

# 伸縮金融…… 그 속事情

黃 義 珏

〈高麗大學校教授·經博〉

우리 경제를 이끌어가는 通貨當局의 위치는 마치 큰 바다위를 항해하는 배의 선장과 선원들의 위치와 같다. 선장이 현재와 앞으로 닥쳐올 상황을 어떻게 판단하고 대책을 강구하느냐에 따라 승객들에게 미칠 영향과 결과는 크게 달라질 수 있다. 마찬가지로 通貨當局이 여러가지 經濟狀況을 바탕으로 어떤 정책을 쓰느냐에 따라 국민들이 직면하게 될 경제여건도 달라질 수 있다.

일반적으로 通貨當局의 주요 정책목표는 물가의 안정, 경제성장과 고용의 증대, 국제수지의 개선 등인데 이들 목표 중의 어느 하나 또는 그 이상을 달성하기 위해 通貨量이나 利率의 조정을 目標달성의 指標로 사용하게 된다. 예컨대 景氣가 과열되고 인플레이션이 發生하거나 예상되는 時點에서는 정책당국은 通貨量의 증가율을 낮추는 緊縮정책을 채택하게 된다. 한편 인플레이션이 낮고 失業이 높은 상태하에서는 通貨政策은 팽창적이 되겠지만 그러나 동시에 國際收支 또한 赤字일 경우에는 通貨의 팽창률은 상대적으로 낮아질 수밖에 없다. 왜냐 하면 失業을 줄이기 위해서는 通貨供給을 增大해야 하지만 동시에 國際收支 赤字를 줄이려면 國內인플레이션을 낮추어야 하고 그러기 위해서는 通貨증가율을 줄이지 않으면 안되기 때문이다. 이와 같이 經濟目標들간에는 상호 補完的인 경우도 있지만 상호 배타적인 경우가 많아서 정책수행에 어려움이 많다. 따라서 通貨當局이 어떤 目標를 더 중요시하느냐에 따라 通貨政策이 팽

창적일 수도 있고 긴축적일 수도 있게 된다.

그리고 通貨와 經濟活動과의 관계에 있어서 적정통화의 問題가 通貨政策의 기본이 된다. 즉 경제활동 수준에 비추어 통화량이 적절하느냐 그렇지 못하느냐의 판단이 서야만 통화량을 줄이든지 또는 늘리는 정책을 쓸 수 있게 된다. 그런데 문제는 經濟活動과 밀접한 관련이 있는 通貨指標로 本源通貨(High-powered money)를 채택할 것인지 또는 화폐민간보유고와 要求拂預金으로 된  $M_1$ (通貨)으로 할 것인지 아니면 貯蓄性預金까지 포함한  $M_2$ (總通貨)로 할 것인지 등에 따라 적정통화의 규모가 달라진다. 바꾸어 말하자면 실물경제의 성장에 적합한 통화량을 어떤 관리指標를 中心으로 결정하느냐에 따라 적정통화 규모가 달라지게 된다.

최근 金融緊縮이 강화되고 있다는 當局의 주장에도 불구하고 市中에 돈의 흐름이 계속 늘고 있는 현상은 긴축의 대상이 되고 있는 中心指標와 市中資金 흐름간에 통화의 定義가 다르기 때문에 일어나는 것이다. 즉 금년도 上半期中  $M_1$  指標상으로는 통화공급의 증가율이 소득의 증가율보다 낮은 7% 안팎에 머무르고 있는데 비하여 總通貨( $M_2$ )의 증가율로는 17% 線에 이르고 있어서  $M_1$ (통화)지표상으로는 緊縮기조인데 반하여  $M_2$ (總通貨)지표상으로는 市中돈이 너무 많이 증가하고 있는 결과가 된 셈이다. 좀더 구체적으로 보자면 금년 1~4월 중신규로 공급된 總通貨( $M_2$ )는 모두 6천 3백 37

억원(末殘)인데 이중 95.7%인 6천 69억원이 市中銀行에 대한 貸出限度制 등과 같은 직접규제가 강행된 3~4월 중에 늘어난 것이다. 어쨌든  $M_1$ 과  $M_2$ 지표상의 큰 차이가 나타나는 것은 통화( $M_1$ )와 총통화( $M_2$ )의 차이에 해당하는 저축성예금이 급격히 증가하였기 때문이다.  $M_2$ 의 증가에 기여한 저축성예금이 늘어난 원인 중의 하나는 中央銀行이 돈을 많이 풀었기 때문이고 또 다른 원인은 정부의 강력한 不動產投機억제조치와 저축성예금의 收益性을 높게 책정함으로써 국민들로 하여금 實物 또는 다른 金融資産보다 저축성예금 보유를 선호하도록 유도하였기 때문이랄 수도 있다.

85년 下半期부터 通貨政策 當局은 부진하였던 景氣를 활성화하기 위하여 貿易金融, 수출산업 설비금융 등을 강화해 왔고 中小企業에 대한 지원을 증대하여 왔다. 이와 더불어 今年 初 國際原油市場에서의 石油價格의 下落, 달러貨價值的 평가절하 및 國際金利의 引下 등에 힘입어 우리의 貿易收支가 개선됨에 따라 通貨供給이 크게 늘고 있는 데다가 不實企業 支援자금의 방출이 계속되고 있어서 市中의 流動性을 증가시키게 되었다. 여기에다 預金銀行의 경영부실을 막기 위해 은행으로 하여금 고수익성 예금 상품을

취급하도록 허가하면서 家計金錢信託, 自由貯蓄, 稅金우대종합예금 등 金利가 높은 저축성예금이 도입되어 이들 금융상품에 대한 국민들의 수요를 증대시키게 되었던 것이다.

위의 두가지 요인이 복합적으로 작용하여 금년 上半期 중의 총통화( $M_2$ )의 증가율을 높이게 된 것이다. 총통화의 증가율이 3월 중에는 16.2%가 증가한데 이어 4월에는 이보다 더 높은 16.6%의 증가속도를 기록하여 두 달째 年末역세 상한선인 14%를 넘어서고 經常收支도 계속 黑字로 돌아서 海外部門에서의 통화증발 요인이 증대하자 通貨當局은 3월부터 통화수축에 나서게 되었다. 즉 3월에 이어 4월 중에도 5백억원 규모의 통화안정증권을 신규로 발행했으며 3천억원 규모의 預貸相計를 실시했다. 이와 같은 조치와 더불어 通貨當局이 證市의 진정을 위해 市中銀行을 통해 지원해 오던 증권금융자금을 회수하고 또 銀行들이 별도로 貸出해준 증권회사 용자금을 모두 회수하도록 지시하여 거두어들였다. 또 긴축정책은 家計貸出 및 企業의 운전자금 등 一般貸出에도 적용되고 있다. 이와 같은 緊縮조치가 한편에서는 強化되고 있는 반면 다른 한편에서는 不實企業 지원을 위한 貸出, 貿易金融 등 정책금융의 증가와 國際收支 改善



으로 인한 海外部門으로부터의 通貨增發이 계속되고 있어서 部分的으로는 資金不足 현상이 나타나고 있는 가운데 市中資金이 풍성한 이른바 자금 배분의 歪曲현상이 심화되고 있다.

海外部門으로부터의 通貨增發과 政府部門에서의 財政資金조기집행으로 인한 通貨增發을 銀行창구를 통한 民間信用供給의 축소로 저지하려고 하는데서 市中에는 돈이 많으나 企業이나 家計의 金融事情은 어렵고 따라서 金融負擔이 늘고 있는 실정이다. 通貨의 부문별 供給經路 변화는 內部 資金의 축적 부족으로 不足資金을 銀行借入에 의존하고 있는 企業에게 금융비용 부담을 가중시키게 된다. 또 은행창구를 통한 자금 용자가 어려워지면 결국 金利가 높은 短資나 私債市場에 의존할 수밖에 없기 때문에 企業의 금융부담은 증가하게 된다.

國際收支의 赤字로 인한 通貨의 海外部門에서의 供給增大를 民間部門에 대한 一般貸出통제로 상쇄하려는 통화정책은 우리에게 「돈의 풍요함 속에서의 돈 不足」 또는 「넘치는 돈 속의 緊縮주름살」이라는 이상현상을 가져왔다. 이런 경우 부문별 통화의 공급경로 변화에 따른 통화의 安定的 관리가 중요한데 특히 國際收支上の 변화에 따라 통화관리정책의 방향전환이 요구된다. 즉 최근 우리나라의 경우 통화의 안정적 공급 방안은 海外部門에서 늘어나는 통화 공급을 일반 대출의 抑制 등으로 상쇄하려 할 것이 아니고 短期外資의 조기 상환, 外資도입 규모의 축소 등을 통해서 海外部門에서의 증발요인을 海外部門에서 흡수토록 하는데 있다.

또 通貨를 어떤 指標(예컨대 本源通貨,  $M_1$  또는  $M_2$  등)를 기준으로 하여 관리하느냐도 경제에 미치는 효과면에서 대단히 중요하다고 할 수 있다. 中心 通貨指標의 선정에 있어 사용되는 기준은 첫째, 通貨信用政策의 中間目標(intermediate target)로서의 통화지표와 최종 목표가 되는 경제활동 수준(소득, 물가 등)과의 관계의 긴밀성 또는 안정성 둘째, 동 통화지표의 최종 목표에 대한 外生性 세째, 中間目標 자체를 통화 당국이 조정할 수 있는나이의 여부 즉 統制可能性 그리고 끝으로 通貨指標統計 활용의

속보성 또는 정확성 등을 들 수 있다. 일반적으로 中心指標로 채택하는 기준은 通貨指標의 변동 추이의 안정성, 소득유통 속도의 안정성 및 통화지표와 실질 변수간의 時差 상관관계 등에 중점을 두고 있는데 우리 나라에서는 통화변동 추이의 안정성 및 소득유통 속도의 안정성의 양 측면에서  $M_2$ 가 신뢰할 만한 지표로서 채택되어 1979년 이후 中心指標로 쓰이고 있다.

금년도 초에 통화 당국은 소득증가 목표를 7%로 잡고 總 통화의 年末上限 目標을 12~14%로 정한 바 있는데 2월 이후 總 통화의 증가율이 연말 목표선을 훨씬 상회하는 17%선에 이르자 貸出억제 등 긴축정책을 강력히 펴기 시작하였다. 그러나 이미 앞에서도 지적한 바와 같이 저축성예금의 증가 추세와 輸出好調 등으로 인한 海外部門에서의 통화 증발로 인하여 總 통화는 계속 증가하고 있는 가운데 한편에서는 一般貸出의 억제로 기업의 자금 사정은 어려운 상황에 이르게 되었다. 따라서 최근에는 通貨관리指標에 관한 논쟁이 각 경제주체의 이해와 시각 차이에 따라 활발히 일어나고 있다. 통화당국인 한국은행이 현재 17%내외의 總 통화 증가율에 민감한 반응을 보이고 있는데 반하여 일부에서는 통화의 유통속도가 80년 이후 하락하고 있기 때문에 통화 공급량이 증가하더라도 물가에 미치는 영향은 우려할 필요가 없다고 주장하고 있다. 더우기 금년도 總 통화의 목표 증가율 12~14%는 경제 성장률 7%를 전제로 설정된 것인데 금년도 경제 성장률이 9~10%로 높아질 전망이어서 연초의 통화억제 목표에 구애받을 필요가 없다고 경제기획원은 주장하고 있다.

通貨의 中心指標 선정에 있어서도 경제기획원은 本源通貨(High-powered money)를 활용할 것을 주장하고 있는데 반하여 한국은행은 總 통화( $M_2$ )를 고수하고 있고 全經聯 등 경제계는 통화( $M_1$ )을 주장하고 있다. 한편 일부 학자들은 流動性이 다른 각 금융자산을 加重平均하여 계산한 디비지아(Divisia)라는 새로운 통화 지표의 채택을 주장하기도 한다.

재미있는 것은 한국은행이 17% 수준에 이르



고 있는 총통화( $M_2$ ) 증가율을 기준으로 경제안정이 깨어질 것을 염려하여 緊縮政策을 강조하고 있는데 반하여 全經聯 등 企業側에서는  $M_1$ 의 증가율이 7% 수준에 머물고 있기 때문에 통화의 擴大供給이 필요하다고 주장하고 있다는 점이다. 全經聯은 특히 지난 84년 6월 양도성 예금증서(CD)가 도입된 이후  $M_2$ 에 비해서  $M_1$ 이 물가와 깊은 상관관계를 갖고 있다고 보고 있다. 물가 영향을 염려하여 총통화( $M_2$ )의 증가율 억제라는 금융 긴축정책의 강화는 企業에게 자금사정의 악화라는 부담을 안겨주고 있다는 장기적으로 경제 성장을 저해하게 된다는 것이다. 따라서 현재 7% 수준의 증가율에 머물고 있는 통화( $M_1$ )가 12~14%線까지 증가할 수 있도록 공급을 늘리는 것이 바람직하다는 것이 業界의 主張인 것이다.

앞에서 우리나라의 총통화( $M_2$ )의 공급이 증가해도 80년대 이후 통화의 유통속도( $V$ )의 증가율이 하락하고 있어서 통화가 물가에 미치는 충격은 감소하고 있기 때문에 총통화의 공급률이 목표선을 넘어서도 염려할 것 없다는 주장이 있음을 지적했다. 이는 적정 통화량의 크기가 단순한 통화 수량의 크기에 의존한다기 보다는 통화의 유통속도의 증가율과 소득의 증가율 등에 의해서 결정된다는 것을 의미한다. 즉 돈의 공급이 계획보다 많이 풀려도 통화의 유통속도의 증가율이 둔화되면 물가 상승에 영향을 미치지 않는다는 것이다. 그렇다면 통화량과 물가 상승률과의 관계에 있어서 중요한 역할을 하는 流通速度(velocity)에 영향을 주는 요인들은 무

엇인가? 流通速度란 通貨量(또는 民間貨幣保有高)에 대한 名目GNP의 比率을 나타내는 것이다. 즉  $V = \frac{Py}{M}$  이다. 여기에서  $V$ 는 유통속도,  $Py$ 는 물가 수준과 실질생산의 곱인 명목 국민소득 그리고  $M$ 은 통화량(또는 민간화폐보유량)이다. 따라서 명목 소득에 비해 통화량( $M$ )이 변동하거나 또는 그 반대의 경우에 유통속도( $V$ )의 수준에 변동이 발생한다. 유통속도의 변동률은 시간의 경과에 따른 유통속도 수준의 변화비율을 뜻한다. 유통속도의 수준은 사람들이 그들의 소득에 비해 보유화폐( $M$ )의 크기를 변동시킬 때 변동하게 된다. 어떤 요인으로 소득에 비하여 화폐 보유를 늘리게 되면 유통속도는 감소하고 반대로 화폐 보유를 줄이면 유통속도는 증가하게 된다.

유통속도에 영향을 미치는 요인은 첫째, 收入과 支出의 패턴 및 回收 등을 들 수 있다. 예컨대 月給수령의 횟수가 빠르면 빠를수록 주머니에 현금을 많이 보유할 필요가 줄어들기 때문에 유통속도는 증가하게 된다. 둘째로 소득에 비하여 화폐 보유를 절약시켜주는 요인 예컨대 신용카드 사용의 증대 등은 개인의 화폐 보유의 필요성을 감소시키기 때문에 유통속도를 증대시킨다. 또 실질 이자율이 증가할 경우 사람들은 저축성예금을 증가시키는데 만약 저축성 예금이 流動性이 없다고 간주하여 통화에 포함시키지 않으면 저축성 예금의 증가만큼 통화 보유량이 감소하는 결과가 되기 때문에 유통속도는 증가하게 된다. 그러나 저축성 예금도 유동성이 있는 자산으로 간주하여 통화량에 포함시키면 저축성 예금이 증대한 것만큼 통화 보유고가 늘어난 것과 같기 때문에 유통속도는 줄어든다. 또 인플레이션 기대가 크면 클수록 사람들은 화폐 보유를 줄일 것이기 때문에 유통속도를 증대시키게 된다. 그리고 금융혁신이 화폐자산과 비화폐자산간의 代替費用을 감소시켜 주는 방향으로 이루어질 경우 사람들은 유동성이 낮은 비화폐자산으로 보유하기보다는 유동성이 높은 화폐자산으로 보유하려 할 것이기 때문에  $M_1$ 의 유통속도를 증가시키게 된다. 반대로 非 $M_1$ 자산보다  $M_1$  자산으로 보유하는 비용을 낮게하는 력

신 예컨대 저축의 자동이체, Now 計定 및 Super-Now 計定 등의 경우에는  $M_1$ 의 유통속도를 낮추게 된다.

우리 나라에서 80년대 이후  $M_2$ 통화의 유통속도의 증가율이 감소한 이유는 새로운 금융혁신의 도입과 물가의 안정 및 높은 金利로 인한 저축성 예금이 증대했기 때문이라고 볼 수 있다. 이 관계를 역으로 생각하면 물가안정과 실질금리가 상대적으로 유리한 저축성예금의 증가가 총통화의 증가로 나타나고 있는데 이 저축성예금(따라서  $M_2$ )이 流動性자산의 측면이 있다는 이유로 그 증가율을 규제하려고 할 때 實質金利의 조절을 통해서가 아니고 貸出統制를 통해서 하려고 하면 자원 배분의 왜곡을 초래할 수밖에 없다. 그렇다고 實質金利 수준을 引下하여 저축성예금 수요(따라서 총통화 공급량)를 줄이는 정책을 쓴다는 것은 결국 인플레이션을 초래할 뿐만 아니라 국민저축률을 떨어뜨리고 따라서 外債問題를 심화시킬 것이기 때문에 받아들이기가 어렵다.

따라서 최근의 우리나라 경제의 급격한 발전과 변화에 맞는 통화관리방식이나 정책을 신축성 있게 채택하기 위한 연구가 이루어져야 한다. 각 통화지표의 소득유통속도의 안정성 그리고 이들 지표와 소득 및 물가 등과의 관련성 등에 대한 지속적인 관찰과 연구가 이루어지지 않으면 안된다. 통화정책의 기본 방향은 단기적으로 경기가 과열될 때에는 긴축을 하고 경기가 나쁠 때는 풀어주어야 하는데 본원통화, 통화( $M_1$ ) 및 총통화( $M_2$ ) 중 어떤 지표를 중심으로 수량규제를 하는 것이 경제 현실에 적합한지가 규명되어야 한다. 왜냐 하면 경제 구조의 변화에 부응되는 통화관리 방식이 항상 강구되어야 경제 전체의 발전을 위해 능률적일 수 있기 때문이다. 좀더 구체적으로 말하면 70년대 이전에는 통화( $M_1$ )나 중앙은행의 부채(本源通貨)를 통화규제의 지표로 삼았었지만 70년대 이후에는 국내신용(CD)과 총통화( $M_2$ )로 규제 범위를 확대하여 운영해 왔다. 그러나 80년대 후반에 접어든 현재에는 저축성예금이 포함되어 있는 총통화( $M_2$ ) 규제보다는 저축성예금을 빼 통화

( $M_1$ ) 또는 본원통화만을 규제하는 것이 더 능률적일지도 모른다. 총통화( $M_2$ )는 현금통화와 요구불예금 및 저축성예금으로 구성되어 있는데 그중에서 현금과 요구불예금은 분명히 流動性자산이므로 통화인데 반하여 저축성예금은 유동성과 수익성의 두 가지 면을 겸한 금융자산이고 실제로 우리나라의 경우 저축성예금이 총통화( $M_2$ )에서 차지하는 구성비가 86년 4월말 현재 73.6%로서 매우 높기 때문에  $M_2$ 를 규제하는 것은 결국 저축을 규제하는 것과 같은 모순을 지니게 된다.

따라서 中心통화지표로서 어떤 통화지표를 선택해야 할 것인지를 통화의 유통속도의 안정성, 실물부문의 상관관계 등에 비추어 적절히 연구하고 통화관리 방식을 개선하지 않으면 안된다.

지금 현재로서는 통화당국이 총통화 증가율을 16%線으로 상향 조정함에 따라 긴축을 완화시키고 또 은행별 여신한도제를 철폐하고 支準정책을 강화, 간접규제로 전환해 나가고 있는 듯하다. 그러나 통화는 잘 관리하면 경제를 위해 매우 좋은 결과를 가져올 수 있지만 잘못 관리하면 엄청난 경제교란을 야기시킬 수도 있는 것이다. 통화당국은 최근 해외 부문에서의 통화증가를 해외 부문내에서 흡수하도록 하면서 민간에 대한 자금공급을 잠식치 않는 선에서 신중한 운영을 하지 않으면 안될 것이다. 넘치는 돈속의 緊縮이라는 異狀현상을 실물경제의 성장을 저해함이 없이 어떻게 해결해야 할 것인가가 우리의 금융당국에게 맡겨진 과제이다. 통화당국이 현실 상황 변동에 부응하는 통화관리정책을 꾸준히 추진할 때 우리 경제의 구조적 모순들이 하나하나 해결되어 나갈 것이다. 통화정책은 일관성이 있되 정책의 방향이나 속도를 변경시켜야 할 필요성이 있을 때는 국민들이 충분히 이해하고 예상할 수 있도록 해야만 할 것이다.

우리 몸의 피(血)의 흐름과 같이 경제의 활력이 되는 통화의 흐름은 각 부문에 편중되거나 부족함이 없도록 골고루 공급되어야 할 것이다. 통화의 흐름을 원활하게 하는 일이 통화당국이 담당해야 할 예술작업 중의 중요한 하나이다. ♣