
適正金利水準의 摸索과

우리나라 金利政策의 方向

金 重 雄

▷ 目 次 ◁

- I. 序 言
- II. 金利機能과 우리나라의 金融政策
- III. 適正金利水準問題와 金利政策의 方向
- IV. 金利自由化問題
- V. 結 言

I. 序 言

지금 世界的으로 各國의 金融界는 컴퓨터 등 尖端技術을 銀行業務에 導入하거나 應用함으로써 새로운 金融서비스와 新金融技法의 開發을 促進하고 있으며 또한 全面的인 金利自由化를 推進하는 등 金融革新이 加速的으로

이루어지고 있다¹⁾. 이러한 金融環境變化의 一般的인 傾向은 대체로 政府規制緩和, 綜合金融活動(universal banking)을 통한 경쟁촉진, 金融의 自由化와 같은 경쟁 및 金融革新으로 特徵 지을 수 있다. 그러나 우리나라의 경우를 보면 과거 成長 위주의 經濟政策을 推進하는 과정에서 資源配分の 市場機能을 輕視하고 政府가 설정한 戰略産業에 資源을 우선 配分하였기 때문에 金融部門은 利潤 極大化追求를 위한 企業性과 合理性이 결여되어 實物部門의 發展에 비하여 크게 落後되었다.

이제 우리 經濟와 같은 發展段階에서는 金融과 實物 兩部門의 均衡있는 發展 없이는 全體國民經濟가 한 段階 높은 수준의 飛躍의인 발전을 이룩할 수 없음은 自明한 일이다. 이러한 外部經濟環境과 內部經濟構造變化에 적응하기 위하여 銀行의 民營化가 推進되는 등 우리의 金融環境도 金融産業에 자유로운 경쟁 原理와 企業性을 導入한다든지 하는 金融自由化를 통하여 급격한 變化가 일어나고 있다.

筆者：韓國開發研究院 研究委員

1) 美國의 貯蓄金融機關 規制緩和 및 通貨管理法(Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act, 1980), 日本의 銀行法 改正, 오스트레일리아의 캠벨委員會(Campbell Committee) 報告書 등은 1980年代의 金融發展을 위한 政策努力의 一例라고 할 수 있음.

여기서 金融의 自由化란, 金融資金の 調達과 配分이 人爲的인 外部의 干涉이나 規制없이 市場의 價格機能에 의하여 이루어져 國民經濟의 資源이 效率的으로 活用되고 金融仲介機能을 담당하는 機關의 活動이 자유로운 競爭과 創意, 그리고 企業性이라는 金融原理에 입각하여 행하여지는 것을 의미한다.

본래 金融과 實物은 서로 영향을 주고 받으면서 함께 발전하는 상호 밀접한 補完關係에 있기 때문에 어느 한 부문만의 발전에는 당연히 한계가 있기 마련이다²⁾. 그러므로 金融의 自由化는 그것만을 推進한다고 해서 쉽게 達成될 수 있는 것은 아니고 實物經濟의 自由化와 發展이 동시에 이루어져야 한다.

金融自由化의 要諦는 資源配分을 人爲的인 規制(financial repression)로부터의 緩和나 自由를 뜻하며 결국 金利의 自由化 保障이 그 核心이 된다고 할 수 있다. 그리고 金利의 自由化는 金利가 金融市場의 資金需給事情에 의하여 자유롭게 決定되고 伸縮的으로 變更될 수 있는 것을 말하나 金融制度 및 金融慣行 등 金融市場의 發達에 따라 個別 國家마다 그 自由도와 推進方法이 다르게 됨을 유의해야 한다.

政府는 數年間に 걸친 長期不況에서 景氣를 浮揚하기 위하여 1982年 6月 28日 대폭적으로 金利를 引下하여 低金利政策을 채택하였다.

그 후 우리經濟는 企業의 收益率이 높아지

고 景氣도 上向趨勢를 나타내게 되었으며 무엇보다 特記할 만한 것은 有史以來 가장 낮은 자리 숫자의 物價水準을 示顯하여 低物價·低金利·低換率 등 소위 3低時代를 實現하여 安定基盤을 착실히 다지고 있다는 점이다.

그러나 金利引下措置 이후 資金의 흐름을 보면 不動產投機나 奢侈性的 消費性向이 강한 非生産部門에 많은 流動성이 投入되는가 하면 景氣도 建設 및 消費財生産爲主의 內需中心으로 일고 있고 景氣過熱의 기미까지 나타내고 있어 모처럼 다져진 物價安定이 깨지지 않을까 하는 우려를 자아내게 한다. 특히 金融市場에 있어서의 資金의 性格도 短期性化, 待機性化하는 傾向을 보이고 있기 때문에 이러한 일부 經濟·金融現象이 昨年 6·28措置의 低金利政策 結果는 아닌지, 그리고 현재와 같은 非彈力的인 低金利政策의 運用이 지금 진행되고 있는 金融自由化 政策基調와 矛盾되는 것은 아닌지 하는 의문을 갖게 한다.

더우기 지금의 經濟運用의 政策目標가 安定的 成長追求와 外債縮小를 포함한 國際收支均衡이라면 정부가 당면하고 있는 最大政策課題는 어떻게 하면 인플레이 없이 國內貯蓄을 極大化하여 投資와 貯蓄의 「갭」을 줄일 수 있느냐 하는 것으로 요약할 수 있으며, 이와 같은 경우에 주요한 政策變數의 하나는 金利라고 하겠다.

本稿에서는 우리 經濟의 當面課題와 관련하여 첫째, 과연 현재의 金利水準이 金融貯蓄을 효과적으로 동원하고 投資의 效率性を 높일 수 있는 適正水準인가 하는 問題와 둘째, 정부가 추진하고자 하는 金融自由化의 核心이 金利自由化이지만 우리의 현실적인 經濟 및 金融條件을 감안할 때 당장의 全面的인 金利自由化

2) 金融과 實物經濟發展과의 關係에 대해서는 金融現象을 實物經濟의 受動的인 反映이라고 보는 需要追從說과 적절한 金融政策을 통하여 實物經濟의 발전을 촉진할 수 있다는 供給先導假說이 엇갈리고 있으나 經濟發展過程에서 金融의 成長이나 深化가 원활히 진행되지 못하고 억압되면 實物經濟의 발전이 저해된다는 것에 대해서는 견해가 일치되고 있음. Goldsmith(1966), Gurley and Shaw(1967), Patrick(1966) 參照.

實施는 어렵다고 보겠으며 金融市場 및 金融慣行 등 金融與件에 맞추어 단계적으로 推進할 수밖에 없다면 어떠한 順序와 方法에 의하는 것이 가장 바람직한 것인가 하는 두 가지 問題에 焦點을 맞추어 分析하여 보기로 한다.

敘述의 順序는 우선 우리나라 金利政策을 간략히 概觀하고 그 다음에 최근 金融市場動向의 문제점과 關係하여 그 原因을 살펴본 후 現在 金利의 適正水準을 찾아본다. 그리고 마지막으로 우리나라의 金利自由化가 어떠한 順序와 方法으로 추진되는 것이 바람직한가를 검토하기로 한다.

II. 金利機能과 우리나라의 金融政策

1. 金利機能

政策當局이 金利를 金融政策의 政策變數로 活用하는 것은 金利가 갖고 있는 機能을 통하여 所期의 政策效果를 달성하고자 하는 것이기 때문에 金利政策을 효과적으로 수행하려면 金利를 決定하는 要因이 무엇인가를 살펴보는 것이 중요하다.

金利를 決定하는 要因 糾明에 관해서는 그동안 많은 학자들이 연구를 하여 왔다. 古典的 理論으로서의 利子의 源泉을 資本의 生産力에서 찾는 限界生産力說과 實物에 대한 時間選好에 따라 利子が 생긴다는 時差說 등 여러

가지가 있으나, 이들 古典理論은 利子率決定 要因을 實物的 側面에서 찾고 있는 데 그 特徵이 있다³⁾.

한편 貨幣的 側面에서 利子率決定要因을 찾고자 하는 流動性選好說은 利子를 流動性を 포기하는 代價로 보고 貨幣에 대한 需要中 投機的 需要를 중시하여 이것이 利子率決定에 決定的인 役割을 한다고 주장한다⁴⁾. 이 외에 貨幣와 實物側의 要因을 함께 고려하는 貸付資金說, IS-LM 分析 등이 있다. 그러나 결국 金融市場에서 그때그때 決定되는 資金의 價格으로서의 金利는 供給되는 資金의 量과 需要되는 量이 一致하는 선에서 決定된다고 할 수 있다. 그러면 지금까지 우리나라의 金利政策이 金利本來의 機能을 잘 活用하여 意圖한 政策目標를 達成하였는지를 檢討하기 위하여 이에 앞서 金利가 갖고 있는 性質 내지 機能을 살펴보기로 한다.

一般的으로 金利의 機能으로는 金利가 資金需給의 尺度로서 資金의 合理的 配分을 가능케 하는 資金配分(allocation of funds) 機能과 金利는 所得의 한 形態로서 財産所得을 이루고 그 變動이 所得分配에 영향을 미치게 되는 所得分配(income distribution) 機能, 그리고 金利의 變動을 통하여 資金需給을 조절하여 實物面에서 財貨의 需給과 投資에 영향을 주는 景氣調節(stabilization of business cycle) 機能으로 나눌 수 있는데 특히 景氣調節機能은 投資의 利子率彈力성과 利子率 自體의 伸縮性 여하에 따라 그 效果가 크게 좌우된다.

한편 金利의 資金配分機能에서 볼 수 있는 것처럼 金利는 預金者의 所得임과 동시에 借用者인 企業家의 資金費用이라는 兩面性を 갖고 있기 때문에 高金利 또는 低金利政策 중

3) Hicks(1932) 參照.

4) Keynes(1936), Hicks(1939), Gide and Kist(1948) 參照.

어느 政策을 취할 것이냐 하는 것은 金利가 갖고 있는 두 가지 측면 중 어느 면을 重視하여 金利政策을 運用할 것인가에 따르게 되며 通貨當局의 이와 같은 政策判斷은 物價 및 經濟展望 등 經濟與件에 따라 決定될 것이다.

金利政策은 經濟開發 初期에는 非인플레이의 投資財源調達이라는 관점에서 預金金利를 정책의 중심기준으로 삼아 주요한 政策變數로서 活用하는 것이 보통이다⁵⁾.

그러나 이와 같이 預金金利를 重視하는 政策基調는 長期的인 經濟開發政策의 一環으로서는 妥當할지 모르나 短期的인 景氣對應의 金融政策手段으로서의 金利政策은 貸出金利를 더욱 중요시하여 運用되는 경향이 있으며 또한 金利는 所得再分配機能도 갖고 있으므로 그 調整은 經濟的 效率性 못지 않게 社會政策的 價値判斷에도 그 기초를 두어야 한다. 그러므로 失業이 늘고 景氣가 沈滯된 不況期에는 預金金利보다 貸出金利를 보다 重視하여 社會的 衡平에 政策的 配慮를 하게 된다.

2. 우리나라 金利政策의 特徵

우리나라의 金利推移를 高金利期間과 低金利期間으로 나누어 보면 1965年 9月 30일부터 1972年 8·3措置 이전까지의 期間과 1978年 6月부터 1981年 11月 金利引下 直前까지의 期

間은 高金利期間이고, 그 외의 期間, 즉 1965年 9月 金利現實化 이전과 1972年 8月 3日~1978年 6月 및 1981年 11月 이후 오늘에 이르는 기간은 상대적으로 低金利期間으로 볼 수 있다.

우리나라 金利政策이 強調한 政策焦點의 推移를 보면 항상 成長目標達成을 위한 저렴한 投資財源供給이라는 低金利政策의 維持와 또는 金融貯蓄의 增加 및 資金使用의 效率化를 도모할 수 있다는 通貨論的 理論에 입각한 高金利政策 사이를 방황하는 一貫性 없는 政策을 행한 결과 金利의 價格機能이 거의 상실되고 그 어느 것도 만족스러운 政策效果를 가져왔다고는 볼 수 없다. 왜냐하면 人爲的이고 硬直的인 低金利政策은 正의 實質金利를 보장하지 못하여 金融貯蓄이 줄고 資金에 대한 超過需要를 빚어 信用割當을 불가피하게 하였고 그로 인해 政策事業에 편승하는 大企業에 대한 過剩貸出과 中小企業에 대한 金融梗塞으로 跛行的 經濟構造를 招來하였기 때문이다⁶⁾.

한편 高金利政策도 投資의 效率性を 높이는 데 成功한 것이라기보다는 內外金利差를 이용하는 過多한 外資導入을 誘發하는 原因이 되어 後日に 있어서 많은 大企業의 不實과 投資內容의 質的 低下를 招來하게 되었다. 특히 1970年代에는 대부분의 政策金融의 對象이 되는 業種에서의 投資는 長期的인 觀點에서의 收益에 대한 期待(投資의 限界效率)와 金融費用을 감안한 評價基準에 의하여 投資가 決定되는 것이 아니었다.

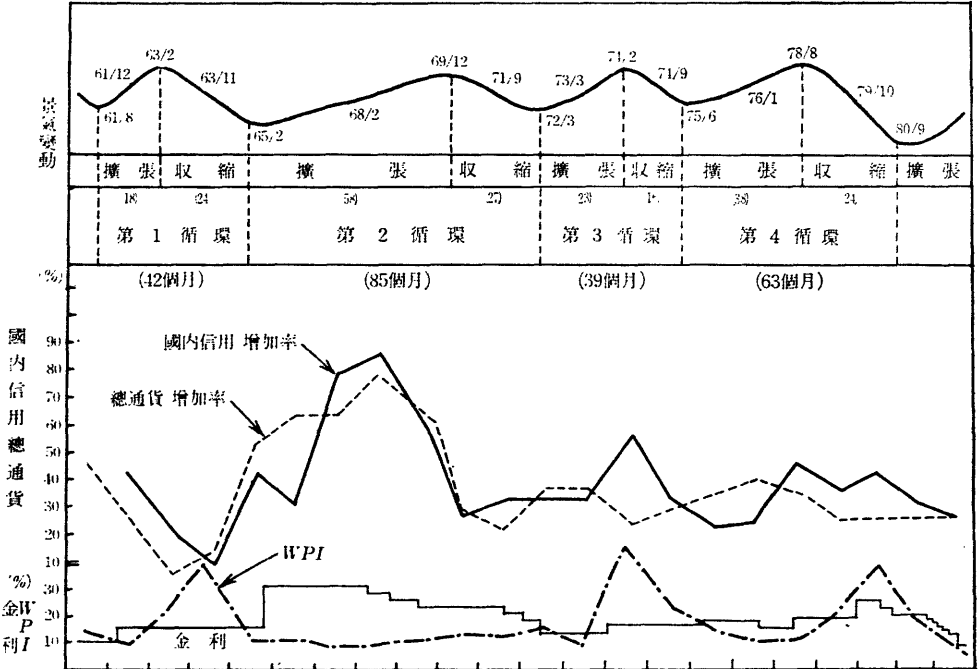
그 때문에 好景氣에 오히려 金利를 引下하는 등 逆機能의 作用을 함으로써 景氣變動에 對應하는 金利政策의 景氣調節效果는 극히 약하였다(表 1 參照).

5) 우리나라의 경우 金利에 대한 貯蓄性預金の 彈力性이 微弱하여 貯蓄은 金利보다는 오히려 所得의 函數라고 主張하는 說도 있으나 많은 實證의 分析은 우리나라의 民間貯蓄은 實質金利와 正의 比例關係가 있다고 한다.

韓國銀行, 「金利와 民間貯蓄에 關한 小考」, 『調査月報』, 1975. 9 參照.

6) 趙淳, 「金融產業의 長期的 發展」, 『經濟發展과 金融產業』, 韓國投資金融會社, 1981, pp. 23~26과 閔丙均, 「우리나라 金利論爭의 背景과 理論」, 前掲書, pp. 115~152 參照.

〈表 1〉 景氣變動と金融政策



	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	
GNP (不變) 增加率	5.6	2.2	9.1	9.6	5.8	12.7	6.6	11.3	13.8	7.6	9.4	5.8	14.9	8.0	7.1	15.1	10.3	11.6	6.4	△0.2	6.4	5.3	
物價上昇率	GNP Deflator																						
	C P I																						
	W P I																						
總通貨增加率	46.0	24.9	7.4	14.8	52.7	61.7	61.7	72.0	61.4	27.1	20.8	33.8	36.1	24.9	26.2	33.5	39.7	37.1	24.6	26.9	25.2	27.9	
國內信用增加率	-	41.6	19.7	8.8	40.1	30.5	78.2	84.8	59.2	26.7	30.9	30.4	31.7	34.2	32.2	21.7	23.0	17.1	35.6	41.9	41.2	25.0	
歳出增加率	-	54.5	△17.6	3.3	24.3	50.7	28.4	14.9	11.4	19.1	23.8	28.3	△26.5	51.7	51.4	38.5	25.9	25.2	12.8	26.4	21.9	16.1	
經常収支 (100萬佛)	33.1	△35.5	△103.3	△26.1	9.1	△103.4	△191.9	△40.3	△60.6	△22.5	△47.5	△371.2	△208.8	△11.9	△1.9	533.6	12.3	△6.7	△24.7	△62.7	△41.7	△27.1	
金利 (1年満期定期預金)	10.0	15.0	15.0	15.0	30.0	30.0	30.0	27.6	22.8	22.8	21.3	17.4	12.6	15.0	15.0	13.2	14.4	18.7	18.6	24.0	18.6	17.0	
	金利引上 (2・1)	金利引上 (2・1)			金利引上 (5・30)			金利引下 (4・11)	金利引下 (6・1)		金利引上 (6・28)	金利引下 (18・173)		金利引上 (1・21)		金利引上 (4・2)	金利引下 (10・4)	金利引上 (6・13)		金利引上 (1・1)	金利引上 (11・12)	金利引上 (13・6)	
其他政策	高利貸禁止 (8・52)	第2次緊急通貨改革 (6・10)	綜合物價對策發表 (2・1)	換率引上、変動換率制 採擇 (5・3)	輸出削減 (7・19)	輸出削減 (7・19)	資本市場育成及 樹立 (6・24)	貿易政策見直し (常關協定樹立 (10・19))	海外市場開拓特別基金創設 (11・8)	第一次不實企業整理 (6・4)	輸出金利引上 (4・1)	物價安定政策 (7・719)	第一次不實企業整理 (6・4)	物價安定政策 (7・719)	物價安定政策 (7・719)	第一次不實企業整理 (6・4)	第一次不實企業整理 (6・4)	第一次不實企業整理 (6・4)	第一次不實企業整理 (6・4)	第一次不實企業整理 (6・4)	第一次不實企業整理 (6・4)	第一次不實企業整理 (6・4)	第一次不實企業整理 (6・4)
	金利引上 (2・1)	金利引上 (2・1)			金利引上 (5・30)			金利引下 (4・11)	金利引下 (6・1)		金利引上 (6・28)	金利引下 (18・173)		金利引上 (1・21)		金利引上 (4・2)	金利引下 (10・4)	金利引上 (6・13)		金利引上 (1・1)	金利引上 (11・12)	金利引上 (13・6)	

이와 같은 金利政策의 運用 때문에 우리나라의 金利政策은 다음과 같은 特徵을 갖게 되었다.

첫째, 우리나라의 金利決定은 通貨當局의 완전한 統制下에 있다는 점이다.

形式的으로는 中央銀行의 最高意思決定機關인 金融通貨運營委員會가 銀行預金金利의 경우, 큰 과목별로 나누어 最高金利를 정하는 한편 貸出金利의 경우에는 基準金利(優待商業어음 割引金利)를 정하고 具體的인 實行利子率은 金融團協定에 의해 스스로 決定하도록 하고 있으나 實質的으로 最高金利와 基準金利를 決定할 때 預金期間別, 實行金利도 동시에 決定해 주는 方式을 취하고 있어 通貨當局이 직접 간여하여 利子率을 결정하는 것이다.

둘째, 우리나라의 金利는 金融調節手段으로서 서보다는 다른 經濟政策의 補完手段으로서 運用되고 있는 면이 많다는 점이다.

輸出産業, 防衛産業, 主要原資材輸入 등 政策的인 金融支援을 하기 위하여 一般金融보다 과격적으로 낮은 金利를 適用하여 金利調節對象에서 除外시킴으로써 金利政策의 效率性を 감소시킨 것이 그 例라고 하겠다.

셋째, 金利가 硬直的으로 運用된다는 점이다. 貸出金利는 企業의 投資促進 및 金融費用負擔輕減이라는 목적에 치중하여 硬直的으로 運用되고 景氣過熱이나 物價上昇時에도 金利의 資金需給機能이 곧잘 무시된다.

預金金利도 貸出金利의 硬直性 때문에 制約되어 物價의 급격한 變動에도 불구하고 非彈

力的으로 運用되어 正의 實質金利를 保障하지 못하고 있다.

따라서 우리나라는 金利 變更回數나 伸縮性이 外國에 비해 크게 모자란다.

끝으로 金利體系의 歪曲으로 인한 非合理的인 資金配分을 들 수 있다.

우리나라의 金利體系는 取扱機關別로 多岐化되어 있고 金利間 連動關係가 높지 않을 뿐만 아니라 長短期 金利間의 合理的인 期間構造(term-structure)가 缺如되어 資金의 合理的配分이 이루어지고 있지 않는 것이 사실이다.

3. 通貨金融政策의 目標와 金利의 役割

一般的으로 말하여 通貨政策의 目標는 通貨價値의 安定, 完全雇傭 및 持續的 成長 등 實物部門의 支援에 있고 金融政策은 모든 金融仲介機能을 效率的으로 遂行하여 通貨政策을 補完하는 데 있다고 할 수 있다. 그러나 실제로는 두가지 政策이 불가분의 관계로 함께 一定한 정책목표를 수행하는 것이므로 區別의 實益은 없다. 그러나 대체로 通貨論者는 通貨價値의 安定에 力點을 두어 通貨量을 政策目標로 정하고 金利를 자유롭게 움직이게 하는데 반하여 케인즈學派는 實物部門의 均衡을 더욱 重視하여 金利目標를 정하고 通貨量의 需給을 이에 따르도록 한다⁷⁾.

우리나라의 通貨政策은 1955年 以來 通貨供給量을 目標로 하는 通貨主義에 따르면서 한편 金利도 政策當局이 직접 決定하고 있는 점에 그 特色이 있다고 하겠다.

이와 같이 政策當局이 위의 두 가지 目標를 동시에 設定하려고 하였기 때문에 資金의 需

7) Joseph M. Crews, "Econometric Models: The Monetarist Views and Non-Monetarist Views Compared", Monthly Review, FRB of Richmond, Feb. 1973 參照.

給은 항상 不均衡狀態에 있게 되고 公金利와 實勢金利는 큰 乖離를 나타낼 수밖에 없었다.

원래 均衡金利는 通貨量 目標를 정하지 않고 金利目標를 정하거나 또는 通貨量目標를 정하는 대신 金利를 自由化하지 않는 한, 實現될 수 없는 것이다.

美國을 비롯한 先進國들도 1970年代에는 「스태그플레이션」의 持續으로 實物經濟의 均衡을 위한 金利政策의 役割이 限界에 直面한 것을 깨닫고 金利目標를 포기하고 그 대신 通貨主義의 입장에 따라 通貨價値의 安定을 위한 通貨量目標를 정하고 金利를 自由化하는 것이 최근의 傾向이다.

過去 항상 超過需要가 存在한 우리나라의 경우에는 需要側보다 供給側의 문제가 政策의 中心課題였으므로 通貨供給을 目標로 정하는 것이 妥當하였다고 할 수 있다. 이와 같이 通貨量을 政策目標로 정할 때는 金利의 自由化가 필요했던 것이나 戰略産業部門의 成長支援을 위하여 金利를 규제하고 資金供給을 各種의 限度에 의해 直接調節하였기 때문에 全般적으로 金融이 抑壓 받게 되었다.

그러므로 앞으로 投資의 效率을 높이기 위하여 어떻게 하면 金利의 價格機能을 살려 自由化할 수 있을 것인가 하는 것이 金融自由化에 있어서 해결하여야 할 當면문제라고 하겠다.

그런데 現在의 通貨金融政策이 通貨供給量을 줄이는 緊縮政策은 強化하면서 低金利政策을 維持하고 있는 까닭에 政策手段間에 相衡關係가 發生하여 公金利와 實質金利間에 乖離

가 더욱 擴大되고 있으며, 이로 인해 金融資金의 흐름이 歪曲되고 있는 사실에 비추어 通貨量 重視政策下에서 어떻게 金利의 資金調節機能과 調和하면서 通貨金融政策의 效果를 提高할 것인가 하는 것이 重要的 政策課題이다.

Ⅲ. 適正金利水準問題와 金利政策의 方向

1. 最近의 金融市場動向과 問題點

現在의 金利水準이 金融市場에서 資金의 供給을 원활히 조절할 수 있는 程度의 適正水準에 있는가를 檢討하기 전에 먼저 金融市場의 資金흐름의 動態를 살펴보기로 한다.

6·28金利引下措置 以後의 金融市場의 動向을 보면 銀行貯蓄性預金의 增加勢가 相對적으로 鈍化되고 있음을 알 수 있다.

總通貨에 대한 貯蓄性預金의 還流率이 昨年 6월에 58.7%에 달하던 것이 今年 6월에는 53.8%로 減少하였고⁸⁾ 특히 家計定期預금이 金利引下 이후 크게 줄었다(表 2 參照). 또한 期間이 1年 以上이 되는 定期預金의 比重이 크게 減少하고 短期性預金의 比重이 上昇하고 있어 銀行預金의 性格이 短期流動化되고 있음을 볼 수 있다(表 3 參照).

狹義의 通貨(또는 修正通貨)의 增加率이 總通貨(M_2)의 增加率을 上廻하고 있는 점에서도 銀行資金이 短期待機性화하고 있는 사실을 나타내고 있다(表 4 參照).

다른 한편 金利規制가 緩和된 債券市場은

8) 貯蓄性預金에서 要求拂預金과 性格이 비슷한 貯蓄預金은 除外시켰음.

急成長하고 있는데 반해 銀行의 伸張率은 크게 鈍化되고 있어 金融市場에서 銀行의 業務比重이 계속 減少하고 있다.

이러한 事實은 政府가 82年 9月 以後 銀行 業務 多樣化에 따른 商業어음貸出 및 還買條件附 國公債業務 取扱을 銀行에 許容하였음에도 불구하고 82年中 銀行의 受信伸張勢는 全體金融市場 및 非銀行金融市場의 伸張勢를 크게 下廻하고 있는 점에 잘 나타나고 있다(表 5 參照).

以上과 같은 最近 金融市場의 資金動向의 두드러진 特徵에서 우리는 앞으로 展開될 經濟狀況에 우려할 만한 몇 가지 문제점이 있을

을 발견하게 된다.

그 첫째가 待機性資金의 增加로 인하여 潛在的 超過需要壓力이 存在한다는 점이다.

昨年 私債波動 이후 過剩流動性的 供給과 6·28 金利의 대폭 引下 및 7·3實名制 發表 등 잇따른 획기적인 經濟措置로 인하여 市中資金이 待機性化하고 있다.

앞에서 본 바와 같이 82年 下半年期 이후 貯蓄性預金中 定期預·積金, 특히 1年 이상의 長期預金の 比重이 크게 減少하고 있고 특히 要求拂預金이나 거의 다름없이 流動性이 保障된 貯蓄預金과 家計綜合預金에 대하여 定期預金과 同水準의 金利를 인정함으로써 家計部門

〈表 2〉 主體別 定期預金 增減推移

(단위 : 億원)

	1981 下	1982 上	1982 下	1983. 1/4	1983. 2/4
家 計	5,263	3,035	△2,241	△1,983	△2,339
法 人	1,065	1,259	3,256	1,582	3,973
其 他	288	1,603	2,922	1,038	3,500
計	6,616	5,897	3,937	637	5,134

資料 : 韓國銀行

〈表 3〉 定期預金の 期間構成

(단위 : %)

	1981. 12	1982. 3	1982. 6	1982. 9	1982. 12	1983. 3	1983. 6
1年 以上	71.9	68.4	67.5	64.3	57.7	54.7	51.2
1年 未 滿	28.1	31.6	32.5	35.7	42.3	45.3	48.8
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

資料 : 韓國銀行, 『調査統計月報』, 各號

〈表 4〉 通貨增加率推移

(前年同期比 : %)

	1981. 12	1982. 3	1982. 6	1982. 9	1982. 12	1983. 3	1983. 6	1983. 7 ^{p)}
M_1	4.6	3.1	13.5	68.0	45.6	42.7	35.1	20.6
M_1A^*	20.5	24.3	36.0	59.9	70.8	36.6	27.6	23.6
M_2	25.0	25.0	29.0	33.3	27.0	24.0	21.3	18.7

註 : * $M_1A = M_1 + 貯蓄預金 + 通知預金$ (82.6 이후 소멸)

資料 : 韓國銀行, 『調査統計月報』, 各號

의 定期預金은 대폭 減少하게 되었다.

두번째의 問題點은 銀行의 金融仲介機能이 弱化되어 金融政策의 有效性이 制約 받을 염려가 있는 점이다.

왜냐하면 金融政策의 主對象이며 金融市場의 中추적인 機構인 銀行의 金融市場에서의 比重이 계속 減少하고 있기 때문이다.

〈表 5〉 銀行·非銀行間 受信比重 推移

(단위: %)

	1980末	1981末	1982末	1983.6末
間接金融	78.6	78.2	76.3	75.7
銀行	45.3	43.8	40.8	39.1
非銀行	33.3	34.4	35.5	36.6
直接金融	21.5	21.8	23.5	24.3
計	100.0	100.0	100.0	100.0

資料: 韓國銀行

한편 預貸「마진」幅이 작은 데다가 通貨緊縮으로 인한 預金增加勢 鈍화와 第2金融圈으로의 資金流出 때문에 생긴 資金不足을 「콜머니」 등 高利의 借入金으로 補填할 수밖에 없어 銀行의 競爭力이 상대적으로 弱化되고 있다.

그리고 만일 銀行이 계속하여 長期資金運用을 短期性 預金에 과도하게 依存할 경우에는 銀行 經營自體의 不安定性 增大로 競爭力이 弱化될 것임은 물론이다.

세번째는 供給된 資金이 非生産의 部門으로 漏出되어 資源配分の 國民經濟的 效率性이 低下될 염려가 있는 점이다.

낮은 金利 때문에 資金의 假需要까지 發生하게 되고 世界景氣가 계속적으로 불투명하자 企業들은 장래 生産을 위한 設備投資보다 不動產 取得이나 당장 利益이 보이는 建設部門에

投資하는 경향이 나타나고 있다.

最近 大企業들의 不動產 取得이나 不要不急한 社屋新築, 有價證券買入 및 企業引受 및 放漫한 資金管理가 그 例라고 할 수 있다.

그 결과 建設業, 서비스業 및 耐久消費財를 中心으로 한 일부 內需部門에는 景氣過熱의 機微까지 보이는 등 部門間 不均衡成長이 深化되고 있다(表 6 參照).

〈表 6〉 部門間 成長 推移

(實質增加率, %)

	1982	1983.1~4	1977~78平均
製造業生産	5.0	14.1	17.5
輸出	0.5	7.8	18.9
內需	7.8	21.0	16.5

資料: 韓國銀行

네번째는 政府의 通貨緊縮政策이 더욱 강화됨과 동시에 低金利政策을 유지하게 됨에 따라 資金의 超過需要가 더욱 커지게 되었고 經濟的 弱者인 中小企業, 庶民 등의 金融梗塞은 더욱 加重됨으로 인하여 非正常 金融去來가 盛行하게 된 사실이다.

예컨대 僞裝私債나 債券市場의 變則運用(完賣債 등)이 盛行되고 또 拘束性 預金強要 등에 따라 金融去來秩序가 교란되어 企業의 實質借入金利가 높아져 오히려 實質金融負擔은 增大하게 된다⁹⁾.

끝으로 國際收支의 赤字가 擴大되는 문제이다.

우리 經濟의 높은 海外依存度를 감안할 때 國內景氣回復加速化에 따른 消費增加가 輸入 增大로 나타날 가능성이 있어 현재와 같이 內需爲主의 成長패턴과 非生産의 部門으로의 資源配分이 계속될 경우 國際收支管理가 어려울 것이다.

9) 예를 들면 完賣債의 경우 企業體資金調達코스트는 保認料(年 1%), 有價證券貸與料(年 1.825%), 完賣利率(年 15.5%~17.0%) 합하여 年 18.325%~19.825%가 됨.

더우기 國內金利가 海外金利보다 낮아 國內 資金의 海外流出可能性이 存在하고 企業은 될 수 있는 대로 國內借入에 의하여 元利金を 償還하려고 할 것이기 때문에 國際收支 事情이 더욱 惡化될 염려가 있는 것이다.

2. 資金 흐름의 歪曲原因

그러면 이와 같은 金融市場의 資金이 全體 經濟의 立場에서 볼 때 바람직하지 않은 方向

〈表 7〉 公金利와 市場實勢間의 隔差推移

(단위 : 年率, %)

	1981. 10	1981. 12	1982. 6	1982. 12	1983. 1	1983. 2	1983. 3	1983. 4	1983. 5	1983. 6	1983. 7
A. 銀行 定期 預金 金利 (1年)	19.5	17.3	12.3	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
B. 國公債 收益率	25.6	25.0	16.1	16.0	14.7	14.7	13.9	13.6	13.4	13.3	13.1
C. 會社債 收益率	26.7	26.9	16.3	15.9	15.1	15.0	14.5	14.0	13.9	13.9	13.9
D. 私債金利(A級)	35.4	35.4	33.1	21.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
隔 差(%)											
E. 定期預金과 國 公債收益率 (B-A)	6.1 (31.3)	7.7 (44.5)	3.8 (30.9)	8.0 (100.0)	6.7 (83.8)	6.7 (83.8)	5.9 (73.8)	5.6 (70.0)	5.4 (67.5)	5.3 (66.3)	5.1 (63.8)
F. 定期預金과 會 社債收益率 (C-A)	7.2 (36.9)	9.6 (55.5)	4.0 (32.5)	7.9 (98.8)	7.1 (88.8)	7.0 (87.5)	6.5 (81.3)	6.0 (75.0)	5.9 (73.8)	5.9 (73.8)	5.9 (73.8)
G. 定期預金과 私 債金利(D-A)	15.9 (81.5)	18.1 (104.6)	20.8 (169.1)	13.0 (162.5)	10.0 (125.0)	10.0 (125.0)	10.1 (125.0)	10.0 (125.0)	10.0 (125.0)	10.0 (125.0)	10.0 (125.0)

註: () 안은 相對的 金利隔差 比率.

資料: 韓國銀行

〈表 8〉 金融資產의 收益率 比較¹⁾

(단위 : 年率, %)

期 間	金 融 資 產	金 利	收 益 率 ²⁾
1年 以上	銀行定期預金 (1年)	8.0	8.30
	會社債 (保證, 3年)	11.0	12.87
	投信受益證券 (長期)	9.0	13.40
3個月 以內	銀行定期預金 (3個月)	7.6	7.89
	貯蓄預金	8.0	8.24
	商業어음賣出 (60日)	9.0	9.35
	短資自己어음 (60日)	8.0	8.27
	擔保附어음 (60日)	9.0	9.35
	C P (91日)	14.0	15.32
	投信受益證券 (短期)	7.0	10.90
	Call 資金	11.2	11.20
	超 短 期	銀行普通預金	1.8
	短資自己어음 (1~7日)	3.5	3.56
	短資自己어음 (8~29일)	7.0	7.245

註: 1) 1983年 6月 30日 현재.

2) 稅前 收益率

資料: 韓國投資信託 調查部, 韓國銀行 貯蓄部

으로 흐르고 있는 근본적인 原因은 무엇인가?

이에 대한 原因分析은 보는 각도에 따라 다를 수도 있겠으나 金融面에서 金利라는 政策變數와의 關聯에 限定해서 살펴 보면 다음 세 가지로 요약할 수 있다.

첫째, 不合理한 銀行의 長·短期金利構造體系이다. 正常的인 金利體系下에서는 資金의 貸借期間이 길어질수록 金利는 높고 또 貸借期間이 같더라도 借主의 信用度가 낮을수록 金利는 높아진다.

通常 長期金利가 短期金利보다 높은 것은 長期金利에는 長期間에 걸쳐 流動性을 희생시키는 데 대한 危險「프리미엄」이 포함되어 있기 때문이다¹⁰⁾.

둘째, 1981年 11月 以後 여러 차례에 걸친 金利引下로 銀行의 公金利와 市場實勢金利水準間의 乖離幅이 擴大되어 金利規制를 받는 制度金融圈으로의 資金流入이 상대적으로 부진하게 된 점을 들 수 있다(表 7 參照).

현재 우리 金利體系는 다른 나라와 比較해 볼 때 流動性利益(liquidity premium)이 지나치게 낮은 수준을 유지하고 있어 長期預金の 誘引이 약하고 預金の 短期流動化傾向을 초래하고 있는 實情이다.

그리고 短資會社등 非銀行金融機關의 金融資産에 대한 金利가 銀行의 定期預金の 경우보다 훨씬 有利하여 銀行預金の 競爭力이 크게 惡化되고 있다(表 8 參照).

세째, 과거에는 金融資産이 流動성과 安定性이라는 價値基準을 中心으로 運用되는 경향

이 있었으나 最近에는 物價의 安定이 지속되자 收益性을 더욱 重視하게 된 점을 지적할 수 있다.

특히 短資 등 非銀行들의 金融資産이 보다 多樣化하고 이들의 資金調達能力이 銀行보다 높아 資金이 第1金融圈에서 第2金融圈으로 流入되고 있다.

〈表 9〉 流動性利益의 國際比較

(단위 : 年率, %)

		韓國	日本	臺灣
預	定期預金			
	A. 3 個月	7.6	3.75	7.0
	B. 1 年	8.0	5.75	8.5
	C. 2 年	8.0	6.00	8.75
金	(B-A)/A(%)	5.3	53.3	21.4
	(C-B)/B(%)	0.0	4.3	2.9
貸 出	D. 短期貸出	10.0	6.0	8.5~10.25
	E. 中長期貸出		7.2 ²⁾	9.0~11.0
	(E-D)/D(%)	0.0	20.0	5.9~29.4

註 : 1) 1983年 3月 15日 현재.

2) 都市銀行의 平均約定金利(1982年 11月中)

資料 : 韓國銀行

3. 適正金利水準의 摸索과 金利政策의 方向

가. 當面 經濟課題와 金利政策

지금 우리 經濟는 그동안 數年間에 걸친 景氣不況을 벗어나고 있을 뿐만 아니라 類例없는 低物價水準을 유지하여 安定基盤을 다져가고 있다.

그러나 原資材의 海外依存度가 높은 우리 經濟體質을 考慮할 때 海外 景氣回復에 따른 原資材 價格의 上昇으로 인한 物價不安要因이 여전히 潜在하고 있는 것도 사실이기 때문에 모처럼 다져진 物價安定을 持續的으로 定着시

10) 이와 같이 靜態的으로 보지 않고 景氣變動 내지 金融의 繁閑狀態에 따라 動態的으로 관찰하면 短期金利와 長期金利는 各各 長·短期市場에서 獨自的으로 움직이기 때문에 항상 長期金利가 短期金利보다 높다는 관계가 유지된다고는 할 수 없음.

커 安定成長을 達成하는 것이 우리 經濟의 最大 當面課題라고 하겠다.

최근에는 經濟構造나 金融環境이 급격하게 變化함에 따라 市場經濟原理 및 競爭原理을 重視하려는 政策, 특히 金融의 自由化가 강조 되고 있으며 그 중에서도 金利自由化에 의한 資源의 合理的 配分이 그 어느 때보다도 強力하게 要請되고 있다.

그러나 金利政策도 全體 巨視經濟政策의 한 手段에 불과하므로 金利의 自由化도 短期的으로 物價安定의 定着, 金融資金의 效率的 配分과 國際收支 改善이라는 우리 經濟의 當面課題와 相互調和되는 범위내에서 推進되어야 妥當성이 인정될 것이다.

나. 均衡金利와 適正金利水準問題

그러면 現在의 公金利水準이 資金의 需給을 원활히 調節할 수 있는 정도의 適正水準인가를 檢討하기 위하여 均衡金利水準을 試算해 보기로 한다¹¹⁾.

均衡金利(equilibrium interest rate)를 資金需給의 均衡이 이루어지는 水準의 長期的 意味의 金利라고 한다면 適正金利水準은 金融市場간의 補完 또는 代替關係라든가 또는 通貨當局의 政策意志가 담긴 適正 流動性規模의 크기 등 현재의 金融 및 經濟與件이 감안된 均衡金利水準에 接近하는 短期的 意味의 金利水準이라고 말할 수 있다.

그러나 正確한 均衡金利水準을 把握한다는 것은 사실상 不可能하다. 왜냐하면 한 나라의 金融市場은 일반적으로 資金의 源泉 및 性質, 用途와 信用度 등에 따라 金利가 다를 뿐만 아니라 현실적으로 政府가 資金需給에 대하여 여러 가지 規制를 하고 있기 때문이다.

이러한 理由 때문에 均衡金利水準을 測定하고자 하는 경우에는 資本의 限界生産力을 利用하는 方法이나 Von Neumann-Solow Model에 의한 方法 또는 經濟成長率이나 企業利潤率¹²⁾ 등의 間接的인 指標를 利用하여 推定하는 것이 보통이다.

그러면 여기서는 몇 개의 間接的인 指標를 利用하여 均衡金利를 구해 보고자 한다.

먼저 資本의 限界生産力을 間接指標로 使用하여 均衡金利를 구하는 方法에 의하면 資本의 限界生産力은 Cobb-Douglas 生産函數를 利用하여 구한다.

즉, Cobb-Douglas 生産函數에서 所得의 資本分配率은 資本係數의 逆數에 곱하면 資本의 限界生産力이 구해진다. 그 式은 아래와 같다.

$$Y = A \cdot K^\alpha \cdot L^\beta$$

$$\frac{\partial Y}{\partial K} = A \cdot L^\beta \cdot \alpha \cdot K^{\alpha-1} = \frac{A \cdot L^\beta \cdot \alpha \cdot K^\alpha}{K}$$

$$= \frac{\alpha \cdot A K^\alpha \cdot L^\beta}{K} = \alpha \cdot \frac{Y}{K}$$

Y : 國民總生産 K : 資本金量
L : 投入勞動量 $\frac{K}{Y}$: 資本係數
 α : 國民所得中 資本分配率
 β : 國民所得中 勞動分配率

여기서 完全競爭과 企業의 利潤極大化條件이 充足된다고 가정하면 α 와 β 는 各各 產出

11) 均衡金利는 貨幣의 側面과 實物的 側面の 兩面에서 접근해야 하나 현재 유통되고 있는 金融資產의 收益率을 貨幣의 要因의 하나의 기준이 된다고 보고 여기서는 實物的 接近方法에 의하여 試算해 보기로 함.

12) 企業利益率은 企業의 金利負擔能力을 表示하는 것으로서 資金需要側面에서 企業利益率이 金融機關與信利率의 上限이 될 수 있다는 前提下에 과거 企業利益率의 平均値가 均衡利率指標의 하나로 종종 利用됨.

〈表 10〉 資本의 限界生産性

	資本스톡 ¹⁾ (K: 10億원)	國民總生産 ¹⁾ (Y: 10億원)	Y/K	$\alpha \frac{Y}{K}$ ²⁾
1965	10,028	5,338	0.532	0.192
1966	11,459	5,994	0.523	0.188
1967	13,138	6,405	0.488	0.176
1968	16,026	7,125	0.446	0.161
1969	17,877	8,071	0.451	0.162
1970	20,766	8,714	0.420	0.151
1971	23,275	9,523	0.409	0.147
1972	26,829	10,073	0.375	0.135
1973	31,543	11,589	0.367	0.132
1974	36,650	12,514	0.341	0.123
1975	42,032	13,415	0.319	0.115
1976	48,618	15,434	0.317	0.114
1977	56,881	17,021	0.299	0.108
1978 ³⁾	63,096	19,003	0.301	0.108
1979	69,277	20,202	0.292	0.105
1980	75,255	18,951	0.252	0.091
1981	80,851	20,179	0.250	0.090
1982	87,108	21,230	0.244	0.088

註: 1) 總資本스톡과 1977年 不變價格인(純資本스톡을 사용하여야 하나 資料不充分으로 總資本概念을 사용).

2) α 는 資本에 대한 產出量 彈力性으로 0.36인.

3) 1978年 以後 資本스톡의 推計는 國內固定資本形成을 每年 合하여 計算함.

資料: 朱鶴中外, 『1960~77年 韓國產業資本스톡推計』, 韓國開發研究院, 1982. 7.

韓國銀行, 『韓國의 國民所得』, 1982.

韓國銀行, 『韓國의 潛在的 GNP推定』, 『調查月報』, 1977. 10.

〈表 11〉 均衡金利水準試算

(p=豫測值)

	資本의 限界 生産性 (1)	Von ¹⁾ Neumann-Solow Model (2)	實 質 成 長 率 (3)	實質金利 (I)	GNP Deflator 上昇率 (II)	期待GNP ²⁾ Deflator 上昇率 (III)	均衡金利 (I + II)	/期待均衡 金利 (I + III)
				(1+2+3) 3				
1973	13.2	25.5	14.9	17.9	13.2	13.6	31.1	(31.5)
1974	12.3	16.0	8.0	12.1	29.6	19.5	41.7	(31.6)
1975	11.5	14.5	7.1	11.0	24.7	22.5	35.7	(33.5)
1976	11.4	24.3	15.1	16.9	17.7	24.0	34.6	(40.9)
1977	10.8	14.9	10.3	12.0	16.3	19.6	28.3	(31.6)
1978	10.8	14.9	11.6	12.4	20.6	18.2	33.0	(30.6)
1979	10.5	8.2	6.4	8.4	19.3	18.7	27.7	(27.1)
1980	9.1	—	△ 6.2	9.1	25.8	21.9	34.9	(31.0)
1981	9.0	9.8	5.4	8.1	16.2	20.4	24.3	(28.5)
1982 ^{p)}	8.8	9.8	6.4	8.3	7.7	16.6	16.0	(24.9)
1983 ^{p)}	8.8	10.2	7.5	8.8	5.0	9.6	13.8	(18.4)

註: 1) $P=G/\frac{S}{D}$, 但 P: 均衡實質金利, G: 實質成長率, g: 國民貯蓄率, D: 國民所得中 利潤分配率

$$\left[1 - \frac{(\text{被備者報酬} + \text{農業所得})}{\text{國民所得}} \right]$$

2) 當該年度와 과거 2年間 GNP Deflator 上昇率을 平均한 數值임.

資料: 韓國銀行, 『調查統計月報』, 各號.

韓國產業銀行, 『財務分析』, 1982.

[圖 1] 均衡金利水準



量的 資本 및 勞動에 대한 分配率¹³⁾이 되는 바 韓國銀行¹³⁾이 J.R. Artus¹⁴⁾의 方法에 의하여 算出한 結果를 보면 $\hat{\alpha}=0.36$, $\hat{\beta}=0.64$ 이다.

여기서 얻은 資本分配率($\hat{\alpha}=0.36$)을 利用하여 金利수준을 求한 것이 <表 10>의 結果이다.

다음에는 Von Neumann-Solow Model을 利用하는 方法을 보기로 한다.

Chakravarty는 Von Neumann과 Solow의 成長模型을 이용하여 金利의 潛在價格(the shadow rate of interest)을 推定하였는데 이

方法은 資本家와 賃金所得者가 각각 自己所得의 一定比率을 貯蓄한다는 假定을 前提로 하고 있다.

그 算式은 다음과 같다¹⁵⁾.

$$\begin{aligned} \rho &= \frac{g}{\delta_R + \frac{1-D}{D}\delta_\omega} \\ &= \frac{g}{\frac{D\delta_R + (1-D)\delta_\omega}{D}} \\ &= \frac{g}{S/D} \end{aligned}$$

ρ : 均衡利率

g : 實質成長率

δ_R : 資本所得者의 貯蓄率

δ_ω : 賃金所得者의 貯蓄率

D : 總所得中 資本分配分

$S : D\delta_R + (1-D)\delta_\omega$ 加重平均貯蓄率

여기서 $\delta_R=1$, $\delta_\omega=0$ 으로 假定하면 $\rho=g$ 로서 Von Neumann의 Turnpike 理論과 同一한 結果를 가져오게 된다.

이 方法에 의한 場合 國內貯蓄率¹⁵⁾이 높아지면 金利는 낮아지게 되므로, 經濟가 安定됨에

13) 韓國銀行, 「우리나라의 潛在的 GNP 推定」, 『調査月報』, 1977. 10, pp. 30~41.

14) J.R. Artus, "Measurement of Potential Output in Manufacturing for Eight Industrial Countries, 1955~78", *IMF Staff Papers*, March 1977.
K.J. Arrow, H.B. Chenery, B.S. Minhas, and R. M. Solow, "Capital-Labor Substitution and Economic Efficiency," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 43, No. 3 (August 1961), pp. 225-250.

15) S. Chakravarty, "The Use of Shadow Prices in Programme Education" in *Capital Formation and Economic Development* ed. by P.N. Rosenstein-Rodan, London: George Allen & Unwin Ltd., pp. 57-63, 1964.

16) P.A. Samuelson, "A Turnpike Refutation of the Golden Rule", in K. Shell ed., *Essays on the Theory of Optimal Economic Growth*, Cambridge: MIT Press, 1967.

따라 國內貯蓄率이 점점 增加하면 우리나라의 金利水準도 다른 선진국처럼 長期的으로는 下向安定될 것이다.

위의 여러가지 方法을 이용하여 試算한 均衡金利水準은 대체로 約 13% 水準에 있다고 推定된다(表 11, 圖 1 參照). 現在의 公金利水準을 위에서 試算한 均衡金利水準과 비교하여 볼 때 큰 乖離를 나타내고 있음을 알 수 있다¹⁷⁾.

한편 適正金利를 현재의 金融·通貨與件이 감안된 概念이라고 規定한다면 適正金利水準의 問題는 全體巨視經濟的인 틀(frame work) 속에서 檢討되어야 할 것이다.

우리나라의 경우 지금까지 通貨論的 傾向이 강하여 金融通貨政策運用은 金利보다 通貨量 規制를 一次的인 目標로 하고 있고 適正金利는 適正通貨量의 函數라고도 할 수 있기 때문에 그 適正水準은 현재의 流動性規模와의 관계에서 摸索하는 것이 合理的이라고 생각된다.

여기서 適正通貨增加率을 政策當局의 目標 通貨增加率과 같다고 보고 현재의 通貨增加率이 目標值보다 커서 앞으로 通貨量을 더 줄여야 한다고 假定한다면 適正金利水準은 현재보다 더 上方向으로 移轉되어야 할 것이다.

適正金利水準이 決定되는 「메카니즘」을 이론적 模型을 設定하여 살펴보면 適正基準公金利(i^*)算定式은 현재의 通貨增加率과 內外金利差의 變動을 反映시키는 形態를 취하는 것이 바람직하다.

그 하나의 例示的 模型을 設定하여 보면,

$$i^* = E(i_j - \sigma_j)\beta + \Delta(i_f - i)\gamma$$

$$\beta = \beta(\dot{M}/\dot{M}^*) \quad \beta' > 0$$

$$\gamma = \gamma(\text{國際收支事情, 內外金利差變動方向 등})$$

$$0 < \alpha < 1$$

의 關係가 성립한다¹⁸⁾.

E, Δ : 각각 期待值(平均值), 比較時點과의 差異

i^*, i : 각각 適正 및 實際基準金利

i_j : 市場金利 j (國公債, 會社債, CP, 私債 등)

σ_j : 基準金利와 비교한 市場金利 j 의 risk premium

β : 適正通貨增加率을 달성하기 위한 基準金利調整係數

\dot{M}, \dot{M}^* : 각각 實際 및 適正(目標)通貨增加率

i_f : 海外借入「코스트」(換「리스크」 포함)

γ : 內外金利差의 變動에 따른 國內基準金利 調整係數

σ_j 는 債券, CP 市場 등의 規模가 확대되고 內實이 다져짐에 따라 長期的으로 下落하는 趨勢를 보일 것이고 $E(i_j - \sigma_j)$ 는 각종 市場金利水準과 正常的인 金利體系를 감안한 基準金利水準(예컨대 銀行一般貸出金利)이 될 것이다.

17) 과거의 物價水準을 감안한 상대적 均衡金利와 比較한 경우 그 隔差幅은 더욱 큼. 그러나 계속되는 低物價가 定着되어 감에 따라 均衡金利와 期待均衡金利가 接近되고 있음. 물론 위에서 試算한 推定値는 여러가지 假定(① 完全競爭 ② 規模의 收益不變 ③ 一定한 貯蓄率 ④ 封鎖經濟 등)을 전제로 추정한 것이므로 一定한 限界가 있음.

18) 여기서 현재의 通貨供給量이 適正通貨量과 一致하여 $\beta=1$ 이 되고 海外部門과 國內部門間에 segmentation 되어 基準金利에 대한 內外金利差의 影響을 無視하는 것으로 假定한 경우, 1981. 6~1983. 7까지의 會社債, CP, 國民投資債券 등 3個의 金融資產을 利用하여 $E(i_j - \sigma_j)$ β 를 구해본 즉, 預金銀行의 平均貸出金利보다 大략 2%「포인트」정도 높은 것으로 나타났음.

$E(i_f - \sigma_j)$ 에 β 를 곱한 것은 實際通貨增加率이 適正(目標)增加率보다 높을 경우 基準金利를 引上하여 流動性供給을 縮小하려는 것이다.

또한 $\Delta(i_f - i)\gamma$ 는 內外金利(借入코스트) 差가 變動할 경우 이를 基準金利에 감안해 주려는 것이다.

예컨대 國際金利가 크게 상승하여 海外借入需要가 國內借入需要로 轉換되어(短期貿易信用등의 減少) 外換事情에 壓迫을 가할 경우 國內基準金利에 國際金利上昇分の 일부분($\gamma : \gamma$ 는 國際收支 및 外換事情如何에 따라 달라질 것임)을 반영하여 이같은 現象을 완화해 주기 위한 것이다.

특히 經濟가 開放될수록 國際金利를 감안해서 適正金利水準이 決定되어야 한다.

公金利水準이 物價上昇率(期待인플레이率 감안)이나 國際金利보다 下廻하는 경우에는 資金의 超過需要가 격심하게 커지고 金融市場의 二重構造를 形成하게 되어 資金의 效率的인 配分이 沮害된다.

예컨대 國際收支(B)의 均衡은 輸出(X)이 輸入(M) 및 海外投資(F)의 합과 一致하는 데에서 이루어진다면

$$B = X - M - F \\ = X(p, e) - M(Y, p, e) - F(\gamma)$$

p : 物價, e : 換率, Y : 所得, γ : 金利

로 표시되며¹⁹⁾ 海外投資(또는 外資導入)는 利子率의 함수인 까닭에 國內金利가 國際金利보다 낮으면 外資導入이 아니라 海外에 投資를 하는 것이 原則인데 外資導入에 의존해야 하

는 현재와 같은 우리의 事情에서 國內金利가 國際金利보다 낮기 때문에 國際收支上 더 어려움을 겪게 된다.

다. 政策方向

지금까지의 檢討結果를 살펴볼 때 앞으로 우리의 金利政策方向은 短期的으로는 公金利水準을 될 수 있는대로 適正金利水準에 接近시킴으로써 制度金融圈에로의 資金動員을 극대화하여 좀더 資金의 效率的 配分을 圖謀하고, 또한 지나치게 確立화된 金利體系에 流動性利益을 감안하여 改善함이 필요하다. 한편 長期的으로는 投資의 效率性을 높이고 金融政策의 有效性을 提高할 수 있도록 通貨金融政策의 第1次의 規制目標은 通貨量에 두되 金利는 伸縮的으로 움직이게 하는 金利의 自由化를 積極 推進하여야 한다.

그러나 이와 같이 市場實勢에 접근하는 金利의 現實化가 필요하다고 하더라도 物價安定의 定着이라는 우리 經濟의 最大 當面課題와 관련하여 생각할 때 市場金利 및 國際金利의 下落趨勢, 景氣回復勢의 全經濟部門으로의 擴散未治 등의 經濟與件을 감안하면 당장 全般의인 金利의 引上調整은 바람직하지 않다고 생각된다. 왜냐하면 金利를 다시 引上하면 金利政策에 대한 國民의 信賴感損傷으로 高金利, 「인플레이」心理再燃可能性이 있고 또 계속적인 物價安定으로 지금은 投資, 貯蓄者들의 예상「인플레이」율이 크게 下落하였으며 앞으로 더욱 下落될 것으로 展望되기 때문이다.

따라서 金利構造를 調整하는 경우 長期預金을 優待하는 式의 部分的인 金利引上이 要請된다.

그리고 金利構造를 改善하는 경우 그 政策

19) W.H. Branson, *Macroeconomic Theory and Policy*, New York: Harper and Row, 1979, p. 318 參照.

方向은 우선 長·短期 金利間의 適正期間構造 (term structure)를 확립하도록 하여야 한다.

그것은 앞에서 지적한 바와 같이 非合理的인 金利構造는 銀行預金을 短期待機性化함으로써 潜在的 投機資金化할 우려가 있기 때문이다. 특히 景氣回復期에 緊縮基調가 堅持되고 있는 상황에서 金利政策을 硬直의으로 運用하는 것은 貯蓄動員不振, 資金配分の 歪曲, 私金融擴大의 가능성을 유발하여 金融發展을 阻害하는 原因이 된다.

適正流動性利益(liquidity premium)²⁰⁾을 保障하여 銀行預金의 流動化를 방지하려면 長期預金(例: 2年 以上の 定期預金) 金利를 相當幅引上하고 企業의 信用度 및 借入期間에 따른 差等金利의 適用을 통해서 銀行貸出金利를 合理的의으로 調整해야 한다.

Ⅳ. 金利自由化 問題

1. 金利自由化의 意義

본래 金融自由化는 市場의 價格機構와 自由로운 競爭原理를 尊重하여 效率的인 金融仲介機能을 提高하기 위한 것이므로 資金의 價格機能인 金利의 自由化가 그 核心課題라고 할 수 있다.

金利自由化는 金利決定의 自律化와 金利變

更의 彈力化를 포함하는 概念이다. 金利의 自律化와 彈力化를 인정한다는 것은 金利를 政策當局이 인위적으로 決定하거나 또는 一定水準에 非伸縮的으로 고정시키는 것이 아니고 金融市場에서 金融機關이 자유로이 金利를 決定하고 또한 資金需給事情에 따라 그때 그때 伸縮的으로 變動시키는 것을 뜻한다.

따라서 通貨當局의 전통적인 金融政策手段을 통해 市場實勢金利의 水準에 間接的으로 영향을 미치는 必要性은 金利自由化를 政策運用의 基調로 하는 것과는 相衡되는 것이 아님은 물론이다.

우리나라 金融機關의 金利는 金融通貨運營委員會에서 정한 最高利率에 따라 規制 받고 있으나 短資會社, 投資信託會社, 相互信用金庫會社 등 非通貨金融機關은 각 特別法에 의하여 財務部長官의 承認을 받아 決定토록 되어 있으며 지금까지는 經濟成長이라는 當面課題에 力點을 두었기 때문에 人爲的이고 硬直的인 金利政策을 취하여 資金에 대한 需要와 供給을 均衡시켜 주는 이른바 均衡金利와는 乖離를 가져 온 것이 事實이었다.

진술한 바와 같이 戰略的인 實物經濟의 成長支援을 위하여 金利의 價格機能을 無視한 지금까지의 우리나라의 金利政策은 도리어 投資의 效率을 低下시키는 결과를 초래하였다.

그러므로 經濟의 모든 部門의 效率性を 提高하고 金融의 自由化, 開放化를 도모하려는 政策基調에 맞추어 金利를 단계적으로 自由化하여 資金市場의 超過需要를 진정시키고 金融機關은 企業信用을 바탕으로 資金을 配分하여 投資效率을 높이도록 하는 政策轉換이 무엇보다 緊要하다.

20) 金利構造에 대해서는 segmented market approach, expectation approach, liquidity premium approach 등이 있으나, 우리나라에 있어서는 期間과 信用에 의한 liquidity premium 接近方法이 妥當하다고 생각됨.

黑田晁生, 『日本の金利構造』, 東洋經濟新聞社, 1982 參照.

2. 金利自由化의 前提條件

그동안 政府의 經濟成長優先政策 때문에 이러한 政策을 遂行하는 過程에서 우리나라 企業은 만성적인 資金의 超過需要를 초래하고 過多한 銀行借入으로 다른 나라와 비교할 때 負債比率이 커서 金融費用의 負擔이 過大할 수밖에 없었다(表 12 參照).

이와 같이 企業의 負債比率이 높은 경우, 만일 金利를 市場의 價格機能에 의하여 決定되도록 한다면 均衡金利가 높아서 많은 企業은 過重한 金融費用負擔으로 倒産할 염려가 있을 뿐만 아니라 新規投資도 곤란하여 成長을 阻害할 것이다. 그러므로 企業의 過重한 負債比率이 金利를 自律化하는 데 現實的인 制約이 된다. 다시 말하면 우리나라의 金融市場은 지난 20여년 동안 硬直的인 金融政策의 運用으로 말미암아 派生된 여러 가지 副作用과 問題點들이 아직 累積되어 있어 金利의 完全自律化를 推進하는 경우에 예상되는 經濟에 미치는 충격을 勘案할 때 一定한 限界와 制約이 있다.

그 制約要因들은 첫째, 政府의 統制下에 있

었던 機關들이 民營化되었어도 아직 自律的 經營의 經驗과 金融技法을 충분히 축적하지 못하였고, 둘째, 金融投資家들도 自律的으로 決定되는 金利體系에 익숙하여 있지 못할 뿐만 아니라, 셋째, 資金需要者인 企業도 自己 資本蓄積이 부족하고 他人資本依存度가 높다는 점, 넷째, 現在의 經濟 및 金融狀況에서는 만성적인 超過資金需要가 계속되고 있다는 점들이라고 하겠다.

通貨金融政策을 遂行하는 경우에 通貨量을 政策目標로 하고 金利를 自由化하거나 또는 金利를 政策目標로 삼고 이를 위해 通貨量을 調節하거나 그 어느 것이든 金融市場에서 資金需給의 均衡을 유지하면서 間接的으로 調節하는 것이기 때문에 이러한 資金需給調節方式이 可能하려면 企業의 資金調達方式이 全般的으로 改善되고 金融仲介機能이 크게 向上될 것이 그 前提條件이 된다고 하겠다.

3. 金利自由化의 方向

金融自由化는 그 自體가 目的이 아니라 金融制度나 金融運用의 效率을 높이려는 것이기 때문에²¹⁾ 우리나라 銀行의 自律的 經營의 經

〈表 12〉 企業의 經營指標比率

		韓 國			美 國	西 獨	日 本	臺 灣
		1980	1981	1982	1981	1980	1981	1981
財 務 構 造	負債比率	487.9	451.5	385.8	104.9	213.8	342.0	175.5
	借入金依存度	49.3	49.4	45.9	29.8	—	33.8	36.3
	自己資本比率	17.0	18.1	20.6	48.8	31.8	20.9	36.3
收 益 率	賣出額經常利益率	△ 0.2	0.01	0.9	4.7	—	3.2	2.3
	總資本經常利益率	△ 0.2	0.02	0.1	10.7	1.7	4.5	3.2
	金融費用賣出額	7.4	8.0	6.6	—	—	3.0	5.5

21) 日本金融制度調査會, 『金融自由化の現狀と今後のあり方』, 1983. 4.

驗이 충분히 蓄積되지 못하고 貨幣市場과 資本市場에 있어서 競爭原理가 定着되지 못한 現在와 같은 條件下에서는 金利의 完全自由化는 도리어 金融秩序의 混亂을 招來할 우려가 있음은 전술한 바와 같다. 따라서 金利의 自由化는 實勢金利에 接近될 수 있는 부문부터 漸進的이고 단계적으로 推進되어야 할 것이다. 그런 의미에서 金利自律化의 첫 단계는 短期金融市場의 金利부터 우선적으로 이루어져야 한다. 왜냐하면 短期金融市場은 實物經濟와 金融部門을 연결시켜 주는 一次的인 經路이며 金融市場中에서 資金의 需給과 景氣의 變化에 가장 민감한 영향을 받기 때문이다. 金利의 自律化가 보장되어 있는 나라에서는 長期金利가 未來에 대한 豫想을 근거로 해서 形成되는 까닭에 投資者의 豫想이 크게 變化하지 않는 한 市場資金狀況에 따라 크게 變動되지 않으나 短期金利는 그때그때의 市場의 資金事情을 민감하게 反映하여 變動된다. 다만 長·短期市場間에 金利의 裁定去來가 이루어지고 있기 때문에 長期金利와 短期金利는 같은 方向으로 變動하는 경향이 있다고 하겠으며 景氣局面이나 金融의 變化에 따른 長期金利의 變動速度는 短期金利의 그것에 비해 늦다고 하겠다.

그리고 實勢金利는 豫想物價上昇率, 豫想利潤率, 國際金利 등에 의하여 一定한 限界를 갖게 되며 短期的으로는 여기에 景氣, 資金需給事情이 反映된다.

金利를 自由化할 수 있는 것은 市場實勢金利趨勢가 下降期일 때가 上昇期 때보다 더욱 適期라고 생각된다. 그것은 物價安定이 계속 되면 投資 및 貯蓄者들이 「인플레이」心理가 크게 後退하여 金利의 自律化幅이 擴大되더라도

金利의 大幅的인 上昇은 없을 것이기 때문이다.

金利는 金融資産의 安定性, 流動性에 따라 差等を 두어야 할 뿐만 아니라 去來單位의 크기에 따라서도 單位當 業務取扱費用의 差異 때문에 金利에 隔差를 두는 것이 妥當하다.

좀더 具體的으로 金利自由化의 推進方向을 살펴보면 그 推進時期는 持續的인 物價安定으로 國民들의 인플레이期待心理가 拂拭되고 規制金利와 市場金利間의 隔差가 상당폭까지 縮小될 경우에 實施하는 것이 바람직하다.

現在의 經濟條件에 비추어 볼 때 今年 下半年 後半부터 金利自由化를 추진하는 것이 좋다고 본다.

그 理由는 2年 以上에 걸친 劃期的인 物價安定으로 「인플레이」期待心理가 下向趨勢에 있고 한편 83년부터 本格的인 景氣回復이 시작되어 84년에는 輸出擴大 등으로 景氣上昇이 擴散될 것으로 期待되는 바 경우에 따라서는 다소 높은 金利를 통한 流動性 調節도 필요할 것으로 展望되기 때문이다.

그러면 金利自由化는 어떤 順序에 의하여 段階的으로 실시하는 것이 좋을가.

先進國의 경우 金利自由化의 推進은 보통 金融市場의 參與者가 상대적으로 가장 合理的인 思考에 의하여 金融行爲를 決定하는 金融機關間의 金融去來에서부터 시작한다. 그와 동시에 金利自由化 推進과정에서 예상되는 資金의 급격한 移替現象을 방지할 措置를 사전에 강구한다.

이러한 先進國들의 事例와 金融의 根本原理를 참작할 때 다음과 같은 一般原則을 생각할 수 있다.

첫째, 市場金利와 가장 相關도가 높은 金利

부터 自由化한다.

둘째, 市場參加者가 制限된 金利부터 自由化한다.

세째, 위의 順序에 따라 自由化되되 市場動向을 감안하여 時差를 두어 段階的으로 實施한다.

이러한 原則에 입각하여 金利를 自由化한다면 먼저 短期金融市場의 金利를 다음과 같이 進행하도록 한다.

① 「콜」市場金利를 自由化한다. 이것은「콜」市場의 參加者인 金融機關들이 상대적으로 市場原理에 입각하여 가장 合理的으로 金融行爲를 할 수 있으므로 金利自由化 初期段階에서 派生될 수도 있는 金融市場의 混亂과 衝擊을 가장 効果적으로 完化시킬 수 있기 때문이다.

② 無擔保企業어음의 金利를 自律化한다. 無擔保企業어음의 金利自律化를 추진하기 전에 먼저 현재의 既存 無擔保企業어음과 CP가 分離되어 있는 것을 統合시키고 金額의 最低單位를 지금의 千萬원보다 增額한다.

한편 少額投資者를 對象으로 하는 短期用 收益證券(例, MMF)이나 現金投資計定을 마련하여 少額投資者가 機關投資者를 통하여 無擔保企業어음에 投資하도록 하는 것이 바람직하다.

無擔保企業어음의 最低金額單位를 高額으로 하는 이유는 他金融資産으로부터 급격한 移替를 막고 收益率에만 집착하지 않고 流動성과 安定性 등을 충분히 고려하여 自己判斷에 따라 投資할 수 있는 與件을 造成함으로써 無擔保어음의 金利가 企業의 信用度を 正確히 反映하는 市場金利로 형성되게 하는 것이다.

③ 財政證券, 短期金融機關의 自體發行어음, 銀行金融機關의 短期金融證券인 CD와 商

業어음金利를 自由化한다. ·

이와 같이 短期金融市場에서의 金利를 自由化되 銀行金利는 物價, 景氣, 國際收支와 國內外 金融市場動向을 감안하여 伸縮的으로 움직일 수 있게 彈力性을 부여하도록 한다.

그 다음 段階로는 기타의 第2金融圈의 金利를 漸進的으로 自律化하며, 끝으로 우리나라 金融産業에 있어서 가장 比重이 큰 銀行圈의 與·受信金利를 自律化하는 것이 바람직하다.

그러나 金利自律化가 이루어지려면 무엇보다 效率的인 通貨管理를 통해 物價安定을 定着하는 것이 가장 필요하다고 하겠다.

V. 結 言

지금까지 우리나라 金利政策에서의 고민은 經濟成長을 지원하기 위한 貯蓄의 증대와 企業의 金融費用負擔 輕減이라는 政策課題를 어떻게 調和시키느냐 하는 것이었다.

그러나 高金利가 곧 과중한 金融費用負擔의 原因이라는 생각은 再考되어야 한다.

근본적으로 따져보면 비록 그 原因이 企業의 負債比率이 過大한 것에 있으나 이러한 財務構造의 脆弱은 低金利政策에 기인한 銀行借入金의 增大에서 야기된 것이기 때문이다.

그러므로 앞으로는 金利라는 價格機能을 살림으로써 投資效率을 높이도록 資源을 合理的으로 配分할 수 있는 金利政策이 요청된다.

그리고 金利水準은 物價上昇率만을 고려해서는 안되고 企業의 生産性, 他金融資産의 收益率, 國際金利 등을 勘案하여 決定해야 한다.

뿐만 아니라 實質金利는 名目金利로부터 物價의 實際上昇率을 除한 것을 의미한다기보다 物價의 豫想上昇率을 控除한 것이라고 볼 때는 奢侈性 消費支出의 激增, 격심한 不動産 投機 등 인플레이 期待心理를 자극하는 要因이 存在하는 한, 現在의 實質金利는 결코 適正金利水準이라고 볼 수 없을 것이다.

그러나 全體經濟의 當面課題 및 巨視政策의 效果와 조화되는 범위내에서만 部分政策으로서 金利政策의 妥當性이 인정될 수 있을 것이기 때문에 現在의 金利水準이 市場의 均衡水準과 큰 乖離가 있다고 하여 대폭 금리를 조정하는 것은 金利政策에 관한 國民의 信賴感이 상실되고 高金利, 「인플레이」期待心理가 蔓延되어 物價安定이라는 더 重要한 政策效果를 阻害시킬지도 모른다. 따라서 당분간 現行金利水準을 維持하되 어느 정도 資金需要가 줄어든 4/4分期쯤 景氣 및 物價動向을 보아 金利調整을 하는 것이 좋을 것이다.

특히 現在의 不合理한 金利構造로 인하여 全體 金融市場의 資金이 短期化·流動化하는 것을 防止하기 위하여 長·短期 金利間의 適正한 期間構造(term-structure)를 確立하는 것이 緊要하고, 위의 金利調整을 하는 경우 長期貯蓄預金(例: 期間 2年 이상의 定期預金) 金利를 引上하는 式의 接近方法이 무난할 것이다.

더군다나 第5次 經濟計劃의 國際收支 均衡 및 安定成長의 達成이라는 當面經濟運用課題와 관련하여 생각할 때 그 해결방법은 결국 投資와 貯蓄의 「갭」을 줄이는 政策으로 集約되므로 金利의 價格機能을 살리는 金利의 自由化 推進이 가장 重要한 政策課題라고 하겠으며, 다만 金融與件이 成熟되지 않은 現在 金利의 完全自由化는 金融市場秩序를 混亂시킬 우려가 있으므로 前述한 順序대로 당장 할 수 있는 것부터 先 實施하는 것이 全體 國民經濟의 效率的 資源配分을 위하여 반드시 필요하다고 하겠다.

▷ 參 考 文 獻 ◁

閔丙均, 「우리나라 金利論爭의 背景과 理論」, 『經濟發展과 金融産業』, 韓國投資金融株式會社, 1981.
 趙 淳, 「金融産業의 長期的 展望」, 『經濟發展과 金融産業』, 韓國投資金融株式會社, 1981.
 韓國銀行, 「金利와 民間貯蓄에 관한 小考」, 『調査月報』, 1975. 9.
 _____, 「우리나라의 潜在的 GNP 推定」, 『調査月報』, 1977. 10.
 山崎研治, 『現代의 金融論』, 中央經濟社, 1978.
 日本金融制度調査會, 『金融自由化의 現狀と 今後의 あり方』, 1983. 4.

Arrow, K.J., Chenery, H.B., Minhas, B.S., and Solow, R.M., "Capital-Labor Substitution and Economic Efficiency", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 43, No.3 (August 1961), pp. 225-250.
 Artus, J.R., "Measurement of Potential Output in Manufacturing for Eight Industrial Countries, 1955~78", *IMF Staff Papers*, March 1977.
 Böhm-Bawerk, E.v., *Kapital und Kapitalzins*, 1899.
 Branson, W.H., *Macroeconomic Theory and Policy*, New York: Harper and Row 1979.

- Chakravarty, S., "The Use of Shadow Prices in Programme Education" in *Capital Formation and Economic Development* ed. by P.N. Rosenstein-Rodan, London: George Allen & Unwin Ltd., 1964.
- Gide, C. and Kist, G., *A History of Economic Doctrines*, 1948.
- Goldsmith, Raymond W., *The Determinants of Financial Structure*, Paris: OECD, 1966.
- Gurley, John G. and Shaw, Edwards., "Financial Structure and Economic Development", *Economic Development and Cultural Change*, Univ. of Chicago, April 1967.
- Hicks, J.R., *The Theory of Wages*, New York: St. Martin's Press, 1963.
- , *Value and Capital: An Inquiry into Some Fundamental Principles of Economic Theory*, Oxford: Clarendon Press, 1946.
- Keynes, J.M., *General Theory of Employment, Interest, and Money*, New York: Harcourt, Brace, 1936.
- Samuelson, P.A. and Solow, R.M., "A Complete Capital Model Involving Heterogeneous Capital Goods", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.70, November 1956.
- Patrick, Mugh T., "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries," *Economic Development and Cultural Change*, Univ. of Chicago, January 1966.
- Van Horne, J.C., *Financial Market Rates and Flow*, Prentice-Hall, Inc., Englewood, Cliffs, N.J., 1978.