「꺾기」의 經濟學과 通貨量 效果分析

左 承 喜

本稿는 최근 논란이 되고 있는 金融機關들의 꺾기관행의 의의와 꺾기의 通貨量效果를 분석함으로써 預貸相計를 통한 政府의 꺾기규제정책의 효과를 규명해 보고자 하는데 그 목적이 있다.

꺾기란 與信(貸出)에 대응해서 일정한 금액의 受信(預金)을 요구하는 금융관행을 통칭하는데, 기존 문헌에 의하면 利潤極大化를 추구하는 금융기관이 情報의 비대칭성이나 預金 및 貸出金利規制와 같은 金融規制 등에 따른 금융시장의 불완전성을 극복하기 위해 도입하는 관행으로서 궁극적으로는 金融資源配分의 왜곡을 시정하는 데 기여하게 된다.

한편 꺾기의 通貨量效果는 꺾기가 一國의 通貨乘數에 미치는 효과에 의존하게 되는데, 꺾기의 通貨乘數效果는 총대출 중 예금으로 회귀하는 適正預金回歸率과 銀行들의 適正預金支給準備率에 미치는 꺾기의 효과에 의존하게 된다. 이론적으로 이들 효과의 방향은 불분명한데 실증분석결과에 의하면 우리나라의 경우 꺾기의 通貨量效果는 有意性이 없는 것으로 나타나고 있다.

따라서 이에 의하면 꺾기가 인위적으로 通貨量을 증가시킬 것이라는 통념은 지지되지 않고 있을 뿐만 아니라, 預貸相計政策을 통해 通貨量을 감소시킴으로써 餘裕貸出資金을 창출할 수 있을 것이라는 기대가 실현되기도 어렵다 할 것이다. 이에 따라 앞으로 預貸相計를 通貨量管理의 방편으로 이용하고자 하거나 이를 통해 貸出餘裕資金을 창출하고자 하는 정책의 추진은 대단히 신중을 기하는 것이 바람직하다 할 것이다.

Ⅰ. 머리말

최근 政府는 預金銀行들의 소위 「꺾기」관행을 규제함으로써 "製造業에 대한 資金供給을 확대한다"는 이름 아래 꺾인 예금과 대출과의 상계를 지시하는 등 꺾기에 대한 강력한 규제방침을 천명함으로써 꺾기에 대한 새로운 관심을 불러일으켰는데, 이러한 預貸相計政策은 과거부터도 通貨管理手段의 하나로 종종 이용되고 있는 것으로 알려지고 있기도 하다[1].

筆者 : 本院 研究委員

* 草稿를 읽고 유익한 논평을 해준 本院의 柳潤河, 白雄基, 金俊經, 崔範樹 박사께 감사드린

현재 우리나라에서 논란이 되고 있는 「꺾기」란 與信金利規制下에 있는 金融機關이 貸出金에 대해 가능한 한 實勢金利에 가까운 금리를 실현하기 위한 방법으로 貸出의 일부를 예금 등의 受信手段으로 예치토록 하게 하고 나머지 대출만을 실제로 운용할 수 있게 하는 관행을 지칭하는 것으로서, 金利規制回避手段의 하나인 것으로 알려지고 있다. 規制公金利로 제공되는 貸出의 일부를 貸出金利보다 낮은 금리의 예금으로 예치하도록 함으로써 借入者는 이렇게 꺾인 예금을 제외한 대출의 일부만을 이용하게 되는 반면 利子는 전체의 名目貸出에 대해 지급하게 되기 때문에 실제 이용가능한 貸出에 대한 實效金利는 規制公金利를 상회하게 된다. 꺾기의 보다 일반적인 의의에 대해서는 다음 章에서 보다 상세하게 논의하고자 한다.

그런데 지금까지 신문지상의 논의를 포함한 관련논의들을 검토해 볼 때 預貸相計를 통한 꺾기規制政策은 최근의 경우는 물론, 通貨管理手段으로 이용되는 경우에 있어서도 대체로 다음과 같은 논리에 의해 추진되고 있는 것으로 알려지고 있다. 즉 꺾기規制政策의 발상은, 預金銀行에 의한 꺾기는 꺾인 예금만큼 인위적으로 預金, 따라서 通貨供給量을 증가시키므로, 꺾기규제를 통해 그만큼의 通貨供給量을 감소시킬 수 있기 때문에 주어진 通貨量 增加 목표하에서 通貨供給餘力이 발생하게 되어 대출을 확대시킬 수 있는 여력도 발생하게 된다는 가설에서 출발하고 있는 것으로 보인다.

이러한 가설은 언뜻 보기에는 너무도 명백한 것처럼 보이기 때문에 그 진위여부에 대한 의심을 가지는 것 자체도 용이하지 않을 것으로 보인다. 우선 預金銀行에 의한 「꺾기」란 인위적으로 總通貨의 일부인 (구속성)예금의 양을 증가시키기 때문에 總通貨의 수준이 인위적으로 증가하게 되는 것은 불을 보듯 뻔한 일인 것으로 보인다. 따라서 이러한 '인위적인' 예금이 꺾인 예금과 대출의 상계로 인해 소멸되게 되면 總通貨는 감소하게 될 것이며, 銀行部門은 그만큼의 추가적인 通貨供給(혹은 資金供給) 餘力을 가지게 될 것이라는 논리 또한 당연한 귀결인 것처럼 보인다.

本稿는 바로 이러한 명백한 것처럼 보이는 명제가 결코 명백하지 않다는 인식에서 출발하고 있으며, 이러한 명제의 진위여부를 밝힘으로써 앞으로 꺾기에 대한 논의의 방향을 바로잡아 보고자 하는 데 그 목적이 있다.

다음 第II章에서는 꺾기에 대한 문헌고찰을 통해 꺾기의 경제적 의의를 논하고, 第III章에

다. 이들의 논평은 草稿에서 범한 일부 논리적 비약을 시정하는 데 큰 도움이 되었으며, 특히 마지막 수정본에 대한 白雄基 박사의 사려 깊은 논평에도 깊이 감사드린다. 계속되는 지루한 수정작업과정에서 원고정리와 전산작업을 도와준 李淸熙 研究員과 워드프로세서작업을 담당한 林明姬 研究助員에게도 감사를 드린다. 그리고 本稿의 제약된 지면관계상 생략할 수밖에 없었던 일부 문헌개관과 실증분석결과는 관심있는 독자들을 위해 同名題下의 KDI 政策研究資料 號에 보다 상세하게 기술하였으며, 同 資料에 관심있는 독자들은 저자에게 문의해 주기 바란다.

1) 1991년 10월 21일 발표된 꺾기규제를 위한 預貸相計政策의 背景 및 그 期待效果 등에 대한 정부 및 언론의 시각에 대해서는 1991년 10월 21일부터 시작되는 週中의 각 경제일간지들을 참조하기 바라며, 通貨管理手段으로서의 預貸相計政策의 필요성 등에 대한 통화당국의 입장에 대해서는 1990년 2월 8일자 每日經濟新聞에 실린 재무부 고위당국자의 「通貨當局의 視角과 對應方案」을 참조하기 바람. 그리고 通貨管理가 어려운 시기에는 中央銀行이 거의 매달 규칙적으로 市中銀行에 대해 預貸相計를 지시하고 있는 것으로 알려지고 있음.

서는 貸出金利規制下의 꺾기의 의의와 유형, 그리고 꺾기율의 결정요인에 대해 간략하게 설명하고자 한다. 꺾기율의 決定要因分析은 다음의 실증분석에서 꺾기율대용변수를 찾아내기 위한 작업의 일환으로서, 銀行의 꺾기행태를 완전히 模型化하기보다는 貸出金利規制下에서 은행의 利潤極大化 노력의 결과로 나타나는 均衡關係를 통해 꺾기율이 제반 금리수준에 의해 결정됨을 보여주게 된다. 第IV章에서는 均衡通貨供給量의 결정과정에 있어서의 꺾기의 역할에 대해 설명하고자 한다. 第V章에서는 이상의 논의에 기초하여 실제로 우리나라에서 꺾기가 均衡通貨供給量에 영향을 미칠 수 있는가의 여부를 實證分析을 통해 논의하고, 第VI章에서는 本稿에서의 논의 및 분석결과와 그 시사점을 간략하게 정리하고, 이를 기초로 하여 預貸相計政策의 效果에 대해 논의하고 同 政策의 문제점을 지적함으로써 結論에 대신하고자 한다.

II. 「꺾기」의 經濟的 意義 : 꺾기의 存在意義에 대한 文獻小考

「꺾기」란 일반적으로 金融機關 자신이 제공하는 與信과 연계하여 그 일부에 해당하는 만큼을 차입자로 하여금 金融機關에 예치토록 요구하는 금융관행을 통칭하는 것으로 알려지고 있다. 그런데 이러한 관행은 美國과 같은 先進國에서도 일찍부터 관찰되어 왔으며, 꺾인 예금은 통상 報償預金殘額(compensating balance)이라고 불리고 있다.

2) 이하의 문헌개관에 대한 보다 상세한 논의는 同名題下의 左承喜(1992)를 참조.

美國 등에서 관찰되는 「꺾기」를 중심으로 경제학 문헌상에서도 꺾기의 존재의의에 대한 논의가 벌써부터 있어 왔는데, 이하에서는 이러한 논의들을 간략하게 개관하고 이들 논의가 최근 우리나라에서 관찰되는 꺾기 및 그 통화량효과에 대한 시사점에 대해서도 논의해 보기로 하겠다[2].

1. 꺾기의 非合理性 與否에 대한 初期 論議

초기에 등장하는 문헌들에서는 銀行이나 借入者의 입장에서 볼 때 「꺾기」가 금융관행으로서 합리적이냐의 여부에 대한 논의가 주를 이루고 있었다. 꺾기의 合理性與否는 꺾기관행에 참여하는 당사자들이 꺾기를 통해 파레토向上을 도모할 수 있느냐의 여부에 의해 판별할 수 있는데, 초기의 논의는 이러한 꺾기의 파레토向上與否에 대한 논쟁에서 출발하고 있다.

꺾기의 非合理性을 지적함으로써 이에 대한 논쟁을 불러일으킨 Hellweg(1961)은 꺾기는 정의상 대출의 일부를 다시 預金으로 예치토록 하는 것이기 때문에 꺾기가 없는 경우에 비하여 꺾인 예금에 대한 지급준비금만큼 銀行의 支給準備金保有義務가 늘어나게 되므로 꺾기를 행하는 銀行은 이러한 추가적인 支給準備金保有에 대한 機會費用(利子損失)만큼 손실을 입게 된다고 본다.

이에 대한 Hellweg의 예를 보면, 만일 1,000달러를 4%의 표면금리로 대출하고 이 貸出의 20%를 꺾는다면 實效貸出은 800달러, 實效金利는 5%가 될 것이며, 企業이 지불하는 이자와 은행의 이자수입은 공히 40달러가

될 것이다. 만일 여기서 支給準備率을 20%로 상정한다면 꺾인 예금 200달러에 대한 이 은행의 追加支給準備는 40달러가 되고 이 40달러에 대한 機會費用을 부담하게 된다. 그런데 만일 이 은행이 꺾기를 해제하고, 같은 기업에게 단자 800달러를 5%금리로 대출한다고 한다면, 企業의 負擔은 여전히 40달러이고 銀行의 利子收入도 여전히 40달러를 유지하게 될 것이지만, 銀行은 추가로 꺾인 예금 200달러의 감소에 따른 支給準備金의 감소분 40달러를 절약함으로써 꺾기의 경우보다 더 유리한 입장에 있게 된다. 즉 꺾기를 해제하고 꺾인 예금에 대한 支給準備金을 수익성 높은 대출로 운용함으로써 꺾기를 할 때보다 더 많은 수익을 실현할 수 있게 된다.

이러한 논의에 대해 Davis and Guttentag (1962)는 Hellweg의 기본적 시각은 수용하면서도 꺾기가 非合理的이라는 주장을 반박하고 있다. 즉, 이들은 꺾기하에서의 預金의 양이 기업이 원래 보유하고자 하는 예금량을 초과하는 경우에는 초과하는 만큼의 꺾인 예금은 결국 은행에 불리한 결과를 초래하기 때문에 Hellweg의 예와 마찬가지로 꺾기는 非合理的이라고 할 수 있는 반면, 꺾인 예금이 꺾기가 없는 경우에 보유하고자 하는 預金의 양과 같게 된다면 이러한 꺾기는 合理的이라고 본다.

이러한 입장에서 Davis and Guttentag (1963)은 꺾기의 존재의의는 貸出金利를 인하시켜 주는 대신 貸出의 일부를 예금으로 예치하도록 함으로써 꺾기가 없더라도 상대적으로 많은 預金殘額을 유지하고자 하는 優良顧客을 유치하고자 하는 데 있으며, 均衡下에서의 꺾인 예금의 양은 꺾기가 없을 경우의 자발적 예금과 같아지게 된다고 본다. 물론 여기서 균형하에서의 꺾인 예금잔액과 자발적 예금잔액이 같게 된다는 이들의 결론은 Hellweg의 결론을 반영하고 있다 할 것이다. 그런데 이들의 공헌 중의 하나는 꺾기가 金融産業內의 예금유치경쟁의 결과로 나타나는 자연스러운 관행으로서 많은 고객 중에서 優良顧客을 인지하여 유치할 수 있도록 도와주는 기능을 수행하는 데 그 經濟的 意義가 있음을 시사함으로써, 그 이후의 문헌에서 강조하는 不完全情報下에서의 꺾기의 自己選擇(self-selection)이나 適格審査(screening)機能 등에 대한 논의의 길을 일찌감치 열어 놓았다는 점이라 할 것이다.

이러한 논의들과 병행하여 初期論議 중에는 꺾기를 銀行이 獨占力을 이용하여 고객들로부터 超過利潤을 확보하기 위한 하나의 수단으로 파악하는 시각도 상당한 영향력을 가졌던 것으로 보인다. Hodgman(1961)은 「프라임레이트」관행은 기본적으로 預金金利規制下에서 貸出金利의 경쟁적 인하를 통한 예금유치경쟁을 지양하기 위한 銀行들의 담합결과이며, 담합된 「프라임레이트」와 預金金利規制下에서 상대적으로 덜 우량한 기업들에게 貸出實效金利를 인상시키기 위한 수단으로 이용된다고 보고 있으며, 결과적으로 꺾인 예금잔액은 꺾기가 없을 경우의 자발적 예금잔액보다 커지게 된다고 본다. 그러나 Hellweg의 예가 시사하는 바와 같이 적어도 貸出金利를 조정할 수 있는 여지가 전혀 부재하지만 않는다면, 銀行産業이 아무리 독점적 구조를 가지고 있다 하더라도, 자발적으로 꺾기를 추구할 유인은 없기 때문에 꺾기의 존재의의를 獨占利潤의 실현에서 찾는 것은 무리가 없지 않을 것으로 보인다.

한편 어떤 이유에서든 꺾기를 하는 대신에 貸出金利를 조정하기가 어려울 정도로 貸出金利가 경직적인 상황하에서는 꺾기가 實效金利를 인상하는 유효한 수단이 될 수도 있다 할 것이다. 예컨대 銀行이 여러가지 이유로 고객들 각각의 信用度에 따라 貸出金利를 일일이 차등적용하기가 어렵기 때문에 유사한 信用度를 갖는 그룹의 고객들에게 일괄적으로 일정한 表面貸出金利를 적용하려고 할 경우, 꺾기는 個別顧客들을 차별하여 實效金利를 차등적용하는 수단이 된다. 이러한 경우의 예로서는 貸出金利가 정부에 의해 규제되고 있거나 혹은 차입자의 입장에서 볼 때 높은 表面貸出金利負擔이 기업의 信用度 등 이미지에 나쁜 영향을 미친다고 보고 기업자신이 (꺾기를 통해 높은 實效金利를 부담하더라도) 낮은 表面金利를 선호하는 경우 등을 들 수 있을 것이다 (Davis and Guttentag(1962)).

한편 Mullins(1976)는 꺾기가 美國 등지에서 행해지고 있는 것과 같은 要求拂預金金利規制에 대한 반작용으로서 등장하게 되었으며, 이러한 관행은 銀行과 借入者를 합해서 볼 때 꺾기가 없을 경우보다 유리하다고 주장한다. 그에 의하면 예금자는 要求拂預金을 보유함으로써, 은행이 동 계정을 통해 공급하는 결제서비스를 향유하게 되는데, 預金金利規制는 要求拂預金 保有殘高를 감소시킴으로써 이렇게 공급받게 되는 서비스의 양을 規制不在時의 최적수준보다 낮추는 결과를 초래하게 된다. 이 경우 꺾기관행은 預金의 양을 꺾기가 없었을 경우에 비해 증가시킴으로써 결제서비스의 공급량을 증가시켜 預金金利規制에 의해 초래된 資源配分의 왜곡을 시정하는 역할을 하게 된다. 즉 꺾기는 要求拂預金殘高를 金利規制가 없었을 경우의 최적예금잔고 수준까지 회복시킴으로써, 꺾기에 의해 발생하는 추가적인 支給準備負擔에 따라 銀行이 입게 되는 손실을 보상하고도 남을 정도로, 차입자에게는 要求拂預金增加에 따른 결제서비스의 공급증대를 향유할 수 있도록 해주게 된다. 따라서 꺾기하의 차입자는 추가적인 預金을 공급함으로써 銀行이 공급하는 결제서비스를 그만큼 더 구입하는 셈이 된다. 그리고 이 과정을 통해 꺾인 예금을 보유하게 되는 차입자들은 실제 금전적으로 預金金利를 수취하지는 못하지만 비금전적으로 추가공급되는 要求拂預金의 결제서비스기능을 통해 실질적으로는 金利規制 이전의 均衡金利에 해당하는 대가를 보상받게 된다. 그리고 要求拂預金의 수준도 預金金利規制가 없는 상황하에서의 均衡水準과 동일하게 되는데, 이에 따라 결국 꺾기는 요구불예금금리규제를 회피하는 완벽한 수단으로서 기능하게 된다.

Mullins 分析에 있어서의 한가지 흥미있는 시사점으로는 꺾기하의 預金은 借入企業이 예금유치경쟁의 일환으로 銀行에 의해 공여하는 은행서비스를 향유하기 위해 공급하는 것으로, 預金金利規制 不在時 높은 예금잔고를 유지하였을 優良顧客들이 보다 더 적극적으로 꺾기에 응할 가능성이 높으며, 이런 점에서 Mullins의 분석도, Davis and Guttentag(1963)와 같이, 꺾기의 존재의의를 適格審査(screening)機能 등에서 찾는 새로운 접근방법의 맹아를 보여주었다 할 것이다.

2. 情報不完全性과 꺾기의 役割

최근의 꺾기에 대한 논의들은 점차 金融市

場內의 情報의 不完全性에서 꺾기의 존재의의를 찾으려는 경향을 보이고 있다. 이들 새로운 논의들은, 초기의 문헌들에서 지적된 바와 같이 꺾인 예금에 대한 추가적인 支給準備金 負擔을 초래함으로써 오히려 은행에 손실을 끼치게 될 수도 있는 꺾기가 여전히 광범위하게 관찰되고 있는 데는 은행들이 利潤追求 이외의 다른 목적을 추구하기 때문이라기보다는, 꺾기가 金融產業內의 내재적인 情報不完全性으로 인한 불이익을 극복할 수 있는 유효한 수단이 될 수 있기 때문인 것으로 인식하고 있다. 즉, 꺾기는 은행으로 하여금 情報의 不完全性을 극복하게 해 줌으로써 銀行의 利潤極大化에 기여하게 된다고 본다.

James(1981)는 외적인 규제가 없는 競爭金融市場下에서도 꺾기는 발생할 수 있는데, 이때의 꺾기의 역할은 信用危險이 높은 不良借入企業을 배제하고 우량기업들을 골라낼 수 있도록 하는 기능을 한다고 본다. 個別借入者들의 信用危險狀態에 대해 금융기관들이 차입자 자신들에 비해서 충분한 情報를 가지고 있지 않는 비대칭적 불완전정보하에서, 金融機關들은 貸出契約과 꺾기계약을 적절히 결합함으로써 信用狀態가 불량한 기업들보다도 우량한 기업들이 보다 더 적극적으로 동 결합계약을 택하도록 유도한다고 본다.

金融機關들이 貸出市場에서 일정한 한도내에서 자유롭게 대출받을 수 있도록 하는 信用先(line of credit)과 같은 貸出契約을 공급하는 대신, 이러한 계약에 대한 대가를 일정한 양의 보상적 성격의 預金으로서 꺾기를 요구한다고 가정해 보자. 그리고 차입자들의 預金서비스에 대한 수요는 예금을 유지하는 데 드는 機會費用, 즉 預金을 위한 資金調達費用의 감소함수라고 하고, 차입자들의 장래 資金調達費用은 장래에 있어서의 급박한 資金需要의 증대가능성에 따라 증가한다고 가정해 보자. 이 경우 앞으로 信用狀態가 악화되어 資金需要가 급증할 것으로 생각하는, 즉 앞으로 信用危險이 높아질 가능성이 높은 不良借入者들에 있어서의 將來 期待借入費用은 증가하게 될 것이기 때문에, 이들의 장래예금수요는 떨어지게 되고 現 時點에서 꺾기계약을 포함하는 貸出契約을 택할 가능성은 그만큼 낮아지게 될 것이다. 역으로, 자신들의 信用狀態가 나아져 資金事情이 호전되고 資金調達費用이 떨어질 것으로 기대하는 優良借入者들은 꺾기에 의해 預金負擔이 지워지는 대출선계약을 위의 불량차입자들에 비해 상대적으로 더 적극적으로 수용하게 될 것이다. 따라서 꺾기는 결국 차입자들이 자신들의 信用狀態를 내보임으로써 우량한 차입자인지 아닌지를 스스로 선택(self selection)하게 유도하는 기능을 하게 된다.

최근 Sealey and Heinkel(1985)은 James의 시각을 보다 발전시킴으로써 꺾기가 비대칭적 불완전정보하에서 우량한 차입자와 불량한 차입자를 식별하는 適格審査(screening)機能을 수행하는 것으로 파악하고 있다.

이들은 우선 銀行의 利潤은 차입자들의 장래 현금필요액의 확률분포에 의존하며, 個別借入者들은 이 분포에 대해 알지만, 은행은 비대칭적 정보가정하에서 이러한 확률분포에 대한 情報를 모른다고 가정한다. 그런데 일반적으로 個別借入者들은 장래 현금필요액의 확률분포에 대한 情報를 왜곡함으로써 자신들이 優良借入者임을 주장하려는 逆誘引(adverse incentive)하에 있게 마련이다. 따라서 銀行

은 이들 개별차입자들의 信用狀態, 즉 장래 현금필요액에 대한 보다 정확한 정보를 얻기 위해 꺾기를 이용하게 된다고 본다.

은행은 일반적으로 장래의 현금필요액 수준보다도 더 많은 預金을 유지함으로써 銀行의 수익에 기여하는 차입자에게는 낮은 貸出金利를 부과하고, 역으로 장래 現金必要額이 많을 것임에도 불구하고 낮은 預金殘高를 유지함으로써 현금유출을 초래하여 銀行에 불이익을 가져다 주는 차입자에게는 높은 貸出金利를 부과함으로써 이들 차입자들의 장래 現金需要類型에 따라 貸出 및 預金契約을 차별화할 수 있을 것이다. 이러한 경우 일반적으로 차입자가 예치하는 預金의 量과 貸出의 表面貸出金利는 서로 반비례관계를 가지게 되는데, 이러한 관계하에서의 차입자의 예금을 보상예금, 즉 꺾인 예금이라 할 수 있으며, 이 경우 꺾기가 존재한다고 본다.

그런데 이들의 분석에 의하면 銀行이 차입자들의 現金需要에 대한 情報를 충분히 가지고 있는 完全情報下에서는 꺾기가 있는 경우나 없는 경우나 最適預金의 양에는 변함이 없으며, 따라서 이 경우는 꺾기하의 預金量은 꺾기 부재시의 最適預金量과 같게 된다는 초기문헌들의 결과를 지지하게 된다. 그러나 銀行이 차입자들의 現金需要類型을 미리 알지 못하는 불완전정보하에서의 꺾기는 完全情報下의 最適預金水準보다 높은 수준의 預金量을 초래할 가능성이 없지 않다고 본다.

3. 旣存文獻의 示唆點

이상과 같이 꺾기의 의의에 대한 기존논의를 개관해 볼 때, 다음과 같은 몇가지 중요한 시사점을 얻을 수 있을 것으로 보인다.

우선 꺾기는 金利規制와 같은 金融市場의 資源配分機能에 대한 인위적인 왜곡이나, 金融市場에 내재하고 있는 情報의 비대칭성 등 情報의 不完全性에 따른 金融市場의 실패를 교정함으로써 金融資源配分의 效率性을 제고하는 데 기여할 수 있다는 점에서 그 경제적 의의를 찾을 수 있을 것으로 보인다.

이러한 시각에서 볼 때에는 초기의 문헌에서 제기된 꺾기의 非合理性(irrationality)에 대한 논쟁은 결국 이러한 꺾기의 긍정적인 측면이 간과되었기 때문인 것으로 판단되며, 꺾기에 따른 追加支給準備負擔은 金融制度 전체로 볼 때 단순한 厚生損失(deadweight loss)이 아니라, 金融市場의 資源配分機能提高라는 正의 효과를 수반함으로써 결과적으로는 厚生의 증진에 기여한다고 보아야 할 것이다.

다음으로 個別借入者들이 유지하게 되는 예금수준에 대한 논쟁과 관련해서는 다음과 같은 두가지 경우로 나누어 생각해 볼 수 있을 것이다. 첫째는 규제에 대한 반작용으로 꺾기가 등장했을 경우인데, 이 경우에는 꺾기가 規制不在時의 最適均衡(預金量)을 회복시키는 기능을 하게 되지만, 규제하의 均衡預金보다는 높은 수준의 예금을 초래하게 된다. 둘째는 꺾기가 金融市場의 情報不完全性과 관련하여 등장하는 경우인데, 완전정보가정하에서는 꺾기에 관계없이 均衡預金量에는 변함이 없게 된다. 그러나 情報의 不完全性이 높아질수록 일부 차입자의 예금이 꺾기하에서 더 상승할 가능성이 높아지게 된다.

그러면 本稿의 주요관심사항인 貸出金利規制下의 꺾기관행과 이에 따른 꺾기의 巨視通貨量效果와 관련해서는 어떤 시사를 얻을 수

있는가?

우선은 외국의 문헌들이 대체로 預金金利規制를 제외하고는 金融規制가 별로 없는 美國의 상황을 분석하고 있기 때문에 우리나라에서 광범위하게 시행되고 있는 貸出金利規制와 꺾기간의 관계와 같은 문제에 대한 분석들은 거의 찾아볼 수가 없다. 물론 우리나라 은행들의 금융관행 중에는 積金貸出과 같이 預金과 貸出이 밀접하게 연계된 金融商品들이 많이 관찰되고 있어 金利規制와 무관한, 다시 말해 金融市場의 情報不完全性을 극복하기 위한 꺾기관행이 상당한 정도로 보편화되고 있음을 알 수 있다. 그러나 최근 우리나라에서 관심이 고조되고 있는 꺾기관행은 金融市場內에 이미 구조화된 이러한 預金 및 貸出慣行이 아니라 후술하는 바와 같이 각종 암묵적 방법에 의해 貸出金利規制를 회피하는 수단의 하나로 이용되고 있는 것으로 지금까지 개관한 논의들의 시사점을 여기에 그대로 응용할 수는 없다 할 것이다.

다음으로 지금까지의 문헌들은 대부분 꺾기의 微視金融的 성격을 규명하는 데 치우쳐, 우리의 관심사항인 꺾기에 따른 巨視金融的 效果分析은 소홀하게 취급하고 있다. 꺾기가 微視的 측면에서 볼 때 個別借入者들, 특히 그 중에서도 일부그룹(대체로 우량차입자그룹)들의 預金殘高를 꺾기가 없는 경우에 비해 증가시킬 가능성이 많다 하더라도, 이들 고객들을 전부 합해서 보거나 나아가서는 銀行制度 전체로 볼 때, 總預金도 같이 증가할 것인지는 전혀 명확하지가 않다 하겠다. 꺾기의 巨視金融效果와 관련해서 아주 초기의 문헌인 Hellweg(1961)에서 한가지 흥미있는 구절이 발견되는데, 그는 個別銀行의 預金量은 꺾기에 의해 영향을 받을지 모르지만, "總貸出과 總預金은 은행이 보유하는 지급준비금스톡의 함수이기 때문에 꺾기에 의해 영향을 받지 않는다"고 주장하고 있다(Hellweg(1961, p. 84)). 이 점에 대해서는 第IV章에서 상술하기로 하겠다.

III. 貸出金利規制下의 꺾기율의 決定要因

1. 貸出金利規制下의 꺾기의 意義와 類型

第II章의 논의에서 지적한 바와 같이 銀行이나 借入者 입장에서 表面貸出金利를 자주 변경하거나 차입자간에 차별적용하는 것이 여러가지 金融市場與件으로 인해 바람직하지 않거나 여의치 않을 경우 꺾기는 實效金利를 변경하거나 차등적용하기 위한 수단으로 이용될 수 있다. 이러한 논의를 좀더 확대하면 꺾기는 貸出金利規制下에서 實效金利를 인상시키기 위한 대단히 효과적인 수단이 될 수 있을 것이다.

그런데 貸出金利規制가 꺾기를 야기한다는 명제가 보다 더 설득력을 가지기 위해서는 주어진 表面金利下에서 꺾기를 통해 貸出金利規制를 회피하는 것과 꺾기 대신에 바로 차입자와의 묵계에 의해 貸出金利 자체를 암묵적으로 올려받는 경우와 어느 쪽이 더 높은 回避費用(evasion costs)을 초래할 것이냐 하는 문제에 대한 해답이 먼저 주어지지 않으면 안될 것이다. 즉 두 경우에 있어 回避費用이 다 같다면 銀行의 입장에서 볼 때에는 꺾기는 항상 추가적인 支給準備金 부담을 초래하기 때

문에 꺾기 대신에 암묵적으로 貸出金利를 올려받는 것이 항상 더 유리하게 되어 꺾기관행은 나타나지 않을 것이기 때문이다[3]. 그런데 筆者의 판단으로는 制度化된 預金商品을 통해 꺾는 것이 단순히 묵계에 의한 貸出金利引上보다는 政府監督機關의 꺾기규제감시를 회피하기가 더 용이할 것으로 판단되며, 나아가서는 차입자로 하여금 銀行과의 약속을 준수하도록 유도하기도 더 용이할 것으로 판단된다. 따라서 이러한 요인들 때문에 貸出金利規制의 回避方法으로서는 꺾기가 금전적으로 더 불리한 면도 있지만 많은 은행들에 의해 이용되고 있는 것으로 보인다.

그런데 金融市場의 不完全性을 극복하기 위해 행사되는 꺾기관행은 기본적으로 金融市場의 실패를 교정하여 준다는 점에서 논란의 대상이 될 수가 없겠지만, 우리나라에서 논란이 되고 있는 꺾기의 대부분은 위와 같이 貸出金利規制回避的인 금융관행으로서, 政府의 金利規制政策에 반하고 있다는 측면에서 不健全金融慣行이라고 비난의 대상이 되고 있다 하겠다. 그러나 이 경우에 있어서도 꺾기는 金利規制에 따른 金融市場의 資源配分機能의 약화를 막아주는 기능을 한다는 점에서 긍정적인 측면이 없지 않기 때문에 단지 規制回避的이기 때문에 불건전하다고만 볼 수는 없다 할 것이다.

한편 문헌개관을 통해 지적한 바와 같이 우리나라에서도 꺾기가 預金金利規制下에서 예금유치경쟁의 일환으로 이용되는 측면도 없지 않을 뿐만 아니라, 나아가 預金金利와 貸出金利가 모두 규제되고 있고 그 외에도 여러가지 다양한 金融規制가 행해지고 있기 때문에 이를 배경으로 하여 관찰되는 꺾기의 經濟的 意義도 그만큼 복합적인 성격을 띨 수밖에 없다 할 것이다.

최근 우리나라에서 성행하는 것으로 알려지고 있는 金融機關들의 꺾기유형들을 보면, 대출한 자금을 꺾을 수 있는 受信手段의 종류에 따라, 그리고 꺾은 자금의 이용방법에 따라 다양한 형태를 취하는 것으로 알려지고 있다.

銀行의 경우는 대출을 주로 定期預積金, 보통예금, CD, 信託預金 등의 受信手段으로 꺾고 있는 것으로 알려지고 있고, 短資社는 기업어음할인시 자기발행어음을 매입토록 함으로써, 保險會社는 대출시 보험가입을 요구함으로써 꺾기를 실행하고 있는 것으로 알려지고 있다. 한편 證券市場에서도 꺾기가 인수기관들이 회사채발행금리규제를 회피하는 수단으로 이용되고 있는데, 회사채인수시 銀行이나 投信社 등은 인수금액의 일부를 각각 銀行은 CD나 信託受信, 投信社는 開發信託으로 꺾고, 證券會社 등은 인수한 회사채의 일정량을 短資社나 保險會社를 통해 발행회사에게 되파는 소위 「리턴」(return : 되팔기) 방법으로 꺾기를 행하고 있는 것으로 알려지고 있다.

한편 銀行의 경우에는 受信商品 이외의 다양한 금융서비스를 이용한 꺾기도 행해지는 것으로 알려지고 있는데, 借入者로 하여금 貸出에 대한 보상으로, 예컨대 시세보다 싼 가격으로 외환을 은행에 매각하도록 하는 등 外換去來時 불리한 조건을 감수하도록 함으로써

3) 이 경우 꺾기의 情報不完全性 克服機能도 고려되어야 한다고 주장할 수도 있겠지만, 여기서 規制克服手段으로서의 꺾기는 이러한 情報補完機能을 다 감안한 후의 순수한 규제회피기능만을 수행하는 것으로 가정하고 있음.

해당은행점포의 수익률을 제고시키려는 꺾기의 변형도 있는 것으로 알려지고 있다.

이하에서는 이러한 다양한 형태의 꺾기관행을 간략하게 모형화함으로써 다음 章의 實證分析에서 이용할 수 있도록 꺾기율의 결정요인을 분석해 보고자 한다.

2. 꺾기율의 決定要因 : 꺾기의 模型

일반적으로 金利規制下의 은행꺾기의 목적이 대출과 예금에 대한 일정 계약을 통해 實效金利를 實勢金利에 근접하도록 인상시키는데 있다고 볼 때 金利, 貸出, 그리고 꺾인 預金간에는 어떤 일정한 등식관계가 성립하게 되는데, 이 관계는 規制貸出金利가 꺾인 예금금리보다 높으냐 낮으냐에 따라 상이하게 나타날 것으로 보인다. 우선 規制貸出金利가 꺾인 예금금리보다 높을 경우에는 예금꺾기만을 가지고도 별 어려움없이 實效貸出에 대한 實效金利를 市場金利나 目標金利 수준까지 추구해 나갈 수 있지만, 역으로 貸出金利가 꺾인 예금금리보다 낮을 경우에는 꺾인 預金資源을 보다 높은 市場金利로 운용할 수 있는 方法을 강구하지 않고는 꺾기를 실행할 수가 없게 된다. 따라서 이하에서는 이 두 경우를 분리하여 논의하고자 한다.

가. 預金꺾기만을 통한 金利實勢化 꺾기 ('貸出金利>預金金利'인 경우)

꺾인 금리가 貸出金利보다 낮은 경우의 예금꺾기는 가장 용이하게 추구할 수 있는 꺾기의 형태라고 하겠는데, 이 경우 은행은 차입자가 이용가능한 實效貸出에 대한 實效金利를 目標 혹은 實勢金利와 같게 하고자 할 것이다. 銀行의 꺾기행태식은 다음의 式 (1)로 표현할 수 있다.

$$[(L\cdot\bar{r}_L-\bar{D}\cdot\bar{r}_D-\bar{D}\cdot r\cdot\bar{r}_L)/(L-\bar{D})]=r_M \quad \cdots\cdots(1)$$

L : 총대출액

$\bar{D}$: 꺾인 예금액

$\bar{r}_L$: 대출공금리(규제금리)

$\bar{r}_D$: 꺾인 예금에 대한 예금금리 (규제금리)

r_M : 시장실세금리 혹은 목표금리

r : 적정예금지급준비율

式 (1)은 總貸出額에 公金利를 적용해서 얻어지는 이자수입($L\cdot\bar{r}_L$)에서 꺾인 예금에 대해 지불하는 이자지급액($\bar{D}\cdot\bar{r}_D$)과 꺾인 예금에 대한 支給準備金의 機會費用($\bar{D}\cdot r\cdot\bar{r}_L$)을 차감한 純利子收入(實效利子)의, 차입자에 의해 자유로이 인출하여 사용할 수 있는 貸出(實效貸出)에 대한 比率(實效金利)을 가능한한 市場實勢金利나 혹은 일정 目標金利와 같게 하고자 하는 은행의 행태를 설명하고 있는데, 同式은 은행의 利潤極大化過程에서 선택변수인 L과 $\bar{D}$간에 성립되어야 할 일종의 제약식으로 해석할 수도 있을 것이다[4]. 한편 이

4) 은행을 預金을 투입물로 하고 貸出을 생산하는 金融企業이라고 한다면 은행의 일반적 利潤極大化式은 다음과 같이 표현될 수 있다.

$$\underset{L,D}{\text{Max}}\ \Pi(L,\ \bar{D}\cdots;\ D,\ \bar{r}_L,\ \bar{r}_D,\ r_M,\ r\cdots),$$

st. 式 (1)과 대차대조표제약식

$$(L+r(\bar{D}+D)\leq\bar{D}+D).$$

여기서 $\Pi(\cdot)$는 이윤함수이며, D는 꺾이지 않은 예금을 나타내는데, 금리변수들과 지급준비율들과 함께 파라미터로 취급하고 있다. 그리고 式 (1)은 선택변수인 L과 $\bar{D}$간의 관계를 제약하게 된다.

경우에는 支給準備金의 機會費用을 貸出金利($\bar{r}_L$)로 가정함으로써 銀行이 여유자금을 대출로만 운용한다고 가정하고 있다. 同式은 주어진 預金 및 貸出金利規制下에서 꺾기를 통해 實效金利를 市場實勢金利까지 실현하려 할 경우 필요한 꺾을 예금의 양을 결정해 주게 된다.

式 (1)의 좌변의 분모 분자를 L로 나누고 정리하면 다음의 式 (2)를 얻을 수 있다[5].

$$k=\frac{\bar{D}}{L}=\frac{r_M-\bar{r}_L}{(r_M-\bar{r}_D)-r\cdot\bar{r}_L} \quad \cdots\cdots\cdots(2)$$

$k=\bar{D}/L$: 꺾기율

式 (2)의 분모 중, $r\cdot\bar{r}_L$가 차감되는 것은, 꺾인 예금에 대한 支給準備負擔에 따른 수익감소를 보상하기 위해서는 꺾기율이 그만큼 커져야만 됨을 의미하고 있다.

여기서 꺾기율 k가 $0<k<1$이 되기 위해서는 다음과 같은 조건이 충족되어야 한다.

$$r_M>\bar{r}_L>\bar{r}_D+r\cdot\bar{r}_L \text{ 혹은}$$

$$r_M>\bar{r}_L>\{\bar{r}_D/(1-r)\}\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots(3)$$

式 (2)는 꺾기율 k를 각종 금리 및 지급준비율의 함수로 나타내고 있는데, 規制公金利水準이 낮아질수록, 꺾인 預金金利, 市場金利, 그리고 適正支給準備率이 높을수록 꺾기율은 높아지게 된다[6].

나. 꺾인 預金의 實勢運用을 통한 金利實勢化 꺾기('貸出金利<預金金利'인 경우)

앞의 경우에 있어서는 꺾기가 의의를 가지기 위해서 $\bar{r}_L>\{r_D/(1-r)\}$가 성립되어야 하나, 현실적으로 꺾인 예금금리가 規制公金利보다 높은 경우도 적지 않은 것으로 알려지고 있다. 예컨대 우리나라의 경우 金利가 12% 수준인 貸出을 발행금리가 14% 수준인 CD로 꺾는 예가 관찰되고 있는데, 이 경우 앞의 式 (2)에 의하면 $k>1$가 되어 實效貸出에 대해 金利實勢化를 추구하고자 한다면 100% 이상의 꺾기가 필요하게 된다는 비현실적인 결과를 얻게 된다. 그러나 CD가 一時貸와 같은 고리대출에 대한 꺾기수단으로 이용되는 경우는 물론 앞의 式 (1)과 (2)의 모형에 의해 설명될 수 있을 것이다.

그러면 이와 같이 貸出金利($\bar{r}_L$)가 꺾인 預金金利($\bar{r}_D$)보다 낮을 경우 은행은 어떻게 貸出金利의 實勢化를 추구할 수 있는가? 은행은 꺾은 예금을 보다 높은 金利, 예컨대 市場實勢金利로 운용함으로써 實效金利의 實勢化를 도모할 수 있다. 이 경우 은행은 제1단계의 貸出去來에서는 낮은 公金利에 의한 대출뿐만 아니라 꺾인 예금에 대해 貸出公金利보다도 높은 금리를 지급함으로써 금리상의 손

---

5) 式 (1)에서는 貸出과 예금꺾기가 1회로 끝나는 것으로 가정하고 있으나 꺾인 예금이 다시 대출되고 창출된 대출이 또 다시 꺾이는 무한대의 信用創出過程을 상정해 볼 수도 있는데, 이 경우에 있어서도 결국은 式 (2)와 동일한 결과를 얻게 된다. 꺾기율을 k라고 하고 後述하는 바와 같이 預金支給準備率을 r이라고 하면, 꺾기를 계속적으로 추구해 나간다고 할 때, 總貸出 L^*는 $L^*=L+kL(1-r)+k^2L(1-r)^2+\cdots=L[1/(1-k(1-r))]$, 꺾인 총예금 $\bar{D}^*$는 $\bar{D}^*=kL+k^2L(1-r)+k^3L(1-r)^2+\cdots=L[k/(1-k(1-r))]$로 주어지며 이 L^*와 $\bar{D}^*$값을 각각 式 (1)의 L과 $\bar{D}$ 대신에 대입하여, k에 대해 풀면 式 (2)를 다시 얻게 된다. 따라서 式 (1)은 이러한 信用創造過程을 거쳐 도달하게 되는 最終均衡關係式으로 해석할 수 있을 것임.

6) $\partial k/\partial\bar{r}_L=[(\bar{r}_D-(1-r)r_M)/\{(r_M-\bar{r}_D)-r\cdot\bar{r}_L\}^2]<0$,
$\partial k/\partial\bar{r}_D=[(r_M-\bar{r}_L)/\{(r_M-\bar{r}_D)-r\cdot\bar{r}_L\}^2]>0$,
$\partial k/\partial r_M=[((1-r)\bar{r}_L-\bar{r}_D)/\{(r_M-\bar{r}_D)-r\cdot\bar{r}_L\}^2]>0$, 그리고
$\partial k/\partial r=[\bar{r}_L(r_M-\bar{r}_L)/\{(r_M-\bar{r}_D)-r\cdot\bar{r}_L\}^2]>0$.

실을 보게 되지만, 꺾은 예금을 재운용하는 제2단계에서 지극히 높은 이자를 부과할 수 있다면 이 두 거래를 종합해서 볼 때에는 實效貸出에 대해서 높은 目標金利를 실현할 수 있게 된다.

이 경우 銀行의 꺾기행태는 다음의 式 (4)로 표현할 수 있다.

$$\frac{L\cdot\bar{r}_L-\bar{D}\cdot r_D-\bar{D}\cdot r\cdot\bar{r}_L+\bar{D}(1-r)\cdot r_M}{L+\bar{D}(1-r)-\bar{D}}$$

$$=r_T \quad \cdots\cdots(4)$$

r_D : 실세수신금리

r_M : 시장금리

r_T : 목표금리

r : 적정예금지급준비율

式 (4)는 總貸出에 대한 公金利收入에서 꺾인 예금이자와 支給準備負擔에 따른 機會費用을 공제하고 同 꺾인 예금 중에서 支給準備金을 제외한 금액을 市場金利로 재운용한 이자수입을 합한 總利子收入의 總實效貸出에 대한 實效金利는 적어도 은행이 목표로 하는 目標金利 r_T와 같아야 함을 의미한다. 분모의 總實效貸出은 최초의 貸出(L)과 꺾인 예금에서 다시 운용된 資金[$\bar{D}(1-r)$]의 합인 總資金運用額에서 꺾인 예금($\bar{D}$)을 뺀 값으로 정의된다.

式 (4) 또한 式 (1)의 경우와 마찬가지로 銀行의 利潤極大化過程에서 충족되어야 하는 L과 $\bar{D}$간의 관계를 규정하는 일종의 制約式으로 볼 수 있을 것이다. 그러나 이 경우에는 式 (1)의 경우와는 달리 꺾기 예금자원을 證券投資 등 상대적으로 고수익의 市場金利商品으로 재운용한다고 가정함으로써 단순히 재대출하는 경우와는 달리 이 자금은 일단 재운용되면 貸出 및 預金創出過程에서 누출되는 것으로 상정하고 있다.

한편 이 경우 總實效貸出은 결국 總貸出에서 꺾인 예금에 대한 支給準備金을 제외한 액수로 표현되는데, 이를 통해서도 支給準備金負擔이 꺾기하에서의 資金流出로 나타남을 알 수 있다. 그리고 꺾인 예금($\bar{D}$)의 재운용방법에 대해서는 여러가지 가정이 가능하겠지만 여기서는 편의상 전액 모두 市場金利로 재운용된다고 가정하고 있다.

그리고 여기서도 앞에서와 같이 支給準備負擔의 機會費用을 公金利($\bar{r}_L$)로 가정하고 있는데, 이 경우는 機會費用을 市場金利(r_M)로 볼 수도 있을 것이다. 왜냐하면 銀行이 제2차 資金運用에서 市場金利를 시현한다고 보기 때문에 支給準備로 묶인 資金의 機會費用도 市場金利로 보아야 할 것이기 때문이다. 이 점을 감안하여 다음의 꺾기율식에서는 機會費用을 市場金利로 가정한 경우도 보여주기로 하겠다.

式 (4)를 꺾기율식으로 변형하면 다음과 같다.

$$k=\frac{r_T-\bar{r}_L}{(r_M-r_D)-r(r_M-r_T)-r\cdot\bar{r}_L} \quad \cdots(5)$$

그리고 支給準備金에 대한 機會費用을 市場金利(r_M)로 가정할 경우에는 k는 다음과 같이 표현된다.

$$k=\frac{r_T-\bar{r}_L}{(r_M-r_D)-r(r_M-r_T)-r\cdot r_M} \quad \cdots(5')$$

式 (5)에서 꺾기율 k가 $0<k<1$이 되기 위해서는 다음의 조건이 충족되어야 한다.

$r_T>\bar{r}_L$, 그리고

$$(1-r)r_M-r_D>(1-r)(r_T-\bar{r}_L)>0 \cdots(6)$$

여기서 둘째조건은 분모가 0보다 크고, 또한 분자보다 크다는 조건을 결합한 조건식이다[7].

式 (5)와 (6)에 의하면 꺾기율은 規制公金利水準이 낮아질수록, 꺾인 預金金利가 높아질수록 높아지며, 式 (2)에서와는 달리 市場金利가 높아질수록 낮아지는 반면, 目標金利가 높아질수록 높아지게 되며, 適正預金支給準備率이 높을수록 꺾기율은 높아지게 된다[8]. 그리고 무엇보다도, 여기서와 같이 預金金利 (r_D)가 貸出金利($\bar{r}_L$)를 상회하는 경우 꺾기가 의미를 갖기 위해서는 目標金利(r_T)가 꺾인 예금 중 재운용가능자금을 운용할 수 있는 市場實勢金利(r_M)보다 낮아야 한다는 조건이 충족되어야 한다는 점에 유의하여야 할 것이다[9]. 다시 말해 꺾인 예금을 目標金利보다도 높은 금리로 운용할 수 없다면 貸出公金利보다 높은 이자로 예금을 꺾을 유인은 없다 할 것이다.

式 (5)에다 앞의 CD꺾기예를 원용한다면, 예컨대 100원을 12%로 대출하고 그 중 일부를 14%의 CD로 꺾은 다음 꺾은 예금 중 10%의 支給準備를 제외한 나머지 자금을 市場金利 20%로 운용함으로써 전체 대출에 대해서는 公金利보다 높은 15% 수준의 實效金利를 시현하고자 한다면 100원 중 약 70원 정도를 꺾어야 한다. 즉 이 경우 70% 정도의 꺾기율을 유지하여야 한다.

IV. 「꺾기」와 通貨供給均衡과의 關係

꺾기와 通貨量과의 관계를 논의하기 위해서는 통상의 통화승수를 꺾기율의 함수로 표현하는 것이 바람직한데, 이를 위해서는 새로운 개념에 대한 약간의 추가적인 고려가 필요하다.

앞에서 정의한 꺾기율 k는 總貸出(L) 중에서 다시 銀行으로 회귀되는 預金(D)의 양을 은행이 강제로 규제한 결과 나타나는 貸出의 預金回歸率이라고 볼 수 있는 데 반해, 은행에 의한 강요가 없더라도 民間部門이 자유의사에 의해 貸出에 의해 조성된 자금의 일정부분을 다시 銀行圈에 예금으로 예치하고자 하는 비율을 꺾기율과 대비되는 개념으로 適正(desired) 預金回歸率이라 부를 수 있을 것이다. 이하에서는 이러한 適正預金回歸率을 h로 표기하기로 하겠다.

한편 適正預金回歸率은 은행의 現金流出率 槪念을 이용해서도 설명할 수 있는데, 民間部

---

7) 式 (5′)의 경우 $0<k<1$이기 위한 조건은 다음과 같다.
$r_T > \bar{r}_L$, $(1-r)(r_M - r_T) > r_T + r_D + r \cdot r_M > r_D - \bar{r}_L + r \cdot r_M > 0$

8) $\frac{\partial k}{\partial \bar{r}_L} < 0$, $\frac{\partial k}{\partial r_D} > 0$, $\frac{\partial k}{\partial r_M} < 0$, $\frac{\partial k}{\partial r} > 0$, 그리고 $\frac{\partial k}{\partial r_T} > 0$ 이 경우 특히 $\frac{\partial k}{\partial r_T} > 0$는 다소 복잡하기는 하지만, 式 (6)의 조건들을 이용해 증명할 수 있음.
$\frac{\partial k}{\partial r_T} = \frac{(1-r)\ r_M - r_D}{[(r_M - r_D) - r(r_M - r_T) - r \cdot \bar{r}_L]^2}$에서 분자 $(1-r)\ r_M - r_D$는 式 (6)의 두번째 조건에 의하여 $(1-r)r_M - r_D > (1-r)(r_1 - \bar{r}_L) > 0$이 되므로 $\frac{\partial k}{\partial r_T} > 0$.
한편 式 (5′)의 경우도 $\frac{\partial k}{\partial \bar{r}_L} < 0$, $\frac{\partial k}{\partial r_D} > 0$, $\frac{\partial k}{\partial r_M} < 0$ ($r < 0.5$ 조건필요), $\frac{\partial k}{\partial r} > 0$, $\frac{\partial k}{\partial r_T} > 0$임을 쉽게 보일 수 있음.

9) 式 (6)의 두번째 조건을 변형하면, $(1-r)(r_M - r_T) > (r_D - \bar{r}_L) + r \cdot \bar{r}_L$이 됨을 알 수 있다. 그런데 여기에서 가정에 의하여 $r_D > \bar{r}_L$이기 때문에 $r_M > r_T$가 된다.

門은 대출받은 금액 중에서 일정비율을 은행에 예치하지 않고 현금으로 보유함으로써 일상거래에 필요한 現金需要를 충족하고자 할 것이기 때문에 이 비율을 適正(銀行外)現金流出率이라 하면 이 두 개념간에는 '適正預金回歸率=1-適正現金流出率'의 관계를 가지게 된다.

이하에서는 우선 適正預金回歸率 h와 均衡通貨供給量과의 관계를 밝히고 이어서 꺾기율 k가 均衡通貨量에 영향을 미칠 수 있는 가능성을 검토해 보고자 한다.

1. 適正預金回歸率과 通貨供給均衡

여기서는 適正預金回歸率 개념을 이용하여 通貨創出 및 決定過程을 도식화해 보기로 하겠다. 우선 中央銀行이 民間部門에 공급하는 本源通貨 RB는 大衆에 의한 現金保有 C와 預金銀行에의 預金支給準備金 R로 나누어지게 되고, 여기서 R은 승수배의 預金通貨(D)를 창출하게 되는데, 이 과정을 직관적인 방법을 통해 설명해 보기로 하겠다.

논의의 편의상 RB가 일단 銀行의 예금으로 입금된다고 가정하자[10]. 우선 은행은 RB만큼의 예금을 받은 뒤, 필요한 만큼의 預金支給準備金(R)을 제외한 만큼을 대출하게 될 것이다. 이 경우 支給準備率(R/D)을 r이라고 하면, 支給準備金은 $R=rRB$, 貸出은 $(1-r)RB$가 될 것이다. $(1-r)RB$만큼을 대출받은 民間大衆은 $h(1-r)RB$만큼을 은행에 예금하고 $(1-h)(1-r)RB$만큼을 현금으로 보유하게 될 것이다. 이상과 같이 최초의 예금 RB가 支給準備, 貸出 및 現金保有額으로 분할되는 과정을 第1段階過程이라 하면, 第2段階過程은 貸出金 중 예금으로 회귀된 $h(1-r)RB$만큼의 예금을 기초로 다시 支給準備, 貸出 및 現金保有額이 결정되는 과정으로 볼 수 있을 것이다. 이러한 第2過程에서는 $rh(1-r)RB$만큼의 支給準備金이 은행에 잔류되고 나머지 $h(1-r)^2RB$는 다시 대출되며, 이 중 $h(1-h)(1-r)^2RB$는 현금으로 民間大衆에 의해 보유되고 나머지 $h^2(1-r)^2RB$는 다시 예금으로 회귀되어 제3단계 신용확장과정을 촉발시키게 된다. 이 과정은 〈表1〉에 정리하였는데 최종균형에서의 預金, 貸出金 및 現金保有額은 다음과 같이 결정된다[11].

$$D=1/[1-h(1-r)]\cdot RB \quad \cdots\cdots(7)$$

$$R=r/[1-h(1-r)]\cdot RB \quad \cdots\cdots(8)$$

$$L=(1-r)/[1-h(1-r)]\cdot RB \quad \cdots\cdots(9)$$

$$C=(1-h)(1-r)/[1-h(1-r)]\cdot RB \quad \cdots\cdots(10)$$

D : 총예금

10) 이러한 가정은 논의의 편의를 위한 것일 뿐, RB가 최초에 어떻게 배분되고, 최초에 얼마만큼이 예금으로 은행에 예치되는 것으로 가정하든, 최종균형에서의 예금 및 현금보유액 등은 後述하는 바와 같이 適正預金回歸率 h와 預金支給準備率($R/D=r$) 등의 파라미터에 의해서만 결정되게 된다. RB가 최초에 모든 民間大衆들에게 균등하게 배분되었다고 볼 수도 있고, 혹은 中央銀行이 전액을 預金銀行에 대출했다고 상정할 수도 있을 것이며, 이 두가지의 混合形態를 취했다고 상정할 수도 있을 것이다. 그러나 어떤 경우에 있어서든 분석결과에는 전혀 영향을 미치지 않는다는 점에 유의하여야 할 것임.

11) 이상의 信用擴張過程에 대한 유사한 논의들에 대해서는 예컨대 趙淳(1985)과 같은 金融經濟原論 교과서에서 설명하고 있는 通貨供給決定理論을 참조하기 바람.

〈表 1〉 適正預金回歸率[1]에 의한 均衡通貨供給 決定過程表

	預 金(D)	支拂準備(R)	貸 出(L)	民間現金保有額(C)
제1과정 (銀行 I)[2]	RB	rRB	$(1-r)RB$	$(1-h)(1-r)RB$
제2과정 (銀行 II)[2]	$h(1-r)RB$	$rh(1-r)RB$	$h(1-r)^2RB$	$(1-h)(1-r)RB$
제3과정 (銀行 III)[2]	$h^2(1-r)^2RB$	$rh^2(1-r)RB$	$h^2(1-r)^3RB$	$h(1-h)(1-r)^2RB$
・	・	・	・	・
・	・	・	・	・
・	・	・	・	・
제∞과정	$h^\infty\cdot(1-r)^\infty RB$	$rh^\infty\cdot(1-r)^\infty RB$	$h^\infty\cdot(1-r)^\infty RB$	$h^\infty\cdot(1-h)(1-r)^\infty RB$
合 計	$\frac{1}{1-h(1-r)}RB$	$\frac{r}{1-h(1-r)}RB$	$\frac{1-r}{1-h(1-r)}RB$	$\frac{(1-h)(1-r)}{1-h(1-r)}RB$

註 : 1) $h=1-C/L=(D-RB)/L$로 정의됨.

2) 매 과정에서 대출된 자금은 다른 은행에 대한 預金形態로 다시 은행권으로 회귀되는 것으로 상정. 일반적으로 은행의 貸出은 통상 타은행의 예금으로 회귀되는 경향이 많은 것으로 알려지고 있으나, 이에 대한 가정을 어떻게 하든 논의의 본질에는 영향을 미치지 않음.

L : 총대출

R : 지불준비금

C : 민간보유현금

RB : 본원통화

h : 적정예금회귀율, $0<h<1$

r : 지불준비율, $0<r<1$

여기서 適正預金回歸率 h는 '$1-C/L=[L-C]/L$'로 정의할 수도 있으며, 혹은 바로 總貸出 중 예금으로 회귀된 부분의 비율로 정의할 수도 있다. 後者의 경우는, 〈表 1〉 혹은 式 (7)에 의하면 均衡預金은 $D=[1/\{1-h(1-r)\}]\cdot RB$로 표현되고 있으나 제1단계과정에서 예입된 RB는 貸出에 의해서 창출된 것이 아니기 때문에 이 중 순수하게 貸出에 의해서만 창출된 부분은 '$D-RB$'로 표현할 수 있고, 따라서 $h=[D-RB]/L$로 정의할 수 있다.

$$h=1-C/L=(D-RB)/L \quad \cdots\cdots(11)$$

그러나 어느 방법으로 정의하든 논의결과에는 영향이 없다 하겠으며, 다음 章의 실증검증에서는 h를 이들 두가지 방법을 다 이용하여 추정해 보았다.

이상의 균형치들을 이용하면 通貨量과 適正預金回歸率 및 支給準備率間의 관계를 유도할 수 있다. 정의에 의해 通貨量은 다음의 式 (12)로 표현된다.

$$M=D+C \quad \cdots\cdots(12)$$

式 (7)과 (10)을 式 (12)에 대입하면

$$M=\frac{1+(1-h)(1-r)}{1-h(1-r)}RB \quad \cdots\cdots(13)$$

를 얻게 되는데, 同式은 주어진 RB하에서 均衡通貨量 M은 適正預金回歸率 h와 支給準備率 r에 의해 결정됨을 시사하는 것으로, $[1+(1-h)(1-r)]/[1-h(1-r)]$은 現金保有比率과 支給準備率에 의해 결정되는 통상의

통화승수의 또 다른 표현이다.

통상의 통화승수개념에 익숙한 독자들에게 式 (13)에 대한 이해를 높이기 위하여 여기서 제시한 통화승수개념과 통상의 통화승수개념과의 연관성을 밝혀보고자 한다. 주지하는 바와 같이 통상의 통화승수개념은 다음과 같이 정의된다.

$$M=\frac{1}{r+c(1-r)}RB \quad \cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots(14)$$

여기서 M, r, RB는 앞에서와 같고, $1/[r+c(1-r)]$는 통화승수, c는 現金通貨比率로 정의된다. 式 (14)로 표현되는 通貨量決定式은 가장 전형적인 通貨供給決定理論으로서 대부분의 초보적 금융교과서에서 쉽게 조우하게 된다[12].

여기서 現金通貨比率 c는 式 (10)과 式 (13)을 이용하면 다음과 같이 h와 r의 함수로 표현될 수 있다[13].

$$c=C/M=\frac{(1-h)(1-r)/[1-h(1-r)]}{[1+(1-h)(1-r)]/[1-h(1-r)]}$$

$$=\frac{(1-h)(1-r)}{1+(1-h)(1-r)} \quad \cdots\cdots\cdots\cdots(15)$$

그리고 式 (15)를 式 (14)에 대입하면 쉽게 式 (13)을 얻을 수 있다. 따라서 式 (13)과 式 (14)는 前者는 適正預金回歸率 h로, 後者는 현금통화비율 c로 표현되었을 뿐 동일한 均衡通貨供給決定式임을 알 수 있을 것이다. 그러나 우리의 목적은 預金回歸率의 均衡通貨量에 미치는 효과를 추적하는 데 있기 때문에 이하에서는 式 (13)을 이용하기로 하겠다.

式 (13)에 의하면 주어진 RB하에서 適正預金回歸率이 변동할 경우 通貨供給量에 미치는 효과를 추적할 수 있는데, 이는 다음의 式 (16)에 의해 요약된다.

$$\left.\frac{\partial M}{\partial h}\right|_{\substack{dr=0\\ dRB=0}}=\frac{(1-r)^2RB}{[1-h(1-r)]^2}>0 \cdots(16)$$

즉, 대출된 자금이 다시 은행권으로 회귀되는 비율이 커질수록 은행권의 支給準備可用現金은 증가하게 되고, 따라서 주어진 支給準備率下에서 창출되는 預金(과 동시에 貸出)은 결국 民間保有現金의 감소분의 승수배로 증가하게 되어 均衡通貨供給量의 증가를 초래하게 된다. 그리고 式 (7)과 式 (9)를 h에 대해 미분해서 정리하면 預金回歸率의 변동에 따른 均衡總預金 및 總貸出의변동을 추적할 수 있다.

$$\left.\frac{\partial D}{\partial h}\right|_{\substack{dr=0\\ dRB=0}}=\frac{(1-r)RB}{[1-h(1-r)]^2}>0 \cdots(17)$$

$$\left.\frac{\partial L}{\partial h}\right|_{\substack{dr=0\\ dRB=0}}=\frac{(1-r)^2RB}{[1-h(1-r)]^2}>0 \cdots(18)$$

---

12) 式 (14)는 다음과 같이 유도된다.

$M=D+C$ ……(a)

$RB=C+R$ ……(b)

$c=C/M\rightarrow C=cM$ ……(c)

$R=r\cdot D=r(1-c)M$ ……(d)

式 (c)와 (d)를 각각 C와 R 대신에 (b)에 대입하여 M에 대해 풀면 式 (14)를 얻게 됨.

13) 式 (15)는 現金通貨比率이 어떻게 適正預金回歸率에 의해 영향을 받는가를 설명하는 식으로, 바로 이러한 c와 h간의 연계가 꺾기와 通貨量과의 관계를 논의할 수 있게 해주는 바탕이 된다 하겠다. c와 h는 기대한 바와 같이 서로 負의 상관관계를 보이고 있음에 유의하기 바람.

式 (17)과 (18)에 의하면, 預金回歸率 h가 증가할수록 均衡總預金과 貸出도 증가하게 되는데, 이 또한 預金回歸率의 증가에 따라 은행권의 支給準備可用現金이 증가하게 되기 때문이라 할 수 있다.

2. 꺾기와 通貨供給均衡

式 (13)에 의하면 均衡通貨量은 中央銀行이 공급하는 本源通貨와 銀行의 행태에 의해 결정되는 適正預金支給準備率, 그리고 민간의 預金(혹은 現金) 보유성향에 의해 결정되는 預金回歸率에 의존하게 된다. 논의의 편의를 위해 式 (13)에서 통화승수를 m으로 나타내 보기로 하겠다.

$$m=\frac{1+(1-h)(1-r)}{1-h(1-r)} \quad \cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots (19)$$

그런데 이 결과에 따르면 政府가 本源通貨를 변동시키지 않고 均衡通貨量에 영향을 미치고자 한다면, 그 정책이 어떠한 정책이든, 적어도 h나 r에 영향을 미치지 않고서는 소기의 성과를 달성할 수가 없을 것이다. 마찬가지로 꺾기의 通貨量效果도 꺾기가 銀行의 預金支給準備行態(r)와 민간전체의 預金(혹은 現金) 保有行態(h)에 어떠한 영향을 미치느냐에 의해 결정될 것이다. 따라서 꺾기의 通貨量效果를 분석하는 문제는 결국 꺾기가 h와 r에 미치는 효과, 나아가서는 통화승수 m에 미치는 효과를 추적하는 일이 될 것이다.

우선, 適正預金回歸率 h는 일반적으로 金融經濟與件의 변동에 따라 달라질 수 있다고 보아야 하겠는데, 예컨대 預金金利나 貸出金利의 규제 등 金融規制狀況에 따라서도 영향을 받을 것으로 판단된다. 그런데 여기서 우리의 관심은 꺾기관행이 거시적으로 볼 때 일국경제의 適正預金回歸率에 어떻게 영향을 미칠 것인가 하는 점이다. 앞의 문헌소고를 통해 논의한 바와 같이 微視的 側面에서 꺾기가 개별차입자의 預金保有量을 증가시킬 수 있는 가능성은 있지만 巨視的으로 볼 때 그 효과가 불분명할 뿐만 아니라, 預·貸金利規制下에서 實效貸出金利를 인상하게 되는 꺾기의 경우는 微視的 측면에서도 그 효과가 불분명한 측면이 없지 않기 때문에 꺾기율 k와 適正預金回歸率 h와의 관계를 일의적으로 단정하기는 어렵다 하겠다.

우리나라의 경우 預·貸金利가 다 규제되고 있기 때문에 꺾기의 발생원인을 어느 한가지 이유에 의해서만 찾는 데는 무리가 따를 것으로 보인다. 현재 우리나라에서 관찰되는 꺾기 중에는 積金貸出 등 金融市場의 情報不完全性을 보완하는 성격의 꺾기도 발견되고 있고, 預金金利가 규제되고 있어 Mullins의 경우와 같은 預金金利規制回避手段으로서의 꺾기나 예금유치경쟁의 일환으로 등장한 꺾기 등도 없지 않을 것으로 판단된다. 그런데 이런 종류의 꺾기가 전체예금규모에 미치는 巨視效果는 불분명하지만, 일부그룹의 차입자들, 특히 우량차입기업들의 預金保有量은 증가시킬 수도 있음은 이미 앞의 문헌소고를 통해 논의한 바와 같다. 그러나 우리나라의 경우 預金金利規制에 더하여 貸出金利까지 규제되고 있어 위와 같은 문헌을 통해 관찰되는 대체적인 결론도 그대로 적용될 수 있는지 명확하지 않다 하겠다. 예컨대 논의의 복잡을 피하기 위해 간단하게 預金에 대한 수요가 예금에 대한 이

자, 예금과 관련된 각종 서비스의 양, 그리고 예금을 위한 資金의 調達費用, 예를 들어 貸出利子 등에 의존한다고 가정해 보자.

$$D=D(r_D,\ r_L,\ s\ ;\ T),\ D_1>0,\ D_2<0,$$
그리고 $D_3>0$. ……(20)

여기서 r_D와 r_L은 앞에서와 같이 각각 預金金利와 貸出金利를 나타내고, s는 예금에 부수되어 공급되는 각종 서비스로서, 예컨대 결제서비스 등이 포함될 수 있을 것이다. 그리고 T는 기타 기업의 장래 현금수요를 결정하는 각종 여건변수를 망라하는 변수라고 할 수 있다. D_i는 i번째의 변수에 대한 1차도함수값을 나타낸다[14].

Mullins의 경우는 r_D와 s가 서로 보상적 역할을 함으로써 $r_D=0$인 상황하에서 銀行은 s를 증가시켜 꺾인 예금에 대한 수요를 창출할 수 있는 것으로 보고 있다. James의 경우는 앞으로 現金需要가 많아져 借入費用이 증가될 가능성이 높은 불량차입자들은 예금잔고를 낮게 유지하려 할 것이라고 보고 있다. 즉 차입기업의 適正預金保有量은 借入費用의 감소함수, 즉 式 (20)의 경우, $D_2<0$이기 때문에 꺾기의 자기선택기능이 나타날 수 있다고 본다. 이와 같이 $D_1>0$, 그리고 $D_2<0$인 경우 預貸金利規制의 예금보유액에 미치는 효과는 r_D와 r_L이 모두 균형수준 이하로 규제될 경우 나타나는 서로 상반되는 효과로 인해 그 방향이 불분명할 것으로 보인다.

여기에서 더 나아가, 꺾기가 등장함으로써 預金金利는 그대로 規制金利가 적용되면서도, 實效貸出金利가 인상되는 경우 適正預金保有量에 미치는 효과에 대한 분석은 더더욱 불분명한 것으로 판단된다. 우선 $D_2<0$이기 때문에 實效貸出金利(r_L)가 상승할 경우 일단 차입자의 預金需要는 감소할 것으로 기대되지만 꺾기의 정도가 커서 원래의 원하는 預金保有量 이상으로 예금을 꺾게 되는 경우도 배제할 수 없을 것으로 보인다. 한편 後者의 경우와 같이 꺾기가 個別借入者의 預金保有量을 적정량 이상으로 강요하는 경우에 있어서도, 꺾이지 않은 자발적 예금량은 오히려 감소됨으로써 전체 효과는 불명확해질 가능성도 높다 할 것이다. 즉 지금까지 알려진 바에 의하면 꺾기는 주로 기업들의 貸出에 대해서 적용되고 있는데, 이들 기업들은 꺾기에 따른 實效貸出의 감소로 인해 실제 사용가능한 자금량이 제약받게 되면, 결국 資金의 運用規模를 축소하게 될 것이며, 이에 따라 企業資金運用의 수혜자인 일반개인예금자들의 수입은 감소되기 때문에 非企業預金은 오히려 감소되게 될 것이다. 꺾기에 의해 企業의 預金이 증가할 경우라 하더라도 非企業預金의 감소에 의해 상쇄되면 전체 예금량에 미치는 효과는 사라지게 될 것이다.

이와 같이 꺾기가 예금에 대해 여러가지 상반되는 효과를 초래할 것으로 보이기 때문에 일단 일반적인 함수로서 꺾기와 適正預金回歸率間의 관계를 다음과 같이 설정해 보기로 하겠다.

$$h=h(k) \quad \cdots\cdots(21)$$

14) 式 (20)은 단지 꺾기가 預金保有量에 미칠 수 있는 여러가지 효과의 가능성을 논의하기 위한 것으로, 앞으로 貸出金利規制下의 꺾기효과를 보다 체계적으로 분석하기 위해서는 이러한 단일식이 아니라 金融市場에 대한 一般均衡模型은 아니라 하더라도 최소한도 部分均衡模型 정도는 도입하여야 할 것으로 보인다. 이러한 작업은 보다 더 뜻있는 독자들의 노력에 맡기기로 하겠다.

여기서 이론적으로는 $h'(=\partial h/\partial k)$의 부호가 불분명할 가능성이 높기 때문에 다음 章에서는 실증분석을 통해 k의 h에 대한 효과를 규명해 보고자 한다.

다음으로 꺾기가 均衡通貨供給에 영향을 미칠 수 있는 또 하나의 길은 꺾인 예금의 구속성 때문에 예금의 평균인출률이 하락함으로써 適正(desired) 支給準備金이 낮아져 예금 즉 通貨創出餘力이 증가하게 될 가능성이 없지 않다는 점이다. 즉, r을 適正支給準備率이라고 할 경우, 銀行部門이 평소에 민간대중의 預金引出率이 높기 때문에 法定支給準備率보다 높은 수준의 r을 유지하고 있었다면, 꺾기로 인해 預金引出率이 하락함으로써 r을 좀더 낮게 유지할 수 있기 때문에 그만큼 초과지준이 발생하게 되어 通貨供給量을 증가시킬 수 있게 될 것이다. 그러나 銀行部門이 평소에 보유하고 있는 適正支給準備率이 法定支給準備率에 근접할 경우에는, 즉 초과지준이 거의 없을 경우에는 꺾기에 의해 平均預金引出이 저하되더라도 支給準備率을 法定率 이하로 인하할 수는 없기 때문에 r에는 영향을 미치지 못하게 된다. 즉 適正支給準備率 r이 法定支給準備率에 의해 구속(binding)되고 있을 경우에는 꺾기가 適正支給準備率을 낮춤으로써 通貨量을 증가시킬 수 있는 여지는 사라지게 된다.

그러나 일반적인 경우를 상정하면 r이 k의 負의 함수일 가능성이 높다 할 것이다[15].

15) 그러나 실제로 우리나라 은행들의 支給準備保有狀況을 보면 超過支準保有는 미미한 실정으로 法定支給準備金을 충족하기에도 급급한 형편임. 이 경우에는 꺾기율의 증가가 適正支給準備保有를 낮춤으로써 通貨量을 증가시킬 수 있는 여지는 없다고 보아야 할 것임.

$$r=r(k), \qquad r'=\partial r/\partial k<0 \cdots\cdots\cdots (22)$$

이상의 논의를 요약하기 위해 式 (21)과 (22)를 앞의 式 (19)에 대입하고 그 결과식을 k에 대해 미분한 결과를 정리하면 다음과 같다.

$$\frac{\partial m}{\partial k}=\frac{\partial m}{\partial h}\Bigg|_{dr=0}\cdot\frac{\partial h}{\partial k}+\frac{\partial m}{\partial r}\Bigg|_{dh=0}\cdot\frac{\partial r}{\partial k}$$

$$=\underset{(+)}{\frac{(1-r)^2}{[1-h(1-r)]^2}}\cdot\underset{(?)}{h'}+\underset{(-)}{\frac{-1}{[1-h(1-r)]^2}}\cdot\underset{(-)}{r'}$$

$$\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots (23)$$

式 (23)의 우변의 첫항은 꺾기율의 변동에 따른 預金回歸率 변동의 통화승수효과이며, 이론적으로는 h'의 부호가 명확치 않기 때문에 그 부호 또한 불분명하다 하겠다. 다음으로 두번째항은 꺾기율의 변동에 따른 適正預金支給準備率 변동의 통화승수효과로서 일반적으로 $r'<0$인 것으로 판단되기 때문에 그 효과는 부의 부호를 보일 것으로 생각된다. 다음 章에서는 이들 효과를 실증분석을 통해 확인해 보도록 하겠다.

V. 꺾기의 通貨量效果推定

1. 推定模型의 設定

이론적으로 볼 때 꺾기의 원인도 다양하고 꺾기에 따른 通貨量效果도 불분명한 측면이 많기 때문에 本章에서는 직접 꺾기의 通貨量效果를 실증적으로 검증해 보고자 한다. 실증분석에 사용된 모형들은 다음과 같다.

$$m=m(k,\ rr,\ Dum) \cdots\cdots\cdots\cdots (24)$$

$$h = h(k,\ rr,\ Dum) \quad \cdots\cdots\cdots\cdots (25)$$

$$v = v(k,\ rr,\ Dum) \quad \cdots\cdots\cdots\cdots (26)$$

$$DF/TD = f(k,\ rr,\ Dum) \quad \cdots\cdots\cdots\cdots (27)$$

$$\begin{aligned} DF/L &= g^1(k,\ rr,\ Dum) \\ DH/L &= g^2(k,\ rr,\ Dum) \end{aligned} \quad \cdots\cdots\cdots\cdots (28)$$

여기서 m, h, v는 각각 통화승수, 예금회귀율, 그리고 총예금회전율을 나타내며, DF, DH, TD, L은 각각 일반법인예금, 가계예금(공공예금 포함), 총예금, 그리고 L은 앞에서와 같이 總貸出을 나타낸다. k와 rr은 꺾기율과 법정필요지급준비율을 나타낸다. Dum은 선거기간을 1로 하는 더미변수이다. 이들 변수들의 정의와 실제실증분석과정에서의 측정방법은 〈表 2〉에 요약하였다.

추정모형의 형태(specification)와 관련해서는 rr은 適正이 아닌 필요지준율로서 政府의 外生的 支給準備率 規制政策에 따른 효과를 통제하기 위한 것이며, Dum은 선거에 따라 現金通貨比率이 높아짐으로써 이들 피설명변수들이 영향을 받을 가능성이 있기 때문에 이 효과를 통제하기 위한 것이다[16].

式 (24)는 단순히 式 (23)을 추정식으로 변형한 것에 불과한데, $m_k > 0$이면 꺾기가 通貨量增加效果를 가지게 될 것이다. 그리고 여기서 m_k는 꺾기의 適正預金回歸率 變動效果는 물론 適正支給準備率 變動效果까지를 포괄하여 반영하고 있는 반면, rr의 계수는 단지 法定必要支給準備率 變動效果를 반영한다는 점에 유의하여야 할 것이다. 다시 말해 式 (23)에 의하면 꺾기는 法定支給準備率을 초과하는 適正(desired)支給準備率 수준에도 영향을 미치게 되는데, 이 효과는 rr에 의해서가 아니라 바로 k에 의해서 설명되게 된다. 式 (25)는 式 (21)의 추정식인데 $h_k > 0$이면 꺾기가 總預金, 나아가서는 預金回歸率을 증가시키게 되며, 결국 通貨量을 증가시킬 수 있는 것으로 볼 수 있다. 그리고 式 (26)은 總預金回轉率式으로서 $v_k < 0$이면, 꺾기가 預金의 인출률, 나아가서 회전율을 낮춤으로써 適正支給準備率 r을 낮추어 통화승수를 증가시킬 수 있는 가능성이 있다고 볼 수 있다.

다음으로 式 (27)은 총예금 중 법인예금의 비중을 설명하는 식으로, $f_k > 0$이면 꺾기가 企業預金의 비중을 높이게 되기 때문에 企業들이 꺾기에 의해 평소의 預金保有量보다 더 많은 양의 예금을 보유하게 됨을 시사하게 되어 다른 조건이 다 같다면 꺾기가 總預金을 증가시킬 가능성이 그만큼 높다 할 것이다. 그러나 이 경우에 있어서도 법인예금이 증가한다 하더라도 個人預金의 변동상황을 알지 못한다면 總預金效果, 나아가서는 通貨量效果를 알 수 없는 문제가 있기 때문에 式(28)에서는 預金回歸率 개념을 법인예금과 개인 및 공공예금에 대해 분리 적용하여 總貸出 중에서 법인예금과 개인예금(公共預金 포함)의 각각의 비중을 설명하는 모형을 설정하였다. 여기서 $g^1_k > 0$이면 $f_k > 0$의 경우와 유사한 시사를 얻게 될 것이며, $g^2_k > 0$이면 個人預金까지도 증가하게 되어 전체 預金回歸率은 증가하게 될 것이다. 그러나 이 경우 법인예금의 경우는 $g^1_k > 0$일 가능성이 있다 하더라도 個人預金의 경우는 오히려 $g^2_k < 0$일 가능성도 있

16) 선거시에 現金通貨比率이 상승한다는 가설은 선거자금이 주로 추적이 곤란한 현금을 이용해서 사용될 가능성이 높다는 시각을 반영하는 것으로 이 가설을 포함하여 선거의 효과에 대한 좀 더 체계적인 분석에 대해서는 沈相達(1992)을 참조하기 바람.

〈表 2〉 變數의 名稱, 定義 및 測定方法

변	수	명 칭	정 의	관련정의식	측 정 방 법[1]
종속변수	$m1$	통화승수	$\{1+(1-h)(1-r)\}/\{1-h(1-r)\}$	[式 (19)]	$m1=M2/RB$, $M2=M2$ 통화량, $RB=$본원통화
	$m2$	통화승수	$\{1+(1-h)(1-r)\}/\{1-h(1-r)\}$	[式 (19)]	$m2=M2/RB$(月平殘)
	$h1$	예금회귀율	$1-C/L$	[式 (11)]	$C=$민간화폐보유액, $L=$예금은행총대출(재정자금포함)
	$h2$	예금회귀율	$1-C/L_1$	[式 (11)]	$L_1=L+$비통화금융기관 금융자금총대출
	$h3$	예금회귀율	$(D-RB)/L$	[式 (11)]	$D=$예금은행총예금
	$h4$	예금회귀율	$(D_1-RB)/L_1$	[式 (11)]	$D_1=M2-C+$비통화금융기관예수금$+CD$
	$h5$	예금회귀율	$1-[c/(1-r)(1-c)]$	[式 (15)]	$c=C/M2$, $r=$예금은행 적정지급준비율 (=지급준비보유/지준대상예금)
	v	총예금회전율	—	—	—
	DF/TD	법인예금비중	—	—	$DF=$일반법인보유 예금은행총예금, $TD=$예금은행총예금
	DF/L	법인예금회귀율	—	—	—
	DH/L	비법인예금회귀율	—	—	$DH=$비법인보유 예금은행총예금
설명변수	k_1	꺾기율	$r_M-\bar{r}_L$	—	$r_M=$月平均 시장금리(월평균 회사채수익률) $\bar{r}_L=$月平均 대출공금리
	k_2	꺾기율	$\dfrac{r_M-\bar{r}_L}{(r_M-\bar{r}_D)-r\cdot\bar{r}_L}$	[式 (2)]	$\bar{r}_D=$月平均 수신금리(1%), $r=$예금은행적정지급준비율
	k_3	꺾기율	$\dfrac{r_M-\bar{r}_L}{(r_M-\bar{r}_D)-r\cdot\bar{r}_L}$	[式 (2)]	$\bar{r}_D=5\%$
	k_4	꺾기율	$\dfrac{r_T-\bar{r}_L}{(r_M-r_D)-r(r_M-r_T)-r\cdot\bar{r}_L}$	[式 (5)]	$r_D=$月平均 실세수신금리(대출공금리×1.02) $r_T=$목표금리 [시장금리(r_M)의 85%]
	k_5	꺾기율	$\dfrac{r_T-\bar{r}_L}{(r_M-r_D)-r(r_M-r_T)-r\cdot r_M}$	[式 (5′)]	—
	rr	법정지급준비율	—	—	—
	Dum	선거더미	선거기간=1, 비선거기간=0	—	분석기간중 4번의 선거(대통령선거, 13대총선, 지역·광역지자제)월을 기준으로 대통령선거는 전 3월 후 2월, 기타 선거는 전 2월 후 1월을 선거기간으로 설정

註 : 1) 月平均 여부를 밝히지 않은 경우는 月末殘額 및 月末數値 사용.
資料 : 韓國銀行, 『調査統計月報』, 各號.

음은 이미 지적한 바와 같다. 따라서 $g_k^1=g_k^2$ 여부도 검증하여 보았다. 이상 논의한 가설들을 다음의 式 (29)에 정리하였다.

$$m_k>0,\ h_k>0,\ v_k<0,\ f_k>0,\ g_k^1=g_k^2>0 \quad \cdots\cdots\cdots\cdots (29)$$

2. 推定結果

이상 제시한 모형의 추정에 있어 무엇보다도 큰 난관은 꺾기율 k가 실제로 관찰되지 않는다는 점이다. 따라서 여기서는 앞의 第III章에서 논의한 式 (2), (5) 그리고 (5')의 꺾기율 식을 이용하여 꺾기율을 추정하여 이용하였다. 한편 이들 식에 의하면 꺾기율은 결국 市場金利나 目標金利와 規制貸出金利間의 괴리가 커질수록 커지게 되기 때문에 단순히 市場金利와 貸出公金利의 차이를 꺾기의 대용변수로 사용해 보기도 하였다.

그리고 h의 값은 h의 定義式 (11)에 따라 '$1-C/L$'과 '$(D-RB)/L$' 두가지로 측정하였으며, 또한 式 (15)를 h에 대해 푼 결과인 $h=1-\frac{c}{(1-r)(1-c)}$에 의해서도 측정해 보았다. 이들 변수들의 정의와 측정방법은 〈表 2〉에 정리하였다.

모형의 추정은 1987년부터 1991년 8월까지의 월별 자료를 이용하였으며, 추정결과들은 式 (29)에 정리된 가설들의 검증결과를 일목요연하게 볼 수 있도록 k에 대한 계수추정치들을 중심으로 〈表 3〉과 〈表 4〉에 요약하였다[17].

추정결과에 의하면 여러가지 상반되는 결과들이 관찰되고 있어 꺾기의 通貨量效果에 대해 일의적으로 결론을 내리기가 어려운 형편이라 하겠다. 또한 이러한 현상은 꺾기율에 대해 3개월의 시차효과를 허용한 경우에도 마찬가지로 관찰되고 있다(表 3 참조).

우선 式 (24)의 통화승수효과의 경우는 $M2$ 통화승수를 月末殘額資料와 月平均殘額資料를 이용해서 두가지로 측정하여 사용하였다. 前者의 경우는 꺾기율의 시차효과를 배제하거나 허용하거나 관계없이 통화승수효과가 대체로 正의 부호를 보이지만 그 유의성이 다소 낮은 것으로 나오고 있다. 한편 後者의 경우도 통화승수효과가 正의 부호를 보이기는 하지만 시차효과를 배제했을 때는 유의성이 전혀 없으며, 시차효과를 허용했을 때는 유의성이 여전히 낮기는 하지만 다소 증가하는 것으로 관찰되고 있다. 그러나 어느 경우에 있어서든 꺾기가 통화승수에 유의한 영향을 미친다고 보기는 어려울 것으로 관찰된다. 더구나 이 경우 꺾기율과 지급준비율은 모두 月平殘 자료를 이용해 추정하였으며, 통화승수의 측정도 月平殘 자료를 이용해서 측정하는 것이 보다 합리적이기 때문에, 月平殘 자료를 이용한 결과의 유의성이 특히 낮다는 사실은 꺾기가 通貨量에 영향을 미치지 못하고 있음을 강하게 시사하는 것으로 받아들여도 될 것으로 판단된다.

한편 이 경우 $M2$ 통화승수가 預金金利規制로 인해 장기적으로 저하하는 경향을 가질 가능성이 높기 때문에 이 결과가 왜곡되었을 가능성을 지적할 수도 있을 것이다. 이 점을

17) 〈表 3〉과 〈表 4〉에는 k의 계수추정치만을 보고하였는데 이들 식들의 추정결과에 대한 상세한 보고에 대해서는 同名題下의 左承喜(1992)를 참조.

〈表 3〉 推定結果

종속변수 \ 설명변수		k_1	$\bar{R}^2$	DW	$\sum_{i=0}^{3} k_{1i}^{1)}$	$\bar{R}^2$	DW	k_2	$\bar{R}^2$	DW	$\sum_{i=0}^{3} k_{2i}^{1)}$	$\bar{R}^2$	DW	k_3	$\bar{R}^2$	DW
式 (24)	$m1$	0.69E-01* (1.88)	0.81	1.68	0.64E-01 (1.52)	0.78	1.61	1.32* (1.87)	0.81	1.67	1.31* (1.67)	0.79	1.51	1 08* (1.88)	0.81	1.67
	$m2^{2)}$	0.10E-01 (0.31)	0.95	2.31	0.41E-01 (1.59)	0.94	2.22	0.30 (0.48)	0.95	2.31	0.77 (1.57)	0.94	2.22	0.27 (0.55)	0.95	2.30
式 (25)	$h1$	0.19E-02** (2.70)	0.07	1.58	0.18E-02** (2.21)	0.04	1.59	0.33E-01** (2.45)	0.05	1.55	0.32E-01** (2.06)	0.04	1.54	0.25E-01** (2.28)	0.03	1.53
	$h2$	0.85E-03** (3.15)	0.14	1.61	0.84E-03** (2.65)	0.11	1.62	0.15E-01** (2.84)	0.11	1.57	0.15E-01** (2.47)	0.10	1.55	0.11E-01** (2.62)	0.09	1.54
	$h3^{2)}$	0.65E-03 (0.99E-01)	0.69	2.61	-0.18E-02 (-0.30)	0.62	2.63	-0.28E-01 (-0.23)	0.69	2.61	-0.30E-01 (-0.26)	0.63	2.63	-0.32E-01 (-0.35)	0.69	2.61
	$h4^{2)}$	-0.15E-02 (-0.64)	0.97	2.46	0.11E-01** (5.96)	0.97	2.47	-0.30E-01 (-0.72)	0.97	2.48	0.20** (5.47)	0.97	2.48	-0.21E-01 (-0.66)	0 97	2.47
	$h5$	0.17E-02** (2.05)	0.40	2.05	0.19E-02** (1.97)	0.02	2.07	0.29E-01* (1.75)	0.02	2 01	0.33E-01* (1.74)	0.02	2.00	0.21E-01 (1.53)	0.01	1.99
式 (26)	$v^{2)}$	0.13 (1.11)	0.59	2.00	0.28** (3.22)	0.54	1.88	1.69 (0.72)	0.59	2.01	4.88** (2.80)	0.55	1.91	1.04 (0.55)	0.59	2.02
式 (27)	$DF/TD^{2)}$	-0.43E-02** (-2.52)	0.62	2.01	-0.46E-02** (-2.21)	0.60	2.01	-0.92E-01** (-2.98)	0.64	1 98	-0.10** (-2.73)	0.62	2.00	-0.78E-01** (-3 18)	0.64	1.97
式 (28)	DF/L	0.62E-03 (0.16)	-0.07	2.33				-0.37E-01 (-0.54)	-0.06	2.33				-0.38E-01 (-0.70)	-0.06	2.32
	DH/L	-0.49E-02 (-1.59)	0.02	2.29				-0.12** (-2.21)	0.05	2 28				-0.11** (-2.49)	0.06	2.26
	$\chi^{2\ 3)}$	2.66						2.05						-2.36		

〈表 3〉의 계속

종속변수 \ 설명변수		$\sum_{i=0}^{3} k_{3i}^{1)}$	$\bar{R}^2$	DW	k_4	$\bar{R}^2$	DW	$\sum_{i=0}^{3} k_{4i}^{1)}$	$\bar{R}^2$	DW	k_5	$\bar{R}^2$	DW	$\sum_{i=0}^{3} k_{5i}^{1)}$	$\bar{R}^2$	DW
式 (24)	$m1$	1.10* (1.73)	0.79	1.46	0.60 (1.56)	0.81	1.63	0.79* (1.71)	0.79	1.42	0.60 (1.62)	0.81	1.63	0.81* (1.88)	0.79	1.44
	$m2^{2)}$	0.64 (1.59)	0.94	2.21	0.21 (0.72)	0.95	2.29	0.48* (1.66)	0.94	2.21	0.19 (0.71)	0.95	2.29	0.51* (1.87)	0.94	2.21
式 (25)	$h1$	0.24E-01* (1.92)	0.03	1.51	0.17E-01** (2.36)	0.04	1.54	0.17E-01* (1.81)	0.02	1.51	0.17E-01** (2.41)	0.04	1.54	0.17E-01** (1.96)	0.01	1.52
	$h2$	0.11E-01** (2.30)	0.09	1.52	0.76E-02** (2.60)	0.09	1.54	0.77E-02** (2.08)	0.06	1.51	0.74E-02** (2.63)	0.10	1.54	0.77E-02** (2.21)	0.06	1.32
	$h3^{2)}$	-0.29E-01 (-0.31)	0.64	2.63	-0.43E-01 (-0.86)	0.69	2.62	-0.50E-01 (-0.74)	0.64	2.64	-0.43E-01 (-0.92)	0.69	2.62	-0.63E-01 (-1.00)	0.64	2.64
	$h4^{2)}$	0.15** (5.05)	0.97	2.48	-0.14E-01 (-0.89)	0.97	2.52	0.51E-01* (1.85)	0.97	2.46	-0.12E-01 (-0.85)	0.97	2.52	0.39E-01 (1.49)	0.97	2.46
	$h5$	0.24E-01 (1.56)	0.01	1.98	0.14E-01 (1.53)	0.01	1.99	0.14E-01 (1.24)	0.01	1.98	0.13E-01 (1.53)	0.01	1.99	0.14E-01 (1.30)	0.01	1.98
式 (26)	$v^{2)}$	3.60** (2.49)	0.55	1.93	0.22E-01 (0.21E-01)	0.59	2.02	1.03 (0.92)	0.55	2.01	-0.82E-01 (-0.81E-01)	0.59	2.01	0.73 (0.69)	0.53	2.00
式 (27)	$DF/TD^{2)}$	-0.89E-01** (-3.01)	0.64	1.98	-0.42E-01** (-2.51)	0.63	2.05	-0.51E-01** (-2.27)	0.01	2.03	-0.40E-01** (-2.41)	0.63	2.06	-0.50E-01** (-2.36)	0.61	2.03
式 (28)	DF/L				-0.28E-01 (-0.95)	-0.05	2.31				-0.27E-01 (-1.00)	-0.05	2.31			
	DH/L				-0.66E-01** (-2.31)	0.06	2.31				-0.63E-01** (-2.27)	0.06	2.31			
	$\chi^{2\ 3)}$				1.96						2.03					

註 : 1) 시차효과의 합.

2) Cochrane-Orcutt 추정방법 이용, 그외는 OLS방법이용

3) 꺾기의 DF/L과 DH/L에 대한 효과가 같은가의 여부, 즉 式 (29)의 $g_k^1=g_k^2$의 검증통계치임 : χ^2가 유의하면 $g_k^1 \neq g_k^2$.

4) ( )안은 t값.

5) 유의성 : * : 10% 수준, ** : 5% 수준.

점검해 보기 위해 式 (24)의 설명변수로 추세변수(time trend)를 추가로 사용한 式을 추정해 보았는데, 〈表 4〉에 요약된 결과에 의하면 末殘과 平殘 구별없이 모든 경우 꺾기의 효과가 없는 것으로 나타나고 있어 오히려 위의 결론을 강화시켜 주고 있다.

다음으로 式 (25)의 預金回歸率效果를 보면, 우선 '$h=1-C/L$'로 정의한 경우는 시차효과의 허용여부와 總貸出(L)에 非通貨金融機關貸出의 포함여부에 관계없이 꺾기가 正의 유의한 효과를 미치고 있다. 한편 '$h=(D-RB)/L$'로 정의한 경우는 시차효과를 배제했을 때는 預金(D)과 貸出(L)에 非通貨金融機關 預金 및 貸出의 포함여부에 관계없이 꺾기의 효과가 없으나, 시차효과를 허용했을 때는 非通貨金融機關 預金과 貸出을 포함할 경우에는 正의 유의한 효과를 미치는 것으로 나타나고 있다. 그리고 앞의 式 (15)를 이용해서 h를 추정한 경우에는 유의성이 다소 낮기는 하지만, 꺾기가 正의 효과를 미치는 것으로 관찰되고 있다. 한편 이 경우에도 통화승수효과[式 (24)]의 경우와 같이 預金金利規制가 장기적으로 預金回歸率을 낮출 가능성을 점검하기 위해 추세변수를 추가로 사용한 식을 추정해 보았는데, 〈表 4〉에 요약된 결과에 따르면 모든 경우 꺾기의 효과가 사라지고 있다[18]. 이에 따라 一義的으로 꺾기의 預金回歸率效果를 단정하기는 어렵지만, 꺾기가 預金回歸率을 높일 가능성을 완전히 배제하기도 어렵다 하겠다.

다음 式 (26)의 預金回轉率效果의 경우는 꺾기율이 증가함에 따라 預金回轉率은 유의성이 다소 낮기는 하지만 오히려 증가하는 것으로 나오고 있어 꺾기의 適正支給準備率 引下效果는 없는 것으로 판단된다. 한편 式 (27)의 企業預金에 대한 효과의 경우는 꺾기가 오히려 企業預金의 비중을 유의하게 감소시키는 것으로 나오고 있어, 꺾기가 적어도 꺾기의 주대상이 되는 해당 차입기업의 예금을 높일 가능성이 없지 않을 것이라는 기존 문헌의 微視的 分析結果도 지지되지 않고 있다.

式 (28)의 경우는 $g_k^1=g_k^2$ 여부를 검증하기 위해 SUR(Seemingly Unrelated Regression) 방식을 이용하여 체계로서 추정하였다. 추정결과에 의하면 g_k^1은 위의 企業預金에 대한 負의 효과와 마찬가지로, 유의하게 負의 效果를 보이고 있으며, 個人預金에 대한 효과도 유의하지는 않지만 역시 負의 效果를 보여, 앞의 총예금회귀율 [式 (25)]효과의 경우 일부 正의 유의한 효과가 나타난 결과와는 상반되는 預金回歸率效果에 대한 시사를 주고 있다. 또한 이 경우 앞의 꺾기의 預金效果 [式 (20)]에 대한 논의에서 시사한 바와 같이 꺾기가 企業預金을 증가시키더라도($g_k^1>0$), 個人預金은 오히려 감소시킬 가능성($g_k^2<0$)도 있다는 가설 또한 지지되지 않고 있다. 즉 $g_k^1=g_k^2$ 가설이 대부분 채택될 뿐만 아니라 모두 負의 부호를 보이고 있다.

이상의 실증분석결과를 종합해서 볼 때, 꺾기가 통화승수, 나아가 通貨量에 正의 영향을 미칠 가능성은 대단히 희박한 것으로 판단된

18) 추세변수는 기대와는 반대로 위의 통화승수에 대해서는 물론 預金回歸率에 대해 양의 효과를 미치는 것으로 관찰되었는데, 이에 대해서는 앞으로 보다 심층적인 분석이 필요할 것으로 사료됨. 이 결과에 대해서는 同名題下의 左承喜(1992)를 참조.

〈表 4〉 推定結果(추세변수 포함)

종속변수 \ 설명변수		k_1	$\bar{R}^2$	DW	$\sum_{i=0}^{3} k_{1i}$ [1]	$\bar{R}^2$	DW	k_2	$\bar{R}^2$	DW	$\sum_{i=0}^{3} k_{2i}$ [1]	$\bar{R}^2$	DW	k_3	$\bar{R}^2$	DW
式 (24′)	$m1$	0.31E-01 (0.45)	0.81	1.70	-0.21E-01 (-0.12)	0.78	1.64	0.67 (0.61)	0.81	1.70	-0.16E-01 (-0.10E-01)	0.79	1.55	0.59 (0.72)	0.81	1.70
	$m2$ [2]	-0.22E-01 (-0.55)	0.95	2.31	0.62E-01 (0.72)	0.94	2.21	0.20 (0.24)	0.95	2.31	1.08 (0.76)	0.94	2.21	0.21 (0.33)	0.95	2.30
式 (25′)	$h1$	0.11E-03 (0.90E-01)	0.09	1.67	-0.28E-02 (-1.53)	0.17	1.83	0.27E-02 (0.13)	0.09	1.67	-0.42E-01 (-1.53)	0.20	1.54	0.22E-02 (0.14)	0.10	1.67
	$h2$	0.10E-03 (0.20)	0.17	1.72	-0.10E-02 (-1.42)	0.23	1.87	0.11E-02 (0.22)	0.17	1.72	-0.15E-01 (-1.47)	0.27	1.89	0.12E-02 (0.20)	0.17	1.72
	$h3$ [2]	0.49E-02 (0.60)	0.61	2.64	0.11E-01 (0.74)	0.62	2.66	0.16E-01 (0.12)	0.68	2.64	0.14 (0.59)	0.64	2.66	-0.54E-02 (-0.50E-01)	0.68	2.64
	$h4$ [2]	-0.19E-02 (-0.78)	0.97	2.34	0.21E-03 (0.47E-01)	0.97	2.35	-0.34E-01 (-0.81)	0.97	2.36	0.36E-02 (0.47E-01)	0.97	2.35	-0.25E-01 (-0.76)	0.99	2.35
	$h5$	-0.53E-03 (-0.33)	0.08	2.18	-0.22E-02 (-0.96)	0.08	2.23	-0.43E-02 (-0.37)	0.08	2.18	-0.40E-01 (-1.16)	0.12	2.25	-0.81E-01 (-0.42)	0.08	2.19

〈表 4〉의 계속

종속변수 \ 설명변수		$\sum_{t=0}^{3} k_{3t}$ 1)	$\bar{R}^2$	DW	k_4	$\bar{R}^2$	DW	$\sum_{t=0}^{3} k_{4t}$ 1)	$\bar{R}^2$	DW	k_5	$\bar{R}^2$	DW	$\sum_{t=0}^{3} k_{5t}$ 1)	$\bar{R}^2$	DW
式 (24′)	$m1$	0.10 (0.98E-01)	0.79	1.50	0.36 (0.85)	0.81	1.71	0.37 (0.66)	0.80	1.49	0.38 (0.97)	0.81	1.71	0.47 (0.92)	0.80	1.50
	$m2$ 2)	0.81 (0.75)	0.94	2.21	0.18 (0.58)	0.95	2.29	0.52 (0.97)	0.94	2.21	0.17 (0.58)	0.95	2.29	0.50 (1.00)	0.94	2.21
式 (25′)	$h1$	-0.29E-01 (-1.45)	0.20	1.83	0.98E-02 (1.25)	0.12	1.69	-0.53E-03 (-0.50E-01)	0.16	1.76	0.10E-01 (0.74E-02)	0.13	1.70	0.20E-02 (0.21)	0.15	1.76
	$h2$	-0.10E-01 (-1.42)	0.27	1.88	0.41E-02 (1.35)	0.20	1.69	0.32E-04 (0.79E-02)	0.24	1.82	0.42E-02 (1.50)	0.21	1.75	0.96E-03 (0.25)	0.23	1.82
	$h3$ 2)	0.96E-01 (0.51)	0.64	2.66	-0.36E-01 (-0.68)	0.69	2.64	-0.13E-01 (-0.13)	0.64	2 67	-0.37E-01 (-0.76)	0.69	2.64	-0.21E-01 (-0.23)	0.63	2.66
	$h4$ 2)	0.47E-02 (0.80E-01)	0.97	2.35	-0.15E-01 (-0.93)	0.97	2.35	-0.23E-01 (-0.81)	0.97	2.33	-0.13E-01 (-0.90)	0.97	2.38	-0.23E-01 (-0.84)	0.97	2.33
	$h5$	-0.30E-01 (1.22)	0.13	2.26	0.52E-02 (0.54)	0.08	2.16	-0.47E-02 (-0.36)	0.11	2.23	0.57E-02 (0.62)	0.08	2.16	-0.27E-02 (-0.22)	0.10	2.29

註 : 1) 시차효과의 合.

2) Cochrane-Orcutt 추정방법 이용, 그 외는 OLS방법이용.

3) ( )안은 t값.

4) 유의성 : * : 10% 수준, ** : 5% 수준.

다. 그러나 여기서의 분석이 아주 간단하고 초보적인 分析技法을 이용하고 있고, 사용한 꺾기율의 추정에도 문제점이 없지 않을 것이기 때문에 앞으로 이 문제에 대한 보다 더 많은 분석이 이루어져야 할 것으로 판단되며, 이러한 추가적인 분석을 통해 여기서 얻은 결과들의 정확성이 재확인될 수 있게 되기를 바란다[19].

VI. 要約 및 結論

本章에서는 이상의 논의와 분석결과 그리고 그 시사점을 간략하게 요약·정리하고 이를 기초로 하여 꺾기규제정책의 효과에 대해 간략히 언급함으로써 결론에 대신코자 한다.

우선 문헌개관을 통해 지적한 바와 같이 꺾기는 일반적으로 인위적 규제나 금융시장 내적인 情報의 不完全性 등 金融資源의 효율적인 배분을 저해하는 요소들을 극복하기 위한 金融市場 參與者들의 대응노력의 하나로서 등장하게 되었다고 볼 수 있다. 이런 점에서 꺾기는 주어진 제약여건하에서 資源配分의 效率性을 제고시키는 긍정적 기능을 수행한다고 볼 수 있다.

최근 우리나라에서 논란의 대상이 되고 있는 꺾기는 주로 貸出金利의 규제하에서 實效金利를 인상하기 위한 수단으로 이용되고 있는 것으로 알려지고 있는데 이러한 꺾기관행은 政府의 貸出金利規制政策에 반한다는 점에서는 통상 지칭하는 대로 '不健全' 金融慣行이라 할 수 있겠지만, 金融資源의 效率的 配分이라는 차원에서 볼 때에는 긍정적인 역할을 수행하는 것으로 평가하여야 할 것이다.

그러나 기존 문헌에서도 많은 논란이 있었던 바와 같이 꺾인 예금에 대한 支給準備金의 추가부담이라는 厚生損失可能性을 감안한다면, 꺾기는 실제 貸出金利를 인상하는 방법으로서 실질적인 비용을 수반하게 되는 비효율적 수단이라 할 것이다. 그러나 꺾기에 따른 후생손실가능성을 최소화하기 위해서는 결국은 金利의 價格機能을 조속히 확립하여 金融資源配分의 效率性을 제고함으로써 현재와 같은 꺾기의 발생유인을 원천적으로 제거해 주는 길밖에는 없다 할 것이다.

한편 꺾기의 通貨量效果는 꺾기가 民間大衆이 總貸出資金 중 예금으로 보유하고자 하는 비율인 預金回歸率에 영향을 미칠 수 있겠느냐의 여부에 의존하게 되는데, 문헌상의 논의들은 주로 微視的 分析에 치중하여 巨視通貨效果에 대한 시사점을 발견하기가 어려운 형편이라 하겠다. 초기의 문헌들은 微視分析을 통해 꺾기에도 불구하고 預金回歸率에는 별 영향이 없는 것으로 보고 있는 반면, 최근의 문헌들은 情報不完全性을 강조함으로써 일부 개별차입자그룹의 預金回歸率이 꺾기에 의해 증가할 가능성이 높음을 시사하고 있어 서로 상반되는 결과들이 제시되고 있을 뿐만 아니라 꺾기의 巨視通貨效果에 대한 분석은 전무한 형편이다. 단지 Hellweg(1961)의 경우 일

19) 한편 추정결과들에 의하면 *Dum* 변수는 유의한 경우가 많지는 않지만 일관되게 負의 효과를 보여 선거기간중에는 預金通貨(現金通貨)의 비중이 감소(증가)하고 있다는 증거를 나타내었는데 이는 대체로 일반의 기대에 부합되는 결과라 할 것이다. 한편 法定支給準備率의 증가도 기대한 바와 같이 통화승수는 물론 預金通貨의 양을 감소시키고 있는 것으로 관찰되었다. 이들 결과에 대해서도 左承喜(1992)를 참조하기 바람.

국의 總預金은 가용지급준비금의 양에 의해 결정되기 때문에, 설령 꺾기가 일부 개별차입자들의 預金保有量에 영향을 미칠 수 있다고 하더라도 總預金에는 영향을 미칠 수 없다는 주장을 제기하고 있어 꺾기와 通貨量과는 무관하다는 시사를 주고 있으나, 第IV章에서 모형화한 바와 같이 꺾기와 통화승수간의 관계에 대한 체계적인 분석이 결여되어 있어 그의 주장을 그냥 받아들이기는 어렵다 할 것이다. 더구나 우리나라의 경우는 기존 문헌들의 모형이 되고 있는 美國과는 달리 預金과 貸出金利가 모두 규제되고 있어 그나마 가용한 미시분석의 시사점도 별로 큰 도움이 되지 못한다 할 것이다.

이와 같이 이론적 측면에서 꺾기의 預金回歸率, 나아가서는 통화승수에 미치는 효과가 불분명한 상황하에서 本 硏究는 실증분석을 통해 이 문제에 접근하였다. 第V章에서의 실증분석결과는 실제 꺾기율 대신에 대용변수로 꺾기율을 추정하여 사용하는 등 사용자료의 정확성에 있어서 문제점도 없지 않지만, 분석결과에 의하면 대체로 꺾기의 通貨量效果는 나타나지 않는 것으로 관찰되고 있다. 일부의 경우나 혹은 사용변수들이 달라짐에 따라 그 결과들이 通貨量效果를 시사하는 방향으로 나오기도 하지만, 전체적으로 결과들이 서로 상반되고 있어 기껏해야 꺾기의 通貨量效果는 미미하거나 쉽게 확인할 수 없는 것으로 결론지을 수밖에 없다 할 것이다. 물론 이 점에 대해서는 추후 보다 더 정교한 후속연구들이 이루어지게 되길 기대해 본다.

결국 꺾기의 通貨量效果와 관련해서는 이론적으로 꺾기가 均衡通貨量에 영향을 미칠 수 있는 경로가 복잡할 뿐만 아니라 그 영향의 방향도 불분명하여 사전적으로 꺾기의 期待效果를 논하기가 어렵다는 점과, 나아가서는 우리나라의 경우 실제로 꺾기의 通貨量效果가 뚜렷하게 관찰되지 않고 있다는 실증적 발견에 유의하여야 할 것으로 판단된다. 이 결과는 꺾기가 微視的 측면에서 일부그룹의 預金行態를 제약하는 효과가 없지 않다 하더라도 Hellweg의 관찰과 같이 巨視通貨量은 경제전체에 주어진 本源通貨와, 꺾기율에 의해 별로 영향을 받지 않는 통화승수에 의해 결정되기 때문에 꺾기행태와는 무관하게 결정되고 있음을 시사한다고 할 것이다.

그러면 역으로, 通貨當局에 의해 비공식적 通貨管理手段으로 이용되고 있기도 하며, 최근에는 공개적으로 강력히 추진되었던 예대상계에 의한 꺾기규제정책의 효과는 무엇인가? 꺾기의 均衡通貨量에 미치는 효과가 없다면 당연히 預貸相計도 均衡通貨量에 영향을 미치지 못할 것이다. 그렇다면 왜 通貨當局은 이러한 예대상계정책을 通貨管理手段으로 이용할 뿐만 아니라, 나아가서는 이 정책을 통해 餘裕貸出資金을 창출할 수 있는 것처럼 주장하게 되었는가?

아마도 이에 대한 배경은 다음의 세가지의 경우로 나누어 생각해 볼 수 있을 것이다. 첫째의 경우는 預貸相計政策은 즉각적으로 상계된 예금만큼 總預金을 줄일 것이기 때문에 그만큼 通貨量을 낮추게 된다고 믿는 경우이다. 만일 通貨當局이 이러한 시각을 갖고 預貸相計政策을 수행하고 있다면, 다음과 같이 너무 단순하게 보이면서도 중요한 사실에 주의를 기울일 필요가 있다고 판단된다. 이 경우의 일차적 預金量의 감소는 단순히 예대상계정책의 단기충격효과(impact effect)에 불과하기

때문에 은행이 예대상계에 의해 발생하는 초과지준을 재대출 운용함에 따라 預金量이 다시 증가하게 되어 결국 이 효과는 사라지게 되기 때문에 均衡通貨量에 대한 지속적 효과를 기대할 수는 없다는 사실에 주의해야 할 것이다. 이와 관련하여 經濟政策의 진정한 의의는 경제변수의 均衡量에 영향을 미치기 위한 것이지 短期衝擊效果를 추구하는 데 있지 않음을 명심해야 할 것이다.

둘째로 가능한 경우는 本稿에서 길게 추적해 온 바와 같이 預貸相計를 통해 꺾기를 규제함으로써 통화승수의 균형값을 영구적으로 감소시킬 수 있을 것으로 믿는 경우이다. 이 경우는 政策效果追跡의 접근방법은 옳다 하겠으나 너무나 약하고 불분명한 政策效果의 경로에 의존하는 문제를 가지게 된다 하겠다. 이미 지적한 바와 같이 꺾기와 通貨量間의 이론적 관계가 불분명할 뿐만 아니라 아직까지 실증적으로도 이 관계가 전혀 규명되고 있지 않은 상태에서 預貸相計가 통화승수를 낮출 것이라는 희망적 생각으로 정책을 추진한다는 것은 대단히 위험한 일이라고 판단된다. 이 점과 관련해서는 本稿에서 시도한 실증분석이 좀더 많은 연구의 시발이 될 수 있기를 기대해 본다.

마지막으로 預貸相計의 효과를 通貨量에서 보다는 金利에서 찾는 경우를 상정해 볼 수 있을 것이다. 최근 공개적으로 추진되는 預貸相計政策은 여유자금창출효과도 강조하고 있지만 역시 企業의 실세금리부담 경감효과도 강조하고 있는 것으로 보인다. 그런데 기본적으로 꺾기는 實效貸出金利를 인상시키기 때문에 實效金利의 引下效果는 가장 확실하게 기대할 수 있는 꺾기규제정책의 효과라고 할 수 있을 것이다. 따라서 이 경우의 이슈는 金利規制政策의 당위성 여부에 대한 고려는 물론 꺾기에 따른 厚生損失效果와, 엄격한 꺾기규제와 貸出金利規制에 따른 厚生損失效果의 비교검토 등 복합적인 고려에 의해 동 정책의 타당성이 평가되어야 할 것으로 판단된다. 그러나 이러한 경우에 있어서도 꺾기가 광범위하게 관찰되고, 기업들의 꺾기에 따른 資金難호소가 많아진다는 것 자체가 貸出公金利와 市場實勢金利間의 괴리가 그만큼 커지고 있음을 의미하기 때문에 오히려 이러한 증후들을 金利自由化의 필요성을 시사하는 것으로 받아들일 수도 있음에 유의할 필요도 있다 하겠다.

마지막으로 本 硏究는 꺾기논의의 끝이라기보다는 그 시작이 되기를 바라며, 여기서 제기한 문제들이 보다 더 깊게 연구되어 꺾기와 관련된 불확실성이나 오해들이 하루빨리 불식되어 꺾기에 대한 보다 합리적인 政策方向이 정립되고, 나아가서는 꺾기의 金融資源配分의 效率性提高機能이 인식됨으로써 金利가 自由化된 뒤의 정상적인 金融環境下에서도 상존할 것으로 기대되는 꺾기의 긍정적 역할에 대한 시각도 정립될 수 있게 되기를 바란다.

▷ 參 考 文 獻 ◁

沈相達, 「選擧의 巨視經濟效果」, 『KDI 分期別 經濟展望』, 韓國開發硏究院, 1991 겨울호.

趙 淳, 『貨幣金融論』, 比峰出版社, 1985.

左承喜, 『꺾기의 經濟學과 通貨量效果』, KDI 政策硏究資料, 1992.

Davis, Richard and Jack M. Guttentag, "Are Compensating Balance Requirements Irrational ? ", *Journal of Finance*, March 1962, pp.121～128.

_____, "Balance Requirements and Deposit Competition", *Journal of Political Economy*, December 1963, pp.581～585.

Hellweg, Douglas, "A Note on Compensatory Balance Requirements", *Journal of Finance*, March 1961, pp.80～84.

Hodgman, Donald, "The Deposit Relationship and Commercial Bank Investment Behavior", *Review of Economics and Statistics*, August 1961, pp.257～268.

James, Christopher, "Self-Selection and the Pricing of Bank Review: An Analysis of the Market for Loan Commitments and the Role of Compensating Balance Requirements", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, December 1981, pp.725～746

Mullins, David Wiley, Jr., "Restrictions on the Rate of Interest on Demand Deposits and a Theory of Compensating Balances", *Journal of Finance*, May 1976, pp. 233～255.

Sealey, C.W., Jr. and Robert Heinkel, "Asymmetric Information and a Theory of Compensating Balances", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 9, 1985, pp. 193～205.