

최근 유동성 과다현상의 원인과 정책과제*

백응기** · 함정호***

본 연구는 유동성을 나타내고 있는 다양한 범주의 지표들을 분석함으로써 유동성 과다에 관한 증거를 찾아보고 그 원인을 분석하였다. 유동성 과다를 확인하기 위해서 초과유동성, 금리격차, p^* , 근원인플레이션을 등의 네 가지 방법을 활용하였다. 분석결과 과다유동성이 나타났던 기간은 2001년 1분기부터 2002년 2분기까지 6분기로 추정되었다. 우리 나라의 자료를 활용한 실증분석에서는 실질금리의 하락이 민간신용을 크게 증가시켰던 원인으로 지적되었다. 마지막으로 과다유동성을 조절하기 위한 정책과제를 논의하였다. 신용순환 상승국면에서 지속가능한 수준 이상으로 자산가격이 상승하고 신용총량이 확대되는 금융불균형을 해소하고 이러한 불균형조정에 따른 경제적 비용을 최소화하기 위한 다양한 정책수단을 모색하였다. 구체적으로는 중앙은행과 감독당국의 유기적 협조체제 강화를 비롯하여 신축적 인플레이션 타게팅(flexible inflation targeting), 금리목표범위제(channel system), 그리고 자산지준제도(asset-based reserve requirement) 등의 도입 필요성과 가능성을 검토하였다.

핵심주제어: 과다유동성, 신용팽창, 금융불안정, 예금지준제도, 자산지준제도
경제학문헌목록 주제분류: E44, E52, E58

I. 서 론

최근 세계적인 저물가체제하에서 일반물가는 대체로 낮은 수준에서 안정되고 있는 가운데 저금리에 따른 유동성 확대가 금융시장의 불균형(financial imba-

* 본 연구는 한국은행 금융경제연구원의 지원으로 수행되었음. 본 논문의 내용은 필자들의 개인적 견해로서 한국은행의 공식견해와는 전혀 무관합니다. 본 논문의 개선을 위하여 유익한 조언을 해 주신 한국은행 금융경제연구원 세미나 참석자 여러분들께 감사드립니다.

** 상명대학교 경제통상학부 교수(제1저자), 전화: (02)2287-5190, 팩스: (02)396-6131, E-mail: egbaek@smu.ac.kr

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

논문투고일: 2003. 10. 20 수정일: 2003. 11. 15 게재확정일: 2003. 11. 30

ances)¹⁾을 심화시켜 금융안정을 위협하는 사례가 빈번하게 발생하고 있다.

우리 나라에서도 지난 2년간 금융계 일각에서는 유동성과 관련하여 많은 논의가 있었다. 지나치게 많이 풀린 돈이 부동산시장에 유입되어 버블을 생성했고, 그 결과 우리 경제의 안정성이 훼손되는 것이 아니냐는 논의가 있었지만 결론에 도달하지는 못했다.²⁾ 사실상 이 논의는 명제의 진위 여부도 중요하지만 명제를 구명하는 과정에서 검증되어야 할 제반 가설이나 정책대안들은 학문적으로나 정책적으로 중요한 의미를 가진다. 따라서 본 연구는 유동성에 관련된 논의를 좀더 논리적으로 그리고 심화·발전시키기 위해서 이 문제에 얽혀 있는 중요한 주제들을 몇 가지로 나누어 생각해 본다.

첫 번째는 유동성의 정의와 포괄범주에 관한 문제이다. 유동성을 명확하게 정의해야지만 시중에 공급된 유동성의 양을 정확히 측정할 수 있다. 금융기관 부채인 통화지표를 가지고 유동성을 정의하기도 하지만 금융기관의 자산인 신용으로 유동성을 정의하기도 한다. 통화지표로 유동성을 정의하는 경우 다양한 통화지표들이 항상 동일한 방향으로 변동하는 것은 아니며, 신용으로 유동성을 정의한다고 해서 여러 가지 신용지표들이 항상 같은 방향으로 움직이는 것도 아니다.³⁾ 따라서 유동성의 수준이나 변화방향에 관한 정보를 얻기 위해서 한 지표에만 의존하는 것은 좋지 않으며, 다양한 지표를 파악한 후에 정보를 종합하여 판단하는 것이 좋다. 본 연구는 본원통화, M2, M3 등의 다양한 통화지표 분석과 아울러 민간신용 및 국내신용 분석을 통해서 유동성의 수준과 변화방향을 종합적으로 파악한다.⁴⁾

1) 금융불균형이란 일반적으로 신용순환 상승국면에서 자산가격이 실물경제여건을 장기간 이탈하여 지속가능한 수준 이상으로 고평가되고 신용총량이 과도하게 확대되는 현상을 말한다.

2) 김동원·김기화(2003)는 ‘돈이 많이 풀렸다’의 표현에서 ‘돈’이 바로 유동성(liquidity) 또는 자금(fund)을 뜻한다고 정의하였으나 엄밀한 정의는 아니다. 유동성이란 현금과 교환될 수 있는 용이함을 뜻하기도 하지만, 본 연구에서는 유동적 특성을 지닌 금융자산이란 의미로 사용하기로 한다.

3) IMF는 통화금융통계를 작성함에 있어서 금융자산의 유동성의 정도에 따라 협의의 통화, 광의의 통화, 최광의의 통화 등 세 가지로 구분하고 있다. 자세한 내용은 장민·함정호(2000) 참조.

4) Goodfriend(2001)는 통화정책, 디스플레이션과 금융안정 간 관계분석의 기초가 바로 유동성이라고 생각하였다. 그렇기 때문에 유동성을 협의의 유동성, 광의의 유동성, 시장유동성으로 세분하였다. 협의의 유동성은 거래비용과 쇼핑시간을 감소시켜 주는 교환의 매개수단에 의해 제공되는 서비스; 광의의 유동성은 현금화의 용이성 정도에 따라 자산에 의해 제공되는 서비스(자산을 매각하던 외부금융을 받기 위한 담보로 제공하던 상관없음); 시장 유동성은 비교적 짧은 시간 내에 자산을 매각할 수 있는 용이성을 의미한다고 정의했다. 개념적으로는 유동성을 Goodfriend처럼 ‘서비스’로 정의할 수 있지만 이런 특성의 서비스

두 번째는 유동성의 과다공급 여부에 관한 문제이다. 시중에 공급된 유동성이 과다한지 아닌지를 판단하기 위해서는 당연히 적정유동성의 수준을 알아야 한다. 그렇지 않으면 현재 공급된 유동성의 과다 여부를 판단하기란 불가능하다. 경제가 성장할수록 유동성에 대한 수요는 증가하게 마련이므로 수요측면을 무시한 유동성의 과다 여부 판단은 의미가 없다. 이런 생각을 구현하기 위해서는 화폐시장이나 신용시장을 대상으로 계량경제학적 불균형모형을 작성하여 추정해야 한다. 이것은 유동성에 대한 수요함수와 공급함수를 동시에 추정한 후 두 함수값의 차이를 과다유동성의 대용변수로 활용하는 방식으로 이미 Baek (2002), Kim(1999) 등에 의해 실증분석에 응용된 바 있다. 이 추정방식은 경제이론과 구조를 잘 반영하여 과다유동성을 측정한다는 장점이 있지만, 모형작성과 추정과정이 복잡하기 때문에 과다유동성 여부를 수시로 판단하기 위한 목적에는 부적합하다. 본 연구에서는 불균형모형처럼 계량적으로 복잡하지 않으면서도 매월 데이터가 발표될 때마다 간단히 과다유동성 여부를 진단할 수 있는 몇 가지 방법을 사용하였다.

세 번째는 유동성이 과다공급되었다고 판명되었을 때 그 원인에 관한 분석이다. 이 문제는 매우 중요한데, 그것은 문제의 원인을 제대로 분석해야지만 올바른 처방을 내릴 수 있기 때문이다. 예를 들어, 2001년 이후 2년간 부동산가격이 크게 올랐을 때 일각에서는 부동산가격 급등의 주범을 저금리에 기인한 유동성의 과다공급으로 진단하고 금리인상을 강하게 주장한 적이 있다. 그렇지만 그것이 과연 타당한 추론이었던지는 엄밀한 분석을 통해 밝혀져야 한다.

어떤 실증분석이든 분석에 앞서 모형을 합리화시킬 수 있는 이론이 필요하다. VAR모형처럼 이론에 근거하지 않은 무이론적 접근법(atheoretical approach)도 있기는 하지만 어떤 현상에 대한 원인을 구조적으로 파악하기 위해서는 이론이 선행되어야 한다. 유동성 과다공급에 직접 관련된 연구로는 McKinnon and Pill(1996, 1997, 1998a, 1998b)의 과다차입모형을 제시할 수 있다.⁵⁾ 이 이론은 1997년도에 발생한 동아시아 외환위기를 설명하기 위해서도 활용되었다. 그러나 다른 동아시아 국가들의 경우처럼 McKinnon and Pill의 과다차입이론이 우리 나라에도 잘 적용될 수 있을지는 의문이다. 이러한 이슈들은 실증연구를 통해서 구명되어야 한다.

를 제공하는 금융자산의 양을 측정할 경우에는 주관적 판단이 개입될 우려가 많기 때문에 본 연구에 적합하지는 않다.

5) 과다차입이론은 차입자의 입장에서 과다유동성을 해석한 것이라고 볼 수 있다.

네 번째는 정책에 관련된 문제이다. 실증분석 결과 유동성이 과다공급되었다고 판단되면 통화당국은 적정수준으로 유동성을 수축하기 위해서 어떤 수단을 동원할 수 있는지 생각해 보아야 한다. 과다하게 공급된 유동성이 현행 통화정책 운영체계하에서 전통적 통화정책수단인 중앙은행 대출정책이나 지급준비정책, 또는 공개시장조작정책에 의해 효과적으로 조절될 수 있는지 연구해야 하며, 아울러 기존 정책의 시행에 따라 예상되는 부작용이나 문제점 등을 사전에 충분히 검토해야 한다.

마지막으로 기존의 통화정책수단이 과다유동성을 수축하는 데 그리 효과적이지 않다면 어떤 대안을 고려할 수 있는지도 생각해 보아야 한다. 1990년대 이후 금융개혁과 금융혁신이 급속히 진전되면서 중앙은행의 기존 정책수단의 유효성도 크게 저하하였다. 이러한 현상은 비단 우리 나라에 국한된 것이라기보다는 세계적인 현상이다. 우리 나라에서는 1997년 말에 발생한 외환 및 금융위기 이후 금융산업 구조조정을 겪으면서 금융산업 전체에서 은행이 차지하는 자산비중이 오히려 증가하는 현상이 나타나기도 했지만, 중·장기적으로는 미국이나 유럽처럼 은행의 자산비중이 크게 줄어들 것이다. 따라서 우리도 은행 및 비은행 금융기관을 포괄하는 금융산업 전체의 유동성을 조절하는 데 효과적인 정책대안들을 검토할 필요가 있다.

본 연구는 유동성과 관련된 위의 다섯 가지 문제들을 검토함으로써 중앙은행의 통화신용정책수단의 유효성을 제고하는 데 근본목적이 있다. 논의는 다음 순서로 진행한다. 먼저 제Ⅱ절에서는 유동성을 정의하고 그 포괄범주에 관하여 설명한다. 또한 최근의 유동성 추이를 살펴본 후 과다 여부를 판별한다. 제Ⅲ절은 과다유동성의 원인에 관한 실증분석으로 여기에서는 월별 자료를 이용한 벡터자기회귀모형을 추정한다. 모형의 추정기간은 1991년 1월부터 2003년 6월까지로 하되 외환위기를 전후한 구조변화를 고려하여 1991년부터 1997년까지의 기간과 1998년부터 2003년 6월까지의 기간을 구분하였다. 유동성 변수로는 예금기관의 국내신용과 금융기관의 국내신용을 활용하였으며, 실질이자율, 인플레이션을 및 산업생산지수를 모형에 추가함으로써 4변수 VAR모형을 구성하였다. 이어서 제Ⅳ절에서는 유동성 조절을 위한 통화정책수단의 개선과제를 논의한다. 구체적으로는 최근 변화하고 있는 선진국의 지급준비제도와 중앙은행 대출제도의 방향을 알아본 후, 우리 나라의 통화정책수단과 문제점에 관해 살펴본다. 아울러 선진국의 제도변화에 비추어 본 우리 나라 통화정책수단의 개선방향에 관해 간단히 논의한 후 제Ⅴ절에서 결론을 맺는다.

II. 유동성의 변화와 과다유동성⁶⁾의 판별

1. 유동성의 정의와 측정

금융자산의 유동성이란 원하는 시기에 정해진 명목가격으로 현금과 교환될 수 있는 용이성을 말한다. 교환에 시간이 많이 걸릴수록, 명목가치의 손실이 클수록, 비용이 들수록 비유동적인 자산이 된다. 따라서 현금과 요구불예금은 완전한 유동성이 있는 금융자산이라고 할 수 있지만 다른 금융자산은 이보다는 덜 유동적이다. 본 연구에서는 이와 같은 유동적 특성이 있는 금융자산을 포괄하여 유동성이라는 개념으로 사용하고 있다. 그렇다면 우리가 유동성이 과잉공급되었다고 말할 때는 어떤 자산이 여기에 포함되는가?

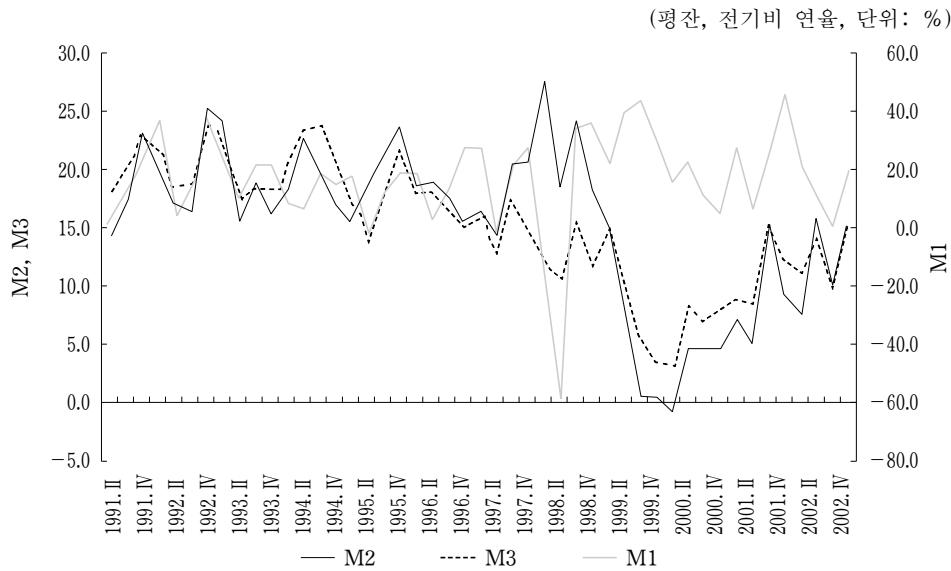
가장 간편한 방법은 금융기관의 부채인 통화지표를 가지고 유동성을 파악하는 것이다. 이 방법에 따르면 어떤 통화지표를 사용하느냐에 따라 유동성의 수준과 변동성이 달라진다.⁷⁾ 한국은행이 작성하여 발표하는 통화지표는 크게 세 가지로 협의통화(M1), 광의통화(M2), 총유동성(M3) 등이 있다.⁸⁾ 유동성은 스톡 개념으로 수준 자체가 중요한 의미를 갖지만 변화방향에 관한 구체적인 정보를 얻기 위해 <그림 1>에 각 지표의 증가율을 그래프로 표시하였다.

M2와 M3는 1997년 말부터 1998년 초의 기간을 제외하면 변화방향에 있어서 큰 차이를 보이지 않는다. 외환위기 이후 크게 둔화하기 시작한 M2, M3 증가율은 2000년 1분기에 바닥을 찍고, 2000년 2분기부터 회복하기 시작하여 2002년 4분기에는 외환위기 이전의 증가율로 되돌아갔다. 이와는 달리 M1 증가율은 1998년 상반기에 일시적으로 크게 둔화하기는 하였으나 2분기 만에 예전의 증가율 수준을 회복했으며, 1998년 3분기 이후 큰 추세적 변화를 보이지는 않았다. 이것은 M1에는 포함되지 않지만 M2, M3에는 포함되는 유동성이 떨어지는 금융자산의 증가율이 크게 변동했기 때문이다. 외환위기 이후 통화정책의 참고지표로 활용되는 M2, M3를 기준으로 본다면 2000년 2분기부터는 유동성

6) 본 연구의 목적이 최근 유동성의 과다현상을 분석하는 것이기 때문에 외환위기 직후인 1998년부터 경제변수의 움직임에 관심을 갖기로 한다.

7) 여기서의 변동성이란 시계열 변동의 방향과 진폭 등에 관한 정보를 말한다.

8) M1=현금통화+요구불예금 및 수시입출식 저축성예금, M2=M1+기간물 예·적금 및 부금+시장형금융상품+금융채+기타, M3=현금통화+은행 및 비은행금융기관 예수금+금융채+상업어음매출+양도성예금증서+환매조건부채권매도+표지어음. 대상금융기관과 금융상품의 자세한 내역에 대해서는 『조사통계월보』의 정의를 참조.



자료: 한국은행, 경제통계DB.

〈그림 1〉 M1, M2, M3 증가율

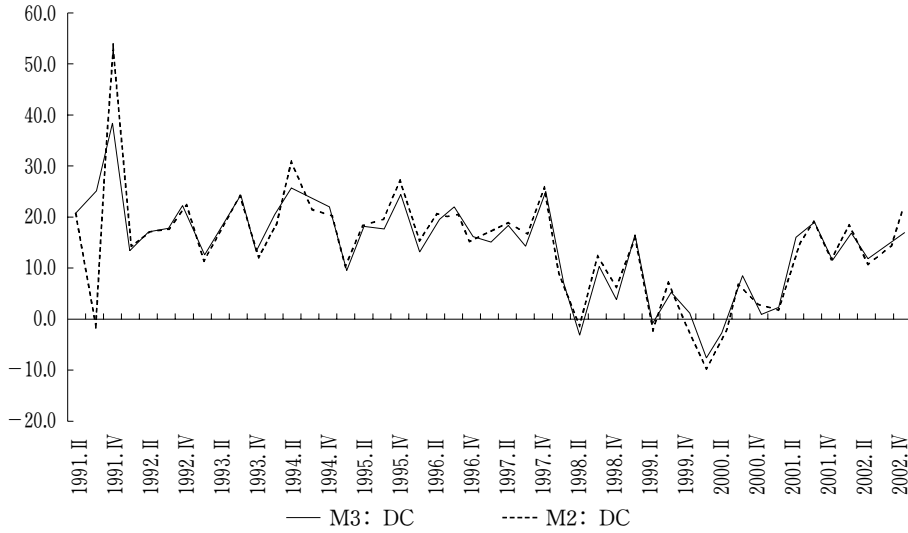
공급이 가속되었다고 할 수 있다. 그럼에도 불구하고 유동성의 수준이 과다공급상태에 있었는지는 〈그림 1〉만으로는 말하기 어렵다.

유동성을 금융기관의 자산측면에서 파악한다면 부채측면의 분석에서 얻지 못하는 새로운 정보를 추가할 수 있다. 그것은 자산측면에는 금융기관이 부채를 어떻게 운용하는지에 관한 정보가 포함되어 있기 때문이다. 〈그림 2〉와 〈그림 3〉은 예금취급기관(M2계정)과 금융기관(M3계정)에 대한 국내신용과 국내민간신용의 변화추이이다.⁹⁾ 두 그림은 자산측면에서 파악한 유동성의 움직임이 부채측면에서 파악한 유동성 변동과 크게 다르지 않음을 확인해 주고 있다. 또한 예금취급기관과 기타 예금취급기관의 민간신용과 국내신용 변화에 거의 차이가 없다는 점도 특징적이다.

국내신용 증가율은 외환위기 직후인 1998년 1분기부터 급속히 둔화하여 감소세를 보이기도 했으나, 2000년 3분기부터 회복세를 보이기 시작하여 2002년 말에는 외환위기 이전 수준을 회복했다. 국내신용에서 정부신용을 제외한 국내민간신용의 증가율도 국내신용과 거의 유사한 추세를 가지고 있음을 〈그림 3〉에서 알 수 있다. 국내금융기관의 신용증가율로 파악한 유동성은 통화지표 증

9) 〈그림 2〉와 〈그림 3〉은 예금취급기관 개관표와 금융개관표의 통계를 사용했으며, 모든 신용지표는 말잔기준임.

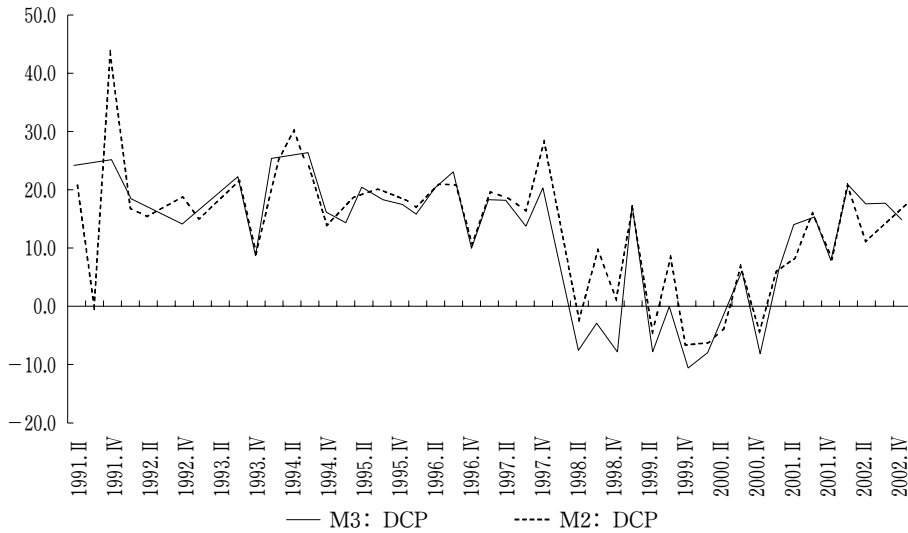
(말잔, 전기비 연율, 단위: %)



자료: 한국은행, 경제통계DB.

<그림 2> 국내신용 증가율

(말잔, 전기비 연율, 단위: %)



자료: 한국은행, 경제통계DB.

<그림 3> 국내민간신용 증가율

가율로 파악한 유동성과 마찬가지로 2000년 3분기부터 증가속도가 가속되어 뚜렷한 상향추세를 가지고 있다.

2. 과다유동성의 판별

본 항에서는 유동성의 과다공급 여부에 관해 논의한다. 앞 항에서 관찰했듯이 2000년 2분기부터 유동성과 관련한 각종 지표의 증가율이 지속적으로 높아졌다고 해서 반드시 유동성이 과다공급되었다고는 말하기 어렵다. 그것은 같은 기간중 경제규모의 확대에 인하여 유동성에 대한 수요가 증가했을 가능성이 있기 때문이다.¹⁰⁾ 예를 들어, 초기 상태가 유동성에 대한 수요와 공급을 이룬 균형이었다고 가정하자. 만약 명목소득이 10% 증가하였고 그 결과 유동성에 대한 수요증가에 부응하여 유동성이 10% 늘어났다면 유동성이 과잉공급된 것은 아니다. 그러나 명목소득과 유동성에 대한 수요증가가 전혀 없었음에도 불구하고 유동성 공급이 10% 늘어났다면 유동성이 과다공급되었다고 할 수 있다. 중요한 사실은 유동성의 과다 여부를 판단하기 위해서는 유동성과 실물경제활동을 상호 비교할 필요가 있다는 점이다. 그렇다면 어떤 방법으로 스톡변수인 유동성과 플로변수인 실물경제활동을 비교할 수 있을까?

한국은행(1997)은 유동성의 수준을 평가하는 방법에 관한 자료를 발간하였다. 동 자료는 초과유동성(excess liquidity), 가중통화지표(divisia index), 장·단기 금리차이(interest rate term structure), 통화상황지수(MCI), 통화팽창지수(MTI), p^* , 근원인플레이션율(core inflation rate) 등 여러 가지 방법을 적용함으로써 유동성의 과다공급 여부를 판별할 수 있다고 설명하였다. 본 연구는 이 중에서 비교적 계산과정이 간편한 초과유동성, 장·단기 금리차이, p^* 및 근원인플레이션율을 계산함으로써 과다유동성 여부를 판별하기로 한다. 이런 다양한 방법을 통해 본 항은 2000년 2분기 이후의 유동성 과다공급에 관한 증거를 발견하는데 연구의 초점을 맞춘다.

(1) 초과유동성

한국은행(1997)이 실물경제활동에 비하여 유동성이 과도하게 공급되어 있는 부분을 초과유동성이라고 정의한 부분은 본 연구에서 지칭하는 과다유동성의

10) 과다유동성이란 유동성에 대한 수요를 초과해서 공급되는 부분으로 정의한다. 이에 반해서 적정유동성이란 유동성에 대한 수요에 부응해서 공급되는 유동성으로 정의한다.

개념과 동일하다. 한국은행의 초과유동성 개념은 증가율을 가지고 상태를 파악하는데, 그것은 적절한 유동성의 절대수준을 산정하기 어렵기 때문이다. 즉, 초과유동성 증가율 = 통화유통량 증가율 - 실물경제활동(또는 경상GDP) 증가율이 된다. 여기서 통화유통량은 스톡이 아닌 플로변수이다. 스톡개념의 통화지표 대신 플로개념의 통화유통량을 사용한 것은 이 변수가 경제주체의 지출행태에 관한 정보를 포함하고 있어서 시중자금사정의 판단에 더 적합하다고 보았기 때문이다. 초과유동성이 양(음)의 값을 보이거나 일정 기간 동안 상승(하락)하면 유동성이 실물경제 확대속도보다 빠르게(느리게) 증가함으로써 상대적으로 풍부(부족)하다는 것을 나타낸다.

실증분석을 위해 총통화량과 거래유통속도의 곱으로 통화유통량을 정의하면 초과유동성을 쉽게 계산할 수 있다. 여기서는 예금회전율을 거래유통속도의 대용변수로 활용하였다.¹¹⁾ 또한 통화유통량은 경상GDP에 비해 빠르게 증가하기 때문에 표준화 과정을 거쳐 통화유통량 증가율과 경상GDP 증가율의 변동폭을 조정하였으며, 1998년 외환위기 이후의 구조변화를 반영하기 위하여 1997년 이전과 이후의 표준화 과정을 별도로 작업하여 연결시켰다.¹²⁾

〈그림 4〉는 이와 같은 방식으로 계산한 초과유동성의 추이를 나타내고 있다.¹³⁾ 이 그래프는 〈그림 1〉~〈그림 3〉이 보여 주고 있는 유동성 증가율과는 다른 정보를 가지고 있다. 초과유동성의 정의상 그래프가 의미하고 있는 증가율이 음인 구간은 실물경제활동에 비해 유동성이 상대적으로 부족했던 구간을 말하고 있으며, 양인 구간은 그와 반대로 실물경제활동에 비해 유동성이 풍부했던 구간을 표시하고 있다. 따라서 위기 직후인 1998년 4분기부터 1999년 2분기까지는 실물경제활동에 비해서 유동성 공급이 상대적으로 풍부했으나 그 이후부터 2000년 4분기까지는 유동성이 부족했다고 해석할 수 있다.¹⁴⁾ 이와 같은

11) 통화유통량은 (현금통화+요구불예금)×요구불예금 회전율+저축성예금×저축성예금 회전율에 의해 계산했다.

12) 표준화 과정은 각 기간의 평균값을 제한 후 표준편차로 나누어 주었다. 그러나 한국은행(1997)과 같이 각 변수 증가율의 절대값 평균이 1이 되도록 표준화해도 그래프상의 변화는 거의 없었다. 또한 통화지표를 M2 대신 M3를 사용하고 준통화에 대해서 저축성예금 회전율을 적용하여도 〈그림 4〉의 결과와 큰 차이가 없었다.

13) 전기비 증가율은 전년 동기비 증가율에 비해 변동성이 크게 나타난다. 그러나 전기비는 전년 동기비 증가율보다 변수변동에 대한 정보를 빨리 얻을 수 있다는 장점이 있다.

14) 1998년 4분기부터 1999년 2분기까지 유동성이 풍부하게 공급되었다는 해석은 신용경색에 관련된 문헌과 상반되는 결과이다. 함정호·정홍백(2000)은 외환위기의 충격과 함께 이를 극복하기 위한 IMF협약에 따른 금융긴축정책의 시행, 광범위한 기업 및 금융구조조정 등으로 인하여 경기침체가 심화되는 가운데 심각한 신용경색현상이 나타났다고 지적하였다. 신용경색과 관련이 깊은 민간신용과 민간대출금 증가율은 이 시기에 급격히

(단위: %)



자료: 한국은행, 경제통계DB.

〈그림 4〉 초과유동성

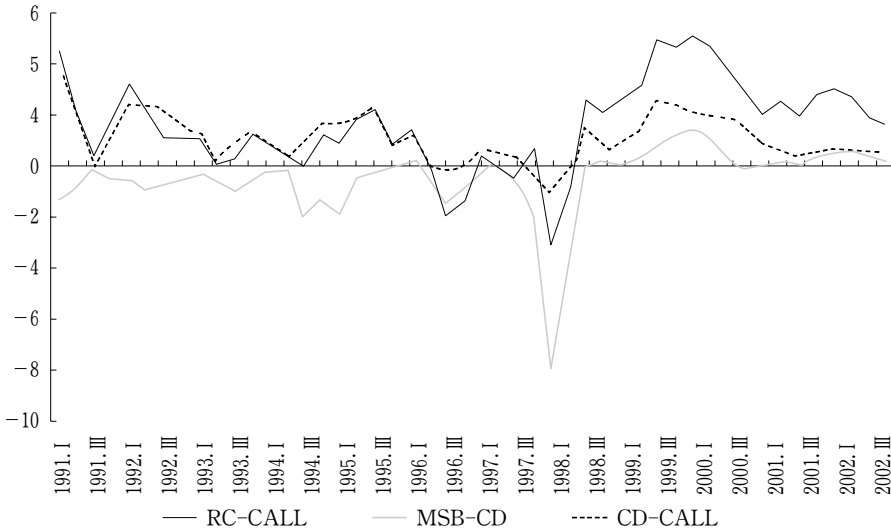
유동성 부족은 2001년부터 해소되기 시작했으며, 2002년 상반기까지는 초과유동성 상태를 보이고 있다. 이 정보는 단순히 통화지표나 신용지표의 증가율이 내포하고 있는 정보와는 달리 실물경제활동에 대한 신용의 상대적 비교이기 때문에 과다유동성에 대한 의미를 부여할 수 있다. 통화지표와 신용지표의 증가율이 2000년 2~3분기부터 플러스로 돌아서거나 가속되었던 반면에 초과유동성의 분석에 의하면 과다유동성의 징후는 2001년에 들어서야 나타나기 시작한 셈이다.

(2) 장·단기 금리차이

장·단기 금리격차를 이용함으로써 유동성의 과다 여부를 측정하는 방법은 금리격차가 유동성 프리미엄 외에 장래의 인플레이션에 관한 정보를 포함하고 있다는 사실에 착안하고 있다. 즉, 이 방법은 유동성 수준을 직접 측정하기보다는 각종 금리지표에 숨어 있는 유동성에 관련된 정보를 간접적으로 추출하는 것이다. 실질금리는 실물경제의 자본수익률 개념으로 장·단기에 걸쳐 큰 변화가 없

하락하거나 감소세를 보였다. 그럼에도 불구하고 M2나 M3 등의 통화지표 증가율은 완만히 둔화된 반면에 예금회전은 큰 차이를 보이지 않음으로써 급락한 실물경제활동에 비해 통화총량은 상대적으로 여유가 있었다.

(단위: %)



자료: 한국은행, 경제통계DB.

〈그림 5〉 금리격차

는 것이 일반적이므로 장·단기 명목금리격차는 대략 장·단기 기대인플레이션의 격차와 같아진다.¹⁵⁾ 따라서 장·단기 금리격차가 양의 방향으로 확대되면(또는 음의 방향으로 축소되면) 이는 금융기조의 완화, 반대로 양의 방향으로 금리격차가 축소되면(또는 음의 방향으로 확대되면) 인플레이션의 하락을 예상한 결과이므로 이는 금융기조의 긴축이라는 해석이 가능하다. 유동성 수준과 관련해서는 절대적인 평가를 내리기 어려우나 예상인플레이션의 변동원인이 주로 예상되는 유동성 사정의 변화에 기인한다고 하면 금리격차의 확대는 곧 예상되는 유동성의 풍족함을 의미한다고 볼 수 있다.¹⁶⁾

〈그림 5〉는 회사채 유통수익률(RC, 3년물 우량채), 통화안정증권(MSB, 364일물), 양도성예금증서 유통수익률(CD, 91일), 콜금리(CALL, 1일물) 등 네 종류의 장·단기 금리를 이용하여 계산한 금리격차이다. 그래프에서 계산한 세 가지의 금리격차가 가지고 있는 수준을 무시하면 변동방향은 대략 일치한다. 특히 4단

15) 1990년대 우리나라의 실질금리는 5~10% 사이에서 등락을 거듭했으나 1999년 7월 9.6%를 정점으로 하락하기 시작해서 2003년 6월 현재는 1%대에 머물고 있다. 이런 점 때문에 장·단기 금리격차를 이용해서 과다유동성 여부를 판단하는 것은 문제가 있다. 그럼에도 불구하고 다른 지표와 병행해서 과다유동성 여부를 판별하는 것은 충분히 의미가 있다.

16) 이런 의미에서 금리격차의 확대는 현재 유동성의 확장이라기보다는 미래 유동성의 확장이라고 해석하는 편이 좋다. 따라서 실제 유동성에 대해서는 선행성이 있다.

계 금리자유화가 완료된 1997년 이후에는 더욱 그러한 경향이 보인다. 1998년 하반기부터 양의 값으로 돌아선 장·단기 금리격차는 점점 더 벌어지기 시작해서 2000년 1분기에 가장 커졌다. 그 이후 2001년 1분기까지는 금리격차가 다소 줄어들기는 했으나 2분기부터는 확대되기 시작해 2002년 2분기까지의 기간 중에는 격차가 점점 커졌다. 종합하면 금융위기 이후 1998년부터 2000년 1분기의 기간과 2001년 2분기부터 2002년 2분기중에는 금리격차가 확대되었으며, 이러한 현상은 향후 예상되는 풍부한 유동성을 반영한 것이라고 할 수 있다.¹⁷⁾

(3) p^* 모형

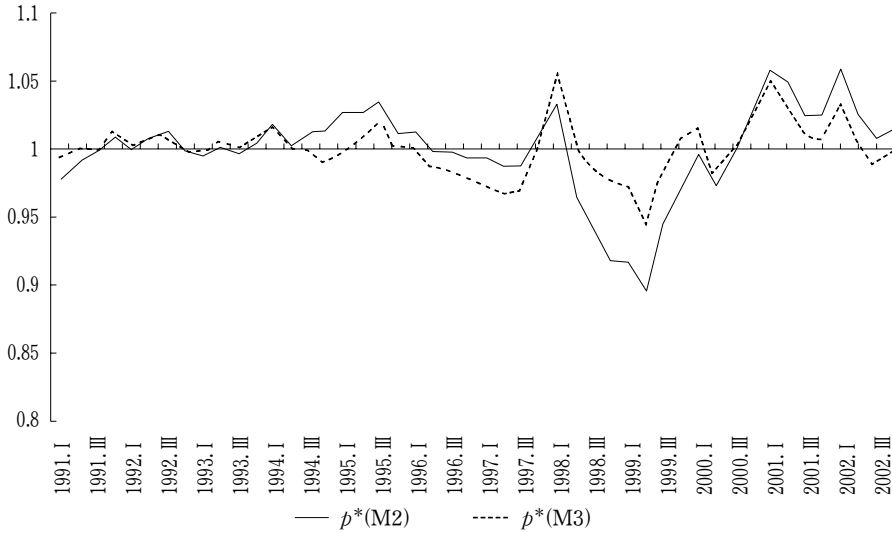
p^* 는 금리격차와 비슷한 아이디어이지만 예상되는 인플레이션의 변동을 측정함으로써 유동성에 관한 정보를 추출하는 지표이다. p^* 는 실제물가(P)와 잠재물가(P^*)의 비율인 P/P^* 로 계산한다. 그런데 P^* 는 잠재실질GDP(Y^*)와 장기적 통화유통속도(V^*)가 균형상태에 있을 때 통화공급수준에 의해 결정되는 물가수준이다.¹⁸⁾ 따라서 유동성에 관한 정보를 가지고 있는 p^* 는 향후 물가상승 압력을 나타내는 지표로 활용가능하다. 즉, p^* 가 1보다 크면 현재의 통화량이 잠재 GDP 생산에 필요한 수준보다 더 많이 공급되고 있어 향후 물가상승 압력이 커질 것임을 예고하고 있으며, 1보다 작으면 그 반대가 된다.

〈그림 6〉에는 M2와 M3를 이용한 두 가지 종류의 p^* 가 표시되어 있다. p^* 를 이용한 과다유동성 분석은 초과유동성 지표나 장·단기 금리지표에 비해서 유동성에 관한 명확한 결과를 제시해 주고 있다. M2를 이용한 p^* 값은 외환위기 직후인 1998년 2분기부터 1보다 작아져서 2000년 3분기까지 그 상태가 지속된다. 그러나 2000년 4분기부터 2002년 말까지 p^* 값은 1보다 커진다. M3를 이용한 p^* 분석도 비슷한 추세를 보이지만, 1보다 큰 상태가 2002년 2분기까지만 유지되었다는 점에서 차이가 있다. p^* 의 움직임으로부터 과다유동성에 관한 정보를 추출한다면 M2나 M3를 이용한 p^* 의 값이 모두 1보다 큰 2000년 4분기부터 2002년 2분기까지의 기간중에 과다유동성이 나타났다는 해석이 가능하다.

17) 〈그림 4〉와 〈그림 5〉에서 1997년 이후 두 그래프의 추이가 비슷하다는 사실이 흥미롭다. 이런 현상은 2001년 1분기 또는 2분기 이후부터 과다유동성에 대한 징후가 여러 지표에서 발견되고 있음을 시사한다.

18) P^* 는 원래 미국 연준의 Hallman, Porter, Small 등이 현재의 통화공급수준이 향후 소비자 물가에 어느 정도의 영향을 미치는가를 측정할 목적으로 1989년에 개발한 인플레이션 압력 판단지표이다.

(단위: %)



주: P* 계산시 필요한 V* 및 Y*는 HP필터를 이용하였음.
 자료: 한국은행, 경제통계DB.

〈그림 6〉 P*

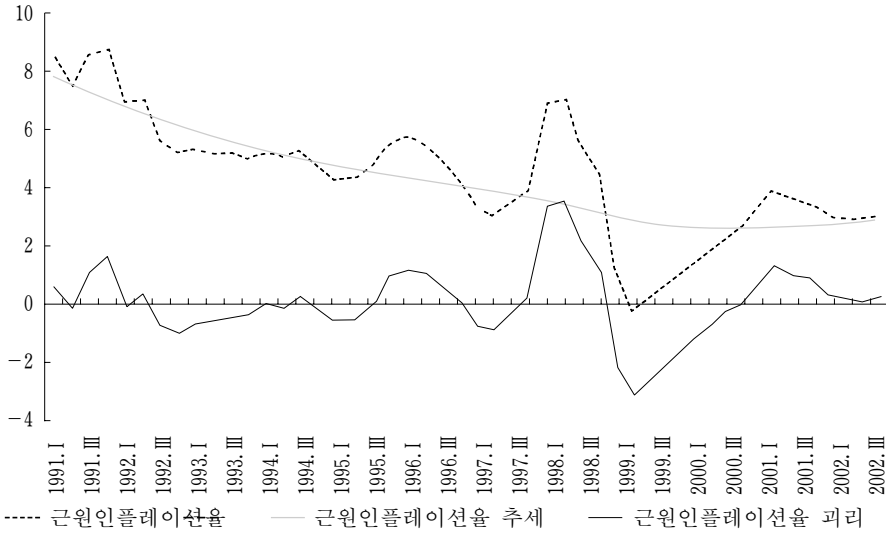
(4) 근원인플레이션율

마지막으로 근원인플레이션율을 이용하여 유동성 사정을 가늠해 볼 수도 있다. 근원인플레이션율은 소비자물가에 일시적인 영향을 미치는 에너지가격, 수입물가, 농수산물가격 및 공공요금 등 공급측 요인을 제거하고 순수히 통화적 요인에 의해서만 설명될 수 있는 기초적 물가상승률이다. 〈그림 7〉에는 근원인플레이션율과 그 추세치가 있다.¹⁹⁾ 1990년대부터 나타나기 시작한 물가안정세 때문에 근원인플레이션율 역시 추세적으로 안정되고 있으며, 길고 짧은 혼합점선으로 표시된 추세치가 그 사실을 확인해 주고 있다. 따라서 근원인플레이션율을 통하여 유동성 사정을 판단하기 위해서는 추세를 제거한 후의 자료를 검토해야 한다.

추세치를 제거한 근원인플레이션율을 근원인플레이션율 괴리라고 부르는데, 이 지표가 과다유동성에 관한 정보를 보유하고 있다. 동 자료에 의하면 외환위기 이후 근원인플레이션 괴리는 1999년 1분기부터 2000년 4분기까지 마이너스 값

19) 여기서는 근원인플레이션율을 추정하는 대신 통계청이 매월 발표하고 있는 농산물 및 석유류를 제외한 소비자물가지수의 증가율을 대신 사용하였다.

(단위: %)



주: 추세치 계산에는 HP필터를 이용하였음.

자료: 통계청, 농산물 및 석유류 제외 소비자물가지수.

〈그림 7〉 근원인플레이션율과 추세치

〈표 1〉 각종 지표에 따른 외환위기 이후 과다유동성의 판별 결과

	초과유동성	장·단기 금리격차	p^* (M2 기준)	근원인플레이션
과다유동성 기간	2001:I~2002:II	2000:I~2002:II	2000:IV~2002:IV	2001:I~2002:IV

을 가졌으나 2001년 1분기부터 2002년 말까지 모두 플러스 값을 가지고 있다. 과다유동성과 관련해서는 바로 이 기간이 유동성 공급이 많이 되었던 기간으로 해석할 수 있다. 또한 근원인플레이션율 괴리도 다른 지표들처럼 2002년 하반기에는 완만하게 하락하는 모습을 보여 주고 있다는 점이 흥미롭다.

외환위기 이후의 과다유동성 여부를 판단하기 위해서 본 절에서는 한국은행(1997)이 제시한 여러 가지 방법 중에서 초과유동성, 금리격차, p^* , 근원인플레이션율 등 네 가지 방법을 활용해 보았다. 모든 분석을 종합한 결과는 〈표 1〉에 나타나 있다. 네 가지 방식이 모두 똑같은 과다유동성의 기간을 추정하고 있지는 않지만, 2001년 1분기부터 2002년 2분기까지의 6분기를 공통된 기간으로 제시하고 있다. 추후 자세히 살펴보겠지만 이 기간은 가계신용이 급증하고 주택매매가격을 비롯한 부동산가격이 급등했던 기간과 일치한다. 지금까지의 실증분석 결과만 가지고 보면 주택매매가격의 급등원인이 가계신용 급증 등에

따른 과다유동성 때문이라는 주장을 부인하기는 어렵다.²⁰⁾ 유동성이 과다하게 풀린 원인에 관해서는 다음 절에서 논의한다.

III. 유동성 과다의 원인

본 절에서는 과다유동성의 원인을 분석한다. 유동성 과다에 관한 이론으로는 McKinnon and Pill(1996, 1997, 1998a, 1998b)의 과다차입이론이 있다.²¹⁾ 이 모형에서 과다차입에 따른 유동성 과잉현상이 발생하게 되는 근본원인은 경제개방과 자유화 등의 개혁프로그램 추진과정에서 나타나는 금융제도의 변화와 금융기관과 민간 간에 존재하는 정보의 비대칭성 때문이다. 개도국들은 과감한 개혁과 자유화 프로그램을 추진하는 시기에 해외에서 일시적으로 과다한 차입을 하지만 영구적으로 차입을 지속하지는 못한다. 역사적으로 볼 때 개도국들에 대한 자본유입이 한동안 러시를 이루기도 했지만 그 후에는 개도국들이 자금의 급격한 해외이탈, 자산가격의 급락 및 심각한 경기침체를 겪었음을 상기할 때 영구적으로 차입을 증가시키는 것이 불가능함을 알 수 있다. 칠레는 1970년대 중반에 자유무역정책, 민영화 정책 및 국내산업의 규제완화정책을 시행하여 1981년까지 해외로부터 대규모의 자본이 유입되었으나 1982~1983년에는 경제침체와 금융위기를 맞았다. 멕시코도 1988년 이후에 실물부문의 포괄적인 개혁을 수행함에 따라 해외로부터 대규모의 자본이 유입되었지만 1994년 12월에 금융위기와 경기침체를 경험하면서 자본이탈이 잇따랐다. 아르헨티나 역시 자본의 과다차입 이후 극심한 경기침체에 직면한 적이 있다.

중남미 국가에 나타났던 이러한 양상은 개도국에만 한정된 것은 아니었다. 1970년대에 높은 인플레이션과 정부개입에 의한 비효율성 때문에 낮은 생산성을 보였던 영국은 1980년대 초 대처 정부의 산업구조조정과 재정강화정책을 성공적으로 시행했다. 그 결과 낙관적인 영국 경제전망에 따라 대규모의 자본이 영국으로 유입되었으며, 이는 곧바로 영국민들의 소비를 증대시켰고, 1980년대 말에 이르러서는 주거지와 상업지를 중심으로 부동산 투기붐을 발생시켰다. 이와 같이 활발했던 해외자본 유입의 열기는 1990년대 초반에 들어와서 완전히 식

20) 이 문제는 대단히 중요하기는 하지만 본 연구의 관점과는 거리가 있으므로 후속 연구과제에서 다룰 계획이다.

21) 이 이론에 관한 자세한 소개는 백웅기·함정호(2003)를 참조하기 바람.

어버렸다.²²⁾ 그렇지만 개혁을 추진했던 국가들이 모두 실패로 끝난 것은 아니다.

McKinnon and Pill(1998a)에서는 금융기관이 환위험이나 신용위험에 과다노출됨으로써 채무불이행상태가 되었을 때 정부가 구제해 줄 것이라는 믿음, 곧 도덕적 해이 때문에 위험이 높은 투자프로젝트에 대출을 쉽게 해 주는 경향을 보인다.²³⁾ 이 모형을 활용하면 개도국 경제가 왜 과다차입을 통한 호황과 시스템 붕괴를 반복하는지 잘 보여 준다. 금융시스템이 원활하게 작동한다면 경제를 개방시키고 구조개혁을 추진함으로써 기업과 가계가 개방 이전보다 더 높은 복지 수준에 도달한다. 그러나 금융기관이 도덕적 해이를 이용하거나 신용조건을 느슨하게 적용한다면 유동성이 과다하게 공급되는 결과가 초래된다. 따라서 금융감독당국은 이런 사태가 발생하지 않도록 금융기관을 철저히 감독해야 한다.

1. 가계신용, 산업별 대출, 물가, 자산가격의 최근 동향²⁴⁾

McKinnon and Pill의 과다차입모형은 과다차입의 근본책임을 금융기관에 돌리지만, 금융기관의 행태를 적절히 모형화하지 않는 한 실증분석을 통하여 이에 관한 증거를 찾기는 어렵다. 우리 나라에서도 지난 2년간 가계부문을 중심으로 과다차입이 발생하였다. 차입자의 향후 소득신장률이 차입이자율보다 높아서 원리금상환에 전혀 문제가 없다면 차입에 따른 문제가 발생하지 않겠지만, 차입자의 현재와 장래 소득을 무시한 무리한 대출은 부실채권으로 전락할 가능성이 매우 높다.

〈그림 8〉은 우리 나라 가계신용 증가율을 보여 주고 있다. 가계신용은 가계대출과 판매신용으로 구성되는데, 가계대출의 비중이 훨씬 크기 때문에 가계대출 추세와 거의 유사하다. 가계신용은 외환위기가 발생했던 1997년에 20.9% 증가했는데, 위기의 영향으로 1998년에는 -13.0%나 감소했다. 1999년 1분기부터 다시 증가하기 시작한 가계신용은 2000년부터 2003년 초까지 3년 연속 1997년

22) McKinnon and Pill(1997)은 인도네시아, 말레이시아, 태국이 GNP의 5~8%에 달하는 경상수지 적자를 가지고 있으며 멕시코의 위기 직전 상황과 유사했으나 멕시코나 칠레식의 위기가 없었다고 지적하였다. 그러나 이 논문을 발표한 직후 동아시아에 외환위기가 발생하자 이 현상을 설명하기 위해서 곧바로 McKinnon and Pill(1998a, b)의 모형을 만들었다.

23) 신용위험은 금융기관의 낙관적 신호가 생성하며, 환위험은 국내투자를 위해 해외에서 차입하는 외환에 대해 오픈포지션을 취할 때 생성된다.

24) 가계신용과 물가 및 자산가격 간의 관계분석은 흥미로운 주제이나 본 연구의 범위를 넘어서기 때문에 후속 연구로 미룬다. 그러나 과도한 가계신용이 최근 문제가 되었고, 이것이 과다유동성을 발생시킬 수 있는 가능성이 있기 때문에 본 항에서는 이 문제에 초점을 맞추었다.

(전기비 연율, 단위: %)



자료: 한국은행, 경제통계DB.

〈그림 8〉 가계신용 증가율

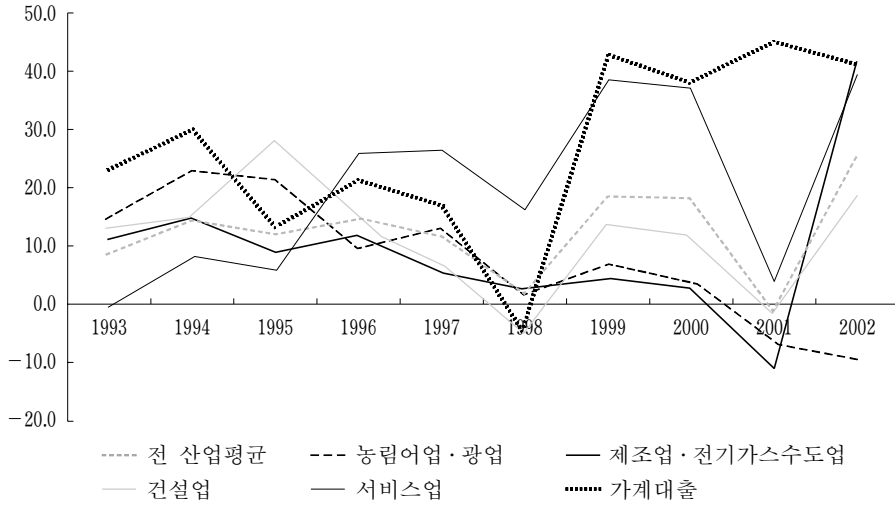
도의 증가율을 상회했다.²⁵⁾ 판매신용은 가계대출이나 가계신용에 비해서 더 큰 변동성을 보이기는 했으나 추세적으로는 유사한 모습을 보였다.

가계신용은 26.8%의 증가율을 기록한 1999년 4분기 이후 가계대출을 중심으로 크게 증가하였는데, 산업별 평균대출금의 증가율은 가계대출 증가율에 훨씬 못 미쳤다. 〈그림 9〉는 예금은행의 산업별 대출금 증가율을 표시하고 있다.²⁶⁾ 예금은행의 산업별 대출금통계에 의하면 서비스업만이 전산업 대출금 증가율의 평균을 넘을 뿐 기타 산업에 대한 대출금 증가율 실적은 매우 저조하였다.²⁷⁾

1999년부터 4분기부터 가계신용이 크게 증가했음에도 불구하고 〈그림 10〉의 물가상승률은 2000년 3분기와 2001년 1분기의 일시적 변동을 제외하면 상당히 안정된 모습을 보였다. 1999년도에 0.8%에 그쳤던 물가상승률은 2000년도

25) 이 기간중의 가계신용 증가율은 24.7%, 28.0%, 28.5%로 계속 높아졌다. 이와 같은 가계신용의 증가속도는 동 기간 M2, M3 증가율의 두 배가 넘는다. 높은 가계신용 증가율에도 불구하고 통화지표는 외환위기 이전에 비해서 비교적 안정적인 증가세를 유지했다.
 26) 이런 현상은 비은행 금융기관의 산업별 대출금 증가율 추이에서도 나타난다. 외환위기 이후에 금융기관에 대한 구조조정이 대대적으로 진행되는 과정에서 비은행 금융기관의 대출금이 위기 이전에 비해 감소하는 현상을 보였다. 그럼에도 불구하고 가계대출은 타 산업에 비해서 감소율이 낮거나 증가율이 상대적으로 높았다.
 27) 외환위기 발생 이후 건설업에 대한 대출금 증가율은 평균에 미치지 못했으나 2002년에는 크게 증가하여 전체 평균을 웃돌고 있다.

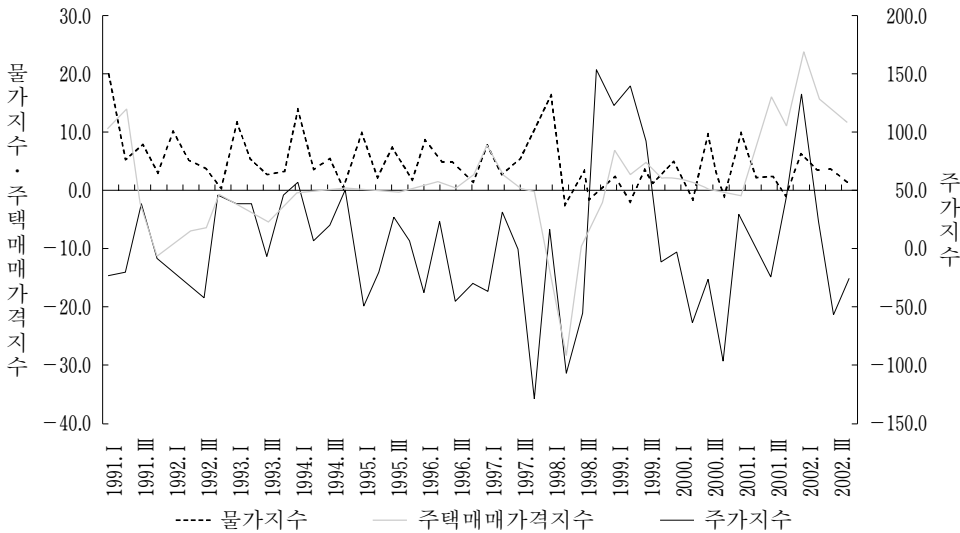
(단위: %)



자료: 한국은행, 경제통계DB.

〈그림 9〉 예금은행 산업별 대출금 증가율

(전기비 연율, 단위: %)



자료: 국민은행, 한국증권거래소, 통계청의 통계DB.

〈그림 10〉 물가, 주택매매가격 및 주가지수 증가율

2.3%의 낮은 상승에 그쳤다.²⁸⁾ 2001년도에는 연중 일시적으로 물가상승률이

28) 한국은행은 1998년에 물가안정목표제를 도입하였다. 제도도입 초기인 1998년과 1999년에

크게 오르는 불안한 모습을 보이기도 했지만 평균으로는 4.1%의 완만한 상승을 기록하였으며, 한국은행이 물가안정목표로 삼고 있었던 근원인플레이션율은 이보다 더 낮은 3.6%에 머물렀다. 2002년에도 물가상승률은 2.8%에 불과하였다. 그래프상의 단순한 비교지만 1999년 이후에 나타난 가계신용의 급증은 물가변동에 큰 영향을 주었을 것이라고는 생각하기 어렵다.²⁹⁾

물가안정 추세와는 달리 아파트를 중심으로 한 주택매매가격은 최근 2년간 가계신용과 유사한 움직임을 보였다. 주택매매가격은 외환위기 직후 크게 하락했지만 2001년 1분기까지는 완만한 순환을 보였다. 그러나 2001년 2분기부터 다시 오르기 시작한 주택매매가격은 2000년 3분기부터 2002년 말까지 약 10~25%의 높은 상승률을 보였다. 주택매매가격의 등귀는 초기에 서울 강남지역의 아파트를 중심으로 시작되었지만 시간이 흐르면서 전국적으로 확산되어 전국평균치가 2001년에는 9.9%, 2002년에는 16.4%를 기록하여 물가상승률을 크게 웃돌았다.³⁰⁾ 엄밀한 통계적 분석을 해 보아야겠으나 그래프상의 변화를 비교해 보면 외환위기 이후의 가계신용과 주택매매가격 간에는 양의 상관관계가 있을 것으로 추측된다.

최근 수년간 주식가격의 추이를 보면 유동성과는 큰 관련이 없어 보인다. 주식가격은 외환위기 이후 급등락을 거듭함으로써 주식시장의 불안정성을 드러내었다. 외환위기가 발발했던 1997년 4분기에는 종합주가지수 하락률이 연율 기준으로 129%를 기록했다.³¹⁾ 그 후 주가지수는 1998년과 1999년에 34.4%와 87.6%의 높은 수익률을 실현하였다. 그러나 2000년에는 다시 46.5% 하락하였고, 이듬해인 2001년에는 25.5% 오르는 등 급등락을 반복하였다. 2002년에 들어서도 이러한 급등락은 반복되어 1분기에 130%의 수익률을 보였으나 3, 4분기에는 각각 -56%, -27%의 큰 하락을 보였다.³²⁾

이상의 내용을 종합하면 통화지표로 파악한 유동성은 2000년 2분기부터 증가

는 실제 인플레이션율을 물가안정목표로 삼았으며, 2000년부터는 근원인플레이션율을 기준으로 물가안정목표를 제시하고 있다. 실적을 보면 1998년과 1999년의 실제 인플레이션율은 모두 물가안정목표 범위를 하회하였으며, 2000년부터 2002년까지의 근원인플레이션은 모두 물가안정목표 범위 이내에서 안정되었다.

29) 그럼에도 불구하고 앞으로도 가계신용의 증가가 물가를 상승시키지 않을 것이란 보장은 없다. 외환위기 이후의 물가안정에는 여러 가지 원인이 있는 것으로 문헌에 나타나 있다.

30) 국민은행 자료에 의하면 주택매매가격지수는 2001년 1월중 94.1로 저점을 찍었으나 그 이후 회복하여 2002년 12월중에는 120.5를 기록함으로써 2년 동안 무려 28%의 상승률을 보였다.

31) 주가지수 하락률 130%는 전분기 하락률 32%의 연율이다.

32) 모든 상승률이 연율 기준이기 때문에 분기수익률은 연율을 4로 나누어 주어야 함.

하였으나 가계신용은 그 이전인 1999년 4분기부터 현저하게 증가하였다. 전산업에 대한 대출금 증가율은 가계대출 증가율에 훨씬 미달하였으며 산업별로 극심한 편차를 보였다. 서비스업에 대한 대출금은 평균 이상의 증가율을 보였고, 제조업분야는 평균 이하의 낮은 증가율을 보였다. 물가는 일시적인 상승기도 있었지만 대체로 안정세를 유지했으며, 주택매매가격은 가계신용이 크게 증가한 시기였던 2001년 2분기 이후에 크게 오른 반면 주식가격은 순환적 등락을 계속하였다.

2. 벡터자기회귀(VAR)모형에 의한 분석

차입은 신용인 동시에 금융기관의 자산이다. 따라서 과다차입이론은 유동성 과다의 원인을 금융기관의 자산변동 측면에서 파악하는 것이라고 이해할 수 있다. 본 항에서는 우리 나라 유동성의 변동원인을 파악하기 위한 실증분석모형을 제시하였는데, 민간신용, 실질이자율, 소득, 인플레이션을 등의 네 변수로 구성된 벡터자기회귀(VAR)모형을 추정한 후 충격반응분석과 분산분해를 시행하였다.

유동성의 변동을 파악하기 위해서 실질국내신용을 활용하였으며 예금기관 자료를 사용하였다.³³⁾ VAR모형을 구성하는 변수는 실질국내신용, 실질이자율, 산업생산, 인플레이션을 등의 네 개이며, 모형의 추정기간은 1991년 1월부터 1997년 6월까지와 1998년 7월부터 2003년 5월까지의 두 기간으로 설정하였다.³⁴⁾ 이처럼 추정기간을 다르게 설정한 것은 외환위기 발생시점의 전후 6개월의 자료를 제외시킴으로써 구조변화에 따른 계수추정의 급변동을 줄이고자 했기 때문이다.³⁵⁾ 모형의 추정에 앞서 실질국내신용, 실질이자율, 산업생산, 인플레이션율의 변수 간 인과관계를 검정하였다.³⁶⁾

〈표 2〉의 인과관계 검정결과를 보면 전반기에는 네 변수 간에 어떤 인과관계도 발견되지 않았다. 그러나 후반기 중에는 네 개의 인과관계가 발견되었다. 우

33) 금융기관 전체의 자료를 대상으로 한 분석은 백용기·함정호(2003) 참조. 금융기관 자료를 분석한 결과도 예금기관 자료를 분석한 결과와 크게 다르지 않았다.

34) 국내신용과 명목이자율의 실질화에는 소비자물가지수를 사용하였으며, 산업생산은 계절조정지수이다. 그리고 설명의 편의상 두 기간을 각각 전반기 후반기로 부른다.

35) 실증분석에서 외환위기를 전후한 기간을 제외하는 것은 일반적인 실증분석방법이다. 표본수가 줄어들기는 하지만 추정치가 구조변화에 의해 크게 왜곡되는 현상을 어느 정도 차단할 수 있기 때문이다.

36) VAR모형과 인과관계 검정시 시차는 6개월로 주었다.

〈표 2〉 Granger 인과관계의 검정

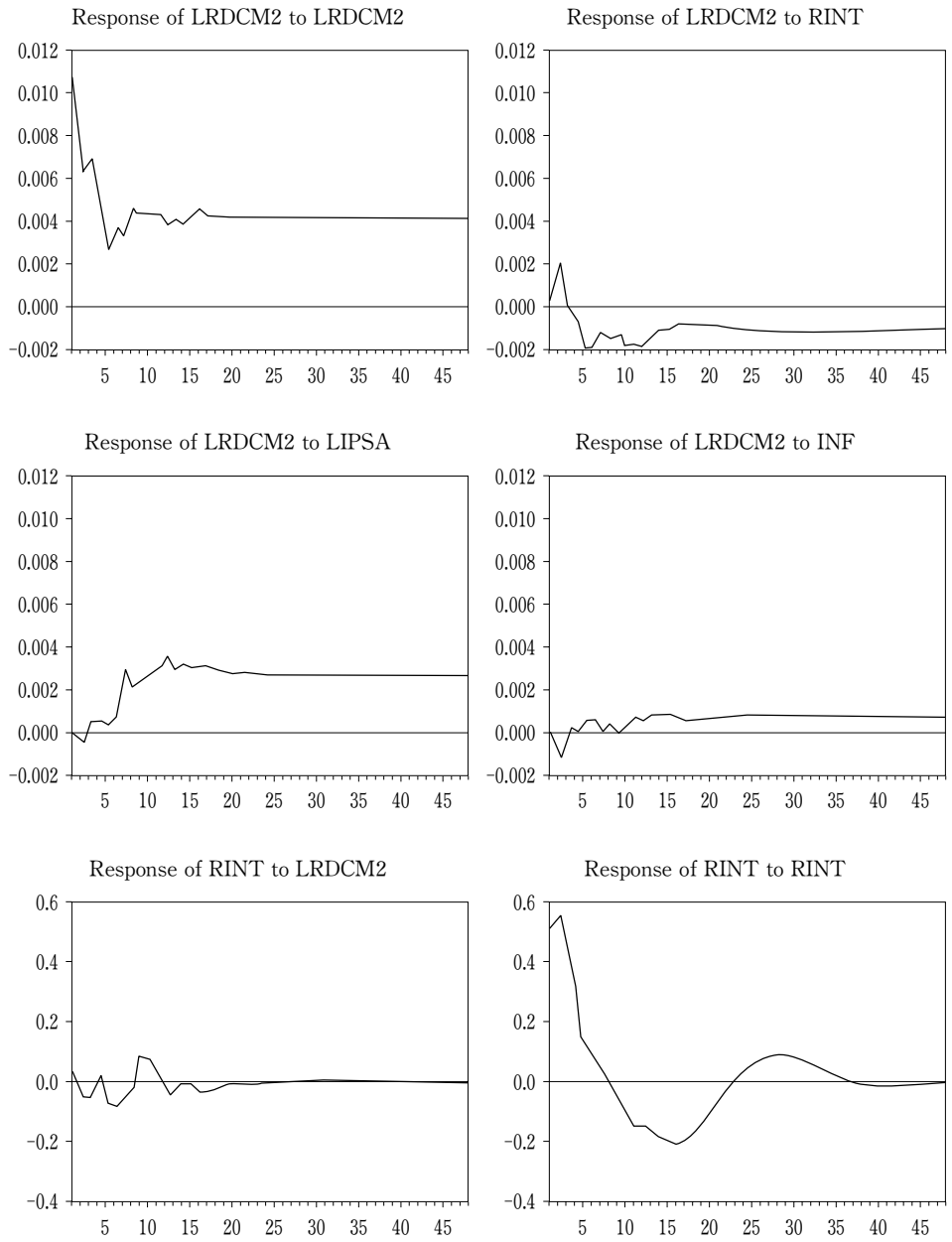
예금기관	실질국내신용	실질이자율	산업생산	인플레이션율
실질국내신용	—	0.36 / 0.09	0.49 / 0.17	0.29 / 0.10
실질이자율	0.69 / 0.00	—	0.84 / 0.31	0.99 / 0.11
산업생산	0.91 / 0.89	0.26 / 0.00	—	0.16 / 0.00
인플레이션율	0.60 / 0.49	0.24 / 0.36	0.84 / 0.37	—

주: 1) 각 검정의 귀무가설은 “좌측변수로부터 상단변수로의 인과관계가 없다”임.
 2) 표의 숫자는 p -value이며, 10% 유의수준에서 기각된 귀무가설은 진하게 표시.
 3) 대각선 위쪽은 1991:01~1997:06, 아래쪽은 1998:07~2003:05이 표본기간임.

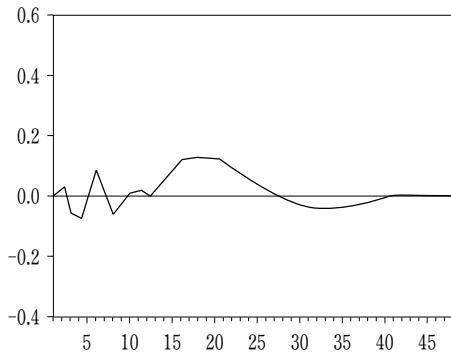
선 실질국내신용 변동의 원인변수로 실질이자율이 발견되었다. 이것은 외환위기 이후 급격히 하락한 실질이자율이 가계신용을 중심으로 하는 실질국내신용을 증가시켰을 것이라는 추측을 뒷받침해 주는 것이라고 할 수 있다. 다음에는 실질국내신용과 산업생산이 실질이자율의 원인변수라는 점과 산업생산이 인플레이션 변동의 원인이라는 사실이 발견되었다. 인과관계 검정은 단순히 두 변수 간의 시차구조에 나타난 상관관계를 파악하는 방법이기 때문에 두 변수가 어떤 메커니즘을 통해 연결되어 있는지에 관해서는 알 수가 없다. 그럼에도 불구하고 외환위기 이후에는 실질이자율과 실질국내신용이 상호 영향을 미쳤다는 것이 흥미로운 발견이라고 할 수 있다.

충격반응분석의 결과에 관해서는 인과관계 분석에서 유의한 변수관계를 중심으로 결과를 논의한다. 〈그림 12〉에 나타난 외환위기 이후의 충격반응함수를 보면 실질이자율의 상승은 1개월 후부터 실질국내신용의 감소를 초래하여 약 13개월 후에 영향이 극대화되며 지속적인 특성을 가진다. 이와는 반대로 실질이자율이 하락하면 실질국내신용이 증가하며 그 영향이 지속될 것이라는 점을 짐작할 수 있다. 이 밖에도 실질국내신용의 증가는 장기적으로 실질이자율을 하락시키는 효과가 있음이 발견되었다. 한편, 산업생산의 증가는 3~8개월까지 실질이자율을 상승시키지만 그 이후에는 효과가 미미해져서 장기적으로는 영향이 없었다. 마지막으로 산업생산은 처음 8개월간 인플레이션율을 하락시키지만 그 이후부터 22개월까지는 인플레이션율을 다소 상승시킨 후 영향력이 사라졌다. 이처럼 산업생산이 초기에 인플레이션율을 하락시킨 것은 외환위기 이후 심각한 경기침체 때문으로 판단된다. 그것은 〈그림 11〉의 전반기 충격반응함수를 보면 알 수 있는데, 산업생산의 증가는 인플레이션율을 20개월간 높이지만 그 이후의 장기적 영향은 사라진다는 결과로부터 확인이 가능하다.

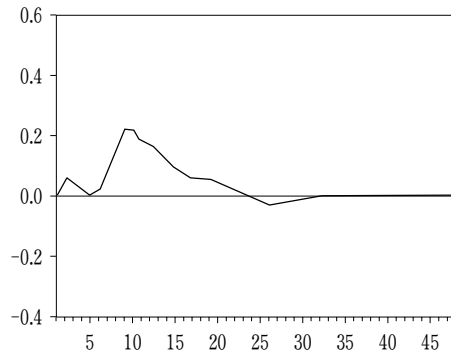
Response to One S.D. Innovations



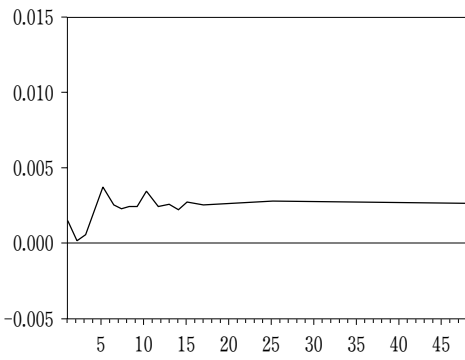
Response of RINT to LIPSA



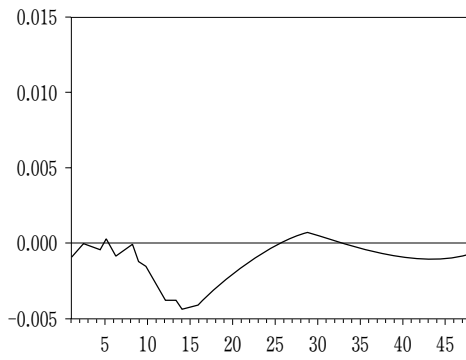
Response of RINT to INF



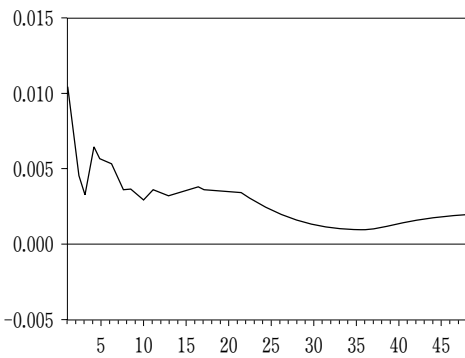
Response of LIPSA to LRDCM2



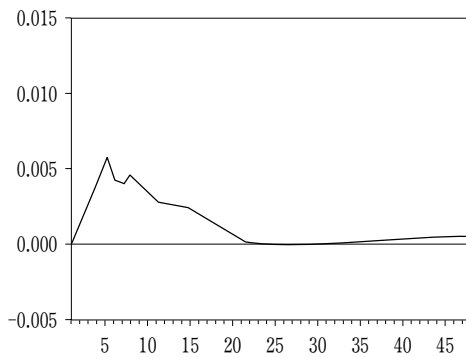
Response of LIPSA to RINT

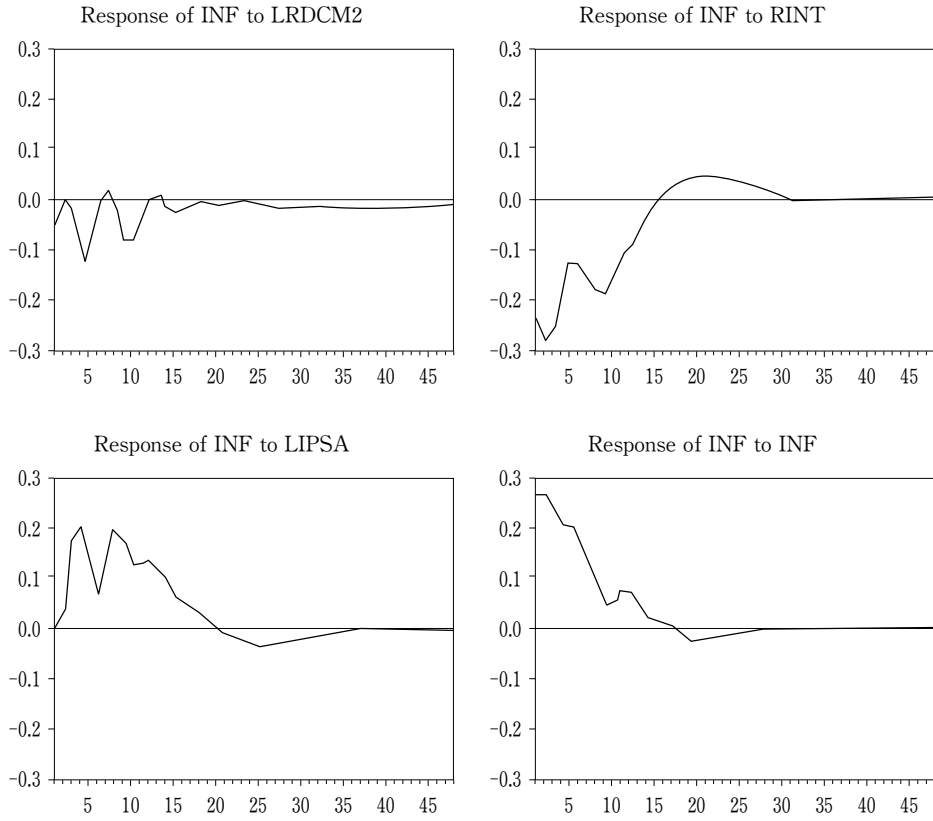


Response of LIPSA to LIPSA



Response of LIPSA to INF



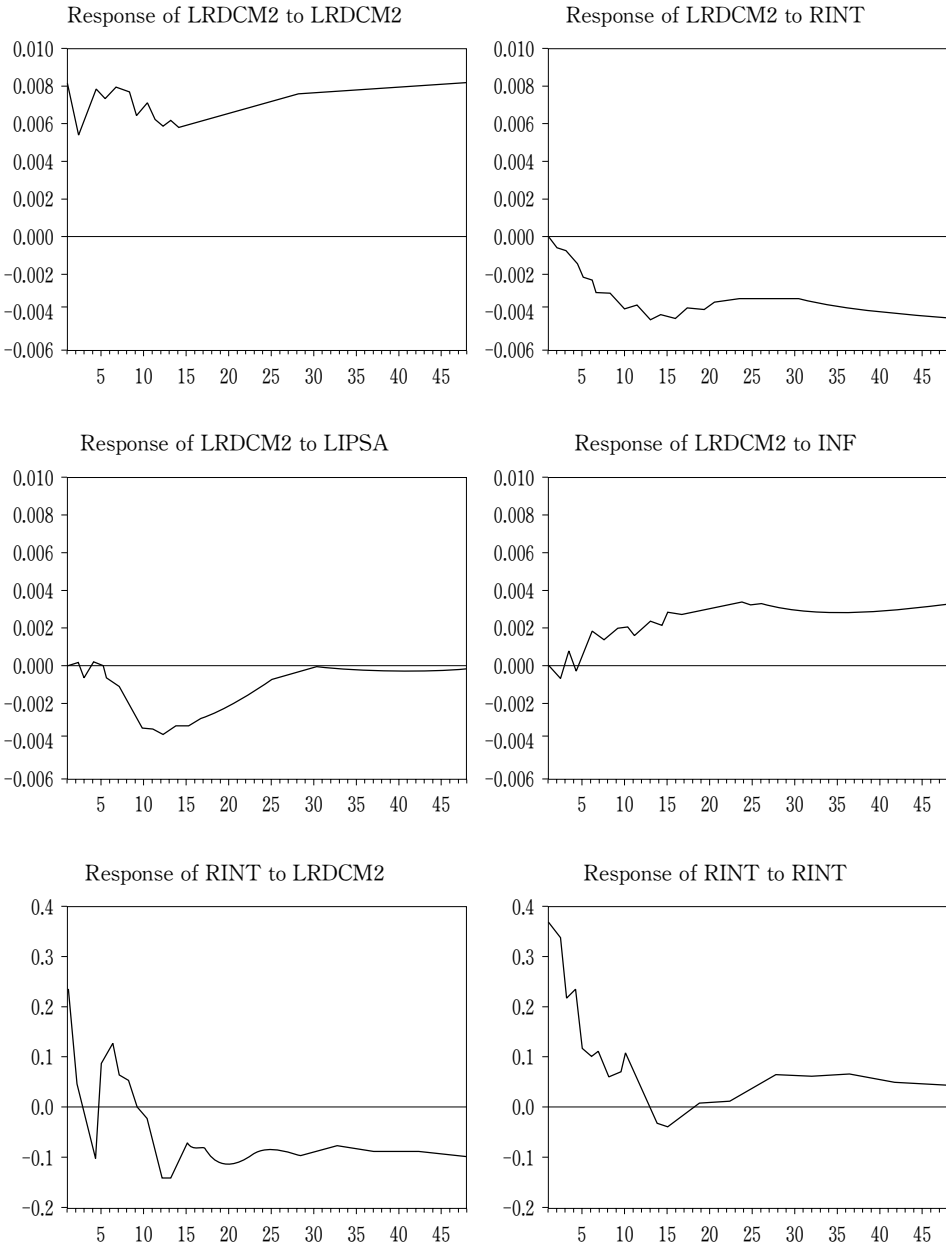


주: 변수: 실질국내신용(LRDCM2), 실질이자율(RINT), 산업생산(LIPSA), 인플레이션율(INF)
표본기간: 1991:01~1997:06

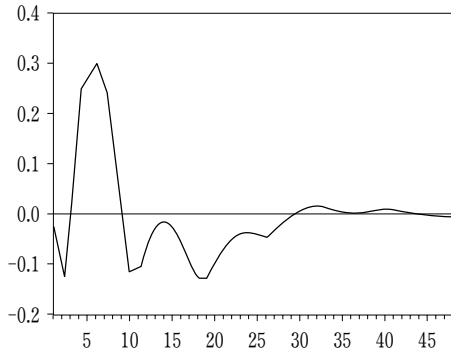
<그림 11> 충격반응분석

충격반응함수 분석의 부산물로 얻어지는 분산분해의 결과를 보면 우리가 관심을 가지고 있는 변수에 대해 상대적으로 영향을 많이 주는 변수가 있음을 알 수 있다. <표 3>~<표 4>는 네 변수에 대한 분산분해 결과 중 실질국내신용에 관한 내용만 정리한 것이다. 전반기에는 산업생산이 실질국내신용의 변동을 설명하는 가장 중요한 변수였으나 후반기에는 실질이자율이 가장 중요한 변수가 되었다. 이것은 2000년 이후 계속 금리가 낮아지자 상대적으로 현재가치가 높아진 자산에 투자하기 위해 국내신용에 대한 수요가 늘어났기 때문으로 판단된다. 국내금융기관들은 외환위기 이후 진행된 기업구조조정이 제대로 추진되지 않자 기업에 대한 신용공급을 크게 늘리지 않는 대신 가계부문에 대한 대출을 크게 증가시켰다.

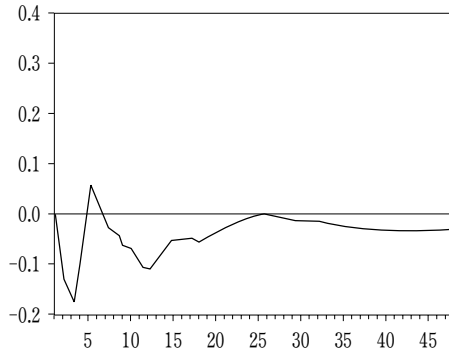
Response to One S.D. Innovations



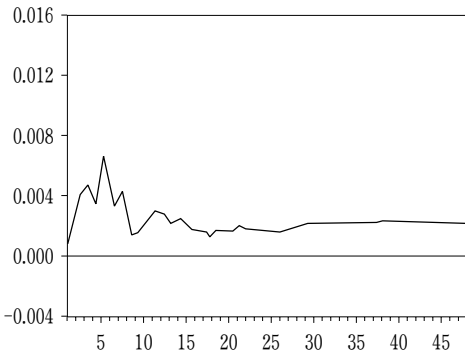
Response of RINT to LIPSA



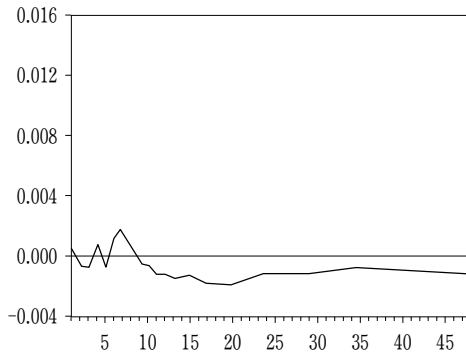
Response of RINT to INF



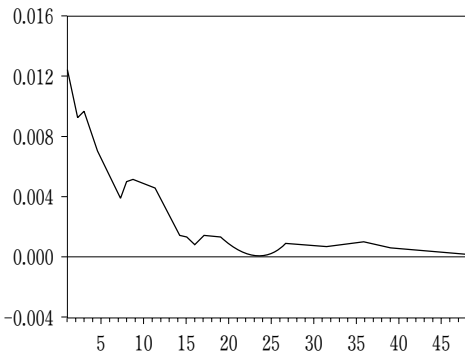
Response of LIPSA to LRDCM2



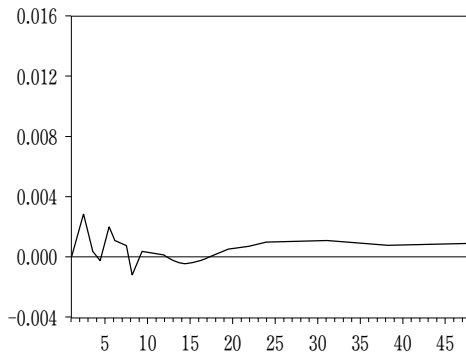
Response of LIPSA to RINT

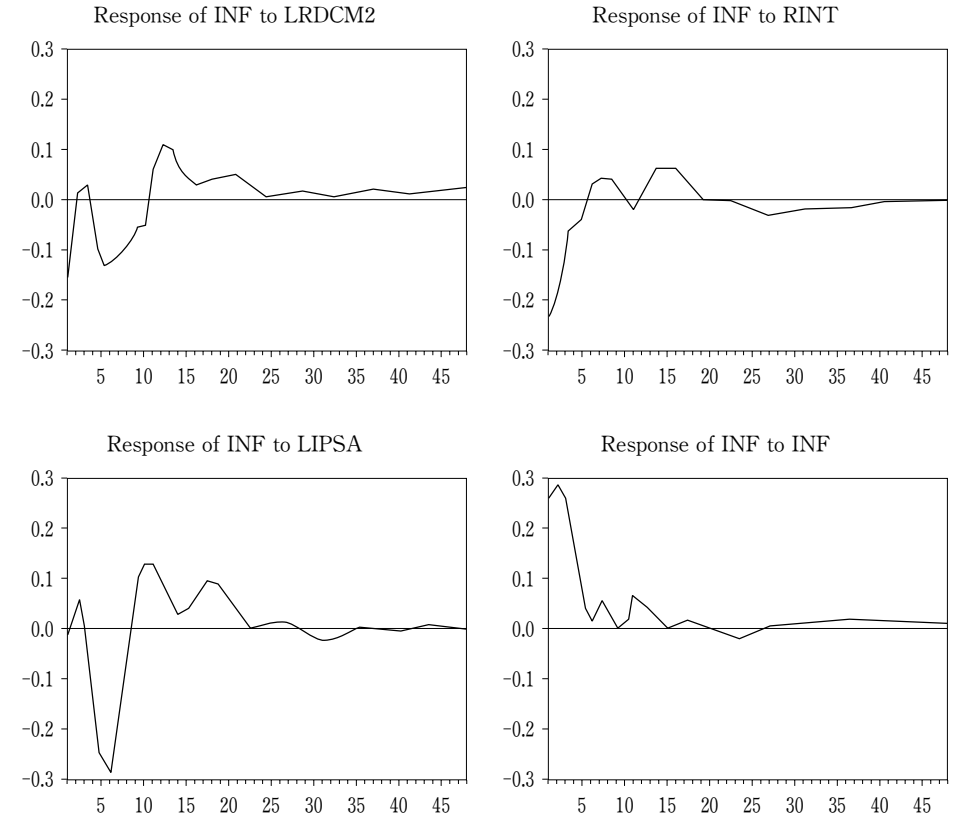


Response of LIPSA to LIPSA



Response of LIPSA to INF





주: 변수: 실질국내신용(LRDCM2), 실질이자율(RINT), 산업생산(LIPSA), 인플레이션율(INF)
표본기간: 1998:07~2003:05

<그림 12> 충격반응분석

<표 3> 실질국내신용에 대한 분산분해(1991:01~1997:06)

(단위: %)

	실질국내 신용	실질이자율	산업생산	인플레이션율
12개월	82.0	5.6	11.5	0.8
24개월	74.1	4.3	20.2	1.4
36개월	71.6	4.2	22.7	1.6
48개월	70.4	3.9	24.1	1.6

McKinnon and Pill모형에서는 과다차입의 원인이 금융기관의 도덕적 해이에 있었는데, 우리 나라의 현실도 이와 동떨어진 것으로 보이지는 않는다. 가계가 저금리환경에서 낮은 대출이자율로 차입하여 높은 현재가치를 가진 자산에 투

〈표 4〉 실질국내신용에 대한 분산분해(1998:07~2003:05)

(단위: %)

	실질국내신용	실질이자율	산업생산	인플레이션을
12개월	79.4	11.3	6.1	3.3
24개월	68.5	16.0	7.6	7.8
36개월	70.6	15.3	4.9	9.2
48개월	71.1	16.0	3.4	9.5

자한다면 상당한 자본수익을 얻을 것으로 기대한다. 또한 앞으로도 금리가 계속 낮아질 것으로 예상한다면 이러한 가계의 차입수요는 더욱 늘어나게 된다. McKinnon and Pill은 이와 같은 경제주체의 자금수요에 부응하여 금융기관이 무조건 신용공급을 늘린 것을 금융기관의 도덕적 해이라고 파악하였다.

IV. 과다유동성 조절을 위한 통화정책수단의 개선과제

1980년대 후반에 들어오면서 대부분의 국가에서 금융규제 완화와 금융혁신 등이 급속히 진전되면서 금융기관의 과다한 신용창출을 효과적으로 조절할 수 있는 제도적 장치가 느슨해지기 시작하였다. 특히 통화제도가 금본위제도에서 관리통화제도로 바뀌면서 신용량 조절에 도움이 되는 외부기준지표(exogenous anchor)가 사라지고, 금융제도의 발달과 함께 금융기관의 신용창출능력과 탄력성이 크게 증대되는 가운데 통화의 내생성이 강화됨에 따라 통화와 실물경제 간, 통화와 신용 간의 관계가 불안정해짐으로써 통화량목표제(monetary targeting) 하에서 통화량의 조절을 통해 유동성을 조절하기도 쉽지 않게 되었다. 더욱이 통화정책의 역할이 물가수준을 단순히 낮게 유지하는 데에서 인플레이션을 안정시키는 방향으로 전환되었을 뿐 아니라, 통화정책 운용방식이 양적 지표인 지준이나 통화량을 운용목표로 하는 통화량목표제에서 가격지표인 단기금리를 운용목표로 하는 금리중시 통화정책으로 전환되면서 신용량을 효과적으로 조절할 수 있는 메커니즘이 크게 약화되었다. 특히 통화량목표제가 붕괴된 후 1990년대에 우리 나라를 비롯해 여러 나라에서 도입한 인플레이션 타게팅(inflation targeting)은 과다한 신용확대를 방지하는 데 있어서 구조적인 한계가 존재한다. 본 절에서는 현행 신용조절 메커니즘의 현황과 문제점을 약술한 후 유동성 조

절을 위한 통화정책의 개선과제를 논의한다.

1. 신용조절 메커니즘의 현황과 문제점

현 금융시스템하에서 금융기관의 과다한 신용확대를 조절하는 제도적 메커니즘으로는 ① 예금지준규제, ② BIS 자기자본규제, ③ 금리정책 등이 있다. 그러나 이들은 금융환경의 급속한 변화와 함께 금융기관의 신용확대를 효과적으로 조절하는 데 많은 제약과 한계를 가지고 있다.

(1) 예금지준비규제

예금지준비규제는 은행예금에 대한 지준율을 변동시킴으로써 통화량을 조절하는 정책으로 1990년대까지 기초적인 유동성 조절수단으로 활용되어 왔다. 그러나 이후에는 금융자유화와 금융시장의 발달 등으로 공개시장조작이 주된 통화정책수단으로 자리잡으면서 지준제도는 주된 통화조절수단으로 활용되고 있지 않다. 더욱이 최근 들어 정보통신기술의 발달과 금융자유화 추세에 힘입어 금융기관 간 업무영역 규제철폐가 급속히 진행되는 가운데 지급결제기술이 발달하면서 은행예금 및 지준의 비중과 규모가 지속적으로 감소하는 경향을 보이고 있다. 특히 가계와 기업의 자금이 지준규제를 받지 않는 비은행 금융기관의 금융상품으로 이동하고, 또 은행도 시장에서 지준규제를 회피할 수 있는 시장성 부채를 조달하여 대출자금으로 활용하는 과정에서 은행예금 비중이 감소하고 이에 따라 지준수요도 크게 감소하게 되었다.

이 같은 은행의 지준규제 회피활동과 함께 중앙은행의 법정지준율의 인하도 지속적으로 이루어져 왔다. 최근에는 주요 선진국의 중앙은행은 자국 은행의 국제경쟁력을 제고하기 위해 법정지준율을 대폭 인하하거나 법정지준제도 자체를 폐지하기도 하였다. 예를 들어, 미국, 일본 등은 지준제도가 지급결제 자금 수요의 안정을 통해 중앙은행의 단기금리 조절능력을 향상시킬 수 있다고 보고, 여전히 중요한 통화정책수단으로 이용하고는 있으나 지준율을 지속적으로 인하해 왔다. 영국, 뉴질랜드, 호주, 캐나다 등에서는 최근 단기금리를 통화정책의 조작목표로 채택하면서 법정지준제도 자체를 폐지하였다.³⁷⁾ 어쨌든 이러한

37) 영국의 경우 1881년 지준제도를 폐지하는 대신 은행과 building society가 보유하는 부채의 일정 비율(현재 0.15%)을 6개월간 영란은행에 무이자로 예치하도록 규정하고 있다. 한편, 금융기관의 중앙은행 지준계정이 곧 결제예치금 계정이었던 캐나다의 경우 1994년에, 지준계정과 결제계정으로 분리되어 있던 뉴질랜드 및 호주의 경우 각각 1985년, 1988

과정에서 지준수요는 크게 줄어들게 되었으며, 결과적으로 중앙은행 대출정책 및 공개시장조작과 함께 오랫동안 전통적인 통화정책수단으로 역할해 왔던 지급준비제도는 최근 통화정책수단으로서의 유용성이 크게 약화되었다.³⁸⁾

현행 법정지준제도의 문제점을 보면 대체로 다음과 같다. ① 지준율을 조금만 조정하더라도 전체 유동성 수준이나 금융기관의 수지에 강력하고도 지속적인 영향을 미치기 때문에 이 정책을 일상적인 유동성 조절을 위한 수단으로 활용하기 어렵다. ② 지급준비정책에 대한 가장 강한 비판은 이 정책이 형평의 논리에 맞지 않다는 것이다. 지급준비정책은 모든 금융기관에 해당되는 것이 아니라 주로 중앙은행 통화정책의 대상인 은행에만 해당하는 정책인데, 은행이 보유해야 하는 의무지준금은 무수익자산이므로 타금융기관과의 수익률경쟁에서 불리하게 작용한다. ③ 현행 예금지준제도는 은행예금에만 적용되기 때문에 은행예금의 비중과 규모가 감소하는 추세를 감안할 때 그 효과가 크게 약화되고 있다. 이런 점에서 일부 국가는 지준부과대상 금융기관이나 대상채무를 확대하는 노력도 하고 있으나, 금융혁신과 더불어 다양한 형태의 금융기관이 설립되고 새로운 금융상품이 출현하는 가운데 정보통신기술과 지급결제기술이 발달하면서 이 방식은 근본적인 한계에 부딪치고 있다.

(2) BIS 자기자본규제

BIS 자기자본규제는 은행의 고수익-고위험자산에 대하여 더 많은 자본을 보유하도록 규제함으로써, 예금보호제도 및 중앙은행의 최종대부자기능 등 금융안전망이 존재함에 따른 은행의 과도한 위험부담을 방지하고자 하는 데 목적이 있다. 자기자본규제는 원래 은행으로 하여금 자기자본을 적정한 수준으로 유지하게 함으로써 은행의 신용 또는 부채창출능력을 근본적으로 제약하는 데 그 목적이 있었던 것으로 알려지고 있다.

이러한 BIS 자기자본규제 역시 적지 않은 문제점을 가지고 있다. ① BIS 자기자본규제는 현실적으로 신용위험, 금리위험, 시장위험, 운영위험 등 다양한 종류의 위험을 효과적으로 구별하기 어렵고, 또 은행의 역할이 쇠퇴하는 상황에서 여전히 은행예금만을 주된 대상으로 하기 때문에 금융시스템 전체의 신용팽창을 규제하는 데는 근본적인 한계가 존재한다. ② BIS 자기자본기준은 은행

년에 법정지준제도를 공식적으로 폐지하였다.

38) Friedman(1999)은 현재의 추세가 이어진다면 비은행 금융기관의 성장, 사적 결제메커니즘의 발달 등으로 통화정책을 수행할 중앙은행의 입지가 점점 좁아져 장래에는 중앙은행이 통신대만 가진 군대처럼 신호기능만 수행하게 될지 모른다고 하였다.

대출의 경기동행성(pro-cyclicality)을 조장하여 경기변동폭을 증폭시키는 경향이 있다. 즉, 경기침체에 대출 등의 자산위험도가 크게 높아지면 자본기준을 충족시키기 위해 더 많은 자본을 조달해야 하는데, 침체기에는 자본조달이 어렵기 때문에 대출을 줄이고, 또 신용위험이 높기 때문에 국채 등 안전자산을 선호(flight to quality)함으로써 신용경색현상이 초래되고 경기침체가 더욱 심화될 수 있다. 이러한 점에서 BIS 자기자본기준은 자동불안정장치(automatic destabilizer)로 알려지고 있다. ③ BIS 자기자본기준은 재량적인 통화정책수단으로서의 유용성이 매우 낮다. 그 이유는 자기자본 조달에 상당한 비용이 수반되는 관계로 자기자본을 신축적으로 조절하는 것이 용이하지 않기 때문이다. ④ 최근 들어 BIS 자기자본비율 산정시 하이브리드 채권, 후순위채권 등의 다양한 보완자본수단을 허용함으로써, BIS 자기자본규제는 금융기관의 신용 또는 부채 창출능력의 근원적 제한이라는 원래의 목적을 상당히 벗어나고 있는 모습을 보이고 있다.

(3) 금리정책

우리는 앞에서 통화정책레짐이 양적 지표인 기준이나 통화량을 운용목표로 하는 통화량목표제에서 가격지표인 단기금리를 운용목표로 하는 금리중시 운용방식으로 전환되면서 경제 내의 신용량을 효과적으로 조절할 수 있는 제도적 장치가 사실상 사라지게 되었다는 점을 지적한 바 있다. 이와 함께 인플레이션 타게팅의 논리적 구조에도 주목할 필요가 있다. 인플레이션 타게팅은 물가안정이 최우선목표로 되어 있기 때문에 일단 인플레이션 압력이 존재한다고 판단될 때 단기금리를 상향조정하는 논리적 구조를 가지고 있다. 따라서 인플레이션 타게팅에는 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 인플레이션 타게팅이 미래지향적이기 때문이다. 즉, 인플레이션에 대한 통화정책효과의 시차를 감안할 때 중앙은행이 사전에 정해진 인플레이션 목표를 달성하고자 하는 경우 장래인플레이션을 정확하게 예측해야 하며 인플레이션 예측치가 목표치로부터 벗어나는 것으로 판단되면 금리를 앞서 선제적으로 조정해야 하기 때문이다.

인플레이션 타게팅은 이러한 논리적 구조를 가지고 있기 때문에 몇 가지 유의할 사항이 있다. 첫째, 물가안정목표는 운용목표인 단기금리를 선제적으로 조

절하여 물가안정을 달성하는 방식이기 때문에 인플레이션 압력이 존재한다고 판단되는 경우에는 단기금리를 상향조정하는 것이 바람직하다. 그러나 실제에 있어서는 금리인하에 비해 금리인상은 상대적으로 비신축적이다. 금리인상에는 이해당사자들로부터의 많은 저항이 존재하는데, 이는 오늘날과 같이 금융자산과 실물자산이 대규모로 축적되어 있는 경우 금리인상은 자산보유자의 자산가치 하락을 의미하기 때문이다. 그리고 금융부채를 많이 보유하고 있는 가계와 기업뿐만 아니라 국채를 많이 발행하고 있는 정부도 강력한 금리인상 반대세력의 한가운데 서 있다. 이러한 이유로 미국 연준의 경우를 보더라도 금리인하에 비해 금리인상에 훨씬 보수적인 것으로 분석되고 있다(Hu and Phillips, 2002).

둘째, 인플레이션 타게팅은 장래 인플레이션 압력이 존재한다고 판단되는 경우에 단기 정책금리를 인상하는 방식이기 때문에 물가가 이미 낮은 수준에서 안정되어 있는 경우에는 금리를 인상할 논리와 유인이 대단히 취약하다. 최근 들어 일반물가수준이 과거에 비해 상대적으로 낮은 수준에서 안정되고 있다. 더욱이 1990년대에 들어오면서 세계물가는 저물가시기를 보이고 있으며, 이러한 저물가현상은 앞으로도 상당 기간 존속할 것으로 예상되고 있다. 이와 같이 물가가 상대적으로 낮은 수준에서 안정되고 있는 상황에서는 목표금리를 선제적으로 상향조정하는 데는 논리적·구조적 제약이 존재한다. 다시 말해, 일반물가가 상대적으로 안정되어 있는 시기에 단기적 인플레이션 압력에 치중하고 있는 인플레이션 타게팅은 한계를 가질 수밖에 없다는 것이다.

2. 유동성 조절을 위한 통화정책의 개선과제

우리 나라의 경우도 금융혁신 및 금융자유화의 진전과 함께 신용창출에 있어서 비은행 금융기관들의 역할과 비중이 크게 확대되는 가운데, 통화정책은 전통적인 재할인제도, 은행 중심의 예금지준제도, 공개시장조작 등에 주로 의존하고 있는 실정이다. 외환위기 이후에는 인플레이션 타게팅하에서 단기금리를 운용목표로 통화정책을 수행하고 있으나, 이러한 통화정책 운용방식은 인플레이션이 낮고 안정적인 한 정책목표금리를 신축적으로 조절하기 어렵기 때문에 과도한 신용확대를 방지하는 데는 구조적으로 한계가 있다. 이러한 결과로 가계대출 급증 등 과도한 신용팽창과 이에 따른 부동산 등 자산가격버블의 발생 등 금융불균형 축적에 효과적으로 대처하는 것이 매우 어렵게 되었다. 특히 우리의 경우 은행감독기능이 중앙은행으로부터 분리되고 아직은 통화당국과 감독당

국 간에 협조체제가 제대로 구축되어 있지 못한 실정이어서, 과도한 신용확대와 자산가격버블의 상호작용을 사전에 차단할 수 있는 미시적 수단도 미흡한 실정이다.

현행 지급준비정책과 중앙은행 대출정책은 예금은행을 중심으로 시행되고 있는 통화정책수단이다. 그런데 예금은행이 전체 금융기관에서 차지하고 있는 예금과 자산비중이 점차 축소되고 있다면, 중앙은행이 지급준비정책이나 대출정책을 통해서 전체 금융기관에 미칠 수 있는 영향력도 점점 줄어들고 있는 셈이다. <표 5>에는 금융기관별 금융자산의 보유비중이 기록되어 있다. 이 표에 의하면 1970년에 예금은행의 금융자산 보유비중은 72.10%였으나 이후 점차 축소되어 1995년에는 36.96%로 낮아졌다. 반면에 투자기관, 저축기관 및 보험기관의 금융자산 보유비중은 크게 증가했다. 1970년 저축기관의 금융자산 보유비율은 3.73%에 불과했으나 1995년에는 약 9배 증가한 33.01%로 높아졌다. 외환위기 이후 금융기관에 대한 구조조정과 더불어 금융기관의 안정성이 거래금융기관을 선택하는 중요한 요인으로 자리잡게 되자 예금은행의 금융자산 보유비중은 다시 빠르게 늘었다.³⁹⁾ 그 결과 2002년 말에는 예금은행의 금융자산 보유비중이 53.49%로 50%를 넘은 반면에 저축기관의 비율은 19.92%로 20%에 못미치고 있다. 그러나 이런 추세는 오래 가지 않아 반전될 것으로 보인다.

D'Arista(2002)는 지난 50년에 걸친 미국 금융기관의 금융자산 보유비중의 변동을 계산했다. 동 자료에 의하면 예금기관이 차지하는 금융자산 보유비중은 1951년에 63.5%였지만 2001년에는 24.1%로 하락한 반면, 연금기금이나 뮤추얼펀드의 비중은 6.4%와 1.8%에서 19.8%와 18.2%로 크게 높아졌다. 이러한 변동은 앞으로 예금은행을 주대상으로 하는 중앙은행의 통화정책수단이 효과를 발휘하기는 점점 더 어려워질 것이라는 점을 시사하고 있다. <표 6>은 금융자산에 대한 예금은행의 예금 및 외화예수금에 대한 비중을 보여 주고 있다. 이 표도 <표 5>와 비슷한 내용을 시사하고 있다. 즉, 예금은행의 예금이 전체 금융자산에서 차지하고 있는 비중이 점점 줄어들고 있다. 외환위기 이후 예금은행

39) 외환위기 이후 금융산업 구조조정의 결과 상당수의 부실금융기관이 퇴출됨으로써 투자기관과 저축기관을 중심으로 비은행 금융기관의 자산비중은 크게 늘어났다(<표 5> 참조). 1997년 말 2,102개에 달하던 금융기관의 수는 금융구조조정의 과정에서 554개가 퇴출되고 52개가 신설됨으로써 2001년 3월 말을 기준으로 하면 1,615개로 줄었다. 위기 이후 약 3년 동안 전체 금융기관의 1/4이 퇴출된 셈이다. 퇴출상황을 금융권별로 보면 은행, 리스사, 보험사, 투신사의 1/3, 중금사의 90%, 상호저축은행의 45%, 신용협동조합의 1/5 가량이 퇴출되었다. 김중수(2003)는 이와 같은 금융기관 구조조정의 과정을 역사적으로 잘 정리하였다.

〈표 5〉 금융기관별 금융자산의 보유비중

(단위: %)

금융기관	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2002
예금은행	72.10	70.39	67.21	56.49	42.68	36.96	42.20	53.49
일반은행	35.71	42.83	43.86	35.71	30.93	28.13	33.70	38.89
특수은행	36.39	27.56	24.35	20.78	11.74	8.83	8.50	14.60
개발기관	22.85	21.42	16.55	15.57	7.97	7.11	9.40	0.62
한국산업은행	22.85	21.14	15.52	10.14	5.73	4.82	8.10	—
한국수출입은행	—	0.28	1.04	3.49	0.67	0.68	1.20	0.62
한국장기신용은행	—	—	—	0.94	1.58	1.61	—	—
투자기관	—	2.45	4.27	13.34	13.34	12.30	10.5	11.16
투자금융회사	—	1.98	2.07	4.49	4.49	2.45	—	—
종합금융회사	—	—	0.96	1.28	1.28	2.15	1.30	0.67
투자신탁회사	—	0.47	1.24	7.56	7.56	7.70	9.20	10.49
저축기관	3.73	4.08	7.63	22.93	22.93	33.01	26.60	19.92
상호금융	0.14	0.87	1.56	3.41	3.41	4.25	5.50	5.91
상호저축은행	—	0.54	0.94	2.69	2.69	3.13	1.40	1.51
신용협동조합	—	0.17	0.36	0.89	0.89	1.34	1.30	1.17
새마을금고	—	—	0.93	1.77	1.77	2.10	2.30	2.36
은행신탁	3.05	2.12	3.66	14.28	14.28	21.49	14.60	7.20
우체국예금	0.54	0.38	0.18	0.89	0.89	0.70	1.50	1.77
보험기관	1.22	1.57	2.51	7.51	7.51	7.44	8.70	11.13
생명보험회사	0.50	0.75	1.55	6.47	6.47	6.27	7.10	9.16
손해보험회사	0.72	0.82	0.96	1.04	1.04	1.17	1.60	1.97
증권기관	0.11	0.10	1.82	4.62	4.62	3.18	2.60	3.68
증권회사	—	—	1.59	3.85	3.85	2.34	1.70	2.58
한국증권금융	0.11	0.10	0.23	0.77	0.77	0.84	1.00	1.10
합 계	100	100	100	100	100	100	100	100

주: 2002년도 한국산업은행은 특수은행으로 분류, 우체국보험은 이 표에서 제외.

자료: 손상호·정지만(2001), <표 I-2> 인용 및 연장; 한국은행, 『조사통계월보』, 각 호; 금융감독원, 『금융통계월보』, 각 호.

의 비중증가가 있기는 했으나 앞으로도 상향추세가 지속적으로 나타나기는 어려울 것으로 여겨진다. 이러한 경향은 중앙은행이 예금은행을 대상으로 지급준비정책을 시행했을 때 통화정책의 효과가 크게 줄어들 것임을 시사하고 있다.

그렇다면 앞으로 유동성을 효과적으로 조절하기 위해서는 통화정책수단을 어떻게 개선해야 할 것인가? 주지하는 바와 같이 Borio, Furfine, and Lowe(2001)와 Borio and Lowe(2002)는 저금리기조하에서 금융불균형현상이 나타날 수 있

〈표 6〉 금융자산에 대한 예금은행의 예금 및 외화예수금 비중

(단위: %)

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2002
예금은행 예금 및 외화예수금 합계	51.32 (40.00)	25.92 (23.33)	21.85 (20.14)	20.12 (19.53)	27.09 (24.48)	19.04 (17.06)	31.74 (30.03)	29.83 (28.91)

주: 2002년도 한국산업은행은 특수은행으로 분류, 우체국보험은 이 표에서 제외.

자료: 한국은행, 『조사통계월보』, 각 호.

으므로 신용과 자산시장에 대해 적절히 대응해야지만 금융안정과 통화안정을 이룰 수 있다고 지적하였다.⁴⁰⁾ 그렇다면 우리 나라 중앙은행은 현행 통화정책 수단에 의존해서 신용과 자산시장에 현존하는 불균형을 시정할 수 있는지 여부를 검토해 보아야 한다. 신용과 자산시장 불균형의 요체는 유동성인데, 현행 통화정책수단만으로는 불균형의 원인이 되고 있는 특정 형태의 신용을 조절하거나 특정 시장에 개입하기 어렵다는 점이 문제다. 금융기관의 예금에 부과되는 필요지급준비금을 조절하는 정책이나 금리수준을 조절하는 정책을 통해서도 불안정의 요인을 효과적으로 잡아내지 못한다. 이런 경우에는 Kent and Lowe (1997)가 지적한 바와 같이 감독당국과의 긴밀한 협조와 미시적 금융감독수단을 충분히 활용하여 특정 부문에서의 신용증가와 자산가격 상승의 연결고리를 사전에 차단하든지, 아니면 시행효과가 광범위한 정책수단보다는 특정한 형태의 자산이나 시장에만 효과적으로 적용될 수 있는 정책수단을 마련하도록 노력해야 한다. 아래에서는 중앙은행이 금융안정을 위해 신용창출과 유동성을 효과적으로 관리하여 금융불균형 축적을 사전에 방지할 수 있는 몇 가지 정책대안을 검토해 본다.

(1) 통화정책 운용방식 재설계

대다수 국가 중앙은행의 현행 통화정책 운용방식은 단기금리를 운용목표로 하는 금리중시 통화정책이며 물가안정을 위주로 설계되어 있다. 특히 단기금리를 운용목표로 하여 물가안정을 최우선목표로 두는 인플레이션 타게팅은 인플레이션 압력이 존재한다고 판단할 때 단기금리를 조절하는 방식이다. 이러한 방식에서는 최근처럼 여러 이유로 물가가 상대적으로 낮은 수준에서 안정되어

40) 경제사학자들은 20세기의 마지막 20년을 인플레이션 국면이 종식된 시기로 보는 데 이견이 없다. 정책입안자들은 1970년대에 나타났던 통화불안정에 대응하기 위하여 중앙은행에 물가안정을 유지하기 위한 위임권과 자율권을 부여하였으며, 결과적으로 인플레이션을 종식시켰지만 그와 동시에 금융불안정이라는 새로운 문제에 부딪치게 되었다.

있는 시기에는 정책금리를 신축적으로 조절할 수 있는 근거와 유인이 취약한 실정이다.

최근 주요 선진국에서는 물가안정세 지속에도 불구하고 자산가격 급등에 의한 금융불안정 위험 등으로 통화정책이 물가안정만을 목표로 하는 것은 불충분하며, 자산가격 변동이나 금융불균형에 적극적으로 대응해야 한다는 주장이 제기되고 있다.⁴¹⁾ 단기 인플레이션 압력에만 초점을 맞추고 금융불균형의 축적에 대응하지 않는 전통적인 통화정책 반응함수를 통해서도 금융불안정에 효과적으로 대처하기 어렵다는 것이다. 이는 중앙은행이 단기적인 물가안정만을 목표로 할 경우 과도한 신용팽창과 자산가격 상승을 방지하기 위해 선제적으로 통화정책을 실시할 수 없기 때문이다.

그러나 자산가격 상승과 금융불균형에 선제적으로 대처해야 한다고 주장하는 학자들도 물가안정을 목표로 하는 현행의 통화정책체계를 크게 변경할 필요는 없다고 주장하고 있다. 다만 자산가격버블과 금융불균형을 통화정책 반응함수에 명시적으로 반영하여 직접적으로 대응하기보다는 정책시계를 보다 중기로 하는 신축적 인플레이션 타게팅(flexible inflation targeting)을 채택할 필요가 있다고 주장하고 있다. 다시 말해, 중앙은행은 단기적인 물가안정만을 목표로 하지 말고 정책시계를 중기(3~5년)로 하는 미래지향적인 신축적 인플레이션 타게팅하에서 비록 물가가 안정되어 있더라도 금리결정시 자산가격버블과 금융불균형의 장기적 영향을 반드시 고려해야 한다는 것이다. 이를 위해서는 신용팽창과 자산가격 상승이 기초경제여건 변화에 따른 것인지, 아니면 지속할 수 없는 불균형의 징후인지를 평가할 수 있는 능력을 제고할 필요가 있다고 주장한

41) 여기에는 Cecchetti *et al.*(2000, 2003), Borio and Lowe(2002a, b), Bordo and Jeanne(2002a, b), Bean(2003), Crockett(1999, 2003), Borio, English, and Filardo(2003), Filardo(2003) 등이 있다. Bordo and Jeanne(2002)는 금융불균형을 감안한 모형분석을 통해 통화정책이 자산가격 상승과 부채증가의 초기단계에 선제적인 금리인상으로 대응할 경우 현재의 물가와 성장에만 대응한 경우보다 더 좋은 성과를 얻을 수 있다는 결과를 제시하고 있다. Filardo(2003)도 자산버블을 고려한 동태적인 내생적 거시모형의 분석을 통해 선제적인 통화정책은 자산가격버블과 금융불균형을 방지하는 데 효과적일 수 있다는 결과를 제시하고 있다. 그러나 선제적인 통화정책으로 자산가격버블과 금융불균형을 예방할 수 있는 가능성에 대해서는 회의적인 시각도 없지 않다. 자산가격버블과 금융불균형문제를 인식하기가 어려울 뿐만 아니라 비록 인식을 하더라도 통화정책을 충분히 선제적으로 시행하기도 어렵다는 점 때문이다. 특히 Filardo(2003)는 충분히 선제적인 통화정책은 매우 효과적이지만 통화정책을 선제적으로 수행(예를 들어, 물가가 낮은 수준에서 안정되어 있으나 자산가격버블과 금융불안정에 대처하기 위해 금리를 인상하고자 하는 경우)하는 데 있어서는 경제주체는 물론 정치권, 정부당국, 재계 등을 설득해야 하는 어려움(communication problem)이 있다는 점을 지적하고 있다.

다. 이와 함께 인플레이션 압력이 현재화되지 않는 상황에서 긴축정책의 필요성을 경제주체와 정치권, 재계, 정부당국에게 설득하기 위해서는 통화정책의 새로운 역할에 대한 정치·사회적 공감대를 확산하기 위해 노력할 필요가 있음을 지적하고 있다(Crockett, 2003; Filardo, 2003).

(2) 금융감독당국과의 정책협조체제 강화

과다한 신용확대와 자산가격버블 발생을 사전에 방지하여 금융안정을 도모하는 것이 중앙은행의 중요한 책무로 전면에 대두되고 있는 시점에, 한편에서는 금융감독기능이 중앙은행으로부터 분리되고 있는 추세를 보이고 있다. 이와 같이 감독기능이 분리되어 있는 국가의 중앙은행의 경우 단기금리 조절 외에는 과다한 유동성 확대를 효과적으로 수축할 수 있는 논리와 정책수단이 미흡하다.

우리 나라의 경우도 현재로서는 중앙은행으로부터 은행감독기능이 완전분리되어 과다한 신용팽창과 자산가격버블의 상호작용을 사전에 차단할 수 있는 미시적 수단이 미흡한 실정이다. 그렇다고 중앙은행이 과다한 신용확대를 배경으로 자산가격버블이 형성되고 금융불균형이 축적되는 것을 방지하는 것은 곤란하다. 이는 곧 중앙은행의 가장 중요한 책무를 방기하는 것이기 때문이다. 따라서 중앙은행은 과다유동성 확대에 따른 자산가격버블과 금융불균형 축적을 효과적으로 방지할 수 있는 제도적 장치를 강구하도록 노력하는 한편, 여러 가지 미시적 규제감독수단을 보유하고 있는 금융감독당국과 협조체제를 구축해야 한다.

이를 위해 중앙은행은 먼저 자산가격, 신용, 실질환율 등을 종합적으로 고려하여 금융불균형을 정확히 식별하는 기법을 개발할 필요가 있다. 자산가격버블 그 자체를 식별하려 하기보다는 자산가격 상승, 신용확대 등 금융불균형의 징후들을 포착하려고 노력하여야 한다. 비록 자산가격버블을 사전에 정확하게 인지하는 것이 어렵더라도 신용이 늘어나는 규모와 양상을 면밀하게 모니터링하게 되면 버블발생 여부를 어느 정도는 파악할 수 있을 것이기 때문이다. 이러한 노력을 통해 과다한 유동성 확대 등 금융불균형의 징후가 인지되는 때에는 비록 단기적으로 인플레이션 압력이 없더라도 금융시장에 사전경고를 하거나 감독당국의 협조를 얻어 미시적 규제감독정책과 함께 거시적 통화정책의 정책조합(policy mix)을 효과적으로 강구해 나가야 한다.

이러한 점에서 중앙은행은 금융감독당국과 협력체제를 강화하는 것이 필요하다. 예를 들어, 과다한 유동성 확대를 효과적으로 조절하기 위해서는 신용거래 보증금률(margin requirement),⁴²⁾ 대손충당금 적립요건, BIS 위험가중치 산정기

준, 주택대출 담보인정비율, 가계대출 총액한도제⁴³⁾ 등 미시적·거시적 정책수단을 활용해야 하며, 이 과정에서 금융감독당국과 공조할 수 있도록 상호 유기적 협력체제를 강화할 필요가 있다.

한편, 금융감독당국이 개별금융기관의 건전성 확보를 위하여 미시적 규제감독수단(micro-prudentials)을 활용함에 있어서도 이것이 금융시스템 안정과 거시경제 안정이라는 거시적 틀 안에서 추구되어야 함을 유념해야 하며, 이러한 측면에서 중앙은행과 매우 긴밀한 협조가 필요하다. 유동성 및 신용총량의 증가 등 거시경제적 요인에 기인하는 금융불균형현상을 미시적 감독수단만으로 접근하는 데는 근본적인 한계가 존재하기 때문이다(Crockett, 2003). 마찬가지로 중앙은행이 거시경제 전체와 금융시스템 전반의 안정을 도모하기 위한 관점에서 건전성 규제감독정책(macro-prudentials)을 시행함에 있어서도 금융감독당국과 공조체제를 강화해 나가야 할 것이다.

(3) 지준제도 및 대출제도 개선

지준제도는 대출제도 및 공개시장조작과 함께 중앙은행의 전통적인 통화정책수단으로 간주되어 왔다. 그러나 최근에는 통화정책 운용방식이 통화의 양적 조절에서 금리 중심으로 전환되는 가운데 은행예금 및 지준수요의 감소, 은행역할의 축소 등으로 지준제도의 통화정책수단으로서의 유용성이 크게 약화되었다. 더욱이 기존 지준제도는 은행예금에만 조세와 유사한 부담을 부가함으로써 시장을 왜곡한다는 비판을 많이 받아 왔다. 이러한 점을 감안하여 주요 선진국에서는 실질적인 지준부담을 크게 낮추거나 아예 지준제도 자체를 폐지하는 사례도 나타나고 있다. 캐나다, 영국, 스위스, 노르웨이, 벨기에, 호주, 뉴질랜드 등은 지급준비제도 자체를 이미 폐지하였으며, 미국, 일본과 유로지역(ECB)은

42) 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 신용거래 용자거래시 개시증거금을 매수금액의 최저 50%로 규정하고 있으며, 필요시 동 증거금률을 변경함으로써 주식시장의 과열 여부를 간접적으로 시장에 전달한다. 그러나 우리 나라의 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).

43) 한은법 제28조에 명시되어 있는 “금융기관이 행하는 대출의 최장기한 및 담보의 종류에 대한 제한”, “금융기관의 대출과 투자의 최고한도 또는 분야별 최고한도의 제한” 등은 거시적 관점에서의 건전성 규제감독정책(macro-prudentials)에 속하는 동시에 통화신용정책적 성격을 가지는 것으로 현재 금융통화위원회의 권한사항이다.

지준율을 크게 인하함으로써 실질적인 지준부담을 낮추고 있다.⁴⁴⁾

그러나 한편에서는 지준규모의 지나친 축소는 단기금리의 변동성을 확대시키기 때문에 바람직하지 않다는 반론도 만만치 않다. 이를 감안하여 미 연준은 은행의 결제잔액에 대한 부리를 2001년부터 시행하고 있으며, 법정지준에 대한 부리를 허용하는 법안을 추진중(2001년 하원을 통과하여 상원에 계류중)에 있다.⁴⁵⁾ 이 같은 지준제도의 부분적 개선은 지준규모를 증가시키고 통화정책조치와 은행행태 간의 연계성을 강화함으로써 중앙은행의 유동성 및 금리조절능력을 제고하는 데 어느 정도 기여할 수 있을 것이다. 그러나 이러한 조치는 기본적으로 은행에만 초점을 맞추고 있기 때문에 금융부문 전체의 유동성을 효과적으로 조절하는 데는 근본적인 한계가 있다.

우리 나라의 지급준비제도 역시 그간의 환경변화와 함께 통화정책수단으로서의 유용성이 크게 약화된 가운데 은행부문에만 조세로서 작용하여 시장을 왜곡시킨다는 지적을 많이 받아 왔다. 일각에서는 지준금의 규모를 증가시켜 통화정책의 유효성을 확보하기 위해서는 은행뿐만 아니라 비은행 금융기관에도 지준금을 부과시킬 필요가 있다는 주장이 있어 왔으나, 지준율 인하 또는 지준제도 폐지라는 세계적 제도개편의 큰 흐름을 거스르는 것은 매우 어렵다고 생각된다. 우리의 경우도 앞으로 법정지준율을 단계적으로 낮추어 가다가 장기적으로는 법정지준제도 자체를 폐지하는 방향으로 나가야 할 것이다.

이러한 세계적인 제도개편의 흐름을 수용한다면 앞으로 바람직한 지준제도로는 영국, 캐나다, 스웨덴, 유로지역(ECB) 등이 이미 도입하고 있는 청산결제 지준방식으로서의 전환을 검토해야 할 것이다. 법정지준금 규모가 축소되거나 법정지준금 자체가 완전히 소멸되더라도 은행 간 청산결제를 위한 결제지준에 일정한 금리를 부과하여 공급하는 방식(standing facilities)을 도입하게 되면 목표 단기금리의 변경을 통해 은행 간 시장의 초단기금리를 적절히 조절하는 데 매우 유리하기 때문이다.⁴⁶⁾

44) 참고로 평균지준율(2002년 말)을 보면 일본: 0.6%, 유로지역(ECB): 1.2%, 한국: 3% 수준이다.

45) Goodfriend(2002)는 지준부리를 통화정책의 주요 수단으로 채택할 것을 주장하면서 중앙은행이 지준부리를 통해서 단기금리를 조절하고 금리정책과는 독립적으로 공개시장조작을 통하여 은행지준을 관리함으로써 유동성을 효과적으로 관리할 수 있다고 주장하고 있다.

46) 법정준비금이 완전히 폐지된 국가의 경우 중앙은행이 청산결제를 위한 초단기자금을 목표금리수준으로 공급하되 추가소요자금에 대해서는 목표금리보다 높은 금리로 공급하는 방식이다. 실례로 캐나다, 호주 및 뉴질랜드의 경우 추가소요자금에 대해서 대출금리는 목표금리보다 25bp 높게, 예금금리는 25bp 낮게 설정·운용하고 있다. 미국도 이러한 청

한편, 우리 나라의 중앙은행 대출제도도 차입조건에 대한 제약과 차입시 신인도 저하를 우려한 은행의 차입회피 때문에 유동성 조절수단으로 거의 활용되고 있지 않다. 따라서 대출제도 역시 금리중시 통화정책 운용방식하에서 정책금리를 신축적으로 조절하는 데 도움이 되는 방식으로 개편하는 것이 바람직하다. 이를 위해서는 유럽식의 롬바르트(Lombard)방식⁴⁷⁾으로의 전환을 검토할 필요가 있다. 주요 선진국도 법정기준이 인하되거나 폐지되는 흐름에 맞추어 유동성 조절방식의 효율화와 단기금리 조절능력의 강화를 도모하기 위하여 롬바르트형 대출제도로 전환하였다. 예를 들어, 1994년에 법정기준제도를 폐지한 캐나다의 경우 1996년 롬바르트형 대출제도를 도입하여 금융기관의 결제계정 잔액이 부족할 경우 시장금리에 의한 담보대출을 무제한적으로 제공하는 제도를 시행하고 있다. 최근에는 미국(2003. 1), 일본(2001. 3)이 롬바르트 대출제도를 도입하면서 거의 모든 선진국이 롬바르트 대출제도를 갖추게 되었다. 이러한 롬바르트형 대출제도 도입은 낮은 기준 또는 기준제도 폐지의 상황에서 유동성 조절의 효율화와 단기금리 조절능력의 강화를 도모하기 위한 것으로 세계적인 제도개편의 큰 흐름에 부응하는 것이라고 볼 수 있다.

최근에는 롬바르트 대출제도 도입과 함께 유동성 여유자금의 중앙은행 예치제도를 도입하여 운용하는 추세이다. 이는 금융기관이 운용하다 남은 유동성 여유분을 중앙은행에 제한 없이 예치할 수 있도록 하고, 이에 대해 시장금리보다 낮은 금리를 지급하는 제도이다. 이렇게 되면 중앙은행 예치금리는 사실상 시장금리의 하한으로 작용하게 되며, 롬바르트 대출금리는 시장금리의 상한으로 작용함으로써 단기 시장금리는 상한인 롬바르트 대출금리와 하한인 중앙은행 예치금리 범위 내에서 유지된다. 이것이 이른바 금리목표범위제(channel system)이다.⁴⁸⁾

산결제 기준방식의 도입검토에 대한 논의가 활발하게 이루어지고 있다. 이처럼 예금 및 대출금리를 차등적용하는 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).

47) 롬바르트형 대출제도는 중앙은행이 차입기관의 자금사정이나 용도 등에 제한 없이 단기 신용을 시장금리보다 높은 금리로 제공하는 담보대출제도이다. 이는 중앙은행으로부터의 차입이 신인도 저하우려(stigma)를 불식할 뿐만 아니라 지준시장의 변동성을 완화하고 위기시 대규모 유동성의 즉시 공급을 도모하는 데 유리하다. 미 연준의 경우도 2001년 하원을 통과하여 현재 상원에 계류중인 지준부리를 허용하는 법안이 통과하면, 기 도입한 롬바르트형 대출금리를 시장금리의 상한, 지준부리 이율을 하한으로 하는 방식(channel system)의 금리조절이 가능하게 될 것으로 보인다(Meyer, 2001).

이와 같이 금융기관의 유동성 여유분을 중앙은행에 제한 없이 예치할 수 있도록 하는 중앙은행 예치제도는 매우 강력한 유동성 조절기능을 수행할 뿐 아니라 여러 가지 긍정적인 역할을 하는 것으로 알려지고 있다. 첫째, 단기금리를 운용목표로 하는 통화정책 운용방식에서 단기 정책금리를 일정 수준으로 안정되게 유지하는 역할을 하며, 둘째 금융기관들이 적당한 자금운용처를 발견하지 못할 경우 남는 자금을 중앙은행에 예치하여 목표정책금리보다 낮은 수준으로 부리함으로써 시중의 유동성을 중앙은행이 흡수하는 역할을 하며, 셋째 금융기관들로 하여금 무리하게 리스크가 큰 투자나 대출을 지양하도록 함으로써 경제 전반의 리스크를 낮추는 역할을 한다. 물론 중앙은행 예치금에 대한 이자지급은 추가적인 통화관리비용의 증가를 의미하지만 국민경제 전체로는 리스크수준을 한 단계 낮추는 역할을 한다는 점에 주목할 필요가 있다. 예를 들어, 금융기관의 가계대출 규모와 증가속도가 지나치게 빠른 경우, 정책당국이 가계대출을 억제해야 할 필요가 있더라도 풍부한 유동성 때문에 금융기관이 여유자금의 새로운 운용처를 찾는 과정에서 결국 또 다른 고리스크를 추구하게 되므로 경제 전체로는 리스크수준이 높아질 수밖에 없을 것이다. 이런 경우 중앙은행 예치금제도가 운영되고 있으면 시장금리보다는 다소 낮지만 중앙은행에 예치할 수 있기 때문에 경제 전체의 리스크수준을 낮출 수 있을 것이다.⁴⁹⁾

(4) 자산지준제도의 도입

금융혁신 및 금융자유화 등으로 통화정책이 파급되는 금융제도적 환경이 크게 변화된 현 상황에서 전통적인 공개시장조작과 은행예금부채 중심의 지준제도로는 과다유동성과 금융불균형을 사전에 방지하는 것이 매우 어렵게 되었다. 특히 현행 지준제도는 은행의 역할과 비중이 축소되는 동시에 은행의 지준회피성 시장성 부채 조달비중이 큰 폭으로 증가함으로써 지준수요가 크게 감소하고 있음에도 불구하고 은행의 예금부채에만 의존하고 있다. 이러한 이유로 현행 예금지준제도는 본래 기능과 역할이 많이 퇴색하였을 뿐만 아니라 통화정책수단으로서의 역할과 효과도 크게 약화되었다. 더욱이 이러한 은행예금 중심 지준시스템을 통해서 중앙은행이 직접적으로 비은행 금융기관의 지급준비금을

48) 현재 캐나다, 영국, 호주, 뉴질랜드, 유로지역(ECB) 등이 이러한 금리목표범위제를 운영하고 있다.

49) 혹자는 금융기관의 여유자금을 통안계정으로 묶어 예금이자를 지급하는 방안을 제시하고 있으나, 세계적인 큰 흐름과 우리 나라의 특정 제도라는 점 외에는 이 두 방법 사이에 근본적인 차이는 없다고 생각된다.

창출하거나 흡수할 수 없기 때문에 결국 금융시스템 전체의 총체적인 신용창출 활동을 효과적으로 관리할 수 없다. 이러한 점에서 최근 들어 주요 선진국에서는 중앙은행이 은행과 비은행 금융중개기관을 포괄하는 금융부문 전체의 총체적인 신용창출활동을 효과적으로 관리할 수 있는 제도적 장치를 새로이 설계하지 않고는 과다유동성과 금융불균형을 사전에 방지하는 것이 어렵다는 인식이 확산되고 있다.

우리 나라의 경우도 금융혁신 및 금융자유화의 진전과 함께 신용창출에 있어서 비은행 금융기관들의 역할과 비중이 크게 확대되는 가운데, 통화정책은 전통적인 재할인제도, 은행 중심 예금지준제도, 공개시장조작 등에 주로 의존하고 있는 실정이다. 외환위기 이후에는 인플레이션 타게팅하에서 단기금리를 운용 목표로 통화정책을 수행하고 있으나, 이러한 통화정책 운용방식은 인플레이션이 낮고 안정적인 한 정책목표금리를 신축적으로 조절하기 어렵기 때문에 과다한 신용확대를 방지하는 데는 구조적으로 한계가 있다. 이러한 결과로 가계대출 급증 등 과다한 유동성 확대와 이에 따른 부동산 등 자산가격버블의 발생 등 금융불균형 축적에 효과적으로 대처하는 것이 매우 어렵게 되었다. 특히 우리의 경우 은행감독기능이 중앙은행으로부터 분리되고 아직은 통화당국과 감독당국 간에 협조체제가 제대로 구축되어 있지 못한 실정이어서, 과다한 신용확대와 자산가격버블의 상호작용을 사전에 차단할 수 있는 미시적 수단도 미흡한 실정이다.

이러한 점에서 Palley(2000, 2003), D'Arista(2002), 함정호·서병한(2003)이 제시한 금융기관의 자산에 대해 기준을 부과하는 자산지준제도(asset-based reserve requirement: ABRR)가 한 가지 대안이 될 수 있을 것이다. 자산지준제도란 은행의 예금부채에 기준을 부과하는 현행의 예금지준제도와는 달리 모든 금융기관의 자산에 대해 기준을 부과하는 제도이다. 자산지준제도의 주요 특징을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 이 제도는 모든 금융기관이 보유하고 있는 자산에 대해 기준을 부과하기 때문에 은행부채에 대해서만 기준을 부과하고 있는 현행 예금지준제도보다는 공평성이 제고되는 장점을 가지고 있다. 둘째, 자산지준제도하에서는 은행뿐만 아니라 보험회사, 증권회사 등을 포함한 모든 금융기관이 통화정책의 과금기관으로서의 역할을 수행하게 됨에 따라 통화정책의 유효성이 크게 제고될 수 있다. 따라서 과다유동성 및 금융불균형 축적에 효과적으로 대처할 수 있다는 장점이 있다. 셋째, 자산지준제도는 자산에 부과되는 기준율을 대상자산 유형별로 상이하게 차등하여 적용할 수 있다. 예를 들어, 위험도가 높

을수록, 자산의 증가속도나 가격의 상승속도가 빠를수록 높은 기준율을 적용할 수 있다. 이와 같이 자산부류에 따라 기준율을 차등적용할 경우 가계신용과 같은 특정 자산이 급격하고 과도하게 늘어나는 것을 미연에 방지할 수 있을 뿐만 아니라 부문 간 선별적인 자원배분을 유도할 수도 있다. 넷째, 자산지준제도는 BIS 자기자본규제와는 달리 적용대상 기관의 범위가 넓고 또한 경기대응적 성격을 지니고 있기 때문에 매우 효과적인 자동안정장치(automatic stabilizer)의 역할을 수행한다. 이는 BIS 자기자본기준이 은행대출의 경기동행성을 강화하여 자동불안정장치로 작용하는 것과는 대조적이다.

자산지준제도는 이상과 같은 특성을 가지므로 통화정책수단으로 이를 도입하게 되면 다음과 같은 긍정적인 효과를 기대할 수 있다.⁵⁰⁾ 첫째, 은행 및 비은행 부문에 걸친 새로운 파급채널을 통하여 통화정책의 유효성이 제고된다. 이에 따라 금융시스템 전체의 총체적인 신용창출활동을 효과적으로 관리하여 과다유동성 및 금융불균형의 축적을 사전에 방지할 수 있다. 둘째, 자동안정기능을 통하여 경기변동을 완화한다. 호황기에 자산가격이 상승하거나 새로운 자산이 출현하면 지준규모가 증가하는 등 자산지준제도는 경기대응적 성격을 지니고 있기 때문에, 시장성 부채의 증가와 BIS 자기자본규제 등에 의해 강화되고 있는 금융시스템의 경기동행성을 중화시킴으로써 경기변동의 진폭을 완화할 수 있다. 셋째, 부동산 등 특정 자산의 버블에 효과적으로 대응할 수 있다. 특히 경기침체에 특정 자산가격버블을 방지하기 위해 금리를 조절하면 경제 전반에 악영향을 미치게 되어 거시경제 안정목적과 상충될 가능성이 있다. 그러나 자산지준제도하에서는 부동산, 주식 등 특정 자산시장이 과열양상을 보일 경우 해당 자산에 대한 지준금이 자동적으로 증가하거나 기준율을 인상할 수도 있기 때문에 자산가격 상승을 효과적으로 관리할 수 있다. 넷째, 대규모 자본유출입에 대응하여 불태화 통화정책을 효과적으로 수행할 수 있다. 자산지준제도하에서는 해외자산과 국내자산 간의 포트폴리오를 조정함으로써 금리 또는 신용공급의 변동을 거의 초래하지 않고 외자유입에 따른 유동성을 거의 완벽하게 흡수할 수 있다. 다섯째, 시스템 리스크를 효과적으로 방지할 수 있다. 중앙은행이 모든 금융기관의 자산에 대하여 기준을 부과하고 또 자산종류별로 위험 정도에 따라 기준율을 달리 설정함으로써 여러 자산의 상대수익률에 영향을 미치면, 금융기관이 과도하게 위험이 높은 포트폴리오를 선택하는 것을 미연에 억

50) 자산지준제도에 관한 더 자세한 내용은 Palley(2000, 2003), D'Arista(2002), 함정호·서병환(2003)을 참조.

제할 수 있기 때문이다.

마지막으로 금융혁신에 의한 통화정책의 유효성 저하 및 시노리지 감소를 방지할 수 있다. 현재와 같은 금융혁신 추세가 지속되는 가운데 정보통신기술이 급속도로 발달하여 전자화폐 등 새로운 전자지급결제수단이 급속도로 보급되면, 중앙은행이 독점적으로 공급하는 본원통화(지준)에 대한 수요가 계속 감소할 수밖에 없다. 이렇게 되면 공개시장을 통한 유동성 조절이 어려워지고 중앙은행의 단기금리 조절능력이 약화될 뿐만 아니라 정부의 시노리지 수입도 크게 감소될 것이다. 그러나 자산지준제도가 도입되어 모든 금융기관의 자산에 지준이 적용되면 금융혁신에 의해 어떤 새로운 자산이 등장하거나 정보통신기술 발달에 따라 새로운 결제수단이 출현하더라도 중앙은행의 본원통화에 대한 충분한 수요가 보장될 수 있다. 이에 따라 통화정책의 유효성이 확보될 수 있을 뿐만 아니라 자산이 증가하거나 가격이 상승할 때마다 정부의 시노리지 수입도 늘어나게 될 것이다.

현행 예금지준제도는 은행부문에만 준조세적 부담으로 작용하여 시장을 왜곡하고 있을 뿐만 아니라 통화정책수단으로서의 유효성도 저하되고 있다. 이러한 점에서 최근 주요국의 중앙은행들은 법정지준제도를 폐지하거나 지준율을 대폭 인하하는 조치를 취하고 있다. 우리 나라의 경우도 이러한 국제적 추세에 맞추어 법정지준을 단계적으로 폐지하거나 지준율을 큰 폭으로 인하하는 방안을 고려해 볼 수 있을 것이다. 이러한 경우 지준부과대상인 은행으로서는 유리한 점이 적지 않을 것이다. 그러나 어느 경우이든 국민경제 전체로는 중앙은행이 금융부문 전체의 신용창출 규모와 속도를 효과적으로 조절할 수 있는 제도적 장치가 없다는 본질적 문제는 여전히 남아 있다. 만약 과도한 신용팽창에 따른 자산가격버블의 확대·붕괴과정에서 금융불안정과 경기침체, 부채디플레이션 등이 초래된다면 국민이 지불해야 할 잠재적 비용은 막대하다. 이러한 점에서 자산지준제도 도입은 예금지준제도 폐지로 은행과 비은행 간에 공정한 경쟁을 가능하게 하는 동시에 중앙은행이 물가안정과 금융안정을 통하여 거시경제안정을 달성하기 위한 최소한의 보험적 성격을 갖는다고 볼 수 있다. 자산지준제도는 금융부문 전체의 신용창출활동을 효과적으로 관리할 수 있는 최소한의 제도적 규제장치이기 때문이다. 자산지준제도 도입에 대한 금융기관, 정부당국, 감독당국, 중앙은행의 입장을 살펴보면 대체로 각 기관에 유리한 점이 많은 윈윈게임이다.⁵¹⁾ 이러한 점에서 자산지준제도 도입에 따른 장점은 적지 않다고 생각

51) 자산지준제도 도입에 대한 금융기관, 정부당국, 감독당국, 중앙은행의 입장에 관한 보다

된다.⁵²⁾

V. 결 론

본 연구는 최근 유동성의 과다현상에 관련한 주제를 네 가지로 나누어 논의하였다. 첫 번째는 유동성의 정의와 포괄범주에 관한 논의이다. 유동성은 원하는 시기에 정해진 명목가격으로 현금과 교환될 수 있는 용이성을 말하지만 이러한 특성을 지닌 금융자산을 지칭하기도 한다. 여기서는 후자의 의미로 유동성을 사용하고 있다. 유동성의 정의상 어떤 금융자산까지를 유동성에 포함시킬 것인가 하는 문제는 단순하지 않다. 금융기관의 부채인 통화지표를 가지고 유동성의 포괄범주를 지정할 수도 있지만, 자산인 신용을 가지고도 유동성의 포괄범주를 지정할 수도 있다. 한편, 현금화의 용이성 정도에 따라 개념상 협의의 유동성, 광의의 유동성, 시장유동성으로 구분하기도 한다. 본 연구는 어느 특정 지표 하나를 통해서 유동성을 파악하기보다는 유동성을 나타내고 있는 다양한 범주의 지표들을 분석함으로써 유동성 과다에 관한 증거를 찾아보고 그 원인을 분석하였다.

두 번째 주제는 과다유동성의 판별문제이다. 통화지표인 M2, M3는 2000년 2분기부터 증가율이 계속 높아졌다. 한편, 국내신용과 국내민간신용 지표의 증가율도 통화지표의 증가율과 크게 다르지 않았다. 국내신용 증가율은 외환위기 직후인 1998년 1분기부터 급속히 둔화하여 감소세를 보이기도 했지만, 2000년 3분기부터 회복세를 보이기 시작하여 2002년 말에는 외환위기 이전 수준을 거의 회복했다. 국내민간신용의 증가율도 국내신용과 거의 유사한 추세를 보였다. 그렇지만 유동성과 관련한 각종 지표의 증가율이 계속 높아졌다고 해서 이것이

자세한 내용은 함정호·서병한(2003)을 참조.

52) 자산지준제도는 원래 모든 금융기관의 모든 자산에 대해 지준을 부과하는 것이다. 그러나 이를 부분적으로 도입하더라도 과다유동성과 금융불균형 축적을 사전에 방지하는 데 매우 효과적일 수 있다. 예를 들면, 극심한 신용팽창기 등 국민경제상 긴절한 경우 특정 자산(예컨대, 가계대출 또는 부동산대출)에 대한 지준을 부과할 수 있는 금융통화위원회의 권한을 한은법에 추가하고, 특정 자산(예컨대, 가계대출 또는 부동산대출)의 규모가 과다하게 증가하거나 그 속도가 지나치게 빠른 경우 금융통화위원회가 해당 특정 자산에 대한 지준율을 결정하도록 하는 방안을 생각해 볼 수 있을 것이다. 구체적으로는 한은법 제28조(통화신용정책에 관한 의결) 18항(“극심한 신용팽창기 등 국민경제상 긴절한 경우 금융기관의 특정 자산에 대한 지준율의 결정”)을 추가하는 방안을 생각해 볼 수 있을 것이다.

유동성이 과다공급되었다는 증거라고 말하기 어렵다. 그것은 같은 기간중 경제 규모의 확대에 의하여 유동성에 대한 수요가 증가했을 가능성이 있기 때문이다. 따라서 유동성 과다를 확인하기 위해서는 유동성 관련지표와 실물경제의 추이를 비교해야 한다. 이를 위해 본 연구는 한국은행이 걱정유동성 여부를 판단하기 위해 제시한 몇 가지 방법 중에서 초과유동성, 금리격차, p^* , 근원인플레이션을 등의 네 가지 방법을 활용해 과다유동성 여부를 판별하였다. 분석결과 과다유동성의 징후가 발견된 기간을 추정할 수 있었다. 네 가지 방법이 찾아 낸 과다유동성의 기간이 완전히 동일하지는 않지만 크게 차이를 보이지도 않았다. 공통기간은 2001년 1분기부터 2002년 2분기까지 6분기로 우리는 이 기간을 과다유동성이 나타났던 기간으로 간주하였다.

세 번째 주제는 유동성 과다의 원인에 관한 문제이다. McKinnon and Pill은 금융기관의 도덕적 해이가 기업의 과잉투자과 가계의 과다소비의 주범이었으며, 개도국의 경우 환위험을 커버하지 않는 금융기관의 오픈포지션이 과다대출을 더욱 부추겼다고 주장했다. 한편, 우리 나라의 자료를 활용한 실증분석에서는 유동성 과다의 원인을 찾기 위해 실질국내신용, 실질이자율, 산업생산 및 인플레이션율의 네 변수로 구성된 VAR모형을 추정하였다. 이 분석에서는 실질금리의 하락이 민간신용을 크게 증가시켰던 원인으로 지적하였으며, 이런 경향은 외환위기 이후 현저해졌다고 결론지었다.

마지막 주제로는 과다유동성을 조절하기 위한 통화정책수단의 개선과제를 논의하였다. 선진국에서도 최근에 저물가체제하에서 저금리에 따른 과다한 유동성 확대와 자산가격버블 등 금융불균형 방지를 위한 정책수단 개발에 대한 여러 가지 논의가 진행되고 있으며 일부 정책은 이미 시행중에 있다. 몇 가지 사례로는, 첫째 통화정책이 단기적인 인플레이션 압력에만 치중하지 않고 자산가격 상승과 금융불균형 축적에 선제적으로 대응할 수 있기 위해서는 정책시계를 보다 장기로 하는 신축적 인플레이션 타게팅을 채택할 필요가 있음을 강조하였다. 둘째, 과다한 유동성 확대와 자산가격버블의 상호작용을 사전에 차단할 수 있도록 미시적·거시적 규제감독수단을 활용함에 있어 중앙은행과 감독당국이 공조할 수 있도록 상호 유기적 협조체제 강화의 필요성을 논의하였다. 셋째, 기준세에 대한 형평성 논란을 불식시키고 과다유동성을 효율적으로 조절하기 위해 법정기준제도를 축소하거나 폐지하는 대신 중앙은행 대출제도를 톰바르트형으로 전환하고 금융기관 여유자금의 중앙은행 예치제도를 도입하여 실질적인 금리목표범위제를 채택할 것을 제안하였다. 넷째, 은행과 비은행 금융기관을 포

괄하는 금융기관 전체의 신용창출활동을 효과적으로 관리하기 위해 모든 금융기관의 자산에 지준을 부과하는 자산지준제도의 도입가능성을 검토하였다.

참 고 문 헌

- 김동원·김기화, 『화폐금융과 경제활동』, 다산출판사, 2003.
- 김중수, 「한국경제 반세기 경제정책에 대한 역사적 고찰」, 『경제학 연구』, 한국경제학회 창립 50주년 기념호, 2003, 261~349.
- 백용기·함정호, 「최근 유동성 과다현상의 원인과 정책과제」, 『금융경제연구』 166호, 한국은행, 2003.
- 손상호·정지만, 「국내 금융산업의 과거·현재·미래」, 『한국 금융산업의 과거·현재·미래』, 개원 10주년 기념 국제심포지엄, 한국금융연구원, 2001, 33~86.
- 장민·함정호, 「새로운 적정통화지표의 모색」, 『금융환경 변화와 통화정책』, 지식산업사, 2000, 305~368.
- 한국은행, 『유동성 수준 평가방법』, 한국은행 조사제1부, 1997.
- _____, 『우리나라의 통화정책』, 2001.
- 함정호·서병한, 「통화정책 유효성 제고 방안에 관한 연구: 자산지준제도의 도입을 중심으로」, 『경제분석』 제9권 제3호, 한국은행 금융경제연구원, 2003, 1~36.
- 함정호·정홍백, 「우리 나라 신용경색의 원인과 정책적 시사점」, 『한국경제연구』 제5권, 한국경제연구학회, 2000, 93~144.
- 함정호·홍승제, 「자산가격 변동과 통화정책: 통화정책 역할 변화와 운용방식 및 수단의 적절성」, 『한국경제연구』 제10권, 한국경제연구학회, 2003, 47~86.
- 홍승제, 「최근 선진국의 지급준비율 및 중앙은행 대출제도 흐름」, 고려대학교 BK21 세미나 자료, 2003.
- Baek, E. G., "A Disequilibrium Model of the Korean Credit Crunch," Working Paper Series 2002-22, ICSEAD, Kitakyushu, Japan, 2002.
- Bean, Charles, "Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are

- Inflation Targets Enough?” BIS Working Paper No. 140, 2003.
- Bordo, M. D. and O. Jeanne, “Boom-Busts in Asset Prices, Economic Instability and Monetary Policy,” NBER Working Paper No. 8966, 2002a.
- _____, “Monetary Policy and asset Prices: Does Benign Neglects Make Sense?” *International Finance*, Vol. 5, No. 2, 2002b, 139~164.
- Borio, C. and P. Lowe, “Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus,” BIS Working Papers No. 114, 2002.
- Borio, C., Craig Furfine, and P. Lowe, “Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options,” BIS Papers No. 1, 2002.
- Borio, C., William English, and Andrew Filardo, “A Tale of Two Perspectives: Old or New Challenges for Monetary Policy?” BIS Working Paper No. 127, February 2003.
- Cecchetti, G., H. Genberg, and S. Wadhvani, “Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework,” in W. C. Hunter, G. G. Kaufman, and M. Pomerleano, *Asset Price Bubbles*, Cambridge, Mass.: MIT Press, 2003, 427~444.
- Cecchetti, G., H. Genberg, J. Lipsky, and S. Wadhvani, “Asset Prices and Central Bank Policy,” ICBM/CEPR Series of Geneva Reports on the World Economy 2, July 2000.
- Crockett, Andrew, “Central Banking under Test?” Speech for the BIS Conference on “Monetary Stability, Financial Stability, and the Business Cycle,” held in Basel, Switzerland, on 28 March 2003.
- _____, “Why Is Financial Stability a Goal of Public Policy?” *Economic Review*, Vol. 82, No. 4, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1997, 5~22.
- D’Arista, J., “Rebuilding the Transmission System for Monetary Policy,” *Financial Markets and Society*, November 2002, 1~28.
- Filardo, Andrew, “Should Monetary Authorities Prick Asset Price Bubbles?” presented at the Bank of Korea Conference, Asset Prices and Monetary Policy, Seoul, Korea, 2003.
- Friedman, B. M., “The Future of Monetary Policy: The Central Bank as an Army with Only a Signal Corps?” *International Finance*, Vol. 2, No. 3,

1999, 321~338.

Goodfriend, M., "Financial Stability, Deflation, and Monetary Policy," in Ninth International Conference, The Role of Monetary Policy Under Low Inflation: Deflationary Shocks and Their Policy Responses, Bank of Japan, Monetary and Economic Studies Special Edition, Vol.19, No.S-1, 2001, 143~167.

Goodfriend, Marvin, "Interest on Reserves and Monetary Policy" *FRBNY Economic Policy Review*, May 2002, 77~84.

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.

Kim, H., "Was Credit Channel a Key Monetary Transmission Mechanism Following the Recent Financial Crisis in the Republic of Korea," Policy Research Working Paper 3003, World Bank, 1999.

McKinnon, R.I. and H. Pill, "Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Overborrowing Syndrom," in Takatoshi Ito and A.O. Krueger, eds., *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, Chicago University Press, 1996, 7~42.

_____, "Credible Economic Liberalization and Overborrowing," *American Economic Review*, Vol. 87, No. 2, 1997, 189~203.

_____, "International Overborrowing: A Decomposition of Credit and Currency Risks," *World Development*, Vol. 26, No. 7, 1998a, 1267~1282.

_____, "The Overborrowing Syndrome: Are East Asian Economies Different?," in Reuven Glick, ed., *Managing Exchange Rates and Capital Flows: Lessons from the Pacific Basin*, Cambridge University Press, 1998b.

Meyer, L., "Testimony before the Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit of the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives," *Federal Reserve Bulletin*, May 2001, 301~305.

Palley, Thomas I., "Asset Price Bubbles and the Case for Asset-Based Reserve Requirements," *Challenge*, Vol. 46, No. 3, 2003, 53~72.

_____, "Stabilizing Finance: The Case for Asset-Based Reserve Requirement," *Financial Markets and Society*, August 2000, 1~12.

Tolksdorf, Lukas M. N., *Financial Markets Drift: Decoupling of the Financial Sector from the Real Economy*, New York: Springer-Verlag, Inc., August 2001.

Woodford, M., "Financial Market Efficiency and the Effectiveness of Monetary Policy," *FRBNY Economic Policy Review*, May 2002, 85~94.

[Abstract]

Causes of the Recent Over-liquidity and Policy Issues

Ehung Gi Baek · Jeong-Ho Hahm

We investigate evidence of the over-liquidity by examining several liquidity indicators and analyze causes of the recent over-liquidity. Indicators such as excess liquidity, interest rates difference, p^* and core inflation are examined to demonstrate the recent over-liquidity. Period from the first quarter of 2001 to the second quarter of 2002 is appeared to be a period of over-liquidity from the above indicators. Decrease in the real interest rate is found as a main cause of recent expansion of the domestic credit. We also deal with policy issues to control the over-liquidity to an appropriate level. Various policy instruments are discussed to adjust financial imbalances due to asset price hikes in the ascending phase of the credit cycle and to minimize economic cost from those adjustments. For instance, cooperation between the central bank and financial supervisory authority, flexible inflation targeting, channel system and asset-based reserve requirement are reviewed.

Keywords: over-liquidity, credit expansion, financial imbalance, deposit-based reserve requirement, asset-based reserve requirement

JEL Classification: E44, E52, E58