

지준을 변경의 효과와 지준제도의 개선 방향

김범구 · 현대경제사회연구원 연구원

우리나라의 지준제도는 그동안 통화 관리 수단의 하나로써 적극 활용되어왔으나, 높은 지준을 수준으로 인해 은행의 수지 악화, 금융 기관간 공정 경쟁 여건 저해 등 부작용을 낳고 있을 뿐 아니라, 90년대 금융 자유화가 진전되고 통화 관리에서 금리의 중요성이 점차 높아지면서 지준제도를 통한 통화 관리의 효율성도 크게 저하된 것으로 나타났다.

따라서 향후 통화 관리 여건의 개선을 통해 단계적으로 지준을 수준을 낮추어가는 동시에, 지준 부과 대상의 확대, 통화 관리 방식의 변경 등을 검토하여 통화 관리의 효율성을 제고시켜나가야 한다. 또한 장기적으로 물가 안정 기조가 정착되고 금리 중심의 간접통화관리체제가 정착되면 지준을 수준을 선진국 수준으로 낮추거나, 지준제도 자체를 폐지하는 것도 검토되어야 한다.

제정과 함께 지준제도를 도입하였으며, 그동안 정책 금융의 자동 재할인 및 해외 부문을 통한 본원 통화의 급증에 대처하기 위해 지준율을 높은 수준으로 책정하는 등 유동성 조절 수단의 하나로 적극 활용해왔다.

그러나 최근 금

머리말

1863년 미국에서 은행권의 유동성 보장을 통한 예금자 보호를 목적으로 도입된 지준제도는 50년대 관리통화제도의 채택 이후 거의 모든 국가에서 통화 관리 수단으로 널리 사용되었다. 우리나라에서도 1950년 한국은행법

을 자유화와 함께 지준제도가 금융 기관간 공정 경쟁을 저해하는 규제의 일종이라는 인식이 확산되면서, 우리나라의 지준율이 다른 나라에 비해 너무 높기 때문에 이를 인하해야 한다는 주장이 제기되었다. 이에 따라 한국은행은 1996년 4월 23일과 11월 8일에 지준율 수준을 각각 평균 2.0%p 및 1.9%p 인하한 데

이어, 올해 들어 금융개혁위원회 설치를 통한 금융 개혁의 일환으로 2월 23일 다시 평균 2.1%p 인하하여, 현재 평균 3.32% 수준을 유지하고 있다. 이처럼 세 번에 걸쳐 지준율을 인하한 배경은 은행의 수지 개선으로 대출 금리 인하 여력을 증대시킴으로써 금리 인하 여건 조성에 기여하고, 나아가 제1,2금융권간 공정 경쟁 여건을 조성하기 위한 것이다. 한편, 이론적으로 보면 지준율 인하는 이러한 효과 이외에도 통화량이나 금리 등 금융 시장의 변동성에 영향을 미치며, 나아가 거시 경제 변수에도 영향을 미치는 것으로 알려져 있다.

본 고에서는 지준제도의 기능과 지준율 변경의 파급 효과에 관한 논의를 간단히 소개하고, 이를 우리나라의 지준제도에 적용하여 살펴본 후, 향후 우리나라 지준제도의 개선 방향에 대하여 몇가지 제언을 하고자 한다.

지급준비제도의 기능

지급준비제도는 금융 기관으로 하여금 예금 등 금전 채무의 일정 비율을 시재금이나 중앙은행 예치금 등 즉각적인 지급 수단으로 보

유하도록 하는 제도로서 공개 시장 조작 및 재할인제도와 함께 전통적인 통화 정책 수단의 하나로 널리 활용되어왔다.

그동안 지준제도의 기능에 대해서는 크게 통화 정책 수단으로서의 유용성과 자원 배분의 효율성이라는 두 가지 측면에서 논의되어왔다.

우선, 통화 정책 수단으로서 지준제도의 유용성은 두 가지 경로로 설명할 수 있다. 첫째, 전통적인 통화 승수 모형¹⁾에서 보는 바와 같이 지준율의 변경을 통한 경로이다. 즉, 통화 총량은 본원 통화와 통화 승수의 크기에 의해 결정되므로, 다른 조건이 같다면 필요 지준율의 크기에 의해 통화 승수와 통화 공급량이 결정되고, 따라서 중앙은행은 지준율 변경을 통해 통화량을 관리할 수 있다는 것이다. 둘째, 지준율의 변경과 관계없이 통화 관리의 유용성을 확보하는 경로이다. 즉, 지준제도는 통화 승수의 안정성을 유지하여,²⁾ 중앙은행이 공개 시장 조작이나 재할인제도 등을 통해 본원 통화를 조절함으로써 통화량을 효율적으로 관리할 수 있도록 도와준다. 그러나 지준제도의 통화 관리 기능은 통화 총량대신 금리를 중간 목표나 조작 목표로 하는 경우에는 그 효용

1) $M = k \times RB = \frac{1}{r+e+c(1-e-r)} \times RB$

단, M: 통화 총량, RB: 본원 통화, k: 통화 승수, r: 필요 지준율, e: 초과 지준율, c: 민간의 현금 보유 비율.

2) 지준율을 지나치게 낮은 수준으로 운용할 경우 통화 승수가 매우 커지기 때문에, 예상치 못한 소폭의 지준 변동에 의해서도 통화 공급량이 목표 수준과 크게 달라지는 문제가 발생하게 됨.

성이 크게 약화된다.³⁾ 왜냐하면 중앙은행이 금리나 단기 금리를 원하는 수준으로 유지하기 위해 기준율의 고저에 상관없이 통화량 신축적으로 공급하기 때문이다.

한편, 자원 배분의 효율성 측면에서 보면, 기준제도는 금융 서비스의 질 저하와 금융 기관간 공정 경쟁 저해 등의 부작용을 초래할 수 있다. 즉, 기준제도는 금융 기관이 예금 채무의 일정 비율을 무수익 자산인 현금 또는 중앙은행 예치금 등으로 보유하도록 함으로써 同자금의 이자 기회 비용만큼 조세(이를 '기준세(reserve tax)'라고도 함)를 부과하는 효과를 가져온다. 이러한 기준세는 금융 기관의 수지를 악화시키거나 낮은 예금 이자 또는 높은 대출 이자 등의 형태로 고객에게 전가시킴으로써, 금융 서비스의 질을 떨어뜨리고 사회 전체의 후생 수준을 저하시키는 결과를 가져올 수 있다. 또한 기준 부과 대상이 은행에 한정될 경우 은행 예금으로부터 비은행 금융 기관의 예금 유사 상품으로 자금 이탈을 촉진시

킴으로써 금융 기관간의 공정 경쟁을 저해하게 된다.

그런데 최근 금융 자유화가 진전되면서 기준제도가 금융 자원의 효율적 배분이나 금융 기관간 공정 경쟁을 저해하는 금융 규제의 일종이라는 인식이 확산되고 있을 뿐 아니라, 통화 정책에 있어서도 통화량보다는 금리를 중시하는 경향이 증대됨에 따라 기준제도의 존립 근거는 크게 약화되었다. 이에 따라 주요 선진국에서는 단기 금리를 안정화시키는 수단으로 기준제도를 활용하되, 기준세 부과에 따른 부작용을 완화할 수 있도록 기준율을 대폭 낮추어 운용하거나, 금융 규제의 완화 차원에서 기준제도 자체를 폐지하는 사례가 증가하고 있다.⁴⁾

기준율 변경의 파급 효과

기준율과 거시 경제 변수와의 관계에 관한 연구는 통화 정책의 다른 이슈에 관한 연구에

3) 중앙은행이 통화 정책의 중간 목표(통화량 또는 금리) 달성을 위해 어떤 운용 목표를 설정하는가에 따라 통화 관리 방식은 기준 운용 방식과 금리 운용 방식으로 구분됨. 기준 운용 방식의 경우 중앙은행은 기준율을 조정함으로써 중간 목표에 대응하는 기준을 공급함. 따라서 기준율은 통화 당국이 기준 시장을 통하여 통화 시장을 조절하는 데 있어, 핵심적인 역할을 함. 한편, 금리 운용 방식 하에서는 중앙은행이 중간 목표에 대응하는 단기 금리를 운용 목표로 하여 이를 일정하게 유지하고자 하며, 이 경우 기준은 신축적으로 공급됨.

4) 각국이 기준율을 인하하고 있지만, 아직 폐지의 단계라고 보기는 어려움. 그 이유는 기준이 통화 승수의 안정성을 유지시켜 통화 정책의 효율성을 확보하는 데 있어서 아직 중요한 역할을 하기 때문임. 실제로 최근 기준율을 인하한 미국, 일본, 독일, 영국은 물론 기준율을 폐지한 뉴질랜드, 호주, 캐나다의 경우도 기준제도에 보완 장치를 마련하거나 독특한 금융제도의 특성을 유지함으로써 기준 시장의 수요 예측이 가능하도록 하고 있음. 주요국의 기준제도에 대한 자세한 내용은 한국은행(1994. 9), "기준제도의 개선 방향", 「조사통계월보」 참조.

비해 그다지 활발하게 전개돼오지는 않았으나, 그런 가운데서도 몇몇 연구는 지준율과 통화량 또는 금리의 변동성, 물가 변동성, GNP 변동성, 사회 후생, 경제 성장간의 관계를 분석하였다. 본 고에서는 지준율과 통화량, 금리 등 금융 시장의 변동성에 초점을 맞추어 분석한 연구⁵⁾를 간단히 소개하고, 이를 이용하여 80년대 후반 몇차례 시행된 우리나라의 지준율 변경 조치의 효과를 분석하고자 한다.

우선 오남수(1996)의 연구 결과를 통화 정책 운용 방식별로 요약하면 다음과 같다. 지준율 운용 방식 하에서는 지준율 수준에 따라 통화 수요 또는 지준 수요·공급의 변화가 통화량 또는 금리의 변동성에 미치는 영향이 달라진다. 통화 수요 충격이 발생할 경우 지준율이 높으면 통화량의 변동폭이 작아지지만 금리의 변동폭은 커지게 된다. 한편, 해외 자금 유입 등의 이유로 지준 공급 충격이 발생하거나 은

행의 초과 지준 보유 행태 등으로 지준 수요 충격이 발생하여 통화 공급의 충격이 유발될 경우, 지준율이 높으면 통화량 및 금리 변동폭이 모두 작아진다. 따라서 금융 시장에서의 충격 요인에 따라 중간 목표의 변동성 축소에 유리한 지준율 수준이 달라지게 된다. 통화량의 안정성을 중시하는 한 언제나 고지준율이 효과적이지만 금리의 안정성을 중시하고 있는데다 통화 수요 변동이 심한 경우라면 저지준율이 효과적이라 할 수 있다.

한편, 금리 운용 방식의 경우 금리는 운용 목표로서 통화 수요 또는 통화 공급의 충격에 관계 없이 일정하게 유지되며, 통화량의 변동성도 지준율이 높든 낮든 관계없이 동일하게 된다.

오남수(1996)에서는 주요 선진국이 실제 지준율을 조정하는 과정에서 지준율과 금융 시장 변동성간의 관계를 반영한 것으로 해석하고 있다. 예를 들어, 미국의 경우 과거 통화

〈표 1〉 통화 운용 방식별 지준율 인상 효과

		지준율 인상 효과
지준 운용 방식 금리 운용 방식	통화 수요 충격	통화량의 변동성 감소 금리의 변동성 증대
	통화 공급 충격	통화량 및 금리의 변동성 모두 감소
금리는 운용 목표로서 충격의 종류에 상관없이 일정하게 유지 통화량의 변동성도 지준율 수준과는 무관		

5) 오남수(1996, 11), "지준율 수준에 따른 통화량 및 금리의 변동성 분석", 「경제 분석」 제2권, 제4호, 한국은행 금융경제연구소.

량 중시 정책 하에서는 고지준을 정책을 사용함으로써 금융 혁신 등에 의한 통화 수요 변동의 영향을 축소하고자 하였다. 그러나 물가는 안정된 반면, 금융 혁신의 급진전으로 통화 수요가 매우 불안정해진 것으로 판단된 1982년에는 재할인율을 운용 목표로 채택함으로써, 금리 중시로 이행하면서 동시에 저지준을 정책으로 이행한 바 있다. 한편, 대만의 경우는 해외 부문을 통해 늘어난 유동성을 흡수하기 위한 목적과 함께 해외 자본 유출입에 따른 통화 공급 변동이 심각했기 때문에, 고지준을 정책이 통화량 안정성은 물론 금리의 안정성을

위해서도 바람직한 선택이었다고 할 수 있다.

우리나라의 지준율 변경 조치의 효과

우리나라의 지준율은 다른 나라에 비해 매우 높은 수준으로 유지되어왔다. 이는 자동 재할인⁶⁾ 및 해외 부문을 통한 본원 통화 증가에 대처하여 지준제도를 적극 활용해왔기 때문이다. 이에 따라 70년대 말까지 20%의 높은 지준율 수준을 유지하였으며, 80년대 후반에도 몇차례 지준율 인상 조치를 취하여 1990년 현재 평균 9.4% 수준을 유지했으나, 금융 기관

〈표 2〉 주요국의 지준율 수준 비교(1997년 2월말)

	지준 대상 채무 및 지준율	
한국	- 요구불 예금: 5% - 특수 목적부 예금(가계 장기 저축 등): 1% ※ CD에 대해서도 지준 예치 의무 부과: 2%(CD 포함 전체 지준율 평균 - 3.13%)	- 기한부 예금: 2%(평균 3.32%)
미국	- 거래 계정 { 5,200만 달러 이상: 10% 430만~5,200만 달러: 3% 430만 달러 이하: 0% - 개인 및 비개인 정기 예금: 0%	- 유로커런시 채무: 0%
일본	- 정기성 예금(CD 포함): 0.05~1.2% - 금전 신탁, 금융채: 0.1% - 거주자 외화 예금: 0.2~0.25%	- 기타 예금: 0.1~1.3% - 비거주자 예금: 0.15%
독일	- 요구불 예금 및 정기 예금: 2% - 비거주자 요구불 예금: 2.0%	- 저축성 예금: 1.5%
대만	- 당좌 예금: 22.0%	- 저축 예금: 6.4~12.5%

6) 우리나라의 재할인제도는 정책 금융의 원활한 공급을 뒷받침하기 위해 무역 금융 등 금융 기관 대출 취급액의 일정 비율을 한국은행이 자동 재할인해주는 방식으로 운용되어왔으며, 1994년 3월 이후 은행별 총액대출한도제로 전환되었습.

의 자율성을 제고하고 건전 경영을 도모하기 위해 1996년 4월, 11월과 올 2월 세 차례에 걸친 지준율 인하 조치로 현재 평균 3.32% 수준을 유지하고 있다.

우리나라의 통화 관리 방식은 통화 목표를 사전에 정하고 이에 대응하는 적정 지준 목표를 산정한 후 이를 달성하기 위해 제한적이거나 공개 시장 조작을 수행하고 있으므로 금리 운용 방식보다는 지준 운용 방식에 가깝다고

볼 수 있다.⁷⁾ 이러한 가정 하에서 1985~96년까지의 총통화 증가율과 회사채 유통 수익률의 변동성을 비교한 결과는 <표 3>과 같다.

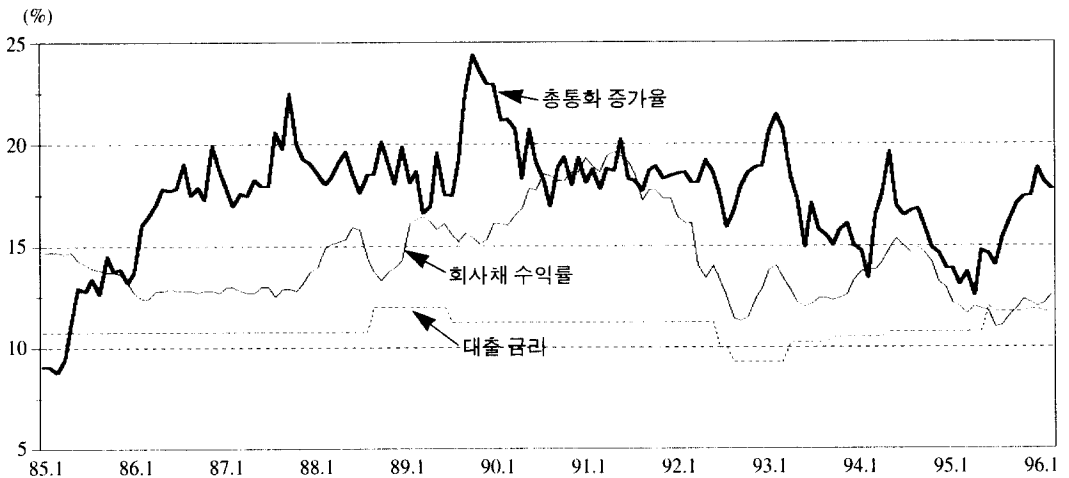
이에 따르면, 80년대 후반의 연속적인 지준율 인상은 통화량의 변동성을 줄여줌으로써 통화 관리에 긍정적인 영향을 미친 것으로 나타나, <표 1>의 결과와 부합된다. 80년대 후반은 해외 부문에서의 큰 폭의 지준 공급 확대 요인이 발생하여, 통화량 억제를 위해 지준율

<표 3> 우리나라의 지준율 변경 시기 및 지준율 추이

	1985. 7	1987. 11	1988. 12	1990. 2	1996. 4	1996. 11	1997. 2
지준율	4.5	7.0	10.0	11.5	9.0	7.0	5.0

주: 지준율은 요구불 예금에 대한 지준율을 사용함.

<그림> 총통화 증가율 및 시중 금리의 변동성 비교



주: 회사채 수익률은 잔존 기간 3 년물 보증부 회사채의 단순 평균 수익률, 대출 금리는 시중 은행의 1 년 이내 일반 대출 금리임.

7) 오남수(1996. 11), "지준율 수준에 따른 통화량 및 금리의 변동성 분석", 「경제 분석」 제2권 제4호, 한국은행 금융경제연구소.

〈표 4〉 총통화 증가율 및 시중 금리의 변동성 비교

	1985. 1~1989. 12		1990. 1~1996. 12		1990. 1~1993. 6		1993. 7~1996. 12	
	평균	표준 편차	평균	표준 편차	평균	표준 편차	평균	표준 편차
총통화 증가율	16.9	3.07	17.8	2.45	19.2	1.88	16.3	2.11
회사채 수익률	13.9	1.20	14.7	2.58	16.5	2.39	12.9	1.14

을 높일 수밖에 없었던 시기였다. 그런데 높은 기준을 수준이 통화량의 변동성을 억제해줌으로써 해외로부터의 통화 유입이나 금융 혁신에 따른 어려움을 어느 정도 완화시켜 통화량 목표 달성을 상대적으로 용이하게 해주었다. 그러나 회사채 유통 수익률의 변동성은 오히려 증가한 것으로 나타나 높은 기준을 수준으로 인해 금리의 안정성이 저해된 것으로 나타났다. 이 시기에 금리는 대부분 규제되어 있었기 때문에⁸⁾ 금리 불안정이 그다지 문제가 되지 않았다.

한편, 우리나라에서 금리 자유화를 비롯한 금융 자유화가 본격적으로 전개되기 시작한 90년대 초반만을 대상으로 총통화 증가율과 회사채 유통 수익률의 변동성을 비교해보면, 〈표 1〉과는 정반대의 결과가 나타났다. 즉, 총통화 증가율의 변동성은 증가한 반면, 회사채 유통 수익률의 변동성은 감소하였다. 이는 앞서도 지적한 바와 같이, 금융 자유화가 진전되고 통화 정책에 있어 금리를 중시하는 경향

이 증대됨에 따라, 통화량을 관리하는 정책 수단으로서 기준제도의 유용성이 약화된 것을 반영하는 것으로 볼 수 있다.

우리나라 기준제도의 개선 방향

이상에서 살펴본 바와 같이 현행 우리나라의 기준제도는 높은 기준율로 인해 금융 기관 간 공정 경쟁을 저해할 뿐만 아니라, 금융 환경 변화에 따라 통화 관리 수단으로서의 유용성도 저하되어 있는 실정이어서 개선이 요구되고 있다. 그러나 인플레이션 압력이 여전히 상존하고 있고 공개 시장 조작이나 재할인제도 등 다른 통화 정책 수단들이 정상적으로 운용되지 못하고 있는 실정인 데다가, 향후 자본 시장 개방으로 인해 해외 부문을 통한 통화 증발이 우려되는 상황을 감안할 때, 우리나라에서 기준율을 대폭 인하하거나 기준제도 자체를 폐지하기는 어려운 상황이다.

통화 당국은 이미 작년 4월과 11월에 이어

8) 우리나라의 금리 자유화는 1990년 1월에 시행된 제1단계 금리 자유화를 계기로 본격적으로 전개되었으나, 경제 상황에 따라 당국의 행정 지도 형태로 간접적인 규제가 한동안 지속되었음.

올해 2월에 지준율 인하 조치를 단행하였고, 이에 따라 금융 중개 비용이 감소되어 은행의 경쟁력을 다소나마 회복시키는 데 다소 기여하였으며, 비은행 금융 기관과의 형평성 개선에도 일조하였다. 그러나 이러한 조치에도 불구하고 우리나라의 지준제도는 몇가지 개선되어야 할 문제점을 가지고 있다.

첫째, 우리나라에서의 지준제도 및 지준율 수준에 관한 논의는 주로 지준세 감면을 통한 은행의 수치 개선, 금융 기관간 공정 여건 개선, 금리 인하 유인 제공 등에 주된 목적을 두고 이루어져왔다. 그러나 앞에서 제시된 바와 같이 지준제도를 개선하거나 지준율 수준을 조정하는 데 있어서는, 이러한 목적 이외에도 금융 시장에서의 외생적 충격에 따른 통화량 및 금리의 안정성 제고도 함께 고려되어야 한다.

둘째, 최근 지준율이 인하되었음에도 불구하고 우리나라의 지준율은 아직 다른 선진국에 비해 높은 수준이어서, 우리나라 금리를 다른 경쟁국에 비해 높게 하는 요인으로 작용할 뿐만 아니라, 은행의 경쟁력 제고에도 부정적인 영향을 미치고 있다. 따라서 가급적 빠른 시일 내에 지준율을 선진국 수준으로 인하해야 한다. 이를 위해서는 한은 재할인 및 정책 금융의 규모 축소, 간접 통화 관리 방식의 정착, 장단기 금융 시장의 육성 등 통화 관리의

제도적 여건이 개선되어야 한다.

셋째, 현재 은행 예금만을 대상으로 하고 있는 지준 부과 대상의 범위를 비은행 금융 기관이 취급하고 있는 예금 유사 상품에까지 확대해야 한다. 지준 부과 대상 범위가 확대되면 금융 기관간 공정한 경쟁의 여건이 개선될 뿐만 아니라, 은행 예금으로부터 비은행 예금 유사 상품으로의 자금 이탈을 방지하여 통화 관리의 효율성을 더욱 제고할 수 있다. 이와 함께 현행 통화 관리도 총통화에 지나치게 의존하는 관행에서 벗어나, 통화의 정의 및 포괄 범위를 금융 기관 중심에서 통화의 기능별 중심으로 재조정하거나, 통화 관리의 중간 목표를 통화량에서 금리로 변경하는 문제도 신중히 검토되어야 한다.

또한 장기적으로 우리나라 경제의 물가 안정 기조가 확립되어 통화 정책의 조작 목표나 중간 목표로 금리를 중시하는 체제가 되면 지준율을 아주 낮게 유지하거나 지준제도 자체를 폐지해야 한다. 