

금융안정과 거시경제정책*

백 응 기**

본 연구는 우리 나라의 거시경제정책이 금융안정에 어떤 기여를 했는지 분석하였다. 이를 위하여 거시경제정책, 생산, 인플레이션, 금융불안정지수 등의 네 변수 VAR모형을 작성한 후 정책충격이 금융불안정에 미치는 효과를 파악하였다. 실증분석 결과에 의하면 1991년 1월부터 1997년 4월까지의 팽창적 통화정책이 금융불안정을 심화시켰지만, 그 이후의 기간에는 오히려 금융불안정을 감소시키는 효과를 보였다. 1991년부터 1999년까지는 팽창적 재정정책이 금융불안정을 감소시키는 효과를 보였지만, 2001년 이후에는 금융불안정을 심화시켰던 것으로 나타났다. 한편, 금융감독 당국은 개별 금융기관의 건전성 확보를 위하여 미시적 규제감독수단을 활용함에 있어서 중앙은행과 긴밀히 협조해야 하며, 중앙은행은 거시경제 전체와 금융시스템 전반의 안정을 도모하기 위한 거시적 관점에서의 건전성 규제감독정책을 시행함에 있어서 금융감독 당국과 공조체제를 강화해 나가야 한다.

핵심주제어: 금융안정, 거시경제정책, 금융감독정책, 벡터자기회귀모형
경제학문헌목록 주제분류: E44, E52, E62

I. 서 론

1990년부터 본격화된 금융자유화, 개방화 및 세계화로 인하여 국가 간 자본이동이 그 이전에 비하여 훨씬 자유로워졌으며, 자본이 부족한 개도국에도 경제성장을 가속화할 수 있는 여건이 조성되었다. 이와 같은 호의적 여건에도 불구하고 1997년에는 우리 나라를 비롯한 아시아 지역에 금융위기가 발생하였고 그에 따른 경제의 침체현상도 심각한 수준에 이르렀다. 아시아 위기가 가져온

* 이 논문은 2003년도 한국학술진흥재단의 지원에 의하여 연구되었음(KRF-2003-013-B00034). 이 논문에 대해 유익한 논평을 주신 두 분의 심사위원과 한국은행의 금융안정 세미나에서 지정토론을 해 주신 이창용 교수, 이항용 박사, 차백인 박사, 함준호 교수와 일반토론에서 의견을 주신 분들께 감사드린다.

** 상명대학교 경제통상학부 교수, 전화: (02) 2287-5190, E-mail: egbaek@smu.ac.kr
논문투고일: 2004. 9. 28 수정일: 2004. 11. 25 게재확정일: 2004. 12. 8

폐해에 관해서는 위기를 겪은 국가마다 차이가 있겠으나 최근의 연구결과를 종합하면 그 규모가 대략 GDP의 15~20%로 추정된다. 이와 같은 비용을 고려할 때 금융의 안정은 국민경제의 후생 차원에서 중요한 의미를 가진다.

아시아 금융위기가 발생한 이후 위기의 원인과 위기모형의 개발에 관해 많은 연구가 진행되었다. 연구결과에도 괄목할 만한 성과가 있었다. 기존의 제1세대와 제2세대 위기모형은 아시아 금융위기를 설명하는 데는 역부족이었다. 경제의 기초여건 약화가 위기를 초래하는 제1세대 모형이나 경제의 기초여건과는 전혀 상관없이 경제주체들의 기대변화가 위기를 초래하는 제2세대 모형은 아시아 금융위기를 제대로 설명하기 어려웠다. 아시아 금융위기 이후 금융불안정이 위기를 초래하는 제3세대 모형이 탄생하였다. 이 밖에도 금융위기가 일시적 충격이었던지 아니면 항구적 충격이었던지를 밝히는 등의 위기특성에 관한 연구도 활발히 진척되었다.

위기발생의 이론적 발전을 토대로 금융위기의 징후를 조기에 발견하고 경계경보를 발령함으로써 위기를 예방하기 위한 조기경보시스템(Early Warning System: EWS)도 개발되었다. 현재 우리 나라에서도 국제금융센터를 비롯하여 여러 기관에서 조기경보시스템을 개발하여 운영하고 있다. 최근의 학문적 성취를 바탕으로 한 EWS는 단순히 금리, 환율, 외환보유고 등의 변동에 의한 위기의 조기경보기능에서 진일보하여 금융시스템의 취약성을 감지해 내고 사전에 금융불안정의 요인을 제거함으로써 금융시스템을 안정시킬 수 있는 모형으로 발전될 전망이다.

본 연구는 금융시스템을 안정시키기 위한 거시정책을 연구하는 데 초점을 맞춘다. 이를 위하여 기존의 거시경제정책이 우리 나라의 금융안정에 어떤 기여를 했는지 평가한다. 금융시스템의 안정은 거시경제정책만으로는 불가능하다. 거시경제정책과 병행한 적절한 금융감독정책이 필수적이다. 이런 관점에서 연구의 말미에 금융시스템 안정을 위한 거시경제정책과 감독정책과의 협조관계를 논의한다.

이 논문은 다음과 같이 구성된다. 우선 제Ⅱ절에서 금융안정의 개념을 살펴본 후, 제Ⅲ절에서 문헌연구를 통하여 금융불안정의 원인과 금융안정정책을 알아본다. 금융안정정책을 고안하기 위해서는 금융불안정모형이 필요한데 여기서는 금융불안정모형을 금융시장붕괴모형과 은행인출사태모형으로 구분하여 개관하였다. 제Ⅳ절에서는 금융안정을 위한 거시경제정책을 통화정책과 재정정책으로 나누어 기술하였다. 제Ⅴ절에서는 실증분석 결과를 보고했는데 우리 나라의 통

화정책과 재정정책이 금융안정에 어떤 기여를 했는지 분석하였다. 이를 위하여 통화정책수단 또는 재정정책수단, 생산, 인플레이션, 금융불안정지수 등 네 변수 VAR모형을 작성하였으며 정책충격이 각 변수에 미치는 영향을 파악하기 위하여 충격반응분석을 시행하였다. 마지막으로 제VI절에서 연구결과를 요약했으며 금융감독정책과의 관계를 언급하였다.

II. 금융안정의 개념

아시아 금융위기 이후 금융안정은 경제이론이나 실증연구에서 가장 흔히 사용되는 용어가 되었지만 아직까지도 뚜렷한 개념이 정립되어 있지 않다. 그럼에도 불구하고 금융안정이란 금융시스템을 구성하고 있는 금융기관과 금융시장이 원활하게 작동하는 상태를 말한다는 Crockett(1997)의 정의가 광범위하게 받아들여지고 있다. 다른 한편으로는 은행위기나 외환위기 또는 금융시장의 위기와 같은 시스템의 불안이 없는 상태라는 정의가 사용되기도 한다. 이 개념은 금융위기의 관점에서 금융안정성을 기술했기 때문에 전자의 개념보다는 다소 협소하다.¹⁾ 그럼에도 불구하고 실증분석에서 후자의 개념이 자주 사용되는 까닭은 금융안정을 직접 정의하기보다는 금융불안정을 정의한 후 그렇지 않은 상태를 금융안정이라고 규정하는 것이 실증분석에서는 더 실용적이기 때문이다. 다른 정의들도 있다. Allen and Gale(1998)은 금융기관의 수익성이 악화되는 상태를 금융불안정이라고 정의했으며, Tsocomos(2003a, b)는 이 조건에 금융기관의 채무불이행(default)이 증가하는 상태를 추가하였다. 이 밖에도 개인들이 시간이나 상태에 대하여 소비를 평활화할 수 있으며, 동시에 저축한 자원으로 투자계획을 효율적으로 지원할 수 있는 상태를 금융안정으로 간주하는 Haldane *et al.*(2004)의 정의도 있다. 본 연구는 Crockett(1997)의 정의에 따라 금융안정을 논의하지만 필요에 따라서는 Haldane *et al.*(2004)의 정의를 따르기도 한다.

금융안정은 금융기관의 안정과 금융시장의 안정을 포괄하는 개념이지만 통화안정과는 구별되는 개념이다. 통화안정은 화폐가치가 안정되어 있는 상태, 즉 물가가 안정되어 있는 상태를 의미한다.²⁾ 두 개념이 서로 다르기는 하지만 통화안정을 이루기 위해서는 금융안정이 중요하기 때문에 두 개념은 서로 밀접하

1) 금융안정의 정의에 관해서는 정익준·차진섭(2001) 참조.

2) 이런 의미에서 통화안정 개념은 거시경제 안정이라는 의미로도 받아들여진다.

게 연결되어 있다고 할 수 있다.³⁾

금융시스템의 한 축을 이루고 있는 금융기관의 안정은 금융기관들이 중앙은행이나 정부의 지원 없이도 정상적인 영업행위를 할 수 있고, 시장참가자들이 이를 신뢰하는 상태를 말한다. 금융기관의 불안정은 금융기관 파산의 증가, 예금보험지급금의 증가, 금융기관 수익성의 악화, 부실채권의 증가, 자기자본비율의 하락 등으로 나타난다. 이 중에서 개별 금융기관의 파산은 금융산업 전체에 영향을 미칠 수 있기 때문에 중요한 의미를 가진다. 이는 금융기관들이 지급결제시스템을 통해 서로 밀접하게 연결되어 한 기관의 파산이 다른 기관의 파산으로 확산될 가능성이 크기 때문이다. 따라서 일부 금융기관의 파산을 금융불안정으로 간주할 필요는 없으나 개별 금융기관 파산의 파급효과를 조기에 차단하지 않으면 금융불안정으로 발전할 수 있음에 유의해야 한다.

예금보험제도는 금융기관이 파산 등을 이유로 예금 등을 지급할 수 없는 경우, 해당 금융기관을 대신하여 예금자에게 일정 한도까지의 예금지급을 보장함으로써 예금인출사태를 방지하고 금융기관 파산 등에 따른 외부효과를 최소화하여 금융제도의 안정성을 유지하려는 목적에서 시행되고 있다.⁴⁾ 따라서 금융기관의 파산이 증가하게 되면 당연히 예금보험지급금이 증가하기 때문에 금융불안정의 징표가 된다고 할 수 있다. 금융기관의 수익성 감소는 예금자의 신뢰하락을 통하여 금융불안정의 원인이 될 수 있다. 금융기관의 수익은 단기적 위험으로부터 금융기관을 보호하는 역할을 하는데 수익이 감소하면 금융기관이 그만큼 더 위험에 노출되는 셈이다. 따라서 금융기관 전체의 수익성이 하락하면 금융기관에 대한 예금자들의 신뢰가 저하될 것이고 그 결과 금융불안정이 발생할 수 있다. 한편, 부실채권은 금융기관이 보유하고 있는 자산가치를 감소시킬 뿐 아니라 자본의 적정성을 악화시킴으로써 금융기관의 건전성을 악화시

3) 금융안정성이 위협을 받고 있는 경우에는 중앙은행이 물가안정이라는 목표를 유보해야 하는지, 아니면 물가안정에 더욱 주력해야 하는지에 관해서 최근에 논란이 있었다. Issing (2003)은 물가안정과 금융안정 간에 상충관계가 존재하는지 논하였다. Bordo *et al.*(2001, 2002)는 미국과 영국의 경우 물가안정과 금융안정 간의 관계를 실증분석하였다. 미국에서는 1790년부터 1933년까지 물가충격이 금융불안정성의 원인이었으며, 1980~1997년 사이에는 인플레이션 충격이 금융불안정에 기여했다고 분석했다, 기간의 차이는 있지만 영국에 대해서도 비슷한 연구결과를 보고하였다.

4) 예금보험공사가 설립되기 이전에는 은행에 대한 명시적인 예금보험제도가 존재하지는 않았으나 정부가 사실상 예금자를 보호했으며, 비은행 금융기관에 대해서는 기금형태의 예금보호제도가 존재하였다. 금융자유화가 진전되고 개방화·국제화가 가속되면서 금융기관 간 경쟁심화로 은행의 부실가능성이 증가함에 따라 정부는 1995년 12월 29일 예금자보호법을 제정했고, 1996년 6월 1일 예금보험공사를 설립함으로써 공식적인 예금보험제도를 도입하였다.

킨다. 이런 의미에서 부실채권의 증가는 금융불안정의 원인이 된다.

금융시스템의 또다른 축인 금융시장의 안정은 금리, 환율, 주가 등의 금융자산가격이 경제의 기본요인을 잘 반영하고 있으며, 기본요인이 크게 달라지지 않는 한 가격변수들이 안정적으로 움직이고 시장에 거품이 없는 상태를 의미한다. 일단 교란요인이 발생하면 금융자산가격은 경제의 기본요인이 변동하는 이상의 변동을 보이는 경향이 있다. 이는 대부분의 금융자산 보유자가 금융시장에 관한 충분한 정보를 갖지 못하여 다른 시장참여자의 행위에 동조하는 경향을 보이기 때문이다. 따라서 금융시장 불안은 경제의 기본요인 변동을 초과하여 금융자산가격이 변동하는 상태라고 볼 수 있다.

채권과 주식 등의 자산가격과 1국 통화의 대외가치라고 할 수 있는 환율에 대해서는 경제의 기본요인에 근거한 가치평가모형을 사용하여 적정가격을 산정할 수 있다. 그러나 경제의 기본요인 자체가 복잡하고도 복합적인 요인들에 의하여 결정되기 때문에 금융불안정 여부를 진단하고 예측하기 위해서는 금리변동, 인플레이션의 변화 및 생산변동과 같은 경기적 요인들을 우선적으로 분석할 필요가 있다. 이 중에서도 금리변동은 가장 중요한 요인이다. 왜냐하면, 금융기관들은 채권이나 주식 등의 유가증권을 자산으로 보유하고 있는데 금리변동에 따라 보유자산 가치가 크게 변동하기 때문이다. 물론 금리변동과 완전히 무관한 외생적 요인에 의해서 자산가치가 크게 변동하여 금융시장 불안정이 나타나기도 한다. 1997년도의 외환위기시에도 경험했지만 급격한 환율변동이 예상되거나 진행중일 때도 금융시장은 불안해진다.

Ⅲ. 금융불안정의 원인과 모형

1. 금융불안정의 원인

금융안정을 위한 정책논의를 위해서는 우선 금융불안정의 발생원인과 메커니즘을 찾아야 한다. 문헌에 의하면 금융불안정의 원인은 세 가지로 대별된다.

첫 번째는 금융불안정을 경기순환의 일부로 파악함으로써 경기변동의 과정에서 경제가 추세치를 벗어난 침체상태에 이르면 금융불안정이 나타난다고 보는 이론이다. 호황기에는 경제주체들이 금융자산가격 상승이 미래에도 지속될 것이라는 기대를 형성하기 때문에 가격이 상승하지만, 외부충격에 의해 가격에

대한 기대가 붕괴되면 금융자산가격이 폭락하고 그 결과 자금을 차입하여 금융 자산에 투자하고 있던 금융기관과 투자자들이 대규모 손실을 입음으로써 금융 불안정이 발생한다. 역사적으로는 1980년대 미국의 저축대부조합사태가 이와 같은 원인에 의해 발생했다고 볼 수 있다.⁵⁾

두 번째는 금융불안정의 원인이 통화정책에 있다고 보는 견해이다. 예를 들면, 금융부문에 일시적 침체가 발생했을 때 통화당국이 통화공급을 현저하게 감소시킴으로써 경기침체와 금융불안정이 경제 전반에 확산되는 경우이다. 금융부문에 대한 충격은 통화신용정책의 과급경로를 통해 실물부문과 상호작용을 일으키면서 더욱 확대된다.⁶⁾

세 번째는 금융불안정의 근본원인이 금융시장 참가자들 간 정보의 비대칭성에 있다고 보는 이론이다. 금융거래의 쌍방은 거래당사자에 관해서 서로 다른 정보를 가지고 있다. 금융거래자 간에 정보의 비대칭성이 존재한다면 정보가 완전할 때에 비해서 불완전한 거래가 이루어진다. 금융기관이 안전하고 건전한 경우에는 차입자에 대한 정보를 면밀히 분석하고 엄격한 대출 사후관리 등을 통해서 정보비대칭문제를 상당히 완화시킬 수 있으나, 외부의 충격이나 금융기관 내부문제에 의해 금융기관에 대한 신뢰가 손상되고 본연의 기능이 약화된다면 예금인출사태가 발생하여 금융불안정으로 발전되기도 한다.

이 밖에도 전염효과가 금융불안정의 원인이라고 보는 견해도 있다.⁷⁾ 전염효과는 특정 금융기관의 지급불능사태가 다른 금융기관으로 파급되어 가는 현상을 지칭하는 것으로 이는 금융기관 간의 채권·채무관계가 지급결제시스템을 통해 복잡하게 얽혀 있기 때문에 발생한다. 정보가 부족한 시장참여자들은 일부 금융기관의 건전성을 보고 다른 금융기관을 판단하는 경향이 있으므로 일부 금융기관의 지급불능사태는 전염효과를 통해 시스템 전체로 확산될 우려가 있다.

위의 구분과는 별도로 금융불안정의 원인을 미시적 원인과 거시적 원인으로 구별하기도 하는데, 정보의 비대칭성, 금융기관의 불건전한 경영, 효율적 감독 체계의 미비 등은 미시적 원인에 해당하는 반면에 부적절한 거시경제정책의 수행, 부채디플레이션 등은 거시적 원인에 해당한다. 먼저 미시적 원인을 생각해 보자. 금융기관의 불건전한 경영과 효율적 감독체계의 미비는 앞서 지적한 원인들에 해당하지는 않지만 간접적으로는 불완전정보의 문제와 연계되어 있다.

5) 자세한 내용은 Allen and Gale(1999) 참조.

6) Bernanke *et al.*(1999) 모형이 한 예이다.

7) 전염효과는 국제자본이동으로 인하여 발생할 수도 있지만 국내금융기관 간 상호 연관성 때문에 발생하기도 한다.

경영자가 금융기관을 불건전하게 운영하는 이유는 기관의 목표가 수익성이나 건전성에 있지 않기 때문이다. 그러나 경영자의 경영형태에 관한 정보가 완전하여 주주가 경영자의 행동을 감시할 수 있다면 건전성이라는 목표를 무시한 경영자의 행동은 사전에 방지할 수 있다. 한편으로는 금융기관의 지배구조나 정부에 의한 금융통제도 건전경영과 밀접한 관계를 가진다. 효율적 금융감독체계는 금융시스템을 안정시키기 위한 전제조건으로 중요한 의미를 가진다. 금융감독이나 규제수준이 적절하지 못 하다면 일부 금융기관의 부적절한 행태가 시장질서를 흐릴 수도 있으며, 금융기관이 과도한 위험에 노출됨으로써 금융불안정의 원인이 되기도 한다.

다음으로 금융불안정의 거시적 원인은 앞서 지적한 경기변동적 원인과 통화적 원인을 모두 포함한다. 정부의 통화, 재정 및 환율정책 등 이른바 거시경제 정책이 시장상황에 대처하여 적절하게 시행되지 않을 때 금융불안정이 초래되는 경우이다. 긴축정책의 시행에 따른 금리상승으로 인하여 차입자의 이자부담이 증가하고, 이것이 기업의 재무구조를 악화시킴으로써 금융기관이 부실채권을 떠안는다면 금융불안정의 원인이 될 수 있다. 또한 통화정책의 오류로 인하여 예상하지 못한 물가하락이 발생하거나 반대로 과도한 인플레이션이 발생해도 금융이 불안정해질 수 있다. 이로 인한 기대인플레이션의 상승은 자국의 통화 가치를 떨어뜨리기 때문에 외화차입을 많이 하는 기업에게는 큰 부담이 된다.

부적절한 재정정책이나 외환정책도 통화정책과 마찬가지로 금융불안정을 초래할 수 있다. 정부의 과도한 국채발행과 이에 따른 금리상승, 지나친 인플레이션 조세징수에 따른 금융불안정이 이에 해당한다. 부채디플레이션도 금융불안정의 원인이 될 수 있다. 디플레이션은 기업의 실질부채 상환부담을 가중시키기 때문에 기업의 파산과 경기둔화를 촉진한다. 이런 사태가 지속된다면 결국에는 금융기관의 부실자산이 증가하고 건전성이 약화된다. 부채디플레이션에 의한 금융불안정의 예는 일본에서 찾을 수 있다.⁸⁾

2. 금융불안정모형

여기에서는 문헌에 나타난 이론모형을 통해 금융불안정의 메커니즘과 대응정책에 관해 알아본다. 금융불안정모형은 금융안정의 정의에 따라 크게 두 가지로 구분가능하다. 하나는 금융시장에 초점을 맞춘 금융시장붕괴모형이며, 다른

8) 일본 금융불안정의 배경과 금융구조조정 프로그램에 관해서는 김정렬(2002) 참조.

하나는 금융기관에 초점을 맞춘 인출사태모형이다.⁹⁾

(1) 금융시장붕괴모형

Mankiw(1986)는 차입자가 대부자보다 자신의 위험에 대해서 더 많은 정보를 가지고 있는 경우에, 은행의 리파이낸스비용에 해당하는 무위험이자율이 지나치게 높거나 역선택의 문제로 인하여 잠재적 차입자들의 위험이 증가할 때 신용배분이 전혀 생기지 않음을 보였다. 이 상태를 ‘금융붕괴(financial collapse)’라고 한다. 금융붕괴 상황에서는 신용시장에 균형이 존재하지 않으므로써 시장이 신용의 배분기능을 상실한다. 금융붕괴를 막기 위해서는 정부가 적극적으로 최종대부자의 역할을 수행해야 한다는 것이 이 모형의 중요한 시사점이다. 정부가 최종대부자로서 시장에 자금을 충분히 공급하면 금리가 낮아지고 위험이 낮은 대출자들이 신용시장에 참가하여 잠재적 대출자들의 위험수준이 낮아짐으로써 균형이 다시 나타나고 신용시장이 제 기능을 회복한다.

Bernanke and Gertler(1990)도 금융기관이 투자자들에 대한 정보의 비대칭성이 존재할 때 금융의 취약성이 발생하는 일반균형모형을 제시하였다. 투자의 성패는 기업가의 경영에 좌우되지만 외부에서는 기업가가 어떤 식으로 행동하는지 알기 어렵다. 투자의 질에 관해서도 기업가들이 외부보다 더 많은 정보를 가지고 있기 마련이다. 이와 같은 정보의 비대칭성은 기업에 필요한 외부금융의 규모에 관해서 대리인문제를 유발한다. 예를 들면, 기업가는 음의 현재가치를 가지는 투자계획이라고 할지라도 외부대부자들의 자금을 투자하려는 유인을 가진다. Mankiw(1986)모형에서는 차입자와 대부자가 시장을 구성하는 반면, Bernanke and Gertler(1990)모형에서는 차입자와 대부자 외에도 자금을 중개하는 경쟁적인 금융기관들이 존재한다. 경제에는 기업가와 비기업가가 있으며, 금융기관은 비기업가와 투자를 포기한 기업가로부터 자금을 모아서 투자를 수행하는 기업가에게 대출하며 그 대가로 수수료를 받는다.¹⁰⁾

경제주체에 대한 부존자원이 개별적으로 투자를 수행하기에 부족하다면 기업가는 금융기관으로부터의 차입이 불가피하다. Bernanke and Gertler(1990)는 이 문제에 관하여 세 가지 결론을 도출하였다. 첫째, 최적금융계약하에서 기업가가 음의 현재가치를 가지는 투자계획을 수행할 유인을 가진다. 둘째, 비기업가가

9) 금융불안정모형의 일반적인 서술에 관해서는 Freixas and Rochet(2002) 참조.

10) Bernanke and Gertler(1990)는 차입자의 유형이 관측불가능한 경우와 관측가능한 경우로 나누어 분석을 시행하였으나, 여기에서는 차입자의 유형이 관측불가능한 경우에 국한하여 금융취약성을 논의하였다.

이전지출의 혜택을 받지 못하도록 도덕적 해이를 제한하는 조건과 어떤 상태에서도 기업가는 자신이 소유하고 있는 자원보다 큰 금액을 금융기관에 지불하지 않는 유한책임조건이 존재할 때, 최적금융계약이란 기업가가 필요자금을 차입하고 투자성공시에 차입금을 상환하는 신용라인이 된다. 셋째, 투자자의 부존자원이 증가하면 투자집행의 기회비용이 증가하기 때문에 투자자는 더욱 신중해진다. 따라서 투자로부터 예상되는 수익은 증가하고 대리인비용은 낮아진다. 다시 말하면 차입자의 순자산과 대리인비용은 역의 상관관계에 있다.

이 모형에서 금융취약성이란 여러 투자자들이 투자계획의 규모에 비해서 지나치게 낮은 순자산을 가지고 있는 상황을 말한다. 이런 환경하에서는 많은 잠재적 차입자들이 투자자금을 차입하고 싶어 하지만 그들 모두가 믿을 만한 투자자들이 아니다. 투자자들에 대한 대리인비용이 지나치게 크기 때문에 실제로 투자가 발생하기는 어렵다. 투자의 기초여건이 아무리 좋다고 하더라도 평가된 투자계획의 수도 적으며 시행된 투자의 평균수익률도 낮아진다.¹¹⁾ 심지어 투자가 전혀 발생하지 않는 투자붕괴사태가 발생할 수도 있다. 따라서 이 모형에서는 기업가들의 부존자원이 일정한 수준에 미치지 않으면 투자계획에 대한 평가를 실시하지 않으며, 그 결과 균형에서도 투자가 전혀 발생하지 않는 투자붕괴사태 또는 금융취약성이 나타나게 된다.

위와 같은 금융취약성에 대응하기 위한 최적정책은 성공적인 투자계획에 대해서 과세한 후 조세수입을 비기업가들에게 나누어 주는 것이다. 대리인문제의 특성상 기업가들은 많은 투자계획을 수행하기 원하지만 성공적인 투자를 대상으로 과세한다면 투자의 기대수익률이 낮아짐으로써 예전보다 신중하게 투자를 결정하게 된다. 그럼에도 불구하고 성공적인 투자계획에 대한 과세정책은 투자의 기대수익률을 감소시킴으로써 실제로 평가되는 투자계획의 수를 축소시키기 때문에 경제주체의 후생에 미치는 순수한 영향은 제한적일 수밖에 없다.¹²⁾

(2) 은행인출사태모형

은행에 대한 인출사태의 발생은 금융불안정의 대표적인 현상이다. 오늘날 금

11) Bermanke and Gertler(1990)는 투자계획 수행의 전제조건으로 투자에 대한 평가를 가정하고 있는데, 투자자는 평가되지 않은 투자계획을 집행할 수 없다는 제약조건이 있다.

12) 개별 경제주체의 유형이 관찰가능한 경우에도 대리인문제는 발생하는데, 이 경우에는 기업가에 대한 정부의 이전지출이 최적정책이 될 수 있다. 왜냐하면, 이전지출은 낮은 순자산을 가진 잠재적 대출자들의 자산을 증가시키는 효과가 있기 때문이다. 현실적으로 이전지출정책은 채무자에 대한 구제정책(debtor bailout)의 의미를 가진다.

움이 안정되어 있는 미국에서도 은행공황은 1934년까지 반복적으로 발생하는 사태였다. 미국은 은행업에 대한 분권화된 규제 때문에 상당히 높은 은행과산율, 개별 은행에 대한 인출사태 및 은행공황 등 어두운 기록을 가지고 있다. Kemmerer(1910)는 1890년부터 1908년까지 미국은 21번의 은행공황을 경험했다고 조사했으며, Friedman and Schwartz(1963)는 1929년부터 1933년까지 5번의 은행공황을 계수했는데, 이 기간은 미국의 금융역사상 가장 은행공황이 심각했던 시기였다. 이와 유사한 현상이 같은 시기에 영국을 비롯한 유럽 국가들에서도 나타났다.

규제가 없는 환경에서 은행인출사태와 은행공황은 은행업의 본질적 특성이 다. 은행이 부분지준제도를 채택하고 있다면 인출사태가 발생할 가능성은 더욱 높다. 예금계약이란 예금주로 하여금 항상 예금을 마음대로 처분하도록 하는 조건을 부여한다. 따라서 예금의 일부분이 비유동적이거나 위험한 투자계획에 대출되는 순간 유동성 위기의 가능성은 존재하기 마련이다. 예금인출사태를 설명하는 대부분의 이론모형은 대표 은행 한 개로 전체 은행시스템에 대한 인출사태를 설명한다. 그러나 개별 은행에 대한 인출사태와 전체 은행에 대한 인출사태라고 할 수 있는 은행공황은 구별되어야 한다. 전체 은행에 영향을 미친다면 그것은 곧 지급결제제도에 영향을 미치는 셈이다.

예금주가 거래은행에 대규모의 인출이 있다는 것을 알게 되면 은행부도의 공포를 느끼고 본인예금을 인출한다. 이 경우 은행이 예상하는 유동성에 대한 수요를 초과한 인출은 이미 유동성 부족을 겪고 있는 은행에 대하여 음의 외부성을 창출한다. 만약 경제주체가 개별 은행의 파산을 은행산업이 전반적으로 겪고 있는 어려움의 징후로 여긴다면 개별 은행은 전체 은행에 대해서도 음의 외부성을 창출한다. 결국 개별 은행에 대한 인출사태가 전반적인 은행공황으로 발전된다.¹³⁾ 은행인출사태에 대한 전통적 모형으로는 Bryant(1980, 1981), Diamond and Dybvig(1983)가 있으며, 최근에 와서 Chang and Velasco(2001), Tsomocos(2003b) 등으로 확장되었다.

개방경제하의 예금인출사태모형에는 두 가지가 있다. 하나는 은행에 대한 예금인출사태가 예상된 모형이며, 다른 하나는 예금인출사태를 예상하지 못한 모형이다. 전자는 예금에 대한 정부의 지급보증을 가정한다. 정부의 지급보증은 투자자의 도덕적 해이를 유발시켜 위험도가 높은 프로젝트를 수행함으로써 빈

13) Bagehot(1873)은 이런 전염사태를 방지하기 위해서 중앙은행이 최종대부자기능을 담당할 것을 제안했다.

약한 수익을 창출하게 하는 유인을 준다. 음의 충격이 금융시장에 발생하더라도 정부보증이 있기 때문에 해외대부자들은 차입자 국가의 외환보유고에 대한 청구권을 가지고 있다고 생각한다. 차입자 국가가 고정환율제도를 채택하고 있다면 해당 국가의 외환보유고는 환율방어로 인하여 쉽게 고갈되며 궁극적으로는 고정환율제도를 포기하게 된다. Dooley(2000)는 은행에 대한 예금인출사태가 예상된 경우를 잘 보여 준다. 위기가 발생하기 이전에 자본이 개도국으로 유입되었다고 가정하자. 그 결과 외환보유고는 증가하고 고정환율제도를 유지하려는 정부의 의지와 위기시 금융기관 구제에 대한 신뢰성이 높아진다. 그러나 도덕적 해이의 결과로 투자수익률이 예상보다 낮게 나타난다면 차입국으로부터 외환이 유출되기 시작하며 결국에는 은행인출사태가 발생한다.

한편, 개방경제하에서 예상되지 않은 인출사태모형으로는 Chang and Velasco(2001)가 있다. 이것은 Diamond and Dybvig(1983)모형을 개방경제로 확대한 것으로 개도국 금융위기에 적용가능하다. 이 모형에서는 국내은행이 외환유동성 부족을 겪고 있을 때 금융위기가 발생한다. 국내예금에 대한 인출사태는 해외부채의 만기구조와 국제채무의 불이행 가능성에 따른 해외채권자들의 상황과 상호 연관성을 가진다. 금융자율화에 따라 유입된 자본이 단기자본이라면 은행이 유동성 부족에 빠질 가능성은 더욱 커진다. 여기에서는 은행자산의 비유동화 성향과 그에 따라 초래되는 자산가격의 등락으로 인하여 금융불안정이 발생한다.

Chang and Velasco(2001)모형에는 Diamond and Dybvig(1983)모형과는 달리 해외로부터 자본을 조달할 수 있는 국제자본시장이 존재한다. 그러나 이 모형도 Diamond and Dybvig(1983)모형처럼 기대의 변화나 그로 인한 균형의 변동이 왜 발생하는지에 관해서는 설명하지 않는다. 금융불안정을 방지하기 위해서는 단기채무 차입자들 간에 조정실패가 발생하지 않아야 한다. 또한 위기관리를 위해서는 차입자들의 행위를 조정하여 좋은 균형을 창출해 내야 한다. 거시건전성 정책, 민영화 및 호의적인 투자유인신호 등이 병행될 때 채무차환 협상, 재프로그래밍, 해외부채의 만기구조 관리 등은 좋은 균형창출을 위한 적절한 수단이 될 수 있다.

VI. 금융안정을 위한 거시경제정책

백용기(2004)는 금융위기 예측을 위한 프로빗모형을 사용하여 2001년도 이후 우리 나라의 금융위기 확률이 거의 0에 가깝게 예측하였다. 그럼에도 불구하고 최근 개인의 부채상환능력의 악화, 가계부채의 부실화, 초과대출수요의 증가에 따른 신용경색의 심화, 중소기업 부실채권 및 연체율 증가, 부동산가격 급락과 이에 따른 부동산 담보대출 부실화의 가능성과 연체율의 증가 등을 고려할 때 향후 우리 나라 금융불안정의 가능성을 완전히 배제하기는 어렵다. 금융을 안정시키기 위한 정책에는 여러 가지가 있지만 본절에서는 거시경제정책을 중심으로 알아본다. 특히, 금융안정이 중앙은행 통화정책의 목표로 중시되어야 하는 이유와 과거 우리 나라 재정정책의 운용방향에 관하여 정리하였다.

1990년대 중반 이후 멕시코와 동아시아 금융위기를 겪으면서 금융안정은 거시경제정책의 중요한 목표로 인식되고 있다.¹⁴⁾ 미국의 경우 1970년 Penn Central 위기나 1987년 주식시장 폭락시 연방준비은행이 충분한 유동성 공급을 했으며 Chrysler, Lockheed 위기 및 저축대부조합사태 발생시 정부가 앞장서서 구제책을 제시했음을 상기할 때 정부는 통화정책과 재정정책 수단을 동원해서 금융안정을 위해 노력했음을 알 수 있다. 우리 나라도 1997년 말에 경제위기를 겪으면서 금융부문 구조조정을 위해 조성한 공적자금이나, 1999년 대우사태로 인한 수익증권의 환매확산을 억제하기 위한 유동성 지원대책 및 2000년에 현대사태를 수습하는 과정에서 동원했던 회사채 신속인수제도 등도 모두 정부가 금융안정을 위해 사용한 재정정책 및 금융정책에 해당한다.^{15) 16)}

14) 거시경제정책에는 통화정책, 재정정책, 외환정책 등이 있으며, 전통적인 거시경제정책의 목표는 물가안정, 국제수지 균형, 완전고용 달성을 위한 경제성장이다. 본 연구에서는 환율이 시장에서 결정되는 것으로 보아 외환정책을 통화정책과 별도로 구분하지 않았다.

15) 2003년에도 SK글로벌의 분식회계 파문과 카드채문제로 인한 MMF 환매사태에 따른 금융시장 불안이 확산되자 유동성을 지원하여 금융시장을 안정시킨 예가 있다.

16) 공적자금의 지원을 재정활동으로 간주해야 할 것인가에 관해서는 논란이 있을 수 있다. 공적자금은 채권발행자금, 기지원한 공적자금의 회수자금, 공공차관이나 국유재산 등의 공공자금, 기타 금융기관 차입금이나 일반 예금보험료 수입 등을 통해 조달한 자금으로 조성되었으며, 채권발행기관은 예금보험기금과 부실채권정리기금이다. 자세한 내용은 『공적자금관리백서』(재정부·공적자금관리위원회, 2002) 참조. 이와 같은 자금의 조성과정 때문에 공적자금이 당해 연도 재정통계에는 영향을 미치지 않을지 모르지만 엄연한 준재정활동이며 장기적으로는 재정에 영향을 미치게 된다. 그럼에도 불구하고 본 연구의 실증분석에서는 투입한 공적자금이 어느 정도까지 재정부담이 될지 알기 어렵기 때문에 분석에는 반영하지 못했다. 그러나 공적자금 투입시기에 재정지출도 함께 증가하는 경향

1. 통화정책

경제정책의 목표는 대외균형, 물가안정 및 완전고용의 달성이라고 할 수 있다.¹⁷⁾ 1국의 정부는 통화정책, 재정정책, 환율정책 등의 거시경제정책과 기타 미시경제정책을 병행함으로써 경제정책목표를 달성하려고 노력한다. 이러한 정책들 중에서 통화정책은 여타 정책목표보다 물가안정에 더욱 초점을 맞추고 있으며 우리 나라에서도 1998년 4월 1일 한은법 개정으로 통화정책의 목표가 물가안정으로 단일화되었다.¹⁸⁾ 외환위기 이후 당국의 적극적인 노력과 세계적인 물가안정추세에 힘입어 물가는 안정되었지만 금융불안정성이 증대됨에 따라 금융안정이 통화정책의 새로운 관심대상으로 부상하였다.

금융안정이 중앙은행 통화정책의 목표로 주목받는 이유는, 금융불안정이 발생하면 자원의 비효율성이 초래되고 궁극적으로는 성장기반이 잠식당함으로써 장기적 성장이 위태롭기 때문이다. 다른 한편으로는 통화정책의 효과는 통화정책의 파급경로를 통해 실물경제에 그 영향을 미치나, 금융불안정이 발생하면 파급경로가 원활히 작동하지 않게 되고 궁극적으로는 적정성장과 물가안정에도 심각한 영향을 미치기 때문에 중앙은행은 금융안정에 지대한 관심을 가진다. 금융안정을 위한 중앙은행의 역할은 물가안정기조의 유지, 금리와 환율의 안정 유지, 지급결제제도의 안정 유지, 최종대부자의 역할수행으로 요약할 수 있다. 물가가 안정되면 미래에 대한 불확실성이 낮아져 금리, 환율 및 주가 등 자산가격의 변동폭이 축소됨으로써 금융안정에 기여한다. 물가불안으로 인한 인플레이션은 부채구조의 단기화를 초래하여 외부충격 발생시 금융위기로 발전될 수 있다. 투기적 심리나 버블 등의 원인으로 금리와 환율이 불안정해지면 금융안정이 저해될 가능성이 높아지기 때문에 중앙은행은 정책수단을 동원하여 금리와 환율을 안정시킨다. 지급결제제도가 불안정해지면 금융기관 간의 금융거래에 장애가 생기기 때문에 금융시스템이 불안해진다. 따라서 중앙은행은 지급결제제도의 안정에 최선의 노력을 기울인다.

최종대부자의 역할이란 중앙은행이 화폐의 독점적 발행권과 무제한 공급능력을 바탕으로 개별 금융기관이나 금융시장에 유동성 부족사태가 나타날 때 충분한 유동성을 공급하는 기능을 말한다. 예금인출사태 발발시 자산과 부채구조의

을 보였기 때문에 재정정책의 확장적 방향은 일치하였다.

17) 통화정책의 목표·수단·운영체계 등에 관해서는 한국은행(2003) 참조.

18) 그 이전에는 국민경제의 건전한 발전, 화폐가치의 안정, 은행제도의 안정 등의 복합목표였다.

만기 불일치, 대출회수시간 소요 등의 이유로 개별 은행의 유동성 위기가 금융 시스템 전체로 확산될 가능성이 있다. 이 때 중앙은행이 최종대부자로서 금융 시스템에 충분한 유동성을 공급하겠다는 의사를 확고히 밝히면 실제로 유동성을 공급하지 않고도 금융시장 참가자의 심리적 불안과 그로 인한 인출사태를 방지할 수 있다. 동아시아 외환위기 이후 발생한 여러 형태의 금융불안정을 진정시키는 데 중앙은행의 최종대부자 역할은 매우 중요했다.

그러나 일부 부문의 불안정 또는 불균형이 문제가 될 때에는 통화정책수단을 사용하여 해결하기 곤란한 경우가 있다. 우리 나라에서는 2001년 이후 부동산을 중심으로 자산가격이 급등하자 자산가격의 급변동이 금융안정기조를 저해하기 때문에 중앙은행이 통화정책수단을 활용해서 자산가격의 급변동을 제어해야 한다는 의견이 대두되었다. 또한 가계신용의 폭증과 신용불량자의 양산에 따른 금융불안정을 방지하기 위해서도 통화정책수단을 강구해야 한다는 주장이 일각에서 제기되었다.¹⁹⁾ 이 주장이 선제적 정책시행을 통한 정책목표의 달성이라는 취지가 없는 것은 아니지만 부동산가격을 진정시키기 위해서 금리인상과 같은 긴축적 통화정책을 시행할 경우 그에 따른 타부문의 영향도 무시하기 어렵기 때문에 실제로 활용되지는 않았다. 가계신용의 폭증문제도 통화증발현상을 동반한 것이 아니라 기업과 정부신용 위축에 따른 반사적 증가 성격을 가지고 있기 때문에 이 문제의 대응정책으로 긴축적 통화정책수단을 사용하기는 어려웠다. 따라서 어떤 경우에 통화정책을 사용하여 금융불안정문제를 해결해야 할 것인지는 명확하지 않을 수 있다.

2. 재정정책

우리 나라에서는 1997년 말 외환위기와 그 여파로 인한 금융위기를 극복하는 과정에서 공적자금을 조성하여 투입함으로써 정부가 금융안정을 위하여 재정정책을 적극적으로 활용한 바 있다. 이와 유사한 사례는 다른 선진국에서도 찾아볼 수 있다.

미국은 1989년 말에 저축대부조합을 정리하기 위하여 「금융기관 개혁법」을

19) 부동산가격 급등이나 가계신용 폭증과 관련한 전반적인 통화정책의 운용방향에 관해서는 금리를 인상해야 한다는 주장이 제기된 적이 있으나, 이를 위해 경제 전반에 걸쳐 영향을 미치는 통화정책을 사용해서는 안 된다는 주장도 만만치 않았다. 특정 자산가격을 목표로 통화정책을 운용할 경우에는 오히려 인플레이션 및 경제성장률의 변동성이 확대되어 금융불안정이 심화될 수도 있기 때문이다.

제정하여 정리신탁공사를 설립하고 총 501억 달러의 자금을 조성하였으며, 이후 자금수요 증가에 따라 1991년 3월에 「정리신탁공사펀드법」을 제정하여 300억 달러를 1차 추가조성하였고, 같은 해 11월에 「정리신탁공사법」을 제정하여 250억 달러를 2차로 추가조성하였다. 일본은 1990년대 후반 이후 경제의 장기 침체에 따른 기업부도의 증가, 부동산 및 주식가격의 하락으로 인해 복해도 칙식은행, 야마이치증권 등 대형금융기관이 도산하고 은행부실이 크게 심화되자 1998년 2월에 「금융기능의 안정화를 위한 긴급조치에 관한 법률」을 제정하면서 30조 엔의 공적자금을 투입하였으며, 같은 해 10월에는 금융기관의 부실채권을 체계적으로 처리하기 위해서 30조 엔을 추가조성하였고, 이듬해 5월에는 10조 엔을 다시 추가조성하였다. 우리 나라도 두 차례에 걸쳐 조성한 164조 원을 금융안정을 위해 투입하였다고 볼 수 있다. 우리 나라 공적자금에 관한 내용은 『공적자금관리백서』(2002)에 잘 설명되어 있다.

금융위기시 공적자금 투입을 제외하고는 우리 나라에서 재정정책이 금융안정의 적극적인 수단으로 활용되었다는 평가는 찾기 어렵다.²⁰⁾ 평상시에는 확장적 재정정책이 오히려 금융안정성을 저해하는 요인이 될 수도 있다. 이런 관점에서 다음 절의 실증분석에서는 재정정책의 효과가 시기별로 금융안정성에 어떠한 영향을 미쳤는지 분석하였다.

V. 거시경제정책의 금융안정효과

1. 분석모형

본 절에서는 우리 나라 거시경제정책의 금융안정효과를 분석하기 위해 금융불안정지수(FII), 산업생산지수 증가율(IP), 인플레이션율(INF), 정책변수[총통화증가율(M2), 콜금리(CALL) 또는 재정지출 증가율(GEXP)]로 구성된 네 변수 VAR모형을 작성하였다. 모형은 정책변화가 금융안정에 미치는 단기적 효과를 신속히 파악하기 위해서 월간자료를 사용하였다. 분기 또는 연간모형을 작성하

20) 이형구·전승훈(2003)은 우리 나라 재정정책의 운용을 경제개발 여명기(1945~1961), 종합경제개발의 출발기(1962~1971), 중화학공업의 개발과 자력성장구조 실현의 추구기(1972~1978), 종합안정화 시책의 추진기(1979~1986), 민주화 욕구분출기(1988~1997), IMF 스탠드바이협정과 한국경제의 구조조정기(1998~2002) 등의 여섯 기간으로 나누어 자세히 고찰하였다.

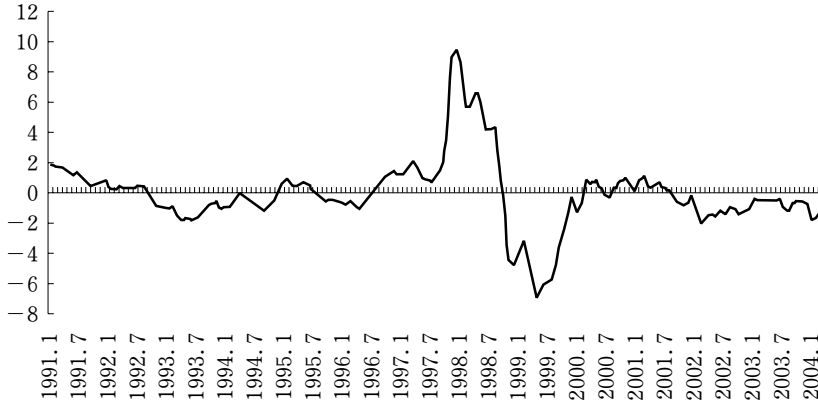
려면 장기시계열이 필요한데, 우리 나라에서는 금리를 비롯한 관련변수의 장기시계열을 확보하기가 쉽지 않기 때문에 여기서는 월간모형을 작성하였다. VAR 모형 구성시 통화 및 재정정책변수는 다른 변수들에 비해 외생적 성향이 강하다고 판단하여 각 모형의 앞쪽에 배치하였다.²¹⁾ 분석에 필요한 모든 통계자료는 한국은행과 통계청의 온라인 DB에서 내려받았으며, 분석기간은 모든 시계열자료의 최대 공통기간인 1991년 1월부터 2004년 5월까지로 한정하였다.

(1) 금융불안정지수

금융불안정지수는 연구자가 판단하는 금융불안정의 정의에 따라 달라질 수 있다. 예를 들면, Tsomocos(2003a)처럼 은행산업의 수익률 저하를 금융불안정의 대표적인 지표라고 생각한다면, 일반 은행의 총자산순이익률(ROA)이나 자기자본순이익률(ROE) 등을 금융불안정지표로 활용할 수 있다. 그러나 우리 나라에서는 금융감독원이 발표하는 일반 은행의 ROA와 ROE의 시계열이 짧은데다 월간자료가 존재하지 않기 때문에 VAR모형에 활용하기 어렵다. 그렇지만 이익률지표의 추이를 파악함으로써 금융불안정의 참고지표로 활용할 수는 있다. 금융기관의 이익률 저하는 금융기관의 무수익여신과 고정 이하 여신 추이와도 상당히 깊은 관계를 가진다. 이와 같은 관점에서 고정 이하 여신비율을 가지고 금융불안정을 판단할 수는 있으나 역시 월간자료 구득의 한계로 인하여 금융불안정의 참고자료로만 활용이 가능하다.

금융기관의 이익률지표에서 금융불안정성 징후가 나타난다면 금융시장에서도 이와 유사한 현상이 나타날 가능성이 크다. 금융기관지표 대신 금융시장지표를 가지고 금융불안정을 정의한다면 자료구득의 신속성 때문에 금융불안정상태를 보다 빠르게 진단할 수 있으며, 이에 대한 대응정책도 조속히 마련할 수 있다. 그렇다면 어떤 금융시장지표를 가지고 금융시장 불안정지수를 작성하는 것이 좋을까? 우리 나라의 금융시장은 장단기 금융상품이 거래되는 전통적 의미의 금융시장과 외환시장 및 파생금융상품시장으로 구성되며, 전통적 금융시장은 금융자산의 만기에 따라 단기금융시장과 자본시장으로 구분된다. 금융시장 불안정지수를 작성하기 위해서는 모든 금융시장변수를 고려할 필요가 있으나 그렇게 할 경우 관련지표가 지나치게 많아질 우려가 있기 때문에 여기에서는 자본시장 가격변수인 금리와 주식, 외환시장의 가격변수인 환율만을 종합하여 금융불안정지수(financial instability index: FII)를 작성하였다.²²⁾

21) 정책변수를 맨 마지막에 놓아도 VAR 분석결과는 크게 달라지지 않았다.



〈그림 1〉 금융불안정지수(FII)

작성과정은 s_t, r_t, e_t 를 각각 종합주가지수, 회사채 유통수익률 및 명목환율의 전년동기 대비 증가율, σ 를 해당 증가율의 표준편차라고 할 때 금융불안정지수는 식 (1)과 같이 작성되었다. 〈그림 1〉을 보면 FII는 1997년 말의 금융위기, 1999년 대우사태로 인한 금융불안정의 증가, 2000년 현대사태로 인한 금융불안정을 잘 반영하고 있지만, 2003년 초의 SK글로벌의 분식회계사태와 카드채에 의한 시장불안은 잘 반영하지 못 하였다. 그것은 SK글로벌 사태가 본격화된 2003년 3월에 주가가 폭락하고 환율이 오르는 등의 시장불안정성이 일시적으로 나타나기는 하였으나 채권금리는 크게 오르지 않았으며, 외환시장과 주식시장도 4월부터 안정세를 회복했기 때문이다. 따라서 FII는 금융충격으로 인한 영향력이 주식시장, 외환시장, 채권시장 전반에 걸쳐 나타날 때는 유용하지만 일부 금융시장에만 나타나는 금융충격을 잡아 내는 데는 유용성이 떨어진다.

$$FII_t = -\frac{1}{\sigma_s} \times s_t + \frac{1}{\sigma_r} \times r_t \times \frac{1}{\sigma_e} \times e_t. \quad (1)$$

22) 본 연구에서 활용한 금융불안정지수는 종합지표의 성격을 가진다. 즉, 3개 금융시장의 가격변수를 평균한 개념이다. 금융시장 전반에 금융불안정이 발생하였다면 개별 금융시장에도 불안정 조짐이 반영될 것이라는 판단하에 종합지표가 의미를 가진다. 종합지표는 개별 금융시장의 구체적 상황을 반영하는 데는 한계를 가지고 있지만, 다른 한편으로는 특정 금융변수 하나에만 의존하여 금융불안정을 판단할 경우에 초래되는 오류는 오히려 축소시킬 수 있는 장점을 가지고 있다. 평균지표를 활용하여 금융위기변수를 작성한 예로는 Eichengreen *et al.*(1995), 박원암·최공필(1998), 백응기(2001) 등이 있다.

(2) 통화정책변수

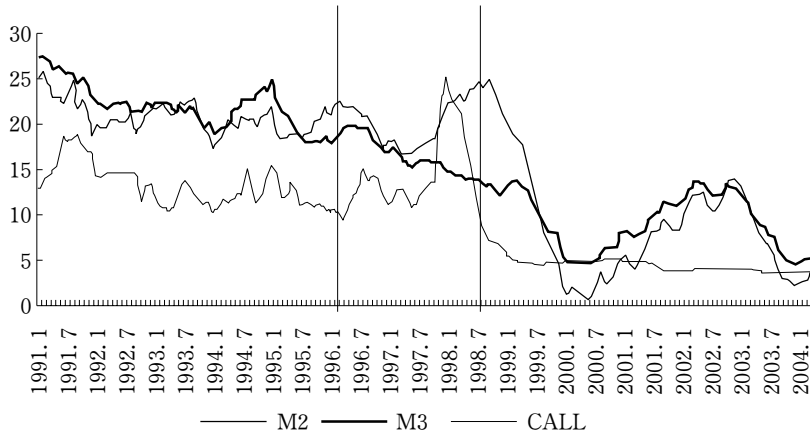
모형에 통화정책변수를 적절히 반영하기 위해서는 우리 나라 통화정책의 운용체계를 조사해야 한다. 우리 나라의 통화정책은 1957년에 재정금융안정화 계획이 수립되면서 체계적인 틀을 갖추기 시작했다. 1950년대 후반에는 한국전쟁 이후 경제사회질서의 급변과 극심한 인플레이션을 진정시키고자 M1의 공급한도를 정하는 통화타게팅을 시행하였다. 이와 같은 통화타게팅방식은 1990년대 중반까지 유지되었다.

1965년 3월에는 국제수지 적자의 보전을 위하여 IMF와 대기성 차관협정을 체결하고 통화지표의 목표치를 IMF와 협의하여 결정하였다.²³⁾ 1970년대 하반기부터는 M1의 움직임이 불안하여 실적치와 목표치 간의 괴리가 커짐에 따라 1979년부터 중심통화지표를 M2로 변경하였다. 1996년 4월 신탁제도의 개편으로 금전신탁에서 이탈한 자금의 상당 부분이 저축성 예금으로 이동하자 통화정책 기조와는 관계없이 중심통화지표인 M2가 크게 상승하였다. 이에 따라 M2가 중간목표로서의 기능을 상실하자 한국은행은 1997년부터 M2와 MCT의 두 지표를 타겟으로 하는 복수통화목표 시스템을 도입하였다. 그러나 1997년 2월 전 반적인 지준제도 개편의 일환으로 CD에 대한 지준이 부과되자 MCT에 포함되어 있는 CD의 인출이 늘어나고, 여기서 이탈한 자금이 지준부과 의무가 없는 표지어음 및 RP 등의 수신으로 이동함에 따라 MCT의 유용성도 크게 저하되었다.

그 후 1997년 말 외환위기가 발생하여 IMF의 구제금융을 받게 되었고, 이후로는 IMF와의 정책협약하에 M3와 본원통화를 관리하는 통화타게팅을 시행하였다.²⁴⁾ 한편, 1997년 말에 개정된 한은법은 물가안정목표제를 채택하였는데, 실제로는 1998년부터 통화정책의 운영체계가 인플레이션타게팅으로 바뀌었다고 할 수 있다. 1999년부터는 IMF와 M3 적정수준에 관해서 협의하지 않아도 되었으며, 한은은 당해 연도 물가안정목표와 함께 M3 증가율목표를 설정하였다. 그 후 2001년부터는 M3를 중간목표가 아닌 감시지표로만 활용하였으며, 2003년부터는 M3에 감시범위조차도 설정하지 않는 순수인플레이션타게팅으로 이행

23) 통화정책의 목표치는 대상지표를 선정해서 시행하였는데, 1966년부터 1986년까지 순국내 자산, 본원통화, 금융기관의 국내신용, 순국내신용 등으로 변경되었다.

24) M3는 느슨한 형태의 중간목표인 참고지표, 본원통화는 느슨한 형태의 운용목표인 예시 한도였다. 구체적으로는 EC방식에 따라 M3의 적정증가율을 계산하였고, M3 통화승수에 근거하여 본원통화의 공급규모를 결정했다.



<그림 2> M2, M3 증가율 및 콜금리 추이

하였다. 통화정책의 운영체제 변천과 함께 크게 달라진 것은 통화정책에서 금리를 중시하는 경향이다. 1990년대 중반부터 금리를 운용목표로 하는 금리 중심의 정책수단을 활용해야 한다는 주장이 꾸준히 제기되었으나 실제적으로 금리를 주요 정책수단으로 활용하기 시작한 것은 외환위기 이후라고 할 수 있다. 구체적인 예가 외환위기 발생 이후 외환시장의 조기안정을 위해 한은이 IMF와의 협의하에 콜금리를 대폭적으로 인상했다.²⁵⁾ 한국은행이 금리를 명시적인 운용목표로 처음 활용한 사례는 1998년 9월 30일이며, 1999년부터 콜금리는 운용목표로 활용되고 있다.²⁶⁾

이와 같은 통화정책의 변천과정을 통해 볼 때 실증분석에서는 통화정책의 기초를 반영하기 위해 1998년 9월까지의 통화의 양적 지표를 활용하고, 그 이후는 콜금리를 사용하는 것이 타당하다. 즉, 실증분석기간이 1991년부터이므로 1991년 1월부터 1996년 3월까지의 M2, 1996년 4월부터 1998년 9월까지의 MCT와 M3, 1998년 10월 이후로는 콜금리를 사용하는 것이 바람직하다(<그림 2> 참조). 그러나 중간기간인 1996년 4월부터 1998년 9월까지의 기간이 별도의 통화지표를 사용하기에는 너무 짧기 때문에 여기서는 편의상 M2와 M3의 증가율 추세가 유사한 1997년 4월까지의 M2 증가율을 사용하였고, 그 이후부터 2004년 5월까지의 콜금리를 통화정책변수로 사용하였다.²⁷⁾

25) 콜금리를 이자제한법상의 상한선인 25%까지 끌어올렸으며, 이후 이자상한이 40%로 높아지자 콜금리를 다시 35% 수준까지 인상했다.

26) 자세한 내용은 한국은행(2003) 참조.

27) 1997년 5월부터 1998년 9월까지의 콜금리 중심의 통화정책이 운용되지는 않았으나 이

금융안정을 위한 바람직한 통화정책은 금융불안정의 원인에 따라 방향이 달라질 수 있다. 물가불안정이 금융불안정의 근본원인이라면 금리를 인상하는 정책처방이 필요하지만, 유동성 부족으로 인한 지급결제제도에 문제가 생기거나 중앙은행의 최종대부자 역할이 필요한 경우에는 오히려 금리를 인하함으로써 금융불안정을 진정시킬 수 있다. 따라서 통화정책이 금융불안정에 어떤 영향을 미쳤는가를 평가하기 위해서는 모형을 이용한 계량분석이 필요하다.

(3) 재정정책변수

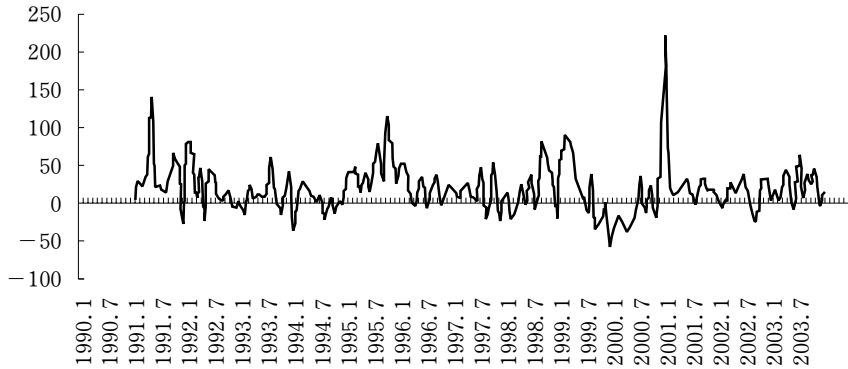
재정정책의 운용기조를 파악하기 위해서는 조세수입과 정부지출을 파악해야 한다. 분석은 월간자료를 가지고 하므로 정부의 재정정책기조를 파악할 수 있는 월간 조세수입과 정부지출변수가 필요하다. 그런데 본 모형에 가장 적합하다고 판단되는 통합재정수지의 월간 시계열자료는 1999년 7월부터 존재하기 때문에 1991년부터 시작되는 모형의 분석기간에 비해 자료의 존재기간이 짧다. 그렇다고 분석기간을 1999년 하반기 이후로만 한정한다면 분석의 원래 목적인 금융안정과 재정정책변수의 관계를 파악하기가 힘들다.²⁸⁾ 이와 같은 이유로 인하여 본절에서는 1990년 1월부터 1999년 12월까지의 재정변수로 한국은행의 국고기준 재정지출변수를 사용했으며, 그 이후에는 통합재정수지의 재정지출변수를 사용하였다.²⁹⁾ <그림 3>은 이와 같이 서로 다른 두 가지 기준에 의해서 만들어진 재정지출 증가율을 연결한 것이다. 이 변수처럼 성격이 다른 두 자료를 연결하여 하나의 시계열로 사용했을 때에는 자료의 불연속성에 따르는 문제가 발생한다. 이 문제를 회피하기 위해서 본 연구에서는 재정변수를 포함한 VAR 모형을 추정할 때는 1999년 이전과 2001년 이후의 두 기간으로 구분하였다.

시장에 금융불안정이 발생했을 때 바람직한 재정정책의 방향은 통화정책의 경우와 마찬가지로 상황에 따라 달라진다. 우리 나라가 외환위기를 당했을 때 위기 초기에 IMF는 우리 정부에게 위기상황 탈출을 위해 긴축재정을 요구했다. 그러나 위기로 인한 경기침체가 극심해지자 실업자 폭증문제를 해결하기

기간의 높은 콜금리 동향이 IMF와 협의했던 긴축정책의 방향을 잘 반영하고 있으므로 실증분석에서는 콜금리를 통화정책변수로 사용하였다.

28) 통합재정수지의 분기자료는 1994년부터 존재한다. 분기모형을 작성할 경우, 통합재정수지 자료를 활용할 수는 있으나 자료의 생성간격(frequency)이 길어지면 자료의 수가 줄어들기 때문에 오차범위가 확대되고 정책효과를 파악하는 기간도 분기가 되기 때문에, 월별자료를 이용할 때보다는 정책효과 분석이 불분명해진다.

29) 국고기준 재정지출변수는 IFS에서 제공하고 있는 자료를 활용하였으며, 월간자료는 2000년 11월까지만 존재하기 때문에 그 이후로는 월간 통합재정수지를 사용할 수밖에 없다.



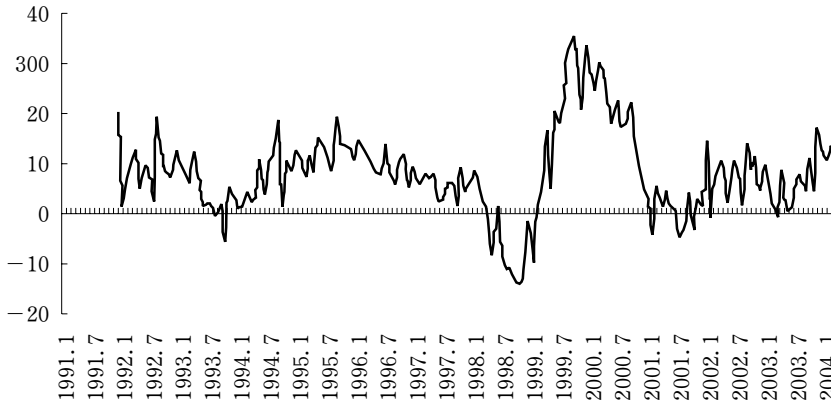
〈그림 3〉 재정지출 증가율

위하여 재정지출을 증가시키기도 하였다. 다른 예로는 금융위기시 금융기관을 구제하기 위하여 재정을 사용한다면 당연히 재정지출이 늘어난다. 결론적으로 재정정책도 통화정책과 마찬가지로 금융불안정에 항상 일정한 방향의 영향을 미치는 것은 아니며, 그 효과를 파악하기 위해서는 실증분석을 시행해야 한다.

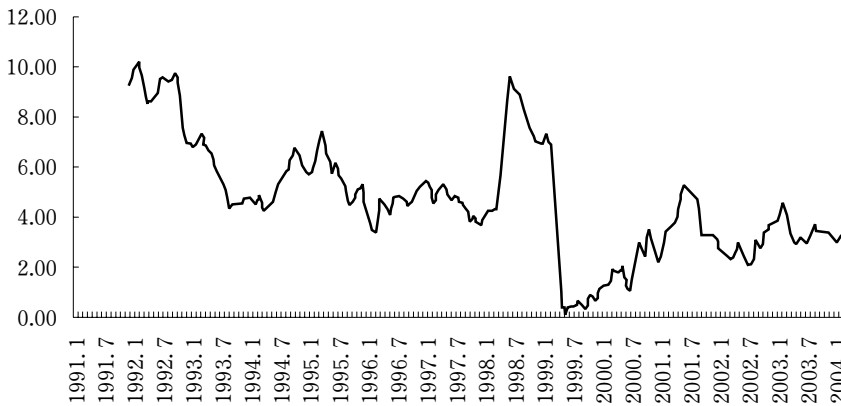
(4) 기타 변수

모형에서 고려한 기타 변수로는 산업생산지수와 인플레이션율이 있다. 산업생산지수는 통계청이 매월 발표하고 있는 통계치로 기준연도가 2000년이다. 거시정책변수가 경제성장에 미치는 영향을 파악하기 위해 광업, 제조업 및 전기·가스·수도업만을 포함하는 산업생산지수를 사용하는 것은 문제가 있을 수 있으나 월간 모형을 작성하기 위해서는 더 나은 대응변수를 찾기 어렵다. 이에 따라 본 모형에는 산업생산지수의 전년 동월비 증가율을 성장률의 대응변수로 활용하였다(〈그림 4〉 참조). 위기 직후인 1998년도의 연평균 산업생산지수 증가율은 -6.4%로 지극히 부진했으나 1999년부터 반전하여 그 이후 2년 동안 24.2% 및 17.5%의 높은 증가율을 보였다. 한편, 2003년의 산업생산은 월평균 5.6%의 비교적 낮은 증가세를 보였지만 2004년도 상반기에는 월평균 11.7%의 견조한 성장세를 보였다.

인플레이션율은 소비자물가지수(CPI)의 증가율로 계산하였는데, CPI는 산업생산지수와 마찬가지로 2000년이 기준연도이다. 〈그림 5〉의 인플레이션율은 얼핏 보면 음의 추세가 있는 것처럼 보이기도 하지만 1991년도와 1992년도의 강한 하향추세를 제외하면 반드시 그렇다고 주장하기도 어렵다. 따라서 본 연구에서는 인플레이션율을 확률적 추세를 가진 변수로 파악하기보다는 안정적 시



<그림 4> 산업생산지수 증가율



<그림 5> 인플레이션율

계열로 판단하였다.³⁰⁾

2. 분석결과

동태적 시스템의 변수 간 단기적 관계를 파악하기 위해서 사용할 수 있는 방법으로는 인과관계 검정, 충격반응 분석 및 예측오차의 분산분해 등이 있다. 본 절의 전반부에서는 VAR의 개별 방정식으로부터 특정 설명변수 계수연합의 유의성을 검정하기 위하여 Granger 인과관계를 검정하였고, 후반부에서는 충격과

30) 소비자물가지수가 $I(1)$ 인지 $I(2)$ 인지에 관해서는 계량경제학자들 간에 의견이 분분하지만 본 연구에서는 $I(1)$ 으로 간주하였다.

각 변수에 미치는 영향과의 관계를 파악하기 위하여 충격반응 분석 및 예측오차의 분산분해를 시행하였다.

(1) 인과관계 검정

위에 설명한 변수를 이용하여 VAR모형을 추정하기 전에 정책변수인 총통화, 콜금리 또는 재정지출과 인플레이션율, 산업생산지수, 금융불안정지수와 인과관계를 검정하였다. 인과관계 검정과 VAR 분석을 위하여 우선 필요한 변수들을 변환하였다. 총통화, 재정지출, 산업생산지수는 전년 동기 대비 증가율을 계산하였으며 콜금리, 인플레이션율(소비자물가지수의 전년 동기 대비 증가율) 및 금융불안정지수는 별도의 변환과정을 거치지 않았다.³¹⁾ 인과관계 검정기간은 통화정책의 운용방식을 고려하여 1991년 1월부터 1997년 4월까지의 기간과 그 이후로 구분하였다. 전기에는 통화정책변수로서 총통화(M2)를 사용하였으나 후기에는 콜금리를 사용하였다. <표 1>에 의하면 전기에는 재정지출만이 산업생산에 인과관계를 보일 뿐 다른 뚜렷한 인과관계는 관찰되지 않았다. 그러나 후기에는 콜금리가 인플레이션율, 산업생산지수 및 금융불안정지수 등 모든 변수를 인과하는 것으로 관찰되었으며, 재정지출은 아무 변수도 인과하지 않는 것으로 나타났다.³²⁾

<표 1> Granger 인과관계 검정

1991. 1~1997. 4			
정책변수	인플레이션율	산업생산지수	금융불안정지수
총 통 화	0.17	0.24	0.44
재정지출	0.74	0.09	0.44
1997. 5~2004. 5			
정책변수	인플레이션율	산업생산지수	금융불안정지수
콜 금 리	0.05	0.06	0.06
재정지출	0.25	0.41	0.16

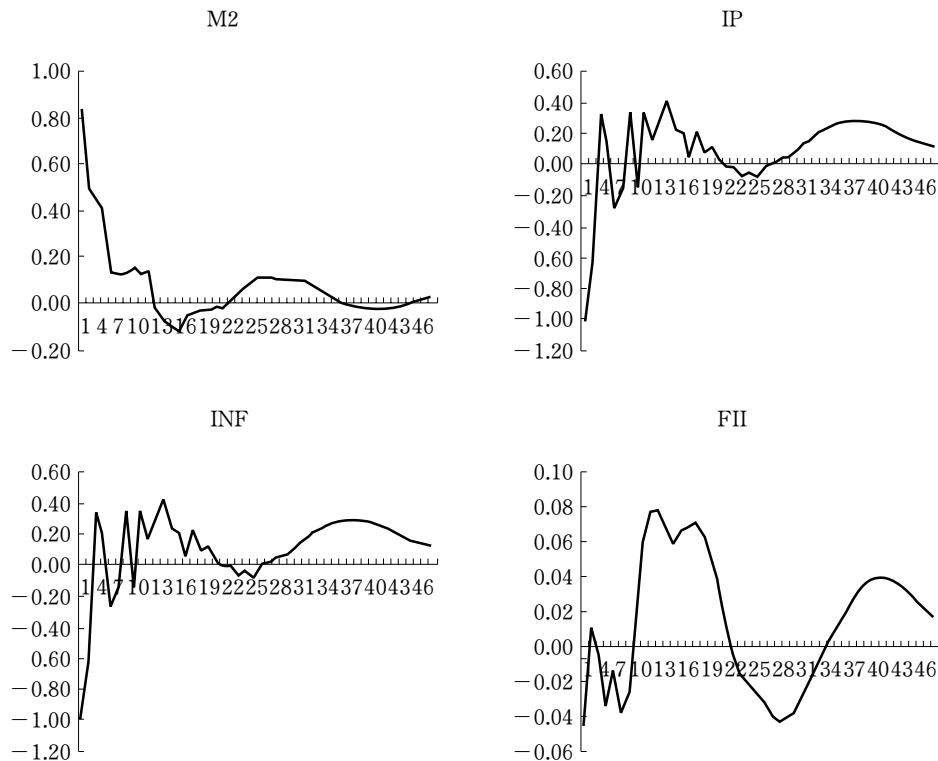
31) 이렇게 변수를 변형하는 이유는 투입되는 변수값을 정상시계열로 변환시켜 주기 위함이다.

32) 인과관계 분석과 VAR모형에 사용된 변수의 시차는 정책효과가 나타나기 최소한의 시간이라고 생각하는 6개월로 잡았다. 시차를 더 크게 잡을 경우에는 4변수 VAR시스템에서 자유도가 지나치게 줄어든다.

(2) VAR 충격반응 분석과 예측오차의 분산분해

충격반응 분석과 예측오차의 분산분해를 시행하면 내생변수 간의 동태적 효과를 분석할 수 있다. 충격반응 분석은 경제환경의 변화로 인하여 어느 한 경제변수에 충격이 가해졌을 때 그 경제변수의 변화가 시간의 흐름에 따라 다른 변수들에게 영향이 과급되어 가는 과정을 보여 준다. 이러한 변동은 각 변수가 가지고 있는 서로 다른 단위로 측정되기 때문에 각 변수마다 표준편차만큼의 충격을 주고, 이에 대한 내생변수들의 반응을 시간의 흐름에 따라 정리하는 것이 일반적인 방법이다. 한편, 예측오차의 분산분해란 한 변수의 변화를 모형 내의 각 충격이 설명하는 비율로 표시한 것으로 특정 변수에 대한 각 변수의 상대적 중요도를 나타낸다.

총통화에 표준편차만큼의 충격을 주었을 때 각 변수의 반응은 <그림 6>에 나타나 있다. 이 모형의 추정기간은 1991년 1월부터 1997년 4월까지로 동 기간



<그림 6> 총통화의 충격반응 분석(1991. 1~1997. 4)

〈표 2〉 금융불안정지수에 대한 예측오차 분산분해(1991. 1~1997. 4)

	총 통 화	산업생산	인플레이션	금융불안정
12개월	2.7	6.8	1.7	88.8
24개월	3.1	5.1	2.4	89.4
36개월	3.4	8.3	4.1	84.3
48개월	3.7	8.1	4.1	84.2

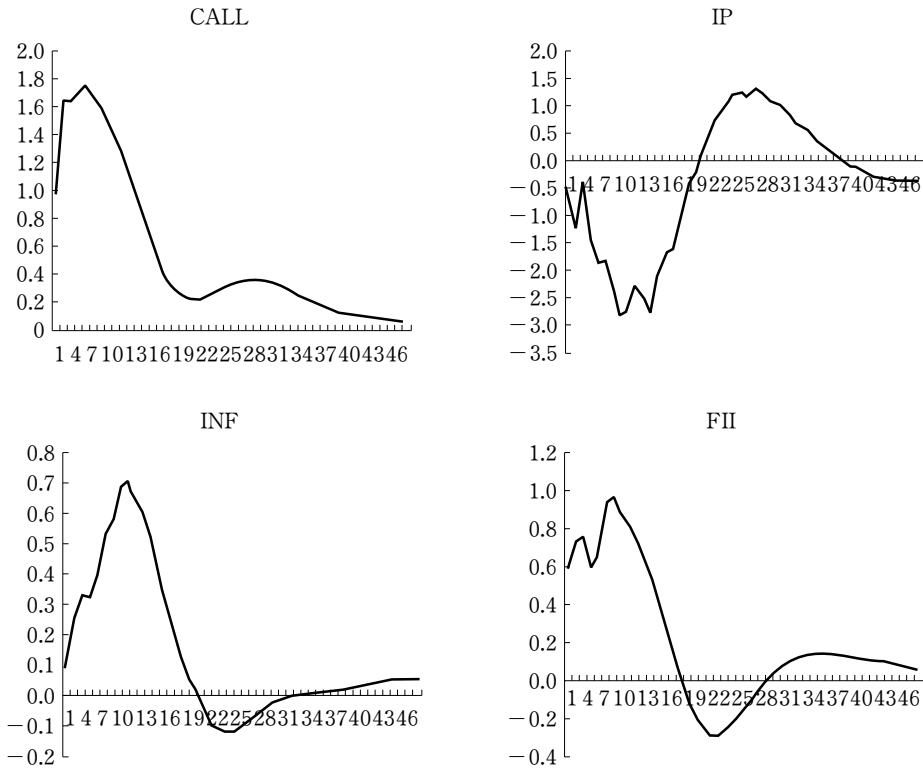
〈표 3〉 금융불안정지수에 대한 예측오차 분산분해(1997. 5~2004. 5)

	콜 금 리	산업생산	인플레이션	금융불안정
12개월	62.4	6.4	5.2	26.1
24개월	59.7	9.3	7.2	23.8
36개월	59.7	9.4	7.2	23.6
48개월	59.8	9.4	7.2	23.6

중에는 총통화가 운용지표 역할을 했다. 팽창적 통화충격은 처음 7개월간은 금융안정에 기여하는 정도가 미미했지만 8~20개월 사이에는 금융불안정을 심화시켰으며, 그 이후에도 금융불안정지수의 등락에 영향을 미쳤던 것으로 나타났다. 따라서 이 기간중에는 긴축정책이 오히려 금융안정에 기여했다고 판단할 수 있다. 〈표 2〉의 분산분해 결과를 보면 동 기간중 금융불안정지수의 변동에 가장 영향을 많이 준 변수는 금융불안정지수 자신이었다. 나머지 변수 중에서는 산업생산이 약 5~8% 정도를 설명했을 뿐 총통화와 인플레이션의 설명력은 5% 미만에 그쳤다.

〈그림 7〉은 1997년 5월부터 2004년 5월까지 콜금리에 표준편차만큼의 충격을 주었을 때 각 변수의 반응을 보여 주고 있다. 그림에 의하면 콜금리 인상으로 인한 금융불안정효과는 1개월 후부터 나타나기 시작해서 약 15개월 동안 지속적으로 영향을 미쳤다. 또한 동 기간중 금융불안정지수의 변동에 대해 가장 강한 설명력을 가지는 변수도 콜금리였다(〈표 3〉 참조). 금융불안정에 대해 금융불안정지수 자신의 설명력은 불과 25% 내외에 그쳤으며, 산업생산과 인플레이션도 10%를 넘지 못했다. 반면에 콜금리는 무려 60% 내외의 설명력을 가졌다. 금융위기 기간중 극심하게 불안했던 금융시장의 안정을 위해서 1998년 하반기 이후 콜금리를 적극적으로 인하했기 때문에 이와 같은 결과가 나온 것으로 생각한다.

1991년부터 1999년까지 한국은행의 국고기준의 재정지출변수를 사용했을 때

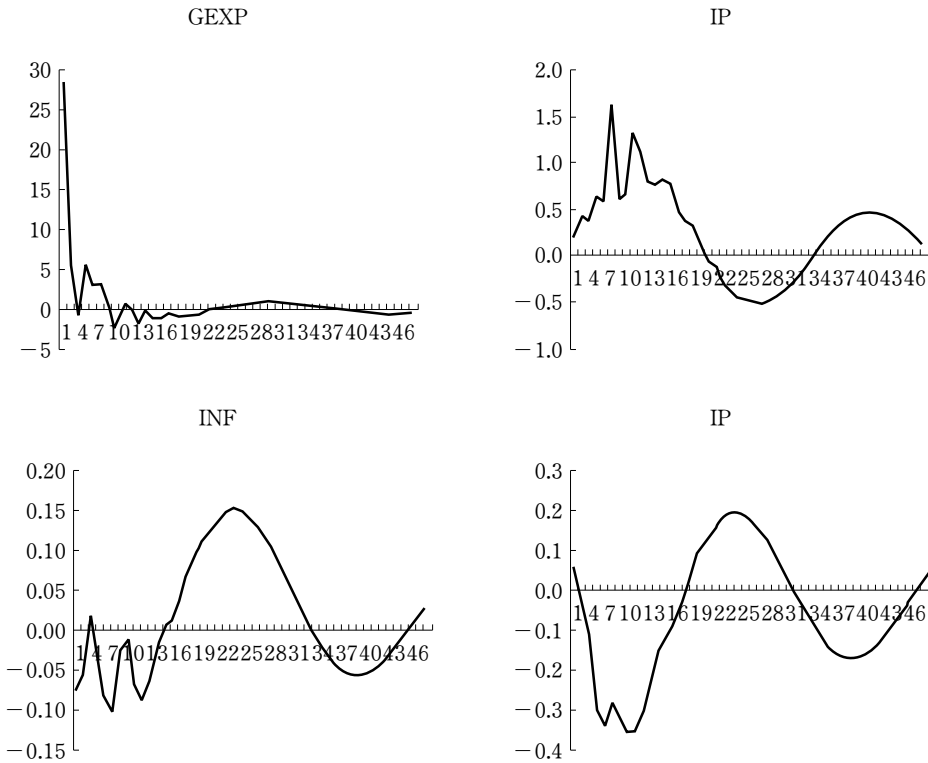


〈그림 7〉 콜금리의 충격반응 분석(1997. 5~2004. 5)

〈표 4〉 금융불안정지수에 대한 예측오차 분산분해(1991. 1~1999. 12)

	재정지출	산업생산	인플레이션	금융불안정
12개월	10.6	6.7	5.3	77.4
24개월	8.4	9.8	11.5	70.3
36개월	8.3	11.2	11.7	68.8
48개월	8.5	11.4	11.8	68.3

의 충격반응 분석결과와 2001년부터 2004년 5월까지 통합재정수지의 재정지출 변수를 사용했을 때의 결과는 크게 달랐다. 〈그림 8〉은 전자, 〈그림 9〉는 후자를 각각 보여 주고 있다. 1990년대에는 재정지출의 증가가 처음 15개월 동안 금융불안정을 완화한 측면이 있다. 또한 같은 기간중 금융불안정지수의 변동에 대해 가장 영향을 많이 준 변수는 금융불안정지수 자신이었지만, 산업생산과 인플레이션도 11%대의 무시할 수 없는 설명력을 가졌다. 재정지출은 8%대로 설명력이 가장 약했다.

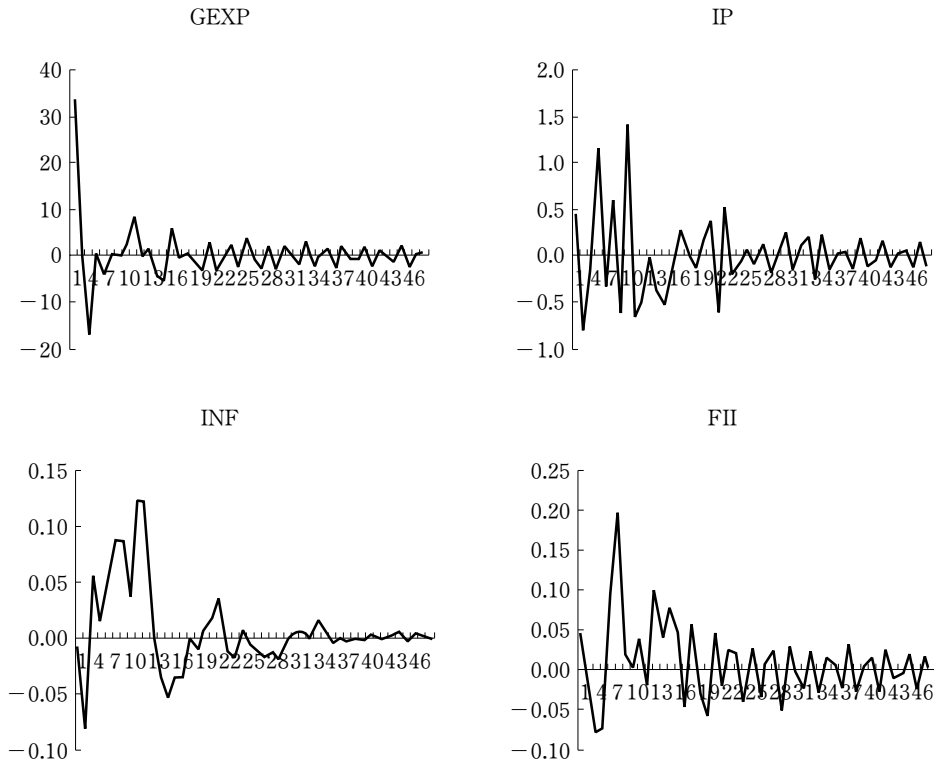


〈그림 8〉 재정지출의 충격반응 분석(1991. 1~1999. 12)

〈표 5〉 금융불안정지수에 대한 예측오차 분산분해(2001. 1~2004. 5)

	재정지출	산업생산	인플레이션	금융불안정
12개월	13.1	21.1	20.6	45.2
24개월	15.0	22.6	20.2	42.2
36개월	15.6	22.6	19.9	41.9
48개월	16.0	22.6	19.7	41.8

통합재정수지를 사용한 기간에는 자료의 성격상 충격반응곡선이 심한 변동을 보였지만, 재정지출 증가가 대체로 처음 5~15개월 동안에는 금융불안정을 증가시켰던 것으로 나타났다(〈그림 9〉 참조). 이러한 결과는 2000년 이전과는 크게 다른 것이다. 〈표 5〉의 분산분해 결과를 보면 금융불안정의 변동에 대해 가장 큰 영향을 준 변수는 금융불안정지수 자신이었으며, 산업생산과 인플레이션 순으로 설명력이 컸다. 재정지출도 15% 정도의 비교적 큰 설명력을 보였다.



〈그림 9〉 재정지출의 충격반응 분석(2001. 1~2004. 5)

VI. 요약 및 정책함의

금융안정이란 금융시스템을 구성하고 있는 금융기관과 금융시장이 원활하게 작동하는 상태, 은행위기나 금융위기와 같은 시스템의 불안이 없는 상태, 금융기관의 수익성이 악화되지 않는 상태, 금융기관의 채무불이행이 증가하지 않는 상태, 개인들이 시간이나 상태에 대하여 소비를 평활화할 수 있으며, 이와 동시에 저축한 자원으로 투자계획을 효율적으로 지원할 수 있는 상태 등으로 다양하게 정의된다. 본 연구에서는 ‘금융기관과 금융시장이 원활하게 작동하는 상태’라는 정의를 따랐으나 필요에 따라서는 다른 정의를 인용하기도 하였다.

금융불안정의 원인은 경기침체, 무분별한 통화정책, 금융시장 참가자들 간의 정보의 비대칭성, 전염효과 등에서 찾을 수 있다. 이 밖에도 금융기관의 불건전한 경영, 효율적 감독체계의 미비 또는 부채디플레이션 등에 기인할 수도 있다.

이와 같은 원인은 기존 문헌에 잘 나타나 있다. 금융불안정모형에 관한 연구는 금융불안정이 발생하는 메커니즘을 구명하고 그에 따른 적절한 대응정책을 마련할 수 있으므로 대단히 중요하다. 본 연구는 금융불안정모형을 크게 시장 중심의 금융시장붕괴모형과 기관 중심의 은행인출사태모형으로 구분하여 개관하였다. 특히, 인출사태에 따른 금융불안정을 예방하기 위해서는 거시건전성 정책의 시행, 민영화와 호의적인 투자유인신호 등을 통한 채무차환협상의 진행, 재프로그래밍과 해외부채의 만기관리 등을 통해서 좋은 균형을 창출하기 위한 노력을 해야 한다.

1991년부터 1997년 4월까지 총통화 또는 재정지출과 인플레이션, 산업생산지수 및 금융불안정의 인과관계를 검정했을 때, 재정지출만 산업생산에 인과관계를 보였을 뿐 다른 인과관계는 관측되지 않았다. 그러나 표본기간을 1997년 5월부터 2004년 5월까지로 변경한 후 콜금리 또는 재정지출과 인플레이션, 산업생산지수 및 금융불안정의 인과관계를 검정했을 때는 콜금리가 다른 세 변수를 인과했으며, 재정지출은 인과관계가 없는 것으로 나타났다. 기간에 따른 충격반응 분석도 상당히 달랐다. 1991년부터 1997년 4월까지의 총통화를 증가시키는 금융확장정책이 8~20개월 사이에 금융불안정을 심화시켰지만, 그 이후의 기간에는 콜금리를 인하시키는 금융확장정책이 금융불안정을 오히려 감소시키는 효과를 보인 것으로 분석되었다. 재정지출의 충격반응 분석도 기간에 따라 효과가 크게 달랐다. 1991년부터 1999년까지 한국은행의 국고기준의 재정지출변수를 사용한 기간중에는 재정팽창정책이 처음 15개월 동안 금융불안정을 감소시키는 효과를 보였지만, 2001년 이후 통합재정수지의 재정지출을 사용한 기간중에는 금융불안정을 심화시켰던 것으로 나타났다.

이와 같은 실증분석 결과로부터 우리는 금융안정을 위한 거시경제정책에 대하여 다음과 같은 정책함의를 도출할 수 있다. 첫째, 콜금리와 같은 통화정책변수가 금융불안정에 미치는 영향력은 1997년 5월 이후 크게 증가했다. 이는 우리나라가 금융위기를 겪으면서 1998년 초반 이후 콜금리 하락을 통해 실물경제와 금융경제의 안정을 도모했기 때문이라고 생각한다. 금융안정에 미치는 통화정책의 영향력이 커진 것은 통화정책을 잘 운용할 경우 금융안정에 크게 도움이 되지만, 그렇지 않은 경우에는 오히려 금융불안정을 심화시킬 수도 있다.

둘째, 2001년 이후의 팽창적 재정지출은 금융불안정을 가중시키는 것으로 분석되었기 때문에 경기를 살리기 위해서 재정지출을 지나치게 확대한다면 금융불안정이 오히려 심화될 가능성이 있다. 그러나 같은 기간중 콜금리 인하를 통한

경기부양정책은 금융불안정을 심화시키지 않는 것으로 나타났다. 따라서 경기부양정책을 시행할 때에는 금융불안정에 대한 정책효과에 유념할 필요가 있다.

그러나 이와 같은 분석과 정책적 함의는 다음과 같은 점에서 한계를 가진다. 우선 이런 결과는 VAR모형의 분석에 의존한 것이기 때문에 경제여건이 변하거나 경제구조가 변화한다면 정책효과 및 함의도 달라진다. 분석결과가 유효하기 위해서는 우리 나라의 경제여건이나 구조에 큰 변화가 생기지 않아야 한다. 또한 VAR모형은 비이론모형이기 때문에 금융시장 내부사정의 변화에 의한 금융불안정을 면밀히 고려할 수 없다. 이 밖에도 해외부문을 분석모형에서 제외시켰기 때문에 해외로부터의 금융불안정 요소를 고려하지 못했다는 점도 한계라고 볼 수 있다.

마지막으로 아직 실증적 연구가 충분히 축적된 것은 아니지만 금융안정을 위해서는 거시경제정책과 금융감독정책의 협조가 중요하다는 점을 지적할 수 있다. 금융불안정을 방지하는 데 있어서 금융기관에 대한 건전성 감독을 강화하는 것은 대단히 중요하지만 그것만으로는 한계가 있다. 금융기관에 대한 위험평가기법만으로는 경기변동과정에서 위험분산이 불가능한 시스템 위험을 평가하고 대응하기는 무척 어렵다. 유동성 및 신용총량의 증가와 같은 거시경제적 요인에 기인하는 금융불안정은 미시적 감독정책수단을 통해 해결하는 것이 기본적으로 불가능하다. 이런 의미에서 금융시스템의 안정을 위해서는 미시정책과 거시정책의 공조가 필요하다. 금융감독 당국은 개별 금융기관의 건전성 확보를 위하여 미시적 규제감독수단을 활용함에 있어서, 이것이 금융시스템 안정과 거시경제 안정이라는 거시적 틀 안에서 추구되어야 함을 유념해야 한다. 이런 측면에서 중앙은행과 긴밀한 협조가 필요하다. 마찬가지로 논리로 중앙은행이 거시경제 전체와 금융시스템 전반의 안정을 도모하기 위한 거시적 관점에서의 건전성 규제감독정책을 시행함에 있어서도 금융감독 당국과 공조체제를 강화해 나가야 한다.

참 고 문 헌

- 김정렬, 「일본의 금융위기와 금융구조조정」, 『조사분석자료』 2002-1, 예금보험공사, 2002.
- 박원암·최공필, 「한국 외환위기의 원인과 예측가능성」, 『한국경제의 분석』 제4

- 권 제2호, 1998, 1~61.
- 백응기, 「월별자료를 이용한 금융위기 예측모형」, 『한국경제연구』 제6권, 2001, 41~79.
- _____, 「금융안정과 거시경제정책」, 한국은행 금융안정세미나 발표논문, 2004.
- 이형구·전승훈, 『조세·재정정책 50년 증언 및 정책평가』, 한국조세연구원, 2003.
- 재정경제부·공적자금관리위원회, 『공적자금관리백서』, 2002.
- 정익준·차진섭, 「금융안정에 대한 연구」, 『금융경제총서』 제5호, 한국은행, 2001.
- 한국은행, 『우리나라의 통화정책』, 온라인 자료, 2003.
- Allen, F. and D. Gale, “Optimal Financial Crises,” *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 4, 1998, 1245~1284.
- _____, “Bubbles, Crises, and Policy,” *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 15, No. 3, 1999, 9~18.
- Bagehot, W., *Lombard Street: A Description of the Money Market*, London: H. S. King, 1873.
- Bernanke, B. and M. Gertler, “Financial Fragility and Economic Performance,” *Quarterly Economic Journal*, Vol. 105, No. 1, 1990, 87~114.
- Bernanke, B., M. Gertler, and S. Gilchrist, “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework,” in J. Taylor and M. Woodford, eds., *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam: North Holland, 1999.
- Bordo, M.D., M.J. Dueker, and D.C. Wheelock, “Aggregate Price Shocks and Financial Stability: The United Kingdom 1796-1999,” Working Paper 2001-018A, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2001.
- _____, “Aggregate Price Shocks and Financial Instability: A Historical Analysis,” *Economic Inquiry*, Vol. 40, No. 4, 2002, 521~538.
- Bryant, J., “A Model of Reserves, Bank Runs, and Deposit Insurance,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 4, 1980, 335~344.
- _____, “Bank Collapse and Depression,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 13, No. 4, 1981, 454~464.
- Chang, R. and A. Velasco, “A Model of Financial Crises in Emerging Markets,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, No. 2, 2001, 489~517.

- Crockett, A., "Why is Financial Stability a Goal of Public Policy?," *Economic Review*, Vol. 82, No. 4, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1997, 5~22.
- Diamond, D.W. and P.H. Dybvig, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 3, 1983, 401~419.
- Dooley, M.P., "A Model of Crises in Emerging Markets," *The Economic Journal*, Vol. 110, Issue 460, 2000, 256~272.
- Eichengreen, Rose, and Wyplosz, "Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks," *Economic Policy*, Vol. 21, 1995, 249~312.
- Friedman, M. and A.J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton: Princeton, 1963.
- Freixas, X. and J. Rochet, *Microeconomics of Banking*, Cambridge: MIT Press, 2002.
- Haldane, A, V. Saporta, S. Hall, and M. Tanaka, "Financial Stability and Macroeconomic Models," *Financial Stability Review*, Issue No. 16, 2004, 80~88.
- Issing, O., "Monetary and Financial Stability: Is there a Trade-Off?," in *Conference on Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle*, Bank for International Settlements, 2003.
- Kemmerer, E., *Seasonal Variations in the Relative Demand for Money and Capital in the United States: A Statistical Study*, National Monetary Commission S.Doc 588, 61st Congress 2d Session. Washington U.S. Government Printing Oce, 1910.
- Mankiw, G., "The Allocation of Credit and Financial Collapse," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 101, No. 3, 1986, 455~470.
- Tsomocos, D.P., "Equilibrium Analysis, Banking, Contagion and Financial Fragility," Working Paper 175, Bank of England, 2003a.
- _____, "Equilibrium Analysis, Banking and Financial Stability," *Journal of Mathematical Economics*, Vol. 39, No. 5, 2003b, 619~655.

[Abstract]

Financial Stability and Macroeconomic Policy

Ehung Gi Baek

We evaluate the contribution of the Korean macroeconomic policy to financial stability. A four-variate VAR model, which is constructed by macroeconomic policy, industrial production, inflation, financial stability index, is estimated to analyze the macroeconomic policy effects. Expansionary monetary policy between January, 1991 and April, 1997 aggravated financial instability. However, it helped financial stability after the period. Fiscal policy showed the opposite results. Expansionary fiscal policy between 1991 and 1999 relaxed the financial instability, however it worsened the financial instability after 2001. The financial supervisory authority should cooperate with the central bank when it applies micro-prudential policies to establish the financial soundness. And the central bank should also reinforce the cooperation system with the financial supervisory authority when it applies the macro-prudential policies.

Keywords: financial stability, macroeconomic policy, financial supervisory policy, VAR model

JEL Classification: E44, E52, E62