

거시건전성 정책의 쟁점과 한국경제에 대한 시사점*

2104년 2월

고려대학교

신관호

*본 논문은 2014 년 한국금융학회 공동 정책심포지엄, "글로벌 금융위기 이후의
중앙은행업: 경험과 전망"에서의 발표를 위해 작성되었다.

1. 연구배경

- 거시건전성 정책은 글로벌 금융위기 이후 경제전체의 시각에서 금융위기에 대처하는 것이 긴요함을 깨닫게 됨에 따라 그 중요성이 부각되었음
 - 글로벌 금융위기 이전에도 미시건전성 정책과 구별되는 거시건전성 정책의 필요성이 BIS 등에서 제기된 바 있음(Borio(2003))
 - 하지만 글로벌 금융위기 이전에 대부분 국가들의 금융감독은 개별 금융기관의 건전성에 초점을 맞춘 미시적인 건전성 정책에 의존하였음
 - 글로벌 금융위기는 이러한 미시건전성 정책이 금융위기를 예방하는 데 분명한 한계를 가짐을 보여 줌
 - 경제전체의 시각에서 금융안정을 도모하는 거시건전성 정책이 금융위기를 예방하기 위해 긴요함을 인식
- 거시건전성의 중요성에 대해서는 인식을 같이 하였음에도 불구하고 실제로 거시건전성 정책을 수행하는 방법에 대해선 아직 합의된 결론이 도출되지 않은 상태
 - 거시건전성의 목적인 금융안정이 어느 정도 달성되었는지는 측정되기 어려움
 - 거시건전성을 달성하기 위한 주체에 대해서 합의된 결론이 없음
 - 거시건전성을 달성하기 위한 구체적인 수단은 많이 제시되었지만 이 중에서 어떠한 수단이 가장 효과적인지에 대해서는 이견이 존재
- 이러한 배경 하에서 본 연구는 거시건전성 정책에 대해 지금까지 논의된 중요 쟁점을 정리하고 한국경제에 대한 시사점을 도출하는 것을 목적으로 함
 - 최근 IMF 보고서(IMF(2013a))에 의하면 한국은 거시건전성 정책을 성공적으로 수행한 나라 중 하나임
 - 그럼에도 불구하고 한국은 아직 거시건전성 정책의 주체가 불명확할 뿐 아니라 수단에 대해서도 체계적인 입장이 수립되지 않은 상태

2. 거시건전성 정책의 의미

- 거시건전성 정책은 금융시스템 관점에서 금융안정을 도모하는 정책을 일컬으며 다음과 같은 관점에서 미시건전성 정책과 구별됨(Borio(2003))
 - 미시건전성 정책은 개별 금융기관의 건전성에 초점이 맞추어 있는 반면에 거시건전성 정책은 거시경제 전체의 금융안정을 목적으로 함
 - 미시건전성 정책의 궁극적인 목적은 소비자 보호이지만 거시건전성 정책의 궁극적인 목적은 금융위기로 인한 GDP 감소 최소화
 - 미시건전성 정책의 위험은 외생적으로 간주되지만 거시건전성 정책의 위험은 (상당한 부분이) 내생적임
 - 미시건전성 정책은 금융기관간의 상관관계나 공통적인 위험노출을 중시하지 않는 반면 거시건전성 정책은 이러한 요소들이 중요시 됨
- 거시건전성 정책은 금융시장 전체의 시스템적 위험(systemic risk)에 대해 대처하는 것을 주요 내용으로 함(BIS(2010))
 - 시스템적 위험은 개별 금융기관이 아니라 금융시스템 또는 금융시장 전체에 영향을 미치는 위험을 일컬음
 - 시스템적 위험은 시스템 전체에 미치는 외생적인 충격에 의해 야기될 수 있으나 금융기관의 경기순응성과 금융기관간의 연계를 통해 내생적으로 증폭됨
 - 금융기관의 경기순행성은 금융기관이 경기변동상에서 능동적으로 행동하여 경기변동을 증폭시키는 행위
 - 금융기관의 경기순행성을 완화하는 것은 금융시장에서 위기가 내생적으로 증폭되어 경제전체의 금융안전성을 저해하는 것을 방지하는 데 필수적임
 - 금융기관의 연계성의 증가는 한 금융기관의 충격이 다른 금융기관에도 영향을 주어 시스템적 위험을 초래
 - 규모가 큰 금융기관의 도산은 전 금융시스템에 위기를 초래할 수 있으므로 특별한 규제가 필요

- 금융기관의 경기순행성(procyclicality)에 대한 거시건전성 정책은 어느 정도 합의가 이루어져 있으나 연계성 증가로 초래된 시스템적 위험에 대응한 거시건전성 정책은 규모가 큰 금융기관인 SIFI(Systemically Important Financial Institution)에 대한 규제 외에는 큰 진전이 없음
 - 금융기관의 경기순행성은 측정하기가 비교적 용이하지만 금융연계성에 대해선 다양한 측정치가 존재하는 반면 각각이 장단점이 있어서 실제 정책에 사용하기 어려움
 - 특히 개별 금융기관이 시스템적 위험에 미치는 영향을 사전적으로 측정하는 것은 매우 어려움
 - 단, 규모가 매우 큰 금융기관은 SIFI(Systemically Important Financial Institution)로 지정하여 추가적인 규제를 가함

3. 거시건전성 정책의 쟁점

(1) 거시건전성 정책과 통화정책간의 관계¹

- 통화정책의 mandate는 국가간에 차이가 있지만 대체적으로 물가안정과 단기 경기변동 안정을 포함
 - 미국의 경우는 물가안정과 고용극대화의 두 가지 목적을 명시적으로 수행하는 dual-mandate
 - 중앙은행의 신뢰가 충분하지 않은 신흥시장국은 대부분 물가안정만을 유일한 목표로 제시하는 물가안정 목표제를 채택
 - 그러나 물가안정 목표제 하에서도 대부분의 중앙은행은 물가안정을 중장기적인 목표로 제시하고 실제로는 단기에 있어서 실물경제변동을 완화하기 위해 노력
 - 최근 DSGE 새케인즈학파의 모형은 대체로 물가안정을 달성하면 경기변동은 저절로 완화된다는 Divine Coincidence를 내포

¹ 본절의 내용은 Hahm et al.(2012)에 기초하여 작성됨

- 글로벌 금융위기 전에는 금융감독과 통화정책간의 일종의 dichotomy가 성립
 - 금융감독을 통해 금융안정을 추구하고 통화정책을 통해 거시경제의 안정을 추구
 - 대부분의 중앙은행의 일반균형모형은 금융마찰을 경기변동의 주요원인에 포함시키지 않았음
 - 통화정책과 금융안정 정책의 이분화 하에서 두 정책은 서로 독립적으로 시행됨
- 통화정책을 사용하여 금융안정을 추구할 필요가 없다는 주장은 흔히 그 주장자를 따라 “그린스펀 독트린”으로 불림
 - 통화정책은 자산가격 버블에 대해 직접적으로 대응하려 해서는 안됨
 - 통화정책은 버블 붕괴 이후 이를 사후 수습하는 데 중점을 두어야 함
- 그린스펀 독트린은 다음의 다섯 가지 논거에 기초함
 - 첫째, 중앙은행이 경제주체들보다 민간시장에 대해 더 많은 정보를 가지고 있다고 보기 어려운 상황에서 중앙은행이 버블을 식별하는 것은 거의 불가능
 - 둘째, 시장참가자들이 버블이 형성된 자산 매입을 통해 높은 수익을 기대하고 있는 상황에서 버블제어를 위한 소폭의 금리 인상은 효과적이지 못할 수 있음
 - 셋째, 특정 시점에서 버블은 수많은 자산가격 중 일부 특정 자산에만 존재하는데 전반적인 자산가격에 영향을 미치는 통화정책은 너무 무딘 수단임
 - 넷째, 버블 제어를 위한 이자율 인상은 보다 심각한 버블 붕괴를 가져올 수 있으며 따라서 경제 전체에 더 큰 손상을 입힐 수 있음
 - 다섯째, 버블이 꺼진 후의 사후대응에 대한 사회경제적 비용은 그리 크지 않을 수 있음
- 글로벌 금융위기는 금융안정과 관련한 통화정책의 기본방향에 대해 의문을 제기함

- 금융부문의 변화는 이전에 인식했던 것보다 경제활동에 훨씬 더 큰 영향을 미치고 있음
 - 사후적 수습을 강조하는 그린스팬 풋(Greenspan put)은 금융기관의 도덕적 해이를 야기할 수 있음
 - 금융위기의 사후적 수습에는 막대한 비용이 소요
 - 물가와 실물경제의 안정이 금융안정을 보장하지는 못함
- 최근의 이론적 성과에 따를 때, 거시건전성 정책과 통화정책은 큰 상호충돌 없이 수행될 수 있음.
- Unsal(2011)과 Christensen et al. (2011)은 실물생산과 물가에 초점을 맞추는 통화정책에 더하여 거시건전성정책을 수행할 경우 후생이 더욱 증가함을 보임
 - Baillu et al. (2012) Kanna et al (2012) Angelini et al. (2012)는 거시건전성 정책이 있는 경우에도 통화정책이 금융불안정에 대응하는 경우 후생이 더욱 증가함을 보임
 - Cecchetti and Kohler(2012)는 거시경제 안정화와 금융안정을 위하여 거시건전성 정책과 통화정책이 서로 대체하여 이용될 수 있음을 보이고 따라서 거시건전성 정책과 통화정책은 서로 긴밀하게 협조하여 집행되어야 함을 주장
 - 대부분의 이론적 모형들은 거시건전성 정책이 통화정책과 함께 수행되면 경제의 후생이 증가할 수 있다는 결과를 도출
 - 하지만 이러한 모형들은 현실에서 중요한 역할을 하는 통화정책이 금융안정에 미치는 부수적인 영향을 무시하고 거시건전성 정책이 경제에 미치는 과정도 단순화되어 있어 현실 경제에 적용할 때는 주의가 필요
- IMF(2013a)는 통화정책이 물가와 실물경기변동에 적절하게 반응하여 수행되는 과정에서 자산가격상승, 신용팽창, 국가간 자본이동 등 금융안정을 저해하는 부작용이 생길 수 있음을 지적하고 이를 해결하기 위해 거시건전성 정책이 유용하게 활용될 수 있음을 강조
- 통화정책은 물가 및 실물경제 뿐 아니라 금융안정에도 영향을 미침
 - 통화정책이 금융안정에 미치는 영향은 금융시장의 구조와 자본시장 개

방 여부에 따라 더욱 커질 수 있음

- 통화정책이 물가 및 실물경제에만 반응하여 수행되는 경우 금융안정을 저해하는 부작용이 생길 가능성
- 거시건전성 정책이 적절히 활용된다면 통화정책이 가지는 부작용을 최소화할 수 있음
- 예를 들어 실물경기를 호전시키기 위하여 저금리 정책을 수행할 경우, 이러한 정책이 부동산 거품을 유발할 수 있으나 거시건전성 정책인 LTV나 DTI를 활용하여 이를 억제
- 통화정책이 자본유입과 상충될 때, 거시건전성정책을 통해 자본유입을 억제할 수 있으며, 한국에서 활용한 것과 같이 단기차입에 대해 부담금을 부과하여 시스템적 위기에 더욱 큰 영향을 미치는 단기차입 억제가 가능

■ 충격의 원천에 따라 통화정책과 거시건전성 정책이 서로 상반된 자세를 취할 수도 있음

- 정의 기술적 충격이 오는 경우 물가하락 압력이 생기고 이를 막기 위해 통화정책은 팽창적인 정책을 사용할 필요가 있음
- 하지만 정의 기술적 충격이 금융부분의 지나친 팽창을 유도하는 경우에 거시건전성 정책을 긴축적인 정책을 사용해야 함
- 충격이 금융부분에서 생기는 경우는 대체로 통화정책과 거시건전성 정책의 방향이 일치

■ 2011년 한은법 개정을 통해 목적 조항에 금융안정을 포함한 이후, 한은은 조직을 개편하여 금융안정을 담당하는 거시건전성분석국을 신설하고 통화정책국 아래 금융시장부를 설치

- “한국은행은 통화신용정책을 수행함에 있어 금융안정에 유의” 라고 규정함으로써 물가안정 외에도 금융안정을 목표 중의 하나로 명시하여 통화정책을 금융안정을 위해 사용할 수 있는 근거 확립

■ 개정된 한은법에 따라 거시건전성분석국은 금융안정보고서를 연 2회 발간하여 국회에 제출

■ 정책기획국과 금융시장국을 통합하여 통화정책국을 신설하고 금융시장

부를 통화정책국 아래 설치하여 통화정책 과정에서 금융시장 안정성을 고려

- 하지만 실제 통화정책을 운용하는 과정에서 금융안정을 어떻게 고려할 지에 대한 구체적인 방안은 확립되어 있지 않은 상태임
 - 명시적인 물가목표제를 채택하고 있는 상황에서 금융안정을 위해 어느 정도 물가목표를 희생할 수 있는지 명확하지 않음
 - 통화정책을 수행하는 과정에서 금융안정이 훼손될 경우 이를 보완하기 위해 사용할 수 있는 거시건전성 도구는 금융감독원이 독점하고 있는 상태
 - 금융안정을 위해 통화정책을 어떻게 사용할 것인지에 대한 보다 명확한 입장을 확립할 필요가 있음

(2) 통화정책을 활용한 거시건전성 정책: 두 가지 유형의 거품

- 금융안정을 위해 사전적으로 통화정책을 사용해야 하는가에 대해선 합의된 결론이 도출되지 않은 상태임
 - 거시건전성 규제는 금융안정화를 위해 사용되어야 하며, 통화정책은 경기안정화를 위해 쓰여야 한다는 틴버겐 원칙(Tinbergen principle)에 위배될 수 있음
 - 실제로 IT 거품이 붕괴된 2000년대초에는 통화정책의 사후적 수습이 매우 효과적이었음
- 현실적으로 거시건전성 정책이 효과적으로 실행되지 못하면 통화정책이 사용될 수 있음
 - 거시건전성 정책이 시장실패를 완벽히 해결하리라고 기대하는 것은 현실적으로 어려움
 - 건전성 정책은 금융회사에 보다 직접적으로 영향을 미치기 때문에 통화정책에 비해 정치적 압력 하에 놓이기 쉬움
 - 거시건전성 정책이 완벽히 수행되기 어려운 경우 이를 보완하기 위하여 통화정책을 활용가능

- Mishkin(2008)과 Hahm et al. (2012)은 자산가격 거품을 비이성적 과열과 신용팽창에 의해 촉발되는 것으로 구별하고 신용팽창에 의한 거품에 대해선 통화정책이 사전적으로 반응해야 함을 주장
 - 2000년대초 정보통신 기술과 관련한 거품에서 볼 수 있듯이, 비이성적 과열에 의해 자산가격 거품이 생기는 경우는 거품이 제거된 이후 통화정책을 통해 부작용을 최소화할 수 있음
 - 반면 글로벌 금융위기는 신용팽창에 의해 촉발된 자산가격 거품이 매우 큰 비용을 초래할 뿐 아니라 거품이 꺼진 이후 통화정책을 통해 부작용을 제거하는 것이 쉽지 않음을 보여 줌
 - 특히 신용팽창에 촉발되는 거품은 물가와 실물경기가 안정된 상황에서 발생하며, 이러한 안정적인 경제가 오히려 위험을 낮춰 신용을 더욱 팽창하게 만드는 경향이 있음
 - White(2009)와 Mishkin(2010)은 신용팽창에 의한 거품은 이를 사전에 포착하기가 상대적으로 쉬우며, 따라서 통화당국자는 이에 대해 사전적으로 대응할 필요하다고 주장
- 한국의 경우 아직 통화정책 당국자가 이자율을 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 필요가 있음

(3) 미시건전성 vs. 거시건전성 정책

- 미시건전성 정책은 개별 금융기관의 건전성에 초점을 맞추는 반면 거시건전성 정책은 금융시스템 전체의 건전성에 초점을 맞춤
 - 금융감독의 궁극적인 목적은 개별 금융기관뿐 아니라 금융 시스템의 안정을 촉진하는 것임

- 하지만 글로벌 금융위기 이전의 금융감독은 개별 금융기관의 건전성에 초점을 맞춘 미시건전성 위주로 집행됨
 - 글로벌 금융위기 이후 금융시스템 전체의 건전성에 초점을 맞춘 거시건전성의 중요성이 부각
 - 거시건전성 정책은 금융시스템 전체의 건전성에 초점을 맞춰 궁극적으로는 거시경제 전체의 GDP손실을 줄이는 것임
- 개별 금융기관의 건전성은 금융시스템 건전성의 충분조건이 아님
- 미시건전성 정책도 개별 금융기관의 건전성을 제고하여 금융시스템 건전성에 이바지할 수 있음
 - 특히 개별 금융기관의 크기가 경제전체에서 차지하는 비중이 매우 높은 경우에는 해당 금융기관의 건전성 여부는 금융시스템의 건전성과 직결됨
 - 하지만 일반적으로 미시건전성을 추구하는 행위가 항상 거시건전성을 제고하지는 않음
 - 예를 들어 한 금융기관의 건전성을 추구하기 위하여 자산을 처분하는 행위는 자산가격의 전반적인 하락을 초래하여 다른 금융기관의 건전성을 저해하여 오히려 거시건전성을 해칠 가능성이 있음(Shin(2010))
- 거시건전성 정책과 미시건전성 정책은 대체로 상호 보완적이나 경우에 따라선 서로 상충될 수 있음
- 모든 금융기관이 건전하다면 거시건전성이 달성되는 데 도움이 됨
 - 금융시스템이 안정적이라면 개별 금융기관에도 큰 위험이 닥칠 가능성이 줄어 듦
 - 미시건전성과 거시건전성을 달성하기 위한 수단도 공통적인 경우가 많음
 - 하지만 금융사이클이 하강하는 국면에서 자기자본 규제를 완화하려는 거시건전성 규제는 각각의 금융기관의 건전성을 악화시켜 미시건전성 규제와 상충됨
- Osiński, Seal, and Hoogduin(2013)에 따를 때, 거시건전성 정책과 미시

건전성 정책 사이의 시너지를 높이고 충돌을 줄이기 위한 첫 번째 요소는 각각의 mandate를 명확히 하는 것임

- 각각의 정책에 관한 mandate는 목적과 역할, 수단 그리고 정책을 담당할 기관을 명시적이고 명확하게 정의해야 함
- Mandate의 확립은 투명성과 책임을 달성할 메커니즘을 제공하며 각각의 독립성을 보호함
- Mandate는 각각의 정책적 목적을 달성하기 위한 수단과 책임, 그리고 정기적으로 보고할 의무를 부여

■ 두 번째 요소는 거시건전성 정책과 미시건전성 정책의 기능을 명확하게 이해하는 것임

- 각각의 기능을 명확하게 이해하는 것은 각각을 담당하는 정책당국 사이의 협조와 자문을 가능하게 함
- 각각의 기능이 효과적으로 달성되기 위해선 공개적인 대화, 정보교류, 투명성이 필수적인 역할을 함
- 빈번한 접촉, 고위당국자 사이의 정기적인 업무협조, 공개적인 교류 등은 서로간에 정보가 완전하게 제공되기 위한 필수조건임
- 공개 대화를 통한 건설적인 비판은 건전한 판단과 어려운 의사결정을 촉진하는데 도움이 됨

■ 세 번째 요소는 정책도구의 적절한 배분임

- 거시건전성 정책과 미시건전성 정책의 수단을 배분하는 방법은 (1) 모든 수단을 미시건전성 정책당국에게 부여하든지 (2) 법적으로 수단을 각각의 정책 당국자에게 배분하는 것임
- 두 경우 모두 언제 어떠한 수단을 무슨 목적으로 사용할 것인가에 대한 불일치는 발생할 수 있음
- 만약 모든 수단이 미시건전성 당국자에게 부여된 경우라면 거시건전성 당국자가 목적을 달성하기 위해 일부 수단이 사용되도록 요구하거나 이미 사용되고 있는 수단의 재조정을 요구할 수 있는 방법이 마련되어야 함

- 만약 수단이 분리되어 있다면 이러한 분리를 결정할 개념적, 경험적 근거가 마련되어 있어야 함.
 - 예를 들어 각각의 목적에 가장 효과적인 수단은 해당 정책당국자에게 부여되어야 하며 필요에 따라 새로운 수단을 채택할 수 있도록 법적 융통성이 보장되어야 함
- 한국의 경우는 거시건전성을 담당할 주체에 대한 명확한 규정이 확립되지 않은 상태여서 장차 거시건전성 정책을 담당하는 정책당국을 명확히 하고 구체적인 책임을 부여할 필요가 있음
- 2011년 한은법 개정을 통해 금융안정을 한은 설립의 목적 중 하나로 명시하였으며 자료제출요구권과 공동검사권을 강화하였으나 아직 단독 조사권은 없는 상태
 - 금융감독원에도 거시감독국이 존재하고 한은에도 거시건전성분석국이 존재하여 거시건전성 정책에 대한 권한과 책임이 어느 기관에 있는지가 명확하지 않은 상황
 - 실제로 한은이 공동검사권을 활용한 횟수는 한은법 개정 이후에도 매우 제한적이어서 한은이 거시건전성 정책과 관련한 제 역할을 하지 못하고 있다는 비판도 제기됨
- 이상적으로는 거시건전성을 담당할 주체로서 거시경제에 대한 포괄적인 정책을 집행하는 한은이 보다 적절
- 거시건전성 정책을 수행하기 위해선 개별적인 금융기관에 대한 규제를 할 때보다 필요한 정보량이 훨씬 많아야 할뿐 아니라 이에 대한 적절한 분석능력이 필요
 - 특히 금융기관 사이의 연관성을 고려하기 위하여 금융 주요 부문을 동시에 고려해야 함
 - 한은은 통화정책을 수행하는 과정에서 거시분석에 우위를 가지고 있으며 시스템적 위험이 초래될 때 최종대부자로서의 수단도 보유하고 있어 거시건전성 정책 당국자로 적절함
 - IMF(2013c)에 따르면 중앙은행이 거시건전성 정책을 담당할 경우, 그 책임이 중앙은행과 금융감독기관으로 분리되어 있는 경우에 비해 보다 신속하게 정책을 집행할 수 있음

- 거시건전성 정책의 주체로 한은을 명확히 규정하여 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
 - 사전적으로 거시건전성을 달성할 수 있는 수단은 대부분 금융감독원에 있으므로 한은이 거시건전성 정책상 필요할 때 협의를 통해 일부 수단을 활용하거나 재조정할 수 있는 권한을 부여할 필요
 - 거시건전성 정책에 필수적인 금융시스템에 관한 정보는 결국 개별 금융기관에 대한 정보를 취합하여 이루어지므로 이러한 정보의 취득에 우위에 있는 금감원과 한은 사이에 원활한 정보교류도 필수적임
- 다만 한은에 지나치게 권한이 집중될 수 있으므로 대안으로 시스템 위기를 전담하는 금융안정위원회(가칭)을 상설기구로 신설하여 한은과 금융감독원간의 정책공조와 업무협력을 도모하도록 할 수 있음
 - 금융안정위원회는 정책공조의 책임주체로 지정되어 능동적인 활동을 기대할 수 있음(정지만 · 신관호 · 박창균(2009), 윤석현 · 정지만(2010))
 - 미국과 EU는 각각 금융안정감시위원회(Financial Stability Oversight Council, FSOC)와 유럽시스템리스크위원회(European Systemic Risk Board, ESRB)를 구성하여 시스템위험을 전담하도록 함

(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 우월한 균형에 도달함
 - 정부나 정치권은 보다 단기적 목표에 집착하는 경향이 있어 재량적인 통화정책을 사용하는 경향이 높음

- 하지만 준칙에 의한 통화정책은 유연성(flexibility)이 부족하여 예기치 못한 사건이 발생할 경우 이에 적절하게 대처하기 어려움
 - 통화당국이 장기적인 목표인 물가안정을 추구하기 위하여 단기적인 손해를 감수할 수 있다는 명성(reputation)이 유지되는 경우 준칙 없이도 장기적으로 우월한 균형을 달성할 수 있음(Barro and Gordon(1983))
 - 정부는 보다 보수적인 통화당국자를 임명하고 독립적으로 통화정책을 집행할 수 있는 권한을 위임함으로써 장기적으로 우월한 균형을 달성(Rogoff(1985))
- 독립적인 통화당국자에게 통화정책의 운용과 관련한 수단을 자유롭게 사용할 수 있는 권한을 위임할 수 있는 이유는 물가안정과 관련한 중앙은행의 단기이자율 정책이 대체로 경제에 중립적인 영향을 주기 때문
- 대부분의 경우 정부 혹은 법령에 따라 통화정책의 목표는 규정되며 통화당국에게는 통화정책의 목표를 달성하는 수단을 독립적으로 결정할 수 있는 권한을 위임함
 - 재정정책과 달리 통화정책은 물가안정목표를 달성하는 과정에서 이해관계가 상충될만한 경우가 적음
 - 통화정책을 수립하는 과정에서 매우 전문적인 지식이 요구된다는 점도 정부에서 독립된 중앙은행을 선호하는 이유 중 하나
- 경험적인 분석결과는 중앙은행이 독립적일수록 중앙은행이 물가안정의 목표를 더욱 잘 달성함을 보여 줌
- 많은 국가들이 중앙은행의 독립성을 늘리는 방향으로 제도와 법을 변경
 - 이론의 여지는 있지만 중앙은행의 독립성이 늘어난 경우 물가가 더욱 안정됨²

² Daunfeldt and de Luna(2008)은 중앙은행의 독립성 없이도 물가안정이 가능함을 확인함. 하지만 Crowe and Meade (2008)은 보다 민주적이고 과거에 높은 물가상승률을 경험한 국가일수록 중앙은행의 독립성을 늘리려는 시도가 더 많이 이루어졌으며, 이러한 내생성을 제거한 결과 중앙은행의 독립성이 물가안정에 도움이 됨을 보임.

- 금융위기 이후 비전통적 통화정책에 대한 의존이 늘어남에 따라 중앙은행의 독립성이 계속 유지될 수 있을지 의문이 제기됨
 - 지금까지의 논의는 중앙은행이 거시건전성 정책의 수립에 대해 중요한 역할을 해야 할 뿐 아니라 통화정책을 사전적으로 사용해서 금융안정을 추구할 필요도 있음을 보여 줌
 - 중앙은행이 금융안정을 위해 통화정책을 사용하거나 거시건전성 정책을 집행하는 경우 이러한 정책에 대해 이해관계가 대립될 가능성이 있음
 - 중앙은행이 이해관계가 대립되는 정책을 집행함에 따라 민주적 절차로 선출된 권력이 아닌 중앙은행이 독자적으로 이러한 정책을 집행할 정당성이 있는지에 대한 의문이 제기됨
- 한국은행도 금융안정 목적을 추구하는 과정에서 독립성 훼손은 불가피할 전망
 - 금융안정을 추구하는 과정에서 이해관계의 대립은 더욱 첨예해질 가능성이 있으며, 이를 한국은행이 정부와 협의 없이 독자적으로 집행하는 데에 대해 반대의 목소리가 커질 가능성
 - 한국은행의 독립성은 물가안정만을 추구할 때에 비해서는 약화될 수밖에 없음
- 일상적인 금융안정 목적을 추구하는 과정에서는 최대한 한국은행의 독립성을 보장하되 재정상의 손실이 가능한 행위에 대해선 기재부, 궁극적으로는 국회의 동의가 필요
 - 금융안정과 관련하여 한국은행이 독자적으로 수행할 수 있는 범위를 정하고 이에 대해서는 최대한 독립성을 인정
 - 금융안정을 추구하는 과정에서 중앙은행이 손실을 입을 경우, 이는 조세로 메울 수밖에 없으며, 따라서 사실상 재정정책임
 - 따라서 재정정책의 담당 정부기관인 기재부와 한국은행과의 협력은 불가피해질 전망이며 궁극적으로는 국회의 사전 혹은 사후 동의가 필요
 - 단 재정부담이 가능한 행위에 대해 일일이 국회의 사전동의가 필요하도록 규정할 경우 신속한 금융안정 정책을 집행하기 어려워질 수 있는 측면을 감안할 필요가 있음

(5) 시장실패의 원천

- 미시건전성 정책과 관련하여 가장 중요한 시장실패는 금융기관의 도덕적 해이임
 - 부채로 자금을 조달하는 경우, 이득은 금융기관의 몫이지만 손해는 채권자에게 전가할 수 있음
 - 이 경우 채권자의 목적과는 달리 금융기관은 고위험투자를 선호
 - 채권자가 금융기관의 투자에 대한 정보를 모르는 경우 금융기관은 도덕적 해이에 빠져 고위험투자를 행함
- 은행의 채권자는 대체로 소규모이고 각종 금융안전망이 있기 때문에 금융기관을 모니터링할 능력과 유인이 없음
 - 소규모 금액을 예금하는 은행의 예금자는 경험부족으로 은행을 모니터링할 능력이 없음(Dewatripont and Tirole(1994))
 - 소규모 금액은 예금보험으로 보장되어 있어 금융기관이 부실해도 손실을 보지 않으므로 소규모 예금자는 은행을 모니터링할 유인이 없음
 - 많은 경우, 정부는 bailout을 통해 고액 예금자도 보호하는 경향이 있으므로 고액 예금자도 은행을 모니터링할 유인이 적음
- 예금보험과 같은 금융안전망의 존재는 금융위기의 가능성을 줄이는 긍정적인 역할을 하지만 금융기관의 도덕적해이의 문제를 악화시키므로 금융기관의 위험추구행위를 미시건전성 규제를 통해 방지할 필요
 - 예금보험은 뱅크런을 방지하는 효과적인 정책도구임(Diamond and Dybig(1983))
 - 예금보험이 있는 경우 은행은 손실이 생길 경우 이를 예금보험이 메워주므로 금융기관의 도덕적해이가 더욱 심해짐 (Kareken and Wallace (1978))
 - 금융당국은 개별 은행의 위험추구행위를 미시건전성 규제를 통해 제어해야 함

- 미시건전성 규제에 더하여 거시건전성 정책이 필요한 이유는 다음과 같은 세가지 시장실패 때문임(IMF(2012a))
 - 첫째, 다른 참가자들이 같은 전략을 선택할 경우 보상이 더욱 커지게 되는 전략적 보완성
 - 둘째, 금전적 외부성으로 인해 금융경색(financial distress)을 더욱 가속화시키는 자산투매(fire sales)
 - 셋째, 한 금융기관의 경색 혹은 파산이 다른 금융기관에 영향을 미치는 금융연관성(financial interconnectedness)
- 전략적 보완성이 생기는 첫 번째 이유는 은행경영자들이 채택하는 벤치마킹(benchmarking) 전략(Rajan(1994))
 - 은행 경영자는 자신들의 성과에 대한 시장의 평가를 중시하므로 단순히 순현재가치(Net Present Value)가 양인 프로젝트에 대출을 행하는 것이 아니라 다른 경영자들의 성과와 비교
 - 다른 경영자보다 성과가 뒤떨어지는 것을 꺼려하는 은행경영자들은 다른 경영자들의 성과를 벤치마킹하여 비슷한 성과를 올리기 위해 대출 정책을 바꿈
 - 은행경영자들은 자신들의 대출에서 부실이 생겨도 다른 은행들의 부실이 들어날 때까지 최대한 손실을 숨기고 대출을 연장해 주는 등 더욱 위험을 키우면서 현재의 성과에 집착
 - 결국 부실이 심각해지면 대부분의 은행들이 동시에 부실을 드러내기 시작함
- 전략적 보완성이 생기는 두 번째 이유는 정부의 구제금융 때문(Farhi and Tirole(2012))
 - 많은 은행들이 동시에 파산에 직면하는 경우 시스템위험으로 이어질 가능성이 높기 때문에 정책당국자는 구제금융을 제공할 가능성이 높음
 - 이를 기대하는 은행들은 사전적으로 상관관계가 높은 자산을 보유하거나 상대방의 전략을 따라 함으로써 문제가 생길 경우 구제금융을 받을 확률을 높일 수 있음

- 자산투매는 해당 자산의 가격을 폭락시킬 뿐 아니라 유사한 자산의 가격도 하락시켜 해당 자산을 보유한 다른 금융기관의 대차대조표도 어렵게 만들(IMF(2012a))
 - 자산투매는 잠재적인 자산 구매자들도 어려움에 처해 있음에도 불구하고 자산을 어쩔 수 없이 매각해야 하는 경우 생김
 - 이 경우 자산가격은 폭락하며, 이는 유사한 다른 자산의 가격도 하락시킴
 - 이러한 자산을 보유한 금융기관들의 대차대조표는 악화되며, 경우에 따라서는 이들 금융기관들도 자산을 매각할 수밖에 없는 형편이 될 수 있음
 - 다른 금융기관들도 자산을 매각하는 경우 자산가격은 더욱 하락하여 다시 동일한 과정이 반복됨
- 자산투매와 같은 문제는 도매금융에 의존하는 비은행 금융기관에 더욱 심각한 문제를 야기(IMF(2012a))
 - 예금은 예금보험에 의해 보호되기 때문에 은행이 예금에 주로 의존하는 경우 자산투매를 할 수밖에 없는 처지에 몰리는 경우는 많지 않음
 - 도매금융에 의존하는 경우, 이를 제공한 다른 금융기관이 어려움에 직면한 경우 제공한 자금을 급속하게 인출할 수 있으며 이 경우 도매금융에 의존한 금융기관은 이를 해소하기 위해 자산투매를 행함
 - 은행들도 예금보다 도매금융에 보다 많이 의존하는 경우에는 자산투매의 가능성이 생김
- 전략적 보완성과 금전적 외부성은 금융기관의 경기순응성을 초래(Shin(2010))
 - 금융기관이 대출을 늘리면 자산가격을 상승시키고 이는 다시 금융기관의 채무채표를 강화하여 보다 많은 채무를 통해 대출을 더욱 증가시킬 수 있는 여력이 생김
 - 금융기관이 늘어난 채무를 이용하여 더욱 대출을 늘리면 자산가격은 더욱 상승하여 "대출증가=>자산가격 상승=>금융기관의 채무구조 강화=>금융기관의 채무 증가=>대출 증가"의 순환구조(feedback loop)

가 성립

- 전략적 보완성 때문에 유사한 자산을 보유하지 않은 다른 금융기관들도 함께 투자에 동참
- 이러한 과정이 반복됨에 따라 금융기관들은 작은 충격도 내생적으로 증폭시켜 경기변동성을 확대시킴
- 금융기관의 경기순응성은 호황기에 과도한 차입을 초래하여 불황 시 충격을 크게 함(Shin(2010))
 - 금융시스템 내의 자산가격과 대출 사이의 순환구조는 금융기관으로 하여금 호황기에 과도하게 leverage를 높이게 만들
 - 경기가 나빠지는 경우, 자산투매 등 반대방향으로 순환구조가 작동하여 경기변동을 확대
- 금융기관들이 자본이 부족할 경우 새로 자본을 조달하기 보다는 자산급매에 의존할 수밖에 없는 이유는 debt overhang 때문임(Hanson, Kashyap and Stein(2011))
 - 금융기관이 자산대비 적절한 자본을 유지하는 방법은 자본을 확충하거나 자산을 처분하는 것임
 - 금융기관이 위험에 처했을 때 자본을 확충하기 보다는 자산을 처분하여 자산대비 적절한 자본을 유지하고자 하는 이유는 debt overhang 때문임
 - Debt overhang은 금융기관이 충분히 이윤을 올릴 수 있는 프로젝트가 있는 경우에도 금융기관이 우선적으로 기존부채를 갚아야 할 의무가 있는 상황에서는 자본이 제공되어도 투자에 사용되기보다는 부채청산에 사용되기 쉽기 때문에 자본 제공이 어려운 상황을 말함
 - 금융기관은 debt overhang에 빠지기 전에 미리 충분히 자본을 쌓아둔다면 곤궁에 빠졌을 때 낮은 가격으로 자산처분을 할 필요가 없을 수 있음
 - 하지만 Stein(2012)에 따르면 개별 금융기관들은 fire sale에 따라 다른 금융기관에 피해를 주는 것을 고려하지 않고 자본구조를 결정하므로 사회적으로 최적 수준보다 더 적게 자본을 보유함

- 금융기관의 경기순응성은 시장실패 뿐 아니라 잘못된 금융감독이 초래하기도 함
 - 경기가 호황인 경우 측정된 위험이 낮아져 금융기관은 보다 대출을 증가시킬 여건이 마련됨
 - 금융감독기관이 위험가중치를 이용하여 자기자본을 규제하는 경우, 경기호황 시에는 자산을 늘려도 위험가중치로 계산된 자산의 규모가 작으므로 같은 규모의 자본으로 더욱 큰 규모의 자산을 보유할 수 있음
 - “mark to market”도 호황기간에 자산가격이 상승함에 따라 이를 재평가할 경우 순자산이 증가하므로 금융기관의 재무제표를 강화하여 보다 많은 대출을 행할 여건을 만듦
- “Too big to fail” 또는 “Too interconnected to fail”로 대표되는, 횡단면 금융기관 연관성에 기인한 시장실패(Bernanke(2009))
 - 전체 금융시장에서 차지하는 비중이 큰 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
 - 규모는 작아도 다른 금융기관과 연관성이 높은 금융기관은 파산할 경우 systemic risk로 전이될 가능성이 높으므로 정책당국은 bailout을 하지 않을 수 없고 이를 기대한 금융기관은 더욱 큰 위험을 추구할 인센티브가 생김
- 거시건전성 정책과 관련한 시장실패는 은행에 국한하여 발생하는 것이 아니라는 사실은 거시건전성 정책의 대상이 되는 금융기관이 은행보다 범위가 넓어야 함을 의미함(Hanson, Kashyap and Stein(2011))
 - 미시건전성과 관련한 시장실패는 예금보험과 관련이 높으므로 미시건전성 정책은 예금보험의 대상인 은행의 위험추구행위를 규제하는데 초점을 맞출 필요가 있음
 - 거시건전성정책과 관련한 시장실패 문제는 비은행 금융기관의 행동과도 밀접한 관련이 있으므로 거시건전성 정책을 수행하는 과정에서 비

은행 금융기관의 규제도 필요함

- 한국에서의 거시건전성이 보다 효과적이기 위해선 한국경제에서 특히 문제가 되는 시장실패의 원인을 분석하고 이에 적합한 정책을 개발할 필요가 있음
 - 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 (De Nicolò, et al(2012))

Externalities due to:	Can be addressed by:			
	Capital Requirements (Surcharges)	Liquidity Requirements	Restrictions on activities, assets, or liabilities	Taxation
<i>Strategic complementarities</i>	X		X	
<i>Fire sales</i>	X	X		X
<i>Interconnectedness</i>	X		X	X

출처: De Nicolò, et al(2012)

- 거시건전성 정책의 주된 임무는 시장실패를 완화하기 위해 다음과 같은 정책을 수행(IMF(2013b))
 - 첫째, 금융기관으로 하여금 충분한 완충자본을 보유하고 유동성 자산을 보유하도록 규제하여 충격에 대처할 수 있는 회복력을 높임
 - 둘째, 금융기관의 경기순응성을 줄이기 위하여 조세부과 등을 통해 자산가격과 대출 사이의 feedback loop을 완화하는 정책
 - 셋째, 금융기관의 자산과 부채에 제약을 가해 규모를 줄이고 금융기관 사이의 과도한 연계를 줄이는 정책
- 한국은 글로벌 금융위기 전 LTV, DTI를 통해 금융기관의 대출에 대한 규제를 실시했을 뿐 아니라 글로벌 금융위기 이후에는 외환건전성 확보를 위해 규제를 도입
 - 부동산 대출에 대한 LTV, DTI는 지나친 대출을 억제하는 등 부분적인 성공
 - 그럼에도 불구하고 글로벌 금융위기 과정에서 환율이 불안해지는 등 외환위기 가능성이 높아지자 외환건전성 정책을 새로 도입
- 한국은 글로벌 금융위기 후 외환건전성 확보를 위해 세가지 주요 규제를 도입하여 성과를 보임
 - 선물환포지션 한도, 외국인 채권투자 과세, 외환건전성부담금 시행
 - 이 중 선물환포지션 한도와 외환건전성부담금은 은행의 외화 차입을 줄이는 효과
 - 이들 규제는 대체로 성공적으로 작동하여 미연준의 QE로 글로벌 유동성이 급격히 팽창했음에도 은행차입은 적절한 수준에서 제어됨
 - 금융감독원에 따르면 2013년 1월말 기준 외환차입금은 1,164억달러로 2011년말 대비 99억달러 감소하였고 이 가운데 단기 차입금은 211억달러로 2011년말 대비 121억달러 줄어 들어 단기차입금 비중이 2008년말(50.1%) 이후 가장 낮은 수치인 18.1%임
 - 2013년 5월 미연준이 QE tapering을 시사했을 때에도 외환시장이 안정적으로 유지됨

- 한국에서의 거시건전성 정책은 어느 정도 성과가 있었지만 아직 어떠한 수단이 가장 유효한지에 대한 종합적인 평가는 부족
 - 대부분의 수단들이 시장실패를 어떻게 교정하는지 명확한 평가가 부족
 - 외환건전성 부담금의 크기 등 각종 규제에 대한 양적 기준은 정립되지 않은 형편
 - 장차 거시건전성 정책을 도입할 경우에는 평가에 기초하여 보다 효과적인 수단을 설계할 필요
 - 시장실패에 따른 본질적인 위기 가능성을 없애는 것이 새로운 위기를 방지하는 데 보다 효과적임

(7) 거시건전성 정책을 위한 거시건전성 지표

- 대부분의 거시건전성 수단은 미시건전성 수단과 동일하지만 개별 금융기관의 상황보다는 시스템 전체의 상황에 의존하여 운용된다는 점에서 구별됨
 - 자기자본 강화, 유동성 강화, 자산과 부채에 대한 제약 등은 미시건전성 수단으로도 활용됨
 - 같은 수단이지만 적용되는 상황이 해당 금융기관보다는 전체 금융기관의 사정에 의해 결정된다는 점에서 거시건전성 정책은 미시건전성 정책과 구별됨
- 거시건전성 지표로 바젤감독위원회(BCBS: Basel Committee on Banking Supervision)은 "신용/GDP 갭"을 제시하고 경기대응완충자본(countercyclical capital buffer) 제도 도입을 추진
 - 경기대응 완충자본은 경기호황기에 은행으로 하여금 최저규제자본 이상의 자본을 확보토록 하여 과도한 신용팽창을 억제하고 불황기에 이를 대출재원으로 사용하도록 유도하여 급격한 신용위축을 방지
 - 당국은 과도한 신용팽창으로 시스템위기가 축적되고 있다고 판단될 때 은행에 경기대응완충자본 적립의무를 부과
 - BCBS는 과도한 신용팽창을 판단할 지표로 "신용/GDP 갭"을 제시

- 신용/GDP 갭은 신용/GDP 비율의 장기 추세치를 계산한 후 실제 값이 장기 추세치로부터 이탈한 정도를 계산하여 측정
- Borio and Lowe (2004)는 경험적으로 신용/GDP 비율이 시스템위험 지표로 유용함을 경험적으로 입증
- 최종 합의된 Basel III는 신용/GDP 갭을 사용하여 경기대응완충자본의 크기를 결정할 것을 권고
 - 신용은 "은행을 비롯한 모든 금융기관으로부터 민간부문이 차입한 자금의 총액"으로 정의
 - 경기대응완충자본의 구체적인 크기는 각국의 규제당국이 결정
 - 경기대응완충자본은 신용/GDP 갭의 크기에 따라 0%–2.5% 사이에서 결정
- GDP는 현재의 실물 펀더멘탈을 나타낸다는 의미에서 금융시장 상태를 나타내는 신용의 크기를 정규화하는 변수로 사용하기 적절하나 신용/GDP 갭은 몇 가지 문제점을 가짐(Hahm et al. (2012))
 - 경우에 따라서 은행은 loan commitment 등으로 신용을 사전에 약속하기 때문에 금융상황이 악화되더라도 신용이 감소하지 않을 수 있음
 - 특히 금융상황이 악화될 때 은행의 대출은 직접금융을 대체하기 때문에 실제의 은행 대출의 크기는 금융상황이 악화되어도 증가하는 등 금융기관이 제공하는 신용의 자산 크기는 상이한 패턴을 보이므로 단순히 총계집계인 신용만으로 금융사이클을 나타내기 어려움
 - GDP는 분기별로 집계될 뿐 아니라 수정을 거쳐 확정치가 결정되므로 속도성이 떨어짐
- 시스템위험을 나타내는 또 하나의 지표로 은행의 비핵심부채를 이용하면 경기순응성과 금융연계성 증가를 모두 파악할 수 있음(Shin and Shin(2011))
 - 호황 시에는 대출이 증가하여 은행의 자산이 예금보다 매우 빠르게 증가하는 경기순응성 현상이 생김
 - 부족한 자금은 국내의 다른 금융기관이나 외국의 금융기관에서 조달하

게 되므로 금융기관 사이의 연계성이 증가

- 국내의 다른 금융기관이나 외국에서 조달한 자금을 비핵심부채라고 정의할 때 경기순응성과 금융연계성이 강화됨에 따라 은행의 비핵심부채의 비중이 증가

■ 거시건전성 지표로 비핵심부채/핵심부채의 비율을 사용하는 것을 신용/GDP 갭의 대안으로 생각해 볼 수 있음

- 비핵심부채/핵심부채의 비율의 크기는 금융부문의 과도한 경기팽창과 연계성의 증가를 동시에 나타내는 지표
- 부채의 크기는 필요에 따라 어떠한 frequency로도 측정이 가능하여 속보성이 높음

■ 횡단면 연계성을 강조한 거시건전성지표로는 CoVaR 등을 들 수 있는데 측정상에 어려움이 있고, 이론적 엄밀성이 떨어져 본격적으로 활용되기는 어려운 실정(Adrian and Brunnermeier(2009), 김진호(2013))

- 횡단면 금융연계성을 측정하기 위한 거시건전성지표의 개발은 주로 중앙은행을 비롯한 금융당국의 연구자들에 의해 연구되고 있음
- 필요한 데이터를 쉽게 구하기 어려울 경우가 많고, 경제학 이론적 엄밀성은 아직 떨어지는 형편임

■ 거시건전성 정책은 거시건전성 지표에 기초하여 실행되므로 한국 금융시장 상황에 맞는 거시건전성지표를 개발할 필요가 있음

- Credit/GDP 지표는 이미 발표되는 데이터를 근거로 쉽게 작성할 수 있으나 다양한 형태의 Credit 정의를 통해 가장 적합한 지표를 개발할 필요가 있음
- 비핵심지표/핵심지표 비율은 현재 발표되고 있는 데이터를 근거로 작성하기 어려우므로 데이터 수집의 형태에 변화를 가할 필요가 있음
- 그 밖의 다양한 횡단면연계성 지표에 대한 유용성 검토가 필요가 있음

(8) 신흥시장국에서의 거시건전성 정책: 자본규제(capital control) vs. 건전성 규제

- 자본시장이 개방된 신흥시장국은 금융안정과 관련하여 더욱 어려움이 있음
 - 이미 글로벌 금융위기에서 확인한 바와 같이 폐쇄경제에서도 실물 및 물가 안정만을 통해 금융안정을 초래할 수 없으며 따라서 금융안정을 위한 새로운 도구가 필요함
 - 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))
 - 과거에는 자본시장을 개방할 경우에도 변동환율제를 채택하면 독자적인 통화정책을 수행할 수 있다는 견해가 우세. Ex) trilemma.
 - 하지만 자본거래 규모가 커지고, 자본거래가 점차 미국의 통화정책에 의해 결정되어 global financial cycle의 양상을 보임에 따라 변동환율제만으로 이를 제어하기는 어려움
 - 신흥시장국은 자본거래에 따른 금융불안정을 방지하기 위하여 직간접적인 자본통제정책을 채택할 필요가 있음
- 자본규제와 거시건전성 정책의 주된 차이는 목적에 있음(IMF(2012b))
 - 국가간의 자본이동은 효율성을 제고하는 등의 편익을 제공하지만 금융체도가 충분히 발달하지 못한 신흥국에서는 금융불안을 초래하는 등 비용을 수반함
 - 자본규제의 목적은 국가간의 자본 흐름을 토빈세와 같은 방법으로 직접적으로 규제하는 것을 목적으로 하며, 경우에 따라선 이러한 직접적 규제가 급격한 자본흐름에 따른 비용을 줄이기에 유용할 수 있음
 - 거시건전성 정책은 금융시스템의 안정성 추구를 목적으로 하며 위험이 국내에서 발생하는지 혹은 자본흐름에 의해서 발생하는지 여부를 구별

하지 않음

- 이를 위하여 필요한 경우 거시건전성 정책은 금융기관에 자본충당을 요구하거나 경기순응성을 완화하는 장치를 통해 자본흐름을 간접적으로 통제함

■ 경우에 따라선 자본통제와 거시건전성 정책의 수단이 동일할 수 있음 (IMF(2012b))

- 국가간의 자본흐름이 금융기관의 시스템적 위험을 초래하는 요인인 경우, 자본통제와 거시건전성 정책의 수단은 일치
- 예를 들어 은행들의 해외차입에 의해 지나치게 국내신용이 증가하고 자산가격이 상승하는 경우 은행들의 해외 차입에 대한 부담금(levy) 부과 혹은 해외차입에 대한 준비금 요구는 시스템 위기를 줄일 뿐 아니라 자본흐름을 통제하는 효과를 동시에 가짐

■ 한국의 경우 2011년 8월 외환건전성 부담금을 부과하기 시작하였고 이에 따라 은행 해외단기차입이 상당히 낮은 수준에서 유지됨

- Bruno and Shin(2013)의 경험적 분석에 따르면 한국의 외환건전성 부담금은 글로벌 유동성 확장에 효과적으로 대응하였음
- 2013년 5월 Bernanke 미연준 총재가 QE Tapering을 언급하였을 때 인도, 인도네시아, 남아공 등의 환율이 급격하게 절하하였음에도 불구하고 한국의 환율은 오히려 절상되는 등 위기에 강한 면모를 보임

■ 한국의 경우는 다른 신흥시장국과 달리 OECD에도 가입되어 있어 외환건전성 정책이 OECD 규약에 위배되는지 여부를 따져볼 필요 있음

- OECD 가입의 전제조건은 경상무역의 거래뿐 아니라 자본이동에 따른 거래를 자유화하는 것
- 선진국의 경우 금융기관이 충분히 발전하였으므로 자본이동에 따른 편익이 크다는 것이 이유
- 글로벌 금융위기를 계기로 선진국도 급격한 자본이동에 따라 경제가 취약해질 수 있음이 명확해짐
- 그럼에도 불구하고 아직 OECD에서는 자본이동에 제약을 가하는 정책에 대해 명시적으로 전향적인 입장을 보이지 않고 있음

4. 결론

- 거시건전성 정책은 글로벌 금융위기 이후 그 중요성이 부각되었음
 - 글로벌 금융위기 전의 금융감독은 개별 금융기관에 집중된 미시건전성 감독
 - 글로벌 금융위기를 계기로 미시건전성 감독만으로 금융위기를 예방하기 어렵다는 인식이 퍼짐
 - 거시건전성 정책은 거시경제의 관점에서 시스템위기에 대비하기 위한 정책
- 거시건전성 정책은 아직 시작 단계이지만 미시건전성 정책뿐 아니라 통화 및 재정정책과 같은 거시정책과 조화롭도록 설계되어야 함
 - 거시건전성 정책의 중요성에 비해 아직 구체적인 수단에 대한 합의는 미흡한 실정
 - 거시건전성 정책을 담당할 주체, 성과를 평가할 기준 등도 확립되지 않은 상태
 - 하지만 미시건전성 정책, 통화 및 재정정책과 밀접한 연관을 가지며 집행될 때 효과가 극대화될 것임.
- 한국의 경우 거시건전성 정책이 중요해짐에 따라 한국은행의 역할 및 금융감독 전반에 관한 중요한 변화를 초래할 것으로 기대되며 이에 현명하게 대처할 필요가 있음
 - 거시건전성 정책을 담당하는 정책당국을 명확히 하여 책임과 그에 합당한 수단을 활용할 권한을 부여해야 함
 - 현실적으로 거시건전성 정책의 수단의 대부분을 금감원이 보유하고 있다는 점을 감안할 때, 거시건전성 정책을 적절히 수행하기 위해선 금감원의 협조가 필수적임
 - 한국은행은 통화정책을 운용하는 과정에서 금융안정을 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 과정에서는 일상적인 행위에 대해선 최대한 한국은행의 독립성을 보장하되 재정상의 손실이 가능한 행위에 대해선 기재부와 협의, 궁극적으로는 국회의 사전 혹은 사후 동의가 필요
- 기존의 거시건전성 정책의 유효성을 평가하여 적합한 형태로 보완할 필요가 있으며, 이 과정에서 한국경제에서 특히 문제가 되는 시장실패의 원인을 분석하고 이에 적합한 정책을 개발할 필요가 있음
- 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

참고문헌

김진호 2013, "시스템리스크 관리를 위한 금융감독기구와 한국은행 간 거시건전성 정책 협력", 한국경제의 분석.

윤석현, 정지만 2010, "시스템리스크와 거시건전성 정책체계", 금융연구 제24권 제2호, pp.29-72

정지만, 신관호, 박창균 2009, "금융안정을 위한 중앙은행의 역할", 한국경제의 분석 제15권 제3호.

Adrian, Tobias and Markus Brunnermeier 2009 "CoVaR" Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 348.

Allen, Franklin, and Elena Carletti, 2011, "Systemic Risk and Macroprudential Regulation", mimeo, University of Pennsylvania.

Angelini, Paolo, Stefano Neri, and Fabio Panetta, 2012, "Monetary and Macroprudential Policies," European Central Bank working paper series no. 1449.

Baillu, Jeannine, Cesare Meh, and Yahong Zhang, 2012, "Macroprudential Rules and Monetary Policy When Financial Frictions Matter," Bank of Canada Working Paper 12-06 Bank of Canada.

Barro, Robert, and David Gordon 1983, "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", Journal of Monetary Economics 12, pp.101-122.

Basel Committee on Banking Supervision 2010 "Guidance for National Authorities Operating the Countercyclical Buffer" BIS.

Bernanke, B. 2009, "Financial Reform to Address Systemic Risk." Speech at the Council on Foreign Relations, Washington, DC, March 10.

BIS Annual Report, 2010, Bank for International Settlement.

Borio, C. 2003, "Towards a macro-prudential framework for financial supervision and regulation?", BIS Working Papers No 128 Bank for International Settlements.

Borio, Claudio, and Philip Lowe 2004, "Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?", BIS Working Paper, No.157.

Bruno, Valentina and Hyun Song Shin, 2013, "Assessing Macroprudential Policies: Case of Korea", mimeo.

Cecchetti, Stephen, and Marion Kohler, 2012, "When Capital Adequacy and Interest Rate Policy are Substitutes (and When They are Not)," BIS Working Paper 379, Bank for International Settlements.

Christensen, Ian, Cesaire Meh, and Kevin Moran, 2011, "Bank Leverage Regulation and Macroeconomic Dynamics," Bank of Canada Working Paper 11–32, Bank of Canada.

Crowe, Christopher and Meade, Ellen E., 2008, "Central bank independence and transparency: Evolution and effectiveness", *European Journal of Political Economy* vol. 24:4, pp.763-777.

Diamond, Douglas W., and Philip Dybvig. 1983, "Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity." *Journal of Political Economy*, vol. 91, Issue 3, pp.401–419.

Daunfeldt, Sven-Olov and Xavier de Luna, 2008, "Central bank independence and price stability: evidence from OECD-countries", *Oxford Economics Papers* vol.64:3, pp.410-422.

De Nicolò, Gianni, Giovanni Favara, and Lev Ratnovski, 2012, "Externalities and Macroprudential Policy", IMF Staff Discussion Note 12/05.

Dewatripont, Mathias, and Jean Tirole, 1994, *The Prudential Regulation of Banks*, (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).

Farhi, Emmanuel, and Jean Tirole. 2012. "Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch, and Systemic Bailouts." *American Economic Review*, 102(1): 60-93.

Farhi Emmanuel and Iván Werning, 2013, "Dilemma not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows." IMF Research Conference.

Franklin, Allen and Elena Carletti, 2011, "Systemic Risk and Macroprudential Regulation," mimeo, University of Pennsylvania

Hahm, Joon-Ho, Frederic Mishkin, Hyun Song Shin and Kwanho Shin, 2012, Macroprudential Policies in Open Emerging Economies, Asia's Role in the Post-Crisis Global Economy, edited by Glick and Spiegel, Asia Economic Policy Conference Volume Federal Reserve Bank of San Francisco, 2012.

Hanson, Samuel G., Anil K. Kashyap, and Jeremy C. Stein, 2011, A Macroprudential Approach to Financial Regulation, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 25, Number 1, pp. 3-28.

IMF, 2012a, Externalities and Macroprudential Policy, IMF Staff Discussion Note, International Monetary Fund

IMF, 2012b, The Liberalization and Management of Capital Flows, International Monetary Fund

IMF, 2013a The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies-Background Paper, International Monetary Fund.

IMF, 2013b, Key Aspects of Macroprudential Policies, IMF Policy Paper, International Monetary Fund.

IMF, 2013c, The Macroprudential Framework: Policy Responsiveness and Institutional Arrangements, International Monetary Fund

Kannan, Prakash, Pau Rabanal, and Alasdair Scott, 2009, “Monetary and Macroprudential Policy Rules in a Model with House Price Booms,” *The B.E. Journal of Macroeconomics, Contributions*, Vol.12, Issue 1, pp.1-44

Kareken, John H, and Neil Wallace.1978. “Deposit Insurance and Bank Regulation: A Partial Equilibrium Exposition.” *Journal of Business* 51 (July), pp.413–38

Mishkin, Frederic 2008, “How should we respond to asset price bubbles?”, *Financial Stability Review*, October (Issue 12), pp.65-74.

Mishkin, Frederic 2010, ‘Monetary Policy Flexibility, Risk Management, and Financial Disruptions’, *Journal of Asian Economics*, 23(3), Special Issue: The Financial Crisis of 2008–09: Origins, Issues, and Prospects, pp 242–246

Osinski, Jacek and Seal, Katharine and Hoogduin, Lex 2013. Macroprudential and Microprudential Policies: Towards Cohabitation, IMF Staff Discussion Note June 2013

Rajan, Raghuram 1994, "Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence." Raghuram G. Rajan; Quarterly Journal of Economics, 1994, 109(2), pp. 399-441.

Rey, H 2013 "Dilemma not Trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence", paper presented at the Jackson Hole Symposium, August 2013. Available at <http://www.kansascityfed.org/publications/research/escp/escp-2013.cfm>

Rogoff, Kenneth 1985, "The Optimal Degree of Commitment to a Monetary Target", Quarterly Journal of Economics 100, 1169-1190.

Shin, Hyun Song, 2010, Risk and Liquidity, Clarendon Lectures in Finance, Oxford University Press.

Shin, Hyun Song and Kwanho Shin, 2011, "Macroprudential Policy and Monetary Aggregates", NBER Working Paper No. 16836 (paper prepared for the 2010 Bank of Korea Research Conference).

Stein, Jeremy C. 2012. "Monetary Policy as Financial Stability Regulation." Quarterly Journal of Economics 127, pp.57-95.

Unsal, Filiz, 2011, "Capital Flows and Financial Stability: Monetary Policy and Macroprudential Responses," IMF Working Paper 11-189, International Monetary Fund.

White WR 2009, 'Should Monetary Policy "Lean or Clean"?', Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No 34.