

政策研究

# 財政·金融의 役割定立과 補完性 提高方案

黃 晟 鉉

(本院 研究委員)

---

\* 草稿를 읽고 유익한 논평을 해주신 延世大學校의 尹建永 교수, 韓國租稅研究院의 李基榮 박사, 本院의 金俊經 박사, 그리고 원내세미나 참석자들에게 감사드린다. 또한 本稿의 자료수집·정리에 노력을 기울여 준 劉庚遠 주임연구원과 원고정리를 담당한 柳榮美 연구조원에게 감사의 뜻을 표한다.

◇ 要 約 ◇

本稿는 우리 경제의 開放化·自律化 추세 속에서 巨視經濟政策手段으로서의 財政政策의 기능과 역할에 대해 다음의 두가지 방안을 제시하고 있다.

첫째로, 分期別 統合財政統計를 이용한 실증분석 결과에 기초해서 안정적 經濟運營에 있어서 統合豫算管理의 중요성을 강조하였다. 분석결과, 기존의 연간자료를 이용한 분석에서 밝혀진 바와 같이 물가 상승률과 재정적자 변수간에 正의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다으며, 總通貨 변수와 財政收支를 포함하는 물가상승률의 추정식 결과를 이용해서 단기적인 通貨·財政變數의 적정조합을 모색해 볼 수 있다. 다른 조건이 일정하다면 연간 總通貨 증가를 1%포인트와 財政赤字의 對GNP비율 1%포인트 증가가 평균적으로 비슷한 정도의 물가압력을 낳는 것으로 나타난다.

둘째로, 효율적인 巨視經濟運營을 위해 요구되는 재정의 보다 근본적인 역할재정립 방향에 대해서 논의하였다. 海外資本流入 등에 대비하기 위해서는 신축적인 통화관리여건이 조성되어야 하고, 이를 위해서는 한은대출에 의한 정책금융 지원분의 재정기관 문제가 보다 적극적·전향적으로 검토되어야 한다. 총액한도대출대상 정책금융 중 지방중소기업자금의 이관문제가 검토되어야 하며, 상업어음할인, 무역금융, 소재·부품생산자금의 경우 기존의 중소기업지원관련 기금에 대한 출연을 확대해서 단기운전자금의 대출 등을 담당하게 하는 방안을 검토할 필요가 있다. 또한 총액한도대출대상 정책금융이 중소기업에 대한 지원인 점을 감안할 때, 中小企業部門에 대한 財政支援體系를 금리자유화 일정 등을 감안하여 종합적으로 정비함으로써 총액대출한도의 축소를 유도하는 역할을 재정이 담당해야 할 것이다.

## I. 序 言

우리 경제의 開放化 및 自律化 추세가 가속화되면서 巨視經濟政策으로서의 財政政策의 역할정립과 通貨·金融 등 여타 巨視政策手段과의 補完性 제고문제가 중요한 政策課題로 대두되고 있다. 지난 30여년간의 우리나라 財政運營을 개관해 볼 때, 효율적 巨視經濟運營 차원의 재정정책논의는 매우 제한된 범위내에서 이루어져 왔으며 매년 되풀이되어 왔던 一般會計 중심의 豫算膨脹論議와 같은 규모 논쟁이 그 주종을 이루어 왔다. 다만 외형상의 건전성을 강조하는 세입내 세출의 예산균형 원칙이 견지되어 왔고, 그 결과 累積赤字의 문제 없이 健全基調를 유지해 왔다는 측면에서 재정이 경제안정에 기여해 왔다고 할 수 있다.

그러나 財政運營이 景氣對應的인 역할을 적절히 수행하였는가의 문제는 별개의 문제이며, 대체로 景氣同行의이었다고 평가되고 있다. 그리고 외형상의 건전성에 지나치게 집착한 중요한 결과로서 金融資金에 의한 政策金融이 지속적으로 증대되었고, 이로 인해 금융산업의 자율적 발전이 저해되고 間接通貨管理 방식이 정착되지 못하는 중요한 원인을 재정부문이 제공했음을 부정하기 어렵다.

최근 經濟環境의 급격한 변화는 재정의 새로운 역할정립과, 특히 巨視經濟政策 수단으로서의 재정기능의 증대를 요구하고 있다. 재정의 경기조절기능의 강화와 海外資本流入에 대응하는 黑字財政의 필요성, 通貨·金融政策과의 適正組合(optimal policy-mix)의 모색 등의 정책과제가 제기되고 있다. 그러나 다른 한편에서는 우리 경제의 성장잠재력 배양과 국민복지 증진 등 소위 財政本然의 기능

수행과 관련된 재정수요가 빠른 속도로 늘어나고 있고, 이러한 재정여건은 대체로 경제안정화와는 상충되는 정책운동을 요구하게 된다. 따라서 이러한 財政政策 운영상의 목표들간의 조화를 도모하는 시각에서 재정정책논의가 이루어져야 하며, 재정의 巨視經濟的 과급효과에 대한 객관적 분석과 금융부문과의 역할재정립 방향설정에 기초하여 향후의 재정운영방향이 결정되어야 할 것이다.

本稿에서는 이러한 기본인식을 가지고 巨視經濟政策 수단으로서의 재정기능의 정립방향을 모색하고 있다. 제Ⅱ장에서는 分期別 統合財政收支 통계에 기초한 實證分析을 통해서 재정의 통화 및 물가에 대한 과급효과를 파악하고 統合豫算管理의 중요성을 강조하고 있다. 그러나 統合財政收支의 관리를 통한 재정의 경기조절기능의 수행은 재정본연의 기능수행의 측면에서 한계를 가질 수밖에 없다. 또한 외형상의 통합재정수지 지표상의 관리강화는 오히려 여러가지 부작용을 초래하여 왔으며, 따라서 보다 근본적인 재정기능의 정립방향으로서 재정과 금융간의 역할재정립 문제가 해결되어야 한다. 本稿의 제Ⅲ장에서는 政策金融과 統合財政收支와의 관계를 중심으로 財政·金融의 역할 재정립과 정책금융의 재정이관에 의한 보완성 제고방안을 보다 근본적인 재정기능의 정립방향으로 제시하고 있다. 統合財政의 포괄범위를 보다 넓혀서 金融部門이 담당해 왔던 정책금융을 재정으로 이관하여 그 역할을 재정립하는 것이 효율적 巨視經濟運營을 위해 요구되는 제1의 재정정책과제이며, 그 결과 외형상의 統合財政收支 적자가 확대되더라도 이것이 역설적으로 해외자본유입 등에 대비한 재정의 대응방안이 될 수 있음을 강조하고 있다. 마지막으로 제Ⅳ장은 要約 및 結論으로 구성되어 있다.

## II. 財政의 巨視經濟的 波及效果와 政策示唆點

### 1. 財政收支 概念의 比較

財政政策의 거시경제적 波及效果를 파악하기 위해서는 우선적으로 재정수지의 변동에 주목해야 한다. 전통적인 거시경제학 문헌에서 적자재정은 총수요 압력을 증가시키고 黑字財政은 총수요 압력을 완화하는 경기조절정책으로 인식되어 왔다.<sup>1)</sup> 그러나 우리나라의 財政運營基調의 평가와 관련하여 다양한 재정수지 개념에 대한 혼동과 오해가 있어 왔고, 재정통계상의 여러가지 문제점들이 남아 있는 상황이다. 財政收支는 세입과 세출의 차이로 정의되지만 여기서 어떤 세입과 세출이 포함되어야 하는가에 대한 명확한 인식이 없는 상태에서 세입내 세출 원칙이 논의되곤 하였다. 현재의 地方 財政統計 방식에서 볼 수 있는 바와 같이 地方債 수입을 세외수입의 한 항목으로 하여 세입과 세출의 균형을 이야기하는 식의 균형 재정 개념이 건전재정기조를 설명하기도 하였다.

巨視經濟分析에서 財政收支는 경제주체를 정부와 민간부문으로 구분해서 자금의 흐름을 파악하고, 특히 財政運營의 결과 국가의 채무(채권)와 민간의 純富(순채무)가 어떻게 변화했는가를 일정기간 동안의 流量變數로 파악하는 의미를 갖는다. 이때 國家債務 및 民間의 純富의 변화는 단순히 재정의 채무상환 능력과 같은 건전성의 여부뿐만 아니라 민간의 純富效果(net wealth effect)의 존재에 의해서 나타나는 民間消費 및 總需要의 변화를 나타내게 된다. 즉 전통적인 IS-LM모형에서 민간의 순부효과가 존재할 경우, 적자

1) 정부의 사전적인 財政政策基調(fiscal stance)를 파악하기 위해서는 경기변동에 의해 영향받는 부분을 제거한 構造的 財政收支 개념이 필요하다.

재정에 의한 재정규모 증대는 균형재정에 의한 재정규모 증대보다 IS곡선을 더 우측으로 이동시키게 되며, 이러한 효과의 정도를 파악하기 위해서 재정수지 개념이 필요하다. 물론 Barro(1974)의 Ricardian Equivalence가 성립할 경우 赤字財政의 순부효과가 존재하지 않지만, 여러 실증분석에 의하면 租稅와 國債에 의한 재원 조달의 중립성은 오히려 비현실적인 상황으로 여겨지고 있다.

赤字財政의 純富效果가 존재하는 한 財政收支 적자는 사후적으로 통화량의 증가를 가져올 수 있다. 즉 赤字財政으로 인한 총수요의 증가는 다른 조건이 일정하다면 명목이자율의 상승을 가져오게 되고, 이는 중앙은행의 명목이자율 목표(nominal interest rate targeting)하에서 통화량의 증가를 야기하게 되며, 이러한 현상을 財政赤字의 貨幣化(monetization of public debt)라고 한다. 이와 같이 財政赤字는 민간의 純富效果에 의한 총수요 압력의 증가와 통화량의 증가, 그리고 민간의 인플레이 기대 등에 미치는 효과 등을 통해서 물가상승을 초래하게 된다.

이상과 같은 교과서적인 의미의 財政收支 統計가 우리나라에 도입된 것은 놀랍게도 1979년에 이르러서이며, IMF방식에 의한 統合 財政收支 統計가 1970년도를 시점으로 연간자료로 작성되었다.

統合 財政收支 체계에서 정부거래는 歲入·歲出 및 補填財源의 세가지 유형으로 구분되는바, 이때의 세입·세출은 政府會計統計上의 세입·세출과는 그 개념이 상이하다. 政府會計統計에서는 회계연도내의 모든 수입을 세입, 모든 지출을 세출로 파악하는 데 반하여, 統合 財政收支에서는 정부의 수입을 세입, 보전수입 및 대출회수로 분류하고, 지출은 세출, 대출 및 보전지출로 구분한다. 統合 財政收支上 세입은 정부로 유입되는 수입 중 非償還性收入金이며, 統合 財政收支上 세출에는 정부의 모든 非償還性支出이 포함된다(순유자 포함).<sup>2)</sup> 補填財源은 財政赤字의 補填 또는 黑字의 처분을 의

미하는 것으로 유동성 목적의 償還性 수입·지출 거래가 모두 이에 포함된다. 예를 들어, 租稅收入은 統合財政收支上 歲入이며, 國債發行에 의한 財源調達은 統合財政收支上 補填收入이고, 一般會計 債務償還의 경우에는 統合財政收支上 補填支出이 된다.

統合財政收支 체계에서는 세출-세입=수지차=보전재원의 관계가 유지되어 재정의 건전성 판단이 가능하다. 또한 一般會計, 特別會計, 基金, 歲入歲出外를 총괄하는 財政規模의 파악이 가능하고 회계간의 내부거래를 차감함으로써 순계규모의 재정규모 파악이 가능하다. 1995년 현재 公共部門 統合財政收支에는 一般會計와 23개 特別會計 및 36개 公共基金(公共基金 중 外國換平衡基金 등 4개 기금 제외)이 포함되며, 地方政府部門은 제외되어 있다. 다음의 예시를 통해서 統合財政收支 방식의 재정통계체계를 파악해 볼 수 있을 것이다.

例)

一般會計		A 特別會計	
歲入	歲出	歲入	歲出
國稅收入 100	一般行政費 80 A 特別會計轉出 20	A 特別會計歲入 50 一般會計轉入 20 國債收入 10	事業費 80

- ① 政府會計統計上 總計規模 180(100+80)  
政府會計統計上 收支均衡(歲入=歲出)
- ② 統合財政收支上 歲出(純計) 160(80+80)
- ③ 統合財政收支上 歲入 150(100+50)
- ④ 統合財政收支 10 赤字(150-160)
- ⑤ 補填去來 10(國債發行)
- ⑥ 一般會計收支 20 黑字(100-80)
- ⑦ A特別會計收支 30 赤字(50-80)

2) 순용자의 포함은 統合財政收支 통계의 주요 특징의 하나이다. 統合財政收支 통계를 이용하여 재정의 건전성 여부를 판단할 경우에는 순용자를 제외한 수지개념을 이용할 필요가 있으나, 巨視經濟의 파급효과의 분석에서는 순용자를 포함한 개념이 유용성을 가질 수 있다.

統合財政收支와는 별도의 재정수지 개념으로서 지금까지 많은 巨視經濟分析에서 이용되어 왔던 재정수지 개념으로 韓銀 國庫貸借對照表 기준 財政收支와 總財政收支가 있다. 이들 재정수지 통계의 경우 분기별 및 월별 통계를 이용할 수 있고 統合財政收支 통계가 뒤늦게 도입된 관계로 지금까지의 실증분석에서 보다 광범위하게 이용되어 왔다. 그러나 이들 財政收支는 국고집중제도하에서 政府部門의 거래에 의한 정부부문 本源通貨量의 증감을 나타내는 개념으로서 앞서 논의된 교과서적 財政收支 개념과는 근본적 차이가 있다.

總財政收支는 政府部門 本원통화량의 증감을 나타낸다. 1994년의 總財政收支는 1조4,343억원의 흑자를 보였는데 이는 韓銀의 對政府 純與信(R.B)이 1994년중 동일액만큼 감소한 것을 뜻하며, 따라서 政府部門 本원통화량이 1조4,343억원 감소한 것을 뜻한다. 總財政收支는 財經院 國庫局에 의해서 작성되며 一般會計, 特別會計, 基金, 特別計定 등 4개 계정으로 구성되어 있다. 國庫餘裕資金計定 등을 포함하는 特別計定이 포함되기 때문에 統合財政收支와는 포괄범위에서도 차이가 있다. 한은 국고대차대조표 기준 財政收支 또한 統合財政收支와는 기본개념에 차이가 있으며, 總財政收支와는 포괄범위와 작성방법에 다소 차이가 있으나 기본적으로 통화량 변동과 관련있는 재정수지 개념이다.

統合財政收支와 같이 교과서적 의미를 갖는 財政收支 개념과 總財政收支, 韓銀 財政收支와 같이 재정활동이 야기하는 통화량의 변동을 나타내는 재정수지 개념의 차이는 다음과 같이 설명할 수 있다. 예를 들어 국채발행에 의해서 재원을 조달하여 정부사업을 집행하는 경우, 統合財政收支에서는 적자요인이 되고 국가채무의 증가와 민간의 순부증가로 나타난다. 그러나 總財政收支, 韓銀 財政收支에서는 같은 기간중에 수입·지출이 발생하는 한 수지상의 균형으로 나타나게 된다. 이를 재정당국(fiscal authority)과 통화당



국(monetary authority)을 포괄하는 統合政府의 예산제약식으로 설명하면 다음과 같다.

$$(1 + \gamma)D_{t-1} + G_t - T_t = D_t + \frac{M_t - M_{t-1}}{P_t}$$

여기서,  $\gamma$  : 실질이자율

$D_t$  : 실질정부부채 잔고

$G_t$  : 실질정부지출

$T_t$  : 실질조세수입

$M_t$  : 통화량(본원통화)

$P_t$  : 물가수준

統合政府의 seigniorage로부터의 실질수입( $\frac{M_t - M_{t-1}}{P_t}$ )을  $\Delta RM_t$ 로 표시하고 前期負債에 대한 이자지출을 포함하여  $G_t'$ 로 표시하면 위의 예산제약식은 다음과 같이 표시될 수 있다.

$$G_t' - T_t' = \Delta D_t + \Delta RM_t$$

이 식은 財政收支 적자( $G_t' - T_t'$ )가 국채의 증가 또는 본원통화의 증가에 의해 보전되어야 함을 나타낸다. 여기서 統合財政收支 적자와 總財政收支 적자 개념은 다음과 같이 설명할 수 있다.<sup>3)</sup>

통합재정수지 적자 :  $G_t' - T_t'$

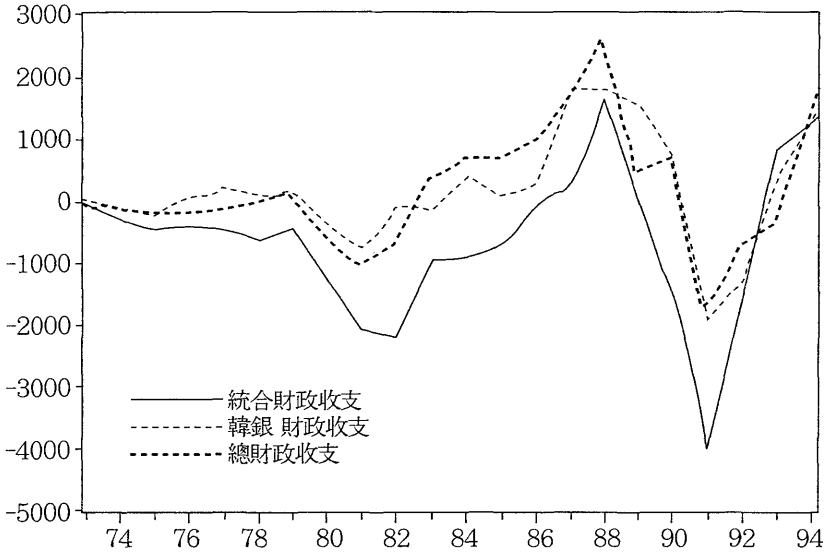
총재정수지 적자 :  $G_t' - T_t' - \Delta D_t$

세가지 재정수지 개념에 의한 수지변동추이를 1973년 이래 살펴보면 [圖 1]과 같다. 1993년 한해를 제외하고는 總財政收支와 韓銀財政收支의 흑자(적자)폭이 統合財政收支보다 크(작)고 수지변동

3) 전술한 바와 같이 統合財政收支와 總財政收支간에는 포괄범위 자체에 차이가 있기 때문에 두가지 수지의 차이가 정확하게 정부부채 증가 항목으로 나타나는 것은 아니다.

[圖 1] 統合財政收支, 總財政收支, 韓銀 財政收支의 變化推移

(단위 : 10억원)



의 추세변화는 상당히 유사한 것으로 나타나고 있다. 또한 總財政收支와 韓銀 財政收支는 매우 비슷한 수준변화를 보이고 있다.

이상과 같이 재정수지 개념을 비교해 볼 때 재정의 거시경제적 파급효과를 파악하기 위해서는 統合財政收支의 변동에 주목해야 함을 알 수 있다. 그리고 재정이 통화량 변동에 미치는 1차적 효과는 總財政收支나 韓銀 財政收支의 변동을 통해 파악이 가능하며, 다음과 같은 연결식(bridge equation)의 추정을 통해서 財政基調의 변화가 통화량에 미치는 효과를 경험적으로 추정할 수 있다. 두가지 수지개념의 포괄범위에 차이가 있기 때문에 이러한 연결식은 이들 간에 성립하는 ‘평균적’ 관계식의 의미를 갖는다.<sup>4)</sup>

4) 이 연결식은 總財政收支와 統合財政收支 적자를 (+)로 하여 추정되었다. 연결식의 상수항은 統合財政收支가 균형을 이룰 경우 평균적으로 4,000억원 정도의 總財政收支 흑자가 발생함을 나타낸다.

(1987. 1~1994. 4)

$$\text{총재정수지} = -404.1 + 0.4486(\text{통합재정수지}) + 0.0816(\text{통합재정수지}_{-1})$$

(-2.15) (6.58) (1.10)

$$\bar{R}^2 = 0.586 \quad D.W. = 2.30 \quad s.e.e. = 1,043.4$$

## 2. 分期別 統合財政收支 統計를 이용한 實證分析

지금까지 統合財政收支 통계를 이용한 실증분석은 1970년 이후의 연간자료에 의존할 수밖에 없었다. 그런데 최근 들어 1994년부터 분기별 통합재정수지 통계가 작성되어 발표되고 있으며, 1987년 1/4분기 이후의 분기별 統合財政收支 자료의 역추정작업이 최근 財經院에 의해 이루어져서, 충분한 관측치 수는 아니지만 30개 이상의 자료를 이용한 분기별 실증분석이 가능해졌다.

우선 1987년 이후 統合財政收支 기준에 의한 분기별 財政執行比率은 <表 1>과 같다. 분기별 財政支出 및 財政收支는 강한 계절성을 가져서 4/4분기에 재정집행이 집중되고, 1/4~3/4분기의 財政收支는 대부분 흑자를, 4/4분기에는 적자를 보이는 것으로 나타나고 있다. 4/4분기의 재정집행률은 최저 33.4%, 최고 41.5% 수준을 보였고 1/4분기의 재정집행률은 대체로 17% 수준에 머물고 있다. 상반기의 재정집행실적은 34.7~43.4%의 집행률을 보이고 있다.

지금까지의 연간 통합재정수지 자료를 이용한 실증분석에서 주된 관심사의 하나는 統合財政收支 적자와 물가상승률간의 상관관계 존재 여부였다. 黃晟鉉(1992) 등의 연구결과에 의하면<sup>5)</sup> 우리나라의 물가상승률(GNP 디플레이터)과 統合財政收支 赤字의 對GNP 비율간에는 다음과 같이 正의 상관관계가 나타난다.<sup>6)</sup>

5) 左承喜·黃晟鉉·李善愛(1993), 黃晟鉉·劉庚遠(1994)에서는 구조모형을 이용한 실증분석을 시도하였다.

6) 증가율 변수는 로그차분 형태로 추정하였다.

〈表 1〉 分期別 財政執行率 推移(統合財政收支 基準)

(단위 : %)

	1/4	2/4	3/4	4/4
1987	18.1	25.3(43.4)	22.6(66.0)	34.0(100)
1988	17.0	23.5(40.5)	25.8(66.3)	33.6(100)
1989	15.3	20.3(35.6)	24.0(59.6)	40.3(100)
1990	11.6	26.5(38.1)	21.6(59.7)	40.3(100)
1991	15.2	19.5(34.7)	23.8(58.5)	41.5(100)
1992	17.6	23.0(40.6)	26.1(66.7)	33.4(100)
1993	17.4	21.1(38.5)	25.8(64.3)	35.7(100)
1994	17.4	24.7(42.1)	21.8(63.9)	36.2(100)
1995 <sup>1)</sup>	17.7	21.5(39.2)	25.8(65.0)	35.0(100)

註 : 1987~94기간은 결산대비 집행률이며, 1995년은 예산규모에 대한 집행률임.

(1972~92)

$$\begin{aligned} \text{물가상승률} = & -0.1012 + 0.6020(\text{임금상승률}) + 0.2251(\text{수입단가상승률}) \\ & (-1.98) \quad (11.46) \quad (8.99) \\ & + 0.0089(\text{재정적자의 對GNP비율}) + 0.0734(\text{GNP갭}) \\ & (3.41) \quad (1.43) \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0.965 \quad D.W. = 2.38 \quad s.e.e. = 0.014$$

(단, ( ) 안은 t-통계치로 이하동일)

위의 추정식에서의 상관관계는 추정기간을 최근까지 확장할 경우에도 유지되나 추정기간의 설정에 따라 % 단위로 환산한 財政赤字變數의 계수가 0.5~1.2 정도의 범위로 추정된다.

이러한 추정결과는 통계적으로 有意하며, 財政赤字가 물가압력을 낳을 수 있는 근거는 앞서 제시된 바와 같이 민간의 純富效果의 존재, 財政赤字의 貨幣化, 그리고 인플레이 기대에 대한 영향 등의 여러 경로로써 설명할 수 있다. 그러나 연간자료를 이용한 분석의 한계는 관측치의 숫자가 20여개로 제한되어 있고, 특히 경제의 구조적

변화가 일어날 수 있는 20여년간의 통계자료를 하나의 관계식 추정  
에 이용해야 한다는 데서 찾을 수 있다. 따라서 財政赤字變數와 물  
가상승률간의 상관관계는 관측기간이 짧으면서 관측치 숫자가 많은  
분기별 통계자료에 의해 검증되어야 하며, 이제 충분치는 않지만  
보다 엄밀한 분석을 가능케 하는 자료가 축적되고 있는 상황이다.

분석결과, 분기별 統合財政收支를 이용할 때에도 統合財政收支가  
물가상승률(GNP 디플레이터) 변동의 중요한 설명변수로 나타났으  
며 추정결과는 다음과 같다. 여기서 물가상승률과 임금상승률 변수  
는 계절성을 제거하기 위해 전년동기대비 증가율(로그차분 형태)을  
이용하였으며,<sup>7)</sup> GNP갭 변수는 실제GNP의 잠재GNP(본원 추정  
치)에 대한 비율을 이용했고(1을 기준으로 함), 財政赤字比率은 분  
기별 財政赤字의 당기 GNP에 대한 % 비율을 나타낸다. 종속변수  
가 계절성을 갖지 않기 때문에 계절조정을 위한 더미변수는 이 추  
정식에 포함시키지 않았는데, 계절조정 더미변수를 포함시킬 경우  
에도 재정적자변수와 물가상승률간의 상관관계는 유지되는 것으로  
나타났다. 4분기전의 재정적자변수의 계수 추정치는 0에 가깝고 통  
계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.<sup>8)</sup>

(1987. 4~1994. 4) AR(1) 추정

$$\begin{aligned} \text{물가상승률} = & -0.14 + 0.02D_1 - 0.01D_2 + 0.10(\text{임금상승률}) + 0.19(\text{GNP갭}) \\ & (-2.84) \quad (4.51) \quad (-2.10) \quad (2.24) \quad (4.16) \\ & + 0.0023(\text{재정적자비율}_{-1}) + 0.0029(\text{재정적자비율}_{-1}) \\ & (3.44) \quad (3.49) \end{aligned}$$

7) GNP 디플레이터 기준에 의한 전년동기대비 물가상승률은 동 기간중 약한 계절  
성을 가진다.

8) OLS 추정식에서 D.W. 통계치는 1.21이다.  $D_1=88.2, 90.2, 90.3, 91.4$  기간이,  
 $D_2=92.2, 92.3, 94.4$  기간이 1, 나머지 기간이 0인 더미변수이다. 이 추정식에서  
의 상관관계는 더미변수의 포함여부와 관계없이 성립한다(이하의 추정식 참조).

$$+0.0033(\text{재정적자비율}_{-3})$$

$$(4.39)$$

$$\bar{R}^2=0.837 \quad D.W.=1.92 \quad s.e.e.=0.0085 \quad \rho=0.68$$

회귀분석결과를 % 단위로 환산하면 前 3분기의 財政赤字 비율이 1%포인트 상승할 때 물가상승률은 각각 0.25%(1분기전), 0.31%(2분기전), 0.36%(3분기전) 증가하는 것으로 나타난다. 따라서 연간단위로 환산해서 財政赤字 비율 1% 포인트의 계속적 증가는 평균적으로 최대 0.92%포인트의 물가상승을 가져오는 것으로 나타나고 있다. 財政赤字가 물가상승을 초래하는 것은 앞서 제시된 바와 같이 여러가지 경로로써 설명할 수 있다. 그중 가장 중요한 경로로서 財政赤字에 의한 총수요압력은 GNP갭의 일부로서 파악할 수 있는데, GNP갭 변수는 그 추정자체가 자의적이고 불완전할 뿐 아니라 위에서도 같은 추정식을 이용할 때의 유용성은 직접적인 정책 변수로서 총수요압력을 설명함으로써 정책선택에 필요한 정보를 제공할 수 있다는 점이다.<sup>9)</sup>

이러한 분석결과를 총통화( $M_2$ ) 증가율(평잔기준, 전년동기대비)을 설명변수로 회귀분석한 결과와 비교해 보는 것은 매우 흥미로운 일이다. 통상적으로 우리나라의 물가변동을 설명하는 가장 중요한 변수는 통화량이라고 여겨져 왔으며, 상대적으로 財政收支 변수가 물가변동의 설명변수로 이용된 실증분석 예는 거의 없었다. 정책당국자나 많은 經濟學者들에게도 統合財政收支 통계는 익숙지 않은 낯설은 통계의 하나였을 것으로 보인다. 그러나 전통적인 巨視經濟學에서 확장적인 通貨政策과 財政政策이 물가상승압력을 가져올 수 있고 經濟與件에 따

9) 사전적인 財政基調 선택의 파급효과 분석을 위해서는 實際財政收支 대신에 構造的 財政收支 개념이 이용되어야 한다. 구조적 財政收支 개념을 이용한 실증분석은 여기서의 분석과는 다른 목적과 政策示唆點을 갖는다. 그런데 구조적 財政收支의 측정에는 잠재GNP 추정과 관련된 자의성의 문제가 있으며, 우리나라의 경우 實際財政收支가 상당한 정도 선택 가능한 정책변수라 할 수 있다.

라 상대적인 유효성에 차이가 있을 수 있다는 것은 주지의 사실이다. 財政赤字 변수와 總通貨 변수의 물가상승률 변동에 대한 설명력의 차이를 살펴보기 위해서 다음과 같이 임금상승률과 GNP갭 변수만을 공통 변수로 하고 財政赤字 비율과 총통화 증가율을 3분기전까지의 변수를 포함할 때 회귀분석 결과는 다음과 같다.<sup>10)</sup>

(1987. 4~1994. 4)

$$\begin{aligned} \text{물가상승률} = & -0.21 + 0.16(\text{임금상승률}) + 0.25(\text{GNP갭}) \\ & (-2.19)(2.37) \qquad (2.70) \\ & -0.0005(\text{재정적자비율}) + 0.0023(\text{재정적자비율}_{-1}) \\ & (-0.42) \qquad (2.77) \\ & + 0.0033(\text{재정적자비율}_{-2}) + 0.0038(\text{재정적자비율}_{-3}) \\ & (3.32) \qquad (3.90) \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0.352 \quad D.W. = 0.91 \quad s.e.e. = 0.017$$

$$\begin{aligned} \text{물가상승률} = & -0.19 + 0.14(\text{임금상승률}) + 0.04(\text{GNP갭}) \\ & (-2.92)(2.03) \qquad (1.07) \\ & + 0.0348(\text{총통화증가율}) + 0.6119(\text{총통화증가율}_{-1}) \\ & (0.13) \qquad (1.62) \\ & + 0.0448(\text{총통화증가율}_{-2}) + 0.4733(\text{총통화증가율}_{-3}) \\ & (0.13) \qquad (1.53) \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0.315 \quad D.W. = 1.04 \quad s.e.e. = 0.017$$

종속변수에 대한 설명력의 정도를 나타내는 가장 단순한 지표로서 양 회귀식의  $\bar{R}^2$ 를 비교해 보면 財政赤字 변수를 이용할 때의  $\bar{R}^2$

10) 총통화증가율 변수의 경우 보다 긴 기간에 대한 lag변수들이 포함되어야 하고, lag길이에 따라 계수추정치와 유의성 정도가 크게 변화하는 것으로 나타난다. 여기서의 분석목적이 정확한 계수 추정치를 얻는 것은 아니며, 임금상승률과 GNP갭 변수와 더불어 일정기간까지의 재정적자 변수와 총통화 변수의 물가상승률 변동에 대한 총체적 설명력을 비교해 보는 데 의의가 있다.

가 0.352로 總通貨 변수의 경우의 0.315보다 큰 것으로 나타나고 있다.<sup>11)</sup> D.W. 통계치는 모두 1내외로 나타나서 假性的 回歸(spurious regression)의 가능성은 없는 것으로 판단된다. 두 경우 모두에 있어 당기의 財政·通貨變數에 대한  $t$ -통계치가 낮게 나타나는 것은 같은 기간의 다른 설명변수와의 상관관계에 의한 것으로 보이며, 通貨變數를 이용할 경우 각각의 변수의  $t$ -통계치가 낮게 나타나는 것은 설명변수간의 상관관계가 존재하기 때문인 것으로 보인다. 0.3 정도의  $\bar{R}^2$  크기는 증가율 변수에 대한 추정결과로서는 상당한 정도의 설명력을 보이는 것으로 해석되어야 할 것이다.

이러한 결과를 보면 통화량 변수는 일반적으로 생각하는 것보다는 물가에 대해 중요한 설명변수가 아니며, 統合財政收支 변수는 통상적인 인식보다는 물가에 미치는 영향 정도가 크다고 할 수 있다.

한편 財政政策 변수 중 물가압력을 설명하는 중요변수로서 財政規模 변수를 고려할 수 있다. 財政規模 변수로서 統合財政收支上の 세출 및 순융자의 對GNP 비율을 이용할 경우 물가상승률의 추정식은 다음과 같으며,  $\bar{R}^2$ 가 마이너스 수치를 보이는 등 財政規模 변수의 설명력이 전혀 없는 것으로 나타난다. 따라서 財政의 巨視經濟的 과급효과를 보기 위해서는 財政規模 변수보다는 財政收支에 주목해야 한다는 기존의 실증분석 결과를 다시 확인해 볼 수 있다.<sup>12)</sup>

$$\begin{aligned} \text{물가상승률} = & -0.11 + 0.14(\text{임금상승률}) + 0.11(\text{GNP갭}) \\ & (-1.04) \quad (1.63) \quad (1.41) \end{aligned}$$

11) 여기서 통상적인 인식과는 다른 분석결과를 보여주고 있으며,  $\bar{R}^2$  자체의 차이가 큰 의미를 갖는 것은 아니다.  $\bar{R}^2$ 의 크기는 lag의 길이, 추정기간, 다른 변수들의 포함형태 등에 따라 달라질 수 있다.

12) 黃晟鉉(1992)에서는 연간자료에 입각해서 財政收支 변수의 유용성을 보여주고 있다. 그런데 財政規模 변수로서 實質財政規模의 증가율을 이용할 수 있는데, 분기자료를 이용한 회귀분석결과 물가상승률과의 상관관계는 명확하지 않은 것으로 나타나고 있다.







는 연간자료에서 얻을 수 있는 추정치와 유사한 것으로 나타났다. 그리고 물가압력을 설명하는 데 있어서 財政規模 자체보다는 財政收支의 변동에 주목해야 한다는 점도 확인할 수 있다.

이상의 실증분석을 통해서 巨視經濟運營에 있어서의 統合豫算管理의 중요성을 확인할 수 있다. 統合財政收支는 경제의 물가압력을 측정하는 중요한 政策變數이며, 안정적 경제운영을 위해서는 一般會計, 特別會計, 基金을 포괄하는 統合財政의 체계 속에서 財政收支를 적정하게 유지해 나가는 統合豫算管理가 강화되어야 한다.

### Ⅲ. 效率的 巨視經濟運營을 위한 財政機能 定立方向

#### 1. 財政機能 定立에 대한 論議의 視角

제Ⅱ장에서의 실증분석 결과를 볼 때, 경제안정화를 위해서 統合財政收支를 건전하게 유지하는 것이 중요하고 統合豫算概念에 입각한 財政運營이 요구된다는 점을 지적할 수 있다. 그러나 재정기능 정립과 재정정책방향의 설정은 公共財의 적정공급을 위한 財政本然의 기능과 경기조절기능 수행이라는 두가지 목표간의 조화를 모색하는 기본시각에서 이루어져야 한다. 앞서와 같은 실증분석은 주로 단기적, 수요중심적 측면에서의 정보와 교훈을 제공할 뿐이다. 공공재의 공급은 우리 경제의 안정적 성장을 지지하는 기본적 하부구조뿐만 아니라 중·장기적인 성장잠재력을 배양하고 국민생활의 질적개선을 이루기 위한 분야의 투자를 주도하는 의의를 갖는다.

수요중심의 短期巨視模型에서 政府支出의 증가와 財政赤字의 증

대는 政府消費의 증가에 의한 국민소득 증대효과를 제외하고 나면 총수요 압력의 증대요인으로 작용해서 물가불안 요인으로만 작용할 뿐이다.<sup>14)</sup> 따라서 공공재의 공급이 가져오는 여러가지 중·장기적 효과들, 예를 들어 SOC 투자나 교육에 대한 투자 증대가 단기적으로는 총수요 압력요인이지만 중·장기적으로는 경제의 공급능력과 효율을 높여서 물가안정에도 기여하게 되는 효과들은 전혀 계량화되어 있지 못하다.

최근 우리나라의 財政與件을 살펴보면 재정수요 측면에서 SOC 투자나 産業構造調整, 教育·科學技術·人力開發 등 성장잠재력 배양을 위한 투자소요가 지속적으로 늘고 있고, 국민소득 수준 증대에 걸맞는 國民福祉, 環境 등에 대한 財政支出所要가 빠르게 증대되고 있다. 따라서 政府部門의 생산성 제고와 지출효율화 노력에도 불구하고 재정의 상대적 규모가 당분간 지속적으로 증대되어야 함에는 재론의 여지가 없는 것으로 보인다. 따라서 앞서 제시한 두가지 정책목표간의 조화를 이룰 수 있는 기본방향은 세입기반의 확충을 통해 健全財政基調를 크게 벗어나지 않으면서 財政規模를 확대해 나가고 財政支出의 생산성 제고 노력을 배가하는 것이 되어야 한다.

그런데 최근 우리 경제의 開放化·自律化 추세의 가속화 과정에서 巨視經濟政策으로서의 財政政策의 중요성이 더욱 부각되고, 그 역할의 정립방향에 대해서 여러가지 다른 견해들이 제기되고 있다. 물가불안요인이 잠재하고 있는 우리 경제 현실에 비추어 健全財政運營이 요구되고 있고, 특히 해외자본유입에 대한 대응책으로서 赤字財政을 통한 통화흡수기능이 필요하다는 점이 제기되고 있다.

일반적으로 확장적 재정정책은 단기적으로 금리를 상승시키고 환

14) 일반적으로 기존의 거시모형 분석작업에서 政府支出의 투자효과에 대한 중·장기적 분석은 제외되어 있다.

율의 절상요인이 된다. 해외자본유입으로 상당한 정도의 환율절상이 이루어지고 통화량이 늘어나게 될 경우, 확장적인 財政政策은 앞에서의 분석결과에서 보듯이 물가압력을 가중시키고 따라서 실질 환율의 절상압력을 가져오게 된다. 그러므로 해외자본 유입시 안정적인 巨視經濟運營을 위한 적정 金融·財政政策 조합으로서 긴축적인 財政政策이 선택되어야 하는 것이 이론적으로나 실증적으로 타당하다.

그러나 財政需要가 크게 늘어나고 있는 현재의 財政運營與件을 고려하고 중·장기적 공급측면의 정책목표와의 조화를 모색하는 차원에서 財政基調의 조화로운 선택이 모색되어야 한다. 또한 黑字財政을 통한 통화량 흡수방안은 지극히 短期的·對症의 정책대응이라 할 수 있으며, 이러한 방안에 대해서는 보다 엄밀한 분석이 요구된다. 앞서 분석결과에서 보듯이 統合財政收支 흑자는 물가압력을 완화하지만 통화량 축소를 의미하는 것은 아니다. 統合財政收支 흑자가 발생할 경우 흑자재원은 채무상환 등의 (-)의 보전재원으로 이용되는데, 이때 채무상환이 중앙은행을 대상으로 하는 경우를 제외하고는 통화중립적인 결과를 가져온다. 재정의 통화량에 대한 일차적 영향을 보기 위해서는 總財政收支의 변동에 주목해야 한다. 그리고 보다 근본적으로 財政支出의 중·장기적 성장잠재력 배양효과를 고려해야 한다.

또한 위에서의 이론적 논거나 재정에 의한 통화흡수기능 등에 대한 논의는 기본적으로 현재의 금융·재정간 역할정립이 적정한 수준에서 이루어지고 있음을 전제로 하고 있지만, 우리의 현실은 결코 이러한 전제에 근접하고 있지 못한 것으로 보인다. 그러므로 해외자본유입 등에 대비한 재정의 대응책은 黑字財政의 운영과 같은 對症的 방안 제시에 앞서서 현재의 財政·金融간 역할분담의 효율성을 평가하고 이의 재정립 방향을 모색하는 데서 그 근본 해결책

을 찾아야 할 것이다. 즉 금융부문에서 담당해 왔던 정책금융을 재정으로 이관함으로써 금융산업이 시장기능에 맞게 자율적으로 발전하고 통화의 間接管理方式을 정착시킬 수 있는 여건을 조성하는 것이 효율적 거시경제운동을 위해서 요구되는 가장 중요한 재정의 역할이라 판단되며, 해외자본유입 등에 대비하는 근본적인 대응방안이 될 것이다.

따라서 제Ⅱ장의 실증분석 결과에 기초한 統合豫算管理의 중요성과는 다른 차원에서 財政·金融의 역할정립 문제가 해결되어야 하고, 이 문제는 統合財政收支의 포괄범위와 외형상의 재정의 건전성 문제와 연결되고 있다. 즉 앞의 실증분석에 이용된 기존의 統合財政收支보다 넓은 범위의 統合財政을 기준으로 한 財政運營論議가 필요하고, 정책금융의 재정이관문제가 효율적 거시경제운동을 위한 재정정책방향의 설정에서 중요하게 다루어져야 할 것이다.

## 2. 政策金融과 通貨管理上の 問題

政策金融은 정책적 목적에 의하여 금리조건이나 자금의 가용성면에서 一般金融보다 우대되는 금융으로서 우리 경제의 개발추진과정에서 輸出産業, 重化學工業 등 특정 전략산업부문이나 農漁村, 中小企業 등 취약부문 지원을 위하여 운영되어 왔다. 이러한 政策金融은 그동안 경제발전에 많은 기여를 해왔으나, 金融機關의 자산운용을 불가피하게 제약함으로써 금융의 자율성과 효율성을 저해하는 결과를 초래하고, 韓銀의 自動貸出支援에 주로 의존함에 따라 通貨信用政策의 효율성을 떨어뜨림으로써 金融産業의 발전을 어렵게 하는 요인이 되어 왔다.

政策金融의 포괄범위는 연구목적이나 연구자에 따라 상당한 차이를 보이고 있다. 그중 가장 협의의 정책금융 개념은 中央銀行의 발

권력, 즉 한은의 대출에 의해 자금이 지원되는 것과 金融機關들이 정부의 협조요청 등에 의해 자체자금으로 취급하는 것을 포함하는 금융자금에 의해 지원되는 政策金融 개념이다. 이러한 금융자금에 의한 政策金融이 정비 축소의 대상이며 효율적 巨視經濟運營을 위한 재정과 금융간의 역할재정립 논의에 있어서 중점적인 논의대상이다. 이는 金融資金에 의한 政策金融, 특히 한은대출에 의한 政策金融이 과다해진 관계로 金融產業의 자율적 발전이 저해되었을 뿐만 아니라, 통화의 간접관리방식이 정착되지 못하고 신축적인 통화관리가 구조적으로 발전될 수 없게 되었기 때문이다.<sup>15)</sup>

1995년 4월 기준으로 韓銀 자금지원에 기초한 政策金融 現況은 <表 2>와 같다. 전체 대출실적은 29조6,548억원으로 이중 총액한도대출 대상이 24조1,193억원으로 81.3%를 차지하고 있고, 단계적으로 회수되어 폐지되는 자금이 5,792억원이며, 한은지원분을 財政資金으로 전환하는 것이 확정된 자금이 4조9,563억원으로 전체 정책금융의 16.7%를 차지하고 있다. 총액한도대출대상에서는 상업어음할인이 13조8,568억원(57.5%)으로 가장 높은 비중을 보이고 있고, 지방중소기업자금이 6조2,847억원, 무역금융이 3조243억원 등이다. 1995년 4월 기준으로 한은대출의 총규모는 12조366억원으로, 총액한도대출 8조7,098억원, 일반자금 1조9,829억원, 농수축산자금 7,739억원, 비료인수자금 5,700억원 등이다.

한은대출제도에 의해 야기된 통화관리상의 제문제들은 趙潤濟(1993) 등 기존의 많은 연구에서 지속적으로 제기되어 왔다. 通貨管理가 원활히 이루어지기 위해서는 공개시장조작정책과 재할인정책이 제기능을 발휘할 수 있어야 하는데, 전자를 위해서는 國公債 시장이 육성되고 金利自由化가 이루어져야 하며, 후자를 위해서는

15) 이와 같은 政策金融에 대한 평가는 박종안(1992), 趙潤濟(1993), 郭泰元·尹建永·錢英燮(1993), 金俊經(1993), 李基榮(1994) 등에서 공통적으로 찾을 수 있다.

〈表 2〉 政策金融 現況(1995년 4월 실적기준)

(단위 : 억원, 연%)

	대출실적	대출금리	비 고
-총액한도대출대상	241,193		* 한은자금지원 비율
· 상업어음할인	138,568	우대금리이내 (연 9~9.5)	· 상업어음할인 45
· 무역금융	30,243		· 무역금융(중소) 45
· 소재·부품생산자금	9,535		(기타) 30
· 지방중소기업자금	62,847	기 자유화	* 한은 재할인금리 5
-폐지·단계적 회수	5,792		추가지원 없이 만기도래시 회수
· 에너지절약시설자금	43	8.5	
· 농어가 사채대체자금	3,659	0~3.0	
· 산업합리화 관련자금	2,090 <sup>1)</sup>	8.5~10.5	
-재정지원으로 전환	49,563		1994년 이후 매년 20%씩 재정지원으로 전환(1998년 완료예정) 한은자금 지원분은 만기 도래시 회수하고 신규자금은 재정에서 지원 <sup>2)</sup>
· 농수축산자금	22,497	8.5~9.0	
· 수출산업 설비금융	21,194	8.5~9.0	
· 중소기업 기술개발자금	176		
· 중소기업 공해방지시설자금	456		
· 중소기업제품 수요자금	5,240		
계	296,548		

註 : 1) 한은지원분 기준.

2) 중소기업기반조성자금으로 통합하여 운영.

資料 : 財經院.

현재 政策金融支援 창구화되어 있는 韓國銀行의 재할인창구를 원래의 취지대로 유동성 조절기능을 담당하는 재할인창구로 전환해 나가는 것이 필요하다. 현재 韓國銀行의 시중은행에 대한 재할인 및 대출의 대부분이 政策金融에 대한 자동대출 및 재할인이며, 通貨調節機能을 담당하는 부분은 매우 작은 편이다.<sup>16)</sup>

우리나라의 통화신용정책 구조의 두드러진 특징 중의 하나는 다른

16) 최근 총액한도대출 제도가 도입되었음에도 불구하고 자동대출적 성격은 여전히 남아 있다고 보아야 할 것이다.



나라에 비해 한은대출금의 비중이 매우 높다는 것이며, 이러한 특성이 바로 政策金融 운영을 金融部門에서 담당해 온 중요한 결과이다. 1995년 9월말 현재 한국은행 대출금 규모는 11조8천억원 규모로 본원통화 잔액의 47%, 예금은행 대출금의 8% 수준을 보이고 있다. 이러한 규모는 최근에 일부 政策金融이 財政資金으로 이관되고 총액한도대출제 등이 시행되면서 크게 줄어든 규모이기는 하나, 아직도 절대규모면에서나 다른 나라들에 대한 상대적 비중면에서 매우 큰 규모를 차지하고 있다. 1991년말 기준으로 중앙은행대출금의 예금은행대출금에 대한 비율은 英國 0.0%, 美國 0.1%, 스위스 0.2%, 이탈리아 1.3%, 프랑스 2.6%, 日本 3.8%, 臺灣 4.6% 등으로 대부분의 나라가 우리보다 낮은 비율을 보이고 있다.<sup>17)</sup> 이와 같이 政策金融이 中央銀行의 발권력에 의해 지원되고 있는 것은 우리나라의 金融產業이 후진성을 면치 못하고 있는 단적인 예로 지적될 수 있으며, 그 가장 중요한 폐해는 신축적인 통화관리가 저해된다는 것이다.

政策金融 지원을 위해 한은대출에 의한 자금지원이 높은 비중을 차지하고 있는 상황에서 通貨管理를 위해서는 예금은행 신용에 대한 직접규제나 通貨債 강제인수 등에 의존해야 하며, 이는 다시 예금은행의 정상적인 資產運用을 크게 제약하는 요인이 되어 왔다. 현재 通貨安定證券의 발행잔고는 21조원 수준으로 더 이상의 발행 여력이 없는 상태이다. 이와 같은 비정상적이고 비효율적인 通貨金融 여건하에서 해외자본의 대량유입과 같은 대규모의 외생적 충격이 가해질 때 通貨信用 및 換率, 그리고 巨視經濟運營 전반에 걸쳐서 상당한 혼란이 야기될 수 있으며, 따라서 한은대출에 의한 정책금융 축소와 이를 위한 財政·金融의 역할 재정립은 매우 시급히 요구되는 정책개선과제이다. 비록 최근에 한은대출규모를 축소시키

17) 金俊經(1993)에서 인용.

는 방향으로 정책방향이 잡혀져 있지만, 그 규모나 이행속도, 방법 등에 있어서는 여전히 개선의 여지가 많은 것으로 보이며, 특히 외형상의 統合財政收支의 건전성에 집착할 경우 政策金融의 재정으로의 이관이 순조롭게 이루어지지 못하게 될 가능성이 있다는 점을 지적할 필요가 있다.

### 3. 政策金融問題와 統合財政收支

한은의 자금지원에 의한 政策金融 운영이 큰 규모를 차지하게 된 기본적인 이유는 통상적인 경우, 여러 선진국들에서 운영되는 방식과 같이 일단 조세수입이나 국채수입과 같이 財政資金에 의해 사업이 집행된 후 본원통화의 증가요인이 있을 경우 中央銀行이 公開市場操作을 통해 이를 인수하는 방식으로 운영되지 못한 데서 찾을 수 있다. 이를 재정당국의 입장에서 보면 외형상의 統合財政規模 및 統合財政收支의 건전성에 집착한 결과로 볼 수 있다. 이제 다음과 같이 정부의 예산제약식을 이용해서 이러한 문제를 보다 상세히 파악할 수 있을 것이다.

정부의 예산제약식을 이용해서 정책금융의 담당주체에 따른 재정수지의 변동을 보면 다음과 같다.

$$G'_i - T_i = \Delta D_i + \Delta RM_i$$

#### ① 현재의 운영방식

- 통합재정수지상의 세출 및 순융자( $G'_i$ )=110
- 정상적 세입( $T_i$ )=100
- 통합재정수지 적자=10, 국채발행(순)( $\Delta D_i$ )=10
- 한은대출에 의한 산업지원=10,  $\Delta RM_i$ =10
- 한은대출에 의한 산업지원분은 통합재정수지상의 세출 및 순융

자에 포함되지 않음.

- $\Delta RM_t$  부분은 별도의 방식으로 운영
- ② 한은대출에 의한 산업지원을 국채발행으로 자금을 조성해서 재  
정에서 담당할 경우
  - 통합재정수지상의 세출 및 순융자( $G_t'$ )= $110+10=120$
  - 정상적 세입( $T_t$ )= $100$
  - 통합재정수지 적자= $20$ , 국채발행(순)( $\Delta D_t$ )= $20$
  - 경제성장에 따라 본원통화의 증가가 이루어질 경우 국채의 매  
입을 통해 본원통화량 증가. 국채발행잔고에는 변화가 없되  
 $\Delta RM_t=10$ 이 될 수 있음.

위와 같은 두가지 경우를 비교해 보면 실물경제에 미치는 영향은 같은 것을 알 수 있다(②의  $\Delta RM_t=10$ 인 경우). 中央銀行을 포함하는 統合政府에 의한 세출 및 순융자 규모는 120이고 조세징수규모는 100이다. 民間이 보유하는 국채규모는 10이고 ①의 경우 중앙은행은 대출금 형태의 자산을 10만큼 보유하고 ②의 경우에는 국채형태의 자산을 10만큼 보유하게 된다. 그러나 ②의 경우가 ①보다 우월하고, 따라서 많은 선진국에서 ②의 형태의 운영이 이루어지는 것은 무엇보다도 통화의 신축적·효율적인 관리가 가능하며, 통안채 발행 및 강제인수와 같은 불필요한 거래가 필요 없게 되고 금융시장의 자율성이 확보될 수 있기 때문이다.

그러면 왜 우리나라에서는 ①과 같은 형태의 政策金融 운영이 이루어지고 있는가? 우선 개발연대 초기에는 財政資金의 조달능력이 부족했기 때문이다. 그러나 최근까지 이러한 방식이 크게 개선되지 않은 것은 외형상의 財政收支의 건전성에 지나치게 집착한 결과라고 보아야 할 것이다. ①의 경우 외형상의 統合財政收支 적자는 10이지만 ②의 경우에는 赤字規模가 20으로 늘어나게 된다. 따라서

우리나라의 財政運營이 건전성을 유지할 수 있었던 중요한 원인은 재정에서 담당해야 할 정책금융이 한은 등 金融部門에서 담당하는 형태로 운영되어 왔기 때문이고, 財政運營이 현재의 統合財政收支 지표상으로 나타나는 것만큼 건설했던 것은 아니라 할 수 있다. 현재의 統合財政收支에서 한은대출에 의한 산업지원분 등 政策金融은 歲出 및 純融資에 포함되지 않는다.

최근에 統合財政收支를 재추정한 연구결과(이창용·조운제, 1995)에 의하면 정책금융 포함시 財政赤字 규모가 큰 폭으로 늘어나게 됨을 실증적으로 보여주고 있다. 결국 그동안의 財政運營이 외형상의 건전성 유지에 지나치게 집착한 결과 우리나라의 금융산업의 자율적 발전이 저해되고 통화관리상의 여러가지 부작용이 초래되었다고 평가할 수 있을 것이다. 위의 ①, ②와 같은 운영방식에 의해서 이루어진 자금조달에 대한 부담은 결국 민간이 지게 되며, 다만 그 형태가 인플레이션 조세(inflation tax)와 일반적인 조세로 구분될 뿐이다. 일반적으로 인플레이션 조세는 보다 역진성이 큰 부담형태이다.

실물경제에 미치는 1차적 효과가 같음에도 불구하고 지표상의 재정수지관리를 위해 통화관리의 어려움과 金融產業에 대한 통제가 지속되게 하는 비용을 계속해서 지불해야 하는가에 대해서는 심각한 문제제기가 있어야 할 것이다. 한은대출 등 金融部門에서 담당해 왔던 政策金融을 財政部門에서 담당하게 될 경우 이러한 政策金融의 시행에 대해서도 보다 엄밀한 審議가 이루어지게 되며, 지표상의 統合財政收支 赤字規模가 확대됨에 따라 기존의 財政事業에 대해서도 보다 엄격한 검토가 이루어지는 효과를 기대해 볼 수 있을 것이다. 여기서 외형상의 財政赤字 확대는 統合財政收支의 포괄범위 조정에 따른 것이므로 국민경제적으로 총수요압력이 증가하는 것이 아니며, 오히려 일부지출 및 융자사업의 보다 효율적인 운영

을 기대할 수 있다는 점이 강조되어야 할 것이다.

#### 4. 財政·金融의 役割再定立 方向

경제의 개방화·자유화 추세 속에서 효율적인 거시경제운영을 위해서 재정이 우선적으로 담당해야 할 정책과제는 한은대출 등 금융부문에 의한 政策金融 운영분을 재정으로 이관하여 재정·금융의 역할을 재정립하는 것이다. 안정적인 巨視經濟運營을 위해서는 統合財政收支의 관리가 매우 중요하나, 현재와 같이 지표상의 외형적인 관리에 치중하는 것은 많은 부작용을 초래한다. 統合財政收支의 포괄범위의 조정을 통해 財政赤字가 확대되는 것이 국민경제적으로 추가적인 총수요압력을 낳는 것은 결코 아니다.

제Ⅱ장의 실증분석은 현재의 統合財政收支 체계를 기초로 한 것이므로 統合財政收支의 범위 자체가 변해서 財政收支 적자가 확대되는 것을 동일한 선상에서 비교할 수는 없다. 海外資本流入 등에 대비하는 데 있어 중요한 정책개선과제는 외생적 충격을 흡수할 수 있는 신축적인 통화관리여건을 구축하는 것이며, 이를 위해 재정·금융간의 역할재정립이 요구되는 것이다. 政策金融이 재정으로 이관되어 외형적인 財政赤字가 늘어날 경우 오히려 財政運營의 투명성을 제고하고 재정지출의 효율화 노력을 배가시키는 효과를 기대할 수 있을 것이다.

1994년부터 각종 公共餘裕資金을 통합관리하는 公共資金管理基金이 운용됨에 따라 재정에서 금융부문이 담당해왔던 정책금융을 담당할 수 있는 재원조달능력이 크게 확충되었으며, 따라서 동 기금의 설립 취지에 맞추어 公共餘裕資金을 정책금융 축소를 위한 자금으로 보다 적극적으로 활용해야 할 것이다.<sup>18)</sup> 그리고 동 기금의

18) 公共資金의 통합관리 문제에 대해서는 黃晟鉉(1995) 참조.

國債管理基金과의 統廢合, 外平基金의 역할 재정립문제 등이 종합적으로 검토되어야 할 것이다.

최근에 정부는 정책금융 축소방안의 일환으로 1994년부터 農水畜產資金, 中小企業基盤資金 등의 한국은행 정책금융을 단계적으로 財政資金으로 전환하는 등의 조치를 취하고 있으며, 이는 뒤늦은 감이 있으나 매우 바람직한 政策方向이다. 1994년과 1995년에 각각 5,548억원의 韓銀政策金融을 재정에서 인수한 데 이어 1996년 예산안에서도 5,450억원의 정책금융 인수자금을 반영하였다. 향후 農水畜產資金은 1998년까지 동일액을 반영해서 1993년 기준의 한은지원액 전액을 재정으로 이관할 계획이며, 中小企業基盤資金의 경우 계속적으로 3천억원 규모의 소요를 예상하고 있다.

그러나 이러한 규모의 재정이관은 金融資金에 의한 전체 政策金融의 16.7%(대출실적 기준)에 해당하는 것으로서 그 규모가 미흡하고 연차적인 이관계획도 재검토할 필요가 있는 것으로 보인다. 한은 정책금융의 재정이관문제는 현행 총액한도대출대상 금융을 포함하여 보다 전향적으로 검토되어야 할 것이다. 앞서 논의된 바와 같이 產業政策的 목적에서 필요하다고 인정되는 政策金融을 재정으로 이관하는 것은 국민경제 전체적으로 총수요를 증가시키는 것이 아니며, 다만 지원방식이 본원통화에서 財政資金으로 전환되었을 뿐인데, 이때 얻을 수 있는 것은 신축적인 통화관리 여건조성에 기여할 수 있다는 것이고, 잃게 되는 것이 있다면 統合財政統計상으로 財政規模와 赤字規模가 늘어나서 재정당국이 방만한 예산운영을 했다는 비난을 받을 수 있다는 것이다. 그리고 이러한 비난이 단지 統合財政의 범위가 늘어나서 외형적인 지표가 변한 것에 기초한 것일 뿐, 財政運營의 방만성을 뜻하는 것이 아님은 자명하다.

따라서 보다 적극적으로 政策金融의 재정이관을 검토해야 하고 이러한 政策方向은 현재 우리 경제의 擔稅能力과 公共餘裕資金의

효율적 統合運用, 그리고 中·長期 國公債 시장의 육성 가능성과 필요성 등을 고려할 때 현실성 있는 정책대안이 될 수 있을 것이다. 보다 구체적인 이관방안으로서, 총액한도대출대상 정책금융 중 지방중소기업자금의 이관문제가 검토되어야 하며, 상업어음할인, 무역금융, 소재·부품생산자금의 경우 기존의 중소기업지원관련 기금에 대한 출연을 확대해서 단기운전자금의 대출 등을 담당하게 하는 방안을 검토할 필요가 있다. 농수축산자금의 경우, 재정이관을 1997년에 앞당겨서 완료하는 방안이 검토되어야 할 것이다. 그리고 현재 신규대출이 중단된 一般資金의 경우에도 사업별로 재정이관 또는 재정이관후 회수방법을 검토할 필요가 있으며, 비료인수자금의 상환이 검토되어야 할 것이다. 또한 총액한도대출대상 정책금융이 중소기업에 대한 지원인 점을 감안할 때, 中小企業部門에 대한 財政支援體系를 금리자유화 일정 등을 감안하여 종합적으로 정비함으로써 총액대출한도의 축소를 유도하는 역할을 재정이 담당해야 할 것이다.

#### IV. 結 論

本稿에서 답하고자 했던 중요한 질문은 ‘우리 경제의 開放化·自律化 추세 속에서 巨視經濟政策手段으로서의 財政政策의 기능과 역할이 무엇인가?’라는 것이었다. 이에 대한 답으로서 本稿에서는 두 가지 다른 차원의 해답을 제시하였다.

첫째로, 分期別 統合財政統計를 이용한 실증분석 결과에 기초해서 안정적 經濟運營에 있어서 統合豫算管理의 중요성을 강조하였다. 그리고 이러한 정책기능은 적어도 短期的·對症의 정책방안으

로서 유효하지만 보다 중·장기적 시각에서 재정본연의 기능수행과의 조화를 모색하는 차원에서 財政基調가 결정되어야 함을 강조하였다. 분기별 자료를 이용한 분석결과, 기존의 연간자료를 이용한 분석에서 밝혀진 바와 같이 물가상승률과 재정적자 변수간에 正의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났으며, 총통화 변수와 財政收支를 포함하는 물가상승률의 추정식 결과를 이용해서 단기적인 通貨財政變數의 적정조합을 모색해 볼 수 있다.

둘째로, 효율적인 巨視經濟運營을 위해 요구되는 재정의 보다 근본적인 역할재정립 방향에 대해서 논의하였다. 海外資本流入 등에 대비하기 위해서는 신축적인 통화관리여건이 조성되어야 하고, 이를 위해서는 한은대출에 의한 정책금융 지원분의 재정이관 문제가 보다 적극적·전향적으로 검토되어야 함을 지적하였다. 지금까지 외형상의 재정의 건전성에 집착한 결과 金融部門의 낙후가 초래되었다는 역사적 교훈에 주목해야 할 것이다. 경제전체적인 실익이 있음에도 불구하고 외형상의 지표에 집착해서, 그리고 이에 기초한 비난 때문에 정책금융의 재정이관이 소극적으로 이루어져서는 안될 것이다. 총액한도대출대상 정책금융 중 지방중소기업자금의 이관문제가 검토되어야 하며, 상업어음할인, 무역금융, 소재·부품생산자금의 경우 기존의 중소기업지원관련 기금에 대한 출연을 확대해서 단기운전자금의 대출 등을 담당하게 하는 방안을 검토할 필요가 있다. 또한 총액한도대출 대상 정책금융이 중소기업에 대한 지원인 점을 감안할 때, 中小企業部門에 대한 財政支援體系를 금리자유화 일정 등을 감안하여 종합적으로 정비함으로써 총액대출한도의 축소를 유도하는 역할을 재정이 담당해야 할 것이다.

이상의 두가지 결론은 효율적 巨視經濟運營을 위한 財政政策方向으로서 서로 다른 차원의 해결책을 제시하고 있다. 그런데 두번째의 방안이 사후적으로 외형상의 財政赤字를 늘릴 수 있다고 해서



첫번째 결론과 상충되는 것은 결코 아니다. 몇차례 지적된 바와 같이 金融部門에서 담당해 왔던 政策金融을 재정으로 이관한 결과 외형상의 財政赤字가 확대되는 것은 총수요의 증대를 뜻하는 것이 아니며, 따라서 기존의 統合財政體系에서의 財政規模 및 收支의 적정관리를 강조하는 統合豫算管理의 중요성과는 별개의 문제이다. 또한 政策金融이 재정으로 이관되어 외형적인 財政赤字가 늘어날 경우 財政運營의 투명성을 제고하고 財政支出의 효율화 노력을 배가시키는 효과를 기대할 수 있을 것이며, 이는 기존의 統合財政體系에서는 수지개선요인으로 작용하게 될 것이다.

향후의 巨視經濟政策 운영논의에서 외형적인 지표관리에 치중하여 금융에서 재정으로, 재정에서 금융으로 그 기능과 책임을 전가하는 형태의 논의가 더 이상 지속되어서는 안될 것이다. 한은대출에 의한 政策金融 문제는 그동안 재정에서 금융으로 그 기능을 전가해 왔던 政策行態의 소산이며 이제 그 정상화가 시급히 요구되는 과제이다.

### ▷ 參 考 文 獻 ◁

- 郭泰元·尹建永·錢英燮, 『金融自律化的 추진에 따른 財政과 金融간의 機能 및 役割 再定立』, 研究報告 93-2, 한국재정연구회, 1993.
- 金俊經, 「政策金融의 財源造成 改善方案」, 『國家豫算과 政策目標』, 한국개발연구원, 1993.
- 박종안, 「國債市場의 育成과 財政政策의 正常化」, KDI 세미나자료, 1992.

李基榮, 『政策金融制度의 現況, 效果分析 및 改善方向』, 연구자료 94-01, 한국조세연구원, 1994.

이창용·趙潤濟, 『財政政策 基調의 測定 및 運用에 관한 研究』, 한국조세연구원, 1995.

趙潤濟, 「金利自由化와 政策金融의 方向에 관하여」, 『金融經濟研究』, 제53호, 한국은행 금융경제연구소, 1993.

左承喜·黃晟鉉·李善愛, 「韓國經濟의 年間巨視模型과 政策效果分析」, 『韓國開發研究』, 제15권 4호, 1993.

黃晟鉉, 『公共資金의 統合管理 및 效率的 運用方案』, 政策報告書 95-02, 한국개발연구원, 1995.

——, 『財政政策의 巨視經濟的 效果에 대한 實證的 研究(I)』, 政策研究資料 92-06, 한국개발연구원, 1992.

——·劉庚遠, 『財政의 巨視經濟的 效果와 政策課題』, 政策報告書 94-14, 한국개발연구원, 1994.

Barro, Robert J., "Are Government Bonds Net Wealth?" *Journal of Political Economy*, 82, 1974, pp. 1095~1117.

## 論 評

尹 建 永

(延世大 經濟學科 教授)

금융정책과 재정정책의 적절한 혼합은 시장경제질서를 유지하고 있는 모든 나라에서 중요한 거시경제정책적 관심사이다. 거시경제정책과 관련된 대부분의 연구는 주어진 제도적 틀 안에서 금융정책과 재정정책의 적절한 혼합이나 미시적인 정책수단의 선택과 같은 기술적인 문제에 초점을 두는 경향이 있다. 이러한 연구는 고용, 물가, 성장 등의 지표로 측정되는 거시경제의 성과를 높은 수준에 유지하기 위한 정책방안을 찾는 데 도움이 되기 때문에 정책담당자들에게는 매우 유용하다.

黃晟鉉 박사의 연구도 거시경제정책의 합리성을 높이는 데 관심을 두고 있다는 점에서는 대부분의 기존 연구와 큰 차이가 없다. 그러나 주어진 제도적 틀 안에서 정책을 분석하는 것이 아니라 재정정책과 금융정책의 역할분담에 분석의 초점을 둬으로써 거시경제정책의 제도적 틀 자체의 합리성을 점검한다는 면에서 특별히 중요한 의미를 지닌다고 할 수 있다. 주어진 틀 안에서의 정책선택을 국지적 최적화(local optimization)라 한다면 제도적 틀 자체를 분석대상으로 삼는 것은 보다 광범한 영역에서의 최적(global optima)에 접근하기 위한 노력이라고 할 수 있을 것이다.

黃박사의 연구는 두가지 목적을 지니고 있다. 하나는 통합재정수지가 거시경제의 안정에 중요한 정책변수라는 것을 경험적으로 입증하는 것이다. 다른 하나는 기존 거시경제정책 틀의 문제점을 밝히고 거시경제의 안정적 운영을 위한 금융정책과 재정정책의 새로

은 역할분담을 모색하는 일이다. 정부부문의 세입과 세출이 총수요에 직접적인 영향을 미치기 때문에 재정수지가 거시경제에 중요한 변수라는 것은 의문의 여지가 없다. 그럼에도 불구하고 굳이 재정수지가 거시경제에 영향을 미친다는 것을 경험적으로 보이려고 하는 것은 적어도 한국의 거시경제정책 운용이 지나치게 통화정책 위주로 기울어져 있으며, 재정정책의 역할과 그 중요성에 대한 이해와 인식이 부족하다는 판단 때문인 것으로 보인다.

제Ⅱ장에서서의 분석은 물가방정식의 추정을 통해 통합재정수지의 거시경제정책적 중요성을 보이는 데 많은 지면을 사용하고 있다. 그러나 물가방정식의 추정보다 더 중요한 것은 통합재정수지와 지금까지 별다른 비판 없이 거시경제분석에 널리 사용되어 온 총재정수지의 개념을 설명하고 각각의 정책적 의미를 분명히 밝힌 것이라 할 수 있을 것이다. 그 결과 경험적 연구에 사용되어야 하는 통화정책변수와 재정정책변수의 개념을 명확히 구분하고 경제이론과 경험적 연구 사이의 괴리를 좁힐 수 있게 되었다. 특히 별다른 문제의식 없이 통합재정수지 대신 총재정수지 개념을 사용한 경험적인 연구는 재검토할 필요가 있는 것으로 보인다. 재정정책의 운용방식도 유용성이 적은 기존의 예산수지보다는 통합재정수지를 중심으로 근본적으로 수정할 필요가 있음을 알 수 있다.

黃 박사 논문의 참고문헌 목록에서 알 수 있는 바와 같이 금융정책과 재정정책 사이의 역할분담의 조정에 대한 연구는 이전에도 있었다. 기존 연구의 중요한 결과는 대체로 다음과 같은 내용을 담고 있다. 즉 자원배분의 조정을 위해서는 한국은행의 발권력에 근거한 정책금융을 축소 또는 폐지하는 대신 재정의 역할을 확대할 필요가 있다. 이러한 정책구도의 전환은 간접통화관리와 보다 신축적인 통화정책의 운용을 가능하게 함으로써 금융정책의 합리성을 높이고 금융산업의 발전에 기여할 수 있다. 또한 자원배분의 효율성을 높

이기 위한 정책적 지원을 금융지원에서 재정지원으로 전환함으로써 예산과정을 통해 정책지원의 투명성과 합리성을 높일 수 있으며, 역진적·인플레이적인 지원보다는 누진적·물가중립적인 지원이 가능하다는 것도 중요한 점이다.

거시경제정책운용의 기본 틀을 근본적으로 수정할 필요가 있다는 黃박사의 견해는 금융정책과 재정정책 사이의 역할분담에 관한 다른 연구의 결과와 일치한다. 그러나 黃박사는 거시경제분석에 사용되어야 할 재정수지 개념으로는 통화관리를 중심으로 하는 총재정수지보다는 통합재정수지가 더 적절하다는 주장을 설득력 있게 전개하고 있다. 나아가 통합재정수지의 거시경제정책적 중요성에 대한 경험적인 근거를 제시함으로써 금융정책과 재정정책 사이의 역할분담에 관한 기존연구의 결론을 강화하면서 극단적인 통화론으로 약간 기울어진 국내의 거시경제정책 분석과 정책운용에 대한 주의를 환기시키는 데 이바지하고 있다.

黃박사의 접근방법과 결론에 공감하면서도 굳이 욕심을 부린다면 몇가지 개선할 만한 부분을 지적할 수 있을 것이다. 첫째는 Ricardian Equivalence에 대한 문제이다. 만약 Ricardian Equivalence가 성립한다면 公債는 純富(net wealth)로 인식되지 않을 뿐만 아니라 재정적자는 자원배분에 아무런 영향을 미치지 않을 것이다. 그러나 Ricardian Equivalence가 성립할 수 없게 하는 요인은 여러가지가 있으며 공채가 純富(net wealth)로 인식되지 않는 것은 Ricardian Equivalence가 성립하기 위한 필요조건일 뿐이다. 유동성제약을 받고 있는 납세자의 경우를 생각해 보면 이는 쉽게 이해할 수 있다. 실제로 유동성 제약 아래에 있는 납세자가 상당수 있는 것은 경험적으로 확인되고 있으므로 Ricardian Equivalence가 공채의 純富 여부에만 달려 있는 것으로 보기는 어려운 것으로 생각된다.

둘째, 추정된 물가방정식의 도출배경이 분명하지 않다. 실증분석에 사용된 물가방정식을 합리화할 수 있는 방법이 없는 것은 아니지만 적어도 논문에 제시된 물가방정식은 ad hoc하다는 비판을 받을 소지가 있다. 이러한 접근방법의 문제점은 재정규모와 물가변동 사이의 관계를 설정하는 데 잘 나타나고 있는 것으로 보인다(p. 111의 첫째 방정식). 교과서적인 거시경제모형에 의하면 균형예산승수는 1이므로 재정규모의 확대는 거시경제균형(예: 물가수준, 소득수준)에 팽창적인 영향을 미친다. 따라서 재정규모의 확대는 물가상승압력을 발생시키는 것으로 볼 수 있다. 이러한 모형에 의하면 물가상승률은 재정규모/GNP 비율의 수준보다는 변화율로 설명하는 것이 더 합당하다.

셋째, 물가상승률 방정식의 추정에 구조적 또는 완전고용 상태에서의 통합재정수지가 아니라 실제의 통합재정수지를 사용함으로써 통합재정수지가 정책변수가 아니라 내생변수가 되고 말았다. 정부가 재정지출을 완전하게 통제할 수 있다고 가정하더라도 조세제도가 빈번하게 변할 뿐만 아니라 경기변동으로 인하여 구조적 재정적자를 계산하는 것이 간단한 일은 아니다. 그러나 잠재GNP와 실제의 GNP를 이용한다면 불가능한 일도 아니다. 만약 물가상승률 방정식의 추정에 구조적 재정적자를 설명변수로 사용한다면 개념적으로 더 선명하고 정책분석에 더 유용한 결과를 얻을 수 있을 것으로 생각된다. 한가지 더 덧붙인다면 통합재정수지의 계산에서 정부부문의 純融資를 세출에서 제외하면 재정적자의 개념을 더 정확하게 반영하는 변수를 얻을 수 있을 것으로 보인다.

넷째, 추정결과의 해석과 관련된 문제이다. 물가상승률 방정식의 임금상승률 계수는 안정적인 반면 GNP갭 계수는 설명변수의 조합에 민감한 것으로 나타나고 있다(pp. 109~113). 특히 p. 111의 두 번째 식의 GNP갭의 계수가 다른 경우에 비해 매우 작은 값을 지

니는 것으로 보아 GNP값은 통화증가율과 긴밀한 상관관계를 지닌 것으로 보인다. 같은 식에서 통화증가율의 계수의 합이 (통계적으로 유의적이지는 않은 것으로 보이지만) 1보다 커서 물가상승률이 1년 이내에 통화증가율을 초과하는 모습을 보이고 있다. 단기분석을 전제로 한 방정식의 추정일 뿐만 아니라 추정의 목적이 물가상승요인에 대한 정교한 계량분석에 있지 않기 때문에 크게 문제삼을 필요가 없을지도 모르지만 통화증가율이 물가에 미치는 영향이 과장되게 추정되었다는 인상을 주고 있다.

이상은 물가방정식의 추정을 통해 통합재정수지의 경제정책적 중요성을 실증적으로 보여주기 위해 黃박사가 사용한 접근방법과 자료가 안고 있는 기술적인 문제에 관한 것이다. 그러나 이러한 기술적 결함은 통합재정수지가 경제안정에 중요한 정책변수라는 결론을 부인할 수 있을 정도의 결정적인 중요성을 지닌 것으로 보이지는 않는다. 따라서 黃박사의 연구는 대부분의 현실적인 거시경제이론에 의해 뒷받침되고 있는 통합재정수지의 거시경제정책적 중요성을 경험적으로 입증해 보인 것으로 보아 큰 무리가 없는 것으로 생각된다.

## 李 基 榮

(韓國租稅研究院 專門研究委員)

이 논문은 재정·금융정책의 역할정립과 관련하여 몇가지 중요한 메시지를 전달하고 있다. 우선 거시경제운용과 관련하여 통합재정수지의 중요성을 개념적, 실증적으로 밝혀주고 있다는 점이다. 이와는 별도로 통합재정수지의 관리를 통한 재정의 경기조절기능의 수행은 적정수준의 공공재를 공급하여야 하는 재정 본연의 기능수행과 관련하여 한계를 가질 수밖에 없음을 설득력 있게 주장함으로써

써 최근에 이루어지고 있는 흑자재정을 통한 통화관리 논의에 대해 비판적인 논거를 제시하고 있다. 오히려 외형상의 통합재정수지의 지표관리가 부작용이 있을 수 있으므로 재정과 금융간의 역할을 재정립·정상화함으로써 재정의 기능을 정립할 필요성을 강조하고 있다. 즉 통합재정의 포괄범위를 넓혀서 금융부문이 담당했던 정책금융을 보다 과감하게 재정에 이관함으로써 중앙은행의 통화관리기능의 정상화와 재정기능의 정상화를 동시에 달성할 수 있다는 주장이다. 금융부문이 담당하고 있는 정책금융은 한국은행의 대출 및 재할인제도에 의해 은행을 통해 주로 중소기업에 지원되고 있는 현실을 감안할 때, 이상과 같은 정책금융의 재정이관 문제는 한국은행의 대출 및 재할인제도 및 재할인대상이 되고 있는 중소기업금융정책의 개편문제와 밀접한 관련을 가지고 있다.

우리나라 중앙은행의 재할인제도는 본연의 유동성 조절기능보다는 산업정책적 목적의 정책금융을 공급하는 수단으로 활용되어 왔으며, 특히 금융기관의 한은재할인대상 자금취급분의 일정비율을 자동적으로 지원해 주는 형태를 유지하여 왔다. 그 결과 공개시장 조작 등 정통적인 통화관리 수단이 발달되지 않은 상태에서 중앙은행은 통화관리를 할 수 있는 정통적인 모든 수단을 상실하게 되었고, 이에 따라 은행의 자산 및 부채를 직접 통제하는 직접규제방식의 통화관리를 해오고 있다. 금융자유화가 진전되고 해외자본의 대량유입이 이루어지고 있는 상황에서 이와 같은 직접규제방식의 통화관리는 유효성이 떨어질 뿐만 아니라 금융기관의 경쟁력에도 부정적인 영향을 끼치고 있는 것이 사실이다. 따라서 통화의 간접관리를 통해 통화신용정책의 메커니즘을 정상화하는 작업은 더 이상 미룰 수 없는 시급한 과제가 되고 있다. 여기서 통화의 간접관리라 함은 중앙은행이 은행의 대차대조표에 대한 직접 관리가 아니라 시장참가자로서 시장에 간접적으로 영향을 미침으로써 통화수준을 조



정하는 방법을 의미한다.

그러나 현재 한국은행의 대차대조표를 보면 간접적인 방법에 의한 통화관리를 하기 어려운 구조로 되어 있다. 우선 본 논문에서도 잘 지적되어 있듯이 재할인창구가 중소기업의 상업어음할인 및 무역금융과 link되어 있어 재할인제도가 적극적인 통화관리수단으로 쓰이고 있지 못하다는 점이다. 둘째는 통안증권잔고가 너무 많아 이자부담자체가 통화증발압력으로 작용하고 있을 뿐만 아니라, 셋째 기준율이 너무 높아 은행에 대한 준조세가 되고 있고 한은이 계속해서 낮은 재할인금리로 은행수지 보전을 해야 하는 요인이 되고 있다. 따라서 간접관리를 위해서는 이와 같은 한국은행의 자산/부채구조를 전반적으로 재조정하는 작업이 필요하며, 재할인대상자금의 재정이관 역시 이와 같은 차원에서 심각하게 고려하여야 할 것으로 판단된다.

1995년 10월말 현재 한국은행의 대출금은 11조6,300억원이며, 이 중 77%가 총액한도대출이고, 일반자금과 농수축자금의 비율은 각각 12%와 11%의 비율을 점하고 있다. 이 중 농수축산자금은 1998년까지 단계적으로 재정으로 완전이양하도록 되어 있고 일반자금 중 정책금융 성격을 가지고 있는 자금은 잔액이 회수되면 추가적인 공급을 하지 않을 계획이다. 따라서 통화관리의 정상화와 재정·금융의 역할 재정립과 관련하여 가장 중요한 부분은 현행 총액한도대출대상이 되고 있는 상업어음할인, 무역금융, 소재 및 부품산업자금, 지방중소기업자금의 운용방향을 모색하는 작업이 된다. 개인적인 의견으로는 정책금융적 성격이 강한 소재 및 부품산업자금과 지방중소기업자금은 재정으로 이관하여야 한다고 본다. 이 점은 황박사와 견해를 같이하지만 상업어음할인과 무역금융에 대한 필자의 입장은 유보적이다. 현재 총액대출대상 자금 중 상업어음재할인이 60% 정도, 무역금융이 12% 정도를 차지하고 있어서 두 자금이 총액한도

대출의 70% 이상을 점하고 있다. 총액대출대상자금이 한국은행 전체 대출금에서 차지하는 비중을 고려할 때 향후 재할인제도 개선의 핵심은 바로 이들 두 자금을 어떤 방식으로 운용하는가에 달려 있다고 해도 과언이 아니다. 따라서 상업어음할인과 무역금융의 성격을 어떻게 규정할 것인가 하는 점이 중요한 이슈로 등장하게 된다. 즉 근본적으로 이들 자금이 정책금융적 성격을 유지하여야 하는가 아니면 상업금융적 성격으로 완전전환하여 재정과 분리된 금융제도내에서 운용되도록 하여야 하는가 하는 점을 분명히 하여야 한다.

1995년 7월, 제3단계 금리자유화조치로 한국은행 재할인 대상 자금에 대한 대출금리가 이미 자유화됨으로써 이들 자금도 기업의 신용도에 따라 차등금리가 적용되고 있다. 따라서 이들 자금의 정책금융적 성격은 중앙은행의 발권력을 통해 은행 및 중소기업으로 하여금 자금의 조달과 가용성면에서 혜택을 주고 있다는 면에 국한되고 있다. 이들 자금에 대한 대출재원을 중앙은행에서 재정으로 이관하여야 한다는 주장의 rationale은 우선 이들 자금이 현재 중소기업만을 대상으로 하여 중소기업지원의 중요한 수단이 되고 있고, 또한 향후 통화의 간접관리를 위한 기반을 조성하기 위해 필요하다는 점으로 이해할 수 있다.

중앙은행의 상업어음재할인은 우리나라와 같이 어음이 기업간 거래에 있어서 중요한 결제수단인 일본 등의 국가에서는 중앙은행 본연의 기능으로 인식되어 왔다. 다만 우리나라와 같이 인위적으로 낮은 재할인금리로 은행의 수지보전을 하기보다는 시장실세금리와 연동하여 은행의 할인을 지원한다는 점에서 크게 차이가 난다고 볼 수 있다. 따라서 문제 해결의 접근을 은행이 자체조달한 자금으로 할인을 함으로써 은행의 재할인의존을 자율적으로 줄여나가는 방법을 생각해 볼 수 있는 것이다. 이와 같은 접근을 가로막은 가장 중요한 장애는 금리의 실질적인 자유화라고 할 수 있다. 적어도 중소

기업의 일상적인 단기운전자금에 대해서는 기업의 신용도 및 위험도에 따라 은행이 자율적으로 금리수준을 정하고 금리차등의 폭이 보다 확대되어야 한다고 생각한다. 이와 같은 실질적인 금리자유화를 통해 은행의 수익성을 보장함으로써만이 은행의 재할인의존도를 줄여나갈 수 있는 시장여건이 형성될 수 있다. 또한 상업어음할인 및 무역금융 대출재원의 조달을 용이하게 하기 위해 허용된 표지어음의 유통을 보다 활성화함으로써 은행의 할인재원을 시장원리에 따라 자체조달할 수 있는 방안을 함께 모색하여야 한다. 이와 같은 접근은 상업어음할인과 무역금융이 가지고 있는 본래의 상업금융적인 성격을 회복하고 이를 통해 중앙은행의 재할인제도를 정상화하는 것이라고 볼 수 있다. 그러나 이와 같은 방법이 시장에서 정착되기 위해서는 어느 정도의 시간이 소요된다는 단점을 가지고 있다.

한편 이들 자금의 재원을 일시에 중앙은행으로부터 재정으로 이관하는 방법은 한국은행의 통화관리 정상화에는 도움이 되나 이들 자금에 대해 정책금융적 성격을 유지하면서 재정의 부담을 야기한다는 문제점이 있다. 따라서 앞으로 이들 두가지 대안에 대한 보다 심층적인 연구가 이루어져야 한다고 생각한다.

## 金 俊 經

(本院 研究委員)

黃晟鉉 박사의 논문은 資本自由化의 추진 등으로 경제안정의 중요성이 부각되는 시점에서 財政政策의 거시경제적 과급효과를 분석하고, 금융자원 배분 및 경제운용의 효율화를 도모하기 위해 財政政策과 通貨政策의 役割 재정립방향을 제시하고 있다는 점에서 시의적절한 것으로 평가된다.

이 논문의 壽與는 다음과 같이 세가지로 요약될 수 있다. 첫째,

재정수지를 나타내는 여러 지표들간의 개념의 차이를 명확하게 설명함으로써 각각의 지표들이 지니는 경제적 함의는 물론 財政活動의 규모와 健全性 여부에 대한 올바른 이해와 평가를 가능케 한 점을 들 수 있다.

둘째, 재정정책의 거시경제에 대한 파급효과를 파악하기 위해서는 國債 및 정부부문의 本源通貨의 증감으로 표현되는 統合財政收支의 변동을 주목해야 함을 부각시킨 점이다. 黃박사는 실증분석을 통해 통합재정수지가 物價上昇率에 영향을 미치는 중요한 설명변수임을 밝혀내고, 이러한 상관관계를 國債의 純富效果, 재정적자의 화폐화 등 기존의 이론적 경로를 통해 해석하였다. 이러한 분석결과에 근거하여 안정적 거시경제운용을 위해서는 統合豫算管理의 강화 필요성을 강조하고 있다.

셋째, 한국은행의 발권력에 의해 지원되고 있는 政策金融이 통합재정수지에 명시적으로 포함되어 있지 않기 때문에 재정활동의 健全性과 인플레이션 조세(inflation tax) 등 국민이 부담하는 실제비용이 糊塗되고 있다는 점을 적시하여 정책금융을 재정으로 조속히 이관해야 한다는 점을 역설하고 있다. 이러한 제안은 금융의 시장기능 활성화, 재정지출의 효율화를 도모함은 물론이고 향후 본격적인 자본자유화에 따른 외환·금융시장의 상황변화에 대한 통화당국의 신축적인 대응능력을 제고할 수 있다는 점에 그 논거를 두고 있다.

이상과 같이 본 논문의 큰 기여가 인정됨에도 불구하고 일부 미흡한 점들이 발견되고 있다. 무엇보다도 제Ⅱ장과 제Ⅲ장의 분석 및 논의가 서로 긴밀하게 연계되지 않음으로써 논문의 焦點이 흐려지고 있는 점은 개선될 필요가 있다. 본고의 주된 목적이 거시경제운용에서의 統合財政收支의 중요성과 재정·통화정책의 역할 재정립 도출인 만큼 논리전개상의 一貫性을 위해서는 제Ⅱ장의 실증분석에서 통계상의 統合財政收支 대신에 동 지표와 한국은행의 재정

정책적 성격이 농후한 업무에서 발생하는 「시노리지」(seigniorage)를 합산한 수치를 사용하여 물가함수식을 推定하는 것이 더 적절할 것으로 보인다. 기존의 통합재정수지에 집계되지 않고 있는 재정관련 「시노리지」항목으로는 한국은행의 유동성조절자금을 제외한 對예금은행 대출금, 對정부대행기관 대출, 특수은행에 대한 출자, 기금에 대한 출연 등의 증분을 포함시킬 수 있다.<sup>1)</sup> 이와 같은 방법을 통해 통합재정수지의 健全度가 실제보다 過大評價되고 있음을 수치적으로 입증할 수 있을 뿐만 아니라 새로운 추정결과와 기존의 추정결과간의 비교 해석 등 논의의 깊이를 더해주는 부수적인 이득도 취할 수 있을 것이다.

기술적인 면에서는 제Ⅱ장의 물가함수추정식들의 설명변수 중 GNP 대비 통합재정수지적자비율과 GNP갭 수준변수는 季節性이 있으므로 X-11 방법 등에 의해 계절조정된 추정결과를 보고할 필요가 있다. 물론 종속변수가 계절성을 갖지 않기 때문에 설명변수에 대한 계절조정이 필요 없다는 저자의 주장은 이론적으로는 타당할 수 있다. 그러나 관측치가 30개 정도에 불과한 限定된 標本(finite sample)하에서 GNP 대비 통합재정수지적자비율과 같이 계절성이 매우 강한 설명변수가 회귀식에 포함되는 경우에는 계절적 요인이 설명변수와 종속변수간의 근원적인(underlying) 상관관계를 왜곡시킬 가능성이 있다. 또한 물가함수추정식들에 총통화량증가율, GNP 대비 통합재정수지적자비율, GNP갭 등 현재값을 가지는 内生性이 큰 변수들이 포함되어 있으므로 추정된 「파라미터」값의 信憑性을 보다 더 높이기 위해, 예컨대 2단계 최소자승추정방식(2SLS)을 이용하여 원래의 추정결과들과 일치하는지의 여부를 점검해 보는 것도 필요할 것으로 생각된다.

1) 이에 대한 상세한 논의는 李興模·金鍾郁의 논문, 「中央銀行의 準財政活動」(韓國銀行, 『調査統計月報』, 1994년 6월호) 참조.