

# 貨幣數量說 批判 : 制度的 接近

文 宇 植

## ---〈目 次〉---

- I. 序論
- II. 信用－貨幣의 區分과 內部－外部貨幣의 區分
- III. 中央銀行制度의 成立과 英美型－大陸型 金融制度
- IV. Fisher의 貨幣理論과 Wicksell의 信用理論
- V. 結論 : 최근의 反貨幣數量說의 흐름
- 附錄 : 信用模型

## I. 序 論

金屬貨幣의 경우 근본적으로 생산이 고정된 金供給에 따라서만 통화량이 증가하기 때문에 실물경제에 제약요인으로 작용하여 왔다. 금융제도는 이러한 제한을 극복하고 실물부문이 화폐부문으로 인한 제약없이 성장할 수 있도록 발전하여 왔다. 즉 금융제도의 발전은 금속화폐로부터 출발하여 상호 신뢰의 증가에 따른 政府紙幣, 銀行券, 銀行預金등 信用貨幣로의 발전을 의미한다. 화폐는 信賴의 발전을 따라 진화한다. Hicks가 지적했듯이 “貨幣는 機械가 아니다 : 화폐는 人間の 制度이며 그중에서도 가장 훌륭한 制度이다.”(Hicks(1967), p.59).

金屬貨幣에서 信用貨幣制度로의 발전과 이에 따른 화폐개념의 확대과정에 있어 貨幣와는 구분되는 信用의 역할에 대한 인식의 전환이 생겨 났다. 즉, 貨幣와 Gurley & Shaw의 용어를 따르면 內部貨幣로 지칭할 수 있는 信用 간에는 富의 效果가 성립하는가에 따라 혹은 通貨供給方式이 內生的인가 外生的인가에 따라 그 役割이 구분된다. 화폐와 신용간 이러한 차이를 인식하

지 않고서는 Hume의 貨幣數量說과 Smith의 眞性어음주의 대립으로 시작되는 18세기 이래의 모든 통화논쟁—결국은 貨幣數量說과 反貨幣數量說의 대립 및 이러한 이론논쟁과 더불어 각국의 금융제도의 발전과정을 이해할 수 없다.

본고는 貨幣와 信用, 즉 外部貨幣와 內部貨幣의 區分으로부터 출발하여 貨幣數量說과 이에 대립하는 反貨幣數量說의 전개과정을 중앙은행제도의 형성과정과 관련하여 살펴보고자 한다. 화폐수량설 및 이를 둘러싼 논의는 화폐수량설이 성립한 16세기부터 극히 최근의 Laidler(1992)까지 계속되고 있으나 금융제도와 관련하여서는 거의 언급되고 있지 못하다. 貨幣制度和 理論은 끊임없이 상호작용하여 온 결과 화폐이론은 그 배경이 되는 화폐제도를 살펴보지 않고서는 올바르게 이해될 수 없으며 역으로 화폐제도의 연구도 당시의 이론발전과정을 살펴보지 않고서는 잘 수행될 수 없을 것이다.

본고의 構成은 다음과 같다. 우선 II장에서는 紙幣와 銀行券을 둘러싼 화폐와 신용의 구분을 다룰 것이다. III장에서는 이러한 구분을 배경으로 하여 구체적으로 각국의 금융제도가 어떻게 정착되었는가를 살펴본다. IV장에서는 제도의 차이를 반영하여 화폐이론이 어떻게 전개되었는가를 20세기초의 가장 유명한 화폐사상가인 Fisher와 Wicksell을 중심으로 살펴본다. 마지막으로 V장에서는 신용의 역할을 강조한다는 점에서 반화폐수량설의 흐름을 잇고 있다고 보이는 최근의 흐름을 살펴보고 결론을 내린다.

## II. 信用—貨幣의 區分과 內部—外部貨幣의 區分

각종 다양한 형태의 화폐 및 신용수단이 유통되기 시작하였던 18세기의 경제상황을 보면 금속화폐(metal money), 紙幣(paper money), 商去來를 지원하는 換어음(bills of exchange)에 근거를 둔 銀行券(bank note)이 사용되고 있었다. 우선 금속화폐에 대한 紙幣의 출현이 화폐이론에 어떠한 영향을 미쳤는가? 화폐가치는 화폐량에 반비례한다고 하는 화폐수량설은 이미 16세기 Davanzatti(Wicksell(1967), p.144)로 부터 Hume을 거쳐 당시의 지배적인 이론이었다. 지폐의 출현시 지폐는 금에 비해 다루기가 쉽고 보유하는 것이 편리할 뿐 금과 본질적 차이는 없는 것으로 인식되었고 따라서 화폐수량설은 지폐에도 그대로 적용될 수 있었다. 즉 지폐의 양이 外生的으로 주

어진 것으로 그리고 지폐량의 변동은 금과 동일하게 물가에 영향을 미치는 것으로 간주되었다. 銀行券에 대해서도 이러한 논리가 적용될 수 있을 것인가?

최초의 貨幣와 信用논쟁은 C.Rist가 지적하였듯이 紙幣와 銀行券간 기능의 차이가 있는가 없는가에 대한 이러한 인식의 차이로부터 출발하였다. 즉 이러한 인식의 차이에 따라 D.Hume에 의해 대표되는 貨幣數量說과 A. Smith를 필두로 하는 眞性어음주의(real bill's doctrine)는 19세기 중엽의 英蘭銀行法 개정을 둘러 싸고 通貨主義(Currency School)와 銀行主義(Banking School)간 대립으로 전개되었다. 지폐와 은행권, 그리고 이를 둘러싼 통화주의자와 은행주의자간 견해의 차이를 살펴보기 앞서 은행제도가 어떻게 발전되어 나왔는가를 살펴보자.

은행의 시작은 匠人(goldsmith)이나 商人(merchant)이 최초 금을 보관해주는 보관자로서 예탁된 金에 대한 保管證(certificate of gold)을 발행해 준 데서 비롯된다. 이러한 업무가 점차 대출업무로 영역이 확대되었고 이 과정에서 은행은 소지자에게 지불요구시 현금을 지급하겠다는 자신의 약속어음, 즉 은행권을 발행하게 되었다. 은행이 예금업무와 대출업무중 어느 쪽에 강조를 두었는가에 따라 預金銀行(deposit bank)과 發券銀行(issue bank)으로 구분되며 예금은행의 효시로서는 17세기초 설립된 암스텔담銀行(1609)을, 발권은행의 효시로서는 17세기 말에 설립된 英蘭銀行(1694) 혹은 스코트랜드銀行(1695)을 들 수 있다. 따라서 銀行券도 두가지 형태간 구분이 필요하게 되었는데 하나는 암스텔담銀行에서와 같이 預金引受證(a simple receipt certificate)으로서 동일한 양의 금속화폐에 의해 100% 보증되는 것과 또 하나는 英蘭銀行에서와 같이 태환시 은행권을 금속화폐로 교환하여 주지만 항상 은행권 발행액에 해당하는 금속화폐를 보유하고 있을 필요는 없었던 즉 100% 보증되지 않았던 형태이다.

우선 Ricardo를 비롯한 通貨主義者들은 화폐를 단순히 交換手段으로 파악함으로써 銀行券과 紙幣(또는 金)간 차이가 없다고 보았다. 특히, 100% 보증되지 않는 발권의 경우 은행은 超過發券을 할 수 있는 것으로 생각하였고 이 점에서 紙幣와 銀行券은 紙幣數量說을 통해 경제에 동일한 영향을 미친다고 주장하였다. 결국 통화주의자들은 신용에 의하든 화폐에 의하든 총 유통수단의 양이 한 나라의 가격수준을 결정짓기 때문에 가격안정을 위해서는

은행권의 초과발권을 제약해야 한다고 생각하였다. 통화주의자들은 은행권을 금과 1-1로 엄격하게 대응시키고 100% 금보증에 의하지 않는 은행의 초과발권력을 제한할 것을 제안하였는 바 이는 암스텔담銀行과 같은 예금은 행이 通貨論者들의 이상적 은행으로 간주되었다는 것을 뜻한다.

이에 반해 Tooke로 대표되는 銀行論者들은 은행권이 금에 의해 그대로 보증되지 않는다고 하더라도 紙幣와 銀行券은 본질적으로 동일시될 수 없다고 생각하였다. Tooke에 의한 紙幣와 銀行券간 차이를 살펴보면 다음과 같다.

첫째 화폐의 순환과정에서 銀行券의 발행은 商業活動의 必要(needs of trades)에 따라 內生的으로 결정되는 반면 紙幣는 財政의 必要에 따라 경제 활동과 무관하게 외생적으로 결정된다.

둘째 銀行券에 대해서는 이른바 環流의 法則(law of reflux)이 성립하는 한편 재정적자를 메꾸기 위해 발행된 紙幣에 대해서는 환류의 법칙이 적용되지 못한다.

각각에 관해 Tooke는 다음과 같이 부연하였다.

“... 이렇게 발행된 紙幣와 이나라의 것과 같은 銀行券간의 차이는 태환에 의해 규정된 發券制限에 있는 것이 아니라 發行方法(mode of issue)에 있다.... 그러므로 通貨量은 結果이며 原因이 아니다. 반면 강제통용력을 갖는 정부지폐는 그 양의 증가가 있을 경우 가치가 하락한 통화로 새로운 수요원천을 구성하여 직접적으로 가격과 소득에 原初的인 原因으로서 영향을 미친다...”(Rist(1966),p.213서 재인용)

계속해서

“貸付나 割引이 단기간 적당한 채권을 보증으로 하여 이뤄진다면 은행권의 발행량이 얼마이든 환입된 은행권의 양은 항상 방출된 은행권의 양과 동일함으로써 통화량은 일정할 것이다.”(Mints(1970),p.89서 재인용)

따라서 Tooke를 비롯한 銀行學派에게는 은행권은 지폐와 확실히 구분되어야 하는 것으로 금속화폐와 지폐에 대해서만 한정되어 적용되는 화폐수량

설은 은행권에 대해서는 의미가 없었다. 즉 은행권은 商業어음割引을 통해 주어진 할인율하에서 實物經濟의 必要에 따라서만 창출, 소멸됨으로써 과도한 통화공급이란 있을 수 없었고 은행권발권이 인플레이의 원인이 아닌 한 은행권의 발권을 제약할 필요는 없었다.

지폐와 은행권의 구분은 화폐개념의 확대속에서 흐려져 왔다. 은행신용제도의 발달로 화폐의 脫金屬化와 더불어 銀行券외에 교환수단으로서 각종 預金の 사용이 계속 증대하였다. 특히 은행예금의 증대는 은행권의 발권과 발행방법이나 경제에 미치는 효과면에서 완전히 동일하였고 이에 따라 오늘날 銀行部門 綜合貸借對照表상의 負債측면에서 지폐, 은행권, 은행예금등이 모두 화폐로 총칭되게 되었다. 따라서 지폐로 구성되는 貨幣와 은행권(은행예금)으로 구성되는 信用간의 구분은 더 이상 은행 종합대차대조표의 負債항목에서 가능하지 않게 되었고 資産항목에서 파악되어야 하였다.

Gurly and Shaw는 Tooke에 의한 화폐와 신용의 차이를 대차대조표상의 자산항목에서 內部貨幣(inside money)와 外部貨幣(outside money)간 차이로서 계승 발전시킨다.<sup>1)</sup> 특히 양자간 구분을 위한 기준으로 富의 効果 성립유무를 강조한다. 즉 은행계정의 자산측면에서 通貨供給의 源泉(counterparts of money)이 되는 대상을 정부와 민간으로 구분하고 외부화폐란 금 및 정부에 대한 채권을 보증으로 한 화폐로, 내부화폐를 민간에 대한 대출채권(信用)에 해당하는 화폐로 정의한다. 따라서 외부화폐의 경우 민간부문의 정부에 대한 자산으로 富의 効果(wealth effect)가 성립하나 내부화폐는 민간채무를 반대급부로 하여 발행되었기 때문에 즉 민간의 민간에 대한 신용이기 때문에 채권과 채무의 상각으로 인하여 부의 效果가 성립되지 않는다. 내부화폐의 경우 다만 화폐와 채권간에 資産選擇으로 인한 代替效果가 존재할 수 있을 따름이다.

1) 富의 效果와 관련하여 이러한 구분이 思想史的으로 어떻게 전개되어 왔는가를 추적할 수 있다. C.Rist에 따르면 최초의 구분은 Thornton에 나타난다. 즉 “만약 어느 주어진 순간에 社會的 富의 목록이 작성된다고 보면 은행에 의해 발행되고 보유자의 자산계정에 나타나는 지폐는 차입자의 부채계정에 나타나는 채무어음에 의해 상쇄되어 버린다. : 채무와 채권이 상쇄된다. 반면 금의 경우는 금의 보유자가 다른 어느 사람의 부채계정에도 나타나지 않는 자산을 갖는다는 점에서 화폐와 다르다.”(Rist(1966),p.17서 재인용) 實質殘高效果와 관련한 이러한 구분은 그후 Tooke를 거쳐 Kalecki, Metzler, Hicks에 나타났고 최종적으로 Gurly와 Shaw의 내부-외부화폐로 정착된다.

富의 効果가 60년대초까지 화폐와 신용간 구분을 하는 중요한 기준이었다면 그 이후, 특히 60년대말 영국의 통화제도개편과 관련하여 발간된 Radcliffe 보고서 이후는 통화공급의 内生性和 外生성에 관한 논쟁이 더욱 중요하였다. 동보고서는 통화의 내생성을 강조하였으며 이러한 내생성문제는 70년대 서부터 80년대초까지 Friedman에 의해 복고된 화폐수량설에 대해 Moore (1988), Kaldor(1982)를 위시한 後期케인지언 학파의 通貨主義 비판의 핵심을 이루었다. 특히 Moore는 재할인을 통한 내생적 통화공급과정을 주장함으로써, 그리고 Kaldor는 통화를 보다 넓은 개념의 유동성으로 정의하고 자본시장의 발달에 따른 내생적 유동성의 증대를 주장함으로써 通貨供給이 外生的으로 주어진 화폐수량설을 과거의 商品貨幣經濟時代에만 성립할 수 있는 이론이라고 주장하였다. 이들은 현대의 화폐경제를 화폐가 거의 모두 내부화폐로 이루어져 있는 경제라 본다.

### III. 中央銀行制度의 成立과 英美型—大陸型 金融制度

은행권을 화폐로 간주하는 通貨論者들과 은행권을 신용으로 파악하는 銀行論者들의 주장은 통화제도, 특히 中央銀行制度의 성립에 어떠한 영향을 주었는가? 통화론자들의 주장은 영란은행법 개편시 Peel's Act制定을 시초로 미국의 國法銀行制度를 거쳐 금이나 정부채권을 보증으로 하는 外生的 통화제도로 발전한 반면 은행론자들의 주장은 프랑스나 독일 중앙은행법 개편시 민간에 대한 신용공여를 통한 內生的 통화흐름을 중시하는 것으로 반영되었다. 通貨主義와 銀行主義가 각국의 中央銀行設立 및 법개정에 미친 영향을 살펴보자.

#### 1. 英美圈 金融制度의 定着

기본적으로 通貨論者들의 입장은 은행의 발권을 금의 변동과 1-1연동시킴으로써 은행권이 금을 대체하는 이외에 모든것이 금속화폐제도하에서와 동일하게 움직이도록 하는데 있었다. Ricardo의 주장이 영미권 금융제도의 정착에 얼마나 큰 영향을 주었는가는 Ricardo사후 발간된 「國立銀行案」(Plan of A National Bank)(1823)을 검토해 봄으로써 쉽게 알 수 있다. 이

안의 내용은 1844년 Peel's Act의 내용을 예견하고 있다.

Ricardo는 이미 지적한 바와 같이 금속화폐를 대체하는 편리한 수단으로서 紙幣의 양은 항상 고정되어야 한다고 생각하였다. Ricardo는 이러한 목적을 달성하기 위해 「國立銀行案」에서 다음과 같이 은행권과 지폐의 발권통제를 제안하였다.

첫째, 英蘭銀行에 의해 발행된 銀行券 및 기타은행에 의해 발행된 銀行券을 모두 政府紙幣로 대체시킴으로써 은행에 의한 지폐의 발권을 폐지하고 정부를 유일한 발권기관으로 할 것을 제안하였다. Ricardo는 은행의 發券業務를 割引業務와 전적으로 獨立된 업무로서 생각하였고<sup>2)</sup> 따라서 은행의 발권을 폐지함으로써 상업업의 할인을 은행예금액에 일치하는 수준에서 조정할 수 있다고 보았다.

둘째, 영국에 유통되는 지폐의 양이 금보유량에 따라 자연적으로 고정되어 오직 금보유량에 따라 변동되도록 하기 위해 정부지폐를 오직 金保證(gold backing)을 통해서 발행할 것을 제안하였다. Ricardo는 최종적으로는 정부에 의한 발권남용이 염려되는 경우 발권업무를 정부와도 獨立의인 제3의 기관(通貨委員會)이 담당할 것을 제안하였다.<sup>3)</sup>

Ricardo이 이러한 구상은 Overstone을 거쳐 1844 Peel's Act와 이에 따른 英蘭은행의 發券部(issue department) 및 銀行部(bank department)分割로 실현된다. Peel's Act에 따라 英蘭은행은 당시 1400만 파운드에 해당하는 정부채권을 發券部に 인수시키고 이를 보증으로 하여 발행된 은행권을 銀行部に 이전하였고 은행부는 이러한 한도내에서 할인업무만에 전념하는 기관으로 조직되었다. 한편 발권부는 위의 금액을 초과하는 발권에 대해서는 오직

2) “英蘭銀行은 서로 상이한 그리고 상호간 전혀 상관관계가 없는 두가지 기능을 통합하고 있다 : 英蘭은행은 금속화폐에 대한 대체수단으로 지폐(은행권)을 발행한다 : 그리고 상인이나 다른 사람에 대한 대출을 통해 화폐를 대부한다.”(Ricardo(1932),p.162)

3) “내가 제안하는 通貨委員會는 어느 때나 그리고 어떤 상황하에서도 정부에 대해 화폐를 빌려주어서는 안된다.(정부는 화폐시장에서 대출을 알선받거나 혹은 정부채권의 판매를 통해 貨幣를 차입할 수 있다). 그러나 그들이 보유하는 자금이 처리하기에 너무 많을 경우에 한해 공개시장에서 정부채를 구입해야 할 것이며 반대로 정부채의 보유를 줄일 필요가 있을 경우 동일한 방법으로 공개시장에서 매각해야 할 것이다....”(Ricardo (1932),p.171)

金의 보증하에서만 은행권을 발행할 수 있었다.<sup>4)</sup>

은행권 발권이 경제의 자금사정과 관계없이 1400만 파운드를 上限으로 정해짐으로써 同法은 그후 닳친 3차례의 통화위기(1847, 1857, 1866)에 효과적이지 못함이 드러 났다. 그러나 이에 관해서 Andréade가 다음과 같이 언급하듯이 발권제한에 관한 同法의 시행이 중단됨으로써 실제에는 商業어음의 割引에 의한 内生通貨의 공급은 제약받지 않았다.

“1844년 법의 주창자들이 의도했던 목적은 銀行券의 유통을 金의 輸出에 정확하게 비례하도록 制限하는 것이었다. 그러나 이러한 목적이 달성되었더라면 그 결과는 실제로 있었던 것보다 훨씬 더 破滅的이었을 것이다.”(Andreade(1966),p.333)

Ricardo의 구상은 Peel's Act에서 뿐만 아니라 1863년 美國의 國立銀行法(National Bank Act)에 그대로 반영되었다. 國立銀行法 이전의 美國은 각 은행등이 자유롭게 자신의 은행권을 발행함으로써 각종 은행권의 남발 및 이에 다른 은행의 도산이 사회적으로 큰 문제이었다. (wild cat banking). 국립은행법은 이러한 지방은행권의 남발을 막을 뿐만 아니라 남북전쟁 수행에 필요한 전비의 조달이라는 문제를 해결하기 위해 도입되었다. 이법에 따른 은행권의 발권을 살펴보자.

우선 國法銀行의 경우 발권은 당시 미국정부가 전비를 조달하기 위해 발행한 정부채권을 담보로 하여 획득된 채권의 9/10범위내에서 한정하였다. 이러한 국법은행권은 Friedman이 지적하듯이, “한 다리 건너서 보았을 경우 연방정부의 채무일 뿐만 아니라 최대 발권량이 연방정부의 법적 또는 행정적 행동에 의해 결정된다는 점에서 정부지폐와 다름없었다.”(Friedman & Schwartz(1963),p.21). 한편 국법은행에 소속하지 않은 州法銀行은 은행권 발행시 10%의 부과금을 지불하게됨으로써 실질적인 발권을 포기하게 되었다.<sup>5)</sup> 이에 따라 금을 제외한 당시의 신용화폐는 聯邦政府(Tresor)가 직접적으로

4) 또 하나의 내용으로서 동법은 지방은행이 발권을 포기하는 경우에 한해 유통은행권의 2/3한도내에서 지방은행이 보유하는 채권을 담보로 영란은행권의 발행을 허용하였다.

5) 최초 州法銀行은 소멸될 것으로 기대되었었다. 그러나 주법은행은 은행권 발권대신 수표계정(checking account)사용확대에 의해 생존할 수 있었다.



발행한 4-5억달러상당의 政府紙幣(Greenbacks)와 국법은행에 의해 발행된 國法銀行券(national bank notes)이 가장 주요한 구성원이게 되었다.

國法銀行制度<sup>6)</sup>는 국법은행권의 발행이 외생적으로 고정되어 있을 뿐만 아니라 연방법상 국법은행권이 법적인 준비금으로 사용될 수 없었기 때문에 은행위기사 최종적 유동성을 효과적으로 공급할 수 없었다. 이러한 이유로 인해 1913년 聯邦準備制度(Federal Reserve System)가 창설되게 이르렀다. 그러나 중앙은행인 FRB의 명칭이 ‘準備金(reserve)’인 데서도 잘 드러나듯이 發券의 性格(통화공급)이 상대적으로 약하였으며 발권업무와 관련한 이러한 특징은 미국의 독특한 금융제도 성립에 결정적인 영향을 끼쳤다.<sup>7)</sup> 즉, 通貨發券이 민간의 信用보다는 政府債務에 의존하여 非彈力的으로 결정됨으로써 은행의 발권을 정부지폐로 대체하려는 통화론자들의 주장이 미국의 금융제도수립으로 구현되었다. 이에 대해 J.F.Galbraith는 다음과 같이 말한다.

“商業銀行의 역사가 이태리의 것이고 中央銀行의 역사가 영국의 것이라면 政府에 의해 발행된 紙幣의 역사는 두말할 나위없이 미국의 것이다.”(Galbraith(1976))

通貨論者들의 구상은 마지막으로 日本에서 적용된다. 일본은 明治維新후 이또오호로부터의 제안에 따라 미국의 국법은행제도를 모방하여 1972년 國立銀行條例를 제정하여 1882년 마쓰가다(松方正義)에 의한 일본은행 설립시까지 국립은행제도를 운영하였다. 처음 일본의 국립은행제도는 최고 152개의 국립은행이 설립되는 등 빠른 속도로 제도의 정착이 진행되었으나 계속된 재정지출에 의해 높은 인플레이션이 발생함으로써 결국은 붕괴되고 이를 이어 유럽대륙식의 중앙은행인 벨기에 중앙은행법을 따라 日本銀行(1882)이 설립된다. 결국 Ricardo의 국립은행안을 실현시켜 독자적인 금융

6) 현재 미국의 금융제도는 1864년 국립은행법에 의해 설치된 Comptroller of the Currency 와 1913년 연방준비은행법에 의해 생긴 FRB 그리고 1933년 Glass-Steagal법에 의해 생겨나게 된 FDIC의 3기구에 의해 통제되고 있다.

7) 유럽의 경우 중앙은행의 발권독점으로 인하여 최종적인 성장통화공급의 문제는 중앙은행이 담당한다. 대해 미국의 경우 연방국가라는 특성상, 또 연방정부에 대한 주정부의 견제 등으로 인하여 발권을 독점하는 중앙은행의 수립이 어려웠다. 특히 Galbraith(1976)참조.

제도로 발전시켰던 미국과는 달리 일본은 대륙형 중앙은행제도로 회귀하였다고 볼 수 있다.

통화제도를 금속제도나 혹은 금속제도와 동일한 회귀하에서 움직이는 제도로 환원시키려는 통화론자들의 주장은 1930년대 이르러 이른바 「100% 貨幣」라는 이름으로 미국에서 다시 나타났다. I.Fisher, Simon등은 은행권에 관한 Ricardo의 주장을 은행예금계정에 대해서도 확대시켜 은행예금(증서발행)을 동일한 양의 정부화폐(state money)에 의해 100% 보증, 즉 100% 지불준비되어야 할 것을 주장하였다. 이러한 주장은 이미 지적하였듯이 발권은행의 기능을 암스텔담銀行과 같은 預金銀行으로의 기능으로 축소환원하려는 시도<sup>8)</sup>로서 이에 대해서는 Hicks의 다음과 같은 Ricardo비판이 적절하다고 생각된다.

“Ricardo 통화제도를 금속제도처럼, 혹은 금속제도의 틀안으로 환원될 수 있는 제도처럼 취급하려고 함으로써 過去를 지향한다. 그가 생각하고 있는 통화제도는 당시 이미 過去의 것(a thing of past)이 되어 버렸다.”(Hicks(1979),p.164)

## 2. 大陸型 金融制度의 發展

金이나 정부채권에 의해 통화발행을 보증하는 外生的 發券方式이 Ricardo와 같은 通貨論者를 통해 英美圈, 특히 美國의 금융제도성립에 지배적인 영향을 미쳤다면 商業어음割引에 의한 內生的 銀行券의 發行方式은 大陸, 특히 프랑스와 독일에 큰 영향을 주었다. 프랑스나 독일과 같은 나라의 경우 정부지폐와 은행권간 차이에 대해 명확한 인식의 일치가 이루어져 왔었으나 영국의 경우 예외적으로 Tooke를 비롯한 銀行論者를 제외하고 그 차이점에 대한 인식이 부족하였다. 이러한 이유는 당시 영란은행은 대체로 민간의 신

8) Fisher가 100%화폐를 주장하는 이유는 Ricardo와는 다르다. Ricardo의 경우 초과발권은 인플레이션을 가져오기 때문에 제한되어야 하는 것이었지만 Fisher에게는 은행권의 경우 창출과 동시에 원금과 이자를 상환함으로써 소멸되어야 하는 제약으로부터 발생하는 불안정한 debt-deflation과정이 문제이었다. 이러한 관점에서 보았을 때 정부지폐는 일단 창출되면 소멸될 필요가 없다는 면에서 debt-deflation이 일어나지 않는 건전화폐였고 따라서 정부지폐를 제외한 은행권 발권을 없앨 것이 주장되었다.

용공급을 위해서만 지폐를 발행한 데 반해 대륙에서 지폐의 사용은 항상 국가재정수단으로 사용되어 왔기 때문이었다. 특히 전쟁자금조달의 경우 영국이나 미국에서 戰費는 발권은행에 의해 직접적으로 조달된 것이 아니라 예금은행과 민간에 조달되고 예금은행은 민간의 자금수요증가에 대해 다시 재무성이나 중앙은행에 의존한 반면 프랑스나 독일은 직접적으로 은행의 발권에 의해 조달되었다.

우선 프랑스의 경우 프랑스대혁명과 관련된 지출증대 및 이와 관련된 정부지폐 「아씨나(Assignats)」의 濫用에 의한 심각한 인플레이션 피해를 겪은 결과 정부화폐에 대한 불신이 컸을 뿐만 아니라 1800년 설립된 중앙은행인 프랑스銀行의 경우 은행주의의 영향을 상대적으로 많이 받았기 때문에 중앙은행의 발권은 금을 제외한다면 대부분이 商業어음割引에 의해서 보증되었다.<sup>9)</sup>

독일의 경우 1875년 수립된 중앙은행인 帝國銀行(Reichsbank)의 발권규정은 1844년의 Peel's Act를 모방하였다. 특히 英蘭銀行과 마찬가지로 중앙은행의 총발권한도를 정했다는 면에서 통화주의의 영향을 받았다고 볼 수도 있다. 그러나 다음과 같은 두가지 면에서 은행주의를 보다 많이 반영하고 있다고 보인다.

첫째 중앙은행이 金保證없이 발권할 수 있는 한도를 정하고 이를 초과하는 경우에는 금과 1-1 대응하에서만 발권이 가능하였으나 실제로 있어서는 발권한도가 자주 상향조정되었을 뿐만 아니라 5%의 조세를 지불하면 언제든지 초과발권을 할 수 있었다.

둘째 발권한도내에서 발행하는 경우 은행권을 보증하는 구성요인을 보면 영란은행의 경우와는 달리 발권량의 2/3를 의무적으로 商業어음割引에 사용하도록함으로써 가능한 한 은행주의를 많이 반영하였다.

결국 영란은행에 비해 프랑스나 독일의 통화공급에 있어서는 商業어음割引을 통한 內生的 공급과정이 중요하였다. 프랑스銀行의 경우 法에 의해 상업어음할인이 규정되었으며 독일의 帝國銀行은 發券의 2/3에 해당하는 금액을 商業어음의 구입에 사용해야 했기 때문이다. 일본이 후에 모델로 삼은 벨기에 중앙은행의 경우에도 銀行學派의 발권원칙이 철저하게 적용하였다.

9) Conant에 따르면 1913년 프랑스 중앙은행에 총 부채 6.9억 프랑이고 이중 금이 4.1억 프랑, 어음할인이 2.2억 프랑으로 보증되어 있다. Conan(1969) 참조

대륙국가가 통화제도의 수립시 銀行主義를 따랐다고 하는 또하나의 증표는 中央銀行割引率의 변동빈도와 폭에서 찾아진다. 영국의 경우 할인율이 빈번하게 변동되었고 그 폭도 컸으나 프랑스나 독일의 경우 할인율 변동이 거의 없었다. 이는 대륙의 중앙은행들이 銀行主義에 따라 민간의 통화수요에 대해 탄력적으로 대응하여 왔다는 사실을 의미한다.<sup>10)</sup>

통화공급과 관련하여 외생적인 국가에서는 정부채권의 매매를 의한 공개 시장이 발달하게 되고 통화공급이 내생적인 국가에서는 재할인시장이 발달하는 것은 두말할 나위 없다. 실제로 영국, 미국은 정부채 시장이 중앙은행의 개입무대로서 활발히 이용되어 왔던 반면 대륙에 있어서는 상업어음 할인시장에 대한 개입이 중앙은행개입의 중요한 수단이었다.

통화주의에 기반을 둔 英美型 金融制度와 은행주의의 영향을 많이 받은 大陸型 金融制度의 분화는 Hicks에서 다시 한번 확인된다. Hicks는 流動性(교환수단의 범위확대에 따른 화폐의 새로운 정의)을 획득하는 방법으로서 이미 존재하고 있는 화폐자산으로 부터의 차입, 즉 貯蓄에 대한 의존을 은행의 信用創出에 의한 방법과 구분하고 前者의 형태가 기업의 신용획득에 가장 중요한 경우를 自立經濟(auto economy), 後者の 형태와 같이 통화공급이 내생화되는 경우를 超過發券經濟(over-draft economy),로 명명하였다.<sup>11)</sup> Hicks의 이러한 구분은 通貨金融制度(發券方法)면에서 Gurley와 Shaw의 내부-외부화폐구분에 상응한다고 하겠다.

#### IV. Fisher의 貨幣理論과 Wicksell의 信用理論

이미 지적한 바와 같이 古典的 貨幣數量說은 은행권(신용)과 정부지폐(화폐)간 차이가 없다고 봄으로써 인플레이션은 정부의 재정적 필요에 의해

10) Hilferding은 1852-1907년간에 걸친 영국, 독일, 프랑스 중앙은행의 할인율에 관한 자세한 표를 제시하였다. Hilferding(1981), 391 참조

11) Hicks는 주로 미국과 영국의 금융제도만을 염두에 둔 것 같다. 예컨대, “어느 국가에서든—예컨대 미국과 같은 나라에서는 독립부분이 크고 초과발권부분이 작을 것이며 어느 나라 예컨대 영국과 같은 경우에는 초과발권부분이 훨씬 중요할 것이다.” Hicks(1974), p.51. 그러나 영국은 미국에 비해 상대적으로 초과발권경제임에 틀림없지만 독일이나 프랑스의 대륙계은행과 비교해 보면 미국과 같은 금융제도에 보다 가깝다고 볼 수 있는 것이다.

통화가 발행되든 혹은 은행의 여신에 의해 창출되든 항상 過多通貨發行의 결과라고 본다. 20세기초 수표계정에 의한 예금통화의 급속한 확대에 직면하여 화폐수량설과 진성어음주의는 새롭게 해석되지 않을 수 없었으며 이러한 시도의 대표적인 이론가로서 Fisher와 Wicksell을 들 수 있다. Fisher는 정부지폐의 外生性を 강조하여 화폐수량설을 복원하려고 한 반면 Wicksell은 은행권의 內生的 특성을 강조하는 신용이론을 수립하려고 노력하였다. 화폐이론가로서 Fisher의 이론들과 신용이론가로서 Wicksell의 이론들을 비교해 보자.

### 1. Fisher의 貨幣數量說

Fisher는 화폐수량설을 받아들이고 이를 당시 그가 살던 美國의 통화제도인 國法銀行制度에 가장 적합할 수 있는 형태로 발전시켰다.<sup>12)</sup>

Fisher의 화폐수량설은 長期와 短期로 나누어 분석되며 우선 장기적 이론의 특징을 살펴보자. Fisher의 장기적 이론은 고전적 화폐수량설을 가장 간단하게 표현한 교환방정식으로부터 출발한다.

$$MV=PQ$$

여기서 M, V, P, Q는 각각 통화량, 유통속도, 물가, 거래량을 나타낸다. 화폐수량설에 관한 Fisher의 이론적 기여는 두가지 측면에서 살펴 볼 수 있다. 첫째는 통화와 유통속도를 물가에 관련시키는 통화적 전달과정에 관한 것이며 두번째는 통화량의 내용에 관한 것이다. 우선 通貨의 傳達過程(因果關係)에 관해 Fisher는 고전적인 화폐수량설을 따라 通貨量이 物價를 결정한다고 파악하였다. 여기서 통화라는 것은 이미 살펴본 바와 같이 金, 聯邦政府紙幣, 정부지폐와 동일시 취급되는 國法銀行券과 같은 본원통화를 의미한다고 볼 수 있다. 이러한 경우 통화량의 변동은 외생적으로 화폐수량설이 성립될 수 있는 좋은 조건이 충족된다.

12) 이는 다음과 같은 Fisher의 말에서 확인된다. “이 책의 주요한 주장은 기본적으로 과거의 화폐수량설의 설명과 확인에 지나지 않는다. 이 이론에 관한 몇가지 수정을 제외하고는 이 이론은 완전히 타당한 이론이다. 사람들이 오랫동안 필요로 해왔던 것은 이론의 부정이라기 보다는 이론의 개정이다.” Fisher(1963), p.vii.

다음 Fisher는 당시 州法銀行들이 은행권발행에 대한 제약을 회피하기 위한 수단으로서 이용하고 있었던 예금의 확대가 물가에 미치는 영향을 화폐수량설을 통해 설명하려고 시도하였다. 이를 위해 Fisher는 金이나 政府紙幣로 이루어지는 本源通貨에 상업은행의 預金을 포함시키는 다음과 같은 交換方程式을 제시하였다.

$$MV + M'V' = PQ$$

마지막으로 Fisher는 화폐수량설을 완성시키기 위해 장기적으로 本源通貨(M)와 預金通貨(M')간 오늘날 通貨乘數라고 부르는 안정적인 관계가 성립한다고 가정하였다. 즉 다른 모든 통화가 본원통화에 의존하게 됨으로써 최종적으로 本源通貨의 변화가 가격변화를 지배한다고 보았다. Fisher는 이렇게 하여 예금통화의 확대란 현상을 동일한 화폐수량설의 테두리내에서 고려하였다. 그러나 지배적인 역할을 수행하는 것은 항상 本源通貨이었다.

“(본원)通貨가 2배로 증가하면 수표계정에 속해 있는 예금이 2배로 증가할 것이고 예금통화나 예금의 유통속도 또는 거래량에 거의 영향을 미치지 않을 것이므로 필연적으로 그리고 수리학적으로 가격수준이 2배로 상승해야 할 것이다.... 지금 M의 변화가 M'의 비례적인 증가를 가져오고 交換方程式과 독립적인 조건들, V, V', Q의 변화가 없다면 통화량 M의 변화가 일반적으로 가격수준의 비례적인 증가를 가져와야만 한다는 결론을 피할 수 없다”(Fisher(1963),p.156-7)

이러한 長期的 分析과 동시에 Fisher는 短期的 分析, 즉 본원통화가 증대된 시점으로부터 본원통화가 예금과 일정한 관계를 회복하는 시점간의 調整期間(transition period)에 대한 분석에 관심을 기울였다. Fisher의 短期的 分析은 實質利子率과 名目利子率간 구분으로 시작된다. 명목이자율은 차입자와 대부자가 대부시장에서 관찰할 수 있는 이자율이며 실질이자율은 가격변화가 없는 경우, 즉 실물로 거래를 하는 경우의 이자율로 경제가 균형점에 있다면 名目利子率은 實質利子率과 인플레이션율의 합과 일치된다. 調整期間에 있어 均衡回復過程을 살피기 위해 Fisher는 우선 金의 증가가 있다

고 가정한다. 이러한 本源通貨의 증가는 交換方程式을 통해 곧바로 가격을 상승시킨다. 기업이 은행으로부터 차입하는 이자율은 즉각적으로 조정되지 않기 때문에 가격이 상승함에 따라 기업의 이익은 증대하며 기업은 이에 따라 투자를 증대시키고 은행으로부터 차입을 증대시킨다. 한편 은행은 본원 통화의 증가가 그만큼 은행의 준비금을 증대시켰기 때문에 이러한 투자를 지원할 여력이 있다. 은행이 기업에 대한 신용을 증대시킴에 따라 預金通貨가 비례적으로 증가한다.(이과정서 預金通貨는 공급이 外生的으로 결정되는 本源通貨와는 달리 기업의 투자수요에 비례하여 內生的으로 공급된다는 사실은 주의할 가치가 있다.) 預金通貨  $M'$ 의 증대는 다시 인플레이를 확대시킨다. 인플레이션은 預金通貨가 계속 증가한다면 그리고 명목이자율이 인플레이션을 반영하여 조정되지 않는 한 계속된다. 그러나 조만간  $M$ 과  $M'$ 간 일정한 관계가 회복되고 더 이상  $M'$ 의 증가는 가능하지 않게 된다. 이러한 최종적 균형점에서 명목이자율은 실질이자율과 인플레이션의 합에 일치하게 된다. 이러한 短期的 傳達過程은 다음과 같이 요약된다.

外生的 通貨供給增大 → 價格上昇 → 名目利率의 上昇  
(인플레이션율의 반영)

## 2. Wicksell의 信用理論

Fisher와는 달리 Wicksell은 內生的 信用供給에 의한 전달과정을 강조하였다. 화폐수량설이 기본적으로 통화공급이 외생적으로 주어지는 상품경제를 기반으로 하여 발전한 데 비해 Wicksell의 분석은 통화공급이 무한히 탄력적인 신용경제를 고려하였다. 내생적 신용제도에 관한 고찰로 말미암아 Wicksell은 價格變動의 原因이 더이상 貨幣量의 변동에 있지 않고 실물부분, 즉 投資와 貯蓄간 乘離에 있다는 것을 밝힐 수 있었다. 이 점에서 眞性 어음주의, 銀行學派로 이어지는 反貨幣收量說의 이론을 완성하였다고 보인다.

Wicksell은 한 나라의 신용경제를 화폐수량설이 잘 적용될 수 있는 現金經濟(cash economy), 사적 신용수단이 사용되는 單純信用經濟(simple credit economy), 그리고 은행제도에 의한 신용이 일반화되는 組織的 信用經濟(organized credit economy)로 분류하고 조직적 신용경제하에서 물가변

동을 累積過程(cumulative process)으로 설명한다. Wicksell은 신용경제의 특성을 다음과 같이 지적한다.

“은행의 대출은 개인과는 달리 자기자산 혹은 저축에 의한 가용자원의 한도에 의해 제약되지 않는다. 은행은 지출되면 곧바로 채워지는 사적현금을 자신의 손안에 집중시킴으로써 항상 탄력적이고 때로는 고갈되지 않는 貸出源을 가지고 있다. 순수신용제도하에서 은행은 적어도 국내시장에 관한 한 이자율 수준에 관계없이 항상 대출수요를 만족시킬 수 있다.”(Wicksell(1967),p.194)

또는 “화폐는 끊임없이 彈力的이 되어가며 화폐공급은 점점 더 수요에 의존적으로 되고 있다. 그러므로 貨幣需要와 獨立的인 변수로서 貨幣供給을 말하는 것은 더 이상 가능하지 않다. 은행은 화폐수요가 얼마든지 차입자의 신용이 충분한 한 항상 대출해 줄 수 있다. 은행은 차입자 구좌에 숫자를 기입하여 단순히 신용공여나 예금창출을 표시하기만 하면 된다. 수표가 인출되어 은행에 제시하면 은행은 해당구좌에 입출을 기입하면 된다. 그러므로 貨幣供給은 貨幣需要에 의존한다.”(Wicksell(1965),p.110)

이러한 탄력적인 금융제도하에서 가격변동은 더 이상 통화량과 관계가 있을 수 없게 된다. Wicksell은 가격변동의 원인을 自然利率과 貨幣利率의 乘離, 즉 貯蓄과 投資의 불일치에서 찾았다. 物物交換經濟 혹은 外生的 貨幣經濟下에서 화폐의 기능은 단순히 일반물가수준을 결정하는데 그치며 貯蓄과 投資간 괴리는 불가능하나 貨幣經濟에서는 이것이 가능하다.

Wicksell의 累積的 調整過程을 보다 자세히 살펴보자. 이를 위해 자금 은행은 화폐이자율을 자연이자율 수준으로 낮춤으로써 화폐공급을 증대시킨다고 가정하자. 이경우 기업은 투자를 증대시키려 하고 완전고용을 가정하면 투자증가는 노동을 포함한 생산요소의 가격을 상승시킨다. 이는 다시 생산요소의 공급자로서 가계의 소득과 지출을 증대시키고 일반적인 가격상승을 가져 온다. 기업은 그들이 판매하는 상품의 가격상승으로 추가적인 이익을 기대할 수 있기 때문에 다시 투자를 증대시키게 되며 이에 따라 가격은 또



다시 상승한다. 이러한 累積的 價格上昇은 은행이 화폐이자율을 자연이자율보다 낮게 유지하는 한 그리고 그럼으로써 은행의 화폐공급이 가격상승에 비례하여 계속적으로 증가하는 한 지속된다.

Wicksell의 이론체계하에서 貸出에 의해 창출된 預金은 인플레이션에 비례하여 증가한다. 따라서 은행예금을 貨幣의 범주에 포함시키면 通貨量은 內生的으로 결정된다.<sup>13)</sup> Wicksell에 의한 通貨傳達過程은 Fisher와 정반대된다. Fisher의 경우 화폐공급은 화폐수요를 창출한다. 그러나 Wicksell의 경우 오히려 화폐수요가 화폐공급을 창출한다.

自然利率에 대한 貨幣利率의 下落→價格上昇→通貨의 內生的 供給

결국 현재 우리가 알고 있는 Fisher 혹은 Friedman<sup>14)</sup> 화폐수량설은 外部 貨幣가 지배적 역할을 하는 美國의 情況에만 맞을 수 있는 理論으로 信用 혹은 內部貨幣가 중요한 역할을 하는 경제에서는 더 이상 타당성을 찾기 힘들며 이점에서 Wicksell 화폐이론의 기여를 평가할 수 있다.

## V. 結論 : 최근의 反貨幣數量說 흐름

貨幣數量說은 普遍的인 이론이 아니고 特殊한 이론이다. 그것은 아마 政府에 의한 통화공급이 중요성을 갖고 있는 美國과 같은 특수한 情況에서만 어느정도 타당할 수 있을 것이다. 금융제도면에서 미국은 가장 例外的인 나라로서 화폐수량설이 성립하기 위한 最適의 環境을 갖추고 있다. 그러나 화폐수량설은 民間信用에 의한 通貨供給이 가장 주요한 역할을 하는 국가에서는 성립하기가 힘들다. 뿐만 아니라 民間信用創出이 通貨量에서 차지하는

13) 동일한 현상에 대해 Wicksell은 화폐수량설을 포기하지 않고 통화의 개념을 金屬貨幣에 제한함으로써 은행예금의 확대를 단순히 유통속도를 증대시키는 것으로 보았다. 지금  $M$ 을 금속화폐,  $M'$ 을 예금,  $P$ 를 물가,  $Q$ 를 실질산출,  $금과 예금의 유통속도가 모두  $V$ 로 동일하다고 하면 화폐수량설을  $MV + M'V = (M + M')V = M(1 + M'/M)V = PQ$ 로 표현된다. 따라서  $M + M'$ 을 총통화로 취급할 수도 있고(이때 유통속도는 고정),  $M$ 은 고정되고  $(1 + M/M')V$  전체를 유통속도로 볼 수도 있다.(이때에는 유통속도가 변화). 즉 예금통화의 증가는 통화량증가로 볼 수도 있고 유통속도의 증가로도 파악할 수도 있다.$

14) Friedman의 화폐수량설은 화폐의 교환수단기능을 기본으로 하는 Fisher의 화폐수량설과 달리 화폐의 자산기능을 강조한다. 따라서 자산선택행동으로부터 유도된 화폐수요함수에 기본을 두고 있다. 그러나 통화의 외생성등 기본적인 의미는 동일하다.

비중이 점점 커지고 있는 오늘날의 실정에 비추어 보았을 때 유용성이 소멸되어 가는 過去의 理論이다. 大陸型 금융제도를 갖고 있는 나라에서, 그리고 오늘날의 발전된 통화금융제도에 일치하는 이론으로 反貨幣數量說의 흐름이 보다 普遍 妥當하다고 하겠다. 이러한 맥락에서 최근 반화폐수량설의 信用重視傳統을 계승하고 있다고 보이는 화폐이론을 간략히 살펴 보면 다음과 같다.(본고의 부록에서는 이러한 입장에서 간단한 신용모형을 유도한다.)

첫번째 조류로서 Asimakopulos(1986), Davidson(1986), Graziani(1985), Tsiang(1980) 등에 의한 ‘파이낸스 動機(finance motif)’의 재발견을 들 수 있다. 이들은 전통적인 貨幣需要動機(즉 거래적, 투기적, 예비적 동기)에 대해 信用에 대한 需要動機로서 ‘파이낸스(finance)’의 역할을 재발견하고 成長經濟에 있어서 이의 중요성을 부각시킨다. 파이낸스動機는 「一般理論」출간 이후 Keynes와 Robertson, Ohlin, Hawtrey과의 사이에서 벌어진 논쟁에서 Keynes가 은행의 역할을 제대로 고려하지 못하였다는 이들의 비판을 인정하고 이에 대한 대안으로서 ‘파이낸스’의 개념과 이의 供給源으로서 銀行의 역할을 설명한 데서 비롯된다.<sup>15)</sup> Keynes에 따르면 ‘파이낸스’란 원칙적으로 저축과 관련없이 “투자결정이 취해지는 순간과 투자와 저축이 실제로 실현되는 순간간의 시간간격을 매우기 위한 運轉資金(revolving fund)”에 관한 短期資金需要에 해당한다. 즉 事前的 투자와 事後的 투자사이의 자금수요를 의미하며 이는 저축과 관계없이 銀行信用創出에 의해 만족된다. 한편 銀行信用創出은 투자가 실현된 후에는 곧바로 貯蓄으로 轉移되며 저축은 貨幣市場을 통하여 投資資金化하게 되며<sup>16)</sup> 이 경우 화폐보유동기로서 흔히 언급되는 去來的, 投機的, 豫備的 貨幣保有動機가 작용한다. 이러한 자금수요는 투자가 일정한 수준으로 유지되며 均齊狀態에서는 저축에 의해 투자자금이 조달되기 때문에 의미가 없고 投資가 매 기간 증대하는 成長經濟에서만 의미를 갖는다.

반화폐수량설의 신용중시입장을 계승하고 있다고 보이는, 그러나 화폐수량설을 완전히 배제하지 않는 또 하나의 화폐이론은 이른바 ‘通貨傳達過程

15) Keynes의 一般理論에서는 화폐의 供給이 外生的이었기 때문에 화폐수요와 신용수요간 구분이 필요없었다.

16) Davidson은 은행대출에 의한 단기 運轉資金供給인 finance에 대한 貯蓄에 의한 재원조달을 funding이라 불렀다. Davidson(1986) 참조.

의 信用的 立場(credit view of monetary transmission)’이라 할 수 있다. 이러한 흐름은 한편에서는 情報의 非對稱性에 기초하여 신용의 공급에 있어 은행의 역할과 은행대출의 특수한 성격을 강조한 이론적 발달(Bernake (1993),Blinder & Stiglitz(1983))로 인하여 또 다른 한편에서는 화폐수요의 불안정성과 이로 인한 신용과 GNP간의 경험적 관계를 중시하는 연구(B. Friedman)등으로 인하여 비롯되었으며 이러한 입장은 전통적 通貨重視立場(money view of monetary transmission)과 구분되어 ‘通貨傳達過程의 信用的 立場(credit view of monetary transmission)’이라 불리운다. 전통적인 입장에서 보았을 때 완전한 시장이 존재한다면 Modigliani-Miller의 정리에 의해 은행의 貸出은 자본시장(혹은 화폐시장)에서 자금을 조달하는 것과 完全 對替될 수 있기 때문에 기업의 투자결정은 銀行貸出의 정도에 의해 영향을 받지 않는다. 그러나 情報의 非對稱性이 있다면 Modigliani-Miller의 정리는 더 이상 성립할 수 없으며 銀行貸出은 자본시장에서의 차입과는 대체될 수 없다. 따라서 만약 기업이 은행의 대출을 충분히 얻지 못하면 원하던 투자계획을 실행하지 못하게 된다. 즉 信用割當이 중요한 전달과정이 되며 이 점에서 과거 화폐수량설로 인하여 무시되었던 民間信用供給의 역할이 다시 분석의 대상으로 등장하였다.(본고의 附錄 참조)

### 附錄：信用模型

여기서는 화폐와 민간신용을 구분하지 않는 전통적인 IS-LM모형을 확대하여 통화와 민간신용의 역할을 모두 고려하는 모델을 간단히 제시해 보고자 한다. 우선 가격수준이 고정되어 있다고 가정하자. 이 경우의 모델은 다음과 같이 요약된다.

$$(1) M=L(r,Y)=-ar+bY$$

$$(2) sY=I+G$$

$$(3) I=\min\{I_d, I_s\}$$

$$(4) I_d=d-ir$$

$$(5) I_s=A+C$$

$$(6) Y=wN+A$$

$$(7) N=nY$$

$$(8) \partial M / \partial t = C$$

여기서  $M$ 은 통화량,  $Y$ 는 국민소득,  $r$ 은 화폐시장에서의 (채권)이자율,  $sY$ 는 저축,  $I$ 는 實現可能한 투자수준,  $G$ 는 순정부지출,  $I_d$ 는 意圖된 投資需要,  $I_s$ 는 資金調達될 수 있는 投資,  $A$ 는 이윤,  $C$ 는 은행대출,  $N$ 은 고용수준을 나타낸다. 방정식 1)과 2)는 기초적인 IS-LM방정식을 나타낸다. 방정식 3)은 實現可能한 투자를 나타낸다. 투자는 意圖된 투자와 資金調達可能투자 중 작은 쪽에 의해 결정된다. 의도된 투자수요  $I_d$ 가 자금조달이 가능한 투자  $I_s$ 보다 작을 경우에는  $I_d$ 가 실제로 실행될 것이며 그 반대의 경우에는 실행될 수 있는 투자는  $I_s$ 로 제약된다. 방정식 4)에서는 의도된 투자  $I_d$ 가 채권이자율의 함수라 가정하였다. 은행대출이자율은 묵시적으로 고정되어있는 것으로 간주하였다.<sup>17)</sup> 방정식 5)는 투자의 자금조달식을 나타낸다. 투자의 재원은 적립된 이윤으로부터의 나오는 自己資本과 負債, 즉 銀行貸出을 통해 조달된다는 것을 보여 준다. 은행으로부터 신용 획득에 문제가 없는 경우에는 투자부족재원은 항상 은행대출에 의해 충족된다. 따라서  $I=I_d=I_s$ 가 성립하나 은행으로부터 대출이 제약되는 경우 즉 信用割當을 받는 경우  $I=I_s < I_d$ 일 수 있다. 방정식 6)은 기업이 생산한 부가가치는 한편 賃金과 利潤으로 이뤄지고 기업의 이윤은 自己資本으로서 적립된다는 것을 보여 준다. 방정식 7)는 생산함수를 나타낸다. 8)식은 가장 간단한 은행대출대조표로부터 기업에 대한 대출(어음할인)만큼 통화가 창출되는 것을 나타내며 이 식을 통해 신용시장과 채권(화폐)시장이 연결된다. 본고에서는 모형의 단순화를 위해 재정적자는 모두 채권시장에서 채권발행으로 조달됨으로써 정부부문에 의한 화폐창출은 없다고 가정한다.

위 모형의 특징은 은행대출과 자본시장에서의 자금조달간 不完全對替를 고려하여 화폐시장(채권시장)의 균형과는 별도로 은행대출시장에서의 균형식을 별도로 고려한데 있다. 방정식 1)이 화폐시장(혹은 채권시장)의 균형을 나타낸다고 하며 방정식 3), 4), 5)는 신용시장의 균형을 나타낸다. 신용할당의 경우 의도된 투자에 비해 자기자본과 부채의 합으로 표시되는 자금

17) 대출이자율을 별도로 고려한 모델로는 Bernanke & Blinder(1988) 참조.

조달이 부족함으로써 의도된 투자수요가 그대로 다 실행되지 못한다.

신용할당이 없는 경우를 가정하면  $I=I_d=I_s$ 이고 따라서  $sY=(1-wn)Y+C+G$ 이다. 이를 이용하여  $Y, r, M$ 에 대해 풀면 다음과 같다.

$$(9) Y=(C+G)/(s+wn-1)$$

$$(10) r=d/i-s(C+G)/(s+wn-1)$$

그러므로 국민소득  $Y$ 는 은행대출  $C$ 가 클수록 채권이자율  $r$ 은 은행대출  $C$ 가 클수록 적게 된다. 위의 두식을 방정식 (1)에 대입하면 다음과 같다.

$$(11) M=L(r,Y)=-ad/i+(as+bi)(C+G)/i(s+wn-1)$$

지금  $\partial M/\partial C=C$ 를 위식에 대입하면 신용할당이 없을 경우의 통화증가율이 얻어진다. 즉

$$(12) M=\left\{\frac{-ad}{i}+\frac{G}{g^*}\right\}+\left\{Mo+\frac{ad}{i}-\frac{G}{g^*}\right\}e^{g^*t}, \text{ 여기서 } g^*=\frac{i(s+wn-1)}{sa+bi}$$

따라서 신용할당이 없도록 하는 통화량증가율  $g^*$ 는 저축성향이 높을수록 그리고 임금율이 높을수록 높은 값을 갖는다. 지금 통화증가율이  $g^*$ 이라면  $I_d=I_s$ 이다. 그러나 통화증가율이  $g^*$ 보다 작다면  $I=I_s<I_d$ 이고 따라서 信用割當이 발생한다. 또 통화증가율이  $g^*$ 보다 크다면  $I_s>I_d=I$ 으로서 신용시장의 자금조달제약은 무의미하게 된다. 뒤집어 표현하면 통화증가율이  $g^*$ 이하로 주어진 경우에는 신용할당이 발생하고 통화증가율이  $g^*$ 을 초과하여 고정된 경우에는 초과발권이 발생한다. 각각의 경우 국민소득과 채권이자율의 어떻게 결정되는가 살펴보자.

(i) 通貨增加率이  $g<g^*$ 로 고정된 경우

이 경우 신용할당으로 인해  $I=I_s=(1-wn)Y+gM+G$ 이다. 이를 위의 방정식 1), 2)에 대입하여 정리하면 다음과 같이 주어진 시점  $t_0$ 에서의 소득과 채권이자율이 얻어진다.

$$Y=\frac{g(M+ad/i)-G}{(s+wn-1)}$$

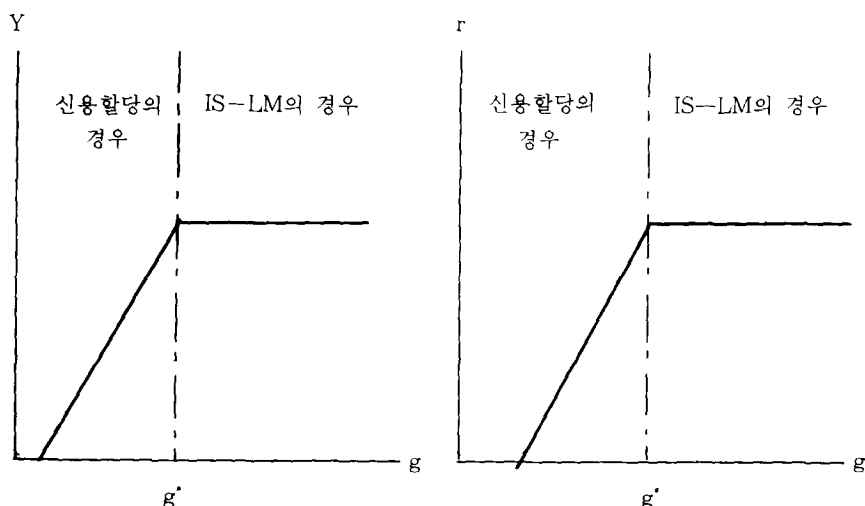
$$r=\frac{1}{a}\left(\frac{bg(M+ad/i)-G}{s+wn-1}-M\right)$$

(ii) 通貨增加率이  $g > g^*$ 로 고정된 경우

이 경우는 신용시장에서 자금의 초과공급이 있는 경우이다. 따라서  $I = I_d$ 이다. 소득과 채권이자율은 전통적인 IS-LM방정식 체계에 따라 결정된다. 즉

$$Y = \frac{ad + iM + aG}{(as + bi)}$$

$$r = \frac{bd - sM + bG}{as + bi}$$



지금  $g < g^*$ 일 경우에는 국민소득  $Y$ , 채권이자율  $r$  모두 신용공급증가에 정비례하여 변한다. 즉  $g$ 증가는 투자증가를 통하여  $Y$ 를 증가시키며 한편 이러한  $Y$ 증가는 화폐수요를 증가시킴으로써  $r$ 을 증가시킨다. 한편,  $g > g^*$ 인 경우에는 국민소득, 채권이자율이 신용공급에 관계없이 최초의 통화량에 의존하여 변화한다. 즉 전통적인 IS-LM체계로 복귀한다.

### 參考文獻

1. 김준경, 문우식 “通貨의 供給經路가 인플레이에 미치는 影響 : 現行 韓國 銀行 대출정책에 미치는 시사점”, 『韓國開發研究』, 1993, 겨울.

2. 문우식 “銀行構造와 通貨傳達過程”, 『국민경제제도연구』 제1권 1991.
3. 유종권 “貨幣와 信用 : 영란은행법 개정에 대한 Tooke의 批判을 중심으로”, 국민경제제도연구원 정책연구자료 9108, 1991.
4. 좌승희 “암스텔담은행의 스미스 金融理論上の 意義와 世界通貨制度 개선행향에 관한 시사”, 『韓國開發研究』, 1988, 겨울.
5. 松成義衛, 三輪悌三, 長 幸男 『日本における 銀行の發達』 青木書店, 1959.
6. 寺西重郎 『日本の經濟發展と金融』 岩波書店, 1982.
7. Andréadès, A., *History of Bank of England 1640-1903*, N.Y., 1966(佛語 初版, 1909).
8. Asimakopulos, A., “Finance, Liquidity, Saving and Investment”, Journal of Post Keynesian Economics, fall, 1986, 79-99.
9. Bernanke, B., “Credit in the Macroeconomy”, Federal Reserve Bank of New York Quarterly Economics, spring. 1993, 50-70.
10. Bernanke, B. and A. Blinder, “Credit, Money, And Aggregate DeMand”, American Economic Review, May, 1988, 435-439.
11. Blinder, A., “Credit Rationing and Effective Supply Failures”, Economic Journal, June, 327-352, 1987.
12. Blinder, A., and J. Stiglitz, “Money, Credit Constraints and Economic Activity”, American Economic Review, may, 1983, 297-302.
13. Boyer, R. and P. Petit, *Les Greenbacks revisités, Innovation et les institutions et l'analyse monétaire américaine 1862-1913*. 1984. CEPREMAP, Paris.
14. Conant, C.A., *A History of Modern Banks of Issue*, August M. Kelly N. Y., 1969(초판 1986).
15. Davidson, P., “Finance, funding, Saving and Investment”, Journal of Post Keynesian Economics, fall, 1986, 101-110.
16. Fisher, I., *The Purchasing Power of Money*, August M. Kelly, N. Y. 1963 (初版 1911).
17. Friedman, M. and A. Schwartz, “Has Government Any Role in Money?”, Journal of Monetary Economics, 17, 1986, 37-62.

18. Friedman, M., *A Monetary History of the United States*, 1963.
19. Galbraith, J.K., *Money, whence it came when it went*, 1976.
20. Goodhart, C., *The Evolution of Central Banks*, MIT Press, Cambridge, 1988.
21. Graziani, A., “Le debat sur le motif de financement de J.M.Keynes”, Economic Appliquée, 38, 1985, 159—175.
22. Gurley, J. and Shaw, E., *Money in a Theory of Finance*, Brookings Institution, 1960.
23. Hicks, J., *The crisis in Keynesian Economics*, Oxford, 1974.
24. Hicks, J., *Critical Essays in Monetary Theory*, Clarendon Press, Oxford, 1979(初版 1967).
25. Hilferding, R., *Finance Capital*, Routledge & Kegan Paul, London, 1981 (獨語 初版 1910).
26. Kaldor, N., *The Scourge of Mqnetarism*, London, 1982.
27. Kahn, G.A., “Does More Money Mean More Bank Loans”, Federal Reserve Bank of Kansas City, July—August, 1991.
28. Laidler, D., “The Quantity Theory is Always and Everywhere Controversial—Why”, Economic Record, dec. 1991. 289—306.
29. Laidler, D., “British Monetary Orthodoxy in the 1870’s”, Oxford Economic Papers, march, 1988, p 74—109.
30. Levy—Garboua, V., “L’intégation des facteurs dans les modèles macro—économiques”, *Modèles monétaires de l’économie française*, D.F, Paris, 1976.
31. Mints, L.W., *A History of Banking Theory*, Chicago 1970(初版 1940).
32. Moore, B., “The Endogenous Money Supply”, *Journal of Post—Keynesian Economics*, 10, spring, 1988, 372—389.
33. Patinkin, D., *Studies in Monetary Economics*, Harper & Row, N.Y., 1972.
34. Ricardo, D., *Minor papers on the Currency Question 1809—1823*, ed. by J. Hollander, 1932.
35. Rist. C., *History of Monetary and Credit Theory From John Law To the Present Day*, Paris, 1966.(佛語 初版 1938).



36. Santiago—Vallent, W., “Historical Background of the Classical Monetary and the ‘Real Bills’ Banking Tradition”, *History of Political Economy*, 20, 1, 1988, 43—63.
37. Tsiang, S.C, “Keynes Finance Demand for Liquidity, Robertson’s Loanable Funds”, Quarterly Journal of Economics, May, 1980, 467—491.
38. Wicksell, K., *Lectures on Political Economy* II, Routedledge & Kegan Paul Ltd., London, 1967(스웨덴어 初版 1901).
39. Wicksell, K., *Interest and Prices*, August M. Kelly, N. Y. 1965(스웨덴어 初版 1989).