

# 光復後 50年間の租稅 및 金融政策의 發展과 政策方向

— 第 2 卷：金融政策 —

KTI 開院 3周年紀念 심포지엄

韓國租稅研究院

# 序 言

금년은 우리나라가 光復을 맞이한 지 50주년이 되는 해이다. 解放 直後 우리나라는 세계에서 가장 가난한 나라였다. 그러나 그간 비약적인 經濟發展을 거듭한 결과 世界 11位の 經濟大國으로 성장하게 되었으며 年間 1인당 國民所得은 1萬달러를 上廻할 것으로 豫想된다. 또한 外國의 援助를 받던 나라에서 다른 나라에 도움을 주는 나라로 發展하게 되었다.

우리 經濟의 눈부신 發展을 발판으로 文民政府는 우리나라가 당당한 國際社會의 일원으로 義務와 責任을 다할 것을 천명한 바 있으며 經濟, 社會, 文化 등 모든 부문의 世界化를 추진하고 있다. 이와 같은 시점에서 解放 이후 우리나라의 租稅政策과 金融政策의 내용을 점검해 보고, 앞으로 지향할 政策의 방향에 대하여 고찰해 보는 것은 큰 意味를 갖는 일이라 하겠다. 이에 부응하여 本 研究院에서는 開院 3주년을 맞이하여 「光復 後 50年間の 租稅 및 金融政策의 發展과 政策方向」이라는 主題로 저명한 여러 專門家들을 모시고 本 심포지엄을 개최하게 되었다.

이 책자는 지난 9월 21일 개최된 심포지엄에서 발표된 論文과 討論內容을 수록한 것이다. 本 연구원에서 개최한 심포지엄이 성공적으로 마무리될 수 있도록 적극 지원해 주신 財政經濟院의 洪在馨 副總理를 비롯하여 李錫採 次官 및 學界와 言論界의 여러 참석자들에게 진심으로 감사를 드린다. 또한 바쁘신 중에도 훌륭한 論文을 執筆해 주시고 발표해 주신 筆者 여러분과 발표된 論文에 대하여 論評을 해 주신 분들 그리고 綜合討論에 참여해 주신 분들께 감사를 드린다. 冊子の 編輯과 出版을 위해 수고해 준 本 研究院의 金宗萬 博士와 朴釘洙 博士, 원고와 자료의 정리를 맡아준 李除憲 研究員과 廉世羅 研究助員의 노고에 謝意를 표한다.

끝으로 이 論文集의 內容은 著者の 個人的인 見解이며 本 研究院의 公式見解를 나타내는 것은 아님을 밝혀둔다.

1995年 12月

韓國租稅研究院

院長 崔 洸

## 심포지엄의 概要

9 : 30 ~ 9 : 50 開會辭 및 祝辭  
開會辭 : 崔 洸 院長  
祝 辭 : 洪在馨 副總理

10 : 00 ~ 11 : 10 第1主題 發表 및 討論

租稅部門 : **租稅行政의 回顧와 政策課題**

司會 : 崔明根 (서울시립대 교수)

發表 : 李愚澤 (한양대 교수)

討論 : 朴釘洙 (한국조세연구원 연구위원)

李健春 (국세청 직세국장)

金融部門 : **光復 以後 우리나라의 金融政策에 대한 評價 및 앞으로의 政策課題**

司會 : 金仁基 (중앙대 교수)

發表 : 趙潤濟 (한국조세연구원 부원장)

討論 : 南相祐 (한국개발연구원 IDEP 소장)

李康男 (한국은행 조사제1부장)

11 : 10 ~ 11 : 20 中間休息

11 : 20 ~ 12 : 30 第2主題 發表 및 討論

租稅部門 : **附加價值稅의 發展과 政策課題**

司會 : 金洙槿 (아주대 교수)

發表 : 柳時權 (한국조세연구원 선임연구위원)

討論 : 孫光洛 (영남대 교수)

柳一鎬 (한국개발연구원 연구위원)

金融部門 : **金融市場構造의 變化 및 金融產業의 發展과 政策課題**

司會 : 孫正植 (한양대 교수)

發表 : 閔相基 (서울대 교수)

討論 : 李德勳 (한국개발연구원 선임연구위원)

崔興植 (한국조세연구원 연구위원)

12 : 30 ~ 14 : 00 中 食

14 : 00 ~ 15 : 10 第3主題 發表 및 討論

租稅部門 : **우리나라 土地稅制의 變遷과 向後의 政策課題**

司會 : 尹建永 (연세대 교수)

發表 : 郭泰元 (서강대 교수)

討論 : 李根京 (재정경제원 재산소비세 심의관)

金正浩 (한국경제연구원 연구위원)

金融部門 : **外換 및 換率政策의 變遷과 課題**

司會 : 李天杓 (서울대 교수)

發表 : 金宗萬 (한국조세연구원 연구위원)

討論 : 金仁哲 (성균관대 교수)

朴元巖 (홍익대 교수)

15 : 10 ~ 15 : 20 中間休息

15 : 20 ~ 17 : 30 綜合討論 (가나다 順)

租稅部門 : **韓國의 租稅政策 - 過去, 現在, 未來**

司會 : 車駟權 (서울대 교수)

討論 : 姜萬洙 (재정경제원 세제실장)

金東建 (서울대 교수)

金完淳 (고려대 교수)

李啓植 (한국개발연구원 연구위원)

李允鎬 (LG경제연구원 원장)

金融部門 : **韓國의 金融政策 - 過去, 現在, 未來**

司會 : 金秉柱 (서강대 교수)

討論 : 金榮大 (한국은행 이사)

邊道殷 (한국경제신문 논설주필)

魚允大 (고려대 교수)

李允宰 (재정경제원 은행보험심의관)

李在雄 (성균관대 교수)

鄭雲燦 (서울대 교수)

17 : 30 ~ 20 : 00 리셉션(인사말씀 鄭永儀 理事長)

# 目 次

## — 第 2 卷 (金融政策) —

### 〈開會辭 및 祝辭〉

開會辭/崔 洸 院長 .....	6
祝辭/洪在馨 副總理 .....	8

### 〈主題發表〉

#### 〈第 1 主題〉

光復 以後 우리나라의 金融政策에 대한 評價 및 앞으로의 政策課題 .....	11
---	----

#### 〈第 2 主題〉

金融市場構造의 變化 및 金融産業의 發展과 政策課題 .....	91
-----------------------------------	----

#### 〈第 3 主題〉

外換 및 換率政策의 變遷과 課題 .....	139
-------------------------	-----

### 〈綜合討論〉

韓國의 金融政策—過去, 現在, 未來 .....	191
---------------------------	-----

## 開 會 辭

안녕하십니까?

먼저, 오늘 저희 韓國租稅研究院의 開院 3周年 記念 심포지엄을 위해 定期國會 대비 등 바쁜 일정중에서도 참석해주신 李錫採 次官님께 감사드리며 이른 아침 이곳까지 와주신 來賓 여러분께 심심한 感謝의 말씀을 드립니다.

지난 1992년 8월에 開院한 이래 저희 韓國租稅研究院은 조세정책을 중심으로 財政·金融分野의 정책연구에 노력해 왔습니다. 그 동안 저희들의 연구성과는 다수의 연구보고서들을 통해, 그리고 수차례의 政策討論會와 政策協議會를 통해 여러분께 제시되어 왔습니다. 앞으로도 저희 研究院은 우리나라 稅制 및 稅政의 발전과 바람직한 財政 및 金融政策의 수립에 도움이 될 수 있도록 혼신의 努力을 다하겠습니다.

오늘날 우리 경제는 커다란 大變革의 과정에 처해 있습니다. 광복 이후 지난 50년간 이룩된 경제의 양적 성장을 바탕으로 이제는 질적 고도화의 단계에 접어들고 있습니다. ‘開放化’도 ‘世界化’도 ‘國民所得 一萬弗의 時代’도 결국 이 같은 변화와 그 필요성을 달리 표현한 것에 지나지 않습니다.

이 같은 시점에서 우리가 당면한 현실을 歷史적으로 再照明하여 보고 그로부터 교훈을 얻는 것은 매우 값진 일이라고 생각되어집니다. 특히 우리 경제정책의 가장 강력한 정책수단이었던 조세정책과 금융정책에 대한 역사적 재조명은 그 어느 때보다도 필요한 작업이라고 생각합니다.

이것이 금번 저희 韓國租稅研究院의 심포지엄이 「光復 後 50年間の 租稅 및 金融政策의 發展과 政策方向」이란 主題下에 이루어진 背景입니다. 이러한 논의를 통해 우리는 自律과 創意를 위한 經濟改革을 향하여 한 걸음 더 다가설 것으로 믿

어집니다.

오늘 심포지엄은 租稅部門의 3개 主題, 金融部門의 3개 主題로 나누어 동시에 진행될 예정입니다. 또한 主題發表 후 각 부문별로 綜合討論이 있을 예정입니다.

끝으로 다시 한번 이 자리에 참석해 주신 여러분들에게 衷心으로 감사드립니다. 저희 韓國租稅研究院은 지난 3년간의 준비작업과 기초공사를 기반으로 國民經濟의 발전에 기여하는 정책개발 연구에 구성원 모두가 최선을 다하겠습니다. 내부적으로는 生産性이 높은 研究機關이 되도록, 그리고 외부적으로는 租稅·財政·金融分野의 政策開發을 선도하는 研究機關으로 자리잡을 수 있도록 구성원 모두가 혼신의 노력을 다할 것을 이 자리를 빌어 약속드립니다.

저희들의 이러한 노력은 研究院의 발전을 위해 指導와 鞭撻을 하여 주시는 여러분의 관심 속에서만 그 결실이 맺어질 수 있습니다. 저희 研究院의 발전을 위해 계속 관심을 가져주시고 좋은 忠告를 부탁드립니다. 바입니다.

感謝합니다.

1995年 9月 21日

韓 國 租 稅 研 究 院

院 長 崔 洸

## 祝 辭

韓國租稅研究院의 開院 3周年 記念 심포지엄에 참석하신 내외 귀빈 여러분 안녕하십니까? 韓國租稅研究院이 1992년 9월에 정식으로 출범한 이래 세번에 걸쳐 研究院의 開院 記念 심포지엄에 참석하여 祝辭를 하게 된 것은 개인적인 영광이며 매우 기쁘게 생각합니다.

韓國租稅研究院은 출범 당시 後發 研究機關이라는 어려움을 극복하고 이제 굳건히 設立 趣旨에 맞게 租稅制度 및 行政 그리고 이와 관련된 財政·金融政策에 대한 체계적인 연구·조사 활동을 펼쳐서 租稅政策의 수립에 많은 도움을 주고 있습니다. 금년에도 금융소득 종합과세에 대한 보완조치 등 稅制 改編方向을 제시하였고, 조세 및 금융관련 분야의 주요 懸案을 정책과제로 선정하여 정부관계기관과 긴밀한 협조하에 실효성 있는 정책 대안을 마련하기 위한 연구를 韓國租稅研究院이 활발히 진행하였습니다.

또한 연구관련사업의 일환으로 OECD의 국제조세 전문가를 초빙하여 國際租稅 擔當公務員에 대한 教育 實施, 외국의 조세 전문가를 대상으로 研修 教育 實施, 국제 정책세미나의 개최 등 研究陣들이 연구활동에서 얻은 결과를 홍보하고 정책 대안을 제시하는 과정에서 研究院의 社會 奉仕 役割도 수행하고자 노력하고 있는 것으로 알고 있습니다.

오늘날 世界 經濟는 급격히 변모하고 있습니다. WTO체제의 출범 등 세계 경제가 열린 경제로 급속히 이전되어가면서 국가간·기업간의 競爭이 熾熱해지고 있고, 세계 각국은 정보화, 통신의 발달에 적응하기 위하여 서로 規制를 풀고 自律과 創意를 바탕으로 한 經濟改革들을 추진하고 있습니다.

우리 정부도 「新경제」計劃을 추진하면서 1993년 8월에 金融實名制를 전격적으

로 단행하였고, 금년 7월부터는 不動産 實名制를 실시하고 있습니다. 그리고 1996년부터 金融所得 綜合課稅가 실시되면 公平租稅가 실현되어 經濟正義의 구현에도 큰 진전이 있을 것으로 기대됩니다.

그런데 우리 경제 내부를 살펴보면 政府가 「新경제」를 추진하여 오고 있지만 자율과 창의를 제약하는 각종 摩擦要因들이 아직도 상존해 있는 상황입니다. 아울러 안전, 환경, 복지 등의 면에서 삶의 質을 향상하고자 하는 국민들의 욕구에 적절히 부응하지 못하고 있는 실정입니다.

이제 規制 緩和에 역점을 두면서 기존에 추진하였던 改革 政策들이 앞으로 더욱 一貫性 있게 꾸준히 추진되어야 할 것이며, 무엇보다 稅制·財政·金融分野에 대한 改革이 꾸준히 추진되어야 합니다. 稅制面에서 재정기반을 확충하고 稅負擔의 衡平性을 확보하기 위한 稅制上的 지속적인 補完과 稅務 行政의 신뢰를 회복하기 위한 稅政改革을 추진해야 할 것입니다. 財政도 生産性的의 개념을 토대로 정부와 민간의 역할 분담을 재정립하여 과감하게 민간에게 넘길 것은 넘기고, 국민의 복리 후생 증진을 위하여 政府가 추진해야 할 사업들을 적극적으로 추진하여야 할 것입니다. 그러나 이러한 일은 의욕만으로 진전될 수 없고 이에 적합한 人的 資源과 物的 財源이 마련되어야 합니다. 政府의 役割은 公平하게 국민으로부터 세금을 거둬 낭비 없이 경제 발전과 국민의 복리 후생을 위해서 효율적으로 配分하고 자금이 한 곳에 막힘없이 원활히 흐르도록 하는 것입니다. 이러한 의미에서 金融部門에서도 규제완화가 미진하다는 부문에 대하여 좀더 自律化와 開放化를 진전시키고 이에 따른 건전성 관리를 위하여 監督 體系를 재정비하는 등 제도적인 보완 장치를 마련하여야 합니다.

올해는 光復 50周年으로 지난 과거를 돌아보고 반성할 뿐만 아니라 이를 바탕으로 統一을 대비하고 21세기를 맞는 준비를 해야 하는 매우 중요한 해입니다. 우리 經濟는 과거 고도 성장에도 불구하고 아직도 國民生活의 質的 측면이 미흡하고 21세기에 대비하고 선진국으로 도약하기 위해서는 우리의 成長過程을 체계적으로 재점검하고 새로운 비전과 發展戰略을 수립할 필요가 있습니다. 이에 따라

政府는 韓國租稅研究院을 비롯한 연구기관과 공동으로 「新경제 長期構想」 작업을 추진하고 있습니다.

이제 韓國租稅研究院의 보다 큰 역할이 기대됩니다. 研究의 깊이를 심화시키고 또한 研究의 폭도 확대시킬 필요가 있다고 생각합니다. 종래의 租稅 및 金融分野에서 이를 포함하여 豫算·財政 分野까지 확대하여 연계된 연구를 기대합니다. 단기적인 과제에 대한 政策 提示뿐 아니라 국가 경제 발전을 위하여 장기적 관점에서 租稅·財政·金融 政策 등에 대한 洞察力 있는 방향 제시를 기대합니다.

오늘 開院 3周年을 기념하기 위해 열리는 심포지엄에서는 「光復 後 50年間の 租稅 및 金融政策의 發展과 政策方向」이라는 主題로 주제 발표와 토의가 진행되는 것으로 알고 있습니다. 광복 50주년을 계기로 과거 우리나라의 경제 발전 과정에서 중요한 역할을 하였던 租稅 및 金融政策의 역할을 재점검하여 評價하여 보는 것은 향후 우리가 나아갈 방향을 제시할 수 있다는 점에서 매우 의미 있는 일이라 생각합니다.

아무쪼록 오늘 심포지엄에서 유익한 討論이 활발하게 이루어지기를 바라며, 이들 토의 내용들이 각종 政策 樹立에 많은 도움을 줄 수 있기를 기대합니다.

끝으로 韓國租稅研究院의 開院 3周年을 다시 한번 축하드리고 앞으로 무한한 發展을 祈願합니다.

감사합니다.

1995年 9月 21日

副總理 兼 財政經濟院 長官

洪 在 馨

## 第 1 主題

# 光復 以後 우리나라의 金融政策에 대한 評價 및 앞으로의 政策課題

### ■ 主題發表

趙潤濟 副院長 (韓國租稅研究院)

### ■ 司 會

金仁基 (中央大學校)

### ■ 討 論

南相祐 所長 (韓國開發研究院 IDEP)

李康男 部長 (韓國銀行)



第 1 主題 發表

# 光復 以後 우리나라의 金融政策에 대한 評價 및 앞으로의 政策課題

趙潤濟 (韓國租稅研究院 副院長)

## 目 次

- I. 序 言
- II. 時代別로 본 金融政策의 特徵
- III. 光復 以後 金融政策에 대한 評價
- IV. 앞으로의 政策課題
- V. 結 語

---

本 論文을 준비하는 과정에서 筆者는 KDI의 金俊經 博士, 本 研究院의 李仁杓, 李基榮, 洪範教 博士와 黃鉉理 主任研究員으로부터 많은 도움을 받았다. 本 論文에 실린 내용은 筆者 個人의 意見을 반영한 것이며 韓國租稅研究院의 공식적인 견해와는 무관함을 밝혀둔다.

## I. 序 言

광복 이후 우리나라의 金融政策과 經濟發展 過程을 정리해 보는 것은 적어도 다음과 같은 두 가지 측면에서 중요한 의미를 갖는다. 첫째, 經濟도 人體와 같아서 사람의 건강 관리와 병치료를 위해서는 과거 어떠한 병력을 가지고 처방을 받았으며 그러한 처방에 대한 반응은 어떠한가를 아는 것이 중요하듯이, 앞으로의 金融 및 經濟政策 方向을 설정하고 추구하는 데 있어서도 過去의 政策을 分析하고 이러한 정책과 더불어 우리 經濟가 어떠한 體質을 맞추어 왔는가를 이해하는 것이 중요하다고 생각된다. 둘째, 우리나라의 經濟發展은 세계 경제사에서 중요한 위치를 차지한다고 생각한다. 가령, 英國 및 西유럽 국가들이 2~3세기에 걸쳐서, 美國이 1~2세기에, 그리고 日本이 약 1세기 걸쳐서 이룩한 産業化를 우리나라는 불과 30~40년만에 이룩하였다. 소위 壓縮成長을 한 것이다. 특히 우리나라는 서구경제들의 성장과정과 달리 성장 초기부터 政府가 資金動員 및 配分에 강력히 介入하였고 가까운 일본의 성장과정과 비교해 보더라도 정부의 역할이 훨씬 더 중요하였다. 또한 이러한 政府主導 經濟發展 過程에서 金融에 대한 支配가 가장 중요한 정책수단이 되었고, 따라서 금융정책과 우리나라의 산업화 과정, 나아가 경제발전 과정을 연구하는 것은 대단히 중요한 의미를 갖는다고 하겠다.

정부수립 이후 우리나라의 金融政策에 대해서는 그 동안 여러 가지 자료들이 많이 나와 있으므로" 本 論文에서는 가급적 사실의 나열을 피하고 時代別로 金融政策의 特徵에 대해서 관찰하고 또 그러한 금융정책이 나오게 된 對內外的인 環境에 대해서 분석해 보고자 한다. 우리가 취했던 經濟開發 및 成長에 대한 접근방식은 그 시대가 가졌던 고유한 國內 및 國際環境下에서 태동되었고 또 그러한 환경하에서 추진이 가능하였다고 볼 수 있다. 이러한 견지에서 볼 때 금융정책의 발전과 변화도 對內外 經濟環境의 변화와 함께 이해되어야 할 것으로 보인다.

1) 韓國銀行(1990), Cho and Cole(1992), Cho and Kim(1995), Cole and Park(1983), Kim(1995) 등을 참조할 것.

어느 정책들도 마찬가지로이지만 우리의 金融政策도 그 자체로서만 평가될 수는 없다. 많은 학자들이 우리나라의 금융정책은 成長優先政策의 道具化가 되어 왔고 그 결과 金融部門은 實物部門에 비해 크게 낙후되었다고 분석하고 있다. 이러한 분석에는 타당성이 있다. 그러나 다른 한편으로 보면 우리나라가 오늘날과 같이 經濟적으로 성공하고 또한 우리의 企業들이 세계 유수의 기업으로 성장할 수 있었던 토양이 되었던 것도 바로 우리의 金融部門이었다고 할 수 있다. 따라서 오늘날 우리의 금융현실과 해방 이후의 금융정책을 논하는 데 있어서는 금융정책 그 자체에 국한되어서는 안 되고 우리나라의 經濟成長政策의 틀 안에서 金融政策과 産業政策의 連繫關係, 그리고 우리나라 경제성장 과정에 있어서의 金融部門의 役割 등을 통괄하여 관찰하여야 할 것이다. 나아가서 우리나라의 거시경제 환경, 산업구조, 기업의 재무구조, 그리고 우리나라의 조세 및 재정정책의 한계 내에서 金融政策을 이해하려는 노력이 필요하다고 생각된다.

가령 1960년대 이후의 우리나라의 成長政策은 政府主導의 製造業 發展과 製造業의 輸出增大 전략이 근간을 이루었다고 볼 때 이러한 발전전략하에서 우리 金融部門에 대한 政府의 役割이, 귀족 혹은 상인계급을 중심으로 하여 商業資本이 축적되어 산업혁명을 거치게 된 나라들의 발전과정과는 다를 수밖에 없었다는 것을 이해할 수 있다. 결국 政府가 주도가 되어 長期資本을 동원·배분하는 역할을 할 수밖에 없었을 것이다. 단기어음시장(short-term bill market)이 형성되어 있지 않은 상황에서 輸出을 장려하기 위해서는 결국 中央銀行의 再割引 窓口를 통하여 政府가 市場을 창조하는 기능도 담당해 나가야 했던 것으로 볼 수 있다.

또한 1950년대 후반과 1960년대 초반에 들어 美國의 國際收支 赤字幅의 확대와 더불어 우리나라에 대한 援助가 무상원조에서 유상 개발차관으로 점차 전환되어 가고 그 규모도 줄어들어 따라 고도성장을 위해 필요한 投資를 위한 內資動員의 필요성이 더욱 중요해졌고, 이러한 맥락에서 1960년대 중반의 金利現實化라든가 「外資導入法」 整備 및 韓·日 國交正常化 등을 이해해 나가야 할 것이다. 마찬가지로 1970년대의 국내외 정치상황과 경제적 환경의 변화하에서 重化學工業育成政策이 결정되었다면 이를 추진하기 위한 資金調達은 그 당시의 우리 金融市場의 構

造나 發展段階로 보아서 결국 우리가 취한 방식과 크게 다를 수 없었을 것이라는 것을 이해할 수 있다. 또한 중화학공업정책과 같이 政府의 강력한 金融介入에 의한 자금동원정책은 종래 우리가 받았던 미국으로부터의 양자간 차관이나 세계은행, 국제통화기금으로부터의 다자간 차관과 같이 經濟安定化 및 財政金融 緊縮 등 까다로운 정책조건이 붙는 外資導入으로는 그 추진이 불가능했을 것이다. 이러한 金融에 대한 강력한 政府介入과 重化學工業政策은 제1차 석유파동 이후 유로뱅크 시장의 급격한 확장과 정책조건이 붙지 않은 오일머니(oil money)의 환류에 의해 가능했다고 볼 수 있다.

本 論文의 제II장에서는 해방 이후의 금융정책을 時代別로 나누어 그 시대 金融政策의 特徵과 그 背景에 대하여 간단히 논하고 제III장에서는 해방 이후 金融政策을 몇 가지 측면으로 나누어 분석하고 이에 대한 評價를 하고자 한다. 제IV장에서는 지난 40여년간의 금융정책의 유산이라 할 수 있는 현재 우리의 金融部門 現況과 問題點들을 검토하고 앞으로 우리가 해결해 나가야 할 主要 政策課題에 대해서 논하고자 한다. 제V장에서는 이 논문의 結論을 맺고자 한다.

## II. 時代別로 본 金融政策의 特徵

本章에서는 논의의 편의를 위하여 解放 이후 우리나라의 通貨信用政策을 時代別로 크게 1) 정부수립 후 戰後 復舊와 인플레이션 억제 (1948~1960), 2) 금융부문에 대한 政府의 統制 強化와 輸出部門에 대한 信用支援의 擴大 (1961~1971), 3) 중화학공업 육성을 위한 選別金融의 擴大와 資金配分에 대한 介入 強化 (1972~1979), 4) 金融自律化의 부분적 시도와 産業構造 調整支援을 위한 지속적인 政府의 개입 (1980~1986), 5) 政治民主化에 따른 사회적 평등과 경제력 집중완화를 위한 政策資金의 擴大 (1987~1991), 6) 金融自由化와 資本市場 開放의 추진 (1992~현재)으로 구분하였다.

### 1. 政府樹立 後 戰後 復舊와 인플레이션 抑制 (1948~1960)

주지하다시피 1950년대의 한국 경제는 사회적 혼란 속에서 生産活動이 沈滯되고 戰爭 遂行 및 戰後 復舊를 위한 대규모의 정부사업지출이 진행됨에 따라 財政赤字가 누적적으로 增大되어 극심한 인플레이션이 만연되었던 기간으로 특징지워진다. 이 기간에는 財政赤字의 대부분이 외국으로부터 무상공여받은 援助物資의 판매대금인 代充資金과 한국은행의 對政府貸出金 및 國債引受로 補填되었다. 1950~1960년 동안 한국은행의 총자산 중 대정부대출금 및 국공채 인수의 비중이 연 61.4%로 한국은행의 정부부문에 대한 적자보전이 극심한 인플레이션을 초래한 주요 요인으로 작용하였음을 알 수 있다 (Cho and Kim, 1995).

이에 따라 정부는 經濟의 安定과 成長基盤을 마련하는 데 중점을 두고 戰後 復舊와 극심한 인플레이션의 수습을 위해 通貨信用割當에 의존하였다. 1950년대는 우리나라 경제정책에 대한 美國 원조당국의 諮問과 監督機能이 강하였고 이에 따

라 중앙은행의 체제 등 자유경제질서를 표방하였으나 실제로는 정부의恣意的인 介入이 혼하였다. 그러나 1960년대 이후의 고도성장기에 비해서 상대적으로 市場經濟原理에 충실하였던 기간으로 평가된다. 이 시기의 通貨信用政策은 뚜렷한 정책목표나 성장전략 없이 정부가 金融配分에 대해 介入하였다는 점에서 최근 개발도상국에서 흔히 볼 수 있는 금융개입의 양상과 크게 다를 바 없다.

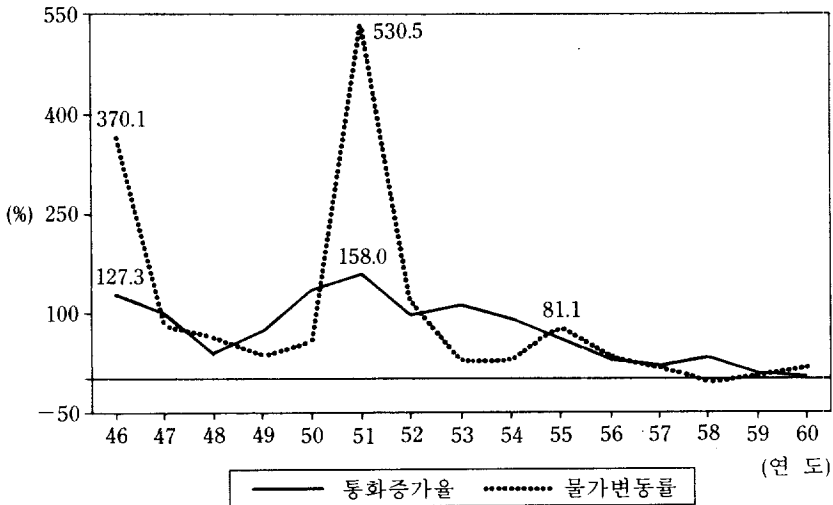
## 가. 韓國銀行의 設立 및 一般銀行의 民營化

1945년 光復 이후 국내 경제는 과도기적 상황하에서 극심한 인플레이션에 직면하게 되었다. 서울 都賣物價가 1945년중 1,850%나 상승하였고 1946년에도 370.1%의 상승률을 보였다 ([圖 II-1] 참조). 이와 같은 극심한 인플레이션은 해방 전후의 經濟的 混亂과 通貨膨脹에 따른 超過需要에서 기인하였다. 해방 이후 일본의 철수로 일본인에 의해 운영되던 주요 산업시설의 가동이 중단되었고 그 이후 남북분단으로 남북간의 경제적 상호보완체제가 붕괴됨에 따라 거의 모든 産業의 生産活動이 급격히 低下되었다. 반면 이북피난민, 해외 귀환동포의 입국에 따른 人口의 增加와 전시통제체제에서 벗어난 消費性向의 上昇 등으로 需要가 急增하여 생활필수품이 매우 부족한 상태에 이르렀다. 또한 이 기간에는 조세징수가 사실상 불가능하였고 일반은행의 예금도 극히 적었으므로 정부는 통화 발행을 통하여 財政赤字를 보전하였다. 이에 따른 通貨膨脹은 우리 경제의 超過需要狀態를 조장하였고 극심한 인플레이션을 가속화시켰다. 이러한 혼란에서 벗어나기 위해 절도 있는 財政과 함께 금융면에서의 通貨信用供給의 抑制를 통한 經濟安定化가 요망되었고, 이는 통화신용에 대한 강력한 통제력을 가진 中央銀行의 設立요구로 이어졌다.

우리나라의 근대적인 金融制度는 일제치하에서 도입되었다. 1909년에 舊韓國銀行이 設立되면서 中央銀行制度가 처음 도입되었고 한일합방 이후 舊韓國銀行이 朝鮮銀行으로 개편되었다. 1945년 해방 이후 일본소유의 은행은 정부에 귀속되었고 朝鮮銀行이 계속 중앙은행의 고유 업무를 수행하였다. 그러나 朝鮮銀行은 設立

목적 자체가 일본산업자본의 대륙침투를 위한 금융조직의 강화에 있었기 때문에 中央銀行으로서의 獨立的·自律的인 권한을 부여받지 못하였고, 타금융기관과 경쟁적인 관계에서 商業銀行業務를 취급하고 있었으므로 일반금융기관에 대한 중앙은행으로서의 지위를 제대로 확보하는 데에는 한계가 있었다.

[圖 II -1] 通貨量 및 서울都賣物價指數의 年間 變動率



註：1951~1953년은 부산의 도매물가지수 기준임.  
 資料：經濟企劃院, 『韓國統計年鑑』, 1961.

이 같은 정치·경제여건하에서 美國 원조당국의 주선으로 「브룸필드」(A. Bloomfield)와 「젠슨」(J. P. Jensen)이 우리나라에 와서 美國의 聯邦準備制度和 유사한 독립된 中央銀行을 가진 金融體系를 만드는 案을 제시하였고 이로 인해 우리의 金融制度는 일제 식민시대의 제도와 다른 모습을 지니게 되었다. 美聯準은 이미 과테말라, 파라과이 및 도미니크공화국 등에 이러한 개혁을 지원하였고, 韓國에서도 이와 비슷한 제도를 도입할 것을 추천하였다(Cho and Kim, 1995). 특히 美國은 정부가 소유하고 있었던 銀行을 가능한 한 빠른 시일 내에 民營化하고 통화신용정책의 결정 및 집행이 ‘牽制와 均衡’下에서 이루어져야 할 것임을 촉구하였다. 이리

한 권고에 따라 1950년에 「韓國銀行法」이 제정되고, 중앙은행으로서의 韓國銀行이 설립되었다.

그러나 정부는 브룸필드案에서 이미 제시되어 온 銀行의 民營化를 미루어 오다가 미국의 지속적인 압력에 의하여 銀行歸屬株의 拂下를 추진하였다. 1954년에 「銀行歸屬株拂下要綱」이 발표되었고, 이에 따라 1957년에 은행귀속주의 공매가 전액 낙찰됨으로써 一般銀行의 民營化가 이루어졌다. 그러나 은행의 민영화는 당초 우려했던 소수 대기업에 의한 銀行所有와 이들에 의한 與信偏重이라는 결과를 가져왔다. 이와 같은 은행의 민영화와 관련된 부정적인 경험은 그 후 재벌의 銀行支配에 대한 사회적인 저항감으로 이어졌다고 볼 수 있다.

#### 나. 戰後 復舊 및 인플레이션 收拾을 위한 信用管理政策

6·25 전쟁이 일어나기 직전인 1950년 6월 24일 현재 560억원이었던 通貨發行額이 1952년 말에는 18배가 넘는 1조원에 이르렀다 (金正濂, 1990). 이에 따라 물가도 급등하여 1951~1952년 동안에는 物價上昇率이 年 수백 퍼센트에 달하였다 ([圖 II-1] 참조). 정부는 戰後 經濟를 再建하고 극심한 인플레이션을 수습하는 데 정책의 초점을 맞추었다.

이를 위해 정부는 國內與信을 일정 규모 내에서 抑制하고 選別的으로 資金을 配分하는 통화신용정책을 실시하였다. 1953년에 정부는 融資順位制를 도입하여 금융기관이 취급하는 각종 자금을 국민경제상의 중요도와 자금수요의 긴급성에 따라 분류하고, 이를 기준으로 韓國銀行 再割引 取扱에 차등을 두었다. 모든 은행자금은 용자순위제에 의거하여 크게 i) 韓國銀行의 再割引 對象이 되는 자금, ii) 은행대출은 가능하나 韓國銀行의 再割引 對象에서는 除外되는 자금, iii) 銀行貸出이 禁止된 자금 등으로 구분되었다. 이에 따라 輸入代替産業인 화학, 기계 및 농업 부분 등에 대한 與信이 한국은행의 재할인 대상이 되었고 서비스 산업과 음료, 가구, 화장품 등 소위 ‘非生産的’인 부문의 여신은 재할인 대상에서 제외되었다. 그러나 여기서 ‘非生産的’인 부문은 자의적인 해석이 가능하므로 실제적으로는 금

용당국의 恣意的인 介入의 여지가 많았다 (Cho and Kim, 1995).

한편 1955년 이후부터는 통화량을 안정적으로 관리하기 위해 韓國銀行 再割引과 金融機關 貸出에 대해 限度制를 실시하였고, 은행은 일정 규모 이상의 민간대출이나 공공사업 대출에 대해 통화당국의 事前承認을 받도록 하였다. 그러나 이와 같은 노력에도 불구하고 戰災復舊事業으로 인한 財政赤字의 持續 등으로 高인플레이션은 수습되지 않았고 이는 1957년 財政金融安定計劃이 실시된 배경이 되었다.

#### 다. 財政金融安定計劃의 實施

1950년대 후반에 들어서 전재복구사업이 마무리되어 갔으나 이로 인한 만성적인 정부의 財政赤字와 금융기관의 超過貸出 등으로 급격한 通貨膨脹 및 高인플레이션이 계속되었고, 이 시기를 전후하여 美國의 對外援助政策이 무상원조에서 차관형태로 전환함에 따라 정부는 經濟安定政策을 보다 중시하게 되었다. 특히 援助方式의 變化와 더불어 對韓援助額이 격감하였고 이는 投融資 財源의 감소를 통하여 재정활동을 제약하고, 외환공급의 감소로 經常收支 赤字의 개선이 요망됨에 따라 안정정책으로의 전환이 불가피하였다.

이에 따라 1957년에 정부는 강력한 財政金融安定計劃을 수립하였다. 이는 재정, 금융, 외환 등 각 부문별로 通貨量 增加限度를 事전에 책정하여 通貨價値의 安定을 기하려는 것이었다. 金融面에서 금융기관의 여신증가를 저축성예금의 증가범위 내로 억제하고 정부보유외환의 공매를 통하여 通貨還收를 기하였고, 또한 財政面에서도 산업부흥국채의 발행 중단 등 인플레이적인 재정투융자의 팽창을 억제하고 대충자금의 최대 확보를 통하여 通貨量 減縮에 노력하였다. 즉, 同計劃은 종래의 단편적인 물가안정책과는 달리 通貨量을 調整指標로 삼고 통화신용면의 緊縮을 통하여 物價安定을 이룩하고자 하였다는 데에 그 특징이 있다고 하겠다 (한국은행, 1990).

이와 같은 긴축정책과 미국의 잉여농산물원조 등에 힘입어 都賣物價上昇率이 1953~1957년간의 35.4%에서 1958~1959년중에는 2.5%로 낮아지고 通貨增加率도

안정세를 유지하게 되었다. 그러나 財政金融安定計劃은 재정규모의 축소보다는 財政投融資의 감축을 통해 財政緊縮을 이룸으로써 국민 경제를 위축시키고 超緊縮金融政策으로 금융특혜가 심화되는 결과를 초래하기도 하였다 (한국은행, 1990). 그 후 재정금융안정계획은 계속되어 오다가 1961년 5·16 군사정변 이후 전반적인 擴大政策<sup>2)</sup>의 도입으로 그 시행이 중단되었다. 財政金融安定計劃은 광복 이후 우리나라 금융당국이 최초로 巨視經濟安定을 위해 체계적인 財政·金融政策을 구사하였고 그 결과가 성공적이었다는 데 의의를 부여할 수 있다.

## 라. 産業資金支援을 위한 韓國産業銀行의 設立

휴전 이후 전재복구와 경제재건을 위한 資金需要가 급격히 增加하였으나 산업자금지원을 위한 長期金融機能은 미미한 수준이었다. 이에 따라 1954년에 정부는 中·長期 設備資金供給을 목적으로 韓國産業銀行을 설립하였다. 한국산업은행은 산업부흥국채발행기금, 대충자금 등 정부차입금과 산업금융채권 발행대금을 主財源으로 하여 80% 이상을 基幹産業의 建設 및 施設資金으로 지원하였다. 이에 따라 1955~1961년 동안 산업은행의 대출금 비중은 전체 금융기관대출금의 41.8%에 달했고, 시설자금에 대한 산업은행의 점유율도 77.8%에 이르렀다 (<表 II-1> 참조).

이와 같이 한국산업은행은 이 기간 동안 産業資金供給에 커다란 役割을 하였으나 일본개발은행의 전신인 일본부흥은행의 경우와 마찬가지로<sup>3)</sup> 특정부문에 대한 인플레이션적 資金供給이 지속되는 결과를 가져왔다. 1955~1961년 동안 조달자금의 50% 이상이 産業復興國債를 통한 韓國銀行으로부터의 借入金으로, 이는 通貨供給量의 增加를 가져왔다. 또한 同 기간중 産業金融債券의 發行額도 전체 조달액의 8%를 점하였는데 그 당시 계속되는 인플레이와 이자규제 그리고 제한된 민간저축 등으로 일반저축자에게 債券을 賣出하는 것이 불가능하였기 때문에 산업금융채권

2) 5·16 군사정변의 충격으로, 생산활동을 비롯하여 민간투자 및 소비수요가 위축되었고 예비적 현금통화수요의 급증에 따른 예금이탈로 금융기관은 심한 타격을 받게 되었다. 이러한 여건하에서 경제활동을 정상화하고 경기침체에 대처하기 위하여 정부는 재정 및 금융전반에 대한 확대정책을 시행하였다. 즉, 5·16 이후 세 차례의 추가경정예산을 편성하는 등 적극적인 확대재정정책을 실시하였고 통화신용 및 외환정책에 있어서도 경제정책의 기초를 성장우선정책으로 전환하였다.

3) 자세한 내용은 JDB (1993) 참조.

전액을 한국은행이 인수하게 되었다. 이와 같이 財源의 대부분이 인플레이적 방법으로 공급되었기 때문에 이는 國內 物價負擔을 가중시키는 요인이 되었다.

〈表 II -1〉 韓國産業銀行 貸出金 比重推移

(單位：%)

	1955~61	1962~71	1972~81	1982~86	1987~89
산업은행 대출금 <sup>1)</sup> / 전체 금융기관 <sup>2)</sup> 대출금	41.8	26.5	18.5	17.8	15.8
산업은행 시설자금/ 전체 금융기관 시설자금 <sup>3)</sup>	77.8	65.0	45.0	41.6	67.5

註：1) 출자관리기금 포함.

2) 예금은행과 산업은행 포함.

3) 시설자금에는 특별장기대출과 대환대출 포함.

資料：Yoon Je Cho and Joon-Kyung Kim (1995)에서 인용.

## 2. 金融部門에 대한 政府의 統制強化와 輸出部門에 대한 信用支援의 擴大 (1961~1971)

우리 경제의 高速成長은 5·16 군사정변 이후 시작되었다. 1961년에 군사정부는 경제정책의 목표를 安定에서 成長으로, 輸入代替에서 輸出獎勵로 전환하고 이를 수행하기 위해 제1차 경제개발 5개년 계획을 수립하였다. 그 당시 정부는 産業化를 위해서는 資源의 動員과 配分을 정부가 직접 주도해나가야 한다고 보았다. 이에 따라 政府主導의 개발패턴이 형성되었고 특히 金融部門에 대한 정부의 지배가 강화되었다. 정부는 市中銀行을 國有化하고 개발투자소요재원의 동원 및 배분에 대한 재량권을 높이기 위해 中央銀行에 대한 政府의 統制權을 강화하였다. 또한 輸出支援을 위한 선별금융제도를 정비하고, 경제개발에 필요한 內外資 動員을 위해 국내금리를 인상시키고 「外資導入法」을 정비하는 등 중요한 정책개혁을 추진하였다.

## 가. 政府의 金融部門管理 強化 : 銀行의 國有化와 韓國銀行法의 改正

1961년 5·16 직후 군사정부는 金融에 대한 統制力을 강화하기 위하여 우선 금융기관 임원의 임명승인권을 은행감독원장에게 부여하는 「金融機關에 관한 臨時措置法」을 제정·공포하였다. 정부는 이 법에 근거하여 1982년 말 이 법이 폐지될 때까지 금융기관의 인사권을 관장하였다.

또한 금융제도면에서 1961년에 정부는 銀行을 직접적으로 統制하기 위해 당시 소수의 財閥이 소유하고 있던 일반은행의 株式 대부분을 정부에 귀속시키고 대주주의 의결권을 제한하였다. 1967년부터는 일반은행으로 하여금 자체 조성자금의 일부를 産業銀行에 예치하거나 産業金融債券을 인수토록 하였고 산업은행의 支給保證에 의한 대출도 직접 취급하도록 하였다. 다시 말해 國有化와 함께 일반은행의 상업은행으로서의 기능이 약화되고 開發銀行으로서의 기능이 심화되어 갔다.

은행의 국유화와 함께 1962년에는 「韓國銀行法」의 개정으로 통화신용정책의 권한이 종전의 한국은행에서 재무부로 대폭 이관되었는데 이에 따라 經濟開發에 소요되는 자금을 中央銀行의 發券力에 쉽게 의존할 수 있는 制度的 裝置가 마련되었다. 「韓國銀行法」의 개정으로 인하여 韓國銀行 總裁의 임명제청권이 국무총리에서 재무부 장관으로 넘겨졌으며, 韓國銀行의 최고 의결기구인 金融通貨運營委員會의 정책결정에 대하여 재무부 장관이 재심의를 요구할 수 있는 권한이 신설되었다. 이는 金融政策에 대한 최종 결정권을 정부에 귀속시키고 한국은행의 정책권한을 축소시키기 위한 것이었다. 이와 함께 韓國銀行에 대한 재무부의 業務監查權이 신설되었고 韓國銀行의 예산 및 결산에 관한 결정권이 종전의 金通委에서 財務部로 이양됨에 따라 中央銀行의 自律性이 크게 弱化되었다. 또한 정부투자사업에 소요되는 財源이 중앙은행의 발권력을 통해 지원될 수 있도록 정부투자기관이 발행하는 정부보증채권을 韓國銀行이 직접 인수할 수 있는 규정을 신설하였고, 外換管理體系의 일원화를 위해 외환정책과 외환업무에 관한 「韓國銀行法」상의 관계조항을 대부분 삭제함으로써 외환정책수립 및 외환관리기능이 재무부로 이관되었다.

이 같은 法 개정으로 通貨信用政策 및 外換政策은 정부의 경제성장정책을 위한

주요한 정책도로 사용될 수 있게 되었으며, 이후 政府主導型 成長金融體系가 확립되었다. 이에 따라 經濟開發에 소요되는 자금이 本源通貨에 의해 용이하게 조달될 수 있게 되었는데 이는 이후 우리나라가 日本이나 臺灣에 비해 통화증발에 의한 만성적인 物價不安을 갖게 되는 원인이 되었고 또한 長期的으로 금융산업의 낙후, 금융기관의 불건전 자산 누적과 같은 문제점들이 발생할 소지를 가져다 주었다.

한편 정부는 長期産業投資를 위한 資金支援을 위하여 1961년에 「韓國産業銀行法」을 대폭 개정하였다. 개정법에 따라 한국산업은행은 자본금이 대폭 늘어났고 투자업무, 외자차입 및 투자보증업무 등 해외차관에 대한 支給保證業務가 신설되었다. 또한 정부출자기업체 및 산업은행투자기업체에 대한 長期 運轉資金의 融資와 韓國銀行으로부터의 일시적인 借入도 허용되었다. 그 결과 산업은행의 업무규모가 비대해지고 일반은행과의 업무중복이 확대되었다.

## 나. 選別金融制度의 整備

### 輸出信用支援의 擴大

1960년대 통화신용정책의 가장 큰 특징은 수출업자를 지원하기 위하여 韓國銀行의 自動再割引을 통한 강력한 輸出信用支援政策이 마련되었다는 것이다. 1950년대와 비교하여 볼 때 1960년대 통화신용정책의 차이점은 정부개입의 강도라기보다는 정책이 사용되고 관리되는 방식이었다. 두 기간 동안 모두 정부의 金融配分에 대한 介入은 강하였지만 1950년대에는 정부의 금융배분에 대한 개입이 주로 總額貸出制限 등 명확한 산업정책의 목표 없이 사용된 반면 1960년대에는 輸出을 지원하는 방향으로 構造化되었고 다른 政策手段(가령 조세, 산업정책)과도 잘 연계되었다.

輸出支援金融制度는 이미 1950년에 제정되었지만 당시의 수출금융 지원규모는 미미한 수준이었고, 수출금융제도가 政策金融으로서 확립된 것은 수출업체에 대한 은행의 自動貸出承認制度가 실시된 1961년 이후이다. 이는 1980년대 중반까지 우

리나라 輸出産業의 育成에 중요한 수단으로 운용되었다. 정부는 자금용도가 수출 부문에 명시된(ear-marked) 자금 외에도 일반자금에 대한 窓口指導를 통해 시중은행으로 하여금 수출기업의 設備資金과 運轉資金을 지원하도록 하였다. 이에 따라 예금은행의 수출금융 공급은 經常收支가 黑字로 전환된 1980년대 중반 이후까지 지속적으로 증대되었다 (<表 II-2> 참조). 반면 <表 II-2>에서와 보는 바와 같이 1966~1981년 동안 預金銀行 輸出金融의 69.7%가 韓國銀行의 再割引에 의해 지원되었다. 즉 수출지원을 위한 예금은행 수출금융의 절반 이상이 중앙은행의 발권력에 의해 지원되었음을 알 수 있다.

〈表 II -2〉 預金銀行의 輸出金融 供給 推移

(單位 : %)

	1961~65	1966~72	1973~81	1982~86	1987~91
예금은행 무역금융/ 예금은행 총대출금	4.5	7.6	13.3	10.2	3.1
한국은행 재할인/ 예금은행 무역금융	n.a.	66.3	73.0	64.5	45.3
무역금융금리 (A)	9.3	6.1	9.7	10.0	10~11.0
일반대출금리 (B)	18.2	23.2	17.3	10~11.5	10~11.5
(B) - (A)	8.9	17.1	7.6	0~1.5	0~0.5

資料 : 韓國銀行, 『경제통계연보』, 각호.

輸出金融은 金利面에서도 일반대출에 비해 크게 優待되었다. 수출어음할인금리는 1961년의 연 13.87%에서 1962년 4월과 12월에 각각 연 12.78%, 9.73%로, 그리고 1964년에는 8.0%로 낮게 유지되었고, 1965년의 金利現實化 措置에서는 인상대상금리에서 제외되었다. 이에 따라 1965년 수출어음할인금리(6.5%)는 일반대출금리인 상업어음할인금리(24.0%)보다 17.5% 포인트나 낮은 수준으로 政策金融으로서의 優待金利 성격을 지닌다고 볼 수 있다. 輸出金融에 대한 이러한 차별적인 金利支援은 1982년 6월까지 지속되었다.

이와 같은 輸出金融制度의 整備는 당시 우리나라에 발달되어 있지 않은 단기무역어음할인시장을 韓銀再割引이라는 제도를 통하여 활성화시켜 주었다고 해석할 수도 있을 것 같다. 즉 missing market을 정부의 개입으로 창출(create)하였다고 볼 수 있다. 그러나 이러한 수출지원금융제도는 本源通貨 供給이 수출시장의 경기 및 수출 증대에 거의 자동적으로 반응하게 되어 있어서 通貨供給이 景氣同行的이 되기 쉬웠고 따라서 通貨의 物價安定機能을 크게 低下시키게 되었다.

### 政策金融 擴大와 各種 制度의 導入

이러한 금융부문에 대한 政府支配의 強化 및 選別金融制度의 擴大와 더불어 정부는 産業部門과의 긴밀한 협의와 輸出企業을 독려·감독하기 위한 각종 制度的인 틀을 발전시켜 나갔다. 대통령이 주재하는 「월례수출촉진회의」나 「월례경제동향보고」는 정부 또는 정부기관과 민간부문간의 긴밀한 협의를 가능케 하였다. 이러한 회의에서 金融支援의 必要성과 規模가 논의되었고 이를 지원하기 위한 방법이 결정되기도 하였다 (Cho and Kim, 1995). 이러한 제도적 도입을 통해 우리 경제는 소위 '韓國株式會社(Korea Inc.)'型的 管理가 이루어졌다고 볼 수 있다. 이러한 방법의 經濟管理는 우리나라의 選別金融政策이 다른 나라와 비교하여 政府失敗(government failure)의 가능성을 줄여주는 결과를 가져왔다고 할 수 있다 (Cho and Hellmann, 1994).

### **다. 內資動員을 위한 努力 : 金利現實化 措置와 金融機關의 追加 設立**

정부는 經濟開發에 필요한 內資를 동원하기 위하여 1965년에 金利現實化 措置를 단행하였다. 예금은행의 1년 만기 정기예금금리를 연 15%에서 연 30%로 인상하였고 기타 수신금리도 이를 상한으로 하여 기간별로 상향 조정시켰다. 또한 일반대출금리를 종전의 연 16%에서 연 26%로 증가시켰다. 이러한 예금금리와 대출금리 사이의 역마진은 기업체의 金融費用을 과도하게 올리지 않으면서 金融貯蓄의 誘引을 제공하기 위한 것이었다. 한국은행은 역마진체계에 따른 金融機關의 收

支惡化를 보전해 주기 위해 1965년 10월부터 1966년 3월까지 은행의 지불준비에 차이에 대하여 연 3.5%의 이자를 지급하기도 하였다.

이 기간중에는 또한 금융기관의 신설과 정비 등 金融制度의 擴充과 改編이 있었다. 특정부문의 政策資金을 支援하기 위하여 중소기업은행, 국민은행, 한국외환은행, 한국주택은행 등 다양한 特殊銀行들을 설립하였고, 지방금융의 활성화와 지역경제발전 및 내자동원을 위해 대구은행, 부산은행 등 모두 10개의 地方銀行을 설립하였다.

이러한 預金金利의 引上과 특수은행, 지방은행 등 金融機關의 增設은 私債市場의 資金을 은행권으로 유인하는 데 크게 기여하였다. 1964년 29억원에 불과하였던 요구불예금이 1965년 48억원, 1966년 51억원, 1968년 118억원으로 급증하였고, 저축성예금도 1964년 15억원에서 1965년 31억원, 1966년 70억원, 1968년 256억원으로 크게 증가하였다. GNP에 대한  $M_2$ 의 비중이 1964년 8.9%에서 1971년에는 31.7%로 증가하였다 (<表 II-3> 참조). 이에 따라 預金銀行의 貸出供給能力도 크게 확충되어 1963~1964년 동안 연평균 10.9%에 불과하였던 대출금 증가율이 1965~1969년에는 61.5%로 증가하였다.

<表 II-3> 金利現實化와 金融貯蓄의 增大

(單位: %)

	GNP 디플레이터	정기예금금리 <sup>1)</sup>	일반대출금리 <sup>2)</sup>	수출어음금리	$M_2$ /GNP
1961	14.0	15.0	17.5	13.9	13.9
1962	18.4	15.0	15.7	9.1	14.5
1963	29.3	15.0	15.7	8.0	11.0
1964	30.0	15.0	16.0	8.0	8.9
1965	6.2	30.0	26.0	6.5	12.1
1966	14.5	30.0	26.0	6.5	15.1
1967	15.6	30.0	26.0	6.0	19.8
1968	16.1	26.0	25.2	6.0	26.4
1969	14.8	24.0	24.0	6.0	32.7
1970	15.6	22.8	24.0	6.0	32.2

註: 1) 1년만기 기준.

2) 상업어음할인율임.

資料: 韓國銀行, 『경제통계연보』, 각호.

金利現實化 措置는 은행금리를 시장금리 수준과 가깝게 끌어 올렸으나 政策金融과 一般金融間의 金利差는 오히려 확대시켰다. 財政資金을 재원으로 하는 특수은행의 대출금리도 금리현실화 조치와 함께 부분적으로 인상 조정되었으나 그 인상폭이 금융자금 대출금리의 인상폭에 미치지 못하는 낮은 수준이었고 輸出金融, 農業金融 등 政策金融의 대출금리는 인상대상에서 제외되었기 때문이다 (〈表 II-3〉 참조). 예를 들어 輸出金融金利의 경우 종전의 연 6.5% 수준을 계속 유지하였으며, 예금은행의 수익성을 보장하기 위해 한국은행은 輸出金融에 대한 低利의 再割引支援을 확대하였다. 따라서 수출 등 특정지원분야에 대한 정부의 실질적인 지원 효과는 더욱 강화된 것이다.

결과적으로 금리현실화 조치는 정부의 통제가 불가능한 私債市場의 자금을 정부의 영향력이 강화된 銀行部門으로 이동시키고 금융저축을 증대시키는 데 있어서 결정적인 역할을 하였고 그로 인해 평균저축률은 20%를 상회하게 되었다. 이에 따라 金融部門에 대한 政府統制의 범위가 확대되었고, 우리 경제의 전체 자금흐름에 대한 政府의 役割이 더욱 강화되는 계기가 되었다. 그러나 금리현실화 조치는 逆金利體系로 인하여 금융기관의 수익성을 악화시켰고 기업의 이자부담을 가중시키는 요인이 되기도 하였다.

## 라. 外資動員을 위한 措置 : 外資導入法의 整備 및 積極적인 外資誘致

경제개발에 필요한 투자자원 조달을 위한 또다른 정책변화로는 外資導入 擴大를 위한 制度的인 基盤이 마련되었다는 점이다. 정부는 국내자본의 부족을 보충하기 위하여 1965년에 日本과의 國交正常化를 추진하였고, 1966년에는 「外資導入法」을 개정하여 정부소유의 은행이 民間企業의 借款을 지급보증할 수 있도록 하였다. 이 조치로 民間商業借款을 중심으로 外資導入이 크게 증가하여 1967~1979년 동안 총외자도입액은 43억달러에 이르렀다. 이는 1959~1966년중에 도입된 3억 5,500만달러의 12배에 달하는 수준이었으며 (韓國銀行, 1990), 지역적으로는 특히 日本으로부터의 資本流入이 활성화되었다. 이러한 외자도입을 기반으로 국내 수출은

급속도로 성장하여 GNP대비 수출비중은 1960년대 초 10% 미만에 그쳤으나, 1970년대 초 15%를 넘어서면서 70년대 말에는 30%에 가까운 비중을 차지하게 되었다.

外資導入의 擴大는 국내저축기반이 취약한 상황에서 높은 수준의 投資를 가능하게 하였고 經常收支 赤字下에서 외환사정을 호전시키는 데에 크게 기여하였다. 또한 이 당시에는 국내금리가 국제금리에 비해 매우 높은 수준으로 유지되었기 때문에 企業의 海外借入誘引이 매우 컸다. 그러나 1960년대에는 아직까지 한국 경제에 대한 國際信賴度가 낮아 국내기업들이 海外借款을 직접 도입하는 것이 불가능하였기 때문에, 한국산업은행이나 한국의환은행과 같은 정부소유은행을 통해 民間借入에 대하여 정부가 支拂을 保證하는 방식으로 민간해외차입이 가능하였고 또한 모든 외자도입은 정부의 승인이 있어야 가능했기 때문에 정부는 外資도 국내정책금융과 같이 産業政策支援을 위한 강력한 수단으로 운용할 수 있었다.

그러나 정부는 민간기업의 外債에 대해 실질적인 支給保證을 함으로써 이른바 민간기업 투자에 대한 危險同伴者(risk partner)가 되었으며, 기업의 不實經營 내지는 國內外 景氣變動에 의해 기업이 채무이행에 어려움을 겪을 때에는, 國內金融配分에 대한 개입으로 이들 기업을 지원해야 하는 부담을 안게 되었다. 이는 결국 정부가 지속적으로 대기업들의 성장과 생존을 위해 金融支援과 金融介入을 계속해야 하는 소위 ‘金融介入 惡循環’의 고리를 낳게 하였다.

### 3. 重化學工業 育成을 위한 選別金融의 擴大와 資金配分에 대한 介入 強化 (1972~1979)

1960년대 경공업 위주의 수출드라이브정책으로 高度成長을 이룩한 우리 경제는 1970년대에 들어 重化學工業 育成에 주력하기 시작하였다. 이는 유신시대의 시작, 주한미군의 철수계획 등 국내외 정치·경제 환경의 변화와 이에 따른 그 당시 정치·경제적인 대응이었다고 볼 수 있다. 이에 따라 1970년대에는 政府의 役割이 일층 강화되었고 특히, 금리규제 및 자금 배분 등 金融部門에 대한 政府의 統制가 더욱 強化되고 選別的이 되었다.

### 가. 8·3 措置

1960년대 중반 이후 우리 經濟는 연평균 10% 이상의 고도성장을 지속함에 따라 景氣가 과열되고 通貨供給이 크게 늘어났다. 이에 따라 經常收支의 赤字規模가 확대되고 物價가 급등한 반면 IMF와 맺은 대기성 차관협정<sup>4)</sup>에 따라 정부는 1960년대 말부터 1971년 초까지 강력한 緊縮政策을 실시하게 되었다. 1960년대 중반에 들어 成長率이 높아지고 輸出이 급신장하게 되자 기업들은 投資를 크게 확대하였는데 투자재원은 금리현실화 이후 급증한 受信을 바탕으로 한 銀行貸出과 外債로 조달하게 되었다. 그 결과 우리 기업의 負債比率이 크게 늘어나게 되었다 (<表 II-4> 참조).

<表 II -4> 製造業의 負債比率

(單位：%)

	한 국	미 국	일 본	대 만	독 일
1965	93.7	74.4	—	—	—
1968	201.3	75.4	329.0	—	148.5
1970	328.4	86.0	365.9	—	167.9
1975	339.5	86.2	474.0	160.6	210.4
1980	487.9	101.4	412.4	176.9	213.8
1985	348.4	121.0	268.8	136.5	—
1990	286.3	148.7	227.1	83.4	—
1991	309.2	147.3	221.0	97.9	—
1992	319.7	168.2	216.4	93.0	—
1993	294.9	174.5	212.8	88.0	—

資料：韓國銀行, 『기업경영분석』, 각호.

4) 대기성 차관 협정은 IMF의 채권보전과 차관도입국의 국내경제 안정을 통한 지급능력의 확보를 위하여 통화신용정책에 대해 IMF와 협의할 것을 조건으로 하고 있다. 이에 따라 IMF는 1966년과 1967년의 협의시 원화가치의 안정을 위하여 한국은행의 순국내자산을 일정한도 내에서 유지하고 본원통화를 규제할 것을 요청하였다 (한국은행, 1990).

한편 1960년대 중반부터 본격적으로 도입되기 시작한 外國商業借款이 수년간의 거치기간을 거쳐 1970년부터 원리금 상환이 시작되어 借款企業들의 자금사정을 압박했으며 1965년의 金利引上과 1971년에 수출촉진을 위해 실시되었던 18%의 圓貨切下가 기업들의 원리금 상환부담을 가중시켰다. 이에 더하여 미국을 위시한 선진 각국의 不況은 수출주도의 우리 경제를 더욱 어렵게 만들었다. 이에 따라 1970년대에 들어 대기업들은 資金難이 악화되어 부도사태가 발생하고 私債에 더욱 의존하게 되는 등 經濟는 상당한 난국을 맞이하게 되었다

이러한 어려움을 극복하고 不實企業을 구제하기 위하여 정부는 1972년에 私債의 동결, 은행단기대출금의 장기저리대출로의 전환, 중소기업 신용보증의 확충, 중요산업의 설비투자에 대한 특별감가상각률 인상 등을 주요 내용으로 하는 「8·3 緊急經濟措置」를 단행하였고 金融機關의 金利를 대폭 引下하였다. 정기에금금리를 연 17.4%에서 12.6%로, 일반대출금리를 연 20.0%에서 16.5%로 각각 인하하였다. 이는 기업의 금리부담 경감과 금융기관의 수지개선을 위한 것으로 통화신용정책이 1965년의 高金利政策에서 다시 低金利政策으로 선회하였음을 의미한다.

이와 같은 긴급경제조치에 의해 신고된 總私債規模는 3,456억원으로 이는 당시 통화량(M<sub>1</sub>)의 80%에, 그리고 국내여신잔액의 34%에 달하는 규모였다. 더욱이 기업의 단기 은행대출금의 약 30%가 3년간 지불유예되고 연간 8%로 5년간 분할납부할 수 있는 長期·低利貸出金으로 전환되었다. 이에 따라 기업들은 연간 740억원의 利子負擔을 탕감받은 것으로 추정되며 이는 당시 製造業 附加價值 生産額의 8.17%에 해당하는 금액으로 기업들이 8·3 조치에 의해 큰 혜택을 받았음을 시사한다 (金正濂, 1990).

8·3 조치는 정부가 기업들의 발전을 위해서 금융부문에 적극 개입하여 景氣變動 및 經濟狀況 變化에 따른 危險을 分擔한다는 강력한 政策 signal을 준 것으로 해석할 수 있다. 다시 말해 政府가 금융부문을 지배함으로써 실무부분의 기업들과 危險同伴者(risk partner)가 되었고 이에 따른 費用을 금융저축자들에게 분산시키는 대표적인 사례라고 볼 수 있다. 동시에 8·3 조치로 인해 우리 경제는 정경유착의 강한 유대고리를 형성하게 되었다.

## 나. 第2金融圈 및 資本市場의 育成

8·3 긴급경제조치 이후 私金融市場을 제도금융권 내로 흡수하기 위하여 정부는 1972년 8월에 「短期金融業法」, 「相互信用金庫法」, 「信用協同組合法」 등을 제정·공포하였다. 이에 따라 종전의 漁民金庫와 私設無盡을 정비하여 相互信用金庫가 설립되었고, 信用協同組合이 제도금융권 내로 흡수되었다. 또한 「단기금융업법」으로 1972~1979년 사이에 15개의 投資金融會社가 설립되었다. 投金社는 자체어음도 발행하지만 短期의 기업어음을 은행의 예금금리보다 연 1~2% 정도 높은 금리로 판매함으로써 이전의 私債市場을 대신하여 기업의 단기영업자금을 조달하는 데 큰 역할을 하였다. 또한 1976년 이후 기업에 대한 外資支援과 민간차원의 中·長期 商業借款의 도입을 효율적으로 추진하고자 외국금융기관과 합작투자로 모두 6개의 綜合金融會社가 설립되었다. 이와 같은 非銀行金融機關은 이 기간 동안 상대적으로 빠른 속도로 성장하였다. 이는 그 당시 低金利政策으로의 선회 때문에 은행의 예금과 대출이 상대적으로 위축된 반면, 업무영역이 넓고 연 수익률도 은행보다 1~2% 정도 높았던 데에 기인한다.

또한 정부는 기업의 直接金融 이용을 촉진하기 위하여 資本市場의 육성을 적극 추진하였다. 1972년 12월 「企業公開法」을 제정·공포하여 일정 금액 이상의 금융지원을 받는 기업들을 공개대상법인으로 지정하여 株式公開를 권고하고, 이에 불응할 때에는 稅制上的 불이익을 가함과 동시에 金融支援을 제한하였다. 또한 투자자의 권익보호를 위해 기업공시제도를 확립하였고 1974년 투자신탁회사의 설립, 1977년 증권관리위원회와 증권감독원의 설립 등 資本市場의 發展을 위한 체질개선을 도모하였다.

이러한 비은행금융기관과 자본시장의 육성으로 실제로 정부의 전체 금융시장에 대한 영향력은 더욱 강화되게 되었다. 즉, 無盡會社나 私債市場과 같이 종전에 정부의 통제 밖에 있던 금융시장을 축소시키고 대신 정부가 규제할 수 있는 非銀行金融機關들을 설립하였고, 직접금융시장인 資本市場을 정부가 직접 조절할 수 있는 제도적 장치를 마련함에 따라 정부는 은행만이 아니라 제2금융권과 자본시장

을 포함한 금융시장을 모두 관장할 수 있게 되었다 (Cho, 1989).

#### 다. 重化學工業 育成을 위한 政策金融의 強化

정부는 重化學工業을 지원하기 위하여 國民投資基金의 설립과 韓國銀行의 金融支援 擴大라는 두 가지 추가적인 조치를 취하였다.

##### 國民投資基金의 設立

그 중 國民投資基金의 설립은 重化學工業의 育成을 위한 대표적인 金融支援이라고 할 수 있다. 중화학공업을 추진하는 데에는 막대한 자금이 소요될 뿐만 아니라 資本의 懷妊期間 또한 길기 때문에 長期設備金融의 조달이 필요하였다. 이에 따라 정부는 중화학공업투자에 소요되는 자금을 효과적으로 조달하기 위해 1973년 12월에 「國民投資基金法」을 제정하였다. 국민투자기금을 마련한 배경은 이 자금의 조성으로 정부가 시중은행 대출에 직접 간여하게 되는 소지를 줄이자는 의도도 있었다고 보여진다 (Nam, 1992).

국민투자기금은 民間金融資金과 財政資金으로 설치·운영되었지만, 실질적으로는 대부분의 자금이 은행 등 金融機關으로부터의 出捐으로 조달되었다. 기금 설립 초기에는 은행의 경우 예금증가액의 약 10~30%를, 보험회사의 경우 수입보험료의 약 40~50%를, 그리고 공공기금의 경우 여유자금의 약 90%를 기금에 출연하였다 (Cho and Kim, 1995). 즉, 同 基金의 財源으로 정부는 可用한 모든 民間資金을 동원하려 하였다고 볼 수 있다.

國民投資基金의 運用規模는 1974년 698억원에서 1978년에는 8,283억원의 규모로 확대되었다 (<表 II-5> 참조). 1975~1980년 동안 同 基金이 총은행대출에서 차지하는 비중은 연평균 10.7%에 지나지 않았으나, 同 期間中 중화학공업을 지원하는 장기투자재원의 60% 이상을 제공하여 重化學投資 財源調達에는 핵심적인 역할을 하였다 (Cho and Kim, 1995).

〈表 II -5〉 國民投資基金에 대한 部門別 資金動員

(單位：10억원, %)

	총 규모				성장률	순동원
		공공기금	예금은행	보험회사		
1974	69.8 (100.0)	11.5 (16.5)	41.0 (58.7)	17.3 (24.8)	—	70.8
1975	173.9 (100.0)	28.3 (16.3)	99.8 (47.4)	45.8 (26.3)	149.1	107.0
1976	344.5 (100.0)	53.6 (15.6)	208.8 (60.6)	82.1 (23.8)	98.1	189.0
1977	523.2 (100.0)	99.0 (18.9)	317.2 (60.6)	107.0 (20.5)	51.9	211.8
1978	828.3 (100.0)	153.6 (18.5)	528.8 (63.8)	145.8 (17.6)	58.3	448.7
1979	1,205.2 (100.0)	218.0 (18.1)	802.0 (66.5)	185.1 (15.4)	45.5	540.5
1980	1,465.0 (100.0)	309.4 (21.1)	922.5 (63.0)	233.1 (15.9)	21.6	406.8
1981	1,862.4 (100.0)	385.0 (20.7)	1,226.0 (65.8)	251.4 (13.5)	27.1	673.4
1982	2,425.5 (100.0)	422.4 (17.4)	1,739.7 (71.7)	263.4 (10.9)	30.2	979.3
1983	2,770.5 (100.0)	462.5 (16.7)	1,925.5 (69.5)	382.5 (13.8)	14.2	723.8
1984	2,901.7 (100.0)	273.0 (9.4)	2,159.5 (74.4)	469.2 (16.2)	4.7	640.5
1985	2,905.4 (100.0)	185.2 (6.4)	2,261.0 (77.8)	459.2 (15.8)	0.1	474.1
1986	2,789.7 (100.0)	116.4 (4.2)	2,321.3 (83.2)	352.0 (12.6)	-0.4	550.9
1987	2,626.3 (100.0)	103.5 (3.9)	2,268.8 (86.4)	254.0 ( 9.7)	-5.9	584.0
1988	2,572.7 (100.0)	109.6 (4.3)	2,297.3 (89.3)	165.8 ( 6.4)	-2.0	547.3

註：기말 기준.

資料：Yoon Je Cho and Joon-Kyung Kim (1995)에서 인용.

### 韓國銀行 再割引의 擴大

국민투자기금의 운용과 병행하여 1974년 초에 정부는 종래 輸出入에 대해 지원해오던 韓國銀行의 再割引政策을 重化學工業 支援을 위하여 확대하였다. 한국은행은 재할인 대상 어음에 중화학 적격업체 수취어음과 원자재 수입금융을 포함시켜 중화학공업에 대한 金融支援을 強化하였다. 이와 같은 특정 산업에 대한 再割引支援으로 1970년대에는 중화학공업 지원을 통한 通貨增發이 크게 일어나게 되었다 (〈表 II -6〉 참조).

또한 한국은행은 重化學投資의 懷妊期間이 長期임을 감안하여 1976년에 설비투자·시설자금의 融資期間을 최장 8~10년으로 연장하였고 금융기관에 대한 「選別

融資準則」을 마련하여 중화학공업을 금융지원의 우선산업으로 지정하고 이 부문에 대한 집중적인 금융지원을 제도화하였다.

그 결과 1970년대 말경에는 實質金利가 마이너스인 政策金融이 은행 총대출의 50%를 초과하였고 1978~79년간 신규로 공여된 國內信用의 약 80%가 정책금융이었다. 이 기간 동안 일반대출에 대한 金利 역시 市場均衡金利보다 훨씬 낮은 수준을 유지하였으며 (<表 II-6> 참조), 이러한 一般貸出도 정부의 직·간접 영향에 의하여 부채비율이 높은 중화학공업부문에 속하는 기업들에게 많이 배분되었다.

<表 II -6> 通貨增加率·物價上昇率 및 金利 推移

(單位：%)

	通貨增加율		물가상승률		정기 예금 금리 <sup>1)</sup>	금 리			사채 시장
	본 원 통 화	총통화	소비자 물 가	GNP 디플레이터		은 행 대 출			
						일반 대출	국민투자 기 금	무역 금융	
1970	38.7	27.4	16.3	15.6	22.8	24.0	—	6.0	50.2
1971	-3.8	20.8	13.2	13.0	22.0	22.0	—	6.0	46.4
1972	48.3	33.8	11.7	17.2	15.0	15.5	—	6.0	39.0
1973	46.0	36.4	3.3	13.7	12.6	15.5	—	7.0	33.2
1974	24.2	24.0	24.7	31.0	15.0	15.5	12.0	9.0	40.6
1975	39.0	28.2	24.9	25.7	15.0	15.0	12.0	9.0	47.9
1976	33.5	33.5	15.4	22.5	15.6	18.0	14.0	8.0	40.5
1977	44.1	39.7	10.2	16.2	15.8	16.0	14.0	8.0	38.1
1978	35.3	35.0	14.4	23.5	16.9	19.0	16.0	9.0	41.7
1979	23.8	24.6	18.2	20.2	14.4	19.0	16.0	9.0	42.4
1980	-6.5	26.9	28.8	24.3	19.5	20.0	19.5	15.0	44.9
1981	-13.6	25.0	21.5	17.3	16.2	17.0	17.5	15.0	35.3
1982	36.5	27.0	7.1	6.8	8.0	10.0	10.0	10.0	33.1
1983	7.1	15.2	3.4	5.6	8.0	10.0	10.0	10.0	25.8
1984	3.7	7.7	2.3	5.4	10.0	11.5	11.5	10.0	24.8
1985	1.7	15.6	2.4	4.7	10.0	11.5	11.5	10.0	24.0
1986	16.2	18.4	2.7	4.8	10.0	11.5	11.5	10.0	23.1
1987	48.9	19.1	3.0	5.1	10.0	11.5	11.5	10.0	22.2
1988	30.2	21.5	7.1	6.9	10.0	13.0	11.5	10.0	21.2
1989	31.8	19.8	5.7	5.3	10.0	12.5	11.5	10.0	18.9
1990	7.7	17.2	8.6	10.0	10.0	12.5	11.5	10.0	20.4
1991	18.2	21.9	9.3	10.2	10.0	12.5	11.5	10.0	21.2

註：1) 1년만기 예금 기준.

資料：韓國銀行, 『경제통계연보』, 각호.

#### 4. 金融自律化의 部分的 試圖과 産業構造調整 支援을 위한 持續的인 政府의 介入 (1980~1986)

1970년대 말에 들어서면서 1960년대, 1970년대와 같은 政府主導의 經濟成長戰略의 有效性이 저하되고, 정부의 지나친 介入이 오히려 經濟의 效率性을 떨어뜨린다는 인식이 확대되었다. 특정산업에 대한 低利의 政策金融은 중화학공업부문의 과열투자와 대기업과 중소기업간의 불균형 성장을 야기시켰고, 또한 本源通貨에 의한 投資財源의 調達은 만성적인 인플레이션과 負의 實質金利 등을 초래하여 금융기관의 효율적인 資金仲介機能을 크게 저해시켰다. 또한 일부 중화학공업에 대한 과대 투자는 금융기관의 부실채권을 증가시키게 되었다.

이에 따라 1980년대에 들어 金融制度를 근본적으로 개선해야 할 필요성이 제기되었고 정부는 成長優先政策을 安定優先政策으로 전환하고 通貨信用配分에 대한 政策介入을 줄이려 하였다. 그러나 조선, 건설, 해운산업 등의 부실이 심화되고 중공업에 대한 과잉투자로 기업의 재무상황이 극히 악화됨에 따라 정부는 금융기관의 대출연장 및 조세감면 등으로 産業構造의 再調整을 하지 않을 수 없었고, 정부가 주도가 되어 기업의 합병, 폐쇄 및 이에 따른 銀行貸出의 再調整에 적극 개입하지 않을 수 없었다. 이에 따라 金融自律化의 必要性에 대한 인식에도 불구하고 정부의 金融支配가 계속되었다. 결국 정부는 과거의 금융개입결과 또 다른 금융개입을 하지 않으면 안되는 소위 ‘介入의 惡循環’ 고리에 말려들어 있었다고 볼 수 있다.

##### 가. 經濟安定化 政策

1979년에 들어 세계경기의 침체와 제2차 석유과동이 일어남에 따라 우리 經濟는 인플레 압력이 더욱 가중되는 가운데 經濟成長率이 둔화되고 經常收支가 악화되는 현상이 나타났다. 즉, 1978년도에 비해 1979년중 경제성장률이 11.0%에서 7.0%로 둔화되었고 물가상승률이 11~14% 수준에서 18%대로 높아진 반면 경상수지

의 적자규모는 11억달러에서 42억달러로 크게 확대되었다.

이에 따라 정부는 1980년대에 들어 換率과 金利의 價格機能을 활성화하고 總需要管理政策을 강화하여 물가안정을 도모하고자 하였다. 즉, 금융 및 재정정책의 중점을 經濟의 長期的 安定成長基盤 구축에 두어 1976~1978년중 연평균 35%에 달하였던 총통화증가율을 1980~1982년중에는 연평균 27% 수준으로 낮추고, 1979년중 37%에 달하였던 재정지출증가율(전회계 순계 기준)도 22%로 낮추는 등 通貨供給과 財政支出을 최대한 抑制하는 방향으로 운용하였다 (韓國銀行, 1990).

이와 같은 금융 및 재정면에서의 緊縮政策은 國際原油價의 안정과 더불어 우리 經濟의 安定基盤을 강화하는 데 크게 기여함으로써 1980년중 39%에 달하였던 도매물가상승률이 1982년에는 4%대로 낮아지고 침체되었던 국내 경기도 회복세를 보이게 되었다. 그러나 정부는 물가안정기반을 더욱 확고히 다질 수 있도록 1983년 이후에도 계속 金融 및 財政緊縮을 강화하였다. 이와 같은 긴축정책으로 1983~1985년중 도매물가가 거의 제자리에 머무는 등 물가안정기조가 계속되었다.

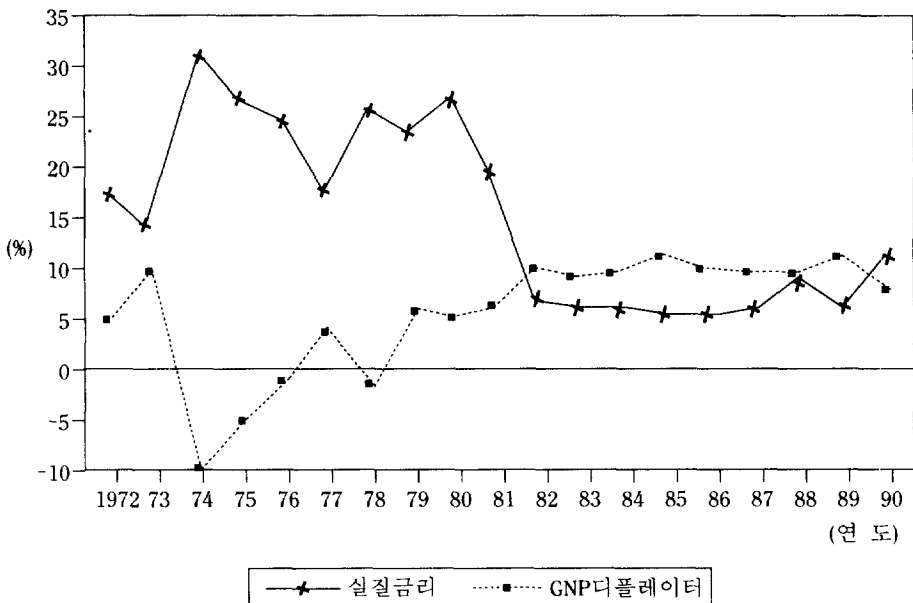
그러나 안정을 확보하기 위한 정책이 金融構造와 慣價의 개선을 통한 通貨의 慢性的인 增發을 제어하는 근본적인 방법에 의존한 것이 아니라 주로 정부의 直接統制手段에 의존하였기 때문에 인플레이션의 원인은 여전히 상존하였다 (趙淳, 1991). 또한 재정규모의 상대적 축소는 금융의 존재정기능을 계속하게 하였고 정책금융 규모의 축소를 어렵게 하는 이유가 되기도 하였다.

#### 나. 市中銀行의 民營化, 政策金融의 利子補助 縮小 및 第2金融圈의 급속한 伸張

이 기간중 金融自律化의 진전을 크게 세 가지 측면에서 본다면 첫째, 市中銀行의 民營化와 第2金融圈에 대한 進入障壁의 緩和 둘째, 정책금융에 대한 利子補助의 縮小 셋째, 물가안정에 따른 實質金利의 上昇과 이로 인한 市中 實勢金利와의 隔差 減少 등을 들 수 있겠다. 1980~1983년에 걸쳐 정부보유의 銀行株式을 일반에게 매각하여 시중은행의 민영화를 추진하였고 제2금융권의 진입장벽 완화 및

업무영역의 확대 등으로 금융부문에 새로운 市場競爭機能을 導入하려고 노력하였다. 또한 1982년에는 은행의 금리체계를 단순화하여 모든 貸出金利를 單一化하였고, 기존의 정책자금 중 政策的 支援의 필요성이 상대적으로 작은 자금을 일반금융으로 통합하고 대부분의 정책금융금리를 일반대출금리의 수준으로 적용함으로써 政策金融에 대한 利子補助를 크게 축소하였다 (〈表 II-6〉 참조). 또한 물가안정으로 인한 實質金利의 上昇은 은행의 예금금리와 시장실세금리와의 격차를 줄임으로써 이 기간중 金融貯蓄의 빠른 增加를 가져왔다 ([圖 II-2] 참조). 특히 은행보다 금리규제를 덜 받는 제2금융권이 급속한 신장을 보여 金融部門의 仲介機能이 크게 提高되었다.

[圖 II -2] 物價와 實質金利의 推移



註: 실질금리 = 회사채수익률 - GNP디플레이터  
 資料: 韓國銀行, 『경제통계연보』, 각호.

그러나 産業構造調整에 따른 金融介入의 지속으로 銀行機關에 대한 政府規制의 緩和에는 실질적으로 큰 진전이 없었다. 은행의 주요 인사권과 산업구조조정을 위한 부실채권 및 정책금융에 대한 많은 업무들이 여전히 재무당국에 의해 관장되었다. 특히 1980년대 중반 정부주도의 부실기업 정리과정에서 대규모의 産業合理化資金이 市中銀行을 통해 供給되었다. 1986~1988년중 78개의 부실기업을 정리하기 위해 지원된 산업합리화자금 규모는 무려 7조 3천억원으로 이는 1988년 말 예금은행과 산업은행의 총대출금 58조 1천억원의 12.6%에 달하는 규모였다 (金俊經, 1991). 이러한 과정에서 한국은행은 대규모의 산업합리화자금과 부실채권을 떠맡게 된 市中銀行의 收支惡化를 보전하기 위해 1985년 12월~1987년 5월 동안 세차례에 걸쳐 당시 은행 총대출금의 5%에 해당하는 1조 7천억원의 特別融資를 연 3%의 低利<sup>5)</sup>로 시중은행에 공급하게 되었다. 즉, 한국은행은 1972년 8·3 조치 이후 다시 最終貸與者의 役割을 수행하게 된 것이다 (Cho and Kim, 1995).

또한 이 기간 동안 정부는 부문간 불균형을 해소하기 위하여 中小企業에 대한 金融 및 稅制支援을 強化하였다. 1980년대 초 중소기업에 대한 금융지원 확대를 위해 시중은행과 지방은행에 대한 中小企業 義務貸出比率을 상향 조정하였고 投金社, 리스社, 保險社 등 제2금융권과 외국은행 지점에 대해서도 同比率을 적용시켰다. 또한 한국은행은 예금은행의 중소기업금융지원을 유도하기 위해 1983년부터 중소기업 R&D 자금, 환경보호투자, 중소기업제품 수요자금 등에 대해 低利의 再割引支援을 擴大하였다.

결과적으로 이 기간 동안 정부는 과거의 지나친 금융개입에 따른 부작용을 인식하고 金融自律化를 추진하려 했으나 1960년대로부터 물려받은 過剩投資와 일부 産業의 不實化, 그리고 경제력 집중 해소를 위한 中小企業支援의 強化 등으로 실제 금융정책은 자유화 진전이 이루어지지 못하였고 金融配分에 대한 정부의 간섭도 방향만 다를 뿐 여전히 계속되었다고 볼 수 있다. 반면 이 기간에는 은행보다 규제를 덜 받는 제2금융권이 급속히 신장함으로써 실제적인 면에서 金融市場의 自律性이 제고되었다 (Cho and Cole, 1992). 즉 규제완화에 의해서라기보다 규제를 덜 받는 부문이 확대됨으로써 실질적인 金融自律化의 進展이 있었다고 해석할 수 있겠다.

5) 당시 예금은행의 일반대출금리는 12% 정도였다.

## 5. 政治民主化에 따른 社會的 平等과 經濟力 集中緩和를 위한 政策 資金의 擴大 (1987~1991)

6·29 선언 이후 정치민주화와 더불어 經濟力 集中 緩和에 대한 사회적 요구가 강해졌고 금융적인 측면에서 이를 뒷받침하기 위해 大企業에 대한 與信管理의 強化와 中小企業 支援 金融의 擴大 등 정치·사회적 고려에 따른 금융배분에 대한 규제가 오히려 늘어났다고 볼 수 있다. 반면 국제수지 흑자와 더불어 産業政策의 인 차원에서 지원해오던 政策金融이 크게 減少하였다. 따라서 우리나라 정책금융 제도의 특징이었던 산업화와 경제발전을 위한 정책금융이 축소되었고, 인도나 파키스탄과 같은 후진국들의 정책금융제도의 특징인 配分과 衡平性을 고려한 政策 金融이 擴大되는 현상을 가져오게 되었다.

### 가. 中小企業의 金融支援 擴大

1986년에 우리 경제는 經常收支 黑字로 전환되었다. 연평균 경제성장률이 10%를 상회하는 경제호황기에 접어들면서 수출기업에 대한 政策金融支援의 必要性이 감소한 반면 6·29 선언을 계기로 社會的 衡平에 대한 욕구가 분출되면서 정부는 所得再分配를 위한 政策에 중점을 두게 되었다. 이에 따라 中小企業에 대한 政策 金融支援이 대폭 확대되었다. 한국은행은 經常收支 黑字에 따른 通貨負擔을 덜기 위해 대기업에 대한 무역금융의 달러당 평균융자단가를 1985년 말 740원에서 1987년 말에는 175원으로 감소하였고 1988년 2월부터는 대기업을 무역금융 수혜 대상에서 제외시켰으나 중소기업의 상업어음 재할인비율과 무역금융의 융자단가를 우대 적용시키고 그 우대폭도 확대하였다 (<表 II-7> 참조).

또한 중소기업의 시설재 수입을 촉진하기 위하여 特別外貨貸出의 融資比率를 소요자금의 100% 범위까지 지원토록 하였고<sup>6)</sup>, 1989년에는 중소기업의 R&D 개발, 업종전환 등을 위한 財政 및 金融資金에 의한 中小企業 構造調整資金制度가 도입

6) 대기업의 경우 소요자금의 80% 이내에서 지원토록 하였음.

되었다. 이와 같은 중소기업지원을 위한 政策金融의 擴大에 힘입어 예금은행의 중소기업 대출비중이 1986년 41.0%에서 1989년 이후에는 50% 이상으로 상승하였고 1993년 말 현재 58.1%에 이르게 되었다 (<表 II-8> 참조). 信用保證基金의 擴大로 이 기간중 중소기업 대출증가에 중요한 역할을 하였다.

〈表 II -7〉 貿易金融 平均 融資單價 變動 推移

(單位 : 달러당 원)

	1985	1986	1987	1988	1989
중소기업 (A)	740	700	520	450	550
대 기업 (B)	740	670	175	0	0
우 대 폭 (B-A)	-	-30	-345	-450	-550
원 / 달러	890	861	792	684	680

註 : 연말기준.

資料 : 韓國銀行, 『韓國銀行 四十年史』, 1990.

〈表 II -8〉 中小企業에 대한 預金銀行의 貸出<sup>1)</sup> 比重

(單位 : %)

	1979	1986	1988	1989	1990	1991	1992	1993
중소기업대출	37.7	41.0	48.1	50.1	55.5	56.8	56.3	58.1

註 : 1) 총 원화대출금 기준, 연말잔액 기준액임. 농·수·축협 및 외은지점 제외.

資料 : 信用保證基金, 『보증기금통계연보』, 1994.

#### 나. 大企業에 대한 與信管理 強化

재벌에 의한 經濟力 集中에 대한 국민 여론의 비판이 沸騰해짐에 따라 정부는 경제적 취약계층에 대한 정책금융지원의 확대와 더불어 은행의 大企業에 대한 與

信供給에 대해 直接的인 制約을 가하기 시작하였다. 1987년에 30대 재벌 소속기업체에 대한 與信限度規制가 導入되어 지속적으로 강화되고, 이와 병행하여 借入依存도가 높은 재벌에 대해서는 보유부동산 및 유가증권 처분 등을 통해 은행대출금을 상환토록 규제하였다. 이에 따라 은행대출금의 점유율은 1988년 말의 23.7%에서 1991년 말에는 20.4%로 점차 하락하게 되었다 (Cho and Kim, 1995).

#### 다. 經常收支 黑字로 인한 通貨增發과 通貨安定證券의 發行 擴大

1986년 경상수지의 흑자 전환으로 海外部門으로부터 通貨供給이 擴大됨에 따라 당국은 통화관리에 큰 어려움을 겪게 되었다. 정부는 해외부문으로부터의 通貨增發을 中和하기 위해 韓銀再割引을 통한 政策金融의 縮小과 通貨安定證券의 發行 擴大 등 지속적인 不胎化政策을 수행하였다. 이에 따라 1986~1989년 동안 통화안정증권의 발행규모가 급증하여 1985년 말 총통화( $M_2$ )의 1.8% 수준이었던 통화안정증권의 발행잔액이 1988년과 1989년 말에는 각각 31.4%, 29.5%에 이르렀다(表II-9) 참조).

이 당시 不胎化政策을 단기적인 유동성 조절수단인 通貨安定證券의 발행에 크게 의존함에 따라 통화안정증권의 발행규모가 누증되면서 정부는 通貨債를 금융기관별로 할당하였다. 시장실세금리보다 낮게 발행되는 通貨安定證券의 割當은 金融機關 資産運用의 自律性を 크게 제한하였고 이들 기관에 대하여 默示的인 租稅(implicit taxation) 기능을 하게 하였다. 이에 따라 금리규제하에서 通貨管理의 直接規制가 지속되었고 이 과정에서 금융기관에 대한 默示的인 租稅規模가 더욱 커지게 되는 결과를 가져왔다. 또한 통화안정증권의 과다발행으로 인한 利子負擔의 요인 자체가 새로운 通貨增發의 요인이 되었고 이에 따라 통화안정증권의 발행에 의한 通貨還收效果에는 한계가 있게 되었다. 다시 말해 通貨安定證券의 強制割當에 의한 통화관리는 정책금융 축소에도 불구하고 金融機關 資産運用에 대한 政府介入을 지속시켰고 短期金融市場의 육성 및 間接通貨管理方式으로의 이행의 필요성을 더욱 증대시켰다.

〈表 II -9〉 通貨安定證券의 發行規模 推移

(單位 : 10억원, %)

	발행액 (A)	상환액 (B)	순증 (A-B)	발행잔액 (C)	C/총통화	C/본원통화
1980	3	—	3	3	0.02	0.09
1983	241	90	151	156	0.7	3.8
1985	2,100	2,159	-59	504	1.8	11.7
1986	4,435	1,681	2,754	3,259	9.6	65.0
1987	9,383	4,467	4,916	8,175	20.3	109.4
1988	16,967	9,768	7,199	15,374	31.4	158.0
1989	20,149	18,217	1,932	17,305	29.5	135.0
1990	20,262	22,327	-2,065	15,241	22.2	110.3
1991	18,899	20,644	-1,745	13,497	16.2	82.7
1992	24,853	18,085	6,768	20,264	21.1	111.9
1993	29,796	25,858	3,938	24,202	21.6	104.9

資料 : 韓國銀行, 『경제통계연보』, 각호.  
 \_\_\_\_\_, 『제2금융권 업무개황』, 1992. 9.

## 6. 金融自由化와 資本市場 開放의 推進 (1992~현재)

새정부가 들어서서 金融改革에 대한 청사진(Blue Print)이 작성되고 金融自由化는 실질적으로 상당한 진전을 보이고 있다. 우선 금융자유화의 핵심이라고 할 수 있는 金利自由化에 상당한 진전이 있었다. 지금까지의 금리자유화는 제한적이거나 金利의 價格機能을 높이고 金融市場의 競爭을 촉진시키는 효과를 가져오고 있으며 또한 금융기관간의 경쟁에 상당히 자극을 주고 있는 것으로 보여진다.

## 가. 金利自由化의 推進

1983년 이후 물가안정기조의 정착과 1986년 이후 경상수지의 흑자시현으로 국내저축률이 급상승하고 기업의 자금부족 규모가 축소됨에 따라 1988년 12월에 金利自由化가 시도된 바 있다. 그러나 國內 景氣가 곧 침체국면에 들어서게 됨에 따라 金利自由化의 시도는 실패하였고, 1991년에 들어서서 1단계 金利自由化 조치를 시작으로 金利自由化가 段階的으로 推進되었다. 우리나라의 金利自由化는 1991년 11월에 단기 여신상품과 장기에금 등 巨額 市場性 受信商品을 중심으로 시작되어, 1993년 11월에 2단계 조치로 재정지원 및 한은자금지원 대상 정책자금 대출을 제외한 모든 與信 및 2년 이상의 長期 受信이 자유화되었고, 1995년 7월에 요구불예금을 제외한 6개월 이상 1년 미만의 受信, 韓銀資金支援對象 政策資金의 貸出金利 등이 자유화되었다. 이에 따라 1995년 7월 말 현재 金利의 自由化 比重은 여신금리가 95.3%, 수신금리가 77.0% 수준에 이르게 되었다.

그러나 아직도 자유화된 일부 貸出金利에 대하여 비공식적인 행정지도가 남아 있으며, 受信의 경우에도 실적배당상품들의 금리가 우선적으로 자유화됨으로써 은행들이 상대적으로 불리한 입장에 놓이게 되었다. 또한 國公債 發行金利와 최근에 부분적으로 자유화된 일부 政策金融(상업어음할인, 무역금융, 지방중소기업자금, 소재부품 생산자금) 金利는 아직도 완전 자유화되었다고 보기 어렵다.

## 나. 政策金融 縮小 및 通貨管理制度의 부분적 改善 : 總額貸出限度制로의 이행

한국은행 대출금 중 自動貸出資金의 비중이 매우 높아 再割引을 통한 본원통화 공급이 경직적으로 증가하여 流動性 調節을 위한 재할인 규모의 신축적인 조정이 매우 어려운 상태에 도달하게 됨에 따라 再割引制度의 流動性 調節能力을 제고하고 政策金融을 縮小·整備하기 위하여 1994년 3월부터 총액대출제를 시행하는 등 再割引制度를 改編하였다.

주요 개편내용은 금융기관의 商業어음割引, 貿易金融, 素材·部品 生産資金, 地方 中小企業資金 등 일상적 與信活動과 관련한 한국은행의 자금지원은 件別 自動再 割引方式을 廢止하고 金融機關別 總額限度制(단, 지방중소기업자금은 한국은행 지 점별 한도제)로 전환하였다. 그 밖의 對金融機關 資金支援은 지준부족 금융기관에 대한 一時不足資金 支援制度만 남기고 모두 廢止하였다. 다만 農水蓄産어음擔保貸 出은 계속 自動再割引方式으로 운용하되 1994년부터 향후 5년간 점차 재정으로 이관하고 재정지원의 확대에 맞추어 지원비율을 단계적으로 하향조정해나갈 예정 이다. 또한 輸出産業設備金融, 技術開發資金, 公害防止施設資金, 中小企業製品需要 者金融 등 중소기업지원자금은 新規取扱을 중단하여 財政으로 이관하고(移管과 함 께 ‘中小企業基盤造成資金’으로 통폐합하였음) 기존 取扱殘額에 대해서만 만기까 지 지원하게 되며, 防衛産業支援金融과 流動性 調節資金(B<sub>1</sub>)은 폐지하도록 하였다.

이와 같이 총액한도제가 도입되기는 하였으나 중소기업에 대한 選別金融機能을 유지하는 방향으로 총액한도와 금융기관별 한도가 설정됨으로써 재할인제도의 정 책금융지원이 기본기능으로 유지되고 있고 流動性 調節機能은 여전히 예전과 다 르지 않은 수준에서 매우 制約的으로 이루어지고 있다. 총액한도제 도입 이후인 1994년 6월 말 현재 한국은행의 전체 재할인 중 95.7%가 政策金融支援資金이고 나머지 4.3%만이 流動性 調節資金으로서, 총액한도제 도입 이전과 큰 차이가 없다 (<表 II-10> 참조).

이는 총액한도 대출대상인 상업어음재할인, 무역금융, 소재·부품생산자금, 지방 중소기업자금 등 中小企業에 대한 再割引支援이 총액한도제 도입 이전의 재할인 비율(50%)과 크게 다르지 않은 수준에 머물러 있으며 總額限度貸出이 아직 流動性 調節機能을 하지 못하고 있음을 뜻한다. 앞으로 通貨의 間接管理를 정착시키고 자 본자유화의 진전에 따른 資本流出入의 증가에 대응하여 원활한 通貨管理를 위해 서는 再割引制度의 개선이 주요한 과제로 남아 있다고 할 수 있다.

〈表 II -10〉 韓國銀行再割引 規模 推移

(單位: 億원, %)

	1987	1989	1991	1992	1993	1994. 6
정책금융지원자금	98,802 (96.7)	90,669 (93.3)	126,810 (97.7)	160,412 (97.6)	149,876 (94.2)	147,921 (95.7)
상업어음채할인	16,201	25,880	54,787	58,728	51,781	—
무역금융	11,331	6,396	9,882	10,355	10,549	—
농·수·축산자금	2,608	5,670	4,138	4,748	5,078	11,127
일반자금(A자금)	68,109	52,670	57,923	57,507	56,401	29,309
기타 <sup>1)</sup>	552	53	80	74	67	—
특용(투신사)	—	—	—	29,000	26,000	21,500
총액한도대출	—	—	—	—	—	85,985
유동성조절자금(B자금)	3,331 (3.3)	6,536 (6.7)	3,003 (2.3)	3,873 (2.4)	9,302 (5.8)	6,617 (4.3)
계	102,133 (100.0)	97,205 (100.0)	129,713 (100.0)	164,285 (100.0)	159,178 (100.0)	154,538 (100.0)

註: ( ) 안은 구성비임.

1) 방위산업지원자금 등.

資料: 吳世萬·朴成峻·申雲(1994)에서 인용.

#### 다. 金融規制 緩和의 推進

이외에도 기업의 자금조달 애로를 완화하고 금융기관 경영의 자율성을 제고하기 위하여 각종 金融機關에 規制緩和作業이 꾸준히 추진되어 오고 있다. 1993년에 들어 종래의 기업에 대한 運轉 및 施設資金 취급에 관한 지도기준 및 株式擔保貸出에 관한 규제 등이 폐지되었다.

그러나 아직까지 정부의 행정지도를 통한 金融機關의 金利 및 資産運用에 대한 규제가 상존하고 있어 우리 금융시장이 市場機能에 의한 競爭과 運營이 가능하기 위해서는 여전히 많은 정책과제를 안고 있다고 하겠다.

## 라. 外換自由化 및 金融市場 開放

外換 및 資本去來部門에 있어서도 漸進的인 開放의 노력이 있었다. 外換集中制가 사실상 폐지되어 개인의 외환보유가 자유롭게 되었고, 海外에서 外貨를 보유할 수 있는 기업의 범위도 크게 늘어났다. 또한 經常去來에 따른 지급액수의 제한이 크게 완화되었으며 海外投資도 보다 자유롭게 되었다. 한편 외국인 주식투자한도가 15%로 확대되었으며 국제기구의 원貨표시 채권발행이 자유화되는 등 市場開放도 점진적으로 이루어지고 있다.

### Ⅲ. 光復 以後 金融政策에 대한 評價

그러면 과연 이상에서 개괄해 본 光復 이후, 특히 지난 30~40년간의 우리나라의 金融政策, 많은 외국인 학자들이 표현하는 소위 政府介入的 金融政策(repressive financial policy), 혹은 국내학자나 언론들이 자주 표현하는 官治金融政策이 우리나라 經濟發展에 어떠한 영향을 미쳤는가? 여기에 대한 대답은 간단하지도 않고 분명하지도 않으며 또한 확실한 통계적 검증을 가지고 논할 수 있는 성질의 문제도 아니다. 經濟發展은 하나의 사회적 현상이며 한 나라의 경제발전은 그 나라의 정치, 사회, 문화, 역사적 배경과 국제환경에 의하여 영향을 받는다. 경제문제만을 떼어놓고 보더라도 경제발전은 여러 정책수단 즉 재정, 금융, 무역, 산업 그리고 거시경제정책 일반의 산물이라고 할 수 있다. 따라서 金融政策을 따로 떼어서 그것의 經濟發展에 미친 效果를 분석하는 것은 불가능하다. 따라서 이 문제는 결국 여러 가지 사례와 통계자료들을 종합하여 소위 分析的 判斷(analytical judgement)에 의존하는 도리밖에 없다고 보여진다. 本 論文에서의 光復 이후 우리나라 金融政策에 대한 評價도 이러한 맥락에서 이해되기를 바란다.

解放 이후 우리나라의 金融政策에 대해서는 그 功과 過가 병존하기 때문에 일률적으로 평가를 하기가 어렵다. 선진국에서 금융정책의 우선 과제로 인식되고 있는 通貨價値의 安定化, 金融機關의 安定性 維持라는 잣대를 가지고 잴다면 우리의 금융정책은 여러 가지로 부실한 점이 많았다. 그러나 경제발전단계에서 金融市場에 대한 政府의 강력한 介入이 실물부문의 투자활동을 장려하고 결과적으로 우리의 고도성장에 기여한 바도 크다는 점을 간과할 수는 없을 것이다. 또한 우리가 취한 國內金融政策은 그 당시 우리가 처하고 있었던 國際金融環境에서 가능했다는 점에도 주의할 필요가 있다. 따라서 本章에서는 다음과 같이 몇 가지 측면으로 나누어 지난 30여년간의 우리나라의 금융정책에 대해 평가해 보고자 한다. 첫

제, 통화정책의 가장 주요한 기능이라 할 수 있는 物價安定을 위해 안정적인 通貨供給을 해왔는가? 둘째, 金融政策이 安定的이며 지속적인 金融部門의 成長을 꾀하고, 나아가서 效率적으로 金融資金을 動員할 수 있었는가? 셋째, 만약 이러한 역할을 충분히 하지 못하였더라도 우리의 金融政策이 우리가 의도했던 산업화와 실물부문의 성장을 효과적으로 뒷받침하였는가? 넷째, 우리 金融政策과 國際環境의 變化 그리고 外資의 導入과는 어떤 相關性을 가지고 서로 발전해 왔었는가 하는 것이다. 그리고 이러한 분석에 기초하여 우리의 金融政策이 經濟發展에 미친 영향과 현재 남기고 있는 遺産에 대해 종합적인 평가를 해보고자 한다.

## 1. 通貨政策과 物價安定

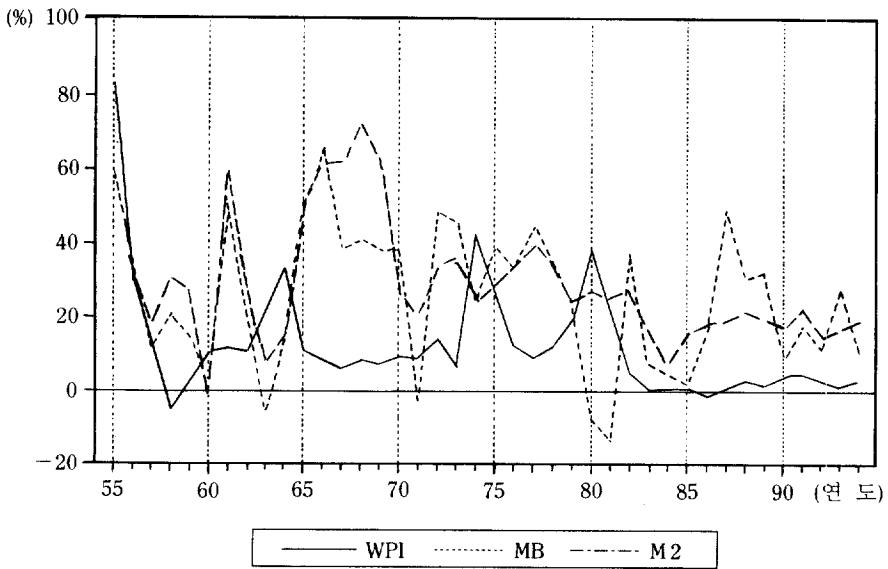
광복 이후 우리나라의 通貨信用政策은 그 가장 주요한 기능이라 할 수 있는 通貨價值와 物價의 安定이라는 관점에서 보아 성공적으로 그 역할을 수행하였는가? 결론적으로 말해서 여기에 대한 대답은 긍정적이지 못하다.

지난 50여년간 우리나라의 通貨信用政策은 安定과 成長이라는 두 가지 정책목표 사이에서 경제상황의 변화에 따라 그 기초를 바꾸어 왔다. 1950년대 후반에는 전쟁으로 인한 戰時 인플레이션과 戰後의 經濟復舊로 인한 인플레이션을 수습하는 安定化政策이 주를 이룬 반면, 1962년 이후의 경제개발계획 추진과정에서는 정도의 차이는 있었지만 본질적으로 成長通貨를 供給·配分하기 위한 금융정책이 행해졌다고 할 수 있다. 한편 고도성장과정에서 누적된 여러 가지 부작용이 노정됨에 따라 1980년대에는 통화신용정책의 목표가 다시 안정으로 전환되는 모습을 보였다.

[圖 III-1]은 지난 50여년간 本원통화(MB), 總通貨(M<sub>2</sub>) 및 물가(생산자 물가지수 : WPI)의 추이를 보여주고 있다. 1981년 이전까지 物價는 상당기간 두 자리수의 상승률을 보였으며 연 20%를 상회하는 물가상승률을 보인 해도 다수 있었다. 1980년대 이후 물가상승은 대폭 완화되었으나 1990, 91년의 경우와 같이 10%에 가까운 높은 상승률을 보이기도 하여 최근까지도 물가안정기조가 정착되었다고 볼 수

는 없는 실정이다. 각 통화지표 역시 상당히 높은 증가율을 중심으로 등락해 온 것으로 나타나 우리나라의 높은 物價上昇率의 배경에는 지속적으로 높은 수준의 通貨膨脹이 있었음을 알 수 있다.

[圖 III-1] 物價 및 本源通貨, 總通貨 推移



우리 경제가 이와 같이 높은 物價上昇率을 유지해 왔음을 볼 때 通貨政策이 최소한 物價의 安定이라는 관점에서는 그 역할을 다하지 못하였다고 평가된다. 그 원인은 여러 가지로 설명할 수 있겠으나 정책당국이 物價安定을 위해 노력하였음에도 불구하고 성공하지 못하였거나, 애초부터 通貨政策이 物價安定에 우선순위를 부여하지 않았기 때문인 것으로 볼 수 있다<sup>7)</sup>. 결론부터 말한다면, 兩者의 경우가 병존했겠지만 後者の 탓이 강한 것으로 보인다. 즉, 경제성장과정에서 전략적인 경

7) 李仁杓(1995)의 연구에서 경제안정화정책으로서의 지난 20여년간 우리나라 통화정책을 분석해 본 결과, 우리나라 통화당국은 대체로 자신이 의도한 바대로의 정책효과를 거둔 것으로 나타났으나, 지난 20년간의 통화정책의 의도는 경제안정화가 아니었으며 따라서 통화정책기조도 경기역행적이라기 보다는 경기동행적으로 취해져 왔던 것으로 평가되었다.

제부문 및 산업에 대한 選別的인 金融의 支援에 通貨政策의 우선순위가 주어지고 選別的 金融支援을 통해 통화공급이 실물에 연계됨으로써 物價의 安定은 상대적으로 부차적인 목표가 되었기 때문이다.

우리나라의 경우 1960년대 이후 通貨政策이 景氣變動을 緩和시키기 위한 단순한 안정정책으로서보다는, 경제개발 및 성장과정에 있어서 정책당국이 通貨膨脹을 통하여 資金을 우선지원부문으로 공급하는 등 産業政策的 手段으로 운용되어 왔다. 이에 따라 通貨政策이 경기변동을 완화시키기보다는 오히려 景氣變動을 深化시키는 방향으로 운용된 경우가 빈번히 있었던 것으로 보인다. 즉, 通貨政策이 구조적으로 景氣同行的이 될 소지가 다분히 있었다고 볼 수 있다. 예컨대 好況期에는 중앙은행의 자동재할인 대상어음인 무역어음, 상업어음 등의 재할인이 활발해지고 不況期에는 그 반대현상이 벌어져 通貨供給이 景氣同行的인 基調를 띠기 쉽게 되어 온 것이다.

1960년대 이후 수출주도에 의한 경제개발이 적극 추진되면서 通貨供給이 輸出金融을 통해 본격적으로 實物經濟에 연계되었고 1970년대 중화학공업의 육성을 위한 選別金融의 擴大는 이러한 연계를 더욱 강화하게 되었다. 1980년대 후반 이후에야 통화공급과 실물경제와의 자동적인 연계를 축소하기 위한 노력이 시작되었으며 1995년에 들어 總額限度制가 도입되는 등 通貨政策의 機能을 確保하기 위한 노력을 기울여 왔으나 아직도 안정화정책으로서 통화정책의 기능이 실질적으로 확보되었다고 보기는 어렵다.

〈表 III-1〉과 [圖 III-2]는 실제로 이러한 選別金融에 기인하여 예금은행 총대출(LOAN) 중 한국은행으로부터의 차입금(BOK) 비중을 보여주고 있다. 1960년대에는 평균 7.7%, 1970년대에는 17.9%, 1980년대에는 22.0%의 높은 수준을 유지하며 점증하다가 1990년대에 들어 13.8%로 낮아지는 모습을 보이고 있으며, 본원통화(MB) 대비 한국은행 차입금(BOK)의 비율 역시 1960년대 13.2%, 1970년대 48.0%, 1980년대 131.0%로 급증하다가 1990년대 들어서야 74.4%로 다소 감소하는 추세를 보이고 있다.

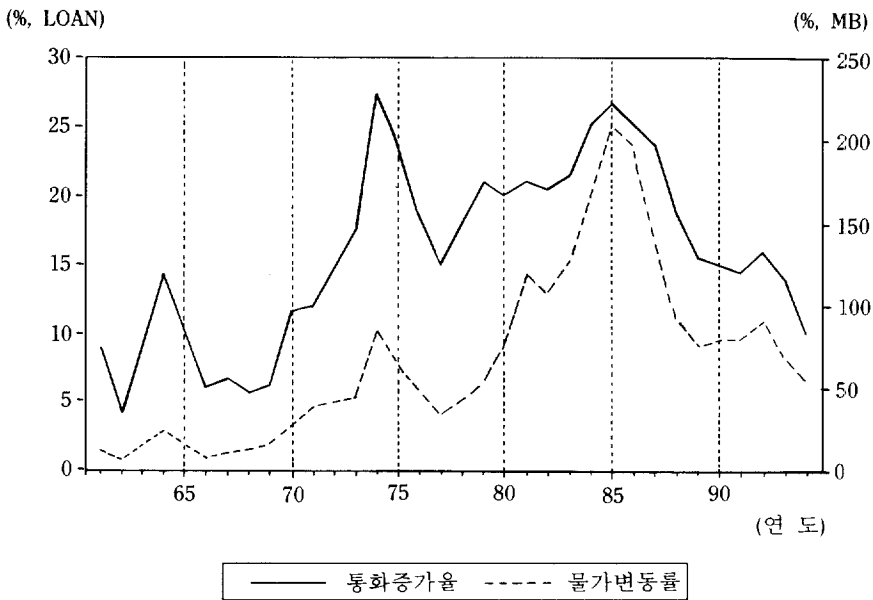
〈表 Ⅲ-1〉 預金銀行貸出 및 本源通貨 對比 韓銀借入金의 比率

(單位: %)

	1962~69	1970~79	1980~89	1990~94
한은차입/예금은행 총대출	7.7	17.9	22.0	13.8
한은차입/본원통화	13.2	48.0	131.0	74.4

註: 기간중 평균임.

[圖 Ⅲ-2] 預金銀行 總貸出(LOAN) 및 本源通貨(MB) 對比 韓銀借入金比率 推移



이는 외국에서 유례를 찾아보기 힘들 정도로 우리나라 銀行의 總貸出이 本源通貨 增發에 의존해왔다는 것을 의미한다. 고도성장과정에서 오버론 현상이 심했다는 日本도 전체 시중은행대출 중 중앙은행으로부터의 차입은 5%를 넘어서지 않았다 (〈表 Ⅲ-2〉 참조). 이는 우리나라 經濟開發 過程에 있어서 構造的으로 物價가 불안할 수밖에 없었던 한 요인이 되었다.

〈表 III-2〉 中央銀行 貸出金の 預金銀行 貸出金에 대한 國際比較

(單位：%)

		1963~1970	1971~1980	1981~1990
한	국	19.0	21.8	22.6
일	본	4.7	3.3	2.4
미	국	0.5	0.7	0.1
영	국	0.3	0.3	0.1

資料：趙潤濟 (1993a) 에서 인용.

결론적으로 우리나라의 通貨信用政策은 1960년대 이후 경제개발계획의 추진과정에서 경제안정화정책으로서보다는 선별금융, 금리규제 등을 통하여 산업구조조정, 수출경쟁력 강화 등의 목적을 달성하기 위한 準財政的 혹은 産業政策的 手段으로서 活用되어온 면이 강하였다. 이 과정에서 通貨政策의 主目標인 通貨價值 및 物價安定을 제대로 도모하지 못했던 경우가 자주 있었던 것으로 평가할 수 있다. 그 결과 생겨난 만성적인 물가상승 및 인플레이션 기대심리는 資源의 非效率的 配分과 이에 따른 經濟構造 및 經濟活動의 歪曲을 초래하였음을 부인할 수 없다.

## 2. 金融政策과 金融部門의 發展

1960년대 중반까지만 하여도 우리나라의 金融部門은 극히 왜소하였다고 볼 수 있다. 總通貨의 對GNP 비율( $M_2/GNP$ )이 1965년의 경우 12.1%에 불과하였으며 總金融資産의 GNP에 대한 비율(金融聯關比率)도 약 80%에 지나지 않았다. 이는 당시 대부분의 開發國들과 비교하여도 낮은 수준이었다. 그러나 1965년의 金利現實化 措置로 金融部門은 量的인 면에서 급격한 膨脹을 하였다. 금리현실화 이후 金融貯蓄은 급격히 증대하여  $M_2/GNP$  비율이 1970년에는 32.2%로 증가하였으며 금융연관비율도 2.57배로 비약적인 증가를 보였다 (〈表 III-3〉, 〈表 III-4〉 참조). 1965년의 금리현실화 조치는 그 동안 契, 無盡會社 등 私金融을 이용하였던 가계저축을 은행의 정기예금 등 公金融機關의 저축으로 유인하는 주요 계기가 되었다고 평

가된다. 1965~1970년 사이 총통화(M<sub>2</sub>) 증가율은 연평균 약 56.1%로 같은 기간 동안의 경상GNP 증가율 25.6%를 크게 상회하여 금융부문의 상대적인 비중을 증대시켰다<sup>8)</sup>. 1971년 이후 정부가 다시 低金利政策으로 선회함에 따라 1970년대에는 금융저축의 증가 특히, 은행저축의 증가가 거의 담보상태에 있었으며 金融聯關比率도 1970년의 2.57배에서 1980년 3.09배로 증가하는 데 그쳤다. 그러나 1980년대에 들어 物價가 안정되고 實質金利가 크게 상승함에 따라 금융저축이 다시 증대하기 시작하였는데 이 시기의 金融貯蓄 增大는 주로 제2금융권을 중심으로 이루어졌다. 이는 우리나라의 금융저축 증대가 所得水準의 增大뿐만 아니라 實質金利의 水準과도 상당히 밀접한 관계가 있음을 보여준다고 하겠다.

〈表 III-3〉 各國의 金融聯關比率<sup>1)</sup>

(單位: 배)

	한 국	미 국	일 본	대 만
1965	0.76	4.36	3.75	-
1970	2.57	4.37	3.74	2.1
1975	2.72	4.16	4.73	2.8
1980	3.09	4.43	5.44	3.4
1985	3.94	4.38	6.63	3.9
1990	4.33	6.09	7.29	6.1
1992	4.67	7.81	8.38	-

註: 1) 금융연관비율 = 금융자산잔액/GNP.

資料: 韓國銀行, 『우리나라 자금순환계정의 이해』, 1994.

經濟企劃院, 『國民經濟統計年報』, 1993.

Board of Governors of the FRS, *Federal Reserve Bulletin*, various issues.

8) 이 당시 총통화의 증가는 주로 정기예금 등 저축성예금의 증가에 기인한 것이었으므로 그만큼 물가에 대한 압박요인이 적었다고 보여진다.

〈表 III-4〉 各國의 M<sub>2</sub>/GNP 比重

(單位: %)

	한 국	미 국	일 본	대 만	인도네시아	멕시코
1965	12.1	65.4	77.5	-	11.3	16.2
1970	32.2	61.9	74.1	-	9.8	16.4
1975	31.1	64.1	84.6	56.9	16.8	15.2
1980	34.0	59.6	86.2	65.4	18.6	29.9
1985	36.0	63.3	95.4	106.4	24.9	26.4
1990	38.5	60.8	115.8	151.4	45.5	24.8
1992	40.3	58.3	108.3	176.0	48.1	-

資料: 統計廳, 『주요해외경제지표』, 각호.

IMF, *International Financial Statistics*, Yearbook, 1994.

우리나라 金融部門의 국민경제에 있어서 상대적인 크기는 아직 선진제국에 비해 뒤떨어져 있는 수준이기는 하지만 1980년대 이후 빠른 속도로 증가하여 왔으며, 金融發展(financial deepening)이 量的인 면에서 상당히 심화되고 여타 開途國에 비해서도 發展된 것으로 보인다.

이상을 연대별로 다시 종합해보면 1960년대에는 주로 은행기관으로의 금융저축 유입을 위해 金利現實化 措置를 단행하였고 그 결과 은행부문을 중심으로 金融貯蓄이 크게 신장하였다. 그러나 高金利政策은 곧 기업들의 높은 부채비율하에서 企業採算性 惡化를 가져왔고 1970년대에 본격적으로 추진된 중화학공업 육성정책과 더불어 정부는 低金利政策으로 선회하였다. 이 기간 동안은 국내금융부문의 質的·量的인 發展이 모두 정체되었던 기간으로 볼 수 있다.

1970년대 말과 1980년대 초에 들어 정부는 金融自律化의 必要性을 인식하고 금리의 시장기능 제고 및 금융기관 운용의 자율성을 목표로 하였다. 그러나 이미 높은 負債比率로 은행대출에 과도하게 의존하게 된 기업들이 國內外的 景氣沈滯를 이겨내지 못하고 도산위기를 맞게 됨에 따라 정부는 銀行金利 및 貸出에 대한 介入을 지속적으로 해나갈 수밖에 없었다. 시중은행이 민영화되었으나 人事, 經營 및 資產運用에 있어서 종전에 비해 정부의 역할이 줄지 않았으며, 産業合理化를 위한

構造調整 過程에서 銀行貸出에 대한 정부의 개입이 계속되었다.

반면 제2금융권에 대한 進入制限을 대폭 완화함으로써 금융부문에 새로운 경쟁을 도입하였고 이들 기관에 대해서는 金利 및 資産運用에 있어서 은행부문보다 훨씬 자유로운 금융환경을 제공함으로써 제2금융권의 비약적인 발전이 있게 되었다. 또한 債券市場의 활성화로 會社債 發行이 크게 늘었다. 이 기간 동안은 물가안정으로 인하여 실질금리가 상당히 높은 수준에서 유지되었고 ([圖 III-2] 참조) 따라서 金融貯蓄의 誘引效果가 상당히 컸다고 할 수 있다. 이러한 상황에서 제2금융권의 상대적으로 자유로운 운용은 이들 기관이 金融貯蓄을 대폭 흡수할 수 있도록 하여 주었다. 그 결과 1980년대 후반에 들어 제2금융권의 상대적인 비중이 제1금융권을 능가하게 되었다 (<表 III-5> 참조).

<表 III-5> 金融部門의 伸張 推移

(單位: %)

	M <sub>2</sub> /GNP	M <sub>3</sub> /GNP	회사채잔액/ GNP	총저축률 (% of GNP)	예 금 비 중	
					은 행	비 은 행
1970~74	33.9	-	-	18.9	-	-
1975	31.1	38.5	-	18.1	84.1	15.9
1977	33.0	42.2	2.5 <sup>1)</sup>	27.5	81.1	18.9
1980	34.0	48.3	5.0	23.2	73.3	26.7
1983	36.9	60.6	7.3	27.6	60.9	39.1
1985	36.0	69.1	9.3	29.8	54.8	45.2
1987	36.7	83.9	9.2	37.3	49.2	50.8
1990	38.5	108.5	13.5	35.9	42.5	57.5

註: 1) 1978년 수치임.

資料: 財政經濟院, 『재정금융통계』, 각호.

韓國銀行, 『경제통계연보』, 각호.

\_\_\_\_\_, 『통화금융』, 각호.

1980년대의 非銀行金融機關의 進入障壁 緩和와 상대적으로 자유로운 運用은 그 당시 우리 경제와 금융이 처한 상황에서 하나의 차선의 方策이었다고 평가할 수 있을 것 같다. 정부가 金融自律化 政策을 추진하지 못하고 은행기관에 대하여 통제·개입을 계속해나가는 상황에서 제2금융권의 확대는 우리 金融部門의 量的

膨脹과 金融資金 動員에 상당히 긍정적인 영향을 미쳤다고 볼 수 있다. 다시 말해 비교적 자유롭게 운용되는 금융부문이 확장됨으로써 결과적으로 전체 金融市場의 自律性이 提高되었다고 볼 수 있다.

반면 제2금융권의 확대는 금융저축을 비교적 많은 소규모 금융기관들로 이동시켜 金融資金의 短期化를 초래하였고, 이들 기관의 安定性을 확보하기 위해서는 적절한 監督機能을 확보해야 하는 등의 문제를 내포하고 있다. 또한 비은행금융기관의 상대적인 확대는 이들 중 많은 기관들이 재벌기업에 속해 있음에 따라 經濟力 集中을 加速化시키는 요인의 하나가 되었다고 할 수 있다.

또한 전세계적으로 金融의 自律化·開放化·證券化의 加速化로 금융기관들간의 競爭이 심화되고 收益性이 악화됨에 따라 외국의 우수 금융기관들이 합병·흡수를 통해 大型化되어 가는 추세에 있음을 비추어 볼 때, 장차 우리 금융환경이 보다 자유화·개방화되었을 때에 우리 金融機關도 大型化되어가야 할 것이다. 이러한 관점에서 볼 때 이들의 競爭性和 收益性에 상당한 문제가 있을 수 있으며, 따라서 앞으로 금융산업 개편이라는 중요한 과제를 남겨놓고 있다고 하겠다<sup>9)</sup>.

### 3. 金融政策과 産業化

이상에서 논의한 바와 같이 우리나라의 金融政策은 物價安定이나 金融部門의 效率的인 發展이라는 측면에서 볼 때 크게 긍정적인 역할을 하였다고 볼 수 없다. 그러면 과연 그것이 의도한 바대로 實物部門의 빠른 成長에는 이바지하였는가? 여기에 대해서는 다시 두 가지 측면으로 나누어 분석해 볼 수 있을 것이다. 첫째는 우리의 選別 金融政策이 우리가 육성하고자 하였던 산업들로 하여금 金融借入에 대한 접근도를 높이고 이들의 金融費用을 낮추어 그들의 빠른 성장에 도움이 되었는가 하는 것이고, 둘째는 정부의 金融에 대한 支配가 이들 산업의 投資에 대한 危險度를 줄이고 나아가 우리 기업가들로 하여금 모험적인 투자 및 진취적인 해외시장개척 전략을 펼 수 있게 하였는가 하는 것이다<sup>10)</sup>.

9) 자세한 내용은 제IV장 참조.

10) 이에 대한 보다 자세한 논의는 Cho and Kim(1995)을 참조.

우선 첫번째 측면에 대해서 결론적으로 말하자면, 우리나라의 金融政策은 정부가 의도했던 대로 특정지원 분야의 金利負擔을 낮추고 資金에 대한 接近度를 높이는 데에는 상당히 有效하게 작용했던 것으로 평가된다. 1980년대 후반 경상수지 흑자로 수출에 대한 정책금융지원이 줄어들 때까지 輸出部門은 內需部門에 비해서 훨씬 낮은 금리로 높은 資金接近度를 누려 왔다 (<表 III-6 참조). 또한 1970년대에는 중화학공업이 국민투자기금 등 低金利의 政策金融의 덕분에 그들 투자의 높은 위험성에도 불구하고 낮은 금리로 借入하고 投資할 수 있었던 것으로 생각된다. 또한 이러한 과정에서 중화학공업 투자를 담당했던 대기업들이 중소기업보다 은행대출면에서 유리한 접근도를 누려 왔다고 볼 수 있다<sup>11)</sup>.

<表 III-6> 部門別 信用接近 및 借入費用

(單位：%)

		1973~81	1982~86	1987~90	1991~94
차 접 근 도 <sup>1)</sup>	제 조 업	40.4	31.5	27.7	27.8
	대 기 업 (A)	40.9	31.6	27.0	26.6
	중 소 기 업 (B)	32.7	31.3	31.4	32.2
	(A) - (B)	8.2	0.3	-4.4	-5.6
	수 출 기 업 (C)	45.1	35.9	30.3	27.6
	내 수 기 업 (D)	37.6	28.8	26.3	27.8
	(C) - (D)	7.5	7.1	4.0	-0.2
	중 화 학 (E)	40.7	32.2	28.2	27.1
	경 공 업 (F)	37.8	30.3	27.0	29.3
	(E) - (F)	0.9	1.9	1.2	-2.2
평균차입 비 <sup>2)</sup>	제 조 업	13.3	14.0	13.0	14.4
	대 기 업 (G)	13.0	14.0	12.6	14.0
	중 소 기 업 (H)	14.9	14.2	14.3	16.1
	(G) - (H)	-1.9	-0.2	-1.7	-2.1
	수 출 기 업 (I)	12.6	12.7	12.6	14.0
	내 수 기 업 (J)	14.0	14.8	13.2	14.6
	(I) - (J)	-1.4	-2.1	-0.6	-0.6
	중 화 학 (K)	12.1	13.5	12.7	14.0
경 공 업 (L)	14.9	14.9	13.5	15.4	
(K) - (L)	-2.8	-1.4	-0.8	-1.4	

註：1) 금융기관 차입금 및 외국차관/총자산

2) 평균차입비용 = 금융비용 / (회사채 + 외국차관 + 금융기관차입금)

資料：韓國銀行, 『기업경영분석』, 각호.

11) 이러한 추세는 1980년대 후반 정치민주화와 더불어 정책금융의 지원이 산업지원보다 사회의 형평성 쪽을 더욱 강조함에 따라 1990년대에 들어 종래의 추세로 발전되었다.

그러면 이러한 選別金融政策이 수출신장이나 중화학공업의 발전에 얼마나 기여하였는가? 여기에 대한 정확한 분석은 불가능하다. 輸出이나 重化學工業이 급격히 신장·발전할 수 있었던 것은 단순히 金融支援만이 아니고 換率, 租稅 및 여타 産業政策이 동시에 이들을 뒷받침하여 주었기 때문이다. 그러나 수출이나 중화학공업의 초기 발전단계에서 가장 애로요인이 되었던 것이 이를 위한 投資財源의 調達이었다고 (Calomiris and Himmelberg, 1993) 본다면 1960~1970년대의 選別金融政策은 이를 완화하는 데 상당한 기여를 하였고, 그 결과 이들 부문의 급신장을 가능케 하였다고 보여진다.

앞서도 지적한 바와 같이 輸出支援金融은 수출업자가 수출신용장만 있으면 어느 은행에서나 어음을 할인받을 수 있도록 資金의 接近度를 보장해 주었다. 많은 후진국들과 마찬가지로 단기어음시장이 발달해 있지 않았던 우리나라에서 中央銀行의 自動再割引制度를 통해 수출업자가 어음을 거의 자유롭게 할인받을 수 있었던 것은 후진국 수출업자들의 가장 큰 애로점인 수출주문 수주와 대금지불 사이의 短期資金調達の 어려움을 원활히 해결해 주었다고 볼 수 있다. 물론 이러한 輸出金融 外에도 수출업자는 一般金融에 있어서도 상당히 유리한 혜택을 누렸던 것이 사실이다<sup>12)</sup>. 수출금융에 대해 엄청난 利子補助金이 지원되었던 것도 초기 수출시장개척의 경제발전에 대한 外部經濟效果를 생각하면 긍정적으로 평가될 수 있다. 혹자는 만약 수출이 외부경제효과가 있었다면 이에 대한 지원을 財政으로 하지 꼭 金融으로 할 필요가 있었느냐고 할지 모르지만 1960년대 당시 GNP의 10% 남짓한 우리의 租稅收入으로는 이것이 불가능했으리라 보여진다. 또한 수출업자의 가장 큰 애로요인이 資金接近度에 있었다면 財政에 의한 利子率補助는 크게 도움이 될 수 없다 (Calomiris, Himmelberg, Kahn and Vittas, 1992).

또한 重化學工業에 대한 투자는 회임기간이 길고 그 당시 상황으로 보아 투자 전망이 극히 불확실한 상태였다. 이러한 상황에서 정부가 國民投資基金의 設立 외에도 外資의 적극유치 주선, 그리고 일반은행의 金融資金 配分에 깊이 간여함으로써 중화학공업에 대한 막대한 투자가 가능하였던 것이다. 1970년대 후반에는 제조

12) 1990년에 생겨난 종합무역상사들은 은행대출면에서 상당한 혜택을 누렸다 (Cho and Kim, 1995).

업 고정투자의 약 80%가 중화학공업에 대한 설비투자였으며 (Nam, 1992), 1970년대 동안에만 중화학공업이 전체 제조업에서 차지하는 상대 비중이 2.5배로 늘었고 수출에서 차지하는 비중도 3배로 늘었다 (<表 III-7> 참조).

<表 III-7> 産業 및 輸出商品 構造의 變化

(單位 : %)

	1970	1975	1980	1985	1990
산업별 구성					
농 립 어 업	17.0	12.8	8.3	7.7	5.2
광 업	1.1	0.9	0.8	0.7	0.5
제 조 업	40.3	50.4	51.0	50.0	49.6
(경 공 업)	(28.4)	(29.5)	(24.7)	(20.7)	(17.3)
(중화학공업)	(11.9)	(20.9)	(26.3)	(29.3)	(32.3)
전력·가스·건설	9.8	7.7	10.2	10.4	12.2
서비스 및 기타	31.8	28.2	29.7	31.2	32.5
합 계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
수출상품구성					
경 공 업	49.4	45.6	35.2	30.3	28.2
중 화 학 공 업	12.8	29.0	38.3	47.5	51.3
기 타	37.8	25.4	26.5	22.2	20.5

資料 : 韓國銀行, 『산업연관표』, 각호.

어느 나라에서도 이렇게 급격한 重化學工業의 신장은 찾아볼 수 없으며, 이는 중화학공업 발전의 가장 큰 한계점인 資本市場의 發展과 長期資金 調達을 우리 정부가 金融에 대한 介入으로 적극 지원한 결과라고 보여진다. 실제로 1970년대의 集中的인 金融配分은 1980년대와 1990년대에 重化學工業의 産業 및 輸出比重의 증대를 가져왔다. 즉, 적극적인 금융배분이 이 부문의 성장을 선도했던 것으로 보여진다. 중화학공업의 전체 제조업과 수출에 대한 비중이 20~30%에 지나지 않았던 1970년에 금융배분은 이미 50%를 상회하였고 이것은 그 후 산업과 수출에 있어서 중화학공업 비중의 신장을 선도하였다.

이러한 資金에 대한 接近度 提高와 金利補助 外에도 정부가 金融을 支配함으로

써 정책적 지원분야에 투자하는 기업에 대하여 일종의 危險同伴者的인 役割을 했던 것은 우리 기업이 모험적인 해외시장 개척과 위험도 높은 투자를 하게 한 주요 요인이 되었고, 이는 우리나라의 産業成長에 기여한 바가 크다고 생각된다. 이에 대해서는 제Ⅲ장 제5절에서 보다 상세히 논하고자 한다.

#### 4. 外資의 役割과 우리나라의 金融政策

우리나라의 金融政策은 우리가 처하였던 고유한 國內外 政治·經濟環境下에서 태동되었으며 또한 그 추진이 가능하였다고 볼 수 있다. 우리나라의 公金利 水準은 시장금리 수준보다 크게 낮았으며 實質金利가 負(-)의 수준에 머물 때도 자주 있었다. 이는 금융기관들로부터의 주차입자였던 기업들의 資本費用을 줄여 주기 위한 것이 주목적이었다고 할 수 있다. 그러나 이러한 負의 實質金利下에서 저축자들은 다른 대체저축 수단을 찾기 마련이고 금융기관을 통한 자금동원 능력에는 한계가 있게 된다. 고도성장과정에서 필요한 높은 投資需要를 충족함에 있어서 우리가 가지고 있었던 外資에 대한 유리한 접근도는 결국 국내자금동원을 위한 시장우호적인 금융정책에 대한 필요성을 적게 하였다고 볼 수 있다. 그 결과 우리는 소위 ‘抑壓的인 金融政策’(repressive financial policy)을 계속할 수 있었던 것으로 보인다.

실제로 1962~1991년 사이에 우리나라의 總投資率(GNP 대비)은 27%였는데 이 중에 약 6%가 외국자본, 특히 주로 外債에 의해 조달되었다. 다시 말해 이 기간 동안의 국내 총투자의 약 22%가 外資에 의해 조달되었던 것이다<sup>13)</sup>. 결국 높은 經濟成長率의 주요인이 높은 투자율에 있었다고 볼 때 (Lau and Kim, 1994) 高成長은 즉 投資所要財源을 조달하는 데 그 관건이 있었다.

1960년대 들어 美國의 貿易收支 惡化와 더불어 미국의 經濟援助가 줄어들기 시작한 반면 經濟開發計劃에 의하여 投資率은 크게 늘어나게 되었다. 이러한 과정에

13) 우리 경제의 도약단계라고 할 수 있는 1962~1982년 사이의 실질경제성장률은 8.2%였는데, 이 기간 동안의 투자가 만약 모두 국내저축에 의해서만 이루어졌다면 아주 개략적인 추정식에 의하면 이 기간의 실질성장률은 5%를 넘지 않았으리라고 추정된다 (Cho and Kim, 1995).

서 國內外 資金을 동원하기 위하여 金融政策面에서 일련의 改편이 있었는데 그 중 가장 중요한 몇 가지를 들면 첫째, 1965년의 金利改革으로 國內 金融貯蓄의 極大化를 도모했으며 둘째, 「外資導入法」의 정비와 韓·日 國交正常化로 海外로부터의 資金流入을 촉진하는 길을 마련하였다는 것이다. 특히 1966년의 「외자도입법」 개정은 國策은행 및 商工銀行들로 하여금 外債에 대한 支給保證을 하게 함으로써 당시 이들 金融기관에 대주주였던 정부가 사실상 거의 모든 外債導入에 대해 실질적인 支給保證을 하게 된 것이다 (〈表 III-8〉 참조).

〈表 III-8〉 商業借款에 대한 支給保證

(單位：백만달러, %)

	금 액 <sup>1)</sup>	구 성 비
시 중 은 행	92	4.2
지 방 은 행	12	0.6
한 국 외 환 은 행	1,786	81.4
한 국 산 업 은 행	303	13.8
총 지 급 보 증 (A)	2,193	100.0
총 산업차관도입 (B)	2,491	88.0 (A/B)

註：1975년 말 기준의 대출액임.

資料：김창진(1976)에서 인용.

그러나 1960년대 후반 들어 外債償還 期間이 다가오게 되고 또 1965년 이후의 높은 금리를 世界景氣不況과 더불어 많은 기업들이 견뎌내지 못하게 되자 外債에 대한 債務不履行의 위험이 높아지게 되었다. 이에 정부는 결국 「8·3 緊急經濟措置」를 통하여 私債를 동결하고 短期銀行貸出은 장기대출로 전환함과 동시에 金利도 인하하게 되었으며 1970년대 초반 이후는 다시 低金利 수준으로 돌아서게 되었다. 정부는 國內기업들에게 필요한 막대한 投資財源을 싼 금리로 지원하기 위해서, 보다 市場接近的인 金融政策을 통하여 國內자금동원 증대를 도모하기보다는 外債에 대한 지속적인 접근도를 확보하는 쪽을 택하였다고 볼 수도 있을 것이다.

이와 관련하여 1970년대에 들어 우리가 國內金融部門을 抑壓하면서 重化學工業

에 대한 막대한 投資를 조달할 수 있던 것은 결국 제1차 석유파동 이후에 오일펀드를 환류하였던 유로금융시장의 급격한 발전이 있었기 때문이라고 할 수 있을 것이다. 1970년대의 重化學工業에 대한 集中投資에 대해 그 당시 세계은행 등 국제금융기관에서는 合理的인 投資政策이라고 판단하지 않았고 따라서 이들과 같은 國際金融機關의 借款으로써 중화학공업을 지원할 수 없었다<sup>14)</sup>. 유로금융시장의 발전은 소위 IMF, 세계은행의 借款과 같이 재정·금융의 긴축 등 정책조건이 붙지 않는 차관을 제공해 주었고, 따라서 석유파동 이후의 유로달러시장의 급격한 팽창은 우리나라가 低金利政策을 포함하여 市場介入의 金融政策을 지속할 수 있었던 對外環境을 제공하여 주었다고 볼 수 있을 것이다.

보다 넓게는 戰後 냉전체제하에서 우리나라가 전략적으로 상당히 중요한 위치에 있었고 그 결과 여타 개도국에 비해 상대적으로 유리한 外資에 대한 接近度を 가질 수 있었던 점이 우리나라의 경제발전과 금융정책발전에 중요한 역할을 하였다고 볼 수 있다. 유로시장으로부터 우리가 막대한 자금을 들여올 수 있었던 것도 그 동안 우리의 高成長이 쌓아올린 신인도가 주요인이었겠으나 韓·美間 혹은 韓·日間의 특수관계도 일조를 하였다고 볼 수 있다<sup>15)</sup>. 그러나 1980년대에 들어 南美國家들 및 일부 아시아 국가들의 外債危機로 인한 對開途國 商業借款의 경색은 국내 금융정책면에서 우리 스스로의 重化學工業에 대한 過多投資의 非效率性에 대한 반성과 더불어 보다 市場金利接近的인 方向으로 정책을 선회하는 한 요인이 되었다고 볼 수 있을 것이다.

또한 최근에 들어서 世界經濟의 글로벌화와 國際金融市場의 급격한 統合(financial integration)은 결국 우리 금융도 점차 개방화되지 않으면 안 되게 하였고 이는 또 본격적인 國內金融의 自由化로 이어지게 하였다고 볼 수 있을 것이다.

14) 또한 이들 기관으로부터의 차관이 용이했다고 하더라도 중화학공업투자에 비해 그 규모가 충분치 못하였을 것이다.

15) 1946~1978년 사이에 美國의 對韓 經濟援助는 약 60억달러이었는데 (군사원조를 포함하면 126억달러), 이는 同 期間의 미국의 아프리카 전지역에 대한 원조 68억달러와 거의 비슷한 규모이며, 美國과 특수관계에 있다고 볼 수 있는 南美國家들 전체에 대한 경제원조 148억달러의 약 40% 수준에 달하는 것이었다 (Woo, 1991).

## 5. 우리나라의 金融政策과 經濟發展 : 綜合的 評價<sup>16)</sup>

우리나라의 고속성장과정에 있어서 金融政策은 성장정책의 가장 중요한 政策手段이 되어왔다고 할 수 있다. 그러면 과연 지나간 30여년 동안의 우리나라의 기본적인 금융정책의 구도, 즉 정부의 銀行機關에 대한 統制, 정부주도의 選別的 金融配分과 金利規制가 우리 경제의 고속성장을 촉진하는 요인이 되었는가? 만약에 그렇다면 어떤 측면이 成長에 寄與하였는가? 그리고 이러한 정책구조가 현재의 우리 金融環境에 주고 있는 遺産은 무엇인가?

### 가. 金融의 選別的 配分이 미친 影響

選別的 金融配分과 金利支援이 과연 한 나라의 經濟成長에 肯定的인 役割을 하였는가에 대한 설명은 一般均衡모델에 의한 분석에서만 가능하다. 그러나 우리나라와 같이 각종 가격 및 물가가 규제되고 있던 상황하에서는 일반균형모델의 분석 자체가 큰 의미를 갖지 못한다.

따라서 先驗的으로 판단해볼 때 經濟發展(take-off)의 초기 단계에서 정부가 경제 발전을 위해 外部經濟效果(externality)가 높은 輸出産業部門으로 資金을 우선적으로 동원하고 배분한 것은 대체적으로 經濟成長에 肯定的인 役割을 하였다고 평가되어진다. 그 첫째 이유로서는, 해외시장에 대한 정보가 거의 없고 기술축적이 빈약한 상황하에서 처음 海外市場의 輸出을 시작하는 데에는 상당한 固定費用의 投資가 필요하다. 반면, 市場을 개척하고 技術情報를 얻는 데에 개인이 투자해야 하는 비용에 대한 보상이 반드시 그 개인에게 충분히 돌아오는 것이 아니고, 많은 동업자들이 나누어 갖는 입장이 되기 때문에 소위 輸出에 대한 社會的 利得(social return)과 個人的 利得(private return)間에는 차이가 생기게 되는 것이다. 이 같은 外部經濟 效果가 생길 경우에는 財政에 의한 輸出支援(subsidy)이 더욱 바람직할

16) 이 節의 상당부분은 趙潤濟(1993b)에서 인용하였음.

것이다. 그러나 실질적으로 조세체계가 잘 발달되어 있지 않고, 재정지원의 여력이 크게 부족한 상황이었으므로 수출 성장을 위해 초기에는 金融支援을 할 수밖에 없었으며, 이에 따른 여러 가지 부정적 측면에도 불구하고 정부의 금융지원은 대체로 成長에 寄與했다고 보여진다. 또한 상업자본이 축적되어가면서 무역이 발달했던 영국이나 여타 선진국과 달리 우리나라는 단기어음시장이 발달되지 않은 상황에서 수출을 적극 권장해야 했었다. 따라서 수출업자들이 運轉資金을 조달할 수 있는 窓口를 제공하기 위해 中央銀行에서 輸出金融을 再割引하여 줌으로써, 소위 종전에 없던 市場(missing market), 즉 수출을 위한 단기금융시장을 창출하였다는 점에서 中央銀行의 輸出支援金融도 通貨增發의 要因이 되기는 하였지만 긍정적으로 평가할 수 있다 (Rhee, 1984)<sup>17)</sup>.

#### 나. 金融支配를 통한 危險同伴者·危機管理者로서의 役割

그러나 지난 30년 동안 우리나라의 금융정책구도가 성장에 기여한 바는 이러한 金利補助의 支援보다는 정부가 금융기관을 規制 내지 支配함으로써 産業部門의 危險同伴者(risk partner)가 되어 주었다는 데에 政府主導 金融이 경제성장에 보다 肯定的인 효과를 가져왔다고 평가할 수 있을 것이다. 경제발전 초기에는 新産業에 대한 투자의 不確實性이 높고 또한 각종 情報의 不足으로 투자자나 금융기관에게 새로운 수출산업에 대한 투자의 위험도가 실제보다 훨씬 높게 인식되어 新産業에 대한 投資를 기피하는 경향이 있다. 많은 후진국에 있어서 경제발전의 도약(take-off)이 쉽지 않은 이유도 바로 여기에 있는 것이다. 이 경우 정부가 금융기관을 통제하여 기업들에게 지속적인 資金支援을 보장하여 줌으로써 投資의 危險同伴者(risk partner) 역할을 한 것은 결과적으로 기업투자에 따른 위험도를 줄이고 企業의 實質 期待收益을 높여<sup>18)</sup> 소위 企業人의 事業動機와 意慾(entrepreneurship)을 고

17) 日本도 1970년대 초까지 비슷한 정책을 취했음.

18) 즉, 투자의 수익에 대한 불확실성하에서 정부와 금융기관이 downside risk에 대한 책임을 저증으로써 자금을 차입 받아 투자한 기업은 그 실제 투자수익이 크게 될 경우 차입금과 이자를 제외한 실지수익을 모두 향유할 수 있기 때문에 차입자의 기대투자수익률은 사업 프로젝트(project) 자체의 투자 기대수익률보다 높게 되었다 (Cho, 1989).

취시켰다고 할 수 있다.

또한 우리나라와 같이 商業資本이 축적되어 있지 않은 상태에서 급격한 산업화를 이루어나가기 위해 企業은 國內外로부터의 負債에 크게 의존하지 않을 수 없었고, 이에 따른 國民經濟의 危機管理側面에서 政府의 金融 介入은 불가피한 선택이었다고도 볼 수 있다. 英國 및 歐美 선진 산업국은 상업 및 농업자본이 서서히 産業資本化하고 또한 수세기에 걸쳐 産業化가 진행되면서 企業의 留保所得 (retained earning)이 擴大投資와 新産業 建設의 主資金源이 되었다. 우리나라는 약 30여년 동안에 선진 산업국들의 경우 1~2세기에 걸쳐 이룩한 산업화를 이루면서 결국 外資 借入과 은행기관 및 중앙은행의 발권력을 통한 자금 동원에 의존할 수밖에 없었다. 그 결과 1960년대 이후 企業의 負債比率이 급격히 상승하고, 이는 우리 기업이 발전 초기부터 매우 취약한 財務構造를 가지게 된 요인이 되었다 (<表 II-4> 참조).

<表 II-4>에서 보는 바와 같이 우리나라 製造業의 負債比率은 1965년의 93.5%에서 1970년 328.4%로 급격한 증가를 보였다. 이는 1965년의 대폭적인 금리인상으로 은행 저축을 통한 資金 仲介가 急增하고 또한 韓·日 國交正常化 등으로 해외에서의 商業借款이 급격히 늘어났기 때문이다. 개발초기에 企業의 對外債務는 대부분 정부의 支給保證에 의해 이루어졌다. 특히, 우리나라의 경우 1980년대 초반까지 제조업의 차입금 중 외채의 비중이 상당히 높아 企業의 採算性이 換率 變動, 輸出市場의 景氣 變動 등에 매우 민감하게 움직였다. 또한 外債의 경우 景氣가 부진하거나 企業收支가 어려울 때 대출상환조건의 조정이 어렵고 事前的인 대출상환 연장이나 금리조정이 거의 불가능하고 오직 채무불이행 후 事後的 再調整 (reschedule)만이 가능하며, 그렇게 될 경우는 이미 對外 信用度가 상실되어 외채에 대한 추후 접근(access) 자체가 힘들어진 상황이 되었을 경우이다.

따라서 對外債務의 不履行은 국제 금융사회에서 國家 信用度를 떨어뜨리고 경제개발에 필요한 資金調達에 결정적인 타격을 주므로 결국 어떤 비용을 지불하더라도 장기적인 관점에서 정부로서는 이를 피할 도리밖에 없다. 따라서 企業들의 負債比率이 높은 상황에서 세계 경기침체 등 外部衝擊이 왔을 경우에는 국내은행

에 대한 부채의 경감 등을 통해서 危險分擔(risk sharing)을 해주어야 하기 때문에 다른 어떤 나라보다도 銀行貸出에 대한 政府의 광범위한 介入이 불가결하였다고 할 수 있다. 이는 즉, 같은 량의 물이 밀려와도 水門이 한쪽만 열렸을 때 그 쪽으로 훨씬 더 물이 세게 몰아치는 것과 같다고 하겠다. 결국 政府의 仲裁에 의해서 은행이 기업의 손실을 떠맡게 되고, 이를 위해서는 銀行의 商業性이 犧牲되는 수밖에 없었다. 이 같은 銀行의 企業損失에 대한 분담은 다시 예금금리의 하락과 중앙은행의 발권력을 통해서 보전되었고 이는 다시 일반예금자에 대한 默示的 課稅(implicit taxation)로 전가되었다. 결국 國內外 負債에 의해 기업투자를 조달하고 산업화를 이루어나가는 과정에서 국민경제 참가자들이 産業發展에 따른 危險을 이러한 방식으로 分擔하여 왔다고 할 수 있다.

이는 다시 말해 지난 30년간의 고속 산업화과정에서의 우리나라 金融政策은 정부가 주도가 된 政府-企業-銀行의 이른바 (목시적) 保險裝置를 형성케 하여 주었으며, 이는 다시 우리나라의 經濟運用이 市場競爭에 의한 거래나 위험 손실분담을 넘어서 超市場的으로, 즉 정부의 개입에 의해, 손실의 배분과 분담이 이루어졌음을 의미한다. 이러한 환경은 기업인의 사업의욕을 고취시키고 진취적인 투자행위를 유도하는 데 일조를 하였으며, 여기서 오는 學習效果(learning effect)는 결국 動的인 經濟成長에 기여하였다고 해석할 수 있겠다.

또한 정부의 金融市場 介入(혹은 금융지배)을 통한 정부-기업-은행의 위험분담은 국가 경제의 위험관리라는 관점에서조차 불가결했다고 볼 수 있다. 일찍이 外債에 크게 의존하여 産業化, 開發戰略 등을 추구해온 국가들처럼 우리나라도 몇 번의 外債危機를 겪었으나 政府의 金融措置로써 이러한 위기를 넘기고 지속적인 고속성장을 해왔다고 볼 수 있다. 1960년대 말의 막대한 外資導入에 의한 經濟의 過剩膨脹, 1970년대 초의 世界 經濟不況과 이의 여파로 인한 換率切下는 많은 차관 기업들에게 도산의 위기를 가져다 주었으나 결국 정부의 8·3 긴급조치를 통한 私債의 동결과 은행대출조건의 대폭적인 완화로 우리나라 최초의 外債危機를 넘길 수 있었다고 볼 수 있다 (金正濂, 1990; Cho and Kim, 1995; Woo, 1991 참조). 南美의 칠레나 아르헨티나와 같은 국가의 경제가 1980년대 초 外債의 債務不履行으로

해외차입이 중단됨에 따라 그 후 치러야 했던 막대한 經濟費用을 상기해보면 이 같은 조치는 그 否定的 側面에도 불구하고 그 당시 막 수출산업의 바탕을 마련해 나가는 과정에서 불가피한 조치였다고 볼 수 있다.

#### 다. 高度成長期 金融政策의 否定的 遺産

모든 정책이 그렇듯이 이러한 정책방식도 상당히 否定的 效果를 수반하였다. 그리고 이들 부정적 효과는 오늘의 우리나라 經濟 運用에 큰 부담으로 남아 있다. 첫째, 모든 保險契約(묵시적이든 명시적이든)이 그러하듯이 소위 보험 혜택을 받는 측(즉 기업들)의 道德的 解弛(moral hazard effect)를 피할 수 없었고 둘째, 이상과 같은 정책방식은 결국 기업들의 방만한 投資와 취약한 財務構造의 固着化를 조장하였다. 1960~70년대의 우리나라 金融政策은 시장경쟁에 의한 금리결정 및 자금 배분이 아니라, 불완전한 市場機能에 대한 不信과 시장 극복적인 政府介入에 의한 資源配分の 성격이 강하였다. 이는 組織經濟學(institutional economics)에서 설명하는 소위 組織의 內部去來(internal transaction)처럼 거래비용을 낮추고 불확실성을 줄이는 거래와 유사하다 (Coase, 1937, 1960; Williamson, 1985). 이러한 거래는 中央 決定機關(central authority)이 情報網을 관리하며, 시장가격(price mechanism as an information network)보다는 정책당국의 결정(administrative decision)에 의해 자원배분 및 거래가 이루어진다. 따라서 同 制度가 시장제도보다 效率的이 될 수 있느냐 없느냐 하는 것은 바로 정부가 가지고 있는 情報網이 불완전한 시장가격의 기능보다 우월할 수 있느냐는 것과, 정부가 공동 복지의 증진을 위해 각 부문 구성원 간에 利得과 損失을 공정히 分配하며 이를 調整할 수 있는가에 달려 있다 (Cho and Hellmann, 1994). 그렇게 해야만 정책당국은 구성원들의 信賴性에 바탕을 두고 각 부문의 이해관계를 계속적으로 조정해 나갈 수 있으며 그 결과 市場競爭에 의한 資源配分の 경우보다 조직 전체의 福祉를 위해 더 나은 資源配分을 할 수 있는 것이다.

그런데 우리의 경우를 보면 1960~1970년대를 거쳐 政府와 金融機關은 産業部

門의 危險同伴者로서 산업이 어려울 때 그 손실을 분담해 준 반면, 경제가 호황을 누리고 기업이윤이 큰 경우에는 그 이윤을 주로 기업과 기업가들이 향유하여, 장기적인 측면에서 社會의 準地代(quasi-rent)가 공정하게 분배되지 못하였고 정부의 신뢰성이 확립되지 못하였다. 그 결과 초래된 企業群의 급속한 膨脹, 經濟力의 集中 및 이에 따른 政治·社會的인 負擔, 그리고 銀行機關의 沈滯 및 非效率性 등은 오늘날까지 經濟政策의 중요한 負擔이 되고 있다.

이와 관련하여 産業化를 위하여 우리가 과연 이러한 높은 수준의 金融支援을 지속적으로 할 필요가 있었는지에 대한 의문도 제기할 수 있다. 우리와 비슷하게 정부가 金融配分에 중요한 役割을 하여 온 日本과 臺灣의 경우도 우리보다는 政策金融의 規模나 金利의 支援 정도가 훨씬 적었다 (JDB, 1993; Cheng, 1993; 趙潤濟, 1993a). 그럼에도 불구하고 이들 나라의 經濟成長 速度는 우리보다 결코 낮지 않았으며, 이와 대조적으로 우리나라보다 훨씬 높은 金利支援을 했던 인도, 파키스탄 및 南美諸國들의 經濟成長이 극히 저조했던 점을 감안한다면 우리나라 政府의 金融規制는 앞서 지적한 바와 같이 개발 초기에 기업의욕의 고취와 국민경제의 위험분담 및 관리에 유효하게 작용했으나, 금리규제 및 정책금융의 정도가 필요 이상으로 심하여 그 결과 金融市場의 構造 및 金融慣行을 왜곡해 왔다고 할 수 있다.

〈表 III-9〉 日本과 臺灣의 銀行貸出金利

(單位：%)

	일 본				대 단		
	일 반 대 출 <sup>1)</sup>	무 역 어 음 <sup>2)</sup>	JDB의 우대채	CPI 증감률	일반대출 <sup>3)</sup>	무 역 어 음 <sup>3)</sup>	CPI 증감률
1955	8.40	6.94	6.5	n.a.	n.a.	-	n.a.
1960	8.03	5.84	7.0~6.5	n.a.	18.00	-	n.a.
1965	7.30	4.75	7.0~6.5	6.4	14.04	-	0.1
1970	8.00	6.00	7.0~6.5	7.0	12.60	-	3.6
1975	8.50	-	7.0~6.5	10.2	13.25~13.00	9.00	5.2
1980	9.25	-	7.0~6.5	7.8	16.20~13.50	6.50	19.0
1985	7.25	-	7.0~6.5	1.9	9.50~ 6.25	7.75	-0.2
1990	8.25	-	7.0~6.5	3.2	-	-	4.1

註：1) 1989년 1월 23일 이후 총체적인 조달비용 등을 베이스로 금리산출.

2) 수출입지원을 위한 우대어음제도는 일본의 국제수지 흑자기조가 정착된 1972년에 완전 폐지.

3) 自銀行法修正條文實施(1989년 7월 19일)에 따라 자유화.

資料：臺灣銀行, 『金融統計月報』, 각호.

日本銀行, 『經濟統計年報』, 각호

〈表 III-10〉 政策金融 比重 推移

(單位：%)

	1975	1980	1985	1990	1991	1992
한국						
정책금융 <sup>1)</sup> / 총대출금 <sup>2)</sup>	54.0	58.6	52.5	54.1	53.7	55.8
정책금융 / 국내신용 <sup>3)</sup>	40.2	35.7	27.7	22.0	21.2	21.2
일본						
정책금융 <sup>4)</sup> / 총대출금 <sup>5)</sup>	10.6	11.5	8.6	8.1	8.0	8.7

註：1) 재정자금, 국민투자자금, 개발기관(KDB+KEXIM) 대출금(외국차관 제외), 무역금융, 수출 산업설비자금, 상업어음할인, 농·수·축산자금, 주택자금, 중소기업자금, 중소기업진흥기금, 중소기업협동조합사업자금, 산업합리화관련자금 및 기타 특별대출 등의 합계임.

2) 예금은행 총대출금 및 개발기관(KDB+KEXIM) 대출금의 합계임.

3) 금융개관표(통화금융기관, 비통화금융기관 포함)상의 국내신용 합계임.

4) 일본수출입은행, 일본개발은행, 주택금융공고, 중소기업금융공고, 국민금융공고 및 기타 기관의 총재정투융자액임.

5) 일본 전국은행계정 대출잔액 기준임.

資料：東洋經濟新報社, 『經濟統計年鑑』, 1993.

韓國銀行, 『경제통계연보』, 각호.

## IV. 앞으로의 政策課題<sup>19)</sup>

이상에서 우리는 光復 이후의 우리나라 金融政策과 그것이 우리의 産業化 및 經濟發展에 미친 影響에 대해서 분석해 보았다. 또한 과거의 金融政策이 현재에 남긴 遺産에 대해서도 간단히 살펴보았다. 오늘날 國內外 經濟 및 金融市場 環境의 變化는 우리나라의 금융정책에 대해서도 많은 변화를 요구하고 있다. 보다 自由化되고 開放化된 국내금융시장을 요구하고 있다. 그러나 金融自由化는 그 자체가 목적일 수는 없다. 우리나라의 實物經濟가 원활히 운용되고 나아가 우리 企業들이 국제시장에서 선진국 기업들과 效率的으로 競爭하고, 金融機關들은 국제금융시장에서 그 기능을 충분히 수행하며, 또한 우리 經濟가 국제경제사회의 책임 있는 구성원으로서의 역할을 할 수 있기 위한 自由化와 開放化가 이루어져야 한다. 本章에서는 우리 金融政策이 현재 안고 있는 과제들을 중요한 몇 가지 부문으로 나누어 살펴보기로 한다.

### 1. 企業과 金融間의 새로운 關係摸索

앞 절에서 지적한 바와 같이 지난 30여년간 금융에 있어서의 政府의 役割은 단순히 金利를 規制하고 政策資金을 配分하는 것을 넘어 우리 기업의 危險同伴者로서의 역할을 해왔다고 할 수 있다. 政府主導의 經濟發展 過程에서 政府가 금융기관들을 직접 소유하거나 혹은 그 자산 운영에 깊은 영향력을 가짐으로써 政府는 기업에 대한 실질적인 債權者의 役割을 해왔다고 할 수 있다. 따라서 우리나라와 같이 負債比率이 높은 기업들로서는 투자행위나 재무계획에 있어 가장 주의를 기

19) 이 논문의 주 목적은 광복 이후 우리나라의 금융정책에 대한 회고 및 평가이기 때문에 앞으로의 정책과제에 대해서는 개략적인 서술에만 그치고자 한다.

올려야 할 대상이 株主나 銀行이라기보다는 바로 政府였다고 할 수 있다. 바꾸어 말해서 政府는 우리 기업들에게 가장 큰 부분의 資金을 供給하고 있는 金融機關들을<sup>20)</sup> 直接 所有하거나 실질적으로 統制함으로써 기업에 대한 實質的인 監督機能(corporate governance)의 역할을 해왔다고 볼 수 있다.

재무이론에 의하면 企業經營者는 株主와 債權者의 選好度에 따라 투자행위를 하지 않을 수 없고 결국 그들이 원하는 방향으로 기업경영을 해나갈 때 원활한 資金調達과 기업의 성공을 기대할 수 있다. 美國의 경우에는 株式市場에서 거래되는 그들의 株價를 통해 기업의 경영을 평가받기 때문에 기업경영인은 短期利益을 내는 데 주력하지 않을 수 없으며 이것이 반드시 기업이나 국가경제 전체의 長期的인 發展方向과 일치하지 않더라도 기업경영가가 택하지 않을 수 없는 선택이다. 따라서 이러한 投資選擇이 經濟의 長期的인 發展을 沮害할 수도 있다는 주장이 많이 있어 왔다. 반대로 日本의 경우에는 주채권자인 주거래 은행이 기업경영에 대한 가장 큰 감독자의 기능을 하기 때문에 반드시 단기적 성과에 얽매이지 않고 그 企業의 長期的 採算性에 더욱 역점을 두고 投資行爲를 할 수 있었다고 한다.

우리나라는 그 동안 政府가 실질적인 기업의 對債權者로서 기업의 투자 및 경영행위에 대한 監督者의 役割을 해왔다. 따라서 기업들도 단기적인 채산성보다는 정부가 선호하는 준칙들, 예를 들어 수출극대화, 생산설비의 확장 등에 投資의 우선 순위를 두었다. 아마도 이것이 우리나라의 빠른 經濟成長에 일조가 되었는지 모른다. 이러한 과정에서 기업들은 다른 나라에서 찾아보기 힘든 높은 負債比率을 갖게 되었고 그 결과 그들의 사활이 외부 경제상황에 따라 민감하게 좌우되었다. 앞 장에서도 지적한 바와 같이 이러한 기업들이 國內外 經濟環境의 變化로 어려움을 겪을 때 정부는 금리부담의 경감, 대출기한의 연장, 추가적 대출 등으로 危險 同伴者로서의 役割을 하였다. 그것이 국가경제의 장기발전과 합치한다고 보았기 때문이다.

그러나 自律化가 推進되고 金融機關이 自律的으로 運營될 때 이러한 정부의 역

20) 즉 채무비율이 높기 때문에 주식시장이나 내부자금조달보다 금융기관을 통한 자금조달의 비중이 훨씬 높다.

할은 점점 한계가 있게 되고 그 경우 여전히 높은 負債比率을 가지고 있는 우리 기업이 종래와 같은 과감한 투자행위를 계속할 수 있을 것인가? 아직도 産業構造의 高度化와 技術開發 投資 등 불확실성이 높은 투자를 많이 해나가야 하는 우리 경제의 경우 결코 간과할 수 없는 과제라 하겠다.

따라서 金融의 自由化·開放化와 더불어 이제는 민간부문 내에서 스스로 경제환경 변화에 대한 내생력을 가지며 위험분담을 해나갈 수 있는 장치를 설정해 나가지 않으면 안 될 것이다. 다시 말해 長期的으로 金融機關과 企業들이 同伴者 關係를 구축해나갈 수 있는 제도적인 길을 열어 주는 것이 필요하다고 생각한다. 이것이 日本과 같은 계열 기업군 내에서의 금융기관과 기업간의 상호지분소유에 의한 동반자적 관계가 되든지 아니면 獨逸과 같이 금융기관의 기업에 대한 지분소유와 이사회 참가와 같은 형태<sup>21)</sup>가 되든지 간에 우리의 실정에 맞으면서도 새로운 企業과 金融間의 關係定立을 모색하여야 할 것이다.

## 2. 企業의 財務構造 改善

이와 더불어 우리 企業들의 財務構造를 개선하는 노력도 절실히 필요하다. 우리나라와 같이 기업들이 높은 負債比率을 가지고 있는 한 기업들로부터 정부의 金融介入에 대한 요구는 계속될 것이다. 그 동안 기업들이 金融自由化를 주장해왔지만 실제로 금리가 조금만 올라가면 정부로 하여금 금리를 내리게 해달라, 자금사정이 어려우면 특별지원을 해달라는 요구를 해왔다. 우리와 같이 부채비율이 높은 기업들에게 사실 金利負擔과 資金調達은 그들의 競爭力에 주요한 요인이 된다. 기업들이 우리 經濟發展의 원동력이라는 것을 부인할 수 없다면 정부로서는 이러한 기업의 요구에 어떤 방식으로든 대응해야 하는 부담을 안는다. 따라서 기업의 負債比率을 낮추고 外部衝擊으로부터 自生力을 갖도록 해나가는 노력이 필요하다. 그러나 기업의 높은 負債比率은 지난 30여년간의 우리 금융정책과 금융관행에 의해 생겨난 현상이기 때문에 이에 대한 개선도 단기간에 이루어지를 기대하기는

21) 이에 대한 논의는 安鍾吉(1995)을 참조하기 바람.

힘들다. 가령, 負債比率에 따라 稅制 惠澤을 달리하는 방법 등은 그 자체가 왜곡을 낳기 쉽다. 또한 지난 1980년대 중반 이후 국내 기업의 부채비율도 조금씩 낮아지고 있는 추세이다 (<表 II-4> 참조). 결국 金融自律化를 꾸준히 추진함으로써 借入이 결코 自己資本에 비하여 저렴한 調達手段이 아니며 동시에 높은 負債比率은 그만큼 도산위기를 수반한다는 교훈을 기업 스스로가 배우는 도리밖에 없으리라 생각된다.

### 3. 實質的인 金融自律化의 加速化와 通貨管理制度의 改善

정부는 그 동안 금융개혁작업을 꾸준히 추진해 왔다. 무엇보다 金融自由化의 핵심이라고 할 수 있는 金利自由化의 폭을 넓혔으며 「銀行長 推薦委員會」의 설치 등으로 金融機關 內部經營의 自律化 幅을 넓혔다고 할 수 있다. 그러나 정부의 금융에 대한 지배는 여전히 뿌리 깊게 남아 있다고 보여진다. 아직도 금리가 오를 때에는 이의 방지를 위해 금융기관으로 하여금 自律的인 資産運用을 하는 것에 대하여 제한을 가하는가 하면 행정지도를 통하여 금융기관들이 자유로이 金利를 설정하는 데에 제한을 가하기도 한다. 그러나 金利의 實質的인 自由化야말로 우리 금융시장의 기능과 관행을 정상화하는 첫걸음이라 하겠다. 즉 價格 機能에 대한 제한을 두고는 어떤 시장도 정상화할 수 없다. 金利와 金融市場도 마찬가지다. 다만 금융기관들이 서로 담합을 한다거나 지나친 금리경쟁으로 부실한 대출을 하게 되는 데에 대한 제한과 감독을 강화하여야 할 것이다.

정부뿐만 아니라 중앙은행의 시중은행에 대한 지나친 간여도 우리 金融의 效率的인 運用을 저해하는 한 요인이 되고 있다고 하겠다. 현재 우리나라의 銀行은 中央銀行의 貸出金에 크게 의존하고 있다. 앞 장에서 논한 바와 같이 1990~1994년 동안 예금은행은 그들의 총대출금의 13.8%를 중앙은행으로부터의 차입에 의존하고 있다 (<表 III-11>, [圖 II-2] 참조). 預金銀行은 資産/負債의 構造上 중앙은행에 크게 의존할 수밖에 없고 중앙은행의 감독·지시로부터 資産運用이 자유로울 수 없게 되어 있다. 중앙은행은 통화가치를 안정시키고 적정통화공급을 위해서 지

불준비금, 공개시장조작, 재할인제도 등을 통하여 예금은행의 자산 및 부채운용에 어느 정도 제한을 가할 수 있다. 그러나 우리나라는 아직까지 金利自由化가 완전히 이루어지지 않아 실질적인 의미의 公開市場政策이 한계가 있고 통화당국은 시장실세금리보다 낮은 通安債의 발행 및 RP 거래 등으로 은행의 자산운용에 대한 直接的인 介入方式에 의해 통화관리를 하고 있다. 그 결과 銀行의 自律性은 자연스럽게 제한될 수밖에 없었다. 또한 현재 우리나라는 銀行의 支拂準備 不足에 대한 중앙은행의 대응 자체도 선명한 규칙(rule)에 의해서라기보다는 恣意的인 側面이 많이 있다. 통화관리 방법의 투명성, 예측성이 없는 상황에서 銀行은 資金調達의 상당한 부분을 중앙은행에 의존하기 때문에 통화당국의 자의적인 규제 및 개입으로부터 자유로울 수가 없는 실정이다.

따라서 實質的인 金利自由化 幅의 擴大로 公開市場政策을 가능케 하고 정책금융의 재정부담 확대 등으로 韓銀 再割引窓口의 通貨調節手段으로서의 기능 회복을 서둘러야 한다. 그리고 이에 바탕을 둔 間接通貨管理 方式으로의 移行이야말로 우리 금융시장 질서와 관행을 개선키 위한 핵심적인 과제라 하겠다. 이렇게 될 경우 관료적 타성에 의한 金融介入 등은 자연스럽게 줄어들 수밖에 없을 것이다.

#### 4. 金融産業의 改編 및 金融의 下部構造 改善

앞 절에서도 지적한 바와 같이 현재 우리나라의 金融構造는 상당한 부분에 있어 歪曲되어 있으며 그것은 그 동안의 政府政策의 결과라고 할 수 있다. 우선 銀行機關의 상대적인 比重이 외국에 비하여 매우 낮고 은행과 실질적으로 유사한 업무를 하는 非銀行金融機關들이 상대적으로 크게 비대해져 있다. 이는 고도성장 과정을 통하여 정부가 銀行을 産業政策의 手段化하면서 金利規制와 政策金融의 窓口로 사용해 온 반면 貯蓄增大와 私債市場의 흡수를 위하여 非銀行金融機關의 運營에 대해서는 덜 제한적인 정책을 취해 온 결과라고 앞서서도 논한 바 있다. 다시 말해서 우리의 오늘날의 金融産業 構造는 금융부문간의 스스로의 競爭力에 의한 결과라기보다는 政府의 비대칭적인 規制의 결과라고 보아야 할 것이다. 따라

서 만약 금융이 현재보다 더욱 자율화되고 개방화되었을 때 현재의 金融構造가 效率的으로 資金動員 및 配分을 할 수 있을 것인가에 대해서는 의문이 제기되고 있다. 또한 전세계적으로 진행중인 金融의 兼業化·大型化 추세에 맞추어 우리의 금융산업에도 이러한 길을 열어주는 制度的 裝置를 도입해나가야 하는 것은 분명한 일이다.

그러나 아직도 金利 및 資産運營에 대한 각종 規制가 상존하고, 金融機關 經營의 自律性이 미흡한 상황에서 인위적인 업무영역조정이나 합병 등은 金融機關間의 地代(rent)를 再分配하는 것에 지나지 않을 우려가 높다. 사실 정부는 그 동안 각종 규제를 통하여 金融機關의 資産運用에 제한을 가해 왔지만 그 반대급부로 상호간의 競爭制限을 통하여 각 금융산업이 일정한 地代를 누리게 해 왔었다. 그 결과 一般 金融需要者에게 여러 가지 불편과 비용을 수반하게 하였다. 종래의 금융규제가 상당 부분 잔존하는 상태에서의 업무영역의 조정은 각종 금융기관의 自生的 競爭力에 의한 상대적 비약과 축소를 가져오는 것이 아니기 때문에 金融이 보다 自律化되어 갈 경우 더 큰 調整費用을 치르게 될 가능성을 배제할 수 없다.

따라서 현 시점에서는 업무영역조정보다는 金利의 自由化, 通貨管理方式의 改善 등 소위 공정한 競爭을 촉진할 수 있는 틀을 갖추는 데에 초점을 맞추고 동시에 금융산업의 하부구조 개선, 즉 지급결제 제도의 개선, 회계제도의 신뢰성 강화, 금융감독기능의 강화 등에 노력을 기울여 나가야 할 것이다. 이러한 과정을 거쳐 여건이 성숙되면 金融機關들이 스스로 合併을 통한 大型化 혹은 특수 고객층에 대한 專門化 등을 해나갈 수 있도록 制度的 裝置를 마련해주어야 할 것으로 보인다.

자율화와 더불어 무엇보다 중요한 것이 金融監督機能의 強化라는 것은 부연해 설명할 필요가 없다. 그러나 金融監督機能의 強化도 단순히 이루어지는 것이 아니다. 회계제도의 신뢰성 확보, 事前·事後的 監督을 제대로 할 수 있는 전문인력의 확보 등이 수반되어야 한다. 따라서 金融發展을 위해 필수적인 下部構造의 改善를 지금부터라도 서둘러 나가야 할 것이다. 金融의 國際化와 더불어 監督機能을 국제적인 기준에 맞추어 나가는 노력도 물론 필요할 것이다.

## 5. 金融의 開放化

世界 金融市場은 급격히 統合되어 가고 있다. 오늘날 어떤 經濟도 이 추세에서 예외일 수가 없다. WTO 체제의 출범과 우리나라의 OECD 가입 계획은 우리 金融의 開放化를 가속해나가야 한다는 것을 의미한다. 비단 WTO의 출범이나 OECD의 가입이 없더라도 오늘날의 통신 및 전자결제수단의 발달에 의해 급속히 통합되어 가는 世界 金融環境의 趨勢에 미루어 볼 때 폐쇄적인 금융정책은 이제 더 이상 유효하지도 효율적이지도 못할 것이다. 따라서 金融開放은 우리가 원하던 원하지 않던 우리에게 다가온 現實的 課題이며 이 과제를 수행해야 하는 시간도 우리에게 충분히 주어지지 않고 있다.

그러나 우리의 國內 金融市場環境을 보면 아직도 외국에 비해 金利率이 크게 높고 외국으로부터 資本이 대폭 유입될 경우 이를 중립적으로 소화해낼 수 있는 적절한 通貨調節手段을 갖지 못하고 있다. 현재 우리 경제의 장래에 대한 외국투자자의 신뢰성이나 국내 대기업들의 국제적인 인지도 및 신뢰도를 고려해 볼 때 金融開放은 곧 外國資本의 대폭 流入으로 연결될 수 있다. 외국자본이 대폭 유입될 경우 이로 인한 通貨增發要因은 결국 不胎化政策과 國內信用에 대한 制限으로 해결할 수밖에 없을 것이다. 그 결과 그에 수반되는 비용은 외국자본에 대한 借入接近度가 낮은 中小企業이나 一般 借入者들이 지게 될 것이다. 만약 國內信用에 대해 제한을 하지 않을 경우 우리는 1980년대 후반에 경험했던 바와 같은 거품경제를 다시 한번 겪게 될지 모르기 때문이다. 그러나 현재와 같이 直接通貨管理方式에 의존하는 環境下에서 자본의 대폭적인 유입은 金融機關 資産運用에도 상당한 왜곡을 가져올 가능성이 있다.

따라서 金融市場의 開放, 특히 資本去來에 대한 規制緩和은 우리의 국내금융 사정에 맞추어 신중히 해나갈 수밖에 없을 것이다. 그러나 앞서도 말한 바와 같이 전세계적인 금융추세를 볼 때 우리는 이에 대한 시간적 여유가 많지 않다. 이는 즉 우리가 우리의 국내금융환경을 개선키 위한 노력을 경주해야 하는 시간적 여유도 많지 않다는 뜻이 되겠다. 따라서 實質的인 金利率自由化 幅의 擴大, 通貨의 間

接管理方式으로의 移行을 서둘러야 할 것이다.

반면 金融서비스의 開放, 즉 우리 金融기관과 외국 金融기관의 국내 진출에 대해서는 보다 進取적으로 對해나가는 것이 우리 金融市場의 競爭性을 높이고, 우리 金融기관이 變化する 국제 金融環境에 보다 빨리 適應하는 데 도움이 되리라 생각된다.

## V. 結 語

이상에서 光復 이후의 우리나라 金融政策에 대하여 간략하게 개관해 보고 필자 나름대로의 評價를 해 보았다. 오늘날 우리 경제가 이만큼 성장한 데에는 金融의 役割이 포함되어 있다고 보아야 할 것이다. 최근 IMD(국제경영개발연구원)와 WEF(세계경제포럼)가 발표한 國家競爭力에 대한 報告書에 의하면 우리의 국가경쟁력을 제한하는 가장 큰 요인으로 폐쇄성, 정부의 관료주의, 그리고 낙후된 금융부문을 들고 있다. 그러나 돌이켜 보면 오늘날 전세계를 무대로 전자제품, 자동차, 철강, 건설 등을 수출하는 세계적인 우리의 기업들이 자랄 수 있었던 토양이 되었던 것도 바로 우리의 金融部門이었다. 우리의 금융부문이 오늘날 낙후되어 있는 것도 이들의 성공을 위해 그 스스로 치른 희생의 결과라고 볼 수 있을 것이다.

그러나 國內外 金融環境은 빠른 속도로 변하고 있다. 정부가 금융과 기업의 후견인이 되어 高度成長을 주도하던 시기를 우리는 지나왔다. 그리고 그것이 치러야 하는 비용도 만만치 않다는 것을 우리는 배워왔다. 이제는 金融機關 스스로 競爭力과 效率性を 갖추어야만 기업들의 투자 및 영업 행위도 순조로워질 수 있는 단계에 이르렀다. 그뿐 아니라 세계의 企業 金融環境도 크게 변하여 우리 金融도 開放化·國際化되어 가지 않으면 안되게 되어 있다. 그리고 이에 대한 시간적 여유는 많지 않다. 금융이 개방화·국제화되어 간다는 것은 우리 금융기관이 외국 금융기관과 경영 및 서비스의 효율성에 있어서 직접 경쟁해야 하며 통화관리 방식도 종전과 같은 직접관리방식에서 간접관리방식으로 이행해 나가야 한다는 것을 의미한다.

이 모든 정황을 고려해 볼 때 결국 우리는 國內金融 自由化를 加速化하고 金融市場의 下部構造를 改善해 가는 데 노력을 집중해야 할 것이다. 이러한 바탕 위에 점진적인 資本去來의 自由化, 그리고 金融産業의 改編 등을 추진해나가야 할

것으로 보인다. 다른 경제행위와 마찬가지로 금융시장의 질서와 관행은 하루아침에 생기는 것이 아니며 또한 단숨에 바뀌어지는 것도 아니다. 그것은 市場에 어떤 制度的 誘引裝置가 주어지고 어떤 룰(rule)이 적용되는가에 의해 결정되어진다. 따라서 일관성 있고 꾸준한 정책 추진이야말로 올바른 金融秩序와 慣行을 정착시키기 위해 무엇보다 필요한 일이다. 또한 制度的 改革을 꾀할 때는 이를 과감히 실천해 나가는 것이 중요하다고 생각된다.

光復 이후 우리의 金融政策을 되돌아보며 필자가 느낀 바는 우리의 高度成長이 있었던 이면에는 어려운 政策改革의 過程이 있었다는 것이다. 특히 1960년대의 換率, 租稅, 貿易政策의 대폭적인 改革, 金利現實化 措置, 「外資導入法」의 整備와 1970년대의 8·3 措置 등은 그 부정적 효과도 있었지만 우리 經濟의 長期發展을 위한 어려운 결단과 개혁의 조치였다. 아마도 이제부터의 改革의 方向은 그 반대가 되어야 할지 모른다. 그러나 그에 따르는 고통과 저항을 감내할 수 있는 의지와 용기는 예전이나 지금이나 똑같이 중요하다고 할 수 있겠다.

## 參 考 文 獻

- 經濟企劃院, 『韓國統計年鑑』, 1961.
- 金正濂, 『韓國經濟政策 30年史』, 중앙일보사, 1990.
- 金俊經, 「銀行不實債權 整理方案에 관한 考察」, 『韓國開發研究』, 제13권 제1호, 韓國開發研究院, 1991 봄.
- 김창진, 『외자도입의 이론』, 일조각, 1976.
- 信用保證基金, 『保證基金統計年報』, 1994.
- 安鍾吉, 『金融環境 變화와 銀行·企業間 關係의 發展方向』, 연구보고서 95-02, 韓國租稅研究院, 1995. 5.
- 吳世萬·朴成峻·申雲, 「再割引制度의 改善方向」, 『조사통계월보』, 1994. 7.
- 李仁杓, 「우리나라의 通貨衝擊指標」, 『財政金融研究』, 제2권 제1호, 韓國租稅研究院, 1995. 6.
- 趙 淳, 「韓國經濟의 發展戰略」, 『經濟論集』, 제30권 제3호, 서울대학교 경제연구소, 1991. 9.
- 趙潤濟, 「금리자유화와 정책금융의 방향에 관하여」, 『금융경제연구』 제53호, 한국은행 금융경제연구소, 1993a. 3.
- \_\_\_\_\_, 「國際環境의 變화와 우리나라의 金融政策」, 『韓國經濟의 새로운 方向定立을 위한 財政·金融政策』, 연구논문집 93-01, 韓國租稅研究院, 1993b. 12.
- 통계청, 『주요해외경제지표』, 각호.
- 한국은행, 『경제통계연보』, 각호.
- \_\_\_\_\_, 『기업경영분석』, 각호.
- \_\_\_\_\_, 『산업연관표』, 각호.
- \_\_\_\_\_, 『우리나라의 자금순환』, 1992.
- \_\_\_\_\_, 『제2금융권의 업무개황』, 1992. 9.
- \_\_\_\_\_, 『통화금융』, 각호.

- \_\_\_\_\_, 『韓國銀行 四十年史』, 1990.
- 臺灣銀行, 『金融統計月報』, 각호.
- 東洋經濟新報社, 『經濟統計年鑑』, 1993.
- 日本銀行, 『經濟統計年報』, 각호.
- Calomiris, C. W., C. P. Himmelberg, C. M. Kahn and D. Vitta, *Evaluating Industrial Credit Programs in Japan: A Research Proposal*, Working Paper, University of Illinois, 1992.
- Calomiris, Charles W. and Charles P. Himmelberg, *Directed Credit Programs for Agriculture and Industry: Arguments from Theory and Fact*, Proceedings of Annual Bank Conference on Development Economics, The World Bank, 1993.
- Cheng, Tun-jen, "Guarding the Commanding Heights: The State as Banker in Taiwan," edited by Stephan Haggard, Chung H. Lee and Sylvia Maxfield, *The Politics of Finance in Developing Countries*, Ithaca: Cornell University Press, 1993.
- Cho, Yoon Je, "Finance and Development: The Korean Approach," *Oxford Review of Economic Policy*, Winter 1989.
- Cho, Yoon Je and David Cole, "The Role of Financial Sector in Korea's Structural Adjustment," edited by V. Corbo and S. Suh., *Structural Adjustment in a Newly Industrialized Country: Lessons from Korea*, Johns Hopkins University Press, 1992.
- Cho, Yoon Je and Joon-Kyung Kim, *Credit Policies and the Industrialization of Korea*, World Bank Discussion Papers #286, The World Bank, 1995.
- Cho, Yoon Je and T. Hellmann, "The Government's Role in Japanese and Korean Credit Markets: A New Institutional Economic Perspective," *Seoul Journal of Economics*, No. 4, Vol. 7, Winter 1994.
- Coase, R., "The Nature of the Firm," *Economica* No. 4, 1937.
- \_\_\_\_\_, "The Problem of Social Costs," *Journal of Law and Economics* No. 3, 1960.

- Cole, David and Yung Chul Park, "Financial Development in Korea, 1945~78," *Studies in the Modernization of the Republic of Korea, 1945~1975*, Cambridge, M.A.: Council on East Asian Studies, Harvard University, 1983.
- Japan Development Bank, "Policy-Based Finance-The Experience of Postwar Japan," 1993.
- Kim, Pyung Joo, *Financial System and Policy (1961 ~79) : An Assessment of Park's Legacy*, KIF 金融 PAPER 95-02, 한국금융연구원, 1995.
- Lau, Lawrence and Jong-Il Kim, "The Sources of Economic Growth in the East Asian Newly Industrialized Countries," *Journal of the Japanese and International Economies*, 1994.
- Nam, Duck-Woo, *Korea's Economic Take-off in Retrospect*, Paper presented at the Second Washington Conference of Korea-America Association, September 1992.
- Rhee, Yung Whee, B. Ross-Larson and G. Pussell, *Korea's Competitive Edge - Managing the Entry into World Market*, Johns Hopkins University Press, 1984.
- Williamson, O., *The Economic Institutions of Capitalism*, New York: The Free Press, 1985.
- Woo, Jung-En, *Race to the Swift - State and Finance in Korean Industrialization*, Columbia University Press, 1991.

第 1 主題 討論
-----------

## 發表主題：「光復 이후 우리나라의 金融政策에 대한 評價 및 앞으로의 政策課題」

### □ 南相祐 所長 (韓國開發研究院 IDEP)

분명히 한국의 金融政策은 그 자체로 독립적으로 추진되었다기보다는 産業政策 혹은 開發戰略의 주된 정책수단으로 활용된 측면이 강하였다. 따라서 금융정책에 대한 評價도 간단치 않은 것은 사실이다. 工業化를 지원하는 금융정책은 전략산업의 은행여신에 대한 접근도를 높이고, 관련투자의 위험성을 낮춰서 과감하게 투자가 이루어지도록 하는 데 있어서 매우 有效(effective)하였다. 그러나 이러한 유효성은 어디까지나 정부개입 및 지원이 效率的(efficient)인 경우에만 바람직한 것이다. 비효율적인 정부개입은 오히려 실효성이 없는 편이 나올 것이기 때문이다. 1970년대의 重化學工業 育成은 확실히 상당한 비효율과 낭비를 초래한 것이 사실이었다. 정부의 지원을 받은 중화학공업은 그렇지 못했던 경공업과 비교하여 投資收益率이 낮았던 것으로 보이며, 은행의 不實債權이 크게 증가하고 이와 관련한 원리금 탕감, 세금감면 등도 적지 않았던 것이 이를 반증해 준다고 하겠다. 또한 정부가 수행해 왔던 risk partner의 실질적인 역할을 政府보다는 채권자인 銀行이 담당했다면 채무기업의 경영 재무상태를 監視하고 평가하는 능력을 축적해 갈 수 있었을 것이며, 道德的 危害(moral hazard)를 줄이는 효과도 있었을 것이다. 물론 risk sharing은 금융부문보다 財政에서 담당하도록 할 수도 있었을 것이다. 이 경우 國會에서의 심의과정에서 무리하게 산업지원이 이루어지는 것을 견제함으로써 낭비를 줄일 수도 있었을 것이다.

1980년대 들어와 정부의 지나친 金融干與의 문제점이 인식되었음에도 불구하고 金融自律化의 진전이 미흡했던 것은 1970년대로부터 잉태되어온 遺産 때문이었다. 이것들은 은행의 부실채권, 기업의 財務構造 악화, 정책금융을 통한 산업지원, 경제력 집중에 대한 우려 등이라고 할 수 있을 것이다. 다른 나라의 예를 보면 금융자율화의 제약요인을 제거하기 위해서 은행의 부실채권을 재정 등의 지원으로 기존 은행의 대차대조표에서 분리해 내기도 하였다. 이렇게 함으로써 금융기관간의 競爭을 촉진하고 은행의 自律·責任經營을 보장할 수 있고 금리자유화 등 금융자율화를 가속시킬 수 있을 것이다. 이렇게 문제를 정면으로 접근하는 것은 政治的으로는 큰 부담일 수 있지만 금융부문의 생산성과 금융발전에는 도움이 될 것이 확실하다. 필자는 금융부문의 향후의 政策課題로서 금융자율화의 가속화와 함께 기업의 재무구조 개선, 통화관리 제도의 개선, 금융의 국제화 등을 언급하고 있지만, 이 모든 과제를 달성하는 데 있어서 金融自律化가 무엇보다 선결과제인 점을 감안할 때 그간 자율화를 제약해온 은행 不實債權, 政策金融 등에 대한 논의가 있었으면 좋을 것으로 판단된다.

物價安定과 관련한 통화정책의 평가에 있어서 필자가 강조한 바와 같이 中央銀行의 자동재할인 형태의 政策金融 지원이 통화관리에 큰 제약이 되어온 것이 사실이다. 또한 直接規制方式의 통화관리가 여러 가지 무리를 가져왔다. 그러나 이러한 제약에도 불구하고 1980년대에 들어와서 인플레이가 크게 둔화된 것을 보면 물가안정을 위해서는 어떻게든 통화 증가율을 낮추는 것이 중요함을 알 수 있다. 이와 관련하여 통화와 물가와의 因果關係, 통화 流通速度의 안정성, 통화정책이 어느 정도 景氣同行的/逆行的이었는가 등에 대한 본격적인 분석을 시도해 보는 것도 어떤가 생각된다. 금융정책과 金融部門의 發展에 관해서도 實質金利 水準이 금융축적(금융심화)에 영향을 미치고 금융심화는 다시 시장금리를 낮추는 상호간의 因果關係에 대한 분석이 있었으면 좋을 것이다.

1965년 金利現實化 이후 다시 低金利政策으로 선회한 것이 반드시 1972년 8·3 조치와 때를 같이 했다고 보기 힘들다. 1965~68년간 14~15%에 달했던 실질금리(1년만기 정기예금 기준)가 1969년에는 11%, 1970~71년에는 7% 내외로 크게 하

락하였기 때문이다. 명목금리도 위의 기간 동안에 26.4%에서 20.4%로 하락하였다. 8·3조치가 은행의 단기대출을 장기·저리로 전환해 줌으로써 기업의 risk partner로서의 정부의 역할을 보여주었고, 그 費用은 金融貯蓄者들에게 低金利(금리규제)의 형태로 분산·전가되었다. 그러나 이 과정에서 通貨가 크게 증발됨으로써 인플레이의 가속에 一助를 하였는바, 一般消費者들도 그 비용을 상당분 분담했다고 말할 수 있다.

우리 經濟成長에 대한 外資의 역할은 다분히 과대평가된 느낌이다. 1962~91년 중 총투자율이 27%, 해외저축률이 6% 수준, 따라서 국내총투자의 22%가 외자에 의해 조달되었다는 것은 다소 무리가 있다. 경제개발 초기에는 상대적으로 해외저축률이 높았으나 투자의 절대규모는 작았기 때문이다. 또한 우리 경제의 跳躍期인 1962~82년의 기간에 평균성장률이 8.2%였으나 外資가 전혀 없었다면, 즉 모든 투자가 국내저축만으로 이루어졌다면 우리 成長은 5%를 넘지 못했으리라는 판단은 너무 과소평가된 것으로 보인다. 해외저축과 국내저축 사이에는 어느 정도 代替關係가 있는 것으로 알려지고 있다. 즉 外資가 없었을 경우라면 얼마간은 소비를 줄이고 국내저축을 늘려서 투자를 다소간 더하였을 것이다. 또한 counter factual analysis에 있어서 限界資本係數(ICOR)와 같은 단순한 모형에 의존하는 것은 무리가 있다. 20년의 기간 동안 資本만이 성장에 기여한 유일한 생산요소라고 보기는 어렵기 때문이다.

마지막으로 1970년대 금융정책이 시장접근적인 전략(국내자금동원에 의존한 성장)이기보다는 外債에 상당히 의존한 성장이 된 것은 사실이지만 高成長을 위해서는 불가피했던 측면이 있다. 첫째로, 高金利政策이 금융심화를 가져오는 것은 확실하지만, 이것이 國內貯蓄을 늘리는 데는 제한적인 영향밖에 없다는 것이 많은 학자들의 실증분석 결과이다. 실제로 우리의 국내저축률은 1970년대에도 「오일 쇼크」로 인한 경기침체를 제외하고는 꾸준히 증가하였다. 둘째로, 1970년대 두차례의 「오일 쇼크」는 실물경제의 급격한 축소를 감수하지 않는 한 경상수지 적자(해외저축)의 확대를 불가피하게 하였으며, 값싸고 풍부한 外資(오일 머니)를 경제 성장에 활용하는 것은 현실적이고도 현명한 선택일 수 있었기 때문이다.

## □ 李康男 部長 (韓國銀行)

이번에 趙 博士께서 발표하신 論文은 해방 이후 우리나라의 金融政策 推移를 균형된 시각에서 적절히 평가한 것으로서 전적으로 공감하는 바이다. 그런데 우리나라 金融政策을 평가하는 데 있어 중요하다고 생각되는 또 한 가지 포인트는 1960년대 이후의 開發金融體制가 초기 단계에서는 실물경제 발전에 적지 않은 기여를 했다는 것이 다수의 見解임에는 분명하지만 이러한 체제를 어느 時點에서 그만 두어야 했는지에 대해서는 좀더 깊이 있는 評價가 필요하다.

趙 博士께서도 지적하셨듯이 1970년대 후반부터 開發金融體制의 非效率性이 나타나고 정부도 1980년대 들어 金融自由化를 시도하였지만 이것이 10년 가까이 지연된 결과 이제 본격적인 금융부문의 대외개방을 앞두고 우리나라 金融機關들로 하여금 제대로 된 間接規制方式을 활용하지 못하고 있는 원인이 아니었나 생각된다. 다음으로 오늘 이 자리에서는 1980년대 중반까지 開發金融體制를 지속하고 또 그 이후 이를 시정하는 과정에서 通貨와 物價와의 관계, 金利의 機能 등에 관하여 일반 국민들이 다소 편향된 시각을 갖게 되어 실제 政策運用에 큰 걸림돌이 되고 있는데 이에 관해 경제전문가들이 중심이 되어 오해를 바로잡아 나가야 하지 않을까 하는 생각에서 말씀드리고자 한다.

첫째, 金利는 항상 낮아야만 좋다는 認識을 들 수 있겠다. 물론 이러한 인식은 우리나라 金利가 先進國이나 競爭相對國보다 높아 기업의 金融費用負擔을 가중시키는 데서 오는 비용 측면에서의 金利機能이 지나치게 부각된 결과로 보이는데 우리나라의 高金利 현상은 기본적으로 期待인플레率과 投資收益率이 다른 나라에 비해 높은 데다가 企業의 借入依存度가 높고 金融仲介效率이 낮은 데 기인하고 있으므로 단기적인 처방보다는 보다 長期的인 관점에서 그 해결책을 찾아야 할 것이다. 그런데 이처럼 金利를 낮추는 문제가 장기적인 과제임에도 불구하고 단기적으로마저도 금리는 항상 낮아야만 한다는 잘못된 인식 때문에 金利의 景氣調節 機能이 제대로 활용되지 못하고 있는데 예를 들면 경기가 好況일 때 通貨의 安定的 運用은 원칙적으로 지지하면서도 公金利 引上이나 市場金利 상승에는 否定的

인 시각이 지배하여 결과적으로 통화의 안정적 운용을 제약하게 될 뿐만 아니라 金利가 自由化되었는데도 市場金利 상승에 너무 민감하게 반응하여 金融機關이 자유롭게 금리를 조정하지 못하고 이는 결과적으로 金融機關의 對外競爭力 強化에도 걸림돌이 되고 있다.

둘째는 通貨와 物價간의 관계에 관한 문제이다. 通貨와 物價간의 관계는 기간에 따라 달라질 수 있는데 短期的으로는 통화량보다는 오히려 농수산물 수급불균형, 공공요금 인상 등 비용 측면이 物價를 上昇시키는 효과가 크기 때문에 通貨量이 1~2개월 확대공급되었다고 해서 이것이 당장 物價上昇으로 이어지는 것은 아니나 장기적으로 보면 通貨量의 지속적인 증가는 반드시 物價上昇으로 이어진다는 데에는 이론적으로나 경험적으로 異見이 있을 수 없다. 따라서 物價安定을 위해서는 短期的으로는 年間目標를 염두에 두고 다소 伸縮적으로 조율하더라도 長期的으로 연간 통화증가율 목표를 점차 낮추어 나가야 하는데 실제로는 매달 매달의 增加率이 年間目標를 벗어나는 데 대해서는 때로는 지나친 정도의 반응을 보이면서도 年間 目標增加率을 낮추어 나가는 문제에 관해서는 큰 관심을 보이지 않고 있어 物價上昇率을 낮추어 가는 데에 한계가 있다.

마지막으로 趙 博士께서는 企業과 金融機關간의 새로운 관계모색을 앞으로의 정책과제로 제시하면서 장기적으로는 이제까지 政府와 企業간의 同伴者的 關係가 金融機關과 企業이 危險負擔을 함께 나눌 수 있는 同伴者的 關係로 발전해야 할 것이라고 지적하였다. 제한된 범위 내에서 金融機關과 企業간의 상호지분 소유를 허용하는 것은 금융기관의 企業經營에 대한 모니터링을 강화하고 審査機能도 강화한다는 차원에서 보면 바람직한 측면이 있으나 최근의 金融自由化 조치에도 불구하고 그 동안의 각종 金融規制와 과도한 政府介入으로 金融仲介機能의 효율성이 완전히 회복되지 않은 상태에서 과거 정부가 떠맡고 있던 企業危險의 同伴者 기능을 금융기관이 맡게 될 경우 자칫 金融機關의 不實化가 가속화될 우려가 있는바, 이 문제는 앞으로 보다 심도있는 검토가 요망된다.



## 第 2 主題

# 金融市場構造의 變化 및 金融産業의 發展과 政策課題

### ■ 主題發表

閔相基 教授 (서울大學校)

### ■ 司 會

孫正植 教授 (漢陽大學校)

### ■ 討 論

李德勳 博士 (韓國開發研究院)

崔興植 博士 (韓國租稅研究院)



第 2 主題 發表

# 金融市場構造의 變化 및 金融産業의 發展과 政策課題

閔 相 基 (서울大學校 教授)

## 目 次

- I. 序 論
- II. 金融構造의 變化
- III. 金融産業 發展의 沿革
- IV. 韓國 金融産業의 懸案과 政策課題
- V. 結 論

本 論文에 실린 내용은 筆者 個人的 意見을 반영한 것이며 韓國租稅研究院의 공식적인 견해와는 무관함을 밝혀둔다.

## I. 序 論

광복 50년, 5,000년 역사에 비하면 찰라에 지나지 않는 기간이지만 이 기간 동안 우리나라의 경제는 後進國의 굴레를 벗어나 先進國의 문턱에 이르렀다. 해방 직후 거의 전무하던 國內資本蓄積도 高度經濟成長에 동반하여 貯蓄率이 상승하여 1993년 말 현재는 금융자산이 同年 國民總生産의 5배에 가까운 1,300조원까지 이르게 되었다. 일본의 대륙 침략을 지원하기 위하여 日本의 金融制度를 이전시켜 놓았던 해방 전의 우리나라 금융산업도 더불어 발전하여 國內總生産에서 점하는 金融産業의 비중이 지속적으로 상승하고 있을 뿐 아니라, 1970년에 0.39에 지나지 않던 金融仲介比重이 1993년에는 선진국 수준보다도 높은 0.92에 이르러 金融資産 蓄積過程에 있어 금융산업의 역할이 증대된 것을 보여주고 있다.

이러한 金融産業의 양적 팽창에도 불구하고 최근 金融産業의 質的 成長에 대해서는 회의적인 시각이 국내외에 팽배하고 있으며 金融産業의 非效率性이 실물경제의 지속적인 발전에 장애요인이 되고 있다는 비난도 일고 있다.

本 論文에서는 해방 이후 50년간 우리나라 금융구조의 변화와 이에 따른 金融産業發展의 過程을 돌이켜보면서 앞으로의 바람직한 金融産業의 發展方向을 제시하고자 한다.

## II. 金融構造의 變化

한 나라의 金融構造 變化 및 이 變化가 金融産業 發展에 미치는 영향을 분석하는 데는 여러 가지 접근방법이 있으나 본 논문에서는 金融의 證券化, 世界化 趨勢가 우리나라 금융시장에서 어떤 형태로 나타나고 있는가를 중심으로 분석하고자 한다. 이를 위하여 資金循環表를 중심으로 기업의 외부자금조달구조 및 개인의 자산운용에서 直接金融이 차지하는 비율의 변화를 분석하고자 하며, 金融의 世界化 정도는 지금까지의 대외거래 개방속도를 재조명함으로써 그 심화 정도를 알아보고자 한다.

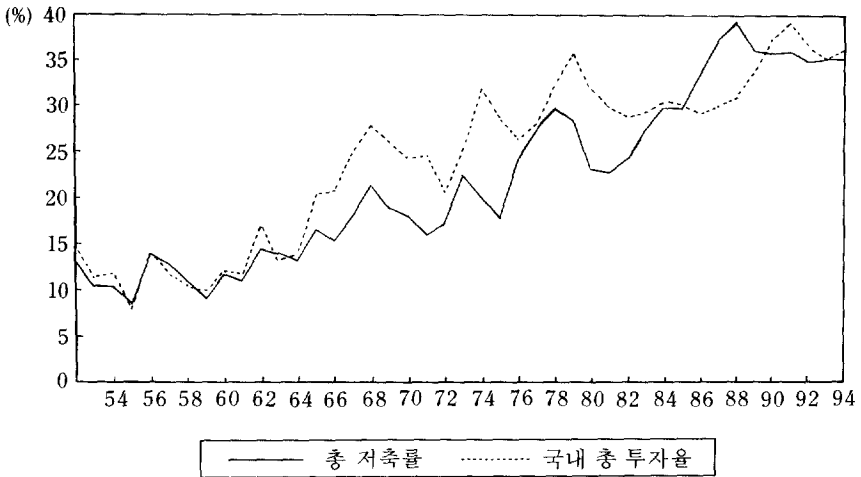
### 1. 資金循環의 變化

#### 가. 投資率과 貯蓄率의 變化推移

經濟發展의 初期段階에서는 자본의 부족보다도 자본의 흡수능력 부족이 더 큰 문제가 되는데 우리나라의 경우도 예외는 아니어서 해방 직후 생산시설의 미비, 기술인력의 부족, 정치·사회적 불안 등으로 經濟의 運用은 투자의 촉진보다는 인플레이의 억제에 더 큰 비중을 두었으며 6·25 동란으로 그나마 남아 있던 생산시설은 모두 폐허가 되었다. 휴전 후 등락을 거듭하던 投資率이 1960년 최하점에 다다른 후 상승하기 시작하였으나 낮은 國內貯蓄率의 제약을 받다가 1966년부터 海外借入에 힘입어 投資率이 급상승하기 시작하였으며 이에 동반하여 國內貯蓄率도 급상승하기 시작하였다([圖 1] 참조). 이후 몇 번의 등락은 있었으나 投資率은 대체로 上昇趨勢를 보여주고 있다. 2차 석유파동 및 국내 안정정책의 영향으로 1980년대에 접어들어 근 10년간 投資率은 30% 선에서 變化가 없고 1986년부터 1988

년까지의 두자리 수의 高度成長에 따른 거품경제가 붕괴되어 우리나라가 高度成長基調에서 安定成長基調로 변화하는 것이 아닌가 하는 관측도 있었으나 1990년대에 들어와 오히려 投資率 및 貯蓄率이 동반하여 상승하고 있어 아직 우리나라의 경제는 高度成長基調에 머무르고 있음을 알 수 있다.

[圖 1] 貯蓄率 및 投資率의 變化 推移



資料：韓國銀行, 『한국은행의 통계』, pp. 184~185.

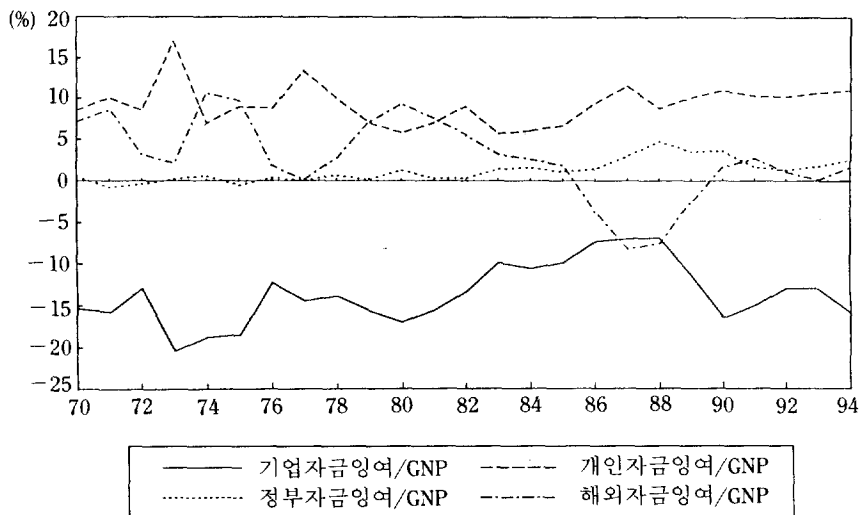
### 나. 部門別 資金過不足

韓國銀行이 資金循環의 資料를 체계적으로 집계한 1970년 이후의 우리나라 經濟部門別 資金過不足 推移를 일본의 경험과 비교해 보면 다음과 같은 차이를 알 수 있다.

첫째, 企業部門이 資金不足部門이라는 것은 동일하지만 일본의 경우에는 1970년대 초반까지 고도성장기에도 그 不足分이 國民總生産의 10%를 넘지 않았으나, 우리나라는 [圖 2]에서 볼 수 있듯이 평균 15% 정도를 넘어 한국기업들의 왕성한 投資需要를 잘 나타내주고 있다. 일본은 1차 석유파동 이후 内部留保가 증대되고 投資需要도 급감하여 기업부문 資金不足分이 5% 이하로 하락하였으나 우리나라의

경우에는 1980년대 말 10% 이하로 떨어지는 등 資金循環에 구조적 변화를 보이는 듯하다가 1990년대에 들어와서는 다시 15%대로 확대되었다.

[圖 2] 部門別 資金調達, 運用 및 過不足



資料 : 韓國銀行, 『한국은행의 통계』, pp. 88~91.

둘째, 우리나라의 政府部門은 1970년대 말까지 자금의 過不足이 없다가 1980년대부터는 자금의 공급자 역할을 하고 있다. 반면 일본의 경우는 1965년까지는 「더지라인」(Dodge Line)의 원칙을 지키기 위해 均衡財政基調를 견지하다가 그 후 자금수요자로 전환했으나 1970년대 초반까지는 國民總生産의 약 3% 정도로 한정이 되었다. 그러나 1차 석유파동 후 高度成長期에서 安定成長期로 전환하여 기업의 투자가 급감하자 정부는 多量の 國債를 발행하면서 기업보다도 더 큰 자금수요자가 되었다.

셋째, 우리나라의 경우에도 일본의 경우와 마찬가지로 개인부문의 자금잉여가 國民總生産의 약 10%가 되는 등 높은 수준이었으나 기업의 자금수요가 워낙 높아서 그 부족분을 海外部門에서 借入으로 충당하였다. 1980년대 후반 한때 해외부문으로 순유출이 있기는 했으나 그 후 다시 純流入部門으로 전환하였으며, 현재도 상

업차관을 억제하는 등 資本自由化의 抑制로 그 크기가 제한되고 있기는 하지만 內外金利差, 장기자금의 수요 등의 이유로 해외자금에 대한 잠재수요가 높은 편이다.

#### 다. 企業 外部資金調達構造의 變化推移

기업이 자금에 대한 수요를 內部資金으로 충당하지 못할 경우 外部資金에 의존하게 되는데 이에는 금융기관으로부터 차입하는 간접금융의 방법과 회사채 또는 주식을 발행하여 조달하는 直接金融의 방법이 있다. 經濟發展 初期段階에서는 기업들의 신용 및 인지도가 낮기 때문에 投資家들은 기업들이 발행한 채권, 주식 등의 본원적 증권보다는 金融機關들이 발행하는 間接證券을 선호하기 때문에 간접금융의 비율이 높은 것이 일반적이다.

또한 情報經濟學的인 觀點에서 보더라도 자금수요자와 자금공급자에게는 정보의 비대칭성이 있기 때문에 이 非對稱性을 줄이기 위하여 자금을 조달하여 투자하려는 투자안에 대한 정보를 창출하여야 하는데 債券發行時에 제시하는 투자계획서, 證券市場에서의 公示보다는 銀行이 投資審査를 하는 것이 정보를 더 많이 창출할 수 있기 때문에 기업의 규모에 비해 새로운 투자의 규모가 클수록 銀行을 통한 間接金融이 더욱 效率的이며 반면 公示를 통한 新株發行이 가장 非效率的이다.

〈表 1〉은 우리나라 기업들의 外部資金調達構造를 보여주고 있다. 〈表 1〉에서 알 수 있듯이 우리나라의 경우 企業의 外部資金調達源으로 1985년까지는 간접금융의 비중이 상대적으로 높았으나, 그 이후 直接金融의 비중이 더 높아졌다. 간접금융 중에서도 은행으로부터의 借入金比重은 1970년 30.2%에서 1993년에는 13.7%로까지 하락했으며 반면 非銀行借入金의 비중이 더 커졌다. 直接金融은 주로 기업어음 및 회사채 등의 채권발행을 통해 이루어지고 있으며 1988년의 예외를 제외하고는 주식을 통한 자금조달은 선진국과 비슷한 약 15%의 수준에 머무르고 있다.

아직도 우리나라의 企業들이 先進國과는 달리 그 기업의 生死를 결정지을 수

있을 정도의 큰 투자를 그치지 않고 있는데, 사회전반적으로 이 투자를 적정하게 평가할 制度的 裝置가 있는가에 대해서는 의문의 여지가 있다. 선진국의 경우에도 예금은행의 비중이 낮아진 것은 사실이나 이는 기업들의 投資需要가 줄어 대부분의 資金을 內部資金으로 충당하고, 外部資金을 조달할 때도 그 규모가 크지 않아 심각한 심사가 필요없거나 당해기업의 신용 인지도가 충분히 높기 때문이었다. 非銀行金融機關도 대출시 심사를 하고 채권을 발행할 때도 심사를 하기는 하지만 아직도 高度成長期에 있는 우리나라 경제에서 企業信用 및 投資審査에 대한 基本審査를 하는 은행기관의 비중이 이와 같이 급격하게 하락하는 것이 바람직한가 역시 고려해야 할 疑問點이라 하겠다.

〈表 1〉 企業의 外部資金 調達構造 (增減額 基準)

(單位：%)

	1970	1975	1980	1985	1988	1990	1991	1992	1993
간접금융비중	39.7	27.7	36.0	56.2	27.4	40.9	41.8	36.3	32.8
은행차입금	30.2	19.1	20.8	35.4	19.4	16.8	19.8	15.1	13.7
비은행차입금	9.5	8.6	15.2	20.8	8.0	24.1	22.0	21.1	19.0
직접금융비중	15.1	26.1	22.9	30.3	59.5	45.2	37.9	41.4	53.3
국공채	0.1	0.8	0.9	0.8	5.3	3.1	2.5	3.3	3.4
기업어음	0.0	1.6	5.0	0.4	6.1	4.0	-3.8	7.6	14.7
회사채	1.1	1.1	6.1	16.1	7.5	23.0	24.2	12.5	15.0
주식	13.9	22.6	10.9	13.0	40.6	14.2	15.1	15.9	16.5
해외차입금	29.6	29.8	16.6	0.8	6.4	6.8	4.4	5.0	-2.3
기타	15.6	16.4	24.5	12.7	6.7	7.1	15.9	17.3	16.2
외부자금조달계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

註：기타는 기업신용, 정부융자 등을 포함.  
 資料：韓國銀行, 『우리나라 자금순환계정의 이해』, 1994, p. 73.

## 라. 金融仲介比率의 上昇

金融仲介比率이란 금융기관이 발행하는 間接的 證券(예를 들어 예금, 금융채, 수익증권, 보험증권)을 금융기관을 제외한 정부, 기업, 가계 등의 경제주체가 발행한 本源的 證券(예를 들어 대출금, 국공채, 회사채, 주식 등)으로 나눈 비율이다. 만약 기업들이 外部資金을 조달하는 과정에서 금융기관 차입을 줄이는 대신 채권과 주식발행을 통해 조달하고 投資家들도 이러한 증권들을 직접 구입한다면 直接金融 比重의 增加는 바로 金融仲介比率의 下落을 의미하게 될 것이다. 그러나 우리나라는 전술한 대로 기업의 外部資金調達에서 直接金融의 비중이 상승하고 있으나 金融仲介比率 역시 오히려 상승하고 있는 현상을 보이고 있다. 이러한 모순된 현상은 우리나라에만 발생하는 것이 아니라 선진국에서도 발생하고 있으나 우리나라에서는 선진국보다도 金融仲介比率이 더욱 높다는 것이 특색이다.

〈表 2〉는 우리나라의 金融仲介比率의 變化推移를 보여주고 있다. 1970년에 0.39에 머물렀던 金融仲介比率이 1993년에는 0.92에 달하고 있다. 1992년도의 미국과 일본의 金融仲介比率이 각각 0.59, 0.77이었던 것과 비교해 볼 경우 우리나라의 金融仲介比率이 상당히 높다는 것을 알 수 있다. 投資家들은 전통적인 예금보다는 기업들이 발행하는 채권 및 주식을 선호하지만, 투자분석에 대한 전문지식의 부족으로 인해 직접 구입을 하지 않고 金融機關에게 專門的인 投資運營을 맡기고 그 금융기관이 발행하는 수익증권에 간접적으로 투자하는 것이다. 다만 外國과의 差異는 외국에서는 연기금 등 기금들의 비중이 크지만, 우리나라는 다른 금융업을 하는 은행, 보험회사들이 이러한 간접투자의 역할을 하고 있다는 점이다.

金融仲介比率을 그 거래의 성격상 間接金融比率이라고 부를 때도 있기 때문에 우리나라에서 間接金融比率이 상승하고 있다는 사실을 서술하면 기업의 外部資金調達에서 나타나는 間接金融比重의 하락추세와 혼란을 일으키기도 한다. 정확하게 표현한다면 기업의 외부자금 조달에서 은행의 차입금 비중은 줄었으나, 기업이 발행한 채권 및 주식에 대해 最終投資家들을 위하여 전문적인 투자를 하는 金融機關의 役割은 오히려 증대되고 있다고 해야 할 것이다.

〈表 2〉 金融仲介比率의 變化 推移

(單位：%)

	1970	1975	1980	1985	1990	1991	1992	1993
금융중개비율	0.39	0.49	0.57	0.69	0.86	0.88	0.91	0.92

資料：韓國銀行, 『우리나라 자금순환계정의 이해』, 1994, p. 65.

### 다. 金融聯關比率의 變化

金融聯關比率이란 전체자산 중 금융자산의 비율을 의미한다. 따라서 금융자산의 총액을 국부로 나누어야 타당하나 國富統計 集計의 빈도가 높지 않아 일반적으로 金融資産과 國民總生産額을 비교한 金融資産-所得比率로 대응하여 사용하고 있다.

〈表 3〉은 金融資産-所得比率과 금융자산 축적의 추이를 나타내고 있다. 한국의 경우 1920년에 2.57에서 1993년에는 4.92로 2배 가량의 증가를 이루고 있으나, 미국, 일본과 비교해 볼 경우 아직도 상당히 뒤져 있음을 알 수 있다. 1993년도의 수치를 통해 볼 때 韓國은 美國과 日本의 1980년대 초반의 수준에 해당된다고 할 수 있다.

金融聯關比率은 한 나라의 金融産業의 발전 정도를 나타내 주는 척도이기도 하지만 또한 선호하는 金融商品의 形態에 큰 영향을 미치기도 한다. 즉 소득에 비하여 금융자산의 비율이 낮은 경우에는 거리 및 유동성면에서 편의성이 높은 은행의 예금형태로 운영하는 비중이 높지만, 금융자산의 축적으로 그 비율이 상승하면 수익률에 대한 민감도가 높아져 이자율규제로 수익률이 낮은 예금보다는 市場金利, 또는 시장금리에 연계된 金融商品에 투자하는 비중이 높아지는 것이다.

〈表 4〉는 1970년부터 현재까지 金融商品別로 個人部門의 資金運用이 어떻게 변화했는가를 보여주고 있다. 1970년에는 通貨金融機關의 商品, 그 중에서도 저축성 예금의 비중이 가장 높았으며 유가증권 중에서도 회사채보다는 국공채 및 금융채의 비중이 높았다. 1990년대에 이르러서는 生命保險 및 年金의 비중이 높아지기는 했으나 개인이 유가증권을 매입한 비중은 크게 변화하지 않았으며, 오히려 금융기관의 간접적 증권을 이용하는 비율이 상승하였다.

〈表 3〉 金融資産－所得比率과 金融資産 蓄積의 推移

(單位：兆원, 배)

	1970	1975	1980	1985	1990	1991	1992	1993
금융자산잔액	7.2	27.5	113.7	312.2	772.3	941.7	1,114.3	1,297.2
경상 GNP	2.8	10.1	36.7	36.7	79.3	214.2	238.7	263.9
금융자산·소득비율								
한 국	2.57	2.71	3.09	3.94	4.33	4.40	4.67	4.92
미 국	4.57	4.44	4.94	5.52	6.09	6.45	6.55	-
일 본	3.65	4.24	4.78	6.44	8.31	8.02	7.81	-

資料：韓國銀行, 『우리나라 자금순환계정의 이해』, 1994, p. 63.

〈表 4〉 個人部門의 資金運用

(單位：10億원, %)

	1970	1975	1980	1985	1990	1994
총액	329.6	1,171.1	4,020.0	10,306.3	38,633.5	47,861.7
현금	4.2	5.8	5.0	0.8	1.5	6.2
금융기관예치금	32.1	32.6	55.5	47.1	57.2	58.5
통화금융기관	32.6	21.3	34.5	24.2	19.4	17.6
요구불예금	1.6	5.8	1.2	1.3	1.2	0.7
저축성예금	30.9	15.5	33.3	21.0	14.2	15.6
양도성예금	0.0	0.0	0.0	1.9	4.0	1.3
비통화금융기관	-0.5	11.3	21.0	22.9	37.8	40.9
환매조건부채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	-1.7
신탁	2.0	-1.3	8.9	11.4	10.0	18.2
단자	0.0	4.2	0.1	-0.6	2.7	0.3
기타	-2.5	8.3	12.0	12.1	25.0	24.1
생명보험 및 연금	5.7	3.5	12.5	22.1	21.0	14.6
유가증권매입	16.0	28.4	41.4	11.5	17.3	18.1
국공채	6.0	1.0	2.0	-2.2	1.1	0.5
금융채	2.4	0.0	7.3	-1.8	1.8	1.8
기업어음	0.0	2.7	6.5	-1.8	1.4	1.5
회사채	0.3	1.6	0.0	0.7	1.8	-0.6
투자수익증권	0.0	0.6	6.8	11.5	7.1	12.7
주식 및 출자지분	7.3	22.5	18.8	5.1	4.0	2.2
기타 금융자산	41.9	29.7	-14.4	18.5	3.0	2.5

資料：韓國銀行, 『우리나라 자금순환계정의 이해』, 1994, pp. 224~233.

다만 금융기관 중에서 금리규제를 많이 받는 通貨金融機關의 比重은 줄어 들고 市場金利에 연동하는 수익률을 제공하는 신탁상품에 대한 수요가 폭발적으로 증가하였음을 나타내 주고 있다. 한편 有價證券 買入에 있어서도 개인이 채권 및 주식을 직접 구입하기보다는 投資信託會社를 통해 간접적으로 투자하는 경향이 강함을 알 수 있다.

## 2. 對外去來의 變化推移

해방 이후 美軍政의 시기에는 公正換率制度和 外國換去來에 대한 엄격한 면허제를 실시하였으며 1948년 정부수립 후에도 對外去來에 엄격한 규제원칙이 적용되었다. 6·25 동란 후에도 국제적으로 경쟁력을 갖춘 상품이 적어 수출에 의한 외화수입에 한계가 있었고 국가신용이 낮아 借款에 의한 外貨流入마저 어려워 미국의 원조자금에 의한 외화수입을 효율적으로 활용하는 데 外換政策의 중점이 놓여 있었다. 따라서 수입에 대해서는 품목 및 수량을 강력하게 통제하였으며, 긴급물자에 한해서만 한국은행이 政府保有 外換을 매각하였다.

외환집중 및 강력한 외환통제를 골자로 한 外國換管理法이 1961년 제정된 이후에도 정부는 經濟開發計劃의 추진과 經常收支 赤字의 補填을 위하여 강력한 외환관리 체제를 유지하였다. 輸出入去來의 규모가 커짐에 따라 수입에 대한 규제 및 수입결제를 위한 외환 사용은 그 후 대폭적으로 완화되었으나 貿易外去來 및 資本去來를 강력히 규제함으로써 外換의 對外流出을 防止하였다. 1965년 국내저축을 제고시키기 위하여 금리를 현실화함에 따라 국내외 명목금리 차이가 커지고 外國借款이 또한 독과점 혜택을 누릴 수 있는 새로운 사업으로 진출할 수 있는 기회였기 때문에 기업들은 경쟁적으로 外國借款을 이용하였다. 다행히 1970년대까지는 국제금융시장에서 후진국에 대한 대출이 용이하여 1973년 1차 석유파동 직후를 제외하고는 해외로부터의 차관이 순조롭게 이루어졌다. 그러나 제2차 석유파동 이후 후진국들이 外國借款에 대해 집단적으로 상환불능을 선언해 後進國 外債問題가 부각되자 우리나라도 차관에 의한 외자도입에 한계를 느끼게 되었고, 이에 따

라 1981년 상환부담 없이 外資를 도입하기 위하여 國內資本市場計劃을 발표하였다. 이에 따라 정부는 먼저 외국인전용 수익증권의 발행을 허용하였고, 1984년에는 Korea Fund 설립을 허용하였으며, 1985년에는 민간기업의 달러표시 해외전환사채 발행을 허용하였으나 그 실적은 미미하였다. 그 결과 1985년 말경에는 누적되는 經常收支 赤字 및 이에 따른 外債 累積이 지속적인 경제성장에 가장 중요한 制約要因으로 대두되게 되었다.

1986년 이후 1989년까지 4년간은 달러가치, 原油價, 國際金利 등 이른바 '3低現象'을 외부적 환경으로 하여 잠재된 한국경제의 국제경쟁력이 현시화되어 經常收支가 黑字로 反轉되었던 시기였다. 이에 따라 외환정책도 외환사용에 대한 강력한 통제에서 벗어나 1988년 IMF 8조국 이행을 계기로 貿易外去來를 대폭 自由化하였으며, 관심의 초점도 누적되는 외채에서 오히려 累積經常收支 黑字로 인한 해외부문에서의 통화공급 확대가 국내물가에 미치는 영향을 최소화하는 방향으로 전환되어 商業借款 導入을 불허하는 등 해외자본수입을 억제하기 시작하였다. 또한 이 시기부터 선진국투자자들은 신흥국가들의 증권에 대한 투자에 눈을 뜨기 시작하여 우리나라에도 資本市場 開放壓力을 가하기 시작하였으며, 이에 정부에서는 1988년 말 資本市場開放 中·長期計劃을 발표하여 개방일정을 1992년 이후로 연기하였다.

1990년대에 들어와 국내외적으로 1980년대 말의 거품경제가 붕괴됨에 따라 우리나라 經常收支는 다시 적자로 돌아왔으며, 과감하게 추진되던 對外去來의 自由化에 다시 제동이 걸리게 되었다. 그러나 UR협정 타결에 의한 WTO체제의 출범으로 과거와 같은 外換統制를 더이상 할 수는 없게 되었으며, 오히려 과감한 外換 및 資本去來의 自由化가 우리나라 기업들의 국제경쟁력에 도움이 된다는 판단하에 1996년경 OECD가입 의사를 표명하는 등 外換 및 資本自由化를 적극적으로 추진하고 있다. 다만 국내외 금리차가 커서 국내거주자의 해외간접투자유인이 크지 않아서 資本自由化를 통한 國內市場開放이 해외자금의 유입만을 초래할 경우 국내물가에 대한 압력과 자생적인 자본거래 흑자로 인하여 換率이 過大評價되어 기업들의 수출경쟁력을 저해할 위험이 있다는 우려가 크다고 할 것이다.

〈表 5〉는 일본과 우리나라의 對外去來 開放時期를 비교한 것으로 대부분의 경우 약 30년 정도의 차이가 있음을 알 수 있다. 政府의 金融産業規制는 이자율규제, 업무영역규제, 對外去來規制 등 3가지 측면에서 이루어지고 있는데 日本에서는 국내규제보다도 對外去來規制를 먼저 개방한 데 반하여, 우리나라는 국내자유화를 한 후에 對外去來에 대한 규제를 완화하여 그 순서에 차이를 보이고 있다.

〈表 5〉 日本과 韓國의 對外去來開放時期 比較

	일 본	한 국
외환관리법 제정	1949	1961
비거주자 자유엔계정	1960	1993
ADR 발행	1961	1993
해외 CB 발행	1962	1985
현지금융한도폐지	1963	1992
IMF 8조국 이행	1964	1988
OECD 가입	1964	1996(?)
변동환율제	1973	?
시장평균환율제	-	1990
국내증권시장 완전개방	1973	?
국내기업 뉴욕거래소 상장	1970	1994
사무라이(아리랑) 채 발행	1971	1995
외국증권 국내판매	1972	?
외국투자증권 국내판매	1972	?
외화집중제 폐지	1972	?
외국주식 국내상장	1973	?
증권회사 외화자금조달	1978	1995
외환관리법 전면개정	1980	1992
국내회사 외국거래소회원	1981	?
실수요원칙 폐지	1984	?
엔달러위원회 (한미금융정책협의)	1984	1991
offshore시장 개설	1986	?
금융선물거래소 설립	1989	?

### Ⅲ. 金融産業 發展의 沿革

#### 1. 金融制度의 發展過程

##### 가. 解放 以前의 金融制度

재래식 금융거래에 의존하던 우리나라 경제에서 현대식의 금융기관은 1878년 日本 第一銀行 釜山支店의 개설이 처음이었다. 이후 이에 자극을 받은 우리 상인들은 지금의 조흥은행 전신인 한성은행을 1897년 설립하였다. 그러나 해방 전의 우리나라 金融制度는 중앙은행인 조선은행, 특수금융기관으로서의 조선식산은행들이 일반은행업무를 취급하였기 때문에 일반은행들의 기능과 역할은 단지 보조적 역할에 그치고 있었다. 한편 지방에는 1907년부터 地方金融組合들이 주로 농공업 영세자금의 융자, 영농필수품의 공동구입을 위해 설립되어 운영되었다. 金融制度의 일환으로 保險會社와 證券會社도 존재는 하였으나 그 업무의 규모가 크지는 못하였다.

〈表 6〉 8·15 解放 前의 金融機構 (1945年 6月 末 現在)

(單位：個)

	본점	지점	근거법령
은행기구	5	247	
조선은행	1	16	조선은행법
조선식산은행	1	74	조선식산은행령
저축은행	1	21	저축은행령
일반은행	2	136	은행령
비은행금융기구	616	363	
금융조합	613	299	금융조합 및 조선금융조합연합회령
금융조합연합회	1	13	금융조합 및 조선금융조합연합회령
조선신탁주식회사	1	7	조선신탁업령
조선무진주식회사	1	44	조선무진업령

資料：韓國銀行, 『한국의 금융제도』, 1975, p. 33.

## 나. 解放 以後 1950年代의 金融産業

해방 후 6·25동란까지의 金融制度는 해방 전과 큰 차이가 없었다. 중앙은행인 조선은행은 중앙은행으로서의 기능과 더불어 일반은행의 업무를 취급하였고, 조선식산은행은 자금조달수단으로서 채권발행이 어려워졌으나 조선은행으로부터의 차입 및 미국경제협조처 대충자금 등을 재원으로 政策金融機關으로서의 役割을 유지하였다.

휴전 후인 1954년 산업재건을 담당할 기관으로 장기산업금융기관인 韓國産業銀行을 발족시켰으며 농업금융의 효율적 공급을 위하여 1956년 농업은행을 설립하였다. 한편 일반은행은 경영자율화를 통한 효율성 증대를 목적으로 1954년부터 정부소유의 은행주식을 불하하기 시작하여 1957년에는 일반은행들이 모두 민영화되었다.

## 다. 1960年代의 經濟成長 追求와 金融制度의 改革

5·16 革命으로 집권한 군사정부는 6·25 이후 지속되어 오던 안정위주 經濟政策을 成長優先 政策으로 변환시켰으며 이에 따라 金融制度 역시 많은 개혁이 추진되었다.

첫째, 特殊銀行이 新設 또는 改編되었다. 개발은행으로서의 기능이 커진 산업은행은 1961년 한국산업은행법의 개정으로 업무가 대폭 확대되었으며, 업무협조상 문제점이 있던 農業協同組合과 農業銀行이 統合되었다. 또한 중소기업에 대한 금융을 일원화하기 위하여 중소기업은행을 설립하였으며, 서민금융기관의 역할을 담당할 국민은행을 과거의 한국무진회사를 모체로 1962년 발족시켰다. 수산금융을 통일적으로 운영하기 위하여 水産協同組合이, 주택자금의 원활한 조성과 자금의 효율적 관리 및 운용을 목적으로 住宅銀行이 각각 설립되었다.

둘째, 산업자본의 금융독점 폐해를 방지한다는 명분하에 일반은행들이 民營化 4년만인 1961년 다시 國營化되었다.

셋째, 경제성장에 필요한 內資를 동원하고 지역경제를 발전시키기 위하여 지방은행, 한국신탁은행 등이 신설되었으며, 자본시장육성을 통한 企業의 直接金融 誘導를 위해 韓國投資公社가 발족하였다.

넷째, 경제성장을 하기 위해서는 內資만으로는 절대적으로 부족하여 外資의 원활한 流入을 위한 諸般 措處를 취하였다. 1967년 미국 체이스맨하탄은행의 국내지점 설치 인가를 시작으로 미국과 일본계은행들의 한국진출이 계속되었으며, 외국환 전담은행으로 설립된 韓國外換銀行 및 一般市中銀行들의 海外進出도 추진되었다.

## 라. 1970年代의 經濟體質 強化를 위한 金融制度의 變化

1960년대의 高度成長過程에서 우리나라 경제는 기업재무구조의 부실, 인플레이 압력, 국제수지적자의 누적 등 구조적 약점을 노출하기 시작하였다. 특히 1970년대 초에는 현실적인 문제로 非制度金融市場(사채시장)이 크게 부각되었다. 이에 정부는 1972년 ‘8·3 緊急經濟措置’를 단행하여 기업의 사채를 동결하였으며 이를 통해 기업의 생산원가를 절감하여 고질적인 인플레이의 악순환을 제거하고자 하였다.

한편 私債金融市場을 制度金融機關으로 흡수하기 위하여 단기금융업법, 상호신용금고법, 신용협동조합법 등을 제정하였다. 短期金融業法은 종래의 거액사채자금을 흡수하여 기업단기자금의 효율화를 도모하고자 하였으며, 相互信用金庫法은 종래 무질서하게 난무하던 사설무진과 서민금고를 조정하여 서민금융기구의 공신력을 높이고 영세기업 및 서민의 자금수급을 원활하게 하는 데 그 목적이 있었다. 信用協同組合法은 농협단위조합에서 영위하는 상호금융과 더불어 지역단체들의 상호유대강화와 소득증대를 위한 자조금융체제를 육성하기 위하여 제정되었다.

私金融의 制度金融化와 더불어 非銀行金融機關의 多樣化도 추진되었다. 장기자금공급기관의 확대 일환으로 1972년 리스회사가 설립되었고, 담보력이 부족한 기업에 대한 융자 수혜폭을 확대하기 위하여 1974년 信用保證基金이 설립되었으며, 1977년에는 보험에 관한 4개의 법률을 ‘保險業法’ 하나로 통합하여 보험을 통한 內資動員의 極大化가 추진되었다.

#### 마. 1980年代의 金融自律化 追求와 金融制度의 變化

경제규모가 확대되고 구조가 고도화됨에 따라 그간 정부가 주도했던 開發爲主의 經濟運用方式과 이에 따른 政府主導의 金融制度가 오히려 金融產業의 효율성에 害가 된다는 反성이 일기 시작하여 1980년대에 들어와서는 制限적이기는 하지만 金融自律化를 위한 여러 措置들이 추진되었다.

첫째, 一般銀行들이 다시 民營化되었다. 이미 1973년 民營化를 완료한 商業은행의 뒤를 이어 1981년 韓一은행, 1982년 서울신탁은행과 제일은행이, 1983년에는 조흥은행이 각각 民營化되었다. 1988년에는 금융기관의 내부경영의 자율화시책도 발표되기는 하였으나, 전반적으로는 은행의 株式이 民營化되기는 하였지만 銀行경영이 民營化되지는 못했다는 것이 보다 精確한 진단일 것이다.

둘째, 金融機關間의 競爭을 촉진하여 金融市場의 效率性을 提高시키고자 하는 목적으로 進入規制가 緩和되었다. 銀行의 경우 1980년대 초반에 新韓銀行과 韓米銀行이, 1980년대 말에 동화은행, 동남은행, 대동은행 등이 새로이 設立되었다. 제2 金融권의 경우에도 투자금융회사, 상호신용금고, 투자신탁회사, 리스사, 생명보험회사 등의 新設이 급속하게 增加하였다.

셋째, 金融機關間의 業務領域도 종래 엄격하게 지켜지던 分業主義의 틀을 깨고 擴大되기 시작하였다. 그 한 예로 1984년부터는 종래 서울신탁은행만이 수행하던 신탁업무를 일반은행들이 취급하기 시작하였다.

#### 바. 1990年代의 國際環境 變化와 金融制度의 變化

1990년대에 들어와 金融產業에 자율과 경쟁을 도입하기 위한 金融改革이 계속 추진되고 있다. 이는 금융기관의 효율성 및 생산성이 떨어져 實물경제의 지속적인 성장을 害하고 있다는 國內외적인 지적과 함께 WTO체제하에서 불가피한 대외 개방에 대비하여 金融機關들의 國際競爭力을 涵養하기 위한 조치이다.

1991년 3월 金融기관의 합병 및 전환에 관한 법률이 제정되어 그 해에 8개의

투자금융회사가 2개의 市中銀行과 5개의 證券會社로 전환하였으며 동년 11월부터 시작된 4단계 금리자유화조치는 1994년 3단계 자유화조치를 앞당겨 실시하여 본격적인 금리자유화 시대의 막을 열었다.

1990년대의 金融制度改革의 골격은 1993년 발표된 신경제 5개년계획과 1994년 발표된 外換 및 資本自由化計劃에 잘 나타나 있으며 한미금융정책회의, WTO출범에 따른 금융거래 및 산업의 대외개방 양허, OECD가입을 위한 資本自由化 推進 등 국제적인 환경변화의 영향을 많이 받고 있다.

## 2. 金融産業의 成長과 金融機關別 相對比重 變化

해방 이전 원시적인 금융제도하에서 운영되던 金融産業은 産業의 近代化와 더불어 꾸준한 발전을 거듭해 왔다. 해방시점에서의 金融業 總生産額에 대한 資料가 없어 지난 50년간의 성장규모를 측정할 수는 없으나, 1970년 당시 3조 5,748억원이었던 금융업의 總生産額은 1994년에는 41조원을 능가하여 총액기준으로 11배 이상의 증가를 보여주고 있다. 同 期間 동안 경제 전체의 규모도 빠른 속도로 성장하였으나 금융업의 성장이 일반적인 인식과는 달리 전체산업의 성장보다 빨라 <表 7>에서 볼 수 있듯이, 1970년에 金融業이 國民總生産의 9.81%를 점유하였던 것이 1994년에는 17.54%로 2배 가량 증가하고 있다.

<表 7> 國民總生産에 대한 金融業의 比重變化

(單位 : 10億원, %)

	1970	1975	1980	1985	1990	1993	1994
금융업총생산(A)	3,574.8	5,206.2	9,075.6	14,368.5	26,801.0	37,499.8	41,026.0
국민총생산(B)	36,429.1	53,109.4	73,481.1	108,130.3	178,262.1	216,162.4	233,940.2
금융업비중(A/B)	9.81	9.80	12.35	13.29	15.03	17.35	17.54

註 : 1. 수치는 1990년 불변가격 기준임.

2. 금융업은 금융, 보험, 부동산 및 사업서비스업을 모두 포함한 수치임.

資料 : 韓國銀行, 『한국은행의 통계』, 1995, pp. 184~185.

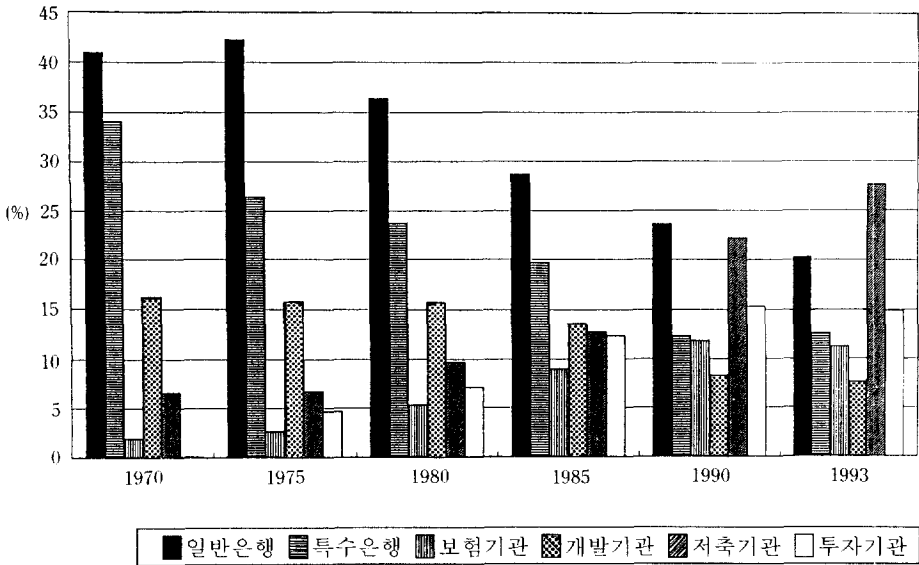
한편, 금융기관별 상대적 규모의 변화를 보면, 우선 투자기관, 저축기관, 보험기관의 상대적인 규모증대가 눈에 띈다. <表 8>은 1980년대 이후 資金運用 總額으로 본 金融機關別 規模變化를 보여주고 있다. 1980년 말에서 1993년까지의 변화를 보면, 一般銀行과 特殊銀行의 規模가 각각 8.4배, 11.2배 증가한 데 비해, 投資機關은 35.6배, 貯蓄機關은 40.2배, 保險機關은 48.5배가 증가한 것으로 나타나고 있다. 1993년 절대액을 기준으로 볼 경우에도 저축기관의 점유율이 33.13%로 일반은행의 23.63%를 앞지르고 있으며, 투자기관이 16.3%로 비교적 높은 점유율을 보이고 있다.

金融機關의 資金運用은 貸出金과 有價證券 保有로 대별할 수 있다. 1970년 이후의 금융기관별 상대적 비중변화를 볼 때, 대출금의 경우 일반은행과 특수은행의 비중이 줄어든 반면, 저축기관의 비중이 증가한 것으로 나타나고 있다. 1970년의 경우 일반은행과 특수은행이 전체의 약 80%를 차지하고 있었으나, 1993년의 경우 투자기관, 일반은행, 특수은행의 순서로 각각 28.8%, 25.0%, 17.1%를 점유하고 있다. 반면, 유가증권보유잔액의 경우에는 1970년대에는 개발기관의 비중이 높았지만 1980년대 초반 이후에는 투자기관의 비중이 가장 높아지는 양상을 보이고 있다. 즉 1970년에는 47.7%를 차지하던 개발기관은 이후 그 비중이 급격히 감소하여 1993년에는 4.0%에 그치고 있다. 반면, 貯蓄機關과 投資機關은 꾸준한 증가세를 보이고 있는데, 1970년에 각각 4.5%와 1.0%였던 것이 1993년에는 25.4%와 35.9%를 나타내고 있다. 대출금과 유가증권 보유잔액의 합계는 [圖 3]에 나타나 있는데, 일반은행과 특수은행의 비중이 줄어든 대신 저축기관과 투자기관이 각각 크게 증가한 것으로 나타나고 있다.

<表 8>과 [圖 3]을 놓고 볼 때, 우리는 貯蓄機關과 投資機關의 相對的 成長에 비해 銀行의 比重이 줄어들었다는 판단을 하기 쉽다. 그러나 여기에서 한 가지 주의할 점은 단순한 수치상으로는 은행의 비중이 상대적으로 격감하고 있는 것으로 나타나고 있지만 실제로는 그렇지 않다는 점이다. <表 8>을 볼 때, 1980년의 일반은행의 점유율은 45.09%이며, 신탁계정이 5.80%로 나타나고 있다. 1993년 6월의 경우 일반은행의 점유비율은 23.63%로 감소하였지만, 은행신탁계정이 20.52%로 증

가하여 전체적으로는 1980년의 50.89%에서 1993년에는 44.15%로 그 감소치가 그다지 크지는 않다고 볼 수 있다. 이는 은행의 기능은 줄어든 대신 은행기관 자체는 계속 성장했다는 것으로, 결국 銀行이 信託會社化되어가는 현재의 問題點을 드러내고 있다고 하겠다.

[圖 3] 金融機關別 貸出金 및 有價證券 保有殘額의 變化



資料 : 韓國銀行, 『우리나라 자금순환계정의 이해』 pp. 460~469.

〈表 8〉 資金運用總額으로 본 金融機關別 規模變化

(單位: 10億원, %, 倍)

			1980년 말 (A)		1985년 말		1990년 말		1993. 6 (B)		증가율 B/A
			금 액	점유비율	금 액	점유비율	금 액	점유비율	금 액	점유비율	
예금 은행	일반 은행	합 계	16238.1	45.09	41370.6	34.13	110305.5	30.06	136567.4	23.63	8.4
		시 중 은행	11938.1	33.15	29772.1	26.55	83836.8	22.85	104036.4	18.00	8.7
		지방은행	1883.0	5.23	2548.4	2.27	18273.3	4.98	21460.3	3.71	11.4
		외은국내지점	2416.9	6.71	5950.2	5.31	8195.3	2.23	11070.7	1.92	4.6
	특수은행	6315.3	17.54	17115.0	15.26	48139.0	13.12	70540.9	12.20	11.2	
개발기관	합 계	5057.9	14.05	17370.3	15.49	24396.1	6.65	37343.4	6.46	7.4	
	산업은행	4056.5	11.27	11235.4	10.02	16693.5	4.55	24711.9	4.28	6.1	
	수출입은행	556.7	1.55	4786.5	4.27	2702.0	0.74	3760.0	0.65	6.8	
	장기신용은행	444.7	1.23	1348.4	1.20	5000.6	1.36	8871.5	1.53	19.9	
투자기관	합 계	2642.4	7.34	12711.1	11.34	57065.8	15.55	94195.1	16.30	35.6	
	투자금융회사	1214.4	3.37	4762.0	4.25	18446.8	5.03	22648.9	3.92	18.7	
	종합금융회사	591.4	1.64	1657.0	1.48	4841.6	1.32	9143.3	1.58	15.5	
	투자신탁회사	705.7	1.96	6006.1	5.36	30649.3	8.35	57606.6	9.97	81.6	
	증권금융회사	130.9	0.36	286.0	0.26	3128.1	0.85	4796.3	0.83	36.6	
저축기관	합 계	4766.7	13.24	19950.1	17.79	97403.9	26.54	191476.6	33.13	40.2	
	은행신탁계정	2088.2	5.80	10301.7	9.19	57900.9	15.78	118639.2	20.52	56.8	
	상호신용금고	535.8	1.49	3440.5	3.07	11454.8	3.12	21468.8	3.71	40.1	
	신용협동기구	1627.3	4.52	5057.0	4.51	24602.6	6.70	46320.9	8.01	28.5	
	체신예금	515.4	1.43	1150.9	1.03	3445.6	0.94	5047.7	0.87	9.8	
보험기관	합 계	988.8	2.75	6713.3	5.99	29651.1	8.08	47918.8	8.29	48.5	
	생명보험회사	988.8	2.75	6567.0	5.86	28437.8	7.75	46234.6	8.00	46.8	
	체신보험	-	0.00	146.3	0.13	1213.3	0.33	1684.2	0.29	11.5	
총	계	36009.1	100	112130.5	100	366961.3	100	578042.2	100	16.1	

註: 1. 신용협동기구는 신용협동조합, 새마을금고, 상호금융의 합계임.

2. 체신보험은 1977년 체신관서의 보험사업이 중단되었다가 1983년 7월부터 업무가 재개되었으며, 증가율은 1985년에서 1993년으로의 증가율임.

資料: 韓國銀行, 『우리나라의 금융제도』, 1993. 12.

## IV. 韓國 金融產業의 懸案과 政策課題

광복 이후 50년간 金融產業 發展段階에서 잉태되어 현재 懸案으로 되어 있는 韓國金融產業의 問題點과 대안을 크게 첫째, 정부와 금융기관과의 관계 재정립 둘째, 금융제도 개혁 셋째, 금융기관의 국제경쟁력 제고 필요성의 측면에서 살펴보고자 한다.

### 1. 政府와 金融機關과의 關係 再定立

공산주의와 비교한 자본주의의 차이 중 가장 중요한 것이 私有財産의 認定이며, 따라서 이러한 사유재산을 예탁받으며 때에 따라 대신 운용해 주는 金融機關의 安全性 또는 安定性이야말로 자본주의 경제를 유지하는 기본체제라 하겠다. 또한 시장가격이 왜곡되어 있을 때에는 시장가격에 의거한 대출심사만으로는 자금이 반드시 바람직한 산업으로 대출된다는 보장이 없으므로 金融機關은 社會的 效用을 감안한 貸出決定을 하여야 한다는 公共性의 側面도 요구된다. 정부는 금융기관의 이러한 안전성, 공공성을 감시한다는 의미에서 다른 산업보다는 더 엄격한 규제를 하는 것이 정당화되는 것이다. 政府가 金融產業에 介入을 하는 방법에는, 첫째 政府가 金融產業을 소유·운용하는 방법, 둘째 정부가 공식적으로 규정을 제정하여 金融機關 運營을 規制하는 방법, 셋째 非公式的으로 金融機關 運營에 개입하는 방법들이 있는데 모든 분야에서 변화가 요구되고 있다.

#### 가. 直接參與者로서의 政府

金融產業에 대한 정부의 역할은 정부금융기관을 설립하여 직접 운영하는 參與

者(player)의 차원과 위에서 서술한 安全性, 公共性을 확보하기 위한 規則制定者(rule setter)의 차원이 있다. 經濟開發 初期段階에는 정부조직이 민간조직보다 더 좋은 인력을 확보할 수 있고 특정 산업 또는 분야에 정책적으로 자금공급을 하기 위하여 정부가 직접 투자하고 운영하는 정부금융기관을 설립·운영하면서 민간금융기관을 선도 또는 보완하는 경우가 많다.

우리나라의 경우에는 金融産業 특히 銀行産業의 경우 정부금융기관의 비중이 지난 50년간 매우 높았으며, 지금까지도 그 비중이 크다. 1950년대 초반 개발금융기관인 산업은행의 설립을 비롯하여 1960년대에는 中小企業銀行, 住宅銀行, 國民銀行, 韓國外換銀行 등의 특수은행들을 설립하여 현재까지도 정부가 100% 소유하고 있거나 第1株主로 되어 있다. 일본에서도 외환전문은행, 개발은행 등 정부금융기관이 경제개발 초기단계에 설립되어 현재까지도 운영되고 있으나 두 나라 사이에는 다음과 같은 차이가 있다.

첫째, 日本에서는 정부는은행기관과 더불어 민간은행기관이 공존하였으나 우리나라의 경우 1980년대 초반까지는 일반 상업은행업무를 하는 은행기관마저도 정부에서 소유하고 있었다. 1950년대 말 정부소유은행들을 짧은 기간 동안 拂下한 역사가 있기는 하지만 1960년대 초반 경제성장을 추진하기 위하여 모든 金融機關을 國有化했기 때문이다.

둘째, 資金調達의 측면에서 日本開發銀行은 우편예금제도를 통하여 조달한 자금을 이용하였으나, 우리나라의 特殊銀行들은 일반상업은행들과 경쟁하면서 자금을 조달하고 있다. 개발은행인 산업은행의 경우 금융채발행 또는 외국으로부터의 차입 등으로 조달하고 있으나 기본적으로 시장을 통한 자금조달이며 재정에서의 조달은 크지 않다.

셋째, 資金運用의 측면에서 정부금융기관이 일반상업은행과 비슷한 산업 및 분야에서 경쟁하고 있다. 日本의 경우 開發銀行은 기초산업에만 한정하여 자금지원을 했으나, 우리나라의 경우 政府金融機關들이 거의 모든 산업에서 상업은행들과 경쟁하면서 대출을 했을 뿐만 아니라 商業銀行들은 반대로 제조업대출비율, 중소기업대출비율, 대기업여신제한 등의 제도에 의해 특수은행적인 자산운용을 하고

있다.

한 금융기관 내에서 政策金融과 民間商業金融을 동시에 취급할 경우 공공성과 기업성의 상충된 평가척도 때문에 經營의 效率性을 측정하기도 힘들며 따라서 책임한계가 모호해 경영효율이 하락하는 경향이 있다. 새로운 WTO체제하에서는 정책금융대출도 어려워지고 있으므로 특수은행들의 존립이유도 줄었을 뿐 아니라 정당화할 수 있는 정책금융의 경우에도 상업은행업무와 분리할 필요가 있다. 이미 상업은행화된 특수은행들의 주식을 매각하여 민영화를 추진하고 있으나, 단순한 민영화가 아니라 政策金融의 負擔이 分離된 진정한 民營化가 이루어져야 할 것이다. 개발분야 정책금융의 업무가 큰 產業銀行의 경우에도 한 기관 내에서 동시에 이루어지고 있는 상업은행업무와 정책금융업무를 분리하여 前者는 民營化하고 後者는 市場에서가 아니라 財政에서의 자금조달을 하는 政府金融機關 또는 金庫의 형태로 전환하여야 할 것이다.

해외에서 자금을 조달하여 국내에서 商業業務를 하더라도 정부금융기관인 경우 일반상업은행보다 싼 금리로 자금을 조달할 수 있어 국가전체적으로 이익이 된다는 논리는 近視眼의이다. 그 이유는 첫째, 국가신용에 의존하므로 當該機關의 自體的인 信用提高 努力이 未備되기 쉽고, 둘째, 外貨資金의 貸出業務에 경쟁이 제한되어 효율성이 저하되기 쉬우며, 셋째, 國際金融市場에서는 아무리 신용이 좋더라도 기관별 대출한도가 있으므로 우리나라 전체로 볼 때 借入機關을 多樣化할 필요가 있으며, 넷째, 개발금융기관이 외화차입을 독과점함으로써 一般商業銀行들의 國際化를 遲延시키기 때문이다.

#### 나. 規則制定者로서의 政府

金融機關에 대하여 公共性和 安全性이 요구되는 이상 정부는 이를 보장하기 위하여 金融機關의 활동에 대한 규제를 한다. 선진국의 경우에는 資本充實度 規制 등 금융기관의 안전성을 보장하기 위한 규제가 주를 이루고 있는 반면 우리나라에서는 特殊 産業 및 分野로의 자금배분을 위한 公共性 爲主의 規制가 지배적이

있다는 차이가 있다.

經濟發展 初期段階에서 희소자원인 자금을 전략적 산업에 집중배분하기 위하여 금융기관의 대출에 정부가 영향을 미치는 것은 정당화될 수 있으나, 보다 어려운 문제는 經濟發展의 어느 단계에서 정부의 지도 및 규제를 철폐하고 민간 상업은행의 자체적인 판단에 맡길 것인가 하는 時期 選擇의 문제이다. 이때의 기준은 첫째, 政府次元에서의 산업정책이 필요한가, 둘째, 육성하고 싶은 산업을 조세감면 등 財政政策에 의거하여 할 것인가 아니면 금융의 우선배정이란 金融手段을 통해 할 것이냐에 달려 있다. 우리나라의 경우에는 원론적으로는 투자결정을 기업의 자체적인 판단에 맡겨야 한다고 하면서도 實際적으로는 政府次元의 産業政策 또는 特殊分野 育成政策 등을 포기하지 못하고 있으며 金融의 財政政策手段化의 관행도 줄지 않고 있다. 政府와 金融機關의 관계가 긴밀하다는 일본의 경우에도 1955년경부터 이미 금융기관의 여신에 대한 정부의 규제 및 간섭이 없어진 데 반하여, 우리나라는 최근까지도 與信管理를 하여 왔다.

金融機關의 資産運營에서 볼 수 있는 우리나라가 가진 특징의 또 한면은 대부분의 금융기관이 機關投資家로 지정되어 주식시장 및 채권시장의 안정 및 발전에 대한 책임이 요구되고 있다는 사실이다. 外國의 경우 機關投資家란 개인투자자들이 투자의 전문성과 정보가 부족하여 투자신탁, 연기금 또는 보험회사들이 간접적으로 투자활동을 해 주는 기관을 지칭하며, 機關投資家 비중이 높은 경우 든 소문이 아니라 전문적인 투자분석활동에 의한 투자로 증권시장의 안정이 이루어질 것으로 기대되고 있다. 그러나 우리나라의 경우에는 機關投資家の 定義 및 役割이 왜곡되어 시장의 안정을 오히려 저해하고 있으며 나아가서는 金融機關의 安全性에마저 큰 위협을 주고 있다. 첫째, 우리나라에서 機關投資家란 투자한 기관으로부터의 배당수입을 법인소득으로 익금산입의무가 면제되는 기관으로 정의되어 은행, 증권회사, 투자신탁회사, 투자금융회사 등이 모두 포함되어 있다. 즉 機關投資家가 투자자의 자금을 운용해 주는 것이 아니라 자기 자금으로 증권투자를 하는 것이 허용 또는 권장되어 지난 몇 년과 같이 주가가 폭락함에 따라 投資信託會社만이 아니라 銀行마저도 健全성이 흔들리고 있는 것이다. 둘째, 투자자들을 위한 간접투

자활동마저도 시장안정을 위해 정부에서 순매입원칙 등을 요구할 때가 많아 投資信託會社 또는 銀行의 信託商品들이 투자가의 이익을 극대화해 주어야 한다는 基本信義를 위배하고 있으며, 조작된 자산운영으로 시장가격도 시장의 진정한 수요와 공급을 반영하지 못하고 있다.

金融機關規制의 方向은 과거 공공성 위주의 규제에서 安全性 爲主의 規制로 바꾸는 것이 시대적 요구이다. 따라서 정부는 공공성측면에서의 여신관리에 대한 규제는 한시바빠 완화하여야 하며 또한 시장안정을 위한 金融機關의 自己計定投資는 金融機關 安全性 規制次元에서 그 폭을 대폭적으로 하향조정하여야 하고 간접 투자자산에 대한 단기적인 순매입원칙 등도 철폐하여 시장의 힘에 의한 진정한 시장안정이 이루어지게 하여야 할 것이다.

#### 다. 內部經營에 대한 規制

金融機關에 대한 規制는 위에서 서술한 자산운용분야만이 아니라 신규진입, 업무영역, 상품개발, 업무지역, 국내외지점개설, 인사조직, 증자 등 광범위한 분야에 이르고 있다. 新規進入, 業務領域 및 商品開發分野의 規制는 金融制度에 관한 規制이므로 다음 절에서 다루기로 하더라도 나머지 규제들은 대부분 외국에서는 金融機關들이 자율적으로 결정할 內部經營의 문제인데도 불구하고 아직도 정부에서 규제하고 있다. 1993년에 발표된 신경제 5개년 계획에서 金融機關의 內部經營 문제를 自律化하겠다는 정부의 의지가 천명되어 있으며 또한 지점개설 및 은행장 추천과정에서 자율화가 추진되고 있는 것은 사실이다. 그러나 內部經營의 問題에는 정부가 공식적으로 인정하는 규제보다 암묵적으로 이루어지고 있는 규제가 그 폭과 강도가 크며 그 폐해도 크다.

1993년 4월 銀行長推薦委員會 制度가 만들어지기 이전에도 정부에서는 은행장 선임에 정부가 개입하고 있다는 사실을 공식적으로 인정한 적은 없었기 때문에 새로운 제도하에서 은행장 선임이 완전히 자율화되었다고 발표했음에도 불구하고 정부의 발표를 액면 그대로 믿는 사람은 적었다. 그 후 銀行長 3임은 불가하다는

원칙이나 명확하지 않은 임원자격심사 등은 銀行長 選任에 오히려 混亂만 가중시키고 있다.

사실 銀行經營에서 중요한 것은 어떤 사람이 은행장에 어떤 과정을 통해 선임되느냐 하는 문제보다도 선임된 은행장이 임기 동안 어떻게 경영을 하느냐는 것이 과제이다. 현재에는 銀行經營에서 은행장의 발언권은 거의 절대적이며 마치 은행장책임제 비슷한 체제를 하고 있다. 과거와 같이 銀行經營의 성패가 정부의 지시에 의해 결정될 때는 上意下達式의 銀行長責任制가 더욱 효율적이었는지 모르나 현재와 같이 급변하는 시장수요와 환경변화에 적응하기에는 下意上達式의 體制가 더욱 효율적일 것이다. 따라서 은행장의 선임과정보다 은행장이 그 역할을 수행하는 데 있어서 보완 및 견제를 할 수 있는 제도의 정비가 더욱 절실히 필요하며 이러한 관점에서 은행의 이사회를 활성화할 필요가 있다고 하겠다. 현재에도 이사회에는 은행의 임원뿐 아니라 주주들을 중심으로 하는 非常任理事들이 있기는 하나 은행의 이사회 운영이 형식에 지나지 않아 은행장을 보필 또는 견제하지 못하고 있는 실정이다. 몇 년만에 한번씩 하는 대통령선거같이 銀行長 選任 過程을 부각시키기보다는 재임기간중 국회와 같이 제도적으로 견제할 수 있는 理事會의 활성화가 없이는 銀行의 內部經營이 완전하게 自律化되기 힘들다고 하겠다.

銀行經營에서 정부의 개입이 완전히 배제될 경우 은행의 경영을 누가 지배할 것인가에 논란이 있다. 은행도 엄연한 기업인 이상 대주주들이 지배하여야 하며 주인 있는 은행이 되어야만 책임 있는 경영을 통해 경쟁력을 키울 수 있다는 주장이 있는가 하면, 반면 金融制度의 중추인 은행을 산업재벌들이 지배해서는 가뜩이나 심각한 경제의 재벌집중문제를 더욱 심화시킬 가능성이 있다는 우려도 크다. 현재는 後者의 의견이 지배하여 은행의 경우 1人 株主의 株式所有限度 制限을 4%까지 강화시켰다.

銀行의 所有形態와 經營成果의 關係에 대해서 정설은 없다. 우리나라에서 실증적으로 볼 때 소액주주연합의 신한은행이나, 정부소유인 국민은행이나, 대주주연합의 보람은행 등 여러 형태의 은행들이 각각 좋은 經營成果를 내고 있는 것을 보면 시중은행의 경우에도 무조건 하나의 형태의 지배체제를 추구하기보다는 다양

한 지배형태를 허용하는 것이 더욱 효율적일 것으로 판단된다. 특히 대출 및 기타 금융중개기능에서 은행과 비슷한 정도의 비중을 가지고 있는 保險會社, 投資金融會社 및 證券會社 등에 대해서는 지배형태에 제한을 두지 않아 산업재벌이 이미 지배하고 있는 것을 감안하면 은행에 대해서만 産業財閥이 지배할 수 없다는 논리는 이미 그 의미를 잃고 있다고 하겠다.

규제를 하는 방법에는 構造에 대한 規制와 行爲에 대한 規制 두 가지가 있다. 산업재벌은 은행을 지배할 수 없으며 다만 은행에 주인을 찾아주기 위하여 산업투자가 없는 금융전업가에게만 은행의 지배를 허용하자는 의견은 構造的 接近方法의 규제이다. 그러나 금융전업가들이 산업재벌보다 대출자원 배분을 더 효율적으로 할 것이라는 사전적 논거가 없는 한 은행의 지배형태야 어떻든 그 대출행위가 합리적이며 경영이 효율적이냐 하는 행위에 대한 규제를 더 중요시해야 할 것이다. 行爲에 대한 規制가 사실상 힘들기 때문에 구조적으로 규제를 하자는 것은 타당하지 않으며, 많은 경우 競爭制限的인 結果를 초래하여 효율성을 저하시키기 쉽다.

## 2. 金融制度改革

전세계적으로 볼 때 각 나라의 金融制度는 그 나라의 經濟發展段階 및 그 나라의 金融産業發展의 歷史에 따라 조금씩 다르나 크게는 은행기관이 증권업무도 겸영하는 「유니버설뱅킹」(universal banking) 제도와 은행업무와 증권업무를 엄격하게 분리하는 「사운드뱅킹」(sound banking) 제도로 구분되며, 우리나라는 미국, 일본과 함께 「사운드뱅킹」 제도를 택하고 있다.

美國에서는 1929년 대공황을 겪으면서 결제기능을 가진 은행이 위험이 많은 증권업무를 겸영할 경우 은행의 안전성을 저해할 가능성이 있기 때문에 「사운드뱅킹」을 위해 은행업무와 증권업무를 분리했다고 하지만 우리나라에서는 그 유래가 확실하지 않다. 해방 전에 證券業務가 있었다고는 하지만 증권투자에 대한 중개업무만 하였고 投機性이 너무 높다는 일반적인 인식 때문에 金融産業에서 그 비중

이 크지가 않았다. 1960년대에 시작된 고도경제성장기에 기업들은 外部資金調達을 주로 은행기관을 통한 대출금에 의존하였으며 直接金融市場은 그 기능을 하지 못하였다. 1980년대 중반 주가가 폭등하고 증권회사들의 증자가 대폭적으로 이루어짐에 따라 증권회사의 규모가 커지게 되었고 기업들의 자금조달도 주식 및 채권 발행을 통한 直接金融이 늘어 證券産業이 金融産業에서 차지하는 비중이 커지게 되었다.

이와 때를 같이 하여 미국, 일본 등 은행업무와 증권업무를 분리하던 나라에서도 分離原則을 再檢討함에 따라 우리나라에서도 金融制度에 대한 재검토가 이루어지게 되었으며, 1993년 新經濟 5個年計劃 金融部門計劃에서는 은행업무, 증권업무, 보험업무를 중심금융업무로 지정하고 특정금융기관이 다른 중심금융업무 중 비핵심업무는 동일 기관 내에서 겸영할 수 있으나 핵심업무는 동일기관에서 겸영할 수 없으며 자회사를 통해서만 진출할 수 있다는 일본식의 金融制度改革 方法을 채택하였다. 다만 이 계획에는 核心業務와 非核心業務를 구분하는 기준을 제시하지 않고 있어 논란의 여지를 남기고 있으며, 또한 子會社의 형태로 진출할 수 있다고는 하지만 그 인가가 자동적으로 나는 것이 아니라 진입시에 별도의 설립허가를 받아야 하게 되어 있어 실효성이 약한 원칙 천명에 지나지 않고 있다. 사실 이러한 원칙이 발표되기 전에 이미 자회사형태로 많은 수의 은행들이 증권산업에, 많은 수의 증권회사들이 보험산업에 진출하고 있었으므로 이 원칙 천명은 현실을 인정하는 차원에 지나지 않았으며 이 원칙이 발표된 후에도 증권회사들이나 보험회사들은 은행기관의 단일주주 소유한도 때문에 銀行子會社를 가질 수도 없는 실정이다.

外國에서는 金融制度改革이 은행기관과 증권기관간의 업무영역조정에 치중되어 있으나 우리나라의 경우에는 은행기관 내의 업무조정, 증권기관 내의 업무조정이 더욱 심각한 쟁점이 되고 있다. 우리나라에는 은행이란 이름을 가진 기관으로 一般銀行(시중은행, 지방은행, 외국은행 국내지점), 特殊銀行(중소기업은행, 국민은행, 한국주택은행, 농·수·축협), 開發機關(한국산업은행, 한국수출입은행, 장기신용은행) 등이 있다. 또한 投資金融會社는 투자기관이면서도 기업의 단기자금조달 측

면에서는 시중은행과 비슷한 역할을 하고 있으며, 투자신탁회사 상품 중 채권형투자신탁은 은행의 저축상품과 경쟁관계에 있어 이들간의 業務領域調整 및 商品開發에 많은 논란이 일어나고 있다.

선진국의 시중은행들은 안정성과 자금의 유동성을 유지하기 위하여 短期金融에 치중하고 있으며, 長期資金調達은 채권 또는 주식시장에서 이루어지고 있다. 그러나 일본의 경우 經濟開發 初期段階에서 기업의 신용이 높지 않아 기업이 직접 발행하는 증권으로는 長期資金을 조달할 수 없어, 프랑스의 예를 따라 개발금융기관을 별도로 설립하여 이 기관이 금융채를 발행하고 기업들에게 長期資金을 공급하는 기관으로 특화하게 하였다. 이에 영향을 받아 해방 전부터 우리나라에는 금융채를 발행하는 장기금융전문은행제도가 있었으며 해방 후 지금까지도 그 제도가 유지되고 있다. 프랑스에서는 이미 1984년 長·短期金融分離에 의한 金融機關의 分離가 폐지되었고, 日本에서도 자금조달면에서는 長期金融機關만이 독점적으로 금융채를 발행하고 있으나, 자금운용면에서는 長期金融機關의 단기대출 비중과 도시은행의 장기대출 비중이 각각 높아지고 있어 적어도 자산운용면에서의 장·단기분리는 구분이 약해졌다고 하겠다.

우리나라에서도 최근 銀行法 改正時 시중은행의 대출기한을 10년까지 연장했으며 금융채도 발행할 수 있도록 하였으나 실제로는 허용되지 않고 있다. 1970년대 중반 기업이 발행하는 회사채에 대해 金融機關이 保證을 하는 制度가 도입된 후 우리나라에서는 기업들의 會社債發行을 통한 자금조달 비중이 높아졌으며, 표면적으로만 보면 이제는 금융채를 발행하여 자금을 조달하여 기업에 대출을 하는 金融機關의 역할이 필요없게 된 듯한 인상도 있다. 그러나 金融機關이 보증한 會社債는 진정한 의미에서의 회사채라기보다는 金融債에 가깝기 때문에 구매자들은 발행기업의 신용보다는 보증하는 은행의 신용을 믿고 구입하고 있다.

會社債의 金融機關保證制度는 기업의 자금조달을 원활하게 하여 주었다는 순기능이 있기는 하지만 그 폐해도 적지 않았다고 볼 수 있다. 첫째, 은행들은 대출에 비해 보증이 資金負擔이 적기 때문에 대출시보다 심사를 철저히 하지 않는 경향이 있을 뿐만 아니라 手數料收入 競爭으로 그 보증료도 최근에는 0.2%까지 하락

하고 있다. 은행들이 대출에 대한 부실채권이 많지만 보증회사채가 부도가 나서 입는 손실이 이에 거의 맞먹는 정도로까지 큰 실정이다. 둘째, 기업들의 경우 손쉽게 會社債保證을 받을 수 있었기 때문에 기업의 財務構造改善 등의 노력이 지연되기도 하였으며 더불어 기업의 신용을 평가하는 信用評價會社의 成長과 자기책임하에 기업들의 신용을 평가하는 投資家들의 成熟도 지연되어, 결국 장기적으로 볼 때 오히려 채권시장의 정상적인 발전을 저해하고 있다고 할 수 있다. 이러한 의미에서 會社債에 대한 金融機關의 保證制度는 보증을 전문업으로 하는 信用保證機關 이외의 金融機關에서는 빠른 시일 내에 철폐되어야 할 것이며, 이 공백을 메우기 위하여 시중은행의 금융채발행을 조속히 허용하여야 할 것이다.

特殊銀行들은 아직도 자금운용상 시중은행보다 제약이 있기는 하지만 기본적으로 자금의 조달이나 운용면에서 이미 市中銀行化하였고 신경제 5개년계획에도 이미 민영화 및 시중은행화될 계획이 포함되어 있어 제도상 논란의 여지는 크지 않다.

시중은행이 전국은행인 데 반하여 地域密着型 金融機關으로 지방은행, 상호신용 금고 및 신용협동기구 등이 있다. 地域密着型 金融機關은 영업지역은 제한되어 있으나 시중은행에 비해 높은 예금이자율을 제공함으로써 경쟁이 가능하였다. 그러나 이자율이 자유화되고 市中銀行들이 市場金利에 連動된 預金利率을 제공하기 시작함에 따라 경쟁력을 잃고 있으며 이에 대해 다음과 같은 대책이 시급하게 요구되고 있다. 첫째, 營業地域의 制限을 완화 또는 폐지하여야 한다. 독과점을 하는 대기업들이 지배하는 산업에서도 틈새시장을 대상으로 하는 중소기업이 살아나갈 수 있는 것과 마찬가지로, 전국은행에 대하여 地域에 密着하는 金融機關이 살아갈 수 있는 틈새가 있는 것은 사실이다. 그러나 地域密着型 전략의 선택여부는 金融機關 자신의 선택이어야 하며 제도적으로 제한할 사항은 아니다. 둘째, 地域金融機關들끼리의 業務提携, 또는 合併이 필요하다. 地域密着型 金融機關은 그 규모가 작아 조그마한 금융사고에도 유동성 위험이 발생할 가능성이 있으며 이러한 위험을 분산하기 위하여 地域密着型 金融機關들의 合併이 필요하다. 또한 지역금융기관들은 기본적으로 소매금융전문기관들이며 소매금융이 경쟁력을 갖기 위해서는 컴퓨

터설비 등에 많은 투자가 필요하기 때문에 합병을 하여 규모를 키우든지 아니면 업무제휴를 통해 간접적으로 규모의 경제를 추구하여야 할 것이다. 이러한 관점에서 地域密着型 金融機關들끼리 聯合會를 결성할 필요가 있으며 그 연합회에는 금융채발행을 허가하는 등의 資金調達機能을 주어 회원들의 短期的인 流動性 問題를 해결할 수 있게 할 필요가 있다. 셋째, 地域金融機關의 業務領域을 擴大해 줄 필요가 있다. 업무영역조정의 기본원칙으로 은행, 증권, 보험기관 등은 핵심업무는 子會社를 통하여 진출하도록 하였으나, 地域密着型 金融機關의 경우 母會社의 규모 자체가 크지 않아 다른 업종의 금융업무를 하는 자회사를 별도로 설립할 자금 여유가 없다. 따라서 地域密着型 金融機關의 경우에는 전국규모의 금융기관과는 달리 다른 업종의 금융업무라도 모회사 자체에서 취급할 수 있도록 하여야 할 것이다. 넷째, 地方政府는 金融機關의 地域貢獻度を 평가하여 공헌도가 높은 地域密着型 金融機關을 市·郡 金庫로 지정할 때 등에서 우대하여야 할 것이다. 즉 그 지역주민이 소유하고, 그 지역주민이 경영하며 그 지역을 위해 자금을 배분하는 금융기관을 우대하는 것이 地方化時代에 지방자금의 대외유출을 막고 지방경제를 활성화시키는 대책이 될 것이다.

證券產業 내에서도 증권유관기관끼리의 업무영역 조정문제가 많으며 이 중에서도 證券會社와 投資信託會社와의 관계정립이 가장 논란이 많았다. 증권회사는 핵심업무로서 브로커업무와 인수업무를 하고 있는데, 이 두 업무 모두가 投資信託業務에 대해 利害相衝의 可能性이 커서 외국의 경우에도 증권회사 자체가 투자신탁업무를 겸영하는 경우는 극히 드물어 별도의 자회사형태로 진출하고 있으며 현재 진행중인 證券產業 改編方案에도 증권회사는 자회사형태로만 투자신탁업무에 진출하도록 되어 있다. 다만 외국과는 달리 현재 우리나라의 投資信託은 運用과 販賣가 分離되어 있지 않고 당일 환매가 가능한 통장거래로 이루어지고 있어 投資信託會社가 投資商品을 취급하는 기관이라기보다는 貯蓄商品을 취급하는 기관으로서의 성격이 짙으며, 따라서 현재 형태의 투자신탁은 증권회사의 자회사로 합당하지가 않다. 따라서 證券產業 改編方案에서는 이미 신경제 5개년 계획에서 천명한 바 있는 투자신탁의 운용과 판매의 분리원칙을 적어도 증권회사가 자회사로

설립하는 투자신탁에는 적용하기로 한 것이다.

證券産業 改編方案은 이와 같이 증권산업 내의 업무영역조정에 바람직한 방향을 제시하고 있으나 앞으로 다음과 같은 분야의 논의가 뒤따라야 된다고 생각된다. 첫째, 아직도 市場安定의 目的으로 환매요구에 대해 투자신탁상품을 시장에 매각하지 못하게 하고 投資信託의 自己計定으로 引受하도록 유도하는 관행이 있으나 이를 빠른 시일 내에 금지시켜야 한다. 현재 투자신탁회사들의 경영부실을 1989년 12월 증권매입 때문으로 보는 관점도 있으나 사실은 그 이후 계속하여 환매상품을 자기상품으로 매입한 데 기인하는 바도 크다고 하겠다. 投資信託을 비롯한 모든 金融機關은 무엇보다도 安全性이 보장되어야 하는데 自己計定으로 投資危險이 높은 株式에 투자한다는 것은 金融機關 經營原則에 위배되며 이러한 의미에서 은행이나 증권회사들이 자기계정으로 주식투자하는 것도 그 한도를 과감하게 줄여야 할 것이다. 둘째, 현재는 대개 산업제벌들이 지배하고 있는 大規模 證券會社의 경우에는 단독으로 투자신탁 자회사를 설립하지 못하도록 하고 있는데 이는 자회사를 통한 타업종 진출이란 원칙에 위배된다. 金融制度改革 論議에서 자회사방식의 진출이라 함은 모회사가 자회사를 100% 소유하거나 소유지분은 이보다 작더라도 경영을 지배할 수 있는 기관을 설립함을 의미한다. 물론 證券業과 投資信託業에 利害相衡의 여지가 많은 것은 인정하나 이는 별도의 규제로 관리해야 할 사항이며 산업제벌이 지배하는 증권회사의 경우 이해상충이 더 클 것이라는 것은 사전적으로 판단할 근거가 희박하다. 차라리 母會社의 주식이 적정하게 분산되어 있는 경우에만 경영지배를 하는 子會社方式으로 다른 업종에 진출할 수 있다고 하는 것이 보다 논리적일 것이다.

### 3. 金融機關의 競爭力 提高

지난 9월 2일 스위스의 국제경영전략연구소(IMD)와 세계경제포럼(WEF)이 공동 발표한 「1995年 國家競爭力報告書」에서 우리나라의 國家競爭力이 조사대상 48개국 중 24위로 경쟁국인 동남아 신흥공업국보다 뒤떨어졌으며 특히 금융분야에

서는 하위권인 34위로 평가되었다. 며칠 후에 발표된 국내 모 경제신문사와 경제 연구원이 공동으로 조사한 ‘韓國의 國家競爭力調査’에서도 金融部門의 脆弱性이 國家競爭力 弱化的 주요한 원인으로 지적되고 있다. 이와 같이 우리나라에서 금융 부문의 경쟁력이 국내외적으로 문제점으로 지적되고 있는데 구체적으로 금융부문의 어떤 분야에서 경쟁력이 떨어지고 있으며 이에 대한 대책은 무엇인가?

IMD보고서에서는 金融部門의 評價基準으로 국내시장의 개방을 포함한 외환·자본자유화의 정도가 많이 포함되어 있다. 현재 우리나라는 선진국과 비교해서는 물론이고 우리나라보다 경제개발 수준이 낮은 나라들보다 外換 및 資本去來에 대한 規制가 심한 것은 사실이나, 이는 자본유입의 국내물가에 대한 영향, 자본유출에 대한 국민적 정서 등에서 제약을 받는 巨視經濟政策의 問題이지 金融機關이 통제 가능한 변수가 아니다.

국내에서 기업들이 금융부문의 비효율성을 비판할 때는 높은 貸出利子率 및 貸出의 어려움이 거론된다. 만약 대출이자율만 높고 예금이자율이 낮다면 이는 金融機關의 非效率性的 代位變數로 타당하나 현재 우리나라 金融機關의 資金調達金利는 사실상 시장금리화하여 예대금리차가 높은 편이 아니며 금리수준 자체가 높은 것은 物價上昇率, 經濟成長率 등 금융기관의 통제를 벗어나서 결정되는 것이다. 또한 기업들, 특히 중소기업들이 은행으로부터 자금을 대출받는 데 어려움이 있는 원인 중 일부는 은행들이 신용대출을 뒷받침할 수 있는 심사능력이 부족한 데도 일부 원인이 있으나, 보다 근본적으로는 中小企業들이 大企業들과 경쟁하기 힘든 産業構造에 문제가 있다고 보아야 할 것이다. 은행들이란 예금자의 자금을 위탁받아 대출로 운용하는 기관이므로 은행들의 기본적인 사회적 책임은 대출 그 자체에 있는 것이 아니라 상환을 받을 수 있는 기업체에 대출을 하는 데 있다고 하겠다. 따라서 상환을 받을 수 있는가 없는가를 심사하는 기능은 사회적으로 필요불가결한 기능이며, 이러한 이유로 대출거부 자체를 비판할 수는 없다. 오히려 大企業들이 不實化될 때, 고용 등에 미치는 영향 때문에 미래가 확실하지 않은 데도 불구하고 법정관리 등으로 대출을 지속하는 행위가 더 큰 문제일 수가 있다.

金融機關도 기업이므로 그 競爭力 및 效率성을 收益性, 成長性 및 安全性的 측

면에서 측정할 수도 있다. 총론적으로 우리나라 金融機關이 非效率的이라고는 하지만 은행을 포함한 우리나라의 모든 金融機關의 成長率은 지속적으로 높으며 금융시장구조에서 살펴보았듯이 시간이 지나갈수록 국민들이 자산운용에서 금융기관을 이용하는 비율인 金融仲介比率은 오히려 상승하고 있고 그 절대수준도 선진국보다도 높은 실정이다. 金融機關의 安全性은 현재까지는 정부가 보증을 해 주었기 때문에 어느 산업 내 기업보다도 높다. 반면 金融產業의 收益性은 다른 산업보다 높지 못하며 이는 金融機關 특히 銀行機關의 平均株價에도 반영되고 있다. 그럼에도 불구하고 모든 금융기관은 소유이전이 될 때, 막대한 프리미엄이 뒷거래되고 있으며, 이는 金融機關에 대한 進入障壁에도 그 부분적인 원인이 있겠으나 경영지배를 할 경우 회계적으로 발표되는 수익성과는 다른 혜택이 있다는 것을 증명하고 있다고 하겠다. 1인당 대출액, 예금유치액 등을 기준으로 金融機關의 國際比較를 하여 日本의 金融機關보다 우리의 生産性이 낮다고 비판하는 경우도 있으나 이는 國家間 國民所得의 차이, 컴퓨터투자 등 資本集約度의 차이 때문에 큰 의미를 가지지 못한다.

WTO체제하에서 金融產業에서도 무한경쟁이 일어날 것이므로 外國의 金融機關과 경쟁할 때 우리나라 金融機關이 競爭力이 있을 것인가 하는 우려도 크다. 국제경쟁에는 우리나라에서 외국의 금융기관과 경쟁하는 국내경쟁과 외국에서 경쟁하는 해외경쟁이 있다. 金融機關 중에는 은행들이 해외에 지점 및 현지법인을 설치하여 해외경쟁을 하는 경우가 있기는 하나 현지 고객확보는 물론이고 우리나라 기업들의 해외금융에서조차 市場占有率이 낮으며 기타 金融機關들은 아직 해외경쟁은 고려조차 못하고 있는 실정이다. 국내의 주요 산업들이 상품을 전세계로 수출하고 있고 해외에서 현지생산도 하면서 국제경쟁의 첨단에 있는 데 비하면, 金融機關이 상대적으로 國際競爭力이 처지는 것은 사실이다. 그러나 냉철하게 생각해보면 국제금융시장에서 자국의 금융기관이 해외경쟁을 하고 있는 나라는 英國 및 美國밖에 없으며 이러한 나라들은 과거 또는 현재에 정치, 군사, 경제면에서 세계를 지배하던 국가들이었다. 1980년대 이후 전세계의 경제를 지배하는 日本의 경우에도 自國의 金融機關이 海外市場에서의 競爭力을 갖추지 못하고 있으며, IMD

보고서의 금융부문에서 최고 평가를 받고 있는 싱가포르나 홍콩의 경우에도 自國 金融機關이 國際競爭力은 가지지 못하고 있다는 점을 감안하면, 지금 단계에서 우리나라 金融機關에게 海外競爭力을 가지라고 요구하는 자체에 무리가 있다.

金融機關의 國際競爭力 論議에서 보다 중요한 문제는 國內金融產業이 對外開放 되었을 경우 競爭力이 있을 것인가 하는 것으로, 일반적으로 볼 때 소비자금융에서는 문제가 적으며 都賣金融에서는 그 위험이 크다고 하겠다. 은행산업의 경우 1960년대 중반부터 대외개방이 되어 현재 세계에서 유명한 70여 개의 해외은행들이 국내에 진출하고 있다. 이 중 몇 개의 美國銀行들이 국내에서 소비자금융을 하고는 있으나 국내은행들에게 위협을 줄 정도는 되지 못하며 외화차입 등 도매금융에서 경쟁력을 가지고 있을 뿐이다. 生命保險產業도 대외개방이 되었으나 최종 수요자와 밀착이 필요하여 외국생명보험사들의 경쟁력이 크지 못하며, 證券產業 역시 개방된다고 하더라도 소매형 브로커업무에서의 경쟁력은 크지 않을 것으로 전망된다. 다만 外換 및 資本自由化가 더욱 추진되어 외국인의 국내증권투자, 국내인의 해외투자가 커지면 투자신탁, 기업들의 외자조달, 프로젝트 파이낸스, M&A, 파생금융상품, 기업재무컨설팅 등 수익성이 높은 金融分野에서 外國機關들의 市場占有率이 높게 나타날 가능성이 있으며, 이러한 분야에서 우리나라 金融機關의 競爭力 提高가 절실히 요구되고 있다.

이와 같이 일반적으로 우리나라 金融機關이 非效率的이라고 비판은 하면서도 구체적으로 어느 부분이 비효율적인가, 더 나아가서 그 비효율성이 金融機關 自體가 非效率的이어서 초래된 결과인가 아니면 우리나라 經濟 全體가 가지고 있는 약점이 금융기관이란 거울에 비추어서 나타난 것인가를 구별하기는 힘들다. 그러나 이 시점에서 확실한 것은 進入障壁, 國內外 支店設置, 商品開發, 人事組織, 營業範圍, 營業地域 등의 규제와 퇴출위험에서의 보호 등이 모두 경쟁을 제한하는 요인들이어서 이러한 환경하에서는 金融機關들이 격심한 경쟁 속에서 발휘할 수 있는 최대한의 효율성에 다다르지는 못하고 있을 것이라는 사실이다. 따라서 앞으로 金融機關에 대한 政策의 基本은 競爭을 深化시키는 방향이 되어야 할 것이며, 경쟁에 지는 金融機關은 退出의 위험이 있다는 것을 확실하게 밝혀야 할 것이다.

대공황 이후 「사운드뱅크」(sound banking)의 보장을 위해 이자율제한, 업무영역 및 지역제한을 하던 미국도 경쟁제한적인 규제들을 철폐한 지 오래이며, 1927년 이후 金融産業의 安定을 위해 金融機關의 不實을 덮어두고 있던 일본에서도 최근에는 제2지방은행과 신용조합의 부도를 방치하고 있듯이 이미 全世界는 金融市場에서 適者生存의 無限競爭에 돌입하고 있고 金融機關들은 살아남기 위하여 자체 기관의 합리화, 타기관과의 業務提携 또는 合併들을 하고 있으며, 이러한 추세는 우리나라 금융기관이라고 예외일 수는 없을 것이다.

오랜동안 규제 속에서 경영하던 金融機關이 競爭體制로 그 체질이 바뀐다는 것이 쉽지는 않으며 또한 금융기관 단독의 노력만으로 가능한 것도 아닐 것이다. 이러한 의미에서 金融産業이 성공적으로 競爭産業으로 탈바꿈하기 위해서는 다음과 같은 金融機關 內外的인 變化가 전제되어야 할 것이다.

첫째, 金融機關 內部가 競爭的이어야 하며, 능력과 성과에 의거한 승진이 가능해야 하며, 합리화를 위하여 필요하다면 감원도 불사하여야 할 것이다. 노조의 반대가 예상되기는 하지만 내부가 경쟁적이지 않으면서 외부와 경쟁한다는 것은 불가능하기 때문이다.

둘째, 지점개설, 대출운용 등 內部經營에 대한 政府規制가 撤廢되어야 한다. 정부규제란 정부의 몇몇 관리들이 만들어 내는 것이 아니라 많은 경우 국민적 정서의 소산물이기도 하다. 예를 들어 은행대출의 경우 여신관리제도의 대부분이 중소기업중심 여신을 제고시켜야 한다는 사회적 요구를 반영하는 경우가 많다. 그러나 실물경제에 대해 금융산업의 시너화를 막고 金融産業을 企業으로서 키우기 위해서는 금융을 사회 모든 문제를 해결하는 수단으로 이해하는 國民的 情緒의 變化도 수반되어야 한다.

셋째, 금융제도상의 정부규제는 필요하나 내부에서 경영하거나 자회사로 진출할 수 있는 業務領域에 대한 不確實성을 없애야 하며 필요한 최소한의 규제는 原則 許容-例外禁止(negative) 規制로 전환하여 창의성 있는 상품개발을 억제하는 일이 없도록 해야 한다.

넷째, 金融機關들이 현재 안고 있는 不實債權 및 不實資産을 지금보다 더 엄격

한 기준으로 그 실상을 공개하고 이를 청산할 수 있는 制度的인 裝置가 필요하다. 부실의 발생과정에 정부의 책임이 일부 있을 뿐 아니라 이러한 부실의 부담을 가지고서는 경쟁을 할 수 없기 때문이다. 不實債權 및 不實資產을 인수할 수 있는 별도의 기관을 만드는 것이 어렵다고 하면 당해 기관이 이러한 부실자산을 상각하는 데 대해 세제상 특혜라도 강구하여야 할 것이다. 엄연히 존재하는 문제를 공개하는 것이 金融產業의 安定을 해치는 것이 아니라 그냥 덮어둠으로써 해결을 늦추는 것이 오히려 金融產業의 安定을 해치는 것이라는 것을 인식하여야 할 것이다.

다섯째, 金融機關의 退出을 허용해야 한다. 金融產業에도 경쟁이 치열해지면 경쟁에 실패하는 기관이 발생할 것이다. 역설적이지만 경쟁에 실패하는 기관이 나와야만 비로소 그 산업이 경쟁적이라고 할 수 있을지도 모른다. 하나의 金融機關이 실패하면 金融產業 모두가 함께 부실이 된다고 하는 도미노이론은 선진국의 예로 볼 때 설득력이 없으며, 오히려 競爭力이 없는 金融機關을 도태시키지 않음으로써 모두가 下向 平準化하는 폐해가 더 크다.

여섯째, 金融機關 등의 合併을 유도하여야 한다. 금융기관들이 민간소유이기 때문에 합병 등의 결정도 원칙적으로는 자율적으로 이루어져야 한다. 그러나 정부는 한계에 처한 金融機關을 더 이상 보호하지 않겠다는 의지를 확실하게 하여 合併의 動機를 부여하여야 하며, 나아가서는 합병을 보다 용이하게 할 수 있도록 稅制的인 特惠도 제도적으로 뒷받침해야 할 것이다.

## V. 結 論

해방 이후 50년간 실물경제의 성장도 눈부셨지만 金融産業은 이보다 더 빠른 속도로 성장을 해왔다. 金融産業이 國民總生産額에서 차지하는 비중은 최근에도 상승하고 있으며 개인의 자산운용에서 금융기관의 중개를 이용하는 金融機關仲介比率도 계속 상승하여 선진국보다 오히려 높은 수준에 이르고 있다. 그러나 이러한 양적 팽창에도 불구하고 國內外에서는 우리나라 金融機關의 後進性에 대한 批判意識이 높으며 金融機關이 國際競爭力을 가지기 위해서는 質的으로 改革이 있어야 한다는 요구가 팽배하다.

본 논문에서는 우리나라에서 金融産業의 發展形態를 정립하기 위하여 우선 金融構造의 變化實態를 살펴보았다. 전세계적으로 번지고 있는 금융의 증권화 및 세계화 현상이 우리나라 금융시장에는 어떤 형태로 나타나고 있는가를 알아보기 위해서였으나, 資金循環表를 중심으로 살펴본 바에 의하면 우리나라에서는 金融의 證券化 및 世界化現象이 아직 일어나지 않고 있음이 나타났다. 企業의 外部資金調達에서 은행대출금보다는 채권 및 증권발행에 의한 조달비중이 커지고 개인의 자산운용에서도 은행예금보다 기타 金融機關이 발행하는 증권의 비중이 커지는 등 典型的인 證券化現象이 보이는 듯했으나, 회사가 발행하는 채권마저 자신의 신용에 근거한 것이 아니라 金融機關保證에 의한 발행이어서 직접금융을 가장한 間接金融에 지나지 않았다. 무엇보다도 기업의 외부자금 의존율이 아직 높아 典型的인 高度成長期의 資金循環形態를 가지고 있기 때문에 당분간은 금융제도상 정보의 비대칭성을 줄일 수 있는 간접금융체제가 더 타당할 것으로 판단되었다. 한편 아직도 外換 및 資本自由化가 진척되지 않아 金融의 世界化現象도 일어나지 않고 있었다.

해방 이후 특히 1960년대 이후 우리나라의 金融産業은 한마디로 政府主導型 産

業이었다. 금융산업의 중추인 銀行産業을 1980년대 중반까지 정부가 소유하고 있었으며 이자율, 여신한도, 진입, 지점개설, 상품개발, 증자, 인사조직 등 경영의 모든 분야에서 정부가 규제하여 왔던 것이다. 金融制度도 美國과 日本의 영향을 받아 기본적으로는 銀行業務와 證券業務를 분리하는 체제를 택했으나 은행산업 내에서도 장·단기분리, 영업지역제한 등으로 金融機關들을 分離했으며 리스, 투자금융회사, 투자신탁 등 단종업무의 금융기관을 설립하는가 하면 은행업무, 증권업무 및 단종업무 금융기관의 모든 업무를 한 기관에서 수행하는 綜合金融會社의 설립을 허용하는 등 일관된 원칙보다는 그때그때 필요성에 따라 땀질식으로 金融制度를 運用하여 왔으며, 이 과정에서 국내 金融機關들의 收益性 또는 成長性은 자체 노력에 의한 경영합리화나 금융상품개발보다는 정부가 정하는 금융기관간 취급상품, 상품별 수익성, 증자, 지점망 설치 등에 더 큰 영향을 받게 되어 金融機關들은 정부에 대해 업무영역 로비에만 치중하고 創意性에 기초한 競爭力 提高는 뒤떨어지게 되었다.

金融機關이 質的成長을 이루고 國際競爭力을 갖추게 하기 위해서는 金融機關에 대한 政府의 規制를 緩和 또는 廢止해야 한다는 총론적 선언은 이미 제기된 지 오래 되었으나, 정책금융의 축소, 機關投資家로서의 역할 축소 등 각론에 들어가면 정부의 몇몇 관리들만 아니라 일반 국민들도 규제완화의 의지가 약하다고 볼 수 있다. 또한 몇몇 金融機關이 不實하다는 사실을 공개한다면 金融産業의 安定에 위협이 오고 하나의 금융기관이 부도나면 모든 금융기관이 도미노와 같이 연쇄부도가 날 것이라는 공포증은 아직도 심하다고 하겠다. 그러나 國內外的으로 요구되고 있는 金融産業의 質的 탈바꿈을 위해서는 競爭制限的인 政府規制는 과감하게 완화 또는 폐지되어야 하며 무엇보다도 競爭力이 약하면 파산한다는 인식의 확산이 필요하다고 하겠다. 어떤 산업이든지 경쟁에 실패하는 참여자가 있는 산업에서 살아남은 기업체만이 진정으로 경쟁력이 있는 기업체이며 金融産業도 예외일 수는 없다. 外國의 金融機關과 競爭하기 전에 먼저 國內機關끼리 競爭하여야 하고 이전에 金融機關 내에서 경쟁적인 문화가 정착되어야 한다. 금융기관의 부도가 바람직한 것은 물론 아니다. 그러나 이러한 현실적 위협이 있어야만 우리나라 금융기관

들도 自體 内の 合理化 또는 合併 등을 통한 합리화를 통해 國際競爭力이 提高될 것이다.

## 參 考 文 獻

- 강병호, 『금융제도론』, 개정판, 박영사, 1994.
- 고승제, 『한국금융사연구』, 일조각, 1970.
- 김영진, 『금융기관경영』, 경문사, 1995.
- 閔相基, 『일본의 금융개혁』, 한국금융연구원, 1993. 11.
- \_\_\_\_\_, 『일본의 금융국제화』, 한국금융연구원, 1994. 7.
- 손정식·강병호·허영빈, 『금융기관경영론』, 제2전정판, 박영사, 1991.
- 이장영, 『금융서비스 관련장벽』, 대외경제정책연구원, 1992. 7.
- 임묘민, 『한국의 은행사』, 한국경제문제연구소, 1963.
- 韓國銀行, 『우리나라의 금융제도』, 1993. 12.
- \_\_\_\_\_, 『우리나라 자금순환계정의 이해』, 1994.
- \_\_\_\_\_, 『조사통계월보』, 각호.
- \_\_\_\_\_, 『자금순환계정』, 각호.
- \_\_\_\_\_, 『한국은행의 통계』, 1995.
- \_\_\_\_\_, 『한국의 금융제도』, 1975. 11.
- 堀内昭義·吉野直行, 『現代日本の金融分析』, 東京大學 出版會, 1992. 6.
- 三井銀行(編), 『銀行の證券業務』, 金融財政事情研究會, 1989.
- 日本銀行金融研究所, 『わか國の金融制度』, 1986.
- 後藤新一 外, 『日本の金融革命』, 有斐閣選書, 1982.
- Saunders, Anthony, *Financial Institutions Management*, IRWIN, 1994.

第 2 主題 討論

發表主題：「金融市場構造의 變化 및 金融産業의 發展과 政策課題」

□ 李德勳 博士 (韓國開發研究院)

본 논문에서는 우리 金融의 발달과정을 체계적으로 검토하였다. 우선 經濟가 성장하면서 金融深化가 진행되는 추이를 통계자료를 이용하여 보여주고 있다. 또한 우리 金融産業이 체제를 정비하고 구조가 변화하는 과정을 상세하게 밝히고 있다.

그리고 우리 金融이 내포하고 있는 問題點 및 건실하게 成長하기 위하여 改善해야 할 당면과제들을 본 논문에서 지적하고 있다. 특히 金融에 대한 政府의 간여 및 금융규제에 대하여 합리적인 기준으로 經濟 및 金融의 발달과정을 감안하여 평가하고, 非效率性이 누적되고 있음을 경고하면서 改善方案을 제시하고 있다. 본 논문은 우리 金融의 발달추이 및 현안과제와 그에 따른 개선방안을 포괄적으로 정리하고 있다. 金融이 당면하고 있는 문제점을 해결하기 위하여 상세하고 구체적인 制度의 改善, 規制의 緩和方案을 외국의 事例, 특히 일본의 경험을 감안하여 제시하고 있다. 그리고 “金融을 사회 모든 문제를 해결하는 手段으로 이해하는 국민적 정서의 변화도 수반되어야 한다”라는 지적은 크게 공감된다. 그러나 아래의 몇 가지 점에서는 접근하는 시각에 따라 論爭의 여지가 있을 수 있다.

첫째, 經濟가 高度成長期에 있는 경우에는 간접금융이 상대적으로 효과적인 체제인가? 또한 그 이유가 情報의 비대칭성을 줄일 수 있기 때문인가?

둘째, 銀行의 소유제한은 非銀行金融機關의 지배형태에 제한을 두지 않는 것을 감안하면 비합리적이라고 지적하고 있다. 또한 産業財閥의 은행지배를 죄악시키는 국민정서를 객관적이고 정당하게 점검해야 한다고 주장하고 있다. 그러므로 經濟

力 集中과 은행의 效率性 提高 및 競爭力 強化와의 관계를 냉정하게 점검해 보아야 할 것이다.

셋째, 地域密着型 金融機關은 경쟁력을 강화하여야 하며 그 代案의 하나로 영업 지역제한을 완화 또는 폐지하여야 한다고 제시하고 있다. 그러면 영업지역제한을 완화하면 地域金融機關이 競爭力을 강화하면서 본연의 機能을 효율적으로 수행할 수 있는지는 신중하게 검토할 필요가 있다.

넷째, 발표자는 금융기관의 不實이 다른 금융기관의 부실을 유발할 수 있는 外部效果를 지나치게 우려할 필요는 없으므로 競爭을 제한하는 金融規制는 과감하게 완화하여야 한다는 의견을 제시하고 있다. 그러면 우리 경제의 실정을 감안하여 金融不實의 외부효과를 약소평가할 수 있는가를 深度 있게 논의해 보아야 할 것이다.

## □ 崔興植 博士 (韓國租稅研究院)

金融構造는 金融機關, 金融市場 및 金融手段으로 구성되며 본 논문에서는 이러한 구성요소들이 광복 후 50년간 어떠한 변화를 거쳐왔는가를 살펴보고 있다. 또한 거시적 접근보다는 微視的 接近 方法으로 金融構造의 變遷課題를 살펴봄으로써 향후 정책과제도 제시하고 있다.

金融市場의 變遷過程을 直接 및 間接 金融市場으로 나눠 검토하면서 정보의 비대칭성을 효과적으로 줄일 수 있는 間接 金融市場 體制의 強化가 국내에 더욱 적합하다고 주장하고 있다. 그러나 향후 기업의 자금 조달원으로 직접 금융시장의 중요성도 증가할 것으로 판단되어 이들 市場의 情報 效率性和 運用 效率性を 증대시키기 위한 노력도 필요하다고 판단된다.

우리나라 금융기관들은 分業主義 原則에 따라 은행업과 증권업이 분리되어 있으며, 이들 금융권간의 업무영역 조정도 중요하지만 각 금융권 내에서의 업무조정 에 초점이 맞춰져야 할 것으로 판단된다. 그리고 金融機關들의 競爭力 提高를 위해서 규제완화 및 폐지가 요망되며 금융기관 자체에서는 내부 경쟁 시스템 구축

에 노력을 경주하여야 할 것으로 판단된다.

마지막으로 국내 금융시장에는 증권화 등 金融商品의 出現이 많지 않았으며, 이는 무엇보다도 金融自律化 정도가 낮았기 때문이라고 판단된다.

금융시장은 일반상품시장보다 情報 非對稱性의 問題 등으로 市場失敗(market failure)가 일어날 가능성이 높기 때문에 政府의 介入이 必要 不可缺하다. 그러나 우리나라 금융에 대한 정부의 통제는 규제라기보다는 抑壓(repression)이라고 표현될 정도로 그 내용이 다양하고 심하였다. 이제 금융부문의 본질적인 자율화가 필요하다.

금융자율화를 추진하기 위해서는 金融의 下部構造 整備가 요망되며 무엇보다도 金融機關의 審査 機能의 확립과 情報 公示 體制의 구축이 요망된다.

기업은 투자안이 타당성이 있다고 판단될 때 자금을 조달하여 투자하게 된다. 필요 자금을 기업 내부금융으로 충분히 충당하지 못할 때 外部에서 直接金融을 통하거나 間接金融을 통하게 된다. 이때 금융기관을 통한 자금의 조달과정에서 자원의 효율적 배분이 있기 위해서는 金融機關 自體의 投資案에 대한 심사기능이 확립되어야 한다. 이때 금융기관이 본연의 금융중개 역할을 담당할 수 있고 자기 책임하에 자율적인 경영이 가능하리라 판단된다.

그리고 直·間接 金融市場에서 情報 公示 體制가 구축될 때 금융은 제 역할을 수행할 수 있을 것이다. 정책당국은 금융기관 내부 경쟁에 대한 규제보다는 金融機關의 活動 및 시장 참여자들의 활동에 대한 情報의 透明性이 보장되도록 하는 조치를 취하는 것이 요망된다. 규제완화가 진전됨에 따라 금융기관의 안정성에 대한 우려와 위험 노출이 증대할 것으로 판단된다. 그리고 금융시장 참여자들의 요구가 다양화되고, 수익뿐 아니라 위험을 관리하기 위한 수단에 대한 요구가 증가할 것으로 예상된다. 이러한 경우에 법적 규제보다는 金融機關 및 市場 參與者들의 活動 內譯에 대한 公示가 透明하게 이루어질 때 금융활동 참여자들을 보호할 수 있고 금융기관의 건전 경영을 유도할 수 있을 것이다.



## 第 3 主題

# 外換 및 換率政策의 變遷과 課題

### ■ 主題發表

金宗萬 博士 (韓國租稅研究院)

### ■ 司 會

李天杓 教授 (서울大學校)

### ■ 討 論

金仁哲 教授 (成均館大學校)

朴元巖 教授 (弘益大學校)



第 3 主題 發表

# 外換 및 換率政策의 變遷과 課題

金 宗 萬 (韓國租稅研究院 研究委員)

## 目 次

- I. 序論
- II. 解放 以後 우리나라의 外換 및 換率政策의 推移와 役割
- III. 外換 및 資本 自由化 推進 計劃
- IV. 最近 원/달러 換率變動의 特性
- V. 外換 및 資本 自由化가 換率의 決定 및 換率水準에 미치는 影響
- VI. 主要 經濟變數에 미치는 影響
- VII. 結論 및 政策 課題

---

本 論文에 실린 내용은 필자의 개인의견을 반영한 것이며, 韓國租稅研究院의 公式的인 見解와는 무관함.

## I. 序 論

우리나라의 年間 輸出 규모는 解放되던 1948년 약 1,900萬달러였으나 1995년에는 1,200億달러를 上廻할 전망이다. 그간 物價上昇을 고려하더라도 50년간 輸出의 규모는 실질적으로 300배 이상 확대된 것으로 이해할 수 있다. 이와 같이 對外去來의 규모가 확대됨에 따라 外換의 收入 및 支出을 規制하는 政策에 많은 변화가 있었다. 解放 直後 필요한 外換의 대부분을 外國의 援助에 의존하던 시기에 있어서는 外換의 支給과 관련된 사항은 모두 大統領이 직접 決裁할 정도로 外換은 극히 희귀한 資産이었다. 따라서 당시에는 一般人的 海外旅行이란 상상도 할 수 없는 것이었다. 그러나 1994년에는 우리나라 國民의 海外旅行經費만도 45億달러를 초과하게 되었다.

換率의 결정과 관련된 政策에도 많은 변화가 있었다. 먼저 원/달러 換率은 解放 直後 1달러당 0.015원(당시 15圓)에서 1995년 6월 말 약 758원으로 5萬배 이상 上昇(원貨 가치의 下落)하였다. 解放 直後에는 輸出할 수 있는 物品이 거의 없었기 때문에 換率의 變動이 輸出競爭力에 미치는 영향 등은 換率決定에 있어서 거의 고려되지 않았다. 그러나 현재는 國內에서 生産되는 製品 중 海外로 輸出되는 비중이 약 25%를 차지하게 되었다. 또한 換率의 변동이 輸出價格과 輸出物量 및 輸入物量의 변동에 미치는 영향이 크기 때문에 換率의 결정에 있어서 이와 같은 효과를 고려하지 않을 수 없게 되었다.

더욱이 앞으로는 經濟의 國際化 및 世界化를 추진하기 위한 일환으로 外換의 保有나 去來를 自由化하고 資本의 流出入에 대한 規制를 완화할 것이다. 또한 換率은 外換市場 需給狀況에 따라 결정되는 制度로 移行할 것이다. 이에 따라 우리나라 外換 및 換率政策의 내용은 한층 달라질 것으로 예상되며 對外去來나 國內 經濟에 미치는 영향도 지대할 것으로 판단된다.

이와 같은 변화의 시점에 즈음하여 이 글에서는 解放 이후 우리나라 外換 및 換率政策의 變遷過程을 살펴보고, 앞으로 外換 및 資本 自由化를 추진하는 과정에서 야기될 外換 및 換率의 管理와 관련된 問題點과 政策의 課題에 대하여 고찰해보았다. 이 글의 구성은 다음의 第2節에서 解放 이후 外換 및 換率政策의 變遷過程을 4段階로 구분하여 정리하였으며, 第3節에는 政府가 추진하고 있는 外換 및 資本 自由化의 내용을 간략하게 정리하였다. 第4節에서는 外換 및 資本 自由化 이후의 換率變動과 비교하기 위하여 최근 원/달러 換率變動의 特性을 분석한 결과를 정리하였으며, 第5節에서는 自由化가 換率의 決定과 水準에 미치는 影響에 대하여 분석한 결과를 정리하였다. 第6節에서는 外換 및 資本 自由化를 추진하는 과정에서 海外資本의 流入 및 이로 인한 換率變動이 輸出入, 物價, 經濟成長과 通貨 등 주요 經濟變數에 미치는 影響을 분석하여 정리하였다. 마지막으로 第7節에서는 結論과 外換 및 換率 運用과 관련된 政策課題들을 정리하였다.

## II. 解放以後 우리나라의 外換 및 換率政策의 推移와 役割

지난 50년간 우리나라의 外換 및 換率政策은 經濟의 成長 및 狀況의 變動에 따라 많은 변화가 있었다. 그간 外換 및 換率政策의 變遷과 관련하여 대략 4단계로 時代區分할 수 있다. 즉 解放 直後부터 1961년까지 外國의 援助에 크게 의존하였던 時期와 1962년부터 1985년까지 海外資本을 적극적으로 導入하여 經濟開發에 힘썼던 時期, 1986년부터 1989년까지 經常收支가 黑字를 기록하는 상황에서 外資 導入을 억제하고 外換의 支出에 대한 規制를 완화하였던 時期 및 1990년부터 外換 및 資本市場의 國際化와 世界化를 준비한 時期 등으로 구분할 수 있다. 이와 같이 구분되는 각 시기에 있어서 우리나라 外換 및 換率政策의 特性과 問題點 등을 분석해 보기로 하자.

第1期에 해당하는 解放 直後부터 1961년까지 기간에는 解放과 6·25동란으로 인하여 社會가 극도로 혼란하고 賦存資源과 工產品의 生産施設이 보잘것 없었던 우리나라는 海外市場에 輸出할 수 있는 물건이 거의 없었다. 따라서 海外로부터 物資를 도입하는 데 필요한 外換의 대부분을 外國의 援助에 의존하였고 심지어는 財政支出의 일부도 外國援助로 充당하였다. 따라서 外換은 극히 소중한 資産으로 인식되어 外務部 長官의 外國訪問 經費支出까지도 大統領의 決裁를 받았던 시기이다.

外國換管理를 위한 法律은 制定되지 않았으나 「外國換管理規程」(大統領令, 1950년 公布)에 의하여 가장 강력한 外換集中制 형태인 賣却集中制를 실시하여 모든 外換은 中央銀行에 賣却하도록 통제하였고 이를 어기고 一般銀行을 비롯한 民間이 外換을 보유할 경우 강력한 制裁를 받았다. 海外로부터의 物資導入은 輸入許可와 함께 代金支給을 위하여 中央銀行으로부터 外貨를 配定받아야 가능하였다.

換率制度가 한때 複數換率制度를 채택하는 등 약간의 변동이 있었으나 美國 달러貨에 대한 固定換率制度가 기초를 이루었으며 원/달러 換率을 일정한 수준에서 고정적으로 유지하다가 필요한 경우 일시에 대폭적으로 조정하였다. 輸出規模가 워낙 미미하였기 때문에 輸出競爭力 제고를 위한 換率水準의 조정은 고려하지도 않았던 것으로 판단된다. 그러나 物資가 부족하고 國內物價가 급격히 상승하는 상황에서 海外로부터 物資를 輸入할 경우 막대한 이익을 볼 수 있었기 때문에 外換에 대한 超過需要 현상이 지속되어 換率은 解放 直後 1달러당 0.015원(15圓)에서 1961년 말에는 130원(1,300환)으로 上昇하여 國內通貨의 가치가 크게(약 1/8,780) 下落하였다.

外換需給 및 經常收支의 조정과 관련하여 外換 및 換率을 政策的으로 관리하기 시작한 것은 1次 經濟開發 5個年計劃이 시작된 1962년부터인 것으로 평가할 수 있다. 國內資本의 蓄積이 미미하고 所得水準과 貯蓄率이 낮은 상황에서 經濟開發을 추진하기 위하여 海外資本을 적극적으로 도입하고 이를 施設財 등 資本財 도입에 사용하였기 때문에 經常收支는 1985년까지 계속 赤字를 기록하였다.

〈表 1〉 中長期 外資導入 實績 (到着 基準)

(單位: 億달러)

	公共借款	商業借款	金融機關借入	民間企業債券	外國人直接投資	計
1962~85	147.3	158.2	163.1	8.3	21.0	497.9
1986~89	33.5	50.3	21.7	8.6	28.1	142.2
1990~95. 6	26.7	1.8	172.2	106.6	50.7	358.0

資料: 財務部·韓國産業銀行, 『韓國外資導入 30年史』, 1993. 및 財政經濟院

第2期에 해당하는 1962년부터 1985년까지의 기간동안 經濟開發을 위하여 導入한 中長期 外資 總額은 약 498億달러에 달하였으며 이에 따라 資本收支는 약 264億달러 黑字를 기록하였다. 海外로부터 도입된 資本은 自立經濟 基盤構築(1962~65년)과, 成長基盤 擴充(1966~72년), 産業構造 高度化(1973~78년), 安定基盤 造成

(1979~85년) 등을 위하여 요긴하게 사용되었던 것으로 평가되고 있다<sup>1)</sup>.

이 기간 동안 外換政策의 主眼點은 海外資本 導入의 확대와 도입된 資本을 産業資本化하여 效率的으로 運用하는 데 두어졌던 것으로 판단된다. 外資導入의 확대를 위하여 1960년 1월에는 「外資導入促進法」이 제정되어 外資導入에 대한 租稅 減免惠澤, 差別待遇排除, 元金 및 果實送金 등이 보장되었다. 또한 1962년에는 「借款에 대한 支拂保證에 관한 法律」과 「長期決濟方式에 의한 資本導入에 관한 特別措置法」이 제정되어 선의의 外國資本은 그 형태와 액수에 관계없이 導入을 허용하는 一般原則이 확립되었다. 또한 公共借款의 導入을 확대하기 위하여 IMF, IBRD, IDA 등 國際機構에 가입하고 國交正常化를 통하여 日本資本 도입의 길을 열었다. 1970년대 초에는 輸出自由地域이 설치되어 外國人 直接投資가 확대되도록 유도하였다.

外換의 관리를 위하여 1962년에 「外換管理法」를 제정하였으며 海外資本 導入 및 運用의 效律化를 위하여 1966년에는 外資導入과 관련된 法律들을 통합하여 「外資導入法」으로 일원화하였다. 특히 國內 市中金利가 國際金利에 비하여 월등히 높았기 때문에 海外資金을 도입하여 國內 資本市場에서 운용할 경우 막대한 收益을 올릴 수 있었는데 導入된 外資가 유실됨이 없이 産業資金으로 사용되도록 엄격하게 統制하였다. 따라서 民間에 의한 外換의 保有나 去來는 엄격하게 통제되었으며 對外支給의 方法이나 範圍도 규제되었다. 輸出入에 따르는 外換去來의 편의를 도모하기 위하여 外國換銀行制度가 도입되어 제한된 범위 내에서 外換去來를 할 수 있도록 허용되었다.

이 기간 동안 導入된 海外資本이 經濟開發에 크게 기여하였다는 점에 대하여 대부분 동의하지만 對外負債의 규모가 지나치게 확대되어 危機를 초래할 뻔하였다는 비판적인 시각도 있다. 1985년 말 對外負債 總額이 468億달러에 이르러 같은 해 國民總生産(GNP)의 약 52.1%에 달할 정도로 확대되었으며 1973년과 1980년 등 두 차례에 걸친 石油波動으로 經常收支가 惡化되고 1982년 이후 國際金融危機 및 國際金利의 폭등으로 利子支給의 부담이 급등하여 外資에 대한 元利金 支給이 어렵게 된 위기에 처한 때도 있었다.

1) 財務部·韓國産業銀行, 『韓國外資導入 30年史』, 1993 참조.

〈表 2〉 國際收支 推移

(單位：億달러)

	貿易收支	經常收支	資本收支	誤差 및 漏落	綜合收支
1962~85	-314.4	-295.8	+263.6	-57.5	-89.8
1986~89	+279.2	+336.8	-129.1	+7.6	+215.3
1990~95.6	-166.1	-253.8	+373.0	-33.8	+85.4

資料：財務部·韓國産業銀行, 『韓國外資導入 30年史』, 1993 및 韓國銀行, 『국제수지』, 1995. 7.

經濟開發 초기 우리나라 輸出品은 대부분이 輕工業製品이나 1次 商品 등 需要의 價格彈力性이 높은 製品이었기 때문에 價格競爭力을 유지하기 위하여 換率을 適정한 수준에서 運用하는 것이 輸出促進을 위하여 중요한 과제였다. 이와 같은 점을 감안하여 원/달러 換率은 1962년 6월에 1달러당 100원에서 130원으로 調整되고 1964년 5월에는 256.53원으로 調整되었으며 같은 해 12월에는 272원으로 調整되는 등 頻번하게 인상되었다.

그런데 1974년 12월에 1달러당 484원으로 인상된 이후에는 1980년 1월까지 같은 수준에서 고정되었다. 원/달러 換率이 고정된 기간 동안(1975~79년) 우리나라 都賣物價의 上昇率은 美國에 比하여 30% 포인트 이상 높았다. 國內物價의 상대적인 상승으로 인한 輸出品 製造原價 및 輸出價格 上昇效果를 감안할 때 원/달러 換率이 5년 이상 인상되지 않고 고정되었던 점은 輸出競爭力의 유지와 관련하여 이해하기 곤란하다. 國內物價의 상대적인 상승에도 불구하고 원/달러 換率이 장기간 고정되었기 때문에 〈表 3〉에서 보는 바와 같이 輸出企業의 賣出額 經常利益率은 점차 下落하고 輸出의 증가추세는 점차 둔화되었으며 1979년과 1980년에는 대폭적인 貿易赤字를 기록하게 되었던 것으로 판단된다.

이와 같은 사실을 인식한 當局은 1980년 1월에 원/달러 換率을 1달러당 580원으로 인상하였다. 또한 당시 달러貨의 엔貨, 마르크貨 등 주요 通貨에 대한 가치가 상승하고 있는 상황에서 원貨의 가치를 달러貨에 固定시킬 경우 이들 通貨에 대한 원貨의 가치도 자동적으로 상승하게 되어 輸出에 지장을 초래하게 될 우려가

〈表 3〉 1975~79年 換率調整 關聯 統計

(單位: 億달러, %)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980
韓國 輸出 增加 率	13.9	51.8	30.2	26.5	18.4	16.3
韓國 貿易 收支	-16.7	-5.9	-4.8	-17.8	-44.0	-43.9
輸出 企業 經常 利益 率	2.48	2.56	1.94	1.39	0.26	0.13
韓國 都 賣 物 價 上 昇 率	26.6	12.1	9.0	11.1	18.8	38.9
美國 都 賣 物 價 上 昇 率	9.3	4.8	6.1	7.8	12.5	14.2

資料: 韓國銀行, 『조사통계월보』, 각호.  
 \_\_\_\_\_, 『企業經常分析』, 각호.  
 IMF, IFS 통계.

있었다. 따라서 원貨의 가치를 달러貨 1개 通貨에 대하여 固定시키지 않고 달러를 비롯하여 엔, 마르크, 프랑, 파운드 등 주요 通貨間 換率의 상대적인 변동을 감안하고 國際收支의 변동 등을 고려하여 換率을 조정하는 複數通貨 「바스켓·페그」 換率制度로 이행하였다. 이후 원/달러 換率은 점차 상승하여 1985년 말에는 1달러 당 890.2원에 이르게 되었으며 貿易收支는 점차 개선되어 1985년에는 均衡을 이루게 되었다.

第3期에 해당하는 1986년부터 1989년까지의 기간 동안 우리나라의 經常收支가 처음으로 黑字를 기록하였다. 〈表 2〉에서 보는 바와 같이 이 기간 동안(4년간) 우리나라의 經常收支 累積 黑字金額은 약 337億달러로 1962년부터 1985년까지 18년간의 累積 赤字金額보다 많았다. 이 기간 우리나라의 經常收支가 대폭적인 黑字를 기록한 이유는 달러貨 弱勢와 石油價格의 下落 및 國際金利의 下落 등 이른바 3低現象 이외에 OECD 諸國을 비롯한 世界 各國의 景氣好況도 큰 요인이 되었던 것으로 분석되고 있다<sup>2)</sup>.

2) OECD 諸國의 實質 GDP 增加率 상승으로 인한 우리나라의 輸出增大 효과를 분석한 결과에 대하여 金宗萬, 『換率, 金利 및 貨金變動이 우리나라 輸出에 미치는 影響』, 1992, 『日本 換率政策의 方向과 우리나라 輸出에 미치는 影響』, 1993 및 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994 등 참조.

이와 같은 經常收支의 대폭적인 黑字로 인하여 通貨膨脹이 우려되었다. 따라서 이 기간 동안 外換政策의 主眼點은 資本收支의 관리를 통하여 海外部門 通貨增加를 억제하는 데 두어졌다. 公共借款이나 商業借款 및 金融機關借入 등 海外資本의 導入이 가급적 억제되었다. 이와 동시에 이미 導入된 外資에 대하여서는 早期償還이 권장되었으며 海外投資 등을 위한 資本流出에 대한 규제가 완화되었다. 또한 輸出先受金이나 着手金 및 輸入金融 등 經常去來와 관련된 사실상의 短期資本 도입의 期間이 단축되고 限度가 축소되었다<sup>3)</sup>. 資本導入의 억제 및 資本流出에 대한 規制緩和의 결과 이 기간 동안 資本收支는 <表 2>에서 보는 바와 같이 약 129億달러 赤字를 기록하였다.

外換의 保有 및 經常去來와 관련된 規制緩和 조치로는 少額外換(1988년 5千달러 이하)에 대한 集中義務가 면제되고 海外旅行 經費와 海外 移住費의 허용한도가 확대되었다. 또한 用役去來代金の 支給과 관련된 규제가 완화되었으며 輸出入 決済方式에 대한 규제도 완화되었다. 이어서 1988년 11월에 우리나라는 모든 經常去來에 대하여 規制하지 않는 IMF 第8條國으로 이행하겠다고 선언하였다.

換率制度는 複數通貨 「바스켓·페그」制度가 유지되었으며 원/달러 換率은 1985년 말 1달러당 890.2원에서 점차 下落하여 1989년 4월 말 666.3원으로 低點에 이른 후 같은 해 말까지 약간 반등하여 679.6원 수준에 도달하였다. 이 기간 동안 當局이 달러貨에 대한 원貨의 가치를 점진적으로 상승시킨 이유는 貿易 및 經常收支가 대폭적인 黑字를 기록하였기 때문에 國內通貨의 가치를 상승시키더라도 貿易收支는 크게 악화되지 않을 것으로 판단한 것 이외에 우리나라에 대한 貿易逆調를 개선하기 위한 美國의 압력도 작용하였다.

그러나 우리나라의 貿易 및 經常收支는 1990년부터 급속도로 惡化되었다. 第4期로 구분되는 1990년부터 1995년 상반기까지 우리나라 經常收支는 1993년 소폭의 黑字를 기록한 것을 제외하고는 계속 赤字를 기록하였다. 이 기간 동안 經常收支 赤字額 누계는 약 254億달러에 달하였으며 資本收支 黑字額 누계는 373億달러에 이른 것으로 집계되고 있다.

3) 韓國銀行, 『외국환관리제도 변천추이』, 1994. 7. 참조.

金融國際化를 추진한 결과 <表 1>에서 보는 바와 같이 國內企業의 海外證券發行을 통한 資本調達의 규모가 급격하게 확대되었으며, 金融機關에 의한 海外借入도 증가하였다. 이에 대하여 1961년부터 1985년까지 外資導入의 주종을 이루었던 公共借款이나 商業借款 도입의 규모는 축소되었다. 따라서 이 기간 外換政策의 性格을 經常收支 赤字 상황에서 金融國際化의 추진으로 特徵지을 수 있을 것이다.

金融國際化와 관련된 規制緩和의 주요 내용을 살펴보면 企業의 海外證券發行의 절차가 간소화되고 發行企業의 資格基準이 완화되었으며 許容限度가 확대되었다. 또한 1992년부터 外國人의 國內株式에 대한 投資가 허용되고 이후 投資限度가 점차 확대되었다. 기업의 海外營業을 위한 現地金融의 用途에 대한 규제가 완화되고 限度制限이 폐지되었으며 海外支社 經費送金에 대한 규제가 완화되었다. 海外直接投資에 대한 규제가 완화되고 機關投資家 및 一般投資家の 海外證券投資도 제한된 범위 내에서 허용되었다.

1987년 이후 民主化 과정에서 극심한 勞使紛糾가 발생하고 勤勞者의 賃金이 급격하게 상승하였다. 또한 앞에서 살펴본 바와 같이 원/달러 換率은 1986년부터 1989년 중반까지 큰 폭으로 下落하였다. 게다가 1990년대 들어서 OECD 諸國을 비롯한 세계 각국의 景氣가 침체되기 시작하였다. 이에 따라 우리나라 輸出의 증추세는 급격히 둔화되고 貿易收支는 赤字를 기록하게 되었다.

輸出이 부진한 상황에서 輸出品의 價格競爭力을 恢復시키기 위해서는 원/달러 換率의 上향조정이 필요한 것으로 인식되었다. 그러나 當局이 換率을 어느 정도 자의적으로 결정하였던 複數通貨 「바스켓·페그」 換率制度下에서 원/달러 換率을 上향조정할 경우 國際收支 改善을 위하여 換率을 조작한다는 비난을 받게 될 우려가 있었다. 또한 金融의 國際化 및 開放化를 위하여서는 長期的으로 換率이 外換市場의 需給狀況에 따라 결정되는 變動換率制度로 이행되어야 할 것이라는 인식을 갖게 되었다.

이와 같은 점들을 고려하여 1990년 3월부터 換率의 決定에 있어서 外換市場의 需給狀況의 變動을 반영하되 급격한 變動을 방지하기 위하여 日間 最大變動幅을 제한하는 市場平均換率制度로 移行되었다. 이 換率制度의 도입 초기에는 원/달러

換率이 직전 거래일의 加重平均換率(이를 基準換率이라 함)을 중심으로 上下 0.4% 범위 내에서 변동할 수 있도록 제한되었으나 日間 변동의 제한폭은 점차 확대되어 1995년 상반기에는 基準換率을 중심으로 上下 1.5% 범위 내에서 변동할 수 있도록 허용되었다.

市場平均換率制度로 이행된 후 원/달러 換率은 점차 상승하여 1993년 말에는 1 달러당 808.1원에 도달하였으나 이후 점차 下落하여 1995년 6월 말에는 758.1원에 이르렀다. 1993년 말 이후 원/달러 換率이 下落한 데에는 엔/달러 換率의 급격한 下落의 영향도 작용한 것으로 판단된다.

원/달러 換率의 上昇으로 인하여 1991년부터 輸出은 다소 回復勢를 보이기 시작하였으며 특히 1993년 2월 이후 엔/달러 換率이 큰 폭으로 下落한 영향과 겹쳐 1994년 輸出金額은 1993년에 비하여 15.7% 증가하였다. 1995년 상반기 輸出金額은 年初 엔/달러 換率의 거듭된 下落과 美國 등 주요국 景氣恢復의 영향으로 1994년 상반기에 비하여 33.6% 증가하였다. 그런데 1994년과 1995년 상반기중 輸入은 더욱 큰 폭으로 증가하였기 때문에 貿易收支는 1993년 黑字에서 다시 赤字로 반전되었다.

〈表 4〉 最近 輸出入 動向

(單位：億달러, %)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995 (上半期)
輸 出 金 額 (增 加 率)	631.2 (2.8)	695.8 (10.2)	751.7 (8.0)	809.5 (7.7)	936.8 (15.7)	575.5 (33.6) <sup>1)</sup>
輸 入 金 額 (增 加 率)	651.3 (14.6)	765.6 (17.5)	773.2 (1.0)	790.9 (2.3)	968.2 (22.4)	617.4 (38.1) <sup>1)</sup>
貿 易 收 支	-20.3	-69.8	-21.5	18.6	-31.5	-41.9

註：國際收支 基準.

1) 1994年 上半期 對比 增加率.

資料：韓國銀行, 『국제수지』, 1995. 7.

이상에서 살펴본 解放 이후 기간별 우리나라의 外換政策의 성격을 요약하면, 필요한 外換의 조달을 거의 전적으로 外國의 援助에 의존하였던 解放 直後에는 外換의 유출을 엄격하게 통제하는 이외에 별다른 政策이 존재하지 않았다. 그러나 1962년부터 1985년까지 經濟開發을 추진한 時期 外換政策의 主眼點은 海外資本의 효율적인 導入과 運用에 두어졌다. 1986년부터 1989년까지는 經常收支가 黑字를 기록함에 따라 通貨膨脹을 방지하기 위하여 外資의 도입이 억제되고 外換의 流出에 대한 규제가 다소 완화되었다. 1990년 이후에는 國際化 및 世界化의 일환으로 企業이나 金融機關의 國際金融市場을 통한 資本調達에 관한 규제가 점차 완화되고 있다.

換率政策의 主眼點은 國內通貨의 外國通貨에 대한 가치를 안정시키고 國內物品의 輸出競爭力을 유지하기에 적절한 수준에서 관리하는 데 두어졌다. 이를 위하여 外國通貨에 대한 國內通貨의 換率は 원/달러 換率을 중심으로 관리되었다. 國內物價의 上昇率이 外國에 비하여 상대적으로 높고 經常收支가 赤字를 기록하였던 解放 直後부터 1985년까지 원/달러 換率は 계속 인상되었다. 經常收支가 黑字를 기록한 1986년부터 1989년까지 원/달러 換率は 下向調整되었으나 1990년 市場平均 換率制度로 이행되고 經常收支가 赤字로 反轉된 이후에는 점차 下落하였다.

이와 같이 解放 이후 우리나라의 外換 및 換率政策은 國內外 환경의 변화에 따라 外換需給 및 換率을 적절하게 관리할 수 있도록 바뀌어 왔다. 그런데 앞으로는 經濟의 國際化 및 世界化를 추진함에 따라 外換 및 資本의 流出入에 대한 통제를 철폐하고 換率は 外換市場 需給의 변동에 따라 결정되는 제도로 이행될 전망이다. 따라서 外換 및 換率에 대한 直接的인 관리는 불가능하게 될 것이며 이로 인하여 여러 가지 어려움이 예상된다. 다음에서는 앞으로 추진될 外換 및 資本 自由化와 관련된 문제점과 政策의 課題에 대하여 검토해 보기로 하자.

### Ⅲ. 外換 및 資本 自由化 推進 計劃

解放 後 우리나라는 政府와, 企業 및 國民이 합심하여 노력한 결과 눈부신 經濟 成長을 이룩하였다. 1995년 우리나라의 國內總生産(GDP)은 4千億달러를 초과하여 世界 10位圈에 진입하게 되며 國民 1인당 生産額은 1萬달러를 초과하여 先進國 수준에 육박하게 될 것으로 예상된다. 또한 外國과의 商品交易 規模는 2,500億달러를 초과하여 世界 11위 貿易大國으로 등장하게 될 것으로 기대된다. 經濟의 양적인 팽창에도 불구하고 지금까지 民間의 外換 保有와 去來가 제한되고 海外로부터의 資本流入이나 國內資本의 해외 유출이 상당히 엄격하게 통제되고 있기 때문에 輸出入을 비롯한 對外去來의 절차가 번거롭고 企業의 自由로운 海外資本 조달을 제한함으로써 國際競爭力 향상에 障礙要因으로 작용하고 있다는 주장이 대두되었다.

이에 대하여 WTO 體制의 출범으로 世界는 國境 없는 無限競爭時代에 돌입하였기 때문에 國內企業의 競爭力 향상을 제약하는 어떠한 制限도 가할 여지가 없게 되었다. 또한 經濟를 한 단계 도약시키고 명실공히 先進國 대열에 오르기 위해서는 先進國經濟協議體(OECD) 가입이 필요한 것으로 인식되고 있다. 그런데 外換 및 資本 自由化는 OECD 會員國의 義務이다. 이와 같은 國內外 여건을 감안하여 政府는 1995년부터 5년간 3段階에 걸쳐서 外換의 保有 및 去來를 대폭 自由化하고 資本去來에 대한 규제를 완화할 계획을 발표하였다<sup>4)</sup>.

外換 自由化 계획의 주요 내용을 살펴보면, 1995년부터 外換集中制를 정지하고 民間이 보유할 수 있는 外換의 규모가 대폭 확대될 것이다. 企業이나 個人的 經費 支給 절차가 간소화되고 實需要證明 義務를 면제하는 범위가 확대될 것이다. 輸出 先受金이나 着手金 및 延支給輸入 등 經常去來와 관련된 사실상 資本去來의 범위

4) 財務部, 『外換制度 改革(案)』, 1994. 12 참조.

가 확대되고 期間이 연장될 것이다. 이와 더불어 海外移住에 따르는 經費 및 投資事業費의 한도가 단계적으로 확대되고 이미 이주한 海外同胞의 國內資産 반출에 대한 규제도 단계적으로 완화될 것이다. 또한 中繼貿易의 活性化를 위하여 輸入代金を 지급하기 前 輸出代金を 先領收하는 기간이 단계적으로 연장되고 海外企業과 國內企業間 相互計算에 의한 決濟가 전면 자유화될 것이다.

換率制度는 外換市場 需給狀況의 변동이 보다 신속하게 換率에 반영되는 變動換率制度로 이행될 예정이며(1996년 또는 1997년) 換率變動으로 인한 外換危險의 효율적인 회피를 위하여 先物換 및 金融先物去來의 實需要證明 면제범위가 확대되는 등 外換去來制度가 개선될 것이다. 이와 동시에 外國換銀行의 포지션제도는 銀行의 健全經營을 유도하는 방향으로 개선될 전망이다.

資本의 流出과 관련하여 內國人에 의한 海外直接投資의 한도가 대폭 확대되고 절차가 간소화될 것이다. 國內企業이나 個人의 海外證券投資와 海外預金の 한도가 확대되고 海外信用供與도 단계적으로 허용되며 海外不動産에 대한 투자도 제한적으로 허용될 것이다. 또한 국내에서 國際機構나 外國企業의 外貨表示 證券發行을 통한 자금조달도 허용될 것이다.

資本流入에 대한 規制緩和은 먼저 外國人の 國內株式에 대한 投資限度가 1995년까지 企業別 발행주식의 15%까지로 확대되고 이후 투자한도가 단계적으로 더욱 확대될 것이다. 外國人の 國內債券에 대한 투자는 1995년부터 投信社 Fund 등을 통한 間接投資에 한하여 허용되고 1997년까지는 中小企業이 발행한 無保證 長期債에 대한 투자가 제한적으로 허용될 것으로 전망된다. 1999년까지는 一般企業의 無保證 長期債를 중심으로 제한적 허용이 검토되고 있다. 商業借款의 導入은 1986년 이후 억제되었으나 1995년부터 高度技術隨伴 外國人投資企業이나 SOC 參與企業, 尖端技術業種 해당기업 및 中小企業의 施設財 도입용에 한하여 단계적으로 자유화될 것이다. 또한 居住者 또는 海外現地法人이 海外營業이나 海外投資 등을 목적으로 해외에서 조달하는 現地金融은 빠른 시일 내에 자유화될 것이다. 外國人の 國內 直接投資는 1994년에 제정된 投資活性化方案에 따라 적극 권장될 것이다.

이와 같은 外換 및 資本 自由化 計劃의 내용을 고려할 때 3段階 自由化 計劃이

완료되는 1999년 이후에는 外換 및 經常的인 對外去來에 대한 규제가 先進國과 같은 수준으로 완화될 것이다. 또한 資本去來는 外國人의 國內債券投資와 現金商業借款의 도입을 제외한 대부분이 자유화될 것으로 전망된다. 따라서 對外去來를 제약하였던 규제들이 대부분 제거되어 長期的으로 國內企業의 國際競爭力 향상에 도움이 될 수 있을 것이다. 그러나 外換 및 資本自由化를 추진하는 과정에서 여러 가지 혼란이 야기되어 經濟의 安定基調를 위협하는 결과를 초래할 수도 있을 것으로 판단된다.

## IV. 最近 원/달러 換率變動의 特性

外換 및 資本 自由化로 인하여 주요 巨視經濟變數 중 換率이 가장 직접적인 영향을 받게 될 것으로 판단된다. 따라서 앞으로 換率을 決定하는 要素들의 영향은 어떻게 달라질 것이며 아울러 換率變動의 方向과 그 폭은 어느 정도인지에 대하여 검토해 보아야 할 것이다. 이에 앞서 최근 우리나라 換率變動의 요인을 分析해 보고 外換 및 資本 自由化가 우리나라보다 앞선 다른 나라의 경우와 비교하여 그 特性을 파악해 보는 것이 필요하다.

理論的으로 換率을 결정하는 요소들을 長期的인 均衡 水準을 결정하는 요소와 外換市場의 需給을 변동시키는 요소 및 政府나 中央銀行 등 관리당국에 의한 外換市場 介入 등 크게 세 가지로 분류할 수 있다<sup>5)</sup>. 換率의 長期均衡 수준을 결정하는 요소는 自國과 外國의 所得, 通貨量 및 物價水準 등이다. 外換市場 수급의 변동과 관련된 요소는 內外 金利差와 經常收支 및 資本收支 등 國際收支의 변동이며, 管理當局에 의한 外換市場 介入의 결과는 中央銀行 對外準備高의 변동으로 나타나는 것으로 이해되고 있다.

이와 같은 換率決定의 요소들을 감안하여 우리나라가 市場平均換率制度로 이행한 1990년 3월부터 1994년 12월까지 月間 원/달러 換率變動의 요인을 분석한 결과는 <表 5>에 정리되어 있다<sup>6)</sup>. 이 表의 첫번째 추정에서는 國際收支와 中央銀行

5) Mussa(1982), 植田和男(1983), Branson(1983) 및 深尾京司(1983) 등 참조.

6) 國際通貨인 日本 엔貨, 獨逸 마르크貨와 美國 달러貨 사이의 換率變動은 該當國(엔/달러 換率의 경우 日本과 美國, 마르크/달러 換率의 경우 獨逸과 美國 등)들의 實質所得이나 通貨量 증가율 및 物價 상승률과 國際收支, 中央銀行 對外準備高의 변동 등 換率을 결정하는 요소 변동의 영향을 동시에 받을 것으로 판단된다. 이들 換率의 변동을 설명하기 위한 回歸分析을 함에 있어서 해당국 요소 변동의 상대적인 差異를 說明變數로 사용할 경우 전체적인 推定의 適合度가 보다 높게 나타났다. 이에 대하여 地域通貨인 우리나라 원貨나 臺灣의 NT달러貨와 美國 달러貨 사이의 換率は 우리나라나 臺灣 國內 經濟狀況 변동의 영향을 보다 크게 받을 것으로 판단된다. NT달러/美달러 換率의 변동을 설명하는 回歸分析을 함에 있어서 臺灣의 經濟變數만을 說明變數로 사용하여 추정된 결과와 臺灣과 美國 經濟變數의 상대적인 차이를 설명변수로 사용한 결과가 큰 차이가 없는 것으로 파악되었다. 원/달러 換率의 변동을 설명하기 위한 回歸分析을 함에 있어서는 우리나라 經濟變數들만을 說明變數로 사용하여 推定한 결과가 보다 良好하게 나타났다. 마르크/달러, NT달러/미달러 등 다른

對外準備高 변동의 金額(10億달러 단위)을 說明變數로 사용하였다. 두번째와 세번째 推定에서는 經濟規模의 확대로 인한 國際收支와 中央銀行 對外準備高의 변동효과를 감안하기 위하여 이들 金額의 實質 GDP(季節調整 후 年間으로 환산한 金額)에 대한 比率을 說明變數로 사용하였다. 두번째와 세번째 推定에서 다른 점은 달러貨로 표시된 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 金額을 원貨表示 金額으로 환산함에 있어서 적용한 원/달러 換率이며 각 경우에 적용한 換率은 表의 상단에 표시되어 있다. 네번째와 다섯번째 推定에서는 國際收支와 中央銀行 對外準備高 變動金額의 通貨量( $M_1$ )에 대한 比率을 說明變數로 사용하였다.

〈表 5〉에서 각 推定の 결과는 내용적으로 유사한 것으로 평가할 수 있다. 각 推定の 결과에서 長期均衡 수준에 영향을 미치는 요소들의 변동으로 인한 원/달러 換率의 변동효과를 살펴보면 2개월 전부터 같은 달에 걸쳐서 우리나라 産業生産이 1% 증가하였을 경우 원/달러 換率은 약 0.042% 내지 0.063% 上昇(원貨 가치 下落)한 것으로 나타났다. 3개월 전 우리나라의 通貨( $M_1$ )가 1% 증가하였을 경우 원/달러 換率은 약 0.014% 내지 0.017% 下落(원화 가치 上昇)한 것으로 추정되었다. 또한 2개월 전부터 같은 달에 걸쳐서 우리나라의 生産者物價가 1% 上昇하였을 경우 원/달러 換率의 上昇效果는 약 0.29% 내지 0.49%였던 것으로 분석되었다.

外換市場의 需給에 영향을 미치는 것으로 이해되고 있는 요소들의 變動效果를 살펴보면 우리나라 中央銀行의 再割引率이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높았을 경우 원/달러 換率은 약 0.16% 내지 0.18% 上昇한 것으로 추정되었다. 첫번째 推定の 결과에서 우리나라 經常收支가 10億달러 개선된 경우 원/달러 換率은 같은 달과 다음 달에 걸쳐서 약 0.46% 下落한 것으로 나타났으며 資本收支 赤字가 10億달러 증가하였을 때에는 약 0.34% 下落한 것으로 추정되었다. 두번째와

---

換率의 分期間 변동요인을 추정된 결과에서 該當國 實質 GDP 增加率의 상대적인 차이가 換率變動에 미치는 영향은 상당히 큰 것으로 나타났다. 그런데 각 나라는 GDP를 月間으로 집계하지 않기 때문에 월간 원/달러 換率의 변동요인을 분석함에 있어서 實質所得의 변동과 相關關係가 높을 것으로 판단되는 産業生産指數의 변동을 대신 說明變數로 사용하였다. 〈表 5〉의 實證分析에 사용된 資料의 出處는 우리나라 産業生産指數, 通貨量( $M_1$ ), 生産者物價指數, 中央銀行 對外準備高 및 우리나라와 美國 中央銀行 再割引率 資料의 경우 IMF의 IFS이며 國際收支 자료는 韓國銀行 『조사통계월보』이다.

〈表 5〉 원/달러換率 月間 變動要因 分析 (1990. 3~1994. 12)

說 明 變 數	說明變數로 사용된 國際收支 및 對外準備高 變動 資料의 形態				
	金 額 (10億달러)	實質所得에 대한 比率 (固定換率適用)	實質所得에 대한 比率(期間 平均換率 適用)	通貨量(M <sub>1</sub> )에 대한 比率 (固定換率適用)	通貨量(M <sub>2</sub> )에 대한 比率(期間 平均換率適用)
常 數	-0.0034 (-1.4156)	-0.0032 (-1.3603)	-0.0034 (-1.4014)	-0.0023 (-1.9056)	-0.0023 (-0.8981)
韓國 産業生産 增加率 (當月~2個月 前)	0.0627 (2.0326)	0.0534 (1.7874)	0.0559 (1.8630)	0.0421 (1.2314)	0.0432 (1.2519)
韓國 通貨量 增加率 (3個月 前)	-0.0162 (-2.5910)	-0.0167 (-2.6345)	-0.0171 (-2.7253)	-0.0138 (-1.8948)	-0.0135 (-1.8673)
韓國 生産者物價上昇率 (當月~2個月 前)	0.2911 (1.4708)	0.4627 (1.7997)	0.4900 (1.9026)	0.4188 (1.4422)	0.4167 (1.4268)
再割引率 差異	0.1833 (2.0579)	0.1781 (2.0096)	0.1764 (1.9699)	0.1596 (1.6959)	0.1585 (1.6814)
韓國 經常收支 (當 月)	-0.0016 (-1.6576)	-0.4906 (-1.8261)	-0.4549 (-1.7845)	-0.0375 (-1.4605)	-0.0347 (-1.3874)
韓國 經常收支 (1個月 前)	-0.0030 (-2.7703)	-0.9407 (-3.0254)	-0.9131 (-3.0714)	-0.0682 (-2.2649)	-0.0650 (-2.2252)
韓國 資本收支 (當 月)	-0.0034 (-3.9849)	-0.8898 (-3.9151)	-0.8938 (-3.9714)	-0.1005 (-3.3460)	-0.1004 (-3.3200)
韓國 對外準備高 變動 (當 月)	-0.0009 (-1.2184)	-0.2652 (-1.2513)	-0.2163 (-1.0663)	-0.0022 (-0.1891)	-0.0006 (-0.0530)
韓國 對外準備高 變動 (1個月 前)	0.0016 (1.9546)	0.5412 (2.2349)	0.5747 (2.4962)	0.0179 (1.4146)	0.0178 (1.4791)
R <sup>2</sup> <sup>1)</sup>	0.5316	0.5381	0.5390	0.4106	0.4063
D. W <sup>2)</sup>	1.6460	1.6720	1.6416	1.8042	1.8031
ρ <sup>3)</sup>	0.6675 (5.7881)	0.6668 (5.7429)	0.6739 (5.8245)	0.6305 (5.0877)	0.6289 (5.0467)
S.E.E <sup>4)</sup>	0.0030	0.0029	0.0029	0.0033	0.0033

註 : 1. 再割引率 差異는 韓國과 美國 中央銀行 再割引率의 差異임.

2. 國際收支 및 對外準備高 資料의 形態는 表의 上단에 표시되어 있으며, 달러貨로 표시된 자료를 원貨로 환산함에 있어서 적용한 원/달러換率은 ( ) 안에 표시되어 있음.

3. 誤差項의 1次 自己相關關係를 수정하기 위하여 Cochrane-Orcutt技法을 적용하였음.

4. ( ) 안의 숫자는 推定된 係數의 t統計임.

1) 自由度 調整後 R<sup>2</sup>. 2) Durbin-Watson 統計. 3) 誤差項의 1次 自己相關係數 推定值.

4) 誤差項의 標準偏差

세번째 推定의 결과에서 우리나라의 經常收支와 資本收支 黑字金額의 年間 實質 GDP에 대한 比率이 1% 포인트 증가한 경우 원/달러 換率의 下落效果는 각각 약 1.37% 내지 1.43%와 약 0.89%였던 것으로 나타났다. 네번째와 다섯번째 推定의 결과에서는 우리나라 通貨量에 대한 經常收支와 資本收支 黑字金額의 比率이 각각 1% 포인트 상승하였을 경우 원/달러 換率は 각각 약 0.10% 정도 下落한 것으로 추정되었다.

中央銀行에 의한 外換市場 介入의 결과를 反映하는 對外準備高의 변동으로 인한 換率變動의 효과는 첫번째 推定에서 對外準備高가 10億달러 증가하였을 경우 원/달러 換率は 같은 달에는 약 0.09% 下落하고 다음 달에는 약 0.16% 上昇한 것으로 나타나 전체적으로 약 0.07% 上昇한 것으로 추정되었다. 두번째와 세번째 推定의 결과에서 우리나라 中央銀行 對外準備高 증가금액의 實質 GDP에 대한 比率이 1% 포인트 상승하였을 경우 원/달러 換率は 같은 달과 다음 달에 걸쳐서 합계 약 0.28% 내지 0.36% 上昇한 것으로 추정되었다. 네번째와 다섯번째 推定의 결과에서는 中央銀行 對外準備高 증가금액의 通貨量에 대한 比率이 1% 포인트 上昇하였을 경우 같은 달과 다음 달에 걸친 원/달러 換率의 상승효과가 약 0.017% 내지 0.018%였던 것으로 추정되었다.

〈表 5〉에 정리된 각 推定의 결과에서 우리나라의 經常收支나 資本收支의 黑字規模가 증가하였을 때 원貨의 달러貨에 대한 가치는 상승한 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 결과는 國際收支의 변동이 外換市場 수급의 변동을 통하여 換率에 미치는 효과인 것으로 해석할 수 있다. 따라서 市場平均換率制度로 이행된 후 外換市場 需給狀況의 변동이 원/달러 換率에 미치는 영향은 이전의 複數通貨 「바스켓 페그」 換率制度下에서보다 커진 것으로 판단된다<sup>7)</sup>.

이와 같은 변화에도 불구하고 〈表 5〉에서 원/달러 換率は 市場平均換率制度로 이행된 최근에도 市場外的인 요인의 영향을 크게 받았음을 암시하는 증거를 찾아 볼 수 있다. 먼저 우리나라의 産業生産이 증가하면 원貨의 가치는 下落한 것으로

7) 複數通貨 「바스켓·페그」 換率制度 기간 동안 우리나라의 經常收支와 資本收支 黑字金額이 증가한 것과 같은 分期에 원/달러 換率は 上昇(원貨 가치 下落)한 것으로 추정되었다.

나타났으며 通貨量이 증가한 경우 원貨의 가치는 상승한 것으로 나타났다. 이와 같은 관계는 産業生産의 증가로 인하여 實質所得이 증가할<sup>8)</sup> 경우 通貨에 대한 需要가 증가하기 때문에 自國通貨의 가치가 上昇하고 通貨의 공급이 증가하면 自國通貨의 가치가 下落하는 理論的인 관계와 방향이 반대이다<sup>9)</sup>.

이와 같은 결과는 管理當局이 經常收支나 通貨量의 변동을 고려하여 환율을 조정하였기 때문인 것으로 해석할 수 있다. 즉, 1990년 이후 우리나라의 産業生産이 증가하면 貿易 및 經常收支가 악화되는 관계로 바뀌었는데<sup>10)</sup> 産業生産이 증가할 경우 貿易 및 經常收支가 악화될 것을 우려한 나머지 國內通貨의 가치가 下落하도록 유도하였을 수도 있을 것이다. 또한 通貨量이 과도하게 증가하는 추세에 있을 경우 物價의 上昇을 우려한 나머지 國內通貨의 가치가 上昇하도록 용인하였을 수도 있을 것이다.

엔/달러 換率이나 마르크/달러 換率의 변동을 분석한 결과에서는 日本과 獨逸의 利率이 美國에 비하여 상대적으로 높을 경우 각각 엔貨나 마르크貨의 가치가 上昇하는 것으로 파악되었다. 이에 대하여 <表 5>의 각 推定에서는 우리나라 中央銀行의 再割引率이 美國에 비하여 상대적으로 높았을 때 원貨의 가치가 오히려 下落한 것으로 나타나고 있다. 國內外 金利差와 換率變動과의 이와 같은 관계는 債券에 대한 投資收益率의 차이에 따른 外換 需要의 변동으로 설명하기 어렵다.

그러나 엔/달러 換率의 변동으로 인한 우리나라의 經常收支와 物價의 변동효과를 감안하여 원/달러 換率도 엔/달러 換率과 같은 방향으로 변동하도록 유도하였기 때문에 國內外 金利差와 換率變動 사이에 이와 같은 관계가 형성되었을 수도

8) 1980년부터 1994년까지의 기간 동안 우리나라의 分期間 實質 GDP 增加率과 産業生産 增加率 사이의 相關係數는 약 0.6인 것으로 추정되었다.

9) 마르크/달러 換率과 NT달러/美달러 換率을 분석한 결과에서는 獨逸과 臺灣의 實質 GDP 增加率도 美國에 비하여 상대적으로 높을 경우 마르크貨와 NT달러貨의 가치가 上昇하는 것으로 나타났다. 엔/달러, 마르크/달러 및 NT달러/美달러 換率을 분석한 결과에서 日本, 獨逸 및 臺灣의 通貨 增加率도 美國에 비하여 상대적으로 높을 경우 엔貨, 마르크貨 및 NT달러貨의 가치가 각각 下落한 것으로 파악되었다.

10) 1990년 이전까지 우리나라의 分期間 産業生産이나 實質 GDP 變動率과 貿易收支 사이에 '+' 相關關係가 존재하였으나 그 이후에는 '-'의 相關關係로 바뀌었다.

있을 것이다. 즉, 資本의 流出入에 대한 規制가 엄격하였기 때문에 國內外 金利差로 인한 원/달러 換率의 직접적인 變動效果는 크지 않았을 것이다. 그런데 엔/달러 換率이 下落하면 우리나라의 貿易收支와 經常收支는 개선되고 國內物價는 상승하는 것으로 분석되었다<sup>11)</sup>. 따라서 管理當局은 엔/달러 換率이 下落할 경우 國內物價에 미치는 영향을 고려하여 원/달러 換率도 下落하도록 조정하였을 수도 있다. 이때 달러貨 가치의 下落을 저지하기 위하여 美國 中央銀行이 再割引率을 인상하면 원/달러 換率의 下落과 美國 中央銀行 再割引率의 上昇(國內外 金利差의 下落)이 동시에 일어날 수 있었을 것이다<sup>12)</sup>.

〈表 5〉의 각 推定의 結果에서 우리나라 經常收支와 원/달러 換率變動과의 전체적인 關係는 經常收支 黑字가 外換의 供給을 증가시키고 이로 인하여 國內通貨의 가치가 上昇하게 되는 市場論理로 설명할 수 있다. 그러나 각 분석에서 나타난 經常收支와 換率變動 사이의 時差關係를 고려할 때 市場外的인 요소도 작용하였던 것으로 판단할 수 있다. 經常收支가 改善되었을 경우 外換供給의 증가로 인한 自國通貨 가치의 상승효과는 대부분 같은 달에 나타나고 다음 달의 換率變動에는 영향을 미치지 않는 것으로 나타날 것이다. 그런데 〈表 5〉의 각 推定의 結果에서는 우리나라 經常收支의 개선으로 인한 원/달러 換率의 下落效果가 같은 달에 비하여 다음 달에 오히려 컸던 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 時差關係는 管理當局이 經常收支의 추이를 고려하여 換率이 변동하도록 誘導하였기 때문에 형성된 것으로 이해할 수 있을 것이다.

각 推定의 結果에서 우리나라 資本收支와 원/달러 換率變動과의 關係는 市場原理를 반영하는 것으로 해석할 수 있다. 그러나 經常收支와 資本收支의 변동으로 인한 換率變動 效果의 크기를 비교할 때 市場外的인 요인도 작용하였던 것으로 판단된다. 엔/달러 換率과 마르크/달러 換率 및 NT달러/美달러 換率의 변동요인을 분석한 結果에서는 資本收支 黑字로 인한 自國通貨 가치상승의 效果가 같은

11) 金宗萬, 『日本 換率政策의 方向과 우리나라 輸出入에 미치는 影響』, 1993 및 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994 참조.

12) 분석 기간 동안 우리나라 中央銀行의 再割引率은 1993년 1월 연 7%에서 5%로 引下된 것을 제외하고는 調整되지 않았다. 따라서 〈表 5〉의 분석 結果에서 中央銀行 再割引率 차이가 원/달러 換率에 미친 영향은 주로 美國 中央銀行 再割引率 변동의 效果인 것으로 해석할 수 있다.

규모의 經常收支 흑자의 효과에 비하여 상대적으로 크게 추정되었다<sup>13)</sup>. 그러나 <表 5>의 다섯번째 추정의 결과에서 資本收支와 經常收支의 효과가 유사하게 나타난 것(資本收支效果/經常收支效果의 比率은 약 1.01)을 제외하고 다른 모든 추정의 결과에서 資本收支의 효과가 상대적으로 작게 추정되었다. 市場平均換率制度下에서 우리나라 資本收支의 黑字로 인한 원/달러 換率의 下落效果가 상대적으로 작았던 이유는 海外資本의 도입을 허용함에 있어서 海外施設財의 도입과 연관시키거나 經常收支의 변동상황을 고려하여 도입의 시기를 조정하는 등 外換需給을 源泉의으로 조절하였기 때문인 것으로 풀이할 수 있다<sup>14)</sup>.

각 추정의 결과 파악된 우리나라 中央銀行 對外準備高의 변동과 원/달러 換率變動과의 관계에서 市場介入이 外換市場의 需給調節을 위하여서만 단행되지는 않았음을 엿볼 수 있다. 中央銀行이 外換의 수급조절을 위하여 市場에 介入할 경우 對外準備高가 증가하는 것과 같은 기간에 國內通貨의 가치는 下落<sup>15)</sup>하고 다른 기간의 換率變動에는 영향을 미치지 않는 것으로 나타날 것이다. 그런데 <表 5>의 각 推定의 결과에서 우리나라 中央銀行의 對外準備高가 증가한 것과 같은 달에 원貨의 가치는 上昇하고 다음 달에는 下落한 것으로 나타나고 있다.

市場平均換率制度下에서 원/달러 換率의 日間 변동은 직전 去來日의 加重平均換率을 중심으로 일정한 범위 내에서만 허용되었다<sup>16)</sup>. 이와 같이 제한한 목적은 換率이 급격하게 변동할 경우 對外去來 및 外換 포지션을 취함에 따르는 外換危險이 증가하기 때문에 換率이 점진적으로 調整되도록 유도하기 위함이었다. 그 결과 <表 5>의 각 推定에서 誤差項의 標準偏差를 기준으로 판단할 때 원/달러 換率의

13) 經常收支 효과에 대한 資本收支 효과의 比率은 엔/달러 換率의 경우 약 2.27 내지 2.70이고 마르크/달러 換率의 경우 약 1.39 내지 2.09인 것으로 나타났다. NT달러/美달러 換率의 경우 약 0.92 내지 10.81인 것으로 파악되었다.

14) 1990년부터 1994년까지 우리나라의 分期間 經常收支와 資本收支 사이의 相關係數는 약 -0.74인 것으로 추정되었다. 따라서 管理當局이 海外資本의 도입을 허용함에 있어서 經常收支의 변동과 연관시켰던 것으로 해석할 수 있다.

15) 中央銀行에 의한 市場介入 換率에 영향을 미치지 못할 경우 對外準備高와 換率變動 사이에 統計的으로 有意한 관계가 없는 것으로 나타날 것이다.

16) 원/달러 換率의 日間變動 허용폭은 基準換率을 중심으로 1990년 3월에 上下 0.4%에서 1991년 9월부터 상하 0.6%, 1992년 7월부터 상하 0.8%, 1993년 10월부터 상하 1.0%, 1994년 11월부터 상하 1.5%로 段階的으로 확대되었다.

變動性은 주요 통화간 換率의 變動性에 비하여 월등히 작았던 것으로 짐작할 수 있다<sup>17)</sup>. 換率이 점진적으로 調整되도록 유도할 경우 換率變動率의 時系列 資料에 높은 自己相關關係가 형성된다. <表 5>의 각 推定의 결과에서 誤差項의 1次 自己相關係數가 높게 나타난 것은 이와 같은 이유 때문이다. 換率變動率 사이의 自己相關關係는 미래의 換率變動을 예측함에 있어서 도움이 될 수 있다.

---

17) <表 5>의 각 推定에서 誤差項의 標準偏差가 0.29% 내지 0.33%이고 換率의 變動性을 설명하는 비율이 약 0.4 내지 0.5인 점을 감안할 때 市場平均換率制度下에서 원/달러 換率의 월간 變動率의 標準偏差는 약 0.4%였던 것으로 짐작할 수 있다. 變動換率制度下에서 엔/달러나 마르크/달러 換率 월간 變動率의 標準偏差는 3.5% 이상인 것으로 추정되었다.

## V. 外換 및 資本 自由化가 換率의 決定 및 換率水準에 미치는 影響

앞에서 市場平均換率制度로 이행된 후 원/달러 換率變動의 특성을 분석한 결과 최근까지도 市場外的인 요인이 換率에 미친 영향이 상당히 컸던 것으로 파악되었다. 앞으로 外換 및 資本 自由化가 진행되고 變動換率制度로 이행됨에 따라 이와 같은 市場外的인 換率에 미치는 영향은 줄어들게 될 것으로 판단된다.

과거 管理當局이 國際收支 및 通貨量의 추세를 고려하여 換率을 조정하였기 때문에 通貨 需給의 변동이 國內通貨의 가치에 미친 영향은 論理的인 관계와 반대 방향으로 작용하였던 것으로 분석되었다. 外換 및 資本 自由化가 진행됨에 따라 管理當局에 의한 인위적인 換率調整은 점차 어렵게 될 것이다. 특히 外換集中制가 정지되고 外換의 保有 및 去來가 자유화될 경우 去來量이 증가할 것으로 기대되기 때문에 中央銀行이 外換市場에 개입하여 換率을 의도하는 방향으로 調整되도록 유도하기가 어렵게 될 것이다. 이때 國內通貨 가치는 通貨에 대한 需要와 供給의 상대적인 변동을 반영하게 될 것이다. 즉, 國內通貨의 가치는 實質所得이나 産業生産이 증가함으로 말미암아 國內通貨에 대한 需要가 증가함에 따라 上昇하고 通貨의 供給이 확대됨에 따라 下落하는 관계로 바뀌게 될 것이다.

外換의 保有가 自由化되고 資本의 流出入에 대한 규제가 완화될 경우 國內通貨의 가치는 國內金利가 外國의 金利에 비하여 상대적으로 상승함에 따라 상승하는 관계로 바뀌게 될 것이다. 즉, 國內 利率이 상대적으로 상승하면 國內債券에 대한 投資需要가 증가하기 때문에 國內通貨의 가치가 상승하게 될 것이다. 실제로 엔/달러 換率이나 마르크/달러 換率 등 주요 通貨間 換率의 경우 단기적인 변동은 이와 같은 상대적인 金利變動의 영향을 가장 크게 받는 것으로 분석되고 있다. 外換 및 資本 自由化가 진행됨에 따라 國內外 金利의 상대적인 변동으로 인한

換率變動의 효과가 커지는 사실을 감안할 때 앞으로 金利政策을 수립함에 있어서 換率에 미치는 영향을 고려하여야 할 것이다.

최근 우리나라는 海外部門의 通貨膨脹을 억제하기 위하여 海外資本의 유입을 통제하고 이로 인한 外換需給을 源泉적으로 조절하였기 때문에 資本收支의 변동으로 인한 換率變動의 효과가 같은 규모의 經常收支 변동의 효과에 비하여 상대적으로 작았던 것으로 나타났다. 그러나 資本自由化가 진행됨에 따라 이와 같은 자본의 유출입에 대한 규제와 外換需給의 원천적인 조절이 어렵게 되고 資本流入으로 인한 國內通貨의 가치상승 효과가 커질 것이다.

外換 및 資本自由化의 결과 國內外金利의 상대적인 변동과 資本의 流出入으로 인한 換率變動의 효과가 커지기 때문에 貿易收支나 經常收支의 변동으로 인한 換率變動의 효과는 상대적으로 작아지게 될 것이다. 따라서 換率은 貿易收支나 經常收支를 균형시키기에 적정한 수준에서 상당폭 괴리되어 결정될 수 있을 것이다. 또한 換率이 이들 收支를 均衡시키는 수준에서 이탈할 경우 스스로 적정한 수준으로 回復되는 힘이 약하고 管理當局이 調節할 수 있는 여지가 줄어들기 때문에 이들 收支의 不均衡狀態는 상당히 장기간 지속될 수 있을 것이다.

市場平均換率制度下에서 中央銀行의 外換賣買로 인한 換率變動의 효과는 크지 않았던 것으로 파악되었다<sup>18)</sup>. 外換 및 資本에 대한 규제가 거의 없는 주요 先進國 통화간 換率의 경우에도 中央銀行에 의한 外換市場 介入이 換率에 미치는 영향이 크지 않은 것으로 알려지고 있다<sup>19)</sup>.

이와 같은 점들을 감안할 때 앞으로 外換集中制가 정지되고 外換의 保有 및 去來가 自由化될 경우 中央銀行이 換率의 급격한 변동을 방지하기 위하여 風勢對抗的(leaning against the wind)으로 外換市場에 介入하더라도 이로 인한 換率調整의 효과는 크지 않을 것으로 판단된다.

18) 市場平均換率制度下에서 中央銀行에 의한 外換市場 개입의 효과가 크지 않았던 이유는 市場介入이 外換需給의 조절을 위한 목적으로만 단행되지 않았기 때문일 수도 있다.

19) 1973년 이후 엔/달러 및 마르크/달러 換率의 변동을 분석한 결과에서 換率調整을 위한 주요 先進國들의 協助體制가 강화되었던 1985년부터 1987년까지의 기간을 제외하고는 中央銀行의 外換市場 개입이 換率에 미친 영향은 크지 않았던 것으로 파악되었다.

換率의 日間 變動幅을 제한하는 市場平均換率制度에서 變動換率制度로 이행되면 換率 變動率의 時系列 資料에 自己相關關係가 악화될 것이다. 그 결과 미래의 換率變動을 예측하기가 더욱 어렵게 되고 換率變動의 豫測誤差는 커지게 될 것이다. 또한 미래 經濟狀況이나 外國의 상황 등 통제할 수 없는 요인의 변동으로 인한 換率變動의 효과가 커지기 때문에 換率의 變動性은 증가하게 될 것이다. 이에 따라 輸出入 등 對外去來와 外貨表示 資産이나 負債를 보유함에 따르는 外換危險이 증가하게 될 것이다.

外換 및 資本 自由化로 인하여 換率決定의 체계가 달라지고 각 요인의 변동으로 인한 換率變動의 효과가 달라짐과 동시에 自由化를 추진하는 과정에서 海外資本의 유입으로 인하여 國內通貨의 가치가 큰 폭으로 上昇할 수도 있을 것이다. 즉, 현재 國內 金利는 國際金利에 비하여 상당히 높기 때문에 資本의 流出入에 대한 규제가 완화될 경우 資本의 純流入이 일어나고 이로 인하여 外換의 供給이 증가하면 國內通貨의 가치가 上昇하는 결과를 초래하게 될 것이다.

國內通貨 가치상승의 폭은 資本이 유입되는 규모에 따라 달라질 것이다. 3段階 自由化가 완료되는 1999년까지 外國人 株式投資 한도의 단계적인 확대와 國內企業에 의한 海外證券發行의 규모확대, 金融機關의 外貨借入, 輸出先受金 및 着手金과 貿易信用 등 經常去來와 관련된 사실상 短期資本 도입의 限度擴大 등을 고려할 때 現金商業借款의 도입이나 外國人의 國內債券에 대한 투자가 제한되더라도 年間 純流入되는 海外資本의 규모는 120億달러 내지 140億달러 내외에 이를 것으로 전망된다.

國內通貨 價値上昇의 幅을 결정하는 또 하나의 중요한 요소는 資本流入으로 인하여 증가된 外換의 供給이 어떤 방법으로 흡수되는냐는 것이다. 資本收支가 黑字를 기록할 경우 外換의 供給이 흡수되는 방법에는 세 가지가 있을 것이다. 즉, 經常收支 赤字로 인한 外換需要의 증가로 흡수하는 경우와 民間의 外換保有 증가로 흡수되는 경우 및 中央銀行의 外換買入으로 흡수되는 경우이다. 그런데 國內通貨로 표시된 資金의 利率이 外貨表示 資金에 대한 利率에 비하여 상당히 높고 國內通貨의 가치가 上昇할 것으로 기대되는 상황에서는 民間에 의한 外換保有의

규모가 증가할 것으로 기대하기는 어려울 것이다. 따라서 外換 및 資本自由化를 추진하는 과정에서 資本流入으로 인한 外換의 供給은 經常收支 赤字를 통하여 흡수하거나 中央銀行이 買入하여 흡수하여야 할 것이다<sup>20)</sup>.

資本流入으로 인한 換率變動의 효과를 감안하지 않을 경우 우리나라의 經常收支는 1995년에는 괄목할 만한 輸出의 증가에도 불구하고 輸入이 큰 폭으로 증가하여 90億달러 내외의 赤字를 기록할 것으로 전망된다. 1996년에는 輸出이 15% 증가하고 輸入은 11% 증가하는 것으로 가정할 경우 약 60億달러 내외의 經常收支 赤字를 기록하게 될 것으로 전망하고 있다. 이후 매년 輸出 增加率は 10%로 가정하고 輸入 增加率は 매년 7% 내지 8%로 가정할 경우 貿易收支 均衡은 1997년에 이루어질 수 있을 것이다. 그러나 貿易外收支의 赤字로 인하여 經常收支 均衡은 1998년에 가서야 달성될 수 있을 것으로 전망되며 1999년에는 약 20億달러의 經常收支 黑字를 기록할 수 있을 것이다(表 6) 참조.

〈表 6〉 換率變動을 考慮하지 않은 경우 國際收支 展望

(單位：億달러)

	1994 實績	1995		1996	1997	1998	1999
		上半期 實績	下半期 實績				
長期資本收支	58.6	16.6	76.0	80.0	88.0	98.0	100.0
短期資本收支	31.6	35.0	15.0	42.0	40.0	45.0	40.0
資本收支計	90.2	51.6	91.0	122.0	128.0	143.0	140.0
輸 出	936.8	575.5	676.0	1,427.0	1,568.0	1,725.0	1,898.0
輸 入	968.2	617.4	691.0	1,452.0	1,560.0	1,683.0	1,832.0
貿易收支	-31.4	-41.9	-15.0	-25.0	8.0	42.0	66.0
貿易外收支	-19.9	-16.0	-15.0	-35.0	-38.0	-42.0	-46.0
經常收支	-45.3	-57.9	-30.0	-60.0	-30.0	0.0	20.0

註：輸出 및 輸入을 國際收支 基準으로 추계한 金額, 貿易收支는 移轉收支 포함.

20) 일부에서는 國內通貨 가치의 상승을 통하여 外換의 일부를 흡수할 수 있을 것으로 판단하고 있으나 이는 잘못된 가정이다. 資本의 純流入으로 인한 外換의 供給이 本文에서 언급한 세 가지 방법으로 전액이 흡수되지 않으면 外換市場에서 超過供給 상황이 지속되기 때문에 國內通貨의 가치는 계속上昇할 것이다.

政府가 추진하고 있는 3段階 外換 및 資本 自由化 기간 동안 換率變動으로 인한 輸出入의 변동효과를 고려하지 않을 경우 매년 國際收支가 <表 6>의 내용과 같다고 가정하고 이로 인한 外換의 超過供給은 中央銀行이 매입하여 흡수한다고 가정해 보자. 이때 <表 5>의 세번째 推定의 결과<sup>21)</sup>에서 나타난 資本 및 經常收支와 中央銀行 對外準備高 변동의 효과를 기준으로 원/달러 換率에 미치는 영향을 推算한 결과는 <表 7>에 정리되어 있다<sup>22)</sup>.

<表 7> 원/달러 換率變動 展望

(單位：%)

	1995 (下半年)	1996	1997	1998	1999
資本收支 效果	-2.99	-4.74	-5.00	-5.06	-4.88
經常收支 效果	+1.21	+2.36	+1.23	+0.54	+0.54
中央銀行 對外準備高 變動效果	+0.66	+0.62	+0.87	+1.06	+0.92
換率變動效果計	-1.12	-1.76	-2.90	-3.46	-3.42
年末 원/달러 換率	766.3	752.8	730.9	705.7	681.6

註：年末 원/달러 換率は 1995년 8월 말 원/달러 換率 1달러당 775.7원을 기준으로 산출하였음.

- 21) <表 5>에서 각 推定의 전체적인 適合度(自由度 調整 後 R<sup>2</sup>)를 비교할 때 네번째와 다섯번째 推定의 결과에서 상대적으로 낮은 것을 알 수 있다. 첫번째 推定의 전체적인 適合度는 상당히 높게 나타나고 있다. 그런데 첫번째 推定에서는 暗黙의 으로 같은 金額의 國際收支나 中央銀行 對外準備高 변동으로 인한 換率變動의 효과가 經濟規模의 확대와 관계 없이 일정할 것이라는 가정을 하고 있다. 그러나 실제로 같은 金額의 資本收支나 經常收支 黑字가 발생하더라도 經濟규모가 확대됨에 따라 換率에 미치는 영향은 작아질 것이다. 이와 같은 점들을 고려하여 本 研究에서는 國際收支나 中央銀行 對外準備高 변동금액의 실질 GDP에 대한 比率이 換率에 미치는 영향을 추정할 세번째 推定의 결과를 기준으로 推算하였다. <表 6>에 정리된 國際收支 金額과 이에 따른 外換의 超過供給을 中央銀行이 매입함으로써 인한 對外準備高 증가금액의 비율을 산출하기 위하여 우리나라 實質 GDP는 1994년 推定值 23兆 9,310億원을 기준으로 1995년과 1996년에는 각각 9.5%, 8% 증가하고 1997년부터 1999년까지는 매년 7% 증가하는 것으로 가정하였다.
- 22) 外換 및 資本 自由化가 진행됨에 따라 資本收支의 변동으로 인한 換率變動의 효과가 커지는 사실을 감안하여 1995년 하반기에는 經常收支 효과에 대한 資本收支 효과의 상대적인 비율이 0.8인 것으로 가정하고 1996년에는 두 효과가 같아지는 것으로 가정하였다. 變動換率制度로 이행되는 1997년 이후에는 資本收支 효과가 상대적으로 커지는 것으로 가정하여 資本收支 효과를 經常收支 효과로 나눈 比率이 1997년과 1998년에는 1.1인 것으로 가정하고 1999년에는 1.2인 것으로 가정하였다. <表 5>의 각 推定에서 中央銀行 對外準備高의 변동으로 인한 換率變動의 효과가 크지 않게 나타났다. 外換 및 資本 自由化 이후 中央銀行에 의한 外換市場 介入의 효과가 크지 않을 것으로 판단되기 때문에 對外準備高의 변동으로 인한 換率變動의 효과는 <表 5>의 세번째 推定의 결과에서와 같은 것으로 가정하였다. 추산에 있어서 換率의 변동은 輸出入의 변동을 통하여 經常收支를 변동시키고 經常收支의 변동은 다시 換率에 영향을 미치게 되므로 먼저 經常收支를 <表 6>과 같다는 가정하에 換率變動의 효과를 산출한 다음 이로 인한 經常收支 변동의 효과를 산출하고 다시 換率에 미치는 영향을 산출하는 과정을 반복하여 換率과 經常收支가 동시에 收斂하는 수준을 구하였다.

推算의 결과 經常收支 赤字 및 中央銀行에 의한 外換市場 개입의 효과를 감안 하더라도 원/달러 換率은 1995년 하반기에 1.12% 가량 下落하고 1996년에는 약 1.76% 下落하는 것으로 나타났다. 1997년에는 變動換率制度로 移行되는 영향으로 資本收支 黑字로 인한 換率 下落의 효과가 확대되고 經常收支 赤字의 규모가 축소되는 것으로 가정하였기 때문에 원/달러 換率의 下落 비율은 약 2.90%에 이르게 되는 것으로 추산되었다. 원/달러 換率은 1998년과 1999년에 각각 약 3.46%, 3.42% 下落하여 1999년 말에는 1995년 8월 말과 비교하여 약 12% 下落하게 되는 것으로 추산되었다.

이와 같은 변동의 결과 1999년 말 원/달러 換率은 1달러당 약 681.6원에 이르게 되어 1989년 중반 이후 가장 낮은 수준(원貨 가치를 기준으로 할 때 가장 높은 수준)에 이르게 될 것으로 전망된다. 1985년 이후 원/달러 換率의 下落이 1989년부터 輸出이 부진하게 된 가장 큰 요인이었던 것으로 분석되었으며<sup>23)</sup> 실제로 1990년부터 우리나라의 經常收支는 赤字로 반전되었다.

이와 같은 점을 감안할 때 外換 및 資本 自由化를 추진하는 과정에서 流入되는 海外資本으로 인한 國內通貨 價値上昇의 결과 貿易 및 經常收支의 악화효과는 상당히 클 것으로 짐작된다. 더욱이 1986년부터 1989년 중반까지는 經常收支가 黑字를 기록하는 상황에서 國內通貨의 가치가 상승하였음에 대하여 1995년 經常收支는 대폭 赤字를 기록할 것으로 예상되기 때문에 앞으로의 國內通貨의 가치상승으로 인한 經常收支의 惡化는 經濟 全般에 보다 심각한 영향을 미칠 수 있을 것이다.

23) 1985년 이후 원/달러 換率의 변동으로 인한 우리나라 輸出의 減少效果에 대하여 金宗萬, 『換率, 金利 및 貨金變動이 우리나라 輸出에 미치는 영향』, 1992, p. 74, 〈表 2-7〉 및 p. 112, 〈表 3-1〉 참조.

## VI. 主要 經濟變數에 미치는 影響

앞에서 外換 및 資本 自由化 3段階 計劃이 완료되는 1999년까지 海外資本의 유입 규모와 그로 인한 國內通貨 가치의 上昇效果를 검토해 보았다. 이와 같은 資本 流入 및 國內通貨 가치의 上昇이 주요 巨視經濟 變數에 미치는 影響을 검토해 보기로 하자.

國內通貨 가치의 上昇으로 인하여 가장 직접적인 影響을 받는 巨視經濟 變數는 輸出入 및 貿易收支일 것으로 판단된다. 특히 우리나라 輸出品에 대한 海外需要의 價格彈力性<sup>24)</sup>이 높기 때문에 國內通貨 가치의 上昇으로 인하여 달러貨로 표시된 輸出品의 價格이 上昇할 경우 輸出物量과 輸出金額의 減少效果와 貿易收支의 惡化效果는 상당히 클 것으로 우려된다.

〈表 8〉에는 1999년까지 원/달러 換率이 〈表 7〉에서와 같이 점차 下落할 경우 달러貨로 표시된 輸出價格과 輸出入物量 및 貿易收支의 變動效果가 정리되어 있다<sup>25)</sup>. 〈表 8〉上에는 원/달러 換率의 下落으로 인하여 輸出價格은 1995년 하반기에 0.27%가량 上昇하는 것으로 나타났으며 1996년과 1997년중에는 각각 약 0.55%, 0.90% 上昇하는 것으로 추산되었다. 또한 1998년과 1999년중에는 각각 약 1.08%, 1.05% 上昇하는 것으로 나타났으며 長期的으로는 換率下落이 없었을 경우에 비하여 약 3.91% 上昇하는 것으로 推算되었다.

24) 우리나라 輸出物量의 長期 價格彈力性은 약 2.3 내지 2.9인 것으로 추정되었다(金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 231, 〈附表 C-1〉 참조).

25) 원/달러 換率이 1% 下落할 경우 輸出價格, 輸出物量 및 輸出金額과 輸入金額 및 貿易收支의 變動效果는 金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 179, 〈表 VIII-3〉, p. 184, 〈表 VIII-4〉 (變動率 分析) 및 p. 226, [附圖 B-2], p. 234, [附圖 C-1], p. 240, [附圖 C-3] 참조.

〈表 8〉 원/달러 換率變動이 輸出入 및 貿易收支에 미치는 影響

(單位：%, 億달러)

	1995(下半年)	1996	1997	1998	1999	2000	2001
달러表示 輸出價格	+0.27	+0.55	+0.90	+1.08	+1.05	+0.07	-0.03
輸 出 物 量	-0.06	-0.26	-0.85	-1.52	-2.00	-2.04	-1.06
輸 出 金 額	+0.12	+0.02	-0.07	-0.35	-0.93	-1.41	-1.16
輸 入 物 量	-0.01	+0.08	+0.15	+0.18	+0.14	+0.08	-0.23
貿 易 收 支	+0.92	+1.16	-6.52	-14.22	-35.93	-67.73	-90.45

註：輸出價格의 각 年末까지 變動의 效果이며, 다른 變數의 경우 期間中 變動의 效果임. 2000년 貿易收支 效果는 換率變動 效果를 고려하지 않은 輸出과 輸入金額이 각각 2,000 億달러인 경우를 기준으로 산출하였으며, 2001년 貿易收支는 輸出入 金額이 각각 2,100 億달러인 경우를 기준으로 산출하였음.

輸出價格의 상승으로 인한 輸出物量의 減少效果는 1995년 하반기에 약 0.06%인 것으로 推算되었으며 1996년과 1997년중에는 각각 약 0.26%와 0.85%인 것으로 나타났다. 1998년과 1999년중 輸出物量의 감소효과는 각각 약 1.52%와 2.00%인 것으로 추산되었다. 우리나라의 경우 輸出價格의上昇으로 인한 輸出物量의 減少效果는 약 2년 반에 걸쳐서 나타나기 때문에 1999년까지 원/달러 換率이 〈表 6〉과 같이 下落하고 그 이후에는 더이상 下落하지 않는다고 가정하더라도 輸出物量의 감소는 2001년까지 지속될 것으로 전망된다. 2000년과 2001년중 輸出物量의 減少效果는 각각 약 2.04%와 1.06%이며 換率下落이 없었을 경우와 비교할 때 長期的으로 輸出物量의 수준은 약 8.15% 減少하는 것으로 추산할 수 있다.

이와 같은 輸出價格 및 輸出物量 변동의 결과 1995년 하반기와 1996년 輸出金額은 이른바 J曲線效果로 인하여 각각 약 0.12%, 0.02% 증가하는 것으로 추정되었다. 輸出金額의 감소효과는 1997년부터 나타나기 시작할 것으로 전망되며 1998년과 1999년중 輸出金額의 減少比率는 각각 약 0.35%와 0.93%일 것으로 추산되었다. 輸出金額은 換率下落으로 인한 J曲線效果가 사라지는 2000년과 2001년에 보다 큰 폭으로 減少하게 될 것으로 전망되며 이 두 해 동안 수출금액은 각각 약 1.41%와

1.16% 감소하여 長期的으로는 換率下落이 없었을 경우와 비교하여 약 4.32% 減少하는 것으로 추산되었다.

원/달러 換率의 변동이 달러貨로 표시된 우리나라 輸入品의 가격에 미치는 영향은 거의 없는 것으로 분석되고 있다<sup>26)</sup>. 따라서 원/달러 換率이 하락할 경우 원貨로 표시된 輸入品의 國內價格은 같은 비율로 하락하게 될 것으로 전망된다. 輸入品의 國內價格 하락에 따른 輸入物量의 增加效果와 輸出物量의 감소에 따른 輸入物量의 減少效果<sup>27)</sup>를 감안할 경우 1995년 하반기 輸入物量은 약 0.01% 감소하고 1996년부터 점차 증가하기 시작하여 1999년에는 換率下落이 없었을 경우와 비교하여 약 0.62% 증가한 수준에 도달하며 2000년부터는 輸出物量의 감소로 인하여 점차 감소하여 長期的으로는 약 0.28% 증가한 수준에 도달하게 되는 것으로 추산할 수 있다.

원/달러 換率下落의 효과를 감안하지 않은 경우 1995년 하반기 이후 1999년까지 輸出入 金額이 <表 6>과 같다고 가정하면 換率下落으로 인한 輸出入 金額<sup>28)</sup>의 변동을 고려할 경우 貿易收支는 1995년 하반기와 1996년에 각각 약 9千萬달러와 1億 2千萬달러 改善될 것으로 추산된다. 그러나 1997년에는 약 6億 5千萬달러 惡化되고 1998년과 1999년에는 각각 약 14億 2千萬달러와 35億 9千萬달러 惡化될 것으로 추산된다. 따라서 經常收支가 1998년에는 均衡을 이루고 1999년에는 20億 달러의 黑字를 기록할 것이라는 당초의 가정은 달성할 수 없게 되고 각각 약 14億 달러와 16億달러의 赤字를 기록하게 될 것으로 전망된다. 원/달러 換率의 下落으로 인한 經常收支의 惡化效果는 2000년 이후에 더욱 커질 것으로 예상되는바 換率下落이 없을 경우 연간 輸出入 金額이 각각 2千億달러인 것으로 가정할 경우 2000년 貿易 및 經常收支의 惡化效果는 약 68億달러에 달하게 될 것으로 추산할 수 있다. 따라서 經常收支 黑字는 2000년 이후에도 상당 기간 기대하기 어려울 것

26) 金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 90, <表 IV-1> 및 p. 215, <附表 B-1> 참조.

27) 우리나라의 경우 輸出品 생산을 위한 中間材와 原材料 등의 輸入으로 인하여 輸出物量이 1% 증가할 경우 輸入物量은 약 0.25% 내지 0.34% 증가하는 것으로 분석되었다(金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 245, <附表 C-2> 참조).

28) 원/달러 換率의 변동이 달러貨로 표시된 輸入品 價格의 變動效果를 무시할 경우 輸入金額의 변동 효과는 輸入物量의 변동효과와 같은 것이다.

이다.

원/달러 換率이 下落하면 元貨로 표시된 輸入品 國內價格의 하락으로 인하여 國內物價에 미치는 下落效果를 기대할 수 있을 것이다<sup>29)</sup>. 外換 및 資本 自由化를 추진하는 과정에서 원/달러 換率의 <表 7>에서의 같이 下落할 경우 生産者物價와 消費者物價의 下落效果는 1995년 하반기에 각각 약 0.41%와 0.17%인 것으로 추산되었다. 生産者物價의 하락효과는 1996년중에 약 0.84%이고 1997년에는 약 1.48%이며 1998년과 1999년중에는 각각 약 1.82%와 1.85%에 이를 것이다. 消費者物價의 하락효과는 1996년중에 약 0.54%이고 1997년에는 약 1.08%이며 1998년과 1999년중에는 각각 1.44%와 약 1.53%에 이를 것으로 전망된다. 원/달러 換率의 下落이 없었을 경우와 비교할 때 生産者物價와 消費者物價의 수준은 長期的으로 각각 약 6.85%, 5.66% 낮아지게 되는 것으로 추산할 수 있다.

우리나라의 경우 國內에서 생산되는 物品 중 海外로 輸出되는 비중이 높은 점을 감안할 때 원/달러 換率의 下落으로 인하여 輸出物量이 감소할 경우 國內總生産(實質 GDP)에 미치는 減少效果는 상당히 클 것으로 짐작된다. 1995년 國內總生産에 대비한 輸出의 비중은 약 27%에 이를 것이다. 이를 기준으로 輸出品의 모든 요소가 國內에서 생산된다고 가정하면 輸出物量이 1% 감소함으로써 인한 國內總生産의 직접적인 減少效果는 약 0.27%인 것으로 추정할 수 있다. 그러나 輸出品 構成要素 중 약 29%가 海外에서 輸入된다고 가정하면 輸出物量 1% 감소로 인한 國內總生産의 직접적인 감소효과는 약 0.19%인 것으로 추산할 수 있다. 그런데 輸出減少의 파급효과로 인한 間接的인 효과를 直接效果의 절반인 것으로 가정할 경우 輸出物量 1% 감소로 인한 國內總生産의 감소효과는 약 0.29%인 것으로 추산할 수 있다.

이와 같은 가정하에 輸出物量 감소가 國內總生産 增加率에 미치는 下落效果를 추산하면 1995년 하반기와 1996년에는 각각 0.02% 포인트와 0.08% 포인트로 크지 않을 것으로 전망되나 1997년에는 약 0.25% 포인트에 이르고 1998년과 1999년에

29) 원/달러 換率이 1% 下落할 경우 國內 生産者物價 및 消費者物價에 미치는 下落效果는 金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 176, <表 VIII-2> (變動率分析) 및 p. 218, <附表 B-2>, p. 220, <附表 B-3> 및 p. 224, [附圖 B-1] 참조.

는 각각 약 0.44% 포인트와 0.58% 포인트에 달하게 될 것이다. 輸出物量의 감소로 인한 國內總生産 증가율의 下落效果는 2000년과 2001년에도 각각 약 0.59% 포인트와 0.30% 포인트로 상당히 클 것으로 전망된다. 원/달러 換率이 없었을 경우와 비교할 때 國內總生産의 규모는 長期的으로 약 2.37% 감소하는 것으로 推算할 수 있다.

〈表 9〉 원/달러 換率이 物價 및 經濟成長率에 미치는 影響

(單位: %)

	1995 (下半年)	1996	1997	1998	1999	2000	2001
生産者物價上昇率	-0.41	-0.84	-1.48	-1.82	-1.85	-0.41	-0.03
消費者物價上昇率	-0.17	-0.54	-1.08	-1.44	-1.53	-0.81	-0.08
實質 GDP 增加率	-0.02	-0.08	-0.25	-0.44	-0.58	-0.59	-0.30

註: 實質GDP增加率에 미치는 影響은 輸出物量에 미치는 影響을 기준으로 GDP에 對한 輸出의 比重 및 輸出의 輸入誘發效果와 輸出이 國內經濟에 미치는 과급효과 등을 감안하여 推算하였음.

外換 및 資本 自由化 과정에서 海外資本의 유입으로 인하여 야기될 가장 큰 어려움은 通貨管理 문제일 것으로 판단된다. 海外資本 純流入의 규모가 〈表 6〉에 정리된 바와 같고 換率變動을 감안한 經常收支 赤字를 제외한 外換의 超過供給을 中央銀行이 매입하여 흡수할 경우 이로 인한 海外部門 本源通貨 增加要因의 규모는 1995년 하반기와 1996년에 각각 4兆 6,836億원과 4兆 7,649億원에 이를 것으로 전망되며 1997년에는 7兆 420億원, 1998년과 1999년에는 각각 9兆 1,825億원과 8兆 5,363億원에 달할 것으로 추산된다<sup>30)</sup>.

30) 달러貨로 표시된 金額을 원貨로 換算하기 위하여 〈表 7〉에 정리된 換率 下落의 효과를 감안하여 각 分期 말의 원/달러 換率을 적용하였다.

〈表 10〉 本源通貨 및 通貨安定證券 管理

(單位：億圓)

	1995	1996	1997	1998	1999
海外部門本源通貨增加	46,836	47,649	70,420	91,825	85,363
國內部門本源通貨增加	19,459	20,113	22,929	26,139	29,798
本源通貨增加許容額	38,918	40,226	45,857	52,278	59,596
必要 還收 額	27,377	27,336	47,492	65,686	55,565
期初通安證券發行殘額	208,151	248,838	297,287	362,103	453,982
通貨還收를 위한 新規發行額	27,377	17,536	27,492	45,686	35,565
(財政黑字로 還收할 金額)	(-)	(10,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
通安證券에 對한 利子	13,310	30,913	37,324	46,193	56,612
期末通安證券發行殘額	248,838	297,287	362,103	453,982	546,159

註：本源通貨 增加 許容額은 1995년 6월 말 殘額 25兆 2,401億圓을 기준으로 매년 14% 增加 하는 것으로 가정하여 산출하였음. 國內部門 本源通貨 增加額은 增加 許容額의 50%인 것으로 가정하였음. 1995년 下半年 本源通貨 增加額은 年末 目標額에서 같은 해 6월 말 殘額 24兆 8,409億圓을 차감하여 산출하였음. 通安證券에 대한 利子率은 年 12%인 것으로 가정하였음.

매년 本源通貨 增加率을 14%<sup>31)</sup>로 유지하고 本源通貨 증가액의 절반을 國內部門에서 증가하도록 허용할 경우 海外部門과 國內部門 本源通貨 증가요인의 합계액에서 증가 許容額을 차감한 必要 還收額은 1995년 하반기와 1996년에 2兆 7,377億圓과 2兆 7,536億圓에 각각 이를 전망이다. 還收하여야 할 本源通貨의 금액은 1997년에 더욱 증가하여 4兆 7,492億圓에 달하고 1998년과 1999년에는 각각 6兆 5,686億圓과 5兆 5,565億圓에 이를 것으로 추산된다.

本源通貨의 還收를 위하여 財政에서 1996년에 1兆圓과 1997년부터 1999년까지 매년 2兆圓씩 지원하고 나머지는 通貨安定證券을 발행하여 還收할 경우 이를 위

31) 通貨乘數가 일정할 경우 總通貨(M<sub>2</sub>) 增加率을 14%로 관리하기 위해서는 本源通貨 증가율도 14%로 유지하여야 할 것이다.

한 通貨安定證券의 新規發行額은 1995년 하반기에 2兆 7,377億원이며 1996년에는 1兆 7,536億원에 달할 것으로 전망된다. 1997년에는 2兆 7,492億원에 달하고 1998년과 1999년에는 각각 4兆 5,686億원과 3兆 5,565億원에 달할 것으로 추산할 수 있다.

通貨安定證券에 대한 利子率을 年 12%로 가정할 경우 기존의 通貨安定證券 발행잔액과 新規發行額에 대한 利子는 1995년 하반기에 1兆 3,310億원에서 점차 증가하여 1999년에는 같은 해의 本源通貨 增加許容額과 맞먹는 5兆 6,612億원에 달하게 될 것이다. 이와 같은 通貨安定證券에 대한 利子를 지급할 경우 또다른 本源通貨 增加要因으로 작용하게 될 것이다.

通貨安定證券에 대한 利子 지급으로 인한 本源通貨의 증가를 還收하기 위하여 새로운 通貨安定證券을 발행할 경우 通貨安定證券의 發行殘額은 1995년 말에 24兆 8,838億원에 달하게 되고 이후 점차 증가하여 1999년 말에는 54兆 6,159億원에 이를 것으로 전망된다. 2000년에는 通貨安定證券의 신규발행이 없다고 가정하더라도 기존의 發行額에 대한 利子가 6兆 5,539億원에 달하게 되어 같은 해 本源通貨 增加許容額보다 많게 될 것으로 전망되기 때문에 이로 인한 本源通貨의 증가를 還收하기 위하여 새로운 通貨安定證券의 발행이 불가피할 것이다.

通貨還收를 위하여 通貨安定證券을 발행할 경우 資本市場에서 이른바 驅逐效果(crowding out effect)가 발생하여 會社債 등의 발행을 통한 企業들의 資金調達을 어렵게 함과 동시에 金利上昇의 요인으로 작용하여 投資를 萎縮시키는 결과를 초래할 수 있을 것이다.

이와 같은 효과를 방지하기 위하여서는 財政黑字를 통한 通貨還收의 규모를 증가시켜야 할 것이다. 그런데 연간 本源通貨 增加率을 14%로 유지하고 通貨管理 목표치를 초과하는 增加要因을 모두 財政에서 흡수할 경우 財政黑字 金額은 1995년과 1996년에 각각 2兆 7千億원에 달해야 하고 1997년에는 4兆 7千億원, 1998년과 1999년에는 각각 6兆 5千億원과 5兆 5千億원의 財政收支 黑字를 기록하여야 할 것이다. 그러나 1995년 우리나라 豫算은 1兆 4千億원 이상의 統合財政收支 赤字로 편성되었음을 감안할 때 本源通貨 필요 還收額을 모두 흡수할 수 있을 만큼의 財

政黑字를 달성하기는 어려울 것이다.

財政黑字를 통한 通貨還收의 또다른 문제는 稅法의 개정과 豫算編成에 있어서 國會의 동의를 받아야 하는 등 절차가 복잡하고 장기간이 소요되기 때문에 급격한 海外資本의 유입으로 인한 通貨增加를 신속하게 흡수하기 어렵다는 사실이다. 財政證券을 발행하여 通貨還收에 필요한 자금을 조달할 경우 通貨安定證券을 발행할 경우와 같은 驅逐效果가 나타나게 될 것이다.

海外部門 通貨增加 요인으로 인한 通貨管理의 문제를 고려할 때 國內部門 통화 증가를 억제하는 방안을 검토하여야 할 것이다. 또한 원/달러 換率의 下落으로 인한 國內物價의 下落效果를 감안하여 通貨增加率 목표를 上向調整하는 방법도 있을 것이다. 1999년까지 年間 本源通貨 목표 증가율을 16%로 하고 國內部門 증가액을 本源通貨 增加許容額의 25%로 억제할 경우 本源通貨 必要 還收額은 1995년 하반기와 1996년에 각각 1兆 3,554億원과 1兆 2,515億원으로 감소할 것으로 추산된다. 또한 1997년에는 2兆 9,664億원, 1998년과 1999년에는 각각 4兆 4,549億원과 3兆 502億원으로 줄어들게 될 것이다.

財政黑字를 통한 本源通貨의 환수규모를 <表 10>에서와 같이 1996년 1兆원, 1997년부터 1999년까지 매년 2兆원으로 가정하고 나머지는 通貨安定證券을 발행하여 흡수한다고 가정할 경우 通貨安定證券의 發行殘額은 1995년 말에 23兆 4,601億원에 달할 것으로 예상된다. 通貨安定證券의 發行殘額은 점차 증가하여 1999년 말에는 42兆 6,040億원에 달하게 되는 것으로 추산할 수 있으며 <表 10>의 推算結果와 비교할 때 12兆 119億원이 줄어들게 되는 것으로 추산할 수 있다. 이에 따라 같은 해 通貨安定證券 利子 支給額은 4兆 5,083億원으로 <表 10>에서보다 1兆 1,529億원 감소하게 될 것으로 예상된다.

## VII. 結論 및 政策 課題

지금까지 우리나라의 外換政策은 經濟開發에 필요한 外資를 효율적으로 調達·運用하고 國際收支 및 經濟狀況의 변화에 대응하여 外換의 需給을 적절하게 조절할 수 있도록 바뀌어 왔다. 또한 換率政策의 主眼點은 換率(특히 원/달러 換率)을 輸出競爭力을 유지하기에 적당한 수준에서 관리하는 데 두어졌던 것이 사실이다. 그러나 앞으로는 外換 및 資本 自由化가 진전됨에 따라 外換의 需給 및 換率에 대하여 과거와 같이 직접적으로 統制하기는 어렵게 될 것이다.

經濟의 國際化 및 世界化를 추진하고 國內企業의 경쟁력 향상을 위해서는 外換 및 資本 自由化가 불가피할 것이다. 그러나 이를 추진하는 과정에서 外換需給 및 換率變動으로 인하여 여러 가지 어려움이 예상된다.

國內金利가 國際金利에 비하여 상당폭 높은 상황에서 資本의 流出入에 대한 규제가 완화될 경우 海外資本의 純流入이 일어날 것으로 예상된다. 外換의 保有에 대한 규제가 완화되더라도 國內外 金利差 및 國內通貨 價値上昇에 대한 期待 등을 감안할 때 民間의 外換保有는 크게 증가하지 않을 것이다. 따라서 資本의 純流入額에서 經常收支 赤字額을 제외한 外換의 超過供給額을 中央銀行이 매입하여 흡수하지 않을 경우 계속적으로 國內通貨 가치를 상승시키는 壓力으로 작용하게 될 것이다. 이와 같은 효과를 차단하기 위해서는 결국 中央銀行이 外換의 超過供給分을 매입하여야 할 것이다.

中央銀行의 外換買入 과정에서 증가하는 通貨를 還收할 수 있는 手段이 여의치 않기 때문에 通貨管理가 매우 어렵게 될 것으로 예상된다. 특히 이미 발행된 通貨 安定證券의 殘額이 20兆원을 초과하고 있고 이에 대한 利子が 年間 3兆원 가까이 달하여 자동적인 通貨增加 요인으로 작용하고 있기 때문에 通貨安定證券을 추가로 발행하여 대규모의 通貨를 還收하기는 어려울 것이다. 또한 현재의 財政形便

과 앞으로 敎育改編 및 UR 農漁民對策을 위한 財政支出의 증가 등을 감안할 때 財政黑字를 통한 대규모 通貨還收도 어려울 것이다.

우리나라 및 외국의 경우 資本收支 및 經常收支와 中央銀行 外換市場 介入이 換率에 미치는 상대적인 효과를 감안하여 1999년까지 流入되는 海外資本으로 인한 원/달러 換率의 변동효과를 추산해 보았다. 그 결과 예상되는 資本收支 黑字에서 經常收支 赤字를 제외한 外換의 超過供給을 中央銀行이 買入하여 흡수하더라도 원/달러 換率は 점차 下落하여 1999년 말에는 1989년 중반과 비슷한 1달러당 680원 수준에 이르게 될 것으로 추산되었다.

이와 같은 원/달러 換率의 下落으로 인한 經常收支의 惡化效果는 1997년부터 나타나기 시작할 것으로 예상되며, 1998년과 1999년에는 換率下落이 없었을 경우와 비교하여 經常收支가 각각 약 14億달러, 36億달러 惡化되는 것으로 추산되었다. 換率의 下落으로 인한 輸出物量의 減少效果는 장기에 걸쳐서 나타나기 때문에 2000년 經常收支의 惡化效果는 더욱 확대되어 60億달러 이상에 달하고 2001년 이후에는 年間 80億달러를 上廻하게 될 것으로 전망된다. 따라서 經常收支의 黑字轉換은 1999년까지는 물론 2000년 이후에도 상당 기간 기대하기 어려울 것으로 판단된다.

더욱이 外換 및 資本 自由化에 따라 國內外 金利의 상대적인 차이나 資本의 流出入으로 인한 換率變動의 효과는 커짐에 대하여 經常收支의 변동으로 인한 換率變動의 효과는 상대적으로 작아질 것으로 예상된다. 따라서 經常收支 赤字가 발생하더라도 원/달러 換率은 적절한 수준으로 下落하는 데에는 長期間이 소요될 수 있을 것이다. 이에 대하여 外換集中制의 정지 및 外換去來 규모의 증가 등으로 中央銀行에 의한 外換市場 介入의 效果는 과거에 비하여 작아질 것으로 예상되기 때문에 經常收支를 均衡시키기 위하여 換率을 적절한 수준에서 안정적으로 관리하기가 매우 어렵게 될 것이다.

원/달러 換率의 下落으로 인하여 輸出物量이 감소할 경우 經濟成長은 둔화될 것이다. 특히 우리나라의 경우 國內에서 生産되는 제품 중 輸出되는 비중이 높기 때문에 원/달러 換率의 下落 및 輸出物量의 감소로 인한 經濟成長率의 下落效果

는 상당히 클 것으로 예상된다. 推算의 결과 원/달러 換率의 下落으로 인하여 實質 GDP 增加率은 1998년과 1999년에 각각 약 0.44% 포인트, 0.58% 포인트 下落하고 2000년에는 약 0.59% 포인트 下落하는 것으로 나타났다.

國內通貨의 가치가 상승할 경우 원貨로 표시된 輸入品の 國內價格이 하락하기 때문에 國內物價에 미치는 下落效果도 있을 것으로 판단된다. 推算의 결과 원/달러 換率의 下落으로 인한 國內 生産者物價의 下落效果는 1996년과 1997년에 각각 약 0.84%, 1.48%이고 1998년과 1999년에는 각각 약 1.82%와 1.85%인 것으로 나타났다.

外換 및 資本 自由化를 추진하는 과정에서 通貨가 膨脹하고 國內通貨의 價値가 상승할 것으로 예상되는 이유는 海外資本이 유입될 것으로 기대되기 때문이며, 海外資本이 유입될 것으로 기대되는 이유는 國內金利가 國際金利에 비하여 상당폭 높은 수준을 유지할 것으로 예상되기 때문이다. 따라서 海外資本의 流入으로 인한 문제들을 해소하기 위해서는 國內外 金利差를 축소하는 것이 무엇보다 중요하며 이를 위해서는 國內金利의 下向安定을 유도하는 方策이 强구되어야 할 것이다.

일부에서는 資本流入에 대한 規制가 完化될 경우 海外資本의 流入으로 인하여 자본의 供給이 증가하기 때문에 國內金利가 自動적으로 國際金利 수준으로 下落할 것이라고 주장하고 있다. 長期的으로 볼 때 이러한 주장의 妥當性이 인정되나 여러 가지 상황을 고려할 때 資本 自由化가 추진되더라도 상당기간 國內金利는 國際金利에 비하여 상당폭 높은 수준을 유지할 것으로 판단된다.

먼저 3段階 自由化 計劃이 완료되는 1999년까지 現金商業借款의 導入은 허용되지 않을 것이며 外國人의 國內債券에 대한 投資는 제한적으로만 허용될 것이다. 이와 같은 規制가 유지되는 한 國內金利가 國際金利 수준으로 下落할 것으로 기대하기는 어려울 것이다. 資本流入으로 인하여 증가한 通貨를 흡수하기 위하여 通貨安定證券을 발행하거나 財政證券을 발행할 경우 驅逐效果로 인하여 國內金利가 상승할 수도 있을 것이다. 資本流入의 결과 通貨가 팽창하여 物價上昇이 예상될 경우 名目金利가 상승할 수 있을 것이다. 이와 동시에 國內通貨의 價値가 상승할

것으로 기대될 경우에는 海外로부터 資本이 流入될 것이다.

우리나라의 경우 美國, 日本 등 先進國이나 臺灣 등 競爭國에 비하여 金利가 상대적으로 높은 가장 큰 이유는 우리나라 企業들의 負債比率이 이들 국가의 企業에 비하여 월등히 높기 때문인 것으로 판단된다. 우리나라 企業의 負債比率을 낮추도록 유도하기 위해서는 金融機關 등이 貸出을 할 경우애나 企業이 會社債를 발행하는 경우 등에 있어서 負債比率에 따라 企業의 信用度를 조절하고 그 결과를 利子率 결정에 반영하도록 유도하는 방법을 생각해 볼 수 있다. 또한 企業으로 하여금 新株의 發行 등 增資를 통하여 自己資本의 比重을 높이도록 유도하는 방법도 고려해 보아야 할 것이다.

國內金利가 下落할 경우 海外資本 유입의 規模가 감소되어 通貨膨脹 및 國內通貨 價值上昇 압력이 완화되는 효과 이외에 民間의 外換에 대한 需要가 증가하기 때문에 유입되는 外換의 일부를 國內에서 흡수하여 通貨膨脹 및 國內通貨 價值上昇의 압력을 완화시키는 효과도 기대할 수 있다.

外換 및 資本 自由化를 추진하는 과정에서 유입되는 外換으로 인한 通貨膨脹을 저지하기 위하여 通貨安定證券을 발행하는 방법으로만 通貨를 還收할 경우 通貨安定證券의 發行殘額이 급증하게 될 것이다. 그 결과 머지않아 通貨安定證券에 대한 利子만도 本源通貨 억제목표를 초과하게 될 것으로 예상된다. 따라서 通貨膨脹을 억제하기 위한 다른 방안이 강구되어야 할 것으로 판단된다.

財政黑字를 통한 通貨還收가 적극적으로 검토되어야 할 것이다. 通常的인 財政黑字를 실현하기가 어려울 경우 國有財産을 매각하거나 公企業 民營化를 통하여 通貨還收에 필요한 財源을 마련하는 방법도 있을 것이다. 臺灣의 경우 1986년부터 1988년까지 經常收支 黑字 및 資本流入으로 인하여 通貨가 급격하게 膨脹할 당시 通貨를 환수함에 있어서 財政의 역할이 컸던 것으로 분석되고 있다<sup>32)</sup>. 海外資本을 도입하는 기업에 대하여서는 國內與信의 限度를 축소하는 방법 등을 통하여 國內部門 通貨增加 요인을 억제하는 방안도 검토되어야 할 것이다. 通貨還收 부담을 줄이기 위하여 國內通貨 가치의 上昇으로 인한 物價下落의 효과를 감안하여 通貨

32) 金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1993, p. 36, 〈表 II-9〉 및 本文의 내용 참조.

增加 목표를 다소 上向調整하는 방법도 고려해 볼 수 있을 것이다.

企業의 海外資本 導入에 관한 규제를 완화하더라도 國際金融市場에서 資本을 調達할 수 있는 企業은 信用이 양호한 일부 大企業에 한정되고 中小企業이나 信用狀態가 國際水準에 미달하는 기업이 國際金融市場에서 資本을 직접 調達하기는 어려울 것이다. 이때 海外資本 도입으로 인한 利益은 자본을 도입할 수 있는 기업들만 향유하는 데 대하여 資本流入으로 인하여 國內通貨의 가치가 상승할 경우 그 損失은 모든 기업이 부담하게 되는 衡平性 문제가 대두된다. 더욱이 일부 財閥 企業들만이 海外資本을 도입하여 投資를 확대할 경우 經濟力集中 문제가 악화될 수 있을 것이다. 이와 같은 점들을 고려하여 企業이 外資를 도입할 경우 일정한 比率의 中小企業債券을 引受토록 하거나 變動預置金制度(VDR)를 도입하여 資本導入額의 일정한 비율을 예치토록 하는 방법도 생각해 볼 수 있다. 이러한 방법으로 조성한 資金을 中小企業 등에 대한 貸出에 사용할 경우 國內與信의 축소로 인한 문제를 해소하는 데 도움이 될 수 있을 것이다.

우리나라 輸出品에 대한 海外需要의 價格彈力性이 높기 때문에 國內通貨 가치의 상승으로 인하여 달러表示 輸出價格이 상승할 경우 輸出物量에 미치는 감소효과가 큰 것으로 평가되고 있다. 이에 대하여 日本의 경우 輸出品의 價格彈力性이 낮기 때문에 엔貨의 가치가 상승하더라도 輸出金額에 미치는 감소효과는 크지 않은 것으로 분석되고 있으며 臺灣의 경우도 輸出品의 價格彈力性이 우리나라에 비하여 낮은 것으로 분석되고 있다<sup>33)</sup>. 이와 같은 점을 감안하여 産業構造의 高度化, 技術開發 등을 통하여 우리나라 輸出品의 價格彈力性이 낮아지도록 노력하여야 할 것이다.

外換 自由化의 추진 및 變動換率制度로의 移行과 관련하여 한 가지 유의하여야 할 사실은 이에 따라 미래 換率變動에 대한 예측 가능성이 낮아지고 換率의 變動

33) 輸出物量의 價格彈力性은 日本의 경우 약 0.8 내지 1.5인 것으로 분석되었으며(金宗萬, 『日本 換率政策의 方向과 우리나라 輸出入에 미치는 影響』, 1993, p. 67, <表 III-7> 참조), 臺灣의 경우 약 1.5 내지 2.2인 것으로 推定되었다(金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1993, p. 105, <表 V-2> 참조). 이에 대하여 우리나라 輸出物量의 價格彈力性은 약 2.3 내지 2.9인 것으로 推定되었다(金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 231, <附表 C-1> 참조).

성이 높아진다는 점이다. 그 결과 輸出入 등 經常去來나 資本去來에 따르는 外換 危險의 부담이 증가하기 때문에 이를 回避할 수 있는 手段이 없을 경우 對外去來가 위축되고 輸出競爭力이 약화될 우려가 있다. 따라서 先物換 市場을 活性化하고 通貨先物이나 通貨옵션 등 派生商品 市場의 설립과 外換 仲介人制度의 도입을 통하여 通貨스와프 거래가 활성화되도록 유도하는 방법을 검토하여야 할 것이다.

## 參 考 文 獻

- 金圭漢, 『開放化時代의 通貨 및 換率政策』, 研究論文集 94-2, 韓國銀行 金融經濟研究所, 1994.
- 金仁哲, 『開途國 換率制度의 模型과 韓國의 換率運用』, 政策報告 85-04, 韓國開發研究院, 1985.
- 金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 研究報告書 93-11, 韓國租稅研究院, 1993.
- \_\_\_\_\_, 「外換 및 資本自由化가 換率에 미치는 影響」, 『財政金融研究』, 제2권 제1호, 韓國租稅研究院, 1995.
- \_\_\_\_\_, 『우리나라 株式市場 開放의 效果分析』, 政策研究 91-9, 對外經濟政策研究院, 1991.
- \_\_\_\_\_, 『日本 換率政策의 方向과 우리나라 輸出入에 미치는 影響』, 政策研究 93-10, 對外經濟政策研究院, 1993.
- \_\_\_\_\_, 『主要 換率變動의 特性과 政策示唆點』, 政策研究 91-02, 對外經濟政策研究院, 1991.
- \_\_\_\_\_, 『換率, 金利 및 賃金變動이 우리나라 輸出에 미치는 영향』, 政策研究 92-27, 對外經濟政策研究院, 1992.
- \_\_\_\_\_, 『換率運用과 輸出競爭力』, 研究報告書 94-09, 韓國租稅研究院, 1994.
- \_\_\_\_\_, 『換率制度와 外換危險管理』, 政策研究 90-03, 對外經濟政策研究院, 1990.
- 財務部, 『外換制度改革(案)』, 1994.
- \_\_\_\_\_, 「外換政策의 變遷」, 外換制度改革 參考資料, 1994.
- 財務部·韓國產業銀行, 『韓國外資導入 30年史』, 1993.
- 韓國銀行 外換管理部, 「외국환관리제도 변천추이」, 外換業務 資料 94-13, 1994.
- 植田和男, 「最近における爲替レト理論と円・ドルレトの動き」, 『日本銀行 研究報告書』, 1983.
- 深尾京司, 「爲替レト의 決定要因と 爲替投機需要」, 『日本銀行 研究報告書』, 1983.

- Branson, W. H., "Macroeconomic Determinants of Real Exchange Risk," in Herring edited, *Managing International Risk*, Cambridge University Press, 1983.
- Dornbusch, R., "Exchange Rate Economics: Where Do We Stand?," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, 1980.
- Mussa, M., "A Model of Exchange Rate Dynamics," *Journal of Political Economy*, Vol. 90, 1983.

第 3 主題 討論
-----------

## 發表主題：「外換 및 換率政策의 變遷과 課題」

### □ 金仁哲 教授 (成均館大學校)

金宗萬 博士는 그의 논문에서 우리나라의 外換政策과 換率政策의 變遷을 고찰하고 우리가 당면한 과제를 제기하였다.

金 博士는 우선 외환 및 환율정책의 변천과 관련하여 전 기간을 4기간으로 時代區分하였다.

第 1 期：해방직후~1961년

第 2 期：1962년~1985년

第 3 期：1986년~1989년

第 4 期：1990년~현재

이러한 時代區分 方法은 특정이론에 근거를 두고 있는 것은 아니지만 金 博士의 主觀的 判斷에 의거한 것으로 이 논문에서 돋보이는 부분이다. 그러나 이에 대해 쟁점이 전혀 없는 것은 아니다. 解放 後부터 1次 5個年 計劃이 시작될 때까지의 第1期는 누구든지 쉽게 동의할 수 있을 것이다. 그러나 第2期를 1962년부터 선진국 G5의 Plaza합의가 있는 1985년까지 잡은 것과 第3期를 1986년부터 1989년까지의 經常黑字期間으로 잡은 것은 한편으로 수궁이 가나 또 다른 한편으로는 換率制度의 變遷을 기준으로 하는 경우, 時代區分은 다소 달라질 수 있음을 지적하고 싶다.

金 박사는 그의 논문에서 資本의 過多流入으로 인해 우리나라의 經常收支는 적자임에도 불구하고 원화가치가 절상되고 있음에 많은 관심을 표명하고 있다. 당연히 그래야 한다고 본다. 그래서 그는 친절하게도 經常收支와 資本收支에 대해

1999년까지 미래를 전망하고 그에 따른 換率變動效果를 조심스럽게, 하지만 기술적으로 분석하고 있다.

金 박사의 논문은 독자들에게 환율에 관한 중요한 정보를 제공해 주고 政策當局에게도 중요한 示唆點을 제공해 준다. 그러나 그의 논문 내용 중 弱點이나 爭點이 될만한 부분에 대해 다음과 같은 사실을 지적하고자 한다.

1) 본문에서 원/달러 환율이라고 표현을 하고 있으나 이러한 표현을 가지고는 換率이上昇한다고 할 때 원화가치가 올라가는 것인지 달러가치가 올라가는 것인지 분명하지 않으므로 對달러 원화 환율로 통일시켜줌이 바람직하다.

2) 金 박사는 본문에서 1993년 말 이후 원/달러 환율이 하락한 데에는 엔/달러 환율의 급격한 하락의 영향도 작용한 것으로 판단된다고 하였지만 구체적으로 무슨 이유로 그렇게 판단되는지 궁금하다. 財政換率 적용 때문에 對엔 원화환율이나 對마르크 원화환율은 國際外換市場의 主要換率變動의 영향을 받는다고 할 수 있다. 그러나 우리나라 現行 換率制度인 市場平均換率制度의 특성 때문에 國際 外換市場에서의 主要換率變動이 國內 外換市場에서의 對달러 원화환율에 직접적인 영향을 주지 않는 것으로 알려져 있다.

3) 金 박사는 그의 논문에서 換率決定의 要素들을 파악하여 이것들이 원/달러 환율에 어떤 영향을 주는지 計量的인 分析을 시도하였다. 그런데 놀랍게도 우리나라 産業生産의 增加는 원화가치를 상승시키지 않고 오히려 하락시키는 것으로 나타났다으며 또한 國內 通貨量 增加는 원화가치의 하락을 초래하지 않고 오히려 원화가치를 상승시킨 것으로 나타났다. 이러한 결과는 換率決定理論과 正反對의 結果이다. 그러나 金 박사는 이에 대한 이유를 管理當국이 經常收支나 通貨量의 變動을 고려하여 환율을 조정하였기 때문이라고 단정내리고 있으나 이 부분은 아무래도 쟁점이 될 것 같다. 필자가 생각하기로는 金 박사의 실증결과가 이론과 반대로 나온 것은 다른 이유가 있어서 그런것 같다. 換率決定理論대로 計量分析을 하려면 설명변수는 단순히 國內 産業生産의 增加와 通貨量 增加가 아니라 韓·美 兩國間的 産業生産 增加率의 차이와 通貨量 增加率의 차이를 사용해야 된다고 본다. 만약 金 박사의 방법대로 실증분석에서 국내생산증가율과 국내통화증가율을 설명

변수로 사용한다면 종속변수는 對달리 원화환율이 아니라 원화의 종합적 대외가치를 나타내는 實效換率變數가 되어야 한다고 본다. 그렇게 해서 나온 결과를 가지고 새로운 분석을 할 수 있을 것이다.

## □ 朴元巖 教授 (弘益大學校)

本稿는 解放以後 外換 및 換率政策의 變遷과 課題를 빠짐없이 간명하게 분석하고 있다. 그러나 우리나라의 경제발전과정에서의 외환·환율정책의 문제점을 보다 뚜렷하게 부각하기 위하여 論評者는 우리나라 外換·換率政策의 主要 分析課題를 다음과 같이 세 가지로 요약하려고 한다.

첫째, 높은 국내투자를 충족시키기 위한 外資調達은 주로 外債에 의존하였는데 이러한 부채금융보다 直接投資나 直接金融이 더 유리한 것은 아니었는지 검토해 보아야 한다. 주지하시다시피 싱가포르를 비롯한 동남아의 경제개발은 직접 투자에 크게 의존하고 있다.

둘째, 著者는 우리나라의 환율정책은 주로 經常收支 赤字를 줄이기 위한 원화절하정책이었으며 이러한 원화절하가 시장 외적요인에 의해서 이루어졌다고 주장하고 있다. 그러나 정부의 인위적인 원화절하정책이 어떠한 부작용을 유발하였는지를 밝히지 않고서는 정부의 원화절하정책을 나쁘다고 말할 수 없다. 오히려 남미의 경우 막대한 經常收支 赤字下에서도 인플레이 우려 때문에 自國通貨를 切上시킨데 반해 우리나라는 원화를 절하시키며 어떻게 인플레이 유발 등 부작용을 피하며 적자를 줄일 수 있었는지를 밝혀야 한다. 이를 위해서는 우리나라의 生産性과 賃金의 問題가 논의되어야 할 것이다.

셋째, 우리나라는 名目이나 實質基準 모두 高金利를 시현하였는데 우리나라 고금리의 원인 및 國內外 金利差에 따른 資本流入을 어떻게 정부가 효과적으로 억제하였는지(또는 억제하지 못했는지)를 밝혀야 한다.

이러한 세 가지 과제를 적절하게 분석하지 않고서는 向後 外換·資本 自由化의 推進方向과 效果에 대해서도 만족스러운 대답을 할 수가 없다.

첫째 課題와 관련하여, 政府의 3段階 外換·資本 自由化 計劃은 주식시장 개방에 대해서는 상당히 과감한 반면, 상업차관 및 직접투자에 대해서는 상대적으로 소극적이라는 평가를 받고 있다. 우리나라의 經濟發展을 위하여 어떤 형태의 外資調達이 가장 效率的인지를 논의하지 않고서는 이에 대한 만족스러운 결론을 내릴 수 없다.

둘째 課題와 관련하여, 著者は 앞으로는 자본시장 개방에 따른 자본유입으로 원화절상이 예상되며 우리나라는 慢性的인 經常收支 赤字를 감내하여야 할 것이라고 주장하고 있다. 그러나 과거와 같은 赤字縮小와 輸出競爭力 提高를 위한 원화절하대책을 왜 시행할 수 없는지도 아울러 설명되어야 한다. 資本 自由化가 만성적인 經常收支 赤字를 초래하기 때문에 자본 자유화를 추진하지 말아야 한다는 주장으로 연결될 우려가 있기 때문이다.

셋째 課題와 관련하여, 著者は 우리나라의 高金利가 企業의 높은 負債比率에 의해 초래되었다고 보고 있다. 따라서 저자는 間接金融을 止揚할 것을 간접적으로 시사하고 있으나 이 역시 外資調達形態別 效率性 分析이 선행하지 않고서는 만족스러운 결론을 내릴 수 없다. 저자와 반대되는 의견을 가진 사람들은 情報의 非對稱性을 강조하여 間接金融을 선호하기도 하며 우리나라의 高金利는 高成長에 기인한다고 보기도 한다.

한편, 向後 資本自由化 過程에서 國內外 金利差가 줄어들지 않을 것으로 보는 것은 외국인의 국내 채권투자를 불허하고 통화증발을 억제하기 때문이라고 기술하고 있는데 이는 아무 제한없이 資本 自由化를 시행하게 되면 國內外 金利差가 縮小될 것임을 示唆하고 있어서 저자가 일반적으로 자본자유화가 국내외 금리차 축소에 도움이 되지 않는다고 기술하고 있는 것과 배치되고 있다. 外國의 많은 研究들은 자본 자유화 후 國內外 金利差가 縮小되지 않는 原因으로 자국통화절하의 위험, 국내외 자산간 거래의 비용, 자본 자유화 후 자본의 가수요, 은행감독 미약과 화폐시장 균형회복 과정에서의 실질잔고의 부족 등을 들고 있음을 참조할 필요가 있다.

국내외 금리차에 따른 자본유입압력 해소와 低利 海外資金의 大企業 偏重을 해

소하기 위하여 著者は 可變預置金制度(VDR)를 제안하고 있다. 가변예치금제도의 타당성 여부는 과거 國內外 金利差下에서 정부가 효과적으로 資本流入을 統制할 수 있었는가 하는 세번째 분석과제와 직결되어 있다. 과거 정부의 자본유입통제정책이 유효하였으면 자본 자유화 후에도 자본유입압력을 상당히 해소할 수 있을 것이며, 만약 資本 自由化 後 國內外 金利差에 따른 資本流入을 억제할 수 없다면 可變預置金을 시행하여도 억제할 수 없을 것이다. 왜냐하면 國內外 金利差益에 부과되는 조세를 회피하기 위한 각종 자본유입경로가 새로이 개발될 것이기 때문이다. 따라서 어느 경우에도 가변예치금 시행의 근거를 발견하기 어렵다. 低利海外資金의 大企業 偏重에 따르는 中小企業과의 不均衡을 줄이기 위해서는 가변예치금보다는 대기업의 혜택을 줄이고 중소기업을 지원하기 위한 여타 金融·稅制政策이 더 바람직하다. 이런 점에서 논평자는 與信管理制度의 早期廢止에 反對하고 있다.

마지막으로 필자는 外換·資本 自由化의 3段階 計劃이 완료되는 1999년 말에는 원화의 대미달러 환율이 680원이 되며 經常收支가 소폭이나마 持續的인 赤字를 보일 것으로 내다보고 있다. 그러나 이러한 산출의 근거가 되는 <表 5>의 換率變動 推定式과 관련하여 축약형 환율방정식의 이론적 배경이 분명하지 않다는 점을 지적하고 싶다. 推定方程式은 환율결정을 위한 두 가지 대표적인 방법인 stock approach와 flow approach의 결정요인을 모두 망라하고 있으며 flow approach의 경우에도 經常收支와 資本收支를 모두 포함시키고 있어서 <表 5>의 추정방정식을 환율결정식으로 보기 힘들다.

向後 換率·國際收支 展望에 있어서도 먼저 國際收支 展望에 따라 換率이 전망되고 다음에는 환율전망에 따라 국제수지가 전망되는 식으로 기술하고 있어서 換率과 國際收支가 서로 影響을 주고받는 가운데 새로운 국제수지 전망을 얻었다는 식으로 본문을 바꾸어 쓸 필요가 있다. 또한 <表 5>의 설명변수 중 산업생산, 통화, 물가 등은 變化率이므로 각 변수가 환율에 미치는 영향의 설명도 퍼센트 변화가 아니라 퍼센트 포인트 변화로 바꾸어야 할 것이다.

## 韓國의 金融政策－過去, 現在, 未來

- 司會：金秉柱 (西江大 教授)
- 討論：金榮大 (韓國銀行 理事)  
邊道殷 (韓國經濟新聞 論說主筆)  
魚允大 (高麗大 教授)  
李允宰 (財政經濟院 銀行保險審議官)  
李在雄 (成均館大 教授)  
鄭雲燐 (서울大 教授)

(가나다 順)

## □ 司會者 : 金秉柱 教授 (西江大)

오늘날 韓國金融의 문제는 대부분 지난날의 政府主導型 經濟開發政策에서 비롯되었다. 政府가 民間企業을 誘引·制裁함에 있어서 이용한 機關이 國稅廳과 銀行監督院인데 그것이 이제까지 많은 문제를 만들었다. 金融의 생명은 情報이다. 情報 차원에서 보면 金融機關과 企業, 政府의 입장이 많이 변화하였다. 1950년대에는 은행 등 金融機關이 政府나 기업부문에 비해 國民經濟 흐름에 관한 지식과 정보가 많았다. 그러나 5·16 이후 經濟開發計劃을 편성하면서 政府의 官僚들이 더 많은 지식과 힘을 가지게 되었으며 政府主導型 經濟運用下的 金融抑壓이 어느 정도 정당화되었다. 그러나 1970년대 중반 綜合商社가 생긴 이후에는 大企業 등의 기업이 全世界的으로 業務네트워크를 구축하면서 情報와 人力 확보에서 상대적으로 優位를 점하게 되었다. 政府의 반대에도 추진하였던 半導體產業에서의 성공이 이를 말하고 있다. 이러한에도 불구하고 政府는 아직도 金融部門에 대한 제반 規制를 풀기에 망설임을 보이고 있다. 情報와 人力에 있어서 가장 劣位에 있는 金融機關은 아직도 金融機關끼리의 소모적 경쟁만을 하고 있다.

우리는 WTO體制 출범, OECD 가입 등의 과제 앞에서 金融의 競爭力을 키워야 한다. 中央銀行의 獨立문제도 이러한 開放經濟體制의 틀 속에서 심사숙고하여야 한다. 앞으로 金融政策의 主權意味가 불투명해지고 있는 상황에서는 政府와 中央銀行의 協助가 잘 이루어지더라도 어려운 대목이 많을 것이다. 金融서비스의 質은 결국 金融從事人의 資質에 의하여 결정된다. 이러한 의미에서 金融勞組의 문제를 지적하고 싶다. 金融을 金融人의 專有物로 생각해서는 안 된다.

## □ 金榮大 理事 (韓國銀行)

우리나라는 1960년대 이후 약 30년간 成長 爲主의 經濟開發計劃을 추진하는 과정에서 政府가 金利를 規制하고 정책금융제도를 통하여 信用配分에 깊이 간여하는 등 開發金融體制를 지속하였다. 이러한 金融運用方式이 경제개발 초기단계에

전략산업의 육성 등을 통하여 경제발전에 이바지한 것은 사실이나 資金의 效率的 調達 및 配分이라는 금융 본연의 기능을 위축시킴으로써 金融産業의 낙후를 초래하였다. 또한 通貨政策도 주로 産業政策目標을 원활히 뒷받침하는 수단으로 활용되어 옴에 따라 본연의 流動性 調節機能이 크게 제약되어 왔으며 通貨管理方式에 있어서도 間接規制보다는 直接規制와 質的 統制에 더 크게 의존해 왔다.

1980년대 들어 開發金融體制의 弊害에 대한 공감대가 확산되면서 일련의 金融自由化措置 실시와 함께 종래 통화관리의 주된 수단이었던 銀行別 民間信用限度制를 폐지하고 間接規制手段을 활용하는 방향으로 通貨管理方式을 개선해 왔으나 아직도 韓國銀行 貸出을 통해 과다하게 공급된 本源通貨를 中和하기 위해 대규모의 通貨安定證券을 발행하고 支準率을 높게 유지하여야 하는 등 市場原理에 입각한 間接規制方式을 본격적으로 활용하지는 못하고 있는 실정이다. 특히 과거 政策金融내지는 選別金融 支援手段으로 기능해 왔던 再割引制度의 개선을 위하여 1994년 3월부터 종래의 自動再割方式을 폐지하고 總額貸出制를 도입하였으나 아직도 選別金融機能을 유지하는 방향으로 總額 限度와 金融機關別 限度가 설정되고 있어 再割引政策의 流動性 調節機能은 여전히 제약되고 있다.

本源通貨 供給構造의 硬直性 완화와 함께 通安證券 發行殘額을 점차 축소하고 公開市場操作 金利의 實勢化, 競爭入札 擴大 등으로 시장메커니즘의 활용폭을 확대함으로써 명실상부한 公開市場操作이 이루어질 수 있는 여건을 조성하여 公開市場操作을 通貨政策의 中心的인 手段으로 활용하여야 한다. 이와 함께 支準政策을 彈力化하여 通貨政策手段으로서의 活用度를 제고할 수 있을 것이다.

아울러 通貨政策의 中間目標를 變更하는 문제도 신중히 검토해 나가야 할 것이다. 현행 中心通貨指標인  $M_2$ 가 여러 가지 제약점을 안고 있는 것은 사실이나 지금은 금융자유화·금융산업개편 등이 진행되고 있어  $M_2$ 보다 우월한 單一通貨指標를 찾기가 어려울 뿐만 아니라 가격변수인 金利도 通貨政策의 主指標로 활용하기에는 인플레이기대심리의 상존과 代表金利의 不在 등으로 그 여건이 아직 성숙되지 못한 것으로 판단된다. 따라서 당분간은  $M_2$ 를 中間目標로 관리하되  $M_2$ 의 제약점을 보완할 수 있도록  $M_2$  增加率 目標範圍를 넓게 정하고 餘他 通貨總量指標, 短期金利 등

을 通貨政策의 情報變數로 적극 활용하여야 한다. 중장기적으로는 市中流動性 水準을 보다 잘 반영하면서도 實物經濟와 安定的인 關係를 유지할 수 있는 새로운 指標을 개발하기 위한 노력을 지속해야 할 것이다.

끝으로 開放化의 進進으로 外資流出入이 확대되는 상황에서는 通貨政策만으로 대처하는 데는 한계가 있으므로 通貨·外換·財政政策 등 제반 거시경제정책을 相互 連繫하여 調和的으로 運用하는 것이 艱要하다. 특히 財政의 安定的 運用은 태국, 말레이시아 등 資本自由化를 성공적으로 추진한 나라의 사례에서 보듯이 通貨 緊縮에 따른 金利上昇 壓力을 최소화하면서도 物價安定 및 國際收支 改善을 도모하는 데 큰 도움이 될 것이다.

公開市場操作도 재할인창구 및 해외부문을 통해 공급된 通貨를 收束하기 위하여 주로 還收 爲主로 운용됨에 따라 通貨安定證券의 發行規模가 과도하게 확대됨으로써 利子支給額이 本源通貨의 主要 增發要因으로 작용하는 등 流動性 調節手段으로서의 有效性이 크지 않은 실정이다.

한편 1979년부터 통화정책의 중간목표인 中心通貨指標로 활용되어 온  $M_2$ 의 有效性도 金融環境의 급속한 변화와 함께 점차 저하되어 中央銀行의 效率的인 通貨政策의 수행을 제약하고 있다. 그 동안 第2金融圈이 급속히 성장함으로써  $M_2$ 가 全體 流動性( $M_3$ )에서 차지하는 비중은 1980년 말 70%에서 1994년 말 현재 30%로 하락하였다. 또한 최근 들어 금리자유화 등의 영향으로 金融資産間 移動이 커지면서 通貨需要의 不安定性이 증대되었다. 이러한 상황에서 通貨政策의 효율성을 높이기 위해서는 間接規制 通貨管理方式의 정착, 通貨政策 中間目標의 개편 문제 등이 시급히 해결하여야 할 주요과제라 하겠다.

먼저 間接規制 通貨管理方式을 하루 빨리 정착시키기 위해서는 金融自由化를 지속적으로 추진하여 金融의 市場原理를 되살리는 등 政策運用 與件을 개선함과 아울러 정통적인 통화정책수단의 정비가 시급하다. 金利自由化는 자금의 가격인 金利가 金融市場에서의 需給에 의해 자유로이 결정되도록 하는 것이라는 점에서 金融機能의 正常化를 위한 金融自由化의 核心이라고 할 수 있는 만큼 나머지 金利自由化措置도 제반 여건이 허용하는 한 가급적 조기에 마무리되어야 할 것이다.

다음으로 정책수단의 정비와 관련하여서는 金利自由化의 定着推移 등을 감안하여 韓國銀行 總額貸出限度를 점진적으로 감축함으로써 本源通貨 供給構造의 硬直性을 완화하는 것이 선결과제이다.

## □ 邊道殷 主筆 (韓國經濟新聞)

지난날 우리나라의 金融政策은 크게 두 가지 特徵의 基調 아래 수행되어 왔다. 하나는 금융정책이 중앙은행이 아닌 政府, 구체적으로 舊 財務部의 주도하에 운영되어 온 점이고 또 하나는 그 目標가 주로 經濟 開發財源, 産業資料의 效果的인 調達과 支援에 있었다는 점이다. 이와 관련한 금융정책의 업적은 과소평가할 수 없다. 성공적인 경제개발 결과가 이를 입증한다.

정부는 외자도입에 直接 支拂保證을 하거나 金融機關의 支給保證으로 間接支援하고 막대한 정책자료를 長期低利로 산업계에 공급했다. 특히 수출에는 시설과 운영자료를 거의 무제한 지원했다. 필요한 자금을 국내에서 조달하기 위해 저축을 적극 장려했으며 한때는 逆金利를 허용하기까지 했다. 한마디로 金融은 稅制와 더불어 經濟開發計劃의 성공적 수행을 가능케 한 政府支援政策의 兩大 核心的 手段이 되어 왔다. 때문에 지금도 金融과 稅制를 중요한 支援手段으로 보는 사고에 깊이 젖어 있다.

그러나 이 같은 금융정책은 동시에 많은 副作用과 問題點을 수반했다. 첫째, 通貨膨脹과 인플레이를 조성했다. 소비자물가는 1970년대까지 두 자리수 상승률로 始終했으며 지금껏 경제의 안정적 체질 확보에는 많은 거리가 있다.

둘째 官治金融에 따른 金融特惠와 非理의 만연이다. 금융이 권력과 정치적 영향력에 좌우되고 이와 관련한 커미션 관행이 정치자금과 무관한 민간의 소액 여신에까지 확산되는 폐해를 낳았다. 金融機關들의 預金留置競爭은 또 다른 각도의 부작용이었다.

셋째 방대한 私債市場의 존재가 가져온 金融秩序의 歪曲現象이다. 만성적인 자금의 초과수요현상과 인플레이 기조하에서 사채는 必要惡으로 묵인된 가운데 꾸준

히 변창해 왔다. 여러 가지 충격적이고 개혁적인 조치를 단행해 왔지만 사채는 온존하며 금융시장과 금리체계의 이중구조에서 탈피하지 못한 상태이다.

오늘의 金融政策은 중요한 轉換點에 서 있다. 동시에 심각한 딜레마에 빠져 있기도 하다.

金利自由化, 金融自律化, 金融市場開放이 진행되는 한편으로 金融實名制와 같은 개혁조치와 금융선진화가 추진되고 있는 가운데 政府, 中央銀行, 제도권 금융기관들이 각자의 역할과 위상정립에 어려움을 겪고 있으며 사채를 포함하여 노출을 꺼리는 방대한 자금이 부동하고 있다.

金利自由化는 상당한 進展이 있었다. 금리체계도 상당폭 다양화되고 실세를 반영하여 기복하는 모습을 보이는 경향이다.

그러나 金融自律化는 오랜 관치금융의 타성과 금융기관 자신이 안고 있는 문제, 이를테면 방대한 부실채권과 경영수지불안, 인사문제 등으로 아직은 별 실질적인 진전이 없는 상황이다. 더욱이 中央銀行의 中立性 確保問題는 진전은커녕 최근에 원점으로 회귀하고 오히려 더 후퇴할지 모를 위험에 처해 있다.

外換도 상당부분 自由化되었다. 그러나 국제기준에서 보면 여행자 환전액의 제한 등 미흡한 구석이 많으며 장차 經濟協力開發機構(OECD) 같은 기관들로부터 金融市場 開放擴大 要求를 계속해서 받게 될 전망이다.

요컨대 이 같은 전환기적 진통 속에 金融政策은 본질적으로 여전히 政府의 강력한 주도 아래 운영되고 있으며 아직도 政策資金이 상당한 비중을 차지하고 있는 가운데 稅制와 더불어 산업활동에 대한 중요한 지원수단으로 활용되고 있다. 동시에 經濟安定을 위한 중요한 정책수단으로 直接的인 通貨量調節이 예나 다름없이 이용되고 있다.

우리의 金融政策이 앞으로 풀어가야 할 課題는 엄청나게 많다.

첫째, 中央銀行 獨立問題가 있다. 일단 가라앉았지만 장차 또 제기될 것이며 어떤 형태로든 독립성 확대가 이루어져야 할 것이다. 1962년 5월의 韓銀法 개정 이전으로 돌아가 금융정책의 최종적 책임을 정부가 아닌 韓銀 金融通貨委員會에 귀속시키는 개혁이 있어야 할 것이다.

둘째, 通貨管理를 지금과 같은 總通貨量 調節에서 公開市場操作, 再割引率調整 등 間接規制方式으로 전환해야 하는 문제가 있다. 보조지표의 개발활용 등 현행 관리방식의 개선도 아울러 계속 모색해 추진해야 할 과제이다.

셋째, 金融産業에 대한 規制緩和를 통한 진정한 自律化와 競争促進與件이 조성되어야 한다. 규제와 간섭에 오래 길들여 온 우리 금융기관들이 진정 홀로 서고 자유경쟁을 하기에는 어려움이 많으나 얼마간의 고통과 희생, 부작용이 수반되더라도 가급적 빨리 그럴 힘을 키워야 한다. 自由競争 속에 革新的인 經營改善과 統廢合 등의 功績을 치러내야 한다.

金融開放은 국내 금융산업의 변화를 예상보다 빨리 몰고 올 가능성이 있다.

마지막으로 金融實名制의 完結과 定着問題가 있다. 주식매매차익에 대한 과세를 가급적 빠른 시일 안에 실현해야 할 것이다. 이를 통해 모든 金融去來의 透明性和 金融所得에 대한 綜合課稅가 실현될 때 비로소 금융실명제는 완결되고 私金融이 점차적으로 縮小·消滅되는 길을 찾게 될 것이다.

## □ 魚允大 教授 (高麗大)

韓國金融은 세 가지 過多現象을 갖고 있다. 정부 주도에 의한 성장경제 추구로 인한 政策金融比重의 過多, 수출산업의 국제 경쟁력 원천을 규모의 경제에서 찾음으로써 생긴 負債比重의 過多, 자본거래의 규제에 의한 國內外 金利差의 過多이다.

우리나라에서 금융은 항상 政府政策에 종속되어 왔고, 그 결과 금융이란 시장메커니즘에 의해서 움직이는 것이라기보다는 정부의 政策目標 達成指向을 위한 수단으로 되어 왔다. 金融은 특정산업 특정목적에 할당되었고, 저금리 정책을 채택하여 기업의 프로젝트 리스크를 경감시켜 왔고, 銀行은 국가의 보호·감독하에 놓여 타율 경영틀에 익숙하게 만들어져 있다. 따라서 通貨政策의 最終目標도 인플레이션율의 하락보다는 經濟成長에 더 치중하게 되고, 통화정책 집행도 중앙은행보다는 행정부에서 관장하게 되었다. 금리가 의제적이었기 때문에 공개시장정책이나 재할인율들의 간접수단이 통화정책수단이 되지 못하고 貸出限度나 總通貨量 增加

率 등 直接的인 手段에 의존하게 되었다.

현재는 政策金融 축소를 위하여 수출금융이나 중소기업금융은 자동대출되지 않고 總額限度制가 도입되긴 하였으나 실효성은 미지수이다. 통화채나 환매조건부 채권매매로 경직적인 강제 배정보다는 공개시장 메커니즘의 비중을 높이고 있다. 경직적인 總通貨量 위주의 통화정책에서 벗어나서  $M_2 + CD$ , 충유동성 등 넓은 범위의 통화지표를 통화정책에서 참조지표로 이용하고 있다. 동시에 金利와 換率도 중요 통화정책의 중간목표로 등장하기 시작하고 있다. 이러한 추세는 金融自由化와 外換自由化 過程에서 피할 수 없는 대안으로 여겨지고, 단지 그 속도를 가속화할 필요가 있다고 보인다.

한국 수출은 기술력이나 상표 등을 이용한 差別化戰略보다는 價格競爭力에 의존하여 왔다. 價格競爭力 確保는 놀랍게도 規模의 經濟에서 얻어 왔다. 한국수출품의 대종을 이루어 왔던 철강, 자동차 등은 모두 규모의 경제에 의한 學習效果(learning curve effect)로 생산단가를 낮출 수가 있었다. 지금도 현대 자동차와 현대 중공업의 울산 공장, 삼성 전자의 수원 공장은 세계에서 가장 규모가 크다. 이러한 규모의 경제 의존 체제는 내부 유보보다는 他人資本依存을 유발시켰고, 기업의 부채비율도 300%가 넘는 他人資本依存型으로 만들었다. 한국과 같이 고도의 경제성장을 해 오는 대만이나 싱가포르의 기업과 비교해도 엄청나게 높은 負債比率이다. 他人資本依存型은 은행자본에 의존해 왔다는 뜻이고 實質金利가 외국의 3배나 되는 최근의 고금리현상도 이러한 현상을 반영하고 있다. 타인자본 의존형태를 줄이기 위하여 자본시장을 육성하고 국제화시키고 있으나 강제성이 부족한 이러한 제도적인 접근에는 한계가 있는 듯하다.

負債比率을 國際的 適正水準으로 낮추기 위해서는 일정비율 이상의 他人資本은 세무상에서 損金으로 인정하지 않도록 하거나 부채비율이 높은 기업에 대해서는 은행의 자금공급을 제한하는 새로운 어프로치가 연구되어야 될 것 같다. 현재 높은 부채비율에도 불구하고, 기업들이 국제금융시장에서 쉽게 資金調達할 수 있다고 주장하고 있지만, 그것은 政府나 國內金融機關이 간접적으로 보증하기 때문이지 기업의 자체 신용도로만 이루어진 것이 아니다. 최근 무디(Moody's)社의 信用評

價基準이 바뀌어 일본은행들이 거의 다 B 이하로 떨어지고, 중국의 은행들이 D 이하로 강등되었다는 사실은 앞으로 世界的인 信用評價가 바뀌어 韓國 企業에도 불리하게 변하고 있다는 사실을 주지할 필요가 있겠다.

국내금리와 외국금리를 비교하여 어느 쪽이 싼 것인가는 환율변동 여하에 따라 달랐다. 固定換率制度下에서는 외국금리가 저렴하다고 인식된 시기가 있긴 하였으나 일시에 큰 원화절하로 엄청난 外換差損을 보게 되면 장기적으로 외국자금이 비싸지기도 하였다. 그러나 현재는 최소한 1~2년 원화가 平價切上될 것으로 기대되므로 원화표시금리가 달러표시금리에 비하여 엄청나게 높다. 따라서 이러한 국내의 금리차는 외화자금에 접근할 수 있는 대부분의 대기업에게는 특혜가 되고 있는 것이다. 외국에서 조달된 자금은 외국에서 사용하게 하고, 기본적으로 商業借款이 인정되지 않고 있다고는 하지만 주머니 돈이 싼 돈인 것이다. 외국에서 자금조달이 되지 않으면 국내자금을 사용해야 되는데, 외국에서 조달가능하면 국제자본을 국내에서 이용하는 것과 같은 효과가 생긴다. 따라서 外貨資金에 접근할 수 없는 中小企業에 비하여 유리할 수밖에 없다. 政府의 外貨資金 流出入에 대한 강력한 규제가 OECD가입과 미국의 압력으로 줄어들고 있지만 아직도 여전하다. 외국자본이 유입되면 국내금리가 달라지는 것이 아니라, 도리어 總通貨量 增加에 通貨政策이 초점을 맞추고 있는 상태에선 國內貸出限度가 줄어들어 금리가 올라갈 수밖에 없다. 따라서 外換自由化 狀況下에서 通貨政策의 틀을 재조명할 필요가 더욱 커졌고, 外換自由化 利益이 경제에 골고루 이루어질 정책들을 더욱 강구해 나가야 될 것이다.

## □ 李允宰 審議官 (財政經濟院)

과거 우리의 金融運營은 政府主導의 經濟開發過程에서 產業發展에 필요한 資金의 效率的 動員과 波及效果가 큰 部門에 대한 資金配分에 중점을 두었으므로 불가피하게 金融機關의 經營에 政府가 상당부분 介入해 왔던 것이 사실이다.

이러한 政府의 金融介入을 통하여 우리는 그 동안 짧은 기간 내에 高度의 壓縮

成長을 달성할 수 있었으나, 이제는 경제규모의 확대 등 對內外 經濟與件의 變化로 이러한 방식은 더 이상 有效性을 갖기가 어렵게 되었다.

따라서 金融制度의 效率性 提高 및 國內 金融機關들의 競爭力 強化를 위한 金融改革을 지속적으로 추진해 나가야 할 것이다.

이러한 인식하에 政府는 「新경제5개년계획」상의 金融改革課題를 중심으로 持續的인 金融改革을 추진해 오고 있고, 金利自由化 등 일부과제에 대해서는 그 실시시기를 앞당기는 등 改革을 加速化시키고 있으며 새로운 개혁과제 발굴작업도 계속하고 있다.

金融改革課題는 크게 金融의 自律化, 金融産業의 改編, 金融監督機能의 強化, 金融의 國際化 및 金融去來秩序의 正常化 등으로 정리할 수 있을 것이다.

먼저 金融을 自律화한다는 것은 金融機關이 자신의 經營戰略에 따라 金利를 自律적으로 決定하는 동시에 資金의 調達 및 運用을 스스로의 책임에 의해 행하는 것이라고 말할 수 있다.

政府는 지난 1991년 8월 수립한 4段階 金利自由化計劃을 기초로 하여 그 동안 세 차례에 걸쳐 金利自由化措置를 취하여 왔다.

지난 7월 말에는 제1, 2금융권의 6개월 이상 1년 미만 정기예금 등 수신금리를 자유화하고 CD 등 短期市場性 商品의 자유화폭을 확대하며 韓銀資金支援對象인 政策資金 貸出金利를 自由化함으로써 전체수신 중 77%와 전체여신 중 95.3%가 자유화되어 3단계 금리자유화를 사실상 마무리하였다. 아직 자유화되지 않은 부분에 대해서도 實物經濟動向 및 金融與件 등을 종합적으로 고려하여 適切한 時期에 自由化할 방침으로 있다.

이러한 金利自由化의 추진과 더불어 政府는 금융기관의 자율적 경영을 저해해 온 各種 規制를 대폭 緩和 내지 廢止해 왔으며 앞으로도 政策金融과 選別金融制度를 段階的으로 整備해 나가고, 與信管理制度도 偏重與信抑制라는 本然의 目的에 충실하게 運營함으로써 金融機關 資産運用의 自律性을 提高해 나갈 방침이다.

다음으로, 최근 汎世界的인 金融의 兼業化 趨勢에 대응하고 금융시장의 경쟁체제 구축을 위하여 進入規制 緩和와 金融圈間 業務領域調整 등 金融産業의 改編을

추진해 나갈 계획이다.

이를 위해 政府는 證券産業 內의 相互進出을 허용함으로써 競爭을 촉진하고 證券業을 綜合投資銀行으로 발전시켜 나가기 위해 「證券産業改編案」을 마련하였고, 投金·綜金社의 業務領域을 統合기로 정하였으며, 금년 정기국회에서 관련법의 개정을 추진할 예정이다. 또한 내구재, 주택 등에 대한 割賦金融社의 설립도 허용할 방침으로 있다.

한편 우리 金融機關이 外國의 대형 금융기관과 대등하게 경쟁할 수 있도록 세제지원 중 制度的 與件을 造成함으로써 금융기관 스스로 大型化의 必要性을 인식하고 추진해 나가도록 誘導해 나갈 방침이다.

이러한 금융자유화, 금융산업개편으로 경쟁체제를 구축함으로써 金融의 效率性은 높일 수 있는 반면에 競爭力이 떨어지는 一部 金融機關들의 不實化도 排除하기 어려울 것이므로 金融監督機能도 환경변화에 따라 強化되어야 할 것으로 본다.

앞으로의 金融監督은 금융자유화와 間接通貨管理에 符合할 수 있도록 자산운용 규제 등 經濟的 規制는 緩和해 나가는 대신 적정자본금 유지 등 健全性 規制(prudential regulation)는 強化하는 방향으로 기능을 전환해 나가고, 金融利用者 保護와 全體 金融制度의 安全性 維持를 위한 事後的 安全裝置도 整備해 나갈 것이다.

이를 위해 政府는 제2금융권의 예금보호기능을 보강하기 위한 「信用管理基金法改正」과 함께 銀行圈에 預金保險制度를 도입하기 위한 「預金者保護法」의 制定을 추진중에 있다.

한편, 우리 金融의 國際化와 先進化를 위해서는 金融開放 및 外換制度의 改革이 필요불가결하다. 금융개방과 국제화는 피할 수 없는 세계적인 큰 흐름이기도 하지만 金融産業의 競爭力 提高와 企業活動 支援을 위한 우리 스스로의 必要에 의해서도 能動的으로 추진해 나가야 할 과제이다.

정부는 기존의 금융개방계획(Blue Print)을 재검토하고 金融自律化 水準, 자본유입을 중립적으로 소화해 낼 수 있는 間接制度方式의 通貨管理 與件 및 국제수지 등 實物動向 등을 감안하여 適切한 水準에서 금융개방을 신중하게 추진해 나갈

방침이다.

또한 外換制度面에 있어서는 지난 1994년 12월에 수립한 外換制度改革計劃에 따라 外換保有 및 去來를 自由化하고 資本의 流出入을 完化해 나갈 계획으로 있으며, 그 일환으로 최근 經常去來 및 資本去來의 自由化, 평상시 外換集中制의 停止 등 외환제도를 規制爲主에서 原則的 自由體制로 전환하기 위해 「外國換管理法」 改正案을 마련하여 올 定期國會에 제출할 예정으로 있다.

마지막으로 金融實名制는 별 무리 없이 定着段階로 들어선 것으로 보이며, 앞으로 金融實名制의 完決이라 할 수 있는 金融所得 綜合課稅도 내년부터 차질 없이 施行해 나갈 것이다.

최근 政府는 중도환매가 가능한 모든 채권과 CD, CP 등의 보유기간중 이자발생분에 대해서도 원천징수키로 하는 등 金融所得 綜合課稅가 公平課稅 原則에 충실하도록 최종 방침을 결정하였으며 앞으로 國稅廳의 電算시스템 整備, 徵稅方法의 具體化 등 필요한 조치를 취해 나갈 것이다.

이상의 改革措置들이 완료되는 1990년대 말에는 우리의 金融制度가 實物部門의 發展을 圓滑하게 支援할 수 있는 先進金融의 모습을 보이게 될 것이며, 우리 금융기관들도 先進國의 우수한 금융기관들과 對等하게 競爭할 수 있게 될 것이다.

## □ 李在雄 教授 (成均館大)

金融構造의 변화는 자금시장의 수요공급, 정보통신기술의 발달, 사회구조의 변화 등 여러 가지 요인에 의해서 決定된다고 본다. 그 중에서도 가장 중요한 요인은 金融政策의 變化이며 금융산업만큼 정부의 규제감독 등에 영향을 받는 산업이 없다고 보면 금융정책의 변화는 金融構造의 變化에 그대로 투영되는 것이라고 하겠다. 이런 관점에서 그 동안 우리나라 金融構造를 資金循環 構造變化의 特徵에서 살펴보면 몇 가지 중요한 金融政策 發展趨勢를 알 수 있다.

우선 1970년대 이후 우리나라의 金融聯關比率(금융자산/경상GNP)은 장기적인 상승추세를 나타내어 1970년대 말의 2.57에서 1993년 말에 4.92로 높아졌다. 특히

1980년대 總資金供給에서 차지하는 비중은 1970년의 30.4%에서 1980년에 54.0% 그리고 1993년에는 77.2%로 크게 높아졌다. 반면에 政府金融은 1970년의 36.8%에서 1993년에는 4.4%로 대폭 줄었으며 外資市場도 비슷한 추세를 보였다. 또한 1970년대 이후 은행의 비중은 계속 낮아지는 반면 非銀行金融機關의 비중은 크게 높아졌다. 이것은 은행이 상대적으로 규제가 많았고 특히 金利規制 등이 심했기 때문이다. 우리나라 企業의 자금조달 구조를 보면 그 동안 다소 개선되었지만 아직도 外部資金의 依存度가 매우 높아서 70% 이상을 차지하고 있다. 한편 金融資産의 需要 側面에서는 收益性을 중시하는 경향이 뚜렷하며 金利面에서 상대적으로 유리하며 流動性이 높은 金融資産을 選好함으로써 金融資産의 短期化現象이 나타난다.

이러한 변화추세를 볼 때 앞으로 금융발전을 위해서는 역시 物價安定과 金融自律化가 매우 중요함을 알 수 있다. 특히 과거의 인플레이션 및 금융규제의 원인은 成長 위주의 政府主導 經濟政策을 추진했기 때문이며 이에 따른 각종 정책금융, 성장통화 공급 및 금융규제로 인해서 金融産業의 發達이 遲延되었던 것이다. 따라서 우리 경제가 先進化되기 위해서는 物價安定과 금융규제 완화가 필수적이라고 하겠다. 특히 그 동안 경제성장을 위한 政府의 資金調達 比重은 大幅 줄어들었으며 그 역할은 점점 더 金融市場이 代替하여 왔다. 한국의 경제발전 과정에서 정부의 역할이 매우 중요하다는 주장도 있다. 이것은 바로 정부주도 경제성장정책이 투자재원의 조달과 배분에 깊이 간여했다는 것이다. 그 동안 우리 경제가 高度成長을 追求하고 量的膨脹을 이루기 위해서 높은 저축과 투자 등 투입 총량의 확대에 치중한 반면 투자의 효율, 성장의 내용, 生活의 質에 대해서는 별로 큰 진전이 없었다. 예컨대, 不實施工, 環境오염, 産業재해 등으로 경제성장의 내용이 不實하고 투자효율이 떨어져도 GNP成長率은 높았다. 그러나 이러한 量的膨脹이 반드시 國民厚生과 生活의 질적 향상을 가져오지는 않는다. 더구나 세계 경제는 WTO체제 아래 無限競爭時代로 접어들고 이래저래 한국 경제의 개방도 급속하게 이루어지고 있다. 이런 대내외 여건변화에서 이제 量的成長보다 경제의 효율을 증대시키고 경쟁력을 높이는 것이 시급한 과제이다.

政府介入이나 행정규제가 더 이상 자원의 合理的 配分에 도움이 될지는 알 수 없다. 오히려 재원조달과 배분은 이제 정부보다 금융시장의 발달을 통해서 금융산업이 담당하는 것이 효율적이라고 본다. 다만 정부는 금융발전을 위해서 規制緩和와 競争促進, 市場開放과 世界化를 적극 추진하고 시장에서 公正去來秩序를 유지 확립하는 것이 바람직하다.

또한 金融市場의 安定性, 健全性을 유지하기 위해서 건전성 규제(Prudential regulation)는 강화하며 감독기능의 효율성을 높이는 한편 금융기관의 自律規制도 촉진하는 것이 바람직하다. 특히 금융기관의 自己資本 充實化를 유도하며 預金者 保護制度를 도입하며, 이러한 목적을 위해서 企業의 재무구조 개선을 위한 유인도 필요하다. 끝으로 金融發展 및 金融構造 改善을 위해서는 금융정책만으로는 미흡하며 租稅政策도 뒷받침되어야 한다. 예컨대, 최근에 金融所得 綜合課稅制度의 실시에서 장기채권을 제외함으로써 앞으로 金融資産의 短期化現象은 어느 정도 시정될 전망이다. 앞으로 여러 가지 환경 변화에 따라 金融市場의 安定性 유지가 중요한 과제가 될 것이다. 금융정책의 초점은 여기에 맞추어서 운영되어야 할 것이다. 이를 위해서 감독기능 강화뿐 아니라 公示制度, 信用評價制度, 업계의 自律規制 등 下部構造의 확충도 중요한 課題이다.

## □ 鄭雲燦 教授 (서울대)

최근에 금융뿐 아니라 사회의 모든 부문에서 改革의 時代라 하여 여러 가지 개혁조치가 나오고 있는데 이는 개혁을 해야 한다는 강박관념에서 이것저것을 하려는 인상을 받는다. 최근의 金融環境과 金融政策에 관한 말씀을 드리겠다.

첫째로, 金融機關의 合併問題에서 일본이나 미국의 예를 들며 정당성을 얻으려 하나 합병에는 신중한 논의가 필요한데 그 과정이 無視되는 모습을 보이고 있다. 과거 서울은행과 신탁은행의 경우나 일본의 경우에서처럼 합병에는 많은 논의가 필요하다. 金融分野에서도 改革을 해야 한다는 강박관념에서 벗어나서 많은 연구와 준비가 필요하다.

두번째로, 金融部門의 正常化를 실현해야 한다. 이는 금융부문의 좋은 물을 정립하고 실행하며 이를 어기는 경우를 적절히 制裁해야 함을 의미한다. 그런데 금융에 관한 논의는 실물부문과 연결되어 있으므로 韓國 實物經濟에 대한 충분한 검토가 필요하다. 아직도 우리의 경제가 상당히 뒤떨어져 있음을 인정·인식하고 논의해야 한다. 세계은행에서 최근에 우리나라의 1人當 富가 세계 46위라는 발표에서도 우리의 현실을 알 수 있다. 이러한 상황에서 정부의 역할이 아직도 상당히 중요하다고 할 수 있다. 과거와 같은 직접적인 간섭은 버리되 정부의 역할을 무시하면 안 된다. 金融部門 正常化와 관련해서 財閥의 問題를 제기할 수 있다. 현 정부에 들어와서 재벌의 규모 증대가 더욱 심화되고 있다. 이들이 우리 경제에서 차지하는 비율이 너무 크므로 재벌이 실수를 하게 되면 國民經濟 전체가 충격을 받고 어려움을 겪을 수 있다. 재벌을 견제하기 위해서라도 어려운 일인지는 모르나 金融과 産業의 分離(Separation of commons and finance)가 이루어져야 한다.

규칙(rule)을 정할 때에 고려해야 할 것으로는 첫째로, 現實을 認識(fact finding)하는 것에서 출발해야 한다. 둘째로, 할 수 있는 것만 정직하게 정하여야 한다는 것이다. 먼저 現實 認識에 관련되어 利率 自律化에 있어서 현실에 입각한 논의가 있어야 한다고 생각한다. 大企業과 中小企業을 생각할 때 중소기업에 대한 리스크를 반영하고 그에 대한 프리미엄을 반영하여 금리의 수준을 결정하였을 때에 중소기업이 살아남을 수 있는가 하는 문제가 생기는데 이를 반영하여 利率 自律化가 이루어지고 있는가 하는 반성이 필요하다. 두번째로 할 수 있는 것만 정직하게 하여야 한다는 것과 관련하여, 金融實名制에 대해서 생각해 보면 금융실명제 실시의 당위성에는 공감대가 형성되어 있으나 그 時期와 範圍의 問題가 異論의 여지가 있을 뿐이다. 그런데 30대 재벌의 비자금에 대한 예외가 있지 않느냐 하는 문제와 借名制가 인정되고 있는데 金融實名制가 의미가 있는가 하는 의문이 현실적으로 발생하고 있는 것으로 생각된다. 금융의 정상화를 위해 금융의 기능을 市場機構(market mechanism)에 맡겨야 되는데 이를 위한 情報傳達(information spreading)이 잘 되고 있는가 하는 문제가 제기된다. 이는 시장경제를 성취하기 위한 기본적 조건이고 내부자거래나 공무원을 비롯한 정보 보유자에 대한 감독이

부실하게 이루어지고 있는 상황에서 꼭 필요한 것이므로 이를 충족시킬 수 있는 장치가 필요하다. 일단 規則(rule)이 정해지고 난 후에 이를 어기는 사람들의 制裁方案이 있어야 하는데 규칙이 불명확하여 같은 일을 하고도 罰을 받지 않는 경우가 있다. 財閥企業의 金融機關은 봐주고 中小機關은 봐주지 않는 경우가 있는 것 같다. 아예 「포지티브 시스템」(positive system)이든 「네가티브 시스템」(negative system)이든 하나를 정하여 제대로 실행하여야 한다.

셋째로, 거시적으로는 화폐의 수량설적 사고에서 벗어나서 화폐금융정책의 중간지표를 통화량이 아닌 이자율로 해야 한다는 생각이 든다. 화폐금융정책의 중간지표에 대한 확실한 결론이 나지 않았지만 외국의 경우를 보면 통화량과 이자율 중 첫째로 이자율을 지표로 하고 통화량은 두번째로 보는 것이 일반적이다. 우리도 이런 방향으로 나가야 한다고 생각된다. 지금처럼 경직적으로 경제의 다른 부문에 대한 어려움은 생각하지 않고 1년에 16% 내지는 18%의 화폐 증가율만을 고수하려고 하는 것은 바람직하지 않다.

중앙은행이 목표이자율의 수준을 유도하고 유지하는 일을 수행해야 한다는 생각이 든다. 이 일을 하는 데 중앙은행의 독립적인 정책 수행이 요구된다. 중앙은행은 금융에 관련된 모든 분야에 개입하지는 않고 화폐금융정책의 수립과 집행에 관련된 일만을 독립적으로 할 수 있어야 한다고 생각한다.