

금융환경 변화와 통화정책 유효성 제고방안*

함 정 호**

최근 들어 금융환경이 급속하게 변화하면서 중앙은행은 단기금리수단만을 가지고 국내 물가안정과 금융안정 달성이라는 기본적 역할을 제대로 수행할 수 없는 심각한 도전에 직면하고 있다. 특히, 금융혁신과 급속한 정보통신기술의 발달은 은행지문 수요의 감소를 초래하였으며, 이는 멀지 않은 장래에 중앙은행의 단기금리 조절능력을 크게 약화시킬 것으로 전망된다. 이와 함께 세계적인 저물가·저금리 상황에서 발생한 과잉유동성은 자산가격 거품의 발생과 붕괴과정을 통해 신용경색과 금융위기를 초래하는 등 금융안정을 심각하게 위협하고 있으며, 나아가 부채디플레이션을 유발할 가능성도 없지 않다.

이러한 점에서 앞으로 중앙은행은 단기금리 조절능력을 확보하는 동시에 자신이 공급하는 신용량을 효과적으로 조절함으로써 금융안정을 달성하기 위해서는 새로운 정책수단이나 혁신적인 통화정책운영체계를 새로이 설계할 필요가 있다.

이 논문은 중앙은행이 단기금리 조절능력을 확보하는 동시에 신용총량을 적절히 조절함으로써 금융안정을 달성하는 데 도움이 되는 대안적인 세 가지 통화정책운영체제인 채널시스템, 지준부리 레짐, 그리고 자산준비제도를 소개하고 이들의 작동원리와 기대효과를 구체적으로 살펴본다.

핵심주제어: 금융안정, 통화정책운영체제, 채널시스템, 지준부리 레짐, 자산준비제도

경제학문헌목록 주제분류: E44, E52, E58, E61

I. 서 론

지난 수십 년 동안 선진국을 비롯한 대다수 국가의 중앙은행은 국내 물가안정, 환율안정, 그리고 금융안정이라는 기본적 역할을 대체로 성공적으로 수행해 왔다. 그 결과 중앙은행은 국민들로부터 과거 어느 때보다도 높은 존경과 신뢰

* 이 논문은 인천대학교 2010년도 자체연구비 지원에 의하여 연구되었다. 한국경제학회와 한국금융학회 세미나에서 유익한 논평을 해 주신 토론자들과 이 논문의 체계와 내용을 개선하는 데 큰 도움을 주신 익명의 두 분 심사위원께 깊이 감사드린다.

** 인천대학교 경제학과 교수, 전화: (032) 835-8577, E-Mail: hahm3531@incheon.ac.kr
논문투고일: 2010. 11. 1 수정일: 2010. 11. 22 게재확정일: 2010. 11. 29

를 받고 있는 가운데 상당한 정도의 독립성과 권한을 확보하는 데 성공하였다.

그러나 최근 들어 정보통신기술의 발달과 함께 세계경제가 급속히 통합되고 있는 가운데 지난 수십 년 동안 금융규제 완화와 금융혁신이 광범위하게 진전되면서 중앙은행을 둘러싸고 있는 불확실성이 그 어느 때보다도 크게 증대되고 있다. 특히, 그 동안 중앙은행이 가장 중요한 목표로 추구해 온 일반물가는 상대적으로 낮은 수준에 안정되어 있음에도 불구하고, 자산가격 급변동, 금융위기 빈발, 원유 및 원자재 가격 등 공급 측면의 충격, 실물경제의 불안정 등이 중앙은행의 통화정책 수행에 커다란 어려움을 던져주고 있다.

중앙은행은 지금까지는 나름대로의 대단한 번영을 누려 왔지만 이러한 금융환경 변화에 따른 도전에 적극적·능동적 그리고 혁신적으로 대응하지 못할 경우 그 미래는 대단히 험난할 것으로 전망되고 있다. 특히, 세계적 과잉유동성과 경기침체가 우려되는 가운데 원유·원자재·곡물가격 상승 등 공급충격이 심각한 문제로 대두되고 있는 어려운 상황에서 중앙은행은 금융 전반의 신용관리와 경기침체에 효과적으로 대응할 수 있는 충분한 정책수단을 보유하고 있지 못하기 때문에, 통화정책을 통해 경기변동을 완화하거나 금융불안정을 사전에 예방하지 못하고 오히려 이를 증폭시키거나 조장하는 경향이 있다는 비판에 직면해 있다.

이러한 점에서 앞으로 중앙은행은 자신이 공급한 은행 및 비은행 금융기관을 포괄한 경제 전체의 신용총량을 적절히 조절할 수 있는 정책수단이나 혁신적인 제도적 장치를 새로이 설계해 내지 못한다면, 지금과 같은 독립적인 통화정책을 통해 국민경제의 성장과 안정에 기여할 수 있는 여지는 매우 좁아질 수밖에 없다.

중앙은행이 주어진 기본적 역할을 성공적으로 수행하면서 생존할 수 있기 위한 최선의 방법은 일찍이 『이코노미스트』지가 갈파한 바와 같이 ‘중앙은행의 역할을 제약하고 생존을 위협하는 요인들을 찾아내고 이에 사전에 대처하는 것’이다.

이 논문에서는 금융환경 변화에 따른 현행 통화정책 운영체계의 문제점과 각국 중앙은행의 대응전략을 살펴본 후 신용량을 적절히 조절함으로써 금융불안정을 사전에 예방하는 동시에 경기변동 완화에도 도움이 될 수 있는 새로운 통화정책 레짐을 모색해 본다.

이 논문의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ절에서는 정보통신기술 발달, 세계경제통합, 금융자유화 및 금융혁신, 그리고 저물가, 공급충격 등 금융환경의 변화를

간략하게 살펴보고, 제Ⅲ절에서 금융환경 변화에 따른 중앙은행의 기본적 역할 수행에 대한 도전을 논의한다. 제Ⅳ절에서는 현행 통화정책운영체계의 문제점을 구체적으로 살펴본 후, 제Ⅴ절에서 금융환경 변화에 따른 각국 중앙은행의 대응전략을 논의한다. 이와 함께 중앙은행 자신이 공급한 신용량을 적절히 조절함으로써 금융불안정을 사전에 예방하는 동시에 경기변동 완화에도 도움이 될 수 있는 대안적인 세 가지 통화정책운영체계인 채널시스템과 지준부리 레짐, 그리고 자산준비제도를 소개하고 이들의 작동원리와 도입시의 기대효과를 살펴본다. 마지막으로 제Ⅵ절에서는 본고의 요약과 결론을 간략하게 정리한다.

II. 금융환경의 변화

최근 들어 정보통신기술의 발달, 세계경제의 통합, 금융자유화 및 금융혁신의 가속화 등 금융환경이 급속하게 변하면서 중앙은행을 감싸고 있는 불확실성이 그 어느 때보다도 크게 증대되고 있다. 특히, 최근 들어 미국발 서브프라임 모기지 사태와 글로벌 금융위기에 따른 세계경제의 하방위험, 원유 및 원자재 가격 상승 등 공급 측면의 충격 등이 중앙은행의 통화정책 수행에 커다란 어려움을 던져주고 있다.

1. 정보통신기술의 발달

초고속통신망, 인터넷 등 정보통신기술의 비약적 발달로 정보와 아이디어가 부의 창출에 보다 중요한 역할을 수행함으로써 산업구조가 전통적인 제조업 중심에서 정보서비스업 중심으로 재편되면서 소비, 생산, 유통 등 모든 경제활동에 혁신을 가져오고 있다. 이와 같은 정보통신기술 발달은 각종 비용을 절감시키고 의사결정을 신속하게 할 수 있게 함으로써 경제 전체의 생산성이 비약적으로 향상되고 인플레이션 압력을 크게 완화하는 요인으로 작용하고 있다.

그러나 이러한 정보통신기술의 발달은 전자상거래를 보편적인 거래방식으로 정착시키는 한편, 전자화폐 등 수많은 전자지급결제수단의 보급을 확산시키는 결과를 초래하였으며, 멀지 않은 장래에 중앙은행과 은행시스템을 경유하지 않는 민간결제시스템의 등장을 가능하게 할 것으로 예상되고 있다.

이와 같은 정보통신기술의 발달은 중앙은행 입장에서 보면 생산성 향상에 따

른 인플레이션 압력 완화로 통화정책 수행을 과거에 비해 용이하게 하는 측면도 있지만, 다른 한편으로는 중앙은행의 주종 제품인 본원통화 수요의 감소를 초래할 가능성이 크다. 본원통화의 지속적인 감소는 중앙은행의 금리조절 능력 약화와 화폐발행수익(seigniorage)의 감소를 야기함으로써 통화정책 운영능력을 제약하고 나아가 중앙은행의 독립성을 손상시킬 가능성이 크다.

2. 세계경제의 통합

정보통신기술의 비약적 발달로 통신 및 정보처리 비용이 크게 감소하면서 시간적·공간적 장벽이 소멸되고 국가 간 무역·투자·금융거래 등의 자유화 및 개방화가 더욱 확대되고 있다. 특히, 자본거래 규제가 급속하게 완화되면서 세계금융시장의 통합도 크게 진전되고 있다.

이러한 세계경제통합의 진전은 무역 및 금융거래를 촉진시킴으로써 한편에서는 자국민의 복리증진과 국내물가의 안정을 가능하게 하고 있다. 그러나 다른 한편으로는 자산가격의 동조화 현상을 심화시키는 등 각국 금융시장 간 상호연계성을 더 한층 높이고 있으며, 환율과 금리의 결정에 있어서도 국제자본시장의 역할이 증대되면서 환율 및 금리의 변동성을 크게 높이고 있다. 이러한 상황에서 국가 간의 거시경제 여건과 금융시스템이 동태적으로 상호 작용하여 경기변동을 증폭시키고, 특히 소규모 개방경제의 거시경제 및 금융부문을 취약하게 만드는 악순환을 초래할 수 있다. 이러한 악순환의 위험은 금융시장이 국제적으로 통합될수록 커진다. 이는 시장의 확대 및 경쟁심화로 인해 금융부문의 신용이 더 큰 규모로 더 빨리 과다하게 팽창될 수 있을 뿐만 아니라, 해외요인 등 경제충격의 원천이 다양해져 경제여건이 더욱 신속히 변화하고 시장이 더욱 빠르게 반응하기 때문이다. 일반적으로 금융규제 및 감독제도를 포함한 금융시스템이 취약할수록 그리고 거시경제정책 기조가 경기순응적일수록 해외자본 유입의 증가에 의해 거시경제 및 금융불안이 증폭될 가능성이 더 높다.

특히, 소규모 개방경제의 경우 국내 경제상황이 양호할 때 해외차입을 통해 손쉽게 자금을 조달할 수 있으나, 경기침체기에는 해외차입이 어려워지고 기존 외채부담도 커져 경기변동이 증폭되는 경향이 있다. 또한 과다한 해외자본 유입은 국내 유동성을 지나치게 팽창시킬 뿐만 아니라 자국통화를 강제로 만들어 국내물가를 안정시키는 요인으로 작용하기도 하지만 자산가격 거품의 발생 및 붕괴과정을 통하여 금융위기의 원인이 되기도 한다.

3. 금융자유화 및 금융혁신의 가속화

정보통신기술의 발달과 함께 세계화의 진전이 국가 간의 경쟁을 심화시키는 가운데 각국은 유리한 고지를 선점하기 위하여 앞 다투어 금융자유화와 금융혁신을 가속화하고 있다. 이에 따라 파생금융상품시장의 확대, 금융의 증권화, 금융기관의 통합 및 대형화, 겸업화가 급속히 진전되고 있으며 외국금융자본의 국내진입이 크게 늘고 있다. 금융규제 완화 및 경쟁격화에 따른 금융기관 도산 위험 증대, 첨단 금융상품의 개발 및 그에 수반되는 리스크 관리능력의 미비 등으로 금융시장에 내재되어 있는 불안정성은 더욱 증대되고 있다. 특히, 최근과 같은 외국인 주식투자자금의 대거 유입은 국내 금융시장의 과다 유동성 팽창의 근원이 되고 있을 뿐만 아니라 이들이 일시에 유출될 경우 금융시장의 안정을 일거에 해칠 수도 있다.

이에 대비하기 위해 금융기관 건전성 감독 및 규제 강화, 국제금융협력체제 강화 등 금융안정을 위한 노력은 지속될 것이지만, 금융자유화와 자본시장의 개방화 진전 등으로 국내외 금융시장의 연계성이 크게 높아짐에 따라 금융충격이 급속히 확산되는 등 금융위기의 발생가능성과 그 전염효과는 더욱 증대될 전망이다.

이러한 금융자유화와 금융규제 완화는 금융시장의 불안정성을 높이고 금융위기의 가능성을 더 크게 함으로써 금융안정 유지라는 중앙은행의 역할을 새로이 부각시키고 있다. 그러나 금융안정이 무엇보다도 중요한 이 시점에서 중앙은행은 과연 이러한 역할을 성공적으로 수행할 수 있는 거시적·미시적 정책수단을 충분히 확보하고 있는가 하는 근본적 문제가 제기되고 있다. 특히, 우리나라와 같이 감독기능이 분리되어 있는 국가의 중앙은행의 경우에는 자신이 공급한 신용량의 적절한 조절과 자산가격 안정을 통한 금융안정을 달성할 수 있는 정책수단이 충분하지 않다. 이러한 점에서 금융안정 유지라는 중앙은행 역할의 중요성을 새롭게 부각시킨 금융자유화와 금융규제 완화는 아이러니컬하게도 오히려 오늘날 중앙은행의 위상과 역할을 크게 약화시키는 결과를 초래하고 말았다.

4. 저물가, 경기침체 및 공급충격 현상의 심화

각국 중앙은행은 그 동안 물가안정을 보다 중시하는 방향으로 통화정책을 수행하여 온 결과 1990년대 들어 물가가 상대적으로 낮은 수준에서 안정됨으로써

통화정책에 대한 신뢰도가 크게 제고되었다. 이와 함께 정보통신기술 발달에 따른 생산성 향상, 세계적 과잉설비 및 과잉공급, 경제개방화, 금융위기에 따른 일부 국가의 경기침체 등으로 인해 세계적인 저물가현상이 시현되었다.

이러한 저물가체제하에서 중앙은행은 통화정책을 어떻게 수행하여야 하는가 하는 심각한 도전에 직면하였다. 사실 물가가 크게 상승하거나 경기가 아주 좋지 않은 경우에는 통화정책 수행이 상대적으로 용이하지만, 물가가 낮은 수준에 안정되어 있는 가운데 경기가 회복될지 말지 불확실한 경우에는 통화정책을 어떻게 운영해야 할지가 그렇게 확실하지 않기 때문이다.

더욱이 이같이 일반물가가 안정된 시기에는 금리도 낮은 수준에 오래 머물기 때문에 부동산과 같은 자산가격 거품이 발생할 가능성이 더 크다. 자산가격 거품발생의 역사적 사례를 보면, 일반물가가 안정된 시기에 신용확대와 함께 자산가격 거품이 많이 발생하였다. 미국의 경우 자산가격의 급등락이 나타났던 대표적인 시기는 1930년 대공황을 전후한 시기와 정보통신기술 혁명이 본격화된 1990년대 중반 이후 시기, 그리고 최근 서브프라임 모기지 사태가 일어난 2006년도 후반 이후로 모두 일반물가가 상대적으로 낮은 수준에 안정되었던 시기이다. 일본의 경우도 일반물가가 상대적으로 낮은 수준에 안정되었던 1986년부터 주가 및 부동산 가격이 본격적으로 상승하여 1989년 말에 정점에 달한 후 1992년까지 급격하게 하락한 여파로 15년이라는 장기 경기침체를 경험하였다.

현 시점에서든 일반물가가 대체로 안정된 가운데 자산가격의 급변동이 금융시장뿐 아니라 거시경제 전반의 불안요인으로 작용할 가능성이 상존하고 있다. 대다수 국가의 경우 아직도 과다하게 공급된 유동성은 부동산 등 자산가격의 상승을 부추기는 요인으로 작용하고 있으며, 이로 인해 형성된 거품이 확대되다가 자칫 붕괴되면 금융시스템이 불안정해지는 가운데 심각한 금융위기와 부채 디플레이션을 초래할 가능성을 배제하기 어렵기 때문이다. 더욱이 최근에는 미국 서브프라임 모기지 사태와 글로벌 금융위기에 따른 소비 및 투자 부진으로 전반적인 세계경제 침체가 우려되는 가운데 설상가상으로 원유·곡물·원자재 가격 상승 등 공급충격이 잇따라 발생하고 있다.

이와 같이 한편에서는 저물가·저금리로 인해 과다하게 팽창한 유동성이 자산가격 거품을 부추기는 가운데 경기침체와 잇따른 공급충격이 발생하는 상황에서 지금까지 수요 측면에서 인플레이션 압력 완화라는 목표에 주력해 온 중앙은행이 물가안정과 함께 금융안정을 동시에 달성할 수 있을 것인지, 있다면 어떻게 달성할 수 있을 것인지는 현재로서는 극히 불투명하다.

Ⅲ. 금융환경 변화와 중앙은행의 역할

주지하는 바와 같이 중앙은행은 통상적으로 세 가지 종류의 안정성 확보를 위하여 노력해 왔다.¹⁾ 첫째는 국내물가의 안정이고, 둘째는 자국통화가치의 대외적 안정, 즉 환율의 안정이다. 그리고 마지막은 금융시스템의 안정이다. 중앙은행의 이러한 세 가지 책무는 독립적이지 않고 서로 상호 관련되어 있다. 예를 들면, 첫째 혹은 셋째를 달성하지 못하면 다른 두 책무를 달성하는 것이 어렵게 된다.

1970년대 이후 정보통신기술의 비약적 발달, 세계금융시장의 통합화 진전, 금융혁신, 금융자유화 및 규제완화에 따른 세계적 유동성 팽창, 이에 따른 자산가격 급변동과 금융위기 빈발, 그리고 저물가체제와 잇따른 공급충격의 발생 등 중앙은행이 직면하고 있는 금융환경은 그야말로 혁명적으로 변화하였다. 그러나 중앙은행이 활용할 수 있는 주요 정책수단은 과거에 비해 크게 개선되지 못하였다. 최근 들어 선진국을 비롯한 대다수 국가의 중앙은행은 전통적 통화정책수단 중 재할인율정책과 지급준비율정책 수단은 통화정책수단으로서의 역할과 유효성이 크게 약화되고 공개시장조작을 통한 단기금리 조절이라는 매우 제한적인 수단을 가지고 있을 뿐이다.

이와 같이 금융환경이 크게 변한 현 시점에서 중앙은행은 단기금리라는 제한된 수단을 통해 국내 물가안정과 환율안정을 동시에 달성하려고 노력하지만 둘을 동시에 달성할 수는 없다. 더욱이 유동성이 과다하게 공급되고 있는 가운데 경기침체와 공급충격이 자주 발생하고 있는 현 상황에서 금리수단만을 가지고 국내물가 안정과 함께 과다한 신용팽창과 자산가격 급상승을 사전에 방지하여 금융안정을 달성하는 것도 어렵게 되었다.

1. 국내물가의 안정

오늘날 중앙은행의 가장 중요한(overriding or primary) 목표가 물가안정의 추구라는 것은 이제 하나의 통념이 되었다. 그리고 선진국을 포함한 대다수 국가의 중앙은행은 사실상 이러한 물가안정 목표를 성공적으로 달성함으로써 국민들로부터 많은 존경을 받고 있다.

1) 이 부분은 Goodhart(2005)를 많이 참조하였다.

그러나 이러한 통념은 중앙은행으로 하여금 소비자물가지수(CPI)로 측정되는 일반물가수준의 안정에만 집착하도록 하는 심각한 오류를 가져왔다. 낮은 소비자물가 상승률이 현실에 있어서 경제 및 금융의 안정을 보장할 수 없기 때문이다.

물가안정이라는 중앙은행의 가장 중요한 목표의 달성이 경제주체로 하여금 과도한 낙관주의를 불러 일으켜 자산가격 거품을 조장하고 있는 가운데 중앙은행은 자산가격 급변동과 디플레이션이 새로운 도전이라는 것을 아직 정확하게 깨닫지 못하고 있다는 지적도 있다. 그린스핀 전 연준 의장은 오랫동안 낮은 인플레이션을 유지하면서 안정적인 성장을 지속할 수 있도록 경제를 잘 운영함으로써 대중적 영웅이 되었다. 그러나 지금은 그 당시의 너무 오랜 동안 지나치게 낮은 명목금리 유지와 과도한 유동성 공급 때문에 현재와 같은 서브프라임 모기지 사태와 뒤이은 금융위기의 단초를 제공했다는 비판을 면치 못하게 되었다.

1970년대의 세계적인 인플레이션 양상은 주로 정치인들의 단기주의와 동태적 비일관성에 기인하였다. 높은 인플레이션을 하향 안정화시키는 것이 단기적으로 매우 고통스럽기 때문에 많은 국가에서 중앙은행에게 물가안정을 가장 중요한 책무로 부여하고 이자율을 신중적으로 조절하는 운영상의 독립성을 부여하게 되었다. 이것이 바로 인플레이션 타겟팅이 등장하게 된 이유이다. 그러나 최근 들어 이러한 인플레이션 타겟팅도 심각한 도전을 받고 있다.

인플레이션 타겟팅은 실물경제가 전반적으로 안정적으로 성장하고 공급충격이 문제가 되지 않을 때는 중앙은행이 독립적으로 운영할 수 있으며, 그 성과는 대단히 성공적일 수 있다. 그러나 물가안정만으로는 경제안정을 보장할 수 없다. 아이러니컬하게도 물가안정을 주요 목표로 하는 인플레이션 타겟팅은 낮은 수준에 안정된 물가와 그에 따른 낮은 명목금리를 가져오고 이것이 신용확대와 자산가격 거품 발생을 조장함으로써 거품붕괴시 심각한 경제적 해악을 초래할 수 있는 근원적인 환경을 만들고 있다. 미 연준이 인플레이션 타겟팅을 채택하였더라도 최근 수 년간 물가상승률이 매우 낮은 수준을 유지하는 상황에서 금리인상조치를 선제적으로 단행하기는 어려웠을 것이라는 시각이 많다. 더욱이 현재와 같이 실물경제가 불안정하고 잦은 공급충격 때문에 비용 측면의 인플레이션이 문제가 되는 경우 인플레이션 타겟팅은 제대로 작동될 수가 없다.

과거 수십 년을 돌아보면 중앙은행으로서는 그야말로 대단한 성공의 기간이라고 말할 수 있다. 그러나 이러한 성공의 상당부분은 우연하게도 그 동안 상

대적으로 우호적인 세계경제 환경에 연유하는 점이 크다. 세계적인 인플레이션의 하향안정과 함께 인플레이션 변동성의 감소, 금리의 하향안정 등은 중앙은행의 인플레이션 타겟팅을 통한 통화정책의 성과를 성공적으로 만드는 데 크게 기여하였다.

그러나 현재 일어나고 있거나 앞으로 전개될 것으로 예상되는 바와 같이 과잉유동성이 문제되는 가운데 실물경제의 성장이 느리거나 만족스럽지 못할 경우, 그리고 원유가격 상승, 원자재가격 상승, 곡물가격 상승 등 공급 측면의 충격이 자주 발생하게 될 때는 인플레이션 타겟팅의 장래는 극히 불투명하다. 이 경우 인플레이션 타겟팅하에서 중앙은행이 이자율을 신축적으로 조절하는 운영상의 독립성을 확보하는 것도 매우 어려운 숙제가 될 것으로 내다보인다.

2. 환율안정

최근 들어 세계화와 경제개방화가 급속하게 진전되면서 통화정책이 환율에 미치는 영향도 불분명해지고 있다. 지금까지는 국내금리가 오르면 환율이 절상된다는 것이 통설이었다. 즉, 금리상승은 자국통화의 평가절상을 초래하고 이에 따른 수입물가 하락은 인플레이션을 낮추는 쪽으로 작용해 왔다. 그러나 최근 들어 대부분의 외국자본 유입이 채권이 아닌 주식투자 관련자금으로 이루어지는 상황에서는 국내금리 상승은 외국자본의 유입보다는 유출을 초래할 가능성이 점점 커지고 있다.²⁾ 이에 따라 최근에는 국내금리의 환율에 대한 영향과 환율의 국내물가에 대한 영향은 모두 불분명하게 되었다.

이러한 문제에도 불구하고 통화정책을 주로 국내물가 안정을 위해 독립적으로 실시하는 국가의 경우, 자본이동에 대한 통제를 해제하는 동시에 환율을 시장수급 상황에 맞추어 자유롭게 변동하도록 허용해야 한다는 데에는 상당한 정도의 의견일치가 있어 왔다.³⁾ 그러나 이러한 국가의 경우 환율에 영향을 줄 수 있는 통화정책 이외의 다른 보완적 수단이 매우 제약되어 있다는 문제가 있다.

환율에 영향을 미치는 통화정책 이외의 보완적 수단으로 가장 잘 알려진 것

2) 최근 국내금리 변동은 ① 금리인상→내외금리차 확대→외국인의 국내 채권투자 증가→외국자본 유입→환율하락(자국통화 강세)요인, ② 금리인상→경기하강→외국인 국내 주식투자 감소→외국자본 유출→환율상승(자국통화 약세)요인의 두 가지 경로를 통하여 환율에 영향을 미친다. 이러한 두 요인은 서로 상충되는 작용을 하는데 우리의 경우에도 자본 유출입이 주식시장 동향에 보다 민감한 것으로 알려지고 있다.

3) 이를 소위 워싱턴 합의(the Washington Consensus)라고 일컫는다.

은 불태화 외환시장 개입이다. 그러나 최근에는 이러한 외환시장 개입 역시 환율에 미치는 영향이 분명하지 않은 것으로 분석되고 있다.⁴⁾ 그리고 자본통제가 없는 경우에는 공식적인 외환시장의 개입규모도 대체로 전체 시장에 비해 비교적 작을 뿐만 아니라 환율의 균형수준을 설정하기도 어렵다. 그뿐 아니라 대부분의 나라에서 외환시장 개입을 결정하는 데에는 국제통화의 전반적인 전략을 담당하는 정부당국과 실제 기술적인 오퍼레이션을 책임지는 중앙은행이라는 두 주체가 개입하기 때문에 시장개입을 어렵게 한다.

결론적으로 자본 유출입이 자유로워 자본이동성이 높을 경우 불태화 외환시장 개입정책의 여지는 매우 좁다.⁵⁾ 현재와 같은 변동환율제도에서 환율의 과도한 변동성 때문에 중앙은행은 매우 어려운 상황에 처해 있으나 실제로 그 변동의 원인을 잘 모르고 외환시장 개입의 효과도 실제로 크지 않기 때문에, 변동성을 완화하기 위한 외환시장 개입을 중앙은행은 별로 달가워하지 않는다. 그리고 외환시장 개입에 대하여는 기본적으로 시장원리에 반하기 때문에 반대하는 분위기가 강한 것도 사실이다.

국제통화제도가 앞으로 단일 달러 기축통화제도에서 2개 혹은 3개 기축통화체제로 갈 경우 환율의 변동성은 훨씬 더 커질 가능성이 크다. 이러한 상황에서 중앙은행으로서 자국통화의 가치(환율)를 안정시킬 수 있는 수단이 부족한 대단히 어려운 상황에 처해 있다.

3. 금융시스템의 안정

최근 들어 소비자물가지수로 측정되는 일반물가가 낮은 수준에 안정되어 있는 가운데 신용이 과다하게 팽창되면서 자산가격 거품이 발생, 확대, 붕괴되는 과정에서 금융위기가 빈번하게 발생하고 있다. 실제로 일본의 자산가격 거품 붕괴 후의 은행위기, 미국의 S&L위기, 스칸디나비아 국가들의 은행위기, 남미

- 4) 자국통화 절하를 방지하기 위한 시장개입에는 기본적으로 이용가능한 외환보유고 규모 때문에 커다란 한계가 존재한다. 반면 중앙은행이나 정부가 외화자산을 축적하는 데에는 별다른 한계가 존재하지 않기 때문에 자국통화 절하보다는 절상을 피하기 위한 시장개입의 경우에는 제약이 적은 편이다. 그러나 이 경우에도 과도한 시장개입은 중앙은행 적자의 원인이 되기 때문에 제약이 전혀 없는 것은 아니다.
- 5) 자본의 자유로운 이동, 환율안정, 통화정책의 독립성 가운데 어느 두 가지는 동시에 달성할 수 있지만 세 가지 모두를 동시에 달성할 수 없다는 “불가능한 삼위일체(impossible trinity)”가 말해 주듯이 자본이동성이 높을 경우에는 불태화 외환시장 개입정책의 효과는 매우 제약적일 수밖에 없다(Calvo, 1991; Frankel, 1994; World Bank, 1997; Glick and Hutchison, 1994, 2000).

의 은행위기, 아시아 금융위기, 최근 미국의 서브프라임 모기지 사태와 뒤이은 글로벌 금융위기 등 수많은 금융위기가 발생하였다.

그리고 앞에서 살펴본 바와 같이 최근 들어 금융시장의 상호 의존성 증가로 일부 국가의 금융위기가 국제적으로 급속하게 확산되는 등 세계금융시장의 불안정성도 크게 증대되고 있다. 이러한 점에서 중앙은행의 금융시스템 안정을 위한 책무와 역할은 그 어느 때보다도 중요해지고 있다.

먼저 금융안정을 위한 중앙은행의 기본적 기능을 보면, 여기에는 금융시스템에 대한 본원통화 공급, 지급결제시스템 관리 및 감독, 그리고 단기 정책기준금리 결정을 위한 화폐시장의 관리 및 작동 등이 있다. 정보통신기술의 발달에 따른 전자지급결제수단의 보급·확산에도 불구하고 이러한 중앙은행의 기본적 기능의 수행능력은 아직까지는 대체로 잘 유지되고 있으며 실제로도 잘 작동하고 있는 편으로 분석되고 있다. 그러나 최근 독립적인 통합 금융감독기구의 등장이라는 세계적인 흐름과 함께 실물경제 불안정에 따른 정부의 개입 여지가 커지면서 은행감독과 규제, 금융위기 관리 측면에서의 중앙은행 역할은 크게 약화되었다.

먼저 은행감독 및 규제문제에 대해 살펴보자. 금융혁신 및 규제완화 등으로 은행과 비은행 금융기관의 구분이 어렵게 되면서 통합 금융감독기구가 등장하여 은행감독권이 상당부분 중앙은행에서 독립된 금융감독기구로 이전되었다. 주요 상업은행의 감독은 중앙은행에 맡겨 정보공동이용과 금융위기 관리를 효과적으로 할 수 있도록 해야 된다는 논의가 있었지만, 미국에서만 이러한 견해가 우세하였을 뿐 영국, 일본, 한국을 비롯한 대다수 국가에서는 전문화된 통합 감독기구가 탄생하면서 은행에 대한 감독 및 규제 역할이 상당부분 중앙은행으로부터 통합 금융감독기구로 이전되었다. 그리고 금융시장 통합이 진전되는 가운데 많은 외국계 은행의 진입과 더불어 국내외 감독기구의 상대적 책임소재를 파악하는 것이 점점 더 어려워짐에 따라 국제적인 감독규제문제도 훨씬 더 복잡해지고 불분명하게 되었다.

이러한 점에서 금융위기가 자주 발생하고 그 영향이 여러 국가에 전염되기 쉬운 현 시점에서 금융안정 유지에 대한 중앙은행의 현재 및 미래 역할은 국내 외적으로 대단히 불확실하다. 특히, 은행감독과 금융위기 관리 측면에서 감독권이 없는 중앙은행의 기능과 역할이 앞으로 어떻게 정립되어야 하는지는 현재로서는 극히 불투명한 상황이라고 하겠다.

한편, 금융안정을 위한 중앙은행의 최종대부자 기능에 대해서도 중앙은행의

빈번한 개입이 금융기관의 도덕적 해이를 증대시키고 오히려 금융시장의 안정을 저해한다는 비판이 제기되고 있다. 금융시장의 상호 의존성이 커지고 금융기관 간 업무영역이 모호해짐에 따라 중앙은행의 최종대부자 기능대상이 은행에서 비은행 금융기관까지 확대되고 있다는 점도 이러한 비판의 주요 논거가 되고 있다.⁶⁾ 특히, 구제금융을 통한 중앙은행의 빈번한 개입은 중앙은행이 금융시스템 붕괴에 대해 종전보다 더 두려워하고 있다는 인식을 확산시켜 금융기관의 도덕적 해이를 증폭시킴으로써 위기발생 가능성을 오히려 증대시키는 결과를 가져올 가능성이 있다. 미 연준의 경우 1978년 주가폭락, 1990년대 신용경색, 1998년 러시아 지급유예 선언, LTCM 파산위기, 최근의 서브프라임 모기지 사태 및 뒤이은 금융위기 등 위기마다 금리를 인하하고 유동성을 큰 폭으로 공급함으로써 위기를 성공적으로 수습하였다. 그러나 한편에서는 시장참가자들이 중앙은행의 능력을 과신하거나 과대평가하는 결과를 가져와 오히려 도덕적 해이가 심화되고 미래에 더 큰 금융불안정을 초래할 위험성을 증대시키고 있다는 지적을 받고 있다.

이와 함께 국제금융 거래규모 증가와 자본시장의 통합화 진전으로 한 국가의 중앙은행정책만으로 금융안정을 유지하기도 어렵게 되었다. 각국 중앙은행은 상호 의존적인 국제금융제도의 안정성에 대해 공동책임이 있으며 향후 직면하게 될 도전에 대처하기 위해 중앙은행 간 협조체제의 강화, 지급결제제도의 정비, 국제통화기금(IMF), 국제결제은행(BIS) 등 국제금융기구와의 긴밀한 협조체제를 구축해야 할 것이다.

우리나라의 경우도 개정된 한은법에는 금융안정에 대한 명문조항이 없지만 중앙은행은 금리안정화정책을 비롯해 최종대부자 기능, 지급결제시스템 관리감독 등 금융시스템의 안정에 직·간접적으로 관련되어 있기 때문에 적극적인 역할과 책임을 떠맡아야 한다. 왜냐하면, 지급결제제도나 금융시스템이 불안정해지면 거시경제가 불안정해질 뿐 아니라 거시통화정책 자체도 작동할 수 없기 때문이다. 중앙은행은 통화정책뿐만 아니라 지급결제제도와 화폐시장과 직접적으로 관련되어 있기 때문에 개별 은행의 감독으로부터 정보를 필요로 한다. 그리고 이러한 정보는 최종대부자 기능과 관련되어 있기 때문에 은행위기 해결을 위해서도 필요하다. 이러한 이유로 금융감독기구, 중앙은행, 정부는 긴밀하게

6) 미 연준은 서브프라임 모기지 사태에 따른 금융위기의 진정을 위해 지난 2008년 3월 17일부터 투자은행과 증권사 등 20개 프라이머리 딜러를 대상으로 재할인 창구를 통한 대출을 실시한 바 있다. 지금까지 상업은행들만 대상으로 했던 재할인창구를 프라이머리 딜러들로까지 넓힌 이 조치는 1930년대 대공황 이후 처음 실시되는 것으로 알려지고 있다.

협조하고 견제하는 가운데 정보를 공유하고 위기를 공동 관리해야 할 것이다.⁷⁾

IV. 현행 통화정책운영체계의 문제점

지난 수십 년 동안 중앙은행은 국내 물가안정, 환율안정, 그리고 금융시스템 안정이라는 기본적 역할을 대체로 성공적으로 수행해 왔으며, 그 결과 상당한 정도의 독립성과 권한을 확보하였으며 국민들로부터도 다른 어떤 정부기관보다도 높은 존경과 신뢰를 획득하는데 성공하였다.

그러나 앞에서 살펴본 바와 같이 정보통신기술의 발달, 세계경제의 통합, 금융의 세계화 및 자유화, 규제완화 등 금융환경의 획기적 변화와 함께 중앙은행은 기본적 역할도 제대로 수행하기 어려운 매우 심각한 도전에 직면하고 있다. 아래에서는 금융환경 변화에 따라 제기되는 현행 통화정책 운영방식과 관련된 주요 문제점을 구체적으로 살펴본다.

1. 통화정책 자주권의 상실

세계경제의 통합화 및 금융의 세계화 진전, 경제공동체 형성 등으로 멀지 않아 중앙은행 통화정책의 자주권(sovcreignty)이 제약되거나 상실될 가능성이 커지고 있다. 특히, 국제자본이동 규모의 확대로 환율의 변동성이 크게 증대되고 있기 때문에 독립적인 통화정책을 통해 대내외 균형을 동시에 달성하기가 더욱 어려워지고 있다. 독립적인 통화정책을 통해 국내 물가안정을 달성할 수 있는 능력이 없거나 취약한 소규모 개방경제의 경우는 고정환율제도를 채택하든가, 통화위원회제도(currency board), 달러화경제권(dollarization)에 편입되거나 혹은 지역 통화연맹에 가입해야 할 것이다. 유럽 중앙은행(ECB)의 예에서 보듯이 지역경제통합이 진전될 경우 개별 국가 중앙은행의 역할은 크게 위축될 것으로 전망된다.

또한 세계경제통합의 진전으로 거시경제정책에 대한 국제적 협조의 필요성이 증대되고 있는 점도 중앙은행의 독자적인 통화정책을 제약하는 요인으로 작용하고 있다. 그리고 한편에서는 일부 학자들은 벌써부터 금융시장의 양적·질적 고도화로 시장의 자율적인 조절기능이 크게 제고됨에 따라 중앙은행이 금리조

7) 이에 대한 더 자세한 논의는 김홍범(2003) 참조.

절기능을 계속 담당하는 것이 타당하지 않으며 자금수급의 변화에 따라 금리가 조절되는 자유시장통화제도(free-market money system)가 더 바람직하다고 주장하고 있다.⁸⁾

우리나라의 경우 그 동안 급격한 환율등락 추세를 방지하기 위하여 정부와 중앙은행이 환율안정에 많은 노력을 기울이는 과정에서 우리의 통화정책운영체제가 인플레이션 타겟팅인지 아니면 환율 타겟팅인지를 분간하지 못하게 만들었다. 뿐만 아니라 환율안정을 위해 외환시장에 개입하는 과정에서 불가피하게 통화안정증권을 과도하게 많이 누적시켰고 그 결과 중앙은행은 몇 년 전부터 계속 적자를 내는 상황에 처한 적도 있었다. 한때 통안증권 잔액이 150조나 누적된 상황에서 과연 국내 통화정책을 독립적으로 수행하는 것이 가능한 것인지에 대한 근본적인 문제가 제기되기도 하였다. 이러한 맥락에서 어떤 이는 벌써 오래 전부터 우리나라가 달러화제도를 채택하는 방안을 검토할 필요가 있다는 의견을 피력한 바도 있다.

앞으로 미국의 금융위기 이후 국제통화체제를 개편하는 과정에서 만약 현행 단일 달러기축통화제도가 2~3개 기축통화체제로 전환될 경우 환율의 변동성은 훨씬 더 커질 가능성이 높다. 이럴 경우 중앙은행은 환율안정을 위한 수단이 크게 부족한 상황에 처하게 되어 통화정책의 자주권을 완전히 상실할 가능성을 배제할 수 없을 것이다.

2. 통화정책 역할의 변화

전통적으로 대다수 국가의 중앙은행은 통화가치안정과 금융안정이라는 두 가지 책무를 수행해 왔다.⁹⁾ 중앙은행의 통화정책이 경제성장에 대한 가장 중요한 기여는 물가안정과 금융안정을 달성하여 중장기적으로 국가경제의 안정적인 경제성장을 달성하는 것이다.

중앙은행의 역할에 대한 역사적 배경을 살펴보면 금융안정 책무는 물가안정 책무에 비해 훨씬 오래된 것이었다. 19세기에 근대적 중앙은행으로 정착한 영란은행과 20세기 초에 설립된 미 연준도 당초 금융안정에 주력하였으며, 현재와

8) 일부 자유시장주의자들은 최근 미국의 금융위기는 연준의 저금리정책으로 대표되는 개입주의가 초래한 폐해라고 지적하고 있다(*Economist*, 1999. 9).

9) 여기서는 통화안정(monetary stability)을 통화가치의 대내외적인 안정으로 정의하나 물가안정과 같은 의미로 사용한다. 금융안정(financial stability)은 금융시장의 안정과 금융기관의 안정을 포괄한다.

같은 물가안정 책무는 그 이후에 이러한 금융안정 책무 위에 접목된 것이었다.

제2차 세계대전 이후 1950~1970년대까지 각국의 정부는 경제성장과 고용증대에 주력해 왔는데, 이러한 과정에서 세계적인 인플레이션 앙등현상을 경험하게 되면서 중앙은행은 통화가치안정을 통한 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 기여한 것도 사실이다.

그러다가 1980년대 들어 일반물가가 상대적으로 낮은 수준에서 안정되는 경향을 보이는 가운데 금융자유화와 금융혁신의 급속한 진전으로 통화량과 실물경제 간의 안정적인 관계가 붕괴되기 시작하였다. 이를 반영하여 대다수 국가의 중앙은행은 단기금리를 통화정책의 운용목표로 설정하게 되었다.

1990년대에 들어서는 정보통신기술의 발달에 따른 생산성 향상, 경제개방화의 급속한 진전에 따른 물가상승 압력 하락, 세계적인 과잉설비 및 그에 따른 과잉공급, 그리고 일부 국가의 경기침체에 따른 디플레이션 우려 등으로 세계 물가는 과거에 비해 크게 낮은 수준에서 안정되는 세계적인 저물가현상을 보였다.

그러나 이러한 물가안정은 금융안정을 촉진하지만 금융안정을 반드시 보장하지 못한다. 물가수준이 낮은 수준에 안정되어 있는 시기에는 금리도 낮은 수준을 유지하기 때문에 신용이 과다하게 확대되면서 주식 및 부동산 등과 같은 자산가격 거품이 발생, 확대, 붕괴되는 과정에서 금융시스템이 붕괴되고, 금융위기와 부채디플레이션이 발생할 가능성이 커지기 때문이다.¹⁰⁾

이러한 점에서 대다수 국가의 중앙은행에게는 최근 들어 물가안정도 중요하지만 무엇보다도 자신이 공급한 신용량의 적절한 수축과 자산가격 안정을 통한 금융안정이 더욱 중요한 목표로 전면에 부상하였다.

우리나라의 경우도 금융안정이 더 중요한 책무로 전면에 대두되고 있는 이러한 상황에서 두 가지 이슈가 제기되고 있다. 첫째는 일반물가가 이와 같이 대

10) 특히, 일반물가가 낮은 수준에 안정된 시기에 자산가격 거품이 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·고위험 자산에 대한 투자를 확대하는 과정에서 자산가격 거품이 발생하게 된다.

체로 낮은 수준에 안정되어 있는 시기에 물가안정 위주로 설계되어 있는 현행 통화정책 운영방식이 과연 적절한가 하는 문제이고, 둘째는 통화정책의 역할이 물가안정과 금융안정을 함께 포괄하고 있다면 중앙은행은 이러한 역할에 상응하는 거시적·미시적 정책수단을 적절하게 확보하고 있는가 하는 문제이다.

3. 자산가격 변동과 통화정책

1930년대 미국의 대공황, 1990년대 중반 이후 미국의 IT 버블, 1980년대 중반 일본의 부동산 버블, 그리고 최근의 미국 서브프라임 모기지 사태 등의 사례에서 보듯이 일반물가가 안정된 시기에 신용확대와 함께 자산가격의 급변동이 금융시장뿐 아니라 거시경제 전반의 불안요인으로 작용하는 일이 빈번하게 발생하고 있다. 이러한 점에서 중앙은행, 국제기구 및 학계 등에서는 자산가격 변동에 대한 통화정책적 대응 필요성과 방법에 대한 논의가 활발히 진행되어 왔다. 그러나 자산가격 변동에 대한 통화정책적 대응이 필요하다는 데에는 일반적 합의가 이루어지고 있으나 그 대응방법에 있어서는 상이한 견해가 존재한다.

일부 학자들은 자산가격 상승이 장래 인플레이션 압력으로 나타나는 한도 내에서만 자산가격 움직임에 금리조절로 대응하는 것이 바람직하다는 간접적 대응입장을 주장하고 있다.¹¹⁾ 기본적으로 자산가격 거품의 식별이 어렵고 금리조정은 특정 자산시장뿐 아니라 경제 전반에 광범위하게 무차별적으로 영향을 미치기 때문이다. 당시 연준 의장이었던 그린스펀도 수시로 자산가격 평가의 불확실성을 강조해 왔으며 중앙은행이 적절한 금리인상을 통해 거품을 잡을 수 있다고 생각하는 것은 환상이며 선제적 통화정책을 펴더라도 거품만을 구분해 잡아내는 것은 불가능하다고 주장해 왔다.

그러나 최근 들어 자산가격 거품이 인플레이션 압력을 증대시키고 거품붕괴가 금융불안정을 야기하는 사례가 늘어나면서 일반물가가 안정되어 있는 시기에 하더라도 금융안정을 위해 자산가격 변동에 대해 선제적이면서도 적극적으로 대응(leaning against the wind)해야 한다는 주장이 확산되고 있다.¹²⁾

11) 대표적인 지지론자들은 Greenspan(2000), Bernanke and Gertler(1999), Batini and Nelson(2000), Smets, Goodhart, and Hofmann(2001), Woodford(1999) 등이 있다.

12) 대표적인 지지론자들은 Kent and Lowe(1997, 2003), Alchian and Klein(1973), Goodhart(1999), Cecchetti *et al.*(2000, 2002, 2003), Borio and Lowe(2002), Bordo and Jeanne(2002), Bean(2003), Crockett(1999, 2003), Borio, English, and Filardo(2003), Filardo(2003) 등이 있다.

어떤 학자는 주택가격 등 자산가격 변동을 목표물가지수에 반영하여 적극적으로 관리할 필요가 있다고 주장한다. 그러나 여기에는 다양한 자산가격을 목표물가지수에 어떻게 반영해야 하는가 하는 어려운 문제가 있다. 주가, 환율, 주택가격 등을 어떻게 하나의 지수로 구성하느냐 하는 문제가 결코 쉽지 않기 때문이다. 그리고 어떤 자산가격은 목표물가지수에 들어가고 어떤 것은 안 들어간다면 여러 자산가격 변동에 어떻게 대응하느냐 하는 문제도 있다.

또 다른 학자들은 자산가격 거품은 주로 신용확대에 기인하므로 거품이 커지기 전에 조기에 긴축정책과 함께 금융규제감독정책을 충분히 활용, 신용증가와 자산가격 상승의 연결고리를 사전에 차단할 필요가 있다고 주장한다(Kent and Lowe, 1997). 선진국의 경험에서 보듯이 자산가격이 급등한 배경에는 공통적으로 확장적 통화신용정책이 존재하며 자산가격 거품 이면에는 항상 과다한 신용확대가 존재하고 있기 때문이다. 그리고 자산가격 거품은 발생하면 반드시 확산, 붕괴될 수밖에 없고 그것이 상당기간 진행된 후 붕괴되면 통화정책적 대응만으로는 해결이 불가능할 뿐 아니라 금융시스템 전반을 붕괴시키는 등 경제에 미치는 잠재적 비용이 너무나 크기 때문이다.

그러나 일반물가가 낮은 수준에서 안정되어 있는 경우 중앙은행이 자산가격 상승을 억제하기 위하여 금리를 선제적으로 상향조정하는 것은 대단히 어렵다. 일반물가가 낮은 수준에 안정된 상황에서 금리를 선제적으로 인상하기 위해서는 경제주체는 물론 정치권, 정부당국, 재계 등을 설득해야 하는 어려움이 존재하기 때문이다.¹³⁾ 특히, 경기가 좋지 않은 가운데 공급충격이 문제가 되는 경우 자산가격 거품방지를 위하여 선제적으로 금리를 인상하는 것은 거의 불가능하다. 더욱이 경기가 좋지 않은 가운데 공급충격이 문제가 되는 경우 자산가격 거품방지를 위한 선제적 금리인상으로 경기침체가 심화될 경우 모든 책임은 중앙은행이 질 수밖에 없기 때문이다. 따라서 거시정책수단인 금리수단만 보유하고 있는 중앙은행으로서 자산가격 변동을 완화하여 금융안정을 도모할 수 있는 수단이 태부족한 상황이다.

통화정책의 역할을 소비자물가지수 기준 중장기 물가안정으로 정의한다면 한

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

목표에 한 개의 수단(one instrument to hit one target)으로 단순성, 투명성, 이론적 측면에서 모든 것이 명료하다. 그러나 물가안정과 금융안정이라는 복수목표를 포함할 경우 한 개의 수단인 금리만으로 이들 두 목표를 동시에 달성하는 것이 어렵게 된다.

이러한 점에서 중앙은행은 물가안정과 함께 금융안정을 동시에 달성하기 위해서는 신용량이 과다하게 팽창하는 것을 조절할 수 있는 금리 이외의 추가적 정책수단을 확보하는 것이 무엇보다 중요하다.

4. 신용관리를 위한 제도적 장치의 부재

과거 금융시스템은 은행·비은행 업무영역 규제, 금리규제, 신용규제, 자본이동 규제, 유동성 규제 및 법정지준 등 각종 규제 또는 양적 관리에 의해 크게 지배를 받아 왔다. 이러한 금융시스템의 하부구조를 바탕으로 중앙은행은 지준을 독점적으로 관리하여 통화 및 신용, 금리를 조절함으로써 통화정책이 효과적으로 파급될 수 있었다. 또한 이 같은 규제수단은 과다한 신용팽창을 체계적으로 방지하고 개별 금융기관의 건전성을 도모하는 등 금융안정에도 크게 기여하였다.

1980년대 초까지만 해도 대부분의 국가에서 과다한 신용팽창을 제어할 수 있는 제도적 장치가 일부 존재하였다. 예를 들면, 초기단계에서는 금분위제도를 통해 신용공급 자체가 매우 엄격하게 조절되었으며, 금분위제도가 붕괴된 이후에는 브레튼우즈체제하의 고정환율제도가 과다한 신용창출을 방지하는 하나의 명목기준지표(nominal anchor) 역할을 수행하였다. 그러다가 브레튼우즈체제가 무너진 이후에는 통화량목표제(monetary targeting)가 이러한 역할을 수행함으로써 금융시장의 신용공급이 어느 정도 조절될 수 있었다. 때로는 비록 자원배분에 심각한 왜곡을 가져오기도 하였지만 급격한 신용순환을 방지하기 위해 신용공급 과정을 직접적으로 규제하는 엄격한 규제조치가 취해지기도 하였다.

그러나 1980년대 중반 이후 대부분의 국가에서 금융규제 완화와 금융혁신 등이 급속하게 진전되면서 신용창출을 효과적으로 제어할 수 있는 장치가 하나 둘씩 사라졌다. 이러한 결과는 소비자물가로 측정되는 일반물가가 안정되는 가운데 과도한 신용확대 현상을 초래하였다. 특히, 통화제도가 금분위제도에서 관리통화제도로 바뀌면서 신용량 조절에 도움이 되는 외부기준지표(exogenous anchor)가 사라지고, 금융제도의 획기적 발달과 함께 은행 및 비은행의 신용창

출 능력과 탄력성이 크게 증대되는 가운데 통화의 내생성과 금융시스템의 경기 순응성이 강화됨에 따라 통화당국의 통화 및 신용 조절능력이 크게 약화되었다. 더욱이 은행의 경우 신용창출 과정에서 지준이 부과되지 않는 시장성 부채의 역할이 커지고 비은행 금융기관은 기본적으로 지준규제를 받지 않는 부채를 재원으로 신용을 창출하기 때문에 통화 및 신용공급이 통화정책보다는 시장의 힘에 의해 좌우되는 경향이 강해졌다.

이와 함께 통화정책의 역할이 물가수준을 낮게 유지하는 것으로부터 인플레이션을 안정시키는 방향으로 전환되었을 뿐 아니라, 통화정책 운영방식이 양적 지표인 지준이나 통화량을 운용목표로 하는 통화량목표제에서 가격지표인 단기금리를 운용목표로 하는 금리중시 통화정책으로 전환되면서 신용량을 효과적으로 제어하는 메커니즘이 더욱 취약하게 되었다.

뿐만 아니라 통화량목표제가 붕괴된 1991년 이후 우리나라를 비롯해 여러 나라에서 경쟁적으로 도입한 인플레이션 타겟팅은 과다한 신용확대를 방지하는데 있어서 구조적인 한계를 가지고 있다. 인플레이션 타겟팅의 논리구조상 수요 측면에서 물가상승 압력이 존재하지 않는 경우 금리를 선제적으로 조정하는 것이 어렵기 때문이다.

과다한 신용팽창이 적절히 조절되지 못하면 가계, 기업, 금융기관의 부채누증을 가져오고 결국 주식, 부동산 등 자산가격 거품을 야기하게 된다. 이러한 신용 및 자산가격이 확대되고 붕괴되는 과정(boom-bust cycle)에서 대차대조표 약화에 따른 기업과 금융부문의 동반 부실로 금융시스템 불안정, 경기침체, 부채 디플레이션이 초래될 수 있다.

우리나라의 경우도 현재 외국자본의 대거유입, 주택을 담보로 하는 가계대출과 중소기업 대출의 급격한 증가, 정부의 토지보상자금 방출 등으로 시중유동성이 과다하게 공급되는 가운데 자산가격이 크게 상승하였다.

이러한 점에서 우리나라뿐만 아니라 거의 대부분 국가의 중앙은행 입장에서 볼 때, 앞으로 경제 내의 신용총량을 적절히 조절할 수 있는 제도적 장치를 새로이 설계해 내지 않으면 중앙은행이 지금과 같은 통화정책의 운영을 통해 국민경제 성장과 안정에 기여할 수 있는 여지는 대단히 좁아질 수밖에 없다.

5. 금융시스템의 경기순응성 강화

글로벌 금융위기가 발생하기 전까지 우리나라 금융기관의 건전성은 매우 양호한 편이었다. 이는 금융기관의 위험관리 역량 개선과 더불어 감독 및 제도적 차원의 개선에도 일부 기인하고 있으나 유동성 확대, 정부의 재정확대, 부동산 가격의 지속적인 상승, 해외차입의 확대 등과 같은 경기순환적 측면에 힘입은 바 크다. 미국의 서브프라임 모기지 사태로 촉발된 글로벌 금융위기가 닥쳤을 때에는 은행을 비롯한 거의 모든 금융기관의 건전성이 악화되고 결과적으로 전반적인 신용경색 현상을 시현하게 되었다.

경기변동에 따라 금융시스템 리스크가 어떻게 변화하는지에 대해서는 의견의 일치가 이루어지지 않고 있지만 금융기관, 신용평가기관, 규제감독당국은 통상 호경기에 위험이 감소하고 불경기에 위험이 증가하는 것으로 평가하는 경향이 있다. 예를 들면, 금융기관은 호경기에 위험을 낮게 인식해 대출을 확대하는 반면 불경기에는 위험을 높게 인식해 대출을 축소하는 경기순응적 속성을 보인다. 그리고 신용평가기관이나 금융감독당국은 자본비율, 대손충당금 등의 건전성 기준을 호경기에 완화하고 불경기에 엄격하게 준수하도록 함으로써 금융시스템의 경기순응성(pro-cyclicality)을 강화시키는 결과를 초래하고 있다.

최근 들어 금융 자유화 및 세계화가 진전되면서 은행을 비롯한 금융기관이 보유자산을 담보로 자금을 차입하거나 국내외 시장에서 환매조건부채권, 금융채 등 지준이 부과되지 않는 시장성 부채조달을 통해 신용창출 규모를 늘려감에 따라 금융시스템의 경기순응성이 크게 강화되고 있다. 호경기에는 풍부한 시중자금을 저렴한 비용으로 조달하여 신용창출 규모를 크게 확대할 수 있으나 경기침체기에는 높은 비용으로도 자금을 조달하기가 어려워져 신용공급 규모도 크게 줄어들 수밖에 없기 때문이다.

한편, 감독당국이 경기순환 국면과 관계없이 자본기준, 대손충당금, 금리마진, 시가평가 및 레버리지 등의 건전성 기준을 일률적으로 적용할 경우 금융시스템의 경기순응성은 더욱 강화되어 경기변동의 폭을 증폭시키는 요인이 된다. 첫째, 감독당국은 금융기관이 예상 외 손실을 흡수할 수 있도록 위험가중자산의 일정 비율(8%)을 초과하는 자기자본비율을 유지할 것을 요구하고 있다. 기존 바젤 I 자기자본비율규제는 차주별 위험가중치가 고정되어 있었으나, 특히 바젤 II의 경우 신용위험을 정확히 반영하기 위해 차주별 신용등급에 따라 위험가중치가 변하게 되었다. 이 때문에 호경기에는 차주의 신용위험이 낮아져 위험

가중치도 낮아지면서 자기자본비율이 높아지기 때문에 대출 여력이 증가하나 불경기에는 반대로 대출 여력이 감소하여 경기순응성이 크게 강화된다.¹⁴⁾ 이러한 이유로 BIS 자기자본비율은 규제완화 추세에 따라 가뜩이나 위축되고 있는 법정지준제도의 역할을 보완하기보다는 오히려 제약하는 경향이 있다. 경기침체기에는 지준이 풍부하게 공급되더라도 BIS 자본기준이 강화될 경우 은행은 자본부족을 이유로 대출확대를 기피함으로써 신용경색 현상이 초래될 수 있으며, 호경기에는 중앙은행이 지준공급을 줄이더라도 시장에서 풍부한 자본을 조달하여 신용공급을 늘릴 수 있기 때문이다. 일본의 경험을 살펴보면 단기금리 중심의 통화정책 수행이 어렵게 되자 2001년 3월 이후 일본은행은 본원통화(지준)를 계속 확대 공급하는 양적 완화정책을 지속해 왔다. 그러나 은행의 BIS 자기자본기준 때문에 지준공급이 은행대출로 이어지지 못하고 무위험 국채에 투자(flight to quality)되거나 초과지준 예치금으로 중앙은행에 환수되는 모습을 보여 왔다(Kimura *et al.*, 2002).

둘째, 감독당국은 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, 시가평가제도도 경기순응성을 강화하는 요인이다. 시가평가제도에서는 호경기에 자산가격이 상승하면 금융기관의 자산과 자본이 같은 금액만큼 증가하므로 레버리지(자산/자본)가 낮아져 금융기관은 차입을 늘려 대출과 투자를 확대함으로써 자산가격은 더욱 상승한다. 반면에 자산가격이 하락하면 금융기관의 디레버리지 과정을 통해 자산가격의 추가하락을 유발한다. 이처럼 시가평가와 레버리지 조정으로 인해 경기순응성이 더욱 강화된다.

이러한 금융시스템의 경기순응성은 통화정책의 효과를 크게 저하시키는 요인

14) 감독위원회(2001)는 자본규제가 잠재적으로 경기변동을 증폭시킨다는 점을 인정한 바 있다. 다시 말해, 바젤 자본기준은 경기순응적 효과를 가지고 있다는 것이다. 자본 적정성 기준은 경기변동을 약화시킨다는 이론적 실증적 연구도 있다(Blum and Hellwig, 1995).

으로 작용하고 있다. 금융시장이나 금융기관, 경제주체들의 행태가 통화정책보다는 경기상황에 의해 좌우되고 결과적으로 중앙은행의 경기대응적 정책수행 능력이 크게 제약되기 때문이다. 이러한 점을 반영하여 각국의 중앙은행은 금융시스템의 경기순응성을 줄이는 데 효과적인 정책수단이나 통화정책운영체계를 고민하면서 설계해야 할 것이다.

6. 인플레이션 타겟팅의 문제점

인플레이션 타겟팅은 물가안정을 가장 중요한 목표로 하기 때문에 일단 인플레이션 압력이 존재한다고 판단될 경우 정책금리를 선제적으로 상향조정하는 논리적 구조를 가지고 있다. 따라서 지금과 같이 단기적으로 수요 측면에서 인플레이션 압력이 없을 경우 논리적으로나 실제적으로 정책금리를 선제적으로 상향조정하는 것이 불가능하다.

그렇다고 해서 2~3년 후의 장래 인플레이션을 정확하게 예측하는 것도 어려움을 뿐만 아니라 비록 정확하게 예측할 수 있다 하더라도 경제주체의 신뢰를 획득하기도 어렵다. 현재 수요 측면에서 인플레이션 압력이 없음에도 불구하고 2~3년 후에 나타날 인플레이션 방지를 위해 금리를 선제적으로 인상하려면 앞에서 지적한 바와 같이 여러 이해당사자들을 설득할 수 있어야 한다.

금리인상에는 이해당사자들로부터 많은 저항이 따르기 때문이다. 오늘날과 같이 금융자산 및 부동산과 같은 실물자산이 대규모로 축적되어 있는 경우금리인상은 곧 이들 자산가치의 하락을 의미한다. 그리고 금융부채를 많이 보유하고 있는 가계 및 기업뿐만 아니라 국채를 많이 발행하고 있는 정부도 강력한 금리인상 반대세력의 한 가운데 서 있다. 우리나라의 경우도 금리인상에 대한 반대는 정부부처로부터 제일 먼저 가장 강력하게 제기되어 왔다.

그러나 통화정책이 단기 인플레이션 압력에만 초점을 맞추고 신용의 과다팽창에 따른 금융불균형의 축적에 대응하지 않을 경우 금융안정을 확보할 수 없다. 중앙은행이 단기적인 물가안정만을 목표로 할 경우 과도한 신용팽창과 자산가격 상승을 방지하기 위해 선제적으로 통화정책을 운영할 수 없기 때문이다.

앞에서 언급된 바와 같이 인플레이션 타겟팅은 실물경제가 전반적으로 안정적으로 성장하고 공급충격이 문제가 되지 않을 때는 중앙은행이 성공적으로 운영할 수 있다. 그러나 최근과 같이 실물경기가 좋지 않은 가운데 원유가격 상승, 원자재가격 상승, 곡물가격 상승 등 공급충격이 첨예하게 문제가 되는 경우

에는 인플레이션 타겟팅은 근본적인 한계를 보일 수밖에 없다. 공급 측면에서 기인하는 비용인플레이션에 금리인상을 통해 일일이 대응할 경우 그렇지 않아도 불안한 실물경기를 더욱 악화시킬 가능성이 있으며, 이러한 경기악화에 대한 비난은 전부 중앙은행의 몫이 될 것이기 때문이다.

7. 중앙은행의 독점적 발권력 약화

중앙은행의 통화정책은 개인과 기업이 거래를 하기 위해 화폐를 필요로 하고 은행이 중앙은행에 보유하고 있는 예금지급준비금을 근거로 신용이 창출된다는 가정하에 수행되고 있다. 그러므로 본원통화를 독점적으로 공급하는 중앙은행은 공개시장조작 등을 통해 이러한 지급준비금 규모를 조절함으로써 단기금리에 영향을 미칠 수 있다.

최근 정보통신기술의 비약적 발전과 금융혁신으로 주요 선진국을 비롯한 대다수 국가에서 기존의 화폐를 대체할 수 있는 전자화폐 등 다양한 전자지급결제수단의 보급이 확산되고 있다. 이러한 정보통신기술의 발전과 금융혁신의 진전이 중앙은행의 본원통화를 얼마나 대체할 수 있을 것인가에 대해서는 아직도 의견이 분분하다.

영란은행의 Mervyn King(1999)은 전자화폐의 보급이 확산되고 은행을 경유하지 않는 민간기업 쌍방 간 결제시스템이 효율적으로 작동되면 전자화폐 등 전자지급결제수단이 그 편리성 때문에 중앙은행의 본원통화를 상당부분 대체할 가능성이 크다고 전망하고 있다. 그는 지금보다 더 뛰어난 전산처리 능력을 가진 전자결제시스템이 민간부문에서 개발될 경우 100년 정도 지나면 현재와 같은 형태의 중앙은행 화폐는 더 이상 존재하지 않을 것이라고 주장하고 있다. Friedman(1999)은 예금에 기초하지 않는 전자화폐가 발행되고 이를 이용한 거래가 금융기관을 경유하지 않고 개인 간 최종결제로 이루어진다면 미래의 전자화폐는 기존의 현금화폐를 완전히 대체할 것으로 내다보고 있다. 한편, Goodhart(2000)와 Freedman(2000)은 아무리 IT가 발달한다고 하더라도 현금화폐의 무위험성과 익명성 때문에 전자화폐가 현금화폐를 완전히 대체할 수 없을 것이라고 주장하고 있다.

그러나 장기적 측면에서 볼 때 정보통신기술의 발전과 함께 전자화폐는 그 편리성 때문에 점진적으로 본원통화의 상당부분(특히, 소액결제)을 대체해 나갈 것으로 예상된다. 현실적으로도 정보통신기술의 발달과 규제완화 추세에 힘입

어 금융혁신, 금리자유화, 업무영역 규제철폐가 급속히 진행되는 가운데 지급결제기술이 발달하면서 은행예금 및 지준비중이 지속적으로 감소하는 경향을 보이고 있다. 무엇보다도 가계와 기업의 자금이 지준규제를 받지 않는 비은행 금융기관의 RP, MMF, CMA, BMF 등으로 대거 이동하고 또 은행이 시장에서 차입금이나 금융채, RP와 같은 지준규제를 회피할 수 있는 시장성 부채를 조달하여 대출자금으로 활용하는 과정에서 은행예금비중이 감소하고 이에 따라 지준수요도 크게 감소하고 있다. 지급결제기술의 발달과 함께 신용카드, 전자화폐 등 새로운 전자지급결제수단이 널리 이용되면서 현금과 은행예금 수요도 크게 감소하고 있다.

이 같은 은행의 지준규제 회피활동과 함께 중앙은행의 법정지준율 인하도 지속적으로 이루어져 왔다. 주요국의 중앙은행은 자국 은행의 국제경쟁력을 제고하기 위해 법정지준율을 대폭 인하하거나 법정지준제도 자체를 폐지하기도 하였다. 예를 들면, 미국, 일본 등은 지준제도가 지급결제자금 수요를 안정시킴으로써 중앙은행의 단기금리 조절능력을 향상시킬 수 있다고 보고 여전히 중요한 통화정책수단으로 이용하고는 있으나 법정지준율을 지속적으로 인하해 왔다. 영국, 뉴질랜드, 호주, 캐나다 등에서는 최근 대기성여수신제도에 기반을 둔 채널시스템을 채택하면서 법정지준제도 자체를 폐지하였다.¹⁵⁾

본원통화를 대체하는 이러한 금융혁신과 전자지급결제수단의 확산은 한편으로 중앙은행의 독점적 발권력을 크게 약화시켜 중앙은행의 화폐발행수익의 감소를 가져오고 있으며, 다른 한편으로는 지급준비금을 조절하는 현행 통화정책 운영체계하에서 금리조절 능력의 약화를 초래하고 있다. 중앙은행의 입장에서 보면 이러한 전자지급결제수단의 확산으로 금리조절 능력이 약화되는 것도 걱정이지만, 특히 시노리지 수입의 감소에 따른 통화정책 재원부족을 어떻게 충당하느냐 하는 것도 매우 중요한 과제로 대두되고 있다.

8. 중앙은행의 금리조절 능력의 약화

중앙은행은 공개시장 조작, 재할인을 및 지준율 변경 등을 통하여 통화 및 신용 또는 금리를 조절함으로써 가계 및 기업의 소비·투자수요에 영향을 미치고 나아가 물가와 경제성장에 영향을 미칠 수 있다. 이와 같이 통화정책이 실물경제활동에 영향을 미칠 수 있는 것은 바로 중앙은행이 최종 결제수단으로

15) 채널시스템에 대한 자세한 설명은 제V절을 참조.

역할하는 본원통화를 발행할 수 있는 권한을 부여받고 있을 뿐만 아니라 은행이 신용을 창출하기 위해서는 예금지준제도에 따라 예금부채에 대해 일정률의 지급준비금을 중앙은행에 보유하도록 되어 있기 때문이다.

그러나 위에서 본바와 같이 금융혁신의 급속한 진전과 정보통신기술의 발달 등으로 본원통화에 대한 수요가 지속적으로 줄어들거나 사라지는 경우에도 중앙은행이 단기금리에 대한 조절능력을 여전히 유지할 수 있을 것인가에 대한 논의도 분분하다. Friedman(1999)은 앞으로 25년 정도 지나면 정보통신기술의 비약적 발전으로 효율적인 민간결제시스템이 등장하여 최종결제자 중앙은행을 통할 필요 없이 민간부문에 의해 이루어질 수 있을 것으로 본다. 이렇게 되면 본원통화 수요가 크게 감소하여 중앙은행 대차대조표의 규모도 동시에 축소되어 중앙은행으로 하여금 단기금융시장 개입을 위한 자원부족을 초래하고 따라서 금리조절 능력이 저하될 수밖에 없을 것이라고 주장한다. 다시 말해, 전자화폐 등 전자지급결제수단이 그 편리성 때문에 본원통화를 상당부분 대체하게 되면 중앙은행의 본원통화에 대한 독점적 공급능력이 유지될 수 없기 때문에 중앙은행은 단기금리 조절능력을 상실하게 될 것이라는 것이다.

그러나 다른 한편에서는 본원통화에 대한 수요가 줄어들거나 사라지더라도 중앙은행은 단기금리에 대한 조절능력을 유지할 수 있으며 이를 통해 통화정책의 유효성을 확보할 수 있다고 주장한다. 이들은 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 이윤극대화과 관계없이 금융시장에 개입할 수 있는 권한(최종대부자 기능 등)을 보유함으로써 중앙은행은 단기금리조절 능력을 확보할 수 있다는 것이다. 특히, Woodford(2000), Goodhart(2000) 등은 지준수요가 소멸되더라도 중앙은행 예치금에 이자를 지급하고 이를 변경함으로써 금리조절 능력을 유지할 수 있다고 주장하고 있다.

이와 같이 본원통화에 대한 수요가 지속적으로 감소하거나 소멸하는 경우에도 중앙은행이 금리조절 능력을 유지할 수 있을 것인가 하는 문제는 아직도 찬반으로 견해가 나누어져 논쟁의 한 중심에 서 있다.

그러나 현행과 같이 지준공급을 조절함으로써 운용목표인 단기금리를 관리하는 통화정책 운영방식하에서는 지준수요가 지속적으로 감소하고 지준수요의 금리탄력성이 낮아지는 등 지준수요가 불안정하게 되면 중앙은행의 금리조절 능

력이 약해지고 이에 따라 통화정책의 유효성도 크게 저하될 수밖에 없다.

특히, 이러한 통화정책 운영방식하에서는 비록 기준과 단기금리 간의 관계가 안정적이라 하더라도 기준과 금리가 불가분의 관계에 있기 때문에 정책수단이 하나밖에 존재하지 않는다는 문제가 있다. 즉, 기준량이 결정되면 이에 상응하는 금리수준이 자동적으로 결정되는 반면, 목표금리가 결정되면 이에 상응하는 기준량이 자동적으로 결정된다. 이와 같이 기준과 금리가 분리될 수 없는 불가분의 관계를 가지기 때문에 중앙은행은 기준과 금리를 분리해서 독립적으로 활용할 수 없으며 금리 혹은 기준 하나만을 정책수단으로 사용할 수밖에 없다. 따라서 중앙은행은 단기금리라는 단 하나의 정책수단만을 이용하여 물가안정과 금융안정과 같은 복수목표를 달성해야 하는 어려움에 직면한다. 앞에서 본바와 같이 물가안정과 금융안정은 장기적으로 보완관계를 가지나 단기적으로는 상충될 수 있는데, 이 경우 단기금리 하나만의 정책수단으로는 상충되는 두 가지 정책목표를 동시에 달성하는 데에는 많은 어려움이 있다.

9. 시노리지 수입의 감소와 중앙은행 적자

시노리지만 원래 중앙은행의 독점적인 발권력에 의해 발생하는 화폐발행수입으로서 전통적으로 정부의 재정적자 보전수단으로 인식되어 왔다. 그러나 최근에는 중앙은행의 재무적 독립(financial independence)의 중요성이 강조되는 가운데 통화정책 운영에 필요한 주요한 재원이라는 인식이 확산되어 가고 있다. 특히, 최근 들어 금융 자유화와 국제화, 무역개방화가 급속히 진전되는 가운데 세계적 금융위기가 빈번하게 발생하고 변동환율제하에서 환율이 급변동하는 과정에서 금융위기에 따른 금융구조조정, 환율안정을 위한 외환시장 개입 등으로 통화정책 운영비용이 점증하고 있기 때문에 시노리지의 안정적 확보문제가 통화정책 유효성 증대 및 중앙은행 독립성 확보를 위한 주요 정책과제로 등장하게 되었다.¹⁶⁾

Friedman(1999)은 앞으로 새로운 전자지급수단과 우수한 민간결제시스템의 등장, 그리고 중앙은행의 기준제도의 완화·폐지 등으로 인해 본원통화에 대한 수요가 지속적으로 감소하게 되면 언젠가는 효과적인 통화정책을 수행하기 어

16) 이와 관련한 연구로는 Friedman(1999), Goodfriend(2002), Hawkins(2003), Martinez-Resano(2004) 등이 있으며, 우리나라의 경우에는 최운열·함정호·홍승제(2003), 함정호·서병한(2003) 등의 연구가 있다.

러울 정도까지 시노리지 수입이 감소될 수 있다고 경고하였다. Goodfriend(2002)도 앞으로 금융혁신과 민간 전자지급결제제도의 보급 등이 빠르게 진전되면 본원통화에 대한 수요 감소로 지준시장과 시노리지 수입이 축소되어 공개시장 조작을 통해 금리를 조절하는 현행 통화정책의 유효성은 저하될 수밖에 없을 것으로 내다보았다. Hawkins(2003)는 최근 들어 본원통화에 대한 수요가 점차 줄어들면서 중앙은행의 주 수입원인 시노리지 수입도 함께 감소함에 따라 중앙은행은 그 기능과 특성상 많은 자본금을 보유할 필요는 없지만 최소자본금을 사전에 충분히 적립해 둘 필요가 있다고 주장하였다.¹⁷⁾ 그리고 Martinez-Resano(2004)도 시노리지가 중앙은행의 재무적 독립성 확보를 위한 주요 원천이기 때문에 향후 시노리지 감소에 대비하여 예비적 자본을 사전에 충분히 확보해 놓는 것이 중요하다는 점을 강조하였다. 그는 중앙은행의 재무적 독립성은 통화정책을 효과적으로 수행할 수 있을 만큼 적절한 대차대조표 구조와 충분한 수익창출 능력을 가져야 유지될 수 있다고 주장하고 있다. 만약 중앙은행의 순자산가치가 마이너스인 경우 일반인들은 대차대조표 상태가 건전하지 못해 중앙은행이 잘 운영되지 않고 있다고 인식하기 때문에 결국 중앙은행과 통화정책에 대한 평판과 신뢰가 악화될 수밖에 없을 것이다. 이렇게 되는 경우 중앙은행은 통화정책을 독자적으로 수행할 수 없게 될 뿐 아니라 시장을 선도할 도덕적 권위(moral authority)마저도 상실할 가능성을 완전히 배제할 수 없을 것이기 때문이다.

이와 같이 시노리지 규모가 축소되는 가운데 다른 한편으로는 통화정책 운영 비용이 점차 커지고 있기 때문에 중앙은행은 때로 적자를 보이기도 한다. 이러한 중앙은행의 적자는 구체적으로 환율안정을 위한 외환시장 개입, 금융위기에 따른 구제금융지원, 금융기관 부실여신의 인수, 정부 및 민간부문 부채의 중앙은행 이전, 우선지원부문에 대한 금리보조 등 정책운용비용이 운용수익을 상회하거나 보유자산의 시장가치가 하락하는 경우에 발생한다. 중앙은행이 적자를 장기간 기록하면 앞에서 지적한 바와 같이 통화관리가 어려워질 뿐만 아니라 중앙은행의 독립성이 크게 손상될 수 있다.

1990년대 이후 주요국 중앙은행의 다양한 적자발생 사례를 보면, 다음과 같은 요인들이 주요 발생원인으로 작용하고 있는 것으로 나타나고 있다(Dalton and Dziobek, 2005). 첫째, 외환유입에 대응한 불태화정책 수행과정에서 중앙은

17) 시노리지 감소로 자본금이 지나치게 적어지거나 마이너스가 될 경우 중앙은행은 정부에 더욱 의존하게 되어 통화정책의 독립성이 저해되고 화폐에 대한 신뢰도가 하락할 수 있다.

행의 국내부채와 외화자산 간의 금리 역마진(브라질, 칠레, 헝가리, 한국),¹⁸⁾ 둘째 대정부 무이자 외화신용공여(헝가리), 셋째, 민간은행의 자본확충을 위한 후순위채무 인수(칠레), 마지막으로 외화부채가 외화자산을 초과하는 상황에서 자국통화 평가절하에 따른 외환평가손(태국) 등이다.

중앙은행은 이러한 적자발생에 대비하여 통화정책의 효율성과 신뢰를 유지하기 위한 제도적 장치 마련을 위해 IMF의 권고에 따라 이러한 적자발생에 대비하여 별도의 잉여금계정을 두고 이익금의 일부를 적립하도록 법에 규정하고 있다. 그리고 자본잠식 상태에 빠질 경우 정부는 중앙은행의 손실을 보전해 자본잠식 상태를 해소하도록 하는 법률규정을 마련하고 있다.¹⁹⁾

10. 중앙은행의 독립성

중앙은행의 통화정책은 거시경제 전반에 무차별적으로 영향을 미치는 정책이기 때문에 중립적으로 수립 집행되어야 하지만 정치권력이나 행정부로부터 간섭이나 영향을 받을 가능성이 있으며 이 경우 정책의 중립성이 훼손될 우려가 크다. 따라서 통화정책의 중립성 보장을 위해 중앙은행의 독립성은 매우 중요하다고 하겠다.

이러한 점에서 대부분 국가의 중앙은행은 제도적·법적 독립성을 강화하는데 많은 노력을 경주해 왔으며, 나름대로의 독립성을 확보하는데 성공하였다. 그러나 최근에는 앞에서 본 바와 같이 제도적·법적 독립성도 중요하지만 중앙은행의 재무적 독립성 확보가 매우 중요한 것으로 인식되고 있다. 중앙은행의 대차대조표가 건전하지 못할 경우 중앙은행은 재원부족으로 효율적인 통화정책 운영에 제약을 받게 되고, 만약 정부로부터 예산지원을 받게 되는 경우에는 궁극적으로 통화정책의 중립성도 유지할 수 없게 될 것이기 때문이다.

18) 우리나라는 외환유입에 대응한 불태화정책 수행과정에서 발행된 중앙은행의 통화안정증권과 외화자산 간의 금리 역마진 때문에 최근 수 년간 연속적으로 적자를 시현하였다. 최근 적자수지 상황은 다음과 같다. 1982~1987년, 1993~1994년 기간 동안에 적자가 발생하였으며, 이후 2004년 1,500억 원, 2005년 1조 8,700억 원, 2006년 1조 8,000억 원, 2007년 4,447억 원의 적자가 발생하였고 이를 내부 적립금으로 충당하여 2007년 말 현재 내부적립금은 약 1조 6,000억 원 정도 남아 있다.

19) 우리나라의 경우도 현행 한은법상 한국은행은 매회계연도 결산상 순이익금을 자산의 감가상각에 충당한 후 법정적립금의 적립(순이익금의 10%), 임의적립금의 적립, 잔여이익금의 대정부 납부의 순으로 처분하도록 되어 있다(한은법 제99조). 반면 손실이 발생하는 경우 내부적립금으로 우선 보전하고 적립금이 부족한 때에는 예산회계법이 정하는 바에 의해 정부가 보전하도록 되어 있다(한은법 제100조).

우리나라 중앙은행도 지금까지 제도적·법적 독립성을 강화하는데 많은 노력을 경주해 왔다. 그 결과 외환위기 이후 2차례에 걸친 한은법 개정과 함께 현재 중앙은행의 독립성은 크게 향상되어 통화정책의 수립과 집행이 그 어느 때보다도 중립적으로 이루어지고 있다고 판단되고 있다.²⁰⁾

그러나 최근 수 년에 걸쳐 누적된 통화안정증권 잔액과 이로 인한 적자는 중앙은행의 재무적 독립성을 크게 위협하는 상황을 초래한 바 있다. 만약 더 이상의 적자확대로 적립금이 모두 소진되어 중앙은행이 장기간 재무적 독립성을 유지하지 못하게 되는 경우, 중앙은행은 재원부족으로 효율적인 통화정책 운영에 제약을 받게 될 뿐만 아니라 일단 정부가 예산으로 적자보전을 하게 되면 중앙은행의 통화정책 결정에 간여하고자 하는 정부의 유혹이 커지는 등 커다란 사회적 비용이 발생할 수밖에 없을 것이기 때문이다.²¹⁾

이러한 점에서 중앙은행의 독립성은 법제적 독립도 중요하지만 재무적 독립성과 함께 유효한 정책수단을 확보하고 이러한 수단을 독립적으로 활용하는 운영상의 독립성이 매우 중요한 시기에 와 있다고 생각된다.

V. 금융환경 변화와 새로운 통화정책운영체제

통화정책이 수행되고 과급되는 금융환경이 크게 변화함에 따라 대부분 국가의 중앙은행은 현행과 같은 지준제도 및 공개시장 조작 등의 전통적인 통화정책수단만으로는 기본적 역할을 제대로 수행할 수 없는 어려운 상황에 직면하게 되었다. 현행 예금지준제도는 정보통신기술의 발달로 전자지급결제수단의 보급이 확산되는 가운데 은행의 역할과 비중이 축소되고 예금에 비해 시장성 부채

20) 1998년 4월 개정된 한은법 시행과 함께 ‘금융통화운영위원회’를 ‘금융통화위원회’로 개칭하고 위원을 비상임에서 전원 상임으로 변경하였으며, 금융통화위원회 의장을 재경부 장관에서 한은총재로 하고 한은총재가 금통위 의장을 겸임하도록 하였다. 그리고 새로운 통화정책 운영방식으로 인플레이션 타겟팅을 도입하여 운용하게 되었다. 2004년 1월에 다시 한은법을 개정하면서 부총재를 당연직 금통위원으로 보하고 지급결제제도의 총괄적 관리 및 감시기능을 확보하였으며, 금융기관 공동검사 요구제를 보완하였다. 이와 함께 급여성 경비를 제외한 한은예산의 재경부 승인을 폐지하고, 금통위원 인사, 금통위원의 금리결정 등 실제 운영에 있어서도 독립성을 크게 강화하였다.

21) 중앙은행은 2004년부터 2007년까지 적자를 시현하다가(주 18) 참조), 최근 글로벌 금융위기에 따른 달러환율 급상승으로 2008년에는 4,000억 원, 2009년 2조 8,000억 원(잠정)의 흑자를 각각 시현하였다. 이는 아이러니컬한 점이 없지 않지만 중앙은행의 재무독립성 관점에서는 크게 다행한 일이 아닐 수 없다.

조달비중이 큰 폭으로 증가함으로써 지준수요가 감소하고 있는 상황에서 은행 예금부채에만 의존하고 있기 때문에 통화정책수단으로서의 역할과 효과가 크게 저하되었다. 따라서 이러한 예금지준제도로는 중앙은행이 은행과 비은행 금융기관의 신용창출 활동을 직접적으로 조절할 수 없게 되었으며, 금융시스템 전체의 총체적인 신용창출 활동을 효과적으로 관리할 수 없게 되었다.

이러한 상황에서 각국의 중앙은행들은 앞으로 현재의 딜레마를 극복하지 못하고 금융부문이나 실물경제부문에서 좋지 못한 결과를 초래하는 경우 상당한 정치적 반발에 부딪쳐 중앙은행의 독립성은 물론 심지어 중앙은행의 역할마저 공격을 받게 될 가능성을 배제할 수 없게 되었다. 특히, 중앙은행은 자신이 공급하는 신용의 양을 적절하게 조절할 수 있는 유효한 수단이나 제도적 장치를 새로이 설계하지 못한다면 중앙은행이 지금과 같이 통화정책을 통하여 국민경제의 성장과 안정에 기여할 수 있는 여지는 좁아질 수밖에 없을 것이고, 유럽의 일부 중앙은행처럼 점차 쇠퇴의 길을 걷게 되는 운명에 직면할지도 모른다. 따라서 각국의 중앙은행은 현 상황을 냉철하게 인식하고 “중앙은행의 역할을 제약하고 생존을 위협하는 요인들을 찾아내고 이에 사전에 대처하는 것”이 중앙은행제도가 소멸되기 전이라도 중앙은행의 명맥을 유지하기 위한 최선의 방법이 될 것이다(*Economist*, 1999. 9).

이러한 맥락에서 주요국의 중앙은행은 통화정책의 수단과 유효성을 확보하기 위한 방안강구에 고심하고 있다. 이들 중앙은행의 대응전략은 대체로 다음과 같은 네 가지 방향에서 이루어지고 있다.

첫째, 금융환경의 급속한 변화로 인해 효과적인 통화정책수단을 확보하는 것이 현실적으로 매우 어렵기 때문에 시장의 효율성을 신뢰하는 방향에서 통화, 신용, 금리와 거시경제의 움직임을 모두 시장의 자연조절기능에 맡기자는 방안이다. 일찍부터 F. Hayek, M. Friedman과 같은 학자들은 중앙은행제도에 대해 회의적이었으며 자유은행제도(*free-banking system*)를 주장한 바 있다.

그러나 모든 금융활동을 시장에 일임하는 이러한 자유방임주의 견해(*laissez-faire philosophy*)는 지난 20년 동안 세계 도처에서 발생한 금융위기의 경험에 비추어 볼 때 합리화하기 어렵다. 최근 들어 금융시장의 경기순응성(*pro-cyclicality*)이 강화되면서 신용의 확장·축소과정에 따른 금융위기가 더욱 빈번하게 발생하고 있는 상황에서 중앙은행이 없을 경우 시장은 금융위기가 최종대부자로서 유동성을 창출할 수 없기 때문에 금융시스템과 거시경제의 불안정성이 더욱 높아질 수 있기 때문이다.

둘째, 최근의 금융환경 변화에 대응할 수 있는 중앙은행의 정책수단이 충분하지 못하고 그 효과도 약화됨에 따라 중앙은행이 할 수 있는 것만을 통화정책의 목적으로 하자는 방안이다. 이는 곧 통화정책의 목적을 물가안정으로만 한정하는 방안이다. 이같이 물가안정을 중앙은행의 단일목적으로 설정하는 것은 성장이 중요하지 않기 때문이 아니라 중앙은행이 장기적으로 고용수준을 증가시킬 수 있는 충분한 정책수단을 갖고 있지 못하기 때문이다(Poole, 2000).

그러나 통화정책이 물가안정에만 초점을 맞출 경우 낮고 안정적인 인플레이션하에서도 과도한 신용확대로 부채의 누증과 자산가격 버블을 유발할 수 있어 장기적으로 물가불안과 금융불안을 동시에 야기할 가능성이 있다. 현행과 같은 인플레이션 타겟팅제도에서 물가가 상대적으로 안정되어 있는 시기에 선제적인 단기금리 조절만으로 신용 및 자산가격 변동을 사전에 예방하거나 공급충격에 기인하는 인플레이션을 방지하는 데 구조적인 한계가 존재하기 때문이다.

셋째, 현행 통화정책 수단과 제도를 부분적으로 보완하거나 개선하는 방안이다. 예컨대, 은행지준에 대한 이자지급, 재할인제도 개편 등 기존 통화정책수단의 부분적 개선을 통하여 중앙은행의 통화 및 신용, 금리 조절능력을 제고하자는 방안이다. 여기에는 채널시스템과 지준부리 레짐을 도입하자는 방안이 있다.

이 같은 기존 통화정책수단의 부분적 개선은 지준과 은행대출 수준을 증가시키고 통화정책조치와 은행행태 간의 연계성을 강화함으로써 중앙은행의 통화 및 신용관리, 금리조절 능력을 제고하는 데 어느 정도 기여할 수 있을 것이다. 그러나 이러한 대응방식은 은행에만 초점을 맞추고 있기 때문에 금융부문 전체의 신용을 효과적으로 조절하기 어렵다는 한계가 있고 통화정책 수행상의 근본적인 문제점을 인식하는 시기만 지연시킬 뿐이라는 지적이 있다.

넷째, 중앙은행이 금융환경의 혁명적 변화에 부응하여 통화 및 신용관리, 금리조절 능력을 확실하게 확보할 수 있는 보다 근본적이고 혁신적인 장치를 도입하자는 방안이다. 여기에는 현행과 같이 은행의 예금부채에만 지준을 부과하는 예금지준제도 대신에 모든 금융기관의 자산에 대해 준비금을 부과하고 이를 중앙은행에 예치하자는 자산준비제도가 있다.

현재 우리 중앙은행도 물가안정을 최우선목표로 하는 인플레이션 타겟팅을 도입하여 운용하고 있으며, 환매조건부채권(RP)금리에 연동된 기준금리를 운용 목표로 설정하고 있다. 이러한 통화정책 운영방식은 기본적으로 지준공급량을 조절하여 단기금리를 관리하는 방식이다. 따라서 앞으로 금융혁신이나 지급결제체제의 획기적 발전 등으로 본원통화에 대한 수요가 빠르게 감소하거나 소멸

되는 경우 중앙은행이 단기금리를 효과적으로 조절하는 것이 매우 어렵게 된다. 또한 최근 들어 일반물가는 대체로 낮은 수준에서 안정되어 있는 가운데 명목금리가 낮은 수준에서 장기간 머물고 있었던 관계로 신용량이 과다하게 늘어났다. 이에 따라 자산가격 버블이 발생하여 조정되거나 붕괴되는 과정에서 심각한 금융불안정과 부채디플레이션이 초래될 가능성을 배제할 수 없다.

이러한 점에서 중앙은행 자신이 공급한 신용량을 적절히 조절함으로써 금융불안정을 사전에 예방하는 동시에 거시경제 안정을 도모할 수 있는 새로운 정책수단이나 제도적 장치를 확보하는 것이 절실하게 요구되고 있다. 아래에서는 중앙은행 자신이 공급하는 신용을 적절하게 조절할 수 있는 대안적인 새로운 통화정책운영체제로 채널시스템, 지준부리 레짐, 그리고 자산준비제도의 의의와 작동원리, 기대효과를 차례대로 살펴본다.

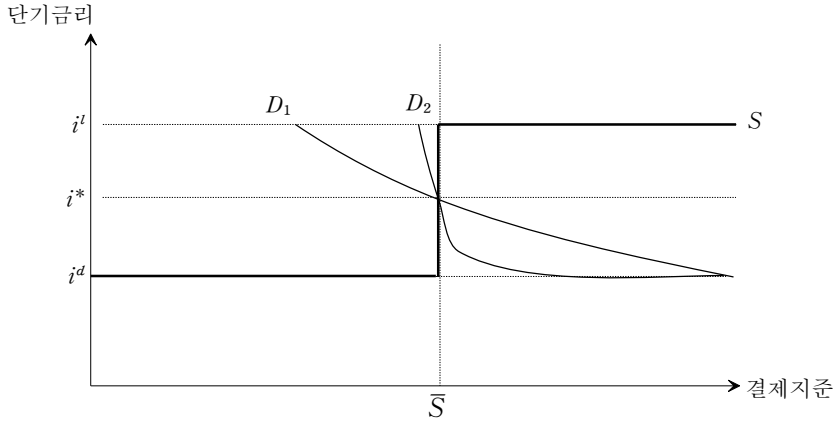
1. 채널시스템²²⁾

(1) 채널시스템의 의의와 작동원리

채널시스템(channel system)은 법정지준제도 폐지, 법정지준을 인하 등으로 지준수요가 더욱 축소되거나 소멸되는 경우에 대비해 결제자금이 부족한 은행이 중앙은행을 통해 국채 등 유가증권을 담보로 제공하고 목표금리보다 높은 금리로 자유롭게 차입하는 롬바르트형 대출제도를 도입하는 한편, 은행이 중앙은행에 예치하는 지준금에 대해서는 목표금리보다 낮은 수준의 예금이자를 지급하는 방식으로 소위 대기성 여수신제도(standing facilities)를 구축하여 목표금리가 롬바르트 대출금리를 상한, 지준부리 금리를 하한으로 하여 일정한 범위에서 움직이도록 하는 제도이다. 이러한 채널시스템은 영국, 호주, 캐나다, 뉴질랜드, 유럽중앙은행(ECB) 등에서 이미 운용하고 있다. 미 연준의 경우도 2003년 롬바르트 대출제도를 도입하였으며 2001년 하원을 통과하여 현재 상원에 계류 중인 법정지준에 대한 부리를 허용하는 법안이 통과되면 기 도입한 롬바르트형 대출금리를 페더럴펀드 금리의 상한, 지준부리 금리를 하한으로 하는 채널시스템을 갖추게 된다.²³⁾

22) 이에 대한 더 자세한 논의는 함정호·서병한(2005)을 참조.

23) 미 연준은 오랫동안 은행의 지준금에 대한 이자지급을 지지하여 왔으나 연준의 수익을 정부로 이전하지 않고 회원은행으로 이전한다는 점이 지준부리제도 도입의 애로요인으로 작용해 왔다(Sellon and Weiner, 1997). 그러나 최근 미국 정부는 금융위기 극복을 위한 조치로 은행예치금에 대한 이자지급을 허용한 것으로 알려지고 있다. 이렇게 되면 미 연



〈그림 1〉 채널시스템하에서의 기준시장

〈그림 1〉에서 볼 수 있는 바와 같이 대기성 여수신제도는 중앙은행의 유동성 조절메커니즘으로 공개시장 조작과 더불어 은행이 기준부족시 목표금리(i^*)보다 다소 높은 대출금리(i^l)로 차입할 수 있게 하는 한편, 중앙은행 예치금에 대하여는 목표금리(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 내에서 움직이게 된다. 이 같은 상한과 하한이 실제 단기 목표금리가 움직이는 경로(channel or corridor)가 되기 때문에 뉴질랜드 준비은행과 Woodford(2001)는 이를 채널시스템이라고 명명하였다.

이러한 대기성 여수신제도를 운영할 경우 예대금리 스프레드($i^l - i^d$)가 반드시 필요한 것은 아니다. 정보통신기술의 발달로 은행 자금흐름의 불확실성이 없어지면 예대금리 스프레드가 0에 수렴할 수 있기 때문이다. 이 경우 채널시스템은 사실상 기준부리 레짐에 수렴한다.²⁴⁾ 기준부리 레짐은 대기성 여수신제도를 반드시 필요로 하지 않는다는 점에서 채널시스템과 다소 차이가 있지만 필

준은 사실상 채널시스템을 도입할 수 있는 기본적 여건을 갖추게 된다.

24) 채널시스템에서 목표금리(i^*)는 다음 식과 같이 결정된다. $i_t^* = i_t^d + F(-s_t/\sigma_t)(i_t^l - i_t^d)$, 단, i_t^* : 목표금리, i_t^l : 대출금리, i_t^d : 예금금리, s_t : 공개시장 조작 및 대기성 여수신제도를 통한 기준공급량, σ_t : 은행 자금흐름의 불확실성, F : 0에서 1로 증가하는 누적확률함수.

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

요할 경우 기준부리금리로 대기성 여신제도를 운영할 수도 있기 때문에 두 제도는 사실상 동일하다고 볼 수 있다.²⁵⁾

(2) 채널시스템의 기대효과

채널시스템을 도입하는 경우 그 기대효과는 다음과 같다. 첫째, 대기성 여수신제도하에서는 은행들이 필요할 경우 언제든지 중앙은행 예금금리로 예치하거나 중앙은행 대출금리로 차입할 수 있다. 따라서 은행 간 시장참가자(primary dealer)들이 목표금리로 거래할 인센티브를 갖게 되므로 중앙은행은 실제로 공개시장에서 기준을 직접 대규모로 거래하지 않고서도 목표금리를 일정 범위 내에서 유지할 수 있다. 중앙은행은 기준규모와 관계없이 목표금리와 예대금리 스프레드를 일정한 수준으로 유지함으로써 금리조절 능력을 확보할 수 있기 때문에 기준에 대한 수요가 크게 줄어들거나 사라질 경우에도 금리조절 능력을 확보할 수 있다.

둘째, 채널시스템에서는 목표금리를 변경하고자 할 경우 기준공급량을 조절하지 않고서도 단순히 예대금리 스프레드의 변경만을 공표함으로써 단기금리를 목표수준으로 조절할 수 있다. 중앙은행이 금융시장에 직접적·적극적으로 개입하지 않고서도, 즉 불필요한 시장개입 없이도 은행 간 시장에서 목표금리로 기준을 거래하는 관행이 확립됨으로써 단기금리를 효과적으로 관리할 수 있기 때문이다.

셋째, 중앙은행이 재량적으로 공개시장 조작 및 재할창구를 통해 기준을 조절하여 단기금리를 관리하는 통화정책 운영방식에서는 중앙은행이 매일 목표금리를 달성하기 위해 필요한 공개시장 조작규모 및 구조(매입 또는 매각 조작, 조작빈도, RP 듀레이션 등)를 선택해야 한다. 이와는 달리 은행의 수요에 따라 중앙은행 예금 및 대출이 자동적으로 이루어지는 대기성 여수신제도하의 채널시스템에서는 기준수요를 잘못 예측하더라도 단기금리가 큰 폭으로 변동하지 않으므로 공개시장 조작규모 및 구조를 추적해야 하는 것이 크게 중요하지 않다.

넷째, 이 같은 자동조절(automatic pilot) 메커니즘으로 인해 채널시스템의 잠재적 능력은 매우 다양하다. ECB를 비롯하여 영국, 캐나다, 호주, 뉴질랜드는 이미 채널시스템을 도입하여 운용하고 있으며 그 성과도 훌륭한 것으로 평가받고 있다.

25) 채널시스템은 기본적으로 은행기준에 이자를 지급한다는 점에서 기준부리 레짐의 한 유형에 속한다(King, 1994; Hall, 1999).

채널시스템의 잠재적 능력에 대한 역사적 경험을 살펴보자. 1999년 말 Y2K 문제로 주요국 중앙은행은 당시 현금수요의 불확실성이 증가하는 상황에 직면하여 대규모 공개시장 매입을 통하여 현금수요 증가를 수용함과 동시에 지준공급을 크게 늘렸다. 당시 채널시스템을 운용하고 있던 뉴질랜드는 지준공급을 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 Y2K 문제에 직면하여 대규모 공개시장 매입 조작을 실행하였을 때 실제 페더럴펀드 금리가 목표수준보다 150bp 낮은 수준을 기록하였다. 그 후 증가된 현금유동성을 흡수하기 위해 대규모 공개시장 매각을 실시했을 때는 실제 페더럴펀드 금리가 목표수준을 크게 상회하는 결과를 경험한 바 있다.

뿐만 아니라 최근 주요국의 중앙은행들은 법정지준제도를 아예 폐지하거나 지준율을 대폭 인하하는 큰 흐름을 보이고 있다. 따라서 우리나라도 멀지 않은 장래에 이러한 국제적 추세에 맞추어 법정지준을 단계적으로 폐지하거나 지준율을 큰 폭으로 인하하는 방안을 고려해야 할 것이다. 이러한 경우 채널시스템은 중앙은행의 단기금리 조절능력 확보를 위한 매우 훌륭한 대안이 될 수 있을 것이다.

2. 지준부리 레짐²⁶⁾

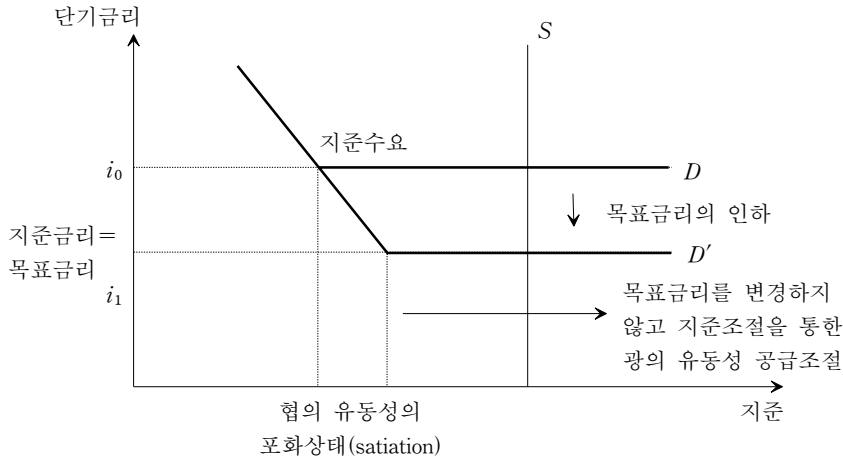
(1) 지준부리 레짐의 의의와 작동원리

지준부리 레짐(interest-on-reserves regime)은 중앙은행 예치금에 이자를 지급하고 이 지준부리금리를 통화정책의 운용목표로 활용하는 통화정책 운영방식이다(Goodhart, 2000; Woodford, 2001, 2002; Goodfriend, 2002).²⁷⁾ 중앙은행은 단기 목표금리 수준으로 지준부리금리를 설정하고 공개시장 조작을 통해 지준을 공급함으로써 단기금리를 지준부리금리 수준으로 조절할 수 있다.²⁸⁾

26) 이에 대한 더 자세한 논의는 Goodfriend(2002), 함정호·서병한(2005)을 참조.

27) 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.

28) 이와 같이 지준에 단기금리 수준의 이자를 지급할 경우 지준보유에 기회비용(단기금리-



〈그림 2〉 지준부리 정책레짐의 지준시장

〈그림 2〉에서 보는 바와 같이 지준시장에서 지준수요곡선은 우하향하다가 단기 목표금리가 지준금리와 동일한 수준에서 수평(완전 금리 탄력적)으로 꺾이는데 중앙은행은 이 꺾이는 점에서의 지준규모를 상회하는 지준을 공급하는 한 공개시장 조작을 통해 지준총량(통화량)을 관리하는 한편, 이와는 독립적으로 지준금리 조절을 통해 단기금리를 관리할 수 있다.²⁹⁾ 이는 통화정책의 과급메커니즘에 있어서 지준(수량)경로와 금리(가격)경로가 분리되는 것을 의미한다.

이러한 지준부리 레짐은 통화정책 운영방식으로서 상당히 바람직한 특성을 가지고 있다. 즉, 지준부리 레짐에서는 은행의 예금과 대출이 시장원리에 따라 자율적으로 이루어지므로 중립적이며 매우 효율적이다. 또한 운영방식이 단순하고 투명한 뿐만 아니라 통화정책의 유효성도 높다.

(2) 지준부리 레짐의 기대효과

지준부리 레짐을 도입하는 경우 그 기대효과를 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 지준부리 레짐에서는 지준보유 의 기회비용이 존재하지 않으므로 은행이 지준을 회피할 인센티브가 사라지고 어떠한 수준의 지준도 수요할 수 있으므로 중앙은행은 금리조절 능력을 확실하게 확보할 수 있다(Hall, 1999; Goodhart, 2000;

지준금리)은 제로가 된다. 은행들이 지준금리보다 낮은 수준으로 대출하거나 높은 수준에서 차입하지 않을 것이므로 지준금리는 단기금리의 하한 및 상한이 된다.
 29) 중앙은행은 단기금리를 지준금리 수준으로 유지하기 위해 필요한 최저 수준(수요곡선의 굴절점)을 상회하는 지준규모를 공급하는 한 주어진 목표금리하에서 어떠한 수준의 지준도 공급할 수 있다.

Woodford, 2001). 현재의 기준수요 감소 추세는 기준에 적절한 이자를 지급하지 않는 데에 크게 기인하므로 기준에 이자를 지급하는 경우 은행의 기준수요가 크게 증가할 수도 있다.

둘째, 기준부리 레짐에서는 통화정책 파급메커니즘의 금리(가격) 채널과 기준(수량) 채널이 분리됨으로써 금리정책과 기준정책을 독립적으로 운영할 수 있다. 기준금리(목표금리)를 통해 단기금리를 관리하는 한편, 이와는 독립적으로 공개시장 조작을 통해 금융시스템의 총기준을 관리할 수 있다.³⁰⁾ 이와 같이 중앙은행이 금리정책과 기준정책을 독립적으로 운영할 수 있다면 금리정책은 거시경제안정 목적으로 사용하고, 기준정책은 금융안정 목적으로 사용할 수 있을 것이다(Goodfriend, 2002). 특히, 금융불안정에 대처하기 위해서는 신용 및 자산 가격의 붐-버스트 과정에서 시중유동성의 급격한 감소(신용경색)나 은행의 외부자금조달금리의 상승 등에 대응하여 목표금리를 일정한 수준으로 유지하면서 기준공급 규모를 늘림으로써 민간부문의 유동성 공급 감소를 방지하고 금융안정을 도모할 수 있다.

일본의 경험을 보면 일본은행은 장기 경기침체에 직면하여 제로금리정책과 함께 기준확대정책을 통하여 경기진작을 도모하고자 하였다. 유동성 함정하에서 금리경로가 작동하지 않았으나 금리정책과 독립적으로 양적 확대정책을 통하여 통화정책의 유효성을 높이려고 하였던 것이다. 이러한 정책들은 실제로 있어서 기준부리 레짐과 매우 유사하다. 일본의 경우 제로금리를 통해 기준보유의 기회비용을 제로로 만듦으로써 기준에 부리한 것으로 간주할 수 있다.³¹⁾ 한편, 우리의 통화안정증권 발행은 어떤 면에서 장기(term)기준에 대하여 부리하는 제도로 간주할 수 있다. 그러나 90일~2년 만기의 통화안정증권은 일일물인 기준에 비해 유동성이 낮고 지급이자 높기 때문에 통안증권 발행과 기준부리 레짐의 통화정책 효과는 크게 다를 것이다.³²⁾

30) 중앙은행은 금리와 기준의 두 가지 정책수단 중 양자택일해야 하며 금리와 기준을 동시에 관리할 수 없다는 전통적 견해는 기준부리를 통화정책의 효과적인 수단으로 사용할 수 있다는 점을 간과한 데 기인한다.

31) 일본은행이 제로금리를 시행하였을 기간 동안에는 실제 법정기준에 대한 기회비용이 제로였다. 이러한 점에서 일본은 기준에 양(+의 이자를 지급하는 대신 시장금리를 제로로 만들어 기준에 부리한 것과 같은 효과를 거둔 것으로 볼 수 있다.

32) 기준과 통안증권의 차이점을 보면, 첫째 일일물인 기준에 비해 통안증권은 만기가 길기 때문에 통안증권에 대한 지급이자 기준금리보다 높다. 둘째, 기준부리 레짐에서는 은행 스스로 자금수급을 시장원리에 따라 사전에 자발적으로 조정하나 통안증권의 경우 중앙은행이 사후에 시장에 재량적으로 개입한다. 셋째, 이러한 이유로 기준부리 레짐은 시장 친화적인 반면 통안증권은 그 발행이 과도하게 되면 채권시장을 왜곡시킬 가능성이 크다.

이러한 금리정책과 지준정책의 독립적 운영은 거시경제 충격과 금융불안 충격이 독립적인 성격을 갖는 경우에 특히 유용하다. 미 연준은 1987년 10월 주가폭락, 1998년 러시아 지급불능 사태, 1999년 말 Y2K 문제 등에 대응하여 지준을 확대 공급함으로써 금리가 크게 하락하였는데, 결과적으로 금리를 너무 오랫동안 낮은 수준으로 유지함으로써 거시경제의 안정을 저해하는 결과를 초래하였다. 만약 연준이 이 당시 지준부리 통화정책 레짐하에서와 같이 목표금리를 일정한 수준으로 유지하면서 지준공급을 증가시킬 수 있었다면 경기를 과열시키지 않고도 금융안정을 도모할 수 있었을 것이다(Goodfriend 2002).

셋째, 지급결제시스템의 안정성 강화에 유리하다. 앞에서 살펴본 바와 같이 지준수요 감소는 지준에 이자를 지급하지 않는 것에 주로 기인하므로 지준에 이자를 지급하게 되면 지준보유자의 기회비용이 감소하여 은행들의 지준회피 노력이 없어지기 때문에 지준규모가 오히려 확대될 수 있을 것이다. 이와 같이 지준부리는 지준세로 인한 금융시장의 왜곡을 원천적으로 제거함으로써 은행들의 지준회피를 위한 불필요한 자원의 낭비를 방지할 수 있으며, 또한 지급결제제도와 관련하여 풍부하면서도 저위험·저비용의 지준자금인 고위험·고비용의 사적 신용을 대체함으로써 한 나라의 지급결제시스템의 안정성 유지에도 크게 기여할 수 있다.

지준부리 레짐은 앞으로 현금통화와 지준에 대한 수요가 줄어들거나 사라질 경우에도 중앙은행이 단기금리 조절능력을 확실하게 확보할 수 있는 동시에 금융안정을 위한 추가적인 정책수단을 확보할 수 있다는 점에서 매우 유용성이 크다.³³⁾

33) 체널시스템과 지준부리 레짐을 도입하는 경우 은행이 예치하는 지준에 대해 이자를 지급해야 하는 관계로 추가적인 비용이 발생할 수 있다. 그러나 이러한 통화정책 레짐에서는 은행은 운용하다 남은 자금을 자유롭게 중앙은행에 예치할 수 있으며 동 예치금에 대하여는 시장금리를 받을 수 있다. 이러한 점에서 중장기적으로는 은행의 지준회피 노력이 사라질 것이므로 중앙은행의 지준이 크게 증가할 수 있다. 늘어난 지준으로 장기국채를 매입하게 되면 중앙은행은 지준부리의 재원을 자체적으로 조달할 수 있다. 1일 만기 국채와 유사한 부리지준과 만기가 보다 긴 국채 간에 양(+)의 금리스프레드가 유지되는 한, 지준부리 재원은 어느 정도 자체조달(self-financing)이 가능하기 때문이다. 나아가 지준부리를 계기로 새로 증가한 중앙은행 자산을 효율적으로 운용할 경우 중앙은행의 추가적인 수익이 증가할 수도 있다. 초기 지준부리비용이 부담스러울 경우 단기적으로 법정지준제도를 유지하면서 초과지준에 대해서만 이자를 지급하는 방안도 검토할 수 있을 것이다.

3. 자산준비제도³⁴⁾

부채에 기준을 부과하는 예금지준제도와 자산에 준비금을 부과하는 자산준비 제도는 모두 규제에 속하기 때문에 정도의 차이는 있지만 유사한 왜곡현상과 비용이 따른다. 그러나 최근 금융환경과 금융제도가 혁명적으로 변화하면서 예금지준제도의 고유기능과 통화정책적 유효성이 크게 약화되고 있는 가운데 주요국에서 제도 자체를 폐지하거나 법정기준율을 크게 낮추고 있는 것이 세계적인 흐름이다. 더욱이 예금지준제도는 은행권에만 기준을 부과하고 있기 때문에 은행 및 비은행을 포괄하는 금융권 전체의 신용창출을 조절하는데 기본적인 한계를 가진다. 그러므로 예금지준제도를 다시 강화하여 은행과 비은행 모두에 기준을 부과하거나 기준율을 크게 높이는 조치는 현실적으로 매우 어려운 과제에 속한다.

앞에서도 논의하였지만 그 동안의 금융위기 발생 경험을 고려할 때 기본적으로 규제가 없는 금융제도는 상정하기 어렵다. 규제 없는 이상적 자유금융제도를 추구하다가 금융위기가 발생하는 경우 그 잠재적 비용은 엄청나게 클 수 있기 때문이다. 이러한 점에서 자산준비제도는 무력화된 예금지준제도에 대한 훌륭한 대안이 될 수 있다. 자산준비제도는 새로운 규제이지만 예금지준제도와 거의 유사하면서도 은행과 비은행을 포함하는 금융권 전체의 신용을 조절할 수 있는 제도로서 과도한 신용창출에 따른 자산가격 버블을 사전에 방지함으로써 금융위기를 예방하는 데 대단히 효과적일 수 있다.

(1) 자산준비제도의 의의와 작동원리

자산준비제도(Asset-Based Reserve Requirements: ABRR)는 은행의 예금부채에만 기준을 부과하는 현행 예금지준제도(Deposit-Based Reserve Requirements: DBRR)와는 달리 모든 금융기관의 자산에 대해 준비금(reserve)을 부과하는 것이다. 자산준비제도는 현행 예금지준제도가 은행예금부채에만 기반을 두고 있을 뿐만 아니라 금융환경의 변화로 인해 본래의 기능뿐만 아니라 통화정책수단으로서의 유효성이 크게 저하되었다는 점을 배경으로 하고 있다. 중앙은행이 은행과 비은행 금융기관을 포괄하는 금융부문 전체의 총체적인 신용활동을 효과적으로 관리할 수 있도록 모든 금융기관의 자산에 대하여 일정률의 준비금을

34) 자산준비제도에 관한 더 자세한 내용은 Palley(2000, 2003), D'Arista(2002), 함정호·서병한(2003) 등을 참조.

부과하여 이를 중앙은행에 예치하자는 방안이다.

이러한 자산준비제도는 보유자산의 부실화에 대비하여 금융기관이 자체적으로 적립하는 대손충당금과는 그 목적이나 방식에서 현격한 차이가 있으며, BIS 자기자본기준과도 그 목적이나 역할 및 효과, 대상기관 등에서 크게 다르다.³⁵⁾

자산준비제도의 작동원리를 보자. 일반적으로 금융기관은 예금, 차입금, 자본으로 구성되는 부채 및 자본으로 대출 및 유가증권 등 자산을 창출하면서 이윤을 극대화할 수 있도록 최적 포트폴리오를 선택한다. 자산준비제도는 금융기관의 이러한 이윤극대화를 위한 최적 포트폴리오 선택원리에 기반을 두고 있다. 모든 금융기관의 자산에 대해 일정률의 준비금을 의무적으로 중앙은행에 적립하도록 하되 가계대출과 같은 특정 자산의 규모가 과도하게 증가하거나 증가속도가 너무 빠르다고 판단되는 경우 이에 대해 상대적으로 높은 준비율을 부과할 수도 있다. 이 경우 당해 자산에 대한 이자기회비용이 증가함으로써 해당 자산의 한계수익률이 감소하게 된다. 이렇게 되면 금융기관은 그러한 자산의 규모를 감소시키고 상대적으로 준비율이 낮은(수익률이 높은) 다른 자산으로 자금을 이전할 수 있다. 예금지준제도의 경우 예금의 일정액을 중앙은행에 지준으로 예치하기 때문에 중앙은행이 지준금에 대한 이자를 지급하지 않는 한 은행이 이자비용을 부담할 수밖에 없다. 그러나 자산준비제도의 경우 어떤 자산의 위험도가 높거나 너무 빨리 증가하여 적용되는 준비율이 높아지면 그 자산에 대한 한계수익률이 낮아지기 때문에 금융기관은 상대수익이 높은 다른 자산을 선택할 수 있는 선택의 여지가 있다.

자산준비제도의 주요 특징을 보면, 첫째 모든 금융기관이 보유하고 있는 자산에 대해 준비금을 부과하기 때문에 은행예금에 대해서만 기준을 부과하는 현행 예금지준제도에 비해 준비율은 낮아지는 반면 형평성은 크게 높아진다.

둘째, 은행뿐만 아니라 보험회사, 증권회사 등을 포함한 모든 금융기관이 통화정책의 파급기관으로서의 역할을 수행하게 됨에 따라 통화정책의 유효성이 크게 제고될 수 있다.

셋째, 자산에 부과되는 준비율을 대상자산 유형별로 상이하게 차등하여 적용

35) BIS 자기자본기준은 은행의 고위험 자산에 대하여 더 많은 자본을 보유하도록 규제함으로써 예금보호제도 및 중앙은행의 최종대부자 기능 등 금융안전망(safety net)이 존재함에 따른 은행의 과도한 위험부담(도덕적 해이)을 방지하고자 하는 데 목적이 있다. 그러나 BIS 자기자본기준은 은행의 역할이 쇠퇴하는 상황에서 여전히 은행만을 주된 대상으로 하기 때문에 금융시스템 전체의 신용팽창을 규제하는 데는 근본적인 한계가 있을 뿐만 아니라 은행대출의 경기순응성을 조장하여 경기변동폭을 증폭시키는 문제가 있다.

할 수 있다. 예를 들어, 위험도가 높을수록 자산 증가속도나 가격 상승속도가 빠를수록 높은 율을 적용할 수 있다. 이와 같이 자산종류에 따라 준비율을 차등 적용할 경우 특정 자산이 급격하고 과도하게 늘어나는 것을 미연에 방지할 수 있을 뿐만 아니라 부문 간 선별적인 자원배분을 유도할 수도 있다.

넷째, 자산준비제도는 BIS 자기자본 규제와는 달리 적용대상기관의 범위가 넓고 경기대응적 성격을 지니고 있기 때문에 매우 효과적인 자동안정장치(automatic stabilizer)의 역할을 수행한다. 이는 BIS 자기자본기준이 은행대출의 경기순응성을 강화하여 자동불안정장치로 작용하는 것과는 매우 대조적이다.

(2) 자산준비제도의 기대효과

자산준비제도는 본원통화의 독점적 창출을 통해 국민경제에 필요한 유동성을 공급하는 중앙은행의 기본적 역할을 효과적으로 수행할 수 있게 해 준다. 또한 단기금리 외에 추가적으로 강력한 미시적·거시적 정책수단을 제공해 줄 뿐만 아니라 통화정책 과급메커니즘의 핵심에 위치하는 금융기관의 자산건전성을 제고함으로써 전반적인 통화정책 유효성을 확보하는 데에도 유리하다. 무엇보다도 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.

자산준비제도의 효과를 보다 더 구체적으로 살펴보자. 첫째, 은행 및 비은행 부문에 걸친 새로운 과급채널을 통하여 통화정책의 유효성이 크게 높아질 수 있다. 뿐만 아니라 금융시스템 전체의 총체적인 신용창출활동을 효과적으로 관리하여 과다유동성 및 자산가격 급변동 등 금융불균형의 축적을 사전에 방지할 수 있다.

둘째, 자동안정기능을 통하여 경기변동을 완화한다. 호황기에 자산가격이 상승하거나 새로운 자산이 출현하면 금융기관이 적립하는 준비금규모가 자동적으로 증가하기 때문에 시장성 부채증가와 BIS 자기자본 규제 등에 의해 강화되고 있는 현행 금융시스템의 경기순응성을 중화시킴으로써 경기변동의 진폭을 크게 완화할 수 있다.

셋째, 부동산 등 자산가격의 거품에 효과적으로 대응할 수 있다. 특히, 현행 통화정책 운영방식에서는 경기침체에 과잉유동성에 따른 자산가격 거품을 방지하기 위해 금리를 상향조절하면 경제 전반에 악영향을 미치게 되어 거시경제

안정 목적과 상충될 가능성이 있다. 그러나 자산준비제도하에서는 부동산, 주식 등 특정 자산시장이 과열양상을 보일 경우 해당 자산에 대한 준비금이 자동적으로 증가하거나 준비율을 인상하여 자산가격 상승을 효과적으로 관리할 수 있다. 이에 따라 금리정책은 거시경제안정 목적으로 효과적으로 활용할 수 있다.

넷째, 대규모 자본유출입에 대응하여 불태화 통화정책을 효과적으로 수행할 수 있다. 현행 제도에서는 해외자본의 유출입과 독립적으로 국내 통화량과 금리를 관리하는 불태화정책을 성공적으로 수행할 수 없다. 자산준비제도에서는 해외자본이 유입되어 특정 자산(국채, 통안채)에 집중적으로 투자될 경우 중앙은행이 해당자산(국채, 통안채)을 담보로 한 RP를 외화자산을 담보로 한 RP로 대체함으로써 준비금, 금리 또는 신용공급의 변동을 거의 초래하지 않고 외자유입에 따른 유동성을 거의 완벽하게 흡수할 수 있다. 반대로 외국인 투자자가 특정 자산을 과도하게 매각하는 경우에는 외화자산을 담보로 한 RP를 국내자산을 담보로 한 RP로 대체하여 준비금을 증가시킴으로써 외자유출에 따른 긴축적 효과를 상쇄할 수 있다. 이러한 방식은 해외자산과 국내자산 간의 포트폴리오를 조정함으로써 외환시장 상황과 환율에 동시에 영향을 미치는 일종의 외환시장 개입으로서 해외자본 유출입의 배분효과를 중화시키기 때문에 현행 불태화 외환시장 개입전략보다 훨씬 효과적일 수 있다(D'Arista, 2002).

이와 같이 중앙은행이 외화자산을 담보로 RP조작을 할 경우 현재와 같이 막대한 비용을 수반하는 통화안정증권을 과다하게 발행할 필요도 없으며, 외환보유고를 예비적 동기로 과다하게 보유할 필요도 없기 때문에 통화정책은 독립적으로 국내 거시경제와 금융시장 안정에 초점을 맞출 수 있다.

다섯째, 시스템 리스크를 효과적으로 방지할 수 있다. 중앙은행이 모든 금융기관의 자산에 대하여 준비금을 부과하고 또 자산종류별로 위험 정도에 따라 준비율을 달리 설정함으로써 여러 자산의 상대수익률에 영향을 미치면 금융기관이 과도하게 위험이 높은 포트폴리오를 선택하는 것을 미연에 방지할 수 있다.

마지막으로, 금융혁신에 의한 통화정책의 유효성 저하 및 시노리지 감소를 방지할 수 있다. 현재와 같은 금융혁신 추세가 지속되는 가운데 정보통신기술이 발달하여 전자화폐 등 새로운 전자지급결제수단이 급속도로 보급되면 중앙은행이 독점적으로 공급하는 본원통화(지준)에 대한 수요가 계속 감소할 수밖에 없다. 이렇게 되면 공개시장을 통한 유동성 조절이 어려워지고 중앙은행의 단기금리 조절능력이 약화될 뿐만 아니라 정부의 시노리지 수입도 크게 감소될 것이다. 그러나 자산준비제도가 도입되어 모든 금융기관의 자산에 대한 준비금

을 적립하도록 하면 금융혁신에 의해 어떤 새로운 자산이 등장하거나 정보통신 기술 발달에 따라 새로운 결제수단이 출현하더라도 중앙은행의 본원통화에 대한 충분한 수요가 보장될 수 있다. 이에 따라 통화정책의 유효성이 확보될 수 있을 뿐만 아니라 자산이 증가하거나 가격이 상승할 때마다 시노리지 수입이 늘어나기 때문에 중앙은행은 통화정책 수행을 위한 재원을 안정적으로 확보하는 가운데 정부의 시노리지 수입도 늘어날 수 있다.

최근 들어 주요 선진국에서는 중앙은행이 은행과 비은행 금융기관을 포괄하는 금융부문 전체의 총체적인 신용활동을 효과적으로 관리할 수 있는 혁신적인 제도적 장치를 새로이 설계하지 않고는 통화정책의 유효성을 확보하기도 어려움을 뿐만 아니라 신용 및 자산가격 붐-버스트에 기인하는 금융위기를 사전에 방지하는 것이 어렵다는 인식이 확산되고 있다.

우리나라의 경우도 은행감독기능이 중앙은행으로부터 완전히 분리되고 아직은 통화당국과 감독당국 간에 긴밀한 협조체제가 제대로 구축되어 있지 못한 실정이어서 앞으로 과다한 신용확대를 방지하고 통화정책의 역할을 확보하기 위해서는, 자산준비제도와 유사한 아니면 적어도 이에 버금가는 혁신적인 제도적 장치를 새로이 설계하지 않으면 안 될 상황에 처해 있다.

VI. 요약 및 결론

최근 들어 정보통신기술의 발전과 함께 세계경제가 급속히 통합되고 있는 가운데 금융자유화와 금융혁신이 진전되면서 중앙은행은 여러 부문에서 심각한 도전을 받고 있다. 특히, 일반물가가 상대적으로 낮은 수준에 안정되어 있는 가운데 신용 및 자산가격 급변동, 금융위기 빈발, 실물경제의 불안정, 원유 및 원자재 가격 상승 등 공급 측면의 충격이 중앙은행의 통화정책 수행에 커다란 어려움을 던져주고 있다.

그러나 무엇보다도 중앙은행은 자신이 공급한 경제 전체의 신용총량을 적절하게 조절할 수 있는 보다 혁신적인 수단이나 제도적 장치를 새로이 설계해 내지 못한다면, 지금과 같이 통화정책을 통하여 국민경제의 성장과 안정에 기여할 수 있는 여지는 매우 좁아질 수밖에 없다. 특히, 우리나라의 경우 금융감독기능이 중앙은행으로부터 완전히 분리된 가운데 통화당국과 금융감독당국 사이에 긴밀한 협력체제가 구축되지 못한 상황에서, 신용공급을 책임지고 있는 중

양은행이 금리 이외의 새로운 신용조절수단을 확보하지 못하면 중앙은행과 통화정책의 역할은 더 이상 설 땅이 없다.

주요 정책과제를 정리하면 다음과 같다. 첫째, 중앙은행이 물가안정과 함께 신용량 조절과 자산가격안정을 통한 금융안정을 위한 금리 이외의 추가적인 수단을 확보하려면 먼저 채널시스템을 조속한 시일 안에 도입할 필요가 있다. 채널시스템은 지준규모가 점점 감소하는 상황에서 중앙은행의 단기금리 조절능력을 확보하는 데 유리하다. 특히, 중앙은행은 지준규모와 관계없이 목표금리와 예대금리 스프레드를 일정한 수준으로 유지함으로써 금리조절 능력을 확보할 수 있다는 장점이 있다. 대기성 여수신제도를 기반으로 한 채널시스템은 시장의 자동조절 메커니즘으로 인해 잠재적 능력이 매우 크다. ECB를 비롯하여 영국, 캐나다, 호주, 뉴질랜드는 이미 채널시스템을 도입하여 운용하고 있으며 그 성과도 훌륭한 것으로 알려지고 있다.

우리나라 중앙은행은 2008년 3월부터 ‘통화정책운영체계 개편방안’에 따라 대기성 여수신제도를 도입함으로써 캐나다, ECB 등이 운용하고 있는 채널시스템의 기반을 구축하였다. 이러한 점에서 채널시스템의 도입은 그리 어렵지 않을 것으로 보인다.

둘째, 채널시스템이 신용조절수단으로 다소 미흡하다고 판단한다면 본격적인 지준부리 레짐을 도입하여 금리와 지준을 분리시킴으로써 금리 이외의 지준이라는 양적 수단을 추가적으로 확보할 수 있을 것이다. 앞서 언급한 바와 같이 중앙은행이 금리정책과 지준정책을 독립적으로 운영할 수 있다면 금리는 거시경제안정 목적으로, 지준은 금융안정 목적으로 사용할 수 있을 것이다. 특히, 지준부리 레짐은 유동성의 급격한 변동에 대응하여 목표금리를 일정한 수준으로 유지하는 가운데 지준규모를 신축적으로 조절함으로써 물가안정과 함께 신용 및 자산가격의 붐-버스트 과정에 따른 금융불안정을 사전에 방지하는데 유리하다.

셋째, 보다 근본적인 차원에서 금융부문 전체의 신용량을 적절히 조절하면서 자주적·독립적인 통화정책을 수행할 수 있기 위해서는 자산준비제도와 같은 매우 혁신적인 제도적 장치를 도입할 필요가 있다. 더욱이 최근 미국의 서브프라임 모기지 위기에 따른 세계적인 금융위기는 앞으로 각국의 금융시스템 개편 과정에서 유동성 관리를 크게 강화하는 방향으로 작용할 것으로 전망된다.

이러한 맥락에서 자산준비제도는 앞으로 각국 중앙은행으로부터 상당한 주목을 받을 것으로 예상된다. 그러나 어떤 한 국가가 자산준비제도와 같은 매우

혁신적인 제도적 장치를 도입하는 경우 그 국가는 금융의 지역적 탈중개화로 세계 금융시스템 속에서 상대적으로 불리하게 될지도 모른다. 그럼에도 불구하고 각국 중앙은행은 세계금융시장 통합화가 급속하게 진전된 상황에서 상호 의존적인 국제금융제도의 안정성과 자국 금융시장의 안정성을 확보할 책임이 있기 때문에 중앙은행 간 긴밀한 협조체제를 구축해야 할 것이며, BIS 등 국제금융기구와의 협력체제를 강화해 나가야 할 것이다. 바젤협약의 자기자본기준도 처음 시작할 때는 많은 저항과 어려움이 있었으며 현행과 같은 국제적 협정체결이 불가능할 것이라는 분위기도 있었을 것이다. 그럼에도 그 당시 절박한 현실적 필요성과 고민이 있었고 미국을 비롯한 각국 중앙은행과 국제기구의 협조와 지속적 노력이 있었기 때문에 국제적인 바젤협약체결이 가능하게 되었던 것이다. 이러한 점에서 과다유동성을 효율적으로 관리하기 위한 방안으로 각국이 자산준비제도를 도입하도록 하는데 있어서 우리나라가 G20정상회의를 통해 제안하고 BIS 등 국제금융기구와 협조하여 주도적 역할을 하는 것도 한 번쯤 고려해 볼직하다.

넷째, 금융위기 사전방지를 통한 금융안정 책무는 금융감독당국만의 노력만으로는 달성되기 어렵기 때문에 중앙은행도 상업은행 감독권한의 일부를 명시적으로 공유할 필요가 있다. 최근 미국을 비롯한 선진국의 금융위기와 관련하여 발생한 우리나라의 외화유동성 및 원화유동성 부족현상은 큰 폭의 금리인하와 은행채 매입을 통한 긴급유동성 공급, 그리고 비상시 최종대부자 기능 등 중앙은행의 역할이 대단히 중요하다는 점을 다시 한 번 일깨워 주고 있다. 이러한 점에서 보면 중앙은행도 금융안정 책무를 수행하고 있는 것이 명백하기 때문에 한은법에 금융안정 목적을 명시적으로 추가하는 동시에 중앙은행에 최소한 상업은행에 관련된 금융감독 권한의 일부를 부여하는 것이 바람직하다. 미국은 서브프라임 모기지 사태 이후 금융안정을 달성하기 위한 효과적인 감독규제 장치를 마련할 필요가 있다는 점에서 연방 준비위원회의 감독권한을 기존 상업은행에서 투자은행, 증권회사, 헤지펀드 등 전체 금융회사로 확대하는 방안을 포함한 금융감독개편안을 발표한 바 있다. 그리고 유럽에서도 최근 중앙은행이 금융감독기능을 공유할 필요가 있다는 주장과 움직임이 있는 것으로 알려지고 있다.

다섯째, 중앙은행은 과다한 신용팽창을 효과적으로 조절하기 위해 미시적 규제감독수단을 보유하고 있는 금융감독당국과의 긴밀한 협력체제를 강화할 필요가 있다. 특히, 미시건전성 감독규제 업무는 금융감독당국이 주도적으로 수행하

되 일부 거시건전성 관련 감독규제 업무(macro-prudentials)는 거시경제정책을 수행하는 중앙은행과 공유하는 것이 금융안정을 달성하는 데 있어서 바람직하다. 적어도 거시적 경기상황 판단이 필요한 거시감독기준은 중앙은행이 주도적으로 수행할 수 있어야 할 것이다.

여섯째, 통화정책 운영에 있어서 물가목표와 정책금리 수준을 지나치게 낮게 설정하지 않도록 해야 한다. 금리수준이 장기간 낮은 수준에 머물 경우 자산가격 거품발생으로 붐-버스트 과정과 부채 디플레이션이 초래될 위험이 상존하기 때문이다.

일곱째, 통안채규모 축소 및 적자해소로 중앙은행의 재무적·운영적 독립성을 확보해야 한다. 외환보유고의 최대규모는 중앙은행 대차대조표의 건전성이 최소기준(bottom line)이 될 것이다. 통화안정증권 규모는 다양한 방법을 통해 점진적으로 축소해 가야 할 것이다.

마지막으로, 시노리지 수입의 안정적 확보를 위한 노력도 있어야 한다. 이를 위해서는 전자지급수단에 대한 기준부과, 자산준비금제도 등 새로운 규제수단을 도입하는 방안(regulatory response), 법정기준제도를 점차 폐지해 가되 결제지준예치금에 예금이자를 지급하는 기준부리제도를 본격적으로 도입하는 방안(competitive response), 그리고 원화국제화, 현행 자기앞수표를 대체함으로써 새로운 현금통화수요를 창출하는 고액권 발행, 시노리지 축소에 대비한 정부와의 이익금 배분제도 개선방안(institutional response) 등을 모색할 필요가 있다.

참 고 문 헌

- 김홍범, “금융안정과 금융시스템관련 공공기관의 역할—협력 및 견제를 중심으로,” 『금융경제연구』 168호, 한국은행 금융경제연구원, 2003.
- 백웅기·함정호, “최근 유동성과다 원인과 정책과제,” 『한국경제연구』 제11권, 한국경제연구학회, 2003.
- 최운열·함정호·홍승제, “전자금융 발달과 통화정책: 통화정책 유효성 제고를 위한 정책과제,” 『금융경제연구』 153호, 한국은행 금융경제연구원, 2003.
- 함정호, 『통화금융경제: 이론과 정책에 관한 최근 논의와 전망』, 비봉출판사, 1996.
- 함정호 외, 『금융환경변화와 통화정책』, 지식산업사, 2000.

- 함정호·서병환, “통화정책 유효성 제고방안: 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.
- 홍승제·함정호, “우리나라 시노리지 추정과 정책과제,” 『경제분석』 제10권 제4호, 한국은행 금융경제연구원, 2004.
- Alchian, A. and B. Klein, “On a Correct Measure of Inflation,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 5, 1973.
- Bernanke, B. and M. Gertler, “Monetary and Asset-Price Volatility,” FRB of Kansas City Symposium Paper, Aug. 1999.
- Bernanke, Ben, Mark Gertler, and Simon Gilchrist, “The Financial Accelerator and the Flight to Quality,” *NBER Working Paper*, No. 4789, 1994.
- 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.
- Calvo, Guillermo, “The Perils of Sterilization,” *IMF Working Paper* 90/13, Washington D.C., 1991.
- Crockett, Andrew, “The Theory and Practice of Financial Stability,” *Essays in International Finance*, No. 203, Dept. of Economics, Princeton University, April 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, November 2002.
- Economist*, “A Survey of the World Economy—The Navigators,” Sep. 25, 1999.
- Filardo, Andrew, “Should Monetary Authorities Prick Asset Price Bubbles?” *Presented at the Bank of Korea Conference, Asset Prices and Monetary Policy*, Seoul, Korea, 2003.
- Frankel, Jeffrey, *On Exchange Rates*, Cambridge, Mass.: MIT Press, 1994.

- Friedman, Benjamin M., "Ongoing Change in the U.S. Financial Markets: Implications for the Conduct of Monetary Policy," in *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*, FRB of Kansas City, 1993.
- _____, "The Decline of Commercial Banking: Implications for Monetary Policy," in *The Declining Role of Banking, Proceedings of the 30th Annual Conference on Bank Structure and Competition*, FRB of Chicago, 1994.
- _____, "The Future of Monetary Policy: The Central Bank as an Army with Only a Signal Corps?" *International Finance* 2, 1999, 321~338.
- _____, "The Role of Interest Rates in Federal Reserve Policy Making," *The Evolution of Monetary Policy and the Federal Reserve System Over the Past Thirty Years*, Conference Proceedings, Federal Reserve Bank of Boston, October 2000.
- Freedman, C. "Monetary Policy Implementations: Past, Present and Future," *International Finance*, June 2000.
- Glick, Reuven and Michael Hutchison, "Monetary Policy, Intervention, and Exchange Rates in Japan," Federal Reserve Bank of San Francisco, Center for Pacific Basin Monetary and Economic Studies Working Paper PB93-07, 1994.
- _____, "Foreign Reserve and Money Dynamics with Asset Portfolio Adjustment: International Evidence," *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 10, 229-11, 2000.
- Goodfriend, M., "Interest on Reserves and Monetary Policy," *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, May 2002.
- Goodhart, C. A. E., "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.
- _____, "The Future of Central Banking," *Working Paper*, No. 231, The Bank of Korea, Institute for Monetary and Economic Research, 2005.
- Hall, R., "Controlling the Price Level," *NBER Working Paper*, No. 694, 1999.
- Hawkins J., "Electronic Finance and Monetary Policy," *BIS Papers* No. 7, October 2003.
- 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.
- 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 26~28, 1999.
- _____, “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, January 2004.
- Palley, Thomas 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.
- Poole, William, “Monetary Aggregates and Monetary Policy in the Twenty-First Century,” *The Evolution of Monetary Policy and the Federal Reserve System Over the Past Thirty Years*, Conference Proceedings, Federal Reserve Bank of Boston, October 2000.
- Sellon, Gordon H. Jr., “The Changing U.S. Financial System: Some Implications for the Monetary Transmission Mechanism,” *Economic Review*, No. 1, FRB of Kansas City, 2002.
- Stephen, Cecchetti G., Hans Genberg, John Lipsky, and Sushil B. Wadhvani, “Asset Prices and Central Bank Policy,” *ICBM/CEPR Series of Geneva Reports on the World Economy*, July 2000.
- _____, “Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework,” *Conference Paper on ‘Asset Price Bubbles: Implication for Monetary, Regulatory and*

International Policies, FRB of Chicago and World Bank, Chicago April 22-24, 2002.

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

_____, "Monetary Policy in World without Money," Presented at Future of Monetary Policy and Banking Conference Held at the World Bank, 2000.

_____, "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.

World Bank, "Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration," *A World Bank Policy Research Report*, Oxford University Press, 1997.

[Abstract]

Changing Financial Environment and Some Suggestions to Enhance the Effectiveness of Monetary Policy

Jeong-Ho Hahm*

Recently, with revolutionary changes of financial environment, a central bank is confronted with the serious challenge that it cannot maintain domestic price stability and systemic financial stability simultaneously with only one main instrument, the short-term interest rate. On the one hand, financial innovation and rapid technological progress in the payments system would cause the demand for monetary base to shrink significantly, and even to disappear completely in the future. Such developments would threaten a central bank's leverage over interest rates in the near future. On the other hand, boom-bust cycles of credits and asset bubbles due to the excessive creation of private credits, caused by the worldwide low inflation and low level of interest rate, could weaken the banking system, causing severe systemic financial instability, and thereby leading to a debt-deflation spiral.

In order to preserve a central bank's leverage over interest rates in the future, and effectively pursue systemic financial stability by controlling total volume of credits in the financial system, it would be desirable to develop new secondary instruments and design a totally new monetary policy regime.

This paper introduces and compares three alternative monetary policy regimes, such as channel system, interest-on-reserves regime, asset-based reserve requirements, which will help secure a central bank's leverage over short-term interest rates, and overall systemic stability in the financial system.

Keywords: financial stability, channel system, interest-on-reserves regime, asset-based reserve requirements

JEL Classification: E44, E52, E58, E61

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

— |

| —

— |

| —