

통화량 조절수단의 관료유인과 인플레이션 효과*

김 인 배** · 김 일 중***

논문초록

본 논문은 중앙은행의 통화량 조절수단으로서 재할인의존도가 초래하는 인플레이션 편의를 추정하였다. Kim and Kim(2007)은 흔히 통화량 조절수단으로서 무차별적으로 취급되는 공개시장조작과 재할인정책이 관료적 입장에서 보면 큰 차이가 있을 수 있다는 점에 착안하여, 각국의 재할인의존도가 그 나라 중앙은행의 재량권과 관련이 있음을 보인 바 있다. 본 논문은 이를 연장하여 재할인의존도가 높을수록 그 재량적 속성으로 인해 통화량의 변동성이 커지고, 이때 가격의 하방 경직성이 작용하여 인플레이션 편의가 발생함을 국제자료를 통해 검증하였다. 이러한 연구는 중앙은행이 외부적 압력으로부터의 독립과 마찬가지로 내부의 관료적 유인으로부터의 독립 역시 함께 고려되어야 한다는 점에서 중앙은행 독립성에 대해 시사하는 점이 있으리라 사료된다.

핵심 주제어: 재할인, 재량권, 중앙은행, 인플레이션, 관료유인

경제학문헌목록 주제분류: E5, D7

투고 일자: 2009. 8. 1. 심사 및 수정 일자: 2009. 9. 4. 게재 확정 일자: 2009. 9. 16.

* 본 논문에 대해 유익한 논평을 해주신 익명의 세 분 심사자에게 심심한 감사를 드린다. 그리고 연구조교로서 충실한 역할을 해 준 유지현 양과 최지은 양에게 사의를 표한다. 본 연구는 2009학년도 이화여자대학교 교내연구비 지원에 의해 실행되었다.

** 교신저자, 이화여자대학교 경제학과 부교수, e-mail: ibkim@ewha.ac.kr

*** 성균관대학교 경제학과 교수, e-mail: ijkim@skku.edu

“때론 중앙은행의 힘 있는 그룹은 은밀한 운영방식을 통하여 자신들의 이익이 조직 내에서 더 비중 있게 다루어지도록 하는 바, 외부의 일반인들은 그로 인하여 초래되는 왜곡을 인식하지 못한다”(Acheson and Chant, 1973, p. 652).

1. 서 론

일반적으로 중앙은행의 목적은 Milton Friedman (1982, p. 100) 이 표현한대로 삼위일체(the Holy Trinity), 즉 완전고용, 경제성장 및 물가안정을 추구하는 것이다. 따라서 대부분의 통화정책 관련 문헌들은 각국 중앙은행이 이들 변수들을 포함하는 사회적 목적함수의 극대화를 유일한 목표로 삼는다고 전제한다. 그러나 이러한 전통적인 시각과는 달리 중앙은행도 하나의 관료조직으로서의 속성을 갖고 있고, 따라서 그 의사결정에는 관료적 사익추구의 유인이 내재되어 있을 수 있다는 시각의 연구가 최근 활발히 진행되고 있다.

일찍이 해외에서는 1970년대 들어서부터 이러한 공공선택이론적 시각의 연구가 본격적으로 발표되었는데, 주로 Tullock (1967) 의 ‘지대추구이론’과 Niskanen (1975) 류의 ‘관료이익 극대화 가설’에 근거하여 적어도 한계적으로는(‘at the margin’), 중앙은행이 자신의 이익을 극대화하기 위해 관련 이익집단들과 정치적 거래를 한다고 전제한다. 그 한 부류는 중앙은행이 외부의 압력에 굴복하여, 행정부나 의회의 정치적 신념이나 전략을 일방적으로 수용하여 통화정책에 반영하는 것으로 보는 시각의 연구들로서, 소위 ‘정치비즈니스사이클’로 통화정책을 설명하는 연구들이 있다(대표적으로 Havrilesky and Granato, 1993; Caporale and Grier, 1998 참조).

이와는 대조적으로 중앙은행이 다양한 이익집단들의 요구에 대해 상호주의적 입장에서 전향적으로 반응하거나, 혹은 주인-대리인의 관계 속에서 적극적으로 자신의 이익을 추구하는 통화당국의 모습을 전제하는 연구들이 있다(Chant and Acheson, 1972; Toma, 1982; Shugart and Tollison, 1983 등). 예들 들어, Friedman (1982, p. 115) 은 역사적으로 미연준이 멤버은행의 숫자 확대에 연연해왔던 이유를 순수하게 통화량조절의 이유만으로는 이해할 수 없으며, 그보다는 자신들의 특권, 지위, 권력 및 수천 개의 금융기관을 감독하면서 얻게 되는 피감독기관으로부터의 로비 등에 있다고 하였다. 또한 Toma (1982) 와 Shugart and Tollison (1983), Boyes et al. (1998) 은 미연준의 독특한 예산회계방식이 통화당국

자의 관료적 유인과 결합하여 인플레이션 편의를 일으키게 된다고 하였다. 요컨대 이러한 연구들에서는 대체로 중앙은행이 관료적 재량권을 확대하려는 유인에 충실하기 때문에 통화정책이 왜곡될 수 있다고 본다.

이러한 공공선택이론적 연구들의 연장선상에서 Kim and Kim (2007)은 중앙은행이 통화량을 조절하기 위해 사용하는 조절수단의 선택에도 관료의 재량권 확대유인이 포함되어 있음을 보인 바 있다. 흔히 경제학 교과서에서 중앙은행의 통화량 조절수단으로서 공개시장조작과 재할인정책이 무차별적으로 취급되고 있지만 사실상 관료입장에서는 두 수단 간 큰 차이가 있으며, 따라서 그 선택에는 관료의 사적 유인이 내재되어 있음을 실증적으로 보였다. 구체적으로 국제자료를 통해 각국의 본원통화에서 재할인이 차지하는 비중, 즉 ‘재할인의존도(δ)’를 분석한 결과, 이 비중이 여러 경제적 요인들을 포착하는 조정변수들을 감안하고도 각국 중앙은행 관료의 재량권과 깊은 관련이 있음을 보였다. 즉 각국 중앙은행 관료의 재량권이 클수록 사적 유인이 발휘되기 쉬운 재할인의 비중이 커진다는 사실을 밝혔다.

이렇게 관료의 사적 유인, 즉 재량권 유인이 반영된 통화정책은 경제왜곡을 초래할 가능성이 있다.¹⁾ 이와 관련하여 생각할 수 있는 대표적 예로서, 가령 관료 유인에 의해 재할인이 운용되다 보면 그 재량적 성격으로 인해 통화량의 변동성이 커지게 될 것이다. 이때 만일 가격의 하방경직성이 존재한다면(Holzer and Montgomery, 1993; Peltzman, 2000; Dobrynska, 2008 등) 그로 인해 재할인의존도가 높은 국가는 그렇지 않은 국가에 비해 더 높은 인플레이션을 맞게 될 수 있다.

이러한 맥락에서 본고의 목적은 Kim and Kim (2007)의 확장으로서, 중앙은행의 재할인의존도가 큰 국가일수록 인플레이션이 높다는 가설을 국제 패널자료를 이용하여 검증하는 것이다. 본고가 갖는 학술적 의미는 기존에 중앙은행 재할인의 관료적 성격에 대해 비판적인 시각의 연구는 많이 있었으나, 그로 인한 경제왜곡을 계량적으로 검증해 보인 연구는 많지 않았다는 사실에서 찾을 수 있다. 바로 이런 맥락에서 Kane (1990, p. 291)의 “통화정책에 있어서 보고나 결정과정의 모호함으로 인해 발생하는 소득 재분배적인 정치행위가 얼마나 거시경제와 금융시장 성과에 피해를 주는지에 대해 정량적으로 평가하는 실증연구는 아직 매우 부족하다”는 지적은 아직도 상당히 유효한 듯하다.

1) 이를 Kim and Kim (2007)에서도 시사하였고, 향후 수행해야 할 시급한 과제로 남겨 놓은 바 있다.

본고가 갖는 또 다른 의미로서, ‘재할인의존도-인플레이션 관계’는 인플레이션을 설명한 기존의 국제비교 연구와 대비되는 매우 흥미로운 주제이다. 지금까지 국제비교 문헌에서는 인플레이션에 영향을 주는 여러 경제적 요인들 외에, 제도적 요인으로서 대표적으로 중앙은행의 독립성지수가 중요한 설명변수로 간주되어 왔다. 중앙은행의 독립성은 통화정책이 외부적 압력으로부터 자유로운 정도를 의미한다. 따라서 독립성이 낮다는 것은 외부로부터 압력(예를 들어, 행정부가 확대재정정책의 재정적 부담을 확대통화정책으로 해결하려는 시도)에 의해 통화정책이 왜곡되어 인플레이션 가능성이 커짐을 의미한다. 소위 인플레이션의 ‘수요측면’을 반영하는 것이다. 이에 비해 재할인의존도는 Kim and Kim (2007) 에서 보였듯이, 중앙은행 관료 스스로의 사적 유인이 크게 반영되므로, 만일 높은 재할인의존도가 인플레이션을 유발한다면 이는 인플레이션의 ‘공급측면’으로 간주되는 한 요인을 밝힌 것이라고 볼 수 있다. 뿐만 아니라, 지금까지는 통화량 자체가 문제될 뿐 통화량을 조절하는 수단의 선택은 인플레이션과 무관한 것으로 간과되어 왔으나, 관료적 요인에 의해 어떤 조절수단을 선택하는가의 여부 역시 인플레이션을 결정하는 중요한 요인임을 보인다는 점에서도 매우 의미 있는 작업이라고 판단된다.

본고의 순서는 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 대개 중앙은행은 공익만을 위해 정책을 수행하는 일종의 (긍정적 의미에서의) 로봇과 같은 이미지로 연상되지만, 실제로는 일상의 통화정책에도 다분히 관료적 재량권 확대유인이 스며들 수 있고, 또 그로 인한 왜곡이 발생할 수 있음을 기존 문헌을 통해 보인다. 이어 본 연구에서 다루는 중앙은행 재할인에 초점을 맞추어 그 관료적 속성을 심도있게 분석한다. 제Ⅲ장과 제Ⅳ장에서는 통화량 조절수단으로서 재할인에 대한 의존도가 클수록 경제왜곡의 정도가 높아질 수 있다는 점을 실증적으로 보이고자 한다. 구체적으로, 제Ⅲ장에서는 재할인의존도가 높은 국가일수록 통화량의 변동성이 커짐을 확인한 후, 제Ⅳ장에서 높은 재할인의존도가 인플레이션 편의를 초래함을 보인다. 본 연구의 간략한 요약과 의미 및 시사점에 관해 제Ⅴ장에서 언급함으로써 논문을 맺는다.

II. 관료조직으로서의 중앙은행과 재할인제도

1. 중앙은행의 관료적 속성과 재량권

1970년대의 지속적인 인플레이션 현상에 대해 통화당국이 이를 막지 못한 점을 두고, 학계에서는 통화당국이 과연 공공의 선을 위해 이타적으로만 정책을 수행하는지에 대하여 의문을 제기하기 시작하였다(Goodhart, 1989, p. 296). 사실 Friedman(1984)도 그러한 공공선택론적 시각은 초기 통화주의자들이 재량보다는 룰을 선호했던 근본적 이유와 맥을 같이 한다고 하였다.²⁾ 이후 많은 연구자들이 중앙은행의 의사결정 혹은 정책수행에 대해 미시적 관료주의 이론을 적용하여 분석하였다.

대표적으로 Chant and Acheson(1972, p. 28)은 캐나다 중앙은행이 평상시 통화량을 조절하면서 발휘하는 관료적 속성에 대해 신랄하게 비판한 바, 적절히 통제되지 않은 중앙은행 관료의 재량권이 일상의 통화정책 운용에서 어떻게 발휘되는지 실례를 들어가며 논증하였다. 예를 들어 캐나다 중앙은행이 정부예금을 중앙은행의 계정과 회원은행의 계정 간에 자의적인 이체를 통해 재량권을 행사하였고, 그와 같은 행위는 통화량 조절보다는 관료주의적인 행태로 밖에 이해할 수 없다고 하였다. 뿐만 아니라 그러한 행위의 이점은 공개시장조작에 비해 은밀히 행해질 수 있으므로, 이를 통해 중앙은행은 원하는 다양한 목적들을 달성할 수 있게 된다고 주장하였다. 그러면서 “관료란 특권과 자기보존에 많은 관심을 두는데, 중앙은행이 직면하는 여러 선택들에 대해 이러한 관료적 선호를 반영하면, 실제 통화정책운용에 다양한 조명이 가능하다. 이를 통해 언뜻 보기에 불합리한 중앙은행의 행위도 (이러한 관료이론으로 보면) 합리적인 것으로 이해될 수 있다”(Chant and Acheson, 1972,

2) 이와 유사하지만 1970년대 후반 이후 또 다른 의미에서 통화당국의 재량을 다룬 Kydland and Prescott(1977)의 소위 시간-불일치문제(time-inconsistency problem)에 관한 연구들이 많이 나오기 시작하였다(Barro and Gordon(1983) 참조.). 결과적으로 통화당국의 재량보다는 룰에 근거한 통화정책 수행이 더 나은 결과를 가져온다는 것이지만, 이들이 상정하는 ‘재량’은 통화주의자인 Friedman의 주장 혹은 본 연구와 같은 공공선택론적 시각에서 의미하는 관료의 ‘재량’과는 차이가 있다. 전자는 선한 의도를 가진 통화당국이 사전적 공약과는 달리 ‘공약을 위해’ 취하는 정책의 유연성을 의미하지만 (물론 그 결과가 의도와는 달리 경제적 비효율성을 초래할 수 있음), 후자의 재량은 불완전한 정보에 기인하거나 혹은 이익집단과의 상호관계 속에서 통화당국자가 ‘사익을 추구하기 위해’ 발휘하는 관료적 행위를 전제하고 있다.

p. 14) 고 충고하였다.

특히 관료적 속성 중 본고에서 주목하고자 하는 것은 ‘발휘할 수 있는 재량의 범위를 극대화하려는 유인’이다. 그 이유에 대해 Poole (1990, p. 256) 은 “중앙은행 관료들이 사적인 혜택을 획득하는 원천은 바로 그들이 갖는 폭넓은 재량권”이라고 지적한 바 있다. 문제는 중앙은행의 통화정책 의사결정에 이러한 재량권 추구 관료유인이 체계적으로 반영되는 경우 통화정책이 사회적으로 가장 바람직한 방향으로 귀결되지 않고 경제적 왜곡을 유발할 수 있다는 것이다.

중앙은행 관료의 지나친 재량권이 통화정책을 왜곡시킬 수 있다는 주장을 펴는 연구의 예들은 이제 쉽게 찾아볼 수 있다. 가령 Toma (1982) 와 Shughart and Tollison (1983), Boyes et al. (1998) 등을 들 수 있는데, 이들은 미연준의 독특한 예산회계방식에 주목하였다. 이를 통해 중앙은행의 관료적 유인이 어떻게 반영되며, 또 경제왜곡으로서 어떻게 인플레이션 편의를 일으키는지 분석하였다.

미연준의 지출예산은 별도로 의회로부터 승인을 받는 것이 아니라 통화정책을 통한 총수입에서 충당한다. 미연준은 (그 이전까지와는 달리) 1947년 이래 현재까지 총수입에서 총비용 지출을 제외한 이익금의 대부분을 정부에 반납하고 있다.³⁾ 이러한 제도 하에서 미연준 관료들은 지출예산을 확대하여 자신들의 편익 (amenities) 을 크게 할 유인을 발견하게 된다. 따라서 이에 충실하다면 그들은 지출예산의 재원인 총수입을 가능한 늘리려 할 것이며, 공개시장매입을 통한 총수입 확대를 피하다 보니 인플레이션 편위가 발생한다고 주장한다. 요컨대 미연준의 지출예산에 관료적 재량권이 발휘되어 통화증발이 야기된다는 것이다. Shughart and Tollison (1983, p. 291) 은 이를 실증적으로 검증하면서 “통화량 증가요인 중의 하나는 미연준의 관료주의 확대를 자금지원하기 위한 것이다”라고 결론지은 바 있다.

한편 미연준의 이익금 처분방식과는 반대로 이익금의 전액 혹은 일부를 중앙은행

3) “1914년 미연방은행법에 따르면, 연방은행의 수입금은 우선 연방은행의 비용과 가입은행에 대한 배당금을 지급하고, 남은 수입금의 반은 연방정부에 세금으로 납입하고, 나머지 반은 납입자본금의 40% 이내에서 연방은행에 유보시킬 수 있다. 그러나 1933-1947 기간 동안에는 법적으로 모든 수입금이 사용되거나 혹은 유보시키는 것이 가능했다”(Toma, 1982, p. 165). “2차대전 이후 미연방은행의 대규모 이익금은 의회의 관심을 끌기에 충분하였고, 연방은행은 이익금의 일정 부분을 정부에 반납하도록 하는 법적 조치가 취해질 것을 두려워하였다. 따라서 이러한 두려움이 1947년 이익금의 상당부분을 정부에 자진 반납하는 미연방은행의 행동을 어느 정도 설명한다”(Toma, 1982, p. 166). 필자들이 조사한 바에 따르면 이러한 미연방은행의 관례는 현재까지 계속되고 있다.

내부에 적립하는 국가들도 있다. 김인배 외(2001, 2004)는 이러한 ‘적립금’이 중앙은행 관료의 사적 유인과 결합될 때 이들의 재량권을 확대시킬 수 있는 재량예산으로서 기능할 수 있음을 보이고, 그로 인한 경제왜곡을 실증적으로 증명하였다.

구체적으로 김인배 외(2001)는 한국의 경험을 통하여, 한국은행 적립금이 내부관료의 재량권이 상대적으로 크게 발휘될 수 있는 자산인 재할인액수의 증가에 기여할 수 있음을 보인 바 있다. 다음 소절에서 상술되겠지만 중앙은행 재할인은 성격상 일반적으로 관료의 재량권이 발휘될 소지가 충분하며, 그로부터 중앙은행 관료가 여러 사적인 혜택을 얻을 수 있다는 연구는 이미 많이 축적되어 있다.⁴⁾

적립금 역시 미연준의 지출예산과 마찬가지로 중앙은행의 이익금으로부터 발생한다. 또한 위에서 설명한 바와 같이 적립금은 재량예산의 성격을 띠 수 있다. 따라서 중앙은행 관료 입장에서는 재량예산인 적립금을 크게 할 유인이 있다. 그러므로 그 재원이 되는 이익금을 확대시키려 하다 보니 Toma(1982)나 Shugart and Tollison(1983)에서 주장된 바와 같이 확대통화정책을 선호하게 되고, 이로 인해 인플레이션 편익이 초래될 수 있다. 김인배 외(2004)는 국제 횡단면자료를 이용하여 이와 같은 적립금과 인플레이션과의 관계를 실증적으로 밝힌 바 있다.

지금까지 중앙은행 통화정책이 관료 유인과 결합될 때 한계적으로 어떻게 경제를 왜곡시킬 수 있는지 기존 문헌을 통하여 살펴보았다. 중앙은행의 운영과 관련하여, 일반적으로 아무런 거부감(내지는 의문) 없이 전제하는 이른바 ‘사회 목적함수 극대화’ 가정에 대해 새로운 시각을 제공하기에 충분한 논거들이라고 사료된다. 다음은 본 연구의 초점인 중앙은행 재할인제도에 내재되어 있는 관료적 속성에 대해 좀 더 구체적으로 살펴보기로 한다.

4) 한편 중앙은행 적립금은, 국가마다 편차가 있지만, 한국의 경우 1999년 말 현재(김인배 외(2001)에서 사용된 자료의 마지막 해) 본원통화의 14%에 달하였다. 물론 명시적으로 적립금의 용도는 미래의 손실이 발생하였을 때 이를 충당하기 위함이다. 그러나 적지 않은 수준의 이 금액이 평상시에 어떻게 운용되어야 하는가에 대한 규정은 찾아볼 수 없었다. 따라서 다른 조건이 일정하다면, 한계적으로 관료적 유인이 극대화될 수 있는 용도로 사용될 것이라 추측할 수 있다. 이러한 논리로 한국은행의 적립금이 재량권 속성이 강한 재할인과 관련이 있음을 실증적으로 검증해 보았다.

2. 중앙은행 재량권과 재할인⁵⁾

중앙은행 재할인은 지역간, 계층간 혹은 대기업과 중소기업간에 소득재분배를 피하거나, 개발도상국의 경우 경제개발을 위해 특정산업에 대한 선별적 지원의 수단으로 사용될 수 있다. 이 외에도 채권시장이 충분히 발달되어 있지 않아 공개시장조작이 구조적으로 어려운 국가도 있다. 그러한 전략적인 혹은 불가피적인 사용이 인정되기는 하지만, 그럼에도 불구하고 중앙은행 재할인제도에는 그 본질적 성격상 관료의 사적 유인이 반영될 수 있는 여지가 많음을 지적한 연구들은 어렵지 않게 찾을 수 있다. 단적으로 이미 20년 전 Poole (1990, p. 256)은 “오늘날 재할인의 진정한 목적은 미연준의 정치적이고 관료적인 욕구를 충족시키기 위함이다”라고까지 표현하고 있다. 물론 국가마다 차이는 있겠지만, 기존 문헌에서 일반적으로 지적하고 있는 재할인제도의 관료적 속성과 문제점들에 대하여 재할인의 수요자와 공급자 입장으로 구분하여 검토해본다.

우선 수요자 입장에서의 재할인의 사적 유인과 문제점은 다음과 같다. 첫째, 롬바르트(Lombard) 대출과 같이 오히려 시장금리보다 더 높은 벌칙성 금리를 부과하는 경우도 있지만, 재할인은 대부분 시장금리보다 훨씬 낮은 금리로 대출 받게 되므로 보조금의 성격을 띤다. 이는 금융기관의 도덕적 해이로 이어질 수 있고, 따라서 일반적인 정부 보조금과 동일한 문제점을 수반한다.

둘째, 그러한 보조금적 성격과는 반대로 Kaufman (1991)이나 Schwartz (1992)에 의하면, 오히려 벌칙성 금리체계 하에서 금융기관이 재할인을 아무런 제약 없이 자유롭게 이용하게 되는 경우, 금융기관의 위험 선호적인 행태를 조장하여 부실금융기관에 대한 대출이 증가하는 역선택 현상이 나타날 수 있다. 따라서 이들은 최종대부자로서의 역할을 수행할 때에라도 ‘개별금융기관’에 대한 대출보다는 ‘금융시장 전체’를 안정시키는 방향으로 공개시장조작을 적절히 수행해야 한다고 주장하였다.

셋째, 위의 보조금적 성격에 대한 설명처럼, 이자율이 자금 배분기능을 제대로 하지 못하는 상태에서 재할인은 주로 행정규제와 같은 비가격 할당에 의해 이루어지게 된다(Meulendyke, 1992, p. 36). 이로 인해 자원배분의 비효율성이 발생하며 상당한 관리비용이 발생하게 된다(Hakkio and Sellon, 2000, p. 9). Peristiani (1998,

5) 본 소절 논의의 상당부분은 Kim and Kim (2007)에 기초를 두었다.

p. 612)는 금융기관이 중앙은행 재할인창구를 찾는 것은 권리가 아니라 특권이라고 지적한 바 있다. 재할인의 수요자는 이러한 특혜를 획득하기 위해 매우 다양한 줄서기(waiting) 행위를 보이게 되는데, 이는 Barzel(1989)이 지적한 법경제학 논의가 주는 함의와 정확히 일치한다.

다음으로 공급자 입장에서 재할인의 사적 유인과 문제점을 검토하기로 한다. 전술한 바와 같이 물론 수요자의 입장에서 선호의 충분한 이유가 있기 때문에 재할인이 유지된다고 볼 수도 있다. 그러나 그것 외에도 재할인의 공급자인 중앙은행 역시 이를 적극적으로 선호한 결과일 수도 있다. 왜냐하면 재할인에는 중앙은행 관료들이 갖고 있는 재량권을 발휘할 여지가 많을 뿐 아니라, 이를 통해 사적인 혜택을 얻을 수 있는 충분한 유인이 내포되어 있기 때문이다. 이에 관한 기존의 주장들을 크게 세 가지로 구분하여 설명하기로 한다.

첫째, 재할인제도의 운용에 있어서 중앙은행 관료가 재량권을 발휘할 여지는 매우 많다. 예를 들어 미연준은 재할인의 양을 결정함에 있어서 대개 가격 메카니즘보다는 규제에 더욱 의존한다(Hakkio and Sellon, 2000, p. 7). 또한 일종의 보조금적 성격을 갖는 재할인은 미연준으로 하여금 불필요한 제한이나 권한을 신설하게 만든다고 지적하였다(Poole, 1990, p. 266). Schwartz(1992, p. 67)는 특별히 재할인이 최종대부자 기능을 할 때, 중앙은행의 재량권에서 비롯되는 '정치적 결정'을 비판하였다. 여기서 정치적 결정이란 문자 그대로 정치권으로부터의 압력에 의한 것일 수도 있고, 혹은 중앙은행 관료 자신들의 이익을 위한 결정도 포함한다.⁶⁾

둘째, 공개시장조작은 말 그대로 '공개적(open)'이며 거래 당시 익명성을 갖는 반면, 재할인은 일반 대중에게는 알려지지 않고 오직 중앙은행만이 재할인을 요구하는 기관이 누구인지 미리 충분히 인지하는 '은밀한(quiet)' 성격을 갖는다. Friedman(1960, p. 38)은 이러한 정보의 비대칭성 때문에 중앙은행이 모든 금융기관을 공평하게 대우하고 있는지에 대해 의문을 갖게 된다고 지적하였다. 따라서 동일 수준의 통화량 변화를 추구하더라도, 재할인을 사용함으로써 중앙은행 관료가 자신의 혜택을 실현시키기 위한 방향으로 재량권을 훨씬 쉽게 발휘할 수 있을 것이

6) Goodfriend and King(1988, p. 216) 역시 개별 금융기관들이 지급능력이 있다면 급한 경우 연방기금시장에서 이자를 더 주고라도 유동성문제를 해결할 수 있을 것이라고 하면서, 재할인은 결국 중앙은행이 선호하는 금융기관에 대한 선별지원을 초래할 가능성을 높인다고 역설하였다.

라고 추측할 수 있다. 더욱이 Chant and Acheson(1972, pp. 15-16)은 중앙은행이 관료기구로서의 성격 때문에 통화정책수단에 있어서 공개적인 것보다는 은밀한 것을 선호한다고 하였다.

마지막으로, Kim and Kim(2007)은 중앙은행 재할인(대출)이 혹시 중앙은행 내부종사자들에게 직접적으로 편익을 제공하지는 않는지 살펴보았다. 임의 선택한 30개국의 중앙은행법을 검토한 결과, 그중 4개국이 금융기관이나 기업 이외에 중앙은행 종사자 자신들에게도 정식 대출을 허용하는 조항을 명시하고 있음을 발견하였다. 나아가 주택이나 자동차 구입을 위한 대출(자마이카), 전직 직원(남아프리카), 또 임직원 및 이들 자녀의 학자금 뿐 아니라, 경우에 따라서는 관련 위원회의 결정에 따라 어느 누구에게라도 대출을 할 수 있도록(말레이시아) 중앙은행법에 규정해 놓고 있다. 반대로 페루와 베네주엘라에서는 특정 내부종사자에게 명시적으로 대출을 금지하는 조항이 존재한다. 이는 역설적으로 이들에게 그러한 편익이 비공개적으로 제공되는 것에 대한 제한이 명시적으로까지 필요했음을 나타내는 것으로 해석될 수도 있을 것이다.

지금까지 중앙은행 재할인에 내재해 있는 관료적 재량권 확대 유인에 대해 살펴보았다. 이처럼 재할인이 통화량 조절수단으로서 공개시장조작과는 달리 정보의 비대칭성 하에서 관료에 의해 재량적으로 운용될 소지가 크다면, 통화량의 변동성을 더 크게 만들 가능성이 높다. 제Ⅲ장에서 상술했지만 그 이유로서 첫째, 재량성이 갖는 변덕 혹은 임의성 때문일 수 있다. 그러한 임의성은 관료 재량권 발휘의 효과적인 한 방법일 것이다. 둘째, 비록 재량권 확대 유인이 있더라도 이를 무한정 추구할 수는 없다. 일반적으로 통화량 증가에 대한 통화당국 내부의 혹은 사회적 감시기능이 존재하기 때문이다. 재량권 확대를 위해 재할인을 늘리더라도 특정 시점마다 요구되는 제약조건을 만족시키려다 보니 통화량의 주기적 변동성이 커질 것이라는 예측이 가능해진다.⁷⁾ 정리하면 재할인의존도가 높은 국가일수록 통화량의 변동성이 클 것이고, 이는 다시 가격의 하방경직성으로 인해 인플레이션 편의를 초래할 것으로 기대한다. 제Ⅲ장에서는 본 연구에서 사용할 자료에 대한 설명과 함께 재할인의존도가 클수록 통화량 변동성이 크다는 것을 보인 후, 제Ⅳ장에서는 재할

7) 참고로, 비록 중앙은행이 제공하는 재할인이 총액으로 한정되어 있을지라도 관료재량권이 발휘될 수 있는 여지는 있다. 예를 들어 재할인을 받는 은행 혹은 기업의 구성을 바꿈으로써 개별 대상에 대해 재량권을 발휘할 수 있을 것이다.

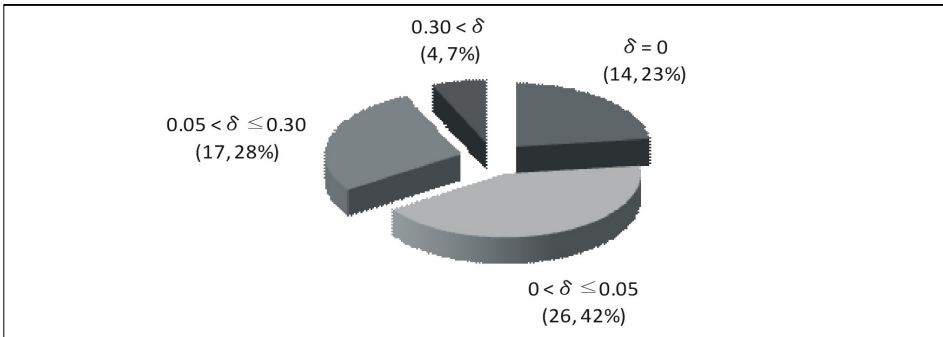
인의존도가 클수록 인플레이션이 높아진다는 것을 실증적으로 보이기로 한다.

Ⅲ. 재할인의존도와 통화량 변동성

1. 재할인의존도의 국제적 분포

우선 재할인의존도(δ)의 정의나 그에 대한 자료수집 방법 등은 기본적으로 Kim and Kim (2007)을 따른다. 간략히 설명하자면, δ 는 본원통화에서 중앙은행 재할인(대출)이 차지하는 비율로 정의하고, 재할인은 각국 중앙은행의 은행 및 기업 등 사 부문에 대한 대출만을 포함한다. Kim and Kim (2007)은 2000년과 2001년의 자료를 이용하였으나, 이를 상당수준 연장하여 2000년부터 2005년까지의 연도별 자료를 이용하기로 한다.⁸⁾ 또한 Kim and Kim (2007)에서는 유로를 사용하는 국가들(본 연구에는 총 11개의 유로국가들이 포함됨)을 개별적으로 처리하여 총 71개국의 자료를 이용하였으나, 본 연구에서는 이들 11개 유로국가들을 하나의 국가로 취급하여 총 61개 국가의 자료를 포함한다.⁹⁾

〈그림 1〉 각국 2000년-2005년 평균 δ 의 분포



주) 괄호안의 숫자는 순서대로 각각 해당 δ 범위에 속하는 국가의 갯수 및 비중을 의미함.

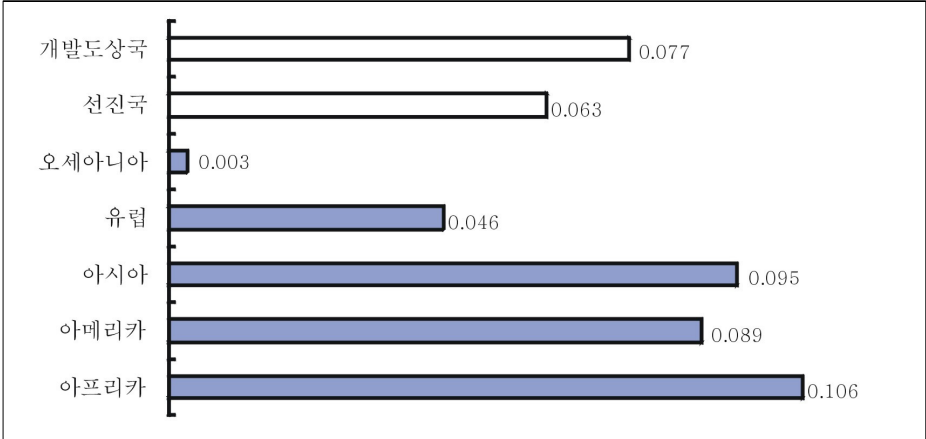
8) 2005년까지의 자료만을 사용한 이유는 우선 δ 자료를 구하기 위해서는 각국 중앙은행 연차보고서를 참조해야 하는데, 이 자료를 뒤늦게 인터넷에 올리는 국가들이 많기 때문이다. 따라서 2008년 말 현재 시점에서 2005년 이후 자료까지 포함하려면 자료의 수를 많이 희생해야 한다. 또한 실증분석에서 사용될 중요한 변수 중 하나인 Dincer and Eichengreen (2007)의 중앙은행 투명성지수가 2005년까지만 존재하는 이유도 있다.

9) δ 자료에 대해서는 저자들에게 요구할 수 있다.

우선 61개 국가별로 분석기간(6년) 동안의 δ 평균을 구한 후, 전체 국가 평균값과 중간값을 계산해 본 결과, 각각 0.05과 0.02이었다. 평균과 중간값이 크게 차이는 이유는 분석기간 동안 재할인이 전혀 없었던 국가가 14개국이나 되기 때문이다. <그림 1>은 각국 분석기간 평균 δ 의 수준별 분포를 보이고 있다. δ 평균값인 0.05 이하인 국가가 전체 국가들의 42%로 가장 많았고, 그 다음으로 0.05 이상 0.30 이하인 국가가 28%, 0인 국가가 23%, 마지막으로 0.30보다 큰 국가가 7%, 4개국(멕시코, 칠레, 아르헨티나, 대만)이었다.

<그림 2>는 각국 분석기간 평균 δ 의 경제단계별 및 대륙별 분포를 보인다. 선진국이 0.06인 반면 개도국은 0.08로 더 높다.¹⁰⁾ 물론 개도국의 경제 전략적 혹은 구조적인 이유일 수도 있고, 또는 그만큼 재량권 발휘의 여지가 더 큰 이유일 수도 있을 것이다. 대륙별로는 아프리카, 아시아, 아메리카, 유럽 그리고 오세아니아 순으로 나타난다.

<그림 2> 각국 2000년-2005년 평균 δ 의 경제단계별/대륙별 분포



통화량 조절수단으로서 재할인은 공개시장조작에 비해 재량권 속성이 강하므로, 다른 조건이 동일하다면, 관료들은 되도록이면 이를 확대하고자 하는 유인을 갖는다. 물론 사적 유인이 반영된 재할인정책이라 할지라도 이를 무한대로 추구할 수는

10) International Monetary Fund의 World Economic Outlook (2005)에서는 전세계 국가들을 경제발전 단계별로 크게 두 부류로 나눈다(선진국 vs. 신흥시장 및 개도국(합쳐서 ‘개도국’으로 칭함)). 본고도 이 분류를 따랐다.

없다. 이른바 'k%-룰'의 철저한 통화주의는 아닐지라도, 강도의 차이는 있겠지만 통화량증가율은 대개 모니터링 대상변수로서의 역할을 하며, 일반적으로 그에 대한 중앙은행 내부 혹은 사회 외부로부터의 제어기능이 존재하기 때문이다. 이러한 제약조건을 충족시키면서 관료의 재량권을 극대화시키기 위해서는 중앙은행은 재할인을 통해 통화량을 확대시켰다가도 모니터링을 통과하기 위해 이를 다시 축소시켜야 하는 압력을 받게 될 것이다.¹¹⁾ 결국 이로 인해 통화량의 주기적인 변동성은 증가하게 될 것이다. 뿐만 아니라 앞서 언급한 관료 재량의 임의성도 통화량 변동성을 증가시키는 요인이 될 것이다. 요컨대 δ 가 높다는 것은 관료의 재량권 확대 유인이 상대적으로 더 크게 (그리고 용이하게) 작용하는 것으로 볼 수 있으며, 그 재량적 속성으로 인해 δ 가 더 높을수록 통화량의 변동성이 더 커질 것이라는 판단이다.

이러한 필자들의 논리를 뒷받침하는 연구로서, Fischer (1999) 와 Antinolfi (2001) 등은 중앙은행의 최종대부자 역할이 신흥 금융시장의 과도한 변동성과 1990년대 이들 국가들이 겪은 통화위기를 초래하였다고 하였다. 또한 Kurz et al. (2005, p. 2017) 는 통화정책에서의 재량이 정책의 임의성 (randomness) 을 초래하므로 특별한 경우를 제외하고는 되도록 정책을 투명하게 하고 재량을 포기해야 한다고 주장한 바 있다.

2. 재할인 의존도가 통화량변동성에 미치는 영향

이제 전술한 논리에 입각하여 δ 가 통화량의 변동성을 증가시키는지 검토한다. 이

11) 필자들은 통화량 조절을 위해 발행하는 중앙은행 채권이 이러한 중앙은행의 관료적 행태를 보조하는 하나의 정책적 파트너가 될 수 있다고 판단한다. 물론 중앙은행이 직접 채권을 발행하는 데에는 통화량 흡수를 위해 중앙은행이 사용할 국채의 부족이나 대출규모 조절의 어려움 등과 같은 이유가 있을 수 있다. 그러나 중앙은행 채권이 국채에 비해 발행면이나 매출면에서 중앙은행 자신들에게 유리한 이유도 있다. 예를 들어, Beckerman (1997, p. 169) 은 중앙은행이 공개시장매도를 할 때, 국채보다는 이자율이 상대적으로 낮은 (즉 가격이 높은) 자신들의 채권을 매도하는 것이 이윤면에서 중앙은행 자신에게 덜 불리하기 때문이라고 주장한다. (중앙은행이 왜 이윤극대화에 관심을 두는가에 대해서는 중앙은행의 관료적 유인에 대해 연구한 여러 논문들, 대표적으로 Toma (1982), Shughart and Tollison (1983) 을 참조.) 하지만 Beckerman은 중앙은행이 채권을 발행하게 되면, 그에 대해 이자지급 또 그 자체를 위한 추가적인 채권발행, 또다시 이자부담 증가 등으로 이어지는 악순환때문에 과다한 통화량 증가로 귀결될 수 있으므로, 개도국 중앙은행은 자신 명의의 채권, 더 나아가 이자를 지급해야 하는 어떠한 형태의 채무 부담도 피해야 한다고 역설하였다.

하 모든 자료는 특별한 설명이 없는 한 δ 자료의 분석기간과 맞추어 2000년부터 2005년까지의 연도별 자료를 이용하기로 한다. 통화량의 변동성을 측정하기 위해서, 통화량으로는 재할인이 직접적으로 영향을 주는 본원통화를 이용한다. 우선 각 국가별로 본원통화의 분기간 및 월간 증가율에 대해 매년도 분산을 구한 후, 이들의 6년(2000년-2005년 기간) 평균값을 각각 각국 통화량 분기별 증가율의 변동성 ($V_{quarterly}$) 및 월별 증가율의 변동성 ($V_{monthly}$)으로 정의하기로 한다. 이를 설명하기 위하여 국가별 δ 자료 역시 분석기간 6년 평균값을 이용한다.

중앙은행 통화정책의 목표, 운용, 절차 등에 관한 투명성, 공개성 정도를 나타내는 중앙은행 투명성은 중앙은행 관료의 재량권을 측정하는 또 다른 중요한 척도이다. 1990년대 후반부터 ‘중앙은행 투명성’에 관하여 많은 연구가 축적되어 왔는데 (대표적으로 Geraats, 2002; Eijffinger and Geraats, 2006; Dincer and Eichengreen, 2007 등), 그에 관한 대표적인 서베이 논문인 Gerrats (2002)는 투명성을 ‘통화정책 관료와 여타 경제주체들 간 비대칭정보의 부재’로 정의한 바 있다. 관료의 과도한 재량권은 그러한 비대칭정보의 주요인 중 하나라는 점에서, 투명성은 관료의 재량적 속성에 의한 통화량 변동성을 설명하는데 중요한 설명변수가 될 수 있다고 사료된다. Dincer and Eichengreen (2007)은 1998년부터 2005년까지 연도별로 각국 중앙은행의 투명성에 대해 다섯 가지 측면에서 측정하여 이를 종합한 지수 (TRA)를 제공하고 있다. 이 역시 본 연구 분석기간 동안의 평균값을 구하여 사용하기로 한다.¹²⁾ 그 외에 대륙별(아메리카, 아시아, 아프리카, 유럽) 더미변수를 설명변수로 추가하였다. 이상의 설명변수들을 이용하여 통화량 증가율의 변동성에 대해 회귀분석한 결과가 <표 1>에 나타나 있다.

12) Dincer and Eichengreen (2007)의 중앙은행 투명성지수는 정치적 투명성(정책목표에 대한 공개성 정도), 경제적 투명성(통화정책에 사용된 경제정보의 투명성), 절차적 투명성(정책결정 과정의 투명성), 정책의 투명성(정책결정의 신속한 공개정도), 운용의 투명성(정책수행 방식에 대한 투명성)을 종합한 지수이다. 높을수록 투명성이 더 크다는 것을 의미한다. 더 자세한 설명은 Dincer and Eichengreen (2007)을 참조. Dincer and Eichengreen (2007)은 본 연구에서 사용한 61개국 중 5개국(아제르바이잔, 마케도니아, 모로코, 타이완 및 베네수엘라)을 제외한 56개국에 대한 투명성자료를 제공하고 있다.

〈표 1〉 재할인의존도(δ)와 통화량증가율의 변동성

Dependent Variable	δ	TRA	대륙별 더미	R ²
$V_{quarterly}$	0.0366* (0.0190)	-0.0004 (0.0005)	.	12.7%
$V_{monthly}$	0.0174† (0.0108)	-0.0001 (0.0003)	.	12.1%

주) Newey-West 추정방법을 이용하였음. 상수항과 대륙별 더미 추정결과는 보이지 않았음. *는 10% 유의수준에서 유의함을 나타내고, †는 매우 근소한 차이로 통상의 10% 유의수준에 미치지 못함을 의미함. 괄호안은 표준오차임.

우선 분기별 통화량 증가율의 변동성($V_{quarterly}$)에 대한 추정을 살펴보면, 예상대로 δ 가 높을수록 통화량의 변동성이 커진다는 사실을 통계적으로 확인할 수 있었다(p -값=0.06). 중앙은행의 투명성(TRA)은 비록 통계적으로 유의하지는 않지만, 예상대로 투명성지수가 높을수록 인플레이션이 낮은 것으로 계수값이 추정되었다. 다음으로 월별 통화량 증가율의 변동성($V_{monthly}$) 추정에서는 δ 의 계수 추정치의 p -값이 0.11로서 매우 근소한 차이로 10% 유의수준을 벗어나는 것으로 나타났다. TRA 의 추정결과는 차이가 없었다. 이러한 추정결과에 대해 정리하면, 통화량 조절수단 중 관료 재량권 속성이 강한 재할인의존도가 높을수록 통화량 변동성이 클 것이라는 우리의 예측은 대체로 통계적으로 기각되지 않는다고 결론지을 수 있다. 동시에 재할인의존도는 분기별 통화량 변동성과 더 밀접한 관계를 갖는다는 경험적인 결과를 발견하였다. 이는 통화량 증가율에 대한 중앙은행 내부 및 외부 모니터링 기능의 주기에 대해서도 시사하는 바가 있다고 사료된다.

IV. 재할인의존도와 인플레이션 편익: 추정결과

노동시장에서 임금의 하방경직성은 이미 잘 알려진 사실이다. 그러나 임금 뿐 아니라 재화가격 역시 상승할 때에 비해 하락할 때 매우 비대칭적으로 경직적인 모습을 보인다. Peltzman(2000)은 240여개의 소비재와 생산재 개별시장을 조사한 결과, 인플레이션의 높고 낮음에 관계없이 대부분의 재화가격들은 매우 뚜렷하면서도 지속적으로 하방경직성을 보인다는 것을 발견하였다. 또한 개별 재화가격 뿐 아니라 물가지수 역시 그러한 비대칭성을 보이고 있다(Verbrugge, 1998).¹³⁾

일반적으로 통화량 변동이 물가 변동에 대한 압력요인이 됨은 주지의 사실이다. 그러나 만일 가격의 하방경직성이 존재한다면 통화량의 증가가 물가를 상승시키는 정도는 통화량의 감소가 물가를 하락시키는 정도보다 클 것이다. 따라서 (다른 조건이 고정되었을 때) 일정기간 동안 통화량 변동성이 클수록 그 기간 동안 인플레이션이 높을 것으로 예상한다.¹⁴⁾ 우리는 제Ⅲ장에서 δ 가 클수록 통화량의 변동성이 커짐을 보인 바 있다. 따라서 높은 δ 는 가격의 하방경직성으로 인해 인플레이션 편의를 초래할 것이다. 이를 식 (1)의 추정식을 통해 검증하기로 한다.

$$\begin{aligned} INF_{i,t} = & \beta_{0i} + \beta_{1i}OPN_{i,t} + \beta_{2i}PCY_{i,t} + \beta_{3i}GOV_{i,t} + \beta_{4i}EXR_{i,t} \\ & + \beta_{5i}TRA_{i,t} + \beta_{6i}\delta_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

(i =국가, t =년도).

INF 은 인플레이션율을 의미하는데, 오차항의 이분산성(heteroscedasticity)을 줄이기 위해, 소비자물가지수(CPI) 인플레이션율(π)의 전환 인플레이션($\pi/(1+\pi)$)을 사용하였다. 설명변수들로서 우선 OPN 은 개방도로서 GDP에서 수입이 차지하는 비중을 나타낸다. 개방도가 인플레이션에 영향을 미칠 수 있다는 주장은 Romer(1993)에서 출발한다. 소위 이 ‘Romer의 가설’은 시간-비일관성 체계 하에서 통화당국은 재량적 통화증발의 인센티브가 존재하지만, 시장이 개방될수록 이 인센티브가 점점 작아져서 통화증발을 자제하게 되므로 결국 시장개방도가 높을수록 인플레이션율이 낮아지게 된다는 것이다. 이러한 Romer의 가설과는 달리, 개방도가 클수록 통화당국이 인플레이션에 대해 더 적극적으로 대응하는 경향이 있으므로, 반드시 개방도가 높을수록 인플레이션율이 높아진다고 단정할 수 없다는 주장도 있다.¹⁵⁾ 따라서 OPN 계수의 부호는 (+) 혹은 (-)일 수 있다.

PCY 는 2000년 US-달러로 표시한 일인당 GDP로서 경제발전 척도, GOV 는 GDP 대비 재정수지를 나타내며, 두 변수 모두 계수 부호가 (-)로 예상한다. 그리

13) 재화가격의 하방경직성에 대한 이론적 설명은 Dobrynskaya(2008, p. 714)를 참조.

14) 필자들의 이러한 통화량 변동성-인플레이션 가설은 학술적으로 매우 실험적인 가설이다. 객관적으로는 상당히 타당성이 있다고 판단된다. 다만 본 연구에서는 이러한 가설을 논리적으로 설명만 할 뿐, 다양한 자료와 엄격한 방법론을 이용하여 본격적인 검증은 추후 연구로 남겨둔다.

15) 자세한 설명은 Granato et al. (2006) 참조.

고 *EXR*은 환율제도를 나타내는데 크게 3부류, 즉 고정환율제, 관리변동환율제, 변동환율제도로 구분하여, 순서대로 0, 1, 그리고 2 값을 가진다.¹⁶⁾ 따라서 *EXR*의 부호는 (+)일 것으로 예측한다. 이상의 설명변수들은 인플레이션의 국제비교연구에서 사용되는 전형적인 변수들이다. 이들 조정변수들(control variables)을 기본으로 하고 추가로 제도적인 변수로서 제Ⅲ장에서도 사용되었던 중앙은행 투명성지수(*TRA*)와 본 연구의 핵심인 재할인의존도(δ)를 설명변수로 사용한다. 두 변수 모두 전술한대로 관료 재량권을 반영한 대리변수임을 전제로 할 때, *TRA*의 계수 부호는 (-)로, 특별히 본고의 핵심인 δ 의 계수부호는 (+)로 예상한다.¹⁷⁾

2000년-2005년의 61개국 풀(pooled) 자료에 대해 식 (1)을 추정할 때 국가별 특성을 감안하기 위해 랜덤효과모형 혹은 고정효과모형을 사용하기로 한다. 기본모형으로서 δ 를 제외한 나머지 5개 변수를 사용하여 랜덤효과 혹은 고정효과가 있는지 먼저 검증해보았다. 우선 랜덤효과에 대해 χ^2 검증을 한 결과, $LM=33.6$ 으로서 χ^2_1 의 5% 임계치인 3.84보다 크므로 랜덤효과가 존재하는 것으로 나타났다. 고정효과에 대해서는 *F*-검증을 한 결과, $F_{55, 275}=9.5$ 로서 5% 임계치인 1.32보다 크므로 고정효과 역시 존재하는 것으로 나타났다.¹⁸⁾ 랜덤효과모형과 고정효과모형 중 어느 것이 더 적절한지 결정하기 위해 Hausman 검정을 실시하였다. χ^2 검증을 한 결과, $\chi^2_5=14.29$ 로 1% 유의수준(임계치=15.09) 하에서는 랜덤효과모형이, 5% 유의수준(임계치=11.07) 하에서는 고정효과모형이 적절한 것으로 나타났다. 그러므로 어느 한 쪽으로 단정하기 힘든 검증결과를 고려하여 두 추정방식 모두의 결과를 <표 2>에 보이기로 한다.

16) IMF의 Annual Report에서는 환율제도를 크게 8가지로 분류하고 있다: (i) exchange arrangements with no separate legal tender, (ii) currency board arrangements, (iii) other conventional fixed-peg arrangements, (iv) pegged exchange rates within horizontal bands, (v) crawling pegs, (vi) exchange rates within crawling bands, (vii) managed floating with no predetermined path for the exchange rate, and (viii) independently floating. 본 연구에서는 처음 3 분류를 고정환율제도로, 다음 4분류를 관리변동환율제도로, 그리고 마지막 분류를 변동환율제도로 구분하였다.

17) 본 연구에서 사용된 변수들의 정의, 출처, 특이사항 등에 대해서 <자료 부록>의 <표 A1>에 상세히 설명하였다.

18) F_{n_1, n_2} 에서 n_1 과 n_2 가 각각 55와 275인 이유는 총 61개국 중 *TRA* 자료가 앞서 언급한 대로 5개국에 대해 존재하지 않으므로 실제 추정에 사용된 국가의 수가 56개국이기 때문이다.

〈표 2〉의 Eq1부터 Eq4까지는 랜덤효과모형을, Eq5부터 Eq8까지는 고정효과모형을 적용한 결과이다. Eq1과 Eq5는 5개 기본변수만을 사용한 것이고, Eq2과 Eq6는 그러한 기본모형에 본 연구의 관심사인 δ 변수를 추가한 것이다. Eq3과 Eq4는 각각 Eq1과 Eq2과 동일한데, 단지 개방도로서 $OPN(=수입/GDP)$ 대신, $OPN1(=(수입+수출)/GDP)$ 를 사용한 결과이다. Eq7과 Eq8 역시 같은 방식으로 각각 Eq5과 Eq6에 상응한다.

〈표 2〉 재할인의존도(δ)와 인플레이션 편

	Random Effects				Fixed Effects			
	Eq1	Eq2	Eq3	Eq4	Eq5	Eq6	Eq7	Eq8
OPN	0.043 (0.038)	0.047 (0.038)			0.236*** (0.096)	0.269*** (0.096)		
OPM			0.063** (0.031)	0.065** (0.031)			0.329*** (0.074)	0.368*** (0.074)
PCY	-0.007** (0.004)	-0.007* (0.004)	-0.008** (0.004)	-0.007** (0.004)	-0.006 (0.020)	-0.006 (0.020)	-0.016 (0.019)	-0.016 (0.019)
GOV	-0.080 (0.053)	-0.076 (0.053)	-0.089* (0.053)	-0.084* (0.052)	-0.066 (0.066)	-0.059 (0.065)	-0.087 (0.065)	-0.082 (0.064)
EXR	0.020*** (0.005)	0.018*** (0.005)	0.021*** (0.005)	0.019*** (0.005)	0.016*** (0.006)	0.011* (0.006)	0.012** (0.006)	0.007 (0.006)
TRA	-0.005*** (0.001)	-0.004*** (0.001)	-0.005*** (0.001)	-0.004*** (0.001)	-0.008*** (0.002)	-0.008*** (0.002)	-0.008*** (0.002)	-0.008*** (0.002)
δ		0.048*** (0.020)		0.049*** (0.019)		0.072*** (0.022)		0.072*** (0.022)

주) *, **, ***은 각각 10%, 5% 그리고 1% 하에서 유의함을 나타냄. 괄호 안은 표준오차임.

이제 추정결과를 살펴보면, 우선 랜덤효과모형에서 기본모형 Eq1의 PCY, EXR 및 TRA가 예상했던 부호로 유의함을 보인다. 통계적으로 유의하지는 않지만 GOV 계수도 예상했던 부호를 보인다. 이제 우리의 주 관심사인 Eq2의 결과를 보면, 역시 기본변수의 추정결과는 크게 다르지 않으면서, 핵심인 δ 의 추정계수가 우리의 가설대로 (+)로 1% 하에서 유의함을 보이고 있다. 이러한 결과는 OPN 대신 OPN1을 사용했을 때도 마찬가지이다. 오히려 모든 기본변수들의 예상했던 부호로 유의함을 보인다. 다음으로 고정효과모형의 결과(Eq5~Eq8)를 보면, 그 유

의성에 있어서 랜덤효과모형의 추정결과와 다소 차이가 있기는 하지만, 모든 변수들의 부호는 여전히 예상했던 바대로 나온다. 그리고 여전히 δ 의 계수는 1% 하에서 유의한 것으로 나타났다.

결론적으로 제Ⅲ장에서의 실증분석과 더불어 이상의 추정결과는 우리의 가설대로, 통화량 조절수단 중 재할인의존도가 클수록 그 재량적 속성으로 인해 인플레이션 편이가 발생한다는 것을 보여주고 있다. 요컨대 이러한 결과는 본원통화량을 조절한다는 통화량 조절수단으로서 공개시장조작이나 재할인정책이 명목적으로 동일하게 간주될 수 있겠지만, 이들에 대한 중앙은행의 선택성향에 따라 그 경제적 성과는 달라진다는 사실을 보인 것이다. 물론 재할인의 선호에는 관료 재량권 확대 유인이 작용하고 있기 때문이라는 점은 이미 전술한 바와 같다.

V. 결 론

필자들은 본고에서 초점을 맞춘 관료적 유인을 중앙은행이 수행하는 모든 통화정책 의사결정의 주된 유일한 동기라고 생각하지는 않는다. 오히려 그 반대로 사회적 목적함수의 극대화가 정책결정 기준의 큰 틀이며 기본이 된다고 믿는다. 하지만 다른 조건이 일정할 때 한계적으로(at the margin) 사적 유인을 적절히 반영하고자 하는 ‘보통 사람들’ 행동양식이라는 측면에서는 통화당국자도 예외가 아닐 것이라는 평범한 명제 역시 신뢰한다. 본 연구는 이러한 시각을 중앙은행의 통화량 조절수단 선택에 조명한 결과이다.

흔히 교과서에서 통화량 조절수단으로서 공개시장조작과 재할인정책이 본원통화량을 조절한다는 점에서 무차별한 것으로 간주된다. 그러나 그 수단을 집행하는 과정에서 관료적 유인이 반영될 가능성에서 이 둘 사이에 큰 차별성이 있다. 즉 통화당국의 다양한 선호를 상대적으로 크게 그리고 용이하게 반영할 수 있는 재할인을 선택할 유인이 중앙은행 관료들에게 존재한다는 것이다. 이런 점에서 Kim and Kim (2007)은 중앙은행 관료조직의 재량권이 큰 국가일수록 그러한 유인이 더 많이 반영되어 재할인의존도가 더 크다는 사실을 발견한 바 있다.

Kim and Kim (2007)의 결과를 토대로, 본고는 그러한 관료적 속성에 의해 편향된 재할인의존도가 초래하게 되는 경제왜곡, 구체적으로 그로 인한 인플레이션 편의를 추정하고자 하였다. 이는 재할인의존도가 클수록 그 재량적 속성에 의해 통화

량의 변동성이 더 커지고, 가격의 하방경직성으로 인해 인플레이션 편익이 발생할 수 있다는 실험적인 논리에 기초하고 있다. 실증분석 결과, 그러한 인플레이션 편익의 존재는 통계적으로 유의하게 검증되었다.

통화제도를 논의할 때 중앙은행 독립성은 매우 중요하다. 더욱이 경제발전을 감안해야 하는 개도국의 경우 물가안정이라는 중앙은행 본연의 임무에 상치되는 외부적 압력이 거셀 것이라는 점에서 더욱 그러하다. 그러나 그와 함께 중앙은행 역시 관료조직이므로, 조직 내부의 과도한 재량권 발휘로부터의 독립도 마찬가지로 중요하다. 관료의 재량권과 관련하여 적절한 책무성(accountability)과 함께 유인부합성(incentive compatibility)이 필요한 대목이다. 이러한 외부적 독립과 내부적 독립의 균형이야말로 지속가능한 진정한 중앙은행 독립성을 가져올 것이라고 사료된다.

Willet and Keen(1990, p.13)은 “통화정책이란 주요 정부 관료의 선호 또는 성격과 공식·비공식 제도적 구조, 이익집단 압력 그리고 시장원리와의 상호작용에 의해 결정되는 것이다”라고 주장한 바 있다. 그런 점에서 실제로 통화정책과 관련된 정책당국의 결정이 애초의 혹은 명목상의 이유와는 달리 그 운용과정에서 어떻게 왜곡되고 또 어떤 결과가 초래되는지에 대한 연구는 매우 근본적이고 중요한 주제이다. 그럼에도 불구하고 기존 전통 거시경제분야, 특히 국내에서는 그에 관한 연구가 미진한 것이 사실이다. 나아가 그로 인한 경제손실 혹은 왜곡을 측량하는 연구 필요성은 더욱 절실했다는 점에서 본 연구의 의미를 찾을 수 있을 것이다. 또한 이러한 시각을 견지하는 연구가 전통 거시경제이론에서 전제하는 명제들을 보완하여 실제로 경제정책 운용을 파악하는 데 보다 포괄적이고 현실적인 시각을 제공하리라는 점을 믿어 의심치 않는다.

■ 참고 문헌

1. 김인배 · 김일중 · 권윤섭, “인플레이션과 중앙은행 적립금: 관료주의적 접근,” 『경제학연구』, 52(2), 2004, pp.67-90.
(Translated in English) Kim, Inbae, Iljoong Kim and Yunseob Kwon, “Inflation and the Central Bank’s Retained Profits: A Bureaucratic Approach,” *Kyong Je Hak Yon Gu*, Vol. 52, No. 2, 2004, pp.67-90.
2. 김인배 · 김일중 · 박성규, “한국 통화정책의 관료유인 모형: 이론 및 실증분석,” 『공공경제』, 6(2), 2001, pp.237-277.
(Translated in English) Kim, Inbae, Iljoong Kim and Sungkyu Park, “A Bureaucratic Model of Korean Monetary Policy,” *Korean Journal of Public Economics*, Vol. 6, No. 2, 2001, pp.237-277.
3. Acheson, K. and J.F. Chant, “Bureaucratic Theory and the Choice of Central Bank Goals: The Case of the Bank of Canada,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 5, 1973, pp.637-655.
4. Antinolfi, G., E. Juybens and T. Keister, “Monetary Stability and Liquidity Crisis: The Role of the Lender of the Last Resort,” *Journal of Economic Theory*, Vol. 99, 2001, pp.187-219.
5. Barro, R.J. and D.B. Gordon, “Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, 1983, pp.101-121.
6. Barzel, Y., *Economic Analysis of Property Rights*, Cambridge: Cambridge University Press, 1989.
7. Beckerman, P., “Central-Bank Decapitalization in Developing Economies,” *World Development*, Vol. 25, 1995, pp.167-178.
8. Boyes, W., W. Mounts Jr. and C. Sowell, “Monetary and Fiscal Constitutions and the Bureaucratic Behavior of the Federal Reserve,” *Public Finance Review*, Vol. 26, 1998, pp.548-564.
9. Caporale, T. and K. Grier, “A Political Model of Monetary Policy with Application to the Real Fed Funds Rate,” *Journal of Law and Economics*, Vol. 41, 1998, pp.409-428.
10. Chant, J. and K. Acheson, “The Choice of Monetary Instruments and the Theory of Bureaucracy,” *Public Choice*, Vol. 12, 1972, pp.13-33.
11. Dincer, N.N. and B. Eichengreen, “Central Bank Transparency: Where, Why, and With What Effects?” NBER Working Paper, No. 13003, 2007.
12. Dobrynskaya, V.V., “Asymmetric Price Rigidity and the Optimal Interest Rate Defense of the Exchange Rate: Some Evidence for the US,” *Journal of Policy Modeling*, Vol. 30, 2008, pp.713-724.
13. Eijffinger, S. and P.M. Geraats, “How Transparent Are Central Banks?,” *European Journal of Political Economy*, Vol. 22, 2009, pp.1-22.
14. Fischer, S., “On the Need for an International Lender of Last Resort,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, 1999, pp.85-104.

15. Friedman M., *A Program for Monetary Stability*, New York: Fordham University Press, 1960.
16. Friedman, M., "Monetary Policy: Theory and Practice," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 14, 1982, pp. 98-118.
17. Friedman, Milton, "Lessons from the 1979-82 Monetary Policy Experiment," *American Economic Review*, Vol. 74, 1984, pp. 397-400.
18. Geraats, P.M., "Central Bank Transparency," *Economic Journal*, Vol. 112, 2002, pp. 532-565.
19. Goodfriend, M. and R. King, "Financial Deregulation, Monetary Policy and Central Banking," in William, H.S. and R.M. Kushmeider (eds), *Restructuring Banking and Financial Services in America*, Washington D.C.: American Enterprise Institute, 1988.
20. Goodhart, Charles, "The Conduct of Monetary Policy," *The Economic Journal*, Vol. 99, 1989, pp. 293-346.
21. Granato, J., M. Lo and M.C.S. Wong, "Testing Monetary Policy Intentions in Open Economies," *Southern Economic Journal*, Vol. 72, 2006, pp. 730-746.
22. Hakkio, C.S. and G.H. Sellon Jr., "The Discount Window: Time for Reform?," *Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review*, Vol. 6, 2002, pp. 65-20.
23. Havrilesky, T. and J. Granato, "Determinants of Inflationary Performance: Corporatist Structures vs. Central Bank Autonomy," *Public Choice*, Vol. 76, 1993, pp. 249-261.
24. Holzer, H.J. and E.B. Montgomery, "Asymmetries and Rigidities in Wage Adjustments by Firms," *The Review of Economics Studies*, Vol. 75, 1993, pp. 397-408.
25. Kane, E., "Bureaucratic Self-Interest as an Obstacle to Monetary Reform," in Mayer, T. (ed.), *The Political Economy of American Monetary Policy*, Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
26. Kaufman, G.G., "Lender of Last Resort: A Contemporary Perspective," *Journal of Financial Series Research*, Vol. 5, 1991, pp. 95-110.
27. Kim, I. and I. Kim, "Endogenous Selection of Monetary Institutions: With the Case of Discount Windows and Bureaucratic Discretion," *International Review of Law and Economics*, Vol. 27, 2007, pp. 330-350.
28. Kurz, M., H. Jin and M. Motolese, "The Role of Expectations in Economic Fluctuations and the Efficacy of Monetary Policy," *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 29, 2005, pp. 2017-2065.
29. Kydland, F.E. and E.C. Prescott, "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy*, Vol. 85, 1977, pp. 473-491.
30. Meulendyke, A., "Reserve Requirement and the Discount Window in Recent Decades," *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 1992, pp. 25-43.
31. Niskanen, W., "Bureaucrats and Politicians," *Journal of Law and Economics*, Vol. 18, 1975, pp. 617-644.
32. Peltzman, S., "Prices Rise Faster Than They Fall," *Journal of Political Economy*, Vol. 108, 2000, pp. 466-502.
33. Peristiani, S., "The Growing Reluctance to Borrow at the Discount Window: An Empirical

- Investigation," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 80, 1998, pp.61-620.
34. Romer, D., "Openness and Inflation: Theory and Evidence," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, 1993, pp.869-903.
35. Schwartz, A., "The Misuse of the Fed's Discount Window," *Review - Federal Reserve Bank of St. Louis*, Vol. 74, 1992, pp.58-69.
36. Shugart, W. and R. Tollison, "Preliminary Evidence on the Use of Inputs by the Federal Reserve System," *American Economic Review*, Vol. 73, 1983, pp.291-304.
37. Toma, M., "Inflationary Bias of the Federal Reserve System: A Bureaucratic Perspective," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 10, 1982, pp.163-190.
38. Tullock, G., "The Welfare Costs of Tariffs, Monopolies and Theft," *Western Economic Journal*, Vol. 5, 1967, pp.224-232.
39. Verbrugge, R., *A Cross-Country Investigation of Macroeconomic Asymmetries*, VPI&SU Working Paper, 1998.
40. Willett, T. and E. Keen, "Studying the Fed: Toward a Broader Public Choice Perspective," in Mayer, T. (ed.), *The Political Economy of American Monetary Policy*, Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

〈자료 부록〉

〈표 A1〉 자료 출처 및 계산방식

중앙은행 재할인	<ul style="list-style-type: none">· 중앙은행 연차보고서의 대차대조표 참조 및 직접문의 (뉴질랜드)를 통해 금융 기관 및 기업에 대한 대출만을 포함 (정부 및 공공부문 대출은 제외).· 대부분 국가들의 경우, 회계연도가 1월~12월이지만, 그렇지 않은 국가들 (영국, 일본, 방글라데시, 이집트, 쿠웨이트, 파키스탄, 호주, 싱가포르)은 전 년도의 데이터로 정리 (예: 영국의 2001년 회계연도는 2002년 2월 말에 끝나지만, 이는 2001년 데이터로 정리).
본원통화 (IFS line 14)	<ul style="list-style-type: none">· 유로국가들은 IFS line 14a+14c의 합.
GDP (IFS line 99. b)	<ul style="list-style-type: none">· 아루바, 아제르바이잔, 알바니아, 대만, 바하마, 바바도스, 마케도니아, 몽골리아, 수단, 피지, UAE, 베네주엘라온 각국 중앙은행 연차보고서 혹은 World Bank의 World Development Indicators 자료를 이용.
CPI (2000=100) (IFS line 64)	<ul style="list-style-type: none">· 아루바, 아제르바이잔, 수단, UAE, 대만은 중앙은행 연차보고서의 자료를 이용.
일인당 GDP	<ul style="list-style-type: none">· 2000년 고정 US\$로 측정.· 각국의 자국화폐로 표시된 GDP를 인구수 (IFS line 99z)로 나누어 일인당 GDP (=GDPC)를 구한 후, $GDPC * (100 / CPI) * e_{2000}^{-1}$로 계산 (여기서 e_{2000}는 위에서 구한 자국화폐/US\$ 환율).
환율 (IFS line rf)	
수출 (IFS line 70) 수입 (IFS line 71)	<ul style="list-style-type: none">· 아루바, 아제르바이잔, 페루, UAE는 중앙은행 연차보고서에서 발췌.
정부채정수지 (IFS cCSD 혹은 aNLB)	<ul style="list-style-type: none">· 기본적으로 IFS cCSD를 이용하였으나, 자료가 없는 경우 aNLB를 이용.· 아루바, 아제르바이잔, 방글라데시, 피지, 일본, 마케도니아, 루마니아, 수단, 제만, 터키는 중앙은행 연차보고서 자료.· 알바니아는 알바니아 통계청 (Institute of Statistics) 자료.

Bureaucratic Choice of Monetary Instruments and Its Consequences

Inbae Kim* · Iljoong Kim**

Abstract

This paper estimated the inflation bias of the discount windows as a monetary instrument. Kim and Kim (2007) showed that there is a significant difference between the open market operations and discount windows, which are often treated as 'indifferent' in the economics textbooks, from the bureaucratic perspective of the central bank, and proved that central bank's dependence on the discount windows is related to its discretionary power over the monetary policy. This paper extends Kim and Kim (2007) and shows that higher dependence causes larger monetary fluctuation, which under the downward rigidity of the price level results in inflation bias. This finding will provide a beneficial implication for establishing the meaningful independence of the central bank.

Key Words: discount window, central bank, inflation, bureaucratic incentive

Received: Aug. 1, 2009. Revised: Sep. 4, 2009. Accepted: Sep. 16, 2009.

* Associate Professor, Dept. of Economics, Ewha Womans University, Daehyun-dong, Seodaemun-gu, Seoul 120-750, Korea, Phone: +82-2-3277-4064, e-mail: ibkim@ewha.ac.kr

** Professor, Dept. of Economics, Sungkyunkwan University, Myungnyun-dong, Jongno-gu, Seoul 110-745, Korea, Phone: +82-2-760-0488, e-mail: ijkim@skku.edu