



물가안정목표와 금융안정목표의 상충과 조화: 통화정책과 거시건전성 정책의 효과

서울대학교 경제학부 김소영

- 
- 발표의 상당 부분을 다음 논문에서 발췌하였음

Managing Price and Financial Stability Objectives – What Can We Learn from the Asia-Pacific Region?

by

Soyoung Kim (Seoul National University) and
Aaron Mehrotra (Bank for International Settlements)

목차

- 서론
- 물가 안정 목표와 금융 안정 목표의 상충
- 통화 정책과 거시 건전성 정책의 효과 분석
- 정책적 함의

서론 1

- 글로벌 금융 위기 이후 금융 안정이 거시 경제 정책의 주요 목표 중 하나가 되어야 한다는 인식 확산.
 - 2011년 한은법 개정으로 하국은행의 목적 조항에 금융안정을 포함
- 하지만 금융 안정이 물가 안정, 경기 안정화와 같은 전통적 거시 경제 정책 목표와 상충하는 상황이 발생하여 정책적 선택을 어렵게 하고 있음.
- 최근 인플레이션율이 목표치보다 하회하고 경기가 부진한데도 불구하고 이미 과다 축적된 가계 부채, 급격한 자본 유출과 같은 금융 안정에 대한 우려 때문에 확장적 통화정책을 유보하려고 하는 경우가 발생.

통화 정책과 금융안정

- 한국은행 2015년 8월 13일 기준금리 동결 관련 기자간담회보도자료: “금융통화위원회는 앞으로 성장세 회복이 이어지는 가운데 중기적 시계에서 물가안정기조가 유지되도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 이 과정에서 가계부채의 증가세, 미 연준의 통화정책 변화 및 일부 신흥시장국의 금융불안 등 해외 위험요인, 자본유출입 동향 등을 면밀히 점검해 나갈 것이다.”
- 2015년 8월 13일 기준금리 동결 이후 해외 투자은행 반응 (연합뉴스), “캐피털 이코노믹스는 한은이 추가로 금리를 낮춘다면 가계 부채 증가세를 부추겨 금융 부문의 리스크가 확대될 것으로 예측했다.”
- 2012년 7월 12일 한국은행, 통화정책방향, “기준금리를 3.25%에서 3.00%로 하향조정” 김종수 총재 금리 인하 관련 기자간담회. 한국경제 TV 이근형기자 질문 “가뜩이나 금융당국이 지금 골머리를 앓고 있는 가계부채 폭증 문제, 기름을 붙는 격이 아닌가 이런 우려의 목소리도 높습니다. 물론 인상이나 각각 가계부채 다른 영향을 미치겠지만 어떻게 보시는지 궁금하고요.....”
- 국회의원회록 19대 334회 2차 기회재정위원회 2015년 6월 17일, 박범계 위원 “금리 인하라는 선택을 했습니다. 좋다 이겁지나. 시비 걸 일은 없어요. 나중에 책임을 지시면 되는 거니까. 그런데 가계부채에 경고등이 커졌다 이말이에요. 거기에 대한 대책이 하나라도 뭐냐라는 질문에 답을 주셔야 된다 이말입니다.”

서론 2

- 이와 관련하여 각 정책이 어떠한 목표를 가지고 수행되어야 하는지에 대한 의문이 발생함.
- 통화 정책은 전통적인 물가 및 경기 안정 이외에 금융 안정을 얼마나 고려해야 하는가?
- 한편 금융안정이 주요 목표라고 볼 수 있는 거시건전성 정책 (부동산 시장 규제 완화)을 경기진작 등을 염두에 두고 시행하는 사례들도 있는 듯 함.
- 이에 비슷한 의문이 발생함. 거시건전성 정책을 금융 안정 이외에 다른 거시경제적 목표를 위해 사용해도 되는가?
- 통화 정책과 거시 건전성 정책을 물가 안정, 금융 안정 등 다양한 목표를 위해 어떻게 효과적으로 사용해야 하는가?

부동산 규제 완화와 경기부양

- 국회의원회 19대 326회 3차 기획재정위원회 2014년 7월 8일, 국무위원후보자 (현 부총리겸기획재정부장관 최경환) 인사 청문회, 최경환 부총리가 LTV, DTI와 포함한 다양한 경기 부양책 언급, 오제세 위원, “정말 이 정부는 부채를 늘리는 것밖에 그 외에 정책은 지금 없다, 왜 해야 될 경제민주화와 복지 확대는 안 하고 하지 말아야 될 재정적자와 가계부채 그리고 LTV, DTI와 같은 그러한 위험한 도박을 통해서 경기부양을 하고 경제 활성화를 시킨다고 하는지 도대체 이해가 가지 않습니다.”
- 2015년 8월 18일 국회 예산 결산 특별위원회 전체회의, 최경환 부총리, “정부가 아닌 시장의 힘에 의해서 (경제가 회복)하면 당연히 내수가 살고 수출이 늘면서 회복되지만 지금같이 정부가 경기부양 촉진책을 써서 하는 부분들은 우선 자산 시장이 좀 움직여야 실물 시장으로 가는 패턴...”
"자산시장 회복이 실물시장 옮겨가려는 참에 메르스 땀에 주춤했다. 억눌려진 소비심리 이거만 해소되면 실물시장으로 선순환 갈 수 있다고 본다”
- 거의 모든 언론 기사에서 경기 부양을 위해 2014년 8월 (2015년 연장됨) 부동산 규제 (LTV, DTI) 완화를 했다고 언급.

서론 3

- 본 연구는 다음과 같은 사항을 분석
- 금융 안정 목표와 물가 안정 목표가 상충되는 경우가 실제로 많이 발생하는지?
- 통화 정책과 거시 건전성 정책의 물가와 금융 안정에 대한 효과는?

서론 4

- 통화 정책과 거시 건전성 정책의 물가와 금융 안정에 대한 효과 분석
 - 통화 정책이 금융 안정에 유의한 영향을 미치는가?
 - 거시건전성 정책이 물가, 소득 등 거시 경제 변수에 유의한 영향을 미치는가?
 - 거시건전성 정책을 물가안정, 경기안정 등 목적을 위해 사용하는 것이 가능한지? 바람직한지?
 - 두 정책의 효과가 비슷한가?
 - 물가 안정과 금융 안정 목표를 동시에 달성하기 위해 어떠한 정책 혹은 정책 조합을 사용해야 하는가?

물가안정과 금융안정 목표 상충 1

- 대상 국가: 인플레이션 타게팅을 하는 아시아 – 태평양 6개국 (호주, 인도네시아, 한국, 뉴질랜드, 필리핀, 태국)
- 물가 안정 목표는 명시적으로 존재
- 금융 안정 목표는 명확하지 않으나 본 연구에서는 Credit-to-GDP gap을 사용

물가안정과 금융안정 목표 상충 2

- Credit-to-GDP gap
 - Credit-to-GDP gap의 장기 추세로부터 이탈 수준
 - HP 필터 ($\lambda = 400,000$)
 - 은행 부문 distress의 조기 경보 변수로 유용 (Borio and Lowe, 2002, Borio and Drehmann (2009))
 - Basel III에서 countercyclical buffers의 사용에 대한 reference point
 - 6% 이상인 경우를 금융 불안정 위험을 나타내는 지표로 사용 (Borio and Drehmann, 2009)

물가안정과 금융안정 목표의 상충 3

- 각 국가별, 연도별로 인플레이션율과 Credit-to-GDP gap 계산한 후 인플레이션율이 목표치를 하회하지만 신용이 과다 팽창된 경우를 찾음
- 인플레이션율이 목표치를 하회하지만 신용이 과다 팽창된 경우 물가안정과 금융안정 목표가 상충될 가능성이 큼
 - 통화 정책을 이용하여 인플레이션율을 증가시키는 정책은 신용을 더욱 팽창시킬 수 있음
 - 거시건전성 정책을 사용하여 신용을 줄이려는 경우 그러한 정책이 인플레이션율을 더 낮게 만들 가능성이 있음.

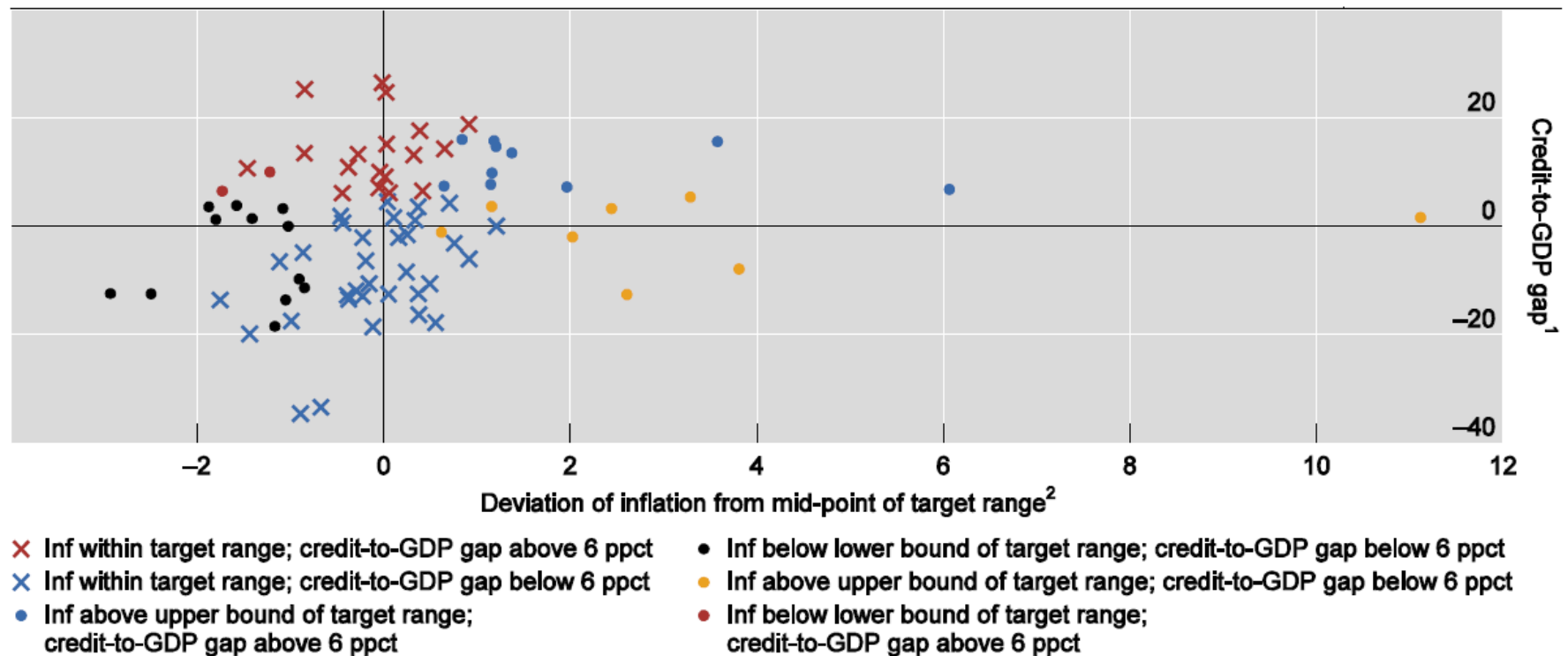
물가안정과 금융안정 목표의 상충 4

- 왜 인플레이션율이 목표치를 하회하지만 신용이 과다 팽창된 경우가 발생할 수 있는가
 - Financial cycle과 business cycle이 일치하지 않는 경우 이러한 현상이 발생할 수 있음 (Borio, 2014)
 - 통화 정책이 기대인플레이션율을 고정시켜 신용 팽창이 인플레이션율에 반영이 안되는 경우 (Borio and White, 2004)
 - 공급 충격이 신용을 증가시키면서 가격을 낮출수 있음 (Jonsson and Moran, 2014)

Inflation outcomes and credit gaps

Australia, Indonesia, Korea, New Zealand, Philippines and Thailand, 2000-Q3 2014

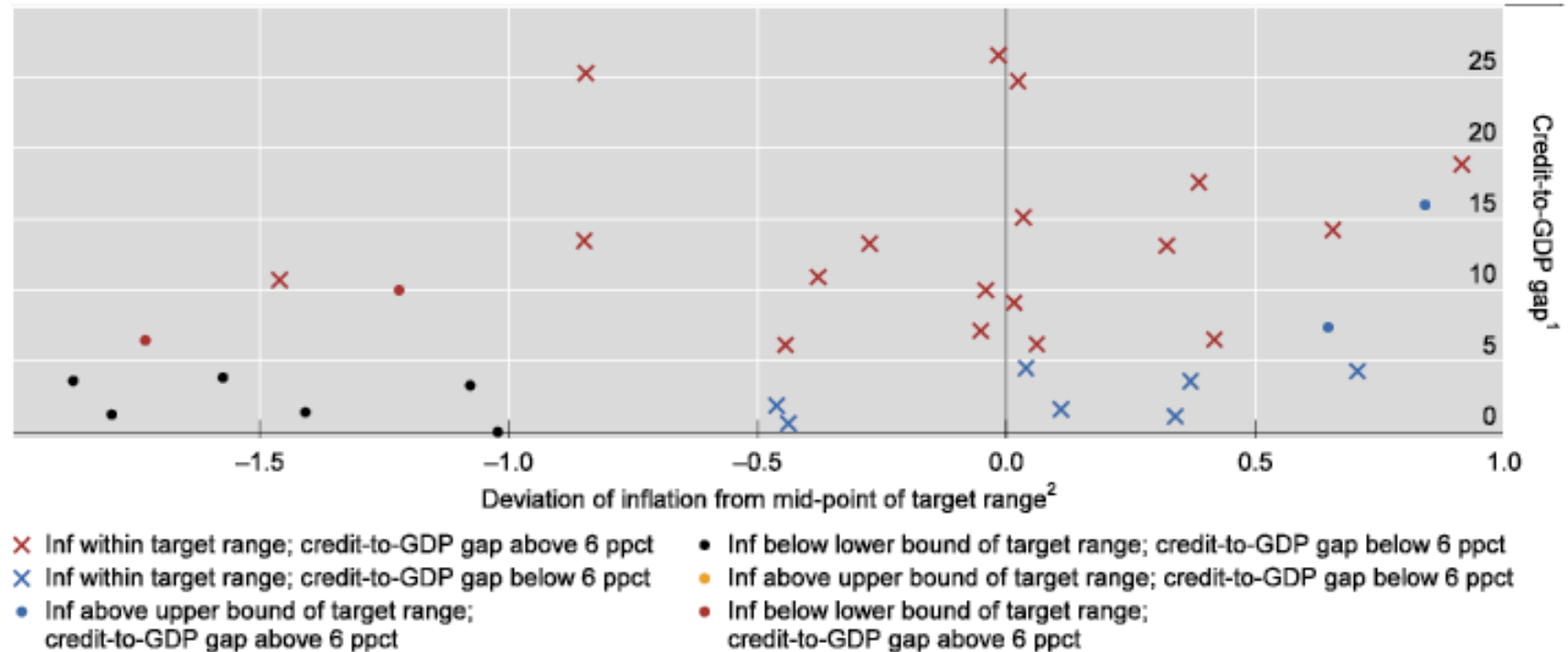
Graph 1



Inflation outcomes and credit gaps

Australia, Indonesia, Korea, New Zealand, Philippines and Thailand, 2000-Q3 2014

Graph 4



1. 인플레이션율이 하한목표보다 낮고 Credit-to-GDP gap이 6%를 초과하고 경우: 2
2. 인플레이션율이 목표치 (혹은 목표 중간치)보다 낮고 Credit-to-GDP gap이 6%를 초과하는 경우: 11
3. 인플레이션율이 목표치 (혹은 목표 중간치)보다 낮고 Credit-to-GDP gap이 (+)인 경우: 19

Macroprudential policy actions in inflation targeting Asia-Pacific economies

Table 3

	Monetary		Prudential		Total	
	Tightening	Loosening	Tightening	Loosening	Tightening	Loosening
Australia	0	0	1	0	1	0
Indonesia	3	2	1	0	4	2
Korea	1	0	20	6	21	6
New Zealand	2	0	0	0	2	0
Philippines	12	6	1	4	13	10
Thailand	1	2	4	1	5	3

¹ Q1 2000 – Q2 2012. Monetary measures include reserve requirements, credit growth limits and liquidity requirements. Prudential measures include maximum loan-to-value ratio, maximum debt-service-to-income ratio, risk weights on housing loans and loan-loss provisioning on housing loans.

Source: Shim et al (2013).

통화정책과 거시건전성 정책의 효과 분석

- 통화 정책과 거시 건전성 정책이 물가와 금융 안정에 미치는 영향을 분석함
- 구조 VAR (recursive contemporaneous zero restrictions, Sims, 1980)
- 호주, 인도네시아, 한국, 태국 4개국
- 분기별 자료
- 인플레이션 타게팅 기간

통화정책과 거시건전성 정책의 효과 분석

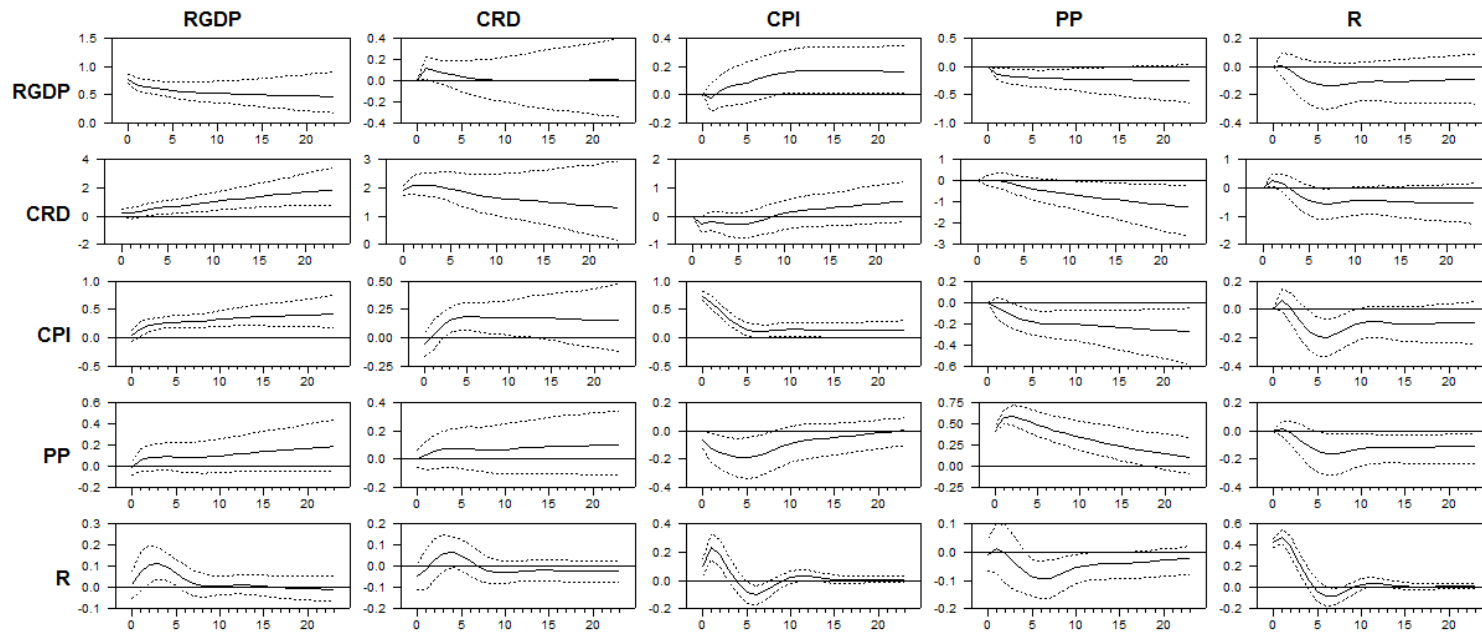
- 내생변수
 - *R*: 정책 이자율 (instrument)
 - *PP*: 거시건전성 정책 measure (instrument)
 - *CRD*: 신용 (objective)
 - *CPI*: 소비자물가지수 (objective)
 - *RGDP*: 실질 GDP
- 외생변수: Federal funds rate, US 실질 GDP
- 2개 시차
- 거시 건전성 정책 measure: Shim et al (2013)
 - 신용에 영향을 미치는 LTV, DTI 등 건전성 tool과 리저브 비율 변화 등 통화 정책 tool을 포함함

식별 방법

- $[RGDP, CPI, CRD, PP, R]$
- $RGDP, CPI, CRD$ 가 policy instruments인 PP, R 에 대해 당기에 외생적이라고 가정.
 - Christiano et al (1999)의 확장이라고도 볼 수 있음
- 금기의 $CRD, CPI, RGDP$ 를 고려한 후 R, PP 를 정함.
- 중앙은행의 입장에서 금융 안정 목표도 중요해졌으므로 금기의 CPI 와 $RGDP$ 뿐 아니라 금기의 CRD 도 고려할 가능성이 있음. (eg Bailliu et al, 2012).
- 거시건전성 정책과 금기의 신용 뿐 아니라 금기의 $RGDP$ 와 CPI 를 고려할 가능성이 있음 (Angelini et al, 2014; Gelain and Ilbas, 2014)
- PP 와 R 그리고 $RGDP, CPI, CRD$ 의 순서 변화는 주요결과에 영향이 없음.

패널 모형과 개별국가 모형

- 패널 VAR 모형 (개별 국가 고정 효과)
 - 통화 정책과 거시건전성 정책의 전형적인 효과가 어떤지 분석했음 (impulse response)
- 개별 국가 VAR 모형
 - 다양한 기간에 대해 정책 충격이 물가 안정과 금융 안정을 저해하는 경우가 있는지 분석 (historical decomposition)
 - 과다 신용 팽창기에 통화 정책 충격이 신용을 팽창시키는데 기여했었는지
 - 인플레이션율이 목표 범위를 벗어난 시기에 거시 건전성 정책 충격이 인플레이션율이 목표 범위를 벗어나는 방향으로 기여했었는지

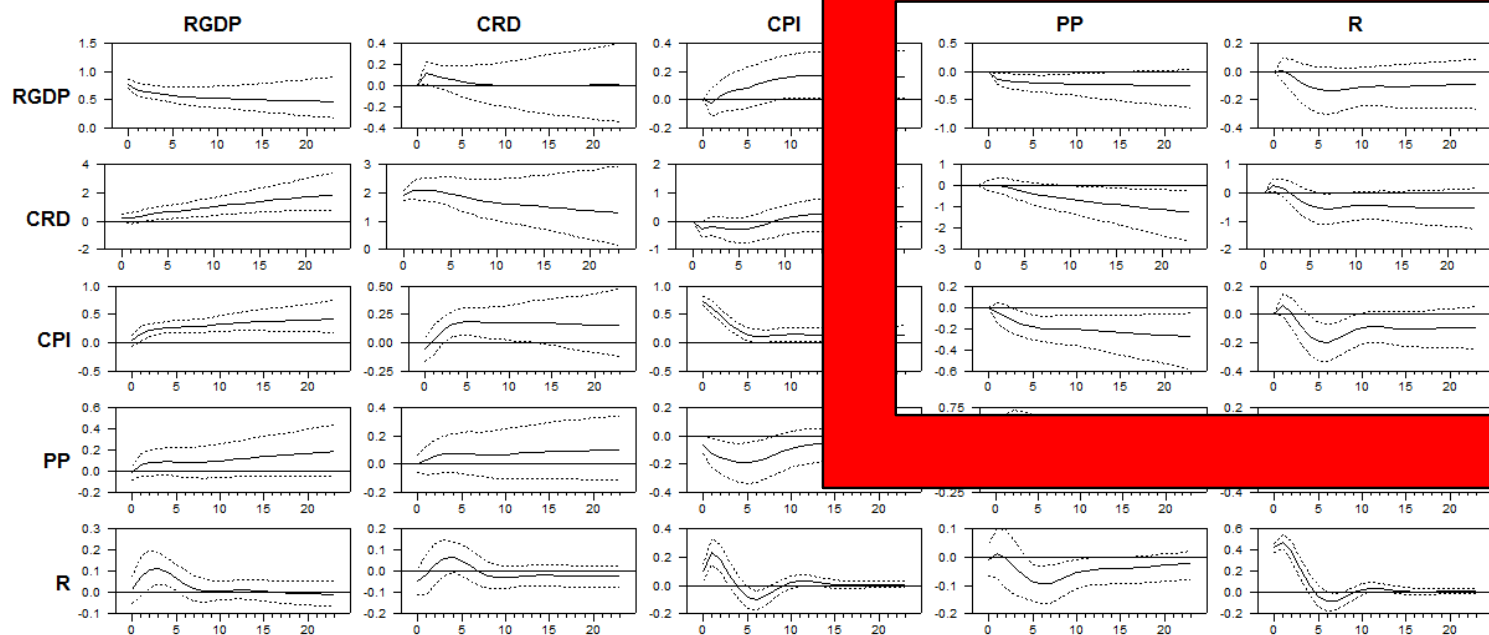


Note: The column headings denote the shocks and the row headings the responses of the indicated variable to each shock. *RGDP* = real GDP, *CRD* = total credit, *CPI* = consumer price index, *PP* = macroprudential policy measure, *R* = policy interest rate. For example, the impulse response in the first row, fifth column, shows the response of real GDP to an interest rate shock.

Sources: authors' calculations.

1. 거시 건전성 정책과 통화 정책의 효과가 전반적으로 비슷함 (CPI, CRD, RGDP에 영향을 미침)
2. 두 정책은 서로 시차를 두고 반대로 움직임

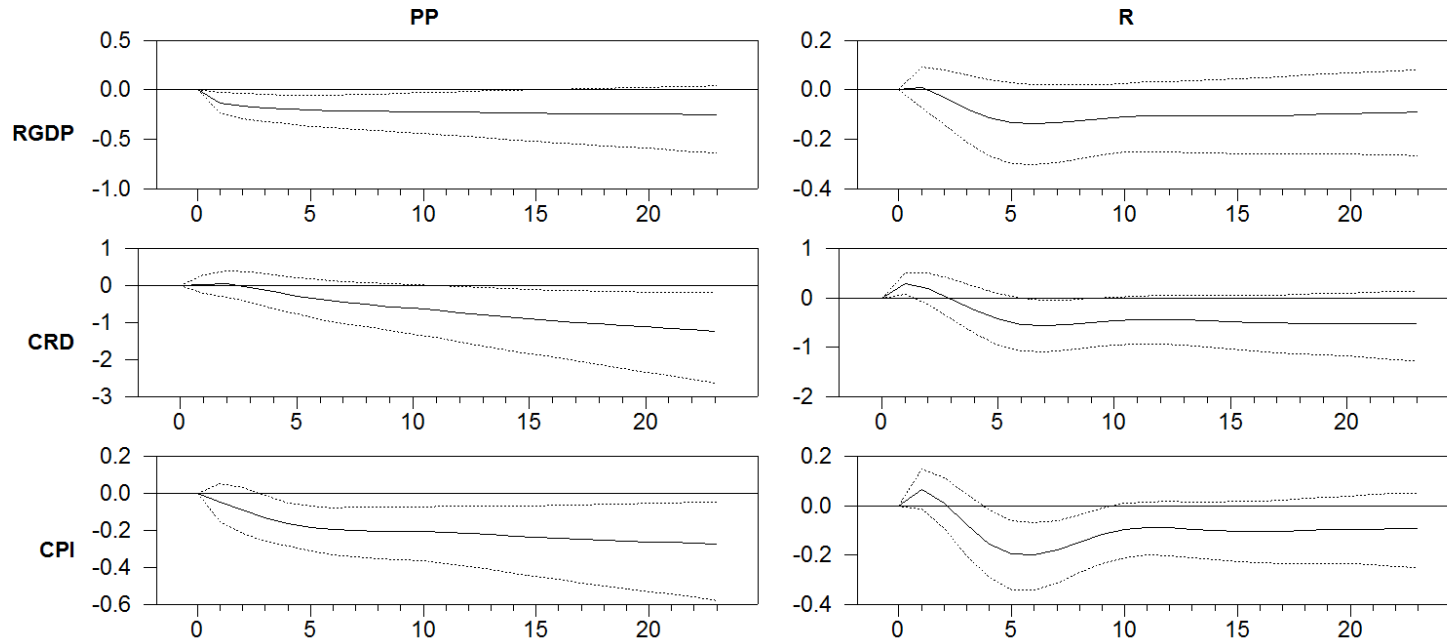
Impulse responses from panel VAR model



Note: The column headings denote the shocks and the row headings the responses of the indicated variable to each shock. *RGDP* = real GDP, *CRD* = total credit, *CPI* = consumer price index, *PP* = macroprudential policy measure, *R* = policy interest rate. For example, the impulse response in the first row, fifth column, shows the response of real GDP to an interest rate shock.

Sources: authors' calculations.

두 정책의 효과 비교

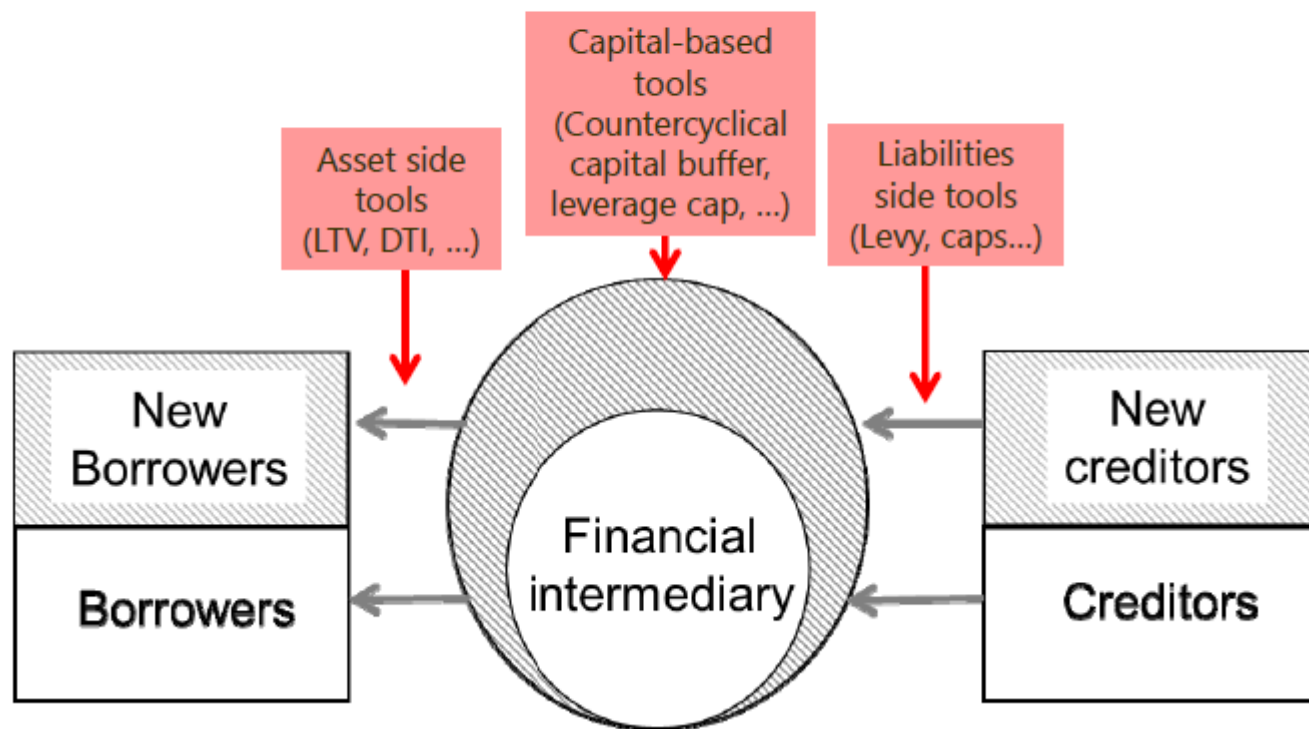


1. 통화 정책은 실질 GDP, CPI 뿐 아니라 CRD에도 영향을 미침
2. 더 흥미롭게는 거시건전성정책이 CRD 뿐 아니라 RGDP와 CPI에 영향을 미치는 것임. 총수요 변화를 통해 영향을 미치는 것 같음.
3. 비슷한 정책 효과는 낮은 인플레이션 과다 신용 팽창 상황에서 정책적 딜레마가 존재할 수 있음을 확인
4. 비슷하기는 하나 거시건전성 정책은 신용에 통화 정책은 물가에 상대적으로 영향을 더 미침 (4.6 vs. 2.8).
5. 실질 GDP 대비 비율도 상대적으로 약간 적음 (5.0 vs. 4.1)

주요 결과 1

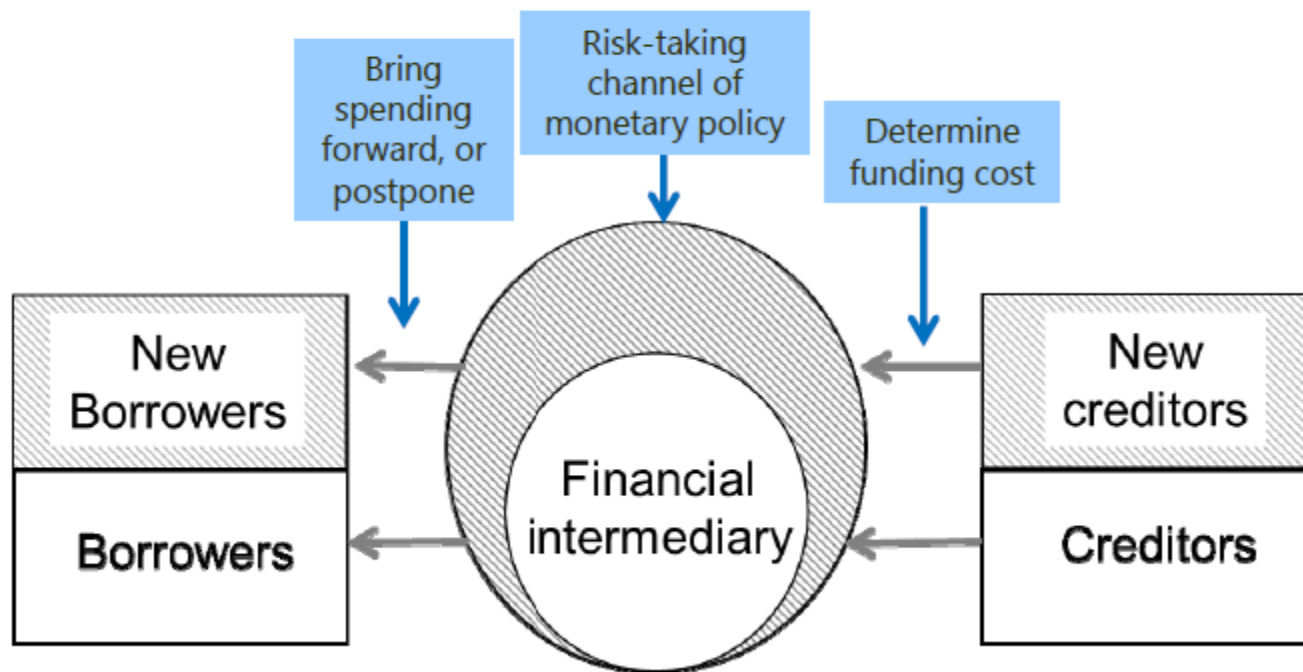
- 거시 건전성 정책과 통화 정책은 물가, 신용, 실물에 같은 방향으로 영향을 미침.
 - (1) 긴축적 통화 정책은 물가와 신용을 동시에 하락시킴
 - (2) 긴축적 거시건전성 정책도 물가와 신용을 동시에 하락시킴
 - (3) 거시건전성 정책도 통화 정책과 비슷하게 총수요에 영향을 미쳐 실물 경기에 영향을 미침.

A taxonomy of macroprudential tools



From Shin (2014)

Monetary policy has similar impact to macroprudential policy



From Shin (2014)

정책적 함의 1

- 두 정책이 complementary 할 수 있음.
 - 신용 축소를 위해 거시건전성 정책 뿐 아니라 통화 정책도 도움이 될 수 있음.
 - 경기 진작을 위해 통화 정책 뿐 아니라 거시 건전성 정책도 도움이 될 수 있음.
- 목표간, 정책간 상충이 발생할 수 있음
 - 인플레이션율이 낮고 신용이 과다한 상황에서 확장적 통화 정책은 인플레이션율을 높일 수 있지만, 신용을 더욱 팽창 시키고, 긴축적 거시건전성 정책은 신용을 줄일 수 있지만 인플레이션율을 더욱 하락시키게 되는 딜레마에 봉착할 수 있음.

주요 결과 2

- 거시 건전성 정책과 통화 정책이 물가와 신용에 미치는 상대적인 영향은 다름.
- 거시 건전성 정책은 상대적으로 신용에, 통화 정책은 상대적으로 물가에 더 큰 영향을 미침

정책적 함의 2

- 거시 건전성 정책은 금융 안정을 주목적, 통화정책은 물가안정과 같은 거시 경제 목표를 위해 사용하는 것이 바람직함.
 - 실증 분석 결과 상대적인 영향이 다름
 - 최근과 같이 인플레이션은 낮고 경기가 부진하지만 신용이 과다한 상황에서는 확장적 통화정책으로 인플레이션율과 경기를 끌어올리고 긴축적 거시건전성 정책으로 신용축소와 금융 안정을 달성하는 것이 바람직함.
 - 이론적으로도 거시 건전성 정책은 특정 부문에 영향을 미치므로 거시적 목표를 위해 사용하는 것이 부적합할 수 있고, 자본 유출입이 자유로운 상황에서 통화 정책만으로 금융안정을 달성하기 어려울 수 있음.
 - 거시건전성 정책을 지속적으로 사용하면 예상치 못한 부분이 줄어들면 실물 효과가 줄어들 가능성

정책적 함의 3

- 물가 안정 (및 경기안정), 금융 안정의 두가지 목표를 동시에 달성하기 위해서는 거시 건전성 정책과 통화 정책을 적절히 조합하는 것이 중요. 두 정책간 공조와 협력이 매우 중요.