

2026년 5월 29일

보도참고자료

이 자료는 6월 1일(월) 09:00부터
취급하여 주십시오.

제 목 : 2026년 BOK 국제컨퍼런스 발표 논문(1일차) 주요 내용

□ 2026년 BOK 국제컨퍼런스*에서 발표할 논문(1일차)의 주요 내용은
첨부와 같습니다.

* 일시 : 2026년 6월 1일(월)~2일(화)

주제 : 중앙은행, 그리고 화폐의 미래

(Central Banks and the Future of Money)

문의처 : 경제연구원 연구조정실 실장 박혜진, 과장 이형석

Tel: (02) 759-5436, 5557 Fax: (02) 759-5410 E-mail : consec@bok.or.kr

공보관 : Tel (02) 759-4023, 4199

"한국은행 보도자료는 인터넷(<http://www.bok.or.kr>)에도 수록되어 있습니다."



한국은행
BANK OF KOREA

「2026년 BOK 국제컨퍼런스」 발표 논문(1일차) 주요 내용

< 차 례 >

- <세션 1 논문> “금융취약성과 통화정책” 2
(Financial Vulnerability and Monetary Policy)
발표자: 토비아스 아드리안(Tobias Adrian)
IMF 금융자문관 겸 통화자본시장국 국장
- <세션 2 논문> “지급결제-신용-디지털화폐의 삼중 딜레마” 4
(The Payment-Credit-Privacy Trilemma)
발표자: 마커스 브루너마이어(Markus K. Brunnermeier) 프린스턴대 교수
- <세션 3 논문> “연방준비제도(Fed)의 정치적 편향성에 대한 대중의 인식” 7
(Perceived Political Bias of the Federal Reserve)
발표자: 마이클 베버(Michael Weber) 퍼듀대 및 ESMT 베를린대 교수

※ 2일차(세션 4-5) 논문은 별도 배포 예정

<1세션 논문>

[금융취약성과 통화정책]
(Financial Vulnerability and Monetary Policy)

Tobias Adrian (IMF)
Fernando Duarte (Brown University)

- ◆ 본고는 금융여건 완화가 단기적으로는 경기안정 효과를 가져오지만, 중장기적으로는 금융취약성이 높아지면서 미래의 극단적 경기침체 위험을 확대하는 ‘변동성 역설(Volatility Paradox)’ 을 거시모형을 통해 분석
- ◆ 금융취약성은 향후 경기변동성에 지대한 영향을 미치므로, 중앙은행은 물가 및 산출갭 뿐만 아니라 금융취약성도 정책결정에 반영할 필요가 있음을 제시

□ [연구배경] 글로벌 금융위기 이후 금융취약성(financial vulnerability)이 실물경제에 미치는 영향이 커졌으나, 전통적 통화정책은 물가와 산출갭 안정에만 집중해 왔으며 금융안정은 거시건전성 정책의 전유물로 간주

- 금융시스템의 레버리지 확대 및 금융중개기관의 위험선호 변화는 자산가격과 경기변동을 증폭시킬 수 있는데, 거시건전성 정책만으로 이러한 증폭 효과를 완벽히 차단하기 어려움

□ [분석방법] 본고는 금융취약성이 경기 하방위험과 통화정책에 미치는 영향을 분석하기 위해 표준적인 뉴케인지언 모형에 금융기관의 위험관리 제약(VaR 제약*)을 반영한 거시금융모형을 구축

* 금융기관이 일정기간 동안 감내할 수 있는 최대손실 규모(Value-at-Risk; VaR)를 일정 수준 이하로 유지하려는 위험관리 기준

- 금융기관은 가계로부터 자금을 조달하여 위험자산에 투자하며, 규제, 시장환경 등에 따라 손실위험이 일정 수준을 넘지 않도록 제한받는 상황을 가정
- 또한 GDP-at-Risk(GaR)*를 모형에 도입하여, 평균적인 경기 흐름뿐 아니라 금융기관의 위험인식 변화가 위험프리미엄, 대출 및 레버리지 변화 등을 통해 미래 경기침체 위험에 미치는 영향을 분석

* 극단적 경기침체 위험을 측정하는 지표로, 경기 급락시 실현될 수 있는 예컨대 하위 5% 또는 1% 수준의 GDP 성장률

- 모형분석과 함께, 미국 거시데이터와 시카고 연준의 금융조건지수(NFCI)를 활용하여 금융여건과 미래 경기 하방위험 간의 부(-)의 상관관계를 실증 검증

□ **[분석결과]** 금융여건 변화는 평균적인 경기 흐름뿐 아니라 극단적 경기침체 위험에도 영향을 미치는 것으로 분석되었으며, 이에 따라 최적 통화정책은 산출갭과 인플레이션뿐 아니라 금융취약성도 함께 고려할 필요

① 금융기관의 위험관리 제약(VaR 제약)은 금융기관의 위험선호와 위험자산 투자를 변화시켜 실물경제에 영향을 미침

○ 금융여건이 완화될 경우 금융기관의 위험제약(VaR)이 느슨해져 단기적으로는 생산과 경기가 개선되나, 동시에 금융기관의 위험자산 투자와 레버리지가 확대되면서 향후 극단적 경기침체 위험이 커질 가능성도 증가

○ 중앙은행의 금리 조정은 금융기관의 자금조달 비용과 위험부담 수준에 영향을 미치며, 이는 금융기관의 대출 및 투자 규모 변화를 통해 소비·생산 등 실물경제로 파급

② 따라서, 정책당국은 통화정책 수립 시 금융취약성까지 함께 고려할 필요

○ 금융여건 변화는 단기적인 경기상황 뿐만 아니라 미래 극단적 경기침체 가능성에도 영향을 미치므로, 중앙은행이 금융취약성을 정책결정에 반영할 경우 경기변동성을 낮추고 경제 전체 후생을 개선할 수 있음

○ 본고의 분석에 따르면 최적 통화정책은 인플레이션과 산출갭만 고려하는 전통적인 Taylor 준칙보다, 금융취약성까지 함께 반영하는 형태로 도출

□ **[의의 및 시사점]** 본고는 금융취약성이 금융시장에만 영향을 미치는 것이 아니라 향후 경기흐름과 경기침체 위험에도 영향을 줄 수 있음을 보이며, 통화정책도 물가와 경기뿐 아니라 금융취약성을 함께 고려할 필요가 있음을 제시

○ 금융안정이 중앙은행의 직접적인 정책목표가 아닐지라도, 물가와 산출갭의 중장기적 변동성을 완화하기 위해서는 통화정책 운영 과정에서 금융취약성을 함께 고려할 필요

<2세션 논문>

[지급결제-신용-디지털화폐의 삼중 딜레마] (The Payment-Credit-Privacy Trilemma)

Markus K. Brunnermeier (Princeton University)
Jonathan Payne (Princeton University)

- ◆ 디지털화폐 및 결제시스템의 확산은 기존 금융서비스의 한계를 보완할 수 있을 것으로 기대되나, 동시에 새로운 정책적 상충관계를 초래
- ◆ 본고는 디지털화폐 체계에서 ①효율적 지급결제(perfect payment), ②효율적 신용공급(perfect credit), ③개인정보 보호(perfect privacy)를 동시에 달성하기 어렵다는 삼중 딜레마(trilemma)를 제시

(디지털 결제시스템의 진화와 새로운 정책과제)

- 최근 디지털 결제시스템은 단순 지급수단을 넘어 신용평가 및 대출 기능까지 결합된 새로운 핵심 금융 인프라로 발전하고 있음
 - 중국의 Alibaba·WeChat 등 BigTech 플랫폼은 결제와 동시에 대출 서비스까지 제공하고 있으며, 브라질 Pix, 인도 FinTech 등도 유사한 방향으로 발전 중
 - 이러한 확산은 기존 금융서비스의 한계를 보완하지만, 동시에 새로운 정책적 상충관계를 초래
- 본고는 디지털화폐 체계가 추구하는 세 가지 핵심 가치를 제시하며, 이 세 가지를 동시에 완벽하게 달성하기는 어렵다는 '삼중 딜레마(Trilemma)'를 모형 을 통해 확인
 - ① **효율적 지급결제(Perfect Payment):** 낮은 거래비용과 신속하고 편리한 결제
 - ② **효율적 신용공급(Perfect Credit):** 담보가 부족한 취약계층이나 경제주체에게도 원활하게 대출을 제공
 - ③ **개인정보 보호(Perfect Privacy):** 현금처럼 거래의 익명성을 보장하고 개인정보를 안전하게 보호

(디지털 결제시스템 운영 모델별 상충관계)

□ 디지털 결제시스템을 누가, 어떻게 운영하느냐에 따라 아래 표와 같은 뚜렷한 장·단점과 상충관계가 나타날 수 있음

운영 주체에 따른 상충관계

운영 형태 및 주체	주요 장점	주요 한계 및 부작용
빅테크(Big Tech) 플랫폼	무담보 신용공급 확대 - 플랫폼 내부거래·결제정보를 활용해 판매 대금으로 대출을 자동 상환받을 수 있어 무담보 대출이 용이	독점 및 프라이버시 침해 - 플랫폼이 시장을 독점하여 높은 수수료를 부과하고 개인정보를 침해할 우려
경쟁적 민간 결제시스템	결제 효율성 및 경쟁 촉진 - 이용자가 여러 플랫폼과 결제수단을 자유롭게 이동할 수 있어 거래비용이 감소	신용공급 위축 - 차입자가 다른 플랫폼과 결제수단을 이용하여 대출 상환을 회피(디폴트)할 가능성이 커짐
익명성 중심 디지털 화폐	철저한 개인정보 보호 - 현금과 유사한 수준으로 사용자의 거래 정보 보호가 가능	신용공급 기능 약화 - 거래 추적이 불가능해 대출 상환을 강제하기 어려워서, 대출 자체가 위축
정부 중심 스마트 CBDC	안정적인 신용공급 - 정부가 거래와 결제를 모니터링하여 대출 상환 강제가 쉬워지므로 신용공급 여건이 개선	과도한 감시 우려 - 모든 거래정보가 중앙화될 경우 개인정보 침해 및 감시 우려가 발생

□ 본고는 디지털 결제시스템의 구조변화가 이와 같은 결제·신용·개인정보 보호 간 상충관계를 어떻게 발생시키는지를 동태적 OLG(overlapping generations) 모형*을 통해 이론적으로 보임

* 경제주체가 생애 초기 자금제약 하에서 무담보 대출을 받아 생산활동을 수행하고 대출을 상환하는데, 결제수단으로 상업용 디지털 원장과 현금 등을 선택할 수 있음

○ 상호운용성(interoperability) 증가의 영향: 빅테크 플랫폼 이외에 공공이 제공하는 지급결제수단(e.g. CBDC 등)을 통해서도 지급결제가 가능해지면, 거래 수수료가 감소하여 payment 효율성은 증가하나, 신용공급은 감소

— 플랫폼의 자체 지급결제 수단 뿐만 아니라 CBDC 등의 디지털화폐로도 거래할 수 있도록 하여 상호운용성을 높이는 경우, 플랫폼은 사용자 이탈을 막기 위해 markup을 낮추게 되어 payment의 효율성 증대

— 반면에 대출상환 강제가 어려워져 상환율이 하락하고, 이는 신용공급 감소 및 이로 인한 플랫폼 판매자의 생산 활동 위축을 초래

- **익명성(privacy) 보호 강화의 영향:** 거래내역이 추적될 확률이 감소하게 되며, 이는 상환율 하락 및 신용공급 하락으로 이어짐
 - 익명성이 보장되는 CBDC: 거래내역이 완전히 추적 불가능하며, 이로 인해 판매자의 채무불이행 동기가 증가하여 상환율이 하락 → **신용공급 감소**로 이어짐
 - 익명성이 보장되지 않는 CBDC: 거래내역이 완전히 추적 가능하며, 채무불이행 동기가 억제 → **신용공급이 증가**

□ 정책적 선택의 상충관계

- 정책적으로 독점적 플랫폼에 공공 디지털 지급결제수단과의 상호운용성을 강제하는 경우, 지급결제(payment)의 효율성은 개선되지만 신용(credit)공급이 약화되는 부작용 초래
- 거래의 익명성(privacy)을 강화하는 조치를 취하는 경우, 판매자의 대출상환을 강제하기 어려워져 신용(credit)공급이 약화

(의의 및 시사점)

- 본고는 지급결제 시스템에 기대되는 목적 간에 근본적인 상충관계가 존재함을 보여줌
 - 신용공급 확대, 경쟁촉진을 통한 거래비용 하락, 거래의 익명성 보장은 모두 사회·경제적으로 중요한 가치이지만, 이 사이에 상충관계가 존재
- 향후 CBDC 및 공공 디지털 지급결제 시스템 설계 및 민간 지급결제 서비스 규제 정책 수립 과정에서 이러한 세가지 목적 간의 상충관계를 충분히 고려할 필요를 제기함

<3세션 논문>

[연방준비제도(Fed)의 정치적 편향성에 대한 대중의 인식]
(Perceived Political Bias of the Federal Reserve)

Pei Kuang (University of Macau)

Michae Weber (University of Purdue)

Shihan Xie (University of Illinois Urbana-Champaign)

- ◆ 본고는 미국 소비자 5천여명을 대상으로 진행한 대규모 설문조사 실험을 통해, 미 연준(Fed)의 정치 성향에 대한 대중의 인식이 중앙은행 신뢰와 거시경제 기대 형성에 미치는 영향을 분석
- ◆ 분석결과 연준이 정치적으로 편향되었다고 인식될수록 통화정책의 유효성과 신뢰도가 유의하게 저하되는 것으로 나타나, 연준의 정치적 중립성 (political neutrality)을 대중에 효과적으로 전달할 수 있는 새로운 커뮤니케이션 전략 수립 필요성을 시사

□ [연구배경] 중앙은행의 정치적 독립성은 경제 안정에 매우 중요한 요소이나, 일반 대중이 연준의 정치적 독립성을 어떻게 인식하는지에 대한 연구는 부족한 상황

- 경제 전문가들은 연준이 자체 수익을 통한 자금조달, 연준 이사의 임기 보장 등 정치적 압력을 차단하는 제도적 장치를 갖추고 있다는 점에서 정치적으로 독립되어 있다고 평가
- 하지만 일반 대중은 연준 제도에 대한 이해 부족, 트럼프 정부의 공개적 압박, 통화정책이 초래하는 소득 불평등 등으로 인해 연준이 정치적으로 편향되어 있다고 인식

□ [연구방법] 이에 따라 본고는 2024년 4월 미국 소비자 5,205명을 대상으로 설문조사 기반 행동경제학적 실험을 진행하여 연준에 대한 정치적 인식이 거시경제 기대 및 연준 신뢰에 미치는 영향을 조사

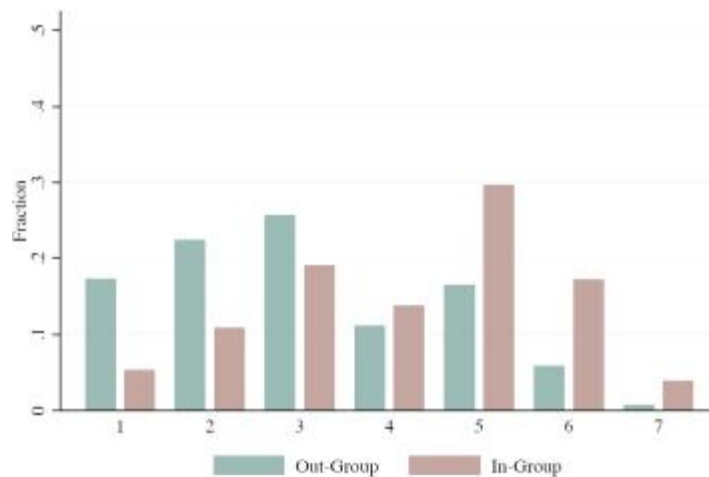
- 응답자 자신의 정치적 성향과 연준의 정치적 성향에 대한 인식을 조사하고, 연준이 응답자 자신의 정치적 성향과 일치하면 '내집단(in-group)', 불일치하면 '외집단(out-group)'으로 분류

- 참가자들에게 일정 금액(2달러)의 예산을 주고 연준의 통화정책 뉴스 기사를 읽게 하였는데 이 때 예산 범위 내에서 돈을 지불하면 뉴스의 출처(연준 공식 발표 vs CNN/Fox News 등 일반 언론)를 본인이 원하는 확률로 조정할 수 있게 설계
- 모든 참가자에게 동일한 내용의 경제 뉴스를 보여준 후(참가자 그룹별로 연준, CNN, Fox News 로고를 노출하거나 로고를 표시하지 않음) 인플레이션, 실업률, 금리에 대한 대중의 기대치가 어떻게 변하는지 분석

□ **[분석결과]** 연준에 대한 정치적 인식이 거시경제 기대 및 신뢰에 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타남

- 인플레이션 기대는 연준을 외집단으로 인식하는 응답자가 내집단으로 인식하는 응답자보다 평균 1.8%p 더 높게 나타남
- 연준에 대한 신뢰도 측면에서도 내집단 응답자의 평균 신뢰 점수는 4.2점인 반면, 외집단은 3.1점으로 큰 격차를 보임

**연준의 인플레이션·실업 관리 능력에 대한 신뢰 수준:
외집단 vs 내집단**



- 연준을 내집단으로 인식하는 소비자일수록 연준이 제공하는 정보를 얻기 위해 더 많은 비용을 기꺼이 지불하려 하며 연준의 커뮤니케이션을 더 적극적으로 수용하는 자세를 보임
- 인플레이션 기대치를 업데이트할 때 내집단 소비자들은 연준의 공식 발표에 더 큰 가중치를 두고 신뢰성 있게 받아들이지만, 외집단 소비자들은 연준의 정보보다 자신과 성향이 맞는 언론사의 뉴스에 더 민감하게 반응

□ 트럼프 대통령 당선 시나리오를 가정한 설문조사 결과, 연준의 공화당 편향 인식이 확대되면서 정당별 신뢰도 양극화가 심화되는 양상을 보임

- 전체 응답자의 84%가 트럼프 정부 출범 시 연준이 공화당 편을 들 것으로 예상한 가운데, 지지 정당에 따라 민주당 성향 응답자의 연준 신뢰도는 하락(3.36 → 2.72)한 반면, 공화당 성향 응답자의 연준 신뢰도는 상승(2.98 → 3.83)*

* 트럼프 취임일(2025.1월)에 실시한 후속 조사에서도 응답자의 58%가 연준을 공화당 편향으로 인식하여, 정치적 리더십 변화가 연준에 대한 대중의 인식에 즉각적으로 반영되고 있음을 확인

□ Barro-Gordon 모형 적용 결과, 연준에 대한 대중의 정치적 편향성 인식이 해소될 경우 물가 불안에 따른 사회·경제적 후생 손실이 감소하는 것으로 나타남

- 모든 소비자가 연준을 내집단으로 인식하는 상황을 가정할 경우, 인플레이션 기대 왜곡으로 인한 후생 손실이 현재보다 약 33% 감소하는 것으로 분석됨

□ [의의 및 시사점] 본 연구는 연준의 정치적 중립성에 대한 대중의 인식이 거시경제 기대 및 통화정책 효과에 중대한 영향을 미친다는 점을 실증적으로 확인

- 연준이 스스로 정치적 독립기관이라 믿고 커뮤니케이션을 하더라도, 일반 대중에게 연준이 정치적으로 편향되었다고 인식될 경우 통화정책의 유효성과 신뢰도가 크게 떨어짐
- 향후 연준은 대중에게 기관의 비당파적(Non-partisan) 특성을 강조하고 연준이 특정 이익집단만을 대변하지 않는다는 인식을 심어주는 새로운 대중 소통 전략을 마련할 필요

— 특히 선거나 정권 교체 등 정치적 이벤트에 따른 불확실성이 심화되는 시기일수록 중앙은행에 대한 편향적 인식이 경제 기대 왜곡과 정책 불신으로 이어질 가능성이 높아짐에 유의할 필요