

거시건전성 환상: 개념의 비정합성과 규제 분리의 실패*

황 재 흥**

논 문 초 록 본 연구는 거시건전성 규제가 미시건전성 규제와 실질적으로 구별되지 않는 현상을 정책 수단의 중첩이 아니라, 건전성 규제의 미시-거시 구분 자체의 개념적 문제로 분석한다. 거시건전성 규제는 시스템 리스크 관리와 구성의 오류를 통해 그 독자성이 설명되어 왔다. 그러나 정책 수단이 미시건전성 규제와 상당 부분 중첩되는 것을 넘어, 미시건전성 규제 역시 시스템 리스크를 주요 목표로 삼아 왔다. 또한 구성의 오류는 거시건전성에만 고유한 논리가 아니라 미시 및 거시 분석 전반에서 나타나는 일반적 구조라는 한계를 지닌다. 더 나아가 거시건전성 논의는 개념적으로 케인스적 미시-거시 구분에 의존하면서도, 실제 규제 설계에서는 개별 행위자의 유인을 중시하는 루카스적 접근을 채택하는 이중적 성격을 보인다. 본 연구는 이를 통해 거시건전성 규제가 독립적 규제 패러다임이라기보다 기존 미시건전성 규제의 확장 형태로 수렴되는 구조적 이유를 설명한다.

핵심 주제어: 거시건전성, 구성의 오류, 미시적 기초

경제학문헌목록 주제분류: B2, B4, E6, G2

투고 일자: 2026. 1. 30. 심사 및 수정 일자: 2026. 4. 29. 게재 확정 일자: 2026. 6. 4.

* 세심한 논평으로 논문의 개선에 도움을 주신 세 분의 심사자께 감사드립니다. 초고를 읽고 많은 도움을 주신 김상현, 이규상, 이상훈, 이종재, 이철희, 장영욱, 정대영, 홍훈 선생님께 감사드립니다.

** Mokwon대학교 금융경제학과 교수, e-mail: jhong@mokwon.ac.kr

I. 서론

글로벌 금융위기 이후, 금융당국과 학계는 개별 금융기관의 건전성만으로는 전체 금융시스템의 안정을 담보할 수 없다는 통찰을 바탕으로 거시건전성 규제를 도입하였다. 이는 미시건전성 규제가 간과했던 시스템 리스크를 관리하기 위한 독립적이고 독자적인 정책 영역으로 선포되었다. 그러나 제도 도입 후 약 20년이 경과한 지금, 거시건전성 규제는 그 화려한 등장과 달리 실제 운용 현장에서 미시건전성 규제와의 실질적 차별성을 확보하지 못했다는 회의적인 평가에 직면해 있다. 현행 규제 체계 내에서 두 규제는 정책 목표와 수단 모두에서 광범위한 경제의 모호성을 드러내고 있으며, 이에 따라 거시건전성 규제가 새로운 규제 패러다임이라기보다 기존 미시건전성 규제의 단순한 '기능적 확장'이나 '강화된 형태'에 불과하다는 비판이 지속적으로 제기되고 있다(Kress and Zhang, 2024; Jung, 2018; 2020; Omarova, 2019). 본 연구는 거시건전성 규제가 강화된 미시건전성 규제 수준에 머물고 있는 문제의 핵심이 거시건전성 도입 당시 설정되었던 '거시건전성의 개념 정의' 그 자체의 내적 모순에 있다고 판단한다.

거시건전성 규제의 독자성은 구성의 오류라는 케인스적 거시 사고와 시스템 리스크 관리라는 목표를 통해 정당화되어 왔다. 그러나 이러한 논리는 두 가지 차원에서 중대한 도전에 직면해 있다. 첫째, 미시건전성 규제 역시 역사적으로 개별 리스크 관리뿐만 아니라 시스템 전체의 안정을 목표로 진화해 왔기에 목표에 기반한 구분은 실질적 경계가 될 수 없다. 둘째, 거시건전성의 이론적 지렛대인 구성의 오류는 거시 분석 고유의 전유물이 아닌, 미시 분석에서도 등장하는 것이다.

더욱 심각한 지점은 현대 경제학의 방법론적 발전과 금융규제 체계 사이의 이론적 지체 혹은 구조적 괴리 현상이다. 루카스 이후 거시경제학에서는 미시적 기초를 통해 거시 현상을 설명하는 경향이 점차 강화되어 왔지만, 금융규제 담론은 여전히 케인스식 미시-거시 이분법에 의존하여 개념적 정당화를 시도한다. 동시에 실제 규제 설계 과정에서는 루카스적 개별 행위 기반의 유인 구조 설계를 채택하는 이중적 태도를 보인다. 이러한 미시-거시 이론의 통합과 미시-거시 규제 분리 사이의 괴리는 거시건전성 규제가 독자적 패러다임으로 안착하지 못하고 강화된 미시건전성 규제로 수렴될 수밖에 없었던 구조적 원인 중 하나가 되었다.

따라서 본 연구는 거시건전성 규제를 둘러싼 기존의 현상적 비판을 넘어, 경제이론

과 제도적 분류 체계 간의 불일치를 비판적으로 해부하고자 한다. 이를 통해 향후 금융규제의 방향성은, 미시와 거시 구분에 대한 집착에서 벗어나 시스템 리스크 관리에 있어 금융시스템의 본질적인 구조 개혁에 중점을 두는 것으로 전환되어야 할 것을 제안한다.

II. 국제결제은행의 거시건전성 규제 정의

거시건전성 전환을 주도한 기관은 국제결제은행이다. 거시건전성이라는 용어가 처음 사용되기 시작한 것은 바젤은행감독위원회 전신인 Cooke 위원회의 1979년 회의라고 알려져 있다(Clement, 2010). 거시건전성 규제가 뜨거운 이슈가 된 것은 글로벌 금융위기 이후이지만 거시건전성이라는 개념을 이해하는 데 있어 출발점이 된 것은 국제결제은행의 제너럴 매니저 크로켓의 2000년 10월 연설이었다. 이 연설에서 크로켓은 미시건전성과 거시건전성을 다음과 같은 기준으로 구분하고자 했다.

금융 안정성의 미시건전성과 거시건전성 차원의 구분은 무엇보다도 정책의 **목표**와 경제적 결과에 영향을 미치는 **메커니즘에 대한 인식**의 차이로 설명하는 것이 가장 적절하다. 이는 해당 목표를 달성하기 위해 사용되는 정책 **수단**의 차이와는 상대적으로 관련이 적다(Crockett, 2000).

거시건전성의 목표는 “금융 불안으로 인해 경제에 발생하는 비용을 제한하는 것”이며 이는 흔히 “시스템 리스크”라고 느슨하게 표현된다고 크로켓은 설명하고 있다. 반면 미시건전성의 목표는 “개별 금융기관의 실패 가능성, 즉 개별 리스크를 낮추는 것”이다(Crockett, 2000).

보리오는 정책 목표를 직접적 목표와 최종 목표로 세분화하여 미시건전성과 거시건전성 목표의 차이를 보다 분명하게 설명하고 있다(Borio, 2003). 거시건전성의 직접적 목표는 “금융시스템 전반의 불안을 제한”하는 것이고 이를 통해 궁극적으로 달성하고자 하는 최종 목표는 금융 불안으로 인한 “GDP 손실을 최소화”하는 것이다. 미시건전성의 직접적인 목표는 “개별 금융기관의 부실 방지”이고 이를 통해 궁극적으로 달성하고자 하는 최종 목표는 “금융소비자 보호”이다.¹⁾ 이어 보리오는 거시건전성에 대한 이러한 정의는 “거시경제학적 전통과 그 궤를 같이한다”고 서술하고 있다. 개별

기관을 보는 것이 아니라 금융시스템 전체, 거시경제 전체를 보는 것이니 경제학 체제로 볼 때 거시건전성은 거시경제학의 영역에 가깝다고 서술하고 있다.

크로켓의 연설에서 미시건전성과 거시건전성을 구분하는 두 번째 요인은 경제적 결과에 영향을 미치는 메커니즘에 대한 인식이다. 이는 구성의 오류를 살펴야 한다는 논의로 연결된다.

거시건전성 패러다임은 개별 금융기관의 관점에서는 바람직하거나 합리적으로 보이는 행동이, 전체 시스템 차원에서는 바람직하지 않은 결과를 초래할 수 있음을 강조하게 된다. 이는 앞서 정의한 미시건전성 관점에서는 논리적으로 성립하기 어려운 모순이다(Crockett, 2000).

구성 오류를 살피는 것은 미시건전성에서 거시건전성 패러다임으로 전환하는 핵심적 요소인데 이러한 전환은 케인스에서 시작된 것이라고 명시적으로 언급하고 있다.

제안된 관점의 전환은 20세기 경제학 사상의 진화와 유사한 점이 있다. 초기 경제학자들도 전체 경제를 움직이는 과정이 개별 시장의 과정을 단순히 확대한 것과 동일하다고 보는 관점을 발전시켰다. 그러나 1930년대, 특히 케인스의 저작을 통해 경제 전체에 적용되는 법칙이 개별 구성 요소의 법칙과 반드시 일치하지 않는다는 사실을 명확히 이해하게 되었다. 이로써 거시경제학은 독립된 학문 분야로 탄생했으며, 현재까지 이어지고 있다. 이러한 사고를 촉진한 계기는, 우연히도 금융위기가 중요한 역할을 한, 세계 대공황과 같은 대규모 경제 위기였다(Crockett, 2000).

기준에 존재하고 있는 건전성 규제를 미시건전성이라고 재명명하고 새로 만드는 규제를 거시건전성으로 명명하여 기존 규제와 구분하는데 그 이름에 ‘거시’라는 단어를 사용하는 이유를 크로켓과 보리오의 언급에서 확인할 수 있다. 거시건전성의 분석 대상은 시스템 리스크, GDP 등 거시경제에 관한 것이고 거시건전성을 분석하는 이론은 단순한 개인의 합이 전체가 되는 것이 아니라는 거시적 관점에 기반한다는 점에서 기존 규제와 새로운 규제를 ‘미시’와 ‘거시’로 구분할 수 있다는 서술이라고 할 수 있다.

1) 이 글의 범위를 벗어나는 것이기는 하나, 미시건전성에 대한 이러한 정의가 건전성 규제와 금융소비자 보호 규제를 구분함에 있어 또 다른 혼란을 야기하는 것은 분명하다.

III. 목적의 분리와 수단의 미분리

거시건전성과 미시건전성의 규제 수단이 유사하여 현실에서 혼란이 나타나고 있는데 이는 거시건전성 설계 단계에서부터 정책 수단의 구분이 중요한 요소가 아니었다는 점에서 출발한다. 거시건전성 설계자들은 수단의 차이가 아니라 정책 목표의 차이에 의해 두 규제가 구분될 수 있다고 보았으며, 이러한 인식은 거시건전성을 새로운 규제로 정당화하는 핵심 논거로 제시되어 왔다. “(거시건전성) 수단의 대부분은 개별 기관에 대한 규제와 감독의 영역에 속한다”는 서술(Clement, 2010, p.65)은 설계 단계에서부터 거시건전성이 제도적으로 독립된 규제 범주로 성립하기 어려운 구조였다는 것을 보여준다. 두 규제 수단은 부분적 중첩을 넘어 전면적인 수렴 단계에 이르렀다. IMF의 한 보고서의 정리에 따르면, 미시건전성 정책 도구와 거시건전성 정책 도구는 대부분 중첩된다.

〈Table 1〉 Overlap of Microprudential and Macroprudential Toolkits

Instrument	Micro	Macro
Minimum Capital Requirements for Individual Institution	0	
Capital Risk Weight	0	0
Pillar 2 Capital Requirement	0	0
Countercyclical Capital Buffer		0
Capital Conservation Buffer	0	
Systemic Capital Surcharge		0
Dynamic Provisioning	0	0
Leverage Ratio	0	0
Large Exposure Limits	0	0
Loan-to-Value Limits	0	0
Debt-to-Income Limits	0	0
Foreign Exchange Limits	0	0
Liquidity Requirements	0	0
Risk Management Standards	0	
Licensing Standards	0	

Source: Osinski, Seal, and Hoogduin(2013, p.23).

이러한 광범위한 수단 증첩은 정책 거버넌스 설계에 직접적인 혼란을 초래했다. 국가마다 금융규제/감독 거버넌스를 설계함에 있어 차이가 있지만, 미시건전성은 금융감독기구가 담당하고 거시건전성은 중앙은행이 담당하는 것이 일반적이라는 견해가 존재한다.²⁾ 우리 사회는 1997년 한국은행에서 은행 감독 기능을 분리하여 이를 금융감독원이 담당하도록 하였고, 2011년 한국은행에 금융 안정 책무가 부과되었지만 거시건전성 정책 수행의 권한이 한국은행에 명시적으로 부여되지 않았다. 금융 안정을 위해 우리는 어떤 규제/감독 시스템을 만들어야 하는가는 현 정부의 정부 조직 개편 안에서도 많은 논란을 낳았다.

어떤 규제/감독 시스템이 좋은 것이냐에 대한 논의가 매우 어렵고, 경제이론에 입각하여 명확한 결론을 이끌어내기 힘들지만, 이들 논의의 전제는 미시건전성 규제와 거시건전성 규제가 명확히 구분된다는 것이다. 미시건전성과 거시건전성이 구분되는 데, 미시건전성은 누가 맡고 거시건전성은 누가 맡아야 하는가를 가지고 논쟁을 하고 있는 상황이다. 그런데 미시건전성과 거시건전성의 수단이 위와 같이 대부분 증첩되는 상황에서 미시건전성은 누가 맡고 거시건전성은 누가 맡는가를 정할 수 없다. 위의 표에서 담보인정비율과 총부채상환비율은 미시건전성 수단이자 동시에 거시건전성 수단이다. 현재 우리 사회에서 이 수단은 금융위원회가 가지고 있다. 만약 미시건전성은 금융감독기구가, 거시건전성은 한국은행이 담당하는 것이 원칙으로 정해졌다고 한다면, 이 원칙 아래서 담보인정비율과 총부채상환비율이라는 정책 수단을 금융위원회에 부여할지 한국은행에 부여할지 결정하는 것은 불가능하다.

위의 표에서 미시건전성에는 속하지 않고, 오직 거시건전성에만 해당하는 수단은 '경기대응완충자본'과 '시스템적 자본 추가 적립' 이 두 가지가 전부이다. 바젤은행감독위원회가 바젤 III을 공식적인 금융규제 프레임으로 발표하면서 거시건전성 요소를 강화했다고 밝힌 수단들이다. 경기변동에 대비해 위험가중자산 대비 0~2.5%의 추가 자본을 적립해야 하며, 시스템적으로 중요한 기관으로 지정된 기관들은 이 완충자본에 더하여 1~2.5%의 추가 자본을 적립해야 한다. 거시적 변동성을 고려해 개별 기관에 추가적인 자본을 적립하라고 요구한다는 점에서 거시건전성 수단이라고 할 수 있다. 신용/GDP 갭 등을 통해 실물경제에 비해 민간 부채가 얼마나 많아졌는가를 거시

2) 우리 사회의 금융규제/감독 거버넌스 개편에 관한 논의에서도 한국은행이 거시건전성을, 금융감독원이 미시건전성을 담당한다는 시나리오를 어렵지 않게 찾아볼 수 있다. 김인준 외(2017), 윤석현·정지만(2010) 참조.

적으로 판단하고 개별 금융기관에 추가 자본 적립을 권고한다는 점에서 분명 거시적이다.³⁾

그런데 위험가중자산 대비 8%의 자기자본을 확보하라는 자기자본비율 규제는 거시건전성 규제 이전부터 존재했던 규제이고 이는 현재 미시건전성 수단으로 분류되고 있다. 개념적으로 미시건전성과 거시건전성이 구분되지만, 현실적으로 이는 기존 자기자본비율 규제가 8%에서 최대 13%까지 강화되었음을 의미한다.

일찍이 틴버젠은 n 개의 독립적인 정책 목표를 달성하려면 독립적인 정책 수단도 최소 n 개가 있어야 한다고 주장했다(Tinbergen, 1952). 그리고 이는 경제학계에서 널리 받아들여지고 있다. 거시건전성 정책의 수단이 통화정책의 수단과 구분되어야 한다는 주장의 근거는, 금리라는 하나의 수단으로 물가 안정과 금융 안정이라는 목표를 동시에 잡는 것이 불가능하다는 것이었다. 물가 안정을 위한 금리 인상이 금융 안정을 해칠 수 있는 경우가 빈번히 발생한다. 금융 안정을 위해 금리 수단 이외에 다른 정책 수단이 필요하다. 그런데 미시건전성과 거시건전성은 목표가 다르기 때문에 수단이 같아도 다른 정책이라고 정의되고 있다. 설령 목표가 다르기 때문에 다른 정책이라는 정의를 받아들인다고 하더라도 틴버젠의 이론에 입각할 때 같은 수단으로 미시건전성과 거시건전성 목표를 동시에 잡는 것은 불가능하다. 예컨대 담보인정비율, 총부채상환비율 규제는 개별 차입자의 과도한 레버리지를 억제함으로써 금융기관의 건전성을 제고하는 데 기여할 수 있지만, 경기하강기에는 담보가치 하락과 결합하여 신용공급을 급격히 위축시키는 자산가격 조정을 심화시킴으로써 오히려 금융시스템 전반의 경기순응성을 강화할 수 있다. 이 수단들은 미시건전성에는 도움이 되지만 거시건전성에는 항상 도움이 되는 것이 아니다.

경기대응완충자본과 시스템적 자본 추가 적립이라고 하는, 현재 시행되고 있는 거시건전성 규제는 기존의 미시건전성 기준이 8%에서 최대 13%로 강화되었다는 점에서 현상적으로 새로운 규제라기보다는 기존 규제의 강화에 가까워 보인다. 바젤 III을 각국이 얼마나 빨리 받아들이느냐의 문제는 각국이 처한 경제 상황의 차이, 그리고 이 규정을 받아들이기까지의 정치경제적 저항들이 크게 작용할 수 있다. 그러나 많은

3) 우리 사회의 경우, 한국은행이 신용/GDP 겹 등을 측정하여 금융안정보고서 등을 통해 상황을 알리고, 금융위원회가 이러한 지표들을 보고 판단하여 경기대응완충자본을 부과할지 결정하는 구조이다. 경기대응완충자본 수단이 금융위원회에 있다. 주요 거시건전성 정책 수단이 중앙은행이 아닌 금융감독기구에 있다.

국가에서 바젤 III을 받아들였고 시행되고 있다. 그리고 이는 기존에 존재했던 자본비율 규제의 강화라는 형태로 구현되고 있다. 개념적으로는 구분되지만, 현실에서 정책이 구현되는 모습은 크게 다르지 않다. 거시건전성 규제가 미시건전성 규제에서 크게 나아가고 있지 못하다는 평가에 동의한다면, 그 이유는 현실의 정치경제적 저항, 규제 집행의 기술적, 행정적 어려움 때문이라기보다는 수단의 차이를 크게 고려하지 않았던 설계 자체의 문제에 기인하는 바가 더 큰 것으로 판단된다.

한편 동일한 정책 수단이 서로 다른 정책 목적에 따라 복수의 범주에 동시에 귀속될 수 있다는 점이 거시건전성 논의에만 국한되는 문제가 아닌 것은 분명하다. 자본비율 규제가 아닌 유동성 규제에서 일부 정책 수단은 통화정책 수단으로서 기능하는 동시에 금융기관의 건전성 규제 수단으로도 활용되어 왔다. 그러나 이러한 수단의 중첩은 통화정책과 건전성 정책을 구분하는 데 큰 혼란을 초래하지 않는다. 두 정책 영역이 비교적 안정적인 제도적 분화 과정을 통해 서로 다른 정책 목표와 운영 논리를 형성해 왔기 때문이다. 반면 동일한 수단이 미시건전성과 거시건전성 양쪽에 동시에 포함되는 경우에는 단순한 정책 수단의 분류 문제가 아니라 정책 체계 자체의 경계 설정 문제로 확장된다. 이는 미시건전성과 거시건전성이 통화정책과 건전성 정책만큼 확실하게 구분되지 않기 때문이다. 거시건전성 설계자들의 주장과 달리 미시건전성과 거시건전성의 경우 목표조차 명확하게 구분되지 않는다.

미시건전성 규제를 제도화한 바젤 I에 대해 국제결제은행은 다음과 같이 설명하고 있다.

위원회 내에서는 **국제 은행 시스템의 안정을 강화**하고, **각국의 자본규제 차이에서 발생하는 경쟁상 불평등을 제거**하기 위해 다자간 협약이 반드시 필요하다는 점에 대한 강한 인식이 존재하였다. 1987년 12월에 발표된 협의 문서에 대한 의견 수렴을 거쳐, 흔히 바젤 자본협약이라 불리는 자본 측정 체계가 G10 중앙은행 총재들의 승인을 받아 1988년 7월 은행들에 공개되었다(국제결제은행 홈페이지, 강조는 인용자).

바젤 I은 개별 금융기관의 리스크를 관리하기 위한 것이지만 동시에 시스템 리스크 관리(시스템 안정)를 위한 것이었다. 바젤 III에서 추가된 경기대응완충자본과 시스템적 자본 추가 적립이 거시건전성 수단인 이유는 시스템 리스크를 고려해 개별 금융기

관의 자본비율을 강화했다는 점이다. 그런데 자본비율 규제를 처음 도입할 때부터, 자본비율 규제라는 미시건전성 수단은 시스템의 안정을 목표로 하고 있었다. 미시건전성은 개별 리스크, 거시건전성은 시스템 리스크라고 하지만, 미시건전성 규제도 개별 리스크와 시스템 리스크를 모두 고려하여 만들어진 것이다.

Borio(2003)의 경우, 미시건전성 목표와 거시건전성 목표의 구분을 보다 명확하게 하기 위해, 미시건전성의 궁극적 목표는 “금융소비자 보호”라고 설명하고 있지만, 바젤 I이 처음 도입될 때 금융소비자 보호는 주요 관심사가 아니었다. 바젤 I은 “각국의 자본규제 차이에서 발생하는 경쟁상 불평등을 제거”하기 위함이었다. 금융소비자 보호가 아니라 금융기관 간 형평성을 고려한 규제였다. 미시건전성 목표와 거시건전성 목표의 차이에 대한 보리오의 정의는 바젤 I의 도입 취지에 부합하지 않는다.

IV. 미시와 거시: 이론의 통합, 건전성 규제의 분리

크로켓이 미시건전성과 거시건전성을 구분하는 요인으로 경제적 결과에 영향을 미치는 메커니즘에 대한 인식, 구성의 오류 등을 언급했다는 점은 앞에서 서술하였다. 이는 거시적 관점과 미시적 관점의 차이로 거시건전성과 미시건전성을 구분한다는 의미이다. 구성의 오류가 거시건전성과 미시건전성을 구분 짓는 중요한 개념이라는 점은 이후 많은 거시건전성론자들이 반복해서 서술해 왔다(Brunnermeier et al., 2009; Osinski, Seal, and Hoogduin, 2013). 거시건전성 전환이 금융규제 패러다임의 전환이라는 평가는 거시건전성 규제 설계자뿐 아니라 경제학 외부에서 등장하기도 했다(Baker, 2013).

크로켓의 연설문에도 등장했듯이, 거시건전성 설계자들은 케인스를 거시적 사고, 거시경제학의 출발점으로 인정했다. 많은 거시건전성 연구에서 케인스는 거시경제학적 사고의 출발점으로 반복적으로 언급되고 있다(Haldane and Turrell, 2019; Kress and Zhang, 2024). 거시건전성론자들이 미시적 사고와 구분되는 거시적 사고에서 중요하게 생각하는 구성의 오류가 케인스의 유효수요이론에서 매우 중요한 역할을 하고 있음은 널리 알려져 있다. 개별 가계가 저축을 늘리는 행위는 거시경제적 불황을 낳는다.

개인이 자신의 저축 규모를 늘린다고 해서 그것이 자신의 소득에 유의미한 영향을

미칠 가능성은 크지 않다. 그러나 개인의 소비 변화가 타인의 소득에 미치는 반응을 고려하면, 모든 개인이 동시에 일정한 규모의 저축을 달성하는 것은 불가능하다. 소비를 줄임으로써 저축을 늘리려는 모든 시도는 소득에 영향을 미치게 되며, 그 결과 그러한 시도는 필연적으로 스스로를 좌절시킨다(Keynes, 1973, p.84).

그런데 경제학에서 미시와 거시라는 용어를 사용할 때 미시는 개별 경제주체의 행위만 의미하는 것이 아니다. 경제학 역사에서 거시경제학의 출발점이라고 인정받고 있는 케인스는 미시와 거시를 다음과 같이 구분했다.

내가 제안하는 올바른 이분법은, 한편으로는 개별 산업이나 기업에 관한 이론 및 주어진 양의 자원이 서로 다른 용도 사이에 어떻게 배분되고 그 대가가 어떻게 결정되는가에 관한 이론과, 다른 한편으로는 총체적인 산출량 및 고용에 관한 이론 사이의 구분이다(Keynes, 1973, p.293).

미시경제학은 개별 경제주체들의 의사결정을 분석하지만 동시에 이들의 상호작용, 즉 시장에 대한 분석도 한다. 이 시장에 대한 분석이 개별 산업으로 국한되면 통상 미시적 분석이라고 한다. 거시적 분석은 통상 국민경제 전체에 관한 분석을 의미한다. 이러한 구분은 학부 수준의 교과서에서 여전히 사용되고 있다. 전 세계적으로 가장 많이 쓰이는 교과서인 『맨큐의 경제학』을 보면 경제학의 10대 원리가 등장하는데 이 중 4개는 “사람들은 어떻게 결정을 내리는가”에 관한 것, 다음 3개는 “사람들은 어떻게 상호작용하는가”, 마지막 3개는 “나라 경제는 어떻게 움직이는가”에 관한 것이다. 그리고 앞에 7개가 미시경제학의 영역, 뒤에 3개가 거시경제학의 영역에 해당한다고 분류하고 있다(Mankiw, 2007). 케인스식의 거시경제학과 미시경제학 구분법이 학부 수준의 교과서에서 여전히 활용되고 있다는 것을 확인할 수 있다.

미시와 거시의 구분에 관한 맨큐의 분류를 따를 때, 미시경제학의 영역에 해당하는 7번째 원리가 “경우에 따라 정부가 시장성과를 개선할 수 있다.”이고 여기에서 외부성의 문제를 다룬다. 『경제학연구』가 채택하고 있는 경제학문헌목록 주제분류상으로도 외부성은 미시경제학(D)에 속한다.

거시건전성 문헌에서 거시건전성과 관련된 구성의 오류는 외부성으로 정의된다. 거시건전성 전환의 핵심적 역할을 한 보고서 중 하나로 평가(Baker, 2018)받는 일명

“제네바 보고서”에서 외부성이 금융규제의 근거라고 서술되고 있고, 그 외부성은 투매 외부성과 상호연결된 외부성으로 구분된다(Brunnermeier et al., 2009). 투매 외부성은, 개별 금융기관이 자신의 투매 행위가 자산가격에 미치는 영향을 고려하지 못하기 때문에 발생하는 외부성이다. 상호연결된 외부성은, 개별 금융기관이 자신의 파산이 얼마나 많은 다른 금융기관을 곤경에 빠뜨리는지에 대해 관심을 갖지 않기 때문에 발생하는 외부성이다.⁴⁾ 이 외부성이 거시건전성 규제의 근거가 된다. 거시적 분석이 아닌 미시적 분석으로 거시건전성 규제의 필요성을 설명하고 있다.

외부성 개념을 이용하여 거시건전성 규제를 설명하고 있는 구체적인 연구 사례를 살펴보자. 다음은 비안키와 멘도자의 거시건전성 연구 논문의 초록이다.

본 논문은 담보계약이 존재하는 경기변동 및 자산가격의 균형모형에서 과잉차입, 금융위기, 그리고 **거시건전성 정책**을 분석한다. 분권화된 경쟁균형에서 경제주체들은 자산의 투매가 다른 주체들의 자산가치에 미치는 부정적 효과를 내부화하지 않기 때문에, 이러한 효과를 고려하는 제약된 사회적 계획자에 비해 사전적으로 과도하게 차입하게 된다. 경쟁균형에서는 평균적인 부채 수준과 레버리지 비율이 사회적 계획자의 경우보다 약간 더 높을 뿐이지만, 금융위기의 발생 빈도와 그 규모는 훨씬 더 크게 나타난다. 또한 초과자산수익률, 샤프 비율, 그리고 시장위험가격 역시 경쟁균형에서 훨씬 더 크게 나타난다. **평균적으로 부채에 대해 약 1%, 배당에 대해 약 -0.5%의 상태의존적 조세를 부과**하면, 사회적 계획자의 배분을 경쟁균형으로 구현할 수 있으며 사회후생을 증대시킬 수 있다(Bianchi and Mendoza, 2011, Abstract, 강조는 인용자).

이 논문에서 제안하고 있는 거시건전성 규제는 부채에 대해서는 세금을 부과하고 배당에 대해서는 보조금을 주라는 것이다. 거시건전성 규제라는 명칭을 가지고 있지만 내용은 미시적 규제이다. 세금이라는 수단을 통해 개별 경제주체의 행위 유인을 바꾸려는 미시적 개입이다.

거시건전성 규제에 관한 논의에서 잠깐 벗어나 다른 경제학 연구를 살펴보면 구성

4) 2012년 IMF 보고서에서는 이 두 가지에 전략적 보완성과 연관된 외부성이라는 카테고리가 추가된다(Nicolo, Favara, and Ratnovski, 2012). 외부성 개념 자체의 모호성에 관한 논의는 황재홍(2025) 참조.

의 오류가 미시적 분석과 거시적 분석을 구분하는 기준이 될 수 없다는 점은 너무 쉽게 확인된다. 케인스가 예로 들었던, 개별 가계의 저축 증대가 국민소득을 감소시킨다는 점은 거시경제에서 나타나는 구성의 오류이지만, 가장 초보적인 게임이론의 사례로 등장하는 용의자의 딜레마 게임도 구성의 오류를 잘 보여주고 있다. 개별 용의자들은 최선의 선택을 하지만 결과는 두 용의자에게 최선의 결과가 아니다. 구성의 오류는 미시 분석에서도 거시 분석에서도 모두 등장한다. 저축의 역설로 인한 GDP 감소라는 구성의 오류에 대한 대책은 거시정책이지만, A 기업과 B 기업의 과잉 경쟁으로 인한 사회적 손실을 막기 위한 규제를 거시정책이라고 하지는 않는다.

금융규제에 있어 미시건전성과 거시건전성을 구분하는 기준이 다른 분야에서 미시정책과 거시정책을 구분하는 기준과 다른 것은 분명하다. 건전성 규제 이외의 분야에서는 개별 주체의 의사결정 과정에 영향을 미치는 정책뿐 아니라 개별 주체들의 상호작용에 영향을 미치는 정책도 미시정책으로 분류된다. 그런데 건전성 규제에서만, 개별 금융기관의 리스크 관리는 미시건전성, 개별 금융기관들 사이의 상호작용에서 발생하는 리스크(시스템 리스크)는 거시건전성 규제라고 분류하고 있다. 국제결제은행에서 거시건전성을 그렇게 정의했으므로 이를 기준으로 용어의 의미를 이해하고 사용하고 있지만, 사실 전통적인 미시와 거시 분류법에서 보면 매우 혼란스러운 분류 기준이다.

거시적 사고, 구성의 오류로 미시건전성과 거시건전성을 구분하는 기준으로 삼는 것의 더 큰 혼란은, 경제이론은 미시와 거시의 경계를 허물고 있는데 건전성 규제에 있어서는 애써 미시와 거시를 구분하고 있다는 점이다. 미시건전성과 거시건전성의 구분은 주류 경제이론의 흐름에 역행하는 것이었고 현실의 거시건전성 규제와 거시건전성의 이론적 연구 사이에 괴리가 발생할 수밖에 없다. 앞의 비안키와 멘도자의 연구처럼 명칭은 거시건전성 연구인데 구체적인 정책 제안은 매우 미시적인 결과가 도출되는 것이다. 일반균형모델은 미시와 거시 모두에서 사용된다.⁵⁾ 일반균형모델로 n 개의 재화 가격을 설명하지만 동시에 일반균형모델로 GDP, 물가도 설명한다. 일반

5) 오히려 일반균형모델은 미시 분석에서 사라지는 추세다. 게임이론이 곧 미시경제학인 이론적 흐름을 보이고 있다. 이에 따라 고려하는 변수의 숫자가 적은 부분균형분석이 미시 분석, 고려해야 할 변수가 많은 일반균형분석이 거시 분석이라는 구분법이 자리를 잡아가고 있다. 미시건전성 분석은 부분균형 분석, 거시건전성 분석은 일반균형 분석이라는 구분이 실제 거시건전성 논의(Kress and Zhang, 2024)에도 등장하고 있다.

균형모델에서 외부성 등 시장의 불완전함으로 인한 규제 도입을 설명할 때 그것이 미시적 개입인지 거시적 개입인지 구분하는 것이 불가능해졌다. 미시적 사고와 거시적 사고의 경계가 모호해지고 있다. 따라서 크로켓의 서술과 다르게, 사고방식의 차이를 가지고 미시 규제와 거시 규제를 구분한다는 발상 자체가 성립하기 어렵다고 할 수 있다.

경제이론이 미시와 거시의 구분을 하지 않는 방향으로 나아가는 것처럼, 건전성 규제에서도 미시와 거시의 구분을 없애면 이러한 혼란은 자연스럽게 해결된다. 개별 리스크와 시스템 리스크(개별 리스크의 상호작용) 관리가 모두 건전성 규제인 것이고, 세금과 보조금은 건전성 규제의 한 수단이 되는 것이다. 3절에서 언급했듯이 대부분의 건전성 수단이 미시건전성 규제의 수단이기도 하고 동시에 거시건전성 규제의 수단이기도 하다. 만약 건전성을 미시건전성과 거시건전성으로 구분하지 않는다면, 어떤 수단이 미시건전성 수단이면서 동시에 거시건전성 수단이라는 분류 아닌 분류를 하는 수고를 덜게 된다.

『맨큐의 경제학』의 사례에서 보듯이, 학부 수준의 교과서에서는 그래도 케인스식의 미시/거시 구분법이 사용되고 있다. 경제학 교육과정에서 미시와 거시의 구분이 남아 있다. 따라서 미시와 거시의 구분을 없애자는 이야기가 과도하게 들릴 수도 있다. 그런데 전문적인 경제학자들 사이에서 거시경제학의 학문적 위상은 매우 모호하다. 거시경제학은 미시경제학을 보조하는 위치로 전락했다는 평가는 이미 오래전에 등장했다(Finestone, 2026; Hoover, 2009). 이는 거시경제학의 미시적 기초를 강조한 루카스 혁명의 결과이다. 루카스는 거시경제학을 완전히 미시경제학으로 환원하고자 했다.

‘거시경제’라는 용어는 사라질 것이고 ‘미시’라는 형용사는 불필요한 것이 될 것이다. 그냥 단순히 경제이론이라고 말하게 될 것이다(Lucas, 1987, pp.107-108).

Crockett(2000)은 “하향식(top-down)” 사고와 “상향식(bottom-up)” 사고의 차이에 대해 서술하면서, 거시건전성은 하향식이라고 설명하고 있다. 그런데 미시적 기초를 강조하는 루카스 이후 거시 연구와 하향식 사고 사이에는 큰 긴장이 존재하고 있다. 거시건전성 설계자들이 거시경제학의 창시자로 케인스를 거론한 취지와 달리 거시건전성 연구는 케인스 거시이론에 의해 연구되지 않는다. 루카스 이후 다수 경제이론은

경제주체의 최적화 행위로 미시 현상도, 거시 현상도 설명한다. 다수의 경제학자에 있어, 거시적 사고, 거시적 분석의 의미는 거시적 현상을 얼마나 더 정밀하게 미시적 경제주체의 행위와 이들의 상호작용을 통해 설명하는가를 의미하게 되었다. 루카스 시각에서 케인스의 거시 분석은 거시경제학의 미시적 기초가 결여된 자의적인 분석이 된다.⁶⁾

거시정책의 대상과 작동 방식을 논함에 있어서도 케인스와 루카스 관점의 차이는 분명하다. 케인스가 저축의 역설이라는 구성의 오류를 통해 불황을 설명하고 이에 대한 거시적 정책이 필요하다고 주장했을 때, 그 정책의 대상이 개별 주체가 되는 것이 아니었다. 그가 『일반이론』에서 거론한 거시정책은, 정부가 돈을 병에 담아 땅에 묻고, 이를 다시 파내도록 하는 전혀 생산적이지 못한 활동이라도 해서 총수요를 늘리라는 것이었다(Keynes, 1973, p.129). 케인스식 총수요관리 정책은 개별 가계의 소비 수준, 개별 기업의 투자 수준을 직접적으로 타깃하지 않는다. 거시건전성 규제가 개별 기관의 자본비용, 유동성 조건을 강화하는 형태로 등장하는 것과 차이가 있다. 케인스의 거시정책은, 구성의 오류로 인하여 개인이 자신의 행위로 인한 경제적 결과에 대해 완전히 책임질 수 없는 상황이 발생할 때 이를 국가가 책임져야 한다는 의미를 갖는다(Best and Widmaier, 2006). 그런데 루카스식 거시정책은 다시 개별 주체를 향한다. 거시적 현상이 미시적 주체의 행위로 환원되듯이 거시정책의 목표는 GDP, 물가 등 거시변수라 하더라도 구체적인 정책 수단을 통해 미시적 주체의 기대를 변화시켜야 이 목표를 달성할 수 있다. 거시건전성 규제의 목적은 시스템 리스크 관리이지만, 이 시스템 리스크 관리의 결국 개별 금융기관의 리스크를 관리하는 것으로 환원되는 것이다.

고전적 화폐수량설에 근거한 통화정책이 통화량과 물가라는 거시변수 사이의 상관관계에 주목하는 방식이었다면, 통화량과 물가 사이의 안정적인 관계가 깨진 현 상황에서 통화정책은 경제주체들의 인플레이션 기대 심리를 얼마나 안정시킬 수 있는가로 초점이 바뀌었다. 루카스를 계승하는 새고전학파의 통화정책 이론에서, 통화량 관

6) 새고전학파의 케인스 비판과 달리 케인스의 거시이론에 미시적 기초가 완전히 결여되었다고 보기 어려운 측면도 존재한다. 『일반이론』에서 유효수요를 결정함에 있어 핵심적인 미시적 기초는 한계 소비성향, 투자의 한계효율, 유동성 선호이다. 특히 투자의 한계효율에 영향을 미치는 이른바 야성적 충동(animal spirit)에 관한 논의는 현재 행동경제학으로 이어지고 있고 금융위기를 분석함에 있어 중요한 이론적 틀이 되었다. 야성적 충동에 관한 뉴케이지언의 논의로는 Akerlof and Shiller (2009)를 참조.

리가 아닌 통화정책의 신뢰성이 키워드가 되었다.

이러한 변화는 새고전학파에만 국한되는 것이 아니다. 케인스를 계승한다는 뉴케인지언도 이 지점에서 루카스를 받아들였다. 버냉키 연준 의장은 중앙은행이 MBS나 장기 국채를 대량 매입하면 민간의 자산 포트폴리오 구성에 영향을 미쳐 장기 금리, 회사채 금리 등을 떨어뜨릴 수 있다고 주장했지만(Bernanke, 2022), 뉴케인지언의 대표적인 우드포드는 양적완화의 포트폴리오 밸런스 채널을 통한 정책 효과는 없다고 주장했다. 포워드 가이드스 등을 통해 단기 금리가 앞으로도 장기간 낮은 수준으로 계속 유지될 것이라는 기대를 경제주체들에게 심어줄 때, 연준의 통화정책이 효과를 볼 수 있을 것이라고 주장했다(Woodford, 2012). 경제주체들의 기대에 영향을 주지 못하면 통화정책의 효과를 단기적으로도 기대하기 어렵다는 합리적 기대학파의 정책 무용성 논리(Sargent and Wallace, 1976)가 뉴케인지언에게 그대로 받아들여진 셈이다. 케인스를 계승한다는 뉴케인지언에서도 케인스 거시정책의 관점을 찾아보기 어렵게 되었다. 뉴케인지언도 루카스의 미시적 기초를 받아들이고 이를 통해 거시정책을 이해하고 있다. 케인스적 거시정책의 의미는 퇴색된 지 오래다.⁷⁾

거시 분석을 어떤 방법론으로 수행해야 하는가와 관련하여 케인스와 루카스가 상반된 입장이라는 것이 경제학계의 통념이다. 그런데 국제결제은행이 미시건전성과 거시건전성을 구분하면서 내세운 것은 케인스의 거시적 사고였다. 동시에 바젤 III이라는 규정을 통해 현실에서 시행되고 있는 거시건전성 규제는 개별 기관의 자본비율, 유동성 요건을 강화하는 사실상의 미시적 규제 강화였다. 이름은 케인스이지만 내용은 루카스였다.

물론 케인스의 저작을 엄밀하게 분석하면, 케인스 거시이론에도 미시적 기초가 존재하고 케인스의 거시정책에도 미시적 단위에서 작동하도록 설계된 정책이 존재한다. 그러나 루카스 이론과 정책에서는 크로켓이 이야기했던 ‘상향식’ 사고만이 강조되는 것과 달리 케인스는 분명 ‘하향식’ 사고를 중시하였다. 거시건전성 논의에서 케인스가 거론되는 지점이 바로 이 부분이라는 점에서, 케인스에도 미시적 기초가 존재한다는

7) 케인스의 거시정책에도 미시적 단위를 타깃하는 경우가 전혀 없는 것은 아니다. 총수요 증대를 위해 개별 가계의 소비 수준을 언급하지 않지만, 경제주체들의 과도한 유동성 집착이 불황의 원인이라고 할 때, 화폐보유세(stamped money)를 하나의 거시정책 수단으로 제시했다(Keynes, 1973, Ch.23). 거시건전성을 위해 은행세를 부과하는 것과 유사한 정책이라고 할 수 있다. 우리 사회의 경우 외환건전성 부담금이 도입되어 운영되고 있다.

점이 루카스와 케인스의 대비를 크게 희석시키는 요인이 되지 못한다.

V. 시스템 리스크 관리: 거시건전성 규제와 금융시스템 구조 개혁

거시건전성 설계자들은 시스템 리스크 관리가 거시건전성의 목표라고 정의하였고 이 목표를 달성하기 위한 수단으로 경기변동에 대비해 완충자본을 더 쌓으라고 개별 기관에 요구하고 있다. 시스템적으로 중요한 기관은 이에 더하여 추가 자본을 더 쌓아야 한다. 한편 이 시스템 리스크가 외부성으로 정의되는데 그중 하나가 상호연결된 외부성이다. 금융기관의 상호연결성으로 인하여 개별 금융기관의 리스크가 시스템 전체로 증폭되는 것을 의미한다. 그렇다면 시스템 리스크를 줄이는 방법은, 시스템 리스크가 커지는 것에 대비하여 개별 기관에 더 많은 자본을 쌓으라고 요구하는 규제(거시건전성 규제)를 만드는 것에 더하여 금융시스템의 상호연결성을 끊어내는 방법도 생각해 볼 수 있다. 금융시스템의 구조를 바꾸는 일이다.

실제로 대공황 이후 많은 입법을 통해 시스템 리스크를 관리하기 위한 구조 개혁이 이루어졌다. 그중 대표적인 법안이 글래스-스티걸법으로, 이 법을 통해 예금보험이 도입되고 상업은행과 투자은행이 분리되었다. 탈규제, 금융자유화의 흐름 속에 상업은행과 투자은행을 분리하는 법은 사라졌지만, 글로벌 금융위기 이후 볼커 물통을 통해 사실상 부활했다. 실제 입법까지 이어지지는 않았지만, 현재 기준으로 탈규제, 금융자유화에 핵심적인 역할을 하고 있는 시카고학파와 다르게 대공황 당시의 시카고학파는 지급준비율을 100%로 하자는, 은행업의 구조를 근본적으로 흔들 수 있는 파격적인 제안을 하기도 하였다. 여기에는 자유주의 사상가이자 통화이론의 대가 프리드먼도 포함된다(Friedman, 1959; Phillips, 1995).

경제가 어려워졌을 때 개별 금융기관의 자산 매각이라는 합리적 행위가 시스템 리스크를 증폭시킨다는, 현 거시건전성 문헌에서 투매 외부성이라고 정의되는 구성의 오류를 이론화한 학자는 피셔였다. 피셔는 이러한 시스템 리스크 관리를 위해 어떤 규제가 필요한가에 대해 고민하였다. 현 거시건전성 설계자들이 글로벌 금융위기를 보고 새로운 규제가 필요하다고 인식한 것과 맥락을 같이 한다.

만약 부채 디플레이션 이론이 본질적으로 옳다면, 물가 수준을 통제하는 문제는 새로운 중요성을 띠게 된다. 그리고 이 과정에서 실질적 권한을 가진 주체들—연방준

비제도와 재무장관, 혹은 바람직하게는 특별 안정화 위원회—은 앞으로 새로운 수준의 책임을 지게 될 것이다.

물가 수준 통제, 즉 달러 통제가 만병통치약은 아니다. 이상적으로 안정된 달러가 있다고 해도, 우리는 여전히 부채 질환, 기술적 실업 질환, 과잉생산, 가격 왜곡, 과도한 자신감, 그리고 그 밖의 많은 사소한 질환들에 노출되어 있을 것이다. 이러한 질환들의 적절한 치료법을 찾는 일은, 우리가 달러 질환을 근절한 이후에도 경제학자들을 오랫동안 바쁘게 만들 것이다(Fisher, 1933, pp.347-348).

피셔는 금융 안정과 거시경제 안정을 위해, 단순히 물가 안정을 위한 통화정책 이외에 다른 대책의 필요성을 강조하고 있다. 그리고 그 대책의 하나로, 당시 시카고학파와 마찬가지로 은행시스템 안정을 위해 부분지급준비제도 폐지를 주장했다(Fisher, 1936).

거시건전성 규제의 설계가 현실의 규정으로 명시화된 것이 바젤 III이다. 여기에 경기대응완충자본, 시스템적으로 중요한 기관 등의 내용이 담겨 있지만 시스템 리스크 관리를 위해 금융시스템 자체를 변화시킬 수 있는 정도의 규정이 담기지는 못했다. 물론 거시건전성 설계자들이 글로벌 금융위기를 초래한 주요 원인 중에 하나인 그림자 금융시스템의 문제에 대해 많은 분석을 진행하였고 이에 대한 규제를 위해 고민하였다(Adrian and Shin, 2009).

전 세계 모든 국가, 모든 금융기관에 영향을 미치는 바젤 III 규정은 미국의 금융기관에만 영향을 미치는 볼커 룰과 다르게 금융시스템의 구조를 직접 타깃하는 규제의 내용을 담기에는 훨씬 정치경제적 부담이 클 수 있다는 점이 충분히 예상되는 바이다. 그럼에도 불구하고, 시스템 리스크를 관리하는 것이 거시건전성 규제라고 정의해 놓고, 시스템 리스크 관리의 다른 하나의 방식, 즉 금융시스템의 구조를 바꾸는 규제에 대해서는 구체적인 대안을 마련하지 못했다. 시스템 리스크에 대비해 개별 금융기관에 더 강력한 규제를 가하는 것만 구체적인 거시건전성 규제 수단으로 포함되었다. 그 결과 거시건전성 규제라는 용어는 자연스럽게 금융시스템 구조에 관한 논의보다는 거시건전성을 대비해 개별 기관에 어떤 준비를 더 시켜야 하는가에 관한 논의가 되어버렸다. 시스템 리스크 관리를 위해 시스템의 구조 자체를 변화시키려는 노력은 거시건전성 규제라는 이름으로 논의되는 것이 아니라 금융구조 개혁이라는 다른 이름으로 논의되고 있다.

우리가 금융위기의 재발을 막기 위한 새로운 규제에 금융시스템의 구조를 바꾸려는 노력도 포함시킨다고 하면, 과거 규제를 미시건전성, 새로운 규제를 거시건전성이라는 이름으로 구분하는 것은 매우 큰 혼란을 야기하게 된다. 상업은행과 투자은행을 분리하는 규제는 미시와 거시로 나눈다면 미시에 속한다. 개별 기업, 개별 산업에 관한 것은 미시적 규제에 해당한다는 전통적인 미시-거시 구분법에 따를 때 그러하다. 이는 미시적 규제이지만 동시에 금융산업의 구조를 근본적으로 바꾸는 규제였다.

경기변동 완화를 위해 개별 금융기관의 완충자본을 강화하는 것은 거시건전성 설계자들의 정의에 따라 거시적 규제이지만 사실 금융산업의 구조를 근본적으로 바꾸는 규제와는 거리가 멀다. 시스템 리스크 관리를 거시건전성 규제라고 정의한다면, 이 규제에는 기존의 개별 기관의 리스크를 관리하는 미시건전성 규제, 그리고 거시건전성 수단이라고 분류된 경기대응완충자본, 시스템적으로 중요한 기관 추가 자본에 더해 금융시스템 구조를 바꾸는 규제도 포함시키는 것이 필요하다. 그리고 실제 금융시스템 구조에 관한 많은 연구가 진행되고 있다. 그런데 기존 규제와 금융위기 이후의 새로운 규제를 미시건전성과 거시건전성으로 이름 짓는 것은 미시와 거시라는 단어가 주는 의미 때문에, 볼커 룰은 미시건전성 규제인가 거시건전성 규제인가, 왜 기존 자본비율 규제는 미시건전성 규제인데, 경기대응완충자본이라는 같은 자본비율 규제는 거시건전성 규제인가라는 추가적인 논란을 낳게 된다.

루카스 이후 경제학 연구 방법론에 있어 미시와 거시의 구분은 모호해졌다. 따라서 루카스 모델에 근거하여 미시적 규제와 거시적 규제를 구분하는 것도 어려워졌다. 그런데 건전성 규제에서는 미시와 거시의 구분을 요구하고 있다. 이는 그동안 진행되어 온 주류 거시이론의 흐름에도 부합하지 않으며, 거시건전성 설계자들이 내세운 기준으로도 미시건전성과 거시건전성이 명확히 구분되지 않는다. 미시와 거시의 구분은 추가적인 금융규제를 논함에 있어 개념상의 혼란을 더하고 있다.

본 연구는 미시건전성 규제와 거시건전성 규제의 분리가 미시와 거시의 통합을 지향하는 최근의 이론적 흐름과 괴리된다고 평가한다. 그러나 이러한 평가는, 국제결제은행이 거시적 사고를 강조한 케인스를 원용하여 미시건전성과 거시건전성을 구분하고자 했던 시도 자체를 비판하려는 데까지 나아가는 것은 아니다. 해당 시도는 금융위기와 그에 따른 추가적 금융규제의 필요성을 설명하기 위한 조치였다는 점에서 일정한 의의를 가진다. 국제결제은행을 비롯, 다수 거시건전성 연구자들이 루카스적 거시 모델과 구분되는 민스키 금융불안정성 가설을 언급한 것(Borio, Furfine, and Lowe,

2001; White, 2009)은 기존 거시이론의 한계를 인식한 결과였고 의미 있는 노력이었다고 평가한다. 화이트의 글은 명시적으로 합리적 기대이론과 효율시장가설을 비판하기도 하였다(White, 2009). 하지만 이후 거시건전성 연구는 거시적 사고와 금융제도 전면 개편을 강조하는 민스키의 문제의식만 받아들였을 뿐 방법론적으로 루카스 모델에서 벗어나지 못했다. 이런 의미에서 거시건전성 선언은 이름만 케인스였을 뿐, 내용은 루카스였다고 평가하는 것이다. 거시건전성 전환의 완성을 위해서는 루카스 모델과 구분되는 케인스-민스키 거시모델이 필요했으나 거시건전성 연구는 미시적 기초를 강조하는 거시모델을 더욱 정밀하게 만드는 방향으로 나아가고 있다.

VI. 맺음말

Borio(2003, p.1)는 금융규제의 거시건전성 측면을 강화해야 한다는 글을 쓰면서 첫머리에 다음의 두 구절을 인용하고 있다.

“말이란 자연과 같이, 그 속에 깃든 영혼을 반쯤은 드러내고 반쯤은 숨기는 법이다.
- 알프레드 로드 테니슨”

“내가 단어를 사용할 때는 말이야... 그것은 내가 선택한 의미를 가질 뿐이야. 더도 말고 덜도 말고 딱 그만큼만. - 험프리 덤프티”

이후 결론부에서, “우리가 자연의 모습은 선택할 수 없어도 단어의 의미는 선택할 수 있다... 거시건전성과 미시건전성 관점에 대한 의도적으로 양극화된 두 가지 선포한 정의가 현재의 규제 및 감독 체계 내에 필연적으로 공존하는 두 개의 영혼을 끌어내는 데 도움이 된다고 주장해 왔다(Borio, 2003, p.17).”고 서술하고 있다.

거시건전성이 어떤 의미나를 규정할 수 있는 힘이 국제결제은행에 있는 것은 분명해 보인다. 전 세계 금융규제의 기준을 만드는 기관이기 때문이다. 그런데 미시가 무엇이고 거시가 무엇인가는 좀 더 순수이론을 연구하는 그룹들에 의해 논의가 주도되었고, 학부 교과서와 소수의 비주류 경제학을 제외하면, 루카스 이후 적어도 방법론상으로 사실상 미시와 거시 구분의 의미가 사라졌다. 그런데 국제결제은행은 케인스를 전면으로 내세워 거시적 사고를 하자고 선언한 뒤, 이후 거시건전성 연구는 미시와

거시의 구분을 모호하게 만든 루카스 모델로 진행하고 있다. 스스로 거시건전성 선언의 취지를 훼손하고 있는 것이다.

거시건전성 규제가 기존의 미시건전성 규제와 구분되는 진정 새로운 규제가 되기 위해서는 경계가 모호해진 미시와 거시라는 영혼을 억지로 구분하기보다는, 시스템 리스크를 개별 금융기관의 리스크에 초점을 두고 관리할 것인가 아니면 시스템 리스크를 증폭시키는 시스템 자체를 개선하는 데 초점을 둘 것이냐로 구분하는 것이 더 나아 보인다. 그리고 거시건전성 규제를 고민하는 이들은 금융시스템의 구조 자체를 개선하기 위해 이미 많은 노력을 기울이고 있다. 거시건전성 규제가 금융시스템 구조 개선을 포함하는 것임을 명시하는 것이, 거시건전성 규제가 글로벌 금융위기 이전의 금융규제와 근본적으로 다른 규제가 되는 길이다.

■ 참 고 문 헌

1. 국제결제은행 홈페이지, <https://www.bis.org/bcbs/history.htm>.
(Translated in English) Bank for International Settlements (BIS) Official Website.
2. 김인준·김성현·김소영·김진일·신관호, “한국은행의 역할과 정책수단: 금융안정정책을 중심으로,” 『한국경제의 분석』, 제23권 제1호, 2017, pp.185-287.
(Translated in English) Kim, In Joon, Sung Hyun Kim, Soyoung Kim, Jinill Kim, and Kwanho Shin, “Roles and Policy Instruments of the Bank of Korea: Focusing on Financial Stability Policy,” *Journal of Korean Economic Analysis*, Vol. 23, No. 1, 2017, pp.185-287.
3. 윤석현·정지만, “시스템리스크와 거시건전성 정책 체계,” 『금융연구』, 제24권 제2호, 2010, pp.29-72.
(Translated in English) Yoon, Seok Heon and Ji Man Chung, “Systemic Risk and the Macroprudential Policy Framework,” *Journal of Money & Finance*, Vol. 24, No. 2, 2010, pp.29-72.
4. 황재홍, “외부성과 거시건전성 정책: 경제학설사적 접근,” 『경제학연구』, 제73권 제1호, 2025, pp.121-149.
(Translated in English) Hwang, Jae Hong, “Externalities and Macroprudential Policy: A History-of-Economic-Thought Approach,” *The Korean Journal of Economic Studies*, Vol. 73, No. 1, 2025, pp.121-149.
5. Adrian, T. and Hyun Song Shin, “The Shadow Banking System: Implication for Financial Regulation,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 382, 2009.
6. Akerlof, G. and R. Shiller, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, 2009.
7. Baker, A., “The New Political Economy of the Macroprudential Ideational Shift,” *New Political Economy*, Vol. 18, No. 1, 2013, pp.112-139.
8. Baker, A., “Macroprudential regimes and the politics of social purpose,” *Review of International Political Economy*, Vol. 25, No. 3, 2018, pp.293-316.
9. Bernanke, B., *21st Century Monetary Policy*, W. W. Norton and Company, 2022.
10. Best, J. and W. Widmaier, “Micro- or macro-moralities? Economic discourses and policy possibilities,” *Review of International Political Economy*, Vol. 13, No. 4, 2006, pp.609-631.
11. Bianchi, J. and E. Mendoza, “Overborrowing, Financial Crises and ‘Macro-prudential’ Policy,” *IMF Working Paper*, WP/11/24, 2011.
12. Borio, C., “Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?” *BIS Working Papers*, No. 128, 2003.
13. Borio, C., C. Furfine, and P. Lowe, “Procyclicality of the Financial System and Financial Stability Issues and Policy Options,” in BIS, *Marrying the Macro- and Micro-Prudential dimensions of Financial Stability*, 2001, pp.1-57.
14. Brunnermeier, M., A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud, and Hyun Song Shin, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Report on the World Economy, 2009.
15. Clement, P., “The term macroprudential: origins and evolution,” *BIS Quarterly Review*, part 6, March 2010, pp.59-67.

16. Crockett, A., "Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability," *BIS speech*, 2000.
17. Finestone, K., "Why Are Microfoundation Irrelevant? An Argument for Reorienting the Debate," *Philosophy of the Social Sciences*, Vol. 56, No. 2, 2026, pp.177-194.
18. Fisher, I., "The Debt-Deflation Theory of the Great Depression," *Econometrica*, 1, 1933, pp.337-357.
19. Fisher, I., *100% Money and the Public Debt*, 1936 (reprinted by ThaiSunset Publications in 2009).
20. Friedman, M., *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, 1959.
21. Haldane, A. and A. Turrell, "Drawing on different disciplines: macroeconomic agent-based models," *Journal of Evolutionary Economics*, Vol. 29, No. 1, 2019, pp.39-66.
22. Hoover, K., "Microfoundations and the Ontology of Macroeconomics" in Ross, D. and H. Kincaid, *The Oxford Handbook of Philosophy of Economics*, Oxford University Press, 2009.
23. Jung, J., "Macroprudential Ideas and Auxiliary Change in Financial Governance Paradigm," *The Korean Journal of International Studies*, Vol. 16, No. 3, 2018, pp.311-334.
24. Jung, J., "The Ontology and Causation of Financial Regulatory Paradigm: The Nonreductive Individualism of Macroprudential Regulation," *Journal of International and Area Studies*, Vol. 27, No. 2, 2020, pp.1-18.
25. Keynes, J., *The General Theory of Employment Interest and Money*, Macmillan, 1973.
26. Kress, J. and J. Zhang, "The Macroprudential Myth," *Georgetown Law Journal*, Vol. 112, No. 3, 2024, pp.569-638.
27. Lucas, R., *Models of Business Cycles*, Basil Blackwell, 1987.
28. Mankiw, G., *Principles of Economics*, Thomson, 2007[김경환·김종석 역, 『맨큐의 경제학』, 교보문고, 2007.]
29. Nicolo, G., G. Favara, and L. Ratnovski, "Externalities and Macroprudential Policy," *IMF Staff Discussion Note*, 2012.
30. Omarova, S., "The Too Big to Fail Problem," *Minnesota Law Review*, Vol. 103, No. 6, 2019, pp.2495-2541.
31. Osinski, J., K. Seal, and L. Hoogduin, "Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation," *IMF Staff Discussion Note*, 2013.
32. Phillips, R., *The Chicago Plan and New Deal Banking Reform*, M. E. Sharpe, 1995.
33. Sargent, T. and N. Wallace, "Rational Expectations and the Theory of Economic Policy," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 2, No. 2, 1976, pp.169-183.
34. Tinbergen, J., *On the Theory of Economic Policy*, North-Holland, 1952.
35. White, W., "Modern Macroeconomics is on the Wrong Track," *Finance and Development*, 2009, pp.15-18.
36. Woodford, M., "Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound," *Jackson Hole Symposium*, 2012.

The Macroprudential Illusion: Conceptual Inconsistency and the Failure of Regulatory Separation*

Jaehong Hwang**

Abstract

This study examines why macroprudential regulation is not substantively distinct from microprudential regulation, arguing that the issue lies not merely in overlapping policy instruments but in the conceptual foundations of the micro-macro distinction itself. Macroprudential regulation is justified through its focus on systemic risk and the fallacy of composition. However, microprudential regulation has also pursued systemic stability, and the fallacy of composition is not unique to macroprudential reasoning but a general feature of both micro and macro analysis. Moreover, while macroprudential discourse relies on a Keynesian distinction between the micro and the macro, its practical regulation adopts a Lucasian microfoundation approach. The study therefore argues that macroprudential regulation tends to converge toward an extended form of microprudential regulation rather than constituting an independent regulatory paradigm.

Key Words: Macroprudential, Fallacy of Composition, Microfoundation
JEL Classification: B2, B4, E6, G2

Received: Jan. 30, 2026. Revised: Apr. 29, 2026. Accepted: June 4, 2026.

* I would like to thank the three anonymous reviewers for their careful comments and valuable suggestions, which greatly improved this paper. I am also grateful to Kim Sanghyun, Lee Gyusang, Lee Sanghoon, Lee Jongjae, Lee Cheolhee, Jang Youngwook, Jung Daeyoung, and Hong Hoon for their helpful comments and encouragement on earlier drafts of this paper.

** Professor, Department of Finance and Economics, Mokwon University, 88 Doanbuk-ro, Seo-gu, Daejeon, 35349, Korea, Phone: +82-42-829-7756, e-mail: jhong@mokwon.ac.kr