



금융 자유화와 통화 금융 정책의 효율성 논의

김원규 / 현대경제사회연구원, 거시경제(經博)

최근 들어 금융 자유화의 급진전 등 금융 환경이 급속히 변화하고 있다. 이에 따라 총통화 관리 위주의 현행 통화 금융 정책의 효율성에 대한 의문이 계속해서 제기되고 있다. 현행 통화 금융 정책의 문제점은 크게 두 가지로 지적될 수 있다. 하나는 통화 금융 정책의 중간 지표로서의 총통화 유용성이 크게 저하되고 있다는 것이다. 다른 하나는 우리나라 통화 금융 정책의 경우 유동성 조절 기능이 매우 미흡하다는 것이다. 최근 들어 이러한 총통화 위주의 통화 금융 정책은 실증 분석 결과에 의해서도 그 효율성이 저하되고 있음을 알 수 있다. 통화 금융 정책의 효율성을 제고시키기 위해서는 첫째, 통화 금융 정책이 총통화 관리 위주에서 금리 중심, 특히 콜금리 중심으로 전환되어야 한다. 둘째, 재할인 정책, 지급 준비율 정책, 공개 시장 조작 등의 활성화를 통해 통화 관리 방식을 간접 규제 방식으로 전환하는 한편 유동성 조절 수단을 확대해야 할 것이다.

■ 최근 금융 환경의 변화

우리나라의 금융 산업은 지난 30여 년 동안 경제 개발 과정에서 부족한 자금의 동원 및 배분을 통해 우리 경제의 고도 성장에 크게 기여해 왔다. 그러나 경제 규모의 확대 이면에는 금융 부문이 실물 부문에 비해 상대적으로 낙후되는 결과가 초래되었다. 낙후된 금융 부문의 국제 경쟁력을 제고하기 위한 금융 자유화의 필요성이 크게 대두됨에 따라 정부는 「3 단계 금융 자율화 및 개방 계획(Blueprint)」에 의거 금융 자율화와 금융 시장의 개방폭을 지속적으로 확대하고 있다.

특히 지난해 말에는 외환제도 개혁 방안을 마련하였으며 이에 기초하여 자본 및 외환 자유화를 단계적으로 확대할 예정으로 있다. 또한, 현재 협상중에 있는 WTO 금융 서비스 양허표가 확정될 경우 우리나라의 금융 시장 개방은 보다 가속화될 것으로 보인다. 한편 금융 시장의 개방과 더불어 금융 자율화가 크게 진전되고 있다. 그동안 금융 부문의 발전에 장애요인으로 대두되었던 것은 바로 금융 부문에 대한 정부의 간여와 규제라고 할 수 있다. 이러한 문제점을 극복하기 위해 금융 자율화가 규제 완화의 방향으로 추진되고 있는 것이다.

또한 단계별 계획에 의거 금리 자유화를 추

진중에 있으며 지난해 말에는 3 단계 금리 자유화 대상중 일부를 조기에 시행하였다. 수신 금리는 은행의 1 년 이상 2 년 미만 정기 예금 등을 중심으로 자유화를 추진하였으며 여신 금리는 韓銀의 자금 지원 대상인 정책 자금 대출 금리의 일부를 정책 금융의 정비와 병행하여 부분적으로 자유화하였다. 현재 수신 금리 자유화율은 67.4%, 여신 금리 자유화율은 94.9%에 이르고 있다.

금융 증권화의 세계적 추세와 더불어 우리나라도 금융의 증권화 현상이 심화되고 있다. 과거 금융 기관 차입 위주의 간접 금융 방식에서 벗어나 회사채, 기업 어음, 주식 등을 통한 직접 금융의 비중이 확대되고 있다. 최근에는 자본 자유화의 확대와 더불어 해외 증권 발행을 통한 자금 조달이 확대되고 있다. 또한 경제 규모의 확대와 더불어 과거의 단순한 현금 및 수표 결제 방식에서 벗어나 플라스틱 머니 등의 지급 결제 수단이 다양화되고 컴퓨터를 이용하는 금융 결제 방식으로 대체되고 있다. 이차림 금융 결제의 편의성과 안정성이 크게 제고되어 금융 거래가 크게 확대되고 있다.

이러한 급속한 금융 환경 변화에 영향을 받아 총통화 관리 위주의 현행 통화 금융 정책은 그 효율성을 상실하고 있다는 견해가 지배적이다. 따라서 금융 자유화의 급격한 진전 속에 과거와는 다른 방식으로 통화 금융 정책을 운용할 필요가 있다고 하겠다. 여기서는 현행 통화 금융 정책의 문제점을 살펴보고 실증적인 분석을 통하여 통화 정책의 효율성을 검증해보기로

한다. 마지막으로 금융 자유화의 진전과 더불어 향후 통화 금융 정책은 어떠한 방식으로 운용되어야 하는가를 제시해 보고자 한다.

■ 현행 통화 금융 정책의 문제점

현행 통화 금융 정책의 문제점으로 크게 두 가지를 지적할 수 있다. 하나는 통화 금융 정책의 수단으로서 총통화의 유용성이 저하되고 있다는 것이고, 다른 하나는 통화 금융 정책의 유동성 조절 기능이 매우 취약하다는 것이다.

총통화 관리 방식의 한계

현행 총통화 관리 방식의 통화 금융 정책이 정책 수단으로서 한계를 보이는 이유는 첫째, 제2 금융권의 비약적인 발전으로 인하여 총유동성(M3)의 규모가 확대되고 이에 따라 총유동성중 총통화가 차지하는 비중(M2/M3)이 점차적으로 감소하고 있다는 점이다. 1989년에만 해도 38.1%를 나타낸 M2/M3 비중은 계속 하락하여 1994년 현재 31.2% 수준에 이르고 있다.

둘째, 과거와는 달리 은행 차입 위주의 간접 금융 비중이 낮은 수준을 보임에 따라 실물 경제에 미치는 통화 정책의 효과가 저하될 수 있다는 점이다. 금융의 증권화 추세와 이에 따른 직접 금융 시장의 활성화로 인하여 기업의 자금 조달중 간접 금융의 비중이 낮은 수준을 나타내고 있다. 간접 비중의 추이를 연대별로 보

면 하향 추세를 확인할 수 있는데 1970년대 간접 금융의 평균 비중은 43.0%, 80년대는 40.9%, 90년대는 38.5%를 나타내고 있다.

셋째, 자본 자유화 확대에 따른 해외로부터의 통화 공급 발생은 민간 여신의 확대와 더불어 통화 관리상의 어려움을 증대시키는 요인으로 작용하고 있다는 점이다. 1990년대 들어 자본 시장 개방에 따른 외국인 증권 투자의 확대에 영향을 받아 자본 수지는 계속해서 흑자를 시현하고 있다. 최근에는 경상 수지가 적자를 보이고 있음에도 불구하고 자본 수지의 대규모 흑자로 인하여 종합 수지가 흑자를 기록하고 있다. 이는 해외로부터의 통화 공급 요인으로 작용하고 있으며 1994년중 해외 부문의 통화 공급 규모는 2.8조 원에 달하였다.

끝으로, 신용카드 등 지급 결제 수단의 다양화는 또한 전통적인 통화 수요 함수의 불안정성을 초래하여 통화와 금리, 통화와 실물 변수간의 관계를 약화시키고 있다는 점이다. 따라서 통화 금융 정책 수단으로서 총통화의 유용성이 크게 저하되고 있다.

유동성 조절 수단의 빈곤

우리나라는 급속한 금융 환경의 변화로 인해 총통화 위주의 통화 관리 방식이 한계를 보이는 가운데 통화 금융 정책 수단이라 할 수 있는 재할인제도, 지급준비금제도, 공개 시장 조작 등이 제 역할을 수행하지 못하고 있는 것이 가장 큰 문제이다. 우리나라의 재할인제도는

유동성 조절 수단이라기 보다는 정책 금융 제공 수단으로 활용되어 왔다. 따라서 은행이 차입을 요청할 경우 대출 취급액의 일정 비율을 일정한 재할인 금리로 자동 재할인해주는 방식으로 운영되어 재할인 규모의 신속적 조절이 불가능하였고 재할인 금리의 조절을 통한 통화 금융 정책으로서의 기능도 수행하지 못하였다. 이러한 경직적인 재할인제도의 개선을 위해 1994년 3월부터 총액대출제가 도입되었다. 그러나 중소기업 등에 대한 선별 금융 기능을 유지하는 방향으로 총액 한도와 은행별 실행 한도가 설정되고 있다는 점에서 아직도 재할인제도는 정책 금융 지원 자금의 성격 그대로 유지하고 있다. 한편, 재할인 금리는 정책 금융의 취급 유인을 제공할 목적으로 시장 금리를 크게 하회하는 수준을 유지해왔으며 이로 인해 재할인 정책의 공시 효과(Announcement Effect)가 나타나지 않고 있다.

우리나라의 지급준비금제도는 중앙은행이 통제하기 어려운 외생적 요인에 의해 금융 기관의 지급 준비금이 크게 변동한다는 데 문제점이 있다. 외생적 요인에 의한 支準 변동이 클수록 중앙은행의 통화 정책 수행이 어려워지고 금융 시장이 불안한 모습을 보이게 된다. 금융 기관의 지급 준비금은 중앙은행의 대출이나 공개 시장 조작 등 중앙은행의 통화 정책에 의해서 뿐만 아니라 정부의 세입·세출 활동, 국제수지 변동, 민간의 현금 수요 증가 등 외생적 요인에 의해서도 변동하게 된다. 한국은행의 보고서에 따르면 외생적 요인에 의한 支準 변

동을 미국, 일본, 독일 등 3 개국과 비교한 결과 1988~1992년중 우리나라의 외생적 요인에 의한 지준 변동폭이 매우 큰 것으로 나타났다. 외생적 요인에 의한 支準이 급격히 변동하는 경우에는 중앙은행의 지준 예측이 어렵게 되어 통화 총량이나 금리를 의도하는 수준으로 관리하기가 어려워진다. 또한 외생적 요인에 의한 지준 변동을 상쇄하기 위하여 대규모의 유동성 조절이 불가피하게 되고 이에 따라 단기 금리가 급변동하는 등 금융 시장이 크게 교란될 수 있다. 지급준비금제도와 관련하여 또 다른 문제점으로 지적될 수 있는 것은 급격한 지준 강화 정책의 시행으로 인해 콜 금리 등 단기 금리가 급등하게 된다는 점이다. 지급과 같이 은행 및 비은행간 콜 시장이 실질적으로 통합되지 않은 상황에서 은행 금융 기관에 대한 급격한 지준 강화는 콜 금리를 급등시키는 요인으로 작용한다.

우리나라의 공개 시장 조작은 채권 시장의 미발달로 인하여 활성화되지 못하고 있다. 현재 공개 시장 조작은 환매 조건부 국공채 매매(RP)와 통화안정증권의 발행 등을 통하여 이루어지고 있다. 따라서 공개 시장 조작 대상의 범

위가 극히 제한되어 있는 실정이다. 특히, 우리나라는 채권 수요 기반이 취약하는 등 채권 시장이 아직 성숙되지 못해 통화 금융 정책 수단으로서 공개 시장 조작을 활용하기가 매우 어려운 실정이다. 현재의 공개 시장 조작은 시장 메커니즘을 활용하기보다는 발행 채권을 금융 기관에 강제 배정하는 한편 통화안정증권 발행이나 RP 거래가 공개 입찰 방식에 의해 이루어지지 않아 발행 금리가 완전히 실세화되지 않고 있다.

현행 통화 정책의 효율성에 관한 실증 분석

여기서는 총통화와 금리(회사채 수익률, 콜 금리)가 물가와 산업 생산에 미치는 효과를 분석하고자 한다. 분석 방법은 월별 자료를 사용하여 2변수 VAR 체계(Vector Autoregressive System)를 추정하고 충격 반응 함수(Impulse Response Function)의 유의성 여부를 검증하는 방식을 취하였다. 특히, 1990년대 들어 금융 자유화의 진전으로 통화 정책의 효율성이 저하되었는지를 파악하기 위해 추정 기간을 두 기

<표 1> 사용 변수

변수명	단위	변수	비고
총통화	10억 원(평균)	M2	
회사채 수익률	%(연률, 월평균)	CBY	3년물 보증부 사채 단순 평균 수익률
소비자 물가 지수	1990=100	CPI	
산업 생산 지수	1990=100	IPI	
콜 금리	%(연률, 월평균)	CALL	1일물(은행관련 거래, 비은행간 거래 포함)

자료: 한국은행, 조사통계월보, 각호.

간으로 나누어 기간별로 비교 분석하였다(기간 1(P1): 1986년 1월~1995년 3월, 기간2(P2): 1989년 1월~1993년 3월). 2변수 VAR 체계를 추정하기 위하여 사용된 변수는 <표 1>과 같다. 이 변수들은 EZX-11에 의해 계절 조정(Seasonal Adjustment)된 변수들이다.

VAR 추정 및 충격 반응 함수 도출

여기에서는 <식 1>과 같은 2변수 VAR 체계를 추정하였다. 1986년 이후의 월별 자료를 사용하여 추정하였을 경우 잔차항(e(t))에 대한 자기 상관 여부를 Ljung-Box Q 통계치에 의해 검증한 결과, 5%의 유의 수준에서 자기 상관이 없다는 귀무 가설을 기각하지 못하였다. 따라서 여기서는 VAR 추정에서 염려될 수 있는 가성 회귀(Spurious Regression)의 문제는 발생하지 않음을 알 수 있다.

$$\begin{aligned} \text{<식 1> } X(t) &= A_0 + A_1 * X(t-1) + \dots + A_{12} * X(t-12) + e(t), \\ X(t) &= [X_1(t), X_2(t)]', e(t) = [e_1(t), e_2(t)]' \\ X_1(t) &= \ln M_2(t), \text{ CBY}(t) \text{ 또는 CALL}(t), \\ X_2(t) &= \ln IPI(t) \text{ 또는 } \ln CPI(t) \end{aligned}$$

X1 변수의 X2 변수에 대한 충격 반응 함수(Impulse Response Function)를 도출하는 데 있어 X1 변수의 현재의 충격이 현재의 X2 변

수에 영향을 미칠 수 있다는 가정 하에 Choleski Factorization Method를 사용하였다. 충격 반응 함수의 유의성 검증을 위해 충격 반응 함수의 표준편차를 Monte-Carlo Integration Technique을 사용하여 구하였다. 충격 반응 함수 자체는 VAR 추정 계수들의 비선형 결합이므로 그것의 유의성 여부를 파악하기 위한 표준편차를 구하기가 매우 어렵기 때문이다. 상기의 방식에 의해 여기서는 VAR 추정 계수들의 사후적 분포로부터 계수들을 100 번 추출한 다음 그에 따른 100 개의 충격 반응 함수들을 도출하고 이를 통해 충격 반응 함수의 표준편차를 구하였다.

충격 반응 함수(Impulse Response Function)에 의한 검증

충격 반응 함수들의 유의성 여부를 검증한 결과는 <표 2>에 요약되어 있다. <표 2>를 보면 총통화는 전체 기간을 대상으로 할 때 5% 유의 수준에서 산업 생산에 正의 방향으로 유의적인 영향을 미치나 1989년 이후의 기간을 대상으로 할 때 유의적인 영향을 미치지 못하였다. 이는 1990년대 들어 실물 경제에 대한 통화 정책의 효율성이 저하되었음을 나타낸다. 기간의 구분없이 총통화는 물가에 5% 유의 수준에서 正의 방향으로 영향을 미치고 있다. 그러나 총통화가 물가에 미치는 효과가 1990년대 들어 반감하고 있음을 알 수 있다.

전체 기간을 대상으로 할 때 회사채 수익률

<표 2> 충격 반응 함수에 의한 검증

시차 (Lags)	M2→IPI		M2→CPI		CBY→IPI		CBY→CPI		CALL→IPI	CALL→CPI
	P1	P2	P1	P2	P1	P2	P1	P2	P2	P2
0			+	+	-*				-*	+
1			+							**
2			+							
3			+			**				
4			+			+				
5			+			**				
6			+							
7			+			**				
8			+				**			
9			+				**			
10			+							
11			+							
12			+							
13			+							
14			+						-	
15			+	+					-	
16			+	+					-*	
17			+	+					-*	-*
18			+	+					-*	-
19			+	**					-	-
20			**						-	-
21	**								-	-
22									-	-*
23									-	
24									-	
25									-	
26						-*			-*	
27						-*			-*	
28			**	**		-*			-*	
29				**		-*			-*	
30	**			**		-*				
31	+			**		-*				
32	+									
33	+									
34	+									
35	**									
36										

주: *는 10% 수준에서 나머지 부호들은 5% 유의 수준에서 유의적임을 나타냄.

이 산업 생산에 미치는 효과는 미미하였으나 1990년대 들어 회사채 수익률이 산업 생산에 미치는 효과가 확대되었다. 이는 금리 자유화의 진전으로 실물 경제의 금리 탄력성이 과거에 비해 매우 높아졌음을 나타낸다. 1989년 이후의 기간을 대상으로 할 때 회사채 수익률은 처음에는 산업 생산에 正의 방향으로 영향을 미치나 시간이 지남에 따라 負의 방향으로 영향을 미치고 있다. 이는 기업이 투자를 위해 회사채 발행을 통하여 자금 조달을 할 때 회사채 수익률이 상승하게 되고 이는 곧바로 산업 생산의 증가로 연결된다는 것을 의미한다. 그러나 시간이 지남에 따라 회사채 수익률의 증가는 기업의 금융 비용 부담으로 연결되어 산업 생산을 감소시키는 요인으로 작용한다고 해석할 수 있을 것이다. 1990년대 들어 회사채 수익률은 10%의 유의 수준에서 물가에 正의 방향으로 영향을 미치고 있다. 이는 기업이 회사채 발행을 통하여 자금 조달을 할 경우 회사채 수익률은 상승하게 되고 이는 또한 총수요의 확대로 연결되어 물가 상승 요인으로 작용한다고 볼 수 있다.

단기 금리인 콜 금리는 산업 생산과 물가에 5%의 유의 수준에서 유의적인 영향을 미치고 있다. 콜 금리는 산업 생산에 負의 방향으로 영향을 미치는데 이는 支準 강화 등을 통해 콜 금리가 상승할 경우 시중의 자금 사정이 악화되고 이는 산업 생산을 감소시키는 요인으로 작용한다. 콜 금리가 물가에 미치는 효과는 처음에는 미미하나 正의 효과를 갖다가 시간이

지나면서 負의 효과를 가진다. 이는 콜 금리의 상승은 긴축 통화 정책을 의미하므로 결국 총수요의 감소를 통하여 물가를 하락시킨다고 할 수 있다.

검증 결과의 시사점

여기서의 분석 방법은 추정을 위한 표본 기간이 충분히 길지 않아 그 나름대로 한계를 가지고 있으나 다음과 같은 시사점을 끌어낼 수 있다. 첫째, 통화 금융 정책의 중간 지표로서의 총통화는 최근 들어 그 유용성이 현격히 저하되고 있다는 사실이다. 둘째, 금리 자유화의 진전과 더불어 우리나라 경제의 금리 탄력성이 제고되어 통화 금융 정책의 중간 지표로서 금리의 역할이 확대되고 있다는 점이다. 셋째, 산업 생산 및 물가에 미치는 효과에 있어서 장기 금리인 회사채 수익률보다는 단기 금리인 콜 금리의 효과가 보다 유의적임을 알 수 있다. 이는 통화 금융 정책의 중간 지표로서 콜 금리의 유용성을 시사한다. 끝으로, 콜 금리가 실물 경제에 미치는 효과가 매우 장기임을 감안할 때 근시안적인 통화 금융 정책보다는 장기적인 관점에서의 정책 수행이 필요하다는 것이다.

통화 금융 정책의 효율화 과제

앞에서 언급되었듯이 우리나라의 통화 금융 정책은 금융 자유화의 진전과 더불어 그 효율성이 크게 저하되고 있다. 지금과 같은 새로운

금융 환경의 변화 속에 통화 금융 정책의 효율성을 제고시키는 노력이 무엇보다 필요하다. 우선 통화 정책의 파급 경로(Monetary Transmission Mechanism)가 과거의 통화 총량 중시 견해보다는 금리 중시 견해를 따르고 있으므로 통화 금융 정책 자체도 금리 중심으로 전환되어야 한다. 앞에서 살펴보았듯이 통화 정책의 중간 지표로서 콜 금리를 활용하는 것이 바람직하다. 이의 전제로서는 은행·비은행간 콜 시장의 실질적인 통합이 이루어져야 하고 여타 長短期 금융 시장의 발전과 함께 금융 시장간의 연계가 강화되어 금융 시장간 자금의 흐름이 원활해야 한다. 즉, 콜 시장의 효율성이 보다 확대되어야 하고 단기 금리인 콜 금리의 변화가 금융 시장 전체로 파급될 수 있도록 해야 한다. 한편, 총통화를 직접 규제하던 과거의 방식에서 벗어나 재할인 정책, 지급 준비율 정책, 공개 시장 조작 등의 활성화를 통해 통화 금융 정책을 간접 규제 방식으로 전환하는 한편 유동성 조절 수단을 확대해야 한다. 우선 재할인 제도의 유동성 조절 기능을 강화해야 한다. 정책 금융의 성격을 지닌 현행 총액대출제를 폐지하여 금융 기관의 중앙은행 차입 의존도를 줄이고 재할인제도를 순수한 유동성 조절 목적으로 이용해야 한다. 이로 인해 발생할 수 있는 중소기업 금융 문제는 일본의 경우처럼 재정의 역할을 확대하고, 상업 어음 할인 금리의 자유화 등을 통해 금융 기관의 중소기업 어음 할인

취급 유인을 제고하는 방향으로 해결해야 할 것이다. 재할인 금리는 시장 금리와의 격차를 축소하여 은행 대출 금리 결정을 위한 기준 금리로서의 기능을 수행토록 하고 재할인 금리 자체도 신속적으로 조절할 필요가 있다.

지급준비금제도의 경우 외생적 요인에 의한 지준 변동을 축소하기 위한 제도적인 개선 노력이 뒤따라야 한다. 정부 부문의 경우에는 월별 세입·세출을 평준화하는 노력을 강화해야 하고 해외 부문의 경우 외환집중제의 폐지는 해외 부문 支準 변동폭을 완화하는 데 기여할 것으로 보인다. 외생적인 지준 변동을 효과적으로 흡수하기 위해서는 콜 시장의 활성화를 도모해야 하고 이를 통해 콜 시장을 본격적인 지준 조절 시장으로 육성해야 한다. 콜 시장의 활성화와 더불어 지준을 엄격히 관리할 필요가 있으며 과거와는 달리 지급 준비율 자체를 조정함으로써 지준 정책을 정상화해야 한다.

공개 시장 조작이 활성화되기 위해서는 채권 시장의 발전이 그 전제가 된다. 우리나라 채권 시장의 가장 큰 문제점은 채권 시장의 수요 기반이 매우 취약하다는 점이다. 따라서 채권에 대한 수요 기반을 확충하는 것이 급선무이다. 채권 시장의 성숙 노력과 더불어 공개 시장 조작 대상 범위를 확대하고 통화채 및 국공채 발행의 경우 공개 입찰 방식으로 전환하여 발행 금리를 자유화해야 할 것이다.♣