



여의도연구원

국민행복을 디자인합니다

Vol.2016-12

# 여 연 포 커 스

YDI FOCUS

발행일 2016년 12월 30일 (금)

## 주요국 비전통적 통화정책 현황 - 한국형 양적완화 정책의 필요성 -

### - 목 차 -

要 旨 .....	i
I. 비전통적 통화정책의 확산 배경 .....	1
II. 주요국 비전통적 통화정책 현황 .....	5
III. 비전통적 통화정책 평가와 전망 .....	17
IV. 한국의 통화정책에 대한 시사점 .....	19
참고문헌 .....	21

작성 : 정재호 연구위원  
(02) 2070-3314



## 《 要 旨 》

- 2008 글로벌금융위기 발생 이후 전통적인 통화정책의 목표와 수단에 큰 변화
  - 금융시장의 안정화 및 거시경제의 활성화 등 통화정책의 역할을 대폭 확장
    - 미국에서는 비우량 주택담보대출 (Sub Prime Mortgage) 위기 발생으로 주택시장의 버블이 붕괴하면서 채권 보유 금융기관들의 파산 뿐 아니라 시스템의 위기로 확산
    - 비전통적 통화정책은 민간보유 위험자산의 매입 등 금융시장의 안정화 역할 확대
    - 정책금리의 하한 인하에도 불구하고, 경기침체가 지속되자 경기부양 대안을 모색
  - ※ 비전통적 통화정책의 정의 : 한국은행(2012), 『한국의 통화정책』  
정책금리가 제로 또는 실효하한에 도달하거나 파급경로가 현저히 훼손된 상황에서 금융안정 회복과 경기침체 방지를 위해 중앙은행이 단기 시장금리를 실효하한 수준으로 유지하는데 필요한 규모 이상으로 통화량을 공급하거나 위험도가 평상시보다 크게 높아진 자산을 매입하는 조치
- 미국, 일본, ECB, 영국 등 주요국 조사결과 비전통적 통화정책은 장기금리를 낮추고, 금융시스템의 불안정성을 완화하며, 특히 금융시장의 신용경색이 심할 때 안정화 효과가 가장 크게 나타나는 것으로 분석
  - 그러나 비전통적 통화정책의 실물경제 개선 효과는 제한적인 것으로 나타났음
  - 비전통적 통화정책 中 마이너스 금리의 긍정적인 효과는 제한적인 것으로 평가
    - 마이너스 금리는 디플레이션 완화, 자국통화의 평가절상 방지 등을 위해 도입
    - 마이너스 금리 도입 시 자본의 급격한 유출 등 불안정성이 증가할 수 있으며, 예대마진의 감소 등 은행의 수익성과 재무건전성의 악화로 지속가능성은 미흡
- 美 연준과 日銀·ECB 간의 통화정책 상충, 재정적자 확대와 대차대조표 통화정책 유지에 따른 재정의 화폐화 우려, 환율전쟁 등 불확실성과 불안정성 상존
  - 향후 美 연준의 기준금리 인상이 지속되면서 미국 금리 상승, 달러화 강세 등으로 국제자본의 급격한 대규모 재편 등으로 외환·금융위기가 발생할 가능성

- 국내 주력산업의 경쟁력 저하 및 보호무역의 확산으로 인한 수출시장의 축소, 가계부채 누적으로 인한 내수의 침체 등 한국 경제는 구조적으로 취약한 상태
  - 美 연준의 금리 급속인상 時 자본의 급속 유출 등으로 주택가격이 급락할 경우 악순환의 고리가 형성되면서 복합경제위기가 발생할 가능성을 배제할 수 없음
- 비전통적 통화정책은 MBS 등 자산 매입을 통해서 자산가격의 폭락을 방지하고 금융시스템의 붕괴를 완화하는 효과가 있고, 특히 신용경색이 심한 초기단계에 강한 효과를 발휘했다는 점에 유의할 필요
  - 주요국 사례를 보면 신용경색 완화를 통한 금융시장 안정화 효과가 큰 반면, 디플레이션 탈출과 경제성장 등 실물경제 개선 효과는 제한적으로 나타남
    - 양적 완화 등 비전통적 통화정책의 가장 큰 공헌은 대공황으로 위기 확산 차단
- 따라서 주택가격 급락으로 복합경제위기가 악순환의 고리를 형성할 가능성을 차단하는 통화정책 수단으로서 대규모 자산의 유동화 및 모기지증권 매입 등을 비상대응계획 수립 時 정책대안으로 적극 검토할 필요 [ Contingency Plan ]
  - 주요국 중앙은행의 최종시장 조정자 기능 등 안정화 역할의 강화 추세를 감안하여, 한국은행 또한 창의적으로 발상을 전환, 안정자 역할을 적극 모색할 필요
    - 재정지출에 발권력 동원, 주택금융공사의 자본 대폭 확충, 자산유동화 미비점 점검
- 한편 비전통적 통화정책의 실물경제 개선 효과는 제한적이라는 점을 감안하여, 신속한 구조조정과 신성장동력 등 실물경제의 개선을 위한 투자를 병행 추진

# I. 비전통적 통화정책의 확산 배경

## ① 비전통적 통화정책의 개요

- 전통적인 통화정책은 글로벌 금융위기 이전까지 중앙은행의 역할, 통화정책의 목표와 수단 등에 있어 대체적인 합의가 형성되었다고 볼 수 있는 견해를 지칭
    - 전통적인 통화정책은 물가안정을 최종 목표로 설정하고, 금리 중심으로 운용
      - 1970년대 석유위기로 고 인플레이션을 경험하면서 물가안정을 최우선
      - 금융혁신으로 통화승수가 불안정해지기 전에는 통화량 중심으로 운용
    - 전통적 통화정책은 공개시장조작 대상으로 위험이 거의 없는 국공채에 한정
      - 국공채는 신용위험이 거의 없고, 거래량이 풍부하여 시장위험도 적다는 장점
      - 특히 단기 일시적 보유로 제한함으로써 발권력 동원에 의한 재정지원을 지양
  - 글로벌금융위기 발생 이후 전통적인 통화정책의 목표와 수단 등에 큰 변화
    - 금융시장의 안정화 및 거시경제의 활성화 등 통화정책의 역할을 대폭 확장
      - 미국에서는 비우량 주택담보대출 (Sub Prime Mortgage) 위기 발생으로 주택시장의 버블이 붕괴하면서 채권 보유 금융기관들의 파산 뿐 아니라 시스템의 위기로 확산
      - 비전통적 통화정책은 민간보유 위험자산의 매입 등 금융시장의 안정화 역할 확대
      - 정책금리의 하한 인하에도 불구하고, 경기침체가 지속되자 경기부양 대안을 모색
- ※ 비전통적 통화정책의 정의 : 한국은행(2012), 『한국의 통화정책』  
정책금리가 제로 또는 실효하한에 도달하거나 파급경로가 현저히 훼손된 상황에서 금융안정 회복과 경기침체 방지를 위해 중앙은행이 단기 시장금리를 실효하한 수준으로 유지하는데 필요한 규모 이상으로 통화량을 공급하거나 위험도가 평상시보다 크게 높아진 자산을 매입하는 조치

## ② 비전통적 통화정책의 근거

- (금융불안정성 가설) 케인즈와 피셔-민스키-킨들버거에 의해 발전된 이론으로 글로벌금융위기 이후 주목을 받고 있는 바, 부동산 포함 자산 가격의 등락과 부채를 통한 투자자금의 조달 간 상승작용으로 자본주의는 불안정성이 내재<sup>1)</sup>
  - 가격 상승기에 위험의 과도한 저평가를 기반으로 신용(대출)이 확장되는 반면, 가격 하락기에는 위험의 과도한 고평가를 기반으로 신용(대출)이 축소되는 등 자본주의는 투자의 비합리적인 위험선호 성향으로 인한 불안정화 요인이 상존
    - 자산가격↑ → 광기 → 거품 → 금융불안 → 급반전 → 자산가격↓ → 붕괴 → 침체
      - \* 상환능력 대비 신용 팽창이 과도할 경우 작은 충격에도 위기가 촉발될 수 있음
    - (민스키 모멘트) 과도한 부채로 인한 호황이 끝나고, 채무자의 부채상환능력 악화로 건전한 자산까지 매물로 나오면서 자산가치 폭락과 함께 금융위기가 시작되는 시기
      - \* 우량 자산을 보유한 건실한 기업들까지 점차 연쇄 도산으로 몰리면서 불황 심화
    - 금융위기가 발생하면 소비·투자의 감소 등 실물경제가 악화되면서 디플레이션과 공황이 유발될 가능성이 있으므로, 정부는 이를 방지하기 위한 대책을 강구할 필요
  - 안정화 대책은 대규모 적자재정의 편성과 최종대부자로서 중앙은행의 구제금융
    - (재정 정책) 대규모 재정 투입을 통하여 부실 금융회사 구제와 경기부양을 추진
    - (통화 정책) 중앙은행의 발권력 동원 등 최종대부자 기능으로 시스템 붕괴 차단
  - 장기 대책으로 투기 억제를 위한 규제 강화, 실물경제의 구조개혁 등을 병행
    - 도덕적 해이, 구조조정 지연, 양극화 심화 등 비전통적 통화정책의 약점들을 보완
    - 금융 부문의 과잉과 폭주가 자본주의의 내재적 취약성을 증폭시킨다는 점에 유의
      - \* 신용평가, 감사 등 기업 지배구조의 개선, 투기를 억제하기 위한 금융규제 강화
    - 임금과 생산성 간의 연계 강화 등 완전고용을 달성하기 위한 장기 구조개혁 추진

1) Fisher, I. (1933), "Debt Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*

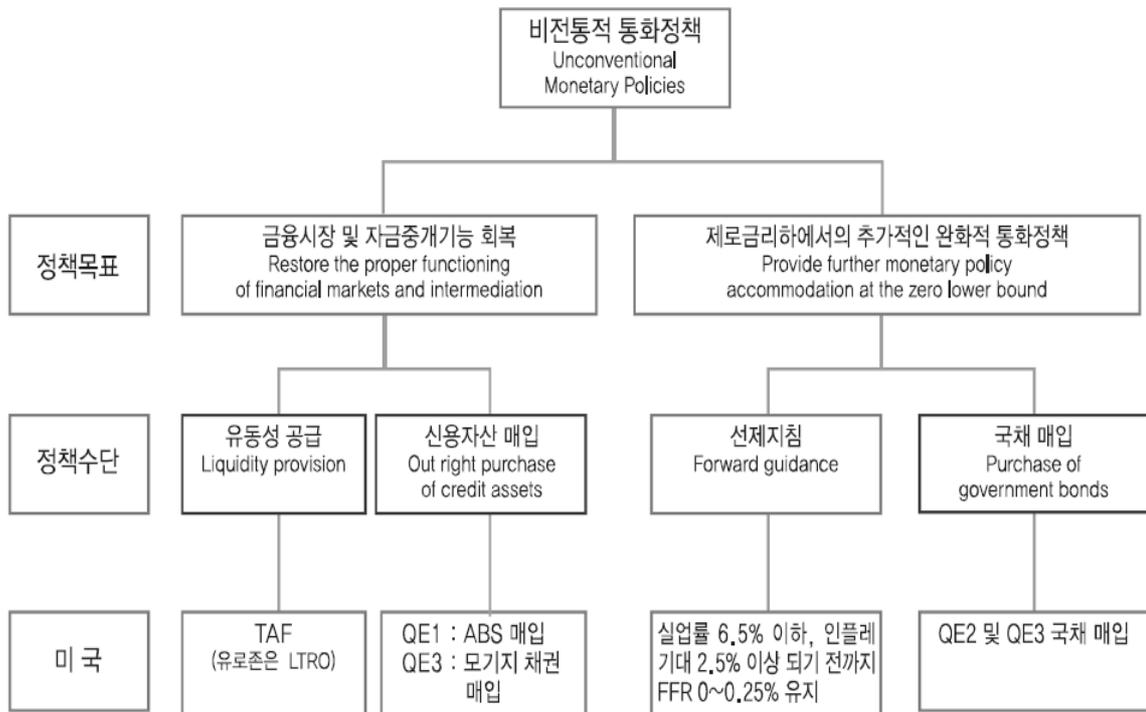
Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill

Kindleberger, C. (1978), *Manias, Panics, and Crashes : a History of Financial Crises*, MacMillan

### ③ 비전통적 통화정책의 수단

- 비전통적 통화정책 도입의 주요 목적은 ▲ 금융시장과 자금중개기능의 회복과 ▲ 제로금리 하에서 경제의 장기침체 탈피를 위한 정책대안의 모색에 있으며,
  - 중앙은행은 이를 달성하기 위한 정책 수단으로 ▲ 금융기관 대상 유동성 공급 ▲ 신용자산 매입 ▲ 선제적 지침과 ▲ 국채 매입 등을 추진해 왔음

< 비전통적 통화정책의 목표와 수단 >



\* 출처 : 박성욱 외 (2014), p.6 (下記 자료 내용 정리)

IMF (2013), "Unconventional Monetary Policies : Recent Experiences and Prospects"

- (유동성 공급) 기존 여신제도의 범위를 확대하고 기준 완화 ⇒ 유동성 위기 극복 : 기존대출 만기연장, 신규대출 담보기준 완화 등을 통해 지급불능 확산 최소화
- (신용자산 매입) 민간 보유 위험자산을 직접 매입 ⇒ 금융기관의 신용경색을 완화 : 주택 가격 폭락 등으로 금융기관 보유 자산유동화증권 등은 위험자산으로 전략
- (국채 매입) 국·공채의 대규모 매입 ⇒ 자산 가격의 상승, 본원통화의 공급 증가 : 전통적 통화정책수단으로 단기 유동성 조절이 목표이었던 공개시장조작의 확장
- (선제적 지침) 통화정책 방향을 사전공고 ⇒ 통화정책에 대한 시장 신뢰의 안정화

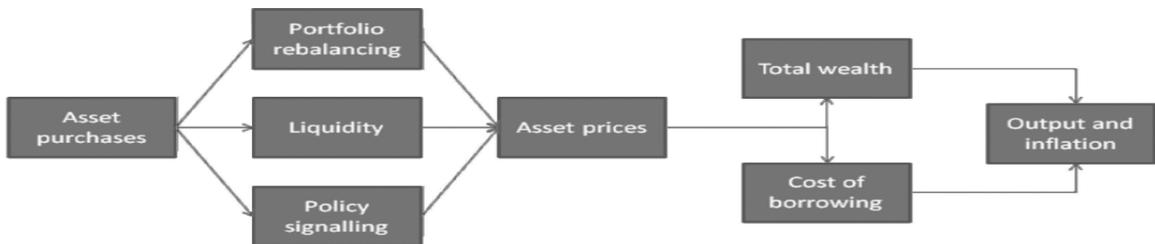
#### 4 비전통적 통화정책의 효과

○ 비전통적 통화정책 수단 별 구체적인 실천 수단, 기대 효과 및 부작용

유동성 공급	수단	• (기존대출) 만기 연장, 담보기준 완화 (신규대출) 대상기관 확대, 제도 신설
	장점	• 정책 수행이 여타 정책수단 대비 상대적으로 용이 • 중앙은행이 부담하는 신용위험이 상대적으로 적음
	단점	• 금융기관에 공급된 유동성이 기업과 가계 대출로 이어지지 않을 가능성
신용자산 매입	수단	• 중앙은행의 CP, 회사채, ABS, MBS 등 매입 ⇒ 신용증권의 거래위험 감소
	장점	• 중앙은행이 특수목적회사(SPV)를 통해 차입자 직접 지원 ⇒ 신속한 효과
	단점	• 중앙은행이 부담하는 신용위험이 상대적으로 큼 (가격 왜곡, 형평성 문제)
국채 매입	수단	• 국채와 공채를 대규모로 매입한 후 장기간 보유
	장점	• 장기 국채금리가 하락할 경우 소비와 투자 등 실물경제 활성화 • 완화적 통화정책 기조가 장기 지속될 것이라는 신호를 민간에 전달
	단점	• 거시정책 규율의 이완으로 인식할 경우 장기 국채금리 상승도 가능 • 국채 가격의 하락時 중앙은행의 평가손실 또는 매각손실 부담 우려

○ 중앙은행의 신용자산·국채 매입은 다양한 경로를 거쳐 자산 가격에 영향을 주고, 부의 효과 및 자금조달 비용 하락을 통해 생산과 물가 등 실물경제로 파급

※ (자산매입의 파급효과) 자산가격 폭락을 방지함으로써 금융시스템 붕괴를 차단하고, 소비·투자 등 내수 진작을 통해 디플레이션과 침체 탈출 기대 : Bowdler 外 (2012)



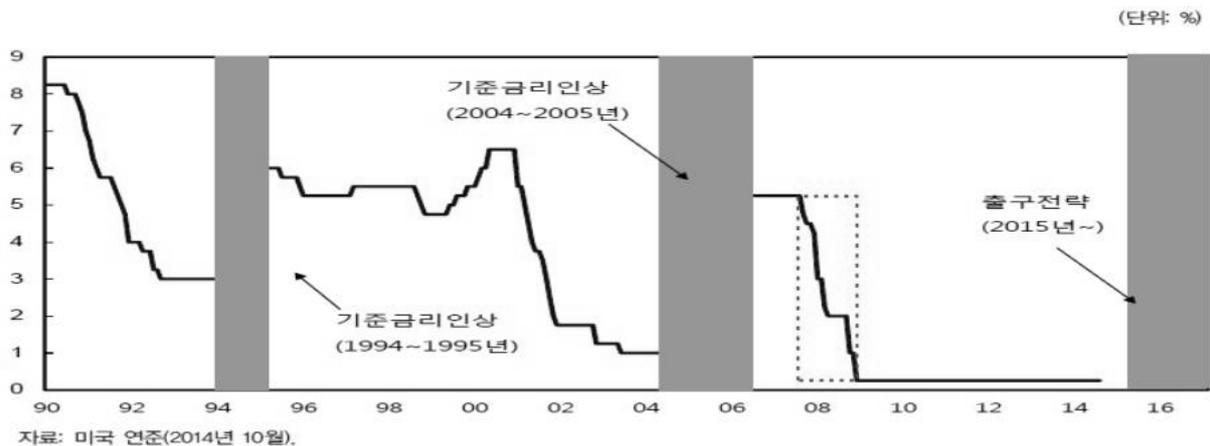
- (자산 재배분 경로) 대규모 매입으로 해당 증권에 공급이 감소하면 가격↑ (금리↓)
  - (유동성 경로) 최종시장조정자로서 중앙은행이 거래규모 증가하면 유동성↑ (금리↓)
  - (정책신호 경로) 대규모 매입 ⇒ 완화적 통화정책의 장기 지속 예상 (장기 금리↓)
- \* 채권을 대량 보유한 중앙은행이 출구전략을 급격하게 추진할 경우 막대한 손실

## Ⅱ. 주요국 비전통적 통화정책 현황

### ① 美 연방준비은행의 비전통적 통화정책

- 美 연준은 글로벌 금융위기의 원인인 비우량 주택담보대출 사태 발생 이후부터 정책금리를 낮추기 시작하여, 2008년 12월 실효하한 수준인 0%-0.25%까지 인하

< 연준의 기준금리 추이 >



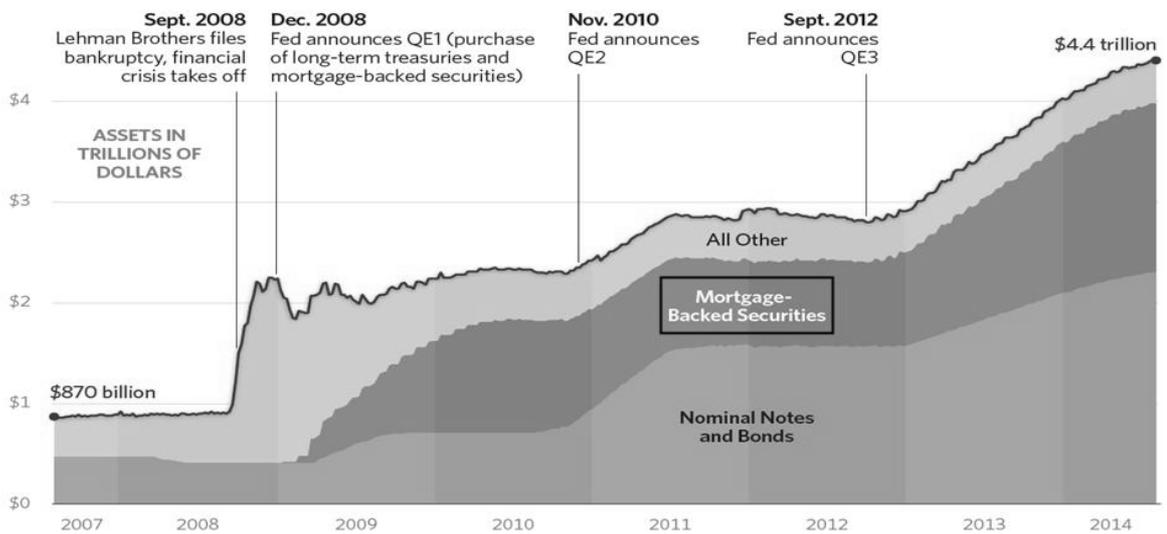
- (유동성 공급) 위기의 초기 단계에서 美 연준은 기존 여신제도의 범위 확대 및 대출방식 변경 등을 통해 유동성 부족에 직면한 금융기관에 단기 자금을 공급
  - 기존 primary credit 확대, 적격 담보기준 완화, 만기 연장 (2007.8 및 2008.3 도입)
  - PDCF (2008.3 도입) : 대기성 여신제도의 대상을 확대 (예금은행 → primary dealer)
  - TAF (2007.12 도입) : 예금은행에 경매방식으로 단기 (만기 28일-84일) 자금 대출
  - TSLF (2008.3 도입) : primary dealer 보유 회사채를 담보로 연준 보유 국채 대출
- 2008년 9월 리먼 사태 발발 이후 비전통적 통화정책 수단들의 운용을 본격화
  - (신용시장 지원) 급격히 위축된 신용시장을 부양하기 위해서 다양한 제도 도입
    - ALMF (2008.9 도입) : ABCP (자산담보부기업어음) 시장 지원
    - CPFF (2008.10 도입) : ABCP 시장 및 CP (무담보기업어음) 시장 지원
    - TALF (2008.11 도입) : ABS (자산유동화증권), CBMS (기업용모기지증권) 시장 지원

- (양적 완화) 美 연준은 주택가격 하락을 방지하고, 금융안정과 경기부양을 위해 정부보증 주택 채권 매입 및 대규모 국채 매입 프로그램을 3차에 걸쳐서 시행
  - (1차 양적완화) 주택 신용시장의 회복을 목표로 매입 자산의 80% 이상 MBS에 투입
  - (2차 양적완화) 실물경제 회복을 위해 장기국채 매입을 통한 장기금리 인하에 집중
  - (3차 양적완화) 고용 개선을 위해 양적완화를 지속하되, 단계적으로 축소 (테이퍼링)

	주요 내용	비고
<b>1차 양적완화</b> (2008.12월 - 2010.06월)	- 모기지담보증권(MBS) 1.25조 달러 매입 - 장기국채 3천억 달러 매입 - 지급준비금 이자 지급	- 경기침체 지속으로 2010.9월부터 장기국채를 매월 3백억 달러 매입 재개
<b>2차 양적완화</b> (2010.11월 - 2011.06월)	- 장기국채 매입 규모 ↑ : 총 6천억 달러 * 월 3백억 달러 → 월 750억 달러	- 2011.9월 단기국채를 매도하고 장기국채를 매입하는 오퍼레이션 트위스트 도입
<b>3차 양적완화</b> (2012.09월 - 2014.10월)	- MBS 월 4백억 달러 매입 (2012.9월-) - 오퍼레이션 트위스트 (2012.6월-12월)	- 2014.1월부터 채권매입 단계적 축소 (Tapering) - 2014.10월 <b>양적완화 종료</b>

- 비전통적 정책으로 연준의 보유 자산 급증 : \$0.7조 (2008.1) → \$4.5조 (2014.9)  
[ 연준 보유 자산의 구성 또한 질적으로 큰 변화 : MBS 잔액 \$1.7조 (2014.9) ]

Federal Reserve Assets: Key Dates



\* 출처 : Michel, N. and S. Moore (2014.08.14), "Quantitative Easing, The Fed's Balance Sheet, and Central Bank Insolvency", Backgrounder, The Heritage Foundation

- 美 연준의 비전통적 통화정책은 장기금리 인하 및 금융시장 안정화 부문에서 긍정적인 평가가 우세하지만, 실물경제에 대한 파급 효과 부문은 논란의 여지<sup>2)</sup>
  - 다수의 실증분석에서 글로벌 금융위기 중 美 연준의 국채매입이 장기국채 금리 또는 모기지금리의 위험 프리미엄을 낮추는 데에 긍정적으로 기여했다는 결론
  - 美 연준 국채매입 시 금리에 대한 영향력은 1차 양적완화 (QE1) 및 MBS에서 최대

**< 미국 비전통적 통화정책이 MBS 및 회사채 금리에 미치는 영향 >**

(단위 : %)

	MBS	회사채 AA	회사채 BAA
<b>QE1</b>	-136.00	-86.00	-76.00
<b>QE2</b>	-37.25	14.00	20.00
<b>오퍼레이션 트위스트</b>	-26.90	-20.00	-29.00
<b>정책공약</b>	-14.35	-8.00	-8.00

\* 출처 : 이동은 (2012), “미국 비전통적 통화정책의 효과와 제3차 양적완화에 대한 시사점”, p.8

- 고용시장과 주택시장의 회복 등 실물경제에 대한 통화정책의 효과는 논란 지속
  - ※ 경기가 회복된 후 출구전략을 시행할 때 미국 경제에 부담으로 작용할 가능성 우려
- 2011년 6월 연방공개시장위원회 (FOMC) 회의록 공개로 알려진 출구전략 중에 美 연준 기준금리 인상은 2015년 12월 이후 2016년 12월 1회로 지연되고 있고 美 연준 자산의 대규모 매각은 자산시장에 대한 부정적 영향으로 어려운 과제

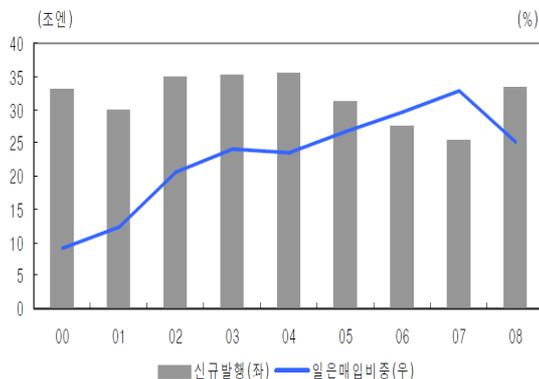
	주요 내용	비고
<b>1 단계</b>	- 대차대조표 확대 축소 * 자산수익의 재투자 중단 결정 - 2014년 내 양적완화 축소 및 완전중단	- 2014년 10월 양적완화 축소 (테이퍼링) 종료 공식화
<b>2 단계</b>	- 2015년 상반기 포워드 가이드스 변경 * 역레포, 정기에금 제도 도입 <b>- 2015년 하반기 금리인상 시작 (계획)</b>	- 금리인상 위한 준비와 실현 - 금리의 정상기능 회복 초점 <b>- 2015년말 연준금리 인상 (실제)</b>
<b>3 단계</b>	- 美 연준의 대차대조표 축소 : * 2016-20년 매월 560억 달러 자산 축소 * 금융위기 이전 수준인 1조 달러로 회귀	- 금리인상과 자산축소 분리 추진 <b>- 양적완화를 통해서 축적된 자산 보유 불가피성 인식 최근 확산</b>

2) 美 연준의 비전통적 통화정책의 미국 내 효과에 대한 실증분석 연구결과는 강현주 외 (2014) 참조

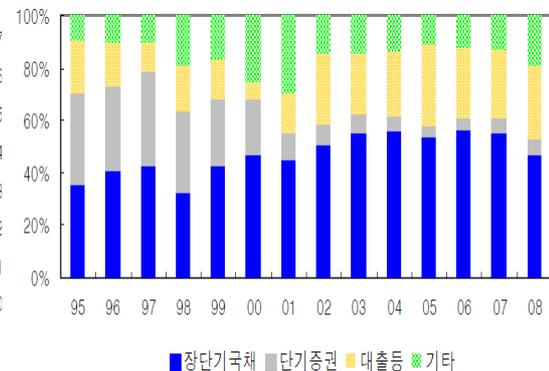
## ② 일본은행(BOJ)의 비전통적 통화정책

- 일본은 주요 선진국 중에서 가장 먼저 비전통적 통화정책 수단을 도입했으며, 금융안정 및 경기부양 정책의 일환으로 2001년 3월 이후 3차례에 걸쳐서 시행
  - 1차 [ 2001년 - 2006년 ] : 양적인 금융완화 : (특징) 중앙은행의 장기 국채 매입
  - 2차 [ 2008년 - 2012년 ] : 질적인 금융완화 : (특징) 민간 보유 위험자산의 매입
  - 3차 [ 2013년 - 2016년 ] : 양적·질적 완화 : (특징) 상기 정책들의 대규모 확장
  
- (양적인 금융완화 : 2001년 3월 - 2006년 3월) 日銀은 90년대 초 이후 지속된 침체의 타개책으로 금리를 제로 수준까지 인하했으나, 유동성 함정으로 금리 위주 통화정책이 실효성을 상실하자, 비전통적인 양적 금융완화 정책으로 전환
  - 2001년 3월 전후 일본은 IT 버블의 붕괴에 따른 디플레이션 위험과 구조 조정 추진 등으로 금융기관의 연쇄 파산 우려가 고조되면서 금융시장이 크게 동요된 상태로 디플레이션으로부터의 탈출 및 금융 불안의 해소가 양적완화 도입 배경
  - 日銀은 유동성 위기에 처한 일부 은행들이 보유한 국채 매입을 통해 자금 지원
    - 일본은행은 2000년대 국채 신규발행액 중에서 40-60%를 금융기관으로부터 매입
      - \* 매입 국채의 만기별 구성 : 10년물 이상이 80%. 2-6년물이 20% (2008년말 기준)
    - 일본은행은 국채 매입으로 자산의 규모가 급증하고 국채의 비중 또한 크게 상승

< 국채 신규발행액 중 日銀의 매입 비중 >



< 일본은행 자산구성 비율 추이 >



\* 자료 : 日本銀行, 財務省 [ 재인용 : 강성대 외 (2009), p.36 ]

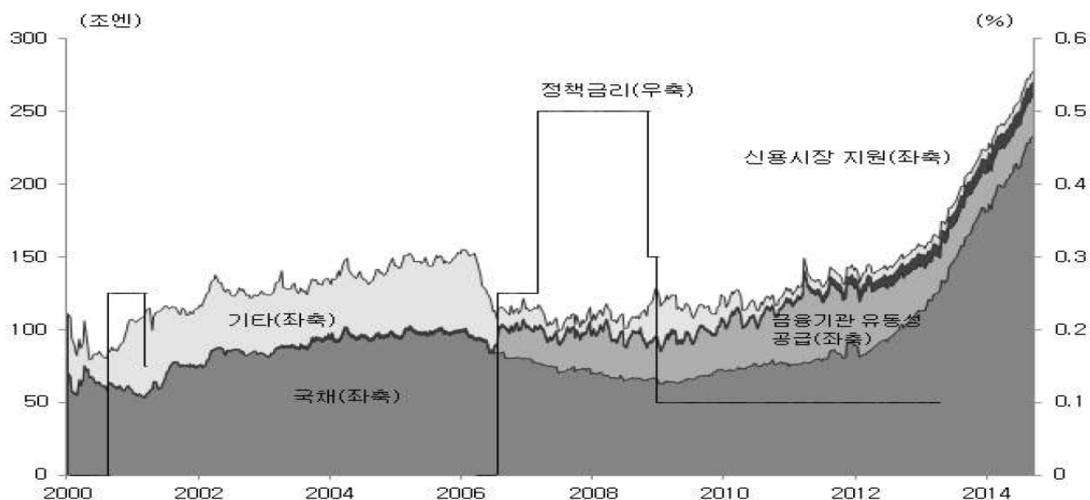
○ (질적인 금융완화 : 2008년 - 2012년) 2008년 리먼사태 발발 이후 미국과 영국 등 금융안정과 경기부양을 위한 민간 위험자산 매입 방식의 양적 완화가 확산

- 일본은행도 국채 매입의 확대와 함께 다양한 민간보유 위험자산의 매입을 병행
  - 기업채무담보대출, CP (무담보기업어음) · 회사채 매입 제도화 (2008.12, 2009.1 도입)
  - 자산매입기금 (ETF, J-REITs 등 포함) : 민간 위험자산 매입 본격화 (2010.10 도입)

○ (양적 · 질적 완화 : 2013년 - 2016년) 2012년말 재집권에 성공한 아베 총리는 아베노믹스의 제1화살인 '대담한 금융정책'의 핵심으로 양적 · 질적 완화 추진

- 과거 정책 대비 대규모로 추진한다는 점에서 '차원이 다른 금융완화'로 지칭
    - 양적 완화 : 금리가 아닌 본원통화량을 지표로 양적 완화를 종전보다 대규모로 추진
    - 질적 완화 : 종전보다 장기의 국채와 민간보유 위험성 자산의 매입을 급속도로 확대
- ※ 2008.1월 - 2013.3월 기간 중 日銀의 자산 규모가 58조엔 증가 (월평균 9,200억엔 ↑)  
 2013.4월 - 2014.9월 기간 중 日銀의 자산 규모가 115조엔 증가 (월평균 6.4조엔 ↑)

< 일본은행의 자산 구성 및 규모 변화 : 2000- 2014 >



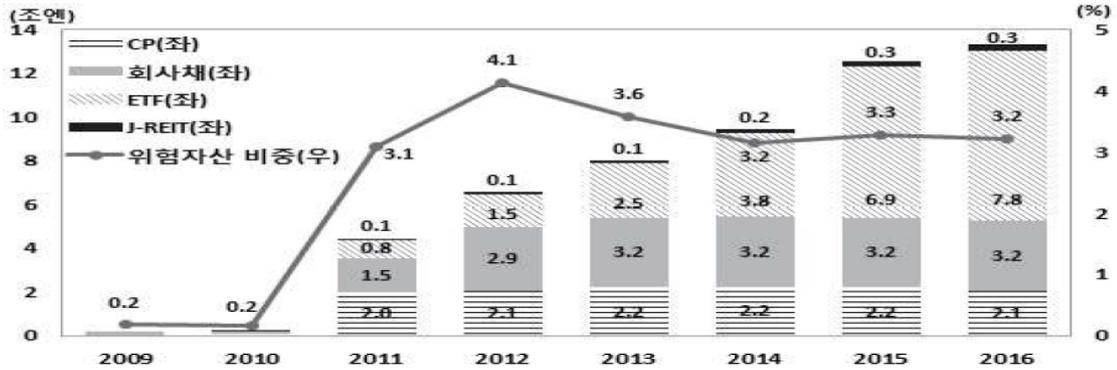
주 : 1차 양적완화기간(2001. 10~2006. 3)에는 지급준비금, 양적·질적 통화완화기(2013. 4 이후)에는 본원통화를 정책수단으로 사용

\* 자료 : Bloomberg, [재인용 : 강현주 외 (2014), p.21]

- 2013년 4월 기존 국채매입과 자산매입 제도를 통합 운용하고, 매입규모 확대
  - ETF : 0.45조엔 (2010.10) → 1조엔 (2013.4) → 3조엔 (2014.10) → 3.3조엔 (2016.4)
  - J-REITs : 0.05조 (2010.10) → 3백억 (2013.4) → 9백억 (2014.10) → 9백억 (2016.4)

- ※ 日銀의 민간 위험자산 매입 비중은 미국과 영국 대비 상대적으로 매우 낮은 편
- \* 2016년 4월 기준 日銀의 위험자산 규모 12.3조엔 (위험자산 비중은 불과 3.2%)

< 일본 중앙은행의 위험자산 비중 (전체 자산 대비) 추이 >



- 1) 연말잔액 기준, 2016년은 4월말 기준
- 2) 위험자산 비중은 전체자산대비

\* 자료 : 日本銀行 [ 재인용 : 이승호 외 (2016), p.42 ]

- 2016년 1월 日銀은 디플레이션 타개 및 경기부양을 위해 마이너스 금리 동원
    - 금융기관의 수익을 고려, 당좌예금 중 정책 잔고만 선별적으로 -0.1% 금리를 적용
  - ※ 금융기관의 중앙은행 당좌예금 = 기초 잔고 + 거시자산 잔고 + 정책 잔고로 구성
- (완화적 통화정책의 효과) 日銀의 QE는 금융시장의 안정화에 크게 기여했으나, QE 도입 본래 목표인 디플레이션 탈출 및 실물경제 부양은 제한적이라는 평가
- 日銀의 QE(2001-2006)는 금융시스템의 안정에 즉각적으로 기여한 것으로 평가
    - 2001년까지 급증했던 일본 금융기관의 파산은 QE 도입 다음해인 2002년부터 급감
  - QE 도입의 본래 목표인 디플레이션 탈출 및 실물경제의 부양 효과는 불확실
    - 대출의 증가를 통해 소비·투자 활성화로 연계되는 신용경로의 작동 여부 불투명
  - 일본은행은 2016년 2월 양적·질적 금융완화로 매년 증가하는 유동성 80조엔 中 초과기준(약 10조엔)에 마이너스 금리 -0.1%를 적용해 왔으나, 부작용 노출
    - 마이너스금리 정책 추진으로 은행의 순이자마진 축소에 따른 수익성 악화, 보험사와 연기금 등 기관투자자들의 자산운용과 적정수익 확보가 어려워지는 등 부작용 발생
    - 여타 부작용으로 물가전망의 불확실성 증대 및 엔화 가치의 상승 등도 포함

- 日銀은 ‘총괄적 검증’을 통해 기추진 금융완화 정책의 한계를 공식 인정하고, 2016년 9월 22일 한계의 보완 및 강화를 위해서 새로운 금융완화 정책의 기조인 「장·단기 금리조정을 통한 양적·질적 금융완화」를 발표<sup>3)</sup>
  - 日銀은 종합적으로 볼 때 금융완화 정책이 일본의 장기 저성장 및 디플레이션 탈피에 일정부분 기여하였으나, 2% 물가상승 목표 달성에 실패한 점, 마이너스 금리의 부작용 발생 등 당초 기대한 효과와 비교하면 미흡했다고 평가
  - 단기 금리는 현행대로 마이너스 수준(-0.1%)을 유지하되, 장기금리는 0% 정도로 유지되도록 장기금리의 목표치를 설정하고, 이를 위해서 국채 매입량을 조절
    - 新形 오퍼레이션 (Operation) : 일본은행 지정 금리로 장기국채를 매입하는 지정가 오퍼레이션 적용이 가능하고, 현행 1년인 고정금리 자금공급 기간을 10년으로 연장
    - 장기 국채금리를 현 수준보다 올리기로 한 결정은 시중은행의 수익성 악화를 감안
  - 장기국채 평균만기를 7-12년으로 유지해야 하는 규정을 폐지하고, 시장상황에 따라 유연하게 매입 [ 장기국채를 제외한 자산 매입의 경우 기존 방식을 유지 ]
  - 소비자물가 수준이 2%를 안정적으로 초과할 때까지 新금융완화 정책을 지속

**< 일본은행의 금융완화정책 변화 비교 >**

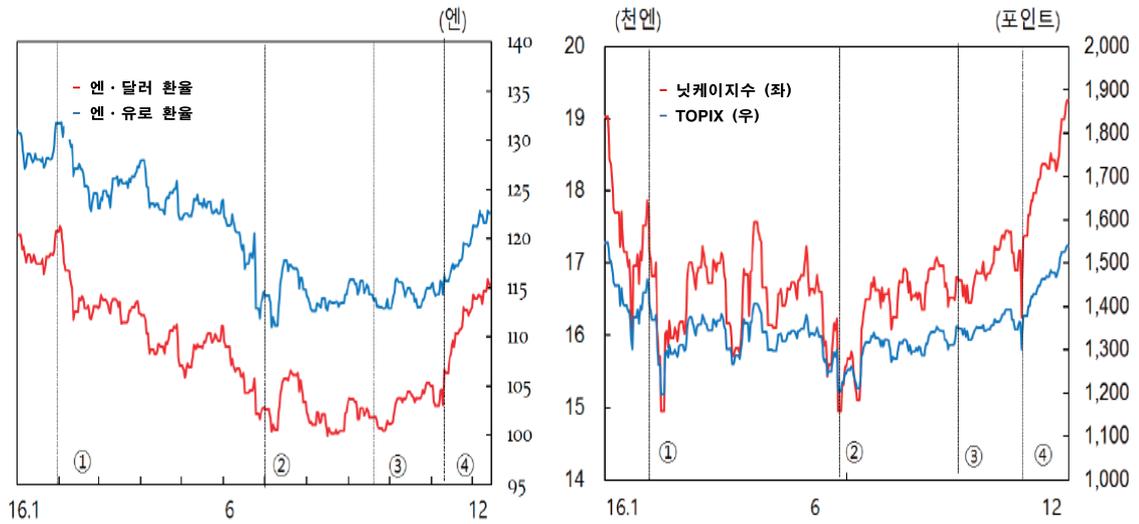
		기존 정책	변경된 점
양적 완화	본원통화 공급	연간 약 80조 엔	'2%인플레이션율'을 달성할때까지 자금공급 지속
	장기국채 매입	연간 약 80조 엔, 평균 매입 잔존만기: 7~12년	매입액을 연간 80조 엔 까지 평균 매입 잔존 만기의 폐지 신형오퍼레이션 도입
질적 완화	ETF매입	연간 약 6조 엔	기존정책 유지
	J-REIT매입	연간 약 900억 엔	기존정책 유지
	사채매입	3.2조 엔의 잔고유지	기존정책 유지
	CP등 매입	2.2조 엔의 잔고유지	기존정책 유지
금리	일본은행 초과 기준에 대한 정책금리	-0.1%	기존정책 유지

\* 자료 : 미쓰비시 UFJ국제투자신탁

3) 「일본은행의 금융완화 정책에 대한 ‘총괄적 검증’」, (2016.10.1.) 금융브리프, 한국금융연구원

- 日銀이 新금융완화 정책 기조를 발표한 후에도 달러당 100엔 초반 엔화 강세가 지속됨에 따라 日銀의 정책 변경이 실패했다는 비판이 급부상하였으나, 트럼프 대통령 당선 이후 달러화가 초강세를 보이면서 엔저 혼풍에 주식 시장도 호황

< 2016년도 일본의 환율과 주가 추이 >



① 마이너스 금리 도입 (16.1.29.) ② BREXIT (16.6.24.) ③ 新금융완화 (2016.9.21.) ④ 트럼프 당선 (2016.11.9.)

\* 자료 : Bloomberg, 한국은행 (2016.12.11.), 해외경제포커스

- 엔·달러 환율은 마이너스 금리 도입 이후에도 국제금융 불안정성 심화로 인한 안전자산 선호로 하락세가 지속되면서 99엔을 기록했고, 新금융완화 정책 발표 이후에도 100엔 초반대에서 등락을 거듭하는 등 엔화 강세의 반전에는 실패
- 트럼프의 美 대통령 당선과 美 연준의 기준금리 인상으로 달러화가 초강세를 보이면서 엔화도 약세로 반전함에 따라 아베노믹스의 회생 가능성 또한 상승
  - 트럼프의 대선 공약 중 감세 및 재정지출 확대에 따른 금리 상승 기대감이 배경
  - 엔저로 인한 수출 실적 확대를 기대할 수 있지만, 내수 소비의 위축 극복이 관건
- 그러나 엔·달러 환율 120엔대 진입까지 전망되면서 과속에 대한 경계감 확산<sup>4)</sup>
  - 장기 국채금리를 0%대로 유지하기 위해서는 엄청난 양의 국채를 매입해야 하는 등 日銀이 新금융완화 정책 목표 추진을 고수할 경우 상당한 부담으로 작용할 가능성

4) “엔화 가치, 내년 중 달러당 125.8엔까지 하락, 블룸버그”, 뉴시스 (2016.12.7.)

### ③ 유럽중앙은행(ECB)의 비전통적 통화정책

- 유럽중앙은행(ECB, European Central Bank)은 1999년초 유로화를 도입한 EU 회원국들로부터 통화정책 주권을 이양 받아 유로지역 단일통화 정책을 수립
  - ※ 유럽통화동맹(EMU, European Monetary Union)의 법적 근거인 EU(European Union) 조약에서는 ECB의 최우선 목표를 ‘물가안정’으로 규정. ‘물가안정을 저해하지 않는 범위 내에서는 EU의 목표 달성에 기여하기 위한 경제정책의 지원’ 또한 허용
  - \* 美 연준은 고용과 물가안정을 목표로 명시하고 있어 금리조정時 고용상황에 민감하게 반응하는데 반해, 유럽중앙은행은 물가상황과 밀접한 관계를 보이고 있음
  
- 리먼사태 이후 ECB도 여타 중앙은행들과 같이 정책금리를 대폭 인하했으며, PIGS 등 유럽지역 재정위기가 확산됨에 따라 비전통적 통화정책 수단들을 활용
  - (유동성 공급) ECB는 만기와 금리 등 대출요건 완화 중심 유동성 공급에 주력
    - LTRO (Long-Term Refinancing Operations) : 규모 면에서 美 연준 QE에 비견 가능
      - \* 美 연준의 QE는 장기금리를 인하하기 위해 중앙은행이 국공채시장에 직접 개입
      - \* ECB의 LTRO는 장기 저금리 대출을 위해서 중앙은행이 RP 최장만기를 확장
    - TLTRO (Targeted Long-Term Refinancing Operations) : 은행대출 일부 저리 지원
    - 마이너스 금리 : 2014.6월 이후 ECB 예치금 등에 적용
  - (신용시장 지원) 역내 은행들의 주요 자금조달원인 모기지 등 담보부채권 매입
    - 위기가 심화되면서 금융시장의 신용경색을 완화하기 위해 담보부채권 직매입 확대
      - \* CBPP I (Covered Bond Purchase Program) : 6백억 유로 한도 (2009.7-2010.6)
      - \* CBPP II : 재정위기가 확산됨에 따라 4백억 유로 한도로 담보부채권 직매입 재개
  - (국채 매입) 국채시장 기능의 중요성을 재인식, 국채 매입을 점차 확대해왔음
    - SMP (Securities Markets Program) : 그리스, 아일랜드, 포르투갈 등 구제금융 지원에 따른 유럽 재정위기를 완화하기 위하여 10년물을 중심으로 수혜국의 국채를 매입
    - OMT (Outright Monetary Transactions) : 구조개혁 이행 조건부 수혜국 국채 매입
      - ※ SMP와 OMT의 경우 국채매입 목적이 통화정책 경로의 회복에 있으므로 원칙적으로 국채매입 자금을 전액 불태화해야 한다는 점에서 美 연준의 양적완화(QE)와는 상이

- 2015년 1월 14일 ECB는 디플레이션 타개책의 일환으로 전면적 양적완화를 시행
  - ECB는 미 연준과 달리 대출 중심 유동성 공급에 주력하다가 남유럽 국가들의 재정위기 및 디플레이션 우려 등으로 점차 미국식 자산매입形 양적완화로 전환
    - 유로지역은 재정동맹이 아니며 단일국채가 없는데다가 EU 조약이 통화정책을 통한 재정보전을 금지하고 있고 독일 등 자산매입을 반대하는 국가들이 다수 존재
    - ※ 2014.12월 유로존 소비자물가상승률은 -0.2%로 5년여 만에 마이너스(-)를 기록하고, 2015년 1월 7일 유로 당 달러 환율은 1.183으로 9년여 만에 최저치를 기록

< 유럽 주요국 경제성장률 >

< 유럽 주요국 물가상승률 >

(%)

	2013년				2014년	
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4
독일	0.0	0.7	0.3	0.4	0.8	-0.2
프랑스	0.0	0.7	-0.1	0.2	0.0	0.0
이탈리아	-0.5	-0.3	-0.1	0.1	-0.1	-0.2
스페인	-0.3	-0.1	0.1	0.2	0.4	0.6



- ※ EU 조약 제123조 (통화정책에 의한 재정보전 금지) : ECB는 발행시장 국채매입이 금지되어 있었고, 통화정책 목적 수행에 한정하여 유통시장에 개입할 수 있었음
- ECJ(유럽사법재판소)에서 ECB의 무제한적인 국채매입을 적법 판결함에 따라 2015년 1월 22일 ECB(유럽중앙은행)는 1조 1,400억 유로 양적완화 계획을 확정
  - ECB는 통화정책회의 결과 19개월간 (2015년3월 - 2016년9월) 총 1조 1,400억 유로 (1,435조원) 규모에 달하는 국채매입 등을 포함한 양적완화 계획을 발표
- 2015년 3월 이후 현재까지 대량의 국채를 매입하는 전면적 양적 완화 시행 중
  - 2016년 3월 ECB는 매입채권 규모를 기존 월 6백억 유로에서 월 8백억 유로로 확대

#### 4] 영란은행의 비전통적 통화정책

- 영란은행(Bank of England) 또한 리먼사태 이후 큰 폭의 정책금리 인하와 함께 유동성 공급, 신용시장 지원, 국채매입 등 비전통적 통화정책 수단을 적극 활용

< 영란은행의 비전통적 통화정책 수단 >

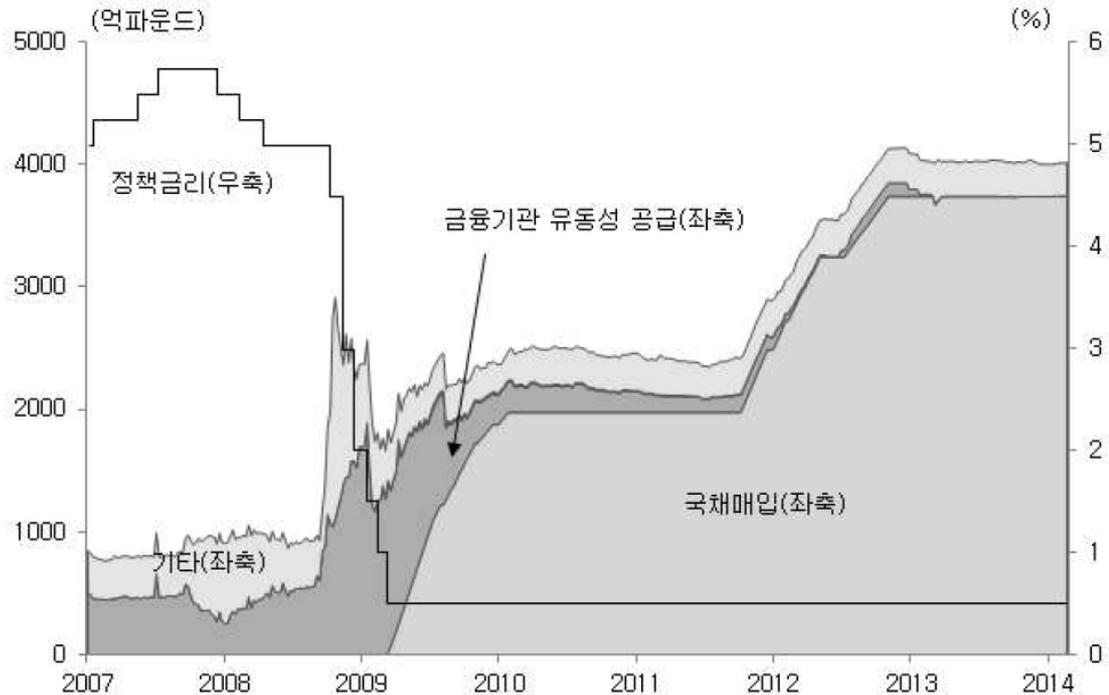
	조치	도입시기	내용
유동성 공급	장기 RP 규모 및 대상증권 확대	2007. 12	3개월물의 월별 매입규모 확대, 대상증권 범위확대(AAA이상 민간채권 일부 포함)
	SLS (Special Liquidity Scheme)	2008. 4	유동성 낮은 MBS 등을 국채로 교환 (DWF로 흡수·폐지)
	DWF (Discount Window Facility)	2008. 10	SLS보다 넓은 범위의 증권을 국채로 교환
		2009. 2	대출만기 연장(30일 → 364일)
	ECTR (Extended Collateral Term Repo)	2011. 12	기존 장기 RP보다 신용도가 낮은 증권도 적격담보로 인정
	FLS (Funding for Lending Scheme)	2012. 7	가계 및 비금융기업에 대한 대출실적에 근거하여 장기저리의 자금 지원
신용 시장 지원	APF (Asset Purchase Facility)	2009. 2	기업금융 및 은행간 대출 지원 (CP, 회사채, 정부보증 은행채무증서 등)
국채 매입	APF (Asset Purchase Facility)	2009. 3	잔존만기 5~25년의 국채를 유동시장에서 매입 * 매입한도는 당초 750억파운드였으나 이후 수차례 증액되면서 2016년 5월 현재 3,750억파운드

\* 자료 : 영란은행, 이승호 외 (2016), 한국자본시장연구원

- 글로벌금융위기 초기에 정책금리 인하와 유동성 공급 증대 조치를 실시했으나, 신용경색이 심화되자 2009년 3월부터 영란은행은 발권력을 동원, 자산을 매입
  - (유동성 공급) RP를 통한 공개시장조작 증액 및 적격담보의 범위 확대
    - \* SLS (Speical Liquidity Scheme) : 유동성이 낮은 MBS 등을 국채로 교환
    - \* DWF (Discount Window Facility) : 교환대상 증권 범위를 SLS보다 확대
    - \* ECTR (Extended Collateral Term Repo) : 적격담보증권의 범위를 확대
  - (신용시장 지원 및 국채 매입) 신용시장 지원으로부터 국채 매입으로 기능 확대
    - \* APF (Asset Purchase Facility) : 2009년 1월 재무부가 민간자산을 매입하기 위해서 영란은행 내 설치하였으나, 2009년 3월 이후 민간자산보다는 국채의 매입에 활용

- 영란은행의 보유자산 규모는 글로벌금융위기 이전 8백억 파운드 수준이었으나, 영란은행 내 APF를 통한 국채의 적극 매입으로 2012년 하반기 4천억 파운드 수준으로 증가한 이후 계속 유지되고 있음

< 영란은행 보유자산 변화 추이 >



\* 자료 : 영란은행, 강현주 외 (2014), 한국자본시장연구원

- 영란은행의 통화발행에 의한 APF 매입 한도는 최초 750억 파운드였으나, 3차례 한도 증액을 거쳐 2009년 2천억 파운드로 늘어났으며, 이후에도 2011년 10월 750억 파운드 한도 증액과 2012년 2월과 7월에 각각 5백억 파운드 한도를 증액함에 따라 현재 APF를 통한 국채의 매입 한도는 3,750억 파운드

※ 영란은행은 비전통적 통화정책 시행 과정상 중앙은행의 유동성 공급 역할을 유동성 보장 (assurance) 또는 유동성 보험 (insurance) 이라고 지칭하면서 그 필요성을 강조

- \* 금융시장이 이례적인 상황 (exceptional circumstances) 하에 있을 때 자본시장에서 증권 매매를 통하여 '최종시장 조성자' 역할을 수행한다는 원칙을 천명
- \* 영란은행 내 APF를 설치하고 민간자산과 국채의 매입 등 양적완화 정책에 적극 활용한 것도 같은 맥락에서 위기 대응 과정에서 중앙은행의 역할 확대로 해석

### Ⅲ. 비전통적 통화정책 평가와 전망

#### ① 비전통적 통화정책의 평가

- 비전통적 통화정책은 장기금리를 낮추고, 금융시스템의 불안정성을 완화하며, 그 효과는 금융시장의 신용경색이 심할 때 가장 크게 나타나는 것으로 분석
- 그러나 비전통적 통화정책의 실물경제 개선 효과는 제한적인 것으로 나타났음

국가별 비전통적 통화정책의 효과 (실증분석 결과 요약)	
미국	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 대규모 MBS 매입을 통해 주택담보대출 금리 등 <b>장기금리 안정화</b> ⇒ <b>금융시장 정상화</b></li> <li>• 장기금리 인하 효과 : 장기국채 매입 ⇒ 10년물 금리 90-100 bps ↓ (2008년 11월 이후)</li> <li>• <b>장기금리 인하 효과는 초기 최대</b> : 107 bp ↓ (QE1) &gt; 18 bp ↓ (QE2) &gt; 16 bp ↓ (QE3)</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 양적완화는 글로벌금융위기 이후 <b>경기둔화에 대해 GDP 증가 등 유효한 완충역할</b> 수행</li> </ul>
일본	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 일본의 비전통적 통화정책에 의한 유동성 공급은 여타 선진국의 2배 이상 규모</li> <li>• 장기금리 인하 효과 : 장기국채 매입 ⇒ 10년물 금리 30bps ↓ (2010년 10월 이후)</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 적극적인 노력에도 불구하고 <b>구조조정 지연으로 실물경제의 회복은 미흡한 수준</b></li> </ul>
EU	<ul style="list-style-type: none"> <li>• MBS 대량 매입을 통한 주택담보대출 금리 안정화 효과는 상대적으로 미흡</li> <li>• 금리 인하 효과 : 100 bp ↓ (Euribor) &gt; 10-20 bp ↓ (스프레드) &gt; 0.1-2 bp ↓ (채권금리)</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 전통적 통화정책 대비 영향력 : <b>일시적 (경기확장), 느림 (파급속도), 적음 (통화승수)</b></li> </ul>
한국	<ul style="list-style-type: none"> <li>• MBS 대량 매입을 통한 주택담보대출 금리 안정화 효과 미흡</li> <li>• 장기금리 인하 효과 : 장기국채 매입 ⇒ 10년물 금리 45-160bps ↓ (2009년 1월 이후)</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 금융위기 이후 성장률 1% 이하, 인플레이션 3%에서 2% 하락, 실업률 완만하게 하락</li> </ul>

\* 자료 : 박성욱 외 (2014), 강현주 외 (2014), 이승호 외 (2016) 등 종합 정리

- 비전통적 통화정책 中 마이너스 금리의 효과 또한 제한적인 것으로 나타남
  - 마이너스 금리는 디플레이션 완화, 자국통화의 평가절상 방지 등을 위해 도입
  - 마이너스 금리 도입 시 자본의 급격한 유출 등 불안정성이 증가할 수 있으며, 예대마진의 감소 등 은행의 수익성과 재무건전성의 악화로 인해 장기지속가능성은 미흡

## ② 비전통적 통화정책의 전망

- 美 연준과 日銀·ECB 간의 통화정책 상충, 재정적자 확대와 대차대조표 통화정책 유지에 따른 재정의 화폐화 우려, 환율전쟁 등 불확실성과 불안정성 상존
  - 美 연준은 2016년 12월 0.25%p 기준금리 인상에 이어 2017년 중에도 3-4차례 기준금리를 인상, 2017년 말 기준금리는 1.50-1.75%에 달할 것으로 예상되는데, 日銀과 ECB는 양적완화 기조를 유지하는 등 국제금융시장의 혼조세 가중 전망
    - (日銀) 2016년 12월 20일 통화정책회의에서 기준금리 -0.1%를 동결하고 연 80조엔에 이르는 양적완화 및 10년 만기 국채금리의 목표치 0% 또한 그대로 유지하기로 결정
    - (ECB) 2016년 12월 8일 2017년 3월까지 매월 8백억 유로 채권을 매입하고, 4월부터 12월까지 매월 6백억 유로 채권을 매입하는 등 양적완화 기조의 연장 방침 발표
  - 도널드 트럼프 미 대통령 당선자는 1조 달러 규모의 인프라 건설을 대선 공약으로 제시. 대규모 재정지출로 화폐화 (monetization) 가능성에 대한 우려 증대
    - 2016년 5월 CNN과의 인터뷰에서 트럼프 당선자가 “미국인들은 채무불이행을 걱정할 필요가 없다. 달러를 찍어내면 된다”고 언급하면서, 월가는 패닉에 빠졌으며,
    - 그 며칠 전 트럼프 당선자는 CNBC와의 인터뷰에서 20조 달러 돌파를 목전에 두고 있는 미국 정부 부채를 8년 안에 제로로 만들겠다고 장담한 바 있음
    - 재정적자의 확대가 지속되는 한 재정의 화폐화 우려도 지속될 전망
  - 미국의 재정적자 확대, 기대 인플레이션 상승으로 미국 금리가 상승함에 따라 여타 통화 대비 달러화가 강세를 보이면서 미국의 무역수지적자가 확대될 전망
    - 무역수지 흑자국 대상 환율조작국 지정 등 외환 및 통화정책 관련 분쟁 급증 예상
  - 2017년에는 유럽에 反세계화 극우정당 득세時 유럽단일통화지역이 약화될 수 있고, 국제자본의 재편에 따른 신흥국 외환위기 등 불확실성과 불안정성 상존
    - 2017년 유럽 주요 선거 : (3월) 네덜란드 총선, (5월) 프랑스 대선, (9월) 독일 총선

## IV. 한국의 통화정책에 대한 시사점

- 향후 美 연준의 기준금리 인상이 지속되면서 미국 금리 상승, 달러화 강세 등으로 국제자본의 급격한 대규모 재편 등으로 외환·금융위기가 발생할 가능성



- ※ 美 연준은 1994년과 2004년 기준금리를 매우 빠르게 인상한 바 있음 :
  - \* 1994년 3%였던 금리를 1년 만에 3%p 인상 ⇒ 중남미 외환위기 촉발
  - \* 2004년 1%였던 금리를 약 2년 동안 4.25%p 인상 (그러나 사전 예고)

- 국내 주력산업의 경쟁력 저하 및 보호무역의 확산으로 인한 수출시장의 축소, 가계부채 누적으로 인한 내수의 침체 등 한국 경제는 구조적으로 취약한 상태

- 美 연준의 금리 급속인상 시 자본의 급속 유출 등으로 주택가격이 급락할 경우 악순환의 고리가 형성되면서 복합경제위기가 발생할 가능성을 배제할 수 없음

- ※ 문화일보 (2017.01.02.), “경제전문가 67%, 올해 IMF사태급 경제위기 올 것”
  - \* 2018년 12월 22-26일 문화일보는 경제전문가 100인 대상 설문조사 실시
  - \* 응답자 中 67%는 2017년 경제가 2016년보다도 매우 어려울 뿐만 아니라 1997년 IMF 구제금융 사태에 버금가는 경제위기가 올 수도 있다고 전망
  - \* 89%는 2017년 부동산 거래가 위축될 것으로 전망 [ 8%는 매우 위축 ]

- 비전통적 통화정책은 MBS 등 자산 매입을 통해서 자산가격의 폭락을 방지하고 금융시스템의 붕괴를 완화하는 효과가 있고, 특히 신용경색이 심한 초기단계에 강한 효과를 발휘했다는 점에 유의할 필요
  - 주요국 사례를 보면 신용경색 완화를 통한 금융시장 안정화 효과가 큰 반면, 디플레이션 탈출과 경제성장 등 실물경제 개선 효과는 제한적으로 나타남
    - 양적 완화 등 비전통적 통화정책의 가장 큰 공헌은 대공황으로 위기 확산 차단
- 따라서 주택가격 급락으로 복합경제위기가 악순환의 고리를 형성할 가능성을 차단하는 통화정책 수단으로서 대규모 자산의 유동화 및 모기지증권 매입 등을 비상대응계획 수립 시 정책대안으로 적극 검토할 필요 [ Contingency Plan ]
  - 주요국 중앙은행의 최종시장 조정자 기능 등 안정화 역할의 강화 추세를 감안하여, 한국은행 또한 창의적으로 발상을 전환, 안정자 역할을 적극 모색할 필요
    - 재정지출에 발권력 동원, 주택금융공사의 자본 대폭 확충, 자산유동화 미비점 점검
- 한편 비전통적 통화정책의 실물경제 개선 효과는 제한적이라는 점을 감안하여, 신속한 구조조정과 신성장동력 등 실물경제의 개선을 위한 투자를 병행 추진
  - 도덕적 해이, 구조조정 지연, 양극화 심화 등 비전통적 통화정책의 약점들을 보완
  - 금융 부문의 과잉과 폭주가 자본주의의 내재적 취약성을 증폭시킬 가능성에 유의
    - \* 신용평가, 감사 등 기업지배구조의 개선 및 투기 억제를 위한 금융규제의 강화
  - 임금과 생산성 간의 연계 강화 등 완전고용을 달성하기 위한 장기 구조개혁 병행

## 참고문헌

- 강성대 外 (2009). “양적완화 통화정책(QE)에 대한 평가와 시사점: 일본은행 경험을 중심으로”(한은조사연구 2009-10). 한국은행.
- 강현주 外 (2014). 『선진국의 비전통적 통화정책과 출구전략 분석』. 서울: 자본시장연구원.
- 김경훈 (2016). “주요국의 마이너스 금리 도입 배경과 시사점”(WFRI 금융경제포커스). 우리금융경영연구소.
- 김병기 外 (2014). “미 연준과 유럽중앙은행의 비전통적 통화정책 수행원칙에 관한 고찰”(BOK 경제연구 2014-22). 한국은행
- 김병기 外 (2015). “글로벌 금융위기 이후 주요국 통화정책 운영체계의 변화”(BOK 경제연구 2005-1). 한국은행.
- 김보성 外 (2016). “주요국 중앙은행의 마이너스 정책금리 운영 현황”(BOK 이슈 노트 2016-4). 한국은행.
- 박성욱 外 (2014). “비전통적 통화정책에 대한 고찰”(금융VIP시리즈 2014-03). 한국 금융연구원.
- 박성욱 外 (2015). “달러화 강세 및 엔화 약세와 한국의 대응”(한국국제금융학회-한국금융연구원 정책세미나 발표자료). 한국국제금융학회.
- 우에다 마사노부 (2013). “초금융완화의 딜레마”. 한일산업·기술협력재단.
- 이동은 (2012). “미국 비전통적 통화정책의 효과와 제3차 양적완화에 대한 시사점”. 『KIEP 오늘의 경제세계』, 12(18). 대외경제정책연구원.
- 이승호 外 (2016). 『양적완화 정책에 대한 고찰 및 시사점』. 서울: 자본시장연구원.
- 이지평 (2015). “일본은행의 양적·질적 금융완화와 엔저의 향방”. LG경제연구원.
- 정재호 (2016). “가계부채 리스크와 대책 : 주택담보대출을 중심으로”(현안보고 IR 2016-35). 여의도연구원.
- 최경욱 (2016). “주요국의 마이너스 금리 도입 현황과 문제점”(한국국제금융학회-자본시장연구원 공동세미나 발표자료). 한국국제금융학회.
- 한국은행 (2012). 『(개정판) 한국의 통화정책』. 서울: 한국은행.
- 한국은행 조사국 해외경제부 (2016.12.11.). 『해외경제포커스』, 제2016-49호.
- Bowdler, C. and A. Radia (2012). “Unconventional Monetary Policy: the Assessment”. Oxford Review of Economic Policy, 28(4), 603-621.
- Fisher, I. (1933). “Debt Deflation Theory of Great Depressions”. Econometrica.

- Kindleberger, C. (1978). *Manias, Panics, and Crashes : a History of Financial Crises*. MacMillan.
- Michel, N. 外 (2014.08.14.). “Quantitative Easing, The Fed’s Balance Sheet, and Central Bank Insolvency”. Backgrounder. The Heritage Foundation.
- Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw-Hill.



여의도연구원은 국가발전과 국민행복을 위한 정책을 개발하고, 정책정당 발전을 통한 새로운 정치문화 구현에 기여하기 위하여 「여연포커스」를 발간하고 있습니다.  
「여연포커스」의 전문을 [www.ydi.or.kr](http://www.ydi.or.kr)에서도 볼 수 있습니다.  
원고의 내용은 필자 개인의 의견이며, 새누리당과 여의도연구원의 공식견해와 일치하지 않을 수 있습니다.



**여의도연구원**

서울특별시 영등포구 국회대로 76길 22 기계산업진흥회 신관 3층  
전화: (02) 2070-3300 팩스: (02) 2070-3331 (우 07238)