

## 미 연준의 출구전략 관련 주요 이슈와 향후 전망

연준은 금년 들어 FOMC 성명서, 언론 기고 등을 통해 출구전략(exit strategy)의 시행을 시사해 왔으며 이에 따라 관련논의가 활발히 전개

출구전략 논의에서는 출구전략의 개념, 순서, 수단의 제약요인 등이 주요 쟁점이 되고 있음

전문가들은 연준의 출구전략이 점진적이고 신중하게 이루어질 것으로 예상하고 있으며 다양한 긴급 유동성 지원제도가 예정(2010.2.1일)대로 종료되고 초과기준이 어느 정도 해소되는 내년 하반기 이후에야 소폭의 금리인상이 이루어질 것으로 전망

### 1. 출구전략의 논의 배경

- 연준은 금년 1월 FOMC 회의 성명서에서 “연준 B/S의 규모와 구성을 신중히 모니터링할 것”이라고 언급\*함으로써 출구전략(exit strategy) 논의의 단초를 제공

\* “The Committee will continue to monitor carefully the size and composition of the Federal Reserve's balance sheet...(중략)”

- 이러한 문구는 FOMC 회의 성명서에 계속 등장하고 있으며 특히 6월에는 필요시 긴급 유동성 지원 제도의 조정 가능성을 언급
- 또한 Bernanke 의장은 하반기 통화정책 방향에 대한 의회 보고에서 연준은 출구전략 수행을 위한 충분한 수단을 갖고 있다고 밝히면서 구체적인 방법을 Wall Street Journal 기고문(7.20일)을 통해 설명

- 이처럼 연준이 **출구전략의 시행을 시사하고 있는 것은 크게 팽창된 연준의 B/S가 경기회복과 맞물릴 경우 인플레이션을 초래할 것이라는 시장의 우려를 의식하고 있기 때문\***

\* Assessing quantitative easing, *The Economist*(2009. 8. 13)

- 이에 따라 월가를 중심으로 연준의 출구전략에 대한 논의가 활발히 진행되고 있으며 비슷한 상황에 있는 다른 나라에서도 출구전략은 중요한 이슈로 부상

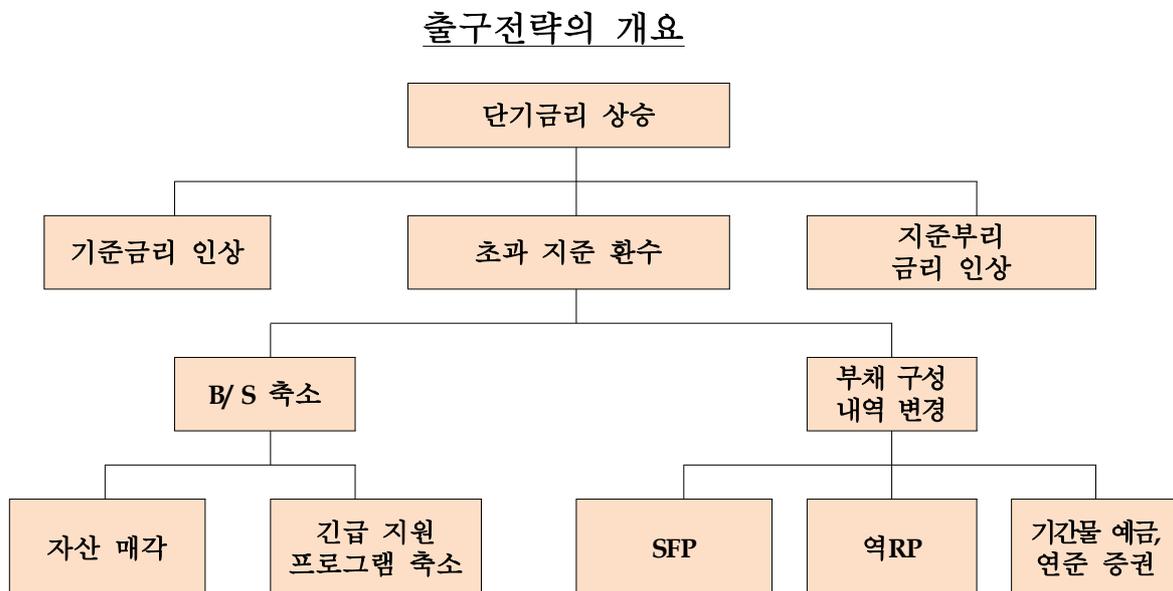
### 최근 연준의 출구전략 관련 언급 내용

일자	주요 인사 및 성명서	주요 내용
1.28	FOMC 성명서	금융시장과 경기 상황에 비추어 연준 B/S의 규모와 구성을 신중히 모니터링하고 대출 제도의 확대나 변경이 신용시장 및 경기 회복, 물가안정에 기여하는 지를 평가
3.18, 4.29	FOMC 성명서	금융시장과 경기 상황에 비추어 연준 B/S의 규모와 구성을 신중히 모니터링
6.25	FOMC 성명서	연준 B/S의 규모와 구성을 모니터링하고 있으며 필요시 긴급 유동성 지원 프로그램을 조정
7.20	Bernanke 연준 의장 (Wall Street Journal 기고)	연준은 출구전략 수단을 가지고 있으며 필요시 이를 활용할 계획
7.21, 7.24	Bernanke 연준 의장 (상하원 보고)	출구전략 추진은 시기 상조이나 연준은 이를 위한 충분한 수단을 갖고 있으며, 일부 유동성 지원 제도를 단계적으로 축소시켜 나갈 계획
7.28	Yellen 샌프란시스코연준 총재	통화정책 전환시 연준은 시의적절하고 과감한 긴축정책을 통해 물가안정을 유지할 것
	Plosser 필라델피아연준 총재	머지 않은 장래에 연준이 인플레이션 억제를 위해 금리를 인상해야할 것
7.29	Dudley 뉴욕연준 총재	미국 경제의 완만한 회복속도에 비추어 현 통화정책기조를 언제 철회할 것인지에 대한 논의는 시기상조
8.12	FOMC 성명서	국채 매입을 10월말까지 완료하고, 연준 B/S의 규모와 구성을 주시하고 있으며 필요시 긴급 유동성 지원 프로그램을 조정

## 2. 출구전략과 관련된 주요 이슈

### ( 출구전략의 개념 )

- 일반적으로 출구전략은 금융위기 대응과정에서 도입된 비전통적 금융지원방식을 정상으로 되돌리는 것을 의미하며 구체적으로는 긴급 유동성 지원제도의 축소 및 폐지와 금리인상을 포괄
- 다만 일부에서는 출구전략의 궁극적 목적이 인플레이션 억제에 있기 때문에 금융긴축 효과가 있을 경우에만 진정한 출구전략이 시행되었다고 보아야 한다고 주장(McKelvey, Goldman Sachs 수석 이코노미스트)
- 또한 금융기관의 자발적 동기에 의해 유동성이 축소되는 것은 출구전략의 범위에서 제외해야 한다는 의견(협의의 출구전략)과 이를 포함시켜야 한다는 의견(광의의 출구전략)이 대립



자료 : JPMorgan

□ 출구전략의 정의에 따라 연준의 출구전략이 이미 시작되었는지, 그렇지 않은지 의견이 달라질 수 있음

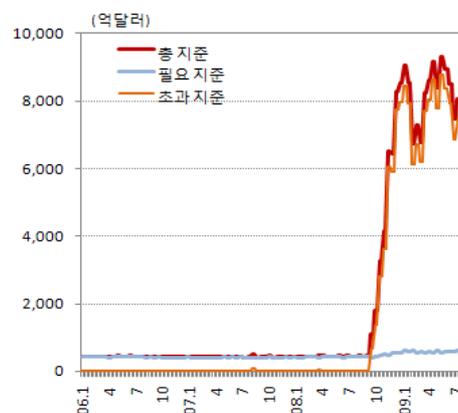
○ Morgan Stanley는 일부 긴급 유동성 지원제도가 축소되고 연준 B/S가 줄어든 것을 근거로 소극적(passive) 의미의 출구전략이 시작되었다고 해석

— 연준의 B/S 규모는 8.12일 현재 2조 176억달러로 2008년 12.17일(2조 3,119억달러)에 비해 2,943억달러 축소되었으며 초과지수도 전고점 대비 1,686억달러 감소(5.20일 8,771억달러 → 8.12일 7,085억달러)

연준의 총자산



초과지수



자료 : Fed

○ 그러나 상당수 전문가들은 연준이 적극적으로 유동성을 환수하고 있지 않기 때문에 아직 출구전략이 시행되지 않고 있다고 판단

— 연준이 일부 유동성 지원제도의 규모를 축소하거나 중단하고 있는 것은 시장의 수요 감소를 반영한 것임\*

\* 예를 들어 TAF의 입찰규모를 축소하는 것은 입찰신청금액이 예정금액에 미치지 못하고 있기 때문이며, TSLF의 입찰주기 및 규모를 축소하는 것도 프라이머리 딜러들의 차입 여건이 개선되었기 때문

— 이와는 대조적으로 연준은 상업용 부동산 경기 침체를 반영하여 TALF의 시한을 3~6개월 연장하고, CPFF 등 일부 단기 유동성 제도도 시한을 3개월 연장하는 등 시장상황에 따라 탄력적으로 대응

### 최근 긴급 유동성 지원제도의 변경 내용

구분	일자	변경 내용
TAF	6.5 7.24	· TAF 1회 입찰규모 축소 : 1,500억달러 → 1,250억달러 · 입찰규모 재차 축소 : 1,250억달러 → 1,000억달러
TSLF	6.25	· Schedule 1, TSLF's Option Program 중단 · Schedule 2 입찰주기 변경(격주 → 4주), 입찰규모 축소 (2,000억달러 → 750억달러)
국채매입	8.11	· 국채매입 속도를 점차 늦추고 매입 시한을 2009.10월말로 확정
기 타	6.25	· AMLF, CPFF, PDCF, TSLF 기한 연장(2009.10.30일 → 2010.2.1일) · 해외 중앙은행과 통화스왑 기한 연장(2009.10.30일 → 2010.2.1일)
	8.17	· TALF 기한 연장(신규발행 ABS와 기발행 CMBS, 2009.12.31일 → 2010.3.31일 신규발행 CMBS, 2009.12.31일 → 2010.6.30일)

< 참고 >

### 연준의 총자산 추이

	2008.8.27일	2008.12.17일(A)	2009.8.12일(B)	증감(B-A)
총자산	9,089.9	23,118.9	20,176.3	▽2,942.6
■ 국채	4,796.4	4,761.4	7,289.4	2,528.0
■ 기관채	0.0	176.2	1,100.0	923.8
■ MBS	0.0	0.0	5,428.9	5,428.9
■ RP 매입	1,110.0	800.0	0.0	▽800.0
■ 할인대출	189.0	902.4	380.2	▽522.2
■ TAF	1,500.0	4,479.6	2,336.0	▽2,143.6
■ PDCF	0.0	473.4	0.0	▽473.4
■ AMLF	0.0	274.2	1.1	▽273.1
■ CPFF	0.0	3,188.4	580.5	▽2,607.9
■ AIG 등 부실기관 대출	292.5	1,081.5	1,023.4	▽58.1
■ TALF	0.0	0.0	295.6	295.6
■ 통화스왑	670.0	5,831.4	752.1	▽5,079.3
■ 기타	532.0	1,150.4	989.1	▽161.3

( 출구전략의 순서 )

- 과거 일본은행의 사례 및 최근 연준의 움직임에 비추어 볼 때 양적완화 정책이 상당부분 해소된 후 금리인상이 이루어질 것이라는 견해가 대다수
  - 일본은행은 2006. 3월 양적완화정책의 해제를 선언한 이후 초과기준이 거의 해소된 7월에 가서야 콜금리 목표를 인상하기 시작
- 그러나 경기가 예상보다 빠르게 회복되어 인플레이션 압력이 우려될 경우 연준은 B/S를 축소하면서 동시에 금리인상을 추진할 가능성도 있음
  - 연준이 금리인하 여지가 남아 있는 상황에서 2008. 3월부터 QE 정책을 본격 실시한 것도 양 정책의 병행 가능성을 시사

연준의 금리정책과 QE 정책 실시 과정

일 자	금리 인하	QE 정책 실시
2007. 9월	5.25 → 4.75%(9.18)	
10월	4.75 → 4.50%(10.31)	
12월	4.50 → 4.25%(12.11)	TAF 도입(12.12, 12.17 시행)
2008. 1월	4.25 → 3.50%(1.22) 3.50 → 3.00%(1.30)	
3월	3.00 → 2.25%(3.18)	TSLF 도입(3.11, 3.27 시행) PDCF 도입(3.16, 3.17 시행) JPMorgan Chase 대출(3.16)
4월	2.25 → 2.00%(4.30)	
9월		AIG 대출(9.16) AMLF 도입(9.19 시행)
10월	2.00 → 1.50%(10.8) 1.50 → 1.00%(10.29)	CPFF 도입(10.7, 10.27 시행)
11월		AIG(LLC) 대출(11.10) 기관채, MBS 매입(11.25) TALF 도입(11.25, '09.3월 시행)
12월	1.00 → 0~0.25%(12.16)	
2009. 3월		국채 매입(3.18)

- 특히 연준은 상당규모의 초과기준이 존재하더라도 **지준부리 금리를 인상하면 기준금리 인상이 소기의 성과를 거둘 수 있음을 거듭 강조\***

\* The Fed's Exit Strategy, B. Bernanke, *Wall Street Journal*(2009. 7. 20),  
Interview with *The Economist*, W. Dudley(2009. 6. 4)

- 실제 연준은 2008. 11월 이후 지준부리 금리를 기준금리와 동일하게 운영

#### 연준의 지준부리 금리 추이

	10.9일(도입)	10.23일	11.6일	12.18일
■ 목표금리	1.5	1.0	1.0	0.0~0.25
■ 필요기준 금리	1.4	1.4	1.0	0.25
■ 초과기준 금리	0.75	0.65	1.0	0.25

#### ( 출구전략 수단의 제약요인 )

- 연준은 출구전략 수단으로 장기증권의 매각 뿐 아니라 지준부리 금리인상, 역RP, SFP\* 확대, 기간물 예금\*\* 신설 등을 고려

\* SFP(Supplementary Financing Program)는 미 재무부가 연준의 요청에 따라 2008.9.17일 도입하였으며 유동성 회수를 위해 신규 국채를 발행하고 그 대금을 연준에 예치하는 제도. 2008.10.22일 5,590억달러까지 규모가 확대되었다가 2009.8.12일 1,999억달러로 축소

\*\* 기간물 예금(Term Deposit Facility)은 지준 예치기관이 연준에 일정 기간 여유자금을 예치하고 연준은 이자를 지급하는 제도

- 그러나 전문가들은 연준이 고려하고 있는 **출구전략 수단들이 다음과 같은 제약요인을 지니고 있는 것으로 평가**

- 지준부리 금리인상과 기간물 예금 신설은 연준의 수지 악화 요인이 될 수 있으며, 지준적립 대상이 아닌 정부지원기관(GSE) 등이 지준시장에 대규모 여유자금을 공급할 경우 지준부리 금리인상 효과를 잠식

- 국채\*, MBS 등의 장기증권 매각시 금리가 상승할 수 있는 데다 특히 MBS 시장은 매수기반이 아직 취약하고 금리상승시 주택경기 회복에 걸림돌이 될 가능성
  - \* 일각에서는 연준의 보유 증권 처리 방법으로 연준 보유 MBS를 재무부 보유 국채와 교환하여 국채시장에 매각하는 방안을 제시
- 역RP는 유동성을 흡수하는 일시적 조치에 불과하고, SFP 확대를 위해서는 국채발행 한도 확대를 위한 의회의 승인이 필요한 데다 통화정책의 독립성을 훼손할 가능성도 있음
- 이밖에 연준이 추진하고 있는 자체 증권 발행도 연준의 권한 증대를 우려하는 의회가 부정적 입장을 보이고 있으며 국채와의 경쟁\*이라는 문제도 제기
  - \* Dudley 뉴욕연준 총재는 국채와의 경쟁 문제를 해결하기 위해 연준 자체 발행 증권의 만기를 30일 미만으로 제한하는 방안을 제시

### 3. 향후 전망

- 대부분의 전문가들은 향후 연준이 출구전략을 실행하더라도 다음과 같은 점을 고려할 때 **신중하고 점진적인 방식**으로 이루어질 것으로 전망
  - 외부적으로는 대규모 재정지출을 통해 경기부양에 전력투구하고 있는 **의회 및 행정부와 마찰**을 빚을 수 있음
    - 경기부양책, Health Care 개혁 등에 필요한 재정자금 조달을 위해 대규모 국채발행이 불가피한 상황에서 연준의 B/S 규모 축소를 위한 국채매각에는 한계가 있을 수밖에 없음
    - 2010. 1월말 임기가 만료되어 재임을 앞두고 있는 Bernanke 의장으로서 공격적인 긴축정책을 시행하기는 쉽지 않으리라는 것이 중론

○ 또한 연준 내부적으로 보더라도 성급한 출구전략으로 인하여 이중 경기 침체(double-dip)가 초래될 경우 정책실패의 책임을 연준이 모두 지게 될 것이라는 부담도 있음

— 1930년대 대공황시 연준의 잘못된 정책판단\*이 경기상황을 크게 악화시켰음을 잘 알고 있는 Bernanke 의장으로서는 정책 판단에 신중할 수밖에 없는 입장

\* 연준은 대공황기중 경기회복 조짐이 보이는 가운데 은행들의 대규모 초과지준이 인플레이션을 유발할 것으로 우려하여 1936년부터 필요지준을 대폭 인상함으로써 경기침체를 장기화시켰던 전력이 있음

### 대공황기 지급준비율 추이

(%)

	Central Reserve City Banks	Reserve City Banks	Country Banks
1917. 6. 21	13.0	10.0	7.0
1936. 8. 16	<b>19.5</b>	<b>15</b>	<b>10.5</b>
1937. 3. 1	<b>22.75</b>	<b>17.5</b>	<b>12.25</b>
5. 1	<b>26.0</b>	<b>20.0</b>	<b>14.0</b>
1938. 4. 16	22.75	17.5	12.0

자료 : Fed

— 한편 최근 나타나고 있는 경기회복 조짐(green shoot)이 재정지출 확대 등 부양조치에 따른 일시적인 것인지, 아니면 자생력을 갖춘 지속 가능한 것인지를 판단하는 것도 대단히 어려운 과제(Randall Kroszner, Financial Times 8/11)

- 이렇게 볼 때 개별 금융기관 지원을 제외한 대부분의 긴급 유동성 지원제도가 2010. 2. 1일까지 끝나도록 계획되어 있으나 그 후에도 B/S 규모가 급격히 축소되지는 않을 것으로 예상

연준의 긴급 유동성 지원제도 종료 일정

제도명	도입일(시행일)	종료예정일 <sup>1)</sup>
<b>[유동성 공급 확대]</b>		
▪ TAF	2007.12.12(12.17)	없음
▪ PDCF	2008. 3.16( 3.17)	2010. 2. 1
▪ TSLF	2008. 3.11( 3.27)	2010. 2. 1
<b>[금융자산 매입 지원]</b>		
▪ AMLF	2008. 9.19( 9.19)	2010. 2. 1
▪ CPFF	2008.10. 7(10.27)	2010. 2. 1
▪ TALF	2008.11.25(2009.3월)	2010. 6.30[또는 3.31]
<b>[장기증권 매입]</b>		
▪ 기관채 및 MBS 매입	2008.11.25	2009.12.31
▪ 국채 매입	2009. 3.18	2009.10.31
<b>[개별금융기관 지원]</b>		
▪ JPMorgan Chase 대출	2008. 3.16	2018년
▪ AIG 자산	2008. 9.16	최대 5년
▪ AIG RMBS	2008.11.10	최대 6년
▪ AIG CDO	2008.11.10	최대 6년

주 : 1) 개별금융기관 지원제도는 대출 만기

- 연준은 개별 유동성 지원제도에 남아 있는 대출 잔액을 적극 환수하기 보다는 만기도래시 자연 상환되도록 할 가능성이 높음

— 8. 12일 현재 자연적으로 감소 가능한 단기 대출은 할인대출 380.2억 달러, TAF 2,336억달러, AMLF 1.1억달러, CPFF 580.5억달러 등 약 3,300억달러\*

\* 3,300억달러가 줄어들더라도 연준이 계획하고 있는 장기증권 매입이 실제 이루어진다면(8,363억달러) 연준의 B/S는 오히려 확대될 수 있음. 한편 Dudley 뉴욕연준 총재는 현재 약 2조달러인 연준 자산이 향후 2.5조달러 까지 확대될 것으로 예상(7/29)

### 장기증권 매입 계획 및 실적

(억달러)

	계획(A)	실적(B)	매입 시한	추가 매입 규모(A-B)
국 채(8.17일 기준)	3,000	2,598	2009.10.31	402
기관채(8.14일 기준)	2,000	1,110	2009.12.31	890
M B S(8.12일 기준)	12,500	5,429	2009.12.31	7,071
합 계	17,500	9,137	-	8,363

- 또한 현재 연준이 보유하고 있는 증권중 만기 10년 이상의 장기증권이 49.4%에 달하여 이를 시장에 일시에 매각하기도 쉽지 않은 상황

### 연준의 만기별 증권 보유 내역

(2009.8.12일 현재)

(억달러, %)

	잔존 만기별				합계
	1년 미만	1~5년	5~10년	10년 이상	
국 채	1,035	2,954	1,927	1,374	7,290
기관채	143	706	232	19	1,100
MBS	-	-	-	5,429	5,429
합 계 <sup>2)</sup>	1,178 [ 8.5]	3,660 [26.5]	2,159 [15.6]	6,822 [49.4]	13,819

주 : 1) 2009.3월말 기준, 2) ( )내는 연준 보유 증권 합계 금액 대비 비중  
자료 : Fed

- 이에 따라 월가의 많은 전문가들은 초과기준이 어느 정도 해소되는 2010년 하반기에 가서야 소폭의 금리인상이 이루어질 것으로 예상

### 연준 페더럴펀드 목표금리 전망

(%)

	2009년		2010년			
	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4
Merrill Lynch	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Barclays Capital	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
JPMorgan Chase	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Nomura	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Goldman Sachs	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Wells Fargo	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50
Global Insight	0.25	0.25	0.25	0.25	0.40	0.71
Citi Group	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00
Morgan Stanley	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.50

자료 : Bloomberg 서베이(8.5 ~ 8.11일간 46개 기관 대상)