

한국은행의 고용 목표 도입

김 소 영* · 이 예 일**

논문초록

본 연구는 주요 선진국들의 사례와 한국의 경제 상황을 고려하여, 한국은행의 고용 목표 도입 관련 이슈를 검토하였다. 코로나 사태 이후 인플레이션 압력 증가 가능성, 향후 성장-물가 상충 관계의 복원 가능성, 최근 신용과 자산 가격의 급증 등을 고려하면 고용 목표 도입이 과도한 실물 경기 부양으로 이어져 인플레이션이 급등하고 금융안정을 저해하는 등 후생을 급격히 감소시킬 수 있다. 정책 자의성 확대, 고용 자료의 한계, 실물 경기와 고용의 괴리 현상 등도 어려움을 줄 수 있다. 일본, 유럽 중앙은행 등 주요 선진국 등도 도입하지 않고 있는 국가들이 많다. 현시점에서 고용 목표를 당장 도입하는 것보다는 다른 중앙은행의 변화, 인플레이션 압력, 성장-물가간 관계, 금융안정 등 주요 경제 여건을 모니터링하면서 동 문제를 검토할 필요가 있다. 당장 실물 목표를 도입해야 한다면, 부작용을 최소화할 수 있도록 물가 안정을 우선적으로 고려하는 계층적 책무로 도입하는 것을 먼저 검토하는 것이 바람직하다.

핵심 주제어: 통화정책, 정책목표, 고용목표

경제학문헌목록 주제분류: E58, E61, E52

투고 일자: 2021. 5. 24. 심사 및 수정 일자: 2021. 6. 15. 게재 확정 일자: 2021. 7. 15.

* 제1저자, 서울대학교 경제학부 교수, e-mail: soyoungkim@snu.ac.kr

** 교신저자, 서울대학교 경제학부 석박사통합과정 박사과정생, e-mail: hoiinu5@snu.ac.kr

I. 서론

최근 세계 경제는 선진국을 중심으로 저성장과 저물가 현상, 이른바 뉴노멀 현상이 지속되고 있다. 특히 2008년 글로벌 금융위기 이후로 미국, 유럽, 일본 등 주요 선진국들이 비전통적 통화 정책을 도입하면서 경기 회복을 위하여 공격적인 완화정책을 펼쳤음에도 불구하고 선진국의 저성장, 저물가 현상은 현재까지 지속되고 있다. 2010년대 이후 선진국들의 잠재 GDP를 하회하는 저성장이 이어지면서 잠재 성장률 자체가 낮아졌을 것이라는 우려도 커지고 있다. 또한, 저성장 저물가 현상과 함께 소위 필립스 곡선의 평탄화 상황이 주요 선진국에서 관찰되고 있어 그러한 현상의 원인에 대한 논의가 활발히 진행되고 있다. 이는 이 전의 경제 여건하에서 당연시되었던 필립스 곡선이라 불리는 물가와 성장(또는 고용) 사이의 안정적인 상충관계가 약화된 것으로 여겨질 수 있다.

한편 한국의 경우에도 선진국 등 세계 경제와 유사하게 저성장, 저물가의 현상이 나타나고 있다. 성장률은 2010년대 이후 2-3%에 그쳐 과거보다 성장률이 확연히 낮아졌으며 이와 더불어 인플레이션율도 낮아져 최근 소비자 물가상승률은 0%대에 머무르고 있다. 물가와 성장 간 관계도 약화되는 것으로 추정되는 연구 결과가 나오고 있어 필립스 곡선 평탄화 현상이 한국에서도 나타나는 것으로 보인다. 필립스 곡선 평탄화, 즉 물가와 성장(또는 고용), 양자 간의 상충관계의 약화는 필립스 곡선을 기반으로 설계되어 온 통화정책 체계 변화의 필요성을 의미할 수도 있다. 물가와 성장의 상충 관계 하에서 근시안적 정책 당국의 과도한 경기 활성화로 인한 인플레이션 편향 가능성은 1990년대 이후 한국을 비롯한 많은 국가가 인플레이션 타게팅을 도입하게 된 중요한 이유였다. 그러나 이러한 양자의 상충 관계가 약화 되었다면, 통화정책을 물가 안정 뿐 아니라 실물 경기 안정을 위하여 사용할 여력이 확대된 것으로 해석할 수도 있다.

저성장, 저물가 기조와 필립스 곡선 평탄화 가능성 등을 배경으로 한국에서도 통화정책이 더 적극적으로 고용과 같은 실물 경제 상황을 고려해야 한다는 논의가 활발히 진행되고 있다. 특히 한국은행법을 개정하여 명시적으로 고용 등 실물 목표를 물가안정, 금융안정과 함께 한국은행의 목표로서 명시해야 한다는 주장이 나오고 있다.

종합해보면, 한국에서도 변화된 현 경제 여건하에서 한국은행의 정책 수단 및 목표가 적절한 지에 대한 논의 및 점검이 필요한 시점이다. 따라서 본 연구에서는 현재 경제 여건하에서 한국은행의 목표로서 고용 등 실물 목표를 도입할 필요성이 있는지,

또 도입한다면 어떤 방안과 운용 체계를 우선적으로 검토할 수 있을지를 점검해 보고자 한다.

본 고의 구성은 다음과 같다. 먼저 제Ⅱ장에서는 선진국을 위시하여 겪고 있는 경제 여건의 변화로서 저성장 저물가 현상, 필립스 곡선 평탄화 현상과 동 현상들의 원인을 살펴보고 한국에서도 유사한 경제 여건 변화가 일어나고 있는지 검토한다. 제Ⅲ장에서는 미국 등 주요국들의 통화정책 체계 및 목표를 살펴봄으로써 한국의 고용 등 실물 목표 도입 방안과 운용 체계에 대한 시사점을 얻고자 한다. 제Ⅳ장에서는 제Ⅱ, Ⅲ장의 분석을 바탕으로 한국은행의 고용 등 실물 목표 도입 필요성과 방안에 대해서 살펴보고 제Ⅴ장에서는 분석 내용을 정리하고 요약한다.

Ⅱ. 최근 경제정책환경 변화

본 장에서는 먼저 선진국을 위시하여 세계적으로 겪고 있는 경제 여건의 변화 양상과 그러한 변화의 원인을 논의하고 이러한 변화가 한국에도 나타나고 있는지를 논의한다.

논의를 더 진행하기에 앞서 본 장의 용어에 대한 설명을 추가하면 다음과 같다. 저물가 현상을 정확히 서술하면 낮은 인플레이션율이 지속되는 현상인데, 저물가라는 표현을 많이 사용하고 있으므로 본 고에서도 저물가 현상이라는 표현을 사용한다. 필립스 곡선은 정확히는 인플레이션율과 실업률의 변화분 간의 관계인데, 총생산(또는 총소득)과 물가 간의 관계를 나타내는 총공급 곡선으로부터 도출할 수 있고, 총생산을 제고하는 것을 성장이라고 표현하는 경우도 있으므로 본 고에서는 성장과 물가 간의 관계라는 표현도 사용한다. 또한, 고용과 성장은 정의 관계가 있을 가능성이 크기 때문에 고용과 물가 간의 관계라는 표현도 사용한다.

1. 최근 선진국의 경제 상황

(1) 저성장 저물가 현상

2010년대 이후 글로벌 금융위기로 침체된 경기를 회복하기 위해 미국 등 주요 선진국들이 비전통적 통화정책 등 가능한 거의 모든 수단을 활용하여 확장적 정책을 펼쳤음에도 불구하고 저성장과 저물가 현상은 지속되고 있다. 또한, 최근 코로나 사태가

발생하면서 적어도 코로나 사태가 지속하는 동안은 저성장 기조가 더욱 심화될 가능성이 크다.

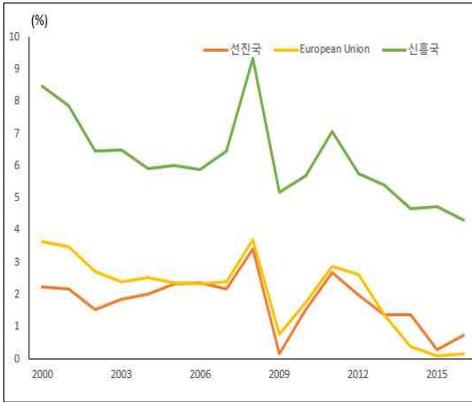
또한 2010년 이후 선진국은 경제성장률이 하락세를 보여왔으며 더 나아가 잠재성장률을 하회하기 시작한 것으로 보인다. 미국 등 선진국을 중심으로 잠재GDP를 하회하는 경기 침체가 상당 기간 지속함에 따라 선진국의 잠재 성장률 자체가 낮아졌을 가능성도 제기되고 있다.

이러한 장기적인 저성장의 배경으로는 수요 및 공급 측 모두에서 다양한 요인들이 원인으로서 제기되고 있다. 우선, 총공급 측면에서는 인구구조의 변화에 따라 생산가능인구가 감소하는 한편, 고령층의 증가로 사회적 비용이 증가하여 성장 여력이 약화된다는 점이 원인으로 제기된 바 있다(Stock and Watson, 2012; Congressional Budget Office, 2014). 또한, 만성적인 수요부족 현상, 즉 ‘구조적 경기 침체(secular stagnation)’에 의해 최근의 저성장이 유발되었다는 견해도 있다(Summers, 2014). 이외에도 몇몇 나라들의 과도한 저축 경향, 즉 저축 과잉현상이 저성장의 요인이라는 견해(글로벌 저축과잉, Bernanke, 2005), 부채의 지속적인 확장이 요인이라는 견해(Rogoff, 2015), 소득 불평등으로 인해 경제 전체의 소비성향이 낮아져 저성장을 야기한다는 견해(Kumhof and Ranciere, 2010) 등 다양한 요인들이 저성장의 원인으로서 논의되고 있다.

한편, 지속적인 저물가 현상의 배경으로도 다양한 원인이 제기되고 있다. 주요 원인 중 하나로 유가 등 글로벌 원자재 가격의 하락을 들 수 있다. 또한, 글로벌 금융위기 이후 지속된 경기 침체로 인한 수요 부족이 저물가를 야기했을 수 있고, 효율적인 글로벌 공급망(Global Value Chain)으로 인한 생산비 절감과 중국 등의 개도국들이 저렴한 임금을 바탕으로 세계 시장에 상품들을 저렴하게 지속적으로 공급한 측면도 저물가에 공헌했을 수 있다. 온라인 쇼핑몰의 등장 등으로 유통 비용이 감소된 것도 저물가에 영향을 미쳤을 수 있다. 추가적으로 인플레이션 기대가 낮게 유지되고 있다는 점도 원인으로 들 수 있다. 특히 낮은 인플레이션 기대의 배경에는 금융위기 이후로 지속된 저성장 및 저물가 현상이 그 자체로 저물가에 대한 기대를 형성시키는 측면이 있을 수 있으며 또한 주요국 중앙은행들의 인플레이션 타게팅 등의 제도를 도입하여 성공적으로 운용하면서 정책 효과가 나타났다고 볼 수 있는 측면도 있을 것이다.¹⁾

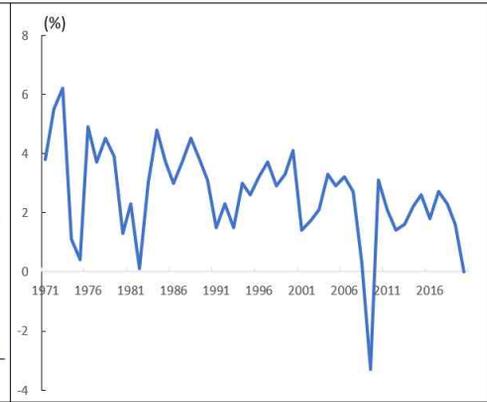
1) 최근, 물가수준과 관련한 이슈로서 코로나 사태가 물가에 미치는 영향 등에 대한 논의가 시작되

〈그림 1〉 글로벌 인플레이션



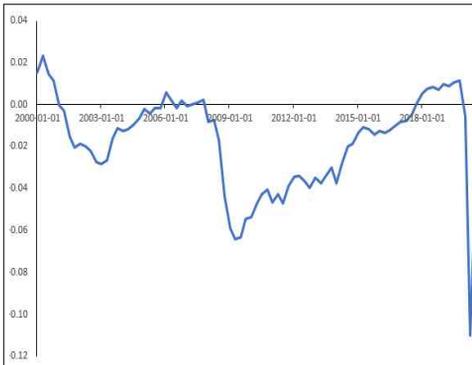
주: 기간 평균 기준.
자료: IMF WEO.

〈그림 2〉 글로벌 성장률(OECD 국가)



주: 연간, OECD 추정치.
자료: OECD.

〈그림 3〉 미국 GDP갭



주: (실질 GDP - 잠재GDP) / 실질GDP.
출처: FRED.

〈그림 4〉 선진국의 GDP 갭률



출처: 한국은행 통화신용 정책보고서 (2017. 11).

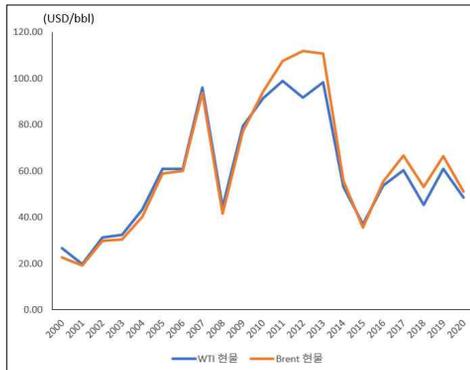
(2) 성장과 물가 간의 관계 : 필립스곡선 평탄화 현상

한편, 저성장 저물가 기조가 이어짐에 따라 최근 성장과 물가 사이의 관계가 이전과는 다른 양상으로 나타나고 있다는 지적이 제기되고 있다. 즉 ‘실업률의 변화’와 ‘인

고 있다. 현재까지는 식료품 등 가격이 상승하는 것으로 보이나, 전반적인 물가 수준에 미치는 영향과 관련해서는 향후 추이를 더 지켜봐야 하는 상황이다. (Ehsan Ebrahimi, Deniz Igan, and Soledad Martinez Peria, “The Impact of Covid-19 on inflation: Potential Drivers and Dynamics”, IMF, 2020).

플레이션율' 사이의 음의 관계를 보여주던 필립스 곡선의 기울기가 이전과는 달리 최근 '평탄화' 되었을 가능성에 대하여 미국 등 선진국을 중심으로 활발히 논의되고 있다.

〈그림 5〉 원유가격



출처: 한국은행.

〈그림 6〉 인플레이션 기대



출처: 한국은행통화신용정책보고서(2017. 11).

이는 과거 고용 또는 성장 목표와 물가안정 목표간 유지되었던 상충관계 (trade-off) 가 약화 되었을 가능성이 있음을 의미한다. 즉, 이전에는 고용 목표, 예를 들면 실업률을 낮추기 위하여 통화 확장 정책을 하는 경우 필연적으로 인플레이션율이 증가하는 희생을 감수해야 하는 측면이 있었으나 최근에는 상충 관계가 적어져 실업률을 낮추기 위해 통화 확장정책을 하더라도 인플레이션율이 별로 증가하지 않을 수 있다는 것이다. 이 현상이 나타나고 있다면 기존의 필립스 곡선을 상정하고 구축하였던 정책의 체계 및 대응 전략을 재검토할 필요가 있을 것이다.

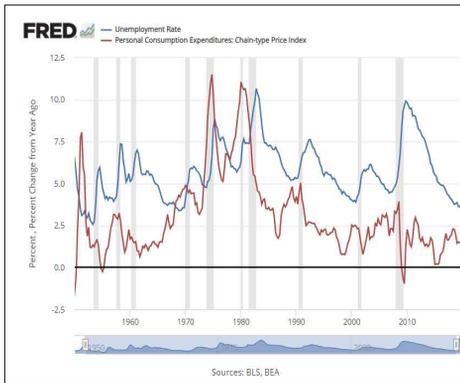
또한, 한국은행이 통화신용정책보고서(2017. 11)에서 추정한 바에 따르면 〈그림 8〉에서 볼 수 있듯이 선진국의 GDP 갭률과 근원 물가상승률 간의 정의 관계가 2010년 이후 약화되며 그 기울기가 평탄화 되는 것으로 나타나 '필립스 곡선 평탄화' 현상과 맥을 같이하는 것으로 해석할 수 있다.

다만, 현재까지 '필립스 곡선 평탄화'에 대한 원인은 명확하지 않으며 실제 '성장 및 고용'과 '물가' 간 근본적인 관계의 변화가 있는지에 대해서도 다양한 견해가 존재한다.²⁾ 이러한 현상들이 앞에서 언급한 중앙은행의 인플레이션 타게팅 등 통화정책의

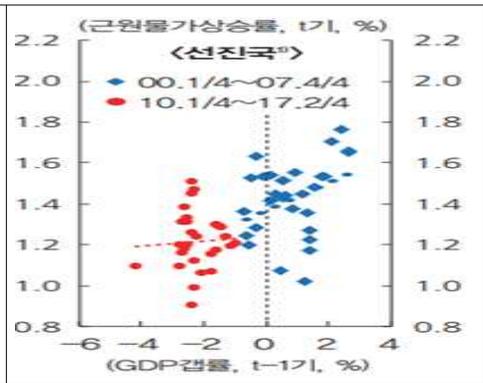
2) 뉴욕연준의 윌리엄스 총재는 경기민감 인플레이션과 고용간에는 여전히 필립스 곡선이 유효하며 따라서 고용간 인플레이션 간의 근본적인 역의 관계에 변화가 없다고 언급.

효과,³⁾ 최근의 공급충격, 상품시장 및 공급 체인의 글로벌화, 온라인 쇼핑몰의 성장 등 소비시장 구조의 변화 등의 원인으로 발생한 지속적인 저인플레이션을 때문이라는 논의들이 있다.⁴⁾

〈그림 7〉 미국 물가와 고용



〈그림 8〉 선진국 근원물가상승률과 GDP갭률



출처: Kristie Engemann, ‘What Is the Phillips Curve (and Why Has It Flattened)?’ Saint Louis FED (2020. 1).
 출처: 한국은행통화신용정책보고서 (2017. 11).

2. 최근 한국의 경제 상황

(1) 저성장 저물가 현상

한국의 경우에도 선진국 및 세계 경제와 마찬가지로 저성장, 저물가 현상이 나타나고 있다. 70년, 80년대 실질 GDP가 10% 이상을 기록하는 고성장기를 지나 실질 GDP 성장률이 점점 감소해왔고, 특히 2011년 이후 2-3% 대의 성장률을 기록해왔다. 잠재 성장률도 지속적으로 하락하여, 최근에는 3% 미만으로 추정되고 있다.⁵⁾ 또한 70-80년대 30%도 넘는 적이 있던 소비자물가 상승률도 점차 하락하였으며

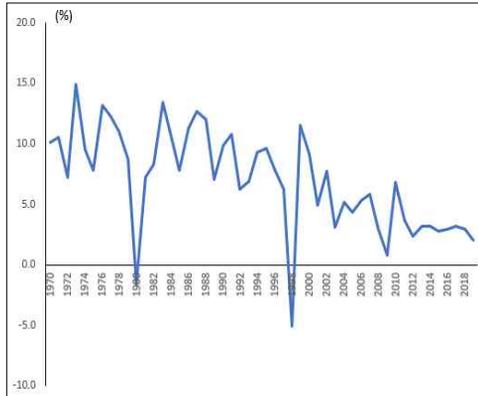
3) 세인트루이스 연준의 James Bullard 등.

4) 2019. 2. 22. Chicago Booth 주최 US Monetary Policy Forum에서 뉴욕연준 윌리엄스 총재의 논평.

5) 신석하 외, “한국의 잠재성장률 전망 및 하락요인 분석,” 한국개발연구원, 2012.
 홍준표·민지원, “잠재성장률 하락의 원인과 제고 방안,” 현대경제연구원, 2019.
 권지호 외, “우리나라의 잠재성장률 추정,” 한국은행 조사월계통보, 2019.

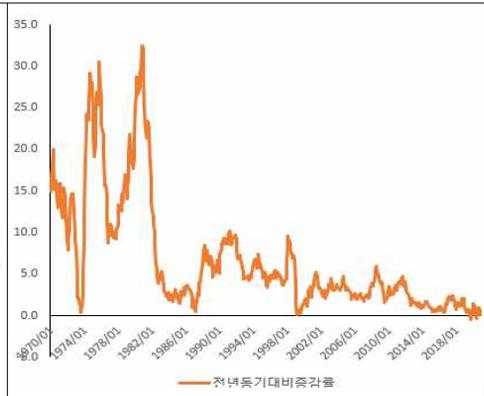
1990년대 후반 인플레이션 타게팅을 도입한 이후 더욱 감소하였다. 특히 최근 소비자 물가상승률이 0%대에 머무는 등 한국은행의 인플레이션을 목표치를 하회하는 저물가 현상이 상당 기간 지속되고 있다.

〈그림 9〉 한국 실질 GDP 성장률



출처: 한국은행.

〈그림 10〉 한국 소비자물가상승률



주: 월별, 전년동기대비.

출처: 한국은행.

특히 이러한 현상의 원인으로 지목된 인구구조의 변화, 원자재 가격 하락, 글로벌 공급망과 저렴하게 공급되는 수입품 및 기대인플레이션 하락 등의 요인들 역시 대체로 한국의 상황과 부합하고 있어 한국도 적어도 코로나 사태가 끝나기 전까지는 저성장 저물가 기조가 한동안 이어질 가능성이 클 것으로 보인다.

(2) 성장과 물가 간의 관계 : 필립스곡선 평탄화 현상

한편 한국의 ‘성장 및 고용’과 ‘물가’ 간의 관계에 대해서는 선진국 등의 논의상황과 유사하게 다양한 견해가 존재하나, 2012년 이후 필립스 곡선의 평탄화 현상이 나타나고 있다는 연구 결과⁶⁾ 등을 고려할 때 선진국과 유사한 경제 여건의 변화가 일어나고 있다고 볼 개연성이 있다. 한국은행이 추정 한 바에 따르면 〈그림 12〉와 같이 한국의 경우에도 2010년 이후 근원물가상승률과 GDP갭률 간의 관계가 약화된 것으로 나타났다.⁷⁾ 박성하 외(BOK 이슈노트, 2016)의 연구 결과에 따르면 한국의 필립스 곡선

6) 박성하 외, “물가지수 구성항목별 경기민감도 분석,” BOK 이슈노트, 한국은행, 2016.

7) 한국은행통화신용정책보고서(2017. 11).

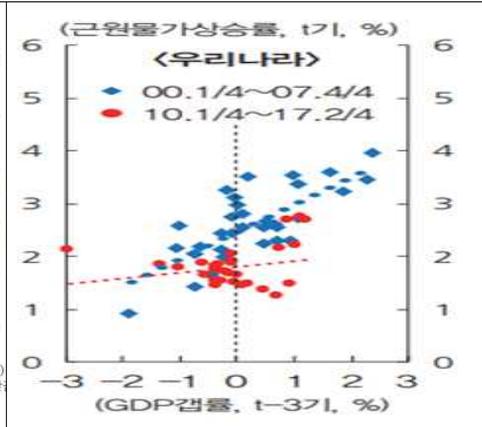
의 기울기 계수를 추정한 결과 근원 인플레이션율과의 관계에서 2012년 이후 하락하고 있다고 평가한 바 있다.

〈그림 11〉 한국 기대 인플레이션율



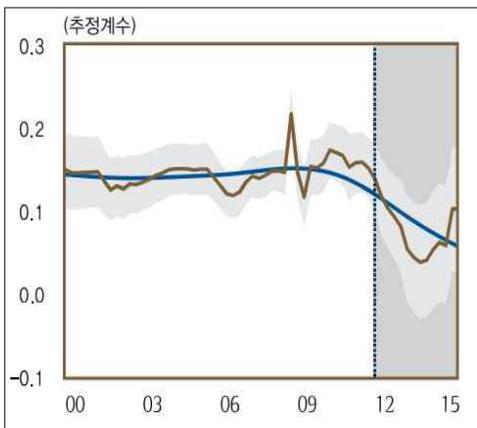
출처: 한국은행통화신용정책보고서(2017. 11).

〈그림 12〉 한국 지디피갭률과 물가

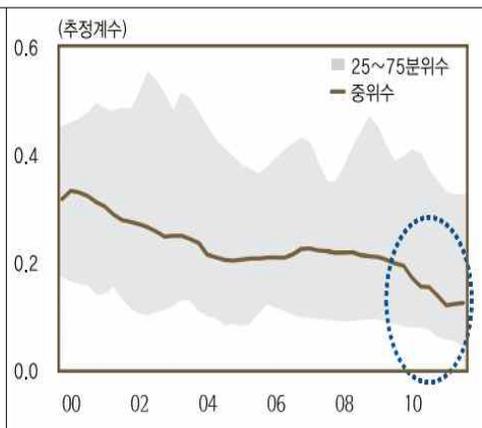


출처: 한국은행통화신용정책보고서(2017. 11).

〈그림 13〉 한국 필립스곡선 기울기¹⁾



〈그림 14〉 선진국 필립스곡선 기울기²⁾



주: 1) 근원인플레이션율을 이전기(1-3기) 근원인플레이션율, gdp갭률, 농림수산물가격상승률(생산자물가지수), 수입물가 상승률로 회귀 분석.

2) 주요 21개국 시변 필립스곡선 추정결과.

출처: 박성하 외, '물가지수 구성항목별 경기민감도 분석', BOK 이슈노트 2016, 한국은행.

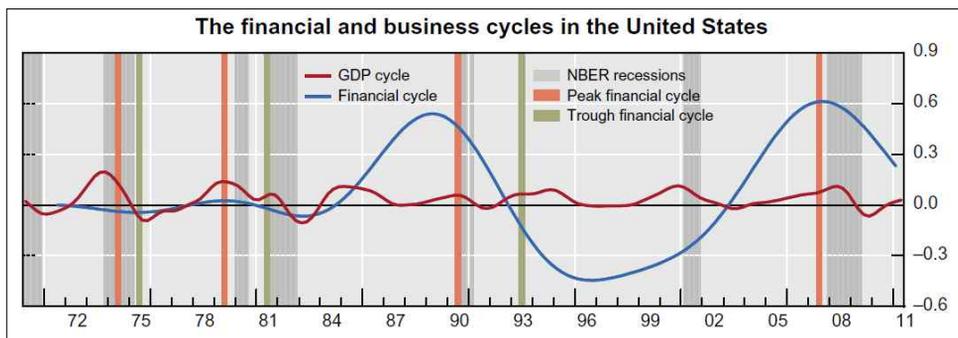
(3) 실물 목표와 금융 안정 목표의 관계

글로벌 금융위기 이후 한국을 비롯한 많은 국가들이 중앙은행의 목표로서 금융 안정을 도입하였다. 금융 안정 목표 도입과 관련하여 금융 안정 목표와 물가 안정 목표의 상충 가능성에 관한 다양한 논의가 있었는데(김소영, 2015; Kim and Mehrotra, 2017; 김인준 외, 2016, 2017 참조), 실물 목표를 추가하게 되면 실물 목표와 물가 안정 목표 간의 상충 관계 뿐 아니라 실물 목표와 금융 안정 목표 간의 상충 가능성도 확인해봐야 한다.

통화 정책은 실물 경기와 금융 변수들에 같은 방향으로 영향을 미친다. 즉 확장적인(긴축적인) 통화 정책은 실질 GDP를 증가시킴(감소시킴) 뿐 아니라 신용, 자산 가격 등도 증가시킨다(감소시킨다). 그러한 경우 신용, 자산 가격도 실물 경기와 같은 추세로 변화한다면 실물 경기 목표와 금융 안정 목표의 상충관계가 나타나지 않을 것이다. 예를 들어 경기가 안 좋은 경우 신용과 자산 가격도 낮은 수준일 것이고 그러한 경우 확장적 통화 정책을 시행하면 경기가 회복되면서 금융 변수들도 정상적인 수준으로 돌아올 것이며, 경기가 과열되고 신용과 자산 가격이 높은 수준인 경우 긴축적 통화정책을 시행하면 실물 경기와 금융 변수들이 정상적인 수준으로 돌아올 것이다.

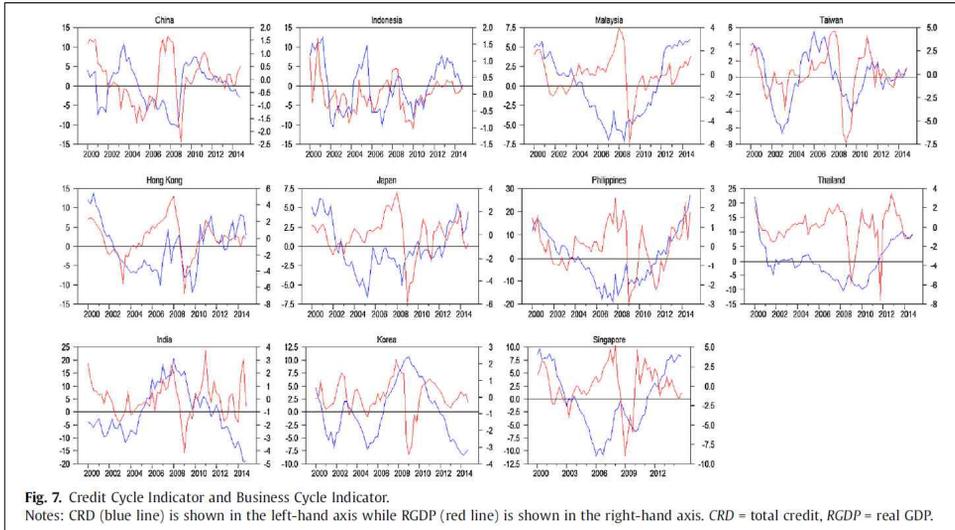
하지만 문제는 실물 경기 사이클과 금융 사이클이 항상 같지 않다는 것이다. 이러한 관계에 관해 최근 많은 연구가 있는데, 주요 결론은 전반적으로 실물 경기 사이클과 금융 사이클은 같이 움직이지 않고, 괴리되는 경우가 나타난다는 것이다. 특히 실물 사이클에 비해 금융 사이클이 더 긴 기간에 걸쳐 나타나는 경향이 있다고 한다(Borio, 2014 참조).

〈그림 15〉 미국의 실물 경기 사이클과 금융 사이클



출처: Borio (2014).

〈그림 16〉 아시아 국가들의 실물 경기 사이클과 금융 사이클



출처: Kim, Kim, and Mehrotra (2019).

〈그림 15〉와 〈그림 16〉을 통해 미국과 아시아의 경우를 보면 두 사이클이 일치하지 않을 뿐 아니라 반대에 위치하는 경우도 종종 있다는 것을 쉽게 볼 수 있다. 즉, 실물경기 사이클은 침체에 있으나 금융 사이클은 확장기에 있는 경우가 나타난다. 이 경우 금융 안정 목표와 실물 경기 안정 목표가 상충된다고 할 수 있다. 실물 경기 활성화를 위해 확장적 통화 정책을 하는 경우 신용은 더욱 팽창하고 자산 가격은 더욱 증가하여 금융 안정 우려가 더 커질 수 있다.

코로나 사태 이후에 세계 전체적으로 실물 경기와 금융 여건 간의 괴리가 더욱 커지는 경향이 나타나고 있다. 실질 GDP 성장률은 급격히 감소했음에도 불구하고 코로나 사태에 대한 대응으로 유동성이 급격히 증가하면서, 신용과 자산 가격은 급등하고 있다. 한국에서도 2020년 실질 GDP 성장률은 음수를 기록했음에도 불구하고 가계 부채, 신용은 급격히 증가하고, 주식 가격, 주택 가격 등은 급등하는 현상이 나타나고 있다. 금융 안정과 실물 경기 안정이 상충되는 상황이 나타나고 있다.

III. 해외 주요 중앙은행의 사례

대부분 주요 국가의 중앙은행은 물가 안정 뿐만 아니라 실물 경기 안정의 측면을 직, 간접적으로 고려하고 있다. 실질적으로 물가 안정을 목표로 인플레이션 타게팅을

사용하는 국가는 인플레이션만을 안정화하는 것이 아니라 실물 경제 안정화도 함께 추구하는 소위 신축적 인플레이션 타게팅 (flexible inflation targeting) 방식⁸⁾을 사용하고 있다고 볼 수 있다.

이번 장에서는 주요 선진국 중앙은행들의 고용 등 실물요소 책무를 수행 혹은 고려하는 방식을 살펴봄으로서 한국은행 고용안정 목표 도입 여부에 대한 시사점을 살펴보고자 한다.

1. 미 연준

미 연준은 1913년 The Federal Reserve Act로 설립되었으며 중앙은행의 통화정책 목표로서 고용을 명시적으로 고려하는 대표적인 중앙은행이다. 미연준의 기본 역할 및 기능은 1) 통화정책수립 (conducts the nation's monetary policy) 2) 금융시스템 안정 (promotes the stability of the financial system) 3) 개별금융기관 건전성 및 안전성 도모와 감시 (promotes the safety and soundness of individual financial institutions) 4) 지급결제시스템 안정 촉진 (fosters payment and settlement system safety and efficiency) 5) 소비자 보호 (promotes consumer protection and community development) 등 다섯가지 역할을 가지고 있으며 특히 통화정책과 관련하여서는 3가지 목표를 명시하고 있다. 이는 1) 최대고용 (maximum employment) 2) 물가안정 (Price Stability) 3) 장기 이자율 안정 (moderate long term interest rate) 이다.

한편, 금융안정과 관련해서는 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 는 금융 시스템 안정을 도모하고 변화하는 경제 여건 및 혁신 상황에 대응하도록 하고 있으며 미연준의 기본 책무인 이원적 책무와 금융 안정 간에는 보완관계를 갖는다고 이해하고 있다.

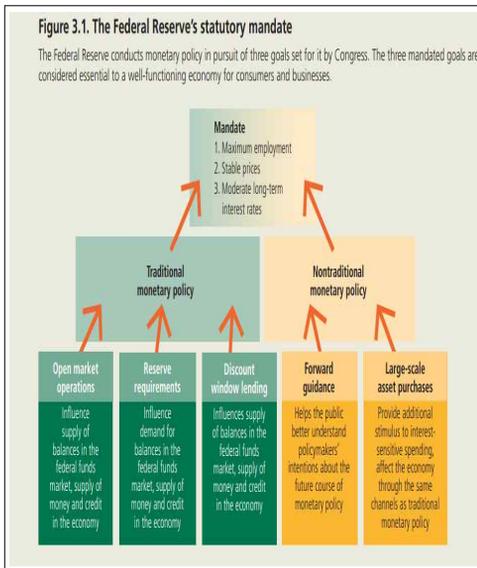
8) Flexible inflation targeting means that monetary policy aims at stabilizing both inflation around the inflation target and the real economy, whereas strict inflation targeting aims at stabilizing inflation only, without regard to the stability of the real economy (Lars E O Svensson: Flexible inflation targeting - lessons from the financial crisis (2009)).

(1) 통화정책 목표로서의 실물 부문 - 최대고용

통화정책의 세 가지 목표 중 최대고용과 물가안정과 관련해서 이원적 책무(dual mandate)로 부여하고 있으며 이는 물가안정과 최대 고용 두 가지 목표와 관련하여 특별한 위계를 두지 않고 고려한다는 의미로 이해된다.

우선 통화정책 목표로서 물가안정과 관련하여서는 이전에는 명시적으로 인플레이션율 목표를 설정하지 않았으나, 2012년 목표 인플레이션율을 2%로 명시하면서 인플레이션 타게팅 방식을 사용하고 있다. 최대고용 책무와 관련하여서는 2010년 하반기 이후 FOMC의 통화정책의결문에서 통화정책의 책무로서 완전고용을 언급하는 등 최근 그 중요성이 커지는 것으로 보인다. 하지만 최대고용 목표와 관련하여서는 인플레이션 타게팅 방식처럼 직접적이고 고정된 목표(fixed goal)를 두지는 않고 있다. 이는 고용과 관련하여서는 통화정책 이외의 변수들이 큰 영향을 미치는 만큼 구체적인 타겟이나 고정된 목표를 설정하는 것이 적절하지 않다는 판단 때문이다.

〈그림 17〉 미 연준의 통화정책 목표 및 수행 체계



〈그림 18〉 미연준이 고려하는 지표



출처: ‘Conducting Monetary Policy’, FRB (2016). 출처: 애틀랜타 연준

<https://www.frbatlanta.org/education/classroom-economist/infographics/maximum-employment/full-view.aspx>

(2) 최대고용의 의미와 관련 지표

미 연준에서 목표로 하고 있는 최대고용의 의미는 인플레이션을 높이지 않으면서 유지할 수 있는 최대 고용 수준⁹⁾ 혹은 경기적 실업을 없앤다는 의미에서의 최대고용 수준¹⁰⁾으로 이해된다. 통화 정책 이외의 여러 가지 변수가 고용에 영향을 미치는 만큼 고정적인 목표를 설정하고 있지는 않지만, 모든 FOMC 구성원은 장기적인 경제성장 및 실업률 전망을 연 4회 발표(Summary of Economic Projection) 하도록 하고 있다. 이때의 실업률 수준은 직전 충격에서 회복되었으며 동시에 새로운 충격이 도래하지 않은 평시의 장기 실업률(normal long-term) 수준을 의미한다.

한편, 미연준은 최대고용 수준 등을 평가하기 위한 노동시장 상황에 대한 지표로 다양한 시장 지수를 살펴보고 있다. 대표적으로 실업률, 불완전고용률, 구직 단념자 비율, 구직율 등을 고려한다고 밝힌 바 있다.

(3) 이원적 책무간 관계 및 상충가능성

한편, 미연준에서는 물가안정과 최대고용 목표가 기본적으로 상호보완적(complementary)이라고 인식하고 있다. 즉, 인플레이션율 목표가 실제 인플레이션율보다 낮고, 노동시장 상황이 좋지 않다면 FOMC가 이자율을 낮은 수준으로 유지하는 방식으로 책무를 수행한다고 설명한다. 양자가 충돌하는 경우에는 현재의 고용 수준과 인플레이션 수준이 완전고용수준 및 목표 인플레이션율에서 벗어난 정도를 종합적으로 고려(balanced approach)하여 판단한다는 것이다.

2. 호주 중앙은행

호주중앙은행은 1959년 The Reserve Bank Act를 기반으로 설립되었으며 미국과 함께 완전고용 유지를 목표로 명시하고 있는 대표적 중앙은행이다. 호주중앙은행법은 중앙은행의 통화정책의 책무로서 (1) 통화가치의 안정(the stability of the currency of Australia) (2) 완전고용의 유지(the maintenance of full employment)

9) <https://www.federalreserve.gov/faqs/what-economic-goals-does-federal-reserve-look-to-achieve-through-monetary-policy.htm>

10) <https://www.stlouisfed.org/open-vault/2018/august/federal-reserve-dual-mandate>

(3) 호주 사람들의 경제적 번영 및 복지 추구(the economic prosperity and welfare of the people of Australia)를 명시¹¹⁾하고 있다. 이처럼 중앙은행 책무로서 통화 가치의 안정(물가안정)과 완전고용유지를 병렬적으로 나열함으로써 미국의 사례와 같이 '이원적인 책무'로서 부여하고 있는 것으로 보인다. 한편, 금융안정과 관련하여서는 호주중앙은행의 지급결제이사회(the Payments System Board)가 금융시스템의 안정을 도모하도록 하여야 한다고 규정하고 있다.¹²⁾

11) The Reserve Bank Board's obligations with respect to monetary policy are laid out in Sections 10(2) and 11(1) of the Act. Section 10(2) of the Act, which is often referred to as the Bank's 'charter', says:

It is the duty of the Reserve Bank Board, within the limits of its powers, to ensure that the monetary and banking policy of the Bank is directed to the greatest advantage of the people of Australia and that the powers of the Bank ... are exercised in such a manner as, in the opinion of the Reserve Bank Board, will best contribute to:

the stability of the currency of Australia;
the maintenance of full employment in Australia; and
the economic prosperity and welfare of the people of Australia.

12) The 'charter' of the Payments System Board is defined in section 10B(3) of the Act as follows:

It is the duty of the Payments System Board to ensure, within the limits of its powers, that:

the Bank's payments system policy is directed to the greatest advantage of the people of Australia; and
the powers of the Bank under the Payment Systems (Regulation) Act 1998 and the Payment Systems and Netting Act 1998 are exercised in a way that, in the Board's opinion, will best contribute to:
controlling risk in the financial system;
promoting the efficiency of the payments system; and
promoting competition in the market for payment services, consistent with the overall stability of the financial system; and
the powers and functions of the Bank under Part 7.3 of the Corporations Act 2001 are exercised in a way that, in the Board's opinion, will best contribute to the overall stability of the financial system.

(1) 통화정책 목표로서의 실물 부문 - 완전고용

호주중앙은행은 통화 정책 목표를 달성하기 위해 인플레이션 타게팅을 사용한다고 밝혔다. 즉, 인플레이션 타게팅 하에서 통화 가치 안정 뿐만 아니라, 완전 고용도 추구하고 있음을 의미한다. 호주중앙은행은 2-3%의 인플레이션율이 경제 주체들의 경제적 결정에 왜곡을 일으키지 않는 수준으로 보고 이를 목표로 하고 있다.

(2) 완전고용의 의미와 관련 지표

호주중앙은행의 정책 목표인 완전 고용은 미연준의 최대고용과 유사한 의미를 갖는 것으로 판단된다. 완전 고용은 인플레이션이 문제가 되지 않는 수준에서 유지할 수 있는 수준의 최대 고용수준을 의미한다.¹³⁾

호주중앙은행도 다양한 노동시장 지표를 활용하여 노동여건을 판단하는 것으로 보인다. 호주중앙은행의 금리결정문에도 경제 성장률 뿐만 아니라 실업률 등의 상황을 직접 언급하는 등 명시적으로 고려하고 있다. 호주중앙은행의 금리결정문을 통해 살펴보면 경제활동 참가율(participation rate), 실업률, 불완전고용률, 임금상승률 등을 고려하는 것으로 확인할 수 있다.

3. 유럽중앙은행

유럽중앙은행은 1998년 설립되어 유로화를 사용하는 19개국의 통화정책을 관장하는 유로 지역의 중앙은행으로서 통화 정책의 기본 목표(primary object)로 물가 안정(price stability)을 채택하고 있다. 유럽중앙은행과 유로지역 개별 중앙은행은 1) 통화 정책 수행(defining and implementing monetary policy) 2) 외국환조작(conducting foreign exchange operations) 3) 유로 지역의 외환보유고 보유 및 관리(holding and managing the euro area's foreign currency reserves) 4) 지급결제 시스템 안정(promoting the smooth operation of payment systems) 등의 역할을 수행한다.

TFEU(Treaty on Functioning of European Union) 아티클 127(1)에 명시되어 있

13) Philip Lowe(Governor of RBA), 'The Labour Market and Spare Capacity' 연설 중(2019).

듯이 유럽중앙은행 통화정책의 주요 목표(primary object)는 물가 안정 단일 목표이며 금융 및 고용안정 등에 대한 명시적인 목표를 채택하지 않았다. 물가 안정 목표를 추구하는 것이 통화정책이 경제 성장 및 일자리 창출에 기여하는 가장 적절한 방식이라고 보고 있으며 금융시스템 안정성 유지의 기본 조건으로 이해하고 있다. 금융안정 및 거시건전성 정책은 ECB의 기본 목표라기보다는 임무(task) 중 하나로 보고 있다.¹⁴⁾ 유럽중앙은행의 경우에도 인플레이션 타게팅을 사용하고 있으며 유로 지역의 종합소비자물가지수인 HICP를 기준으로 2%에 가깝지만 이를 하회하는 수준을 중기적인 목표로 하고 있다.

추가적으로 유럽중앙은행시스템(ESCB, ECB와 회원국 지역 중앙은행)은 주요 목표인 물가 안정을 해치지 않는 범위 내에서 TEU(Treaty on European Union) 아티클 3에 있는 EU의 목적을 달성하는 데 도움을 주는 EU의 일반적인 경제 정책을 지원할 수 있다고 규정하고 있다.¹⁵⁾ TEU(Treaty on European Union) 아티클 3에서 EU의 목적과 관련된 상당히 많은 사항이 나열되어 있으며 이 중 균형 성장, 완전 고용 등이 포함되어 있기는 하나, 일반적인 목표가 많이 포함되어 있어 이를 근거로 유럽중앙은행이 실물 목표를 가지고 있다고 해석하기는 쉽지 않다.¹⁶⁾

14) <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.en.html>

15) Article 127(1) of the TFEU (Treaty on Functioning of European Union), The primary objective of European System of Central Banks (hereinafter referred to as the ESCB) shall be to maintain price stability. Without prejudice to the objective of price stability, the ESCB shall support the general economic policies in the Union with a view to contributing to the achievement of the objectives of the Union as laid down in Article 3 of the Treaty on European Union. The ESCB shall act in accordance with the principle of an open market economy with free competition, favouring an efficient allocation of resources, and in compliance with the principles set out in Article 119.

16) Article 3 of the TEU (Treaty on European Union). 1. The Unions aim is to promote peace, its values and the well-being of its peoples. 2. The Union shall offer its citizens an area of freedom, security, and justice without internal frontiers, in which the free movement of persons is ensured in conjunction with appropriate measures with respect to external border controls, asylum, immigration and the prevention and combating of crime. 3. The Union shall establish an internal market. It shall work for the sustainable development of Europe based on balanced economic growth and price stability, a highly competitive social market economy, aiming at full employment and social progress, and a high level of protection and improvement of the quality of the environment. It shall promote scientific and technological advance. It shall combat social exclusion and discrimination, and shall promote social justice and protection, equality between women and men, solidarity between generations and protection of the rights of the child. It shall

4. 영국 영란은행

영란은행은 1694년 민간은행으로서 처음 설립되어 현재의 중앙은행으로 발전하였으며 화폐의 안전성(secure banknote), 물가안정(stable inflation), 건전한 금융(은행) 환경(safe and sound banks), 회복력 있는 금융시스템(resilient financial system) 등이 그 기본 역할이며 금융안정 역할(목표)은 금융위기를 이후로 추가되었으며 이를 위해 영란은행 내 독립적인 기구인 금융정책위원회(Financial Policy Committee)를 두고 있다.

특히 통화 정책 목표로서 물가 안정과 물가 안정의 테두리 안에서 성장 및 고용 목표를 포함한 정부의 경제 정책을 지원(support)을 이루도록 영란은행법으로 명시하고 있다.

(1) 통화정책 목표로서의 실물 부문 - 정부의 경제정책을 지원(계층적 구조)

영란은행의 통화정책 목표로서 실물 부문을 영란은행법(The Bank of England Act)으로 규정하고 있다. 하지만 미국과 같이 고용을 이원적 목표로 두고 있는 것은 아니며, 물가안정 목표하에서 성장과 고용 추구를 포함한 정부의 경제 정책을 지원하는 것을 목표¹⁷⁾로 하고 있어 성장과 고용을 명시적으로 언급하고 있으나 계층적 구조

promote economic, social and territorial cohesion, and solidarity among Member States. It shall respect its rich cultural and linguistic diversity, and shall ensure that Europe's cultural heritage is safeguarded and enhanced. 4 The Union shall establish an economic and monetary union whose currency is the euro. 5. In its relations with the wider world, the Union shall uphold and promote its values and interest and contribute to the protection of its citizens. It shall contribute to peace, security, the sustainable development of the Earth, solidarity and mutual respect among peoples, free and fair trade, eradication of poverty and the protection of human rights, in particular the rights of the child, as well as to the strict observance and the development of international law, including respect for the principles of the United Nations Charter. 6. The Union shall pursue its objectives by appropriate means commensurate with the competences which are conferred upon it in the Treaties.

17) 11 Objectives In relation to monetary policy, the objectives of the Bank of England shall be—

(a) to maintain price stability, and

(b) subject to that, to support the economic policy of Her Majesty's Government, including its objectives for growth and employment(영란은행법 중).

라고 할 수 있다.

(2) 노동시장 관련 지표

영란은행 역시 실업률, 취업자 수 등을 포함하여 다양한 지표들을 검토하고 있다. 금리결정문에서도 일시 해고 근로자, 단위노동비용, 실업률 등 다양한 지표들을 경제 여건에 따라 언급하는 등 통화정책에 있어 노동시장을 다양한 각도에서 평가, 반영하고 있는 것으로 보인다.

2020년 통화신용정책보고서(Monetary Policy Report)에 따르면 임금상승률(pay growth), 청년실업률(youth growth), 구직률(job finding rate), 이직 흐름(job to job flow), 고용률(employment rate), 고용 의지(employment intention), 구인 여건(job vacancy) 등 다양한 지표를 활용하여 노동시장을 다각도로 평가하여 정책에 반영하는 것으로 보인다.

5. 캐나다 중앙은행

캐나다 중앙은행은 캐나다중앙은행법(Bank of Canada Act)에 의해 1934년 설립되었으며 캐나다의 경제 및 금융의 발전을 목적으로 한다. 이를 위해 1) 통화정책(Monetary Policy) 2) 금융시스템(Financial System) 3) 통화(Currency) 4) 정부 등 대고객 자금관리 업무(Funds Management) 등¹⁸⁾ 네 가지 영역을 기본기능(Core Function, Responsibility)으로 담당하고 있다. 캐나다 중앙은행법에 따르면 캐나다 중앙은행은 신용과 통화의 규제, 통화가치의 안정 및 통화 정책 범위 내에서의 일반적인 수준의 생산, 무역, 가격과 고용의 변동성을 완화하는 한편 일반적인 금융, 경제적 복지를 도모하도록 규정하고 있다.¹⁹⁾

18) - Monetary policy: The Bank influences the supply of money circulating in the economy, using its monetary policy framework to keep inflation low and stable.
 - Financial system: The Bank promotes safe, sound and efficient financial systems, within Canada and internationally, and conducts transactions in financial markets in support of these objectives.
 - Currency: The Bank designs, issues and distributes Canada's bank notes.
 - Funds management: The Bank is the "fiscal agent" for the Government of Canada, managing its public debt programs and foreign exchange reserves.

(1) 통화정책 목표로서의 실물 부문

캐나다 통화정책의 주요 목표는 통화 가치 안정 (preserve value of money) 으로서 인플레이션율을 낮은 수준에서 유지하면서 안정적이고 예측 가능하게 관리함을 통하여 통화가치 안정 목표를 달성할 수 있다고 설명하고 있다.²⁰⁾ 통화 정책 수단으로서 인플레이션 타게팅 (inflation control target) 과 변동환율제도를 사용하고 있다.

한편, 캐나다 중앙은행의 경우에도 유럽중앙은행과 같이 물가안정(통화 가치안정) 목표를 추구하는 것이 경제 내의 장기적 투자를 촉진하고 일자리 창출 및 생산성 향상에 기여한다²¹⁾고 보고 있어 물가안정 목표를 통하여 간접적으로 실물 부문의 안정을 이룰 수 있을 것으로 판단하고 물가 안정 목표에 집중하고 있는 것으로 해석된다. 다만, 유럽중앙은행의 경우 물가 안정 목표를 해치지 않는 범위 내에서 일반적 경제정책을 지원(support) 하도록 규정한 것에 비해 캐나다 중앙은행은 설립 목적에서 직접적으로 생산, 무역, 가격과 고용의 변동성을 완화하는 것을 명시하고 있어 유럽 중앙은행보다 실물 부문을 중요시 하는 것으로 해석할 여지도 있다.

6. 일본은행

일본중앙은행은 일본중앙은행법(Bank of Japan Act)에 의해 1882년 설립되었으며 해당 법에서 일본중앙은행이 화폐 발행과 통화 및 화폐 관리, 원활한 자금결제를 통한 금융 시스템의 안정에 기여하도록 규정하고 있다. 해당 법은 통화 정책의 목표로서(principle of currency and monetary control) 물가 안정을 도모하고 이를 통해 국가 경제의 건전한 발전에 기여하도록 하고 있으며 고용 등 실물 목표를 명시적으로 두지는 않고 있다.

일본은행은 1998년 물가안정을 기본 목표로 설정하였으며 경제 주체의 소비, 투자

19) Bank of Canada act 전문 중 (WHEREAS it is desirable to establish a central bank in Canada to regulate credit and currency in the best interests of the economic life of the nation, to control and protect the external value of the national monetary unit and to mitigate by its influence fluctuations in the general level of production, trade, prices and employment, so far as may be possible within the scope of monetary action, and generally to promote the economic and financial welfare of Canada).

20) <https://www.bankofcanada.ca/core-functions/monetary-policy/>

21) <https://www.bankofcanada.ca/core-functions/monetary-policy/>

등의 결정을 위하여 필요한 요인으로서 그 중요성을 강조하고 있다. 구체적으로는 CPI를 기준으로 2%의 목표를 가지고 있다. 다양한 양적 완화 수단을 통하여 경기 부진, 금융시장 경색 등에 대응하여 왔다. 일본은행의 경우, 미국 호주 등과 달리 통화정책 목표로서 고용 등 실물 경기 안정을 명시하고 있지는 않으나, 양적 완화 등 비전통적 통화정책도 수행하면서 실물 경기 안정을 위해 적극적으로 정책을 수행하고 있는 것으로 평가된다.

〈표 1〉 주요국의 실물 목표 도입

주요 국가	실물 목표도입	실물 목표 및 내용	도입방식
미 국	○	최대 고용(maximum employment)	이원적
호 주	○	완전 고용(full employment)	이원적
유럽 중앙은행	×	- TEU Article 3에서 경제정책을 지원할 수 있다고 규정하나 상당히 일반적인 사항들을 많이 나열하고 있어 실질적으로 실물목표를 도입하였다고 보기는 어려움	-
영 국	○	성장과 고용(growth and employment)	계층적
캐나다	△	캐나다 중앙은행의 설립 목적에서 생산, 무역, 가격의 변동성을 완화할 것을 명시	-
일 본	×	목표로서 도입하지는 않았으나 양적 완화 등 비전통적 정책을 통해 실물 안정을 도모	-

IV. 한국은행 고용 안정 도입 필요성 및 방안

앞장에서 논의한 바와 같이 일부 선진국들은 고용 등 실물 목표를 중앙은행의 목표로써 직접적으로 법률에 명시하고 있다. 중앙은행의 목표로서 법률상 명시하는 경우에도 물가 안정 목표 등과 동등하게 이원적인 목표로 설정하는 경우(호주, 미국)도 있지만, 계층적인 책무(영국)로서 물가 안정 등 전통적인 목표를 우선시하는 경우도 있다. 또한 일본, 유럽중앙은행 등과 같이 법률상으로 고용 안정 목표를 명시하지 않는 경우도 있다.

본 장에서는 앞선 선진국 중앙은행의 사례에 대한 검토를 바탕으로 먼저 고용 등 실물과 관련된 한국은행의 통화 정책 수행의 현 상황을 살펴본 후, 한국은행의 고용 안정 목표 도입의 필요성과 방안과 관련하여 논의한다.

1. 한국은행 현황

(1) 한국은행법 법적 근거의 측면

한국의 경우 한국은행법상 한국은행의 목표는 ‘물가안정을 도모함으로써 국민경제의 건전한 발전에 이바지함을 목적’(제1조)으로 한다고 규정하고 있다. 한편 1조 2항에서 ‘한국은행은 통화신용정책을 수행할 때에는 금융안정에 유의하여야 한다.’라고 하여 물가안정에 더하여 금융안정에 유의하도록 하고 있다. 또한, 동 법 제4조 1항을 통하여 ‘물가안정을 해치지 아니하는 범위에서 정부의 경제 정책과 조화를 이룰 수 있도록 하여야 한다.’라고 규정하고 있다.

결국, 현재 한국은행법상으로는 한국은행의 정책 목표로서 물가안정과 금융안정만을 명시하고 있어, 고용 등의 실물 경제를 목표로 고려해야 하는 법적 근거가 마련되어 있지 않다. 다만, 제 4조 1항(‘물가안정을 해치지 아니하는 범위에서 정부의 경제 정책과 조화를 이뤄야한다’)의 내용을 간접적으로 물가안정 이외의 실물 경기 안정 등을 위한 근거로써 해석할 여지는 있을 것으로 보인다. 제1조와 제4조1항을 종합하여 보면 실물 목표를 명시하고 있지 않은 일본이나 유로 지역의 경우²²⁾와 유사한 측면이 있다.

(2) 실제 통화정책 운용의 측면

약한 법적 기반에도 불구하고, 한국은행은 실질적인 통화정책 수행 과정에서 GDP 등 실물 여건뿐 아니라 고용 등 노동시장 여건을 적극적으로 고려하고 있는 것으로 보인다. 따라서 한국의 인플레이션 타게팅은 ‘신축적’ 인플레이션 타게팅으로 분류되고 있다(Kim and Park, 2006). 또한, 한국의 통화정책 준칙을 추정한 기존 연구들은 한국은행이 물가안정 목표 뿐 아니라 실질 GDP 갭 등 실물 경기 변수를 안정화하고 있다고 보고하고 있다(Kim and Park, 2006; 김인준 외, 2016). 특히 2010년 이후로는 통화정책 결정문에서도 명시적으로 취업자수 등 노동시장 여건을 주요한 국내 여건으로서 언급하고 있으며, 통화정책 방향 결정 배경(기자간담회) 자료를 통해서도 실물경제지표로서 취업자 수 증감, 고용률, 실업률 등을 포함하고 있다.

22) 앞서 설명하였듯이 유럽중앙은행의 경우 상당히 많은 EU의 목표 중 균형 성장과 완전 고용이 명시적으로 포함되어 있기는 하다.

또한, 고용 목표를 명시한 여타 국가들도 고용 안정을 위한 정책 수단으로써 인플레이션 타게팅을 사용하고 있음을 감안할 때, 현재 한국은행의 통화정책 운용이 고용 목표를 명시한 여타 국가들과 실물이나 고용 안정화 측면에서 실질적으로 큰 차이가 있는 것은 아니라고 판단된다.

2. 중앙은행의 고용 안정 등 실물 목표 도입 관련 제이슈

(1) 중앙은행의 실물 경기 안정 목표

중앙은행의 역할과 정책의 목표는 그 시대의 경제 여건과 상황에 따라 변화해 왔다. 전통적인 중앙은행의 목표는 물가 안정과 실물 경기(또는 고용) 안정이다. 하지만 1970년대에 발생한 높은 인플레이션을 배경으로 이에 대해 적절한 대응을 하기 위해서는 물가 안정 목표에 보다 중점을 두어야 한다는 견해가 등장하게 되었다.

근본적으로 통화 정책이 물가 안정과 실물 경기 안정 두 가지 목표를 동시에 추구하기 어려울 수 있다. 첫 번째 이유는 앞에서 언급했던 필립스 곡선이 의미하는 바와 같이 물가 안정과 실물 경기(성장 또는 고용) 안정 목표가 상충 될 수 있다는 것이다. 또한, 시간 불일치(time inconsistency) 또는 동태적 비일관성(dynamic inconsistency)라고 불리는 현상도 물가안정목표에 집중해야 한다는 논거를 제공한다. 장기적으로는 인플레이션 기대를 낮추기 위해 경기 활성화를 위한 통화 확장 정책을 자제해야 하는 경우에도, 중앙은행이 경기 활성화를 위해 지속적인 통화 확장정책을 시도할 유인이 있고, 이로 인해 경제 주체들의 인플레이션 기대가 상승하고 인플레이션이 발생하여 후생을 감소시킬 수 있다는 것이다. 근시안적인 중앙은행의 경우 지나친 경기 활성화 정책을 수행할 수 있어 적절한 수준보다 더 높은 물가상승률, 즉 인플레이션 편향을 유발할 수 있다(Kydland and Prescott, 1977; Barro and Gordon, 1983). 또 통화 확장 정책에 따른 물가 상승은 전달 과정이 더 오래 걸려 뒤늦게 나타날 수 있으며 이로 인해 적절한 통화 정책 수행이 어려워져 과도한 인플레이션이 발생할 가능성이 있다.

이러한 배경하에 물가 안정을 주 목표로 하는 인플레이션 타게팅이 1990년 뉴질랜드에서 도입된 이래 한국을 비롯한 많은 국가가 이를 도입하였다. 인플레이션율 목표를 설정하여 중앙은행이 이를 달성하기 위해 노력함으로써, 단기적으로 무리한 통화 확장 정책을 방지하는 한편 정책 수행과정을 투명히 하여 인플레이션 기대를 안정시

키고 궁극적으로 인플레이션을 안정시키고자 하는 것이다. 더욱이 1980년대 후반 이후 통화정책 분석에 사용된 뉴케인지언 모형 중 정형적인 모형을 대상으로 장기적으로 인플레이션을 안정화하는 것이 최적 통화 정책이라는 신적인 우연의 일치 (divine coincidence)에 가까운 결과가 도출되기도 하였다(Blanchard and Gali, 2007 참조). 실제로 한국을 포함하여 인플레이션 타게팅을 도입한 많은 국가에서 인플레이션율은 급격히 낮아진 바 있다(Kim and Yim, 2020, 2021; Kim and Park, 2006).

앞서 언급한 바와 같이 저성장 저물가 기조로 인하여 고용 지표 등을 중심으로 중앙은행의 정책 목표에 있어 경기 안정(실물 부문)의 중요도를 높여야 한다는 의견이 확산되고 있다. ‘필립스 곡선의 평탄화’ 등의 현상이 주요한 배경으로써, 이는 인플레이션과 실물(고용) 간 상충 관계가 약화되었음을 의미하는 것으로 해석될 여지가 있다. 이로써 통화정책의 경기 안정 측면을 강화하여도 높은 인플레이션 등의 희생이 따르지 않을 가능성이 크므로, 경기 안정의 중요도를 높여야 한다는 것이다.

그러나 여전히 이러한 현상의 의미와 원인, 더 나아가 실제로 노동시장과 물가간의 근본적인 상충 관계가 약화하였는지 여부도 명확하지 않다. 이와 관련하여 윌리엄스 뉴욕 연준의장은 경기에 민감한 그룹을 대상으로(CSI, Cyclically Sensitive Inflation) 분석한 경우 필립스 곡선이 유효하다고 언급한 바 있으며 주동현(2019)의 연구에서도 한국의 필립스 곡선의 선형성 및 안정성이 기각되지 않는 등 평탄화 현상 자체에 대한 의견이 존재한다. 또한, 평탄화 현상이 있다하더라도 이러한 현상이 장기적으로 유지될 것인지도 명확하지 않다. 통화정책의 결과로서 필립스 곡선이 평탄화되었다면 통화 정책의 변화가 다시 기대를 바꾸어 이전의 필립스 곡선으로 회귀할 가능성도 있다(Levin et al., 2004; Gurkaynak et al., 2010). 또한 코로나 사태 이후 세계적으로 증가한 유동성이 향후 인플레이션 압력을 증가시킬 가능성이 높아 저물가 현상의 지속 여부도 명확하지 않다. 따라서 통화 정책과 관련하여 고용 등 실물 목표의 중요성을 과도하게 강화하면 장기적으로 오히려 최적 통화 정책에서 이탈할 가능성이 여전히 존재한다.

그러나 다른 한편으로는, 물가와 고용 또는 실물 경기 간 상충관계가 여전히 존재하더라도, 물가 안정만을 중시하여 실물 경기 안정화는 목표로 하지 않는 것이 항상 최적의 통화 정책이라고는 할 수는 없다. 즉 경기 불안정에 따른 후생의 감소 역시 같이 고려하여 통화 정책을 수립하는 것을 생각할 수 있다.

이와 관련하여 간단한 뉴케인지언 모형에서는 물가 안정을 목표로 하는 것이 최적

통화 정책이라는 결론을 얻을 수 있으나, 보다 현실적인 모형에서 그렇지 않다는 논의들이 있다. Faia(2009), Blanchard and Gali(2010) 등은 노동시장에 마찰이 있을 때의 최적 통화 정책 연구를 진행한 결과, 엄격한 물가 안정 정책이 최적 정책이 아님을 보인 바 있다. 즉, 물가안정에서의 다소 희생을 감수하고 실업률 등 실물 부문을 함께 고려해야 한다는 결과로 해석할 수 있다.

그러나, 이러한 이유로 경기 안정화를 목표로 도입하는 경우에도 중앙은행이 경기 침체의 비용에 비해 인플레이션의 비용을 과소평가하거나, 지나친 경기 활성화 정책을 수행하여 장기적으로 물가 안정 목표가 훼손되며 인플레이션 편향이 나타날 우려가 여전히 크다. 특히 최근 자료를 토대로 약화된 물가와 성장의 상충관계를 추정하여 통화 확장 정책을 수행하는 경우, 통화 확장 정책의 결과로써 물가와 성장의 상충관계가 다시 강화되면 필요 이상의 강한 통화 확장정책이 수행되어 인플레이션율이 과도하게 증가할 위험성도 존재한다.

또, 고용 또는 실물 목표가 또 다른 중앙은행의 목표인 금융 안정 목표와도 상충되는 상황도 고려해야 한다. 2장에서 논의했듯이 실물 경기 사이클과 금융 사이클은 일치하지 않을 수 있어, 실물 경기는 안 좋는데 신용과 자산 가격 등은 상당히 높은 상황이 발생할 수 있다. 그러한 상황에서 실물 경기 부양을 위해 통화 확장 정책을 수행한다면 신용과 자산 가격은 더욱 상승하여 금융 여건이 불안해질 수 있고, 궁극적으로는 자산 가격 버블이 꺼지고 신용이 부실화된다면 금융위기 상황도 나타날 가능성이 있다.

코로나 이후 한국 경제 상황을 보면 음의 경제 성장률에도 불구하고 신용과 자산가격이 급등하고 있어, 그러한 상충관계가 나타나고 있다고도 볼 수 있다. 특히 흥미로운 부분은 최근 물가와 성장간의 상충관계가 약화되었다라도 금융 안정과 또 다른 상충관계가 나타날 수 있다는 점이다. 지나친 경기 활성화가 인플레이션을 적정 수준 이상으로 높이지 않더라도 신용과 자산 가격의 지나친 상승을 유도하여 궁극적으로는 경제에 문제를 발생시킬 수 있다는 것이다.

금융 안정 목표와 관련하여서는 통화 정책 이외에 거시 건전성 정책도 사용할 수 있으므로, 그러한 실물 경기 목표와 금융 안정 목표간의 상충 관계가 나타날 때 두가지 정책을 반대로 사용하는 것을 고려할 수 있다. 예를 들어 경기 침체와 더불어 신용 팽창이 나타나는 경우 확장적인 통화 정책과 긴축적인 거시 건전성 정책을 동시에 사용하는 방안이 있다. 이러한 정책이 원칙적으로는 가능하지만 실제로는 쉽지 않을 가능성이 있다. Kim and Mehrotra(2018, 2019)는 긴축적인(확장적인) 거시 건전성

정책이 신용 뿐 아니라 실물 경기에도 긴축적인(확장적인) 영향을 미치고, 이러한 효과는 통화 정책의 신용과 실물에 대한 영향의 방향과 마찬가지로 때문에 두 정책의 조합으로 경기 침체와 신용 팽창 두가지 문제를 동시에 해결하는 것이 생각보다 어려울 가능성을 언급하고 있다.

결국 코로나 사태 이후 인플레이션 압력 증가 가능성, 향후 성장과 물가의 상충 관계의 불확실성 등을 고려하면 인플레이션의 비용을 경기 후퇴의 비용에 비해 과소평가하거나, 물가-성장의 상충관계를 과소추정하거나, 장기적인 안목이 부족한 경우 과도한 실물 경기 부양으로 인플레이션율이 급등하며 후생을 급격히 감소시킬 수 있을 것이다. 또 실물 경기가 금융 안정 목표와 상충되는 상황이 발생할 수 있고 실물 경기 목표 달성을 위한 경기 부양이 금융 안정 목표를 훼손할 수 있다는 측면도 유의가 필요한 부분이다.

앞서 기술한 실물 목표 도입의 어려움은 일반적인 논의로서 한국뿐 아니라 이미 실물 목표를 도입하고 있거나 실물 목표 도입을 고려하는 다른 국가에서도 실물 목표 도입의 부정적인 측면으로서 이해할 수 있다. 다만, 오래전부터 실물 목표를 도입하여 안정적으로 운용하면서 실물 목표 도입 시 문제가 되는 측면을 제대로 이해하고 있는 미국 등과 달리 한국의 경우 현시점에서 고용 목표를 도입하는 데에 더 우려되는 측면이 있다. 현재 한국은 저성장이 지속하면서 경기 부양에 대한 정치적 압력이 커져 있다. 또한 코로나로 인하여 장기간 지속된 저인플레이션 기조에 변화가 있을 가능성이 있고 이를 통해 필립스 커브 변화(예전 trade off 관계로의 회귀)가 일어날 수 있어 정책 불확실성이 높은 시기이다. 또한, 이미 도입한 국가들과 한국의 현 통화 정책은 유사한 경향이 있으므로 추가적인 후생 증가 여력은 크지 않을 것으로 보인다. 따라서 현 시점의 불확실성을 고려할 때 오히려 실물 목표 도입으로 후생이 감소할 수 있음을 충분히 고려해야 할 것으로 판단된다.

따라서 실물 부문의 안정화를 추가적으로 고려하여 후생을 증가시킬 가능성은 배제할 수 없으나 현 시점에서 한국에 고용 목표를 도입한다면 적어도 물가 안정 목표를 실물 안정화 목표보다 우선적으로 고려하거나, 물가 안정이 전제된 상태에서 실물 부문의 안정화를 목표로 할 이유는 충분히 있다고 판단된다.

(2) 경기 안정 목표와 고용 안정 목표

실물 부문의 목표를 고려하는 경우, 실질 GDP 캡률 등 실물 경기를 대변하는 지표

를 고려하는 것과 실업률 갭, 고용 갭 등 고용 부문의 변수를 고려하는 것이 차이가 있는지에 대한 논의가 있을 수 있고, 또 차이가 있는 경우 일반적인 실물 경기 지표와 노동 지표 중 어떤 것이 상대적으로 나은지와 관련한 논의가 있을 수 있다.

실물 경기 변수와 노동 변수가 항상 같이 움직인다면 그러한 논의는 의미가 없겠지만, 현실적으로는 그렇지 않다고 할 수 있다. 최근 ‘고용 없는 성장’, ‘고용 없는 회복’ 현상 등은 전반적인 경기 상황과 고용과 같은 노동시장 변수가 같이 움직이지 않고 있다는 것을 의미한다. 한국의 경우에도 외환위기 이후로 양자 간의 관계성이 약화되었다는 분석이 있다(박강우·이상우, 2013).

이러한 경우 상대적인 장단점을 생각해볼 수 있다. 실질 GDP 갭률을 사용하는 경우 실질 GDP 자료는 분기별 자료인 반면 노동 시장 변수들 중 월별 자료를 사용한다는 점에서 유리하다고 주장할 수도 있으나, 실질 GDP 대신 경기 동향 지수나 전산업 생산 등과 같이 실물 경기를 대변하는 월별 자료를 사용할 수 있으므로 적절하지 않은 주장이다. 실질 GDP 갭률의 경우 추정 방법에 대한 컨센서스가 명확하지 않다는 문제가 있을 수 있으나 실업률 갭이나 고용 갭들 등을 계산할 때도 마찬가지로 문제가 있다.

실업률과 같은 전통적인 고용 지표들은 흔히 후행하는 것으로 알려져 있다. 우리나라 데이터의 경우에도 박강우·이상우(2013)는 일반적인 고용 지표가 경기에 동행 혹은 후행한다고 분석하였으며, 김태봉·박근형(2019)는 실업률 및 고용률 갭 기준으로 보았을 때 경기 후행성을 보인다고 분석하고 있다. 또한, 한국의 종합경기지수에서도 취업자 수를 후행 종합지수로서 보고 있어 한국에서도 대체로 전통적인 노동 시장 지표는 경기에 후행하는 경향이 있는 것을 알 수 있다. 이러한 대표적인 노동 시장 지표의 경기 후행성은 이를 이용하여 통화 정책을 수행할 때 그 대응이 상대적으로 덜 신속할 수 있다는 것을 의미할 수 있다.

전통적인 고용 지표들의 문제점들도 주목할 필요가 있다. 특히 한국의 노동시장 특성상 전통적인 고용 지표인 실업률, 고용률 등에 포함되지 않는 한계적 참가자, 잠재적 실업자 등의 비중이 상당²³⁾하여 실업률을 낮추고 있다는 지적이 오랜 기간 제기되어 왔다.²⁴⁾ 전통적 지표에서 포함하지 않았던 불완전취업자들을 포함한 확장 실업지표, 취업자 수, 구인구직비율 등 여타 노동시장 지표를 활용하면 실물과 고용지표

23) 김대일(2000).

24) 황수경(2010), 문외솔(2008) 등.

간, 실물(고용)과 물가 간 상관성이 유지되고 있을 가능성도 있어 고용 지표와 관련된 추가적인 연구가 필요한 상황이다. 박강우·이상우(2013)는 Shimer(2010) 등이 제시한 노동시장 유량 지표 및 확장 실업 지표를 사용할 경우, 노동시장 지표의 실물 경제활동 지표에 대한 예측력이 좋아짐을 보인 바 있다.

이론적으로 보면 노동시장 마찰이 없는 간단한 모형은 중앙은행이 실물지표, 노동 지표 중 어느 것을 사용하여도 서로 비슷한 결과를 가지고 오나, 보다 복잡한 모형에서는 그렇지 않을 수 있다. 김태봉·이한규(2020)의 연구에서는 전반적으로 지난 기의 GDP갭을 사용하는 것이 금기의 노동시장 지표를 사용한 경우보다 후생수준이 높은 것으로 나타났으며, 노동시장 지표 간 비교에서는 고용률을 사용하는 경우가 실업률을 사용하는 것보다 후생 수준이 좋은 것으로 분석되었다. 한편 김인수·이명수(2015)는 고용률²⁵⁾ 증가율을 사용하는 금리준칙의 유용성이 가장 높은 것으로 분석하였다. Faia(2008)도 기술충격 및 정부지출 충격에 대응하기 위해서는 생산보다 실업률에 대응하는 금리준칙이 비효율을 감소시킬 수 있다고 분석하였다. 결과적으로 보다 현실 여건과 유사한 복잡한 모형에서는 실질 GDP갭과 노동시장 지표간 다른 결과를 가져 올 수 있으며 그 중 어떤 것이 더 나은 지는 모형에 따라 차이를 보여 명확하지는 않은 것으로 보인다.

한편 고용 등 노동시장 여건은 노동 관련 정책, 미시적인 노동시장의 수급 여건, 노동 시장의 구조적인 측면 등 비경기적인 여건의 영향을 많이 받기 때문에 통화 정책의 목표로 덜 적합하다는 측면도 있을 수 있다. 이동진(2019)은 고용 지표 변동의 기여도를 살펴보는 연구에서 최근 고용 정책을 포함한 비경기적 영향이 확대되었을 가능성을 확인한 바 있다. 특히 노동시장이 한국처럼 경직적인 경우 더욱 경기적인 요인을 제대로 반영하기 어려운 측면이 있다. 그러므로 금리 정책과 같은 거시 정책을 사용하여 경기적 대응을 하는 것이 통화정책의 전반적인 역할이라면, 고용 목표는 실물 경기 목표에 비해 덜 적합한 측면이 있다고도 할 수 있다.

또한, 금리 정책과 같은 통화정책이 더욱 효과적으로 영향을 미칠 수 있는 것도 노동 시장 여건이 아니라 실물 경기 여건이다. 금리와 같은 중앙은행의 통화정책 수단은 고용에 직접적으로 영향을 미친다기보다 실물 경기에 영향을 미친 후 간접적으로 고용에 영향을 미치게 되는 것으로 이해할 수 있다. 전반적으로 ‘고용 없는 성장’ ‘고용 없는 회복’ 현상 등 실물 경기와 고용 간 연결고리가 약해진다면 통화정책의 고용

25) 저자들은 실업률이라는 용어를 사용하였으나 실제로는 통계청의 고용률 데이터를 사용하였음.

에 대한 효과는 감소할 가능성이 크다. 이러한 면에서도 실물 경기 변수가 고용 보다 목표로서 더 적합할 수 있다.

전반적으로 실물 경기 안정화를 하는 것과 고용 안정화를 하는 그 목표 자체의 의미의 상대적 중요성에 대해 논할 수도 있을 것이다. 거시 경제 전체적인 상황을 안정화한다는 것에 비해 노동 시장 변수, 즉 고용, 실업 등을 목표로 하는 경우 민생과 직결된 변수라는 측면에서 국가적으로 더 의미를 둘 수 있다는 주장도 있을 수 있다. 이렇듯 그 목표 자체의 중요성에 대해 이견이 있을 수도 있지만, 위에서 언급하였듯이 통화 정책의 적합한 목표와 역할이 거시적 경기 안정화라는 측면을 고려한다면 그러한 주장은 크게 설득력이 없을 수도 있다. 즉 전반적으로 고용, 실업이 경기 안정화보다 중요한 목표일 수 있지만, 그러한 목표는 추가적으로 노동정책, 재정정책 등 다른 정책을 사용하여 달성할 수 있으며, 통화 정책에는 거시적 경기 안정화 목표가 더 적합할 수 있다는 것이다.

종합하면 실물 경기와 고용의 괴리 현상이 발생하고 있어, 실물 경기 안정화와 고용 안정을 목표로 두는 것이 정확히 같지는 않을 가능성이 있다고 판단된다. 그러한 경우 실물 경기 변수와 고용 등 노동 시장 변수 중 어떤 것을 목표로 하는 것이 나은지와 관련하여 아주 명확한 결론을 내기는 쉽지 않다. 하지만 금리 정책과 같은 통화 정책의 전통적인 역할은 경기 안정화라고 볼 수 있고, 고용의 경우 비경기적 요인이 상당히 큰 점, 또 통화 정책도 고용 보다는 전반적인 경기에 미치는 영향이 큰 점과 전통적인 고용 자료의 한계와 보완에 관한 추가적인 연구가 필요한 상황임을 감안할 때 실물 경기 안정화가 고용 안정보다 더 적합한 측면이 있다.

3. 통화 정책에서의 고용 목표 도입의 의미와 방안

(1) 통화 정책의 고용 목표 도입의 의미

통화정책의 당면한 목표로서의 고용의 의미는 장기적이고 지속적인 고용의 창출이라는 의미라고 해석되어서는 안되며 이는 앞서 강조한 바와 같이 경기 안정과 유사한 의미에서의 ‘고용안정’으로 해석되어야 한다. 통화 정책은 단기적으로 실물이나 고용에 영향을 미칠 수 있으나, 실물이나 고용에 미치는 장기적인 영향은 명확하지 않다는 것이 학계의 주요 견해이다. 통화 정책 목표로서 고용 안정은 고용이 장기 균형 수준의 고용량에서 단기적으로 이탈하는 것을 감소시키는 것으로, 장기 균형 수준의

고용량을 지속적으로 늘리는 것과는 다른 의미이다. 직접적으로 정책 수단을 이용하여 지속적으로 장기적으로 실업률을 낮추거나 고용률을 높여야 한다는 것을 의미하지는 않는다. 즉, 장기 균형 수준의 실업률이 3.5%인 상황에서 그 보다 낮은 2.5%의 실업률을 달성하는 것을 목표로 설정하면 안 된다는 것이다. 실물과 고용에 단기적인 영향이 있는 통화 확장 정책 만으로는 2.5%의 실업률을 달성하기 어려울 뿐 아니라 무리한 통화 확장 정책은 장기적으로 인플레이션만 높아지는 부작용을 가지고 올 수 있다.

2장에서 살펴본 바와 같이 미국 호주 등 고용 목표를 명시한 국가들에서도 최대고용, 완전고용 등의 명칭을 쓰고 있으나 그 의미는 위에서 언급한 경기 안정의 측면이라고 명확히 설명하고 있다. 한국은행의 고용 목표를 도입하더라도 장기적이고 지속적인 고용 진작의 측면에서 이해되어서는 안 되고, 단기적인 경기 안정의 측면에서 이해해야 한다.

또한 중앙은행의 고용 안정 목표의 의미는 통화 정책을 이용한 거시적 고용 안정 목표 달성이라는 측면도 명확히 이해해야 한다. 고용, 실업과 관련하여 고용 보험, 노동자 복지, 구직 지원, 직업 훈련, 고용 시장의 다양한 마찰 해소, 최저 임금 결정 등 다양한 노동 관련 정책이 있다. 그러나 이러한 정책들은 미시적 노동 정책, 조세 제정 정책 등으로 중앙은행의 정책과는 차이가 있다. 중앙은행은 통화 정책을 이용한 거시적 정책을 수행하여 거시적 측면의 고용 안정화를 목표로 한다는 것이다.

이러한 의미와 한계를 인지한다면 실물 경기나 고용 목표의 명시는 한국은행의 실물 경기나 고용 안정을 위한 통화 정책 수행을 더 원활하게 하고, 현재 한국은행이 이미 고용 등 노동시장 여건을 통화 정책시 반영하고 있는데 이에 대한 법적 근거를 명확하게 해주는 측면도 있을 수 있다. 하지만 앞 절에서 논의하였듯이 지나친 경기 활성화에 따른 인플레이션 편향, 금융 불안 가능성, 고용의 비경기적인 측면, 통화정책이 고용에 미치는 제한적인 영향, 전통적인 고용 자료의 한계점 등 고용 목표를 명시적으로 도입하는 경우 우려가 되는 점이 상당하다.

(2) 도입 방식 및 운용 방안 검토

① 도입 방식

도입방식으로는 크게 1) 이원적 책무 2) 계층적 책무 두 가지 방식으로 나눠 생각할 수 있는데, 물가 안정에 비해 상대적으로 고용 목표를 얼마나 중요시할 것인지 하

는 측면에서의 차이이다. 미국 호주 등의 이원적 책무의 경우 물가안정과 최대고용(완전고용)의 책무를 병렬적으로 나열함으로써 실물 부문의 중요성을 강조하는 반면, 영국과 같은 계층적 책무의 경우 ‘물가 안정을 해치지 않는 범위’에서 실물 부문을 고려하여야 한다고 하여 물가 안정 책무를 우선 하고 있다. 하지만 미국, 호주²⁶⁾의 경우에도 인플레이션을 높이지 않으면서 유지할 수 있는 수준에서의 고용으로 해석되므로 이원적 책무라 하더라도 물가 안정을 해치지 않는 수준에서 고용안정을 추구하고 있으므로 계층적인 책무와 유사한 지향을 갖는다고 볼 수 있는 여지가 있다.

한국의 경우 실물 목표를 도입하면 지나친 경기 활성화로 인플레이션 편향으로 이어질 우려가 있다. 특히 최근 몇 년 동안은 이미 한국은행이 물가 안정 목표보다는 실물 경기 활성화 쪽에 더 많은 초점을 맞추고 있는 상태이고, 정치권에서도 경기 부양에 대한 요구가 점점 커지고 있으므로, 고용 등 실물 목표를 도입하면 과다한 경기 부양 정책으로 이어질 가능성이 있다. 또한 물가와 성장의 상충관계, 통화 정책이 물가에 영향을 미치는 시차, 동태적 비일관성 등의 개념을 명확히 이해하지 못하는 경제 주체들이 한국은행에 과도한 경기 부양을 요구할 가능성이 크다. 또한 앞서 언급하였듯이 금융 안정 목표와 실물 안정 목표가 상충되는 경우 지나친 경기 부양이 금융 안정을 훼손할 가능성도 있다. 이러한 면을 고려할 때 결국 고용 등 실물 목표 도입에 상당히 신중한 접근이 필요하다.

이러한 문제들은 고용 등 실물 목표를 이원적으로 도입하는 경우 더욱 부각 될 것이므로, 현 상황에서 고용 등 실물 목표를 도입해야 한다면, 물가 안정에 추가된 이원적 책무로 도입하는 것보다는 물가 안정을 우선적으로 고려하는 계층적 책무로 도입하는 것을 먼저 검토하는 것이 바람직하다. 또한, 이원적 책무의 경우 물가 목표와 실물 목표를 추구하는 상대적 강도가 지나치게 재량적으로 정해져 정책 투명성이 감소하고, 정책 불확실성이 커질 우려도 있다. 현재 한국은행은 물가 안정 목표뿐 아니라 금융 안정 목표도 채택하고 있는 상황이므로 세 가지 목표를 동시에 고려하면 정책 재량성이 더욱 커질 수 있는 상황이다.

계층적 책무로 도입하는 경우 다양한 방법을 고려할 수 있으나, 가능하면 이원적 책무로 오인되지 않도록 계층적 책무임을 명시적으로 언급하는 것이 바람직하다. 현 1조에 3항을 추가하여 “물가안정을 해치지 아니하는 범위에서”를 명시한 후 경기 안정이나 고용안정 등을 추가하는 방안을 고려할 수 있다. 보다 약하게는 현 1조는 그대

26) 인플레이션이 문제가 되지 않는 수준에서 유지할 수 있는 고용 수준.

로 유지하고, 현 4조 1항에 있는 ‘물가안정을 해치지 아니하는 범위에서’를 그대로 유지하면서 경기 안정이나 고용 안정 등을 추가하는 방안을 고려할 수 있다.

금융 안정 목표는 상대적으로 최근에야 도입이 된 경우이므로 금융 안정 목표에 대해서도 실물 경기 목표를 계층적 책무로 도입해야 하는지와 관련된 명확한 논의는 많지 않다. 하지만 금융안정이 훼손되어 금융 위기 등이 발생하면 그 비용이 상당히 크기 때문에, 실물 경기 목표 도입 시 금융 안정 목표와 관련해서도 계층적으로 도입하는 것도 가능한 방안이다. 예를 들어 ‘물가안정 및 금융 안정을 해치지 아니하는 범위에서’라고 명시하는 것도 가능한 방안이다.

실물 목표를 계층적 책무로 물가안정 목표 아래 도입하더라도, 통화 정책이 인플레이션에 미치는 영향에 대한 명확한 이해가 없거나, 여타 경제 주체들의 압력 등으로 인해 인플레이션 편향이 발생할 가능성이 있다는 면에서 여전히 우려가 남는다. 마찬가지로 금융 안정에 대한 이해도가 낮은 경우 금융 안정이 훼손될 가능성이 있다는 면에서도 우려가 있을 수 있다.

앞서 설명하였듯이 고용의 비경기적인 측면, 통화정책이 고용에 미치는 제한적인 영향, 전통적인 고용 자료의 한계점 등을 고려할 때 현 상황에서는 고용 안정을 언급하는 것보다는 경기 안정을 언급하는 것이 보다 적절할 것으로 생각된다. 성장이나 완전고용 등을 언급할 수도 있으나 앞서 검토한 중앙은행들처럼 이에 대한 경기 안정화로써의 의미를 명확히 서술해야 할 것으로 생각된다. 또한, 현 노동 자료의 한계를 고려하여 노동 변수의 경우는 좀 더 시간을 가지고 도입을 고려하는 것도 가능한 방안이다.

② 세부적인 목표 설정 및 운용방안

i) 고용안정 목표 설정과 운용

고용 안정 목표나 성장률 목표를 인플레이션 타겟과 같은 방식으로(예를 들어 소비자 물가 상승률 2% 등과 같이) 특정 지표를 사용하여 명확한 수치적 목표를 설정하는 것은 적절하지 않다. 통화 정책의 목표는 경기 안정화적 측면, 즉 장기 균형에서 이탈된 부분을 줄이겠다는 것이므로, 장기 균형치를 제시해야 하는데, 이러한 장기 균형치에 대한 불확실성이 상당히 존재하므로 수치적 목표를 설정하는 것은 어려운 일이다. 또한, 앞서 기술한 바와 같이 통화정책이 노동시장에 갖는 영향력은 한계가 명확하며, 각종 고용 지표 자체도 각 지표의 특성에 따라 명확한 한계를 갖고 있다는

측면도 명확한 수치적 목표를 설정하는 것이 쉽지 않은 이유이다. 고용 목표를 명시한 다른 국가들의 경우에도 고정된 수치적 목표를 갖고 있지 않으며 고용 목표의 의미 등을 명시하는 한편, 향후 평시 장기(normal long-term) 실업률 전망 등을 통해 시장과의 소통을 도모하고 있다.

따라서, 한국의 경우에도 명확한 목표치를 설정하는 것은 어려울 것으로 판단되며, 고용 여건을 판단할 때 사용되는 다양한 노동시장 지표들을 예시함으로써 시장과의 소통 측면을 보완하여야 할 것으로 보인다. 미국의 경우처럼 금통위원의 장기 실업률 전망 등을 통하여 시장에 중앙은행의 정책 판단 상황을 간접적으로 전달하거나 한국은행이 장기 고용 또는 실업률 전망치의 대략적인 범위 등을 발표하는 것도 가능할 것이다.

ii) 관련 지표 설정

현재 한국은행은 전통적인 노동시장 지표인 실업률, 고용률뿐만 아니라 다양한 지표들을 활용하여 노동시장을 종합적으로 판단할 필요가 있을 것이다. 현재 금리결정문과 통화정책 방향 결정 배경 자료를 살펴보면 한국은행은 노동시장 지표로서 고용률, 실업률, 취업자 수 등을 사용하는 것으로 파악된다.

앞서 기술한 바와 같이 실업률 등 전통적인 지표가 실물 경기와 괴리되는 등의 현상, 소위 ‘고용 없는 성장’이나 ‘고용 없는 회복’이 나타나고 있으므로 노동시장 유휴생산 여력을 정확히 파악하기 위해 여타 지표들을 적극적, 보완적으로 활용해야 하며 이와 관련하여 시장과 소통할 필요가 있을 것이다. 현재 실업률 등의 지표가 갖는 한계에 따라 여타 노동시장 지표의 유효성 및 새로운 지표에 대한 연구가 지속해서 발표되고 있는데 박강우·이상우(2013) 등이 언급한 바와 같이 고용률, 실업률 등 전통적인 지표보다 선제적으로 노동 여건이 반영될 수 있는 유량 지표들이 실물 및 물가와의 연관성이 높을 수 있는 점을 고려할 때 구인/구직 비율, 구직/실직확률, 인력사정 등 유량 지표 등을 활용할 필요가 있다. 또한 경제활동 참여인구, 불완전고용률 등 기존 실업률 등 지표가 반영하지 못하는 노동시장 여건 지표를 적극 활용하여 노동시장 여건을 확인할 필요가 있다. 이는 황수경(2010) 등이 지적한 바와 같이 실업률 등의 지표의 한계를 극복하기 위한 측면으로서 최근 통계청도 이러한 여건을 보완하기 위하여 고용보조지표 등을 발표하고 있다. 이는 기존의 실업률 지표에서 시간관련 추가취업자 및 잠재경제활동인구 등을 추가하여 기존의 단점을 보완한 지표로서 추후 한국은행이 이러한 확장적 지표들까지 포함하여 노동시장 여건을 확인할 필요가

있을 것으로 보인다.

iii) 추가 정책 수단

한국은행의 고용 목표가 추가되는 경우 정책 목표의 숫자를 증가시켜야 하는지 여부에 관해 논의가 있을 수 있다. 원론적으로 보면 정책 목표들이 항상 같이 움직이지 않는다면 여러 개의 정책목표를 달성하기 위해 다양한 정책수단이 필요하다. 틴버겐 정리(Tinbergen's Theorem)는 적어도 정책 목표의 수 만큼 정책 수단이 존재해야 모든 목표를 달성할 수 있다는 것으로, 이를 고용 목표 추가에 적용하면 고용 목표를 추가로 달성하기 위해 추가적으로 정책 수단이 필요할 수 있다는 것이다.

하지만 미국, 호주, 영국 등과 같이 이미 고용 목표를 도입한 중앙은행에서 일반적인 통화 정책 이외에 고용 목표 달성을 위하여 따로 추가적인 정책 수단을 도입한 경우는 없다. 이는 거시적 경기 안정화 측면의 고용 안정 목표 달성을 위한 중앙은행이 수행할 수 있는 추가적인 정책 수단을 쉽게 생각해낼 수 없기 때문인 것으로 사료된다. 물가와 실물의 상충 관계를 없앨 수 있는 정책은 공급 측 정책인데 그러한 정책을 중앙은행이 담당해야 하는지 명확하지 않다. 또한, 미시적, 재정적 노동 시장 정책들도 중앙은행이 담당해야 하는지 명확하지 않다.

종합적으로 한국은행에 고용 목표가 추가되는 경우에 추가적인 정책 수단을 도입해야 하는지는 명확하지 않을 뿐 아니라 적절한 정책 수단을 생각해내기도 어렵고, 같은 맥락에서 다른 중앙은행들도 추가적인 정책 수단을 도입하지 않고 있으므로, 현재로서는 추가적인 정책 수단을 도입하지 않는 것이 바람직하다고 판단된다.

(3) 추가과제

고용 목표를 도입하는 경우 노동시장의 특성으로 인해 구체적인 목표를 설정하기 어려우며 다양한 지표를 종합적으로 판단해야 하므로 중앙은행의 경제 여건에 대한 판단이 더욱더 중요해진다고 볼 수 있다. 또한 물가 안정과 고용 안정 목표간의 상충 관계가 있으며 금융안정과 고용 안정 목표 간의 상충관계도 나타날 수 있고, 이러한 관계의 정도가 가변적일 수도 있음을 고려할 때, 이러한 판단에 전문성이 있는 한국은행의 판단에 무게를 두고 재량을 부여하는 것이 나은 방안일 것이다.

하지만 앞서 언급했듯이 한국은행의 정책적 재량이 커짐에 따라 정책 수행의 투명성은 감소하고 정책 불확실성은 증가할 수 있다. 한국은행에 재량권을 부여해야 하겠

지만, 한국은행은 정책 목표 추구하고 정책 수행과 관련하여 충분한 일관성과 합리성을 보여주어야 하며, 그러한 일관적이고 합리적인 정책 수행과 관련하여 경제 주체들과 충분한 소통을 하여야 한다. 그렇지 못하는 경우 정책 불확실성은 급증할 수 있고, 궁극적으로 정책 목표 달성이 어려워질 수도 있다. 최근 연구들은 정책 불확실성 확대가 경제에 악영향을 미칠 수 있다는 것을 보고하고 있다(예를 들면, Baker, Bloom, and Davis, 2016).

또한 고용 목표와 관련한 정책적 재량이 커질 수 있는 만큼, 한국은행은 고용 관련 추가적인 지표의 활용 및 개발 등을 통해 노동시장 상황을 좀 더 정확하게 판단할 수 있도록 연구를 강화하고 필요시에는 적절한 지표개발과 활용에 역점을 두어야 할 것으로 보인다. 구체적으로 실물 경기 상황과 노동 시장 상황을 잘 반영할 수 있는 지표 뿐만 아니라 통화정책이 노동시장과 고용에 미치는 효과를 적절히 추론할 수 있도록 통화정책이 다양한 노동 시장 지표에 어떠한 영향을 미치는지 철저히 분석할 필요가 있을 것으로 보인다.

한편, 한국은행이 다양한 지표를 활용, 개발하여, 노동시장 여건을 종합적으로 판단함에 있어서 통계 자료에 대한 제약요건이 없도록 법적 기반을 다질 필요도 있을 것이다. 현재 노동시장과 관련한 통계 자료의 작성은 통계청과 고용노동부가 담당하고 있어 한국은행이 직접 정책판단을 위한 노동지표의 개발 및 작성은 하지 않는다. 한국은행법 86조에 따르면 ‘한국은행은 통화신용정책 수립에 필요한 통화·은행 업무·재정·물가·임금·생산·국제수지 또는 그 밖의 경제 일반에 관한 통계 자료의 수집·작성과 경제에 관한 조사를 할 수 있으며, 이를 위하여 필요한 자료와 정보를 정부 기관이나 지방자치단체, 법인 또는 개인에게 요구할 수 있다.’라고 되어 있다. 여기에는 임금 이외에 노동시장에 관한 통계 자료에 대한 명시가 없어 ‘경제 일반에 관한’ 통계 자료로서 노동시장에 대한 통계 자료 수집, 작성 및 조사 권한이 있는 것으로 해석해야 하는 측면이 있다. 따라서 이를 좀 더 명확하게 노동시장과 고용 상황에 대한 통계자료의 수집, 작성 및 조사를 명시하는 것도 좋은 방안이라고 생각된다.

노동시장에 대한 통계 수집 및 작성을 기존과 같이 통계청과 고용노동부에서 담당 하더라도 이들 기관이 수집한 노동시장 정보 및 통계자료 등을 한국은행이 포괄적이고 즉각적으로 사용하여 통화신용정책 수립에 필요한 지표 등의 연구 개발에 사용될 수 있도록 기관간의 정보 공유를 활성화할 필요가 있을 것으로 보인다. 특히 공적으로 발표가 안 된 자료들도 즉각적으로 공유하여 한국은행의 통화 정책 수립에 차질이 없도록 해야 한다.

V. 결 론

최근 변화하는 경제 여건으로 인하여 한국은행의 정책 목표로 고용 등 실물 목표를 추가해야 하는지에 관한 논의가 진행되고 있다. 저성장, 저물가와 물가와 고용 또는 성장의 상충 관계 약화 등으로 물가 안정 뿐 아니라 고용 등 실물 목표도 추가하는 것을 고려해야 한다는 것이다. 본 연구는 주요 선진국들의 사례를 참고하고, 한국 경제의 상황을 적절히 고려하여, 한국은행의 정책 목표로 고용 등 실물 목표를 추가하는 것과 관련된 이슈를 검토하였다.

먼저 이러한 논의와 관련하여 통화 정책에서의 고용 목표의 의미와 한계를 명확히 할 필요가 있다. 중앙은행의 고용 안정 목표의 의미는 장기 균형 수준의 고용에서 벗어날 때 장기 균형 수준에 도달하기 위한 것으로, 단기적인 경기 안정화 측면의 고용 안정이고, 장기적이고 지속적인 고용의 창출을 직접적인 목표라 하기 어렵다. 또한 노동시장에 직접적으로 영향을 미치는 미시적 노동 정책, 조세 재정 정책 등과도 다르다. 고용 목표를 이미 도입한 미국, 호주 등도 그러한 의미에서의 완전고용을 목표로 하고 있다.

변화하는 경제 여건에도 불구하고, 실물 부문 안정화 관련 목표를 도입에 관련된 우려는 여전히 존재한다. 물론, 실물 부문의 안정화 목표를 추가적으로 고려하여 후생을 증가시킬 수 있는 가능성을 배제할 수 없다. 또 한국은행의 실물 부문의 안정화 노력에 대한 법적 근거를 명확히 하는 데도 도움이 될 수 있다. 그러나 코로나 사태 이후 인플레이션 압력 증가 가능성, 향후 성장과 물가의 상충 관계 회복 여부, 최적 통화정책과 물가 안정 중시 통화정책간 차이가 크지 않을 수 있는 점 등을 종합적으로 고려해야 한다. 인플레이션의 비용이나 성장과 물가의 상충관계를 과소평가하거나 장기적인 안목이 부족한 경우 과도한 실물 경기 부양으로 이어질 수 있고, 이는 인플레이션 급등에 일조하며 후생을 급격히 감소시킬 수 있다. 또한, 최근 코로나 사태 동안 실물과 금융의 괴리 현상이 나타나고 있어 금융안정과 실물 부문 목표가 상충되는 측면이 있는데, 적정 수준 이상의 경기 활성화가 신용과 자산 가격의 지나친 상승을 유도하여 궁극적으로 문제가 발생할 가능성도 있다. 또한, 많은 목표를 설정하게 되면 정책의 투명성이 감소하고 정책의 자의성과 불확실성이 확대될 수 있다는 측면도 유의해야 한다.

이러한 점을 고려하여 일본은행, 유럽 중앙은행과 같이 지금 당장 고용 등 실물 목표 도입 하지 않는 것도 가능한 방안이다. 추후 다른 중앙은행의 변화를 예의 주시하

고, 또 향후 인플레이션 압력 발생 여부, 성장과 물가의 상충 관계 변화 여부, 금융과 실물의 괴리 현상의 지속 여부 등 향후 경제 상황을 모니터링하면서 시간을 두고 지속적으로 고민해 보는 것도 가능한 방안이다.

당장 실물 목표를 도입한다면, 앞서 언급한 부작용을 최소화 할 수 있도록 물가 안정을 우선적으로 고려하는 계층적 책무로 도입하는 것을 먼저 검토하는 것이 바람직하다. 계층적 책무로 도입하는 경우 ‘물가안정을 해치지 않는 범위에서’ 등을 명시할 필요가 있고, 금융안정과의 관계도 고민해봐야 한다.

실물 경기와 고용의 괴리 현상이 발생하고 있는데, 금리 정책과 같은 통화 정책의 전통적인 역할은 경기 안정화라고 볼 수 있고, 고용의 경우 비경기적 요인에 많은 영향을 받는다. 또한 통화 정책의 효과도 고용 보다는 경기에 미치는 영향이 더 직접적이며 전통적인 고용 자료의 한계와 보완에 관한 추가적인 연구가 필요한 상황이기 때문에, 한국은행의 목표로써 실물 경기 안정화가 고용 안정 보다 더 적합할 수 있으므로 고용 안정 목표의 경우 좀 더 시간을 두고 도입을 하는 것도 고려해볼 수 있다.

고용 안정 목표를 인플레이션 타겟과 같은 방식으로 특정 지표를 사용하여 명확한 수치적 목표를 설정하는 것은 적절하지 않다. 통화 정책의 역할은 경기 안정화적인 측면이므로, 고용의 경우 장기 균형치 제시가 필요한데, 이에 대한 불확실성이 상당히 존재할 뿐 아니라, 통화정책이 노동시장에 갖는 영향력은 한계가 있고, 각종 고용 지표 자체도 한계를 갖고 있기 때문이다. 고용 목표를 이미 명시한 다른 국가들의 경우에도 고정된 수치적 목표를 갖고 있지 않다. 고용 목표의 의미 등을 명시하고, 장기 전망 구간 등을 제시하는 정도로 시장과의 소통을 도모하는 것을 고려할 수 있다.

고용 목표를 도입하는 경우 미국, 호주 등과 같이 한국도 고용 목표 도입 시 추가적인 정책 수단을 도입하기는 어려울 것으로 보인다. 고용 등 실물 안정화에 대한 통화 정책은 금리 정책 등 중앙은행이 적절히 사용할 수 있는 거시적 경기 안정화 정책인데, 그러한 정책을 위한 정책수단은 이미 가지고 있고, 그 외 미시적, 재정적 노동시장 정책을 중앙은행에서 담당해야 할 명확한 이유가 없다.

고용 목표 도입과 관련하여 노동시장 여건에 대한 한국은행의 판단이 중요해지는 만큼, 한국은행은 노동 시장 및 실물 경기에 대한 연구를 강화하고 다양한 지표를 활용하고 개발할 필요가 있다. 이와 관련하여 현재 고용노동부와 통계청이 작성하고 있는 노동시장 통계에 대한 한국은행의 접근성을 강화하는 등의 제도적 뒷받침도 필요하다.

■ 참 고 문 헌

1. 강환구 외, “우리경제의 경기변동성 축소 원인과 시사점,” 『BOK 이슈리뷰』, 2014-13, 2014.
2. 고영근·안태현, “경기변동과 고용 동학에 대한 분석: 집단 간 취업-미취업 이행을 비교를 중심으로,” 『노동경제논집』, 제41권 제2호, 2018, pp.31-59.
3. 권지호 외, “우리나라의 잠재성장률 추정,” 『조사통계월보』, 한국은행, 제73권 제8호, 2019.
4. 김대일·한진수·유재우, “한계적 경제활동 참가자와 실업,” 『한국경제의 분석』, 제6권 제1호, 2000, pp.1-68
5. 김소영, “물가안정목표와 금융안정목표의 사용과 조화: 통화정책과 거시건전성정책의 효과,” 『한국경제포럼』, 제8권 제3호, 2015.
6. 김인수·이명수, “실업률을 고려한 최적 통화정책 분석,” 『금융연구』, 제29권 제3호, 2015, pp.33-73.
7. 김인준·김성현·김소영·김진일·신관호, “한국은행의 역할 재정립 및 정책수단 확보 방안,” 『한국경제학회』, 2016.
8. _____, “한국은행의 역할과 정책수단: 금융안정정책을 중심으로,” 『한국경제패널』, 제23권 제1호, 2017, pp.185-277.
9. 김태봉·이한규, “노동시장의 유휴생산능력을 고려한 통화정책의 경제효과분석,” 국회예산정책처, 2019.
10. 문외술, “우리나라 실업률과 경기간 관계분석,” 『금융경제연구』, 제321호, 2008.
11. 박강우·이상우, “고용 및 노동시장지표의 유용성 : 고용지표와 인플레이션간의 관계를 중심으로,” 『BOK 경제연구』, 제2013-24, 한국은행, 2013.
12. 박성하·최강욱·부유신, “물가지수 구성항목별 경기민감도 분석,” 『BOK 이슈노트』, 제2016-2호, 한국은행, 2016.
13. 배기준, “최근 실물경제와 고용지표 간의 연계 변화,” 『노동리뷰』, 2013, pp.57-68.
14. 신석하, “한국의 잠재성장률 전망 및 하락 요인 분석,” [공공저작물 연계] 경제인문사회연구회 발간자료, 2012.
15. 오삼일·박동훈·강달현, “실업자의 이질성 분석: 구직기간을 중심으로,” 『BOK 이슈노트』, 제2019-3호, 한국은행, 2019.
16. 이동진, “고용상황과 실물경기간 관계 변화 분석,” 『시장경제연구』, 2019, 제48권 제1호, pp.43-85.
17. 정현상, “제조업 경기변동과 고용,” 『노동리뷰』, 2015, pp.67-78.
18. 주동헌, “한국경제에서 필립스 곡선의 안정성 및 비선형성에 관한 연구,” 『금융연구』, 제33권 제2호, 2019, pp.1-28.
19. 하준경, “중앙은행의 목적을 어떻게 설정해야 할까?” 『나라경제』, 2018년 06월호 인사이트(칼럼), 2018.
20. 한국은행 뉴욕사무소, “필립스 곡선’에 대한 Williams 뉴욕연준 총재의 견해,” 한국은행, 2019.
21. 한국은행, 『통화신용정책보고서』, 2017.
22. 홍준표·민지원, “잠재성장률 하락의 원인과 제고 방안,” 『경제주평』, 19-28(통권 851호) 2019.08.09, 현대경제연구원, 2019.
23. 황수경, “실업률 측정의 문제점과 보완적 실업지표 연구,” 『노동경제논집』, 제33권 제3호, 2010, pp.89-127.
24. Baker, Scott R., Bloom, Nicholas, and Davis, Steven J., “Measuring Economic Policy

- Uncertainty,” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, No. 4, 2016, pp.1593-1636.
25. Bank of Canada Act, R. S. C., 1985, c. B-2.
 26. Bank of England, The Bank of England Act 1998, the Charters of the Bank and Related Documents.
 27. _____, Monetary Policy Report, 2020.
 28. Bank of Japan, “Functions and Operations of the Bank of Japan,” 2012.
 29. Barro, Robert J. and Gordon, David. B., “A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model,” *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 4, 1983, pp. 589-601.
 30. BLANCHARD, Olivier, and GALÍ, Jordi, “Labor Markets and Monetary Policy: A New Keynesian Model with Unemployment,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2, No. 2, 2010, pp.1-30.
 31. _____, “Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 39, 2007, pp. 35-65.
 32. Borio, Claudio, “The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We learnt?” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 45, 2014, pp.182-198.
 33. CRUMP, Richard K. and NEKARDA, Christopher J., PETROSKY-NADEAU, Nicolas, Unemployment Rate Benchmarks, 2020.
 34. Duvvuri Subbarao, Governor of the Reserve Bank of India, “Duvvuri Subbarao: Is there a New Normal for Inflation?” BIS Speech, 2013.
 35. Ehsan Ebrahimy, Deniz Igan, and Soledad Martinez Peria, “Ehsan Ebrahimy, Deniz Igan, and Soledad Martinez Peria,” Special Notes Series on COVID-19, IMF, 2020.
 36. European Central Bank, “The Monetary Policy of of the ECB,” 2011.
 37. FAIA, Ester, “Optimal Monetary Policy Rules with Labor Market Frictions,” *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 32, No. 5, 2008, pp.1600-1621.
 38. _____, “Ramsey Monetary Policy with Labor Market Frictions,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 56, No. 4, 2009, pp.570-581.
 39. FRB, “Conducting Monetary Policy,” 2016.
 40. _____, “Promoting Financial System Stability,” 2016.
 41. _____, “Summary of Economic Projections,” 2020.
 42. FOMC, “Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy,” Adopted Effective January, 24, 2012; as Amended Effective August 27, 2020.
 43. GALÍ, Jordi, “Monetary Policy and Unemployment,” In: *Handbook of Monetary Economics*, Elsevier, 2010, pp.487-546.
 44. _____, Unemployment Fluctuations and Stabilization Policies: A New Keynesian Perspective, MIT press, 2011.
 45. GALÍ, Jordi, SMETS, Frank, and WOUTERS, Rafael, “Slow Recoveries: A Structural Interpretation,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 4, 2012(a), pp.9-30.
 46. _____, “Unemployment in an Estimated New Keynesian Model,” *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 26, No. 1, 2012(b), pp.329-360.
 47. Grant Spencer, Deputy Governor of the Reserve Bank of New Zealand, “Low Inflation and Its Implications for Monetary Policy,” BIS Speech, 2017.

48. Güneş Kamber, Madhusudan Mohanty and James Morley, "Have the Driving Forces of Inflation Changed in Advanced and Emerging Market Economies?" BIS Working Papers No896, 2020.
49. GÜRKAYNAK, Refet S., LEVIN, Andrew, and SWANSON, Eric, "Does Inflation Targeting Anchor Long-run Inflation Expectations? Evidence from the US, UK, and Sweden," *Journal of the European Economic Association*, Vol. 8, No. 6, 2010, pp.1208-1242.
50. Kim, Jihae, Kim, Soyoun, and Mehrotra, Aaron, "Macprudential Policy in Asia," *Journal of Asian Economics*, Vol. 65, 2019, pp.101-149.
51. Kim, Soyoun, and Mehrotra, Aaron, "Managing Price and Financial Stability Objectives in Inflation Targeting Economies in Asia and the Pacific," *Journal of Financial Stability*, Vol. 29, 2017, pp.106-116.
52. _____, "Effects of Macroprudential and Monetary Policies - Evidence from Four Inflation Targeting Economies," *Journal of Money, Credit, and Banking* Vol. 50, No. 5, 2018, pp.967-992.
53. _____, "Examining Macroprudential Policy and Its Macroeconomic Effects - Some New Evidence," BIS Working Paper No. 825, 2019.
54. Kim, Soyoun, and Park, Yung Chul, "Inflation Targeting in Korea: A Model of Success? Monetary Policy in Asia: Approaches and Implementation," BIS Papers No. 31, 2006, pp.140-167.
55. Kim, Soyoun, and Yim, Geunhyung, "Do Inflation Targeting Central Banks Adjust Inflation Targets to Meet the Target?" *Journal of Economic Dynamics and Controls*, Vol. 113, 2020.
56. _____, "Endogeneity of the Inflation Target," Working Paper, Seoul National University, 2021.
57. Kydland, Finn E., and Prescott, E. C., "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3, 1977.
58. Kristie Engemann, What Is the Phillips Curve (and Why Has It Flattened)?, open vault, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2020 (<https://www.stlouisfed.org/open-vault/2020/january/what-is-phillips-curve-why-flattened>).
59. KUTTNER, Ken, and ROBINSON, Tim, "Understanding the Flattening Phillips Curve," *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 21, No. 2, 2010, pp.110-125.
60. Lars E O Svensson, "Lars E O Svensson: Flexible Inflation Targeting - Lessons from the Financial Crisis," BIS Speech, 2009.
61. Laurence M. Ball Sandeep Mazumder, "A PHILLIPS CURVE FOR THE EURO AREA," NBER Working Paper 26450, NBER, 2019.
62. LEVIN, Andrew T. et al., "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting," *Review-Federal Reserve Bank of Saint Louis*, Vol. 86, No. 4, 2004, pp.1-8.
63. Ravi Menon, Managing Director of the Monetary Authority of Singapore, "The Goldilocks economy - will the three bears return?" BIS Speech, 2018.
64. Renee Haltom and John A. Weinberg, Does the Fed Have a Financial Stability Mandate?, Economic Brief EB17-06, FEDERAL RESERVE BANK OF RICHMOND, 2017.
65. Reserve Bank of Australia, "Australia's Inflation Target," (<https://www.rba.gov.au/education/resources/explainers/australias-inflation-target.html>).

Full Employment Mandate for Bank of Korea

Soyoung Kim* · Yeil Lee**

Abstract

This paper reviewed the issues related to ‘adopting employment mandate as monetary policy objective in Korea’. Considering the possibility of increasing inflationary pressure after the COVID-19 pandemic and restoring inflation-output trade-off, and the recent surge in asset prices and credit, there is a concern that employment mandate will lead to excessive stimulus in the economy, resulting in a sharp decline in welfare by rapid inflation and financial instability. Limitation of labor statistics, discrepancy between output and employment, and an increase in policy discretion can add some difficulties. The Bank of Japan and European Central Bank have not introduced the mandate yet. At this point, rather than introducing the employment mandate, it is worth taking the time to review this issue while monitoring key economic conditions such as inflation pressure, inflation-output trade-off, growth-inflation relations, and financial stability and watching other major central banks’ positions on the issue. If employment mandate should be introduced now, it is desirable to first consider introducing it as a hierarchical responsibility that prioritizes price stability so as to minimize side effects.

Key Words: monetary policy, policy objectives, employment mandate

JEL Classification: E58, E61, E52

Received: May 24, 2021. Revised: June 15, 2021. Accepted: July 15, 2021.

* First Author, Professor, Department of Economics, Seoul National University, 1, Gwanak-ro, Gwanak-gu, Seoul 08826, Korea, Phone: +82-2-880-2689, e-mail: soyoungkim@snu.ac.kr

** Corresponding Author, PhD Student, Department of Department of Economics, Seoul National University, 1, Gwanak-ro, Gwanak-gu, Seoul 08826, Korea, e-mail: hojinu5@snu.ac.kr