

**Dudley 뉴욕 연준 총재의 미국 경제 전망 및 통화정책 방향에 대한 견해**

\* 5.20(화) New York Association for Business Economics에서 주최한 William Dudley 뉴욕 연준 총재의 강연내용 요지임

**① 미국 경제 전망**

- 완화적 통화정책 시행에도 불구하고 지난 2009년 이후 연평균 실질 GDP 성장률이 2.2%로 부진하였으나 금년에는 3%대의 성장률을 기록할 전망
  - 이는 ① 주택시장 버블 붕괴에 따른 심각한 역풍(headwinds), ② fiscal drag, ③ 해외로부터의 충격 등 그동안 경제성장을 제약하였던 3가지 중요한 요소들의 영향력이 감소한 데 기인
    - 금융위기로 주택 및 주식 가격이 하락하여 가계의 부(富)가 급락하였으나 이후 이들 자산가격들이 지속적으로 상승하고 부채감축(deleveraging)도 이루어지면서 가계의 재무구조가 크게 개선
    - 금년중 fiscal drag으로 인한 성장률 감소 효과가 약 0.5%로 추정되는데 이는 2013년의 절반 수준에 불과
    - 해외로부터의 충격은 다소 혼재(mixed)되어 있는데 유럽의 완만한 경제회복은 긍정적인 반면 일본의 소비세 인상, 중국의 성장 둔화 및 우크라이나 사태 등은 부정적인 영향을 미칠 전망
  - 최근의 주택시장 부진은 저신용 가계에 대한 모기지 대출이 여전히 제한되고 있는 점, 학자금 대출 부담이 큰 국민들이 최초 주택구입을 미루고 있는 점, 일부 지역의 주택가격이 주택건설 비용을 하회하는 등 주택공급을 제약하는 요인들이 일부 존재하고 있는 점 등에 주로 기인
  - 물가는 점진적으로 상승하여 2015년말까지 연준의 목표치인 2%에 근접할 것으로 예상
    - 경제내에 유휴 설비가 상당하고 최근 연간 임금상승률도 2%내외에 불과하여 물가상승 압력이 크지 않은 편임

- 한편, 물가목표치 2%는 한도(ceiling) 개념이 아니어서 상당 기간 2%를 초과 할 수 있음

\* 물가에 내재된 변동성으로 인해 정확하게 2%를 맞추기 어려운 사정도 감안

- 특히, 실업률이 매우 높은 수준에 있을 경우에는 물가가 2%를 초과 하더라도 연준의 양대 책무 가운데 고용을 물가보다 우선시 할 것임

## ② 향후 통화정책 방향

- 미국 경제가 예상대로 회복세를 보일 경우 향후 매 FOMC 회의시마다 100억달러씩 자산매입규모를 추가 감축할 수 있을 것임
- 금년 가을에 자산매입이 종료된다고 가정하면 시장의 관심은 최초 정책금리 인상 시점 및 인상 경로, 균형 금리수준 등으로 옮겨갈 것임
- **(최초 정책금리 인상 시점)** 자산매입 종료 후 최초 정책금리 인상 시점 까지 상당한 시간이 걸릴 전망
- **(정책금리 인상 경로)** 기본적으로 경제회복 속도 및 금융 여건 (financial condition)에 따라 달라질 수 있으나 대체로 완만하게 인상될 것으로 예상
  - 특히, 작년 5~6월과 같이 시장금리가 급격히 상승할 경우에는 보다 신중한 접근이 요구됨
- **(균형 금리 수준)** 아래와 같은 요인들을 감안할 경우 역사적 평균 수준 (4.25%)<sup>\*</sup>을 하회할 것으로 예상
  - \* 인플레이션이 약 2% 수준이었을 경우
  - 극심한 경기침체 경험으로 상당 기간 가계 및 기업이 예비적 저축은 늘리고 투자에는 소극적일 것으로 전망
  - 실질 균형이자율은 잠재 실질 GDP 성장률과 양(+)의 관계를 보이는 데 위기 이후 잠재 실질 GDP 성장률이 낮아진 만큼 실질 균형이자율도 낮아질 것으로 예상

- 은행에 대해 보다 강화된 자기자본비율 규제가 중개 마진(intermediation margins)의 확대를 유도함으로써 장기 균형 federal funds 금리의 하락을 촉진할 것으로 분석
- **(단기금리 통제를 위한 정책수단)** 연준은 단기금리를 통제하는 데 필요한 수단들\*을 충분히 확보하고 있음
  - \* 초과지준에 대한 이자지급(Interest on Excess Reserve), Overnight Reverse RP, TDF(Term Deposit Facility) 등
- Overnight Reverse RP는 현재 시범실시중임에도 불구하고 단기금리에 대한 통제력 강화에 효과가 있는 것으로 분석되고 있음. 다만, 아래 두 가지 사항에 대해서는 면밀한 검토가 필요
  - Overnight Reverse RP금리가 IOER금리(현재 0.25%)와 비슷하거나 동일하게 설정될 경우 은행권으로부터 대규모 자금이 이탈함과 동시에 Shadow Banking의 확대를 초래할 가능성\*
  - \* Overnight Reverse RP로의 지나친 자금유입을 줄이기 위해서 동 RP금리와 IOER금리간 스프레드를 확대·유지하는 방안이 거론됨
  - Overnight Reverse RP는 공적부문이 단기 안전자산을 제공한다는 측면에서는 금융안정에 기여하나 금융위기 발생시 대규모 자금이 위험자산으로부터 환매되어 동 RP로 이동할 경우에는 오히려 금융안정을 악화시킬 위험이 있음\*
  - \* 금융 스트레스 상황에서는 동 RP 이용의 한도(caps)를 설정함으로써 자금유입의 속도와 강도를 제한할 필요
- 한편, TDF를 통해 대규모 초과지준을 흡수함으로써 단기금리에 대한 통제력 강화를 도모할 수 있겠으나 여기에는 두 가지 문제점이 발생
  - 단기금리에 대한 통제력 강화를 위해 약 3조달러의 초과지준을 흡수해야 하는데 이러한 흡수 노력이 그만한 가치가 있는 일인지 의문
  - TDF를 활용할 경우 IOER 및 Overnight Reverse RP보다 높은 금리를 지급해야 하므로 상대적으로 이자지급 비용이 증가
- 통화정책 전환기에 단기금리 통제수단에 대한 선택은 매우 중요하며 확고한 결론에 도달하기 위해서는 상당한 테스트 및 분석과 논의가 필요