

# 한국은행과 금융안정

신관호  
고려대학교

2023년 10월 5일

본 발표는 한국금융학회와 한국은행이 공동으로 주최하는 2023년 하반기 정책심포지엄을 위해 준비되었다.

# 1. 글로벌 금융위기 이전에 형성된 중앙은행의 금융안정을 위한 역할에 대한 합의된 관점\*

- Mishkin et al (2012)에 기초하였음

# 통화정책과 금융안정 정책의 이분화

- 신축적 물가상승률 목표제 하에선 통화정책을 수행하는 과정에서 금융안정에 대한 고려가 없음
- 통화정책과 금융안정 정책은 이분화되어 서로 독립적으로 시행되며, 금융안정은 건전성 규제 및 감독에 맡김
- 한국도 예외는 아니어서 통화정책은 한국은행이 담당하고 금융안정에 관한 건전성 규제는 금융위와 금감원이 담당

# 중앙은행의 금융안정과 관련된 역할에 대한 합의된 관점

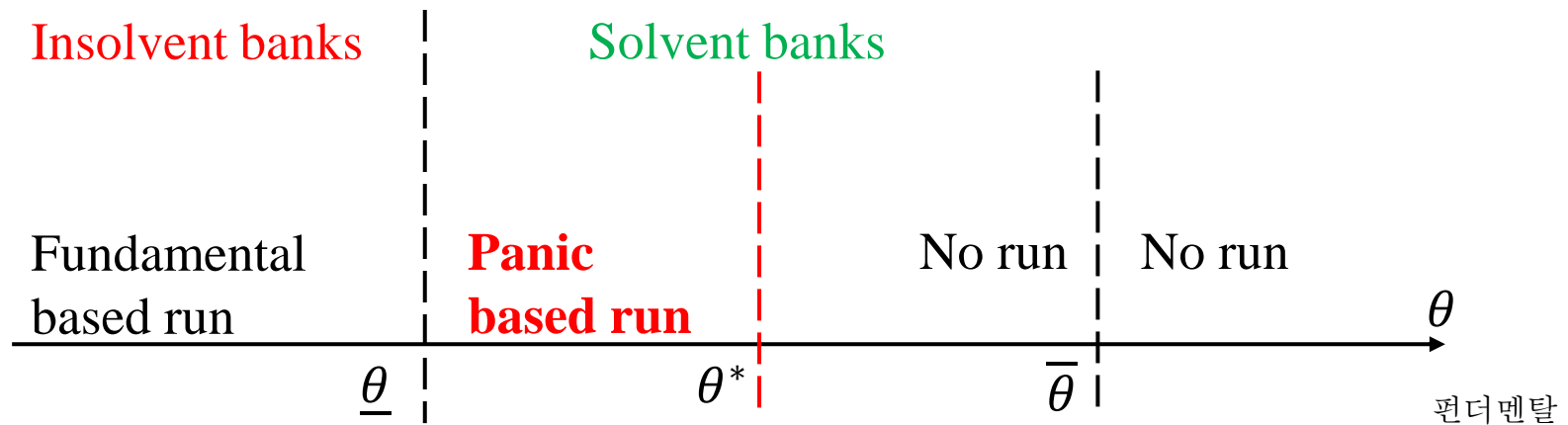
- 하지만 통화당국이 금융안정과 관련해 아무런 역할을 안하는 것은 아니었음
- 그린스펀 독트린: 통화정책은 자산가격 버블에 대해 직접적으로 대응해서는 안되고 버블 붕괴 이후 사후 수습하는 데 중점을 두어야 함
  - 1) 버블 여부를 사전적으로 판단하는 것은 거의 불가능
  - 2) 자산시장의 거품은 자산매입을 통해 비정상적으로 높은 수익을 얻을 것을 예상하고 있는 상황에서 만들어지는데 이에 대응하여 금리를 인상하는 것은 효과적이지 않을 수 있음
  - 3) 통화정책은 경제 전체에 영향을 미치는 무딘 수단인 반면 자산시장의 거품은 특정 부문에서 생김
  - 4) 금리인상으로 자산시장의 거품을 제거하는 과정에서 급격한 거품의 붕괴는 경제 전체에 심각한 손상을 가져올 수 있음
  - 5) 버블이 꺼진 후에 사후대응에 대한 사회경제적 비용은 그리 크지 않을 수 있음

# 사전대응 vs 사후처리 논쟁 (Lean vs Clean)

- 즉 통화정책의 금융불안정에 대한 대응은 최종 대부자의 역할에 국한해야
  - 이는 전통적인 중앙은행의 금융안정 기능이며 중앙은행이 출범하게 된 가장 중요한 이유이기도 함
- 물론 이에 대한 반대의견도 존재하여 일부 경제학자들(특히 BIS를 중심으로)은 통화정책이 자산가격 버블에 대해 사전적으로 대응해야 한다고 주장했다음

# 중앙은행의 최종대부자 역할 (글로벌 게임)

- 하지만 중앙은행의 최종대부자 역할은 무조건적으로 집행되는 것이 아님



# 중앙은행의 최종대부자 역할

- 지급불능(Insolvent)한 금융기관에 유동성을 공급하는 것은 최적(first best)의 선택이 아닐 수 있음
  - 이론적으로 지급불능한 금융기관은 파산하게 하는 것이 최적인 모형이 다수
  - 뿐만 아니라 한국은행이 손실을 보는 경우 이는 세수를 통해 지출할 수밖에 없는데 이는 국회의 동의를 구해 지출해야 하는 민주적 절차에 위배
- 한은법 25조 1항 “금융통화위원회가 고의 또는 중대한 과실로 인하여 한국은행에 손해를 끼친 때에는 당해 회의에 출석한 모든 위원은 한국은행에 대하여 연대하여 손해배상책임을 진다.”
- 하지만 solvency 문제와 유동성 문제를 구별하는 것은 쉽지 않음
- 평상시에 꾸준한 모니터링을 통해 이에 대한 판단할 수 있는 근거를 마련할 필요

## 2. 중앙은행의 역할에 대한 글로벌 금융위기의 교훈\*

- Mishkin et al (2012)에 기초하였음



# 글로벌 금융위기가 주는 교훈

- 과거에는 실물부문이 금융부문에 일방적으로 영향을 준다고 생각했음
- 하지만 글로벌 금융위기는 금융부문의 불안정이 실물경제에 매우 큰 영향을 미치고 있음을 보여줌
- 금융위기가 일단 벌어진 후 이에 대한 사후적 수습은 쉽지 않을 수 있고 경우에 따라 막대한 비용이 소요
- 통화정책을 통한 물가와 실물경제의 안정이 금융안정을 보장하지는 못함
- 결국 금융불안정에 대한 사전대응의 필요성 대두

# 통화정책 및 거시건전성 정책의 함의

- 자산가격 버블의 두 가지 유형
  - 비이성적 과열(irrational exuberance)에 의해 촉발되는 버블: 버블 여부를 판단하기도 어렵고 버블 붕괴시 피해가 적음
  - 금융기관의 신용에 의해 촉발되는 버블: 과열 여부를 어느 정도 판단 가능하고 버블 붕괴시 금융기관 파산으로 실물경제에 미치는 부정적 효과가 큼
- 이는 사전대응 vs 사후처리에 대한 논쟁의 초점이 잘못되었음을 말해줌
- 사전대응할 필요가 있는 경우와 그렇지 않은 경우를 구별할 필요
  - 신용버블에 대해서는 사전대응이 좋다는 의견이 우세하며 자산가격 버블에 대해서는 여전히 부정적

# 사전대응 수단으로서의 거시건전성 정책

- 금융불안에 대해 사전대응이 필요하다는 것은 통화정책을 우선시하는 것을 의미하지는 않음
- 통화정책보다는 거시건전성 정책과 감독이 최우선 수단이 되어야 함
  - 신용버블을 야기하는 시장실패를 직접적으로 해결하는 방법은 이에 대해 직접적인 효과를 가진 거시건전성 규제로 대응
  - 특정부문에 생기는 금융불안은 이에 타겟하여 규제하는 거시건전성 정책으로 담당
- 거시건전성 규제는 금융기관이 오히려 경기변동을 더욱 확대하는 현상을 방지하는 것

# 거시건전성 정책의 예

- 주택가격과 관련한 신용버블
  - LTV (Loan to Value): 주택담보인정 비율
  - DTI (Debt to Income): 총부채 상환비율
  - DSR (Debt Service Ratio): 총부채원리금상환비율
- 해외자본유입과 관련한 신용버블
  - 외환건전성 부담금: 은행의 단기차입
  - 외국인 채권투자 과세
  - 선물환 포지션 규제

# 미시건전성 vs. 거시건전성

- 미시건전성만으로 충분하려면?
  - 개별 금융기관이 건전하면 전체 금융시스템도 건전해야 함
  - “구성의 오류(fallacy of composition)”
- 하지만 개별 금융기관을 건전하게 만드는 과정에서 시스템 위기가 초래될 수 있음
  - 개별 금융기관의 행위가 “외부성”을 통해 다른 금융기관에 영향을 줌
  - 예를 들어 한 금융기관이 자신의 건전성을 위해 자산을 매각한다면 전반적인 자산하락을 통해 다른 금융기관의 건전성도 위협
- 거시건전성 관점에서 금융안정을 도모할 필요

# 통화정책도 사전대응의 수단이 될 수 있는지?

- 거시건전성 정책이 불충분할 경우 신용버블에 대응하기 위해 통화정책이 사용될 수 있음
  - 일반적으로 거시건전성 정책은 개별 금융기관에 직접적인 영향을 주기 때문에 정치적 고려가 개입됨
- 완화적 통화정책은 “통화정책의 위험추구 경로”를 통해 금융기관들의 과도한 위험추구를 촉발할 수 있으므로 이를 사전에 제어할 필요가 있음

### 3. 금융안정과 관련한 한국의 대응\*

- Shin and Shin (2023)과 김인준 외 4인(2017)에 기초하였음

# 글로벌 금융위기 이전 거시건전성 정책

- 한국은 글로벌위기 이전에 LTV와 DTI를 규칙적으로 활용한 소수 국가 중 하나
- IMF(2019)는 이를 긍정적으로 평가



# 글로벌 금융위기 이후 2011년 한은법 개정

- 한은법 1조 2항 목적 조항에 금융안정을 포함하고 96조 1항에 이에 대한 보고서를 국회에 제출하도록 요구
  - 물가안정 외에도 “금융안정에 유의”할 것을 목표 조항에 포함
  - 거시건전성분석국(현 금융안정국)은 금융안정보고서를 연 2회 발간하여 국회에 제출

# 글로벌 금융위기 이후 2011년 한은법 개정

- 하지만 한은법에 금융안정에 관한 조항은 이들 2개 조항 뿐이며 통화정책을 운용하는 과정에서 금융안정을 어떻게 고려할 지에 대한 구체적인 방안 미흡
  - 금융안정국은 금융안정과 관련한 모니터링을 하고 있지만 실제로 금융안정을 위한 정책 수립에 참여하지 못하고 있으며, 거시건전성 도구는 금융감독기관이 독점
  - 금융안정과 물가안정 사이에 상충관계에 있을 때 이에 대한 대처가 쉽지 않음

# 글로벌 금융위기 이후 거시건전성 정책

- 해외자본유입과 관련한 거시건전성 정책은 단기차입의 규모를 줄이는 데 효과적



1) 단기외채비중은 단기외채/대외채무×100

2) 단기외채비율은 단기외채/외환보유액×100

출처: 한국은행 금융·경제 스냅샷

# 통화정책과 거시건전성 정책의 조화로운 운영

- 통화정책이 실물경기에 영향을 미칠 뿐 아니라 금융 안정에도 기여하듯이 거시건전성 정책도 금융안정 뿐 아니라 실물경기에도 영향을 줌
- 두 정책간의 조화로운 운영이 필요
  - 예를 들어 거시건전성 정책이 강화될 때는 지나치게 경기를 위축시키지 않도록 경우에 따라 통화정책이 완화될 필요가 있으며 그 역도 성립함
- 하지만 거시건전성정책은 금융위에 의해 주도되고 한국은행의 참여가 제한적
- 이 상태에서 거시건전성 정책과 통화정책이 조화롭지 않은 경우가 있었음: ex) 초이노믹스(2014년)와 최근

# 거시경제금융회의

- 2012년에는 정보공유와 관련한 기관 간 이견을 보다 체계적으로 해결하고 금융안정과 관련한 위험요인을 효율적으로 분석하기 위해 차관급 거시경제금융회의가 설립됨
- 부정기적으로 운영되었고 한동안 운영되지 않다가 코로나19 위기 상황에 대처하기 위해 2021년부터 상시회의체로 전환하고 부총리, 금융위원장, 한은총재, 금감원장, 경제수석이 참여하는 최고회의로 격상

## 4. 한국은행의 금융안정과 관련한 역할에 대한 평가\*

- Shin and Shin (2023), 신관호(2022), 김인준 외 4인(2017)에 기초하였음

# 금융안정목표와 물가안정목표는 양립할 수 있는지?

- 금융안정의 저해는 궁극적으로 물가안정도 저해한다는 점에서 물가안정목표제 하에서도 충분히 금융안정을 고려할 수 있다는 견해도 있음
- 하지만 현실적으로 꼭 실현되지도 모르는 미래의 금융불안이 물가에 미치는 영향을 모두 고려하여 통화정책을 수립하기는 어려우며 일반인이 이를 이해하기는 더욱 어려움
- 따라서 금융안정을 추구하는 과정에서 물가안정 목표와 어느 정도 tradeoff관계에 놓일 수 있음

• 김인준 외 4인(2017),, 신관호(2022)에 기초하였음

# 물가안정 목표와 금융안정 목표 사이의 상충성이 있었던 해외 사례

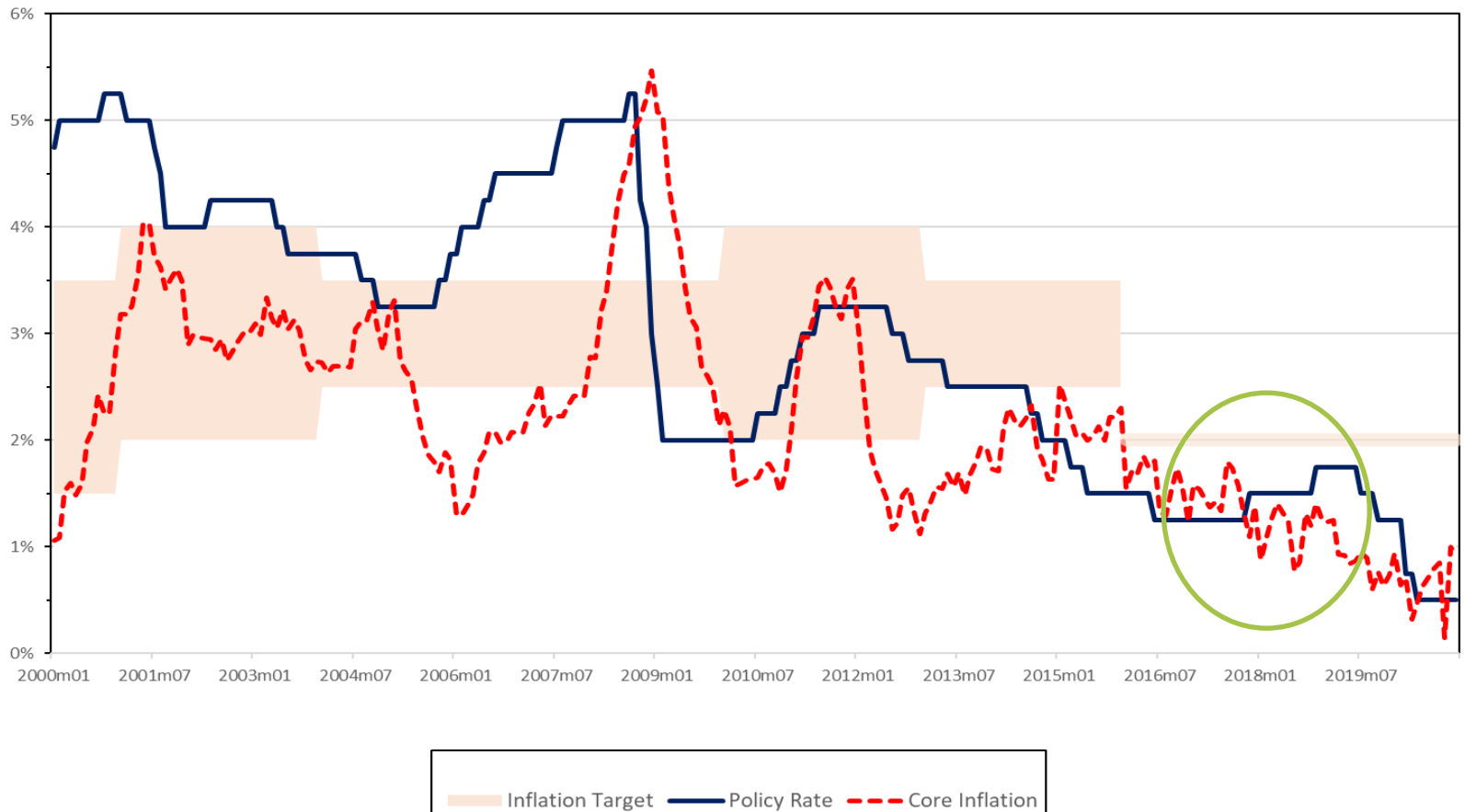
- 중앙은행이 금융안정을 우선시하고 물가안정의 책무를 소홀히 할 경우 물가안정에 대한 신뢰에 손상
- 스웨덴의 경험(Svensson, 2018)
  - 2010-2012년 기간 동안 Riksbank는 높은 가계부채 수준을 고려하여 물가 및 실물 상황과 부합되는 수준보다 높은 금리를 유지하여 물가상승률이 타겟보다 낮은 상태에서 유지되었으며 이에 따라 인플레이션에 대한 기대도 낮아지고 실업률도 올라감
  - 낮은 물가상승률은 가계부채의 실질가치를 낮춰 가계부채로 인한 금융불안정을 오히려 악화시킴



# 금융안정목표가 목표조항으로 추가된 이후 한은의 어려움

- 금융안정이 한국은행의 목적조항으로 포함된 이후 기준금리 운용은 물가상승률과 관련지어 생각할 때 매우 어려운 처지에 있었음
  - 팬데믹 이전, 물가상승률이 목표수준보다 상당히 낮은 수준임에도 가계부채 등 금융안정을 고려하여 금리수준을 낮추지 못함
  - 거시건전성 정책 도구를 한은이 보유하는 경우 LTV, DTI 등을 활용하여 가계부채의 증가를 막으면서 보다 완화적인 통화정책을 수행하는 것이 가능했음

# 팬데믹 이전 인플레이션과 기준금리

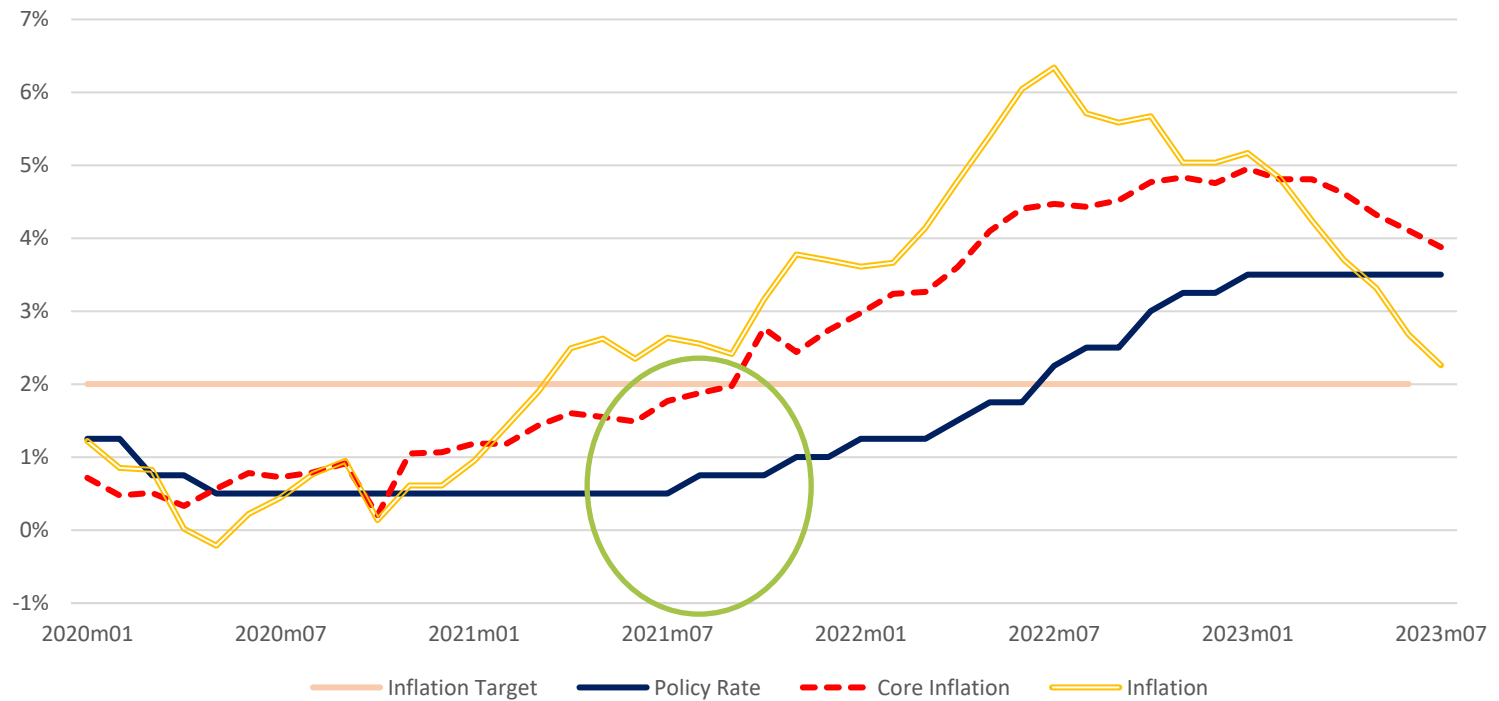


# 금융안정목표가 목표조항으로 추가된 이후 한은의 어려움

- 2012년 7월 이후 물가상승률은 헤드라인 또는 근원 인플레이션 모두 거의 대부분의 기간 동안 목표수준 아래에 위치
- 이후 한국은행은 정책금리를 1년 넘게 동결하다가, 2017년 11월 인상하였는데 당시 물가상승률은 2017년 8월 2.5% 수준에서 상당히 내려와 1.2% 정도였으며 그 후에도 물가상승률은 1% 부근에서 머물렀음.
- 따라서 물가상승률만을 고려할 때 기준금리의 인상 필요성은 크지 않았다고 볼 수 있음.
- 이 때 금융통화위원회 의사록을 보면 대다수의 금통위원들은 가계부채 급등과 주택가격 상승에 따른 금융불안정을 우려하여 금리를 올리는 것이 필요하다는 의견을 피력하였음

• 신관호(2022)에 기초하였음

# 팬데믹 이후 인플레이션과 기준금리



# 2021년 8월 금리인상 배경

- “실제로 지난달 금통위 의사록을 보면, 금통위원 6명중 5명이 매파(통화긴축 선호) 성향을 보이는 등 금통위 내부에서 금리인상에 나서야 한다는 시각이 지배적이다. ... 금통위원 대다수가 실물경제보다 가계부채 급증과 자산가격 급등 등 금융불균형 문제를 해결하기 위해 조만간 금리를 인상해야 한다고 보고 있다 (뉴시스 8월 6일)”
- 결과적으로 이 때 금리인상은 물가안정과 금융안정을 동시에 추구할 수 있었음

## 5. 결론 및 정책적 시사점

# 한국은행의 사전적 기능: 거시건전성 정책

- 글로벌 금융위기 이후 금융안정을 위한 사전적 기능이 중요시 되며 이를 총칭해서 거시건전성 정책으로 부름
- 한은법을 개정하여 목적조항에 금융안정을 포함시켰지만 거시건전성 정책수단은 금융위와 금감원이 독점
- 한국은행의 참여를 위해 거시경제금융회의가 운영되고 있지만 한계.
- 원칙적으로 금융불안에 대한 사전적 대응은 거시건전성 정책이 우선되어야 하며 이를 위해 한국은행이 거시건전성 정책수립에 적극적으로 참여할 수 있는 방안이 모색될 필요
- 거시건전성 정책이 불충분할 경우 통화정책이 동원될 수 있으나 이 경우 부작용이 발생할 가능성

# 금융안정을 위한 한국은행의 사후적 기능: 최종대부자

- 이는 중앙은행이 행하는 전통적인 금융안정 기능
- 개별 금융기관을 대상으로 하는 만큼 민주적 정당성이 필요하며 그렇지 않은 경우 정치적 비난 및 압력 가능성
- 또한 최종대부자 기능에 따라 자금을 지원하였다가 손실이 생기면 이는 세금으로 메울 수밖에 없음
- 따라서 일시적으로 유동성 문제에 봉착한 금융기관에 한해 유동성 지원이 제공될 필요
- 유동성 문제인지 혹은 solvency 문제인지를 판단하기 위해 상시적인 모니터링이 필요