

通貨·金融政策의 現況과 改善方向

李 滿 基

〈漢陽大學校 經營大學院長·經博〉

1. 通貨의 관리방법

通貨(Money)란 국민경제에서 쓰고 있는 여러 형태의 돈(또는 화폐)을 모두 집계한 화폐의 총량을 의미한다. 돈은 경제운영과 발전에 있어서 너무나 큰 역할을 맡고 있어, 어떤이는 말(言語), 불과 함께 돈은 인류역사에 있어 3대 발명품이라고 말하였고, 최근에도 필라델피아 연방은행의 한 글에서 「貨幣는 인간이 발명한 가장 위대한 것의 하나이며 經濟科學에서 가장 매력적인 부문이다」라고 표현했다. 그러나 돈은 이와 같이 귀중한 것이기 때문에 관리를 잘해야 한다.通貨가 너무 많으면 인플레이션이 생기며, 너무 부족하면 경제활동이 위축되고 실업과 불황이 생긴다. 그러므로 어떤이는 「화폐는 矛盾의 축소판이다」라고 표현하기도 했다.

역사상 돈을 잘못 관리했던 대표적인 사례는 1919년에 500억 마르크이던通貨를 1923년까지의 4년간 496,585,345조 마르크로 남발해서 쓸모없는 休紙 조각으로 만들었고 결국 1兆 마르크를 1렌텐 마르크로 바꾸는 화폐개혁을 했던 것을 들 수 있다.

관리通貨제도를 실시했던 1920년대에는 그 뿌리를 貨幣數量說에 두었으며 이는 화폐의 수량 즉通貨가 물가와 비례하므로通貨의 가치를 안정시키기 위하여는通貨를 실물의 거래량에 맞추어야 한다는 결론이다. 그러나 화폐수량설

에 의해通貨를 실물에 맞추어서 경제의 안정과 번영을 가져왔던 1920년대가 채 끝나기 한 달을 앞둔 1929년 11월에 시작된 불황은 마침내 전무후무한 世界的 大恐慌으로 변졌고 1933년에 가서 뉴딜政策에 의해 겨우 수습되었음은 우리가 잘 아는 일이다. 뉴딜政策은 고전경제학의 이론을 수정한 케인즈의 이론에 바탕을 두었으며 화폐수량설을 따르지 않고 화폐가 국민경제의 總需要를 조절하기 위하여 어떤 수량에의 업매임을 벗어나게 한 것이라고 말할 수도 있다. 총수요의 관리를 위한通貨의 운영은 總需要의 사정에 따라 金利의 목표를 정하고 本源通貨(Reserve Base)에 의해 간접적으로 전체의通貨가 공급되게 하는 방식이다.

그러나 우리나라는 국민경제 전체의 균형에 있어 總需要보다 總供給이 부족하여 공급측의 문제가 중요하였으며 開發初期부터 지금까지 경제개발을 위한 資源配分에 있어 市場기능에 맡기기보다 計劃과 政策이 거시적으로 우선되어 왔으므로通貨의 관리에 있어서도 전체의 수량을 공급측에서 직접 조절하는 방식을 택하여 왔다. 다시 말하면 우리나라의通貨관리는 本源通貨와 금리에 의한 간접적인 운영이 아니라 國內信用(Domestic Credit)을 관리하는 직접규제 방식을 택하여 왔다.

따라서 전체通貨의 범위를 어디까지로 정하느냐에 대해 논의할 수 있는데 그동안通貨(M₁), 中央銀行通貨(MB), 國內信用, 總通貨(M₂)

주요국의 규제대상통화지표

<表- 1 >

	실시시기	통화지표
미국	75. 4	M ₁ , M ₂
서독	74. 12	중앙은행통화(MB)
일본	78. 7	M ₂
영국	76. 6	유동성(M ₃)
프랑스	76. 10	M ₂
캐나다	75 말	M ₁
스위스	75 초	M ₁
한국	55, 66, 70, 79	M ₁ , MB, DC, M ₂

資料 : 한국은행 ; OECD, Monetary Targets and Inflation Control, 1979.

등으로 여러 차례 규제범위를 바꾸어 왔다. 통화의 공급을 결정하는데 貨幣數量을 목표로 하는 이 방식은 우선 그 수량을 사전에 파악할 수 없는데다가 그 흐름을 사전에 파악할 수 없으므로 제한적이다.

그러므로 선진국에서는 시장기능인 金利의 역할을 중요시하고 통화수량은 따로이 목표로 정하지 않고 실물경제의 總需要에 따라 간접적으로 본원통화를 조절해 온 것이다. 그러나 선진국에서도 1970년대에는 스태그플레이션으로 總需要 조절을 하기가 어려워졌기 때문에 통화수량을 규제하고 金利는 自由化하여 다시 통화주의적인 운영방식을 채택하였다. 통화의 규제범위를 어떻게 정하느냐에 대해서는 어떤 범위까지의 통화가 實物部門의 여러 지표에 긴밀하게 관련되고 있는가에 따르는 것이 원칙이다.

전문적인 이야기는 생략하고 몇 개의 결론을 소개하면 최근 金融전공학자들의 분석에 따르면 국민소득의 예측력이라든가, 유통속도의 반응 등을 통해서 볼 때 우리나라에서는 總通貨(M₂)가 가장 상관관계가 큰 것으로 나타나고 있어 이를 정책의 규제대상지표로 삼는 것이 대체로 옳다는 결론을 얻을 수 있다. 이에 비추어 볼 때 1979년부터 총통화를 규제대상으로 하고 있는 것은 타당한 것으로 볼 수 있다.

2. 금융정책과 민간투자

통화와 금리는 민간투자를 조절하기 위한 정책목표에 따라 운영되어야 한다. 민간투자는 다른 어느 경제적 행태보다도 국민경제에서 중요한 역할을 한다. 적절한 민간투자가 불황이나 과열이 없는 안정된 經濟를 유지하면서 經濟開發을 주도하는 역할을 하는 까닭이다.

그동안 우리는 1978년을 전후해서 국내외의 好況과 함께 제 2의 도약을 성공시킬 수 있는 절호의 기회를 과잉된 設備投資와 2차 석유파동으로 인해 살리지 못한 채 80년대의 不況과 투자의 위축을 맞보게 된 것은 전체적으로 민간투자를 적절히 조절하기 위한 통화금융정책이 매우 중요하다는 사실을 경험시켰다.

우리나라의 投資增加率は 70년대 후기에 年 20%가 넘는 고정투자증가율을 보였던 과다한 설비투자를 했었고 그 뒤에 2차 석유파동과 스태그플레이션으로 投資가 위축되어 80~84년에는 3.8%로 크게 둔화되었다. 기간별로 볼 때 우리나라의 投資增加率は 변동폭이 가장 크며 70년대에는 성장률에 비해서도 과다한 증가율을 보였다.

그리하여 1971~74년에는 10.6%에서 75~79년에는 19.8%로 2배 가까이 가속화 되었다가 80~84년에는 3.8%로 5분의 1도 못되는 감속으로 바뀌었던 것이다.

이미 선진공업국으로 자산규모가 큰 일본의 경우 70년대나 80년대에 다같이 投資增加率이 經濟成長率을 약간 下廻하는 가운데 안정된 수준을 유지하고 있는데 비해 우리나라는 70년대 초까지는 投資增加率이 經濟成長率을 약간 上廻하던 것이 70년대 후기에는 크게 上廻하여 2배에 이르다가 80년대에는 經濟成長率을 下廻하게 되어 投資效率을 높이는 했으나 投資의 起伏이 심하였다. 우리와 비슷한 工業化段階에 있는 臺灣도 1971~74년에는 投資增加率이 成長率을 상회하였으나 75~79년에는 거의 같은 수준이고 80~84년에는 약간 下廻하여 점진적으로 投資效率이 개선되고 그 起伏이 크지 않았다.

우리나라의 投資增加率의 起伏이 큰 것은 대체로 창의적이고 혁신적인 獨立投資보다 모방적

期間別 投資增加率

<表-2>

(單位: %)

	1971~74년 평균		1975~79년 평균		1980~84년 평균	
	成長率	固定投資增加率	成長率	固定投資增加率	成長率	固定投資增加率
韓國	9.1	10.6	10.0	19.8	4.7	3.8
日本	5.3	4.4	4.7	4.4	4.3	2.6
臺灣	10.0	16.0	10.1	10.8	6.6	3.8

資料: 한국은행, 國民所得計定, 1984.

日本經濟企劃廳, 國民所得計算年報, 各年

臺灣, Council for Economic Planning and Development, Taiwan Statistical Data Book, 1981.

이고 경기에 자극받아 크게 변동하는 誘發投資가 대부분인 까닭이다. 무엇이든 잘되면 과다하게 확대하고 다른 企業이 잘되면 뛰어들며 심지어 새로 착수하는 獨立投資까지도 기술혁신이나 창의적인 부문보다 설비투자 중심으로 확대해 왔었다.

1980~84년에는 70년대의 확장기의 반동으로 다른 나라보다 한층 더 투자가 위축되고 있다. 국민총생산에 대한 投資率은 이 기간에도 30.8%로 일본의 29.9%, 대만의 27.2%보다 다소 높은 편이어서 投資活動이 위축되지 않은 것 같으나 GNP도 投資가 위축될 때에는 같이 위축되거나 성장이 둔화되기 때문에 投資率을 가지고 동태적인 투자동향을 설명할 수는 없는 것이다. 더우기 산업별로 볼 때 總固定投資중 製造業의 구성비는 14.7%에 불과하고 社會間接資本은 34.3%, 기타 서어비스는 44.5%나 차지하여 같은 공업화 과정에 있는 대만에 비하여 제조업의 투자비중이 작다. 특히 日本과 臺灣이 우리의 현재와 같은 1인당 GNP가 2천달러이 었을 때의 제조업 투자비율에 비하여 우리는 너무 그 비중이 작다. 이와 같이 經濟成長을 주도하며 輸出상품 구성에 있어 95% 이상을 차지하고 있는 製造業의 投資構成比가 대단히 작고 內需중심의 소비를 조장하며 投資效率이 낮은 서어비스부문에 상대적으로 많은 재원이 배분되고 있음은 장기적인 生産能力의 확충을 지연시킬 우려가 있음을 알아야 할 것이다. 특히 投資構成을 설비와 건설로 구분해 볼 때 설비투자의

비중이 작고 建設投資가 컸던 것도 발견할 수 있다. 海外建設의 不振을 보충한다는 뜻에서 국내건설 투자라도 확대시켜야 했던 사정을 이해할 수 있으나 국내건설에 있어서도 다른 산업의 不況期에 건설수요의 뒷받침이 따를 수 있다고 기대하기 어려운 것이다. 결론적으로 80~84년에는 투자활동이 상당히 위축되었다고 말할 수 있다.

이와 같은 投資의 起伏은 사업이 잘되면 확장하고 잘 안되면 움츠리는 유발투자 중심의 企業投資행태에 그 원인을 찾고, 우선 企業人들에게 안될 때에도 새 사업을 찾고, 잘될 때에도 뇌동할 수 없는 창의적인 혁신투자가 꾸준히 지속되도록 投資行態를 개선하는 것을 권고할 수 있다. 그러나 이에 못지 않게 중요한 것은 企業의 投資가 활발할 때 이를 부채질하고 움츠릴 때 더욱 움츠리도록 긴축을 하는 政策當局의 政策運用행태를 개선하는 것이 중요하다고 생각한다.

3. 통화 및 금리정책의 동향과 개선 방향

우리나라의 통화 및 금리의 운영은 모두 정부가 직접 조절해 왔다. 그 어느 하나를 조절하고 다른 하나를 자율적인 시장조절기능에 맡기어야 자금의 수급을 균형시킬 수 있는데 비해 우리는 양자를 모두 직접 조절하였기 때문에 자금시장의 수급의 균형은 항상 불가능하였었다.

投資率 및 産業別 投資構成

<表-3>

(單位: %)

	1980~84년 평균			日本	臺灣
	韓國	日本	臺灣	(1955~61)	(1974~80)
經濟成長率	4.7	4.3	6.4	9.7	8.4
固定投資率	30.8	29.9	27.2	26.8	28.7
國民貯蓄率	23.6	31.4	32.0	31.6	32.4
總固定投資	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
농림어업	6.2		3.9	7.7	5.6
제조업	14.7		27.7	26.4	32.0
사회간접자본	34.3		36.9	24.8	36.1
기타서비스	44.5		31.2	39.4	25.3
설비투자	38.5	33.9	55.0	41.8	54.5
건설투자	61.5	66.1	45.0	58.2	45.5
주택투자	18.2	20.2	14.0	14.6	13.0

資料: <表-2>와 동일

여러 通貨數量的 增加率

<表-4>

(單位: %)

	貨幣發行額		本源通貨(RM)		通貨(M ₁)		總通貨(M ₂)		國內信用	流動性
	末殘	平殘	末殘	平殘	末殘	平殘	末殘	平殘	(DC) 末殘	(M ₃) 末殘
1972	31.5	20.1	48.3	10.9	45.1	26.1	33.8	24.2	30.4	31.8
1973	44.1	44.8	46.0	59.7	40.6	51.8	36.4	38.8	31.7	42.0
1974	28.8	27.0	24.2	24.9	29.5	23.6	24.0	26.1	54.2	27.2
1975	23.3	28.3	39.0	33.8	25.0	25.4	28.2	27.0	32.2	28.4
1976	31.3	28.9	33.5	29.6	30.7	30.7	33.5	29.2	21.7	35.6
1977	40.4	36.2	44.1	35.7	40.7	38.7	39.7	37.0	23.6	42.1
1978	44.3	47.2	35.3	54.9	24.9	32.2	35.0	39.3	45.9	35.8
1979	21.8	31.2	23.8	26.1	20.7	18.0	24.6	26.8	35.6	31.0
1980	12.2	17.7	-6.5	-6.5	16.3	17.2	26.9	25.8	41.9	33.0
1981	8.2	13.8	-13.6	1.2	4.6	13.4	25.0	27.4	31.2	30.8
1982	26.6	13.6	36.5	3.5	45.6	24.2	27.0	28.1	25.0	33.2
1983	11.0	15.5	7.1	20.8	17.0	25.9	15.2	19.5	15.7	21.6
1984	9.5	7.6	3.7	5.6	0.5	9.9	7.7	10.7	13.2	20.6
1985	5.2	5.7	1.7	3.1	10.8	3.2	15.6	11.8	18.0	21.3
72~84평균	24.1	24.1	23.1	21.7	25.1	24.3	26.7	26.6	30.0	31.0

資料: 韓國銀行, 主要經濟指標, 1986. 2. 1.

앞에서 통화의 규제대상에 대해 논의하였으나 그 대상범위가 절대적인 것이 아니고 그 어

는 것을 기준으로 하든 실물경제의 움직임에 대해 얼마나 유효한 방향으로 조절되었느냐 하

는 것이 중요하다고 생각한다. 여기서 여러 통화지표의 증가율을 모두 살펴보면 그 어느 것 하나 안정되지 못하고 심한 기복을 보여주고 있다. 모든 통화지표가 거의 같게 경기가 호황이

던 1973, 1978년에 크게 늘어 이를 부채질했고
 不況이던 1975, 1981년 이후에 크게 축소되었으며 1983년과 1984년에는 다른 어느 때보다도 긴축을 했음을 볼 수 있다. 이와 같은 통화증가의 起伏은 앞서 고찰한 民間投資의 起伏과 시기적으로 거의 같아서 그 起伏을 확대시키는 요인으로 작용되었음을 알게 한다.

景氣變動과 貸出金利

<表-5>

景氣局面	貸出金利
① 1957. 1 ~ 1957. 11 (10) 下降	不變 1951. 4 ~ 1959. 7 (99개월)
② 1957. 11 ~ 1959. 10 (23) 上昇	引下 1959. 7 (4.3%)
③ 1959. 10 ~ 1960. 6 (8) 下降	不變 1959. 7 ~ 1962. 4 (33개월)
④ 1960. 6 ~ 1963. 7 (37) 上昇	2회引下 1962. 4 (6.2%) 1962. 12 (4.3%)
⑤ 1963. 7 ~ 1964. 6 (11) 下降	引上 1964. 3 (1.9%)
⑥ 1964. 6 ~ 1971. 8 (86) 上昇	1회引上 1965. 9 (62.5%) 3회引下 1968. 10 (3.8%) 1969. 6 (4.8%) 1971. 6 (8.3%)
⑦ 1971. 8 ~ 1972. 6 (10) 下降	引下 1972. 1 (13.6%)
⑧ 1972. 6 ~ 1974. 5 (27) 上昇	引下 1972. 8 (18.4%)
⑨ 1974. 5 ~ 1975. 7 (12) 下降	不變 1972. 8 ~ 1976. 8 (48개월)
⑩ 1975. 7 ~ 1979. 1 (41) 上昇	引上 1976. 8 (16.1%) 引下 1977. 7 (9.4%) 引下 10 (9.4%) 引上 1978. 6 (18.8%)
⑪ 1979. 1 ~ 1980. 12 (23) 下降	引上 1980. 1 (31.6%) 3회引下 6 (4.0%) 9 (8.3%) 11 (9.1%)
⑫ 1980. 12 ~ 1984. 3 (51) 上昇	6회引下 1981. 11 (5.0%) 11 (5.3%) 12 (5.6%) 1982. 1 (5.9%) 3 (12.5%) 6 (28.5%)
⑬ 1984. 3 ~ 1985. 현재 下降	부분 1984. 1.23 (10.5%) (上限線) 11. 5 (11.5%) 引上 1985. 4.19 (13.5%) 3회

또한 金利의 변동은 경기변동이나 통화의 변동에 무관하게 정책당국자의 판단에 따라 과거하게 변동되었던 사실을 발견할 수 있다. 金利가 경기대책에 걸맞게 움직이려면 不況時에 引下되고 好況時에 引上되어야 하는데 지금까지의 金利變動을 경기변동과 맞추어 보면 여기에 맞는 경우보다 오히려 반대의 경우가 더 많았다.

최근에는 金利를 다소 신축성있게 조정하려는 의사를 밝히고 있지만 不況이 장기화되고 企業投資가 위축되고 있음에도 불구하고 아직도 基本金利를 引下시키지 않고 일부 金利만을 시험삼아 引下조정하는 듯한 소극적인 금융정책운영을 하고 있다.

최근에는 돈이 갈 곳이 없어 株價가 크게 오르고 債券收益률이 감소되며 短資會社의 돈이 남아돌고 은행도 자금이 넉넉한데, 그럼에도 불구하고 銀行貸出金利만은 아직도 1982년 6월에 정한 10%의 수준에서 움직이지 않고 있으며, 돈은 남아도 貸出限度가 넉넉지 못하다는 경직적인 자금수급현상이 계속되고 있다.

국공채수익률이 84년 12월 15.37%에서 85년 12월 12.56%로 낮아졌고 會社債收益率도 84년 12월 15.08%에서 85년 12월 13.57%로 낮아졌으며 86년에는 2월 10월 현재 국채가 11.75%, 會社債가 12.93%로 더욱 낮아졌다. 이와 같은 사실은 지금 金融市場의 자금의 여유가 상대적으로 많아지고 있음을 보여준다.

또한 <表-6>에서 84년에는 期間이 장기간인 國公債의 값이 낮고, 危險은 있으나 期間이 짧은 會社債의 값이 높아서 投資者(저축자)가 長期間을 기피했으나 85년에는 오히려 長期間을 선호하여 국공채의 값이 높아져서 그 수익률이 낮아졌음은 중요한 사실이다. 자금여유가

최근의 채권수익률 동향

(單位 : %)

<表- 6>

	1984. 12	1985. 3	1985. 6	1985. 9	1985. 12	86. 2. 10
국공채 수익률	15.37	15.04	13.51	13.59	12.56	11.75
회사채 수익률	15.08	14.81	14.10	13.81	13.57	12.93
C P 매출금리 ¹⁾	12.46	12.42	12.39	12.29	12.29	

註 : 1) : 월평균 금리임.

資料 : 증권거래소

많고 장차 金利가 下落될 것으로 보이기 때문에 長期間 수익을 보장하는 國公債를 더 선호하게 되었음은 우리나라의 資金市場이 크게 안정되고 있음을 보여준다.

그러므로 이러한 때에 金融市場의 자금순환을 빠르게 이끌고 安定된 企業資金의 조달을 뒷받침할 수 있도록 金融政策이 선호되어야 할 것이다.

결론적으로 우리나라 통화 및 금융정책은 그동안 起伏이 심하고 不安定했던 資金循環을 바로잡아 안정되고 효율적인 資金市場의 기능을 발휘하도록 하며 金融市場이 民間投資를 건전하게 조절하도록 하여야 할 것이다.

최근에는 實物經濟에 있어서 한편으로 成長과 雇傭을 유발하며 한편으로 生産能力和 生産效率를 확충할 수 있도록 하는 構造改善을 목표로 하는 投資의 活性化가 요구되고 있다. 다시 말하면 최근 대외경제환경이 개선되고 있는 이때에 우리의 産業投資를 活性化하여 成長과 雇傭을 확대시키도록 유도하며 장차 先進國과 경쟁할 수 있는 開放體制下的 경쟁력 확충을 위한 투자가 필요한 것이다.

86년에는 油價의 下落, 國際金利의 引下와 円貨의 上昇 등 우리에게 유리한 환경이 겹치고 있음은 잘 아는 일이다. 85년 11월 30.7 달러이던 北海產油가 86년 1월말 18.1 달러로 내렸고 텍사스產油는 31.8 달러에서 18.85 달러로 내려 油價가 폭락되고 있는 가운데 전체의 油價는 86년 평균 20~22 달러로 85년보다 5달러가 下落될 것으로 보고 있다. 또한 國際金利는 85년 8.39%에서 86년 상반기에 7.7%로 下落될 전망이며 달러貨는 85년 2월 262.5

엔에서 86년 1월 192円으로 下落되었다. 이러한 세 가지의 好材가 세계경제에 미치는 영향이 클 것은 물론이며 우리나라는 특히 円貨의 上昇에 따라 對日 경쟁력이 높아지고 輸出증대와 輸入多邊化를 촉진하여 貿易構造를 개선할 절호의 기회가 될 것이다. 우리는 아직도 어려운 문제들이 남아 있지만 이러한 절호의 機會를 잘 활용하여 經濟先進國으로 발돋움하는 기반을 닦아야 하겠다.

국내부문에 있어서도 우리는 아직도 낭비가 아닌 投資의 수요가 얼마든지 있다고 생각한다. 새로운 산업과 기술개발은 말할 것 없으며 이 밖에도 無住宅者가 많기 때문에 住宅建設을 확대하여 건설경기부양과 고용증대를 기하도록 할 수 있다.

일반 산업부문에 있어서는 專門部品の 加工을 담당할 中小企業을 적극 발전시킴으로써 資本財部品の 輸入代替와 資本財輸出을 확대하고 雇傭을 증대시키며 地方産業과 농촌발전에 기여할 수 있을 때까지 계속해서 전문中小企業을 육성해 나가야 할 것이다.

또한 住宅建設을 擴大하기 위하여 住宅需要를 억압하는 여러 요인을 배제하고 實需要者의 구매력을 확충할 수 있도록 각종의 혜택을 주는 것이 바람직할 것이다.

통화와 금융정책의 운영은 이와 같은 實物部門의 요구를 뒷받침하는 동시에 金融市場의 자금순환을 효율적으로 확대할 수 있도록 개선되어야 할 것이다. 무엇보다도 硬直的이고 소극적인 정책운영을 지양하고 과감하게 시장기능을 활용하여 신축적이고 적극적인 金融市場을 육성하는 것이 바람직할 것이다. ♣