

최근 연준 물가목표 수준 상향조정 논의의 내용과 평가

- ♣ 글로벌 금융위기 이후 대폭적인 정책금리 인하에도 불구하고 미국 경제의 저성장·저물가 기조가 장기간 지속됨에 따라 이에 대한 해결방안으로 연준의 물가목표 수준을 2%에서 4%로 상향 조정하자는 주장이 관심을 모으고 있음
- ♣ 물가목표 수준을 상향 조정해야 한다는 주장의 논거로 ① 정책금리가 Zero Lower Bound(ZLB)*에 직면할 가능성, ② 경기침체 및 디플레이션에 대응하기 위한 연준의 정책 여력 확충 및 ③ 비전통적 통화정책수단이 갖고 있는 한계 등이 주로 제시
 - * 대규모 충격으로 경기가 충분히 회복되기 전에 정책금리가 ZLB에 도달하게 되면 중앙은행이 금리를 추가적으로 인하할 수 없기 때문에 경기침체 및 디플레이션이 상당기간 지속될 가능성
- ♣ 반면 물가목표 수준의 상향 조정에 따른 문제점도 다양하게 제기되고 있는데 ① 물가안정의 의미와 상충, ② 물가의 추가 상승으로 인한 비용 증대 및 ③ 기대 인플레이션 재안착의 어려움 등이 지적
- ♣ 시장에서는 물가목표 수준이 실제로 상향 조정될 가능성은 크지 않은 것으로 평가
 - 물가목표 수준의 변경에 따른 편익보다 비용이 큰 것으로 인식되고 있는 가운데 공화당의 반대로 의회의 지지를 얻기가 쉽지 않을 전망
- ♣ 이와 같이 물가목표 수준의 변경이 쉽지 않은 점에 비추어 ZLB의 부정적 영향을 축소하는데 효과적인 정책 대안* 마련이 긴요하다는 것이 대체적인 인식
 - * 재정정책의 확대 및 비전통적 통화정책 수단의 활용 등이 많이 제시
- ♣ 한편 신흥시장국의 경우에도 경제가 점차 성숙기로 진입함에 따라 향후 정책금리가 ZLB로 하락할 가능성이 적지 않은 것으로 평가
 - 아직까지 상대적으로 높은 물가목표 수준을 유지하고 있는 신흥시장국이 최근의 물가하락 추세를 반영하여 물가목표치를 낮출 경우 추후 다시 상향조정하기가 어려울 수 있다고 지적(IMF, 2014.4월)

I. 검토배경

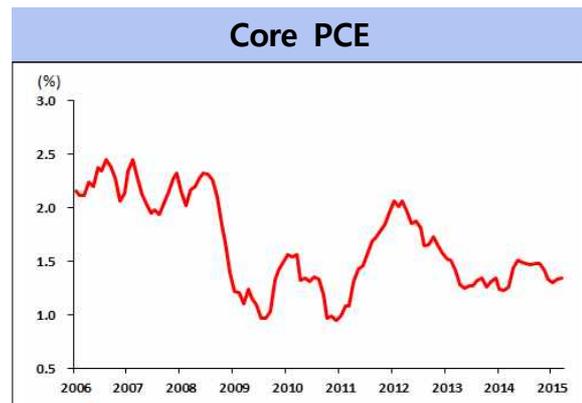
- 글로벌 금융위기 이후 대폭적인 정책금리 인하에도 불구하고 미국경제의 저성장·저물가 기조가 장기간 지속됨에 따라 이의 원인으로 최근 연준 일각*에서는 물가목표 수준(2%)이 너무 낮은 점을 지적하고 상향 조정하는 방안을 검토할 필요가 있다는 의견을 제기

* 2010.8월 잭슨홀 포럼에서 당시 Bernanke 연준 의장이 물가목표 수준을 높이는 방안에 대해 부정적 의견을 강하게 피력한 이후 연준 내부에서 이와 관련한 논의가 거의 이루어지지 않았음

- 지난 4.16일 Rosengren 보스턴 연준 총재는 미국을 포함한 주요국들이 경제회복에 긴요한 통화 부양정책을 적극적으로 실시하는 데 어려움을 겪고 있는 것은 물가목표 수준이 너무 낮게 설정되어 있음을 시사할 수 있다고 발언
- 아울러 Williams 샌프란시스코 연준 총재도 Summers 전 미국 재무부 장관이 주장하고 있는 장기 경기침체(secular stagnation) 논리가 타당하다면 물가목표 수준을 상향 조정하는 방안을 고려할 필요가 있다고 언급(NYT, 2015.4.16일)



자료 : Bloomberg



자료 : Bloomberg

- 그러나 물가목표 수준을 높이는 데 따른 비용이 편익을 초과하는 점 등을 이유로 이에 반대하는 견해가 아직까지 다수인 상황

⇒ 연준의 물가목표 수준을 상향 조정해야 한다는 주장의 논거와 이에 반대하는 견해 및 시장의 평가 등을 정리해 보고자 함

II. 물가목표 수준을 상향 조정하는 것이 바람직한 주장의 논거

- 물가목표 수준을 상향 조정*해야 한다는 주장의 논거로 ① 정책금리가 Zero Lower Bound(ZLB)**에 직면할 가능성, ② 경기침체 및 디플레이션에 대응하기 위한 연준의 정책 여력 확충 및 ③ 비전통적 통화정책수단이 갖고 있는 한계 등이 주로 제시

* 대체로 4%가 많이 거론되는데 이는 과거 동 물가수준에서 미국경제가 별다른 문제점을 경험하지 않았던 점을 감안한 결과로 보임

** 대규모 충격으로 경기가 충분히 회복되기 전에 정책금리가 ZLB에 도달하게 되면 중앙은행이 금리를 추가적으로 인하할 수 없기 때문에 경기침체 및 디플레이션이 상당기간 지속될 가능성

1. 정책금리가 ZLB에 직면할 가능성

① 글로벌 금융위기와 같은 강한 경제적 충격의 높은 발생 빈도

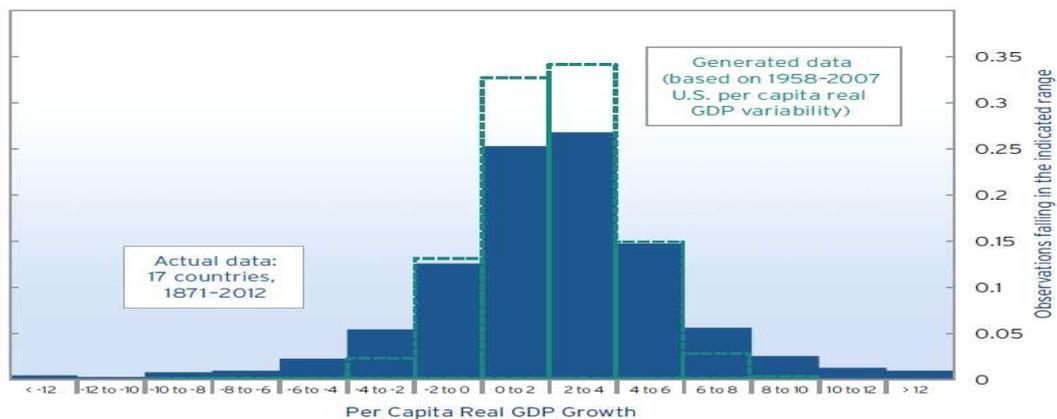
- 과거 사례를 감안할 때 연준의 정책금리가 제로 수준으로 인하되었던 글로벌 금융위기와 같은 강한 경제적 충격을 다시 겪을 가능성이 상당히 높은 것으로 평가

○ Williams 샌프란시스코 연준 총재의 분석에 따르면 1871~2012년중 매 13년*마다 한 번꼴로 미국의 1인당 실질 GDP 성장률이 -3.7% ** 이하를 기록

* 17개 주요국의 경우에는 매 19년마다 한 번 정도로 발생

** 2009년도 미국의 1인당 실질 GDP 성장률

17개 국가의 1인당 실질 GDP 성장률 분포¹⁾



주 : 1) 미국, 캐나다, 독일, 일본 및 호주 등 17개 국가의 평균 기준
자료 : Williams(2014.1.16일)

○ 한편 IMF는 기존 견해*와 달리 정책금리가 ZLB에 머무르는 기간이 10년까지도 지속될 수 있다고 분석(2014.4월)

* 금융위기 전에는 물가목표 수준을 2%로 설정하고 Taylor rule에 따라 통화정책을 집행할 경우 정책금리가 ZLB로 하락할 확률이 5%도 되지 않고 지속기간도 3년을 넘지 않을 것으로 추정(Schmitt-Grohe 및 Uribe, 2007년)

— ZLB에서 통화정책의 최적 반응함수가 비선형적인 데다 대규모 경제적 충격(tail risk) 발생 가능성이 높아진 점 등에 착안

2 물가수준이 낮을 경우 정책금리가 ZLB로 하락할 위험이 증대

□ 물가상승률이 낮은 상황에서 경기침체에 진입할 경우에는 추후 정책금리가 ZLB로 하락할 가능성이 크게 높아짐

○ 존스 홉킨스대 Ball 교수는 지난 1960년 이후 총 8차례의 경기침체기 중에서 물가상승률이 2%대의 낮은 수준을 보였던 시기에는 Federal funds 금리가 ZLB에 근접하였거나 또는 도달하였다고 분석(2013.5월)

— 반면 물가가 4% 이상으로 상승하였던 시기에는 Federal Funds 금리가 결코 ZLB에 근접하지 않았다고 강조

경기침체기의 물가수준별 Federal funds 금리

(단위 : %)

경기침체기	물가상승률 ¹⁾	실업률(최고점)	Federal funds 금리(최저점)	
			명목	실질
1960.4~1961.2	2.00	7.10 (1961.5)	1.17 (1961.7)	-0.14 (1961.7)
1969.12~1970.11	5.91	6.10 (1970.12)	3.29 (1972.2)	-2.31 (1971.2)
1973.11~1975.3	4.73	9.00 (1975.5)	4.61 (1977.1)	-5.80 (1975.3)
1980.1~1980.7	11.97	7.80 (1980.7)	9.03 (1980.7)	-4.13 (1980.6)
1981.7~1982.11	11.14	10.80 (1982.11)	5.85 (1986.10)	1.71 (1986.9)
1990.7~1991.3	5.11	7.80 (1992.6)	2.92 (1992.12)	-0.55 (1993.2)
2001.3~2001:11	2.61	6.30 (2003.6)	0.98 (2003.12)	-0.96 (2001.12)
2007.12~2009.6	2.44	10.00 (2009.10)	0.07 (2011.7)	-2.19 (2012.1)

주 : 1) 경기침체기 진입 시점 기준
자료 : Ball(2013.5월)

3 자연이자율의 지속적인 하락 추세

□ 지난 2000년대 초반 이후 자연이자율*이 꾸준히 하락세**를 보이고 있는 점이 정책금리가 ZLB에 직면할 가능성을 높이는 요인으로 작용

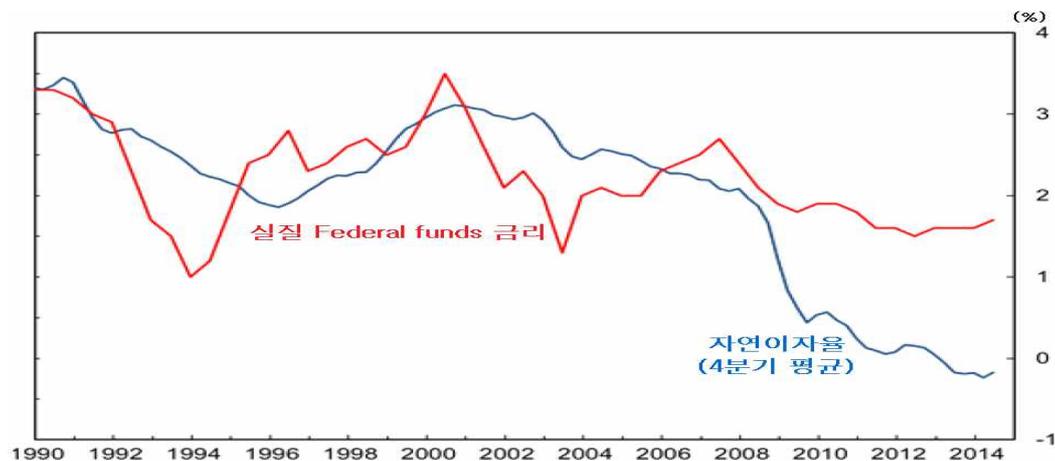
* 완전고용과 함께 저축과 투자를 일치시키는 이자율 수준

** 시장에서는 자연이자율이 지속적으로 감소하고 있는 것은 잠재성장률 하락, 저축 확대(global savings glut), 투자수요 감소 및 안전자산에 대한 수급 불균형 등의 요인들이 복합적으로 작용한 결과로 분석

○ Williams 샌프란시스코 연준 총재는 향후에도 자연이자율의 감소 추세가 지속*된다면 Federal funds 금리가 보다 빈번하게 ZLB로 하락할 수 있다고 우려(2014.10.31일)

* FOMC 위원들의 장기 정책금리 전망치(median)가 2012.4월 4.2%에서 금년 3월에는 3.7%로 크게 하락하였는데 물가목표치 2%를 차감하면 향후 실질금리가 2.2%에서 1.7%로 하락하는 것으로 해석됨

자연이자율 및 실질 Federal funds 금리



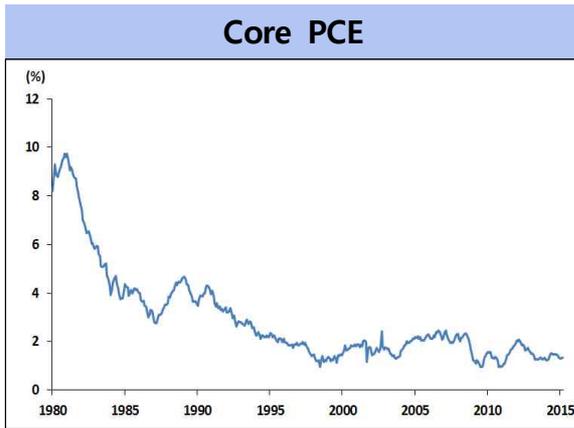
자료 : Williams(2014.10.31일)

2. 연준의 정책대응 여력 확충

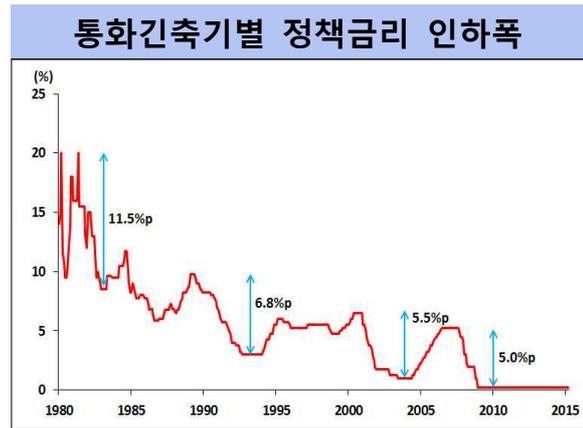
□ 물가목표 수준의 상향 조정은 명목금리를 상승*시킴으로써 정책금리가 ZLB로 하락할 위험을 어느 정도 축소시키는 데 기여

* 명목금리(i) = 실질금리(r) + 기대 인플레이션(π)이라는 피셔 방정식으로부터 도출되며 기대 인플레이션이 물가목표 수준에 안착되어 있다는 전제하에 성립

- Ball 존스 홉킨스대 교수는 1980년대 초반 이후 물가가 하락하면서 연준의 금리인하 여력도 점차 줄어들고 있는데 이를 해결하기 위해서는 물가목표 수준을 4%로 높여야 한다고 주장(NYT, 2015.4.28일)



자료 : Bloomberg



자료 : Bloomberg

- 또한 물가목표 수준을 높일 경우 실질금리가 하락함으로써 대규모 경제 충격 발생시 보다 완화적인 통화정책 운영이 가능

- 예컨대 연준이 물가목표 수준을 2%에서 4%로 상향조정하고 명목금리를 제로(0%)로 인하할 경우 실질금리는 -2%로부터 -4%로 하락

— 이에 따라 디플레이션 위험이 감소할 뿐 아니라 경기침체에 실질임금의 조정*이 보다 원활하게 이루어짐으로써 실업률이 완전고용 수준으로 빠르게 하락하는 등의 장점이 있음(미국 의회연구소, 2013.8.12일)

* 단기적으로 근로자들이 물가가 제로(0%)일 때 2%의 임금삭감보다는 4% 물가 수준에서 2%의 임금상승을 보다 쉽게 받아들이는 경향이 있다고 분석

- 한편 물가목표 수준의 상향 조정을 주장하는 인사들은 물가가 4%로 인상되더라도 이에 수반되는 비용이 크지 않다는 입장을 견지

- 물가가 일정 수준(threshold) 이상으로 상승하게 되면 경제성장을 제약할 수 있지만 그 임계값*은 4%보다 훨씬 높은 8%(Sarel, 1995년)부터 40%(Bruno 및 Easterly, 1996년)에 이른다고 주장

* 물가상승률이 임계값보다 낮을 경우 경제성장에 미치는 영향은 중립(neutral)인 것으로 분석

- 이러한 점을 감안할 때 3~4%의 꾸준한 물가상승이 가져다주는 편익이 2%의 낮은 물가목표 수준으로 인한 잠재적 경기침체 및 디플레이션 위험 등 비용을 상회하는 것으로 평가

3. 비전통적 통화정책수단의 한계

- 정책금리가 ZLB에 직면하더라도 대규모 채권매입 등 비전통적 통화정책수단들을 활용하여 대응이 가능하다는 주장에 대해 이러한 수단들은 ① 실물경제에 미치는 효과가 불확실하고 ② 높은 비용도 수반하는 등 한계가 뚜렷하다고 반박

1 양적완화정책의 불확실한 효과

- 글로벌 금융위기 이후 시행된 연준의 양적완화정책*은 장기금리를 하락시킴으로써 실물경제에 일부 긍정적 영향을 미친 것으로 보이지만 그 효과는 상당히 불확실하고 시간이 경과할수록 체감하는 단점이 있는 것으로 분석

* <참고> '연준의 주요 양적완화정책 내용 및 파급경로' 참조

- IMF(2013.4월)는 연준 양적완화정책이 장기 금리하락 및 실물경제에 미친 영향이 연구자들의 추정방식에 따라 각기 다르게 나타나는 등 효과면에서 불확실성이 상당하다고 평가

연준의 양적완화정책이 장기 금리 및 실물 경제에 미친 영향(추정)

	연구자	분석 대상	효과
장기 금리 (10년물 국채금리)	Krishnamurthy 등 (2012)	QE1	- 20bp 하락
		QE2	- 16~20bp 하락
	Christensen 등 (2012)	QE1	- 53bp 하락
	Gagnon 등 (2011)	QE1	- 18~30bp 하락
실물 경제	Chen 등(2012)	QE2	- 경제성장률 : 0.13%p 상승 (과급기간 8분기)
			- 물가 : 0.03%p 상승 (과급기간 20분기 이상)
	Chung 등(2011)	장기 국채 2.6조달러 매입	- 경제성장률 : 2.4~3.0%p 상승 (과급기간 6년 이상) - 물가 : 0.4~1.0%p 상승 (과급기간 6년)

자료 : IMF(2013.4.18일)

- 아울러 양적완화정책의 경기부양 효과도 장기 국채금리가 ZLB로 접근하고 금융부문의 건전성이 강화됨에 따라 체감하는 특징이 있다고 평가
- Williams 샌프란시스코 연준 총재는 연준의 6,000억달러(QE2)의 채권매입은 10년물 국채금리를 15~25bp* 정도 하락시킨 것으로 추정되지만 실물경제에 미친 영향은 정확히 측정하기 어렵다**고 주장(2014.1.16일)
 - * 정책금리를 0.75~1.0%p 인하할 경우 예상되는 장기금리 하락 수준
 - ** 장기금리 하락의 영향이 오랜 기간에 걸쳐 파급됨에 따라 실물경제의 변화가 통화정책 효과에서 비롯된 것인지 아니면 여타 요인들이 영향을 미쳤기 때문인지 구분하기 곤란한데 기인
- 이에 따라 통화정책이 거시경제에 미치는 효과면에서의 불확실성*의 정도가 양적완화정책이 전통적 금리정책에 비해 최소한 두 배 이상 높다고 평가
 - * 정책수단의 효과에 대한 불확실성이 클수록 시행에 보다 신중을 기해야 하는 반면에 효과에 대한 확신이 높은 정책수단을 주로 활용하는 것이 바람직
- 또한 Forward guidance도 2~3년 후의 통화정책 경로를 미리 제시함에 따라 향후 예상치 못한 경제환경의 변화로 연준이 동 guidance를 수정할 경우 정책 신뢰도가 크게 흔들릴 가능성
- 한편 IMF(2014.4월)는 실물경제에 미치는 양적완화정책의 효과가 금리정책보다 크지 않다고 평가
 - 채권의 기간 프리미엄을 축소시킴으로써 장기 금리의 하락을 유도하는 양적완화정책은 미래 예상되는 단기 금리의 하락을 통해 장기 금리를 떨어뜨리는 정책금리 인하방식보다 경제성장률에 미치는 효과면에서 미약한 것으로 분석
 - 아울러 양적완화정책의 장기금리 하락 효과도 심각한 금융위기 없이 정책금리가 ZLB에 도달한 경우에는 크지 않을 수 있다고 주장

② 양적완화정책 시행에 수반되는 높은 비용

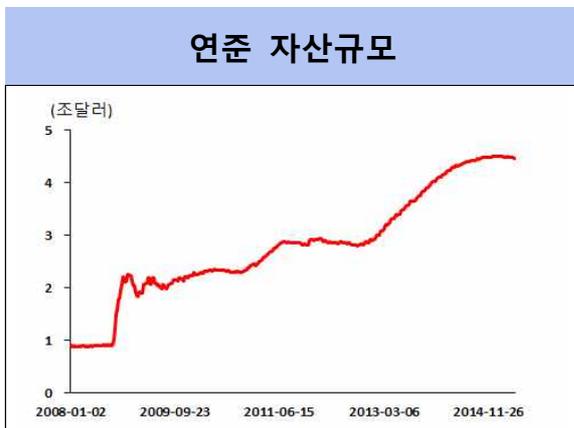
- 글로벌 금융위기 이후 양적완화정책의 영향으로 연준의 자산규모가 크게 확대되었는데 향후 통화정책이 정상화 되는 과정에서 금리가 급등할 경우 연준의 순이익이 큰 폭 감소하거나 또는 손실을 기록할 가능성

- IMF는 연준의 출구전략 시행시 금리상승폭별 시나리오*를 통해 손실** 규모를 산출하였는데 금리가 급격하게 상승할 경우 GDP 대비 4% 이상 손실이 발생할 가능성도 있는 것으로 분석(2013.4.18일)

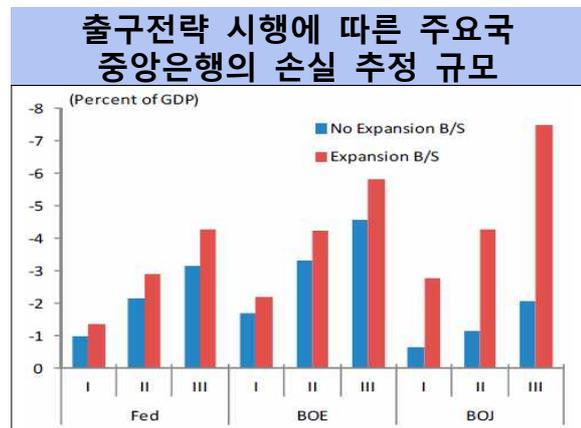
* 시나리오 I: 수익률 곡선이 100bp 상승, 시나리오 II: 단기금리 400bp, 장기금리 225bp 각각 상승, 시나리오 III: 단기금리 600bp, 장기금리 375bp 각각 상승

** 손실은 반드시 연준의 자산매각을 가정하지 않음. 예컨대 연준이 자산을 만기까지 보유하더라도 향후 단기금리 상승에 따른 유동성 흡수 비용(초과기준 지급이자 등)이 보유채권으로부터의 이자수입을 초과할 경우 발생 가능

- 이 경우 정치권의 압박이 증대되어 독립적인 통화정책 수행이 제약 받을 가능성



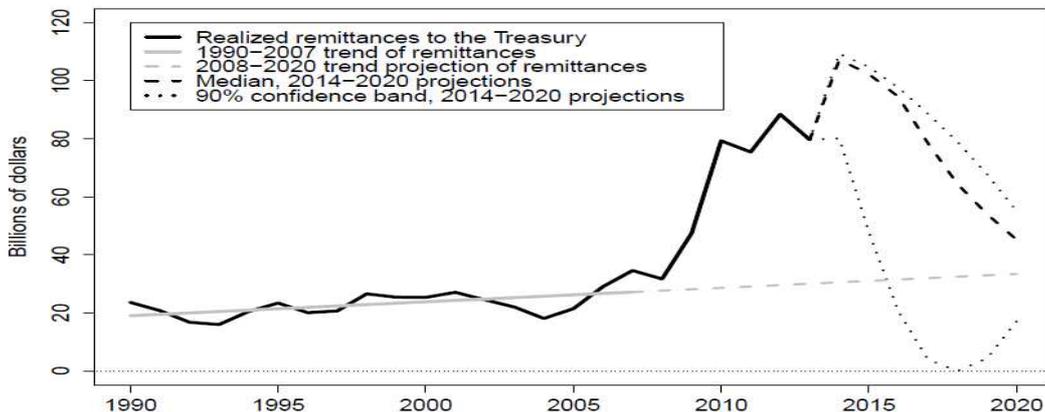
자료 : 연준



자료 : IMF(2013.4.18일)

- 샌프란시스코 연준은 향후 연준 이익금의 재무부앞 납부규모가 2015년을 기점으로 급격히 감소하는 가운데 특히 2018년에는 적자를 기록할 확률이 5%나 될 것으로 전망(2014.12.16일)

연준의 재무부앞 납부액 추정



자료 : 샌프란시스코 연준(2014.12.16일)

- 이 밖에 양적완화 축소와 관련하여 조정과 커뮤니케이션의 어려움* 및 복잡함 등도 문제점으로 많이 지적

* 2013.5월 당시 Bernanke 연준 의장의 채권매입규모 축소 시사 발언에 따른 Taper Tantrum은 양적완화정책 시행에 따른 커뮤니케이션의 어려움을 대표적으로 보여주는 사례로 자주 거론

Ⅲ. 물가목표 수준을 상향 조정하는 방안의 문제점

- 물가목표 수준의 상향 조정에 반대하는 의견으로 ① 물가안정의 의미와 상충, ② 물가의 추가 상승으로 인한 비용 증대, ③ 기대 인플레이션 재안착의 어려움 등이 주로 제시

① 물가안정의 의미와 상충

- 물가목표 수준이 상향 조정될 경우 연준법에 명시된 연준의 물가안정 책무와 부합하지 않을 가능성

- 최근 Bernanke 전 연준 의장은 연준이 물가목표치를 상향 조정한다면 동 물가수준이 연준법상의 물가안정 목표와 일치하는 수준이라고 의회와 시장에 설명하기가 쉽지 않을 것이라는 견해를 표명(2015.4.7일)

- 아울러 의회가 부정적으로 반응할 경우 새로 설정된 높은 물가목표 수준에 대하여 시장이 신뢰하지 않을 수 있다고 덧붙임

- Mishkin 컬럼비아대 교수도 그린스핀 전 연준 의장이 밝힌 물가안정의 정의*에 부합하는 물가수준은 3% 이하로 추정된다고 주장(2011.2월)

- * 1996.7월 당시 Greenspan 연준 의장은 물가안정이란 향후 예상되는 물가수준의 변화가 가계 및 기업의 의사결정을 수정하지 않도록 하는 상태를 의미한다고 발언

- 또한 물가가 3%를 상회할 경우 시장은 물가안정이 더 이상 연준의 정책목표가 아니라고 의심할 가능성이 있다고 우려

- 한편 William and Mary 대학의 Coibion 교수 등은 연준의 정책금리가 ZLB로 하락할 위험을 감안하더라도 사회적 후생을 감안한 최적 물가상승률은 2%보다 낮다고 분석(2011.3월)

- 따라서 정책금리가 ZLB로 하락할 가능성에 대비하기 위하여 연준이 물가목표 수준을 높이는 것은 바람직하지 않다고 평가

② 물가의 추가 상승으로 인한 비용 증대

□ 물가목표 수준의 상향 조정으로 물가가 추가 상승할 경우 아래와 같은 인플레이션의 사회적 비용이 더욱 증대

○ 현금보유의 기회비용 확대*

* 1달러의 가치가 절반으로 감소하는 데 걸리는 기간이 2% 물가수준에서는 약 36년인데 반해 4% 물가상승률에서는 약 18년으로 줄어듦

○ 상대 가격 변화*의 불확실성 증대

* 통화정책은 주로 상대 가격의 변화에 따른 소비의 대체 효과를 통해 파급되는 것으로 알려짐(Woodford, 2003년)

○ 조세 체계 및 부의 재분배에 왜곡 발생

□ 또한 Bernanke 전 연준 의장은 높은 물가상승률은 변동성을 확대시켜 경제에 심각한 악영향을 초래할 수 있다고 경고(2015.4.7일)

○ 인플레이션 리스크 프리미엄을 포함한 금융시장의 리스크 프리미엄이 증가하여 명목 및 실질 장기금리가 상승

○ 장기 재무계획을 수립하는 가계와 기업의 역량 및 확신의 저하

○ 원자재 및 외환 시장의 변동성이 확대

□ 한편 최근 Fischer 연준 부의장은 국민들이 물가에 관심을 가지지 않도록 낮게 유지하는 것이 바람직하다고 언급(2015.4.16일)

○ 물가가 4%로 상승할 경우 임금 등 각종 계약들이 다시 물가에 연동되기 시작하는 등 경제체계에 상당한 비효율과 혼란이 초래될 수 있다고 우려

③ 기대 인플레이션 재안착의 어려움

□ 물가가 높은 수준으로 상승할 경우 기대 인플레이션을 목표수준에 안착시키기 곤란

- 지난 2010.8월 Bernanke 전 연준 의장은 연준이 물가목표 수준을 4%로 높이면 시장이 6%도 불가능하지 않은 것으로 인식하게 되어 기대 인플레이션을 4% 부근에 안착시키기가 어려울 것이라는 의견을 피력
 - 또한 물가목표치의 상향 조정에 따른 물가의 변동성 확대도 기대 인플레이션의 불안정을 초래하는 주요 요인으로 작용
 - 이로 인해 2%의 물가목표 수준을 타게팅하면서 힘들게 얻은 연준 정책의 신뢰성이 크게 약화될 가능성이 있다고 우려
- Mishkin 콜럼비아대 교수도 지난 1960년대의 경험상 물가가 3% 이상 상승하게 되면 지속적으로 오름세를 보이는 경향이 있는 점에 비추어 물가목표 수준을 4%로 높이는 것은 궁극적으로 물가에 대한 연준의 통제력 상실로 이어질 수 있다고 평가(2011.2월)
- 그러나 물가목표 수준의 인상을 주장하는 인사들은 연준이 기대 인플레이션을 4% 수준에 새로이 안착시키는 것이 크게 어려운 과제가 아니라는 입장
- Ball 존스 홉킨스대 교수는 연준이 2% 물가목표 수준에 비해 4% 목표 수준의 편익이 훨씬 크다는 사실을 시장에 적극 홍보하는 한편 1960년대에 물가 급등을 용인한 실수를 재차 반복하지 않도록 주의할 경우 기대 인플레이션이 4% 물가목표 수준에 안착할 수 있다고 주장(2013.5월)
 - 아울러 물가가 높았던 1960~70년대에 기대 인플레이션이 시차를 두고 실제 물가상승률을 후행했던 점에 비추어 물가가 4%로 상승하더라도 기대 인플레이션이 동 수준 이상으로 급등할 가능성은 크지 않다고 강조

IV. 평가 및 시사점

- 시장에서는 물가목표 수준에 대한 재검토가 필요하다는 일부 연준 고위 인사들의 지적에 의미를 두면서도 실현 가능성에 대해서는 회의적인 시각이 지배적
- JP Morgan의 Feroli(US Chief Economist)는 최근 연준 고위인사가 물가목표치의 상향 조정 필요성을 제기한 점은 주목할 만한 일이지만 물가목표 수준의 변경에 편익보다 비용이 크고 정치적 위험도 상당한 점을 감안하면 실제로 변경될 가능성은 매우 낮다는 의견을 피력(2015.4.23일)

- FFTW의 Adnan Akant(Head of Currency)도 연준이 물가목표 수준을 상향 조정할 가능성은 크지 않은 것으로 평가(뉴욕사무소 면담시, 2015.4.29일)
 - 물가목표 수준을 상향 조정할 경우 통화정책의 수행에 중요한 기대 인플레이션을 상당폭 높여야 하는 부담이 있는 데다 물가상승으로 변동성이 크게 확대되는 등 비용이 편익을 초과하는 점을 감안할 필요
- 한편 NYT는 물가목표 수준의 변경에는 의회의 지지가 절대적으로 필요하지만 연준이 물가를 2% 수준으로 높이려는 노력에도 이미 불만을 갖고 있는 공화당이 상당히 반대할 것이라고 보도(2015.4.28일)
- 이와 같이 물가목표 수준의 변경이 쉽지 않은 점을 감안할 때 ZLB의 부정적 영향을 축소하는데 효과적인 정책 대안 마련이 긴요하다는 것이 대체적인 인식
 - Bernanke 전 연준 의장은 정책금리가 ZLB로 하락할 경우 재정집행의 확대를 통한 통화정책과 재정정책간 보다 균형잡힌 정책조합이 필요하다는 입장(2015.4.7일)
 - William and Mary 대학의 Coibion 교수 등도 경기역행적인 재정정책 또는 비전통적 통화정책 수단의 활용 등을 대안으로 제시(2011.3월)
 - 다만 이러한 정책수단들의 유효성이 아직까지 확실하게 입증되지 않았다고 지적
 - 아울러 하버드 대학의 Frankel 교수는 정책금리가 ZLB에 직면할 경우에는 한시적으로 명목 GDP 타게팅을 도입하여 경기부양 효과를 극대화할 필요가 있다고 주장(2013.4월)
- 한편 신흥시장국의 경우에도 경제가 점차 성숙기로 진입함에 따라 향후 정책금리가 ZLB로 하락할 가능성이 적지 않은 것으로 평가
 - 이러한 점을 감안할 때 아직까지 상대적으로 높은 물가목표 수준을 유지하고 있는 신흥시장국이 최근의 물가하락 추세를 반영하여 물가목표치를 낮출 경우 선진국*들과 마찬가지로 향후 다시 상향조정하기가 어려울 수 있다고 지적(IMF, 2014.4월)

* 선진국 가운데 뉴질랜드# 중앙은행을 제외하고는 평상시 물가목표 수준을 상향 조정한 사례는 없는 것으로 관측

물가목표 수준 : 1990년 0~2% → 1996년 0~3% → 2002년 이후 1~3%

<참고>

연준의 주요 양적완화정책 내용 및 파급경로

♣ 연준은 2008.11월 이후 3차에 걸쳐 장기 국채 및 MBS 등을 대규모로 매입

○ 이에 따라 연준의 자산보유규모는 2008.8월말 0.9조달러에서 2015.4월말 현재 4.5조달러로 큰 폭 확대

연준의 주요 양적완화정책

	기간	규모(미 달러)	대상채권
1차 양적완화(QE1)	8.11월 ~ 10.3월	1조 7,250억	장기 국채, MBS 등
2차 양적완화(QE2)	10.11월 ~ 11.6월	6,000억	장기 국채
3차 양적완화(QE3)	12.9월 ~ 14.10월	1조 6,600억	장기 국채, MBS

♣ 한편 IMF는 연준의 양적완화정책이 주로 세 가지 파급경로를 통해 장기 금리를 하락시킨다고 분석(2013.4.18일)

① 신호 경로(signaling channel) : 채권매입은 시장에 연준이 완화적 통화정책 스탠스를 유지할 것이라는 점을 확신시키는데 기여

— 단순히 완화적 통화정책 기조를 장기간 지속할 것이라고 커뮤니케이션하는 것만으로는 시장의 신뢰를 얻기 어려울 가능성

— 이러한 측면에서 채권매입은 Forward guidance를 효과적으로 보완하는 역할을 수행

② 희소성 경로(scarcity channel) : 연준의 채권매입으로 시장에서 거래가 가능한 채권의 공급이 감소함으로써 금리가 하락

③ 듀레이션 위험 경로(duration risk channel) : 연준의 대규모 장기 국채 매입은 투자자들의 금리상승 위험(듀레이션 위험)을 감소시키는 요인으로 작용

— 이자율 위험이 감소함에 따라 투자자들은 채권을 보유함에 있어 낮아진 금리를 기꺼이 수용하게 되므로 결과적으로 수익률 곡선이 하락하게 됨

<참 고 자 료>

- Ben Bernanke, “Should monetary policy take into account risks to financial stability”, Brookings Institution, 2015.4.7.
- Ben Bernanke, “The Economic Outlook and Monetary Policy”, Fed Kansas City, 2010.8.27.
- Binyamin Appelbaum, “2% Inflation Rate Target Is Questioned as Fed Policy Panel Prepares to Meet”, New York Times, 2015.4.28.
- Binyamin Appelbaum, “Q. and A. With the Fed’s John Williams: Timing of Rate Rise Is Overrated”, New York Times, 2015.4.16.
- David Miles, “What can monetary policy do?”, Bank of England, 2015.1.22.
- David Price, “Will the Graying of America Change Monetary Policy”, Fed Richmond, 2014.6월.
- Diana Cooke and William Gavin, “The Ups and Downs of Inflation and the Role of Fed Credibility”, Fed St. Louis, 2014.4.
- Frederic Mishkin, “Monetary Policy Strategy: Lessons From the Crisis”, NBER, 2011.2.
- John Williams, “Inflation Targeting and the Global Financial Crisis: Successes and Challenges”, Fed Sanfrancisco, 2014.10.31.
- John Williams, “Monetary Policy at the Zero Lower Bound Putting Theory into Practice”, Fed Sanfrancisco, 2014.1.16.
- John Williams, “Lessons from the Financial Crisis for Unconventional Monetary Policy”, Fed Sanfrancisco, 2013.10.18.
- Laurence Ball, “The Case for Four Percent Inflation”, Central Bank of the Republic of Turkey, 2013.5.
- Marc Labonte, “Changing the Federal Reserve’s Mandate: An Economic Analysis”, Congressional Research Service, 2013.8.12.
- Michael Feroli, “Rosengren’s response to perma-ZIRP”, JP Morgan, 2015.4.23.
- Olivier Blanchard, José Viñals and Tamim Bayoumi, “Monetary Policy in the New Normal”, IMF, 2014.4.
- Olivier Blanchard, Giovanni Dell’Ariccia and Paolo Mauro, “Rethinking Macroeconomic Policy”, IMF, 2010.2.12.
- Olivier Coibion, Yuriy Gorodnichenko and Johannes Wieland, “The Optimal Inflation Rate in New Keynesian Models: Should Central Banks Raise Their Inflation Targets in Light of the ZLB”, NBER, 2011.3.13.
- Simon Kennedy and Alessandro Speciale, “Central Bankers Reconsider Inflation Targets They can’t Hit”, Bloomberg, 2015.5.5.
- Stefan Gerlach, “Is inflation targeting passé?”, CEPR, 2013.4.
- Stephen King, “Deflation poses central banks with an existential problem”, Financial Times, 2015.3.5.
- Thomas Jordan, “A new role for central banks”, Swiss National Bank, 2014.1.16.