

〈要約〉

最近의 景氣 및 金利動向

- 最近의 景氣狀況을 보면 지표상으로는 경기과열이 우려되는 요소가 없지 않지만 내용으로는 현재 경기가 단순한 경기확장국면에 처해 있는 것으로 판단됨.
 - 이러한 경기확장 국면속에서 중화학 공업과 경공업, 대기업과 중소기업의 불균형 성장으로 대표되는 경기양극화 현상이 나타나고 있으며 8월말 현재 소비자 물가 상승률이 6%에 달하는 등 物價 不安이 증폭되고 있음.

- 金利는 8월에 들어서면서 극도로 불안정한 모습을 보였음.
 - 금리 불안정의 直接的인 原因은 最近의 경기 상승세와 함께 기업의 설비자금 수요가 증대하면서 한국은행이 物價安定을 위해 通貨緊縮政策을 실시하는 가운데 갑작스럽게 支準管理를 強化하였기 때문인 것으로 보임.
 - 지준 관리 강화로 인한 銀行圈의 資金不足 현상은 第2金融圈의 資金梗塞으로 이어져 결과적으로 금융시장 전체의 자금사정 경색으로 발전하였음.

金利不安의 根本的인 原因

- 最近 金利不安의 根本的인 原因을 다음과 같이 세가지로 나누어 살펴볼 수 있을 것임.

構造的인 資金需給上의 不均衡

- 우리나라 금리는 만성적인 초과 자금수요로 인하여 경쟁국에 비하여 높은 수준을 유지하고 있으며 이에 따라 금융긴축과 같은 외부충격이 가해질 경우 資金 假需要 현상 과 같은 金融市場 攪亂要因이 작용하여 금리가 불안한 움직임을 보이게 됨.
- 資金需要 側面에서는 93년 3/4분기부터 국내경기가 상승국면으로 진입하면서 기업들의 설비자금수요가 증대되어 왔음. 보다 구조적인 문제로는 우리나라 기업들의 재무구조가 취약하여 外部 借入金 依存度가 매우 크다는 것이며 이는 우리나라 기업의 자금수요를 증대시키는 요인으로 작용하고 있음.
- 資金供給 側面에서는 금융저축 유인이 약하여 개인부문의 잉여자금 규모가 아직까지 낮은 수준을 보이고 있음. 더욱이 金融實名制 이후 자금조달원인 私債市場이 萎縮된 반면 이를 대체할 수 있는 시장이 없는 것도 영세기업이나 중소기업을 위한 자금공급의 제약요인이 되고 있음.

通貨金融政策 運用上의 非效率性

- 통화량 관리에 치중하는 통화금융정책은 단기금융시장을 불안정하게 하여 결과적으로 금리불안 요인으로 작용하고 있음.
- 경제의 개방화와 자율화의 진전으로 가격기능이 이전보다 제고되고 금융상품간의 빈번한 자금 이동이 발생하게 되면서 통화수요함수가 극도로 불안정해지고 있음.
- 더구나 제2금융권이 발달하고 높은 유동성을 가진 비통화기관의 신종 금융상품의 비중이 증대됨에 따라 總流動性(M3)에 대한 總通貨(M2)의 比重이 94년 6월말 현재 30.6%에 불과한 실정임.

- 자본자유화가 진전됨에 따라 해외 자본유입의 확대가 이루어지고 이를 통해 海外部門으로부터의 通貨供給이 擴大되고 있는 점임. 이는 통화 금융정책의 운용을 더욱 어렵게 하는 요인으로 등장하고 있음.
- 金融의 財政化도 금융당국의 통화신용정책의 효율성을 저하시키는 요인으로 작용하고 있음. 현행 再割引 制度가 자동재할 방식에 의한 정책금융 지원위주로 운용되고 있어 중앙은행의 본원통화 조절능력이 크게 제약받고 있으며 이는 중앙은행의 유동성 조절 기능을 크게 약화시키고 있음.

物價不安

- 지속적이고 과도한 物價上昇은 기대 인플레이션을 상승시키고 이는 名目金利를 上昇시키게 됨.
- 금년의 물가상승은 비용측면의 요인이 크다고 볼 수 있는데 이러한 비용측면의 물가상승요인을 유통구조의 개선 등을 통한 비용측면에서 해소하지 못하고 통화긴축을 통한 총수요 억제나 인위적인 가격규제 정책으로 해결함으로써 이것이 오히려 물가불안과 금리상승의 주요인으로 작용하게 되었음.

金利 安定化를 위한 政策課題

- 金利 安定化를 위한 政策課題들을 크게 金融部門의 市場機能 提高, 通貨金融政策 運用의 效率性 提高, 資金需給構造上的 不均衡 解消 등 세 가지로 나누어 볼 수 있음.

金融部門의 市場機能 提高

- 短期金融市場의 機能을 活性化시켜야 할 것임.
 - 우리나라의 경우 단기금융시장의 규모가 전반적으로 협소하여 단기적인 금융 충격을 소화해내기 어려운 실정임. 따라서 콜시장 뿐만 아니라 餘他 短期金融市場을 적극 育成해야 하고 이들 市場間의 連繫性도 제고시켜야 할 것임.
- 제 1,2금융권의 균형 발전을 도모해야 할 것임.
 - 현재 제2금융권에 비해 상대적으로 제약이 많은 제1금융권에 대한 각종 규제도 적극 완화하여 금융기관간의 상품 수익률 격차를 줄이고 서로간의 균형된 성장을 도모해야 함. 이를 위해서는 금융자유화와 금리자유화를 조속히 마무리지어야 할 것임.

通貨金融政策 運用의 效率化

- 현행의 통화관리 방식이 金利中心의 間接管理方式으로 전환되어야 할 것임.
 - 政策手段으로서의 總通貨의 有用性이 떨어진 상태에서는 유동성 조절에 있어서 총통화를 직접 규제하고 통화안정증권과 RP규제 조절과 같은 한계적을 활용하는 것으로는 그 효과가 제한적일 수밖에 없음. 보다 정통적인 접근으로서 공개시장 조작대상 범위의 확대 등을 통한 公開市場操作의 活性化를 도모해야 할 것임.
 - 한편, 현재 통화관리 수단으로서 그 역할이 미미한 재할인 제도나 기준 제도의 개선을 통하여 通貨金融政策 手段을 多樣化하는 노력이 필요함.

資金需給 構造上の 不均衡 解消

- 資金供給 側面에서는 금융저축의 확대를 도모해야 할 것임.
 - 이를 위해 물가불안을 불식시켜 시중자금이 不動産 投機 등 실물투기로 이어지는 것을 억제하고, 금융자유화 및 금리자유화의 적극적인 추진을 통하여 新金融商品의 開發을 촉진해야 할 것임.

- 資金供給源의 多様化를 도모해야 할 것임.
 - 企業이 自己資本比率을 높여 은행을 통한 외부 자금수요를 줄일 수 있도록 해주어야 하며, 海外 資本市場의 적극적인 活用을 위한 제도적인 지원도 필요함.
 - 私金融市場의 機能을 대체할 수 있는 방안을 시급히 강구해야 할 것임. 실명제 이후 위축, 퇴조된 사금융시장의 자금을 제도권으로 유입하여 零細企業의 資金難을 解消시켜 주어야 할 것임.
- 資金需要 側面에서는 企業의 資金假需要 현상을 억제하는 데 노력이 집중되어야 할 것임.
 - 특히 一貫性 있는 政府政策의 수행으로 민간경제 주체들이 자신의 투자계획과 자금수급계획을 운용해 나가는데 기대하지 않던 시중 자금사정 불안정을 야기하지 않도록 해주어야 함.

I. 問題 提起

- 금년에 들어서 비교적 안정되어 오던 금리가 하반기부터 정부의 통화 관리가 강화되면서 급격히 불안해지고 있다.
- 정부의 통화 관리 강화 배경은 경기 과열과 이에 따른 물가 불안 우려이다.
 - 정부는 현경제 상황이 회복세를 지나 확장 국면을 지속하고 있으며 민간 소비 증대로 물가 상승 압력도 가중되고 있다고 보고 있다. 이에 따라 하반기 정부의 경제 정책 목표가 성장보다는 안정쪽으로 초점이 맞추어졌고, 총통화 증가율도 정부 목표치인 14-17%의 하한선에 맞추겠다는 의지를 표명하였다.
- 통화 관리 차원에서의 은행권에 대한 지준 강화는 단기 금융 시장의 불안을 가져왔고 이것은 곧바로 금리 불안 요인으로 작용하였다.
 - 초단기 금리인 콜금리는 8월 3일부터 5일간 법정 최고 상한선인 25%를 유지하다가 8월 20일에는 9.25%까지 떨어지는 등 불안한 양상을 보이고 있다. 또 장기 금리인 회사채 유통 수익률은 금융 시장내 불안 심리를 반영하여 지속적으로 상승하고 있다.
- 이러한 상황에서 우리가 짚고 넘어가야 할 문제는,
 - 첫째, 현재의 경기나 시중 자금 사정을 감안할 때 통화 당국의 급격한 통화 긴축이 불가피한 것인가
 - 둘째, 우리나라의 구조적인 금리 불안 요인은 무엇인가
 - 셋째, 우리 경제가 개방화되어 가면서 금리 불안 가능성은 점점 커지는 데 앞으로는 어떤 방식으로 금리 안정을 이루어나가야 할 것인가 등이다.
- 먼저 현재의 경기와 시중 자금 사정을 감안할 때 통화 당국의 급격한 통화 긴축이 불가피했는가에 대해 살펴보고, 그 다음에 최근 금리 불안의 원인을 규명하고, 마지막으로 우리가 해결해야 할 과제를 정리하였다.

II. 最近 景氣와 市中 資金 事情

1. 景氣

- 94년에 들어서 국내 경기의 回復 速度가 예상보다 빨라지고 있다.
 - 1/4분기 經濟 成長率은 당초 전망치인 7%대를 훨씬 능가하는 8.8%였고, 왕성한 産業 活動을 반영하여 2/4분기 성장률도 예상보다 높은 8.1%임.
- 최근 국내 경기는 내수, 특히 투자 부문의 주도로 빠른 속도로 회복하고 있다. 국내 경기 회복의 특징은
 - 첫째, 93년 상반기 경제 성장률이 4.4%로 81년 상반기 이후 가장 낮은 성장률을 기록한 데 대한 반등 효과가 있다.
 - 둘째, 內需중에서 소비보다는 投資 部門이 성장을 주도하고 있다. 내수의 成長 寄與率은 93년 1/4분기의 38.1%에서 94년 1/4분기에는 97.4%로 증가했고, 외수의 성장 기여율은 120.5%에서 34.7%로 떨어졌다.
 - 셋째, 엔高 효과와 의도적인 設備 投資의 증가(93년 1/4분기 설비 투자 증가율은 -11.8%, 94년 1/4분기 설비 투자 증가율은 20.2%)에 크게 의존한다.
 - 넷째, 중화학 공업의 경기 호조, 경공업의 경기 부진 및 중소기업의 부도 증가 등 경기의 兩極化 深化 현상이 뚜렷하다. 상반기 重化學 공업 생산 증가율은 전년 동기 대비 13.5%, 輕工業은 2.3% 성장하였다.

<경제 부문별 성장 기여율 추이>

	1993. 1/4	1994. 1/4
내 수	38.1	97.4
외 수	120.5	34.7

자료: 한국은행.

주: 1) 내수는 총소비 지출 + 고정 자본 형성, 외수는 재화와 용역의 수출입.

2) 내(외)수 성장 기여율(%) = (금년도 내(외)수액 - 전년도 내(외)수액) / (금년도 국내 총생산 - 전년도 국내 총생산)

- 최근 경기는 過熱 狀態로까지 진전되지는 않았으며, 경기 지표 추이상으로 景氣 過熱이 우려되는 요소가 없지 않지만, 경기 내용으로 보면 현재 경기는 單純 擴張 局面으로 평가된다.
 - 景氣 過熱論은 잠재 성장률(정부 7% 내외 추정)을 초과하는 경제 성장률과 이에 따르는 물가 상승 압력을 우려하고 있다. 그러나 景氣 上昇勢가 부분적이라는 점에서, 또 비교 시점인 전년 동기의 성장 실적이 지극히 부진하였다는 점을 감안하면, 현재의 경기 국면은 경기가 擴張 局面으로 진입하는 단계라고 생각된다.

- 경기 순환상으로 본다면, 국내 경기는 본격적 회복 국면의 진입 단계로 판단된다.
 - 70년대부터 경기 순환 과정을 보면 수축 국면보다 확장 국면이 더 길다. 수축 국면 평균은 21.6 개월이고 확장 국면 평균은 30.4 개월이다. 특히 91년 1월부터 시작한 제6 순환은 수축 기간이 31 개월로 최장이다.
 - 93년 8월을 경기 저점으로 보았을 때 금번 순환 주기의 확장 국면은 상반기 현재 10 개월이 지난 것에 불과하다. 따라서 과거의 예처럼 경기 확장기가 31 개월 이상 진행된다고 본다면 현재의 경기 국면은 본격적인 회복 국면으로 진입하는 단계라고 할 수 있다.

< 70년대 이후 경기 순환 추이 >

	기 준 순 환 점			지 속 기 간(개월)	
	정 점	저 점	정 점	수 축	확 장
제1 순환	69.12	72.3	74.2	27	23
제2 순환	74.2	75.6	79.2	16	44
제3 순환	79.2	80.9	84.2	19	41
제4 순환	84.2	85.9	88.1	19	26
제5 순환	88.1	89.7	91.1	18	18
제6 순환	91.1	93.8(?)	?	31	?

- 경기 상승에 따라 새롭게 나타나고 있는 저축률 하락과 過消費 조짐 등은 향후 경기 흐름을 왜곡시킬 가능성이 큰 것으로 보인다.
- 민간 소비 증가율이 93년말부터 꾸준히 증가하고 있는 가운데, 내용면에서 過消費 樣相을 띠고 있어 물가 상승 요인으로 작용할 수 있을 것이다.

2. 市中 資金 事情

- 今年에 들어서 景氣 上昇에도 불구하고 대체로 12%대에서 안정세를 보이던 市中 金利가 7월 중순 이후에 급격히 불안해지기 시작하였다.
- 단기 금리인 콜금리(1일물)는 8월 3일 이후 5일간 법정 최고 상한선인 25%를 유지했다가 8월 9일에는 통화 당국의 신축적 통화 관리 방침이 발표되면서 14.0%로 급락하였다. 특히 8월 20일에는 시중은행의 대출 축소로 단기 자금 사정이 크게 개선되어 9.25%까지 내려가는 등 급격히 불안한 모습을 보이고 있다.
- CD 금리도 한국은행의 기준 강화로 은행들이 자금 조달을 위해 CD를 고금리에 발행하면서 8월 5일 16.42%까지 상승하였다가 다시 하락하는 모습을 띠고 있다.
- 그러나 장기 금리인 회사채 수익률(3년 만기 은행 보증)은 금융 시장의 불안 심리를 반영하여 회사채 수요가 줄어들면서 상승 추세를 보이고 있다.

<최근 시중 금리 추이>

(%)

	93.12	94										
		1	3	6	7/12	7/19	7/26	8/1	8/8	8/16	8/24	9/2
회사채	12.20	12.00	12.40	12.39	12.52	12.64	12.70	12.72	13.35	13.30	13.45	13.55
콜금리	12.70	10.60	12.10	12.70	12.65	12.36	13.85	20.00	25.00	15.89	13.20	11.50
CD	12.27	11.68	12.72	12.49	12.55	13.10	12.90	13.60	14.50	15.00	15.05	14.30

주: 1) 회사채는 3년 만기 은행 보증 유통수익률, 콜금리는 1일물, CD는 91일물임.
 2) 월별 자료는 월평균임.

- 通貨 指標간의 괴리 현상이 발생하여 통화 관리의 한계를 보이고 있다.
- 금융실명제 이후 M2와 M2에서 장기 저축성 예금을 제외한 M2A의 증가율은 낮은 수준을 보이는 데 비해, 제2금융권의 예수금을 포함하는 광의의 통화 개념인 총유동성(M3)의 증가율은 상대적으로 높은 수준을 유지하고 있어 현재의 M2 위주의 시중 유동성 관리에 한계가 있음을 보여주고 있다.
- M2A(단기 유동성 지표)의 증가율이 낮은 수준을 유지하고 있는 것은 실물 거래에 필요한 단기 유동성 부족 현상을 시사해주고 있다.
- 그리고 제 2금융권의 예수금을 포함하는 광의의 통화 개념인 총유동성(M3)의 증가율이 M2 및 M2A에 비해 높은 수준을 유지하는 것은 시중 자금이 제2금융권으로 흐르고 있음을 나타내 준다.

<주요 통화 지표 추이>

(100억 원, %)

	93						94						
	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7
평잔	10,216	10,385	10,761	10,877	10,891	11,070	11,122	11,251	11,290	11,365	11,476	11,620	11,647
M2 증감액	189.7	168.6	375.9	111.6	12.9	179.5	52.4	128.5	39.5	74.4	111.8	144.2	25.8
증가율	18.9	20.6	21.5	20.8	18.4	17.3	14.9	17.1	15.8	15.6	15.0	15.9	16.2
M2A	18.7	20.8	22.1	21.1	17.3	14.9	11.1	15.0	13.6	12.8	12.0	12.9	13.4
M3	21.2	21.7	21.9	19.8	19.5	18.5	17.9	18.3	19.6	19.8	21.4	21.1	-

자료: 한국은행, 「조사 통계 월보」.

주 : M2A는 평잔 증가율, M3는 말잔 기준 증가율임.

- 중소기업의 부도율은 지속적으로 높은 수준을 유지하고 있다.
- 이는 자금이 기업들에 적절히 흘러들어가지 못하고 있음을 반영하는 것이고 특히 영세업체뿐만 아니라 중견업체들마저도 일시적 자금난에 의해 도산하는 경우는 큰 문제점으로 지적된다.

<어음 부도율 및 부도업체수 현황>

	93						94						
	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7
어음부도율(전국, %)	0.11	0.12	0.11	0.16	0.17	0.15	0.13	0.14	0.14	0.15	0.17	0.17	0.15
부도업체수(전국, 개)	721	817	769	951	879	990	706	647	1,004	851	848	887	-

자료: 한국은행, 「통화 동향」.

- 한편, 현재 국내 금리가 국제 금리에 비해 2-6배 높아서 기업의 국제 경쟁력에 마이너스 요인으로 작용하고 있다는 점을 감안하면, 최근의 금융 시장 불안에 의한 금리 불안은 심각한 문제가 아닐 수 없다.

<국내의 시장 금리 비교>

	한국	일본	대만	비고
CD(93년말, %)	12.3	2.09	6.84	2-6배

자료: 한국은행, 「조사 통계 월보」.

증권감독원, 「증권 조사 월보」.

주 : 1) CD의 경우 한국은 91일물, 일본은 90일물, 대만은 91-180일물임.

2) 93년 평균 회사채 수익률은 12.6%임.

- 종합하면, 현재 국내 경기와 자금 사정을 감안할 때 급격한 통화 긴축을 할 단계는 아니라고 생각된다.
- 94년에 들어서 국내 경기의 회복 속도가 예상보다 빨라지고는 있지만 과열 상태로까지는 진전되지 않았으며, 경기 내용상으로 현재의 경기 상승세가 부분적이고 전년 동기의 성장 실적이 부진했다는 점에서 단순 확장 국면으로 진입하는 단계로 생각된다.
- 특히 경기 순환상으로 93년 8월을 경기 저점으로 보았을 때 금번 순환 주기의 확장 국면은 상반기 현재 10개월이 지난 것에 불과하다. 따라서 과거의 예처럼 경기 확장기가 31개월 이상 진행되었다고 본다면, 현재의 경기 국면은 본격적인 회복 국면으로 진입하는 단계에 불과하다.
- 최근의 물가 상승은 농축수산물 가격과 개인 서비스 요금의 인상 등 유통 구조상의 문제와 비용 상승에 의해 야기되었으므로 통화 긴축을 통한 총수요 억제는 적절한 대책이 아닌 것으로 사료된다.

- 93년 8월에 실시한 금융 실명제의 여파로 시중 유동성은 비교적 풍부한 상태를 유지하고 있다. 그러나 정부의 적극적인 통화 환수로 점차 시중 유동성이 줄어들고 있고 기업의 설비 투자는 증대되고 있어 수급 측면에서의 불안이 가중되고 있다. 특히 중소기업을 중심으로 한 어음 부도율은 계속 높은 수준을 유지하고 있어 자금 흐름상의 문제도 심각한 상태이다.
- 결국 이러한 상태에서 급격한 통화 긴축은 금융 시장의 안정을 해쳐 급격한 금리 불안을 야기하고 국제 경쟁력을 약화시킨다.

III. 金利 不安의 原因

- 금리 불안의 원인은 크게 3 가지로 나누어 정리하면, 첫째는 자금 수급 구조상의 불안정이고, 둘째는 통화 정책상의 비효율이며, 셋째는 기대 인플레이의 심화이다.

1. 不安定한 資金 需給 構造

(1) 需要 部門

- 최근 기업의 설비 투자 확대로 자금 수요가 급격히 확대되고 있다. 93년 3/4분기부터 國內 景氣가 上昇 국면으로 진입하면서 기업들의 設備 資金 需要가 증대되고 있는 것이다.
- 94년에 들어서도 경제 성장률은 8%대를 유지하고 있고, 설비 투자 증가율은 94년 1/4분기 20.2%, 2/4분기 15.4%의 높은 수준을 유지하고 있다.

<최근 경제 성장률 및 투자 추이>

(%)

	93					94	
	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	1/4	2/4
經濟 成長率	3.9	4.8	6.8	6.4	5.6	8.8	8.1
- 民間 消費	5.6	5.2	5.9	6.2	5.7	6.8	7.6
- 固定 投資	-5.9	1.1	8.1	10.0	3.6	13.5	7.7
設備 投資	-11.8	-1.1	5.0	9.4	0.2	20.2	15.4
建設 投資	-1.1	2.6	10.1	10.4	5.8	8.6	-

자료: 한국은행.

- 이에 따라 企業의 資金 不足 規模도 個人의 剩餘 資金 規模를 넘어서고 있다. 금년 1/4분기 투자의 확대로 기업 부문의 자금 부족 규모는 12조 5,000억 원으로 전년 동기에 비해 35.9%나 늘어난 데 비해 기업

자금 부족을 메꾸어 줄 개인 부문의 잉여 자금 규모는 6조 6,000억 원으로 전년 동기 대비 20%가 늘어나는 데 불과하였다.

<기업 자금 부족과 개인 자금 잉여>

	93					94
	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	1/4
企業 資金 不足(조 원)	9.2	8.6	9.5	7.1	34.3	12.5
個人 資金 剩餘(조 원)	5.5	5.7	7.6	9.4	28.2	6.6
個人 剩餘/企業不足(%)	59.7	66.4	80.1	132.4	82.1	53.4

자료: 한국은행, 「자금 순환」.

- 특히 우리나라의 기업들의 財務 構造가 극히 취약하여 借入金 依存度가 큰 것도 자금 수요를 증대시키는 요인으로 작용하고 있다.
- 우리나라 제조업의 차입금 의존도는 93년 현재 46.8%로서 경쟁국에 비해 높은 수준을 유지하고 있다.

<제조업 재무 구조 지표 비교>

	韓國		日本	臺灣	美國
	1992	1993			
負債比率	318.7	294.9	216.4	93.0	174.5
차입금 의존도	47.2	46.8	39.6	25.6	27.4
차입금 평균이자율	12.3	11.2	5.7	7.1	-
金融費用/賣出額	6.3	5.9	2.0	2.3	-

자료: 한국은행, 「기업 경영 분석」

주: 일본과 대만은 1992년, 미국은 1993년 기준임.

(2) 供給 部門

- 우리나라의 자금 시장은 자금의 수요 증대에 비해 공급 구조가 취약하다.
- 특히 중소기업의 주요 자금 조달원이었던 사채 시장도 금융 실명제 이후에 위축 내지는 퇴조하였고, 구조적으로는 금융 산업 자체도 낙후되어 충분한 금융 자금의 공급에 한계가 있다.

가. 私金融圈의 萎縮 및 退潮

- 금융 실명제 이후 중소기업의 주요 資金 調達源인 私債 市場은 위축 혹은 퇴조하였으나 이를 대체할 수 있는 시장은 아직 미흡한 실정이다.
- 私債 市場의 규모는 그 시장의 은밀성 때문에 파악이 어렵다. 1992년의 사채 규모를 추정해 보면 약 10조 9,969억 원으로 추산된다.(이규성, 「금융실명제의 정착 방안」, 건양대학교 경제경영연구소, 1993. 11)
- 이 정도 규모의 사채 시장의 위축 혹은 퇴조는 실명제 이후 중소기업의 자금난을 심화시켰음을 예상할 수 있다.
- 산업은행이 전국 1,200 개 제조업체를 대상으로 설문조사한 결과에 따르면, 금융 실명제 이후 기업의 자금 사정이 매우 곤란하다는 응답이 실명제 실시 이전에 비해 5 배 가까이 늘어난 것으로 나타났다.

나. 國內 金融 構造의 落後性

- 경제 규모가 확대됨에 따라 성장에 필요한 적절한 통화를 공급해야 할 금융 부문이 충분히 발달하지 못한 것도 자금 공급의 제약 요인이 되어 구조적인 금리 불안 요인으로 작용하고 있다.
- 국내 금융 자산 잔액의 경상 GNP에 대한 비율로 표시되는 金融聯關比率(Goldsmith ratio, 금융 자산 잔액/실물 자산 잔액)은 경쟁 상대국에 비해 낮은 수준이다.

<주요국의 금융 연관 비율>

	한국		일본(92)	대만(91)	미국(91)
	1992	1993			
금융연관비율	4.32	4.55	6.84	5.27	5.74

자료: 한국은행, 「자금 순환」.

2. 非效率的 通貨 管理 政策

(1) 通貨 管理의 硬直性

- 통화량 관리에 치중하는 금융 정책의 운용은 단기 금융 시장을 불안케 하여 금리 불안 요인으로 작용했다.
- 현재 정부의 중심 통화 관리 지표인 M2의 유용성은 점차 줄어들고 있다.
 - 제2 금융권의 발달과 비통화 금융 기관의 신종 금융 상품의 비중 증대로 M2/M3 비중이 82년 56.2%에서 94년 6월말 현재 30.6%로 감소함에 따라 M2 조절에 의한 시중 유동성 조절의 한계를 노정시켰다.
 - 이런 상태에서 M2 지표 위주의 경직적인 통화 운용은 시중 자금 사정을 불안케하여 금리 불안 요인으로 작용할 수밖에 없다.
- 자본 자유화의 진전으로 해외 부문에서의 통화 공급이 일정치 않은 것도 통화 관리의 한계점으로 작용한다.

<부문별 통화 공급 비중>

(%)

	91	92	93	94		
				1/4	2/4	7
합 계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
국 내	141.1	137.1	132.1	134.8	134.3	134.8
해 외	9.6	12.6	15.6	16.3	15.7	15.2
기 타	-50.8	-49.7	-47.7	-51.2	-50.0	-50.0

자료: 한국은행, 「통화 동향」.

주: 구성비는 M2 말잔 대비 각 부문의 잔액 비율(%)임.

(2) 金融의 財政化

- 금융의 재정화도 한국은행의 통화 신용 정책의 효율성을 저하시켜 금융 시장 불안 요인으로 작용한다.
- 우리나라의 정책 자금은 금융 자금이 대부분을 차지하고 재정 자금은 일부를 차지하여 금융의 재정화 현상이 뚜렷하다. 이 같은 금융의 재정화 현상은 중앙은행의 통화 신용정책의 효율성을 크게 저하시켰다.
- 특히 정책 금융이 중앙은행의 재할인 제도에 과도하게 의존하고 있고 재할인 제도가 자동 재할 방식으로 운용되어 온 결과 중앙은행의 본원 통화 조절 능력을 크게 제약되었다. 이에 따라 유동성 조절을 위한 재할인 제도 본연의 기능은 크게 약화되었다.

<한국은행의 재할인 규모 추이>

(단위: 억 원, %)

	1989	1991	1992	1993	1994.6
총재할인 규모	97,205	129,813	164,285	159,778	154,538
- 정책금융 지원자금	90,669 (93.3%)	126,810 (97.7%)	160,412 (97.6%)	149,876 (94.2%)	147,921 (95.7%)
- 유동성 조절 자금	6,536 (6.7%)	3,003 (2.3%)	3,873 (2.4%)	9,802 (5.8%)	6,617 (4.3%)

자료: 한국은행, 「재할인 제도의 개선 방향」, 1994. 8.

- 재할인 규모가 본원 통화 증가액에 육박하거나 상회하게 되면, 해외 부문이나 정부 부문을 통해 대량의 유동성이 공급될 경우 지준율 인상이나 통화안정증권의 발행을 통해 대처할 수 밖에 없다.
- 이에 따라 통화안정증권 발행 잔액이 누적되어 1989-93년의 5년간 통안증권의 이자 지급액은 9조 8,345억 원으로 동 기간의 본원통화 증가액의 74%를 차지함으로써 본원 통화 공급 구조가 크게 왜곡되었다.

3. 期待 인플레이션 深化

- 물가 불안도 금리 불안의 요인으로 작용하였다. 94년 8월말 현재 消費者物價 上昇率은 이미 정부의 관리 목표치 6%에 달했다.
- 물가 상승은 기대 인플레이션을 유발하여 명목 금리를 상승시키게 된다. 물가 상승과 금리와의 관계를 실증 분석한 결과, 물가 1% 포인트 상승시 금리는 1~2분기에 0.3% 포인트 상승하여 4분기에는 1.1% 포인트로 頂点을 보인 후 7분기 이후에는 상승세가 사라지는 것으로 나타났다. (“물가 변동과 국민 경제,” 「KDB 산업 경제」, 1994. 2.)

<金利 不安 要因>

主要 要因	波及 經路
<p><不安定한 資金 需給 構造></p> <p>- 수요 부분</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 설비투자·운전자금 수요 증대 →기업 단기 차입 증대 • 장기 투자 자금 수요 증대 →지속적인 자금 수요 증가 • 기업 자금 부족 규모 확대 →기업 자금의 개인 보전을 감소 →자금 부족 심화
<p>- 공급 부분</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 사금융 시장 위축 →한계 금융 비용 증가 →영세 기업 도산 증가 • 국내 금융 구조의 낙후성 →자금 공급 제약
<p><非效率的 通貨 管理 政策></p> <p>- 통화 운용상의 경직성</p>	<ul style="list-style-type: none"> • M2의 유용성 감소(M2/M3 비중 감소) →은행의 자금 중개 기능 약화 • M2 중심 경직적인 통화 운영 →단기자금시장 가수요 증가 →금리 급등락 원인 • 해외부문 공급확대 →통화 관리 불안
<p>- 금융의 재정화</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 정책 금융의 재할인제도 의존 →중앙은행 유동성 조절기능 약화
<p><期待 인플레이 深化></p> <p>- 물가 불안</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 물가 불안 →기대 인플레이 상승 →명목 금리 상승

IV. 金利 安定化를 위한 政策 課題

1. 資金 需給 構造 側面

(1) 供給 部門

가. 貯蓄率 提高

- 物價 安定을 통한 기대 인플레이션 심리의 억제로 명목 금리 상승 압력을 완화시켜야 할 것이다.
 - 물가 불안은 부동산을 중심으로 한 實物 投機 心理를 촉발할 가능성이 많고, 금융 자산의 축적을 억제하여 시중 자금 흐름을 왜곡시킬 수 있으므로 지속적인 부동산 투기 억제와 주택 공급 능력 확대를 통해 기대 인플레이션 심리를 억제해야 할 것이다.
 - 이를 위해 토지 및 주택 종합 전산망을 조기 완성하고 부동산 실명제를 조기 실시해야 할 것이다.
- 금융 자율화 및 금리 자유화를 통해 저축률을 제고할 수 있는 유인을 개발해야 한다.
 - 금융 자율화 및 금리 자유화의 정착을 통한 신상품 개발을 촉진하여 가계로 하여금 소비를 억제하고 금융 저축을 증대시킬 수 있는 유인을 개발함으로써 저축률을 제고시켜야 한다.
 - 이를 통해 기업의 자금 과부족에 대한 個人 部門에서의 補填率을 높여야 할 것이다.

나. 資金 供給源의 多樣化

- 금융 기관에 의존하는 기업의 자금 수요를 분산하여 일시적인 정부의 통화 관리 정책 변화에 따른 기업 자금 가수요의 집중과 이로 인한 금리 상승 및 금동락을 예방해야 할 것이다.
- 기업의 自己 資本 比率을 높여 은행으로 하여금 외부 자금 수요를 줄일 수 있는 제도적인 보완이 필요하다.
 - 자기 자본 조달을 위한 유상 증자 및 OTC(장외 거래)의 활성화가 필요하며, 이를 위해서 자본 시장의 경직된 규제를 완화해야 한다.
 - 채권 유통 시장을 집중적으로 육성하여 중소기업의 자본 조달을 도울 필요가 있다.
- 해외 자본 시장의 적극적 활용을 위한 制度的 支援이 요구된다.
 - 경제 규모의 증가와 국력 신장으로 우리 기업의 對外 信用度와 인지도가 제고됨에 따라 해외에서의 전환사채(CB)와 주식에탁증서(DR) 등의 발행을 적극 지원할 필요가 있다.
 - 低金利의 해외 자금 도입을 통해 기업의 자금 수요를 충족시키고 높은 金融 費用의 부담도 輕減시킬 수 있을 것이다.
 - 이를 위해서는 해외 자본 시장의 이용에 대한 경직적인 정부 규제를 하루 빨리 완화해야 할 것이다.

다. 私金融 市場의 代替 機能 補完

- 실명제 이후 위축·퇴조된 私金融 市場의 資金을 제도권으로 유도하여 生産 資金化함으로써 영세 기업의 자금난을 해소시켜 주어야 한다.
 - 비금융 기관의 금융 거래를 양성화하는 방안으로 일본의 대금업법과 같은 제도의 도입을 검토해 볼만하다.

- 단기 금융 시장의 상품에 대한 규제 완화를 앞당겨 단기의 고수의 상품을 선호하는 지하 자금의 일부를 제도권으로 유입해야 한다.
- RP, CD, 거액 기업 및 상업 어음, 중개 어음의 滿期 規制 및 최저·최고 한도의 규제를 완화해야 할 것이다.

(2) 需要 部門

- 一貫性 있는 재정·금융 정책의 수행으로 민간 경제 주체들이 자신의 투자 계획과 자금 수급 계획을 事前에 준비할 수 있는 여건을 마련하여 자금의 가수요를 줄여야 한다.
- 産業 聯關 效果가 크고 장기적이고 지속적인 투자가 요구되는 SOC 부문과 주택 건설 부문은 우리 경제의 수용 능력에 맞는 일관된 계획 하에 이루어져야 할 것이다.
- 이를 통하여 민간 경제 주체들이 자신의 투자 계획과 자금 조달 계획을 수립함으로써 일시적인 資金 假需要를 豫防할 수 있을 것이다.

2. 金融 市場 機能 側面

(1) 短期 金融 市場 機能

- 단기 금융 시장의 규모가 전반적으로 협소하여(thin) 단기 금융 충격을 소화해 내기가 어려운 상태이다.
- 따라서 콜시장뿐만 아니라 여타 단기 금융 시장을 적극 육성해야 하고, 이들 시장간의 연계성도 제고시켜야 할 것이다.
- 콜시장을 제외하고는 가격 및 거래 한도 등 규제가 많은 상태이므로 여타 단기 금융 시장에 대한 적극적 규제 완화를 통해 자금 공급자나 수요자가 금융 수단 및 금융 시장을 자유롭게 활용할 수 있도록 해야 할 것이다.

(2) 第1·2 金融圈의 均衡 發展

- 현재 제2금융권에 비해 상대적으로 제약이 많은 제1금융권에 대한 각종 규제도 적극 완화하여 제1·2 금융권의 상품간 수익률 격차를 줄여 서로간의 균형된 성장을 도모하여야 한다. 이를 위해서는 금융 자율화와 금리 자유화를 조속히 마무리 지어야 할 것이다.

3. 通貨 管理 政策 側面

- 향후 통화 정책은 전년 동기 대비에 기초한 통화량 중심에서 벗어나 金利 中心으로 전환하고, 통화량 및 환율을 보조 지표로 적극 활용하여야 할 것이다.
 - 자본 시장 개방으로 해외 자본 유출입이 빈번해지는 상황에서 총통화의 적정 수준 조절은 사실상 불가능하며, 향후 금리 자유화가 더욱 진전되면 금리 자체가 시장의 자금 수급을 적절히 반영할 수 있기 때문에 금리의 중요성이 점차 증대할 것이다.
 - 이를 위해서는 조속한 금리 자유화 및 금융 자율화의 실시를 통해서 금리의 시장 기능을 높여야 한다.
- 통화 관리 방식도 실질적인 간접 규제 방식으로 전환되어야 한다.
 - 현재 간접 규제 방식의 걸림돌인 정책 금융의 과다나 통화 증권의 이자 부담 문제를 우선적으로 해결해 나가야 할 것이다.
 - 공개 시장 조작 정책, 재할인 정책, 기준율 정책 등의 실질적인 기능을 회복시켜 금리를 중심으로 하는 통화 정책에 대비하여야 한다.