

# 戰間期 金本位制와 英蘭銀行의 割引率 政策

朴 馥 永

이 글은 전간기 금본위제가 유지된 기간 동안 영란은행(Bank of England)의 할인율 정책이 어떠한 요인들의 영향을 받았는지를 실증분석함으로써 영란은행이 소위 금본위제의 '게임룰'을 준수했는지를 확인하려고 한다. 분석결과 영란은행은 1914년 이전과 마찬가지로 금태환의 유지를 할인율 결정에 있어 최우선적으로 고려했으며 할인율을 反景氣의 政策(counter-cyclical policy)의 수단으로는 사용하지 않았다는 의미에서 '게임룰'을 준수했다고 할 수 있다. 따라서 영란은행의 '게임룰'의 위반이 전간기 영국의 금본위제의 불안정을 야기한 중요한 원인이었다는 주장은 그 근거가 불명확하다.

## 1. 戰間期 國際金本位制의 不安定과 英蘭銀行의 通貨政策

### 1.1. 戰間期 國際金本位制의 不安定과 그 原因

1880년 이후 약 35년간 지속되었던 국제금본위제는 1914년 1차 세계대전의 발발로 인해 영국을 비롯한 많은 나라에서 그 작동이 중지되었다. 그러나 전쟁이 끝나자 영국을 비롯한 대부분의 유럽 국가들은 금본위제를 재건하기 위해 노력했으며, 영국이 1925년 4월에 금본위제로 복귀하는 것을 전후하여 다른 나라들도 금본위제로 복귀하여 국제적 금본위제가 재건되었다. 그러나 재건된 국제금본위제는 戰前의 금본위제와는 달리 오래 지속되지 못했다. 영국의 경우 1931년 9월에 금본위제를 포기했으므로 재건된 국제금본위제는 겨우 6년 5개월 정도 지속되었을 뿐이다. 그리고 국제금본위제가 유지되고 있는 동안에도 금보유의 국가간 편중이나 국제수지의 불균형, 국제금융의 불안정과 같은 문제를 내포하고 있었다.

이처럼 전간기 국제금본위제가 오래 지속되지 못하고, 유지되었다고 하더라도 불안정하게 유지될 수 밖에 없었던 원인에 대한 연구는 비교적 활발히 이루어졌다. 아이켄그린(B. Eichengreen)은 여러 학자들이 지적한 원인들을 크게 네 가지로 분류했다(Eichengreen (1990)). 첫째, 각국의 중앙은행들이 소위 금본위제의 '게임룰'(rules of the game)을 지키지 않았기 때문이라는 것이다. 둘째, 전전과는 달리 전간기에는 국제적 헤게모니의 부재로 국제적 최중대부자역할을 한 국가가 없었기 때문이라는 것이다. 셋째, 주요 국가들 사이에 政策協調(inter-national policy coordination)가 적절히 이루어지지 못했기 때문이라는

것이다. 마지막으로, 전간기 금본위제는 실상 金換本位制(gold-exchange standard system)로서 내재적인 결함을 지니고 있었다는 것이다.

이러한 주장들 중 이 글에서 주목하고자 하는 것은 소위 금본위제의 '게임룰'과 전간기 국제금본위제의 불안정 사이의 관련에 관한 것이다.

### 1.2. '게임룰'의 意味와 戰間期的 '게임룰' 違反에 관한 論議

1914년 이전의 금본위제 하에서는 영국을 비롯한 각국에서 통화정책이 일정한 준칙에 따라서 이루어졌다고 인식되고 있는데, 이러한 준칙이 흔히 금본위제의 '게임룰'로 불리고 있다. '게임룰'의 의미는 시기나 학자에 따라 약간씩 다른 의미로 사용되고 있는데, '게임룰'이 지시하는 구체적 내용에 따라 다음 세 가지로 분류될 수 있다.

영란은행의 이사였던 킨더슬리경(Sir R. Kindersley)이 맥밀란 위원회 증언과정에서 처음으로 '게임룰'이라는 용어를 사용했는데, 그 의미는 분명하지 않았다[United Kingdom Committee on Finance and Industry(1931b)]. 그후 케인스가 이 용어에 주목하면서 맥밀란 위원회 보고서에서도 사용하였다.<sup>(1)</sup> 이 보고서는 '게임룰'이 여러 가지를 의미할 수 있다는 것만 지적하고 그 의미를 하나로 정확히 정의하지는 않았다. 다만 보고서는 금본위제가 유지되기 위한 두 가지 조건 중의 하나로, '중앙은행 준비금량의 증감이 곧 膨脹的(cheap) 혹은 緊縮的(dear) 통화정책으로 귀결'되어야 한다는 점을 들고 있는데, 이를 '게임룰'의 내용으로 받아들여도 무방할 것으로 판단된다[United Kingdom Committee on Finance and Industry(1931a)].<sup>(2)</sup>

그 이후 너시(R. Nurkse)와 브룸필드(A.I. Bloomfield)는 각각 1차대전 이후와 1차대전 이전의 금본위제 시기에 '게임룰'이 준수되었는지의 여부를 검증하기 위해 그 의미를 분명히 했다. 브룸필드는 '게임룰'의 의미를 소극적 의미와 적극적 의미로 분리했다. 소극적 의미의 '게임룰'은, 중앙은행이 금의 유출입이 상업은행의 준비금 증감에 미치는 효과를 상쇄하기 위해 의도적인 조치를 취하지 않음을 의미한다. 즉 '의도적인 불대화 정책을 사용하지 않음'(the absence of deliberate "offsetting" policies)을 뜻한다. 반면 적극적 의미의 '게임룰'은, 그 효과를 상쇄하지 않는 데 그치는 것이 아니라 그 효과를 강화한다(reinforce)는 뜻이다.<sup>(3)</sup> 그리고 만약 중앙은행이 적극적 의미의 '게임룰'을 따르게 되면

(1) 케인스는 영란은행이 적정량의 금을 보유하도록 정책을 수행한다는 뜻으로 '게임룰'이라는 용어를 사용했다[Keynes(1981)].

(2) 맥밀란위원회 보고서에서 지적된 금본위제 유지를 위한 다른 하나의 조건은, 통화정책이 그 경제의 물가와 화폐소득에 유연하게 영향을 미칠 수 있어야 한다는 것이다.

(3) Bloomfield(1959, p. 47), Pippenger(1984)와 McGouldrick(1984)도 이러한 의미를 기준으로 하여 1차대전 이전 영국과 독일에서 '게임룰'이 준수되었는지를 분석했다.

중앙은행의 할인율은 준비금의 양이나 준비율과 반대방향으로 움직이게 되며, 중앙은행의 국내자산의 보유량은 대외 준비자산의 보유량과 같은 방향으로 움직이게 된다는 것이다.

보다 최근에는 '게임룰'의 의미가 다소 다른 방식으로 해석되고 있다. 다톤(J. Dutton)에 따르면, 割引率 政策(Bank Rate policy)에 크게 의존하고 있었던 영란은행은, 정책수단이 제한되어 있는 상황에서 金兌換(convertibility) 유지라는 목표를 일관되게 지향하기 위해서는 경기안정화를 추구할 여지가 거의 없었을 것이라는 주장이다. 따라서 영란은행이 '게임룰'을 준수했다면 反景氣政策(counter-cyclical policy)을 추구하지 않았을 것이라고 주장한다. 아이켄그린은 여기서 한발 더 나아가 '여러 가지 국내경제적 조건이나, 정책이 국내경제에 미칠 영향에 대한 우려 때문에 금태환 유지라는 중앙은행의 정책 목표가 제약되어서는 안된다'는 의미로 '게임룰' 개념을 사용한다[Dutton(1984, pp. 174-175), Eichengreen(1990)].<sup>(4)</sup>

이 글에서도 '게임룰'을 이와 같이 확장된 의미로 해석하여 다음과 같이 정의하고자 한다. 즉 각국은 통화정책을 실시함에 있어 최우선의 정책목표를 금태환의 유지에 두며, 경기의 진작이나 실업문제의 완화 등과 같은 대내적 목표는 중요시하지 않거나 적어도 두 목표가 상충될 경우 전자의 목표가 보다 우선되는 방향으로 정책을 실시한다는 것을 의미한다. 보다 익숙한 표현으로 설명한다면 대외적 목표와 대내적 목표가 상충하는 딜레마 영역에 빠졌을 경우 대외적 목표를 선택함을 의미하는 것이다.<sup>(5)</sup>

그러면 '게임룰'은 금본위제를 유지하는 데 어떤 역할을 하는가? 많은 경제학자들은 할인율 정책을 포함한 중앙은행의 정책이 소위 '게임룰'에 따라서 이루어지면 금태환의 유지에 필요한 적정한 준비금이나 준비율을 유지할 수 있을 뿐만 아니라 국제수지의 불균형을 신속히 조정할 수 있다고 생각한다. 예를 들어 할인율의 변경은 흄(D. Hume)이 말한 '가격-정화 플로 메카니즘'에 따라 물가 변동을 통한 국제수지조정뿐만 아니라 케인스적인 의미의 소득변동을 통한 국제수지조정, 단기자본의 국제적 이동을 통한 국제수지조정 모두에 기여할 수 있다는 것이다[United Kingdom Committee on Finance and Industry

(4) 1914년 이전에도 영란은행이 통화정책을 실시할 때 국내경기 상황을 고려했다는 굿하트(C.A.E. Goodhart)의 주장이, '게임룰'을 이와 같이 확장된 의미로 해석하게 된 계기가 된 것으로 보인다[Goodhart(1972)].

(5) 금본위제 시기의 금태환 유지가 현대적 의미의 대외적 목표인 국제수지균형과 동일한 의미가 아닐 수도 있다. 그러나 이 두 가지 목표 사이에는 많은 유사성이 존재한다. 첫째, 이 목표들이 달성되지 않을 경우 모두 자국 통화의 가치, 즉 환율의 불안정이라는 위험에 직면한다. 둘째, 금태환의 유지를 위한 준비금의 변동은 국제수지와 밀접히 관련되어 있었다는 점이다. 금태환의 유지가 국제수지의 균형(혹은 지속적 적자의 탈피)의 달성과 같은 의미로 빈번히 사용되고 있는 것은 바로 이러한 이유 때문일 것이다.

(1931a), reprinted in Eichengreen(ed.)(1985, pp. 188-191), Nurkse(1944, p. 98)(일역판)].

그런데 '게임룰'이라는 용어가 전간기 금본위제의 해체시기인 1920년대 말에 처음 사용되었다는 사실 자체만 보더라도 전간기의 '게임룰'의 위반과 금본위제의 불안정 사이에 밀접한 관계가 있다는 인식이 당시에 널리 퍼져 있었음을 추측할 수 있다. 백밀란위원회 보고서도 전간기에 중앙은행들이 불태화정책을 빈번히 사용하여 국제적 조정을 방해하고 있다고 지적하였다. 그후 전간기 통화체제의 불안정의 원인을 연구한 녀시는, 각국 중앙은행의 자산 보유량의 연간 변동이라는 실증적 자료를 이용하여 위의 주장을 뒷받침했다.

아이겐그린은 최근에 이러한 논의를 한층 발전시켰는데, 그에 따르면 금본위제 유지의 두 축인 信賴性(credibility)과 國際的 協調(international cooperation) 중 전간기에는 중앙은행의 '게임룰'의 위반에 의해 신뢰성이라는 축이 붕괴되었다고 주장한다. 그가 말하는 '게임룰'의 위반이란 금태환이나 국제수지균형의 유지를 위한 정부나 중앙은행의 코밋먼트(commitment)가 여러 국내적 요인에 의해 약화되었음을 의미하는 것이다. 다음 인용문에 그의 주장이 잘 집약되어 있다.

임금이나 고용수준의 결정과 같이 과거에는 정치적 영역 밖에 있었던 문제들이 갑자기 정치화되었다. 선거권의 확대와 노동계급이 주도하는 정당들의 성장에 의해 고용 목표를 달성할 수 있는 정책을 채택해야 한다는 압력이 강화되었다. 고용이라는 목표와 국제수지라는 목표가 충돌했을 때 어떤 목표가 더 우선한가는 이제 불분명해졌다. 금[태환]에 대한 코밋먼트의 신뢰성에 의문이 제기되었다[Eichengreen(1992, p. 9)].<sup>(6)</sup>

또한 보르도와 키드랜드(M.D. Bordo and F.E. Kydland)도 정책당국의 일관된 준칙의 준수가 금본위제 유지의 관건이라고 주장하면서, 1920년대에는 '정치화되어 버린'(politicized) 통화정책 때문에 금본위제의 준칙은 준수되지 않았고 그 결과 금본위제는 붕괴했다고 주장한다[Bordo and Kydland(1995, p. 458)]. 발더스톤(T. Balderston)은 특히 영국의 전간기 금본위제의 붕괴는 신용정책과 고용정책보다 환율정책을 우선시하지 않은 선택의 결과라고 주장한다[Balderston(1995)]. 이외에도 영국의 경우 1920년대의 높은 실업률이라는 국내 경제적 요인과 그것을 해결하려는 정부의 의지가 영국의 중앙은행인 영란은행의 정책에 영향을 미쳤다는 정도의 주장은 많은 글에서 찾을 수 있다.<sup>(7)</sup>

(6) 아이겐그린은 이러한 정치적·경제적 변화 때문에 통화정책과 재정정책이 정치적 요인에 의해 결정되었을 뿐만 아니라, 국제적 협조에도 제약을 가했다고 주장한다.

'게임룰'의 위반이 전간기 금본위제의 불안정을 야기한 중요한 원인이었는지를 확인하기 위해서는 두 가지가 확인되어야 한다. 먼저 안정적으로 금본위제가 유지되었다고 평가되는 1914년 이전과 비교하여 이 시기에 '게임룰'의 위반이 두드러진 특징인가를 확인하는 것이다. 그러한 특징이 확인된다면 다음은 게임룰의 위반이 어떤 경로를 통해서 금본위제의 불안정을 야기했는가를 규명해야 한다.

그런데 전간기 금본위제 시기에 '게임룰'이 실제로 위반되었는지, 위반되었다면 어느 정도였는지를 실증적으로 확인하는 연구는 Nurkse(1944)와 Eichengreen(1985, 1990)의 연구에 불과한 실정인데, 이는 1914년 이전 금본위제 시기에 대한 분석에 비해서도 상대적으로 빈곤한 것이다.<sup>(8)</sup> 너시의 연구결과는 앞에서 말한 바와 같으며, 아이젠그린은 1925-1931년 동안의 영란은행 할인을 정책에 대한 분석을 통해서 다음과 같은 결론을 도출했다. 영란은행은 할인을 정책의 결정에 있어 준비금의 유입과 유출에 대해 비대칭적인 방식으로 대응했으며 국내경제적 조건에 민감하게 반응했다는 것이다. 그리고 '게임룰'의 이러한 위반이 전간기 금융체제의 불안정을 야기했을 수도 있다는 것이다[Eichengreen, Watson and Grossman(1985)].

### 1.3. 英蘭銀行의 政策目標와 政策手段

전간기 영란은행의 할인율정책에 대해 살펴보기에 앞서 먼저 금본위제를 유지하고 있는 동안 영란은행의 정책목표와 정책수단이 무엇이었는지를 간략히 검토해 보자.

2차 대전 발발 직전까지 영란은행의 통화정책 목표는 무엇이었을까? 이 시기의 영란은행의 활동에 관해 팔목할 만한 연구성과를 남긴 세어스(R.S. Sayers)는 당시 영란은행 총재의 임무를 다음과 같이 세 가지로 요약했는데, 이것을 영란은행의 통화정책 목표로 해석해도 무리는 아니다.

그[영란은행 총재]는 은행권의 금태환을 유지해야 한다는 법률적(statutory) 책임을 지고 있었다. 그는 정부의 재정상의 필요를 고려해야 하는 정치적(political) 책임을

(7) 다음의 인용문들이 그 예이다. '실업자가 백만을 넘어서고 광범위한 여론이 영란은행 할인과 산업의 침체를 연결시키고 있었기 때문에, 파운드 가치의 유지를 위해 할인을 인상하는 것이 정치적으로 더욱 어렵게 되었다'(Sayers(1976, vol. 1, p. 133)): '1925년 12월부터 1929년 2월까지 재무성은 영란은행 할인의 어떠한 인상에도 공공연히 반대했으며 주로 실업을 완화하기 위해 가능한 한 영란은행으로 하여금 할인을 인하하도록 영향력을 행사하려고 했다'(Garside(1990, p. 129)).

(8) 1914년 이전의 금본위제 기간 동안 '게임룰'의 준수여부에 관한 실증연구의 대표적인 예는, 금본위제를 유지하고 있는 많은 나라를 대상으로 한 Bloomfield(1959), 영국을 대상으로 한 Goodhart(1972), Dutton(1984), Pippenger(1984), 독일을 대상으로 한 McGouldrick(1984) 등이다.

지고 있었다. 그리고 그는 주주의 수입을 유지시켜야 하는 경영상의(commercial) 책임을 지고 있었다(Sayers(1976, vol. I, p. 8)).

여기에는 들어 있지 않지만 영란은행은 국내경기의 안정에도 어느 정도 책임감을 느끼고 있었다고 세어스는 말한다(Sayers(1936, pp. 125-127)). 결국 당시 영란은행이 염두에 두고 있었던 목표는 금태환유지, 정부재원조달, 수익성유지, 국내경기안정이라고 할 수 있다. 세어스에 따르면, 1914년 이전에는 금태환의 유지라는 목표가 압도적 우위를 지니고 있어 서로 다른 목표들이 상충되면 금분위제의 유지가 항상 일차적인 목표로 되었다는 것인데, 이러한 그의 주장은 정설로 받아들여지고 있다. 이는 곧 앞에서 말한 금분위제의 '게임룰'이 1914년 이전 영국에서는 엄격히 준수되었음을 의미하는 것이다.

그러면 이러한 정책목표를 달성하기 위한 정책수단은 무엇이었을까? 금분위제 시기 전체를 통해서 영란은행의 가장 중요한 정책수단은 割引率政策이었으며, 이를 보완하기 위해 시기에 따라 공개시장조작정책,<sup>(9)</sup> 상업은행이나 외국중앙은행으로부터의 직접적 차입, 도의적 권유, 금수출입점의 조작<sup>(10)</sup> 등과 같은 수단이 사용되었다.

앞에서 설명한 바와 같이 전간기 금분위제 시기에 영국에서 '게임룰'이 준수되었느냐의 여부는 바로 영란은행의 정책목표 중 어떠한 목표가 우선시되었으며 또 구체적인 정책을 결정함에 있어 그 우선순위가 어떻게 반영되었는가를 통해서 확인할 수 있다. 이 글도 바로 이 시기의 통화정책의 가장 중요한 정책수단의 하나인 영란은행의 할인율이 결정되는데 있어 어떠한 국내외적 요인들이 얼마만큼 영향을 미쳤는지를 통해서 이를 확인하려고 하는 것이다. 사실 이러한 방법은 '게임룰'의 준수여부를 확인하는 데 가장 널리 이용되는 방법이다.

(9) 엄밀한 의미의 공개시장조작정책이 발달된 것은 1차대전 이후이며 그 이전에는 거의 사용되지 않았다. 세어스에 따르면 1차대전 이전에 영란은행은 어음을 공개시장에서 매입한 적이 없으며, 어음은 일반적으로 만기시까지 보유하였다. 그리고 전체 보유 어음 중 재무성단기 증권(Treasury bill)의 비중도 극히 작았으며 영구국채인 콘솔(Consol)의 매매도 극히 예외적이었다는 사실도 이를 뒷받침한다(Sayers(1936, pp. 19-33)).

(10) 중앙은행이 당행의 금매매 가격을 소폭 변동시켜 금의 수출입을 유발토록 시장환율수준을 변경시키는 방법인데, 영국의 경우 1910년 이후에는 이 수단이 거의 사라진 것으로 알려져 있다(Sayers(1976, vol. I, p. 52)).

## 2. 戰間期 金本位制 期間의 英蘭銀行 割引率의 變動과 그 要因

### 2.1. 英蘭銀行 割引率

영란은행 할인율(Bank Rate) — 이하에서 특별한 수식어가 붙지 않은 할인율이라는 용어는 모두 이를 가리킨다 — 이란, '영란은행이 최종대부자로서, 적격 어음을 할인하거나 그러한 어음이나 단기정부증권을 담보로 대출하는 방식을 통해서 ... (중략) ... 할인업자에게 자금을 제공할 때 적용하는 최저이자율'이다[Committee on the Working of the Monetary System(1959, Radcliffe Report, para. 358): Newman, Milgate, and Eatwell(eds.) (1992, 'Bank Rate' 항목, p. 170)에서 재인용].<sup>(11)</sup> 이 할인율은 특별한 경우가 아니면 매주 수요일의 財務委員會(the Committee of Treasury)가 추천한 대로 매주 목요일 오전에 열리는 영란은행 이사회에서 총재가 제안하고 이사회가 승인하는 과정을 거쳐 당일 발표되었는데 0.5% 포인트 단위로 결정되었다.

매주 할인율 결정의 근거는 공식적으로는 전혀 기록되어 있지 않지만, 영란은행이 1909년 美國國家通貨委員會(US National Monetary Commission)에서 한 아래의 진술은 적어도 당시의 할인율 정책의 목표를 분명히 보여준다.

할인율은 금이 영국에서 빠져나가는 것을 막거나 영국으로 들어오도록 할 목적으로 인상되었으며, 할인율이 시장이자율과 완전히 괴리되고 금의 유입을 유도할 필요가 없는 경우에 인하되었다[U.S. National Monetary Commission, Interviews on the banking and currency systems(p. 26): Sayers(1976, p. 29)에서 재인용].

이는 할인율 변경의 가장 중요한 목적이 금태환에 필요한 금의 양을 조절하는 데 있음을 분명히 보여주는 것이다. 그러면 할인율의 변경은 구체적으로 어떤 경로를 통해서 금의 유출입이나 국제수지균형에 영향을 미치는가? 그 효과는 크게 두 가지로 나눌 수 있다.<sup>(12)</sup> 첫째는 국제적 이자율 격차를 통한 자본수지조정효과라고 할 수 있다. 예를 들어 국제수지의 악화로 파운드의 가치가 약세가 되어 금수출의 요인이 발생했을 경우 영란은

(11) 영란은행 할인율은 '1833년 영란은행법'을 계기로 통화정책의 수단으로 사용되기 시작했으며, 파운드화의 가치가 변동하게 되자 1972년 10월 '최저대출이자율'(MLR: minimum lending rate)로 대체되었다가 1981년에는 이것마저 폐지되었다.

(12) 영란은행의 할인율이 대외균형에 미치는 효과에 대한 정리는 다음 글들을 참고할 수 있다. Committee on Currency and Foreign Exchange After the War(Cunliffe Committee)(1918, para 4-5), Eichengreen(ed.)(1985, pp. 64-66), Ford(1962, ch. 3).

행이 할인율을 인상하면 — 그리고 영란은행 할인율이 ‘효과적’이라면 — 시장의 단기이자율이 상승하고, 이는 다시 런던의 단기 금융자산 보유량이 감소하는 것을 저지하거나 그것을 증가시켜 금의 유출을 억제하거나 유입을 유도할 수 있다는 것이 전통적인 인식이다. 여기서 영란은행 할인율이 효과적이라는 것은 영란은행의 할인율이 시장의 단기이자율이나 시장할인율을 주도하여 그것에 직접적인 영향을 미친다는 것을 의미한다. 두번째는 국내 소득수준의 변동을 통한 무역수지조정효과라고 할 수 있다. 호트리(R. Hawtrey)와 케인스는 할인율의 인상이 차입비용의 증가와 국내유동성의 감소를 초래하고 그 결과 국내투자자와 국내경기를 위축시켜 무역수지의 개선을 달성하는 경로를 강조했다.<sup>(13)</sup>

그런데 바로 이 두번째 경로는 할인율이 대외적 균형뿐만 아니라 국내경제에도 영향을 미칠 수 있음을 의미하며, 때로는 할인율 변경을 통한 대외적 균형을 달성 노력이 국내경기를 더욱 악화시킬 수 있는 딜레마에 부딪칠 수도 있음을 뜻한다. 특히 대외적으로는 파운드화 가치의 장기적 안정에 대한 신뢰성이 1차대전 이전에 비해 약하고, 대내적으로는 실업률이 매우 높은 수준에 있었던 전간기의 금본위제 유지기간에는 어느 때보다도 딜레마에 빠질 가능성이 컸을 것이다. 이 글은 바로 이러한 시기에 영란은행이 어떠한 목표에 더 큰 중요성을 부여했는가와 그것이 1차대전 이전의 관행과 분명히 구별될 정도인가를 살펴보고 하는 것이다.

## 2.2. 戰間期 金本位制 期間의 英蘭銀行 割引率 變動要因

영국은 1차대전 이후 1925년 4월 28일부터 1931년 9월 19일까지 금본위제를 유지했는데 <그림 1>은 이 기간 동안 월평균 영란은행 할인율 추이를 나타내고 있다. 이 그림에서 볼 수 있는 바와 같이 이 기간 동안 할인율 변동의 특징 중의 하나는 변경이 드물었다는 점인데, 이 기간 동안 할인율의 변경은 모두 16번에 불과했으며 1926-28년의 3년 동안에는 단 한차례의 변경이 있었을 뿐이다. 이처럼 할인율의 변경이 드물었던 것에 대해 아이켄그린은 할인율이 국내경제전반이나 차입비용에 미칠 파급효과등을 우려한 것이 하나의 원인이라고 주장했다.

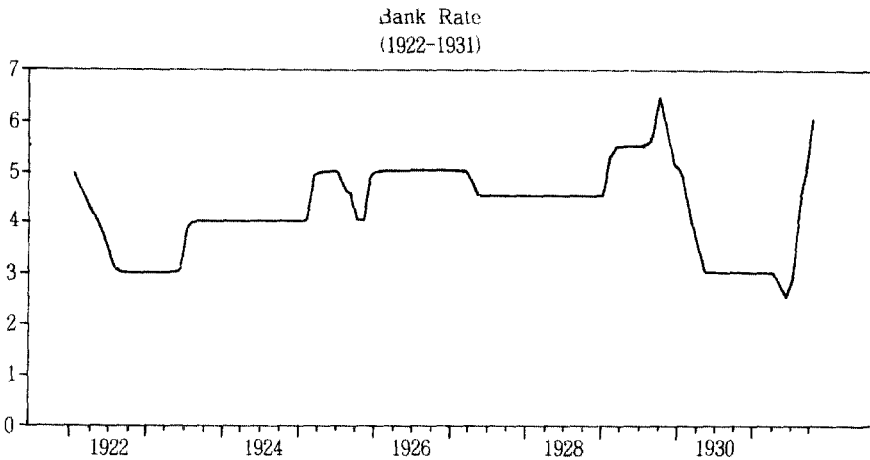
할인율의 변경이 상대적으로 드물기 때문에 통계적 분석을 하기 전에 매회 할인율의 변경에 어떠한 요인들이 영향을 미쳤는지를 살펴볼 수 있다.<sup>(14)</sup>

영국이 5%의 영란은행 할인율로 1925년 4월 금본위제로 복귀한 이후 금은 계속 유입되었으며 영란은행의 준비금도 증가했다. 한편 물가는 하락하고 경기가 침체하고 있어 경

(13) 컨리프보고서는 유동성의 공급이 소득조정보다는 물가조정을 통해 국제수지의 균형을 유도하는 경로를 강조하고 있다

(14) 이 부분에 대한 설명은 주로 Sayers(1976, ch. 9)를 참고하였다





〈그림 1〉 英蘭銀行의 割引率 變動(1922-1931)

기진작의 노력이 필요했음에도 불구하고 영란은행은 미국의 자본이 런던에서 대규모로 유출될지 모른다는 우려 때문에 할인율의 인하를 주저하다가 결국 8월 6일에 가서야 4.5%로 인하하였다. 10월 1일에는 4.0%로 인하했는데, 월스트리트의 투기붐으로 인해 미국의 콜금리가 상승하고 영국에서 자본이 유출됨에도 불구하고 할인율을 인하한 것은 영란은행이 자신의 포지션이 충분히 강하다고 믿었기 때문인 것으로 보인다. 뉴욕으로 단기자본의 유출이 지속되는 동안에도 11월 3일 영국은 자본수출제한조치, 즉 런던에서의 외국인증권 발행제한조치를 해제했는데, 그 결과 외국인 증권발행이 급증하여 런던에서 금이 유출되자 영란은행은 12월 3일 할인율을 5%로 인상했다.

그후 할인율은 3년 동안 단 한번 인하되었다. 1926년 봄에 할인율의 인하가 예상되었지만, 영란은행은 자신의 포지션에 대해 확신을 하고 나서야 1927년 4월 21일 할인율을 4.5%로 인하했으며 이 수준은 1929년 2월 초까지 유지되었다.<sup>(15)</sup> 이 기간 동안 영란은행의 준비금은 증가추세에 있었다. 1928년과 1929년은 월스트리트의 투기붐으로 인해 유럽의 자본이 뉴욕으로 흡수되면서 영란은행의 준비금 포지션을 매우 불안정하게 만든 시기였다. 1928년 월스트리트의 투기붐이 과열되고 뉴욕연방준비은행이 이를 억제하기 위해 할인율을 지속적으로 인상하자 영란은행의 준비금은 1928년 4/4분기와 1929년 3/4분기에 급속히 감소하였다. 1929년 2월 7일과 9월 26일 각각 5.5%와 6.5%로의 영란은행의 할인율 인상은 바로 이러한 상황에 대처하기 위한 것이었다. 결국 금유출에 대응하여 영란은

(15) 이 기간 동안 영란은행은 할인율의 추가적 인하압력을 막기 위해 준비금의 양을 실제보다 낮게 발표하였다(Sayers(1976, p. 218))

행의 할인율은 7개월 남짓한 사이에 2% 포인트나 인상되었다.

1929년 10월 말 뉴욕 증권시장이 붕괴한 이후 런던으로 다시 자본이 유입되고 뉴욕연방준비은행이 할인율을 인하하자 영란은행의 준비금은 1930년 3월까지 계속 증가하였다. 이에 대응하여 영란은행은 1929년 10월 31일, 11월 21일, 12월 12일, 1930년 2월 6일, 3월 6일, 3월 20일, 5월 1일 모두 7차례에 걸쳐 각각 0.5% 포인트씩 인하한 결과 할인율은 3.0%까지 하락하였다. 그 이후 8월과 1931년 1월에 준비금의 일시적 변동으로 각각 할인율의 인하와 인상이 예상되었지만 3.0% 수준을 그대로 유지했다. 1931년 5월 14일에 영란은행은 할인율을 1909년 이후 최저 수준인 2.5%로 추가 인하했는데, 이는 유럽의 금융상황을 개선하기 위해 뉴욕증권시장의 붕괴 이후 지속된 중앙은행간 협조 금리인하조치의 연속이라고 할 수 있다.

나머지 두 차례의 할인율 인상에 따라 할인율은 7월 23일과 7월 30일에 각각 3.5%와 4.5%로 인상되었는데, 이는 5월의 오스트리아 은행위기가 7월에 독일의 은행위기로 발전하고 이것이 다시 런던에 대한 국제적 신뢰의 상실로 이어져 금이 영국에서 유출되자 영란은행이 취한 조치였다.<sup>(16)</sup>

지금까지의 설명을 통해서 보면 영란은행이 할인율을 변경할 경우 금융출입이나 준비금의 변동을 가장 염두에 두었음을 분명히 확인할 수 있다. 그리고 할인율이 국내경제에 미치는 영향을 우려했거나 재무성이나 기업으로부터의 압력은 있었을지는 모르지만 할인율의 결정에 중요한 영향을 미치지 않는 것으로 보인다. 오히려 영란은행은 할인율을 일방적으로 변경할 경우에는 인상보다는 인하를 주저했다는 사실과, 지속적인 인하는 국제적 협조를 통해 뉴욕할인율의 동반 인하가 뒷받침될 경우에만 이루어졌다는 사실은, 영란은행이 할인율의 인상이 국내경제를 위축시킬 수 있다는 우려보다는 할인율의 인하가 금태환의 위기를 초래할지 모른다는 우려를 훨씬 심각하게 받아들였음을 보여주는 것이다.

(16) 취약한 재무구조와 수익성 악화로 인한 1931년 5월 오스트리아의 the Credit-Anstalt은행의 파산이 위기 의식을 국제적으로 확산시키고 있는 가운데, 7월 독일의 the Danat Bank의 파산으로 중부 유럽 전역이 금융위기에 직면했다. 이 지역에서의 은행파산과 지불중지결정으로 인한 외국인 소유 채권의 동결은 곧바로 런던 금융조직에 대한 신뢰의 상실로 연결되었다. Eichengreen(1992, pp. 281-282)은 영란은행이 오스트리아의 은행위기 이후에도 할인율의 인상을 주저한 것은 실업과 같은 국내문제가 악화되는 것을 우려했기 때문이라고 설명하지만 이에 대한 근거는 없다. 사실 오스트리아 은행위기에 불구하고 6월과 7월중반까지 영란은행 준비금의 감소는 할인율을 인상할 만큼 크게 두드러지지 않았다. Sayers(1976, vol. 2, p. 391)에 따르면 영란은행은 7월 16일에 할인율의 인상을 고려했지만 정치인들의 결정을 지켜보기로 하고 한 주를 연기했다고 한다

### 3. 實證分析

#### 3.1. 模型

앞에서 말한 바와 같이 이 글은 전간기 금본위제 기간 동안 영란은행이 할인율을 결정하는 데 있어 어떠한 요소들을 고려했는지를 파악하려고 하는데, 이는 곧 영란은행의 할인율 정책의 목표가 무엇이었는지를 확인하는 것이기도 하다. 영란은행이 할인율을 결정할 때마다 그 근거가 무엇이었는가에 대한 구체적인 공식기록이 매우 불충분하기 때문에, 할인율이 어떠한 경제변수에 반응했는지를 계량분석을 해 봄으로써 간접적으로 확인할 수 있을 것이다.

결국 모델의 종속변수는 할인율이 되고, 할인율의 결정에 영향을 미쳤을 것으로 추측되는 영란은행의 준비금의 양과 준비율, 경기활동지수, 실업률, 물가수준, 영란은행의 정부증권보유량, 뉴욕연방준비은행의 평균할인율 등이 설명변수가 된다. 분석이 실시되는 기간은 영국이 금본위제를 유지한 시기인 1925년 4월부터 1931년 9월까지이며 사용하는 자료들은 모두 월별 자료이다.

그런데 이 모델에서는 몇 가지 설명변수에 대해서 동기의 실현값 대신 예측치를 사용할 것인데 그것은 다음 두 가지 이유 때문이다.<sup>(17)</sup> 첫째, 영란은행은 할인율을 결정할 당시의 경기활동지수, 실업률, 물가수준에 대해 정확한 정보를 신속히 얻기 힘들었을 것이다. 둘째, 할인율이라는 종속변수와 많은 설명변수들 사이에 존재하는 雙方向的 因果關係(two-way causality)에서 비롯되는 聯立偏倚(simultaneous bias)의 문제를 완화할 수 있다. 예를 들어 준비금의 감소는 할인율의 인상을 초래하는 요인이 될 수 있는 반면, 자본이동의 이자율탄력성이 높은 상황에서 할인율의 인상은 곧바로 외국자본을 유입시켜 준비금을 증가시킬 수 있다. 이 글에서 확인하려고 하는 것은 전자의 인과관계인데 할인율 변수와 준비금량의 변수를 모두 동기의 실현값으로 사용할 경우 후자의 인과관계에서 비롯된 효과까지도 포함하게 되는 문제를 낳는다. 경기활동지수, 실업률, 물가수준 등의 변수에서도 동일한 문제가 발생할 수 있다. 마찬가지로 이러한 변수들이 할인율의 변경을 초래할 수도 있지만, 할인율의 변경이 곧바로 국내경기나 물가에 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 그런데 실현값이 아닌 예측치를 사용하면 이러한 설명변수가 선결변수로 된다. 따라서 할

(17) 예측치의 사용과 그 사용의 근거는 Dutton(1984)의 연구에서 시사받은 바가 매우 크다. 그는 1914년 이전 영국의 금본위제 유지기간 동안 영란은행의 '계입률' 준수여부를 확인하는 연구에서 모든 설명변수에 그 예측치를 사용하였다.

인율이 설명변수에 미치는 영향은 소거되고 t기의 할인율과는 무관하게 t기 이전에 이미 결정된 설명변수가 t기의 할인율에 미치는 효과만 회귀식에 나타나기 때문에 이 문제를 해결할 수 있다. 그런데 재무성단기증권과 같은 정부증권의 공급량은 할인율에 대해 탄력적이지 않으며,<sup>(18)</sup> 이 기간 동안 런던의 할인율변동과 뉴욕의 할인율변동의 관계를 보면 전자가 후자를 주도하기보다는 후자가 전자를 주도한 것이 일반적이었다. 따라서 영란은행의 할인율이 정부증권보유량이나 뉴욕의 할인율에는 큰 영향을 미치지 않은 것으로 판단된다. 뿐만 아니라 영란은행은 할인율 결정 시점에 두 변수에 대한 정확한 정보를 신속하게 얻을 수 있었으므로, 이 두 설명변수에 대해서는 예측치 대신에 실현값을 사용할 것이다.

그리고 대부분의 변수의 시계열에서 確定的 趨勢(trend)와 季節變動性(seasonality)이 분명히 나타나기 때문에 추세변수와 월별더미변수를 이용하여 이들 변수들의 추세와 계절성을 제거하였다. 다만 추세와 계절변동성을 보이지 않은 할인율과 뉴욕연방준비은행의 평균할인율은 추세와 계절성을 제거하지 않았다.

결국 추정하려고 하는 함수는 다음과 같이 정리될 수 있다.

$$(3.1) \quad \Delta BR = f(\hat{R}, \hat{r}, \hat{Y}, \hat{U}, \hat{P}, GS, \Delta i^*)$$

$\Delta BR$ 은 영란은행 할인율의 변동폭,  $R$ 은 英蘭銀行 銀行部(banking department)의 대외준비금의 양,  $r$ 은 영란은행의 대외준비율,  $Y$ 는 경기활동지수,  $U$ 는 실업률,  $P$ 는 물가수준,  $GS$ 는 영란은행 은행부의 정부증권 보유량,  $\Delta i^*$ 는 뉴욕연방준비은행의 평균할인율 변동폭을 각각 나타낸다. 그리고  $\hat{\phantom{x}}$ 은 각 변수의 예측치를 나타낸다.

영란은행이 금태환이라는 법적 의무를 다하기 위해 할인율을 이용하여 적절한 준비금량이나 준비율을 유지하려고 했다면  $\hat{R}$ 과  $\hat{r}$ 의 계수는 음의 부호를 가질 것이다 그리고 많은 사람의 주장처럼 전간기에 영란은행이 1914년 이전과는 달리 국내경제상황에 보다 민감하게 반응하여 침체된 국내경기를 진작하기 위하여 반경기적 정책을 실시할 목적으로 할인율이라는 정책수단을 사용했다면  $\hat{Y}$ 의 계수는 양의 부호를 가지고  $\hat{U}$ 의 계수는 음의 부호를 가질 것이다 뿐만 아니라 할인율의 변경이 국내물가안정의 수단으로 사용되었다면  $\hat{P}$ 의 계수는 양의 부호를 가질 가능성이 클 것이다.<sup>(19)</sup> 재무성이 영란은행에 할인율의 인

(18) 브래드베리(Lord Bradbury)는 맥밀란 위원회에서 재무성단기증권의 발행이나 갺신이 다른 어음의 그것에 비해 할인율에 매우 비탄력적임을 지적했다[Brown(1940, pp. 650-651)]

(19) 맥밀란 보고서에 따르면 당시의 중앙은행들은 금본위제하에서 환율의 안정 뿐만 아니라 물가

상을 억제하도록 압력을 가한 중요한 이유 중의 하나는 정부채무의 신규발행을 용이하게 하고 기존 정부채무의 이자부담을 완화하려는 것이었다고 전해진다(Sayers(1976, ch. 6)). 아이켄그린은, 만약 영란은행이 이러한 정부의 압력을 의식하여 할인율 변경시에 이러한 요인을 고려하였다면 GS의 계수는 음의 부호를 가질 것이라고 보았다[Eichengreen(1985, p. 68)]. 즉 이미 발행된 정부증권의 양이 많으면 정부의 이자부담이 커지므로 할인율 인상을 억제했을 것이라는 가정이다. 1차대전 이후 국제금융환경의 중요한 변화 중의 하나는 뉴욕이 국제금융중심지로 부상한 것이다. 그 결과 단기 자본의 유입을 위해서 영란은행은 뉴욕의 이자율 변화에 대응하지 않을 수 없었다. 즉 단기자본이나 준비금의 급격한 유출을 막기 위해서는 뉴욕과의 금리차를 항상 적정한 수준으로 유지할 필요가 있었다. 만약 영란은행이 이를 고려하여 준비금의 유지를 위해 뉴욕 할인율의 변경에 당행의 할인율 변경으로 대응했다면  $\Delta i^*$ 의 계수는 양의 값을 가질 것이다.

모델에서 사용된 설명변수의 예측치를 구하기 위해 사용한 예측방법은 박스와 젠킨스(G.E.P. Box and G.M. Jenkins)가 개발한 ARIMA 模型(autoregressive integrated moving average model)을 이용해 각 변수의 최적 예측방정식을 구하는 방법이다. Box-Jenkins의 방법을 통해 구할 예측방정식의 일반적 형태인 ARIMA(p,d,q) 모형의 식은 다음과 같이 표현된다.

$$(3.2) \quad \Phi(L)(1-L)^d Z_t = \theta(L)\epsilon_t \text{ 혹은,}$$

$$(3.3) \quad \begin{aligned} \Delta^d Z_t &= \Phi_1 \Delta^d Z_{t-1} + \Phi_2 \Delta^d Z_{t-2} + \dots + \Phi_p \Delta^d Z_{t-p} \\ &+ \epsilon_t - \theta_1 \epsilon_{t-1} - \theta_2 \epsilon_{t-2} - \dots - \theta_q \epsilon_{t-q} \end{aligned}$$

단,  $\epsilon_t$ 는 평균 0의 i.i.d.

여기서  $Z_t$ 는  $t$ 기의 변수값을,  $\epsilon_t$ 는  $t$ 기의 예측오차를,  $\Phi$ 와  $\theta$ 는 해당변수의 계수를,  $L$ 은 시차연산자를 각각 가리킨다.  $\Phi(L)(1-L)^d Z_t$  부분을 AR과정이라고 하고  $\theta(L)\epsilon_t$  부분을 MA과정이라고 하는데  $p$ 와  $q$ 가 각 과정의 차수이다. 그리고 불안정적 시계열인 경우에는 변수를 차분하여 안정적 시계열로 만들어야 하는데,  $d$ 는 이 때 차분의 차수이다.

---

의 안정을 달성하려는 정책목표를 가지고 있었다고 하며, 케인스에 따르면 1차대전 이후에는 영란은행 총재를 비롯한 모든 사람이 경기, 물가, 고용의 안정을 유지하는 데 일차적으로 관심을 가지고 있었다고 한다[United Kingdom Committee on Finance and Industry (1931a, pp. 190-191), Keynes(1923, p. 147)(국역)].

〈表 1〉 ARIMA 模型을 이용한 豫測方程式

변 수	추정식	Q(k=18)	Q(k=24)
준비금량	$Z_t(1-0.31L+0.26L^6)=\varepsilon_t(1-0.72L-0.45L^2)$ (2.04) (2.49) (4.90) (3.52)	0.161	0.339
준비율	$Z_t(1-0.54L+0.19L^6+0.17L^{11})=\varepsilon_t$ (5.69) (1.94) (1.64)	0.388	0.520
생산지수	$Z_t(1-L)(1+0.30L)=\varepsilon_t$ (2.97)	0.718	0.770
실업률	$Z_t(1-0.17L-0.78L^2)=\varepsilon_t(1-0.88L)$ (1.72) (8.31)	0.786	0.890
물가수준	$Z_t(1-L)=\varepsilon_t(1-0.217L)$ (2.08)	0.292	0.467

註  $Z_t$ 는 추세와 계절조정이 된 변수의 시계열이며,  $\varepsilon_t$ 는 백색잡음으로 가정된 잔차들이다  $L$ 은 후방시차연자로서 예를 들어  $L^k Z_t$ 는  $Z_{t-k}$ 를 나타낸다. 괄호 안의 값은 추정된 계수의  $t$ 값을 나타낸다.  $Q$ 는 Lung-Box 검정통계량에 대응하는  $\chi^2$ 분포의 한계유의수준으로, 잔차항이 백색잡음이라는 가정이 충족될 경우 추정된 잔차값들을 얻을 확률을 의미한다.

〈表 1〉은 설명변수의 예측치를 생성시키기 위해 Box-Jenkins의 방법을 통해 추정된 예측방정식이다. 추정식이 변수의 현재값을 설명하는 데 있어 그 변수의 과거값들이 지니고 있는 설명력을 완전히 포착하고 있다면, 추정식의 잔차는 백색잡음(white noise)이 될 것이다.  $Q$ 값은 잔차가 백색오차, 즉 서로 독립적인 정규분포를 따른다면 추정된 잔차값을 얻을 확률을 가리킨다. 여기에 사용된 검정통계량은 정규화된 잔차제곱( $\varepsilon_t^2$ )의 18시차자기상관( $k = 18$ )과 24시차자기상관( $k = 24$ )에 대한 Lung-Box 통계량이다. 대부분의 경우가 확률이 0.30 이상이므로 잔차가 백색잡음이라는 가설을 기각할 수 없는데, 이는 방정식의 모형이 무난히 선정되었음을 의미한다.

마지막으로 자기상관문제를 해결하기 위해 一般化된 最小自乘法(GLS)의 하나인 Cochrane-Orcutt 추정방법을 이용하였다

### 3.2. 推定結果 및 解釋

〈表 2〉는 Cochrane-Orcutt의 방법을 통해 (3.1)을 회귀분석한 결과인데, Durbin-Watson 통계량이 대부분의 회귀식에서 약 1.90으로 나타났기 때문에 자기상관의 문제는 거의 해결된 것으로 보인다.

먼저 영란은행 은행부의 준비금량과 준비율의 계수는 예상한 바와 같이 음의 값을 나타냈으며, 특히 준비율의 계수는 통계적으로 매우 유의하다. 이것은 영란은행이 적정한 준

〈表 2〉 英蘭銀行 割引率變動의 回歸式(1925 4.-1931. 9.)  
— Cochrane-Orcutt方法에 의한 推定 —

$\hat{R}$	$\hat{r}$	$\hat{Y}$	$\hat{U}$	$\hat{P}$	GS	$\Delta i^*$	d.w.	$\hat{\rho}$	
-0.007 (1.08)						0.39 (2.65)	1.89	0.29	
-0.007 (1.12)			0.019 (1.26)			0.398 (2.72)	1.90	0.26	
	-0.021 (2.49)						1.91	0.33	
	-0.021 (2.65)					0.389 (2.75)	1.88	0.28	
	-0.021 (2.66)		0.019 (1.26)			0.397 (2.82)	1.89	0.25	
	-0.021 (2.54)			-0.006 (0.89)		0.411 (2.86)	1.88	0.27	
	-0.020 (2.17)				0.001 (0.26)	0.391 (2.73)	1.88	0.29	
	-0.016 (1.74)		0.026 (1.53)			0.005 (0.90)	0.412 (2.90)	1.89	0.26
		-0.004 (0.54)				0.378 (2.55)	1.89	0.30	
			0.020 (1.23)			0.387 (2.64)	1.89	0.29	
			0.034 (2.02)		0.010 (2.15)	0.422 (2.93)	1.90	0.28	
			0.032 (1.67)		0.009 (1.86)		1.94	0.36	
				-0.009 (1.11)		0.409 (2.75)	1.89	0.30	
				-0.012 (1.54)	0.008 (1.82)	0.440 (2.99)	1.90	0.30	
					0.007 (1.50)	0.392 (2.68)	1.90	0.33	

註: 괄호안의 숫자는  $t$ 값이며  $\hat{\rho}$ 은 잔차항의 자기회귀계수의 추정치이다.

비율 수준을 유지하기 위해 준비율의 감소가 예상되면 할인율을 인상하고 준비율이 증가하면 할인율을 인하하는 방식으로 대응하였음을 의미하는 것이다. 또한 뉴욕연방준비은행 할인율의 계수는 모든 회귀식에서 유의수준 1%에서 귀무가설을 기각할 만큼 통계적으로 유의미한데, 그 값도 예상한 바와 같이 양의 부호를 나타냈다. 이는 영란은행이 뉴욕연방준비은행의 할인율과 같은 방향으로 할인율을 변동시키는 방식으로 대응하여 뉴욕과 런던의 단기금리차이를 적정한 수준으로 유지하려고 노력했음을 의미하는 것이다. 이는 단기 자본의 급격한 유출로 금태환에 필요한 준비금이 부족해지는 것을 막기 위해서였다는 것은 의심할 여지가 없다.

국내경제적 조건을 나타내는 변수들의 계수는, 영란은행이 할인율의 결정시에 반경기적 정책의 목적을 가지고 있었다고 가정했을 경우에 예상되었던 부호들과는 모두 반대의 부호를 보였으며 그 유의성은 낮은 수준이다. 경기활동지수와 실업률의 계수들은 통계적으로 유의하지는 않지만 각각 음과 양의 부호를 보였다. 이는 국내경기의 침체나 실업률의 증가가 예상될 경우에 경기진작을 목적으로 할인율을 인하했을 것이라는 많은 사람들의 예상과는 달리, 오히려 할인율을 인상했음을 의미하는 것이다. 그러면 영란은행이 이렇게 반응한 원인은 무엇일까? 영란은행이 국내경기상황이나 소득수준의 변동에서 비롯된 화폐수요의 변화에 대응하여 통화량을 조절하기 위해 할인율을 변경했을 가능성이 있다. 즉 영란은행은 反景氣的(counter-cyclical)이라기보다는 景氣順應的(procyclical)으로 대응하면서 화폐수요를 충족시키려고 했다고 할 수 있는데, 계수들이 유의하지 않으므로 분명한 결론은 유보될 수밖에 없다.<sup>(20)</sup>

물가수준의 계수 역시 통계적으로 유의하지는 않지만 일관되게 음의 부호를 나타냈다. 이는 물가수준의 하락이 예상될 때 할인율을 인하함으로써 물가상승을 유도했던 것이 아니라, 오히려 그 반대의 가능성이 크다는 것이다. 결국 영란은행이 전간기 금본위제 기간 동안 국내물가안정을 위해 노력했다는 사실은 적어도 할인율의 정책결정에서는 찾아 볼 수가 없다.

마지막으로 정부증권보유량의 계수를 보면, 영란은행이 정부의 재정부담 우려에서 비롯된 재무성의 압력을 받아들였다면 계수의 부호는 음이 되어야 하는데 추정된 계수는 양의 값을 가졌다. 적어도 영란은행은 할인율 인상에 있어 재무성의 이러한 압력을 받아들이지

(20) 굿하트는 1차대전 이전 상업은행의 영란은행 예치금의 변동을 국내소득수준 — 정확하게는 그 대리변수인 철도운임수입 — 에 회귀분석함으로써 영란은행이 경기에 순응하면서 화폐수요를 수용(accomodation)했다는 결론을 얻었는데, 전간기 금본위제 시기에 대한 분석에서도 유사한 결과를 얻은 것이다(Goodhart(1972))



는 낮은 것이다.<sup>(21)</sup> 두 가지 주목할 만한 것은 영란은행의 정부증권보유량이 할인율과 양의 관계를 가지고 있다는 점과 준비율의 예측치와는 다중공선성을 가지는 것으로 보인다는 점이다. 이러한 사실은 영란은행의 공개시장조작정책과 관계가 있는 것으로 추후의 연구과제이다.

#### 4. 結 論

전간기 금본위제 기간 동안 할인율의 변경이 이루어지게 된 배경과 할인율의 반응함수를 추정한 결과, 영란은행은 금태환의 유지를 위해 일정한 대외지불준비율을 유지하는 것을 최우선의 목표로 삼았다는 결론을 얻을 수 있었다. 이러한 사실은 할인율의 변동이 준비율과 뉴욕연방준비은행의 할인율에 가장 민감하고 일관되게 반응했다는 추정결과에 의해 뒷받침되는 것이다. 반면 높은 실업률이 지속되었던 국내경제상황에서<sup>(22)</sup> 영란은행은 금태환의 유지라는 대외적 목표와 경기활성화라는 대내적 목표 사이에서 딜레마에 빠졌을 가능성이 컸지만 항상 전자의 목표를 달성하는 방향으로 할인율을 결정했다. 당시 영란은행의 총재였던 노먼(M. Norman)이 1930년 3월 맥밀란 위원회에서 한 아래의 증언 내용은 이러한 사실을 가장 단적으로 보여준다.

맥밀란 위원장: (중략) 당신은 영란은행의 중요한 기능 중의 하나인 할인율의 인상이나 인하를 종종 검토해야 할텐데, 그때 그것이 국내산업에 미칠 영향을 염두에 두니까?

노먼 총재: 우선 그렇습니다라고 대답해야 겠군요. 그러나 할인율의 변동과 관련하여 가장 중요하게 고려되는 것은 국제적인 고려입니다. 국제적인 포지션에 있어 계속 곤경에 빠져있었던 지난 몇 년간은 특히 그러했습니다[United Kingdom Committee on Finance and Industry(1931a, Norman, Question 3319): Sayers(1976, Appendix, p.173)에서 재인용].

영란은행은 국내적 요인보다는 금태환이라는 대외적 목표를 우선시했을 뿐만 아니라,

(21) 이 모델에 사용된 정부증권의 양은 영란은행 은행부의 보유량만을 나타내기 때문에 정부의 이자부담총액을 대표하기 어려운 점이 있는데, 재무성증권의 총량을 설명변수로 한 Eichengreen(1985)의 추정에서도 계수의 부호가 양으로 나타났다

(22) 실업보험통계에 의해 계산된 영국의 실업률 수준은 금본위제가 유지된 1925-1931년의 기간 동안 연평균 9.2% 수준이었는데, 이는 1차 대전 이전의 금본위제 기간 동안의 3-4%에 비해 매우 높은 수준이었다[Feinstein, C.H.(1972), National Income, Expenditure and Output of the United Kingdom, 1855-1965, table 57; Mitchell(1990)에서 재인용].

국내경기의 진작이나 실업률의 감소, 물가안정 등과 같은 국내경기 안정화의 목표를 달성하기 위해 반경기적 할인을 정책을 실시하지도 않은 것으로 나타났다. 이러한 점에서 적어도 영란은행의 할인을 정책에 국한하여 평가해 보면, 전간기의 금본위제 기간 동안 영란은행은 소위 금본위제의 '게임룰'을 엄격히 준수했다고 할 수 있다.

전간기 금본위제 기간의 영란은행 할인을 정책을 1차 대전 이전의 할인을 정책과 비교해 보자. 이 글에서 사용된 모델과 유사한 방법으로 1차 대전 이전의 영란은행 할인율의 반응함수를 추정된 다튼의 연구에 따르면 당시 영란은행 할인율 수준도 준비율과 밀접한 음의 상관관계를 가졌다. 그런데 특이한 것은 1차 대전 이전 시기에 대한 분석에서는 실업률의 계수가 통계적으로 유의미한 음의 부호를 보였다는 것이다. 다튼은 이러한 사실이 고전적 금본위제 기간에 영란은행이 반경기적 할인을 정책을 사용했음을 의미하는 것이라고 말했다.<sup>(23)</sup> 이러한 연구를 볼 때 만약 영란은행이 국내경제상황을 고려해 의식적인 반경기정책을 사용했다면, 그것은 금본위제가 불안정하게 유지된 1차대전 이후가 아니라 오히려 안정적으로 유지되었던 1차대전 이전에 훨씬 더 가까운 사실이었다고 할 수 있다.

마지막으로 전간기 금본위제 기간 동안 영란은행의 할인을 정책과 관련된 몇 가지 문제에 대해 간략히 살펴보고자 한다.

첫째, 앞에서 지적한 바와 같이 1920년대에 영국에서 실업율이 높은 수준을 유지하고 정부의 재정적자가 심각해져 재무성을 비롯한 영국 정부가 영란은행에 할인율을 인상하지 못하도록 압력을 행사하는 방법 등으로 중앙은행의 독립성을 저해하는 일이 있었던 것은 사실이다. 1920년대 초에는 이러한 압력으로 영란은행이 할인율의 인상을 포기한 적도 있었다.<sup>(24)</sup> 그러나 금본위제로 복귀한 후에는 영란은행이 상당한 정도의 독립성을 획득했으며 할인율의 결정에 있어 금태환 유지라는 중앙은행의 최고의 목표가 항상 우선시되었다고 할 수 있다. 금태환의 유지라는 법적 강제의 부활과 중앙은행 독립에 대한 노먼 총재의 개인적 의지 등이 정치적 압력을 막는 데 기여한 것으로 보인다.<sup>(25)</sup> 따라서 영란은행의 통화정책이 '정치화'됨으로 해서 영란은행이 '게임룰'을 준수하지 않았다는 주장은 금본위제

(23) 브룸필드나 포드는 1차대전 이전에 영란은행이 국내경기상황에 대해 마치 반경기적으로 대응한 것처럼 보이는 것은 우연적인 결과이지 의식적인 정책의 결과가 아니라고 주장한다

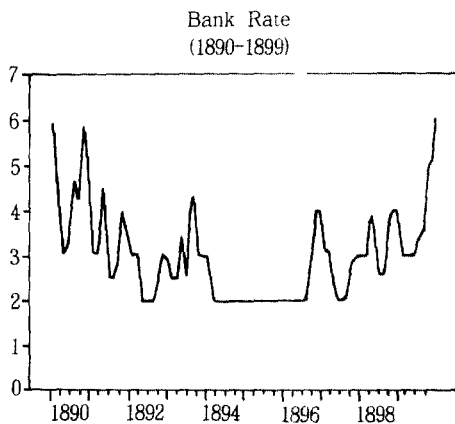
(24) 세어스에 따르면, 영란은행은 1920년 7월 파운드의 가치하락에 대응해 할인율을 인상하려고 했지만, 그러한 시도는 재무성증권의 이차율 상승을 우려한 재무성의 반대로 좌절되었다. 실제로 금본위제로 복귀하기 전인 1920-1925년의 기간 동안 할인율 변경은 10회에 지나지 않았는데 그 중에서도 할인율의 인상은 단 두 차례 이루어졌다[Sayers(1976, p.123)].

(25) 금본위제가 중앙은행을 정치적 압력에서 보호하는 기능을 했다는 설명과 전간기 금본위제 유지기간 동안 금본위제를 유지한 나라에서 중앙은행의 독립성이 강화되었다는 설명에 대해서는 Goodman(1992, pp. 26-28)와 de Kock(1954, pp. 50-68)을 참고하라.

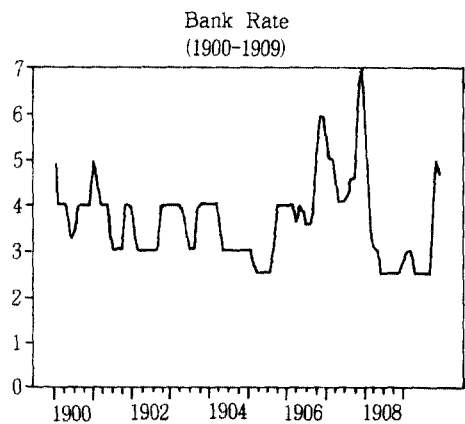
복귀 이전과 이후의 중앙은행 독립성 정도의 차이를 인식하지 못한 결과로 보인다.

둘째, 할인율의 인상이 국내경기를 위축시키고 실업을 더욱 증가시킬 것이라는 우려 때문에 반경기적 정책수단으로 할인율이 사용되었을 것이라고 많은 사람들이 주장하지만, 사실 할인율의 인상이 국내경기에 미치는 효과는 크지 않았던 것으로 판단된다. 영국의 금본위제 실시 이후 최고 수준의 할인율인 7%를 기록한 1907년 11월 '이코노미스트'誌(*The Economist*)가 실시한 설문 조사에 대해 할인율의 인상이 금융비용의 상승이나 국내 유동성의 감소를 통해 국내경제에 미치는 효과는 크지 않은 것으로 기업인들이 답했다.<sup>(26)</sup> 따라서 영란은행은 할인율의 변경시에 국내경제에 미칠 효과에 대한 우려로 인한 부담이 그다지 크지 않았을 것이다.

셋째, 전간기 금본위제 기간의 할인율 변경 빈도의 감소는 할인율의 잦은 변경이 국내경제에 미칠 영향에 대한 우려 때문이라는 주장이 있는데, 할인율 변경 빈도의 감소는 <그림 1>, <그림 2>, <그림 3>에서 볼 수 있는 바와 같이 1차 대전 이전부터의 추세에 결과이기도 하다. 1890-99년까지의 10년 동안에는 할인율 변경이 총 62회 이루어진 반면 1900-1909년의 기간 동안에는 48회가 이루어졌고 1922-1931의 기간 동안에는 24회가 이루어졌다. 이처럼 그 빈도가 낮아진 이유는 정확히 알 수 없지만, 그것은 이미 1차 대전 이전부터 나타난 추세에 결과이기도 하다.



<그림 2> 英蘭銀行 割引率 變動(1890-1899)



<그림 3> 英蘭銀行 割引率 變動(1900-1909)

(26) 전체 69개의 응답 중 할인율인상이 금융비용 상승이나 유동성 제약을 통해 미치는 효과가 중요하다고 말한 응답은 12개에 불과하며, 재고의 감소를 통한 원료가격의 하락을 가장 큰 효과로 꼽았다(Moggridge(1972, pp. 10-12)); 세어스도 할인율이 실물부분에 미치는 효과와 관련하여, "전체적으로 볼 때 할인율의 변동은 은행과 금융시장 밖에서는 큰 문제가 되지 않았다는 인상을 피할 수 없다"고 지적했다(Sayers(1976, p. 44)).

마지막으로, 전간기에는 준비금의 변동에 대해 할인율이 비대칭적으로 변동했으며 일정한 할인율 수준 이상에서는 그 할인율 수준으로 다시 복귀하려는 경향이 강했다는 점을 들어, 전간기에는 1차대전 이전과 달리 '게임룰'을 위반했다는 주장이 있다 [Eichengreen(1985)] 그러나 <그림 2>와 <그림 3>을 볼 때 준비금의 양이나 비율이 크게 감소하는 경우에는 할인율을 인상했다가 그 문제가 해결되면 곧바로 적절한 수준의 할인율로 복귀하려는 경향은 전간기 금본위제 시기보다 1914년 이전의 금본위제 시기에 더욱 분명했다고 할 수 있다. 1890-1899년의 기간 동안에는 2-3%의 할인율 수준으로, 1900-1909년의 기간 동안에는 2.5-4%의 수준으로 복귀하려고 했음을 알 수 있다. 또한 전간기 금본위제 기간의 평균 할인율은 4.55%로서 1914년 이전에 비해 대략 1.0-2.0% 포인트가 높은 수준인데, 실업률이 1914년 이전에 비해 훨씬 높은 상황에서 만약 영란은행이 할인율을 이용하여 반경기적 정책을 사용하려 했다면, 이러한 결과는 나타나기 어려웠을 것이다

이상의 여러 가지 사실을 통해서 볼 때, 전간기 금본위제 유지 기간에도 영란은행은 1914년 이전의 관행과 마찬가지로 할인율의 결정에 있어 금태환의 유지, 나아가 금본위제의 유지를 최우선의 목표로 삼았으며 실업의 완화나 국내경기의 안정을 위해 그것을 결정하지는 않았음을 알 수 있다. 따라서 전간기 '게임룰'을 준수하지 않은 것이 전간기 금본위제의 불안정을 야기한 원인이 되었다는 주장의 근거는 적어도 영국에 경우에 있어서는 상당 부분 상실되었다고 할 수 있다. 오히려 전간기에 경상수지의 악화로 표현되는 영국 경제의 구조적 취약성이나 국제적 장단기 채무의 누적으로 인한 국제금융구조의 불안정이 영란은행으로 하여금 할인율의 결정에서 국제적 요인을 더욱 중요하게 고려하도록 한 요인으로 보인다. 결국 테민(P. Temin)의 주장처럼 영국을 비롯한 유럽은 1920년대에도 금본위제의 유지가 번영의 전제조건이라는 소위 '금본위제 이데올로기'에 여전히 사로잡혀 있었으며, 이러한 이데올로기가 政策體制(policy regime)를 구성하고 있었다.

1차 대전은 실로 세계경제의 구조를 많은 점에서 변화시켰다. 독점이 일반화되어 경제구조가 경직되었다. 전쟁의 결과 국내외적으로 부채가 누적되어 금융구조가 불안정하게 되었다. 국가간의 불균등발전도 더욱 심화되었다. 각국에서 높은 실업률이 유지되었다. 경제사상적으로는 케인즈의 등장으로 관리경제 혹은 경제계획이라는 인식이 나타나기 시작했다. 이러한 모든 사실은 우리로 하여금 종종 1920년대를 자본주의 경제의 새로운 전환기로 인식하도록 유혹한다 하지만 적어도 경제정책을 통해서 시험된 당시의 시대인식의 측면에서 볼 때, 사실 1920년대는 전체적으로 새로운 전환기라기보다는 과거로의 회귀

를 꿈꾸던 시기였다. 인식의 전환은 대공황을 거치고 난 1930년대 중반 이후에야 기대할 수 있었다.

1차 대전 이후에도 영란은행은 과거와 마찬가지로 금본위제를 유지하려고 무척 노력했으며, 통화정책도 그전과 유사한 방식으로 운영했다. 그럼에도 불구하고 금본위제는 붕괴했다. 그렇다면 그 원인을 그릇된 정책의 결과로 돌리기보다는 국제경제구조의 근본적 불안정에서 찾아야 할 것이다.

서울대학교 대학원 경제학부 박사과정 수료

437-070 경기도 의왕시 오전동 개나리APT 101동 1305호

전화: (02) 514-7558

팩시: (02) 543-6408

### 〈附錄: 資料의 出處와 說明〉

① 영란은행 할인율: NBER macro-economic history database(internet web site: <http://nber.harvard.edu/databases/macrophistory>)를 이용했다. 원자료는 *Burdett's official intelligence*(1935, p. 3286)에서 얻었다고 한다. 해당 월 중에 할인율이 변경된 경우 각 할인율이 적용된 일수를 가중치로 하여 월평균을 계산했다.

② 영란은행 준비금량: Brown, Jr., W.A.(1940, Appendix, table 3, 'Bank of England, Principal asset and liabilities of the banking department')를 이용하였다. 영란은행 은행권에 대한 준비금으로 영란은행의 은행부(banking department)가 보유한 금과 달러의 양을 의미한다.

③ 영란은행 준비율: NBER macro-economic history database를 이용했다. 원자료는 *Bankers' Magazine, various issues*에서 얻었다고 한다. 영란은행의 부채에 대한 준비금의 비율을 의미한다.

④ 경기활동지수: NBER macro-economic history database를 이용했다. 원자료는 *The Economist*(supplement of Oct. 21, 1933, p. 4, supplement of Dec. 29, 1934, p. 43)에서 얻었다고 한다. 각 년도의 경기활동지수는 1924년의 경기수준을 100으로 하여 계산되었다.

⑤ 실업률: NBER macro-economic history database를 이용했다. 원자료는 Ministry of Labour, *Abstract of Labour Statistics*, 18th and 21st에서 얻었다고 한다. 피실업보험자 중

실업자의 비중을 의미한다.

⑥ 물가수준: NBER macro-economic history database를 이용했다. 원자료는 *Journal of the Royal Statistical Society*, vol. 50, p. 727 and following Journals; *The Statist*, Jun. 28, p. 134 and following Journals에서 얻었다고 한다. 1867-1877년의 평균물가수준을 100으로 했을 때 각 년도의 도매물가수준을 나타낸다.

⑦ 정부증권 보유량: Brown, Jr., W.A.(1940, Appendix, table 3, 'Bank of England, Principal asset and liabilities of the banking department')를 이용하였다. 영란은행 영업부가 보유하고 있는 정부증권의 보유량을 나타낸다.

⑧ 뉴욕연방준비은행 할인율: NBER macro-economic history database를 이용했다. 원자료는 *Federal Reserve Bulletin*, successive issues를 이용했다고 한다. 상업어음, 농업어음, 축산어음에 적용되는 할인율의 평균값이다.

### 參 考 文 獻

- 양동휴(1986): "The Gold Standard in Theory and History(B. Eichengreen ed.)에 대한 서평," 『경제논집』 25. 4.
- Balderston, T.(1995): "German and British Monetary Policy, 1919-1932," in C.H. Feinstein (ed.)(1995), *Banking, Currency, and Finance in Europe Between the Wars*, Clarendon Press.
- Bloomfield, A.I. (1959): *Monetary Policy under The International Gold Standard: 1880-1914*, New York, Federal Reserve Bank of New York.
- Bordo, M.D., and F.E. Kydland (1995): "The Gold Standard as a Rule: An Essay in Exploration," *Explorations in Economic History*, 32.
- Brown, Jr., W.A. (1940): *The International Gold Standard Reinterpreted 1914-1934*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Committee on Currency and Foreign Exchange After the War (Cunliffe Committee) (1918): *First Interim Report*, Cmd.9182, London, HMSO.
- de Kock, M.H. (1954): *Central Banking*, 3rd ed.; 이석륜 역(1963), 『중앙은행과 금융정책』, 진명문화사.
- Dutton, J. (1984): "The Bank of England and the 'Rules of the Game' under the International

- Gold Standard: New Evidence,” in M. Bordo and A. Schwartz (eds.), *A Retrospective on the Classical Gold Standard*, Chicago, University of Chicago Press.
- Eichengreen, B. (1990): “International Monetary Instability between the Wars: Structural Flaws or Misguided Policies?,” Center for Economic Policy Research, Discussion Paper Series, No. 348.
- \_\_\_\_\_ (1992): *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression*, Oxford University Press.
- Eichengreen, B. (ed.) (1985): *The Gold Standard in Theory and History*, Methuen.
- Eichengreen, B., M.W. Watson, and R.S. Grossman (1985): “Bank Rate Policy under the Interwar Gold Standard: A Dynamic Probit Model,” *Economic Journal*, **95**, 379, reprinted in B. Eichengreen (1990), *Elusive Stability: Essays in the History of International Finance, 1919-1939*, Cambridge University Press.
- Ford, A.G. (1962): *The Gold Standard, 1880-1914: Britain and Argentina*, Oxford, Clarendon Press.
- Garside, W.R. (1990): *British Unemployment, 1919-1939: A Study in Public Policy*, Cambridge University Press.
- Goodhart, C.A.E. (1972): *The Business of Banking*, London, Weidenfeld and Nicolson.
- Goodman, J.B. (1992): *Monetary Sovereignty: The Politics of Central Banking in Western Europe*, Cornell University Press.
- Keynes, J.M. (1923): *A Tract on Monetary Reform*, London, Macmillan Press; 이석륜 역 (1993). 『화폐개혁론』. 비봉출판사.
- \_\_\_\_\_ (1981): *Activities, 1929-1931: Rethinking employment and unemployment policies*; Donald Moggridge (ed.), *The Collected Writing of John Maynard Keynes*, vol. 20, London, Macmillan for the Royal Economic Society.
- McGouldrick, P. (1984): “Operations of the German Central Bank and the Rules of the Game, 1879-1913” in M. Bordo, and A. Schwartz (eds.), *A Retrospective on the Classical Gold Standard*, Chicago, University of Chicago Press.
- Mitchell, B.R. (ed.) (1992): *International Historical Statistics: Europe 1750-1988*, Stockton Press.
- Moggridge, D.E. (1972): *British Monetary Policy 1924-1932: The Norman Conquest of*

\$4.86, Cambridge University Press.

Newman, P., M. Milgate, and J. Eatwell (eds.) (1992): *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, London, The Macmillan Press Ltd.

Nurkse, R. (1944): *International Currency Experience*, Geneva, League of Nations; 小島清・村野孝 譯(1953), 『國際通貨 — 20世紀の理論と現實』, 東洋經濟新報社.

Pippenger, J. (1984): "Bank of England Operations, 1983-1913," in M. Bordo and A. Schwartz (eds.), *A Retrospective on the Classical Gold Standard*, Chicago, University of Chicago Press.

Sayers, R.S. (1936): *The Bank of England, 1890-1914*, London, P.S. King.

\_\_\_\_\_ (1976): *The Bank of England, 1891-1944*, Cambridge, Cambridge University Press.

Temin, P. (1989): *Lessons from the Great Depression*, Massachusetts, The MIT Press.

United Kingdom Committee on Finance and Industry ('Macmillan Committee') (1931a): *Report*, London, His Majesty's Stationery Office.

United Kingdom Committee on Finance and Industry ('Macmillan Committee') (1931b): *Minutes of Evidence*, London, His Majesty's Stationery Office.