通貨指標와 通貨政策의 運用

李　　性　　輝*

<目　次>

I. 序　　論
II. 通貨量重視의 通貨政策
III. 우리나라의 中心通貨指標의 變遷
IV. 中心通貨指標의 選定과 通貨指針
V. 通貨指針의 實證分析
VI. 結　　論

I. 序　　論

1970年代에 들어와 主要 先進國들은 通貨政策의 運用에 있어서의 中間目標(intermediate target)를 종래 주로 사용되어 오던 金融市場의 狀態를 나타내는 金利에서부터 量的 指標인 通貨總量으로 轉換하였다.

通貨指標의 사용에 있어서도 종래에 重視되어 오던 狹義의 通貨 外에 점차 廣義의 通貨指標에 대한 관심이 증대되어 通貨指標의 擴大 내지 多樣化 現象이 나타나고 있다. 通貨指標가 擴大 내지 多樣化의 傾向을 나타내게 된 것은 第2次 世界大戰 以後, 非銀行金融機關의 발달과 더불어 金融市場에서 차지하는 非銀行金融機關의 비중이 현저하게 증가하였고, 이들이 공급하는 間接證券들은 通貨와의 代替性이 높은 流動資產이므로 종래와 같은 狹義의 通貨만으로는 經濟全體의 流動性의 움직임을 잘 나타낼 수 없다는 점을 반영한다고 볼 수 있다. 따라서 通貨當局은 여러 通貨指標들 가운데 어느 指標를 中心으로 通貨政策을 樹立·執行해야 하는가 하는 重要한 문제에 직면하게 된다. 즉 通貨量重視의 通貨政策의 運用에 있어서 中心通貨指標의 選擇이 중요하게 되었다.

한편, 최근 先進國에서의 金融革新의 급속한 展開는 金融資產의 多樣化 및 金融資產의 代替性의 증가 등을 통하여 종래의 通貨指標의 有用性을 감소시키고, 따라서 새로운 通貨指標의 開發의 必要性이 크게 대두되고 있다. 이와 더불어 通貨政策의 不確實性이 증가하

* 本硏究所 硏究員, 서울大學校 經濟學科 助敎授

게 되어 通貨量을 中間目標로 사용하는 現行의 二段階統制節次에 입각한 通貨政策 과정에 새로운 轉換이 일어나게 하는 要因으로 등장하고 있다.

本論文의 構成을 보면, 먼저 第2節에서 正統的인 通貨量重視의 通貨政策을 二段階統制節次를 中心으로 살펴본 후, 通貨量의 目標値 設定方式과 公表된 政策의 運營方式에 관하여 전반적으로 整理한다. 물론 우리나라의 通貨管理方式이 전통적 二段階統制節次와는 거리가 멀지만, 二段階統制節次가 하나의 모범적인 統制節次가 될 수 있다는 점에서 이를 제시하였다. 第3節에서는 우리나라의 通貨指標의 變遷과 通貨管理方式에 관하여 간략하게 정리한다. 第4節에서는 通貨指標를 選定하는 데 通常的으로 사용되는 (1) 最終目標와의 關係의 緊密性과 (2) 最終目標에 대한 外生性 등을 中心으로 하여 通貨指標에 關한 硏究를 간략히 살펴본 후, 通貨指標의 槪念과 구분되는 새로운 槪念으로서 케이건(Cagan)〔20〕의 通貨指標(monetary guide)의 槪念을 소개한다. 第5節에서는 通貨指針의 槪念을 우리나라의 資料를 이용하여 實證分析한 結果를 제시하며, 第6節에서는 硏究結果를 간단히 整理한 후 硏究의 示唆點과 限界點을 살펴본다.

II. 通貨量重視의 通貨政策

1970年代 이후의 通貨政策의 일반적 경향을 보면, 通貨政策의 中間目標로서 通貨量의 역할을 重視하고 있다. 1960年代 후반이후의 지속적인 인플레이션과 아울러 경기침체를 경험한 각국의 通貨當局은 인플레이션의 억제를 위해서 安定的인 貨幣供給이 필요하다고 인식하고 中間目標로서 通貨總量을 채택하는 경향을 보였다.

각국의 通貨當局은 通貨量重視의 通貨政策을 채택하면서 通貨增加率의 目標値를 점진적으로 감소시킨 결과, 인플레이션을 완화하는 데 상당한 성과를 거두었다. 아울러 1970年代 중반 이후 여러 선진국들이 채택해 온 通貨供給目標値의 公表政策은 國民들의 인플레이션 예상을 어느 정도 安定化시킴으로써 政策目標인 物價安定化에 기여하고 通貨政策의 效率性을 제고한 것으로 평가되고 있다.

主要 先進國의 通貨當局이 채택하고 있는 通貨政策過程은 기본적으로 二段階統制節次(two stage control procedure)에 입각하고 있다. 通貨政策過程의 二段階統制節次란 제1단계에서 通貨政策의 최종목표와 이를 달성하기 위한 정책수단 사이에서 최종목표변수와 安定的 關係에 있고 정책수단변수의 변화가 최종목표변수에 미치는 효과를 미리 알려 줄 수 있는 中間目標를 선택하여 그 目標値를 설정하고, 제2단계에서 中間目標變數의 統制를 위

해 보다 직접적인 영향력을 행사할 수 있는 操作目標를 선택하여, 선택된 操作目標를 최적으로 조절하는 것이다.

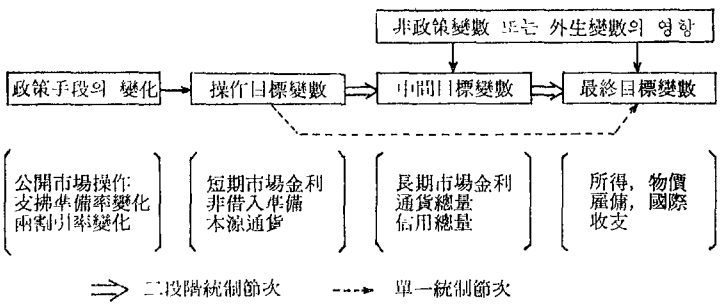
以下에서는 通貨量重視의 通貨政策下에서 二段階統制節次와 通貨增加率의 目標値 設定 및 公表政策의 運營方式을 살펴보기로 한다.

1. 二段階統制節次

不確實性하에서 政策手段의 직접적 조정에 의해 最終目標를 最適狀態로 유도하는 最適化理論을 通貨政策에 적용한 대표적인 분석으로는 풀(W. Poole)〔15〕의 연구가 있다. 풀은 經濟에 不確實性이 존재하는 경우 利子率과 通貨量의 두 변수중 어느 것이 政策手段으로 선택되는가에 따라 經濟의 攪亂들이 주요 경제변수에 미치는 효과가 달라지므로 利子率과 通貨量간의 政策手段選擇問題가 중요하며, 經濟의 總支出部門에 비해 貨幣部門이 상대적으로 안정적이면 所得安定化를 위해 通貨量이 利子率보다 우월한 政策手段임을 보였다.

그러나 풀의 분석은 단순한 IS—LM模型에 입각하고 있고 通貨量과 利子率은 通貨當局에 의해 그 希望水準으로 정확히 결정될 수 있는 政策手段(instrument)으로 취급하고 있다는 약점이 있다. 그러나 현실적으로 貨幣供給은 은행제도의 포오트폴리오행위에 의존하므로 通貨當局에 의해 완전히 外生化될 수 없다. 따라서 貨幣供給의 內生性을 고려하지 않은 풀의 通貨政策手段選擇에 관한 분석에서 한 걸음 더 나아가 貨幣供給에 있어서의 內生性의 측면을 고려하게 되면, 通貨政策過程에 있어 二段階統制節次의 필요성이 대두된다. 즉, 第1段階인 巨視經濟水準에서의 IS—LM分析에서 通貨量이 利子率보다 선호되는 것으로 나타난다면 第2段階인 貨幣市場水準에서 通貨供給의 統制는 通貨政策過程에 있어서 또 하나의 분리된 統制節次를 구성하고 通貨供給의 統制를 위한 利子率과 리저브간의 選擇問題가 등장한다.

이러한 二段階統制節次를 單一統制節次와 함께 도식화하면 〈그림 1〉과 같다. 單一統制節次란 通貨當局이 最終目標와 操作目標(政策手段)를 직접적으로 연결시키는 統制節次를 말



〈그림 1〉 二段階統制節次

한다. 즉, 通貨當局은 利子率이나 리저브總量과 같은 직접적 통제하에 있는 操作目標(operating target) 變數를 사용하여 所得이나 物價와 같은 最終目標變數를 직접적으로 조작하려는 通貨政策過程을 채택할 수 있다.

그러나, 通貨當局에 의한 政策手段의 變化에서 그 效果가 最終目標에 이르기까지 通貨政策의 傳達經路는 매우 길고 불확실하기 때문에 通貨當局은 그 중간에 존재하는 金融變數에 관심을 집중하여 政策效果 및 經濟의 攪亂이 最終目標變數에 미치게 될 효과를 中間目標變數에 의하여 판단하면서 政策運營을 할 수 있다. 이와 같이 通貨當局의 직접적 통제를 받는 操作目標變數(手段變數)와 最終目標變數의 사이에 中間目標變數(intermediate target)를 介在시키는 統制節次를 二段階統制節次(two stage control procedure)라고 부른다. 통상적으로 中間目標로 사용되는 變數에는 (長期)利子率, 通貨總量(monetary aggregates) 그리고 信用總量(credit aggregates)이 있다. 그리고 이러한 中間目標를 통제하기 위한 操作目標로 사용되는 變數에는 (短期)利子率과 리저브總量(reserve aggregates)이 있다.

通貨當局은 政策手段의 變化를 통해 最終目標變數가 최적의 상태에 있도록 유도하기 위해 연속적인 政策樹立을 하고자 하나 經濟에 不確實性이 존재하여 所得, 物價와 같은 最終目標變數의 今期觀測이 불가능한 경우 '中間目標的 問題(intermediate target problem)'가 등장한다. 프리드만(B.M. Friedman)[23]에 따르면 中間目標的 問題란 마치 그것이 通貨政策의 最終目標인 것처럼 취급할 즉각적 관측이 가능한 金融市場에서의 한 價格變數 혹은 數量變數를 選擇하는 問題이다. 예컨대, 二段階統制節次하에서 第1段階에서 所得安定化나 物價安定化의 目標를 위해 通貨量이 선택되었다면 目標變數의 希望値에 상응한 貨幣스톡의 目標値를 결정한다. 그리고, 第2段階에서 화폐스톡의 目標値를 될 수 있는 한 가깝게 달성하기 위한 貨幣스톡의 統制가 마치 通貨當局의 最終目標인 것처럼 通貨當局이 행동한다면 通貨量은 中間目標의 역할을 하게 되는 것이다.

2. 通貨量의 目標値設定과 公表政策의 運營方式

通貨論者들은 一般的으로 總需要管理政策이 短期的으로는 實物效果를 거둘 수 있으나 長期的으로는 이러한 效果가 소멸되어 實物經濟에 영향을 미칠 수 없을 뿐아니라 通貨政策이 實物的인 效果를 가진다고 해도 그 효과는 일반적으로 길고 가변적인 시차를 갖는다고 주장한다. 通貨論者들은 이러한 전제에 입각하여 自由裁量的 通貨政策보다 政策루울에 의한 通貨政策을 선호하며 政策루울중에서도 피이드백이 없는 루울 즉, 非積極的 通貨政策을 채택해야 한다고 주장한다. 이와 같은 通貨論者들의 政策觀은 通貨量의 目標値設定政策에 중요한 영향을 미쳤다. 과거 通貨當局은 단기적이고 일시적인 經濟不安定에 대응하여 과도

하게 섬세조율(fine tuning)하려는 政策을 시행해 오는 과정에서 그 得보다 失이 컸다는 것을 감안할 때 이러한 通貨論者들의 政策觀은 정책수립에 고려할 가치가 충분히 있다.

1970년대 중반이후 巨視經濟理論의 커다란 變化를 가져온 合理的 期待論에 의해 提案된 이론바 '政策中立性命題(policy neutrality theorem)'는[1] 종래의 非積極的 政策論에 대한 理論的 基盤을 제공했을 뿐아니라 總需要管理政策이 長期에서는 물론 短期에서도 無效할 수도 있다는 것을 보임으로써 非積極的 政策論의 理論的 基盤을 보다 강화하였다. 그러나 政策中立性命題가 유도된 模型은 매우 임의적(ad hoc)이고 비현실적인 가정에 근거하고 있으며 보다 現實的 假定으로 대체할 경우 最適通貨政策은 積極的 피이드백루울의 형태를 취한다는 것이 널리 인정되고 있다. 또한 通貨論者들도 1970년대에 들어와 經濟에 큰 영향을 미쳐온 總供給側面의 攪亂에 대응하여 이를 상쇄하기 위한 積極的 政策의 필요성을 인정하고 있다.

美國의 경우 通貨當局은 다수의 行態方程式으로 구성되는 대규모의 巨視經濟計量模型을 이용하여 通貨供給의 目標値를 設定하고 있다. 이러한 方法은 通貨政策의 부문별 파급과정을 구체적으로 고려할 뿐아니라 貨幣市場과 實物市場간의 相互作用을 종합적으로 파악할 수 있게 한다. 그러나 이러한 대규모의 巨視模型의 설정과 적용에는 기술적 어려움이 많고 現實經濟를 반영하는 데에는 여전히 限界가 있으며 다양한 종류의 巨視經濟模型 중에서 어떤 모형을 채택하는가에 따라 그 결과가 다를 수 있기 때문에 각국의 通貨當局은 通貨供給目標의 設定에 있어서 이른바 EC方式이라고 불리우는 하나의 準則을 따르고 있는 것이 통례이다.

이러한 準則은 1972年 EC (European Community) 각료이사회가 全會員國에 권고한 바 있는 方式으로서 대부분의 국가에서 이와 유사한 方式으로 年間 通貨供給目標値를 決定하고 있다. 傳統的 貨幣數量說에 의하면 通貨供給과 實物經濟活動間에는 $MV=Py$의 交換方程式이 成立하게 된다. 이 交換方程式에 대수(log)를 취해 미분하면 다음의 關係式을 얻는다.

$$\dot{M}=\dot{y}+\dot{P}-\dot{V}$$

EC方式은 이러한 貨幣數量說에 입각하여 流通速度의 變動($\dot{V}$)을 中立的이라 보고 年間通貨增加率을 實質經濟成長率과 物價抑制目標上昇率의 合計內에서 設定하는 것이다. 물론 流通速度의 변동($\dot{V}$)이 예견되는 경우에는 이를 감안하여 通貨供給率을 조정하여야 한다. 우

(1) 政策中立性命題란 '어떠한 體系的인 피이드백루울도 産出의 分布에 영향을 미칠 수 없다'는 것이며 모든 體系的인 피이드백루울은 프리드만(M. Friedman)의 k퍼센트 증가율의 貨幣供給루울과 同等하다는 함의를 갖는다. 사젠트—월리스(Sargent & Wallace)[36] 및 사젠트(1979) 第15章을 참조하라.

리나라의 通貨通給目標値 設定方式도 대체로 EC方式에 바탕을 두고 經濟의 長期的인 貨幣化(monetization)의 進展에 따라서 발생하는 流通速度의 變化率만큼을 조정해 주는 方式을 채택하고 있다.

이와 같은 方法으로 決定된 通貨供給增加率에 비하여 실제 通貨供給增加率이 높다면 通貨當局은 어떻게 通貨增加率을 目標通貨供給率 水準으로 조정해야 하는가? 계속적으로 높은 인플레이션율을 경험한 通貨當局은 인플레이션을 낮은 水準으로 유지하는 데 관심이 있다고 假定하자. 이 경우 通貨當局이 선택할 수 있는 조정경로에는 두가지 유형이 있을 수 있다. 하나는 通貨增加率의 점진적 감소(instrument gradualism)이고 다른 하나는 通貨增加率의 급격한 감소(instrument cold shower)이다.

급격한 通貨增加率의 감소는 인플레이션율의 급격한 감소에도 不拘하고 一時的으로 利子率과 失業의 增加라는 바람직하지 않은 결과를 가져온다. 通貨量의 급격한 變化는 실제인플레이션율과 사람들의 期待인플레이션율간의 괴리를 가져와 일시적으로 右下向의 필립스曲線을 따라 經濟가 움직이게 한 후 사람들의 期待가 現實에 適應하게 됨에 따라 수직의 필립스曲線으로 되돌아간다. 이는 經濟의 變動폭을 增加시키고 나아가 장래예상에 關한 不確實性을 增加시킨다. 반면에 通貨增加率의 점진적 수정은 사람들의 期待와 現實이 크게 괴리하지 않으면서 經濟의 變動幅을 줄인다는 長點이 있지만 인플레이션의 수습에 오랜 기간이 걸린다는 短點이 있다.

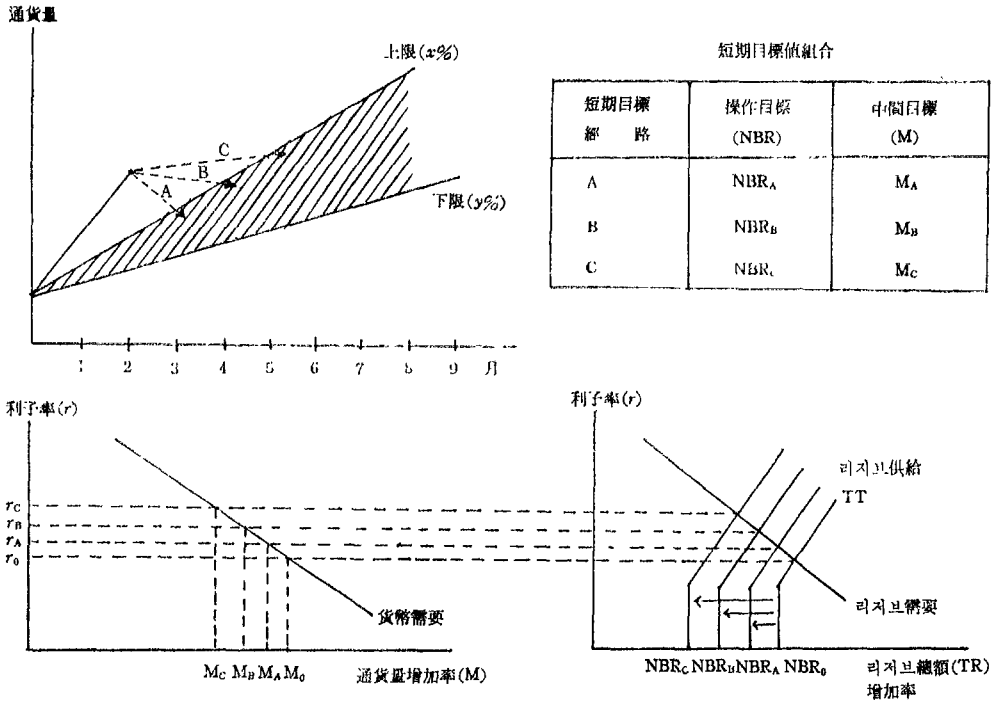
한편, 通貨當局은 設定된 通貨供給目標增加率을 맹목적으로 고수하려는 태도를 견지할 必要는 없다. 經濟는 많은 不確實한 要因들에 依해 영향을 받고 있다. 예컨대, 產油國의 정책변화가 유발할 수 있는 總供給側面의 충격은 通貨當局이 관심을 갖는 主要 經濟變數에 예기치 않는 變化를 가져온다. 또한 금융구조의 變化와 金融革新 등은 마샬의 k의 變動을 가져온다. 따라서, 이들 攪亂이 초래하는 結果에 대해 情報를 얻을 수 있다면, 通貨當局은 이미 設定된 通貨供給目標를 고수하는 것보다 이러한 要因들을 감안하여 通貨供給目標를 적절하게 수정하는 것이 바람직하다.

1970年代 후반이후 先進國들은 前述한 方式에 依해 通貨供給의 目標値를 設定한 후 通貨當局이 通貨供給의 目標値를 公表하는 方式을 채택해 왔다. 이러한 通貨量目標公表政策은 公表效果를 통해 사람들의 인플레이션期待心理를 해소함으로써 인플레이션 압력을 완화하는데 기여한 것으로 評價되고 있다.

各國의 通貨當局이 公表하는 通貨供給目標値의 表現方式은 크게 두가지로 나눌 수 있다. 하나는 通貨供給目標値를 上限과 下限을 이용하여 일정한 범위(range)로 表現하는 것이고,

다른 하나는 通貨供給目標를 一定値로 表現하는 것이다. 美國, 캐나다, 英國 등은 通貨供給目標를 上·下限에 의한 일정한 범위('레인지')로 表現하고 있는 데 비해 프랑스, 서독, 이태리 등은 通貨供給目標를 一定値로 表現하고 있다.[2] 이중 서독은 1979년 이후 通貨供給目標의 表現方式을 一定値에서 일정 범위로 轉換하여 使用하고 있다.

예컨대 美國의 경우 通貨量目標公表政策의 運營方式은 다음과 같다. 通貨政策의 基調는 向後 1년間의 通貨供給의 長期目標値로 表現되고 이를 達成하기 위해 通貨供給의 短期目標値와 操作目標가 가이드 라인으로 使用된다. 〈그림 2〉에서 보듯이 향후 1년간 通貨供給의 目標增加率이 設定되면 通貨供給의 長期目標値는 일정 범위로 表現된다. 만약 通貨供給의 實際値가 長期目標 범위를 상회하면 長期目標値의 達成을 위해 短期目標値가 調整, 設定되는데 이 때 短期目標値의 經路는 A, B, C와 같이 表示할 수 있다. A는 長期目標經路로의 급속한 再進入(re-entry)을 나타내고 이 경우 通貨供給增加率의 減少를 위해서 短期에 있어 操作目標인 非借入準備(NBR)의 대폭조정을 요구하고 利子率의 큰 變動을 수반한다. 한편



〈그림 2〉

(2) 日本의 경우, 日本銀行은 通貨增加率目標를 一定値로 表現한 豫測値 형식으로 공표하고 있으며 最終目標變數와의 관계를 밝히지 않음으로써 短期的 정세변화에 따른 目標値의 調整이 可能하게 하고 있다.

B는 長期目標經路로의 비교적 느린 再進入을 나타낸다. 이 경우 短期에 있어 利子率의 소폭조정과 더불어 操作目標인 非借入準備의 소폭조정을 통해 中期에 걸쳐 通貨供給增加率을 目標 범위로 유도할 수 있다.(3) 이와 같이 通貨供給目標値를 一定値로 公表하는 것보다 범위로 公表하는 것이 갖는 長點으로는 첫째, 經濟에 예기치 않은 攪亂이 發生할 때 이를 흡수하기 위해 短期的으로 通貨供給을 비교적 신축적으로 調整할 수 있는 한편, 中長期的 또는 平均的으로 安定的인 通貨成長을 보여줄 수 있다는 점을 들 수 있다. 둘째, 一定値를 공표하는 경우 公表된 一定値가 實際値와 근사한 값을 갖는다면 사람들의 期待形成에 명확한 情報를 제공할 수 있을 것이지만 政策上 또는 다른 要因들에 依한 通貨供給의 實際値에 公表된 一定値를 빈번히 상회 또는 하회하게 된다면 通貨當局에 대한 不信感을 조정하게 되어 범위로 公表하는 경우보다 오히려 期待가 不安定하게 될 소지가 많다는 點을 들 수 있다.

우리나라의 경우 EC方式에 바탕을 두고 通貨供給目標値는 그 上限만을 決定하여 公表하고 있다. 通貨供給目標의 上限을 設定하여 公表하는 것은 通貨當局이 인플레이션율을 一定線까지는 抑制하겠다는 의지를 公表하는 것이므로 보다 높은 인플레이션의 위험을 어느 정도 감소시킬 수 있다. 그러나, 公表된 一定値를 지키기 위하여 通貨指標에서 특정금융자산을 제외한다든가 또는 預·貸相計나 계수조정에 의하여 무리하게라도 目標値를 지키려고 하는 것은 바람직하지 못하다. 通貨政策의 경우 무리한 수단을 동원한 目標値의 달성은 오히려 정상적인 수단만을 동원하면서 目標値를 달성하지 못한 경우에 비하여 오히려 나쁘다. 따라서, 앞으로는 通貨政策의 目標値를 公表함에 있어서 上限과 下限 모두를 公表하는 것이 보다 바람직할 것으로 생각된다. 왜냐하면, 우리나라와 같이 通貨팽창압력이 一般的인 상황하에서 通貨供給目標値의 下限을 부과하는 것은 크게 制約的(binding)인 것은 되지 못한다고 하더라도 上限과 下限 모두를 부과하는 범위로 公表하는 것이 期待의 安定性을 가져오는 데 도움이 될 수 있기 때문이다. 뿐만 아니라 通貨供給率의 上限만을 決定하여 公表하는 경우 決定된 上限을 超過하여 通貨를 供給하는 것은 금융정책의 실패를 의미한다는 의식이 생겨 무리한 政策手段을 동원해서라도 上限을 초과하지 않으려는 노력을 하게 되는 경향이 있다. 따라서, 이러한 경향에서 탈피하기 위하여 上·下限의 일정범위에 의한 通貨政策의 目標値의 公表와 아울러 目標値의 달성을 위하여 正統的인 政策手段만을 사용하는 자세가 필요하다.

(3) 프리드만[25]은 每日의 通貨量의 움직임을 정확히 統制하기는 어려우나 3個月 또는 6個月과 같이 統制기간(control horizon)이 길어지면 상당히 근접한 通貨量 統制의 가능성이 높아지며 이러한 統制는 金融市場의 不安定性과 같은 바람직하지 못한 結果를 피할 수 있다.

III. 우리나라의 中心通貨指標의 變遷

通貨當局은 最終政策目標인 經濟의 安定的 成長을 위해서 적절한 通貨供給을 유지하고 이를 배분하는 것을 가장 중요한 課題로 삼는다. 이러한 目的을 달성하기 위해 通貨當局은 政策運用의 대상이 되는 通貨指標를 선택하게 되는데, 우리나라의 경우 이러한 通貨指標로서 通貨量(M_1), 本源通貨(RB), 國內信用(DC), 總通貨(M2)가 사용되어 왔다. 우리나라가 通貨量 중심의 通貨政策을 펴기 시작한 것은 1957年度의 財政安定計劃과 더불어서이다.

우리나라가 이와같이 비교적 일찍 通貨量中心의 通貨政策을 펴기 시작한 것은 慢性的인 인플레이션과 過度한 成長意慾에 따른 방만한 通貨膨脹이 經濟安定을 攪亂시키게 되어 經濟成長에 저해요인으로 작용하는 것을 막기 위한 目的에서이다.

中心通貨指標의 變遷을 보면 1957年부터 1969年 上半期까지 狹義의 通貨인 M_1을 中心通貨指標로 活用하였다. 財政安定計劃에서의 通貨量增加限度는 經濟成長率과 目標物價上昇率에 經濟成長過程에서의 非貨幣部門의 貨幣化進展 등을 勘案하여 策定되었다.

해방以後 1960년대 前半까지 극심한 인플레이션을 겪어왔기 때문에 通貨政策은 適正流動性水準의 유지와 이를 통한 物價水準의 安定에 우선적 目標를 두었다. 물론 物價水準의 安定에 우선적 목표를 두었다고 하여 物價安定의 目標가 달성되었던 것은 아니다. 通貨當局은 傳統的인 貨幣數量說에 입각하여 物價와 直接的인 關係에 있다고 생각되는 狹義의 通貨量 M_1을 流動性規制指標로 채택하였다. 이에 따라 適正水準의 通貨供給을 통하여 通貨價値의 安定을 도모하고 안정된 바탕 위에 成長通貨를 供給하기 위해 노력하였다. 그러나 이러한 通貨量規制方式은 金融政策의 自律的 運用을 뒷받침할 수 있는 여건이 불충분하였기 때문에 주로 全金融機關의 여신을 直接的으로 規制하는 直接規制方式에 의존하게 되었다.

1969년 하반기에 채택된 바 있는 本源通貨(RB)를 中心指標로 한 通貨規制方式은 通貨가 本源通貨와 通貨乘數에 의해 간접적으로 決定된다는 通貨供給理論에 基礎를 둔 것이다. 本源通貨의 統制는 中央銀行의 窓口를 통해 供給되는 一次的인 通貨를 規制함으로써 派生的

〈表 1〉 通貨政策指標의 變遷趨移

기 간	정 책 지 표	기 간	정 책 지 표
1957～1969상반기	通 貨 量(M1)	1978	通 貨 量(M1)
1969 하반기	本 通 源 貨(RB)	1979～현재	總 通 貨(M2)
1970～1977	國 內 與 信(DC)		

資料：韓國銀行 內部資料.

通貨를 포함하는 通貨量의 全體水準을 通貨當局이 의도하는 水準으로 유도하고자 하는 것이다. 本源通貨를 中心指標로 하는 規制方式은 1965년 金利現實化 조치를 계기로 실시할 예정이었으나 그후 해외부문을 통한 通貨供給의 급팽창으로 인플레이션이 우려됨에 따라 그 실시가 연기되었다가 1969년 下半期에 와서야 財政安定計劃에서 本源通貨가 本格的인 流動性指標로 채택되었다. 본원통화는 중앙은행의 通貨性負債이며 중앙은행의 負債總額에서 非通貨性負債를 差減한 것과 같다. 本源通貨의 增減을 일으키는 요인을 政府部門, 金融部門, 海外部門 및 其他部門으로 나누어 볼 수 있다. 本源通貨에 의한 通貨管理方式은 곧 部門別 本源通貨의 增減要因을 規制하여 間接的으로 通貨供給을 金融政策當局이 目標하는 水準으로 이끌어 가는 방법이다. 本源通貨에 의한 間接的인 通貨規制方式에서 가장 중요한 部門은 金融部門이다. 그러나 우리나라의 경우 政府部門과 海外部門의 過度한 팽창은 金融部門에 대하여 지나친 압박을 가하여 間接規制方式의 효율적 운용을 저해하였다.

1970～1977년 기간동안 通貨當局은 國內流動性의 規模를 供給面에서 파악하여 全通貨金融機關이 國內의 모든 經濟部門에 대해 提供한 信用을 총괄한 개념인 國內信用(Domestic Credit)을 通貨政策의 流動性規制指標로 사용하였다. 國內信用規制는 海外部門과 其他部門이 中立的이라고 假定하면 國內與信을 規制함으로써 經濟全體의 流動性水準을 바라는 수준으로 유도할 수 있다는 데 근거를 두고 있다.

國內信用이란 金融槪觀表上의 資產中에서 海外資產과 其他資產을 제외한 것을 말한다. 金融槪觀表란 中央銀行과 預金銀行의 대차대조표를 분류 통합하고 金融機關의 내부거래를 相殺하여 작성한 예금은행의 종합대차대조표이다.

이러한 國內信用規制의 체제는 다음과 같은 意義와 特徵을 갖는 것으로 알려지고 있다. 첫째, 同規制方式은 貸出—投資—物價 및 國際收支라는 多段階的 相關關係를 중요시하고 通貨에 대한 超過需要規制는 金融機關의 與信規制에서 출발해야 한다는 주장을 근거로 한다. 둘째, 國內信用은 流動性指標와의 關係에 있어서 狹義의 通貨(M_1)보다도 廣義의 通貨(M_2)와 대응되는 개념이다. 세째, 國內信用規制方式은 海外部門이 별도로 취급되기 때문에 海外部門이 과도하게 팽창하는 경우 總通貨規制方式에서와는 달리 國內部門이 海外部門의 팽창에 대응하여 수축되어야 할 필요가 없다.

1978년에 이르러 일시적으로 通貨政策의 中心指標는 國內信用에서 通貨量으로 바뀌었다가 1979년 이후에는 총통화를 중심으로 하여 通貨政策을 수행하고 있다. 中心通貨指標에 관한 實證的인 硏究가 본격적으로 이루어진 것은 1970년대 후반 이후이다. 中心指標選定을 위한 실제적 기준으로 주로 이용된 것은 (1) 最終目標와의 관계의 긴밀성, (2) 最終目標에

관한 外生性과 (3) 中央銀行의 統制可能性을 들 수 있다.

IV. 中心通貨指標의 選定과 通貨指針

通貨政策은 國民經濟의 總體的인 활동수준에 커다란 영향을 준다. 그러나, 通貨政策의 變化가 物價나 國民所得에 영향을 미치는 데에는 상당한 時差가 存在하므로, 정책을 수립·집행함에 있어서 政策手段變數가 最終目標變數에 미치는 효과를 미리 알려줄 수 있는 中間目標(intermediate target)로서의 通貨指標가 필요하게 된다. 이에 따라 각종 通貨總量(monetary aggregates) 中에서 어떤 通貨總量을 通貨信用政策의 中心通貨指標(target)로 선택할 것인가 하는 문제가 발생한다.

이러한 문제는 通貨의 定義와 관련된 것으로 아직 理論的으로 완전한 見解의 一致가 이루어지지 않고 있다. 즉, 通貨의 支給手段으로서의 기능을 중시하는 古典的 見解에 따르면 狹義의 通貨만을 通貨로 간주하고 있다. 通貨의 단기적인 資產보유수단으로서의 역할을 강조하는 新貨幣數量說的인 이 입장에 따르면 通貨의 증가는 일련의 資產代替過程을 통해 名目 GNP를 증가시키게 된다고 보며, 通貨의 자산보유수단으로서의 역할을 인정하는 한 通貨를 狹義의 槪念에 한정할 필요가 없다고 보고 있다. 한편, 通貨를 資產選擇對象의 일종으로 간주하는 소위 '新見解(new view)'에 따르면 民間의 資產을 通貨資產을 포함한 金融資產과 實物資產으로 구분하고 金融資產의 증가는 實物資本의 수요를 증가시켜 經濟活動을 촉진시키는 것으로 보며, 나아가 자산보유수단으로서 通貨資產과 기타 金融資產은 상호긴밀한 代替關係에 있기 때문에 通貨를 廣義로 정의할수록 경제활동과의 관련성이 높아진다는 의미에서 廣義의 通貨指標를 중시하고 있다.

이러한 理論的 見解의 不一致로 말미암아 各國의 通貨當局은 通貨信用政策을 수립·집행함에 있어서 自國의 金融構造를 비롯한 경제적 환경을 고려하여 實用的인 기준에 입각해서 實證的 方法으로 선택한 通貨의 개념을 中心通貨指標(target)로 사용하게끔 하였다.

通貨信用政策의 종국적인 政策目標를 名目國民總生產의 적절한 조절이라고 볼 때, 각종 通貨總量의 政策的 有用性은 그것이 名目GNP성장에 영향을 주고 또 名目 GNP성장을 예측하는 능력에 의하여 판별된다. 그 능력은 통상적으로 다음의 몇 가지 기준에 의해 검정될 수 있다. 첫째, 中心通貨指標로서의 통화총량은 民間經濟活動(주로 名目 GNP)과 긴밀하고도 예측가능한 安定的 관계를 가져야 한다는 것이다. 이러한 關係의 검정을 위해서는 주로 각종 통화총량에 대한 流通速度(velocity) 및 通貨需要函數의 安定性을 검정하는 方法

〈表 2〉 各種 通貨指標의 定義

지　　표	구　　성　　요　　소
M1	현금통화+요구불예금
M1A	M1+저축예금+통지예금
M2	MIA+기타 저축성예금+거주자 외환예금
M3*	M2+비통화금융기관 예수금

*M3는 최근 韓銀〔19〕에 의해 새로이 편제된 형태로 공표되고 있다. 종래에 공표된 M3에 비해 韓銀〔19〕에 의해 공표된 M3는 信協, 체신예금, 체신보험, 지방상호신용금고 등을 포함하는 포괄적인 指標이다.

이 사용되었다. 그 외에도 名目 GNP와의 상관도를 比較·分析하는 方法도 사용되었다. 둘째, 通貨政策의 수행에 있어서 中心通貨指標는 쉽게 統制可能하여야 한다는 점에서 中央銀行의 政策手段操作을 통한 統制可能性(controllability)을 비교하여 그 可能性이 높은 것을 유용한 것으로 판단하였다. 이러한 두 기준들 外에도 각종 통화총량의 外生性(exogeneity)의 기준 등도 中心通貨指標의 選擇의 기준이 되고 있다.

各種 通貨指標의 定義를 정리하면 〈表 2〉와 같다.

이제 中心通貨指標의 選擇을 위한 기존의 연구결과들을 간략히 정리한 결과가 〈表 3〉에 나타나 있다.

南相祐〔5〕는 通貨, 저축예금 및 통지예금, 3개월 및 6개월 만기 정기예금, 기타의 準通貨를 상정하고 이들 총통화의 구성항목들을 대상으로 첫째, 通貨性(moneyness)의 순위에 따라 M1부터 시작하여 金融資產을 계속 추가하여 通貨指標를 만들고, 둘째, 通貨와 準通貨의 通貨性을 반영하는 가중치를 적용하여 加重平均한 通貨指標를 만들거나, 세째, 正準相關(canonical correlation)의 分析方法을 이용하여 각 通貨항목의 가중치를 추정하여 이를 加重平均한 通貨指標를 작성하였다. 이렇게 작성된 通貨總量을 사용하여 1962~1978年의 표본기간에 대하여 通貨需要函數를 추정하고 간단한 所得模型을 설정하여 각 통화지표의 GNP 및 物價의 예측력을 평가하였다. 그 결과 전통적 M1, M2보다는 M1A 및 M1+3개월 및 6개월 만기 정기예금, 혹은 그 항목들을 加重平均한 通貨指標가 예측력이 높다는 것을 발견하였다.

朴在潤·河成根〔8〕은 M1, M1′(M1+저축예금), M1A, M2, M3의 通貨總量을 想定하여 1971年부터 1981年 上半期까지의 자료를 통해 流通速度 및 通貨需要函數의 安定性을 檢定하고, GNP와 通貨변수와의 時差상관함수에 의한 각 통화총량의 GNP예측력을 평가, 통화총량의 統制可能性을 검정한 결과, GNP와의 상관도, 예측력 및 통제가능성의 면에서 M2가 여타 통화총량보다 우월하다고 결론짓고 있다. 한편, 孫正植〔10〕은 M1, M2, M3, RB

〈表 3〉 中心通貨指標 選定을 위한 旣存硏究

	標本期間(年)	分 析 基 準	順位(1)								
			CU	M1	M1′	M1A	M1Aw	M2	M3	RB	DC
南 相 佑 〔5〕	1962～78	通貨需要函數(M^d)의 安定性	—	2	—	—	1	3	—	—	—
朴在潤·河成根 〔8〕	1971～81(Ⅲ)	流通速度(V)의 安定性	—	4	2	3	—	1	—	—	—
	1971～78(Ⅱ) (1978(Ⅲ)～81(Ⅲ))	M^d의 안정성 및 예측력	—	3	2	4	—	1	—	—	—
		時差相關分析(2)	—	4	2	3	—	1	—	—	—
南 相 佑 〔6〕	1971～81	時差相關分析	—	2	—	—	1	3	—	—	—
孫 正 植 〔10〕	1972～76(Ⅳ)	V의 안정성(3)	—	3	—	—	—	2	—	4	1
	1976(Ⅳ)～80(Ⅳ)		—	2	—	—	—	1	3	5	4
	1972～80	時差相關分析	—	1	—	—	—	2	—	3	4
韓銀調査第一部 〔19〕	1970～83	V의 안정성	—	2	—	—	—	1	3(4)	—	—
		統制可能性	—	4	3	2	—	1	—	—	—
李吉寧(6) 〔12〕	1970～83(5)	V의 안정성	—	2	—	3	—	1	4	—	—
		M^d의 안정성	—	4	—	2	—	1	3	—	—
		統制可能性	—	2	—	3	—	1	4	—	—
盧 成 泰 〔7〕	1960(Ⅰ)～81(Ⅳ)	V의 안정성	1	2	—	—	—	4	—	5	3
		경상GNP 예 측 능 력	1	3	—	—	—	3	—	5	2

註 : (1) CU, RB, DC는 各各 現金通貨, 本源通貨量과 國內與信을 말하며, M1Aw는 M1에 추가적으로 저축예금, 통지예금 및 정기예금의 加重平均値를 더한 것이다. M1Aw의 구체적 구성요소들은 南相佑〔5〕,〔6〕를 참조하라.

(2) 時差相關分析이라 함은 通貨와 名目 GNP의 時差相關函數에 의한 通貨의 GNP예측력을 평가하고자 하는 分析을 말한다.

(3) 여기에서는 유통속도의 絶對水準을 기준으로 한 安定性 檢定 결과만을 나타내었다. 孫正植〔10〕은 그外 短期 및 長期 變動性을 기준으로 할 때 종합적으로 M2와 DC가 安定的인 유통속도를 보임을 주장하고 있다.

(4) M3에 대한 資料는 1974(Ⅲ)～83(Ⅲ)에 해당하는 것만을 分析에 사용하였다.

(5) M3에 대한 資料는 1975(Ⅰ)～83(Ⅲ)에 해당하는 것만을 分析에 사용하였다.

(6) 그의 李吉寧〔12〕은 外生性(exogeneity)을 기준으로 할 때 M3만이 GNP에 대해 일방적인 因果關係를 가짐을 보였다.

(7) 本硏究에서 사용한 M3 資料는 1984年 9月 韓銀에 의해 새로이 개편되어 발표된 "M3의 新系列"이다.

(本源通貨), DC(國內與信)의 通貨總量을 想定하고 1970～1980年의 표본기간에 대해 流通速度의 安定性과 각종 通貨總量 그리고, GNP間의 計量分析接近方法에 따른 安定性을 검정해 본 결과, 國內與信과 M2가 中心通貨指標로서 가장 적정하나 그 兩者사이의 우열에 대해서는 명확히 말할 수 없다는 결론을 내리고 있다. 또 한편 韓銀調査第1部〔19〕는 朴在潤·河成根

〔8〕의 연구를 표본기간을 늘여서 1970年부터 1983年까지의 자료를 통해 재검토해 본 결과 역시 M2를 中心通貨指標로 活用하는 것이 바람직하나 보조지표로서 M1, M1Á, M2, M3, RB 등의 동향을 예의주시할 것을 제의하였다.

李吉寧〔12〕은 生産·物價 등 最終目標變數와의 관계의 密接性 및 安定性, 外生性의 정도, 通貨當局의 統制可能性 및 統計作成의 정확도 및 속보성을 기준으로 하여 M1, M1A, M2, M3의 通貨總量에 대하여 1970年부터 1983年의 자료를 통해 實證分析을 한 결과, 廣義의 通貨總量이 狹義의 그것보다 우월하며, 廣義의 지표인 M2와 M3사이에는 시차상관계수와 外生性을 제외하고는 M2가 우월하나, 金融構造의 變化를 감안한 流動性管理를 위하여 M3를 보조지표로서 적극 활용함이 바람직하다는 결론을 도출하고 있다.

마지막으로, 盧成泰〔7〕는 (1) 流通速度의 安定性, (2) 經常 GNP의 예측능력, (3) 最終目標에의 外生性 등의 기준에 의하여 1960年부터 1981年까지의 統計資料를 이용한 實證分析의 결과 우리나라의 通貨政策指標로서 가장 적합한 것은 現金通貨라는 결론을 얻고 있다.

通貨指標에 관한 기존의 硏究들은 대부분 中心通貨指標의 선택문제에만 촛점을 맞춤으로써 각종 通貨總量의 각 구성요소들이 通貨當局에 대해 제공하는 정보를 무시하고 總體的인 通貨指標만을 고려의 대상으로 하고 있다.

이제 中心通貨指標의 選擇에 관한 문제를 기존의 연구방식과는 달리 케이건〔20〕을 따라 通貨指標(monetary indicator) 내지 中間目標(intermediate target)와 구분하여 通貨指針(monetary guide)의 槪念을 정리한 후 通貨指針의 개념을 이용하여, 通貨總量을 구성하고 있는 각각의 金融資産이 함유하고 있는 情報의 內容을 좀 더 세부적으로 分析하는 것이 필요하다.

여러가지 通貨總量의 通貨政策에 있어서의 有用性의 판단기준으로 삼을 수 있는 것은 國民總生産에 영향을 주는 능력과 國民總生産을 예측케 하는 능력을 들 수 있으며 이들 두 가지 능력은 구분되어야 한다. 지금까지 通貨指標의 相對的 優位性을 검정함에 있어서 주로 前者의 기준이 사용되었다. 前者의 능력의 검정방법은 通貨總量의 수요함수의 安定性에 의한 방법이고, 後者의 능력의 검정방법은 通貨總量이 국민총생산의 성장에 대해서 제공해 주는 事前的 情報(advance information)에 의하여 판단하는 것이다.

分析을 위하여 케이건〔20〕을 따라 通貨政策의 中間目標와 通貨指針을 다음과 같이 구분하도록 하자.

通貨政策의 가장 적합한 中間目標(target)가 되기 위한 基準은 流通速度의 安定性 내지 需要函數의 安定性이고, 通貨政策의 가장 적합한 通貨指針(guide)이 되기 위한 基準은 가

장 많은 事前的인 情報를 포함하는 通貨總量이 될 것이다. 이와 같이 中間目標와 通貨指針을 구분하는 것은, 특정 通貨總量은 中間目標로서는 적합하지 않다고 하더라도 國民經濟의 움직임에 대한 事前的 情報를 제공해 주는 通貨政策의 指針으로서는 적합할 수도 있다. 事前的인 情報가 중요한 이유는 만일 通貨總量이 國民總生產의 움직임에 대한 事前的인 情報를 제공해 주지 못할 경우 通貨政策은 通貨總量을 政策指針으로 삼는 것이 아니라 직접 國民總生產의 움직임을 政策指針으로 삼는 것이 나을 것이기 때문이다. 즉, 通貨總量이 國民總生產의 움직임에 대하여 事前的인 情報를 제공해 주지 못하는 경우, 구태여 通貨總量을 通貨指標 내지 中間目標로 삼아서 典型的인 二段階統制節次를 이용하여 國民總生產의 움직임을 조절할 것이 아니라 직접 國民總生產의 움직임을 목표로 삼는 것이 낫다.

通貨總量이 中間目標로서 有用하기 위하여서는 國民總生產과 通貨總量 사이에 예측가능한 關係가 있어야 한다. 經濟政策의 目標로서 의도하는 國民總生產의 成長經路가 주어지면 이를 달성하기 위하여 通貨目標를 적절히 결정하는 데에는 通貨의 流通速度의 安定性 또는 流通速度의 增加率의 安定性이 필요하다. 물론, 때에 따라서는 流通速度의 추세적 變動뿐만 아니라 變動에 따라 발생하는 流通速度의 순환적 변동을 고려하여 通貨供給目標를 결정한다.

이와 같은 中間目標 決定에 대한 代案으로서 計量模型을 이용하여 GNP와 通貨總量間에 介入하는 모든 여타의 經濟變數들을 고려하면서 通貨目標를 설정하여야 한다는 주장이 있다. 그러나, 計量模型의 복잡성, 모형자체의 不確實性, 다른 變數를 예측하는 과정에서 발생하는 誤差 등의 모든 不確實性을 고려할 때, 이들 不確實性이 計量模型의 이용에서 얻을 수 있는 이론적 이득을 상쇄하게 된다.

通貨總量을 中間目標로 사용하는 것을 정당화할 수 있는 이유는 通貨政策의 效果가 通貨總量을 통하여 經濟活動水準에 영향을 준다는 사실이다. 그러나, 中間目標로 채택된 通貨總量이 國民總生產과 安定的인 關係를 가진다고 하더라도, 이 安定的인 關係가 國民總生產이 通貨總量의 構成要素들에 미치는 피드백(feedback) 관계에 기인하는 것이라면, 通貨總量은 通貨政策이 國民總生產에 미치는 영향에 대해서 아무런 情報도 제공해 주지 못한다. 그러나, 通貨政策이 國民總生產에 미치는 영향은 상당한 時差가 있을 뿐만 아니라 時差가 可變的이기 때문에 通貨政策은 指針이 필요하다. 따라서, 通貨總量과 國民總生產과의 安定的인 關係가 과연 通貨總量이 國民總生產에 미치는 因果關係에 기인하는 것인가 또는 상당부분이 國民總生產이 通貨量에 미치는 피드백 關係에 기인하는가를 규명하기 위하여서도 通貨總量이 포함하는 情報內容을 세부적으로 분석해 볼 필요가 있다.

이제, 구체적으로 公開市場操作의 경우를 이용하여 中間目標(target)와 通貨指針(guide)의 구분의 필요성을 살펴보도록 하자. 公開市場操作에 의하여(支拂準備金과) 要求拂預金이 증가한 경우를 살펴보자. (支拂準備金과) 要求拂預金의 증가는 金融市場을 통하여 점차 經濟의 다른 부문으로 파급되어 總體的 經濟活動水準에 영향을 주게 된다. 만일, 要求拂預金과 貯蓄性預金 사이에 代替가 일어난다면 각각의 構成要素보다 그들의 合計가 GNP에 미치는 효과를 더 잘 반영해 줄 것이다.

요구불예금이 증가한 결과 일반국민이 요구불예금을 다른 流動資產으로 代替한다고 하더라도 대체가 通貨政策의 效果의 파급과정에서 초기에 일어나지 않을 수도 있다. 예를 들어, 要求拂預金을 貯蓄性預金으로 代替하는 행위가 通貨政策의 파급과정의 最終段階에서 나타날 수도 있다. 즉, 國民所得 내지 家計所得이 증가한 결과 家計貯蓄이 所得의 變化에 따라 증가하면서 要求拂預金과 貯蓄性預金간의 代替가 일어날 수도 있다. 이 경우 通貨政策의 效果로서 나타난 GNP의 움직임과 貯蓄性預金을 포함한 廣義의 通貨總量의 움직임은 거의 동시에 나타나게 되어 通貨總量은 GNP의 움직임에 대하여 아무런 事前的인 情報를 제공해 주지 못한다. 그러나, 要求拂預金과 貯蓄性預金間의 代替로 말미암아 貯蓄性預金을 포함한 통화총량의 경우 流通速度의 安定性은 더 높을 것이다. 이 경우 流通速度의 安定性에 기초를 둔 中間目標로서는 總通貨가 적합하지만 事前的인 情報의 제공이라는 通貨指針(monetary guide)의 측면에서는 부적합하다.

이 例에서 볼 수 있는 바와 같이 代替의 타이밍의 차이에 따라 가장 좋은 中間目標가 모든 有用한 情報를 포함하지 않을 수도 있다. 이러한 代替現象 중에서 通貨政策 效果의 因果過程의 後期段階에서 일어나는 代替現象은 특정한 通貨總量에 이들 資產들을 포함시킬 경우 GNP와의 關係의 安定性을 높여 주게 된다. 이와는 달리 通貨政策效果의 因果관계의 後期段階의 代替現象은 포함하지 않고 初期段階의 代替現象만을 포함하는 通貨總量은 通貨政策이 國民總生產에 미치는 效果의 後期段階는 제대로 반영해 주지 못하지만 初期段階는 잘 반영해 준다. 이와 같이 中間目標로서 사용되는 通貨總量이외에 事前的인 情報를 제공해 주는 다른 通貨總量이 通貨指針이 될 수 있다.

以上의 論議를 정리하면 通貨總量을 政策目標로 선택함에 있어서 두 가지 檢定方法을 제시해 준다.

먼저, 通貨總量의 流通速度의 安定性의 검정방법을 들 수 있는 데 이는 通貨需要函數의 安定性의 검정방법과 동일한 의미를 가진다. 다음으로 들 수 있는 검정방법은 通貨總量을 구성하는 각각의 金融資產을 고려하여 通貨總量과 GNP와의 상관관계가 새로운 金融資產의

추가에 의하여 어떤 영향을 받는가를 검정해 보는 것이다.

우리는 이미 需要函數의 安定性에 기반을 둔 通貨指標의 選擇에 관한 여러가지 硏究를 槪觀하였으므로 다시 추가적으로 需要函數의 安定性에 기반을 둔 指標選擇에 관한 독자적인 經驗的 硏究를 여기에 제시할 필요는 없다고 보고 通貨指針으로서의 事前的인 情報제공의 側面을 分析해 보고자 한다.

V. 通貨指針의 實證分析

通貨指針을 分析하기 위하여 分析方法은 그랑저—심즈(Granger & Sims)의 因果關係分析의 기본적 착상을 케이건이 通貨指針의 分析을 위하여 변형·응용한 方法論에 따른다. 이 檢定方法은 通貨總量을 구성하는 각각의 金融資產을 고려하면서, 通貨總量과 GNP와의 상관관계가 새로운 金融資產의 추가에 의하여 어떤 영향을 받는가를 검정한다. 즉, 각각의 金融資產이 포함하고 있는 情報의 內容을 分析하는 방법이다. 分析에서 고려대상으로 할 金融資產으로서 現金, 要求拂預金, 貯蓄性預金, 기타資產을 選擇하였다. 먼저, 가장 基本的인 金融資產을 現金으로 보고 現金에 要求拂預金을 더하는 경우, 더 나아가서 貯蓄性預金을 더하는 경우, 그리고 기타 資產을 더하는 경우의 순서로 情報內容의 檢定을 하고자 한다.[4]

각각의 通貨指標의 증가를 두 부분, 즉 기본적 金融資產의 증가에 기인하는 부분과 다른 구성요소의 증가에 기인하는 부분으로 나눈다. 다음으로 名目國民所得을 이들 구성요소와 그 時差變數에 의하여 회귀분석을 한다. 회귀분석 결과의 해석은 다음과 같다. 첫째, 만일 두 구성요소의 서로 상응하는 時差變數의 계수가 同一하다면, 이들 두 구성요소가 名目國民所得에 미치는 영향이 同一하므로 이들 두 구성요소를 따로 구분할 필요가 없이 하나의 總量으로 취급할 수 있다. 둘째, 만일 기본금융자산을 제외한 다른 금융자산이 名目國民所得에 미치는 효과가 統計的으로 有意하지 못한 경우 全體總量이 GNP에 미치는 效果는 전부 기본금융자산에 기인하는 것으로 볼 수 있다. 세째, 만일 두 금융자산의 GNP에 미치는 효과를 나타내는 계수들의 서로 상응하는 계수값이 同一하지 않으면서, 기타금융자산의 계수 값이 統計的으로 有意한 경우는 두 구성요소가 전부 GNP에 영향을 주기는 하지만, 서

(4) 케이건[20]은 要求拂預金을 기본적인 금융자산으로 설정하고 분석을 하고 있는데 美國과는 달리, 우리나라의 경우 資料를 검토해 본 결과, 現金을 기본적인 금융자산으로 설정하는 것이 낫다는 것을 발견하였다. 즉 국민총생산의 이노베이션을 최근의 단계에서 現金을 이용하여 分析해 보고 아울러 요구불예금에 대하여도 分析해 본 결과 現金이 우월하다는 것을 발견하였다.

로 相異한 시간경로를 따라 영향을 준다. 本論文에서의 檢定方法과는 달리 一般的으로 사용되는 通貨指標의 적합성의 검정방법에서는 암묵적으로 모든 金融資産의 時係差數가 전부 同一한 것으로 가정하고 있다. 이와 같은 가정은 각 구성요소가 포함하고 있는 情報內容이 相異할 수 있다는 점을 고려하지 않고 있다. 네째, 때에 따라서는 기본금융자산의 效果가 有意性이 없는 반면, 기타 金融資産의 效果는 有意한 경우가 있을 수 있다. 이는 기본금융자산의 효과가 없기 때문이 아니라, 기타 금융자산의 효과가 支配的이어서 기본금융자산의 효과가 제대로 반영되지 못한 결과라고 해석할 수 있다. 이 경우, 通貨效果의 事前情報는 기본금융자산도 물론 일부 제공하기는 하겠지만, 기본적으로 金融資産에 의하여 제공되며, 기본금융자산의 기여가 비교적 微微하기 때문에 이들 두 資産을 따로 분리하여 취급하는 데 따르는 이득이 크게 없으므로 總量을 全體로 하나의 單位로 처리하는 것이 낫다.

以下의 檢定에서 사용할 通貨指標는 基本金融資産인 현금에서부터 출발하여 要求拂預金, 貯蓄性預金, 流動性의 순서로 합산하여 협의의 通貨槪念으로부터 점차 광의의 通貨槪念으로 가면서 檢定하였다. 基本金融資産에서 출발하여 기본금융자산에 가장 가까운 代替財를 순차적으로 더하여 總量槪念을 확대하는 것은 이와 같이 함으로써 일반대중에 의한 포트폴리오 代替를 점차 확대하여 가면서 通貨總量에 포함시키기 위한 것이다.

本檢定方法에 있어서 허구적인 상관관계(spurious correlation)를 회피하기 위하여 國民總生産 증가에 있어서의 추세변동, 순환변동 및 계절변동을 제거하였다. 왜냐하면, 이와 같은 國民總生産의 體係的인 變化는 여러가지 經濟變數에 공통적으로 나타나는 것이기 때문에 이를 제거하지 않는 경우 通貨와 GNP間의 직접적인 관계이외의 다른 요인으로 말미암은 兩者間의 關係가 회귀분석에 나타날 것이기 때문이다. 따라서, 國民總生産의 움직임 중에서 體係的인 變化를 제거하고 남는 부분인 確率變數의 時系列, 즉 國民總生産 增加率의 이노베이션(innovations in its growth)을 얻을 수 있다. 여기서 채택된 統計方法은 GNP의 증가율을 GNP증가율의 時差變數와 通貨증가율의 현재값 및 과거값에 의하여 회귀시키는 방법이다. 이것은 그랑저—심즈 分析方法의 응용이다. GNP증가율의 과거값은 從屬變數인 國民總生産의 增加率로부터 계열상관을 제거하기 위한 것이다. 계절변동조정된 GNP증가율을 同一變數의 1期 및 2期의 과거값에 의하여 자기 회귀하게 되면 대부분의 계열상관이 없어지기 때문이다.

國民總生産 증가율의 이노베이션에 미치는 通貨變數의 영향은 1期부터 5期까지의 時差를 가진 通貨증가율에 의하여 파악하였다. 회귀분석의 결과는 2개씩 짝을 맞추어 表에 나타나

있는데, 첫번째 회귀식은 通貨증가율의 今期값에서 부터 4期의 時差를 가진 5개의 항을 이용한 결과이고, 두번째 회귀식은 1期의 時差부터 5期의 時差까지의 다섯개의 항을 이용한 회귀결과이다. 다섯개의 항 정도를 이용하면, 通貨效果의 대부분을 파악할 수 있다는 생각에서 다소 자의적이기는 하지만, 다섯 개의 항만을 고려하였다. 이 때, 회귀분석 결과에서 이들 다섯 개의 항의 계수를 볼 때, 일반적으로 하나 또는 두 개의 항의 계수값만이 統計的으로 有意하다. 그러나, 通貨系列에 系列相關이 있고 時差의 패턴을 정확히 측정하는 데는 여러가지 문제가 있기 때문에 개별적으로 有意하지 않은 항들이 GNP 이노베이션에 주는 영향이 없다는 것을 意味하는 것은 아니다. 分析을 위하여 必要한 것은 個別的인 係數의 유의성 내지 부호라기 보다는 通貨變數의 係數들의 전체적인 유의성과 부호이다. 表에 나타나 있는 F檢定은 通貨變數의 效果를 나타내는 항들을 전부 하나의 그룹으로 묶어서 전체의 統計的 有意性을 檢定하였다. 회귀분석의 계수는 F檢定에서 중요하지 않기 때문에 表를 단순화하기 위하여 表에서는 생략하였다.

〈表 4〉에서는 M1을 기본金融資產인 現金과 M1에서 現金을 제외한 殘餘 M1으로 나누어 GNP의 이노베이션에 주는 영향을 檢定한 결과가 정리되어 있다. 〈表 4〉에 의하면 殘餘 M1의 난은 GNP의 이노베이션에 대한 現金을 제외한 殘餘 M1의 기여도를 나타내는데 이 결과에 의하면 殘餘 M1은 GNP에 對하여 事前情報를 주지 못한다.

〈表 4〉 以下의 결과에서 볼 수 있는 일반적인 경향은 通貨變數의 효과가 今期에서부터 過去 3期까지의 네 개의 항을 이용하는 것이 비교적 잘 파악된다고 볼 수 있다. 따라서 以

〈表 4〉 殘餘 M1의 情報內容 檢定

통 화 변 수	F 통 계 량
	잔여 M1*
ⓘ 今期 및 3個時差	0.6269
ⓘⓘ 前期부터 4個時差	1.8635

* 잔여 M1은 M1의 변화중 현금에 의해 설명되고 난 나머지 부분의 기여도를 나타냄. F통계량의 자유도는 (4, 37)이다.

〈表 5〉 殘餘 M1A의 情報內容檢定

통 화 량 변 수	F 통 계 량	
	현 금 통 화 량	잔 여 M1A
ⓘ 今期 및 3個時差	0.7736	0.5537
ⓘⓘ 前期부터 4個時差	6.3398*	5.3366*

*는 1% 수준에서 有意

下에서는 주로 過去 1期로부터 過去 4期까지의 항을 이용한 회귀분석결과를 中心으로 分析을 進行하고자 한다.

〈表 5〉의 결과를 보면 〈表 4〉와는 다소 相異하게 나타나고 있는 데, 〈表 5〉에서는 M1 대신에 조정된 通貨量인 M1A를 이용하여 分析하였다. M1A에는 貯蓄性預金 中에서 通貨性 내지 流動性이 강하다고 볼 수 있는 저축예금과 통지예금을 M1에 포함하였다. 本分析의 결과에 의하면 잔여 M1A의 國民總生産의 이노베이션에 대한 기여도에 있어서 그 效果가 統計的으로 有意하다. 즉, 잔여 M1A는 國民總生産의 成長에 대하여 事前情報를 주고 있다고 볼 수 있다. 아울러 M1A가 한 단위로 취급될 수 있는가를 검정해 본 결과 F統計量은 6.14로서 1%의 有意水準에 自由度가 (4, 40)인 F分布의 임계치 3.83을 초과하므로 M1A는 한 단위로 취급될 수 없는 것으로 나타났다. 이는 現金을 제외한 M1A의 構成要因들은 現金과 다른 타이밍을 가지고 國民總生産의 成長에 영향을 준다는 것을 의미한다. 이러한 결과는 通貨指標의 選定을 둘러 싼 기존의 分析에서 나타난 결과와 相互一貫性을 가지는 동시에 現金과 조정된 要求拂預金을 합한 M1A만을 이용하여 政策을 집행하는 것보다는 M1A를 現金과 조정된 要求拂預金을 따로 구분하여 分析하는 것이 國民總生産의 이노베이션에 대한 事前情報를 제공해 준다는 측면에서 우월하다.

〈表 6〉와 〈表 7〉에서는 M2와 M3에서 基本金融資産인 現金을 제외한 殘餘 M2와 M3의 GNP 이노베이션에 대한 效果를 檢定한 것이다. 檢定結果에 의하면, 잔여 M2와 잔여 M3는 전부 GNP의 이노베이션에 대하여 事前情報를 주는 것으로 나타났다.

〈表 4〉에서부터 〈表 7〉까지의 결과를 종합적으로 分析하여 볼 때, 殘餘 M1, 殘餘 M1A,

〈表 6〉 殘餘 M2의 情報內容檢定

통 화 량 변 수	F 통 계 량	
	현 금 통 화 량	잔 여 M2
ⓘ 今期 및 3個時差	0.7791	0.6391
ⓘⓘ 前期부터 4個時差	4.1701*	3.5413**

*는 1%, **는 5%수준에서 유의.

〈表 7〉 殘餘 M3의 情報內容檢定

통 화 량 변 수	F 통 계 량	
	현 금	잔 여 M3
ⓘ 今期 및 3個時差	2.4008	2.3360
ⓘⓘ 前期부터 4個時差	6.0088*	5.2646

*는 1% 수준에서 유의.

〈表 8〉 M1A와 M2 및 M3에 의한 情報內容檢定

통 화 량 변 수	F 통 계 량	
	M2중 현금과 잔여 M1A에 의해 설명되지 않은 부분	M3중 현금과 잔여 M1A에 의해 설명되지 않은 부분
ⓘ 今期 및 3個時差	1.1200	1.8021
ⓘⓘ 前期부터 4個時差	0.1729	0.9411

주 : F통계량의 자유도는 (4, 33)이다.

殘餘 M2, 殘餘 M3에서 잔여 M1만이 統計的 有意性이 없다는 것은 적어도 M1指標의 通貨指標로서의 效用을 저하시키는 것으로 볼 수 있다.

한편, M2와 M3의 구성요소 중 現金을 제외한 여타의 구성요소들이 國民總生產의 이노베이션에 관한 事前情報를 제공하는 것은 구체적으로 어떤 구성요소에 기인하는가를 살펴보기 위한 검정결과가 〈表 8〉에 나타나 있다. 여기에서는 現金과 여타의 M1A의 구성요소들이 GNP 成長에 영향을 준다고 할 때, 이러한 구성요소들을 제외한 M2와 M3의 구성요소들이 國民總生產의 成長에 추가적 영향을 주느냐를 檢定하였다. 검정결과에 의하면, M2와 M3의 여타의 구성요소들은 GNP成長에 추가적 영향을 못미치는 것으로 나타났으므로 이러한 결과를 종합해 볼 때, M2, M3의 구성요소들이 GNP성장에 대해 事前情報를 제공하는 것은 現金과 그외의 M1A의 구성요소들에 기인하는 것으로 결론을 지을 수 있다.

VI. 結 論

本論文에서는 通貨量重視의 通貨政策을 正統的인 二段階統制節次를 中心으로 하여 살펴본 후, 우리나라의 中心通貨指標의 變遷을 살펴 보았다. 우리나라의 경우 通貨量 中心의 通貨政策을 수행함에 있어서 중추적인 역할을 담당한 中心通貨指標는 時代의 變遷과 더불어 계속 變化하여 왔다. 中心通貨指標의 選定을 위한 實證的 分析에서 사용된 기준은 (1) 最終目標와의 關係의 긴밀성, (2) 中央銀行에 의한 統制可能性, (3) 最終目標에 대한 外生性 등이 이용되었다. 그러나, 가장 中心的인 기준은 最終目標와의 關係의 긴밀성, 즉 通貨需要函數의 安定性이나 貨幣流通速度의 安定性에 있었다. 그렇지만, 通貨需要의 安定性을 기준으로 한 硏究에 있어서 分析기간 및 分析方法에 따라 中心通貨指標에 대하여 相異한 結論에 도달하고 있을 뿐만 아니라, 여러 指標의 상대적 우열의 차이가 微細한 경우가 많으므로 經驗的 증거에만 의존하여 명확한 결론을 내리기 힘들다.

이러한 점에 착안하여 本硏究에서는 中心通貨指標의 接近方法과는 다소 相異하게 通貨

指針이라는 개념을 이용하여 각각의 金融資產이 제공해 주는 새로운 情報의 有無를 살펴보고자 하였다. 즉, 中心通貨指標와는 별도로 각각의 金融資產이 名目國民所得의 움직임에 관하여 제공하여 주는 事前的 情報의 有無를 檢定함으로써 추가적인 事前的 情報를 제공해 주는 金融資產을 전부 포함하는 通貨指針을 通貨指標와는 별도로 파악하고자 하였다.

事前的 情報의 有無를 결정하기 위한 統計的 方法은 基本金融資產이 名目國民所得의 증가에 주는 영향을 회귀분석한 후 새로운 金融資產의 추가가 名目國民所得의 움직임을 파악하는 데 새로운 情報를 주는지의 여부를 檢定하였다.

分析의 結果를 要約하면, 어떤 通貨總量 혹은 그 構成要素들이 GNP成長에 事前情報를 제공하느냐를 살펴 본 결과, 現金通貨量의 GNP成長에 대한 기여가 일정하다고 볼 때, 기타의 M1A의 구성요소들의 변화가 GNP成長에 대한 事前情報를 제공하며 그 이상 더 넓은 의미의 通貨總量의 구성요소들이 주는 情報는 이미 기타의 M1A의 구성요소에 포함되어 있음을 알 수 있었다. 그러나, 傳達經路上에서 現金과 기타의 M1A의 구성요소들은 다른 타이밍을 가지고 國民總生產에 영향을 주므로 M1A가 한 단위로서 通貨政策의 指針이 될 수는 없다는 결과도 얻었다. 이러한 결과는 기존의 分析方法만으로는 다루어지기 어려운 측면이다. 왜냐하면, 여러가지 金融資產을 단순히 합산하여 總量指標를 구성하는 경우든 또는 加重値를 주어 合算하는 경우든 전부 金融資產이 名目國民總生產에 주는 영향의 時差構造가 同一하다는 전제에서 출발하기 때문이다.

그러나, 우리의 分析結果는 그 分析過程上 특수한 假定 및 方法論에 의거하여 도출된 것이므로 本硏究 結果는 앞으로 더욱 보완되어져야 할 것이다. 向後, 通貨信用政策의 施行에 있어 특정한 通貨總量을 中心通貨指標로 설정하고, 그것의 움직임만을 조절하는 것보다는 여러 通貨總量들의 各 構成要素들이 政策當局者에게 제공하는 有用한 情報가 있다면, 이를 추가적으로 고려하는 것이 바람직하다.

參 考 文 獻

1. 國內文獻

〔1〕 金融經濟, 「日本經濟와 金融——그의 轉換과 適應」, 1984, 各號.

〔2〕 金大植, 李炳達, 「Divisia Index에 관한 理論 및 通貨指標에의 應用方法」, 『調査統計月報』, 韓國銀行, 1982.·12.

〔3〕 金大漢, 「通貨政策과 金利政策의 調和的 運用」, 『調査統計月報』, 韓國銀行, 1984. 10.

〔4〕 金秉柱, 朴英哲, 『韓國經濟와 金融』, 博英社, 1984.

〔5〕 南相祐, 「通貨政策上의 適正通貨指標」, 『韓國開發研究』, 韓國開發研究院, 1980여름호.

〔6〕 南相祐, 「中心通貨指標의 選定」, 『KDI分期別 經濟展望』, 韓國開發研究院, 1982. 5.

〔7〕 盧成泰, 「通貨政策運用과 中心指標選定」, 『金融研究』, 1985. 4.

〔8〕 朴在潤, 河成根, 「名種通貨指標에 관한 實證的 分析」, 『調査統計月報』, 韓國銀行, 1982. 2.

〔9〕 D.C.콜, 朴英哲, 『韓國의 金融發展 : 1945~80』, 韓國開發研究院, 1984.

〔10〕 孫正植, 「適正通貨指標의 選定」, 『經濟研究』, 漢陽大學校 經濟研究所, 1983. 11.

〔11〕 李吉寧, 「主要國의 通貨量供給目標의 設定과 通貨管理方式」, 『調査月報』, 韓國銀行, 1982. 9.

〔12〕 李吉寧, 「通貨信用政策과 中心通貨指標의 選擇」, 『調査統計月報』, 韓國銀行, 1984. 9.

〔13〕 張炫圭, 「通貨管理方式의 間接規制로의 轉換과 通貨政策手段」, 『金融』, 1982. 4.

〔14〕 鄭雲燦, 「轉換期에 선 韓國金融의 進路」, 『經濟論集』, 서울大學校 經濟研究所, 1982. 12.

〔15〕 韓國銀行, 「인플레抑制를 위한 主要國의 通貨管理政策」, 『調査月報』, 1980. 8.

〔16〕 韓國銀行, 「金融構造의 變化와 通貨指標의 擴大」, 『調査月報』, 1976. 7.

〔17〕 韓國銀行, 「非銀行金融機關과 通貨政策」, 『調査月報』, 1978. 9.

〔18〕 韓國銀行, 『韓國의 金融政策』, 1977.

〔19〕 韓國銀行 調査第1部, 「M3指標의 新系列(1971~1984)」, 統計分析資料 No. 84-39, 1984. 9.

2. 外國文獻

〔20〕 Cagan, P., "The Choice among Monetary Aggregates as Targets and Guides for Monetary Policy," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1982, pp. 661-686.

〔21〕 Cole, David and Yung Chul Park, "Financial Development in Korea, 1945~1978," Working Paper 7904, *Korea Modernization Study Series* No. 14, Korea Development Institute, 1979.

〔22〕 Craine, R., and A. Havenner, "Choosing a Monetary Instrument: The case of Supply Side Shocks," *Journal of Economic Dynamics and Control*, 1981, pp. 217-234.

〔23〕 Friedman, B.M., "Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics*, 1975, pp. 443-473.

[24] Friedman, B.M., "The Inefficiency of Short-run Monetary Targets for Monetary Policy, *Brooking Papers on Economic Activity*, 1977(a), pp. 293-335.

[25] Friedman, B.M., "Empirical Issues in Monetary Policy: A Review of Monetary Aggregates and Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics*, 1977(b), pp. 87-101.

[26] Friedman, B.M., "Time to Reexamine the Monetary Targets' Framework," *New England Economic Review*, FRB of Boston, Mar./Apr. 1982, pp. 5-23.

[27] Griffiths, B., and G.E. Wood, eds., *Monetary Targets*, The Macmillan Press LTD, 1981.

[28] Judd, J.P., and J.L. Scadding, "Short-Run Monetary Control under Alternative Reserve Accounting Rules," *Economic Review*, FRB of San Francisco, sum. 1980, pp. 3-21.

[29] Judd, J.P., "An Examination of the Federal Reserve's Strategy for Controlling the Monetary Aggregates," *Economic Review*, FRB of San Francisco, 1982, pp. 7-18.

[30] Korea Federation of Banks, *Financial Innovation and Financial Reform*, Dec. 1984.

[31] OECD, *Monetary Targets and Inflation Control*, 1977.

[32] Otmar Issing, W., "Recent Developments in U.S. Monetary Policy," *Kredit und Kapital*, 1981, pp. 550-560.

[33] Pierce, J.L., and T.D. Thomson, "Some Issues in Controlling Stock of Money," in Federal Reserve Bank of Boston, *Controlling Monetary Aggregates II: The Implication*, 1972.

[34] Poole, W., "Optimal Choice of Monetary Instruments in a Simple Stochastic Macro Model," *Quarterly Journal of Economics*, 1970, pp. 197-216.

[35] Poole, W., "Federal Reserve Operating Procedures: A survey and Evaluation of the Historical Record Since October 1979," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1982, pp. 575-596.

[36] Sargent, and N. Wallace, "Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule," *Journal of Political Economy*, Apr. 1975.

[37] Sellon, G.H., and R.L. Teigen, "The Choice of Short-Run Targets for Monetary Policy," *Economic Review*, FRB of Kansas City, Apr. 1981 and May 1981.

[38] Tavlas, G.S., "Keynesian and Monetarist Theories of the Monetary Transmission

Processs," *Journal of Monetary Economics*, 1981, pp. 317-337.

[39] Tobin, J., "Monetary Policy: Rules, Targets, and Shocks," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1983, pp. 506-518.