

通貨의 供給經路가 인플레이에 미치는 影響： 現行 韓國銀行 貸出政策에 미치는 示唆點

金 俊 經
文 宇 植
金 世 炫

전통적인 通貨論者의 貨幣數量說에 의하면 通貨量만이 인플레이에 영향을 주는 요인으로 파악되고 있다. 本稿는 인플레이가 通貨의 供給經路, 즉 中央銀行의 發券對象資産의 構成上의 차이에 의해서도 影響을 받는다는 가설에 대한 歷史的·理論的 展開過程을 살펴보고, 이를 實證的으로 검토하였다.

韓國을 포함한 41개국의 「패널」자료를 이용한 實證分析結果에 의하면 인플레이가 總通貨增加率뿐만 아니라 중앙은행의 發券對象資産의 構成에 의해서도 영향을 받는 것으로 확인되었다. 즉 國公債 등 政府部門을 대상으로 공급되는 本源通貨는 眞性어음再割引 등 民間部門에 대한 本원통화공급에 비해 인플레이에 미치는 영향이 큰 것으로 나타났다. 정부부문에 대한 통화공급은 미래의 財政政策에 대한 불확실성에 따른 정부의 債務償還能力 저하의 가능성이 상존하기 때문에 환수가 확실한 민간부문의 短期優良證券을 대상으로 공급되는 통화와는 달리 인플레이期待心理를 유발시킨다.

위의 실증분석결과는 향후 物價安定을 위해서 韓國銀行의 對預金銀行 대출금이 現행의 財政資金의 성격의 자금위주에서 眞性어음再割引 등 순수민간부문에 대한 신용중심으로 再構成되어야 함을 시사한다.

I. 序 論

貨幣理論에서 역사적으로 가장 논란을 많

이 일으킨 주제 중의 하나는 通貨의 供給經路(ways of monetary injection)와 物價간의 관계에 대한 이론적 규명이었다. 즉 通貨의 構成對象(counterparts)인 政府에 대한 信用(정부채무)과 民間(은행)에 대한 信用(discounting real bills)간의 구성비 차이가 과연 物價에 달리 영향을 줄 것인가 하는 문제였다. 이러한 논의는 전통적인 貨

筆者：金俊經，文字植－本院 研究委員

金世炫－本院 研究員

* 草稿에 대해 유익한 논평을 주신 金俊逸, 柳鐘權, 左承喜 博士님과 여러가지 조언을 주신 淸州大學校 金成泰 교수님과 院內 세미나 및 서울大學校 세미나 참석자들에게 감사드린다.

幣數量說(Friedman)의 영향하에서 통화의 공급경로와 무관하게 오직 通貨量만이 物價에 영향을 주는 요인으로 파악되면서 망각되어 왔다.

그러나 최근 企業의 價値가 기업의 資金調達構造(debt/equity)에 상관없이 不變하다고 하는 Modigliani & Miller의 定理가 Wallace(1981), Sargent(1982), B. Smith(1985) 등에 의해 貨幣理論에 응용되면서 물가의 결정요인으로서 通貨의 構成對象이 다시 강조되고 있다.¹⁾ Wallace는 동정리를 中央銀行의 資產構成에 적용하여 政府의 財政政策이 불변인 경우에는 公開市場操作政策이 物價와 무관할 수 있음을 밝혔다. Sargent와 B. Smith는 유럽의 超인플레이(hyperinflation)와 식민지시대의 美國의 경험에 대한 분석을 통해 通貨구성대상의 중요성을 역설하였다.

Sargent는 1920년대 초 이래로 독일, 오스트리아 등과 같은 국가에서 중앙은행권의

본고의 오류는 전적으로 筆者들의 책임임을 물론이다.

- 1) 한편 최근 Bernanke(1993) 등을 비롯한 '通貨傳達過程의 信用的 立場'(credit view of monetary transmission)에 있는 학자들은 情報의 非對稱性을 강조하여 기업의 銀行으로부터의 借入이 자본시장을 통한 자금조달과 完全 代替될 수 없다고 보고, 만약 기업이 은행대출을 충분히 얻지 못하면 원하던 투자 계획을 실행하지 못함으로써 信用割當을 당한다고 보았다. 즉 이러한 견해는 通貨量만 중시하는 貨幣數量說과는 달리 통화의 구성대상으로서 民間信用供給의 역할의 중요성을 강조하고 있다.

발행이 지속적으로 이루어졌음에도 불구하고 1920년대 중반경 갑자기 超인플레이가 사라지고 價格이 安定된 현상을 논하면서 이의 원인을 通貨구성대상의 質(quality)이 개선된 데에서 찾고 있다. 즉 본원통화의 발권원이 중전의 政府赤字를 보전하기 위한 정부채 중심에서 商業어음, 金, 外換 등 양질의 자산위주로 재구성되었기 때문에 초인플레이의 급속한 안정이 가능하였다고 보았다. 한편 B. Smith는 植民時代의 美國의 경험으로부터 물가는 通貨량 이외에 발권대상자산의 가치에 의존한다는 사실을 밝힘으로써 Sargent의 가설을 재확인하였다.

이와 같이 物價가 通貨構成對象에 따라 달리 영향을 받는다는 주장은 화폐수량설만 큼이나 오래된 것으로서 멀리는 A. Smith의 眞性어음主義(real bills doctrine)에서부터 Tooke를 필두로 하는 銀行學派를 거쳐 Gurley & Shaw(1960)의 전통 속에 그 맥을 유지하고 있었다. 특히 19세기 중엽의 英蘭銀行法 改正을 둘러싸고 대립된 通貨主義者와 銀行主義者들의 논쟁은 근본적으로 政府債務인 紙幣(paper money)와 民間信用인 銀行券(bank notes)간의 차이를 어떻게 인식하는가에 연유하였는데, 양자간의 인식 차이는 Gurley & Shaw의 外部貨幣(outside money)와 內部貨幣(inside money)간의 구분으로 발전되었다.

한편 은행제도의 발전과정에서 정부지폐와 은행권의 구분은 이론적 논란에 그치지 않고 각국의 中央銀行制度 形成에 결정적인

영향을 주는 것으로 나타난다. 즉 英美系 국가에서는 발권대상자산의 대부분이 政府債務에 의해서 구성되어 온 반면, 독일, 프랑스 등 大陸系 국가에서는 주로 民間商業어음割引에 의해 통화를 공급하는 제도로 발전되어 왔다. 최근의 Wallace, Sargent, B. Smith 등에 의한 通貨構成對象의 중요성에 대한 논의는 紙幣/銀行券, 外部/內部貨幣를 구분하는 銀行學派의 전통을 회복시켰다는 점에서 그 기여를 찾을 수 있다고 사료된다.

本稿의 目的은 각국 중앙은행의 通貨構成對象(자산운용)의 제도적 차이를 이용하여 “通貨의 供給經路가 物價의 결정요인으로 작용한다”는 銀行學派-Gurley & Shaw-Sargent & Wallace의 주장을 경험적으로 밝히는 데 있다. 본고의 가치는 대부분 이론적으로만 논의되어 왔던 상기 가설에 대한 直接的인 實證檢定을 시도하는 데 있다고 할 수 있다.

본고의 구성은 다음과 같다. Ⅱ章에서는 通貨의 構成對象을 중심으로 각국의 中央銀行制度(특히 英美型과 大陸型制度)의 형성 과정 및 그 차이를 낳게 한 歷史的·理論的 論議를 살펴본다. Ⅲ章에서는 이러한 맥락에서 일제하의 朝鮮銀行 설립 이후부터 현재까지의 우리나라의 통화공급경로 및 중앙

은행제도의 특징을 간략히 논한다. Ⅳ章에서는 통화구성대상의 비율에 따라 구분되는 각국 중앙은행제도 운용의 차이에 의거하여 通貨構成對象의 차이가 物價에 어떠한 영향을 미치는지 분석한다. 특히 구체적으로 *International Financial Statistics(IFS)*의 통화구성대상 통계를 이용하여 銀行學派-Gurley & Shaw-Sargent & Wallace의 논의를 실증적으로 검토한다. 끝으로 Ⅴ章에서는 도출된 실증분석결과가 우리나라의 현행 通貨政策 및 政策金融 運營에 주는 시사점을 논의해 본다.

Ⅱ. 通貨供給經路와 中央銀行制度의 發達

은행제도의 본질적 기능은 成長하는 경제에 通貨를 공급하는 일이다. 은행제도는 실물부문이 貨幣金融部門에 의한 制約 없이 성장할 수 있도록 적정규모의 유통수단을 공급하는 방향으로 발전되어 왔다. 원래 은행 중에서 政府와 거래를 하던 은행이 中央銀行으로 변모하였든 혹은 정부의 직접적 필요에 의해 중앙은행이 설립되었든간에 중앙은행에 대해 發券獨占이 부여되면서부터 中央銀行과 一般銀行의 역할이 區分되기 시작하였으며, 이 과정에서 중앙은행은 最終的으로 통화정책을 책임지는 기관으로서의 역할을 담당하게 되었다.²⁾

2) 한편 수표제도 등의 발달은 一般銀行의 통화공급기능을 비약적으로 발전시키는 요인으로 작용하였다. 일반은행에 의한 預金通貨供給의 확대는 중앙은행의 對民間業務, 즉 민간부문에 대한 貸出 및 割引業務의 필요성을 소멸

한 나라의 중앙은행 계정을 살펴보면 다음과 같이 요약된다.

A	C
B	R
F	

- A : 政府에 대한 신용
- B : 民間銀行에 대한 신용
- F : 金 또는 外貨資産
- C : 非銀行部門의 보유통화
- R : 銀行의 보유통화(지불준비금)

여기에서 중앙은행 계정의 부채항목인 C와 R을 합하면 本源通貨(central bank money, reserve money, high-powered money) H가 얻어진다. 중앙은행의 資産計定은 本원통화의 發券對象資産(counterparts, assets backing in the monetary injection)으로서, 즉 本원통화가 어떠한 과정을 통해 공급되었는가를 보여준다.

전통적으로 本원통화의 가장 중요한 발권원은 金, 즉 F였다. 그러나 신용경제의 발전에 따라 金이 脫貨幣化되고 紙幣가 금속화폐를 대체하는 信用貨幣體制가 구축되는 과정에서 중앙은행의 政府에 대한 신용공여

시킴과 동시에 (신용제도의 피라미드형 구조로 인하여) 신용이 가장 확실한 중앙은행권에 대한 수요를 별도로 창출하게 되었다. 이에 따라 종전의 중앙은행의 對民間業務가 對銀行業務, 즉 은행에 대한 貸出, 割引業務로 전환하게 되었다.

(政府의 銀行)와 일반은행을 통한 民間에 대한 신용공급이 本원통화의 주요 발권원으로서 기능하기 시작하였다. 특히 중앙은행은 商業어음再割引을 통해 민간부문에 대해 신용을 공급함으로써 一般銀行의 銀行役割을 수행하게 되었다.

역사적으로 각국의 中央銀行制度(발권제도)는 本원통화의 발권대상자산의 구성면에서 國家間에 큰 差異를 보이면서 발전·정착되어 왔다. 즉 <表 1>에서 보는 바와 같이 本원통화의 발권원으로서의 政府에 대한 신용과 民間銀行에 대한 신용간의 구성비율을 보면 국가간 큰 편차가 있음을 알 수 있다. 대체로 英國, 美國은 중앙은행의 政府에 대한 신용공급이 전체 本원통화에서 점하는 비중이 크고 對民間銀行에 대한 신용공급은 극히 미미한 반면, 프랑스, 獨逸, 日本, 그리고 우리나라의 경우 중앙은행의 대민간은행 신용공급의 상대적 비중이 높게 나타난다.

이와 같이 국가군별로 本원통화의 공급경로상에 차이가 발생하게 된 근본적 이유는 화폐제도가 金屬貨幣에서 信用貨幣로 발전되고 이에 따라 화폐의 개념이 확대되는 과정에서 貨幣(money)와 信用(credit)이 機能面에서 달리 인식되었기 때문이다. 이러한 인식의 차이는 19세기 중엽의 英蘭銀行法 개정을 둘러싸고 벌어진 通貨主義(currency school)와 銀行主義(banking school)간의 논란에서 그 기원을 찾을 수 있는데, 그후에도 양자간의 학설적 대립은 각국

〈表 1〉 中央銀行의 對政府信用과 對民間信用이 本源通貨에서 占하는 比重

(단위 : %)

	國公債保有 / 本源通貨	中央銀行貸出 / 本源通貨
美 國	84.0	0.8
英 國	45.0	0.5
독 일	12.8	58.2
프랑스	16.5	61.2
日 本	44.0	25.1
韓 國	50.0	159.1

註 : 1981~90년 연평균치.

資料 : IMF, *International Financial Statistics*, 1992.

의 중앙은행제도의 설립 및 형성에 결정적으로 영향을 주었다. 이하에서는 화폐와 신용의 개념상의 論難과 이에 따른 국가군별 중앙은행제도의 分化過程을 보다 상세히 살펴본다.

1. 貨幣와 信用—政府에 대한 信用과 民間(銀行)에 대한 信用의 區分

貨幣와 信用에 대한 최초의 논쟁은 Rist (1938)가 지적하였듯이 紙幣(paper money)와 銀行券(bank notes)간의 기능에 대한 인식의 차이로부터 출발하였다. Ricardo를 비롯한 通貨主義者들은 화폐를 단순히 交換手段으로 파악함으로써 紙幣와 銀行券간에 아무런 차이가 없고 경제에 동일한 영향을 미친다고 생각하였으며, 특히 은행권이 同價의 金에 의해 100% 보증되지 않을 경우 超過發行될 수 있을 것으로 보았다. 따라서 통화주의자들은 貨幣數量說에 입각하여 한 나라의 價格水準은 지폐에 의하든

은행권에 의하든 총유통수단의 量에 의해 결정되므로 가격안정을 위해서는 은행권의 超過發行을 억제해야 한다고 주장하였다. 결국 통화주의자들은 100% 금보증에 의하지 않는 은행의 초과발권력을 엄격하게 제한할 것을 제안하였는바, 이는 예금업무만 수행하는 암스테르담銀行과 같은 은행이 通貨主義者들의 理想的 은행으로 인식되었음을 뜻한다.

이와는 대조적으로 Tooke로 대표되는 銀行主義者들은 은행권이 金에 의해 100% 보증되지 않는다 하더라도 紙幣와 銀行券은 본질적으로 동일시될 수 없다고 인식하였다. Tooke는 紙幣와 銀行券간의 차이를 다음과 같이 설명하고 있다.

첫째, 화폐의 순환과정에서 銀行券의 발행은 商業活動의 必要(needs of trades)에 따라 內生的으로 결정되는 반면, 紙幣는 財政의 必要에 따라 경제활동과 무관하게 外生的으로 결정된다.

둘째, 銀行券에 대해서는 이른바 還流의

法則(law of reflux)이 성립하는 반면, 주로 재정적자를 보전하기 위해 발행된 紙幣에 대해서는 동 법칙이 적용되지 않는다.³⁾

따라서 Tooke를 비롯한 銀行學派에게는 은행권은 지폐와 확실히 구분되어야 하는 것으로 金屬貨幣와 紙幣에 한정되어 적용되는 貨幣水量說은 은행권에 대해서는 의미가 없다고 인식되었다. 즉 이들은 은행권은 商業어음割引을 통해 주어진 할인율하에서 實物經濟의 必要에 따라서만 창출, 소멸됨으로써 過度한 通貨供給이란 있을 수 없으며, 은행권발행이 인플레이의 원인이 아닌 한 이를 제약할 필요는 없다고 주장하였다.

한편 지폐와 은행권의 구분은 貨幣의 概念이 擴大되어 오는 과정에서 흐려져 왔다. 은행신용제도의 발달로 화폐의 脫金屬化와 더불어 銀行券 외의 교환수단으로서 각종

預金の 사용이 계속 증대하였다. 특히 은행예금은 은행권과 발행방법이나 경제에 미치는 효과면에서 완전히 동일하였기 때문에 이의 증가는 오늘날 銀行部門 綜合貸借對照表上의 負債計定の 지폐, 은행권, 은행예금 등이 모두 화폐로 총칭되게 되는 결과를 가져왔다. 따라서 지폐로 구성되는 貨幣와 은행권(은행예금)으로 구성되는 信用간의 구분은 더 이상 은행 종합대차대조표의 負債項目에서 가능하지 않게 되었고 資產項目에서만 파악할 수 있게 되었다.

Gurley & Shaw(1960)는 Tooke에 의한 화폐와 신용의 차이를 대차대조표상의 자산항목에서 內部貨幣(inside money)와 外部貨幣(outside money)간의 차이로 계승 발전시키면서, 특히 양자간의 구분을 위한 기준으로 富의 效果 성립유무를 강조하였다. 즉 은행부문의 자산계정에서 通貨供給의 源泉이 되는 대상을 政府와 民間으로 구분하고 外部貨幣를 금 및 정부에 대한 채권을 보증으로 한 화폐로, 內部貨幣는 민간에 대한 대출채권(信用)에 해당하는 화폐로 정의하고, 외부화폐는 민간부문의 정부에 대한 자산으로서 富의 效果를 창출하나 내부화폐는 민간채무를 반대급부로 하여 발행되었기 때문에 채권과 채무의 상쇄로 인하여 부의 효과가 성립하지 않는다고 보았다.

최근 Wallace(1981), Sargent(1982) 및 Smith(1985)의 연구도 이러한 구분을 정당화하고 있다. 특히 Sargent와 Smith는 유럽의 超인플레이(hyperinflation)의 경험과

3) 이러한 지폐와 은행권간의 차이에 대해 Tooke는 다음과 같이 부연 설명하고 있다.

“...이렇게 발행된 紙幣과 이 나라의 것과 같은 銀行券간의 차이는 兌換에 의해 규정된 發券制限에 있는 것이 아니라 發行方法(mode of issue)에 있다. ...그러므로 通貨量은 結果이며 原因이 아니다. 반면 강제통용력을 갖는 政府紙幣는 그 量이 증가할 경우 가치가 하락한 통화로 새로운 수요원천을 구성하여 직접적으로 價格과 所得에 原初的인 原因으로서 영향을 미친다. ...” (Rist(1938), p. 213에서 재인용)

계속해서,

“...貸付나 割引이 단기간 적당한 채권을 보증으로 하여 행해진다면 은행권의 발행량이 얼마이든 환류된 은행권의 양은 항상 방출된 은행권의 양과 동일함으로써 통화량은 一定할 것이다.”(Mints(1940), p. 89에서 재인용)

식민지시대의 美國의 경험에 대한 분석을 통해 貨幣價値의 결정요인은 發券對象資産의 가치임을 주장한다. 예컨대, Sargent는 1920년대 초 초인플레이를 경험한 독일, 오스트리아, 헝가리, 폴란드 등의 국가에서 1920년대 중반경 中央銀行券의 발행이 지속적으로 이루어졌음에도 불구하고 급속히 인플레이가 진정되었던 현상을 설명하면서 중앙은행의 본원통화공급경로의 중요성을 강조하였다. 그는 私的 負債價値의 결정요인이 발행자의 장래 所得흐름의 現在價値인 것과 마찬가지로 貨幣價値도 중앙은행의 發券源 구성자산의 가치에 의해 결정된다고 주장하였다. 즉 당시의 초인플레이는 전쟁수행에 따른 각국의 대규모의 재정적자가 본원통화 발행으로 보전되는 과정에서 장래의 정부의 負債支拂能力 下落(재정적자의 지속 가능성)이 예상됨에 따른 현상이며, 1920년대 중반에 가격안정이 급속히 이루어진 것은 본원통화 발권대상이 종전의 정부채 중심에서 金, 外換, 商業어음 등 양질의 자산위주로 재구성되고,⁴⁾ 財政改革에 따라 균형정부

예산이 유지되었기 때문에 가능하였다고 보았다.

이와 같이 화폐발행이 良質의 資産을 대상으로 이루어질 경우 통화량이 증대되더라도 인플레이에 아무런 영향을 주지 않는다는 견해는 발권대상자산의 구성을 고려하지 않은 通貨論者의 시각과 큰 대조를 이루고 있다.⁵⁾

2. 中央銀行制度의 分化

은행권을 貨幣로 간주하는 通貨論者들과 은행권을 信用으로 파악하는 銀行論者들의 주장은 각국의 中央銀行制度의 형성에 결정적으로 영향을 주었다. 통화론자들의 주장은 英蘭銀行法 개편시 Peel's Act 제정 시초로 美國의 國法銀行制度를 거쳐 금이나 정부채권을 주요 발권대상자산으로 삼는 통화제도의 발전에 크게 영향을 준 반면, 은행론자들의 주장은 발권대상으로서 민간에 대한 신용공여를 중시하는 프랑스나 獨逸 등 대륙계국의 중앙은행제도 성립에 반영되었다. 이하에서는 通貨主義와 銀行主義가 각국의 中央銀行 設立 및 법 개정에서 미친 영향을 고찰해 보자.

가. 英美圈 中央銀行制度의 定着

通貨論者들의 입장은 기본적으로 모든 은행권을 金의 價値에 1대1로 연동시켜 발행함으로써 은행권이 金을 대체하도록 하고 이러한 통화제도가 종전의 급속화폐제도와

4) 통화의 발권대상이 民間에 대한 信用, 즉 어음할인에 의해 전적으로 구성되었던 18세기 초 스코틀랜드의 경험은 또 하나의 좋은 예를 제공한다. Cameron(1967)은 산업화 초기에 民間銀行에 의해 신용이 풍부하게 공급되었던 스코틀랜드가 상대적으로 여타 국가에 비해 物價가 安定되었으며 經濟成長速度도 더 빨랐음을 지적하고 있다.

5) B. Smith(1985)는 貨幣數量說이 Sargent & Wallace理論의 특수한 경우인 “통화가 無價値(worthless)資産을 대상으로 공급되는” 상황을 암묵적으로 상정한 것으로 보고 있다.

동일하게 기능하도록 하는 데 있었다. Ricardo의 주장이 英美圈 금융제도의 정착에 얼마나 큰 영향을 주었는가는 Ricardo 死後 발간된 「國立銀行案(Plan of A National Bank)」(1823)을 검토해 봄으로써 쉽게 파악할 수 있다. 이 案의 내용은 1844년 Peel's Act의 내용을 예견하고 있다.

Ricardo는 전술한 바와 같이 금속화폐를 대체하는 편리한 수단으로서 紙幣의 양은 항상 固定되어야 한다고 생각하였으며, 이에 따라 「國立銀行案」에서 다음과 같이 은행권과 지폐의 發券統制를 제안하였다.

첫째, 英蘭銀行에 의해 발행된 銀行券 및 기타은행에 의해 발행된 은행권을 모두 政府紙幣로 대체시킴으로써 政府를 유일한 發券機關으로 지정할 것을 제안하였다. Ricardo는 은행의 發券業務를 割引業務와 전적으로 獨立된 업무로서 인식하였고, 따라서 商業어음의 割引은 은행예금액에 일치하는 한도내에서 이루어질 수 있다고 보았다.

둘째, 영국에서 유통되는 지폐의 양이 금보유량에 따라 변동되도록 하기 위해 정부 지폐를 오직 金保證을 통해 발행할 것을 제안하였으며, 정부에 의한 발권남용을 방지하기 위해 발권업무를 정부와 獨立的인 제3

의 기관(通貨委員會)이 담당함이 바람직하다고 주장하였다.

Ricardo의 이러한 제안은 1844년의 英蘭銀行法 改正(Peel's Act)에 큰 영향을 미쳤다. 同法에 따라 英蘭銀行은 發券部(issue department)와 銀行部(bank department)로 조직분할되고, 당시 1,400만파운드에 해당하는 정부채권을 發券部に 인수시키고 이를 보증으로 하여 발행된 은행권을 채권형태로 銀行部に 이전하였다. 이에 따라 은행부는 발권부에 대한 債務限度內에서 割引業務만 전담하는 기관으로 기능하였고, 이에 반해 발권부는 1,400만파운드를 초과하는 발권은 오직 金の 보증하에서만 가능하였다.⁶⁾

Ricardo의 구상은 Peel's Act에 영향을 주는 데 그치지 않고 1863년 美國의 國法銀行制度에 완벽하게 반영되었다. 國法銀行制度 이전의 美國은 각 은행들이 자유롭게 자신의 은행권을 발행함으로써 각종 은행권의 남발 및 이에 따른 은행의 도산이 사회적으로 큰 문제였다(wild cat banking). 국법은행제도는 이러한 지방은행권의 남발을 방지할 뿐만 아니라 남북전쟁 수행에 필요한 전비 조달이라는 문제를 해결하기 위해 도입되었다. 국법은행제도하에서 은행권의 발권행태를 살펴보자.

우선 國法銀行의 경우 발권은 당시 미국 정부가 전비를 조달하기 위해 발행한 정부채권을 담보로 하여 획득된 채권의 9/10 한도내에서 가능하였다. 이러한 국법은행권

6) 은행권 발권이 시중의 자금사정과 관계없이 1,400만파운드가 上限으로 정해짐으로써 同法은 그후 닥친 세 차례의 통화위기(1847년, 1857년, 1866년)에 효과적으로 대처하지 못하였는데, 결국 발권제한에 관한 同法の 시행이 중단됨으로써 商業어음의 割引에 의한 通貨의 공급이 제약받지 않게 되었다.

은 Friedman이 지적하듯이, “한 다리 건너서 보았을 경우 연방정부의 채무일 뿐만 아니라 最大 發券量이 연방정부의 法的 또는 行政的 行動에 의해 결정된다는 점에서 政府紙幣와 다름없었다”(Friedman & Schwartz(1963), p. 21). 한편 국법은행에 가입하지 않은 州法銀行은 은행권 발행시 10%의 부과금 지불이 요구됨에 따라 실질적으로 발행을 포기하게 되었다. 이에 따라 금을 제외한 당시의 신용화폐는 聯邦政府(Tresor)가 직접적으로 발행한 政府紙幣(Greenbacks)와 국립은행에 의해 발행된 國法銀行券(national bank notes)으로만 구성하게 되었다.

國法銀行制度는 국법은행권의 발행규모가 外生的으로 고정되어 있을 뿐만 아니라 연방법상 국법은행권이 법적인 준비금으로 사용될 수 없었기 때문에 은행위기에 최종적 유동성을 효과적으로 공급할 수 없었다. 이러한 이유로 인해 1913년에 聯邦準備制度(Federal Reserve System)가 창설되기에 이르렀다. 그러나 중앙은행인 FRB의 명칭이 ‘準備金’(Reserve)인 데서도 잘 드러나듯이 發券的 性格(통화공급)이 상대적으로 약하였다. 결국 미국은 연방정부에 의한 發券力 獨占이 憲法과 상충되었기 때문에 중앙은행의 발권독점에 의해 발권남발문제를 해결한 유럽제국과는 달리 國法銀行制度가 채택되었고, 이는 발권업무와 관련하여 미국의 독특한 금융제도 형성에 결정적인 영향을 끼쳤다. 즉 通貨發券이 민간의 信用

보다는 政府債務에 의존하여 非彈力的으로 결정됨으로써 은행의 발권을 정부지폐로 대체하려는 통화론자들의 주장이 미국의 금융제도 수립으로 구현되었다. 미국금융제도의 이러한 특성은 Galbraith로 하여금 다음과 같이 말하게 하였다.

“商業銀行의 역사가 이탈리아의 것이고 中央銀行의 역사가 영국의 것이라면, 政府에 의하여 발행된 紙幣의 역사는 두말할 나위없이 미국의 것이다.”(Galbraith 1976)

通貨論者들의 구상은 마지막으로 日本에서 적용된다. 일본은 明治維新 이후 「이토 히로부미」의 제안에 따라 미국의 국법은행제도를 모방하여 1872년에 國法銀行條例를 제정하여 1882년 「마쓰가다」(松方正義)에 의한 중앙은행 설립시까지 국법은행제도를 운영하였다. 처음 일본의 국법은행제도는 최고 152개의 국법은행이 설립되는 등 빠른 속도로 제도의 정착이 진행되었으나 계속된 재정지출에 의해 높은 인플레이가 발생함으로써 결국은 붕괴되고 이를 이어 유럽대륙식의 중앙은행인 벨기에 중앙은행법을 따라 日本銀行(1882)이 설립되었다. 결국 Ricardo의 국립은행안을 실현시켜 독자적인 금융제도로 발전시켰던 미국과는 달리 일본은 다음에서 살펴보는 대륙형 중앙은행제도로 회귀하였다.

나. 大陸型 中央銀行制度의 發展

金이나 政府債券을 구성대상으로 하는 발권방식이 Ricardo를 필두로 하는 通貨論者들을 통해 英美圈, 특히 美國의 금융제도 성립에 지배적인 영향을 미쳤다면 商業어음 割引을 통한 銀行券의 발행방식은 大陸, 특히 프랑스와 독일에 큰 영향을 주었다. 이러한 발권제도의 분화는 양권역간의 紙幣發行에 대한 역사적 經驗이 서로 달랐음에도 크게 연유하였다. 프랑스와 독일에서는 은행제도의 생성 이후 은행의 지폐발행이 항상 戰費調達 등 국가재정적자의 직접적인 보전수단으로 남용됨에 따라 극심한 인플레이션을 자주 경험해 왔기 때문에 政府紙幣와 銀行券간의 차이에 대해 명확한 인식의 일치가 이루어져 있었다. 이에 반해 영국에서는 英蘭銀行이 대체로 민간에 대한 신용공급을 위해서만 지폐를 발행해 왔기 때문에 예외적으로 Tooke를 비롯한 銀行論者를 제외하고는 정부지폐와 은행권간의 차이에 대한 인식이 부족하였다.

우선 프랑스의 경우를 보면, 1789년의 프랑스大革命과 관련된 정부지출증대 및 이와 관련된 정부지폐 「아씨나」(Assignats)의 남발에 의한 심각한 인플레이션 피해를 경험함으로써 정부화폐에 대한 불신이 컸을 뿐만 아니라 1800년에 설립된 중앙은행인 「프랑스銀行」의 경우 銀行主義의 원칙에 따라 조직되었기 때문에 중앙은행의 발권은 금을 제외한다면 대부분이 商業어음割引에 의해

서 보증되었다. 특히 프랑스은행은 이와 같이 은행주의에 따라 조직되면서 銀行券發行限度에 관한 어떠한 제약도 없었고, 은행성립 초기에는 오히려 민간에 대한 發券擴大가 중요한 문제였다.

독일의 경우 1875년에 설립된 중앙은행인 「帝國銀行」(Reichsbank)의 발권규정은 1844년의 Peel's Act를 모방하였다. 즉 英蘭銀行과 마찬가지로 總發券限度를 정하는 등 발권에 대한 규제를 가하였으나, 다음과 같은 두가지 면에서는 銀行主義를 많이 따랐다고 볼 수 있다.

첫째, 중앙은행이 金保證 없이 발권할 수 있는 한도를 정하고 이를 초과하는 경우에는 금과 1대1 대응하에서만 발권이 가능하였으나, 실제에 있어서는 발권한도가 자주 상향조정되었을 뿐만 아니라 5%의 조세를 지불하면 언제든지 초과발권을 할 수 있었다. 둘째, 발권한도내에서 발행하는 경우 은행권을 보증하는 구성요인을 보면 영란은행의 경우와는 달리 발권량의 2/3를 의무적으로 商業어음割引에 사용하도록 함으로써 가능한 한 은행주의를 많이 반영하였다.

결국 영란은행에 비해 프랑스나 독일의 중앙은행은 割引을 통해 보유하게 된 商業어음이 중요한 발권대상자산이었다. 프랑스銀行의 경우 法에 의해 상업어음할인이 규정되었으며, 독일의 「帝國銀行」은 發券의 2/3에 해당하는 금액을 商業어음의 구입에 사용해야 했기 때문이다. 日本이 후에 모델로 삼은 벨기에 중앙은행의 경우에도 銀行

學派의 발권원칙을 철저하게 적용하였다. 즉 商業어음만을 할인할 것을 규정하는 이외에 할인에 대한 일체의 制約이 없었다.

대륙국가가 통화제도의 수립시 銀行主義를 따랐다고 하는 또 다른 증표는 中央銀行 割引率의 변동빈도와 폭에서 찾을 수 있다. 영국의 경우 할인율이 빈번하게 변동되었고 그 폭도 컸으나 프랑스나 독일의 경우 할인을 변동이 거의 없었다.⁷⁾ 이는 발권한도를 규제하는 영국에 비해 後發産業國家인 프랑스, 독일, 벨기에 등에서는 중앙은행의 저리의 성장통화공급문제가 중요했기 때문이다. 이는 특히 「프랑스銀行」의 창설을 명한 「나폴레옹」의 다음과 같은 목적에서도 잘 드러난다.

“내가 프랑스은행을 창설한 것은 4%의 이자율수준에서 割引을 가능하도록 하기 위함이다.” (Rist, 1938)

통화의 주요 구성대상이 政府債券인 국가

의 경우 동 채권의 매매에 의한 공개시장이 발달하게 되는 반면, 주요 구성대상이 商業어음인 국가에서는 상업어음시장이 발달하는 것은 두말할 나위없다. 실제로 英國과 美國은 정부채권이 중앙은행의 공개시장조작 대상증권으로서 활발히 이용되어 왔던⁸⁾ 반면, 大陸에 있어서는 상업어음의 재할인이 중앙은행개입의 중요한 수단이었다.⁹⁾

Ⅲ. 韓國의 本源通貨供給經路 및 中央銀行 貸出政策의 變遷에 대한 概觀

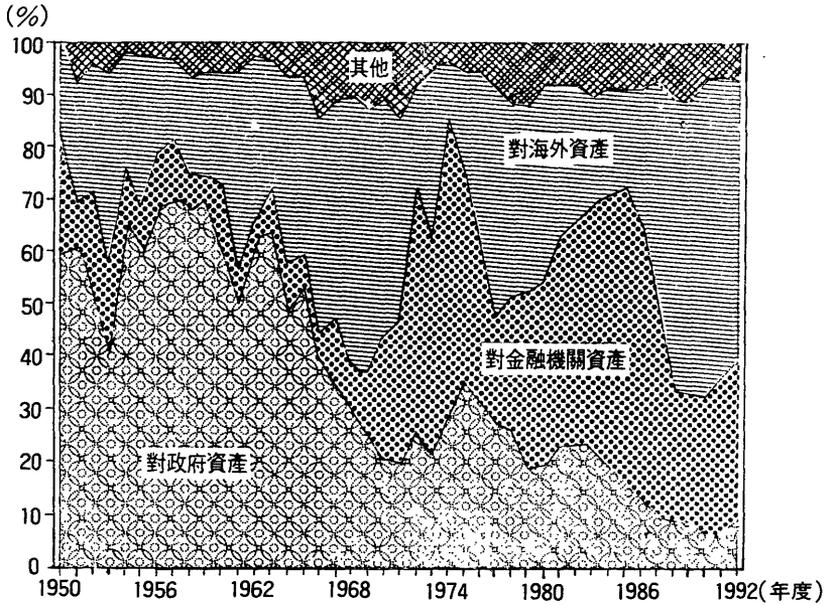
우리나라의 本源通貨供給經路는 정부의 財政政策, 産業政策, 外資調達政策 등 對內外政策 및 國際收支 등 經濟與件變化에 따라 크게 영향을 받아 왔다. [圖 1]을 통해 1950~92년 기간중 본원통화공급경로의 추이를 살펴보면, 1960년대 중반까지는 화폐발행이 戰災復舊 등을 위한 대규모 재정지출과 취약한 歲入構造로 인해 누적된 財政赤字를 보전하는 수단으로 사용됨에 따라 政府部門에 의한 본원통화공급비중이 매우 높았던 것으로 나타난다. 그후부터 1980년대 전반기까지는 中央銀行의 對預金銀行 貸出을 통한 본원통화공급이 크게 증대되었는데, 이는 동 기간중 輸出主導의 고도성장정책에 따라 輸出金融이 재할인창구를 통해 대량 공급되었기 때문이다. 海外部門에 의

7) Hilferding(1910) pp. 390~392 참조.

8) Rist에 따르면 영국의 경우 실제로 환율변동에 기초하여 19세기 초부터 이미 이러한 공개시장조작이 이뤄지고 있었으며, 이론적으로는 Ricardo가 처음으로 제시하였다고 한다.

9) 미국에 있어서 상업어음이 중앙은행의 개입수단으로 사용되지 않은 또 다른 이유는 독일의 경우 상업어음발행은 3인의 背書를 거쳐야 하는 데 비해 미국은 1인의 배서만 있으면 가능하였다는 점을 들 수 있다. 미국에서의 상업어음은 문자 그대로의 진성어음으로 보기가 어려운 측면이 있으며, 따라서 동 어음의 신용력이 상대적으로 취약하였다고 할 수 있다.

[圖 1] 韓國銀行의 發券對象資産別 構成比 推移



註: 1) 對金融機關資産은 對預金銀行·非銀行金融機關 대출금과 특별금융채권.
 2) 對政府資産은 國채, 對政府 및 정부대행기관 대출금.
 3) 對海外外部門資産은 해외자산과 國內자산 중 외화에탁금 포함.
 資料: 韓國銀行, 『調査統計月報』.

한 본원통화공급비중은 外資導入이 급격히 늘어났던 1960년대 하반기, 中東建設特需 등으로 해외자금유입이 크게 증가하였던 1970년대 하반기, 그리고 貿易收支 黑字가 시현되었던 1980년 하반기에 상대적으로 높게 유지되었다.

本章에서는 본원통화공급경로의 한 형태인 韓國銀行의 貸出政策¹⁰⁾을 중심으로 운용 방식 및 제도적 변천에 대해 시대별로 개관해 본다. 논의전개의 편의상 시대별 구분을

日帝時代(1909~45년), 戰後 인플레이수습과 생산물자의 유통을 위한 韓銀 貸出의 整備期(1951~60년), 輸出主導의 성장을 위한 韓銀 貸出의 強化期(1961~81년), 中小企業支援과 産業構造調整을 위한 韓銀 貸出의 擴大期(1982~92년) 등 크게 4期間으로 나누어 중앙은행 대출정책의 주요 내용에 대해 알아 본다.

1. 朝鮮銀行의 貸出政策(1909~45년)

한국은행의 전신인 朝鮮銀行은 發券制度 및 再割引政策 측면에서 벨기에의 中央銀行, 이를 모방한 日本의 중앙은행과 매우

10) 본고에서 다루는 중앙은행 대출정책은 진성어음에 대한 재할인뿐만 아니라 어음담보대출 및 일반자금대출 등을 포함하는 모든 對預金銀行 대출행위를 포함하는 광의의 개념이다.

〈表 2〉 朝鮮銀行券 發行을 위한 資産準備

(단위: %)

	金·地金銀	日本銀行券	商業어음	國 債	公 社 債	發行高總計
1909~15	11.9	23.3	6.0	32.0	26.9	100.0
1916~20	10.6	32.7	34.6	8.0	14.1	100.0
1921~25	10.5	24.0	58.4	1.5	5.6	100.0
1926~30	11.6	36.3	51.4	—	0.7	100.0
1931~35	13.8	45.8	40.4	—	—	100.0
1936~40	2.7	54.1	35.4	7.8	—	100.0
1941~42	0.8	33.6	28.1	32.1	5.5	100.0
1909~42	9.7	35.1	35.3	11.0	8.8	100.0

資料: 朝鮮銀行史研究會(編), 『朝鮮銀行史』, 1987.

유사하였다. 은행권발행의 獨占權을 가진 朝鮮銀行은 1909년 창립 이후 상당기간동안 金換本位制度下에서 은행권과 同價의 金·지금은 및 일본은행권을 對象(counterpart)으로 하는 正貨準備와, 國債, 商業어음 및 기타 우량증권 등을 대상으로 하는 保證準備를 겸용하는 방식으로 본원통화를 공급하였다. 보증준비에 의한 은행권발행은 경기변동 및 계절적 변동에 따라 발행한도가 신축적으로 조정될 수 있는 屈伸制限發行制가 적용되었다.

금환본위제도가 폐지된 1938년 이후에는 金貨兌換의 구속을 받지 않는 不換紙幣가 대규모로 발행됨에 따라 1941년에 종래의 굴신제한발행제가 불환지폐의 최고발행액을 제한하는 最高發行額制限制로 대체 운용되었다. 물론 조선은행은 필요한 경우 일본의 大藏大臣의 인가를 받아 최고발행한도를 超過해서 발행할 수 있었는데, 초과발행분에 대해서는 年 3% 이상의 發行稅를 납부

하도록 되어 있었다.

1909~42년 기간중 조선은행권 發行高중 商業어음재할인을 통해 공급된 비중(表 2 참조)은 연평균 35.3%로서 가장 높았고, 이어서 일본은행권(35.1%), 국채(11%), 金·地金銀(9.7%) 등의 순으로 나타나 日政下에서는 商業어음再割引이 본원통화의 주요 공급경로였음을 알 수 있다.

2. 戰後 인플레이 收拾과 生産物資 流通을 위한 韓銀 貸出政策의 整備期(1951~60년)

1950년대의 한국경제는 戰爭遂行 및 戰災復舊를 위한 대규모의 정부지출로 인해 대폭적인 財政赤字를 경험하였다. 또한 解放 이후 일본인의 본국철수와 전쟁으로 인한 生産基盤의 파괴 등으로 生産·流通體系가 붕괴된 기간이기도 하였다. 당시의 재정적자는 민간의 擔稅能力이 극히 취약했던

관계로 세입에 의한 보전은 미미하였고, 거의 전액이 원조물자의 판매대금인 對充資金과 韓國銀行의 對政府貸出金 및 國債引受로 보전되었다. 특히 정부부문에 의한 본원통화공급은 한국은행 總資產規模의 연평균(1950~60년) 61.4%에 달해(圖 1 참조) 재정적자보전을 위한 화폐남발이 당시의 극심한 인플레이(1953~57년 연평균 도매물가상승률: 35.4%)를 초래한 주요 원인으로 작용했던 것으로 사료된다.

이러한 경제여건하에서 당시의 통화금융당국은 인플레이 수습에 초점을 두고 한은 대출정책을 過剩流動性調節과 選別的 通貨供給을 동시에 수행하는 수단으로 운용하였다. 한국은행은 1951년에 통화량 및 국내여신을 규제하기 위해 再割引供給을 銀行別·資金別로 일정규모내에 억제하는 再割引總額限度制를 도입하였다. 처음 9개월동안에는 총액한도내에서 분기별로 導入外資引受資金 및 무역금융 등 일부 정책자금을 제외한 再割引의 增加額을 금융기관의 對韓國銀行 預金(예금지급준비금 제외) 增加額 범위내로 규제하였다. 1952년 4월부터는 金融通貨委員會가 재할인증가한도를 裁量的으로 직접 책정할 수 있도록 운용방식의 신축성을 부여하였는데, 그후 재할인총액한도제는 시중자금사정 등에 따라 총액한도가 일정기간동안 동결되거나 限度外 대상자금이 조정

되는 등 그 내용이 다소 바뀌면서 운용되었다(『韓國銀行 40年史』 참조).

한국은행은 재할인총액한도제의 실시와 병행하여 1953년에 자금별 融資順位制를 도입하여 융자순위에 따라 한국은행의 再割引取扱에 차등을 두고 운용하였다. 즉 동제도는 생산경제상의 중요도와 긴급성이 큰 순서대로 甲, 乙, 丙 세 종류의 자금으로 순위를 정해 운용되었는데, 甲種資金은 한은의 재할인지원이 가능한 자금으로 농림수산업, 광공업, 전기업, 전매사업, 수출업, 군납업 등에 지원되었으며, 丙種資金은 사치성소비품 생산업과 오락행업 등에 대한 대출로서 금융기관의 취급이 금지되었으며, 乙種資金은 갑종 및 병종자금에 속하지 않는 자금으로 금융기관이 취급할 수는 있되 원칙적으로 한은 재할인이 허용되지 않았다.

3. 輸出主導의 成長을 위한

韓銀 貸出의 強化期(1961~81년)

이 시기는 정부부문에 의한 화폐발행이 축소되고¹¹⁾ 韓銀 貸出을 통한 민간부문, 특히 輸出部門에 대한 信用供給이 대폭 擴大된 기간으로 특징지어진다. 한은 대출정책이 輸出部門에 대해 本源通貨를 공급하는 핵심적인 수단으로 운용되기 시작한 것은 1960년대 초 정부의 산업정책 기조가 종전의 수입대체정책에서 輸出促進政策으로 전환되었던 사실에 크게 연유한다.

11) 이는 國稅廳 설립(1967년) 등에 힘입어 동기 간중 租稅負擔率이 증대되어 재정적자가 크게 축소되었던 사실과 유관하다고 사료된다.

우선 1961년에 「輸出金融規程」이 제정됨으로써 輸出信用狀이나 수출계약서를 소지한 업체의 수출소요자금의 일정비율 해당액에 대해 한은대출금이 지원되기 시작하였다. 1964년 이후에는 수출금융의 지원방식이 현재와 같이 달러當 일정금액을 지원하는 融資單價支援方式으로 전환되었고, 수출금융지원대상이 계속 확대되어 D/A, D/P 등 先輸出條件으로 수출하는 업체(1966년), 수출용 원자재를 공급하는 國內生産業者(1969년) 등에 대해서도 한은 수출금융이 지원되었다. 특히 1968년에는 저리의 정책금융공급에 따른 만성적 超過資金需要와 예금은행의 지준부족현상이 지속됨에 따라 再

割引總額限度制가 폐지되고 현행과 같이 유동성조절자금을 제외한 모든 정책자금에 대해 일정비율로 自動再割引해 주는 방식으로 전환되었다. 1970년대에 들어서는 輸出産業設備金融을 도입하고 이에 대한 한은대출이 一般資金計定을 통해 지원되기 시작하였다.

이와 같이 한은 수출금융제도가 확대 운용됨에 따라 1965~81년 기간중에는 예금은행에 대한 한은 총대출금 중 수출금융이 점하는 비중이 연평균 61.7%로 나타난다. 동 기간중 예금은행 수출금융의 韓銀借入依存度도 무려 83.2%에 달해 수출금융의 거의 대부분이 중앙은행의 發券力에 의해 지원되었음을 알 수 있다.

한편 商業어음에 대한 再割引은 1968년 「商業어음割引取扱規程」이 제정됨으로써 선별적 신용배분수단으로 운용되기 시작하였으며,¹²⁾ 産業系列化 및 重要物資流通部門에서 발생된 상업어음을 중심으로 업종별로 재할인한도가 차등 설정되어 운용되었다. 1970년에는 거래은행이 財務構造·金融去來實績·信用度 등을 기준으로 선정한 優良去來業體에 대해 일정한도 내에서 상업어음을 자동재할인해 주는 소위 「크레딧 라인」(credit line)제도가 도입되었다. 그러나 이와 같이 상업어음재할인이 우대 지원되었음에도 불구하고 재할인규모가 1965~81년 기간중 한은 총대출금에서 점하는 비중은 10.7% 수준에 불과하였다(表 3 참조).¹³⁾

-
- 12) 이전에도 한은은 상업어음재할인을 실시하였으나, 독립된 계정 없이 流動性調節을 위한 일반자금계정을 통해 극히 제한적으로 운용하였다.
 - 13) 이는 한국은행이 정부의 수출추진도 경제정책에 부응하여 자금의 可用性(재할인비용)면에서 輸出金融을 상업어음할인보다 더 우대해 주었기 때문에 나타난 현상으로 보인다. 이외에도 國內企業間 信用(기업간 제품인수·매도와 대금수수)體系가 문란하여 예금은행 입장에서 상업어음의 適格性與否의 식별이 극히 어려웠기 때문에 예금은행 스스로도 부도위험이 높은 국내상업어음보다는 外國銀行의 輸出信用狀이 첨부되어 대금지급이 보다 확실한 수출어음을 選好할 수밖에 없었지 않았나 사료된다. 한편 한국은행은 상업어음의 적격성 판정 강화를 위해 1976년 이후부터는 상업어음할인시 어음거래의 원인이 된 附加價值稅金計算書를 첨부하는 것을 의무화하였다. 그러나 無資料去來慣行이 지속되고 세금계산서 자체도 僞裝 授受되는 등 유통거래질서가 개선되지 못함에 따라 그 효과는 미미하였던 것으로 판단된다.

〈表 3〉 韓國銀行의 對預金銀行 貸出金¹⁾ 構成比

(단위: %)

	1965~81	1982~91	1992
眞性어음再割引	72.4	40.7	42.1(6.9)
貿易金融	61.7	18.3	6.3(1.0)
商業어음再割引	10.7	22.4	35.8(5.9)
農水畜産資金	10.8	2.9	3.0(0.5)
一般資金	14.1	55.5	37.4(6.1)
其他	2.7	0.9	17.6(2.9)
韓銀貸出金 計(A)	100.0	100.0	100.0(16.4)
韓銀 貿易金融 / 貿易金融	83.2	55.6	40.6
商業어음再割引 / 商業어음割引	37.7	47.3	47.3
A / 預金銀行 貸出金	16.0	20.5	16.0
A / 本源通貨	43.6	126.8	90.7

註: 1) 비료인수자금 제외.

2) () 안은 兆원.

資料: 韓國銀行, 『調査統計月報』.

4. 中小企業支援과 産業構造調整을 위한 韓銀 貸出의 擴大期 (1982~92년)

1980년대에 들어와서도 政府部門에 의한 본원통화발행비중은 계속 감소하였다. 韓銀 貸出을 통한 민간부문에 대한 신용공급비중도 (경상수지흑자로 인해 해외부문에 의한 통화공급이 급격히 늘어난 80년대 하반기를 제외하고는) 대체로 증가세를 나타냈으나, 1960년대와 1970년대에 비해 運用對象과 支援方式面에서 다음과 같은 큰 差異를 보이고 있다.

첫째, 한은 총대출금 중 가장 큰 비중을 점하였던 輸出金融이 축소된 반면, 그동안 산업자금배분과정에서 소외되었던 中小企

業部門에 대한 대출이 대폭 증가하였다. 특히 한국은행은 中小企業部門에 대한 政策金融 지원확대를 위해 시중은행과 지방은행의 中小企業義務貸出比率를 상향조정하고(93년말 현재 시중은행 45%, 지방은행 80%) 이를 유지하기 위해 再割引支援基準을 해당 은행의 의무대출비율 달성여부에 따라 엄격하게 差等 適用하였다. 이와 아울러 1983년부터는 中小企業 技術開發資金, 중소기업제품 수요자금, 공해방지시설자금 등에 대해서도 一般資金計定을 통해 재할인을 지원하기 시작하였다. 특히 1980년대 중반 이후에는 經常收支의 黑字示顯으로 인해 수출금융지원의 필요성이 감소되고 經濟民主化가 추진되면서 ‘高度成長政策의 被害者’라는 인식을 가지게 된 중소기업인들이 中小企業 金融擴充을 위한 정부의 보다 적극적인 金

融介을 요구함에 따라 商業어음再割引 및 一般資金計定을 통한 중소기업부문에 대한 한은 대출이 더욱 強化되었다.¹⁴⁾ 이에 따라 <表 3>에서 보는 바와 같이 1982~91년 기간중 韓銀 總貸出金에서 輸出金融이 점하는 비중이 종전의 60% 수준 이상에서 18.3%로 급격히 하락하였고, 1992년말 현재에는 6.3%를 점하고 있다. 반면, 中小企業에 대한 대출은 급증하여 1991년말 현재 한은 총대출금(13조원)의 70% 수준(9조원)에 달하고 있다.¹⁵⁾

1980년대 한은 대출정책의 또 다른 중요한 특징은 정부주도의 不實企業整理過程中 產業合理化 關聯資金이 일반은행을 통해 대량 공급된 점을 들 수 있다. 1984~88년

에 걸쳐 海外建設·海運 등에 대한 不實企業整理가 업체간 통폐합 및 제3자 인수방식으로 실시되는 과정에서 일반은행은 인수기업에 대해 장기·저리의 신규대출, 이자유예 및 감면 등 產業合理化資金을 지원하였다. 특히 1986~88년 기간중 일반은행이 78개의 부실기업을 정리하기 위해 지원한 자금규모는 무려 7.3조원¹⁶⁾에 달하였다. 이러한 과정에서 한국은행은 대규모의 產業合理化資金과 不實債權을 떠맡게 된 일반은행의 자금지원 및 수지보전을 위해 저리의 대출금(산업합리화자금, 산업구조조정자금)을 一般資金計定을 통해 공급하였다.

이상과 같이 중소기업 및 산업구조조정관련자금이 일반자금계정을 통해 지원됨에 따라 1982~91년 기간중 一般資金貸出이 한은 총대출금의 연평균 55.5%를 점하게 되었으며(表 3 참조), 특히 1980년대 하반기에는 <表 4>에서 보는 바와 같이 60~70%수준에 달했던 것으로 나타난다.¹⁷⁾ 현행 한은 대출제도가 一般資金計定에 가장 큰 비중을 두고 운용되고 있는 것은 통화당국의 효율적인 通貨管理를 제약하는 가장 중요한 요인으로 작용하고 있는 것으로 보인다. 이러한 한은 대출정책의 파행적 운용은 그동안 財政政策과 通貨金融政策이 서로 분리되지 않고 混在되어 수행되어 온 문제점이 근년에 더욱 심화되었음을 보여주고 있다.¹⁸⁾

14) 반면 대기업에 대한 상업어음재할인과 수출금 융지원은 1988년, 1989년에 각각 폐지되었다.

15) 1991년말 현재 韓國銀行의 중소기업 총대출금(9조원)은 預金銀行의 再割引對象 중소기업 총대출금(17조원)의 52.9%에 달하여 예금은행 중소기업대출의 韓銀借入依存도가 매우 높음을 알 수 있다.

16) 이는 1988년말 예금은행과 산업은행의 총대출금 58.1조원의 12.6%에 해당하는 규모이다.

17) 1992년말 현재 한은 총대출금대비 일반자금 대출비중은 37.4%로 나타나 80년대에 비해 낮게 나타나고 있으나, 1992년에 其他計定을 통해 공급된 投資信託會社에 대한 特融 2.9조원을 일반자금으로 감안할 경우 여전히 한은 총대출금의 55% 이상을 점하게 된다.

18) 즉 중소기업과 산업구조조정 등에 대한 자금 지원은 분명히 정부의 財政支援의 성격을 띠고 있으나, 재정지출정책의 비정상적 운용으로 정부예산에 반영되지 않고 한은대출금이라는 便法으로 공급되어 왔던 것이다.

〈表 4〉 韓國銀行 一般資金計定 內譯

(단위 : 조원)

	1987	1989	1991	1992
一般資金計(A)	7.2	5.9	6.1	6.1
A1 資金 ¹⁾	4.8	3.7	4.6	4.8
産業合理化	0.3	1.9	1.7	1.5
A2 資金	2.0	1.6	1.2	0.9
産業構造調整	1.7	1.3	0.7	0.7
農漁家私債代替	0.3	0.3	0.5	0.2
B 資金 (流動性調節)	0.3	0.6	0.3	0.4
韓銀 貸出金 ²⁾ 計(B)	10.2	9.7	13.0	16.4
A/B(%)	70.6	60.8	46.9	37.2

註 : 1) 中小企業關聯 자금(수출산업 및 소재부품산업 시설자금, 지방중소기업자금, 수요자금용, 기술개발 자금, 수입대체 소재부품산업 운전자금, 공해방지 시설자금, 중소기업구조조정자금 등)과 産業合理化資金 포함.

2) 비료인수자금 제외.

資料 : 韓國銀行.

IV. 本源通貨供給經路가 인플레이에 미치는 影響에 대한 實證分析

本章에서는 “인플레이가 발권대상자산의 가치에 따라 결정된다”는 Wallace(1981)와 Sargent(1982)의 가설에 대한 直接的인 檢證을 시도한다. 즉 II章에서 살펴본 바와 같이 발권대상자산의 구성면에서 큰 차이를 보이고 있는 각국 중앙은행의 발권행태가

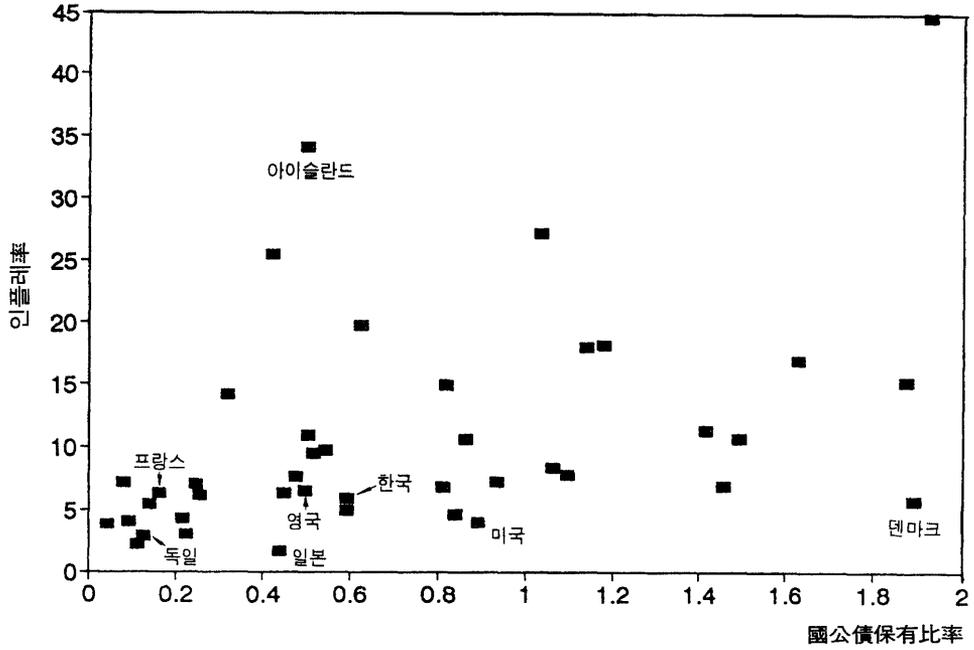
19) 원래 IFS기준에 의한 선진국수는 모두 23개국이나, 중앙은행이 존재하지 않는 룩셈부르크가 제외되었다.

20) 아시아지역 국가 중 싱가포르와 홍콩은 중앙은행이 존재하지 않아 포함시키지 않았다.

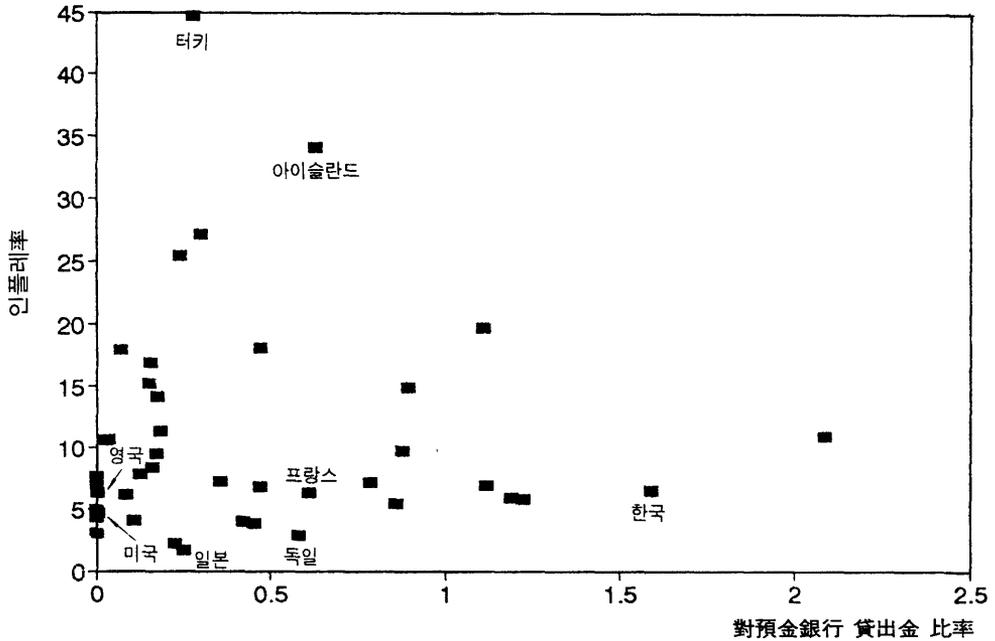
인플레이에 어떠한 영향을 주는가를 실증분석하고자 한다. 이를 위하여 國際通貨基金(IMF)의 *International Financial Statistics(IFS)*에 수록된 각국의 1981~90년의 年間 資料를 이용하여 「패널」(panel)추정을 시도한다. 추정대상국가는 IFS기준 선진국(industrial countries) 22개국¹⁹⁾과 개발도상국(developing countries) 19개국 등 총 41개국을 선택하였다. 개발도상국 19개국의 선택기준은 1981~90년간 연평균 인플레이율이 50% 미만으로 유지되고 경제 규모가 상대적으로 크다고 판단되는 국가로 삼았는데, 아시아지역 9개국²⁰⁾, 중남미지역 4개국, 아프리카지역 3개국, 유럽지역 2개국으로 구성하였다.

인플레이함수 추정에 앞서 本源通貨供給源인 中央銀行의 國公債保有額 및 對預金

[圖 2] 本源通貨對比 中央銀行 國公債保有比率과 인플레이率(1981~90)



[圖 3] 本源通貨對比 中央銀行 對預金銀行 貸出金比率과 인플레이率(1981~90)



銀行에 대한 貸出金과 인플레이의 국가별 관계를 그림을 통해 살펴보면,²¹⁾ 아이슬란드와 덴마크를 제외한 대부분의 국가들이 본원통화대비 중앙은행의 國公債保有比重이 높을수록 인플레이율이 높게 나타나며(圖 2), 본원통화대비 중앙은행의 대출금비중과 인플레이율은 서로 밀접한 관계가 없는 것으로 나타나고 있다(圖 3).

인플레이에 영향을 줄 것으로 사료되는 경제 변수는 여러가지가 있으나 본고에서는 本源通貨供給經路와 總通貨增加率, 實質經濟成長率을 고려하였다. 본원통화의 공급경로를 나타내는 변수로는 본원통화대비 中央銀行의 國公債保有比率과 對預金銀行 貸出金比率을 선택하였으며, 총통화증가율과 경제성장률을 고려한 것은 전통적인 貨幣數量說에 따른 것이다. 따라서 「패널」자료를 이용한 인플레이함수의 추정식은 式 (1)로 표현된다.

$$\begin{aligned} \Pi_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 GB_{i,t} + \beta_2 DW_{i,t} + \beta_3 M_{i,t} \\ & + \beta_4 Y_{i,t} + U_{i,t} \dots\dots\dots (1) \\ & i=1\dots N, t=1\dots T \end{aligned}$$

여기에서 $\Pi_{i,t}$ 는 특정국가 i 의 t 년도의 전년 대비 인플레이율(GDP 디플레이터 기준)을 나타내고, $GB_{i,t}$ 는 i 국의 t 년도 본원통화대비 중앙은행의 國公債保有比率, $DW_{i,t}$ 는 i 국의 t 년도 본원통화대비 중앙은행의 對預金銀行 貸出金比率, $M_{i,t}$ 는 i 국의 t 년도 전년 대비 總通貨增加率, $Y_{i,t}$ 는 i 국의 t 년도 전년 대비 GDP 實質成長率이다.

$U_{i,t}$ 는 오차항으로서 개별국가 i 의 特性에 영향을 받는 確率效果(random effect) 모형²²⁾을 가정할 경우 式(2)와 같이 표현된다.

$$\begin{aligned} U_{i,t} = & \alpha_i + \varepsilon_{i,t} \quad i=1\dots N, t=1\dots T \\ & \dots\dots\dots (2) \end{aligned}$$

단, α_i 는 평균이 0이고 분산이 σ_α^2 인 正規分布를 따른다고(즉, $\alpha_i \sim N(0, \sigma_\alpha^2)$) 가정한다. 즉 α_i 는 국가 i 의 個別效果를 나타내는 항으로서 觀測되지 않는 개별국가만이 갖는 금융산업구조, 중앙은행의 독립성 정도 등 金融制度的 특성과 경제주체의 행위의 특징 및 기타 인플레이에 영향을 미칠 수 있는 요인을 나타낸다. $\varepsilon_{i,t}$ 는 국가 i 의 t 기에 있어서의 통상적인 오차항을 나타낸다.

한편 오차항의 평균과 공분산을 다음과 같이 가정한다.

21) 변수의 값은 1981~90년 평균치를 사용하였다.

22) 「패널」자료 추정은 α_i 가 고정적으로 결정되는가, 아니면 확률적으로 결정되는가에 따라 固定效果模型(fixed effect model)과 確率效果模型(random effect model)으로 나눌 수 있는데, 본고에서는 後者의 추정방식을 선택하였다. 즉 각 국가의 여러 金融制度, 經濟的 要因이 특정국가의 인플레이에 영향을 미치는데, 이러한 요인은 국가에 따라 確率的으로 영향을 미친다고 보았기 때문이다. 동 확률효과모형은 각 국가마다 더미변수를 취해야 하는 고정효과모형에 비해 自由度(degree of freedom)의 손실을 방지할 수 있는 장점을 갖고 있는데, 확률효과모형의 특성에 대한 상세한 논의는 Maddala(1977) 참조.

$$E(\alpha_i) = 0, E(\epsilon_{i,t}) = 0$$

$$\begin{aligned} \text{cov}(\alpha_i, \alpha_j) &= \sigma_\alpha^2 && \text{if } i=j \\ &= 0 && \text{otherwise} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{cov}(\epsilon_{i,t}, \epsilon_{j,s}) &= \sigma_\epsilon^2 && \text{if } i=j, t=s \\ &= 0 && \text{otherwise} \end{aligned}$$

$$\text{cov}(\alpha_i, \epsilon_{j,t}) = 0$$

이상의 가정을 토대로 확률효과모형을 추정²³⁾ 결과는 <表 5>에 정리하였다. 먼저全體標本國家(41개국)를 이용한 추정결과를 보면, 國公債保有比率(*GB*)이 통계적有意度 1% 수준 미만으로 인플레이에 正의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 반면 중앙은행의 對預金銀行 貸出金比率(*DW*)은 인플레이에 負의 효과를 갖지만 통계적 유의도는 없는 것으로 추정되었다. 인플레이의 설명변수에 *GB*, *M*, *Y*만을 포함시킨 최종회귀식²⁴⁾의 추정결과에 의하면 *GB*가 1%포인트 증가시 인플레이율이 0.02%포인트 증가하는 것으로 나타났다.²⁵⁾

23) 본고의 확률효과모형의 추정은 Engle and Marshall(1982)의 最尤推定法(maximum likelihood estimation)을 이용하였는데, 구체적인 추정방법은 附錄 참조.

24) 최종회귀식은 누락설명변수(omitted variable)에 대한 尤度比檢定(likelihood ratio test)을 통해 찾아냈다.

25) 한편 <表 5>는 OLS방식(즉 $\alpha_i = 0$ 의 제약을 가한)에 의한 인플레이률 추정결과도 보여주고 있는데, 추정된 로그우도값이 확률효과모형에 의한 최대로그우도치보다 현저하게 낮게 나타나(즉, 우도비검정을 통해 $H_0: \alpha_i = 0$ 이 높은 유의수준으로 기각됨) OLS에 의한 추정은 오차항에 대한 모형설정상의 誤謬(mis-specification) 문제가 있음을 알 수 있다.

위의 추정결과는 貨幣價值(인플레이의 逆數)가 본원통화의 發券對象을 구성하는 資産의 價値에 의해서도 결정됨을 보여주고 있다. 즉 중앙은행의 眞性어음 등 우량 민간증권에 대한 再割引 또는 공개시장매입은 還收가 확실하고 만기도 短期이므로 인플레이에 영향을 주지 않는 반면, 國公債를 대상으로 발행된 통화는 일반적으로 정부의 財政赤字 지속 및 이에 따른 장래의 國債償還能力 저하의 가능성이 상존하기 때문에 화폐가치를 하락시키는 요인으로 작용하는 것으로 해석된다. 또한 위의 결과는 Gurley & Shaw(1960)의 富의 效果에 의한 해석도 가능하다. 즉 민간증권을 대상으로 발행된 통화는 부의 효과가 없기 때문에 인플레이압력이 미약하다고 볼 수 있는 반면, 國公債를 대상으로 하는 통화는 부의 효과가 성립함으로써 인플레이압력이 크다고 할 수 있다. 이와 같이 화폐가치가 통화구성대상의 가치에 의해 영향을 받는 현상은 인플레이가 총통화량에 의해서만 결정된다는 전통적인 통화론자의 貨幣數量說로는 설명할 수 없는 현상이다.

한편 이러한 금융구조변수 외의 總通貨增加率(*M*)과 實質經濟成長率(*Y*)도 모두 높은 유의수준(1% 미만)으로 인플레이에 영향을 주는 것으로 나타나, 통화론자의 화폐수량설도 지지되는 것으로 나타났다. *M*이 1%포인트 증가하면 인플레이율이 0.37%포인트 증가하고, *Y*의 경우에는 1%포인트 증가시 인플레이율이 0.7%포인트 하락하고 있다.

〈表 5〉 인플레이函數 「패널」資料 推定結果(1981~90)

	상수	GB	DW	M	Y	R ²	δ	L
〈全體國家〉	① 2.38	0.02 (2.85)	-0.01 (-0.09)	0.37 (10.40)	-0.78 (-6.83)	0.30	0.30	-851
	② 2.84	0.03 (4.06)	-0.01 (-0.92)	0.54 (17.56)	-0.85 (-7.43)	0.50	0.0	-874
	①* 2.36	0.02 (2.86)		0.37 (10.42)	-0.77 (-6.85)	0.30	0.30	-851
	② 2.60	0.03 (4.05)		0.54 (17.06)	-0.86 (-7.50)	0.50	0.0	-874
〈先進國〉	① 1.86	0.01 (3.05)	-0.01 (-1.10)	0.12 (3.78)	-0.44 (-4.13)	0.18	0.48	-273
	② 5.30	0.02 (4.35)	-0.01 (-1.94)	0.21 (6.09)	-0.64 (-5.75)	0.32	0.0	-309
	①* 1.78	0.01 (2.95)		0.12 (3.81)	-0.43 (-4.08)	0.17	0.48	-273
	② 4.82	0.02 (4.07)		0.22 (6.18)	-0.63 (-5.59)	0.31	0.0	-311
〈後進國〉	① 2.07	0.05 (2.68)	-0.001 (-0.07)	0.47 (8.73)	-0.86 (-5.01)	0.38	0.17	-468
	② 2.95	0.03 (2.40)	-0.01 (-0.86)	0.59 (12.28)	-0.87 (-5.00)	0.51	0.0	-471
	①* 2.03	0.05 (2.74)		0.47 (8.79)	-0.86 (-5.03)	0.38	0.17	-468
	② 2.33	0.03 (2.64)		0.59 (12.29)	-0.89 (-5.19)	0.51	0.0	-471

註: 1) () 안은 *t* 값.

2) 금융선진국: 21개국, 금융후진국: 20개국.

3) ①: 확률효과모형추정, ②: OLS추정.

$$4) s = \frac{\sigma_a^2}{\sigma_a^2 + \sigma_e^2}$$

5) *L*은 로그尤度值.

6) * 식은 최종회귀식.

다음으로, 전체표본국가를 1981~90년

26) 금융심화비율이 높은 순서로 스위스, 타이완, 일본, 프랑스, 오스트리아, 포르투갈, 네덜란드, 그리스, 스페인, 키프로스, 이탈리아, 말레이시아, 영국, 미국, 노르웨이, 독일, 타일랜드, 덴마크, 스웨덴, 핀란드, 벨기에로 구성된다.

27) 금융심화비율이 낮은 순서로 방글라데시, 온두라스, 나이지리아, 터키, 필리핀, 스리랑카,

기간의 연평균 金融深化比率(총동화/GDP)에 따라 金融先進國家群(21개국)²⁶⁾과 金融後進國家群(20개국)²⁷⁾으로 나누어서 국가군별로 본원통화의 공급경로가 인플레이에 미치는 영향을 재추정해 보았다. 인플레이의 설명변수에 *GB*, *M*, *Y*를 포함시킨 최종회귀식의 부호는 전체표본을 사용하여 추정한

〈表 6〉 인플레이션率 期間別(1981~85, 1986~90) 「패널」資料 推定結果

	상수	GB	DW	M	Y	R ²	δ	L
1986~90	① 2.31	0.05 (3.06)	-0.01 (-0.55)	0.27 (5.85)	-0.69 (-3.89)	0.24	0.45	-423
	② 1.04	0.06 (5.14)	-0.01 (-0.76)	0.44 (9.22)	-0.53 (-2.88)	0.46	0.0	-441
	①* 2.14	0.05 (3.06)		0.27 (5.87)	-0.70 (-3.94)	0.24	0.45	-423
	② 0.72	0.06 (5.18)		0.44 (9.23)	-0.55 (-2.95)	0.45	0.0	-441
1981~85	① 2.51	0.05 (4.11)	0.001 (0.09)	0.35 (6.72)	-0.87 (-6.16)	0.39	0.18	-389
	② 2.90	0.05 (4.28)	-0.001 (-0.07)	0.44 (9.16)	-0.94 (-6.72)	0.50	0.0	-392
	①* 2.54	0.05 (4.13)		0.35 (6.83)	-0.87 (-6.17)	0.39	0.18	-389
	② 2.88	0.05 (4.34)		0.44 (9.42)	-0.94 (-6.75)	0.51	0.0	-392

註: 1) () 안은 t 값.

2) ①: 확률효과모형추정, ②: OLS추정.

$$3) s = \frac{\sigma_a^2}{\sigma_a^2 + \sigma_e^2}$$

4) L은 로그尤度值.

5) * 식은 최종회귀식.

경우와 같은 결과를 얻었으나, 금융후진국가군이 선진국가군에 비해 상대적으로 M, GB, Y의 회귀계수가 모두 크게 나타났다. R² 값은 금융후진국이 0.38로 상당히 높게 나타났고, 금융선진국의 경우에는 0.17로 낮으나, 통상적으로 「패널」자료의 낮은 R² 값을 감안해 볼 때 표본회귀선의 適合度

(fitness of regression line)면에서 만족할 만한 수준이라 사료된다.

끝으로 전기간을 1981~85년 및 1986~90년 두 기간으로 나누어 각각의 기간에 대해 確率效果模型에 의한 인플레이션率의 추정도 시도하였는데, 그 결과는 〈表 6〉에 나타나 있다. 양 기간 공히 전술한 1981~90년간의 확률효과모형 추정결과와 마찬가지로 M의 증가뿐만 아니라 GB의 증가가 높은 유의수준으로 인플레이션 상승에 영향을 주는 것으로 나타났으며, DW도 인플레이션에 아무런 영향을 주지 않는 것으로 추정되었다.²⁸⁾

뉴질랜드, 아이슬란드, 인도네시아, 한국, 남아프리카공화국, 베네수엘라, 칠레, 파키스탄, 아일랜드, 코스타리카, 인도, 호주, 캐나다, 모로코로 구성된다.

28) 1981~85년 기간에 대한 추정결과는 전체 표본국가 41개국에서 잔차(residual)가 회귀선으로부터 크게 이탈한 덴마크와 아이슬란드 2개국을 제외시켜 얻은 것이다.

V. 韓國銀行 貸出政策의 改善方向에 對한 提言

IV章의 회귀분석결과에 의하면 인플레이가 총통화 증가율뿐만 아니라 중앙은행의 本源通貨 發券對象資産의 가치에도 크게 영향을 받고 있어 Wallace(1981)와 Sargent(1982)의 가설이 지지되고 있다. 즉 國公債를 대상으로 발행된 통화(즉 政府部門에 대한 신용공급)는 인플레이를 초래하는 반면, 民間部門에 대한 貸出은 인플레이에 영향을 주지 않는 것으로 나타났다. 이러한 현상은 前者의 경우 장래의 財政政策에 대한 不確實性에 따른 정부의 국공채상환능력의 저하 가능성으로 인해 발행된 통화가 전액 환수되지 않을 것이라는 경제주체들의 期待心理에 연유하며, 後者の 결과는 대부분의 국가의 중앙은행 대출정책이 '還流의 法則'이 적용되는 眞性어음 등 민간부문의 短期優良證券을 대상으로 운용되고 있기 때문이라 해석된다.

이상의 실증분석결과는 향후 우리나라의 中央銀行 貸出政策 및 通貨管理의 改善方向에 큰 시사점을 준다. III章에서 살펴본 바와 같이 현행 한은 대출정책의 가장 큰 問

題點으로 지적되어야 할 것은 流動性調節手段으로 운용되어야 할 一般資金計定이 각종 장단기 政策金融의 支援窓口로 변질되어 운용됨에 따라 중앙은행의 유동성조절기능이 크게 저해되고 있는 점이다.

중앙은행의 眞性어음에 대한 재할인공급은 동 어음이 융통어음과는 달리 實物商去來에 수반하여 발행될 뿐만 아니라 만기일에 금융기관간 어음교환과정을 통해 自動決濟됨에 따라 資金의 回收가 확실하다는 점에서 유동성조절측면에서 하등의 문제가 없다. 이와는 대조적으로 현행의 一般資金은 대부분이 각종 중소기업자금 및 산업합리화자금 등 본질적으로 財政에서 지원되어야 할 자금으로 구성되어 있어²⁹⁾ 인플레이압력을 증대시키는 요인으로 작용하고 있는 것으로 보인다.

물론 재정적 성격의 자금이라 하더라도 短期로 운용하면서 貸出條件을 명확히 하고 이를 엄격히 지킨다면 인플레이유발효과는 미미할 것이다. 그러나 현행 한국은행의 일반자금은 명목적으로는 예금은행 자체의 約束어음을 근거로 대출되고 있으나, 실제로는 정책당국의 필요에 따라 再貸出(revolving)이 빈번하게 이루어지고 있기 때문에 만기내에 원활한 자금회수가 어려운 실정이다. 예컨대, 현행의 中小企業義務貸出制度下에서 예금은행이 자체의 자금사정악화로 인해 중소기업에 대한 일반자금대출의 期限更新을 요구할 경우 한국은행이 이를 拒絶하기란 극히 어려운 일이라 할 수 있다. 또

29) 즉 이들 자금은 외형상으로는 한은 대출창구를 통해 민간부문에 지원되고 있는 것처럼 보이나, 실제로는 政府部門에 대해 지원되고 있는 것이다.

한 한국은행이 산업합리화관련 부실채권보유에 따른 一般銀行의 수지적자 및 株價急落에 따른 投資信託會社의 수지악화를 보전해 주기 위해 지원한 대규모의 특별융자도 해당 금융기관의 수지사정이 호전되지 않았다는 이유로 早期에 回收되지 못하고 있다. 물론 상기 자금은 중앙은행이 最終貸與者(lender of last resort)로서 금융기관의 도산, 예금인출사태, 이에 따른 金融恐慌의 가능성에 대처하기 위해 지원된 면이 없지

않으나, 物價安定을 최우선목표로 삼는 중앙은행의 특별융자는 금융시장에 대한 충격 및 불확실성이 해소되는 대로 최대한 조기에 회수함이 大原則임을 유의해야 한다.

따라서 유동성조절기능을 제고하기 위한 한국은행 대출제도 개선의 기본방향은 무엇보다도 한국은행의 獨立性을 제고시켜 一般資金貸出比重을 조속히 축소시켜 나가는 것이라 하겠다. 이를 위해서는 한은의 일반자금을 財政投融資로 이관하여 정책금융을 通貨中立的으로 운용하는, 즉 政策金融制度의 再整備가 필수적이다.³⁰⁾ 이하에서는 정책금융의 재정부담을 전제로 향후 韓銀貸出制度의 개선방향을 제의해 봄으로써 본고의 結論에 대신하고자 한다.

첫째, 각종 中小企業관련 一般資金과 어음담보대출형식으로 지원되고 있는 農水畜産資金 등 재정지원적 성격이 강한 자금에 대해 과거 1951~68년 기간중 실시한 바 있는 再割引總額限度制를 재도입하여 규모축소를 유도하는 한편, 현재 잔액관리중인 産業構造調整資金과 産業合理化資金 및 投資信託會社에 지원된 특융을 가능한 한 빠른 시기에 전액 회수토록 해야 할 것이다.

둘째, 信用貸出의 활성화 등을 통한 신용사회로의 발전을 촉진하기 위해 商業어음 등 진성어음에 대한 再割引制度는 현행대로 存續시키고 재할인대상기업도 중소기업뿐만 아니라 大企業도 포함시키되³¹⁾ 再割引金利를 상향조정하여 금융기관의 동 어음에 대한 過度한 재할인 의존을 지양해 나간다.³²⁾

30) 정책금융의 현황과 재원조성의 개선방향에 대한 구체적인 내용은 金俊經(1993) 참조.

31) 현재 진성어음재할인은 中小企業에 대한 정책금융지원차원에서 대기업을 배제시키고 있다. 그러나 재할인대상어음은 본질적으로 자금의 원활한 회수를 위해 良質의 우량어음이어야 하므로, 향후 금리자유화의 진전에 따라 재할인금리의 우대도 폐지된다면 재할인제도를 가용성면에서 기업별로 차별하여 운용할 하등의 이유가 없다고 본다.

32) 최근 한국은행의 발표에 의하면 1994년 2~3월부터 商業어음재할인 및 무역금융 등 진성어음에 대한 재할인도 總額貸出限度의 대상에 포함시켜 점진적으로 지원규모를 축소해 나가는 것으로 되어 있는데, 이는 진성어음 재할인의 經濟的 機能은 물론 국내 어음할인시장의 實情을 간과한 조치로서 再檢討되어야 한다고 사료된다. 우리 실물경제는 그동안 지속적으로 확대발전되어 왔음에도 불구하고 企業間 信用體系는 여전히 문란하여 금융기관의 기업신용도에 입각한 진성어음할인이 원활히 이루어지지 않고 있다. 1992년 12월말 현재 全産業의 상거래과정에서 발생한 상업어음규모는 약 40조원(잔액기준)으로 추정되고 있으나, 제도금융권을 통해 現金化된 어음은 19조원으로 총발생규모의 48%에 불과하여(金俊經(1993) 참조) 대부분의 기업들이 生産에 투하된 자금을 早期回收하지 못하고 있는 실정이다. 이와 같이 진성어음할인시장이 제도

이와 병행하여 우량기업이 발행·배서한 상업어음과 무역어음을 견질담보로 하여 발행되는 表紙어음의 업무취급을 현행의 단자회사뿐만 아니라 銀行圈 및 기타 제2금융권 금융기관에도 확대허용하고 동 어음의 一般賣出金利를 완전 자유화함으로써 진성어음의 소화와 유통을 촉진해 나가는 것이 필요하다. 표지어음업무의 허용은 금융기관의 (일반투자자로부터의) 진성어음할인 재원

적으로 미발달되어 있는 상황에서 진성어음에 대한 재할인기능이 축소될 경우 生産的部門으로의 자금흐름이 크게 위축될 우려가 있으며, 특히 受給比重이 높은 업종의 有望中小企業의 資金難이 심화될 것이다. 국내 금융기관의 상업어음할인의 부진원인에 대한 구체적인 논의는 金俊經(1991) 참조.

- 33) 日本에서는 1972년 商業어음을 견질담보로 하여 발행되는 表紙어음을 대상으로 日本銀行의 공개시장조작이 실시된 이후 표지어음이 국공채와 함께 단기금융시장의 중요한 유동성 조절대상증권으로 정착되었으며, 英國도 割引商社(Discount House)가 상당규모의 商業어음을 공개시장을 통해 매입·매출해 줌으로써 국공채위주로 공개시장조작을 하는 英蘭銀行의 유동성조절기능을 보완하고 있다. 우리나라에서도 표지어음을 공개시장조작대상증권으로 활용하기 위해서는 이와 관련된 韓國銀行法 개편이 시급하다.
- 34) 金俊經(1992)은 비대칭적 정보하에서 中央銀行 貸出政策을 통한 통화공급이 實物成長을 촉진할 수 있음을 이론적으로 보였다. 또한 Kim(1990)은 우리나라의 분기별 시계열자료를 이용한 실증적 연구를 통해 1965~86년 기간중 韓國銀行의 貸出金(농수축산자금과 비료인수자금 제외)과 民間金融市場(私債市場) 및 비농림GDP간에 共積分關係(cointegration relationship), 즉 長期均衡이 존재함을 보였다. 이러한 분석결과는 표본기간중 한은 대출정책이 당시의 高成長의 한 요인으로 작용하였음을 시사하는 것이라 할 수 있다.

확충을 도모할 뿐 아니라, 流動性 및 健全性 면에서 良質인 동 어음을 대상으로 하는 公開市場操作의 여건을 조성하는 데 크게 기여할 것으로 기대된다.³³⁾ 한편 기업간 신용질서체계가 성숙되어 商業어음시장이 활성화되어 가는 시기에 가서는 眞性어음에 대한 재할인금리우대를 완전히 폐지하여 재할인금리가 은행대출금리결정을 위한 基準金利로서의 기능을 발휘할 수 있도록 해야 할 것이다.

이와 같이 중앙은행의 眞性어음에 대한 재할인기능을 존속시키면서 表紙어음에 대한 공개시장조작을 활성화하고자 하는 취지는 앞에서 누차 강조한 바와 같이 眞性어음에 대한 재할인이 여타 한은대출자금에 비해 자금회수가 용이하여 중앙은행의 유동성 조절기능을 저해하지 않기 때문이다. 설령 일시적으로 진성어음재할인에 대한 수요가 급격히 증가하거나 또는 감소하는 경우라도 자유화된 眞性어음 再割引金利의 조정 또는 표지어음의 매출·매입조작을 통해 적정 유동성을 유지할 수 있는 것이다. 뿐만 아니라 진성어음에 대한 재할인이나 표지어음에 대한 공개시장조작은 여타 한은 대출이나 國公債 또는 外換을 대상으로 하는 공개시장조작과는 달리 (신용질서가 정착될 때까지는 적어도) 企業間 實物去來를 직접 지원하는 成長通貨供給機能을 수행할 수 있다.³⁴⁾ 즉 진성어음재할인금리의 신축적 조정과 표지어음에 대한 공개시장조작이 적절히 조합되어 운용될 경우 적정수준의

유동성을 유지할 수 있을 뿐만 아니라 産業資金의 過不足을 신속하고 효과적으로 조절할 수 있는 것이다. 이와 병행하여 財政政策과 연계된 통화신용정책을 수행하기 위해

不渡危險이 없는 적정규모의 國公債를 대상으로 하는 공개시장조작도 활성화되어야 함은 물론이다.

▷ 參 考 文 獻 ◁

金俊經, 「資金흐름의 改善과 商業어음割引制度 活性化方案」, 『KDI 分期別 經濟展望』, 1991년 겨울호, 韓國開發研究院, 1991.

——, 「不完全한 情報下의 通貨의 投資增大效果分析: 重複世代模型을 이용한 一般均衡的 接近」, 『韓國開發研究』, 1992 봄.

——, 「政策金融의 財源造成 改善方案」, 『'93 國家豫算과 政策目標』, 韓國開發研究院, 1993.

文字植, 「銀行構造와 通貨傳達過程」, 『國民經濟制度研究』, 第1卷, 1991.

柳鐘權, 「貨幣와 信用: 英蘭銀行法 改正에 대한 Tooke의 批判을 중심으로」, 政策研究資料 9108, 國民經濟制度研究院, 1991.

左承喜, 「암스텔담은행의 스미스金融理論上의 意義와 世界通貨制度 改善方向에 관한 示唆」, 『韓國開發研究』, 1988 겨울.

——, 「中央銀行機能의 歷史的 定着過程과 現代的 意義」, 政策研究資料 90-08, 韓國開發研究院, 1990.

朝鮮銀行史研究會, 『朝鮮銀行史』, 東洋經濟

新報社, 1987.

韓國銀行, 『韓國銀行 40年史』, 1990.

松成義衛·三輪悌三·長 幸男, 『日本における銀行の發達』, 青木書店, 1959.

寺西重郎, 『日本の經濟發展と金融』, 岩波書店, 1982.

Bernanke, B., "Credit in the Macroeconomy," *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Spring, 1993, pp. 50~70.

Cameron, R., *Banking in the Early Stage of Industrialization*, Oxford, 1967.

Conant, C. A., *A History of Modern Banks of Issue*, August M. Kelly N. Y., 1969(초판 1896).

Engle, R. F. and R. C. Marshall, "A Micro-econometric Analysis of Vacant Housing Unit," UCSD Discussion Paper, University of California, San Diego, 1982, pp.82~85.

Fisher, I., *The Purchasing Power of Money*, August M. Kelly, N. Y. 1963(初版 1911).

- Friedman, M. and A. Schwartz, *A Monetary History of the United States*, 1963.
- Galbraith, J. K., *Money, Whence It Came When It Went*, 1976.
- Goodhart, C., *The Evolution of Central Banks*, MIT Press, Cambridge, 1988.
- Gurley, J. and E. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, Brookings Institution, 1960.
- Hilferding, R., *Finance Capital*, Routledge & Kegan Paul, London, 1981 (獨語 初版 1910).
- Kim, Joon-Kyung, "The Role of Central Bank in Economic Development: Discount Policy in Korea," in *Dynamic Transformation: Korea, NICs and Beyond*, Consortium on Development Studies, Urbana, Illinois, 1990.
- Laidler, D., "The Quantity Theory Is Always and Everywhere Controversial-Why?" *Economic Record*, Dec. 1991, pp. 289~306.
- , "Wicksell & Fisher on the 'Backing' of Money and the Quantity Theory," Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, 1987, pp. 325~334.
- Maddala, G., *Econometrics*, McGraw-Hill Book Company, 1977.
- Mints, L. W., *A History of Banking Theory*, Chicago 1970(初版 1940).
- Ricardo, D., *Minor Papers on the Currency Question 1809~1823*, J. Hollander(ed.), 1932.
- Rist, C., *History of Monetary and Credit Theory From John Law To the Present Day*, Paris, 1966(佛語 初版 1938).
- Santiago-Vallent, W., "Historical Background of the Classical Monetary and the 'Real Bills' Banking Tradition," *History of Political Economy*, 20, 1, 1988, pp. 43~63.
- Sargent, T., "The Ends of Four Big Inflation," in R. Hall(ed.), *Inflation: Causes and Effects*, University of Chicago Press, 1982.
- Sargent, T. and N. Wallace, "The Real-bills Doctrine vs. the Quantity Theory of Money: A Reconsideration," *Journal of Political Economy*, Vol. 90, 1982, pp. 1212~1236.
- Smith, B., "Some Colonial Evidence on Two Theories of Money: Maryland and the Carolinas," *Journal of Political Economy*, Vol. 93, 1985, pp. 1178~1211.
- Wallace, N., "A Modigliani-Miller Theorem for Open-Market Operation," *American Economic Review*, 71, June 1981, pp. 267~274.

〈附 錄〉 確率效果模型 推定方法

確率效果模型의 추정은 Engle and Marshall(1982)의 방법을 사용했는데, 본 부록에서는 간단히 개괄적인 방법만 소개한다.

$U_{i,t}$ 의 共分散行列(covariance matrix)을 Σ 라고 정의하면, Σ 는 다음과 같이 표현된다.

$$\Sigma = \begin{bmatrix} E(U_1 U_1') & E(U_1 U_2') & \dots & E(U_1 U_N') \\ E(U_2 U_1') & E(U_2 U_2') & \dots & E(U_2 U_N') \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ E(U_N U_1') & E(U_N U_2') & \dots & E(U_N U_N') \end{bmatrix}_{NT \times NT}$$

$$= \begin{bmatrix} \Sigma_1 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & \Sigma_2 & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & 0 & \dots & \Sigma_N \end{bmatrix}$$

$$\text{단, } \Sigma_i = \begin{bmatrix} \sigma_\alpha^2 + \sigma_\epsilon^2 & \sigma_\alpha^2 & \dots & \sigma_\alpha^2 \\ \sigma_\alpha^2 & \sigma_\alpha^2 + \sigma_\epsilon^2 & \dots & \sigma_\alpha^2 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \sigma_\alpha^2 & \sigma_\alpha^2 & \dots & \sigma_\alpha^2 + \sigma_\epsilon^2 \end{bmatrix}_{T \times T}$$

오차항의 공분산행렬을 對角行列(diagonal matrix)로 變換시키기 위해 $P'P\Theta^{-2} = \Sigma^{-1}$ 을 만족하는 $NT \times NT$ 블록대각행렬(block diagonal matrix) P 를 발견하여 $Y = Xb + U$ 에 앞곱하기를 하면, 변환된 추정

식은 $Y^* = X^*b + U^*$ 의 형태가 되며, U^* 의 공분산행렬은 다음과 같이 표현된다.

$$\text{VAR}(U^*) = E(U^* U^{*'}) = E(PUU'P') = \Theta^2 I$$

(여기에서 $Y^* = PY$, $X^* = PX$, $U^* = PU$,

$$P = \begin{bmatrix} P_1 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & P_2 & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & 0 & \dots & P_N \end{bmatrix}$$

단, P_i 는 $T \times T$ 의 정방행렬)

따라서 變換된 자료로 구성된 방정식 $Y^* = X^*b + U^*$ 에서 σ_α^2 와 σ_ϵ^2 이 알려져 있으면 GLS방식에 의한 추정이 가능하다. 그러나 σ_α^2 와 σ_ϵ^2 이 알려져 있지 않기 때문에 最尤推定法을 이용하게 된다. 개별 국가 i 의 尤度函數는 α 와 ϵ 가 정규분포를 따르므로

$$L_i = (2\pi)^{-T/2} |\Sigma_i|^{-1/2} \exp\left(-\frac{1}{2} U_i' \Sigma_i^{-1} U_i\right)$$

의 형태를 취하며, 전체 표본의 우도함수는 $L = \prod L_i$ 가 된다.

한편 계산의 단순화를 위해 P_i 는 다음의 형태를 취한다고 가정한다.

$$P_i = I_T - \frac{\rho}{T} \mathbf{1}\mathbf{1}' \quad (\text{단, } \mathbf{1} = (1, \dots, 1)' (T \times 1), \rho \text{는 schalar})$$

위의 식에 의하면 ρ (rho) 값을 알아야만 P_i 값이 정해지는데 문제는 ρ 값을 어떻게 발견하느냐 하는 것이다. IV章의 $E(U_{it}, U_{is} | t \neq s) = 0$ 의 가정하에서는 ρ 값을 다음과 같이 δ 의 비선형함수로 구할 수 있다.

$$\rho = 1 - \sqrt{\frac{(1-\delta)/T}{\delta + (1-\delta)/T}} \quad \text{단, } \delta = \frac{\sigma_\alpha^2}{\sigma_\alpha^2 + \sigma_\epsilon^2}$$

즉 δ 가 주어지면 ρ 와 P_i 의 값이 결정됨을 알 수 있다. 따라서 최우값 L 을 결정하는 최적 δ 를 0과 1 사이에서 찾는 것이 최우추정법의 핵심이 된다. ρ 는 $0 < \rho < 1$ 의 범위를 갖는데 $\rho = 0$ (즉 $\sigma_\alpha^2 = 0$)인 경우 確率效果模型은 OLS와 같게 되며, ρ 가 1에 근접하

는 경우(예컨대, T 가 충분히 크거나 또는 σ_α^2 가 σ_ϵ^2 에 비해 상대적으로 클 경우) 확률 효과모형에 의한 추정은 固定效果模型의 추정과 매우 유사한 방법이 된다.

한편 전체 표본의 log우도함수도 다음과 같이 ρ 의 함수로 구해진다.

$$\log L = \sum_{i=1}^N \log \frac{1-\rho}{\sigma^T} + \frac{NT}{2}$$

단, σ 는 특정 δ 값에 의해 변환된 자료의 OLS로부터 구한 標準誤差(standard error)를 나타낸다. 결론적으로 확률 효과모형의 MLE는 log우도 L 을 극대화시키는 最適 δ 를 0과 1 사이에서 區間探索(grid search)을 통하여 구하는 과정이다.