

資産價格 變動과 通貨政策: 통화정책 역할변화와 운용방식 및 수단의 적절성*

咸貞鎬** · 洪承濟***

지난 수십 년 동안 대다수 국가의 중앙은행들이 물가안정을 정책의 최우선목표로 하여 통화정책을 수행한 결과, 물가가 상당 부분 안정됨으로써 정책신뢰가 크게 제고되었다. 그러나 최근 들어 물가가 안정되는 가운데 주식, 부동산 등 자산가격의 변동성은 오히려 크게 확대되어 가격버블의 확산-붕괴과정(boom-bust cycle)이 나타나 금융불안정이 심화됨에 따라 자산가격 변동에 대한 통화정책적 대응의 필요성과 방식에 대한 논의가 활발히 진행되고 있다. 아울러 정보통신기술의 발달로 인한 생산성 향상 등으로 일반물가가 낮은 수준에서 안정세를 보이는 가운데 저금리기조가 장기화되고 신용이 크게 확대(credit boom)되면서 자산가격버블로 인한 잦은 금융불안으로 물가안정을 최우선으로 하는 현행 통화정책 운용방식의 적절성에 의문이 제기되고 있다. 특히 우리 나라처럼 중앙은행에서 금융감독기능이 분리되고 물가안정목표제를 채택하고 있는 경우 단기 정책금리변경 외에 과잉유동성을 효과적으로 수축할 수 있는 정책수단과 이에 대한 논리가 미흡한 실정이다.

본 연구는 이러한 관점에서 우선 자산가격버블의 확산-붕괴 메커니즘에 관련된 이론적 배경과 주요국의 경험적 사례 및 통화정책적 대응에 관한 최근 논의를 살펴본 후 중앙은행이 당면하고 있는 몇 가지 정책과제를 도출해 본다.

핵심주제어: 자산가격버블, 금융안정, 부채디플레이션, 물가안정목표제
경제학문헌목록 주제분류: E58, E63

I. 머리말

주지하는 바와 같이 지난 1950~1970년대에 걸쳐 통화정책의 주관심사는 경

* 본고의 내용은 필자들의 개인적 견해로서 한국은행의 공식견해와는 전혀 무관합니다. 본 논문의 개선을 위해 유익한 조언을 해 주신 한국은행 내 정책토론회 참석자 여러분들께 감사드립니다.

** 한국은행 금융경제연구원 원장(제1저자), 전화: (02) 759-5401, 팩스: (02) 759-5410, E-mail: jhhahm@bok.or.kr

*** 한국은행 금융경제연구원 통화연구팀 차장(공동저자), 전화: (02) 759-5403, 팩스: (02) 759-5410, E-mail: sjehong@bok.or.kr

논문투고일: 2003. 1. 15 수정일: 2003. 5. 1 게재확정일: 2003. 5. 14

제성장이었다. 이러한 결과로 1970년대 중반 이후 1980년대 중반까지 거의 20여 년 동안 세계적으로 인플레이션이 앙등하는 현상을 보여 왔다. 이에 따라 1970년대 중반 이후 주요국의 중앙은행은 물가안정을 통화정책의 최우선목표로 삼고 이를 달성하기 위하여 통화량목표제(monetary targeting)를 실시하여 왔다. 이러한 통화량목표제는 일부 국가에서 경기침체를 초래하는 등 다소 부정적인 효과도 없지 않았으나 인플레이션 진정에 크게 이바지한 것으로 평가되고 있다.

그러나 1980년대에 들어 금융자유화와 금융혁신의 진전 등으로 통화의 정의가 모호해지고 통화량과 실물경제 간의 관계가 불안정해지면서 엄격한 통화량 중간목표전략에 기반을 둔 통화정책 운용방식은 그 유효성이 크게 저하되었다. 이에 대처하기 위하여 주요국의 중앙은행은 통화정책 운용목표 및 중간목표의 변경, 중간목표전략의 수정, 나아가 정보변수전략의 도입 등을 포함한 전반적인 통화정책 운용전략의 개편에 대한 논의를 활발하게 진행하여 왔다.

이러한 금융환경 변화에 대처하는 주요국 중앙은행의 통화정책 운용방식에는 대체로 두 가지의 큰 변화가 나타나고 있다. 하나는 통화정책 운용의 기술적 측면에서 운용목표를 기준, 본원통화 등의 양적 지표에서 금리지표로 변경하면서 금리중시 통화정책을 추구하게 되었다는 점이고, 또 다른 하나는 전략적 측면에서 기존의 엄격한 통화량 중간목표전략을 포기하고 여러 가지 금융경제변수를 정보변수로 하여 최종목표인 물가안정을 직접 달성하려는 정보변수전략으로 전환하였다는 점이다.

특히 1990년대에 들어서는 물가안정이 통화정책의 최우선목표(primary goal)라는 인식하에 뉴질랜드, 캐나다, 영국 등 일부 소규모 개방경제를 중심으로 물가안정목표제(inflation targeting)를 도입·운용하고 있다. 우리 나라도 1998년 4월 1일에 개정된 「한국은행법」에 따라 물가안정목표제¹⁾를 도입하여 운용하고 있다.

한편, 과거 수십 년 동안 대다수 주요 국가의 중앙은행은 물가안정을 정책의 최우선목표로 통화정책을 성공적으로 수행해 온 결과 1980년대 후반 이후부터는 물가가 상당 부분 안정됨으로써 통화정책에 대한 신뢰도 크게 제고되었다.

더욱이 1990년대에 들어와서는 미국을 중심으로 정보통신기술의 발달 등에

1) 이는 단기금리를 통화정책의 운용목표로 설정하여 금융·경제상황에 대한 중앙은행의 판단에 근거하여 정책금리를 신축적으로 조절하는 동시에 명시적인 인플레이션 목표치를 공시함으로써 통화정책의 투명성(transparency), 신축성(flexibility), 신뢰성(credibility), 그리고 책임성(accountability)을 높이고 절제된 재량성(constrained discretion)을 기반으로 동태적 비일관성 문제(dynamic inconsistency)를 해결하는 통화정책 운용방식의 하나이다.

따른 생산성 향상, IT를 중심으로 한 과잉투자에 따른 과잉설비 및 과잉공급, 개방화, 중국 경제의 세계경제 동참, 그리고 일부 국가를 중심으로 한 경기침체, 환율절상 등 공급측면에서의 여건변화로 수요측면에서의 수요압력이 일부 상존하고 있음에도 불구하고 일반소비자물가는 상대적으로 낮은 수준에서 안정되는 세계적인 저물가체제를 보이고 있다.

그러나 이와 같이 일반물가가 낮은 수준에서 안정된 가운데 주식, 부동산 등의 자산가격거품이 발생·확대·조정되는 과정에서 금융시스템이 불안정해지고 결국에는 경제가 침체되며 심지어는 부채디플레이션(debt-deflation) 현상이 빈번하게 나타나고 있다. 이는 일반물가가 낮은 수준에서 안정되어 명목금리가 장기간 낮은 수준에서 머무는 과정에서 신용이 과다하게 확대되면서 신용창출과 자산가격 상승이 연쇄적으로 상호작용하면서 발생한 자산가격버블이 크게 확대되다가 붕괴될 수 있기 때문이다. 특히 이러한 자산가격버블이 발생하여 확대되는 그 이면에는 반드시 과다한 신용확대가 있어 왔다는 점에서 자산가격버블이 붕괴되어 경제에 심각한 해악을 미치게 되는 경우, 결국 이와 같은 과다한 신용확대를 허용한 중앙은행의 책임에 대한 논의도 뒤따를 수밖에 없다.

이를 반영하여 최근 들어서는 물가안정뿐만 아니라 신용량의 적절한 수축과 자산가격 안정을 통한 금융안정 책무가 통화정책의 역할로서 다시 전면에 부상하고 있다.

이러한 관점에서 보면 현 상황에서 두 가지 중요한 통화정책적 논점을 제기할 수 있다. 첫째는 어떠한 이유로든 일반물가가 과거에 비해 상대적으로 낮은 수준에서 안정되어 있는 상황에서 물가안정 위주로 설계되어 있는 현행 통화정책 운용방식이 과연 적절한 것인가 하는 문제이다. 특히 단기금리를 운용목표로 하는 물가안정목표제의 논리적 구조는 인플레이션 압력이 존재한다고 판단될 때 단기금리를 조절하는 방식이기 때문에 물가가 이미 상대적으로 낮은 수준에서 안정된 경우에는 인플레이션 압력이 존재하는 것으로 예측하여 금리를 신축적으로 상향 조절할 수 있는 근거와 유인이 크게 취약할 수밖에 없다. 운용목표인 정책금리를 신축적으로 조절하는 데 제약이 존재한다는 것은 결과적으로 과다한 신용의 확대를 제어할 수 있는 제도적 장치가 취약하다는 것을 의미한다. 둘째는 이와 같이 통화정책의 역할이 물가안정과 자산가격 안정을 통한 금융안정을 함께 포괄하고 있다면 중앙은행은 이러한 역할과 책무에 상응하는 거시적·미시적 정책수단을 충분하게 그리고 적절하게 확보하고 있는가 하는 문제이다. 특히 우리 나라와 같이 감독기능이 중앙은행으로부터 완전히 분

리되어 있는 국가의 중앙은행의 경우 거시정책수단인 단기 정책금리 조절 외에는 과잉유동성을 효과적으로 수축할 수 있는 논리와 수단이 미흡한 실정이다.

본 연구에서는 이러한 문제의식에 기반을 두고 우선 제Ⅱ절에서 자산가격버블의 발생·확대·조정메커니즘에 관련된 이론적 논의를 고찰해 본다. 다음 제Ⅲ절에서 주요국의 경험과 정책적 대응사례를 간략하게 분석해 보고 정책적 시사점을 도출해 본다. 제Ⅳ절에서는 자산가격 급변동에 대한 통화정책적 대응에 관한 최근 논의를 살펴본 다음, 마지막으로 제Ⅴ절에서 우리 나라를 비롯한 중앙은행이 당면하고 있는 몇 가지 정책과제를 생각해 보고자 한다.

Ⅱ. 자산가격버블의 확산-붕괴 메커니즘

1. 자산가격의 역할

미국·일본 등 선진국을 비롯한 대다수 국가들의 경우 1980년대 이후 실물부문에서의 물가상승세는 크게 진정되고 있으나 주식, 부동산 등의 자산가격은 경기국면에 따라 수시로 급등락하는 모습을 보여 왔다.

특히 1990년대 들어 전세계적인 금융글로벌화의 진전과 정보통신기술의 발달 등으로 금융거래가 실물거래에 비해 빠르게 증대하는 가운데 금융운용기법이 더욱 다양화되면서 자산거래행태가 과거에 비해 보다 적극적으로 바뀌고 있다. 이 과정에서 자산가격이 급격히 상승하여 소비나 투자지출이 과도하게 늘어나 인플레이션 압력이 높아지고 버블의 확대-붕괴과정(boom-bust cycle)이 나타남으로써 중국에는 금융중개시스템을 크게 불안정하게 만드는 사례가 빈번히 발생하였다.

자산가격은 일반적으로 해당 자산의 장래 기대수익을 할인한 가치(discounted value)로 정의된다. 효율적 시장가설에 따르면 어느 시점에서 이용가능한 모든 정보가 즉각적으로 가격결정에 영향을 주는 효율적 자산시장이 존재하고 규제에 따른 가격왜곡이 없는 경우 자산가격은 생산성과 같은 기초경제력을 반영하게 된다. 이러한 환경하에서는 중앙은행은 자산가격의 변동성 자체에 특별한 관심을 가질 필요가 없으며 단지 자산가격은 장래 경제상황에 관한 유용한 정보를 제공한다는 점에서만 의미를 부여한다.

그러나 실제로 각종 자산가격으로부터 유용한 ‘기대정보’를 추출하는 것은 현

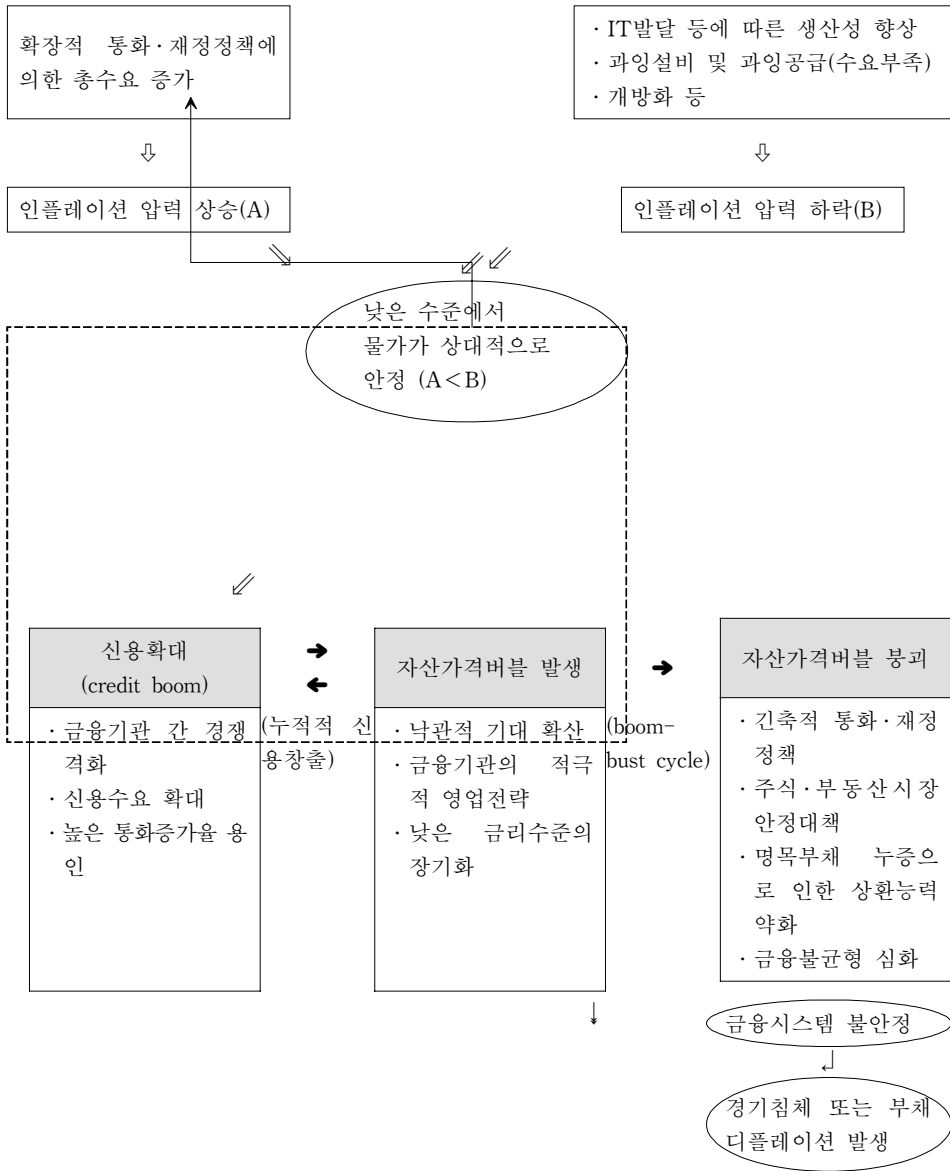
실적으로 대단히 어렵다. 그 이유는 기술진보 등으로 기업의 장래가치를 시장 가격으로 전환하는 과정에서 필요한 투자자의 주관적인 할인율과 장래의 투자 수익흐름을 정확히 측정하기가 곤란하기 때문이다. 또한 자산가격은 가격결정에 있어 기대요소를 많이 포함하고 있어 기초경제력 이외의 비기초경제적 요인들에 의해 영향을 크게 받음으로써 가격의 변동성이 내생적으로 지나치게 커지는 경향을 보인다.

특히 금융자유화와 개방화의 급속한 진전에도 불구하고 금융시스템 내에 적절한 규제가 마련되지 않는 등 느슨한 금융규제감독 관행과 과도한 신용팽창, 투자자의 군집행동(herd behavior), 과도한 낙관주의 및 단기 업적주의와 같은 불합리한 투자행태 등이 존재하면 자산가격의 변동성은 더욱 확대된다. 이 밖에도 마크업(mark-up)을 등을 감안하여 결정되는 상품가격과 달리 자산가격은 기대요인에 의해 영향을 크게 받고 시장참여자가 장래투자에 대한 신뢰를 잃는 경우 단기간에 위험회피적인 심리적 이탈행위가 나타나는 경우가 많아 때때로 실물경제여건을 반영한 적정수준을 장기간 이탈하여 움직이는 특성을 가지고 있다.

2. 자산가격버블의 확산-붕괴 메커니즘

주식, 부동산 등의 자산가격버블은 일반적으로 경기활성화를 위한 확장적 통화·재정정책으로 인해 총수요가 늘어나는 가운데 장래 투자수익률과 담보가치가 높아지면서 신용창출과 자산수요가 지속적으로 확대됨으로써 발생한다. 특히 일반물가가 낮고 안정된 경우에는 경제주체들이 중앙은행은 물가안정을 위해 금리를 인상할 가능성이 낮다고 판단하고 경제적 도취감(economic euphoria)에 젖어 차입을 통한 주식·부동산투자를 늘림으로써 자산가격버블이 발생하는 경향이 있다.

이를 보다 구체적으로 보면 일반적으로 경제주체들은 중앙은행이 물가안정정책의 최우선목표로 하기 때문에 어떠한 일이 있어도 인플레이션율을 낮게 유지할 것으로 기대하고 있을 뿐만 아니라, 특히 물가가 낮은 수준에서 안정되어 있는 상황에서는 경제적 도취감에 젖어 과도한 낙관주의를 견지하는 성향이 강하다. 이러한 상황에서 중앙은행이 금리를 인상할 유인이 없으며 안정성장이 무한히 지속될 것으로 믿게 됨에 따라 결과적으로 경제주체들이 차입을 늘리고 고위험·고수익자산에 대한 투자를 확대하는 과정에서 장래 기대수익률이 상승



〈그림 1〉 최근의 자산가격버블 확산-붕괴 메커니즘

하고 이에 따라 자산수요와 자금수요가 지속적으로 늘어나게 된다. 반면, 금융기관은 주가나 부동산가격 등에 대한 기대수익률 상승에 따른 자금수요가 존재하는 한 누적적 신용창출을 통해 신용을 공급하게 마련이고 이 과정에서 자산가격의 버블이 발생·확산되어 간다.

자산가격버블이 일단 발생하면 가계는 富의 효과에 의해 소비를 늘리는 동시에 은행차입을 통해 자산에 대한 투자를 확대하고, 기업은 보유주식 및 부동산의 가치가 증대되면서 기업가치가 높아짐에 따라 주식발행 또는 은행차입 등을 통해 투자를 확대해 간다. 이러한 과정에서 가계의 저축은 감소하고 기업의 투자는 증가하는 현상이 발생하고 경제 전체로는 과잉생산능력(over-capacity)을 보유하게 되어 경기침체의 기틀이 만들어진다. 한편, 금융기관은 자산가격 상승으로 대출의 부실위험이 크게 감소되기 때문에 신용을 누적적으로 창출해 가계 및 기업부문에 대해 유동성을 과도하게 공급함으로써 결국에는 경제주체들의 금융부채가 급속하게 증가하게 된다.

그러나 자산가격버블은 언젠가는 붕괴되기 마련이다. 자산가격버블이 심각하다고 판단한 정책당국이 경기과열을 방지하기 위한 통화 및 재정부문의 긴축정책을 시행하거나 주식 및 부동산시장 안정대책 등 시장안정화 조치를 실시하게 되면 장래 기대수익률과 담보가치가 하락하는 과정에서 신규 신용공급이 위축되면서 자산가격이 급격히 하락하게 된다. 자산가격버블이 일단 붕괴하기 시작하면 금융기관이 신규대출을 억제하거나 기존 대출금을 회수하는 과정에서 한계기업부터 도산하기 시작한다. 도산한 기업의 부실채권이 금융기관에 축적됨으로써 금융기관의 대출여력은 그만큼 줄어들게 되고, 이는 추가적인 기업부실로 이어져 기업과 금융의 동반부실이 나타나게 되며 결과적으로 금융중개기능이 작동을 멈추게 된다. 한편, 가계는 차입금을 상환하거나 마이너스 富의 효과로 소비를 줄이는 경향을 보인다. 특히 버블이 붕괴되면 자산가격은 하락하는 반면 명목부채는 그대로 남게 되어 부채상환능력이 약화됨으로써 심각한 경기침체가 초래되거나 부채디플레이션이 발생하게 된다.

3. 통화당국이 자산가격 변동에 관심을 가지는 이유

최근 들어 통화당국이 통화정책을 운용함에 있어 자산가격의 변동에 대하여 과거보다 훨씬 많은 관심을 기울이게 된 데는 여러 가지 이유와 배경이 있다.

첫째, 자산가격의 변동은 이론적으로 다양한 파급경로를 통해 실물경제에 영향을 미치게 된다.²⁾ 먼저 자산가격 경로(asset price channel)를 보면, 투자이론에서의 Tobin-q³⁾와 소비자이론에서의 富의 효과가 중요한 역할을 한다. 기업투

2) 이에 대한 자세한 논의는 Mishkin(1995, 1999)을 참조.

3) Tobin-q는 (증권시장에서 평가된 기업가치/실물자본의 대체비용)을 말한다.

자이론에 따르면 주식 등의 자산가격이 상승하면 기업의 시장가치가 실물자본의 대체비용보다 상대적으로 높아져(Tobin-q가 상승) 신규공장 건설 및 기계설비 도입비용이 기업의 시장가치(주가)에 비해 상대적으로 저렴하게 되면 주식발행을 통해 신규 투자자금을 조달할 유인이 더욱 커지게 된다. 만일 통화당국이 통화를 확대 공급하면 금리하락으로 인해 주가 또는 기업의 보유건물 및 토지가격이 상승하여 Tobin-q가 높아져 투자지출이 늘어나고 산출량이 증대된다. 한편, Modigliani의 생애가설에 근거한 소비이론에 의하면 소비지출은 인적 자본, 물적 자본 및 금융자산형태의 富(주요 구성요소는 주식)로 이루어진 생애자원에 의해서 결정된다. 예컨대, 통화공급이 확대되면 가계가 보유하는 주식·주택·토지 등의 가격이 상승하여 富가 증대되어 생애가용자원이 커짐으로써 소비가 늘고 산출량이 증대된다.

한편, 자산가격 변동은 대차대조표 경로(balance sheet channel)를 통해서도 실물경제에 영향을 미칠 수 있다. 신용시장은 기본적으로 정보의 비대칭성 문제 등이 존재하는 불완전한 시장으로 재무상태(대차대조표 여건)가 양호한 차입자는 상대적으로 낮은 비용으로 많은 신용을 공급받게 된다. 만일 자산가격이 상승할 경우에는 경제주체들의 담보가액이 높아져 차입능력이 증대됨으로써 금융기관의 신용공급이 지속적으로 확대되는 등 자체존속과정(self-sustaining process)을 거치게 된다. 그러나 자산가격이 하락하는 경우에는 담보가치가 떨어질 뿐만 아니라 부채의 실질부담이 예상치 못한 수준으로까지 증대될 수 있다.⁴⁾ 이에 따른 차입자의 순자산가치(대차대조표 여건) 악화는 정보부족으로 인해 도덕해이와 역선택현상을 초래함으로써 금융기관의 신용공급 자체를 축소시키는 결과를 가져오며 이는 결국 기업의 투자지출을 억제함으로써 산출량을 감소시킨다. 예컨대, 주식시장의 붕괴와 같은 자산가격의 급락은 기업 등 차입자의 순자산가치 하락을 가져와 역선택과 도덕해이문제를 유발할 뿐만 아니라 금융기관의 대차대조표 여건 등을 크게 악화시킴으로써 자산·부채디플레이션을 초래하고 궁극적으로 금융불안현상을 더욱 확산⁵⁾시키게 된다. 특히 이러한 결과는 때

4) Davis(1995)에 따르면 이러한 현상을 자산가격-부채순환(asset price-debt cycle)이라 하며 금융규제의 완화로 금융기관 간 경쟁이 심화되고 경기가 회복되는 시기에는 더욱 증폭될 수 있음을 지적하였다. 한편, Minsky(1991)는 부채가 증가하면 은행의 신용위험도 동시에 커짐으로써 금융기관의 건진성이 크게 취약해질 뿐만 아니라 부채의 성격도 초기에는 위험헤지부채(hedged debt)에서 투기적 차입(speculative finance)으로, 다음에는 폰지금융(ponzi finance)의 순으로 악화된다고 하였다.

5) Mishkin(1997)에 따르면 자산시장의 붕괴에 따른 금융불안정의 과정은 [자산시장 붕괴→순자산가치 급감→역선택과 도덕해이문제 악화→경제활동 둔화→은행위기→역선택·도

로 자산가격을 재차 하락시킴으로써 富의 감소를 가져와 총수요 또는 총공급이 더욱 위축되는 금융증폭효과(financial accelerator effects)를 야기하기도 한다.⁶⁾

둘째, 자산가격의 움직임은 예상소비자물가의 선행지표가 될 수 있기 때문이다. 자산가격이 상승하면 기업의 자본조달비용이 감소하고 富가 증대됨으로써 투자 및 소비지출이 더욱 늘어나게 되고 이는 초과수요의 증대로 이어져 종국에는 인플레이션이 높아질 수 있다.

셋째, 현행 소비자물가지수는 경제 전반의 인플레이션 압력을 측정하는 대용 지표로서는 한계가 있기 때문이다. 중앙은행이 경제 전반의 인플레이션 압력을 효과적으로 예측하기 위해서는 상품 및 서비스의 현재 소비가격뿐만 아니라 미래의 서비스에 대한 청구권을 반영하는 자산가격도 통화가치⁷⁾에 영향을 미친다는 점에서 이를 물가지수에 포함시키는 것이 바람직하다. 그러나 이러한 견해에 대해서는 이견이 분분하다. 예를 들면, Goodhart(1995)는 중앙은행이 지금까지 너무 좁은 범위의 인플레이션 지표에 의존하여 왔음을 지적하고 주택이나 금융자산도 광의의 인플레이션에 포함되어야 한다고 강조하였다. 이와 함께 Cecchetti *et al.*(2000)는 통화정책목표를 일반물가수준보다는 자산가격을 포함한 종합물가(combined price)의 안정에 두는 것이 바람직하나 주가는 너무나 많은 정보가 혼재해 있어 주택가격만 포함해야 한다고 주장한 바 있다. 한편, 일본은행은⁸⁾ 1991년 일본의 일반물가지수에 자산가격(주가, 지가)을 반영한 동태균형 가격지수(dynamic equilibrium price index: DEPI)를 시산하여 실증분석을 한 바 있다. 그 결과 자산의 거래비중이 지나치게(90% 이상) 커 물가지수가 자산가격 지수화되어 일반상품 및 서비스의 가격변동을 제대로 포착하기가 어려울 뿐만 아니라 실제 자산(특히 부동산)가격에 대한 정확한 추계와 그 변동원인을 파악하는 것이 용이하지 않았음을 보여 주었다.

넷째, 그러나 무엇보다도 중요한 것은 앞에서 살펴본 바와 같이 자산가격 변동이 통화정책 파급경로를 통해 총수요에 미치는 영향이 미미하더라도, 신용팽창과 더불어 자산가격버블이 일단 발생하면 이것이 확산·붕괴되는 과정에서 기업·금융의 동반부실을 통하여 극심한 경기침체 또는 부채디플레이션과 같은

덕해이문제 악화→경제활동 둔화(典型的인 金融危機 경로)→[예상치 못한 물가수준 하락→역선택과 도덕해이문제 악화→경제활동 둔화](負債디플레이션 경로)로 전개된다.

6) 이에 대해서는 Bernanke and Gertler(1999)를 참조.

7) ‘物價安定’은 좁은 의미로 현재소비의 명목가격만을 장기적으로 안정시킨다는 것을 의미하나 광의로는 화폐와 상품 간 교환이 서로 다른 시점 간에도 안정적이고 예측가능하게 이루어지도록 하는 것이다.

8) 이에 대한 자세한 논의는 白塚重典(1996)을 참조.

심각한 해악을 초래할 수 있다는 점이다.

이러한 이유와 배경에서 오늘날 중앙은행이 자산가격 변동에 대해 보다 많은 관심을 기울여야 한다는 데에는 공통된 인식을 하고 있으나 구체적인 통화정책적 대응방법에 대해서는 여전히 시각차가 존재한다.

이후에서는 먼저 자산가격 급변동에 대한 주요국의 경험과 정책대응 사례를 간략하게 살펴본 다음, 제IV절에서 자산가격 변동에 대한 통화정책적 대응에 관한 최근 논의를 고찰해 본다.

III. 주요국의 경험과 정책대응 및 시사점

1. 미·일의 경험과 정책대응

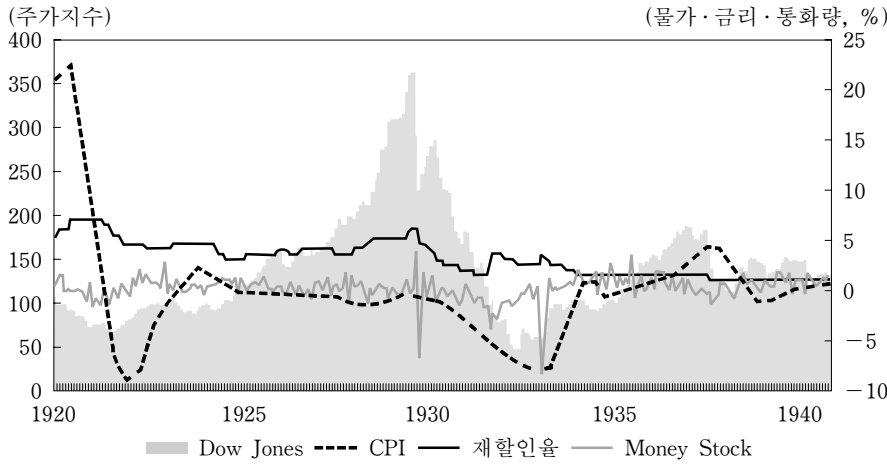
(1) 미 국

미국의 경우 자산가격(특히 주가)의 급등락이 나타났던 대표적인 시기로는 1930년대 초반의 대공황을 전후한 시기와 정보통신기술 혁명이 본격화된 1990년대 중반 이후를 들 수 있다.

먼저 1930년대 대공황을 전후한 미국의 주가(다우존스지수 기준)추이를 살펴보면 1921년 8월을 저점으로 지속적으로 상승하다가 1928년 2월 말(195.3)부터 1929년 9월 말(362.3)까지 거의 2배로 폭등하는 모습을 보였다. 이는 제1차 세계대전 이후 생산성이 높아지면서 물가가 거의 제로수준으로 안정된 가운데 전후 복구과정에서 건설경기가 활황을 보이면서 부동산 및 주식관련 부문으로의 신용공급이 크게 확대⁹⁾되었기 때문이다. 한편, 당시 제1차 세계대전 이후 금본위제도로 복귀하면서 국제자본이 유럽에서 미국으로 이동함에 따라 영국, 프랑스 등의 유럽통화가 고평가되자 미국은 이 국가들로부터 금융완화정책을 요구 받는 상황이었다.

그러나 미국 주가는 1929년 10월 29일(Black Tuesday)을 기점으로 내림세로 반전하여 저점이었던 1932년 6월에는 46.9까지 폭락함으로써 대공황기의 경기 침체를 더욱 심화시키는 요인으로 작용하였다. 이러한 자산가격버블 붕괴는 美

9) 1923~1929년중 은행대출은 31.8%나 증가하였는데 이 중 부동산관련 대출의 경우 48.8%나 늘어났으며 증권회사에 대한 대출잔액은 같은 기간 17억 달러에서 85억 달러로 5배나 증가하였다.



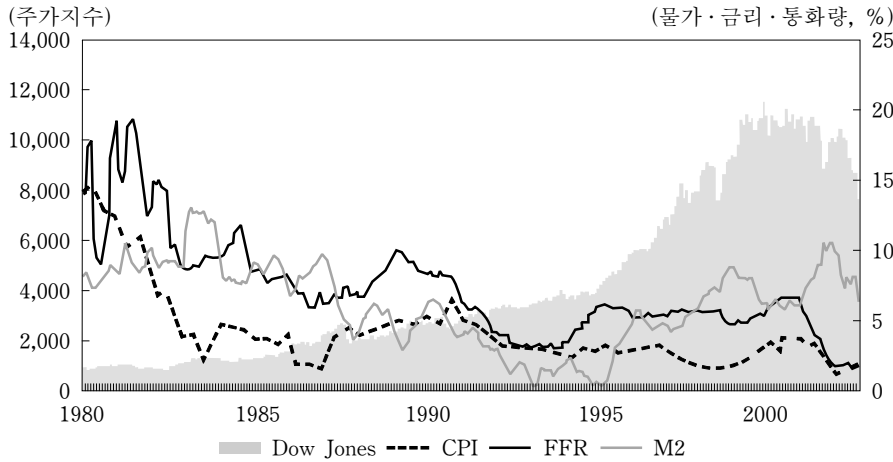
자료: NBER Macro-history Data Base.

〈그림 2〉 대공황 전후 미국의 주가·물가·금리·통화량 변동추이

연준의 급격한 긴축통화정책에 의해서도 촉발된 것으로 분석되고 있다.¹⁰⁾ 연준은 주식시장이 과열양상을 보이기 시작하였던 1928년 초 재할인율을 3.5%에서 5%로 인상하였으며 1929년 2월에는 연준 가맹은행들에게 증권회사에 대한 투기적 대출을 제한할 것을 지시하고 동년 8월에 재할인율을 6%로 추가 인상하였다.

대공황 직전 다음으로 자산가격이 가장 크게 변동한 시기는 신경제(new economy) 현상이 나타났던 1990년대 후반을 꼽을 수 있다. 미국 주가(다우존스 지수 기준)는 1995년부터 1999까지 연평균 24.7%나 상승하는 등 1920년대 후반 이후 가장 현저한 상승세를 보였다. 이는 IT발달 등으로 생산성 향상과 함께 물가가 하향 안정세를 보이는 가운데 통화공급 확대와 지속적인 규제완화 및 기업구조조정 등에 힘입어 투자가 늘어나고 기업이익이 크게 증대하였기 때문이다. 그러나 2000년에 들어서면서 IT부문을 중심으로 과잉투자가 조정되면서 경기가 둔화되는 조짐을 보임에 따라 미국 주가는 2000년 8월 이후 최근까지 대체로 하락세를 보이고 있다. 2002년 9월 말 미국 주가는 7,591.9로 정점에 달했던 2000년 8월 말(11,215.1)에 비해 48%나 하락하였다. 1990년대 중반 이후 경기호황이 장기간 지속됨에 따라 물가상승압력이 높아질 것을 우려하여 美

10) Cogley(1999)는 미 연준이 1928년부터 여타 경제부문에서는 과열양상이 나타나지 않았음에도 불구하고 주가급등을 막기 위해 1930년까지 신용대출을 급격하게 축소하고 재할인금리를 큰 폭으로 인상하는 등 너무 민감하게 긴축적인 정책대응을 함으로써 대공황의 충격을 더욱 심화시켰다고 주장하였다.



자료: Wren Research(Historical Financial Market Data Base); FRED II(FRB of Saint Louis).

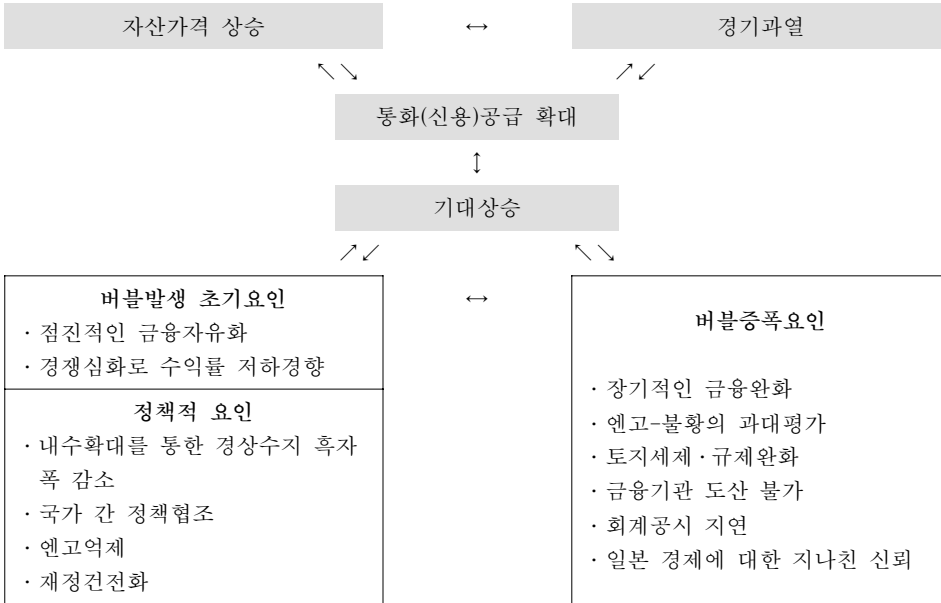
<그림 3> 1980년 이후 미국의 주가·물가·금리·통화량 변동추이

연준이 1999년 5월부터 통화정책을 긴축기조로 전환¹¹⁾한 데에도 일부 기인하였다.

(2) 일 본

일본의 주가 및 부동산가격은 1986년부터 본격적으로 상승하기 시작하여 1989년 말 정점에 달한 후 1992년까지 급격하게 하락하여 전형적인 자산가격버블의 확산-붕괴과정을 보여 주었다. 일본의 주가와 지가추이를 보면 NIKKEI 225 평균주가지수는 1985년 말 13,113.3에서 1989년 말에는 38,915.9로 3배 가까이 급등하는 모습을 보였으며 1985년 말 30 내외에 불과하였던 실질지가지수(6대 도시 상업지기준)도 1990년에는 105로 3배 이상으로 크게 올랐다. 이러한 자산가격의 급등은 1985년 9월 플라자합의 이후 엔화절상에 대처하기 위한 통화정책 완화기조, 일본 경제에 대한 지나친 자신감과 낙관론 등이 종합적으로 작용한 데 기인하였다(<그림 4> 일본 경제의 자산가격버블 발생·확대경로 참조). 일본은행은 1986년 1월부터 1987년 2월까지 공정한인율을 다섯 차례에 걸쳐 5.0%에서 2.5%로 0.5% 포인트씩 단계적으로 인하하는 등 확장적 통화정책을 유지하였을 뿐 아니라 은행들 또한 정책금리 인하로 자본조달비용이 하락

11) 미 연준은 1995년 5월부터 2000년 5월까지 여섯 차례에 걸쳐 페더럴펀드 목표금리를 4.75%에서 6.5%로 대폭 인상하였다. 다만 주가가 급등세를 보였던 1996년 말에는 연준은 당시 물가수준이 우려할 정도가 아닌 상황으로 판단하여 금리인상을 단행하지 않았었다.



자료: 일본은행의 翁 邦雄 의(2000)를 재구성한 것임.

〈그림 4〉 일본 경제의 자산가격버블 발생·확대경로

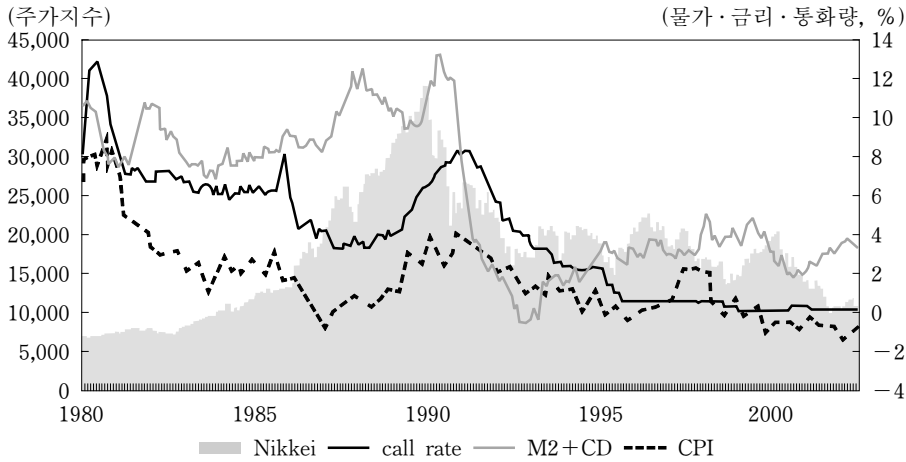
하고 담보가치가 커지자 부동산업과 금융·보험업 등에 대한 대출을 적극적으로 확대¹²⁾하였다.

그러나 일본은 1989년 중반 이후 자산가격 버블현상이 심화되자 이를 진정시키기 위해 공정할인을 인상, 부동산관련 세제의 강화, 대출규모 직접규제 등을 통하여 정책기조를 긴축으로 선회함으로써 버블이 붕괴되기 시작하였다. 일본은행은 1989년 5월부터 1990년 8월까지 다섯 차례에 걸쳐 공정할인율을 2.5%에서 6.0%로 인상하였다.¹³⁾ 이와 함께 재무성은 토지가격 급등세에 대응하여 1990년 3월 금융기관의 부동산관련 대출증가율을 총대출증가율 이내로 규제하는 부동산관련 대출 총량규제를 실시하였다.

그 결과 NIKKEI 225 평균주가지수는 1992년 7월 15,910.3까지 하락하였으며 상업지 실질지가(6대 도시 상업지기준)도 1995년에는 40 이하로 하락해 최고수준의 절반 이하로 떨어졌다.

12) 총대출금 중 부동산업에 대한 대출비중이 1984년중 6%에서 1990년중에는 11%로 증가하였다.

13) 일본은행은 1989년부터 실시된 긴축통화정책으로 자산가격버블이 붕괴된 이후에도 긴축정책을 지속하여 1980년대 연평균 9.1%이던 통화량(M2+CD) 증가율이 1991.1/4~1994.2/4중에는 연 1.9%로 크게 낮아졌다.



자료: Wren Research(Historical Financial Market Data Base); The Bank of Japan.

<그림 5> 1980년 이후 일본의 주가·물가·금리·통화량 변동추이

2. 시사점

미국과 일본의 자산가격버블 발생-붕괴과정을 과정을 보면 먼저 자산가격버블은 대체로 물가가 낮은 수준을 유지하는 가운데 과도한 신용확대와 함께 발생하였다는 점을 발견할 수 있다. 저인플레이션 기조하에서 금리가 낮은 수준에 장기간 머물 경우 신용팽창에 의한 자산가격버블이 나타나 기초경제력에 의한 자산가격 상승요인을 구분해 내기 어렵게 됨으로써 버블의 확대·증폭을 초래한다고 볼 수 있다. 특히 저물가체제하에서는 통화환상(money illusion)에 의해 금리수준이 실제보다 낮게 인식됨으로써 자금차입수요가 늘어나 신용확대에 의한 투기적 자산가격버블이 나타날 가능성이 높다.

또한 일단 발생한 자산가격버블은 반드시 붕괴되게 마련이며 버블의 해소를 위한 선제적 대응노력이 미흡해 정책실기를 할 경우 금융시스템과 실물경제 등 금융경제 전반에 심대한 악영향을 미칠 수 있다. 일본의 예에서도 보듯이 일반 물가가 대체로 낮은 수준을 유지하는 가운데 장기간의 경기호황으로 인한 자국 경제에 대한 지나친 자신감으로 정책당국이 자산가격버블에 뒤늦게 대응하게 되면 자산가격버블 발생·붕괴로 인해 경기침체가 더욱 깊고 장기화될 수 있다는 점이다. 더욱이 과거 자산가격버블의 붕괴는 모두 급격한 통화긴축과 연관되어 있는데 정책당국이 자산가격버블 발생에 대한 판단을 제대로 못하여 자산가격버블이 붕괴된 이후에도 통화긴축을 과도하게 지속할 경우 경기침체가 더

욱 심화될 수 있다.

IV. 자산가격 변동에 대한 통화정책적 대응에 관한 최근 논의

1987년의 세계적인 주가하락을 비롯하여 1980년대 후반 여러 선진국들의 부동산가격 급락, 1994년 채권가격의 폭락, 1990년대 후반 세계적인 부동산가격의 상승 등 자산가격의 급등락현상이 빈번하게 발생하고 있다. 최근 들어 상품·서비스 등 일반소비자물가는 대체로 낮은 수준에서 안정되고 있으나 자산가격의 급변동에 대해서 중앙은행이 통화정책을 통해 어떻게 대응하는 것이 바람직한 것인지가 주요한 정책과제가 되고 있다.¹⁴⁾ 특히 1987년 10월 미국의 Black Monday 발생 이후 자산가격의 급변동이 금융시장뿐만 아니라 거시경제 전반의 불안요인으로 작용하면서 중앙은행, 국제기구 및 학계 등에서는 자산가격 변동에 대한 통화정책적 대응의 필요성과 방식에 대한 논의가 활발히 진행되어 왔다.

통화정책적 대응 여부와 관련해서는 먼저 자산가격정보 활용과 함께 자산가격 변동이 인플레이션에 미치는 영향에 관심을 가져야 한다는 견해가 있다. 이와 관련된 주요한 논점으로는 자산가격의 정보추출문제, 자산가격 변동요인과 정책과급 경로상 자산가격의 역할 등을 들 수 있다. 먼저 자산가격이 함축하고 있는 정보를 추출할 수 있다면 이러한 정보는 인플레이션 등 주요 거시정책변수 예측에 활용할 수 있을 것이다. 자산가격 변동이 총수요에 미치는 효과를 보면 가계나 기업의 지출의사 결정이 주가변동에 크게 의존하는 경우 주가가 상승하면 소비 또는 투자기출이 증가하면서 기대인플레이션이 높아질 수 있다. 또한 중앙은행이 자산가격을 정보변수로 활용하기 위해서는 자산가격 변동의 근본원인을 제대로 규명할 수 있어야 한다. 예를 들어, 주가상승이 주로 기초경제력 향상으로 기업의 기대수익이 크게 높아질 것으로 예상하여 나타난 결과라면 이를 버블로 간주하여 대응하는 것은 바람직하지 않을 수 있다. 그러나 자산가격의 정보를 분석하는 데 있어서 다양한 자산가격정보의 상대적 중요도를 어떻게 구분할 수 있으며, 자산가격에서 추출한 정보를 어떻게 다른 거시경제변수와 결합할 수 있는가 등이 현실적 어려움으로 존재한다. 이와 관련해서는

14) 이와 관련하여 최근의 대표적인 논의는 1998년 3월 BIS 주관하에 각국 중앙은행들이 모인 “The Role of Asset Prices in the Formation of Monetary Policy”라는 국제회의에서 이루어졌다.

여러 실증분석이 시도되고는 있으나 거시경제변수와 자산가격 간의 인과관계에 대한 정확한 이해와 모형구축 등이 완전하게 이루어지지 않는 상태이다.

한편에서는 자산가격 변동이 총수요변동을 통해 인플레이션에 미치는 영향이 미미하더라도 통화정책이 자산가격 변동에 대응할 필요가 있다고 주장한다. 이는 중앙은행이 물가안정, 금융안정의 이중적 책무를 가지고 있기 때문이다. 만일 자산가격이 기초경제력에 상응하지 않는 수준까지 급상승하는 등 투기적 버블현상이 일단 발생하게 되면 이는 언젠가는 반드시 붕괴하게 되는데 이 경우 담보가액이 하락하는 등 대차대조표 여건이 크게 악화되어 결국 금융시스템의 안정성을 위협하게 된다. 따라서 중앙은행은 역사적으로 자산가격버블이 과도한 신용확대와 밀접하게 관련되어 있다는 점을 감안하여 자산가격버블 형성가능성을 면밀히 분석하고 과도한 신용확대를 상시 모니터링할 필요가 있다. 그러나 투기적 자산가격버블이 어떻게 시작되는지, 자산가격의 기초경제력을 넘는 과도한 상승분을 어떻게 알 수 있으며, 안다고 하더라도 버블을 언제, 어떤 방법을 통해 터뜨리는 것이 바람직한지 등이 여전히 어려운 정책과제로 남아 있다. 특히 자산가격버블을 수축하는 과정에서 단기적인 물가안정과 금융안정 간의 정책상충문제가 야기될 수 있다. 즉, 선제적인 자산가격버블 억제정책은 단기적으로 경제활동을 당초 예상했던 바람직한 수준보다 낮게 위축시킬 수도 있는데 이러한 비용은 금융안정을 도모하는 대가로 충분히 보상받을 수 있는 경우에 바람직할 것이다. 그러나 이러한 판단은 금융시스템이 자산가격 하락에 얼마나 민감하게 반응하고 중앙은행이 얼마나 시의 적절하게 버블을 터뜨릴 수 있는가에 달려 있다. 특히 후자의 경우 중앙은행의 정확성 및 적극성 정도는 자산시장에 대한 정확한 정보획득 및 분석능력 등에 의존하게 된다.

그리고 자산가격 변동을 통화정책적으로 대응하는 데 있어서 현실적인 어려움으로는 금융부문의 엄청난 불균형이 누적되어 나타났던 1990년대 여러 나라의 금융위기를 보면 물가수준이 낮고 안정되어 있다는 것이 반드시 금융안정을 보장하지 못하였다는 점이다. 다시 말해, 금융부문의 불균형은 중앙은행이 당초 인플레이션 목표를 준수하기 어려워 금리를 인상·조정할 수밖에 없다는 점을 인지하기도 전에 나타날 수 있다는 점이다.

자산가격 변동에 대한 통화정책적 대응과 관련하여 최근에 국제적으로 논의되는 주요한 논점들로는 첫째, 중앙은행이 자산가격 변동성을 감안한 통화정책을 수행하는 경우 인플레이션, 성장 등 경제적 성과를 확실하게 개선시킬 수 있는 것인지, 둘째 자산가격의 움직임이 장기 균형케적으로부터 얼마나 이탈

(misalignment)해 있으며 자산가격버블을 어떻게 구분해 낼 수 있는 것인지, 셋째 어떠한 자산가격을 기존의 소비자물가지수에 포함하는 것이 바람직한 것인지, 넷째 자산가격에는 장래 소비자물가의 변동을 예측할 수 있는 유용한 정보가 얼마나 포함되어 있는지, 있다면 이를 어떻게 추출할 수 있는지 등이 있다.¹⁵⁾

이와 같이 자산가격 변동에 대한 통화정책적 대응에 관하여는 여러 가지 견해와 논점들이 존재한다. 그럼에도 불구하고 자산가격 급변동이 장래의 인플레이션 압력과 금융안정의 잠재적인 위협요소가 된다는 점에서 중앙은행의 정책 대응이 필요하다는 데에는 견해를 같이하고 있다. 그렇지만 지금까지의 논의를 정리해 보면 그 대응방식은 크게 간접적 대응방식과 적극적 대응방식의 두 가지 견해로 나누어 볼 수 있다.

1. 간접적 대응방식

자산가격 변동에 대한 간접적 대응을 주장하는 전문가들은¹⁶⁾ 자산가격 변동이 인플레이션 압력으로 나타날 우려가 있다고 판단되는 경우에만 통화정책을 통하여 자산가격 움직임에 대응하는 것이 바람직하다고 주장한다. 특히 자산가격의 특정 수준을 염두에 두고 그 목표수준을 이탈할 때 통화정책으로 대응할 경우 오히려 인플레이션 및 성장률의 변동성이 확대되어 경제의 불안정성을 심화시킬 우려가 있다고 지적하고 있다. 또한 이들 역시 자산가격이 경제기초여건을 크게 벗어나 장기간 이탈하는 경우 시의 적절한 사전 금리조정 등을 통해 버블발생을 조기에 억제하는 것이 바람직하다는 데에는 이견이 없으나 그렇다고 해서 자산가격버블을 급격하게 제거하려고 시도해서도 곤란하다고 강조한다.

이러한 입장은 자산가격과 금리의 상관관계가 성립하는지가 불확실하고 또 금리조정도 특정 자산시장뿐 아니라 경제 전반에 광범위하게 영향을 미친다는 점에서 효과적이지 못할 수도 있다는 점을 반영하고 있다. 또한 자산가격 변동에 내포된 정보를 해석함에 있어 중앙은행이 시장참가자들보다 우월하다고 보기 어려울 뿐 아니라 자산가격 상승이 기초경제력의 향상에 의한 것인지, 아니면 투기성 거품에 의한 것인지를 정확히 식별하기 어렵다는 점도 염두하고 있다. 뿐만 아니라 자산가격 결정에 주요한 요소인 기대요인에 상당한 편의(bias)

15) 이에 대한 자세한 논의는 Cecchetti *et al.*(2000)를 참조.

16) 여기에는 Bernanke and Gertler(1999), Smets(1997), Goodhart and Hofmann(2001), Woodford(1999) 등이 있다.

가 존재함을 감안할 때 자산가격 변동에 대응한 통화정책은 어느 정도 불확실한 상태에서 수행될 수밖에 없어 정책착오를 유발할 수도 있다는 점을 반영하고 있다.

이를 좀더 구체적으로 보면, Greenspan 美 연준 의장은 수시로 자산가격 평가의 불확실성을 강조해 왔으며 중앙은행이 적절한 금리인상 등의 정책을 통하여 거품을 잡을 수 있다고 생각하는 것은 환상이며 선제적 통화정책을 펴더라도 거품만을 구분해 잡아내는 것이 불가능하다고 주장하고 있다. Woodford(1999)는 중앙은행이 통화정책을 운용함에 있어 자산가격의 움직임에 근거한 엄격한 준칙을 적용하는 경우 자산가격과 실물경제 간의 동조화 현상이 나타나고 시장이 유도하는 대로 정책이 추수될 가능성이 높아지는 등 정책의 내생성 문제가 야기될 뿐만 아니라 안정적인 기대형성을 위한 외부기준지표(external anchor)를 제공하기가 어려워질 수 있다고 주장한 바 있다.

한편, IMF(2000)는 통화정책 수립시 자산가격을 반영하는 정형화된 방법은 없으나 중앙은행은 통화신용면이나 대외 또는 민간의 채권·채무면에서 갑자기 경제에 악영향을 미칠 정도로 불균형이 심화되는 것은 아닌지 유의하면서 자산가격 상승을 점검해야 한다는 다소 중립적인 입장을 표명하고 있다. BIS(2001)도 자산가격버블을 식별하기가 용이하지 않다는 점을 인정하면서도 자산가격 급변동이 거시경제 불균형을 야기할 수 있다는 점을 강조하면서 자산가격 변동에 대해 통화정책이 관심을 가져야 한다는 점을 피력한 바 있다. 특히 White, BIS 통화정책국장은 금융자유화의 진전으로 통화정책과 환율 간의 연관성이 증대되는 가운데 인플레이션이 억제됨으로써 금리상승폭이 줄어들게 되어 자산시장에서의 버블이 발생할 수 있음을 지적하면서 중앙은행이 이에 관심을 가져야 한다고 주장하였다.

2. 적극적 대응방식

최근 들어 자산가격버블이 인플레이션 압력을 증대시키고 버블붕괴시 금융불안정이 심화되는 사례가 늘어나면서 일반물가가 안정되어 있는 시기라 하더라도 금융안정을 위해 자산가격 급변동에 대해 선제적이면서도 적극적으로 대응해야 한다는 주장이 많아지고 있다.¹⁷⁾

17) 여기에는 Alchian and Klein(1973), Kent and Lowe(1997), Goodhart(1999), Cecchetti, Genberg, and Wadhvani(2002) 등이 있다.

이들의 입장은 미국, 일본 등 선진국의 경험에서 보듯이 자산가격이 이상 급등한 배경에는 공통적으로 확장적 통화금융정책과 관련이 있었다는 점, 버블은 발생하면 반드시 확산·붕괴될 수밖에 없고 특히 그것이 상당 기간 진행된 후 붕괴되면 그에 따른 부작용이 더욱 커지게 된다는 점, 자산가격버블 이면에는 항상 과도한 신용확대가 있어 왔다는 점, 그리고 중앙은행이 자산가격 변동에 적극 대응할 경우 버블발생 가능성 자체를 초기에 낮춤으로써 금융과 거시경제 안정을 도모할 수 있다는 점을 반영하고 있다. 특히 일단 버블경제가 나타나면 통화정책적 대응만으로는 해결이 불가능할 뿐 아니라 금융시스템 전반을 붕괴시키는 등 경제에 미치는 해악이 막대하다는 점에서도 중앙은행은 자산가격버블이 발생하는 것을 방지하기 위하여 선제적·적극적으로 대응을 할 필요가 있다는 것이다. 또한 자산가격버블의 확산·붕괴는 통화정책의 과급경로상 중요한 역할을 하는 금융시장과 금융기관을 불안정하게 함으로써 통화정책효과를 제약하기 때문에 중앙은행은 자산가격 변동에 적극적으로 대응할 필요가 있다고 주장한다.

Feldstein, NBER 회장은 자산가격버블이 발생·확산되어 붕괴되면 경제에 큰 해악을 미치기 때문에 버블이 붕괴되도록 방지할 것이 아니라 선제적 통화정책을 통하여 자산가격거품을 제거하는 것이 바람직하다고 주장하고 있다. 특히 Kent and Lowe(1997)는 자산가격버블은 주로 신용확대에 기인하는 바가 크므로 중앙은행이 버블의 자동붕괴를 허용하기보다는 버블이 커지기 전에 통화정책과 함께 금융규제 감독수단을 충분히 활용하여 신용증가와 자산가격 상승의 연결고리를 사전에 차단하는 것이 중요하다는 점을 강조하고 있다. 뿐만 아니라 Cecchetti, Genberg, and Wadhvani(2002)는 중앙은행이 인플레이션 예측과 산출량갭 외에 자산가격 변화에 대해 대응할 경우 실물부문의 경기변동성을 축소시켜 거시경제 성과를 높일 수 있다고 주장하고 있다. 다만 자산가격 변동이 기초경제여건에 의한 것인지, 포트폴리오 변동에 의한 것인지에 따라 달리 대응해야 하며 자산가격의 모든 움직임에 대해 기계적으로 대응할 필요는 없다고 지적하고 있다. 그리고 Alchian and Klein(1973)과 Goodhart(1999)는 자산가격 변동은 기대인플레이션에 영향을 미치므로 실물자산의 가격을 표시하는 소비자물가지수보다는 자산가격을 포괄하는 광의의 물가지수를 정책목표로 삼아야 한다고 주장한 바 있다.

V. 정책과제

1. 통화정책의 역할변화

(1) 이중적 책무

전통적으로 대다수 국가의 중앙은행은 ‘통화안정(monetary stability)’과 ‘금융안정(financial stability)’이라는 두 가지 보편적 책무(dual objectives)를 수행하고 있다.¹⁸⁾

역사적으로 보면 중앙은행은 정부의 재정대리인(fiscal agent)으로서 법화를 발행하고 정부부채를 주도적으로 관리하면서 재할인 또는 금리조절 등을 통해 경제 전반의 총수요를 관리할 수 있는 특별한 권한을 부여받으면서 발전하여 왔다. 이러한 특권을 보유한 대다수의 중앙은행은 지난 세기 동안 본원통화 발행과 최종대부자(lender of last resort) 기능을 갖는 유일한 기관으로서, 지급결제기능을 수행하면서 금융시스템을 안정적으로 관리할 사회적 책임과 은행에 대한 미시적 수준에서의 규제감독기능까지 보유하기에 이르렀다.

중앙은행의 통화안정과 금융안정 책무에 대한 역사적 배경을 살펴보면 대체로 다음과 같다. 중앙은행제도사 측면에서 보면 중앙은행의 금융안정에 대한 책무는 물가안정에 비해 훨씬 오래된 것이었다. 영국의 경우 19세기 말까지 영란은행은 단지 최종대부자로서의 역할에 충실하다가 1850년대부터 1860년대에 걸쳐 철도부문에서의 과도한 투기버블이 나타나자 위기확산 억제를 통한 금융안정에 총력을 기울이는 과정에서 금융안정을 도모하기 위해 상업성을 버리고 최종대부자 기능이나 규제감독기능 등을 갖추면서 근대적 중앙은행으로 정착되었다. 1998년 6월 「영란은행법」 개정으로 금융감독업무가 중앙은행에서 금융감독청(Financial Services Authorities: FSA)으로 이관된 후에도 영란은행은 금융시스템 전반에 대한 안정성을 도모하기 위해 내부에 금융안정위원회(Financial Stability Committee: FSC)를 설치·운영하고 있다. 한편, 20세기 초 미국의 연방

18) 여기서는 통화안정을 통화가치의 대내외적인 안정으로 정의하나 물가안정과 같은 의미로 사용한다. 한편, 금융안정은 금융시장의 안정과 금융기관의 안정으로 나누어 정의한다. 금융시장 안정은 시장참여자들끼리 경제기초여건을 반영한 가격수준에서 시장참여자들끼리의 거래가 원활히 이루어지는 상태를 의미하며, 금융기관 안정은 금융기관이 정부나 통화당국의 개입이나 지원 없이도 금융계약의무를 계속 이행할 수 있다는 높은 신뢰성을 시장이 인식하는 상태를 의미한다(Crockett, 1997; 함정호 외, 2000).

준비제도 설립의 주목적도 금융안정에 있었다. 미국은 1907년에 은행부도 및 금융공황을 경험하면서 이러한 문제를 해결하기 위해서 1913년에 미 연준을 설립하였으며 현재와 같은 미 연준의 물가안정에 대한 책무는 그 이후에 이러한 금융안정 책무 위에 접목된 것이었다. 이 당시 중앙은행의 통화정책은 금태환 보장을 통해 금본위제도를 유지하는 것이었기 때문에 통화안정 책무는 기계적이고 단순한 것이었다. 그러다가 1930년대에 들어 금본위제가 관리통화제도로 변경됨에 따라 중앙은행의 통화정책이 재량화되면서 통화안정의 중요성이 상대적으로 커지게 되었다. 이러한 이유로 오늘날 대다수 나라에서 통화안정과 금융안정이 중앙은행의 이중적 책무(dual objectives)로 정착되었다.

주지하는 바와 같이 제2차 세계대전 이후 1950년대부터 1970년대까지 각국의 정부는 경제성장과 고용증대에 주력해 왔다. 이에 따라 중앙은행도 주로 경제 성장에 관심을 갖고 통화정책을 수행해 왔다. 그러나 이러한 과정에서 세계적인 인플레이션 양등현상을 경험하게 되면서 중앙은행은 다시 물가안정을 가장 중요한 책무로 인식하게 되었다. 이를 반영하여 중앙은행은 통화량을 중간목표로, 지준을 운용목표로 하는 등 주로 양적 지표를 관리하는 방식으로 통화정책을 수행하게 되었다. 이러한 통화정책 운용방식은 일부 국가에서 경기침체라는 심각한 결과를 초래하기도 하였지만 대체로 물가를 낮은 수준으로 안정시키는데 크게 기여한 것도 사실이다.

그러다가 1980년대에 들어오면서 세계적으로 인플레이션에 대한 우려가 상당 부분 완화된 가운데 금융자유화와 금융혁신의 급속한 진전으로 통화량과 실물 경제 간의 관계가 불안정해지게 되었다. 특히 금융자유화와 금융혁신에 따른 금융시스템의 급속한 발달과 함께 금융자산의 축적과 거래규모가 대규모로 늘어나는 과정에서 금리의 급격한 변동은 금융자산가격의 급등락을 초래하였기 때문에 금리수준의 안정을 희구하는 강력한 이해관계자들(stakeholders)이 대거 등장하게 되었다. 이러한 점을 반영하여 대다수 국가의 중앙은행은 단기금리를 운용목표로 설정하여 금리중시정책을 운용하게 되었다.

이와 함께 통화정책의 역할도 통화안정보다는 금융안정에 더 많은 관심을 집중하게 되었다. 이는 1980년대 들어 금융위기 발생의 빈도가 증가하고 위기와 급효과 및 심각성 면에서 점차 도를 더해 감에 따른 것이며 부분적으로는 금융자유화와 금융혁신에 따른 금융시스템의 급속한 발달에 기인하고 있다. 또한 중앙은행이 이처럼 금융안정에 큰 관심을 기울이게 된 것은 금융시장이 내재적으로 정보의 불완전성과 비대칭성, 그리고 외부효과 등의 문제를 심각하게 드

러낼 수 있다고 하는 ‘금융제도의 불안정성’¹⁹⁾에 공감을 하고 있다는 증거이기도 하다.

최근 들어 그 동안 물가안정 위주의 통화정책이 성공적으로 수행되면서 일반 물가수준이 과거에 비해 상대적으로 낮은 수준에서 안정되는 경향을 보이고 있다. 특히 1990년대에 들어서는 정보통신기술의 발달에 따른 생산성 향상, 경제 개방화의 급속한 진전에 따른 물가상승압력 하락, 세계적인 과잉설비 및 그에 따른 과잉공급(수요부족)현상, 중국의 세계경제에의 동참에 따른 공급측면에서의 물가하락압력, 그리고 일부 국가의 경기침체에 따른 디플레이션 우려 등으로 세계물가는 과거에 비해 크게 낮은 수준에서 안정되어 있는 ‘저물가체제’에 진입해 있는 것으로 분석되고 있다. 이와 같이 일반물가가 상대적으로 낮은 수준에 안정되어 있는 상황에서는 좁은 의미의 물가안정목표제에서는 물론 금리를 운용목표로 하는 넓은 의미의 통화정책 운용방식에서는 앞에서 이미 살펴본 바와 같이 금리를 선제적으로 그리고 신축적으로 상향 조절할 수 있는 논거와 유인이 대단히 취약하다. 이는 결국 명목금리가 장기간 낮은 수준에서 유지되는 현상을 의미하며 결과적으로 한 나라 경제에서 신용(유동성)이 과다하게 확대되는 것을 방지하는 데 커다란 제약이 존재한다는 것을 의미한다.

이와 같이 일반물가가 상대적으로 낮은 수준에 안정되어 있는 시기에는 신용이 과다하게 확대되면서 주식 및 부동산 등과 같은 자산가격버블이 발생·확대·붕괴되는 과정에서 금융시스템이 불안정하게 되고 궁극적으로 경기침체와 부채 디플레이션이 초래될 가능성이 높다. 특히 이론적으로나 경험적으로나 일반물가가 낮은 수준에서 안정된 시기에 자산가격버블이 발생할 가능성이 매우 높는데 그 이유를 보면 대체로 다음과 같다. 우선 경제주체들은 물가안정이 중앙은행의 최우선목표이기 때문에 어떠한 일이 있어도 인플레이션율을 낮게 유지할 것으로 기대하기 때문에 중앙은행이 금리를 인상할 유인이 없다고 믿게 된다. 물가와 명목금리가 상대적으로 낮은 수준에서 안정되어 있는 상황에서는 경제주체들이 경제적 도취감에 젖어 안정성장이 무한히 지속될 것으로 믿게 되기 때문에 차입을 늘리고 주식과 부동산 같은 고위험·고수익자산에 대한 투자를 확대하는 과정에서 자산가격버블이 발생하게 된다는 것이다.²⁰⁾ 그러나 자산가

19) ‘금융불안정성 가설’을 주장하는 대표적인 학자로는 H. Minsky, C. Kindleberger 등이 있으며, 특히 Diamond and Dybvig(1983)은 은행제도에 초점을 맞춰 은행이 자산변환기능과 부분준비제도 등의 특성을 갖추고 있는 한 내재적으로 불안정할 수밖에 없음을 주장하였다.

20) 이와 같이 일반물가가 안정된 시기에 신용확대를 통해 자산가격버블이 발생한 역사적 경험에 대해서는 제Ⅲ절을 참조.

격버블은 중국에는 붕괴되기 마련이다. 특히 자산가격버블이 형성되는 그 이면에는 항상 과도한 신용확대로 민간부채가 누적되는 현상이 초래되기 때문에 자산가격버블이 붕괴되어 기업과 금융이 동반부실화되면서 금융시스템이 작동하지 못하게 되어 경기침체와 부채디플레이션이 발생하게 되면 결국 중앙은행의 책임론이 대두될 수밖에 없다.

이러한 점에서 대다수 국가의 중앙은행에게는 최근 들어 물가안정도 중요하지만 무엇보다도 신용량의 적절한 수축과 자산가격 안정을 통한 금융안정이 더욱 중요한 책무로 전면에 부상하고 있다.

이와 같이 물가안정 책무와 함께 금융안정이 중앙은행의 중요한 책무로 다시 전면에 대두되고 있는 점을 감안할 때 두 가지 중요한 이슈가 제기될 수 있다. 첫째는 이러한 중앙은행의 책무수행에 적합한 통화정책 운용방식을 재설계할 필요가 있다는 점이고, 둘째는 중앙은행은 이러한 책무에 상응하는 거시적·미시적 정책수단을 충분히 확보할 필요가 있다는 점이다.

(2) 금융안정과 통화안정의 관계

위에서 살펴본 바와 같이 대다수 국가의 중앙은행은 정책의 기본목표를 통화안정(물가안정)과 금융안정에 두고 있다. 그런데 이 두 가지 책무는 서로 밀접하게 연관되어 있다. 금융안정은 개별 금융기관, 금융시장 및 자산가격 등의 안정뿐만 아니라 통화안정과도 밀접하게 연관되어 있다. 이를 달리 말하면 통화안정을 위해서는 금융안정이 필수적이라는 것이다. 통화정책은 금융제도를 통해 수행되는 것이므로 통화에 대한 일반의 신뢰는 금융안정에서 나오기 때문이다. 따라서 금융안정 없이 통화안정을 달성할 수는 없다. 마찬가지로 통화안정 없이 금융안정을 이룩할 수 없다. 통화가치와 거시경제가 안정되어 있는 환경에서는 금융제도의 붕괴가능성이 훨씬 작아지기 때문이다.²¹⁾

앞에서 이미 살펴본 바와 같이 제2차 세계대전 이후 수십 년간 중앙은행들은 금융안정에 대해 크게 신경 쓸 필요가 없었다. 중앙은행은 주로 경제성장에 관심을 가지고 통화정책을 수행해 왔으며 금융안정은 커다란 문제를 초래하지 않았다. 그러나 지난 20여 년 동안에는 세계적 부채위기, 일본의 자산가격버블 붕괴 후의 은행위기, 미국의 S&L위기, 스칸디나비아 국가들의 은행위기, 남미의 은행위기, 아시아 금융위기 등 금융위기가 빈발하면서 금융안정은 중앙은행의 가장 중요한 책무로 다시 전면에 부상하게 되었다. 동시에 이러한 금융위기가

21) 이 부분은 김홍범(2002)을 많이 참조하였다.

결국 통화정책의 유효성을 감소시켜 물가안정도 위협하게 된다는 점에서 중앙은행의 이중적 책무의 상호관련성도 다시 강조되고 있다.²²⁾

최근 들어 금융제도와 금융시장의 급속한 발전으로 가계 및 기업의 금융자산이 실물소득에 비해 상대적으로 빠르게 축적됨에 따라 이 부문들의 자산구성에 영향을 미치는 각종 충격들은 경제상황을 급작스럽게 변화시키는 경향을 보이고 있다. 이에 따라 자산가격이 기초경제력 외의 여타 요인들에 의해 변동하는 경우 중앙은행은 통화가치 안정과 금융안정을 일관되고 상호보완적인 목표로 다룰 필요가 있음을 인식하게 되었다.²³⁾ 그러나 중앙은행이 금융안정을 위해 할 수 있는 최선의 방법은 대체로 금융시장의 여건을 안정시키고 인플레이션을 낮게 유지하는 것이다. 따라서 통화가치 안정을 통한 물가안정 목표의 달성은 금융시장 안정에 필요조건이 된다. 그러나 통화안정은 금융안정을 촉진하나 반드시 금융안정을 보장하는 것은 아니다.

왜냐하면, 일반물가가 안정된 시기에 신용과 자산가격 간의 내생적 상호작용 메커니즘²⁴⁾이 금융불안정을 초래할 수 있기 때문이다. 이러한 점에서 신용량 수축과 자산가격 안정을 통한 금융안정은 대단히 중요한 통화정책 역할로 인식되고 있다.

(3) 물가안정목표제 국가의 중앙은행 책무

영국, 캐나다, 호주, 뉴질랜드, 스웨덴, 핀란드 및 스페인 등 물가안정목표제를 채택하고 있는 국가의 중앙은행들은 대부분이 ‘물가안정’을 중앙은행의 최종적인 정책목표로 중앙은행법에 규정하고 있다. 특히 뉴질랜드는 물가안정을 단일목적으로 영국, 핀란드 및 스페인 등은 ‘물가안정’과 ‘정부정책 지원’ 등을 부수목적으로 각각 규정하고 있다. 반면, 캐나다와 호주는 물가안정목표제를 채택하고 있는 국가이면서 물가안정 목적을 법상에 명시적으로 규정하지 않고 통화의 안정, 복지의 향상 등 포괄적이면서 선언적인 사항만을 규정하고 있다.

그러나 이 국가들 대다수는 ‘금융안정’ 책무를 중앙은행법 목적조항에는 명시

22) 전 미국 연준 의장 볼커(Volker)는 중앙은행의 금융안정 책무가 갖는 중요성을 다음과 같이 강조하고 있다. “어떤 중앙은행에게 있어서나 기본적으로 지속적인 책임은 —그리고 미 연준설립의 주된 이유는— 금융제도 및 지급결제제도의 안정과 원활한 기능수행을 보장하는 것이다. 안정적이고 원활하게 기능하는 금융제도 및 지급결제제도는 보다 협의의 통화정책 수행이라는 책무를 중앙은행이 담당하기 위한 전제조건이 되는 동시에 그 책무수행에 도움을 준다.” 김홍범(1997)에서 재인용.

23) Bermanke and Gertler(1999) 참조.

24) 이에 대해서는 Minsky(1982), Aglietta(2002)를 참조하였다.

하고 있지 않으나 중앙은행법의 여타 규정 또는 법규 등을 통해 중앙은행의 중요한 책무 또는 기능으로 규정하고 있다. 특히 뉴질랜드는 중앙은행이 금융제도의 건전성 유지를 도모해야 한다고 규정하고, 이에 따라서 물가안정목표제 국가 중 유일하게 금융감독권을 중앙은행에 부여하고 있다. 한편, 영국 및 캐나다는 다른 법규에서 ‘금융안정’을 중앙은행의 책무로 규정하고 있는데 영국의 경우 「재무부, 영란은행 및 금융감독기구(FSA) 간의 양해각서」에서, 캐나다는 「지급결제법」에 의거 각각 금융시스템의 안정 또는 효율성을 제고하도록 규정하고 있다. 그리고 호주의 경우에는 「중앙은행법」과 「호주준비은행과 금융감독원 간의 양해각서」에서 금융안정 책무를 규정하고 있다.²⁵⁾

2. 현행 통화정책 운용방식의 적절성

(1) 금융환경 변화와 통화정책 운용방식의 변화

1) 통화량목표제

인플레이션 억제가 최대의 현안과제였던 시기인 1970년대 중반 이후에는 대부분 국가의 중앙은행은 통화량을 통화정책의 중간목표로 설정하는 통화량목표제(monetary targeting)를 채택하였다. 운용목표로도 은행기준이나 분원통화와 같은 양적 지표를 상대적으로 더 중시하였다. 이같이 양적 지표를 상대적으로 더 중시하는 엄격한 의미의 통화량목표제는 인플레이션 억제에도 효과가 있었지만 특히 금리상승을 반대하는 정치·사회적 압력으로부터 중앙은행을 보호하는 방책으로 활용되기도 하였다.

그러나 1980년대에 들어 세계적으로 인플레이션에 대한 우려가 상당 부분 해소된 가운데 금융자유화와 국제화의 진전으로 금융시장이 급속히 발전하게 되었다. 이러한 과정에서 통화량과 실물경제 간의 관계가 불안정해지고 대신 통

25) 이처럼 물가안정목표제를 채택하고 있는 대다수 국가의 중앙은행법 목적조항에 금융안정 책무를 명시적으로 규정하지 않은 것은 다음과 같은 이유에서 비롯된 것으로 보인다. 중앙은행의 통화안정 책무는 중앙은행의 단일 정책목적이라기보다는 금융안정기능을 포함한 여러 목표 중 가장 주된 목적(primary objective)이라는 점이다.

그리고 금융안정은 금융감독 당국의 독립적 기능이라기보다는 중앙은행과 상호보완적으로 분담해야 할 책무이다. 왜냐하면, 금융시장의 안정은 지속적인 경제성장과 물가안정 등 거시경제 정책목표를 달성함에 있어 필수적인 미시적 경제여건이기도 하기 때문이다. 일반적으로 금융안정은 재무성, 감독당국, 중앙은행이 다음과 같이 분담하고 있는 것으로 알려지고 있다. 재무부는 법규와 제도관장을 통해 금융안정에 기여하며, 감독당국은 개별 금융기관의 건전성 유지를 통해 금융안정에 기여한다. 한편, 중앙은행은 금리정책, 최종대부자 기능, 지급결제기능 수행을 통해 금융안정에 기여한다.

화정책의 파급경로에서 금리의 중요도가 높아지게 되었다. 이와 함께 금리는 환율이나 기대인플레이션 등의 기대변수로부터 민감하게 영향을 받게 됨으로써 그 변동성(volatility)이 커지게 되는 경향을 보이게 되었다. 이러한 상황에서 엄격한 통화량 중간목표 달성은 인플레이션 억제에는 별 효과가 없으면서 금리의 변동성을 높여 오히려 금융시장의 안정을 해치는 결과를 초래하기도 하였다.

이에 대응하여 통화당국은 인플레이션 이외의 여타 요소들, 특히 금리의 변동성을 완화시킬 필요성이 커지게 되었으며 이에 따라 대부분 국가의 중앙은행은 금리지표를 운용목표로 채택하게 되었다. 중앙은행은 금리운용 목표의 공시를 통하여 정책의도를 투명하게 시장에 전달함으로써 시장참가자의 기대형성에 영향을 주어 금리의 변동성을 가급적 줄이고자 노력하였으며, 시장참가자들도 중앙은행의 정책의도를 명확하게 파악하는 것이 기회비용을 줄이는 데 유리하다는 인식이 확산되었다.

2) 금리중시 통화정책

이와 같이 1980년대 초반 이후 대다수의 주요국 중앙은행들은 금융시장의 변화를 반영하여 단기금리를 통화정책의 운용목표로 설정하고 그때 그때의 금융 및 통화상황에 대한 판단에 따라 단기금리의 수준을 微調整하는 방식으로 통화정책을 운용하게 되었는데 이것이 바로 금리안정을 보다 중시하는 금리중시 통화정책이다.

주요 선진국에서 이러한 금리중시 통화정책을 본격적으로 운용하게 되면서 통화정책 운용방식에는 두 가지 중요한 변화가 나타나게 되었다. 하나는 중앙은행이 통화정책을 수행하는 과정에서 금융 및 통화상황에 관한 재량적(discretionary) 판단에 의존하는 경향이 점점 커지게 되었다는 점이고, 또 하나는 통화량 중간목표의 변동성을 허용하기 위하여 통화증가율 목표범위를 확대하고 이러한 목표범위를 상회하는 경우에도 이를 묵인하고, 또 통화증가율 목표를 1~2년에 걸친 중기로 늘려 잡는 등 통화목표를 느슨하게 관리하다가 결국에는 통화량 중간목표제를 포기할 수밖에 없게 되었다는 점이다. 대신에 실물·금융관련 다양한 정보변수를 관찰·분석한 후 경제상황에 맞게 금리운용 목표를 재량적으로 조절하여 직접 최종목표를 바람직한 수준으로 달성하는 정보변수전략에 기반을 둔 금리중시 통화정책 운용방식을 채택하게 되었다.

3) 물가안정목표제

오늘날 대다수 국가의 중앙은행은 단기금리를 운용목표로 설정하고 명시적인 중간목표 없이 다양한 정보변수를 활용하여 직접 통화정책의 최종목표를 달성하고자 하는 정보변수전략을 채택하게 되었다. 이와 같이 정보변수전략에 의한 통화정책을 운용하는 과정에서 통화당국은 그때 그때의 금융·통화상황에 맞게 운용목표를 조절하게 됨에 따라 점점 재량적 판단에 의존하는 경향이 커지게 되었다.

명시적인 중간목표가 설정·공표되지 않는 상황에서 이같이 재량적인 정책에 의존하는 경우 통화정책의 동태적 非일관성 문제가 제기된다. 따라서 이러한 문제를 해결하고 통화정책의 투명성과 신뢰성을 확보하기 위해서는 어느 정도 재량이 불가피하나 과도한 재량은 통화정책이 추구하는 명확한 목적(objective)에 의해 제약되어야 한다는 인식이 확산되고 있다. 다시 말해, 오늘날과 같이 금융시장이 지속적으로 변화하는 상황에서는 통화정책 수행시 엄격한 준칙보다는 재량이 필요하나 그것은 ‘절제된 재량(constrained discretion)’이어야 한다는 것이다.

이러한 맥락에서 1990년대에 들어서는 물가안정이 통화정책의 최우선목표라는 인식이 확산되면서 뉴질랜드, 캐나다, 영국 등 일부 소규모 개방경제를 중심으로 명시적인 중간목표 설정 없이 인플레이션 목표를 설정하고 각종 정책수단을 활용하여 운용목표인 금리를 조절함으로써 이를 직접 달성하도록 하는 물가안정목표제²⁶⁾가 도입되었다. 물가안정목표제는 뉴질랜드가 1990년 처음 도입한 이후 캐나다(1991), 영국(1992) 등 소규모 개방경제를 중심으로 확산되어 현재는 스웨덴, 핀란드, 호주, 스페인, 이스라엘, 칠레 등 10여 개국이 채택하고 있다.

물가안정목표제는 물가안정을 통화정책의 최우선목표로 규정하고 중기적인 관점에서 인플레이션 목표를 설정하여 이를 공시하고 통화량, 금리, 환율, 자산가격, 기대인플레이션 등 다양한 정보변수를 활용하여 장래의 인플레이션 압력을 예측한 후 금리를 선제적으로 조절하여 인플레이션 목표를 직접 달성하고자 하는 통화정책 운용방식이다. 이 제도는 중앙은행이 인플레이션 목표를 사전에 명시적으로 공표하고 이의 달성에 노력함으로써 실제 및 기대인플레이션을 안정시킬 수 있다는 점 외에도 아래와 같은 여러 가지 이점을 보유하고 있다. 동 제도는 ① 자유변동환율제도하에서 통화정책에 대한 대안적인 명목기준지표(nominal anchor)를 제공하며, ② 신축적 환율제도를 상정하기 때문에 통화정책

26) 이에 대한 더 자세한 설명은 함정호 외(2000)의 제3장을 참조.

이 국내경제 균형에 관심을 집중할 수 있도록 하며, ③ 통화정책 수행에 이용 가능한 모든 정보를 활용할 수 있기 때문에 통화량과 인플레이션 간의 관계가 불안정하더라도 큰 문제가 없으며, ④ 인플레이션뿐만 아니라 디플레이션을 피하는 데도 도움이 되며, ⑤ 경제주체와의 대화를 통하여 통화정책의 투명성과 신뢰성을 제고하며, ⑥ 통화당국에 목표달성에 대한 책임(accountability)과 규율(discipline)을 제공하며, ⑦ 경제적 의사결정에 있어서 불확실성을 줄일 수 있으며, ⑧ 물가안정이 통화정책의 최우선목표라는 제도적 및 법적 환경설정이 중앙은행의 독립적 기반을 강화함으로써 확장적 통화정책의 요구에 대한 정치적 압력을 완화시킬 수 있으며, ⑨ 통화정책 수행시 어느 정도의 재량을 허용함으로써 단기 경기조절정책으로서의 신축성이 크다는 이점 등이 있다.

(2) 현행 통화정책 운용방식의 한계

1) 물가안정목표제의 논리적 구조

우리는 단기금리를 운용목표로 하는 금리중시 통화정책, 특히 물가안정목표제의 논리적 구조(logical structure)에 주목할 필요가 있다. 물가안정목표제는 물가안정이 최우선목표로 되어 있기 때문에 일단 인플레이션 압력이 존재한다고 판단될 때 단기금리를 상향 조절하는 논리적 구조를 가지고 있다. 따라서 물가안정목표제에는 두 가지 중요한 특성이 존재한다. 첫째는 장래의 인플레이션 압력을 정확하게 판단하는 것이 무엇보다도 중요하다는 점이고, 둘째는 장래의 인플레이션 압력에 대응하여 금리를 선제적으로 조절해야 한다는 점이다. 그 이유는 바로 물가안정목표제는 미래지향적이기 때문이다. 즉, 인플레이션에 대한 통화정책효과의 시차를 감안할 때 중앙은행이 사전에 정해진 인플레이션 목표를 달성하고자 하는 경우 장래 인플레이션을 정확하게 예측해야 하며 인플레이션 예측치가 목표치로부터 벗어나는 것으로 판단되면 금리를 앞서 조정해야 하기 때문이다.

2) 물가안정목표제의 특성과 한계

물가안정목표제는 이러한 논리적 구조를 가지고 있기 때문에 몇 가지 유의할 사항이 있다. 첫째, 물가안정목표제에서는 운용목표인 단기금리를 신축적으로 조절하여 물가안정을 달성하는 방식이기 때문에 인플레이션 압력이 존재한다고 판단되는 경우에는 단기금리를 신축적으로 상향 조절하는 것이 바람직하다. 그러나 실제에 있어서는 금리인하에 비해 금리인상은 상대적으로 비신축적이다.

금리인상에는 이해당사자들로부터의 많은 저항이 존재하기 때문이다. 금리인상에 저항이 존재하는 몇 가지 이유를 보면 첫째, 특히 오늘날과 같이 금융자산과 부동산 같은 실물자산이 대규모로 축적되어 있는 경우 금리인상은 자산보유자의 자산가치 하락을 의미하기 때문에 금리인상에 대한 반대세력이 많이 존재할 수밖에 없다. 그리고 금융부채를 많이 보유하고 있는 가계와 기업뿐만 아니라 국채를 많이 발행하고 있는 정부도 강력한 금리인상 반대세력의 한가운데서 있다. 이러한 이유로 미국 연준의 경우를 보더라도 금리인하에 비해 금리인상에 훨씬 보수적인 것으로 분석되고 있다(Hu and Phillips, 2002).

둘째, 최근과 같이 노령화가 진전될수록 연금생활자 비중이 높아지고 개인금융자산 보유도 늘어나기 때문에 자산가격 안정에 대한 압력이 커지게 된다. 특히 물가가 안정된 상황에서는 자산가격 안정에 대한 요구가 거세질 것이기 때문에 금리인상에 대한 반대가 커질 수밖에 없다. 금리인상에 따른 단기적 보유 금융 자산가격 하락이 초래하는 체감고통이 남아 있는 날이 얼마 남지 않고 금융자산 보유가 많은 노년층에게 상대적으로 더 크기 때문이다(Miles, 2002).

셋째, 물가안정목표제에서는 장래 인플레이션 압력이 존재한다고 판단되는 경우에 단기 정책금리를 인상하는 방식이기 때문에 물가가 이미 낮은 수준에서 안정되어 있는 경우에는 금리를 인상할 논리와 유인이 대단히 취약하다는 점이다. 최근 들어 물가안정 위주의 통화정책이 성공적으로 수행되면서 일반물가수준이 과거에 비해 상대적으로 낮은 수준에서 안정되어 가고 있다. 더욱이 1990년대에 들어오면서 정보통신기술 발달에 따른 생산성 향상, 경제개방화의 급속한 진전, 특히 IT부문의 과잉설비와 전반적인 과잉공급상태, 일부 국가의 디플레이션 현상, 중국의 세계경제에의 동참 등에 따른 공급측면에서의 물가하락압력 등으로 세계물가는 저물가시기를 보이고 있으며 이러한 저물가현상은 앞으로 상당 기간 존속할 것으로 예상되고 있다. 이와 같이 물가가 상대적으로 낮은 수준에서 안정되고 있는 상황에서는 목표금리를 선제적으로 그리고 신축적으로 상향 조정하는 데는 논리적·구조적 제약이 존재한다.²⁷⁾

넷째, 마지막으로 이와 같이 금리를 선제적으로 그리고 신축적으로 상향 조정하는 데 제약이 존재한다면 이는 결과적으로 신용이 과다하게 확대되는 것을 제어할 수 있는 제도적 장치가 매우 취약하다는 것을 의미한다는 점이다.

27) 그러나 King(2002)은 이에 대해 물가안정목표제 운용기간을 통상적인 2~3년보다 긴 중·장기를 고려할 경우 이러한 정책딜레마를 어느 정도 해결할 수 있을 것으로 보았다.

3. 신용의 효율적 관리를 위한 제도적 장치

주지하는 바와 같이 1980년대까지만 해도 대부분의 국가에서 과도한 신용확대를 제어할 수 있는 제도적 장치가 일부 존재하여 왔다. 초기단계에서는 금분위제도를 통하여 신용공급 자체가 매우 엄격하게 조절되었으며, 금분위제도가 붕괴된 이후에는 브레턴우즈체제하의 고정환율제도가 과도한 신용창출을 방지하는 하나의 기준지표 역할을 수행하였다. 그러다가 브레턴우즈체제가 무너지고 이후에는 통화량목표제가 이러한 역할을 수행함으로써 금융시장에서는 신용공급과정이 어느 정도 조절될 수 있었다. 때로는 급격한 신용순환 변동을 방지하기 위해서 비록 자원배분에 심각한 왜곡을 가져오기도 하였지만 신용공급과정을 직접적으로 규제하는 엄격한 규제조치가 취해지기도 하였다.

그러나 1980년대 후반에 들어오면서 대부분의 국가에서 금융규제 완화와 금융혁신 등이 급속히 진전되면서 신용창출을 효과적으로 제어할 수 있는 장치가 느슨해져 물가가 안정되는 가운데서도 과도한 신용확대현상이 나타나게 되었다. 특히 통화제도가 금분위제도에서 관리통화제도로 바뀌면서 신용량의 조절에 도움이 되는 외부기준지표가 사라지고, 금융제도의 발달과 함께 금융기관의 신용창출능력과 탄력성이 크게 증대되는 가운데 통화의 내생성이 강화됨에 따라 통화와 실물경제 간, 통화와 신용 간의 관계가 불안정해짐으로써 통화량목표제하에서 통화량의 조절을 통해 신용을 제어하기도 쉽지 않게 되었다.

더욱이 통화정책의 역할이 물가수준을 단순히 낮게 유지하는 데에서 인플레이션율을 안정시키는 방향으로 전환되었을 뿐 아니라 통화정책 운용방식이 양적 지표인 기준이나 통화량을 운용목표로 하는 통화량목표제에서 가격지표인 단기금리를 운용목표로 하는 금리중시 통화정책으로 전환되면서 신용량을 효과적으로 제어하는 메커니즘이 사실상 부재하게 되었다. 특히 통화량목표제가 해체된 후 1991년 이후 나름대로 재량절제를 위한 기준지표를 설정하기 위해 1990년대에 우리 나라를 비롯해 여러 나라에서 도입한 물가안정목표제는 과도한 신용확대를 방지하는 데 있어서 구조적인 한계가 존재한다는 점에 대해서는 이미 앞에서 살펴본 바 있다.

따라서 과도한 신용팽창과 자산가격 상승의 상호작용을 통한 금융불안정(financial imbalances)을 효과적으로 해소하기 위해서는 통화정책 운용방식을 재설계하는 동시에 금융감독 당국과 정책협조체제를 강화할 필요가 있다.

(1) 통화정책 운용방식의 재설계

앞에서 살펴본 대로 대다수 국가 중앙은행의 현행 통화정책 운용방식은 단기 금리를 운용목표로 하는 금리중시 통화정책이며 물가안정을 위주로 설계되어 있다. 특히 단기금리를 운용목표로 하여 물가안정을 최우선목표로 두는 물가안정목표제는 인플레이션 압력이 존재한다고 판단할 때 단기금리를 조절하는 방식이다. 이러한 방식에서는 최근처럼 여러 이유로 물가가 상대적으로 낮은 수준에서 안정되어 있는 시기에는 정책금리를 신축적으로 조절할 수 있는 근거와 유인이 취약한 실정이다. 더욱이 감독기능이 분리되어 있는 국가의 중앙은행의 경우 단기금리 조절 외에는 과다한 신용확대를 효과적으로 수축할 수 있는 논리와 정책수단이 대단히 미흡하다.

그러므로 물가안정과 함께 신용수축과 자산가격 안정을 통해 금융안정을 달성하기 위해서는 물가안정 위주로만 설계되어 있는 현행 통화정책 운용방식을 재설계할 필요가 있다. 특히 물가안정목표제를 채택하고 있는 나라의 경우 먼저 시장참가자들의 기대가 안정적이고 합리적으로 형성될 수 있도록 물가안정목표를 중기적인 관점에서 설정하여 운용해야 할 것이다.²⁸⁾ 그리고 인플레이션 압력이 존재하기 때문에 금리를 상향 조절할 필요가 있다고 판단될 경우에는 정책금리를 선제적으로 조절해야 한다. 이를 위해서는 장래 인플레이션 압력을 정확하게 예측할 수 있는 능력을 확보하는 것이 무엇보다 중요하다.

또한 중앙은행은 대출제도와 지준제도를 적극적으로 활용할 필요가 있다. 대출제도는 금리중시 통화정책 운용방식하에서 정책금리를 신축적으로 조절하는데 도움이 되는 방식으로 개편하는 것이 바람직하다. 예를 들면, 유럽식의 롬바르드(Lombard)방식에서의 전환을 검토해 볼 만하다. 그리고 지준제도로는 영국, 캐나다, 스웨덴 등 일부 국가가 이미 도입하고 있는 청산결제 지준방식에서의 전환을 검토해 볼 만하다. 법정지준금 규모가 축소되거나 법정지준금 자체가 완전히 소멸되더라도 은행 간 청산결제를 위한 초단기자금에 일정한 금리를 부과하여 공급하는 방식(standing facilities)을 도입하게 되면 목표단기금리의 변경을 통해 은행 간 시장의 초단기금리를 적절히 조절하는 데 매우 유리하다.²⁹⁾

28) Bernanke and Gertler(1999)는 물가안정목표제를 채택하고 있는 중앙은행의 경우 단기적으로 금융불안 및 경기상황에 신축적으로 대처하면서 중·장기적인 시계에서 물가목표를 달성해 나가는 방안을 강조한 바 있다.

29) 법정준비금이 완전히 폐지된 국가의 경우 중앙은행이 청산결제를 위한 초단기자금을 목표금리수준으로 공급하되 추가소요자금에 대해서는 목표금리보다 높은 금리로 공급하는

이 방식들은 모두 단기금리를 운용목표로 하는 통화정책 운용방식에서 단기정책금리를 일정 수준으로 안정되게 유지하는 역할(channeling system)을 하는 동시에 금융기관들이 적당한 자금운용처를 발견하지 못할 경우 중앙은행에 예금하여 정책금리보다 낮은 수준으로 附利함으로써 무리하게 리스크가 큰 투자나 대출을 지양하도록 함으로써 경제 전반의 리스크를 낮추는 역할을 한다.

이와 함께 모든 금융기관의 자산에 기준을 부과하는 자산기준제도(asset-based reserve requirement)³⁰⁾의 도입을 적극 검토할 필요가 있다. 이 밖에 개별 금융기관의 일시적 유동성 부족 또는 파산 등에 따른 결제불능위험이 금융시스템 전반으로 확산되지 않도록 지급결제시스템의 안전성 및 효율성을 확보하는 한편 적극적인 최종대부자 기능을 수행하고 공적 안전망을 확충해 나갈 필요가 있다. 미 연준은 1987년 10월 19일 주가폭락시(Black Monday) 금융안정에 필요한 유동성을 충분히 공급하겠다는 의지를 표명한 바 있으며, 1998년 9월 헤지펀드 LTCM위기 때는 14개 은행을 동원하여 구제금융을 지원하도록 함으로써 유동성 증발(liquidity dry-up)을 저지한 바 있다.

(2) 금융감독 당국과 정책협조체제 강화

과다한 신용확대와 자산가격버블 발생을 사전에 방지하여 금융을 안정시키는 것이 중앙은행의 중요한 책무로 전면에 대두되고 있는 시점에 한편에서는 금융감독기능이 중앙은행으로부터 분리되고 있는 추세를 보이고 있다. 이러한 점에서 최근 세계결제은행(BIS) 등 국제금융기구에서는 금융감독기능이 중앙은행으로부터 분리된 국가에서 중앙은행이 금융안정을 위한 책무를 보유하는 것이 무엇을 의미하며, 중앙은행이 이러한 역할을 효과적으로 수행해 나가기 위해서는 어떠한 조건이 갖추어져 있어야 하는가 등의 중요한 정책이슈를 제기하고 있다.

특히 중앙은행이 금융안정의 책무를 담당하고 있다는 이유에서 은행감독기능의 일부를 공유해야 하는지에 대한 논의도 최근 활발하게 전개되고 있다. 중앙

방식이다. 실제로 캐나다, 호주 및 뉴질랜드의 경우 청산결제 목적 이외 추가자금에 대해서 대출금리는 목표금리보다 25bp 높게, 예금금리는 25bp 낮게 설정·운용하고 있다. 미국도 이러한 결제청산 지준방식의 도입검토에 대한 논의가 활발하게 이루어지고 있다. 이처럼 예금 및 대출금리를 차등 적용하는 이유는 은행으로 하여금 소요자금을 중앙은행 대출금리보다 높은 수준으로 은행 간 시장을 통해 조달할 필요가 없으며, 여유자금을 중앙은행 예금금리보다 낮은 수준으로 은행 간 시장에 대출할 이유가 없도록 하는 한편, 중앙은행 입장에서는 은행들이 추가소요자금이나 여유자금을 중앙은행 계정을 통해 조달·운용하기보다는 은행 간 시장을 최대한 이용하도록 유도하기 위한 것이다(Woodford, 2002).

30) 자세한 내용은 Palley(2001)와 함정호·서병한(2003)을 참조할 것.

은행의 은행감독기능 공유문제는 중앙은행의 두 가지 책무인 통화안정과 금융안정이 은행감독기능과 어떤 관계를 갖는지에 대한 시각차이에 따라 상이한 견해를 보이고 있다. 중앙은행의 통화안정 책무와 관련하여 감독기능을 수행해야 한다는 논거는 최근 들어 금융중개기능이 더욱 고도화됨에 따라 대다수 국가에서 통화정책의 과급효과는 전통적인 공개시장 조작 등 통화제약(monetary restraint)보다 감독수단인 규제규율(regulatory discipline)에 의해 더 많은 영향을 받게 되었다는 점이다.³¹⁾ 다시 말하면, 공개시장 조작 등으로 중앙은행으로부터 지준이 풍부하게 공급되더라도 자기자본비율 등 사전건전성 규제와 같은 금융규제감독이 강화될 경우 통화정책이 크게 제약될 수 있다는 것이다.

특히 중앙은행의 금융안정 책무와 관련하여 은행감독기능을 공유해야 한다는 데 대한 논거를 보면 ① 중앙은행은 금융위기 발생시 최종대부자 기능 및 위기 관리기능을 수행해야 한다는 점, ② 정상시에도 중앙은행이 지급결제제도 안정성을 유지하는 기능을 수행하고 있다는 점, 그리고 ③ 최근에는 금융제도 발전과 금융자산 축적현상으로 인하여 신용과 자산가격의 내생적 상호작용에 따른 금융위기의 사전예방을 위해서는 중앙은행이 자산가격버블과 관련된 과도한 신용팽창을 수축하는 것이 중요하다는 점 등을 들 수 있다.³²⁾

이러한 견해차이에 따라 중앙은행의 감독기능 공유문제는 대체로 중앙은행으로부터 감독권을 완전분리하는 방식과 중앙은행과 감독권을 공유하는 방식으로 나눌 수 있다. 실제로 각국에서 관찰되는 은행감독제도와 그 운영방식, 중앙은행의 역할은 다양하게 나타나고 있다. 일부 국가는 법에 의해 명시적으로 중앙은행이 은행감독기능을 공유하는가 하면 어떤 나라는 관행에 의해 중앙은행과 감독당국이 효율적인 협조체제를 유지하고 있기도 하다. 이것은 각국의 중앙은행제도와 은행감독제도, 그리고 그 운영방식이 그 나라의 역사, 정치, 법률, 문화는 물론 국민이 추구하는 사회적 가치관, 그 나라의 금융발전의 정도, 중앙은행의 독립성 등 다양한 요인이 총체적으로 상호작용하여 나타나기 때문이다. 예컨대, 미국에서는 연방준비제도가 은행지주회사 및 연준 가입은행에 대한 감독을 전담하고 있으며, 독일과 영국 등 또 다른 일부 국가에서는 법적으로 은

31) 김홍범(2002)은 통화안정 책무와 관련하여 은행감독기능이 필요하다는 논거는 대체로 ① 통화당국의 목표인 거시경제 안정과 감독당국의 목표인 은행제도 안정 사이의 상충가능성, ② 통화당국이 감독을 수행하는 경우 통화정책에 대한 신뢰의 손상가능성, ③ 통화당국의 은행감독 수행을 통한 통화정책의 효율성 제고가능성 등을 중심으로 정리할 수 있다고 밝히고 있다.

32) 이에 대한 자세한 논의는 김홍범(2002)과 Aglietta(2002)를 참조.

행감독기능이 중앙은행으로부터 분리되어 있지만, 이런 경우에도 예외 없이 중앙은행은 통화안정 및 금융안정의 책무와 관련하여 은행감독 당국과 긴밀한 역할분담을 통해 협조체제를 유지하고 있다. 독일에서는 연방감독청이 은행감독을 담당하지만 독일연방은행의 감독정보 수집 및 분석활동에 크게 의존하는 것으로 되어 있으며, 영국의 경우는 금융감독을 담당하는 단일감독 당국인 FSA가 금융안정을 위해 영란은행과 긴밀한 역할분담 및 정보공유체제를 갖추고 있다. 영란은행도 은행 내에 통화안정담당(Monetary Policy Committee)과 금융안정담당(Financial Stability Committee)의 두 날개를 함께 두고 있다.³³⁾

그러나 우리 나라 중앙은행의 경우 현재로서는 은행감독기능이 완전분리되어 과다한 신용팽창과 자산가격버블의 상호작용을 사전에 차단할 수 있는 미시적 수단이 미흡한 상태이다. 따라서 중앙은행은 금융시장 안정을 위해 신용창출을 효과적으로 관리할 수 있는 제도적 장치를 마련하도록 노력해야 한다. 특히 과다한 신용확대를 배경으로 자산가격버블이 형성되는 것을 방지해서는 곤란하다. 비록 자산가격버블을 사전에 정확하게 인지하는 것이 어렵다 하더라도 신용이 늘어나는 규모와 양상을 면밀하게 모니터링하게 되면 버블발생 여부를 어느 정도는 파악할 수 있을 것이다. 버블의 발생이 인지되는 때는 비록 물가가 낮은 수준에 머물고 있다 하더라도 금융시장에 사전경고를 하거나 거시적 통화정책과 미시적 규제감독정책과 함께 정책조합(policy mix)을 효과적으로 강구해 나가야 한다. 이를 위하여 중앙은행은 금융감독 당국과 협조체제를 강화하는 것이 필요하다. 예를 들어, 과다한 신용창출을 효과적으로 조절하기 위해서는 신용거래보증금률(margin requirement),³⁴⁾ 주택대출 담보인정비율, 대손충당금

33) 이와 같이 각국은 공통적으로 중앙은행이 기본책무인 통화안정과 금융안정을 달성하기 위해 정보흐름의 핵심에 위치하고 있다는 점과 중앙은행과 감독당국 사이에 역할분담 및 협력체제가 확립되어 있다는 점에서 감독기능이 완전히 분리되어 있는 우리나라와 상이하다. 김홍범(2002)은 이러한 점에서 앞으로 한국은행이 통화안정과 금융안정이라는 두 가지 기본책무를 달성할 수 있도록 하기 위해서는 우리와는 사회적 전통이 상이한 독일의 방식보다는 법률적 근거를 바탕으로 정보공유 및 역할분담을 상세히 규정한 양해각서에 입각하여 기관 간 협조와 견제체제를 확립하고 있는 영국의 방식을 타산지석으로 인용할 필요가 있다고 주장하고 있다.

34) 이는 신용거래를 통한 주식매입에 있어 매입금액 대비 개시증거금(initial margin)의 비율을 말한다. 미 연준은 Regulation T(1934년에 제정)를 근거로 이 비율을 1929~1974년까지 총 23회 조절한 바 있다. 미 연준의 경우 주식시장에서의 신용거래용자 거래시 개시증거금을 매수금액의 최저 50%로 규정하고 있으며, 필요시 동 증거금률을 변경함으로써 주식시장의 과열 여부를 간접적으로 시장에 전달한다. 그러나 우리나라의 경우는 원칙적으로 증권회사가 신용거래보증금률의 최저율을 자율적으로 정하되 단 금융감독위원회가 신용거래상황의 급격한 변동이 인정되는 경우에만 별도로 정할 수 있도록 되어 있다(「증권회사의 신용공여에 관한 규정」 제19조 제2항).

적립요건, BIS 위험가중치 산정기준, 가계대출 총액한도제 등 미시적 규제감독 수단을 활용해야 하며 이 과정에서 금융감독 당국과 공조할 수 있도록 협력체제를 강화해야 한다. 더욱이 금융감독 당국은 개별 금융기관의 건전성 확보를 통해 금융안정에 기여하기 위하여 이러한 미시적 수단을 활용함에 있어서도 이것이 국가경제 전체의 안정을 추구하는 거시적 틀 안에서 추구되어야 함을 유념해야 한다.

아울러 개별 금융기관의 건전성 유지를 위한 규제감독조치뿐만 아니라 거시경제 전체와 금융시스템 전반의 안정을 도모하기 위한 거시적 관점에서의 건전성 규제감독정책에 있어서도 금융감독 당국과 공조체제를 강화해 나가야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 김홍범, 『금융감독, 이대론 안 된다』, 두남, 2002.
- 천병철·정지영, 「자산가격 변동에 대한 미국과 일본의 대응경험과 시사점」, 『조사통계월보 해설자료』, 2002.
- 함정호·서병한, 「통화정책 유효성 제고방안에 관한 연구—자산지준제도의 도입을 중심으로—」, 『금융경제연구』 151호, 한국은행 금융경제연구원, 2003.
- 함정호 외, 『금융환경 변화와 통화정책』, 지식산업사, 2000.
- 白塚重典, 「資産價格と物價指數」, 『金融研究』 第15卷 5號, 日本銀行金融研究所, 1996.
- 翁 邦雄·白川方明·白塚重典, 「資産價格バブルと金融政策: 1980年代後半の経験とその教訓」, IMES Discussion Paper Series, 日本銀行金融研究所 2000-J-11, 2000.
- Aglietta, M., “Financial Instability and Monetary Regulation: Is Europe Well Protected from System Risk?,” Conference Paper of ‘The Transformation of Finance in Europe’, 8~9 November 2001.
- Alchian, A. and B. Klein, “On a Correct Measure of Inflation,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 5, 1973.

- Bernanke, B. and M. Gertler, "Monetary and Asset-Price Volatility," Symposium Paper, FRB of Kansas City, Aug. 1999.
- Bernanke, B., M. Gertler, and S. Gilchrist, "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework," in J. B. Taylor and M. Woodford, eds., *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam, North-Holland, forthcoming.
- Borio, C. E. V., N. Kennedy, and S. D. Prowse, "Exploring Aggregate Asset Price Fluctuations Accross Countries: Measurement, Determinants and Monetary Policy Implications," *BIS Economic Paper*, No. 40, April 1994.
- Cecchetti, G. Stephen, Hans Genberg, John Lipsky, and Sushil B. Wadhvani, *Asset Prices and Central Bank Policy*, ICBM/CEPR Series of Geneva Reports on the World Economy, July 2000.
- _____, "Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework," Conference Paper on 'Asset Price Bubbles: Implication for Monetary, Regulatory and International Policies,' Chicago: FRB of Chicago and World Bank, April 22~24, 2002.
- Cogley, T., "Should the FED Take Deliberate Steps to Deflate Asset Price Bubble," *FRBSF Economic Review*, No. 1, 1999.
- Crockett, Andrew, "The Theory and Practice of Financial Stability," *Essays in International Finance*, No. 203, Dep. of Economics, Princeton University, April 1997.
- Davis, E. P., *Debt, Financial Fragility and Systematic Risk*, Oxford: Oxford University Press, 1995.
- Diamond, D. W. and P. H. Dybvig, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *Journal of Political Economy*, June 1983.
- Economist*, "A Survey of the World Economy—The Navigators," Sep. 25, 1999.
- Fisher, I. M., "Mooms and Depression," New York Adelphi, 1932.
- _____, "The Debt Deflation Theory of Credit Depressions," *Econometrica* I, 1933.
- Goodhart, C., "Time, Inflation and Asset Prices," Eurostat Conference, Aug. 1999.
- _____, "Price Stability and Financial Fragility," in C. A. E. Goodhart, ed., *The Central Bank and Financial System*, Cambridge, MA: MIT Press, 1995.

- Goodhart, C. and B. Hofmann, “Asset Prices, Exchange Rates, and Monetary Policy,” Stanford University, March 2~3, 2001.
- Hu, L. and P.C.B. Phillips, “Dynamics of the Federal Funds Target Rate: A Nonstationary Discrete Choice Approach,” Cowles Foundation Discussion Paper No. 1365, Yale University, May 2002.
- IMF, “Asset Prices and Business Cycle,” in *World Economic Outlook*, April 2000.
- Issing, O. *et al.*, “Asset Prices and Monetary Policy,” BIS, ed., *CEPR*, 1998.
- Kaminski, G. and C. Reinhart, “Banking and Balance of Payment Crises: Model and Evidence,” Working Paper, Board of Governor of the Federal Reserve, Washington, D.C.
- Kaufman, Henry, *On Money and Market*, forwarded by Paul A. Volker, McGraw Hill Press, 2000.
- Kent, C. and P. Lowe, “Asset Price Bubble and Monetary Policy,” Working Paper, Reserve Bank of Australia, Dec. 1997.
- Miller, G., “The Role of a Central Bank in a Bubble Economy,” *Cardozo Law Review*, Vol. 18, No. 3, Dec. 1996.
- Miles, David, “Should Monetary Policy be Different in a Greyer World?,” in Alan J. Auerbach and Heinz Herrmann, eds., *Ageing, Financial Markets and Monetary Policy*, Springer Verlag, 2002.
- Minsky, H. P., “The Financial Instability Hypothesis: A Clarification,” in M. Feldstein, ed., *The Risk of Economic Crisis*, Chicago: University of Chicago Press, 1991.
- Mishkin, F. S., “The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policy-Makers,” Symposium Paper, FRB of Kansas City, April 1999.
- _____, “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism,” *Journal of Economic Perspectives*, Fall 1995.
- Palley, Thomas I., “Stabilizing Finance: The Case for Asset-Based Reserve Requirement,” *Financial Markets and Society*, Financial Markets Center, August 2000.
- Shiller, R. J., *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000.
- Smet, F., “Financial Assets Prices and Monetary Policy: Theory and Evidence,”

Conference Paper for 'Monetary Policy and Inflation Targeting,' Reserve Bank of Australia, 1997.

Smith, C. E., "Stock Markets and Exchange Rate: A Multi-Country Approach," *Journal of Macroeconomics* 14(4), Fall 1992.

Woodford, M., "Non-Standard Indicators for Monetary Policy," in N. Gregory Mankiw, ed., *Monetary Policy*, University of Chicago Press, 1999.

_____, "Financial Market Efficiency and the Effectiveness of Monetary Policy," *FRB N.Y. Economic Policy Review*, May 2002.

[Abstract]

Asset Prices Instability and Monetary Policy:
The Change of Monetary Policy's Role
and the Reassessment of Monetary Instruments

Jeong-Ho Hahm · Seung-Je Hong

It is quite common that financial instability followed by economic recession and debt deflation occurs in line with asset price bubble boom-bust cycle in stock and real estate markets while the inflation is still subdued.

In particular, given that the boom-bust cycle has mainly been caused by excessive liquidity supply, the central bank is difficult to avoid the responsibility of the build-up of imbalances in the real economy in accordance with the boom-bust debacles in the asset markets.

Due to these consequences, the financial stability which can be attained by restrained liquidity supply and lowered asset prices is approaching to the central banks as one of the main monetary policy objectives with price stability.

Taking these into consideration, two controversial issues on monetary policy can be raised. First of all, is the current inflation-targeted policy regime to be an appropriate policy option in the low inflationary periods? Second, does the central bank currently secure the optimal and sufficient policy instruments considering that it has a responsibility for the dual objectives together?

In this respect, this study surveys the theoretical backgrounds related to asset price boom-bust cycle, event cases and policy responses to the bubble busts in advanced countries. Thereafter it also derives new challenges to the central bank in terms of implementing monetary policy.

Keywords: asset price bubble, price stability, financial stability, debt deflation, inflation targeting

JEL Classification: E58, E63

文化·藝術商品 消費決定要因에 관한 經濟學的 研究 —文化·藝術商品의 體驗財的 特性이 消費에 미치는 영향을 중심으로—*

成 濟 煥**

본 논문은 문화·예술상품의 고유한 특징인 ‘체험재(experience-goods)’적 특성이 문화·예술상품의 소비에 미치는 영향에 대하여 실증적으로 분석하는 데 연구의 목적이 있다. 문화·예술상품은 일반재화 및 서비스상품과는 다르게 ‘체험(experience)함으로써 기억(memorable)’되는 고유한 특징을 지니고 있다. 문화·예술상품에 대한 체험경로는 직접 소비함으로써 얻어지는 ‘직접적 체험’과 문화·예술상품에 대한 지식·정보를 습득하거나 정규교육 이외의 문화·예술관련 교육을 통하여 얻어지는 ‘간접적 체험’이 있다. 본 연구결과는 웹(web)상에서 얻어지는 문화·예술상품에 대한 지식·정보와 off-line상의 문화교육과정에서 축적되는 간접적 체험이 문화·예술상품의 소비에 중요한 결정요인임을 보여 주고 있다. 이러한 결과는 문화·예술상품이 ‘체험재’적 상품이며, 기존의 일반재화 및 서비스상품과는 차별화된 상품이라는 것을 의미한다. 또한 소득계층별·학력별로도 간접적 체험이 소비에 미치는 영향은 매우 중요하지만 계층별로 그 중요성은 서로 다르게 나타나고 있다.

핵심주제어: 공연예술, 대중예술, 체험재, 사이버 문화활동, 문화교육강좌
경제학문헌목록 주제분류: Z11

I. 머리말

1. 문화·예술상품 특성 및 연구의 목적

문화·예술상품은 일반재화나 서비스상품과는 다르게 ‘체험재(experience-goods)’

* 본 논문은 원광대학교 교비에 의해서 지원되었으며, 좋은 지적을 해 주신 익명의 심사자분께 감사드린다.

** 원광대학교 경제학부 교수, 전화: (063) 850-6277, E-mail: sung@wonkwang.ac.kr
논문투고일: 2003. 1. 15 수정일: 2003. 3. 25 게재확정일: 2003. 4. 18