로벌 경상수지 불균형도 다시 확대
- ✓ 미국과 중국의 경상수지 불균형의 구조적 요인
- ✓ 내수 및 환율 등 경기순환 요인에 의한 불균형 확대
→ 미 재정적자도 향후 10년간 지속될 가능성

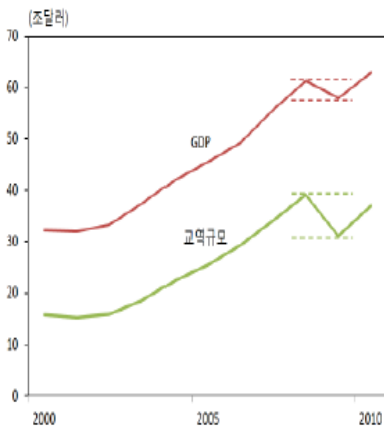
➤ 금융/실물간 연계약화로 풍부한 유동성이 거품을 유발하고, QE회수 시 충격예상

리먼사태 전후 주요국 무역수지



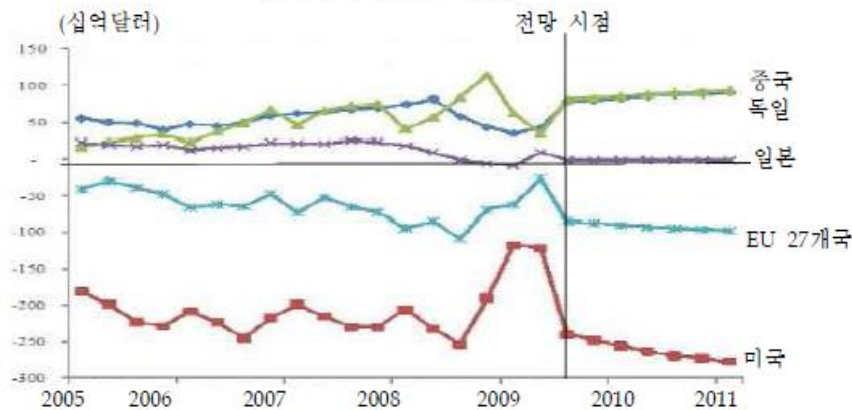
자료 : 세계무역기구(WTO)

세계 교역 및 GDP 규모



자료 : IMF WEO

무역수지 불균형 전망¹⁾



자료 : Baldwin and Taglioni(2009.11월)

6. 최근 G20 해소 논의와 전망(1/2)

- ❖ G20 피츠버그 정상회의: '글로벌재조정'(rebalancing)을 주요과제로 선정
 - 글로벌불균형이 금융위기 발생원인과 관련
 - 세계경제의 지속적인 안정 성장을 위해 시정되어야 할 과제



- ❖ 미국: 글로벌재조정을 위한 환율정책 중요성 강조
 - 주요 흑자국의 환율은 적절히 절상, 적자국의 환율은 절하될 필요
 - ✓ 흑자국의 환율절상은 교역재에서 비 교역재로 자원 이동을 촉진하고 구매력과 내수를 증진
 - ✓ 적자국의 환율절하는 수출을 촉진해 경상수지 적자 폭을 축소

❖ 글로벌불균형 시정을 위해 주요국가 들간 긴밀한 정책공조 합의

- ✓ 미국 등 적자국: 소비를 줄이고 수출을 증대
- ✓ 아시아 신흥국 및 독일 등 흑자국: 비 교역재 부문의 생산성을 제고하고 내수로 수요 전환 촉진
- ✓ 특히 중국: 내수진작 정책을 지속적으로 실시, 높은 저축률을 감소시키기 위한 사회안전망 투자 등 확대

- ❖ 위기 이후 글로벌불균형이 다소 축소되었으나 글로벌 불균형해소는 쉽지 않을 전망
 - ⇒ 향후에도 흑자국의 저 환율정책, 대규모 외환보유고를 축적 지속 예상

- 환율조정, 저축과 투자의 갭 조정, 통상 압력 등 다양한 경로를 거쳐
지속적이고 동시 다발적으로 추진해야 가능

6. 최근의 G20 해소 논의와 전망(2/2)

- ❖ 선진국: IMF의 환율 및 외환보유고 적정성 감시강화 요구 ⇔ 신흥국 반대
 - ✓ IMF의 환율평가모형(CGER)공개, 환율조정 감시강화
 - ✓ 외환보유고 적정성 평가 및 과도한 보유고 축적 감시
 - ❖ G20 서울 정상회의(2010.10)
 - : “경상수지 조기경보체제”의 예시적 가이드라인 (Indicative Guidelines)수립 합의
 - ① 대내지표 : 공공부채, 재정적자, 민간저축률, 민간부채
 - ② 대외지표 : 대외불균형 (무역수지, 순 투자소득, 이전수지)
 - ✓ 다만 환율·재정·통화 등 제반 정책들을 고려하고, 환율·외환보유액 등은 補助지표로 활용
 - ❖ 2011. 10월 칸느 정상회의
 - : 글로벌유동성 수준 측정지표를 개발, IMF 감시활동에 활용하기로 합의
 - ✓ IMF, BIS 공동으로 글로벌유동성 측정지표 개발
 - ✓ 정부, 가계, 기업에 대한 총 여신 및 통화량, 은행 유동성 등
 - ❖ G20차원의 실효성 있는 합의는 도출되지 못하고, IMF감시활동에 위임
- 글로벌불균형의 심각성을 인식하고 보다 실효성 있는 국제적 합의 필요
 - 국제환율제도, 흑자국과 적자국의 거시경제조정, 국제유동성 관리방안 등

<참고2> 최근 G20 정상회의 결의

❖ 2012. 6월 G20 로스카보스 정상회의

: 경상흑자국의 내수확대 및 경상적자국의 저축 제고와 재정적자국의 공공부문에서 민간부문으로의 수요전환 노력을 강화키로 함

- ❖ 시장결정적 환율제도로의 신속한 이행, 환율유연성 제고, 지속적인 환율 불균형 방지 및 경쟁적 평가절하 금지 약속 재확인
- ❖ 중국에 대해서는 위안화 유연성 제고 및 환율정책 투명성 제고 노력을 평가하면서 중국의 지속적인 환율제도 개혁 약속을 환영
- ❖ 글로벌 리밸런싱 진전을 위한 추가적 구조개혁 노력 지속
 - ① (선진적자국) 재정적자 감소, 민간저축 촉진(미국)
 - ② (선진흑자국) 서비스부문 추가적 자유화(한국, 독일, 일본), 비효율성 제거를 통한 투자 촉진(독일), 환경, 의료 등 신 산업 시장부문 창출(일본)
 - ③ (신흥국) 금리 자유화(중국), 투자확대(브라질), 저축율 제고(터키)
 - ④ (산유국) 재정지속가능성 범위 내 생산적 공공투자 및 민간투자 확대

<참고3> 한국의 경상수지 흑자와 글로벌불균형

- ❖ **대미 수출비중이 감소**
 - 미 경상수지 적자 유발하는 정도가 크게 감소
 - ✓ 2000. 1~6월: 19.8% → 2012.1~6월: 11.2%
 - ✓ 2002년 이후 원화가 지속적으로 절상
- ❖ **동아시아 주요수출국으로서 조정압력 가능성**
 - ✓ 중국 등 주변국의 조정에 따른 파급효과도 예상
- ❖ **글로벌불균형 조정에 대비**
 - ✓ 가격(환율) 경쟁력보다는 품질경쟁력을 강화
 - 수출과 내수의 균형 성장을 추진
- ❖ **미 달러자산 선호 약화 시 원화절상 기대로 투기성 자본의 유입이 급증 우려**
 - **국내 및 아시아 역내금융시스템 불안가능성에 대비**

G20, GDP대비 경상수지 전망

국가	2011년	2012년	2013년	2017년
호주	-2.3	-4.1	-5.5	-5.6
캐나다	-2.8	-3.4	-3.7	-3.0
프랑스	-1.9	-1.7	-1.7	-0.3
독일	5.7	5.4	4.7	4.2
이탈리아	-3.3	-1.5	-1.4	-1.0
일본	2.0	1.6	2.3	1.9
한국	2.4	1.9	1.7	0.7
영국	-1.9	-3.3	-2.7	-0.7
미국	-3.1	-3.1	-3.1	-3.5
아르헨티나	-0.1	0.3	-0.1	-1.9
브라질	-2.1	-2.6	-2.8	-3.3
중국	2.8	2.3	2.5	4.3
인도	-3.4	-3.8	-3.3	-2.3
인도네시아	0.2	-2.1	-2.4	-2.9
멕시코	-1.0	-0.9	-1.1	-1.1
러시아	5.3	5.2	3.8	-1.1
사우디	26.5	26.1	22.7	12.8
남아공	-3.3	-5.5	-5.8	-5.9
터키	-10.0	-7.5	-7.1	-7.9



Contents

I 글로벌불균형

II 통화정책과 유동성 관리

II. 통화정책과 유동성 관리

- 1 배경
- 2 문제점
- 3 최근 논의
- 4 관리 방식
- 5 향후 과제

II. 통화정책과 유동성 관리: 1. 배경

1

논의 배경



❖ 물가안정(Inflation Targeting) 위주의 중앙은행 통화정책

→ 글로벌위기 주요원인인 과잉유동성에 책임이 있다는 비판 대두

❖ 1990년대 중반 이후 통화정책 목표를 물가안정에 집중

- 기존의 통화량 및 환율 목표제를 대체, 단기금리 통제방식으로 전환
→ 통화정책을 통해 신용규모를 효과적으로 조절할 수 있는 기능이 크게 약화

❖ 90년대 이후 저물가·저금리 현상의 장기화로 유동성 급증

- ✓ 저물가 현상: IT발전에 따른 생산성 향상 + 중국 효과(China Effect)
- 금융부동화 → 서브프라임 사태 → 금융불안정 및 거시경제 충격 유발

❖ 그린스펀 전 미 FRB 의장의 통화정책에 대한 책임론 제기

- ✓ 그린스펀도 과잉유동성 문제 시인(2008말 미 의회 증언)
- ✓ 다만 “시장이 자율규제를 할 것으로 생각했기 때문에 정지(stop)신호를 보낼 필요를 느끼지 못했다”고 개별 금융회사에 책임을 전가

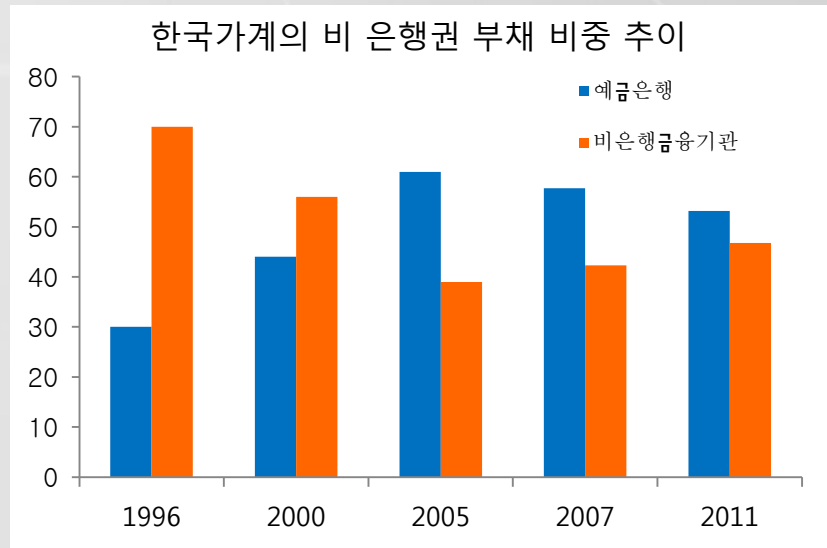
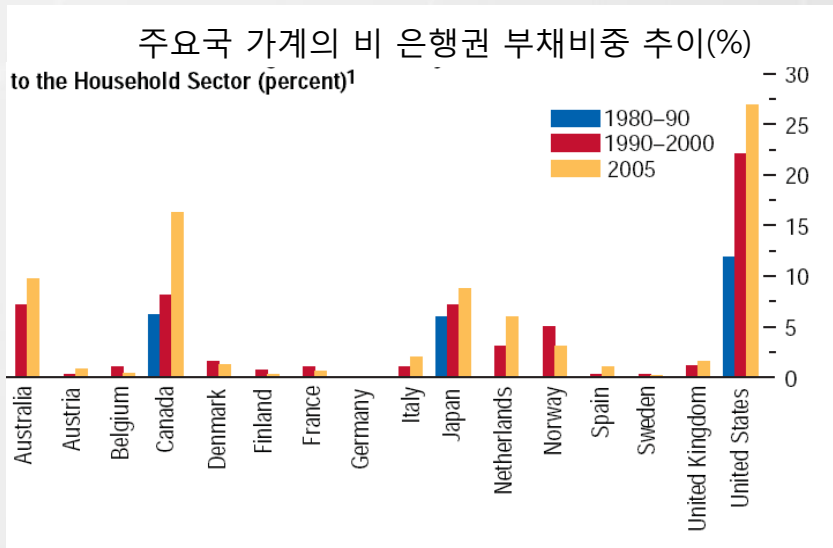
“I didn't need a stop sign because they were supposed to self-regulate.”

* IT: 중앙은행이 일정 기간 달성해야 할 물가상승률 목표를 사전에 제시하고, 정책금리 조정 등을 통해 이를 직접 달성하려고 하는 운영방식. 중앙은행은 금리, 환율, 통화량 등 다양한 정보변수를 활용하여 장래의 인플레이션을 예측하고 실제 물가상승률이 목표치에 수렴할 수 있도록 통화정책을 운영

II. 통화정책과 유동성 관리: 2. 문제점

2 주요국 통화정책수단 상의 문제점

- ❖ 금융혁신/금융자유화의 진전으로 비 은행 금융기관들의 신용창출 역할과 비중이 크게 확대
- ✓ 과거 25년간 미국가계의 비 은행권에 대한 부채비중 증가(연 평균)
 - 1980년대: 11.9%→1990년대 22.1%→ 2005년 26.9%
 - 캐나다, 일본, 호주, 네덜란드 등의 가계도 동 비중이 빠르게 상승
- ✓ 한국가계는 외환위기 이후 은행중심으로 금융권이 재편
 - 은행부채 비중 증가, 비 은행부채 비중 감소(최근 비 은행 다시 증가)
 - 가계부채 중 비 은행권 비중: 2000년 55.5%→ 2007년 42.3% → 11년 46.8%



출처: 좌- World economic outlook, 2008, IMF; 우- 한국은행

II. 통화정책과 유동성 관리: 2. 문제점

2

주요국
통화정책수단
상의 문제점
(계속)

- ❖ 주요국 전체 금융자산 중 은행권 비중 및 은행예금비중은 지속 감소
 - 주요국 전체 금융자산/은행권 보유비중: 1980년대 이후 감소
 - ✓ 미국: '80년 31.7% ⇒ '90년 24.0% ⇒ '00년 17.8% ⇒ '07년 18.1%
 - ✓ 일본: '80년 62.2% ⇒ '90년 57.6% ⇒ '00년 51.3% ⇒ '07년 51.2%
 - ✓ 한국: '80년 67.2% ⇒ '90년 42.7% ⇒ '00년 42.2% ⇒ '07년 41.7%
 - 전체 금융자산/예금은행 예금 비중: 2000년 이후 빠르게 감소
 - ✓ 미국: '80년 32.4% ⇒ '90년 39.2% ⇒ '00년 34.5% ⇒ '07년 36.4%
 - ✓ 일본: '80년 21.9% ⇒ '90년 20.9% ⇒ '00년 25.3% ⇒ '07년 13.2%
 - ✓ 한국: '80년 21.9% ⇒ '90년 19.0% ⇒ '00년 31.7% ⇒ '07년 19.2%
- ❖ 예금은행을 주 대상으로 하는 중앙은행 통화정책 수단 약화
 - ⇒ 금융권 전반에 대한 영향력 약화
 - ✓ 예금은행 대상 중앙은행의 신용/통화조절능력이 크게 약화되면서 전체 유동성 조절에 한계
 - 유동성 증가로 인한 부동산 등 자산가격의 과도한 상승에 대해 통화정책 차원에서의 통제력 약화
- 현 통화정책 운용방식으로는 전반적인 금융안정 달성 곤란
특히, 2010이후 확대된 유동성 환수과정에서 통화정책 어려움 예상

II. 통화정책과 유동성 관리: 3. 최근 논의

3 통화정책 운용방식에 대한 최근 논의

❖ IT제 하에서 중앙은행의 단기금리조절을 통한 시중유동성 관리 한계 노출 → 통화정책 운용방식 개편 논의 진행

- ✓ 통화정책이 기존의 물가안정에서 나아가
- ✓ 시중 유동성의 적절한 조절과 부동산 같은 자산가격의 안정 등
- ✓ 금융시장의 안정도 중요한 책무가 되어야 한다

❖ 중앙은행 지급준비금제도 개선: 증권사, 보험사 등 비은행 부문에 지준 통제

⇒ 비 은행권을 포함 금융부문 전체, 국민경제 전체의 신용 및 유동성을 관리할 수 있도록 운용방식을 재설계해야 한다는 주장

❖ 그 외 다양한 통화정책 수정론

- 1) 유럽중앙은행(ECB: European Central Bank)의 '2축(two pillar) 접근 방식'
- 2) '자산지준제도(ABRR: Asset-based Reserve Requirement)'
- 3) 물가지수에 자산가격 등을 포함하자는 주장

➤ 최근 비 전통적(Unconventional) 통화정책 시행

: 위기 이후 중앙은행의 민간은행 직접대출, 자본금 투입, 재할인정책 범위확대 등 정책 채택 (미국, EU, 일본 등에서 실업률, 시장금리 수준, 일정 수준의 물가 등 비 전통적 통화정책 목표 채택)

- ✓ 2012.12월 미국 Fed, 실업률 6.5% 이하, 물가 2.5% 이상 도달 시까지 초저금리 유지(QE)
- ✓ 2012.8월 ECB, EU국채시장 안정 시까지 국채직접 매입(OMT) 계획 시행
- ✓ 2013.4월 일본 BOJ, 물가 2%까지 화폐공급량을 연간 60~70조 엔씩 확대하는 양적완화 시행

II. 통화정책과 유동성 관리: 4. 관리방식

1) ECB의 두 가지 목표 접근 방식

- ❖ 물가 및 경제안정화 목표달성을 위한 위협요인 분석에 2축(Two-pillars)접근법 사용
 - 2003 이전: 제1축으로 통화량 관리, 제2축으로 경제 및 금융변수를 통제
 - 2003 이후: IT 중심의 주요 중앙은행 통화정책 조류 반영, 순서 변경
 - ✓ 제2축이었던 물가 등 거시경제변수* 관리를 제1축으로
 - * 주로 생산지표, 수요지표, 재정정책, 자본·노동시장 전반적 물가/비용지표, 환율추이, 세계경제 및 국제수지, 금융시장 등 경제 및 금융변수
 - ✓ 제1축이었던 통화량 관리를 제2축으로 변경
- 글로벌위기 이후 통화정책에서 통화와 신용(유동성)이 중시되어야 한다는 주장과 ECB의 2축 체계를 옹호하는 논의 다시 주목

2) 자산지급준비제도

- ❖ 자산지준제도(ABRR): 모든 금융회사 보유자산에 대해 일정비율 지급준비금을 부과
 - 은행예금 비중이 줄어 시중유동성 관리에서 은행 역할이 축소
 - 자산유형별로 기준율을 차등적용, 리스크가 큰 자산시장의 과도한 쓸림현상, 버블발생 방지
 - ✓ 중앙은행의 통화정책을 통해 선별적 자원배분도 가능
- 반론: 비 은행금융회사에 대한 금융감독이 2원화되어 불필요한 비용을 발생시키고 오히려 감독책임을 분산시킨다

II. 통화정책과 유동성 관리: 4. 관리방식

3) 물가지수에 주택가격 등 자산가격을 포함하자는 주장

- ❖ 물가지수에 주택 등 자산가격을 포함하거나, 중앙은행이 다른 정책수단을 동원해 자산가격 변동에 적극적으로 대응해야 한다는 견해
 - ✓ 현재 집세(rent)는 물가지수에 포함되어 있으나, 집값이나 부동산가격 동향은 불 포함
 - 한국과 같이 자가보유가 일반화된 경우에는 통화정책이 집값상승을 적절히 반영하지 못함
- ❖ 과거 IT 하에서 통화정책: 중앙은행이 자산가격 변동에 비 개입정책
 - ✓ 자산가격 안정을 추가할 경우, 경기침체를 초래할 정도로 금리인상이 커질 수도 있는 상황 우려
- ❖ 위기 이후 주택가격 등 자산가격 변동을 경제성장과 인플레이션 등 거시경제 리스크를 평가하는데 반드시 고려되어야 할 핵심요소로 포함시켜야 한다는 주장이 대두

➤ 반론:

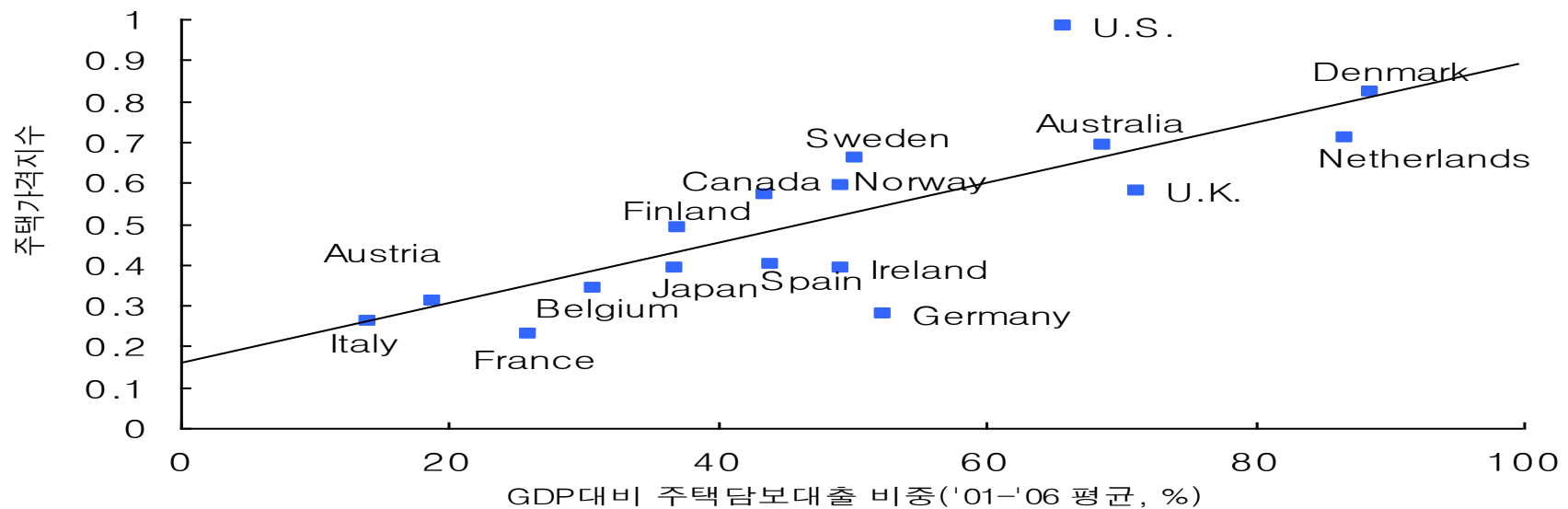
- ❖ 중앙은행이 자산가격 거품 여부를 객관적으로 확인하기 어렵고, 자산가격 거품을 억제하기 위해 통화를 과다긴축 시 예측하지 못한 상황이 초래될 수 있다는 비판
- ❖ 앞으로 시중유동성 및 부동산 등 자산가격 안정문제와 통화정책 관계 논의를 어떻게 정리하고, 통화정책에 어떠한 형태로 반영할 것인지가 주요 검토 과제

II. 통화정책과 유동성 관리: 5. 향후 과제

향후 검토 과제

- ❖ 자산가격 거품을 일으키는 시중유동성 관리와 통화정책 간 관계 ?
 - ✓ 통화정책의 목표와 수단을 어떻게 변경하고, 통화정책과 금융감독정책 간 역할을 어떻게 분담?
 - 우리나라가 DTI, LTV제도(2006년 말 시행)를 통해 시중 과잉유동성을 제어한 성공사례
- ❖ 2010 이후 선진국 양적 확대로 확대된 과잉유동성의 질서 있는 축소가 향후 주요 과제
 - ✓ 선진국 양적완화 /과잉유동성 → 금융과 실물 괴리 → 금융자산 버블/신흥국시장 변동성 확대
 - ✓ 선진국 양적완화 축소 → 금융자산 버블 붕괴/ 신흥국 시장 변동성 확대 → 금융위기 가능성

주요국의 주택가격과 주택담보대출 간의 관계



<참고 4> 한국의 사례(2006.11) - LTV, DTI 제도

❖ 2008년 글로벌금융위기에 앞서 2006년 말 DTI, LTV 규제 시행

✓ 주택담보대출과 집값상승 간 상관계수(2006. 한국은행): 0.83

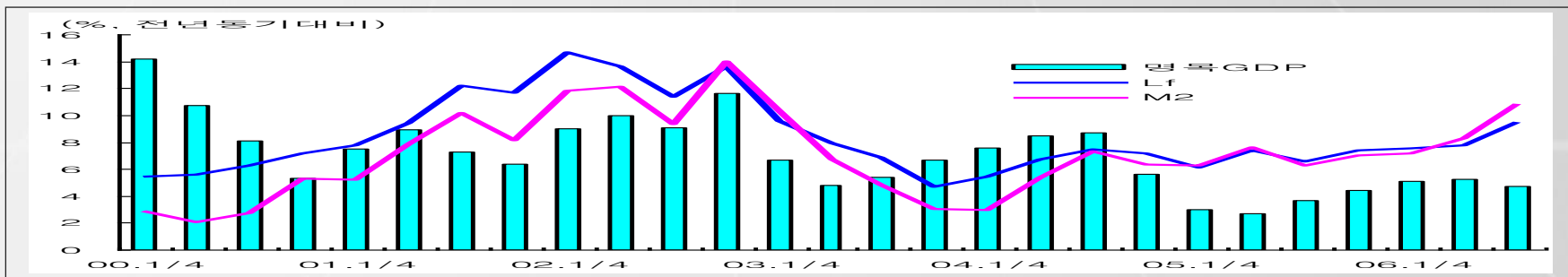
❖ DTI 규제 후 부동산담보대출 증가세 뚜렷이 감소, 주택가격 하락세로 전환

✓ 부동산담보대출(은행권) 증가액: 06. 11월(최고) 5.4조원 대 → 07. 3월 425억 원 수준

✓ 주택가격: 06. 11월 ↑ 3.1% → 07. 4월 들어 전국기준 마이너스로 전환(강남 3구, 13주 연속하락)

➤ 은행부실이 적어서, 금융시스템 건전성 유지로 금융위기에서 신속히 극복

명목 GDP 성장률과 유동성 증가율



부동산담보대출 및 주택매매가격 동향

대출: 은행권, 억 원; 상승률: 전기대비 %

	05년	06년	06.10월	11월	12월	07.1월	2월	3월	4.9일
주택담보대출증가액	202,607	280,961	27,583	54,408	31,323	7,460	4,079	425	△935
주택매매가격 상승률									
전국	4.0	11.6	0.5	3.1	1.9	0.9	0.4	0.2	△0.02
서울	6.3	18.9	0.8	4.8	3.0	1.5	0.4	0.4	0.0
강남11구	9.4	22.7	1.2	5.4	2.2	1.1	0.2	0.2	△0.3

THE END

