

中心通貨指標 選定에 관한 研究⁽¹⁾

金仁俊 · 李在德

본논문의 목적은 최근 자율화와 국제화로 이어지는 국제금융환경 변화속에서 현행 통화신용정책의 문제점을 지적하고 이에 대한 대안을 모색하는 데 있다. 본연구에서 고려하고 있는 금융환경의 변화는 금융상품간 자금이동, 특히 통화관리대상이 되고 있는 은행과 통화관리로부터 비교적 자유로운 제2금융권간의 활발한 자금이동현상에 따른 화폐수요함수의 불안정이다. 실증분석을 통해 M2와 MCT를 중간지표로 활용하는 현행 통화정책의 유효성 약화를 확인하였다. 화폐수요함수가 불안정해지면서 통화지표의 대안으로 이자율을 중간지표로 활용하는 방안도 제시되고 있다. 그렇지만 단기 금융시장이 제대로 발달되지 못하여 이자율이 불안정하게 급변하고 인플레이션에 대한 우려가 상존하는 현 단계에서 이자율은 중간목표로서 한계가 있다. 이에 비해 명시적인 중간지표를 활용하지 않는 인플레이션 관리정책은 제도적 보완과 시장기능제고를 통해 장점을 살린다면 현 경제상황에서 도입을 검토할 수 있다.

1. 머리말

통화당국은 통상적으로 물가안정, 경제성장, 국제수지 균형 등을 궁극적인 목표로 설정하고 통화정책을 시행한다. 하지만 통화당국이 최종목표를 직접 통제할 수 없기 때문에 중간목표를 내세워 이 중간목표의 적절한 조절을 통해서 원하는 수준에서의 최종목표 달성을 꾀한다. 그동안 우리나라의 통화관리정책은 중간목표인 M2의 증가율을 목표범위 내에서 통제하는 直接規制方式에 의존해 왔다.

그런데 최근들어 통화지표로서 M2의 문제점이 심화되고 있다. 주요한 이유는 M2의 비중 약화와 불안정성에서 찾을 수 있다. 정책당국의 과도한 은행권 규제와 상대적으로 자유로운 제2금융권의 비대화로 총유동성 중에서 M2가 차지하는 비중이 하락하여 M2 중심의 통화정책의 유효성이 약화되었다. 이와 더불어 최근 금융제도 변화과정에서 제2금융권에 있던 자금이 새로이 M2에 유입되면서 화폐수요함수의 불안정이 심화되자 기존의 M2에 CD와 金錢信託을 포괄하는 보다 광의의 지표인 MCT를 M2와 함께 고려하게 되었다.

앞으로 자본시장 개방에 따른 외국자본 유입의 폭 확대와 금융자율화 진전 및 금융시

(1) 본연구는 한국학술진흥재단의 연구비 지원으로 이루어진 것임.

장간 장벽 철폐 등으로 인해 화폐수요함수가 더욱 불안정해지면 상대적으로 안정적인 MCT를 중간목표로 하는 통화관리방식도 그 효율성을 기대하기 어려울 것으로 보인다.

이 논문에서는 먼저 2장에서 M2와 MCT 지표를 비교하고 M2와 MCT가 공동으로 중간지표로 사용되게 된 배경을 살펴본 뒤 3장에서는 실증분석을 통해 1990년대 중반 이후 양 통화량지표가 중심통화지표로서의 기본적인 요건을 충족하고 있는가를 살펴보고자 한다. 4장에서는 또 다른 중간목표인 이자율을 중심으로 하는 통화정책을 개관하고 우리나라의 경제상황과 부합할 수 있는지 살펴본다. 5장에서는 최근 도입이 적극 검토되고 있는 인플레이션 관리정책의 특징과 우리나라 상황에서의 적용가능성에 대해 적극적인 관점에서 살펴보고자 한다. 그리고 6장에서는 간단한 결론을 내린다.

2. 現行 中心通貨指標

우리나라는 1979년 이후 M2를 통화정책의 중간목표로 설정하고 EC 방식⁽²⁾에 의해 M2의 연간목표율을 공표한 뒤 이 목표율을 달성하는 정책을 실시해 오고 있다. 이는 통화증가율을 일정수준에서 유지함으로써 명목GNP의 성장을 달성하면서 물가의 안정을 도모할 수 있다고 주장한 통화론자의 의견을 받아들인 것이라고 볼 수 있다.

<表 1>에서 보는 바와 같이 그 동안 M2 증가율에 대한 목표치를 지속적으로 하향 조정해 오면서 물가안정을 도모하는 정책을 실시하여 왔다.

M2는 목표증가율을 초과하여 공급되었는데, 1980년대 초반의 景氣沈滯에 대응하는 통화정책 실시, 1980년대 후반의 國際收支 黑字에 따른 통화유입 급증과 1990년대 초반의 자본유입, 1996년의 은행 신탁제도 개편에 따른 저축성예금 급증 등을 그 요인으로 설명할 수 있다. 물가상승률은 해외로부터의 통화유입이 많았던 1980년대 후반과 1986년대 초를 지나면서 대체로 안정되어 가는 모습을 보이고 있다.

그런데 이러한 M2를 중간통화지표로 활용하는 정책에 문제가 발생하기 시작하였다. 먼저 <表 2>에서 보듯이 M2가 차지하는 비중이 지속적으로 하락하였다. 통화당국의 간섭으로부터 비교적 자유로운 제2금융권에서 80년대 이후 高流動性和 高收益을 겸한 금융

(2) 민간경제주체가 쉽게 이해할 수 있는 화폐수량방정식($\Delta M^T = \Delta Y^P + \Delta \pi^T - \Delta V^P$)에 바탕을 두고 중심통화의 증가율을 설정, 운용하는 방식이다. 여기서 ΔY^P = 잠재GNP의 예상증가율, ΔM^T = 통화증가율 목표치, $\Delta \pi^T$ = 중앙은행의 인플레이션 목표치, ΔV^P = 유통속도의 장기예상변동추세를 의미한다.

〈表 1〉 M2 增加率과 物價上昇率

연도	목표치	실적치	물가상승률 ¹⁾	연도	목표치	실적치	물가상승률
1985	9.5	13.9	2.34	1991	17-19	18.3	8.50
1986	12-14(16-18) ²⁾	17.4	2.66	1992	18.5	18.6	5.85
1987	15-18	22.5	2.95	1993	13-17	17.3	4.60
1988	15-18	18.8	6.65	1994	14-17	17.6	5.87
1989	15-18	18.4	5.42	1995	12-16	13.7	4.29
1990	15-19	21.2	7.90	1996	11.5-15.5	17.8	4.72

註: 1) 소비자 물가지수(1990=100)를 기준으로 함.

2) 괄호 안은 수정목표치.

資料: 한국은행 연차보고서 각호 및 기타자료.

상품이 계속 개발됨에 따라 제2금융권의 수신비중이 높아지면서 총유동성중에서 M2의 비중이 하락하고 M2 중심의 통화정책의 유효성도 약화되었다.

M2의 비중뿐만 아니라 M2지표 자체의 불안정도 문제라고 할 수 있다. M2와 유사한 유동성을 갖는 제2금융권의 고수의 상품이 등장하면서 자금이 M2에서 빠져나가거나 금융제도 변화과정에서 M2에 새로 유입되는 등 변화가 계속되고 있는 것이다. 현행 M2는 예금통화의 창조능력보다 설립의 법적 근거에 따라 분류된 금융기관[한국은행(1995, p.20)] 중 통화금융기관의 예금만을 포함하고 있기 때문에 M2 못지 않게 높은 유동성을 지닌 비통화금융기관의 금융상품들이 M2지표에서 除外되고 통화관리에서도 벗어나 있다.

한편 1997년 7월 4단계 금리자유화를 통해 단기시장을 육성할 목적으로 CD, RP, CP, 표지어음 등 단기금융상품의 최저금액에 대한 제한이 폐지되고 만기도 사실상 자유화되면서 금융상품간 자금이동이 활발해지면서 M2의 불안정성은 더욱 심화될 것으로 예상된다.

총유동성에서 차지하는 M2의 비중이 지속적으로 하락하고 움직임조차 불안정해지면서 M2를 대신할 다른 통화량 지표의 모색이 행해졌는데, 1995년 信託制度의 개편이 주요한 전환점이 되었다. 신탁계정이 통화당국의 간섭에서 자유롭다는 이점을 활용한 은행들은 신탁계정의 비중을 지속적으로 확대함으로써 受信을 확보하고자 하였는데, 제도 개편으로 말미암아 신탁의 비교우위가 하락하고³⁾ 자금이 저축성 예금으로 몰리면서 M2의 증

(3) 신탁의 만기를 장기화하고, 중간해지 벌칙을 강화하였으며 거래 수수료를 인상하는 등의 조치를 취하였다.

〈表 2〉 非通貨金融機關의 受信/ M2 推移

1982	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
58	93	104	122	136	154	175	176	194	204	245	260	267

資料 : 한국은행, 『경제통계연보』, 각호.

가율이 급격히 상승하였다. 결국 M2 중심의 통화정책이 단기적으로 한계에 부딪치면서 1997년부터 광의의 지표인 MCT를 주요한 지표로서 활용하고 있다.

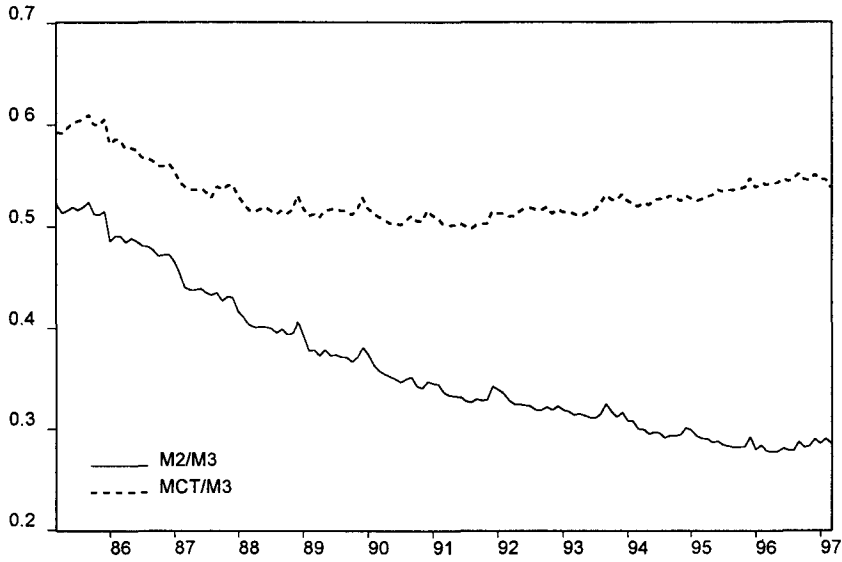
MCT는 M2 지표에 讓渡性預金證書(Certificate of Deposit: CD)와 金錢信託(Money in Trust)을 합한 지표⁽⁴⁾로서 1997년부터 공식적으로 통계와 통화증가목표를 공표하고 있다.

M2와 MCT 지표의 추이 및 특징을 M3와 비교해서 보면 먼저 M3에 대한 M2의 비중은 〈그림 1〉에서 보듯이 85년 3월 52.2%에서 90년 12월 34.7%, 96년 12월 28.9%로 지속적으로 하락한 반면, MCT 비중은 85년 3월 59.3%에서 90년 12월 51.6%, 96년 12월에는 55.1%를 유지하는 등 대체로 50%대에서 안정적인 모습을 보이고 있다.

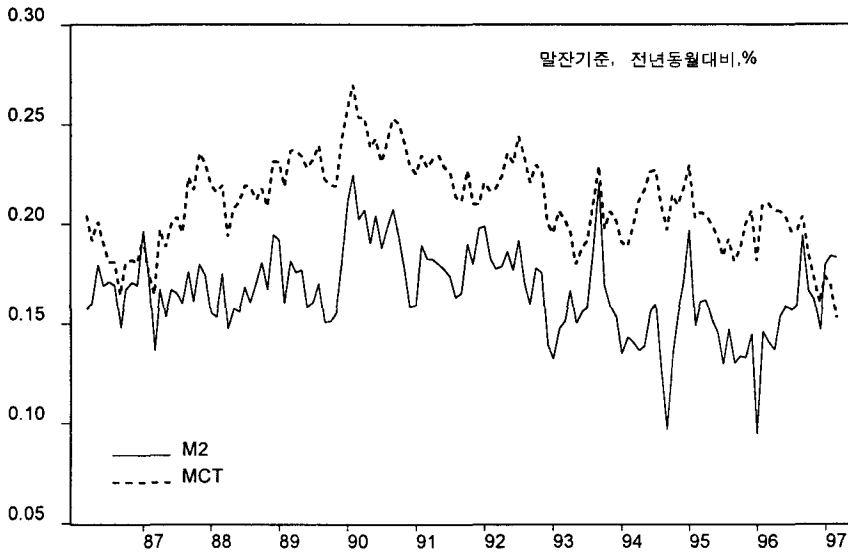
또한 〈그림 2〉를 통해서 통화지표의 자체 변화율을 보면 두 통화지표는 월 평균 약 6.3%의 증가율 隔差를 유지하면서 대체로 유사한 흐름을 보이다가 90년대 중반에 들어서면서 상이한 모습을 보이고 있다. 특히 96년 이후 M2 지표는 급격한 증가세를 보이는데 반해 MCT는 완만한 하향세를 보여 신탁제도 개편 이후 부문간에 자금이 이동한 모습을 보여주고 있다.

MCT 내에서의 자금부문의 비중을 살펴보면 M2는 90년 12월 67.2%에서 93년 12월 59.4%로 96년 12월에는 52.6%로 비중이 하락한 반면, CD의 비중은 90년 12월 5.9%에서 93년 12월 6.1%로 96년 12월에는 6.4%로 완만한 상승을 보였고, 금전신탁은 90년 12월 26.9%에서 93년 34.5%로 96년 12월에는 41.0%로 크게 증가하여 대조를 보이고 있다. M3에 대한 MCT의 比重이 50% 이상을 유지하면서 비교적 안정적인 모습을 보이고 있는 것으로 보아 은행권 밖으로의 자금이탈보다는 MCT내에서 금융상품간 자금 이동, 특히 M2와 금전신탁간의 자금이동이 활발하게 이루어졌다는 것을 알 수 있으며 여기에서 통화당국이 통화관리의 대상이 되는 지표를 MCT로 전환한 배경을 파악할 수 있다.

(4) 통화금융기관 및 은행의 신탁제정(산업은행 및 장기신용은행 제외)을 대상으로 한 MCT 구성 금융상품(M2 + CD + 금전신탁) 중 금융기관간 상호거래를 제거한 민간보유 총량이다.



〈그림 1〉 M2/M3, MCT/M3 指標의 推移



〈그림 2〉 M2, MCT 成長率

그런데 MCT 역시 정책지표로서의 기본적인 한계를 가지고 있다고 생각할 수 있다. M2가 가지고 있는 근본적인 문제점은 M2 지표 추이의 不安定性뿐 아니라 금융환경변화에 따른 통화량 지표 자체의 有用性 저하에서 찾을 수 있기 때문이다. 즉, 金融革新으로 인해 새로운 금융상품이 출현하고 금융상품간 자금이동이 활발해짐에 따라 거래적 성격을 지닌 통화자산과 投資的 성격을 갖는 금융자산간의 구분이 모호해지면서 통화량 중심 지표 자체의 不安定이 심화되는 것이다. 결국 M2에서 MCT로의 전환은 M2의 높은 증가율을 우려한 통화당국이 통화증가율을 安定的으로 관리하고자 취한 短期的 조치이기 때문에 MCT가 중심통화지표로서 M2의 본질적 문제점을 극복했다고는 볼 수 없다.

3. 通貨指標에 관한 實證分析

3.1. 既存研究

통화량을 중심으로 하는 통화정책을 실시해 온 우리나라에서는 중심통화지표 선정에 관심을 가져왔는데, 특히 금융시장이 불안해지고 M2 통화량 관리방식의 有效性이 약화된 1980년대 후반부터 연구가 활발히 진행되어 왔다.

박우규(1988)는 통화지표간 그리고 통화지표와 실물변수간 共積分 檢定을 통해서 M2의 不適合性を 지적하고 광의의 지표인 M3를 대안으로 제시하였다. 홍갑수·고용수(1993)는 VAR 모형을 구성한 후 소득과 물가에 대한 豫測力 檢定을 실시하고, Granger 인과관계 檢定과 본원통화와의 相關關係 檢定을 통해서 각각 外生性和 統制가능성의 정도를 檢定한 뒤 M2 + CD를 대안으로 제시하였다. 황의각(1994)은 안정성과 통제가능성의 두 가지 측면에서 평가하였다. 거시경제변수의 差分을 통화지표의 시차차분변수에 회귀시켜 안정성을 檢定하였고, 역시 통화의 차분변수를 본원통화의 차분변수에 회귀시켜 통제가능성을 檢定하였다. 분석을 통해 M3의 優越性を 지적하고 금리자유화를 완성하기 전의 중간단계로서 M2에 제2金融圈의 일부 수신을 함께 고려한 지표를 통화정책운용의 대상으로 삼을 것을 주장하였다. 이인표(1994)는 최종목표와 통화지표간의 공적분 檢定을 실시하였다. 또한 IS-LM 모형을 구성하여 재화시장과 화폐시장이 공적분 관계를 가지면서 장기적 均衡關係를 형성하는지 확인하였고, 양 시장의 衝擊反應分析을 통해서 교란발생에 따른 反應이 균형으로 收斂하는지 평가하였다. 박준용·이영섭(1995)은 기존의 연구들이 相異한 모형을 통해 통화지표의 適正性を 평가한 데에서 오는 문제점을 指摘하고

誤差修正模型이라는 단일구조하에서 통화지표의 안정성 여부를 檢定하고 外生性和 均衡회복력의 정도를 數量化하였다. 또한 복수의 통화지표를 구성하여 外生性和 均衡회복력을 極大化하는 방향으로 加重値를 부여하여 가상의 最適通貨지표를 創出하였다.

3.2. 通貨指標로서의 要件 評價

현재 通貨당국이 중심通貨지표로서 활용하고 있는 것은 MCT이다. 1995년 초 신탁제도 改編 이후 비교우위를 상실한 신탁계정에서 M2로 資金이 물리게 되면서 M2가 빠른 속도로 增加하자 통화관리에 어려움을 겪은 통화당국은 M2보다 廣義의 지표인 MCT를 선택하게 된 것이다.

이러한 현실상황을 인식하여 1995년 1/4분기를 기점으로 하여 MCT의 자료수집이 가능한 1985년 1/4분기 - 1995년 1/4분기와 1985년 1/4분기 - 1997년 2/4분기의 두 기간으로 分類하여 M2와 MCT에 대해서 통화지표가 갖추어야 할 여러가지 요건을 비교함으로써 신탁제도 개편 후 MCT가 상대적인 優越性을 보이고 있는지 분석하였다. 주요 지표로서 소득수준 y 는 名目 GNP를 사용하였으며, 이자율 r 은 3년만기 會社債收益率, 물가 p 는 消費者物價指數를 사용하였다. 모든 시계열에는 季節調整을 실시하고, 이자율을 제외한 변수에는 log를 취하였다.

3.2.1. 巨視變數에 대한 豫測性

주요 거시변수와 통화지표의 관계를 살펴보기 위해 거시변수와 통화지표에 관한 회귀식을 설정하여 F 통계량을 도출하였다. 통화지표의 움직임이 일정한 시차를 가지고 실물 변수에 영향을 미치는 점을 감안하여 과거 4기의 변수를 설명변수로 설정하였다.

1) 所得과 通貨指標와의 關係

분석결과 <表 3>에서 보듯이 M2의 경우 두 기간 모두 소득과의 有意性이 나타나지 않았으며, MCT의 경우 1995년 1/4분기 전에는 소득과 統計적으로 유의한 결과를 보였으나, 그 이후의 기간까지 고려할 경우에는 유의하지 않은 모습을 보였다. 지표면에서 비교하면 MCT가 M2에 비해서 소득변수에 대해 더 높은 說明力을 보이고 있다.

2) 物價와 通貨指標와의 關係

물가와 통화지표와의 관계를 보면 <表 4>에서와 같이 M2의 경우 물가에 대한 예측력이 없다는 귀무가설을 기각하지 못하는 동시에 90년대 중반 이후 M2의 물가에 예측력이 하락한 모습을 보이고 있다. 반면 MCT의 경우에는 두 기간 모두 물가변화에 대해 통계적으로 有意性이 있고, 설명력도 1995년 1/4분기 이후까지 고려하면 오히려 개선된 것으로 나타났다.

〈表 3〉所得과 通貨指標間의 關係 檢定

기 간	M2	MCT	임계치(5%)	임계치(1%)
1985(1/4)-1995(1/4)	1.0685	3.4526*	2.73	4.11
1985(1/4)-1997(2/4)	1.0334	1.2102	2.63	3.89

註: 1) $\Delta y_t = \alpha + \sum_{i=1}^4 \beta_i \Delta M_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \gamma_i \Delta y_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \delta_i \Delta r_{t-i} + \varepsilon_t$
 2) y_t 는 명목 GNP, r_t 는 3년 만기 회사채 이자율을 의미.
 3) $\beta_i = 0$ ($i=1, \dots, 4$)을 귀무가설로 놓고 F 검정.
 4) **는 1% 유의수준에서, *는 5% 유의수준에서 기각 가능.

〈表 4〉物價와 通貨指標間의 關係 檢定

기 간	M2	MCT	임계치(5%)	임계치(1%)
1985(1/4)-1995(1/4)	1.7241	3.4554*	2.73	4.11
1985(1/4)-1997(2/4)	1.1322	4.3448**	2.63	3.89

註: 1) $\Delta p_t = \alpha + \sum_{i=1}^4 \beta_i \Delta M_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \gamma_i \Delta p_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \delta_i \Delta r_{t-i} + \varepsilon_t$
 2) p_t 는 소비자 물가지수를 의미.
 3) $\beta_i = 0$ ($i=1, \dots, 4$)을 귀무가설로 놓고 F 검정.
 4) **는 1% 유의수준에서, *는 5% 유의수준에서 기각 가능.

3.2.2. 外生性

통화지표가 정책수단으로서의 적절한 機能을 하기 위해서는 주요 거시변수의 움직임에 따라 영향을 받아서는 안되며, 통화지표에서 거시지표의 방향으로 일방적인 인과관계를 보여야 한다. 즉, 거시변수가 통화지표에 의미 있는 영향을 끼쳐서는 안되는데, 이를 확인하기 위해 Granger 인과관계 검정과 예측오차의 분산분해를 실시하였다.

1) Granger 因果關係

소득과 통화간의 Granger 인과관계를 보기 위해 〈表 5〉와 〈表 6〉을 함께 살펴보면 1995년 1/4분기 이전에는 M2와 MCT 모두에 대해서 통화지표와 소득 雙方간에 Granger 인과관계가 성립하였으나, 이후의 기간까지 고려한 분석에서는 F-통계치가 臨界值 이하로 하락하면서 통화지표가 소득에 대해 一方的으로 Granger-cause하였다. 즉, 최근 기간을 포함할 경우 소득이 통화량지표에 대해 영향을 미치지 않는다는 결과가 나왔는데, 이는 1995년 1/4분기 이후 이루어진 큰 폭의 통화량 변동이 소득의 영향을 받은 것이 아니라 金融制度의 개편에 따른 것임을 보여주고 있다.

〈表 5〉 通貨指標→所得으로의 Granger 因果關係 檢定

기 간	M2	MCT	임계치(5%)	임계치(1%)
1985(1/4)-1995(1/4)	20.6558**	18.0636**	2.30	3.26
1985(1/4)-1997(2/4)	19.3059**	20.8987**	2.21	3.04

註: 1) $\Delta y_t = \alpha + \beta \Delta y_{t-1} + \sum_{i=1}^8 \gamma_i \Delta M_{t-i} + \varepsilon_t$
 2) $\gamma_i = 0$ ($i=1, \dots, 8$)을 귀무가설로 놓고 F 검정.
 3) **는 1% 유의수준에서, *는 5% 유의수준에서 기각 가능.

〈表 6〉 所得 → 通貨指標로의 Granger 因果關係 檢定

기 간	M2	MCT	임계치(5%)	임계치(1%)
1985(1/4)-1995(1/4)	2.3450*	2.7884*	2.30	3.26
1985(1/4)-1997(2/4)	2.2069	2.0433	2.21	3.04

註: 1) $\Delta M_t = \alpha + \beta \Delta M_{t-1} + \sum_{i=1}^8 \gamma_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t$
 2) $\gamma_i = 0$ ($i=1, \dots, 8$)을 귀무가설로 놓고 F 검정.
 3) **는 1% 유의수준에서, *는 5% 유의수준에서 기각 가능.

〈表 7〉에서 보듯이 M2, MCT 모두 물가에 대해서 Granger 인과관계가 성립하여 통화지표는 물가에 대해 외생적인 모습을 나타내었다. 반면 물가와 통화간의 Granger 인과관계는 〈表 8〉에서 보듯이 M2, MCT 모두 양 분석기간에 걸쳐 물가가 통화지표에 영향을 미치는 Granger 인과관계가 성립되지 않는다.

〈表 7〉 通貨指標→物價로의 Granger 因果關係 檢定

	M2	MCT	임계치(5%)	임계치(1%)
1985(1/4)-1995(1/4)	4.1413**	3.8148**	2.30	3.26
1985(1/4)-1997(2/4)	4.2002**	4.7822**	2.21	3.04

註: 1) $\Delta p_t = \alpha + \beta \Delta p_{t-1} + \sum_{i=1}^8 \gamma_i \Delta M_{t-i} + \varepsilon_t$
 2) $\gamma_i = 0$ ($i=1, \dots, 8$)을 귀무가설로 놓고 F 검정.
 3) **는 1% 유의수준에서, *는 5% 유의수준에서 기각 가능.

〈表 8〉物價→通貨指標로의 Granger 因果關係 檢定

	M2	MCT	임계치(5%)	임계치(1%)
1985(1/4)-1995(1/4)	1.4253	1.5554	2.30	3.26
1985(1/4)-1997(2/4)	1.8536	1.4101	2.21	3.04

註: 1) $\Delta M_t = \alpha + \beta \Delta M_{t-1} + \sum_{i=1}^p \gamma_i \Delta p_{t-i} + \varepsilon_t$

2) 豫測誤差의 分散分解(Forecast error variance decomposition)

통화지표, 소득, 물가, 이자율의 네 변수로 구성되는 VAR을 구성하여 예측오차를 구한 다음 분산분해를 통해 각 변수가 소득 및 물가에 미치는 예측오차의 分散 중에서 통화지표가 설명하는 비중을 12개월 후의 예측과 18개월 후의 예측으로 나누어 살펴보았다.

〈表 9〉를 통해 소득 예측오차의 분산분해를 보면 최근 기간을 포함할 경우 M2, MCT 지표 모두 설명 비중이 하락하여 외생성이 악화되었으며, 지표간 비교에서는 1985(1/4) - 1997(2/4) 기간의 18개월 후 예측치를 제외하고는 MCT의 설명비중이 더 높은 것으로 나타났다.

〈表 10〉에서는 물가 예측오차에 대한 분산분해를 살펴보았는데, M2는 최근 기간이 포함될 경우 12개월, 18개월 후의 예측오차 모두 설명비중이 약화된 반면 MCT는 반대현상을 보이고 있다. M2와 MCT를 비교하면 제도개편 이후의 변화가 고려된 전체 기간의 12개월 후 예측을 除外하고는 M2의 설명비중이 더 높은 것으로 나타났다.

〈表 9〉所得의 豫測誤差의 分散分解 中 通貨指標에 의한 比重

(단위 : %)

기 간	12개월 후의 예측		18개월 후의 예측	
	M2	MCT	M2	MCT
1985(1/4)-1995(1/4)	6.9484	33.5171	11.7917	27.8261
1985(1/4)-1997(2/4)	2.5876	9.4371	10.9156	8.3932

註: $z_t = \pi_1 z_{t-1} + \pi_2 z_{t-2} + \pi_3 z_{t-3} + \pi_4 z_{t-4} + \varepsilon_t$, $z_t = (M_t, y_t, p_t, r_t)'$

〈表 10〉物價 豫測誤差의 分散分解 中 通貨指標에 의한 比重

(단위 : %)

기 간	12개월 후의 예측		18개월 후의 예측	
	M2	MCT	M2	MCT
1985(1/4)-1995(1/4)	36.7231	7.4346	56.4001	17.6615
1985(1/4)-1997(2/4)	12.2597	17.5664	37.1514	27.1542

註: $z_t = \pi_1 z_{t-1} + \pi_2 z_{t-2} + \pi_3 z_{t-3} + \pi_4 z_{t-4} + \varepsilon_t$, $z_t = (M_t, y_t, p_t, r_t)'$

〈表 11〉 所得流通速도의 變異係數 (v.c)

기 간	M2	MCT
1985(1/4)-1995(1/4)	0.1619	0.1663
1985(1/4)-1997(2/4)	0.1514	0.1528

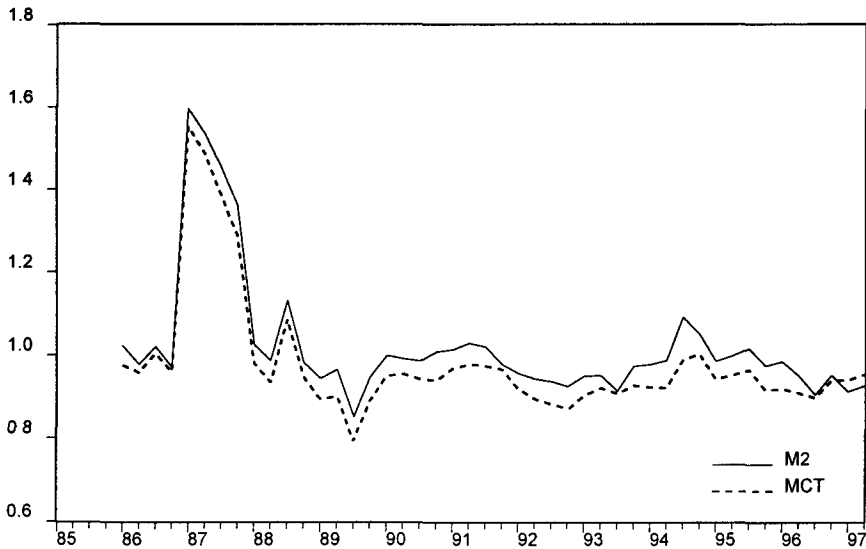
註: 1) $v.c = \frac{s.d(V_t/V_{t-4})}{mean(V_t/V_{t-4})}$

2) V_t 는 t 기의 소득유통속도를 의미.

3.2.3 所得流通速도의 安定性

여기서는 1985년 1/4분기 - 1995년 1/4분기, 1985년 1/4분기 - 1997년 2/4분기의 두 기간으로 나누어서 구한 所得流通速도의 變異係數 (유통속도의 平均으로 定規化한 표준편차)를 살펴봄으로써 有效性을 비교하였다.

〈表 11〉에서 보듯이 근소한 차이지만 M2의 유통속도가 MCT의 유통속도보다 안정적인 모습을 보이고 있다. 특이한 점은 신탁제도 改編이 있던 1995년 1/4분기 이후까지 고려한 기간의 유통속도가 제도개편 以前 기간보다 오히려 작은 값을 보인 것인데, 이는 소득유통속도의 변화율 추이 (V_t/V_{t-4})를 나타낸 〈그림 3〉을 통해 설명할 수 있다. 소득과 통화량이 큰 폭으로 늘어난 1980년대 후반의 불안정성이 전체 기간 중에서 큰 비중을 차지하여, 신탁제도 개편 이후 M2 불안정 심화와 더불어 나타난 유통속도의 변화가



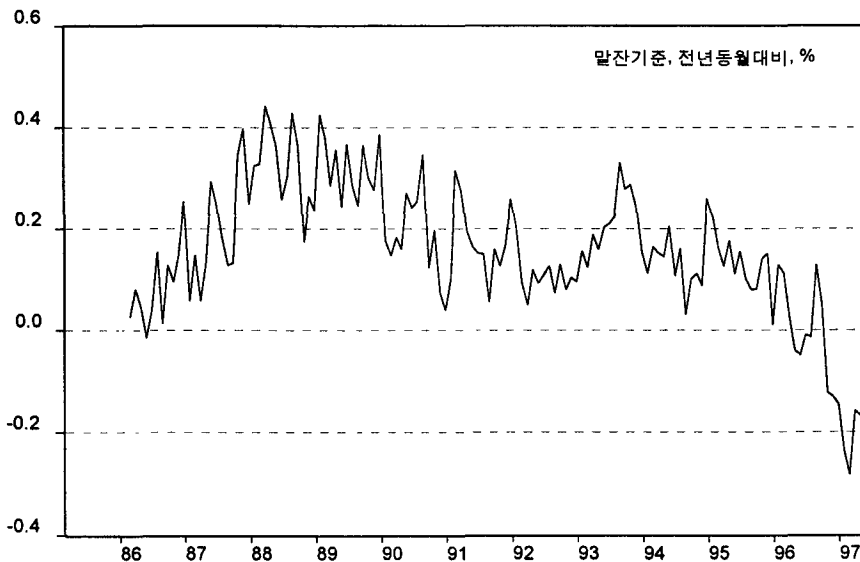
〈그림 3〉 流通速도의 變化

오히려 전체 기간의 유통속도를 안정화시킨 것으로 해석할 수 있다.

이를 확인하기 위해 <表 12>에서는 1980년대 후반을 배제하고 1990년대의 유통속도 변화율을 살펴보았다. 대체로 유통속도의 變異계수가 1980년대를 포함했을 때보다 작아졌으며 MCT의 변화가 두 기간 모두 좀더 안정적인 모습을 보이고 있다. 신탁제도 개편 이후의 시기를 포함할 경우 M2는 불안정성이 深化되었고, MCT는 改善된 모습을 보이고 있다.

3.2.4 統制可能性

그 밖에 고려할 수 있는 통화지표로서의 요건으로 통화당국의 통제가능성이 있다. 이는 통화당국이 본원통화를 활용하여 통화관리를 한다는 점을 고려하여 통화지표와 본원통화와의 관계를 보는 것이다. 그러나 금융시장의 발달에 따라 통화지표의 개념이 모호해지고 광의의 개념으로 확대되면서 통제가능성 기준에 대한 문제가 제기되고 있다. 게다가 통화당국이 고지준율과 대규모 政策金融에서 파생된 왜곡을 해결하기 위해 최근 몇 차례에 걸쳐 지준율을 인하하고 이에 연계하여 총액한도대출액을 축소하면서 본원통화의 비중이 급격히 감소하고 있다. <그림 2>와 <그림 4>를 통해 알 수 있듯이, 지준율 인하 이후 중간목표인 통화량은 증가하면서도 본원통화는 1995년 이후 감소하고 있어 통제가능성을 기준으로 본원통화와 다른 통화지표와의 관계에 대한 신뢰성 있는 實證분석을 기대하기가 어렵다.



<그림 4> 本源源貨增加率

〈表 12〉 所得流通速度的 變異係數 (1990年代)

기 간	M2	MCT
1990(1/4)-1995(1/4)	0.0435	0.0377
1990(1/4)-1997(2/4)	0.0441	0.0340

4. 利率 中心의 通貨政策

4.1. 背景

1970년대 오일파동 이후 인플레이션 安定이 통화정책의 큰 과제로 대두되면서 통화량은 통화정책의 기본적인 중간지표로 활용되고 있다. 선진국의 경우 1980년대 금리자유화가 일찍 정착되고 금융시장의 수급상황을 대표할 만한 國債시장이 잘 발달되어 통화정책을 운용하는 데 있어 이자율을 주요한 지표로 활용하고 있다.

우리나라에서도 최근 금융부문이 시장기능을 회복하면서 통화량 대신 이자율을 주요한 지표로 활용할 수 있다는 논의가 일부 제기되고 있다. 그 배경을 구체적으로 살펴보면,

첫째, 통화량 지표의 유효성 저하이다. 3장의 실증분석에서 살펴 보았듯이 통화의 유통속도가 불안정해지면서 통화증가율의 조절에 의해 물가와 산출 등 실물변수에 영향을 미치는 현행 통화정책에서 통화량 지표의 有效性이 저하되고 있다. 또한 자본자유화 등의 영향을 받아 해외의 자본이 자유롭게 유출입되는 상황에서 통화당국이 통화량에 대한 統制力을 갖는다는 것은 사실상 기대하기 어렵다. 특히, 外換위기에 따라 IMF의 자금지원을 받는 대가로 국내자본시장을 사실상 개방함으로써 금융부문에서도 완전한 형태의 개방경제체제가 되면서 통화당국의 효율적인 통화량관리는 더욱 기대하기 힘들어졌다.

둘째, 1991년부터 단행된 금리자유화가 1997년 4단계 자유화에 이르면서 사실상 완성되어 金利의 가격기능을 기대할 수 있는 제도적 여건이 마련되었다. 즉, 이자율이 정부의 규제에서 벗어나 금융시장에서의 자금수급상황을 반영하고, 통화당국 역시 단기이자율을 조절함으로써 통화정책을 수행할 수 있게 되었다.

4.2. 基本要件

이자율에 의한 통화정책은 케인지안이 제시한 통화량 → 금리 → 실물변수로 이어지는 통화정책의 波及경로를 활용하는 것으로서 통화당국이 통제가 비교적 쉬운 콜금리와 같은 단기금리를 변경시키면 만기구조조정을 거쳐 장기금리에 영향을 미치고 이는 투자와

같은 실물적 요인을 변화시키는 것이다. 통화당국이 경기활성화를 위해 단기명목금리를 인하시키면, 먼저 대내적으로 이자율의 만기구조 조정에 따라 장기명목금리가 인하된다. 단기에 가격경직성이 유지되면 장기실질금리를 하락시켜 소비·투자 등의 실물변수를 활성화하는 방향으로 작용하고, 장기적으로는 물가가 상승하면서 실질금리가 원래의 수준으로 돌아갈 것이다. 또한 대외적으로는 장기명목금리 하락에 따라 자본유출이 일어나고 명목환율이 상승한다. 단기적으로 가격이 경직적이면 실질환율이 상승하면서 경상수지 개선을 기대할 수 있다.

이자율조정에 의한 통화정책이 성공을 거두기 위해서 통화당국이 고려해야 할 요건은 다음과 같이 생각해 볼 수 있다.

첫째, 통화량을 중간목표로 활용하는 정책과는 달리 이자율정책은 통화량 → 단기이자율 → 장기이자율 → 실물변수의 긴 파급경로를 활용하기 때문에 이들 변수간에 긴밀하고 안정적인 관계가 이루어져야 한다. 즉, 통화당국이 단기이자율을 의도한 대로 조절할 수 있어야 하고 단기이자율과 장기이자율간에 기간구조조정이 원만하게 이루어져야 한다. 또한 실물변수 역시 장기이자율의 영향을 받아야 한다.

둘째, 통화량과 달리 이자율은 수요·공급 상황뿐 아니라 금융시장의 구조 및 효율성, 기대인플레이션 등 복합적인 요인의 영향을 받기 때문에 통화량에 비해 변화가 不確實하다. 따라서 통화당국이 資金의 수급조절뿐만 아니라 금융시장의 원활한 운용 및 기대인플레이션 변동에 관심을 가지면서 정책을 펼쳐야 한다.

4.3. 有效性

우리나라의 경우 1991년 이후 네 차례에 걸쳐 금리자유화가 단행되면서 사실상 금리자유화가 완성되었다고 할 수 있다. 이에 따라 이자율이 시장의 수급상황을 반영하는 기본적인 조건은 갖추고 있다고 기대할 수 있지만, 통화정책의 주요한 지표로 활용하기에는 아직 여건이 미비하다.

첫째, 위에서 언급한 바와 같이 파급경로를 활용한 통화정책이 성공을 거두기 위해서는 지표가 되는 장·단기 이자율의 선정이 중요한데, 우리나라에서는 이를 대표할 만한 이자율을 찾기가 어렵다. 금리자유화가 거의 완성되기는 하였지만, 아직 우리의 금융시장이 효율적으로 운용된다고 보기는 어렵기 때문이다. 단기이자율로서 콜금리를 생각해 볼 수 있지만, 우리나라의 콜시장은 금융기관간 일시적인 과부족 자금을 거래하는 자금시장이 아니라 제2금융권이 상시적인 영업자금을 조달하는 시장으로서 기능해 왔다. 따라서 단기자금이 조금만 부족해도 곧바로 자금시장 경색으로 이어지면서 콜금리가 급변하는

양상을 보여 왔다. 또한 대표적 장기이자율인 3년만기 회사채 수익률의 경우 國債시장이 잘 발달되어 있는 선진국과 달리 위험을 내포하고 있는 민간자산의 수익률이라는 점에서 한계가 있다. 결국 단기금리와 장기금리간의 연계성이 부족하고 國債시장이 잘 발달되어 있지 않은 상황에서 이자율을 중간지표로 활용하는 데에는 한계가 있다.

둘째, 경제체제가 完전한 개방경제체제로 가면서 환율이 이자율에 영향을 미치는 가격기능 또한 중요한데, 현 경제상황에서는 환율이 그 기능을 제대로 담당한다고 말하기 힘들다. 최근 환율의 변동폭 制限이 없어지고 자본시장의 전면 개방이 앞당겨지면서 환율이 외환의 需給사정과 이자율차익에 따라 자유롭게 변동하는 제도적 여건은 마련되었지만, 금융시장과 외환시장의 不安定한 모습이 일정기간 지속될 것으로 보여 환율의 가격기능을 기대하기 어렵다.

셋째, 이자율 중심의 정책은 이자율을 안정적으로 운용하는 과정에서 통화관리가 伸縮的으로 행해지면서 인플레이션을 야기할 우려가 있다. 1990년대 중반 이후 인플레이션이 5%대로 하향안정되어 왔지만, 2-3%대에서 安定되어 있는 선진국과는 달리 아직 물가불안 요인이 완전히 해소되었다고 보기는 어렵다. 금융시장이 여전히 취약한 구조를 보이는 상황에서는 이자율의 가격기능을 보완하는 과정에서 통화량의 과다 증발과 이에 따른 물가불안이 발생할 소지가 있다.

우리나라의 금융시장은 對外 競爭이 차단된 상태에서 오랫동안 보호와 규제를 받아왔기 때문에 금리자유화에도 불구하고 시장이 효율적으로 작동하기에는 금융구조가 여전히 취약하다. 이런 상황에서 시장수급사정을 반영하는 이자율의 정확한 信號(Signalling) 기능을 기대하기 어렵고 경제체제가 선진국형 安定구도로 이행하지 않은 상황에서 물가불안이 완전히 해소되었다고 볼 수도 없다. 결론적으로 이자율 지표를 통화정책의 주요한 지표로 활용하기에는 미흡한 점이 많다.

5. 인플레이션 管理政策

5.1. 背景

그 동안의 통화관리정책은 通貨량을 조절함으로써 거시변수에 영향을 미치고자 하는 것이었다. 통화지표는 금융환경변화에 따라 몇 차례 변경⁽⁵⁾을 거듭해 왔지만, 통화량 관

(5) 1970년대에는 國內與信(domestic credit)을 통화지표로 활용해 오다가, 1978년에는 일시적으

리에 의한 통화정책은 현재까지 지속되고 있다. 3장에서 살펴본 바와 같이 통화량 지표에 대한 정책유효성에 의구심이 제기되면서 대안이 되는 통화관리방식에 관심을 가지게 되었는데, 이 중 유력하게 제시되고 있는 것이 바로 인플레이션 관리정책이다. 1990년 뉴질랜드를 시작으로 각국에서 활용하고 있는 인플레이션 관리정책은 인플레이션 目標을 명시적으로 설정하고 이 범위 내에서 인플레이션이 안정되도록 통화정책을 운용하는 제도이다.

인플레이션 관리정책 도입의 이론적 배경이 된 것은 필립스 곡선의 再照明이라 할 수 있다. 필립스 곡선이 장기적으로는 수직인 모습을 띠게 되어 정부가 인플레이션과 실업 사이에서 政策選擇을 해야 할 필요가 없어지고 안정적인 인플레이션 운용이 경제의 效率性 증대에 기여한다는 사고가 널리 퍼지게 되었다. 현재 오스트레일리아, 캐나다, 뉴질랜드, 핀란드, 이스라엘, 스페인, 스웨덴, 영국 등 8개국에서 명시적으로 실시하고 있고,⁽⁶⁾ 통화통합을 추진하고 있는 유럽에서는 마스트리히트 조약을 통해 물가안정을 유럽중앙은행(ECB)의 최종목표로 설정하고 있기 때문에 통합이 완성되면 EU 차원의 인플레이션 관리정책이 도입될 가능성도 있다.

5.2. 特徵

인플레이션 관리정책은 1990년대 들어와서 도입된 정책이기 때문에 이론체계가 체계적으로 정립되지 않았고 세부적인 정책운용방식에 있어서도 논란이 많다.

하지만 각국의 정책운용상황으로부터 몇 가지 일반적인 특징을 도출할 수 있는데,

첫째, 통화정책의 최종적인 目標을 안정적인 인플레이션에 두는 이 정책은 인플레이션 目標치를 구체적인 數値로 설정한다. 이는 사후적으로 정책목표 달성을 測定할 수 있으며 각 경제주체들에게 향후 통화정책의 방향을 예고해 주는 公示기능을 함으로써 정책의 투명성과 신뢰도를 높이는 기능을 하게 된다.

둘째, 통상적인 중간목표인 통화량이나 이자율, 환율 등을 거치지 않고 곧바로 최종목표인 인플레이션 수준을 타겟으로 설정한다. 즉, 통화량, 환율, 이자율 등의 모든 변수들을 활용하여 인플레이션을 예측하고 경제의 與件을 고려한 인플레이션 目標치를 설정한 후 이에 맞는 적절한 정책을 시행한다.

로 M1을 사용하였다. 그리고 1979년 이래로 總通貨(M2)를 활용해 오다가 1997년부터는 MCT(M2 + CD + 금전신탁)와 M2 지표를 함께 고려하고 있다.

(6) 이 외에 비공식적으로 인플레이션 目標 달성을 지향하고 있는 국가는 독일, 프랑스, 스위스, 이탈리아 등이 있다.

그런데, 실제 인플레이션 관리정책을 실시하고 있는 국가들은 短期的인 안정화, 특히 산출과 환율변수에 대해 안정화를 위한 장치를 다음과 같이 마련해 놓고 있다.

첫째, 공식적인 인플레이션 타겟의 근거로 삼는 물가지수는 공급측면의 충격을 排除한 상태에서 설정한다. 예를 들어 식료품이나 에너지 가격, 간접세, 교역조건의 효과 등에 의한 가격변화는 물가지수 집계에서 배제한다.

둘째, 타겟이 되는 인플레이션은 範圍로 설정된다. 관리목표를 일정 수준으로 통제하겠다는 강한 형태의 인플레이션 관리정책은 경제여건 변화로 인해 실패할 경우 통화정책의 불신을 가져올 수 있음을 감안한 것이다. 만약 통화당국이 범위를 정하지 않고 일정 수준을 목표로 할 경우 애초에 공표했던 목표 인플레이션 이상으로 물가가 上昇할 것이라고 기대된다면, 경제주체들은 더 높은 賃金과 상품가격을 요구하게 되고 이로 인한 인플레이션 압력 요인으로 인해 애초의 목표를 달성하지 못할 것이기 때문이다.

세째, 인플레이션 관리정책을 채택하는 대부분의 국가에서 중앙은행은 인플레이션 상황에 대한 주기적인 報告書를 통해 인플레이션 豫測과 앞으로의 정책방향, 그 동안의 정책평가 등을 公開한다. 이는 인플레이션 통제에 대한 통화당국의 강한 의지를 보여주고 정책에 대한 신뢰도 제고의 효과를 거두기 위함이다.

한편 인플레이션 관리정책의 채택은 법률적이고 행정적인 정비를 요구하는데, 중앙은행의 독립성 확보와 정책결정권 강화가 인플레이션 관리정책의 성공적 수행에 중요하다.⁽⁷⁾ 하지만 이것은 경제정책 외적인 측면의 것으로서 실제로 인플레이션 관리정책이 法的인 뒷받침과 중앙은행 權限의 명시적 강화로 이어진 경우는 드물다.

5.3. 有效性

최근 금융자유화 정책과 금융시장의 개방폭 확대 조치 등으로 인해 통화량 중심의 통화정책이 큰 制約을 받으면서 새로운 통화관리정책이 모색되고 있다. 대안 중 하나로 적극적으로 검토되고 있는 인플레이션 관리정책을 도입하기 위해서는 다음과 같은 적극적인 보완이 필요하다.

첫째, 통화정책을 담당하고 있는 한국은행이 자율성을 확보하도록 해야 한다. 정부의 의지에 따라 통화정책의 방향이 좌지우지되는 상황을 막고 통화정책의 방향을 인플레이션 관리목표에 집중하기 위해서는 한국은행에 통화정책의 實質的인 권한과 自律性을 부

(7) 극단적으로 뉴질랜드에서는 중앙은행의 권한을 확대하는 대신 목표인플레이션 수준을 초과 달성할 경우 중앙은행총재에 대한 해임이 가능하도록 하고 있는데, 이것도 통화정책에 대한 민간의 신뢰도를 제고하고자 하는 노력으로 볼 수 있다.

여해야 한다. 최근 금융위기를 겪으면서 한국은행의 통화정책 자율성을 보장하는 방향으로 법안 개정이 진행되는 것은 이러한 점에서 바람직하다.

둘째, 인플레이션 관리정책의 운용목표로서 단기금리의 가격기능이 중요하다. 금리자유화가 사실상 완성단계에 이르렀지만, 운용목표로 활용할 만한 金利를 아직 갖지 못하고 있고, 자금의 효율적 배분이라는 금융시장의 기능이 원활히 이루어지고 있다고 판단하기에는 이른다. 따라서 채권의 유통시장을 활성화하고 통화정책의 波及채널을 제대로 활용할 여건을 갖추는 노력이 필요하다.

셋째, 인플레이션 관리정책이 성공을 거두기 위해서는 미래의 인플레이션에 대한 豫測이 필수적이다. 목표기간의 인플레이션에 대한 예측이 정확해야 통화정책의 기초를 목표인플레이션 수준과 연계하여 調節할 수 있기 때문이다. 이러한 점에서 우리나라의 금융구조에 대한 정확한 이해와 미래 인플레이션 예측 技法을 개선하는 노력이 중요하다.

네째, 인플레이션 관리정책을 도입하면 더 이상 통화증가율을 목표범위 내에서 통제하는 방식은 有效하지 않기 때문에 간접관리방식에 의한 통화정책의 정착이 필요하다.

물가안정은 長期的인 측면에서 안정적 성장을 위한 기본적인 토대가 되며 가격의 公示(signalling) 기능을 활성화하여 자원의 효율적 배분을 촉진한다. 따라서 중기적인 관점에서 인플레이션에 대한 예측을 토대로 인플레이션 목표를 설정한다면, 지나친 긴축정책과 그에 따르는 副作用을 피하면서 목표를 달성할 수 있는 경제적 여건은 찾을 수 있다. 위에서 언급한 바와 같이 제도적인 측면을 보완하고 금융시장의 효율성을 제고하려는 노력을 기울인다면 정책의 장점을 충분히 살려 도입할 수 있을 것이라 기대된다.

6. 맺 음 말

본논문에서는 중간목표로서의 통화량지표의 문제점에 초점을 맞추어 통화신용정책의 개선방향을 모색하였다. 먼저 M2와 MCT의 추이비교를 통해서 MCT로 지표가 변경된 배경을 살펴보았으나, 實證分析의 결과 M2, MCT 모두 1990년대 중반 이후 대체로 통화지표로서의 요건이 弱化되었음을 확인하였다. 다음으로 통화량 지표의 대안으로 고려할 수 있는 이자율 중심의 통화정책의 장·단점과 주요한 특징을 살펴보았다. 우리나라의 경제상황에서는 대표적인 이자율 지표가 없으며, 물가불안등의 부작용을 낳을 수 있음을 지적하였다. 마지막으로 인플레이션 관리정책을 살펴보았다. 우리나라의 현 경제상황에서

몇 가지 미흡한 점이 있지만, 한국은행의 자율성 제고 등 제도적 보완과 인플레이션 예측 기법 및 금융시장 기능 개선을 통해 바람직한 통화관리정책으로 제시될 수 있음을 확인하였다.

본논문의 限界로 지적할 수 있는 것은 우선 실증분석의 문제이다. 분석 자료와 분석기법에 따라 다른 결과가 도출될 수 있으며, 특히 과거 십여 년간의 자료가 최근 급격히 변화하는 금융환경에 대해 신뢰성 있는 결과를 제시해 줄 수 있는가 하는 문제가 발생한다. 그리고 1995년의 신탁제도 개편을 중심으로 분석하였기 때문에 이후의 통화량 변동에 따른 문제점을 보는 기간이 너무 짧다는 문제를 제기할 수 있으며 실증하는 방법이 있어 루카스 批判⁽⁸⁾으로부터 자유롭지 못하다는 점도 지적할 수 있다.

위의 한계에도 불구하고 본논문은 변화하는 금융환경 속에서 通貨量 지표의 한계를 지적하였으며, 새로이 도입이 검토되고 있는 인플레이션 관리정책과 우리나라에서의 적용 가능성을 논의하였다는 점에서 그 의의를 찾을 수 있다.

서울大學校 經濟學部 教授

151-742 서울특별시 관악구 신림동 산 56-1

전화: (02)880-6389

팩시: (02)886-4231

産業銀行 근무

參 考 文 獻

- 권성태·배성중(1997): "인플레이션 管理政策과 주요국의 事例," 『調查統計月報』, 韓國銀行, 3-30.
- 김인준(1997): "OECD 가입후 金融의 구조조정," 『經濟學 研究』 45.1.
- 박우규(1987): "총통화 規制의 영향과 중심통화지표의 再定立," 『韓國開發研究』 9.4, 3-24.

(8) 정부의 정책변화는 민간경제주체들의 기대를 변화시키고 최적행위를 새로이 조정하게 함으로써 변수들의 계수를 변화시키게 된다. 따라서 거시변수들의 계수가 일정하게 유지된다고 보는 분석기법은 방법상의 오류를 범하게 된다.

- 박준용(1995): "誤差수정모형을 이용한 중심통화지표 선정," 김인준·박준용 편저, 『자본 자유화론』 제4장, 법문사, 111-145.
- 서병한(1993): "통화정책의 中間目標 변수 選擇," 『金融經濟研究』 52, 韓國銀行.
- 이흥모·박재진(1992): "통화목표의 運用현황과 改善방향," 『調査統計月報』, 韓國銀行 20-47.
- 조운제(1993): "금리자유화와 政策金融의 方向에 관하여," 韓國銀行 金融經濟研究所.
- 최범수(1995): "單位根과 共積分의 경제학적 意味와 그 檢證法에 대한 概要," 『韓國開發 研究』 11.2, 119-143.
- 韓國銀行(1995): 『알기 쉬운 경제지표 해설』.
- 함정호·서병한·김현의(1994): "금융자유화의 進展과 通貨政策: 통화정책의 目標, 전략 및 手段을 중심으로," 韓國銀行 金融經濟研究所.
- 홍갑수·고용수(1993): "우리나라 중심通貨指標에 관한 연구," 『金融經濟研究』 59, 韓國 銀行.
- 황의각(1997): "금융환경 變化에 따른 금융信用정책 방향의 摸索: 금융통화지표의 選擇 과 統制性을 중심으로," KIF 金融論文集, 1.
- Barnhart, Scott, W., and Darrat, Ali, F.(1992): "The Effects of Monetary Targeting on Business Activity and Financial Market Stability in the U.K," *Journal of Banking and Finance*, 16, 3, 523.
- Bernanke, Ben, S., and Frederic S. Mishkin(1997): "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?," *Journal of Economic Perspectives*, 11, 2, Spring, 97-116.
- Cagan, P.(1982): "The Choice among Monetary Aggregate as Targets and Guide for Monetary Policy," *Journal of Money, Credit and Banking*, 14, 661-686.
- Davidson, Lawrence S., and R. W. Hafer(1983): "Some evidence on Selecting an Intermediate Target for Monetary Policy," *Southern Economic Journal*, 50, 2.
- Engle, R., and C. Granger(1987): "Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing," *Econometrica*, 55, 251-276
- Feldstein, Martin(1996): "The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability," NBER Working Paper 5469, February.
- Friedman, B., and K. Kuttner(1992): "Money, Income, Price, and Interest Rates,"

- American Economic Review*, 472-492.
- Friedman, Benjamin M.(1988): "Lessons on Monetary Policy from the 1980's," *Journal of Economic Perspective*, **2**, **3**, Summer, 51-72.
- Friedman, M.(1968): "The Role of Monetary Policy," *American Economic Review*, **1**, 1-17.
- Johansen, S.(1987): "Statistical Analysis of Cointegrating Vectors," *Journal of Economic Dynamics and Control*, **12**, 231-254.
- McCallum, Bennett, T.(1996): "Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, The U.K., and in General," NBER Working Paper **5579**, May.
- Park, J.(1992): "Canonical Cointegrating Regressions," *Econometrica*, **60**, **1**, 119-143.
- Svensson, Lars E. O.(1996): "Inflation Forecasting Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets," NBER Working Paper **5797**, October.
- Roberds, William, and Charles H. Whiteman(1992): "Monetary Aggregate as Monetary Targets," *Journal of Money, Credit and Banking*, **24**, **2**.