
金融構造深化와 通貨信用政策의 有效性

李 德 勳
鄭 日 洋

.....▷ 目 次 ◁.....

- I. 序 言
- II. 金融構造變化와 傳統的 通貨政策의 效果
- III. 通貨需要形態變化의 分析
- IV. 要約 및 結論

I. 序 言

通貨信用政策은 우리 경제에 있어서 短期景氣調節對策으로써 중요한 역할을 수행하여 왔다. 經濟開發 初期段階의 通貨政策은 경제의 안정 보다는 高度成長을 목표로 하였고 또한 通貨管理方式도 經濟開發計劃에 따라 金利 및 流動性 水準, 資金의 配分에 있어 직접적인 規制方式을 채택하였었다. 國內貯蓄이 부족하고 金融產業이 충분히 발달하지 못한 상황에서 高度의 經濟成長을 추진하기 위하여는 산

업을 選別的으로 지원하고 金融機關의 與信活動을 직접적으로 규제하는 通貨管理方式이 불가피 하였는지도 모른다.

政策當局은 1979年 이후부터 物價를 안정시키려는 노력을 해 왔으며, 특히 1982년부터 시작된 第5次 5個年 經濟社會發展計劃에서도 物價安定을 최우선의 목표로 정하고 지금까지 經濟政策을 운영해 오고 있다. 물론 通貨政策에서도 物價安定을 經濟成長 못지 않게 중요한 目標로 설정하고 있다.

중전의 直接規制에 의한 通貨管理方式이 高度經濟成長에는 많은 기여를 해 왔으나 높은 物價上昇, 政策金融의 肥大化, 資金의 偏在, 金融產業의 萎縮 등 심각한 부작용을 초래하게 되었다. 따라서 政策當局은 1982年初부터 支給準備, 再割引, 公開市場 操作 등의 通貨調節手段에 의하여 金融市場의 可用資金量을 조절하는 間接通貨規制方式으로의 전환을 시도하고 있다. 이와 같은 間接規制方式을 통한 通貨政策이 景氣調節對策으로서의 역할을 효과적으로 수행하기 위해서는 政策金融의 축소,

貨幣市場의 발달 등 制度의 整備와 함께 通貨政策의 波及經路 및 영향에 대한 정확한 이해가 요구되어진다.

우리나라를 비롯한 대부분 國家들의 전통적인 通貨信用政策은 銀行金融機關을 통하여 운영되어 왔다. 이것은 銀行金融機關이 金融市場에서 중추적인 기능을 수행하여 왔으며 他機關과는 달리 交換의 去來手段인 通貨를 供給하고 또한 通貨를 乘數的으로 創造할 수 있다고 본 때문이었다. 그러나 非銀行金融機關이 銀行金融機關에 비해 相對的으로 빨리 伸張되면서 傳統的인 通貨信用政策의 有效性이 弱화될 수 있다는 理論이 發表되었다. 이와같은 理論의 타당성에 대한 理論 및 實證의 研究가 지난 20餘年 동안 美國을 비롯한 外國에서 활발히 進行되어 왔다.

우리나라에서도 多樣한 金融機關이 1970年代 初부터 設立되어 銀行金融機關에 비하여 相對的으로 빨리 伸張되고 있다. 最近에 와서는 總金融資產에서 非銀行金融機關이 供給하는 資產의 比重이 급격히 커지고 있어 銀行金融機關만을 對象으로 하고 있는 通貨政策의 效果에 대한 疑問이 強力히 提示되고 있다.

本稿에서는 非銀行金融機關의 급속한 伸張이 傳統的인 通貨信用政策의 有效性에 미치는 影响에 대해 살펴보기로 하겠다. 우선 第Ⅱ章에서는 우리나라의 通貨政策의 運用方式과 金融市場의 構造變化 過程을 살펴보고 非銀行金融機關의 發達과 傳統的 金融政策의 有效성과의 關係에 대한 理論 및 實證研究들을 간략히 소개하였다. 第Ⅲ章에서는 實證分析을 통하여 通貨需要函數의 金利彈力值의 變化를 檢討하였고, 第Ⅳ章에서는 本研究의 要約 및 結論을 提示하였다.

Ⅱ. 金融構造變化와 傳統的 通貨政策의 效果

1. 우리나라의 通貨信用政策

資本主義國家에서의 經濟政策은 國民經濟의 理想的인 狀態, 즉 成長의 極大化, 物價安定, 完全雇傭의 實現, 國際收支의 均衡, 所得分配의 均衡 등이 이루어질 수 있도록 최대한의 影響을 미치는 데 목적이 있다. 우리나라의 경우 財政政策이 運營上의 硬直性으로 인하여 景氣對策으로서는 상당히 制約을 받고 있어 金融政策이 巨視經濟政策의 中心的인 役割을 遂行하여 왔다. 특히 金融政策中에서도 通貨 및 信用의 供給과 分配을 統制·調節함으로써 實物經濟에 影响을 미쳐 國民經濟를 바람직한 狀態로 誘導하려는 通貨信用政策이 重要視되어 왔다.

通貨信用政策을 遂行하는 데는 우선 經濟成長의 實現, 完全雇傭, 物價安定, 國際收支의 改善 등 經濟政策의 諸目標 가운데 우선적으로 追求하는 目標가 定하여진다. 그러나 通貨信用政策이 實現하고자 하는 目標는 政策當局이 直接的으로 達成하기는 어렵고, 이 目標와 긴밀한 聯關關係를 갖고 있으며 政策當局이 容易하게 調整가능한 標的이 있다. 그리고 이 標的을 意圖한 水準으로 變動시키는 政策道具인 通貨政策의 手段이 있다. 이와 같은 目標, 標的, 手段으로 構成되어 이루어지는 通貨信用政策은 經濟의 發展段階, 國內外 經濟環境, 金融市場의 成熟程度에 따라 性格과 運營上의

特徵이 變化하게 된다.

우리나라의 通貨政策은 韓美間의 合意에 의하여 樹立된 財政安定計劃을 근거로하여 1957년부터 본격적으로 運營되기 시작하였다. 1965年以後에는 IMF와 協定締結한 待期性借款(stand-by credit) 協約에 의하여 國內流動性의 供給과 運營이 이루어졌다. 그 後 1970年代 中盤以後부터는 國際收支가 改善됨에 따라 IMF와의 協定에 크게 制約을 받지 않고 獨自의인 通貨信用政策을 樹立, 運營해 오고있다.

第1次 經濟開發 5個年計劃이 推進된 1960年代初以後 1970年代 後盤까지의 通貨管理에서는 經濟發展 및 高度成長이 가장 重要한 政策目標였다. 國內貯蓄이 不足한 狀況에서 高度成長에 必要한 投資財源을 外資導入과 함께 通貨供給에 의하여 調達하게됨에 따라 1960年代와 1970年代에는 높은 通貨供給增加率을 나타내었다. 그 結果로 높은 物價上昇과 投機風潮가 蔓연하고 富와 所得의 分配 惡化로 經濟의 成長潜在力까지 弱화시키게 되었다. 物價의 安定없이는 지속적인 成長도 不可能하다는 배경으로 1979年에 綜合安定化 施策이 마련되어 1980年代 初부터는 通貨政策의 目標中에서 物價의 安定이 經濟成長과 함께 重要한 위치를 占하고 있다.

通貨政策의 目標을 達成하기 위한 中間段階인 標的으로는 利率水準과 通貨供給量 등이 있는데 이들 標的도 지난 20餘年 동안 政策目標에 따라 變化가 있었다. 우리나라에서는 金利水準과 通貨供給量이 동시에 通貨政策의 標的이 되어 왔으며 通貨供給을 調節하는 데는 여러가지 通貨指標中 政策目標에 가장 有效한 影響을 미치는 中心通貨指標를 設定하게 된다.

1965年 9月의 金利現實化以後, 60年代 後

半段 때로는 高金利政策을 채택한 때도 있었으나 企業活動의 促進을 위하여 政策當局은 대체로 낮은 水準에서 金利를 統制하여 왔다. 中心通貨指標는 1957년부터 1969年 上半期까지 流動性이 가장 높고 實物經濟變化와 가장 相關關係가 크다고 믿어지는 通貨量(M_1)이었다. 그러나 政府投資의 擴大, 肥料部門의 赤字擴大로 인한 財政部門과 外資導入으로 인한 海外部門을 통한 流動性이 크게 增加하였다. 따라서 通貨量(M_1)을 標的으로한 流動性管理는 民間部門의 과도한 與信規制, 預金銀行 業務의 限界性, 通貨管理上의 伸縮性缺如 등 많은 問題點을 露出시켰다. 이러한 問題點을 緩和하기 위하여 일시적으로 1969年 下半期에 本源通貨를 通貨中心指標로 채택한 적도 있다. 1970년부터 1978년까지는 國內與信을 中心通貨指標로 하여 通貨政策을 運營하였다. 1970年 下半期에는 商品輸出 및 中東建設進出이 활발해짐에 따라 海外部門을 통한 급격한 通貨膨脹이 이루어졌다. 그 結果로 초래된 景氣過熱과 높은 物價上昇에 效果적으로 대처하기 위하여 海外部門까지 포함한 總通貨(M_2)가 1979年以後 現在까지 中心通貨指標로 採擇되고 있다.

〈表 1〉 中心通貨指標의 變遷

1957~69 上半期	通貨量 (M_1)
1969 下半期	本源通貨 (RB)
1970~78年	國內與信 (DC)
1979 年以後	總通貨 (M_2)

우리나라의 通貨信用政策은 低金利體制를 維持하면서 通貨供給量을 調節함에 따라 資金의 超過需要가 發生하여 信用割當(credit rationing)이 불가피하게 되었다. 또한 經濟計劃

에 따라 特定産業을 選別的으로 支援하여 輸出, 重化學, 中小企業, 住宅, 農水産 등의 部門에 우선적으로 資金을 配分하고 또한 民間信用管理制를 導入하여 銀行金融機關의 與信活動을 直接的으로 規制하였다. 그러나 이와 같은 通貨政策의 手段으로 活用된 通貨 및 信用의 直接規制方式은 資金의 偏在, 政策金融의 肥大化, 金融産業發展의 沮害 등의 問題點을 招來하게 되었다. 이와 같은 問題點을 解消하기 위하여 通貨管理은 1982年 1月부터 支給準備, 再割引 및 公開市場操作 등의 通貨政策의 手段에 의하여 金融市場의 流動性을 間接的으로 調節하는 通貨間接規制方式으로 轉換하였다.

우리나라의 通貨信用政策效果에 대한 研究는 一部 이루어졌다. 지금까지의 通貨信用政策이 많은 副作用을 惹起시킨 것은 사실이나 高度經濟成長의 達成과 景氣調節對策으로서는 比較的 成功的이었다고 評價되고 있다¹⁾.

우리 經濟規模는 상당히 커지고 또한 産業構造는 복잡해졌으며 金融市場도 多樣化되어 가고 있다. 이와 같은 經濟與件의 變化속에서 間接規制方式으로 通貨政策이 景氣循環에 効果적으로 대처하기 위하여는 通貨政策의 傳達過程에 대하여 우리가 좀 더 잘 알고 있어야 할 것이다.

2. 金融市場의 構造變化

經濟가 成長하기 위하여는 投資가 이루어져야 하고 投資는 貯蓄을 통한 資金動員이 뒷받

침되어야만 비로소 可能하게 된다. 따라서 實物經濟의 成長에서 貯蓄主體와 投資主體사이에서 資金의 흐름을 원활하게 하는 金融機關의 역할이 중요시되고 있다. 또한 實物經濟의 規模가 擴大되고 構造가 高度化됨에 따라 金融機關의 專門化와 多樣化가 進行되어 극도로 分化된 投資主體와 貯蓄主體를 밀접히 연결시키고, 또한 資金이 效率的으로 分配될 수 있도록 한다.

過去의 經濟理論에서는 經濟의 實物的 成長에서 金融機關의 役割은 거의 看過되다시피 했다. 그러나 最近에 實物部門과 金融部門사이에는 相互間에 密接한 關係가 있다는 點을 理論的으로나 實證的으로 밝히는 많은 論文이 發表되고 있다²⁾. 특히 Adelman과 Morris [1967, 1968]는 實物部門과 金融部門의 發展사이에는 正의 相互聯關係가 存在하며 經濟가 發展한 國家일수록 金融機關의 多樣化와 專門化가 많이 進展되었다는 研究結果를 발표하였다.

우리나라의 경우 金融機關이 發達하고 또한 金融機關이 전문화, 多樣化되는 現象인 金融深化가 進行되고는 있으나 金融産業은 實物經濟의 成長에 비하여 相對的으로 落後되어 있다고 보여진다³⁾. 우리나라의 金融仲介機能은 1970年代 初까지만 해도 銀行이 대부분 담당하여 왔고 非銀行金融機關의 存在는 매우 微微하였다. 그러나 經濟의 規模가 커지고 産業構造가 高度化됨에 따라 經濟主體들의 金融需要가 多樣化되었다. 이에 副應하여 多様な 種類의 非銀行金融機關들이 1970年代初에 設立되고 1970年 中盤以後부터 급속히 成長하였다. 오늘날 非銀行金融機關이 金融産業에서 차지하는 比重이 持續的으로 커지면서 金融産業의 多樣化와 專門化 現象을 보이고 있다.

1) 민병균(1983) 參照.

2) Patrick (1966), Gurley와 Shaw (1967), Shaw (1973) 그리고 Mckinnon (1973) 등 參照.

3)司空 翽(1980) 參照.

非銀行金融機關들에게는 預金通貨의 發行이 許容되어 있지 않고 自己負債인 間接證券을 發行하여 資金을 調達한다. 그리고 이와 같이 造成된 資金으로 資金需要者에게 貸出을 하며 또한 資本市場 및 화폐시장에서 金融資産 賣買業務에도 從事하고 있다. 非銀行金融機關의 發達は 國民貯蓄增大에 重要な 役割을 遂行할 뿐 아니라 金融機關間的 資金融通을 원활하게 하여 國民經濟의 成長과 安定에 크게 寄與할 것으로 期待되고 있다.

우리나라의 金融機關은 通貨金融機關과 非通貨金融機關인 非銀行金融機關(non-banking financial institutions)으로 일반적으로 區分하고 있다. 通貨金融機關은 韓國銀行과 預金銀行 및 特殊銀行으로 構成되어 있고 非銀行金融機關으로는 開發機關, 貯蓄機關, 投資會社, 證券聯關機關, 保險會社등이 있다. 非銀行金融機關들은 1970年代 後半부터 通貨金融機關에 비하여 빨리 成長하고 있다. 金融機關들의 總資産에서 通貨金融機關들이 차지하는 比重을 보면 1975년에는 76.2%이었으나 1983년에는 67.9%로 낮아진 반면 같은 期間동안에 非銀行金融機關은 22.1%에서 27.3%로 높아졌다. 이들 非銀行金融機關들 중에서도 證券投資信託, 相互信用金庫, 生命保險과 投資金融會社들의 成長은 刮目할 만 하였다. 그러나 個別 非銀行金融機關들의 比重은 아직도 적다. 여기서 看過할 수 없는 것은 우리나라의 非銀行金融機關들이 아직도 資産規模가 상당히 零細하며 開發初期段階를 벗어나지 못하고 있다는 사실이다(表 2 參照).

이와 같은 非銀行金融機關들의 괘목할 만한 成長은 自生的으로 이루어졌다고 보기보다는 政府의 強力한 育成政策에 크게 영향을 받았

다고 볼 수 있다. 사실상 非銀行金融機關뿐만 아니라 우리나라 金融産業의 發展 및 多樣化는 거의 政府에 의하여 主導되어 왔다. 1960年代에는 一般銀行制度의 改善과 特殊銀行 地方銀行 設立과 함께 外國銀行支店들의 進出을 許容하여 銀行組織을 整備 및 擴充하였다. 그 후 1970年代부터 政府는 資本市場의 積極적인 育成과 非銀行金融機關의 設立 및 育成에 努力을 기울였다.

最近에 非銀行金融機關보다 빨리 成長할 수 있었던 좀 더 具體的인 要因을 살펴 보면 다음과 같다.

첫째로 銀行金融機關들이 人事, 豫算 및 資金運用面에서 政府의 強力한 統制下에 있어 제구실을 充分히 發揮할 수가 없었다. 反面에 非銀行金融機關은 相對的으로 政府의 規制를 적게 받아 企業性에 입각한 自由로운 經營이 可能하여 成長하는데 有利한 條件을 갖추게 되었다.

둘째로 預金銀行보다 非銀行金融機關에게 受信 및 與信의 金리가 높게 주어졌다. 超過需要가 尙存하는 金融市場에서 有利한 金利構造는 非銀行金融機關이 業務를 擴張하는데 중요한 要因으로 作用하였다.

세째로 所得水準이 향상되고 産業構造가 高度化됨에 따라 非銀行金融機關이 供給하는 金融仲介機能에 대한 需要가 增大되었다. 따라서 一般企業體와 마찬가지로 非銀行金融機關이 成長할 수 있는 基本的 與件이 成熟되었다는 점을 看過할 수 없다.

多樣的 金融機關의 成長과 함께 자연적인 現象으로 金融資産의 構成에도 많은 變化가 있었다. 우선 直接金融市場이 擴大되어 總金融資産中에서 株式 및 債券이 차지하는 比重

〈表 2〉 金融機關別 資産規模變化 推移

(단위 : 10億원)

	1975		1979		1983		年平均增加率(%)	
		(%)		(%)		(%)	75~79	79~83
通貨金融機關	10,833	76.2	34,510	72.8	82,084	67.9	33.6	24.2
韓國銀行	2,174	15.3	5,778	12.2	11,342	9.4	27.7	18.4
預金銀行	8,659	60.9	28,732	60.6	70,742	58.5	35.0	25.3
一般銀行	5,302	37.3	18,172	38.3	45,598	37.7	36.1	25.9
市中銀行	4,382	30.8	14,723	31.1	33,858	28.0	35.4	23.2
地方銀行	661	4.7	1,917	4.0	5,141	4.3	30.5	28.0
外國銀行支店	260	1.8	1,532	3.2	6,600	5.5	55.8	44.1
特殊銀行	3,357	23.6	10,560	22.3	25,144	20.8	33.2	24.2
韓國外換銀行	1,927	13.6	5,527	11.7	11,918	9.9	30.1	21.2
國民銀行	266	1.9	1,182	2.5	3,418	2.8	45.2	30.4
中小企業銀行	288	2.0	1,050	2.2	3,063	2.5	38.2	30.7
住宅銀行	168	1.2	839	1.8	2,431	2.0	49.5	30.5
農協	646	4.5	1,734	3.7	4,274	3.5	28.0	25.3
水協	62	0.4	228	0.5	481	0.4	38.5	20.5
非通貨金融機關	3,140	22.1	11,654	24.6	33,052	27.3	38.8	29.8
開發機關	2,358	16.6	6,948	14.7	14,165	11.7	31.0	19.5
韓國產業銀行	2,328	16.4	6,624	14.0	10,789	8.9	29.9	13.0
韓國輸出入銀行	30	0.2	324	0.7	2,429	2.0	81.3	65.5
長期信用銀行	—	—	—	—	948	0.8	—	—
貯蓄機關	250	1.8	1,597	3.4	5,431	4.5	59.0	35.8
相互信用金庫	62	0.4	362	0.8	2,036	1.7	55.5	54.0
信用協同機構	141	1.0	1,216	2.6	3,392	2.8	71.4	29.2
우편貯蓄	47	0.3	19	0.0	3	0.0	-2.03	-37.0
投資會社	221	1.6	1,268	2.7	4,289	3.6	54.8	35.6
投資金融會社	221	1.6	931	2.0	2,920	2.4	43.3	33.1
綜合金融會社	—	—	337	0.7	1,369	1.1	—	42.0
證券關聯機關	105	0.7	741	1.6	4,732	3.9	63.0	59.0
證券金融	27	0.2	123	0.3	225	0.2	46.1	16.3
證券會社	55	0.4	176	0.4	508	0.4	33.8	30.3
證券投資信託	23	0.0	442	0.9	3,999	3.3	109.4	73.4
保險會社	206	1.5	1,100	2.3	4,435	3.7	52.0	41.7
生命保險會社	105	0.7	669	1.4	3,425	2.8	58.9	50.4
損害保險會社	101	0.7	441	0.9	1,010	0.8	44.6	23.0
信託計定	244	1.7	1,230	2.6	5,741	4.8	49.8	47.0
計	14,217	100.0	47,394	100.0	120,877	100.0	35.1	26.4

資料 : 韓國銀行, 『調查統計月報』.
 國民銀行, 『調查月報』.
 證券金融(株) 『證券金融』 등.

〈表 3〉 金融資産의 構造變化 推移

(단위 : 10億원)

	1972	1977	1981	1982	1983	增加率(%)		
						72~77	77~83	72~83
總通貨(M_2)	1,451.8 (75.9)	5,874.4 (63.8)	15,671.1 (48.9)	19,904.2 (46.3)	22,938.1 (43.7)	32.3	25.5	28.5
通貨量(M_1)	519.4 (27.2)	2,172.6 (23.6)	3,982.4 (12.4)	5,799.3 (13.5)	6,783.4 (12.9)	33.1	20.9	26.3
非銀行貯蓄 ¹⁾	288.5 (15.1)	2,116.3 (23.0)	10,620.7 (33.2)	15,092.3 (35.1)	19,470.4 (37.1)	49.0	44.8	46.7
株 式	40.3 (2.1)	622.5 (6.8)	1,643.2 (5.1)	1,920.1 (4.5)	2,382.7 (4.5)	72.9	25.1	44.9
債 券 ²⁾	131.3 (6.9)	596.8 (6.5)	4,090.9 (12.8)	6,050.9 (14.1)	7,754.7 (14.8)	35.4	53.3	44.9
計	1,911.9 (100.0)	9,210.0 (100.0)	32,025.9 (100.0)	42,967.5 (100.0)	52,545.9 (100.0)	37.0	33.7	35.2

註 : 1) 保險, 金錢信託, 短期金融, 相互金融, 信用金庫, 信協, 投資信託, 其他

2) 國·公·金融債 및 會社債

資料 : 財務部

이 1972년에는 9%이었으나 1983年末 現在는 20% 水準에 육박하고 있다. 그리고 非銀行金融機關의 貯蓄이 相對的으로 빨리 成長하면서 銀行金融機關의 金融資産인 總通貨(M_2)의 比重은 같은 期間동안 75.9%에서 43.7%로 下落하였다(表 3 參照).

이와 같이 우리나라의 金融市場은 1970年代 初부터 1980年代 初까지의 期間동안 構造가 深化되어가는 趨勢를 보이고 있다. 國民經濟의 發展과 並行하여 金融構造가 深化되고 있는 것은 바람직한 現象이다. 그러나 總通貨(M_2)의 比重의 크게 下落하고 있고 M_2 와 代替性이 높은 金融資産規模가 擴大됨으로써 銀行金融機關만을 對象으로 하는 현재의 通貨信用政策의 效果에 疑問을 품게 되었다. 그러므로 通貨信用政策의 有效性을 提高하기 위하여는 通貨規制對象의 範圍를 銀行金融機關에서 非銀行金融機關까지 擴大하는 것이 바람직하다는 의견이 있다.

물론 巨視經濟政策에서 가장 중요한 위치를 점하고 있는 通貨信用政策이 景氣循環에 效果

的으로 對處할 수 있어야만 한다. 그러나 通貨規制範圍의 擴大도 적지 않은 問題點을 惹起시킬 수 있다. 우선 많은 金融機關으로부터 迅速·正確하게 統計資料를 蒐集하여 分析하고 또한 수많은 金融機關의 與受信活動을 間接的 規制方式으로 統制할 수 있어야 하는 制度上·行政上의 어려움이 있다. 다음으로 政府의 規制가 強化됨으로써 非銀行金融機關의 成長이 萎縮될 수도 있다는 可能性도 排除할 수 없다. 우리나라의 非銀行金融機關은 開發初期段階에 있으며 아직도 적극적으로 育成해야 할 必要가 있다. 또한 같은 程度의 政府의 統制가 一般銀行에 비하여 非銀行金融機關에게는 좀더 強度높게 作用할 것이다.

따라서 非銀行金融機關의 發達이 國內貯蓄을 增大시키고 長期的인 經濟成長潛在力을 擴大시킬 수 있다는 점을 勘案할 때 通貨規制範圍의 擴大에는 좀더 면밀한 分析이 필요하다고 생각된다. 허나 非銀行金融機關들의 金融規制의 直接的인 對象이 되든, 되지 않든간에 通貨政策을 遂行하는데 모든 金融機關의 動態

가 충분히 勘案되어야만 한다. 또한 金融機關을 發展시키기 위해서는 政府政策은 體系의이며 一貫性을 유지할 수 있어야 한다. 그러나 여기에서 우리나라의 金融機關의 監督體系에 問題點이 있는 것은 指摘하지 않을 수 없다. <表 4>에서 볼 수 있는 바와 같이 金融機關의 監督機構가 分散되어 있다. 이와 같은 現象은 所望스럽지 못하며 金融產業의 健全育成과 一貫性 있는 金融政策의 수행을 위하여 監督體制의 整備가 必要하다고 판단된다.

3. 非銀行金融機關의 發達이 通貨信用政策의 有效性에 미치는 영향

通貨信用政策은 우리나라를 비롯하여 西方各國에서 景氣調節對策으로 重要한 機能을 遂行하여 왔다. 傳統의인 通貨政策은 銀行金融機關을 對象으로 하여 信用創造 過程에 영향

을 주어 銀行의 金融資産인 狹意의 通貨 또는 總通貨 量을 調節하여 왔다. 通貨政策이 銀行 金融機關을 規制對象으로 하고 있는 것은 銀行이 供給하는 金融資産은 交換의 媒介手段으로 認定되고 있으며 銀行組織은 乘數的으로 信用을 創造하고 收縮하여 物價 및 所得등의 變化에 심각한 영향을 미치기 때문이다. 그러나 近年에 非銀行金融機關이 銀行金融機關에 비하여 相對的으로 빠른 速度로 增加함으로써 傳統의인 通貨信用政策의 有效性에 疑問을 提起하게 되었다. Gurley와 Shaw (1955), Tobin (1963) 등은 金融仲介機關으로써 銀行과 非銀行金融機關은 根本的으로 差異點이 없다고 主張하고 있다. 非銀行金融機關이 發行하는 金融資産은 銀行이 創造하는 貨幣와 性格과 機能面에서 類似하고 非銀行金融機關도 信用을 乘數的으로 創造할 수 있다는 것이다. 따라서 非銀行金融機關의 伸張은 信用의 追加

<表 4> 金融機關 監督體系

	監 督 權	檢 查 權 의 委 任
<銀行>		
① 一般銀行(市銀·地方銀行 및 外國銀行國內支店)	韓國銀行 銀行監督院	—
② 特殊銀行(外換·輸出入·産業·中小企業·國民·住宅·長期信用銀行)	財務部	銀行監督院에 委任可能
③ 農協·水協 및 畜協中央會	農水産部·水産廳(財務부와 協議)	銀行監督院에 委任可能
<非銀行 金融機關>		
① 短資·綜金	財務部	銀行監督院에 委任可能
② 相互信用金庫	財務部	銀行監督院 및 相互信用金庫 聯合會에 委任可能
③ 信用協同組合	財務部 및 信協聯合會	銀行監督院 및 信協聯合會에 委任可能
④ 새마을金庫	內務部 및 마을金庫聯合會	市·道知事에 委任可能
⑤ 信託業	財務部	—
⑥ 證券投資信託	財務部	證券監督院에 委任可能
⑦ 證券會社	證券管理委員會 및 證券監督院	"
⑧ 保險會社	財務部 및 保險公社	保險公社에 委任可能

資料：韓國銀行

供給을 可能케 하여 銀行金融機關만을 對象으로 하는 傳統的인 通貨政策의 有效性을 弱화시킨다는 것이다. 그러므로 通貨信用政策의 有效性을 提高시키기 위하여는 通貨規制對象을 非銀行金融機關까지 擴大할 必要가 있다는 意見을 提示하였다.

非銀行金融機關이 單純히 貯蓄과 投資를 仲介하는 機能을 遂行한다면 非銀行金融機關의 活動이 通貨政策의 效果에 큰 問題는 提起하지 않을 것이다. 오히려 國內貯蓄의 增加와 資金利用의 效率度를 提高시켜 經濟成長의 잠재력을 擴大하여 國民經濟의 성장과 안정에 크게 寄與할 것이다. 그러나 非銀行金融機關의 金融資産이 높은 收益率 또는 附帶條件의 利點 등으로 銀行의 遊休預金殘高와 市中의 遊休資金이 非銀行金融機關으로 흡수되어 信用供給의 源泉으로 活用될 수도 있다. 이와 같은 遊休殘高의 活動化는 信用의 純增加를 意味하게 되고 貨幣의 所得流通速度를 上昇시켜 傳通的 通貨政策의 效果를 攪亂시킬 수 있는 것이다. 遊休殘高의 活動化를 通貨需要側面에서 보면, 通貨需要가 通貨保有에 따른 機會費用에 좀 더 예민해져 가고 있는 것으로 解析할 수 있다. 即 非銀行金融機關의 發達에 따라 通貨와 代替性이 높은 金融資産의 出現은 通貨需要函數에서 通貨保有의 機會費用變數인 金利의 彈力性이 높아 질 것으로 豫見하는 것이다. 通貨需要의 金利彈力值가 높아 질 경우 다른 조건이 同一하다면 通貨政策의 效果는 弱화된다는 理論은 이미 잘 알려져 있다⁴⁾.

따라서 非銀行金融機關이 發達함에 따라 傳統的인 通貨政策의 有效性에 미치는 영향은

주로 通貨와 非銀行金融機關 金融資産間의 代替關係의 變化에 달려 있다. 만약 非銀行金融機關의 信用供給 源泉이 遊休資金의 活動化에 있다면 通貨政策의 效果를 높이기 위하여 規制對象을 非銀行金融機關까지 擴大해야 할 것이다. 그러나 非銀行金融機關이 所得增加에 따른 經常貯蓄資金을 흡수하여 信用을 供給한다면 非銀行金融機關의 發達이 通貨信用政策의 有效性을 弱화시킨다고 볼 수 없는 것이다.

이런 理論的 論意뿐만 아니라 非銀行金融機關의 發達에 따른 傳統的 通貨信用政策의 有效性 有無를 밝히기 위하여 實證分析이 활발히 이루어졌다. 여러가지 接近方法이 시도되었으나 많은 實證分析研究는 非銀行金融機關이 伸張됨에 따라 通貨需要의 金利彈力值가 어떻게 變化하는가에 長期間에 걸쳐 關心이 集中되었다. 예를 들면 Tong Hun Lee (1966)는 美國의 1934년부터 1964년까지 時系列 年間資料를 使用하여 一人當 實質通貨를 一人當 實質恒常所得과 金融資産間의 利子率 差異의 函數로 하여 回歸分析을 시도하였다. 그 結果 通貨需要의 金利 彈力值는 非銀行金融機關이 發達한 期間에 높아진다는 것을 밝혀내어 一般銀行과 非銀行金融機關 金融資産間에 代替關係가 높아진다는 것을 立證하였다. 그리고 Galper (1969)도 分期別 資料를 利用하여 通貨需要函數의 金利彈力值가 높아진다는 實證分析結果를 發表하여 Tong Hun Lee와 함께 非銀行金融機關의 發達이 通貨信政策의 有效性을 弱화시킨다는 Gurely와 Shaw의 主張을 支持하였다.

그러나 Feige (1964), Cagan과 Schwartz (1975), Hafer와 Hein (1982, 1984) 등에 의해 이루어진 實證分析 結果는 美國에서 第二

4) 單純한 IS-LM 「모델」에서도 쉽게 알 수 있음. 朴在潤(1978), 또는 Branson (1972) 참조.

次世界大戰以後 非銀行金融機關이 급속히 發達하였음에도 불구하고 通貨需要의 金利彈力値는 오히려 낮아지고 있다고 發表되었다. 따라서 非銀行金融機關이 發達함에도 불구하고 傳統的인 通貨信用政策의 有效性을 認定하여야 한다고 主張하고 있다. 오히려 通貨需要의 金利彈力値가 下落하고 있다는 推定結果를 근거로하여 傳統的 通貨政策의 效果는 더욱 強化될 수 있다는 意見을 發表하고 있다.

Suzuki (1984)도 分期別 資料를 使用하여 日本의 通貨需要函數를 推定하였다. 分析結果에 의하면 非銀行金融機關이 급속히 發展한 1974年 以後에 通貨需要函數가 構造的인 變化가 있었다는 것을 發表하였다. 그러나 通貨需要의 金利彈力値는 下落勢를 보이고 있는 것으로 나타났다. 따라서 Suzuki는 非銀行金融機關의 發達이 日本의 通貨信用政策에 아직은 심각한 攪亂效果가 있지는 않다는 見解를 보였다.

지금까지의 實證的 研究結果는 非銀行金融機關의 급속한 伸張에 따른 遊休資金의 活動化가 아직은 通貨政策의 效果를 크게 攪亂할 만한 水準에 까지 이르지 않는다는 見解가 支配的이다⁵⁾. 그러나 金融革新이 活潑히 進行되고 있는 最近 各國의 金融市場 動向에 비추어 볼 때 各種 支給手段의 현저한 發達, 銀行 金融機關의 金融資產과 代替性이 높은 非銀行

金融機關 金融資產의 계속적인 出現과 擴大는 傳統的인 通貨政策의 效果를 攪亂시킬 수 있는 可能性이 漸増할 수 있다는데 커다란 異見을 보이지 않고 있다. 따라서 金融市場의 構造變化와 各種 金融機關의 活動을 綜合적으로 反映할 수 있는 通貨指標의 開發과 이들 通貨指標의 動態를 充分히 파악하여 通貨政策을 遂行하는 것이 所望스럽다는 意見이 있다⁶⁾.

우리나라의 경우 이미 살펴 본 바와 같이 非銀行金融機關이 1970年代 中盤以後부터 급속히 伸張되고 있으며 특히 最近에 非銀行金融機關의 活動이 크게 擴大되면서 通貨規制範圍에 非銀行金融機關을 포함시켜야 한다는 意見이 많이 提示되고 있다. 그러나 아직 非銀行金融機關의 發達과 通貨政策의 有效性에 관한 研究는 活潑히 進行되지 못하고 있다. 本稿에서는 보편적으로 시도되고 있는 方法인 短期通貨需要函數를 推定하고, 通貨需要의 金利彈力値의 變化를 檢討하여 非通貨金融機關의 發達이 通貨信用政策에 미치는 影響을 分析해 보고자 한다.

Ⅲ. 通貨需要行態變化의 分析

非通貨金融機關이 급속히 成長하면서 종래의 銀行金融機關만을 대상으로 하는 通貨信用政策의 有效性에 대한 疑問이 제기되어 왔다. 여기에는 여러가지 原因이 있지만 그중 핵심적인 것은 通貨와 밀접한 代替關係에 있는 金融資產이 增加하면서 通貨需要의 金利彈力値가 급격히 上昇할 것이라는데 근거한다. 비록 우리나라 非銀行金融機關의 역사는 짧으나 이

5) Feige와 Pearce (1977)는 非銀行金融機關과 通貨信用의 有效性 關係에 대한 理論 및 實證分析 研究結果를 잘 綜合하여 놓았다.

6) 美國聯邦準備制度의 通貨統計에 대한 咨文위원회(The Advisory Committee on Monetary Statistics)에서 발표된 것으로 同委員會는 M. Friedman, G.L. Bach, Phillip Cagan, Chifford Hildreth, Franco Modigliani, Arthur Okun으로 구성되었으며 檢討結果 報告에 관한 要約이 Federal Reserve Bulletin 1976年 5月號에 수록되어 있음.

들이 通貨의 金利彈力性變化에 어떤 影響을 미치고 있는가에 대하여 實證分析을 통하여 檢證해 보고자 한다.

通貨의 金利彈力性的 變化를 檢證하는데는 水準調整原則(the stock adjustment principle)에 입각하여 導出된 通貨需要函數가 일반적으로 利用되어 왔다. 本稿에서도 均衡通貨需要와 前期의 通貨需要의 差가 部分的으로 調整되어 가는 過程에서 通貨需要의 增減이 發生한다는 가정 아래 다음과 같은 水準調整方程式을 設定하였다.

$$\Delta \ln \left(\frac{M}{P} \right)_t = \gamma \left[\ln \left(\frac{M}{P} \right)_t^* - \ln \left(\frac{M}{P} \right)_{t-1} \right] \dots \dots \dots (1)$$

단, M : 通貨需要

P : 物價水準

t : 期間의 표시

γ : 調整速度

$$\Delta \ln \left(\frac{M}{P} \right)_t: t \text{ 期의 通貨需要의 增減}$$

$$\left(= \ln \left(\frac{M}{P} \right)_t - \ln \left(\frac{M}{P} \right)_{t-1} \right)$$

$$\left(\frac{M}{P} \right)_t^*: t \text{ 期의 均衡實質通貨需要}$$

또한 均衡實質通貨需要는 實質所得과 金利에 의하여 決定된다고 보았다.

$$\ln \left(\frac{M}{P} \right)_t^* = \beta_0 + \beta_1 \ln y_t + \beta_2 \ln(100 + r_t) \dots \dots \dots (2)$$

단, y : 實質GNP

r : 金利

式 (1)을 式 (2)에 代入하여

$$\ln \left(\frac{M}{P} \right)_t = \gamma \beta_0 + \gamma \beta_1 \ln y_t + \gamma \beta_2 \ln(100 + r_t)$$

$$+ (1 - \gamma) \ln \left(\frac{M}{P} \right)_{t-1}$$

$$= \alpha_0 + \alpha_1 \ln y_t + \alpha_2 \ln(100 + r_t)$$

$$+ \alpha_3 \ln \left(\frac{M}{P} \right)_{t-1} \dots \dots \dots (3)$$

을 導出하였다. 式 (3)에서 α_1 과 α_2 는 所得과 金利의 短期彈力值이다.

實證分析의 標本期間은 1964年 1/4分期부터 1983年 4/4分期까지로 하였으며 通貨需要行態의 變化를 檢討하기 위하여 이를 1964年 1/4分期에서 1973年 4/4分期까지와 1974年 1/4分期에서 1983年 4/4分期까지로 나누었다. 또한 非銀行金融機關들이 본격적으로 新設되고 營業活動이 급속히 伸張되었던 1974년부터 1983년까지의 期間동안에 通貨需要의 金利彈力性이 變化하였는가를 分析하여 보았다.

通貨指標로서는 通貨量(M_1)과 總通貨(M_2)를 선택하였고 資料는 이들 指標의 分期別 平殘統計를 사용하였다. 그러나 1971年 以前에는 日間殘額의 平均値에 근거한 通貨指標 平殘統計의 入手가 불가능하여 1964年~73年 期間에는 月間殘額의 平均値에 근거한 平殘統計를 이용하였다. 所得變數로서는 實質GNP를 사용하였다.

通貨需要函數를 推定하는 데 있어서는 通貨保有의 機會費用으로 어떤 利子率을 선택하는가가 항상 어려운 問題로 대두된다. 本 實證分析에서는 1년 만기定期預金金利(r_{TD}), 短期金融會社의 自體發行어음金利(r_{ISU}), 國公債金利(r_{PB}) 및 私債金利(r_{UM})를 사용하여 보았다.

實證分析 結果 모든 金利의 變化에 대한 通貨需要의 反應은 크게 다르지 않았다. 우선 全標本期間을 통하여 資料入手가 가능한 私債金利를 機會費用變數로 택하여 通貨需要의 一

〈表 5〉 通貨需要函數 推定結果(I)

從屬變數 標本期間 說明變數	$\ln\left(\frac{M_1}{P}\right)$		$\ln\left(\frac{M_2}{P}\right)$	
	64¼~73¼	74¼~83¼	64¼~73¼	74¼~83¼
常 數	1.664 (0.90)	3.306 (3.00)	-3.939 (-1.66)	1.681 (1.98)
$\ln\left(\frac{GNP}{P}\right)$	0.207 (1.90)	0.329 (3.57)	0.288 (1.99)	0.238 (3.15)
$\ln(100+r_p)$	-0.411 (-1.34)	-0.612 (-3.33)	0.497 (1.36)	-0.419 (-2.72)
1分期前 從屬變數	0.824 (11.00)	0.600 (5.76)	0.918 (18.89)	0.819 (12.91)
$D(813/822)$	—	-0.099 (-3.36)	—	—
D_2	0.009	-0.084	0.018	-0.021
D_3	0.067	-0.028	0.059	0.016
D_4	0.052	-0.128	-0.044	-0.076
R^2	0.990	0.960	0.994	0.991
DW	2.55	1.87	1.99	2.33

註: () 안은 t -value 임.

般的인 行態變化를 檢討해 보았다. 다음으로 通貨需要의 金利彈力性 變化를 分析하는 1974~83年 期間에는 自體發行어음 金利를 機會費用變數로 사용하였다.

通貨需要函式(3)에서 私債金利를 이용하여 全標本期間에 걸쳐 推定한 結果를 〈表 5〉에 綜合하였다. 通貨量(M_1)의 경우 所得 및 金利의 短期彈力値는 74年以後의 期間동안에는 다소 上昇한 것으로 나타났다. 그러나 實質通貨需要殘高가 1964~73年 期間에는 18%速度로 均衡水準에 접근하였으나 1974~83年期間에는 調整速度가 빨라져 40%速度로 접근한 것으로 나타났다. 이와 같이 調整速度가 빨라져 〈表 6〉에서 볼 수 있는 바와 같이 所得 및

〈表 6〉 長期 彈力値

標本期間	M_1		M_2	
	所得	金利	所得	金利
1964¼~1973¼	1.176	-2.335	3.512	6.061
1974¼~1983¼	0.823	-1.530	1.315	-2.315

金利의 長期彈力値는 1974年以後에 낮아진 것으로 나타나고 있다. 通貨量(M_1)에 대한 統計資料가 不一致하여 정확한 비교는 어려우나 1974年以前의 期間에서 所得 및 金利의 推定된 係數의 統計的 有意性이 높지 못한 반면 1974年以後에는 推定된 係數의 統計的 有意性이 높다. 이와 같은 結果에 의하면 最近에는 傳統的 理論과 부합되는 通貨需要行態를 나타내고 있는 것으로 보인다.

總通貨(M_2) 需要函數의 推定結果에 의하면 短期所得彈力値가 M_1 의 경우와는 달리 1974年以後에 약간 낮아졌다. 1974年以後의 標本期間동안 M_1 의 경우와 같이 M_2 에 대한 調整速度가 빨라져 總通貨(M_2)需要의 長期所得彈力値도 낮아졌다. 1964~73年의 標本期間에서 推定된 金利의 係數는 비록 統計的 有意性은 낮으나 豫想된 符號가 아닌 正의 값을 가졌다. 그러나 1974年以後期間에서는 金利의 係數가 豫想된 符號를 갖고 統計的 有意性도

높은 것으로 나타났다.

지금까지의 實證分析結果에 의하면 우리나라의 通貨需要가 過去보다 最近에 와서 論理的으로 導出된 理論에 좀 더 부합되는 行態를 보이고 있는 것으로 판단된다. 이와 같은 現象은 所得이 增大되고, 金融市場의 擴大와 함께 質的 改善이 進行되면서 各 經濟主體의 流動性管理가 過去에 비하여 合理的으로 이루어지고 있기 때문으로 생각된다.

本 研究의 주된 목적은 非通貨金融機關이 發達함에 따라 通貨需要의 金利彈力值가 크게 높아지는가에 대한 檢證을 위하여 非銀行金融機關 設立이 본격적으로 이루어진 1974年以後부터 1983년까지를 標本期間으로 하였으며, 非銀行金融機關이 아직 開發初期段階에 있었던 1974~78年 期間과 全標本期間동안의 通貨需要函數를 推定하여 比較함으로써 通貨需要行態의 變化를 分析하여 보았다. 機會費用變數로는 自體發行어음의 金利를 택하였다.

推定結果<表 7>에 의하면 說明變數들이 通貨需要의 行態를 얼마나 잘 설명해 주는가를 나타내는 R^2 는 매우 높으며 推定된 係數는 모두 예상된 부호를 갖고 있다. 또한 1974~78年 期間에서 推定된 總通貨方程式의 金利의 係數만 제외하고는 모든 說明變數의 係數들이 統計的 有意性이 매우 높은 것으로 나타났다.

이들 推定方程式을 比較해 보면 通貨量(M_1)과 總通貨(M_2)의 需要行態는 거의 같은 變化趨勢를 보이고 있다. 所得 및 金利의 變化에 대하여는 流動性이 더 높은 M_1 의 需要가 M_2 의 需要보다 더 민감하게 反應하는 것으로 보인다. 또한 均衡通貨需要水準으로 접근하는 調整速度도 M_1 이 M_2 보다 빠른 것으로 確認되었다. 그러나 이들 通貨 需要의 調整速度는 全標本期間에서 推定된 것이 1974~78年 期間에서 推定된 것에 비해 상대적으로 늦어졌다.

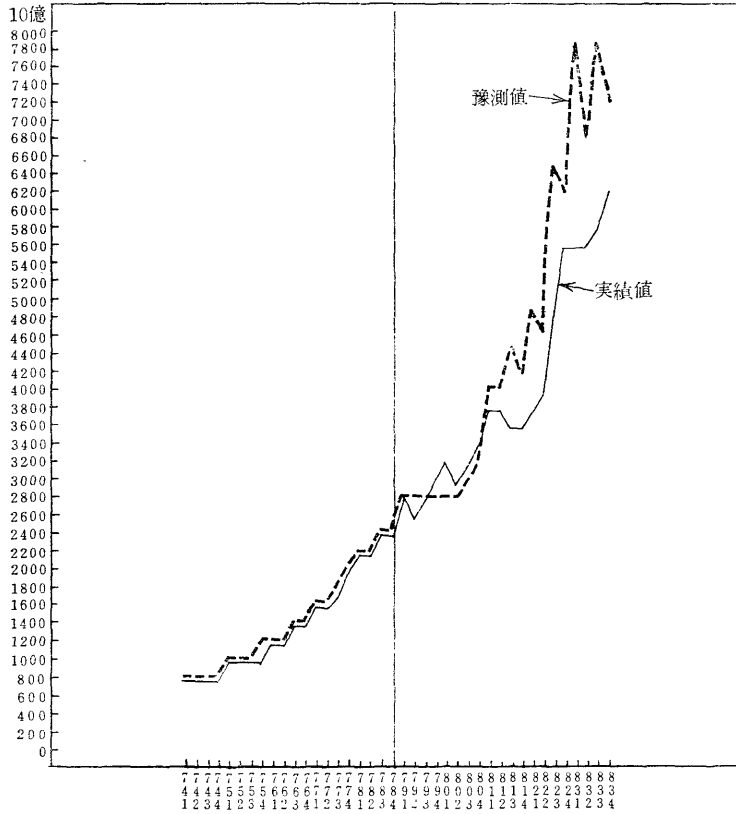
所得과 金利의 短期彈力值는 M_1 과 M_2 의 경우 모두 全標本期間에서 推定된 것이, 前期의

<表 7> 通貨需要函數 推定結果(II)

說明變數	從屬變數 標本期間		$\ln\left(\frac{M_2}{P}\right)$	
	$74\frac{1}{4}\sim 78\frac{3}{4}$	$74\frac{1}{4}\sim 83\frac{3}{4}$	$74\frac{1}{4}\sim 78\frac{3}{4}$	$74\frac{1}{4}\sim 83\frac{3}{4}$
常 數	17.615 (1.91)	5.104 (4.31)	3.056 (0.37)	2.049 (2.10)
$\ln\left(\frac{GNP}{P}\right)$	0.651 (4.65)	0.392 (4.64)	0.428 (3.30)	0.251 (3.23)
$\ln(100+r_{ISU})$	-3.833 (-1.97)	-1.036 (-4.61)	-0.749 (-0.43)	-0.546 (-2.74)
1分期前 從屬變數	0.376 (2.59)	0.546 (5.70)	0.653 (4.85)	0.827 (13.43)
$D(813/822)$	—	-0.091 (-3.50)	—	—
D_2	-0.172	-0.103	-0.071	-0.027
D_3	-0.088	-0.039	-0.002	0.018
D_4	-0.375	-0.167	-0.211	-0.082
R^2	0.982	0.967	0.983	0.991
DW	1.75	2.14	1.96	2.19

註: () 안은 t -value 임.

〔圖 1〕 通貨需要豫測結果: M_1



것에 비하여 낮아졌다. 여기서 특히 관심을 끄는 것은 非銀行金融機關이 급속히 伸張하는데 영향을 받아 金利彈力値가 上昇할 것이라는 豫測과는 반대의 推定結果가 얻어졌다는 것이다. 所得 및 金利의 長期彈力値는 M_1 의 경우 短期彈力値와 같은 變化를 보여 모두 낮아졌다. 그러나 M_2 의 경우는 반대의 현상을 보여 所得 및 金利의 長期彈力値가 커진 것으

로 나타났다(表 8 參照).

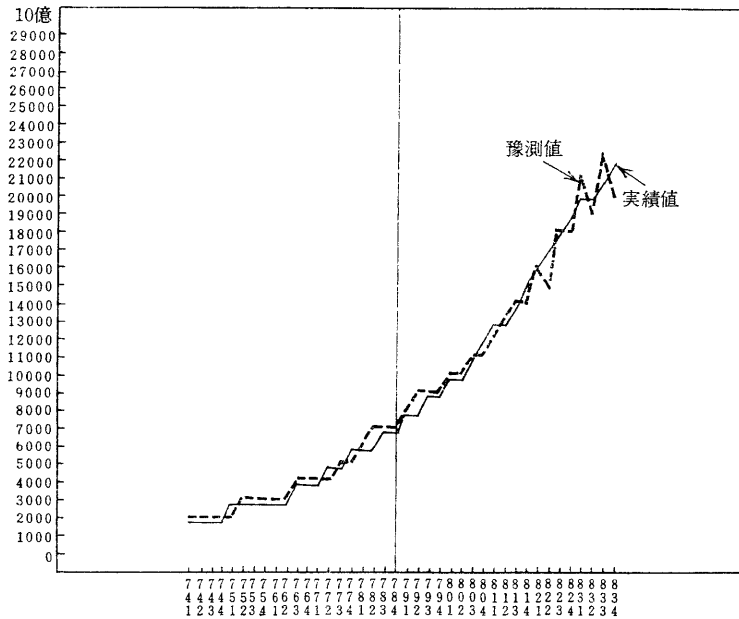
위의 推定結果에서 또 하나 注目되는 현상은 說明變數의 係數들이 1974~83年 期間동안에 安定的이 아니고 크게 變化한 것이다. 즉 1972年以後의 美國이나 英國에서 나타나는 현상과 같이 우리나라의 通貨需要函數도 不安定한 것이 아닌가 하는 생각을 해볼 수 있다. 이와 같은 通貨需要의 不安定性을 檢討해 보기 위하여 推定된 通貨需要方程式의 豫測度를 調査해 보았다.

〈表 8〉 長期 彈力値(Ⅱ)

標本期間	M_1		M_2	
	所得	金利	所得	金利
1974 $\frac{1}{4}$ ~1978 $\frac{4}{4}$	1.04	-6.14	1.25	-1.45
1974 $\frac{1}{4}$ ~1983 $\frac{4}{4}$	0.86	-2.28	1.45	-3.16

1974~78年 期間에서 推定된 通貨需要方程式을 이용하여 1979년부터 1983년까지의 通貨需要를 豫測해 본 결과 [圖 1]에서 볼 수 있는 바와 같이 通貨(M_1)의 경우 豫測된 通貨

【圖 2】 通貨需要豫測結果: M_2



需要는 實際殘額보다 크게 나타났다. 그러나 總通貨(M_2)의 경우는 비교적 近似하게 豫測하고 있는 것을 [圖 2]에서 볼 수 있다.

豫測度を 알아보는 Root-Mean Squared Error (RMSE)와 Theil의 不等係數의 값이 M_1 의 경우 각각 0.1169와 0.0081이고 M_2 의 경우 각각 0.0381과 0.0023이었다.

이와 같은 分析結果에서 볼 때 通貨와 總通貨의 需要豫測度は 대체로 만족스러운 것으로 보인다. M_1 의 경우 M_2 에 비하여 상대적으로 덜 만족스러운 것으로 나타나고 있는 있다. 그러나 1981年 下半年에 높은 金利를 부여한 家計 綜合預金이 새로 만들어져 M_1 으로 부더의 資金離脫이 있었고 1982年 6月에는 通知預金이 廢止된 사실이 있다. 또한 本研究의 目的을 위하여 편의상 物價變數를 通貨需要函數에서 除外한 것을 감안하면 M_1 의 豫測度も 비교적 만족스러운 것으로 보인다. 따라서 우리나라에서는 아직 通貨需要函數가 統計的인 不安定

性을 보이고 있는 것으로는 생각되지 않는다.

非銀行金融機關이 빨리 伸張하는 1979年以後에 通貨需要의 金利彈力值가 上昇하는가를 좀더 면밀히 檢討하기 위하여 또하나의 實證 分析을 試圖해 보았다. 우선 「더미」變數 DA 를 1974年 1/4分期부터 1978年 4/4分期까지를 1로 하고 나머지 期間은 0으로 정하였으며, 「더미」變數 DB 를 1979年 1/4分期부터 1983年 4/4分期까지를 1로 하고 앞의 期間에는 0으로 하였다. 「더미」變數 DA 와 DB 를 이용하여 短期金利彈力值가 두 期間사이에 얼마나 變化하는가를 살펴보고자 한 것이다.

推定結果에 의하면 <表 9>에서 볼 수 있듯이 短期金利彈力值는 M_1 의 경우 前期에 -0.999 , 後期에 -1.003 이며 M_2 의 경우 前期에 -0.593 , 後期에 -0.591 이었다. 따라서 1974年과 1983年 期間동안에 短期金利의 彈力值는 統計上 거의 변하지 않은 것으로 판단된다.

위의 實證分析結果를 綜合하여 볼 때 非銀

〈表 9〉 通貨需要函數 推定結果(Ⅲ)

說明變數	標本期間 74¼~83¼	
	$\ln\left(\frac{M_1}{P}\right)$	$\ln\left(\frac{M_2}{P}\right)$
常 數	4.623 (3.62)	2.348 (1.62)
$\ln\left(\frac{GNP}{P}\right)$	0.435 (4.60)	0.259 (3.07)
$DA * \ln(100+r_{ISU})$	-0.999 (-4.39)	-0.593 (-2.27)
$DB * \ln(100+r_{ISU})$	-1.003 (-4.42)	-0.591 (-2.29)
1分期前 從屬變數	0.542 (5.67)	0.809 (9.04)
$D(813/822)$	-0.086	—
D_2	-0.111	-0.029
D_3	-0.047	0.016
D_4	-0.193	-0.087
R^2	0.968	0.991
DW	2.37	2.20

註: 1) () 안은 t값

2) Dummy DA는 1974¼~78¼까지 1 나머지는 0
DB는 1979¼~83¼까지 1 나머지는 0

行金融機關이 發達함에 영향을 받아 通貨需要의 金利彈力值가 높아질 것이라는 見解를 입증할 만한 證據는 찾지 못하였다. 오히려 美國이나 日本에서와 같이 通貨需要의 金利彈力值가 下落하는 現象을 보이고 있다. 또한 通貨需要函數도 상당히 安定的으로 보이며 豫測度도 비교적 만족스럽다.

우리나라의 경우 銀行金融機關을 主對象으로 하는 傳統的인 通貨信用政策의 有效性이 當分간은 크게 弱化될 것으로 생각되지 않는다. 따라서 通貨規制對象을 非銀行金融機關까지 擴大해야 할 충분한 理由가 있다고 판단되지 않는다. 그러나 通貨信用政策이 短期景氣調節對策으로서의 效果를 提高하기 위해서는 최근 크게 擴大되고 있는 非銀行金融機關의 動態를 충분히 勘案은 해야 할 것이다.

N. 要約 및 結論

本 研究에서 通貨需要函數의 金利彈力值의 變化를 實證分析을 통하여 檢討함으로써 非銀行金融機關의 發達이 銀行金融機關을 規制對象으로 하고 있는 傳統的인 通貨信用政策의 有效性에 어떻게 作用하는가를 살펴 보았다. 지금까지의 分析結果에서 導出되는 몇가지 結論을 要約하면 다음과 같다.

첫째, 非銀行金融機關의 發達로 通貨와 類似한 金融資產이 계속 出現되었으나 通貨需要函數의 金利彈力值는 거의 變化하지 않았다. 따라서 流動性的의 需要測面에서 파악하여 볼 때 非銀行機關의 發達이 傳統的 通貨信用政策의 有效性을 弱化시키고 있다고 판단되지는 않는다.

둘째, 通貨規制範圍를 非銀行金融機關까지 擴大해야 할 필요가 있다고 생각되지는 않으나, 金利가 規制되어 있고 金融市場間의 緊密한 連繫性이 缺如되어 있는 우리經濟의 現實에서 通貨政策을 效果의으로 遂行하기 위해서는 급속히 伸張되고 있는 非銀行金融機關의 與受信活動을 충분히 勘案하여야 할 것이다. 이를 위하여 總流動性(M_2)의 通貨指標를 開發하고 이를 補助通貨指標로 利用하는 것이 바람직할 것이다.

셋째 非銀行金融機關이 銀行金融機關에 비하여 빨리 成長하고 있으나 아직 資產規模가 零細하고 開發初期段階에 있다. 非銀行金融機關의 體系的이고 一貫性있는 育成이 필요하다고 판단된다. 이를 위하여 우선적으로 非銀行

金融機關의 監督體系를 一元化하는 것이 바람직하다고 판단된다.

非銀行金融機關의 發達과 通貨政策의 有效性의 關係를 파악하는데 本研究에서는 한 가지 接近方法만이 試圖되었다. 非銀行金融機關의 乘數的 信用創造過程 그리고 銀行의 金融資產과 非銀行金融資產間의 代替關係分析 등이 앞으로의 研究에서 補完되어야 할 것이다.

우리나라의 通貨信用政策은 直接規制方式에서 間接規制方式으로 轉換을 摸索하고 있다.

이와 같은 轉換은 바람직한 方向이나, 通貨信用政策이 國民經濟를 바람직한 狀態로 誘導하는 役割을 效果의으로 계속 遂行할 수 있기 위해서는 通貨政策의 傳達過程과 波及效果에 대하여 좀더 많은 理解가 필요하다. 이와 같은 필요에 부응하여 本研究가 遂行되었으나 이것은 극히 일부에 불과하다. 앞으로 이 分野에 대한 理論的·實證的 研究가 활발히 進行되기를 所望한다.

▷ 參 考 文 獻 ◁

- 閔丙均, 「韓國金融政策 20年の 安定政策으로서의 效果와 限界」, 『經濟經營研究』, 第2卷 第1號, 韓國外國語大學校, 1983. 3, pp. 23~47.
- 朴在潤, 『貨幣金融原論』, 博英社, 1981.
- _____, 河成根, 「各種 通貨指標에 關한 實證的 分析」, 韓國銀行, 『調查月報』, 1982. 2.
- 財務部, 『韓國의 金融政策』, 1979.
- 司空壹, 金寬洙, 『韓國의 金融構造 1963~1975』, 韓國開發研究院, 1977.
- 司空壹, 「金融과 經濟發展」, 『韓國開發研究』, 韓國開發研究院, 第2卷 第3號, 1980.
- 李性輝, 「通貨量의 새로운 概念과 그 推計」, 『韓國開發研究』, 韓國開發研究院, 第1卷 第3號, 1979.
- 韓國銀行, 「金融構造의 變化와 通貨指標의 擴大」, 『調查月報』, 1976. 7.
- _____, 「우리나라 通貨需要의 構造變動에 關한 考察」, 『調查月報』, 1976. 12.
- _____, 『韓國의 金融政策』, 1977.
- _____, 「非金融機關과 通貨政策」, 『調查月報』, 1978. 9.

- Adelman, Irma and Cynthia Morris, *Society, Politics and Economic Development*, Johns Hopkins Press Baltimore, 1967.
- _____, "Performance Criteria for Evaluating Economic Development Potential: An Operative Approach," *Quarterly Journal of Economics*, 1968.
- Branson, H. William, *Macroeconomic Theory and Policy*, Harper & Row, Publishers, New York, 1972.
- Cagan, Phillip, and Anna J. Schwartz, "Has the Growth of Money Substitutes Hindered Monetary Policy?," *Journal of Money, Credit, and Banking* 7, (May 1975), pp. 137~159.
- Chetty, V.K., "On Measuring the Nearness of Near-Monies," *American Economic Review*, March 1972, pp. 270~281.
- Feige, Edgar L. and Pearce, Douglas K., "The Substitutability of Money and Near-Monies: A Survey of the Time-Series Evidence," *Journal of Economic Literature*, Vol. 15, No.2, June 1977, pp. 439

~469.

- Feige, Edgar L., *The Demand for Liquid Assets: A Temporal Cross-Section Analysis*, Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1964.
- Galper, Harvey, "Alternative Interest Rates and the Demand for Money: Comment," *American Economic Review*, June 1969, 59(3), pp. 401~407.
- Goldfeld, S.M. "The Demand for Money Revisited," *Brookings Papers on Economic Activity*, 3: 1973, pp. 577~646.
- _____, "The Case of the Missing Money," *Brookings Papers on Economic Activity*, 3: 1976, pp. 683~730.
- Gurley, John G. and Shaw, Edward S., "Financial Aspects of Economic Development," *American Economic Review*, Sept. 1955, pp. 515~538.
- _____, "Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process," *Journal of Finance*, May, 1956, 11(2), pp. 256~276.
- _____, *Money in a Theory of Finance*, Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1960.
- _____, *Financial Structure and Economic Development*, Economic Development and Cultural Change, April, 1967.
- Hafer, R.W. and Hein, Scott E., "Financial Innovations and the Interest Elasticity of Money Demand: Some Historical Evidence," *Journal of Money, Credit and Banking*, May 1984, pp. 247~252.
- Hafer, R.W. and Hein, Scott E., "The Shift in Money Demand: What Really Happened?," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 64, Feb. 1982, pp. 11~16.
- Hamburger, M.J., "The Demand for Money in 1971: Was there a Shift?," *Journal of Money, Credit, Banking*, May 1973, 5(2), pp. 720~725.
- Lee, Tong Hun, "Substitutability of Non-Bank Intermediary Liabilities for Money: The Empirical Evidence," *Journal of Finance*, Sept. 1966, 21, pp. 441~457.
- _____, "Alternative Interest Rates and the Demand for Money: The Empirical Evidence," *American Economic Review*, Dec. 1967, 57(5), pp. 1168~1181.
- Mckinnon, Ronald, *Money & Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, 1973.
- Patric, Hugh T., *Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries*, Economic Development and Cultural Change, Jan. 1966.
- Shaw, Edward S., *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford, 1973.
- Suzuki Yoshio, "Financial Innovation and Monetary Policy in Japan," *Monetary and Economic Studies*, Bank of Japan, June, 1984, pp. 1~47.
- Tobin, James, "Money, Capital and Other Stores of Value," *American Economic Review*, May, 1961, 51(2), pp. 65~86.
- _____, and Brainard, William C., "Financial Intermediaries and Effectiveness of Monetary Controls," *American Economic Review*, May 1963, 53(2), pp. 383~400.
- The Advisory Committee on Monetary Statistics, "Improving the Monetary Aggregates," *Federal Reserve Bulletin*, 62, May 1976, pp. 422~426.