

## 바람직한 통화 지표의 운용과 과제

김성수 · 현대경제사회연구원 주임연구원

내년부터 중심통화지표가 현행 M2에서 MCT로 바뀌게 된다. 중심통화지표는 최종 목표와의 관계에서 안정성, 외생성, 통제 가능성, 속보성 등의 기능을 만족해야 한다. 통화총량지표는 충분한 유동성을 공급하기 어려운 반면, 금리 지표는 인플레이션이 안정된 상황 하에서는 실물 부문에 안정적으로 통화를 공급할 수 있다. 금융 자율화와 금융 개방의 진전으로 금리, 환율 등 가격 변수가 중요해지고 있다. 종래의 통화 중시 직접 통화 관리 방식에서 벗어나, 금리 중시 간접 통화 관리 방식으로의 전환을 준비해야 할 것이다.

### 머리말

최근 한국은행은 1997년부터 중심통화지표를 현행 M2에서 MCT<sup>1)</sup>로 변경하기로 하였다. 중심통화지표로서의 M2에 대한 문제점은 많은 사람들에 의해 언급되어왔다. 이러한 논의를 크게 두 가지로 분류한다면, 먼저 통화 총량(monetary aggregate) 중간 목표를 고수하면서 시중 유동성 사정을 잘 파악할 수 있는 M2(총통화)와 다른 통화 개념을 중심통화지표로 삼자는 것이다. 다른 한편, 금리 지표를 중간 목표 또는 운용 목표로 이용하는 금리 중시의 통화 관리 방식으로 구조 전환하자는 논의이다. 본 고에서는 두 가지 논의의 장단점을 살펴본 후, 개방이 진행되고 있는 상황에서 통화 신용 정책의 변모와 이에 대응하기 위한 금리 중시 통화 관리 방식의 전환을 위한 과제를 제시하고자 한다.

### 중심통화지표의 변경

통화 신용 정책은 경제 안정화 정책의 일환으로 고용 증대, 성장 촉진, 물가 안정 등의

1) MCT는 M2(총통화)에 CD(양도성예금증서)와 금전신탁을 포함함.

목적 달성을 위해 수행된다. 정책 당국이 정책 수단을 이용하여 최종 목표와 밀접한 관련을 가지고 있는 변수를 찾아내어 이 변수를 적정 수준으로 조정함으로써 최종 목표를 달성하고자 하는데, 이 변수를 통화 정책의 중간 목표라고 한다. 그러므로 중간 변수는 목표 변수의 움직임에 대한 정보를 적시에 정확하게 파악<sup>2)</sup>할 수 있도록, 통화 정책과 목표 변수 사이에 정책 효과를 매개하는 통화 총량이나 금리 등으로 설정하게 된다. 이와 같은 이유로 인해 바람직한 중심통화지표는 안정성, 외생성, 통제 가능성, 속보성 등 기능적 측면을 지니고 있어야 한다.

그동안 우리나라의 통화 금융 정책은 경제 개발 계획의 수행을 위해, 정책 당국에 의한 은행 대출의 직접 통제를 통해 전략 부문에 저금리의 정책 금융을 공급하는 데 주안점을 두어왔다. 통화 관리 방식에 있어서는 1982년 이후 은행별 민간신용한도관리제에 의한 직접 규제 방식에서 공식적으로는 간접 조절에 의한 통화 관리 방식을 채택해왔다.

그러나 사실 우리의 경우 간접 통화 관리 방식을 정착시키려는 노력에도 불구하고, 여신 규제가 계속 시행되는 등 실질적인 의미에서는 아직 간접 규제를 달성하지 못했다는 평가가 중론이다. 즉, 본원 통화 공급이 정책 금융으로 인하여 자동 공급되는 측면이 강하였기 때문에, M2 목표 증가율을 지키기 위해선 창구 규제에 의존하지 않을 수 없었다<sup>3)</sup>는 것이다.

이런 통화 중시 직접 규제 통화 관리 방식 하에서 M2가 GNP와의 관계의 안정성, 외생성, 통제가능성, 속보성 등의 면에서 가장 좋은 통화 지표로 받아들여져왔다. 우리나라의 경우 금리 지표를 운용할 정도의 여건이 조성되지 않은 상태에서 통화 총량으로 중간 목표를 삼아야 하는데, 이 가운데서는 M2가 가장 낫다고 평가되어왔다. 하지만, 1996년 들어 일련의 금융 시장의 제도 변화로 M2의 역할은 크게 감소하게 되었다. 1996년 5월 이후 신탁제도의 개편으로 저축성 예금의 수신고가 증대하게 되었다. 또한 1996년 11월 이후 침체된 국내 민간 저축률을 증대시키기 위해 도입된 비과세 저축성 예금으로 M2의 증가율은 좀더 상승하게 되었다.

이러한 제도 변화를 배경으로 하여 한국은행은 내년부터 중심통화지표를 M2에서

2) 이것을 통화 신용 정책의 지표(index) 내지는 간단히 통화지표라고 함. 이 가운데서도 중심이 되는 지표를 중심통화 지표라고 함.

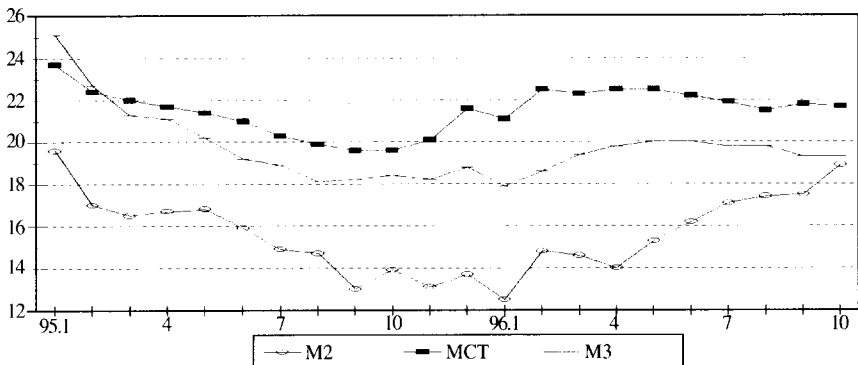
3) 통화 공급 함수를  $M_s = m \cdot B$  ( $M_s$ : 통화 공급,  $m$ : 통화 승수,  $B$ : 본원 통화)로 나타낼 경우, 통화 당국이  $B$ 의 조정보다는  $m$ 의 조정을 통하여 공급 목표치를 준수하였다고 할 수 있음. 이때 통화 승수는 민간과 은행의 의사 결정에 의존하는 변수인데, 통화 당국은 주로 은행에 영향을 미쳐 통화 승수를 조정함.

MCT<sup>4)</sup>로 변경하게 되었다. MCT는 기본적으로 M2의 기능과 비슷하다고 할 수 있다. 차이점은 CD와 금전 신탁을 포함한 점인데, CD<sup>5)</sup>의 경우 발행 금리가 자유화되어 은행 입장에서 꺾기 수단으로 많이 이용되었고, 양도성과 익명성이 보장되어 수요가 많은 금융 상품이다.

또한 금전 신탁 수신고를 반영한 점을 들 수 있는데, 이는 최근 신탁 계정의 수익률이 저축성 예금의 수익률을 상회하고 만기전 해지에 대해서도 수수료를 낮은 결과 신탁 계정의 수신고가 급속히 증가하였다. 그러나 신탁 계정의 비대화를 우려한 정책 당국의 신탁제도 개편으로 그 증가세가 주춤한 상태이다. 따라서 MCT는 신탁제도 개편의 효과를 중화시키기 위해, 즉 신탁 계정에서 은행 계정으로 옮겨간 효과를 상쇄시킨다는 측면에서 지표의 안정성을 지니고 있다고 할 수 있다. 실제로 M2의 경우 1996년 1~5월에는 연간 목표치 11.5~15.5% 범위 내에서 증가하던 것이 7월 이후 17% 이상의 공급 증가율을 보이고 있다. 반면, MCT의 경우 1~5월 기간의 21.1~22.5% 공급 증가율이 6월 이후에도 계속 유지되고 있다.

물론, MCT 역시 통화총량지표가 가지고 있는 문제점을 지니고 있다. 즉, 新금융 상품의 개발 등으로 인하여 통화 수요 함수가 불안정하거나, 자동적 본원 통화 공급 비중이 높

(그림) 최근 통화 증가율 추이(% , 평잔)



4) MCT를 중심통화지표로 운용할 때, CD(은행의 발행 한도는 완전 자유화)에는 기준을 부과하고 신탁에는 기준을 부과하지 않기로 결정하였음.

5) 양도성예금증서(CD: negotiable certificate of deposit)란 정기 예금에 양도성을 부여한 금융 상품으로서 은행의 수신 경쟁력을 제고하고 금리 자유화의 기반을 조성하는 동시에, 시중 유휴 자금을 흡수하기 위하여 1984년 6월 1일 도입되었음. 양도성예금증서는 최저 발행 단위가 3,000만 원인 거액 예금 수단으로서, 만기는 91일 이상 270일 이내이며 발행 금리는 자유화되어 있음.

음으로 인해 통화 승수가 불안정하다는 문제점은 있다.

## 통화총량지표와 금리지표의 장단점

중간 목표를 통화총량지표로 운용할 경우, 장점은 대체로  $k\%$  준칙에 의해 운용될 때 일반의 인플레이션 기대 심리를 낮추는 데 효과적일 수 있다는 것이다. 실제로 미국의 경우 70년대 물가불안이 심해지자 통화 지표를 중간 목표로 설정하게 되었고, 우리나라의 경우에도 80년대 들어 통화를 긴축 공급함으로써 인플레이션을 낮추는 데 기여한 바 있다. 하지만, 금융 자율화로 新금융 상품의 개발, 신용 카드 및 전자 화폐의 등장으로 화폐의 정의가 모호해지고 화폐 수요 함수의 불안정성이 커지고 있는 상황에서, 통화 지표 중간 목표 전략은 경제에 많은 충격을 줄 수 있다. 또한 통화총량지표가 역할을 제대로 하기 위해서는 본원 통화와 통화 총량과의 관계를 나타내는 통화 승수가 안정적으로 유지되어야 하고, 본원 통화 공급이 내생적이지 않고 외생적이어야 한다.

반면, 금리 지표의 경우 인플레이션 기대 심리가 안정된 상황에서는 실물 부문의 자금 수요에 탄력적으로 대응할 수 있는 장점이 있다. 즉, 실물 부문의 통화 수요에 대응하여 통화 공급이 내생적으로 이루어진다면, 기업 부문에 자금 부족 문제를 발생시키지 않을 수 있게 된다. 하지만, 통화총량지표가 양적 지표인 반면, 금리 지표는 질적 지표<sup>6)</sup>라는 단점이 존재한다. 예컨대, 정책 당국이 인플레 기대 심리의 상승으로 인한 명목 금리의 상승을 시중 자금 부족으로 오판할 경우, 금리를 낮추기 위한 통화 확대가 인플레이션을 확대시키고 명목 금리 역시 상승시킬 우려가 있다. 또한 금리 지표의 경우 정책 당국의 신뢰성(credibility)과 동태적 비일관성(dynamic inconsistency)의 문제<sup>7)</sup>를 지니고 있다. 동태적 비일관성이란 현재 계획된 최적 정책의 스케줄이 미래에 가서도 계속 최적인 정책으로 유지되지 못하는 것을 의미한다.

한편, 최근에는 통화 총량, 금리 지표 이외에도 중간 목표로서 명목 GNP, 환율, 인플레이션을 등이 거론되고 있다.

6) 실질 금리가 시중 유통성 판단의 기준임. 실질 금리는 명목 금리에서 기대 인플레이션율을 뺀 값이므로 실질 금리를 즉각적으로 판단하는 데는 다소 어려움이 존재함.

7) 이 문제는 기본적으로 통화론자와 케인즈주의자의 쟁점인 정책의 준칙과 재량의 문제와 맥락을 같이 함.

## 금융 개방화와 통화 신용 정책의 유효성 및 파급 경로

우리나라의 OECD 가입<sup>8)</sup>이 이루어짐에 따라 국내 금융 시장의 개방화가 가속화될 것이다. 특히, 자본 유출입의 확대는 통화 신용 정책의 파급 경로를 변화시키고 통화·금리·환율간의 연계성 및 상충성을 높이기 때문에, 통화 당국은 과거와 달리 이들 변수를 종합적으로 고려하여 통화 신용 정책을 운영하지 않을 수 없다.

먼저, 금융 개방화의 진전으로 자본 이동 규모가 확대되는 경우, 통화 신용 정책의 독작성 및 유효성이 약화된다. 예를 들어, 개방 경제에서 경기 부양을 목적으로 당국이 통화 공급을 확대하면 원화가 절하되어 물가가 상승하는데, 만일 당국이 물가 안정을 위해 외환 시장에서 원화를 매입하면 통화가 감소되어 당초 기대한 바와 같은 통화 증가 효과는 상쇄되고 만다. 또한 당국의 금리 조절 능력도 폐쇄 경제에서보다는 약화되는데, 이는 금리 하락을 목표로 한 당국의 통화 공급 확대가 자본 유출을 초래함으로써 통화량 증가의 영향을 일부 상쇄하기 때문이다.

한편, 금융 개방화에 따라 국내의 금융 시장이 점차 통합됨으로써 통화 신용 정책의 파급 경로도 변화하게 된다. 가장 중요한 변화로는 금융 개방화의 진전에 따라 환율이 통화 신용 정책의 주요 파급 경로 가운데 하나로 등장한다는 점이다. 가령, 통화량이 증가한 경우 이자율이 하락하여 국내 통화 가치의 하락을 가져와 환율의 평가 절하로 인해 수출이 증가하고 생산이 증가한다.

또한 금융 개방으로 금융의 증권화 현상이 촉진되고 채권 시장의 역할이 증대됨에 따라 통화 신용 정책의 수행에 있어 장단기 금리의 역할이 증대된다. 이에 따라 통화 당국은 금리와 환율의 움직임을 동시에 중시하여, 통화 신용 정책은 과거와 같이 은행권 중심의 정책으로부터 전체 금융 시장을 대상으로 한 정책으로 성격이 변화된다. 결국, 금융 개방의 확대와 금융 자율화의 진전으로 인하여 통화의 정의는 점점 더 모호해지게 되고, 금리와 환율 등 가격 변수의 중요성은 증가하게 된다.

8) OECD 자유화 규약 가운데 금융 부문의 주요 내용은 금융 산업 개방과 관련한 '경상무역외 거래 자유화 규약' 항목과 자본 거래 자유화와 관련된 '자본 이동 자유화 규약' 항목으로 구성되어 있음.

## 금리 중시 통화 신용 정책으로의 전환을 위한 과제

우리나라의 경우 최근까지도 본격적인 간접 통화 관리 방식을 시행했다고 보기 어렵다. 그러나 금융 자율화의 진전 및 금융 개방의 확대에 의하여 경직적이고도 직접적인 통화 관리 방식이 점점 더 어렵게 되고 그에 따른 비효율은 많아질 것이다. 또한 통화 수급의 불안정성이 커짐에 따라 금리, 환율 등 가격 변수의 중요성이 증가할 것이다.

사실 우리의 경우, 어떤 통화 지표를 선정·운용할 것인가의 문제보다도 통화 관리의 직접 규제를 완화하고, 시장 메커니즘을 이용한 간접 규제 방식의 운용이 더 시급한 과제일 수 있다. 이를 위해서는 정책 금융의 단계적 축소 및 재정적 역할 강화라는 여러 문제가 선결 과제일 것이다. 또한 장단기 채권 시장의 육성 또한 필요한 상황이다.

이런 현실을 감안할 때, 중기적으로 금리 자유화를 통해 공개 시장 조작 여건이 성숙되고 물가 안정을 지속적으로 유지할 수 있다면, 시장 메커니즘에 의한 지준 조절을 통해 운용 목표로서의 금리 중시-중간 목표로서의 통화 총량 역할 허용의 간접 관리 방식으로의 이행을 모색해볼 만도 하다.

이를 위해서는 물론 금리 자유화, 물가 안정, 콜시장의 기능 정상화, 국공채 발행 및 유통 시장의 활성화, 정책 자금의 축소 등을 통한 통화 관리의 효율성 증대 등의 여건을 갖추어야 할 것이다. 금리 지표를 활용하기 위해서는 인플레이션 기대 심리의 안정이 무엇보다도 중요하다. 또한 국공채 시장의 활성화와 함께 일본의 경우처럼 콜시장의 조작을 통하여 통화 정책을 집행할 수 있다. 이와 함께 자동 공급되는 본원 통화 비중을 줄이기 위해서 정책 자금의 축소가 이루어져야 할 것이다.

그러나 현재의 통화 중시 정책과 관련된 제반 여건을 고려해볼 때, 당분간은 금리 스프레드<sup>9)</sup>를 정보 변수로 활용하다가 운용 목표의 자격을 갖춘 금리 출현의 여건이 성숙된 후에, 운용 목표로서의 금리 중시-중간 목표로서의 통화량 역할 허용의 간접 관리 방식으로의 통화 정책의 구조 변경을 보다 적극적으로 고려해야 할 것이다. ■

9) 장단기 금리 격차를 의미함. 이론적으로 장단기 금리 격차와 인플레이션율과는 정의 상관 관계가 있음.