

# 통화정책 운용방식 전환에 관한 연구\*

## —지준부리 통화정책레짐의 도입—

서병한\*\* · 함정호\*\*\*

최근 들어 금융혁신과 전자지급결제수단 발달 등으로 본원통화에 대한 수요가 지속적으로 감소함에 따라 중앙은행의 금리조절능력의 약화가 우려되고 있다. 한편에서는 일반물가가 안정된 가운데 과도한 신용창출에 따른 자산가격 거품의 확산 및 붕괴과정이 금융안정을 심각하게 위협하고 있다.

중앙은행이 금리조절능력을 확보하고 금융불안에 효과적으로 대처하기 위해서는 지준부리 통화정책레짐(interest-on-reserves regime)을 도입하는 것이 바람직하다. 지준부리레짐에서는 앞으로 본원통화 수요가 크게 감소하거나 소멸되더라도 중앙은행은 단기금리 조절능력을 확실하게 확보할 수 있다. 뿐만 아니라 금리와 지준이 독립적인 정책수단으로 분리될 수 있기 때문에 금리는 물가안정 목적으로, 지준은 금융안정 목적으로 사용할 수 있다.

핵심주제어: 예금지준, 결제지준, 지준부리, 지준부리 통화정책레짐, 채널시스템, 상시여수신제도

경제학문헌목록 주제분류: E52, E58, E61

## I. 머리말

지난 20~30년에 걸쳐 금융의 자유화 및 국제화, 금융혁신, 규제완화가 급속하게 진전되는 가운데 한편에서는 정보통신기술 및 전자지급결제수단의 발달 등으로 본원통화 수요가 지속적으로 감소하였으며, 다른 한편에서는 일반물가가 안정되는 가운데 자산가격버블의 확산-붕괴과정에서 금융불안정이 심화되는

\* 본 연구내용은 집필자들의 개인 의견이며 한국은행의 공식 견해와 무관합니다. 한국은행 정책토론회와 2005년도 한국금융학회 정기학술대회에서 본 연구에 대하여 건설적인 논평을 해 주신 참석자 여러분께 감사드리며, 본 논문의 보완 및 수정과정에서 유익한 논평을 해 주신 익명의 심사위원들께도 진심으로 감사드립니다.

\*\* 한국은행 금융경제연구원(공동저자), 전화: (02) 759-5412, E-mail: byunghseo@bok.or.kr

\*\*\* 한국은행 연수원(제1저자), 전화: (032) 560-0245, E-mail: jhhahm@bok.or.kr

논문투고일: 2005. 8. 20 수정일: 2005. 11. 22 게재확정일: 2005. 12. 5

등 거시경제 및 금융환경이 크게 변화하였다.

이에 따라 중앙은행이 은행지준을 조절함으로써 단기금리를 관리하는 현행 통화정책 운용방식은 다시 검토해야 할 필요성이 대두되고 있다. 그 이유를 살펴보면, 첫째 금융혁신, 지급결제시스템 발달 등으로 본원통화(현금통화 및 은행지준)에 대한 거래적 수요가 지속적으로 감소하고 불안정해짐에 따라 현행과 같이 지준공급을 조절하여 단기금리를 관리하는 방식으로는 중앙은행이 금리를 효과적·효율적으로 관리하기 어렵다. 둘째, 세계 각국의 금융불안 및 유동성 함정위험, 일본의 디플레이션 및 제로금리정책 등 통화정책 유효성이 크게 제약받는 상황을 감안할 때 물가안정과 금융안정이라는 복수정책 목표달성에 적합한 정책수단이 부족하다. 앞으로 중앙은행이 금리조절능력을 확보함으로써 통화정책의 유효성을 제고하고 금융불안정에 효과적으로 대처할 수 있기 위해서는 기존의 통화정책 과급경로, 정책수단, 통화정책 운용방식 등을 근본적으로 재검토할 필요가 있다.

본 연구에서는 급속히 변화하는 거시경제 및 금융환경하에서 중앙은행이 금리조절능력을 확보하고 통화정책의 유효성을 제고하는 방안으로 은행지준에 이자를 지급(支準附利)하고 동 이자율을 정책금리(운용목표)로 운용하는 ‘지준부리 통화정책레짐’을 소개하고 그 도입가능성을 고찰해 보았다. ‘지준부리 레짐’을 도입할 경우 앞으로 본원통화 수요가 크게 감소하거나 소멸되더라도 중앙은행은 단기금리 조절능력 및 통화정책의 유효성을 확보할 수 있다. 그리고 ‘지준부리 통화정책레짐’하에서는 금리와 지준이 독립적인 정책수단으로 분리될 수 있음에 따라 금리는 거시경제안정(물가안정) 목적으로, 지준은 금융안정 목적으로 사용할 수 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ절에서는 금융의 자유화 및 국제화, 금융혁신, 규제완화의 진전, 그리고 전자지급결제기술의 발전 등 거시경제 및 금융환경 변화에 따른 본원통화 수요 감소추세와 금융위기빈발 현상을 살펴보고 이들의 통화정책적 시사점을 고찰한다. 제Ⅲ절에서는 우리 나라의 현행 통화정책 운용방식의 문제점을 논의한다. 구체적으로는 지준조절을 통하여 단기금리를 관리하는 현행 통화정책 운용방식의 한계를 고찰한 다음 인플레이션 타게팅의 논리적 구조와 한계를 분석한다. 제Ⅳ절에서는 지준부리 통화정책레짐의 의미와 특성, 도입시 기대되는 효과를 논의한다. 특히, 여기서는 현재 영국, 캐나다, 호주, 뉴질랜드, ECB 등에서 운영하고 있는 채널시스템(channel system)과 지준부리 통화정책레짐과의 상호관련성을 구체적으로 살펴본다. 제Ⅴ절에서는 지준

부리 통화정책레짐의 도입가능성과 관련하여 고려해야 할 사항과 통화당국, 금융기관, 정부당국의 입장을 논의한다. 제VI절은 요약과 중요 결론을 포함하고 있다.

## II. 금융경제 환경변화와 통화정책과제

거시경제 및 금융환경이 크게 변화하면서 다음과 같은 중요한 통화정책과제가 제기되고 있다. 하나는 일반물가가 대체로 낮은 수준에서 안정되어 있는 상황에서 신용량의 적절한 조절과 자산가격 안정을 통한 금융안정이 중앙은행의 중요한 책무로 전면에 부상하고 있다는 점이다. 그리고 이러한 통화정책의 역할변화에 부응하여 중앙은행은 책무수행에 걸맞는 정책수단을 제대로 갖추고 있지 못하다는 것이다.

또 하나는 최근 들어 지급결제기술의 획기적 발전과 함께 본원통화 수요가 더욱 감소하거나 완전히 없어질 경우 중앙은행의 단기금리 조절능력이 크게 약화될 것이라는 점이다. 지준공급을 조절함으로써 단기금리를 관리하는 통화정책 운용방식하에서는 지준수요가 지속적으로 감소하고 불안정해지면 중앙은행의 금리조절능력이 저하된다. 따라서 중앙은행이 앞으로 단기금리 조절능력을 확보하여 경제안정을 효과적으로 도모할 수 있기 위해서는 현행 통화정책 운용방식을 근본적으로 개선할 필요가 있다는 것이다. 아래에서는 이러한 두 가지 과제에 대해서 좀더 구체적으로 살펴본다.

### 1. 통화정책의 역할변화

전통적으로 대다수 국가의 중앙은행은 통화안정(monetary stability)<sup>1)</sup>과 금융안정(financial stability)의 이중책무(dual objectives)를 수행하여 왔다.

중앙은행의 이중책무에 대한 역사적 배경을 살펴보면 금융안정에 대한 책무

1) 여기에서는 통화안정을 통화가치의 대내외적인 안정으로 정의하나 물가안정과 같은 의미로 사용한다. 금융안정은 금융시장의 안정과 금융기관의 안정을 포괄한다. 금융시장 안정은 경제기초여건을 반영한 가격수준에서 시장참가자들의 거래가 원활히 이루어지는 상태를 의미하며, 금융기관 안정은 금융기관이 정부나 통화당국의 개입이나 지원 없이도 금융계약 의무를 계속 이행할 수 있다는 높은 신뢰성을 시장이 인식하는 상태를 의미한다(Crockett, 1997).

는 물가안정 책무에 비해 훨씬 오래된 것이었다. 19세기에 근대적 중앙은행으로 정착한 영란은행과 20세기 초에 설립된 미 연준도 당초 금융안정에 주력하였으며, 현재와 같은 물가안정 책무는 그 이후에 이러한 금융안정 책무 위에 접목된 것이었다.<sup>2)</sup>

제2차 세계대전 이후 1970년대까지 각국의 정부는 경제성장과 고용증대에 주력해 왔다. 이에 따라 중앙은행들도 주로 경제성장에 관심을 가지고 통화정책을 수행해 왔으며 강력한 금융규제 등을 통하여 금융안정은 비교적 잘 유지되었다. 이러한 과정에서 세계적으로 높은 인플레이션이 초래됨에 따라 중앙은행은 통화안정을 통한 물가안정을 가장 중요한 책무로 인식하게 되었다. 이를 반영하여 중앙은행은 통화량을 중간목표로, 지준을 운용목표로 하는 등 주요 양적지표를 관리하는 방식으로 통화정책을 수행하였다. 이 같은 통화정책 운용방식은 일부 국가에서 경기침체라는 심각한 결과를 초래하기도 하였지만 물가를 안정시키는 데 크게 기여하였다.

1980년대에 들어오면서 세계적으로 인플레이션에 대한 우려가 크게 완화된 가운데 금융자유화 및 금융혁신의 급속한 진전으로 통화량과 실물경제 간의 관계가 불안정해졌다. 이에 따라 대다수 국가의 중앙은행은 단기금리를 운용목표로 설정하는 금리중시 통화정책을 운용하였다.

1990년대에 들어서는 IT의 발달에 따른 생산성 향상, 경제개방화, 중국의 세계경제에의 동참 등에 따른 공급 측면에서의 물가하락 압력, 그리고 일부 국가의 경기침체에 따른 디플레이션 우려 등으로 세계물가는 과거에 비해 크게 안정되었다. 금리를 운용목표로 하는 통화정책 운용방식하에서는 이같이 일반물가가 안정되어 있는 경우 금리를 선제적으로 상향 조절할 수 있는 여지가 상대적으로 작다. 다시 말해, 명목금리가 장기간 낮은 수준에서 유지됨으로써 신용이 과다하게 공급될 수 있다. 이와 같이 일반물가가 안정된 가운데 신용이 과다하게 확대되어 주식 및 부동산 등의 자산가격버블이 발생·확대·붕괴되는 과정에서 금융시스템이 불안정해지고 경기침체와 부채디플레이션이 초래될 가능성이 크다.<sup>3)</sup>

2) 영란은행과 미 연준의 이중책무에 대한 자세한 역사적 배경은 김홍범(2002)을 참조.

3) 특히, 일반물가가 낮은 수준에 안정된 시기에 자산가격버블이 발생할 가능성이 매우 높다. 경제주체들은 물가안정이 중앙은행의 최우선 목표이기 때문에 어떠한 일이 있어도 인플레이션을 낮게 유지할 것으로 기대하기 때문에 중앙은행이 금리를 인상할 유인이 없다고 믿는다. 이와 같이 물가와 명목금리가 상대적으로 낮은 수준에 머물고 있는 상황에서는 경제주체들이 경제적 도취감에 젖어 안정성장이 무한히 지속될 것으로 믿기 때문에 차입을 늘리고 주식과 부동산 같은 고수익·고위험자산에 대한 투자를 확대하는 과정에서 자산가

실제로 최근의 세계적 부채위기, 일본의 자산가격버블 붕괴 후의 은행위기, 미국의 S&L위기, 스칸디나비아 국가들의 은행위기, 남미의 은행위기, 아시아 금융위기 등 금융위기도 빈번하게 발생하였다. 이러한 점에서 대다수 국가의 중앙은행에게는 최근 들어 물가안정도 중요하지만 무엇보다도 신용량의 적절한 수축과 자산가격 안정을 통한 금융안정이 더욱 중요한 책무로 전면에 부상하였다. 중앙은행이 이처럼 금융안정에 큰 관심을 기울이게 된 것은 금융시장이 내재적으로 정보의 불완전성과 비대칭성, 그리고 외부효과 등의 문제를 심각하게 드러낼 수 있는 금융제도의 불안정성<sup>4)</sup>에도 부분적으로 기인한다.

그러나 중앙은행이 물가안정과 금융안정이라는 이중책무를 동시에 달성해야 하지만 단기금리를 운용목표로 하는 현행 통화정책 운용방식하에서는 단기금리 하나만의 정책수단을 가지고 있을 뿐이다. 이 경우 두 가지 책무가 단기적으로 상충될 경우에는 단기금리 하나만의 정책수단으로는 두 가지 정책목적을 효과적으로 달성할 수 없게 된다.<sup>5)</sup>

중앙은행이 금융안정을 도모할 수 있는 최선의 방법은 금리정책을 통하여 낮고 안정적인 인플레이션을 유지하는 것이다. 그러나 금리는 기본적으로 거시정책수단이며 인플레이션이 현재와 같이 낮고 안정적인 상황에서는 금리를 선제적·신축적으로 상향조절하기 어렵다. 이러한 점에서 보면 물가안정은 금융안정을 촉진할 수 있으나 반드시 금융안정을 보장할 수는 없다(Minsky, 1982; Aglietta, 2002). 현재와 같이 일반물가가 안정된 시기에도 신용과 자산가격이 내생적으로 상호작용함으로써 자산가격버블을 통해 금융불안정을 초래할 수 있기 때문이다.

이와 같이 통화안정과 함께 금융안정이 중앙은행의 중요한 책무로 다시 전면에 대두되고 있는 시기에 이러한 중앙은행의 책무수행에 적합한 정책수단을 어떻게 확보하느냐 하는 것이 통화정책의 매우 중요한 과제로 대두되고 있다.

격버블이 발생하게 된다.

4) 금융불안정성 가설을 주장하는 대표적인 학자로는 Minsky, Kindleberger 등이 있으며, 특히 Diamond and Dybvig(1983)은 은행제도에 초점을 맞춰 은행이 자산변환기능과 부분준비제도 등의 특성을 갖추고 있는 한 내재적으로 불안정할 수밖에 없음을 주장하였다.

5) 중앙은행이 복수정책 목표를 성공적으로 달성하기 위해서는 각각의 목표에 대해 독립적인 정책수단이 요구된다(Tinbergen, 1952).

## 2. 본원통화 감소추세와 금리조절능력 약화

### (1) 현금통화 및 지준수요 감소추세

본원통화는 민간부문이 보유하는 중앙은행의 부채로서 화폐발행액과 예금은행의 지급준비금(이하 지준)으로 구성된다. 중앙은행은 공개시장조작 등을 통해 지준을 조절함으로써 단기금리를 의도한 수준으로 유지하여 물가안정을 도모한다. 그러나 최근 들어 정보통신기술의 발달에 힘입어 지급결제수단 및 지급결제제도가 획기적으로 발전함에 따라 본원통화 수요가 지속적으로 감소하고 멀지 않은 장래에 소멸할 수도 있다. 이러한 경우 중앙은행은 단기금리 조절능력을 상실하게 될 것이라는 우려가 심각하게 대두되고 있다.

먼저 본원통화의 구성요소 중 현금통화는 전자화폐 등 새로운 전자지급수단의 보급이 확산되면서 지속적으로 감소하는 모습을 보이고 있다. 그러나 현금통화에 대한 수요가 앞으로도 계속 줄어들 것인가에 대하여는 국가마다 사정이 다르기 때문에 아직까지 찬반양론으로 나뉘어 논의가 분분한 실정이다. 어쨌든 민간이 보유하는 현금통화는 기본적으로 소액거래에 주로 사용되고 은행의 지준에 영향을 미치는 범위 내에서만 통화승수에 영향을 미치기 때문에 통화정책의 과급경로에서 핵심적인 역할을 하지 못한다. 이러한 점에서 현금통화의 감소에 의해 중앙은행의 단기금리 조절능력에 미치는 영향은 그리 크지 않을 것으로 분석되고 있다.

한편, 1980년대 중반 이후 은행들의 지준회피 노력과 함께 정책당국이 지준제도를 폐지하거나 법정지준율을 크게 인하함으로써 지준수요가 지속적으로 감소하여 왔다(Sellon, 1997; Woodford, 2001; 함정호·서병한, 2003). 다른 한편 세계 주요국의 중앙은행들이 통화정책의 운용방식을 통화량(양적) 목표로부터 금리(가격) 목표로 변경함으로써 통화정책수단으로서의 지준의 역할도 크게 약화되었다.<sup>6)</sup>

〈표 1〉에서 볼 수 있는 바와 같이 영국, 뉴질랜드, 캐나다, 스웨덴 등 인플레이션 타게팅 국가에서는 단기금리를 운용목표로 채택하면서 법정지준제도를 폐지하였다. 한편 미국, 일본, ECB 등은 법정지준제도가 지급결제자금 수요를 안정시킴으로써 중앙은행 단기금리 조절능력을 향상시킬 수 있을 것이라는 관점에서 여전히 중요한 통화정책수단으로 이용하고는 있으나 지준율을 지속적으로 인하하고 지준대상 예금의 범위도 축소시켜 왔다.<sup>7)</sup> 미국의 경우 ATM 등의 확

6) 예금지준의 역할에 대한 자세한 논의는 함정호·서병한(2003) 참조.

〈표 1〉 법정지준<sup>1)</sup>

(단위: 기준율 %)

	1989년	1992년	1996년	2004년	비 고
요구불 예금					
미 국	12.0	10.0	10.0	10.0	
일 본	2.5	1.3	1.3	1.3	
E C B	...	...	...	2.0	
한 국 <sup>2)</sup>	10.0	11.5	7.0	5.0	
영 국					1981년 폐지
뉴질랜드					1985년 폐지
호 주					1988년 폐지
캐 나 다	10.0				1994년 폐지
스 웨 덴	4.0	2.0			1994년 폐지
정기예금					
미 국	3.0	.0	.0	.0	
일 본	1.75	1.2	1.2	1.2	
E C B	...	...	...	.0	
한 국 <sup>2)</sup>	10.0	11.5	7.0	5.0	
영 국					1981년 폐지
뉴질랜드					1985년 폐지
호 주					1988년 폐지
캐 나 다	3.0				1994년 폐지
스 웨 덴	4.0	2.0			1994년 폐지

주: 1) 예금종류에 따라 다를 수 있으며 해당 지급준비율 중 가장 높은 비율.

2) 음영부분은 Inflation Targeting 국가.

자료: 각국 중앙은행 자료.

산으로 은행시재금(vault cash)이 증가함으로써 많은 은행들이 시재금만으로도 법정지준(legal reserve requirements)을 거의 충족시킬 수 있다. 따라서 예금지준은 더 이상 은행의 행태를 제약하는 요인으로 작용하지 않는다.

정책당국이 지준제도를 폐지하거나 지준율을 인하하지 않더라도 정보처리기술의 발달, 금융혁신, 금융자유화 등에 힘입어 금융기관이 MMDA, MMMF,

7) 우리의 지준제도는 1990년대 전반까지 해외부문 통화증발압력 등에 대응한 통화관리수단으로 적극 활용되어 왔으나, 1990년대 후반들어 금융자유화 등을 반영하여 유동성 조절이 공개시장조작 중심으로 이루어지면서 지준율을 크게 인하하였다. 특히, 1996년 4월부터 1997년 2월중 세 차례에 걸쳐 은행자금 운용의 자율성 제고와 수지 및 자금부담 완화, 은행과 비은행권 간의 공정한 경쟁여건 조성 등을 목표로 지준율을 대폭 인하함에 따라 평균지준율이 1996년 4월 이전 9.4%에서 1997년 2월 이후 3% 수준으로 하락하였다. 현재 지준적용대상 기관은 예금은행이며 지준적립방식은 반월평잔 1주일 이연적립방식이고 필요지급준비금 중 35%에 해당하는 시제현금을 지준으로 인정하고 있다(한국은행, 2001).

CD, RP, Sweep Accounts 등 예금과 유사한 금융상품을 쉽게 개발함으로써 지준수요가 크게 감소하였다. 지준에 이자가 지급되지 않는 한 통상적인 거래목적에 필요한 규모를 상회하는 지준을 보유할 경우 단기금리수준의 기회비용이 초래된다. 금융자유화 및 세계화 환경에서 지준대상 예금 금융기관은 여타 금융기관에 비해 불리한 경쟁여건에 놓이게 되므로 지준은 금융시스템을 왜곡시키는 지준세(reserve tax)로 작용한다. 따라서 예금 금융기관들이 요구불예금 등 지준대상 예금으로부터 MMDA 등 비지준대상 계정으로 자동적으로 이전되는 계정을 널리 이용하고 있다.

## (2) 본원통화 수요감소의 통화정책적 시사점

이와 같이 정보통신기술의 급속한 발달 등으로 본원통화에 대한 수요가 지속적으로 줄어들거나 사라지는 경우에도 중앙은행이 단기금리에 대한 조절능력을 여전히 유지할 수 있을 것인가에 대한 논의가 분분하다. 한편에서는 전자화폐의 보급이 확산되고 은행을 경유하지 않는 민간기업 쌍방간 결제시스템이 효율적으로 작동되면 전자화폐 등 전자지급결제수단이 그 편리성 때문에 본원통화를 상당 부분 대체할 가능성이 크다고 본다(King, 1999; B. Friedman, 1999). 이렇게 되면 중앙은행의 본원통화에 대한 독점적 공급능력이 유지될 수 없기 때문에 중앙은행은 단기금리 조절능력을 상실할 수 있다.

그러나 다른 한편에서는 본원통화에 대한 수요가 줄어들거나 사라지더라도 중앙은행은 단기금리에 대한 조절능력을 유지할 수 있으며, 이를 통해 통화정책의 유효성을 확보할 수 있다고 본다(Woodford, 1999; Freedman, 2000; Goodhart, 2000). 정보통신기술이 아무리 발달한다고 하더라도 현금화폐의 무위험성과 익명성 때문에 전자화폐가 현금화폐를 완전히 대체하지는 않을 것이며 비록 전자화폐가 중앙은행 본원통화를 완전히 대체하는 경우에도, 금융기관 간의 결제가 중앙은행의 당좌계정을 통해 이루어지게 하거나 중앙은행이 정부의 은행으로서 이윤극대화 관계 없이 금융시장에 개입할 수 있는 권한(최종대부자기능)을 보유함으로써 중앙은행은 단기금리 조절능력을 확보할 수 있다는 것이다. 특히, Woodford(1999), Goodhart(2000) 등은 지준수요가 소멸되더라도 중앙은행 예치금에 이자를 지급하고 이를 변경함으로써 금리조절능력을 유지할 수 있다고 주장하고 있다.

이와 같이 본원통화에 대한 수요가 지속적으로 감소하거나 소멸하는 경우에도 중앙은행이 금리조절능력을 유지할 수 있을 것인가 하는 문제는 아직도 찬



반으로 견해가 나누어져 논쟁의 한 중심에 서 있다. 그러나 현행과 같이 기준공급을 조절함으로써 운용목표인 단기금리를 관리하는 통화정책 운용방식하에서는 본원통화, 특히 기준수요가 지속적으로 감소하고 기준수요의 금리탄력성이 낮아지는 등 기준수요가 불안정해지면, 중앙은행의 금리조절능력이 약화되고 그에 따라 통화정책의 유효성도 저하될 것이라는 데에는 어느 정도 합의가 이루어져 가고 있다. 기준수요가 불안정해지면 주어진 수준의 기준공급이 변동할 때 단기금리의 높은 변동성이 초래된다. 단기금리의 변동성이 높을 경우 통화정책기조를 파악하기 어려워 장기금리, 환율 등이 정책당국의 의도대로 변동하지 않으며 금융시장이 불안정해질 수 있기 때문이다.

이러한 맥락에서 최근 들어 본원통화, 특히 기준에 대한 수요가 크게 축소되거나 소멸되는 경우에 대비해 앞으로 중앙은행이 단기금리를 조절할 수 있는 능력을 여하히 확보할 수 있을 것인가에 대한 연구가 활발하게 이루어지고 있다.

이러한 연구는 다음과 같은 세 가지 방향에서 이루어지고 있다. 첫째, 자산준비제도(asset-based reserve requirements)를 도입하는 방안이다. 금융혁신 및 금융자유화 등으로 통화정책이 파급되는 금융환경이 크게 변화된 상황에서 공개시장조작과 은행예금 중심의 기준제도로는 금리조절능력을 확보할 수 없기 때문에 모든 금융기관의 자산에 대해 준비금(reserves)을 부과하는 자산준비제도를 도입할 필요가 있다는 것이다(Palley, 2000, 2002, 2003; D'Arista, 2002; 함정호·서병한, 2003).<sup>8)</sup>

둘째, 중앙은행 예치금에 이자를 지급하고 이 기준부리 금리를 통화정책의 운용목표로 활용하는 기준부리 통화정책레짐을 도입하자는 방안이다. Goodhart(2000), Woodford(1999, 2001, 2002), Goodfriend(2002) 등에 따르면 본원통화의 절대적인 규모가 중앙은행의 단기금리 조절능력의 원천이 아니며 비록 본원통화 수요가 감소하거나 소멸되더라도 중앙은행에 예치하는 금융기관의 기준예치금에 이자를 지급하고 이를 변경함으로써 중앙은행은 단기금리를 조절할 수 있다고 주장하고 있다. 특히, Goodfriend(2002)는 금융기관의 기준에 시장금리를

8) 현행 예금지준제도(deposits-based reserve requirements)는 은행의 역할과 비중이 축소되는 동시에 지급결제기술의 발달에 따른 본원통화 수요감소, 은행의 지준회피 노력에 따른 기준수요 감소 등으로 통화정책수단으로서의 역할과 유효성이 크게 약화되었다. 자산준비제도란 은행의 예금부채에만 기준을 부과하는 현행의 예금지준제도와는 달리 모든 금융기관의 자산에 대해 준비금을 부과하는 제도이다. 자산준비제도의 작동원리와 효과에 대한 자세한 논의는 함정호·서병한(2003) 참조.

지급할 경우 통화정책 파급메커니즘에 있어서 금리(가격)경로와 지준(수량)경로가 분리됨으로써 금리는 물가안정을 위한 거시정책수단으로 활용하고, 지준은 금융안정을 위한 정책수단으로 활용할 수 있다고 주장한다.

셋째, 법정지준제도 폐지, 지준율 인하 등으로 지준수요가 더욱 축소되거나 소멸되는 경우에 대비해 새로운 결제유동성 관리방식을 도입하고 이러한 결제시스템에 부합하도록 중앙은행 당좌대출제도 등을 개선함으로써<sup>9)</sup> 상시 여수신제도를 토대로 한 채널시스템(channel system)을 도입하는 방안이다.<sup>10)</sup> 이는 지준수요가 더욱 줄어들거나 법정지준제도가 폐지되어 지준이 더 이상 은행의 포트폴리오 행태를 제약하지 않는다면 지급결제시스템과 통화정책 운용방식은 직접적으로 연관이 된다는 점을 강조한다. 이 경우 지준수요가 일반경제주체들의 거래적 통화수요에 의해서가 아니라 은행의 지급결제 목적을 위한 결제지준(settlement balances) 수요에 의해 결정되기 때문이다.<sup>11)</sup>

이러한 채널시스템은 영국, 호주, 캐나다, 뉴질랜드, 유럽중앙은행(ECB) 등에서 운용하고 있다(Sellon and Weiner, 1997; Archer, Brookes, and Reddell, 1999; Brookes and Hampton, 2000).<sup>12)</sup> 미 연준의 경우도 2003년 롬바르트 대출제도를 도입하였으며 2001년 하원을 통과하여 현재 상원에 계류중인 법정지준에 대한 부리를 허용하는 법안이 통과하면 기 도입한 롬바르트형 대출금리를 페더럴펀

9) 결제지준 수요는 실시간 총액결제(real time gross settlements: RTGS)제도, 중앙은행의 신용제도(일중 무담보 당좌대출제도 또는 일중 RP제도), 은행의 자금포지션 모니터링 능력 등 결제계정의 입출금 타이밍에 영향을 미치는 지급결제제도, 결제관행 등에 의해 결정된다. 지급결제제도 및 관행 등이 변화할 경우 결제지준 수요 및 단기금리에 영향을 미친다. 따라서 중앙은행이 금리조절능력을 확보하기 위해서는 공개시장조작 구조 및 빈도, 중앙은행의 지준예치 및 당좌대출제도 등 통화정책 운용방식을 새롭게 변화된 지급결제시스템과 부합하도록 개선할 필요가 있다.

10) 채널시스템은 결제자금이 부족한 은행이 중앙은행을 통해 국제 등 유가증권을 담보로 제공하고 목표금리보다 높은 벌칙금리로 자유롭게 차입하는 롬바르트형 대출제도를 도입하는 한편, 은행의 중앙은행 예치금액에 대해서는 목표금리보다 낮은 수준에서 이자를 지급하는 상시 여수신제도(standing facilities)를 구축하여 목표금리가 롬바르트 대출금리를 상한, 지준부리 금리를 하한으로 하여 일정한 범위에서 움직이도록 하는 제도이다. 이러한 상한과 하한이 실제 목표금리가 움직이는 경로(channel)가 된다.

11) 만약 예금지준이 은행의 포트폴리오 행태를 제약(binding)하는 요인으로 작용한다면 지준 규모 및 단기금리는 은행의 지준수요와 중앙은행의 지준공급에 의해 결정된다. 따라서 지급결제시스템은 지준규모 및 단기금리에 그다지 영향을 미치지 않으며 통화정책 운용 방식과 직접적으로 관련성이 없다.

12) 이와 같은 채널시스템은 중앙은행 예치금에 이자를 지급한다는 점에서 기본적으로 지준부리 통화정책레짐의 한 유형에 속한다(King, 1994; Hall, 1999). 따라서 본 연구에서는 지준부리 통화정책레짐을 중심으로 논의한다. 다만 지준부리레짐과 채널시스템의 상호관련성에 대한 논의는 제IV절을 참조.

드 금리의 상한, 지준부리 금리를 하한으로 하는 상시 여수신제도의 채널시스템을 갖추게 된다.

### Ⅲ. 우리 나라의 현행 통화정책 운용방식

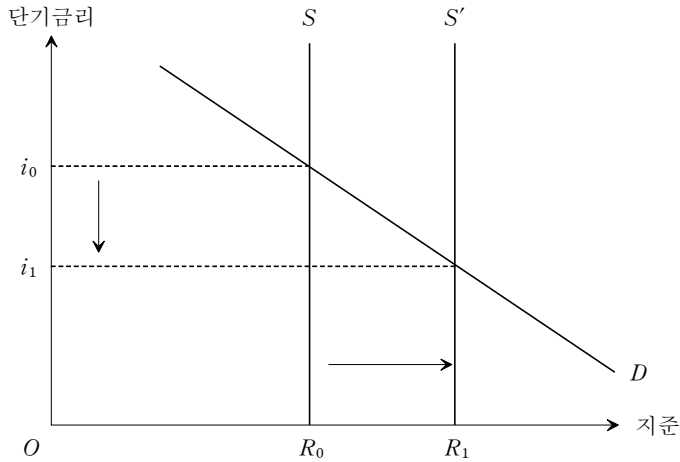
우리 나라는 외환위기 이후 개정된 한은법에 따라 인플레이션 타게팅제도를 도입하는 동시에 콜금리를 통화정책의 운용목표로 설정하고 매월 금융통화위원회 회의에서 구체적인 콜금리 목표수준을 제시한 뒤, 이를 지급준비금 조절을 통해 달성하는 방식으로 통화정책을 수행하고 있다. 그러나 본원통화 수요가 지속적으로 감소하고 물가가 안정된 가운데 금융불안정이 심화되는 등 거시경제 및 금융환경이 커다란 변화를 겪고 있는 여건에서는 지준공급을 조절하여 단기금리를 관리하는 현행의 통화정책 운용방식과 인플레이션 타게팅은 적지 않은 문제점을 노정하고 있다.

#### 1. 현행 통화정책 운용방식의 문제점

우리 나라의 현행 통화정책 운용방식은 중앙은행이 물가안정 목표와 부합하는 단기목표금리를 공표하고 공개시장조작 등을 통해 목표금리수준에서 수요되는 지준을 공급하는 것이다. 다시 말해, 중앙은행은 단기금리를 통화정책의 운용목표로 채택하고 지준조절을 통해 공표한 단기목표를 유지한다. 이는 미 연방준비제도의 통화정책 운용방식과 유사한 방식으로, 중앙은행이 재량적으로 지준을 공급하거나 흡수함으로써 단기목표금리를 조절하는 것이다.

〈그림 1〉에서 볼 수 있는 바와 같이 이 같은 통화정책 운용방식하에서는 단기금리가 지준수요( $D$ )와 지준공급( $S$ )에 의해 결정된다. 지준수요는 예금은행이 거래적 예금의 일정 비율을 중앙은행의 지준계정 또는 시재금으로 보유해야 하는 필요지준(reserve requirements)과 지준부족을 방지하기 위한 예비적 동기의 초과지준(excess reserves)으로 구성된다. 이 같은 지준수요는 단기금리와 음(-)의 관계를 갖는다. 금리가 상승할 경우 지준의 기회비용이 증가하기 때문에 은행은 거래적 예금을 비지준대상 예금으로 이동시킴으로써 필요지준이 감소함과 아울러 유휴자금(idle funds)의 기회비용도 증가함에 따라 초과지준도 감소한다.

한편, 지준공급은 중앙은행의 공개시장조작 및 재할창구 또는 여신제도에 의



〈그림 1〉 현행 통화정책 운용방식하에서의 기준시장

해 주로 결정된다.<sup>13)</sup> 기준공급은 또한 중앙은행의 해외자산, 일반대중의 현금수요, 정부의 재정지출 및 조세 등 비정책적 요인들(non-policy factors)에 의해서도 영향을 받는다. 예를 들면, 해외자산 감소, 민간의 현금수요 증가, 조세증가 등의 경우 은행의 기준이 감소하는 반면, 해외자산 증가, 현금수요 감소 또는 재정지출 증가 등의 경우에는 예금은행의 기준이 증가한다.

이와 같이 중앙은행이 기준공급을 조절함으로써 단기목표금리를 관리하는 경우 기준에 이자를 지급하지 않는 한 단기목표금리가 은행의 기준보유의 기회비용이 된다. 은행이 시장금리보다 낮은 금리로 제공되는 중앙은행의 재할인창구 대출을 자주 이용할 경우 불건전 은행으로 낙인(stigma) 찍히는 등 차입비용이 증가한다. 따라서 은행들은 기준부족시 기준시장에서 차입할 수 없거나 높은 비용을 부담하고 중앙은행으로부터 차입하는 위험을 방지하기 위해 필요기준이외 예비적 동기의 자유기준(free reserves)을 보유하게 된다. 자유기준은 기준금리와 재할금리 간 스프레드, 은행의 대차대조표 상태(예금 및 대출규모), 자

13) 편의상 기준공급곡선은 중앙은행이 공개시장조작을 통해서만 기준을 공급한다는 가정하에 수직선으로 그려져 있다. 중앙은행이 재할창구 또는 여타 여신제도를 통해서도 기준을 공급할 경우에는 재할창구의 운영방식 및 재할인금리 수준 등에 따라 기준공급곡선이 우상향하거나 수평선의 형태를 취할 수 있다. 예를 들면, 미국 연준의 경우와 같이 재할인금리를 시장금리보다 낮은 수준으로 설정하고 은행의 재할창구 이용을 제약한다면 기준공급곡선은 우상향 형태를 취한다. 이와는 달리 과거 독일의 롬바르트 대출제도 또는 현행 ECB, 영국, 뉴질랜드 등의 상시 여수신제도와 같이 은행이 벌칙금리로 중앙은행 대출을 쉽게 이용할 수 있다면 기준공급곡선은 벌칙금리수준에서 수평선 형태를 취하게 된다.

금흐름의 불확실성 등에 의존한다.

이 같은 통화정책 운용방식하에서는 지준수요가 지속적으로 감소하고 불안정할 경우 지준(양)과 금리(가격) 간의 관계가 불안정하고 예측불가능하다. 따라서 지준을 일정한 수준으로 유지하더라도 은행대출, 금리, 환율 등 통화정책 파급메커니즘의 주요 변수들이 큰 폭으로 변동할 수 있다. 중앙은행은 매일 목표금리를 달성할 수 있는 공개시장조작 규모 및 빈도, RP 듀레이션 등을 정확히 파악해야 하는데, 지준수요 및 비정책 요인에 따른 지준공급의 변동을 정확히 예측할 수 없으므로 단기금리의 변동성이 증가한다.

전자화폐 등과 같은 전자지급결제수단이 발달하여 거래수단으로서 현금 및 지준을 대체함에 따라 지준수요가 지속적으로 감소하는 경우, 중앙은행은 목표금리를 유지하기 위해 더욱 빈번하게 지준시장에 개입해야 하며 목표금리를 중심으로 단기금리를 안정시킬 수 있는 시장의 균형 회복력이 크게 약화될 수도 있다. 뿐만 아니라 본원통화 수요가 지속적으로 감소되는 경우에는 중앙은행은 목표금리를 달성하기 위해 공개시장에서 지속적으로 채권매각을 통해 지준 및 현금을 흡수해야 한다. 만약 지준수요가 완전히 사라져 은행의 지준을 모두 흡수해야 한다면 더 이상 공개시장조작을 통하여 금리를 조절할 수 없게 된다.

이러한 통화정책 운용방식하에서는 비록 지준과 단기금리 간의 관계가 안정적이라 하더라도 지준과 금리가 불가분의 관계에 있기 때문에 정책수단이 하나 밖에 존재하지 않는다는 문제가 있다. 즉, 지준량이 결정되면 이에 상응하는 금리수준이 자동적으로 결정되는 반면, 목표금리가 결정되면 이에 상응하는 지준량이 자동적으로 결정된다. 이와 같이 지준과 금리가 분리될 수 없는 불가분의 관계를 가지기 때문에 중앙은행은 지준과 금리를 분리해서 독립적으로 활용할 수 없으며 금리 또는 지준 하나만을 정책수단으로 사용할 수밖에 없다. 따라서 중앙은행은 단기금리(또는 지준)라는 단 하나의 정책수단만을 이용하여 물가안정과 금융안정과 같은 복수목적 달성을 해야 하는 어려움에 직면한다. 물가(거시경제)안정과 금융안정은 장기적으로 보완관계를 가지나 단기적으로는 상충될 수 있는데, 이 경우 단기금리 하나의 정책수단만으로는 상충되는 두 가지 정책 목적을 동시에 달성하고자 하는 데에는 많은 어려움이 있다. 더욱이 명목단기금리가 0(zero lower bound)에 이르면 거시경제안정을 위해 목표금리를 더 이상 인하할 수 없으므로 금리정책은 완전히 무력해진다.

결론적으로 현행과 같이 지준을 조절하여 단기목표금리를 관리하는 통화정책 운용방식하에서는 지준수요가 지속적으로 감소하고 금리탄력성이 낮아지는 등

지준수요가 불안정하게 되면, 중앙은행의 금리조절능력이 떨어지고 이에 따라 통화정책의 유효성도 크게 저하될 수밖에 없다(Friedman, 1999; King, 1999; Woodford, 2001; Goodfreind, 2002).

## 2. 인플레이션 타게팅의 구조와 한계

앞에서는 지준공급을 조절하여 단기목표금리를 관리하는 통화정책 운용방식의 문제점을 구체적으로 분석하였다. 여기서는 인플레이션 타게팅의 논리적 구조와 특성, 그리고 구조적 한계를 자세하게 살펴보기로 한다.<sup>14)</sup>

### (1) 인플레이션 타게팅의 논리적 구조

인플레이션 타게팅은 여러 가지 장점을 보유하고 있다. 그러나 인플레이션 타게팅은 물가안정을 최우선 목표로 하기 때문에 일단 인플레이션 압력이 존재한다고 판단될 경우, 단기금리를 선제적으로 상향조정하는 논리적 구조를 가지고 있다. 따라서 인플레이션 타게팅에는 두 가지 중요한 특성이 존재한다. 첫째, 장래의 인플레이션 압력을 정확하게 판단하는 것이 무엇보다도 중요하며, 둘째 장래의 인플레이션 압력에 대응하여 금리를 선제적으로 조절해야 한다. 인플레이션에 대한 통화정책효과의 시차를 감안할 때 목표인플레이션을 달성하기 위해서는, 장래 인플레이션을 정확하게 예측해야 하며 인플레이션 예측치가 목표치로부터 벗어나는 것으로 판단되면 금리를 미리 조정해야 하기 때문이다.

### (2) 인플레이션 타게팅의 구조적 한계

중앙은행은 인플레이션 압력이 존재한다고 판단될 경우 단기금리를 상향조정해야 한다. 그러나 실제에 있어서는 금리인하에 비해 금리인상은 상대적으로 비신축적이다. 금리인상에는 이해당사자들로부터 많은 저항이 따른다. 오늘날과 같이 금융자산과 부동산과 같은 실물자산이 대규모로 축적되어 있는 경우 금리인상은 곧 자산가치의 하락을 의미하기 때문이다. 그리고 금융부채를 많이 보유하고 있는 가계 및 기업뿐만 아니라 국채를 많이 발행하고 있는 정부도 강력한 금리인상 반대세력의 한 가운데 서 있다. 이러한 이유로 미 연준의 경우에도 금리인하에 비해 금리인상에 훨씬 보수적인 것으로 분석되고 있다(Hu and

14) 인플레이션 타게팅의 장점 등 전반적 논의는 함정호(2000) 참조. 인플레이션 타게팅의 구조적 한계에 대한 자세한 논의는 함정호·홍승제(2003), 백웅기·함정호(2003) 참조.

Phillips, 2002). 다른 한편 최근과 같이 물가가 이미 낮은 수준에서 안정되어 있는 경우에는 목표금리를 선제적으로 인상할 논리와 유인이 대단히 취약하다.

최근 주요 선진국에서는 물가안정세가 지속됨에도 불구하고 자산가격 급등에 따른 금융불안정 위험 등으로 통화정책이 물가안정만을 목표로 하는 것으로는 불충분하며, 자산가격 변동이나 금융불균형(financial imbalances)에 적극적으로 대응해야 한다는 주장이 많이 제기되고 있다(Crockett, 1999, 2003; Borio and Lowe, 2002; Filardo, 2003). 다시 말해, 통화정책이 단기인플레이션 압력에만 초점을 맞추고 금융불균형의 축적에 대응하지 않을 경우 금융불안정에 효과적으로 대처하기 어렵다는 것이다. 중앙은행이 단기적인 물가안정만을 목표로 할 경우 과도한 신용팽창과 자산가격 상승을 방지하기 위해 선제적으로 통화정책을 운용할 수 없기 때문이다.

그러나 선제적인 금리정책을 통하여 자산가격버블과 금융불균형을 사전에 예방할 수 있는 가능성에 대해서는 회의적인 시각도 없지 않다. 자산가격버블과 금융불균형을 식별하기 어려울 뿐만 아니라 비록 식별할 수 있다고 하더라도 통화정책을 충분히 선제적으로 시행하기도 어렵기 때문이다. 특히, Filardo (2003) 등에 따르면 충분히 선제적인 통화정책은 금융불균형을 시정하는 데에 매우 효과적이지만, 통화정책을 선제적으로 수행하기 위해서는 —예를 들어, 물가가 낮은 수준에서 안정되어 있으나 자산가격버블과 금융불안정에 대처하기 위해 금리를 인상하고자 하는 경우— 민간경제주체들은 물론 정치권, 정부당국, 재계 등을 설득해야 하는 어려움(communication problem)이 있음을 지적한다. 그리고 Crockett(2003)은 인플레이션 압력이 현재화되지 않는 상황에서 금리 인상의 필요성을 설득하기 위해서는 통화정책의 새로운 역할에 대한 정치·사회적 공감대를 확산하기 위해 노력할 필요가 있음을 지적하고 있다.

## IV. 지준부리 통화정책레짐의 도입

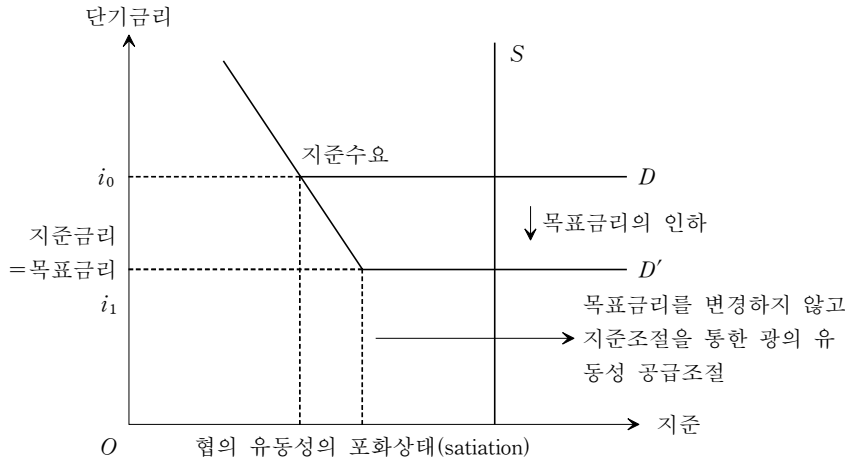
### 1. 지준부리 통화정책레짐의 의의와 특성

#### (1) 지준부리 통화정책레짐의 의의

##### ① 지준부리 통화정책레짐의 의의와 작동원리

지준부리 통화정책레짐이란 은행지준에 이자를 지급하고 동 지준금리를 운용 목표로 활용하는 통화정책 운용방식이다.<sup>15)</sup> 중앙은행은 단기목표금리 수준으로 지준부리 금리를 설정하고 공개시장조작을 통해 지준을 충분히 공급함으로써 단기금리를 그 하한선인 지준부리 금리수준으로 조절할 수 있다.<sup>16)</sup>

〈그림 2〉에서 볼 수 있는 바와 같이 지준시장에서 지준수요곡선은 우하향하다가 단기목표금리가 지준금리와 동일한 수준에서 수평(완전금리 탄력적)으로



〈그림 2〉 지준부리 통화정책레짐하에서의 지준시장

15) M. Friedman(1959)은 일찍이 금융시스템을 왜곡시키는 지준세를 제거하기 위해 지준부리를 주장한 바 있다. 이 밖에도 몇몇 경제학자들은 오래 전부터 지준부리를 통화정책수단으로 사용할 것을 주장하여 왔다. Hall(1999)은 지준부리를 어떻게 물가수준의 관리를 위해 이용할 수 있는지를, Woodford(2001), Goodhart(2000) 등은 전자화폐 등의 확산으로 통화수요가 존재하지 않는 경제에서 지준부리를 어떻게 통화정책수단으로 사용할 수 있는지를 논의하고 있다.

16) 이와 같이 지준에 단기금리수준의 이자를 지급할 경우 지준보유자의 기회비용(단기금리-지준금리)은 제로가 된다. 은행들이 지준금리보다 낮은 수준으로 대출하거나 높은 수준에서 차입하지 않을 것이므로 지준금리는 단기금리의 하한 및 상한이 된다.



겪이는데, 중앙은행은 이 겪이는 점에서의 지준규모를 상회하는 지준을 공급하는 한 공개시장조작을 통해 지준총량(통화량)을 관리하는 한편, 이와는 독립적으로 지준금리 조절을 통해 단기금리를 관리할 수 있다.<sup>17)</sup>

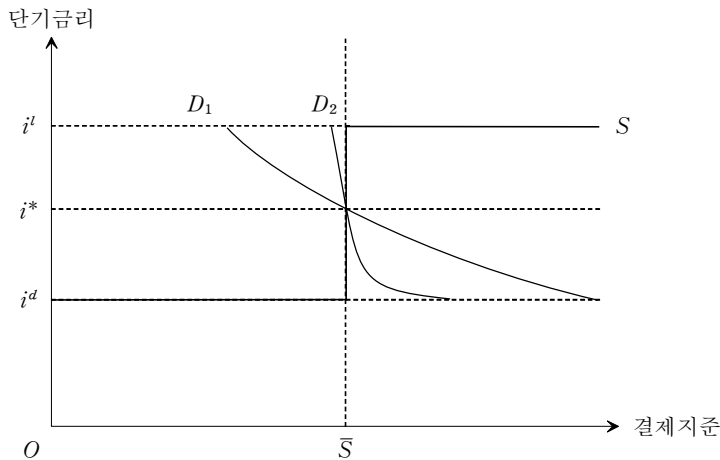
이는 통화정책의 과급메커니즘에 있어서 지준(수량)경로와 금리(가격)경로가 분리되는 것을 의미한다. 이러한 지준부리 통화정책레짐하에서는 지준수요가 더욱 줄어들거나 소멸되더라도 중앙은행은 단기금리를 효과적으로 관리할 수 있다.

이러한 점에서 보면 지준수요의 감소 및 불안정에 따른 중앙은행의 금리조절 능력 저하문제는 ‘이자를 지급하지 않는 지준을 조절하여 단기목표금리를 관리하는 통화정책 운용방식’을 선택한 데에 기인한다는 점에 주목할 필요가 있다.

② 채널시스템과 지준부리 통화정책레짐의 상호관련성

영국, 뉴질랜드, 호주, 캐나다, ECB 등에서는 현재 상시 여수신제도를 도입하여 채널시스템을 운영하고 있다.

〈그림 3〉에서 볼 수 있는 바와 같이 상시 여수신제도는 중앙은행의 유동성 조절메커니즘으로 공개시장조작과 더불어 은행이 지준부족시 목표금리( $i^*$ )보다 다소 높은 대출금리( $i^l$ )로 차입할 수 있는 한편, 중앙은행 예치금에 대하여는 목



〈그림 3〉 채널시스템하에서의 지준시장

17) 중앙은행은 단기금리를 지준금리수준으로 유지하기 위해 필요한 최저 수준(수요곡선의 굴절점)을 상회하는 지준규모를 공급하는 한 주어진 목표금리하에서 어떠한 수준의 지준도 공급할 수 있다.

표금리( $i^*$ )보다 다소 낮은 예금금리( $i^d$ )로 이자를 지급하는 제도이다. 이 경우 목표금리( $i^*$ )는 대출금리( $i^l$ )를 상한, 기준부리 금리( $i^d$ )를 하한으로 하여 일정한 범위(channel) 내에서 움직이게 된다.<sup>18)</sup>

이러한 채널시스템에서는 예상하지 못한 기준수요의 변동과 현금수요, 정부 예금, 해외자산 등 비정책적 요인의 변동에 따른 단기금리의 변동성을 완화할 수 있다.

이와 같이 상시 여수신제도에 기반을 둔 채널시스템은 기본적으로 은행기준에 이자를 지급한다는 점에서 기준부리 통화정책레짐의 한 유형에 속한다(King, 1994; Hall, 1999). 더욱이 채널시스템에서 상시 여수신제도를 운영할 경우, 예대금리 스프레드( $i^l - i^d$ )가 반드시 필요한 것은 아니며 정보기술의 발달로 은행 자금흐름의 불확실성( $\sigma_t$ )이 없다면 예대금리 스프레드도 0에 수렴한다. 이 경우 채널시스템은 사실상 기준부리 통화정책레짐에 수렴한다.<sup>19)</sup> 뉴질랜드 및 호주 등에서는 최근 예대금리 스프레드가 실제로 20bp에 불과한 경우도 있다. 그리고 기준부리 레짐은 상시 여신제도를 반드시 필요로 하지 않는다는 점에서 채널시스템과 다소 차이가 있지만 필요할 경우 기준부리 금리로 상시 여신제도를 운영할 수도 있기 때문에 두 제도는 사실상 동일하다고 볼 수 있다.

채널시스템에서는 목표금리를 변경할 경우 기준공급량을 조절하지 않고 단순히 예대금리 스프레드의 변경만을 공표함으로써 단기금리가 목표수준으로 조절될 수 있다. 이러한 중앙은행의 금리조절능력은 기준공급 규모와 관계 없이 목표금리와 예대금리 스프레드를 일정한 수준으로 유지하는 채널시스템으로부터 비롯된다. 이와 같은 중앙은행의 잠재적인 단기금리 관리능력으로 인해 중앙은행이 금융시장에 직접적·적극적으로 개입하지 않고서도, 즉 불필요한 시장개입 없이도 은행 간 시장에서 목표금리로 기준을 거래하는 관행이 확립됨으로써 단

18) 이러한 상한과 하한이 실제 단기금리가 움직이는 경로(channel or corridor)가 되는데 뉴질랜드 준비은행과 Woodford(2001)는 이를 채널시스템이라고 명명하였다.

19) 채널시스템에서 목표금리( $i^*$ )는 다음 식과 같이 결정된다.

$$i^* = i^d + F(-s_t/\sigma_t)(i^l - i^d).$$

여기서,  $i^*$ : 목표금리,  $i^l$ : 대출금리,  $i^d$ : 예금금리

$s_t$ : 공개시장조작 및 상시 여수신제도를 통한 기준공급량

$\sigma_t$ : 은행 자금흐름의 불확실성,  $F$ : 0에서 1로 증가하는 누적확률함수

위의 식에서 정보기술의 발달로  $\sigma_t \approx 0$ ,  $F(\cdot) \approx 0$ 이 되면  $i^* = i^d = i^l$ 로 예대금리 스프레드를 0으로 운영할 수 있다. 이렇게 되면 채널시스템과 기준부리 레짐은 같아진다. 또한 목표금리는  $s_t = -F^{-1}(1/2)\sigma_t$ 일 때 예대금리의 중간값으로 결정된다. 목표금리를 유지하기 위해 필요한 기준량은  $\sigma$ 의 변화에 크게 의존하지 않으므로 기준공급 규모는 목표금리수준과 무관하다(Woodford, 2001).

기금리를 효과적으로 관리할 수 있다. 상시 여수신제도하에서는 은행들이 필요할 경우 언제든지 중앙은행 예금금리로 예치하거나 중앙은행 대출금리로 차입할 수 있다. 따라서 은행 간 시장 참가자(primary dealer)들이 목표금리로 거래할 인센티브를 갖게 되므로 중앙은행은 실제로 공개시장에서 지준을 직접 대규모로 거래하지 않고서도 목표금리를 유지할 수 있다. 이 같은 시장의 자동조절(automatic pilot) 메커니즘은 지준시장 참가자들이 채널시스템 또는 지준부리 통화정책레짐의 잠재적 능력을 이해하는 것으로부터 비롯된다.<sup>20)</sup>

채널시스템 또는 지준부리 통화정책레짐의 잠재적 능력에 대한 역사적 경험을 살펴보자. 1999년 말 Y2K문제로 주요국 중앙은행은 당시 현금수요의 불확실성이 증가하는 상황에 직면하여 대규모 공개시장매입을 통하여 현금수요 증가를 수용함과 동시에 지준공급을 크게 늘렸다. 당시 채널시스템을 운용하고 있던 뉴질랜드는 지준공급을 N\$ 20million에서 N\$ 200million으로 10배, 호주는 2배 이상 각각 증가시켰음에도 불구하고 단기금리는 목표수준으로부터 거의 벗어나지 않은 것으로 나타나고 있다(Woodford, 2001).

그러나 지준공급을 조절함으로써 단기금리를 관리해 온 미 연준의 경우 1999년 말 Y2K문제에 직면하여 대규모 공개시장 매입조작을 실행하였을 때, 실제 페더럴펀드 금리가 목표수준보다 150bp 낮은 수준을 기록하였다. 그 후 증가된 현금유동성을 흡수하기 위해 대규모 공개시장매각을 실시했을 때는 실제 페더럴펀드 금리가 목표수준을 크게 상회하는 결과를 경험하였다.

## (2) 지준부리 통화정책레짐의 특성

지준부리 통화정책레짐은 통화정책 운용방식으로서 상당히 바람직한 특성을 가지고 있다(Archer *et al.*, 1997; Guthrie *et al.*, 2000). 지준부리 레짐에서는 은행의 예금과 대출이 시장원리에 따라 자율적으로 이루어지므로 중립적이며 매우 효율적이다. 또한 운용방식이 단순하고 투명할 뿐만 아니라 통화정책의 유효성도 높다.

20) 중앙은행이 재량적으로 공개시장조작 및 재할창구를 통해 지준을 조절하여 단기금리를 관리하는 통화정책 운용방식에서는 중앙은행이 매일 목표금리를 달성하기 위해 필요한 공개시장조작 규모 및 구조(매입 또는 매각조작, 조작빈도, RP듀레이션 등)를 선택해야 한다. 이와는 달리 은행의 수요에 따라 중앙은행 예금 및 대출이 자동적으로 이루어지는 상시 여수신제도하의 채널시스템에서는 지준수요를 잘못 예측하더라도 단기금리가 큰 폭으로 변동하지 않으므로 공개시장조작 규모 및 구조를 추적해야 하는 것이 크게 중요하지 않다.

① 중립성(neutrality)

법정기준제도나 시장금리보다 낮은 금리의 중앙은행 대출제도 등과 같이 자의적으로 특정 금융기관 또는 특정 부문에 유리하거나 불리한 영향을 미치지 않기 때문에 불필요한 자금의 이동(shift)을 초래하지 않을 뿐만 아니라, 개별 기관의 시장(거래)행태를 제약하지 않고 중앙은행과의 모든 거래는 시장원리에 입각하여 자발적으로 이루어진다.<sup>21)</sup>

② 효율성(efficiency)

은행이 자금부족시 시장금리수준에서 중앙은행으로부터 쉽게 자금을 조달하는 한편, 자금잉여시 시장금리수준으로 중앙은행에 예치할 수 있어 자금관리비용 및 왜곡을 최소화할 수 있다. 뿐만 아니라 중앙은행이 공개시장조작 유형 및 빈도, RP듀레이션 등을 변경하거나 통화정책기조를 설명하는 등으로 통화정책 시그널을 제공하는 등 금융시장에 직접적·적극적으로 개입하지 않고서도 단기금리를 목표금리수준에서 효율적으로 관리할 수 있다.

③ 투명성(transparency)

통화정책효과가 신속히 효과적으로 과급되기 위해서는 통화정책기조를 관리할 수 있는 중앙은행의 통화정책 운용행태가 단순하고 투명해야 한다. 지준부리 또는 채널시스템 통화정책레짐은 단순하고 투명하여 금융시장 참가자 및 투자자 등이 통화정책기조와 금리정책 운용메커니즘을 쉽게 이해할 수 있다.

④ 유효성(effectiveness)

중앙은행이 단기금리를 정확히 관리할 수 있어 단기금리의 변동성이 크게 낮아지고 금융시장 참가자 및 경제주체들이 장래 통화정책기조를 정확히 이해하고 예상함으로써 장기금리 및 환율 등이 거시경제를 자동적으로 안정(built-in stabilizer)시키는 방향으로 움직인다. 이러한 시장의 자동조절메커니즘이 향상되면 재량적인 통화정책의 필요성이 줄어들고 통화정책의 유효성이 제고될 수 있다.

21) 통화정책은 경제 전반에 무차별적으로 영향을 미쳐 거시경제의 안정을 도모하는 것을 목적으로 한다. 중앙은행이 지준세를 부과하고 보조금 성격의 대출을 제공하며 외환 및 환율을 관리하는 등 준재정역할(quasi-fiscal activities)을 수행함으로써 소득을 재분배하고 가격체계를 왜곡시킬 경우, 통화정책 본래의 목적을 달성하는 것은 그만큼 제약될 수밖에 없다.

## 2. 기대효과

### (1) 중앙은행의 금리조절능력 확보

지준부리 통화정책레짐에서는 지준보유의 기회비용이 존재하지 않으므로 은행이 지준을 회피할 인센티브가 사라지고 어떠한 수준의 지준도 수요할 수 있으므로 중앙은행은 금리조절능력을 확보할 수 있다. 현재의 지준수요 감소추세는 지준에 적절한 이자를 지급하지 않는 데에 크게 기인하므로 지준에 이자를 지급하는 경우 은행의 지준수요가 크게 증가할 수도 있다. 지준부리시 은행들이 예비적 동기의 초과지준을 보유하고 현금을 부리지준으로 대체할 인센티브를 가지기 때문에 지준수요의 금리탄력성이 무한대가 된다.

이같이 현금통화 및 지준에 대한 거래적 수요가 감소하거나 사라질 경우에도 지준부리에 의해 금리탄력성이 무한대인 지준수요가 유지됨으로써 중앙은행의 금리조절능력은 유지될 수 있다. 따라서 중앙은행은 어떠한 경제환경하에서도 중앙은행의 대차대조표 또는 지준규모와 관계 없이 단기금리를 효과적으로 관리할 수 있다(Hall, 1999; Goodhart, 2000; Woodford, 2001).

### (2) 금리정책과 지준정책의 독립적 운영

지준부리 통화정책레짐에서는 통화정책 과급메커니즘의 금리(가격) 채널과 지준(수량) 채널이 분리됨으로써 금리정책과 지준정책을 독립적으로 운영할 수 있다. 지준금리(목표금리)를 통해 단기금리를 관리하는 한편, 이와는 독립적으로 공개시장조작을 통해 금융시스템의 총지준을 관리할 수 있다.<sup>22)</sup>

이와 같이 중앙은행이 금리정책과 지준정책을 독립적으로 운영할 수 있다면 금리정책은 거시경제안정 목적으로 사용하고, 지준정책은 금융안정 목적으로 사용할 수 있을 것이다(Goodfriend, 2002; 서병한, 2005). 이러한 금리정책과 지준정책의 독립적 운영은 거시경제 충격과 금융불안 충격이 독립적인 성격을 갖는 경우에 특히 유용하다. 예를 들어, 신용 및 자산가격의 붐-버스트 과정에서 시중유동성의 급격한 감소에 따른 신용경색이나 은행의 외부자금조달 금리의 상승 등과 같은 단기적 금융불안정에 대처하여 목표금리수준을 현행대로 유지하면서 지준공급 규모를 늘리게 되면, 거시경제의 안정을 손상시키지 않으면서

22) 중앙은행은 금리와 지준의 두 가지 정책수단 중 양자택일해야 하며 금리와 지준을 동시에 관리할 수 없다는 전통적 견해는, 지준부리를 통화정책의 효과적인 수단으로 사용할 수 있다는 점을 간과한 데 기인한다.

민간부문의 유동성 공급감소를 방지함으로써 금융안정을 효과적으로 도모할 수 있다. 역사적 경험을 보면 미 연준은 1987년 10월 주가폭락, 1998년 러시아 지급불능 사태, 1999년 말 Y2K문제 등 단기적 금융불안에 대응하여 기준을 확대·공급하였다. 그러나 이로 인해 금리가 크게 하락하였고 너무 오랫동안 금리를 낮은 수준으로 유지한 결과 거시경제의 안정을 저해하는 결과를 초래하였다. 만약 연준이 이 당시 기준부리 통화정책레짐하에서와 같이 목표금리를 현수준 그대로 유지하면서 기준공급을 증가시킬 수 있었다면 경기를 과열시키지 않고도 금융안정을 도모할 수 있었을 것이다(Goodfriend, 2002).

현실적으로는 거시경제 충격과 금융불안 충격이 완전히 독립적으로 발생하는 경우도 있지만 거시경제 충격과 금융불안 충격이 동시에 또는 긴밀한 상호관련성을 가지고 발생할 수도 있을 것이다. 특히, 이러한 경우 현행 통화정책레짐에서는 거시정책수단인 금리수단 하나만 사용할 수 있기 때문에 거시경제 충격과 금융불안 충격에 효과적으로 대처하는 데 제약이 있다. 예를 들어, 경기가 좋지 않은 시기에 과도한 신용창출로 자산가격이 너무 빠르게 상승하는 경우 금리인상을 통해 신용의 과다팽창에 따른 금융불균형 축적을 사전에 방지하는 것이 바람직하나, 금리인상에 따른 경기침체를 우려하여 금리를 인상하지 못할 수도 있다. 그리고 미국의 경험에서 이미 보았듯이 Y2K문제 등으로 단기적 금융불안 충격이 있는 경우, 금융불안정에 대처하여 금리를 인하(기준공급 증가)하는 것이 바람직하나 만약 경기과열을 유발할 수 있는 거시충격이 동시에 발생한다면 경기과열에 따른 거시경제불안정 우려로 금리인하에 제약이 따른다. 그러나 기준부리 통화정책레짐에서는 거시경제안정과 금융안정을 위한 금리와 기준이라는 두 개의 정책수단을 활용할 수 있기 때문에, 거시경제 충격과 금융불안 충격이 동시에 또는 긴밀한 상호관련성을 가지고 발생한다고 하더라도 두 개의 정책수단을 조화롭게 효과적으로 활용한다면 현행 통화정책레짐에서보다는 더 나은 결과를 가져올 수 있을 것이다.

기준부리 통화정책레짐에서 부리지준은 여전히 은행의 일시적인 유동성 부족을 충당하는 데 사용할 수 있지만, 지준시장에서 지준이 초과공급되고 지준보유의 기회비용이 제로임에 따라 더 이상 협의의 유동성(narrow liquidity) 역할은 하지 않는다(Goodfriend, 2002). 협의의 유동성은 현금 또는 지준에 의해 경제주체들이 거래결제를 위한 시간과 노력을 절감할 수 있는 서비스를 말한다. 그러나 이 같은 부리지준은 리스크가 없는 변동금리부 단기국채와 유사하게 광의 또는 시장유동성(broad or market liquidity)을 제공한다. 광의의 유동성은 자산을

매각하거나 외부금융을 위한 담보로 이용함으로써 쉽게 현금화할 수 있는 서비스를 의미하는데, 가계 및 기업이 유동성 제약에 직면할 경우 외부금융 프리미엄에 노출되는 위험을 최소화할 수 있다(Bernanke and Gertler, 1995; King, 2003).

이 경우 목표금리인 기준금리를 일정한 수준으로 유지하면서 장기국채, 주식, CP 등 유동성이 상대적으로 낮은 자산 또는 외화자산을 매입하거나 일시적인 재정적자를 충당함으로써 은행기준을 늘릴 경우 광의의 유동성이 증가하게 된다. 일본의 경험을 보면 일본은행은 장기경기침체에 직면하여 제로금리정책과 함께 기준확대정책을 통하여 경기진작을 도모하고자 하였다.<sup>23)</sup> 유동성 함정하에서 금리경로가 작동하지 않았으나 금리정책과 독립적으로 양적 확대정책을 통하여 통화정책의 유효성을 높이려고 하였던 것이다.<sup>24)</sup> 이러한 정책들은 실제에 있어서 기준부리 통화정책레짐과 매우 유사하다. 일본의 경우 제로금리를 통해 기준보유의 기회비용을 제로로 만듦으로써 기준에 부리한 것으로 간주할 수 있다.

### (3) 지급결제시스템의 안정성 강화에 유리

앞에서 살펴본 바와 같이 기준수요 감소는 기준에 이자를 지급하지 않는 것에 주로 기인하므로 기준에 이자를 지급하게 되면 기준보유의 기회비용이 감소하여 은행들의 기준회피 노력이 없어지기 때문에 기준규모가 오히려 확대될 수 있을 것이다.

이와 같이 기준부리는 기준세로 인한 금융시장의 왜곡을 원천적으로 제거함으로써 은행들의 기준회피를 위한 불필요한 자원의 낭비를 방지할 수 있으며, 또한 지급결제제도와 관련하여 풍부하면서도 저위험·저비용의 기준자금이 고위험·고비용의 사적 신용을 대체함으로써 한 나라의 지급결제시스템의 안정성 유지에도 크게 기여할 수 있다.

23) 단기국채를 이용하는 전통적인 공개시장조작이 더 이상 작동하지 않는 유동성 함정 또는 장기침체에 장기국채 및 CP매입, 외환매입 등 위험성이 높은 적극적 공개시장매입(재정적 역할)을 수행함으로써 경기(금리) 반전시 중앙은행의 손실이 초래될 경우, 정부당국과 중앙은행이 상호협조하여 화폐발행이 아닌 조세를 통해 재정적으로 중앙은행의 대차대조표를 보전하는—진정한 의미에서의 중앙은행 독립성을 확보하는—것이 긴요하다(Sims, 2001; Bernanke, 2003; Martinez-Resano, 2004).

24) 은행들이 기준을 아무런 비용부담 없이 중앙은행에 예치할 수 있다면 초과기준을 마이너스 금리로 대출하지 않을 것이기 때문에 명목금리가 0 이하로 하락할 수 없다. Woodford (1999), Svensson(2000), Goodhart(2000) 등은 이 경우 기준에 이자를 부과(마이너스 기준금리)하고 기준총량을 목표관리함으로써 유동성 함정을 극복할 수 있다고 주장하였다.

## V. 지준부리 통화정책레짐의 도입가능성

현행 예금지준제도는 은행부문에만 준조세적 부담으로 작용하여 금융시장의 자원배분을 왜곡시키고 국제경쟁력 제고에 걸림돌이 되고 있을 뿐만 아니라, 최근 들어 통화정책수단으로서의 유효성도 저하되고 있다. 이러한 점에서 최근 주요국의 중앙은행들은 법정지준제도를 아예 폐지하거나 지준율을 대폭 인하하는 큰 흐름을 보이고 있다. 더욱이 유럽중앙은행(ECB)을 비롯하여 영국, 호주, 캐나다, 뉴질랜드 등 일부 국가의 중앙은행은 기본적으로 지준에 대해 이자를 지급하는 채널시스템을 이미 운용하고 있다.

우리도 이러한 국제적 추세에 맞추어 법정지준을 단계적으로 폐지하거나 지준율을 큰 폭으로 인하하는 방안을 고려해야 할 것이다. 그리고 이와 때를 맞추어 중앙은행의 금리조절능력 확보, 금융안정을 위한 독립적인 정책수단 확보, 결제시스템 안정성 제고 등을 위해 ‘지준부리 통화정책레짐’의 도입문제를 전진적인 자세로 검토해야 할 것이다. 아래에서는 지준부리 통화정책레짐을 도입하기 전에 고려해야 할 몇 가지 중요 사항과 ‘지준부리 통화정책레짐’을 도입할 경우의 중앙은행, 은행, 그리고 정부당국의 입장을 나누어 정리한다.

### 1. 고려사항

#### (1) 주요 국가의 채택 및 운용 여부

이론적인 측면에서 은행의 지준세 회피노력에 따른 자원배분의 왜곡 및 비효율성을 시정하고 통화정책의 효율성을 높이기 위해 은행지준에 이자를 지급하여야 한다는 주장은 학계와 중앙은행 등에서 지속적으로 제기되어 왔다. 미 연준의 경우에도 이러한 지준부리제도의 도입을 지지하는 입장을 표명하여 왔으며 법제화 단계에 있음을 앞에서 살펴보았다. 실제적인 측면에서는 유럽중앙은행(ECB)을 비롯하여 영국, 캐나다, 호주, 뉴질랜드는 이미 채널시스템을 도입하여 운용하고 있으며 그 성과도 훌륭한 것으로 평가받고 있다. 이 채널시스템은 앞에서 언급한 바와 같이 은행의 중앙은행 예치금에 대해 이자를 지급한다는 점에서 ‘지준부리 통화정책레짐’의 한 유형이다. 그리고 역시 앞에서 언급한 바와 같이 일본은행이 제로금리를 시행하였을 기간 동안에는 실제 법정지준에 대한 기회비용이 제로였다. 이러한 점에서 일본은 지준에 양(+)의 이자를 지급하



는 대신 시장금리를 제로로 만들어 기준에 부리한 것과 같은 효과를 거둔 것으로 볼 수 있다. 한편, 우리의 통화안정증권 발행은 실제로 장기(term)기준에 대하여 부리하는 제도로 간주할 수 있다.<sup>25)</sup> 이러한 점들을 종합적으로 고려해 보면 ‘기준부리 통화정책레짐’은 이미 여러 국가에서 다양한 형태로 채택하여 운용되고 있으며 전혀 새로운 통화정책 운용방식은 아니다.

## (2) 예금지준제도 유지 여부

현재 우리 중앙은행은 대략 17~21조 원 정도의 법정지준금을 보유하고 있다. 이러한 경우 기준부리 통화정책레짐을 도입하게 되면 기존 법정지준금 잔액에 대해 예금이자를 지급해야 하는 부담을 가진다. 그리고 법정지준을 폐지하거나 크게 낮추는 경우에는 대략 17~21조 원 정도의 유동성을 어떤 방법으로 흡수하느냐 하는 문제가 있을 수 있다. 이러한 점에서 기존의 법정예금지준제도를 유지할 것인가 아니면 폐지해야 할 것인가 하는 문제가 제기된다.

이론적으로 보면 기준부리 통화정책레짐에서는 예금지준제도가 없는 시스템이 보다 효율적이지만 도입초기의 큰 충격과 부담을 완화하기 위해 기존의 예금지준제도를 유지할 수도 있다(King, 1994). 실제적인 측면에서 보면 영국, 뉴질랜드, 캐나다 등 주요 인플레이션 타게팅 국가에서는 법정예금지준제도가 더 이상 통화정책의 주요 수단이 아닐 뿐 아니라, 비자발적인 준조세로서 금융시스템을 왜곡시킨다는 이유로 이미 법정지준제도를 폐지하였다. 그리고 미국의 경우 은행 시재금만으로도 법정지준을 거의 충족시킬 수 있어 법정예금지준이 더 이상 은행행태의 제약요인으로 작용하지 않으며, ECB의 경우 요구불예금에만 2.0%의 지준율을 적용하고 있으며, 일본의 경우 지준율이 1.2~1.3%에 불과하다. 이러한 점에서 기준부리 통화정책레짐을 도입하는 경우 도입초기의 기준부리 채원조달 부담과 유동성 조절부담을 다소 완화할 수 있도록 기존의 예금지준제도를 그대로 유지하되, 여건이 조성되는 대로 점진적으로 지준율을 낮추어 가다가 궁극적으로는 법정예금지준제도를 폐지하는 것이 바람직하다.

25) 그러나 통안증권 발행과 기준부리 레짐의 통화정책효과는 크게 다르다. 이들의 차이점을 보면, ① 90일~2년 만기의 통화안정증권은 1일물인 기준에 비해 유동성이 낮고 지급이자가 높다. ② 기준부리 레짐은 은행 스스로 사전에 자발적으로 시장원리에 따라 조정되는 방식이나 통안증권의 경우 중앙은행이 사후에 시장에 재량적으로 개입하는 방식이다. ③ 따라서 기준부리 레짐은 시장친화적인 반면 통안증권은 그 발행이 과도하게 되면 채권시장을 왜곡시키고 발전을 저해할 가능성이 크다.

### (3) 지준부리의 재원조달과 중앙은행 수지문제

지준부리 통화정책레짐을 도입하게 되면 지준부리에 대한 추가적인 재원을 어떻게 조달할 수 있는가 하는 문제가 제기된다. 지준부리에 대한 추가적 비용을 자체적으로 조달하는 방법이 없을 경우 중앙은행의 수지에 적자가 발생할 수 있기 때문이다.

지준부리 통화정책레짐하에서는 은행은 운용하다 남은 자금을 자유롭게 중앙은행에 예치할 수 있으며 동 예치금에 대하여는 시장금리를 받을 수 있다. 그러므로 은행이 중앙은행에 지준을 보유하는 기회비용은 0이 된다. 이에 따라 은행의 지준회피 노력이 사라질 것이므로 중앙은행의 지준이 크게 증가할 수 있다. 이렇게 늘어난 지준으로 장기국채를 매입하게 되면 중앙은행은 지준부리의 재원을 자체적으로 조달(self-financing)할 수 있다. 다시 말해, 1일 만기 국채와 유사한 부리지준과 만기가 보다 긴 국채 간에 양(+)<sup>1)</sup>의 금리스프레드가 유지되는 한 지준부리 재원은 어느 정도 자체조달이 가능하다.

결론적으로 지준부리 레짐을 도입하는 경우 추가로 늘어나는 지준으로 장기국채를 매입하고 국채물량이 부족하면 통안증권을 매입하여 환수하면 양의 스프레드를 유지할 수 있어 자체적인 재원조달이 가능하기 때문에 이의 도입으로 인해 중앙은행의 수지에 적자가 발생할 우려는 없다. 앞에서 언급한 바와 같이 도입초기에 기적립된 법정지준잔액에 부리할 경우, 적자발생이 우려된다면 이를 완화하기 위해 법정예금지준제도를 존속시키되 법정지준에 대해서는 부리하지 않고 초과지준에 대해서만 부리하는 방법도 검토해 볼 수 있을 것이다. 나아가 지준부리를 계기로 중앙은행 자산이 크게 증가한다면 추가적인 수익창출도 가능하다.

한편, 지준부리 레짐을 도입할 경우 지준이 과연 얼마나 늘어날 수 있을 것인가 하는 점을 고려해 볼 필요가 있다. 현재 지준수요 감소요인에는 전자지급결제수단의 보급도 있으나 한편으로는 준조세인 지준을 회피하려는 노력도 있다. 지준에 이자를 지급하게 되면 지준보유의 기회비용이 제로가 되어 지준회피유인이 없어진다. 이에 따라 늘어나는 규모를 정확하게 이야기할 수는 없지만 지준이 이전에 비해 더 늘어날 가능성은 매우 크다. 만약 더 늘어나지 않는다고 하더라도 적어도 현행 제도하에서 지속되는 금융혁신이나 지준회피 노력으로 인해 ‘줄어드는 지준규모’를 상당 부분 완화할 수 있을 것으로 기대된다.

#### (4) 정부재정 및 중앙은행의 자금흐름

지준부리는 정부재정 및 중앙은행의 자금흐름에도 영향을 미치게 된다. 지준부리에 의해 지준세가 폐지됨에 따라 중앙은행의 정부로의 소득이전이 감소할 가능성이 있다. 미 연준은 오랫동안 지준에 대한 부리를 지지하여 왔으며 법정 지준에 대한 부리를 허용하는 법안이 2001년 하원을 통과하였으나 아직까지 상원에 계류중이다. 정부수입으로 이전되어야 할 연준의 수익이 지준부리제도 도입으로 인하여 정부로 이전되지 않고 회원은행으로 이전된다는 점이, 지준부리 법안이 순조롭게 상원을 통과하지 못하는 이유로 지적되고 있다(Sellon and Weiner, 1997).

그러나 원리적 측면을 벗어나 현실적인 측면을 고찰해 보면, 거의 대부분의 국가에서 법정예금지준이 이미 낮은 수준을 유지하고 있고 지준에 이자가 지급되지 않는 한 은행들의 지준회피 노력은 계속될 것이므로 현행 지준제도를 폐지하더라도 정부재정에 미미한 영향을 미치는 것으로 분석되고 있다. 지준부리시 지준증가로 중앙은행의 보유자산이 증가하고 자산-부채 간 양의 금리스프레드가 유지되는 경우 지준세 폐지효과가 상쇄되거나 중앙은행 수익증가로 대정부 소득이전이 증가할 수도 있다. 다만 지준부리시 원리적으로 정부로 이전되어야 할 중앙은행의 일부 수입이 시중은행으로 이전되는 것이 문제가 될 수 있지만, 이러한 제도도입으로 오히려 정부수입이 늘어나거나 통화정책의 유효성이 크게 제고될 수 있는 경우 앞서 말한 원리적 문제는 그리 큰 문제가 되지 않을 수도 있다.

다른 한편으로 지준부리는 중앙은행의 자금흐름에도 영향을 미칠 수 있다. 중앙은행의 지준이자는 일별로 지급되는 반면 중앙은행 자산인 단기채권의 이자는 할인방식으로 지급되고, 또 장기채권의 경우 이자가 주기적으로 지급되기 때문에 중앙은행의 이자지급과 수입 간에 기간 불일치(mismatch)가 초래될 수 있다. 또한 일시적인 긴축통화정책으로 인해 단기금리가 장기금리보다 높을 경우에는 중앙은행의 장기자산으로부터의 수입이자 지준이자를 지급하는 데에 충분하지 않을 수 있다. 그러나 이 같은 문제는 이자가 지급되지 않는 현금을 재원으로 취득하는 중앙은행 자산으로부터의 운용수입으로 충당하거나, 중앙은행 보유국채의 이자지급 주기를 조정하는 등으로 해결할 수 있을 것이다.

### (5) 예대금리 스프레드문제

완전한 지준부리 통화정책레짐을 도입하기 전에 우선적으로 중앙은행의 예대금리 스프레드를 일정한 수준으로 유지하는 상시 여수신제도의 채널시스템을 도입할 수도 있을 것이다. 이 경우에는 은행들이 상시 여수신제도를 이용하기에 앞서 공개시장조작이나 은행 간 시장을 보다 효율적으로 이용해 지준과부족을 조절할 수 있도록 중앙은행의 예대금리 스프레드를 적절한 수준으로 유지할 수 있다.

예대금리 스프레드가 낮을수록 단기금리를 조절하는 데 보다 효과적일 수 있으나 이 경우에는 은행 간 시장에서 부담하는 위험의 대부분을 중앙은행이 부담하게 된다.<sup>26)</sup> 예대금리 스프레드가 얼마나 커야 은행들이 자금과부족을 은행 간 시장에서 우선적으로 조절할 것인지는 불확실하지만 매우 클 필요는 없을 것이다. 영국, 캐나다 등에서는 일반적으로 예대금리 스프레드를 50bp로 운용하고 있으며 뉴질랜드, 호주 등에서는 20bp로 운용한 경우도 있다.

앞에서 이미 언급한 바와 같이 정보기술의 발달 등으로 은행의 자금흐름 모니터링 능력이 크게 제고되어 자금흐름의 불확실성이 사라지거나 지준에 대한 거래적(협의 유동성) 수요가 존재하지 않을 경우, 예대금리를 목표금리와 동일한 수준으로 운영하여 예대금리 스프레드를 0으로 할 수도 있다. 은행들이 초과지준을 언제나 시장금리로 중앙은행에 예치하거나 은행 간 시장에서 자유롭게 거래하는 등 은행들이 지준을 보다 효과적으로 관리할 수 있다면, 은행 간 지준잔액 재조정을 위한 거래의 필요성이 크게 감소할 것이며 1일물 은행 간 시장은 축소되거나 완전히 사라질 수도 있을 것이다.

## 2. 지준부리 통화정책레짐 도입에 대한 각 기관의 입장

‘지준부리 통화정책레짐’을 도입할 경우의 중앙은행, 은행, 그리고 정부당국의 입장을 나누어 정리해 보면, 먼저 「중앙은행」으로서는 앞으로 현금통화와 지준에 대한 거래적 수요가 줄어들거나 사라질 경우에도 금리조절능력을 확보할 수 있는 동시에 금융안정을 위한 추가적인 정책수단을 확보할 수 있고, 결제시스

26) 예대금리 스프레드를 지나치게 좁게 설정하면 은행들이 은행 간 시장을 통해 결제유동성을 조절하지 않고 중앙은행의 상시 여수신에 지나치게 의존할 가능성이 있으며, 이를 너무 넓게 설정하면 벌칙금리의 성격이 너무 강해 상시 여수신제도의 실효성이 떨어지는 문제점이 있다(Brooks and Hampton, 2000).

템 안정성을 제고할 수 있다는 점에서 ‘지준부리 통화정책레짐’의 도입은 매우 바람직하다.

‘은행’의 경우 중앙은행에 예치하는 지준에 예금이자를 지급하면 지준보유의 기회비용이 제로가 되기 때문에 지준회피를 위한 불필요한 자원낭비적 노력을 할 필요가 없게 되어 수익이 늘어나는 이점이 있다. 그리고 자금을 운용하다가 남게 되는 경우에 중앙은행에 예치하면 시장금리를 받게 되어 초과지준이라는 유희자금으로 남게 되는 것에 비해 수익이 늘어날 수 있고, 한편으로는 적당한 자금운용처를 찾지 못하더라도 무리하게 고위험자산에 투자할 필요가 없어 결과적으로 해당 은행뿐만 아니라 경제 전체의 리스크수준을 한층 낮출 수 있는 이점도 있다. 이 밖에도 지준보유의 기회비용이 없기 때문에 지준부리 이전에 비해 풍부하면서도 저비용·저위험 지준자금을 지급결제자금으로 활용할 수 있어 결제자금 부족과 이에 따른 과도한 금리변동을 방지할 수 있을 것이다.

한편, ‘정부당국’의 경우 은행의 지준에 예금이자를 지급하게 되면 정부로 이전되어야 할 중앙은행의 수입이 은행으로 이전되어 다소 줄어든다는 문제가 있다. 법정지준이 폐지된다면 지준세가 폐지됨에 따라 중앙은행의 정부로의 소득이전이 더욱 감소될 가능성이 있다. 그러나 현재 은행의 보유지준이 이미 낮은 수준을 유지하고 지준에 이자가 지급되지 않는 한 은행들의 지준회피 노력이 계속될 것이기 때문에 전체적으로는 정부재정에 크게 영향을 미치지 않을 것이다. 지준부리를 하게 되면 중앙은행의 보유자산 증가와 자산-부채 간 양(+)의 금리스프레드에 의해 지준부리의 지준세 폐지효과가 상쇄되거나 중앙은행 수익 증가로 대정부 소득이전이 증가할 수도 있다. 그리고 지준부리 통화정책레짐 도입으로 중앙은행이 앞으로도 금리조절능력을 유지하여 통화정책의 유효성을 확보하고 거시경제안정과 금융안정을 위한 추가적인 정책수단을 확보하는 가운데 지급결제시스템의 안정성도 강화할 수 있다면, 거시경제안정과 금융안정의 책무를 중앙은행과 함께 나누어 가지고 있는 정부당국으로서는 이 보다 더 좋을 수는 없을 것이다.

## VI. 맺 음 말

현재 우리 나라에서는 물가안정을 최우선 목표로 하는 인플레이션 타게팅을 도입하여 운용하고 있으며 콜금리를 운용목표로 설정하고 있다. 그러나 현행

통화정책 운용방식은 기본적으로 기준공급량을 조절하여 단기금리를 관리하는 방식이다. 따라서 앞으로 금융혁신이나 지급결제제도의 획기적 발전 등으로 본원통화(현금통화 및 기준)에 대한 거래적 수요가 더욱 빠르게 감소하거나 소멸되는 경우, 중앙은행이 단기금리를 효과적·효율적으로 조절하는 것이 매우 어렵게 된다.

더욱이 최근 들어 세계적으로 일반물가는 대체로 낮은 수준에서 안정되어 있는 가운데 명목금리가 낮은 수준에서 장기간 머물고 있어 신용량이 과다하게 늘어나고 있다. 이에 따라 자산가격버블이 발생하여 확산·붕괴되는 과정에서 심각한 금융불안정과 부채디플레이션이 초래될 가능성을 배제할 수 없다. 이러한 이유로 금융안정에 적합한 정책수단을 확보하는 것이 절실하게 요구되고 있다. 가까운 예로 일본의 디플레이션과 이에 따른 제로금리정책으로 통화정책의 유효성이 크게 제약받는 상황을 타산지석으로 생각해 볼 때, 기존의 통화정책과 급경로, 정책수단, 통화정책 운용방식 등을 근본적으로 재검토할 필요가 있다.

그러나 은행의 기준예치금에 대해 이자를 지급하고 이 기준금리를 통화정책 운용목표로 설정하는 ‘기준부리 통화정책레짐’을 도입하게 되면, 중앙은행은 앞으로 본원통화에 대한 거래적 수요가 크게 감소하거나 소멸되더라도 단기금리 조절능력을 유지할 수 있으며 이를 통해 통화정책의 유효성을 확보할 수 있다. 더욱이 ‘기준부리 통화정책레짐’에서는 금리와 기준이 독립적인 정책수단으로 분리될 수 있어 금리는 거시경제안정(물가안정) 목적으로, 기준정책은 금융안정 목적으로 사용할 수 있다. 특히, 이처럼 두 개의 독립적인 정책수단을 보유하는 것은 현재와 같이 거시경제 충격과 금융시장의 충격이 어느 정도 독립적인 성격을 가지고 단기적으로 상충관계에 있는 상황에서는 더욱 유용할 수 있다.

마지막으로 완전한 기준부리 통화정책레짐을 도입하기 전에 현재 유럽중앙은행(ECB)을 비롯하여 영국, 호주, 캐나다, 뉴질랜드 등 일부 국가의 중앙은행이 도입하여 운용하고 있는 상시 여수신제도에 기반한 채널시스템을 먼저 도입하여 운용하는 것도 하나의 좋은 현실적인 대안이 될 수 있다. 앞서 밝힌 바와 같이 채널시스템은 중앙은행의 예대금리 스프레드를 일정한 수준으로 유지하는 상시 여수신제도에 기반을 두고 있지만 중앙은행 예치금에 이자를 지급한다는 점에서 기본적으로 기준부리 통화정책레짐과 유사하다.

## 참 고 문 헌

- 김홍범, 『금융감독, 이대론 안 된다』, 두남, 2002.
- 백웅기 · 함정호, 「최근 유동성 과다현상의 원인과 정책과제」, 『한국경제연구』 제11권, 한국경제연구학회, 2003, 139~189.
- 서병한, 「인플레이션과 정부 및 중앙은행의 채권발행」, 『경제분석』 제3권 제1호, 한국은행 금융경제연구원, 1997, 26~48.
- \_\_\_\_\_, 『금융불안정의 메커니즘과 통화금융정책 방향』, 『금융경제총서』 제11호, 한국은행 금융경제연구원, 2005.
- 한국은행, 『우리나라의 통화정책』, 한국은행, 2001.
- 함정호, 『금융환경변화와 통화정책』, 지식산업사, 2000.
- 함정호 · 서병한, 「통화정책 유효성 제고 방안에 관한 연구—자산지준제도의 도입을 중심으로」, 『경제분석』 제9권 제3호, 한국은행 금융경제연구원, 2003, 1~36.
- 함정호 · 홍승제, 「자산가격변동과 통화정책: 통화정책 역할 변화와 운용방식 및 수단의 적절성」, 『한국경제연구』 제10권, 한국경제연구학회, 2003, 47~85.
- Aglietta, M., “Financial Instability and Monetary Regulation: Is Europe Well Protected from System Risk?,” *Conference Paper of ‘The Transformation of Finance in Europe,’* 8~9, November 2001.
- Archer, D., A. Brookes, and M. Reddell, “A Cash Rate System for Implementing Monetary Policy,” *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 62, 1999, 51~61.
- Bernanke, B. and M. Gertler, “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4, Fall 1995, 27~48.
- Borio, Claudio and Philip Lowe, “Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus,” BIS Working Papers, No. 114, Bank for International Settlements, Basel: BIS, 2002.
- Brookes, Andrew and Hampton, Tim, “The Official Cash Rate One Year On,” *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 62(4), 2000.

- Crockett, Andrew, "The Theory and Practice of Financial Stability," *Essays in International Finance*, No.203, Dept. of Economics, Princeton University, 1997.
- \_\_\_\_\_, "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.
- D'Arista, Jane, "Rebuilding the Transmission System for Monetary Policy," *Financial Markets and Society*, Financial Markets Center, 2002.
- Diamond, D. and P. Dybvic, "Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity," *Journal of Political Economy*, 1983.
- Filardo, Andrew, "Should Monetary Authorities Prick Asset Price Bubbles?," *Presented at the Bank of Korea Conference, Asset Prices and Monetary Policy*, Seoul, Korea, 2003.
- Freedman, C., "Monetary Policy Implementations: Past, Present and Future," *International Finance*, June 2000.
- Friedman, B., "The Future of Monetary Policy," NBER Working Paper No. 7420, 1999.
- Friedman, M., *A Program for Monetary Stability*, New York: Fordham University Press, 1959.
- Goodfriend, M., "Interest on Reserves and Monetary Policy," *FRBNY Economic Policy Review*, 2002, 1~8.
- Goodhart, C., "Price Stability and Financial Fragility," in C. A. E. Goodhart, ed., *The Central Bank and Financial System*, Cambridge MA: MIT Press, 1995.
- \_\_\_\_\_, "Can Central Banking Survive the IT Revolution?," *International Finance*, 3, No. 2, July 2000, 189~209.
- Gutherie, G. and J. Wright, "Open Mouth Operations," *Journal of Monetary Economics*, 46, 2000, 489~516.
- Hall, R., "Controlling the Price Level," NBER Working Paper No. 6914, 1999.
- 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, 2002.



- King, M., "Monetary Policy Instruments: The UK Experience," *Bank of England, Quarterly Bulletin*, August 1994, 268~276.
- \_\_\_\_\_, "Challenges for Monetary Policy: New and Old," *Paper presented at a Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, Jackson Hole, Wyoming, August 1999, 26~28.
- \_\_\_\_\_, "No Money, No Inflation—the Role of Money in the Economy," in *Central Banking, Monetary Policy and Practice*, Edward Elgar, 2003, 62~89.
- Martinez-Resano, J. R., "Central Bank Financial Independence," *Occasional Document* 0401, the Bank of Spain, 2004.
- Minsky, H. P., "The Financial Instability Hypothesis: A Clarification," in M. Feldstein ed., *The Risk of Economic Crisis*, Chicago: University of Chicago Press, 1991.
- Palley, Thomas I., "Stabilizing Finance: The Case for Asset-Based Reserve Requirements," *Financial Markets and Society*, Financial Markets Center, 2000.
- \_\_\_\_\_, "Monetary Policy in an Era of Financial Deregulation and Innovation," Final Conference Draft, Open Society Institute, 2002.
- \_\_\_\_\_, "Asset Price Bubbles and the Case for Asset-Based Reserve Requirements," *Challenge*, Vol. 46, No. 3, 2003.
- Sellon, G. and Sutart E. Weiner, "Monetary Policy Without Reserves Requirements: Case Studies and Options for the United States," *Economic Review* 2nd Quarter, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1997, 5~30.
- Seo, Byung Han, "Sterilized Foreign Exchange Intervention and Monetary Control: The Case of Korea," *Paper Presented at Center for Central Banking Studies Bank of England International Capital Movements Conference*, 30, Exchange Rates, Capital Flows and Policy, Routledge, August 2002, 334~368.
- Svensson, L. E. O., "The Zero Bound in an Open Economy: a Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap," *Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Paper Series*, Bank of Japan, No. 2000-E-23, August 2000.
- Tinbergen, J., *On the Theory of Economic Policy*, North Holland, Amsterdam,

1952.

Woodford, M., "Optimal Monetary Policy Inertia," NBER Working Paper No. 7261, 1999.

\_\_\_\_\_, "Monetary Policy in the Information Economy," Paper presented at the conference on *Economic Policy for the Information Economy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, 2001.

\_\_\_\_\_, "Financial Market Efficiency and the Effectiveness of Monetary Policy," *FRBNY Economic Policy Review*, 2002.

[Abstract]

A Study on the Switch  
of Monetary Operating Procedures  
—Introduction of the Interest-on-Reserves Regime

Byung Han Seo · Jeong Ho Hahm

Recently, financial innovation and rapid technological progress in the payments system caused the transaction demand for base money (bank reserves and currency) to shrink significantly, and even to disappear completely. Such developments would threaten a central bank's leverage over interest rates in the future. On the other hand, boom-bust cycles of credits and asset bubbles due to the excessive creation of private credits could threaten severely financial stability, even though a general price level is staying low and stable.

In order to preserve a central bank's leverage over interest rates in the future, and to effectively pursue financial stability, it should be desirable to adopt the interest-on-reserves regime. By paying and varying interest on reserves, a central bank could fully exert leverage over interest rates, even if the transaction demand for monetary base should shrink further or perhaps disappear completely in the future. Moreover, a central bank could use separate bank reserves and interest rate policies in the interest-on-reserves regime, while bank reserves and the interest rate cannot be targeted independently in the current operating procedures. Thus, bank reserves policy could be utilized to stabilize financial markets, while the interest rate policy could be used to pursue the price stability.

**Keywords:** bank reserves, settlement balances, interest-on-reserves regime, channel system, standing facilities

**JEL Classification:** E52, E58, E61.