

# 코로나 위기와 통화정책의 전환

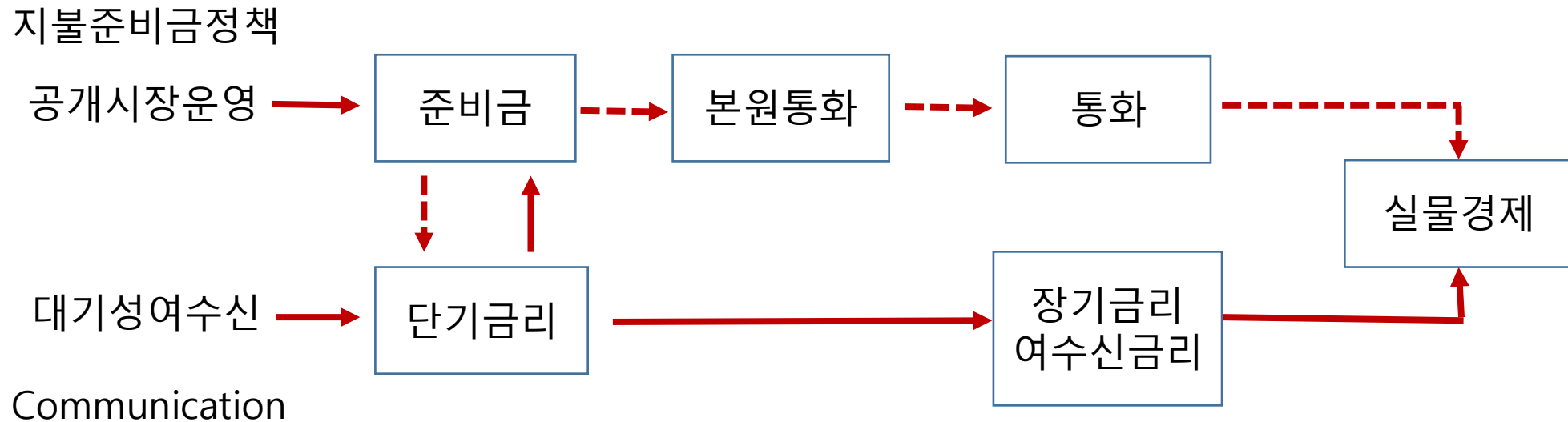
2021년 6월

문우식  
서울대학교

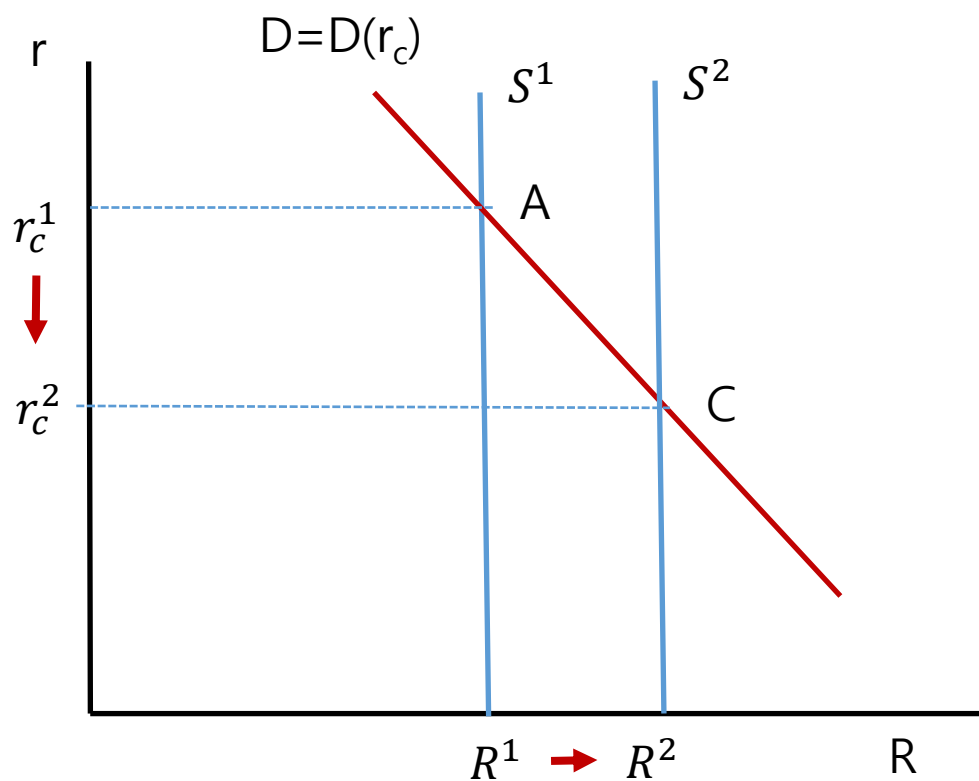
# 1. 통화정책이란 무엇인가?

- 통화정책은 통화량을 조절하여 경제에 영향을 미치거나 혹은 통화량변동을 통해 금리에 영향을 주고 이를 통해 경기나 물가를 안정화시키는 정책인가?
- 통화정책이란 통화 공급과 관계없이 금리를 조정하는 정책임.
- 오늘날 금리는 통화량(지급준비금)과 관계없이 말(words)로 결정되고 있음 (Decoupling Principle (Borio et al. (2010))

# 그림 1: 통화정책의 운영목표와 수단



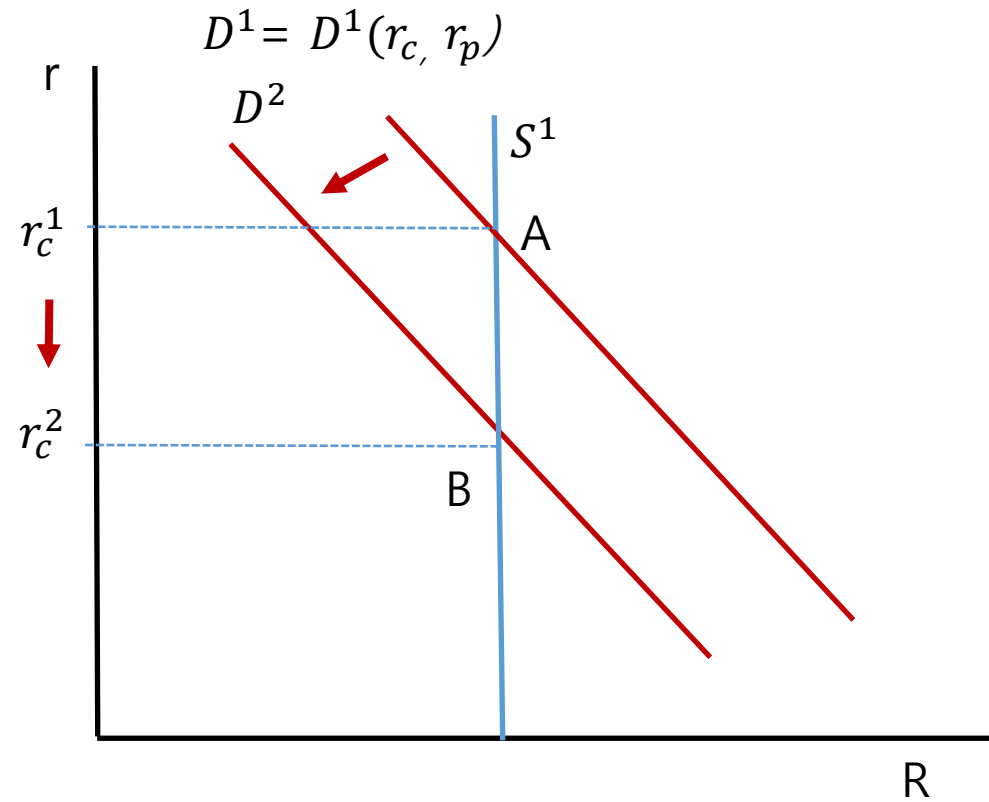
## 그림 2: 콜시장에서 단기금리와 준비금의 관계



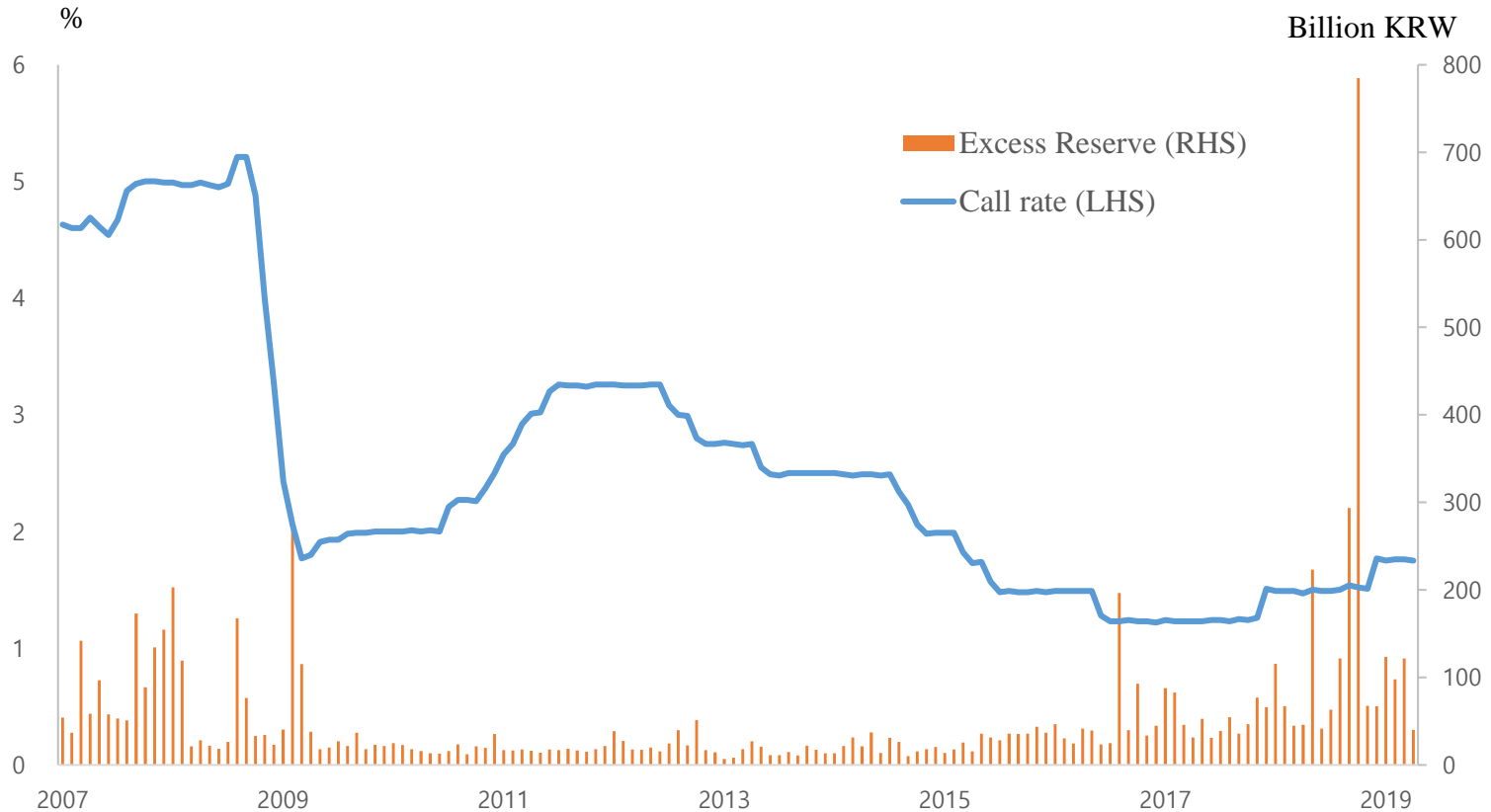
# Old principle

- “한편 중앙은행은 공개시장조작을 통하여 본원통화량목표와 초단기금리목표를 동시에 달성할 수 없고, 두가지 목표 중 어느 하나의 목표만을 달성할 수 있을 뿐이다. 현재 한국은행을 비롯하여 주요 선진국 중앙은행들은 공개시장조작을 가장 중요한 통화정책수단으로 활용하면서 초단기금리가 정책금리 수준에 근접하여 움직이도록 본원통화 규모를 조절하고 있다.” (한국은행, 한국의 통화정책 2012, p. 102)
- “금리를 인하하면 통화증가율이 높아야 할 것 같은 데 오히려 통화증가율이 떨어지는 것으로 나타나 버렸다. 금리를 올리면 통화가 환수되고 금리를 내리면 통화가 팽창된다고 하는 데 꼭 그런 것 같지 않아 검토를 지시하였다”

### 그림 3: 기준금리와 콜금리분리하에서 자금수요의 상하방 이동

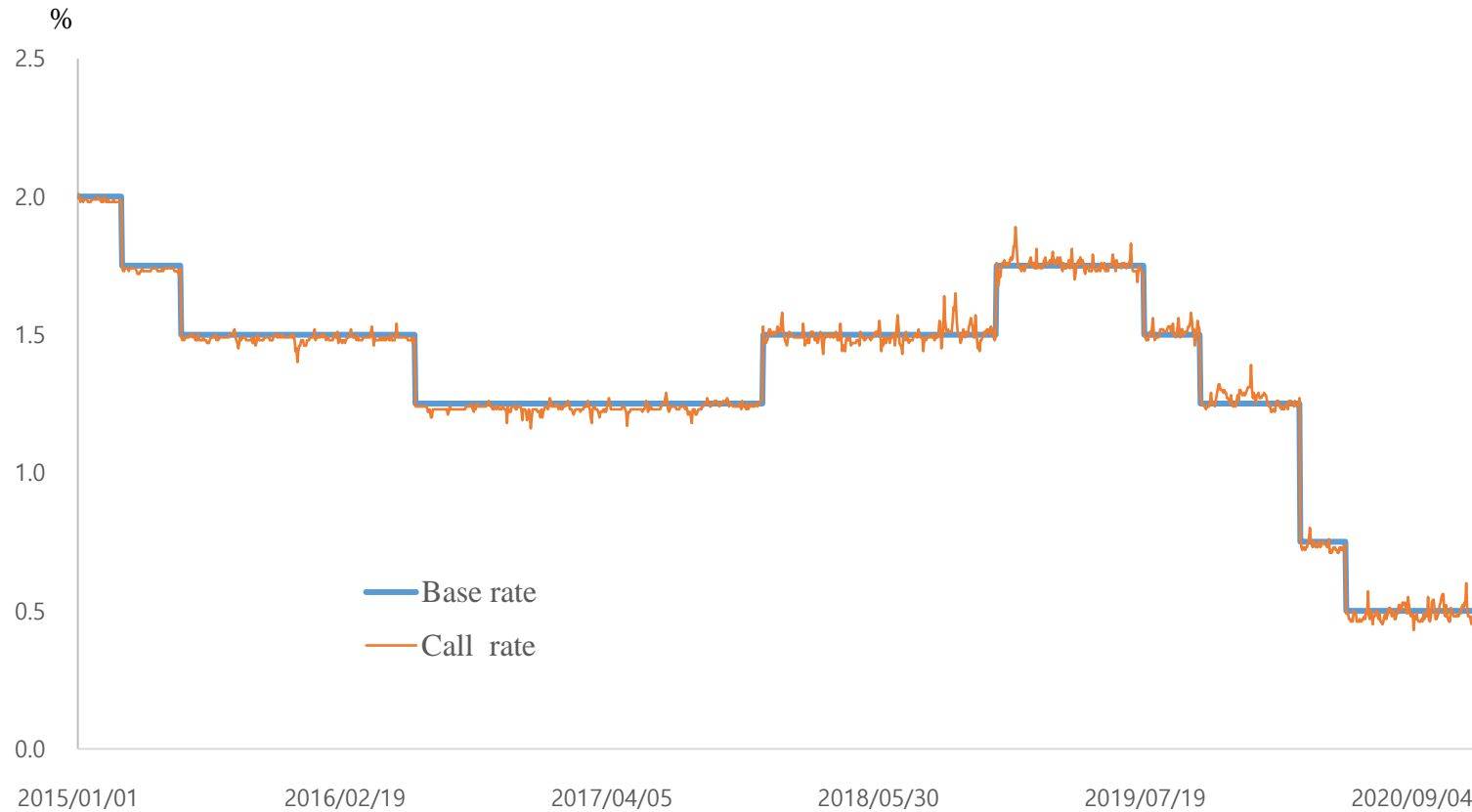


# 그림 4: 초과지급준비금과 기준금리



자료: ECOS, BOK

# 그림 5: 기준금리와 콜금리



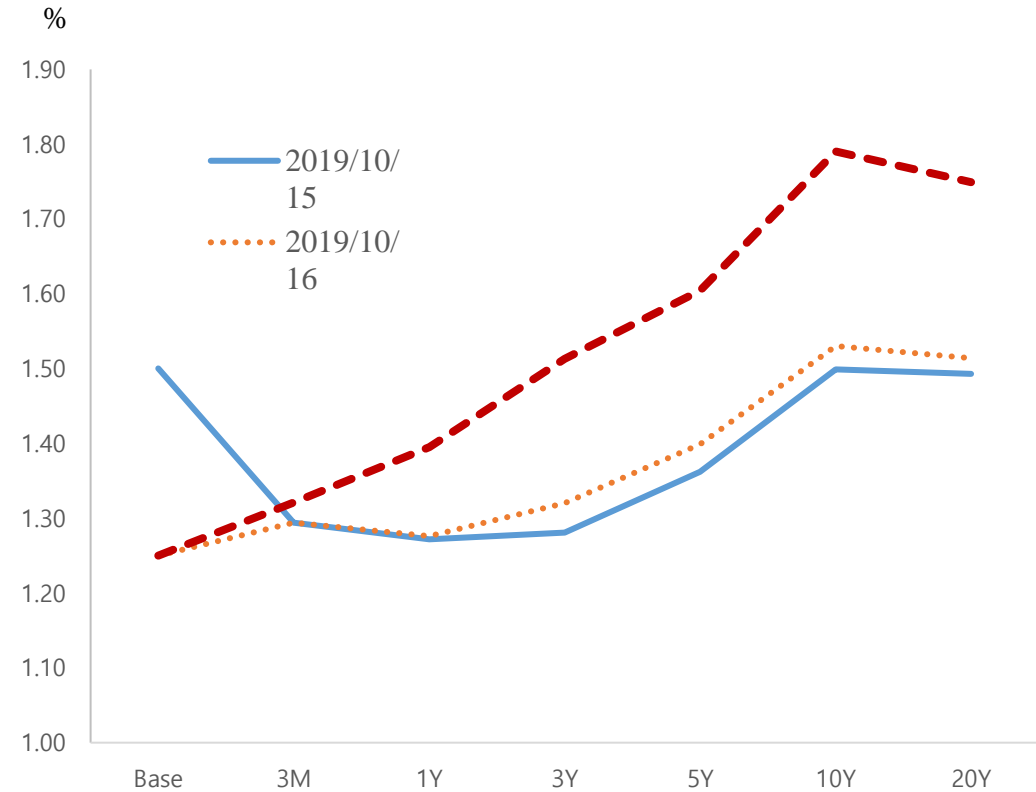
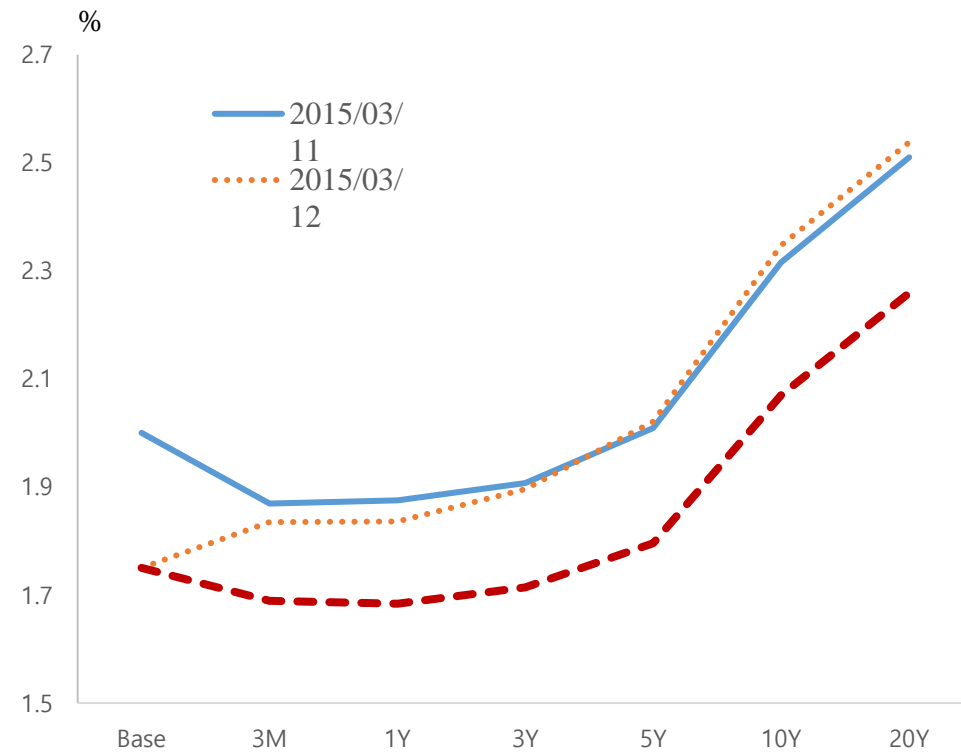
자료: ECOS, BOK



## 2. Managing Yield Curve

- 통화정책의 전달과정(Transmission channel)이 단기금리에서 장기금리(와 예대금리)로 이어지기 때문에 장기금리를 관리할 필요가 있음
- 전통적으로 한국은행은 장기금리는 미래의 경기예측을 반영하는 지표로 중앙은행이 관리할 수 있는 금리가 아니라는 입장임.
- 그러나 기본적으로 통화정책을 수익율곡선의 관리(Managing yield curve)라는 관점에서 이해할 필요가 있음 (일본의 경우 2016년 9월 10년물 장기금리를 0%로 관리하는 수익율통제정책(yield curve control)으로 전환).
- 통화정책의 수단으로 Communication의 중요성이 부각됨

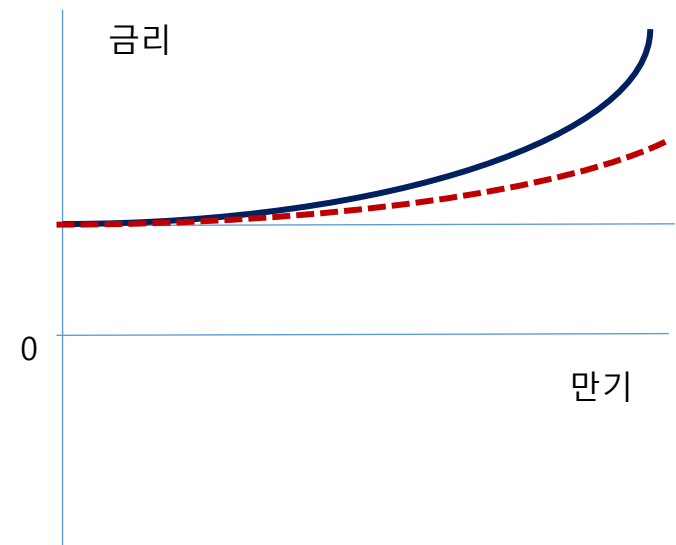
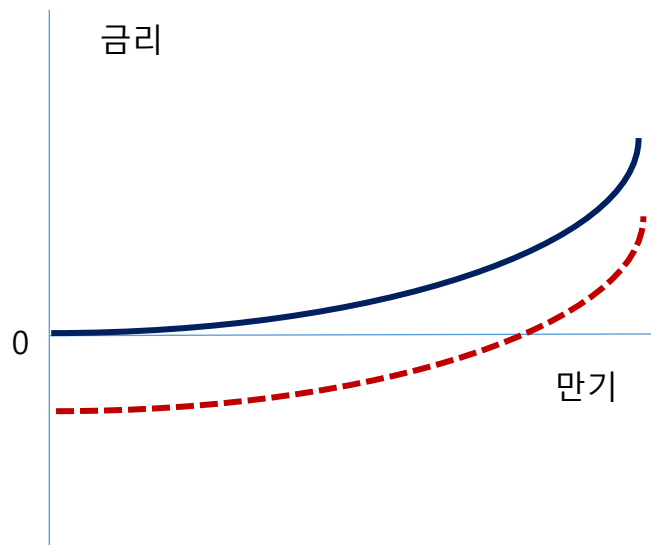
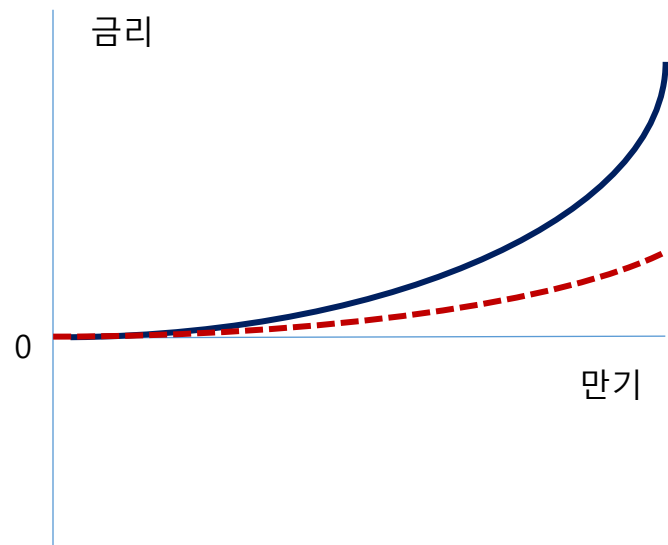
# 그림 6: 단기금리조정과 장기금리의 조정



### 3. 저금리하에서의 통화정책

- 한국의 경우 아직 제로금리가 아니나 장기금리의 수준에 대해서도 적극적인 관리수단을 확보해 둘 필요가 있음.
- 특히 최근의 선진제국의 비전통적 통화정책의 사례에서도 볼 수 있듯이 유례없는 저성장기나 급변하는 위기상황 하에서는 중앙은행이 전통적인 입장에서 벗어나 적극적인 역할을 수행하고 있음.
- 한국은행은 Covid-19사태 후 기준금리를 사상최저수준인 0.5%에서 유지하고 있음

# 그림 7: QE, 마이너스금리, 한국적 QE



# QE and Forward Guidance

- 우리나라에서 국채매입 정책은 Covid-19을 계기로 도입되었으나 외국의 중앙은행들과는 달리 경기진작을 위해서보다는 금융시장안정을 위해 사용됨
- 장기금리를 관리하는 정책수단이라 하기는 어려움

# 국고채 단순매입

Date	Amount (Billion KRW)	Maturity of Treasury bonds purchased (Billion KRW)				Daily changes in 1 0-year yields (Bp)
		3 Year	5 Year	10 Year	20 Year	
March 20	1,500	1,070	170	260		10.7
April 10	1,500		60	960	480	2.5
July 2	1,500		160	1,240	100	1.0
August 31	1,500			1,370	130	6.6
September 24	2,000		110	1,400	490	-1.3
October 28	1,500			1,090	410	3.0
November 27	1,500			1,130	370	1.8
Total	11,000	1.070	500	7,450	1,980	

자료: 한국은행

# Credit easing

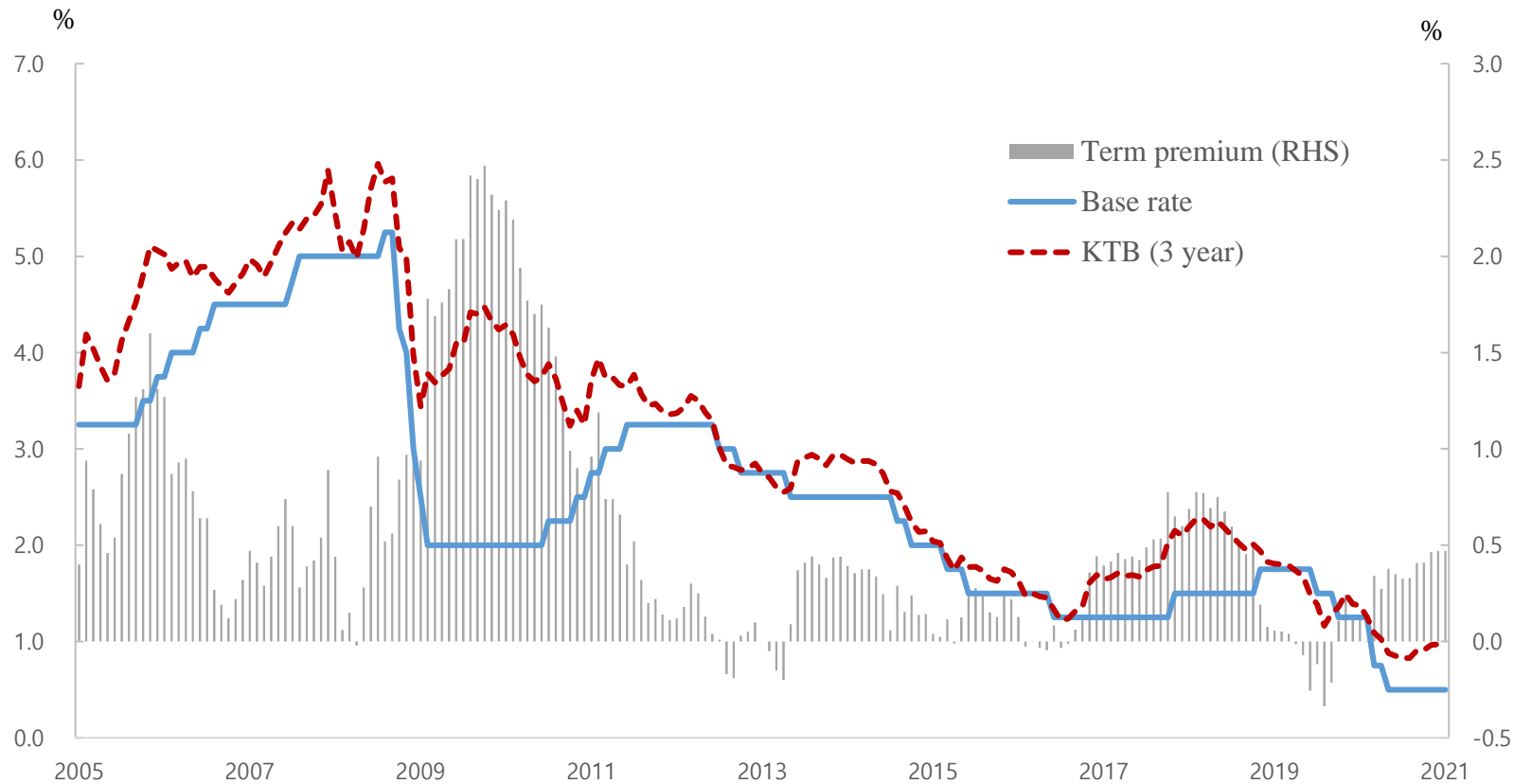
- 금융중개지원대출은 한국은행의 경기대응력을 증대시키기 위해 2013년 총액한도제를 개편하여 도입되었으나 그 목적에 맞게 충분히 탄력적으로 운영되지는 못하였음.
- 금융중개지원대출의 장점은 Targeted Monetary Policy Instrument임
- Covid-19위기하에서 금융중개지원대출 한도 증액 및 금리 인하 (총한도를 25조원에서 43조원으로 18조원 증액하는 한편 금리는 0.50~0.75%에서 0.25%로 인하)

## 4. Covid-19와 금융안정정책

- 언제 적극적인 (preemptive) 역할? 경기진작을 위하여 아니면 금융안정을 위하여?
- Covid-19위기는 금융안정을 위한 적극적인 통화정책의 계기가 됨 (2011년 한국은행법 개정을 통해 금융안정이 한국은행의 목적으로 정립)
- 금융안정을 위해서는 장단기금리차, 위험자산과 안정자산간 수익율차, 내외금리차의 급격한 변동을 막을 필요

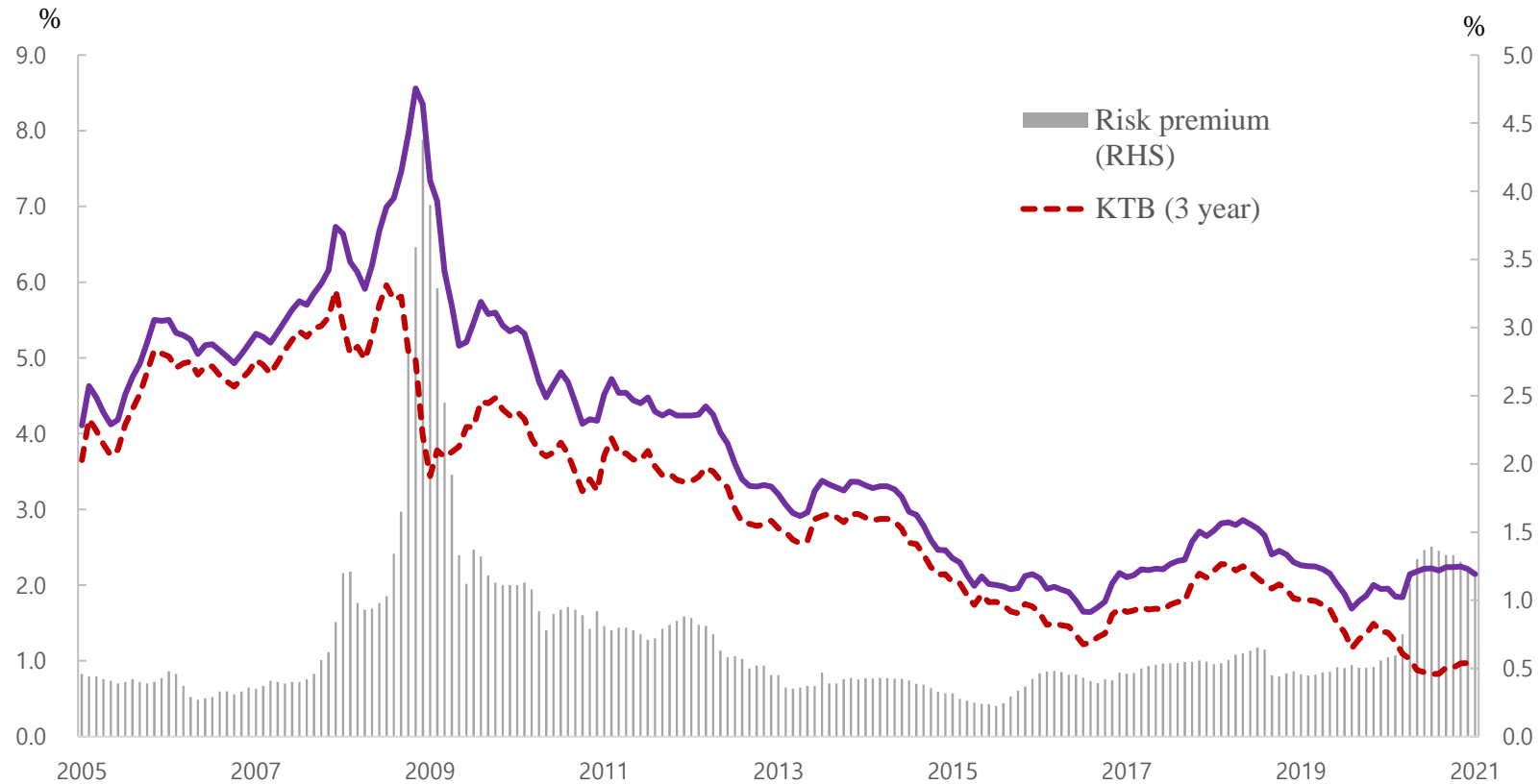


# 그림 8: 장단기 금리와 기간스프레드



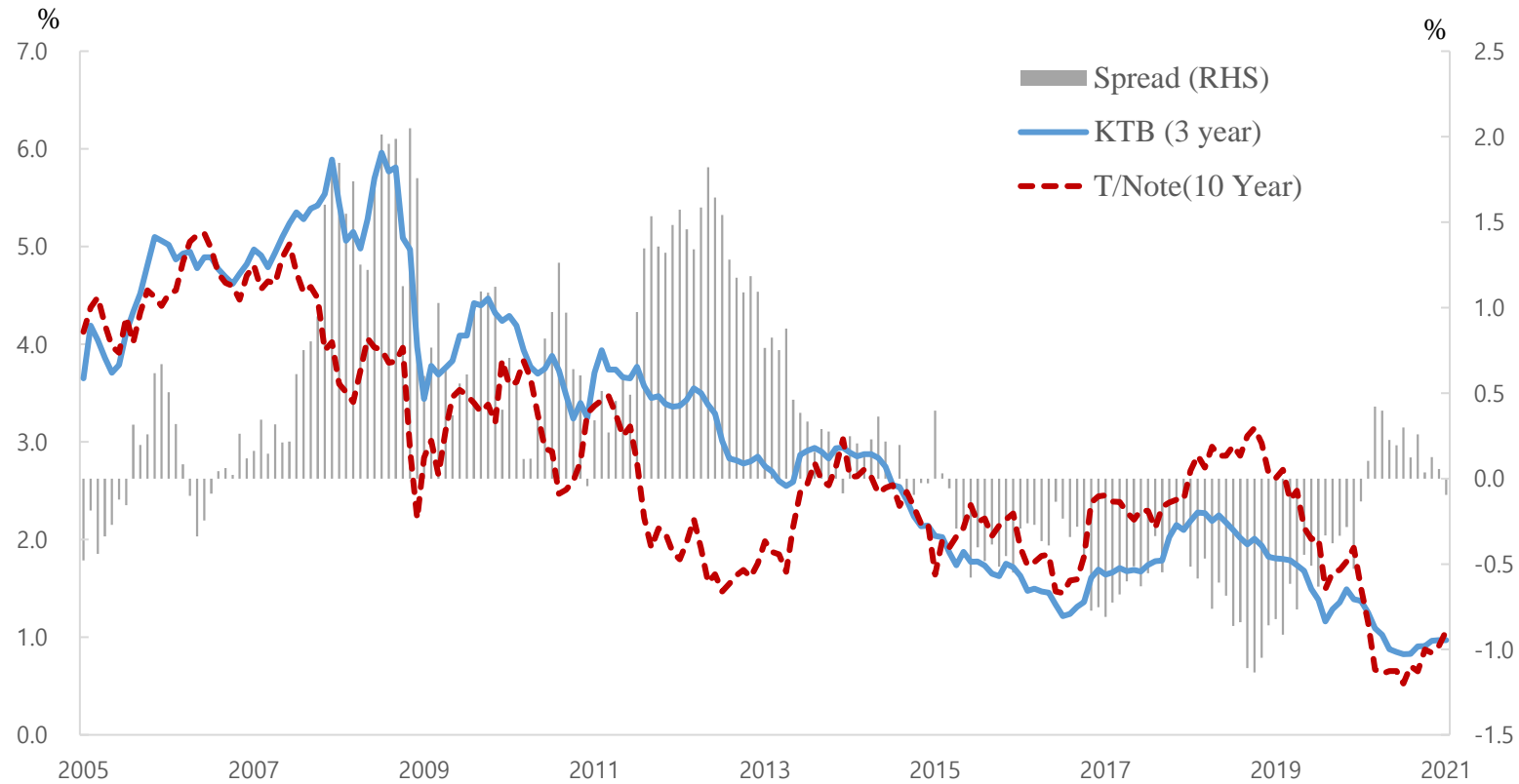
자료: ECOS, BOK

# 그림 9: 위험스프레드



자료: ECOS, BOK

# 그림 10: 한미간 장기금리 스프레드



자료: ECOS, BOK

# Covid-19에 따른 시장안정조치

- 한국은행은 OMO운영대상증권과 기관확대를 포함하여 전액공급방식의 RP매입 (19.43조)과 국고채 단순매입 (총11조) 등을 실시
- 또한 위험스프레드 축소를 위해 증권금융 및 증권사 RP매입(총 3.5조원), 금융안정특별대출 실시(21년 2월 3일로 종료), 회사채·CP 매입기구(SPV)에 대한 대출 (총 8조 한도중 3.56조) 실시
  - 한편 600억 달러 한미통화스왑은 한미간 금리스프레드 축소에 기여

# References

- 문우식 (2018) *통화정책론*, 율곡출판사.
- Moon, Woosik (2021) *Monetary Policy and Central Banking in Korea*, Cambridge University Press (forthcoming)