
財政赤字와 國公債政策

金 重 雄

▷ 目 次 ◁

- I. 序 言
- II. 財政赤字와 國公債
- III. 國公債發行과 財政負擔問題
- IV. 스테그플레이션과 國公債政策
- V. 結 論

I. 序 言

國家財政收入의 大宗을 이루고 있는 租稅收入은 國家의 財政活動이 擴大되어가는 傾向에 따라 그 規模가 增大되어 왔기 때문에 점점 심한 조세저항을 받게 된다. 이와 같은 정부의 財政活動을 위한 財政收入의 補完手段으로 近代國家에 있어서 國公債가 本格的으로 發行되고 있다. 그러나 國公債管理가 政府部門의 歲入手段에 그치는 것이 아니라 國民所得의 흐름, 資源의 配分, 流動性 構造 및 景氣調整에 이르기까지 全體 國民經濟에 廣範圍하게

영향을 미치는 經濟的 機能을 할 수 있게 되자 새로운 經濟政策手段으로서 적극 活用하게 되었다.

다시 말하면 소위 ‘보이지 않는 손’에 의해 經濟活動이 이루어지고 정부의 적극적인 財政活動은 抑制될 때 經濟的 效率과 國際經濟의 均衡의 發展이 이루어진다는 古典的 財政理論이 지배하던 20世紀 以前에는 財政政策의 重要性은 별로 認識되지 않았다.

公債發行을 포함한 積極的인 財政政策의 施行이 각광을 받기 시작한 것은 1930年代의 經濟恐慌에 대처하는 手段으로서 Keynes有效需要理論에 근거한 財政政策의 景氣對應的 機能이 強調되면서부터이다.

다시 말하면 景氣沈滯期에는 有效需要 創出을 위해 財政支出을 擴大하는 한편 民間需要 刺戟을 위한 減稅를 통하여 景氣對應的인 措置를 취할 필요가 있었다. 더 나아가 福祉國家 건설을 목표로 하는 現代 資本主義國家에서는 教育·醫療·社會保障 등 福祉費 支出의 증대로 정부의 赤字財政運用이 불가피하게 되

자 政府支出을 뒷받침하는 歲入補填手段으로 國公債發行이 활발히 이루어져 主要先進國의 公債發行殘額이 계속 累積되게 되었다. 그러나 한편 國公債殘額의 累增은 정부의 元利金償還負擔을 加重시키게 되어 財政의 硬直性을 높이고 財政인플레이를 일으키는 등 여러가지 폐해도 야기시켰다.

원래 國公債란 一般的으로 國家의 債務를 의미하며 國家 또는 地方公共團體가 財政支出에 소요되는 經費를 調達하기 위하여 國公債證書를 發行함으로써 國民으로부터 돈을 借用하는 형식을 취한다. 따라서 國家의 債務인 國公債는 廣義로는 國公債라는 有價證券發行에 의한 것 以外에 政府의 借入金도 包含하고 發行主體에 따라 國債와 地方債로 區分되며 募集地를 基準으로 內國債와 外國債로 나누게 된다. 그러나 여기서는 政府借入金を 제외한 債券으로서 內國債를 의미하는 狹義의 國公債에 限定하기로 한다¹⁾.

우리나라의 경우 國公債를 發行한 歷史가 先進國에 비해 日淺하고 國公債殘額의 對GNP 比重도 다른 나라에 비해 相對적으로 낮은 水準에 있다. 그러나 1970年代 以後 國公債殘額이 계속 增加하고 있어, 한편 國民負擔이나

財政「인플레이」에 대한 念慮와 關聯하여 國公債를 얼마나 發行할 수 있느냐 하는 國公債發行의 限界 내지 適正規模가 問題되고, 다른 한편 景氣變動幅이 擴大되고 金融政策의 政策手段으로서의 限界 때문에 財政의 景氣調整機能의 強化가 거론된다. 따라서 國公債의 構成을 變化시켜 國公債殘額의 平均期間을 조정하거나 또는 國公債金利 등의 條件을 變動시킴으로써 流動性을 調節하는 등의 國公債管理政策을 우리나라에서도 積極活用할 수 있는가 하는 것이 문제된다²⁾.

따라서 本稿에서는 增大되는 財政需要에 比하여 租稅收入의 限界 때문에 발생하는 財政赤字를 國公債를 發行하여 補填할 것인가의 與否를 판단하기 위하여 Ⅱ節에서는 우리나라 國公債現況과 問題點을 分析하고 한편 理論的인 財政負擔問題와 關聯하여 適正長期公債比率의 試算과 現實的인 可能條件을 Ⅲ節에서 살펴보고 끝으로 우리나라가 當面한 「스태그플레이션」經濟問題를 解決하는 데 우리나라 「스태그플레이션」特性和 關聯하여 消極的 財政政策으로서 國公債政策 活用을 代案政策으로 檢討하여 보았다.

Ⅱ. 財政赤字와 國公債

1. 財政需要 增大와 租稅收入의 限界

現代國家에서는 이른바 ‘廉價政府’(cheap government) 혹은 ‘작은 政府’(small government)의 要請에 따라 政府主導가 아닌 民間主導에 의한 經濟活動의 擴大와 民間部門의 기능과 역할이 증시된다. 그러나 우리나라와

1) 넓은 意味에서는 國債가 公債의 概念에 포함되는 것이지만 本稿에서는 國債는 財務部長官이 一般會計, 特別會計, 基金計定 負擔으로 發行하는 債券을 指稱하고 公債는 政府保證債와 地方債를 表示하는 뜻으로 使用하고자 한다.

2) 國公債發行規模에 관한 문제는 財政政策의 범위에 속한다고 이해하고 國公債管理政策의 問題는 國公債發行에 따른 流動性水準을 適正水準으로 維持하면서 정부의 이자부담을 最小化하는 國公債의 最適構成理論으로 파악하려는 것이 最近의 傾向이다. William E. Laird, "The Changing Views on Debt Management", *Quarterly Review of Economics and Business*, Autumn 1963; Phillip Cagan, "A Partial Reconciliation between Two Views of Debt Management", *Journal of Political Economy*, Dec. 1966.

〈表 1〉 財政運用規模 推移

(단위: 億원, %)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976
G N P (經常)	32,948	40,289	52,383	73,325	97,929	132,726
中央政府財政	5,485	7,462 (36.0)	7,212 (△3.4)	12,030 (66.8)	17,653 (46.7)	25,789 (46.1)
一般會計	3,670	4,460 (21.5)	4,617 (3.5)	6,954 (50.6)	9,962 (43.3)	14,421 (44.8)
統合豫算	6,421	8,465 (31.8)	8,447 (△0.2)	14,186 (67.9)	21,586 (52.2)	29,097 (34.8)
租稅收入	4,929	5,229 (6.1)	6,526 (24.8)	10,217 (56.6)	15,498 (51.7)	23,133 (49.3)
國債(殘額)	476	724 (52.1)	753 (4.0)	669 (△11.2)	1,799 (198.8)	3,769 (88.5)
國債(純增)	101.3 (65.5)	248.4 (145.2)	28.5 (△88.5)	△84.6 (—)	1,330.3 (—)	1,770.1 (33.1)
中央政府財政/GNP	16.6	18.5	13.8	16.4	18.0	19.4
統合豫算/GNP	19.5	21.0	16.1	19.3	22.0	21.9
國債(殘額)/GNP	1.4	1.8	1.4	0.9	2.0	2.8
國債(純增)/GNP	0.3	0.6	0.1	(—)	1.4	1.3
GNP增加率(經常)	27.8	22.3	30.0	40.0	33.5	35.5
WPI上昇率	8.8	13.8	6.9	42.1	26.6	12.1
	1977	1978	1979	1980	1981	1982 ¹⁾
G N P (經常)	170,214	226,176	290,721	350,306	446,500	549,840
中央政府財政	32,744 (27.0)	44,080 (34.6)	59,899 (35.9)	76,820 (28.2)	93,680 (21.9)	119,960 (28.1)
一般會計	25,701 (78.2)	33,003 (28.4)	47,071 (42.6)	59,678 (26.8)	71,570 (19.9)	89,200 (24.6)
統合豫算	36,605 (25.8)	50,010 (36.6)	62,101 (24.2)	84,545 (36.1)	144,790 (71.3)	164,870 (13.9)
租稅收入	29,593 (27.9)	40,955 (38.4)	53,609 (30.9)	65,859 (22.9)	81,381 (23.6)	103,920 (27.7)
國債(殘額)	6,351 (68.5)	9,120 (43.6)	12,719 (39.5)	15,972 (25.6)	21,114 (32.2)	30,448 (44.2)
國債(純增)	2,582.3 (45.9)	2,768.4 (7.2)	3,599.7 (30.0)	3,252.4 (△9.6)	5,142.0 (58.1)	9,934.0 (93.2)
中央政府財政/GNP	19.2	19.2	20.6	21.9	22.5	21.8
統合豫算/GNP	21.5	21.8	21.4	24.1	32.4	30.0
國債(殘額)/GNP	3.7	4.0	4.4	4.6	4.7	5.5
國債(純增)/GNP	1.5	1.2	1.2	0.9	1.2	1.8
GNP增加率(經常)	28.2	34.6	26.9	20.5	27.5	23.1
WPI上昇率	9.0	11.7	18.8	38.9	22.4	14.0

註: 1) 計劃値

資料: 經濟企劃院, 『主要業務指標』, 1980.

——, 1982年度 統合豫算分析.

——, 財務部, 『財政金融統計』, 1981. 10.

——, 國庫局.

같이 짧은 期間에 높은 經濟成長과 工業化를 추구한 新生工業國들은 一定 水準의 經濟發展을 이룩하게 되자 이제까지 度外視되고 억제되었던 一般國民의 福祉惠澤의 기대와 요구가 강해지게 되고 이에 따라 國家機能의 擴大, 즉, 住宅, 醫療 등 社會開發部門에 대한 財政支出이 增加되고 있다. 또한 產業構造가 複雜해지고 발전하는 데 따라서 民間部門이 담당할 수 없거나 부적당한 公害, 交通, 上下水道問題 등과 같은 새로운 行政需要가 발생됨으로써 政府의 財政規模는 계속 膨脹되고 있다.

지난 11年間(1971년부터 1981년까지) 우리나라 財政規模 膨脹推移를 보면 中央政府의 경우 年平均 35% 以上の 증가율을 나타내고 있고 地方政府를 제외한 公共部門의 경우에도 30% 以上の 증가율로 규모가 늘어나고 있다. 中央政府 財政規模의 對 GNP比重을 보아도 1971년에는 16.6%였으나 1980년에는 21.8%나 차지하고 있다. 이와 같은 財政需要 增大推移를 物價水準과 비교해 보아도 同期間의 GNP디플레이터가 20% 水準임을 감안할 때 절대적으로나 상대적으로나 그 규모가 확대되어 왔음을 알 수 있다. 다시 말하면 지금까지 財政의 對GNP彈性值가 1보다 컸기 때문에 經濟成長에 따라 계속해서 財政規模가 확대되었던 것이다. 따라서 福祉國家建設에 대한 期待와 要請으로 인한 財政需要擴大 趨勢와 民間

部門의 經濟活動과 機能을 보다 活性化하고 物價安定을 위해서 財政規模를 縮小해야 한다는 趨勢의 現實性과를 어떻게 政策的으로 상호 조화시켜 나가느냐 하는 것이 豫算編成의 핵심적 과제라고 할 것이다.

이렇게 증대되는 財政需要를 충당하기 위한 財源調達은 대부분 租稅收入에 의존하는 것이 보통이나 우리나라 國民의 租稅負擔이 이미 18.3%의 높은 수준에 와 있어 추가적인 擔稅能力은 이미 한계에 와 있다. 더구나 租稅構造가 間接稅에 置重되고 있어 아무리 社會開發을 추진한다고 하더라도 所得分配의 惡化現象은 是正되기 어렵고 社會保障制度의 未備는 所得의 逆進性을 더욱 크게 한다. 1982年度 豫算에서 보면 歲入中 租稅收入은 신설된 教育稅를 포함하여 1981年 租稅收入보다 28.8% 증가했으나 歲出은 22.2%밖에 늘어나지 못했다. 이것은 稅負擔에 比例하는 만큼 國民들이 財政惠澤을 받지 못하고 있는 것을 뜻하는 것이다. 또한 租稅收入中 間接稅比重이 더욱 커져 低所得者 租稅負擔은 점점 加重되고 있다. 바꾸어 말하면 國稅爲主 그것도 間接稅 置重의 財政收入構造의 취약점 때문에 醫療, 社會保障, 生活環境改善 등 급증하는 財政需要를 감안할 때 앞으로 財政需要의 건전한 관리를 위하여는 적절한 財政收入을 확보하는 것이 주요한 정책과제의 하나가 될 것이다.

〈表 2〉 直間稅比率 및 租稅負擔率

	1962	1966	1971	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
直接稅	35.2	49.0	50.5	41.1	36.7	37.4	37.1	33.0	31.6	32.4
間接稅	64.8	51.0	49.5	58.9	63.3	62.6	62.9	67.9	68.4	67.6
擔稅率	10.6	10.7	15.0	17.4	17.4	17.9	18.4	18.8	18.4	18.9

註：1981年은 經濟企劃院, 『豫算概要』, 1981年 資料이고, 1982年은 經濟企劃院, 『1982年 豫算(案)』인.
資料：經濟企劃院, 財務部.

稅外收入의 主要歲入 調達方法으로는 海外 借入달고는 韓國銀行으로부터의 借入과 國債 發行 등을 들 수 있다. 우리나라의 稅外收入의 추이를 살펴보면 1972년에 一般會計의 32.7%를 占하던 것이 점점 줄어들어 1978년에는 9.6%로 낮아졌고 1979年 以後 不況이 深化되면서 租稅收入이 줄게 되자 다시 그 比重이 늘게 되어 1979년에 13.5%, 1980년에 12.5%가 되었고, 1981년에는 7.7% 그리고 1982년에는 다시 4.0%로 줄어들 것이 예상된다.

특히 1982年度 稅外收入에서 特記할 만한 事項은 韓國銀行으로부터의 借入金을 일체 計上하지 않은 點이다.

요컨대 財政收入中 稅外收入의 比重이 작고 租稅依存이 심화되는 현상은 반드시 財政自立 度라는 側面에서 바람직하다고만 보기 어렵다. 財政收入源을 다양하게 하는 것은 國民負擔의 측면에서도 중요하지만 財政機能을 발전시키고 生産성을 부여하여 政策의 效率성을 높인다는 觀點에서도 必要하다고 생각된다.

〈表 3〉 財政赤字(統合豫算基準)規模와 補填內譯¹⁾

(단위 : 億원, %)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
A. 歲出 및 純融資	5,123	6,421	8,465	8,447	14,186	21,586	29,097
B. 歲入	4,876	5,657	6,540	7,577	16,177	11,925	25,114
C. 赤字補填規模	247	764	1,925	870	3,009	4,661	3,983
	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)
韓國銀行	35	△59	1,186	492	1,914	2,671	1,300
	(14.2)	(-)	(61.6)	(56.6)	(63.6)	(57.3)	(32.6)
國債	27	73	251	55	465	805	1,729
	(10.9)	(9.6)	(13.0)	(6.3)	(15.5)	(7.3)	(43.4)
海外借入	266	712	500	599	790	1,432	2,255
	(107.6)	(93.2)	(26.0)	(68.9)	(26.3)	(30.7)	(56.6)
其他 ²⁾	△81	38	△12	△276	△160	△247	△1,301
	(-)	(5.0)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
財政赤字比率(C/A)	(4.8)	(11.9)	(22.7)	(10.3)	(21.2)	(21.6)	(13.7)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982
A. 歲出 및 純融資	36,605	50,010	62,101	84,545	114,811	174,950
B. 歲入	31,849	43,852	57,698	72,808	93,542	164,870
C. 赤字補填規模	4,756	6,158	4,403	11,737	21,269	10,080
	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)
韓國銀行	999	1,102	△1,558	2,650	5,760	5,900 ³⁾
	(21.0)	(17.9)	(-)	(22.6)	(27.1)	(58.5)
國債	1,469	2,917	3,605	2,742	6,677	3,230
	(30.9)	(47.4)	(81.9)	(23.4)	(31.4)	(32.0)
海外借入	2,793	3,592	2,663	3,177	4,602	△190
	(58.7)	(58.3)	(60.5)	(27.1)	(21.6)	(-)
其他 ²⁾	△505	△1,453	△307	3,168	4,230	1,148
	(-)	(-)	(-)	(27.0)	(19.9)	(11.3)
財政赤字比率(C/A)	(13.0)	(12.3)	(7.1)	(13.9)	(18.5)	(5.8)

註: ()안은 構成比임.

1) 決算基準임. 1981年度는 展望值임. 단, 1982年은 豫算基準. (특히 國債의 경우 포괄범위차이로 <表1>의 경우와 不一致)

2) 其他는 現在使用 預金銀行借入 等임.

3) 預金銀行借入 3,440億원 包含.

資料: 財務部 國庫局

특히 國公債를 발행하여 金融市場에서 流通시키는 것은 財政機能을 활성화할 수 있다는 點에서 意義가 크다고 생각된다.

지금까지 우리나라의 경우 一般會計 歲入補填을 위해서는 建國國債와 國庫債券이 發行되었을 뿐이고 그 規模도 합하여 300億원에 불과하였다. 建國國債는 低利로 發行되어 강제 添加消化되었으며 國庫債券은 韓銀引受後 金融機關에 賣却하였다.

그러나 1981年度 一般會計 追更豫算에 의하면 176億원의 財政赤字中 121億원을 國庫債券을 發行하여 補填하였다. 이와 같이 一般會計 財政收支는 一般會計에서 經常支出을 최대한 억제함으로써 每年 黑字를 示顯해 왔다. 그러나 中央政府와 非金融公企業을 통합한 統合豫算(unified budget)의 收支를 보면 特別會計 및 一般基金과 非金融公企業의 누적되는 赤字로 每年 赤字規模가 늘어나 1981년에는 2兆1千269億원(決算基準)에 이르고 1982년에는 1兆80億원(豫算基準)에 달할 것으로 豫想된다.

따라서 統合財政收支赤字는 1970年 초반에는 海外借入과 韓國銀行 借入으로 補填하였으나 1976年 以後에는 國債를 發行하여 메워오

고 있다. 특히 景氣好況으로 流動性이 많았던 1978年과 1979년에는 國庫補填比率이 각각 47.4%, 81.9%에 이르렀다. 1982年度에도 財政赤字의 32%를 國債發行으로써 조달하고 그 동안의 緊縮으로 인해 金融市場의 資金事情이 좋지 않은 것을 감안하여 韓銀借入으로 財政赤字의 58.5%를 補填하려고 計劃하고 있으나 인플레이의 方法에 의한 財源調達의 比重이 1976年 以後 가장 크다는 點에서 財政緊縮의 要請과 관련하여 문제가 된다 하겠다(表 3 參照).

總財政收支差를 外國과 比較하여 보면(表 4 參照) 總歲出規模에 대한 赤字規模의 比率이 우리나라의 경우 1981년의 18.5%에서 5.8%로 크게 하락하여 日本(31.7%), 英國(13.7%), 이스라엘(16.2%) 수준에 비해 훨씬 낮은 수준이나 우리의 경쟁국인 대만(△6.4%), 싱가포르(3.0%)에 비하여는 높게 나타나고 있다. 더우기 1970년부터 1982년까지 13年間 平均財政赤字比率이 13.6%인 것을 생각할 때 向後 財政收支의 건전한 관리를 위하여는 教育·醫療·社會保障·生活改善 등 급격히 늘어나고 있는 財政需要를 充足시킬 수 있는 적절한 財政收入 確保方案이 강구되어야 한다.

〈表 4〉 財政收支 國際比較

		年 度	純歲出規模(A)	收支差(B)	財政赤字比率 (%) (B/A)
韓	國	1982 (1970~82 平均)	174,950億원	10,080억원	5.8 (13.6)
美	國	1978	477,690百萬弗	60,960百萬弗	12.8
日	本	1978	183,875百萬弗	58,356百萬弗	31.7
英	國	1979	166,132百萬弗	22,818百萬弗	13.7
西	獨	1978	207,418百萬弗	14,617百萬弗	7.0
이	스	1978	10,057百萬弗	1,629百萬弗	16.2
臺	灣	1978	3,889百萬弗	△250百萬弗	△6.4
싱	가	1977	1,572百萬弗	48百萬弗	3.0

資料：經濟企劃院

〈表5〉國債發行現況

發行期間	發行根據	發行目的	發行條件		發行規模 ¹⁾		1982年度發行額	備考	
			利率(%)	償還期間	發行方法	發行額			償還額
1949~63	舊國債法	一般會計不足財源調達	5	5~8年	添加消化 및 發行	100	0	발행 중단, 상환완료	
1954~63	産業復興與國債法	戰災復舊을 위한 投資財源調達	2~5	5~40年	韓銀引受發行	196	107	발행 중단	
1968~76	道路整備事業特別會計法	高速道路建設財源調達	12~20	4(1~3)年	添加消化 및 發行	361	0	발행 중단, 상환완료	
1962~63	電話債券法	通信施設擴張財源調達	5	8(3~5)年	添加消化 및 發行	4	0	발행 중단, 상환완료	
1975	對日民間請求權補償에 관한 法律	對日民間請求權 補償目的	5	4(1~3)年	交付發行	25	0	발행 중단, 상환완료	
1967~68	財政證券法	國庫出納上 一時不足 財源調達目的	16	90日	1967~68引受發行 (5個市銀)	19,209	1,500		
1977~					1977~ 競争入札				
1960~	國際金融機構에의 加入措置에 관한 法律	國際金融機構에의 加入 投資目的	0	不確定	出 資	124	123		
1969~77	徵發財產整理에 관한 特別措置法	徵發財產補償目的	5	10年	交付發行	393	65	발행 중단	
1972	豫算會計法(第24條) (國庫債券規定)	一般會計不足財源調達 目的	2~13	5(2~3)年	韓銀引受後, 5個市 銀에 賣却	1,439	1,214		
1975~	糧穀證券法	糧穀基金不足財源調達	22	1年	引受發行	12,800	3,100	3,600	
1974~	國民投資基金法	國民投資基金財源調達	19.5	5~8年	引受發行	16,501	2,740	5,000	
1980~	通信施設擴張에 관한 臨時措置法	通信施設擴張財源調達	15	5年	添加消化	2,064	0	2,064 (4,942)	
1973~	住宅建設促進法	國民住宅建設促進을 위한 財源調達	12	5年	添加消化			2,000	
1982~	住宅建設促進法	國民住宅建設促進을 위한 財源調達	實勢金利	5年以下	公募發行			770	
1982~	企業豫算特別會計法 (第8條)	鐵道事業特別會計不足 財源調達	實勢金利	2年 据置 3年 分割 償還	公募發行			500	
計						53,216	32,102	21,114 (26,056)	13,370

註: 1) 1981年 12月末 現在 累計額也.

資料: 財務部 國庫局

2. 國公債 發行現況과 推移

우리나라는 1949年 建國國債 發行을 始初로 하여 지금까지 13種의 國債를 發行³⁾하여 1981年末 現在 國債發行 殘額은 21,114億원에 이르고 1982年에도 계속 경기침체로 인한 稅收 不足 때문에 6,000億원 이상의 國債가 追加發行될 것으로 예상된다. 國債 種類를 發行目的에 따라 分類해 보면 1) 一般財政赤字를 補填하기 위한 一般國債(①建國國債 ②産業復興國債 ③國庫債券), 2) 特定事業의 財源을 調達하기 위한 事業國債(①電話國債 ②道路國債 ③電信電話債券), 3) 財政資金의 需給調節을 통하여 金融의 通貨政策의 效率의 遂行을 補完하는 財政證券 등으로 大別할 수 있다.

지금까지 우리나라에서 發行한 12種의 國債中⁴⁾ 현재에도 發行되고 있는 것은 國民投資債券, 糧穀基金證券, 財政證券, 電信電話證券, 國庫債券 등 5種뿐이다. 현재까지 約 5兆3,216億원이 發行되고 그 중 3兆2,102億원이 償還되어 1981年 12月末 現在 國債殘額은 2兆1,114億원에 달하고 있다(表 5 參照).

國債發行推移를 보면 建國과 더불어 곧 6.25 戰爭의 발발로 戰費調達을 目的으로 國債發行이 增加되었으나 健全財政의 유지를 통한 經濟安定政策이 實施되어 國債發行이 중단된 1964년부터 殘額이 減少되었다. 그러나 그 後 經濟開發計劃 推進을 위한 財源調達 때문에

3) 本稿에서는 國庫長官인 財務長官이 一般會計, 特別會計 등의 直接負擔으로 發行하는 國債에 關係서만 검토하기로 한다.

4) 特殊債인 國際金融機構에의 出資財政證券은 除外.

5) 政府保證債의 殘額까지 포함하면 對GNP比重이 8.2%가 된다.

다시 增加趨勢를 나타내고 있다(表 7 參照).

우리나라 國債發行의 對GNP比重을 보면 1962年 4.9%를 피크로 減少하다가 1977年以後 다시 늘어 1980年 現在 4.6%를 占하고 있다⁵⁾. 다른 先進國과 比較(1978年 基準)해 보면 美國 36.6%, 英國 43.8%, 日本 30.3%, 西獨 8.8%로 우리나라가 이들 국가에 비해 훨씬 낮은 수준에 있으나 臺灣의 1.8%보다는 높다고 하겠다.

〈表 6〉 年度別 國債伸張率 推移

(단위 : 億원, %)

	1977	1978	1979	1980	1981
國債殘額	6,351	9,920	12,720	15,955	12,114
伸張率 (前年對比)		43.5	39.4	25.4	32.3

資料 : 財務部 國庫局

〈表 7〉 公債의 對GNP比重 國際比較

(단위 : %)

	韓國 ¹⁾	日本	美國	英國	西獨	臺灣
1970	1.4	10.1	39.6	—	2.0	4.0
1971	1.4	11.0	39.8	—	1.9	3.7
1972	1.8	14.0	38.4	38.3	2.1	3.1
1973	1.4	13.5	36.0	37.1	2.1	2.5
1974	0.9	14.6	34.4	37.8	2.7	1.6
1975	2.0	18.1	37.2	38.7	4.4	1.6
1976	2.8	22.3	38.0	38.3	5.0	1.6
1977	3.7	27.7	37.5	39.3	6.4	1.4
1978	4.0	30.3	36.6	43.8	5.5	1.8
1979	4.4	33.7	35.0	33.1	6.9	1.8
1980	4.6	28.5	35.4	—	—	—
1981	4.7					

註 : 1) 國公債殘額/GNP, 韓國은 國債殘額/GNP
資料 : 財務部, 『財政金融統計』, 1970. 1~1981. 5.

日本銀行, 『經濟統計月報』, 1970. 1~1981. 5.

Federal Reserve Bank, *Federal Reserve Bulletin*, 1970. 1~1980. 12.

Deutsche Bundes Bank, *Monthly Report of the Deutsche-Bundes Bank*, 1981. 6.

臺灣中央銀行 經濟研究處, 『金融統計月報』 1981. 2.

Central Statistics Office, *Finance Statistics*, 1977~1981.

한편 國債總殘額中에서 種類別 構成比를 보면 國民投資債券이 67.9%, 糧穀證券이 16.4%, 財政證券이 9.5%, 電信電話債券이 4.9%이고 다른 國債는 償還이 거의 끝나 있는 狀態이다.

여기서 주목할 점은 위의 國債中 財政證券만이 國庫出納上의 一時不足資金을 補填하는 목적으로 발행되고 있을 뿐이지 우리나라는 현재 一般會計의 經常的 支出을 위한 赤字國債가 發行되고 있지 않다는 사실이다. 外國의 경우 대부분 一般會計의 經常的 支出을 위해 赤字國債가 累積되어 그 償還이 크게 문제되고 있는 것과는 대조된다. 전술한 바와 같이 既發行 國債中 정부수립 직후의 建國國債와 1972年 및 1981年에 發行한 國庫債券의 경우에 稅收不足으로 인한 一般會計 不足財源 調達을 위해서 발행되었을 뿐이다.

3. 우리나라 國公債管理의 特徵과 問題點

國公債管理政策이 財政資金의 低利調達과 景氣調節이라는 財政機能과 景氣調整을 효과적으로 달성하기 위하여는 그 전제로서 金融市場의 發達 등 制度的인 與件具備가 先行되어야 함은 물론 經濟動向의 精確한 판단과 그에 대응하는 적절한 施策의 彈力的인 運用이 무엇보다 필요하다. 그렇지 못할 경우 國公債管理政策은 도리어 財政機能의 硬直化를 촉진시키고 인플레이를 誘發하게 된다.

우리나라에 있어서 지금까지 國公債管理政策이 流動性管理와 景氣調節目的을 위하여 활용되지 못한 것은 實勢와 동떨어진 金利水準 등 金利의 政策變數의 機能이 缺如되었었고

또 1975年까지 國債殘額이 經常 GNP의 2% 以下에 불과(80年에도 5% 未滿임)하였기 때문에 國公債管理가 國民經濟에 미치는 영향이 미미했을 뿐만 아니라 國公債市場 등 直接金融市場이 발달되지 않은 데 그 원인이 있다고 하겠다. 좀더 구체적으로 우리나라 國債管理의 特徵과 문제점을 정리해 보면,

첫째, 國債의 發行 및 操作에 의한 景氣對應의 財政運用을 하여오지 아니하였다는 點이다. 최근에 와서 國債發行殘額이 증가하고 있으나 다른 나라와 비교할 때 그 규모가 아주 낮은 수준에 머물러 있고 그것도 國債發行의 대부분은 이 特定事業의 財源調達을 위해서 발행되었기 때문에 적극적인 景氣調整의 目的에서 이루어진 것이 아니었다. 단지 1976年 財政證券法改定으로 단기의 財政證券이 발행됨으로써 國庫資金需給의 年中平準化와 海外部門을 통한 流動性膨脹을 억제할 수 있어 이에 따른 金融通貨政策의 효율적인 수행을 부분적으로 돕는 데 불과하였다.

특히 우리나라 豫算은 歲入에 있어서는 國稅爲主의 間接稅 置重構造이고 歲出에 있어서는 1982年度中 防衛費(34.4%)와 教育費(20.4%)가 54.8%나 차지하고 있어 他部門의 可用資源이 극히 제한되는 등 財政(歲入·歲出)構造의 硬直性 때문에 豫算의 景氣調節機能이 제약을 받게 된다.

한편 財政赤字 補填을 위한 國債發行도 景氣動向이나 金融市場의 流動性事情을 충분히 감안하지 않고 행하여지는 것이 보통이기 때문에 國債管理의 景氣調節機能이 약하거나 缺如되고 있다.

둘째, 財政資金의 低利調達이란 財政負擔 最少 目的을 위해서 市場의 實勢金利와는 큰

乖離를 둔 채 發行되었기 때문에 國債가 市中에서 消化되지 못하고 대부분 金融機關의 引受나 強制添加方法으로 消化된 點이다. 즉 1963年 以前에는 發行利率이 2~5%의 낮은 수준이었고 1967年의 短期財政證券 發行을 계기로 發行金利가 상당히 높은 水準까지 되었으나 여전히 實勢金利를 반영하지 못하여 國公債의 一般消化가 제대로 이루어지지 않았다. 한편 貸出의 경우나 特定財産權 取得時 強制添加하는 경우에는 金融費用을 증가시키고 貸出金利의 실질적인 변화를 일으켜 國公債管理에 의한 金融面의 歪曲現象을 초래하였다.

세째, 國債의 相當部分을 中央銀行의 직접 引受에 의하여 發行함으로써 실질적으로 政府의 對 中央銀行 長期借入과 다를 바가 없었기 때문에 通貨增發에 의한 인플레이션이 되었다. 中央銀行의 직접 引受 發行이 아니더라도 實質金利와 乖離된 低利 發行이기 때문에 金融機關이 未消化分을 引受하는 경우가 많아 間接的으로 信用創出을 하게 되거나 혹은 一般 貸出財源을 잠식하는 부작용을 낳게 했다. 1976年 財政證券法 改正으로 財政證券發行이 再開되고 發行方法도 市中銀行引受와는 달리 短期金融會社와 綜合金融會社를 對象으로 競爭入札方式을 취하였으나 一般賣出이 부진하

게 되자 短資金融會社 등의 資金壓迫要因이 되었다.

더우기 引受資金(發行額의 30~70%)을 供給하면서까지 當初 計劃된 財政證券을 발행함으로써 國庫資金需給의 年中平準化를 目標로 한다는 본래의 趣旨와는 달리 形式化되는 弊端을 낳기도 했다.

네째, 國公債의 所有者別 分布를 보면 韓國 銀行 등 金融機關의 比重이 過半數以上을 차지하고 있고 개인을 포함한 기타의 所有比重이 점차 低下되고 있어 國公債保有의 安定化가 이루어지지 못하고 있다. 우리나라 國債 所有者別 保有現況推移를 보면 60年代初 産業復興國債는 全額 中央銀行 引受로 발행되었으나 그후 中央銀行 比重은 減少되는 반면 金融機關과 個人 및 企業 등의 保有比率이 증가하였다.

1970年代에 들어서서는 1次「오일쇼크」를 克服하여 經濟가 好況을 맞게 되고 특히 海外建設의 好調로 民間部門 流動性이 풍부케 되자 1975~77年 期間에는 個人企業 등이 50% 수준을 보유하고 있었다. 그러나 그후 一般金融機關의 比重이 점점 커져 1981年 현재 66%를 차지하게 되었고 個人企業 등의 保有比率은 33% 수준에 머물고 있는 실정이다. 이는 資本市場이 發達되어 있지 않은데다가 緊縮政策의 지속으로 直接金融市場의 資金이 梗塞된 결과라고 하겠다.

우리나라와는 달리 直接金融市場이 발달되고 對GNP 國債發行殘額 比率이 큰 美國(52%), 英國(66%), 프랑스(59%) 등 先進國의 경우에는 個人企業 등 기타 部門의 國債保有 比重이 커 國公債市場의 安定化가 이루어지고 있다⁶⁾.

〈表 8〉 引受金融支援 推移

	1979	1980	1981
A. 引受金融規模 累計(億원)	2,394	1,957	76
B. 財政證券發行 累計(億원)	4,700	4,700	5,103
A/B (%)	42.6	41.0	1.5

6) 다만 日本의 경우(16%) 그 比重이 낮은 것은 財政負擔을 最小化하기 위하여 低利로 國債를 發行하여 強制消化시켰기 때문이다.

다섯째, 國公債의 種類와 期間 構成이 先進國과는 달리 다양하지 못한 點을 지적할 수 있다. 先進國의 경우 國公債의 種類가 많고 選好하기 쉽게 期間構成도 다양한 까닭에 一般消化가 용이하다.

우리나라의 경우 지금까지 發行되고 있는 國債는 國民投資債券, 糧穀基金證券, 財政證券와 電信電話債券의 4종류로서 金融資産으로서의 선택의 여지가 별로 없다.

여섯째, 慢性的인 財政赤字와 國債殘額의 累增化 傾向이다. 우리나라의 財政構造는 비록 一般會計上으로는 均衡財政을 유지하고 있으나 과중한 國防費負擔과 二重穀價制 및 二

重肥料價 유지에 따른 糧穀基金과 肥料計定の 赤字, 公共料金の 低水準 유지를 위한 鐵道, 郵政事業 등의 赤字 등 非金融 公共業을 포함한 統合豫算(unified budget)上으로는 慢性的인 財政赤字로 國家債務가 累積되고 있어 健全 財政의 달성이 요망되고 있다.

財政赤字는 中央銀行 등 金融機關의 借入, 國債發行과 借款을 도입하여 충당하게 되는데 赤字規模는 每年 增加하여 1970年 247億원에 서 1981년에는 21,269億원으로 86배 늘어났 으며 그 補填財源의 國債比重을 보면 1970年 에 10.9%였으나 1981년에는 31.4%를 占하고 있어 근본적인 財政赤字 解消策과 아울러 효율적인 國債管理가 요청된다(表 3 參照).

끝으로 國公債 償還負擔을 輕減하기 위한 制度裝置가 具備되어 있지 않은 點을 지적할 수 있겠다.

우리나라는 慢性的인 인플레이 때문에 최근 數年間 비교적 高金利體系를 유지하고 있는데 國公債殘額이 증대함에 따른 元利金 償還負擔이 점차 무거워지고 있다. 우리나라 豫算會計法에서는 決算剩餘金은 國債元利金이나 借入金을 償還하기 위하여 처분할 수 있다고 규정하고 있을 뿐 다른 先進國에서 볼 수 있는 減債基金制度는 마련되지 않고 있다.

더우기 追加更正豫算編成이 慣行化되고 있는 우리나라에서는 稅收增加에 의한 追加歲入이나 前年度 決算上 剩餘金이 國債元利金 같은 國家債務償還에 사용되지 못하여 制度上으로도 財政赤字가 계속 늘어나고 있는 것이다.

〈表 9〉 主要國의 國債保有構成(殘額基準)
(단위 : %)

	美國	西獨	프랑스	英國	日本	韓國
中央銀行	14.1	3.0	12.2	11.5	21.9	0.6
金融機關	10.5	69.1	11.6	7.0	34.3	66.0
小 計	(24.6)	(72.1)	(23.8)	(18.5)	(56.2)	(66.7)
政 府	23.8	3.1	17.7	13.0	28.0	} 33.3
個 人 企業其他	51.6	24.8	58.5	65.5	15.8	
合 計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100

註: 國債에는 政府保證證券을 包含.
西獨은 債務證書 地方債를 包含.
金融機關은 通貨金融機關에 限定.
英國은 1978年 3月末 其他는 1977年末
韓國은 1981年 9月末.

資料: 北村恭二, 『國債』, 金融財政事情研究會.
財務部 國庫局.

〈表 10〉 主要國 國債의 殘存期間別 構成
(단위 : %)

	1年 以內	1~5年	5~ 10年	10~ 20年	20年 以上
日 本	—	9.2	90.8	—	—
美 國	22.3	52.2	13.7	5.6	6.2
西 獨	8.1	63.7	25.0	3.2	—
英 國	5.5	30.8	7.0	39.5	17.2
韓 國	26.4	—	73.6	—	—

資料: 北村恭二, 『國債』, 金融財政事情研究會, 1979, p 119.

Ⅲ. 國公債發行과 財政負擔 問題

1. 國公債發行的 理論的 論議

國公債는 財政收入 調達の 有效한 手段임과 동시에 民間部門에서는 重要한 金融資産(financial asset)으로서의 性격을 갖고 있기 때문에 그 發行規模의 增減이라든가 發行條件의 變化 등 國公債管理問題가 好景氣 또는 景氣沈滯 등의 景氣變動幅의 擴大로 經濟의 安定을 沮害하는 경우에 經濟의 불안 및 교란요소를 中和시키는 景氣調整機構로서의 政策手段이 된다는 點에서, 또한 現代福祉國家에서는 財政需要가 계속 增加하고 있으나 國家 財政收入의 大宗인 租稅收入의 擴大에는 한계가 있기 때문에 稅外收入을 증대하는 手段이라는 點에서 그리고 短期的으로는 適正流動性의 維持를 통해 總需要管理를 조정하여 物價를 安定시킴

7) 國公債管理의 經濟安定政策에 관한 學說에 대해서는 Laird의 『國公債管理에 관한 學說變遷』에 잘 要約되어 있다.

William E. Laird, "The Changing Views on Debt Management," *Quarterly Review of Economics and Business*, Autumn, 1963.

8) 이 立場은 國公債管理를 財政金融政策의 補完策으로 보아 財政證券과 같은 near-money를 使用하여 總支出을 조절하는 見解로서 國公債構成의 變化를 통한 國公債管理의 流動性(liquidity)效果를 重視한다. 이 견해를 主張하는 학자 가운데 Rolph는 經濟安定을 위한 適正流動性 水準을 維持하면서 政府의 負擔을 최소화하는 理論的 分析을 시도하였다.

Earl R. Rolph, "Principles of Debt Management", *America Economic Review*, June 1957, pp. 302-320; Henry C. Simons, "On Debt Policy", *Journal of Political Economy*, Dec. 1944.

9) William E. Laird, 前掲書; 韓國銀行, 「公債管理에 對한 考察」, 『調查月報』, 1981.2 參照.

으로써 金融政策의 補完手段이 될 수 있다는 點에서 國公債政策은 새로운 政策의 意義를 찾을 수 있다.

다만, 國公債管理를 景氣調整의 經濟安定政策으로 활용하는 경우에 景氣調整效果와 관련하여 일반적으로 景氣對應的 機能說과 中立的 機能說로 見解가 갈리고 있다⁷⁾. 景氣對應的 (counter-cyclical approach) 機能說은 國公債管理의 流動性效果를 重視하여 經濟政策의 하나로 활용하고자 하는 立場이다⁸⁾.

한편 景氣順應的 機能說은 中央銀行의 金融政策에 의하여 經濟安定政策을 효율적으로 遂行할 수 있다고 믿고 있기 때문에 國公債管理의 景氣對應的 效果에 반대한다. 다시 말하면 이 見解는 國公債構成의 限界의 變化가 金利나 流動性에 미치는 效果가 微微하여 무시할 수 있다고 보고 傳統的인 金融政策을 더 重要視한다.

따라서 景氣對應的 機能(counter-cyclical approach to stabilization)을 강조하는 立場은 好況期에 長期債를 賣却하고 短期債를 買入하여 經濟全體의 流動性을 줄이고 不況期에는 短期債를 賣却하고 長期債를 買入하여 流動性을 증대하여야 한다고 한다.

그러나 景氣順應的 機能(pro-cyclical approach)을 주장하는 견해에 의하면 도리어 資金需要가 작고 利率이 낮은 不況期에는 長期債를 발행하고 資金需要가 왕성하고 利率이 높은 好況期에는 短期債를 발행하여 利率費用을 最小화하도록 해야 할 뿐만 아니라 國公債期間을 長期化함으로써 國公債管理의 金融政策에 대한 교란을 줄여야 한다고 相反된 見解를 주장한다⁹⁾.

이에 대하여 Friedman에 의해서 대표되는 立

場(the neutrality doctrine)¹⁰⁾은 國公債管理를 景氣局面과 관련하여 運用하는 것을 반대하고 國公債發行規模 時期 등을 單純化하여 國公債管理政策이 金融政策이나 經濟活動에 주는 不확실성(uncertainty)과 불안정성(instability)을 줄여야 한다고 주장한다. 따라서 公債의 構成은 豫測 가능한 形態로 될 수 있는 한 안정적으로 유지하는 것이 필요하다고 한다.

요컨대 國公債政策의 目的이나 效果에 관해서는 流動性效果를 강조하는 見解와 政府의 利子負擔의 減少를 目的으로 하는 消極說로 갈리지만 대부분의 先進國이 財政收入의 부족을 中央銀行 借入에 의한 通貨增發手段에 의존하지 않고 國公債 利子負擔을 감수하고라도 國公債發行方法을 사용하는 것은 過剩流動性을 억제하여 財政인플레이의 발생을 방지하고자 하는 데 政策의 중점을 두고 있는 까닭이다.

따라서 國公債(管理)政策의 초점은 經濟安定을 위한 適正流動性 수준을 유지하는 범위 내에서 政府의 利子負擔을 最小化하려고 하는 「最適構成」문제로 歸着시키려는 이론이 最近의 경향이다¹¹⁾.

先進國은 國公債殘額의 증대로 인한 國民負擔問題를 해결하려는 努力을 하는 한편 國公

債 操作을 통한 經濟安定效果를 他經濟政策과 관련하여 極大化하려는 努力을 경주하고 있다. 그러나 國公債政策의 流動性效果에 대한 예측성이 불확실하기 때문에 國公債政策을 獨立된 經濟政策의 하나로서 積極活用하는 때는 限界가 있고 이에 대한 實證分析과 理論構成에 아직 定說이 없는 實情이다¹²⁾.

그러나 우리나라의 경우에 있어서 國公債는 國內經濟狀況이나 金融市場의 流動性與件을 감안하여 景氣調整을 위한 목적에서 발행된 것이 아니고 財政收入의 補完作用으로서 利用되어 왔다. 더우기 지금까지 政府는 經濟開發 추진에 역점을 둔 까닭에 이제까지 소외되었던 社會福祉 혜택의 요구가 계속 늘어나고 있는 點을 감안할 때 이미 한계에 달해 있는 租稅收入 以外에 非인플레이의 方法에 의한 財源調達로서 國債發行을 생각할 수 있으나 國公債의 元利金도 결국 國民의 租稅負擔에 의하여 償還해야 하기 때문에 財政負擔과 관련하여 國公債發行에 關하여는 贊反論議가 갈린다.

먼저 贊成論의 論據를 보면 다음과 같다.

첫째, 우리나라의 歲入構造가 國稅爲主로 그것도 逆進的 性格을 가진 間接稅에 倚重하고 있어 國民의 租稅負擔率은 5次計劃期間中 이미 22% 수준에 달하여 限界租稅負擔率引上은 큰 租稅抵抗이 있기 때문에 새로운 財源確保方案을 강구해야 할 필요가 있고

둘째, 우리의 財政構造의 硬直性 때문에 景氣調節機能이 弱한데 國債를 發行하여 財政의 景氣調節機能을 강화하여 金融政策과 함께 經濟政策의 효율성을 제고할 수 있고

셋째, 國公債政策이 한편으로는 市場의 流動性을 흡수하고, 다른한편으로는 公共投資를

10) William E. Laird, 前掲書, p. 16.

Milton Friedman, *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, 1959. p.60; T.C. Gains, *Techniques of Treasury Debt Management*, The Free press of Glencoe, 1962, Ch.8.

11) 이와 같은 생각을 最初로 提示한 것은 E. Rolph(1957, 1959)였다. 그후 이 이론은 R. Musgrave(1959), R.M. Friedman(1959), W. Smith(1960)의 비판을 받으면서 J. Tobin(1963), P. Cagan(1966) 등이 承繼發展시켰다. Earl Rolph, "Principles of Debt Management", *American Economic Review*, June 1957; 館龍一郎 外, 「國債管理と金融政策」, 日本經濟新聞社, 1968.

12) 韓國銀行, 前掲書.

先導함으로써 生産活動을 振作시킬 수 있기 때문에 「스태그플레이션」 對應策으로 有效하고

네째, 公共投資의 惠澤은 後孫에게까지 미치므로 費用을 分擔한다는 의미에서 國公債發行의 妥當性이 있다고 主張한다.

이에 대하여 國公債發行 및 管理의 활용을 반대하는 입장은

첫째, 稅收의 확보 없는 赤字國債의 發行은 消化方法에 따라서는 인플레이션이 될 가능성이 높다는 點

둘째, 國公債를 發行하게 되면 利子가 國民負擔으로 轉嫁될 뿐만 아니라 財政需要가 過剩狀態에 있는 우리의 경우 國債殘額이 累增될 우려가 있어 元利金償還에 따른 借換發行이 慢性化될 위험이 많다는 點

세째, 인플레이션因을 해소하기 위하여는 實勢金利에 맞추어 一般消化시키는 方法을 채택할 수밖에 없다면 우리나라와 같은 高金利體

系下에서 어떻게 過重한 利子負擔을 감당할 것인가 하는 點

네째, 政府가 國公債로 추진할 公共事業이 民間이 金融支援을 받지 못하여 投資하지 못하는 事業만큼 效率性이 없을 경우 資源浪費를 초래하는 結果가 된다는 등의 이유에서 國公債發行을 반대한다.

생각컨대 國公債는 그 元利金償還을 國家의 租稅徵收權에 의해 保證하는 長期에 分割된 增稅의 性格을 띠고 있다. 따라서 民間의 擔稅力을 초과하는 過多한 國公債發行은 그 發行規模를 累積的으로 증가시켜서 財政인플레이션을 초래할 수 있고 현재도 統合豫算上의 國債利子負擔이 1981年末 現在 約 3,170億원으로 상당한 수준에 달하고 있다(表 11 參照).

그러나 後述하는 바와 같이 國公債負擔의 問題는 絕對規模의 增加보다도 長期的으로 國民所得을 어떻게 增大시키느냐 하는 데 問題解決의 核心이 있다고 보겠으며 더군다나 현재

〈表 11〉 國債 利子負擔 推移

(단위 : 百萬元, %)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981 ¹⁾
産業復興國債	225	449	222	220	218	217	216
國庫債券	2,242	2,028	—	—	—	—	—
建國國債	—	—	—	—	—	—	—
道路國債	896	1,126	1,311	872	366	—	—
徵發補償證券	959	827	874	1,023	920	713	720
小計(A)	4,322	4,430	2,407	2,115	1,504	930	936
請求權補償證券	—	126	88	47	—	—	—
國民投資債券	10,771	24,332	41,569	63,285	118,116	193,249	244,531
電信電話債券	—	—	—	—	—	—	—
糧穀基金證券	—	1,800	13,250	15,600	37,087	45,245	73,600
合計	15,093	30,688	57,314	91,047	156,707	239,424	317,127
一般會計規模(B)	1,550,213	2,170,535	2,739,935	3,538,675	5,053,242	6,486,054	7,851,125
國債利子負擔比重(A/B)	0.28	0.20	0.09	0.06	0.03	0.01	0.01

註 : 1) 1981年은 豫算額임.

資料 : 財務部 國庫局

의 「경기침체속의 물가고」라는 經濟問題를 金融政策으로만 해결할 수 없는 狀況下에서는 金利의 價格機能이 제대로 정상화되고 金融市場이 발달하는 등 金融産業의 自律化가 이루어질 때까지는 一定한 制約條件을 前提로(後述) 國公債管理의 활용이 바람직하다고 생각된다.

2. 適正長期公債比率의 試算

國公債의 發行은 그 經濟政策의 效果에도 불구하고 한번 發行되면 繼續 累增되는 傾向이 있기 때문에 國公債政策을 적극 活用하고 있는 先進國들도 國公債殘額이 累增되어 國家債務不能事態(repudiation of the public debt)를 야기하는 것을 未然에 防止하고자 여러가지 政策配慮를 하고 있다. 美國은 公債殘額의 制限으로써 法定限度額을 規定하고 있고 日本 西獨 등은 원칙적으로 建設國債에 限하여 발행할 수 있게 規定을 두고 있다. 또한 美國, 英國, 西獨, 日本, 프랑스 諸國은 中央銀行引受를 원칙적으로 금하고 있다¹³⁾.

그러나 理論的으로 볼 때, 國公債殘額增大로 인한 國家負擔에서 重要な 것은 增加하는

國債의 絕對額 規模 自體보다도 國民所得水準, 金融의 資金源, 資本市場의 株式 및 債券殘額規模, 租稅構造 등의 他經濟變數와의 相關關係에서 國民에게 지나친 負擔이 되는가 與否를 判斷하는 相對的 價値判斷의 問題인 것이다. 本稿에서는 문제를 單純化하기 위하여 國民所得과의 관계¹⁴⁾에서만 國公債負擔 問題를 살펴보기로 한다.

Domar는 國公債負擔과 國民所得(the burden of the public debt and the national income)과의 關係에 관하여 만약 國公債發行額(純增)과 國民所得이 各各 동일한 率로 增加한다면 經濟가 계속 成長하는 한 비록 國公債發行額이 絕對額으로는 증가할지라도 GNP에 대한 國公債殘額比重은 극한적으로

$\frac{\text{公債(純增)의 國民所得에서 占하는 比率}}{\text{成長率(所得增加率)}}$ 이

라는 定數(constant)에 접근하게 되며 公債와 國民所得間의 비율은 증가하지 않는다고 한다¹⁵⁾.

이것을 關係式으로 表示하면 다음과 같다.

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \frac{D}{Y} = \frac{\alpha}{r}$$

D : 國公債發行殘額

Y : 國民所得(GNP)

α : 公債比率(公債純增額의 GNP에서 占하는 比率)

r : 經濟成長率

예를 들면 當該年度 國民所得中에서 國公債純增額이 占하는 比率(國公債比率)이 每年 2%씩 되도록 國公債를 發行하고 國民所得(經常)은 每年 5%씩 成長한다고 가정하면 GNP에 대한 國公債殘額 比重은 終局的으로 $\frac{\alpha}{r} = \frac{2}{5}$ 라는 定數에 接近한다. 이것이 의미하는 政策的 意義는 經濟成長率이 높으면 國公債負擔은

13) 北村恭二, 『國債』, 金融財政事情研究會, 1979, pp.230~252 參照.

14) Hansen이 처음으로 國家債務는 國民所得과의 相關關係에서 검토해야 한다고 지적하였다. A. H. Hansen and G. Greer "The Federal Debt and the Future," *Hapers Magazine* Vol 184, 1942.

15) 이를 좀더 數學的으로 表示하면

$$Y = ae^{rt}$$

$$D = D_0 + \alpha a \int_0^t e^{rt} dt = D_0 + \frac{\alpha a}{r} (e^{rt} - 1)$$

$$\frac{D}{Y} = \frac{D_0}{ae^{rt}} + \frac{\alpha}{r} (1 - e^{-rt})$$

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \frac{D}{Y} = \frac{\alpha}{r}$$

D. Evesey Dormar, "The Burden of Debt and the National Income", *Essays in the Theory of Economic Growth*, New York Oxford Univ. Press, 1957, pp. 64~67.

가벼워진다고 할 수 있기 때문에 國公債發行을 무조건 억제하는 소극적 정책을 사용하기보다 國民所得의 增加, 다시 말하면 「여하히 安定的 高度成長을 실현하는가」 하는 데에 政策焦點이 있다고 하겠다(公債發行에 의해서 高度成長을 할 수 있다는 주장도 가능하다).

요컨대 위의 가정에서 처럼 國公債增加率과 經濟成長率이 반드시 同一할 필요는 없고 公債增加率이 成長率以上이 되지 않는 限 兩者의 比率은 上昇하지 않을 것이다.

한편 國公債의 利子負擔을 장래의 租稅收入에 의해서 조달한다고 하면 (適正)公債比率과 關係해서 稅率의 限界値와 租稅의 所得彈力性을 검토하는 것이 필요하다.

Domar에 의하면 公債利子負擔(稅率)은 극한에 있어서 近似値로는¹⁶⁾

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \frac{U}{T} = \frac{i}{\frac{r}{\alpha} + i} = \frac{\alpha}{r} i$$

i : 國公債利子率

$U=D_i$: 國公債利子(負擔)

$T=Y+U$: 課稅所得

즉, $\left[\frac{\text{國公債比率}}{\text{經濟成長率}} \times \text{國公債利子率} \right]$ 이라는 定數에 接近하게 된다. 위의 경우와 마찬가지로 成長率이 國公債純增比率보다 높은 경우 國公債利子를 지불하기 위한 稅率은 상승하지 않기 때문에 國民의 國公債負擔은 增加하지 않는다고 할 수 있다. 결국 國公債負擔의 問題

는 國民所得 增加與否에 歸着된다.

또한 國公債의 元利金支拂은 미래의 租稅收入에 의존하는 경우 經濟成長率이 낮거나 租稅의 所得彈力性이 낮으면 國公債利子는 財政의 큰 負擔이 된다.

$$\text{租稅의 所得彈力性} = \frac{\text{限界稅率}}{\text{平均稅率}} = \frac{\text{稅收增加率}}{\text{成長率}}$$

이기 때문에 平均稅率보다 限界稅率의 上昇이 빠르면 租稅의 所得彈力性(景氣感度)은 높아진다. 이와 같은 景氣感度に 영향을 주는 요인은 稅率累進度, 物價變動과 所得分布의 變化를 들 수 있다.

그러므로 國公債負擔을 輕減시키려면 단순히 成長率의 上昇에만 노력을 기울일 것이 아니라 租稅의 景氣感度の 低下를 방지하는 稅制調整 등도 함께 政策의인 配慮를 해야 한다.

그러면 Domar의 長期國公債負擔模型을 利用하여 우리나라의 (適正)長期國公債比率과 長期國公債 負擔稅率을 試算해 보기로 한다. 71년부터 82년까지의 國債의 GNP比重, 經濟成長率과 國公債利子率의 平均値를 基礎로 計算해보면 長期國公債比率이 2.9%이고 長期國公債負擔稅率이 0.6%를 나타내고 있다. 한편 日本의 경우를 계산해보면(1965년부터 79년까지의 平均値를 기초로 계산) 長期國公債比率이 22.3%, 長期國公債負擔稅率이 1.3%이다. 여기서 우리가 알 수 있는 것은 日本은 經濟成長率과 關聯해서 볼 때 財政收入에서 차지하는 國公債比重이 크기 때문에 長期國公債比率이 우리나라보다 훨씬 높아 國公債의 累增問題가 심각하다는 점이다. 그러나 日本의 國公債利子率이 우리나라의 수준보다 낮기 때문에 長期國公債 負擔稅率은 長期國公債比率과의 相關關係에서는 相對的으로 우리나라보다 國民負擔이 적다고 하겠다¹⁷⁾. 그러므로 앞으

16) i 는 $\frac{r}{\alpha}$ 와 비교할 때 상대적으로 그 값이 작기 때문에

$\frac{i}{\frac{r}{\alpha} + i}$ 는 $\frac{\alpha}{r} i$ 로 單純化시키기도 한다. Domar 前

掲書, p. 56 參照.

17) 國民負擔을 輕減시키기 위하여 意圖的으로 低利發行을 試圖한 結果로 市中公募原則은 形式化되고 金融機關에 引受시키는 階단을 놓고 있다.

로 國公債發行을 增大시켜 稅收入의 限界를 克服하고 最小의 國民負擔으로 國公債管理政策을 活用하려면 國民의 所得增加率을 國公債發行 增加率보다 높이고 物價安定을 통하여 國公債利率을 낮은 水準에서 維持시킬 것이 要請된다고 하겠다.

다음에는 82年度 國債發行規模가 國民의 財政負擔面에서 適正한가 여부를 판단하는 기준으로 成長模型에 따른 適正長期國公債比率과

稅率을 세가지 케이스로 나누어 試算해 본다.

첫번째는 安定型의 경우이다. 經濟成長率(實質)이 5%程度로 物價(GNP디플레이터)도 7%수준을 維持하고 있어 國公債利率을 9%수준으로 想定하였고 當該年度 國公債發行額(純增)의 GNP比重은 1%라고 假定한 경우이다.

두번째는 安定成長型으로서 經濟成長率을 7%, 國公債利率을 12%(GNP디플레이터가

〈表 12〉 韓國의 長期公債比率과 公債負擔稅率

(단위: 億원, %)

	G N P (經常)	國 債 純 增 額	國 債 的 對 GNP 比重 (α)	國 公 債 利 子 率 (i)	經 濟 成 長 率 (r)	長 期 公 債 比 率 ($\frac{\alpha}{r}$)	長期稅率 ($\frac{i}{\frac{r}{\alpha} + i}$)
1971	32,948	101.3	0.3	20.0	52.9	0.6	0.1
1972	40,289	248.4	0.6	20.0	22.3	2.6	0.5
1973	52,383	28.5	0.1	20.0	30.0	0.3	0.1
1974	73,325	△84.6	0.6	20.0	40.0	1.5	0.3
1975	97,929	1,330.3	0.8	20.0	33.6	2.4	0.5
1976	132,726	1,770.1	1.3	20.0	35.5	3.7	0.7
1977	170,214	2,582.3	1.5	19.5	28.2	5.3	1.0
1978	229,176	2,768.4	1.2	19.5	34.6	3.5	0.7
1979	290,721	3,599.7	1.2	19.5	26.9	4.5	0.9
1980	350,306	3,252.4	0.9	19.5	20.5	4.4	0.9
1981	446,500	6,413.0	1.4	19.5	27.5	5.1	1.0
1982	549,840	6,456.0	1.2	19.5	23.1	5.2	1.0
1971~82平均			0.9	19.8	31.0	2.9	0.6

註: 81, 82年의 純增額은 국민주택채권과 전신전화채권 포함분임.
資料: 經濟企劃院, 「主要業務指標」, 1980.
財務部 國庫局.

〈表 13〉 成長模型과 適正長期公債比率 試算

(단위: %)

	國債의 GNP比重 (α)	經 濟 成 長 率 (r)	GNP 디 플레이터	國 公 債 利 子 率 (i)	長 期 公 債 比 率 ($\frac{\alpha}{r}$)	長期稅率 ($\frac{i}{\frac{r}{\alpha} + i}$)
CASE I (安定型)	1.0	5.0 (12.4)	7.0	9.0	8.1	0.7
CASE II (安定成長型)	2.0	7.0 (17.7)	10.0	12.0	11.3	1.3
CASE III (高度成長型)	4.0	10.0 (26.5)	15.0	17.0	15.1	2.5

註: 1)은 經常成長率임.

國公債發行額(純增)의 GNP比重을 2%로 假定하였다. 이 경우의 主要經濟指標은 대체로 제5차 5個年 經濟·社會開發計劃上的 數値와 일치하는 경우이다.

세번째 경우는 經濟成長率이 10%, 國公債利子率이 17%(物價는 15%수준), 國債發行(純增)이 當該年度 GNP의 4%로서 高度成長型이 이에 該當한다고 하겠다. 試算結果는 <表 13>에서 보는 바와 같이 長期公債比率이 安定型的의 경우는 8.1%, 安定成長의 경우 11.3%, 高度成長의 경우 15.1%이고 長期公債負擔稅率은 각각 0.7%, 1.3%, 2.5%였다.

日本에서는 國債累增이 過重한 財政負擔問題와 財政의 硬直性을 招來하였고 급기야는 國公債發行을 제한하자라는 이른바 財政再建論이 거론되고 있는 事實과 또 國公債發行은 일단 累積되기 시작하면 계속 發行하게 된다는 點을 감안할 때 每年發行하는 國債의 規模를 GNP의 2%以下¹⁸⁾로 제약하고 經濟成長率도 7%수준을 維持하는 安定成長型인 「케이스Ⅱ」의 경우가 第5次 經濟·社會開發計劃과 일치하여 바람직하다고 보겠다. 80년에는 國債發行純增이 3,252억원이였으나 81년에는 國債發行額純增이 대폭 늘어 6,413億원이 되고 82년도에도 그 規模가 커져 6,456億원이 追加 發行할 것이 豫想되므로 81年 및 82年 基準의 長期國債比率은 各各 5.1%, 5.2%로 豫測되

18) 本 模型에서 國債의 GNP比重 등 各 變數의 수치는 자의적인 想定이지만 우리나라의 경우 앞으로 10%以上の 高度成長을 지속하는 것은 經濟規模나 物價安定面에서 한계가 있고 高度成長型의 경우(케이스Ⅲ) 長期公債化比率이 15%以上이 되기 때문에 그 中間形態로 國債의 GNP比重을 2%로 한 것이다.

19) 물론 國債의 發行時期, 消化方法 등에 따라서는 金融市場의 資金梗塞(crowding out) 문제를 야기할 수 있으나 이것은 別個問題이다.

고 國債利子負擔稅率도 각각 1.0%로 計算된다.

따라서 비록 1982년도에 國公債發行規模가 크게 늘어났지만 安定成長模型 기준에서 判斷할 때 財政負擔에서는 障礙要素가 되지 않는다고 생각된다¹⁹⁾.

3. 國公債發行의 可能性과 限界性

가. 國債發行의 可能條件

國公債發行이 景氣調整機能과 財源調達이라는 政策目標을 效果의으로 달성하기 위하여는 經濟與件 및 制度上 일정한 條件이 필요할 뿐만 아니라 國公債가 最終的으로는 國民의 經濟的 負擔으로 轉嫁된다는 性質로부터도 그 발행에는 自然히 한계가 있다고 하겠다.

본래 效果的인 國公債發은 金利를 비롯한 金融自律化가 保障된 金融市場이 발달되어 있을 것을 전제로 한다. 만일 國公債를 金融市場에서 消化하지 않고 全額 中央銀行이 引受한다면 政府의 中央銀行 長期借入과 다를 바 없으며 이 경우 그대로 本源通貨增發에 의한 인플레이要因이 된다. 따라서 우리나라에서 國公債를 發行하기 위한 可能 내지 制約條件으로는 첫째, 부득이한 경우를 제외하고는 國公債의 市中消化原則을 固守해야 한다. 동시에 市中消化를 하려면 金利의 價格機能回復에 의한 市場實勢金利로 國債를 發行하여야 한다.

둘째, 國公債借換發行이 慣行化되어 國公債殘額이 累增되는 일이 없도록 國公債發行規模를 稅收의 一定比率 이내로 拘束하고 長期的으로는 國公債殘額增加率이 經濟成長率을 초과해서는 안된다.

세째, 國公債發行으로 조달된 資金의 用途를 可能한 限 自體의으로 元金償還能力이 있는 部門에 融資財源으로 활용하여야 하고 調達資金을 公共事業이나 投融資財源으로 사용하였을 경우 事業者는 最低限의 金利負擔(政策金利水準)을, 財政은 利差補填機能을 수행하는 것을 원칙으로 하여야 한다.

네째, 國公債의 元利金償還負擔을 완화할 수 있도록 減債基金(sinking fund) 등 制度的 補完裝置를 마련해야 할 것이 요청된다.

나. 國公債發行의 限界

國民負擔과의 관계에서 발생하는 國公債發行의 限界는 長期公債比率試算에서 檢討하였으므로 여기서는 國公債가 중요한 金融資産의 一種으로 國公債管理가 金融通貨政策에 중대한 영향을 미친다는 點에서 金融(政策)과의 관계에서 國公債發行의 限界 내지 問題點을 살피기로 한다.

國公債發行과 通貨量 : 國公債가 계속 발행되더라도 「市中公募原則」이 確立되어 있으면 租稅와는 代替關係가 成立되고 있기 때문에 通貨量에는 직접 영향을 미치지 않는 것이 원칙이라고 하겠다.

그러나 우리나라는 國公債消化를 위한 長短期金融市場이 발달되어 있지 않고 國公債金利도 市場實勢와는 동떨어진 低率로 발행되기 때문에 자연히 中央銀行 등 金融機關에 引受發行하거나 強制添加消化시키는 것이 불가피하였다²⁰⁾.

다른 先進國에서는 國公債發行으로 야기되는 인플레이被害를 最小限으로 줄이기 위하여

法制面에서 國公債發行의 目的, 發行限度 및 發行條件 등을 규제하고 있으나 그 自體가 實質的인 制動裝置로서 기능을 다하고 있지 못하는 것이 현실이다.

그러므로 대부분의 先進國家에서는 國公債發行에 대한 形式的인 法律上的 制度보다는 實質的인 規制裝置로서 「市中公募原則」이 확립되어 있기 때문에 資金量이나 金利 등 金融市場의 條件을 度外視한 國公債發行은 自動的으로 制限調整되고 있다.

金融機關 國債保有殘額 累增 : 國公債를 金融機關引受에 의한 銀行組織內에서 消化한다면 中央銀行 引受에 의한 직접적인 通貨增發은 아니더라도 金融機關의 信用創造增加를 초래할 可能性이 一般金融市場에서 消化시키는 경우보다 훨씬 크다는 點에서 物價를 자극할 위험성이 많다.

비록 새로운 信用增加를 創出하지 않는 경우라도 民間에게 貸出할 可用資金量(availability)을 축소하는 것으로 우리나라와 같이 政策資金과 財政補完的 金融이 過多한 경우에 金融自律性이 크게 侵害받는 결과를 초래하게 된다.

市中資金壓迫(crowding out)問題 : 金融政策의 獨自性和 效率性を 높이고 非인플레이의으로 財政資金을 조달하려면 市中公募에 의한 國公債發行이 바람직하지만 특히 「스태그플레이션」期에 緊縮政策의 결과 市場의 流動資金이 부족할 때 大量의 國公債를 金融市場에서 발행하는 것은 一般市中의 資金梗塞을 더욱 촉진하여 一般企業의 直接金融에 의한 資金調達을 어렵게 하고 市場金利를 높이는 副作用이 발생한다.

요컨대 國公債管理政策은 財政資金需要의 低利安定的 調達이라는 한가지 目的만이 아니

20) 産業復興國債는 全額 韓國銀行에 引受發行되었으므로 通貨增發의 直接要因이 되었다.

고 國公債의 期限別 構成이나 國公債價格의 變動이 市中金利의 動向, 金融 및 資金市場의 流動性과 密接한 相關關係를 맺고 있다는 點에서 金融政策의 目的과 調和되는 範圍內에서 수행되어야 할 것이다. 82年度 可用資金(availability)中の 國公債規模比重을 볼 때 金融市場의 資金梗塞이 甚할 것으로 豫상된다. 그러므로 國公債의 發行時期나 償還 및 借換操作 등은 단지 財源의 過不足만을 고려하여 결정할 것이 아니라 企業의 資金事情 등 金融市場의 繁閑을 참작하여 調整되어야 한다.

Ⅳ. 스태그플레이션과 國公債政策

1. 海外依存·高成長型 經濟와 「스태그플레이션」

昨今の 世界經濟는 先·後進國을 莫論하고

〈表 14〉 1982年度 可用資金과 國債發行規模
(단위: 億원, %)

	金 額(純增)	國債比重
國 債 發 行	6,456(0.7)	
總 通 貨	34,500(10.2)	18.7
國 內 與 信	33,150(△2.7)	12.1
貯 蓄 性 預 金	26,900(23.4)	24.0
總 豫 算	135,170(6.5)	4.8
租 稅 收 入	95,956(26.9)	6.7

註: ()안은 前年對比 增加率
資料: 財務部 國庫局.
經濟企劃院, 『1982年度 豫算(案)』.
——, 『經濟運用計劃』, 1982.

21) 여기서는 先進國型的 經濟構造와 體質을 뜻한다. 따라서 국제 경쟁력이 강한 高度産業經濟로서 價格機構에 의한 市場經濟原理에 의하여 企業이 자유로이 경쟁하고 金融市場이 발달하고 있는 것을 前提로 한다.

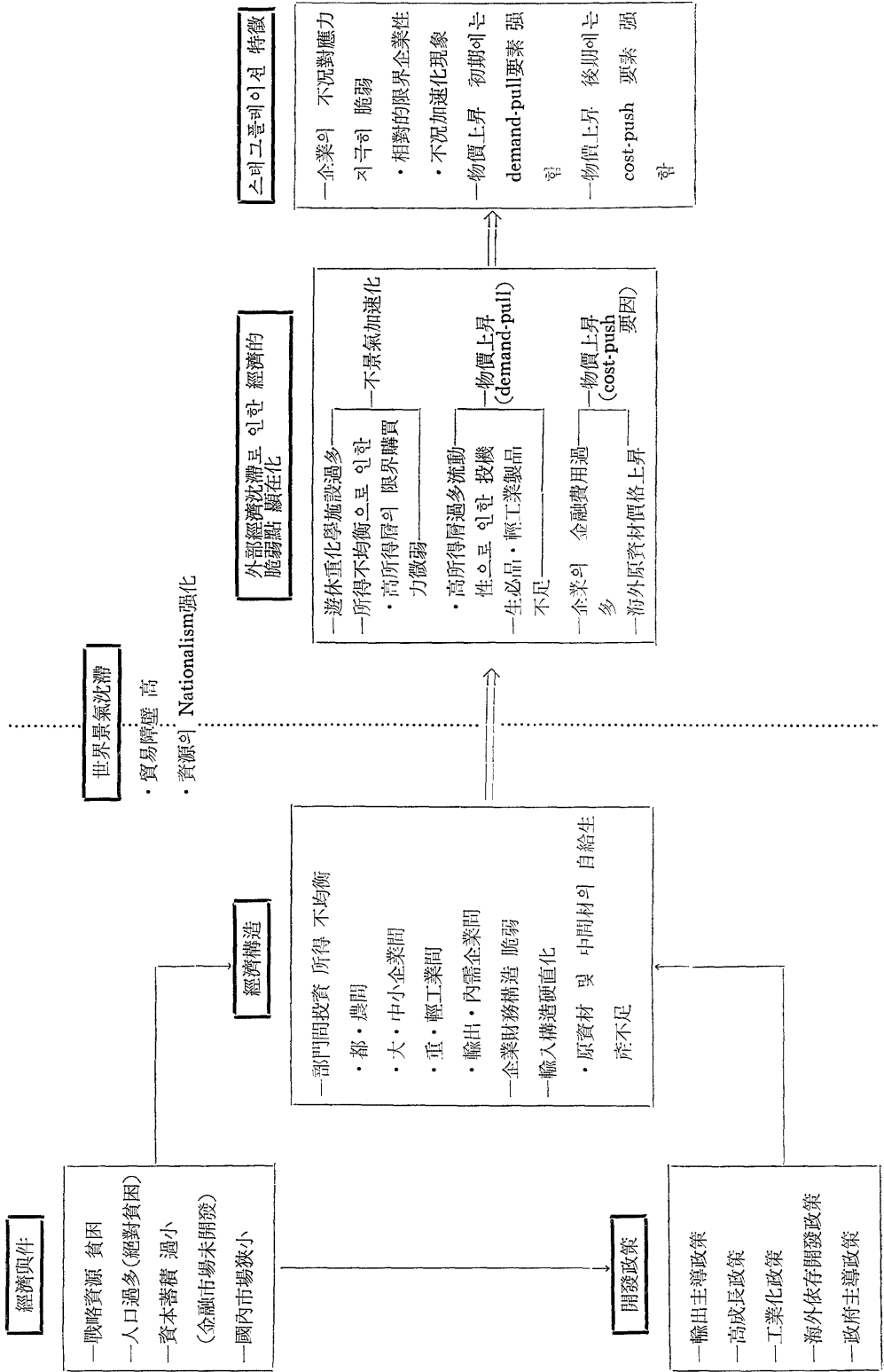
景氣沈滯下의 物價高現象인 소위 「스태그플레이션」 때문에 低成長 및 失業, 物價高와 國際收支赤字幅擴大의 惡循環의 經濟問題로 어려움을 겪고 있다. 그러나 各國은 기초 賦存資源의 有無와 經濟體質의 強度에 따라 「스태그플레이션」의 性格과 이에 대한 對應策이 다르게 됨은 當然하다.

일반적으로 經濟構造와 體質이 比較的 不景氣에 강하거나 石油·에너지 등 戰略的인 基礎資源이 풍부한 국가의 「스태그플레이션」의 경우에는 物價高의 原因이 費用引上(cost-push) 要因보다 需要牽引(demand-pull) 要因이 강한 것이 보통이다²¹⁾. 그러므로 高金利, 流動性縮小와 같은 緊縮政策으로 總需要管理를 강화하여 物價를 安定시키고 그로 인한 實質所得 增大로 購買力을 높여 生産活動을 促進시키는 政策을 사용한다.

그러나 우리나라와 같이 原資材의 海外依存이 크고 짧은 期間에 工業化政策을 推進하는 對外依存·高成長型 經濟에서는 構造的으로 都市·農村間, 大企業·中小企業間 그리고 重工業과 輕工業間 등 部門間 不均衡이 심하고, 大企業의 경우에는 內部的으로 自己資本 蓄積 없이 政府支援에 의한 投資擴大로 財務構造가 지극히 脆弱하다. 한편 原資材 및 中間材의 自給生産 不足으로 輸入構造도 硬直化된 結果 國際收支 改善에 한계가 있어 對內外 均衡達成이 어렵다.

이와 같이 海外依存·高成長型 經濟는 海外景氣가 減退되면 不況對應力이 弱한 메다가 開發政策 推進過程에서 생긴 過多한 超過流動性 및 과잉설비와 투기요인으로 인한 소위 成長「인플레이」 때문에 「스태그플레이션」現象이 급속히 深化된다. 이 경우의 「스태그플레이

【圖 1】海外依存・高成長型經濟의 「스타그플레이션」特徵



선」은 初期에는 物價上昇 要因中 需要牽引(demand-pull) 要素가 강하고 後期에는 海外原資材의 價格非彈力性과 企業의 脆弱한 財務構造로 인한 金融費用의 過多 때문에 費用引上(cost-push) 要素가 점차 강해지는 것을 특징으로 한다.

企業의 財務構造를 다른 나라와 비교해 보면 우리나라 企業의 負債比率는 488%나 되어 日本(418%)이나 臺灣(160%)보다 훨씬 높다. 더구나 우리의 경우(80年 基準)에 自己資本의 經常利益率이 -1.3%이고 金融費用比重이 10%나 되는 데 反해 日本企業의 경우 自己資本 經常利益率이 30.1%인데 金融費用比重은 2.4%에 不過하다. 우리나라와 競爭關係에 있는 臺灣의 경우(自己資本 經常利益率 16.8%, 金融費用比重 3.8%)도 우리보다 월등히 좋은 狀態를 유지하고 있다. 이것은 資本과 技術蓄積의 기반이 없으면서 우리가 高成長 優先政策을 추구한 데서 연유한 結果이다.

그러므로 海外依存·高(速)成長型 經濟의 경우에는 先進國과 비교해 볼 때 不況期에 不

〈表 15〉 製造業財務構造의 國際比較

(단위: %)

	韓 國	日 本	臺 灣
負 債 比 率	487.9	418.7	160.5
賣出額 經常利益率	-0.2	4.0	4.7
自己資本 經常利益率	-1.3	30.1	16.8
金 融 費 用 比 重	10.1	2.4	3.8

註: 韓國은 80年基準. 日本과 臺灣은 79年基準.
 資料: 韓國銀行, 『企業經營分析』, 1980.
 日本大藏省, 『財政金融統計月報』, 1980. 10.
 臺灣銀行, 『臺灣地區工業財務狀況調查報告』, 1980.

22) 最近 우리나라 「인플레이션」의 實證의 分析에 있어서도 金利政策의 效果는 初期에 投資萎縮에 따른 需要減退로 物價가 다소 下落되거나 企業의 負債比率이 큰 우리나라와 같은 경우에는 生産의 限界費用을 상승시켜

況加速化 現象이 심하고 인플레이의 要因도 그 性格이 다르기 때문에 傳統의인 金融政策手段만을 使用하여 「스태그플레이션」을 治癒하는데는 限界가 있다.

다시 말해서 우리나라와 같이 全般的인 企業의 財務構造가 脆弱하고 그로 인한 企業의 限界企業性도 相對的인 경우에는 「스태그플레이션」 對應策으로는 供給側面에서 企業의 原價費用을 節減하는 방법을 통하여 生産潛在力의 잠식을 방지하는 한편 需要管理面에서는 高所得層 내지 金融資產家 階層에 偏在된 流動性을 限界購買力이 큰 低所得層에 配分하는 資金調整政策을 使用하여 需要振作에 의한 生産活動을 促進시키는 것이 동시에 필요하다.

2. 金融通貨政策의 限界(緊縮政策 手段의 限界)

우리나라와 같은 開途國에서는 특유한 經濟構造에서 緣由하는 「스태그플레이션」性格 때문에 物價安定을 圖謀하기 위하여 先進國에서 흔히 사용하는 一般的이고도 正統的인 緊縮政策手段을 사용하는 때에는 合계가 있다고 함은 前述한 바이다. 여기서는 傳統的 金融政策手段인 金利, 流動性調節, 「스태그플레이션」 對策手段의 하나로서의 換率政策에 관해서 살펴보기로 한다.

가. 金利政策

흔히 緊縮을 위한 代表的 手段으로서 高金利政策을 사용하나 그것은 다음과 같은 이유 때문에 그 適用에는 限界가 있고 長期間에 걸친 高金利 緊縮政策維持는 오히려 物價를 上昇시키는 作用을 한다²²⁾.

① 直接統制인 需要管理政策：總需要管理을 위해서 直接統制手段인 總流動性規制政策을 사용하면서 高金利에 의한 資金需要를 억제하는 것은 큰 意味가 없다. 우리나라는 지금까지 高成長追求로 인해 金利의 자금 수요변수의 기능이 아주 약하다.

② 脆弱한 財務構造와 費用引上要因：海外依存·高(速)成長型 經濟에 있어서는 「스태그플레이션」의 후기에는 超過需要 要因보다 費用要素가 강하고 企業의 財務構造가 극도로 취약하기 때문에 高金利政策은 利子를 갖기 위한 資金需要를 增加시킬 뿐 貸出된 資金이 企業의 生産活動과 연결되지 않아 失業이 늘게 되고 그로 인한 所得減少로 購買力이 減退되며, 이것은 다시 企業의 在庫를 증대시켜 企業의 資金事情을 더욱 어렵게 하는 惡循環이 계속되게 된다.

따라서 企業의 負債構造(debt-structure)가 劣惡한 開途國의 경우 緊縮政策은 短期間의 강도있는 수단에 의하여 過剩流動性을 흡수하고 超過需要를 억제하여야 하지 장기간에 걸치는 微溫인 緊縮政策은 오히려 成長潛在力을 잠식하고 企業의 相對的 限界企業性 때문에 도산이 속출하게 되고 결과적으로 장기침체 속에 物價上昇만 가속화된다.

③ 貯蓄要因과 相對的 實質金利：不況기에

「인플레이션」을 助長하는 效果가 더 큰 것으로 나타나고 있다. 韓國銀行, 「우리나라 인플레이션에 관한 분석」, 『調査月報』, 1981. 12. p. 37.

23) 國內金利가 國際金利보다 낮은 경우 外資導入을 꺼리게 되어 중국적으로는 國際收支가 惡化된다고 하는 견해가 있으나 外資導入을 용이하게 하기 위하여 國內金利를 國際金利보다 高水準을 유지하여야 한다는 것은 설득력이 없다. 오히려 다른 인센티브에 의하여 자본도입이나 외국인투자를 장려하는 것이 합리적이라고 하겠으며, 結局 低金利로 인한 國際收支壓迫의 문제는 過消費를 줄여 저축을 늘리고 物價安定을 통한 輸出증대로 해결해야 할 것이다.

도 貯蓄을 유인하도록 正의 實質金利를 유지하기 위하여 高金利를 유지해야 한다고 하나 先進國도 不景氣 때는 거의 負의 實質金利를 유지하는 것이 보통이다. 현재 우리나라와 같이 實物投機要素가 배제되고 金融資産이 다양하지 못한 경우에는 貯蓄要因과 關連되는 金利水準의 높고 낮음을 형식적인 物價와의 關係로 파악하는 절대적 實質金利水準보다는 他財產所得(不動産, 貴金屬 등)의 收益率과 企業의 生産性 및 實質賃金 등은 물론 특히 不況期에는 換金性 및 安定性에 비중을 두는 相對的 實質金利를 기준으로 판단하는 것이 타당하다. 물론 장기적인 금리정책의 방향은 正의 實質金利 保障으로 금리의 價格機能을 살리고 자원배분의 효율화를 기하여야 하나 貯蓄의 總量(貯蓄力)은 중국적으로 金利가 아니라 所得에 의하여 決定되는 일이기 때문에 高金利에 의한 投資減少는 長期的으로 國民所得의 增加를 阻害하게 된다는 면이 있다는 것을 유의해야 한다.

④ 國際金利水準과의 關係：高水準이 國際金利와의 關係에서 國內金利도 國際金利水準과 같은 高金利를 유지해야 한다는 주장이 있다. 그러나 國際金利와 國內金利와의 差는 장기적으로는 接近하게 되겠지만 어느 편인가 하면 國內金利가 國際金利보다 低水準을 유지하는 것이 더 妥當하다고 생각된다. 왜냐하면 金利水準의 高低는 중국적으로 資本의 限界效率에 의하여 결정될 것인바, 國內의 경우 國際의 경우보다 資本의 限界效率이 크다고 볼 수 없기 때문이다²³⁾.

나. 流動性的의 中心規制指標 問題(總通貨와 通貨의 乖離問題)

金利의 價格機構가 제대로 그 機能을 발휘하지 못하고 또 金融市場이 발달하지 못한 開發國에서는 金融政策手段으로서 直接的인 量的統制手段에 크게 의존한다. 이와 같이 量的統制으로써 流動性을 규제하는 경우, 우리나라에서는 規制指標를 中央銀行의 本源通貨(R, B), 國內與信(DC), 狹義의 通貨(M₁), 廣義의 通貨(M₂)를 사용하다가 지금은 M₂를 사용하고 있다. M₂를 通貨政策의 中心指標로 이용하게 된 것은 經濟安定을 유지하기 위해서 流動性을 규제하는 경우 潛在的인 購買力인 貯

蓄性預金도 포함하는 總流動性을 規制하는 것이 효과적이라는 이유 때문이다.

그러나 緊縮政策을 강화할 때 유의할 점은 지나친 流動性創出을 억제하여 超過需要를 막고 實物經濟의 건전한 발전을 뒷받침하는 데 그쳐야 하지 實物經濟와의 關係에서 流動性供給自體의 지나친 縮小나 또는 資金흐름의 歪曲으로 인하여 直接的인 生産活動과 連結된 資金이 不足하게 될 때에는 金利引上和 流動性縮小는 需要減少에 의한 物價下落壓力보다도 生産供給 障礙에 의한 物價上昇速度가 크기 때문에 物價上昇 속내 實物經濟의 生産活動이 沮害되어 오히려 經濟安定을 해친다는 點이다.

특히 우리나라의 경우 企業의 負債比率이 엄청나게 크고 財務構造가 취약하여 景氣가 침체된 經濟狀況下에 金融費用負擔이 先進國의 경우보다 훨씬 높아 投資需要가 없고 追加供給되는 流動性도 負債元利金 償還에 充당되는 것이 보통이다. 資金市場이 충분히 발달하지 않고 金融資産(financial assets)도 다양화하지 못하면서 한편 實物投機의 機會가 封鎖된 經濟狀態에서는 供給된 流動性은 대부분 金融機關으로 다시 還流(81년에는 換流率이 75% 이상임) 總通貨와 通貨의 增加率間에 큰 乖離를 나타내는 結果를 초래하게 된다.

總通貨와 通貨間의 乖離推移를 보면 不況이 심화되는 80年, 81년에 그 격차가 크게 벌어지고 있다. 지난 2年間的 短期的 乖離要因²⁴⁾으로 지적할 수 있는 것은 景氣沈滯로 市中決済資金 需要가 減少된 點과 不動産, 證券 등 代替投資機會의 위축으로 相對的 實質金利²⁵⁾가 높아져 貯蓄性預금이 증가한 까닭이다.

따라서 中心規制指標로는 本源的으로 流動

〈表 16〉 貯蓄性預金還流率

(단위 : %)

	總通貨	貯蓄性預金 (B)	居住者外貨預金	通貨
1977. 12月末	100.0	62.0	1.0	37.0
1978. 12月末	100.0	66.5	1.0	32.5
1979. 12月末	100.0	67.9	1.0	31.1
1980. 12月末	100.0	69.0	1.2	29.8
1981. 1月末	100.0	68.9	1.4	29.7
1981. 2月末	100.0	68.9	1.4	29.7
1981. 3月末	100.0	69.8	1.6	29.4
1981. 4月末	100.0	69.0	1.5	28.6
1981. 5月末	100.0	71.0	1.5	27.5
1981. 6月末	100.0	71.4	0.9	27.7
1981. 7月末	100.0	73.8	0.9	25.3
1981. 8月末	100.0	75.1	1.2	23.7
1981. 9月末	100.0	76.1	0.9	23.0
1981. 10月末	100.0	76.8	1.1	22.1
1981. 11月末	100.0	74.7	1.2	24.1
1981. 12月末	100.0	73.3	1.3	25.4

資料 : 財務部 理財局.

24) 長期的(構造的) 乖離要因으로는 國民의 所得水準이 向上되고 金融資産이 多樣化됨에 따라 金融利用慣習의 提高로 總金融資産中 通貨(M₁)의 選好度와 比重이 減少되는 경향이 있고, 또한 第2金融圈의 急速한 發展으로 短期要求拂預金의 第2金融圈으로 移轉되는 것을 지적할 수 있다.

25) 여기서 相對的 實質金利라 함은 物價와의 關係에서 實質金利의 水準을 판단하는 것이 아니고 다른 財產所得의 收益率, 실질입금수준과의 比較에서 뿐만 아니라 財產所得의 安定性, 換金性(특히 不況期에)과의 關係에서 定立되는 相對的 概念이다.

性 供給自體를 규제하는 總通貨規制보다 修正된 狹義의 通貨(M_{1a} : M_1 +저축예금, 통지예금)에 비중을 두어 流動性過多 與否를 판단하고²⁶⁾ 流動性 管理指標 目標值의 決定도 年末基準으로 固定시키기보다는 平殘概念에 의한 레인지 시스템(Range System)을 도입하여(例 20%~25%) 流動性規制에 보다 伸縮性을 부여할 필요가 있다.

왜냐하면 金融市場이 발달하지 않고 金融資産이 다양하지 못하나 實物投機가 봉쇄된 經濟不況期에서는 相對的 實質金利가 높아 供給된 流動性은 生産活動과 직결되지 않고 金融機關에 곧 還流되기 때문에 實物經濟活動의 원활한 흐름을 뒷받침하기에 適正한가 與否는 長期貯蓄性預金を 제외한 修正 $M_1(M_{1a})$ 을 중심으로 판단하는 것이 더 합리적이기 때문이다.

다. 換率調整問題

根本적으로 國際競爭力基盤이 弱한 우리나라는 世界景氣가 沈滯되거나 國內物價가 不安하여 國民經濟全體의 不況이 先進國의 경우보다 加速적으로 深化되는 경우에 輸出을 促進

시켜 國內經濟活動을 振作시키기 위하여 換率을 引上調整하는 것이 緊縮政策과 關聯한 「스태그플레이션」 對策으로 屢번히 사용된다.

물론, 金利, 換率 등 價格機構가 市場의 自由로운 需給機能에 의하여 實勢를 반영하는 수준에서 價格이 決定되는 것이 國民經濟에 큰 충격을 주지 않고 資源配分の 效率性和 經濟의 對內·對外的 均衡을 순조롭게 達成할 수 있게 한다는 점에서 必要하다. 그러나 위와 같은 「스태그플레이션」이 장기간 계속하고 있는 우리나라는 다음과 같은 理由 때문에 자주 큰 폭의 換率調整을 하는 것은 바람직하지 않다고 생각된다.

① 過去 輸出不振打開策의 패턴이 國內物價 上昇→國際競爭力弱화→輸出不振→換率引上→物價上昇의 惡循環이었는데 이 循環을 단절하기 爲한 根本해결책은 物價安定이고 이를 위하여는 超過需要를 방지하는 總需要管理와 原價上昇의 억제하는 原資材의 低價供給確保 및 賃金水準의 안정이다.

그러나 현재 우리나라의 後期 「스태그플레이션」의 物價上昇要因은 超過需要要因은 적고 cost-push 요인이 강할 뿐만 아니라 換率引上은

〈表 17〉 總通貨(M_2)와 通貨(M_1)의 乖離推移(前年同期)

	76	77	78	79	80	81.3	6	7	8	9	10	11	12
M_2 (A)	33.5	39.7	35.0	24.6	26.9	26.6	25.7	26.8	26.5	24.8	27.4	24.5	25.2
M_1 (B)	30.7	40.7	24.9	20.7	16.3	19.5	25.4	11.5	3.8	△5.7	1.2	0.1	5.1
M_{1a} (C)	33.5	49.9	37.6	25.9	21.3	26.8	29.2	24.5	20.0	14.0	20.5	17.9	20.8
A - B	2.8	△1.0	10.1	3.9	10.6	7.1	0.3	15.3	22.7	30.5	26.2	24.4	20.1
A - C	-	△10.2	△2.6	△1.3	5.6	△0.2	△3.5	2.3	6.5	10.8	6.9	6.6	4.4

註: $M_{1a}=M_1$ +저축예금, 통지예금

26) 景氣推移나 物價의 가장 밀접하게 關聯되어 있는 通貨指標은 M_2 나 M_1 보다 $M_{1a}(M_1$ +短期貯蓄性預金)가 가장 信賴度가 높은 것으로 最近의 實證分析에서 檢證되었다. 南相祐, 「通貨政策上的 適正通貨指標」, 『韓國開發研究』, 第2卷 第2號, 韓國開發研究院, 1980 參照.

輸入構造의 硬直性 때문에 즉각적으로 石油 등 原資材價格 인상에 의한 物價上昇을 誘發하는 과정을 통하여 다시 輸出惡化의 결과를 초래할 뿐 根本對策이 되지 못한다²⁷⁾.

② 현재 우리나라의 對外負債가 GNP의 50%에 달하고 國際收支赤字가 GNP의 8%에 해당하고 있는 점을 감안할 때 換率의 相當幅引上은 國際收支赤字幅을 확대한다.

③ 換率을 인상하는 경우 輸出産業에 比해 內需産業이, 大企業에 比해 中小企業이 큰 타격을 받게 되고 대부분의 生必需品이 內需爲主인 中小企業에서 生産하기 때문에 産業間 不均衡이 더욱 심화되고 庶民의 生活安定이 어려워진다. 따라서 장기적으로는 技術革新과 原價節減을 통한 生産性을 높임으로써 國際競爭力을 제고하도록 할 것이며 단기적으로는 小幅으로 換率을 조정하고 그 대신 金利引下나 金融支援 등 國內의인 政策變數를 통하여 價格競爭力 弱화를 흡수해야 할 것이다. 다시 말하면 우리나라에 있어서 換率政策을 換率이 自由로운 價格變數이기보다 經濟成長과 安定目標을 달성하기 위한 하나의 管理變數로 보아야 하기 때문에 管理變動換率制의 運用이 불가피하다.

이상과 같이 우리나라의 「스태그플레이션」對策으로서의 金融政策은 無差別的 緊縮을 통한 모든 投資의 抑制보다는 效率性있는 投資에 대해서는 적극 金融支援을 함으로써 生産을 促進하고 適正한 供給物量에 의해 物價安定을 圖謀해야 한다. 政府主導下에 經濟開發을 적극 추진한 결과, 企業의 資本蓄積이 없

는 經濟構造下에서의 緊縮政策은 外形의인 高金利政策이나 流動性 縮小 등 需要側面도 重要하지만 原價切減(供給側面)에 더욱 정책의 重點을 두어야 할 것이다.

따라서 金融이나 民間部門보다 財政이나 정부부문의 緊縮이 필요하고 不實投資의 大企業보다 效率의 投資를 한 企業에 金融支援을 하는 效率의인 資金配分政策이 重要하다.

3. 消極的 財政政策의 活用과 國公債

—總流動性規制範圍內에서의 不均衡豫算과 偏在流動性的 是正—

海外資源에 의존해서 짧은 기간에 工業化를 추구하는 開發國의 成長追求過程에서 內蓄된 構造의 인플레이와 世界景氣沈滯로波及된 不況이 겹치는 경우는 前述한 特性의 資源貧困型 「스태그플레이션」이 顯在化되기 때문에 物價를 安定시키기 하기 위하여 緊縮政策을 長期間 계속하면 企業의 脆弱한 財務構造와 物價上昇의 높은 海外要因의 比重 때문에 다른 先進國에 비해 緊縮效果의 강도가 커서 物價安定의 速度보다 景氣沈滯의 深度와 幅의 加速化가 진행된다.

다시 말하면 資源貧困 後進國型 「스태그플레이

〈表 18〉 年度別 都賣物價 上昇要因

(단위 : %)

	1978	1979	1980
都賣物價	12.2(100.0)	23.8(100.0)	42.1(100.0)
海外要因	3.8(31.1)	16.2(68.1)	30.9(73.4)
油價	0.7(5.7)	11.1(46.3)	6.9(16.4)
換率			14.6(34.7)
國內要因	8.4(68.9)	7.6(31.9)	11.2(26.6)

註 : ()안은 構成比인.

資料 : 經濟企劃院

27) 더구나 先進國의 保護貿易障壁 때문에 우리의 主要輸出商品이 「쿼터」에 묶여 輸出伸張에는 限界가 있다.

이선」은 時間이 흐름에 따라 物價上昇要因中에서 超過需要 要素보다 費用引上 要素가 지배하게 된다(表 24에서 보듯이 都賣物價의 海外要因이 78년에는 31.1%이었으나 80년에는 73.4%임).

따라서 不況 속의 인플레이션對策은 지나친 流動性管理보다 企業의 金融費用負擔 輕減 등 原價節減에 의한 費用引上壓力을 緩和시키는 데 政策焦點을 두어야 한다. 한편 不況을 벗어나기 위한 企業의 生産 및 投資活動을 촉진하기 위해서는 限界購買力이 큰 계층의 購買力을 증대시키는 것이 효과적인 조치가 된다. 좀더 구체적으로 설명하면 財政部門 緊縮을 강화하여 民間部門의 經濟活動의 여지를 확대하는 것을 前提로 하되(small government) 租稅削減을 과감히 실시하여 購買力을 증가시키고 租稅上的 인센티브에 의한 投資獎勵를 통하여 앞으로 예상되는 供給部門의 隘路(bottle neck)를 제거하도록 하여야 한다.

이와 같이 總體的으로 緊縮政策基調를 계속 유지하면서 限界購買力을 증대시키기 위하여 減稅를 하는 경우, 한편으로는 一定水準의 流動性을 유지하기 위하여 偏在된 剩餘購買力 계층의 流動性을 減稅國債를 發行하여 흡수하는 것이 필요하다(消極的 財政政策).

지금까지 설명한 海外資源依存型經濟의 「不況 속의 인플레이」對策을 위한 財政金融政策의 「포리시믹스」(policy mix)를 要約하면 다음과 같다. 海外資源依存型 經濟의 「스태그플레이션」에서는 通貨, 金利, 換率 등 金融政策手段의 活用만으로는 所期の 政策效果 達成에는 한계가 있으므로 財政政策의 併用이 더욱 效果的이다. 그러나 經濟發展段階가 일정수준에 이르러 經濟去來規模가 커진 開放經濟에서는 가능

한 限 政府部門의 經濟活動을 줄이고 民間經濟活動領域을 확대하는 것이 資源配分の 適正과 經濟效率이 극대화를 이룰 수 있다는 기본 입장에 설 때, 한편으로는 財政機能의 縮小도 요청된다. 따라서 이와 같은 制約條件下에서 사용할 수 있는 財政政策手段은

減稅에 의한 生産活動 자극

- 需要刺戟을 위한 減稅[즉 限界購買力(消費性向)이 큰 계층의 需要를 자극]
 - 附加價值稅(VAT)의 彈力稅率引下
 - 特別消費稅率 引下
- 生産 및 投資活動을 유도하는 租稅「인센티브」
 - 法人稅 減免(公開·非公開 區別 廢止→ 현재는 中小企業만 타격이 심함)
 - 紙上配當稅 廢止
 - 社內留保 優待
 - 投資控除制度 확대

減稅國債發行

- 財政擴大에 따른 消費的 支出을 위한 國債는 가급적 制限하고 生産的·資本的 支出性格의 國債를 發行
- 不況打開을 위한 減稅國債를 發行하되 中央銀行의 引受가 아닌 市中消化로 購買力 剩餘階層의 流動性 吸收
- 短期財政證券 發行보다 中長期國債發行에 置重할 것

V. 結 論

政府財政收入의 補完手段으로 發行되는 國公債는, 最小의 費用으로 財政需要를 充足시

키기 위한 資金을 調達한다는 財政目的과 함께, 有價證券으로서 金融資産의 一種이라는 性格으로 인하여 그 發行, 償還 등 條件變更은 國民經濟에 큰 影響을 미치게 된다. 이와 같이 國公債操作에 의한 流動性調節을 통하여 景氣를 調整할 수 있다는 機能 때문에 國公債管理은 獨自의인 政策手段으로서의 政策的 意義를 부여하기도 한다. 그러나 國公債는 一旦 發行되면 繼續 發行되어 그 殘額이 累增되기 쉽고 國公債元利金償還도 結局은 國民負擔으로 歸着되는 것이기 때문에 性質上 一定한 限界가 있게 된다. 뿐만 아니라 國公債政策이 經濟活動에 미치는 效果 때문에 他經濟政策과의 關係에서 調和있는 運用이 要請된다.

더우기 우리經濟의 當面課題와 關聯하여 考察할 때, 現在의 우리 經濟狀況은 經濟體質과 基盤이 構造的으로 脆弱한 海外依存·高成長型經濟의 「스태그플레이션」에 빠져 있다. 이의 對應策으로는 비록 一定水準의 流動性範圍이라는 制約下에서이지만 國民의 限界購買力을 높이고 동시에 生産的企業가가 아닌 金融所得者에게 偏在된 浮動資金을 投資 및 生産活動과 連結하여 經濟安定을 達成하고자 하면 減稅國債를 發行하는 消極的 財政政策의 活用이 必要하다.

더 나아가 國家財政收入의 大宗을 이루고 있는 租稅收入의 增大에는 構造的으로 限界가 있기 때문에 稅外收入의 多樣化를 도모해야 하고 또 經濟가 發展하고 經濟規模가 커짐에 따라 景氣變動幅도 擴大되어 가므로 國公債發行을 통하여 財政의 景氣調整과 彈力性を 높일 必要도 있다. 특히 開放經濟體制下에서는 國際收支가 黑字로 轉換함에 따른 海外部門으로부터의 流動性衝擊을 흡수조절하는 制度的

裝置가 필요하고 效率的인 金融通貨政策을 遂行하기 위해서도 效果的인 公開市場操作對象을 開發하여야 한다는 金融政策的 觀點에서도 國公債管理은 적극 活用할 것이 요청된다고 하겠다.

그러나 우리나라는 國公債發行의 歷史가 日淺하고 金融市場의 未發達 등 國公債管理의 效率的 運用을 위한 制度的 與件이 具備되지 않고 있어 積極的인 國公債政策을 實施하기에는 해결할 問題點이 많다. 國公債管理의 問題點과 關聯하여 國公債政策運用의 長短期課題와 政策方向을 要約整理하면 다음과 같다.

우선 短期的으로는 당면한 「스태그플레이션」을 벗어나서 物價安定 속에 經濟의 活性化를 圖謀한다는 見地에서는 經濟總量(流動性)의 緊縮基調를 堅持하되 部門間的 資金配分 및 限界投資의 效率性を 높이기 위하여

첫째, 消費需要를 자극하는 減稅措置에 의하여 限界購買力이 큰 所得階層의 購買力을 提高하는 동시에 生必需品生産 등 戰略部門에 대한 減稅「인센티브」를 통하여 民間投資를 촉진하여 供給能力을 補完하고

둘째, 위의 措置에 의하여 招來되는 財政赤字는 韓銀借入에 의하지 아니하고 減稅國債를 發行하여 充當하며

셋째, 國公債는 반드시 市中公募方法에 의해 消化하도록 하여야 한다. 따라서 國公債發行金利는 市場實勢에 接近시킬 것이 要請된다.

넷째, 國公債發行은 金融政策의 效果 및 金融市場의 資金梗塞與否와 關聯하여 金融市場의 繁閑을 고려하여 可能的 限 全體資金需要가 季節的으로 平準化되도록 하여야 한다.

한편 長期的인 政策方向으로는 우선 長期的인 國公債發行規模 내지 限度條件으로서는 國

公債發行額과 國民所得이 同一率로 증가하게 되거나(예컨대 國公債가 國民所得에서 占하는 比率이 2%씩 매년 증가하고 國民所得은 매년 7%씩 증가하게 하는 경우) 혹은 國公債比率(國公債의 國民所得에서 占하는 比率)의 증가율이 經濟成長率의 범위내에서 國公債를 발행할 것이며

둘째, 國公債의 元利金償還도 결국은 장래의 租稅收入에 의하여 조달하지 않으면 안되는 까닭에 租稅收入의 彈力性提高에도 政策考慮를 하여야 한다.

따라서 租稅의 景氣感度の 低下를 방지하기 위하여는 지금의 間接稅中心에서 景氣感度가 강한 所得稅, 法人稅 등의 直接稅中心의 租稅構造로 轉換될 것이 前提가 된다.

셋째, 國公債發行은 자칫하면 資金調達이 容易한 中央銀行 引受의 便法에 의존하기 쉬우므로 인플레이要因을 제거하기 위하여 반드시 「市中公募原則」이 制度的으로나 慣行的으로

확립되어야 한다.

네째, 國公債發行은 원칙적으로 元利金償還能力이 있는 事業國債, 生産國債에 한정하고 經常經費 支辨用的 消費國債, 非生産國債 發行은 忌양되어야 한다.

다섯째, 慣行化되어 있는 追更豫算制度를 廢止하고 稅收增加에 의한 追加 歲入이나 前年度 決算上 剩餘金 등을 國公債 元利金 償還 財源으로 확보하는 減債基金制度를 설정할 것이 필요하다.

끝으로 國公債 管理制度를 改善整備하고 中央銀行에서 公開市場操作을 效率적으로 運用하여 金融政策의 效果를 提高하기 위해서는 國公債의 發行規模, 發行方法, 時期, 條件 등을 企業의 會社債 등 다른 金融資産의 發行條件과 金融市場의 資金事情 등을 고려하여 결정할 수 있도록 國公債管理調整委員會(정부, 한국은행, 증권감독원 등)를 設置運營할 것이 要望된다.

▷ 參 考 文 獻 ◁

南相祐, 「通貨政策上の 適正通貨指標」, 『韓國開發研究』, 第2卷 第2號, 韓國開發研究院, 1980.
 韓國銀行, 「우리나라 인플레이션에 관한 分析」, 『調査月報』, 1981. 12.
 _____, 「公債管理에 대한 考察」, 『調査月報』, 1981. 2.
 館龍一郎 外, 『國債管理と金融政策』, 日本經濟新聞社, 1968.
 米里忽(編), 『日本の財政』, 東洋經濟, 1974.
 北村恭二, 『國債』, 金融財政事情研究會, 1979.
 Anderson, Leonall C., "The State of Monetarist

Debates," *FRB of St. Louis*, Sept. 1973.
 Cagan, Phillip, "A Partial Reconciliation between Two Views of Debt Management", *Journal of Political Economy*, Dec. 1966.
 Dormar, D. Evesey, "The Burden of Debt and the National Income," *Essay in the Theory of Economic Growth*, Oxford Univ. Press, 1957.
 Friedman, Milton, *A Program for Monetary Stability*, Fordham Univ. Press, 1959.
 Friedman, R.M., "Principles of Debt Management: Comment", *American Economic*

- Review*, June 1957.
- Grains, T.C., *Techniques of Treasury Debt Management*, The Free Press of Glencoe, 1962.
- Hansen, A.H. and Guy Greer, "The Federal Debt and the Future", *Hapers Magazine*, Vol. 184, 1942.
- Kerlson, K.M. and Spencer R. W., "Crowding Out and It's Critics", *FRB of St. Louis Review*, December 1975.
- Laird, William E., "The Changing Views on Debt Management", *Quarterly Review of Economics and Business*, Autumn 1963.
- Musgrave, Richard, *The Theory of Public Finance*, New York McGraw-Hill, 1959.
- Nurn, Choudry, "Integration of Fiscal and Monetary Sectors in Econometric Models: A Survey of Theoretical Issues and Empirical Findings", *IMF Staff Paper*, June 1976.
- Rolph, E.R., "Principles of Debt Management", *American Economic Review*, June 1957.
- _____, "Principles of Debt Management, Reply", *American Economic Review*, June 1959.
- Simons, Henry C., "On Debt Policy", *Journal of Political Economy*, Dec. 1944.
- Smith, Warren L., "Debt Management in the United States", *Study Paper No. 19 for U.S. Congress*, Jan. 1960.
- Stein, Hebert, "Managing the Ferederal Debt", *Journal of Law and Economics*, Vol. 1, Oct. 1958.
- Sullivan, B.P., "Crowding Out Estimated from Large Econometric Model", *FRB of Dallas*, June 1975.
- Tobin, James, "An Essay on Principles of Debt Management", in Commission on Money and Credit, *Fiscal and Debt and Debt Management Policies*, Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall, 1963.