

# 물가안정목표와 금융안정목표의 상충과 조화: 통화정책과 거시건전성정책의 효과\*

김 소 영 (서울대학교 경제학부 교수)

## 1. 서 론

글로벌 금융 위기 이후, 한국을 포함하여 전세계적으로 금융안정의 중요성이 부각되어왔고, 금융안정이 거시 경제 정책의 주요 목표 중 하나가 되어야 한다는 인식이 확산되었다. 예를 들어 2011년 한국은행법 개정으로 한국은행의 목적 조항에 금융안정을 포함시켰는데 같은 맥락이라고 볼 수 있다.

하지만 금융 안정 목표가 중요해짐에 따라 물가 안정, 경기 안정화와 같은 전통적 거시 경제 정책 목표와 상충하는 상황이 발생하여 정책적 선택을 어렵게 하고 있다. 특히 최근 한국의 상황을 보면 인플레이션율이 목표치를 하회하고 경기가 부진한데도 불구하고 이미 과다 축적된 가계 부채, 급격한 자본 유출과 같은 금융 안정에 대한 우려 때문에 확장적 통화정책을 유보하려고 하는 경우가 발생하고 있다.

최근의 상황을 보면 금리를 결정할 때마다 가계 부채와 같은 금융안정이 논란이 되어 왔다는 것을 알 수 있다. 한국은행이 금리를 동결 시키면서 금융안정을 주요 배경으로 설명하는 경우가 많았고, 한국은행이 금리를 낮추는 경우 사회 각층에서 가계 부채 문제는 어떻게 할 것이냐는 문제제기가 지속되었다. 몇가지 구체적 사례들은 다음과 같다.

- 2012년 7월 12일 기준금리를 3.25%에서 3.00%로 하향조정 한 후 김종수 총재 금리 인하 관련 기자간담회: 한국경제 TV 이근형기자 질문 “가뜩이나 금융당국이 지금 골머리를 앓고

---

\* 본 원고는 2015년 8월 27일(목), 은행회관 2층 국제회의실에서 한국경제학회, 한국금융학회, 한국재정학회가 공동 주최한 하계 정책심포지엄, 「한국 거시경제정책의 현황, 과제 그리고 미래」에서 발표한 내용을 정리한 것임.

있는 가계부채 폭증 문제, 기름을 붙는 격이 아닌가 이런 우려의 목소리도 높습니다. 물론 인상이나 각각 가계부채 다른 영향을 미치겠지만 어떻게 보시는지 궁금하고요.”

- 2015년 8월 13일 기준금리 동결 이후 해외 투자은행 반응(연합뉴스): “캐피털이코노믹스는 한은이 추가로 금리를 낮춘다면 가계 부채 증가세를 부추겨 금융 부문의 리스크가 확대될 것으로 예측했다.”
- 국회의회의록 19대 334회 2차 기획재정위원회 2015년 6월 17일, 박범계 위원 “금리 인하라는 선택을 했습니다. 좋다 이겁니다. 시비 걸 일은 없어요. 나중에 책임을 지시면 되는 거니까. 그런데 가계부채에 경고등이 켜졌다 이말이에요. 거기에 대한 대책이 하나라도 뭐냐라는 질문에 답을 주셔야 된다 이말입니다.”
- 2015년 8월 13일 기준금리 동결 관련 한국은행 기자간담회 보도자료: “금융통화위원회는 앞으로 성장세 회복이 이어지는 가운데 중기적 시계에서 물가안정기조가 유지되도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 이 과정에서 가계부채의 증가세, 미 연준의 통화정책 변화 및 일부 신흥시장국의 금융불안 등 해외 위험요인, 자본유출입 동향 등을 면밀히 점검해 나갈 것이다.”

위와 같은 사례들을 보면 통화 정책이 어떠한 목표를 가지고 수행되어야 하는지에 대한 의문이 발생한다. 즉 통화 정책은 전통적인 물가 및 경기 안정 이외에 금융 안정을 얼마나 고려해야 하는가?

한편 금융안정이 주요 목표라고 볼 수 있는 거시건전성 정책을 경기진작 등을 염두에 두고 시행하는 사례들도 있는 듯 하다. 예를 들면 2014년 8월에 시행된 부동산 규제(LTV, DTI) 완화 정책의 경우 그러한 맥락에서 시행되었다고 보여진다. 정부가 공식적으로 경기부양을 위해서 그러한 정책을 했다고 한 것인지는 명확하지 않으나, 다음의 예들을 보면 그러한 목적으로 사용했을 가능성이 높다고 생각된다.

- 2014년 7월 8일 국회의회의록 19대 326회 3차 기획재정위원회 국무위원후보자(현 부총리겸 기획재정부장관 최경환) 인사 청문회, 최경환 부총리가 LTV, DTI를 포함한 다양한 경기 부양책을 언급한 후, 오세재 위원: “정말 이 정부는 부채를 늘리는 것밖에 그 외에 정책은 지금 없다, 왜 해야 될 경제민주화와 복지 확대는 안 하고 하지 말아야 될 재정적자와 가계부채 그리고 LTV·DTI와 같은 그러한 위험한 도박을 통해서 경기부양을 하고 경제 활성화를 시킨다고 하는지 도대체 이해가 가지 않습니다.”
- 2015년 8월 18일 국회 예산 결산 특별위원회 전체회의, 최경환 부총리: “정부가 아닌 시장의 힘에 의해서(경제가 회복)하면 당연히 내수가 살고 수출이 늘면서 회복되지만 지금같이 정부가 경기부양 촉진책을 써서 하는 부분들은 우선 자산 시장이 좀 움직여야 실물 시장으로 가

는 패턴…” “자산시장 회복이 실물시장 옮겨가려는 참에 메르스 팬에 주춤했다. 억눌려진 소비심리 이거만 해소되면 실물시장으로 선순환 갈 수 있다고 본다.”

- 거의 모든 언론 기사에서 경기 부양을 위해 2014년 8월(2015년 연장됨) 부동산 규제(LTV, DTI) 완화를 했다고 언급.

이러한 예들을 보면 비슷한 의문이 발생한다. 거시건전성 정책을 금융 안정 이외에 다른 거시 경제적 목표를 위해 사용해도 되는가? 종합적으로는 통화 정책과 거시 건전성 정책을 물가 안정, 금융 안정 등 다양한 목표를 위해 어떻게 효과적으로 사용해야 하는가?

본 연구는 다음 사항을 논의한다. 먼저 금융 안정 목표와 전통적인 물가 안정 목표가 상충되는 경우가 실제로 많이 발생하는지를 논의하고, 다음 통화 정책과 거시 건전성 정책이 물가와 금융 안정에 미치는 효과를 논의한다. 특히 후자의 논의를 바탕으로 통화 정책이 금융 안정에 유의한 영향을 미치는지, 거시건전성 정책이 물가, 소득 등 거시 경제 변수에 유의한 영향을 미치는지, 거시 건전성 정책을 물가안정, 경기안정 등 목적을 위해 사용하는 것이 가능한지, 바람직한지, 두 정책의 효과가 비슷한지, 물가 안정과 금융 안정 목표를 동시에 달성하기 위해 어떠한 정책 혹은 정책 조합을 사용해야 하는지 등을 논의한다. 본 연구에서는 이러한 논의의 대부분을 한국을 포함한 아시아 국가들을 대상으로 Kim and Mehrotra(2015)이 수행한 실증 분석 결과를 토대로 한국의 상황에 비추어 논의한다.

제2장에서는 금융안정목표와 전통적인 물가 안정 목표가 상충되는 경우를 논의하고, 제3장에서는 통화 정책과 거시 건전성 정책의 효과와 그것을 토대로 다양한 이슈들을 논의한다. 제4장에서는 결과를 요약하고 결론을 맺는다.

## 2. 물가 안정과 금융 안정 목표의 상충

Kim and Mehrotra(2015)는 인플레이션 타게팅을 하고 있는 아시아-태평양 6개국(호주, 인도네시아, 한국, 뉴질랜드, 필리핀, 태국)을 대상으로 인플레이션 타게팅이 진행되는 동안 물가안정과 금융안정목표가 상충할 가능성이 있는 사례들이 있는지를 다음과 같은 방법으로 분석하였다.

먼저 물가안정과 금융안정목표가 어떤 것인지를 구체적으로 설정해야 그러한 목표들이 상충되는지를 논의할 수 있다. 물가안정목표와 관련해서는 인플레이션 타게팅을 하는 국가의 경우 인플레이션 타겟이 명시적으로 존재하므로 그것을 이용하면 된다. 반면 금융안정 목표는 구체적으로 어떤 것을 사용해야 하는지 명확하지 않은데, 기존 연구에서 금융안정과 밀접한 관계가 있다고 보여준 신용-생산갭(credit-to-GDP gap)을 사용하였다. H-P 필터를 사용하여 신용-생산 비율의 장기추세로부터 이탈 수준을 계산하였다. Borio and Lowe(2002)와 Borio and Drehmann(2009) 등은 신용-생산 갭이 은행 부문 distress에 대한 조기 경보 변수로 유용하다고 하였다. 또

한 신용-생산 갭은 바젤 III(Basel III)에서 경기대응완충자본(countercyclical buffers)의 사용에 대한 기준점을 정할 때 사용되고 있다. 한편 Borio and Brehmann(2009)에서는 신용-생산 갭이 6% 이상인 경우를 금융 불안정 위험을 나타내는 지표로 사용했는데 여기서도 그러한 지표를 사용하였다.

각 국가별, 연도별로 인플레이션율과 신용-생산 갭을 계산한 후 인플레이션율이 목표치를 하회하지만 신용이 과다팽창된 경우를 찾았다. 인플레이션율이 목표치를 하회하지만 신용이 과다 팽창된 경우 물가안정과 금융안정 목표가 상충될 가능성이 크다고 할 수 있다. 확장적인 통화 정책을 이용하여 인플레이션율 목표 달성을 위해 인플레이션율을 증가시키는 정책은 이미 과다 팽창된 신용을 더욱 팽창시키는 문제를 일으킬 것이고, 긴축적인 거시건전성 정책을 사용하여 과다 팽창된 신용을 줄이려는 경우 이미 목표치를 하회하고 있는 인플레이션율을 더욱 낮게 만들 가능성이 있다.

이론적으로 왜 인플레이션율이 목표치를 하회하지만 신용이 과다 팽창된 경우가 발생할 수 있는지에 관해서는 다양한 논의가 있다. Borio(2014)는 금융 사이클과 경기 변동 사이클이 일치하지 않는 경우 이러한 현상이 발생할 수 있다고 주장했고, Borio and White(2004)는 통화 정책이 기대인플레이션율을 고정시켜 신용 팽창이 인플레이션율에 반영이 안되는 경우에 그러한 현상이 발생할 수 있다고 했다. Jonsson and Moran(2014)는 공급 충격이 신용을 증가시키면서 가격을 낮출 수 있다고 했다.

자료를 분석한 결과, 인플레이션율이 하한 목표보다 낮고 신용-생산 갭이 6%를 초과하고 경우도 2번 있었고, 인플레이션율이 목표치(혹은 목표 범위의 중간값)보다 낮고 신용-생산 갭이 6%를 초과하는 경우는 11번 발견되었다. 또한 인플레이션율이 목표치(혹은 목표 중간치)보다 낮고 신용-생산 갭이 양수인 경우는 19번이나 발견되었다. 총 관측치 수가 80여개이므로 이러한 관측치는 물가안정목표와 금융안정목표가 상충될 가능성이 있는 경우가 현실적으로도 종종 나타난다는 것을 의미한다.

### 3. 통화 정책과 거시 건전성 정책의 효과

다음 통화 정책과 거시 건전성 정책이 물가와 금융 안정에 미치는 영향에 관한 실증 분석 결과를 토대로 통화 정책과 거시 건전성 정책을 사용한 물가안정과 금융안정에 관한 정책적 시사점을 도출한다. Kim and Mehrotra(2015)는 다음과 같은 방법으로 통화 정책과 거시 건전성 정책이 물가와 금융 안정에 미치는 영향을 실증 분석하였다.

패널 구조 다변수 자기 회귀 모형(panel structural Vector Autoregression)을 사용하였다. 다섯 종류의 내생변수를 모형에 포함시켰다. 통화 정책 수행을 나타내기 위해 통화 정책의 수단이라고 할 수 있는 정책 이자율(R)을 모형에 포함시켰고, 거시 건전성 정책 수행을 나타내기 위해 Shim

et al.(2013)이 구성한 거시 건전성 정책 수행 지표(PP)를 사용하였다. Shim et al.(2013)은 긴축적 거시 건전성 정책이 도입된 시기를 1로 나타내고, 확장적 거시 건전성 정책이 도입된 시기를 -1로 나타내는 방법으로 지표를 구성하였는데, 그러한 지표를 시간에 따라 축적하여 사용하였다. 각 정책의 물가에 대한 영향을 분석하기 위해 소비자물가지수(CPI)를 포함시켰고, 금융 안정에 대한 영향을 분석하기 위해 신용(CRD)를 포함시켰다. 또한 경제 전체의 경제 활동수준을 나타내는 주요 변수인 실질 GDP(RGDP)도 모형에 포함시켰다. 외생변수로서 미국의 실질 GDP와 미국의 금리를 포함시켰는데 이는 이러한 변수들이 한국 등 아시아 국가들의 정책과 경제에 상당한 영향을 미치기 때문이다.

Sims(1980)가 제안한 축차적 구조의 당기 무영향 제약을 부가하여 구조 충격을 식별하였다. 거시 건전성 정책 충격과 통화 정책 충격을 식별하기 위해, RGDP, CPI, CRD 등의 거시 경제 변수가 정책 수단들인 PP, R에 대해 당기에 외생적이라고 가정하였다. 이러한 가정은 정책 당국이 R과 PP를 정할 때 금기의 CRD, CPI, RGDP를 고려하는 경우를 포괄할 수 있는 가정이다. Bailliu et al.(2012) 등의 연구를 보면 중앙은행의 입장에서 금융 안정 목표도 중요해졌으므로 이자율을 결정할 때 금기의 CPI와 RGDP 뿐 아니라 금기의 CRD도 고려할 가능성이 있다. 또한 Angelini et al.(2014), Gelain and Ilbas(2014) 등의 연구를 보면 거시건전성 정책을 결정할 때 금기의 신용 뿐 아니라 금기의 RGDP와 CPI를 고려할 가능성이 있다. 이러한 식별방법은 통화 정책 충격을 식별한 Christiano et al.(1999)의 확장이라고도 볼 수 있다. 한편 기본 모형에서 PP가 R에 대해 당기에 외생적이라고 가정하였으나, 반대로 R이 PP에 대해 당기적으로 외생적이라고 가정하여도 주요결과에 영향이 없다.

아시아-태평양 4개국(한국, 인도네시아, 태국, 호주)을 대상으로 각국의 2000년대의 인플레이션 타게팅 기간을 대상으로 분기별 자료를 사용하여 패널 모형을 구성하여 분석하였다. 국가별 고정효과를 가정하였고, 2개의 시차를 가정하였다.

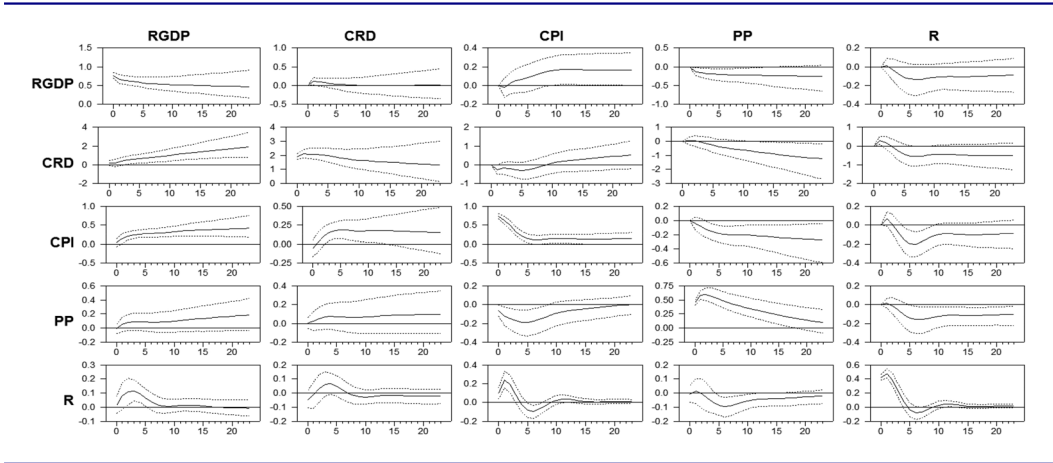
<그림 1>은 충격 반응 함수와 90% 확률 밴드를 보여준다. 각 열은 각 충격에 대한 반응함수를 보여준다. 주요 관심사인 거시건전성 정책 충격과 통화 정책 충격의 효과는 각각 네번째 그리고 다섯번째 열에서 볼 수 있다.

먼저 두 정책의 효과에서 비슷한 면을 발견할 수 있다. 통화 정책은 실질 GDP, CPI 뿐 아니라 CRD에도 유의한 영향을 미치는 것을 볼 수 있다. 더 흥미롭게는 거시건전성정책이 CRD 뿐 아니라 RGDP와 CPI에도 유의한 영향을 미치는 것임을 알 수 있다. 거시 건전성 정책도 통화 정책과 비슷하게 총수요에 영향을 미쳐 실물 경기에도 영향을 미치는 것으로 보인다.

이러한 결과는 두 정책이 보완적으로 사용될 수 있음을 의미한다. 즉 신용 축소를 위해 거시건전성 정책뿐 아니라 통화 정책도 도움이 될 수 있고, 경기 진작을 위해 통화 정책뿐 아니라 거시건전성 정책도 도움이 될 수 있다는 것을 의미한다. 한편 이러한 결과는 정책목표간 또는 정책간 상충이 발생할 수 있다는 것도 의미한다. 인플레이션율이 낮고 신용이 과다한 상황에서 확장적 통

화 정책은 목표치에 미달하는 인플레이션율을 높일 수 있지만, 이미 과다한 신용을 더욱 팽창 시키게 될 것이고, 과다한 신용을 줄이기 위한 긴축적 거시건전성 정책은 이미 낮은 인플레이션율을 더욱 하락시키게 되는 딜레마에 봉착할 수 있다는 것을 의미한다.

<그림 1> 충격반응함수



하지만 이론적으로 보면 거시 건전성 정책은 금융 안정에 상대적으로 더 효과적일 수 있고 금융 안정을 주목적으로, 통화정책은 물가안정과 같은 거시 경제 목표에 더 효과적일 수 있으므로 주로 그러한 목표를 위해 사용하는 것이 바람직하다는 논의도 있다. 통화 정책은 경제 전반에 영향을 미치는 반면 거시 건전성 정책은 특정 부문에 영향을 미치므로 거시건전성 정책을 거시적 목표를 위해 사용하는 것이 부적합할 수 있다는 것이다. 반면 자본 유출입이 자유롭고 금융 세계화가 진행된 현 상황에서 통화 정책만으로 금융안정을 달성하기 어려울 수 있고 거시 건전성 정책이 필요하다는 논의도 있다. 또한 거시 건전성 정책의 효과는 유의하게 추정되어 나타나지만, 현재까지 통화 정책에 비해 상대적으로 덜 사용해온 거시 건전성 정책을 지속적으로 사용하게 되면 예상치 못한 부분이 줄어들면서 실질 효과와 물가에 대한 효과가 줄어들 가능성도 배제할 수 없다. 이러한 논의들에 근거하여 예를 들어 최근과 같이 인플레이션은 낮고 경기가 부진하지만 신용이 과다한 상황에서는 확장적 통화정책으로 인플레이션율과 경기를 끌어올리고 긴축적 거시건전성 정책으로 신용축소와 금융 안정을 달성하는 것이 바람직하다고도 주장 할 수 있다.

#### 4. 결 론

본 연구는 Kim and Mehrotra(2015)의 물가 안정, 금융 안정 목표의 상충에 관한 분석 결과와 통화 정책과 거시 건전성 정책의 효과에 대한 분석 결과를 통해, 통화 정책과 거시 건전성 정책이

물가 안정, 금융 안정 등 다양한 목표를 위해 어떻게 효과적으로 사용해야 하는가에 대한 시사점, 특히 한국경제에 대한 시사점을 얻고자 하였다.

실증 분석 결과를 보면 거시 건전성 정책과 통화 정책은 물가, 신용, 실물에 같은 방향으로 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 즉 긴축적 통화 정책은 물가와 신용을 동시에 하락시키고, 긴축적 거시건전성 정책도 물가와 신용을 동시에 하락시킨다. 이러한 결과는 신용 과다 팽창 시 긴축적 거시건전성 정책 뿐 아니라 긴축적 통화 정책도 도움이 될 수 있고, 경기 부진 시 확장적 통화 확장 정책 뿐 아니라 긴축적 거시 건전성 정책도 도움이 될 수 있음을 의미한다. 하지만 인플레이션율이 낮고 신용이 과다한 상황에서 확장적 통화 정책은 인플레이션율을 높일 수 있지만 이미 과다한 신용을 더욱 팽창 시키고, 긴축적 거시건전성 정책은 신용을 줄일 수 있지만 이미 낮은 인플레이션율을 더욱 하락시키게 되는 정책적 딜레마에 봉착할 수 있다는 것을 의미한다. 한국을 포함한 아시아, 태평양 국가들의 자료를 보면 인플레이션율이 낮고 신용이 과다한 상황은 종종 발생되었다고 판단되고, 특히 최근의 한국 상황도 그러한 상황이라고 볼 수 있다.

하지만 거시건전성 정책은 금융 안정을 주목적, 통화정책은 물가안정과 같은 거시 경제 목표를 위해 사용하는 것이 바람직하다고 하는 이론적 논의들도 있다. 거시 건전성 정책은 특정 부문에 영향을 미치므로 거시경제적 목표를 위해 사용하는 것이 부적합할 수 있고, 자본 유출입이 자유롭고 금융글로벌화가 진행된 상황에서 통화 정책만으로 금융안정을 달성하기 어려울 수 있다는 것이다. 또한 거시 건전성 정책을 지속적으로 사용하게 되면 예상치 못한 부분이 줄어들면서 그 효과가 줄어들 가능성도 배제할 수 없다. 결국 최근과 같이 인플레이션율이 낮고 경기가 부진하지만 신용이 과다한 상황에서는 확장적 통화정책으로 인플레이션율과 경기를 끌어올리고 긴축적 거시 건전성 정책으로 신용 축소와 금융 안정을 달성하는 것이 바람직하다고 주장할 수도 있다.

물가 안정, 금융 안정의 두가지 목표를 동시에 달성하기 위해서는 거시 건전성 정책과 통화 정책을 적절히 조합하는 것이 중요하고, 이를 위해 두 정책간 공조와 협력은 매우 중요하다. 거시건전성 정책과 통화 정책의 효과를 분석하는 작업은 중요하므로 향후 지속적인 연구가 필요하다.

## ■ 참고문헌

- Angelini, P., S. Neri and F. Panetta, "The Interaction between Capital Requirements and Monetary Policy," *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(6), 2014, pp.1073-1112.
- Bailliu, J., C. Meh and Y. Zhang, "Macroprudential Rules and Monetary Policy when Financial Frictions Matter," *Economic Modelling*, 50, 2015, pp.148-61.
- Borio, C., "The Financial Cycle and Macroeconomies: What have we Learnt?," *Journal of Banking & Finance*, 45(C), 2014, pp.182-98.
- Borio, C. and M. Drehmann, "Assessing the Risk of Banking Crises - Revisited," *BIS Quarterly Review*, March 2009, pp.29-46.
- Borio, C. and P. Lowe, "Assessing the Risk of Banking crises," *BIS Quarterly Review*, December 2002,

pp.43–54.

Borio, C. and W. White, “Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes,” *BIS Working Papers*, No. 147, 2004.

Christiano, L. J., M. Eichenbaum and C. L. Evans, “Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End?,” in *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1A, edited by John Taylor and Michael Woodford, pp.65–148, Amsterdam, Elsevier North–Holland, 1999.

Gelain, P. and P. Ilbas, “Monetary and Macroprudential Policies in an Estimated Model with Financial Intermediation,” *National Bank of Belgium Working Paper*, No. 258, 2014.

Jonsson, M. and K. Moran, “The Linkages between Monetary and Macroprudential Policies,” *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2014:1, 2014, pp.1–21.

Kim, S. and A. Mehrotra, “Managing Price and Financial Stability Objectives – What can we Learn from the Asia–Pacific Region?,” Working Paper, 2015.

Shim, I., B. Bogdanova, J. Shek and A. Subelyte, “Database for Policy Actions on Housing Markets,” *BIS Quarterly Review*, September 2013, pp.83–95.

Sims, C. A., “Macroeconomics and Reality,” *Econometrica*, 48(1), 1980, pp.1–48.