

보도자료

보도일시	2020년 11월 10일(화) 조간
담당자	정대희 KDI 경제전략연구부 연구위원 (044-550-4211, dhjeong@kdi.re.kr)
배포일시	2020년 11월 9일(월) 09:00
배포부서	KDI 홍보팀(044-550-4030, press@kdi.re.kr)

통화 공급 증가의 파급효과와 코로나19 경제위기

정대희 경제전략연구부 연구위원

본고는 2020년 하반기 『KDI 경제전망』에 수록될 예정입니다.

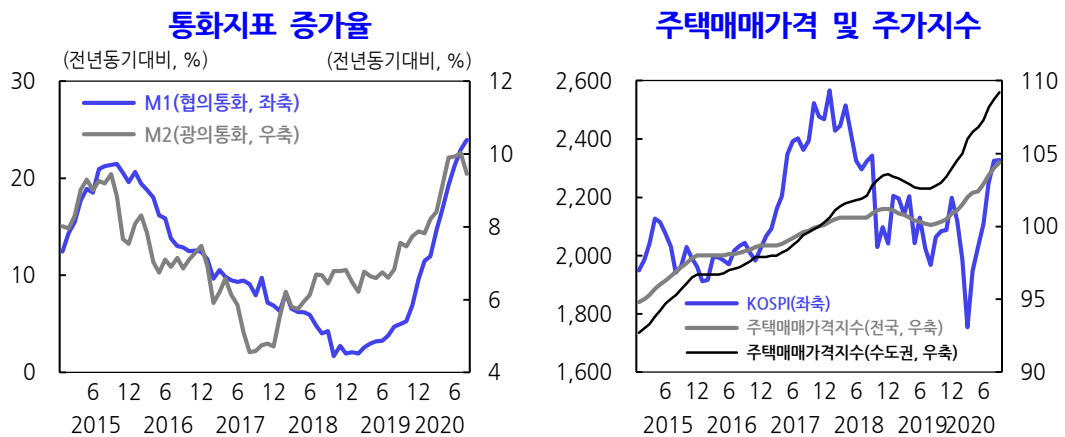
통화 공급 증가의 파급효과와 코로나19 경제위기

연구위원 정대희

1. 문제제기

■ 코로나19 위기를 극복하기 위한 경제정책이 실물경기의 회복에는 기여하지 못한 채 통화량을 빠르게 늘려 자산가격만 상승시키는 것은 아닌지 우려가 제기됨.

- 한국은행의 두 차례에 걸친 기준금리 인하, 정부의 코로나19 충격에 대응한 긴급 유동성 공급정책 및 추경 편성 등으로 통화 공급이 빠르게 늘면서 올해 2/4분기 중 경제 전반의 통화량을 나타내는 광의통화(M2)는 비교적 높은 증가율을 기록
- 한편, 주택가격은 수도권 아파트를 중심으로 상승세가 지속되었고 주가지수도 코로나19 충격 이후 반등한 상황이나, 실물경기의 개선은 지연되고 있는 모습



자료: 한국은행; KB국민은행.

■ 본고는 통화 공급 증가의 거시경제 파급효과에 대한 분석을 통해 코로나19 충격에 대응한 경제정책의 유효성을 평가하고, 이를 바탕으로 정책 시사점을 제시하고자 함.

- 특히 코로나19 확산이 대면 서비스업을 중심으로 공급 제약을 초래한다는 점을 고려하여 코로나19 대응 경제정책의 효과성을 검토하고자 함.

2. 최근 통화량 증가의 요인

■ 통화량이 최근 빠르게 증가한 것은 코로나19 충격으로 기업부문의 유동성 수요가 확대된 가운데, 이에 대응한 확장적 통화·재정정책과 금융안정정책으로 통화 공급이 늘어난 데 주로 기인

- 보유주체별 통화량을 살펴보면, 가계보다는 기업부문을 중심으로 통화량이 증가하고 있어 코로나19 확산 이후 매출액 감소에 따른 운전자금 수요가 확대되었음을 시사

보유주체별 통화량 증가율

(전년동기대비, %, %p)

구분	2019년 연간	2020년									
		1/4 분기				2/4 분기					
		1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월		
통화량(M2)	7.0	7.8	8.2	8.4	8.1	9.1	9.9	9.9	9.7	10.0	9.5
기업부문	8.5 (2.2)	8.6 (2.3)	10.0 (2.6)	11.3 (3.0)	10.0 (2.7)	14.6 (3.9)	16.5 (4.3)	16.1 (4.3)	15.7 (4.1)	15.8 (4.2)	15.6 (4.1)
가계 및 비영리단체	4.8 (2.5)	7.1 (3.7)	6.6 (3.4)	6.7 (3.5)	6.8 (3.5)	6.7 (3.5)	7.1 (3.7)	8.0 (4.1)	7.3 (3.8)	8.4 (4.3)	8.1 (4.1)

주: 괄호 안은 전체 통화량 증가율에 대한 기여도임.
자료: 한국은행.

- 이와 같은 통화량 증가는 한국은행의 두 차례에 걸친 기준금리 인하(1.25% → 0.5%), 정부의 네 차례에 걸친 추경 편성, 「민생금융안정 패키지 프로그램」을 통한 82.0조원(10월 30일 기준)의 유동성 공급, 금융기관 규제 유연화 및 대출만기 연장·이자유예 조치 등 적극적 통화·재정정책과 위기 대응 금융정책을 통해 뒷받침됨.

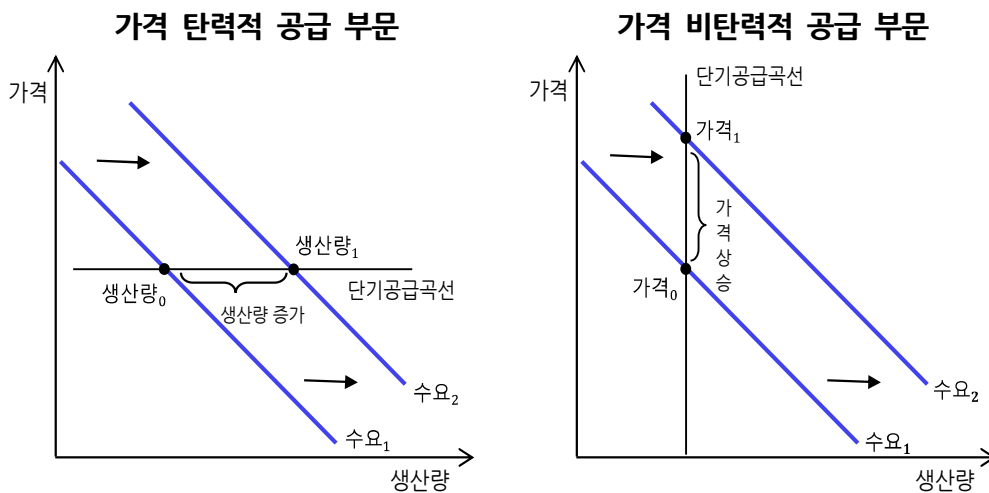
※ 자세한 내용은 <참고 1: 한국은행과 정부의 코로나19 충격 대응 경제정책> 참조

- 다만, 통화량은 거시경제정책뿐만 아니라 경제규모, 금융환경과 제도 및 경제주체들의 선호 등에 따라 장기 추세를 가지고 변동하므로, 최근 증가한 통화량 전체를 코로나19 충격에 대응한 확장적 거시경제정책의 결과로 보기는 어려움.

3. 통화 공급 증가의 거시경제 파급효과

■ 통화 공급 증가는 단기적으로 경제 전반의 수요를 확대시킴으로써 경제활동을 촉진하고 물가를 상승시키지만, 이러한 효과는 부문별 특성에 따라 차별적으로 나타날 것임.

- 통화 공급을 증가시키는 경제정책은 경제 내 모든 부문에서 수요를 자극하는 효과를 지님.
- 장기적으로는 통화 공급으로 수요가 증가하더라도 실질통화량과 실질생산이 변하지 않는다는 통화의 중립성(neutrality of money)을 가정하는 경우, 명목가격만 통화량 증가에 비례하여 상승하고 물량은 변하지 않게 됨.
- 단기적으로는 공급의 가격 탄력성이 높을수록 가격보다는 물량이 증가하는 효과가 크고, 공급의 가격 탄력성이 낮을수록 물량보다는 가격이 상승하는 효과가 크게 됨.
 - 공급의 가격 탄력성이 높은 경우(가격 탄력적 공급 부문) 수요의 증가는 물량 증가로 나타나는 반면, 반대의 경우(가격 비탄력적 공급 부문)에 수요의 증가는 가격 상승으로 나타날 수 있음.
- 따라서 통화량이 증가할 때, 공급이 가격에 비탄력적으로 반응할 수밖에 없는 상황 또는 부문이라면 생산은 개선되지 못한 채 가격만 빠르게 상승하는 모습을 나타낼 수 있음.



자료: Belke, Orth, and Setzer, "Liquidity and the Dynamic Pattern of Asset Price Adjustment: A Global View," *Journal of Banking and Finance*, 34(8), 2010, p.1935에서 참조.

■ 실증분석 결과, 통화 공급 증가는 주택가격을 단기적으로 상승시키는 경향이 있으나, 실물경제에서는 가격과 더불어 생산을 증대시키는 영향도 존재

● 통화 공급이 증가할 때, 경제 전체의 산출물 가격을 나타내는 GDP디플레이터는 1년 이상의 시차를 두고 상승하는 반면, 주택가격은 상대적으로 빠르고 큰 폭으로 반응하였고 주가지수의 반응은 유의하지 않았음.

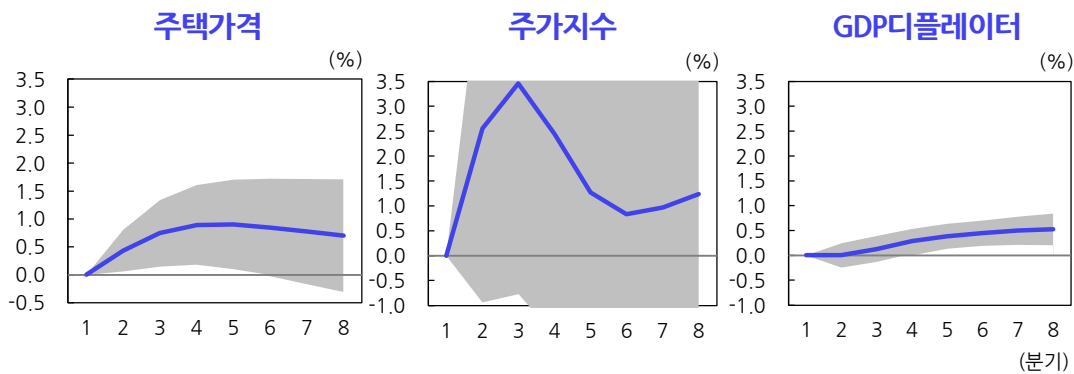
- 통화 공급 충격으로 통화량이 1.0% 증가할 때, GDP디플레이터가 8분기에 걸쳐 0.5%가량 상승하는 반응을 보였던 반면,
- 주택가격은 4분기에 걸쳐 0.9%가량 상승하여 GDP디플레이터에 비해 2배가량 빠르고 큰 반응을 나타낸 후 조정되는 모습이며, 주가지수의 반응은 상대적으로 컸으나 유의하지 않았음.

● 이와 같은 결과는

가) 주택시장은 실물경제 부문과 달리 공급이 탄력적으로 반응하지 못하여 통화 공급 증가의 영향이 단기적인 가격 상승으로 나타날 수 있고, 주식시장은 가격 변동성이 높은 데 반해 통화 공급 증가의 영향이 상대적으로 작다는 점을 시사

나) 재화와 서비스를 생산하는 실물경제 부문은 자산시장에 비해 상대적으로 공급이 탄력적으로 반응하면서 통화 공급 증가가 가격 상승과 더불어 생산 증가로 이어질 수 있음을 시사

통화 공급 증가가 가격변수에 미치는 영향



주: 1) 통화 공급 충격에 대한 가격변수의 반응은 Belke, Orth, and Setzer, "Liquidity and the Dynamic Pattern of Asset Price Adjustment: A Global View," *Journal of Banking and Finance*, 34(8), 2010을 참고하였으며, 내생변수로 'GDP, GDP디플레이터, 주택매매가격, 코스피 주가지수, 광의통화(M2), 콜금리, 원달러 환율'을 이용하고 외생변수로 '상수항, 시간추세, 달러표시수입물가'를 고려한 벡터자기회귀모형(Vector Auto-Regression: VAR)을 이용하여 추정(2000년 1/4분기부터 2020년 2/4분기까지의 자료 사용).
 2) x축은 충격 발생 이후의 분기를 나타내며, 회색음영은 추정치의 2표준편차 신뢰구간을 의미함.
 자료: 한국은행; 저자 계산.

■ 경제 전체의 생산에 미치는 영향을 살펴본 결과, 통화 공급 증가는 제조업을 중심으로 유의미한 생산 증대 효과를 지니고 있는 것으로 나타남.

● 통화 공급 증가로 통화량이 1.0% 증가하는 경우, GDP는 3분기에 걸쳐 최대 0.5% 까지 증가하는 것으로 나타남.

- 통상적인 효과를 가정한다면, 코로나19 충격에 대응한 경제정책*은 2~3분기가량의 시차를 두고 생산을 1.0%가량 증대시키면서 경기하락을 완충할 수 있음을 의미

* 정책대응에 따른 통화 공급 규모를 엄밀히 산정할 수는 없으나, <참고 1: 한국은행과 정부의 코로나19 충격 대응 경제정책>을 고려하여 통화량의 2% 정도 수준으로 가정

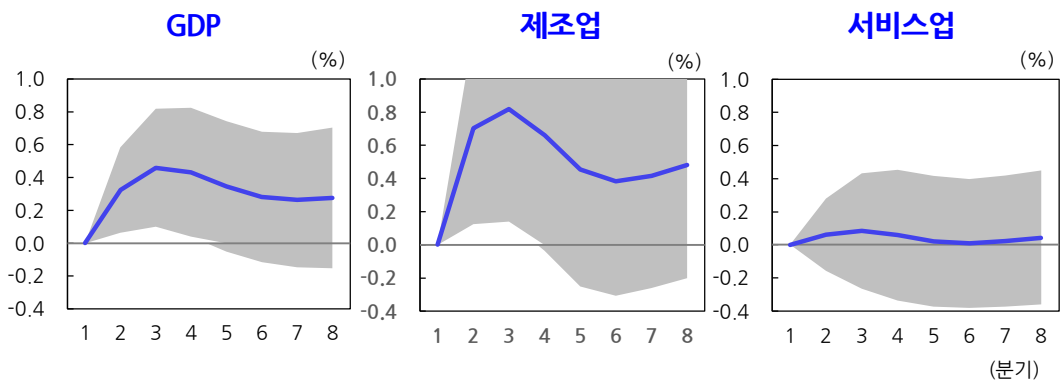
● 제조업과 서비스업 부문에 대하여 동일한 분석을 실시하는 경우, 제조업에서는 단기에 생산이 증가하였으나, 서비스업 생산은 유의한 반응을 나타내지 않았음.

● 이는 제조업이 서비스업에 비해 공급의 가격 탄력성이 상대적으로 높다는 점을 반영하는 결과로 해석됨.

- 실제로 제조업과 서비스업 산출물 가격(디플레이터)의 반응을 살펴보면, 제조업이 서비스업에 비해 천천히 상승하는 모습을 보이고 있어 제조업 공급이 상대적으로 높은 가격 탄력성을 지니고 있음을 시사

- 다양한 서비스업의 특성을 일반화하기는 어려우나, 재고관리가 어려우며, 제조업에 비해 상대적으로 자본집약도가 낮아 기존 설비의 가동을 증가를 통한 공급 확대가 힘든 점들이 서비스업 공급의 가격 탄력성을 낮추는 요인으로 작용하는 것으로 사료

통화 공급 증가가 생산에 미치는 영향



주: 1) 통화 공급 충격에 대한 부문별 생산의 반응은 앞선 VAR 모형에서 GDP와 GDP디플레이터 대신 제조업 혹은 서비스업 GDP, 제조업 혹은 서비스업 GDP디플레이터를 고려하여 추정함.
 2) x축은 충격 발생 이후의 분기를 나타내며, 회색음영은 추정치의 2표준편차 신뢰구간을 의미함.
 자료: 한국은행; 저자 계산.

4. 코로나19 충격의 특수성과 통화 공급 증가의 파급효과

■ 한편, 코로나19의 영향으로 인해 통화 공급 증가의 파급효과가 과거 경험으로부터 추정된 결과에 비해 다르게 나타날 가능성

- 일반적으로 통화 공급 증가가 경제 전체의 생산에 미치는 영향은 수요 측 요인과 공급 측 요인의 변화에 따라 다르게 나타날 수 있음.

- 수요 측면에서는 경기침체기와 같이 유동성 제약 가구 및 기업의 비중이 증가하는 경우, 통화 공급 증가에 따른 수요 진작 효과가 평시에 비해 확대될 수 있고,
- 공급 측면에서는 생산여력이 충분하거나 생산비용 부담이 축소되는 경우 통화 공급 증가에 따른 생산 증대 효과가 더 커지게 됨.

- 따라서 글로벌 금융위기 직후와 코로나19 확산 이후의 경제상황을 비교하여 이와 같은 요인들에 변화가 나타났을 가능성을 점검해볼 필요

■ 글로벌 금융위기 시와 비교할 때, 수요 측 요인이 통화량 증가의 파급효과를 크게 강화시키거나 약화시키지는 않았을 것으로 판단됨.

- 주가지수와 금리 및 환율 등 금융시장 주요 변수들이 코로나19 충격에 대한 정책대응으로 금융위기 직후에 비해 상대적으로 빠르게 안정을 되찾았다는 점은 기업부문의 유동성 제약 정도가 과거 위기에 비해 상대적으로 작을 수 있음을 시사

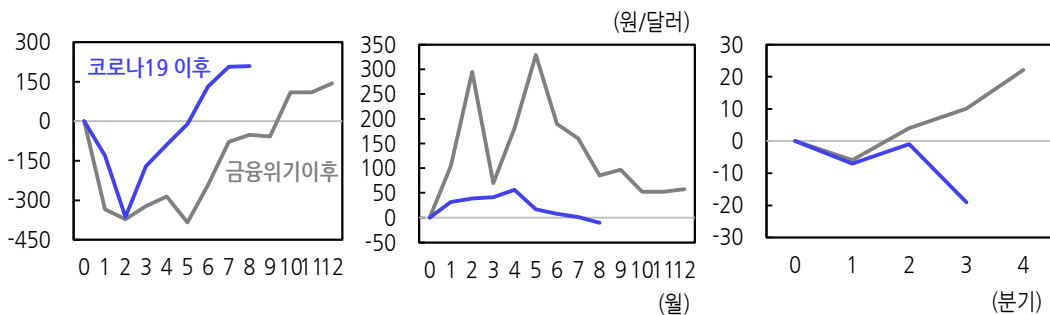
- 다만, 일반은행의 가계에 대한 대출태도가 신용위험 증가로 강화되는 등 가계부문의 유동성 제약이 확대되었을 가능성도 배제할 수 없어 과거 위기에 비해 수요 측면에서의 파급효과가 크게 변화했다고 판단하기는 어려운 상황

글로벌 금융위기와 코로나19 확산 이후 주가지수, 환율 및 대출태도

주가지수

환율

일반은행의 가계에 대한 대출태도



주: 시점 '0'은 금융위기의 경우 2008년 9월, 코로나19 확산은 2020년 1월임.
 자료: 한국은행.

■ 한편, 공급 측 요인의 경우 코로나19 확산으로 서비스업의 생산활동이 주로 위축됨에 따라, 통화 공급 증가의 파급효과가 과거 경험에 비해 약화될 것으로 예상됨.

● 코로나19 확산에 대응하여 정부는 감염병 위기단계를 ‘심각’수준으로 설정하고 감염 확산 속도에 따라 사회적 거리두기 단계를 조정

- 이와 같은 조치는 관광업과 더불어 도소매업, 운수업, 문화예술업, 교육서비스업 등 주요 대면·밀집활동 관련 서비스업의 생산활동을 제한하거나 일시 금지하는 내용을 포함

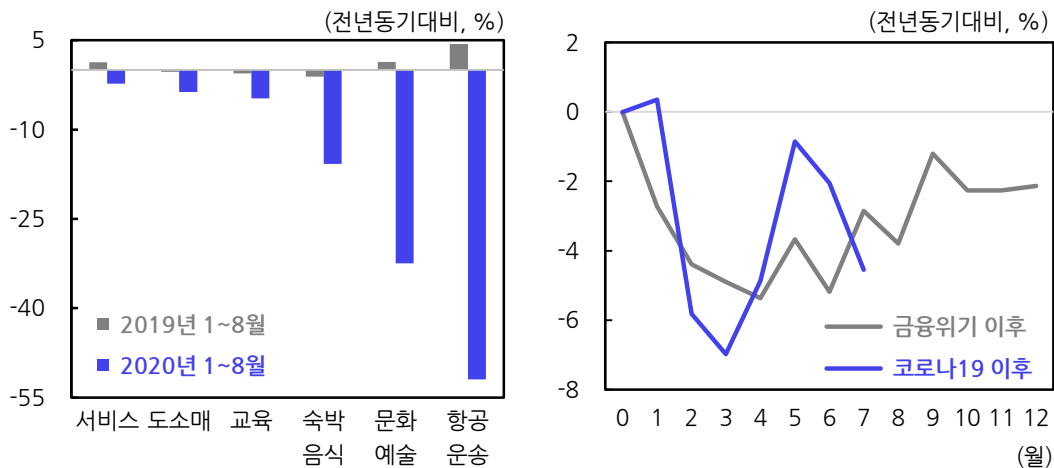
- 방역조치의 변화에 따라 서비스업 생산은 급격한 변동을 나타내었으며, 코로나19 충격에 대응한 경제정책이 실행된 이후에도 금융위기 직후에 비해 부진한 모습

● 이와 같은 코로나19 확산에 대응한 방역정책은 대면·밀집활동 관련 서비스업을 중심으로 공급을 제약하는 작용을 하게 됨.

● 그럼에도 불구하고, 일시적인 경기 부양을 위해 방역정책을 이완시키는 것은 경제정책의 파급효과를 크게 축소시킬 위험이 있음.

- 경기 반등에 중점을 둔 방역정책이 실시되는 경우, 코로나19 확산이 관리 가능한 수준을 넘어서면서 소비자의 대면·밀집활동 서비스에 대한 기피와 더불어, 제조업을 포함한 전반적인 생산활동이 제약됨에 따라 경제정책의 파급효과가 더욱 축소될 수 있음.

대면·밀집활동 서비스업 생산²⁾ 금융위기와 코로나19확산 이후 서비스업 생산¹⁾



주: 1) 시점 '0'은 금융위기의 경우 2008년 9월, 코로나19 확산은 2020년 1월임.
 2) 「서비스업동향조사」의 예술, 스포츠 및 여가 관련 서비스업을 문화예술로 지칭함.
 자료: 통계청.

5. 요약 및 정책 시사점

- 코로나19 확산에 대응한 경제정책의 파급효과는 대면·밀집활동 관련 서비스업의 생산활동이 제약됨에 따라 과거에 비해 약화될 여지
 - 통상적으로 총수요를 확대시키는 거시경제정책은 주택시장과 같이 공급이 탄력적으로 반응하기 힘든 부문에서 단기적으로 가격을 상승시키는 요인으로 작용하기도 하지만, 실물경기를 개선시키는 효과도 존재함.
 - 이와 같은 결과는 통화 공급 확대에 따라 나타날 수 있는 특정 부문의 불균형 해소를 위해서는 공급 확대를 제약하는 정책을 지양할 필요가 있다는 점을 시사
 - 최근과 같이 코로나19 확산으로 대면·밀집활동 관련 서비스의 공급이 제약되는 상황에서는 총수요 확대 정책의 생산 증대 효과가 약화될 수 있음.
 - 그럼에도 불구하고, 서비스업의 생산활동을 제약했던 방역조치를 완화하는 것은 궁극적으로 코로나19의 재확산을 통해 경기 회복을 저해하는 요인으로 작용할 수 있어 일시적인 경기 부양보다는 보건 상황에 중점을 둔 방역정책을 지속할 필요
- 경기 완충 목적의 거시경제정책은 정책의 효과성이 축소되었을 가능성을 고려하여 경기상황에 대한 면밀한 모니터링을 통해 필요시 추가적인 확장을 고려할 필요
 - 거시경제정책의 생산 증대 효과가 나타나기 위해서는 일정한 시차가 소요된다는 점을 감안하여 당분간은 현재의 확장 기조를 유지하되,
 - 향후 경기의 개선 속도가 예상을 하회하는 경우, 보다 확장적인 거시경제정책을 통해 경기에 대한 충격을 완충하는 노력이 필요
- 아울러, 코로나19의 특수성을 고려하여 대면·밀집활동 서비스업과 고용의 안정화를 위해 재정적 지원을 지속할 필요
 - 당분간 코로나19에 대응한 방역정책이 지속될 수밖에 없는 상황에서, 총수요 정책만으로는 대면·밀집활동 관련 서비스업의 회복을 기대하기 어려움.
 - 따라서 대면·밀집활동 관련 서비스업의 사업조정을 지원하고 고용충격을 완충하기 위한 재정지원을 지속하는 등 재정의 소득재분배 역할에 더욱 중점을 둘 필요

■ 한편, 금융시장의 도덕적 해이 확산, 부실기업 지원 등 위기 대응 정책이 장기화되면서 나타날 수 있는 부작용을 선제적으로 식별하고 대응하는 노력이 필요

● 규제 유연화 조치로 비은행 금융기관이 위험투자를 확대하고 있는지 여부에 대한 모니터링을 강화할 필요

- 유동성 지원을 위해 취해진 금융기관 규제 유연화 조치는 상대적으로 금융감독이 느슨한 부문의 도덕적 해이를 초래할 가능성
- 상호금융과 저축은행의 경우 중소 법인 및 개인사업자의 신용 하락 위험에 노출되어 있고, 증권회사는 해외투자 비중이 증가함에 따라 시장 위험에 대한 노출이 증가한 상황

● 아울러, 부실기업에 대한 금융지원 가능성을 면밀히 검토하여 금융기관에 대한 감독 유예 기한 및 유연화의 폭을 탄력적으로 조정하고, 기업 구조조정 지원 시스템을 재정비하여 구조조정 수요에 대응할 수 있는 여력을 마련할 필요

- 구조적으로 상환능력이 저하되었거나 생산성이 낮았던 부문에 대한 신용공급을 억제하기 위해, 한시적으로 도입되었던 만기연장/이자유예, 금융기관 규제 유연화 조치를 구조적 부실기업/가계에 대한 지원 정도에 따라 탄력적으로 조정하고,
- 은행 및 금융기관의 손실흡수 능력이 훼손되지 않도록 배당금 지급 제한 등을 통해 자본금을 확충하는 노력을 지속할 필요
- 아울러 기업에 대한 구조조정 지원 시스템을 재정비하여 구조적 부실기업의 부채조정을 지원할 필요

〈참고 1〉 한국은행과 정부의 코로나19 충격 대응 경제정책

구분	주요 내용	목표금액 및 한도	지원 실적	참여기관 및 비고	
한국은행	통화정책	기준금리 인하(1.25% → 0.50%로 0.75%p 인하)	-		
	시장안정화 대책 ¹⁾	통화스왑을 통한 외화대출 실시	600억달러	198.7억달러	
		원화유동성 공급 ²⁾	무제한	28.9조	
		금융중개지원대출 한도 증액	18.0조 ³⁾	11.1조	
	차액결제이행용 납입 담보증권금액 감액 ⁴⁾	10.1조	10.1조		
정부	재정정책	1차 추경			
		- 소상공인·중소기업 회복 - 방역체계 고도화 - 지역경제·상권 살리기 - 민생·고용안정 - 대구·경북지역 특별지원	11.7조	-	
		2차 추경			
		- 긴급재난지원금 지원	7.6조	-	
	3차 추경				
	- 경제 회복을 위한 경기 대응 및 한국판 뉴딜 정책 지원 - 금융안정패키지 재정 측면 지원 - 10조원 규모 고용안정 특별대책 지원	35.1조	-		
	4차 추경				
	- 소상공인·중소기업 - 긴급 고용안정 - 간접 피해지원 - 긴급돌봄 지원 - 저소득층 긴급 생계지원 - 긴급방역지원	7.8조	-		
	민생·금융 안정 패키지 프로그램	1. 소상공인 대상 긴급 경영자금 신규 공급			
		1차 금융지원 프로그램	16.4조	14.6조	정책금융기관 및 시중은행
		2차 금융지원 프로그램	10.0조	2.4조	시중은행
		중소 소상공인 특례 전액 보증	10.5조	13.3조	신보, 기보, 신용보증재단
		개인연체채권 매입	2.0조	준비중	캠코, 신용회복위
		2. 중소·중견기업 지원 프로그램			
		중소·중견기업에 대한 대출지원	21.2조	22.6조	산은, 기은, 수은
		중소·중견기업에 대한 보증지원	7.9조	6.7조	신보, 수은
		3. 금융시장 안정화 프로그램			
		한은·증권 중개사 유동성 지원	5.0조	8.6조	한은, 한국증권금융
		회사채·CP·전단채 차환·인수 지원	6.1조	2.2조	산은, 기은, 신보
		코로나 피해 P-CBO	11.7조	3.0조	신보
채권시장안정펀드 조성		20.0조	3.0조	산은 및 금융기관	
증권시장안정펀드 조성		10.7조	1.2조	산은 및 시중은행	
저신용등급 회사채·CP 매입기구 설립 및 지원		20.0조	2.0조	한은	
4. 전 금융권 대출 만기연장 및 이자상환 유예		-	-	전 금융권, 21.3.31 까지	
5. 금융기관 규제 유연화	-	-	전 금융권, 21.3.31 까지		
6. 기간산업안정자금	40조	2.4조 ⁵⁾	산은		
민생·금융안정 패키지 프로그램 소계	181.5조	82.0조 ⁶⁾			

주: 1) 10월 30일까지의 누적 실적.

2) 민생금융안정 패키지에 포함된 금융시장안정화를 위한 비은행 대상 RP매입 금액(3.5조원)은 제외함.

3) 한도 증액 규모.

4) 3.30일 담보증권금액(35.5조원) 기준 감액 규모.

5) 사용 승인액 규모.

6) 2월 7일~10월 30일까지의 누적 실적.

자료: 금융위원회; 한국은행.