

미국경제 더블딥 우려

2010.8.11 | 여경훈_새사연 연구원 | khyeo@saesayon.org

목 차

1. 미국경제 더블딥 우려
2. 미 중앙은행의 경기둔화 전망
3. 2차 양적완화 ?



<http://saesayon.org>

요약

2007년 8월에 시작된 서브프라임 금융위기는 ‘글로벌 금융위기’로 이름만 바꾼 채 여전히 현재진행형이다. 올 초 미국경제의 ‘불안한’ 전망을 딛고 지속적이고 안정적인 회복으로 결과를 맺기를 기대했지만, 예상대로 하반기에 또 다시 더블딥(double-dip)이나 디플레이션(deflation) 우려가 대두되고 있다.

미국경제는 정부의 막대한 재정지출과 중앙은행의 유례없는 통화정책으로 작년 하반기부터 회복하기 시작하였다. 그러나 재정지출과 양적완화 정책의 효과가 떨어지는 상반기부터 성장률 둔화가 예견되었고, 일부에서는 하반기에 또 다시 마이너스 성장률을 보이는 더블딥 우려를 제기하기도 하였다. 특히 남유럽 재정위기를 계기로 ‘긴축재정’ 이슈가 급격히 대두되고, 미국의 고용, 부동산, 신용시장의 회복이 더디면서 이러한 우려는 더욱 점증하고 있다.

지난 7월 미 의회에 제출한 중앙은행의 통화정책 보고서 또한 시장의 경기둔화 우려를 그대로 보여주고 있다. 4월 경기전망에 비해 2010~2년 동안 모든 경기지표에 대해서 악화된 전망치를 제시하고 있다. 즉 실업률은 전보다 다소 높지만 물가상승률은 다소 낮은, 그리고 성장률은 둔화될 것으로 전망하였다.

“가계와 기업의 불확실성, 부동산 시장에서 지속적인 약세, 노동시장 상황의 매우 점진적인 개선, 재정지출 둔화, 그리고 은행 부문에서 신용상황의 느린 완화” 등의 이유로 경기전망을 전보다 어둡게 한 것이다.

그리고 어제 개최된 통화정책을 결정하는 FOMC(연방공개시장위원회) 정례 회의에서도 “생산과 고용의 회복 속도가 최근 몇 개월 간 둔화”되고 있다며 지난 6월의 수정 전망을 다시 확인하고 있다.

이번 FOMC 성명서에 대해, 양적완화의 재개 또는 2차 양적완화라는 금융시장 일부의 해석은 잘못되었음에 주의해야 한다. 이번 FOMC 성명의 핵심은 만기가 도래하는 MBS의 원금 상환액을 장기 국채에 다시 투자한다는 것이다. 현 수준에서 어떻게 해야 할지 정책의 방향 감각을 상실한 것이다. 일부에서 제기하는 양적 중립(quantitative neutrality) 정책으로 스탠스를 조정할 것으로 볼 수도 있다.

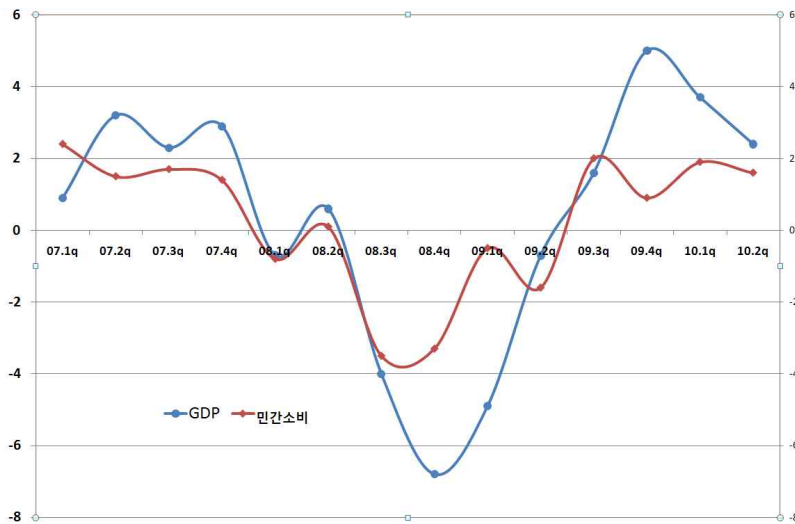
본문

1. 미국경제 더블딥 우려

2007년 8월에 시작된 서브프라임 금융위기는 벌써 3년이 지났다. 프랑스의 BNP 파리가 펀드 환매를 중단하면서 유럽의 단기 신용시장이 경색되어 금융위기가 수면위로 부상하였다. 그 날이 2007년 8월9일이므로, 정확히 3년이 지난 셈이다. 그러나 미국의 서브프라임 모기지에서 시작된 금융위기는 ‘글로벌 금융위기’로 이름만 바꾼 채 여전히 현재진행형이다.

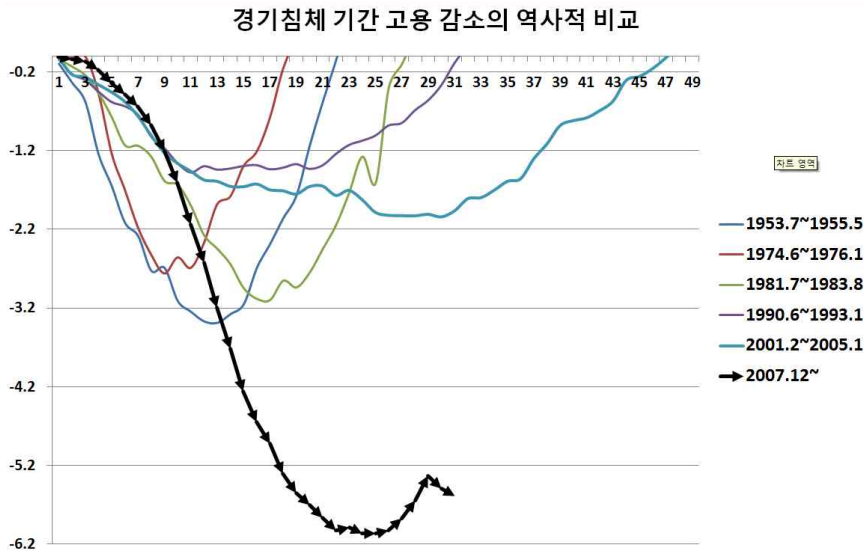
올 초 미국경제의 ‘불안한’ 전망을 듣고 지속적이고 안정적인 회복으로 결과를 맺기를 기대했지만, 예상대로 하반기에 또 다시 더블딥(double-dip)¹⁾이나 디플레이션(deflation) 우려가 대두되고 있다.

아래 그림에서 보는 것처럼, 미국경제는 정부의 막대한 재정지출과 중앙은행의 유례없는 통화정책으로 작년 하반기부터 회복하기 시작하였다. 그러나 재정지출과 양적완화 정책의 효과가 떨어지는 상반기부터 성장률 둔화가 예견되었고, 일부에서는 하반기에 또 다시 마이너스 성장률을 보이는 더블딥 우려를 제기하기도 하였다. 특히 남유럽 재정위기를 계기로 ‘긴축재정’ 이슈가 급격히 대두되고, 미국의 고용, 부동산, 신용시장의 회복이 더디면서 이러한 우려는 더욱 점증하고 있다.



* 자료: 미 상무부; 전기 대비 성장률(%)

1) 경기침체(recession)란 통상 2분기 연속 마이너스 성장률을 보이는 것으로 정의하는데, 경기침체의 유형에 따라 V, U, W, L 형 등으로 나눈다. 통상 더블딥(이중침체)이란, W 형 경기침체를 일컫는다. 어휘에서 짐작하듯이, 경기침체 기간 일시적으로 짧은 반등 후 다시 경기가 침체로 빠질 때를 말한다. 1980년대 초반 일시적으로 경기가 회복된 상태에서 중앙은행이 물가상승률을 억제하기 위해 긴축통화 정책을 실시하자 다시 경기가 침체로 빠진 경우가 대표적이다.



미국경제의 70%를 차지하는 민간소비가 회복되기 위해서는 고용, 주택, 신용 시장, 그리고 가계의 가처분소득이 회복되어야 한다. 그러나 현재로서는 그 어느 것 하나 낙폭치 않은 상태다. 예를 들어 고용시장을 보면, 경기침체가 시작된 이후 작년 말까지 837만 개의 일자리가 사라졌다. 급격한 고용 감소 규모는 작년 하반기부터 줄어들기 시작하여 올 초부터 미약하나마 고용시장이 회복하기 시작했다. 특히 5월에 43만 명의 고용이 증가하여 놀라운 회복세를 나타낸 것처럼 보였다. 그러나 정부에서 인구조사에 필요한 41만 명을 임시로 고용했기 때문이었다. 6월부터 다시 고용이 감소하고 있는데, 인구조사에 임시 고용되었던 사람들이 다시 일자리를 잃었기 때문이다. 여전히 이 부문에서 고용된 20만 명 정도가 수개월 내에 추가로 일자리를 잃을 것으로 보이며, 기업이 투자를 늘리지 않고 정부의 추가 재정정책이 집행되지 않으면 고용시장의 뚜렷한 회복은 단기간 내에 어려울 것으로 보인다.

2. 미 중앙은행의 경기 둔화 전망

지난 7월 의회에 제출한 중앙은행의 통화정책 보고서 또한 시장의 경기 둔화 우려를 그대로 보여주고 있다. 아래 표에서 보는 것처럼, 4월 경기전망에 비해 2010~2년 동안 모든 경기지표에 대해서 악화된 전망치를 제시하고 있다. 즉 실업률은 전보다 다소 높지만 물가상승률은 다소 낮은, 그리고 성장률은 둔화될 것으로 전망하였다.

“가계와 기업의 불확실성, 부동산 시장에서 지속적인 약세, 노동시장 상황의 매우 점진적인 개선, 재정지출 둔화, 그리고 은행 부문에서 신용상황의 느린 완화” 등의 이유로 경기전망을 전보다 어렵게 한 것이다.

[표1] 미 중앙은행의 경기 전망, 2010년 6월

	2010	2011	2012
GDP 성장률	3.0~3.5 (3.2~3.7)	3.5~4.2 (3.4~4.5)	3.5~4.5 (3.5~4.5)
실업률	9.2~9.5 (9.1~9.5)	8.3~8.7 (8.1~8.5)	7.1~7.5 (6.6~7.5)
PCE 물가상승률	1.0~1.1 (1.2~1.5)	1.1~1.6 (1.1~1.9)	1.0~1.7 (1.2~2.0)
근원 PCE 물가상승률	0.8~1.0 (0.9~1.2)	0.9~1.3 (1.0~1.5)	1.0~1.5 (1.2~1.6)

* 자료: Monetary Policy Report to the Congress(2010,7); ()는 4월 전망

그리고 어제 개최된 통화정책을 결정하는 FOMC(연방공개시장위원회) 정례 회의에서도 “생산과 고용의 회복 속도가 최근 몇 개월 간 둔화”되고 있다고 밝히고 있다. 이는 지난 6월 회의에서 경제 회복이 “노동시장의 점진적 개선”에 따라 진행되고 있다는 표현과는 분명히 다르다. 노동시장에 대한 언급은 아예 사라졌고, “예상했던 것 보다 경제회복 속도가 가까운 기간에 더욱 둔화될 것”이라며 지난 6월의 수정 전망을 다시 확인하고 있다.

FOMC 성명서(2010, 8.10)의 주요 내용

- 가계지출은 점진적으로 증가하고 있지만, 높은 실업률, 미미한 소득 증가, 가계 자산 가치 하락, 경색된 신용으로 인해 여전히 제약
- 신규주택 착공은 여전히 침체 수준이며, 은행 대출은 지속적으로 수축
- 자원 가동의 실질적 침체가 비용압박을 억제하고, 장기 인플레이션 기대가 안정적인에 따라 물가상승률은 당분간 정체
- 연방기금 목표 금리를 0~0.25%로 유지하고, 낮은 설비가동률, 정체된 물가상승률, 안정적 인플레이션 기대로 확장된 기간 동안 연방금리의 예외적으로 낮은 수준을 보장
- 경제회복을 돕기 위해, 현재 수준의 채권보유 규모를 유지하고 **정부보증기관이 발행한 채권과 MBS의 원금 상환액을 장기 국채에 재투자**, 만기 국채 연장

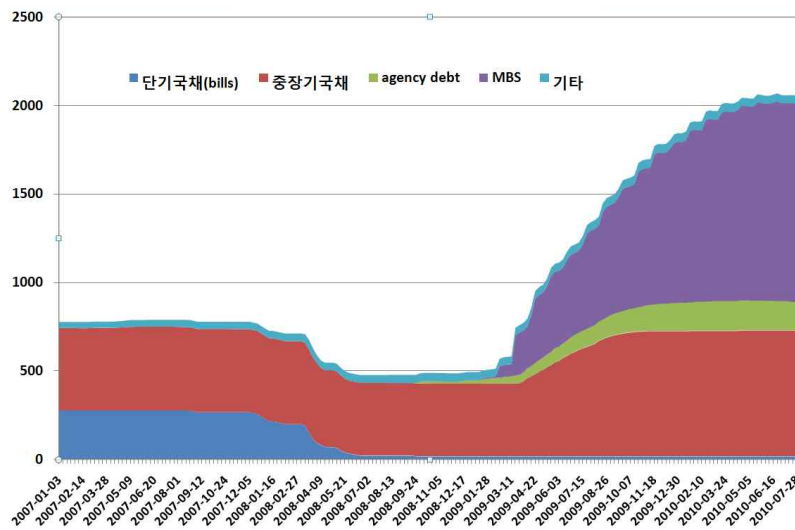
최근 미국 경제의 지표가 예상보다 저조함에도 불구하고, 미국의 다우지수를 비롯한 전 세계 주식시장은 상승 기조를 이어갔다. 그것은 다름 아닌 어제 열린 FOMC 회의에서 양적완화 정책을 확대하거나 지급준비금에 지급하는 금리를 낮출 것을 시장에서 기대하였기 때문이다. 중앙은행의 양적완화 정책의 주요 목표 중의 하나가 자산가격의 리플레이션(예를 들어 금리인하나 채권매입을 통한 채권가격 상승) 정책이므로, 중앙은행은 시장의 ‘기대’를 충족시키지 않을 수 없다. 그렇지 않으면 시

장은 예상치 않은 충격으로 받아들여 금융시장은 혼란에 휩싸이고 중앙은행이 의도하는 정책 효과를 발휘할 수 없기 때문이다. 중앙은행이 통화정책에 대한 적절한 시그널을 통해 시장을 인도하는 것이 아니라, 시장이 자신에게 우호적인 기대를 미리 형성하여 중앙은행의 통화정책을 강제하고 있는 셈이다.

3. 2차 양적완화 정책 ?

그리고 예상대로 중앙은행은 시장의 기대를 -만기 도래하는 주택저당증권(MBS)의 채투자 조치- 충족시켰다. 그러나 양적완화 정책의 확대나 지급준비금에 대한 금리 인하와 같은 시장의 더 나은 기대는 충족시키지 못하였다. 특히 FOMC 기대에 따라 그동안 잠재되어 있던 더블딥이나 디플레이션 우려가 수면 위로 부상할 것으로 보임에 따라 향후 금융시장의 전망은 그렇게 우호적이지 않다.

특히 이번 FOMC 성명서에 대해, 양적완화의 재개 또는 2차 양적완화라는 금융시장의 해석은 잘못되었음에 주의해야 한다. 통상 FOMC의 통화정책은 뉴욕연방준비은행이 집행하는데, MBS 채투자에 대한 기술적 설명에 따르면 “2010년 8월4일 기준, 시스템 공개시장 계좌(System Open Market Accounts)에 있는 2.054조 달러에 달하는 국내 채권 보유량을 유지”하겠다고 밝히고 있다.



자료: FRB H4.1

양적완화 정책의 핵심은, 폭락한 자산시장과 채권 가치를 부양하기 위해 중앙은행이 직접 채권을 매입하는 것이다. 부동산 버블의 붕괴로 말미암아, 정부보증기관(GSE)이 발행하는 주택저당증권(MBS)의 가격이 폭락하고 거래는 사실상 중단되었다. 채권가격의 폭락은 채권금리와 이에 수반하는 대출금리의 상승을, 채권시장의 붕괴는 주택대출 시장에 대한 자금공급의 중단을 의미한다. 따라서 중앙은행이 채

권의 최종수요자가 되어 채권시장을 부양시키는 것은 부동산시장을 뒷받침할 뿐만 아니라, 채권가격 상승으로 금융기관의 과탄난 대차대조표를 복구시키려는 의도가 포함되어 있었다. 마찬가지로 중앙은행의 장기국채 매입은 정부의 재정지출에 필요한 원활한 자금공급을 의미할 뿐만 아니라, 채권금리 하락으로 정부가 지불해야 하는 채권금리의 비용을 낮추고 장기투자를 촉진하는 효과를 발휘한다.

이러한 정책은 모두 중앙은행의 대차대조표를 확대하는 결과를 초래한다. 또한 중앙은행이 보유하고 있는 자산에서 단기와 장기의 구성을 변화시키는 것 또한 양적완화 정책의 일환으로 볼 수 있다. 예를 들어 1년 미만의 단기국채가 장기국채에 비해 유동성이 훨씬 크므로 자산구성의 변화는 실제로 시장에 유동성 공급을 확대하는 효과를 가져온다.(위의 그림에서도 이를 확인할 수 있다)

그러나 중앙은행의 자산규모 확대에 따라 시장에서는 인플레이션과 정부부채 증가, 그리고 중앙은행의 신용 리스크에 대한 우려가 대두되었다. 따라서 중앙은행의 통화정책에 대한 신뢰성을 회복하기 위해서는 예외적인 통화정책에 대한 출구전략이 필요하였다. 이미 지난 해 11월 3000억 달러에 달하는 장기국채의 매입은 중단되었고, 올 3월 말에는 MBS 매입 또한 중단되었다.

따라서 위의 그림에서 보는 것처럼 4월부터 주택저당증권의 보유량은 서서히 줄어들고 있음을 확인할 수 있다. 즉 만기가 도래하여 원금이 상환되기 때문이다. 마찬가지로 중앙은행이 보유하고 있는 채권을 매각해도 대차대조표는 축소된다.

이번 FOMC 성명의 핵심은 만기가 도래하는 MBS의 원금 상환액을 장기 국채에 다시 투자한다는 것이다. 즉 중앙은행의 채권 보유 수준을 2조 달러로 유지하면서, 자산의 구성만 조금 바꾼 것이다. 이렇게 되면 10년 물 국채가격은 일시적으로 상승(국채금리 하락)하여 장단기 채권 스프레드는 줄어들 것으로 예상된다. 엄밀히 말하면 양적완화의 확대가 아니라, 현 수준에서 어떻게 해야 할지 정책의 방향 감각을 상실한 것이다. 천문학적으로 늘어난 자산을 더 늘리는 것은 그 자체로 부담이고, 통화정책과 경기회복에 대한 신뢰성에도 의문을 주게 된다. 그렇다고 시장에서 요구하는 어떤 선물은 안겨주어야 하겠고 해서 공여지책으로 나온 조치다. 일부에서 제기하는 양적 중립(quantitative neutrality) 정책으로 스탠스를 조정한 것으로 볼 수도 있다.

올해 가장 유행한 단어가 ‘출구전략’이다. 그러나 미국 중앙은행의 출구전략은 현재로서는 없는 것으로 보인다. 1조 달러에 달하는 재정지출, 전대미문의 제로금리와 2조 달러에 달하는 중앙은행의 자산 확대에도 불구하고 또 다시 경기침체 우려가 부상했기 때문이다. 올 초 미국경제 전망에서 밝혔듯이, 미국경제는 ‘저성장-저고용-저물가-저금리-저달러’의 5저 현상을 상당 기간 지속할 것이다. 무엇보다 유럽에서 불어 닥친 ‘재정긴축’ 바람은 더블딥 또는 디플레이션 우려가 현실화 될 수 있는 가능성이 더욱 높아졌다.

(다음 글에서는 왜 중앙은행이 엄청난 규모로 통화량을 공급함에도 불구하고 디플레이션 우려가 부상하는지, 그리고 왜 민간은행은 아래와 같이 천문학적인 규모로 초과 지급준비금을 보유하고 있는지 설명하고자 한다)

