

신용사이클 증폭현상의 구조적 원인과 정책과제*

함 정 호**

과거 20여 년간 세계경제가 견실한 성장세를 보이는 가운데 인플레이션도 대체로 낮은 수준에 안정되는 모습을 보였다. 그리고 정보통신기술의 발달과 금융자유화의 급속한 진전으로 금융시장도 크게 성장하였다. 이 같은 유리한 금융경제구조 변화를 배경으로 많은 나라에서 오랫동안 저금리 완화정책을 추진해 온 결과, 최근 들어 세계 여러 나라에서 신용사이클이 증폭되면서 신용 및 자산가격 붐버스트 현상과 금융위기가 자주 발생하고 있다.

그러나 통화 및 규제감독 당국은 전통적인 정책패러다임에 얽매어 신용사이클의 변동폭을 완화하지 못하고 과다한 신용창출과 자산가격 버블을 효과적으로 억제하는 데 실패하였다.

이러한 관점에서 본 논문은 신용사이클이 최근 들어 크게 증폭되고 자주 발생하는 요인을 실물경제구조, 금융구조, 그리고 정책구조 등 구조적 측면에서 분석하였다. 그리고 이러한 분석을 바탕으로 앞으로 신용사이클의 변동폭을 완화하여 신용 및 자산가격 붐버스트 현상과 금융위기를 사전에 예방할 수 있는 새로운 정책레짐을 모색해 보았다.

핵심주제어: 신용사이클, 금융위기, 신용조절, 금융안정, 정책레짐

경제학문헌목록 주제분류: E44, E52, E58, E61

I. 서 론

과거 20여 년간 실물경제가 견실한 성장세를 보이는 가운데 세계적으로 인플레이션 수준과 변동성이 모두 크게 낮아졌다. 이와 함께 정보통신기술의 발달과 금융자유화의 급속한 진전으로 금융시장도 괄목할 만한 정도로 발전하였다. 이 같은 유리한 금융경제구조 변화를 배경으로 대다수 국가는 오랫동안 저금리

* 2010 경제학 공동학술대회 발표에서 유익한 논평을 해 주신 김홍범 교수님과 이 논문의 체계와 내용을 개선하는 데 큰 도움을 주신 익명의 두 분 심사위원께 깊이 감사드립니다. 이 논문은 인천대학교 2008년도 자체연구비 지원에 의하여 연구되었다.

** 인천대학교 경제학과 교수, 전화: (032) 835-8577, E-mail: hahm3531@incheon.ac.kr
논문투고일: 2010. 1. 8 수정일: 2010. 2. 11 게재확정일: 2010. 2. 12

정책을 유지해 왔다. 그러나 지나치게 낮은 금리를 오랫동안 유지하게 되면 필연적으로 경제 내의 신용이 과도하게 팽창하게 된다.

이러한 결과로 최근 들어 세계 여러 나라에서 신용이 과다하게 팽창하고 수축하는 신용사이클(credit cycle)이 증폭되면서 신용 및 자산가격 붐버스트 현상(boom-bust cycle)과 금융위기가 자주 발생하고 있다. 예를 들어, 미국은 1980년대 후반 저축대부조합위기, 2000년 전후의 IT 버블, 2007~2009년의 서브프라임 모기지 사태 등 심각한 금융위기를 경험하였으며, 일본과 스웨덴은 1980년대 후반에, 멕시코는 1990년 중반에, 그리고 동아시아는 1990년대 후반에 주가나 부동산 등 자산가격 버블이 크게 확대되는 과정에서 신용 및 자산가격 붐버스트 현상을 경험하였다. 이러한 신용사이클 과정에서 각국은 신용팽창으로 인한 자산가격 버블과 함께 민간부채가 급격히 누적되는 과정을 겪었으며, 이어 버블이 붕괴되는 과정에서 심각한 금융위기와 경기침체를 동시에 경험한 바 있다.

그러나 이러한 상황에서 통화 및 규제감독 당국은 금융경제구조 변화와 함께 정책환경이 급격하게 변화했음에도 불구하고 기존의 전통적인 정책패러다임에 얽매어 신용사이클의 변동폭을 완화하지 못하고 오히려 증폭시키는 요인으로 작용해 왔다.

이러한 관점에서 본 논문은 시장경제체제에서 불가피하게 나타나는 신용사이클의 일반적 원인과 영향, 그리고 주요국의 경험을 간략히 살펴보고, 이러한 신용사이클이 최근 들어 크게 증폭되고 자주 발생하는 요인을 실물경제구조, 금융구조, 그리고 정책구조 등 구조적 측면에서 분석하였다. 이러한 분석을 바탕으로 앞으로 신용사이클의 변동폭을 완화함으로써 신용 및 자산가격 붐버스트 현상과 금융위기를 사전에 예방할 수 있는 새로운 정책레짐을 모색해 보았다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 먼저 제Ⅱ절에서는 신용사이클의 일반적 원인과 영향, 그리고 주요국이 경험한 신용사이클의 정책적 시사점을 간략하게 정리하였다. 제Ⅲ절에서는 최근 들어 신용사이클이 크게 증폭되면서 자주 발생하는 요인을 실물경제구조, 금융구조, 그리고 정책구조 등 구조적 측면에서 분석해 보았다. 제Ⅳ절에서는 이러한 구조적 분석을 바탕으로 앞으로 신용사이클의 변동폭을 완화함으로써 신용 및 자산가격 붐버스트 현상과 금융위기를 사전에 예방할 수 있는 새로운 정책레짐을 논의하였다. 마지막으로 제Ⅴ절에서 요약과 결론을 정리하였다.

II. 신용사이클에 관한 이론적 및 경험적 논의

1. 신용사이클의 원인과 영향

신용사이클이란 통상 경기 국면에 따라 신용이 팽창하고 수축하는 거시경제적 현상을 말한다. 신용팽창은 대개의 경우 확장적인 재정 및 통화정책이 그 일차적 원인이다. 신용확대는 시간을 두고 경기활성화와 부동산 등 자산가격의 상승을 유발한다. 자산가격 상승은 자산의 기대수익률을 높이고 이것이 다시 추가적인 신용수요를 유발함으로써 누적적인 신용창출을 초래한다. 이러한 신용팽창과 자산가격 상승의 상호작용은 필연적으로 과잉유동성과 부채누적을 가져오고 자산가격 버블을 유발한다.

그러나 어떤 시점에 정책적 혹은 비정책적 이유로 과도하게 확대되던 자산가격 버블이 붕괴되거나 조정되는 경우 반대로 신용이 수축되는 과정에서 자산가격 하락을 부추긴다. 신용수축과 자산가격 하락의 이러한 상호작용은 신용을 과도하게 수축시키고 추가적인 자산가격 하락을 유발함으로써 필연적으로 신용경색(credit crunch)¹⁾에 따른 금융위기와 경기침체를 초래하게 된다.

어느 시기, 어느 국가에서나 신용팽창이 과도하게 확대되면 신용과 자산가격의 상호작용을 통해 자산가격 버블과 금융위기가 번갈아 오는 신용 및 자산가격의 붐버스트 현상이 필연적으로 초래된다. 금융위기를 설명하는 이론으로는 경기변동론, 통화이론, 금융불안정설, 정보이론 등이 있으나, 이러한 이론들은 모두 호경기에 신용이 과다하게 확대되는 과정에서 자산가격 버블이 발생하고 이것이 붕괴되는 과정에서 신용경색이 발생함에 따라 금융위기가 발생한다는 점에 대해 대체로 견해를 같이 하고 있다.²⁾

1) 신용경색은 대체로 은행의 대출공급 여력의 감소나 대출의지 위축 등에 따른 공급 측면에서의 애로요인으로 인하여 신용가용성(credit availability)이 크게 감소하고 신용공급이 금리수준과 관계없이 명확하게 감소하는 현상을 말한다(Bernanke and Lown, 1991).

2) 오스트리아학파(Austrian school approach)는 우리가 반복적으로 경험하는 금융위기는 근본적으로 확장적인 통화정책에 기인한다고 본다. 즉, 통화당국이 통화량을 늘려 이자율을 자연이자율(natural rate of interest) 이하로 낮추게 되면 신용이 과다하게 팽창하여 잘못된 투자와 소비가 지나치게 증가하다가 신용이 축소되면 위기가 발생한다고 본다. 이에 따르면, 동학적으로 신용과 자산가격 붐과 같은 금융불균형이 축적되면 주기적으로 위기가 발생한다는 것이다. 따라서 이러한 금융위기는 시장실패가 아닌 정부정책의 실패로 규정한다. 그리고 통화정책과 재정정책은 모두 효과가 없으며, 정책개입은 장래에 바람직하지 못한 결과를 초래하기 때문에 사후개입보다는 사전예방조치가 중요하다고 강조한다(Laidler,

이러한 신용사이클은 일반적으로 경기 국면에 따라 발생하는 거시적 현상이지만, 때로는 규제감독당국의 건전성 기준이나 금융기관 행태변화 등의 미시적 요인에 의해서도 발생될 수 있을 뿐 아니라 때로는 거시적 요인에 따른 신용사이클이 이들 미시적 요인에 의해 크게 증폭되거나 강화되기도 한다. 이러한 이유로 신용사이클은 해당 국가의 규제감독정책의 강도, 금융기관 행태, 그리고 금융제도의 발전 정도 등에 따라 그 강도 및 지속성에서 차이를 보일 수 있다. 미시적 측면에서 발생하는 신용사이클은 주로 금융시장과 금융기관, 그리고 건전성 기준의 경기순응성(procyclicality)에 의해 촉발되는 경우이다. 예를 들어, 시장성부채를 통한 자금조달, 자산유동화, 규제감독당국의 자기자본비율, 대손충당금 적립 등 건전성 기준, 신용위험 증대에 따른 금융기관의 자발적인 여신기피 등은 금융시스템의 경기순응성을 높여 신용사이클을 유발한다.

경기순환 국면에 따라 신용이 팽창하고 수축하는 신용사이클 현상은 일부 긍정적 효과³⁾도 있으나, 지나치게 증폭되는 경우에는 신용 및 자산가격 붐버스트 현상을 유발하여 실물경제에 부정적 영향을 미칠 뿐 아니라 금융시스템을 불안정하게 하는 가운데 통화정책을 무력화시킴으로써 궁극적으로는 한 나라 경제의 성장잠재력을 크게 훼손할 수도 있다.⁴⁾

2. 주요국 신용사이클 경험과 시사점

신용사이클은 자본주의 시장경제체제에서 선·후진국을 막론하고 나타나는 일반적인 현상이다. 신용사이클을 발생시키는 직접적인 원인은 나라마다 다소 차이가 있으나 그 배경은 일반적으로 신용과 자산가격의 상호작용이다. 신용팽창이 자산가격 버블을 유발하고, 이것이 붕괴되는 과정에서 신용경색과 경기침체를 가져온다. 신용경색이 심화될 경우 전반적인 금융위기로 전이될 가능성이 크다.

금융선진국의 신용사이클 경험을 보면, 미국은 1980년대 후반 저축대부조합 부실사태, 2000년 전후 IT 버블붕괴, 그리고 2007~2009년 서브프라임 모기지

1999).

- 3) 신용사이클 과정에서 신용경색은 한계기업의 조기정리를 촉진할 뿐만 아니라 경제시스템 내의 비효율적인 요소나 비생산적인 부문을 확인하고 정화함으로써 보다 효율적이고 생산적인 경제시스템을 설계하는 데 도움이 된다.
- 4) 한편으로는 급격한 신용사이클이 실물경기의 확장과 수축을 가져오는 주요 원인이라고 볼 수도 있다. 이를 신용사이클과 경기순환의 동조화 현상이라고 한다.

위기 등 심각한 신용사이클을 경험하였으며, 일본은 1980년대 후반 발생한 자산버블과 금융규제 완화로 금융기관의 자산관련 대출이 크게 확대된 상태에서 버블이 붕괴되자 자산이 부실화되면서 금융기관이 파산하였으며 경기가 침체되기 시작하였다. 그리고 스웨덴은 1980년대 후반, 멕시코는 1990년대 중반, 그리고 말레이시아, 한국 등 동아시아는 1990년대 후반에 금융자유화와 자본개방화 등으로 신용이 과다하게 팽창하면서 부동산 등 자산가격 버블이 크게 확대되는 과정에서 신용과 자산가격의 붐버스트 현상을 경험하였다.

주요국의 신용사이클 발생 경험을 통하여 얻을 수 있는 정책적 시사점을 정리해 보면 대체로 다음과 같다.

첫째, 신용사이클은 경기순환 국면에 따라 신용이 확장과 수축을 반복하는 과정에서 불가피하게 나타나는 현상이지만, 이러한 신용사이클이 지나치게 증폭되는 경우에는 신용과 자산가격 상승이 상호작용하여 필연적으로 신용 및 자산가격 붐버스트 현상을 유발한다. 그러므로 신용사이클의 변동폭을 완화하기 위해서는 지나치게 낮은 저금리구조를 탈피하고 대칭적이고 일관성 있는 통화 및 재정정책을 통하여 안정적인 거시경제 환경을 조성하는 것이 중요하다.

둘째, 신용사이클 과정에서 자산가격 버블이 발생하여 과도하게 확대되지 않도록 통화정책은 자산가격의 움직임을 예의주시하고 자산가격 버블이 형성될 우려가 있을 정도로 신용이 확대되면 금리를 선제적으로 조정해야 한다. 자산가격 상승과정에서 이를 사전에 적절히 조절하지 않다가 뒤늦게 금리를 인상하는 등 자산가격을 급격하게 인위적으로 낮추려는 과정에서 자산가격이 폭락하고 신용경색이 나타나 경제가 장기간 침체하게 된 주요국들의 경험은 시사하는 바 크다.

셋째, 민간부채의 변화 추이를 예의 주시하고 부채의 과도한 누적을 억제할 수 있는 제도적인 장치를 강구할 필요가 있다. 경제발전과 더불어 금융자산이 증가하고 이에 따라 부채가 늘어나는 것은 국민경제 전체로 볼 때 자연스럽고 바람직한 현상이다. 그러나 이러한 민간부채가 금융자산규모나 소득에 비해 과도하게 누적되는 경우 예상하지 못한 거시경제적 비용을 초래할 수 있다. 민간부채의 과중한 부채부담이 투자 및 소비지출을 억제함으로써 경기회복을 지연시키거나 경기침체를 더욱 심화시키게 할 뿐만 아니라 나아가 금융중개 시스템의 작동을 저해함으로써 신용사이클을 증폭시키는 요인으로 작용한다는 것은 최근 미국, 일본 등 주요국에서 경험한 사실이다.⁵⁾

5) 전 연준의장 그린스펀은 자산가격 버블시기에 민간부채가 급증하였으나, 버블이 붕괴되면

넷째, 신용사이클은 거시적 요인뿐만 아니라 사전건진성 규제감독의 강화, 금융기관의 행태변화 등 미시적 요인에 의해서도 발생할 수 있으며, 거시적 요인으로 발생한 신용사이클이 이러한 미시적 요인에 의해 크게 증폭될 수 있기 때문에 신용사이클의 과도한 증폭을 사전에 방지하기 위해서는 거시 및 미시정책을 담당하는 공공기관 간의 긴밀한 정책협조가 있어야 한다. 예를 들어, 호경기 에 나타나는 자산가격 버블이 과도하게 확대되는 것을 사전에 방지하기 위해서는 통화당국은 거시정책수단인 금리수단 이외에 일부 미시적 수단을 확보할 필요가 있다. 한편, 신용경색기에는 통화당국이 신용경색 해소와 경기회복을 위해 통화완화정책을 시행하더라도 감독당국이 건진성 규제감독을 강화하게 되면 통화정책의 효과는 크게 제약된다. 그러므로 감독당국은, 특히 신용경색기에는 건진성 규제감독을 완화하고 금융기관의 자기자본비율 준수 의무를 다소 완화하는 등 통화당국과 긴밀한 협조체제를 유지해야 한다.⁶⁾

마지막으로, 정보통신기술의 발달과 함께 새로운 금융기법의 발달, 자산유동화시장의 발달 등 금융구조의 변화로 금융시스템 전반의 경기순응성이 크게 높아지면서 신용사이클의 빈도와 지속기간 및 강도가 크게 증폭되고 있다. 따라서 정책당국은 이러한 금융시스템의 경기순응성을 완화하기 위한 여러 가지 방안을 강구하여야 할 것이다.

Ⅲ. 신용사이클 증폭현상의 구조적 요인 분석

앞에서 살펴본 바와 같이 신용사이클은 경기순환 국면에 따라 신용이 확장과 수축을 반복하는 과정에서 자연스럽게 발생하는 현상이다. 그러나 최근 들어 이러한 신용사이클이 크게 증폭되면서 신용 및 자산가격 붐버스트 현상에 따른 금융위기가 빈번하게 발생하고 있다.

이같이 신용사이클이 크게 증폭되고 신용 및 자산가격 붐버스트 현상에 따른 금융위기가 자주 발생하는 요인은 과연 무엇인가? 아래에서는 실물경제구조,

서 자산가격이 큰 폭으로 하락하여 민간부문의 자산·부채조건이 악화된 것을 1990년대 초반 미국경제의 침체요인으로 지적하였다.

- 6) 미국은 서브프라임 모기지 사태 이후 금융안정을 달성하기 위한 효과적인 규제감독장치를 마련할 필요가 있다는 점에서 연준의 감독권한을 기존 상업은행에서 투자은행, 증권회사, 헤지펀드 등 전체 금융회사로 확대하는 방안을 포함한 금융감독개편안을 발표한 바 있으며, 유럽에서도 최근 중앙은행이 금융감독기능을 공유할 필요가 있다는 주장과 움직임이 있는데 이는 우리에게도 시사하는 바 크다.

금융구조, 그리고 정책레짐 측면에서 그 구조적 요인을 구체적으로 살펴본다.

1. 실물경제구조의 변화

최근 미국의 서브프라임 모기지 사태에 따른 글로벌 금융위기가 발생하기 이전의 과거 20여 년간의 세계경제를 살펴보면, 여러 가지 변화상이 관찰되지만 그 중에서 몇 가지 매우 현저한 구조적 변화가 목격된다. 첫째는 세계적으로 인플레이션 수준과 변동성이 모두 크게 낮아졌으며, 둘째는 실물경제 성장이 비교적 견실하게 이루어졌을 뿐만 아니라 그 변동성도 함께 감소했다는 점이다. 셋째는 이러한 경제구조의 변화와 함께 신용사이클이 증폭되면서 신용 및 자산가격의 붐버스트 현상과 함께 금융위기가 자주 발생하고 있으며, 마지막으로 대외적 금융불균형이 크게 심화되었다는 점이다.⁷⁾

(1) 인플레이션 수준과 변동성 저하

국가마다 다소 차이는 있으나, 인플레이션은 1970년대 후반을 정점으로 서서히 낮아지기 시작하여 적어도 1990년 초반에는 선진국뿐만 아니라 신흥시장국을 포함한 거의 대다수의 국가에서 비교적 낮은 수준에서 안정되는 모습을 보였다. 과거 다른 국가들에 비해 상대적으로 높은 초인플레이션을 경험하였던 라틴아메리카 국가들도 1990년대에 들어 거의 모두 한 자리 숫자의 낮은 인플레이션을 시현하고 있다. 이는 그 동안 중앙은행을 비롯한 정책당국의 강력한 인플레이션 억제 노력이 집중되는 가운데 정보통신기술의 발달에 따른 생산성 향상, 경제개방화와 세계화 및 금융자유화의 진전 등에 기인하는 것으로 분석되고 있다.

이러한 저물가 현상으로 일본, 중국, 홍콩은 1990년대 후반 혹은 2000년대 초반에 실제로 디플레이션을 겪었으며, 독일, 스웨덴, 심지어 미국까지도 한때 디플레이션을 우려하는 상황에 처하기도 하였다.⁸⁾ 이와 같이 세계적으로 실제 인플레이션 수준과 변동성이 낮아짐에 따라 대다수 국가에서 경제주체들의 기대 인플레이션도 낮은 수준에 안정되었으며, 이는 또 다시 실제 인플레이션 수준과 그 변동성을 안정시키는 결과를 가져왔다.

7) OECD(2008), White(2006) 참조.

8) 인플레이션과 디플레이션 과정에 관한 보다 자세한 역사적 논의는 Bordo and Filardo(2004), Borio and Filardo(2004)를 참조.

(2) 견실한 실물성장과 변동성의 감소

인플레이션이 세계적으로 낮은 수준에 안정되면서 대다수 국가에서 실물경제 성장이 비교적 견실하게 이루어졌을 뿐만 아니라 그 변동성도 크게 감소하였다. 선진국의 경우는 경기확장기간이 다소 길어졌으며, 신흥시장 국가의 경우는 경제성장률이 현저하게 높아졌다. 예를 들면, 미국의 경우는 1990~1991년과 2001~2002년의 완만한 경기침체기간을 제외하고는 지난 20년 동안 매우 견실한 성장을 시현하였으며, 생산변동폭도 1980년대 중반 이후부터 크게 낮아졌다. 중국은 거의 20년 동안 연 10% 수준의 성장률을 시현하였다. 반면 1980년대 후반에 금융위기를 경험한 일본, 북유럽 국가, 그리고 1990년대 후반에 금융위기를 경험한 동아시아 국가들은 이번 글로벌 금융위기 이전까지는 빠른 경제성장과 함께 비교적 낮은 생산변동성을 경험하였다.

그러나 최근에는 신용사이클이 증폭되면서 신용 및 자산가격의 붐버스트 현상에 따른 금융위기가 실물경제에 커다란 영향을 미침으로써, 신용사이클이 경기의 확장과 수축을 결정하는 주요 요인으로 작용하고 있다.

(3) 신용 및 자산가격 붐버스트 현상과 금융위기의 빈발

세계적으로 경제성장률이 견실하고 실제 인플레이션 수준이 지속적으로 낮아짐에 따라 대다수 국가에서 명목금리가 자연스럽게 하락하였다. 이러한 결과로 중앙은행의 정책금리는 장기간 낮은 수준에 머물게 되었으며, 이는 필연적으로 경제 전반의 과도한 신용팽창을 유발하였다. 지금까지 상당히 유리하게 전개되어 온 실물경제구조 변화는 결과적으로 신용사이클을 증폭시켜 신용 및 자산가격 붐버스트 현상을 초래하는 근본적인 요인으로 작용함으로써 오히려 경기변동을 증폭시키는 원인으로 등장하였다.

1980년대 중반 이후 대부분의 국가에서 GDP에 대한 신용비율은 크게 증가하는 모습을 보였는데, 이 비율은 자산가격 변동과 중기적으로 양의 상관관계를 보였다. 이러한 상관관계는 특히 호황기에 크게 나타나는데 금융규제 완화와 금융자유화가 진전되면서 아주 긴밀한 관계를 보이고 있다.⁹⁾ 미국, 영국 등 선진국의 경우 신용이 급격히 늘어나면서 초기에는 전반적인 주식가격이 상승하면서 IT부문의 과다투자가 발생했으며, 그 후 주택가격이 급격히 상승하면서 주택건설부문의 과다투자를 초래하였다. 신흥시장국가에서는 해외자본이 대거

9) White(2006) 참조.

유입되면서 신용 및 자산가격과 투자 붐을 유발하였다. 그러나 이러한 신용 및 자산가격 붐이 버스트로 이어지면서 신용경색과 금융위기가 초래되고 이는 다시 실물경제를 교란하여 경기변동을 심화시키는 결과를 가져왔다. 예를 들면, 1980년대 후반의 스웨덴 등 북유럽 국가와 일본의 금융위기, 1994년의 멕시코 금융위기, 1997년의 동아시아 은행위기, 그리고 최근의 미국 서브프라임 모기지 사태와 글로벌 금융위기는 모두 신용사이클 과정에서 신용과 자산가격이 상호 작용하여 촉발된 신용 및 자산가격의 붐버스트 현상에 수반하여 발생하였다.

특히, 1980년대 이후 심각한 금융위기가 자주 발생하고 있는데 대부분의 금융위기는 호경기에 과다하게 팽창된 신용이 자산가격 급상승 등 금융불균형을 축적시키고 이것이 파괴적으로 해소되는 과정에서 주로 발생하였다. 이러한 금융위기는 실물경제에 엄청난 충격을 미친다. 우선 금융위기로 은행이 도산되거나 비록 도산되지 않더라도 전반적인 신용경색 현상이 발생하면서 실물경제가 침체하게 된다. 전반적인 경기침체로 물가가 하락하는 경우 가계와 기업의 실질부채 부담이 크게 증가하기 때문에 소비와 투자가 저조할 수밖에 없다. 이는 경기회복을 오랫동안 지연시키는 요인으로 작용한다. 과거 10여 년 동안 일본의 경제성과가 썩 좋지 못한 이유도 금융위기의 후유증 때문이며, 1990년대 초에 독일통일 당시 건설부문의 과도한 투자확대의 후유증은 독일경제를 어렵게 하였다. 동아시아 국가들도 1990년대 후반의 동아시아 금융위기의 후유증으로 기업투자가 극히 미진하여 실물경제가 침체되었으며, 북유럽과 미국도 1980년대 후반과 2000년대 초반의 신용 및 자산가격 붐버스트 여파로 기업투자가 극히 미진하였으며, 최근 글로벌 금융위기로 거의 대부분의 국가들이 마이너스 성장률을 시현하였다.

(4) 세계경제 불균형의 심화

최근 들어 일부 아시아 및 신흥시장 국가들의 무역수지는 흑자인 반면 미국의 무역수지 적자는 크게 증가하여 세계경제 불균형(global imbalance)이 크게 심화되었다. 미국의 무역수지 적자는 1980년 초부터 증가하기 시작하여 1980년대 후반에 다소 완화되었다가 다시 최근에는 GDP의 거의 10%에 가까워지고 있다. 이러한 미국의 무역수지 적자확대는 수출보다는 수입 증가에, 기업투자보다는 가계소비 증가에 기인하고 있는 것으로 분석되고 있다. 반면 아시아 신흥시장 국가들은 대규모 무역흑자를 시현하고 있다.

미국의 무역수지 적자로 인한 달러화 유출은 해외로부터의 달러화 유입에 의

해 지탱되고 있다. 즉, 중국, 일본 등 아시아 국가들은 대미흑자로 벌어들인 달러화를 미국 재무부증권 등에 재투자함으로써 신흥시장국들의 저축이 저축률이 상대적으로 낮은 미국으로 지속적으로 유입되고 있는 것이다. 물론 이러한 달러화 순환구조는 미국 달러화가 세계 기축통화의 지위를 보유하고 있기 때문에 가능하다.¹⁰⁾

이 같은 달러화 순환구조는 한편으로는 해외에 풍부한 달러화 공급을 통해 세계적인 과잉유동성을 유발함으로써 신흥시장 국가들의 신용 및 자산가격 붐을 조장하였으며, 다른 한편에서는 해외자본의 미달러화 자산투자로 미국의 국내금리 상승을 억제함으로써 신용의 지나친 팽창과 주택가격 상승을 부추긴 결과 서브프라임 모기지 위기를 초래한 주요 원인의 하나로 작용하였다.¹¹⁾

2. 금융구조의 변화

그 동안 정보통신기술의 비약적 발달과 함께 금융자유화 및 개방화는 금융시장구조와 금융기관 및 경제주체의 행태에 커다란 변화를 가져왔다. 금융시장의 구조변화 측면에서는 먼저 정책당국이 금융부문의 신용을 조절할 수 있는 수단과 제도적 장치가 현저하게 약화되었으며, 둘째 금융시스템의 경기순응성이 더욱 강화되었다. 금융기관의 시장성 부채조달, 자기자본비율, 대출금리마진, 은행 내부리스크 평가, 대손충당금제도, 시가평가와 레버리지 조정 등은 모두 경기순응성을 크게 높이는 방향으로 작용해 왔다. 셋째, 새로운 금융상품, 새로운 금융기관, 그리고 새로운 금융시장이 등장하였다. 파생금융상품시장과 자산유동화 시장이 급속하게 발전하는 가운데 투자은행, 헤지펀드 등 그림자은행 혹은 대체은행 시스템(shadow or alternative banking system)이 등장하면서 신용이 과다하게 확대되었다.

한편, 금융기관 및 경제주체의 행태변화 측면에서는, 먼저 금리수준이 전반적

10) 신흥국이 미 재무부증권을 매입하면 동 증권가격이 상승하고 이자율이 하락한다. 이는 미국 증권보유자의 부를 증가시켜 소비증가 및 차입증대를 가져와 다시 미국의 경상수지 적자를 유발하게 된다. 이는 신흥국이 미 재무부증권을 매입함에 따라 미국이 신흥국 저축을 수입하게 되는 셈이다.

11) 이러한 세계경제 불균형에 대한 전통적 견해는 미국 등 적자국가는 상대적으로 성장전망이 개선되어 기대수익률이 높기 때문에 해외자본이 유입되고 있다고 본다. 특히, 신흥시장국에서는 금융시장이 잘 발달되어 있지 않아 장기채권의 공급이 제약되어 있는 관계로 금융시장이 상대적으로 잘 발달된 미국의 장기채권 공급을 통해 해외자본이 유입되고 있다는 것이다(Greenspan, 2005).

으로 낮아지고 자산유동화기법이 고도로 발전하면서 금융관련 리스크가 저평가 되고, 금융기관의 리스크 회피성향 완화 및 리스크에 대한 이완된 태도로 인해 레버리지가 크게 증가하였다. 둘째, 금리수준이 지나치게 낮아지면서 금리의 가격기능이 약해지고 경제주체들의 리스크에 대한 부담도 과도하게 낮아지게 되었으며 결과적으로 과도한 낙관주의와 도덕적 해이가 만연하게 되었다.

이와 같은 금융시장구조와 금융기관 및 경제주체의 행태변화는 실물경제와 상호작용하는 과정에서 신용사이클을 증폭시키고 신용 및 자산가격 붐버스트 현상을 초래함으로써 금융시스템 리스크를 크게 증가시키는 역할을 하였다.

(1) 신용조절수단과 제도적 장치의 약화

과거 금융시스템은 업무영역 규제, 금리규제, 신용규제, 자본이동 규제, 자본 및 유동성 규제, 법정지준 준수 등 각종 규제에 지탱되었다. 이와 같은 다양한 규제에 기반을 둔 금융시스템에서 중앙은행은 기준을 독점적으로 관리하여 신용을 어느 정도 효과적으로 조절함으로써 과도한 신용팽창을 체계적으로 방지하고 개별 금융기관의 건전성을 도모하는 등 금융안정에도 기여할 수 있었다.

그러나 1980년대 중반 이후 대부분의 국가에서 규제완화와 금융자유화 및 개방화, 금융혁신 등이 급속하게 진전되면서 금융부문 전체의 신용창출을 효과적으로 조절할 수 있는 수단과 장치가 하나 둘씩 사라졌다. 예를 들면, 금융시장과 금융제도의 발달과 함께 금융기관의 신용창출 능력과 탄력성이 크게 증대되는 가운데 통화 및 신용의 내생성과 금융시스템의 경기순응성이 강화됨에 따라 통화당국의 신용조절 능력이 크게 약화되었다. 특히, 은행의 경우 신용창출 과정에서 기준이 부과되지 않는 시장성 부채의 역할이 커지고, 대출의 유동화를 통해 중앙은행과 상관없이 신용창출이 가능하게 되었으며, 비은행 금융기관은 기본적으로 기준규제를 받지 않는 부채를 재원으로 신용을 창출할 수 있기 때문에 통화 및 신용공급이 중앙은행의 통화정책보다는 시장의 힘에 의해 좌우되는 경향이 강해졌다.

이와 함께 통화정책의 역할이 물가수준이 아닌 인플레이션을 안정시키는 방향으로 전환되고, 통화정책운용방식이 통화량목표제(monetary targeting)에서 단기금리를 운용목표로 하는 금리중시통화정책으로 전환되면서 신용을 조절하는 메커니즘이 더욱 취약하게 되었다. 뿐만 아니라 1991년 이후 우리나라를 비롯하여 여러 나라에서 경쟁적으로 도입한 인플레이션목표제(inflation targeting)는 과도한 신용확대를 방지하는 데 있어서 구조적인 한계를 가진다. 인플레이션목

표제의 논리구조상 수요 측면에서 물가상승 압력이 존재하지 않는 경우 금리를 선제적으로 조정하는 것이 어렵기 때문이다.

이와 같은 결과는 일반물가가 세계적으로 낮은 수준에 안정되는 가운데 과도한 신용팽창 현상을 야기함으로써 신용사이클을 증폭시키는 역할을 하였다.

(2) 금융시스템의 경기순응성 강화

일반적으로 금융기관, 신용평가기관, 규제감독당국은 호경기에 리스크가 감소하고 불경기에 리스크가 증가하는 것으로 인식하고 평가하는 경향이 있다. 그러나 실제로는 호경기에 리스크가 축적되고 이것이 불경기에 실현된다.

이러한 금융시스템의 경기순응성이 규제완화와 금융의 자유화 및 개방화 등에 의해 더욱 강화되고 있다. 최근 들어 은행을 비롯한 금융기관이 보유자산을 담보로 자금을 차입하고 환매조건부채권, 금융채 등 지준이 부과되지 않는 시장성 부채를 통해 신용창출 규모를 늘려감에 따라 금융시스템의 경기순응성이 크게 강화되었다.¹²⁾ 호경기에는 풍부한 시중자금을 저렴한 비용으로 조달하여 신용창출 규모를 크게 확대할 수 있으나 경기침체기에는 높은 비용으로도 자금을 조달하기가 어렵기 때문이다.

더욱이 이러한 금융시스템의 경기순응성은 규제감독당국의 건전성 규제와 금융기관의 행태변화 등에 의해 더욱 강화되고 있다. 첫째, 규제감독당국은 금융기관이 예상 외 손실을 흡수할 수 있도록 위험가중자산의 일정 비율(8%)을 초과하는 자본비율을 유지할 것을 요구하고 있다.¹³⁾ 기존 바젤I 자기자본비율 규제는 차주별 위험가중치가 고정되어 있었으나, 바젤II의 경우 신용위험을 정확히 반영하기 위해 차주별 신용등급에 따라 위험가중치가 변하게 되었다. 이 때문에 호경기에는 차주의 신용위험이 낮아져 위험가중치도 낮아지면서 자기자본 비율이 높아지기 때문에 대출 여력이 증가하나, 불경기에는 반대로 대출 여력

12) Jeong(2009) 참조.

13) 바젤 자본기준은 경기순응적 효과를 가지고 있어 잠재적으로 경기변동을 증폭시킨다는 점이 지적되고 있다(Blum and Hellwig, 1995). 특히, 자본기준은 법정지급준비제도의 역할을 제약하는 경향이 있다. 경기침체기에는 지준이 풍부하게 공급되더라도 자본기준이 강화될 경우 은행은 자본부족을 이유로 대출확대를 자제함으로써 신용경색 현상이 초래될 수 있으며, 호경기에는 중앙은행이 지준공급을 줄이더라도 시장에서 풍부한 자본을 조달하여 신용공급을 늘릴 수 있기 때문이다. 일본의 경험을 보면, 단기금리 중심의 통화정책 수행이 어렵게 되자 2001년 3월 이후 일본은행은 본원통화를 계속 확대 공급하는 양적 완화정책을 지속해 왔다. 그러나 은행의 자본기준 때문에 지준공급이 은행대출로 이어지지 못하고 무위험국채에 투자되거나 초과지준으로 중앙은행에 환수되는 모습을 보여 왔다(Kimura *et al.*, 2002).

이 감소하여 경기순응성이 크게 강화된다. 둘째, 규제감독당국은 금융기관으로 하여금 예상되는 손실에 대해 대손충당금을 적립하도록 규제하고 있는데 이 역시 경기순응성을 강화하고 있다. 호경기에는 부도확률이 낮아져 예상손실률이 낮아지고 불경기에는 부도확률이 높게 인식되므로 금융기관의 대출 여력이 호경기에 증가하고 불경기에 감소하는 방향으로 변동하기 때문이다. 셋째, 금융기관이 부과하는 대출금리마진 역시 경기순응성을 강화하는 요인으로 작용한다. 호경기에는 대출위험이 낮게 인식됨에 따라 금리마진이 낮아져 대출이 늘어나고 불경기에는 신용위험이 높아져 금리마진을 높이게 되어 대출이 축소되기 때문이다. 넷째, 시가평가제도와 레버리지 조정도 경기순응성을 강화하는 요인이다. 시가평가제도에서는 호경기에 자산가격이 상승하면 금융기관의 자산과 자본이 같은 금액만큼 증가하므로 레버리지(자산/자본)가 낮아져 금융기관은 차입을 늘려 대출과 투자를 확대함으로써 신용이 크게 확대된다. 반면에 불경기에 자산가격이 하락하면 금융기관의 디레버리지 과정을 통해 자산가격의 추가 하락을 유발함으로써 신용이 과도하게 축소된다.

이와 같이 규제감독당국이 경기 국면과 관계없이 자본기준, 대손충당금, 금리마진, 시가평가 및 레버리지 등의 건전성 기준을 일률적으로 적용할 경우, 금융시스템의 경기순응성은 더욱 강화되어 신용사이클을 증폭시키게 된다.

(3) 자산유동화시장의 급속한 발달

1980년대 이후 신자유주의체제하에서 금융제도와 규제체제가 국가경쟁력을 좌우하는 중요한 요소로 인식되기 시작하면서 금융선진국을 중심으로 금융규제완화가 광범위하고 지속적으로 그리고 경쟁적으로 가속화되었다. 특히, 1990년대 신흥시장국 외환위기 이후 거의 모든 국가에서 자본거래 자유화가 진행되는 과정에서 환율제도와 외환거래 자유화가 확대되면서 금융부문 규제완화는 전세계적으로 진행되었다.

이와 때를 같이하여 각국의 금융시장구조는 획기적으로 변화하게 되었다. 첫째, 금융산업의 경쟁력을 제고하기 위해 금융선진국을 중심으로 금융업 간 결합화가 크게 진전되었으며, 둘째 자산관리 패러다임이 크게 변모하였다. 즉, 은행을 비롯한 금융기관의 투자패턴이 저축 중심에서 투자 중심으로 변하고, 저축과 투자관련 리스크의 연계관계가 크게 약화되었다. 전통적 은행중개들이 해체되면서 전체 금융자산 중에서 은행예금이 차지하는 비중이 큰 폭으로 감소하는 가운데 금융의 무게 중심이 은행에서 자본시장으로 이동하였다. 그리고 편

드화가 급속히 진행되면서 투자행태도 직접투자에서 간접투자로 바뀌었다. 셋째, 글로벌 금융시장의 통합화가 가속되면서 해외자본거래와 해외투자가 큰 폭으로 증가하였으며, 아시아머니와 오일머니가 대규모로 축적되면서 신흥시장국은 저축(외환보유액)이 급증하는 반면 미국은 경상수지 적자가 심화되는 등 세계경제 불균형이 심화되었다. 넷째, 정보통신기술이 급속히 발달하는 가운데 선진금융기법이 획기적으로 발전하면서 파생금융상품을 비롯한 새로운 금융상품 시장이 폭발적으로 확대되었다. 특히, 유동성 확보와 리스크 분산을 목적으로 자산유동화시장이 급성장하였으며, 유동화기법도 고도로 발전하였다.¹⁴⁾ 지난 20여 년간 이러한 자산유동화와 파생금융상품의 발전은 은행의 채권조달방식과 리스크 관리방식을 크게 변화시켰으며, 이로 인해 그림자은행 혹은 대체은행 시스템이 비약적으로 발전하게 되었다.¹⁵⁾

이러한 자산유동화시장의 급격한 발전은 한편에서는 자산유동화로 금융기관의 재무구조 개선, 현금흐름 및 리스크 관리개선, 자금조달비용 절감, 투자층의 확대뿐만 아니라 경제 전반의 효율성을 크게 높였다. 그러나 다른 한편으로는 은행이 대출채권의 유동화를 통해 대출관련 모든 리스크를 유동화증권 매입자에게 전가시키고 레버리지를 증가시켰으며, 은행의 리스크 부담고리를 크게 약화시켰다. 이와 함께 중앙은행과 상관없이 금융기관 스스로 신용창출이 가능하게 됨에 따라 신용과 자산가격 붐을 유발하는 요인으로 작용하였다. 이러한 유동화시장의 급속한 발달은 미국의 서브프라임 모기지 사태와 글로벌 금융위기를 초래한 근본적인 원인으로 지적되고 있다.¹⁶⁾

미국의 경우 1980년 선순위 모기지론에 대한 금리규제가 폐지되어 저신용등

14) 일반적으로 자산유동화(securitization)란 금융기관이 부동산, 주택저당채권(Mortgage), 매출채권, 유가증권 등과 같은 유동성이 낮으나 시장가치가 높은 자산을 자산유동화전문회사에 매각하고 유동화회사는 동 자산을 기초로 새로운 증권을 발행하여 일반에 매각하는 것을 의미한다. 이러한 자산유동화는 미국의 Fannie Mae가 MBS를 발행한 1970년에 시작되었다고 알려져 있다. 일반적으로 유동화증권은 매입자가 모든 리스크를 부담하게 되나 Fannie Mae와 Freddie Mac이 발행한 증권의 경우 이들이 리스크를 부담한다. 유동화증권에는 자산유동화증권(ABS), 주택저당채권유동화증권(MBS), 신규대출담보부증권(CLO), 신규발행채권담보부증권(CBO), CMO(Collateralized Mortgage Obligation), CDO(Collateralized Debt Obligation), ABCP(Asset Backed CP) 등이 있다. 유동화기법도 발전하여 1980년대 초 이후 구조화(structured)되어 발행된 채권이 지급보증의 정도에 따라 super senior (most protected), senior(protected), junior(most exposed)로 차별화되어 거래되고 있다.

15) 이른바 비은행 금융기관으로 불리는 투자은행, 헤지펀드 등을 말한다. 이들은 기능적으로 은행이 하는 일을 한다. 이들은 채원확보를 위해 증권을 바탕으로 단기차입하거나 은행이나 은행지주회사로부터 단기자금을 빌려서 투자를 한다.

16) Gertchev(2009) 참조.

급 계층의 서브프라임 모기지 이용가능성이 증가하였으며, 1980년대 중반 이후 금리상승과 시장금리형 상품 등장에 대응하여 주택모기지론 등 각종 대출자산을 이용한 자산유동화가 크게 확대되었다. 특히, 1990년대 민주당 클린턴정부가 저소득층에 대한 주택공급을 확대하는 과정에서 Fannie Mae와 Freddie Mac의 서브프라임 모기지 유동화증권(MBS)의 매입허용과 1997년 부동산양도차익에 대한 세율인하조치는 미국의 서브프라임 모기지시장의 폭발적 성장을 가져왔으며, 이와 함께 주택가격의 지속적 상승을 가능하게 하였다. 주택저당채권 유동화증권을 통해 유동성이 낮은 주택 등을 대규모로 유동화시키고, 이렇게 조달한 추가적 유동성은 다시 주택금융시장에 유입되어 모기지론 증가와 추가적인 주택가격 상승을 가능하게 하였으며, 주택가격 상승과 함께 유동성은 더욱 확대되는 악순환을 초래하였다.

그러나 주택가격이 2006년 초부터 하락하면서 미국의 서브프라임 모기지는 부실화되기 시작하여 위기가 본격적으로 시작되었다. 미국에서 불거진 서브프라임 모기지 위기가 곧 유럽을 위시한 전 금융시장으로 파급되면서 글로벌 금융위기가 전 세계적으로 확산되었다. 이는 세계금융시장이 통합되면서 미국에서 발행된 MBS나 CDO가 전 세계 금융회사들의 투자대상으로 되었고, 그 결과 미국 서브프라임 모기지 위기가 전 세계 금융시장으로 파급되었기 때문이다.

(4) 금융기관 및 경제주체의 행태변화

앞에서 살펴본 바와 같이 세계적으로 실물경제가 견실하게 성장하고, 물가가 낮은 수준에 안정됨에 따라 금융선진국을 중심으로 대다수 국가에서 금리수준이 자연스럽게 낮아지는 가운데 정책당국의 기준금리는 장기간 낮은 수준에 머물게 되었다.

이러한 저금리는 필연적으로 과도한 신용팽창을 유발하여 자산가격 상승을 조장하였을 뿐만 아니라 금융기관과 경제주체의 행태를 근본적으로 변화시켰다. 우선 금융기관은 경기가 활황이고 인플레이션이 안정되는 가운데 금리가 장기간 낮은 수준에 유지되었기 때문에, 리스크를 과소평가하게 되어 리스크 회피성향이 감소하고 리스크 인식면에서 이완된 태도를 취해 2000년대 초 이후 금융선진국을 중심으로 금융시스템의 레버리지가 급격히 증가하였다. 이러한 레버리지는 경기호황으로 자산가격이 상승하면서 경기순응성을 보였다. 뿐만 아니라 신용도가 떨어지는 대출채권을 유동화하여 유동화자산 매입자에게 모든 리스크를 전가함으로써 리스크 부담고리를 크게 약화시켰다. 대출자산의 유동

화는 금융기관의 대출심사와 대출채권에 대한 모니터링 유인을 크게 감소시켰으며, 유동화증권의 복잡한 상품설계와 중층화된 거래구조는 투자자들로 하여금 리스크를 제대로 파악하기 어렵게 하였다. 그리고 수익창출을 위해 외형 중심 성장을 중시하는 가운데 고위험 금융자산에 대한 투자를 늘리는 등 공격적 경영전략을 추구하였으며, 단기기업적주의와 심지어 모럴해저드 행태를 보이기도 하였다. 예를 들어, 저금리로 풍부한 단기유동성(단기CP발행)을 이용해 고리스크 장기모기지증권을 무분별하게 매입하는 행태를 보였던 것이다.

한편, 금리수준이 지나치게 낮아지면서 금리의 가격기능이 약해짐에 따라 경제주체들의 리스크에 대한 인식도 크게 낮아지게 되었으며, 결과적으로 과도한 낙관주의와 도덕적 해이가 만연하게 되었다. 금융시장에서 전반적으로 금리수준이 낮아지면 낮아질수록 사람들의 리스크에 대한 태도도 달라지기 때문이다.

3. 기존 정책레짐의 구조

앞에서 살펴본 바와 같이 과거 20여 년간에 걸쳐 경제구조와 금융구조가 획기적으로 변화함으로써 정책당국의 정책환경 역시 크게 변모하였다. 그럼에도 불구하고 통화정책과 규제감독정책은 기존의 전통적인 패러다임에서 크게 벗어나지 못하였다.

통화정책은 물가가 이미 세계적으로 낮은 수준에 안정되어 있는 가운데 소비자물가지수 산정에 문제가 있음에도 정책의 주안점을 주로 소비자물가지수로 좁게 측정되는 물가안정에만 집착하는 모습을 보였다. 물가가 낮은 수준에 안정되어 있는 관계로, 금리수준도 장기간 낮은 수준에 머무는 저금리체제에서 경기회복을 위해 수용적인 완화정책을 추구하다가 경기가 활성화될 때에도 인플레이션 압력이 존재하지 않는다는 이유와, 경기침체를 우려하여 긴축조치를 취하지 않는 소위 비대칭적 통화정책을 펼쳐 왔다. 이러한 결과로 지나친 신용팽창과 함께 자산가격 버블이 초래되었음에도 자산가격 변동에 대하여는 소극적으로 대응하는 모습을 보였다. 이와 함께 금리를 상향 조정하기 어려운 정책환경임에도 금리중시통화정책 운영과 인플레이션목표제를 고수하고 있을 뿐만 아니라 이미 기능과 역할이 크게 바뀐 예금지준제도를 그대로 유지해 왔다.

한편, 규제감독정책은 지금까지 개별 금융기관의 건전성 확보라는 미시적 차원에서 자본건전성 확보에만 주로 관심을 가져왔으며, 금융시스템 전체의 건전성에 대한 관심은 상대적으로 소홀한 면이 없지 않았다. 특히, 규제감독당국은

자본비율, 대손충당금 등의 건전성 기준 준수를 경기 국면에 관계없이 요구하는 과정에서 오히려 금융시스템 전반의 경기순응성을 크게 강화시키는 결과를 가져왔다.

이러한 기존의 정책패러다임은 결과적으로 과도한 신용팽창과 자산가격 버블을 사전에 예방하는 데 실패했으며 반복적인 금융위기를 초래하였다. 결론적으로 기존의 정책레짐은 금융경제구조의 급격한 변화에 적절히 대응하지 못한 결과 신용사이클을 크게 증폭시키고 강화시키는 근본적 요인을 제공하였다. 아래에서는 기존 통화정책과 규제감독정책 구조의 문제점을 차례대로 살펴본다.

(1) 물가안정 위주의 비대칭적 통화정책

기존 정책레짐의 가장 큰 문제점 중의 하나는 통화정책 운용체계가 금리지표를 중시하는 가운데 물가안정 위주로 설계되어 있다는 점이다.

통화정책의 가장 중요한 목표는 물가안정과 금융안정을 달성하여 중장기적으로 국가경제의 안정적인 경제성장을 달성하는 것이다. 중앙은행의 역할에 대한 역사적 배경을 보면, 금융안정 책무는 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. 제2차 세계대전 이후 1950~1970년대까지 각국 정부가 경제성장과 고용증대에 주력하는 과정에서 세계적인 인플레이션 현상을 경험하게 되면서 중앙은행은 물가안정을 가장 중요한 책무로 인식하게 되었다. 이를 반영하여 중앙은행은 통화량을 중간목표로, 지준을 운용목표로 하는 등 주로 양적 지표를 관리하는 방식으로 통화정책을 수행하게 되었다. 이러한 통화정책은 일부 국가에서 경기침체를 초래하기도 하였으나 대체로 물가를 낮은 수준으로 안정시키는 데 크게 기여하였다.

그러다가 1980년대 들어 일반물가가 상대적으로 낮은 수준에서 안정되는 가운데 금융자유화와 금융혁신의 급속한 진전으로 통화량과 실물경제 간의 안정적인 관계가 붕괴되기 시작하였다. 이를 반영하여 대다수 국가의 중앙은행은 1990년대에 들어 단기금리를 통화정책의 운용목표로 하는 금리중시통화정책을 운용하게 되었다. 이와 함께 통화정책의 역할도 물가안정보다는 금융안정에 더 많은 관심을 집중하게 되었다. 이렇게 중앙은행이 금융안정에 초점을 두고 금리중시통화정책을 운영하는 경우 필연적으로 신용공급이 크게 확대될 수밖에 없다. 주지하는 바와 같이 금리중시통화정책은 과거 1950년대와 1960년대에 미

국에서 이미 채택하여 운용한 경험이 있다. 단기금리를 운용목표로 하는 금리중시통화정책체제의 문제점은 경기순응적 성격이 강하기 때문에 인플레이션의 악순환을 초래할 수 있다는 점이다. 실제로 미국에서 이러한 금리중시통화정책을 시행하는 과정에서 금융시장 상황에 초점을 맞춘 경기순응적 통화정책으로 말미암아 1970년대에 세계적인 인플레이션 현상을 경험한 바 있다.¹⁷⁾

1990년대에는 정보통신기술의 발달에 따른 생산성 향상, 경제개방화의 급속한 진전에 따른 물가상승압력 하락, 세계적인 과잉설비 및 그에 따른 과잉공급, 그리고 일부 국가의 경기침체에 따른 디플레이션 우려 등으로 세계물가는 과거에 비해 크게 낮은 수준에서 안정되는 세계적인 저물가 현상을 보였다. 그러나 이러한 물가안정은 경제안정을 보장하지 못한다. 물가수준이 낮은 수준에 안정되어 있는 시기에는 금리도 낮은 수준을 유지하기 때문에 신용이 과다하게 확대되면서 주식 및 부동산 등과 같은 자산가격 버블이 발생·확대·붕괴되는 과정에서 금융시스템이 붕괴되고 경기침체와 부채디플레이션이 발생할 가능성이 커지기 때문이다.

이러한 점에서 최근 들어 대다수 국가의 중앙은행에게는 물가안정도 중요하지만 무엇보다도 자신이 공급한 신용량의 적절한 수축과 자산가격안정을 통한 금융안정이 더욱 중요한 목표로 전면에 부상하였다. 그러나 이렇게 금융안정이 더 중요한 책무로 전면에 대두되고 있는 상황에서 현행 통화정책 운용방식은 물가안정 위주로 설계되어 있을 뿐만 아니라 대다수 중앙은행은 주로 물가안정에 관심을 두어 왔다.

뿐만 아니라 통화량목표제가 붕괴된 1991년 이후 우리나라를 비롯해 여러 나라에서 경쟁적으로 도입한 인플레이션목표제는 과다한 신용확대를 방지하는 데 있어서 구조적인 한계를 가지고 있다. 인플레이션목표제의 논리구조상 지금과 같이 단기적으로 수요 측면에서 인플레이션 압력이 없는 경우 정책금리를 선제적으로 상향 조절하는 것이 어렵기 때문이다. 통화정책이 이와 같이 단기인플레이션 압력에만 초점을 맞추고 신용의 과다팽창에 따른 금융불균형의 축적에 대응하지 않을 경우 중기적으로 금융안정을 확보할 수 없다. 특히, 인플레이션목표제는 실물경제가 전반적으로 안정적으로 성장하고 공급충격이 문제가 되지 않을 때는 중앙은행이 성공적으로 운영할 수 있지만, 최근과 같이 실물경기가

17) 1960년대 말에 밀턴 프리드먼, 칼 브룬너, 알렌 멜처와 같은 통화주의 경제학자들의 이러한 경기순응적 통화정책에 대한 비판이 높아지고 인플레이션에 대한 우려가 증가하면서 미 연준은 금리중시통화정책을 포기하고 통화량목표제를 채택하게 되었다(Mishkin, 2004).

좋지 않은 가운데 원유가격 상승 등 공급충격이 첨예하게 문제가 되는 경우에는 근본적인 한계를 가진다.

결론적으로 최근 들어 금융경제구조의 급격한 변화에 따라 소비자물가지수로 측정되는 일반물가가 낮은 수준에 안정되면서 경기순응적 성격을 가지는 금리 중시통화정책체제와 인플레이션목표제는 금리수단만 가지고 신용확대에 따른 신용과 자산가격 붐을 사전에 예방하는데 있어서 구조적인 한계를 가진다.¹⁸⁾

기존 정책레짐의 가장 큰 문제점 중의 또 다른 하나는 통화정책을 비대칭적으로 운영해 왔다는 점이다.

앞에서 살펴본 바와 같이 대다수 국가의 중앙은행은 물가안정에 관심을 가지고 인플레이션을 낮추고 그 변동폭을 감소시키는 데 크게 노력해 왔다. 이러한 노력으로 중앙은행은 인플레이션 수준과 변동성을 현저하게 낮추는 데 성공하였다. 이와 함께 정보통신기술의 발달에 따른 생산성 향상, 경제개방화와 세계화 및 금융자유화의 진전, 중국의 WTO 체제편입, 기업 간 경쟁격화 등으로 세계적 저물가 현상이 고착화되었다. 이에 따라 통화정책의 긴축 필요성이 크게 줄어들게 되었다. 통화정책이 인플레이션을 낮추는 데 많은 관심을 가지고 있다는 점을 강조하는 가운데서도 실제로 정책금리를 인상하는 경우는 드물어졌다. 경기가 좋지 않을 때는 경기침체에 대응하기 위해 매우 공격적으로 정책금리를 내리고 유동성을 확대하는 등 수용적인 정책을 취하다가, 경기가 좋을 때는 인플레이션 압력이 존재하지 않기 때문에 굳이 통화긴축조치를 취하지 않았기 때문이다. 중앙은행의 철학이 경기팽창기와 경기수축기에 달라져 통화정책의 비대칭적 성격이 크게 강화되었다.

그러나 이와 같은 비대칭적 통화정책은 많은 부작용과 문제를 잉태하였다. 불경기에는 경기회복을 위해 정책금리를 공격적으로 내리는 반면, 경기가 좋을 때 신용이 지나치게 늘어나 자산가격 버블이 발생해도 여러 가지 이유로 금리를 선제적으로 인상할 수 없게 되어, 경제 내의 신용량을 과다하게 팽창시켜 결국 신용과 자산가격 붐버스트 현상을 초래하였다. 더욱이 현재의 어려움을 해결하기 위해 통화완화정책이 있을 것이라는 기대는 경제주체들로 하여금 더

18) 실제로 금리인하에 비해 금리인상은 상대적으로 더 어렵다. 금리인상에는 이해당사자들로부터의 많은 저항이 존재한다. 금융자산, 실물자산과 같은 부가 대규모로 축적되어 있는 오늘날 금리인상은 곧 자산보유자의 자산가치 하락을 의미하기 때문이다. 그리고 부채를 많이 보유하고 있는 가계와 기업뿐만 아니라 국채를 많이 발행하고 있는 정부도 강력한 금리인상 반대세력의 한 가운데 서 있다. 이러한 이유로 미 연준의 경우를 보더라도 금리인하에 비해 금리인상에 훨씬 보수적인 것으로 분석되고 있다(Hu and Phillips, 2002).

크고 더 많은 리스크를 부담할 유인을 제공하였다. 이는 소비자의 과소비를 부추기고, 경제의 리스크 부담 정도를 높여 충격에 취약한 경제시스템을 만드는 데 기여하였다.

각국의 통화당국은 LTCM, 나스닥 붕괴, 러시아 금융위기, 아시아 금융위기, 글로벌 금융위기 등에 대응하여 통화확대정책을 시행할 때 이미 형성되어 문제가 불거지고 있는 금융불균형에 대하여는 전혀 관심을 보이지 않았다. 이러한 통화완화조치는 기존에 존재하는 금융불균형을 더 심화시키고 자산가격을 더 상승시키는 요인으로 작용하였다. 그리고 정책금리를 경기호황기에 올리는 폭보다 경기침체에 공격적으로 더 많이 내리다보니 정책금리는 결국 제로 명목 금리수준까지 내려가게 되었다.

(2) 저금리체제와 통화완화정책

인플레이션율이 세계적으로 낮은 수준에서 안정되면서 각국의 명목금리와 실질금리수준도 장기간 낮은 수준에 머물게 되었다. 특히, 1997년 이후 금융선진국을 중심으로 꾸준한 통화완화정책을 시행하여 실질금리가 대폭 하락하였다. 일본은 1980년대 중반 이후 발생한 부동산 등 자산가격 버블붕괴 과정에서 명목금리가 거의 제로수준으로 낮아졌으며, 미국은 1990년대 말 닷컴버블 붕괴 후 2001년 9.11테러, 실업률 증가, 유가상승, 기업회계부정 등 일련의 충격을 극복하기 위해 9.11 이후 연방기금금리를 11차례에 걸쳐 인하하여 한때 6.5%에 달하였던 페더럴펀드금리를 2001년 12월에는 1.75%로, 2003년 6월에는 45년 만에 가장 낮은 1%까지 인하하였다. 2% 이하의 기준금리시대는 2004년 말까지 거의 3년간 지속되었다.¹⁹⁾

경기침체에 대응한 미국의 이러한 통화확대정책은 세계적인 과잉유동성 현상을 유발하였으며, 이러한 유동성이 신흥시장국으로 유입되는 과정에서 신흥시장 국가들의 통화가치를 높이는 결과를 초래하였다. 신흥시장국들은 이에 대응해서 자국 통화가치 상승을 피하기 위해 대규모 외환시장 개입을 시도했으며, 결과적으로 국내 유동성의 과다팽창을 초래하고 이것이 정책금리의 하락을 가져왔다. 그리고 이렇게 축적된 대규모 외환보유고로 미국 국채를 매입하는 과정에서 미국의 금리상승을 억제함으로써 전반적인 저금리체제가 구축되었던 것

19) 미국의 정책금리가 이같이 오랫동안 낮은 수준으로 유지된 배경에는 그 당시 연준의장이었던 그린스펀이 자리하고 있었다. 그는 과도한 신용으로 자산가격 버블이 최고조에 달해 있을 때도 이를 억제하기 위한 선제적 금리정책보다는 버블붕괴 후 저금리정책을 통한 사후 경기부양을 주장하였던 것으로 알려지고 있다(Krugman, 2009).

이다.

2004년 이후 세계적으로 경제성장률이 높았음에도 불구하고 2005년 중반까지 실질 정책금리는 대부분의 선진국에서 거의 제로수준이었다. 통화정책은 인플레이션에만 관심을 가지고 있었기 때문에 이같이 경기가 좋을 때 정책금리를 인상할 필요가 없게 되었으며, 경기침체로 일자리 상실이 우려될 때는 정책금리를 크게 인하해야 한다는 통념을 가지게 되었다. 이에 따라 정책금리는 일반적으로 낮은 수준에 머물게 되었으며, 통화정책 대응도 경기호황기에는 금리인상을 기피하고 경기가 좋지 않을 때는 큰 폭으로 금리를 낮추는 식으로 비대칭적 통화정책을 수행하였다.

이러한 저금리 통화완화정책은 두 가지 중요한 결과를 초래하였다. 첫째는 물가가 낮은 수준에 안정되어 있는 상황에서 가능하였던 이러한 통화확대정책(great moderation)은 세계적 과잉유동성과 주택가격을 중심으로 한 자산가격 버블을 유발하였다. 둘째는 풍부한 저금리 단기자금을 이용하여 금리가 높은 장기채권에 투자하는 단기차입-장기투자의 행태를 만연시켰다. 이는 장기채권인 모기지 유동화 상품시장으로 자본유입을 유도하는 과정에서 저금리하에서 풍부한 유동성을 이용하여 부동산을 포함한 비유동성 자산을 지속적으로 유동화 하는 요인으로 작용하였으며, 결과적으로 자산유동화시장의 폭발적인 성장을 가능하게 하였다. 그러나 이는 2006년 중반 이후 단기이자율이 상승하여 수익률 곡선이 역전하자 모기지시장에서 심각한 신용경색 현상을 초래함으로써 전반적인 서브프라임 모기지 위기를 유발하는 요인으로 작용하였다.

(3) 자산가격 변동에 대한 소극적 대응

1987년의 세계적인 주가하락을 비롯하여 1980년대 후반 여러 선진국들의 부동산가격 급락, 1994년 채권가격의 폭락, 1990년대 후반 세계적인 부동산가격의 급변동, 그리고 2007~2008년의 미국의 서브프라임 모기지 사태와 세계 금융위기 등 자산가격의 급등락 현상이 빈번하게 발생하였다. 특히, 1987년 10월 미국의 블랙 먼데이 이후 자산가격의 급변동이 금융시장뿐만 아니라 거시경제 전반의 불안요인으로 작용하면서 중앙은행, 국제기구 및 학계 등에서는 자산가격 변동에 대한 통화정책적 대응 필요성과 방식에 대한 논의가 활발히 진행되어 왔다.²⁰⁾

20) 자산가격 변동에 대한 통화정책적 대응에 관련하여 최근에 국제적으로 논의되는 주요한 논점들로는, 첫째 중앙은행이 자산가격 변동성을 감안한 통화정책을 수행하는 경우 인플

자산가격 변동에 대한 지금까지의 전통적 견해는 자산가격 변동이 인플레이션 압력으로 나타날 우려가 있다고 판단되는 경우에만 통화정책을 통하여 자산가격 움직임에 대응하는 것이 바람직하다는 것이었다. 이러한 전통적 견해를 기반으로 미국 연준을 비롯한 대다수 국가의 중앙은행은 자산가격 변동에 대해 소극적인 입장을 취해 왔다. 그린스핀 전 연준의장은 자산가격 버블은 식별하기도 어렵고 설사 식별할 수 있다고 하더라도 이를 억제하기 위한 긴축정책이 자칫 경기침체를 유발할 수 있기 때문에, 선제적 금리정책을 쓰기보다는 거품이 터질 때까지 기다렸다가 거품이 터지면 재빨리 개입해 잔재를 청소하고 경기회복을 위해 이자율을 인하하는 것이 효율적이라는 입장을 견지하였다.²¹⁾

Woodford(1999)는 중앙은행이 통화정책을 운용함에 있어 자산가격의 움직임에 근거한 엄격한 준칙을 적용하는 경우, 자산가격과 실물경제 간의 동조화 현상이 나타나고 시장이 유도하는 대로 정책이 뒤따를 가능성이 높아지는 등 정책의 내생성 문제가 야기될 뿐만 아니라 안정적인 기대형성을 위한 외부기준지표(external anchor)를 제공하기가 어려워질 수 있다고 주장하였다. 그리고 Mishkin(2007)도 중앙은행은 인플레이션과 경제안정에 주로 관심을 가져야 되며, 중앙은행은 주택가격 버블에 대한 정보를 잘 알 수 없을 뿐만 아니라 이자율의 자산가격 버블에 대한 효과는 불확실하기 때문에 자산가격에 선제적으로 대응하는 것은 바람직하지 않다고 주장하였다.

그러나 이러한 자산가격 변동에 대한 중앙은행의 소극적 대응은 금리중시 통화정책, 저금리체제, 통화완화기조, 자산유동화시장의 급속한 발전 등을 감안할 때 구조적으로 신용과 자산가격의 불버스트 현상을 유발하게 되어 있다. 이러한 점에서 중앙은행은 역사적으로 자산가격 버블이 과도한 신용확대와 밀접하게 관련되어 있다는 점을 감안하여 자산가격 버블형성 가능성을 면밀히 분석하고 과도한 신용확대를 사전에 예방할 필요가 있다.

(4) 예금지준제도의 역할 퇴색

앞에서 살펴본 대로 신용조절과 거시경제안정을 위한 통화정책수단으로서 금

레이션, 성장 등 경제적 성과를 확실하게 개선시킬 수 있는 것인지, 둘째 자산가격의 움직임이 장기균형케로부터 얼마나 이탈(misalignment)해 있으며 자산가격 버블을 어떻게 구분해 낼 수 있는 것인지, 셋째 어떠한 자산가격을 기존의 소비자물가지수에 포함하는 것이 바람직한 것인지, 넷째 자산가격에는 장래 소비자물가의 변동을 예측할 수 있는 유용한 정보가 얼마나 포함되어 있는지, 있다면 이를 어떻게 추출할 수 있는지 등이 있다(Cecchetti *et al.*, 2000).

21) Economist, "The trouble with bubble"(2004. 1. 8) 참조.

리의 역할이 크게 제약되고 있는 가운데 그렇다고 마땅한 다른 정책수단이 있는 것도 아니다. 중앙은행 대출은 최종대부자 기능 등 중요한 역할이 있지만 상시수단으로서 기본적인 한계가 있다. 현행 예금지준제도 역시 정보통신기술의 비약적인 발달로 전자지급결제수단의 보급이 확산되는 가운데 은행의 역할과 비중이 축소되고, 은행의 지준회피 활동과 함께 시장성 부채조달 비중이 증가하면서 지준수요가 감소하고 있어 그 역할과 효과가 크게 퇴색하였다.

최근 들어 주요국 중앙은행은 자국 은행의 국제경쟁력을 제고하기 위해 법정지준율을 대폭 인하하거나 법정지준제도 자체를 폐지하기도 하였다. 미국, 일본 등은 예금지준제도가 지급결제 자금수요를 안정시킴으로써 중앙은행의 단기금리 조절능력을 향상시킬 수 있다고 보고 여전히 중요한 통화정책수단으로 이용하고는 있으나 법정지준율을 지속적으로 인하해 왔다. 영국, 뉴질랜드, 호주, 캐나다 등에서는 최근 단기금리를 통화정책의 운용목표로 채택하면서 법정지준제도 자체를 폐지하였다.²²⁾ 더욱이 예금보험제도가 도입됨에 따라 예금지준제도 본래의 고유기능도 의미를 상실해 가고 있다. 더욱이 예금지준제도는 은행권에만 지준을 부과하고 있기 때문에 은행 및 비은행을 포괄하는 금융권 전체의 신용창출을 조절하는 데 기본적인 한계를 가진다.

부채에 지준을 부과하는 현행 예금지준제도는 분명히 규제이기 때문에 왜곡현상과 비용이 따른다. 금융경제구조가 급격히 변화된 현시점에서 이러한 무력화된 규제를 그냥 유지하는 것이 바람직한 것인지, 아니면 이를 대신할 수 있는 새로운 규제를 도입하는 것이 바람직한 것인지를 신중히 검토하고 고민할 필요가 있다.

(5) 자본적정성 확보 위주의 규제정책

규제감독당국은 지금까지 개별 금융기관의 건전성 확보를 위한 규제규율 적용시 현금비율과 유동성 비율기준보다는 오로지 자본기준 준수에만 관심을 집중하는 경향이 있었다. 호경기에는 금융시장에 자금이 풍부하기 때문에 BIS자본비율 준수가 그렇게 어렵지 않은 반면에, 불경기에는 자금이 부족하기 때문에 자본비율 준수를 위한 자금조달이 원천적으로 불가능해 진다. 규제감독

22) 영국의 경우 1981년 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, 1988년에 법정지준제도를 공식적으로 폐지하였다.

당국은 은행산업 전반에 걸쳐 신용위험이 우려할 정도로 높아진 것으로 인식할 경우 대출자산에 대한 심사기준, 자본비율, 대손충당금 등에 대한 규정을 매우 엄격하게 적용하려는 경향을 보이게 되는데, 이 경우 은행은 이에 대응하여 대출규모를 줄이는 수밖에 없다. 그러므로 규제감독기관이 경기 국면을 고려하지 않고 자본기준 준수를 강조하는 경우 경기순응성이 높아지고 이에 따라 신용사이클의 변동폭이 커질 수밖에 없다. 이러한 경기순응성은 회계방식을 시가평가제로 하는 경우 더욱 심화될 수 있다. 시가평가기준 준수는 이번 글로벌 금융위기를 심화시킨 주요 요인으로 지적되고 있다. 그러므로 자본적정성 기준을 엄격하게 준수하게 하는 것도 중요하지만 충분한 유동자산을 보유하도록 하는 것이 시스템 전체로 자산가격 변동을 막아 주는데 도움이 될 것이다.

(6) 미시건전성 중심의 금융기관 규제

금융시스템의 안정을 위해서는 우선 개별 금융기관, 금융시장, 지급결제 시스템의 건전성을 강화하기 위한 전통적인 미시건전성 기준을 준수하는 것이 중요하다. 그러나 이 같은 미시건전성 규제만으로는 금융시스템 전반의 안정을 보장하기 어렵다. 여기에는 이른바 구성의 모순이 있을 수 있기 때문이다. 개별 금융기관에 합당한 기준준수를 요구하는 경우 다른 금융기관도 같이 하게 되면 금융시스템 전체로서는 좋은 결과를 가져오지 못한다. 예를 들면, 시장이 썩 좋지 않을 경우 어떤 금융기관이 위험자산을 매각할 것을 요구 받을 경우 모든 다른 금융기관도 그렇게 하면 그 자산의 시장가격이 낮아질 수밖에 없으며, 결과적으로 보유자산의 가치도 함께 감소하여 모든 금융기관들의 재무상황은 이전에 비해 더 악화되는 결과를 초래할 것이다. 그러므로 금융시스템 전반의 안정을 담보하기 위해서는 미시건전성 기준 이외에 별도의 추가적인 거시금융안정조치가 필요하다.

IV. 새로운 정책레짐의 도입

앞에서 살펴본 금융경제구조 변화는 여러 가지 혜택을 가져다 주기도 했지만 동시에 궁극적으로 경제성장과 안정에 부정적 영향을 미칠 수 있는 신용과 자산가격의 붐버스트 현상을 초래하는 등 심각한 부작용을 초래하였다. 더욱이 통화당국과 규제감독당국의 전통적인 정책패러다임은 이러한 신용사이클을 완

화하는 데 효율적이지 못했으며 오히려 이를 증폭시키고 더욱 강화시키는 역할을 해 왔다.

따라서 우리는 이러한 금융경제구조 변화에 따른 효율상의 이득과 혜택을 누리면서도 과도한 신용팽창과 자산가격 버블과 같은 금융불균형으로부터 초래되는 금융위기나 경제교란을 사전에 방지하기 위하여 새로운 정책레짐을 도입해야 할 것이다. 이것이 바로 현시점에서 우리가 직면하고 있는 중요한 정책적 도전이다.

1. 통화정책 역할의 재조명

지금까지 중앙은행의 가장 중요한 책무는 물가안정이라는 통념이 있어 왔다. 그러나 이러한 통념은 중앙은행으로 하여금 소비자물가지수로 좁게 측정되는 물가안정에만 집착하도록 하는 심각한 오류를 범하게 하였다. 경제의 한 부문에서는 과도한 신용창출로 인플레이션 압력이 작용하고 있으나 다른 부문에서는 개방경제, 생산성 향상 등으로 물가하락 압력이 존재한다. 한 나라 경제 전체로는 물가상승과 하락 압력이 상쇄되어 소비자물가지수로 측정되는 일반물가는 낮은 수준에 안정되는 모습을 보인다. 소비자물가지수 산정에 어려운 문제가 있기 때문이다.

이같이 중앙은행이 가만히 있어도 일반물가가 낮은 수준에 안정되는 경우 물가안정이 유일한 책무인 중앙은행의 역할은 과연 무엇인가? 특히, 유가, 원자재 가격상승 등 공급 측면의 충격이 있을 때 중앙은행은 과연 어느 정도까지 물가안정에 기여할 수 있는가? 현실적으로 물가안정이 유지된다고 해서 경제안정이 반드시 보장되는 것도 아니다. 일반물가가 낮은 수준에 안정되더라도 저금리로 인해 신용이 과도하게 확대되면서 주식 및 부동산 등과 같은 자산가격 버블이 발생·확대·붕괴되는 과정에서 금융위기와 경기침체가 빈번하게 발생할 수 있기 때문이다.

이러한 이유로 오늘날 대다수 국가의 중앙은행에게는 물가안정도 중요하지만, 무엇보다도 자신이 공급한 신용량의 적절한 수축과 자산가격안정을 통한 금융안정이 더욱 중요한 목표로 전면에 부상하고 있다. 중요한 것은 경기침체기와 신용경색기에는 금리를 내려 유동성을 확대하되 경기가 좋아지고 신용이 과도하게 팽창하는 시기에 금리를 선제적으로 인상하지 못하면 금융불균형이 축적됨으로써 궁극적으로는 금융안정이 유지될 수 없다는 점이다.

2. 저금리정책과 통화완화정책 기조의 탈피

미 연준은 최근 금융위기 극복을 위해 0~0.25%라는 사실상 제로금리를 선언하고 무제한적인 양적 완화정책을 시행하고 있다. 제로금리의 경험은 과거 1980년대 중반 이후 일본에서도 있었다.

최근 글로벌 금융위기로 확산된 미국의 서브프라임 모기지 사태는 따지고 보면 장기간의 저금리 유지에 따른 과다유동성으로 시작된 전형적인 신용 및 자산가격 붐버스트 현상이다. 저금리로 촉발된 금융위기를 해소하기 위해 다시 저금리로 대응하는 것은 기본적으로 바람직하지 않다. 금융시스템, 통화정책 및 규제감독 시스템을 전면적으로 개편하지 않고 다시 금리를 과도하게 낮추어 대응하는 것은 또 다른 금융위기를 잉태하는 씨앗을 뿌리는 것과 같다.

당장의 금융위기의 급한 불을 끄기 위해 금리수준을 내리는 것은 불가피한 점이 없지 않으나 이러한 저금리수준이 오래 지속되면 필연적으로 많은 부작용이 발생한다. 한계기업의 구조조정이 제대로 이루어지지 않은 상황에서 금리수준을 과도하게 끌어내려 장기간 유지한다는 것은, 다음 기 금융위기의 씨앗을 뿌린다는 점에서 뿐만 아니라 금리기능을 송두리째 파기한다는 점에서 결코 바람직하지 않다.

금리는 거시경제안정을 위한 것이지만 금융안정을 위한 수단이기도 하다. 일반물가가 낮은 수준에 있을 때는 금리도 낮은 수준에 머물기 때문에 부동산 등 자산가격 버블과 같은 금융불균형이 발생하게 된다. 이러한 금융불균형을 해소하기 위해서는 기본적으로 금리의 가격기능이 정상적으로 작동할 수 있어야 한다. 금리가 가격기능을 정상적으로 수행할 수 있기 위해서는 어느 수준 이상을 유지할 필요가 있다.

지금과 같이 금융안정이 중앙은행의 중요한 책무로 전면에 부각되는 시기에 중앙은행은 과연 이러한 책무를 성공적으로 수행할 수 있는 충분한 수단을 보유하고 있는가? 현행 통화정책운영체계에서는 금리와 지준이 분리될 수 없기 때문에 결국 금리가 유일한 정책수단이다. 금리수단만 가지고는 물가안정과 금융안정 책무를 효과적으로 수행할 수 없다. 금리를 지나치게 낮은 수준에 오래 머물게 하는 것은 금융기관, 경제주체의 리스크 인식을 무디게 할 뿐만 아니라 과다유동성을 유발함으로써 장기적으로 금융안정을 해치는 첩경이다.

그 동안의 잦은 금융위기와 최근의 글로벌 금융위기로부터의 교훈은, 금리수준은 일정한 수준을 유지하면서 신용사이클의 변동폭을 완화할 수 있는 새로운

제도적인 장치를 설계해야 한다는 것으로 요약될 수 있다. 적어도 금융위기와 경기침체기에는 금리수준은 일정한 수준에 묶어 두고 신용경색 완화를 위한 유동성을 충분히 공급할 수 있는 한편, 경기가 과열되어 유동성이 과다하게 팽창될 때에는 거시경제에 무차별적 영향을 미치는 금리수준은 그대로 두고서라도 유동성을 감축할 수 있는 새로운 정책수단이나 제도적 장치를 설계해야 한다. 이러한 점에서 앞으로 통화정책수단과 통화정책 운영방식, 그리고 통화정책의 과급메커니즘 전반에 걸친 재검토와 개편이 있어야 할 것이다.

3. 통화정책과 규제감독정책의 대칭적 수행

거시금융안정을 위한 가장 중요한 원칙은 통화정책과 규제감독정책이 경기순환 과정에서 대칭적으로 수행되어야 한다는 점이다. 재정정책도 경기침체에 대비할 수 있기 위해서는 호경기에 흑자운영을 하는 등 대칭적으로 수행되어야 한다.

통화정책은 대칭적으로 수행되어야 한다. 그래야지 경기가 좋을 때 긴축정책을 통해 과다한 신용창출과 자산가격 버블을 사전에 방지하고 경기침체에 제로금리까지 가게 되는 급격한 양적 완화 필요성을 완화시킬 수 있을 것이다. 앞에서 살펴본 바와 같이 현행의 금리중시통화정책과 인플레이션목표제는 구조적으로 경기순응적 성격이 강하기 때문에 통화정책을 대칭적으로 운영하는데 있어서 구조적인 한계를 가진다. 따라서 앞으로 통화정책을 대칭적으로 수행할 수 있기 위해서는 기준(통화) 등 금리 이외의 새로운 정책수단과 제도적 장치를 강구할 필요가 있다.²³⁾

규제감독정책의 경우에는 금융시스템의 경기순응성을 완화하기 위해 호경기에 더 많은 자본확충과 대손충당금 적립이 이루어지도록 해야 한다. 이렇게 함으로써 경기가 좋을 때 신용이 과다하게 확대되어 자산가격 버블이 발생하는 것을 사전에 방지할 수 있을 뿐만 아니라 경기침체에 자본부족과 유동성 부족에 따른 전반적인 신용경색 현상에 대비할 수 있을 것이다.

이러한 대칭적인 규제감독정책은 실제적으로 다양한 방법으로 수행될 수 있을 것이다. 감독당국이 시스템 위기가 위험수준까지 진전될 가능성이 있다고

23) 유럽중앙은행(ECB)의 두 개의 축(two-pillar) 접근방식은 하나의 좋은 예가 될 것이다. 여기서 통화축(monetary pillar)은 기본적으로 M3증가율을 명목기준지표로 삼아 인플레이션 압력보다는 일반적인 금융과다팽창(financial excesses)을 방지하기 위한 것으로 볼 수 있을 것이다.

어느 정도 신뢰성 있게 판단할 경우에는 현금보유비율, 유동성 비율, 주택담보 대출비율(LTV), 위험가중자본비율, 담보인정비율(collateral requirement), 신용거래증거금율(margin requirement)을 직접적으로 조절하는 재량적인 조치를 취할 수도 있을 것이다. 그러나 감독당국이 경기상황에 대한 판단을 자신할 수 없을 경우에는 개별 금융기관들이 보다 건전성을 확보할 수 있도록 건전성 기준을 대출증가율이나 자산가격 상승률에 연결시키는 방식을 활용할 수 있을 것이다.²⁴⁾ 최근 스페인이 도입하여 운용하고 있는 동태적 대손충당금제도가 좋은 예이다.

4. 자산가격 변동에 대한 적극적 대응

최근 들어 자산가격 버블이 인플레이션 압력을 증대시키고 버블붕괴시 금융불안정을 심화시키는 사례가 늘어나면서 일반물가가 안정되어 있는 시기라 하더라도 금융안정을 위해 자산가격 급변동에 대해 선제적이면서도 적극적으로 대응해야 한다는 주장이 많아지고 있다.²⁵⁾

이들의 입장은 미국, 일본 등 선진국의 경험에서 보듯이 자산가격이 급등한 배경에는 공통적으로 과도한 신용확대 등 확장적 통화금융정책과 관련이 있었다는 점, 버블은 발생하면 반드시 확산·붕괴될 수밖에 없고, 특히 그것이 상당기간 진행된 후 붕괴되면 그에 따른 부작용이 더욱 커지게 된다는 점, 그리고 중앙은행이 자산가격 변동에 적극 대응할 경우 버블발생 가능성 자체를 초기에 낮춤으로써 금융과 거시경제안정을 도모할 수 있다는 점을 반영하고 있다. 특히, 일단 버블경제가 나타나면 통화정책적 대응만으로는 해결이 불가능할 뿐 아니라 금융시스템 전반을 붕괴시키는 등 경제에 미치는 해악이 막대하다는 점에서도, 중앙은행은 자산가격 버블이 발생하는 것을 방지하기 위하여 적극적으로 대응할 필요가 있다고 주장한다.

펠드스타인(Feldstein)은 자산가격 버블이 발생·확산되어 붕괴되면 경제에 큰 해악을 미치기 때문에 버블이 붕괴되도록 방치할 것이 아니라 선제적 통화정책을 통하여 자산가격 버블을 제거하는 것이 바람직하다고 주장한다. 특히, Kent and Lowe(1997)는 자산가격 버블은 주로 신용확대에 기인하므로 중앙은행이 버

24) Goodhart and Danielsson(2001) 참조.

25) 여기에는 Alchian and Klein(1973), Kent and Lowe(1997), Goodhart(1999), Cecchetti, Genberg, and Wadhvani(2002), Borio and Lowe(2002), White(2009) 등이 있다.

블의 자동붕괴를 허용하기보다는 버블이 커지기 전에 통화정책과 함께 규제감독수단을 충분히 활용하여 신용증가와 자산가격 상승의 연결고리를 사전에 차단하는 것이 중요하다는 점을 강조하고 있다. 뿐만 아니라 Cecchetti, Genberg, and Wadhvani(2002)는 중앙은행이 인플레이션 예측과 산출량 갭 외에 자산가격 변동에 대해 대응할 경우 실물부문의 경기변동성을 축소시켜 거시경제 성과를 높일 수 있다고 주장하고 있다. 그리고 Alchian and Klein(1973)과 Goodhart(1999)는 자산가격 변동은 기대인플레이션에 영향을 미치므로 소비자물가지수보다는 자산가격을 포괄하는 광의의 물가지수를 정책목표로 삼아야 한다고 주장한 바 있다. 그리고 White(2009)는 최근 미국 서브프라임 모기지 위기의 원인이 미 연준의 자산가격 버블에 대한 소극적 대응에 기인한다고 지적하고 있다.

그러나 일반물가가 낮은 수준에서 안정되어 있는 경우 중앙은행이 자산가격 상승을 억제하기 위하여 금리를 선제적으로 상향 조정하는 것은 대단히 어렵다. 일반물가가 낮은 수준에 안정된 상황에서 금리를 선제적으로 인상하기 위해서는 경제주체는 물론 정치권, 정부당국, 재계 등을 설득해야 하는 어려움이 존재하기 때문이다.²⁶⁾ 특히, 경기가 좋지 않은 가운데 공급충격이 문제가 되는 경우 자산가격 버블방지를 위하여 선제적으로 금리를 인상하는 것은 거의 불가능하다. 금리인상으로 경기침체가 심화될 경우 모든 책임은 중앙은행이 질 수밖에 없기 때문이다. 이러한 점에서 신용과 자산가격 붐을 사전에 예방할 수 있는 금리 이외의 정책수단을 확보하는 것이 대단히 중요하다.

5. 신용사이클 완화를 위한 새로운 정책수단과 제도의 도입

앞에서 살펴본 바와 같이 현행 금리중시통화정책체제와 인플레이션목표제는 우선적으로 금융시장 상황을 고려해야 하는 관계로 필요시 금리를 선제적으로 인상하는 것이 어렵기 때문에 기본적으로 경기순응적 성격을 가진다. 그러므로 현행 통화정책 수단과 제도로는 신용사이클의 변동폭을 완화하는 데 있어서 구조적인 한계가 있다.

26) 선제적인 통화정책은 자산가격 버블과 금융불균형을 방지하는 데 효과적일 수 있다. 그러나 물가수준이 안정된 상황에서 통화정책을 선제적으로 수행하는 데 있어서는 경제주체는 물론 정치권, 정부, 재계 등을 설득해야 하는 의사소통의 문제가 존재한다(Filardo, 2003). 그러므로 수요 측면에서 인플레이션 압력이 없는 상황에서 자산가격 버블 등 금융불균형을 사전에 방지하기 위해 중앙은행이 선제적 통화정책을 수행하기 위해서는 통화정책의 새로운 역할에 대한 정치사회적 공감대를 넓히는 노력이 필요하다(Crockett, 2003).

이러한 점에서 중앙은행은 금융경제 환경의 혁명적 변화에 대응하여 신용조절 능력을 확보할 수 있는 새로운 수단이나 제도를 도입해야 하는 상황에 직면하였다. 새로운 제도로는 우선 기준부리정책레짐(interest-on-reserves regime)²⁷⁾과 자산준비제도(Asset-Based Reserve Requirements)²⁸⁾의 도입을 검토해 볼 수 있다.

기준부리레짐은 은행의 중앙은행예치금에 이자를 지급하고 이 기준부리금리를 통화정책의 운용목표로 활용하는 통화정책 운영방식이다. 이 방식을 도입하는 경우 금리와 기준이 분리됨으로써 금리정책과 기준정책을 독립적으로 운영할 수 있다. 기준금리(목표금리)를 통해 단기금리를 관리하는 한편, 이와는 독립적으로 공개시장 조작을 통해 금융시스템의 기준(유동성)을 관리할 수 있다.²⁹⁾ 중앙은행이 금리와 기준을 독립적으로 운영할 수 있다면 금리정책은 거시경제 안정 목적으로, 기준정책은 금융안정 목적으로 사용할 수 있을 것이다.³⁰⁾ 예를 들어, 신용경색기에도 목표금리를 과도하게 낮지 않은 적절한 수준으로 유지하면서 기준공급규모를 늘릴 수 있기 때문에 금리의 가격기능을 정상적으로 유지하면서 민간부문의 유동성 부족을 해소함으로써 금융안정을 도모할 수 있다. 한편, 경기침체기나 회복기에 신용이 과다하게 팽창되면 금리수준은 그대로 두고 기준공급 감소를 통해 시중유동성을 줄여 금융안정을 도모하는 것이 가능하다. 호경기에 신용이 과다하게 확대되는 경우에는 당연히 금리도 올리고 기준공급도 줄여 금융안정을 도모하면 될 것이다.

한편, 자산준비제도는 은행의 예금부채에만 기준을 부과하는 예금지준제도 대신 모든 금융기관의 자산에 대해 준비금(reserve)을 부과하고 이를 중앙은행에 예치하는 제도이다. 자산준비제도는 금융부문 전반의 총신용규모와 속도를 효과적으로 조절할 수 있는 새로운 제도적 장치를 제공함으로써 중앙은행이 인플레이션과 디플레이션을 사전에 예방하고 금융안정과 거시경제안정을 효과적으로 달성하는 데 크게 기여할 수 있을 것이다. 특히, 자산준비제도는 부동산 등 자산가격 버블에 효과적으로 대응할 수 있다. 현행 통화정책 운영방식에서는 경기침체기에 과잉유동성에 따른 자산가격 버블을 방지하기 위해 금리를 상

27) Goodfriend(2002), 함정호·서병환(2005) 등을 참조.

28) Palley(2000; 2003), D'Arista(2002), 함정호·서병환(2003) 등을 참조.

29) 현행 통화정책 운영방식에서는 중앙은행은 금리와 기준을 분리시킬 수 없기 때문에 신용경색기에 유동성을 추가적으로 공급하려면 금리도 낮아질 수밖에 없다. 그러나 금리가 오랫동안 지나치게 낮게 되면 금리의 가격기능은 상실된다.

30) Goodfriend(2002) 참조.

향 조절하면 경제 전반에 악영향을 미치게 되어 거시경제안정 목적과 상충될 가능성이 있다. 그러나 자산준비제도에서는 부동산 등 특정 자산시장이 과열양상을 보일 경우 해당 자산을 담보로 한 대출에 대한 준비금이 자동적으로 증가하거나 준비율을 인상하여 자산가격 상승을 효과적으로 관리할 수 있다. 이에 따라 금리정책은 거시경제안정 목적으로 효과적으로 활용할 수 있다.

6. 거시금융안정 프레임의 구축

지금까지 규제감독정책은 개별 금융기관의 안정성을 중시하는 미시건전성 정책에 치중한 나머지 금융시스템 전반의 위험요인을 파악하고 상응한 대책을 마련하는 데에는 소홀한 점이 없지 않았다. 이러한 점에서 새로운 감독정책 패러다임은 어떻게 하면 금융시스템의 경기순응성을 줄이는 가운데 과도한 신용변동과 자산가격 변동을 방지하느냐 하는 소위 거시금융안정에 초점을 모아야 할 것이다. 다시 말해, 개별 금융기관의 건전성 확보 이외에도 금융부문 전반의 신용사이클이 증폭되지 않도록 하는 새로운 관점의 거시금융안정정책, 즉 거시건전성 정책을 강화해야 할 것이다.

거시금융적 관점에서는 다른 부문에서의 영향을 고려하여 금융시스템을 구성하는 개별 금융기관에 대한 규제감독의 정도도 달라져야 할 것이다. 비은행보다는 유동성을 공급하는 은행이 더 많은 관심을 받아야 하고, 작은 금융기관보다 더 큰 금융기관이 더 많은 규제와 감시를 받아야 한다. 자본비율도 기관에 따라 다르게 적용되는 것이 필요하다. 자금공급과 리스크를 전가하는 데 있어서 시장이 점점 중요해짐에 따라 시장감시와 시장에 영향을 미치는 구조적 현상에 대한 관심도 커져야 할 것이다. 최근 금융기관들이 시장에 기반을 둔 여러 서비스에 대한 의존성이 커짐에 따라 개별 금융기관보다는 금융시장 전체의 움직임에 대한 관심도 더 커져야 할 것이다.

규제감독당국은 무엇보다도 금융시스템의 경기순응성을 완화하기 위한 혁신적인 방안을 강구해야 한다. 특히, 건전성 기준 설정에 따른 경기순응성을 완화하기 위해 호경기에 위험이 축적되어 불경기에 실현된다는 인식하에 지나친 외형 확대를 억제함과 동시에 동태적 자본 및 대손충당금제도 등과 같은 경기대응적 제도를 도입해야 한다. 먼저 바젤Ⅱ의 자본규제로 인한 경기순응성을 완화하기 위해 Pillar I의 최소자본과 함께 Pillar II의 완충자본을 호경기에 더 많이 적립해 불경기에 사용하는 동태적 자본규제체도를 도입하고, 호경기에 금융기

관의 과도한 외형 확대를 억제하기 위해 자산이 경제성장률 또는 장기평균보다 빠르게 증가할 경우, 이에 연동하여 완충자본이 늘어나도록 하는 자동안정장치를 도입하는 것도 바람직하다.³¹⁾ 그리고 경기순응성을 줄이기 위해서는 자본비율을 최근 일정 기간 동안의 주요 시스템 요인 변수의 변화율과 연계시키는 것도 바람직할 것이다. 예를 들면, 상업대출에 관련된 자본비율을 GDP증가율에 연계시키고, 재산관련 대출에 대한 자본비율은 자산가격의 증가율에, 주택대출에 관련된 자본비율은 주택가격 상승률에, 그리고 주식보유에 관련된 자본비율은 주식가격 상승률에 연계시키는 것이다.³²⁾

둘째, 현행 대손충당금이 호경기에 줄어들고 불경기에 늘어나는데 대응하여 호경기에 늘어나고 불경기에 줄어드는 동태적 대손충당금제도를 도입할 필요가 있다.³³⁾

셋째, 금융시스템의 경기순응성을 줄이는 또 하나의 방법은 자본비율, 유동성 등과 같은 양적 기준을 이자율마진과 반대로 움직이도록 함으로써 경기활황기에 리스크마진이 장기평균에 비해 떨어지면 양적 기준을 강화하고 경기침체기에는 반대로 하는 것이 필요하다.³⁴⁾

넷째, 앞으로 회계, 신용평가, 가치산정이 모두 시가평가에 의거해 이루어진다면 금융시스템의 경기순응성이 더욱 강화될 것이다. 시가평가로 인한 경기순응성을 완화하기 위해서는 시장가격이 장기추세를 과도하게 이탈할 때는 이를 공정가액으로 인정하지 않음으로써 과도한 시가변동이 대차대조표에 반영되는 것을 유보하는 것도 바람직할 것이다. 또한 시가평가제도는 투자자의 시장규율을 강화하기 위해 시행하되 금융기관의 규제자본 산출에서는 배제하는 방안도

31) 영국 금융감독청(FSA)은 2009년 3월 19일 금융규제관련 개편안(Turner review)을 통해 경기호황기에는 필요자기자본수준(Tier I 비율 4%)을 상회하는 자본금을 자본준비금으로 보유하다가 불경기에 이를 결손보전용으로 활용하는 경기대응적 완충자본금(counter-cyclical capital buffer)제도를 제안한 바 있다. 한국은행 금융안정보고서 13호(2009. 4).

32) Goodhart(2004)는 이러한 조치가 만약 영국에서 주택대출에 적용되었다면 영국의 신용 및 자산가격 붐버스트 현상을 방지하는 데 도움이 되었을 것이라고 지적한 바 있다.

33) 동태적 대손충당금제도는 장래 불경기에 기대되는 은행들의 손실을 예측하여 호경기에 이를 사전적으로 적립하는 제도이다. 지난 2000년 스페인이 도입한 이러한 동태적 대손충당금제도는 글로벌 금융위기에 불구하고 스페인의 금융시장 안정성 유지에 크게 기여한 것으로 평가되고 있다.

34) 대출에 대한 리스크를 잘 관리하기 위해서는 충분한 자본을 유지하는 것도 중요하지만 적절한 이자율마진을 부과해 리스크가격(an appropriate pricing of risk via interest rate margins)을 제대로 측정할 필요가 있다. 만약의 부실대출에 대한 예상손실을 상쇄할 수 있도록 리스크에 상응하는 수익을 확보할 수 있을 만큼의 충분한 이자율마진을 부과해야 할 것이다. 경기활황기에 이러한 이자율마진의 축소는 시스템 전체로 너무 큰 리스크를 감당한다는 것을 의미하기 때문이다.

고려할 수 있을 것이다.

다섯째, 금융기관이 호경기에 자산가격 상승에 따라 레버리지를 확대하는 과정에서 자산가격 변동이 확대되기 때문에 레버리지비율이 자산가격수준에 반비례하도록 규제하는 것도 하나의 방법이 될 수 있다.

여섯째, 규제감독당국은 금융시장의 경기순응성을 완화하기 위해서 통화당국과 긴밀하게 협력해야 한다. 특히, 자본기준의 경기순응성을 줄이는 방법은 통화당국이 경기침체에 자본기준 부과효과를 명시적으로 감안하여 통화정책을 수행하게 되면 자본기준의 경기순응성을 크게 완화할 수 있다. 예를 들어, 경기가 좋지 않을 때 은행시스템 전체로 금융스트레스가 많을 때 중앙은행이 금리를 인하하는 방식으로 통화정책을 수행하면 적정 자본기준 준수의 경기순응적 효과가 상당부분 증화될 수 있다.³⁵⁾

이와 함께 글로벌 금융시스템의 안정유지를 위하여 효과적으로 작동할 수 있는 금융안정이사회(Financial Stability Board)와 같은 국제적 감독기구에서 다양한 금융활동 주체 및 유통되는 금융상품에 공통의 룰과 기준을 부과하고 이들의 효과적인 적용 여부를 감시할 수 있어야 할 것이다.

그러나 문제는 이와 같은 다양한 경기대응적 조치를 도입한다고 하더라도 이것이 궁극적으로 금융기관의 리스크에 대한 태도 및 자금조달 활동에 영향을 미쳐 의도한 정책적 효과를 거둘 수 있을지는 불분명하다.

7. 금융안정관련 공공기관 간의 긴밀한 협조관계 구축

거시금융안정을 도모하기 위해서는 금융안정관련 공공기관 간에 긴밀한 협조관계가 구축되어야 한다. 특히, 이러한 거시금융안정 이슈와 관련해서는 통화당국과 긴밀한 협조체제를 정립해야 할 것이다. 규제감독당국이 지금까지 거시금융안정과 관련된 문제를 다루어 온 경험이 없고 그리 익숙하지 않을 뿐만 아니라 개별 금융기관으로 하여금 거시금융안정을 위해 그들의 이익에 반해 행동하도록 유도할 수단이 없기 때문이다.

신용이 과다하게 팽창하고 자산가격이 급격하게 변동하는 경우에는 먼저 금융안정관련 공공기관이 모두 금융불균형이 발생하고 있다는 점을 분명히 인식하고, 이러한 일치된 견해와 관심을 성명서를 통하여 공동으로 발표할 필요가 있다. 이러한 일치된 관심표명만으로도 채권자와 채무자 모두에게 다시 한 번

35) Cecchetti and Li(2008) 참조.

투자전략을 재고할 수 있는 기회를 준다는 점에서 대단히 중요하다. 이는 어떤 면에서 외환시장 개입의 효과와 유사하다.

이와 같이 유관기관이 공동관심사를 발표하고 난 후 정책대응이 실제로 있어야 한다면, 금융시스템의 건전성에 문제가 있을 경우에는 먼저 건전성 규제가, 금융시스템 자체는 건전하다고 판단됨에도 채무자들의 위험이 증가하는 경우에는 통화정책이 먼저 시행되는 것이 바람직하다. 제도적 차원에서 가장 중요한 문제는 거시금융안정문제가 비협조나 무관심으로 소홀하게 취급되는 것을 방지하는 것이 무엇보다도 중요하다. 관련 공공기관들이 금융불균형이 축적되고 있음을 인식하고서도 누군가 다른 기관이 알아서 필요한 조치를 취할 것이라고 무책임하게 행동해서는 안 된다. 실제로 중앙은행, 규제감독기관, 정부당국 등 금융안정관련 공공기관의 간부들이 모여 상설위원회를 구성하고 시장을 관찰하고 문제점을 식별하는 것이 좋은 방법이 될 것이다.

V. 요약과 결론

1980년대 이후 세계 인플레이션은 낮은 수준에 안정되었으며 그 변동성도 크게 축소되는 가운데 실물경제도 건실한 성장세를 시현하였다. 이와 함께 정보통신기술의 발달과 함께 금융시장이 대내외적으로 자유화되고 금융규제가 획기적으로 완화되는 가운데 금융기법이 고도로 발전하면서 자산유동화시장과 파생금융상품시장이 급속하게 발전하였다. 이 같은 금융경제구조의 변화는 한편에서는 세계적인 물가안정에 따른 저금리체제를 통하여 국내외적으로 과도한 신용창출을 가능하게 함으로써 자산가격 버블을 유발하였으며, 다른 한편에서는 고도로 발달된 자산유동화시장을 통하여 주택을 비롯한 비유동성 자산과 저유동성 자산의 대규모 유동화를 가능하게 함으로써 신용사이클을 크게 증폭시키는 결과를 초래하였다.

그러나 통화당국과 금융규제당국은 전통적인 정책패러다임에 얽매어 금융시스템의 경기순응성을 완화시키지 못했으며, 과도한 신용창출과 자산가격 버블형성을 효율적으로 억제하지 못하였다. 통화당국은 '인플레이션만 통제하면 모든 것이 만사형통'이라고 할 정도로 오로지 물가안정에만 관심을 집중한 나머지 구조적으로 저금리 통화완화정책과 비대칭적 통화정책을 수행해 왔으며, 신용팽창과 자산가격 변동에 소극적으로 대응해 왔다. 이와 함께 금리를 상향 조

정하기 어려운 정책환경임에도 금리중시통화정책 운영과 인플레이션목표제를 고수하고 있을 뿐만 아니라 이미 기능과 역할이 크게 바뀐 예금지준제도를 그대로 유지해 왔다. 한편, 규제감독당국은 미시건전성 규제와 자본적정성 규제에 주로 치중하는 과정에서 오히려 금융시장의 경기순응성을 증폭시키고 강화시키는 역할을 해 왔다.

이러한 금융경제구조 변화와 전통적인 정책레짐은 긴밀한 상호작용을 통해 과도한 신용팽창과 이에 따른 자산가격 버블을 유발하고 결국에는 신용과 자산가격 붐버스트 현상을 초래하였으며, 이것이 금융위기로 발전하면서 심각한 실물경기의 침체를 가져오곤 하였다.

앞으로 신용 및 자산가격 붐버스트 현상을 사전에 방지하고 금융안정과 거시경제안정을 담보하기 위해서는 새로운 정책레짐을 도입해야 한다. 통화당국은 무엇보다도 자신이 창출한 신용량을 효율적으로 조절하여 거시경제를 안정시킬 수 있는 통화정책운영체계를 새로이 설계하고 금리 이외의 새로운 정책수단을 개발해야 한다. 이와 함께 통화당국은 금융경제구조가 지금은 과거와 다르게 획기적으로 변화했음을 인식하고 지나치게 낮은 저금리 통화완화정책기조를 지양하고, 통화정책을 호경기와 불경기에 대칭적으로 수행해야 할 것이며, 자산가격 버블에도 적극적으로 대응하는 새로운 패러다임으로 전환해야 될 것이다. 특히, 통화당국이 금융부문 전체의 신용량을 효율적으로 조절하여 거시경제 안정을 담보하기 하기 위해서는 금리수준을 일정 수준 이상으로 유지하는 것이 무엇보다 중요하다. 이를 위해서는 지준량과 금리를 분리할 수 있는 지준부리 정책레짐이나 자산준비제도와 같은 새로운 제도의 도입을 검토할 필요가 있다.

한편, 규제감독당국은 현행의 미시건전성 규제중심 관행을 탈피하고 금융시스템 전체의 리스크에 보다 중점을 두는 거시건전성 이슈와 균형을 잡을 필요가 있다. 이를 위하여 규제감독당국은 거시건전성 이슈를 중심으로 하는 거시금융안정 프레임을 구축해야 하며, 이러한 거시건전성 이슈와 관련해서는 금융안정이라는 공동의 목표를 달성하기 위해 통화당국과 긴밀한 협조체제를 정립해야 할 것이다.

이와 함께 금융경제구조의 획기적 변화와 함께 새로운 정책패러다임이 필요하다는 것을 일반 경제주체에게도 널리 알리고 설득할 필요가 있다. 규제감독당국이나 통화당국 등 공공부문에서는 새로운 정책패러다임이 필요하다는 것을 인식한다 하더라도 민간부문에서는 이를 인정하는 것이 어려울 수도 있다. 일반적으로 금융이 과다하게 팽창하는 기간이 그들에게는 수익을 확보할 수 있는

시기이기 때문이다. 공공부문이 시장 전체의 집단적인 견해보다 옳다고 주장하기도 어렵다.

따라서 앞서 논의한 여러 새로운 정책레짐이 시행될 수 있기 위해서는 공공교육이 필요하다. 예를 들면, 1960년대와 1970년대는 인플레이션 억제정책에 대한 국민들의 지지가 별로 없었지만 지금은 인플레이션 억제정책이 바람직하다는 것에 대해 거의 모두가 인식하고 있다. 대다수 국가의 중앙은행은 오늘날 금융안정보고서를 발행하고 있다. 이를 잘 이용해 공공교육을 활성화 할 필요가 있다. 신용의 과다팽창 현상을 방지하려는 당국의 명백한 노력은 경제주체의 행태를 변화케 함으로써 신용창출과 투기행태를 자제하도록 유도할 수 있을 것이다. 이는 어떤 의미에서 중앙은행이 실제 인플레이션을 낮은 수준으로 유지하겠다는 공약을 공시함으로써 기대인플레이션을 낮은 수준으로 안정시키는 것과 매우 유사하다.

참 고 문 헌

- 김홍범, “금융안정과 금융시스템관련 공공기관의 역할—협력 및 견제를 중심으로,” 『금융경제연구』 제168호, 한국은행 금융경제연구원, 2003.
- 한국은행, 『금융안정보고서』, 각호.
- _____, 『연차보고서』, 각년호.
- _____, 『통화신용정책보고서』, 각호.
- 함정호·서병한, “통화정책 유효성제고방안: 자산준비제도의 도입,” 『경제분석』 제9권 제3호, 한국은행 금융경제연구원, 2003.
- _____, “통화정책 운용방식 전환에 관한 연구: 지준부리 통화정책레짐의 도입,” 『한국경제연구』 제15권, 한국경제연구학회, 2005.
- 함정호·홍승제, “자산가격 변동과 통화정책: 통화정책 역할변화와 운용방식 및 수단의 적절성,” 『한국경제연구』 제10권, 한국경제연구학회, 2003.
- Alchian, A. and B. Klein, “On a Correct Measure of Inflation,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 5, 1973.
- Bernanke, B.S. and S.C. Lown, “The Credit Crunch,” *Brookings Papers On Economic Activity* 2, 1991, 205~247.
- Blum, Jurg and Martin Hellig, “The Macroeconomic Implications of Capital Adequacy

- Requirements for Banks,” *European Economic Review*, Vol. 39, 739~749, 1995.
- Bordo, Claudio and A. Filardo, “Deflation in a Historical Perspective,” paper presented at the BIS Conference on *Understanding Low Inflation and Deflation*, Brunnen, June 2004, 18~19.
- Bordo, Claudio, Craig Furfine, and Philip Lowe, “Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options,” *BIS Working Papers*, No. 1, March 2001, 1~57.
- 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, July 2002.
- Borio, Claudio and A. Filardo, “Looking Back at the International Deflation Record,” *North American Journal of Economics and Finance* 15, 2004, 287~311.
- Borio, C. and W. White, “Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes,” *BIS Working Papers*, No. 147, 2004.
- Cecchetti, G. Stephen, *Asset Prices and Central Bank Policy*, *ICBM/CEPR Series of Geneva Reports on the World Economy*, July 2000.
- _____, Hans Genberg, John Lipsky, and Sushil B. Wadhvani, “Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework,” *Conference Paper on ‘Asset Price Bubbles: Implication for Monetary, Regulatory and International Policies,’* FRB of Chicago and World Bank, Chicago April 22~24, 2002.
- Cecchetti, G. Stephen and Lianfa Li, “Do Capital Adequacy Requirements Matter for Monetary Policy?,” *Economic Inquiry*, Oct. 2008.
- 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.
- D’Arista, Jane, “Rebuilding the Transmission System for Monetary Policy,” *Financial Markets and Society*, Financial Markets Center, November 2002.
- Economist, “A Survey of the World Economy—The Navigators,” Sep. 25, 1999.
- _____, “The Trouble with Bubble,” January 8, 2004.
- Filardo, Andrew, “Should Monetary Authorities Prick Asset Price Bubbles?,” presented at *the Bank of Korea Conference, Asset Prices and Monetary Policy*,

Seoul, Korea, 2003.

Gertchev, Nikolay, "The Economics of Securitization and the Current Economic Crisis," presented at the *2009 KERI International Conference, The Global Financial Crisis: Who is Responsible, Free Market or Government?*, Korea Economic Research Institute, Seoul, Korea, October 27, 2009.

Goodfriend, M., "Interest on Reserves and Monetary Policy," *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, May 2002.

Goodhart, C. A. E., "Time, Inflation and Asset Prices," *Eurostat Conference*, Aug. 1999.

_____, "Some New Directions for Financial Stability?," *Per Jacobsson Lecture*, London School of Economics, June 27, 2004.

_____, "The Future of Central Banking," *Working Paper*, No. 231, The Bank of Korea, Institute for Monetary and Economic Research, 2005.

Goodhart, C. A. E. and J. Danielsson, "The Inter-temporal Nature of Risk," *23rd SUERF Colloquium on Technology and Finance: Challenges for Financial Markets, Business Strategies and Policymakers*, Brussels, October 2001.

Gramlich, E., "Booms and Busts: The Case of Subprime Mortgages," *Economic Review, Fourth Quarter*, FRB Kansas City, 2007, 105~113.

Greenspan, Alan, *Statements to Congress*, Federal Reserve Bulletin, June 1991.

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.

Jeong, Hyung-Kwon, "The Procyclicality of Bank Lending and Funding Structure: The Case of Korea," presented at the *Bank of Korea International Conference 2009, The Credit Crisis: The Theoretical Perspectives and Policy Implications*, the Bank of Korea, Seoul, June 2~3, 2009.

Kent, C. and P. Lowe, "Asset Price Bubble and Monetary Policy," *Working Paper*, Reserve Bank of Australia, Dec. 1997.

Kimura, Takeshi, Hiroshi Kobayashi, Jun Muranaga, and Hiroshi UgaiKimura, "The Effect of the Increase in Monetary Base on Japan's Economy at Zero Interest Rates: an Empirical Analysis," *IMES Discussion Paper Series*, No. 2002-E-22, The Bank of Japan, December 2002.

- Krugman, P., *The Return of Depression Economics*, W. W. Norton and Company, New York, N.Y., 2009.
- Laidler, David, *Fabricating the Keynesian Revolution*, University of St. Gallen, Cambridge University Press, 1999.
- Mishikin, Frederic S., *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Seventh Edition, Pearson Education Inc., 2004.
- _____, “Enterprise Risk Management and Mortgage Lending,” presented at *the Forecaster’s Club of New York*, January 17, 2007.
- OECD, *OECD Economic Surveys*.
- Palley, T. I., “Stabilizing Finance: The Case for Asset-Based Reserve Requirement,” *Financial Markets and Society*, August 2000, 10~12.
- _____, “Monetary Policy in an Era of Financial Deregulation and Innovation,” *Final Conference Draft*, Open Society Institute, July 2002.
- _____, “Asset Price Bubbles and the Case for Asset-Based Reserve Requirements,” *Challenge*, Vol. 46, No. 3, 2003.
- White, Lawrence, “Federal Reserve Policy and the Housing Bubble,” *Cato Journal*, Vol. 29(10), Winter, 2009, 115~125.
- White, W., “Procyclicality in the Financial System: Do we Need a New Macrofinancial Stabilization Framework?,” *BIS Working Papers*, No. 193, 2006.
- Woodford, M., “Optimal Monetary Policy Inertia,” *NBER Working Paper* No. 7261, 1999a.
- _____, Non-Standard Indicators for Monetary Policy, in N. Gregory Mankiew(ed.), *Monetary Policy*, University of Chicago Press. 1999b.
- _____, “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]

Causes and Effects of Credit Cycle, and Its Policy Implications

Jeong-Ho Hahm*

During the past few decades, the world economy experienced the general reduction in both the level and volatility of inflation, along with the robustness of real economic growth. And financial markets also made a remarkable growth, due to the rapid technological progress and financial deregulation.

With this apparent favorable changes of economic and financial environment, most countries maintained very low interest rate policies for a long time, inducing excessive credit expansion. This has amplified credit cycles, thereby causing credit and asset price boom-bust cycles, accompanied by financial crises in many countries.

Although the policy environment has also been changed profoundly, due to such rapid structural changes of economic and financial system, monetary and regulatory authorities, entrenched by their conventional policy paradigms, have failed to prevent boom-bust cycles of credit and asset price by reducing the volatility of credit cycles.

In this context, this paper tries to examine some structural causes of amplifying boom-bust cycles of credit and asset price, in terms of real economy, financial market, and policy regime. Then, some suggestions are made to a new policy regime that might reduce the volatility of credit cycle, thereby avoiding the boom-bust cycle of credit and asset price.

Keywords: credit cycle, financial crisis, credit control, financial stability, policy regime

JEL Classification: E44, E52, E58, E61

* Professor, Department of Economics, University of Incheon, Tel: (032) 835-8577, E-mail: hahm3531@incheon.ac.kr.