

Helicopter Money: 선진국 양적완화정책 평가

중앙은행 독립성을 다시 생각하다

2013.02.18 | 여경훈 | noreco@saesayon.org

1. 저자와 보고서에 대한 간단한 소개
2. 보고서의 주요 내용
3. 보고서의 시사점

새사연 추천보고서는 국내외 우수 보고서를 소개합니다.

Paul McCulley, Zoltan Pozsar, 2013,

"Helicopter Money: Or How I Stopped Worrying and Love
Fiscal-Monetary Cooperation"

승자독식의 신자유주의에서 벗어나 신뢰와 협동으로 함께 살아가는 사회,
새사연이 그리는 미래입니다. 더 큰 걸음으로 움직이고 성장하는 새사연,
이제 여러분이 회원이 되어 함께 해주세요.



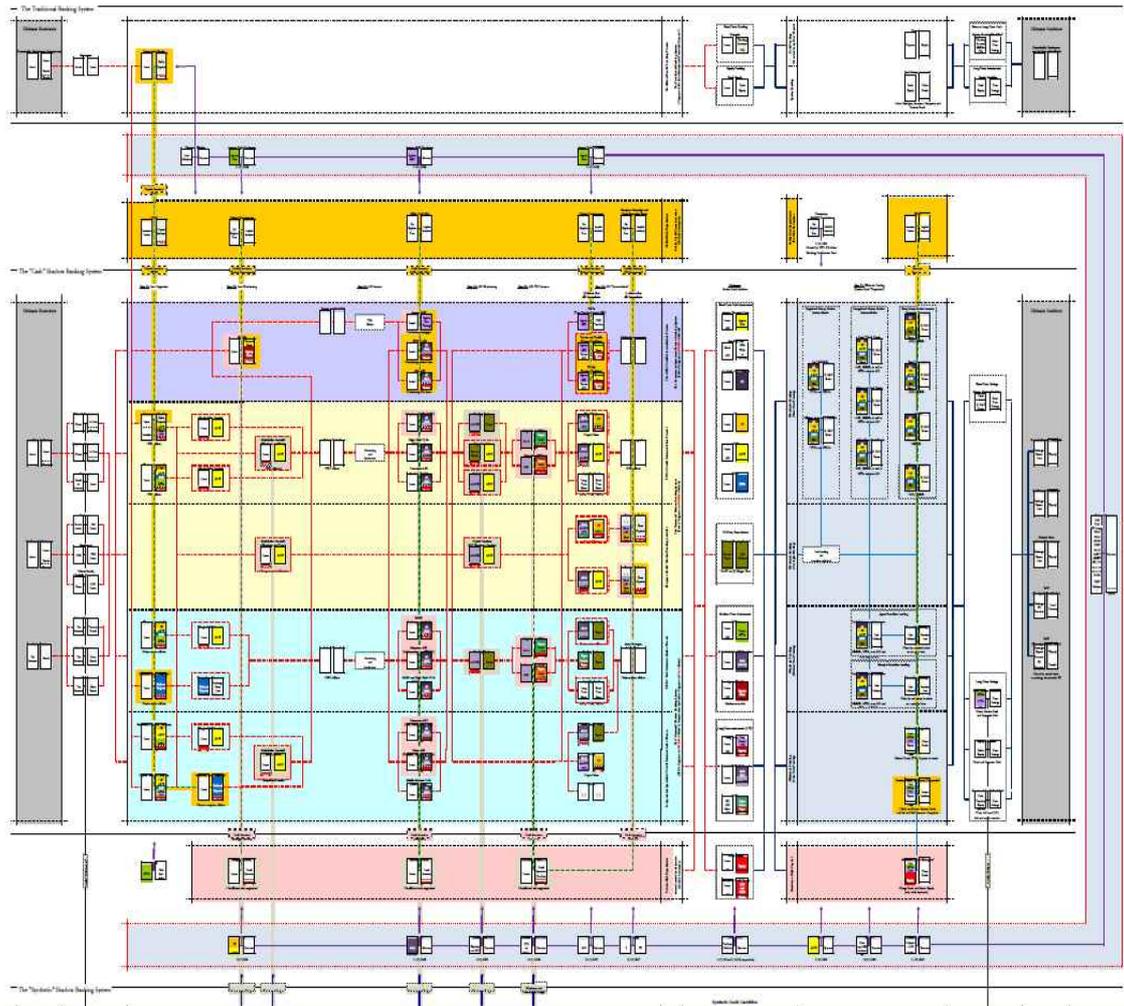
1. 저자와 보고서에 대한 간단한 소개

- 이 보고서 저자의 한 사람인 맥컬리(McCulley)는 세계적인 채권투자회사 핼코(PIMCO)에서 경영이사를 역임, 2007~9년 글로벌 금융위기 이후 민스키 시점(Minsky Moment)과 그림자금융체제(Shadow Banking System) 등의 신조어를 만들어 유명해진 경제학자.
 - 콜롬비아 대학에서 MBA를 받은 후 25년 동안 UBS, 핼코 등 채권 분야에서 전문 펀드매니저를 경험함. 1999년 이후 핼코의 단기채권 부서를 이끌면서 경제포럼 개최, 주기적인 칼럼(글로벌 중앙은행 포커스) 등을 작성하여 명성을 떨침.
 - 2010년 12월 핼코에서 은퇴한 후, 현재 비영리 싱크탱크인 Global Interdependence Center에서 Zoltan Poszar와 함께 공동 작업을 수행하고 있음.
 - 맥컬리는 특히, 포스트 케인지언(Post-Keynesian) 경제학자로서 글로벌 금융위기를 예견하여 명성을 날린 민스키의 영향을 많이 받음.
- Poszar는 뉴욕연방준비은행 시장 감독 부서에 근무하면서 그림자금융 시스템을 해부한 보고서를 작성하여 유명해지기 시작함.
- 뉴욕연준의 스텝 보고서(Staff Report) 형태로 발표한 보고서(Shadow Banking System; http://www.ny.frb.org/research/staff_reports/sr458.pdf)를 통해, 최초로 그래픽 도해를 통해 베일에 가려진 그림자 금융의 작동 방식을 알기 쉽게 설명함.[그림1]
 - 2008 금융위기 이후 미 재무부, 백악관, FOMC, BIS 등에 글로벌 금융의 발전과 그림자금융 감독 등에 대하여 조언함. 현재 IMF 방문학자로 그림자금융 규제에 대한 정책 자문을 수행하면서, 폴 맥컬리와 함께 GIC를 통해 양적완화와 재정지출을 확대할 것을 주문하는 정책보고서를 작성하고 있음.
- 이 보고서를 통해 5년 전(2008년) ‘금융’에 대한 기존 패러다임을 수정한 것처럼, 이제는 ‘중앙은행 독립성’에 대한 기존 패러다임 또한 바꾸어야 한다고 주장함.
- 즉 “장기적 부채 사이클이 존재하는 한 중앙은행 독립성은 정거장일 뿐 최종 목적지가 되어서는 안 된다”고 주장함.
 - 최근 집권한 일본 아베 총리는 물가안정과 최대고용의 이중목표제, 무제한적 양적완화, 물가목표치 상향 조정(1%→2%) 등 중앙은행에 대한 적극적인 경기부양 역할을 강조함.
 - 또한 3차례 양적완화의 실효성 여부에 대한 연준 내부의 이견, 긴축정책 지속에 대한 정치적·이론적 대립이 지속되는 상황에서 기존의 ‘중앙은행 독립성’ 패러다임 또한 수정해야 한다는 새로운 시각을 제공하여 생산적인 논쟁 및 담론 형성에 기여할 것으로 판단함.
 - 최근 일본과 미국의 재정 및 통화정책에 대한 새로운 시각은 진보와 보수를 막론하고 중앙은행 독립성과

재정건전성을 금과옥조로 여기는 한국의 정치담론에 시사하는 바가 적지 않음.

- 통화정책이 작동하지 않는 유동성함정에 대한 이해, 다양한 QE 정책 간 비교 분석, 1913년 연준 창설 이후 최근 QE에 이르기까지 미 연준과 재무부 간 권력투쟁의 역사 등을 통해 현대 거시금융에 대한 이해의 폭을 확대할 수 있음.

[그림] 그림자 금융



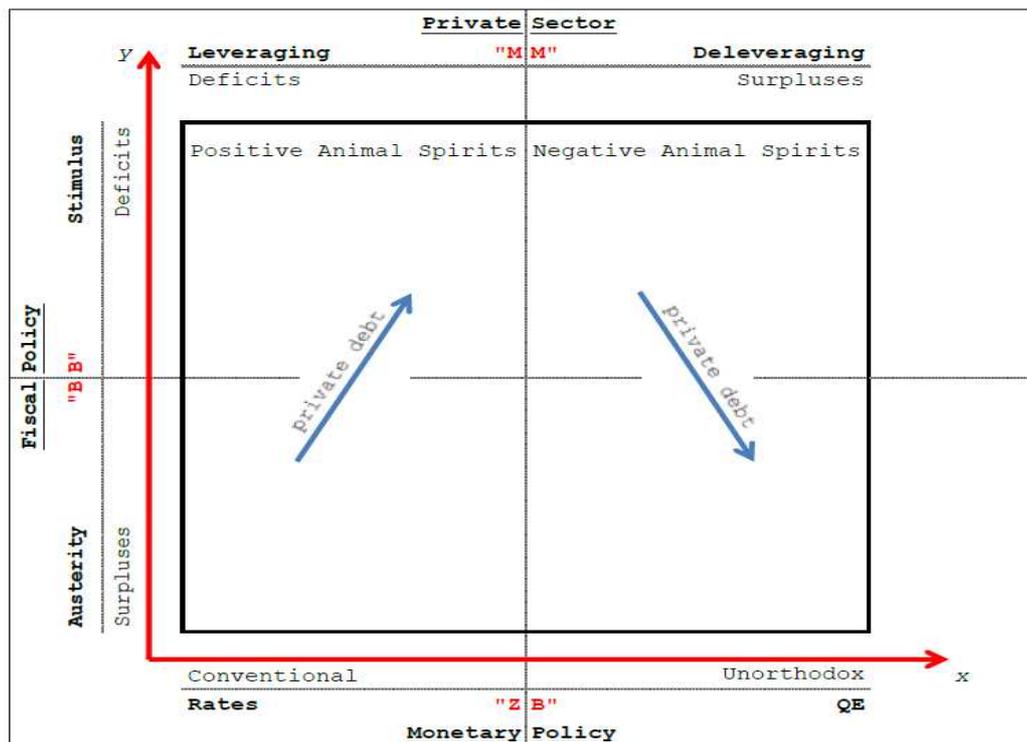
Zoltan Poszar, Adrian, Ashcraft, Boesky, 2010

2. 보고서의 주요 내용

1) 장기 부채 사이클

- '부채'에 대한 민간의 일반적인 태도나 야성적 충동을 크게 두 가지로 구분, 왼쪽은 장기적인 레버리징 사이클(차입과 마이너스 저축), 오른쪽은 디레버리징 사이클(부채축소와 저축). 장기적 부채 사이클의 핵심 동인은 주로 야성적 충동과 금리가 좌우하는 자산 가격.[아래 그림3 참조]
- 대출의 주요 동력이던 자산 가격이 붕괴하면 디레버리징으로 전환되고, 그 전환점이 바로 MM으로 표시되는 민스키 시점(Minsky Moment). 유동성 함정은 부채로 지탱하던 자산 가격 버블이 붕괴될 때 발생함. 자산 가치는 붕괴되지만 빚은 줄어들거나 소멸되지 않고 법적으로 반드시 상환되어야 하기 때문.
- 자산 가격 하락과 비유동성 부채는 민간의 순자산, 차입, 지출 능력과 성향을 모두 떨어뜨림. 채무자의 순자산과 소득이 줄어들 때, 은행은 안전하다고 판단하는 채무자의 부채한도를 재평가하므로 채무자의 차입 능력은 감소함. 채무자 또한 소득이 줄어든 상황에서 순자산 목표치를 다시 구축하기 위해 필요한 저축 규모, 안전하다고 느낄 수 있는 부채 규모를 재평가하므로 채무자의 차입 성향 또한 감소함. 전자를 비자발적 디레버리징, 후자를 자발적 디레버리징으로 구분할 수 있지만 경제적 효과는 동일함.

[그림2] 회계 - 금융 정책 매트릭스의 세속적 부채



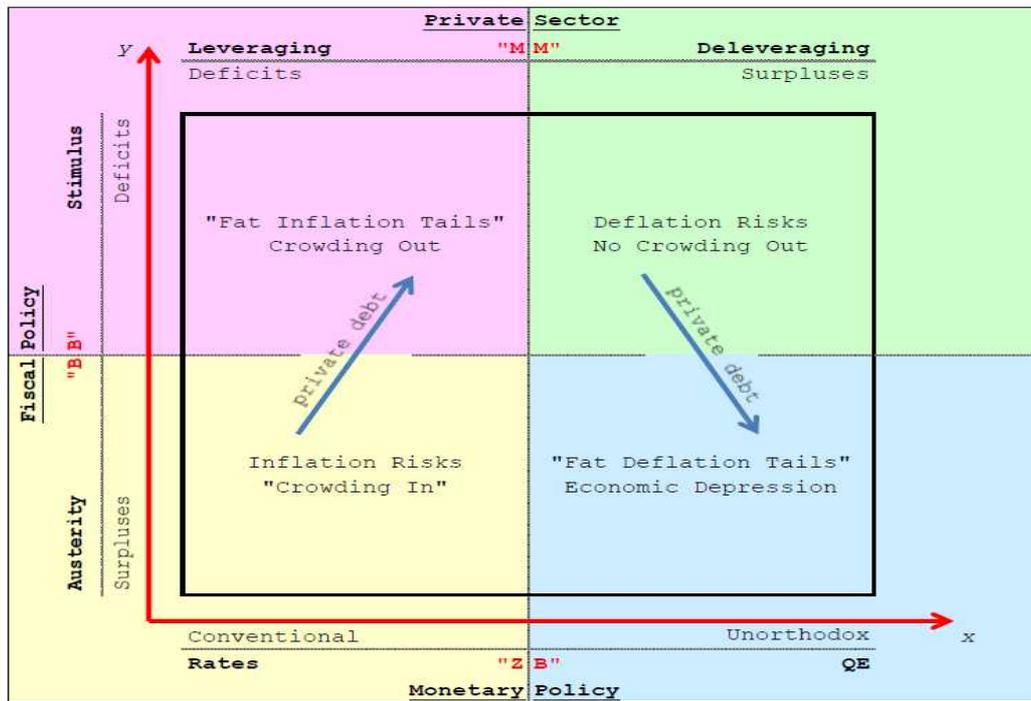
- 소득이나 빚을 통한 민간의 지출 감소는 경제 순환에서 유출(leakage)에 해당함. 한 부문의 지출은 다른 부문의 소득이므로, 특정 부문의 지속적인 유출은 총수요 감소를 초래하여 '절약의 역설' 메커니즘이 작동함. 적절한 경제정책이 추진되지 않으면, 디레버리징 → 경기침체 → 디플레이션의 악순환이 반복되는 유동성 함정에 빠질 수 있음.
- 위 [그림2]의 수평축은 통화정책, 수직축은 재정정책을 나타냄. 두 축의 교차점에서 금리는 높고 예산은 흑자인 초긴축 상태. X축에서 오른쪽으로 갈수록 Y축에서 위로 갈수록 통화정책과 재정정책은 각각 더 완화된 상태를 나타냄. Y축의 중간점인 BB(Balanced Budget)는 균형재정, X축의 중간점인 ZB(Zero Bound)는 제로금리를 각각 반영함.
- X축에서 ZB의 왼쪽은 통상적인 통화정책(주요 정책수단인 기준금리가 플러스인 상태), 오른쪽은 제로금리와 양적완화가 주요 정책수단인 비통상적인 통화정책을 나타냄. 2차 세계대전 이후 대부분의 선진국 국가들은 장기적인 레버리징 사이클에 놓여 있었고, 따라서 통상적인 통화정책에 익숙해져 있음. 반면 디레버리징 사이클은 1920년대 대공황, 1990년대 일본, 그리고 오늘날 선진국 일부에 해당할 정도로 드물었음.

2) 다양한 재정-통화 정책 조합

- 균형재정(BB)과 제로금리(ZB) 구분은 아래 [그림3]처럼 4분면으로 나타낼 수 있음.
- 2사분면(분홍색)에서, 민간과 정부 모두 적자 지출, 정부의 과도한 적자재정은 민간투자 구축과 인플레이션 리스크를 초래할 수 있음. 이 때 인플레이션 리스크가 완화될 때 까지 기준금리를 상향 조정함. 그 결과 경기침체가 발생하지만 민간의 야성적 충동이나 장기적인 레버리징 사이클에 악영향을 미치지 않음. 민간의 신용수요가 플러스이므로 기준금리를 낮추면 레버리징 사이클이 재개되고 통상적인 통화정책은 효과적.
- 새로운 경기변동이 시작되지만, 과도한 재정적자 우려와 중앙은행 규율로 정부의 재정지출 규모는 줄어들음. 즉 민간부분은 여전히 레버리징 국면이지만 정부는 흑자재정을 유지하는 3사분면(노란색)으로 전환함. 너무 오래 동안 통화정책을 과도하게 완화하면 부채가 증폭시킨 자산버블이 발달하기 시작함. 물가나 자산버블 우려로 불가피하게 기준금리를 올리면 자산버블은 터지고 자산가격은 폭락하고, 그 결과 장기 디레버리징 사이클로 전환됨. 민간의 신용수요는 마이너스로 떨어지고 장기 대차대조표 복구 과정에 돌입함. 기준금리를 제로까지 내리지만 재정정책의 협조가 없기 때문에 경제는 유동성 함정에 빠지게 됨.
- 공황에 빠지는 것을 막기 위해 정부의 재정정책이 동원되는 1사분면(초록색)으로 전환됨. 정부 재정지출은 통상적인 자동안정화 정책의 반영. 양적완화와 같은 비통상적인 통화정책 또한 실효성이 떨어짐. 민간의 디레버리징을 정부의 재정지출이 상쇄하는 정도에 따라서 경기침체의 강도가 결정됨. 민간 디레버리징 강도를 결정하는 가장 중요한 요소[소득 대비 부채에서 분모를 늘리기 때문]인 경제성장률은 정부의 적극적인 차입과 최종 지출자 역할이 결정함.

- 그러나, 정부의 재정적자를 장기간 지속하는 것은 정치적으로 곤란하고, 긴축에 대한 요구가 승리할 때 4사분면(파란색)으로 전환됨. 민간의 디레버리징과 정부 긴축정책이 결합되면, 절약의 역설 메커니즘은 증폭되어 디플레이션 리스크가 고조됨. 통화정책은 X축 선상에서 수평으로만 움직일 뿐, 1사분면으로 경제 상태를 전환시킬 수 없음. 즉 통화정책은 신용의 '가격'에 영향을 미칠 수는 있지만, 신용의 '수요'에 영향을 미칠 수는 없음. 디플레이션에 빠지는 것을 방지할 수 있는 유일한 경제주체는 정부.

[그림3] 다양한 정책 문제들



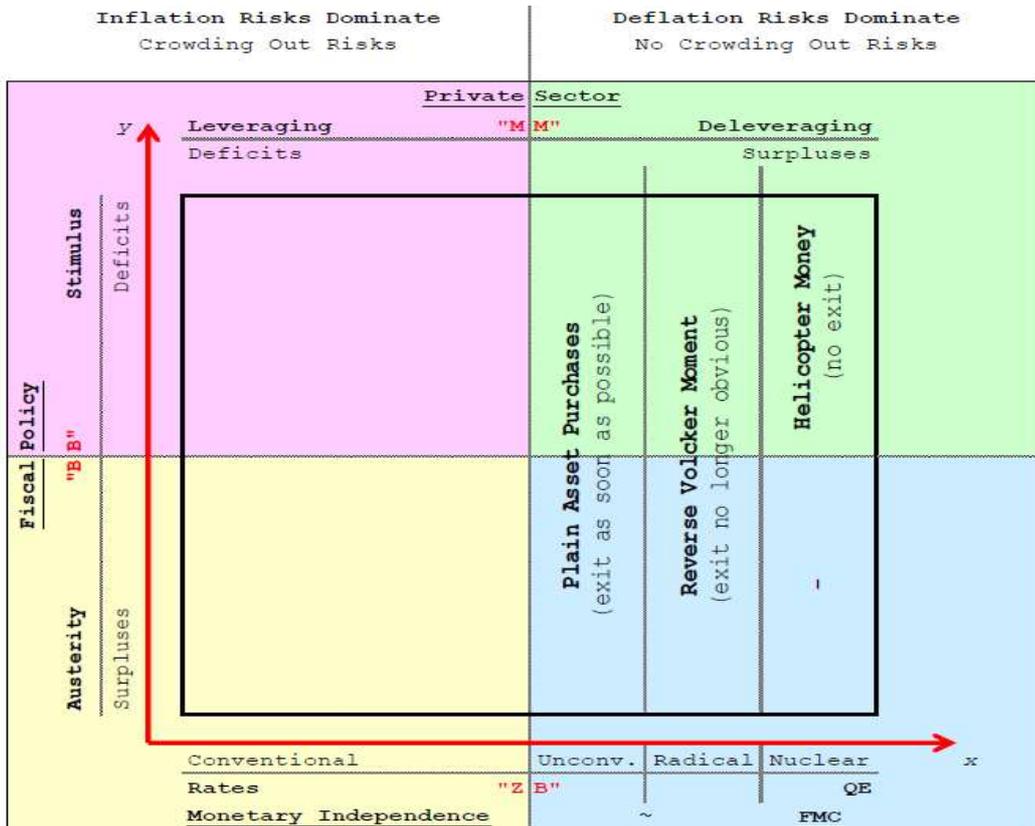
3) 비정상적인 통화정책의 유형들

- 통상적인 자산매입 정책(QE)의 주요 목적은 채권수익률 하락과 민간 차입 자극을 위한 주가 부양. 통상적인 QE가 작동하지 않을 때, 급진적(radical)으로 전환함. 전자와 다른 점은 경기 회복이 견고해진 후에도 QE를 지속할 것이라는 중앙은행의 공언. 예를 들어, 최근 FOMC 성명서에서 물가목표보다 실업률목표를 우위에 두고 있는 점, 2015년 중반까지 제로금리를 유지하겠다는 중기 기준금리 공약, 기간을 명시하지 않은 QE 등도 이러한 입장 변화를 반영함.
- 급진적인 QE가 작동하지 않고 모든 옵션이 실패하면 결국에는 “nuclear” QE로 바뀔 것임. 이 단계에서 통화정책이 재정정책과 결합하는, 이른바 재정-통화 공조정책(fiscal-monetary cooperation; FMC)이 전개됨. 이 단계의 목표는 민간차입을 자극하는 것이 아니라, 정부의 총수요 진작을 지원하는 것으로

전환함.

- 중앙은행은 이 단계가 되어야, (1) 민간은 디레버리징하고 있으며, (2) 통화정책 자체로는 실효성이 없으며, (3) 경기침체와 디플레이션 압력을 이겨내고 강력한 성장을 유발하기 위해 통화정책이 할 수 있는 최선의 길은 재정정책을 장기간 지원하는 것임을 깨닫게 됨. 정부가 재정지출을 늘리기 위해 발행하는 국채를 중앙은행이 모두 매입하는 이른바 “Helicopter money” 단계로 발전함.
- 적자재정은 [현재 유럽이나 미국의 예에서 보듯] 정치적으로 장기간 지속할 수 없음. 특히 초기에 GDP 대비 공공부채 비율이 높거나 민간 디레버리징이 심각한 국가는, 단기에 견고한 성장률을 보이지 않으면 GDP 대비 정부부채 비율의 급격한 상승을 초래할 수 있기 때문. 따라서 저금리만으로 재정정책을 지속할 수 있는 여건이 마련되지는 않음.
- “제2의 그리스”, 국가 파산, 국가신용등급 하락 등 정치적, 금융시장 경고음은 재정-통화정책을 아래 그림의 1사분면에서 4사분면으로 전환하게 만들. 예를 들면, 대공황 기간 미국의 “1937년의 실수”, 일본 하시모토 정부의 1997년 긴축 전환, 최근 영국과 유럽의 긴축 전환, 미국의 재정절벽 및 부채한도 이슈 등은 모두 이러한 정치적 장벽에 의한 성급한 정책전환의 사례에 해당함.

[그림 4] 유동성 함정의 통신 전략



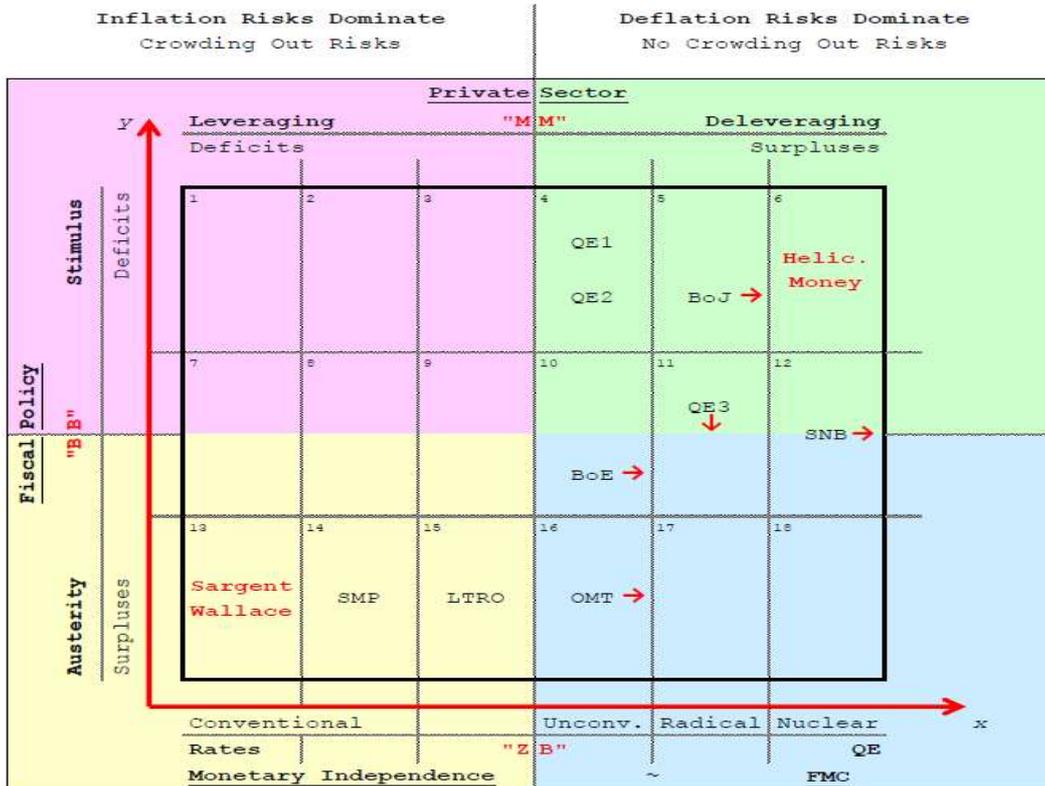
- GDP 대비 정부부채 비율에서 정부부채란 “대중이 보유한 정부부채” 를 의미함. 따라서 재정지출확대를 위해 정부가 발행하는 국채를 민간이 구매하면 이 비율은 상승하지만, 중앙은행이 구매하면 이 비율은 상승하지 않음. 따라서 정부와 중앙은행의 대차대조표를 통합적으로 고려하면, 정부가 국채에 지급하는 이자비용은 결국에는 정부에 환원될 수 있음. 즉 중앙은행이 시노리지 수입(국채 이자 - 발행 비용)을 정부에 송금할 경우 정부는 아무런 이자비용 없이 재정지출을 늘릴 수 있음.¹⁾ 즉 중앙은행이 공개시장에서 매각하지 않으면[QE 출구전략을 사용하지 않으면] 정부가 발행하는 국채는 사실상 ‘화폐’ 와 동일한 성격을 지니게 됨.
- GDP 대비 정부부채 비율이 높기 때문에 미국은 “제2의 그리스” 가 될 것이라는 경고는 전적으로 잘못되었음. 그리스나 스페인은 미국처럼 화폐를 발행할 수 없기 때문에 국가파산의 리스크가 부각되지만, 미국, 일본, 영국과 같이 국제적인 통화를 발행할 수 있는 국가에 국가파산의 리스크는 없음.

4) 최근 미국, 유럽, 일본 통화정책의 현주소

- 현재 미국의 민간부문은 디레버리징을 진행하고 있음. 1,2차 양적완화는 정부의 적자재정 속에 실시되었으므로, 위 그림에서 4번에 해당함. 1,2차 양적완화는 민간의 신용수요 자극에 초점이 맞추어져 있었기 때문에 비통상적인 QE에 해당함. 중앙은행은 QE의 일시적 성격과 시의적절한 출구전략을 강조했다. 지난 해 9월 추진된 3차 양적완화는 11번에 해당함. 재정정책은 점차 균형재정으로 전환하고 있는 반면, 통화정책은 급진적으로 바뀌었기 때문.
- 미국의 재정정책은 앞으로 긴축 방향으로 전개될 것이기 때문에, 향후 QE는 17번에 해당할 것임. 즉 미국의 재정-통화정책 조합은 4번에서 5, 6번 오른쪽 방향으로 전개되어야 함에도, 11번, 17번 등 자꾸 잘못된 남쪽 방향으로 진행되고 있음.
- 지난 해 9월 발표된 유럽중앙은행의 국채매입정책(OMT)은 16번에 해당함. 왜냐하면 ECB의 OMT는 일본이나 미국 중앙은행과 달리 남유럽 국가에 심각한 긴축조건 이행을 강제하고 있기 때문.
- 최근 일본 중앙은행의 QE는 15번에 해당함. 적자재정에 대한 정치적 긴장이 덜하고, 최근 무제한적 QE 전환, 물가안정목표치 상향, 재정정책에 대한 중앙은행 협조 등 정책 전환을 시사하고 있기 때문.

1) 중앙은행 수익금의 재무부 이관은 통상적 양 기관의 업무 관계에 해당함. 지난 11월 영국 재무부장관 과 영란은행총재 간 자산구매에 따른 업무협조 (http://www.hm-treasury.gov.uk/d/chx_letter_091112.pdf)를 참조하라. 한국은행의 순이익금은 일부 적립 후 세입으로 정부에 납부하고, 손실금은 적립금으로 보전하고 부족할 경우 국가재정법에 따라 정부가 보전하도록 규정하고 있음.

[그림5] 글로벌 매크로 체스 판



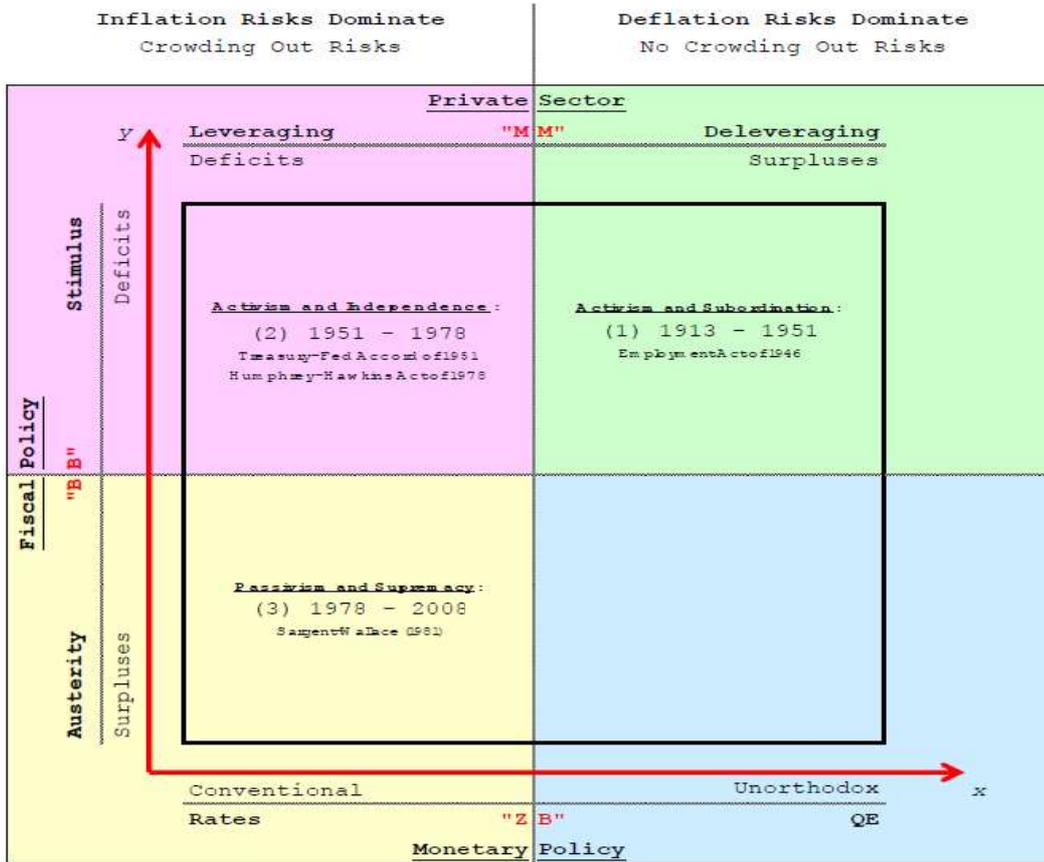
5) 중앙은행 독립성의 역사

(1) 1913~1951[적극적 재정정책과 중앙은행 공조 시기]

- 1913년 연준 창립, 1차 세계대전, 대공황, 2차 세계대전, 한국전쟁, 주로 재무부와 백악관의 재정정책에 통화정책이 공조함. 특히 2차 세계대전 기간 국채금리 상한제를 실시한 것이 대표적. 단기국채 금리는 3/8%, 장기국채 금리에 2~2.5% 상한제를 실시함. 1946년 고용법(The Employment Act)은 “최대고용, 생산, 그리고 구매력” 유지의 책임을 중앙은행이 아닌 연방정부라고 명시함. 이 법률은 중앙은행과 통화정책 지위의 바다, 즉 재정정책 주도권을 상징적으로 나타냄.

(2) 1951~1978[중앙은행 독립성, 적극적 재정정책 시기]

[그림6] 중앙 은행 독립과 회계 지배주기



- 한국전쟁 기간 재무부의 금리상한 요구로 중앙은행과 갈등이 격화됨. 1951년 재무부-연준 정책협약(The Treasury-Fed Accord of 1951)은 오늘날 우리가 알고 있는 독립적 중앙은행의 탄생을 알림. 1960~70년대 케인스주의와 통화주의의 이론적, 정치적 대립, 민간 레버리징이 강화되는 시기에 재정정책을 통한 미세조정은 인플레이션을 심화시킴. 1978년 Humphrey-Hawkins Act는 “최대고용, 물가와 장기금리 안정”의 책임을 중앙은행에 부여함.

(3) 1978~2008[중앙은행 독립성, 소극적 재정정책 시기]

- 연준 의장에 취임한 볼커(Paul Volker)는 1981년 통화주의자인 Sargent-Wallace의 “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic” 논문에서 제시한 고금리 처방에 따라 인플레이션과의 전쟁을 전개함.

(4) 2008~[새로운 적극적 재정정책, 중앙은행 공조 시기?]

- 위 그림에서 정책 전환은 순조롭게 진행되지 않았고, 민주적 혹은 기술적 과정이 패러다임 전환을 이끌었음. 1929~33년 금본위제를 방어하기 위해 재정-통화정책은 긴축을 지향함. 민간의 디레버리징 기간, 긴축 재정-통화, 고정환율제 등은 모두 경제를 부채 디플레이션에 빠지게 한 잘못된 처방. **“통설(orthodoxies)이 국민의 경제적 환경과 민주주의와 충돌할 때, 통설은 결국 정치인[또는 정치적 고려]에 의해서 기각됨.”** 루즈벨트가 사실상 연준 의장이 되어 달러의 평가절하를 단행하고, 균형재정의 도그마를 버리고 확장적 재정정책을 채택함으로써 통설은 실제 기각됨.
- 이와 다르게 (1)에서 (2), (3)으로 전환은 순전히 기술적 과정의 산물. 즉 유산재금리생활자와 무산재노동계급의 선거 투쟁이 아니라, 재무부와 중앙은행 관료들의 권력 투쟁에 다름 아님. 중앙은행 독립성은 정태적 상태라기보다는 경제적 환경에 의존하는 매우 동학적인 상태라는 교훈을 얻을 수 있음. 전이나 디플레이션 기간 재정정책은 불가피하게 주도권을 쥘 수밖에 없으며, 민간 레버리징과 인플레이션 기간 통화정책은 불가피하게 주도권을 획득하게 됨. 만약 2013년 재정-통화정책 공조가 이루어진다면 연준 출범 100주년을 맞이하여 그간 100년 역사의 데자뷰가 될 것임.

3. 보고서의 시사점

- 선진국 양적완화 정책 상당기간 지속될 듯

- 연준은 지난해 9월 3차 양적완화를 발표하면서 “경기회복이 강화된 후에도 상당한 기간, 통화정책의 수용적 스탠스를 지속할 것”이며 “적어도 2015년 중반까지 제로금리를 유지할 것” 이라고 공언함. 현 제로금리 상태에서 중앙은행이 취할 수 있는 유일한 정책수단인 QE는 연준이 기대하는 실업률 수준(6%)까지 지속될 수밖에 없음. 다만 경기회복의 강도에 따라 자산매입의 규모, 속도, 구성만이 달라질 것으로 보임.
- 일본 중앙은행 또한 아베 정부의 경기부양 의지와 맞물려 물가안정목표치 상향, 외환시장 개입, 무제한적 양적완화 정책을 통해 재정정책과 공조를 유지할 것으로 전망됨.
- 10년 전 일본 고이즈미 행정부가 재정적자를 억제할 목적으로 부채상한 제도를 도입함. 그러나 그 결과 경기침체와 재정수입 감소로 재정적자는 더 증가하여 부채상한을 결국 포기할 수밖에 없었음. 미국의 재정지출 자동 삭감 방안은 지난 1월 2%p 급여세 상향과 맞물려 경기회복에 적지 않은 장애로 작용할 전망. 민간 디레버리징 사이클 기간, 국가파산과 긴축의 양자택일을 강제하는 부채상한의 실효성에 대해서도 의문이 제기될 것으로 보임.

- 한국은행 독립성, 균형재정 재고 필요

- 한국은행 독립성은 재무부 남대문 출장소라 불리던 과거 과도한 관치금융 잔재를 해소하는 개혁적 요소가 들어있음. 그러나 IMF 요구에 따라 1997년 한은법 개정 이후 물가안정목표제 실시, 재무부와 독립적인 중앙은행 및 금통위 인사, 은행감독 기능 금감원 이양 등 중앙은행 독립성의 내용과 형식을 충분히 담보하고 있음.
- 오히려 지금은 독립성보다는 은행연합회 등 민간단체의 추천권 국회 이양, 금통위 위원 인사청문회 도입 등 민주적 지배구조를 강화할 시기임. 또한 금융 및 고용 시장 안정을 위해 한국은행의 책임성을 강조하는 권한과 책임의 확대 또한 필요함.
- 이를 위해 거시경제의 시스템 위기 방지 차원에서 기획재정부, 한국은행, 금융위가 협조하는 거시경제위원회를 설립하고, 한국은행에 시중은행 감독권을 이양하는 금융감독 체계 개편을 고려해 볼 수 있음.
- 또한 인플레이션 리스크가 압도적인 고성장 시기에 균형재정과 물가안정이 주요 패러다임이었다면, 민간의 디레버리징이 진행되고 물가보다는 고용과 가계부채 안정이 중요한 시기에 한국은행의 적극적인 통화 및 서민금융 정책으로 패러다임 전환이 요구됨. 

2013년 새사연의 ‘세계의 시선’ 목록

2013년 2월 14일 현재

| 아젠다 | 발간일 | 제목 | 작성자 |
|--------|------|-----------------------------|-----|
| 세계의 시선 | 1/11 | 세계 경제 침체에 가려져 놓쳐서는 안 될 문제들 | 이수연 |
| 세계의 시선 | 1/28 | 금융위기와 가계부채, 그리고 신용 협동조합 | 김병권 |
| 세계의 시선 | 1/25 | 경제위기와 보건의료정책, 그리고 건강 | 이은경 |
| 세계의 시선 | 1/27 | 루비니 교수가 말하는 2013년 경제의 5대 위험 | 김병권 |
| 세계의 시선 | 2/1 | 국제노동기구가 제시하는 공정한 성장을 위한 길 | 김수현 |
| 세계의 시선 | 2/12 | 소득 불평등에 대한 미국 보수의 반격? | 여경훈 |