經濟世界化時代의 巨視經濟 運營方向

左 承 喜

(本院 先任研究委員)

本稿는 앞으로 전개될 세계화시대에 대비한 巨視經濟의 運營 및 政策의 改革方向에 관하여 논의하였다. 우선 本稿는 세계화의 진전 에 따라 市場原理에 의한 間接管理的인 經濟運營이 불가피하며 이를 위해서는 民間部門이 주도하는 競爭的 市場經濟秩序를 정착시켜야 한다는 점을 강조하였다.

나아가, 한국의 巨視經濟運營上의 문제점(直接規制에 의한 거시경 제운영, 政策視界의 단기성, 그리고 거시경제정책에 대한 정치적 歪曲 가능성)을 개선하고 經濟世界化와 自由化의 진전, 資本自由化의 급진전, 그리고 급속한 정치적 民主化 등의 새로운 여건변화에 효과적으로 대응하기 위해서는 거시경제정책을 간접규제방식에 의해 운용하고, 政策視界를 중·장기화해야 하며, 世界經濟政策協調體制에 대한 참여를 준비해야 한다고 지적하고 있다.

다음으로 個別 巨視經濟政策運用과 관련해서는, 間接的인 거시경 제 운영체계가 쉽게 도입되는 방향으로, 通貨政策은 직접규제적 통화관리에서 벗어나 통화간접관리방식으로 전환하여야 하며 이의 기초가 되는 公開市場操作機能이 제고되어야 하고, 財政政策은 거시경제안정의 효과적 수단으로서 보다 더 그 역할이 강화되어야 한다. 또한 外換市場의 자유화와 더불어 換率에 보다 큰 신축성이 부여되어야 한다.

나아가, 本稿는 소위 小規模開放經濟下에서의 통화·재정정책의 유효성 문제와 대내외 균형의 동시달성을 위한 通貨·財政政策의 조합문제를 논의하였다. 硬直的 換率制度下에서는 통화정책은 유효성이 없지만 재정정책은 유효성을 가지는 반면, 變動換率下에서는 역으로 통화정책은 강력한 효과를 미치지만 재정정책의 유효성은 사라진다. 그리고 政策組合과 관련해서는, 대내균형을 위해서는 通貨政策을, 대외균형을 위해서는 財政政策을 할당하는 것이 합리적이라는 결론에 이르게 된다. 다음으로 資本自由化 과정에서의 거시정책조합과 관련해서는 기존의 연구와 선진국들의 경험에 비추어 볼 때, 현재와 같은 성격의 資本流入壓力에 대해서는 伸縮的으로 換率變動을 허용하면서 通貨量 목표를 유지하는 정책이 바람직한 政策組合이라는 결론에 이르게 되었다.

머리 말

世界化時代의 巨視經濟運營 및 政策의 改革方向에 대한 논의는 世界化의 의미를 정의함으로써 시작되어야 할 것이다. 최근 인구에 회자되고 있는 「世界化」는 두가지의 다른 뜻을 갖는 것으로 해석된 다. 우선은 지난 2차대전 이후 지속되어 온 世界經濟統合趨勢의 加 速化現象을 의미한다. 최근 WTO체제가 출범함으로써 GATT체제 하의 교역자유화노력에서 한 단계 더 높아진 세계경제의 深層的 통 합노력이 강화되고 있다. 이런 의미에서 세계화란 국가간의 경제적 국경이 낮아지고 세계경제의 통합이 가속화되면서 國境 없는 地球 村經濟가 形成되어 가는 현상을 의미한다고 볼 수 있을 것이다. 이 를 世界經濟與件의 變化趨勢로서의 「世界化現象」이라고 부를 수 있 을 것이다.

한편 개별국민경제의 입장에서는 이러한 세계화의 물결 속에서 소위 무한경쟁으로 표현되는 世界競爭(global competition)을 어 떻게 이겨낼 것인가가 새로운 도전으로 등장하게 된다. 戰略과 政 策으로서의 세계화 개념은 바로 이러한 문제의식에서 연유하게 된 다. 즉 國境 없는 地球村經濟의 도래는 국민경제의 운영에 있어 새 로운 패러다임의 도입을 요구하고 있으며, 이를 위한 國民經濟의 改革과 世界經濟統合에의 적응노력이 바로「世界化戰略」이라고 할 수 있을 것이다.

이러한 시각에서 보면, 世界化時代의 巨視經濟政策의 모색이란 결국 새롭게 전개되는 세계화추세 속에서 새로운 여건에 부합되는 巨視經濟運營을 위한 政策改革과 새로운 패러다임을 摸索하는 일과 같다 할 것이다.

6 KDI政策研究 第18卷 第 1 號(1996 봄)

따라서 本稿의 제 I 장은 世界化現象의 진행과정과 이러한 변화의 國民經濟運營에 대한 示唆點을 도출하는 데 할애하였으며, 제Ⅱ장 에서는 이를 기초로 國民經濟運營의 새로운 패러다임과 政策運用方 向을 모색하고 있다. 제 [장과 제 [장은 巨視政策의 改革에 대한 논 의의 기본방향을 제시하기 위한 예비적 토의에 해당된다. 제Ⅲ장과 제 IV 장에서는 세계화시대에 맞는 거시정책에 대한 논의를 본격적으 로 전개하고 있다. 제Ⅲ장에서는 세계화시대에 부합하는 巨視經濟 運營改善의 일반적 방향을 모색하기 위해. 현재의 巨視經濟運營 및 政策運用現況을 평가하고 앞으로 예상되는 새로운 여건하에서 巨視 經濟運營 및 政策運用의 先進化方案을 논의하고 있다. 제 IV 장에서 는 보다 구체적으로 전통적인 거시정책수단인 通貨政策, 財政政策, 그리고 換率政策의 改革方向을 논의하고 있다. 마지막으로 앞으로 무국경의 세계화시대의 도래는 거시경제적 여건 측면에서 볼 때에 는 대외개방의 완성을 의미하기 때문에 제 V 장에서는 小規模開放經 濟하에서의 巨視經濟運用 및 政策組合問題를 논의하고 있다. 그러 나 우리 경제는 세계화를 통해 그동안의 폐쇄 혹은 準開放(semiopen)경제에서 開放體制로 체제 및 구조전환을 겪게 될 것이기 때 문에 기존의 國內經濟構造를 이용한 연구 결과들의 有用性은 낮을 수밖에 없을 것이다. 따라서 여기서의 논의는 주로 이론적 분석과 선진경제의 경험을 바탕으로 하여 정책결론을 도출하고 있다.

Ⅰ. 世界化의 進展과 그 意義

1. 世界經濟秩序의 動向과 展望

가. 世界經濟秩序의 動向: 世界化의 加速化

2차대전 이후 지난 50여년간 世界經濟는 정보화의 진전과 교통통

신수단의 발달, 그리고 각국 경제의 개방화 진전에 따른 무역 및 자 본이동의 자유화 등에 힘입어 個別國民經濟間의 상호의존성이 꾸준 히 높아지면서, 經濟統合化가 크게 진전되어 왔다.

그런데 이러한 世界經濟의 統合化 進展은 민간부문의 自生的 統 合努力과 정부수준에서의 통합노력에 의해 주도되어 왔다. 民間次 元에서는 交通手段과 情報・通信技術의 발달에 따라 국가간의 '經 濟的 거리'가 급속도로 단축되고, 재화 및 돈과 사람 그리고 정보의 이동에 따른 비용이 크게 절감되면서 이러한 새로운 여건 변화를 이유극대화의 절호의 기회로 활용하고자 하는 企業들이 自生的으로 經營活動을 지구화・세계화해 나감에 따라 세계경제의 통합이 추진 되고 있다. 그리고 政府次元에서도 이러한 민간부문의 자생적 세계 화 · 통합화 움직임을 반영하여 정치 · 외교 · 경제적인 다각도의 노 력을 통해 UR의 성공적인 타결과 WTO의 출범을 성사시키고 지역 적으로도 경제통합화를 모색함으로써 國家間 交易을 沮害하는 각종 장벽을 낮추거나 제거해 왔으며, 또한 이를 통해 역으로 民間의 自 生的 統合化 노력을 보다 촉진시켜 왔다. 비록 NAFTA, EU, APEC 등 地域協力體制의 活性化가 WTO가 追求하는 汎世界主義 에 반하여 경제통합화를 저해할지도 모른다는 우려도 있지만, 이러 한 기구들은 오히려 WTO보다도 더 적극적으로 역내통합을 도모하 고자 하기 때문에 궁극적으로는 이러한 機構들도 WTO와 더불어 國民經濟間의 障壁을 낮춤으로써 世界經濟統合의 길을 재촉하게 될 것으로 기대된다.

이와 같이 민간차원의 노력과 정부차원의 노력이 상승적으로 작 용하면서 세계경제 통합화와 이를 통한 人類生活의 世界化를 촉진 시키고 있다.

나. 21世紀 世界經濟秩序의 展望: 國境 없는 地球村 經濟時代의 到來

이러한 세계화의 가속화 현상은 앞으로 世界經濟秩序를 어떻게 변화시킬 것인가? 무엇보다도 지금까지 경험해 온 世界經濟統合과 앞으로 기대되는 통합은 그 성격에 있어서 큰 차이가 있을 것으로 전망된다. 지금까지 세계경제는 GATT체제하에서 國境上의 交易 障碍(at-the-border barrier) 제거와, 內國人待遇의 適用擴大 등을 통해 소위 皮相的 統合(shallow integration)을 달성하였다. 그러 나 앞으로는 새로운 WTO체제로 이행해 나감에 따라 國境內部(behind the border)에서 國家間 國內政策의 調整을 통한 深層的 統 合(deep integration)이 進行될 것으로 전망되어 世界經濟는 점차 國境 없는 地球村 經濟(borderless economy)로 이행해 나갈 것으 로 전망된다.1)

그동안 GATT체제하에서 經濟的 國境이 낮아짐에 따라 세계 각국은 국가간 國內 經濟政策上의 차이가 서로간에 미치는 파급효과 (spill-over effects)를 인지하게 되고, 시장통합의 진전에 따른 국내 경제정책효과 자체의 약화(market pressures)를 경험하게 되었으며, 나아가 국가간 가치관의 상충(value conflicts)에 따른 경제적 분쟁 등을 경험하게 되면서, 점차 국내정책에 대한 상호조화의추구 등 보다 적극적인 深層的 통합을 추구하고 있을 뿐 아니라 또한 이러한 압력에 직면하고 있다. 이에 따라 앞으로 國際經濟協力機構나 각국의 經濟政策當局은 이러한 深層的 통합압력에 대응하여국가간의 정책협조나 공통의 규칙을 적용함으로써 深層的 統合을촉진하는 方向으로 나갈 전망이다.

¹⁾ 심층적 통합의 의의에 대한 보다 상세한 논의에 대해서는, Lawrence, Bresand and Ito, *A New Vision for the World Economy*, Brookings Project on Integrating National Economies, Brookings Institution, 1994를 참조하기 바람.

앞으로 先進 各國은 競爭擴大에 대응한 경제전반의 效率向上과 國際競爭力 강화노력을 강구하는 한편, 國家間에 서로 相異한 '比 較優位'條件을 平準化(a level playing field)하는 것을 '公平한 競 技'의 前提條件이라고 보고 WTO체제하의 後續協商을 주도할 展望 이다. 즉 自國의 國際競爭力을 提高하기 위하여 勤勞條件. 競爭政 策,技術支援政策,環境規制 등에서 다른 나라보다 경제적으로 유 리한 政策을 펴는 것은 일종의 暗默的 補助金을 支給하는 것과 동 일한 효과가 있기 때문에 이를 規制하기 위하여 이러한 분야에서의 새로운 多者間貿易協商을 추진하려는 움직임이 대두되고 있음은 주 지하는 바와 같다.

이에 따라 深層的 통합하에서는 각 국민경제가 모두 共通의 經濟 的 機會와 制約下에 놓이게 될 것이며, 經濟의 構造나 經濟政策의 運用 등 경제의 모든 면에서 그 類似性이 높아질 수밖에 없을 것으 로 전망된다. 個別 企業들도 모범기업에 대한 벤치마킹(bench marking)을 통하여 기업의 경영구조가 세계적으로 유사해지는 양 상이 가속될 전망이다. 따라서 21世紀의 세계는 경제적 통합의 진 전에 따라 持續的으로 經濟的 國境이 消滅되어 가면서 경제적으로 國境 없는 單一市場이 등장하고, 나아가 人類生活의 世界化・地球 村化가 보다 촉진될 것이다.

2. 國境 없는 地球村經濟의 意義

21世紀에 기대되는 地球村經濟는 地理的. 政治的 國境이 經濟活 動에 큰 제약이 되지 못하기 때문에 우선은 經濟의 활동영역을 규 정하던 市場制約을 해소시킴으로써 國民經濟의 成長滯在力을 최대 한 발현할 수 있는 기회를 제공하게 될 것이다. 그러나 이와 동시에 海外市場은 물론 國內市場에서도 對外開放의 확대와 國內外 企業들 에 대한 차별 없는 경제활동의 보장으로 國內外 企業間 無差別的 競爭이 심화될 전망이다. 또한 지구촌경제의 출현으로 정부의 경제 운영방식에 있어서도 새로운 개혁이 요구될 것으로 전망된다.

가. 國民經濟의 競爭力 決定要因의 變化2)

WTO體制의 출범과 世界經濟統合의 진전은 國際去來에 대한 國家의 統制力을 弱化시키는 한편, 財貨, 서비스, 生產要素, 企業 등의 國際移動性(international mobility)을 급격히 높일 것으로 예상된다. 이에 따라 지금까지는 獨立的 經濟單位였던 國民經濟가 世界經濟의 한 地域經濟化하게 될 것이며 財貨, 서비스, 生產要素, 企業의 國籍도 점차 無意味해질 것이다.

이와 같이 世界가 單一市場化되고 財貨, 사람, 資本의 國際移動의 自由가 확대됨에 따라 國際移動性이 낮은 生產要素들이 國民經濟의 基盤으로 작용할 것이며 이 生產要素들이 國民經濟의 特性을 결정하게 될 것이다. 즉 한 나라의 比較優位 혹은 競爭優位는 점점國際移動이 容易치 않거나 불가능한 生產要素와 政治·經濟·行政·社會制度 그리고 社會間接資本, 科學技術水準, 文化 등의 廣義의生產要素들에 의해 결정될 것이며, 특히 經濟政策을 주관하는 정부의 生產性이 한 國民經濟의 경쟁우위를 결정하는 주요요인으로 등장하게 될 것이다. 반면, 生產要素들 가운데 國際移動性이 높은 資本이나 물적 부존자원의 이용가능성은 國家間에 平準化되는 경향을보일 것이며 國家經濟의 特性을 결정하는 要因으로서의 重要性은상대적으로 낮아질 것이다.

本節에서의 논의는 兪正鎬,「無國境時代의 國家經濟 屬性과 政府의 役割」, 『KDI 政策研究』(1995 겨울)에서 많은 시사를 받았음.

나. 地域競爭力 유지를 위한 정부의 經濟運營方向

世界經濟의 統合化에 따라 거시경제의 관리능력은 물론 자원의 이동과 활용에 대한 정부의 統制能力은 크게 저하되고. 과거 국경 을 방패로 하고 정부의 보호와 지원하에 육성되어 온 國際競爭力 強化施策은 그 유효성이 크게 저하되게 될 것이며. 個別 國民經濟 는 통합된 世界經濟의 地域經濟로서 서로 경쟁해 나가야 할 것이 다. 기업들은 경쟁의 우위를 확보하기 위해 보다 유리한 입지를 찾 아 세계시장을 무대로 자유로이 이동함으로써 기업의 地球化・世界 化가 보다 심화되게 될 것이다. 이에 따라 地域經濟의 競爭力은 얼 마나 생산성 높은 기업들을 유치하고, 이들 기업들의 生產性提高에 유리한 여건을 마련해 줄 수 있느냐에 의해 결정될 것이다.

지금까지의 經濟政策의 과제는 經濟의 潛在力을 최대한 發揮하기 위해 주어진 賦存資源을 어떻게 配分・活用하느냐에 있었다면, 향 후의 과제는 이에 추가하여 어떻게 하면 기업을 포함하여 우수한 자원을 誘致할 수 있겠느냐에 관하여 생각하여야 할 것이다. 個別 企業들은 經營世界化를 통해 世界를 포괄하는 經濟活動網을 구축하 고 이를 통해 점점 더 많은 價値와 富를 創出하게 될 것이며. 이에 따라 한 나라의 經濟成果는 그 나라가 이같은 企業活動의 立地로 選擇되는지 여부에 의해 큰 영향을 받게 될 것이다.

따라서 地域經濟로서는 이미 주어진 賦存資源의 制約을 量的으로 극복하는 것도 중요하겠지만, 그 質的인 내용을 개선하고 각종 제 도 등 市場經濟與件을 企業活動에 유리하게 조성함으로써 국내외 기업을 막론하고 많은 유수의 기업들이 同 地域을 생산 및 업무 중 심기지로 이용하게 만드는 것이 競爭力 유지의 관건이 될 것이다.

따라서 세계화시대의 經濟政策의 基本틀과 方向을 再定立해야 할 필요성이 절실해지게 된다. 우선 세계화시대에는 경제국경의 소멸

로 無差別主義 내지 開放主義의 일반적 적용이 不可避해지기 때문에 政府의 特惠 내지 干涉의 縮小가 不可避해지고, 결국은 市場原理의 원활한 작동에 依存하는 經濟運營體制로 이행할 수밖에 없을 것이다. 나아가 經濟政策의 대상으로서 產業 자체보다는 이동성이 높아지는 企業이나 個人 등 個別 經濟主體가 보다 의미있는 단위가되어야 할 것이다.

결국 無國境의 地球村經濟에서는 정부의 경제적 기능이 지금까지와 같은 자원배분에의 직접적 개입을 위주로 하는 소위 "經濟統制政策"기능에서, 경제질서·제도·관행 등 경제여건의 개선을 통해市場原理에 따라 간접적으로 민간경제활동을 유도관리하는 秩序・制度 政策機能으로 전환할 수밖에 없을 것이다.

Ⅱ. 世界化時代의 政府의 經濟的 機能

1. 政府의 經濟介入의 意義와 限界

지난 30여년간 우리 경제는 눈부신 經濟發展을 이루었으며 그 과정에서 政府主導的 經濟發展戰略이 중요한 역할을 하였다고 평가되고 있다. 일반적으로 政府主導的 經濟政策體制라고 할 때 이는 정부가 하나의 경제주체로서 경제활동에 참여함으로써가 아니라 국외자로서 經濟內生變數(경제주체 예컨대, 생산자와 소비자들의 경제활동의 결과로서 결정되는 변수)의 값을 정하거나 그 결정과정을 규정함으로써 民間經濟主體들의 의사결정을 제약하고 경제활동의결과를 사전적으로 강제하는 체제로 정의할 수 있을 것이다. 이러한 政府主導的 政策體制下의 經濟運營의 特徵을 살펴보면, 우선 巨

視經濟運營은 간접규제보다 直接規制에 依存하며, 微視經濟政策은 혜택과 보호의 대상자. 다시 말해 경제활동의 승자를 사전에 선택 하고 支援方案을 강구하는 산업정책과 금융정책을 주내용으로 하고 있다.

이러한 政府主導政策이 자원배분의 왜곡을 초래하지 않고 긍정적 역할을 수행하려면, 정부가 경제활동 참여자인 기업이나 소비자들 보다 민간경제의 작동원리에 대해 보다 많은 정보와 지식을 가져야 한다. 즉 정부는 시장기구의 복잡한 適者選擇過程, 즉 競爭過程을 거치지 않고서도 누가 適者인지를 사전에 알 수 있어야 하며, 따라 서 정부는 각종 경제문제에 대한 解法書(recipe)를 가지고 있어서 그때그때 적절히 대응할 수 있어야 한다.

그러나 우리나라와 같이 이제 경제규모가 확대되고 그 내용 또한 어느 先進經濟 못지않게 複雜多岐化되고 있는 오늘날에 있어서는 정부가 모든 경제문제에 대한 解法書를 가지고 있다고 가정할 수는 없기 때문에 정부개입위주의 경제운영체제는 한계를 가질 수밖에 없다.

최근 들어 政府主導的 經濟運營體制는 다음과 같은 副作用을 초 래하고 있는 것으로 관찰된다.

우선, 經濟運營을 위한 정보요건이 엄청나게 증가된 지금에 와서 도 政府經濟政策擔當者나 經濟學者들은 과거의 타성에 젖어 "경제 의 세세한 부분까지도 관리할 수 있으며 해야 한다"는 관념에 사로 잡혀 심지어 경제자율화과정도 규제해야 된다는 생각을 함으로써 경제자율화에 장애가 되고 있다. 한편 民間經濟主體들은 자발적인 참여와 창의에 바탕을 둔 經濟活動 主導意識이 결여되어 民間經濟 活動領域에 속하는 문제까지도 정부가 개입해 주기를 요구하는 "政 府依存的"사고에 젖어 있으며, 經濟構造的으로는 경제의 많은 분 야에 進入制限의 벽이 쳐짐으로써 독과점적 기득권 보호체제가 정

착되고, 가격과 수량규제가 일반화됨으로써 민간경제주체들의 창의적인 經濟活動參與意慾을 저상시키고 있다. 궁극적으로 이러한 政府介入의 일반화는 정부의 관리능력에 벗어나는 규제관리에 대한 초과수요를 초래함으로써 政府政策의 有效性의 급격한 저하를 초래하고 있다.

더 나아가 경제적 국경이 허물어지는 世界化時代에 있어서는 정부의 국민경제에 대한 통제력이 크게 약화될 것이기 때문에 정부주도・개입위주의 경제운영체제는 더 이상 유효하지 않게 될 것이다.

2. 政府와 民間市場秩序의 役割 再定立

資本主義 市場經濟體制는 局外者에 의해 강제되지 않고, 보이지 않는 손에 의해 自生的으로 생성되는 市場秩序(market order)에 의해 지배되는 체제이며, 民間市場秩序의 特徵은 內生性 혹은 自生性(endogenous and spontaneous order)에 있다. 따라서 民間市場經濟秩序가 창출하는 최적결과는 아무도 사전에 알 수 없으며 오직시장에서의 "競爭"과정을 통해 찾아 나갈 수 있을 뿐이다. 따라서經濟內生變數의 값이나 그 세세한 내용을 결정하는 政府主導的經濟運營體制는 非效率的일 수밖에 없다 할 것이다.

그러므로 앞으로 세계화되는 시대에 있어서 政府經濟政策의 역할 은 자생적 경제질서의 최적결과 창출 혹은 적자선택과정을 보다 용 이하게 하기 위한 환경을 조성하는 데 한정되는 것이 바람직하며, 이를 위해서는 무엇보다도 시장경제질서내에 公正競爭을 창달하도 록 노력하여야 할 것이다.

이러한 새로운 패러다임하에서는 정부가 "市場秩序"의 한계를 규정하는 외부여건 혹은 환경을 적절히 조절함으로써 市場秩序의 進化를 원하는 방향으로 유도할 수 있다. 정부는 시장질서의 內生 變數에 대한 각종 규제를 제거함으로써 시장질서의 자율을 확대시 켜 주되, 필요시에는 외생변수를 적절히 조절함으로써 정부가 조성 한 외생적 제약하에서 시장질서가 자체적으로 "活性化된 競爭過程" 을 통해 미지의 최적상태를 찾아갈 수 있도록 하는 것이 바람직하 다. 한편 기업은 내생변수결정에 있어서 政府의 影響力이 縮小됨에 따라, 이 영역을 적극적으로 수용하여 주도적으로 시장질서의 영역 을 확대해 나감으로써 市場秩序의 主導者로서의 역할을 재정립하여 야 할 것이다.

이러한 시각에서 보면. 정부의 영역은 민간의 입장에서 볼 때 외 생적 여건으로 작용하는 시장질서에 대한 外生的 環境分野에 한정 되어야 할 것이며, 企業은 주어진 외생적 여건하에서 어떻게 하는 것이 경제활동을 가장 효율적으로 수행하는 길인가 하는 문제(how to do)에 대한 답을 찾아야 할 것이다.

Ⅲ 世界化時代의 巨視經濟運營의 改善方案

1. 우리나라 巨視經濟運營의 現況 및 特徵

가. 成長政策優位와 直接規制에 의한 巨視經濟運營

우리나라의 巨視經濟政策은 그간의 고속성장 과정에서 金融 및 財政을 통한 產業支援政策에 밀려 본연의 經濟安定化機能을 충분히 수행해 오지 못하였다. 이에 따라 巨視經濟運營을 직접규제에 의존 할 수밖에 없는 거시정책운용상의 後進性을 면치 못하고 있다.

巨視通貨政策의 경우는 소위 "成長通貨"의 공급을 위해 본원통

화에 의한 政策金融의 공급이 관행화되어 지속적으로 높은 본원통화살초 壓力에 시달려 왔을 뿐만 아니라, 장기간의 金利規制下에서 短期金融市場의 발달이 지체됨으로써 간접규제방식의 통화관리를 위해 필요한 공개시장조작기능이 정착되지 못하고 있다. 한편 財政政策의 경우는 70년대에는 중화학공업화를 위한 租稅 및 財政支援의 확대로 재정의 巨視安定化機能이 충분히 수행되지 못했으며, 80년대에 들어와서는 물가안정을 위한 경직적인 긴축재정의 운용이불가피해짐으로써 재정 본연의 기능이라 할 수 있는 社會間接資本供給과 福祉財政機能이 크게 미흡하였다. 이에 따라 재정운용에 있어서 공공재의 공급기능과 거시경제안정화기능간의 조화가 적절히이루어지지 못하였다.

換率政策의 경우는 外換 및 資本去來의 규제하에서 때로는 輸出 競爭力을 유리하게 하기 위한 정책수단으로 때로는 환율수준이 수 출경쟁력을 저해해서는 안된다는 소극적 시각에서 경직적으로 운용 되어 왔으나, 1990년 3월 이후 市場平均換率制度의 도입으로 外換 ·資本去來自由化가 진전됨에 따라 앞으로 점차 變動換率制度로 이 행해 나갈 것으로 전망된다. 그러나 아직도 환율을 거시정책변수로 서보다는 수출경쟁력 결정요인으로 생각하는 경향이 불식되지 않고 있어 거시정책운용에 제약이 되고 있다.

이와 같이 通貨·財政 및 換率政策이 巨視安定化機能을 충분히 수행하지 못함에 따라 巨視經濟運營을 직접규제적 管理方式에 의존할 수밖에 없게 되었다. 通貨管理는 은행의 與信規制라는 직접규제에 크게 의존해 왔으며, 이에 따라 金融資源配分이 왜곡되고 금융권간의 不均衡成長이 초래되었다. 그리고 정상적인 총수요관리보다는 직접적으로 投資를 調節하기 위해 각종 金融手段 및 租稅制度를수시로 조정해 옴으로써, 오히려 微視的 資源配分政策이 景氣調節기능을 수행해 왔다. 또한 經常收支를 관리하기 위해서는 각종 수

입규제와 수출촉진정책을 추진하고. 物價指數管理를 위해 각종 生 必品, 公共料金을 中心으로 主要商品價格을 규제・관리해 왔다. 한 편 부동산거래에 대한 규제 및 건설에 대한 認許可를 수시로 조정 하여 建設投資를 조절해 옴에 따라 官主導 建設景氣循環을 초래하 기도 하였다.

그러나 최근 경제규모의 확대 및 자율화·개방화의 진전에 따라 이러한 直接規制的인 정책의 유효성이 저하되고 資源配分의 왜곡을 초래하는 등 부작용이 심화되고 있다.

나. 巨視經濟政策視界의 短期化

우리나라의 巨視經濟運營은 中長期計劃인 經濟發展(經濟社會發 展) 5個年計劃과 매년 세워지는 總資源豫算 또는 經濟運營計劃에 의거하여 집행되어 왔다. 經濟開發 5個年計劃은 초기에는 目標成長 率을 달성하기 위한 投資計劃樹立에 최대의 관심이 집중되었으나 경제규모가 점차 커짐에 따라 計劃의 性格도 指示計劃에서 誘導計 劃으로 바뀌어 왔다.

그러나 對內外與件의 급변에 더욱 적절히 대처하기 위해서는 매 년 經濟運營計劃을 점검하는 것이 불가피하였기 때문에 5個年計劃 의 테두리내에서 연도별 經濟運營計劃을 수립하게 되었고, 이러한 年間計劃이 巨視經濟運營의 구체적인 指針으로 이용되게 되었다.

매년 수립되는 經濟運營計劃은 對內外與件의 변화. 특히 景氣下降 時의 成長鈍化가 초래하는 經濟·社會的 영향에 보다 민감하게 반응 하여 세워질 수밖에 없었기 때문에 실제 5개년간 平均成長은 5개년 계획상의 중장기 성장목표를 크게 상회하게 되었다. 즉 5個年計劃은 經濟의 安定成長을 달성하기 위한 政策의 일관성유지에 충실하려 한 반면, 매년 세워지는 經濟運營計劃은 그때그때의 상황변화에 따른 경기변동을 줄이고자 하는 의도가 상대적으로 강하였다.

이러한 年度別 經濟運營計劃은 經濟運營의 지침을 제공하여 企業 投資與件의 不確實性을 줄이는 긍정적인 효과를 거둔 반면, 短期的 으로는 연도별로 지나치게 경제활성화위주로 經濟運營이 경직화됨 으로써 정부는 물론 민간부문이 모두 단기 경제운영결과에 집착하 게 되어 經濟活動視界의 短期化를 초래하고, 中長期的으로는 지나 치게 伸縮的인 經濟運營 패턴을 보임으로써 결국 경제안정을 해치 게 되었을 뿐만 아니라 중장기정책 일관성 유지에도 기여하지 못하 는 결과를 낳게 되었다. 政策運用視界의 短期化는 投資計劃視界의 短期化를 초래하여 중장기적 시각에 기초한 安定的 投資를 어렵게 하며, 民間部門 및 정치권의 巨視政策에 대한 영향력행사 가능성을 높임으로써 정책의 일관성 유지를 어렵게 하게 된다.

다. 政治民主化의 進展과 巨視政策基調의 歪曲可能性 漸增

政治的 民主化가 진전됨에 따라 경제내의 각종 이해관련 집단들의 對정치권 및 對정부 로비가 活性化되고 이를 통해 政策基調에의 영향력이 강화되는 것이 일반적인 현상이다. 6共 이후 우리 사회 및 경제는 급속한 民主化과정을 밟아 왔으며 대기업은 물론 근로자, 농민, 중소기업 등 經濟・社會的 취약계층의 목소리도 높아지면서, 이들 이익집단들의 對정부 로비력이 크게 향상되고 이에 따라 정부의 巨視經濟 政策基調가 크게 영향을 받는 양상을 나타내게되었다.

오랜 기간에 걸친 產業政策의 추진으로 정부에 의한 企業投資活動支援이 관행화되고 있는 상황에서 民主化에 따른 기업들의 對정부 로비활동이 강화되어 개별적인 產業政策의 내용은 물론 전체 거시경제 정책기조까지 업계에 의해 영향을 받게 됨으로써 經濟安定化施策의 추진이 점차 어렵게 되고 있다. 1990년의 4·4 경기활성화대책이나 1993년 1월의 金利引下措置, 그리고 신경제 100일계획

등은 개별적인 產業政策의 내용 및 전체 巨視經濟 정책기조에 업계 의 입장이 적지 않게 반영된 경우라고 볼 수 있다.

2. 今後의 巨視經濟運營 與件展望

가. 經濟의 自律化

앞으로 우리 경제는 전반적인 經濟自律化의 진전으로 民間部門의 창의가 보다 더 발현되고 시장원리에 의한 資源配分이 보다 더 활 성화될 전망이며, 이에 따라 직접규제적 經濟運營方式은 그 유효성 이 저하될 뿐만 아니라 오히려 市場原理에 의한 資源配分을 저해할 가능성이 높다.

金利自由化와 金融經營의 自由化가 진전됨에 따라 직접규제적인 通貨政策 및 金融割當政策은 더 이상 가능하지 않게 될 것이다. 그 리고 脫規制를 통한 經濟自律化가 광범위하게 진전됨에 따라 產業 政策의 추진을 위한 각종 규제나 유인책이 自律化方向과 상충될 가 능성이 높아 產業政策推進方式의 전환이 불가피하게 될 전망이다. 한편 設備投資,建設投資,消費・輸入 등 거시부문의 경제활동을 조절하기 위해 사용되어 온 각종 유인 및 규제책도 自律化의 진전 에 따라 점차 그 유효성이 저하되거나 자율화 방향자체와 상충되게 될 가능성이 높다. 그리고 物價指數 管理政策도 점차 그 유효성을 상실하게 되고, 指數管理에 따른 資源配分의 왜곡도 점점 더 심화 될 전망이다.

이에 따라 巨視經濟運營에 있어서도 직접규제적 관리방식에서 탈 피하여 自律化된 시장원리를 통한 間接規制方式에 의한 전통적인 통화ㆍ재정정책체제로의 전환을 모색해야 할 필요성이 높아질 전망 이다

나. 政治民主化의 定着과 巨視政策의 政治經濟學

지금과 같은 추세로 民主化가 진전되면 앞으로 머지않아 先進國型 政治民主化가 정착될 것으로 전망되며, 이에 따라 民主化된 선진사회에서 쉽게 볼 수 있듯이, 그리고 지난 수년여에 걸쳐 경험해온 바와 같이 이해관련 집단이나 정치집단이 정부의 政策基調變更을 통해 집단이익을 극대화하고자 하는 현상이 보다 더 일반화될 것으로 예상된다. 예컨대 근로자, 대기업, 중소기업 등 서로 이해가상반되는 이익집단들의 巨視政策基調의 변경을 위한 對政府 로비활동이 活性化되고 이에 따라 物價安定政策의 지속적인 추진이 더욱더 어려워질 것으로 전망된다.

한편 앞으로는 雇傭 및 經濟成長 등 경제운영결과가 집권당의 國家經營實績에 대한 중요한 평가기준의 하나로 정착됨에 따라, 大選 및 總選 등에서 승리하기 위해 選擧一定期間前에 팽창정책을 사용하여 景氣를 부추기는 소위 政治的 景氣循環(political business cycle)현상이 나타나게 될 가능성도 높다.

이에 따라 민간부문으로부터 安定政策反對 로비가 늘어날 것으로 전망되고 동시에 政治的 景氣循環可能性도 높기 때문에, 이들의 복 합작용으로 인해 고질적인 인플레경제가 지속될 가능성도 없지 않 다 할 것이다.

다. 經濟의 開放과 世界經濟와의 統合

앞으로 우리 경제는 貿易去來는 물론 金融資本去來에 있어서도 對外開放이 확대됨에 따라 세계경제와의 통합이 크게 진전될 것으로 전망된다. 이에 따라 國內外 經濟가 상호 밀접하게 연계됨으로써 資本去來가 규제되고 있는 현재에 비해 국내경제가 해외충격에보다 많이 노출되고, 政策效果의 해외누출이 발생하게 되어 巨視政 策의 유효성이 크게 저하되고, 나아가서는 深層的 세계경제통합하 에서 과려국들의 巨視政策基調와 상충되는 기조를 독자적으로 견지 해 나가기도 대단히 어려워질 전망이다.

國內通貨 및 金利政策과 外換 및 換率政策이 밀접하게 연계되고 金利裁定條件(interest rate arbitrage condition)을 통해 국내외 거 시정책효과도 상호 밀접하게 연계되게 될 것이다. 이에 따라 우리 경 제와 같이 상대적으로 소규모인 경제는 대규모경제들의 政策基調에 압도되어 독자적인 국내정책 목표를 추구해 나가기가 어렵게 될 것 으로 보인다. 예컨대 독자적으로 緊縮政策을 추구할 경우에는 海外 需要로 인해 국내긴축효과가 충분히 시현될 수 없고, 독자적으로 膨 脹政策을 택할 경우는 해외로부터의 공급 때문에 국내생산유발효과 가 반감되게 되며, 자본의 국내외 유출입자유가 확대됨에 따라 緊縮 과 膨脹政策基調의 견지마저도 용이하지 않게 될 것이다.

이와 같이 앞으로 국제간의 巨視政策效果의 상호연계가 높아짐에 따라 가능한 한 우리가 원하는 방향으로 여타국들의 政策基調를 유 도해 나가는 것이 바람직하기 때문에 이를 위한 多者間 정책협조체 제를 浩成해 나가는 데에도 적극적으로 참여하는 것이 바람직할 것 이다.

3. 巨視經濟運營의 先進化方案

가, 巨視政策의 機能 正常化와 直接規制政策의 廢棄

巨視政策의 가장 기본적인 기능은 경제의 안정화를 통해 경제내 의 모든 경제주체들이 安定的으로 長期計劃下에 經濟活動을 영위해 나갈 수 있는 여건을 마련해 주는 데 있다. 經濟安定化는 경제내의 자원배분의 효율성을 극대화하기 위한 전제조건이 되며, 경제가 안 정되어야 投資活動이 단기적 성향에서 탈피하여 장기적인 시각에서 生產性增大에 기여할 수 있는 방향으로 이루어지게 된다. 그리고 巨視安定化政策은 상대가격체계를 교란함이 없이 總需要管理를 통해 물가의 안정을 도모해 나가야 한다. 그러나 지금까지의 經濟安定化 노력은 효과적인 거시경제 안정화정책수단의 부재로 직접규제적인 방식에 의존함으로써 직접적으로 相對價格體系의 歪曲을 초래하고 오히려 경제의 효율을 저해해 왔다. 따라서 앞으로 巨視經濟運營을 선진화하기 위해서는 巨視財政・通貨政策이 실질적인 총수요관리정책으로 그 기능이 정상화되어야 함과 동시에 기존의 직접규제적인 物價 및 경기조절수단들은 조속히 폐기되어야 할 것이다.

따라서 巨視財政・通貨政策을 마치 성장촉진적이고 자원재배분적 정책수단인 것처럼 이용해 온 과거의 관행 및 시각에서 벗어나, 실질적인 총수요관리정책으로 정상화시키는 일이 앞으로 巨視經濟運營의 선진화를 향한 무엇보다도 중요한 첫걸음이 될 것으로 판단된다. 보다 효과적인 巨視經濟政策手段이 확보되어야만 직접규제적인 수단의 필요성도 사라지게 될 것이기 때문이다. 결국은, 투자유인 및 규제책의 발동을 통한 投資活動의 조정이나 物價指數管理次元의 物價政策, 그리고 輸入規制와 輸出促進을 통한 경상수지관리정책 등 직접규제적 정책을 하루 빨리 불식하고, 전통적인 거시재정・통화정책을 통한 巨視經濟 安定化政策體制를 정비하는 것이 필요하다.

나. 間接規制方式에 의한 巨視政策의 運用

한편 巨視政策機能의 정상화를 위해서는 통화·재정정책을 간접 규제방식에 의해 운용하는 것이 중요하다. 間接規制에 의한 巨視通 貨·財政政策은 시장원리를 통해 원하는 정책효과가 파급되는 것을 기대하기 때문에 시장원리에 의한 자원배분기능과 상충되지 않으면 서 巨視安定化機能을 효율적으로 수행할 수 있다.

특히 通貨信用政策의 경우는, 주지하는 바와 같이 韓銀의 본원통 화공급이 정책금융공급창구화되어 유동성 조절기능이 약하고, 그 동안의 金利規制로 단기금융시장의 발달이 지체되고 공개시장조작 여건이 미비하여, 통화관리정책은 은행의 대출창구규제를 통한 직 접적인 M2규제형태를 취해 왔다. 그러나 앞으로 政策金融負擔의 완화와 금리자유화의 실질적인 정착을 통해 간접규제에 의한 通貨 政策體制를 구축해 나가는 것이 필요하다 하겠다. 直接規制的 通貨 政策은 金融資源의 효율적 배분을 저해함으로써 通貨政策의 운용과 정자체가 자원배분을 원활히 하기 위한 政策環境을 조성한다는 巨 視政策의 기본목표와 상충되는 불합리성을 초래하였다.

전통적인 間接規制的 巨視政策을 활성화시키기 위해서는, 通貨政 策을 間接規制方式으로 전환함과 동시에, 財政政策의 경우는 財政 의 투융자기능 및 경기조절기능의 활성화와 함께 국공채시장의 정 비를 통한 단기채권시장의 활성화로 公開市場操作與件을 조성하는 등 財政部門의 거시경제정책적 기능을 강화해야 할 것이다.

다. 巨視經濟政策視界의 中長期化 圖謀

巨視政策基調의 일관성을 유지함으로써 民間部門이 안정적이고 예측가능한 여건하에서 長期投資計劃을 수립해 나갈 수 있도록 하 기 위해서는 巨視政策運用의 視界(horizon)를 중장기화하는 것이 바람직하다. 한편 政府의 巨視政策基調에 대한 民間部門의 이익집 단 및 정치권의 영향력 행사가능성을 최소화함으로써 거시정책기조 의 정치적 왜곡가능성을 배제하여 정책의 일관성과 신뢰성을 유지 해 나가기 위해서도 政策視界의 중장기화가 요망된다.

巨視經濟政策視界의 증장기화를 위해서는 우선 중장기 통화・재 정운용계획을 수립하여 국민들에게 발표하고, 이를 기초로 해서 정 책을 운용하며 매년의 經濟運營方向도 동 중장기계획의 테두리 안에서 일관성 있게 설정되어야 한다. 사실상 政策運用視界의 中長期化를 위해서는 정책을 準則化(rule)하는 것이 가장 확실한 방법이되겠지만 準則에 따를 경우 정책이 지나치게 경직화된다는 폐단도없지 않다. 그러나 民主化된 정책여건하에서 巨視政策의 정치적 왜곡가능성을 최소화하기 위해서는, 각종 이해집단이나 정치집단간의勢力均衡이 安定的으로 형성되고 정부정책의 신뢰성이 향상되는 단계까지는 政策運用을 상당부분 準則化해 나가는 것이 바람직하며,이를 통해서 정책시계의 中長期化도 도모할 수 있을 것으로 판단된다.

通貨政策의 運用視界를 중장기화해 나가기 위해서는 中長期通貨運用計劃을 수립, 집행하는 등 정책의 部分的 準則化를 시도하는 것이 바람직하다. 3) 準則化를 통한 通貨政策運用視界의 중장기화는 통화정책의 신뢰성을 높여 인플레 기대심리를 보다 효율적으로 불식시킬 수 있기 때문에 實物經濟活動을 크게 저상시킴이 없이 안정화를 달성할 수 있다. 4) 동시에 민간부문 및 정치권의 通貨政策基調에 대한 영향력을 약화시킴으로써 통화정책의 정치적 독립성을 제고시키는 데도 기여할 것이며. 5) 이를 통해 民間部門이 通貨政策基

³⁾ 실제로 通貨政策의 시계를 중장기화하기 위해서는 中長期通貨運用計劃의 수립에 있어 연간 통화증가율 목표를 교환방정식의 관점에서 경제성장률로는 중장기잠재성장률을, 물가상승률로는 중장기물가상승률 목표를 사용하고 유통속도의 장기추세증가율을 감안해서 설정하는 것이 바람직하다. 이를 교환방정식을 이용해서 나타내면 다음과 같다: (통화증가율목표)=(중장기성장잠재력)+(중장기물가상승률 목표)-(유통속도의 장기추세증가율). 그러나 지금까지의 관행은 中長期成長潜在力과 中長期物價上昇率 目標 대신에 각각 그해의 예상성장률과 예상물가상승률을 사용함으로써 好況期에는 通貨供給이확대되고 不況期에는 축소되게 되어, 通貨政策이 景氣安定보다 景氣의 진폭을확대하는 방향으로 운용되어 왔다.

⁴⁾ 通貨量目標政策의 준칙화와 그 이점에 대한 논의에 대해서는 Kydland and Prescott(1977), Taylor(1985), Barro and Gordon(1983·1985), 그리고 Fischer(1990) 등을 참조하기 바람.

⁵⁾ 中央銀行의 政治的 獨立性提高를 통해 통화정책의 정치적 독립성을 제고시킬

調決定에 영향력을 행사할 수 있다는 사고를 불식시킴으로써 政府 政策의 對민간부문주도력을 향상시켜 巨視經濟政策環境을 개선하 는 데에도 크게 기여하게 될 것이다.

財政運用에 있어서의 중장기계획의 수립, 집행도 정부의 재량권 을 제약하고 정책이 경직화된다는 폐단이 없지 않으나. 중장기 通 貨運用計劃의 경우와 마찬가지로 여러가지 긍정적인 효과를 가지기 때문에 당분간 財政支出擴大를 위한 정치경제학적 할거주의가 균형 을 찾기까지는, 그리고 재정의 중장기경제안정화기능을 강화하기 위하여 부분적으로라도 景氣調節機能的 성격이 강한 지출에 대해서 는 중장기재정운용계획을 수립, 집행하는 것이 바람직할 것이다.

라. 世界巨視經濟政策協調體制에의 參與를 위한 準備

세계경제의 統合化가 진전되면서 독자적 國內巨視政策의 有效性 이 낮아짐에 따라 각국은 多者間 정책협조의 필요성에 직면하게 될 것이다. 大規模開放經濟라고 볼 수 있는 美國의 경우에 있어서도, 독자적인 국내거시경제정책이 정책효과의 해외유출로 그 有效性이 크게 저하되는 상황하에서 G-7 모임을 통해 先進國들로 하여금 美 國經濟에 유리한 政策基調를 채택하도록 유도하고 있는 실정이다.

앞으로 우리나라 경제의 世界經濟로의 통합화가 진전되면, 우리 나라도 국내경제정책의 有效性低下에 직면하게 될 뿐만 아니라 美 國 등 선진국들로부터 자신들의 政策基調에 공동보조를 취해 달라 는 압력을 받게 될 가능성이 높다 하겠다. 이러한 상황하에서 우리 나라가 취할 수 있는 최선의 대응방안은 World Bank, IMF 등 이

수도 있을 것이다. 그러나 중앙은행이라는 기관의 독립이 정책의 독립성에 기 여하기는 하겠지만 정책독립의 충분조건이라고 볼 수는 없다. 중앙은행이라는 기관의 정치적 독립이 보장되더라도 政策決定 및 運營過程이 정치적인 영향 을 받게 된다면 여전히 정책의 독립성이 훼손될 가능성은 존재한다 하겠다. 이런 측면에서 보면 通貨政策의 準則化가 보다 확실한 정책의 독립성제고 방 안이라고 볼 수 있을 것이다.

미 가입하고 있는 國際機構는 물론 새로이 가입하게 될 OECD 등 국제기구들내에서의 보다 적극적인 활동을 통해 세계주요국들의 政策基調가 적어도 우리에게 불리해지지는 않도록 政策協助過程에서 영향력을 제고시키기 위해 노력해 나가야 할 것이다. 그리고 앞으로 WTO나 APEC 등 국제경제협력체제내에서의 우리의 입지를 강화해 나감으로써 世界經濟政策論議를 주도해 나갈 수 있도록 노력해야 할 것이다. 이를 위해서 내부적으로는 巨視經濟政策協助에 대한 사전연구와 對外經濟戰略의 수립을 통해 만반의 준비를 해 나가야 할 것이다.

마. 經濟運營方向에 대한 國民的 合意의 追求

앞으로 政治・經濟的 民主化와 先進化에 따라 정부정책의 수립, 추진에 있어 국민적 합의의 중요성이 보다 더 크게 부각될 전망이다. 이미 지적한 바와 같이 政治民主化는 각종 이해집단의 對정부로비활동을 活性化시킬 것이기 때문에 이들 집단의 巨視政策基調에대한 이해를 높일 수 있다면 安定化政策의 추진이 보다 용이해질 것이다.

일반적으로 주어진 巨視政策基調下에서 개별산업내의 효율적 資源配分問題와 관련되는 產業政策의 경우는, 산업내의 주요 경제주체들의 산경험과 지식이 보다 효율적인 정책방향의 모색에 기여할수 있다. 그러나 국민경제 전체와 관련되는 巨視政策의 경우는 개별산업이나 이해관련 집단들의 私利追求에 의해 정책방향이 자칫 왜곡될 가능성이 높기 때문에 이 경우에는 오히려 정부가 民間部門의 견해를 그대로 수용하기보다는 보다 적극적으로 民間部門을 설득하는 노력이 필요하게 된다. 따라서 巨視經濟政策이 효율적인 자원배분을 유도하기 위한 일종의 社會間接資本으로서의 안정적 거시경제환경을 성공적으로 조성해 나가기 위해서는 巨視政策視界의 중

장기화와 정책운용의 準則化는 물론 보다 적극적인 對국민 홍보 및 설득노력을 통해 政府政策에 대한 이해와 적극적인 호응을 유도해 나가는 노력도 경주해야 할 것이다.

Ⅳ. 通貨・財政・換率政策體制의 改善方向

1. 通貨政策體制의 改善方向

우리나라는 그동안 金融部門을 경제발전을 위한 金融資源動員의 수단으로 이용해 오는 과정에서 間接規制에 의한 通貨政策은 순수 한 의미의 巨視安定化政策으로서의 기능을 수행하지 못하고, 직접 적인 금리규제, 상업은행대출창구규제 등의 直接規制에 의한 通貨 管理가 안정화정책으로서의 기능을 대행해 왔다. "成長通貨供給"이 라는 큰 목표하에서 중앙은행의 本源通貨는 목표산업이나 부문에 대한 금융지원 목적으로 自動再割에 의해 공급됨에 따라 通貨管理 를 위해서는 불가피하게 상업은행의 일반대출창구를 관리할 수밖에 없었다. 이에 따라 通貨管理가 金融資源配分의 歪曲을 초래하게 되 었다. 金利 또한 중점지원산업에 低利金融을 지원한다는 목적하에 規制됨에 따라 資源配分機能을 상실하게 되었다. 사실상 低利政策 金融慣行은 궁극적으로 금융시장과 금융상품의 발달을 저해함으로 써 間接規制通貨管理方式의 도입을 어렵게 하는 요인이 되었다. 이 렇게 하여 한국의 通貨政策은 금리규제, 직접대출규제, 중앙은행 및 정부채권의 강제배정, 기타 직접규제수단 등으로 특징지어져 왔 다.

이러한 通貨政策體制는 한마디로 通貨乘數浩作과 通貨需要管理

政策의 混合體制라고 정의할 수 있을 것이다. 이를 보다 명확히 나 타내기 위해 다음과 같이 通貨供給函數 및 總支出函數(혹은 去來方 程式)를 정의해 보기로 하자.

(1) 통화공급식 :
$$M = \mu \cdot B$$

(2) 총 지출식:
$$Y = M \cdot V$$

여기서 M은 통화량, μ 는 통화승수, B는 본위통화, Y는 총지출 혹 은 명목GNP, V는 통화유통속도이다. 식(1)은 간단한 通貨供給函 數이며, 식(2)는 간단한 貨幣數量式이다. 여기서 間接規制方式에 의한 通貨管理는 주어진 안정적인 u하에서 公開市場操作을 통해 B 를 조절하는 정책체제로 정의할 수 있다. 역으로 直接規制에 의한 通貨管理는 B를 조절할 수 없는 상황에서 μ 를 조작함으로써 M을 조절하는 정책체제로 정의할 수 있다. 通貨乘數 μ는 은행의 適定預 金支給準備率과 現金通貨比率의 역함수이며, 현금통화비율은 단순 화된 가정하에서는 은행대출의 역함수로 볼 수 있다.⁶⁾ 그리고 法定 預金支給準備率은 은행적정지급준비율의 하한을 형성한다. 따라서 은행대출에 대한 규제나 法定預金支給準備率의 인상은 통화승수를 낮추는 방향으로 작용하게 될 것이다. 한국의 경우는 이미 지적한 바 와 같이 本源通貨가 정책금융지원으로 중앙은행의 통제 밖에 놓임에 따라 불가피하게 은행여신에 대한 직접규제를 통해 通貨乘數를 조절 하는 直接規制에 의한 通貨管理體制를 유지할 수밖에 없었다.

한편 直接規制에 의한 通貨管理, 즉 μ 에 대한 관리가 M을 효율

⁶⁾ 통화승수 μ 는 $\mu = \frac{1}{r+c(1-r)}$ 로 정의되는데, 여기서 r은 적정지급준비율, c는 현금통화비율, 즉 c=C/(C+D)로서 C는 현금통화. D는 예금통화이며 C+D=M으로 정의된다. 일반적으로 銀行預金의 創出은 은행대출을 통해 이루어 지기 때문에, 은행대출의 증가는 일부 인출을 통해 현금통화화되기도 하지만 한 경제의 현금사용거래관행에 큰 변화가 없는 한 현금통화비율을 낮추게 될 것으로 기대된다.

적으로 관리할 수는 없기 때문에 總需要(Y)管理를 위한 그 다음 단계의 조치는 4(2)에서 알 수 있는 바와 같이 通貨流通速度(V)를 관리하는 정책으로 귀착된다. V에 대한 直接規制는 바로 통화수 요에 대한 관리로 해석될 수 있다. 이러한 수단으로는 소비에 대한 직접규제, 기업투자규제, 수입규제 등을 들 수 있다.

이상과 같이 우리나라의 통화정책은 직접규제적 방식에 의해 주 로 通貨乘數管理와 通貨需要調節을 통해 수행되었다고 특징지을 수 있다.

世界化時代의 通貨政策은 직접규제방식에 의존하는 한 그 유효성 을 확보할 수 없을 뿐만 아니라. 巨視安定化政策은 미시상대가격체 계와 나아가서는 미시자원배분의 왜곡을 초래해서는 안된다는 기본 원칙에도 위배되기 때문에 間接規制에 의한 通貨管理方式으로 전환 하지 않으면 안된다. 금융 및 자본거래자유화의 진전으로 야기되는 資本流出入에 따른 流動性 衝擊을 적절히 흡수・관리하기 위해서도 금리자유화와 단기금융시장의 육성을 바탕으로 間接規制에 의한 통 화관리방식으로 전환하지 않으면 안된다.

이를 위해서는 중앙은행의 本源通貨供給을 통한 산업지원이나 중 소기업지원을 위한 정책금융관행이 시정되고 중앙은행의 本源通貨 管理 및 調節機能이 향상되지 않으면 안된다. 특히 1994년 3월 자 동재할방식을 개선하기 위해 도입된 총액한도방식에 의한 재할인제 도가 중소기업지원이라는 당위성에 묶여 제기능을 수행하지 못하고 있는데 조속히 총액대출한도의 실질적인 적용을 통해 중앙은행의 본원통화공급경로에 대한 조절기능을 회복해야 할 것이다. 이와 동 시에 시중은행의 수지보전차원에서 비현실적으로 낮은 수준에 고정 되고 있는 재할인금리도 현실화하여 정책시그널기능을 회복시킴으 로써 金利政策을 活性化해 나가야 할 것이다. 그리고 金利自由化 특히 단기금융시장에 있어서의 금리자유화와 각종 規制緩和를 통해

공개시장조작을 위한 시장여건을 개선하여야 한다. 이러한 개선을 통해서 통화정책은 금융자원배분의 왜곡을 초래하지 않으면서 중앙은행의 본원통화 조절을 통해 通貨總量을 調節할 수 있게 될 것이며 나아가 金利政策도 活性化될 수 있을 것이다.

2. 財政政策體制의 改善方向

한국의 財政政策體制는 巨視安定化政策으로서의 기능을 충분히수행하고 있다고 하기에는 아직도 개선의 여지가 많다. 우선 한국은 巨視經濟政策手段으로 시의적절하게 이용할 수 있는 일반정부(중앙+지방) 예산의 순계규모 및 수지에 대한 자료마저도 불비한상황이다. 현재 재정지출수단자료로서 가용한 統合財政收支에는 중앙정부의 일반회계, 특별회계 및 정부기금은 포함되어 있으나 지방정부부문이 포함되어 있지 않아 사실상 국가총지출자료를 활용한財政政策은 활용되지 못하고 있는 형편이다. 특히 지방정부가 統合財政收支에 포함되지 않음으로 해서 재정통계와 국민계정통계를 연결시키기도 어려운 형편이다.

趙潤濟・朴宗奎(1994)에 의하면, IMF 재정충격도(IMF Fiscal Impulse Measure)⁷⁾를 측정해 보면 한국의 財政政策은 1974년에서 93년에 이르는 20년기간중 11년이, 그리고 1990년대에 들어서는 4년 연속으로 경기동행적으로 운용됨으로써 경기진폭을 확대시켜온 것으로 나타나고 있다. 일반적으로 이에 대한 이유로는, 우선 財政政策基調 자체가 여러가지 정치적 이유나 자료에 대한 정보부족

⁷⁾ IMF재정충격도는 실제재정수지와 경기중립재정수지의 차를 실제명목GNP로 나누어서 얻어진다. 여기서 경기중립재정수지는, 실제명목GNP의 일정비율로 서의 실제조세수입에서 잠재명목GNP의 일정비율로서의 재정지출을 차감해서 얻어지는데, 여기서 적용되는 비율은 기준연도에 있어서의 비율을 사용하게 된다. 보다 상세한 논의에 대해서는 趙潤濟・朴宗奎(1994)와 韓國開發研究院(1994)을 참조.

으로 잘못 선택되었기 때문일 수도 있는데, 심지어는 기금부문이 경기동행적으로 운용되어. 그나마 가용한 통합예산마저도 경기안정 적 방향으로 운용되지 못하였다. 또한 정부가 중앙정부통합예산 중 에서도 일반회계만을 주된 財政政策手段으로 이용하고 있고, 그렇 게 할 수밖에 없는 자료상의 제약이나 기금 및 재정운용전반에 대 한 인식부족도 한 원인이 되고 있다 할 것이다. 그리고 財政政策運 用上의 硬直性이 그때그때의 경기상황에 따른 신축적 대응을 어렵 게 함으로써 정책대응에 시차를 초래하게 되기 때문일 수도 있을 것으로 생각된다.

따라서 앞으로 景氣安定化政策으로서의 財政政策의 기능을 정상 화하기 위해서는, 우선 재정이 사회간접자본확충이나 R&D 지원 등 필수적인 재정기능 이외의 산업정책이나 중소기업지원 등의 목 적 때문에 지출이 경직화되지 않도록 함으로써 財政支出의 伸縮性 을 견지하는 것이 중요하다 할 것이다. 그리고 "年間" 재정지출개 념의 경직성을 탈피하여 中期財政計劃을 활용함으로써 필요시에는, 그때그때의 경기상황에 따라 지출을 연기하거나 아니면 미리 당겨 쓸 수 있도록 하는 등의 財政運用上의 伸縮性도 확보되어야 할 것 이다. 그러나 물론 이 경우는 이러한 신축성이 자칫 이해집단들의 재정지출요구를 활성화시켜 재정의 정치적 이용가능성을 높일 수도 있기 때문에 이 점을 유념하여야 할 것이다. 이와 동시에 지방정부 재정을 통합한 재정자료의 가용성을 높여 財政政策이 시의적절하게 우용될 수 있는 정보요건을 충족시키도록 노력하는 것 또한 재정의 巨視政策機能提高를 위해 대단히 중요한 선결요건이라고 할 수 있 다 8)

한편 경제개방이 확대되고, 자본유출입이 자유화됨에 따라 개방경

⁸⁾ 거시경제안정화정책으로서의 財政政策課題에 대한 상세한 논의에 대해서는 黃晟鉉・劉庚遠(1994)과 趙潤濟・朴宗奎(1994)를 참조.

제하에서의 거시경제정책조합문제가 새로운 과제로 부각될 전망이며, 이에 따라 財政政策의 安定化機能이 새롭게 強調되어야 할 것이다. 우리나라와 같이 국내고금리하에서 자본거래자유화를 추진하는 경우에는 海外資本流入이 일어나게 되며 이로 인한 換率切上과國內通貨供給擴大가 불가피해진다. 이 경우 단기적으로는 소위 不胎化 介入政策(sterilized intervention policy)을 통해 환율안정을 도모함과 동시에 적정 통화량을 유지할 수 있으나 여러가지 부작용때문에 이 정책을 장기적으로 지속하기가 어려운 것이 일반적이다.따라서 결국에는 재정정책을 포함하는 거시정책조합을 통해 資本流入에 대응한 國內 安定化政策을 모색할 수밖에 없게 된다. 이 경우환율안정을 유지하면서 유입 외화를 통화공급확대로 수용할 경우발생하는 인플레효과를 상쇄하기 위해서는 財政黑字를 통한 재정의 安定化機能이 무엇보다도 중요한 정책수단이 되게 된다. 이러한 측면에서 건전재정기조의 유지 또한 중요한 과제라 할 것이다.

3. 換率政策體制의 改善方向

巨視金融政策의 또 하나의 큰 갈래는 換率政策이다. 開放經濟下에서는 통화정책과 환율정책은 동전의 양면과 같아 분리해서 생각할 수 없다. 그러나 우리나라와 같이 外換・資本去來規制가 광범위하게 시행되어 온 경제하에서는 상당한 정도는 상호간에 독립적으로 운영될 수도 있다.

우리나라의 換率決定메커니즘은 1980년대까지는 소위 二重 바스 켓制度로서 우리의 독자적인 통화바스켓과 IMF의 통화바스켓을 가중평균해서 얻어지는 원/달러 환율에 정부의 정책적 고려를 감 안해서 실제 원화환율이 결정되었다. 通貨바스켓을 이용해서 얻어 지는 換率이 환율결정의 지침이 되었으나 경제상황에 따라서는 정 부의 여타 정책적 고려가 보다 중요한 영향을 미치기도 하였다. 예 컨대, 국제수지개선이나 수출경쟁력유지라는 목적하에 환율의 저평 가를 유도하고자 하는 노력도 적지 않았으며 이에 따라 환율정책의 거시경제정책으로서의 기능은 개발되지 못하였다.

현재의 市場平均換率制度는 환율의 신축성을 높여 거시변수로서 의 기능을 제고하기 위한 노력의 결과로 1990년 3월 1일부로 도입 되었다. 이 제도는 前日시장의 거래환율을 거래금액으로 가중평균 해서 얻어지는 환율을 그 다음 市場 日의 중심환율로 삼는 제도로 서 최초 도입시 중심환율에서의 변동폭은 상하 0.4%로 하여 시작 되었으나 그 폭이 1991년 9월 2일 0.6%로, 1992년 7월 1일 0.8% 로, 1993년 10월 1일 1.0%로, 1994년 11월 1일 1.5%로, 그리고 1995년 12월 1일 2.25%로 넓혀졌다. 앞으로 상하환율변동폭의 확 대를 통해 점차 自由變動換率制度로 이행하게 될 것으로 기대된다. 世界化의 進展에 따라 외환・자본거래규제가 대폭 완화되고 한국의 금융시장과 세계금융시장과의 통합이 보다 진전됨에 따라 換率政策 도 더 이상 수출증진책의 일환으로 이용되거나, 지금과 같이 환율 이 경직적으로 운영될 수는 없다. 換率의 거시경제변수로서의 기능 이 살아나고, 이를 통해 국경을 넘는 자본의 흐름과 그에 따른 충격 을 적절히 소화해 낼 수 있도록 외환거래자유화 및 시장에 대한 규 제완화와 동시에 환율의 결정도 외환시장의 기능에 의해 결정되도 록 해 나가야 할 것이다.

물론 외환・자본거래자유화와 진정한 의미의 變動換率制度가 정 착된다면 환율정책과 통화정책간의 연계운용이 불가피해지기 때문 에 개방경제하의 金融政策運用技法을 습득하는 것도 시급한 과제 이다.

V. 開放經濟下의 巨視經濟政策運用

1. 開放經濟斗 金融政策:通貨政策斗 換率政策의 獨立性

대외상품 및 자본거래가 부재하는 폐쇄경제하에서는 독립된 國內 通貨政策과 독립된 換率政策을 추구할 수 있다. 즉 통화량과 환율수준을 상호연계 없이 국내적 목적으로 각각 독립적으로 운용할 수 있다. 이는 국내 通貨政策의 效果가 국제적 연계를 통해 漏出되는 효과를 무시할 수 있기 때문이다. 예컨대, 국내목적으로 통화를 긴축운용할 경우 이는 국내신용을 줄이고, 국내 금리를 인상시키는 효과를 가지게 된다. 그러나 해외로부터의 자본유입은 물론 상품교역까지 차단하고 있는 상황하에서는 이러한 효과가 외부로 누출되거나 혹은 해외로부터의 피드백효과에 의해 상쇄될 우려가 없다. 따라서 閉鎖經濟下에서 國內 通貨政策은 환율수준에 관계없이 독자적으로 수행될 수 있으며 역으로 환율수준도 통화량수준, 금리수준과 관계없이 독자적으로 결정될 수 있다.

그러나 자본거래가 부재하거나 제한적이라 하더라도 상품교역이 자유화되면, 이러한 상호독립적인 통화·환율정책운용은 제약을 받게 된다. 이러한 경제는 소위 孤立經濟(insular economy)라고 불리는데(OECD[1990]), 이 경우 상호독립성이 단기에서는 유지될수 있으나 중장기적으로는 유지하기가 어렵게 된다. 우선 이 경제에서는 대외간의 경제관계가 商品交易關係를 통해 이루어지게 된다. 따라서 일단 특정의 환율수준을 선택하게 되면, 국내수요의 과다가 수출입을 통해 해소되는 정도에 따라 國內巨視政策效果가 영향을 받게 될 것이다. 이 경우 경상수지에 따른 통화량 증감효과를

불태화할 것이냐의 결정에 따라 독자적인 통화정책의 추진 가능성 여부가 결정되게 된다. 일단 不胎化政策을 택하게 된다면, 단기적 으로는 독자적인 통화량과 독자적인 특정 환율수준을 동시에 견지 할 수 있을 것이다. 그러나 不胎化政策이 궁극적으로는 재정적 부 담을 가중시키게 될 것이기 때문에 중장기적인 지속성에는 한계가 있다 하겠다.

나아가 보다 중요한 문제는, 通貨政策만으로는 국내외 巨視經濟 均衡을 동시에 달성할 수 없기 때문에 상호간에 일관성이 결여된 통화정책과 환율정책을 중장기적으로 지속할 수가 없게 된다는 점 이다. 예컨대, 국내실업과 대외경상수지적자가 공존한다고 할 경우, 팽창적 통화정책은 국내실업을 치유하는 데 기여하겠지만, 이는 동 시에 경상수지 적자를 확대하는 방향으로 영향을 미치게 될 것이기 때문에 환율을 적절히 변동시키지 않고는 두가지 불균형을 동시에 해소할 수가 없게 된다. 따라서 換率水準과 通貨量을 각각 독립적 으로 선택하는 일은 적어도 경제의 균형과 안정을 고려한다면 중장 기적으로 불가능하다고 할 것이다.

한편 상품교역의 자유로운 허용은 물론 자본의 이동성이 높아짐 에 따라 通貨・換率政策 각각의 獨自性은 그만큼 毀損되게 된다. 일단 독립적으로 특정환율 수준이 선택되면, 통화정책의 독자성은 상실되게 되며, 역으로 독립적으로 특정통화량(금리)수준을 선택하 게 되면 환율정책, 즉 특정환율수준의 독립적 선택은 불가능하게 된다. 자본이동의 자유가 허용될 경우, 국내외 금리차는 자본이동 을 초래하고 이는 나아가 환율의 변동을 초래하게 된다. 따라서 이 경우, 자본이동이 통제되거나 아니면 자본이동압력이 중화되지 않 는 한 독자적으로 선택되는 국내금리수준과 환율수준간에 상충이 일어나게 된다. 일반적으로 자본이동의 자유화정도가 증가하면 할 수록 특정수준의 환율과 通貨量・金利水準을 독자적으로 결정하기

가 점점 어렵게 된다.

그러나 이 경우에 있어서도 不胎化政策은 두 정책의 독자적 운영을 가능케 해줄 수 있는 것으로 주장되기도 하는데, 이러한 주장과 관련해서는 다양한 찬반논리들이 제시되고 있다. 특히 外換市場에 대한 不胎化介入이 효과적인 정책수단으로 기능할 수 있다면, 개방 경제하의 금융정책으로는 통화, 환율정책에 추가하여 불태화정책도 독자적인 정책으로 추가되어야 한다는 의미에서 불태화정책의 가능성 여부는 대단히 중요한 의의를 갖는다 할 것이다.

2. 小規模開放經濟下의 通貨・財政政策의 有效性

開放經濟에 있어서의 통화, 그리고 재정정책간의 정책유효성문제는 주지하는 바와 같이 Mundell(1968, Chapter 18)과 Fleming (1962)이 제시한 이론적 구도 속에서 논의되어 왔다. Mundell은 자본이동의 완전성과 대내외자산간의 完全代替性 假定下에서, 가격이 변하지 않는 단기에 있어서의 거시정책조합문제를 논의하고 있다. Mundell에 의하면 일반적으로 目標換率維持政策下에서는 통화정책은 유효성을 상실하게 되지만, 재정정책은 독립적인 국내 안정화정책으로 기능하게 된다. 그러나 환율이 유동화되면, 국내 통화정책은 그 유효성을 회복하게 되지만 재정정책은 유효성을 상실하게 된다. Fleming도 이와 유사한 결론에 이르고 있다. 이들 결과의특이한 측면은 통화정책과 재정정책간의 상대적 유효성이 궁극적으로 固定 혹은 페그換率制度와 流動換率制度 중 어떤 제도를 채택하느냐에 의해 결정된다는 점이다.

Dornbusch(1980)는 Mundell과 Fleming의 논의를 보다 더 명료 하게 통합하고 있는데 이들 논의의 요점은 〈表 1〉에 정리하였다.

우선 국내외 금융자산간의 完全代替性 假定으로 국내금리는 국제

〈表 1〉 小規模開放經濟下에서의 巨視政策의 유효성1)

(단위:%)

| | | | | 경직적 환율운용 | 신축적 변동환율운용 |
|----------|---|---|---|---|--|
| 통 | 화 | 정 | 책 | 유효성 없음(유효성발생)²¹ 독자적 국내 통화량목표 추 구 불가능 환율목표유지를 위한 수단화 | · 유효성 높음 · 독자적 국내 통화랑목표 유 지 가능 |
| 재 | 정 | 정 | 책 | · 유효성 높음(유효성 감소) ²⁾ | 유효성 없음 단지 무역적자 초래(유효성 다소 회복: Fleming)²⁾ |
| 외환시장개입정책 | | | | · 환율목표유지를 위한 수단화 (불대화개입정책 유효) ²⁾ | • 유효성 높음 • 통화정책과 동일한 효과를 가지나 차이는 국내 자산이 아닌 외화 자산운용을 통해 정책운용한다는 점임 |

註:1) 국내외 금융자산간의 완전대체성 가정으로 국내 금리는 항상 국제금리와 같고, 물가는 고정된 단기에서의 효과임.

2) () 안은 국내외 금융자산간의 불완전대체성 가정시의 효과임.

資料: Mundell(1968), Fleming(1962), 그리고 Dornbusch(1980).

금리에 의해서 결정되고, 물가가 경직적인 단기에 있어서 환율을 경직적으로 운용하고자 하는 한 通貨政策은 환율목표를 유지하기 위한 수단 이상의 기능을 수행할 수 없으나 財政政策은 거시안정화 정책으로서의 기능을 유지하게 된다. 이 경우 일정 通貨目標를 유 지하려는 정책은 이 목표가 환율목표에 부합되지 않을 경우 즉각적 인 자본유출입과 환율변동압력을 초래하게 되기 때문에 一定 換率 目標를 유지하고자 하는 한 이에 부합되지 않는 통화량목표를 유지 할 수는 없다. 같은 논리로 외환시장개입정책도 주어진 혹은 목표 로 생각하는 환율수준을 유지하기 위한 수동적인 외환매입과 매출 기능 이상의 적극적인 기능을 수행할 수는 없다. 그러나 財政擴大 政策은 즉각적인 총수요증대와 금리상승을 초래함으로써 자본유입과 환율절상압력을 초래하게 되기 때문에 目標換率維持를 위해서는 통화량공급확대가 불가피하게 되는데, 이때의 재정정책효과는 사실상 금리상승과 환율절상압력을 완화하기 위한 통화량 공급확대에따른 정책효과나 다름없다 하겠다.

한편 變動換率制度를 채택하는 경우에 있어서는 通貨政策은 환율목표유지부담에서 해방되기 때문에, 그리고 변동환율이 통화정책효과의 국외유출을 차단해 주기 때문에 그만큼 강력한 安定化政策機能을 수행할 수 있다. 예컨대, 통화공급확대는 금리인하를 통해 자본유출압력을 초래하면서 환율평가절하를 야기하게 되는데 이에 따라 결과적으로 경상수지흑자와 소득증대를 초래하게 된다. 반면, 財政政策의 경우는, 경직적 환율하에서 불가피하게 요구되었던 환율안정을 위한 통화정책적 대응이 불필요해짐에 따라 그 巨視效果가 미미해진다. 예컨대, 위의 예와 같은 재정확대정책은 금리상승, 자본유입, 환율평가절상을 초래함으로써 결국 경상수지적자를 초래하게 되어, 최초의 지출확대효과를 완전상쇄하는 결과를 초래하게된다. 財政擴大政策의 궁극적 효과는 같은 규모의 경상(무역)수지적자를 초래하는 것에 불과하게된다.

만일 국내외 금융자산간의 代替性이 不完全하다고 가정한다면, 이 경우는 반드시 국내금리가 해외금리와 같아야 할 필요성은 없다. 따라서 일반적으로는 國內 巨視政策에 따른 금리변동이 해외금리에 의해 完全 裁定(arbitrage)되지 않는 정도만큼 정책의 유효성이 높아진다고 볼 수 있다. 이 경우 경직적 환율운용하에서도 통화정책은 그 유효성을 다소 회복하게 되며, 外換市場介入政策과 더불어 不胎化介入政策을 수행할 수 있게 된다. 이는 후술하는 바와 같이 불태화개입정책이 유효하기 위한 조건은 바로 국내외 금융자산간의 不完全 代替性이기 때문이다. 한편 硬直的 換率運用下에서의

財政政策의 유효성은. 환율목표유지를 위한 통화정책적 대응 필요 성이 줄어들고, 증가된 금리가 원래의 수준으로 회복되어야 할 필 요성이 사라짐에 따라 그 효과가 完全代替性 假定의 경우에 비해 감소하게 된다.

3. 小規模開放經濟下의 通貨・財政政策組合

小規模開放經濟下에서의 通貨・財政政策의 조합문제는 앞에서 논의한 개방경제하의 통화ㆍ재정정책의 효과에 대한 논의로부터 자 연스럽게 그 해답을 구할 수 있을 것이다. Mundell(1968, Chapter 16)에 의해 주장된 "政策有效市場分類原則"(the principle of effective market classification)⁹⁾에 따라 주어진 정책목표에 가장 유효한 정책효과를 갖는 정책을 해당정책목표에 할당함으로써 經濟 政策의 最適 組合을 구할 수 있다.

우선 앞으로의 자본거래 및 환율자유화의 진전을 감안하기 위하 여 小規模開放經濟下에서, 특히 변동환율과 자본이동의 完全性 假 定下에서의 정책조합을 논의하고자 한다. 最適 政策組合을 구성하 기 위해서는, 우선 對內均衡을 국내초과수요가 영(zero)인 상태. 對外均衡을 경상수지(무역수지)가 균형인 상태라고 가정했을 때. 通貨政策과 財政政策 중 어느 정책이 이 두 목표 혹은 부문에 보다 더 강력한 효과를 미치는가를 확인하는 것이 필요하다.

앞의 〈表 1〉에 요약한 바와 같이 변동환율, 자본의 완전이동성, 그리고 경직적 물가가정하에서 通貨政策은 국내총수요에 보다 더

⁹⁾ Mundell은 경제정책원리로서 Tinbergen의 "정책목표와 정책수단의 수가 같 아야 한다"는 원칙에 추가하여, 균형으로의 회복과정이 안정적이기 위해서는 해당 목표에 가장 영향이 큰 정책을 그 목표에 대한 정책수단으로 사용해야만 한다는 정책유효시장분류원칙을 제시하고 있다. 이에 대해서는 Mundell (1968), p.239를 참조.

강력하고 확실한 효과를 미치는데, 通貨擴大政策은 결과적으로는 생산의 증대, 경상(무역)수지의 흑자를 초래하게 된다. 通貨量增加 의 효과는 금리인하→자본유출→환율평가절하→수출증대→경상 (무역)수지증가→총수요증대→생산증대와 같은 과정을 거쳐서 나 타나게 된다.

반면, 財政政策은 단지 經常(貿易)收支變動을 초래하는 것 이외에는 실물생산에는 영향을 미치지 못하고 있다. 예컨대, 재정확대정책효과는 금리상승→ 자본유입→ 환율평가절상→ 수출감소・수입증가→경상(무역) 수지적자→ 최초의 총수요 증대효과 완전상쇄라는 과정을 거쳐, 단지 경상수지적자를 초래할 뿐이다.

따라서 이 두 정책의 政策目標에 대한 할당문제는 通貨政策은 국 내균형, 財政政策은 대외균형달성을 위한 정책수단으로 이용되어야 할 것이다. 즉 실업(초과공급)시에는 통화확대정책, 과잉고용(초과 수요)시에는 통화긴축이 적절한 정책대응이 되며, 한편 경상수지적 자시에는 재정긴축, 경상수지흑자시에는 재정확대가 적절한 정책대 응이 된다. 이 경우의 政策組合은 〈表 2〉에 요약한 바와 같다. 우선 실업과 경상수지흑자가 공존할 경우에는 통화정책과 재정정책 모두 를 확장적으로, 역으로 초과수요와 경상적자가 공존할 경우에는 통 화·재정정책 모두를 긴축적으로 운용하는 것이 대내외균형의 동

〈表 2〉 小規模開放經濟下의 財政・通貨政策組合1)

| | 실 업 | 초과수요 |
|---------------|------------|------------|
| 거 사 ㅎ 기 | · 확장적 통화정책 | • 긴축적 통화정책 |
| 경 상 흑 자 | · 확장적 재정정책 | · 확장적 재정정책 |
| જ્યો કો જો જો | · 확장적 통화정책 | · 긴축적 통화정책 |
| 경 상 적 자 | • 긴축적 재정정책 | • 긴축적 재정정책 |

註:1) 변동환율, 국내외 금융자산의 완전대체성, 그리고 경직적 가격을 가정.

資料: Mundell(1968) 과 Dornbusch(1980).

시달성을 위한 適正政策組合이 된다. 한편 초과수요와 경상수지흑자 가 동시에 발생할 경우에는 긴축적 통화정책과 확장적 재정정책을 조 합하는 것이, 역으로 실업과 경상수지적자가 동시에 발생할 경우에는 확장적 통화정책과 긴축적 재정정책을 조합하는 것이 바람직하다.

4. 獨立된 政策手段으로서의 不胎化介入政策

가. 論議의 背景

자유로운 資本移動이 허용되는 경우에 있어서 獨立的인 通貨政策 과 換率政策을 유지하기 위한 수단으로는 일반적으로 다음의 세가 지 방법이 있을 수 있다. 우선 가장 전통적이면서도 간단한 방법으 로는 外換・資本去來에 대한 規制로 되돌아가는 길이 있을 수 있지 만 이는 앞으로의 세계화ㆍ자유화되는 세계금융환경 속에서는 현실 적인 대안이 될 수 없다 하겠다. 두번째로는 다른 극단적인 방법으 로서 換率決定方式을 완전히 시장원리에 맡김으로써 變動換率이 국 내 통화정책의 독자성을 보장하는 수단이 될 수 있도록 하는 방법 이다. 물론 이 경우에는 換率政策에 대한 독자성을 희생함으로써 通貨政策의 독자성을 유지하게 되는 셈이다. 또한 역으로 固定換率 制度의 채택 등과 같이 換率政策의 독자성을 유지함으로써 通貨政 策의 독자성을 희생하는 방법도 있을 수 있을 것이다. 그러나 어느 경우든 둘 중의 한 정책의 독자성은 희생될 수밖에 없다 하겠다. 그 리고 換率決定의 完全自由化는 장기적으로 볼 때 世界化時代의 궁 극적인 정책방향이 되어야 하기는 하겠지만, 우리나라와 같이 외환 · 자본자유화가 진행중에 있고 때에 따라서는 수출경쟁력유지차원에 서 환율운용이 제약받게 되는 상황에서는 換率의 완전 자유화는 단 기적으로 환영할 만한 정책대안이 되지 않을 수도 있다 할 것이다.

이러한 경우 대두되는 제3의 대안이 소위 외환시장에 대한 不胎化介入政策(sterilized intervention)이다. 不胎化政策이란 앞에서 언급한 바와 같이 獨自的인 換率과 通貨量水準을 지키기 위해 주어진 환율수준에서 외환보유고의 변동이 통화량에 미치는 효과를 중화하고자 하는 정책을 의미한다. 예컨대, 국제금리수준과 다른 독자적인 국내금리수준을 유지하고자 하는 國內通貨政策은 불가피하게 資本流入壓力을 유발하게 되며, 이는 현재의 환율수준에 변화압력으로 작용하게 될 것이다. 만일 이 경우에 있어서 독자적인 國內金利와 동시에 換率수준도 현재의 수준을 유지하고자 한다면, 우선통화당국은 외환시장에 개입해서 자본유입과정을 통해 국내시장에들어오는 외환을 주어진 환율에서 매입하지 않으면 안된다. 그리고이와 동시에 외환매입과정에서 공급하게 되는 국내통화증가분은 國公債의 公開市場賣却을 통해서나 아니면 재할인의 감축이나 지급준비율의 인상 등을 통해 再吸收하지 않으면 안된다.

이러한 不胎化介入政策은 자본시장개방과정에서 資本流入壓力에 직면하고 있는 국가들에서 완전 자유화·개방화로 가는 과도기 정책 으로서 선호되고 있으며, 한국도 여기에서 예외가 아니라 하겠다.

나. 不胎化介入政策의 有效性與否에 대한 論議

불대화정책은 순수 技術的 側面에서만 본다면 항상 가능한 정책이라고 할 수 있다. 그러나 실제로 그 有效性은 여러가지 조건에 의존하게 된다.

우선은 이론적인 측면에서 볼 때 不胎化政策은 기본적으로 해외 자산과 국내자산을 서로 교환하는 과정이기 때문에 民間經濟主體들 이 이 두 자산간에 어느 정도나 代替性이 있다고 보느냐 하는 것이 가장 중요한 조건이 된다. 中央銀行이 외환시장에서 국내 통화로 외환을 매입하고, 늘어난 국내통화를 흡수하기 위해 국내통화표시 채권인 國公債를 공개시장에 매각할 경우, 이 정책이 유효하려면 경제주체들이 기존의 포트폴리오 중의 국내·외통화표시 채권보유 잔액에 추가해서 國內債券을 수요하지 않으면 안된다.

그런데 만일 經濟主體들이 국내・외통화표시 채권간에 차이가 없다고 본다면, 즉 국내·외통화표시 채권을 完全代替財(perfect substitute)로 간주한다면 포트폴리오의 구성에 관계없이 그 總額 에만 관심을 가질 것이며, 따라서 추가공급되는 국내채권의 구매와 동시에 海外債券을 지속적으로 매각하여 계속해서 외화를 반입할 것이기 때문에 不胎化政策이 유효성을 상실하게 된다. 그러나 반대 로 경제주체들이 국내·외통화표시 채권을 不完全代替財(imperfect substitute)로 보는 경우에는 포트폴리오의 구성내용에도 관 심을 가지게 될 것이며, 불완전대체관계에 있는 외화채권을 처분하 지 않으면서 보다 수익성이 높은 國內債券으로의 포트폴리오 재구 성이 이루어지게 될 것이다. 따라서 이 경우에는 不胎化政策이 유 효하게 될 것이다.

前者의 경우에 있어서는 국내외자산간의 完全代替財라는 가정이 국가위험프리미엄의 부재를 의미하기 때문에 國別收益率이 (위험 프리미엄 불포함시에도) 균등화되어야 균형을 찾을 수 있다. 따라 서 공급이 늘어가는 국내 자산의 수익률 상승은 결국 국내외 수익 률이 다시 균등화되는 단계까지 계속적인 海外資本流入을 초래하게 되어, 궁극적으로 독자적인 금리수준을 유지하려는 정책이나 아니 면 독자적인 환율정책을 유지하려는 정책 중의 하나를 불가피하게 포기하게 함으로써 不胎化政策의 유효성이 상실되게 된다. 국내외 자산의 完全代替 假定은 일반적으로 통화론적 접근방법에서 채택되 고 있으며 이러한 입장에서는 불태화개입정책은 독자적인 금융정책 으로 기능할 수 없다고 본다.

반면, 後者의 경우는 不完全代替財 假定이 기본적으로 외환규제.

자본거래규제 등의 차이로 인한 국별 위험 때문에 이러한 위험에 따른 프리미엄이 존재하게 되고 결국은 위험프리미엄을 포함하지 않으면 국가간 수익률의 균등화가 이루어지지 않는다고 본다. 따라서 공급의 증가에 따른 國內 債券의 收益率 上昇은 상당한 정도 채권공급증가로 인한 국가위험증가에 따른 위험프리미엄으로 간주됨으로써 지속적인 資本流入의 유인으로 작용하지는 않는다. 즉 위험프리미엄포함 國際金利 패리티(covered interest rate parity)가성립되는 단계까지는 자본유입의 유인이 되겠지만 完全代替 假定의경우와 같이 위험프리미엄불포함 패리티(uncovered interest rate parity)가 성립될 수는 없다. 따라서 국내외 금리간의 차이는 존재할 수 있으며 그만큼 정도는 환율에 대한 변동압력을 완화할 수 있게 되기 때문에 불완전대체 가정하에서는 不胎化介入政策이 독자적인 금융정책수단으로 기능할 수 있게 된다. 그런데 이러한 不完全代替性 假定은 주로 포트폴리오 밸런스모형(portfolio balance model)에서 채택되고 있다.

두번째로 不胎化政策의 有效性에 영향을 미치는 요인으로는 정책 당국이 부담하게 되는 재정적 부담의 문제이다. 不胎化政策은 결국 상대적으로 높은 금리의 국내자산을 발행하고 금리가 없는 외환이나 혹은 국내금리수준보다 낮은 금리의 해외자산을 구매하는 것과 같기 때문에, 兩자산간의 金利差가 결국은 정부나 중앙은행에 재정적인 부담을 초래하게 되며 이에 따라 장기간 지속적으로 不胎化政策을 추구하기는 어렵다 할 것이다. 이러한 시각에서 보면, 설령 이론적으로 不胎化政策이 가능하다 하더라도 장기적인 지속가능성면에서는 문제가 있다 할 것이다.

마지막으로는 不胎化政策의 有用性에 영향을 미치는 요인들이 지적되고 있다. 不胎化政策에 따른 해외자산의 국내신용대체효과로 인해 금융자원배분상의 왜곡이 발생할 수 있으며, 나아가 한국과

같이 공개시장조작여건이 충분히 개발되지 않은 여건하에서는 直接 規制에 의해 불태화정책을 수행할 수밖에 없는데 이 경우의 資源配 分歪曲效果도 적지 않을 것이라는 문제이다. 우선 不胎化政策은 본 원통화 중 국내신용부문을 줄이고 해외자산부문을 늘리는 작용을 하게 되는데, 이는 결국 주로 국내신용에 의존할 수밖에 없는 중소 기업 등 해외자본에 대한 접근능력이 없는 부문이 상대적으로 金融 供給의 縮小에 직면하게 되는 대신, 海外資本에 쉽게 접근할 수 있 는 대기업 등은 늘 상대적으로 유리한 금융여건에 놓이게 된다는 것을 의미하게 된다. 따라서 이러한 금융자원 再配分현상이 얼마나 오래 지속될 수 있느냐의 여부에 따라 不胎化政策의 장기 유용성여 부가 결정될 것이다. 또한 間接規制에 의한 통화관리수단이 미흡한 경우에는 불태화정책을 위해 재할인감축, 지급준비율인상, 기타 시 중은행대출창구규제 등 直接規制에 의한 通貨緊縮에 의존할 수밖에 없는데, 이러한 정책의 금융자원배분 왜곡효과가 불태화정책의 지 속과 그 심도의 확대에 따라 더 심화되기 때문에 이 또한 不胎化政 策의 장기유용성 및 가능성을 제한하는 요인이 된다.

다. 實證的 證據와 韓國의 經驗

문헌상에서는 독립된 금융정책으로서의 不胎化政策의 有效性을 검증하기 위한 실증분석이 다각도로 이루어져 왔다. 이들 검증모형 들은 주로 포트폴리오균형모형에 기초를 두고, 주로 선진국 자료들 을 이용하여 국내·외통화표시 자산간의 代替性 여부를 검증하고 있는데 Weber(1986)와 Edison(1993)에 의해서 개관되고 있다.

이들 실증검증결과들은 대체로 국내외자산은 서로간에 完全代替 財에 가깝고 따라서 不胎化介入政策은 그렇게 유효하지 않을 것이 라는 시사를 주고 있다. 이러한 결과는 세계금융시장이 꾸준히 統 合化의 길을 걸어 왔으며, 자본의 국제간 흐름이 빠른 속도로 이루 어지고 있기 때문에 특히 선진국들의 경우 國際金利와 크게 괴리되는 國內金利를 유지하기가 점점 어려워지게 되었다는 사실과 일치한다고 볼 수 있을 것이다. 그러나 이러한 결과는 사용자료의 출처인 先進國의 경우에는 일리가 있어 보이지만, 외환 및 자본거래규제가 아직도 많아 국가위험이 적지않게 존재한다고 볼 수 있는 後進國이나 開發途上國의 경우는 그대로 적용되기가 어렵다 할 것이다.

후진 개발도상국의 경우는 각종 外換・資本去來規制로 국내외자산간의 대체성이 여전히 낮아 국내자산에 대한 正의 위험프리미엄이 발생하는 상황이기 때문에 不胎化政策이 적어도 단기에 있어서는 유용한 정책수단이 될 수 있다고 볼 수 있다. IMF(1993)와Glick and Moreno(1994)의 개관에 의하면, 거의 모든 개발도상국들이 경제개방과정에서 지나친 資本流入壓力을 중화시키기 위해 불태화정책을 사용해 온 것으로 나타나고 있다. 그러나 不胎化政策은단기에 있어서는 과도기 정책으로서 그 유효성이 있는 것으로 나타나고 있다. 중장기적으로는 유효성이 점차 약화되는 것으로 관찰되고 있다.

한국도 1986~89년 기간에 경상수지흑자 누적에 따른 인플레와 환율절상압력을 완화하기 위해 不胎化介入政策을 활용해 온 것은 주지하는 바와 같다. 당시에는 硬直的인 換率運用體制下에 있었을 뿐만 아니라 환율절상의 수출경쟁력 저하가능성 때문에 경상수지흑자의 환율절상압력을 수용하기가 어려웠고, 나아가 경상수지흑자의 인플레 압력을 차단해야 할 필요성 때문에 대규모의 不胎化政策을 전개하였다.

당시 經常收支黑字는 1986~88년간 각각 GDP의 4.4%, 7.4% 그리고 7.9%에 이르렀고 資本收支는 정부의 외채상환노력으로 각각 GDP의 4.3%, 5.8% 그리고 2.7%의 적자를 보였으나 綜合收支는 여전히 높은 흑자를 시현하였다. 통화당국의 不胎化介入을 반영하여

정부의 공적외환보유고도 증가하였는데, 88년의 경우 GDP의 4.9 %에 이르렀다(〈表 3〉에는 불태화개입정책 관련 자료를 모았음).

실제로 不胎化政策은 중앙은행의 通貨安定證券發行을 통해 이루 어졌다. 不胎化政策의 강도가 가장 강했던 1988년의 경우, 本源通 貨가 30.2% 증가했는데, 증가내용을 보면 순해외자산증가에 따른 本源涌貨 증가요인이 80.9%나 되었으나. 동시에 불태화정책에 따 른 國內信用의 감소가 50.7%의 본원통화감소요인으로 작용하였다. 이와 같이 不胎化政策에도 불구하고 본원통화의 높은 증가가 시현 되었지만 실제 M2는 상대적으로 안정적인 수준을 유지하였는데 이 는 이미 앞에서 논의한 直接規制에 의한 通貨管理가 그만큼 강화되 었음을 의미한다고 하겠다.

한국의 경험을 평가해 보기 위해 다음과 같은 중앙은행의 反應函 數(reaction function)를 추정하였다.

(3)
$$\Delta DC = -0.65 \ \Delta NFA + 0.10 \ g_y - 0.24 \ g_{y-1} + 5.63 \ \dot{p} - 3.37 \ \dot{p}_{-1}$$

$$(-7.76) \qquad (0.17) \quad (-0.39) \quad (3.81) \quad (-2.64)$$

$$\overline{R}^2 = 0.58, \quad D.W. = 1.29$$

여기서 DC, NFA, g,, \dot{p} 은 각각 국내신용, 순해외자산, 실질 GNP성장률, 인플레율을 나타내며, 하첨자 "-"는 시차변수, △는 1차차 분. () 속의 숫자는 t 값을 나타낸다. 자료는 $1981 \cdot I \sim 1993 \cdot IV$ 기 간의 분기자료를 이용했으며 추정은 OLS 추정방법을 사용하였다. 이 결과에 의하면, 중앙은행은 純海外資產의 증가로 인해 초래되는 본원통화증가요인 중 2/3(65%) 정도를 국내신용 감축을 통해 상 쇄함으로써 部分 不胎化介入(partial sterilization)을 해온 것으로 추정된다.

〈表 3〉에 보인 바와 같이 換率과 인플레율은 1987년까지는 상당 히 안정된 모습을 보이다. 1988년에 들어 환율은 두자릿수의 切上

(윤위:%)

〈表 3〉 不胎化政策과 관련된 經濟指標

| 争 |
|-------------|
| 증가율 |
| |
| 中 |
| श्रम अ |
| |
| 패널은 |
| |
| 아래 |
| |
| 비율이며 |
| ᅇ |
| $\dot{\Xi}$ |
| 대비 |
| 五 |
| SNP |
| GNE |
| 니 |
| 파널은 |
| |
| क् |

| | ∞ | 2 | 3 | _ | 2 | 1 | 6 | 6 | 2 | 2 | 0 | 9 | 6 | ∞ | _ | ∞ |
|-------------|------------------------|---------|----------|--------|---------|----------|---------|------------|---------|-------|-------|----------|-----------|-------------|----------------------|-------|
| 1993 | .0 | -0 | | -2.1 | -0. | <u> </u> | | 0. | 27. | 16. | 11.0 | 16. | -10 | .2 | 4. | 4.8 |
| 1992 | 2.7 | -0.2 | 1.9 | 9.0 | 0.4 | 1.5 | 1.2 | 1.1 | 10.9 | 18.2 | -7.3 | 14.9 | 4.0 | 6.5 | 7.2 | 6.2 |
| 1991 | 2.6 | -0.1 | 1.1 | 1.4 | 0.3 | 3.0 | -0.4 | -0.4 | 18.2 | 6.0- | 19.1 | 21.9 | 3.7 | 3.6 | 2.2 | 9.3 |
| 1990 | 0.4 | -0.0 | 0.3 | 0.9 | -0.8 | 0.9 | -0.5 | -0.2 | 7.7 | 3.4 | 4.3 | 17.2 | 9.5 | 5.4 | 4.9 | 8.6 |
| 1989 | -0.9 | 0.2 | -0.0 | -1.4 | 0.3 | -2.3 | 1.4 | 1.2 | 31.8 | 19.5 | 12.3 | 19.8 | -12 | -8.2 | -9.4 | 5.7 |
| 1988 | -2.7 | 0.4 | -0.3 | -2.5 | -0.3 | -7.9 | 5.2 | 4.9 | 30.2 | 80.9 | -50.7 | 21.5 | -8.7 | -11.1 | 6.9 | 7.1 |
| 1987 | -5.8 | 0.3 | -0.1 | 6.9 | 0.9 | -7.4 | 1.6 | 0.2 | 48.9 | 18.0 | 30.9 | 19.1 | -29.8 | -6.7 | 0.7 | 3.0 |
| 1986 | -4.3 | 0.3 | 0.3 | -4.4 | -0.5 | -4.4 | 0.1 | 0.4 | 16.2 | 4.4 | 11.8 | 18.4 | 2.2 | 1.3 | 14.2 | 2.7 |
| 1985 | 1.2 | 0.2 | 1.1 | 0.9 | -1.0 | 1.0 | 0.2 | 0.1 | 1.7 | 8.3 | 9.9- | 15.6 | 13.9 | 8.0 | 6.5 | 2.4 |
| 1984 | 2.2 | 0.1 | 0.4 | 2.7 | -1.0 | 1.6 | 9.0 | 9.0 | 3.7 | 3.8 | -0.1 | 7.7 | 4.0 | 3.9 | 3.1 | 2.3 |
| 1984~85(평丑) | 1.7 | 0.2 | 0.7 | 1.8 | -1.0 | 1.3 | 0.4 | 0.3 | 2.7 | 6.1 | -3.4 | 11.7 | 9.0 | 5.9 | 4.8 | 2.4 |
| 왕 | 총자본유입(순) ¹⁾ | 직접투자(순) | 포트폴리오 투자 | 기 타(순) | 오차 및 누락 | 경상수지 적자 | 종합수지(순) | 공적 외환보유 증가 | 본원통화(A) | 순외화자산 | 국내신용 | M2증가율(B) | 통화승수(B-A) | 원/달리 확율 | 실질실효환율 ²⁾ | 잇플레이션 |

註:1)양수는 자본유입, 음수는 자본유출. 2) 7개국 무역가중치(미국, 일본, 독일, 영국, 프랑스, 캐나다, 네덜란드)를 사용하였으며, 양수는 평가절하를 의미.

을 보였고 인플레 압력도 가시화되기 시작하였다. 이 결과는, 不胎 化介入政策은 단기에 있어서는 환율 및 인플레의 안정유지에 기여 할 수 있으나 不胎化介入 필요성이 장기화됨에 따라 그 有效性이 떨어지게 된다는 점을 강하게 시사하고 있다 하겠다.

한편 우리나라에서 不胎化政策의 巨視經濟效果를 추정해 보기 위 해 巨視經濟模型을 이용한 시뮬레이션 연습을 시도해 보았다. 여기 서 사용된 모형은 최근의 李啓植・高英先(1995)의 연간거시시뮬레 이션 모형으로서, 이 모형은 IMF(1987)에 의해 개발된, 국민소득 계정과 자금순환계정을 서로 일관되게 連繫시키고 또한 각 경제주 체와 경제부문간의 계정상의 일관성을 유지하도록 구성된 모형을 기초로 하여 개발되었으며, 通貨量이 순해외자산의 변동에 따라 변 화하도록 內生化되고 있다.

이 모형을 이용한 시뮬레이션 결과는 〈表 4〉에 요약하였는데, 이 결과는 5개년의 시뮬레이션기간을 평균한 것으로서, 不胎化介入이 없을 경우를 100으로 하고 지수화한 값이다. 그러나 이 모형은 換 率과 金利가 과거 규제하에 있었다는 사실 때문에 완전히 內生化되 지 않고 있어 통상적으로 문헌(Edison, 1993)에서 시도하는 不胎 化政策의 환율・금리에 대한 효과를 분석할 수가 없다는 단점이 있다.

〈表 4〉에 보인 결과는 그래도 상식적인 수준에서의 기대에 크게 벗어나지 않고 있다. 예컨대. 주어진 환율수준에서 불태화정책의 강도가 높아질수록 통화 공급량이 감소하고 있으며, 이에 따라 경 제성장과 인플레 압력이 둔화되고 經常收支는 改善되는 모습을 보 이고 있다.

이와 같은 한국의 경험에 비추어 볼 때 不胎化介入政策은 단기에 있어서는 어느 정도 유효한 것으로 보인다. 그러나 중장기에 있어 서는 동 정책 자체를 지속하기가 어려울 것이기 때문에 資本流入을

| | 태화정책 | 50% 불태화정책 | 100% 불태화정책 |
|-----------|------|-----------|------------|
| 인플레율 | 100 | 99.62 | 99.00 |
| 실질GNP 성장률 | 100 | 99.60 | 98.06 |
| 경상수지적자 | 100 | 95.96 | 85.57 |
| 수출 | 100 | 100.09 | 100.18 |
| 수입 | 100 | 99.29 | 97.61 |
| 통화(M2) 공급 | 100 | 97.53 | 88.92 |

〈表 4〉 韓國의 不胎化政策의 巨視經濟效果

誘發하고 있는 거시경제환경을 근본적으로 교정하도록 정책을 사용하는 것이 바람직할 것으로 판단된다. 결국 不胎化政策은 단기조정비용을 완화하기 위한, 그리고 보다 근본적인 조정을 위한 시간을 벌기 위한 잠정적 정책수단으로 사용하는 것은 모르나 중장기적인獨立的 巨視經濟政策手段으로 활용하는 데는 문제가 있을 것으로 판단된다. 더구나 세계화되는 금융·외환·자본시장 및 거래환경하에서 不胎化政策의 短期有效性 자체도 크게 제약될 것으로 예상되기 때문에 앞으로 불태화정책의 채택에는 신중을 기하는 것이 바람 직할 것이다.

5. 資本流入壓力下의 巨視經濟政策組合

앞으로 경제세계화의 진전과, 특히 外換・資本去來自由化가 진전됨에 따라 資本流出入 압력에 적절히 대응하는 것이 무엇보다도 중요한 巨視政策課題가 될 것으로 기대된다. 그러나 이미 논의한 바와 같이 자본유입압력에 대한 대응정책으로서의 不胎化介入政策이독자적이고 중장기적인 정책수단으로 이용되기가 어렵다는 점에서 자본유입압력을 효과적으로 다룰 수 있는 政策組合을 모색하는 것이 무엇보다도 시급한 과제라고 하겠다. 최근 들어 국내에서는 이

문제에 대한 많은 논의가 있어 왔지만 아직도 설득력 있는 결론에 이르지는 못하고 있는 것으로 보인다.

일반적으로 자본거래자유화의 진전에 따른 資本流入壓力은 거시 경제에 다음과 같은 충격을 초래할 것으로 예상되고 있다. 자본유 입압력의 증대는 우선 원貨의 平價切上을 초래하거나 혹은 동시에 國內 通貨供給增大를 초래하게 된다. 前者의 경우는 명목절상으로 輸出價格競爭力의 低下를 초래하게 될 것이며, 後者의 경우는 국내 인플레를 야기함과 동시에 결과적으로는 실질절상을 통해 輸出價格 競爭力을 弱化시키게 될 것이다. 이에 따라 巨視經濟政策對應의 문 제는 환율안정과 인플레 압력의 완화문제로 귀착되게 된다. 資本流 入壓力의 근본적인 원인이 되는 국내 고성장잠재력과 고금리현상의 해소가 궁극적인 자본유입압력의 해소책이긴 하지만, 문제는 어떻 게 하면 점진적으로 환율과 물가에 지나친 충격이 되지 않도록 하 면서 金利下向安定을 유도할 것이냐 하는 점이다.

앞 節에서의 논의에 기초해서 이 경우에 관련되는 政策組合問題 를 생각해 보면, 우선 換率安定에 우선 순위를 둔다고 한다면, 통화 정책의 안정화 기능은 약화되는 반면 財政政策의 안정화기능은 強 化되기 때문에 통화증발에 따른 인플레압력을 財政緊縮을 통해 해 소할 수밖에 없을 것이다. 다음으로 變動換率을 채택하여 환율의 절상을 허용하고자 한다면 국내 인플레 압력효과는 通貨緊縮을 통 해 수속할 수 있겠지만, 이 경우는 이미 환율절상을 피할 수 없게 된다. 이상의 두 경우를 비교해 보면 前者의 경우가 환율과 물가를 동시에 안정시킬 수 있다는 점에서 유리한 정책조합이라고 볼 수 있지만, 실제로 우리나라와 같이 財政政策의 거시안정화기능이 취 약한 경우에는 그 實用性에 대해 의문이 제기될 수도 있다 하겠다.

이러한 정책대응방안과 앞 節에서 논의한 不胎化介入政策 등은 기본적으로 환율목표와 물가 혹은 통화목표를 동시에 추구하거나 아니면 두 목표 중 하나를 자의적으로 선택하고 있어, 장기적으로 두가지 목표 추구정책의 지속가능성 측면이나 최적목표선택차원에 서 문제가 없지 않다 할 것이다. 이에 따라 이하에서는 換率安定目 標와 通貨量目標政策의 선택문제와 이에 기초한 정책조합문제를 논 의해 보고자 한다.

通貨量目標政策과 換率目標政策간의 상대적 이점과 불리점에 대한 종합적인 이론 및 실증적 분석에 대한 개관과 OECD 제국에 대한 실증연구로는 OECD(1985)를 들 수 있다. 本稿에서는 동 연구의 결과를 원용해서 앞으로 자본거래자유화의 진전에 따라 예상되는 각종 巨視經濟衝擊時의 對應方案에 대해서 논의해 보고자 한다. 〈表 5〉에는 동 결과가 요약되어 있는데, 이는 OECD 諸國에 대한 거시경제모형을 이용한 시뮬레이션결과로서 여러가지의 巨視經濟衝擊의 경우에 있어서 通貨量目標政策과 換率目標政策의 상대적 이점과 비용을 요약하고 있다. 이 결과를 통해 얻을 수 있는 한가지교훈은 통화량목표정책과 환율목표정책의 상대적 이점과 불리점은 여러가지 巨視經濟衝擊의 성격과 원인 등에 따라 달라지기 때문에이러한 조건에 대한 고려 없이 상대적인 우위를 논할 수 없다는 점이다.

《表 5》의 결과에 의하면 일반적으로 伸縮的 換率變動下에서의 通 貸量目標政策은 임금충격, 재정적자, 해외통화(금리)정책변화 등과 같은 거시충격의 경우 安定化政策으로서 상대적 이점이 있는 것으 로 나타나고 있다. 반대로, 通貨需要의 변화에 따른 충격시에는 胎 化介入(non-sterilized intervention)을 통해 신축적으로 통화를 공급하면서 換率安定을 추구하는 것이 바람직하며, 국내·외통화표 시 금융자산에 대한 수요변화에 따른 충격시에는 不胎化介入(sterilized intervention)을 통해, 환율 및 통화량목표를 동시에 추구하 는 것이 巨視經濟安定에 보다 유리한 것으로 나타나고 있다.

이들 결과는, 適正目標의 선택은 대체로 주어진 환율목표하에서 거시충격에 대한 通貨的 收容(monetary accommodation)이 인플 레 혹은 디플레효과를 초래하는 정도와, 주어진 通貨量目標下에서 伸縮的 換率運用이 거시충격의 인플레 혹은 디플레 효과를 제어할 수 있는 정도에 대한 판단에 의해서 이루어질 수 있음을 시사한다 하겠다. 물론 이 경우 短期 生產效果(short run output effect)도 중요한 고려대상이 될 수 있겠지만, 여러 연구결과들(예:Darby [1985])이 金融政策의 실질생산 및 실질환율에 대한 長期 中立性 (long run neutrality) 혹은 超中立性(long run superneutrality) 을 지지하고 있다는 점에서, 인플레효과 측면을 보다 강조하는 것 이 좋을 것으로 생각된다.

〈表 5〉의 결과와 앞 節의 〈表 3〉과 〈表 4〉에서 논의한 정책조합논 의를 종합한 政策目標選擇과 對應政策組合方向에 대한 요약은 〈表 6〉에 정리하였다. 通貨量目標政策이 유리한 세가지의 경우에 있어서 보면 임금상승, 재정적자, 확장적 해외통화공급 모두가 국내 통화공 급증대압력과 인플레압력을 초래할 수 있는 요소를 안고 있기 때문 에 가능한 한 換率의 伸縮性維持를 통해 해외충격을 차단하거나 國 內政策效果의 流出을 차단하면서 통화공급증대압력에 직접적으로 맞 대응하기 위해 通貨量 目標를 堅持하는 것이 유리할 것이라고 해석 할 수 있다. 이 경우에 있어 임금상승은 결과적으로 통화적 수용 없 는 총공급함수의 안쪽으로의 이동을 의미하기 때문에 생산차질이 생 길 수밖에 없지만 이는 결국 불가피한 조정과정이라고 볼 수 있다. 그러나 나머지 두 경우는 通貨供給目標를 유지하기 위한 通貨的 收 容 자체가 생산의 변동을 완화시키는 역할을 하게 된다.

한편 환율목표유지가 유리한 國內通貨需要增加의 경우는 通貨量 을 신축적으로 需要變動에 대응해서 供給해 주는 것이 결과적으로 충격과 변동을 最小化하는 길이 되는 경우라고 볼 수 있다. 國內通

巨視經濟衝擊에 따른 通貨・換率目標政策의 相對的 利點과 費用¹⁾ (表 5)

| | 임금충격 | 과정충격 | 통화수요의 증가 | 국내통화표시 금융자산 해외금리상승(해외긴 에 대한 해외수요 증가 축통화정책) | 해외금리상승(해외긴 축통화정책) |
|---------------|---|--|--------------------------|---|--|
| 亚古华运 者 | 이점 : 인플레 안정, 임 금인상 압력을 완화시 키는 급속한 실절조정 과 실절환율의 원상회 복 도모 | 이점 : 산출물과 가격의. 단기적 안정효과 | 이점 : 없음 | 이점 : 없음 | 이점:해외통화정책 변화의 국내통화공급 효과를 차단하여 산출 물 및 가격효과 최소화 |
| • | 비용 : 단기 산출물 손 실효과의 확대 | 비용 : 실솔환율의 단기 비용 : 단기 산출물 적 평가절상 손실과 실질절상 | 비용 : 단기 산출물 손실과 실질절상 | 비용 : 단기 실절절상. 산출물효과는 불확실 | 비용:단기적 환율왜 곡. 가격상증을 통한 실질통화잔고의 감소 |
| 近古見る | 이점 : 부분적인 동화 적 수용으로 단기 산출 물 소실효과의 감소 | 이점:초기 실질환율의 효과는 소폭의 가격상승 에 국항 | 이점 : 산출물, 가격, 실질환을 안정 | 〈불태화개입〉 이점 : 산출물, 가격, 설 질환을 안정 | 이점 : 초기 실질획율 의 안정 |
| | 비용 : 실질조정의 미 흡으로 장기적 실질환 율의 왜국초래 ; 인플레 기대효과 초래 | | · 왕 당 구 당 | · 용 [h | 비용 : 통회수축과 산 출물 손실, 그리고 그 에 따른 가격기대와 설 질환율효과 가능 |

註:1) 비용은 ① 인플레 안정 ② 산출물 변화의 최소화와 같은 중기 인플레와 산출물 증가율 목표로부터의 偏差를 최소화시키는 단순한 거시경제적 목적함수에 의해서 정의됨. 資料:OECD(1985), p.26.

巨視經濟衝擊斗 對應政策組合!) 〈亲 6〉

| 3 | 1 | ī | 해외금리변동(해외 | 자국통화에 대한 | 국내외 통화표시 금융 |
|------------|--------------------------|-------------|--------------------------|-----------------------------|--------------|
| 거시경제중격 | 0 1 1 1 1 | 제정설수 | 통화정책기조변화) | 수요증대 | 자산에 대한 수요변화 |
| 대응정책 | · 신축적 확을 운용 | . 신축적 환율 운용 | . 신축적 환율 운용 | • 환율목표정책 | · 불태화개입정책(환율 |
| <i>학</i> 교 | • 통화량목표 유지 | · 통화량목표 유지 | • 통화량목표 유지 | • 신축적 통화공급 확대 | 및 통화광목표 유지) |
| | · 중립적 재정운영 ²⁾ | | · 중립적 재정운용 ²⁾ | • 재정의 안정효과 유효 ³⁾ | ㆍ재정의 안정효과 유 |
| | | | | | <u>\$</u> |
| | | | | | |

3) 환율목표하에서는 통화정책보다도 재정정책의 유효성이 높기 때문에 적극적인 재정정책역할이 가능함.

註:1) 〈表 5〉와 앞 節의 〈表 3〉과 〈表 4〉의 결과에 의존해서 작성. 2) 신축적 환율운용 기조하에서는 원천적으로 재정정책의 안정화기능이 약화되기 때문에 적극적인 재정정책역활을 기대하기가 어려움.

貨에 대한 수요가 증가했다고 한다면 우선 國內通貨供給을 늘려 주는 것이 올바른 대응이 될 것이며 이러한 과정이 國內通貨에 대한 상대적 수요를 높였던 원인 자체도 치유할 수 있을 것이다. 예를 들어 국내통화에 대한 상대적 수요증가가 국내통화의 평가절상기대에 의해 초래되고 있다고 한다면 국내통화의 상대적 공급확대만이 平價切上期待와 국내통화수요의 증가에 따른 緊縮效果를 緩和시키는데 기여하게 될 것이다. 따라서 이 경우에는 胎化介入이 바람직한 정책이 될 것이다.

다른 한편, 국내·외통화표시 金融資產에 대한 需要變動의 경우는, 원천적으로 국내외자산간의 不完全代替性을 가정하고 있는 것과 같기 때문에 국내외 자산에 대한 相對的 需要變動에 따른 환율과 통화량 공급압력을 동시에 차단하기 위해서는 不胎化介入政策이 最適政策이 될 것이다. 따라서 이 경우는 결과적으로 換率目標政策과 通貨量目標政策을 동시에 추구하는 셈이 된다. 그리고 이 경우는 가정상 不胎化介入政策이 독립적인 金融政策의 하나로 유효한경우이나 현실적으로 이 정책을 장기간 지속하는 데는 이미 지적한바와 같은 문제점들이 있기 때문에 이 점을 유념하지 않으면 안될것이다.

최근의 한국의 상황과 연결해서 보면, 현재의 資本流入壓力은 대체로 두가지 측면에서 그 원인을 생각해 볼 수 있을 것이다. 우선은 국내 潛在成長이 높아 국내주식 및 금융자산에 대한 相對的 需要가높기 때문일 수가 있으며, 다음으로는 國內 通貨政策에 비해 해외통화정책이 상대적으로 덜 긴축적이어서 國內金利가 높기 때문이기도 할 것이다. 10) 이중 어느 경우가 현재의 資本流入壓力衝擊의 진

¹⁰⁾ 현재의 상황을 원화에 대한 海外需要의 증가현상으로 볼 수도 있겠지만 아직 도 國際通貨로서의 원화의 기능이 정착되지 못하고 있는 상황이기 때문에 이러한 시각이 적절한 상황판단이라고 보기는 어렵다 하겠다.

정한 원인이든 간에 이상의 논의에 의하면 두가지 경우 모두 통화 량목표 정책하에서 通貨의 安定的 供給이 가장 기본적인 最適 對應 方案이라고 볼 수 있다. 한편 換率政策과 관련해서는 前者의 경우 는 不胎化介入을 통한 환율안정이, 後者의 경우는 伸縮的 換率運用 (환율절상허용)이 바람직한 것으로 볼 수 있다. 따라서 우선 短期 的으로는 불태화개입을 통해 資本流入壓力의 衝擊을 중화시키되, 필요시에는 換率切上도 허용하는 정책을 채택하는 것이 바람직한 정책이 될 것으로 판단된다. 이 경우 財政政策의 역할은 환율정책 의 선택에 의해 그 유용성 여부가 결정되게 되는데, 일단 換率의 신 축성이 허용됨에 따라 財政政策의 유효성은 약화되기 때문에 재정 정책의 安定化機能에 크게 의존하기가 어려워진다.

이 경우에 있어 通貨目標냐 換率目標냐의 문제는 사실상 명목절 상을 통한 실질절상이냐 아니면 인플레를 통한 실질절상이냐의 선 택문제이기도 하다. 통화량목표하의 伸縮的 換率政策은, 명목절상 을 통한 실질절상의 허용방법이지만, 환율목표하의 伸縮的 通貨供 給政策은 궁극적으로 주어진 명목환율 수준하에서 인플레를 통해 실질절상을 허용하는 방법이 된다. 그러나 여기서 인플레를 통한 實質切上의 폐해는 재론의 여지가 없기 때문에 안정적 통화운용과 불태화개입 내지는 신축적 환율정책을 통한 자본유입압력에의 대응 이 最善의 選擇이라고 볼 수 있다.

이러한 정책이슈에 대한 국내 실증분석은 左承喜・白雄基(1993) 와 白雄基(1994)에 의해서 제시되었으며 그후 유사한 연구들이 나 오고 있기는 하지만, 이들 연구들의 공통적 문제는 지금까지의 엄 격한 對外資本去來 統制下의 한국경제구조를 바탕으로 하는 모형에 기초한 시뮬레이션 연습이기 때문에, 앞으로의 새로운 여건변화와 韓國經濟 構造轉換 可能性을 감안하면 현실적으로 그 응용가능성이 크게 낮다는 점이다. 그러나 상기 연구의 한가지 흥미 있는 결과는 資本流入壓力에 대한 대응에 있어서 상대적으로 환율목표정책보다는 通貨量目標政策에 비중을 두는 것이 經濟安定化에 더 도움이 된다는 점이다. 이러한 결과는 지금까지 논의한 개방경제하의 선진국경험을 바탕으로 한 결과와도 일맥상통한다는 점에서 흥미롭다고하겠다.

▷參考文獻◁

- 白雄基,「資本流入의 巨視經濟的 效果와 對應方向」, KDI정책포럼, 한국개발연구원, 1994.
- 兪正鎬,「無國境時代의 國家經濟 屬性과 政府의 役割」,『KDI 政策研究』, 한국개발연구원, 1995 겨울.
- 李啓植·高英先,「豫算項目別 巨視經濟的 效果」,『KDI 政策研究』, 한국개발연구원, 1995 여름.
- 趙潤濟・朴宗奎,「開放經濟下의 財政政策」,『開放化・國際化에 따른 財政・金融政策의 方向』,研究論文集 94-01, 한국조세연 구원, 1994.
- 左承喜・白雄基,「94년 巨視經濟 運管方向의 摸索」, 미발간, 한국 개발연구원, 1993.
- 韓國開發研究院,「95年度 財政運營의 基本方向」, 정책협의회자료 9401, 한국개발연구원, 1994.
- 黃晟鉉・劉庚遠,『財政의 巨視經濟的 效果와 政策課題』,政策報告書 94-14, 한국개발연구원, 1994.
- Barro, Robert J. and David B. Gordon, "A Positive Theory of

- Monetary Policy in a Natural Rate Model," Journal of Political Economy, Vol. 91, No. 4, 1983, pp. 589~610.
- -, "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy," Journal of Monetary Economics, Vol. 12, 1985, pp. 101~121.
- Darby, Michael R., "Monetary Policy in the Large Open Economy," in Abert, A. etc. (eds.), Monetary Policy in Our Times, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts. 1985.
- Dornbusch, Rudiger, Open Economy Macroeconomics, Basic Books, Inc. Publishers, New York, 1980.
- Edison, Hali J., The Effectiveness of Central-Bank Intervention: A Survey of the Literature after 1982, Department of Economics, Princeton University, 1993.
- Fischer, Stanley, "Rules Versus Discretion in Monetary Policy," Friedman, Benjamin M. and Frank H. Hahn(eds.), Handbook of Monetary Economics, Vol. II, North-Holland, 1990.
- Fleming, J. Marcus, "Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates," IMF Staff Papers, Vol. 9, 1962, pp. 369~380.
- Glick, Reuven and Ramon Moreno, Capital Flows and Monetary Policy in East Asia, Pacific Basin Working Paper Series 94-08, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1994.
- IMF, "Theoretical Aspects of the Design of Fund-supported Adjustment Programs," Occasional Paper No. 55, Washington, D. C., IMF, 1987.

- ———, Recent Experiences with Surges in Capital Inflows, IMF, 1993.
- Kydland, Finn E. and E. C. Prescott, "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *The Journal of Political Economy*, Vol. 85, 1977, pp. 473~491.
- Lawrence, Robert Z., Albert Bressand, and Takatoshi Ito, A

 New Vision for the World Economy, Brookings Project on
 Integrating National Economies, Brookings Institution,
 1994.
- Mundell, Robert A., *International Economics*, The Macmillan Company, 1968.
- OECD, Exchange Rate Management and the Conduct of Monetary Policy, Organisation for Economic Cooperation and Development, 1985.
- Taylor, H., "Time Inconsistency: A Potential Problem for Policymakers," *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, March / April 1985, pp. 3~12.
- Weber, Warren E., "Do Sterilized Interventions Affect Exchange Rates?" *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1986.

張 永 玗

(財政經濟院 第1次官補)

주지하다시피, 지금 세계경제는 사회주의체제의 소멸을 계기로 시작된 무차별적인 經濟戰爭이 정보 · 통신기술의 급속한 발달과 각 국의 開放政策 추진으로 인해 가속화되고 있다. 특히 WTO체제의 출범으로 경제적 국경개념이 사라지면서 國內外 市場間의 連繫性이 더욱 높아져 각국 정부의 독자적인 經濟政策의 實效性도 취약해지 고 있는 현실이다.

이러한 시점에서 左承喜 박사의 論文은 우리 경제를 둘러싼 대내 외 여건, 특히 巨視經濟運營與件의 構造的인 變化를 체계적으로 정 리하고, 이를 토대로 정책당국자들이 거시경제정책 수립과정에서 흔히 당면하는 현실적인 경우를 상정하여 이에 대한 처방대안의 선 택까지 제시해 주고 있어 그 의의가 크다고 본다. 본 논문은 앞으로 의 巨視經濟政策運營에 있어 많은 실제적인 도움을 줄 것으로 기대 되는바, 이러한 연구가 先例가 되어 다른 연구에서도 이와 같은 현 실적인 분석과 대응방안의 제시가 많이 있기를 바라며 다음의 몇가 지 부분에 대하여 언급하고자 한다.

우선 開放經濟下의 巨視經濟政策運營과 관련하여 무엇보다도 국 내외 금리차에 따른 순자본 유입규모가 중요한 변수가 될 것인바, 國別危險에 따른 프리미엄계산시 본 논문에서 언급하고 있는 외환 및 자본 거래규제 차이에 따른 국별위험 외에도 우리의 "政治・安 保狀況 등에 따른 危險"이 비중 있게 고려되어야 한다고 생각한다. 실제로 자유화추진과정에서 南北關係의 不安은 hot money의 유출 입을 가속화시켜 경제의 불안정성을 증대시킬 가능성이 크다고 하 겠다. 나아가 國內外 金利差와 純資本 流入規模와의 相關關係를 측 정할 수 있다면 정책담당자들에게 큰 도움이 될 수 있을 것이다.

또한 거시정책의 유효성 판단이나 정책조합의 선택에 있어 換率의 硬直-伸縮性 여부판단이 기초가 될 것인바, 우리나라의 경우 임금·가격의 경직성 등 경제적 비신축성이 다른 나라보다 현저한 편이다. 따라서 환율변동의 신축성이 허용되더라도 이러한 要素費用의 非伸縮性이 추가적인 거시정책상의 제약요인이 될 것으로 보여이에 대한 고려가 필요하다고 본다. 특히 본 연구는 임금충격을 거시경제 충격으로 보아 換率目標 政策對應의 이점과 비용을 분석하고 있는데, 재정적자, 해외통화정책 등을 거시적 충격으로 보는 데는 무리가 없으나 공급충격인 임금충격의 경우는 賃金上昇의 構造的 性格을 감안할 때 여타의 거시적 충격과는 그 성격이 다소 다르다고 생각한다.

마지막으로 지적하고 싶은 것은 不胎化政策과 관련된 문제이다. 우리나라의 경우 1986~88년 기간중에는 자본수지 흑자는 크게 문 제되지 않았으나, 경상수지 흑자로 인한 통화증발 압력으로 인해 換率이 切上되고 通貨安定證券도 다량 발행된 바 있다. 한편 1994~95년 기간중에는 海外資本流入으로 자본수지가 흑자를 나타 냈으나 경상수지 적자로 일부 흡수되어 환율의 소폭 절상으로 通貨 安定이 가능하였다. 이러한 두가지 사례에 비추어 볼 때 OECD加 入과 함께 資本自由化가 크게 진전될 것으로 보이는 향후 2~3년간 에는 어떠한 상황과 이에 따른 대응이 예상되는지에 대한 전망이 가능하다면 매우 유익할 것이다.

不胎化政策의 有效性과 관련하여 國內外通貨表示 債券間의 代替關係가 중요하다고 본 논문에서 지적되고 있는데, 채권시장 개방전에 국내금리가 높아 내외금리차가 크고 이와 함께 국내외통화표시

채권간에 대체성도 크다면 불태화정책의 유효성은 어떻게 되는지 궁금하다. 또한 본 논문은 해외자본유입에 대처하기 위하여 短期的 으로 不胎化介入이 유효하며 필요시 換率切上으로 대처할 것을 주 장함과 동시에, 특히 재정정책의 안정화기능의 제약에 대하여 언급 하고 있다. 과거 과다한 통안증권의 발행 등으로 인해 불태화정책 을 추진하기가 어려운 현상황을 고려할 때, 향후 어떠한 방법으로 不胎化介入의 效率性을 확보할 수 있을 것인지에 대한 보다 심도 있는 연구가 있어야 할 것으로 본다. 또한 태국, 말레이시아 등 국 가의 경험으로 비추어 볼 때 자본자유화기에 財政部門이 景氣安定 을 위해 상당한 역할을 할 수 있다고 보며, 이러한 관점에서 通貨・ 換率・財政政策의 적절한 政策組合方案에 대한 연구도 향후 보다 활성화되어야 할 것으로 생각한다.

李 康 男

(韓國銀行 調香第1部長)

최근 우리를 둘러싸고 있는 世界經濟與件은 과거 어느 때보다도 빠르게 변화하고 있다. 우선 WTO체제 출범을 계기로 개별 국민경 제의 開放化・自由化 추세가 확산되면서 재화・서비스의 교역이나 자금의 흐름과 같은 경제활동의 世界化가 촉진되고 있다. 汎世界的 인 經濟統合과 동시에 북미자유무역지대(NAFTA), 일본을 포함한 동남아시아지역, EU의 3대 경제권을 중심으로 한 域內經濟의 統合 도 빠른 속도로 진전되고 있다. 이와 같은 世界經濟秩序의 변화로 전세계를 무대로 한 국가간 기업간 경쟁이 더욱 격화되는 가운데 우리 경제는 그동안 量的 成長爲主의 정책을 추진하는 과정에서 胚 胎된 각종 非效率을 극복하면서 市場經濟原理에 바탕을 둔 효율적 인 經濟運營體制를 마련하지 않으면 안될 시점에 서 있다고 하겠

다. 이러한 점에서 世界化時代에 우리 경제가 나아가야 할 巨視經濟運營方向 전반에 관하여 폭넓게 다루고 있는 본 논문은 매우 시의적절한 것으로 생각된다.

제Ⅱ장에서 저자는 경제의 世界化와 국경 없는 地球村經濟時代의 도래로 경제에 대한 정부의 통제력이 크게 약화되고 이에 따라 정 부주도·개입 위주의 경제운영은 더 이상 유효하지 않으므로, 정부 의 기능은 최적의 자생적 민간경제질서 창출을 촉진하도록 經濟秩 序와 制度를 정비하는 방향으로 재정립되어야 한다고 제시하고 있 다. 이는 정부의 경제적 기능이 공정한 行爲準則을 마련하고 이를 모든 경제주체에 대해 強制할 수 있는 審判機能(state as umpire) 을 강화하는 방향으로 재편되어야 함을 지적한 것으로 해석될 수 있다. 그러나 정부의 심판기능은 規制者機能(state as regulator) 과 表裏一體의 관계에 있기 때문에 정부의 경제규제가 특정목적 달 성을 위해 설정된 準據에 부합되지 않을 경우 심판기능이 효과적으 로 발휘되기 어렵게 될 것이다. 이와 같은 점을 감안할 때 현존하는 규제체제에 대한 면밀한 점검을 통해 불필요한 부분을 과감히 철폐 하는 작업이 선행되지 않을 경우 시장의 정보창출기능이 왜곡되어 정부의 政策對應機能을 제약하는 한 원인이 될 수도 있음에 유의해 야 할 것이다. 한편 1930년대말 大恐慌을 경험한 이후 미국을 비롯 한 先進諸國은 경제의 안정적 운용을 도모할 목적으로 정부가 國營 企業 등의 형태로 특정산업활동을 직접 영위하는 企業家機能(state as entrepreneur)을 지속적으로 확대해 왔으며, 그 결과 公共部門 에서의 消費・生產行態가 民間經濟秩序 및 市場에 미치는 영향력 역시 커지게 되었다. 우리나라도 그 예외는 아니어서 정부가 직접 상당수의 公企業을 所有・經營함으로써 경제활동에 참가하고 있는 데, 그 결과 경우에 따라서는 公共部門과 民間部門이 競合關係에 놓이게 됨으로써 資源配分의 最適化를 저해하거나 公共部門의 非效 率的 經營에 따른 경제적 비용이 민간부문에 轉嫁되는 등 적지 않 은 副作用이 나타날 가능성도 배제할 수 없게 되었다. 따라서 정부 의 경제적 기능 재정립시 公共部門의 再編方向도 함께 논의되어야 할 사안이라 여겨진다.

제Ⅲ장 제1절에서도 지적하고 있듯이 그동안 정부 주도의 成長優 位戰略이 추진되는 과정에서 巨視經濟運營과 관련하여 대체로 두가 지 문제점이 지적되어 왔다. 먼저 巨視政策의 兩大軸인 通貨 및 財 政政策이 성장촉진을 위하여 특정전략산업부문에 자금을 집중 지원 하는 데 치중됨에 따라 金融市場에서의 價格機構를 통한 總需要管 理機能을 충분히 수행할 수 없게 되었다. 이에 따라 巨視經濟運營 은 은행여신 및 금리의 규제, 가격통제 등을 통한 直接規制方式에 의해 주로 이루어지게 되었고, 그 결과 資源配分構造의 왜곡, 實物 ・金融部門間의 不均衡 심화 등의 부작용이 발생하였다. 다음으로 巨視經濟運營은 中・長期的 관점에서 견실한 安定成長을 달성키 위 해 정책의 一貫性 유지가 요구되었으나 현실적으로는 短期的인 관 점에서 성장목표를 달성하는 데 치우치는 경우도 없지 않았다. 이 에 따라 經濟政策의 時間視界(time horizon)가 短期化되는 경향이 높아져 중·장기정책의 일관된 추진이 점차 어려워짐에 따라 巨視 經濟運營이 經濟安定基盤의 확충, 經濟效率性의 제고 등 長期政策 目標를 달성하는 데 미흡할 수밖에 없었다.

제Ⅲ장 제3절에서는 巨視經濟運營의 改善方案으로 거시정책의 經濟安定化機能 정상화, 市場機構를 이용한 間接規制方式 위주의 정책운용. 巨視政策 時間視界의 중・장기화 도모 등을 제시하고 있 는데 그 내용은 원칙적으로 이론의 여지가 없다 하겠다. 다만 이러 한 改善方案이 효과적으로 추진되기 위해서는 政策運營主體間의 政 策機能 조정과 이에 따른 역할 분담이 선행되어야 할 것이다. 巨視 經濟運營의 메커니즘을 들여다보면 활용가능한 政策手段에 따라 運 營主體가 다른데다 그 파급효과 또한 상호 보완적이기도 하고 때로 는 상충관계에 놓여 있기도 하기 때문에 정책간에 서로 牽制와 均衡이 이루어질 수 있는 방향으로 政策運營主體의 力學構造가 재정립되지 않고서는 아무리 좋은 개선방안이라도 그 有效性을 확보하기 어렵다 하겠다. 특히 그동안 우리의 경제규모가 크게 확대되고부문간의 연계성이 점차 높아지면서 政策手段도 巨視經濟 및 微視經濟部門에 따라 세분화되고 있음을 감안할 때 정책운영주체간 유기적인 협조체제의 확립이 긴요하다고 생각된다.

제 IV 장에서는 巨視經濟政策을 通貨政策, 財政政策 및 換率政策으로 나누어 개선방향을 제시하고 있으나 그 내용은 市場原理에 입각한 間接規制로의 이행이 필요하다는 基本方向 정도를 제시한 것으로서, 제 III 장 제3절에서 설명하고 있는 巨視經濟運營의 先進化方案과 별다른 차이를 보이지 않고 있는 것으로 생각된다. 특히 제 I 장에서 經濟政策을 國家競爭力의 주된 결정요인으로 설정하고 이를위해 經濟政策의 중점이 경제질서·제도·관행 등 經濟與件의 改善에 두어져야 한다고 지적하였음에 비추어 볼 때 제 IV 장의 내용을보다 구체화하여, 예컨대 通貨政策의 경우 本源通貨 供給構造의 개선, 中間目標變數로서의 通貨量 유지 여부 및 인플레이션 목표설정방식 도입여건 등을 논의할 수 있을 것이다.

제 N 장에서 다루고 있는 細部事項과 관련하여 다음과 같은 점에 유의할 필요가 있을 것으로 보인다. 通貨政策體制의 改善方向에서 지적한 것처럼 銀行貸出 억제가 現金通貨比率의 상승을 통해 通貨 乘數를 낮추는 면도 있겠으나 銀行貸出 억제를 통해 慢性的인 支準 不足現象을 완화함으로써 本源通貨의 供給餘地를 축소한 것으로 설명할 수도 있을 것이다. 아울러 과거 通貨政策을 通貨需要管理政策으로 보고 通貨流通速度의 管理手段으로 消費・投資・輸入規制 등을 들고 있으나 巨視經濟政策에서 차지하는 通貨政策의 위치에 비

추어 總需要를 직접 관리함으로써 通貨流通速度는 사후적으로 결정 된다고 보는 것이 현실적이지 않을까 생각된다.

제 V 장에서는 開放經濟下에서 通貨, 金利, 換率 및 財政을 連繫 的으로 運用하여야 할 필요성을 분명히 하고 있어 앞으로 巨視經濟 政策 수립에 있어 좋은 指針이 될 것으로 기대된다. 다만 본장의 내 용이 기존의 이론을 단순화하고 있다는 점에서 몇가지 논평이 가능 할 것으로 생각된다.

먼저 資本自由化의 進展過程에서와 資本自由化 完了後의 巨視經 濟 運營方式이 상이할 수 있다는 점에서 이를 좀더 분명하게 구분 하여 기술할 필요가 있다고 하겠다. 이러한 관점에서 제4절의 不胎 化介入政策部分과 제5절의 資本流入壓力下의 巨視經濟政策部門은 資本自由化 進展過程에서의 巨視經濟政策組合으로 통합되는 것이 좋을 것으로 보인다. 이 경우 不胎化介入의 有效性 여부를 通貨政 策에 한정하여 살펴보기보다는 財政政策을 포함한 全體 巨視經濟政 策 側面에서 파악하는 것이 바람직하다고 하겠다. 왜냐하면 海外部 門의 通貨增發에 財政緊縮을 통해 대처하게 되면 金利引上을 초래 함이 없이 通貨供給의 安定과 換率의 安定을 동시에 도모할 수 있 기 때문이다.

이와 관련하여 논문에서는 財政政策의 有效性을 부분적으로 인정 하면서도 財政의 伸縮的 運用이 어렵다는 이유로 財政緊縮의 實效 性에 회의적인 입장을 표방하고 있는데. 이는 제IV장에서 財政運用 의 伸縮性을 높이는 노력이 요구된다고 기술하고 있다는 점에서뿐 만 아니라 본고의 목적이 앞으로의 巨視政策方案 모색이라는 점에 서도 다시 한번 생각해 보아야 할 것이다. 또한 우리나라 不胎化介 入政策에 대한 實證分析 결과를 인용하면서 1988년 이후의 換率切 上 및 物價不安을 근거로 不胎化介入政策의 有效性이 저하되었다고 지적하고 있는데, 그 당시 金融・外換・資本自由化의 정도가 低位 에 그쳐 不胎化介入政策의 運用與件이 양호하였음에 비추어 볼 때 不胎化介入政策의 限界를 通貨安定證券의 發行累增 등 政策手段 자 체의 構造的 限界에서 찾아볼 수도 있을 것이다.

다음 본 논문에서 開放經濟下에서의 通貨·財政政策의 效果를 Mundell모형에 입각하여 短期的 觀點, 즉 가격이 고정되어 있다는 전제하에서 분석하고 있는 것은 巨視經濟政策의 時間視界를 中長期 化할 필요가 있다는 점에서 재론의 여지가 있다고 본다. 특히 通貨 政策의 1次的인 目標變數인 物價를 분석대상에서 제외하고 經濟成長 및 經常收支만을 대상으로 논의를 전개하고 있어 다소 아쉬움이남아 있다 하겠다. 여기서 物價를 分析對象에 포함시키게 되면 變動換率制下에서도 通貨政策의 獨自的 運用은 상당한 제약을 받을수 있을 것이다. 즉 變動換率制下의 國際收支 均衡이 綜合收支의均衡을 의미한다고 볼 때 經常收支가 큰 폭의 적자를 나타내더라도資本收支가 흑자를 보이면 國際收支는 균형을 유지하게 되므로 經常收支 赤字幅 縮小를 위해서는 物價不安에도 불구하고 中央銀行이外換市場에 개입하여 換率切下를 유도하지 않을 수 없게 된다.

끝으로 資本自由化의 순조로운 이행을 저해하는 주된 요인의 하나가 內外金利差라는 점에서 이를 해소하기 위한 방안을 보다 심도 있게 검토해 볼 필요가 있다고 하겠다. 특히 논문에서 中長期的 通貨政策의 필요성을 강조하고 있으므로 通貨增加率을 점진적으로 낮추어 나감으로써 期待인플레率의 下落을 유도하는 방안이 고려되는 것이 좋다고 생각된다. 아울러 金利決定要因의 하나인 金融仲介費用이 절감될 수 있도록 長短期金融市場의 機能을 제고하는 방안도 강구할 수 있을 것이다.

安 國 臣

(中央大 經濟學科 教授)

左박사의 논문제목「經濟世界化時代의 巨視經濟 運營方向」은 어 렵고 포괄적인 주제이다. 그런데 左박사는 논문제목에 걸맞는 넓은 시야와 깊은 문제의식을 가지고 타당한 방향과 탄탄한 방안을 제시 하고 있다. 경제학을 전공하는 同學들에게는 많은 공감과 직관을 불러일으키고, 정책당국과 일반인에게는 좋은 경제교육을 제공해 주는 훌륭한 논문이다. 특히 "정책당국이나 경제학자들은 과거의 타성에 젖어 「경제의 세세한 부분까지도 관리할 수 있으며 관리해 야 한다 는 고정관념에 사로잡혀 심지어 경제자율화과정도 규제해 야 한다는 생각을 함으로써 경제자율화에 장애가 되고 있다"는 지 적, 그리고 "지금까지의 정부주도적 경제운영체제로부터 민간부문 이 주도하는 경쟁적 시장경제체제로 바뀌는 과정에서 민간시장경제 질서가 창출하는 최적결과는 아무도 사전에 알 수 없으며 오직 시 장에서의 경쟁과정을 통해 찾아 나갈 수 있을 뿐이다"는 하이에크 流의 논리는 아무리 강조해도 지나치지 않을 만큼 중요하고 우리 경제현실에 적합성이 큰 메시지이다. 이 논문은 左박사야말로 건전 한 경제이론과 정책의 열렬한 전도사라는 것을 확인시켜 준다.

논문의 큰 틀과 흐름에 공감하면서 「千慮一失」이라고 느낀 점을 크게 세가지만 지적해 보고자 한다.

첫째, 세계화시대라는 개념이 모호하다. 논문의 앞 부분에서 정 의한 것처럼 세계화시대가 「국경 없는 지구촌경제시대 라는 뜻이라 면 이는 장기에나 도래하는 시대로서 단기와 중기를 주로 염두에 둔 Ⅲ절 이하의 논의와 잘 부합되지 않는다. 이런 뜻의 세계화시대 에는 각국 정부는 현재 각 국민경제내의 지방정부와 같은 위상으로 격하되어 독자적인 재정·통화·환율정책을 구사할 여지가 없어진

다. 아마도 左박사는 「국경 없는 지구촌경제로 이행해 나가는 시대」라는 뜻으로 세계화시대라는 말을 사용한 것 같다. 이 경우에는 세계화시대보다 국제화시대라는 말이 더 적절한 표현이다. 무한경쟁이나 세계화시대와 같은 애매하고 실상을 호도하기까지 하는 비학문적 용어는 정치인과 기업인, 언론인들의 전유물로 남겨 놓는 것이 좋다. 左박사의 1994년 저서『國際化時代의 韓國經濟運營』에서 사용한 국제화시대라는 용어가 시류에 영합하지 않고 가치중립적인 용어라고 생각된다.

둘째, 국제화시대에 우리 경제의 구조적 문제점들을 어떻게 해결 해 나가야 할 것인가에 대한 진지한 고민이 담겨 있지 않다. 左박사 가 강조한 관치경제체제 외에도 재벌에 의한 경제력집중과 중소기 업의 공동화, 지나친 수도권집중과 농어촌의 황폐화가 우리 경제의 중요한 구조적 문제점들이다. 우리나라 재벌이 강조하는 세계화와 「세계경영」논리에 의하면 경제력집중은 효율적이고 갈수록 비계열 중소기업이 발붙일 입지가 없더라도 그건 어떻게 할 수 없는 일이 다. 「세계화」라는 용어가 애매모호하고 我田引水격의 가치비중립적 이라고 평가되는 것은 이 때문이다. 한편 선진국치고 풍요로운 농 촌이 없는 나라가 없는 반면, 우리 농촌은 참담하다는 것도 엄연한 사실이다. 그런데 중소기업을 경제의 중핵으로 키우고 농촌을 풍요 롭게 만드는 프로그램과 재계와 정부가 내세우는 이른바「세계화」 는 물과 기름처럼 따로 노는 것이 현실이다. 지금까지의 중소기업 육성정책이나 농어촌발전대책이 비효율적이고 정치적으로 오염되 어 온 것은 사실이지만 그렇다고 해서 이런 구조적 문제점들을 방 임해야 한다는 논리는 성립되지 않는다. 거시경제의 운영목표는 쉽 게 말해서 국민 모두가 골고루 잘사는 활력 있는 사회를 만들고 삶 의 질을 높이는 것으로 결국 귀착되기 때문이다.

左박사는 "정부의 영역은 민간의 입장에서 볼 때 외생적 여건으

로 작용하는 시장질서에 대한 외생적 환경분야에 한정되어야 할 것 이며, 기업은 주어진 외생적 여건하에서 어떻게 하는 것이 경제활 동을 가장 효율적으로 수행하는 길인가 하는 문제에 대한 답을 찾 아야 할 것이다"고 적시하고 있다. 이 옳은 지적대로 정부는 재벌 과 중소기업이 공정한 자유경쟁을 벌일 수 있고, 도시와 농촌이 상 호보완적 유기체가 될 수 있도록 외생적 환경을 디자인해 나가야 할 책임이 있다. 재벌은 시장질서를 정부에 의해 주어지는 외생적 여건으로 생각하지 않고 자기네에게 유리하게 끌고가려 하고 또 그 럴 힘이 있는 상황에서 공정한 시장경제질서를 논하는 것은 허구적 이다. 공정한 자유경쟁환경의 조성을 강조하지 않은 채 하이에크流 의 논리를 강조한다면 이는 본말이 바뀌고 지나친 경제력집중의 비 효율성에 눈감는 「작은 논리」가 될 것이다. 따라서 우리 경제의 구 조적 문제점들을 혁파하면서 국가경쟁력을 확충해 나가는 방도는 무엇인가에 대한 진지한 고민과 논의가 있었다면 금상첨화였을 것 이다.

셋째, 국제화시대에 바람직한 거시경제 정책체제는 무엇인가에 대한 논의가 부족하다. 左박사는 재정, 통화, 환율면에서 정책과 정 책체제라는 말을 혼용하고 있다. 굳이 정책체제라는 말을 하고자 할 때에는 정책조합의 양식이라는 뜻으로 사용하는 것이 좋을 것 같다. 나아가 국제화시대에는 각 정책의 상호의존성이 더욱 긴밀해 지고 전통적인 거시경제정책과 노동정책, 환경정책, 산업정책, 기술 개발정책 등과 같은 미시경제정책의 구분도 實益이 약해진다. 따라 서 이런 모든 정책들을 포괄하는 바구니의 뜻으로 정책체제라는 용 어를 사용하고 이 다양한 정책들간의 바람직한 배합에 대해 논의를 전개했으면 아주 좋았을 것이라는 생각이 든다. 이런 관점에서 논 문 제목은「經濟國際化時代의 巨視經濟政策 運營方向 으로 좁히든 지「經濟國際化時代의 國民經濟 運營方向 으로 넓히는 것이 바람직

72 KDI政策研究 第18卷 第1號(1996 봄)

할 것이다. 필자는 左박사의 논문을 前者로 받아들여 감명 깊게 읽었음을 밝혀둔다.

결론적으로 左박사의 논문은 국제화시대를 살아가는 우리의 현실을 조명해 보고 미래를 전망해 보게 하는 소중한 길잡이 논문이다.