政策信賴와 長期目標通貨供給率에 관한 小考

金 仁 哲

▷ 目 次 ◁

Ⅰ. 序
Ⅱ. 短期인플레 期待心理
Ⅲ. 實際인플레와 期待인플레
Ⅳ. 政策信賴의 確立과 巨視經濟政策
Ⅴ. 長期目標通貨供給率 設定根據
Ⅵ. 要 約

Ⅰ. 序

通貨의 過剩供給은 인플레를 誘發시키고 過少供給은 「經濟貧血」을 수반하여 景氣沈滯를 초래하게 됨은 두말할 나위가 없다. 그러므로 通貨의 適正供給은 무엇보다 중요한 金融·通貨政策中의 하나라고 할 수 있다. 그러나 실제에 있어서 通貨의 適正供給率이 몇 %인가 하는 것은 通貨當局이 채택하고 있는 理論의 특징에 따라 다를 수 있으므로 그렇게 간단한 문제는 아니다.

本硏究에서는 通貨當局이 어떤 새로운 政策을 宣言하고 實施함에 있어서, 그 政策의 效果與否는 一般國民이 그 政策에 대하여 어떤 反應을 보이느냐에 달려있음을 指摘하고 특히 通貨政策은 實際인플레와 期待인플레에 직결되고 또 一般國民의 短期인플레 期待心理는 通貨當局의 政策一貫性與否에 따라 급격히 變化하게 됨을 指摘하고 있다. 그러므로 國民의 인플레期待心理의 副作用을 줄이고 通貨政策에 대한 國民의 信賴를 確立하기 위한 長期的 目標通貨供給率은 貨幣의 需給條件을 利用하여 算出하였고 이를 實施함에 있어서도 短期間, 즉 6個月 내지 1年基準보다는 長期間, 즉 3年 내지 5年基準으로 一國經濟의 平均的인 흐름에 맞추어 目標通貨供給率을 達成해 가는 것이 바람직하다는 것을 시사하고 있다.

本硏究에서 提示하고 있는 通貨管理方式은 經濟與件의 變化에 따라 通貨當局이 수시로 개

筆者：韓國開發硏究院 副硏究委員

입하여 貨幣供給率을 바꾸어야 된다는 恣意通貨政策主義者(activists)의 見解와 與件變化에 관계없이 通貨供給을 일정한 水準에 묶어두는 것이 옳다는 通貨主義者(monetarists)의 通貨供給一定律(the money stock growth rule)의 長點을 각각 選擇, 折衷한 것이라 할 수 있다.

Ⅱ. 短期인플레 期待心理

어떤 經濟政策이 靜態的 經濟模型에만 의거하여 처방되어질 때 어느 정도 무리가 오는 까닭은 實際인플레(actual inflation)와 期待인플레(expected inflation)를 동일시하는 데서 비롯되기도 한다. 實際인플레와 期待인플레의 槪念的 差異는 前者는 현재 觀測된 인플레이며 後者는 앞으로 일정한 時間이 지나면 다가올 것으로 기대되는 未來인플레를 가리킨다. 長期均衡의 관점에서 보면 이 두개가 같지만 長期均衡으로 進行되는 過程에 있어서는 서로 다를 수 있으며 期待인플레는 實際인플레 決定에 직접적인 영향을 주게 된다.

그 예로 우선 勞動市場을 통해 未來인플레에 대한 期待가 實際인플레로 연결되는 것을 볼 수 있다. 勞動의 雇傭主나 被雇傭者가 未來인플레를 期待할 때 勞動契約締結時 이를 反映하게 되며 이로 인해 生産費가 그만큼 올라가며 이는 價格에 전가되어 결국은 인플레壓力(inflationary pressure)을 유발시킨다.

또 다른 경로는 貨幣市場을 통해서이다. 期待인플레가 上昇하면 貨幣의 未來價値의 下落으로 資産保有形態로서의 實質貨幣需要가 減少하며 반면에 實物需要나 利子收益性이 있는 非貨幣資産需要가 增加하게 된다. 이러한 현상은 超過需要로 인한 인플레壓力을 유발하여 實際인플레 決定에 영향을 주게 된다.

그렇다면 期待인플레는 어떠한 영향을 받으며 어떻게 形成되는지 살펴보기로 하자. 가령 通貨當局이 내년부터 年間目標通貨增加率을 現 30%에서 20%로 내린다고 했을 때, 이에 대한 國民의 반응은 평소에 通貨當局에 대하여 지니고 있던 國民의 政策信賴 여하에 따라 다르다.

먼저 간단한 貨幣數量說 公式을 適用하면

$$Py=MV \quad \cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots (1)$$

여기서 P, y, M, V는 물가수준, 실질소득, 화폐량, 그리고 화폐의 유통속도를 가리킨다.

(1)을 시간에 대해 미분하면

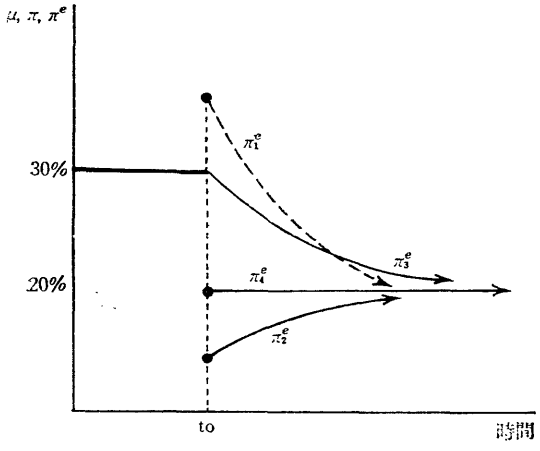
$$\frac{dP}{Pdt}+\frac{dy}{ydt}=\frac{dM}{Mdt}+\frac{dV}{Vdt} \quad \cdots\cdots\cdots\cdots (2)$$

여기서 우선 편의상 貨幣의 流通速度가 일정하고 經濟成長이 완만한 先進國經濟를 分析對象國으로 잡고 $\frac{dy}{ydt}=\frac{dV}{Vdt}=0$를 가정한다면 貨幣增加率은 인플레率과 같다는 결과를 얻게 된다. 그러나 國民이 새로운 通貨政策을 어떻게 해석하느냐에 따라 期待인플레가 決定되므로 政策當局의 公信力與否는 그 政策이 성공하느냐 못하느냐에 걸린 중요한 관건이 된다. 새로운 通貨政策에 대한 期待心理的 반응은 〔圖 1〕에서 보듯이 4가지로 분류할 수 있다.

(1) 에러 원(Error Ⅰ)型 인플레期待心理

이러한 期待心理는 우선 國民의 政策信賴度가 아주 낮은 경우에 생기는 현상이다. 더우기 目標通貨供給率을 30%에서 20%로 낮춘다

〔圖 1〕 短期인플레 期待心理



$\mu\left(=\frac{dM}{Mdt}\right)$: 通貨增加率
$\pi\left(=\frac{dP}{Pdt}\right)$: 實際인플레率
π^e : 期待인플레率
π_1^e : 에러 원(Error Ⅰ)型 期待心理
π_2^e : 에러 투(Error Ⅱ)型 期待心理
π_3^e : 適應的 期待心理
π_4^e : 盲從的 期待心理

고 공표하더라도 주어진 經濟與件을 감안하면 30% 내지 그 水準 以上으로 올려야 한다고 믿고 있는 國民은 貨幣의 低增加率政策을 불신하고 곧 그 政策이 원상복귀 내지 더 높은 高貨幣增加率로 다시 바뀔 것이라고 미리 예상하고 있기 때문에 期待인플레率은 종전의 30% 水準을 上廻하게 되는 것이다.

그러나 通貨當局이 새로운 通貨供給率政策을 고수하고 계속 通貨供給을 20% 水準으로 유지하며 또 國民이 이를 인식할 때 비로소 원래의 인플레期待心理가 옳지 않음을 알고 수정하기 시작하여 궁극적으로 20% 水準으로 돌아오게 되는 것이다.

(2) 에러 투(Error Ⅱ)型 인플레期待心理

通貨當局의 政策信賴度가 낮은 경우 생기는 현상인데 國民들이 이해하고 있는 經濟與件上 通貨供給率이 20% 以下로 더 내려가야 한다고 믿고 또 通貨當局도 그렇게 할 것이라는 期待心理에 의해 現在의 期待인플레率은 20% 以下로 떨어진다는 것이다. 그러나 當局의 의도가 20% 水準에 계속해서 유지시키겠다는 것임을 인식하고 또 當局이 그렇게 할 수 있으리라고 믿을 때에 종전의 豫想인플레를 수정하여 점차적으로 20% 水準으로 접근해 가는 인플레心理현상이다.

(3) 適應的 期待心理

通貨供給率이 30%에서 20%水準으로 바뀔 것이라는 通貨當局의 發表가 있은 후 새로운 政策의 妥當性, 持續性을 살펴본 결과 완전한 수긍이 가지 않는 경우 當局의 政策實施를 銳意 注視해 가면서 인플레期待心理를 부분적으로 수정해가는 조심스러운 行態를 가리킨다.

이것은 다음과 같은 假說的 數式을 써서 설명해 볼 수 있다.

$$\dot{\pi}^e=\gamma(\pi-\pi^e) \quad \cdots\cdots(3)$$

여기서 「·」은 시간에 대한 미분을 뜻한다. 이 數式에 의하면 實際인플레率이 期待인플레率을 上廻할 때 前期의 期待인플레率을 수정하되 그 差의 γ만큼 수정하는 部分調整的 인플레期待心理라고 할 수 있다.

(4) 盲從的 期待心理

글자 그대로 國民의 政策信賴度는 完全하여 무슨 政策이든지 그대로 따라가는 순진한 期待心理이다. 따라서 通貨供給率이 30%에서 20%로 내릴 것이라는 當局의 發表가 있은 직후 國民의 期待인플레는 30%에서 20%로 바로 수정하게 되는 경우를 가리킨다.

여기서 指摘하고 싶은 것은 〔圖 1〕의 제 4

의 경로와 같은 수정과정은 꼭 盲從的 期待心理가 아니라도 생길 수 있다는 것이다. 예컨대 當局의 새로운 20%通貨供給率政策이 그리 妥當性이 없다 하더라도 當局의 결의가 대단하고 또 향후 어떤 경우라도 通貨供給率은 이 水準에서 유지될 것이라는 先見之明(perfect foresight)이 있을 때는 試行錯誤를 겪지 않고 직접 새로운 均衡인플레水準으로 均衡인플레率을 수정하여 實際인플레와 期待인플레는 즉각적으로 같게 된다. 우리나라 國民의 期待心理 類型은 위의 4가지 중 어디에 속하는 것인가 하는 문제가 제기될 수 있겠으나 期待心理는 글자 그대로 心理的인 現象을 가리키는 것이므로 사람에 따라, 時代에 따라 다를 수 있다. 그렇기 때문에 수시로 변하는 人間의 心理를 平均的으로 어떤 類型이라고 規定짓기에는 매우 곤란하다. 4가지로 複合된 것이라 보는 것이 무난하며 또한 여기에서 지적되어야 하는 사실로서 信賴의 부족으로 인한 試行錯誤는 社會的으로 그 費用이 크다 할 수 있으므로 信賴回復을 위한 長期政策 樹立에 力點을 두어야 한다는 것이다.

Ⅲ. 實際인플레와 期待인플레

第Ⅱ章에서 期待인플레가 實際인플레에 많은 영향을 주게 됨을 서술적으로 설명하였으나 本章에서는 實際인플레와 期待인플레의 관계를 좀더 科學的인 分析을 통하여 살펴보기로 한다. 즉 貨幣市場의 均衡條件을 利用하고 期待인플레形成에 있어서 適應的 期待心理(adaptive expectation) 假說을 이용하여 實際인플레와 期待인플레와의 관계식을 유도하고 이들의 動態的 現象을 究明해 보고자 한다.

貨幣市場에서 實質貨幣供給量 $\frac{M}{P}$이 實質貨幣需要 m^d와 일치한다고 가정하고 다시 m^d는 케이건(Cagan)의 需要函數의 形態 $A \cdot y^{\eta} e^{-\alpha\pi^e}$를 취한다고 하면

$$\frac{M}{P} = A \cdot y^{\eta} e^{-\alpha\pi^e} \quad \cdots\cdots\cdots\cdots (4)$$

이 成立한다.

위의 (4)式 양변에 대수미분을 취하면

$$\mu - \pi = \eta g - \alpha\pi^e \quad \cdots\cdots\cdots\cdots (5)$$

가 된다. 여기에서

M : 名目貨幣供給量
P : 物價指數
$\frac{M}{P}$: 實質貨幣供給量
A : 常數
y : 實質所得
η : 貨幣需要의 所得彈力性
α : 貨幣需要의 期待인플레準彈力性
g : 實質所得增加率 즉, $\frac{dy}{ydt}$를 뜻한다.

케이건의 需要函數形態는 원래 1920年代 初 독일의 「하이퍼·인플레」(hyperinflation) 期間中의 貨幣需要行態를 分析하기 위하여 쓰여진 것이다. 貨幣需要의 機會費用으로서는 名目金利를 使用함이 妥當할 것이나 높은 인플레상황하에 金利市場의 自動調節機能이 마비된 상태에서는 資產保有形態로서의 貨幣의 金融資產보다는 實物資產豫想收益率의 變化에 더 直接的인 영향을 받기 때문에 케이건의 貨幣需要函數에는 期待인플레率이 채택되었던 것이다. 開發途上國의 貨幣需要形態를 논함에

있어서도 꼭 독일의 「하이퍼·인플레」와 같이 高인플레國家에만 국한될 필요는 없을 것이다. 즉 短期金融市場이 잘 발달되지 않은 開發途上國家에서는 金融資產收益率을 나타내는 名目金利보다는 實物資產豫想收益率을 나타내는 期待인플레率이 機會費用으로 더 적합하다고 할 수 있다.

分析 편의상 期待인플레 수정공식은 다음과 같이 가정하였다.

$$\dot{\pi}^e=\beta(\pi-\pi^e) \quad \cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots(6)$$

이것은 前章에 소개되었던 適應的 期待心理에 해당되는 것으로 期待인플레率을 수정함에 있어 實際인플레가 前期 期待인플레보다 높을 때 그 差의 일정한 倍數만큼(β) 期待인플레率을 部分的으로 上向調整하는 「메카니즘」을 가리킨다.

(5)와 (6)을 이용하여 π^e 變數에 대해 재정리하면 (7)式이 유도된다.

$$(1-2\beta)\dot{\pi}^e+\beta\pi^e=\beta(\mu-\eta g) \quad \cdots\cdots\cdots\cdots(7)$$

(7)式은 π^e에 대한 1次微分方程式이며 이 方程式을 풀면

$$\pi^e(t)=c\cdot e^{-\left(\frac{\beta}{1-\alpha\beta}\right)t}+\mu-\eta g \quad \cdots\cdots\cdots\cdots(8)$$

이 된다.

여기서 期待인플레率이 한계가 없이 계속 $-\infty$ 혹은 $+\infty$쪽으로 무한정 움직이는 것이 아닐 것이라는 우리의 직관을 이용한다면 $1-\alpha\beta>0$ 條件이 成立되며 따라서 $\pi^e(t)$는 $\mu-\eta g$ 水準으로 수렴하게 되는 것을 유추할 수 있다.

이 결과에 대한 經濟學的 意味는 長期均衡의 관점에서 期待인플레率과 實際인플레率은 $\mu-\eta g$ 水準에서 일치하게 된다는 것이다.

(6)을 (5)에 대입하여 재정리하면 實際인플레와 期待인플레의 관계식이 (9)와 같이 유도된다.

$$\pi=\frac{\mu-\eta g}{1-\alpha\beta}-\frac{\alpha\beta}{1-\alpha\beta}\pi^e \quad \cdots\cdots\cdots\cdots\cdots(9)$$

(9)式에서 알 수 있듯이 π와 π^e가 같게 되면 그 값은 $\mu-\eta g$이 되며 이것은 (8)式의 π^e가 수렴하는 값과 동일하므로 長期均衡에서는 實際인플레와 期待인플레가 合致한다는 事實이 증명된 셈이다.

이제 通貨供給率(μ)이 30%에서 20%로 내렸다고 한다면 實際인플레가 期待인플레에 어떻게 영향을 미치는지 살펴보자.

本例에서 채택한 인플레期待心理는 適應的 期待心理이며 期待인플레의 形成은 實際인플레率의 과거 歷史에 의존하고 있다. 따라서 즉각적인 효과로서 通貨供給率變化는 實際인플레率을 일단 일정한 水準으로 떨어뜨렸다가 서서히 上昇시킨다. 즉 이를 數式으로 표현하면 $\left.\frac{d\pi}{d\mu}\right|_{t=t_0}=\frac{1}{1-\alpha\beta}>1$이 되며 通貨增加率이 마이너스이므로 實際인플레도 마이너스가 된다.

그런데 〔圖 2〕에서 보듯이 흥미있는 것은

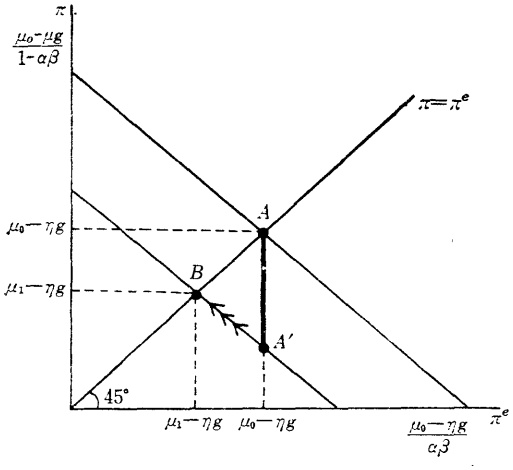
$$\dot{\pi}^e=\beta(\pi-\pi^e)<0 \quad \cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots(10)$$

에 의하여 期待인플레率은 계속 감소하게 되나 이때의 實際인플레는

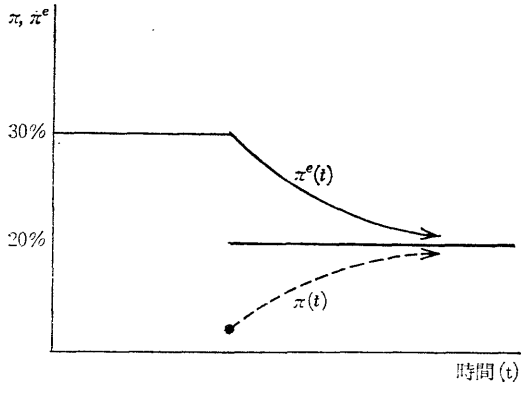
$$d\pi=-\frac{\alpha\beta}{1-\alpha\beta}d\pi^e>0 \cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots(11)$$

에 의하여 서서히 上昇된다는 事實이다. 實際인플레率이 처음에 〔圖 2〕의 A點에서 A'點으로 떨어진 다음 계속 上向調整이 되다가 點

〔圖 2〕 實際의 인플레와 期待인플레



〔圖 3〕 實際의 인플레와 期待인플레



B에서 安着을 하여 均衡을 이루게 된다.

〔圖 3〕은 實際인플레와 期待인플레가 시간에 따라 어떻게 움직이는가를 보여 주고 있다. 그런데 이 시점에서 한 가지 강조되어야 할 점은 분석편의상 適應的 期待心理假說을 근거로 한 $\dot{\pi}^e=\beta(\pi-\pi^e)$式을 이용하였으나 이밖에 다른 期待心理假說을 채택하면 조금 다른 결과를 얻을 수 있다[1]. 하지만 期待心理가 어떠하든, 長期均衡에서는 그 定義上 期待인플레 修正作業은 일단 끝난 때이므로 직접 (7)式에서 $\dot{\pi}^e=0$로 간주되면 여전히 같은 長期目標通貨增加率 $\mu=\eta g+\pi$가 유도될 수 있다.

Ⅳ. 政策信賴의 確立과 巨視經濟政策

Ⅱ, Ⅲ章에서 政策에 대한 國民의 信賴 여하에 따라 國民의 期待心理가 달라지며 이것은 實際經濟에 직접적 영향을 미치게 된다는 것을 通貨當局의 低인플레政策의 예를 통해 설명하였다.

本章에서는 政策信賴問題의 發想을 간단히 소개하고 信賴確立을 위한 基本要件을 指摘하고자 한다[2].

1930年代初 大恐慌以後 케인즈의 이른바 「恐慌經濟學」과 1958年 필립스(Phillips)가 발표한 「필립스曲線」(phillips curve)理論이 美國經濟學의 主流를 이루어 왔다. 그러나 時代的 變遷과 함께 이 理論들은 비난을 받아왔는데 특히 시카고大學 프리드만(Milton Friedman)敎授는 1968年 美國經濟學會(American Economic Association)의 會長으로 취임하는 연설문에서 필립스曲線 즉 인플레率과 失業率과의 단순한 逆關係가 通貨政策에 잘못 이용되고 있음을 지적하고 이에 반대되는 自然失業率理論(natural rate of unemployment hypothesis)

1) 〔圖 3〕과 같은 현상은 실제와 좀 걸맞지 않는다고 해서 시카고大 프렌켈(Frenkel) 敎授는 그의 1975年 硏究에서 단순한 部分調整期待心理를 지양하고 期待心理의 二重構造를 도입하여 좀 더 현실에 맞는 理論的 結果를 유도하였다.

2) 1982年 5月 美國經濟學會誌 *American Economic Review*에 실린 現 프린스턴大學의 존·테일러 敎授의 글을 참고하였다.

을 主張함으로써 美國政策當局에 찬물을 끼얹은 격이 되었다.

필립스曲線理論에 의하면 인플레率과 失業率의 逆關係는 실증적으로 상당히 안정되어 있으므로 政府가 어느 水準의 인플레를 감수할 用意가 있다면 通貨政策을 통하여 얼마든지 失業率을 줄일 수 있다는 것이다. 이에 반해 프리드만의 自然失業率理論은 失業補償金이나 所得稅의 修正이 없이 通貨政策만으로는 長期均衡 즉 自然失業率을 變化시킬 수 없다고 하였다. 通貨政策이 實物生産의 일시적인 增減으로 연결되는 것은 實際인플레와 期待인플레의 乖離에서 비롯되며 일관성 있는 通貨政策은 實際인플레와 期待인플레를 일치시킴으로써 均衡失業率에는 아무런 영향을 주지 않는다고 하였다. 그리고 政府의 일관성없는, 그리고 政府의 임의성이 강하게 작용된 通貨政策은 實際인플레와 期待인플레와의 乖離를 수반하여 實物生産 또는 失業率에 불규칙적으로 영향을 주되 일정기간의 平均經濟運用實績을 따져 볼 때 이같은 政府의 通貨政策은 國民의 期待心理를 誤導하여 다른 經濟的 副作用을 낳기 때문에 通貨는 適正水準에서 一定하게 供給되어야 한다는 通貨供給一定律을 주장하였다.

이에 대응하여 케인즈학파를 추종하는 恣意通貨政策論者(activists)들은 프리드만의 通貨供給一定律에 대해, 끊임없이 변화하는 經濟與件과 특히 복합적 요인으로 인해 파생된 인플레에 대처할 아무런 수습책을 쓰지 않고 계속 通貨만 一定하게 供給하는 것은 非效率的이라고 공박하였다. 이에 대해 通貨主義論者(monetarists)는 通貨供給의 一定律은 다음의 두가지 條件, 즉 하나는 필립스曲線의 不在의 경우 또 하나는 景氣變動에 따른 名目所得의 變化가 일정한 潛在生産能力變化 때문이기 보다는 通貨量의 不規則的인 變化때문에 야기되었을 때 通貨供給一定律이 채택될 수 있다고 반론하고 있다. 즉 通貨論者도 需要上의 충격이 아닌 供給上의 충격이 왔을 때는 通貨供給一定律도 어느 정도 수정이 가해질 수 있음을 인정하고 있는 셈이다.

한편 프리드만敎授의 뒤를 이은 시카고大 루카스(Lucas)敎授는 1972年에 發表한 그의 論文「期待와 貨幣中性理論」(expectations and neutrality of money)에 의하면 홍보가 아주 잘된 通貨伸張政策은 實物經濟에 별로 뚜렷한 효과를 내지 못할 것이나 實際에 있어서 가끔씩 관측되는 필립스현상은 새로운 政策에 대한 情報가 완전하지 못한 경우, 즉 市場參與者의 입장에서 볼 때 時間的, 空間的 制限性을 지닌 市場에서 얻는 情報가 불완전한 경우 생길 수 있다고 하였다.

그의 理論的인 說明은 만일 國民이 市場價格의 움직임을 통해서만 政府通貨政策에 대한 情報를 추출해 내는 형편에 있다면, 그리고 市場間의 情報交換이 순간적으로 이루어지지 않는다면 어떤 特定市場에서의 價格上昇이 通貨政策에 의한 全國的인 物價上昇인지 아니면 바로 그 市場에만 국한된 需要增大로 연유된 것인지 모르게 된다. 여러 供給生産者中 價格上昇이 特定産業에 국한된 것이라고 믿는 供給者는 그 産業의 利潤性이 그만큼 높아졌다고 생각하고 生産供給을 그만큼 늘이게 된다. 하지만 일정한 時間이 흐른 후 價格上昇率이 通貨伸張에 의한 物價上昇率과 같음을 알게 되면 實物效果는 없어진다고 하였다.

이를 계기로 하여 루카스는 後에 미네소타

大學의 싸전트(Sargent)와 월리스(Wallace) 그리고 당시 로체스타大學의 배로(Barro)[3]를 주축으로 한 「合理的期待學派」(rational expectations school)의 創始者가 되었다.

合理的期待論(rational expectations hypothesis)의 基本理念은 自然失業率論에 근거를 두고 있으며 政府의 需要管理政策의 효과를 논할 때 國民이 어떻게 반응하게 될지를 고려해야 한다고 주장하였다. 즉 政府의 運用方針이 결정되어 公表되면 合理的 思考方式을 지닌 國民은 이것을 감안하여 새로운 政策에 대응함으로써 결과적으로는 實物生產에 별로 영향을 주지 않는다는 것이다. 예컨대 通貨量增加率이 20%에서 30%로 上昇되었을 때 商品市場과 勞動市場에서의 自律調整으로 物價도 그만큼 올라감으로써 결과적으로는 實物效果는 없게 된다는 論旨이다.

이에 대해 價格과 賃金의 下方硬直性 때문에 實物效果가 있게 될 것이라는 반론이 있으나 危險轉嫁論에 의하면 契約賃金도 수시로 修正될 수 있다고 하여 그 說得力이 약하다고 하겠다.

이렇게 合理的期待論의 展開에 있어서 國民의 期待心理와 아울러 國民의 經濟與件에 대한 필요한 情報의 入手 및 利用과 또 이에 관련된 여러 문제가 가장 중요한 논제로 부각되고 있는 가운데 現 프린스턴大學의 테일러 敎授는 1982年 5月 AER에 실은 論文에서 國民이 필요한 經濟資料 특히 政府政策方案에 대한 바른 情報를 빨리 모으는 것도 중요하지만 그를 利用함에 있어 과연 政府當局이 公表한 그대로 實施할 것인가에 대한 信賴與否가 더욱 중요하다고 주장하였다. 國民이 政府의 새로운 政策을 理解하고 解釋하는 데 있어서는 우선 새로운 政策이 現經濟與件에 맞는 것인가의 妥當性을 음미하고, 설사 그것이 妥當하더라도 과연 그대로 실시할 것인가에 대해서는 過去政策의 一貫性 내지 持續性與否를 타진해 볼 것이다. 그러므로 새로운 政策의 實物效果與否는 公表된 政策에 國民이 얼마만한 信賴를 주느냐에 직접 달려있음을 알 수 있다.

V. 長期目標通貨供給率 設定根據

前章에서 巨視經濟政策의 實物效果는 단순한 필립스曲線理論에 의하여 決定되는 것이 아니라 새로운 政策에 대한 國民의 反應여하에 따라 決定되며 國民의 정확한 情報資料의 입수가 관건이 된다는 合理的 期待論을 살펴보았고, 나아가서 政府의 政策方案에 대한 정확한 情報資料 입수도 중요하지만 政府政策에 對한 公信力이 더욱 중요하다는 것을 지적하였다.

本章에서는 政府의 對外公信力을 높이는 데 主眼點을 두고 특히 우리나라의 現低物價政策에 대한 국민의 신뢰성확립 내지 회복에 도움이 되는 通貨政策 樹立에 촛점을 맞춘 長期目標通貨 供給率 設定에 관하여 論하고자 한다. 이것은 方法論上 通貨主義論者들의 通貨供給一定律과 케인지안들의 恣意通貨政策에서 오기도 하겠지만, 오늘과 같이 相互依存形의 開放經濟體制下에서 海外인플레와 海外資源枯渴 등의 충격을 받기 쉬운 때에 이에 대처

3) 현재 시카고大學 敎授로 在職中임.

하기 위해서는 目標通貨 供給率의 短期達成에 구애되기 보다는 長期를 基準으로 한 目標達成이 바람직스럽다고 하겠다.

이로써 政策의 妥當性과 아울러 持續性 내지 一貫性을 높일 수 있으며 국민의 政策에 대한 信賴性이 高潮될 수 있을 것이다. 本章에서 우리나라의 과거 通貨政策目標設定을 살펴보고 그 妥當性과 一貫性을 타진해 보고자 한다.

1. 貨幣數量說 根據

우리나라 總通貨 目標 增加率은 貨幣數量說에 입각하여 결정되는 듯하다[4]. 즉 基本방정식은 實物去來量(the transactions version of the quantity equation)이 포함되는

(1) $MV=PT$

에서 비롯된다. 이 式에서 貨幣는 一定期間동안 支拂去來手段으로서 사용되어진다. 여기에서 다시 實物所得水準에 부합되는 貨幣量을 보여 주는 所得型 貨幣數量方程式(income version of the quantity equation)

(2) $MV=Py$

로 옮아갈 수 있다. (2)式에서 貨幣의 개념은 民間人이 어떤 목적에 의하여 所得에 대한 一定 比率의 貨幣를 保有한다는 것으로서 解釋되고 있다. 이에 대하여 케임브리지학파의 現金殘高說(cambridge cashbalance approach)의 접근방법도 있으나 本稿에서는 생략하기로 한다. (2)式을 時間에 대하여 對數微分을 취하면,

(3) $dM/Mdt=dP/Pdt+dy/ydt-dV/Vdt$

가 된다.

우리나라의 경우 所得에 대한 貨幣의 流通速度가 一定하다고 가정하여 通貨增加率은 總通貨(M_2)增加率을 채택하여 최종적으로

(4) $dM_2/M_2\cdot dt=dP/P\cdot dt+dy/y\cdot dt$

를 얻게 된다. 그리하여 우리나라의 總通貨目標增加率은 目標 物價上昇率과 實質 GNP 增加率의 合으로 表示된다. 그러면 과연 우리나라의 경우 流通速度는 一定한 것인가? 그리고 위의 諸式대로 실시되었는가를 검토해 보자. 〈表 1〉은 우리나라의 通貨量(M_1), 總通貨量(M_2)에 대한 流通速度를 算出해 놓은 것이고 〔圖 4〕와 〔圖 5〕는 이를 그림으로 나타낸 것이다. 〔圖 4〕를 보면 68年 이후부터 安定勢를 보이고 있다 하겠으나 자신있게 이야기 할 수는 없다[5]. 또한 〔圖 5〕를 보면 1962~81年 동안 總通貨(M_2) 流通速度는 일정하다고 할 수 없으나 1968年 이후부터는 비교적 安定을 보이고 있다 하겠다.

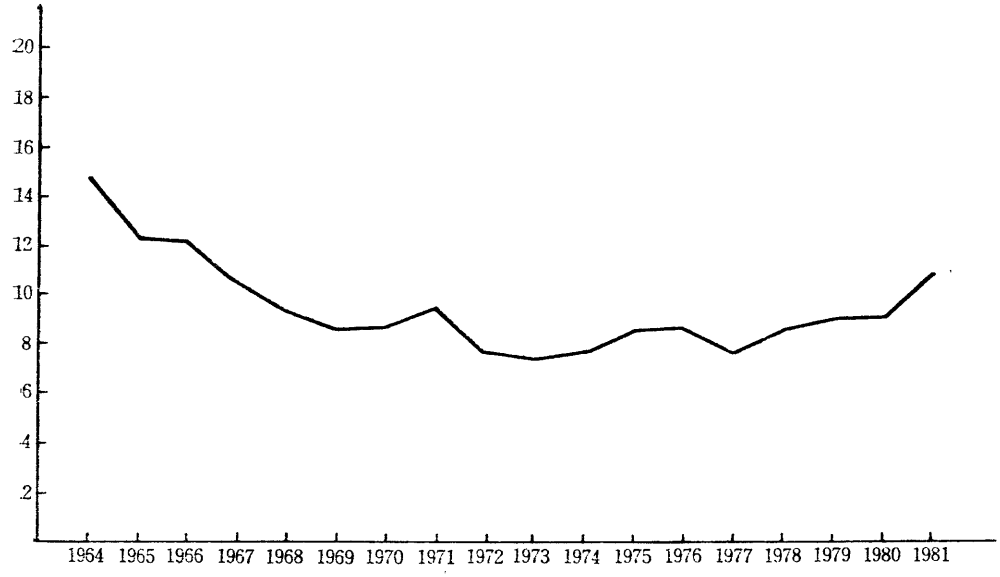
다음은 우리나라 總通貨 增加率이 위 式에 의거한 目標 通貨增加率에 얼마나 부합했던 것인가를 살펴보자. 〈表 2〉에는 實際 通貨量 M_1, 總通貨量 M_2, 實質所得成長率 그리고 인플레율을 나타내고 있는데 인플레율은 5年

4) 鄭雲燦, 「轉換期에 선 韓國金融의 進路」, 『韓國經濟의 構造變化』, 서울대학교 經濟硏究所, 1982年 11月.

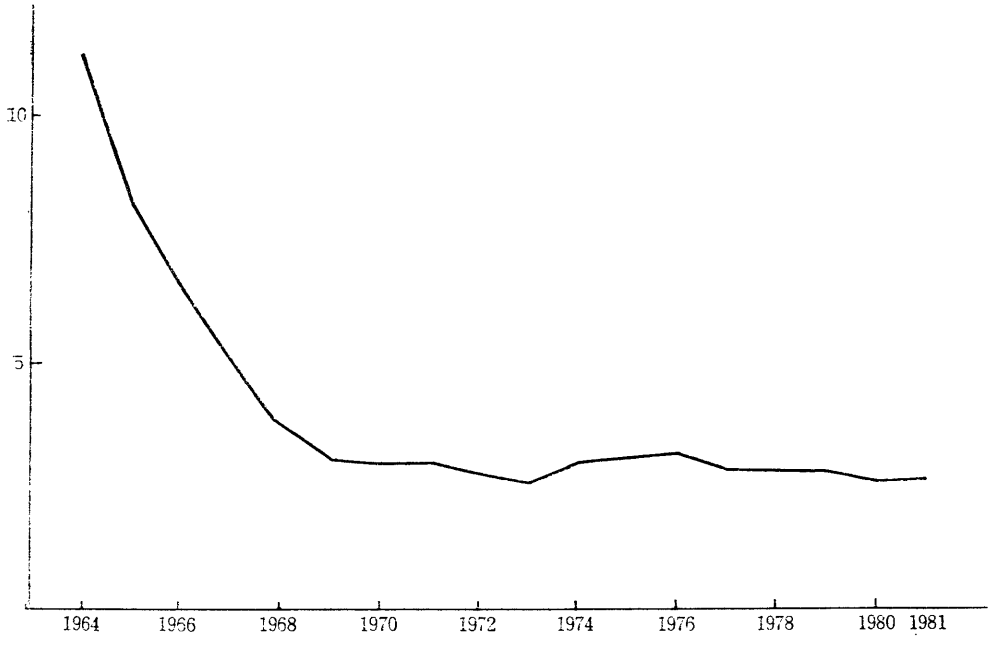
5) 화폐수량공식 $MV=Py$는 identity이지만 양변에 對數微分을 취하여 $\hat{M}=\hat{P}+\hat{y}-\hat{V}$('^'는 증가율을 나타냄)을 유도하고 이를 長期 目標通貨增加率에 적용시킬 때, 유통속도 변수처리에 있어서 槪念的, 實證的으로 어려운 문제가 따르게 된다.

즉 오른쪽의 물가와 소득수준은 우리나라의 경우 일반적으로 늘 상승세에 있어 왔고, 또 균형인플레와 예상소득상승율을 적용시킬 때에는 이 두 변수를 정책변수 내지 외생변수로 취급할 수 있으나 유통속도 V는 불규칙적으로 움직여 왔으며 또한 성질상 외생변수 내지 정책변수로 다루기에는 무리가 있음을 지적할 수 있다.

〔圖 4〕 流通速度(GNP/M_1)



〔圖 5〕 流通速度(GNP/M_2)



〈表 1〉 貨幣의 流通速度 및 그 增加率

	GNP (10億원)	M_1 (10億원)	M_2 (10億원)	GNP $/M_1$ $(=V_1)$	GNP $/M_2$ $(=V_2)$	V_1^* (%)	V_2^* (%)
1962	355.54	39.4	51.6	9.0	6.9	—	—
1963	502.90	41.9	55.4	12.0	9.1	33.3	31.9
1964	716.31	48.5	63.6	14.8	11.3	23.3	24.2
1965	805.72	65.6	97.1	12.3	8.3	−16.9	−26.5
1966	1,037.04	85.1	157.0	12.2	6.6	− 0.8	−20.5
1967	1,281.23	123.0	253.8	10.4	5.0	−14.8	−24.2
1968	1,652.93	177.9	436.6	9.3	3.8	−10.6	−24.0
1969	2,155.27	252.0	704.6	8.6	3.1	− 7.5	−18.4
1970	2,684.02	307.6	897.8	8.7	3.0	1.2	− 3.2
1971	3,294.83	358.0	1,084.9	9.2	3.0	5.7	0
1972	4,028.88	519.4	1,451.8	7.8	2.8	−15.2	− 6.7
1973	5,238.30	730.4	1,980.5	7.2	2.6	− 7.7	− 7.1
1974	7,332.50	945.7	2,456.5	7.8	3.0	8.3	15.4
1975	9,792.85	1,181.7	3,150.0	8.3	3.1	6.4	3.3
1976	13,272.59	1,544.0	4,204.8	8,6	3.2	3.6	3.2
1977	7,021.37	2,172.6	5,874.3	7.8	2.9	− 9.3	− 9.4
1978	22,917.60	2,713.8	7,928.7	8.4	2.9	7.7	0
1979	29,072.08	3,274.5	9,877.8	8.9	2.9	5.9	0
1980	34,321.55	807.0	12,534.5	9.0	2.7	1.1	− 6.9
1981	43,155.33	3,986.0	15,687.9	10.8	2.8	2.0	3.7

註 : V_1^*, V_2^*는 前年對比 增加率.
資料 : 韓國銀行, 『調査統計月報』, 1982. 5.

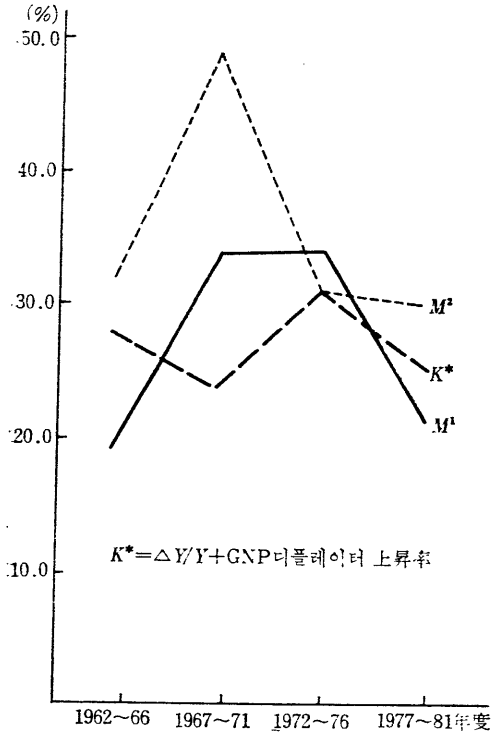
〈表 2〉 通貨量, 實質所得, 인플레

(단위 : %)

	$\mu=\triangle M/M$		$\frac{\triangle Y}{Y}$	π		GNP Deflator
	M_1	M_2		CPI[1]	WPI	
1962~66	19.4	32.3	7.9	16.4	16.7	19.9
1967~71	33.9	48.7	9.7	12.6	7.8	14.2
1972~76	34.2	31.2	10.2	16.0	20.3	20.9
1977~81	21.5	30.3	5.8	19.0	20.2	19.9
1962~71	26.7	40.5	8.8	14.5	12.3	17.1
1972~81	27.8	30.7	8.0	17.5	20.3	20.4
1962~81	27.3	35.6	8.4	16.0	16.3	18.7

註 : 1) 1962~65는 서울 消費者物價 上昇率이고 1966 以後는 全國消費者物價 上昇率임.
資料 : 經濟企劃院, 『主要經濟指標』, 1982.

〔圖 6〕 實際通貨增加率과 公式에 의한 通貨供給率(GNP Deflator 基準)



間의 平均値를 낸 것이다. 여기서는 GNP 디플레이터를 인플레시리즈 작성에 사용하였다. 그리고 〈表 3〉에는 實際 總通貨 增加率이 目標增加率보다 얼마만큼의 괴리가 있었는지 잘 보여 주고 있다. 〔圖 6〕에 나타나 있듯이 實際 總通貨 增加率은 目標增加率과 굉장한 差異가 있음을 알 수 있다. 물론 여기서 使用한 資料가 事後的인 것이기 때문에 貨幣數量方程式에 의거한 通貨供給率政策을 그대로 이행하지 않았다는 결정적인 證據는 될 수 없겠으나 그림에 나타난 結果에 의하여 推論한다면 政策當局의 所得이나 인플레에 對한 豫測이 너무나도 자주 크게 빗나갔거나, 아니면 그 公式(formula)대로 하지 않았음을 알 수 있다[6]. 어찌되었든 과거의 이러한 경험은 국민에게 通貨政策에 대한 信賴感을 주기는 힘들다고 하겠다.

2. 貨幣市場의 需給條件 根據

第Ⅱ章에서 거론되었듯이 貨幣市場에 實質貨幣 供給量 $\frac{M}{P}$이 實質 貨幣需要 m^d와 일치한다고 가정하고 m^d는 케이건 貨幣需要函數形態를 취했을 때 長期均衡에서는 實際인플레와 期待인플레는 서로 일치하게 되어 長期 目標通貨量 增加率 $\mu=\pi+\eta g$이 유도되었다. 유도된 公式에 의하면 均衡通貨 增加率은 目標인플레, 所得彈力度(η), 그리고 實質所得 增加率(g)에 달려 있음을 알 수 있다.

가. 物價政策의 目標設定

一國의 物價水準은 대체로 늘 上昇勢에 있으나 物價上昇率은 增加할 때도 있고 減少할 때도 있다. 그러나 실제로 目標 物價上昇率을 零(0)에 定着시킬 것인지 5% 아니면 10% 또는 20%線에 定着시켜야 될 것인지는 論議의 여지가 있는 것이다. 通貨政策의 長期的 方向提示에 있어 目標物價上昇率을 一國의 均衡인플레 水準으로 定하는 것이 매우 중요하다 하겠다. 理論的으로는 固定換率制의 開放經濟體制下에서는 貿易自由化로 인하여 一國의 物價上昇率은 여타국의 物價上昇率의 영향을 받아 終局에는 世界 인플레率로 수렴하게 된다. 만일 換率制度가 엄밀한 意味의 變動換率制일

6) 실제로는 所得增加率과 인플레率에 추가해서 우리나라 產業構造의 변화로 非貨幣需要部門이 貨幣需要部門으로 전환될 때 필요한 貨幣需要를 감안한 通貨增加率을 적용시켜 왔다고 들리나 구체적인 발표는 없었다. 이러한 관점에서 이에 대한 보다 체계적인 연구가 있어야 할 것이다.

때는 自國의 經濟與件과 選擇에 따라서 각기 다른 均衡인플레를 유지할 수가 있지만 이러한 純粹自由變動換率制(clean floating)를 실시하고 있는 나라는 세계 어느 나라도 없다고 해도 과언이 아니다. 정도의 차이는 있으나 多數의 國家는 中央銀行이 外換市場에 관여함으로써 換率決定에 영향을 주는 이른바 變則換率制度(dirty floating or managed floating)를 쓰고 있는 실정이다. 우리나라는 지난 1980年 2月 27日부터 複數通貨「바스켓」方式에 의한 變動換率制를 실시하고 있으나 換率이 外換市場機能에 의하여 직접적으로 決定되는 것이 아니라 通貨當局에 의해 政策的으로 決定되고 있는 실정이다. 즉 換率은 우리 경제에서 自生變數가 아니라 政策的으로 調整되는 外生變數(exogenous)이다. 이러한 실정하에서는 海外인플레를 고려하지 않고서는 우리 經濟의 長期 均衡인플레를 論할 수가 없는 것이다.

購買力 平價說(purchasing power parity)에 따르면 長期的으로 自國인플레率이 여타국의 인플레率을 상회하면 自國通貨는 平價切下되며 이에 반해서 하회하면 平價切上이 되는 것인데 우리나라의 경우는 분명히 前者에 속한다고 할 수 있다. 거듭되는 만성적인 원貨 平價切下는 그때마다 政治的·經濟的 잇슈(issue)가 되어 많은 논란이 되어 왔던바 앞으로는 우리나라 인플레率을 適正水準에 정착시켜 거듭되는 원貨平價切下로 인한 만성적인 문제를 줄이는 데 큰 의의가 있는 것이다. 〈表 4〉에서 보듯이 과거 20여년간 年平均인플레率(消費者物價指數基準)은 15.6%이고 두 차례의 오일쇼크를 경험한 지난 10年間의 平均 인플레率은 다소 높은 17.5%이다. 美國의 과거 10年間의 年平均 인플레率은 8.4%이고 交易量을 加重値로 한 交易國의 平均 인플레率은 9%를 조금 상회하고 있다. 이런 상황하에서 物價를 갑자기 억제시켜 年平均 인플레率을 낮은 한 자리 숫자로 固着시키는 것은 經濟 全體的으로 봐서 得보다는 失이 더 크다고 할 수 있다. 왜냐하면 이것은 급격한 流動性供給의 下向調整으로 인한 景氣不況을 수반하는 不況化政策(recessionary policy)으로 轉落될 수도 있기 때문이다. 예컨대 1973年의 경우 物價政策의 目標를 3% 인플레率 水準에 두었으나 이렇게 무리한 政策目標의 設定은 政策의 進行過程에서 여러가지 부조리를 초래하였다고 할 수 있다. 1980年 李性輝敎授는 그의 硏究[7]에서 인플레率 11.6%水準이 物價政策의 長期的 目標値로서 큰 무리가 없으리라고 판단하였다. 우리나라의 均衡인플레율이 구체적으로 얼마이다라고 주장하기에는 좀 더 이에 대한 구체적인 硏究가 필요하므로, 이것을 다음의 硏究課題로 미루고 本稿에서는 〈表 7〉에서 보듯이 인플레率을 7%에서 12%까지로 하였을

〈表 4〉 各國의 인플레率(CPI)

(단위 : %)

	1962~71	1972~81	1962~81
全 世 界	4.6	11.7	8.3
美 國	3.1	8.4	5.8
韓 國	13.8	17.5	15.6
交 易 國[1]	4.2[2]	9.6[2]	6.9[2]
	5.0[3]	9.0[3]	6.9[3]

註 : 1) 主要交易國 25個國의 交易量을 加重値로 使用하여 算出함.
2) 輸入基準 1962~80.
3) 輸出基準 1962~80.

資料 : International Monetary Fund, *International Financial Statistics.*
UN, 『UN 統計月報』, 各年度.

7) 李性輝, 「長期的 均衡인플레이션의 推計」, 『韓國開發硏究』, 第 2 卷 第 1 號, 韓國開發硏究院, 1980.

때 그에 적합한 通貨供給率을 산출하였다.

나, 實質所得 成長率과 貨幣의 所得彈力度

所得成長率에 관하여는 우리나라 過去 經濟成長의 業績과 潛在能力을 金光錫·朴埈卿 共著『韓國經濟의 高度成長 要因』에서 分析한 결과에 의하면 앞으로 年平均 10%의 實物 經濟成長 達成은 무난하다고 보고 있다. 그러나 5次計劃에서는 世界 經濟의 不況과 不確實性을 감안하여 計劃期間中 年平均 目標成長率을 7.6%로 낮추어 잡았는바, 이를 適正通貨 供給率 算出에 이용하였다. 貨幣需要의 所得彈力度는 貨幣指標의 選定에 따라 조금씩 다르다. 回歸分析結果에 따르면 平均的으로 貨幣需要 所得彈力度는 M_1(現金+要求拂預金) 보다 M_2(M_1+貯蓄性預金)가 좀더 높게 나타난다. 우리나라 所得彈力度에 대한 回歸分析 結果 通貨指標의 選擇, 所得變數의 選擇, 그리고 期間에 따라 다르다고 할 수 있으나 貨幣需要에 대한 劃一的이고 綜合的인 硏究가 아직 없기 때문에 이에 대한 硏究는 차후로 미루기로 하고 참고적으로 中東諸國을 상대로 IMF에서 실시한 貨幣의 需要彈力度 調査結果를 수록하였다. 〈表 5〉에서 보듯이 이들의 所得彈力度는 1에서 2 사이이며 예멘아랍공화국의 경우 2가 넘는 2.2정도로 나타났다. 이것은 標本期間中 金融部門이 크게 발달하였고 아울러 급격히 늘어난 海外의 輸出代金을 現金으로 바꾸었기 때문에 所得彈力度가 높은 것이라 설명하기도 한다. 〈表 6〉은 우리나라의 均衡인플레가 무엇이라 꼭 지적은 하지 않았지만 7~12% 사이와 5次 5個年間의 平均 目標成長率 7.6% 그리고 所得彈力度 1, 1.3, 1.5, 1.8 중 각각 채택하여 그에 부합되는 通

〈表 5〉 中東諸國의 所得彈力度

	M_1 所得彈力度	M_2 所得彈力度	標本期間
아프가니스탄	1.62	1.73	1969~77
바레인	0.73	1.14	1973~78
이집트	1.67	1.82	1965~78
이디오피아	0.92	1.53	1962~73
이란	1.14	1.44	1960~78
이라크	1.36	1.46	1965~77
요르단	0.87	1.09	1967~78
쿠웨이트	1.29	1.41	1972~78
레바논	0.55	1.28	1965~73
리비아	1.18	1.33	1970~78
오만	1.08	0.91	1973~78
파키스탄	1.02	1.37	1974~78
카타르	0.94	0.84	1973~78
사우디아라비아	1.48	1.31	1968~78
수단	1.29	1.47	1964~77
시리아	1.20	1.23	1970~77
아랍토후국연맹	1.72	1.21	1975~78
예멘	2.20	2.19	1974~78
남예멘	1.08	1.18	1973~76

資料 : International Monetary Fund, *IMF Staff Papers*, September 1980, pp.554-555.

〈表 6〉 적정通貨供給率表

π	η	$\hat{y}$	μ
7	1	7.6	14.6
7	1.3	7.6	16.9
7	1.5	7.6	18.4
7	1.8	7.6	20.7
8	1	7.6	15.6
8	1.3	7.6	17.9
8	1.5	7.6	19.4
8	1.8	7.6	21.7
9	1	7.6	16.6
9	1.3	7.6	18.9
9	1.5	7.6	20.4
9	1.8	7.6	22.7
10	1	7.6	17.6
10	1.3	7.6	19.9
10	1.5	7.6	21.4
10	1.8	7.6	23.7
11	1	7.6	18.6
11	1.3	7.6	20.9
11	1.5	7.6	22.4
11	1.8	7.6	24.7
12	1	7.6	19.6
12	1.3	7.6	21.9
12	1.5	7.6	23.4
12	1.8	7.6	25.7

註 : $\mu=\pi+\eta\hat{y}$ η=所得彈力度
π=均衡인플레率 $\hat{y}$=經濟成長率

貨量 增加率을 作成한 것이다.

지금까지 살펴본 硏究의 특징은 信賴回復을 위해서는 妥當性있는 長期通貨增加率 目標를 설정하고 이를 실시함에 있어 一定期間동안의 經濟의 平均的 흐름을 基準으로 目標達成을 꾀하는 것이 좋다는 方向을 提示한 데 있다고 할 수 있다. 그러나 長期目標增加率 適用에 앞서 해결해야 할 문제는 과연 현재의 通貨量 絶對水準이 적절한지 아닌지를 究明해야 한다. 이의 硏究는 다른 外國에 비하여 絶對通貨量이 많거나 적다고 할 어떤 基準이 정해져야 하며 또한 適正金利 문제도 함께 거론되어야 한다. 그러므로 이 문제는 本硏究의 領域 밖으로 하였다.

Ⅵ. 要約과 結論

國內 通貨政策은 國內 實際인플레와 期待인플레로 직결되고 國民의 短期인플레 期待心理는 通貨當局의 政策一貫性 여부에 따라 달라지는바, 인플레 期待心理의 副作用을 줄이고 通貨政策에 대한 國民의 信賴를 確立한다는 것은 이러한 견지에서 무엇보다도 중요한 일이라 하겠다. 우리나라의 旣存貨幣管理方式을 비판하고 그 代案策으로서 貨幣의 需給條件을 이용하여 長期的 目標通貨供給率을 算出하였다.

硏究結果 均衡인플레율, 目標成長率 그리고 貨幣의 所得彈力度에 따라 目標通貨供給率이 달라짐을 보았다. 通貨指標로서 通貨量(M_1)과 總通貨量(M_2) 중 어느 것을 사용하느냐에 따라 다를 것이며 所得彈力性도 國民總生産額(GNP)과 海外純受取 要素所得을 공제한 國內總生産額(GDP) 중 어느 것을 사용하느냐에 따라 다르며, 〈表 7〉을 이해함에 있어 염두해 두어야 할 것은 目標通貨 供給率 算出에 있어 所得彈力度와 均衡인플레 設定에 많은 논란이 있을 수 있겠고 또 어디까지나 長期的 均衡(5年 내지 10년간)을 基準으로 한 것이기 때문에 〈表 7〉에 실은 目標通貨 供給率의 短期的 適用 및 達成에 급급한다는 것은 바람직스럽지 못하고 副作用만 낳기 쉽다는 것이다.

結論的으로 妥當性, 持續性 및 一貫性 있는 通貨管理方式의 채택은 國民의 政策 信賴性 確立에 捷徑이 될 것이라 하겠다.

▷ 參 考 文 獻 ◁

金光錫 · 朴埈卿, 「韓國經濟의 高度成長 要因」, 韓國開發硏究院 硏究叢書 25, 1979.

李性輝, 「長期的 均衡인플레이션율의 推計」, 『韓國開發硏究』, 第 2 卷 第 1 號, 韓國開發硏究院, 1980.

鄭雲燦, 「轉換期에 선 韓國金融의 進路」, 『韓國經濟의 構造變化』, 서울大學校 經濟硏究所, 1982. 11.

Crockett, Andrew D. and Owen J. Evance, "Demand for Money in Middle Eastern Countries," *IMF Staff Paper*, V.27, No. 3, Sep. 1980, pp.543-77.

Fisher, Stanley, *Rational Expectations and Economic Policy*, 1980.

Frenkel, Jacob A., "Inflation and Formation of Expectations", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 1, 1975, pp.403-421.

Friedman, M., "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, Vol. 58, 1968, pp.1-17.

Lucas, R.E. "Expectations and Neutrality of Money", *Jounal of Economic Theory*, Vol. 4, 1972, pp.103-124.

_____, "Some International Evidence on Output Inflation Tradeoffs", *American Economic Review*, Vol. 63, 1973, pp.326-334.

_____, "Econometric Policy Evaluation; A Critique", *In the Phillips Curve and Labor Market*, edited by K, Brunner and A.H. Meltzer, Canegie-Rochester Conference Series No.1, New York: North-Holland, 1976.

McCallum, Bernnett T., "Monetarist Principles and the Money Stock Growth Rule", *American Economic Review*, Vol. 71, May 1981, pp.134-138.

Taylor, John B., "Establishing Credibility: A Rational Expectations View Point," *American Economic Review*, Vol. 72, May 1982, pp.81-85.