

## QE2: 자산버블 트리클다운

2011.6.24 | 여경훈\_새사연 연구원 | khyeo@saesayon.org

### 목 차

1. 제로금리와 양적완화 정책
2. 양적완화와 FRB의 자산-부채 증가
3. 양적완화와 인플레이션
4. 양적완화와 실물경제
5. 양적완화와 금융시장



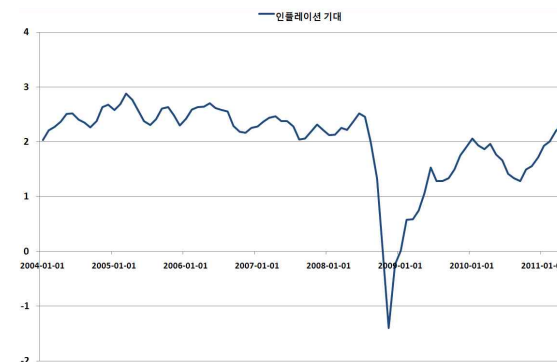
<http://saesayon.org>

### 1. 제로금리와 양적완화 정책

중앙은행이 총수요를 자극하기 위해서 전통적으로 사용하는 수단은 기준금리를 내리는 것이다. 그러나 미국처럼 명목금리가 0% 수준으로 내려가면 더 이상 금리를 내릴 수 없다. 왜냐하면 장롱 속에 현금을 보관하는 편이 낫지, 금리를 주면서까지 돈을 빌려주려는 어리석은 사람은 없을 것이기 때문이다. 통상 이 시점에서 명목금리는 제로하한(zero bound)에 도달했다고 말한다. 물론 유사 이래 한국경제는 이러한 상황에 직면한 적이 없다. 그러나 2008년 금융위기 이후 미국이 이러한 상황에 부딪혔고, 1999년 초반 일본경제도 제로하한에 도달하였다.

이 때 중앙은행이 붕괴된 금융시장과 실물경제를 회복하기 위해 취할 수 있는 정책 수단은 무엇이 있을까?

우선, 시장의 인플레이션 기대가 안정 또는 상승하도록 중앙은행이 제로금리를 장기간 유지하겠다는 약속이다. 이번 달(6/22) 미국의 통화정책을 반영하는 FOMC 성명서에도, “이례적으로 낮은 금리를 확장된 기간 동안 유지”하겠다는 문구가 이어졌다. 이는 경기회복이 가시화 될 때 까지 제로금리를 유지하겠다고 금융시장에 시그널을 보임으로써, 기대인플레이션이 하락하는 것을 방지하는 효과를 지닌다. 만약 중앙은행의 지속적인 제로금리 정책으로 시장의 기대인플레이션이 상승했다고 가정해 보자. 통상 실질금리는 명목금리에서 기대인플레이션을 차감한 것으로 정의되므로, 인플레이션이 상승하면 실질금리는 하락하는 효과를 지닌다.



\* 자료: FED St. Louis

위의 그림1)에서 보는 것처럼, 리먼 사태 이후 기대인플레이션은 -1% 이하로 떨어지기도 하였다. 금융시장에서 디플레이션까지도 예상한 것이다. 제로금리와 양적완

화, 그리고 최근 원자재 가격 상승으로 기대인플레이션은 2% 수준까지 회복되었다. 그러나 최근에는 미국경제 하강에 대한 우려로 다시 떨어지고 있다. 양적완화가 디플레이션을 방지하기 위한 것이라면 성과라 평가할 수도 있다.

“오늘 1온스의 금이 300달러 정도에 팔린다. 이제 현대의 연금술사가 아무런 비용도 들이지 않고, 새로운 금을 무한대로 생산할 수 있는 방법을 발견함으로써 자신의 오랜 난제를 해결했다고 가정해보자. 또한 그의 발견은 대중에게 공표되고 과학적으로 입증되었으며, 몇 일내로 금을 대량 생산할 의도를 지니고 있다고 발표한다. 금 가격에 어떤 일이 발생할 것인가? 짐작컨대 저렴한 금을 무한대로 공급하면 금의 시장가격은 폭락하게 될 것이다. 실제로, 금 시장이 상당한 정도로 효율적이면, 연금술사가 금을 생산해서 1온스의 황금을 시장에 내놓기도 전에 발명했다는 발표가 나오자마자 즉시 폭락할 것이다.”<sup>2)</sup>

이 말은 2001년 일본에서 디플레이션 우려로 양적완화가 실시되고 미국 내 학계에서도 디플레이션 논의가 있을 때, FRB 의장인 버냉키가 디플레이션 해법의 기본 원리를 설명하기 위한 예시다. 즉 상품화폐인 금처럼, “유통 중인 미 달러의 양을 늘림으로써 미국 정부는 재화와 서비스로 표시한 달러의 가치를 줄일 수 있다”고 설명한다. 재화와 서비스의 양이 변함이 없다고 할 때, 그것의 가치를 표현하는 화폐의 공급을 늘려 화폐가치를 줄여서 디플레이션을 방지할 수 있다는 말이다. 디플레이션 방지의 핵심은 통화 단위인 ‘달러’ 가치의 하락이며, 실제 2008년 금융위기 이후 양적완화 정책도 이러한 의도를 지니고 있었다.

그러나 무엇보다 시장의 기대인플레이션은 측정하기도 통제하기도 매우 어렵기 때문에 통화정책 도구로 논란이 많은 변수다. 또한 이미 제로하한에 도달한 상황에서 기준금리를 제로 수준에 계속 유지하겠다는 시그널만으로 시장의 기대를 상승시키기에는 한계가 있다. 오히려 기대인플레이션은 경제성장률 등 실물경제를 반영한다고 보는 것이 타당하다.

다음으로, 중앙은행이 취할 수 있는 정책도구는 유동성의 공급이다. 즉 ‘가격’ 변수가 더 이상 작동하지 않을 때, ‘양’의 공급을 늘리는 것이다. 이는 크게 2008년 9월 리먼 사태를 기준으로 금융기관과 금융시장에 대한 유동성 공급으로 구분할 수 있다. 서브프라임 사태를 유동성 부족의 문제로 간주한 FRB는, 2007년 12월부터 상

업은행과 투자은행에 유동성 공급을 늘리는 데 주안점을 두었다. 그러나 리먼 사태 이후 금융시장이 총체적으로 붕괴되자 정책수단의 변화를 가져왔다. 따라서 부동산 파생상품의 증권화 과정과 관련된 ABCP, CP, ABS 등 단기신용시장에 직접 유동성을 공급하는 방식으로 변경되었다.

통상 개별 금융기관과 금융시장에 대한 중앙은행의 자금공급, 이에 따른 중앙은행 대차대조표 상의 자산구성의 변화를 초래하는 프로그램을 신용완화(credit easing)라 부른다. 즉 신용완화 정책이란 민간 금융회사에 예외적인 방식으로 유동성을 공급하거나 민간의 금융자산을 중앙은행이 인수하는 프로그램을 말한다. 이에 비해, 양적완화(quantitative easing) 정책이란 중앙은행의 장기국채 인수, 이에 따른 대차대조표의 규모 확대를 초래하는 프로그램을 말한다.

따라서 2008년 12월부터 2010년 3월까지 1.725조 달러의 MBS와 국채를 매입한 프로그램을 1차 양적완화라 부른다. FRB는 양적완화를 통해 MBS와 장기국채를 대량 매입하여 침체된 주택시장을 부양하고 장기금리를 내려서 실물경제 회복을 노렸다. 그러나 FRB의 양적완화 효과가 끝나고 더블딕 우려가 시장에 팽배할 때 또 다시 양적완화 프로그램을 재개한다고 선언하였다. 이에 따라 지난 해 11월부터 6000억 달러에 달하는 국채를 추가로 매입하고 있다. 그리고 2차 양적완화 정책은 이번 달 말 종료된다. 그리고 1차 양적완화가 종료될 때와 마찬가지로 또 다시 미국경제 하강에 대한 우려가 시장에 팽배되어 있다.

아래에서는 양적완화 프로그램의 전개에 따른 FRB의 대차대조표 변화를 살펴보고, 미국의 각종 경제지표를 통해 양적완화가 FRB가 의도한 정책효과를 지녔는지 검토한다.

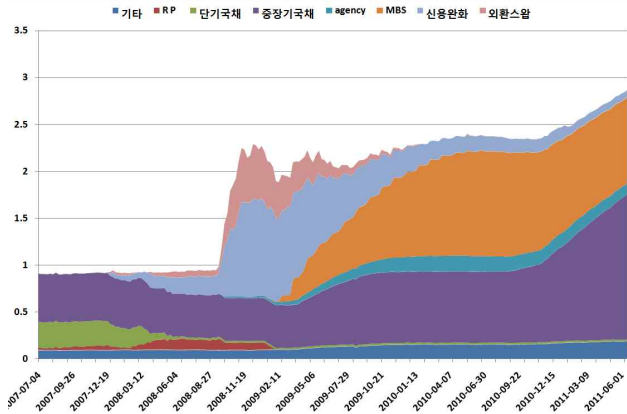
[표1] FRB의 신용 및 양적 완화 프로그램

프로그램	명칭		내용	시작	종료
TAF	금융기관	유동성 공급	상업은행 단기신용 공급 확대	07.12.12	10.3
Currency Swap			14개 중앙은행과 통화스왑 개설	07.12.12	10. 2.1
TSLF			민간채권을 국채와 교환	08.3.11	10. 2.1
PDCF			투자은행 재할인을 창구 이용	08.3.16	10. 2.1
AMLF	금융시장	유동성 공급	ABCP 시장에 유동성 공급	08.9.18	10. 2.1
CPFF			CP 시장에 유동성 공급	08.10.7	10. 2.1
MMIFF			MMF 시장에 유동성 공급	08.10.21	09.10.31
TALF			ABS 시장에 유동성 공급	08.11.25	10.3.31
GSE MBS 구입	1차 양적완화		1.25조 달러 MBS 구입	08.11.25	10. 3.31
GSE 채권 구입			1,750억 달러 구입	08.11.25	10. 3.31
국채 구입			3,000억 달러 국채 구입	08.3.18	09.10.31
<b>국채 구입</b>	<b>2차 양적완화</b>		<b>6,000억 달러 국채 구입</b>	<b>10.11</b>	<b>11.6.30</b>

1) 기대인플레이션은 5년물 명목국채금리에서 5년물 물가연동 국채금리를 차감한 것으로 계산하였다.

2) Ben Bernanke(2002), Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here.

2. 양적완화와 FRB 자산-부채 증가



위의 그림은 FRB의 신용 및 양적 완화 프로그램에 따른 대차대조표의 자산 상 변화를 나타낸 것이다. 금융위기 이전 FRB의 총자산 규모는 대략 9000억 달러에 달했다. 2007년 여름 서브프라임 사태가 발생한 이후 자산규모에는 큰 변함이 없었다. 다만 자산의 구성 상 단기국채(treasury bills)가 감소하고 신용완화에 따른 상업은행과 투자은행에 대한 단기대출이 증가하였다.

A은행		B은행	
자산	채무	자산	부채
대출(50)	예금(100)	대출(130)	예금(100)
<b>B은행 대출(40)</b>		채권(10)	<b>A은행 차입(40)</b>
채권(10)		지급준비금(10)	자본금(10)
지급준비금(10)	자본금(10)		

아주 간단한 예를 통해 FRB의 신용완화에 따른 민간은행의 대차대조표 변화를 살펴 보도록 하자. 두 종류의 은행을 상정하고 법정지급준비금은 예금의 10%라고 상정하자. 두 은행 모두 동일한 자본금과 예금으로 영업활동을 한다. 다만 B은행이 위치한 지역의 경기가 활성화되어 A은행보다 대출 기회가 더 많은 환경을 가정하고 있다. 단기 은행 간 신용시장이 정상적으로 작동한다면, 위의 예처럼 B은행은 A은행에서 차입하여 대출을 증가시킬 수 있다. 당연히 지급준비금을 최소화하려는 은행의 행위에 따라 초과지급준비금은 발생하지 않을 것이다.

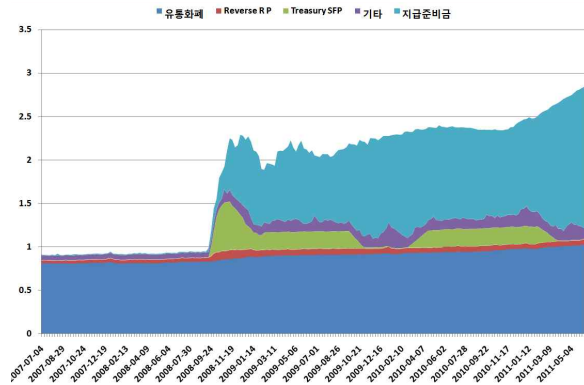
이 때 신용경색이 발생하게 되면, A은행은 B은행에 차입금 상환을 요구할 것이다. B은행이 다른 은행에서 차입하거나 더 많은 예금을 유치할 수 없다면, A은행에 차입금을 상환하기 위해서는 대출을 줄여야 한다. 따라서 가계를 비롯한 차입자는 대출을 상환해야 하고 이는 예금 인출을 초래한다. 결국 대출을 상환함에 따라 경제 전체의 통화량과 경제활동은 줄어들게 된다. 이른바 연속적인 대출회수와 부채축소의 악순환, 디레버리징이 발생하는 것이다.

통상 중앙은행이 신용경색에 대응하는 방법은 기준금리를 낮추는 것이다. 기준금리를 낮추면 차입비용이 줄어들고 따라서 전에는 수익을 맞출 수 없었던 대출 활동이 가능해지기 때문이다. 예를 들어 B은행의 대출감소를 상쇄할 만큼 A은행에서 대출을 늘리면 경제활동 규모는 줄어들지 않는다. 신용완화된 기준금리를 낮출 수 없는 환경에서, 디레버리징을 최소화하기 위해 A은행이 했던 자금증대 기능을 중앙은행이 직접 대신하는 것이다. 즉 중앙은행이 직접 A은행에 자금을 입금시키면 된다. 특별 유동성 확대 프로그램이란 이런 원리에 따라 작동하였다.

A은행		B은행	
자산	채무	자산	부채
대출(50)	예금(100)	대출(130)	예금(100)
채권(10)		채권(10)	<b>중앙은행 차입(40)</b>
<b>지급준비금(50)</b>	자본금(10)	지급준비금(10)	자본금(10)

중앙은행에 예치된 B은행의 지급준비금 계좌에 중앙은행이 40을 입금시키면, B은행은 이 자금으로 A은행에 대출금을 상환할 수 있다. 즉 B은행 입장에서 중앙은행 대출은 은행 간 시장을 대체한 것이고, 결국에는 A은행의 지급준비금 확대로 귀결된다. 증가한 지급준비금을 회수하기 위해 공개시장조작 정책을 통해 단기국채를 매각하였다. 그 기간 단기국채는 2770억 달러에서 184억 달러로 감소하였다.[위 그림의 연두색] 그러나 2008년 9월 신용완화 프로그램이 폭발적으로 증가하고, FRB가 보유하고 있던 단기국채가 소진되자 공개시장조작을 통한 단기국채 매각을 포기하게 된다. 이후 FRB는 재무부와 공조하여 재무부가 단기채권을 발행하고, 채권 매각대금을 중앙은행 계좌에 입금하는 프로그램(SFP)을 도입하여 지급준비금을 흡수하기도 하였다. 그러나 SFP 프로그램의 규모보다 2008년 11월 이후 도입된 1~2차 양적완화 규모가 훨씬 컸다. 양적완화가 시행될수록 지급준비금 규모는 지속적으로 늘어났다. 금융위기 이전 평균 400억 달러에 달하는 지급준비금 규모는 현재 1.65조 달러로 증가했다. 그리고 이의 대부분은 법정지급준비금을 초과한 초

과지급준비금이다.



### 3. 양적완화와 인플레이션

경제학 교과서에는 다음과 같은 아주 유명한 방정식이 존재한다.

$$M = mH \quad (M: \text{통화량}, m: \text{통화승수}, H: \text{본원통화})$$

즉 경제 전체의 통화량은 본원통화(지급준비금+유통 중인 화폐)에 통화승수만큼 곱해져서 결정된다고 설명한다. 이른바 ‘신용창조’라고도 해석되는데, 지급준비율이 10%이고 민간이 모든 현금을 은행에 예금하면 통화승수는 10이 된다. 즉 중앙은행이 지급준비금을 10%만큼 증가시키면 ‘신용창조’ 과정을 통해 통화량은 100%만큼 증가한다고 설명한다.

“은행에 1달러의 자본금을 투입하면 실제로 가계와 기업에 8~10달러의 대출을 초래할 수 있는 통화승수 효과는 궁극적으로 더 빠른 경제성장의 속도를 만들어 낼 수 있다.”<sup>3)</sup>

2009년 4월, “구제금융에 사용된 돈이 어디로 갔는가?” 라며 대중의 분노가 폭발할 즈음, 미국의 오바마 대통령이 조지타운 대학에서 실시한 연설 내용 중 일부다. 금융회사에 대한 구제금융은 신용창조 이론을 기반으로 하고 있음을 잘 보여주고 있다.

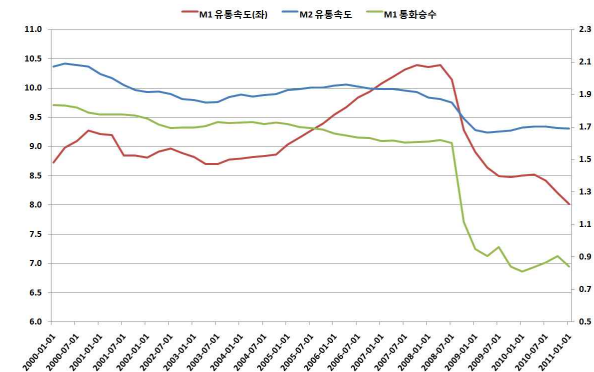
다음과 같은 유명한 식도 경제학 교과서에 잘 기술되어 있다.  $MV = PY$

3) Obama(2009/4), Obama's Remarks on the Economy. Newyork Times.

경제 전체의 통화량과 유통속도의 곱은 명목소득과 같다는 항등식인데, 이를 통해 통화량 증가는 물가상승률을 초래한다고 설명한다. 중앙은행의 막대한 유동성 공급이 초인플레이션을 초래할 수 있다는 주장은 이의 두 가지 유명한 경제적 이론에 기초하고 있다. 즉 양적완화가 초인플레이션을 초래하기 위해서는 다음 세 가지 고리가 순조롭게 진행되어야 한다. 첫째, 중앙은행이 국제매입을 통해 지급준비금이 증가해야 한다. 둘째, 지급준비금 증가는 통화량 증가를 초래해야 한다. 셋째, 통화량 증가는 인플레이션을 초래해야 한다.

위의 그림에서 볼 수 있듯이, 중앙은행의 신용 및 양적완화 정책은 시중은행의 지급준비금을 폭발적으로 증가시켰다. 그러나 지급준비금 증가가 반드시 통화량 증가를 초래하는 것은 아니다. 우선 통화량이 증가하기 위해서는 초과지급준비금이 가계와 기업 대출 증가에 활용되어야 한다. 그러나 현재 FRB에 예치한 지급준비금에 0.25%의 금리를 부여하고 있다. 따라서 경제적 불확실성과 부채축소가 진행되고 있는 상황에서, 리스크를 감안한 기대수익률이 0.25%를 초과하지 않는다면 대출이 큰 폭으로 증가하지 않게 된다. 무엇보다 가계의 기존 대출금 상환 규모가 중앙은행의 양적완화 규모보다 크면 오히려 통화량은 줄어들 수도 있다.

지난 1사분기 기준, 미국의 가계부채는 11.5조 달러로 2008년 3분기보다 1.03조 달러(8.2%) 감소하였다. 즉 지급준비금이 1.6조 달러만큼 폭발적으로 증가하는 동안 가계의 부채축소 또한 진행되어 통화량(M1 또는 M2)의 증가규모는 지급준비금에 미치지 못하였다. 즉 유통속도가 하락하여 M1으로 측정된 통화승수는 금융위기 이전 1.6~1.7에서 0.84까지 떨어졌다. 따라서 통화량이 증가하더라도 유통속도가 하락하면 반드시 인플레이션을 초래하지는 않는다. 즉 증가한 통화량이 인플레이션을 초래하는 정도는 경제활동의 수준에 의존한다.

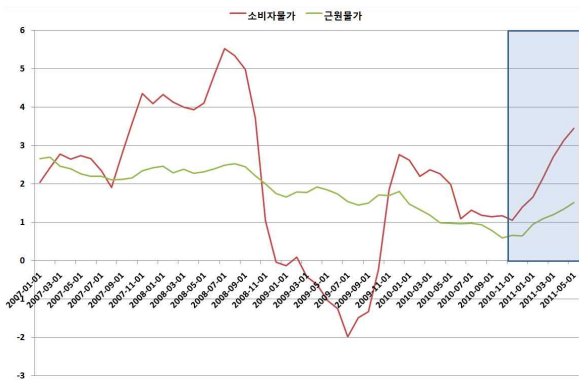


4. 양적완화와 미국의 실물경제

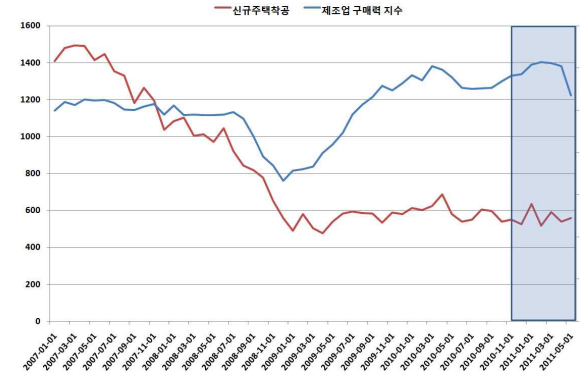


천문학적인 양적완화 정책은 미국경제에 무엇을 남겼을까? 각종 실물 및 금융시장 지표를 통해 양적완화의 성공 여부에 대해서 평가할 수 있다.

우선 실업률은 여전히 9.1%로 매우 높은 수준이다. 금융위기 직전 5% 수준이던 실업률은 2009년 10월 10.1%까지 치솟았다. 그러나 2009년 중반부터 경기가 회복되었다고는 하지만, 2년 동안 불과 1%p 하락하는 데 그쳤다. 고용률은 상황이 더욱 안 좋다. 금융위기 이전 63%에 달하던 고용률은 현재 58.4%로 5%p 낮은 상태다. 특히 2차 양적완화 조치 이후 실업률과 고용률 지표는 거의 변함이 없었다. 오히려 최근 이 두 지표는 동시에 악화되고 있다.



소비자물가는 2차 양적완화 이후 지속적으로 상승하고 있다. 2010년 10월, 1.2%에서 5월에는 3.4%로 상승하였다. FRB가 중시하는 근원물가 또한 0.6%에서 1.5%로 상승하였다. 그러나 이는 미국의 달러가치 하락에 따른 수입물가 상승과 석유를 비롯한 원자재 가격의 상승이 초래한 것이다. 즉 최근의 인플레이션은 FRB가 공식적으로 의도한 소비와 투자 증가에 따른 것이라기보다는, 양적완화의 부정적 효과가 초래한 간접적인 결과이다.



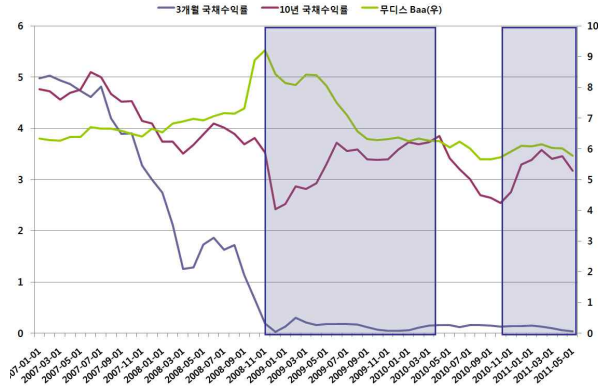
다음으로 생산 측면을 살펴보면, 제조업 구매력 지수는 지난 5월 53.5로 큰 폭으로 떨어졌다. 주택시장의 신규주택 착공 건수 또한 56만 건으로 침체 국면에서 좀처럼 회복되지 못하고 있다.

한 마디로 6000억 달러의 국채를 매입하는 2차 양적완화 시행 이후, 실물경제는 거의 회복되지 못하였다. 오히려 최근 양적완화가 종료되는 시점을 앞두고 다시 하강 국면으로 빠져들고 있다. 1차 양적완화가 종료되던 작년 상반기와 모든 지표의 추세가 거의 동일하다. 즉 양적완화는 실물경제에 거의 영향을 미치지 못하였다. 그러나 양적완화는 금융시장에 적지 않은 영향을 미쳤다. 사실 그린스핀의 저금리 정책(easy money)이나 버냉키의 양적완화 정책은 이름만 달리할 뿐 그것이 의도한 목적은 동일하다. 이른바 자산버블 트리클다운(Asset Bubbles Trickle down) 효과를 노린 것이다.

5. 양적완화와 미국의 금융시장

FRB는 양적완화를 통해 장기금리 하락을 유도하여 실물경제를 부양하겠다는 의도

를 공식적으로 표명하였다. 그러나 1~2차 양적완화 기간 동안 실제 장기금리는 거의 하락하지 않았다. 오히려 1차 양적완화가 종료되는 시점에서 장기금리가 하락하는 모습이 뚜렷이 나타난다.



통상 중앙은행이 장기국채를 매입하면 국채의 시장가격은 상승하고, 이에 따라 수익률이 하락하는 것이 일반적이다. 그러나 오히려 양적완화가 시행되기 전에 수익률이 하락하고 실제 시행될 때 수익률이 상승하는 패턴을 보이고 있다. 이는 양적완화가 시작되기 전, 시장에 이미 양적완화에 대한 '투기적 기대'가 반영되었기 때문이다. 따라서 장기국채를 보유하고 있던 금융회사는 양적완화에 대한 기대감만으로 막대한 시가차익을 얻게 된다. 그리고 실제 양적완화가 시행되기 전후에 국채를 내다팔고 증권이나 원자재 등 투기적 시장으로 자금을 이전하였다. 최근 장기금리는 2월 3.77%까지 오른 후 최근 다시 3% 아래로 떨어지고 있다. 이는 또 다시 양적완화가 시행될 것이라는 투기적 수요, 안전자산인 국채에 대한 수요, 그리고 실물경제 침체 등을 반영한 것으로 해석할 수 있다.

사실 FRB가 의도한 것은 공개적으로 표명하지는 않았지만, 암묵적으로 자산가격 부양이다. FRB가 안전한 국채를 높은 가격에 시장에서 매입하여 증권과 회사채, 그리고 원자재 시장으로 자금을 이동시켜 자산가격을 부양하려는 의도다. 위의 그림에서 보는 것처럼, 금융위기 이전 장단기 금리는 거의 차이를 보이지 않았다. 비록 양적완화가 시행되었음에도 장단기금리 차이는 여전히 3% 수준을 유지하고 있다. 이에 비해 투기등급 회사채 수익률은 급격히 하락하였다. 예를 들어, 무디스 Baa 채권의 수익률은 금융위기 직후 9%를 상회했으나 최근 5% 수준까지 떨어졌다. 주식시장 또한 양적완화의 수혜를 입은 대표적인 시장이다. S&P 500을 기준으로

금융위기 직후 저점보다 거의 90% 정도 상승하였다. 최근 글로벌 증시가 전반적인 하락 추세를 보이고 있는데, 유럽의 부채문제도 있지만 미국의 양적완화 종결에 대한 월가의 우려를 반영한 것이다.



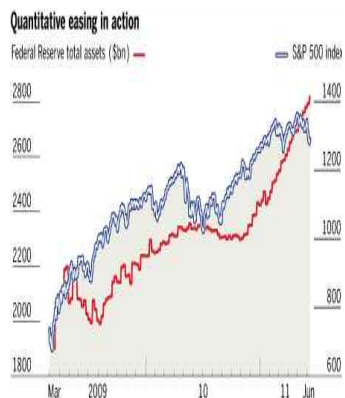
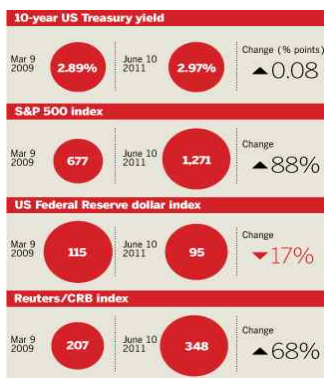
\* 달러지수(2007.1=100)의 상승은 가치의 하락을 나타냄

한편 미국의 양적완화는 기축통화인 달러가치 하락과 이에 따른 원자재 시장의 버블을 초래하였다. 달러는 2009년 3월의 저점에 비해 17% 정도 가치가 하락하였다. 시장의 달러가치 하락에 대한 기대는 고금리와 환차익을 노린 캐리 트레이드의 증가를 초래하였다. 따라서 신흥국의 통화 가치가 상승하였고, 이는 작년 양적완화 전후로 이른바 '환율전쟁(Currency War)'을 촉발하기도 하였다. 즉 FRB의 대규모 국채매입은 금융시장에서 미 국채와 달러를 매각하고 신흥국 통화를 포함한 고수익 위험 자산으로 자산의 재분배를 초래하였다. 이러한 금융시장의 포트폴리오 조정이 자국의 수출시장 확대를 목적으로 환율전쟁을 일으킨 배후이기도 하다.

그리고 달러가치 하락은 원유를 비롯한 상품시장의 버블도 추동하였다. 금융위기 직후 40달러 이하로 떨어진 원유가격은 최근 100달러를 넘어서기도 하였다. 위의 그림에서 보듯이, 원유가격 상승은 달러가치 하락과 거의 추세를 같이 한다. 대부분의 원자재 가격은 '달러'로 거래된다. 따라서 동일한 수익률을 올리기 위해 달러가치 하락은 상품의 가격상승을 초래한다. 또한 주식과 회사채 시장과 마찬가지로, 상품시장 또한 달러가치 하락에 따른 가격상승 기대로 투기적 수요가 증가한 것도 적지 않은 요인이었다.

지금까지 살펴본 것처럼, 양적완화는 실업률을 비롯한 실물경제 침체를 극복하는데 거의 기여를 하지 못하였다. 이에 비해 주식과 회사채, 그리고 상품시장에서 투기적 자산가격 버블을 초래하였다. 한 마디로 양적완화 정책은 그것을 가장 필요로 하지 않은 집단에 가장 많은 수혜를 안겨다 주었다. 반면 그것을 가장 필요로 하는 사람에게 가장 적은 수혜와 가장 많은 손실을 보게 만들었다.

사실 그린스핀을 계승한 버냉키는 월가를 비롯한 금융회사와 부유층의 버블 수혜가 실물경제를 부양할 것으로 기대하였다. 자산가격 상승은 재산효과(wealth effect)와 부채차입 증가가 민간소비를 통해 실물경제를 회복하고, 추가적 자산수요가 금융시장의 활황을 기대한 것이다. 이른바 자산버블 트리플다운 효과를 기대하였다. 그러나 실업률과 주택시장 침체에서 보듯 양적완화는 실물경제 회복에 거의 기여하지 못하였다. 높은 실업률과 가계부채의 부담이 투기적 금융자산 버블이 중하위 계층



\* 인용: FT(6/12)

으로 '대출'과 '투기'가 확산되는 것을 자극하지 못했기 때문이다. 무엇보다, 미국의 경제정책은 소득 및 자산 양극화, 높은 가계부채 비율, 취약한 미국 제조업 경쟁력 등 미국경제의 근본문제를 방치하고 있다. 통화정책으로는 실물경제의 근본문제를 결코 해결할 수 없다. 통화정책이 새로운 '버블'을 위한 환경을 조성할 수 있지만, 근본적인 '부채문제'의 해결책이 될 수는 없다. 부채를 늘려 부채문제를 해결할 수 있는 집단은 월가의 금융회사들이다. 이들은 자신의 부채와 리스크를 다른 집단으로 이전시킬 수 있다. 이에 비해 소득양극화와 고용창출, 그리고 제조업 경쟁력이 회복되어야 미국의 가계부채 문제는 해결될 수 있다. 그렇지 않으면 1990년대 이후 일본경제가 그랬던 것처럼 장기 제로금리와 실물경제 침체의 덫에서 빠져나오지

못할 것이다.

2차 양적완화는 각종 경제지표에서 확인할 수 있듯이 명백히 실패한 정책이다. 따라서 3차 양적완화는 당분간 거론되기 어려울 것이다. FRB는 기존 자산의 원리금 상환금액을 재투자하여 현 수준대로 자산 규모를 유지할 것이다. 다만 실물경제가 현재보다 더욱 악화되면 또 다시 3차 양적완화가 월가에서 대두될 것이다. 1차 양적완화가 끝나기 전후에 실물경제가 침체되자 월가에서는 또 다른 양적완화를 잔뜩 기대하였다. FRB가 움직이지 않으면 월가에서 먼저 양적완화의 분위기를 조성할 것이다. 작년 양적완화가 발표되기 전에도 골드만삭스는 최대 1조 달러의 2차 양적완화가 이루어 질 것이라고 시장의 기대치를 잔뜩 끌어올렸다. 월가의 기대를 충족시키지 못하면, 자산가격 부양이라는 FRB의 암묵적 의도는 물거품난다. 따라서 FRB는 월가의 의도대로 따라갈 수밖에 없다. 다만 2차 양적완화가 실제로 관명이 났고 인플레이션 우려가 팽배된 상태에서 3차 양적완화는 상당한 정치적 부담으로 작용할 수밖에 없다. 따라서 FRB는 월가의 기대와 정치적 부담 사이에서 적절히 3차 양적완화를 조율할 것이다.