

새로운 경제시스템 창출을 위한

경제주평

Weekly Economic Review

- 미국 통화정책 정상화에 따른 파급 영향과 시사점

목 차

■ 미국 통화정책 정상화에 따른 파급 영향과 시사점

Executive Summary	i
1. 개요	1
2. 미국 통화정책 정상화의 배경	2
3. 미국 통화정책 정상화에 따른 파급 영향	7
4. 시사점	11

본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재하시기 위해서는 본 연구원의 허락을 얻어야 하며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

총 괄 : 주 원 이 사 대 우 (2072-6235, juwon@hri.co.kr)

경 제 연 구 실 : 정 민 연 구 위 원 (2072-6220, chungm@hri.co.kr)

 오 준 범 선 임 연 구 원 (2072-6247, jboh19@hri.co.kr)

 신 유 란 연 구 원 (2072-6240, yooran0111@hri.co.kr)

Executive Summary

□ 미국 통화정책 정상화에 따른 파급 영향과 시사점

■ 개요

미국 경기 회복세가 가시화되면서 정책금리 인상뿐만 아니라 연준의 보유 자산 축소 예고 등을 통해 연준은 통화정책의 정상화에 나서고 있다. 미국은 2008년 금융 위기 이후 제로금리 정책과 함께 3차례에 걸친 양적완화, 2차례의 만기연장프로그램 등의 대규모 양적완화 정책을 통해 적극적인 통화완화 정책을 실시했다. 그러나 미국은 완만한 경제 회복세에 힘입어 2013년 12월부터 테이퍼링을 실시한 이후 2015년 말부터 정책금리를 4차례 인상했고, 2017년 9월에는 자산 축소 계획을 발표할 가능성이 고조되고 있다. 이에 본 보고서는 미국의 통화정책 정상화에 따른 영향을 살펴보고 시사점을 도출하고자 한다.

■ 미국 통화정책 정상화의 배경

정책금리 인상, 연준 자산 축소 등 미국이 통화정책 정상화를 추진하게 된 배경은 다음과 같다. **첫째, 미국은 완전고용 수준에 가까우며, 향후 물가 상승 전망이 우세하는 등 이중 책무(Dual Mandate) 관련 핵심지표가 목표치 수준에 근접했다.** 실업률은 2017년 8월 현재 4.4%로 자연실업률인 4.7%를 하회하며 견고한 고용 시장 회복세를 이어가고 있다. 또한 물가는 최근 상승세가 다소 둔화되었지만, GDP 갭이 2016년 1/4분기 -1.3%에서 2017년 4/4분기 -0.1%로 축소될 전망이어서 물가 상승 압력이 높은 상황이다. **둘째, 재고·출하 순환도, 베버리지 곡선이 경기 확장세 지속을 시사하고 있다.** 최근 미국의 제조업 출하 증가율은 지속적으로 증가하는 가운데 재고 증가율은 2%초반 수준을 유지하면서 제조업 재고·출하 순환도는 경기 회복/상승 국면에 위치해 있다. 더욱이, 미국 경기가 회복하면서 기업의 노동수요 확대로 구인자수가 늘어나고 실업률이 지속하락하면서 2008~2009년 기간 동안 우하향하던 베버리지 곡선이 2010년 이후부터 좌상향하는 모습을 보이면서 경기 팽창을 의미하고 있다. **셋째, 미국의 적정금리가 현재 금리 수준보다 높아 금리인상 압력이 존재하는 가운데 연말에 추가 금리 인상 가능성이 높은 상황이다.** 테일러 준칙의 적정금리는 2017년 7월 현재 3.5%로 실제 연방금리 1.25%보다 2.25%p 높다. 또한, FOMC 위원, 투자 은행(IB)의 애널리스트의 정책 금리 전망치의 중간값이 금년 내 추가 금리 인상 가능성을 높이고 있다. **넷째, 미 연준은 '통화정책의 정상화 원칙 및 계획'을 통해서 정책금리 인상과 함께 양적완화로 늘어난 연준 보유 자산을 축소할 것을 시사했다.** 연준의 보유 자산 규모는 2008년 1월말 9,003억 달러에서 2017년 9월 7일 현재 4조 4,535억 달러로 약 5배 증가했다. 한편, 연준은 점진적으로 만기도래하는 자산의 재투자 규모를 축소하는 방식으로 자산 규모를 축소할 예정이다. 자산 축소가 2017년 10월이나 2018년 1월에 시행될 경우, 적정 자산규모는 2.9조원 수준이며, 자산 축소는 2021년 3/4분기 전후에 종료될 것으로 예측되고 있다.

■ 미국 통화정책 정상화에 따른 파급 영향

올해 안에 추가 금리 인상, 자산 축소 발표 가능성이 큰 가운데, 향후 미국 통화정책 정상화로 다음과 같은 파급 효과가 예상된다. **첫째, 통화정책 정상화로 장·단기 금리가 모두 상승할 것으로 예상되고 있다.** 양적완화 기간 동안 미국의 장·단기 국채 금리가 모두 하락하는 양상이 나타났다. 특히, 미 연준은 대규모 자산매입 프로그램으로 인해 미국 10년 만기 국채 수익률의 기간 프리미엄(Term premium)이 약 100bp 하락한 것으로 추정하고 있다. 이에 따라 미 연준의 자산 축소시 기간 프리미엄이 상승하며 미국 국채 금리가 상승할 가능성이 높다. **둘째, 달러 가치가 절상될 것으로 예상되고, 미국의 대외투자는 감소할 전망이다.** 1, 2차 양적완화 기간 동안 달러 가치는 하락하는 모습을 보였으며, 3차 양적완화 시기에는 달러 가치가 하락하다 완만한 상승세를 보였다. 3차 시기에는 양적완화 종료 이후 미국 통화정책 정상화에 대한 기대감 등이 선반영되어 달러화가 반등한 것으로 보인다. 또한 과거 1~3차 양적완화 시기 달러화의 유동성이 확대됨에 따라 미국의 대외투자가 꾸준히 증가하는 모습을 보였으나, 금리 인상, 연준 자산 축소 등으로 인한 유동성 축소로 대외투자가 감소할 가능성이 높다. **셋째, 국내 시장이자율이 소폭 상승하고 달러화 대비 원화는 약세가 될 가능성이 높다.** 미국의 양적완화와 한국은행의 정책금리 인하가 동시에 이루어진 시기에는 국내 시장이자율이 급격히 하락하는 모습을 보였으나 미국의 테이퍼링 이후에 한국의 시장이자율이 소폭 상승하는 모습을 보여 미국 통화정책 정상화에 따라 금리가 인상될 가능성이 높다. 미국의 양적완화 이후 원화 가치는 상승하는 모습을 보였으나, 자산 축소시 원화가치는 약세로 전환될 가능성이 높다. 다만 원화의 가치는 미국의 자산 축소보다는 금리 인상, 지정학적 리스크에 더 크게 반응하는 경향이 있다. **넷째, 미국의 통화정책 정상화로 외국인투자 자금 유출과 외화표시채권 조달금리가 상승할 가능성을 높여준다.** 미국의 1~3차 양적완화 시기 국내로 유입되는 외국인투자는 모두 증가하는 모습을 보였다. 하지만 미국의 자산 축소와 금리인상이 동시에 이루어질 경우 단기적으로 외국인투자의 순유출이 발생할 가능성은 크다. 또한 미국의 1~3차 양적완화 시기 외화표시채권 조달금리는 벤치마크금리(미 국채 10년물)와 가산금리의 축소로 하락하였으나, 향후 미국의 자산 축소로 인해 미국 국채 금리가 상승한다면 외화표시채권 조달금리 상승 요인으로 작용할 수 있다.

■ 시사점

미국의 통화 정책 정상화(정책금리 인상+자산 축소)는 이미 예견된 상황에서 점진적으로 시행된다면 제한적인 파급영향이 예상되나, 시기 및 속도의 불확실성에 대한 대비가 필요하다. **첫째,** 글로벌 통화정책 정상화 추세에 맞추어 국내 기준금리 인상을 적극 고려해야 한다. **둘째,** 경제정책을 조율하고 주도할 수 있는 컨트롤 타워 기능을 확립하여 정책의 일관성을 유지하고 지속적인 경기 대책과 중장기적 사이클 관리에 주력해야 한다. **셋째,** 미국 통화정책 정상화가 국내 금융시장 불안정성을 확대하는 요인으로 작용하지 않도록 대비해야 한다.

1. 개요

- 미국 경기 회복세가 가시화되면서 정책금리 인상뿐만 아니라 연준의 보유자산 축소 예고 등을 통해 미국은 통화정책의 정상화에 나서고 있음
- 미국은 2008년 금융위기 이후 제로금리 정책과 함께 대규모 양적완화 정책을 통해 적극적인 통화완화 정책을 실시
 - 정책금리 인하를 통해 2008년 12월 이후부터 제로금리 정책을 유지
 - 3차례에 걸친 양적 완화, 2차례의 만기연장프로그램(Operation Twist) 등을 통해 시중에 유동성 공급을 확대
- 한편, 완만한 경제 회복세에 힘입어 미국은 2015년 말 이후부터 정책금리를 4차례 인상하는 등 통화정책의 정상화를 시행
 - 2013년 12월부터 매입자산을 점진적으로 축소하면서 2014년 10월 양적완화 프로그램을 종료
 - 금융위기 이후 美 FOMC는 2015년 12월, 2016년 12월, 2017년 3월, 6월에 각각 0.25%p씩 총 4차례 금리인상을 단행
- 이에 본 보고서는 정책금리 인상과 함께 미 연준 자산 축소 등에 따른 파급 영향을 살펴보고 시사점을 도출하고자 함

< 글로벌 금융위기 이후 미국의 통화정책 변화 추이 >

일 자		주요 내용
통화완화정책	'08년 12월	- 정책금리 0~0.25%로 인하, 제로금리 시대 시작
	'08년 12월~'10년 3월	- 1차 양적완화 : 장기국채, MBS, 연방기관채 17,250억 달러 매입
	'10년 11월~'11년 6월	- 2차 양적완화 : 장기국채 6,000억 달러 추가 매입
	'11년 9월~'12년 6월	- 1차 만기연장 프로그램(OT) : 4,000억 장기 국채 매입, 단기 국채 매도
	'12년 6월~'12년 12월	- 2차 만기연장 프로그램(OT) : 2,670억 장기 국채 매입, 단기 국채 매도
	'12년 9월 ~	- 3차 양적완화 : 400억 달러/월 MBS 매입
	'13년 1월 ~	- 3차 양적완화 확대 : 460억 달러 장기 국채 매입
	'13년 12월	- 테이퍼링 실시 : 채권 매입규모 850억 달러 → 750억 달러로 축소
	'14년 1월~9월	- 테이퍼링 지속 : 6차례 걸쳐 월간 채권 매입 규모 100억 달러씩 축소
	2014년 10월	- 양적완화 프로그램 종료
금리인상	2015년 12월	- 0.25%p 금리인상 (0~0.25%→0.25~0.5%)
	2016년 12월	- 0.25%p 금리인상 (0.25~0.5%→0.5~0.75%)
	2017년 3월	- 0.25%p 금리인상 (0.5~0.75%→0.75~1.0%)
	2017년 6월	- 0.25%p 금리인상 (0.75~1.0%→1.0~1.25%)

자료 : FRB.

2. 미국 통화정책 정상화의 배경

① 이중 책무(Dual Mandate) 관련 핵심지표가 목표치 수준에 근접

○ 미국의 노동시장은 완전고용 수준에 가까우며, 물가는 상승세가 다소 주춤하는 모습을 보이고 있으나 향후 상승 전망이 우세

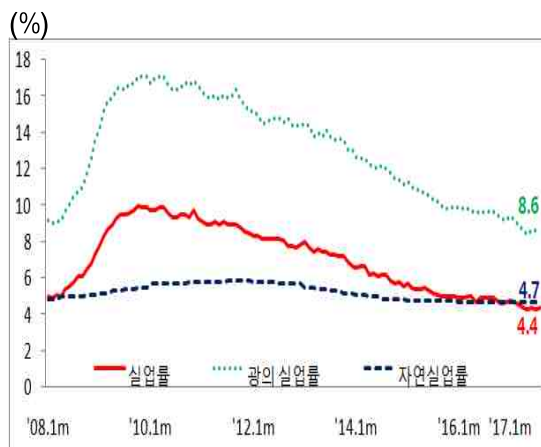
- 미국의 노동시장은 실업률이 자연 실업률 수준을 하회하면서 견고한 고용시장 회복세를 이어 가고 있음

- 2017년 8월 실업률은 4.4%로 금융위기 이후 최고치인 2009년 10월 10.0%보다 5.6%p 하락
- 자연실업률과 실업률의 격차가 2009년 10월 4.5%p에서 2017년 8월 현재 -0.3%p를 기록하며 마이너스로 전환

- 최근 미국 물가 상승세는 다소 둔화되고 있지만 마이너스 GDP 갭이 축소되면서 물가 상승 압력으로 작용

- 근원 소비자 물가와 개인소비지출 근원 물가 상승률은 각각 2017년 1월 2.3%, 1.9%에서 2017년 7월 1.7%, 1.4%로 다소 둔화됨
- 다만, 美 의회예산국(CBO)에 따른 GDP 갭은 2016년 1/4분기 -1.3%에서 2017년 4/4분기 -0.1%로 축소될 전망으로 물가 상승 압력으로 작용할 가능성이 높음

< 미국 노동시장 현황 >



자료 : Bureau of Labor Statistics, Congressional Budget Office.

< 물가 상승률 및 GDP갭 추이 >



자료 : Bloomberg, Congressional Budget Office, U.S. Bureau of Economic Analysis.

주 : GDP갭은 분기자료.

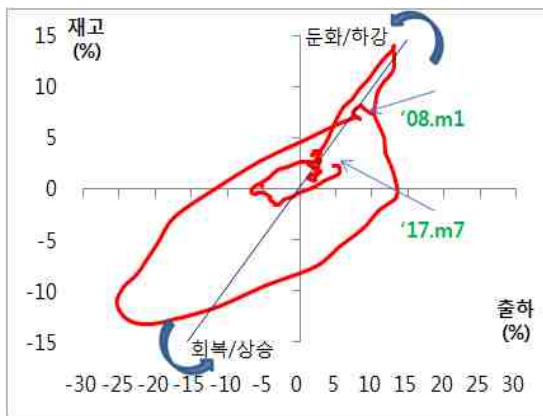
② 미국 경기 회복세 유지

○ 재고·출하 순환도와 베버리지 곡선이 경기 확장세 지속을 시사

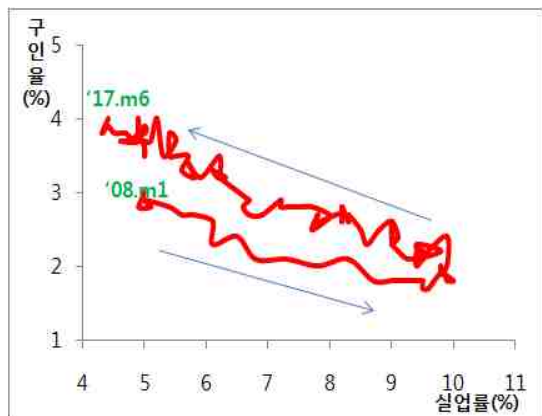
- 제조업 재고·출하 순환도는 경기 회복/상승 국면에 있는 것으로 판단
 - 최근 미국의 제조업 출하 증가율은 지속적으로 증가하는 가운데 재고 증가율은 2% 초반 수준을 유지하면서 경기 회복/상승 국면에 위치
 - 미국 제조업의 출하 증가율이 2016년 12월 이후 플러스로 전환된 이후 2017년 7월 현재 4.8%를 기록
 - 한편 제조업 재고 증가율도 최근 증가하여 2017년 7월 2.2%대를 기록하고 있으나 출하 증가율보다 낮은 수준을 유지

- 베버리지 곡선은 좌상향하는 모습을 보이면서 경기 팽창을 의미
 - 2008~2009년 동안 우하향하던 베버리지 곡선이 2010년 이후부터 좌상향하는 모습을 보임
 - 금융위기 이후 구인율은 2009년 8월 1.8%까지 하락했으나 2017년 6월 4.0%로 증가하였고 미국의 실업률도 최근 4%대 초반 수준으로 하락
 - 이에 따라 미국 경기가 회복하면서 기업의 노동수요 확대로 구인자수가 늘어나고 실업률이 지속 하락하는 등 경기 확장세 지속

< 제조업 출하·재고 사이클 >



< 베버리지 커브 추이 >



자료 : US Census자료를 이용해 현대경제연구원 자료 : Bureau of Labor Statistics 자료를 이용해 현대경제연구원 자체 계산.

주 : 재고·출하는 전년동기비로 3개월 이동 평균치를 이용해서 계산.

③ 정책금리 추가 인상 가능성

○ 미국의 적정금리가 현재 금리 수준보다 높아 금리인상 압력이 존재하는 가운데 올해 연말에 추가 금리 인상 가능성이 높은 상황

- 최근 물가 상승률이 다소 부진함에도 불구하고 실업률이 자연실업률을 하회 하면서 정책금리 인상 압력이 커지고 있는 상황

· 테일러 준칙의 적정금리는 2017년 7월 현재 3.5%로 실제 연방금리 1.25%보다 2.25%p 높은 수준

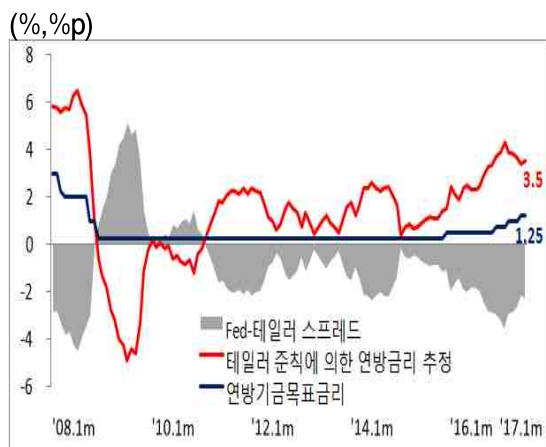
- 2017년 중 금리 인상 회수가 3회로 예측되고 있어 하반기에 추가 금리 인상 가능성이 큼

· 6월 FOMC에서 금년 3회 금리 인상을 전망한 위원 수는 16명 중 8명이며 정책금리 전망치의 중간값은 1.375%로 3월과 동일

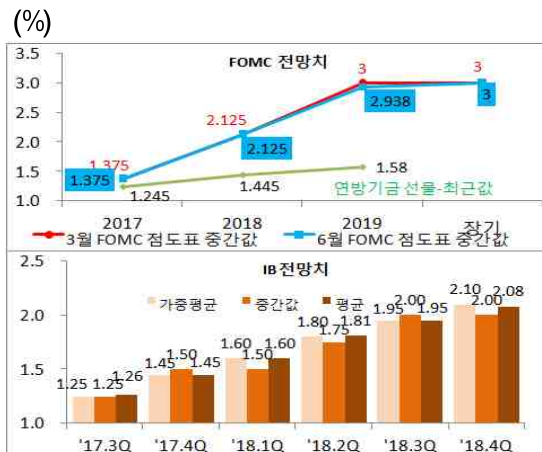
· 다만 금년 추가 금리 인상 가능성이 없을 것으로 예측한 위원이 3월 3명에서 6월에 4명으로 늘어남에 따라 점진적인 인상 기조는 유지

· 더욱이, 투자 은행(IB)의 애널리스트의 정책금리 전망치의 중간값이 2017년 4/4분기 1.50%로 연말에 추가 금리 인상 가능성이 우세

< 정책 금리와 적정금리 추이 >



< 미 정책 금리 전망치 >



자료 : FRB, US CBO, BLS 등의 자료로 현 대경제연구원이 적정금리 자체 추정. 자료 : Bloomberg. FOMC.

④ 금융위기 이후 양적완화 정책으로 늘어난 연준 자산

○ 미 연준은 '통화정책의 정상화 원칙 및 계획'을 통해서 정책금리 인상과 함께 양적완화로 늘어난 연준 보유 자산을 축소할 것을 발표

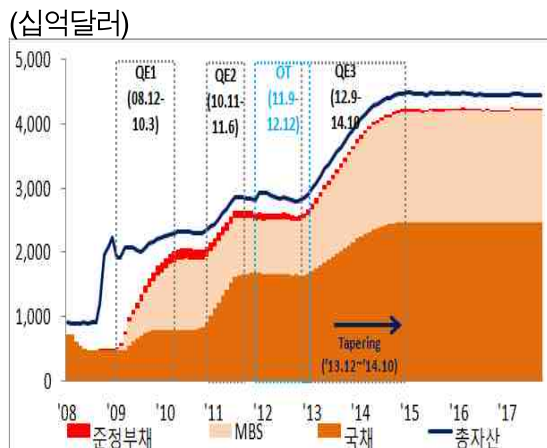
- 양적완화의 영향으로 연준의 보유 자산 규모와 구성은 금융위기 이전과 크게 달라짐

- 연준의 보유 자산 규모는 2008년 1월말 9,003억 달러에서 2017년 9월 7일 현재 4조 4,535억 달러로 약 5배 증가
- 이는 2016년 미국의 실질 GDP 16조 7,162억 달러의 26.6%의 수준임
- 보유 자산의 구성을 보면 2008년 1월 말 당시에는 국채 비율이 약 80%로 대부분을 차지했으나 2017년 9월 현재 국채 비중이 55.3%, MBS 비중이 40.0%를 차지

- 또한 양적완화 기간 동안 본원통화 규모와 증가율이 증가하였으나 2013년 이후 본원통화 증가율은 마이너스를 기록

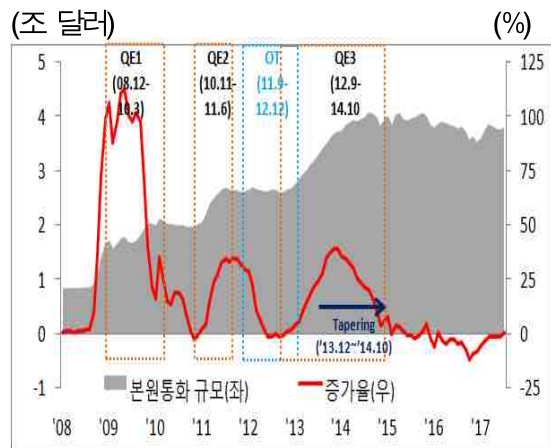
- 본원통화는 2008년 1월 0.8조 달러에서 2015년 10월 4.1조 달러까지 증가 후 2017년 7월 현재 3.8조 달러로 축소
- 본원통화 증가율도 3차례 양적완화 시작 시점에서 큰 폭으로 상승하였으나 최근 테이퍼링 이후 금리인상 등의 영향으로 마이너스 증가율이 지속

< 연준 보유 자산 현황 >



자료 : Board of Governors of the Federal Reserve System.

< 본원통화 추이 >

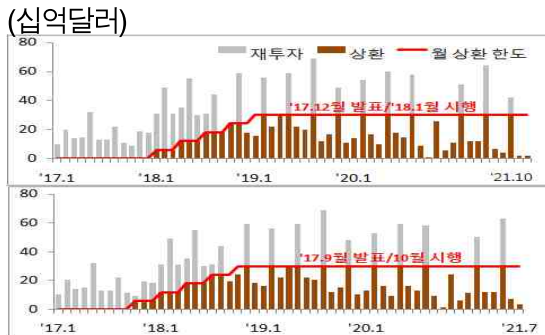


자료 : Board of Governors of the Federal Reserve System.

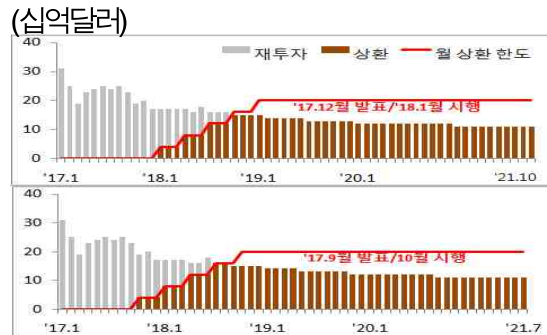
- 美 연준은 점진적으로 만기도래하는 자산의 재투자 규모를 줄이는 방식으로 자산 규모를 축소할 계획

- 자산 축소 시행 시점에서 국채는 만기도래시 월간 60억 달러 한도로 재투자하지 않고, 3개월 마다 60억 달러씩 증액 후 최대 월 300억 달러 수준까지 재투자 하지 않음
- 연방기관 채권과 MBS는 만기도래시 월간 40억 달러 한도로 재투자하지 않고, 3개월 마다 40억 달러씩 증액 후 최대 월 200억 달러 수준까지 재투자 하지 않음
- 예를 들어, 자산 축소 시점을 2017년 12월 발표하고 2018년 1월부터 시행할 경우 국채는 2018년에 1,740억 달러 상환, 2,520억 달러 재투자, 연방채권과 MBS는 동기간에 1,170억 달러 상환, 780억 달러 재투자

< 국채 만기도래와 상환 한도 >



< 연방채권과 MBS 만기도래와 상환 한도 >



자료 : Federal Reserve Bank of New York.

- 주1) 뉴욕연준이 프라이머리 딜러 및 주요 금융기관 대상으로 서베이 근거로 추정하여 1분위 값은 부채규모가 작은 경우, 중간값은 중간시나리오, 3분위값은 부채가 큰 경우를 의미.
- 주2) 중간값 시나리오 기준.

- 현금통화와 은행 지준 등과 같은 부채 항목의 규모에 따라 적정 연준자산 규모와 정상화 소요되는 시간이 결정되는데, 기본 시나리오에 따르면 적정 자산규모는 2.9조원 수준이며, 자산 축소는 2021년 3/4분기 전후에 종료

< 연준자산 축소 시나리오 >

구분	(십억달러)					
	'17년 9월 자산 축소 발표 / '17년 10월 시행			'17년 12월 자산 축소 발표 / '18년 1월 시행		
	중간값	부채가 작은 경우	부채가 큰 경우	중간값	부채가 작은 경우	부채가 큰 경우
2017	4,211	4,211	4,211	4,235	4,235	4,235
2018	3,850	3,850	3,850	3,968	3,968	3,968
2019	3,429	3,429	3,472	3,540	3,540	3,540
2020	3,097	3,097	3,582	3,196	3,196	3,581
2021	2,914	2,799	3,695	2,913	2,895	3,694
2022	2,982	2,532	3,811	2,982	2,620	3,810
2023	3,052	2,419	3,934	3,052	2,418	3,933
2024	3,123	2,452	4,062	3,123	2,451	4,061
2025	3,195	2,484	4,196	3,195	2,483	4,195

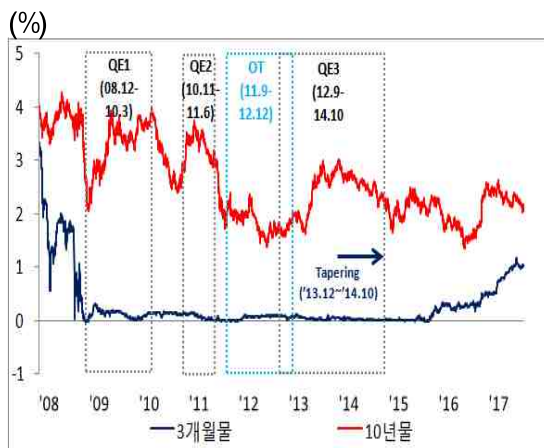
자료 : Federal Reserve Bank of New York.

3. 미국 통화정책 정상화에 따른 파급 영향

○ 통화정책 정상화로 장·단기 금리가 모두 상승할 것으로 예상

- 양적완화 기간 동안 미국의 장·단기 국채 금리가 모두 하락
 - 미국의 단기 국채 금리는 각 양적완화 시기에 모두 하락하는 모습임
 - 장기 국채 금리는 오히려 양적완화 이전에 금리가 하락, 양적완화 시작 후 금리가 상승하였다 하락하는 모습을 보이며 전체 기간에 걸쳐 하락 추세
 - 이는 양적완화 기대감이 채권시장에 선반영되고, 유동성 증가와 위기감 완화로 원자재 등 위험자산에 자금이 몰린 영향 등에 의한 것으로 추정됨
- 양적완화로 인한 미국 국채 수익률 하락폭이 자산 축소에 따라 대부분 회복되며 금리가 상승할 가능성이 높음
 - 미 연준은 대규모 자산매입 프로그램으로 인해 미국 10년 만기 국채 수익률의 기간 프리미엄(Term premium)이 약 100bp 하락한 것으로 추정됨
 - 다른 연구에서도 이와 유사하게 양적완화로 인해 국채 수익률이 하락하였다는 분석 결과를 제시함
 - 이에 따라 미 연준의 자산 축소시 기간 프리미엄이 상승하며 미국 국채 금리가 상승할 가능성이 높음

< 미국 장·단기 국채 금리 추이 >



자료 : Bloomberg.

< 양적완화에 따른 미국 국채 영향 >

시기	미국 국채 수익률 하락 정도
QE1	· 34bp (Bonis et al. (2017)) · 91bp, 36~82bp (Gagnon et al. (2011)) · 100bp (Krishnamurthy et al. (2011)) · 20~30bp (D'Amico et al. (2013))
QE2	· 12bp (Bonis et al. (2017)) · 25bp (Krishnamurthy et al. (2011)) · 55bp (D'Amico et al. (2013)) · 21bp (Meaning et al. (2011))
OT	· 28bp (Bonis et al. (2017)) · 22bp (Hamilton et al. (2012)) · 17bp (Meaning et al. (2011))
QE3	· 31bp (Bonis et al. (2017)) · 60bp (Engen et al. (2015))

자료 : B.Bonis, J.Ihrig and M.Weil, "The Effect of the Federal Reserve's Securities Holdings on Long-term Interest Rates", 2017.4.20, FEDS Notes.

○ 양적완화 기간 동안 절하되었던 달러 가치가 자산 축소에 따라 절상될 것으로 예상되고, 미국의 대외투자는 감소할 전망

- 양적완화 기간 동안 절하되었던 달러 가치가 자산 축소에 따라 절상될 것으로 예상되며, 자산 축소가 시작되면 단기적으로 금융시장 변동성이 확대될 것으로 예상

- 1, 2차 양적완화 기간 동안 달러 가치는 하락하는 모습을 보였으며, 3차 양적완화 시기에는 달러 가치가 하락하다 완만한 상승세를 보임
- 양적완화 종료 이후 미국 통화정책 정상화에 대한 기대감 등이 선반영되며 달러화가 강세를 보임
- 1차 양적완화 시작 시점, 1차, 2차 양적완화 종료 시점, 만기연장프로그램(OT) 시작 시점 등에서 금융시장 변동성이 확대되는 모습

- 양적완화 시기에 확대되었던 미국의 대외투자가 금리인상, 자산 축소 등 달러화의 유동성 축소로 인해 감소할 가능성 존재

- 과거 1~3차 양적완화 시기 달러화의 유동성이 확대됨에 따라 미국의 대외투자가 꾸준히 증가하는 모습을 보임
- 한편 미국의 양적완화 종료와 금리인상이 진행된 이후 미국의 대외투자가 순감소를 보임
- 이에 따라 향후 미국의 테이퍼링 진행으로 인한 달러화의 유동성 감소가 지속될 경우 미국의 대외투자는 감소할 가능성이 높음

< 금융시장 변동성, 달러 인덱스 >



자료 : Bloomberg.

< 미국의 대외투자 추이 >



자료 : IMF.

주 : 말잔, 전년동기대비 증감 기준.

○ 미국의 양적완화와 한국은행의 통화완화 정책으로 하락하던 국내 시장이자율이 소폭 상승하고 달러화 대비 원화는 약세 전망

- (금리) 미국의 양적완화가 시작된 이후 국내 시장이자율은 하락하는 모습을 보였으나, 향후 미국의 테이퍼링 진행으로 시장이자율 상승 압력 증가가 예상
 - 미국의 양적완화와 한국은행의 기준금리 인하가 동시에 이루어진 시기에는 국내 시장이자율이 급격히 하락하는 모습을 보임
 - 한편 미국의 2차 양적완화 시기에 한국은행의 기준금리의 인상이 이루어지면서 시장이자율은 소폭 상승하는 모습을 보여 미국의 양적완화가 한국 이자율에 큰 영향을 미치지 못함
 - 이에 따라 향후 미국의 테이퍼링 진행으로 한국의 시장이자율 상승 압력이 증가할 가능성이 있음

- (환율) 미국의 양적완화 이후 원화가치는 상승하는 모습을 보였으나, 본격적인 자산 축소가 진행되면 원화가치는 약세로 전환될 가능성 증가
 - 미국의 1~3차 양적완화 시기에 원/달러 환율이 하락하고, 원화의 실질실효 환율이 상승하는 모습을 보여 달러가치의 하락, 원화가치의 상승을 보임
 - 한편 미국의 테이퍼링 이후 원화가치가 소폭 하락하는 모습이 보임에 따라 향후 연준의 자산 축소가 진행되면 원화가치가 약세로 전환될 가능성이 높음
 - 다만 달러화 대비 원화의 가치는 미국의 자산 축소 보다는 금리 인상, 지정학적 리스크에 더 크게 반응하는 경향이 있음

< 국내 금리 추이 >



자료 : 한국은행.

< 원/달러와 실질실효환율 추이 >



자료 : 한국은행, BIS.

주 : 원/달러환율은 상승시 원화절하, 실질실효환율은 하락시 원화절하를 의미함.

○ 양적완화 축소로 인해 외국인투자 자금 유출과 외화표시채권 조달금리가 상승 가능성 존재

- (외국인투자) 국내 외국인투자는 미국의 양적완화 시기에 유입이 크게 증가했으나, 향후 미국의 테이퍼링의 진행으로 유입이 다소 위축될 가능성이 존재

- 미국의 1~3차 양적완화 시기에 국내로 유입되는 외국인투자는 모두 증가하는 모습을 보임
- 한편 미국의 테이퍼링 이후에 국내로 유입되는 외국인투자가 다소 줄어들다가 순유출이 발생하였으나, 이후 다시 증가세로 전환됨
- 향후 미국의 본격적인 자산 축소와 금리인상이 동시에 이루어질 경우 단기적으로 외국인투자의 순유출이 발생할 가능성이 존재함

- (조달금리) 국내 조달금리는 미국의 양적완화 시기에 하락하는 모습을 보였으나, 향후 미국의 테이퍼링의 진행이 상승 압력으로 작용할 가능성이 존재

- 미국의 1~3차 양적완화 시기 외화표시채권 조달금리는 벤치마크금리(미국 채 10년물)와 가산금리의 축소 등으로 하락하는 모습을 보임
- 한편 미국의 테이퍼링 이후 벤치마크금리와 가산금리가 모두 상승하면서 소폭 증가함
- 향후 미국의 자산 축소와 금리인상이 동시에 이루어질 경우 외화표시채권의 조달금리가 증가할 가능성은 존재함

< 국내 외국인투자 추이 >
(십억달러) (십억달러)



자료 : 한국은행.
주 : 말잔, 전년동기대비 증감 기준.

< 국내 조달금리와 가산금리 >
(%) (%)



자료 : Bloomberg.
주 : 가산금리는 외평채 기준.

4. 시사점

○ 미국의 통화정책 정상화는 이미 예견된 상황에서 점진적으로 시행된다면 파급 영향을 제한적일 것으로 예상되나 시기 및 완급 조절 등의 불확실성에 대한 대비가 필요

- FOMC에서 금리인상이나 자산 축소 시점에 대해 암시적으로 시그널을 주고 있어 이미 금융시장에 반영되고 있는 가능성이 크기 때문에 실질적으로 통화정책 정상화가 시행되더라도 금융시장 충격 가능성은 제한적

- 다만 연준의 자산 축소는 과거 사례가 없었기 때문에 파급영향을 예측하기 어렵고, 미국의 통화 정책 정상화 시기는 미국 경제 회복 속도에 의해 결정되기 때문에 여전히 불확실성이 상존

· 특히 금리 인상과 자산 축소가 병행될 경우 금융시장의 변동성은 보다 확대될 가능성도 존재

- 또한 연준은 시장 충격 최소화를 목표로 금리 인상, 자산 축소 등의 통화정책 정상화를 시행하나 자금유출 여부, 환율변동성 등 국가별 경제 상황에 따라 파급 영향 정도는 차이가 있을 것으로 예상

첫째, 글로벌 통화정책 정상화 추세에 맞추어 국내 기준 금리 인상을 적극 고려해야 한다.

- 한미 간 금리역전이 발생할 경우 국내 외국인투자자본의 유출이 예상되는 만큼 이에 대한 대비가 필요

· 국내에서 외국인 투자 자본이 유출되는 상황에 대비하여 충분한 외환보유액을 유지하고 통화스왑도 확충하는 등 양호한 외환건전성을 유지하는 노력이 필요

- 과도한 유동성으로 늘어난 가계부채를 축소하기 위해 미시적 대책을 추진 중이나 근본적으로 해결하기 위해서 금리인상이 필요

· 가계부채 방치시 경제정책의 효과 저하, 금융시스템 부실 등으로 더 큰 경제 위기를 초래할 가능성이 큼

- 다만, 최근 국내 내수 경기 회복속도가 둔화되고 있어 국내 기준금리 인상 여부는 보다 면밀한 분석과 판단이 필요

둘째, 경제정책을 조율하고 주도할 수 있는 컨트롤 타워 기능을 확립하여 정책의 일관성을 유지하고 지속적인 경기 대책과 중장기적 사이클 관리에 주력해야 한다.

- 대내외 경제 불안 요인들의 관리를 통해 경기 확장기가 장기간 유지될 수 있는 중장기적 전략이 필요

- 미국 통화정책 정상화와 국내외 경제 리스크 요인들이 결합되지 않도록 국내 경제 상황을 면밀히 주시하고 정책의 적시성과 유효성을 확보

셋째, 미국 통화정책 정상화가 국내 금융시장의 불안정성을 확대하는 요인으로 작용하지 않도록 대비해야 한다.

- 미국 통화정책 정상화에 따른 취약 신흥국의 변동성이 확대될 가능성이 크기 때문에 모니터링 시스템을 강화해 국내 금융시장에 영향을 주지 않도록 방지
· 특히 신흥국 금융 불안정이 다른 국가로 전염되는 것을 차단하기 위한 공조 체제 구축 및 협력을 강화

- 외환시장의 불확실성 완화 및 국내 경제의 안정화를 위해서 적극적인 미세조정 등을 통해 원/달러 환율의 변동성 확대를 방지

정 민 연구위원 (2072-6220, chungm@hri.co.kr)

오 준 범 선임연구원 (2072-6247, jboh19@hri.co.kr)

신 유 란 연구원 (2072-6240, yooran0111@hri.co.kr)