



## 국제경제리뷰

조 사 국 국제경제부  
 선진경제팀 김좌겸 과장(5282)  
 산업경제팀 박성하\* 과장(4203)

### 주요 선진국의 비전통적 통화정책 파급효과 비교

- ◆ 최근 들어 미국 경제의 회복세가 주춤하고 유로지역 및 일본 경제는 완만한 회복세를 보이고 있으나 금융위기 이후 전 기간을 볼 때 대체로 미국 경제가 유로지역 및 일본에 비해 빠른 회복세를 보여 왔음
- ◆ 비전통적 통화정책의 완화적 기조에도 불구하고 이처럼 회복세에 차이가 있는 것은 비전통적 통화정책이 실시된 이후 금융시장 불안정성 해소, 금리 하락 등 금융부문에서는 공통적으로 어느 정도의 성과를 보인 반면, 실물경제에 대해서는 그 파급효과가 다음과 같은 요인 등으로 국가별로 상이하었던 점에 기인
  - ① 미국의 경우 금융위기 직후 신속히 대규모의 유동성을 직접 시장에 공급한 반면 유로지역의 경우 금융기관 대출 중심의 정책으로 유동성 공급이 제한적이었고 일본의 경우에는 시행시기가 지연됨에 따라 파급효과가 제약
  - ② 미국은 파산절차 등으로 가계부채의 조정이 빠르게 이루어졌으나 유로지역의 경우 가계 및 기업의 부채조정이 더디게 이루어졌고 일본의 경우에는 기업의 재무안정성 강화에 따른 보수적 기업운영 등으로 통화정책의 내수파급경로가 제약
  - ③ 미국은 자본확충 등을 통해 금융기관의 신용공급능력이 신속하게 회복된 반면 유로지역 금융기관들은 자산축소를 통한 재무건전성 회복 과정이 오래 지속되었고 일본의 경우에는 국채매도자금의 다시 중앙은행으로 환류되면서 파급효과에 한계
  - ④ 미국의 경우 자산가격 및 노동시장의 조정이 빠르게 이루어졌으나 유로지역과 일본의 경우 비효율적인 노동시장 등의 구조적 요인으로 인해 완화적 통화정책의 소비진작 효과가 약화
- ◆ 앞으로도 유로지역 및 일본에서는 양적완화정책이 상당 기간 지속될 전망이나 동 정책이 실물경제로 원활히 파급되기 위해서는 유로지역의 경우 기업부채 조정, 은행 건전성 제고 등을 통한 은행대출경로의 회복이 시급하며, 일본의 경우 임금상승에 따른 가계소비 증대 및 물가목표 달성에 의한 디플레이션 탈피 여부 등이 관건

I

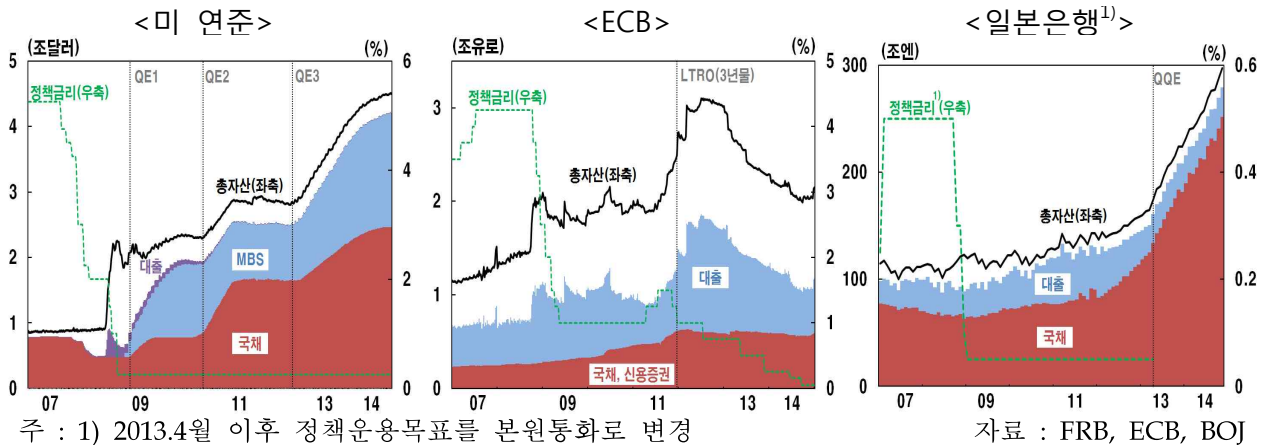
검토 배경

□ 글로벌 금융위기 이후 주요 선진국 중앙은행들은 금융시장 안정 및 실물경제 회복을 위해 정책금리를 제로 수준으로 인하하는 한편 여러 가지 유형의 비전통적 통화정책을 시행\*

\* <참고> ‘주요국 비전통적 통화정책의 내용’ 참조

- 미 연준은 금융기관에 대한 유동성 공급을 통해 금융시장의 안정을 도모하는 한편 포워드가이드نس, 세 차례에 걸친 양적완화를 통해 장기금리의 하락을 유도
- ECB는 금융기관에 대한 장기대출(LTRO, Long Term Refinancing Operation) 등을 중심으로 유동성 공급을 확대하고 금년 3월부터 매월 600억유로 이내의 국채 등 유로화표시 투자등급 채권을 매입하는 양적완화를 실시
- 일본은행은 2% 물가상승률 목표를 2년 내에 실현하기 위해 2013.4월 국채매입을 중심으로 본원통화 공급을 늘리는 양적완화 조치를 시행한 데 이어 2014.10월에는 그 규모를 더욱 확대하는 2차 양적완화를 실시

주요국 중앙은행의 정책금리 및 자산규모



□ 이러한 정책대응 이후 주요 선진국 금융시장의 불안정성은 크게 완화된 것으로 평가되고 있으나 실물경기의 회복은 국별로 상이

- 미국의 경우 GDP가 금융위기 이전 수준을 큰 폭 상회하는 반면 일본은 소폭 상회하는 수준에 그치고 있으며 유로지역은 금융위기 이전 수준에 머물고 있는 모습\*

\* 2008.4/4분기 GDP 대비 2014.4/4분기 GDP 수준: 미국 111.8%, 유로 100.8%, 일본 104.8%

- 이는 동일본 대지진 사태, 동유럽의 지정학적 리스크 고조 등 비경제적 요인에도 일부 기인하나 경제구조 등에 따라 통화정책 파급효과가 차별화된 데도 상당 부분 기인

⇒ 미국, 유로지역, 일본 등에서 시행된 비전통적 통화정책의 파급효과를 비교하여 파악하고, 그 차이요인을 분석

## II

### 비전통적 통화정책의 파급효과 점검

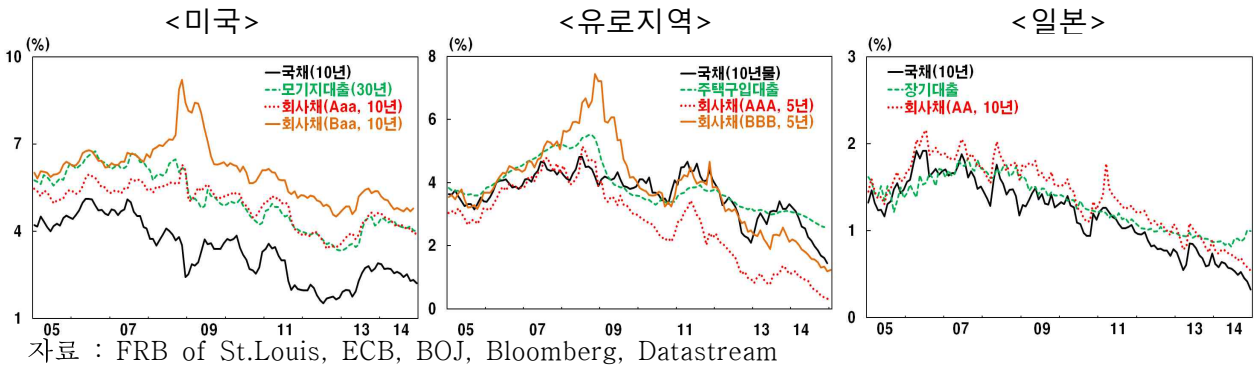
- 자산매입을 통한 유동성 공급으로 대표되는 주요 선진국의 비전통적 통화정책은 금리경로, 은행대출경로, 자산가격경로, 환율경로 및 기대경로를 통해 금융시장 및 실물경제에 파급
  - ① 금리경로: 비전통적 통화정책으로 시중의 유동성이 증가하면 장기시장금리가 하락하고 이는 가계소비 및 기업투자 확대 유인으로 작용
  - ② 은행대출경로: 중앙은행의 자산매입 프로그램 등으로 은행들이 보유채권을 다른 자산(대출 등)으로 대체하는 과정(자산포트폴리오 조정)에서 은행대출이 증가하고 가계 및 기업의 소비 및 투자유인이 확대
  - ③ 자산가격경로: 비전통적 통화정책으로 주식, 채권 등 자산가격이 상승함에 따라 부의 효과가 나타나 소비가 늘어나고, 담보물 가치 상승으로 자금조달 비용이 하락하여 기업의 투자유인이 상승
  - ④ 환율경로: 완화적 통화정책에 따른 자국 통화가치의 하락으로 수출이 증가하고 수입 원자재가격 상승으로 물가상승 압력은 증대
  - ⑤ 기대경로: 완화적 통화정책 실시 및 이에 대한 기대감으로 경제주체들의 기대인플레이션율이 상승하고 이는 물가상승 및 실질금리 하락으로 이어져 소비 및 투자를 진작

#### 1. 파급경로 점검

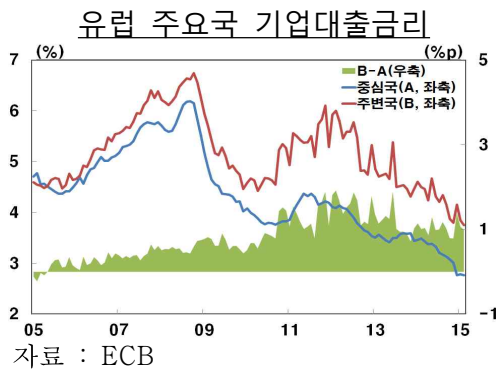
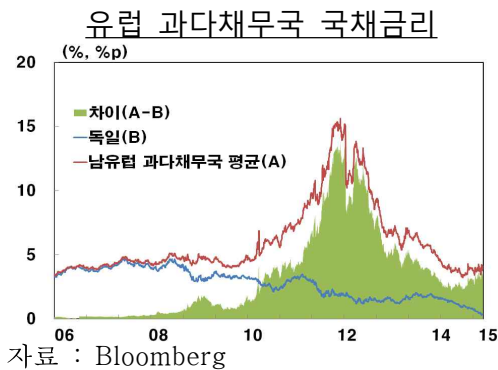
◆ 미국, 유로지역, 일본 등 주요 선진국에서 시행된 비전통적 통화정책은 상기 경로를 통해 대체로 금융시장에 의도한 파급효과를 보인 것으로 파악

- ① (금리경로) 비전통적 통화정책 시행 이후 각국 중앙은행의 자산매입이 크게 늘어나는 가운데 미국, 유로 및 일본 모두 중장기금리가 금융위기 이전보다 큰 폭 하락
  - 미국은 위기 이전 4%를 상회하던 국채(10년물)금리가 2% 수준까지 하락\*하였으며 회사채 금리, 모기지대출 금리도 6%에서 4% 수준으로 하락
    - \* Bauer & Neely(2012, FRB of St. Louis)는 양적완화로 인한 국채(10년물)금리 하락효과가 1차 123bp, 2차 23bp, 3차 13bp인 것으로 평가
  - 유로지역은 국가채무 관련 불확실성 확대 등으로 국채 등 시장금리가 일부 상승하는 모습을 보였으나 2012년 하반기 이후로는 빠른 속도로 하락
  - 일본의 경우에도 위기 이후 주요 금리들이 하락세를 보이고 있으며 특히 양적완화 정책 발표 이후에는 미 연준의 양적완화 축소 발언 등의 영향에도 불구하고 금리가 추가 하락

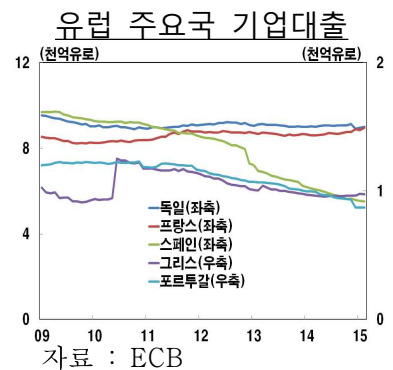
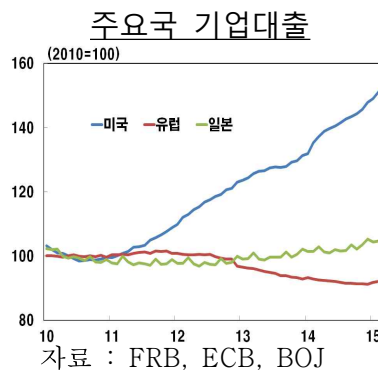
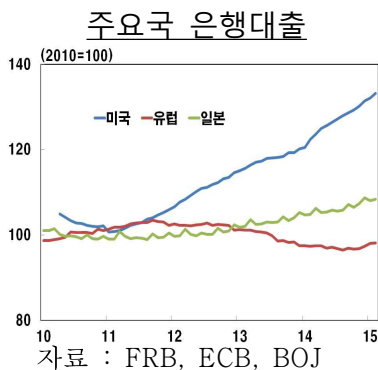
## 중장기 금리



- 다만 유로지역 주변국의 기업대출금리가 2012년 이후 독일보다 약 1%p 높은 수준을 지속하는 등 금융시장 분절화(fragmentation) 현상이 지속



- ② (은행대출경로) 시장금리 하락, 국채매입 프로그램 등으로 은행대출이 증가할 유인은 조성되었으나, 미국을 제외한 유로 및 일본에서는 아직까지 은행대출이 정체되어 있는 모습이며 특히 유로지역의 경우 스페인 등 취약국의 기업대출 감소세가 두드러짐

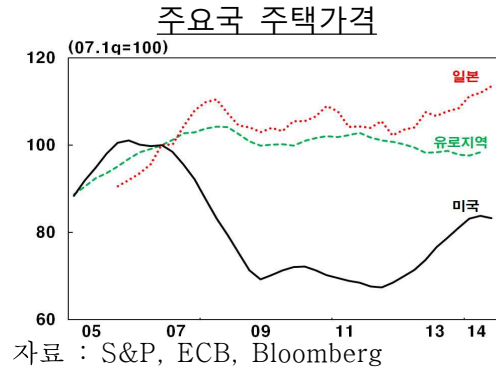
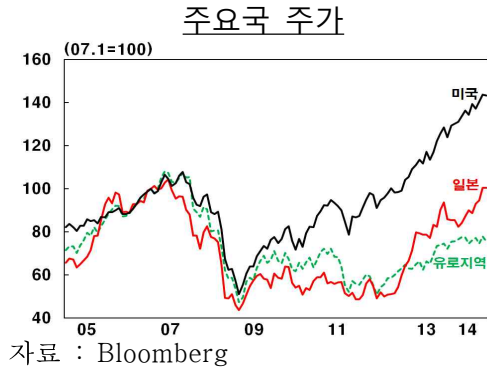


- ③ (자산가격경로) 비전통적 통화정책 시행 이후 주가가 모든 지역에서 빠른 속도로 회복되었으나 지역별로 회복정도는 상이하며, 주택가격도 주요국별로 차별화되는 모습

- 상대적으로 대규모 양적완화 정책을 실시한 미국과 일본\*의 경우 주가 회복속도가 유로지역에 비해 빠른 모습

\* 일본은행의 경우 주식시장에 익명으로 직접 참여하여 ETF 및 J-REIT 상품을 매수

- 주택가격의 경우 미국은 큰 폭의 조정 이후 회복세를 보이고 있고 유로지역은 재정위기 등 경기둔화의 여파로 오히려 완만한 하락세를 보임

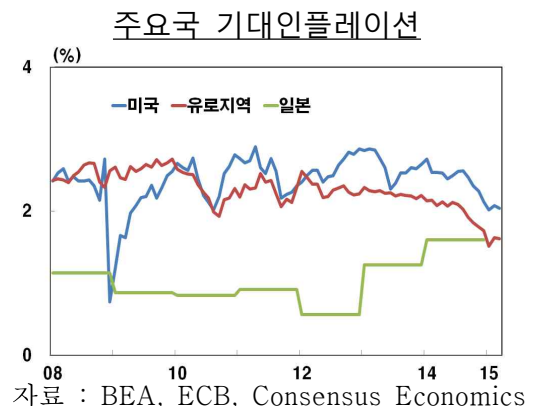
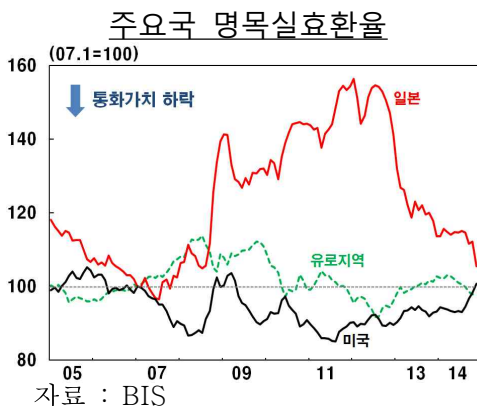


**④ (환율경로)** 비전통적 통화정책 시행으로 자국 통화의 유동성이 풍부해짐에 따라 환율절하 압력이 발생하였으나 환율 변동폭은 국가별로 상이

- 달러화의 경우 달러유동성 증가로 인한 절하압력 속에서도 위기 이후 글로벌 투자자들의 안전자산 선호 현상으로 달러화 가치가 크게 하락하지 않는 모습을 보이다가 최근 미국의 두드러진 회복세, 금리인상 기대감, 유가 하락 등으로 강세를 보이는 모습
- 엔화는 양적완화 정책 이후 금융위기 이전 수준으로 큰 폭 절하
- 유로화는 재정위기 등 경제 펀더멘탈에 따라 등락을 거듭하다가 최근 양적완화가 시행 되면서 빠르게 절하되고 있는 상황

**⑤ (기대경로)** 미국에서는 비전통적 통화정책의 시행 이후 기대인플레이션이 높아지는 모습이나 일본의 경우는 기대인플레이션의 상승폭이 낮은 수준에 그쳤으며 유로지역의 경우에는 하락세를 지속

- 미국의 경우 양적완화로 대표되는 비전통적 통화정책이 신속하게 진행되었고 전례가 없던 정책이었다는 측면에서 시행 직후 경제주체들의 기대인플레이션이 비교적 정책의 도와 부합되어 가파르게 상승
  - 다만 지난해 하반기 이후로는 국제유가 등 국제원자재가격의 급락에 따라 하락
- 유로지역에서는 완화정책의 시행에도 불구하고 기대인플레이션이 하향 추세를 지속하다 최근 양적완화조치 발표 이후 소폭 상승
- 일본의 경우 1차 양적완화조치 시행 이후 기대인플레이션이 상승하였으나 소비세율 인상 등의 영향을 고려하면 그 상승폭은 크지 않은 것으로 판단



## 2. 파급효과 점검

- ◆ 주요국의 비전통적 통화정책은 시장금리, 자산가격, 환율 등 금융시장 지표에는 전반적으로 의도된 방향으로 영향을 주고 있는 것으로 나타났으나 소비 등 실물경제에는 국별로 그 영향력이 차별화되는 모습

### ① (소비 및 투자) 미국은 소비 및 투자가 위기 이전 수준을 회복한 반면 일본과 유로지역은 상대적으로 부진

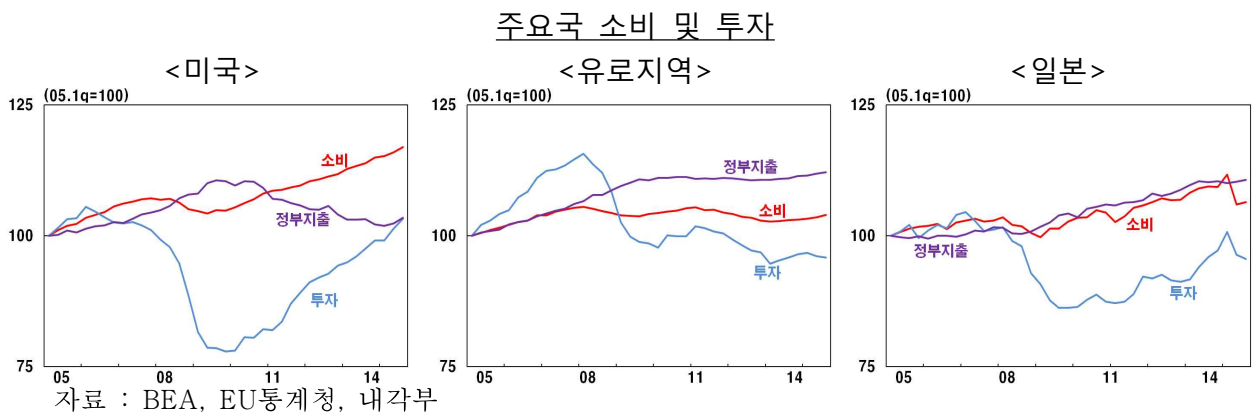
- 미국은 정부지출의 축소에도 불구하고 민간소비, 투자\* 및 수출이 빠른 속도로 회복되면서 양호한 경기회복세를 시현

\* 설비투자는 위기 이전 수준을 큰 폭 상회하나 주택투자는 여전히 위기 이전 수준을 하회하는 가운데 느린 회복세

- 미국의 경우 위기 이후 부의 효과(wealth effect) 감소에도 불구하고 자산가격 상승이 소비에 긍정적 영향을 미친 것으로 추정

\* JP Morgan(2014)의 따르면 소비에 대한 미국의 부의 효과는 최근 3년간 과거 평균의 절반 정도로 감소

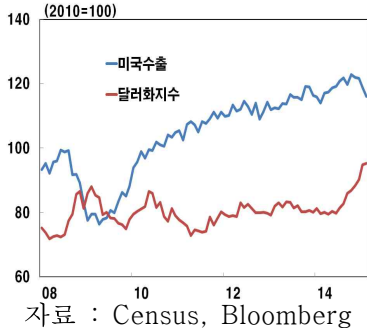
- 유로지역의 경우 소비와 정부지출이 정체된 가운데 투자는 감소세를 지속
- 일본은 정부지출이 꾸준히 증가하는 가운데 소비와 투자가 완만한 증가세를 보이다 소비세율 인상(2014.4.1일) 이후 부진한 모습



### ② (수출) 주요국 수출은 대체로 환율 절하 시기에 꾸준히 증가하는 모습을 보임

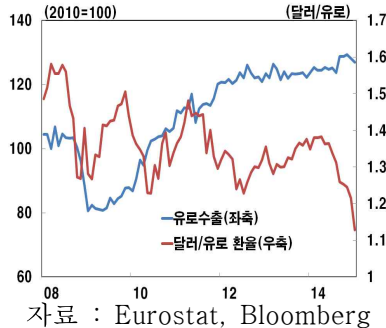
- 특히 일본의 경우 1차 양적완화에도 불구하고 등락을 거듭하던 수출이 지난해 하반기 이후 증가세로 전환
- 유로지역도 유로화 약세가 가속된 지난해 4/4분기 이후 수출이 확대
- 다만 미국의 경우 양적완화 종료 이후 통화정책 정상화 기대감에 따른 달러화 강세로 최근 들어 수출이 감소세로 전환

달러화지수 및 미국수출



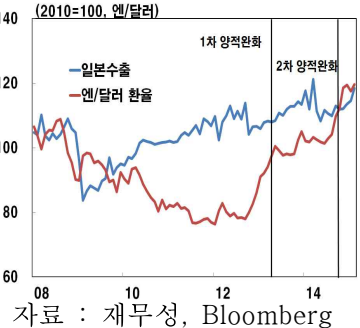
자료 : Census, Bloomberg

달러/유로 환율 및 유로수출



자료 : Eurostat, Bloomberg

엔달러 환율 및 일본수출

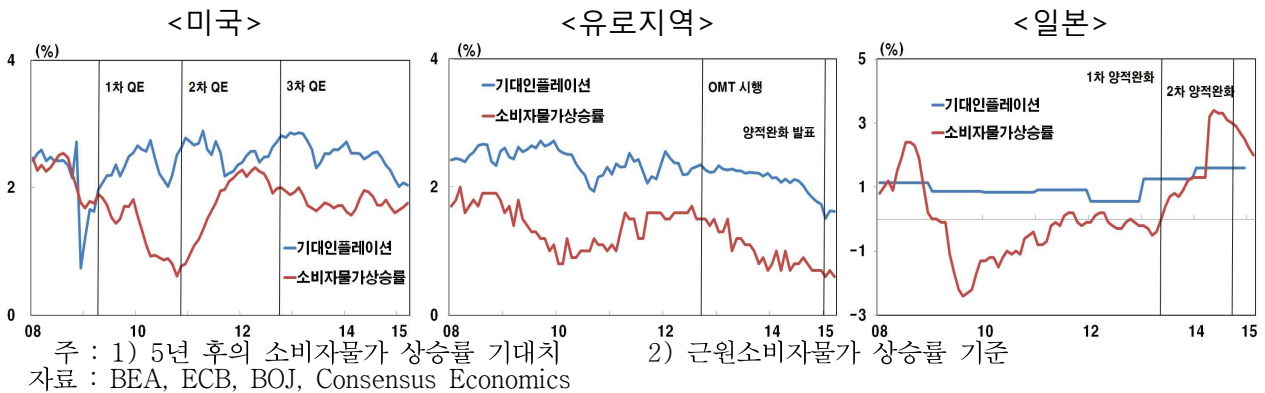


자료 : 재무성, Bloomberg

③ (물가) 소비자물가 상승률은 미국 및 일본의 경우 기대인플레이션 상승 등으로 비전통적 통화정책 시행 이후 대체로 상승하는 모습이나 유로지역의 경우 경기부진이 상당 기간 장기화되면서 하락

- 일본의 경우 환율 하락, 소비세율 인상 등이 소비자물가 상승률을 견인했으나 지난해 말 이후 유가 하락의 영향으로 최근 소비자물가 상승률이 크게 하락하는 모습

기대인플레이션<sup>1)</sup> 및 소비자물가 상승률<sup>2)</sup>



주 : 1) 5년 후의 소비자물가 상승률 기대치  
 자료 : BEA, ECB, BOJ, Consensus Economics

### Ⅲ

## 비전통적 통화정책 파급 효과의 차별화 요인

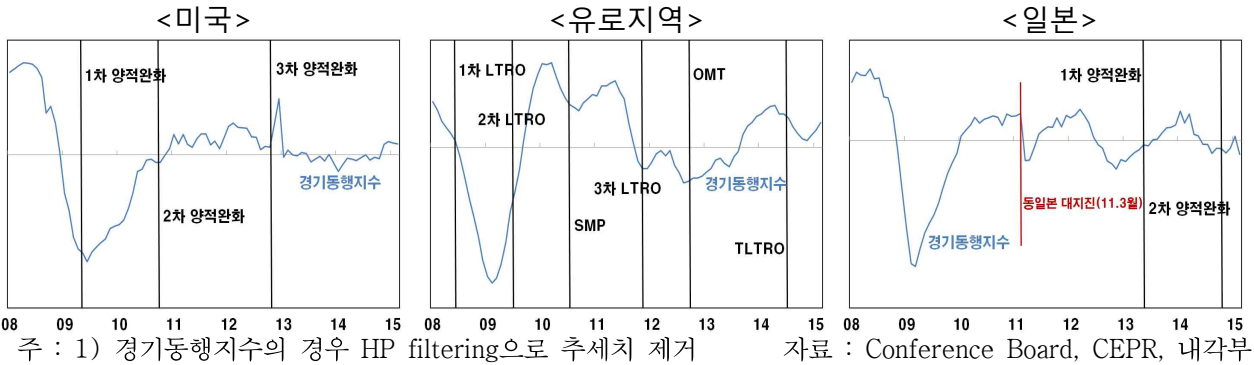
- ◆ 주요국에서 비전통적 통화정책의 실물경기 파급력이 차별화된 것은 국별로 i) 정책 시행 시기, 유형 및 규모가 상이하였고 ii) 가계 및 기업의 부채조정 및 금융기관의 건전성 회복 속도에 차이가 존재한 데다 iii) 소비기반의 차이로 수요진작 효과가 다르게 나타난 데 기인

### 1. 비전통적 통화정책의 시기, 유형 및 규모 차이

- 주요국에서 비전통적 통화정책의 시기, 유형 및 규모 등이 경기부진에 대한 인식의 차이, 정책결정 구조의 차이 등에 따라 상이하였는데 이로 인해 각국에서 통화정책의 파급효과가 차별화되는 결과를 초래

- (정책 시기) 미국과 유로지역의 경우 상대적으로 위기 직후 비전통적 통화정책이 시행된 반면 일본은 대지진 등으로 경기침체 국면이 상당기간 지속된 이후 양적완화조치를 시행함에 따라 소비심리 등의 개선 효과가 약화

주요국 통화정책 시행 시기

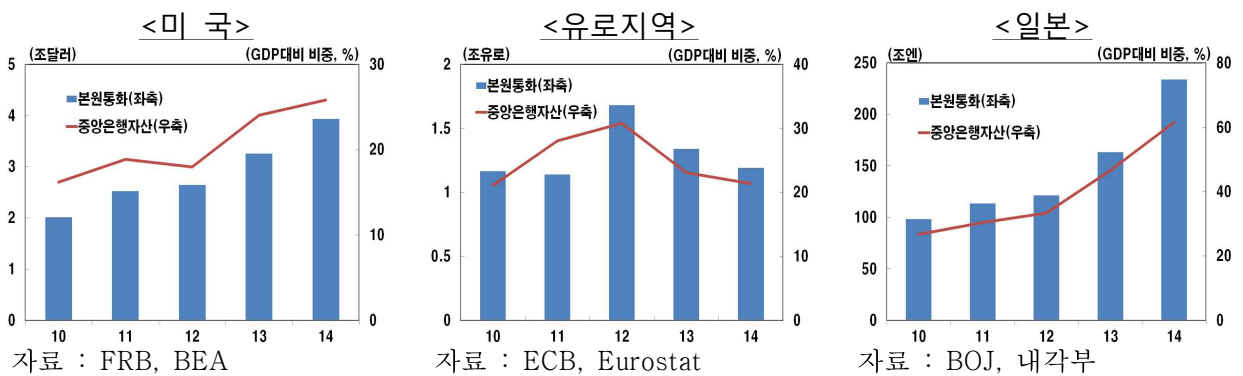


- (유형 및 규모) 미국과 일본은 중앙은행이 금융자산을 직접 매입함으로써 대규모의 유동성을 시중에 직접 공급하였으나 유로지역의 경우 1년 또는 3년 만기의 금융기관 대출\*(LTRO)을 중심으로 유동성을 공급하고 국채매입도 일부 취약국가에 대해 제한적으로 실시\*\*

\* 2009년에 시행된 두 번째 LTRO는 1년 만기이었으며, 2011~12년 시행된 세 번째 LTRO의 만기는 3년임  
 \*\* ECB의 본격적인 양적완화조치는 유로존 회원국의 이해관계 상충 등으로 금년 3월부터 시행

— 이에 따라 유로지역의 경우 ECB의 자산규모가 FRB 및 BOJ와는 달리 2012년 이후 오히려 감소

통화량과 중앙은행 자산규모



2. 가계 및 기업의 부채조정 차이

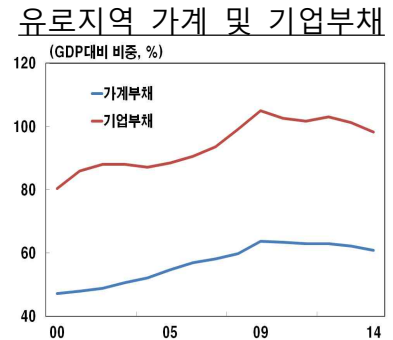
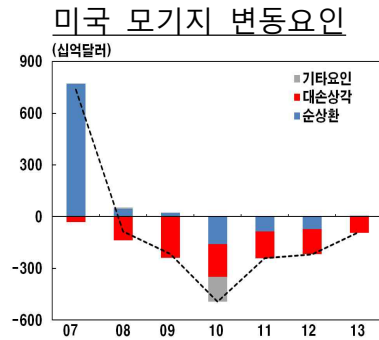
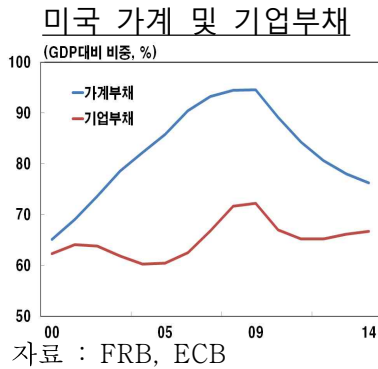
- 미국에서는 위기 이전 크게 증가하였던 가계부채의 조정이 빠르게 이루어졌으나 유로지역에서는 소극적 정책대응 등으로 가계 및 기업의 부채조정이 더디게 이루어지면서 최근까지도 민간부문의 디레버리징이 지속됨에 따라 비전통적 통화정책의 내수과급경로가 제약
- 미국의 경우 낮은 부채비율, 직접금융시장을 통한 자금조달 등으로 기업의 자금사정이 양호하였으며, 가계의 부채조정\*도 파산절차 등을 통해 상대적으로 원활하게 이루어짐



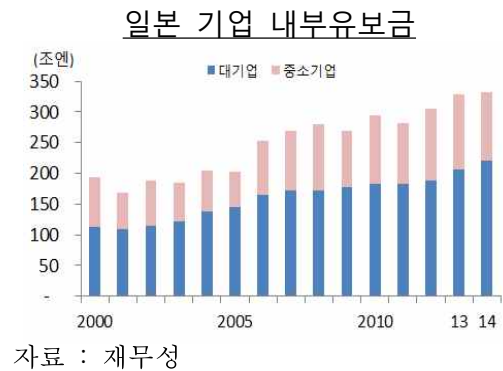
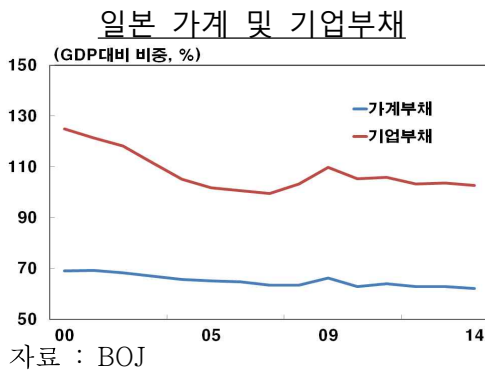
\* 2008~13년중 미국의 모기지대출 잔액감소중 80% 정도는 개인파산 등에 의한 대손상각을 통해 이루어짐에 따라 실제 가계부문의 상환규모는 크지 않았던 것으로 추정됨

○ 반면 유로지역은 직접금융시장에 대한 낮은 의존도, 재정위기로 인한 정부부문 지출 제약 등으로 민간부문의 부채조정이 원활하게 이루어지지 못한 데다 실물경제도 부진하여 부정적 효과\*가 확대

\* 부채조정 압력이 가계와 기업의 수요회복을 제약하면서 경기둔화를 야기하고 실물경기 약화로 인한 자금공급 둔화, 자산건전성 악화 등이 부채조정 압력을 확대



○ 일본의 경우는 위기 이후 부채조정 압력이 크지는 않았으나 1980년대 후반의 버블붕괴 이후 2000년대 초까지 진행된 기업부채 조정의 여파로 기업이 현금유보액을 늘리는 등 재무안정성에 중점을 두면서 통화정책의 투자과급경로가 제약되는 현상이 지속

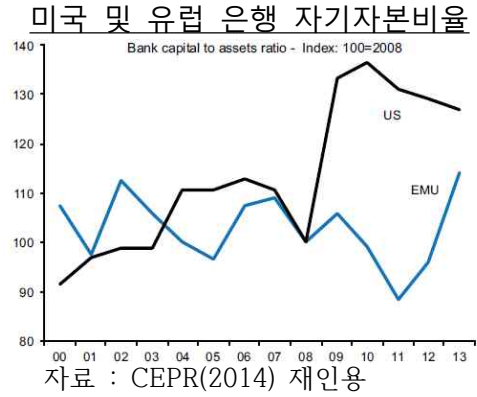
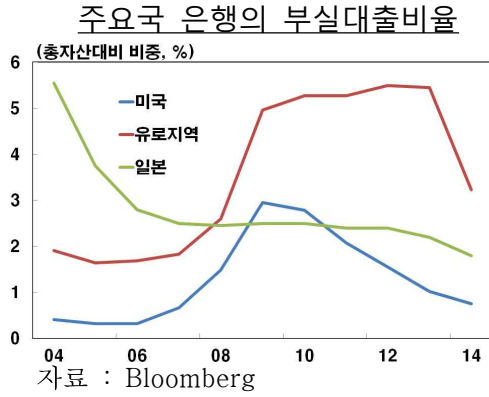


### 3. 금융기관의 건전성 차이

□ 위기 이후 금융기관의 신용공급능력이 건전성 회복 속도 등에 따라 차별화됨에 따라 통화정책의 은행대출경로를 통한 파급효과가 국별로 상이하게 나타남

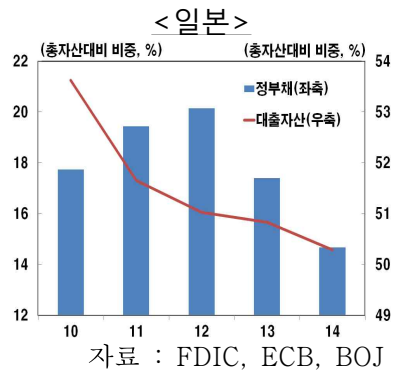
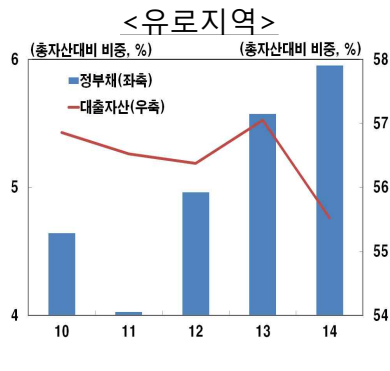
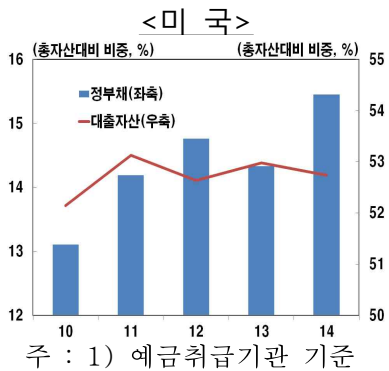
○ 위기 이후 미국은 자본확충\* 등을 통해 금융기관의 신용공급능력을 신속하게 회복한 반면 유로지역의 금융기관들은 자산축소를 통한 재무건전성 회복을 도모하는 과정에서 가계 및 기업에 대한 자금공급을 축소

\* Schoenmaker & Peek(2014, OECD)는 미국의 금융기관 자본확충이 상대적으로 신속하게 이루어질 수 있었던 요인으로 정부의 엄격한 스트레스테스트를 통한 투명성 확보, 신속한 자본확충 요구, 대규모 자금지원 등을 언급



- 반면 건전성이 취약한 유로지역 은행들은 LTRO 등을 통해 ECB로부터 공급받은 자금을 민간대출로 운용하기보다는 국채를 매입하는 데 사용
- 일본의 은행들은 건전성이 양호한 수준이나 대출수요 부진 등으로 양적완화정책 과정에서 국채를 매도한 자금을 대출로 사용하지 않고 다시 중앙은행에 예치

### 금융기관<sup>1)</sup>의 자산구성

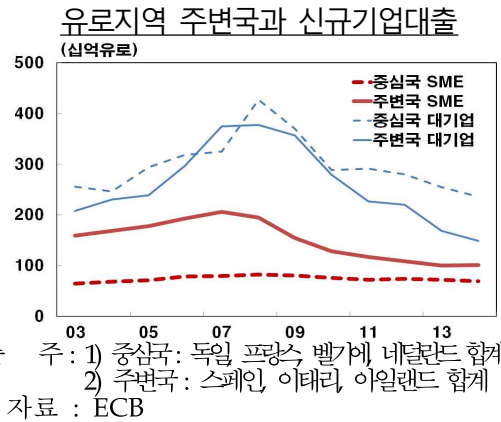
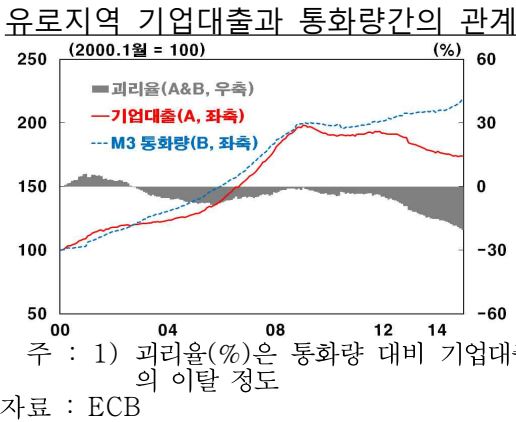


0 이에 따라 직접금융이 발달한 미국에 비해 은행에 대한 자금 의존도가 높은\* 유로지역 기업의 자금조달환경이 완화적 통화정책에도 불구하고 크게 악화

\* 2013년 현재 유로지역 기업의 은행차입 비중(전체 외부조달자금 대비)은 79%(미국 27%)

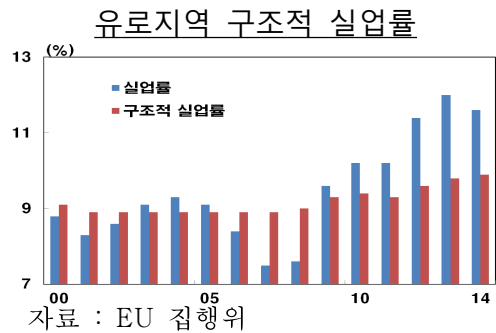
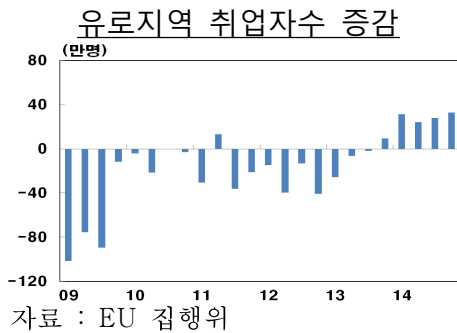
— 특히 유로지역내 주변국 중소기업의 대출\*이 감소세를 지속

\* 은행대출 의존도가 상대적으로 높은 중소기업의 경우 대출 공급자인 은행들이 독점적 지위를 이용하여 대출금리를 높이고 이는 중소기업 경영상황 악화를 초래하는 현상도 나타났을 가능성



#### 4. 경제의 구조적 취약성에 따른 소비기반 차이

- 미국의 경우 유연한 경제시스템에 힘입어 위기 이후 자산가격 및 노동시장의 조정이 빠르게 이루어지면서 양적완화정책의 파급경로가 원활히 작동하였으나 유로지역과 일본은 비효율적인 노동시장 등의 구조적 요인으로 인해 수요진작 효과가 제한
- 유로지역은 재정취약국을 중심으로 위기 직후 노동시장 경직성 등에 따라 고용부진이 장기화되면서 가계의 소비기반이 크게 약화
  - 유로지역의 구조적 실업률은 최근 꾸준히 상승하여 10% 수준에 근접



- 일본에서는 환율하락에 힘입은 기업수익이 노동시장의 이중구조 심화 등으로 인해 가계소득으로 원활히 이어지지 못하는 가운데 인구고령화 등으로 임금에 대한 민간소비 탄력성\*도 구조적으로 낮아지는 추세

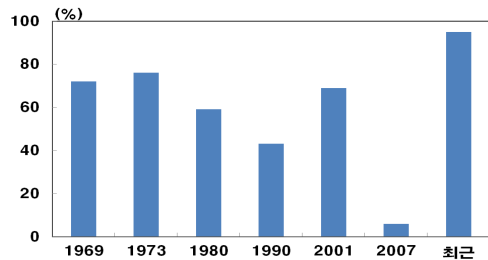
\* 반면 미국의 경우 위기 이후 민간소비와 임금상승률의 상관관계가 크게 강화

**일본 민간소비의 임금탄력성**

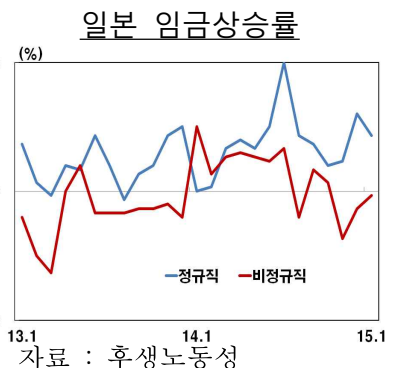
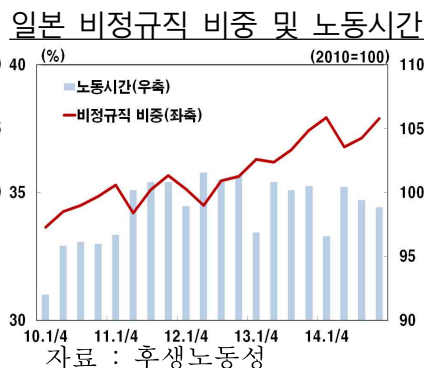
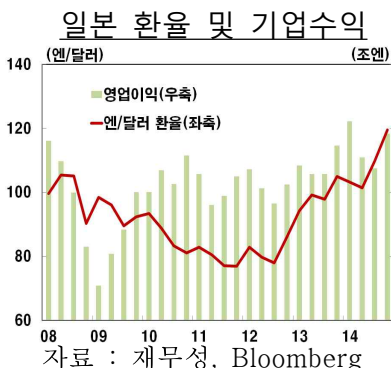
	95~96	04~05	13~14
민간소비증가율 (연평균, %, A)	2.33	1.18	0.01
임금상승률 (연평균, %, B)	1.23	1.04	1.19
소비의 임금탄력성 (A/B)	1.90	1.14	0.01

주 : 1) 2년 이상 명목임금 상승기 기준  
자료 : 내각부, 후생노동성

**미국 임금 및 소비의 상관관계<sup>1)</sup>**



— 비정규직의 고용비중이 높아지고 명목임금 또한 정규직과 달리 하락 지속



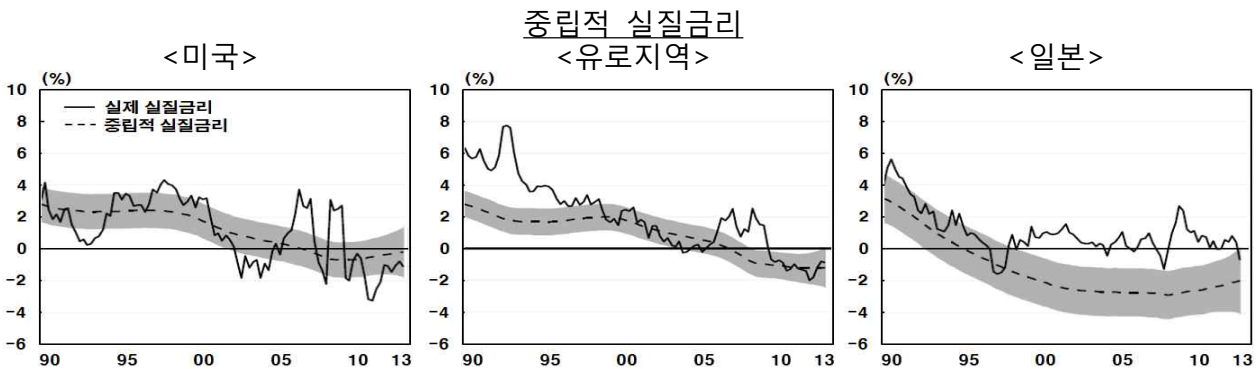
□ Rawdanowicz, Ł. et al.(2014, BIS)에 따르면 유로지역과 일본의 경우 경제의 구조적 취약성에 따른 소비기반 약화 등으로 실질금리가 중립적 실질금리\*를 하회하는 수준으로 낮아짐에 따라 경기부양 효과가 제한\*\*되고 있는 것으로 추정

\* 경제가 잠재수준에서 성장하고 수요측 인플레이션 압력이 크지 않은 상황에서의 실질금리 수준으로 일반적으로 잠재성장률과 높은 상관관계를 가지는데, 잠재성장률의 하락은 중립적 실질금리를 하락시킴

\*\* 시장금리가 하락하여 실질금리가 하락하더라도 중립적 실질금리가 이미 낮은 수준에 형성되어 있는 경우에도 경제주체가 추가적인 투자 및 소비에 나설 유인이 작아짐

○ OECD에 따르면 2010~14년중 미국의 잠재성장률은 1.9%로 위기 이전에 비해 0.6%p 하락하였으나 유로지역은 0.8%로 위기 이전에 비해 0.9%p 하락

○ 일본의 경우 1990년대 이후 성장잠재력 훼손 등으로 중립적 실질금리가 큰 폭의 마이너스 수준을 지속해온 데다 디플레이션이 지속되면서 통화정책의 유효성이 크게 약화



자료 : Rawdanowicz, Ł. et al. (2014, BIS)에서 재인용

#### IV

#### 종합 평가

□ 금융위기 이후 주요 선진국에서 비전통적 통화정책이 금융시장의 불안정성 해소, 금리 하락 등을 통해 금융부문에서는 성과를 거두었으나 실물경제에 대한 과급효과는 통화정책 시행 시기 및 방식의 차이, 가계 및 기업의 부채조정 및 금융기관 건전성의 차이, 경제의 구조적 취약성 등에 따라 상이하게 나타난 것으로 분석됨

○ 미국은 유연한 경제시스템 등에 힘입어 위기 이후 자산가격, 노동시장 및 부채의 조정과 금융기관의 자본확충이 신속히 이루어진 가운데 양적완화조치 시행 초기에 재정지출을 과감하게 확대함에 따라 통화정책의 과급경로가 원활히 작동

○ 유로지역은 비전통적 통화정책이 금융기관의 수요에 의해 결정되는 장기대출을 중심으로 시행되고 재정위기 직후 국채매입도 일부 재정취약국에 제한적으로 적용됨에 따라 유동성 공급이 제한적이었으며, 구조적 실업의 증가, 부채조정 압력 등으로 소비기반이 크게 약화되면서 수요진작 효과는 제약

— 또한 금융기관의 건전성 회복이 지연되어 은행이 ECB로부터 공급된 유동성을 적극적인 대출로 연결시키지 못함에 따라 은행대출경로가 제대로 작동하지 못함

- 일본에서는 노동시장의 이중구조 심화, 인구고령화 등으로 인해 환율경로를 통해 늘어난 기업소득이 가계 소득 및 소비로 이어지는 경로가 원활히 작동하지 않고 있는 데다 2000년대 초까지 이어진 부채조정의 여파로 기업이 투자에 여전히 소극적

— 또한 재정건전성 제고를 위해 취해진 소비세율 인상 조치가 양적완화 이후 회복 징후를 보이던 소비 및 투자심리를 약화시키는 결과를 초래

- 앞으로도 유로지역과 일본에서는 양적완화정책이 상당 기간 지속될 전망이나 그 효과가 실물경제로 원활하게 파급되기 위해서는 상기 제약요인을 해소하는 것이 긴급

- 유로지역의 경우 ECB가 금년 3월부터 양적완화조치를 새로이 시행하였으나 가계 및 기업의 높은 은행 의존도\*에 비추어 볼 때 가계 및 기업의 부채 조정, 은행 건전성 제고 등을 통해 은행대출경로를 회복하는 것이 시급

\* 2013년 기준 유로지역 기업의 은행차입 비중(전체 외부조달자금 대비)은 79%(미국 27%)인 반면 직접금융을 통한 자금조달 비중은 21%(미국 73%)에 불과

- 일본의 경우 양적완화조치의 효과가 극대화되기 위해서는 임금상승에 따른 가계소비 증대 및 물가목표 달성에 의한 디플레이션 탈피 여부 등이 관건

— 향후 임금상승폭이 기대보다 크지 않고 임금상승이 소비로 이어지는 경로도 원활하게 작동하지 않을 가능성이 있으며, 물가목표 달성 여부는 여전히 불확실한 상황

- 미국의 경우 양적완화가 소기의 성과를 거두고 종료되었다는 평가를 받는 가운데 향후 통화정책 정상화 과정에서 나타날 수 있는 금융시장 불안 및 실물경기로의 부정적 효과 파급에 유의할 필요

<참 고>

주요국 비전통적 통화정책의 내용

1. 미 연준

	시 행 종 료		주요 내용
<b>금융기관 유동성 공급</b>			
기존 Primary Credit 확대	07.8		주택모기지증권 추가
적격담보기준 완화	07.8		1일 → 30일
만기 확대(1차, 2차)	08.3		30일 → 90일
TAF(Term Auction Facility)	07.12		예금은행에 입찰을 통해 28일 및 84일 만기 자금 대출
TSLF(Term Securities Lending Facility)	08..		회사채 등을 담보로 Primary Dealer에 국채 대여
PDCF(Primary Dealer Credit Facility)	08.3		Primary Dealer 대상 익일물 대기성 여신제도 신설
<b>금융시장 지원</b>			
AMLF (ABCP MMMF Liquidity Facility)	08.9		ABCP 시장 지원 (예금은행에 MMMF 보유 ABCP 매입자금 대출)
CPFF(CP Funding Facility)	08.10		CP·ABCP 시장 지원(SPV에 CP·ABCP 매입자금 대출)
MMIFF(Money Market Investor Funding Facility)	08.11		만기 90일 이내 CD·은행채·CP시장 지원 (SPV에 MMMF보유 CD·은행채·CP 매입자금 대출)
TALF(Term ABS Loan Facility)	08.11		학자금·자동차·신용카드·소기업대출 ABS 및 CMBS시장 지원(ABS·CMBS 보유자에게 동 증권을 담보로 대출)
<b>국채 및 자산매입</b>			
QE1	09.3	10.3	총 1.75조
QE2	10.11	11.6	국채 6000억달러
자산만기연장(Operation Twist)	11.9		단기국채 매도 및 장기국채 매입
QE3	12.9	14.10	정부기관 MBS 매월 400억달러
	12.12	14.10	장기국채 매월 450억달러

2. ECB

	시 행 종 료		주요 내용
<b>금융기관 유동성 공급</b>			
적격담보기준 완화	08.10		채권 종류 확대(은행채 포함) 신용등급 조건 완화(A- 이상 → BBB이상)
	08.11		적격담보채권에 비유로화채권 추가
	12.6		상용모기지담보증권(CMBS)을 담보대상에 포함 ABS 신용등급 조건 완화(A- 이상 → BBB이상)
LTRO 최장만기 확대 (Long Term Refinancing Operation)	08.3		3개월 → 6개월
	09.5		6개월 → 12개월
	11.12		12개월 → 3년
TLTRO(Targeted Long Term Refinancing Operation)	14.6		은행의 기업 및 가계대출 지원
<b>금융시장 지원</b>			
CBPP	09.5		모기지 담보 CB시장 등 지원(우량 모기지·공공기관 대출 등을 담보로 한 CB매입, 600억유로 한도)
	11.11		CB시장 지원 재개(400유로 한도)
	14.10		CB시장 지원 재개
<b>국채 및 자산매입</b>			
SMP	10.5	12.9	구체금융 수혜국의 국채(주로 10년물)를 무제한 매입
OMT	12.9		만기 1~3년 국채를 무제한 매입
ABS 매입	14.11		ABS시장 지원
국채 매입	15.3		매월 600억 유로

### 3. 일본은행

시 행 종 료		주요 내용
<b>금융기관 유동성 공급</b>		
적격담보기준 완화	08.12	총 5회에 걸쳐 신용등급 완화, 대상 증권 확대 등
은행보유 주식매입	09.2	금융기관 보유 주식을 매입
후순위특약 대출제도	09.3	금융기관에 무담보로 후순위 대출
고정금리대출제도	09.12	3개월 만기 고정금리 대출
대출증가 지원을 위한 자금공급	12.10	금융기관의 대출증가액에 대해 정책금리 수준으로 대출자금을 무제한 공급
	14.3	만기 연장(1년) 및 대출자금 공급 확대
<b>금융시장 지원</b>		
기업채무담보대출제도	08.12	금융기관 보유 기업채무를 담보로 금융기관에 대출
<b>국채 및 자산매입</b>		
CP 매입제도	08.12	금융기관 보유 CP매입
회사채 매입제도	09.1	은행 보유 회사채 매입
자산매입 등 기금 제도	10.10	CP, 회사채, ETF, REIT 등 매입
장기국채 매입대상 추가	08.12	30년 만기, 변동금리부 및 물가연동국채 포함
양적완화	13.4	국채, ETF 및 REIT 매입 확대
	14.10	

### < 참고 자료 >

- 박진호, “선진국 경제의 장기정체 진입 여부에 대한 논쟁과 시사점”, 해외경제포커스 제2014-52호, 한국은행, 2014.12월
- 신현열, “최근 미국 금융회사의 대출동향과 평가”, 해외경제포커스 제2011-34호, 한국은행, 2011.8월
- 양석준, “ECB 비전통적 통화정책의 주요 특징 및 배경 : 미연준과의 비교”, 조사연구자료, 한국은행 프랑크푸르트사무소, 2013.12
- 이재원 · 한영기, “아베 내각 경제정책의 효과 및 과제”, 업무참고자료, 한국은행 동경사무소, 2013.4
- 한국은행, “한국의 통화정책”, 2012.12
- Bouis, R. et al., “The Effectiveness of Monetary Policy since the Onset of the Financial Crisis”, Working Papers No. 1081, OECD, 2013.8
- Ciccarelli, M., Maddaloni, A. and Peydro, J., “Heterogeneous Transmission Mechanism: Monetary Policy and Financial Fragility in the Euro Area”, Working Paper No 1527, ECB, 2013.3
- Cohen, B. and Scatigna, M., “Banks and Capital Requirements: Channels of Adjustment”, Working Papers, No. 443, BIS, 2014.3
- Drew, A., M. Kennedy and T. Sløk, “Differences in Resilience Between the Euro-Area and US Economies”, Working Papers, No. 382, OECD, 2004.3
- Hervé, K., N. Pain, P. Richardson, F. Sédillot, and P.-O. Beffy, “The OECD’s New Global Model”, Working Papers, No. 768, OECD, 2010.5
- IMF(2013a), “Unconventional Monetary Policies : Recent Experience and Prospects”, 2013.4
- IMF(2013b), “Fragmentation and Monetary Policy in the Euro Area”, 2013.10
- Michael D. Bauer and Christopher J. Neely, “International Channels of the Fed’s Unconventional Monetary Policy”, Working Paper 2012-028D, FRB of Kansas City, 2012.8
- Rawdanowicz, Ł. et al. (2014), “Secular Stagnation: Evidence and Implications for Economic Policy”, Working Papers, No. 1169, OECD, 2014.10
- Schoenmaker, D. and T. Peek, “The State of the Banking Sector in Europe”, Working Papers, No. 1102, OECD, 2014.1