

# 거시건전성 정책의 쟁점과 한국경제에 대한 시사점

신관호

)

## 1. 서론

- 거시건전성 정책은 글로벌 금융위기 이후 중요성이 부각되었음
  - 글로벌 금융위기 이전의 금융감독은 개별 금융기관의 건전성에 초점을 맞춘 미시적인 건전성 정책
  - 위기 이후 경제전체의 시각에서 금융안정을 도모하는 거시건전성 정책이 금융위기를 예방하기 위해 긴요함을 인식

## 1. 서론

- 실제로 거시건전성 정책을 수행하는 방법에 대해 합의된 결론이 도출되지 않음
  - 거시건전성을 달성하기 위한 주체에 대해서 합의된 결론이 없음
  - 거시건전성을 달성하기 위해 어떠한 수단이 가장 효과적인지에 대해서 이견이 존재
  - 목적인 금융안정이 어느 정도 달성되었는지는 측정되기 어려움
- 이러한 배경 하에서 본 연구는 거시건전성 정책에 대해 쟁점을 정리하고 한국경제에 대한 시사점을 도출

## 2. 거시건전성 정책의 의미

- 거시건전성 정책은 금융시스템 관점에서 금융안정을 도모하는 정책을 일컬음
- 거시건전성 정책은 금융시장 전체의 시스템적 위험(systemic risk)에 대해 대처
  - 시스템적 위험은 시스템 전체에 미치는 외생적인 충격에 의해 야기될 수 있으나
  - 금융기관의 경기순응성과 금융기관간의 연계를 통해 내생적으로 증폭됨

### 3. 거시건전성 정책의 쟁점

- (1) 거시건전성 정책과 통화정책간의 관계
- (2) 통화정책을 활용한 거시건전성 정책
- (3) 미시건전성 vs. 거시건전성 정책
- (4) 중앙은행의 독립성
- (5) 시장실패의 원천
- (6) 거시건전성 수단의 다양성
- (7) 거시건전성 지표
- (8) 신흥시장국에서의 거시건전성 정책

## (1) 거시건전성 정책과 통화정책

- 통화정책의 mandate는 대체적으로 물가안정과 단기 경기변동 안정을 포함
  - 대부분의 중앙은행은 물가안정을 중장기적인 목표로 제시하고 실제로는 단기에 있어서 실물경제변동을 완화: ex) flexible inflation targeting
  - DSGE 새케인즈학파의 모형은 대체로 물가안정을 달성하면 경기변동은 저절로 완화된다는 Divine Coincidence

## 금융감독과 통화정책간의 Dichotomy

- 통화정책을 사용하여 금융안정을 추구할 필요가 없다는 “그린스펀 독트린”
  - 첫째, 중앙은행이 중앙은행이 버블을 식별하는 것은 거의 불가능
  - 둘째, 버블제어를 위한 소폭의 금리 인상은 효과적이지 못함
  - 셋째, 전반적인 자산가격에 영향을 미치는 통화정책은 너무 무딘 수단
  - 넷째, 이자율 인상은 보다 심각한 버블 붕괴를 가져올 수 있음
  - 다섯째, 버블이 꺼진 후의 사후대응에 대한 사회경제적 비용은 그리 크지 않을 수 있음

## 글로벌 금융위기는 의문을 제기

- 금융부문의 변화는 이전에 인식했던 것보다 경제활동에 훨씬 더 큰 영향을 미치고 있음
- 사후적 수습을 강조하는 그린스펀 풋 (Greenspan put )은 금융기관의 도덕적 해이를 야기할 수 있음
- 금융위기의 사후적 수습에는 막대한 비용이 소요
- 물가와 실물경제의 안정이 금융안정을 보장하지는 못함



## 최근의 이론적 성과

- 거시건전성 정책과 통화정책은 대체로 큰 상호 충돌 없이 수행될 수 있음
  - 대부분의 이론적 모형들은 거시건전성 정책이 통화 정책과 함께 수행되면 경제의 후생이 증가할 수 있다는 결과를 도출
    - Ex) Unsal(2011), Christensen et al. (2011), Baillu et al. (2012), Kanna et al (2012) Angelini et al. (2012), Cecchetti and Kohler(2012)
  - 이러한 모형들은 통화정책이 금융안정에 미치는 부수적인 영향을 무시하고 거시건전성 정책이 경제에 미치는 과정도 단순화되어 있어 주의가 필요
  - 충격의 원천에 따라 통화정책과 거시건전성 정책이 서로 상반된 자세를 취할 수도 있음

## 2011년 한은법 개정

- 목적 조항에 금융안정을 포함
  - 물가안정 외에도 금융안정을 목표 중 하나로 명시
  - 거시건전성분석국은 금융안정보고서를 연 2회 발간하여 국회에 제출
- 통화정책을 운용하는 과정에서 금융안정을 어떻게 고려할 지에 대한 구체적인 방안 미흡
  - 금융안정을 위해 어느 정도 물가목표를 희생할 수 있는지 명확하지 않음
  - 거시건전성 도구는 금융감독원이 독점하고 있는 상태

## (2) 통화정책을 활용한 거시건전성 정책

- 통화정책 자체도 거시건전성 정책의 일환으로 활용 가능
- 금융안정을 위해 사전적으로 통화정책, 즉 정책금리를 사용해야 하는가에 대해선 합의된 결론이 도출되지 않은 상태
  - 거시건전성 규제는 금융안정화를 위해 사용되어야 하며, 통화정책은 경기안정화를 위해 쓰여야 한다는 틴버겐 원칙
  - 실제로 IT 거품이 붕괴된 2000년대초에는 통화정책의 사후적 수습이 매우 효과적이었음

## 비이성적 과열 vs. 신용팽창

- 거시건전성 정책이 완벽히 수행되기 어려운 경우 이를 보완하기 위해 통화정책 활용
  - 건전성 정책은 금융회사에 보다 직접적으로 영향을 미치기 때문에 정치적 압력 받기 쉬움
  - Mishkin(2008)과 Hahm et al. (2012)은 자산가격 거품을 비이성적 과열과 신용팽창에 의한 것으로 구별하고 신용팽창에 의한 거품에 대해선 통화정책이 사전적으로 반응해야 함을 주장
  - 신용팽창에 의한 거품은 이를 사전에 포착하기가 상대적으로 쉬우며, 따라서 통화당국자는 이에 대해 사전적으로 대응할 필요

## 한국의 경우

- 한국의 경우 통화정책 당국자가 정책금리를 활용하여 금융안정을 추구할 경우에 대한 명확한 입장이 정립되지 않음
  - 금융불안정의 원인에 대한 명확한 분석과 이에 따른 통화정책의 대응이 필요
  - 신용팽창에 대해 정책이자율이 어떻게 대응할 것인지 분석할 필요

### (3) 미시건전성 vs. 거시건전성 정책

- 미시건전성 정책은 개별 금융기관의 건전성에 초점을 맞추는 반면 거시건전성 정책은 금융 시스템 전체의 건전성에 초점을 맞춤
  - 개별 금융기관의 건전성은 금융시스템 건전성의 충분조건이 아님
  - 예를 들어 한 금융기관의 건전성을 추구하기 위하여 자산을 처분하는 행위는 자산가격의 전반적인 하락을 초래하여 다른 금융기관의 건전성을 저해
  - 글로벌 금융위기 이후 금융시스템 전체의 건전성에 초점을 맞춘 거시건전성의 중요성이 부각

## 거시건전성 정책과 미시건전성 정책 사이의 시너지를 높이려면 (Osiński, Seal, and Hoogduin(2013))

- 각각의 mandate를 명확히 해야
  - 각각의 정책에 관한 mandate는 목적과 역할, 수단, 정책을 담당할 기관을 명시적이고 명확하게 정의
- 거시건전성 정책과 미시건전성 정책의 기능을 명확하게 이해
  - 각각의 기능을 명확하게 이해하는 것은 각각의 담당 정책당국 사이의 협조와 자문을 가능하게 함
- 정책도구의 적절한 배분
  - (1) 모든 수단을 미시건전성 정책당국에게 부여하든지 (2) 각각의 정책 당국자에게 배분하는 것

## 수단이 분리된 경우 vs. 분리되지 않은 경우

- 분리를 결정할 개념적, 경험적 근거가 마련되어 있어야 함
  - 각각의 목적에 가장 효과적인 수단은 해당 정책당국자에게 부여되어야 함
- 분리되지 않은 경우에도 거시건전성 정책 당국은 명확히 지정해야
  - 한국의 경우는 거시건전성을 담당할 주체에 대한 명확한 규정이 확립되지 않은 상태



## 거시건전성을 담당할 주체로서 한은이 적절

- 한은은 거시경제에 대한 포괄적 정책을 집행
  - 한은은 통화정책을 수행하는 과정에서 거시분석에 우위를 가짐
  - 최종대부자로서의 수단도 보유
  - IMF(2013c)에 따르면 중앙은행이 거시건전성 정책을 담당할 경우 보다 신속하게 정책을 집행
- 한은에게 금감원과의 협의를 통해 일부 수단을 활용하거나 이미 사용되고 있는 수단을 재조정할 수 있는 권한을 부여 + 원활한 정보교류
- Turner Review (2009)

## 시스템 위기를 전담하는 금융안정위원회(가칭)를 상설기구로 신설

- 한은에 지나치게 권한이 집중되는 문제에 대한 대안
- 금융안정위원회는 정책공조의 책임주체로 지정되어 능동적인 활동을 기대할 수 있음
- 미국과 EU
- 실효성에 의문(김홍범(2013))

## (4) 중앙은행의 독립성

- 중앙은행이 독립성을 유지해야 할 가장 중요한 이론적 근거는 “동태적 비일관성”의 문제
  - 동태적 비일관성의 문제가 있는 경우는 재량적인 정책보다 준칙에 근거한 정책이 장기적으로 우월
  - 정부는 보다 보수적인 통화당국자를 임명하고 독립적으로 통화정책을 집행할 수 있는 권한을 위임함으로써 장기적으로 우월한 균형을 달성(Rogoff(1985))
  - 통화당국이 장기적인 목표인 물가안정을 추구하기 위하여 단기적인 손해를 감수할 수 있다는 명성(reputation) 유지(Barro and Gordon(1983))
  - 또 하나의 근거는 물가안정과 관련한 중앙은행의 단기이자율 정책이 대체로 경제에 중립적인 영향을 주기 때문

## 금융위기 이후 비전통적 통화정책

- 금융위기 이후 비전통적 통화정책에 대한 의존이 늘어남에 따라 중앙은행의 독립성이 계속 유지될 수 있을지 의문이 제기됨
  - 중앙은행이 금융안정을 추구하는 경우 이러한 정책에 대해 이해관계가 대립될 가능성
  - 민주적 절차로 선출된 권력이 아닌 중앙은행이 독자적으로 이러한 정책을 집행할 정당성이 있는지?
  - 금융안정을 추구하는 과정에서 중앙은행이 손실을 입을 경우, 이는 조세로 메울 수밖에 없으며, 따라서 사실상 재정정책임

## 한국은행의 독립성

- 한국은행도 금융안정 목적을 추구하는 과정에서 독립성 훼손은 불가피할 전망
  - 금융안정을 추구하는 과정에서 이해관계의 대립은 더욱 첨예해질 가능성이 있으며, 이를 한국은행이 독자적으로 집행하는 데에 대해 반대의 목소리
  - 일상적인 금융안정 목적을 추구하는 과정에서는 최대한 한국은행의 독립성을 보장하되 재정상의 손실이 가능한 행위에 대해선 기재부, 궁극적으로는 국회의 동의가 필요
  - 단 재정부담이 필요한 행위에 대해 일일이 국회의 사전동의가 필요하도록 규정할 경우 신속한 금융안정 정책을 집행하기 어려워질 수 있는 측면을 감안

## (5) 시장실패의 원천

- 미시건성성 정책과 관련하여 가장 중요한 시장실패는 금융기관의 도덕적해이
  - 부채로 자금을 조달하는 경우, 이득은 금융기관의 몫이지만 손해는 채권자에게 전가할 수 있음
  - 이 경우 채권자의 목적과는 달리 금융기관은 고위험투자를 선호
  - 은행의 채권자는 대체로 소규모이고 각종 금융안전망이 있기 때문에 금융기관을 모니터링할 능력과 유인이 없음
  - 금융기관의 위험추구행위를 미시건성성 규제를 통해 방지할 필요

## 거시건전성 정책이 필요한 이유

- 미시건전성 규제에 더하여 거시건전성 정책이 필요한 이유는 다음과 같은 세가지 시장실패 때문(IMF(2012a))
  - 다른 참가자들이 같은 전략을 선택할 경우 보상이 더욱 커지게 되는 전략적 보완성
  - 금전적 외부성으로 인해 금융경색(financial distress)을 더욱 가속화시키는 자산투매(fire sales)
  - 한 금융기관의 경색 혹은 파산이 다른 금융기관에 영향을 미치는 금융연관성(financial interconnectedness)

## 전략적 보완성

- 은행경영자들이 채택하는 벤치마킹 (benchmarking) 전략(Rajan(1994))
  - 다른 경영자보다 성과가 뒤떨어지는 것을 꺼려하는 은행경영자들은 다른 경영자들의 성과를 벤치마킹하여 비슷한 성과를 올리기 위해 노력
- 정부의 구제금융
  - 많은 은행들이 동시에 파산에 직면하는 경우 시스템위험으로 이어질 가능성이 높기 때문에 정책당국자는 구제금융을 제공
  - 이를 기대하는 은행들은 사전적으로 상관관계가 높은 자산을 보유하거나 상대방의 전략을 따라 함



## 자산투매(fire sales)

- 자산투매는 해당 자산의 가격을 폭락시킬 뿐 아니라 해당 자산을 보유한 다른 금융기관의 대차대조표를 악화시킴
- 자산투매와 같은 문제는 도매금융에 의존하는 비은행 금융기관에 더욱 심각한 문제를 야기
- 전략적 보완성과 금전적 외부성은 금융기관의 경기순응성을 초래
  - “대출증가=>자산가격 상승=>금융기관의 재무구조 강화=>금융기관의 채무 증가=>대출 증가”의 순환구조(feedback loop)

## 금융연관성(financial interconnectedness)

- 연관성이 높은 금융기관에 문제가 생기는 경우 이는 자체 금융기관의 파산에 그치지 않고 다른 금융기관의 재무제표를 악화시켜 systemic risk를 야기
- 이를 우려하여 정책당국은 bailout을 하지 않을 수 없고 이를 미리 간파한 해당 금융기관은 보다 큰 위험을 추구하여 상황을 악화시킴

## 거시건성성 정책 대상

- 거시건성성 정책과 관련한 시장실패는 은행에 국한하여 발생하는 것이 아니라는 사실은 거시건성성 정책의 대상이 되는 금융기관이 은행보다 범위가 넓어야 함을 의미(Hanson, Kashyap and Stein(2011))

## 한국경제에서의 시장실패

- 한국에서의 거시건전성이 보다 효과적이기 위해선 한국경제에서 특히 문제가 되는 시장실패의 원인을 분석하고 이에 적합한 정책을 개발할 필요
- 금융제도 및 발전양상에 따라 시장실패의 정도가 다른 양상으로 나타날 가능성이 있음
- 한국 금융시장에서의 시장실패 원인을 분석하고 이에 기초한 거시건전성 정책을 개발할 필요

## (6) 거시건전성 수단의 다양성

- 현존하는 거시건전성 수단은 크게 네 가지 형태로 나뉘어짐 (De Nicolò, et al(2012))
  - 첫째, 자기자본 강화
  - 둘째, 유동성 강화
  - 셋째, 자산과 부채에 대한 제약
  - 넷째, 조세부과
- 현존하는 거시건전성 수단은 특정한 시장실패를 교정하기 위해 방법으로 개발된 것이 아니며, 여러 가지 시장실패를 동시에 교정시키는 역할을 수행

## 한국에서의 거시건전성 규제

- 한국은 글로벌 금융위기 전 LTV, DTI를 통해 금융기관의 대출에 대한 규제를 실시
- 글로벌 금융위기 후 외환건전성 확보를 위해 세가지 주요 규제를 도입
  - 선물환포지션 한도, 외국인 채권투자 과세, 외환건전성부담금 시행
- 한국에서의 거시건전성 정책은 어느 정도 성과가 있었지만 아직 어떠한 수단이 가장 유효한지에 대한 종합적인 평가는 부족

## (7) 거시건전성 지표

- 대부분의 거시건전성 수단은 미시건전성 수단과 동일하지만 개별 금융기관의 상황보다는 시스템 전체의 상황에 의존하여 운용된다는 점에서 구별
- 거시건전성 지표로 바젤감독위원회(BCBS: Basel Committee on Banking Supervision)은 “신용/GDP 갭”을 제시하고 경기대응완충자본 (countercyclical capital buffer) 제도 도입

## 신용/GDP 갭의 문제점

- 경우에 따라서 은행은 loan commitment 등으로 신용을 사전에 약속하기 때문에 금융상황이 악화되더라도 신용이 감소하지 않을 수 있음
- 금융상황이 악화될 때 은행의 대출은 직접금융을 대체하기 때문에 실제의 은행 대출의 크기는 금융상황이 악화되어도 증가
- GDP는 분기별로 집계될 뿐 아니라 수정을 거쳐 확정치가 결정되므로 속도성이 떨어짐



## 대안: 비핵심-핵심 부채 비율

- 호황 시에는 대출이 증가하여 은행의 자산이 예금보다 매우 빠르게 증가하는 경기순응성
- 부족한 자금은 국내 혹은 외국의 금융기관에서 조달하므로 금융기관 사이의 연계성 증가
- 국내의 다른 금융기관이나 외국에서 조달한 자금을 비핵심부채라고 정의
- 경기순응성과 금융연계성이 강화됨에 따라 은행의 비핵심부채의 비중이 증가
  - 비핵심부채/핵심부채의 비율의 크기는 금융부문의 경기순응성과 연계성을 동시에 나타내는 지표
  - 부채의 크기는 필요에 따라 어떠한 frequency로도 측정이 가능하여 속보성이 높음

## 한국 금융시장 상황에 맞는 거시건전성지표

- Credit/GDP 지표는 이미 발표되는 데이터를 근거로 쉽게 작성
- 비핵심지표/핵심지표 비율을 계산하기 위해선 데이터 수집의 형태에 변화 필요
- 그 밖의 다양한 횡단면연계성 지표에 대한 유용성 검토가 필요

## (8) 신흥시장국에서의 거시건전성 정책

- 자본시장이 개방된 신흥시장국은 금융안정과 관련하여 더욱 어려움이 있음
  - 개방경제는 자본이동과 관련한 금융불안정으로 인해 더욱 어려움에 처해 있음
  - 환율변동은 경상수지를 악화시키는 등 여러 가지 부작용을 초래할 수 있으므로 환율변동만으로 자본이동 문제에 대처하기에는 한계가 있음
  - 최근 연구결과에 따르면 자본시장을 개방한 신흥시장국은 변동환율제를 채택하더라도 독자적인 통화정책을 수행할 수 없음(Rey(2013))

## 자본규제와 거시건전성 정책

- 주된 차이는 목적에 있음(IMF(2012b))
  - 자본규제는 국가간의 자본 흐름을 토빈세와 같은 방법으로 직접적으로 규제
  - 거시건전성 정책은 금융시스템의 안정성 추구를 목적
  - 거시건전성 정책은 금융기관에 자본충당을 요구하거나 경기순응성을 완화하는 장치를 통해 자본 흐름을 간접적으로 통제
  - 국가간의 자본흐름이 금융기관의 시스템적 위험을 초래하는 요인인 경우, 자본통제와 거시건전성 정책의 수단은 일치: ex) 해외차입에 대한 bank levy

## 한국의 외환건전성 부담금

- 자본통제와 거시건전성 정책의 목적을 동시에 달성
- Bruno and Shin(2013)의 경험적 분석에 따르면 한국은 글로벌 유동성 확장에 효과적으로 대응
- 2013년 5월 Bernanke 미연준 총재가 QE Tapering을 언급하였을 때 한국의 환율은 절상
- 한국의 경우는 OECD에도 가입되어 있어 외환건전성 정책이 OECD 규약에 위배될 가능성
  - OECD에서는 자본이동에 제약을 가하는 정책에 대해 명시적으로 전향적인 입장을 보이지 않음

## 결론

- 한국의 경우 거시건전성 정책이 중요해짐에 따라 한은의 역할 및 금융감독 전반에 변화 필연
  - 거시건전성 정책을 담당하는 정책당국을 명확히 하여 책임과 그에 합당한 수단을 활용할 권한 부여
  - 현실적으로 거시건전성 정책의 수단의 대부분을 금감원이 보유하고 있으므로 거시건전성 정책을 적절히 수행하기 위해선 금감원의 협조가 필수
  - 한은을 거시건전성 담당 당국으로 결정할 경우, 한은이 금감원과의 협의를 통해 일부 수단을 활용하거나 이미 사용되고 있는 수단을 재조정할 수 있는 권한을 부여하며, 이를 위해 정보교류를 강화할 수 있는 방안을 검토해야 함

## 결론

- 한국은행은 통화정책을 운용하는 과정에서 금융 안정을 어떻게 고려하여 물가안정목표와 조화를 이룰 것인지에 대한 구체적인 방안을 확립할 필요
- 한국은행이 이자율을 활용하여 물가안정 이외에 다른 목적 즉 금융안정을 추구할 경우 이의 유효성에 대한 명확한 근거를 확립해야 함
- 한국은행이 금융안정 목적을 추구하는 과정에서 일상적인 행위에 대해선 최대한 한국은행의 독립성을 보장하되 재정상의 손실이 가능한 행위에 대해선 기재부와 협의, 궁극적으로는 국회의 사전 혹은 사후 동의가 필요

## 결론

- 기존의 거시건전성 정책의 유효성을 평가하여 적합한 형태로 보완할 필요가 있으며, 이 과정에서 한국경제에서 특히 문제가 되는 시장실패의 원인을 분석하고 이에 적합한 정책을 개발할 필요
- 거시건전성 정책은 거시건전성 지표에 기초하여 실행되므로 한국 금융시장 상황에 맞는 거시건전성지표를 개발할 필요가 있음
- 자본시장이 개방된 신흥시장국은 금융안정과 관련하여 더욱 어려움이 있으므로 이러한 상황을 고려한 거시건전성 정책을 개발할 필요가 있음