

# **“물가안정 목표와 금융안정 목표의 상충 과 조화: 통화정책과 거시건전성 정책의 효과”(by 김소영교수)에 대한 코멘트**

2015년 8월 27일

김현정(한국은행)

\* 동 발표내용은 저자 개인의 의견일 뿐 한국은행의 견해가 아님을 밝혀 둡니다.

## 글로벌 금융위기 이후 중앙은행의 역할

- 전세계적으로 중앙은행에 거는 기대와 역할 증대
  - 물가안정 외에 금융안정, 성장, 고용 등 다중적 역할 수행 요구 증대
- 국내에서도 한국은행법 개정(2011.8월)에 따라 금융안정이 한국은행의 새로운 책무로 부여
- 이후 저성장/저물가 지속에 따라 이에 대한 정책적 대응 요구 점증
  - 최근 고용안정 목표를 포함한 한은법 개정안 논의중

# 글로벌 금융위기의 교훈: 금융안정

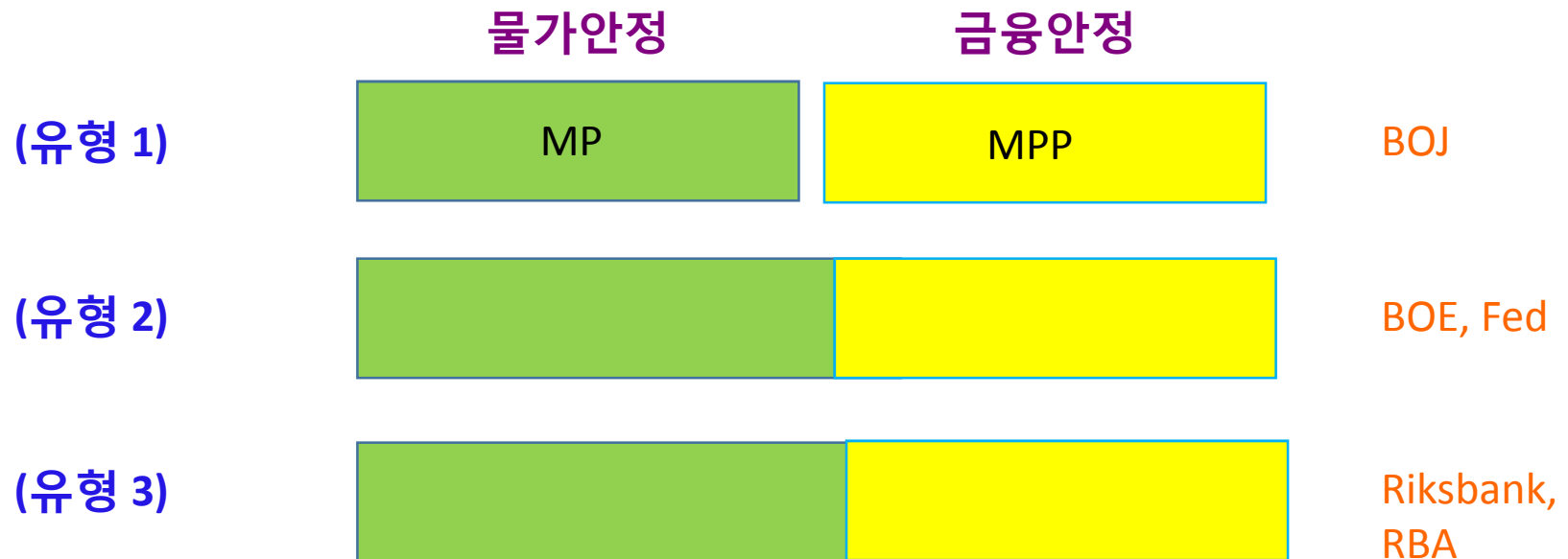
- 물가안정만으로는 거시경제의 안정을 확보할 수 없음이 드러남
  - 물가가 안정되고 성장이 견조한 상황에서 민간신용 확대, 금융기관의 레버리지 증가 등 금융불균형(financial imbalances)은 오히려 확대
- 통화정책 운영시 금융시스템 내 불균형 정도를 감안(lean against the wind) 할 필요성 대두
- 거시경제 안정시 금융불균형 누적 메커니즘 (Borio 2014)
  - 경제주체의 행태 측면(Behavioral forces)
    - 자산가치(담보) 및 위험에 대한 인식의 **경기동행성**
    - **단기 시계**에서의 위험 평가/성과 모니터링 시스템(frequent benchmarking and monitoring) → short-termism, herd behavior
    - 위 요소간 **powerful feedback mechanism**
  - 정책 측면(금융감독시스템, 통화정책 레짐)
    - GFC 이전 금융불균형은 미시 건전성 위주의 감독체계, 시스템적 리스크 관점 누락, 물가안정 중시 통화정책 레짐에서 누적

## 글로벌 금융위기의 교훈: 금융안정

- 그러나 “How to lean against the wind”에 대해서는 아직까지도 이론적으로 의견이 분분하고, 실제로 각국 중앙은행의 접근도 다양
  - **유형 1:** 금융안정이 MP의 직접적인 목표가 되는 것은 바람직하지 않다는 입장 (BOJ)
    - QE 등 통화정책은 물가안정(reflation)을 위해 수행하는 것이 급선무이고, 이로 인해 발생하는 금융불균형은 MPP로 대응하는 것이 바람직하다는 것
  - **유형 2:** 통화정책은 물가, 고용 등 거시경제 안정을 우선으로 해야 하지만, 상황에 따라서는 금융불균형에 대해서도 직접 대응할 수 있다는 입장 (BOE, Fed)
    - 금융안정을 위해서는 MPP가 first line of defense이나 동 정책이 유효하지 않을 경우 last line of defense로 MP 동원 가능
  - **유형 3:** 금융안정을 명시적으로 감안하여 통화정책을 운영해야 한다는 입장 (스웨덴, 호주)
    - 통화정책이 신용 및 자산시장에 영향을 미치므로, 금융안정을 저해하는 요인을 감안해야 한다는 것 (스웨덴 2010~11년중 고실업률에도 가계부채 증가하자 기준금리 인상 0.25→2%; 2012~13년중에는 (-) 물가상승률에도 불구하고 금리인하 속도는 완만)

## 글로벌 금융위기의 교훈: 금융안정

- 요컨대, 세 유형은 금융안정을 위한 통화정책 수단의 동원 필요성 및 그 정도에서 서로 구별됨
- 특히 유형2는 금융안정을 위해 MP가 보완적이라고 보는 반면, 유형3은 MPP가 보완적이라고 보는 경향



## 글로벌 금융위기의 교훈: 금융안정

- 통화정책을 금융안정 목적으로 사용하는 데 있어서의 리스크
  - 통화정책은 무딘(blunt) 수단이므로, 규제 및 감독에 비해 레버리지 확대, 만기 불일치 등 금융불안 요인에 미치는 효과가 간접적이며 불확실
  - 금융안정 관련 위험을 통화정책 결정시 주요하게 고려하는 경우 경제 위축, 물가 및 고용의 변동성 확대 등 잠재적 비용이 과다해질 가능성(사례: 2010년 이후 스웨덴의 경우 가계부채에 MP로 적극 대응했다가 (-) 물가, 고실업률 지속)
- 그럼에도 불구하고 통화정책적 대응이 필요한 경우
  - MPP의 경우 적용 범위의 협소, 규제 회피, 새로운 정책수단들의 효과 불확실, 정책 시차 등 한계를 내포
  - 통화정책은 금융시스템 전반의 신용창출에 대해 광범위한 영향을 미치며, 기민한 대응이 가능
  - MPP만으로 금융불안을 해소하기 어려운 경우에 대비하여 금융안정을 위한 금리정책 활용 가능성을 열어두는 것이 필요(Fischer 2015)


## 논문의 기여점

- 거시정책 당국이 물가/경기 안정과 금융안정을 동시에 달성하는데 있어 직면하는 practical issue들을 적시하고, 이를 완화하기 위한 정책방향을 제언하기 위한 실증분석을 수행

- 대상: 아시아-퍼시픽 6개국(호주, 뉴질랜드, 한국, 인도네시아, 태국, 필리핀), 인플레이션 타겟팅(IT) 기간

- 정책 수립 및 집행시 당면 이슈

- [
  - MP는 물가/경기 안정 외에 금융안정을 얼마나 고려 해야 하나?
  - MPP를 경기 목적으로 사용해도 되나?(적절성과 유효성)

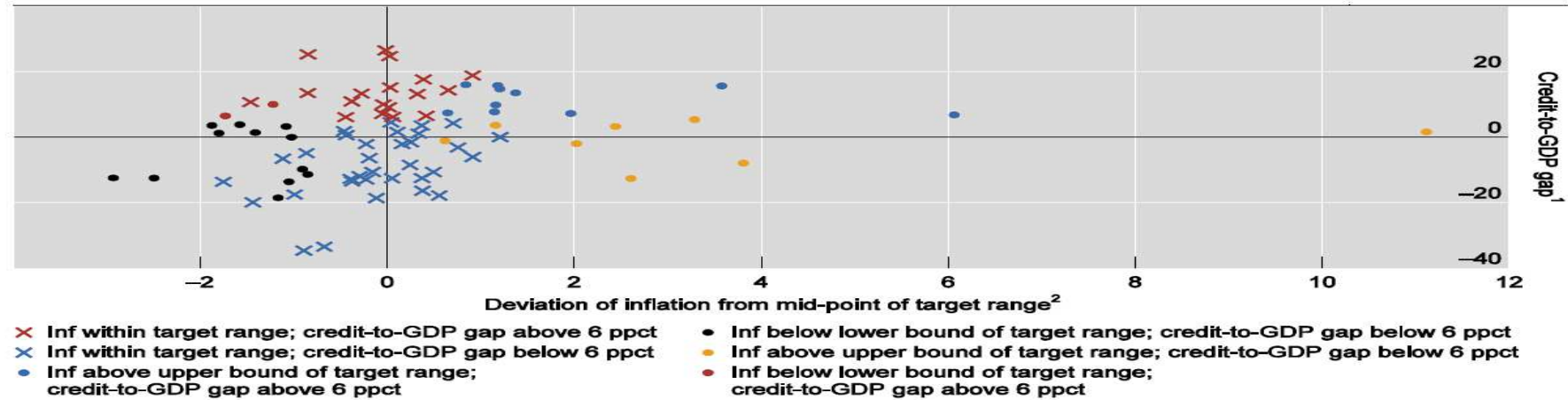
-  [
  - MP와 MPP가 실물지표나 신용지표에 미치는 효과는?
  - 금융안정과 물가안정 목표간 상충이 실제로 많이 발생하는가?

# 금융안정과 물가안정 목표간 상충

Inflation outcomes and credit gaps

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

Graph 1



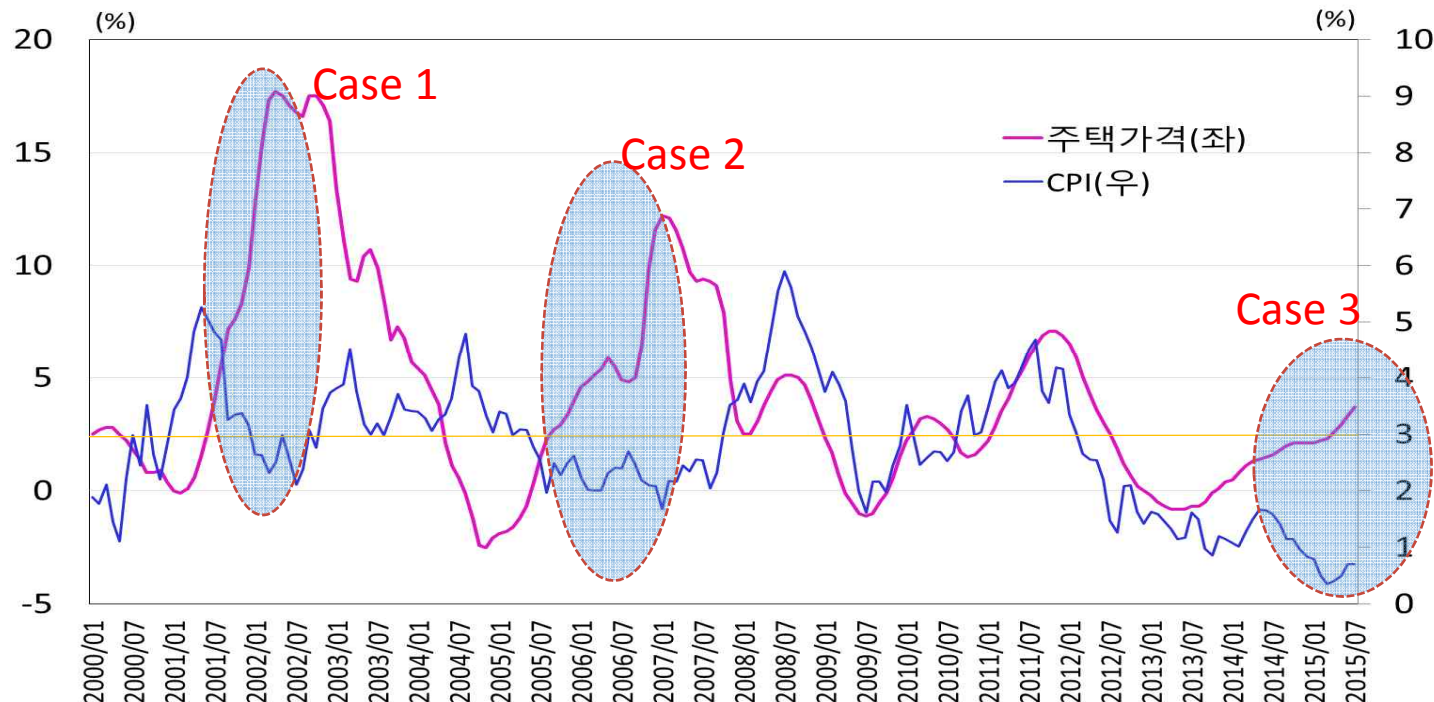
	물가 안정	물가불안정	
	Within target range	Above upper bound	Below lower bound
신용갭<6%	× (32건), 대응 불필요	● (7건), 금리↑	● (12건), 금리↓ 부채수준 높은 경우 동태적 상충가능성
신용갭>6%	× (19건), MPP or 금리↑ <u>Inaction bias</u>	● (10건), 상충 없음	● (2건), 상충



# 금융안정과 물가안정 목표간 상충

- 2000년대 이후 정책목표간 상충이 두드러진 경우 세 차례
  - GFC 이전: 물가상승률은 within target range, 자산가격/가계부채 급등
  - GFC 이후: 물가는 below lower bound, 자산가격 회복/가계부채 완만한 증가세

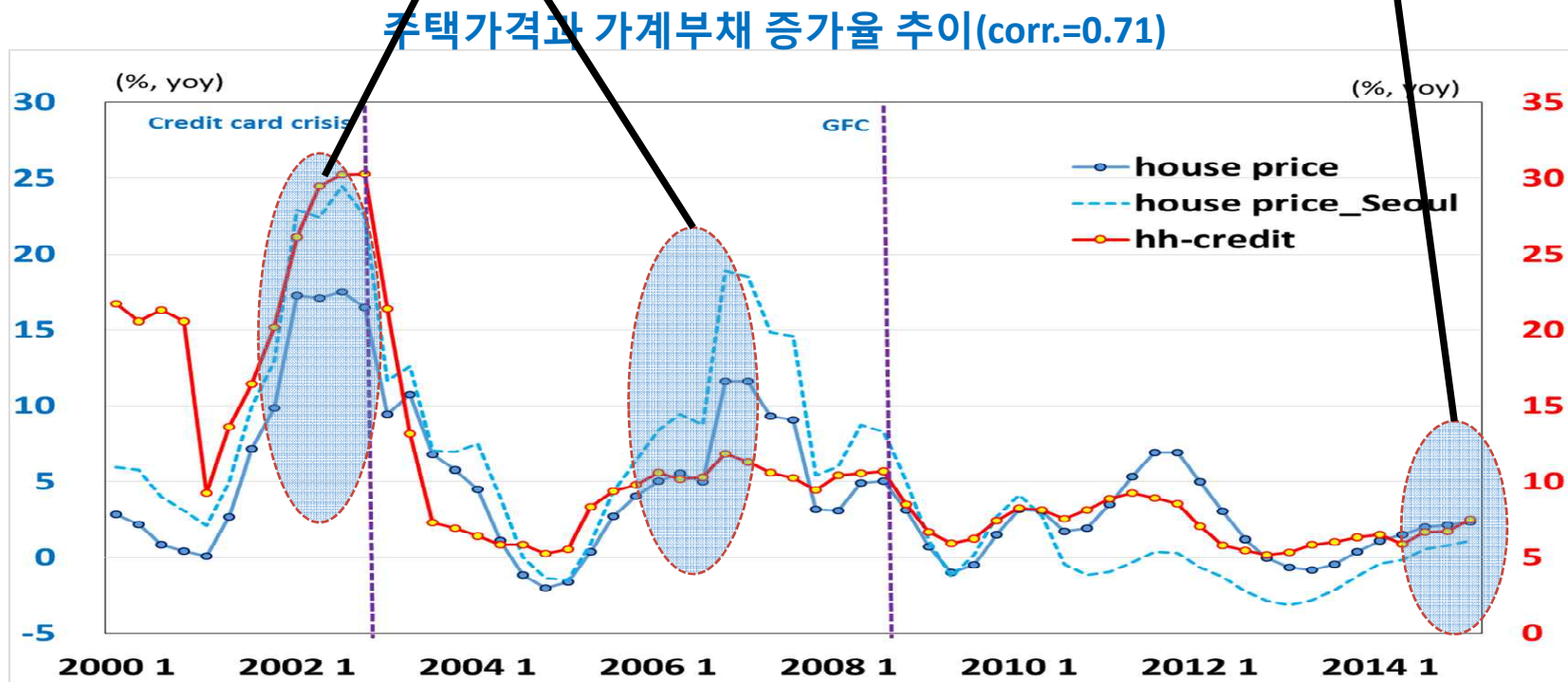
주택매매가격지수 및 CPI 상승률 추이



자료: 한국은행

# 금융안정과 물가안정 목표간 상충

	물가 안정	물가불안정	
	Within target range	Above upper bound	Below lower bound
신용갭<6%	X 대응 불필요	● 상충 없음(금리↑)	● 금리↓ 동태적 상충가능성
신용갭>6%	X MPP or 금리↑	● 상충 없음 Complementary	● 상충

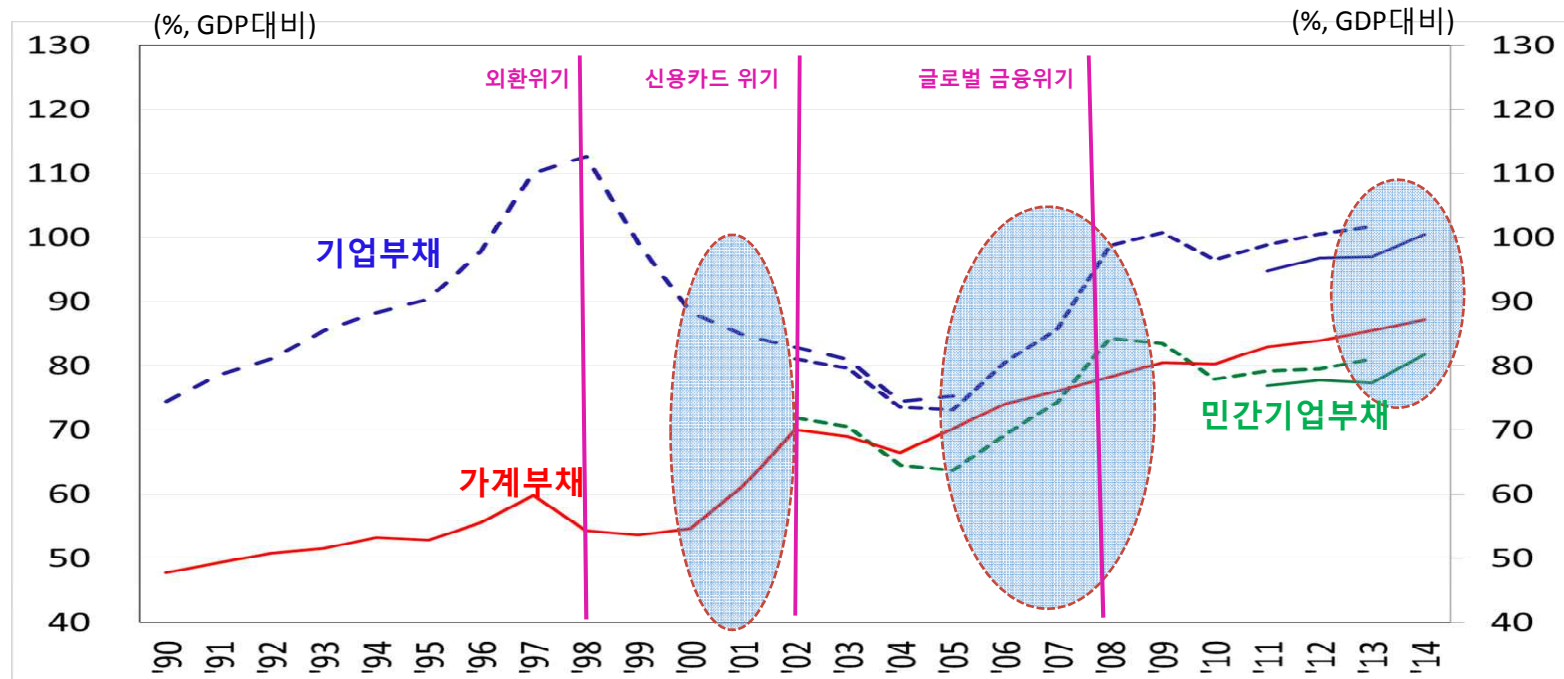


자료: KB국민은행, 한국은행

# 금융안정과 물가안정 목표간 상충

- Case 1: 기업부채비율 하락, 가계부채비율 상승
- Case 2, 3: 기업부채와 가계부채비율의 동반상승

## 민간부채 비율 추이



자료: 한국은행 자금순환

주: 기업부채(대출금+채권)의 경우 2002년, 2011년에, 가계부채의 경우 2002년에 시계열이 개정되어 단절이 존재. 가계부채의 경우 2002년 이전은 구계열의 증가율을 이용하여 신계열을 연장

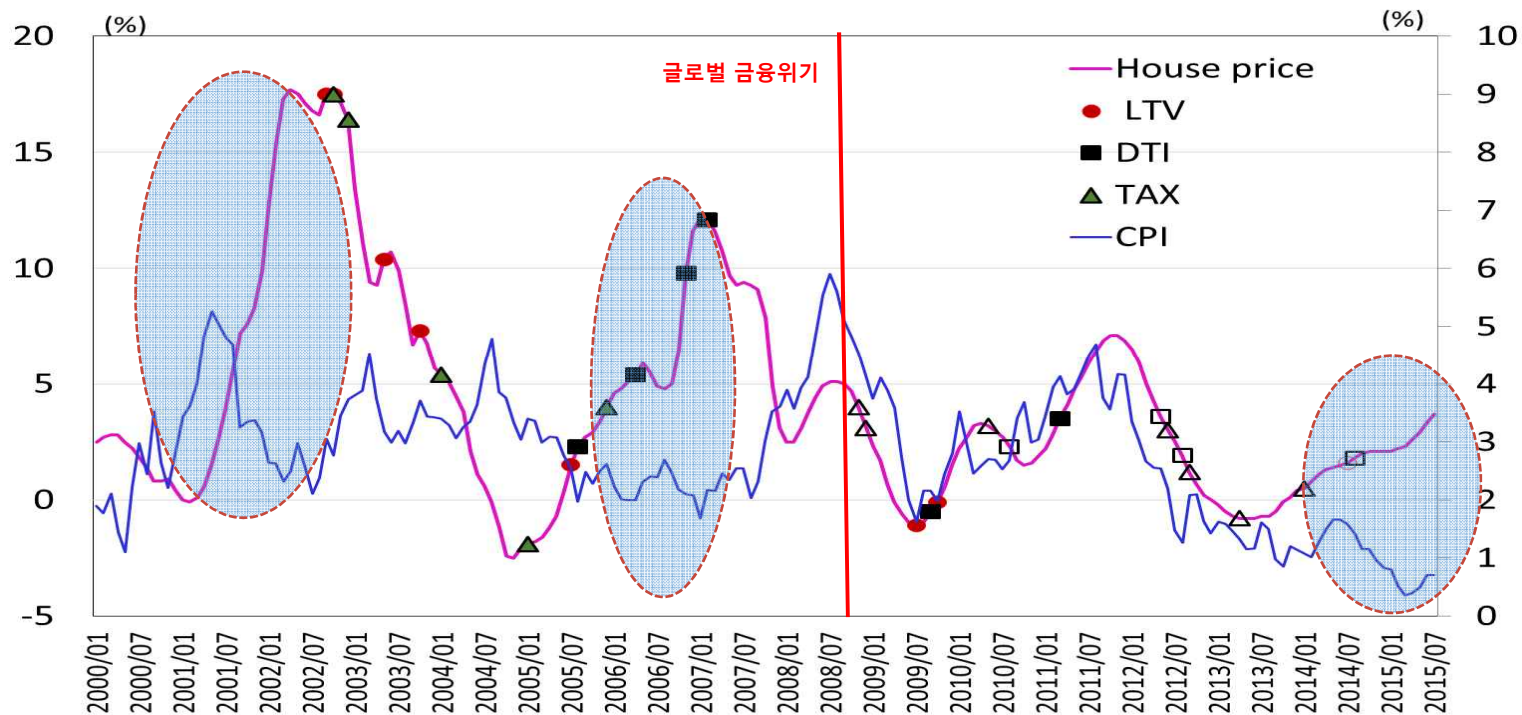
# MP와 MPP가 실물 및 신용 지표에 미치는 영향

- 패널 VAR 분석 결과

- MP는 RGDP, CPI 뿐만 아니라 민간신용(소비의 기간간 대체, funding cost, risk-taking channel 등을 통해)에 영향을 미침
  - 저물가상황에서 완화적 통화정책 수행이 금융불안정을 초래할 가능성이 상당 정도 있음을 시사
- MPP는 신용뿐만 아니라 RGDP와 CPI에 영향을 미침
  - 저물가상황에서 거시건전성 규제 강화(완화)는 저물가를 악화(개선)시킬 수도 있음을 시사(최근 한국의 경험?)

# MP와 MPP가 실물 및 신용 지표에 미치는 영향

## 거시건전성 measure 도입 추이



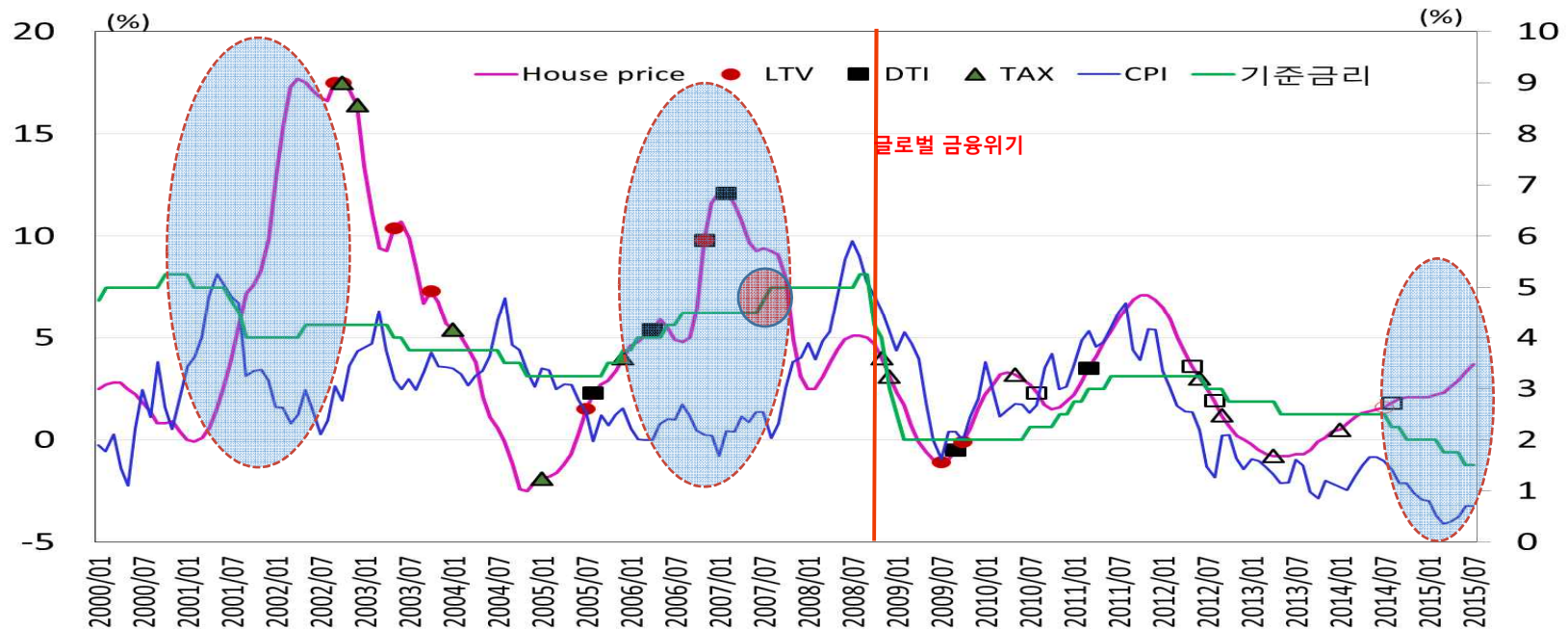
자료: 한국은행

주: 1) filled shape은 건전성 정책 강화, void shape은 정책 완화를 의미  
2) CPI는 우측

# MP와 MPP가 실물 및 신용 지표에 미치는 영향

- Case 1: MPP 미비, 기준금리는 세계적 금리 인하 추세에 맞추어 하락
- Case 2: 2005.8월 DTI 규제 도입/강화, 2005.10월 금리 인상기조 전환으로 2007년 초반부터 자산가격 상승률 하락세 전환(MP, MPP 방향 동일<긴축>)
- Case 3: MPP 완화, 기준금리는 저물가에 대응하여 인하(MP, MPP 방향 동일<완화>)

## 거시건전성 measure와 기준금리



자료: 한국은행

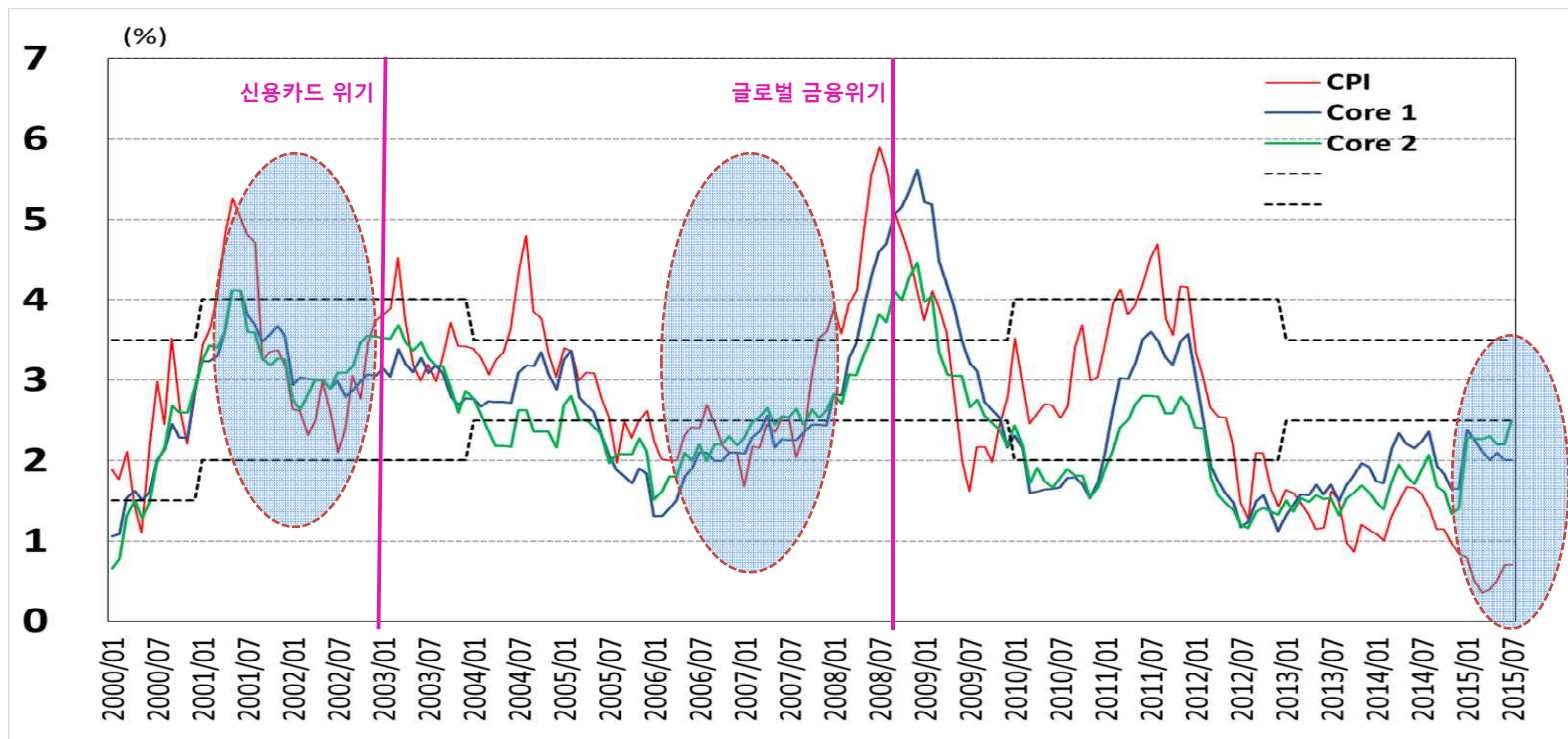
주: 1) filled shape은 건전성 정책 강화, void shape은 정책 완화를 의미

2) CPI와 기준금리는 우축



# MP와 MPP가 실물 및 신용 지표에 미치는 영향

## Headline CPI 및 core CPI 상승률 추이



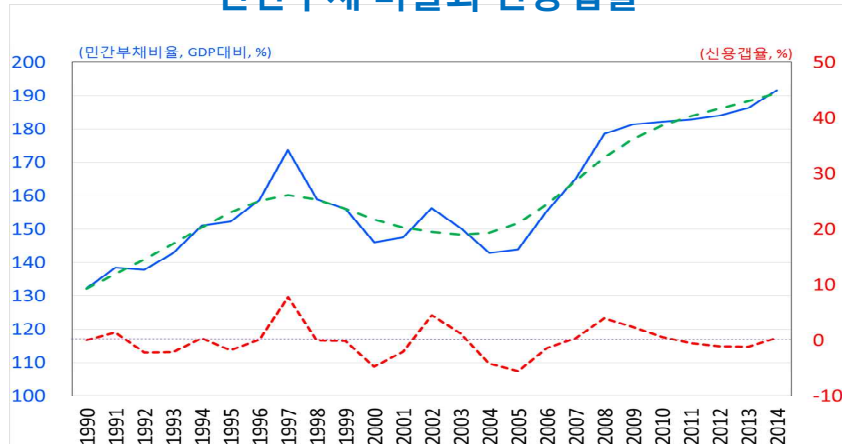
자료: 한국은행

주: 점선은 물가목표 하한 및 상한

## 향후 과제

- 민간부채비율이 GDP의 190%로 크게 높아진 상황에서 저성장/저물가 상황 지속 전망 → debt dynamics 악화로 부채비율 상승세 지속, 성장세 둔화
- 대규모 해외 충격(중국 성장둔화/금융불안, 미국 기준금리 인상, 개도국 성장 둔화/금융불안, global deleveraging\*) 발생 가능성 → 대내 vs. 대외 안정 목표간 상충
  - \* 2007년 이후 47개 주요 선진국 및 EME 국가들의 총부채비율 17%p(57조달러) 상승. 그 절반은 EME. 특히 중국 부채비율 4배 증가(7→28조 달러, GDP의 282%)( McKinsey(2015))
- Financial cycle과 business cycle간 비동조화에 따른 정책 상충 가능성 증가

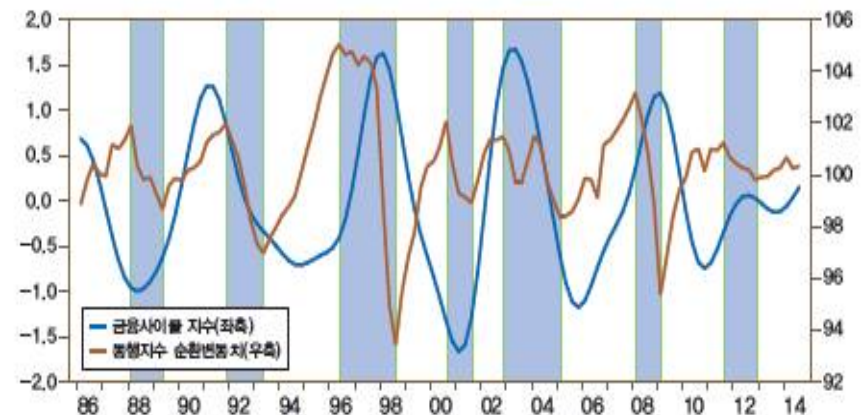
민간부채 비율과 신용갭률



자료: 한국은행 자금순환

주: 민간부채는 비금융 기업부채(공기업 포함)와 가계부채의 합임. 녹색 점선은 HP필터를 이용해 구한 부채비율의 트렌드, 적색점선은 실제 부채비율과 트렌드간 갭을

우리나라의 금융싸이클



자료: 박양수 외(2015), BOK 경제리뷰 No. 2015-3, p.13

주: 금융싸이클은 민간신용/GDP, 실질주택가격, 은행 비핵심부채 비중의 순환변동치를 표준화한 후 단순평균하여 지수화한 것임



## 향후 과제

- 대내외적으로 시스템적 리스크의 억제 및 대응 필요성이 그 어느 때보다 커지고 있으므로 이를 주된 정책목표로 하는 거시건전성정책체계(지배구조, 정책수단) 수립이 긴요
  - 별도의 정책체계가 필요한 것은 정책목표가 기존 거시정책과 다르고, 대상으로 하는 지표의 사이클도 다르기 때문(financial cycle 주기 > business cycle)
- 또한, 거시경제정책은 상호 영향을 주고 받는 등 긴밀하게 연계되어 있으므로 거시건전성정책체계에는 정책 조율 메커니즘이 포함될 필요
  - 같은 방향으로의 정책 수행시 효과가 가장 큰데, 이때에도 정책이 조율되지 않을 경우 자원의 낭비, 과잉 대응 등의 부작용 발생 가능\*
  - \* 스웨덴의 사례: 2010.10월 감독당국이 LTV규제를 도입하였으나 Riksbank는 동 규제가 가계부채 억제에 미흡하다고 판단하여 금리를 인상하였고, 그 결과 물가상승률이 (-)로 진입
  - 정책목표가 상충되는 국면에서는 불가피 다른 방향으로의 policy mix가 필요한데, 이 경우 해당 국면에서 보다 긴급한 목표에 대한 합의 도출, 이를 달성하기 위한 정책수단 및 강도 등에 대해 상호 조율이 필요(예: 2016년 Basel III에 따라 도입예정인 경기대응완충자본 제도)
  - 또한 목표상충시 민간과의 소통을 명확히 하기 위해서도 정책조율 필요

# 향후 과제

- 주요국의 거시건전성정책체계

- 유관기관간 협의체(위원회)형: 미국\*, 유럽 ESRB (European Systemic Risk Board)\*\* 프랑스, 폴란드

\* FSOC(Financial Stability Oversight Council): 재무부(의장), 미연준, 다양한 감독기구(6개), 신탁 기관장, 보험전문가 등 10인으로 구성

\*\* ECB 총재, 부총재, 27개 회원국 중앙은행 총재, 유럽감독당국(ESA) 의장 3인(은행, 보험, 증권)

- 단일기관에 거시건전성 권한 부여

- 중앙은행: 영국\*, 뉴질랜드\*\*, 이태리, 네덜란드, 스페인, 포르투갈, 아일랜드
- 감독당국: 독일, 스웨덴, 핀란드, 오스트리아
- 재무부: 덴마크

\* 주택시장 과열에 대응하여 영란은행 내 거시건전성정책 결정 기구인 FPC의 결정으로 2014.10월 高 LTI 주담대(Loan to Income 비율이 4.5배 이상)가 신규 주담대의 15% 초과하지 않도록 제한

\*\* 해외자본 유입으로 일부 지역의 자산가격 급등에 대응하여 2013.10월부터 금융기관들의 주담대중 高LTV(80% 이상) 담보대출 비중이 10% 를 넘지 않도록 제한

감사합니다.