

## 전환기 한국은행의 역할\*

김 인 준\*\*

### 논문 초록

한국 경제는 대외적 불확실성 증대와 대내적 구조적 문제의 누적으로 인해 그 미래를 예측하기 힘든 전환기에 처해 있다. 한국은행은 그 목표를 물가안정뿐만 아니라 금융안정에 두고 금융시스템 위험을 막아야 할 것이다. 우리 금융시스템의 대표적 위험 유형은 부동산 시장의 과열과 거품 붕괴, 국내외 금리 격차에 따른 급격한 자본의 유출입, 금융권 간 연계성 확대와 비은행권 비중 증가에 따른 위험 등이다. 통화신용정책을 펼 때 부동산 시장 상황, 자본의 유출입 상황, 가계대출의 증가속도 등을 살펴 보면서 금융안정정책을 펴야 할 것이다.

금융안정을 위해서는 통화신용정책과 거시건전성 정책의 최적 조합이 필요하다. 통화신용정책이 거시건전성에 영향을 끼치고 거시건전성 정책 또한 통화 신용에 영향을 주기 때문이다. 그렇지만 현재는 한국은행이 통화정책을 그리고 금융당국(금융위원회와 금융감독원)이 거시건전성 정책을 각각 책임지고 있다. 그렇다면 기획재정부, 한국은행, 금융위원회 등이 참여한 (가칭) 금융안정위원회를 상설 기구로 신설하여 동 위원회에서 거시건전성 정책을 책임지고 금융안정과 관련된 주요 사항을 결정하도록 하는 것이 바람직하다. 금융안정위원회가 원활하게 운영되기 위해서는 위원회를 법제화하고 운영과 관련한 규정을 명시화할 필요가 있다.

한국은행은 거시건전성 정책의 중요성을 강조하기에 앞서 금융안정의 일차적 책임은 한국은행의 통화신용정책에 있다는 점을 잊지 말아야 할 것이다. 그리고 한국은행의 독립성 보장에는 책임이 수반된다는 점 또한 잊지 말아야 할 것이다.

핵심 주제어: 금융안정, 통화신용정책, 거시건전성 정책

경제학문헌목록 주제분류: E4, E5, F3

투고 일자: 2018. 12. 26. 심사 및 수정 일자: 2019. 1. 16. 게재 확정 일자: 2019. 1. 23.

\* 이 글은 김인준 외 4인의 “한국은행의 역할 재정립 및 정책수단 확보 방안” (한국은행, 2015년 12월) 연구와 2018년 한국금융학회 정기학술대회 및 특별 정책심포지엄에서 김인준의 기조연설, “전환기 한국은행의 역할”을 정리한 것임을 밝혀둔다.

\*\* 서울대학교 경제학부 명예교수, e-mail: kimij@snu.ac.kr

## 1. 서론

글로벌 금융위기가 발생한 후 벌써 10년이 지났으며 대내외 경제여건은 한국 경제의 미래를 예측하기 어렵게 만들고 있다. 앞으로 미-중간의 무역마찰이 어떠한 방향으로 진행될지 예견하기 힘든 상황에서 2-3년 후 미국과 중국 경제도 어려움에 빠질 가능성이 크다는 경고음이 여기저기서 나오고 있다. 한국 경제도 1998년 외환금융위기 이후 잠재성장력이 5년마다 1%씩 줄어들면서 지난 5년간 2%대의 경제성장률을 기록하고 있다. 한국 경제는 또한 저출산 고령화와 산업과 노동 부문의 구조 개혁 지연 등으로 인해 경제성장 동력 상실이 우려되고 있다. 이와 함께 부동산시장의 과열과 붕괴 우려, 과도한 가계부채, 한-미 간 금리 역조에 따른 자본 유출 우려 등 해결해야 할 거시 경제 현안들이 쌓여 있다. 그렇다면 이러한 어려운 대내외 경제환경 속에서 전환기 한국은행 역할의 중요성은 아무리 강조하여도 지나치지 않을 것이다.

본 연구에서는 간단한 서론에 이어 둘째로 전환기의 의미와 글로벌 금융위기가 주는 교훈에 대해서 살펴본다.

셋째로 현재 한국은행 통화신용정책의 목표와 운영 체계에 대해서 다룬다. 현재 정책목표는 물가안정을 달성하고 금융안정에 유의한다고 되어 있는데 목표로서 고용안정의 중요성도 다룬다. 이와 함께 통화신용정책 수단의 변천과 글로벌 금융위기 이후 논의가 활발한 전통적 그리고 비전통적 정책수단에 대해서 살펴본다.

넷째로 금융안정 달성을 위한 거시건전성 정책의 필요성과 중요성을 분석한다. 먼저 거시건전성 정책의 유형을 시계열 차원과 횡단면 차원의 거시건전성 정책으로 나누어 다룬 뒤 글로벌 차원의 금융 감독과 규제 현황을 분석한다. 다음으로 금융안정을 위한 통화정책과 거시건전성 정책 간의 최적 조합 문제를 다룬다.

다섯째로 금융안정은 금융시스템 위협과 직결되므로 우리가 당면한 금융시스템 위협 유형을 다룬다. 위협의 유형을 크게 부동산 시장의 과열과 거품 붕괴, 대내외 금리 격차에 따른 자본의 유출입, 금융권 간의 상호 연계성과 그림자금융 확대 등으로 나누고 이를 풀어나갈 통화신용정책과 거시건전성 정책의 필요성과 중요성에 대해서 다룬다.

여섯째로 금융안정 목표달성을 위한 한국은행과 정부, 금융위원회 간의 거시건전성정책 협력방안에 대해서 살펴본다. 현재 통화신용정책은 한국은행이 거시건전성정책은 금융당국(금융위원회와 금융감독원)이 나누어 담당하고 있어서 일어나는 문제점을 다룬다.

마지막으로 전환기 한국은행의 역할을 요약하고 결론을 내릴 것이다.

## II. 전환기의 의미와 글로벌 금융위기가 주는 교훈<sup>1)</sup>

### 1. 전환기의 의미

한국 경제는 전환기에 처해 있다. 우리 경제는 1997-98년 외환 금융위기 이후 5년 주기로 경제성장률이 1%씩 저하되고 있으며 지난 5년간 2%대의 경제성장률을 기록하고 있다. 지금 한국 경제는 3%대로 재진입하느냐 아니면 1%대로 추락하느냐 하는 기로에 서 있다.

과거 한국의 경제위기를 보면 1960년대 들어와 고도성장을 기록한 이후 1979년 2차 오일파동과 박대통령 사망에 따른 정치 혼란으로 1980년 최초로 마이너스 성장을 기록하였다. 그 후 1997-98년 외환 금융위기를 겪었으며 2008년 글로벌 금융위기를 경험하였다. 경제위기는 외부적 충격과 내부적으로 누적된 부작용이 상호 작용하면서 발생하였는데 과거 20년 주기로 발생하던 경제위기 사이클이 2000년대에 들어와 10년 주기로 바뀌지 않았나 하는 우려를 자아내게 한다.

한편 최근 한반도를 중심으로 일어나고 있는 남-북 간 그리고 북-미 간 관계 변화도 한반도의 정치 외교 안보 위험 관리 차원을 넘어서 우리 경제 또한 새로운 전환기에 들어섰음을 보여주고 있다.

현재 우리가 처한 또 다른 전환기의 의미는 국제금융시장과 국내금융시장 간의 괴리가 커지고 있다는 점이다. 현재 미국과 일본 등 선진국의 경제가 호조를 보이는 가운데 미국 달러에 대한 금리가 계속 인상되면서 한-미 간 금리 역전 현상이 확대되고 있다. 이러한 금리역전 현상은 자본 유출을 촉발하면서 우리의 통화신용정책 운영에 커다란 제약 요인이 될 것이다.

핀테크(Financial Technology: FinTech)라 불리는 금융과 기술 결합도 지급결제 제도와 통화신용정책뿐만 아니라 금융안정과 금융 발전 전반에 중대한 영향을 끼칠 것이다.

1) 김인준(2019), “다음 번 경제위기,” 경제논집 제57권 1호, 서울대학교 경제연구소 참조.

## 2. 글로벌 금융위기가 주는 교훈

2008년 글로벌 금융위기는 미국의 부동산 시장의 과열과 거품의 붕괴 과정에서 발생하였다. 미국 연방준비제도(Federal Reserve Board; FRB) 의장인 그린스팬(Greenspan)은 글로벌 금융위기 발생 전에는 그의 모호한 화법으로 금융에 누구보다 정통한 현자 대접을 받았다. 그동안 그의 입장은 부동산 시장의 거품 발생과 붕괴는 사전적 인식이 힘들며 금융위기로 발전하는 것을 사후적 대처로 충분히 막을 수 있다는 것이었다. 사실 사전적 효율적 대처로 금융위기가 발생하는 것을 막았다면 칭찬을 받기보다 오히려 과잉 대응으로 경제 활력을 저해했다는 비난을 받기 십상이다.

그런데 이번 글로벌 금융위기가 주는 교훈은 먼저 물가안정과 실물부문의 안정이 금융안정을 보장하지 않는다는 사실이다. 실제로 이번 글로벌 금융위기가 발생하기 전 미국 경제는 골드락스(Goldilocks)라고 불릴 정도로 인플레이션의 우려 없이 경제가 안정된 상태를 유지하고 있었다.

이번 글로벌 금융위기의 또 다른 교훈은 금융위기가 세계적인 경제위기로 증폭될 수 있을 뿐만 아니라 이를 회복하는데 커다란 비용과 오랜 시간이 걸린다는 점이었다. 이번 미국의 금융위기는 세계적 경기 대침체(The Great Depression)를 가져왔을 뿐만 아니라 10년이 지난 지금까지도 세계 경제가 그 후유증을 겪고 있다.

이번 글로벌 금융위기가 중앙은행에 주는 교훈 중의 하나는 부동산 시장의 거품 발생과 붕괴 등과 같이 금융안정을 해치는 금융시스템 위협에 대해서는 중앙은행의 사전적 그리고 능동적 대처가 필요하다는 점이다. 그렇다면 통화신용정책 수행 시 경제안정과 금융안정의 중요성을 모두 고려해서 정책을 펴야 할 것이다.

## Ⅲ. 통화신용정책의 목표와 운영체제

### 1. 통화신용정책의 목표

통화신용정책의 목적은 한국은행법에 따르면 물가안정을 도모하고 금융안정에 유의하는 것이다. 한국은행법 제1조 1항에 의하면 한국은행은 효율적인 통화신용정책의 수립과 집행을 통하여 물가안정을 도모함으로써 국민경제의 건전한 발전에 이바지함을 목적으로 한다고 되어 있다. 그리고 1조 2항은 한국은행은 통화신용정책을 수행함에 있어 금융안정에 유의하여야 한다고 되어 있다.

현재 한국은행은 물가안정목표제를 채택하고 있다. 한국은행은 물가안정의 효율적 달성을 위해 신축적 물가안정목표제를 운영하며, 물가안정목표는 소비자 물가 상승률 기준 2.0%라고 명시하고 있다. 또한 물가안정목표제 운영과 관련, 중기적 시계, 미래지향적 운영, 신축적 운영을 명시하고 있다.

그런데 한국은행은 앞으로 정책목표에 물가안정뿐만 아니라 고용안정도 포함할 필요가 있다고 본다. 법적으로도 고용안정 목표를 설정하는 것이 바람직하다. 그렇지 못할 경우라도 한국은행은 자연 실업률, 실질 실업률, 노동시장 참가율, 정규직과 비정규직 구성비율과 각각의 임금상승률 등에 대한 통계와 함께 고용안정 관련 구체적인 입장을 제시하는 것이 바람직하다.

과거에는 물가상승률과 경제성장 간의 관계를 보여주는 필립스 커브가 안정적인 관계를 보여주었던 반면 최근에는 그 관계가 약화 되었을 뿐만 아니라 필립스 곡선의 기울기 자체도 완만해졌다. 한편 미국의 경우 과거 오쿤의 법칙(Okun's law)과 같이 고용과 성장이 안정적인 관계를 보였지만 지금은 안정적인 관계를 보이지 않으며 우리나라도 마찬가지이다. 그 결과 지금은 물가상승률과 성장, 그리고 성장과 고용 간의 관계가 안정적이지 않아서 물가안정목표로 한국은행의 성장이나 고용 목표를 유추해낼 수 없다.

한편 금융안정에 유의하여야 한다는 조항과 관련, 한국은행은 물가안정 달성을 위한 통화신용정책 운영이 금융안정에 미치는 영향을 신중히 고려한다고 명시하고 금융안정 달성을 위한 거시건전성 정책과의 조화 필요성을 강조하고 있다. 글로벌 금융위기 이전에는 금융안정을 위한 한국은행의 사후적인 최종 대부자 역할이 강조되었다.<sup>2)</sup> 반면에 글로벌 금융위기를 겪으면서 금융안정을 위한 사전적인 거시건전성 정책의 중요성과 정부와 한국은행 간의 정책 협력 문제가 중요 이슈로 대두되었다.

그런데 우리가 금융안정에 대해 일반적인 정의를 내리기는 쉽지 않다. 그렇지만 금융시스템 위협을 제대로 관리하지 못하면 금융위기가 발생하고 경제가 위기로 치닫는 현상을 볼 때 금융시스템 위협을 사전에 대비하고 극복함으로써 금융안정을 달성할 수 있을 것이다.

2) 최종대부자의 기능에서도 은행자본확충 등은 정부의 역할이다.

## 2. 통화신용정책 운영 수단

한국은행은 1990년대 중반까지 통화량 목표제에 기초하여 통화신용정책을 운영하였다. 통화량 목표제란 통화량을 정책수단 내지 중간 목표로 정하고 그 증가율을 적절히 통제함으로써 물가나 경제성장과 같은 최종 경제 목표를 달성하는 통화정책의 운영방식이다. 그런데 그 당시 국제수지 불균형 심화에 따라 통화량의 적절한 통제가 여의치 않았을 뿐만 아니라 통화량과 최종 목표인 물가안정과의 관계가 불안정해지면서 통화량 목표제의 근본적인 문제점이 노출되었다.

한국은 1997년 외환 금융위기를 맞게 되면서 한국은행법이 1998년에 개정되었고 한국은행의 통화신용정책은 근본적인 변화를 겪게 되었다. 개정된 한국은행법은 설립 목적으로 물가안정을 명시함에 따라 운영체제가 물가상승률 목표제(Inflation Targeting, IT)로 전환되었다.

통화신용정책 수단 또한 경제 전반에 영향을 끼치는 금리정책으로 바뀌면서 한국은행은 운영 수단으로 기준금리를 제시하고 있다. 한국은행 금융통화위원회가 기준금리를 결정하면 결정된 기준금리가 콜금리, 장단기 시장금리, 예금 및 대출 금리의 변동으로 이어져 실물경제에 영향을 주도록 운영되고 있다.

그런데 앞으로 우리도 FRB와 같이 금융통화위원회 위원들에게 미래 일정 기간의 기준금리 전망치를 제시하게 함으로써 위원들의 책임감과 정책의 예측치를 높이도록 하는 것이 바람직할 것이다.

한국은행의 또 다른 통화신용정책 운영 수단은 금융중개지원대출로 과거 총액한도 대출의 이름을 바꾼 것이다. 금융중개지원대출은 한국은행이 저리로 은행에게 자금을 지원해주고 은행은 한국은행이 지정한 기업에게 저리로 대출을 해주도록 하는 제도이다. 그동안 이러한 제도는 자금조달이 어려운 중소기업 지원을 위해 주로 사용되어왔다. 그런데 앞으로 이러한 금융중개지원대출이 유사시 산업구조조정이나 남북경제협력 기금 조성에 사용될 가능성도 있을 수 있다. 한국은행이 특정 기업이나 기관에 자금을 공급할 수 없는 상황에서 우회적인 공급 수단으로 금융중개지원대출이 사용될 가능성이 있기 때문이다. 앞으로 전환기 금융중개지원대출의 다양한 활용 방안을 위한 연구가 필요할 것이며 이 제도가 남용되지 않도록 그 사용범위와 한계를 명시할 필요도 있다.

글로벌 금융위기 이후 기준금리가 계속 낮아져서 영의 하한가에 접근함에 따라 금리정책 수단을 통해 경제위기를 극복하는 것이 한계에 도달했다. 그 결과 미국, 일

본, 유럽 등이 비전통적 통화정책을 연구하고 도입하게 되었다.

현재 우리도 한국은행의 기준금리가 1.75%인 상황에서 앞으로 경기 침체가 심해 진다면 전통적인 기준금리정책을 통해 이를 극복하는 데에는 한계가 있을 것이다. 그렇다면 비전통적인 통화신용정책 장단점에 대한 분석과 연구가 함께 이루어져야 할 것이다.

비전통적 통화정책 수단으로는 크게 유동성 공급정책, 양적 완화정책, 그리고 선제적 지침(forward guidance) 정책, 그리고 마이너스 정책금리 등을 들 수 있다.<sup>3)</sup>

유동성 공급정책은 중앙은행의 여신 범위를 확대하고 완화하는 정책으로 중앙은행이 최종 대부자로서 유동성 공급을 통하여 특정 금융기관이나 시장의 신용경색을 회복시키는 것이 그 목적이다.

양적 완화(quantitative easing) 정책은 통화정책이면서 금융안정정책으로 통화정책과 금융안정정책이 밀접히 연관되어 있음을 보여준다. 중앙은행이 정부보증기관이 발행한 채권이나 중장기 국채를 적극적으로 매입하여 장단기 금리 격차를 줄이고 금융시장의 신용경색을 완화하는 정책이다. 미국의 FRB는 양적 완화정책을 통해 신용경색을 겪고 있던 주택금융부문에 신용공급을 확대하고 장단기 금리 격차를 줄여 투자 활성화를 도모하였다.

선제적 지침은 정책당국이 통화정책에 대한 미래 방향을 제시함으로써 시장기대를 안정시키고 정책목표를 달성하기 위해 실시하는 정책으로 미국처럼 명시적으로 숫자를 제시할 수도 있고 유럽처럼 전반적인 방향만을 제시할 수도 있다.

그런데 이러한 비전통적인 통화정책은 실행 초기에는 효과가 크나 시간에 지날수록 실효성이 낮아지고 부작용이 커질 수 있다. 유동성 공급정책이나 양적 완화정책의 경우 중앙은행이 부실 금융자산을 대량 보유하게 됨으로써 신용위험을 증가시킬 가능성이 있으며 금융기관들의 도덕적 해이를 가져오고 이들 기관의 유동성 위기관리 능력이 저하될 수도 있다.

마이너스 정책금리는 중앙은행이 금융기관 등과의 거래에 적용하는 금리를 마이너스로 책정하는 것으로 글로벌 금융위기 이후 일본, ECB, 스웨덴, 덴마크, 스위스 등의 중앙은행이 도입하였다. 도입 목적은 장기적 경기 침체 극복과 대규모 자본 유입을 억제하는 데 있었다.

한편 비전통적 통화신용정책을 채택할 경우 최적의 출구 전략 시점을 찾는 것이 어

3) 문우식(2018) 통화정책론 중 주요국의 비전통적 통화정책 참조.

럽고 출구 전략 자체가 경제에 주는 여파가 클 수도 있다. 따라서 비전통적 통화신용 정책을 채택할 경우 출구 전략의 타이밍과 조정속도를 정하는 것이 중요한 과제이다.

한국의 경우 비전통적 통화신용정책을 사용할 수 있는 법률적 근거는 2011년 개정된 한국은행법에 마련되어 있다.<sup>4)</sup> 그 예로 한국은행법 제28조 제3호 및 64조에 따른 금융기관대출규정 제2장 자금조정대출과 제3장 금융중개지원대출, 그리고 한국은행법 제65조에 의한 금융기관에 대한 긴급여신과 제80조에 의한 영리기업에 대한 여신 등이 있다.

우리의 경우 비전통적 통화신용정책 중 현실적으로 유동성 공급정책이 가장 사용하기 쉬운 정책일 것이며 양적 완화정책은 한국은행이 직접 장기 국채시장이나 정부보증기관 등에서 발행한 장기채 시장에 개입해야 하는 부담이 있다.

비전통적 통화정책은 기존의 금리에 바탕을 두는 전통적 통화정책을 대체하는 것이 아니라 보완하는 성격을 띠는 정책이므로 이를 실행할 경우 정책 채택의 이유와 어디에 얼마 동안 사용할지 등을 구체적으로 밝힐 필요가 있다. 특히 세계 경제의 불확실성이 커지고 저금리가 유지되는 상황에서 금융위기가 발생할 가능성에 대비해 비전통적 통화신용정책 연구 또한 필요할 것이다.

#### IV. 금융안정과 거시건전성 정책의 중요성 대두

##### 1. 거시건전성 정책의 유형과 글로벌 차원의 금융 감독과 규제<sup>5)</sup>

금융안정을 위해서는 금융시스템 위험을 막아야 한다. 한국은행은 금융시스템 위험을 금융시스템의 전부 또는 일부의 장애로 금융기능이 정상적으로 수행되지 못함에 따라 실물경제에 심각한 부정적 파급 효과를 미칠 수 있는 위험으로 정의하고 있다.

금융시스템 위험을 막기 위해서는 통화신용정책뿐만 아니라 금융부문에 직접 영향을 주고 금융시스템 전체의 건전성을 추구하는 거시건전성 정책이 중요하다. 개별 금융기관의 관점에서 건전성을 평가하는 미시건전성 정책으로는 불충분하다. 그것은 구성의 오류와 같이 개별 금융기관의 건전성 추구가 오히려 금융시스템 전체의 불안정을 초래할 수도 있기 때문이다.<sup>6)</sup>

4) 한국은행 (2015)의 통화신용정책관련 규정집 중 한국은행법 참조.

5) 한국은행 (2015)의 한국의 거시건전성정책과 문우식 (2018) 통화정책론 참조.

6) 구성의 오류란 개인에게 좋다고 한 것이 전체에게 좋은 것이 아닐 뿐 아니라 오히려 개인에게도

그런데 거시건전성 정책수단 중 상당 부분은 특정 금융기관의 건전성을 감독 규제하는 미시건전성 정책수단과 일치 한다.

거시건전성 정책수단은 크게 시계열 차원(time dimension)의 시스템 위험 대응 수단과 횡단면 차원(cross-sectional dimension)의 시스템 위험 대응 수단으로 나누어 볼 수 있다.

시계열 차원의 시스템 위험은 금융 및 경기 순환 사이클 속에서 금융기관들의 과도한 무리 행위(herd behavior)와 경기 순응성(pro-cyclicality) 등으로 인해 자본과 유동성 부족으로 발생하기 때문에 자본과 유동성 규제가 대표적인 거시건전성 정책이다. 이와 함께 부동산 시장의 과열과 거품 붕괴가 가져오는 위험을 막는 부동산담보대출 규제 그리고 자본의 급격한 유출입을 억제하는 외환시장의 3중 세트 규제도 시계열 차원의 거시건전성 정책의 범주에 들어갈 것이다.

시계열 차원의 거시건전성 정책수단 중 대표적 자본 규제로는 경기대응완충자본, 자본보전완충자본, 레버리지비율 규제, 부문별 자본 규제 등을 들 수 있으며 유동성 규제로는 유동성 커버리지비율(liquidity coverage ratio; LCR) 규제와 순안정자금조달비율(Net Stable Funding Ratio; NSFR) 등이 있다.

부동산 시장 거품과 붕괴를 막기 위한 부동산담보대출 규제로는 주택담보대출비율(Loan To Value; LTV) 과 총부채상환비율(Debt To Income; DTI) 규제 등을 들 수 있으며 과도한 국제간 자본 유출입에 따른 금융 불안을 막기 위한 외환 부문의 3중 규제 세트는 외국인 채권투자 과세 면제, 선물환포지션 규제, 외환건전성 부담금 제도 등이 있다.

횡단면 차원의 시스템 위험은 금융기관 간 상호 연계성(interconnectedness) 및 의존성(interdependence) 등으로 인해 한 부문에서 발생한 위기가 시스템 전체로 전염 확산할 수 있는 위험을 의미한다. 이 경우 특정 금융기관의 자산 건전성 악화 또는 유동성 위험이 시스템 전체로 파급되면서 신용경색(credit crunch), 자산 투매(fire sale) 및 환매 사태(fund run) 등이 일어나 시스템 전체의 위험을 유발한다.

횡단면 차원의 시스템 위험을 막는 거시건전성 정책수단으로는 시스템적 중요 기관에 대한 추가자본규제(글로벌 시스템적 중요 은행 규제, 국내 시스템적 중요 은행 규

---

나쁜 결과를 가져올 수 있다는 것이다. 금융위기 시 개별 은행 입장에서는 자산을 팔아서 부채를 갚고 레버리지를 떨어뜨리는 것이 바람직하지만 경쟁적으로 자산을 팔아버릴 경우, 자산 가격이 크게 떨어지면서 자기자본을 잠식하면서 레버리지에는 별 변화가 없거나 오히려 늘면서 자산규모만 줄어드는 결과가 나타날 수 있다.

제, 국내외 시스템적 중요 보험사 규제, 국내외 비은행, 비보험 시스템적 중요 금융기관규제), 장외 파생상품의 중앙청산소 설치, 거액 대출 규제, 최저자기자본 규제, 그림자금융 규제(머니마켓펀드 규제, 유동화 규제, 증권금융규제) 등이 있다.

글로벌 금융위기 이후 글로벌 차원에서 금융규제 필요성이 증대됨에 따라 바젤 III가 출범하게 되었다. 바젤 III의 주요 내용은 크게 자본 규제와 유동성 규제에 관한 것이다. 바젤 III에서는 경기 확장 시 과도한 통화팽창을 막기 위해서 은행의 최저자기자본 8% 규제에 추가로 경기대응완충자본(countercyclical capital buffer)을 쌓게 하고 불필요할 경우 이를 하향 조절하도록 하고 있다. 한편 자본보전완충자본(capital conservation buffer)은 은행이 위기 시 손실 발생에 대비하여 평상시 위험가중자산의 2.5%를 보통주 자본으로 추가 적립하도록 하는 규제로 경기 대응 성격이 강하다.

그런데 이러한 조치는 은행들이 항상 준수해야 하는 최저자기자본 규제와 달리 경기 상황과 관련 추가로 자기자본을 적립하게 함으로써 금융기관의 대출 규모에 직접 영향을 준다는 측면에서 통화신용정책의 성격도 갖고 있다. 따라서 경기판단에 전문성 있는 기관, 즉 통화정책을 담당하는 중앙은행의 참여가 필요하다.

바젤 III의 유동성 규제인 LCR 규제도 중앙은행이 전통적으로 수행하여 오던 은행준비금 규제와 유사하다. 자금인출사태에 대비해서 충분한 유동성을 쌓으라는 점에서 차이가 없으며 그 점에서 통화신용정책의 성격도 갖고 있다.

한편 바젤 III에서는 글로벌 차원에서 그리고 국가 차원에서 시스템적 주요 금융기관(Systemically Important Financial Institutes; SIFIs)에 대한 추가 규제의 필요성도 인정하고 있다. 글로벌 SIFIs에 대해서는 대마불사 문제 해소를 위한 손실 흡수력 강화, 효과적인 정리체계 수립, 감독 강화 방안 등이 제시되었다.

국가 차원의 주요 금융기관에 대한 규제란 자국 금융시스템에서 큰 비중을 차지하고 있는 대형 금융기관의 부실 및 도산 가능성을 낮추어 시스템 위험의 유발 가능성을 억제하고 금융 안정성을 높이기 위해서 해당 금융기관들에 대한 자본 규제 등을 강화하는 거시건전성 정책이다. 이 경우 각국 정책당국이 자국 금융시스템의 구조적 특성을 적절히 반영하여 시스템적 중요 금융기관에 대한 선정방식이나 규제수준 등을 정할 수 있도록 상당한 재량권을 허용하고 있다.

## 2. 금융안정을 위한 통화정책과 거시건전성 정책의 조합

글로벌 금융위기 이후 실물 사이클뿐만 아니라 금융 사이클의 중요성을 인식하게

되었다.<sup>7)</sup> 신용, 주가, 부동산 가격 등 금융 변수 사이클의 변동성 확대가 금융시스템 위험을 촉발할 뿐만 아니라 그 결과 실물경제에 막대한 영향을 주면서 사회 경제적 비용을 초래한다는 사실을 깨닫게 된 것이다. 그런데 실물 사이클과 금융 사이클은 함께 같은 방향으로 진행되기도 하고 각기 다른 방향으로 진행되기도 함에 따라 금융안정을 위한 정책적 대응에 어려움이 있다.

일반적으로 통화정책이 경제 전반에 보다 영향을 주므로 실물 사이클 변동에는 통화정책이, 그리고 거시건전성 정책은 특정 금융부문에 직접 영향을 주므로써 금융사이클 변동에는 거시건전성 정책이 효과적이라 보고 있다.

거시건전성 정책의 대표적인 예로 경기 순응성을 완화하는 수단으로는 자본 규제, 유동성 규제, 주택시장의 과열을 막기 위한 수단으로 LTV, DTI 비율 상한 규제, 과도한 자본의 유출입을 막기 위한 규제 등을 들 수 있다. 이러한 거시건전성 정책 수단들은 신용시장, 주택시장 그리고 외환시장 등 현재 문제를 일으키는 특정 금융 분야에 정책효과를 집중시킬 수 있다는 장점이 있다.

그러나 현실적으로 경기 침체 국면에서 경기 부양을 위해 택한 저금리 정책이 경기를 진작시키기보다 부동산 시장 과열의 원인이 되기도 하였고 반면에 LTV, DTI 정책 등이 부동산 시장의 안정보다 오히려 주택시장과 경기 활성화 정책으로 사용되면서 부동산 시장과 경기 과열을 초래하기도 하였다.

그렇다면 금융안정을 위해서는 통화신용정책과 거시건전성 정책의 최적 조합을 도출해낼 필요가 있다. 그렇지만 통화정책이 금융기관의 건전성과 부동산 등 자산 가격에 영향을 주며 거시건전성 정책 또한 통화와 신용공급에 영향을 준다는 측면에서 통화정책과 거시건전성 정책이 분리되기 힘든 측면도 있다.

그런데 우리의 경우 통화정책은 한국은행이 거시건전성 정책은 금융당국으로 나뉘어 관리되고 있다. 금융안정 목표를 달성하기 위한 두 정책 간의 최적 조합을 찾기 위해서는 두 기관 간의 협력과 공조가 무엇보다도 필요하다.

한편 우리의 금융안정을 위해서는 우리가 처한 금융시스템 위험 유형을 파악하고 이를 대처하기 위한 최적의 통화신용정책과 거시건전성 정책의 조합을 찾아내는 것이 필요하다. 현재 우리가 당면한 금융시스템 위험의 유형은 크게 부동산 시장의 과열과 거품 붕괴 가능성, 국내외 금리 격차에 따른 자본의 유출 가능성, 그리고 금융권 간의 연계성과 비은행권의 비중 확대에 따른 위험 등으로 나누어 볼 수 있으며 금융안

7) IMF (2013), “The Interaction of Monetary and Macro-prudential Policies” 참조

정을 위해서는 이러한 시스템 위험을 통화신용정책과 거시건전성 정책의 최적 조합으로 막아야 할 것이다.

## V. 한국의 금융안정을 해치는 대표적 금융시스템 위험

### 1. 부동산 시장의 과열과 거품 붕괴 과정에서 나타나는 위험

우리가 당면한 가장 큰 금융시스템 위험은 자산시장(부동산과 주식시장)의 과열과 거품 붕괴 과정에서 나타나는 위험이다. 그동안 우리 경제는 부동산 시장 과열로 금융이 불안정한 상태를 보였다. 부동산 과열의 가장 큰 원인 중 하나는 장기간 계속된 저금리 정책과 경기 활성화를 위해 LTV와 DTI 규제가 완화되면서 주택담보대출 규모가 급격히 늘어나면서 주택가격을 부추긴 것이다. 한국의 부동산 가격은 그동안 계속 상승세를 보이는 가운데 2018년 서울을 중심으로 부동산 시장 과열 양상이 나타났다.

한국은행(2018)의 국민대차대조표를 보면 2017년 말 우리나라의 명목소득 대비 국민순자산은 8.0 배이다.<sup>8)</sup> 국민순자산은 크게 생산과 관련된 고정자산과 토지자산으로 나눌 수 있는데 2014년 이후 고정자산의 대 GDP 비율은 선진국 평균 3.1과 유사한 3.3 수준을 유지하였으며 토지자산의 대 GDP 비율은 2013년 4.1배에서 2017년 말 4.3배로 상승하였다. 비율 자체가 타 선진국에 비해서 높을 뿐만 아니라 증가추세에 있으며 이는 2018년 부동산 시장의 과열 현상이 반영되지 않은 수치이다.

가계자산에서 차지하는 부동산과 금융자산의 비율을 보더라도 우리나라 부동산 가격이 과대평가 되었음을 유추할 수 있다. 2017년 우리 가계의 부동산과 금융자산의 비율은 75.4%대 24.6%로 일본의 43.3%대 56.7% 그리고 미국의 34.8%대 65.2%에 비해서 부동산의 비율이 상대적으로 매우 높다. 우리의 금융 심화도가 미국보다는 낮을지 몰라도 일본과는 큰 격차가 없을 것으로 본다면 우리 가계자산에서 부동산 비중이 높다는 것은 그만큼 우리의 부동산 가격이 과대평가 되어 있음을 의미한다. 이러한 상황에서 2018년 부동산 과열 현상은 우리 경제의 가장 심각한 문제 중의 하나이다.

부동산 시장의 과열은 수요 요인, 공급 요인, 투기적 현상, 중요 교육기관의 특정 지역 집중 현상, 정부 대응정책의 문제 등 여러 가지 요인으로 발생할 수 있다.

8) 한국은행(2018), 국민대차대조표 참조.

그렇지만 부동산 시장의 거품과 붕괴 관련, 통화신용정책과 거시건전성 정책의 중요성은 아무리 강조하여도 지나치지 않다. 글로벌 금융위기 이후 장기간 계속된 저금리 현상이 부동산 과열을 가져온 중요 요인이다. 경기가 침체 된 상황에서 저금리로 풀린 돈이 부동산 시장으로 흘러 들어가면서 수요를 자극한 것이다. 저금리정책이 경기를 자극하기보다 부동산 가격을 부추기는 상황에서 적기에 금리 인상을 통해 부동산 시장 과열을 막을 필요가 있었다. 한국은행이 기준금리를 올려 수요측면에서 과열을 억제할 필요가 있었다. 이와 함께 국내 장기 금리의 경우 국제금리의 영향을 받는 것이 현실이므로 단기 금리 결정에서도 장기적인 국제금리 추세를 고려해 결정할 필요가 있었다.

부동산 시장 과열에는 LTV, DTI 등 거시건전성 정책의 영향도 크다. 그것은 LTV, DTI가 금융기관의 주택담보대출 규모에 직접적인 영향을 주기 때문이다.

정부는 2002년 LTV, 2005년 DTI 등의 거시건전성 정책수단을 도입하여 주택시장의 과열에 대해 대응하였다. 그런데 문우식(2018)은 글로벌 금융위기 이후 이러한 건전성 수단들이 본래의 목적과 관계없이 경기 활성화 수단으로 사용됨에 따라 부동산 가격을 부추겼다고 지적하고 있다. 문우식(2018)은 2012년 이후 금리하락 추세가 계속되고 주택가격과 주택담보대출이 상승세로 전환됨에 따라 주택시장에 대한 정부의 건전성 규제는 유지 또는 강화될 필요성이 있었는데 정부는 오히려 2014년부터 경기 부양을 위해 이들 규제를 일방적으로 완화하였다는 점을 지적하고 있다.

최근 정부는 부동산 시장의 과열을 막기 위해 전체 대출에 대한 원리금 상환액을 연 소득으로 나눈 비율인 채무상환비율(Debt Service Ratio; DSR)을 도입하고 LTV와 DTI 비율을 지역별, 주택가격별, 소유 주택 수별로 세분해서 규제하는 정책을 채택하였다.<sup>9)</sup>

실제로 주택담보대출의 빠른 증가세에 힘입어 우리나라 가계부채 증가율은 소득증가율을 계속 상회함으로써 가계부채의 대 GDP 비율은 계속 상승하고 있다. 우리나라의 가계부채 증가속도는 글로벌 금융위기 이후 OECD 국가 평균 수준을 크게 상회하고 있다. 2018년 1/4분기 말 가계부채는 1468조 원으로 가계부채의 가처분소득 대비 그리고 명목 GDP 대비 비율이 각각 160%와 84%를 상회하고 있다.

부동산 시장 거품은 서민층의 경제적 박탈감을 증폭시키며 자산의 양극화 현상을 부추긴다. 그런데 더 큰 문제는 거품이 급속히 붕괴될 경우 금융안정을 해치고 더 나

9) 2018년 9.13 부동산 대책을 포털에서 참조할 것.

아가 경제를 위기 상황으로 몰아넣을 수 있다는 점이다. 부동산 시장의 거품과 붕괴는 사전적 대응이 힘들며 사후 대응에 큰 비용을 지불해야 한다는 점에서 문제의 심각성이 크다.

부동산 시장의 거품 붕괴에 따라 자산 가격이 폭락할 경우 원리금 상환 압박을 받는 가계는 첫 단계로 소비와 투자를 줄일 것이며 이 경우 부채 디플레이션으로 이어질 것이다. 다음 단계로 시장에 부동산을 내놓거나 금융기관 대출을 제 때에 갚지 못한다면 부동산 가격 하락을 부채질하고 가계부실로 이어질 것이다.

금융기관의 자기자본이 가계와 기업의 부실로 인해 잠식당하기 시작하면 이는 금융 위기로 이어질 것이다. 금융기관의 부실 우려로 예금과 투자가 빠져나가면 유동성 위기로도 발전할 수 있다.

2008년 글로벌 금융위기와 과거 일본의 잃어버린 20년 위기도 계속된 저금리로 인해 발생한 부동산 시장의 거품 발생과 그 붕괴 과정에서 일어났다. 이와 함께 주택을 담보로 금융기관이 과도한 주택담보대출을 하고 이를 금융당국이 제대로 규제하지 못한데도 그 원인이 있다.

가계대출의 급증 그리고 부동산 시장의 거품과 붕괴를 막기 위해서는 적절한 통화신용정책과 DTI, LTV 등 거시건전성 정책의 적절한 조합이 필요하다. 통화신용정책으로 인해 자산시장의 거품 발생과 붕괴 현상이 일어나지 않도록 예의 주시해야 할 것이다. 부동산이 고평가된 상황에서 거시건전성 정책은 금융안정을 위한 정책이어야지 경기 활성화를 위한 수단이 되어서는 안 될 것이다.

부동산 시장의 안정을 위해서는 통화신용정책과 DTI, LTV 등 거시건전성 정책을 활용해 주택담보대출 증가율이 GDP 증가율을 초과하는 것은 막아야 할 것이다.

## 2. 급격한 자본의 유출입에 따른 위험

또 다른 금융시스템 위험은 글로벌 경제충격과 이에 따른 과도한 자본 유출입에 따른 대외부문 위험이다. 국내외 자본 이동이 자유로운 상황에서 국내 경기가 좋을 때는 과도한 해외 자본 유입으로 경기가 과열되기도 하고 반대로 해외 충격 등으로 인해 국내 경제가 어려움에 빠지면 자본이 해외로 급속히 빠져나가면서 금융과 외환시장이 불안정해지고 실물경제가 위축되는 악순환을 겪고 있다.

1997년 외환 금융위기 당시 금융위기가 외환위기로 발전하고 외환위기가 다시 금융위기로 확대 재생산되면서 경제위기를 키웠다. 1997년 11월에 실제로 사용 가능한

외환보유고는 73억 달러로 외환위기가 발생한 것은 너무나 당연하다. 그런데 2008년 글로벌 금융위기 당시에는 외환보유고가 2000억 달러 아래로 떨어지지 않았지만 한-미 간 통화 스왑이 체결될 때까지 외환위기 가능성을 우려하기도 하였다.

실제로 국제간의 자본 이동이 자유로운 상황에서 국내외 간의 과도한 금리 격차로 인해 급격한 자본 유출입이 발생하면 금융안정을 해칠 수 있다. 우리와 같은 개방경제에서는 금융안정을 위해 국제금리 추세를 우리의 통화신용정책 수립에 반영하는 것이 금융안정을 위해 불가피할 것이다.

기존의 트릴레마(impossible trinity) 이론에 따르면 독립적인 통화정책, 자유로운 상품과 자본의 국제 이동, 환율안정은 동시에 달성하기 불가능하므로 이들 중에 둘을 선택하여야 한다는 것이다. 이 이론에 의하면 상품과 자본의 국제 이동이 자유로운 상태에서 독립적인 통화신용정책을 택한다면 안정적 환율 유지는 기대할 수 없으며 환율 변동은 통해야 새로운 균형에 도달할 수 있다는 것이다. 다시 말해 독립적 통화신용정책으로 인해 국내금리와 국제금리와의 격차가 발생한다면 금리 격차에 따른 자본 이동으로 환율이 변동한다는 것이다.

그런데 Rey(2018) 교수는 미국 등 주요선진국 금융정책 변화 등으로 글로벌 금융 사이클(global financial cycle)이 발생한다면 해외 충격에 따른 급격한 자본의 유출입을 환율 변동으로 감당하지 못한다는 점을 실증분석을 통해 보여주었다. 다시 말해 글로벌 금융 사이클이 존재하는 상황에서 국내외 금리 격차가 크다면 급격한 자본 유출입으로 인해 감당할 수 없을 수준의 환율 급변 현상이 나타날 가능성이 크다는 것이다. 그렇다면 금융안정을 위해 국내 통화신용정책 운영에서 국제금리 추세를 반영하면서 금리정책을 펴지 않을 수 없을 것이다.

물론 독자적인 통화신용정책을 택하고 환율안정을 유지하면서 자본의 유출입을 직접 규제하는 정책을 채택하는 것도 생각할 수 있을 것이다. 그동안 국제간 자본 이동 규제에 관해 선진국과 개도국 간에 상당한 견해 차이가 있었지만 최근 G-20의 합의를 통한 국제금융통화위원회의 공동선언문을 보면 거시건전성 정책의 상시 사용과 자본 통제 정책의 유사시 사용을 허용하고 있다. 이 경우 외환 부문의 거시건전성 정책은 외환 부문의 3중 규제 세트와 외국중앙은행과의 통화 스왑을 의미한다. 외환 부문의 3중 세트라 부르는 규제는 외국인 채권투자 과세 면제, 선물환포지션 규제, 외환 건전성 부담금 제도 등이다.<sup>10)</sup> 그런데 이러한 외환 관련 규제들은 자본의 유출보다

10) 문우식(2018), 통화정책론 참조.

유입을 억제하는데 좀 더 효과적이다. 2008년 글로벌 금융위기 당시 우리가 미국 연방준비제도와 맺은 300억 달러의 통화 스왑은 그 규모와 관계없이 미국이 필요할 경우 우리에게 달러를 공급해줄 것이라는 사인을 심어주고 그 당시 환율안정에 크게 공헌하였다.

2018년 12월 현재 우리의 기준금리는 1.75%이지만 미국의 기준금리는 2.25-2.5%로 한-미 간 금리 격차가 0.75%에 이르고 있다. 그런데 미국 FRB 위원들의 미래 금리 예상치를 보면 내년 말까지 금리가 3-3.25% 수준까지 오를 것으로 보고 있다. 앞으로 미국의 기준금리가 계속 예상과 같이 오른다면 한-미 간 금리가 크게 역전되면서 급격한 자본의 해외 유출이 우려된다. 국제 금융 사이클이 존재하는 현실 속에서 급격한 자본의 해외 유출을 막기 위해서는 우리가 기준금리를 결정할 때 국제 금리 추세를 반영할 필요가 있다.

그런데 한국은행 국제투자대조표(2018)에 의하면 2018년 6월 말 현재 우리나라의 순대외금융자산과 순대외채권은 3211억 달러와 4549억 달러이다. 이와 함께 외환보유고가 4003억 달러에 이르고 (단기외채/준비자산)과 (단기외채/대외부채) 비율이 각각 31.3%와 28.4%로 자본 유출로 인한 외환위기를 걱정해야 할 상황은 아니다. 그렇지만 유사시에는 해외자본뿐만 아니라 국내 자본도 해외로 빠져나갈 수 있다는 점을 명심해야 할 것이다. 통화 스왑 등을 통해 필요할 경우 가용 외환 규모가 늘어나도록 하는 노력과 함께 대내외 금리 격차로 인해 자본이 급격히 해외로 빠져나가지 않도록 해야 할 것이다.

### 3. 금융권 간 연계성 확대와 비은행권 비중 증가에 따른 위험

금융권 간 상호 연계성(inter-connectedness) 증대와 비은행권과 그림자금융(shadow banking) 등의 비중이 확대되는 과정에서 나타나는 금융시스템 위험도 금융안정을 해치는 주요 요인이다. 2018년 1/4분기 말 금융권 총자산은 5108조 원이며 그 중 비은행금융기관의 자산규모는 2478조 원으로 48.5%를 차지하고 있다.<sup>11)</sup> 비은행권과 그림자금융의 중개 비중이 계속 증가하고 있으며 글로벌 금융위기도 미국의 그림자금융 위기에서 촉발되었다는 점을 상기할 필요가 있다.

우리도 금융안정을 위해 국가 차원의 시스템적으로 중요한 금융기관을 선정하여 규

11) 한국은행(2018), 금융안정보고서, 2018.6, 참조.

제할 필요가 있다. 시스템 위기를 전담하는 (가칭) 금융안정위원회를 상설 기구로 신설 하고 동 위원회에서 시스템적으로 중요한 금융기관을 선정하도록 하는 것이 바람직하다.

우리 금융시스템을 보면 금융지주회사들이 전체 금융에서 차지하는 비중이 매우 높다. 2018년 6월 말 현재 4대(KB, 신한, NH농협, 하나) 금융지주회사와 우리은행의 총자산 규모는 2019조 원에 이르고 있다. 우리의 금융지주회사들은 은행, 증권, 보험, 카드, 자산 운용 등을 자회사로 두고 있어서 금융권 간의 상호 연계성과 이들 간의 관계에서 발생하는 금융시스템 위험을 파악하는데 유용할 것이다. 한편 삼성생명이나 미래에셋 등도 시스템적으로 중요한 보험사와 증권사로 간주할 수 있다. 그렇다면 우선 이들 4대 금융지주회사와 우리은행, 그리고 삼성생명과 미래에셋 등을 국내 시스템적 중요 금융기관으로 지정하여 감독 규제한다면 금융시스템 위험 가능성을 사전에 파악하고 전체 금융 안전성을 높일 수 있을 것이다.<sup>12)</sup>

금융안정을 위해 정부가 은행권에 대한 규제를 강화할 때 그 규제를 피해 비은행권에서 풍선 효과가 나타나지 않는지 다중채무자들의 채무 현황을 살펴봐야 할 것이다. 특히 은행권의 주택담보대출 규제를 강화할 경우 이것이 상대적으로 고비용을 초래하는 은행의 신용대출이나 비은행권의 대출 증가로 이어지지 않는지 살펴봐야 할 것이다.

금융안정 관련, 가계대출 중 특히 관심을 가지고 봐야 할 부분이 취약차주 부채이다.<sup>13)</sup> 취약차주의 경우 은행의 대출 비율이 낮고 상대적으로 고비용인 비은행금융기관의 대출 비율이 높다. 특히 금리 인상 시 이들은 은행으로부터 대출받기가 더욱 어려워질 것이다. 금리 인상 시 취약차주들의 고통이 커지고 도산 가능성도 또한 상대적으로 더욱 증가할 것이다. 이들의 실질적 부담을 줄이고 금융안정을 도모하는 방향으로 정책적 대응이 이루어져야 할 것이다.

## VI. 한국은행과 정부와의 거시건전성 정책 협력방안

금융안정을 위한 통화신용정책과 거시건전성 정책은 분리하기 힘든 측면이 있다. 통화신용정책이 거시건전성에 영향을 끼치고 거시건전성 정책 또한 통화 신용에 영향

12) 현재 한국은행법의 금융기관이라고 하면 은행과 은행지주회사만을 포함하고 있어 중요 보험사와 증권사가 중요 금융기관에 포함될 경우 이의 개정이 필요하다.

13) 한국은행 금융안정보고서 각호와 금융안정상황(2018년 9월) 참조.

을 준다. 이점이 금융안정을 위해서 통화신용정책과 거시건전성 정책의 최적 조합이 필요한 이유이다.

현재 통화신용정책은 한국은행이 거시건전성 정책은 금융당국이 나누어 운영하고 있는데 금융당국이 거시건전성 정책과 관련하여 중요한 역할을 해야 할 한국은행과의 협의가 충분하지 않은 상태이다.

특히 “정부는 금융통화에 관한 중요한 정책을 수립할 때에는 금융통화위원회의 의견을 들어야 한다”는 한국은행법 제 93조에도 불구하고 그동안 LTV, DTI 강화 및 완화, BIS 자기자본비율, 유동성 비율, 예대율 관련 규제 운용, 국내 시스템적 중요은행 선정 등의 주요 거시건전성 정책을 수립하는 과정에서 공식적으로 금융통화위원회의 의견을 요청한 사례가 거의 없다. 이 경우 거시건전성 정책 수립에 한국은행의 견해가 반영될 수 있는 여지가 미흡하며 통화신용정책의 거시적인 운영 측면에서 볼 때 적절하지 않은 정책이 입안될 가능성도 크다.

그렇다면 금융안정을 위해 필요한 또 하나의 축인 거시건전성 정책의 바람직한 운영 체계는 무엇인지 그리고 그 운영 체계에서 한국은행의 역할은 무엇인가 하는 문제가 제기될 것이다.

거시건전성 정책의 바람직한 운영 체계는 무엇보다도 이를 담당할 주체를 명확히 하고 그 권리와 책임을 명확히 규정하는 것이다. 특히 거시건전성 정책과 관련된 한국은행의 권한과 책임을 명확히 설정할 필요가 있다. 한국은행의 역할이 금융안정보고서 발간이나 현장 검사 및 공동검사와 자료제출요구권 수준에 머물러서는 곤란하다.

한국은행은 금융안정보고서 국회 보고를 하나의 정책수단으로 간주할 필요가 있다. 그리고 금융기관의 현황을 알릴 필요가 있다면 중요 금융기관에 대한 스트레스 테스트(stress test) 결과도 익명으로 금융안정보고서에 실을 필요가 있을 것이다.

효율적인 거시건전성 정책운동을 위한 관련 기관 간 협조문제는 미국과 영국의 제도를 참고할 만하다. 글로벌 금융위기를 겪은 후 미국과 영국은 금융시스템 관련 공공기관 간의 권한과 책임을 명시하고 이들 기관 간의 공조 관계를 규정짓는 제도개혁에 주력하였다.

미국의 경우 2011년 도드-프랭크 법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 제정으로 금융안정을 위한 금융감독 체제가 구체화 되었다.<sup>14)</sup> 금융감독 금융안정감시위원회(Financial Services Oversight Committee;

14) 정운찬·김홍범(2012), 화폐와 금융시장의 17장 참조.

FSOC)를 설립하여 재무부 장관, 연방준비제도 의장, 다른 규제 감독 기관장들이 함께 금융안정을 위한 정책을 관리할 수 있도록 하고 있다. 금융안정 관련 기관들로 구성된 위원회를 설치하여 이를 통해 거시건전성 정책을 논의함으로써 통화정책과 거시건전성 정책 간의 상충 문제를 해소하려고 하고 있다.

FSOC은 또한 시스템상 중요 금융기관(SIFIs)을 지정하는 권한과 함께, 연방준비제도에 대한 SIFIs 건전성 규제의 제정과 개정 권고안, 그리고 미국 연방 감독자에 대한 감독기준 강화 권고안을 보유하고 있다. 한편 연방준비제도는 FSOC가 지정한 SIFIs에 대한 규제의 제정과 개정뿐만 아니라 그에 따른 감독 업무도 관장하고 있다. 한편 재무부에 신설된 금융조사국(Office of Financial Research)은 관련 자료를 수집하고 표준화하며 분석을 통해 FSOC를 지원하고 있다.

다음으로 영국과 뉴질랜드와 같이 중앙은행이 통화정책과 거시건전성 정책을 모두 담당하고 있는 경우이다. 영국의 경우 영란은행 이사회의 하부위원회로 거시건전성 감독자 역할을 하는 금융정책위원회(Financial Policy Committee; FPC)가 자리 잡고 있다. FPC는 시스템 위험을 식별하고 평가하며 이를 다룰 정책수단을 개발하고 선택해야 하는 책무가 있다. 한편 FPC는 연 2회 금융안정보고서를 재무부에 제출하고 건전성 규제와 금융안정 동향을 재무장관에 설명하는 등 재무부에 대해서 책임을 진다. 영란은행과 같이 한 기관이 통화정책과 거시건전성 정책을 모두 다룰 경우, 경기나 신용국면 판단을 달리해서 생기는 정책적 충돌이 있을 수 없다. 이와 함께 정책 간의 상호 연계성을 고려하여 통화정책과 거시건전성 정책을 떠나갈 수 있는 장점도 있다.

우리의 경우 효율적인 통화신용정책과 거시건전성 정책운영을 위한 금융 관련 공공 기관 간의 협력방안 수립을 위해서는 다음 세 가지를 고려해야 할 것이다. 먼저 양 정책 간의 최적 조합을 달성하는 방안이다. 둘째는 한국은행의 독립성을 저해할 가능성이 있는 방안이어서는 곤란하다. 마지막으로 금융위기 발생 시 효과적으로 대응할 수 있는 협력체제를 갖추는 방안이어야 할 것이다.

선진국들의 협력방안을 참조하고 우리의 현실을 고려할 때 다음의 두 가지 방안을 생각해 볼 수 있다.

먼저 [방안 1]은 시스템 위기를 전담하는 (가칭) 금융안정위원회를 상설 기구로 신설하고 동 위원회에서 거시건전성 정책을 관장하도록 하는 것이다. 금융안정위원회는 기획재정부, 한국은행, 금융위원회 등 금융안정과 관련한 기관들이 참여하여 구성하고 금융안정과 관련된 주요 사항을 결정하도록 한다.

금융안정위원회가 원활하게 운영되기 위해서는 위원회를 법제화하고 운영과 관련한 규정을 명시화할 필요가 있다. 금융안정위원회는 국내 시스템적 중요 금융기관을 지정하여 관리할 필요가 있다. 우리 금융을 포함한 5대 금융지주회사와 시스템적으로 중요한 보험사와 증권사들을 지정할 필요가 있을 것이다.

한국은행의 의견이 규제 감독 당국의 정책에 반영될 수 있도록 하는 실제적 장치의 마련도 필요하다. 한국은행 금융통화위원회의 의견 청취나 권고를 의무화하는 등 정부나 감독기관과의 수평적이고 실제적인 협력체제를 마련할 필요가 있다. 한국은행도 금융통화위원 중에 거시건전성 정책을 책임지는 위원을 선정하여 정부와의 업무 협력의 효율성을 높여야 할 것이다. 한국은행은 모든 금융기관에 대한 자료제출권을 갖는 것과 함께 금융안정위원회가 지정한 국내 시스템적으로 중요한 금융기관에 대한 공동감독권을 확보해 금융안정에 노력해야 할 것이다. 금융안정위원회의 사무국을 한국은행에 두어 거시건전성 정책과 관련한 데이터를 확보하고 표준화하며 이를 분석하도록 하는 것도 바람직하다.

물론 이 경우 단일 기관에 책무를 부여하는 것에 비해 책임소재가 불명확해진다는 단점이 있다. 따라서 실질적인 의결기구가 아니라 형식적인 협의에 그칠 가능성이 있다. 또 고유의 책무에 다른 기관들이 동시에 참여할 경우 자신들의 평판에 미칠 영향만을 고려하여 전략적으로 의사결정에 참여할 가능성이 있다는 비판도 있다. 협의체가 운영되는 과정에서 통화정책까지 논의된다면 통화정책과 관련한 한국은행의 독립성이 훼손될 염려도 있다.

방안 II는 중앙은행이 통화정책과 거시건전성 정책을 모두 수행하는 경우이다. 이 경우 한 기관이 통화정책과 거시건전성 정책을 모두 수행함으로써 경기나 신용국면에 대한 기관 간 다른 판단으로 발생하는 문제를 피할 수 있다. 그리고 경기국면과 신용국면이 다르게 움직여도 양 정책 간의 상호연관성을 고려하면서 통화정책과 거시건전성 정책을 펼 수 있다는 장점이 있다. 한편 한국은행은 독립성을 보장받고 있어 거시건전성 정책을 장기적 시각에서 수행할 수 있을 뿐만 아니라 그 정책 수행에 책임성도 높일 수 있다.

그런데 방안 II에 대한 문제는 먼저 감독 체제의 전반적 개편이라는 새로운 입법 조치가 필요하다는 점이다. 다음으로 거시건전성 정책과 미시건전성 정책은 불가분의 관계가 있는데 투표로 선출되지 않은 기관인 중앙은행이 금융기관에 대한 규제와 감독 권한을 행사하게 됨에 따른 책임 문제가 발생한다는 것이다. 특히 거시건전성정책의 목표가 통화신용정책의 목표와 충돌할 경우 한국은행의 독립성 보장 문제가 제기

될 수 있다. 무엇보다도 예기치 못한 사태로 금융 불안이 금융위기로 확대될 경우 정부 차원의 대응이 한국은행 보다 효율적일 것이다.

현시점에서는 법적 제도적 모든 장단점을 고려할 때 금융안정을 위한 금융 관련 공공기관의 협력 방법으로는 방안 I이 방안 II 보다 장점이 크다 할 것이다.

## VII. 요약 및 결론

한국 경제는 전환기에 있다. 전환기의 한국은행은 물가안정뿐만 아니라 고용안정도 그 정책목표로 삼는 것이 바람직할 것이다. 고용안정을 법적 목표로 삼는 것이 바람직하지만 현시점에서 한국은행이 고용에 관한 입장을 정책 설명 과정에 구체적으로 제시함으로써 대체할 수 있을 것이다.

현재 저금리가 계속되고 경기 침체가 우려되는 상황에서 전통적 통화정책뿐만 아니라 우리 현실에 맞는 비전통적 통화정책에 대한 연구 또한 필요할 것이다.

우리 금융시스템의 대표적 위험 유형은 부동산 시장의 과열과 거품 붕괴, 국내외 금리 격차에 따른 급격한 자본의 유출입, 금융권 간 연계성 확대와 비은행권 비중 증가에 따른 위험 등이다. 통화신용정책을 펼 때 부동산 시장 상황, 자본의 유출입 상황, 가계대출의 증가속도 등을 살펴보면서 금융안정에 유의해야 할 것이다.

금융안정을 위해서는 통화신용정책과 거시건전성 정책의 최적 조합이 필요하다. 통화신용정책이 거시건전성에 영향을 끼치고 거시건전성 정책 또한 통화 신용에 영향을 주기 때문이다. 그렇지만 현재 한국은행이 통화정책을 그리고 금융당국이 거시건전성 정책을 각각 책임지고 있다.

그렇다면 기획재정부, 한국은행, 금융위원회 등이 참여하는 (가칭) 금융안정위원회를 상설 기구로 신설하여 동 위원회에서 거시건전성 정책을 책임지고 금융안정과 관련된 주요 사항을 결정하도록 하는 것이 바람직하다. (가칭) 금융안정위원회의 원활한 운영을 위해서는 위원회를 법제화하고 운영과 관련한 규정을 명시화할 필요가 있다.<sup>15)</sup> 한편 사무국을 한국은행에 두어 관련 자료를 수집, 표준화, 분석할 필요가 있다.

15) 현 단계에서 한국은행법 93조를 활성화하여 기획재정부, 한국은행, 금융위원회 간의 협의회를 구성하여 금융안정위원회 역할을 하는 방안도 생각해 볼 수 있다. 그러나 금융위기 시 책임 소재를 명확히 하고 효율적인 대응을 위해서는 금융안정위원회를 법제화하고 운영과 관련된 규정을 명시화할 필요가 있다.

한국은행의 의견이 (가칭) 금융안정위원회의 정책에 반영될 수 있도록 하는 실제적 장치 마련도 필요하다. 한국은행 금융통화위원회의 의견 청취나 권고를 의무화하는 등 정부나 금융당국 간의 수평적이고 실제적인 협력체제를 마련할 필요가 있다. 이와 함께 (가칭) 금융안정위원회는 시스템적 중요 금융기관들을 선정하고 공동감독권을 한국은행에 부여해야 할 것이다. 그것은 한국은행이 금융안정에 유의해야 할 뿐만 아니라 최종 대부자의 역할도 하기 때문이다.

한국은행은 ‘금융안정에 유의한다’를 물가안정보다 후 순위 정책목표 정도로 생각해서는 안 될 것이다. 장기간 경기 침체가 계속되는 상황에서 물가안정보다 금융안정이 더 우려되는 상황이다. 한국은행은 금융안정과 관련 금융당국의 거시건전성 정책의 중요성을 강조하기에 앞서 금융안정이 깨어져 금융위기가 발생한다면 그 일차적 책임은 한국은행에 있다는 자세로 임해야 할 것이다. 한국은행의 독립성 확보는 정책적 책임을 수반한다는 점도 잊지 말아야 할 것이다.

## ■ 참고 문헌

1. 김인준, 『위기극복 경제학』, 을국출판사, 2013.
2. \_\_\_\_\_, “전환기 한국은행의 역할,” 한국금융학회 정기학술대회 기초연설, 2018.
3. \_\_\_\_\_, “다음번 경제위기,” 『경제논집』, 제57권 제1호, 2019.
4. 김인준·김성현·김소영·김진일·신관호, “한국은행의 역할 재정립 및 정책수단 확보방안,” mimeo, 한국은행, 2015.
5. 문우식, 『통화정책론』, 을국출판사, 2018.
6. 정운찬·김홍범, 『화폐와 금융시장』, 17장, 2012.
7. 한국은행, 『금융안정보고서 및 금융안정상황』, 2018.
8. \_\_\_\_\_, 『국민대차대조표』, 2018.
9. \_\_\_\_\_, 『국제투자대조표』, 2018.
10. \_\_\_\_\_, 『통화신용정책보고서』, 2018.
11. \_\_\_\_\_, 『통화신용정책관련 규정집』, 2015.
12. \_\_\_\_\_, 『한국의 거시건전성정책』, 2015.
13. International Monetary Fund, “Republic of Korea: 2017 Article IV/Country Report,” 2018.
14. \_\_\_\_\_, “The Interaction of Monetary and Macro-prudential Policies,” 2013.
15. Kim, I. J. and Y. Rhee, *Overcoming Financial Crisis: The Korean Experience*, Seoul, SNU Press, 2013.
16. McKinsey Global Institute, *A Decade after the Global Financial Crisis: What has (hasn't) Changed?*, 2018.

17. Powell, J. H., "Monetary Policy in a Changing Economy," Speech Delivered at Changing Market Structure and Implications of Monetary Policy Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 2018.
18. Rey, H., "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," NBER Working Paper 21162, 2018.

## The Role of Bank of Korea Revisited

In June Kim\*

### Abstract

Korea is in a transitional period due to the increased uncertainty in a world economy and accumulation of domestic structural problems. At this juncture, the Bank of Korea should aim at achieving not only price stability but also financial stability. Financial stability can be obtained by preventing occurrence of financial systemic risks. Three major financial risks in Korea are those: boom bust cycle in real estate markets, a large amount of abrupt capital flows due to the differentials between domestic and international interest rates, and risks involved in increased connectedness among financial institutes and increased share of non-bank financial institutes. The Bank of Korea should put major emphases on achieving financial stability, watching and analyzing the developments of real estimate markets, flows of capital and the speed of increasing household debts, when it carries out monetary policies.

For the financial stability, the optimal combinations of monetary and macro-prudential policies are required. The monetary policies have influences on the macro-prudential policies and vice versa. In Korea, however, the Bank of Korea is in charge of monetary policies while the financial authorities are responsible for macro-prudential policies. To resolve the current problems, it is desirable to establish tentatively named "Financial Stability Board" consisting of Ministry of Strategy and Finance, Bank of Korea, and financial authorities. Financial Stability Board can take full responsibilities for macro-prudential policies and making important decisions concerning financial stability.

The Bank of Korea, however, should remember the first line of responsibility for financial stability falls upon the monetary policies of the Bank of Korea. Independence of the Bank of Korea only can be secured when the Bank of Korea fulfills its responsibility for price and financial stability successfully.

**Key Words:** financial stability, monetary policies, macro-prudential policies

**JEL Classification:** E4, E5, F3

---

*Received: Dec. 26, 2018. Revised: Jan. 16, 2019. Accepted: Jan. 23, 2019.*

\* Emeritus Professor, Department of Economics, Seoul National University, 1, Gwanak-ro, Gwanak-gu, Seoul 08826, Korea, e-mail: kimij@snu.ac.kr