

金融産業改編과 金利自由化 課題

河 成 根*

< 目 次 >

- I. 머리말
- II. 금융산업 개편과 규제금리제도
- III. 현 금융통화구조와 금리자유화의 성공가능성
- IV. 금리자유화 실행의 기본방향

I. 머리말

주지하는 바와 같이 1960년대이후 장기간에 걸쳐 우리나라는 빈약한 부존자원과 협소한 국내시장이라는 기본적 제약하에서 대외지향적인 성장을 뒷받침하기 위해 금융부문에 광범위한 통제를 실시하여 왔다. 정부당국이 전개한 강도높은 金融統制는 빈약한 가용자원을 정책적으로 배분하여 실물산업의 전략적 성장을 가능하게 하여 우리 경제의 量的成長에 기여한 바 적지 않았다.

그러나 금융시장과 금융기관 경영에 대한 정부의 포괄적인 통제는 금융의 자율성과 효율성을 크게 억압하여 金融의 量的·質的成長을 저해하였다. 무엇보다도 최근에 와서는 그간의 金融統制는 과거 어느때 보다도 값비싼 대가를 치루지 않으면 안되는 상태에 이르고 있다. 특히 장기에 걸친 금융통제와 억압은 이제와서는 실물산업의 지속적인 성장에 보탬이 아닌 애로요인으로 작용하게 되는 측면이 확대되고 있다.

금융통제에 기인하여 각 금융기관은 가계나 기업이 필요로 하는 금융수요를 충분히 충족시킬 수 있는 다양한 금융수단을 개발하지 못하게 되었을 뿐 만 아니라 자금의 흐름이 특정부문에 편재되는 경향이 나타났다. 또한 자금수요

*연세대 상경대학 경제학과 교수

자인 기업은 政府의 政策資金供與에 지나치게 의존하게 되었으며 이러한 의존은 누적적인 通貨增發을 불가피하게 만들었고 이는 인플레이와 인플레이대심리의 상승을 통해 지속적인 시장금리상승 요인으로 작용해 왔다. 결국 이와같은 금융수단 개발의 미비, 자금의 편제, 인플레이션을 통한 이자율 상승 등은 기업자금조달의 통로와 비용을 크게 제약하게 된 것이다.

금융산업의 비효율과 낙후는 실물산업의 생산과 투자활동에 주요한 장애요인이 될 뿐만 아니라 최근 가속적으로 확대되고 있는 우리경제의 開放化過程에서 심각한 부담을 유발하고 있다. 그간 우리경제의 제조업 부문은 정책당국의 적극적인 지원에 힘입어 어느 정도 국제경쟁력을 갖추게 되어 지속적인 수출의 확대를 이룩하였다. 그러나 이러한 수출의 확대는 점차 우리경제의 각 부문을 무역상대국에게 본격적으로 개방하지 않을 수 없게 되었으며 특히 제조업부문에 비하여 그 경쟁력에 있어 상대적으로 크게 낙후되어 있는 농업부문이나 금융부문에 대하여 무역상대국의 개방압력이 集中되었다.

농업이나 금융산업은 한 국가의 가장 중요한 기간산업 중의 하나이다. 따라서 이러한 산업의 개방은 그 산업의 기본적인 경쟁력과 自立的 成長基盤을 확립한 후에 이루어져야 하며 만약 그렇지 않을 경우 그것은 향후 국민경제의 자립적 성장과 안정에 큰 저해요인이 될 수 있을 것이다.¹⁾ 그러나 부존자원이 빈곤한 우리로서는 계속 대외거래를 증진시켜 경제의 성장을 도모해 나가지 않을 수 없고 그러기 위해서는 낙후된 部門에서의 개방도 어느정도 수용하지 않을 수 없는 것이 현실이었다. 그러나 갈수록 더해가는 선진국의 개방압력과 시장잠식은 국민경제에 커다란 위협이 되고 있다.

여하튼 이제 금융통제에 따른 금융산업의 비효율과 후진성이 대내외적으로 우리국민경제에 초래하는 비용은 매우 심각한 수준이라는 것은 누구도 부인하기 어려운 사실로 되고 있다. 사실 근간에 금융산업의 效率性和 競爭力增進을 위한 제도개편의 필요성에 대한 인식은 과거 어느때 보다도 폭 넓게 확산되고 있다. 그리고 관계당국은 보다 최근 금융산업의 비효율과 후진성을 탈피하기 위한 제도적 개혁을 체계적이고 종합적으로 적극 추진할 뜻을 표명하고 있다.

그러나 정부당국은 1980년초 부터 金融產業改編의 의지를 수시로 표명해 왔

1) 많은 경제학자들(Mckinnon, 1982; Edwards, 1984; Dornbusch, 1983; Lai, 1986)이 금융자유화를 통한 경쟁력 강화가 금융개방에 선행되어야 한다는 관점을 피력하고 있다.

지만 실질적인 추진은 미미했고 또한 1988년 12월에는 금융산업효율화의 핵심이 되는 貸出金利自由化를 실제 실행하였지만 결과적으로 성사시키지 못했다. 따라서 이러한 점을 감안할 때 이번의 정부의지 역시 바람직한 실행과 성과로 연결될 수 있는 지에 대해 결코 낙관만 할 수 없다.

장기간 유지되었던 금융제도나 정책을 바꾸기가 결코 쉽지 않을 것이다. 어떤 제도적변화를 성공적으로 유도하는데 있어서 이행되어야 할 조건으로 두가지를 고려해 볼 수 있다.

첫째, 장기간 유지되었던 제도나 정책의 변화가 단기적으로 유발할 수 있는 충격과 비용을 가능한 한 줄일 수 있는 구체적 방안제시가 있어야 한다는 것이다. 만일 제도개혁이 장기적으로 많은 이점을 낳을 수 있어도 단기적으로 부담해야 할 비용이나 충격이 정도를 넘게되면 현실적으로 그 개혁은 좌절될 가능성이 매우 높게 된다. 따라서 금융제도의 변화를 실행시키기 위해서는 그 변화가 초래할 수 있는 단기적 부작용을 최소화할 수 있는 구체적 정책방안이 강구되어야 한다는 것이다. 그리고 이러한 방안의 강구는 관련여건과 구조에 대한 정확하고도 충분한 고려를 바탕으로 할 때만 가능할 것이다.

한편 이렇게 강구된 정책방안도 어느정도의 충격과 비용을 수반하게 되는데 이를 감수하고 일관성있게 해당 정책을 추진하는 정부의 단호한 입장이 있어야 한다는 것이 제도개혁의 성공을 위한 두번째 조건이라고 할 수 있다. 특히 정부의 이러한 정책의 결정과 견지는 정치적 결단의 성격이 강하다고 볼 수 있다.

결국 그간 단편적이고 산발적으로 시도되었던 金融制度의 改編이 실질적으로 지지부진하고 좌절되어 왔던 것도 이러한 조건들이 제대로 충족되지 못했기 때문일 것이다.

본고에서는 우리 금융산업의 효율성제고의 핵심적 과제가 되고 있는 規制金利自由化문제에 한정하여 그 성공적 추진방안 강구에 기여할 수 있는 몇가지 관점을 제시해 보고자 한다.

현재 대내외적으로 다른 어떤 과제보다 金利自由化 시행이 시급한 과제이다. 사실 정부당국은 지난 91년 하반기에 발표한 단계별 금리자유화계획²⁾에 따른 제 2단계금리자유화를 조속한 시일안에 시행할 것이라고 공언하고 있다.

2) 재무부(1991) 참조.

이제 2단계 자유화는 재정지원 및 韓銀再割引대상대출을 제외한 1·2금융권의 모든 여신과 1·2금융권의 2년이상 장기수신의 금리를 자유화시키는 것을 주요 내용으로 하고 있어 실질적인 금리자유화를 의미한다.

이하에서는 먼저 우리나라 금융산업에 있어 이러한 금리의 규제와 자유화가 갖는 의미를 간략히 살펴보고 현금융여건하에서 금리자유화조치의 성공가능성을 검토하고 마지막으로 金利自由化추진의 기본방향을 언급해 보고자 한다.

II. 금융산업 개편과 규제금리제도

실물산업지원을 위한 금융통제 중 가장 핵심적인 요소의 하나가 바로 금융기관의 예금과 대출 그리고 금융시장에 대한 금리규제이다. 결국 금리규제의 도입 목적은 기업의 금융비용부담을 줄이고 자금 가용성을 높혀줌으로써 생산과 수출을 촉진함에 있었으므로, 규제금리수준은 대체로 국민경제에서 형성될 수 있는 시장실세금리보다 상당 수준 낮게 책정되어 왔다.

그러나 실세금리보다 낮은 수준으로 규제금리를 인위적으로 책정함에 따라 여러가지 不作用이 생기게 되었다.

첫째, 낮은 수준의 대출금리는 제도권 금융기관 자금에 대한 만성적인 초과수요를 유발하고 이는 또한 금융기관에 대한 기업의 過借入현상을 초래한 것이다. 이러한 過借入과정에서 정책당국의 인위적인 자금할당이 이루어지고 이러한 자금할당의 비효율성은 경제규모의 증대에 비례적으로 증가되고 있다.

둘째, 이러한 기업의 過借入은 금융기관(특히 통화금융기관)을 중앙은행에서의 차입에 보다 더 의존시켜 통화증발을 야기하는 구조를 구축하는데 기여하였다. 그리고 이러한 통화증발구조는 인플레이와 인플레이예상심리를 지속적으로 자극하여 시장실세금리를 상승시키는 주된 압력으로 작용하고 있다.

셋째, 금리규제는 금융기관의 預貸 「마진」을 확실하고 안정적으로 보장해 줌으로써 금융기관의 과보호와 이에 따른 무사안일의 經營行態를 야기하였다. 특히 이러한 과보호는 금융기술혁신이나 경영혁신으로 預貸 「마진」을 경쟁적으로 줄여 보다 나은 금융서비스를 제공할 수 있는 여지를 억압하여 왔다.

넷째, 실세금리보다 낮게 책정된 예금금리는 점차 예금유치의 경쟁력을 잃게 되고 이에 따라 기업은 상대적으로 보다 많은 자금을 규제금리수준보다 높은 실세금리수준으로 조달할 수 밖에 없게 되었다.

이상과 같은 規制金利制度의 역기능들을 고려할 경우 과연 이제도가 그 본래의 도입취지에 따른 실물산업의 투자와 생산촉진에 얼마나 기여하고 있는지 크게 의심스럽지 않을 수 없게 되었다.

그리고 금리규제가 금융산업의 효율성과 경쟁성을 억압하는 효과는 직접적이고 至大하다는 것은 새삼 지적할 필요가 없을 것이다. 따라서 우리나라 금융기관과 금융시장을 보다 효율적이고 경쟁적 구조로 개편하기 위해 가장 먼저 선행해야 할 과제가 바로 規制金利制度의 완화내지 철폐이다. 최근 거론되고 있는 금융산업개편의 다른 주요과제—예컨대, 금융기관간의 업무영역조정, 금융기관의 대형화·전문화 문제, 금융기관의 소유구조 개편, 금융감독체계 정비 등—도 결국 이와 같은 規制金利의 自由化를 전제로 하여 논의되고 추진되어야 할 성질의 것이라고 볼 수 있다.

그러나 規制金利制度의 변화가 절실하더라도 그것을 실천하는 데 있어서 그 충격과 비용을 가급적 최소화하는 방안을 모색해야 할 것이다. 이를 위해서는 먼저 관련 금융여건에 대한 올바른 이해가 있어야 한다.

Ⅲ. 현 금융통화구조와 금리자유화의 성공가능성

여기에서는 먼저 최근의 시장금리 변동의 추이와 그 원인을 살펴보고 향후 시장금리의 변동을 주도할 수 있는 구조적 요인을 규명해 보고자 한다.

〈표 1〉에 나타나고 있는 바와 같이 각 시장금리지표는 보다 최근 큰 폭의 하락현상을 보이고 있지만 1986년 이후 뚜렷한 증가세를 보여왔다. 일반적으로 금리상승은 통화공급이 축소될 때 자금시장에 있어서 유동성부족으로 나타

〈表 1〉 시장금리의 추이

단위 : %

년 도	회사채유통수익율	통안증권유통수익율	불 합 리
1983	14.20	—	—
1984	14.10	—	—
1985	14.20	—	—
1986	12.73	—	—
1987	12.84	12.86	5.90
1988	14.45	14.95	9.60
1989	15.27	15.24	12.34
1990	16.40	15.58	13.29
1991	19.05	17.60	16.85
1992	14.01	14.40	13.35

날 수 있는 것으로 볼 수 있다. 그러나 <표 2>에서 제시되는 바와 같이 최근 4-5년 통화공급추이는 긴축적이라기 보다는 팽창적이었다. 특히 그간 통화당국은 대개의 경우 연초에 설정한 목표를 초과하여 통화잔고를 유지하고 있는 형편이다.

그리고 <표 2>에서 나타나고 있는 바와 같이 1991년까지 소비자물가상승율이 지속적으로 상승하였으며 또한, 이에 따른 민간의 물가상승의 기대심리가 크게 확산되어 왔다는 점을 감안할 때 그간의 통화공급의 증가는 그것이 유발하는 유동성효과(liquidity effect)는 점차 단기화되어 축소되고 「피셔」효과(Fisher effect)는 보다 더 큰 역할을 하게 되어 결과적으로 시장금리의 상승

<表 2> 통화공급 및 물가추이 단위 : %

년 도	총통화(M ₂) (평균)	총통화(M ₃) (말잔)	소비자물가상승율
1983	19.5	21.7	3.4
1984	19.7	20.2	2.3
1985	11.8	21.3	2.4
1986	16.8	29.1	2.7
1987	18.8	30.8	3.0
1988	18.8	28.5	7.1
1989	18.4	27.5	5.7
1990	21.2	28.6	8.6
1991	18.6	23.3	9.3
1992. 10	18.1	20.9	5.4

자료 : 한국은행, 조사통계월보, 각호.

<表 3> 通貨債* 및 會社債殘額高推移 단위 : 10억원

년 도	통화채	회사채
1983	3,737	4,518
1984	5,651	5,494
1985	8,418	7,395
1986	9,877	8,747
1987	14,635	10,116
1988	21,970	11,885
1989	21,870	16,318
1990	22,882	24,068
1991	21,779	31,382
1992. 10	27,469	35,051

자료 : 한국은행, 조사통계월보, 각호.

* 통화안정증권, 외국환 평형기금채권, 재정증권, 환매채 매도 및 통화 안정계정의 합계

에 상당한 기여를 한 것으로 보인다.³⁾

최근의 시장금리추이를 논의함에 있어서 결코 간과되어서는 안될 사항은 방출된 통화의 환수를 위해 중앙은행이 발행한 거액의 通貨債供給物量이다. 그 간의 통화환수잔고의 확대과정은 <표 3>에 요약된다. 이러한 거액의 통화환수잔고가 확대된 배경을 파악하기 위해서는 通貨供給構造를 이해할 필요가 있다.

1980년대에 들어와서 민간의 行態變數인 現金通貨比率이 지속적으로 현저하게 하락하는 가운데 정책당국은 必要支準率을 큰 폭으로 下向調整하였다(표 4, 5참조). 특히 80년대 초 이후 나타나고 있는 현금통화비율의 지속적인 하락추세는 민간의 현금자산보유의 절감을 가능케 하는 여러 금융제도 및 상품의 도입(예컨대 현금자동인출기, 신용카드제도보급, 자동이체제도 확산 등) 그리고 현금보유의 기회비용에 대한 민간의 인식제고 등에 의하여 연유되고 있다.⁴⁾

이러한 상황은 본원통화의 派生的 通貨(즉 預金通貨)의 創出能力 즉 통화승수(money multiplier)를 크게 증가시키는 결과를 초래하였고 이는 정책당국으로 하여금 본원통화공급규모를 급격하게 하향조정할 필요성을 낳았던 것이다.

<表 4> 현금통화비율*의 변동추이

년도	1980	1982	1984	1986	1988	1990	1992.10
현금통화비율	0.140	0.121	0.110	0.109	0.105	0.102	0.079

* 총통화(M₂)에 대한 민간화폐보유액(currency in circulation)의 비율로 정의됨.

<表 5> 예금은행의 필요지급준비율

실시일	저축성예금	요구불예금
1980. 1. 8	11.0	20.0
9.23	10.0	14.0
1981. 7. 1	5.5	5.5
11.23	3.5	3.5
1982. 5.23	5.5	5.5
1984. 9. 8	4.5	4.5
1987.11.23	7.0	7.0
1988. 2. 8	10.0	10.0
1990. 2. 8	11.5	11.5

3) 함정호, 최운규(1991)는 기대인플레이션이 최근의 우리나라 명목금리의 변동에 중요한 변수임을 실증적으로 밝히고 있다.

4) 현금통화비율의 추이와 변동요인에 대한 분석은 河成根(1984) 참조.

한편 <표 6>에서 예시되는 바와 같이 본원통화수준을 고려할 때 중앙은행대출을 통한 政策金融支援은 과도하게 확대된 상태가 유지되어 왔다. 그간 시행되어 온 주된 정책금융은 무역금융, 수출산업 설비자금, 중소기업특별자금, 에너지 절약시설자금, 국산기계구입자금 등이다. 이러한 자금은 중앙은행의 통제를 벗어나 자동적으로 중앙은행대출로 연결되도록 제도화하여 운영되고 있다. 정책자금수요의 지속적인 증가와 유지로 해서 거의 대부분의 중앙은행대출산고는 정책자금공급에 의하여 일어난 것이 되었다.⁵⁾

결국 현금통화비율의 지속적인 하락과 필요지준율의 인하에 의하여 통화승수가 크게 증대되는 과정에서 중앙은행대출의 확대는 정책당국의 대규모 통화환수를 초래하였으며 이는 또한 통화관리상 불가피하게 정부의 직접적인 금융규제를 낳을 수 밖에 없었다.

<表 6> 한국은행대출금과 본원통화의 최근추이

(단위 : 10억원)

	韓銀貸出金	本源通貨
1983	5,765	4,095
1984	7,623	4,248
1985	9,641	4,319
1986	10,157	5,017
1987	10,783	7,469
1988	9,725	9,728
1989	10,291	12,818
1990	11,604	13,811
1991	13,551	16,321
1992. 10월말	17,634	15,436

자료 : 한국은행, 조사통계월보, 각호.

그리고 1986년 이후 1988년까지의 기간에 있어서 국제수지흑자에 따른 해외부문을 통한 큰 폭의 본원통화방출은 통화환수규모를 더욱 확대시키게 된 요인이 되었다.

요컨대, 본원통화의 과생적 통화창출능력, 즉 通貨乘數가 크게 증가하는 가운데 한편으로는 中央銀行貸出을 통한 政策金融의 繼續 그리고 다른 한편으로는 1986년 이후 3년에 걸친 예상밖의 대폭적인 國際收支黑字의 實現이 그 주된 要因으로 작용하여 <표 3>에 나타난 바와 같은 通貨債殘高의 擴大가 이루어진 것이다.

5) 한국은행(1992)은 한은대출 거의 전부가 일정한 요건만 충족되면 자동적으로 자금공급이 이루어지는 제도금융내지 정책금융으로 운영되고 있다고 지적하고 있다.

이러한 정책당국의 通貨債供給物量은 기업이 발행한 會社債物量에 비하여 크게 과도한 것으로 우리나라의 채권시장에 큰 攪亂을 야기하게 되었다.

통화채는 거의 그 만기가 단기에 한정되며 그 발행이자율도 시장금리에 근접하는 높은 수준이므로 통화채잔액은 그 자체가 통화증발 그리고 추가적인 통화채 발행의 요인이 되고 있으며⁶⁾ 또한 민간의 인플레이예상심리의 진원지로 작용하게 된다고 볼 수 있다.

그리고 보다 더 중요한 것은 채권시장이 제대로 발달되지 않은 단계에서 대규모 통화채공급은 전체 채권시장에서 채권가격을 하락시켜 결과적으로 채권금리를 인상시킬 뿐만 아니라 일부 회사채자채를 채권시장에서부터 구축하는 효과(crowding-out effect)까지 유발하게 되었던 것이다.

이상의 논의에서 1980년대 후반기부터 나타났던 高金利는 정책금융과 관련된 通貨供給擴大에 따른 인플레이기대심리확산과 過多한 通貨債供給에 의하여 主導되었다는 것이 지적되었다. 물론 1990년까지 만연되었던 극심한 不動產投機現象 또한 채권시장에서의 자금이탈을 유도하여 시장금리를 상승시키는데 일익을 담당했다. 한편 부동산가격상승의 근본적인 원인의 하나가 바로 그간 가속화된 인플레이기대심리의 확산이었다는 사실을 간과해서는 안 될 것이다.

그러면 보다 최근 나타나고 있는 시장금리하락현상을 어떻게 보아야 할 것인가. 1992년 2/4분기부터 시장금리가 큰 폭으로 하락하여 92년말 13%내지 14%선에서 머물고 있는데 문제는 구조적으로 금리상승요인이 제거되어 시장금리가 지속적으로 저수준에서 안정적으로 유지될 수 있는가 하는 것이다.

1992년에 들어 채권시장금리가 현저하게 하락으로 반전되고 있는 이유는 첫째, 건설경기 진정, 생산 및 투자부진 등에 의하여 기업의 자금수요가 크게 위축되고 있기 때문이다. 둘째, 주식시장과 부동산시장이 지속적으로 침체상태에 놓이게 되자 이러한 시장과 대체성이 있는 채권시장으로의 자금유입이 계속되어 채권수요가 크게 확대되었기 때문이다.

6) 한국은행(1992)은 통화채로 인한 통화관리의 어려움을 다음과 같이 기술하고 있다. "...이와같이 본원통화총액 약 1.5배에 해당하는 통화채 중 매월 1조 내지 1조 5천억원의 상환기일이 도래하기 때문에 만기상환되는 통화채를 다소 소화시키는 것만도 통화당국으로서의 여간 어려운 일이 아니다. 또한 통화채권 21조원을 차지하고 있는 통화안정증권의 이자지급규모가 연간 1조 8천억원 수준에 이르기 때문에 현재의 총통화증수 5 내지 5.5를 감안할 때 다른 부문에서 본원 통화공급이 전혀 없다 하더라도 연간 10조원에 가까운 총통화 증가를 뒷받침할 만한 본원통화가 저절로 공급되는 구조를 보이고 있다."

여기서 유의할 점은 채권시장으로의 자금유입은 그간 제대로 정비나 육성되지 못했던 우리나라 채권시장이 단기간에 深化되고 자생력을 가진 금융시장으로 변화되었기 때문에 일어났다고 보기보다는 여타 금융시장에서의 침체에 따른 반동의 결과라고 보는 것이 타당하다는 것이다.

우리나라의 경우 초기자본형성부족 및 경제성장의 연료부족 등으로 기업내 부유보이음이 크게 부족하여 자기자본에 의한 자금조달 능력이 부족한 상태에서 기업의 투자를 단기간에 증대시키기 위해서는 외부자금의존도가 높을 수밖에 없었다.

우리나라기업의 資本構造를 장부가격으로 비교해 보면 1990년의 우리나라 기업의 자기자본 비율은 25.9%로서 미국(1988)의 42.0%, 대만(1989)의 58.3%는 물론 우리나라와 같이 차입금 의존도가 높은 일본(1989)의 30.3%보다도 낮아 우리나라 기업의 자본구조가 아직까지 매우 취약한 상태임을 알 수 있다. 이처럼 취약한 자본구조하에서 우리나라 기업의 자금부족 규모는 그간 꾸준히 확대될 수 밖에 없었는데 1970년에서 1990년까지 20년간 기업자금 부족 규모는 평균 26.9%의 높은 증가율을 보였다.

한편 기업부문의 자금부족규모가 經常 GNP에서 차지하는 비중은 1990년에 최고조에 달해 17.1%에 이르렀으나 1991년에는 15.4%로 하락하는 현상을 보이고 있다(표 7 참조). 특히 1992년에 들어와서는 기업의 자금부족 절대액이 감소하는 현상을 보이고 있는데 92년 상반기중 자금부족 규모는 15조 8천원으로 전년동기의 16조 3천억 보다 5천억원 감소되었다. 이는 건설 및 설비투자가 감소되어 자금수요가 둔화됨으로써 자금부족 규모가 크게 축소된데 기인한다고 보여진다. 문제는 이러한 資金不足의 감소현상이 앞으로도 지속될 것인가 하는 점이다.

〈表 7〉 최근의 자금수급 현황

(단위 : 조원, %)

	86	87	88	89	90	91	91상반기	92상반기
기업자금부족(A)	6.9	7.7	9.0	16.9	29.3	31.7	16.3	15.8
전년대비증가율	(-11.9)	(11.5)	(16.9)	(87.8)	(73.4)	(8.2)	-	(-3.1)
개인자금잉여	8.6	12.8	11.4	14.9	19.7	22.5	7.8	9.4
해외자금조달	-3.6	-9.0	-9.9	-3.9	2.9	6.2	3.8	2.0
(A) / 경상GNP	7.6	7.3	7.1	11.9	17.1	15.4	-	-

자료 : 한국은행, 자금순환, 각호.

그러나 이러한 투자의 감소와 이에따른 기업의 자금수요감소가 경기침체에 따른 일시적인 투자축소의 측면이 강하다는 점이다. 즉, 자기자본 비율이 매우 낮은 상태하에서 기업의 자금부족규모는 경기호전과 더불어 다시 증가할 수 있는 가능성이 크다는 점이다.

여하튼 이상의 관점에서 보면 최근 지속되고 있는 市場實勢金利의 하락은 주식시장과 부동산 시장이 위축상태에서 벗어나고 생산 및 투자부진이 어느 정도 회복되는 단계에서도 계속된다고 주장하기는 어려울 것이다. 특히 최근 6년여에 걸쳐 시장금리를 상승시켜온 주요 원인—즉 정책금융에 따른 과도한 통화채 공급물량과 인플레이기대심리—이 가까운 미래에 해소될 수 없는 구조적 성격을 가지고 있다는 점을 감안할 때 더욱 그러할 것이다.

결국 이와같은 시장금리 상승압력을 유발하는 구조가 존속되는 가운데 규제 금리 자유화는 전반적인 금리상승으로 이어지고 이는 다시 실물부문에 단기적으로 큰 부담과 충격을 야기하여 결과적으로 금리자유화조처자체가 철회될 가능성이 높아지게 된다.

사실 1988년말 시행되었던 금리자유화조처가 얼마 안가서 좌초된 가장 중요한 배경이 바로 시장금리상승압력이 상존하는 상태에서 이에 대한 적절한 대응책을 강구하지 않고 금리자유화조치를 실시하였다는 점이다.⁷⁾ 향후 금리자유화실행은 결코 1988년의 시행착오를 되풀이해서는 안될 것이다.

그리고 앞서 예시된 바와 같이 과도한 중앙은행대출의 확대는 통화증발을 낳게 되고 이는 다시 직접규제의 통화관리를 불가피하게 한다. 이러한 직접규제의 존속은 금융기관의 自律的 의사결정을 침해하고 결국 금리자유화도 유명 무실하게 만들게 될 것이다.

IV. 금리자유화 실행의 기본방향

지금까지의 논의를 바탕으로 할 때 金利自由化를 성공적으로 추진하기 위해서는 먼저 상존하고 있는 금리상승구조를 개선시켜야 하며 직접규제에 의한 통화관리를 지양할 수 있는 원천적 통화증발의 억제와 이루어져야 한다는 것을 알 수 있다. 이와같은 관점에서 정책당국이 수행해야 할 기본적인 사항을 몇

7) 河成根(1989) 참조.

가지 언급해보면 다음과 같다.

무엇보다도 정책당국은 중앙은행대출을 통한 政策金融을 축소하여야 한다. 이러한 정책금융은 통화증발의 주요 원인이 되고 있을 뿐 아니라 과도한 통화채 공급의 원천이 되고 있어 인플레이 및 인플레이기대심리를 자극하여 금리상승을 유발하기 때문이다.

그리고 앞서 언급한 바와 같이 현재대로 중앙은행대출에 의한 과도한 정책금융의 공급을 계속하면 당국은 통화관리를 위하여 직접규제에 의존할 수밖에 없게 되며 이러한 직접규제는 金利自由化초저와는 정면으로 배치된다. 따라서 정책당국이 정책금융을 여하히 줄여나가느냐는 향후 金利自由化의 성패를 좌우하는 핵심적 요건이라 할 수 있다.⁸⁾

그러나 정책금융축소문제는 기본적으로 산업정책과 관련되어 있는 문제이므로 실물부문의 충격을 최소화할 수 있도록 산업, 재정, 조세정책 등이 보완적으로 실시할 수 있는 방안이 강구되어야 할 것이다.

또한 최근까지 크게 확대되고 있는 통화채의 규모를 축소하기 위해서 만기가 된 통화채는 가능한 재정자금을 재원으로 해서 퇴장시켜 나가는 노력을 경주해야 한다. 그리고 지금까지 발행된 통화채는 대부분 2년 미만의 단기채인데 이를 장기채로 전환시켜 나가야 할 것이다. 이러한 통화채의 장기채로의 전환은 민간의 통화증발에 의한 인플레이기대심리를 진정시켜주는 효과도 유발할 수 있다. 그리고 이러한 정책적인 전환은 극히 미미한 실정에 있는 장기채 시장의 육성에 상당한 기여를 할 수 있을 것으로 생각된다.

한편 정책당국은 채권수요확대를 통한 채권가격 상승, 이에 따른 금리의 하락의 경로를 보다 더 중시해야 할 것이다. 따라서 정부당국은 金利의 下向安定化의 기초를 굳힐 수 있도록 채권시장의 발전을 심화시키고 채권수요를 지속적으로 확대시키는데 적극적인 노력을 해야 할 것이다. 채권수요확대 방안의 주요 내용으로는 채권연계금융상품의 확대 개발, 채권발행 금리의 실세화 유도, 채권인수금융지원제도 확충 등을 고려해 볼 수 있다.

그리고 마지막으로 언급되어야 할 사항은 金利自由化의 실질적인 효과를 위

8) 중앙은행창구를 통한 정책금융의 확대를 억제하는 장치의 하나로 정책금융의 새로운 공급이 국민경제에 어떤 비용을 초래하는가를 모든 사람이 알 수 있도록 하는 방법을 고려해 볼 수 있다. 이러한 공개원칙은 지난 1985년에 방한한 A.Meltzer교수에 의해 제기된 바 있다. (Meltzer, 1985)

해 금융기관에 대한 人事를 自律化시켜야 한다는 점이다. 대부분의 금융기관의 경우 지금까지 정책당국이 그 임명 승인권을 행사해 왔다. 이에 따라 은행장을 비롯한 금융기관의 최고경영진들이 정부에 의해 임명되어 그동안 책임감과 소명을 가지고 기업으로서의 존립취지에 맞게 책임경영과 경영합리화를 이루지 못하였다.

특히 경영실적이 인사에 직접적으로 반영되지 않을 경우 비록 대출금리자유화가 이루어진다 하더라도 대출시장에서의 경쟁성이 확보되지 않고 대출금리를 담합에 의해 결정하게 되어 금리자유화의 실질적인 효과를 기대하기 어렵게 될 수 있을 것이다.

참 고 문 헌

1. Dornbusch, R. "Expectations and Exchange Rate Dynamics," *Journal of Political Economy*, vol. 84, Dec. 1976.
2. Edwards, S., "The Order of Liberalization of the External Sector in Developing Countries," *Essays in International Finance*, No. 156, Dec. 1984.
3. Friedman, M. "Monetarism in Rhetoric and in Practice", *Monetary Policy in Our Times*, A. Ando et.(ed), the MIT Press, 1985.
4. Lal, D., "Comment on Sebastian Edwards, The Order of Liberalization of the Current and Capital Accounts of the Balace of Payments," in Choksi, A.M. and D. Papageogiou eds. *Economic liberalizaiton in Developing Countries*, Basil Blackwell, 1986.
5. McKinnon, R. I., "The Order of Economic Liberalization : Lessons from Chile and Argentina," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1982.
6. Meltzer, Allen H. "Policies for Growth with Low Inflation and Increased Efficiency", *Proceedings of the Seminar Commemorating the 35th Anniversary of the Bank of Korea*, 1985.
7. 李永琪, "제조업 금융비용 현황과 정책과제", 「KDI분기별 경제전망」, 제 11권 1호, 1992.

8. 財務部, 「金融自律化 推進方向」, 1991. 8.
9. 河成根, 「한국의 금융정책」, 태진출판사, 1990.
10. _____, “금리자유화정책의 전제조건”, 「투자금융」, 전국투자금융협회, 1989년 12월호.
11. _____, “현금통화비율과 통화량의 변동”, 「경제학연구」, 제32집, 1984. 12.
12. 韓國銀行, 「자금순환」, 1992. 2/4분기.
13. _____, 「통화관리의 제약요인과 개선방향」, 1992. 5.
14. _____, 「금리자유화 이후의 금융시장동향」, 1991. 12.
15. _____, “우리나라 기업의 자본비용분석”, 「조사통계월보」, 1991. 7.
16. 咸貞鎬, 崔雲奎, “우리나라 금리결정요인 분석”, 「조사통계월보」, 한국은행, 1991. 3월호.