이슈페이퍼 2022-05

미 양적긴축(QT)의 배경과 영향

이한진 민주노동연구원 연구위원

2022. 3. 16

전국민주노동조합총연맹 부설
민주노동연구원

보고서는 민주노동연구원 홈페이지(kctuli.kctu.org)에서 보실 수 있습니다.
자료문의: 민주노총 부설 민주노동연구원 | 주소: 04518 서울 중구 정동길 3 경향신문사 13층
전화: 02-2670-9221 팩스: 02-2670-9299 이메일: kctu-li@nodong.org

민주노동연구원의 연구보고서 및 이슈페이퍼는 민주노총 공식 입장과 다를 수 있습니다.

목차

〈요약〉 ····· 1

1. 들어가며 ····· 6

2. 양적 완화의 세부 내용과 자산시장에 미친 영향 ····· 8

3. 글로벌 인플레이션과 양적 긴축 ····· 12

4. 양적 긴축의 주요 이슈와 진단 ····· 18

5. 나가며 ····· 21

요약

지난 1월 5일 미 연준은 2021년 12월 연방공개시장위원회(FOMC) 정례회의 의사록을 공개했다. 주요 내용은 예상보다 더 빠르게 금리를 인상할 수 있으며, 필요하다면 양적 긴축(Quantitative Tightening)도 실행할 수 있다는 것이었다. 한마디로 정리하면 '유동성 잔치는 끝났다. 지금부터 본격적으로 시중에 풀린 돈을 회수'하겠다는 것이라 할 수 있다.

미 연준의 양적 긴축에 대한 강한 의지가 공개되자, 글로벌 자본시장이 급락하기 시작했다. 돈을 풀어 경제를 살리겠다는 양적 완화가 경제를 살리기보다는 시중의 과잉유동성이 투기자본화되어 미국 내 자산시장(증권과 부동산)뿐 아니라 신흥국의 자산시장 또한 크게 왜곡시켰었기 때문이다. 미국의 양적 긴축이 본격화되면 신흥국들은 자본이탈은 물론 자본시장과 부동산 시장이 받게 될 타격을 우려할 수밖에 없게 되었다.

이에 본 보고서는 코로나19 대응을 위한 양적 완화의 주요 내용과 자산시장에 미친 영향과 양적 긴축의 주요 배경인 글로벌 인플레이션 그리고 양적 긴축 관련 주요 이슈 및 방향 등을 진단해 보았다.

2019년 12월 25일 4조 1655.9억 달러였던 연준의 총자산은 2022년 1월 19일 현재 8조 8678.3억 달러로 두 배 이상 급증했다. 연준이 코로나19 사태 대응을 위해 시장에 막대한 유동성을 직접 공급하는 양적 완화(QE, Quantitative Easing) 정책을 꾸준히 실행해 왔기 때문이다. 금융위기 직전인 2007년 말 총자산 8906.6억 달러와 비교하면 약 10배 가까이 증가했는데, 이미 2008년 글로벌 금융위기 당시에도 대규모로 양적 완화가 있었기 때문이다.

연준의 보유증권 규모로 보면 미 2019년 말 3조 7511.8억 달러에서, 2022년 1월 현재 8조 3819.5억 달러로 2.23배나 늘어났다. 2007년 말과 비교하면 11.1배(7546.1억 달러 → 8조 3819.5억 달러)가 늘었다. 양적 완화는 대개 금융기관이 보유한 국채를 매입하는 방식으로 시중의 유동성을 증가시킨다. 이에 연준 보유증권을 세부적으로 살펴보면, 재무부 발행 국채가 5조 6933.4억 달러로 가장 많고, 이어 2008년 글로벌 금융위기 이후 국유화된 Fannie Mae, Freddie Mac 그리고 Ginnie Mae가 보증하는 MBS가 2조 6862.6억 달러, 기타 정부기관채 23.4억 달러를 보유하고 있다. 과거 연준의 대차대조표상에는 없었던 주택저당증권(MBS)이 글로벌 금융위기 이후 새롭게 연준 대차대조표에 나타나고 있다는 점에서도, 연준의 대차대조표가 정상적인 상황이 아님을 짐작할 수 있다.

미 연준의 양적 완화에 따른 시중의 과잉유동성은 자산시장을 과열시켰다. 나스닥 지수는 글로벌 금융위기 직후인 2009년 3월 1,265.52포인트에서 2021년 11월 16,212.23포인트까지 12.8배가 상승했다. 자본시장뿐 아니라 글로벌 금융위기의 주요 원인으로 작용했던 서브프라임 모기지의 기초자산이자 대표적인 실물(부동산)자산인 주택가격 또한 다시 급등했는데, 전미 주택가격 지수는 2021년 12월 279.80이라는 전례 없는 수준까지 상승했다.

[표] 주요 시기별 미 연준 총자산 및 보유증권 규모 변화

(단위 : 백만 달러)

구 분	2007.12.26 (①)	2009.12.30	2017.7.19 (②)	2019.12.25 (③)	2022.01.19 (④)
총자산(a)	890,662	2,234,067	4,476,903	4,165,591	8,867,834
증감액			② - ① 3,586,241	③ - ② -311,312	④ - ③ 4,702,243
보유증권(b)	754,612	1,844,722	4,252,637	3,751,189	8,381,950
증감액			② - ① 3,498,025	③ - ② -501,448	④ - ③ 4,630,761
국채	754,612	776,587	2,465,145	2,328,862	5,693,341
정부기관채	-	159,879	8,097	2,347	2,347
MBS	-	908,257	1,779,394	1,419,980	2,686,262
증권비중(a/b)	84.7%	82.6%	95.0%	90.1%	94.5%

자료) U.S. FED & ST. LOUIS FED

주) ①은 2008년 글로벌 금융위기 바로 직전인 2007년 12월 ②는 양적 긴축이 진행되기 직전인 2017년 7월 ③은 코로나19 대유행 바로 직전인 2019년 12월 ④는 테이퍼링이 종료되기 직전인 2022년 1월 해당 일자 연준 대차대조표상의 자산과 보유증권 규모임.

경기를 살리겠다는 취지의 양적 완화가 자산시장의 '투기와 버블'을 만들어 냈기 때문에, 양적 긴축이 진행되면 과잉유동성이 본격적으로 회수될 것으로, 본질가치 이상으로 과열됐던 주식과 부동산 시장은 하락할 가능성이 커졌다.

연준이 예상보다 매우 빠르게 양적 긴축을 논의하게 된 배경은, 무엇보다 최근 글로벌 차원에서 인플레이션이 심각해지고 있다는 사실을 들 수 있다. 하지만 2008년 글로벌 금융위기 이후 대규모의 양적 완화로 비정상적으로 부풀려진 연준의 대차대조표가 양적 긴축을 통한 정상화가 제대로 이루어지지 못한 상태에서 코로나19로 인하여 다시 대규모의 양적 완화가 실행되었다는 사실, 즉 현재 연준의 대차대조표가 너무도 과도하게 부풀려져 있다는 사실 그 자체도 주요 원인 중의 하나일 것이다.

미 연준의 대차대조표 중 총자산을 보면, '①금융위기 전 8906.6억 달러(2007.12.26) → ② 양적 긴축 시작 전 4조 4769.0억 달러(2017.07.19) → ③코로나19 대유행 이전 4조 1655.9억 달러(2019.12.25)'의 추이를 보였다. 2017년 하반기부터 양적 긴축이 진행됐지만, 금융위기 대응 과정에서 양적 완화로 늘어난 자산 3조 5862.4억 달러(②-①)와 비교하면, 이후 2년여에 걸친 양적 긴축 과정에서 줄어든 자산은 -3113.1억 달러(②-③)에 불과했다. 동일 시점에 줄어든 보유증권 규모도 -5014.5억 달러에 불과했다. 당시 연준의 양적 완화 출구전략 즉 양적 긴축이 제대로 수행되지 못한 가장 근본적인 원인은, 본인의 재임 시기 경기 후퇴를 우려한 트럼프 행정부의 강력한 반대가 주요 원인이었던 것으로 추정된다.

이처럼 글로벌 금융위기 이후 풀린 유동성에 대한 양적 긴축이 제대로 진행되지 못한 상태에서, 코로나19 대유행에 따라 2020년 3월 이후 다시 대규모의 양적 완화가 시행되었다.

2008년 글로벌 금융위기 당시와 코로나19 대응을 위한 양적 완화의 규모와 속도를 비교하면, 코로나 시기의 양적 완화가 매우 짧은 시간 내에 더 대규모로 진행됐음을 알 수 있다. 글로벌 금융위기(2007.12~2010.12)와 코로나 시기(2019.12~2022.01) 약 2년에 걸친 연준의 총자산과 보유증권 증가 규모를 비교하면, 코로나19 대응 시기 양적 완화 규모가 총자산은 약약 3.1배 그리고 보유증권은 약 3.3배나 더 많이 늘어났기 때문이다.

[표] 글로벌 금융위기와 코로나19 시기 연준의 총자산 및 보유증권 증감 현황

(단위 : 백만 달러)

구 분	2008년 글로벌 금융위기			코로나19 위기		
	2007.12.26(①)	2010.12.29(②)	증감 (②-①)	2019.12.25(③)	2022.01.19(④)	증감 (④-③)
총자산	890,662	2,420,570	1,529,908	4,165,591	8,867,834	4,702,243
보유증권	754,612	2,155,703	1,401,091	3,751,189	8,381,950	4,630,761

자료) U.S. FED & ST. LOUIS FED

양적 긴축의 주요 배경이라 할 수 있는 글로벌 인플레이션 상황에 대해 살펴보면. 미국은 2021년 3월 인플레이션이 2.6%로 물가안정 목표(2.0%)를 초과한 이래, 공급 병목 현상과 임금상승 그리고 빠른 수요 회복에 따라 4.2%(2021.04) → 5.3%(21.08) → 6.8%(2021.11) 등으로 꾸준한 상승세를 보였으며, 지난해 12월에는 7.0%를 돌파한 이래, 올 2월에는 7.9%를 기록하며 급등세를 연출하고 있다. 유로존 역시 유사한 양상을 드러내고 있는바, 미국에서 출발한 인플레이션이 글로벌로 빠르게 퍼지는 양상이다.

글로벌 인플레이션은 무엇보다 경기회복에 따른 수요증가가 주요 원인이며, 글로벌 저금리 기조가 상당 기간 유지되면서 누적된 과잉유동성 또한 인플레이션을 자극하고 있다. 공급 요인을 살펴보면, 친환경 패러다임으로의 전환기적 상황에서 수급불균형으로 유가 등 에너지 및 원자재 가격 상승하고 있다는 점과 부동산 가격 상승으로 임대료 등 주거비도 상승했다는 점, 물류 및 운송비 등 공급망 관리 비용 증가하고 있다는 점 등을 들 수 있다. 위드 코로나 확산과 경기회복에 따른 수요증가 그리고 공급 측면에서의 복합적이고 다양한 글로벌 인플레이션 압력은 러시아와 우크라이나 간 전쟁으로 더 강화될 전망이다. 그리고 인플레이션 압력이 증가할수록 미 연준의 양적 긴축 압력 또한 커질 것이다.

미국의 실업률은 코로나19 대유행 직후인 2020년 초 14.7%까지 높아졌다가 2022년 1월 4.0%로 낮아지는 등 사실상 완전고용 수준에 접근했다. 실업률이 개선됐고 경기도 회복 중이지만, 코로나19의 불확실성이 여전하고, 러시아 우크라이나 간 전쟁도 새로운 변수로 등장했다. 하지만 40년 만에 가장 높은 인플레이션 상황을 안정시켜야 하는 연준으로서는, 실업률 지표가 크게 나빠지지 않는 한 조기 양적 긴축을 강행할 것으로 판단된다.

미 연준의 통화정책 변화는 미국뿐 아니라 글로벌 금융시장 및 경제에도 상당한 영향을 미칠 것으로, 양적 긴축의 시기와 방법 그리고 그 규모 등이 어떻게 진행될 것인지를 1월 말에 공개된 '연준의 대차대조표 축소 원칙'에 기반하여 진단해 보았다.

첫째, 양적 긴축(연준 대차대조표(B/S) 축소)은 3월 첫 번째 금리 인상한 후 6~7월경부터 시작될 것으로 추정된다. 이후 경제적 상황을 보아가며 양적 긴축이 진행되는 과정에서 금리 인상도 병행하게 될 것 같다. 금리보다는 B/S 축소가 더 강조될 듯하다.

둘째, 연준의 대차대조표 축소 방법은 보유증권의 만기도래분 또는 조기 상환분의 재투자를 종료하는 방식을 채택할 것이다. MBS 규모 축소가 우선시 될 것이며, 빠른 긴축이 필요하다고 판단되는 상황이 도래하면, MBS 매각을 적극적으로 단행할 가능성도 있다.

셋째, 양적 긴축 규모는 최소 2.7조 달러에서 최대 3.9조 달러에 달할 것으로 추정된다.

미 연준의 양적 긴축은 그간 글로벌 자산시장 차원에서 진행된 '유동성 잔치(위험 추구 행위)'가 종료된다는 것을 의미한다. 그간 주요국 중앙은행들은 글로벌 차원의 과잉유동성에 기초한 투자자들의 위험 추구 행위를 수수방관했다. 글로벌 금융위기 이후 약 10여 년간 글로벌 자산시장 내에 축적된 위험은, 코로나19 대응에 따른 대규모의 양적 완화로 전례 없는 수준까지 확대되었다. 양적 완화로 풀려난 돈의 규모가 클수록, 정상화 국면에서의 충격은 단순

정비례가 아니라 그 이상으로 커질 수밖에 없을 것이다.

소규모 개방 경제인 우리나라도 금리 상승과 자금이탈로 자산 가격 하락 위험이 커질 것이며, 글로벌 인플레이션과 고환율로 수입 물가가 급등함에 따라 인플레이션 압력도 가중될 것이다. 특히 1845조원에 달하는 가계부채와 과열된 부동산 시장이라는 뇌관과도 같은 문제를 안고 있는 우리나라가 받아야 하는 경제적 충격은 매우 클 수밖에 없다.

우리나라 가계신용은 2002년 4분기 464.7조원에서 2021년 3분기 1844.9조원으로 20년 사이에 약 4배 가까이 급증했는데, 2021년 2분기 기준 우리나라 국내총생산(GDP) 대비 가계부채비율은 105.8%로 100%를 초과, 세계에서 가장 높은 수준인바, 가계부채의 심각성을 잘 보여주는 사례다. 중소기업의 경우 '고물가, 고환율, 고금리'라는 3중고에 시달릴 가능성이 커졌다. 공급 병목 등으로 생산자 물가가 상승하는 가운데, 달러 강세로 인한 수입 물가 상승은 중소기업의 추가적인 원가 상승 부담으로 연결될 것이고, 대기업과 달리 중소기업은 은행 차입에 대한 자금조달 의존도가 높아 금리 상승은 재무 건전성을 악화시키기 때문이다.

미국의 양적 긴축 대응 과정에서 정부의 역할이 매우 중요해질 것으로, ▷가장 큰 피해가 예상되는 소득 1분위와 순자산 1분위 그리고 중소기업에 특화된 경제적 · 금융적 대응책을 선제적으로 수립하고 실행해야 하며 ▷서민들의 피해를 최소화할 수 있도록 공공서비스나 농산물 · 공산품 등의 생필품 가격 안정책과 더불어 유통과정의 불합리 요인을 사전에 통제할 필요가 있고 ▷수입 물가 급등의 주요 원인인 에너지와 원자재의 안정적 공급망 확보를 위한 전략적 외교가 필요하고 ▷가정 경제의 근간이 되는 노동소득 안정을 위해 고용률과 고용의 질 향상을 위한 구체적인 노력이 동반되어야 할 것이다.

1. 들어가며

지난 1월 5일(현지 시각) 미국 연방준비제도(The Federal Reserve, 미 중앙은행)는 2021년 12월 연방공개시장위원회(FOMC) 정례회의 의사록을 공개하였다. 의사록의 주요 내용은 예상보다 더 빠르게 금리를 인상할 수 있으며, 필요하다면 양적 긴축(Quantitative Tightening)[1] 도 실행할 수 있다는 것이었다. 이를 한마디로 정리하면 '유동성 잔치는 끝났다. 지금부터 본격적으로 시중에 풀린 돈을 회수'하겠다는 것이었다.

[그림1] 미국 및 한국 주요 증시 추이

자료) 미래에셋대우 HTS (2022.01.27 기준)

미 연준의 강력한 양적 긴축 소식이 공개되자, 공개 당일 다우존스(-1.07%), 나스닥(-3.34%) 등 뉴욕 증시는 급락했고, 1월 6일 아시아 주요 국가 증시는 물론 외환시장 또한 일제히 급락했는데, 우리나라 또한 코스피 또한 33.44p 하락 2920.53(-1.13%)으로 마감하였고, 코스닥 지수도 29.32p 하락한 980.30(-2.90%)으로 끝났다. 원-달러 환율은 4.1원 오른

1)양적 긴축(Quantitative Tightening)은 중앙은행이 시중에 풀린 돈(유동성)을 회수하기 위하여 보유 중인 자산을 축소하는 정책을 말한다. 중앙은행이 매입한 채권이 만기가 도래할 때, 이 채권에 재투자하지 않을 경우, 유동성을 흡수하게 되는데, 양적 긴축의 일반적 사례라 할 수 있다. 보다 공격적 방식은 중앙은행이 보유 채권을 직접 매각할 수도 있다. 유동성을 간접적으로 흡수하는 금리 인상과 달리 중앙은행이 시중에 풀린 돈을 직접 회수하기에 시장에 미치는 영향이 매우 크다.

1201.0원으로 마감했다.

FOMC 의사록(2021.12.14.~15) 공개 이후 미 연준의 강력한 긴축 의지가 확인되면서, 이후로도 글로벌 자본시장은 하락 추세가 지속되었다. 지난해 12월말 36,338.30에 달했던 다우존스의 경우 1월 27일 34,160.78로 2,177.52p 하락했고, 나스닥 지수는 15,644.97에서 13,352.78로 2,292.19p로 하락 폭이 더 컸다. 우리나라 또한 코스피는 1월 중 −10.56%(시가 2998.32 → 종가 2,663.34) 하락했고, 코스닥은 −15.58%(시가 1,038.97 → 종가 872.87)로 하락 폭이 더 컸다. 나스닥이나 코스닥 지수의 경우 전통 제조업보다는 기술주(성장주) 중심으로 구성된 시장이라 시중 유동성 축소에 더 큰 영향을 받아 하락 폭이 더 컸다.

미 연준의 강력한 긴축 예고에 대하여 글로벌 증시가 급락으로 반응했다는 것은, 시장이 미처 연준의 긴축 기조를 사전에 제대로 인지하지 못했으며, 강도 높은 통화정책을 요구하는 변수가 나타났다는 것을 의미한다. 기존의 시장 예측치는 '점진적인 테이퍼링(tapering)[2)]과 적절한 시점의 금리 인상'이었다.

미국의 연방공개시장위원회가 2021년 12월 정례회의에서 기존에 예고했던 긴축 시나리오보다 강도 높은 긴축 정책으로 변경할 수밖에 없었던 주된 이유는, 기본적으로 보유 자산이 과도하게 늘어나 있다는 사실 이외에도 인플레이션 위협이 심각한 것으로 판단했기 때문이다. 2021년 1월 1.4%에 불과했던 미국의 인플레이션은 2021년 9월(5.4%), 10월(6.2%), 11월(6.8%) 등으로 급등하고 있었기 때문이다. 동아일보(22.01.07)에 따르면 FOMC는 12월 의사록에서 이러한 상황 변화와 강도 높은 긴축을 다음과 같이 밝혔다. "인플레와 노동시장 상황을 고려할 때 더 일찍 혹은 더 빠르게 금리를 올리는 것이 정당화될 수 있다. 대부분의 회의 참석자들은 첫 번째 금리 인상 후 어느 시점에서 대차대조표 축소를 시작하는 것이 적절할 수 있다는 데 동의했다"

현실의 양적 완화는 공정하지 못할 뿐 아니라 실패한 정책이다. 경제를 살리겠다는 취지를 내 걸었지만, 서민경제를 살리기보다는 금융기관과 거액 자산가를 부유하게 만들어 양극화를 심화시켰고, 나아가 시중에 풀린 과잉유동성은 투기 자본화되어 미국 내 자산시장뿐 아니라 글로벌 자산시장 특히 신흥국의 자산시장도 크게 왜곡시켰다. 하지만 양적 긴축으로 유동성을 회수하는 과정에서 정책 실패의 책임은 수혜자인 금융기관이나 거액 자산가가 아니라 서민들

2)테이퍼링(tapering)이란 연준이 경기 부양을 위해 정기적으로 매입하던 채권의 규모를 점진적으로 줄이는 정책을 지칭한다. 양적 완화 이후 정상화 과정에서 실행되는 출구전략의 한 단계이다.

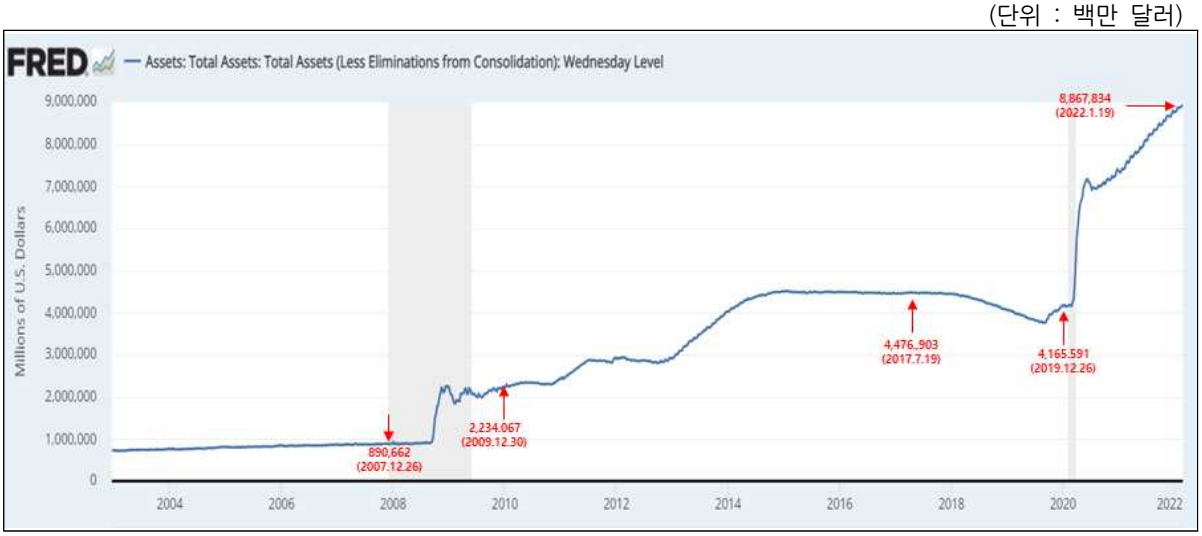
의 몫이 될 것이고, 신흥국 또한 '유동성 잔치'를 누렸던 책임을 지게 될 것이다. 미 연준이 긴축 속도와 강도를 높이면, 상대적으로 미 달러 가치가 상승해 신흥국에서 자본이탈 현상이 나타날 가능성이 크며, 유동성 잔치로 과열됐던 글로벌 자본시장과 부동산 시장도 타격을 받게 될 것이기 때문이다. 특히 1845조원에 달하는 가계부채와 과열된 부동산 시장이라는 폭탄의 뇌관과도 같은 문제를 안고 있는 우리나라가 받아야 하는 경제적 충격은 매우 클 것이다.

이에 본 보고서는 ▷코로나19 대응을 위한 양적 완화의 주요 내용과 자산시장에 미친 영향 ▷글로벌 인플레이션의 확산과 조기 양적 긴축 ▷양적 긴축 관련 주요 이슈 및 방향 등을 진단해 보려고 한다.

2. 양적 완화의 세부 내용과 자산시장에 미친 영향

[그림2] 미 연준 총자산(Total Asset) 추이

(단위 : 백만 달러)



자료) ST. LOUIS FED Economic Data

2019년 12월 25일 기준 4조 1655.9억 달러였던 연준의 총자산은 2022년 1월 19일 현재 8조 8678.3억 달러로 두 배 이상 급증했다. 연준의 자산이 약 2년 만에 두 배 이상 늘어날 수 있었던 배경은 코로나19 사태로 인한 경기침체 및 실업률 급증에 대응하기 위하여, 연준은 기준금리를 전격 인하함과 동시에 2020년 3월 이후 시장에 막대한 유동성을 직접 공급하는

양적 완화(QE, Quantitative Easing)[3] 정책을 꾸준히 실행해 왔기 때문이다.

실제로 연준은 코로나19라는 팬데믹(pandemic, 세계적 대유행) 사태에 대처하기 위하여 2020년 3월 15일 기준금리를 0.00~0.25%로 전격 인하하는 동시에 7000억 달러 규모의 채권(국채 & MBS)를 매입하겠다고 결정했다. 그런데 3월 16일부터 코로나19 감염자가 급증하면서, 3월 셋째 주와 넷째 주 연속해서 실업수당 신청 건수가 약 995만 건으로 사상최대치를 기록했는데, 이는 2008년 글로벌 금융위기 당시 6개월간의 신청 건수와 비슷한 수준으로 실업대란이 현실화되었다. 이에 연준은 3월 23일 무제한의 양적 완화를 시사했고, 4월 9일에는 최대 2조 3000억 달러 규모의 유동성을 투입하겠다고 밝혔다. 전례 없는 코로나19 사태가 맞이하여, 전례 없는 양적 완화가 시작된 것이다.

양적 완화(QE, Quantitative Easing)는 중앙은행이 저금리 상황에서 경기침체 시에 경기를 활성화할 목적으로 시중에 대량의 유동성을 직접 공급하는 정책을 의미한다. 대개는 금융기관들이 보유하고 있는 자산, 즉 주로 국채를 매입하는 방식으로 금융기관에 돈을 풀어 시중의 유동성을 증가시킨다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 주요 선진국들은 금리정책 이외에 양적 완화 정책을 시행하고 있다.

[표1] 미 연준 총자산 및 보유증권 규모 추이

(단위 : 백만 달러)

구 분	2007.12.26	2009.12.30	2017.7.19	2019.12.25	2022.01.19
총자산(a)	890,662	2,234,067	4,476,903	4,165,591	8,867,834
보유증권(b)	754,612	1,844,722	4,252,637	3,751,189	8,381,950
국채[4]	754,612	776,587	2,465,145	2,328,862	5,693,341
정부기관채	-	159,879	8,097	2,347	2,347
MBS[5]	-	908,257	1,779,394	1,419,980	2,686,262
증권비중(a/b)	84.7%	82.6%	95.0%	90.1%	94.5%

자료) U.S. FED & ST. LOUIS FED

3)양적 완화(QE, Quantitative Easing)란 경기침체 시 통화정책을 실시할 수 없을 정도로 금리의 절대 수준이 낮은 상황에서, 중앙은행이 신용경색 문제를 해결하려는 목적으로 국채 매입 등을 통해 시장에 유동성을 직접 공급하는 것을 의미한다. 대개 금융기관들이 보유하고 있는 자산 즉, 국채를 중앙은행이 매입하는 방식으로 금융기관에 돈을 공급한다.

4)미 연준 보유 국채는 재무부 명의(U.S. Treasury)로 발행되는 Bill(만기 1년 이하 단기채권), Note(만기 2~10년 중장기국채), Bond(만기 15~30년 장기국채) 등으로 구성되어 있다. Note와 Bond의 경우 물가연계 채권(Notes and bonds, inflation-indexed)을 포함하고 있다.

5)Mortgage-backed securities(MBS, 주택저당증권) : 2008년 글로벌 금융위기 이후 국유화된 주택금융업체인 Fannie Mae, Freddie Mac과 Ginnie Mae(미정부저당공사)가 보증하는 MBS를 'Agency-MBS(공사보증MBS)'라고 따로 분류하기도 하는데, 금융위기 이후 연준은 이런 'Agency-MBS'를 매입해왔다.

미 연준의 총자산 및 보유증권 추이를 보면, 코로나19 대유행 이전인 2019년 12월 25일 기준 보유증권 규모는 3조 7511.8억 달러였지만, 2020년 3월 이후 양적 완화가 본격화된 결과 2022년 1월 19일 현재 8조 3819.5억 달러로 2.23배나 늘어났음을 알 수 있다. 보유증권을 세부적으로 살펴보면, 재무부 발행 국채가 5조 6933.4억 달러로 가장 많았고, 이어 2008년 글로벌 금융위기 이후 국유화된 Fannie Mae, Freddie Mac 그리고 Ginnie Mae(미정부주택저당공사)가 보증하는 MBS(주택저당증권)가 2조 6862.6억 달러, 기타 정부기관채 23.4억 달러를 보유하고 있다. 과거 연준의 대차대조표상에는 없었던 주택저당증권(MBS)이 글로벌 금융위기 이후 새롭게 연준 대차대조표에 나타나고 있다는 점에서, 당시 서브-프라임 모기지 사태는 미국 경제는 물론 중앙은행 시스템에도 많은 영향을 미쳤다는 것을 알 수 있다.

그런데 미 연준은 2008년 글로벌 금융위기 사태 당시에도 3차례에 걸쳐 대규모의 양적 완화를 실행한 바 있다. 2008년 12월부터 2010년 3월에 걸쳐 시행된 1차 QE는 1조 7,000억 달러 규모였고, 2차 QE(2010.11~2011.06)는 6000억 달러, 3차 QE(2012.09~2014.10)는 1조 2800억 달러 규모로 진행됐었다.

일부 실증분석 연구[6]에 따르면 글로벌 금융위기 당시 미 연준의 양적 완화 정책은 장기국채 · 모기지증권(MBS) · 회사채 금리하락에 기여, 금융시장 안정에 도움이 됐다는 평가를 받고 있다. 하지만 이러한 양적 완화가 금융시장 이외의 실물경제에 얼마나 도움이 되었는지 관련해서는 여전히 논쟁거리다. 선진국의 양적 완화로 시장에 풀린 과잉유동성은 경제 활성화보다는 자본시장이나 주택시장 등 자산 가격의 투기적 거품을 초래했다는 비판이 더 거세기 때문이다.

미 연준의 총자산이 2007년 12월(8906.6억 달러)에서 2022년 1월(8조 8678.3억 달러)까지 약 9.96배가 늘어나는 동안 나스닥 지수는 글로벌 금융위기 직후인 2009년 3월 1,265.52포인트에서 2021년 11월 16,212.23포인트까지 12.8배가 상승했다. S&P500 또한 2009년 3월 666.79포인트에서 2022년 1월 4,818.62포인트까지 7.2배가 올랐다.

자본시장뿐 아니라 글로벌 금융위기의 주요 원인으로 작용했던 서브-프라임 모기지증권의 기초자산이자 대표적인 실물(부동산)자산인 주택가격 또한 다시 급등했다. 전미 주택가격 지

6)D'Amico and King(2010), Gagnon et al.(2010), Wright(2012), Hamilton and Wu(2011) 등은 실증분석을 통해 글로벌 금융위기 중 미국의 비전통적 통화정책이 장기금리 하락을 가져왔다는 결론을 도출. Hancock and Passmore(2011)은 글로벌 금융위기 중 미 연준의 MBS 매입이 모기지 금리의 위험 프리미엄을 낮추었다는 결론을 도출함.

수(S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index)를 보면, 2007년 3월 184.15까지 상승했다가, 2008년 글로벌 금융위기 이후 주택가격이 크게 조정을 받은 결과 2012년 1월 136.60까지 하락했었다. 하지만 글로벌 금융위기 상황에서 경기부양을 위한 대규모의 양적 완화가 지속된 결과, 시중에 풀린 과량의 유동성이 다시 주택가격을 상승 추세로 돌려놓았고, 2020년 3월부터 코로나 대응을 위해 전례 없는 규모의 유동성이 시장에 풀리자 주택가격 지수는 2021년 12월 279.80이라는 전례 없는 수준까지 급상승한 상태다.

[그림4] 미국 NASDAQ 및 S&P/Case-Shiller 전미 주택가격 지수 추이

자료) Investing.com, ST. LOUIS FED Economic Data

이제 미 연준이 지난해 12월 FOMC 의사록에서 밝혔던 내용처럼, 테이퍼링 종료 후 곧바로 금리 인상에 나서고 바로 양적 긴축마저 진행된다면, 시중이 유동성은 본격적으로 회수될 것으로, 풍부한 유동성에 힘입어 내재가치 이상으로 과열됐던 주식과 부동산 시장은 본질적 내재가치 수준까지 하락할 가능성이 커졌다. 그리고 증권과 부동산 가격 하락의 가장 큰 피해

자는 노동소득의 일정 부분을 꾸준하게 자본시장에 투자해온 노동자와 과도한 모기지 대출로 힘겹게 주택을 장만했던 서민들이 담당하게 될 것이다. 노동자들은 은퇴 후에 필요한 자금의 상당 부분을 잃게 될까 전전긍긍하게 될 것이며, 주택 매입 자금의 상당 부분을 은행 대출에 의존했던 서민들은 자신의 집을 은행에 빼앗기게 될 것이다. 양적 긴축의 속도가 빠를수록, 규모가 커질수록 노동자와 서민들의 고통도 커지게 될 가능성이 크다.

경기를 살리겠다는 취지에서 추진된 양적 완화는 이처럼 다시 한번 '투기와 버블'을 만들어 냈다. 양적 완화로 풀린 돈이 경제를 살린 것이 아니라 오히려 투기자본으로 변해 양극화만 심화시켰다. 선진국들이 무분별하게 풀어버린 돈들은 자국의 자산시장은 물론 주변국까지 흘러 들어가 경제적 착시를 일으키며 버블을 만들었다. 하지만 버블은 언젠가 꺼지기 마련이다. 전 연준 의장인 그린스펀 또한 인플레이션이 나타나지 않는 한 팽창적 통화정책을 유지하는 것이 유효하다고 판단했기 때문에 초저금리(2003~2004년 정책금리 1%) 정책을 고수했지만, 이 시기 주택 버블은 무럭무럭 커졌고, 버블이 꺼지면서 2008년 글로벌 금융위기가 터졌고, 노동자와 서민들의 일상도 무너졌었다. 이런 차원에서 볼 때, 향후 연준의 양적 긴축의 속도와 규모를 어떻게 접근할 것인지는 미국 사회는 물론 주변국 등 전 세계적으로도 매우 중요한 문제가 되었다.

3. 글로벌 인플레이션과 양적 긴축

지난 1월 5일 미 연준이 작년 12월 FOMC 의사록을 공개하자 전 세계 자본시장이 동시에 급락세를 보인 이유는, 양적 완화 출구전략과 관련한 의사록의 주요 내용이 시장의 예상을 벗어났기 때문이다. 당초 시장의 전망은 이번 긴축 과정도 2008년 글로벌 금융위기 이후 연준이 취했던 출구전략과 비교적 유사한 과정을 거칠 것으로, 2022년 상반기 중 기준금리를 인상하고, 올 한해 3차례의 금리 인상이 뒤따를 것이며, 양적 긴축은 상당 기간 후에나 시행될 것으로 예상했었다. 하지만 공개된 의사록은 올 3월에 테이퍼링을 종료한 후, 곧바로 금리 인상에 나설 것이며, 그 횟수도 3회 이상이 될 가능성이 있고, 양적 긴축 또한 앞당겨 시행할 수 있다는 내용이었다.

2008년 글로벌 금융위기 이후 연준이 취했던 출구전략 경로는 '1단계 자산매입 종료 → 2단계 금리 인상 → 3단계 양적 긴축'이라는 3단계의 경로를 거쳤고, 각 단계 또한 상당한 시

차를 두고 진행한 바 있다. 당시 자산매입은 2014년 10월에 종료되었고, 금리는 2015년 12월에 가서야 첫 번째 인상이 있었으며, 실질적인 양적 긴축은 2017년 10월부터 진행됐었다.

연준이 이처럼 예상보다 매우 빠르게 양적 긴축을 논의하게 된 배경은, 무엇보다 최근 글로벌 차원에서 인플레이션이 심각해지고 있다는 사실을 들 수 있다. 하지만 2008년 글로벌 금융위기 이후 대규모의 양적 완화로 비정상적으로 부풀려진 연준의 대차대조표가 양적 긴축을 통한 정상화가 제대로 이루어지지 못한 상태에서 코로나19로 인하여 다시 대규모의 양적 완화가 실행되었다는 사실, 즉 현재 연준의 대차대조표가 너무도 과도하게 부풀려져 있다는 사실 자체도 주요 원인 중의 하나일 것으로 추정된다.

먼저 두 번째 배경인 미 연준의 대차대조표 중 총자산 추이를 살펴보면, '①금융위기 전 8906.6억 달러(2007.12.26) → ②양적 긴축 시작 전 4조 4769.0억 달러(2017.07.19) → ③코로나19 대유행 이전 4조 1655.9억 달러(2019.12.25)'의 추이를 보였다. 2017년 하반기부터 양적 긴축이 진행됐지만, 금융위기 대응 과정에서 양적 완화로 늘어난 자산 3조 5862.4억 달러(②-①)와 비교하면, 이후 2년여에 걸친 양적 긴축 과정에서 줄어든 자산은 -3113.1억 달러(②-③)에 불과했다.

[표2] 주요 시기별 미 연준 총자산 및 보유증권 규모 변화

(단위 : 백만 달러)

구 분	2007.12.26 (①)	2009.12.30	2017.7.19 (②)	2019.12.25 (③)	2022.01.19 (④)
총자산(a)	890,662	2,234,067	4,476,903	4,165,591	8,867,834
증감액			② - ① 3,586,241	③ - ② -311,312	④ - ③ 4,702,243
보유증권(b)	754,612	1,844,722	4,252,637	3,751,189	8,381,950
증감액			② - ① 3,498,025	③ - ② -501,448	④ - ③ 4,630,761
국채	754,612	776,587	2,465,145	2,328,862	5,693,341
정부기관채	-	159,879	8,097	2,347	2,347
MBS	-	908,257	1,779,394	1,419,980	2,686,262
증권비중(a/b)	84.7%	82.6%	95.0%	90.1%	94.5%

자료) U.S. FED & ST. LOUIS FED

주) ①은 2008년 글로벌 금융위기 바로 직전인 2007년 12월 ②는 양적 긴축이 진행되기 직전인 2017년 7월 ③은 코로나19 대유행 바로 직전인 2019년 12월 ④는 테이퍼링이 종료되기 직전인 2022년 1월 해당 일자 연준 대차대조표상의 자산과 보유증권 규모임.

양적 완화는 보통 중앙은행이 금융기관이 보유한 국채를 매입하는 방식으로 시중에 유동성을 제공하기 때문에, 미 연준의 대차대조표상 보유증권 규모 변화를 통해 시중에 풀린 유동성의 실제적인 규모를 추정할 수 있다. 위와 같은 방식으로 연준의 보유증권 규모 추이를 보면, '①금융위기 전 7546.1억 달러(2007.12.26) → ②양적 긴축 시작 전 4조 2526.4억 달러(2017.7.19) → ③ 코로나19 대유행 이전 3조 7511.9억 달러(2019.12.25)'의 추이를 보였다. 양적 완화로 늘어난 보유증권 규모는 3조 4980.3억 달러(②-①)에 달했지만, 이후 코로나19 이전까지 줄어든 보유증권 규모는 -5014.5억 달러(②-③)에 불과했다. 양적 완화로 늘어난 보유증권 규모 대비 양적 긴축을 통한 보유증권 감소율은 14.3%로, 동일 기간 총자산 감소율 8.7%보다는 높았지만, 2019년 12월 말 기준으로도 연준의 대차대조표는 여전히 매우 심하게 부풀어진 상태임을 알 수 있다.

이처럼 당시 연준의 양적 완화 출구전략 즉 양적 긴축이 제대로 수행되지 못한 가장 근본적인 원인은, 본인의 재임 시기 경기 후퇴를 우려한 트럼프 행정부의 강력한 반대가 주요 원인이었던 것으로 추정된다. 트럼프 대통령은 재임 당시 연준의 양적 긴축을 빈번하게 비판했었다.[7)]

이처럼 글로벌 금융위기 이후 풀린 유동성에 대한 양적 긴축이 제대로 진행되지 못한 상태에서, 코로나19 대유행에 따라 2020년 3월 이후 다시 대규모의 양적 완화가 시행되었다. 2022년 1월 19일 현재 연준의 총자산은 8조 8678.3억 달러로 양적 완화 시행 전인 2019년 12월 말과 비교할 때 약 4조 7022.4억 달러 증가했고, 보유증권 규모 또한 4조 6307.6억 달러가 증가했다.

2008년 글로벌 금융위기 당시와 코로나19 대응을 위한 양적 완화의 규모와 속도를 비교하기 위하여 표3과 같이 연준 총자산과 보유증권 규모 변화를 살펴보았다. 먼저 글로벌 금융위기 직전인 2007년 12월과 금융위기 이후 약 2년이 지난 2010년 12월의 연준 대차대조표를 보면 총자산은 약 1조 5299억 달러, 보유증권은 약 1조 4010억 달러가 늘어났다. 한편 코로

7)한국경제 2019.04.15자 기사 '트럼프, 또 연준 저격...양적 긴축이 킬러였다' : "트럼프 대통령은 14일(현지시간) 트위터에 올린 글에서 "연준이 제대로 일을 했더라면 주식 시장은 5천~1만 포인트 정도 추가로 상승했을 것이고 GDP(국내총생산)도 거의 인플레이션 없이 3% 대신 4% 이상 크게 증가했을 것"이라면서 그러나 연준이 제대로 일을 하지 않았다고 비난했다. 트럼프 대통령은 특히 대차대조표상의 보유자산을 줄이는 '양적 긴축'(QT)이 "킬러(killer)였다"며 정확히 반대의 조치가 취해졌어야 했다고 주장했다. 연준이 4번째 금리 인상을 앞두고 있던 지난해 12월에는 파월 의장을 공개적으로 공격하며 금리 인상을 중단하고 보유자산 축소 프로그램을 멈추라고 요구했다."

나19가 본격화되기 전인 2019년 12월과 약 2년이 지난 시점인 2022년 1월 중순의 대차대조표를 보면 총자산은 4조 7022억 달러, 보유증권은 4조 6307억 달러 증가했다. 코로나19 대응을 위한 양적 완화 규모는 글로벌 금융위기 당시에 비교할 때 자산은 약 3.1배 그리고 보유증권은 약 3.3배나 더 많이 늘었다. 결과적으로 코로나19 대응을 위한 양적 완화가 글로벌 금융위기 당시보다 더 짧은 기간 내에 더 대규모로 진행되었음을 알 수 있다.

[표3] 글로벌 금융위기와 코로나19 시기 연준의 총자산 및 보유증권 증감 현황

(단위 : 백만 달러)

구 분	2008년 글로벌 금융위기			코로나19 위기		
	2007.12.26(①)	2010.12.29(②)	증감 (②-①)	2019.12.25(③)	2022.01.19(④)	증감 (④-③)
총자산	890,662	2,420,570	1,529,908	4,165,591	8,867,834	4,702,243
보유증권	754,612	2,155,703	1,401,091	3,751,189	8,381,950	4,630,761

자료) U.S. FED & ST. LOUIS FED

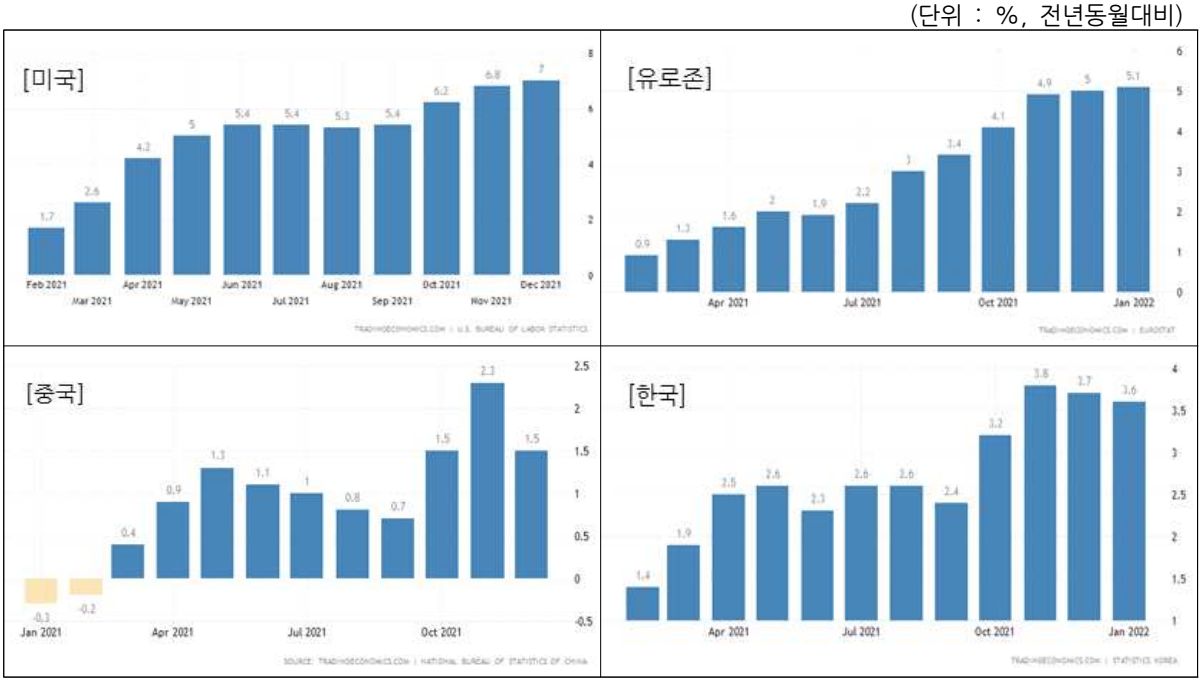
이제 조기 양적 긴축의 주요 배경이라 할 수 있는 글로벌 인플레이션 상황에 대해 살펴보자. 미국은 1970년대 인플레이션 이후 가장 높은 물가상승률을 보이고 있으며, 유로존 역시 유사한 양상을 드러내고 있는바, 미국에서 출발한 인플레이션이 글로벌로 빠르게 퍼지고 있는 양상이다.

미국의 2021년 3월 인플레이션은 2.6%로 물가안정 목표(2.0%)를 초과한 이래, 공급 병목 현상과 임금상승 그리고 빠른 수요 회복에 따라 4.2%(2021.04) → 5.3%(21.08) → 6.8%(2021.11) 등으로 꾸준한 상승세를 보였다. 지난해 12월에는 7.0%를 돌파한 이래, 올 2월에는 7.9%를 기록하며 급등세를 연출하고 있는데, 러시아와 우크라이나 간 전쟁 상황에 따라 가스와 에너지 가격이 급등한 것이 주요 원인으로 추정된다. 미국의 소비자 물가는 1982년 1월 8.3%를 기록한 이래, 40년 만에 매월 최고치를 기록하고 있는 상황으로 미 연준이 받는 긴축 압박은 점점 더 강력해질 수밖에 없을 것으로 예측된다.

유로존 또한 우크라이나를 두고 러시아와 EU 간의 갈등이 고조되면서 러시아산 천연가스 공급난이 심각한 상태인데다가 경기회복에 따른 수요 회복 등으로 2021년 7월 인플레이션이 2.2%로 물가안정 목표(2.0%)를 초과한 이후, 3.4%(2021.09) → 4.9%(2021.11) → 5.8%(2022.01) 등으로 상승세가 지속되고 있다. 유로존 또한 우크라이나 전쟁의 영향으로 급등세가 이어질 전망이다.

[그림5] 주요 국가 인플레이션 추이

(단위 : %, 전년동월대비)



자료) Trading Economics

미국과 유로존의 인플레이션은 이미 급등세를 보이고 있지만, 중국이나 일본 등 아시아 주요 국가의 인플레이션은 경기회복세 둔화와 정부의 관리물가 통제로 아직은 낮은 수준을 유지하고 있다. 실제로 중국의 인플레이션은 0.4%(21.04) → 1.3(21.05) → 0.7(21.09) → 2.3%(21.11) → 0.9%(22.01) → 0.9%(22.02) 등으로 낮은 수준을 유지하고 있으며, 일본은 −0.5%(21.02) → −1.1%(21.04) → 0.2%(21.09) → 0.6%(21.11) → 0.8%(21.12) → 0.5%(22.01) 등으로 지난해 하반기 들어 인플레이션이 마이너스 상태에서 벗어나긴 했지만, 아직은 낮은 수준에서 유지되고 있다.

중국이나 일본 등 우리나라 주변국의 인플레이션은 아직 낮은 수준에서 유지되고 있음에도 불구하고, 우리나라 물가상승률은 지난해 4월 2.5%로 물가안정 목표 2%를 초과했고, 이후로도 꾸준히 상승하는 양상으로, 지난해 10월 3.2%를 돌파한 이후 3.8%(21.11) → 3.7%(21.12) → 3.6%(22.01) →3.7%(22.02) 등 3%대에서 머물고 있다.

하지만 최근 러시아와 우크라이나 전쟁 발발에 따른 국제 정세 불안에 따라 국제 유가 및 원자재 가격이 급등세를 연출하고 있어, 우리나라는 물론 중국이나 일본 등 그간 안정세를 유지해왔던 국가들까지도 인플레이션이 확산할 전망이다.

최근 글로벌 인플레이션 주요 원인을 간단하게 살펴보면, 무엇보다 글로벌 경기회복에 따른 수요증가를 우선하여 생각할 수 있다. 더불어 글로벌 저금리 기조가 상당 기간 유지되면서 과잉유동성 또한 인플레이션을 자극하고 있다. 미국의 경우 정부의 코로나19 방역 정책에 따라 억눌린 소비심리가 재화 소비로 이어져 내구재(특히 자동차) 중심으로 가격이 상승했고, 전 세계적으로 위드 코로나가 일상화되면서 서비스 물가 또한 상승하고 있다. 전파력은 강하나 치명률이 낮은 오미크론이 전 세계적으로 우세종이 되면서, 코로나19가 일상적 감염병화 되고 있어, 오미크론을 능가하는 전파력과 높은 치명률을 가진 새로운 변이나 경제적 돌발 변수가 나타나지 않는 한 서비스 및 재화 소비 증가세는 상대적으로 풍부해진 유동성에 힘입어 앞으로도 지속할 것으로 전망된다.

인플레이션의 공급 요인을 살펴보면, ①친환경 패러다임 전환과 유가 등 에너지 및 원자재 가격 상승 ②부동산 가격 상승에 따른 주거비 상승 ③물류 및 운송비 등 공급망 관리 비용 증가 등을 생각할 수 있다.

첫째, '2050 탄소중립' 등 전 세계적으로 친환경 패러다임으로의 전환이 가속화되고 있는 전환기적 상황에서 경기회복에 따른 에너지 수요가 증가하고 있지만, 수급불균형으로 유가 등 에너지 가격이 상승하고 있다. 원유 · 석탄 등의 화석원료에 대한 공급 및 투자가 줄고 있고, 상대적으로 친환경 원료인 천연가스 수요는 증가하고 있지만, 신규 투자는 부족한 상황이다. 신재생에너지에 대한 수요는 꾸준하게 늘어나고 있지만, 구리 · 알루미늄 등의 원자재 가격 상승으로 공급 부족 현상이 나타나고 있다. 결국 과도기적 상황에서 에너지 가격 상승에 의한 인플레이션 압력은 상당 기간 지속될 것이라 예상할 수 있다.

둘째, 부동산 가격 상승은 주거비 상승을 통해 물가에 직접적 영향을 미치는데, 코로나19 이후 전 세계적으로 진행된 대규모의 양적 완화와 정부 지출 확대는 글로벌 차원에서 자산 가격 상승을 가져왔는데, 부동산(주택) 가격 상승은 임대료 등 주거비 상승으로 이어져 물가 상승의 한 요인으로 작용하고 있으며, 장기적으로도 인플레이션을 자극할 가능성이 있다.

셋째, 코로나19로 생산이 감소하고 물류에 차질이 생기는 등 공급 지연 현상이 제품 가격 상승으로 이어지고 있으며, 운송비도 오르고 있다. 기업들이 니어쇼어링[8] 등 공급망 안정을 위해 다양한 전략을 구사하고 있지만, 안정화까지는 상당 기간이 필요할 것으로 판단된다.

이외에도 미국과 영국 등 주요 선진국들은 코로나19 상황에서 감염에 대한 우려와 보육 부담 증가에 따른 조기 은퇴 확산으로 노동력 공급이 부족해지는 등 노동수급 불균형이 심화되

8)니어쇼어링(Near-shoring, 근거리 아웃소싱) : 리쇼어링(제조업의 본국 회귀)이 어렵다고 판단되면 인접 국가로부터 아웃소싱하는 개념. 최근 글로벌 기업의 탈중국 추세가 늘면서 리쇼어링 대신 동남아 등지로 니어쇼어링하는 사례가 늘고 있다.

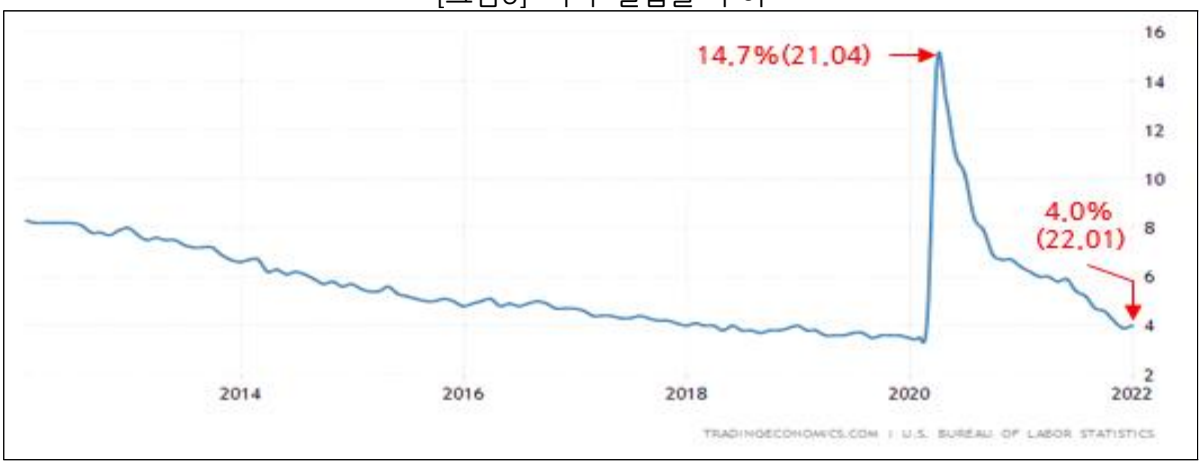
어 임금상승 압력으로 작용하는 등 인플레이션의 한 요인으로 작용하고 있다. 특히 미국은 고용유지보다 실업급여를 지원, 노동자가 노동시장에서 대거 이탈하는 등 노동수급 불균형이 심각했었다. 하지만 노동 공급 부족 현상은 코로나19 위험이 감소하면서 점차 해소될 것으로 판단된다.

위드코로나 확산과 경기회복에 따른 수요증가 그리고 공급 측면에서의 복합적이고 다양한 글로벌 인플레이션 압력은 러시아와 우크라이나 간 전쟁으로 더 강화될 전망이다. 그리고 인플레이션 압력이 증가할수록 미 연준의 양적 긴축 또한 더 빠르게 더 대규모로 진행될 것으로 예측된다. 전례 없이 지나치게 과도하게 부풀려진 연준의 대차대조표 자체로 긴축 압력이 존재하고 있는데, 40년 만에 최고치를 기록하고 있는 인플레이션 압력은 양적 긴축의 속도와 규모를 더 키우고 있기 때문이다.

4. 양적 긴축의 주요 이슈와 진단

글로벌 차원에서 확산 중인 인플레이션이 양적 긴축의 속도와 규모를 압박하는 주요 원동력임은 분명하지만, 글로벌 금융위기 이후 연준의 대차대조표 정상화, 즉 양적 긴축이 제대로 마무리되지 못한 상황에서 다시 한번 대규모의 양적 완화가 진행됨에 따라 연준의 대차대조표가 과도하게 부풀려져 있다는 현실 또한 양적 긴축의 근본적 이유임을 확인할 수 있었다.

[그림6] 미국 실업률 추이



자료) Trading Economics

미국의 실업률은 코로나19 대유행 직후인 2020년 초 14.7%까지 높아졌다가 2022년 1월 4.0%로 낮아지는 등 사실상 완전고용 수준에 접근, 코로나19 이전 수준을 회복하였음을 알 수 있다. 실업률이 크게 개선됐고 경기도 회복 중이지만, 코로나19는 여전히 진행 중이고, 러시아 우크라이나 간 전쟁도 새로운 변수로 등장하는 등 경제의 불확실성이 여전하다. 하지만 40년 만에 가장 높은 인플레이션 상황을 안정시켜야 하는 연준으로서는, 실업률 지표가 크게 나빠지지 않는 한 조기 양적 긴축이 불가피한 상황이다.

미 연준의 통화정책 방향과 세부 정책 실행 방안의 변화는 미국뿐 아니라 우리나라를 포함한 글로벌 금융시장 경제에도 상당한 영향을 미칠 것으로, 연준의 양적 긴축 시기와 방법 그리고 그 규모 등이 어떻게 진행될 것인지를 진단해 보고자 한다.

양적 긴축의 기본 방향과 과정을 예측하는 데 있어, 지난 1월 25~26일 진행된 FOMC 정례회의가 끝난 후 공개된 '연준의 대차대조표 축소 원칙(Principles for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet)'은 기본적 방향을 제시하고 있다. 축소 원칙의 주요 내용은 ▷최대 고용과 물가안정 목표를 촉진하기 위해 대차대조표를 줄이는 시기와 속도를 결정할 것 ▷대차대조표 축소는 금리 인상 과정이 시작된 이후에 개시될 것 ▷만기 채권의 재투자 규모를 조정함으로써 증권 보유량을 예측 가능한 방식으로 줄여나갈 것 ▷장기적으로 주로 국채를 보유해, 경제 전반의 신용 할당에 연준의 영향력을 최소화할 것 ▷충분한 지급준비금 체제에서 통화정책을 효율적이고 효과적으로 시행하는 데 필요한 규모만큼 증권 보유액을 유지하려 한다는 것이었다. 이 원칙에 기초하여 시기와 방법 그리고 규모를 추정하면 다음과 같다.

첫째, 양적 긴축(연준 대차대조표(B/S) 축소)은 3월에 첫 번째 금리 인상한 후 6~7월경부터 시작될 것으로 추정된다. 이후 경제적 상황을 보아가며 양적 긴축이 진행되는 과정에서 금리 인상을 병행하게 될 것으로 예측할 수 있다. 관련하여 파월 의장은 1월 FOMC에서 3월부터 금리를 인상하고, 하반기에 대차대조표 축소를 시작할 것으로 예상한 바 있으며, 더불어 동 논의를 완료하는데 최소한 2번 정도 추가 논의가 필요하다고 언급한 바 있다. FOMC는 1년에 8차례 정례회의를 개최하는데, 상반기 중 3월, 5월, 6월에 회의 일정이 남아있기 때문에 빠르면 6월부터도 양적 긴축이 가능한 상황임을 알 수 있다.

한편 2017년 10월 양적 긴축 시작 당사에는 4차례 금리를 먼저 인상하고 그 효과가 어느 정도 나타난 후 대차대조표 축소를 시작했었지만, 이번에는 금리 인상보다는 대차대조표 축소에 더 큰 강조점이 찍힐 것으로 보인다. 그 이유는 '①B/S 규모가 지나치게 큰 경우 과잉유동

성이 인플레 압력과 자산 버블을 초래할 수 있으며 ②금리 인상보다는 B/S 축소가 상대적으로 달러 강세를 예방할 수 있어 물가 목표 달성과 수출 감소 완화 등의 장점 존재하고 ③금리 상승의 경우 초과 지급준비금에 대한 이자 비용이 증가, 연준의 수지악화 문제가 부상함에 따라 연준의 신뢰가 훼손될 가능성이 상존'하기 때문이다.

크리스토퍼 월러 연준 이사도 "대차대조표를 더 빨리 축소하는 것이 더 공격적인 금리 인상을 하지 않고도 긴축을 할 수 있는 방법"이라며 양적 긴축을 지지한 바 있다.

둘째, 연준의 대차대조표 축소 방법은 축소 원칙에 제시된 것처럼 직접적인 자산 매각보다는 보유증권의 만기도래분 또는 조기 상환분의 재투자를 종료하는 방식을 채택할 것으로 보인다. 더불어 장기적으로는 연준이 국채만을 보유하는 것이 원칙이기 때문에, MBS 규모 축소가 우선시 될 것이며, 연준이 대차대조표의 빠른 정상화가 필요하다고 판단되는 상황이 도래할 경우, MBS 매각을 적극적으로 단행할 가능성도 있을 것으로 예측된다.

연준이 적극적인 자산 매각보다 보유증권 만기도래분의 재투자 종료라는 수동적이고 점진적인 방식을 선호하는 이유는 ①예측가능성이 높아 시장에 미치는 부정적 영향이 적고 ②금리 상승기에 자산을 매각할 경우, 실현손실을 초래할 수 있기 때문이라 분석된다.

[표1] 미 연준 총자산 및 국내총생산 추이

(단위 : 십억 달러)

구 분	2007.12.26	2009.12.30	2017.7.19	2019.12.25	2022.01.19
연준 총자산(a)	890.7	2,234.1	4,476.9	4,165,6	8,867.8
구 분	2007년	2009년	2017년	2019년	2021년
GDP(b)	14,451.9	14,448.9	19,542.9	21,433.2	22,675.3
GDP 대비 총자산 비중 (a/b)	6.16%	15.46	22.91	19.44	39.11

자료) U.S. FED & ST. LOUIS FED, Trading Economics

셋째, 실업률이 현 수준에서 유지되고 새로운 경제적 돌발 변수가 나타나지 않는 한, 연준은 양적 긴축을 조속한 시일 내 단행할 것으로, 그 규모는 최소 약 2.7조 달러에서 최대 3.9조 달러에 달할 것으로 추정할 수 있다.

최소 규모 약 2.7조 달러는 2022년 1월 19일 기준 연준 보유증권 중 MBS 보유액이 2조 6862.6억 달러에 달하는데, 장기적으로 주로 국채를 보유하겠다는 B/S 축소의 기본원칙만 고려해도 약 2.7조 달러의 MBS가 축소되어야 하기 때문이다. 2008년 글로벌 금융위기 이전 연준의 대차대조표 보유증권 중 MBS는 존재하지 않았는바, 연준 대차대조표의 실질적인 정상

화를 위해서라도 기본원칙을 준수할 필요가 있다.

한편 축소 규모와 관련하여 효율적이고 효과적인 통화정책 실행에 필요한 보유증권 수준만을 유지(to maintain securities holdings in amounts needed to implement monetary policy efficiently and effectively) 하겠다는 내용만으로 연준 대차대조표의 적정한 규모를 산출하기는 어렵다. 하지만 연준의 장기균형 B/S를 골드만 삭스(Goldman Sachs)가 GDP의 21%, 피치(Fitch)가 24% 등으로 추정하고 있고, 2019년 정상적 상황에서의 2019년 GDP 대비 연준 총자산 규모가 19.44%였다는 사실과 최근 미국의 경제 규모 및 통화수요 확대 추세 등을 고려하여 미국 국내총생산(GDP)의 22% 수준을 적정 B/S라 추정할 수 있다.

위 전제에 따라 연준의 적정 B/S 규모를 산출해보면, 2021년 미국의 GDP는 잠정 22조 6753억 달러로, 이의 22% 수준인 약 5조 달러(4조 9886억 달러)가 연준의 적정 총자산 규모라 할 수 있다. 그런데 2022년 1월 19일 기준 연준 총자산은 8조 8687억 달러이므로 5조 달러 규모로 낮추기 위해서는 약 3.9조 달러의 양적 긴축이 필요할 것으로 추정할 수 있다.

크리스토퍼 월러 연준 이사는 “연준이 대차대조표를 현재 국내총생산(GDP)의 35% 수준인 것을 20% 부근으로 내리는 것을 목표로 해야 한다”고 주장한 바 있다.

5. 나가며

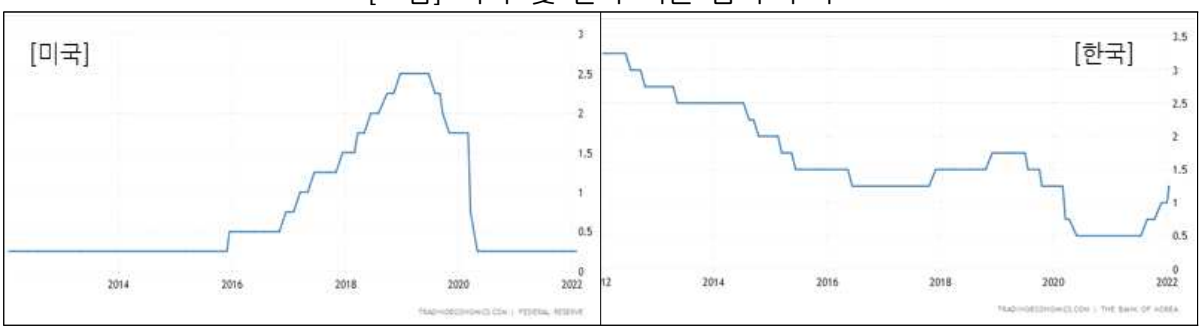
양적 완화의 축소와 중단 나아가 금리 인상과 양적 긴축이라는, 출구전략의 가동된다는 것은 그간 글로벌 자본시장 차원에서 진행된 ‘유동성 잔치(위험추구 행위)’가 종료된다는 것을 의미한다. 그간 주요국 중앙은행들은 글로벌 차원의 과잉유동성에 기초한 투자자들의 위험 추구 행위를 수수방관했다. 글로벌 금융위기 이후 약 10여 년간 글로벌 자산시장 내에 축적된 위험은, 코로나19 대응에 따른 대규모의 양적 완화로 전례 없는 수준까지 확대되었다. 양적 완화로 풀려난 돈의 규모가 클수록, 정상화 국면에서의 충격은 단순 정비례가 아니라 그 이상으로 커질 수밖에 없을 것이다.

미 연준의 애초 판단은 통화팽창을 통하여 투자자들의 위험 선호 행위를 유도하고, 이를 통해 자산 가격이 상승하게 되면, 경제 주체들의 부실 부담을 줄이는 동시에 투자와 수요를 창출하여 경제를 살릴 수 있다는 생각이었다. 하지만 시중에 풀린 유동성은 증권이나 부동산 등 자산시장으로만 몰려들었고, 이는 현 경제 구조가 금리 인상이나 과잉유동성 회수에 매우 취약할 수밖에 없는 구조적 한계를 지니도록 만들었다. 한 방향으로 편향된 경제 · 금융 정책이 수정 과정 없이 너무도 오랫동안 진행되었기 때문에, 위험의 크기 또한 과도하게 부풀려졌다.

시중 유동성을 조금만 줄여도 이에 대한 시장의 반응 속도가 더 크게 나타날 수밖에 없게 된 것이다. 미 연준의 양적 긴축 이야기가 나올 때마다, 전 세계 금융시장이 크게 요동치는 이유가 바로 여기에 있다.

문제는 연준이 긴축 속도와 강도를 높이면, 상대적으로 미 달러 가치가 상승해 신흥국에서 자본이탈 현상이 나타날 가능성이 크며, 유동성 잔치로 과열됐던 글로벌 자본시장과 부동산 시장도 타격을 받게 될 것이라는 점이다. 소규모 개방 경제인 우리나라도 금리 상승과 자금이탈로 자산 가격 하락 위험이 커질 것이며, 글로벌 인플레이션 확대의 영향으로 수입 물가가 급등, 인플레이션 압력이 가중되고 있다. 특히 1845조원에 달하는 가계부채와 과열된 부동산 시장이라는 뇌관과도 같은 문제를 안고 있는 우리나라가 받아야 하는 경제적 충격은 매우 클 수밖에 없을 것이다.

[그림] 미국 및 한국 기준 금리 추이



자료) Trading Economics(2022년 1월 현재)

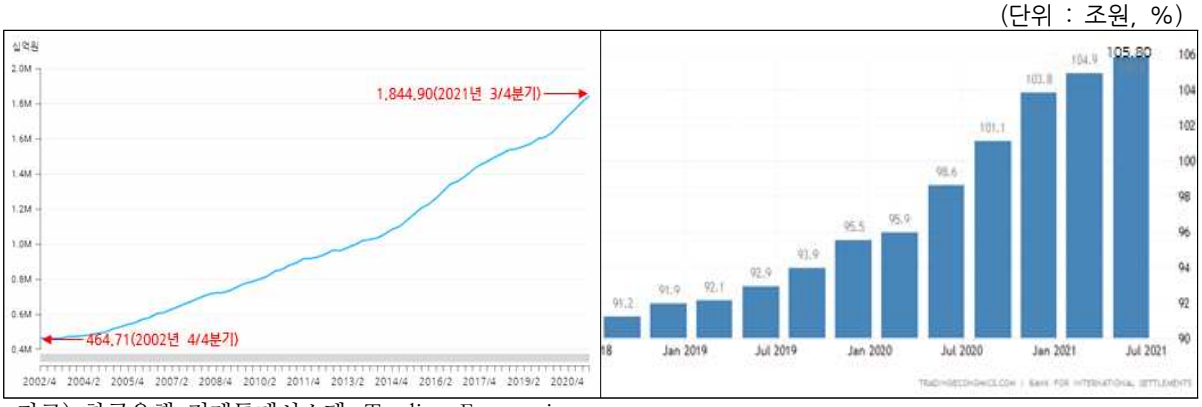
미 연준의 양적 긴축이 가져올 후폭풍 중 가장 우려스러운 것은, 금리 인상에 따른 가계부채 부실화 우려이다. 2022년 1월 기준 미국의 기준금리는 0~0.25%로 사실상 제로 금리 상태이며, 우리나라는 지난 1월 0.25%p를 인상하여 1.25%가 되었다. 미국의 금리 인상은 올 한 해 최소 4차례 이상일 것으로 예상되고 있고, 양적 긴축까지 고려하면 자금이탈 방지를 위해 우리나라 또한 최소 4차례 이상의 추가 인상이 불가피할 것으로 예측된다. 더욱 큰 문제는 연준의 양적 긴축이 본격화되면서 시중 실세 금리가 급등하는 상황이다. 이는 가계부채의 원리금 상환 부담을 크게 늘려, 가계부채 부실화 위험을 커지게 만들기 때문이다.

한국은행 경영통계시스템에 따르면 우리나라의 가계신용은 2002년 4분기 464.7조원에서 2021년 3분기 1844.9조원으로 20년 사이에 약 4배 가까이 급증했다. 우리나라의 가계부채 규모가 얼마나 심각한지는 GDP 대비 가계부채 비율이 잘 보여준다. 2021년 2분기 기준 우리

나라 국내총생산(GDP) 대비 가계부채비율은 105.8%로 100%를 초과한 상태였다. 지난해 11월 국제금융협회(IIF)의 세계 부채 보고서에 따르면 2분기 기준으로 세계 주요국 37개 나라를 조사한 결과 우리나라의 가계부채 비율이 가장 높았다. 2021년 2분기 IIF 조사 기준에 따른 우리나라 GDP 대비 가계부채 비율은 104.2%였고, 이어 홍콩(92.0%), 영국(89.4%), 미국(79.2%), 태국(77.5%), 일본(63.9%), 유로존(61.5%), 중국(60.5%) 등으로 우리나라만 유일하게 국내총생산보다 가계부채가 더 많았다.

[그림] 우리나라 가계신용 및 GDP 대비 가계부채 비율 추이

(단위 : 조원, %)



자료) 한국은행 경제통계시스템, Trading Economics

주1) 가계신용은 가계대출과 판매신용의 합계액임.

주2) GDP 대비 가계부채 비율은 분기별 자료로 2018년 3분기 ~ 2021년 2분기.

한편 우리나라 중소기업의 경우 '고물가, 고환율, 고금리'라는 3중고에 시달릴 가능성이 커졌다. 공급 병목 등으로 생산자 물가가 상승하는 가운데, 달러 강세로 인한 수입 물가 상승은 중소기업의 추가적인 원가 상승 부담으로 연결될 우려가 커졌고, 대기업과 달리 중소기업은 은행 차입에 대한 자금조달 의존도가 높아 금리 상승은 재무 건전성을 악화시키기 때문이다.

이미 양적 긴축의 방아쇠는 당겨졌고, 미국의 양적 긴축 대응 과정에서 정부의 역할이 매우 중요해질 것으로 ▷가장 큰 피해가 예상되는 소득 1분위와 순자산 1분위 그리고 중소기업에 특화된 경제적 · 금융적 대응책을 선제적으로 수립하고 실행해야 하며 ▷서민들의 피해를 최소화할 수 있도록 공공서비스나 농산물 · 공산품 등의 생필품 가격 안정책과 더불어 유통과정의 불합리 요인을 사전에 통제할 필요가 있고 ▷수입 물가 급등의 주요 원인인 에너지와 원자재의 안정적 공급망 확보를 위한 전략적 외교가 필요하며 ▷가계 경제의 근간이 되는 노동소득 안정을 위해 고용률과 고용의 질 향상을 위한 구체적인 노력이 동반되어야 할 것이다.