



대공항기 평가절하 사례와 최근 양적완화 정책

2013. 4. 17.

이 명 활



1. 연구배경
2. 대공황기 주요국의 평가절하 정책
3. 최근 주요국의 양적완화 정책
4. 대공황기와 최근 정책 비교

- ❖ 글로벌 금융위기 이후 주요 선진국들이 초저금리 및 양적완화 정책을 시행하면서 이들 국가의 통화는 약세를 나타낸 반면, 풍부한 글로벌 유동성이 신흥국으로 유입되면서 신흥국 통화는 강세를 지속
 - 최근 아베노믹스로 대변되는 일본의 강력한 양적완화 정책으로 엔화는 큰 폭으로 절하된 반면, 한국, 중국 등 신흥국의 통화는 상대적으로 절상 추세
 - 미국, 유럽 등 선진국들은 대체로 일본의 양적완화 정책을 묵인
 - 중국, 브라질 등 신흥국들은 양적완화 정책이 인플레이션을 유발하고 신흥국 통화 강세, 자산가격 상승 등 부작용을 초래한다고 비판하는 등 환율 갈등 고조
- ❖ 최근 상황은 1930년대 대공황 당시 상당수 국가에서 금본위제도를 폐지하고 자국 통화가치를 평가절하 했던 사례와 유사
 - 대공황 당시 상당수 국가에서 시행했던 평가절하 정책과 최근 주요국의 양적완화 정책 추진내용을 비교 평가하고 정책적 시사점을 도출

Contents

1. 연구배경
- 2. 대공황기 주요국의 평가절하 정책**
3. 최근 주요국의 양적완화 정책
4. 대공황기와 최근 정책 비교

대공황의 발생배경 (1)

❖ 1920년대 들어 많은 국가들이 제1차 세계대전으로 일시 이탈했던 금본위제도로 다시 복귀

- 금본위제 복귀시 각국은 상호 조정 없이 독자적으로 통화가치를 결정했는데, 이로 인해 각국 통화가치가 상대적으로 과대 혹은 과소평가되는 문제가 발생
- **과대평가**된 나라의 경우 통화가치 유지를 위해 고금리 등 긴축정책을 쓸 수 밖에 없었으며, 이는 디플레이션과 불황을 수반 (**영국**이 대표적)

전전 평가로 복귀 (과대평가의 경우)	- 영국, 스웨덴, 덴마크, 노르웨이 등 - 금본위제 복귀 당시 물가가 상대적으로 안정세에 진입 - 금본위제 복귀 이후 극심한 경기침체
전전 평가의 10-30%로 통화가치 하락	- 프랑스, 이탈리아, 벨기에 등 - 금본위제 복귀 당시 물가 불안이 지속 - 금본위제 복귀 이후 상당기간 양호한 경기흐름 지속
전전 평가의 10% 이하로 통화가치 하락	- 독일, 오스트리아, 폴란드, 포르투갈, 그리스 등 - 금본위제 복귀 직전 높은 인플레이션 경험 - 금본위제 복귀 이후 경기 상황은 국가별로 혼조

대공황의 발생배경 (2)

< 1920년대 금본위제 복귀 상황 >

	금본위제 복귀 연도	전전평가 대비 새평가 비율(%)
전전 평가의 10% 이하로 통화가치 하락		
독일	1923	0.0000000001
폴란드	1926	0.000026
오스트리아	1922	0.00007
헝가리	1924	0.0069
루마니아	1927	3.1
불가리아	1924	3.8
포르투갈	1929	4.1
그리스	1927	6.7
유고슬라비아	1925	8.9
전전 평가의 10-30%로 통화가치 하락		
핀란드	1924	13.0
벨기에	1926	14.5
체코슬로바키아	1923	14.6
프랑스	1926	20.3
이탈리아	1926	27.3
전전 평가로 복귀		
스웨덴	1922	100
네덜란드	1924	100
스위스	1924	100
영국	1925	100
덴마크	1926	100
노르웨이	1928	100

출처 : Feinstein, Temin and Toniolo(2008)

대공황의 발생배경 (3)

❖ 1920년대 들어 미국 경제는 호황이 이어지고 해외자본 유입이 확대되는 가운데 부동산과 주식투자 열풍으로 자산가격이 급등

- 전전 평가로 금본위제에 복귀하였으나, 경기호황과 충분한 금 보유 등으로 영국과 달리 통화가치 유지에 어려움이 없었음
- 오히려 통화가치 상승과 해외자본 유입을 억제하기 위해 금리를 인하해야 했으나, 1920년대말 주식시장 과열을 우려하여 금리인상 등 과도한 긴축정책 시행 (금본위제하의 국제적 통화정책 틀을 따랐던 영국과 달리 국내상황 개선에 주력)

⇒ 1929년 10월 주가 폭락 및 전 세계적 공황 초래

❖ 금융위기가 유럽 지역으로 확산되고 1931년 오스트리아 최대은행인 크레디트 안쉬탈트(Creditanstalt)의 파산을 계기로 대공황이 심화

- 금본위제 하에서 자국 통화가치 유지를 위해 각국 중앙은행은 팽창적 통화정책 보다는 긴축정책 지속 ⇒ 불황심화 ⇒ 은행위기 심화 악순환 발생
- 금융공황은 헝가리, 체코, 루마니아, 폴란드, 독일 등 중부 유럽으로 확산

주요국의 정책대응 – 독일

- ❖ 1924년 금본위제로 복귀한 이후 독일 경제는 외국자본에 크게 의존하여 배상금을 마련하고 경상수지 적자도 보전
 - 한편 재정지출을 통해 소비와 투자를 진작시켰으나, 1920년대 후반부터 본격화된 경기침체는 재정상황을 크게 악화
 - 1931년 6월 독일의 배상금 지불중단 선언으로 재정적자의 심각성이 노출
- ⇒ 정세불안 및 평가절하 예상으로 국내외 자금이 급격히 유출되고 은행위기 발생
- ❖ 1931년 7월 은행휴업과 **외환거래 통제**를 통해 **사실상 금본위제를 포기**
 - 그러나 팽창정책을 바로 시행하지 않고 상당기간 환율방어를 위해 긴축정책을 지속함에 따라 경제가 황폐화
 - * 당시 독일 제국은행은 국채 할인 혹은 공개시장매입이 법적으로 금지
 - 1932년부터 메포채권(Mefo Wechsel) 등을 이용하여 팽창적 통화정책을 시행하고 재할인율을 인하함에 따라 유동성 부족 문제와 경기침체가 완화되기 시작
- ❖ 외환통제를 통한 금본위제 포기 국가유형 : 오스트리아, 이탈리아 등

주요국의 정책대응 – 영국

- ❖ 1925년 영국은 전전 수준인 파운드 당 4.86달러로 금본위제로 복귀하면서, 수출경쟁력 저하로 국제수지 적자 누증과 심각한 경기침체 및 고실업에 직면
 - 파운드 환율 안정과 금태환을 유지하기 위해 재할인율을 인상하는 등 긴축정책을 강화하면서 경기불황이 심화
- ❖ 오스트리아와 독일의 금융위기 발생으로 영국도 1931년 9월 **금본위제를 포기**하고 **파운드화를 평가절하**
 - 양국에 거액의 융자를 하고 있던 영국은 대규모 자금유출과 경기침체 심화로 파운드 가치를 유지할 수 없음에 따라 금본위제를 포기
 - * 1937년까지 영국 파운드화는 30% 이상 평가절하
 - 이후 영연방을 비롯한 25개국이 1931년에 금본위제를 포기하고 평가절하 단행
- ❖ 1932년 7월 대영제국 경제회의를 열어 **자유무역 기조를 포기**하고 수입관세법 (Import Duties Act)을 도입
 - 그 결과 미국, 독일, 여타 금본위제 유지국가 등과의 무역비중은 크게 축소된 반면, 영국령 국가들과의 비중은 확대

* 프랑스 수출액은 1930년 30억 프랑에서 1932년 15억 프랑으로 감소

주요국의 정책대응 - 일본

❖ 영국의 평가절하 이후 엔화의 평가절하 가능성으로 해외자본이 급속히 유출됨에 따라, 1931년 12월 일본도 **금본위제를 포기**하고 **공격적인 확장적** 통화·재정 정책을 시행

- 엔화 가치는 1932년중에만 60% 하락
- 국채발행 규모를 2배 증가시키고, 할인율도 1932년 3월 6.57% → 1936년 4월 2.29%까지 인하
- 재정지출 규모를 1932~1934년중 매년 20%씩 증가시키는 등 디플레이션에서 탈피하고자 노력

❖ 이와 같이 과감한 팽창적 통화·재정정책(Takahashi-Nomics)으로 일본은 어느 국가보다도 먼저 대공황에서 성공적으로 탈출

- 대장상 다카하시 재임기간(1931~1936) 중 국민소득은 60% 증가하고 주가는 2배로 상승한 반면, 물가는 18% 상승에 그쳤음

* Bernanke는 다카하시가 매우 훌륭하게 일본을 대공황으로부터 구출했다고 극찬

주요국의 정책대응 – 미국

- ❖ 1930년 불황극복을 위해 **스무트-홀리 관세법(Smoot-Hawley Tariff Act)**을 도입하고 무역장벽 구축을 강화
 - 동 법안은 수입품에 최고 500%의 관세를 부과할 수 있도록 하였는데, 이후 주요국들이 경쟁적으로 수입관세를 인상하면서 보호무역주의가 전세계적으로 확산
- ❖ 1931년 영국의 금본위제 폐지로 금의 대외유출이 급증하자, 미 연준은 금본위제를 고수하고 환율안정을 위해 긴축정책을 시행
 - 1931년 10월중 할인율을 2차례에 걸쳐 인상(1.5% ➡ 2.5% ➡ 3.5%)
 - 그 결과 달러가치는 유지되었으나, 디플레이션 및 경기침체가 가속화
- ❖ 1933년 4월 루즈벨트 대통령 집권 직후 **금본위제를 폐지**하고, 1934년 1월 금 1온스 당 20.67달러에서 35달러로 **대폭 평가절하**
 - 대량의 예금인출로 인한 은행위기를 해결하기 위해 금본위제도 유지를 위한 더 이상의 긴축정책이 불가능

주요국의 정책대응 – 프랑스

- ❖ 프랑스는 1928년 전전 1/5수준으로 금본위제에 복귀하여 경제가 안정되고 대공황의 영향이 상대적으로 늦게 나타남
 - 영국, 미국 등 주요국의 평가절하 단행으로 금본위제 복귀 이후 누려왔던 경쟁력 우위가 사라지면서 대공황의 영향권에 진입
 - 그러나 금본위제 고수를 위해 재할인율을 인상하는 등 디플레이션 정책을 선택함으로써 경제침체가 가속화
- ❖ 1936년 9월 미국, 영국과 삼국협정을 체결하여 프랑화를 30% 평가절하하고 추후 상대국 통화대비 자국통화 가치를 합의한 수준에서 유지하기로 약속
 - 여타 국가에 비해 늦게 평가절하를 단행함에 따라 프랑스의 경기회복도 상대적으로 늦어지게 되었으며, 제2차 세계대전 발발까지도 완전한 회복이 지연
- ❖ 프랑스의 평가절하로 1931년 영국에서 시작되었던 글로벌 평가절하의 순환 사이클이 마무리되게 되었으며, 이후 세계경제는 대공황에서 탈피

평가절하 정책의 영향 및 평가(1)

- ❖ 대공황기 금본위제 하에서 자유로운 국제자본이동 및 환율안정과 독자적 통화 정책이 동시에 이루어진다는 것은 불가능(Trilemma)
 - 금본위제를 폐지하고 평가절하를 통해 팽창적 통화정책을 쓰든지,
 - 금본위제를 유지하고 환율안정을 위해 긴축정책을 하든지 택일해야 했던 상황
- ➡ 궁극적으로 **황금 족쇄(golden fetters)**에서 탈피해야 디플레이션 및 경기불황의 악순환에서 벗어나기 위한 팽창적 거시정책이 가능(Eichengreen, 1992)
 - * 당시 금본위제는 가장 이상적인 경제제도의 표상으로 인식되었으며, 정치인, 정책당국자 및 지식인들 모두 이와 같은 맹목적 믿음에서 벗어나 새로운 정책을 폈다는 것이 쉽지 않았음
- ❖ 그러나 국제적 협력체제의 부재로 금본위제 탈피 및 평가절하 조치 등이 **국제적 합의 없이** 독자적으로 진행
 - 각 국가의 일방적인 결단으로 금본위제 폐지 및 평가절하 조치가 다양한 형태로 단행되었고, 이 과정에서 국가간 혼란과 갈등이 심화

평가절하 정책의 영향 및 평가 (2)

< 대공황기 금본위제 폐지 및 평가절하 유형 >

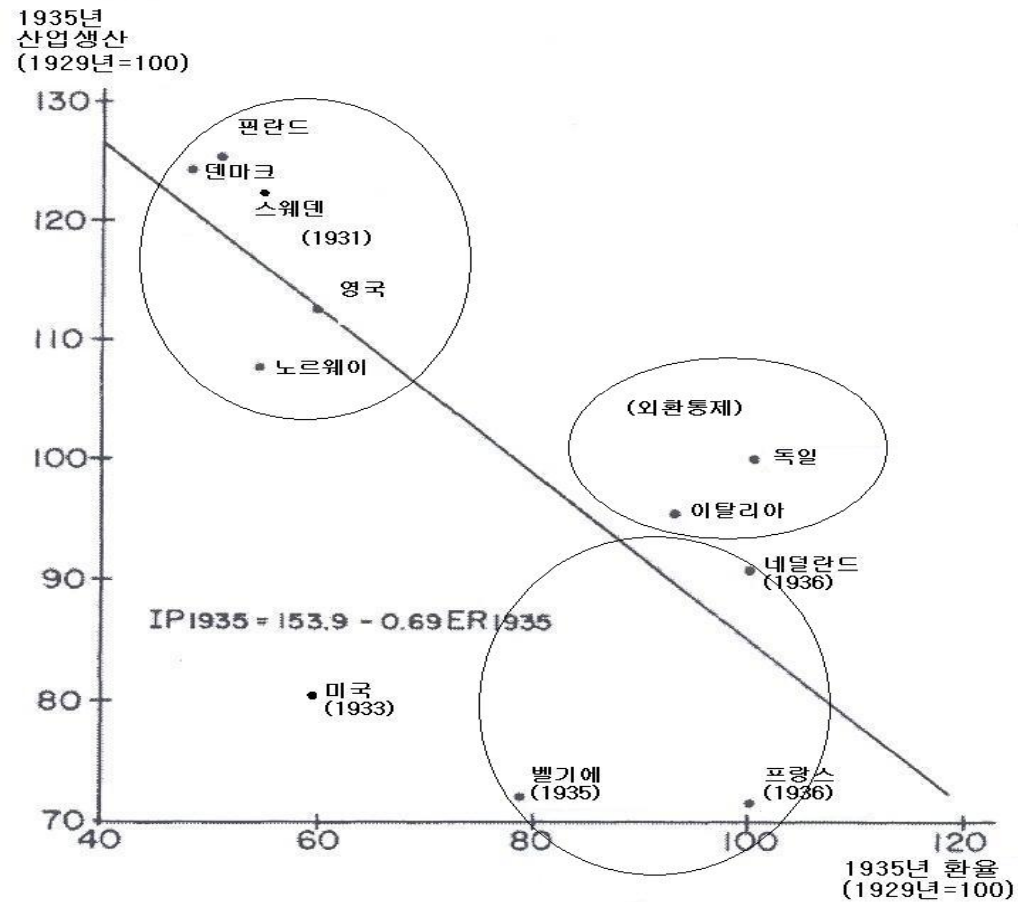
초기에 금본위제를 폐지하고 평가절하를 단행한 국가	- 영국(1931.9월) 및 영연방국가, 스웨덴(1931.9월), 일본(1931.12월) 등 - 제1차 세계대전 이후 전전수준으로 금본위제에 복귀하여 환율이 과대 평가되었던 국가
외환통제를 통해 실질적으로 금본위제를 폐지한 국가	- 독일(1931.7월), 이탈리아(1935.7월) 등 - 실질적인 금본위제 폐지에도 평가절하를 단행하지 않고 환율 유지를 위해 상당기간 긴축정책 지속
상대적으로 늦게 금본위제를 폐지하고 평가절하한 국가	- 미국(1933.4월), 프랑스(1936.9월), 폴란드, 벨기에 등 - 미국을 제외하고 대부분 평가절하한 이후 금본위제에 복귀한 국가 (금본위제 복귀 이후 경기상황이 상대적으로 양호)

❖ 금본위제를 포기하고 **평가절하를 빨리 단행**했던 국가일수록 상대적으로 **빠른 경제회복**을 달성

- 1931년 평가절하를 단행했던 영국, 일본, 스웨덴, 핀란드, 덴마크 등은 회복세가 빨랐던 반면,
- 1936년까지 금본위제를 고수했던 프랑스, 폴란드, 벨기에 등은 늦은 회복세 시현

평가절하 정책의 영향 및 평가 (3)

< 금본위제 폐지, 평가절하 및 경기회복 상황 >



자료 : 양동휴(2009)

평가절하 정책의 영향 및 평가 (4)

❖ 주요국의 소위 **경쟁적 평가절하(competitive devaluation)** 정책은 당시 보호 무역주의와 맞물려 세계교역량을 급감시키고 글로벌 경제의 동반 회복시기를 지연

- 1930~1932년중 세계무역 규모는 물량기준으로 25%, 금액기준으로 61%가 감소
- 미국의 경우 1920년대 5% 내외였던 실업률이 1930~38년에는 18%대로 급증하였으며, 동 기간중 독일은 4%에서 8%대로 상승

< 세계교역량 감소 추이 >

(1929=100)

	1929	1930	1931	1932
무역액 (경상가격)	100	81	58	39
무역량	100	93	85	75
가격	100	87	68	52

출처 : League of Nations(1939)

< 주요국의 실업률 추이 >

(단위 : %)

	제조업		전체	
	1921~29	1930~38	1921~29	1930~38
미국	7.7	26.1	4.9	18.2
영국	12.0	15.4	6.8	9.8
프랑스	3.8	10.2	-	-
독일	9.2	21.8	4.0	8.8
벨기에	2.4	14.0	1.5	8.7
덴마크	18.7	21.9	4.5	6.6
네델란드	8.3	24.3	2.4	8.7
스웨덴	14.2	16.8	3.4	5.6

출처 : 양동휴(2000)

평가절하 정책의 영향 및 평가 (5)

❖ 그러나 국제적 협의체제가 부재했던 상황에서 금본위제 폐지와 평가절하 정책은 대공황 탈피를 위한 **차선의 정책(second-best policy)**이었던 것으로 평가

- 금본위제를 폐지하지 않았을 경우 긴축정책을 지속할 수 밖에 없어 대공황에서 탈피하는 것이 근본적으로 불가능

* 당시 금본위제 하의 고정환율제도는 세계적으로 공황이 파급되도록 하는 전달기제 역할

- 국제적 합의 하에 금본위제를 폐지하고 모든 국가가 일시에 적정 수준으로 평가절하하는 것이 **최선의 정책(best policy)**이었으나, 이는 당시 선택이 불가능한 정책 대안

* 당시 평가절하의 부정적 영향은 경쟁적으로 가치 절하가 이루어졌다는데 있기 보다는 평가절하가 빨리 확산되지 못하고 국내 경제정책도 팽창적이지 못했다는 데에 기인

- 궁극적으로 금본위제 탈피 및 평가절하를 통한 적극적인 팽창정책 수행으로 대공황으로부터 벗어나는 것이 가능

* 양동휴(2000, 2009), Eichengreen(2013), Eichengreen and Sachs(1985), Feinstein, Temin and Toniolo(2008)

Contents

1. 연구배경
2. 대공황기 주요국의 평가절하 정책
- 3. 최근 주요국의 양적완화 정책**
4. 대공황기와 최근 정책 비교

의미 및 시행배경

- ❖ 양적완화 정책은 중앙은행의 **비전통적 통화정책수단**으로 금리인하를 통한 경기 부양효과가 한계에 부딪혔을 때 중앙은행이 국채 등 자산을 매입하여 시중에 유동성을 직접 공급하는 정책
 - 2001년 일본은행이 제로금리 하에서 일본은행 당좌예금 잔액을 확대하는 비전통적 통화정책을 도입하면서 처음으로 사용
 - 제로금리 목표 하에서 정책금리를 0%로 유지하는데 필요한 규모 이상으로 중앙은행의 대차대조표 규모를 확대하는 정책으로 정의(Bernanke et al, 2004)
- ❖ 2008년 글로벌 금융위기 이후 주요 선진국을 중심으로 **제로금리와 양적완화** 정책이 다시 시행
 - 글로벌 금융위기 대응과정에서 미국, 일본 등 주요 선진국은 정책금리를 인하하여 2009년초부터 실질적으로 제로금리를 유지
 - 추가 금리인하를 통한 확장적 통화정책의 여지가 제한됨에 따라 주요 선진국 중앙은행들은 양적완화 정책을 추진

주요국의 양적완화 정책 – 미국

❖ 글로벌 금융위기를 맞아 미 연준은 2007년 9월부터 연방기금금리를 낮추기 시작하여 2008년 12월에는 0~0.25%까지 인하

▪ 제로금리 정책과 더불어 총 3차례에 걸쳐 양적완화를 시행중

< 미국 양적완화 정책의 주요내용 >

발표시기	규모 및 내용	매입대상	기간	비고
2008.12월 (QE1)	국채 3,000억 달러, MBS 1조 4,500억 달러	MBS, 장기국채	2008.12 - 2010.3월	기준금리 1%에서 0~0.25%로 인하
2010.11월 (QE2)	국채 6,000억 달러, 만기도래 채권 재투자	장기국채	2010.11-2011.6월	기준금리 2014년말까지 0~0.25% 유지
2012.9월 (QE3)	월 400억 달러	MBS	2012.9월 - 무제한 (open-ended)	기준금리 2015년 중순까지 0~0.25% 유지
2012.12월 (QE3 추가)	월 450억 달러	장기국채	2013.1월 - 무제한 (open- ended)	실업률 6.5%, 인플레이션 2.5%를 넘지 않는 한 양적완화 정책 유지

주요국의 양적완화 정책 – 일본

❖ 2001~2006년중 이미 제로금리 정책을 실시하였던 일본은 글로벌 금융위기를 맞아 2008년 12월 기준금리를 0.1%로 인하하고 **양적완화 정책을 재도입**

- 2010년 10월부터 장단기 국채 및 은행의 적격담보대출 등을 대상으로 자산매입 프로그램(APP: Asset Purchase Program)을 운용하고 매입한도를 지속 확대

* 자산매입한도 : 2010.10월(70조엔) ➡ 2012.12월(101조엔) 로 증액

- 2012년 10월 기준금리를 기존 0.1%에서 0~0.1%로 인하

❖ 2013년 1월 이후에는 **아베노믹스**로 대변되는 공격적인 양적완화 정책 추진

- 디플레이션 극복을 위해 물가목표를 2%로 설정하고 이를 조기에 달성하기 위해 무기한 양적완화 실시

* 자산매입한도 소진시 2014년부터 매입한도와 기한을 정하지 않고 무기한 자산매입 실시

- 2014년말까지 통화량 규모를 2배로 확대하기 위해 국채매입 규모도 2배 증액
- 금융완화 지표도 익익률 콜금리에서 통화량으로 변경하고, 장기국채 보유액 상한선을 철폐하는 한편, 매입자산에 ETF도 포함하는 등 매입자산 다양화

주요국의 양적완화 정책 – 영국

- ❖ 영란은행도 정책금리를 2009년 3월에는 사상 최저 수준인 0.5%로 인하하고, 최대 1,500억 파운드 규모의 국채와 회사채를 인수 방침을 발표하는 등 **유럽의 중앙은행** 가운데 **최초로** 양적완화 정책을 시행
 - 이후 자산매입한도 증액을 통해 양적완화 규모를 지속적으로 확대
 - * 자산매입한도 : 2011.10월(2,750억 파운드) ➡ 2012.2월(3,250억 파운드)
➡ 2012.10월(3,750억 파운드)
- ❖ 영란은행의 자산매입 프로그램은 2012년 11월 종료되었으나, 최근 양적완화 정책이 **다시 재개될 가능성**이 높아지고 있음
 - 2013.2월 통화정책위원회에서 Mervin King 총재를 비롯한 일부 위원들은 자산매입프로그램 한도를 4,000억 파운드로 확대하는 추가 양적완화에 찬성
 - 사상 최저 수준인 0.5% 기준금리를 추가 인하하는 방안도 검토
 - 영란은행 총재 내정자인 Mark Carney 현 캐나다 중앙은행 총재도 영란은행 대차대조표를 공격적으로 확대할 의사를 표명

주요국의 양적완화 정책 – 유로존

❖ 유럽중앙은행(ECB)도 금리를 낮추기 시작하여 2012년 7월 0.75%까지 인하하고, 2차례에 걸친 장기대출프로그램(LTRO)을 통해 유동성을 공급

▪ 이와 더불어 재정위기 국가의 국채를 매입하는 SMP 및 OMT 프로그램을 도입

* OMT는 실제 시행되지 않았으나, 동 제도 도입 이후 유럽 재정위기가 안정화

< ECB의 SMP 및 OMT 프로그램 주요내용 >

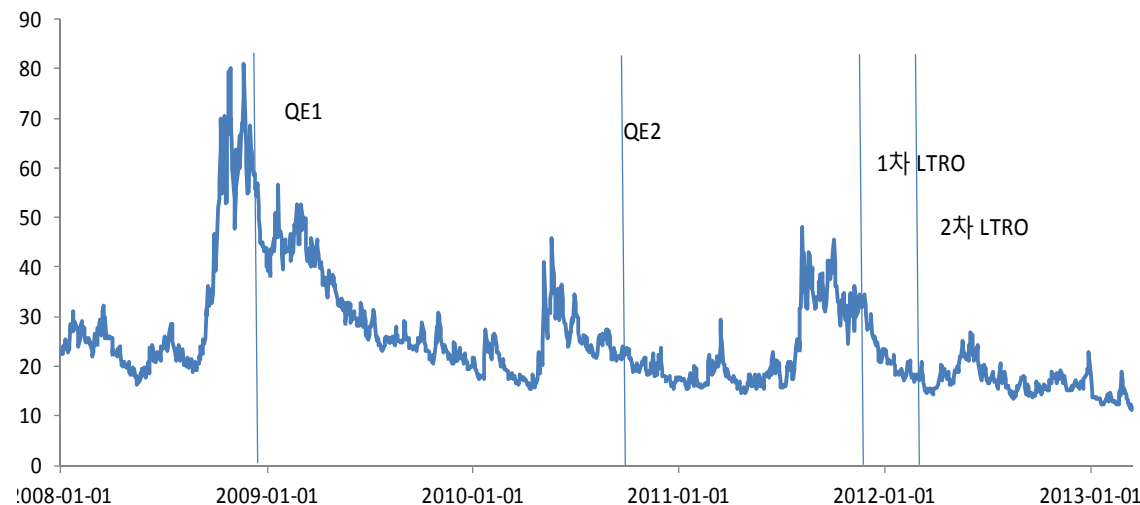
	Securities Markets Program	Outright Monetary Transactions
도입시기	2010. 5월	2012. 9월
매입대상	국채, 정부보증채 등 장·단기 국채	1~3년 단기국채 및 만기도래 장기 국채
실시조건	국채 금리가 7%에 이를 경우 ECB가 자체 판단하여 시행	해당 국가가 EFSF나 ESM에 요청 및 긴축 조건 수용
규모	주당 최대 매입액 200억 유로로 제한적	무제한(Outright)
기간	한시적으로 국채 매입	목적 달성 시까지 지속하되, 긴축 미 이행시 매입 중단
변제순위	ECB 보유 국채 최우선 변제	민간채권과 동일

양적완화 정책의 영향 (1)

❖ 2008년 글로벌 금융위기 이후 주요 선진국의 양적완화 정책은 **글로벌 금융시장 안정**에 기여

- 미 연준의 QE는 금융기관의 연쇄도산을 막아 위기확산을 방지하고 주택시장의 경색도 크게 완화
- ECB의 LTRO는 약 1조 유로 상당을 은행권에 직접 공급함으로써 자금경색을 완화시키고 재정위기가 금융위기로 전이되는 것을 차단

< 글로벌 VIX 지수 추이 >



양적완화 정책의 영향 (2)

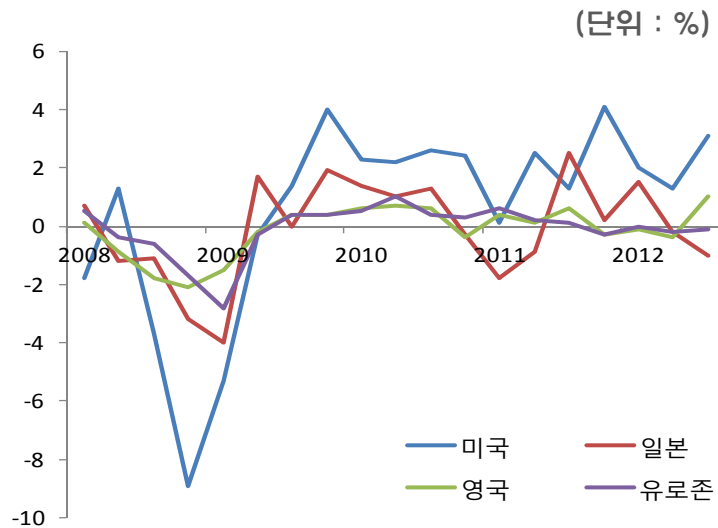
❖ 미국 등 주요 선진국의 양적완화 정책은 완만하기는 하나 **글로벌 경기회복**에 기여

- 글로벌 금융위기 직후인 2008년 4/4분기 크게 하락했던 주요국 경제성장률은 미 연준의 QE1, ECB의 LTRO 시행 이후 완만하게 회복되는 모습

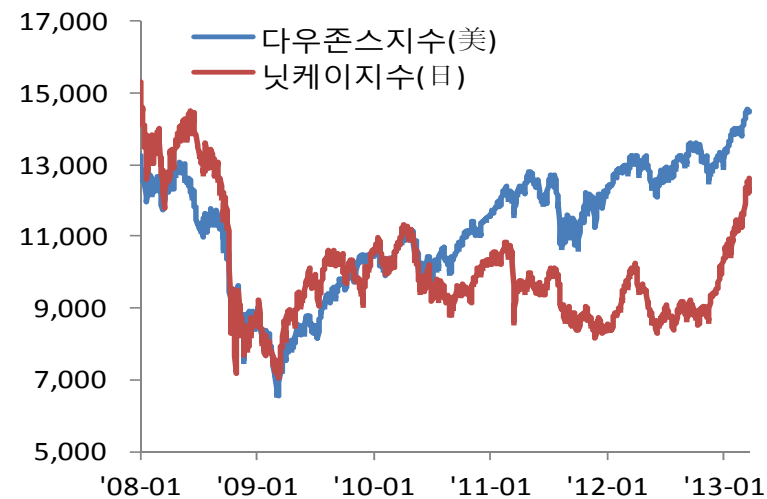
* 2008년 4/4분기 미국은 -8.9%, 영국 -2.1%, 유로존 -1.7%의 경제성장률을 기록

- 일본은 11월 이후 주가가 계속 최고치를 경신하는 등 활황세 지속

< 주요국 경제성장률 >



< 미국 및 일본의 주가 지수 >

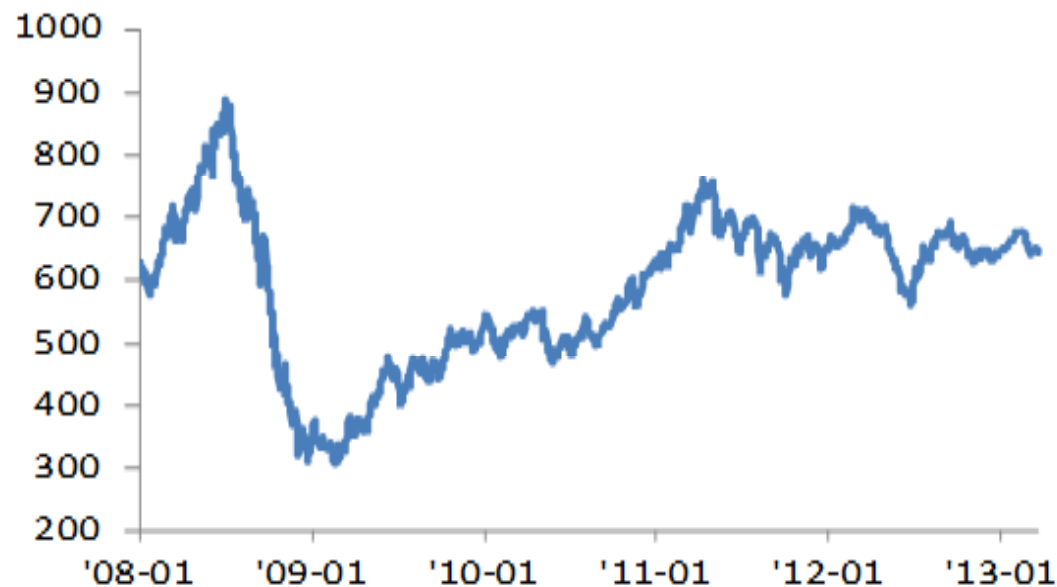


양적완화 정책의 영향 (3)

❖ 주요 선진국의 금리인하와 연이은 양적완화 조치는 과도한 글로벌 유동성으로 이어지고, 이는 **원자재가격 상승**과 **인플레이션을 초래**할 우려

- 국제 원자재시장으로의 자본유입이 급증함에 따라 글로벌 원자재 가격 상승
 - * 글로벌 금융위기 이후 급락하였던 국제 원자재가격은 2009년 이후 오름세
- 특히 신흥국으로 유입된 해외자본은 자산가격을 상승시키고 인플레이션을 유발

< 국제 원자재가격 지수 >



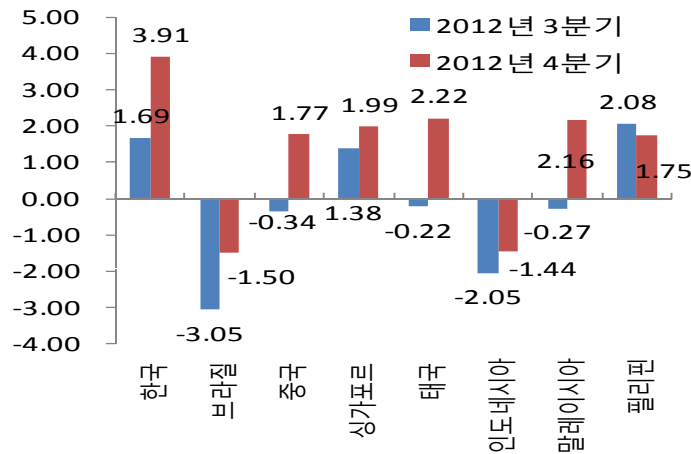
양적완화 정책의 영향 (4)

❖ 최근 일본의 공격적 양적완화 및 엔저 유도 노력 등으로 국제외환시장의 변동성이 확대되고 **환율을 둘러싼 국가간 갈등이 고조**

- 풍부해진 글로벌 유동성이 신흥국으로 크게 유입되면서 이들 국가의 통화가치가 절상되고 수출경쟁력이 약화
- 중국과 브라질 등 신흥국들은 주요 선진국의 양적완화 정책이 외환시장 불안과 인플레이션을 유발시키고 있다고 비판

< 신흥국 통화의 달러대비 절상률 >

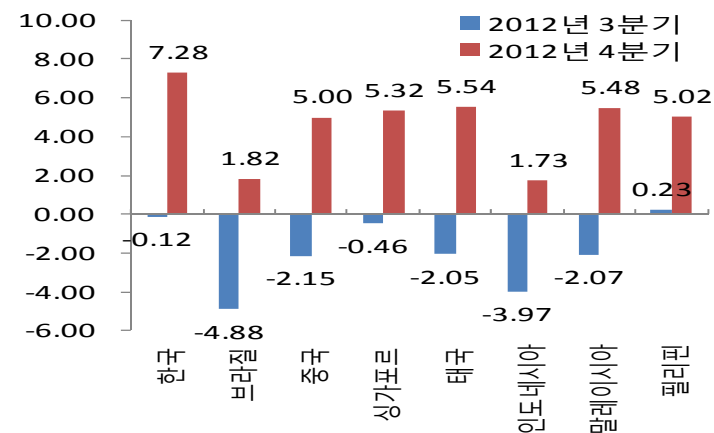
(단위 : %)



주 : 전기대비

< 신흥국 통화의 엔화대비 절상률 >

(단위 : %)



주 : 전기대비

1. 연구배경
2. 대공황기 주요국의 평가절하 정책
3. 최근 주요국의 양적완화 정책
4. 대공황기와 최근 정책 비교

대공황기 평가절하 vs. 최근 양적완화 정책 (1)

(시행배경 : 통화정책체계의 한계)

❖ 대공황기

- 금본위제 하에서는 경기불황에 직면해도 환율유지 및 자본유출 억제를 위해 금리 인하 등 팽창적 통화정책을 시행하는데 한계가 있었음
 - ➔ 대공황기 초기 경기불황 심화의 원인으로 작용
- 이에 많은 국가들이 금본위제를 포기하고 평가절하라는 수단을 통해 리플레이션 (reflation) 정책을 수행함으로써 경기를 부양하고 대공황에서 탈피

❖ 최근 양적완화

- 미국, 일본 등 주요국의 제로금리정책으로 전통적 금리파급경로가 작동하지 않는 가운데 비전통적 통화정책수단의 일환으로 시행
- 이 과정에서 자유변동환율제와 글로벌화된 금융시장을 배경으로 간접적으로 통화가치의 절하가 이루어지고 있음

대공황기 평가절하 vs. 최근 양적완화 정책 (2)

(시행배경 : 환율 misalignment)

❖ 대공황기

- 1920년대 금본위제로 복귀하는 과정에서 상당수 국가들이 전전 환율수준을 적용하면서 **통화가치가 과대 평가** → 영국, 일본 등이 대표적, 가장 먼저 평가절하 → 상대적으로 가장 먼저 경기회복
- 미국의 경우 달러화를 **금에 대해 평가절하** → 전세계적으로 리플레이션 (reflation) 정책을 수행한 효과 → 전세계적인 경기회복 도모

❖ 최근 양적완화

- 최근 주요 선진국의 양적완화 정책은 이와 같은 **대공황기의 교훈**에 기반
 - * 글로벌 금융위기 및 유럽 재정위기 이후 안전자산 선호 등으로 **일본 엔화**가 자국 경제 여건과는 무관하게 과도하게 절상 → 최근 엔화 절하는 이에 대한 시정 차원
 - * **미국 달러화**, 일본 엔화 등 주요 기축통화의 양적완화 정책 → 대공황기 미 달러화의 경우처럼 글로벌 리플레이션 정책 효과 → (단기적) 신흥국 부담, 선진국 경기회복 → (장기적) 글로벌 경기회복 기여

대공황기 평가절하 vs. 최근 양적완화 정책 (3)

(디플레이션의 비대칭성)

❖ 대공황기

- 전세계적으로 선진국 및 후진국 모두 극심한 경기침체와 디플레이션에 시달리면서, 이로부터 벗어나기 위한 팽창적 통화정책이 시급

⇒ 이에 따라 금본위제를 폐지하고 평가절하를 단행했던 선진국의 리플레이션 정책은 후진국을 포함하여 **글로벌 차원에서 경제위기를 극복하는 방향과 일치**

❖ 최근 양적완화

- 글로벌 금융위기 이후 최근 상황은 선진국의 경우 경기침체와 디플레이션 위협에 시달리는 반면, 신흥국의 경우는 상대적으로 경기가 양호
- 이 과정에서 풍부해진 글로벌 유동성이 신흥국으로 크게 유입되면서 자산가격 상승을 초래하고 인플레이션 압력 점증

⇒ 디플레이션 우려가 선진국에만 비대칭적으로 나타나면서 선진국의 양적완화 정책이 **신흥국에 인플레이션을 초래한다는 부작용 동반**

대공황기 평가절하 vs. 최근 양적완화 정책 (4)

(국제적 정책협력)

❖ 대공황기

- 제1차 세계대전 이후 영국이 세계경제를 안정시킬 수 있는 능력과 지도력을 상실하였으나 이를 대체할 국가가 부재
 - ➔ 대공황 위기 극복을 위한 **국제적 정책협력체제가 크게 약화**
- 세계 각국이 자국이익 보호에만 몰두하여 경쟁적 평가절하와 보호무역 조치 등 근린궁핍화(beggars thy neighbor) 정책을 추진하면서 갈등과 혼란 초래

❖ 최근 양적완화

- 현재 국제적 정책공조 노력을 기울일 수 있는 G20 등 국제적 정책협력체제가 존재하고 있으나, 각국의 경제상황 및 이해관계 등의 차이로 결속력이 약화
- 특히 **선진국과 신흥국** 간의 환율 및 인플레이션 문제 등을 둘러싼 **갈등이 심화** 되면서 국제적 정책공조 강화를 위한 노력이 시급한 상황

요약 및 시사점

- ❖ 대공황기 평가절하는 국제적 정책협력이 부재한 상황 하에서 당시 주요국이 대공황에서 탈피하기 위해 선택했던 불가피한 정책
 - 일반적으로 근린궁핍화 정책의 한 축으로만 인식되고 있으나, 당시 상황을 고려할 때 긍정적 측면이 더 컸던 정책으로 평가
 - 최근 주요 선진국의 양적완화 정책은 이와 같은 대공황기의 교훈에 근거
 - * 미국의 QE, 일본의 아베노믹스
 - * Eichengreen(2013)은 국제적 공조노력이 약화되고 있는 최근 상황에서 차선의 정책으로 선진국의 양적완화와 신흥국의 재정긴축을 제시
- ❖ 국제적 정책협력 강화가 중요
 - 대공황기 강력한 국제적 정책협력체제가 존재했더라면, 합의된 금본위제 폐지와 질서 있는 평가절하 등을 통해 대공황이 악화되는 것을 예방하는 것이 가능
 - 최근 선진국과 신흥국 간의 갈등이 고조되고 있는 상황에서 국제공조체제를 강화하기 위한 노력이 시급