

팬데믹 위기는 무엇을 남겼는가?: 통화정책 경험과 과제*

서 영 경**

논 문 초 록

지난 4년간 팬데믹 위기와 뒤이은 인플레이션 충격에 대응하여 금융통화위원회는 금리정책을 유연하게 운영하고 다양한 대차대조표 정책을 적극 활용하는 동시에 대외 커뮤니케이션을 확대함으로써 물가안정과 금융안정이라는 한국은행의 법적 책무 달성에 노력하였다. 하지만 아직도 물가경로의 불확실성, 민간부채 누적에 따른 금융 불안요인, 경제구조 변화에 따른 수요둔화 등과 관련한 난제가 놓여있다. 통화정책의 유효성을 높이기 위해서는 거시경제상황은 물론 산업·고용 등 미시적 영역에 대한 연구를 강화함과 아울러 금리정책의 파급경로 변화, 정량적 커뮤니케이션의 유효성 등을 점검해 나가는 동시에 대차대조표 정책, 거시건전성정책, 외환정책 등 보완적 정책들을 통합적으로 활용하는 노력을 지속할 필요가 있다.

핵심 주제어: 통화정책, 팬데믹 위기, 인플레이션

경제학문헌목록 주제분류: E3, E4, E5

투고 일자: 2024. 4. 30. 심사 및 수정 일자: 2024. 8. 2. 게재 확정 일자: 2024. 9. 30.

* 자료 작성에 많은 도움을 준 한국은행의 김태섭 차장, 홍준유 과장, 이예지 조사역께 감사를 표합니다. 본 자료는 2024년 4월까지의 상황을 주로 반영하고 있으며, 집필자 개인 의견으로 한국은행의 견해와는 무관하다는 점을 밝힙니다.

** 前 한국은행 금융통화위원 (現 연세대학교 국제학대학원 객원교수), e-mail: yksuh6@gmail.com

I. 서 론

2020년 온 세계를 뒤흔든 팬데믹 보건위기는 각국 정부와 중앙은행의 적극 대응에 힘입어 경제적 파국으로 이어지지 않았으나 뒤이은 러-우전쟁과 인플레이션 충격은 글로벌 경제를 또 다른 어려움에 빠뜨렸다. 가파른 금리인상과 공급망 회복에 힘입어 지난해 하반기 이후 인플레이션은 완화국면에 접어들었으나 연이은 충격이 세계 경제에 가져온 후유증과 잠재 위험은 아직도 남아있다.

팬데믹 위기와 인플레이션 충격의 대응과정에서 통화정책은 어떠한 역할을 하였으며 중앙은행이 얻은 교훈은 무엇인가? 본고는 이러한 관점에서 한국은행 금통위원으로서 수행한 지난 4년간의 통화정책 경험을 되돌아보고 이를 통해 얻은 교훈을 정리¹⁾해 본 것이다.

II. 보건위기 충격에 대응: 초저금리기(20년초~21.7월)

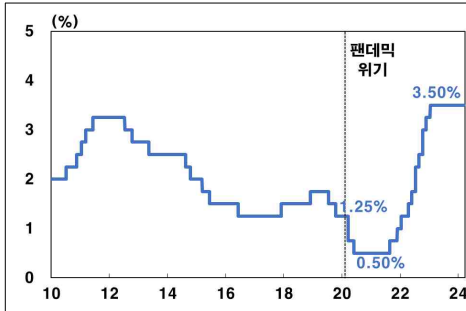
2020년초 코로나19 발생 직후 중앙은행들은 글로벌 금융위기(GFC)의 경험을 바탕으로 신속하게 초완화적인 통화정책기조로 전환하였다. 다만 내생적 경제문제로 발생하였던 과거 위기와 달리, 금번 팬데믹은 경제시스템과 무관한 외생적 보건위기였기에 충격의 양상과 대응방식이 과거와는 크게 달랐다.

첫째, 위기의 속성상 인식시차가 짧았기에 역사적 초저금리와 함께 시장유동성 공급 정책을 매우 신속하게 시행하였다. 한국은행도 코로나19 위기 직후 기준금리를 1.25%에서 사상 최저수준인 0.5%로 인하하였다. 동시에 국고채 단순매입, 증권사 대상의 RP매입 등을 통해 시장유동성 공급을 확대하였으며, 특히 금융시장의 유동성 수요에 제한없이 부응하는 「전액공급방식의 정례 RP매입²⁾」은 시장심리 안정에 결정적인 역할을 하였다.

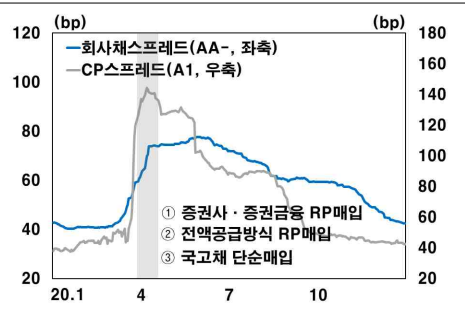
1) 최근의 통화정책 운용을 정리하고 향후 과제를 제시한 유사한 문헌으로 박영환·이창용(2024)이 있다. 본 논문은 고인플레이션기 이외에 팬데믹 위기 대응 경험을 포함한 점, 금융통화위원회 멤버로서 통화정책을 결정한 경험을 바탕으로 작성되었다는 점에서 이와 차별화된다.

2) 「전액공급방식의 정례 RP매입」이란 한국은행이 금융기관이 필요로 하는 유동성 전액을 한도 제약 없이 정례 RP매입 입찰(매주 1회, 91일 만기)을 통해 고정금리로 공급하는 제도를 의미한다. 한국은행은 2020년 4월부터 7월까지 17회의 RP매입을 통해 총 19조 4,300억원을 공급하였다.

〈그림 1〉 한국은행 기준금리



자료: 한국은행.

〈그림 2〉 회사채·CP 스프레드¹⁾

주: 1) 음영은 ①~③의 시장안정화조치 도입시점.

자료: 한국은행.

둘째, 재정정책과의 공조를 통해 기업 및 취약부문에 대한 신용정책을 실시하였다. 한국은행은 사상 처음으로 회사채·CP 매입기구(SPV)를 정부와 함께 설립·운영하고³⁾ 유동성 조달이 어려워진 저신용 기업을 지원하였다. 이 과정에서 민간채권 매입에 따른 손실가능성 등을 이유로 이견도 제기되었으나 금변 위기가 실물위기라는 점, SPV 대출은 부실기업 지원이 아닌 일시적 유동성 지원(solvent but illiquid firm)이라는 점, 매입자산 구성을 통해 손실을 최소화할 수 있다는 점 등을 근거로 동 대출을 결정하였다.⁴⁾ 또한 한국은행은 금융중개지원대출 한도를 18조원 확대하여 대면서비스 위축으로 어려움을 겪고 있는 중소기업·소상공인의 대출금리 부담을 완화하였다.

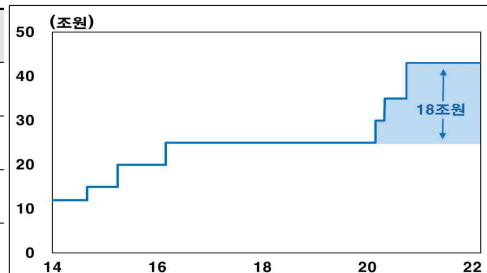
〈표 1〉 SPV의 회사채·CP 매입 추이¹⁾

신용등급	매입금액(천억원, %)
AA(A1)	8.8 (26.4)
A(A2)	20.5 (61.5)
BBB(A3)	4.0 (12.1)
합계	33.3 (100.0)

주: 1) 2021. 12월말(매입 종료시) 잔액 기준.

자료: 한국은행.

〈그림 3〉 금융중개지원대출 한도



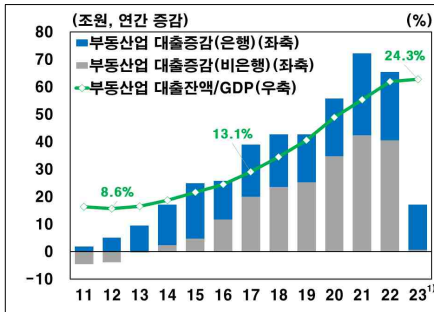
자료: 한국은행.

3) 한국은행법 80조에 따른 것으로서 과거 한국은행의 영리기업 여신은 1997년 한국증권금융과 신용관리기금 대출이 유일하였다.

4) 물론 중앙은행의 최종대부자 대출은 이례적 위기 상황에서 패널티 금리로 일시적으로 지원되어야 한다는 배젓의 원칙(Bagehot's principle)은 유지되었다.

셋째, 팬데믹 기간이 예상보다 장기화되면서 실물과 금융간의 상충(trade-off) 문제에 직면하였다. 위기 초에는 적극적인 시장안정화 조치가 필요했지만 금융불안이 진정된 이후에도 초완화적 통화정책이 유지되면서 부동산 시장으로의 자금유입 확대와 주택가격 급등^{5) 6)}, 가계부채 누증 등과 같은 부작용이 나타났기 때문이다. 다만 경제성장률이 2020년 -0.7%로 외환위기 이후 처음으로 마이너스를 나타낸 데다 변종 코로나의 재확산 등으로 인해 경기 불확실성이 너무 컸기에 초저금리 유지는 불가피한 측면이 있었다고 생각한다.

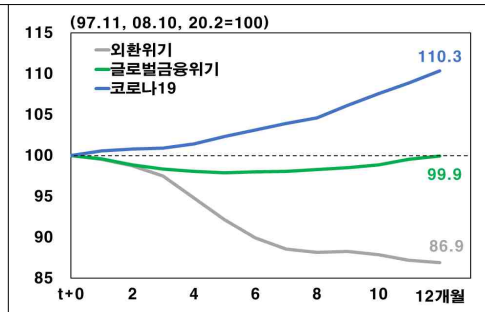
〈그림 4〉 부동산업 대출 추이



주: 1) 23년은 1~9월중 증감.

자료: 한국은행 금융시장국, 금융감독원.

〈그림 5〉 경제위기와 주택가격



자료: KB 부동산통계.

Ⅲ. 인플레이션의 귀환 : 금리인상기(21.8월~24.4월 현재)

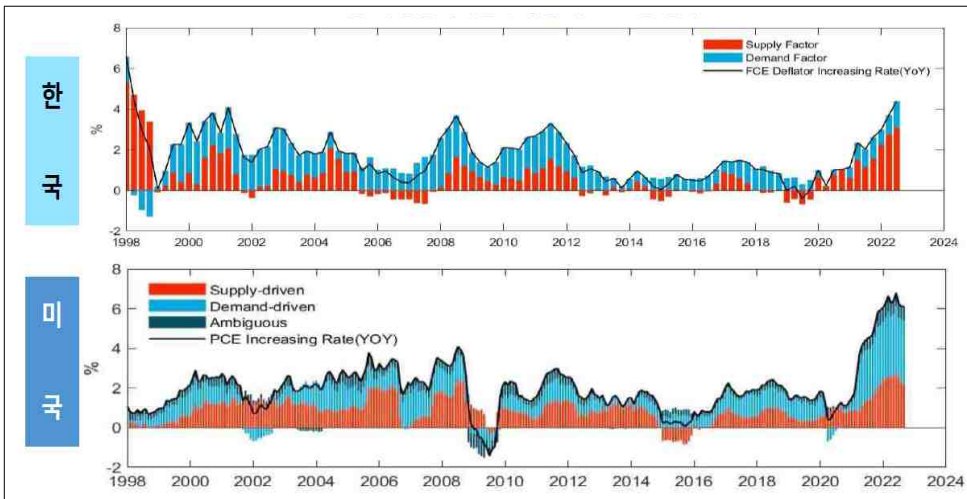
팬데믹 직후의 적극적인 통화·재정정책은 경제주체들의 지나친 심리위축과 수요둔화의 악순환을 차단함으로써 경기가 빠르게 회복되는 데 도움이 되었다. 다만 당초 예상보다 코로나19가 장기화되면서 수요와 공급간의 회복 시차가 전례없이 커졌고,⁷⁾

- 5) 전국 주택가격 상승률(한국감정원 실거래가 기준)은 19년중 -0.1%였으나 20년에 8.8%, 21년 상반기 18.3%로 큰 폭 확대되었다. 가계부채(가계신용 기준)은 19년 말 1,600조원에서 21년 9월 1,863조원으로 늘어났다.
- 6) 과거 위기 기간중에는 대체로 주택가격이 하락하였으나 금번에는 경기가 회복되지 않은 상황에서도 주택가격의 오름세가 크게 확대된 차이가 있다. 주택가격(KB주택가격 기준)은 외환위기(97.11-98.11월) 중에는 월평균 1.1% 하락하였고 글로벌 금융위기(08.10-09.3월) 중에는 월평균 0.4% 하락한 반면 팬데믹(20.3-12월) 중에는 월평균 0.8% 상승하였다.
- 7) 1970년대의 초인플레이션 시대에는 유가충격으로 스태그플레이션이 나타났고 이에 대응하여 금리를 인상하면서 수요와 공급이 모두 축소되었다.

이는 인플레이션 압력을 급격히 높이는 상황으로 이어졌다. 수십 년만의 고인플레이션에 대응하여 수행한 통화정책의 주요 내용은 다음과 같다.

첫째, 물가안정을 위해 기준금리를 0.5%에서 3.5%로 빠른 속도로 인상하였다. 2021년 2/4분기에 실물경제는 코로나 이전 GDP 수준을 회복하였으며, 소비자물가는 2.5%로 높아진 가운데 자가주거비 상승으로 인해 체감물가와 괴리가 컸다. 이에 따라 2021년 8월 기준금리 인상(normalization)을 시작하고 11월 이후 9차례 기준금리를 인상하였다. 특히 러-우 전쟁 이후 국제유가 급등 등 공급충격이 중첩되어 물가 상승률이 6%대로 높아짐에 따라 22년 7월 사상 처음으로 빅스텝(+50bp)을 결정하였다. 아래 그림에서 보듯이 인플레이션에 수요요인이 상당부분 기인한 미국과 달리, 우리나라는 팬트업 수요가 크지 않았기 때문에 통화정책을 통해 수요를 억제할 필요가 상대적으로 작았다고 할 수 있으나 공급충격의 2차 파급효과 방지와 인플레이션 기대의 관리가 중요하다고 판단하였기 때문이다(서영경, 2022a).

〈그림 6〉 한·미 인플레이션의 공급·수요 요인 분해¹⁾



주: 1) 한국은 SVAR모형, 미국은 Shapiro (2022) 방식에 의한 분해 결과.

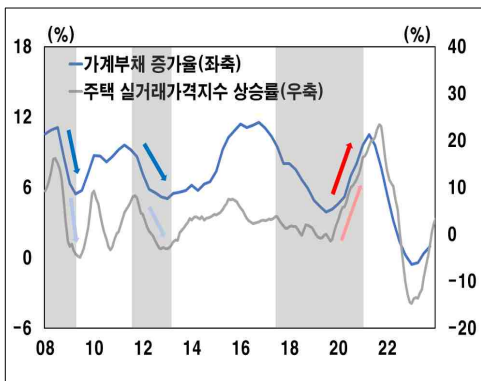
자료: 이승현·황설웅(2023).

둘째, 금융안정도 적극적으로 고려하면서 통화정책을 수행하였다. 한국은 first mile에서 주요국에 비해 물가상승 압력이 상대적으로 크지 않았으나 금융불균형 문제가 심각하였다. 2021년 8월 주요국 중앙은행중 처음으로 금리인상을 시작한 것은 경기상황이 위기국면을 벗어난 가운데⁸⁾ 집값 상승과 가계부채 문제가 심각하였기 때문

이다. 즉 금리인상 초기에는 금융안정을 함께 고려하는 방식(leaning against the wind)을 택했다고 할 수 있다.

반면, 금리인상기의 후반에는 금리정책은 물가안정에 집중하고 이에 수반된 금융 불안은 보완적인 정책수단으로 분리대응(separation principle)하였다. 금리 인상에 따라 2022년 하반기에 부동산PF 시장을 중심으로 금융불안이 확산되자 RP매입, 대출적격담보증권 및 RP대상증권 확대 등을 통하여 시장안정화를 도모하였다. 이 과정에서 한국은행의 시장유동성 지원정책이 거시적 긴축정책과 배치된다는 의견도 있었으나 금리인상의 파급경로가 원활히 작동하기 위한 보완적 역할이 크다는 점을 근거로 동 유동성 지원 정책들을 지지하였다.

〈그림 7〉 경기국면¹⁾과 가계부채, 주택가격



주: 1) 음영은 경기침체기.

자료: 한국은행, 통계청.

〈표 2〉 22년 하반기 시장안정화 조치 내용

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 대출적격담보증권, RP매매 대상증권 확대 <ul style="list-style-type: none"> - 은행채, 한전 등 9개 공공기관채권까지 확대 |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 차액결제이행용 담보증권비율 단계적 인상 계획 연기 <ul style="list-style-type: none"> - 70%→80% 인상 유보 (당초 23. 2. 1일 인상 계획) |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ 비정례 RP매입 실시 <ul style="list-style-type: none"> - 증권사·증권금융, 채안펀드 출자기관 등 (22. 11~23. 7월중 총 13. 4조원) |

자료: 한국은행.

셋째, 대외부문의 안정도 금리정책에서 고려되었다. 미연준이 긴축 속도를 높이면 서 환율의 변동성이 크게 확대되었기 때문이다. 원/달러 환율은 2022년 들어 상승세로 반전하였고 9월 FOMC회의 직후에는 1,430원대로 역대 3번째의 높은 수준으로 급등⁹⁾하였다. 그 동안 외환당국은 환율의 수준은 시장에 맡기되 과도한 변동성은 정책개입을 통해 억제한다는 입장을 견지해 왔으며 금번에도 이러한 원칙으로 대응하였

8) 통계청에 따르면 팬데믹 위기 기간 중 경기저점은 2020. 5월(잠정)이다.

9) 금번 위기기간 중에 원/달러 환율이 가장 높아진 것은 2022. 9. 28일로 당시 환율은 1,439.9원을 기록하였다. 이는 외환위기(1997. 12. 23일 1,962.0원), 글로벌금융위기(2009. 3. 2일, 1,570.3원)에 이어 역대 세 번째로 높은 수준이다.

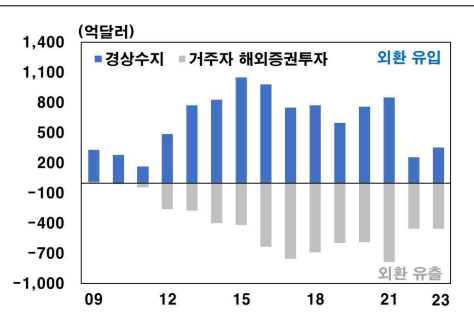
다. 이러한 원칙 하에서 볼 때 2022년 하반기의 환율 급등은 과도하다고 평가되었으며, 이는 물가상승 압력을 추가로 높이고 자본유출입 및 금융시장의 불안을 초래할 수 있다고 판단되어, 시장개입과 금리 빅스텝(+50bp, 2022.10월) 인상 등의 정책조합으로 대응하였다. 다만 물가가 정점(22.7월 6.3%)을 지난 상황이어서 빅스텝에 대한 반대 의견도 제시되었다.

〈그림 8〉 원/달러 환율 및 명목실효환율¹⁾



주: 1) 음영은 각각 글로벌금융위기와 팬데믹 이후 환율 급등기.
자료: 한국은행.

〈그림 9〉 경상수지 및 거주자 해외증권투자¹⁾



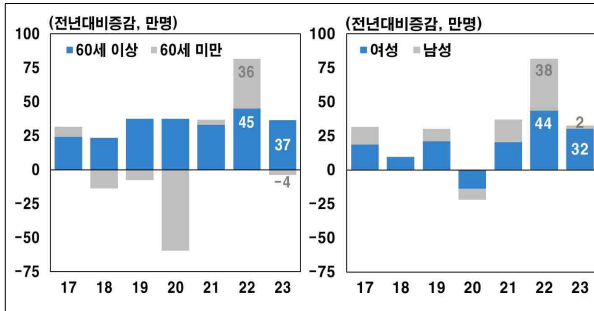
주: 1) 유출액은 (-)로 표기.
자료: 한국은행.

넷째, 노동시장 상황에도 유의하였다. 한국의 노동시장은 구조적이고 제도적인 영향이 크므로 통화정책과의 관련이 적다고 평가되어 왔으나 팬데믹 기간중에 큰 변화를 겪었기 때문이다. 특히 베이비부머의 은퇴 이후 노동시장 잔류, 여성의 고용률 증대가 팬데믹 기간과 맞물리면서 노동공급이 늘어났는데, 이와 같은 노동공급 증가는 인플레이션 압력을 일부 완화하는 역할을 한 것으로 평가¹⁰⁾된다(서영경, 2023).

이러한 모습은 대퇴직 현상(Great Resignation)으로 노동공급이 축소됨에 따라 인플레이션 압력이 높아진 미국 등 선진국과 대조된다. 그렇지만 제조업, 고기술 서비스 분야는 노동수급의 미스매치가 지속되면서 임금이 빠르게 상승하였으며 이는 인플레이션 압력을 높이는 요인으로 작용하였다.

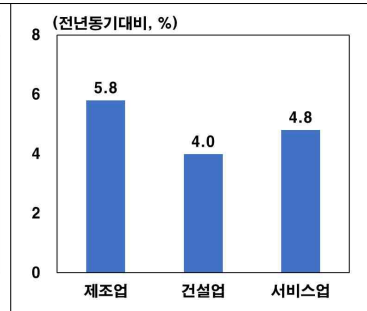
10) 팬데믹 이후(2020~2023년중)에는 20~40대 남성(-41만명)은 취업자수가 크게 감소한 반면, 60세 이상 고령층(+152만명) 및 여성(+81만명) 취업자수는 크게 늘어났다. 이는 임금이 비교적 높은 제조업 취업자수가 크게 늘지 못한 가운데, 저기술 서비스업 중심으로 취업자수가 늘어난 현상과 관련이 깊다. 고령층 및 여성이 저기술 서비스업 중심으로 취업자수가 늘어남에 따라 노동시장의 tightness가 크게 높아지지 않은 가운데 가계의 구매력이 크게 늘지 못하면서 인플레이션 압력을 일부 완화하는 요인으로 작용하였다.

〈그림 10〉 취업자수 증감



자료: 통계청.

〈그림 11〉 산업별 임금 상승률¹⁾



주: 1) 2022년 명목임금 상승률 기준.
자료: 고용노동부.

IV. 통화정책의 교훈과 과제

지난 4년간 위기대응 과정에서 얻은 주요한 통화정책적 교훈은 무엇인가? 과거 위기의 경험에서 얻은 교훈과 같이 위기는 많은 경제적·사회적 비용을 수반하지만 이를 통해 시스템을 개선하게 되면 장기적으로 도움이 된다. 이번 위기의 경험을 통해 얻은 통화정책적 교훈과 과제는 다음과 같다.

1. 유연한 정책대응 필요

첫째, 경제상황의 변화에 맞추어 통화정책을 유연하게 운영할 수 있는 정책능력이 필요하다. 지난 4년 동안 중앙은행은 새로운 도전을 경험하였다. 과거 금융위기들은 Reinhart and Rogoff(2011)¹¹⁾의 지적대로 레버리지 증가와 거품 붕괴 (boom&bust)라는 유사한 과정을 거쳤으나 팬데믹 위기는 전혀 없는 보건위기였던데다 전쟁 등 다수 충격이 중첩되었기 때문에 통화정책적 대응에 어려움이 컸다.

미국에서는 인플레이션 초기에는 공급망 차질과 전쟁에 따른 일시적 현상이라는 주장(Team Transitory)과 수요회복과 부채증가가 가세한 장기현상이라는 주장(Team Persistent)이 맞서기도 하였고,¹²⁾ 미연준의 뒤늦은 대응(behind the curve) 또는

11) Reinhart and Rogoff(2011)는 “This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly” 저서에서 8세기에 걸친 66개국의 자료를 분석하여 금융위기가 놀랍도록 일관된 빈도, 기간, 그리고 강도로 반복된다는 것을 발견하였으며 레버리지 증가와 붕괴라는 유사한 과정을 겪는다는 것을 보여주었다.

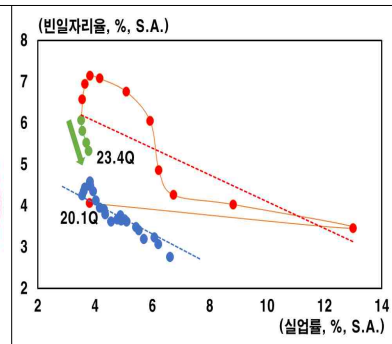
과잉대응에 대한 논란도 제기되었다.¹³⁾ 미 연준은 물가상승 초기에 인플레이션이 일시적이라는 판단으로 과거에 비해 정책금리 인상에 더딘 편이었으나 예상외로 인플레이션이 지속적인 모습을 보임에 따라 이후 75bp씩 네 차례 정책금리를 인상하는 등 신속하게 통화정책을 긴축기조로 전환하였다. 이로 인해 경기침체 우려가 제기되기도 하였으나, 작년 이후 실업률의 상승 없이 인플레이션이 완화되는 추세를 보이면서 연착륙(soft landing) 주장¹⁴⁾이 힘을 받고 있다. 미연준의 적극적인 금리인상이 없었더라면 기대인플레이션과 공급충격의 2차 파급효과 통제가 어려웠을 것이라는 평가가 우세하다.

〈그림 12〉 미국 정책금리와 CPI 상승률



자료: Bloomberg.

〈그림 13〉 미국 베버리지 곡선



자료: BLS.

한국의 경우 주요국 중앙은행중에서 가장 먼저 금리인상을 시작하였기에 이후 점진적인 금리인상이 가능하였고 물가압력도 상대적으로 낮았다. 다만 우리나라는 미국

12) Team Transitory : Krugman, Blinder vs. Team Persistent : Summers, Taylor 등.

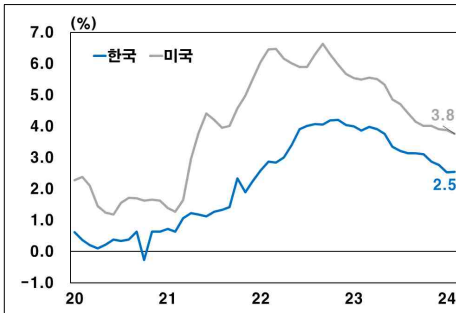
13) Summers 등은 연준이 평균물가목표제(AIT) 도입 등의 이유로 물가의 판단과 대응이 늦었다고 비판하는 반면 Stiglitz 등은 미연준의 금리 인상이 주택건설을 억제하고 장기모기지의 차환을 꺼리게 함으로써 집값 상승을 유발하고 디스인플레이션을 늦췄을 가능성이 크다고 주장한 바 있다.

14) 〈그림 13〉에서 보듯이 미국 베버리지곡선은 코로나 직후 실업률이 소폭 상승하는 상황에서 빈일자리율은 급등하면서 우상향 이동하였다. 이후 긴축적 통화정책 운용을 통해 노동시장을 정상화하는 과정과 관련하여 다소 이견이 있었다. Waller 연준 이사 등은 수요가 둔화될 경우 실업률이 크게 상승하지 않더라도 빈일자리율이 하락할 수 있음(soft landing)을, 반면 Blanchard, Summers 등은 과거의 경험을 고려할 때 실업률이 상당폭 높아지지 않는다면 빈일자리율을 낮추기 어렵다는 의견(hard landing)을 제시하였다. 한편, 2023년부터는 낮은 수준의 실업률이 유지되는 가운데 빈일자리율이 감소함에 따라 soft landing에 대한 기대가 높아지고 있다.

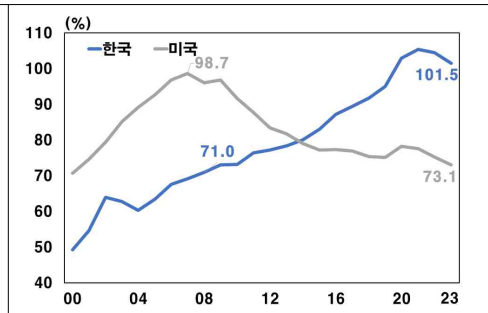
등 주요 선진국과 달리 글로벌 금융위기 이후에도 가계부채 디레버리징(deleveraging)이 없었던 상황에서 초저금리 기간 중에 가계부채와 부동산 대출이 급증함에 따라 물가안정과 금융안정간 상충문제가 어느 나라보다도 컸다고 할 수 있다. 2022년 하반기에는 인플레이션이 5%에 달하는 가운데 부동산PF를 중심으로 시장불안이 확산되면서 이러한 상충문제가 표면화되었는데, 한국은행은 물가안정을 위해 금리인상을 계속하면서도 금융시장 안정을 위해 시장안정화 정책을 보완적으로 시행함으로써 이에 대응하였다.

이와 같은 통화정책 경험은 과거에는 없었던 것으로서, 중앙은행은 과거 경험에 얽매이기보다는 새로운 경제상황에 보다 유연하고 적절히 대응할 수 있는 분석능력과 정책수단을 갖추어야 함을 다시금 일깨워 주었다.

〈그림 14〉 근원물가 상승률



자료: 통계청, BLS.

〈그림 15〉 GDP대비 가계부채비율 추이¹⁾

주: 1) 23년은 3/4분기 기준.

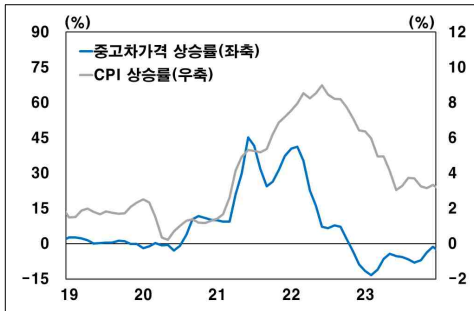
자료: BIS.

2. 산업·고용 등 미시적 상황에 대한 이해 확대

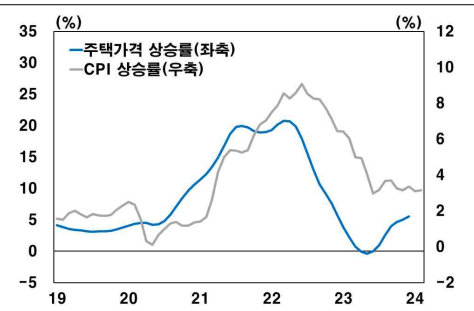
둘째, 전통적으로 중앙은행은 성장과 물가 등 거시경제변수를 중시해 왔으나 산업과 고용 등 미시적 상황에 대한 이해를 넓힐 필요가 있다. 최근 위기 기간이 산업 지형과 고용구조의 변화와 맞물리면서 통화정책의 어려움이 가중되었기 때문이다.

예를 들어 미국에서는 팬데믹 기간중 공급망 붕괴로 중고차 가격이 급등하였고 고금리 기간중에는 예상과 달리 주택매물 위축과 주택가격 상승이 나타나면서 근원인플레이션 상승을 견인하였다. 최근에는 A.I. 발전을 중심으로 한 생산성 향상이 단위노동비용 하락과 디스인플레이션의 배경으로 주목받고 있다.

〈그림 16〉 중고차 가격과 인플레이션



자료: BLS, BEA.

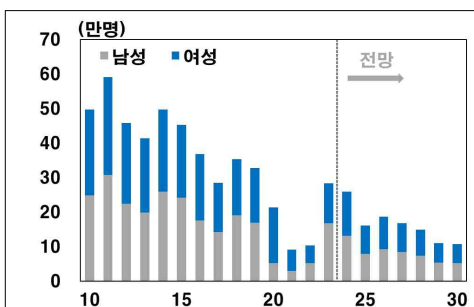
〈그림 17〉 주택가격¹⁾과 인플레이션

주: 1) 주택가격은 Case-Shiller 지수 기준.

자료: BLS, S&P Dow Jones Indices.

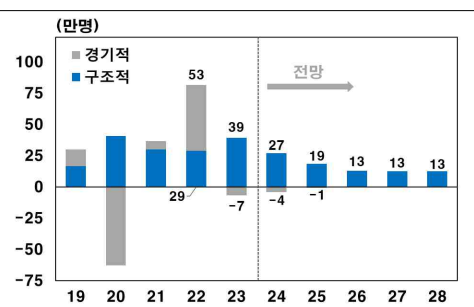
한국에서는 높은 중국 의존도로 인해 글로벌 공급망 위축이 성장과 물가에 미치는 부정적 영향이 커졌다. 노동시장에서는 고령층과 여성을 중심으로 노동공급이 늘어나면서 인플레이션 압력이 상대적으로 낮은 배경으로 작용하였으나 앞으로 저출산 고령화로 인해 노동공급이 둔화되면서 성장과 물가에 대한 영향이 변화할 가능성이 있다(서영경, 2024).

이러한 산업과 노동시장의 구조변화는 단기시계에서의 통화정책 대응을 넘어서 잠재성장률 및 중립금리 변화 등을 통해 통화정책의 장기적 운영여건에도 영향을 미친다. 따라서 경기적 요인뿐만 아니라 인구구조 변화와 같은 구조적 요인에 대한 이해는 통화정책의 정도(精度)를 높이기 위해 필수적이며 구조개혁에 대한 정책제언도 매우 중요하다고 본다.

〈그림 18〉 인구 증감 추이¹⁾

주: 1) 15세 이상 인구 기준.

자료: 통계청.

〈그림 19〉 취업자수 전망¹⁾

주: 1) 26년 이후부터는 구조적 요인에 의한 취업자수 증감만 표시.

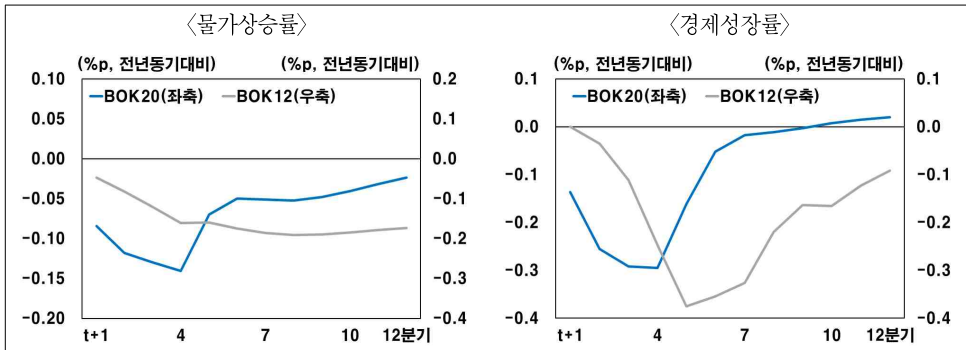
자료: 한국은행 고용분석팀.

3. 금리정책의 파급시차 축소 가능성을 감안

셋째, 우리나라에서 금리정책의 파급경로가 강화되고 파급시차가 축소되었을 가능성을 감안할 필요가 있다. 과거 통화정책의 파급시차는 길고 가변적인 것(long and variable lags)으로 인식되었으나 최근 미연준 통화정책을 분석한 결과(Doh and Foerster, 2022)에 따르면 글로벌 금융위기 이후 저금리 정책과 포워드 가이드스, 대차대조표 정책 등을 함께 시행하면서 파급시차가 짧아졌을 가능성이 제기되었다.

한국은행 경제모형실의 분석(2024)에 따르면 한국의 경우에도 약 10년전과 비교하여 통화정책의 최대 파급시차가 GDP는 중전 5분기에서 4분기로, 인플레이션의 경우 8분기에서 4분기 정도로까지 짧아졌을 가능성이 있는 것으로 분석되었다. 통화정책 파급시차의 변화 가능성을 연구한 Deb et al. (2023)의 논의¹⁵⁾를 우리나라에 적용해 보면, 보다 자유로운 환율변동 용인, 금융 심화, 통화정책 커뮤니케이션 확대 등이 금리정책의 파급시차를 단축시킨 배경으로 판단된다. 아울러 민간부채 규모가 누증되고 변동금리 비중이 높아짐에 따라 금리인상으로 이자상환 부담이 갑자기 높아지는 부(-)의 소득효과가 커진 점도 영향을 미친 것으로 보인다.

〈그림 20〉 통화정책 충격에 대한 거시변수의 반응



주: 1) BOK12는 00. 1/4분기~11. 4/4분기, BOK20은 00. 1/4~19. 4/4분기 기준.

자료: 한국은행 경제모형실.

우리나라의 국내소비가 지난해 이후 예상보다 더딘 회복을 보이는 배경에는 고금리

15) 일반적으로 기준금리 변화는 금융 및 외환시장, 기대변화 등을 통해 시차를 두고 성장과 인플레이션에 영향을 미치는데 Deb et al. (2023)에 따르면 국가별 경제구조, 시장상황, 경기여건에 따라 상당한 차이가 있다.

의 장기화에 따른 영향이 크다고 본다. 그동안 고령화 등 구조변화로 인해 금리정책의 파급경로가 약화되었을 가능성이 제기되어 왔으나, 최근 변동금리 가계대출 증가 등으로 내수의 금리민감도가 과거보다 커진 것으로 보이므로 이에 대한 추가적인 분석이 필요¹⁶⁾ 할 것으로 보인다.

4. 대차대조표 정책을 확장할 필요

넷째, 우리나라도 B/S 정책을 적극적으로 활용할 필요가 있다. 전통적으로 신흥시장국에서는 선진국과 달리 기준금리가 제로하한(ZLB)에 도달하지 않았기 때문에 B/S 정책의 활용도가 크지 않았다. 그러나 금번 위기과정에서 한국은행은 대차대조표의 자산과 부채 구성을 변화시킴으로써 시장조성자(Market maker of last resort), 최종대부자(Lender of last resort), 선별적 신용지원(Selective credit support) 등과 같은 다양한 역할을 수행¹⁷⁾ 하였다.

먼저 시장조성자로서 역할을 살펴보면, 코로나19 발생 직후에는 RP매입 규모와 대상기관을 확대하였고, 2022년 하반기에는 부동산PF 불안이 회사채·CP시장으로 전이된 데 대응하여 RP매입, RP대상증권 확대 등을 실시하였다. 2023년 7월에는 美 SVB 사태 등을 계기로 디지털 बैं킹 환경하에서 대규모 예금인출 위험이 크다는 점을 인식하고, 예금취급기관의 유동성 안전판(backstop)을 강화하는 방향으로 한국은행의 대출제도를 개편하였다.¹⁸⁾

또한 최종대부자로서의 한국은행 역할도 제고하였다. 한국은행법 제80조에 의거하여 코로나19로 어려움을 겪는 기업이 발행한 회사채·CP를 한시적으로 매입하는 SPV를 정부와 함께 설립·운영한 바 있다. 한국은행이 영리기업(SPV)에 직접 대출을 실시한 것은 처음이었다.

16) 이와 함께 향후 통화정책 기조 전환에 대비하여 기준금리 국면에 따라 내수의 금리민감도가 비대칭적일 가능성, 그리고 이를 고려할 때 통화정책의 시차와 효과가 인상과 인하 시에 비대칭적(asymmetric) 인지 여부에 대한 추가 연구도 필요하다고 본다.

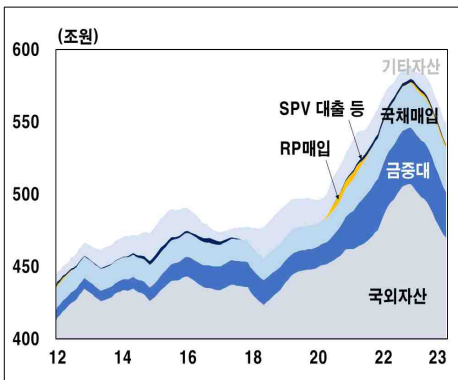
17) 한국은행 대차대조표는 19년말 493조원에서 22.8월말 606조원으로 113조원(+23.1%) 늘어났다. 이는 환율변동에 따른 외화자산 환산액 증가(+75조원) 이외에, 팬데믹 위기에 따른 대응의 결과, 즉, 금융중개지원대출 확대(+24조원), 국고채 매입 등에 따른 보유 국채 증가(+14조원) 등에 기인한다.

18) 자금조정대출의 금리를 기준금리 +1%p에서 기준금리 +0.5%p로 하향 조정하고 적격담보를 국채 중심에서 은행채와 우량 회사채까지 확대하였으며 위기시 만기를 최대 3개월까지 확장하였다.

아울러 선별적 신용지원을 확대하였는데, 2020년 금융중개지원대출을 통한 코로나 피해기업과 소상공인 지원이 대표적이다. 금융중개지원대출 한도는 팬데믹 이전 25조원에서 43조원까지 늘어났다가 현재는 총 30조원 규모로 운영중이다.

이러한 한국은행의 대차대조표 정책에 대해서 도덕적 해이를 조장한다거나 준재정 활동의 영역이라는 비판도 있다. 그러나 재정이 담당해야 할 정책금융적 기능을 줄이고 무차별적 금리정책의 부작용을 보완하는 방향으로 B/S정책을 활용할 경우 긍정적 효과가 크다. 예를 들어 한국은행은 2024년 2월 이후 금융중개지원대출의 한도유보분을 활용하여 은행 중소기업 대출 취급실적에 대해 2%의 금리로 특별지원을 실시하고 있는데 이는 고금리의 부작용을 보완하는 효과가 크다고 본다. 기준금리를 부문별로 차별화할 수는 없지만 상대적으로 어려움을 겪는 중소기업 부문에 적용되는 실효 금리는 평균금리보다 높을 수 있기 때문이다.

〈그림 21〉 한국은행 대차대조표¹⁾



주: 1) 12개월 이동평균 기준.
자료: 한국은행.

〈표 3〉 팬데믹 이후 한국은행 대차대조표 정책

시장조성자 (Market maker of Last resort)	<ul style="list-style-type: none"> • 코로나 직후 RP매입규모, 대상 기관 확대 • PF불안 대응 대출담보, RP대상증권 확대 • 상시 대출제도 개편
최종대부자 (Lender of Last resort)	<ul style="list-style-type: none"> • 코로나 직후 회사채·CP매입 기구 가동 • 필요시 비은행 중앙회 유동성 지원 신속 결정
선택적 신용지원 (Selective Credit Support)	<ul style="list-style-type: none"> • 코로나 직후 코로나 피해기업, 소상공인 대상 금융중개지원대출 확대

자료: 한국은행.

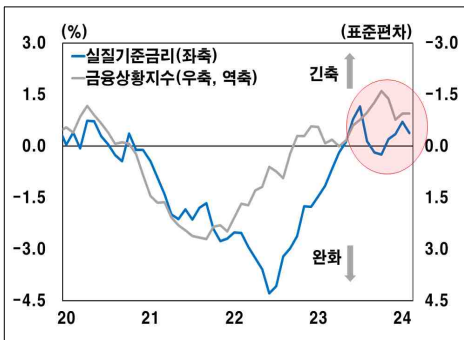
5. 통화정책에 있어 금융안정도 적극 고려

다섯째, 통화정책에 있어 사후적 금융안정(시장안정화) 뿐만 아니라 사전적 금융안정(금융불균형 방지)을 위해 노력할 필요가 있다. 통화정책을 수행함에 있어 금융안정의 고려 여부는 오래된 논의주제이다. 금융안정과 관련하여 미연준 등 주요 중앙은행들은 20세기초 설립 이후 GFC 이전까지는 위기발생시 사후적 최종대부자 기능에 주로 관심을 두었다.

그러나 GFC 경험은 금리정책 결정시 금융시스템에 미치는 영향을 사전적·적극적으로 감안할 필요가 있다는 점을 일깨워 주었다. 한국은행이 2021년 8월 여타 중앙은행보다 조기에 금리인상을 시작한 것도 가계부채 증가 등 금융불균형에 대응할 목적이 컸다고 할 수 있다.

그러면 앞으로 통화정책의 긴축기조를 완화할 때 금융안정은 어떻게 고려되어야 할 것인가? 현재는 실질금리가 양(+)인 상황으로 여전히 긴축국면에 속해있기 때문에 통화정책의 정상화가 금융불균형을 초래하는 정도는 과거에 비해 크지 않을 것으로 본다. 다만, 우리나라의 가계부채 디레버리징이 충분하게 진행되지 않은 상황에서 최근 수도권권을 중심으로 주택가격이 반등하면서 가계대출 증가규모가 확대되고 있는 점¹⁹⁾, 과거 경험에 비추어 볼 때 금리가 하락할수록 금융안정에 미치는 비선형적 영향이 커질 수 있는 점에 각별히 유의하여 경제주체들의 미래 금리인하 기대가 과도하지 않도록 커뮤니케이션에 유의할 필요가 있다. 또한 다양한 거시건전성 정책, 예를 들어 스트레스 DSR 강화, DSR 예외대상 축소, 스트레스 완충자본 부과 등을 보완적으로 활용하여 대출수요 증가를 억제할 필요가 있다고 본다.

〈그림 22〉 실질금리와 금융상황지수¹⁾



〈표 4〉 도입 예정 또는 검토 가능한
가계대출 관리 조치

조치	내용
스트레스 DSR 강화	<ul style="list-style-type: none"> 금년 2월 은행권 주담대 대상 도입 금년말까지 단계적 확대
DSR 예외대상 축소	<ul style="list-style-type: none"> 전세대출 등에 대한 규제 적용여부 검토
스트레스 완충자본 부과	<ul style="list-style-type: none"> 위기상황을 가정한 스트레스 테스트 실시 후 결과에 따라 추가 자본적립의무 부과

주: 1) 장기균형수준인 0을 상회(하회) 하면
완화적(긴축적).

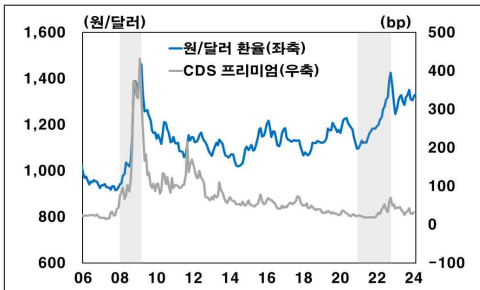
자료: 한국은행.

19) 금융기관 가계대출은 정부의 가계대출 규제 강화, 금리인상 등에 따른 부동산시장 위축으로 크게 둔화(15~21년중 +8.3조원 → 22년~24.3월중 -0.0조원, 기간중 월평균) 되었다가 금년 2분기부터 월평균 +4.8조원으로 증가세가 다시 확대되고 있다.

6. 환율의 대외충격 흡수기능 확대

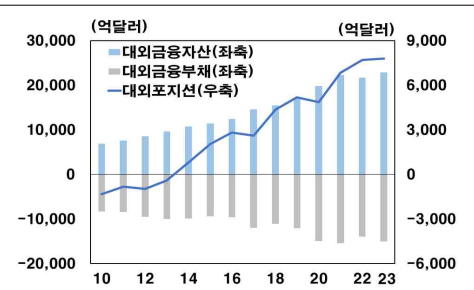
여섯째, 금리와 환율간 관계에도 유의할 필요가 있다. 원/달러 환율은 팬데믹 이전 10년간 1,100원대에 머물다가 미연준이 긴축기조로 돌아선 2022년 이후 1,300원 이상에서 등락하였다. 환율 상승은 미달러 강세에 따른 글로벌 통화가치 절하라는 공통 요인²⁰⁾과, 경상수지 악화, 해외증권투자 확대와 같은 우리나라 고유요인이 함께 작용한 결과이다. 다만 GFC 이후 단기외채 축소, 외환보유액 증가, 순대외채권국 전환 등에 힘입어 금번 위기기간중 외화자금시장은 안정을 유지하였고 외국인 투자자금도 대체로 순유입세를 지속하였다. 이에 따라 한국은행과 정부는 환율 상승에 대해 과거보다 덜 민감하게 대응할 수 있었다.

다만 2022년 9월과 같이 물가상승압력이 높은 상황에서 원화환율이 단기간내 급등한 시기에는 외환시장 개입과 정책금리 인상 등의 정책조합을 통해 상승 속도를 조절하였다. 이는 그동안 IMF, BIS 등이 주도해 온 포괄적 정책체계(Integrated policy framework)²¹⁾의 취지에도 부합한 조치였다.

〈그림 23〉 원달러환율¹⁾ 및 외화차입여건

주: 1) 음영은 글로벌금융위기, 금번 금리인상 전반기 등 환율급등기.

자료: Bloomberg, 한국은행 국제국.

〈그림 24〉 우리나라 순대외포지션 추이¹⁾

주: 1) 대외금융부채는 (-)로 표기.

자료: 한국은행.

20) 우리나라의 주요 교역상대국 통화대비 원화의 평균가치를 나타내는 원화의 명목실효환율(NEER, BIS, 2020=100 기준)은 글로벌 금융위기 기간중 40% 급락하였던 것과 달리 2022년중에는 전세제적 미 달러화 강세로 인해 주요국 환율이 모두 절하되면서 100 내외의 좁은 범위에서 등락하며 안정적인 수준을 지속하였다.

21) BIS (2019), IMF (2020) 등은 신흥국에서 통화정책, 외환시장개입(FXI), 거시건전성정책(MPP), 자본이동관리조치(CFM)의 조합을 통하여 물가목표, 금융안정, 외환시장 안정을 도모하는 포괄적 정책체계(Integrated policy framework)에 대한 기관 견해를 제시하였다. 한국은행도 향후 이와 같은 정책 프레임워크를 보다 정교화해 나갈 필요가 있다(서영경, 2022b; Shin and Shin, 2023).

앞으로 주요 선진국과 우리나라는 각국의 경제여건이 차별화될 경우 통화정책 정상화 과정도 다소 차별화될 수 있다. 이에 대응하여 환율의 신축적 변동을 통한 대외충격 흡수(shock absorber) 능력을 확대하는 동시에 외환시장 구조 선진화, 외환수급 안정 등 미시적 정책을 병행하여 대외부문 안정을 도모함으로써, 금리정책이 대내 정책목표에 집중할 수 있는 여지를 확보할 필요가 있다.

7. 통화정책의 커뮤니케이션 강화

일곱째, 통화정책의 커뮤니케이션을 강화할 필요가 있다. 물가안정목표제에서는 국민과 시장의 인플레이션 기대를 목표수준에서 안정시키고 사후적으로 이 기대를 충족하는 과정이 중요한데 최근과 같이 향후 성장과 물가 관련 불확실성이 큰 상황에서 는 기대관리의 중요성이 더욱 커진다고 할 수 있다.

한국은행은 2022년 10월부터 금통위원들의 향후 3개월내 정책금리 전망분포와 그 근거를 총재 기자회견담회를 통해 제시함으로써 정량적인 커뮤니케이션을 강화하였다. 2022년 10월부터 2023년 1월 중에는 기준금리 인상을 이어가면서 이를 향후 3개월내 정책금리 전망을 통해 시사하였으며, 이후에는 기준금리를 동결하였으나 향후 3개월 내 정책금리 전망에서는 정책금리 인상 가능성을 열어두는 방향으로 전망을 제시하였다. Hofmann and Xia (2022) 방법론을 원용하여 지난 1년 6개월간의 이러한 정책 경험을 평가한 결과, 시장의 기준금리 3개월 경로에 대한 예측력과 반응도가 오랜 기간 포워드 가이드를 실시해 온 주요 선진국과 비슷하게 나타났다.²²⁾

22) 한국은행 통화정책국(2024)은 Hofmann and Xia(2022)의 방법론을 원용하여 이자율스왑금리(IRS)에 내재된 3개월후 기준금리 기대와 3개월내 기준금리 전망에 대한 금통위원 의견분포 평균을 비교하여 예측가능성(predictability), 신뢰성(credibility), 정보력(redundancy) 및 경제전망과의 일치성(consistency)을 평가하였다. 구체적인 추정방식은 다음과 같다.

- 예측가능성: 금융시장이 FG를 얼마나 잘 예측하는지(α) 측정

$$i_{t,\tau}^{cb} = \alpha_0 + \alpha i_{t-1,\tau}^m + (1-\alpha) i_{t-1,\tau}^{cb} + e_{t,\tau}^p \quad (1)$$

- 신뢰성: FG 변화에 대한 금융시장의 반응 정도(β)를 측정

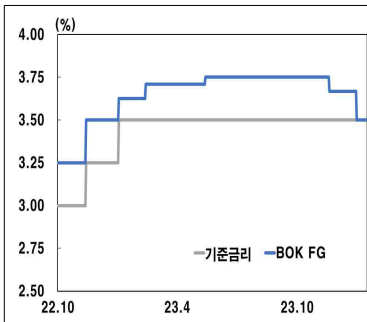
$$i_{t,\tau}^m - i_{t-1,\tau}^m = \beta [i_{t,\tau}^{cb} - E_{t-1}(i_{t,\tau}^{cb})] + e_{t,\tau}^c = \beta [i_{t,\tau}^{cb} - \alpha_0 - \alpha i_{t-1,\tau}^m - (1-\alpha) i_{t-1,\tau}^{cb}] + e_{t,\tau}^c \quad (2)$$

- 정보력: 물가·성장 전망 정보를 통제 한 후의 신뢰성(β_γ) 추정치

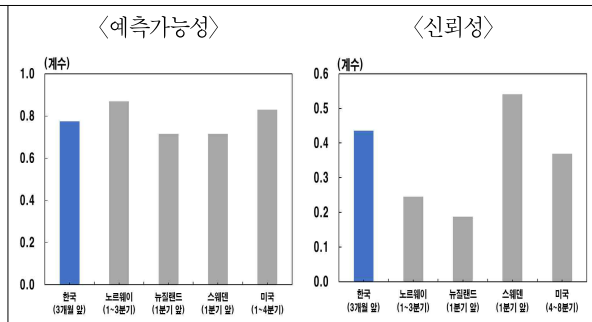
$$i_{t,\tau}^m - i_{t-1,\tau}^m = \beta_\gamma [i_{t,\tau}^{cb} - \alpha_0 - \alpha i_{t-1,\tau}^m - (1-\alpha) i_{t-1,\tau}^{cb}] + \beta_\gamma growth + \beta_\pi inflation gap + e_{t,\tau}^\gamma \quad (3)$$

이러한 분석결과 등에 비추어 볼 때 지난 1년반 동안 정량적 커뮤니케이션을 강화한 것은 경제주체들과 시장의 기대 관리에 도움이 된 것으로 평가된다. 앞으로도 정책금리 전망의 시계 및 제시방식 등과 관련하여 ‘조건부’ 정량적 커뮤니케이션을 강화하는 방안을 검토할 필요가 있다.²³⁾

다만 우리경제가 소규모 개방경제로서 예상치 못한 대외충격이 발생할 위험이 큰 데다, 저출산·고령화, 민간부채 누적, 글로벌 밸류체인 약화 등 구조적 변화가 큰 만큼 경제전망의 정확성 제고와 이에 기반한 효과적 커뮤니케이션이 중요하다 할 것이다.

〈그림 25〉 기준금리와 BOK FG¹⁾

〈그림 26〉 포워드 가이드런스 효과 평가



주: 1) 최종금리 수준에 대한 금통위원의 자료: Hofmann and Xia (2022), 한국은행 통화정책국.

의견 분포를 가중평균하여 산출.

자료: 한국은행 통화정책국.

- 경제전망과의 일치성: FG가 Taylor Rule에 얼마나 입각하여 결정되는지 추정

$$i_{t,\tau}^{cb} = \gamma_0 + \gamma_g gdp_{t,\tau} + \gamma_\pi inflation_{t,\tau} + e_{t,\tau}$$

추정시에는 방정식 간((1), (2), (3)) 상호 의존성을 고려하여 결합분포 최우추정법(joint maximum likelihood estimation)을 이용하였다. 여기서 $i_{t,\tau}^{cb}$ 는 중앙은행의 금리전망치로 매 통화정책방향 결정회의시 금통위원들의 3개월 후 금리전망을 가중평균한 것이다. $i_{t,\tau}^m$ 은 IRS금리에 내재된 기대 기준금리(1/2/3개월 후)이다. 추정기간은 22.10~24.1월중이다.

추정결과 시장의 3개월내 기준금리에 대한 예측가능성, 신뢰성, 정보력은 모두 주요 선진국과 비슷한 수준으로 나타났고, 경제전망과의 일치성은 다소 낮았으나 동 정책의 시행기간이 짧아 장기관계를 추정하기에는 아직 충분한 데이터가 확보되지 않은 것으로 본다.

- 23) 주요국 중에서는 미국(점도표), 뉴질랜드·스웨덴·노르웨이·체코(금리 경로), 이스라엘(1년 후 전망치) 등이 정량적 FG를 활용중에 있으며 유로지역, 영국 등은 정량적 FG를 도입하고 있지는 않지만 경제전망 시 전제한 정책금리 또는 시장금리 경로를 공개하고 있다.

V. 결 론

한국은행은 팬데믹 위기와 뒤이은 인플레이션 충격이라는 전대미문의 상황에 대응하여 물가안정을 도모하면서 대내외 금융안정을 달성하는 어려운 책무를 잘 수행해 왔다고 평가한다.

그러나 통화정책은 아직도 많은 난제를 안고 있다. 물가가 안정화되고 있으나 여전히 공급충격 관련 불확실성은 높으며 민간부채 취약부문, 부동산PF 등을 둘러싼 금융 상황도 안심할 수 없다. 또한 물가상승률은 낮아졌으나 높아진 level 효과로 인해 민간의 실질구매력 약화와 내수회복 지연 가능성도 우려된다. 중장기적으로는 기술 변화, 저출산·고령화, 글로벌 공급망 변화, 기후변화 등 구조변화로 통화정책 여건에도 많은 변화가 예상된다.

이에 대응하여 앞으로도 거시경제상황은 물론 산업·고용 등 미시적 영역에 대한 연구도 강화해나갈 필요가 있다. 아울러 통화정책의 파급시차 축소 등 여건변화를 반영하는 동시에 대차대조표 정책, 거시건전성정책, 외환정책 등 여타 보완적 정책을 적극적으로 활용함으로써 통화정책의 유효성을 높일 필요가 있다.

■ 참 고 문 헌

1. 박영환, 이창용, “팬데믹 이후 고물가에 대한 한국은행의 정책대응,” 『한국경제포럼』, 제17권 제1호, 2024.
2. 서영경, “통화정책 기조변화 배경과 리스크 요인,” 한국은행 금요강좌, 2022a.
3. ———, “내외금리차와 통화정책,” 『금융연구』, 제36권 제4호, 2022b.
4. ———, “노동시장 변화와 통화정책적 함의,” 한국은행 노동시장 세미나 발표자료, 2023.
5. ———, “노동시장 구조변화가 거시경제에 미치는 영향,” 한국은행-KDI 노동시장 세미나 발표자료, 2024.
6. 이승현·황설웅, “최근 인플레이션의 수요 및 공급 분해,” mimeo, 2023.
7. 한국은행 경제모형실, “통화정책 파급시차에 대한 최근 논의 주요내용,” mimeo, 2024.
8. 한국은행 통화정책국, “3개월내 기준금리 전망 제시의 시장기대 영향 분석,” mimeo, 2024.
9. Bank of International Settlement, “Monetary Policy Frameworks in EMEs: Inflation Targeting, the Exchange Rate and Financial Stability,” Chapter II, *Annual Economic Report 2019*, June.
10. Deb et al., “Monetary Policy Transmission Heterogeneity: Cross-Country Evidence,” *IMF Working Paper*, WP/23/204, 2023.
11. Doh and Foerster, “Have Lags in Monetary Policy Transmission Shortened?” *Kansas City Fed Economic Bulletin*, 2022.

12. Hofmann and Xia, "Quantitative Forward Guidance through Interest Rate Projections," *BIS Working Paper*, No.1009, 2022.
13. International Monetary Fund, "Toward an Integrated Policy Framework," *IMF Policy Paper*, No. 2020/046, 2020.
14. Reinhart and Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2011.
15. Shin, Hyun Song and Kwanho Shin, "Lessons from Macro-Financial Policy in Korea," *Macro-financial Stability policy in a Globalised World: Lessons from International Experience*, Chapter 11, World Scientific Books, 2023.

What Has the Pandemic Crisis Left Us with?: Experiences and Challenges of Monetary Policy

Young Kyung Suh*

Abstract

Over the past four years, in response to the pandemic crisis and subsequent inflationary shock, the Monetary Policy Board has made efforts to achieve the Bank of Korea's legal mandate of price stability and financial stability by flexibly operating monetary policy, actively utilizing various balance sheet policies, and expanding external communication. However, challenges remain, such as uncertainties in the inflation path, financial instability due to accumulated private debt, and slowdown in demand due to changes in the economic structure. To enhance the effectiveness of monetary policy, it is necessary to strengthen research on macroeconomic conditions as well as microeconomic areas such as industry and employment, while also examining changes in the transmission mechanism of monetary policy, the effectiveness of quantitative communication, and the integrated use of supplementary policies such as balance sheet policies, macro prudential policies, and exchange rate policies.

Key Words: monetary policy, pandemic crisis, inflation

JEL Classification: E3, E4, E5

Received: April 30, 2024. Revised: Aug. 2, 2024. Accepted: Sept. 30, 2024.

* Former member of the Monetary Policy Board of the Bank of Korea (Currently Visiting Professor at the GSIS, Yonsei University), 50 Yonsei-ro, Seodaemun-gu, Seoul 03722, Korea, e-mail: yksuh6@gmail.com