

미 연준의 자산축소 전망과 영향

이 윤 석 (국제금융연구실장, 선임연구위원, 3705-6274)

〈요 약〉

- 글로벌 금융위기 이전 9천억 달러에 머물던 미 연준의 자산규모는 세 번의 양적완화를 통해 5배 증가하여 현재 4조 5천억 달러를 유지하고 있음.
- 미 연준의 시뮬레이션 분석에 의하면 연준의 보유 채권규모는 현재 4조 2천억 달러에서 5년 후인 2022년에는 2조 2천억 달러로 2조 달러 축소되는 것으로 나타났음.
- 그러나 자산을 축소하더라도 자산규모는 글로벌 금융위기 이전보다 높은 수준을 유지할 것으로 보이는데 이는 금융안정화 수단으로서 연준의 자산 활용, 통화정책의 유효성 제고, 금융위기 시 최종대부자 기능의 효과적 발휘 등을 도모하기 위함임.
- 미 연준의 자산축소에 따라 첫째, 달러화 강세 기조가 지속되거나 더욱 강화될 것으로 보이고, 둘째, 외국인의 국내 채권투자규모가 줄어든 것이며, 셋째, 국내 금융회사들의 외화조달비용이 가중될 것이므로 외화조달계획의 점검이 필요하며, 마지막으로 금융위기 시 금융안정을 위한 최후보루로서 미 연준의 역할에 대한 공론화가 이루어질 가능성이 높음.



미 연준이 올해 3월에 이어 6월 15일 또 다시 금리인상을 단행하면서 연방기금금리의 목표수준은 1~1.25%로 상승하였다. 2015년 말 금리인상이 시작된 이후 이번이 네번째로 ‘통화정책의 정상화(monetary policy normalization)’가 당초 시장의 예상대로 순조롭게 진행되고 있는 것으로 평가되고 있다. 이렇듯 금리인상의 속도와 폭이 시장의 예상대로 진행되면서 이제 시장의 관심은 미 연준이 글로벌 금융위기 극복과정에서 대규모로 확대한 자산을 어떻게 축소할 것인지로 옮겨지고 있다. 본고에서는 미 연준의 자산과 관련된 현황을 소개하고 향후 자산축소와 관련된 쟁점사항들을 파악한 뒤 향후 우리나라에의 시사점을 살펴보고자 한다.

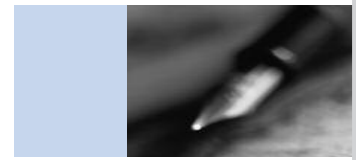
미 연준의 자산확대

미 연준은 글로벌 금융위기 직후 전례 없이 심각한 경기침체에 대응하기 위해 2007년 9월 18일부터 2008년 12월 16일까지 1년 조금 넘는 기간 동안 10회에 걸쳐 금리를 4.75%에서 0~0.25%로 인하하였다. 또한 금리를 0%까지 인하하는 조치에도 불구하고 금융시장에서 신용경색이 좀처럼 완화되지 않자 자산매입을 통한 유동성 공급조치, 즉 양적완화(quantitative easing)를 세 차례 실시하였다.¹⁾ 연준은 세 차례에 걸친 양적완화를 통해 총 3조 3천억 달러규모의 자산을 매입하였는데, 그 결과 글로벌 금융위기 이전에 9천억 달러에 머물렀던 미 연준의 자산규모는 5배 정도 대폭 증가하여 현재 4조 5천억 달러에 달하고 있다.

현재 미 연준 자산 4조 5천억 달러는 미국 정부채 2조 5천억 달러, 미국 정부기관채 80억 달러 그리고 정부기관 발행 주택담보부증권(MBS)²⁾ 1조 8천억 달러 등으로 구성되어 있다. 양적완화 과정에서 자산매입은 주로 10년 만기 국채나 MBS와 같은 장기물을 중심으로 이루어졌는데, 자산매입 결과 글로벌 금융위기 이전 5.2년이던 미 연준 보유채권의 평균 듀레이션은 5.9년으로 늘어났다.

1) 1차 양적완화는 2008년 11월 도입하여 2010년 6월 종료하였다. 이후 2010년 11월부터 2011년 6월까지 2차 양적완화를 실시하였으며, 3차 양적완화는 2012년 9월부터 2014년 10월까지 실시하였다.

2) 여기서 정부기관이라 함은 Fannie Mae(Federal National Mortgage Association), Freddie Mac(Federal Home Loan Mortgage Corporation), Ginnie Mae(Government National Mortgage Association) 등과 같은 주택금융관련 정부기관 또는 정부가 보증한 기업(government sponsored enterprise)들을 말한다.



이러한 미 연준의 자산확대는 3차 양적완화가 종료된 2014년 10월까지 지속되었으며, 현재는 보유하고 있는 채권들의 만기가 도래하면 해당 규모만큼만 재투자하는 방식으로 자산규모를 거의 일정하게 유지하고 있다.

통화정책 정상화와 미 연준의 자산축소

앞서 살펴본 대로 미 연준은 2008년부터 6년여의 기간 동안 지속적으로 자산을 확대해왔는데, 버냉키 미 연준의장은 3차 양적완화가 종료되기 전인 2013년 5월 22일 미 의회 상하원 합동경제위원회 증언에서 미국 경제상황이 호전될 경우 2013년 말부터 미 연준의 자산매입을 점진적으로 줄여나갈 것이라고 천명하였다. 이후 6월 19일 연방공개시장위원회(FOMC) 회의와 기자회견을 통해 월별 자산매입규모를 줄이겠다고 발표하면서 미국 금리와 달러화가 급등하고 일부 신흥국의 통화가치가 급락하는 등 국제 금융시장의 변동성이 확대되는 이른바 ‘긴축발작(taper tantrum)’ 현상이 일어났다. 이와 같이 금융시장이 지나치게 민감하게 반응하자 FOMC위원들이 잇따라 ‘자산매입규모 축소가 종료된 이후에도 초저금리 정책은 한동안 지속될 것’이라고 발언하는 등 시장 안정화를 위한 노력을 기울인 덕분에 국제 금융시장은 안정을 되찾았다.

또한 2014년 9월에는 FOMC가 ‘통화정책의 정상화 원칙 및 계획’ 발표를 통해 먼저 금리를 정상화시키고 다음으로 미 연준의 자산을 점진적으로 축소해 나가겠다고 밝혔다. 동 계획 발표 이후에도 FOMC 위원들은 기회가 있을 때마다 자산축소가 이루어지더라도 가능한 한 수동적(passive)이고 예측 가능한 방법, 즉 보유자산의 매각이 아닌 현재 실시하고 있는 만기재투자를 축소하거나 궁극적으로는 중단하는 형태로 자산을 축소할 것이라고 거듭 강조하는 등 자산축소에 따른 금융시장에의 충격을 최소화하려는 노력을 기울이고 있다.

한편, 2017년 6월 14일 미 연준은 FOMC회의 직후 발표를 통해 자산축소는 2017년 중 이루어질 것이며, 축소규모와 관련하여 보유채권별 구체적인 규모까지 제시하였다. 축소가 개시되면 첫 해에는 국채의 경우 매월 축소한도를 60억 달러로 정하되 매분기 60억 달러씩 축소규모를 증액하고, MBS의 경우



매월 40억 달러부터 시작하여 매분기 40억 달러씩 증액할 것이라고 밝혔다.³⁾

이러한 미 연준의 자산축소 계획은 기본적으로 ‘통화정책의 정상화’를 추진할 만큼 미국 경제가 호조를 보이고 있다는 확고한 인식을 배경으로 하고 있으며, 국제금융시장 여건도 과거에 비해 비교적 양호하다는 점도 자산축소 결정배경에 영향을 미치는 것으로 평가되고 있다.

미 연준의 자산축소 장기전망

미 연준의 미국경제 분석모형인 FRB/US Model⁴⁾을 바탕으로 거시경제적 시뮬레이션을 통해 도출한 미 연준의 자산규모 예측치⁵⁾에 따르면 현재 4조 2천억 달러에 달하는 보유채권규모는 5년 후인 2022년에는 2조 2천억 달러로 축소되는 것으로 나타났다. 5년간 2조 달러가 축소되는 것으로 매년 평균 4천억 달러가 축소되는 셈이다. 그러나 자산축소 첫해인 2018년에는 축소규모를 2,500억 달러로 다소 작게 추정하고 있는데, 이는 금융시장에 미치는 충격을 완화하려는 의도가 반영된 결과로 해석된다.

현재 2조 5천억 달러인 정부채 규모는 2018년 하반기부터 본격적으로 축소되어 2018년 말까지 2조 달러로 축소된 뒤 2022년 말에는 현재의 절반에도 못 미치는 1조 천억 달러까지 축소될 전망이다. 1조 8천억 달러 규모의 정부기관 MBS의 경우도 정부채와 마찬가지로 2018년 8월부터 축소되어 2022년 말에는 현재보다 7천억 달러가 줄어든 1조 천억 달러로 예상되고 있다. 이러한 자산축소는 자연스럽게 부채축소도 함께 수반하게 되는데, 현재 2조 4천억 달러 규모의 지급준비금(reserve balances)⁶⁾의 경우 2022년 말에는 천억 달러 규모로 줄어들 것으로 전망된다.

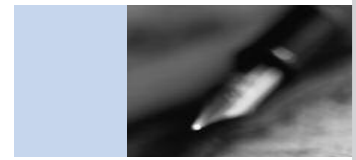
미 연준의 자산축소 규모 전망을 통해 알 수 있듯이 현재의 자산을 축소하더라도 글로벌 금융위기 이

3) 예를 들어 첫 분기에는 매월 60억 달러를 3개월 동안 축소하므로 180억 달러, 2/4분기에는 60억 달러가 증액되어 120억 달러를 3개월 동안 축소하므로 360억 달러 등으로 축소하는 것임. 산술적으로 계산하면 첫해에만 국채 최대 1,800억, MBS 최대 1,200억 달러의 자산축소가 가능하다.

4) 1996년부터 미 연준이 각종 경제분석 시 사용하고 있는 대규모 동태적 일반균형 분석모형으로 통화정책뿐 아니라 재정 정책 분석도 가능함.

5) "Confidence Interval Projections of the Federal Reserve Balance Sheet and Income", Erin E. Syron Ferris, Soo Jeong Kim, and Bernd Schlusche, FEDS Notes, Jan 13, 2017

6) 지급준비금은 예금취급기관의 지급준비금 1조 8천억 달러와 미 재무부의 예치금 4천억 달러 및 기타 예치금 2천억 달러로 구성되어 있음.



전 수준인 9천억 달러로 회귀하지는 않을 것으로 보인다. 그렇다면 왜 미 연준은 글로벌 금융위기 이전 수준으로 회귀하지 않는 것일까? 이에 대해 버냉키 전 연준 의장은 세 가지 이유를 제시하고 있다.⁷⁾

첫째, 금융안정화 수단으로서 미 연준의 자산규모가 어느 정도는 유지될 필요가 있다. 여전히 민간 금융회사들은 안전하고 유동성이 높은 단기자산에 대한 수요가 높아서, RRP(reverse repurchase program)⁸⁾를 통해 단기 유동자산에 투자하려는 수요가 지속되고 있다.

둘째, 미 연준이 자산규모를 일정 수준 이상으로 유지하는 것이 통화정책의 유효성을 제고시킬 수 있다는 점이다. 미 연준의 연방기금금리 조정은 은행 간 자금시장뿐 아니라 RRP의 금리수준에 바로 영향을 주기 때문에 비은행 금융기관들이 주로 투자하는 RRP를 통해 비은행 금융기관들에게 직접적으로 영향을 미치게 되는 것이다.

셋째, 금융위기 시 최종대부자로서의 기능을 효과적으로 발휘하기 위해 자산규모를 유지할 필요가 있다는 점이다. 글로벌 금융위기 과정에서 미국의 금융회사들은 미 연준으로부터 유동성을 공급받을 경우 이른바 ‘낙인효과(stigma effect)’로 인해 자금지원을 꺼려하는 경향이 있었다. 그러나 유럽의 경우 ECB는 금융위기가 아닌 평소에도 민간 금융회사들에게 유동성 공급을 해주는 것이 일반화되어 있어, 글로벌 금융위기 시 미국에 비해 상대적으로 금융회사들에게 유동성 공급을 통해 자금경색에 보다 효과적으로 대처할 수 있었다는 분석이 있다.⁹⁾ 따라서 미 연준이 평소에도 자산규모를 어느 정도 유지하면서 금융회사들과 유동성을 주고받을 경우 금융위기 시에도 보다 효과적인 최종대부자 기능을 발휘할 수 있게 된다는 것이다.

자산축소에 따른 영향

앞서 살펴본 대로 미 연준의 자산축소는 5년여에 걸쳐 점진적으로 이루어질 것으로 보인다. 그렇다

7) “Should the Fed keep its balance sheet large?”, Ben Bernanke, The Brookings Institution, Sept. 2, 2016 (<https://www.brookings.edu/blog/benbernanke/2016/09/02/shouldthefedkeepitsbalancesheetlarge/>)

8) RRP는 미 연준이 보유하고 있는 채권을 받고 고정금리로 자금을 예치하는 프로그램으로 은행이나 정부기관뿐 아니라 MMF(money market fund) 등과 같은 비은행(non-bank) 단기자산 투자자들도 참여할 수 있음. 주로 익일물(overnight)로 거래되며, 금리수준은 연방기금금리 목표와 거의 유사하나 RP와 같이 채권을 받고 자금을 예치하므로 다소 낮은 수준에서 결정됨.

9) 버냉키 의장도 이 점에 대해서는 지나치게 부각할 필요는 없으며, 중앙은행이 언제든지 금융회사들에게 유동성 공급을 할 수 있다는 믿음을 줄 경우 오히려 ‘도덕적 해이’ 문제가 야기될 수 있음을 강조



면 이러한 미 연준의 자산축소는 어떤 영향을 미칠것인가?

우선, 미 연준의 자산축소가 계획대로 진행된다면 국제금융시장에 미칠 파급효과는 크지 않을 것으로 보인다. 왜냐하면 미 연준은 이미 오래전부터 자산축소를 예고해왔고 축소방식도 점진적이고 시장 충격을 최소화하는 규모로 진행할 것이라고 공언했기 때문에 국제금융시장은 이미 자산축소에 따른 영향을 어느 정도 반영하고 있다. 다만, 7월 또는 9월 FOMC에서 자산축소 개시일을 발표할 경우 달러화는 강세를 시현할 가능성이 높다. 미국 경제의 성장에 대한 기대감으로 이미 달러화는 강세를 보이고 있지만 향후 자산축소 과정에서도 여전히 유럽, 일본 등 선진국이 저금리를 유지한다면 미국 채권에 대한 수요는 커질 것으로 보이며 이는 달러 강세를 지속시키는 요인이 될 것이다.

둘째, 자본유출입과 관련해서는 우리나라의 경우 차익거래유인이 점차 줄어들고 있어, 외국인의 국내 채권투자 규모는 큰 폭으로 증가하기 힘들 것으로 보이며, 국내 저금리 국면 지속으로 국내 금융회사들의 해외투자가 확대된다면 원/달러 환율의 상승요인으로 작용할 것이다.

셋째, 국내 금융회사들의 외화조달비용이 전반적으로 상승할 것이다. 연준의 금리인상 조치에 따라 장단기 금리 모두 상승할 가능성이 높으므로 국내 금융회사들은 만기별 차입현황을 감안하여 금리상승에 대비한 조달계획을 점검해야 할 것이다. 또한 외화자산운용 측면에 있어서도 채권금리 상승에 따른 포트폴리오 운용전략의 변화도 필요할 것으로 보인다.

마지막으로, 중앙은행의 역할에 대한 논의가 재점화될 가능성이 높다. 글로벌 금융위기 과정에서 적극적으로 유동성 공급을 담당했던 미 연준은 앞서 지적한 대로 자산축소를 시행하더라도 글로벌 금융위기 이전 규모로 회귀하지 않고 일정 수준 이상을 유지할 것으로 보인다. 그러나 연준과 다소 불편한 관계에 있는 트럼프 대통령이 자산축소 과정을 계기로 옐런 연준 의장의 연임여부 공론화, 연준에 대한 감사 강화, 현 옐런 연준 의장이 발의에 기여한 도드-프랭크법의 개정 등을 통해 연준에 대한 견제 내지는 통제강화를 시도할 정치적 개연성은 높다고 판단된다. **KIF**