

통화정책 목적으로서의 물가안정과 금융안정*

조 동 철**

논문 초록 물가안정과 금융안정은 모두 포기할 수 없는 정책과제다. 그러나 금융안정을 위해서는 통화정책보다 더 효과적이고 다양한 정책수단을 보유하고 있는 금융당국이 존재하는 반면, 중장기적인 물가안정은 통화당국 이외에 감당할 수 있는 정책당국이 없다. 한국은행법 제1조에 ‘물가안정’이 통화정책의 주된 목적으로 적시되고, ‘금융안정’이 보조적 목적으로 제시된 이유가 여기에 있다고 이해된다. 금융안정을 고려하여 인플레이션의 일시적 목표수준 이탈을 용인하는 통화정책이 바람직한 경우도 있겠으나, 그와 같은 이탈이 항구화되지 않도록 관리하는 것이 통화당국에게 부여된 ‘물가안정’ 책무라고 할 수 있다. 총수요 상황을 함축적으로 전달하는 기초적 물가(인플레이션)의 안정은 실물경기의 안정뿐 아니라, 우리 경제가 축소 순환 혹은 디플레이션의 늪에 빠질 가능성을 경계하는 정책방향이기도 하다.

핵심 주제어: 통화정책, 인플레이션 타게팅, 금융안정

경제학문헌목록 주제분류: E52, E31, E44

투고 일자: 2020. 6. 8. 심사 및 수정 일자: 2020. 7. 3. 게재 확정 일자: 2020. 7. 10.

* 본 논문은 저자가 2016-2020년까지 한국은행 금융통화위원회 위원으로 재직할 당시 기자들을 대상으로 한 간담회에서 발표한 자료(조동철, 2019)를 토대로 작성하였다.

** KDI 국제정책대학원 교수, e-mail: dccho@kdischool.ac.kr

I. 서 론

인플레이션 타게팅은 대부분의 선진 경제권뿐 아니라 많은 개발도상국에서도 통화정책의 기본 프레임워크로 자리 잡고 있다. 우리나라의 경우에도 1998년 한국은행법이 개정된 이후 1999년부터 명시적인 인플레이션 타게팅이 시행되어 왔으며, 목표 인플레이션 수준은 정부와 한국은행이 주기적으로 협의하여 공표하고 있다. 시기적으로 목표 인플레이션 수준의 구체적 설정방식에는 다소간의 차이가 있었으나, 2016년 이전까지 목표 수준은 연간 3%였다고 할 수 있다.¹⁾ 그러나 2012년 이후 우리나라의 인플레이션은 목표 수준을 지속적으로 큰 폭으로 하회하였으며, 이를 감안하여 2016년부터는 목표 수준을 2%로 하향 조정하였으나 여전히 인플레이션은 목표 수준을 벗어나 0%대로 하락하면서 최근에는 디플레이션 위험까지 거론되고 있는 상황이다.

본고에서는 이처럼 인플레이션이 목표 수준을 하회하여 지속적으로 하락하게 된 원인이 무엇이며, 그 잠재적 위험이 무엇인지 설명하고자 한다. 보다 구체적으로, 장기간 지속되는 인플레이션의 하락 추세는 인플레이션 타게팅 프레임워크를 벗어난 통화정책에 그 원인이 있는 것으로 이해하며, 통화정책이 그렇게 수행된 이유는 인플레이션보다 자본유출, 가계부채 증가, 부동산가격 상승 억제 등으로 대변되는 ‘금융안정’에 대한 고려가 상대적으로 커졌기 때문이었던 것으로 파악한다. 이와 같은 문제의식 하에서, 본 논문은 현재와 같은 통화정책이 지속될 경우 발생할 수 있는 디플레이션 위험을 경계하는 한편, 한국은행법 제 1조에 통화정책의 목적으로 규정된 ‘물가안정’과 ‘금융안정’을 어떻게 자리매김해야 할 것인지에 대해 논의하고자 한다.

II. 우리나라의 인플레이션 하락 추세

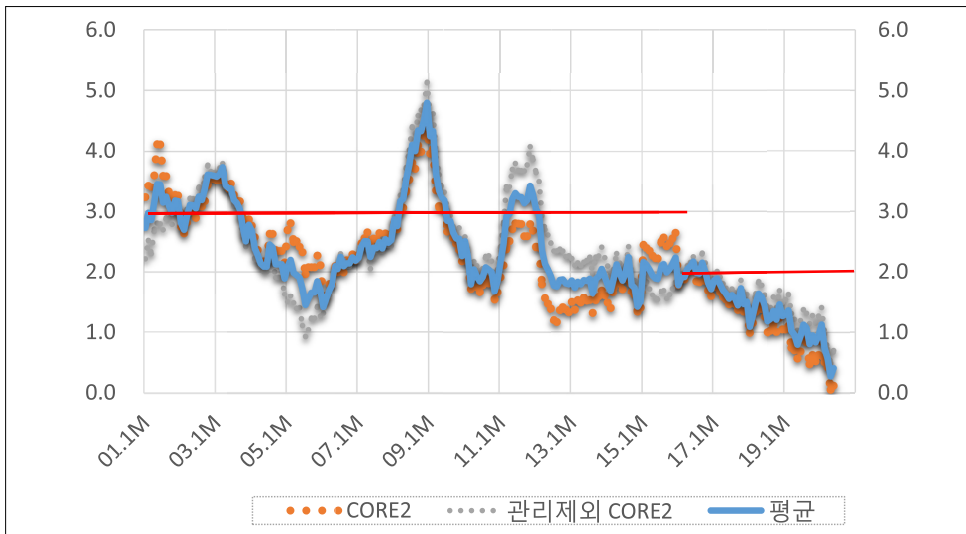
한국은행법이 개정되어 금융통화위원회가 법적 독립성을 확보하고 명시적인 인플레이션 타게팅을 시작한 1999년 이후, 우리나라의 인플레이션은 대체로 목표 수준인 3%를 중심으로 변동하였다. 물론 유가나 환율의 급등락 등에 의해 인플레이션이 일시적으로 상당 폭 등락하기도 하였으나, 일시적 요인이 진정된 후에는 목표 수준으로 수렴해 가는 모습을 보였다. 그 결과, 2000년에서 2011년까지의 기간 중 소비자물가로 평가한 인플레이션은 연평균 2.96%로서, 목표 수준 3%와의 격차가 0.1%p 미만

1) 시기별로 변화된 물가안정 목표의 구체적 내용에 대해서는 한국은행(2017)을 참조하시오.

이었던 것으로 집계되고 있다. 그러나 2012년부터 우리나라의 인플레이션은 목표 수준을 하회하기 시작하였으며, 그 이후 목표 수준을 회복하지 못한 채 오늘에 이르고 있다. 그 결과, 2012년부터 2019년까지 실제 인플레이션은 목표 수준을 연 평균 1%p, 8년간 누적하여 8%p 이상 하회한 것으로 나타나고 있어, 2000~2011년의 기간과는 전혀 다른 모습을 보이고 있다.

이와 같은 상황은 인플레이션의 일시적 등락 부분을 제거하여 기초적 인플레이션을 보여 주고 있는 <그림 1>에 잘 나타나 있다. ‘Core2’는 식료품과 에너지 가격을 제외한 소비자물가 지수로서 OECD에서 국가간 비교를 위해 주로 활용하는 지표이고, ‘관리제외 Core2’는 여기에서 공공요금 등과 같이 정부정책에 크게 영향 받을 것으로 판단되는 품목들을 한국은행이 추가적으로 제외한 지표이며, ‘평균’은 두 지표의 단순 평균 값을 나타낸다.²⁾ <그림 1>이 보여주듯이, 2012년에 목표 수준 3%를 하회하기 시작한 우리나라의 기초적 인플레이션은 2015년까지 목표 수준을 회복하지 못하고 2% 내외에 머물렀으며, 이에 통화당국은 인플레이션을 목표 수준으로 회귀시키려고 노력하는 대신 정부와 협의하여 2016년 이후 목표 수준을 2%로 하향 조정하였다. 그러나 인플레이션은 조정된 목표 수준마저 하향 이탈하여 지속적으로 하락해 오고 있

<그림 1> 인플레이션 목표와 기초적 인플레이션



2) 한국은행은 공공요금 등과 같이 정부 정책에 의해 큰 영향을 받는 품목들의 가격을 ‘관리물가’로 지칭하고 있으며, 이 부분을 제외한 지수를 따로 집계하고 있다. 이에 대한 자세한 내용은 박동준 외(2018)에 설명되어 있다.

으며, 마침내 2020년 4월에는 Core2로 평가한 인플레이션이 전년동월 대비 0.1%, 관리제외 Core2로 평가한 인플레이션은 0.5%를 기록하기에 이르렀다. 우리 경제가 사실상 디플레이션 문턱에 이르고 있다는 평가가 과장만은 아닌 것으로 보인다.

Ⅲ. 인플레이션 하락 추세의 원인

이처럼 우리나라의 인플레이션이 목표 수준을 지속적으로 하회하여 하락하게 된 원인은 어디에 있을까? 이에 대해 세간에서는 세계적 低인플레이션의 영향, ‘아마존 효과’ 등 IT기술 발전의 영향, ‘관리물가’로 통칭되는 정부정책의 영향, 혹은 고령화에 따른 잠재성장률 하락의 영향 등 수 많은 요인들이 거론되고 있다.³⁾ 물론 이와 같은 요인들이 모두 우리 인플레이션에 어느 정도 영향을 미쳤음은 사실일 것이다.

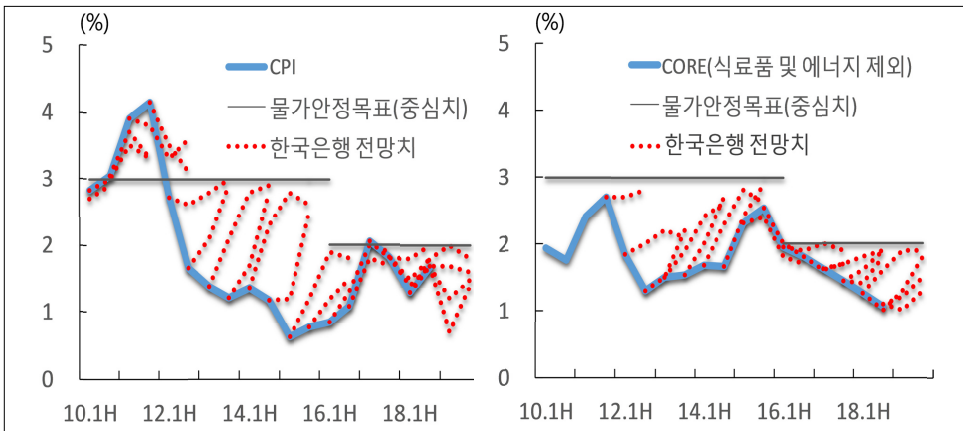
그러나 이 요인들이 인플레이션을 지속적으로 낮추기 위해서는, 낮은 인플레이션에 통화정책이 반응하지 않는다는 가정이 전제되어야 한다는 점만은 반드시 지적할 필요가 있다. 즉, 어떤 요인에 의해서건 인플레이션이 상당 기간(혹은 “중기적 시계에서”) 목표 수준을 크게 벗어날 것으로 예상될 경우, 통화당국이 이에 반응하여 통화정책을 조정함으로써 인플레이션을 목표 수준으로 수렴시키는 것이 인플레이션 타계팅의 요체라고 할 수 있다. 따라서 통화정책의 반응을 사상하고 여타 요인들만으로 장기간의 인플레이션 동학을 설명할 수는 없다는 것이 주류 경제학의 일관된 결론이다. 근본적으로, ‘인플레이션’은 통화가치의 지속적인 하락을 뜻하며, 따라서 화폐가 없는 경제에서는 인플레이션을 정의할 수조차 없다. 아울러 만일 인플레이션이 장기적으로도 통화정책과 독립적인 요인들에 의해 결정된다면, 통화당국에 인플레이션

3) Borio and Filardo (2007)는 전세계적으로 인플레이션이 동조화되고 있다는 점을 강조하면서, 세계화의 진전에 따라 한 국가의 인플레이션이 그 국가 내에서 통제되지 못하고 있다고 주장하고 있다. 그러나 Kamber et. al. (2018)은 인플레이션의 국가간 동조화는 대부분 유가 등과 같은 상품가격의 급등락에 의해 비롯된 것이며, 각 국가의 추세적 인플레이션은 동조화되지 않고 있음을 보이고 있다. 한편 고령화와 인플레이션의 관계는 명확하지 않은 것으로 보인다. Yoon et. al. (2014)은 다양한 자료로부터 고령화가 물가를 하락시키는 요인이라는 결과를 제시하고 있으나, Juselius and Takats (2015)는 더 방대한 자료로부터 고령화가 오히려 물가를 상승시키는 요인이라는 결과를 제공하고 있다. 이론적으로도 고령화는 총수요와 총공급을 모두 위축시키는 요인으로 작용하므로 인플레이션에 대한 영향을 특정 짓기는 어렵다. 다만, 고령화는 자연금리를 낮추는 요인으로 작용하므로, 이를 감안하지 않은 금리정책이 수행될 경우에는 의도된 수준보다 긴축적 통화정책이 시행되면서 인플레이션을 하락시키는 요인이 될 가능성은 있을 것이다.

타게팅을 요구할 수 없다는 것을 의미한다. 따라서 인플레이션이 2012년 이후 거의 10년간 지속적으로 목표 수준을 크게 하회하게 된 원인에 대한 질문은, 통화정책이 왜 2012년 이전과 같은 인플레이션 타게팅 방식으로 운용되어 오지 않았는지를 묻는 것과 거의 동일하다고 할 수 있다.

그 하나의 이유로 통화당국의 인플레이션 전망에 지속적인 상향편의(upward bias)가 있었다는 점을 꼽을 수 있다. <그림 2>는 인플레이션이 목표 수준을 하회하기 시작한 이래 한국은행이 거의 예외 없이 인플레이션이 높아질 것으로 전망해 왔다는 사실을 보여주고 있다. 심지어 2012~2014년에는 1~2년 이내에 인플레이션이 급등하여 목표 수준으로 회귀할 것으로 전망하기도 하였다. 만일 통화정책이 이와 같은 전망에 기초하여 수행되었다면, 통화당국은 인플레이션을 목표 수준으로 수렴시키기 위해 적극적으로 정책을 조정해야 할 필요를 느끼지 않았을 수도 있었을 것이다.

<그림 2> 인플레이션과 한국은행 전망



그러나 본 논문에서 강조하고자 하는 부분은 통화당국의 금융안정에 대한 고려이다. 통화정책의 목적조항에 ‘금융안정에 유의’해야 한다는 문구가 추가된 것이 2011년 인데, 바로 그 다음 해부터 인플레이션이 목표 수준을 지속적으로 하회하고 있다는 사실은 우연이 아닌 것으로 보인다. 실제로 2012년 이후 통화당국은 통화정책을 설명함에 있어 인플레이션보다 미국과의 금리격차, 가계부채, 부동산 가격 등과 같은 금융시장 상황을 훨씬 더 강조해 온 것이 사실이다. 여기에서 특히 주목하고자 하는 점은, ‘금융안정에 유의’하는 통화정책은 긴축 편향(bias)을 생성할 개연성이 높다는 것이다. 즉, 인플레이션이 낮음에도 금융안정에 유의하기 위해 통화정책을 긴축적으

로 운용할 가능성은 높지만, 인플레이션이 높음에도 금융이 ‘지나치게’ 안정되어 있어 통화정책을 완화적으로 운용하는 경우를 상상하기는 어렵다. ‘금융안정’의 개념이 매우 포괄적일 뿐 아니라 복잡다기한 금융시장 전체에 잠재적 위험요인이 완전히 제거된 상황이 존재하지 않을 것이라는 점을 상기한다면, 그와 같은 긴축 편익은 쉽게 이해될 수 있다.

이에 더하여 인플레이션은 낮을수록 좋다는 일반인들의 인식도 상대적으로 긴축적인 통화정책이 수행된 요인 중 하나인 것으로 보인다. 대부분의 국민들에게 인플레이션은 자신의 구매력을 약화시키는 부정적 현상으로 인식되고 있으며, 무척 긴 경로를 통해 결정되는 인플레이션의 ‘일반균형적’ 의미(총수요 확대의 결과로 발생하는 인플레이션은 임금과 금리도 높이는 요인이라는 점 등)를 일반인이 이해하기는 어려운 것이 사실이다. 아울러 우리나라를 비롯한 대부분의 국가에서 일반인들은 공식적으로 집계되는 인플레이션 통계에 비해 실제 인플레이션이 상당히 더 높은 것으로 인식하고 있다. 한 예로, 20여 년간 디플레이션을 경험한 일본에서도 일반인들은 인플레이션이 3%를 상회한다고 인식하고 있다.⁴⁾ 이러한 일반인들의 인식은 인플레이션은 낮을수록 바람직하다는 여론을 형성시키며, 통화당국도 이와 같은 사회 분위기에서 자유롭지 못했을 수 있다.

이와 같은 요인들이 복합적으로 작용하면서 2012년 이후 우리나라의 통화정책은 인플레이션 타게팅이 요구하는 통화정책에 비해 긴축적인 기조를 유지해 왔으며, 그 결과 인플레이션이 지속적으로 하락한 것으로 보인다.⁵⁾ 실제로 통화당국은 이러한 통화정책이 잠재적인 금융 위험에 대응하기 위한 것으로 설명하여 왔으며, 낮은 인플레이션을 선호하는 일반 여론은 이러한 설명에 별다른 이의를 제기하지 않았던 것으로 보인다. 아마도 우리 사회 구성원들에게 외환·금융위기와 부동산 가격 급등의 기억은 생생한 반면, ‘지나치게 낮은 인플레이션’이라는 개념은 매우 생경하였을 수도 있었을 것이다.

4) 우리나라, 유로지역, 영국과 일본의 일반인 인플레이션 인식 및 기대에 대한 자료 및 분석에 대해서는 남민호·고민지(2017)를 참조할 수 있다.

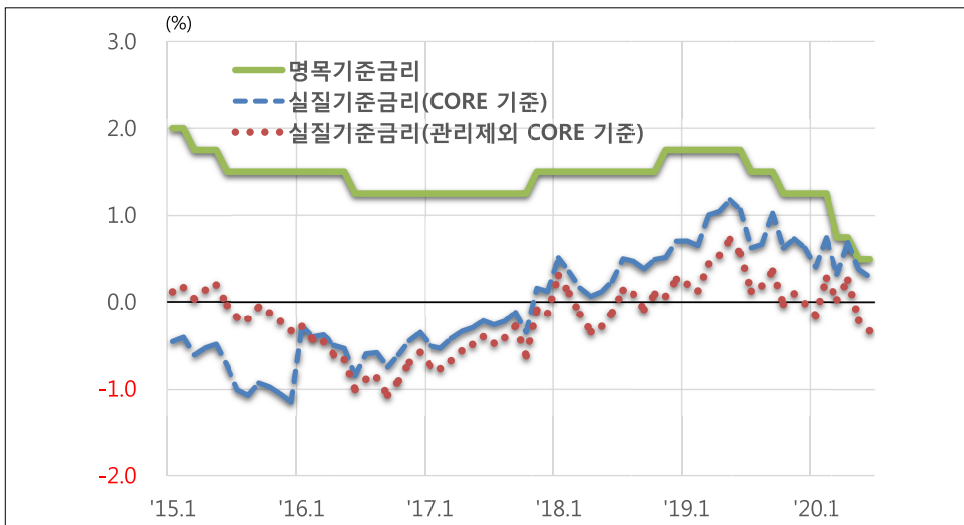
5) 2012년 이후 우리나라의 통화정책이 인플레이션보다는 금융안정에 치중되어 수행되어 왔음은 Cho(2018)에서 보다 자세히 살펴볼 수 있다.

Ⅳ. 명목금리와 실질금리: 최근 우리나라의 경험

인플레이션은 통화정책의 목표 변수인 동시에 기준금리 조절을 통해 실물경제에 영향을 미치고자 하는 통화정책의 유효성에도 큰 영향을 미치는 변수다. 대표적으로, 인플레이션의 하락은 명목 기준금리 수준에 변화가 없을 경우에도 실질금리를 상승시킴으로써 경기를 위축시키는 요인으로 작용한다. 이 때, 경기위축이 다시 인플레이션을 하락시키는 요인으로 작용한다면, 이는 실질금리를 더욱 상승시킴으로써 경기를 추가적으로 위축시키는 악순환이 발생할 수 있다. 혹은 인플레이션이 하락함에 따라 명목 기준금리를 하향 조정하더라도, 그 속도가 인플레이션 하락 속도에 미치지 못하면 실질금리가 오히려 상승할 수 있으며, 따라서 금리 인하정책의 경기부양 효과는 기대할 수 없게 된다.

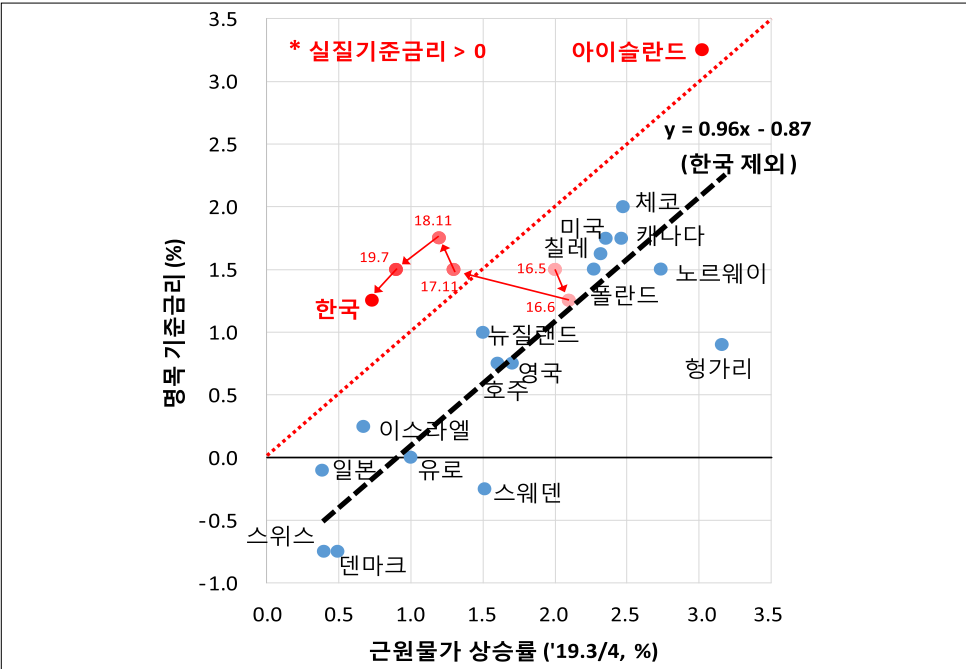
실제로 2017년 이후 우리나라의 기준금리는 이와 같은 모습을 보여 온 측면이 있다. <그림 3>에 나타나 있듯이, 2016년 하반기부터 명목 기준금리는 1.25%로 동결되었으나, 인플레이션이 하락함에 따라 실질 기준금리는 상승한 것으로 나타난다. 여기에 더해 2017년 12월과 2018년 10월에는 명목 기준금리마저 인상함으로써 실질 기준금리가 더욱 큰 폭으로 상승한 바 있다. 이후 2019년 중반부터는 기준금리를 하향 조정하였으며, 코로나 사태가 발발한 이후에는 기준금리를 0.5%까지 인하하였으나, 여전히 실질 기준금리는 크게 하락하지 못하고 있는 모습이다.

<그림 3> 최근 우리나라의 실질 기준금리



〈그림 4〉는 이와 같은 우리나라의 통화정책이 OECD 국가들(멕시코와 터키 제외)과 비교할 때 매우 이례적으로 긴축적이었음을 보여주고 있다. 이 그림에서 가는 점선은 명목 기준금리가 인플레이션 수준과 동일한 점들이며, 따라서 이 점선으로부터의 수직 거리는 실질 기준금리를 나타낸다. 즉, 2019년 3/4분기에 우리나라의 명목 기준금리 1.25%는 OECD에서 중간 정도였으나, 근원물가 상승률이 매우 낮은 수준으로 하락하여 실질 기준금리는 비교 국가들 중 가장 높았던 것으로 측정된다. 사실 우리나라와 아이슬란드 2개국을 제외하고는 2019년 3/4분기에 모든 국가에서 실질 기준금리가 이미 마이너스였던 것으로 나타나고 있다.

〈그림 4〉 인플레이션과 기준금리의 국제 비교



이 그림에서 찾을 수 있는 또 하나의 흥미로운 사실은, 인플레이션에 대한 명목 기준금리의 회귀선 기울기가 거의 1이라는 점이다. 이는 OECD 통화당국들은 평균적으로 인플레이션에 대해 1:1의 관계로 명목 기준금리를 조정하고 있다는 것을 의미하며, 이와 같은 기준에서 볼 때 우리나라의 통화정책은 상당히 예외적인 모습이었다. 사실 2016년 상반기에는 우리나라 인플레이션이 2% 수준이었고 명목 기준금리가 1.25%에 머무르면서 거의 회귀선상에 있었다는 점에서 이례적인 모습으로 보기는

어려웠다. 그러나 그 이후 인플레이션은 하락하는데 기준금리를 인상하면서 우리나라 상황은 회귀선을 크게 이탈하기 시작하였고, 2019년 하반기 이후 기준금리를 인하하였으나 인플레이션의 지속적 하락으로 인해 여전히 실질 기준금리는 상당히 높은 수준에 머무르게 된 것이다. 이와 같은 2017~2018년의 긴축적 통화정책이 2018년 이후의 경기 하강 및 인플레이션 하락과 무관하다고 보기는 어려울 것이다. 그리고 한국은행은 이와 같은 통화정책이 금융안정을 고려한 결정이었다는 점을 강조해왔다.

V. 통화정책과 금융안정에 대한 논쟁

통화정책을 수행함에 있어 금융안정 문제를 고려하는 것이 바람직한지, 고려한다면 어느 정도를 어떻게 고려해야 하는지는 여전히 논쟁이 지속되고 있는 이슈이다. 특히 BIS를 중심으로 일부 연구자들은 글로벌 금융위기의 원인이 되었던 주택시장 버블과 민간신용의 급증이 완화적 통화정책에 크게 기인하였던 것으로 인식하고 있으며, 따라서 통화정책을 수행함에 있어 금융안정을 적극적으로 고려하는 것이 거시경제의 안정을 위해 바람직하다는 주장을 견지하고 있다.⁶⁾

그러나 여전히 많은 주류 경제학자들은 통화당국이 물가안정을 책임지고, 금융안정은 건전성 정책 수단을 보유한 금융당국이 대응하는 것이 바람직하다는 입장을 보이고 있다.⁷⁾ 그들은 글로벌 금융위기 이전의 주택시장 버블 확산에 완화적 통화정책이 기여한 것은 사실이나, 버블 형성의 근본 원인은 대형 금융기관들을 축으로 한 금융시장의 도덕적 해이에 있었던 것으로 인식하고 있다. 실제로 금융위기 이후 대부분의 선진국들은, 이와 같은 진단에 기초하여 정책체계를 형성하여 왔다. 즉, 거시건전성과 관련된 금융규제를 대폭 강화하여 금융안정을 추구하는 한편 통화정책은 오히려 위기 이전보다 더욱 명시적인 인플레이션 타게팅 프레임워크를 채택하고 있는 것이다. 한 예로, 글로벌 금융위기 이전까지 인플레이션 목표 수준을 구체적으로 밝힌 적이 없었던 FED도 위기 이후에는 목표 수준이 2%임을 명시적으로 공표하기 시작하였다. 이와 같은 변화는 통화정책이 금융상황을 고려하여 어느 정도 신축성을 발휘할 수도 있겠으나, 그 기본 목적이 인플레이션의 안정에 있다는 점을 명확히 함으로써

6) BIS에서는 Borio를 중심으로 다수의 논문을 통해 이와 같은 견해를 지속적으로 개진하고 있는데, 대표적으로 Juselius et. al. (2016), Borio et. al. (2018) 등을 참조할 수 있으며, 우리나라에서는 최근 김인준(2019)이 이와 유사한 견해를 제시하고 있다.

7) 예를 들어, Fed의 Yellen (2014), Quarles (2019), ECB의 Smets (2014) 등을 참조할 수 있다.

디플레이션 기대의 확산을 제어하기 위한 것이다.

물론 완화적 통화정책이 금융시장에 발생한 거품 혹은 불균형을 확대시키는 요인으로 작용할 수 있다는 점에 대해서는 많은 전문가들이 동의하고 있다. 그러나 이와 같은 측면을 감안하여 통화정책이 금융안정을 고려하고자 할 경우에도, 실행적 의미에서의 ‘금융안정’을 어떻게 정의하고 소통할 것인지에 대해서는 여전히 명확한 가이드 라인을 제시하기 어려운 상황이다. 우선 ‘금융불균형’의 대상이 민간(기업 혹은 가계?) 부채의 급증인지, 자산(부동산 혹은 주식?) 가격의 급등인지, 혹은 미국과의 금리(기준금리 혹은 시장금리?) 역전인지 명확하지 않다. 이 변수들이 어느 정도 수준에 있어야 ‘안정적’이고, 어느 정도 벗어나 있으면 ‘불안정적’인지를 판단할만한 객관적 준거에 대한 합의도 마련하기 쉽지 않으며, 통화정책이라는 하나의 수단으로 이 모든 문제 각각에 대응할 수도 없다. 그리고 이와 같은 정책 대상 및 준거의 불명확성은 통화정책의 주관적 영역을 확대시킴으로써 정책의 투명성과 일관성, 예측가능성을 저해하는 요인으로 작용할 개연성이 크다. 사전에 객관적 수치로 공표된 목표수준을 중심으로 수행되는 인플레이션 타게팅과 크게 대비되는 대목이라고 할 수 있을 것이다.

VI. 통화정책과 금융불안: 우리나라의 경험

금융안정과 통화정책의 관계에 대해서는 우리 자신의 경험을 돌이켜 봄으로써 교훈을 얻을 수도 있다.

자본유출과 통화정책: 우선 외환시장 혹은 자본유출과 관련된 통화정책 경험으로 1997년 12월에 시행된 고금리 정책을 상기해 볼 수 있다. 당시 우리나라는 사실상 외화 부도 상태였으며, 따라서 가급적 빠른 시일 내에 외환시장을 안정시키는 것이 정책의 최우선 목표였다. 그와 같은 맥락에서 시행된 극도의 고금리 정책은 고갈된 외환보유고를 조기에 회복시킴으로써 외환시장 안정에 부분적으로 기여한 것으로 평가될 수 있다. 그러나 그 대가로 우리 경제는 1998년 상반기에 디플레이션 조짐이 발생할 정도로 황폐화되었으며, 결국 통화정책은 1998년 하반기부터 경기를 부양하는 방향으로 급격히 전환되었으며, 그 결과 1999년에는 두 자리의 성장률을 기록할 정도로 경기가 빠르게 회복되었다.

이와는 대조적으로, 글로벌 금융위기의 발발과 함께 단기외채가 급격히 회수되었던 2008년 말에는 또다시 환율이 급등하였음에도 불구하고 기준금리를 과감하게 낮춤으로써 경기침체 및 디플레이션 우려를 완화할 수 있었다. 1997년 외환위기 시와는 달리, 외환보유고가 충분한 규모로 확대되었을 뿐 아니라 외환위기 이후 진행된 기업 및 금융기관의 구조조정으로 크게 개선된 금융시장 건전성이 뒷받침되었기 때문에 실행할 수 있었던 정책이었다.

여기에 더하여, 글로벌 금융위기 이후에는 ‘외환 건전성규제’를 강화하여 금융기관의 단기외채 누증을 제어한 결과, 2019년에는 미국과 금리(기준금리뿐 아니라 수익률 곡선 전체)가 역전된 상황에서도 외환시장은 안정세를 유지한 바 있다. 이와 같은 현상은, 기축 통화를 보유하지 못한 ‘소규모 개방경제’인 우리나라의 금리가 지나치게 낮아지면 급격한 자본유출이 발생할 것이라는 우려의 근거가 취약하다는 사실을 반증하고 있는 것으로 보인다. 아울러 외환시장의 위기 발생 여부는 인플레이션과 경기변동에 대응하는 통상적 통화정책의 수행 여부와는 독립적으로, 신축적인 환율 조정, 충분한 외환보유고 유지, 단기외채 관리 등과 같은 금융시장 자체의 건전성이 충분히 확보되어 있는지 여부에 크게 의존한다는 점을 시사하고 있다.

부채누적과 통화정책: 부채누적 문제와 관련한 우리의 경험으로는, 1997년 외환·금융 위기의 주요 원인으로 작용하였던 대기업 과다부채가 위기 이전의 이완된 통화정책의 결과였는지 자문해 볼 수 있다. 그러나 외환위기 직전까지도 우리나라의 금리는 어느 선진국보다 훨씬 높은 10%대 초중반을 유지하였으며, 우리나라의 외환위기를 연구한 문헌들에서도 통화정책이 위기의 주된 원인이었다는 결론을 제시하고 있는 연구는 없는 것으로 알고 있다. 대신, 대부분의 관련 문헌들은 당시 대기업 과다부채 문제가 완화적 통화정책의 결과라기보다 ‘大馬不死’(Too Big To Fail)에 기댄 도덕적 해이, 즉, 금융시장의 구조적 문제에 기인한 결과였던 것으로 파악하고 있으며, 이와 같은 금융시장의 구조적 취약성이 외환시장에서 도래한 충격을 증폭·확산시켰던 것으로 분석하고 있다. 실제로 외환위기를 거치면서 많은 대기업들이 파산한 이후 대마불사 기대는 현저히 약화되었으며, 그 이후 금리가 크게 하락해 왔음에도 불구하고 대기업 과다부채 문제가 재현되지 않고 있다는 사실은 통화정책이 문제의 주된 원인이 아니었음을 반증하고 있다. 이후 발생한 2002년의 ‘카드버블’ 사태도 유사한 경우라고 할 수 있다. 기업부채가 아닌 가계부문의 부채에서 문제가 발생했다는 점에서 1997년 외환·금융 위기와 대비될 수 있을지 모르나, 당시의 ‘버블’이 이완된 통화정

책의 결과라기 보다 신용카드 발급 및 대출과 관련된 규제·감독이 완화된다는 점을 시사하고 있는 것으로 보인다.

VII. 금리 하락추세와 통화정책 여력

이상에서 설명한 바와 같이 2012년 이후의 우리나라 통화정책을 인플레이션 타겟으로 설명하기는 어렵다. 경기지표가 불안하고 인플레이션이 목표 수준을 상당 기간 하회하는 상황에서도 물가안정보다 금융안정을 고려한 보수적 정책 기조가 유지된 적이 많았다. 그 결과, 금융시장은 통화당국이 공표한 목표 수준으로 인플레이션이 회귀할 가능성보다, 낮은 인플레이션이 지속되거나 하락할 가능성이 높을 것으로 기대하게 되며(즉, 기대인플레이션이 목표 수준에 안착하지 못하고 점진적으로 하락하게 되며), 그 결과 시장금리는 0% 방향으로 더욱 빠르게 하락해 온 것으로 보인다.

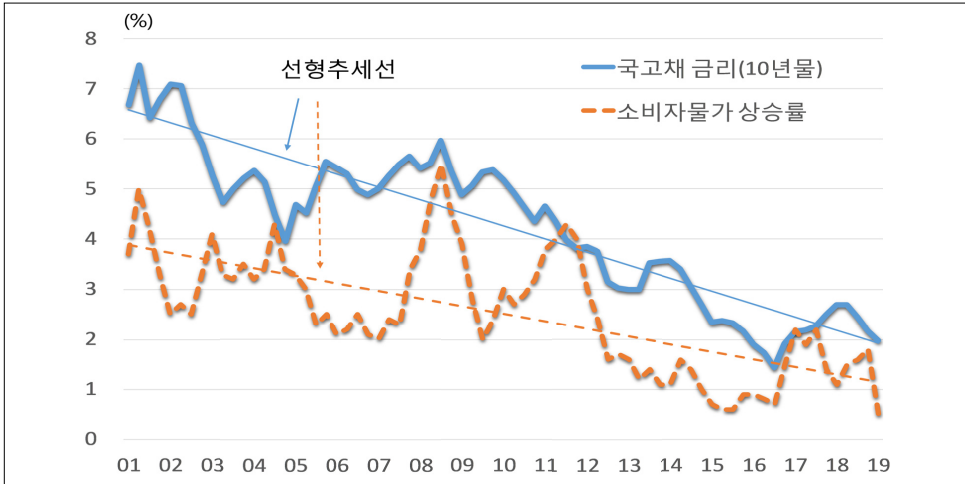
이와 같은 상황은 2000년 이후 10년물 국채금리의 하락 추세를 보여주고 있는 <그림 5>에 잘 나타나 있다. 이 그림에서 장기금리를 보여 준 이유는, 단기금리가 기준금리 변동에 크게 영향 받는 반면 장기금리는 통화당국의 직접적인 통제권에서 벗어나 성장과 인플레이션으로 대변되는 거시경제 상황 및 전망에 대한 금융시장의 인식을 반영하기 때문이다. 따라서 최근의 10년물 국채금리는, 우리 경제가 연 2%의 안전한 수익률을 보장하는 투자기회조차 제공하지 못하고 있음을 나타낸다. 저출산·고령화와 잠재성장을 하락에 따라 투자의 실질수익률(혹은 '자연금리')이 낮아지고 있는 가운데, 인플레이션의 둔화는 투자로부터 기대되는 명목수익률을 더욱 빠르게 하락시키는 추가적 요인으로 작용하고 있는 것이다. 개략적으로 2000년 이후 10년물 국채금리가 4~5%p 정도 하락하였는데, 이 중 절반 정도는 실질금리의 하락에서 비롯된 것으로 보이나, 나머지 절반 정도는 인플레이션 하락에 기인하였던 것으로 볼 수 있다.

일반적으로 기준금리가 0%와 장기금리 수준 사이에서 운용된다는 점을 감안하면, 장기금리의 하락은 통화정책 운용의 폭을 제약하는 요인이다.⁸⁾ 만일 현재와 같은 추

8) Rogoff(2019)는 마이너스 금리가 유용한 정책대안이 될 수 있다는 견해를 피력하고 있으며, 일본과 ECB를 비롯하여 스위스, 스웨덴, 덴마크 등에서 마이너스 금리정책이 시행되고 있으나, 아직 일반적인 통화정책으로 자리매김하고 있지는 못한 것으로 보인다.

세가 지속된다면, 장기금리가 0%에서 멀지 않은 수준까지 하락하여 전통적인 금리정책을 활용하지 못하고 있는 일본과 유사한 상황이 도래할 가능성도 상당히 커 보인다.⁹⁾ 이러한 맥락에서 볼 때, 시장 금리의 하락 추세를 제어하여 통화정책 여지를 확보하는 것은 매우 중요한 정책과제라고 할 수 있을 것이다.

〈그림 5〉 10년물 국채금리의 하향 추세



그렇다면 통화정책적 차원에서 ‘정책여력’을 확보하는 방안은 없을까? 가급적 기준금리 인하를 자제하는 것이 미래의 통화정책 여지 확보를 위해 바람직한 정책방향일까? 표준적인 거시경제학의 답은 그렇지 않은 것으로 판단된다. 그와 같은 통화정책의 의도가 실현되기 위해서는, 기준금리 인하의 자제를 정당화할 수 있을 정도로 경기 및 인플레이션이 유지될 것이라는 전망에 시장이 동의해야 한다. 그러나 시장이 거시경제 여건에 대한 당국의 인식에 동의하는 대신, 기준금리 유지가 미래의 경기를 위축시킴으로써 인플레이션을 낮추는 방향으로 작용할 것이라는 기대를 형성할 경우에는, 오히려 장기금리가 하락하면서 통화정책의 공간이 더욱 축소될 가능성이 있다. 실제로 최근 우리 경제에서도 기준금리가 시장의 예상을 벗어나 동결될 경우 장기 시장금리가 오히려 하락하거나, 기준금리가 인하된 직후 장기금리가 상승하는 사례는 빈번하게 목격되고 있다.

9) 1990년 이후 일본 경제가 디플레이션으로 진입하는 과정에서의 통화정책에 관해서는 수많은 연구가 이루어진 바 있으며, 그 중 대표적으로 Ahearne et. al. (2002) 과 Ito and Mishikin (2006) 을 참조할 수 있다.

물론 장기금리의 하락 추세를 완충할 수 있는 정공법은 구조개혁을 통해 자원배분 효율성을 제고하고 실물투자의 수익성이 확대될 (즉, 자연금리가 상승할) 수 있는 경제 환경을 만드는 것이다. 그러나 이 부분은 통화정책의 영역이라고 보기 어렵다. 반면, 하락추세를 지속하고 있는 인플레이션(보다 정확히는 기대인플레이션)을 목표 수준에서 유지·안정시키는 것은 통화당국의 책무일 뿐 아니라, 시장금리의 하락압력을 완충함으로써 통화정책 공간을 유지하는 방안이 될 수 있다.

실제로 다수 선진국의 최근 통화정책은 이 부분에 초점을 맞추고 있다. 특히 인플레이션이 0%에 지나치게 가까워지거나 디플레이션이 발생할 경우에는 통화정책이 무력화되거나 악순환에 빠져들 위험이 있다는 점을 경계하고 있다. 예를 들어 0%를 명목 기준금리의 하한으로 설정한다면, 이는 디플레이션이 발생할 경우 실질 기준금리를 마이너스 영역으로 보냄으로써 경기를 부양하고 디플레이션에서 벗어나게 하는 통화정책의 역할을 기대하기 어려워진다는 것을 의미한다. 이와 같은 이유로 대부분의 선진국에서는 인플레이션 목표를 2% 수준으로 설정하고 있으며, 실제 인플레이션이 이 수준을 하회할 것으로 예상될 경우에는 적극적인 통화정책을 통해 인플레이션이 지나치게 하락할 가능성, 혹은 디플레이션 함정에 빠질 위험을 예방하고자 노력하고 있다. 즉, 기준금리를 0%로 인하한 것으로도 충분하지 않다고 판단될 경우에는 주저 없이 양적 완화(Quantitative Easing)나 선제적 안내(Forward Guidance) 혹은 마이너스 금리정책과 같은 비전통적 수단을 동원하는 것은 중장기적으로 인플레이션의 유지가 미래의 통화정책 여력을 확보하는 데에 필수적이라는 추론에 기초한 것이다.¹⁰⁾ 이와 같은 선진국 통화정책의 모습은 저출산·고령화 및 잠재성장률 하락이 빠르게 진행되면서 자연금리도 선진국들보다 더 빠르게 하락하고 있는 것으로 추정되는 우리나라의 통화정책 환경에 시사하는 바가 큰 것으로 보인다.

VIII. 맺음말: 저금리시대의 도전

시장금리의 하락과 통화정책 공간의 축소라는 측면에서, 향후에는 더 큰 도전이 기다리고 있을 가능성이 높다. 저출산·고령화와 잠재성장률 둔화가 지속되는 한, 우리

10) 예를 들어 Bernake(2002)는 이미 2002년에 일본에서와 같은 디플레이션이 미국에서는 결코 발생하지 않도록 통화정책을 동원할 준비가 되어 있음을 피력한 바 있으며, 실제 그가 FED의장에 취임한 직후 발생한 글로벌 금융위기에 대응하여 양적완화 등을 포함한 과감한 통화정책을 수행한 바 있다.

나라의 자연금리 하락 추세가 극적으로 반전될 가능성은 높지 않다.¹¹⁾ 그리고 시장 금리가 0%에 가까워질수록 통화정책의 운용 여지는 축소되는 반면, 금융시장은 상대적으로 작은 충격에도 크게 반응할 가능성이 높아진다. (명목금리가 할인율의 형태로 분모에 위치하는 자산가격 결정이론을 상기해 보면, 금리가 0%에 가까워질수록 동일한 충격에 대해 자산가격의 변동이 크게 나타난다는 점을 직관적으로 이해할 수 있다.) 이처럼 저금리 환경 하에서 금융시장이 수시로 ‘불안정’해질 경우, 금융안정을 고려한 통화정책은 보수적·비대칭적으로 운용될 가능성이 커지게 되며, 이는 (기대)인플레이션을 목표 수준으로 복귀시키기 어렵게 함으로써 저금리 환경을 더욱 심화시키는 축소순환을 야기할 수 있다. 그리고 이러한 축소순환의 지속은, 우리 경제에 예상하지 못한 부정적 충격이 가해질 때 디플레이션이 발생할 위험을 증대시키게 된다. 최근 발생한 코로나 사태가 그와 같은 부정적 충격으로 작용할 가능성도 배제할 수 없다

이와 같은 통화정책의 어려움을 완화해 주는 방안으로 금융정책의 중요성이 그 어느 때보다도 강조될 필요가 있다. 대마불사 신화의 종식으로 통화정책이 대기업 과다 부채 문제에서 자유로워진 경험과, 대외건전성 제고에 따라 통화정책이 급격한 자본 유출 우려에서 벗어나고 있는 상황을 상기할 필요도 있다. 금융시장 건전성이 제고될수록 통화정책이 경기와 물가의 안정이라는 본연의 임무를 수행하기 위한 신축성을 확보할 수 있다는 점에서, 통화당국은 금융당국과 적극적으로 소통하고 협업(coordination)해야 할 것이다.

물가안정과 금융안정은 모두 포기할 수 없는 정책과제다. 그러나 금융안정을 위해서는 통화정책보다 더 효과적이고 다양한 정책수단을 보유하고 있는 금융당국이 존재하는 반면, 중장기적인 물가안정은 통화당국 이외에 감당할 수 있는 정책당국이 없다. 한국은행법 제1조에 ‘물가안정’이 통화정책의 주된 목적으로 적시되고, ‘금융안정’이 보조적 목적으로 제시된 이유가 여기에 있다고 이해된다. 금융안정을 고려하여 인플레이션의 일시적 목표수준 이탈을 용인하는 통화정책이 바람직한 경우도 있겠으나, 그와 같은 이탈이 항구화되지 않도록 관리하는 것이 통화당국에게 부여된 ‘물가안정’ 책무라고 할 수 있다. 총수요 상황을 함축적으로 전달하는 기초적 물가(인플레이션)의 안정은 실물경기의 안정뿐 아니라, 우리 경제가 축소 순환 혹은 디플레이션의 늪

11) 저출산·고령화와 잠재성장률 둔화에 따른 자연금리의 하락 정도에 대한 시뮬레이션 분석으로는 Cho and Kwon(2018)을 참조할 수 있다.

에 빠질 가능성을 경계하는 정책방향이기도 하다.¹²⁾ 우리 경제도 이제 장기간에 걸쳐 목표 수준을 큰 폭으로 하회하고 있는 ‘지나치게 낮은 인플레이션’을 심각하게 우려해야 할 시점이라고 보이며, 따라서 적극적인 통화정책이 요구되고 있다고 판단된다.

■ 참 고 문 헌

1. 김인준, “전환기 한국은행의 역할,” 『한국경제포럼』, 제11권 제4호, 2019, pp. 1-24.
2. 남민호 · 고민지, “인플레이션 기대 형성의 특징 및 시사점,” 한국은행 조사통계월보, 2017.
3. 박동준 · 임춘성 · 이용원 · 김미주, “우리나라의 관리물가 현황 및 거시경제적 파급영향 평가,” BOK 이슈노트, 제2018-7호, 한국은행, 2018.
4. 조동철, “물가안정과 금융안정,” 금통위원 출입기자 간담회 모두 발언, 한국은행 홈페이지, 커뮤니케이션, 주요연설문, 2019.
5. 한국은행, 『한국의 통화정책』, 2017.
6. Ahearne, Alan et al., “Preventing Deflation: Lessons from Japan’s Experience in the 1990s,” Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, No. 729, 2002.
7. Bemanke, Ben S. “Deflation: Making Sure “It” Doesn’t Happen Here,” Speech Before the National Economists Club, Washington, D.C, Board of Governors of the Federal Reserve System, November 21, 2002.
8. Borio, Claudio, and Andrew Filardo, “Globalisation and Inflation: New Cross-country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation,” BIS Working Papers No 227, May 2007.
9. Borio, Claudio, Piti Disyatat, Mikael Juselius and Phurichai Rungcharoenkitkul†, “Monetary Policy in the Grip of a Pincer Movement,” BIS Working Papers No 706, March 2018.
10. Cho, Dongchul, “Is Korea’s Monetary Policy Following in the Footsteps of Japan?” Economic Stagnation in Japan, edited by Dongchul Cho, Takatoshi Ito, and Andrew Mason, Edward Elgar Publishing Inc., pp. 202-231, 2018.
11. Cho, Dongchul, and Kyoocho Kwon, “Declining Potential Growth in Korea,” Sustaining Economic Growth in Asia, edited by Jeremie Cohen-Setton, Thomas Helbling, Adam Posen, and Changyong Rhee, Peterson Institute for International Economics, 2018.
12. Clinton, Kevin, R. Sean Craig, Douglas Laxton, and Hou Wang, “Strengthening the Monetary Policy Framework in Korea,” IMF Working Paper, WP/19/103, May 2019.
13. Ito, Takatoshi, and Frederic S. Mishkin, “Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem,” Ch. 4, *Monetary Policy under Very Low Inflation in the Pacific*

12) 실제로 IMF는 우리나라 정부와 한국은행에게 인플레이션 타게팅을 중심으로 하는 통화정책 프레임워크를 따를 것을 지속적으로 권고해 왔다. 예를 들어, Clinton(2019)은 그와 같은 IMF의 시각을 대변하고 있다.

- Rim*, Edited by Takatoshi Ito and Andrew K. Rose, NBER-EASE, Volume 15, pp.131-201, 2006.
14. Juselius, Mikael, Claudio Borio, Piti Disyatat and Mathias Drehmann, "Monetary Policy, the Financial Cycle and Ultralow Interest Rates," BIS Working Papers No 569, July 2016.
 15. Juselius, Mikael, and Előd Takáts, "Can Demography Affect Inflation and Monetary Policy?" BIS Working Paper, No. 485, Bank for International Settlements, 2015.
 16. Kamber, Gunes, and Benjamin Wong, "Global Factors and Trend Inflation," BIS Working Papers No 688, January 2018.
 17. Quarles, Randal K., "Monetary Policy and Financial Stability," Speech at "Developments in Empirical Macroeconomics," a Research Conference Sponsored by the Federal Reserve Board and the Federal Reserve Bank of New York, Washington, D.C., May 30, 2019.
 18. Rogoff, Kenneth, "Dealing with Monetary Paralysis at the Zero Bound," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 31, No. 3, pp.47-66, Summer 2017.
 19. Smets, Frank, "Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?" European Central Bank, 2014.
 20. Yellen, Janet L., "Monetary Policy and Financial Stability," Michel Camdessus Central Banking Series Inaugural Lecture, International Monetary Fund, Washington DC, July 2, 2014.
 21. Yoon, Jong-Won, Jinil Kim, and Jungjin Lee, "Impact of Demographic Changes on Inflation and the Macroeconomy," IMF Working Paper, WP/14/210, 2014.

Price Stability and Financial Stability as Monetary Policy Objectives

Dongchul Cho*

Abstract

Both price stability and financial stability are the policy objectives that a government should not give up. However, the central bank is the sole authority responsible for price stability, whereas, as for financial stability, financial authorities are delegated with more diverse and effective policy measures than monetary authority. This is the reason that Article 1 of the Bank of Korea Act stipulates ‘price stability’ as the main objective and ‘financial stability’ as an auxiliary one. In this light, it should be regarded as the mandate of the Bank of Korea not to perpetuate the deviation of inflation from the target, though it may be desirable to allow temporary deviations for the sake of financial stability. Yet, Korea’s inflation has been secularly lowered below the official target since 2012 as a result of monetary policy emphasizing financial stability over price stability, and finally approached the level provoking deflation woes. This paper argues that restoration of inflation targeting as a monetary policy framework is urgent to guard the Korean economy against the risk of vicious cycle of contraction, or deflation spiral.

Key Words: monetary policy, inflation targeting, financial stability

JEL Classification: E52, E31, E44

Received: June. 8, 2020. Revised: July 3, 2020. Accepted: July 10, 2020.

* Professor, KDI School of Public Policy and Management, 263, Namsejong-ro, Sejong-si 30149, Korea, Phone: +82-44-550-1018, e-mail: dccho@kdischool.ac.kr