

「金利效果의 構造的 分析」: 論評

李 性 輝

*

金利調整의 經濟的 效果에 대한 論議는 과거에도 꾸준히 있어 왔지만 최근 다시 金融政策의 중요한 爭點의 하나로 대두되고 있다. 이 시점에서 『韓國開發研究』 1985年 가을號에 실린 朴元巖 博士의 論文, 「金利效果의 構造的 分析」¹⁾을 다시 한번 吟味해 보는 것도 意義가 있으리라고 생각된다.

朴元巖 博士는 金融後進國의 特徵을 반영하고 있는 計量模型을 제시하고 이 模型을 利用하여 金利引上의 效果를 分析하고 있다. 이러한 接近方法은 金利의 效果를 둘러싸고 벌어지는 ‘金利論爭’에 있어서 論議의 次元을 한 단계 높여 理論的 模型을 적극 활용하면서 金利政策의 效果를 綜合的으로 分析하고 評價할 수 있는 하나의 근거를 제시하고 있다는 점에

서 意義가 크다고 하겠다.

그러나 이미 언급한 重要한 公認이 있음에도 불구하고 朴元巖 博士의 論文에는 몇 가지 問題點이 있다고 생각된다. 이 論文은 보는 觀點에 따라 하나의 통일된 論文이 아니라 두 개의 別個의 論文이 섞여 있는 듯한 느낌을 준다. 論文의 構成을 보면 I. 序文 II. 우리나라의 金利·物價 및 成長에 관한 觀察 III. 模型 IV. 金利引上의 構造的 分析 V. 金利引上의 政策시뮬레이션 및 VI. 結論의 6個의 章으로 되어 있다.

第Ⅲ章과 第Ⅳ章은 開發途上國의 金融部門과 實物部門의 構造的 特徵을 반영하는 基本理論模型을 제시하고, 이 模型의 靜態分析和 動態分析을 이용하여 金利引上의 效果를 理論的으로 分析하고 있는 부분으로서 그 자체로 하나의 完結된 論文이 충분히 될 수 있다고 본다. 반면, 第Ⅱ章과 第Ⅴ章은 實證分析和 關聯된 부분인데 第Ⅲ章과 第Ⅳ章의 理論模型의 實證的 分析으로는 다소 미흡하고, 理論模型과의 밀접한 關聯이 결여되어 있다. 또한 이

筆者: 서울大學校 經濟學科 教授

1) 朴元巖, 「金利效果의 構造的 分析」, 『韓國開發研究』, 第7卷 第4號, 1985. pp. 14~33.

부분은 朴元巖 博士가 방대한 작업을 하여 만들고 있는 KDI 分期模型과 관련된 자료의 정리 내지 朴元巖 博士의 기본적 시각의 정립과 관련되어 있는 듯한 느낌이다.

論文에 대한 細部的 論評은 두 부분을 분리하여 理論模型에 관한 論評을 먼저 정리한 후 實證分析에 관한 論評을 하고자 한다.

理論模型의 기본적 골격을 보면 그 目的이 開發途上國의 金融部門과 實物部門의 構造의 特徵을 포착할 수 있는 閉鎖經濟下의 單純巨視模型을 만드는 데 있다. 金融市場은 制度金融市場과 私債市場으로 構成되어 있고 非金融市場은 不動產市場으로 대표되는 「인플레이 헤지」市場으로 되어 있다. 實物部門은 아주 단순하게 貯蓄函數와 投資函數로 나타내어지며 物價上昇은 인플레이즘에 의존한다고 보고 있다. 한편, Lewis型의 勞動過剩經濟를 가정하여 제도적으로 결정된 諸水準의 實質賃金 $W(=\frac{R}{P})$ 에서 무제한의 勞動供給이 이루어진다고 본다. 또한 Harrod-Domar類의 生産函數를 가정하여 生産量—資本比率(a) 및 勞動—資本比率(b)이 모두 일정하다고 본다. 貯蓄函數를 보면 利潤率과 貯蓄間의 상관관계를 강조하여 Cambridge型의 貯蓄函數

$$S = sr \cdot K$$

s : 貯蓄率常數

r : 利潤率

를 상정하고 있다. 이러한 理論模型은 하나의 理論模型으로서의 훌륭하고, 또한 著者가 주장하고 있듯이 「인플레이 헤지」市場을 資產市場에 포함시켜 부동산에 대한 투기활동이 經濟에 미치는 영향을 分析하고 定型化하였다는 점에서 공헌이 크다고 볼 수 있다.

그러나 우리나라 經濟를 分析하기 위한 模型으로서의 여러 가지 韓國經濟의 실정과는 거리가 먼 假定들이 결합되고 있어 그 結論을 韓國經濟에 그대로 적용하는 데에는 무리가 있다.

① Lewis型의 무제한 勞動供給의 假定 ② Harrod-Domar流의 生産函數 ③ Cambridge型의 貯蓄函數 및 ④ 閉鎖經濟의 假定은 각자으로 볼 때는 經濟分析上의 유용성이 있고 이를 적용할 수 있는 現實經濟가 있겠지만 비가치 假定을 결합하는 경우 現實性의 측면에서 韓國經濟와는 거리가 멀다고 본다.

한 가지 부수적인 점을 지적한다면 公金利引上이 不動產에 미치는 영향이 아주 특이하다. p. 29에 의하면 “不動產市場을 想定하여 公金利引上으로 金融資金이 不動產市場으로 流出되는 現象을 관찰할 수 있다. 즉 公金利引上으로 不動產을 덜 수요할 때, 短期的으로는 不動產의 實質價値가 일정하므로 不動產의 價格이 오를 것이라는 期待를 形成하여 資金이 不動產市場으로 逆流할 수 있다.”고 보는 데 一般的 견해와는 상당히 다른 측면이 있다. 이러한 結論은 模型의 특이성에 기인하는 것 같다.

다음으로 實證分析과 관련된 측면에 관하여 몇 가지 論評하고자 한다. 第II章에서 金利, 物價, 成長率 및 通貨 等の 變數의 相關關係를 정리해 놓고 이를 이용하여 필자의 기본적 시각을 정리하고 있는데, 여기에도 다소 특이한 점이 있다. 두 가지 예를 든다면 p. 18을 보면 “[圖 1]과 <表 1>은 公金利와 私金利가 매우 밀접하게(相關係數 $\rho=0.79$) 관련되어 움직이며 私金利와 物價도 매우 큰 相關係數를 가짐을 보여주고 있다. 다시 말하여 公金利의 引上은 物價引上에 연계되어 있다는 것이다.”

로 되어 있고, p.20에 의하면 “[圖 2]와 <表 2>는 公金利와 通貨量의 관계를 나타내고 있는데 公金利 引上時 通貨量의 絶對水準은 줄어들으나 通貨增加率은 上昇하고 있다.”고 보고 있다. 이러한 입장은 객관적으로 볼 때 제시된 자료만으로써는 설명이 불충분하다. 實證分析全體를 통하여 한 가지 특기할 만한 점은 通貨量을 內生變數로 보고 있다는 점이다. 우리나라의 金融政策의 歷史를 볼 때 政策當局은 오랫동안 通貨量을 政策變數로 보고 이를 조절하여 왔다는 점을 감안할 때, 通貨量을 內生變數로 보는 데는 무리가 있다고 생각된다.

第V章의 시뮬레이션 결과는 第III章과 第IV章에서 제시된 理論模型의 시뮬레이션이 아니라 朴博士가 만들고 있는 KDI 分析模型을 이

용하여 시뮬레이션한 결과로서 그 내용이 理論模型과는 밀접한 관련이 적다. 여기서도 시뮬레이션의 결과를 보면 “실제로 公金利를 2% 「포인트」 상승시킬 때 私金利는 대체로 1.5% 「포인트」 상승하였으며 總通貨는 미미하나마 상승하는 경향을 보였다.”고 정리하고 있어 通貨量을 內生變數로 취급하고 있는 면이 나타난다.

이상의 論評에도 불구하고 여러 가지 假說과 理論的 分析들을 사용하여 金利引上의 效果를 構造的으로 分析하고 있다는 점에서 높이 평가할 만한 論文이며, 현 단계에서 金利를 引下할 경우 어떤 效果가 나타날 것인가를 論議함에 있어서 여러 가지 훌륭한 示唆點을 줄 수 있다고 생각된다. ■