

최근 통화정책의 연구 과제

2024. 2. 1.

한국은행 총재
이창용

여러분 안녕하십니까? 한국은행 총재 이창용입니다.

황윤재 한국경제학회 회장님, 김홍기 수석부회장님, 공동 학술대회를 주관해주시고 계신 여러 경제학회 회장님, 그리고 내외빈 여러분, 2024년 경제학 공동학술대회의 개최를 축하하는 만찬 자리에 초청해 주셔서 감사드립니다. 이 자리에 계신 많은 교수님들께서도 다양한 연구와 자문을 통해 한국은행에 큰 도움을 주고 계신 데 대해 감사의 말씀을 드립니다.

학교를 떠난 지 오래되어 최근 학계에서 주로 관심을 가지고 계신 주제에 대해 제가 아는 척하기 어려울 것 같습니다. 대신 제가 지난 2년간 한국은행에서 업무를 수행하면서 당면했던 통화정책 관련 이슈들 가운데, 학계와 한국은행이 함께 답을 찾아주셨으면 하는 다섯 가지 주제를 소개하는 것으로 제 만찬사를 대신하고 싶습니다.

첫 번째 주제는 ‘조건부’ 포워드 가이드런스(Conditional Forward Guidance)입니다. 최근 한국은행은 3개월 시계(horizon)에서 정책금리에 대한 금융통화위원들의 견해가 어떠한지 설명해 왔습니다. 이를 언론에서는 한국형 점도표(Dot Plot)라고 부르고 있습니다. 이는 그간 한국은행이 미래의 금리정책에 대하여 명확하게 언급하지 않음으로써 가능한 한 ‘전략적 모호성’을 유지하려고 했던 전통에서 벗어난 새로운 시도로 여겨지고 있습니다.

포워드 가이드선스와 ‘전략적 모호성’, 두 방식 중 어느 것이 더 바람직한가에 대해서는 이견이 있을 수 있습니다. 먼저 미래의 정책경로에 대해 명확히 밝힌 상태에서 이후 경제 상황과 전망이 달라져 정책이 변화할 경우 시장 변동성이 오히려 확대될 가능성이 있다는 우려가 있습니다. 반면 중앙은행이 전망의 전제 조건을 잘 설명하고 전제 조건 변화에 따라 정책도 변화할 수 있다는 점을 충분히 이해시킬 경우, 경제주체들이 경제 여건 변화에 보다 선제적으로 적응함으로써 시장이 안정화될 수 있다는 견해도 있습니다.

한국은행은 올 하반기부터는 반기가 아니라 분기별 주요 경제 전망치를 발표하고자 하는데, 이러한 상황에서 향후 조건부 포워드 가이드선스를 더 발전시키는 것이 바람직한지, 또 그렇다면 어느 정도 시계(horizon)까지 확장해서 발표하는 것이 바람직한지에 대해 현재 고민하고 있습니다. ‘한국형 점도표’ 방식을 발표한 지 이제 1년 반 정도 시간이 지났기 때문에 그 결과에 대한 실증 분석이 제한적이거나 가능할 것으로 보여, 저희의 고민에 대한 답을 학계와 함께 찾아보면 좋겠습니다.

두 번째 주제는 한국은행 금융중개지원대출의 활용 여부입니다. 한국은행은 금융기관의 중소기업 대출 실적을 토대로 저금리 자금을 선별적으로 지원하고 있습니다. 현재 운용 규모는 약 30조원입니다. 한국은행이 이러한 금융중개지원대출을 계속해야 하는지에 대해서는 상반된 견해가 병존합니다.

금융중개지원대출이 특정 부문에 신용 공급을 지원한다는 점에서 본질적으로 재정정책이 담당해야 할 정책금융이기에 중앙은행이 하는 것이 바람직하지 않다는 견해가 있습니다. 반면 금리정책은 경제 전체에 무차별하게 영향을 주는 도구이기에 금리정책의 부정적 영향을 상대적으로 더 크게 받는 취약업종 등에 선별적이고 한시적인 금융중개 지원을 한다면 고금리 정책을 지속하는 데 따른 부담이 완화될 수 있다는 주장도 있습니다.

또한 중장기적으로 볼 때 경제가 구조적 장기침체 (Secular Stagnation)에 빠져 제로금리 하한(Zero Lower Bound)에 직면할 경우 금융중개지원대출은 금리정책을 더 이상 사용하기 어려운 중앙은행이 활용할 수 있는 유용한 수단이 될 가능성이 있습니다. 예를 들어 기축통화국이 아닌 우리나라의 경우 제로금리 하한에 직면할 때, 선진국이 사용한 양적완화 같은 비전통적인 통화정책을 전면적으로 실시하기는 어려울 수 있습니다. 그렇다고 재정에만 의지하여 구조적 침체에서 벗어나려 하면 재정적자 확대가 국가신용도 하락으로 이어질 수 있는 문제가 있습니다. 이와 같이 제로금리 상황에서 금융중개지원대출이 중앙은행의 정책도구 중 하나가 될 수 있는지 근본적인 논의가 필요한 것 같습니다.

세 번째 주제는 중립금리의 추정입니다. 잘 아시다시피 인플레이션을 자극하지 않으면서 잠재성장률 수준을 유지하게 하는 중립금리의 추정은 통화정책 기조 판단에 있어서 매

우 중요한 역할을 합니다. 우리나라의 경우 대외요인을 크게 고려하지 않는다면 저출산 및 고령화로 인한 인구구조 변화 등 대내 요인 때문에 중립금리가 장기적으로 하락할 가능성이 있습니다.

반면에 선진국, 특히 미국의 경우에는 재정적자가 확대 될 것으로 예상되고, 기후변화 대응으로 투자 수요가 크게 늘어나며, AI 등 기술혁신으로 생산성이 높아질 가능성이 커서 그동안 추세적으로 하락해 왔던 중립금리가 다시 올라갈 수도 있다는 견해가 있습니다.

대외요인의 영향을 크게 받는 개방경제에서 대내외요인이 서로 다른 방향으로 작용할 때 중립금리가 어떻게 결정되는지는 향후 통화정책을 결정하는 데 매우 중요한 요인이므로 이에 대한 학계의 연구를 부탁드립니다.

네 번째는뱅크런이 보다 빠른 속도로 일어날 가능성에 대비한 중앙은행 대출제도 개선 문제입니다. 지난해 실리콘밸리 은행(SVB) 사태에서 우리가 배운 가장 큰 교훈은 디지털화된 금융시장에서 대규모 예금인출이 매우 빠르게 확산될 수 있으며, 예금도 더 이상 안정적인 자금조달 수단이 아닐 수 있다는 경고였습니다. 이러한 교훈을 바탕으로 한국은행은 '대출제도 개편 방향'을 지난해 7월 발표한 바 있습니다. 구체적으로 미 연준의 Discount Window에 해당하는 자금조정대출의 접근성을 높이기 위해 가산금리를 낮추고, 적격담보 범

위를 확대하는 방안을 마련한 바 있습니다.

이와 관련하여 아직 두 가지 과제가 더 남아 있습니다. 첫 번째는 비은행금융기관의 포함 문제입니다. 비은행금융기관이 금융시장에서 차지하는 비중과 역할이 지속적으로 높아지고 있으나 현행 한국은행법으로는 비은행금융기관에 대한 검사 및 자료조사가 용이하지 않은 문제가 있습니다. 따라서 비은행금융기관을 자금조정대출의 대상기관으로 포함하기 위해서는 감독·조사 측면에서 정부와의 공조가 어떠한 방식으로 변화해야 하는지에 대한 연구가 필요합니다.

두 번째는 상설대출기구(standing facility)인 자금조정대출의 기능을 강화하는 이슈입니다. 현행 한은법하에서는 상시대출 시 한국은행이 금융기관의 대출채권을 담보로 받을 수 없습니다. 대출채권의 담보 인정은 한은법 제65조에 따라 금융통화위원회 4명 이상의 찬성이 필요한 긴급 대출 시에만 가능한 데, 이 경우 금융기관의 낙인효과(stigma effect)에 대한 우려가 커질 수 있습니다. 금융기관들이 낙인효과를 우려하지 않고 대출채권을 담보로 사용할 수 있도록 하기 위해서는, 한은법 제64조에 따른 상시대출제도의 적격담보 범위를 대출채권까지 확대하는 한은법 개정 등의 후속 조치가 필요한 상황입니다. 만약 그렇게 된다면 한국은행 대출에 대한 접근성이 높아지는 장점이 있지만 이에 따라 발생할 수 있는 도덕적 해이(moral hazard) 문제를 어떻게 예방할지에 대한 검토와 연구도 병행되어야 합니다.

마지막 주제는 공개시장 운영방식과 단기자금시장과의 관계입니다. 지난해 연초에 콜금리와 RP금리 등 초단기 금리가 기준금리를 상당폭 하회한 적이 있습니다. 이는 단기자금이 MMF 시장으로 몰리면서 한국은행과의 RP거래에 직접 접근할 수 없는 자산운용사의 자금운용 규모가 크게 확대된 데 기인한 현상이었습니다. 비록 그 지속기간은 짧았지만 초단기 금리가 기준금리를 하회함에 따라 통화정책 운용의 유효성에 대한 우려가 제기된 바 있습니다. 이에 한국은행은 이러한 문제를 개선하고자 최근 공개시장운영 대상 기관에 자산운용사를 포함하기로 하였습니다.

이제까지 한국은행의 공개시장운영 체계/framework)는 7일물 RP거래를 주요 수단으로 활용해왔는데, 사실 우리나라의 단기금융시장에는 초단기물 RP 외에 3년 미만의 다양한 만기의 통화안정증권(91일물, 1년, 2년) 등이 포함되어 있습니다. 이는 선진국 중앙은행과 달리 한국은행은 원할 경우 초단기 금리뿐 아니라 3년 미만의 단기금리 결정에 상당한 영향을 미칠 수 있음을 의미합니다. 우리나라의 독특한 단기자금 시장 구조를 고려할 때 최적의 공개시장운영 방식은 무엇인지, 또 공개시장 운영시 통화안정증권의 역할을 어떻게 설정해 나갈 것인지에 대한 근본적인 질문이 필요한 상황입니다.

이상 제가 통화정책의 연구 과제 다섯 가지 예를 말씀드렸는데 앞으로도 새로운 과제가 생기면 학계의 도움을 계속

요청드리겠습니다. 교수님들께서 연구를 통해 정책제언을 해주시고 한국은행이 이를 정책에 반영하는 과정에서 우리나라의 통화정책은 한층 더 발전할 수 있으리라고 믿습니다.

한 가지 안타까운 것은 제가 사석에서 젊은 교수님들에게 이들 주제에 대한 연구를 부탁드린 적이 있는데, 교수님들 말씀이 '연구 결과를 해외 학술지에 게재를 해야 업적으로 인정받는데, 국내경제에 관한 연구는 해외 학술지 게재가 쉽지 않아 피하고 있다'는 이야기를 들었습니다. 우리나라 경제에 관한 수준 높은 연구가 필요한 상황에서 국내 연구에 대한 평가가 신뢰받지 못해 우수한 젊은 교수님들이 국내 연구를 피한다는 것은 매우 안타까운 현실이라고 생각합니다. 주제님은 참견 같지만, 통합 경제학회에서 이러한 현실을 개선할 방법은 없는지 고민하셔야 할 때인 것 같습니다.

만찬사가 길어져 죄송합니다. 교수님들 모두 올 한해 내내 건강하시고 건승하시기를 바라면서 우리나라 경제학계의 무궁한 발전을 기원합니다.

감사합니다.