

머 리 말

1988년 12월 5일 政府는 金利의 價格機能回復을 통한 資源配分機能을 제고하고 間接規制 중심의 通貨管理를 위한 기반을 조성하며, 金融市場開放化의 受容態勢를 확립하기 위하여 貸出金利自律化를 중심으로 한 金利自由化 措置를 실시하였다.

그러나 이미 景氣後退와 인플레이션壓力 증대로 巨視經濟與件의 不安定性이 높아지고 있는 時期에 金利自由化를 斷行하는 것은 上記와 같은 金利自由化의 本來의 政策目標를 달성하지 못할 뿐더러, 오히려 企業의 實質金利負擔을 加重시키는 결과를 招來할 것이라는 것이 民間經濟界의 視角이었다.

실제로, 金利自由化 措置以後 兩建預金規制에 의한 預貸相計, 市場實勢金利를 반영하지 않은 通安證券의 強制引受 再開 등 通貨管理의 直接規制로의 回歸로 인한 政策의 不連續性은 民間에게 金融市場與件에 대한 잘못된 公示效果를 미침으로써 1989년 들어 市場金利의 急騰과 金融市場의 혼란을 加重시키고 결과적으로 企業의 實質金利負擔을 높이는 결과를 招來하였다.

이런 관점에서 本 報告書는, 88년 12월의 金利自由化 措置가 銀行貸出市場과 市場金利動向에 미친 영향을 實證的으로 分析함으로써 金利自由化의 市場基盤을 定着시키기 위해 先行的으로 요구되는 주요 政策課題에 관하여 깊이 있는 示唆를 던져주는 것으로 생각된다.

本 研究를 맡아주신 水原大學校의 金東源 教授에게 감사드리며, 本 報告書의 모든 內容은 筆者 自身の 見解이며 本院의 公式見解가 아님을 밝혀둔다.

1990年 5月 日

韓國經濟研究院
院 長 崔 鍾 賢

目 次

머리말

第 1 章 序 論	1
第 2 章 金利動向과 金利自由化의 影響	3
가. 金利自由化以後 金利動向	3
나. 金利自由化가 市場金利에 미친 影響	4
第 3 章 金利自由化가 銀行貸出市場에 미친 影響	11
가. 金利自由化에 대한 銀行의 適應行態	11
나. 銀行貸出市場의 構造變化	14
— 銀行貸出市場 不均衡模型推定	14
第 4 章 金利自由化의 成果와 課題	22
가. 金利自由化의 成果	22
나. 金利自由化의 課題	23
第 5 章 結 論	32
參考文獻	34
附 錄	37

〈表 目 次〉

〈表 1〉 主要金融指標	4
〈表 2〉 市場利子率들의 平均과 分散推移.....	5
〈表 3〉 市場利子率間의 相關係數	5
〈表 4〉 會社債發行利率 推移	9
〈表 5〉 金利自由化以後 銀行貸出金利 推移.....	13
〈表 6〉 銀行貸出市場 需要·供給函數 推定結果.....	19
〈表 7〉 利子率間의 相關關係 時差構造.....	26
〈表 8〉 利子率間의 Sims 檢證結果.....	26
〈表 9〉 利子率間의 Granger 因果關係 檢證結果.....	27
〈表 10〉 債權種類別 去來比重(%).....	27
〈表 11〉 機關別 會社債引受 消化比重	29

〈그림 目 次〉

〈그림 1〉 市場金利와 貸出市場 均衡金利의 推移	20
〈그림 2〉 銀行貸出市場과 非銀行貸出市場의 關係.....	24

第 1 章 序 論*

本 研究의 목적은 1988년 12월 5일의 金利自由化措置가 지난 1년간 金融市場에 미친 영향을 평가하는데 있다. 1988년 12월의 金利自由化는 銀行貸出金利의 自由化외에도 1984년이후 명목상의 자유화에 그쳤던 金利¹⁾들의 실질적인 자유화방침이 병행됨으로써 金利自由化措置 자체로는 1980년대의 金利自由化 推進政策의 일대 진전으로 평가될 수 있을 것이다. 그러나 지난 1년간을 돌이켜 본다면, 金利自由化의 여건조성을 위한 通貨의 間接規制方針이 1989년 2월 通貨安定證券의 強制消化의 再開로 사실상 철회되고, 더욱이나 1989년 11월 경기부양을 위한 金利引下措置가 단행된 것은 金利自由化를 위한 여건의 미성숙과 현실적 한계를 反證한 것으로 볼 수 있다. 그럼에도 불구하고 1988년 12월의 金利自由化以後 지난 1년간의 경험은 金利自由化에 대한 金融市場의 반응에 관련되는 유용한 정보를 내포하고 있다는 점에서 研究의 의의를 가지고 있다고 할 것이다. 金利에 대한 規制가 철폐되었다고 해서 市場行爲者들이 즉각 資金市場의 均衡金利를 중심으로 행동한다고 볼 수는 없을 것이다. 왜냐하면 규제하에서 장기간 지속되어온 대부자와 차입자간의 관계나 규제하에서 경직화된 行態構造가 金利自由化로 일시에 변화한다고 볼 수는 없기 때문이다. 또한 金利自由化는 金融기관들의 행태에 영향을 미침으로써 이미 自由化된 金融市場에도 영향을 미칠 수 있다. 이러한 이유로 金利自由化에 대한 金融행위자나 金融市場의 반응에 관한 정보는 金利自由化政策의 추진에 있어 유용성

* 필자는 자료수집과 작업을 도와준 高麗大學校 博士課程의 李榮洙군과 證券業界의 여러 후배들에게 감사드린다. 또한 金融經濟研究所의 崔長鳳박사와 金容鎮박사께 자료제공과 本稿의 초고에 유익한 논평을 해 주신데 대해 감사드린다.

1) 1984. 11 -87. 5월간에 자유화되었으나 실제 행정지도로 계속 규제해 왔던 CP, 회사채, 담용채 및 CD 등 市場性金融商品의 金利.

을 가지고 있다고 하겠다.

本稿의 焦點은 주로 다음 세가지 사항에 두어졌다. 첫째로, 금리자유화가 1989년의 市場金利動向에 미친 영향을 고찰하고 둘째, 은행대출금리 자유화가 銀行貸出市場에 미친 영향을 분석한 후에 마지막으로 금리자유화이후 지난 1년간의 경험이 내포하고 있는 金利自由化 推進上의 問題點을 살펴보고자 한다. 먼저 2章에서 콜금리와 회사채금리동향의 분석을 통해 金利自由化가 市場金利에 미친 영향을 살펴보고, 3章에서는 은행대출시장에 대한 不均衡市場模型을 설정하여 銀行貸出市場의 構造變化를 검증한 후, 4章에서 지난 1년간의 金利自由化의 經驗을 정리하여 그 成果와 問題點을 다루고자 한다.

第 2 章 金利動向과 金利自由化의 影響

가. 金利自由化以後 金利動向

1988년중 9월까지 지속적으로 상승세를 보였던 市場金利(회사채유통수익율, 통안증권유통수익율, 장내콜금리)는 10월이후 통안증권의 발행규모 축소와 시중자금사정의 호전으로 하락세로 전환하여 9월에서 1989년 1월까지 會社債流通收益率의 경우 2.6%포인트, 通安證券流通收益率의 경우 3.0%포인트 하락하였다(〈表 1〉 참조). 그러나 1989년 1월 總通貨增加率이 21.2%에 달하고, 不動産價格이 급등을 보이자 통화증발로 인한 물가불안을 우려하는 輿論이 고조됨에 따라 通貨當局은 강력한 통화환수정책으로 전환하였다. 통화당국은 銀行에는 대출금회수와 보유유가증권매각으로 2조원의 환수를 지시하였으며, 第2金融圈에는 4조5천억원에 달하는 통안증권을 배정하였다. 이러한 강력한 통화환수 조치로 2월중 은행간 콜금리는 3.2%포인트, 장외콜금리는 5.24%포인트, 통안증권유통수익율은 1.1%포인트 상승하였다. 3월에는 전년도 통화증가율이 높았던 관계로 통화관리애로가 완화되었으며 이에 따라 通安證券發行規模도 축소되었으나 輸出不振과 勞使紛糾로 인한 企業資金事情惡化로 자금수요가 증대함에 따라 시장금리는 지속적으로 상승하였다. 4월에는 기업의 자금난에 통화관리의 애로가 가중됨으로써 시장금리는 다시 큰폭으로 상승하였다. 특히 4월 20일 韓國銀行은 支準管理를 강화하고 5월부터 限界支準制를 도입하였다. 勞使紛糾과 輸出不振으로 기업의 緊急資金需要가 급증함에 따라 시장금리는 5월에 연중 최고수준을 기록하였다(통안증권유통수익율 17.37%, 장외콜금리 17.92%). 5,6월의 극심한 자금난을 고비로 하여 7월부터 노사분규가 진정됨에 따라 기업의 資金需要壓力이 완화되어 7—8월중 市場金利는 하락세를 보였다. 9월들어 추석자금방출과 以後 통화환수의 부진으로 通貨債의 發行 등 통화관리가 강화

<表 1>

主要金融指標

	총통화 증가율 ¹⁾	예금은행 대출증가율 ¹⁾	통안증권 발행 잔액 ²⁾	통안증권 유통수익율 ³⁾	회사채 유통수익율 ⁴⁾
1988. 6	16.9	7.8	7,960	15.34	15.1
7	18.3	8.2	5,880	15.01	15.2
8	17.4	7.7	17,165	16.55	15.3
9	18.6	8.7	-4,478	15.92	15.9
10	19.8	11.0	-2,265	15.30	15.8
11	18.2	11.6	6,437	13.66	14.4
12	21.5	13.2	-1,690	12.85	13.7
1989. 1	21.2	15.3	4,548	12.94	13.3
2	17.4	14.6	15,951	14.06	13.7
3	19.9	16.0	5,480	14.68	13.9
4	19.2	16.6	3,737	16.05	14.3
5	19.4	17.9	1,072	17.37	16.1
6	17.1	19.4	-2,493	15.90	16.3
7	17.5	21.3	-11,314	15.69	16.4
8	18.6	21.8	-3,375	15.36	16.2
9	16.3	22.7	3,241	15.11	15.8
10	16.4	23.3	413	15.77	16.1
11	16.8	24.7	-7,886	15.30	15.5
12	19.8	28.2	6,742	14.63	15.2

註 : 1) 前年同期比增加率, 2) 純增基準(10억원), 3) 365일물.

4) 金利連動附保證社債 단순평균

됨에 따라 시장금리는 9—10월중 다시 상승세로 전환하였으나, 11월이후에는 시중의 資金事情好轉과 정부의 金利引下誘導에 따라 하락세로 전환되었다.

나. 金利自由化가 市場金利에 미친 影響

이상의 1989년의 市場金利動向을 정리해 보면, 전반적으로 1988년보다 높은 金利수준을 지속하였으며 金利의 變動性도 제고되었고, 金利간의 相關關係도 높아졌다(<表 2,3> 참조). 이러한 1989년의 金利動向이 金利自由化와 어떠한 관계가 있는가에 관하여는 다음 몇가지 假說을 고려해 볼 수 있을 것이다.

〈表 2〉 市場利子率들의 平均과 分散推移

	1986	1987	1988	1989
회사채유통수익율				
평균(I)	12.77	12.83	14.49	15.23
분산(II)	0.21	0.16	1.02	1.11
변이계수(II / I)	0.017	0.013	0.071	0.073
통화안정증권유통수익율				
평균(I)	—	12.86	14.94	15.24
분산(II)	—	0.46	1.02	1.11
변이계수(II / I)	—	0.036	0.068	0.073
은행콜금리 ^{*)}				
평균(I)	9.7	9.4	10.13	12.2
분산(II)	0.63	0.46	0.54	1.17
변이계수(II / I)	0.064	0.049	0.053	0.09

註 : 1) 1989년 자료는 콜시장통합전인 1-9월만 사용함.

〈表 3〉 市場利子率間의 相關係數

	1986	1987	1988	1989
회사채유통수익율, 은행콜금리	-0.477	0.008	0.612	0.476
회사채유통수익율, 통안증권수익율	—	0.024	0.532	0.705
은행콜금리, 통안증권수익율	—	0.106	0.400	0.773

註 : 은행콜금리의 1989년 자료는 콜시장통합전인 1-9월만 사용함.

정부의 주장대로 1988년 10월이후 시장금리의 자연적인 하락을 배경으로 하여金利自由化가 취해졌으며 1989년 3월이후 주로 노사분규와 수출부진 등 實物經濟要因에 의한 資金需要壓力의 변화에 의해 시장금리가 움직였다면, 假說 1)이 타당할 것이다. 假說 1)과 2)의 焦點은 1988년 10월 -1989년 1월간의 市場金利下落이 자연적인 흐름인가 아니면 金利자유화를 위한 政策的 衝擊의 영향인가에 있으며, 假說 3)은 金融機關들의 行態變化에 따른 자금시장의 構造的 變化를 중시하는 입장이다.

假說 1) 1989년의 금리동향은 金利自由化의 영향과 無關한 자금의 需給動向을 반영한 것이다.

假說 2) 1989년의 금리동향은 금리자유화의 政策的 衝擊을 반영한 것이다.

假說 3) 금리자유화가 금융기관들의 資産運用行態에 변화를 초래하였으며, 이에 따른 시장활동의 영향이 1989년의 금리동향에 반영되어 있다.

1988년의 10월에서 1989년 1월간의 市場金利下落에는 다음 세가지 要因이 작용한 것으로 보인다. 첫째로, 자금공급면에서 9월이후 總通貨가 신속적으로 공급된 반면에 通안증권의 발행이 억제됨으로써 시중의 자금사정이 호전되었다. 둘째로, 자금수요측면에서 金利自由化와 통화관리의 間接規制로의 전환정책 발표로 민간의 자금수요가 감소하였다. 즉 민간은 금리자유화를 자금사정의 호전으로 인식함으로써 종래의 자금확보위주의 반성적인 자금수요가 감소하였다.²⁾ 셋째로, 金利自由化의 方針이 발표됨에 따라 금융기관들은 시중자금사정의 호전과 실세금리의 하락을 예상하여 流通市場을 통한 債券買入을 확대함으로써 債券流通收益率의 하락을 촉진하였다. 특히 10월에 “연내 금리자유화 단행”방침이 표명된 직후 債券收益率이 급속하게 하락하였으며,³⁾ 確定附會社債의 수요가 급증하는 등의 현상이 일어났다. 이러한 시장금리의 하락요인에 있어 주목되는 점은 總通貨의 신속적인 공급과 금리자유화 발표의 公示效果의 작용이다.

2) 1988년 11월 - 1989년 1월간에 일반법인의 저축성예금은 12,727억원의 증가를 보임으로써, 金利自由化措置時에 신설된 企業自由預金의 증가 10,752억원을 제외하고도 1,975억원의 저축성예금이 증가하는 한편, 연말의 자금성수기임에도 불구하고 단자회사 대출금이 11월 1,495억원, 12월 3,976억원 감소하였으며 보험회사 대출금의 경우도 12월에 2,738억원이 감소하였다.

3) 通安證券收益率의 경우 10월초 16.2%에서 금리자유화단행방침 발표이후인 10월말에는 14.5%로까지 下落하였으며, 會社債流通收益率의 경우도 16.0%~16.2%에서 15.0%~15.2%로 하락하였다.

1988년 10월에서 1989년 1월간의 신축적인 總通貨管理는 종래의 통화관리정책의 흐름으로부터 이탈하여 金利自由化의 여건조성을 위해 실세금리를 하락시키기 위한 通貨政策의 변화로 해석된다. 왜냐하면 이미 11월에 민간의 자금수요감소현상이 나타났고 市場金利가 하락하고 있었으며 1988년 12월의 총통화증가율이 19%에 달했던 점에 비추어 볼 때, 總通貨增加率 18% 억제목표를 고수하고자 했던 종래의 정책기조가 지속되었다면 총통화증가율이 9월의 18.6%로 부터 12월 21.5%(未殘)에 달하는 通貨管理政策은 실시되지 않았을 것으로 사료되기 때문이다. 따라서 1988년 10월에서 이듬해 1월간의 市場金利의 하락현상은 금리자유화를 위한 通貨政策의 變化에 의해 상당부분 조성된 것으로 사료되며, 종래의 통화정책기조하에서 資金需要의 變化에 의한 자연적인 금리하락으로 보기는 어렵다. 한편 이러한 통화정책의 기조변화는 금융기관과 기업들로 하여금 金利自由化推進에 대하여 강한 신뢰를 갖도록 작용하였다. 즉 금리자유화정책 발표의 公示效果가 민간에게 강하게 작용하였다. 그러나 1989년 1월에 總通貨增加率이 계속 21%수준을 지속하고, 不動産價格이 양등함으로 인하여 방만한 통화정책에 대한 비난이 높아지자 2월에 통화정책은 다시 直接規制로 회귀하였다. 2월의 통화안정증권의 대량발행은 결국 1988년 10월이후 金利自由化의 與件造成을 위해 지연시켜 왔던 통화관리의 압력을 노출한 것으로 보인다. 이러한 통화정책의 급변은 金利自由化와 通貨管理의 間接規制方式으로 인하여 시중 자금사정의 호전을 기대하였던 금융기관과 기업에게 상당한 혼란을 가져다 주었다. 이러한 혼란은 3월이후 노사분규와 수출부진에 의한 資金需要側面의 충격이 가중됨으로써 더욱 심화되었으며, 그 결과로 시장금리의 급등과 不安定性의 가속화가 초래되었다고 사료된다. 金利自由化를 단행하더라도 만약 1988년 10월이후 금리자유화의 여건조성을 위한 通貨政策의 介入的인 작용없이 점진적으로 間接規制로의 전환을 추진하였다면 민간은 자금시장의 상황에 대하여 정확한 정보를 가질 수 있었을 것이다 이 경우에 1989년 2월의 급격한 金利變動은 발생하지 않았을 것이고, 3월 이후의 동일한 實物經濟與件下에서도 금리압력은

상대적으로 낮았을 것으로 사료된다. 따라서 1989년 시장금리의 흐름은 1988년의 금리자유화를 위한 通貨管理政策의 不連續的인 變化와 이에 따른 公示效果의 영향을 받았으며, 이러한 의미에서 상기한 假說 2)가 타당한 것으로 사료된다.

다음으로 假說 3)을 검증하기 위해 은행간 콜시장과 會社債發行市場을 살펴보면 다음과 같다. 콜시장은 명목상으로 이미 自由化(1984년 11월 5일)되어 있었지만은 1988년 12월의 金利自由化措置에 의하여 비로소 실질적인 자유화가 가능하게 되었으므로 금리자유화가 금융기관들의 行態에 어떠한 변화를 미치는가에 관한 假說 3)을 검증하는데 가장 적합한 市場으로 보인다. 은행간 콜금리는 앞서 살펴본 1989년의 금리특성을 가장 잘 반영하고 있으며, 금리자유화는 그동안 談合에 의해 경직적인 움직임을 보여왔던 콜시장을 보다 彈力的인 市場으로 변화시키는 영향을 미친 것으로 보인다. 콜금리는 1989년중 전년에 비해 3.32%포인트 상승하였는데, 이러한 상승폭은 과거의 변동폭을 크게 상회할 뿐만 아니라 會社債流通收益率 0.74%포인트나 通安證券流通收益率 0.3%포인트의 상승에 비해 현저하게 높은 것이다. 한편 콜금리의 變動性을 나타내는 變異係數는 1989년에 0.09로 전년의 0.05보다 현저하게 높아졌을 뿐만 아니라 전년과는 달리 다른 시장금리들의 變異係數를 상회함으로써 콜시장이 시장여건에 보다 彈力的인 市場으로 변화하였음을 보여주고 있다. 물론 여전히 은행간의 談合慣行은 지속되었으나, 금리자유화에 의한 은행들의 行態變化로 談合金利가 종래보다 현저하게 시장실세금리를 반영한 것으로 보인다. 즉 금리자유화는 종래에 경직적으로 운영되어 왔던 談合金利를 彈力化시킴으로써 다음 단계로 第2金融圈과 콜市場간의 統合을 가능케 하는 여건을 조성한 것으로 보인다.

한편, 콜시장이 정부의 行政規制와 은행간의 談合慣行에 의해 실질적인 금리자유화가 지연되어 왔던 데 비하여, 會社債發行市場은 소위 “return”이라는 규제 회피방법을 통하여 規制下에서도 실세금리의 확보가 가능했던 시장이라는 특징을 가지고 있다. 金利自由化가 會社債發行市場에 영향을 미쳤다면, 이러한 규제

회피의 관행이 제거되어야 했을 것이다. 會社債發行利率은 1988년 11월 11.2%(3年滿期 保證債基準)에서 금리자유화직후인 12월에 12.1%로 소폭 상승한 이후 1989년중의 실세금리의 양등에도 불구하고 최고 13.07%로 조정되는 데 그쳤다 (<表 4> 참조). 이러한 發行利率을 會社債流通收益率과 비교한다면, 1988년 11월에는 3.2%포인트의 격차를 보였으나 금리자유화이후 발행이율의 인상과 유통수익율의 하락으로 1989년 1월에는 0.92%포인트까지 축소되었다. 그러나, 2월이후 通安證券의 발행 증가로 인한 會社債發行市場의 경색으로 회사채 유통수익율이 상승함에 따라 兩利率간의 격차는 7월에 최고 3.3%포인트까지 확대되어 금리자유화이전수준을 오히려 상회하였다. 이와 같이 회사채발행의 表面利率은 금리자유화에도 불구하고 여전히 경직적인 움직임을 보임으로써 金利自由化가 별 영향을 미치지 않은 것으로 보인다. 그러나 會社債發行市場에는 금리규제하에서 實効金利를 확보하는 수단으로 소위 “return”이라는 慣行이 정착되어 있어, 이를 통하여 表面利率과 流通收益率間的 격차를 축소시킴으로써 主幹社證券會社의 손실을 보전해 왔다. 정부의 대기업에 대한 與信規制와 直接

<表 4> 會社債發行利率 推移

	'88.11	12	'89.1	3	5	7	9	10
A. 회사채발행이율 ¹⁾	11.2	12.1	12.48	12.52	12.81	13.0	13.07	13.05
B. 인수수수료 ²⁾	0.83	0.83	0.83	0.87	1.53	2.1	2.04	2.15
C. 지급보증료	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
D. return 비용 (return 비율, %)	0.9 (35)	0.3 (18)	- (-)	0.1 (10)	0.46 (18)	0.5 (20)	()	()
E. 실질발행비용 (E=A+B+C+D)	13.93	14.23	14.31	14.49	15.8	16.51	16.11	16.2
F. 발행수익율	12.21	13.12	13.44	13.6	14.7	15.63		
G. 유통수익율	14.4	13.7	13.4	13.85	15.95	16.3	15.6	15.8
H. (G-A)	3.2	1.6	0.92	1.33	3.14	3.3	2.53	2.75

註: 1) 3年滿期 保證私債基準, 2) 年平均 引受手数料

金融을 통한 자금조달유도로 1988년에 會社債發行規模는 크게 증가하였으며, 11월의 경우 return비율은 35%에 달했다. 金利自由化以後 發行表面利率과 流通收益率의 격차축소로 1989년 1월의 경우 return이 사라지기도 하였으나 2월이후 通安證券의 발행재개로 인한 인수기관의 자금사정악화와 통안증권인수물량의 덩핑매도에 따른 流通收益率의上昇, 그리고 기업의 資金需要 增加등으로 다시 return이 재개되어 6월에는 동비율이 20%에 달했다. 이러한 return추이에 따라 기업이 부담하는 return利率은 1988년 11월의 0.9%에서 1989년 1월에는 제거되었으나, 2월이후 다시 재개되어 6-7월간에는 0.5%에 달했다. 9월이후로는 정부의 규제에 return이 사라진 대신에 引受手數料의 인상을 통해 실제금리를 확보하였다.⁴⁾ 이러한 return利率과 引受手數料 및 支給保證料를 포함한 실제 회사채발행비용은 會社債流通收益率 水準과 거의 일치한다. 따라서 금리자유화 이후에도 표면이자율의 조정이 소폭에 그친 반면에, return이율과 인수수수료의 조정 등을 통하여 실제 기업이 부담하는 會社債發行利率은 금리자유화 이전과 마찬가지로 流通收益率과 거의 같은 수준을 유지함으로써 금리자유화는 2월이후 會社債發行市場의 構造를 개선시키는 데 거의 기여하지 못했다고 하겠다.

4) return이외에 주간사증권회사의 인수부담을 줄이는 방법으로 발행기업과 거래관계에 있는 보험회사에 액면으로 또는 약간의 인수수수료만으로 會社債를 買入토록 하는 방법이 있으며, 아주 드문 경우이나 證券會社의 損失補填을 위해 주간사회사보증채의 경우 보증료를 인상하는 방법도 있다. 한편, 주된 인수기관인 投資信託會社의 인수비율을 높이기 위해 금리를 보전하여 주는 방법으로 발행회사가 투자신탁회사의 수익율의 낮은 신탁형 증권저축에 일정기간 자금을 예치하는 방법도 쓰인다.

第 3 章 金利自由化가 銀行貸出市場에 미친 影響

가. 金利自由化에 대한 銀行의 適應行態

銀行貸出金利의 自由化는 당연히 金利상승을 초래할 것으로 예상되었다. 특히 金利가 급속하게 상승할 경우 企業의 金融費用負擔이 加重된다는 점은 金利自由化의 논의과정에서 金利自由化에 대한 반대주장의 주된 근거가 되어 왔다. 金利自由化이후 대출金利의 상승폭은 銀行의 貸出行態의 변화여하에 달려 있다고 할 것이다. 貸出金利自由化에 대한 銀行의 適應行態는 다음의 세가지 형태 - 漸進的 適應型, 二重的 適應型, 積極的 適應型 - 의 가능성을 고려해 볼 수 있다.

첫째로 漸進的 適應型은 金利自由化로 더이상 金利規制를 회피하기 위한 兩建預金의 필요성이 없어졌으므로 일단 종래의 實効金利를 표면화하고, 다음 단계로 漸進적으로 市場金利에 접근하는 경우이다. 이 경우에 企業의 실제 金利부담에는 변화가 없을 것이며, 銀行으로는 實効貸出利子에는 변화가 없으나 예금이 감소한다는 문제가 있다.

두번째의 二重的 適應型은 표면金利의 인상을 최소화하는 대신에 양건예금 등의 종래의 規制回避手段을 강화함으로써 實効金利를 인상하는 경우로, 규제하의 行態와 自由化적응의 行態가 공존한다는 의미에서 二重的 適應型으로 지칭한 것이다. 이 경우에 표면金利상으로는 金利自由化의 영향이 약하게 나타난다 하더라도 實効金利는 金利自由化로 종전보다 市場金利에 현저하게 접근하는 양상이 나타날 것이다.

세번째의 積極的 適應型은 표면金利 자체를 바로 시장金利에 가깝도록 인상하는 경우이다. 이 경우는 銀行이 규제하에서도 兩建預金を 통하여 충분히 시장金利에 가까운 實効金利를 확보하고 있었거나, 金利自由化이후 銀行들이

대출시장에서의 競爭을 치를 수 있는 제도적 준비가 갖추어진 경우에 가능할 것이다.

이 세가지의 適應行態를 상정해 볼 때, 일단 세번째의 積極的 適應型은 현실적으로 가장 가능성이 낮은 경우일 것이다. 그 이유는 i) 銀行貸出의 경우 兩建預金을 통해 市場金利에 가까운 實効金利을 확보한다는 것이 현실적으로 어렵고⁵⁾ ii) 은행이 대출자의 신용정도나 은행영업에의 기여도 등에 따른 質的 信用差別을 하는 데는 상당한 제도적 준비와 적응경험이 요구되며 iii) 貸出市場이 장기간의 金利規制下의 談合體制로부터 단기간에 競爭市場으로 변화하기는 어렵다는 점등에 있다. 다음으로 첫번째의 漸進的 適應型의 경우는 은행들이 預金市場에서의 市場占有率이나 預金計數에 민감하지 않거나, 금리자유화에 불구하고 은행들의 利潤極大化 動機가 자극되지 않는 경우에 현실성이 있는 것으로 보인다. 그러나 金利規制下에서 은행들의 경쟁이 預金計數競爭에 집중되어 왔던 바, 은행들이 實効金利을 표면화하기 위해 기업예금의 감소를 감수할 것으로 예상하기는 어려울 것이다. 정부의 입장에서는 금융시장에 미치는 충격이 가장 낮은 漸進的 適應型을 기대했을 것으로 보인다. 그러나 은행의 입장에서는 두번째의 二重的 適應型이 가장 利點이 큰 것으로 보인다. 二重的 適應型은 표면금리의 인상을 억제하면서도 양건예금을 통해 實効金利을 均衡金利에 보다 접근시킬 수 있는 장점이 있다. 특히 二重的 適應型은 대출시장에서 위험부담이 큰 본격적인 경쟁을 하지 않고도 금리자유화의 여건을 이용하여 收益極大化를 도모하는 이점이 있다. 은행들의 貸出金利自由化에 대한 適應行態에 있어 고려되어야 할 또 다른 요소는 金利自由化政策에 대한 은행들의 豫想이다. 만약 은행들이 금리자유화의 정책이 용이하지 않다고 예상한다면, 당연히 은행들은 漸進的 내지는 二重的 適應型을 취하려 할 것이다. 실제 1989년 11월의 金利引下措置는 이러한 예상이 타당했음을 입증해 주었다. 은행

5) 兩建預金에 대한 政府의 規制와 通貨指標管理를 위한 預貸相計措置가 빈번하게 취해져 왔다는 점에 그 이유가 있음.

들이 金利自由化가 잠정적인 것일 것으로 예상했다면, 당연히 규제체제하의 利點을 서둘러 제거해야 할 이유가 없을 것이며 따라서 은행들은 漸進的 適應型 보다는 二重的 適應型을 취할 가능성이 높다고 할 것이다.

실제 銀行貸出金利는 1988년 11월의 11.44%(金融資金貸出 加重平均金利)에서 金利自由化以後 12월에 11.88%로 단기조정된 이후 1989년 6월이후 11.95%수준을 유지함으로써 금리자유화이전에 비해 대체로 0.5%포인트 上昇하는데 그쳤다 (<表 5> 참조). 부문별로는 家計資金貸出의 경우 0.31%포인트 상승에 그친 반면에, 大企業貸出은 0.79%포인트, 公共 및 其他貸出은 1.3%포인트 상승하였다. 이러한 금리자유화이후의 貸出金利動向은 다음 두가지 특징을 가지고 있다. i) 표면금리의 조정이 소폭에 그쳤으며, ii) 1989년 2월이후의 시장금리의 현저한 변동에 비하여 대출금리는 지극히 경직적으로 운영되었다는 점이다. 이러한 金利動向은 金利規制下에서 貸出金利를 0.5%포인트 인상한 것과 다를 바가 없다. 이러한 金利上昇의 의미는 은행이 종래의 금리규제하의 규제회피수단인 兩建預金을 금리자유화이후 어떻게 운영하였는가에 따라 전혀 다른 의미를 가질 수 있다.

<表 5> 金利自由化以後 銀行貸出金利 推移

	1988		1989					
	11	12	1	2	4	6	8	10
기업자금대출	11.46	11.85	11.87	11.88	11.97	11.95	11.95	11.95
• 중소기업		11.78	11.81	11.80	11.83	11.82	11.82	11.83
• 대기업		11.98	11.98	12.03	12.26	12.24	12.25	12.24
가계자금대출	11.64	11.93	11.93	11.93	11.95	11.95	11.95	11.93
공공·기타대출	10.81	12.02	12.06	11.94	12.11	12.13	12.06	12.06
금융자금대출	11.44	11.88	11.89	11.89	11.97	11.95	11.95	11.95

註: 시중 및 외환은행, 지방은행, 특수은행 대출금리의 加重平均金利(11%미만 대출금 및 연체금리 적용 대출금 제외).

資料: 韓國銀行

金利自由化에 대한 은행의 適應行態에 있어 은행들이 앞서 제시한 漸進的 適應型이나 積極的 適應型에 해당하는 행태를 취했다면, 어느 경우에도 양건예금의 관행은 제거되었을 것이다. 한편 금리자유화가 대출금리의 0.5%포인트 인상외에는 은행의 貸出行態에 영향을 미친 것이 없다면, 은행의 兩建預金運營行態는 종전과 동일해야 할 것이다. 그러나 금리자유화이후에도 양건예금의 관행은 지속되었을 뿐만 아니라,⁶⁾ 오히려 은행의 兩建預金에 의한 實効金利의 確保行態가 현저하게 강화된 것으로 보인다. 기업의 貯蓄性預金動向을 살펴보면, 1988년 1~11월간 11,692억원 증가하였으나 1988년 12~1989년 9월간에는 20,831억원이 증가하였는데 1989년의 기업의 극심한 자금난에 비추어 볼 때, 이러한 企業의 貯蓄性預金 增加는 兩建預金이 금리자유화이후 현저하게 증가하였음을 반영한 것으로 보인다. 또한 信託 計定을 통한 우회적인 대출⁷⁾을 고려해 볼 때, 금리자유화이후 은행의 兩建預金을 통한 實効金利의 補填行態는 금리자유화이전에 비해 현저하게 제고된 것으로 보인다. 따라서 금리자유화이후 은행대출의 表面金利와 實効金利間의 차이는 종전보다 오히려 확대된 것으로 보인다. 결론적으로 금리자유화는 은행으로 하여금 談合에 의한 표면금리의 경직적인 운영에도 불구하고 兩建預金에 의한 實効金利爲主의 貸出行態를 提高하는 영향을 미쳤으며, 그 결과 實効金利는 금리자유화이전보다 현저하게 市場金利에 접근한 것으로 보인다.

나. 銀行貸出市場의 構造變化

— 銀行貸出市場 不均衡模型推定

- 6) 銀行監督院의 자료에 의하면 1989년 3.4분기중 '깍기' 실태조사결과 예금은행의 평균 깍기비율은 9.02%로 나타났는데, 특히 시중은행의 8.6%에 비하여 중소기업은행의 경우에는 그 비율이 16.7%에 달하고 있음.
- 7) 1989년 9월말 현재 은행신탁계정의 대출금은 예금은행 총대출금의 11.9%에 달하며, 신탁계정대출금의 금리는 13.5%~15.5%이다. 이외에 유가증권에의 운용형태로 단자회사의 보증을 받은 7~15일짜리 대기업의 단기어음을 매입하는 바, 이 경우의 금리는 18% 수준임.

앞서 금리자유화이후 은행은 表面貸出金利의 인상보다는 양건예금에 의한 實効金利의 확보에 종래보다 적극적인 행태를 보였을 가능성을 살펴 보았다. 本節에서는 이러한 금리자유화이후 銀行貸出行態의 變化를 銀行貸出市場模型 推定을 통해 분석하고자 한다. 만약 금리자유화가 은행의 대출행태에 영향을 미쳤다면, 銀行貸出行態의 변화에 대하여 다음 세가지 假說을 상정 할 수 있겠다.

- i) 金利自由化로 은행의 대출행태는 금리에 보다 민감한 변화를 보인다.
- ii) 金利自由化로 대출금리는 종래에 비하여 대출시장의 均衡金利에 대하여 빠르게 조정되며, 중앙은행의 政策金利(再割引率)에 대하여는 相對的으로 느리게 조정된다.
- iii) 표면금리 내지는 實效貸出金利가 종래보다 均衡金利에 근접한다.

銀行貸出市場은 전형적인 供給制約에 의한 不均衡市場이므로 상기한 假說을 不均衡市場模型 推定을 통해 검증하고자 한다. 不均衡市場模型의 推定方法에 관하여는 本文말미의 附錄을 참조하기 바라고 本文에서는 推定模型의 設定과 推定結果만을 기술한다.

1) 推定模型의 設定⁸⁾

(1) 銀行貸出需要函數

은행의 대출수요는 銀行貸出利子率(r_t), 實物經濟活動에 따른 자금수요를 나타내는 지표로 産業生産指數(IP), 기업의 자금사정을 나타내는 지표로 예금은행의 總預金中 一般法人保有預金(DC)에 의해 결정되는 것으로 보았다. 은행 대출수요는 貸出利子率에 대하여 負의 관계를 가지며 ($a_1 < 0$), 기업의 예금보유가 클수록 貸出需要는 減少한다. ($a_3 < 0$) 반면에 기업의 생산활동과 자금수요의 관계는 불명확한 것으로 본다. 일반적으로 生産活動이 왕성할수록 投資도 왕성

8) 여기서 사용된 模型은 일본의 銀行貸出市場을 분석한 Asako-Uchino(1987)와 Ito-Ueda (1981)을 주로 참조하였으며, 우리나라의 대출시장에 대하여는 동일한 모형으로 추정한 金東源을 참조함.

하여 資金需要가 증대하는 관계 ($a_2 > 0$)에 있으며, 한편 왕성한 生産活動은 순조로운 商品出荷를 전제로 한 것이므로 賣出增加에 의한 자금사정의 호전으로 자금수요가 감퇴하는 관계 ($a_2 < 0$)도 동시에 작용하는 것으로 본다. 한편 기업예금과 대출수요가 正의 관계 ($a_2 > 0$)를 나타내는 경우, 이는 兩建預金の 대출관행을 반영한 것일 수도 있다. 한편, 産業生産指數는 生産活動과 資金需要의 時差關係를 고려하여 前月の 자료를 사용하였다.

$$L_t^d = a_0 + a_1 r_t + a_2 I P_{t-1} + a_3 \ln DC_{t-1} + u_t$$

(2) 銀行貸出供給函數

銀行貸出은 可用資金의 제약하에서 資産構成의 의사결정에 의해 이루어진다고 하겠다. 가용자금의 규모는 總預金과 金融政策要素(支準率, 與信規制 등)에 의해 결정되며, 자산구성에 있어서는 貸出의 機會費用으로 볼 수 있는 證券投資收益率이 고려될 수 있을 것이다. 여기서는 가용자금의 크기를 나타내는 변수로 總預金(TD)을 사용하였으며, 대출의 機會費用으로는 會社債流通收益率(RCB)을 사용하였다. 은행대출은 貸出利子率이 높을수록 ($b_1 > 0$), 總預金이 증가할수록 ($b_2 > 0$), 會社債流通收益率이 낮을수록 ($b_3 > 0$) 증가하는 것으로 본다.

$$L_t^s = b_0 + b_1 r_t + b_2 RCB_t + b_3 \ln TD_t + v_t$$

(3) 利子率調整式

利子率調整式은 대출이자율이 대출시장의 均衡利子率(r^e)과 통화당국의 政策利子率(\bar{r})에 준거하여 조정된다는 것을 전제로 하여 각각에 대한 은행대출이자율의 調整速度를 相對的으로 比較하기 위한 것이다. 만약 銀行貸出市場이 항상 均衡狀態에 있다면, 貸出利子率의 均衡利子率에 대한 調整係數(c_1)는 1이 되며 政策金利에 대한 調整係數(c_2)는 0이 된다. 만약 貸出市場이 不均衡市場인 경우

는 다음 i)—iv)로 구분해 볼 수 있다.

- i) 均衡利子率에 대해서만 조정되나 調整速度가 느린 경우 ($0 < c_1 < 1, c_2 = 1$).
- ii) 貸出利子率이 전적으로 통화당국의 政策金利(\bar{r})에 대해서만 조정되는 경우 ($c_1 = 0, c_2 = 1$),
- iii) 貸出利子率이 通貨當局의 政策金利에 대해서만 조정되나, 조정이 지연되는 경우 ($c_1 = 0, 0 < c_2 < 1$),
- iv) 均衡金利와 政策金利 양자에 대해 조정되며, 양자 공히 조정이 지연되는 경우 ($0 < c_1, c_2 < 1$).

금리가 자유화되었으나 은행이 貸出金利調整에 있어 중앙은행의 政策金利의 영향도 받으며, 均衡金利와 政策金利 그 어느것에 대해서도 조정이 즉각 이루어지지 않는 것이 현실적으로 타당한 가정이므로 本稿에서는 iv)를 가정하였다. 均衡利子率의 도출과정은 부록에 상술되어 있으며, 政策利子率로는 중앙은행의 再割引率을 사용하였다.

$$r_t - r_{t-1} = c_1 (r_t^e - r_{t-1}) + c_2 (\bar{r}_t - r_{t-1}) + \epsilon_t, \quad (0 \leq c_1, c_2 \leq 1)$$

2) 假說과 推定方法

金利自由化以後 은행의 실제 대출이자율에 대하여 입수가 가능한 자료의 觀測期間이 1988년 12월에서 1989년 10월까지 11개월에 불과하여 金利自由化以後 기간만을 표본으로 하는 推定이 不可能하므로, 1987년 1월에서 1989년 9월까지를⁹⁾ 金利自由化의 영향을 반영한 標本(이하에서 觀測期間Ⅱ)으로 다루었으며 금리자유화에 의한 구조적인 변화를 相對的으로 比較하기 위해 1980년 1월에서

9) 時系列의 연장을 위해 관측기간을 1987년 이후로 분할한 이유는 1986년 하반기부터 국제수지의 黒字에 의한 海外部門의 통화증발압력이 발생하였으며, 이러한 거시경제적인 변화에 따른 通貨需給經路의 변화에 대응하여 1987년부터 通安證券發行을 위주로 한 통화관리가 시작되어 현재까지 동일한 정책기조가 지속되고 있기 때문이다.

1986년 12월의 기간을 별도의 標本(觀測期間 I)으로 하여 추정하였다. 金利自由化以後의 짧은 時系列이 잘 반영되도록 하기 위해 월별자료를 사용하였으며 이자율외에 季節變動이 있는 자료는 계절변동을 조정하여¹⁰⁾ 사용하였다. 추정방법은 非線型三段階最小自乘法(NL3SLS)을 사용하였으며, 연립방정식체계로 추정하였다.

앞서 제시된 假說은 모형에 있어, 1) 金利自由化이후 은행대출이 대출금리에 보다 민감하게 되었다면 金利自由化 이후의 기간을 내포한 觀測期間 II의 b_1 값이 觀測期間 I의 경우보다 크게 나타나야 한다(假說 i). 2) 金利自由化의 영향으로 貸出金利의 운영에 있어 均衡金利에 대한 조정속도는 빨라지고 政策金利에 대한 조정속도는 지연되었다면, 觀測期間 II의 추정결과가 觀測期間 I에 비하여 c_1 은 커지고, c_2 는 작아져야 한다(假說 ii). 3) 金利自由化로 은행대출시장의 不均衡狀態가 개선되었다면, 貸出金利와 均衡金利間의 차이가 金利自由化이후의 기간에 있어 종래에 비해 축소된 것으로 나타날 것이다(假說 iii).

3) 推定結果 (<表 6> 참조)

수요함수와 공급함수 공히 SER이 낮게 나타나 모형의 說明力이 높게 추정되었으나 수요함수에 있어서는 추정된 개별변수 계수값의 t 값이 낮게 나타나 통계적인 有意性에 문제가 있는 것으로 보이며, 한편 b_2 의 경우 대출의 機會費用을 의미하는 변수의 계수값이 예상되었던 負의 부호와 달리 正(+)¹⁰⁾의 부호를 나타내는 등 추정결과가 부분적으로 양호하지 못했다. 그러나 供給函數와 利率調整式에서는 개별 계수값의 t 값이 양호하여 앞서 제시된 假說을 검증하는데는 문제가 없는 것으로 보인다. 貸出供給函數의 利率의 계수값이 觀測期間 II의 경우 觀測期間 I에 비하여 현저하게 크게 나타나 金利自由化以後

10) 産業生産指數, 一般法人預金, 貸出金, 總預金の 자료는 Micro-TSP의 SAMA(seasonal adjustment of time series by the moving average)를 이용하여 계절적 요인을 제거하여 사용함.

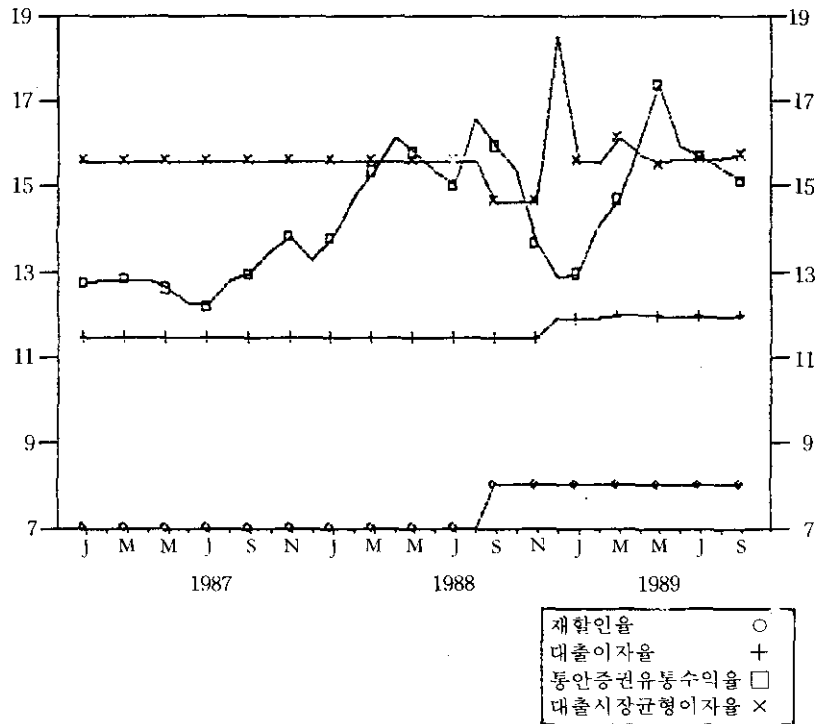
대출이 이자율에 보다 민감하게 되었다는 假說 i 이 타당한 것으로 나타났다. 한편 利率調整式에 있어서는 觀測期間 I 의 경우 c_1 의 값이 c_2 보다 작아 대출 이자율이 주로 規制利率(再割引率)에 의해 결정된 것으로 나타났으나 觀測期間 II 의 경우에는 반대로 c_1 값이 c_2 보다 크게 나타나 金利자유화 이후 이자율운영에 있어

〈表 6〉 銀行貸出市場 需要·供給函數 推定結果

	I (1980.1—1986.12)	II (1987.1—1989.9)
需 要 函 數		
a_0	-0.636 (-0.06)	7.087 (5.17)
a_1	-0.038 (-1.22)	-0.0005 (-0.15)
a_2	-0.0008 (-0.05)	-0.0007 (-0.33)
a_3	1.380 (0.97)	0.456 (2.81)
SER	0.228	0.079
供 給 函 數		
b_0	0.007 (0.001)	5.618 (70.13)
b_1	0.037 (0.59)	0.215 (35.03)
b_2	1.016 (1.71)	0.215 (24.36)
b_3	-0.035 (-0.57)	0.022 (23.07)
SER	0.065	0.0004
利 子 率 調 整 函 數		
c_1	0.134 (1.15)	0.175 (16.08)
c_2	0.277 (3.30)	0.103 (2.55)
SER	0.478	0.064

均衡利率의 영향이 規制利率의 그것보다 상대적으로 크게 작용하고 있다는 假說 ii가 타당한 것으로 나타났다. 한편 모형에서 계산된 균형이자율과 대출이자율의 차이는 1~11월간 평균 3.89%에서 1989년 1~9월간 평균 3.68%로 縮小되어 假說 iii도 타당한 것으로 나타났다. 한편 觀測期間 I 과 觀測期間 II의 추정결과에 대하여 構造變化의 여부에 관한 檢證을 실시한 결과 需要函數, 供給函數, 利率調整式 공히 統計적으로 유의한 構造變化가 있는 것으로 나타났으며, 個別變數別로는 需要函數의 a_1 과 a_2 를 제외하고 전부 統計적으로 유의한 변화가 있는 것으로 나타났다.

〈그림 1〉 市場金利와 貸出市場 均衡金利 推移



그러나 이러한 실증분석 결과는 銀行貸出市場의 構造變化를 규명하는데 있어서 다음과 같은 문제점을 가지고 있으므로, 分析結果는 지극히 제한적으로 해석되어야 할 것으로 본다. 첫째로, 사용자료에 있어 금리자유화이후의 시계열이 짧은 관계로 인하여 대신 이 기간을 포함한 1987.1~1989.9간의 자료를 自由化期間으로 사용함으로써 1988년 12월의 금리자유화로 인한 金利調整이 과장되게 반영되었을 가능성이 있다. 즉 1988년에 들어서는 貸出金利가 지극히 경직적으로 운영되었으므로 1988년 12월이후의 자료만을 사용하여 그 이전의 기간자료와 결과를 비교한다면, 은행의 行態變化에 관한 다른 實證結果가 나왔을 가능성도 있다. 둘째로, 1987년이후의 기간자료에 의한 貸出供給函數를 제외하고는 t 값이 낮게 나와 變數選擇에 문제가 있다고 하겠다. 셋째로, 均衡金利의 도출과정상 대출금리나 정책금리의 변동이 없는 경우 均衡金利의 변동도 없는 것으로 나타나므로(附錄의 <18>식 참조), 模型推定을 통해 구해진 均衡金利가 시장의 實勢金利의 변동을 충분히 반영하고 있다고 보기는 어렵다. 만약 양건예금에 관한 자료를 사용할 수 있다면, 여기서 사용된 모형으로도 보다 유의한 推定結果를 얻을 수 있었을 것으로 사료된다.

第 4 章 金利自由化의 成果와 課題

政府의 金利自由化計劃案¹¹⁾에 따르면, 金利自由化의 목적은 i) 단기적으로는 金利의 가격기능회복에 의한 金融仲介機能의 강화와, ii) 장기적으로는 金融國際化 推進에 따른 國內金融市場의 수용태세 확립에 있다. 특히 1988년 12월의 金利자유화의 중심이 財政資金을 제외한 1,2 금융권의 모든 여신金利의 자유화에 있으므로, 金利의 가격기능에 의한 資金配分의 效率性을 제고하기 위해서는 무엇보다도 金利自由化에 의해 종래의 規制金利와 市場金利間의 隔差를 해소하고 金利수준을 安定化시키는 것이 일차적인 課題라고 할 것이다.

가. 金利自由化의 成果

상기한 金利自由化의 목표에 합치하는 金利動向은 1988년 11월에서 1989년 1월까지 불과 3개월간에 그쳤지만, 金利自由化는 최소한 은행간 콜시장과 은행대출시장에 있어서는 제한적이거나 價格機能을 제고하는 효과를 미친 것으로 보인다. 2장에서 살펴본 바와 같이 은행간 콜金利가 종래의 談合에 의한 경직적인 움직임에서 市場金利와의 연계가 제고되는 변화를 보였으며, 이러한 진전은 제2금융권과의 콜시장 統合을 가능하게 했다고 사료된다. 한편 銀行貸出市場에 있어서는 은행의 대출행태가 金利에 탄력적으로 변화하여 향후 優待金利의 탄력적인 운영기반이 진전된 것으로 보인다. 한편 실증결과로 나타난 銀行貸出市場의 均衡金利와 貸出利子率의 차이는 평균 1988년의 4.12%에서 1989년에는 3.36%로 縮小된 것으로 나타났으며, 兩建預金의 증대까지를 고려한다면 實効金利와 均衡金利間의 差異는 이보다 더 축소된 것으로 보인다. 金利自

11) “金利自由化 및 通貨信用政策運營方式 改編計劃”, 財務部, 1988. 11.

由化가 銀行貸出行態에 미친 영향에 있어 흥미로운 점은 당초 政策的으로 기대되었던 양건예금관행의 감퇴와는 달리 오히려 양건예금이 증대하였다는 점이다. 이와같이 談合體制의 이익을 유지하면서도 양건예금을 통해 종래보다 實効金利의 確保에 積極的인 행태를 보인 것은 規制緩和가 일차적으로 은행들의 利潤動機를 자극하며, 이를 통해 漸進的으로 自由化與件에 적응하려 한다는 점을 시사하는 것으로 사료된다. 規制緩和가 은행의 利潤動機를 자극한다는 점은 콜시장의 변화에도 동일하게 적용될 수 있을 것이다. 무엇보다 이러한 은행의 行態變化가 資金運用의 彈力性和 貸出審査機能의 강화 등 금리자유화의 실질적인 수용기반구축을 촉진한다는 점이 1988년 12월 貸出金利自由化의 成果로 지적될 수 있을 것이다.

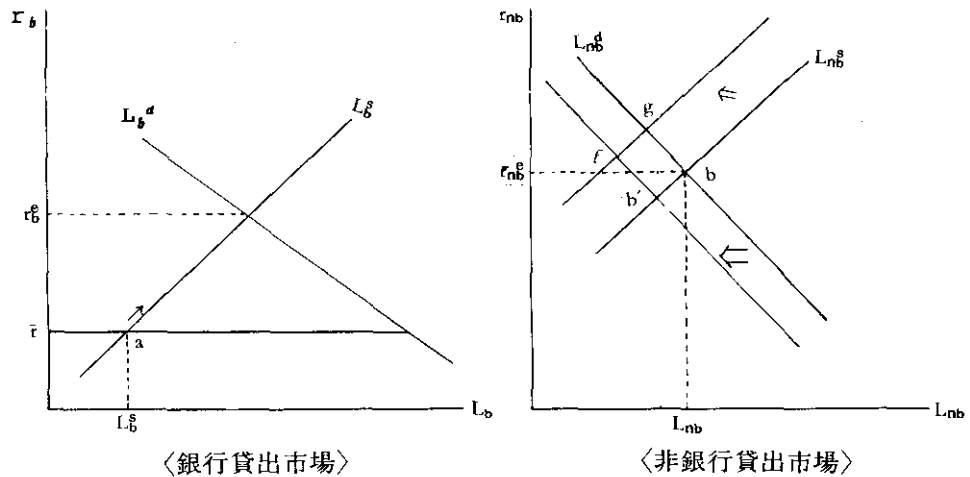
나. 金利自由化推進의 課題

1) 金利自由化 斷行을 위한 介入的인 政策衝激의 問題

金利自由化가 기대하였던 市場間의 統合과 金利 安定化의 효과를 거두는데 失敗한 理由는 다음과 같이 사료된다. 시장금리의 下向安定基調가 형성되지 않은 상태에서 人爲的인 與件造成만으로 금리자유화를 단행함으로써 시장금리의 흐름이 歪曲되었고, 시장금리하락을 위한 政策介入을 더 이상 지속할 수 없게 되자 歪曲된 金利의 흐름이 정상수준을 회복하는 데는 金利의 급등이 불가피하였다. 한편 金利自由化政策이 民間에게 강한 公示效果의 영향을 미치고 있는 상황에서 통화관리의 直接規制로의 전환은 금융시장을 불안정하게 하는 결과를 초래하였다. 規制金利와 市場金利間의 차이가 축소되고, 금리가 안정되기 위해서는 은행대출이 金利自由化以後 현저하게 증가하여 은행대출수요를 충족시킴으로써 高金利의 자유화된 非銀行市場에서의 貸出需要를 代替하여야 한다. 金利自由化를 전후한 1988년 11월에서 1989년 1월간의 기간중에는 이러한 代替가 진행되었으며, 최소한 이 기간에는 금융시장이 金利自由化政策의 의도대로 반응하였다. <그림 2>에서 당초에 은행대출은 規制金利 r하에서 a점에

있고, 非銀行貸付市場에서는 시장균형금리 r_{nb}^e 의 b점에 있다고 하자. 금리자유화로 은행이 貸出金利를 인상하면서 貸出供給曲線을 따라 대출을 증가시킨다면, 이보다 高金利에 있는 비은행시장의 차입자는 비은행시장에서의 차입을 은행차입으로 대체시키려 할 것이며 이는 非銀行貸付需要曲線의 좌측이동으로 나타날 것이다. 그 결과 양시장간의 金利差異는 縮小되고 (r_b^e 와 r_{nb}^e), 非銀行貸付의 규모가 은행대출보다 큰 경우 전체적인 加重平均金利는 下落하게 될 것이다. 그러나 1989년 2월들어 通貨管理壓力이 增大함에 따라 은행대출증가에 의한 金利調整이 더 이상 지속될 수 없었으며, 通安증권의 대량발행으로 비은행대부시장의 資金供給이 위축됨(공급곡선의 좌측이동)에 따라 市場金利는 다시 上昇하게 되었고(f로 이동), 이에 더하여 勞使紛糾와 輸出不振에 따른 資金需要가 가중됨(수요곡선의 우측이동)에 시장금리는 재차 상승(g로 이동)하였다. 만약 금리자유화가 인위적인 與件造成(通安증권의 발행축소와 신축적 통화공급)없이 시장금리의 자연적인 下向安定勢를 배경으로 하여 취해졌더라면 시장금리의 흐름이 歪曲되지 않았을 것이다. 결국 정부는 어떠한 이유(금융시

〈그림 2〉 銀行貸出市場과 非銀行貸出市場의 關係



장개방에 대비한 정책스케줄이 주된 이유로 사료됨)에서든 연내에 金利自由化를 단행해야 한다는 부담과 동시에 金利자유화가 高金利를 招來해서는 안된다는 현실적인 제약으로 인해, 資金市場에 단층적인 충격을 주는 金利자유화를 단행하였으며 이러한 무리한 金利自由化推進은 1989년의 市場金利 昂騰과 자금시장의 不安定性을 提高하는 결과를 초래하였다.

이러한 經驗으로부터 얻은 教訓은 金利자유화가 成功的으로 추진되기 위해서는 金利自由化政策 그 자체가 자금시장에 介入的인 衝激을 미쳐서는 안되며 그러기 위해서는 通貨管理方式을 間接規制로 漸進的으로 轉換하기 위한 政策의 一貫性이 요구된다는 점이라 하겠다.

2) 通安證券 主導下의 市場構造의 問題

市場金利가 通安證券 流通收益率에 의해 주도되고 있는 資金市場의 構造下에서는 通安증권이 실세금리로 발행되거나 需要가 제도적으로 개발되지 않은 한, 金利自由化만으로 높은 수준의 實勢金利 문제를 극복하기는 어려우며 이 문제는 결과적으로 실질적인 金利自由化를 지연시키는 작용을 한다. 市場金利가 구체적으로 어떠한 금리에 의해 주도되고 있는가를 把握하기 위해 通安證券 流通收益率, 會社債流通收益率, 國公債流通收益率에 대하여 Sims의 外生性檢證과 Granger의 因果關係檢證을 실시한 결과, 양자 공히 通安證券 流通收益率이 市場金利를 先導하며 다음으로 會社債流通收益率, 國公債流通收益率의 순서로 영향을 미치는 것으로 나타났다(〈表 7, 8, 9〉 참조). 채권유통수익율간의 이러한 관계는 通安증권이 發行市場과 流通市場에서 절대적인 비중을 차지하고 있는 市場構造下에서 (〈表 10〉 참조) 당연한 결과이기도 하다. 보다 주목해야 할 현상은 시장금리를 會社債流通收益率이 주도하는 경우에 비하여 通安證券 流通收益率이 주도하는 시장에서 상대적으로 高金利가 나타나며, 이러한 通安증권의 고금리는 會社債流通收益率을 높이고 이는 다시 會社債發行實勢金利를 높이는 결과를 초래한다는 점이다. 이러한 현상은 사실상의 規制市場(회사채발

〈表 7〉 利子率間の 相關關係 時差構造

	t-4	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3	t+4
	MBD								
CBD(t)	0.625	0.740	0.868	0.908	0.836	0.637	0.462	0.320	0.219
	CBD								
GBD(t)	0.389	0.531	0.662	0.750	0.785	0.705	0.575	0.388	0.292
	MBD								
GBD(t)	0.458	0.540	0.636	0.680	0.641	0.488	0.338	0.232	0.216

註 : MBD : 통안증권유통수익율, CBD : 회사채유통수익율,
GBD : 국공채유통수익율.

〈表 8〉 利子率間の Sims 檢證結果

추 정 식	F값	유의수준(%)	인과관계
1. $CBD = a + \sum_{i=1}^2 \beta_i MBD_{t-i} + e_t$	0.721	49.4	MBD → CBD(0)
2. $MBD = a + \sum_{i=1}^2 \beta_i CBD_{t-i} + e_t$	20.65	0.0	CBD → MBD(×)
3. $GBD = a + \sum_{i=1}^2 \beta_i CBD_{t-i} + e_t$	0.321	72.7	CBD → GBD(0)
4. $CBD = a + \sum_{i=1}^2 \beta_i GBD_{t-i} + e_t$	2.530	9.6	GBD → CBD(×)
5. $GBD = a + \sum_{i=1}^2 \beta_i MBD_{t-i} + e_t$	0.254	77.7	MBD → GBD(0)
6. $MBD = a + \sum_{i=1}^2 \beta_i GBD_{t-i} + e_t$	2.453	10.3	GBD → MBD(×)

註 : 추정모형 1의 경우, 귀무가설 $H_0 : \beta_{t+2} = \beta_{t+1} = 0$, 유의수준은 귀무가설이 채택될 확률, 1986.9 - 1989.12월간 월간자료사용.
MBD : 통안증권유통수익율, CBD : 회사채유통수익율,
GBD : 국공채유통수익율.

〈表 9〉 利子率間の Granger 因果關係 檢證結果

추 정 식	F값	유의수준(%)	인과관계
1. $CBD=c+\sum_{i=1}^2 \gamma_i CBD_{t-1}+\sum_{i=1}^2 w_i MBD_{t-1}+U_t$	15.26	0.00	MBD→CBD(0)
2. $MBD=c+\sum_{i=1}^2 \gamma_i MBD_{t-1}+\sum_{i=1}^2 w_i CBD_{t-1}+U_t$	1.04	36.0	CBD→MBD(×)
3. $GBD=c+\sum_{i=1}^2 \gamma_i GBD_{t-1}+\sum_{i=1}^2 w_i CBD_{t-1}+U_t$	2.22	12.4	CBD→GBD(0)
4. $CBD=c+CBD+GBD+U$	0.93	40.0	GBD→CBD(×)
5. $GBD=c+\sum_{i=1}^2 \gamma_i GBD_{t-1}+\sum_{i=1}^2 w_i MBD_{t-1}+U_t$	2.46	10.0	MBD→GBD(0)
6. $MBD=c+\sum_{i=1}^2 \gamma_i MBD_{t-1}+\sum_{i=1}^2 w_i GBD_{t-1}+U_t$	0.123	88.0	GBD→MBD(×)

註 : 추정모형 1의 경우, 귀무가설 $H_0 : w_{t-1}=w_{t-2}=0$, 여타는 〈表 8〉과 동일.

〈表 10〉 債權種類別 去來比重(%)

	85	86	87	88	89
통 안 증 권	4.5	12.2	53.0	69.6	70.1
기 타 국 공 채	31.1	50.1	21.4	12.3	14.9
회 사 채	64.6	47.7	25.6	18.1	15.0

註 : 장내거래, 각채권의 장외거래에서의 비중도 장내거래와 거의 비슷함.

資料 : 『주식』, 한국증권거래소, 1986—90년 각 1월호.

행시장과 통안증권발행시장)과 自由化된 市場(유통시장)이 공존하며 자유화된 시장이 規制市場에 영향을 미침으로써 발생하는 결과로서 완전히 자유화된 시장에서의 政府債權發行으로 인해 발생하는 驅逐效果와는 다른 것이다.

會社債流通收益率이 시장금리를 주도하는 시장에 비하여 通安證券流通收益率이 시장금리를 주도하는 시장의 金利壓力이 높은 이유는 다음과 같다. 會社債

의 경우는 發行金利와 實勢金利의 차이가 여러가지 수수료나 “return” 등의 規制回避手段을 통해 보전되는 과정을 통하여 채권인수단과 주간사회사, 발행회사 간에 분산하여 부담됨으로써¹²⁾ 債券流通收益率에 미치는 압력이 상대적으로 약화되는 반면에, 通安證券의 경우는 金利回避手段이 없으므로 수급변화에 따른 인수자의 物量壓力은 인수자금의 조달을 위한 保有通貨債의 市場賣却을 통하여 그대로 市場金利의 變動으로 나타나게 된다. 또한 短資社의 경우는 通安證券의 매매손실을 기업에게 전가시킴으로써 기업의 금리부담을 가중시켜 왔다. 이러한 현상은 通貨當局이 通安證券을 실세금리이하에서도 引受團에게 強制消化시킬 수 있는 반면에 引受團은 어떠한 金利規制回避手段도 가질 수 없기 때문에 발생하는 현상이다. 問題는 通安證券이 실세금리이하로 발행됨으로 인하여 발생하는 通安證券 流通收益率 主導에 의한 시장금리의 상승이 會社債發行의 實質金利를 높인다는 데 있다. 결과적으로 通貨當局이 짊어져야 할 실세금리의 부담이 통안증권주도의 債券市場構造를 통해 企業에게 轉嫁되는 결과를 초래하고 있다고 사료된다. 또한 이러한 시장구조하에서는 會社債發行金利의 規制가 오히려 기업의 實質金利負擔을 가중시키는 결과를 가져온다.

1989년 7월이후 短期市場金利는 현저하게 하락하고 있으나, 여전히 長期金利가 종래의 高水準에 머물고 있는 이유는 이상에서 살펴 본 바와 같이, 현재의 實勢金利以下の 通安證券發行에 의한 통화관리방식이 驅逐效果(crowding out effect)이상으로 시장금리를 상승시키는 현상과 또한 예측하기 어려운 불규칙한 通貨債의 引受負擔으로 인하여 금융기관들이 長期債인 회사채의 인수를 기피하는 性向에 있다고 사료된다. 회사채의 表面利子率이 시장의 실세를 반영하지 못하고, 通貨當局이 通貨債의 강제소화방식을 지속하는 시장여건하에서는 主幹

12) 예로, 發行金利와 流通收益率間의 차이로 인하여 債券引受者가 손실을 보는 경우에도 인수단이 인수하고 남은 채권을 떠 안은 주간회사나 return으로 채권을 보유하게 된 발행기업은 그 債券을 즉각 市場에 賣却하는 것이 아니라 가능한 한 보유기간을 연장함으로써 그만큼 채권의 流通收益率의 인상압력을 낮추는 결과가 된다.

事證券會社의 殘額引受比率이 높을 수 밖에 없으며 (<表 11>), 이는 다시 발행 회사에 return을 유발한다. 1989년 9월이후 return의 規制로 同現象이 사라지자, 시장거래자들은 대신 引受手數料의 인상으로 實勢金利를 確保하였으며 그결과 11월에는 인수수수료마저 規制되었다. 그러나 시장의 압력이 작용하는 한, 또 다른 規制回避方法이 등장함으로써 行政規制나 監督의 效果는 오래 지속될 수가 없을 것이며, 또한 規制가 지속적으로 效力을 발휘한다고 하더라도 이는 결국에는 會社債發行市場을 마비시키는 결과를 초래하게 될 것이다. 그렇다면 金利자유화에도 불구하고 정부가 여전히 會社債發行利率을 規制하는 이유는 무엇인가? 그것은 회사채이자율의 실세발행이 곧 通安證券의 發行金利引上을 불가피하게 하기 때문이다. 通安증권과 회사채의 실세金利발행은 예금은행의 預金金利가 規制되고 있는 여건하에서는 은행으로부터 시장金利금융상품으로의 資金流出(disintermediation)을 가속화시킴으로써 金融構造의 歪曲을 심화시키는 문제를 초래하게 될 것이다. 따라서 預金金利의 自由化를 與信金利의 自由化와 병행하여 추진할 수 없는 제약을 전제로 한다면,¹³⁾ 通安證券과

<表 11> 機關別 會社債引受 消化比重(%)

	85	86	87	88	89
인 수 단	21.7	34.3	25.1	26.0	44.9
투 자 신 탁	15.9	29.1	18.4	22.3	36.9
금 융 기 관 1)	5.8	5.2	6.7	3.7	7.0
정 약					
연 금 공 단	5.6	6.2	2.8	3.7	3.8
기 타	4.7	2.1	7.8	17.9	5.3
주 간 사 잔 액 인 수	68.0	57.4	64.3	52.4	46.0

註 : 1) 은행, 종금, 증권회사

資料 : 『증권조사월보』, 1986—90년 각 1월호.

13) 預金金利의 自由化를 貸出金利의 自由化와 병행하여 추진하는 경우의 문제점에 관하여는 韓國銀行 35주년 기념세미나에서 발표된 Meltzer교수의 논문 pp. 11-14 참조.

會社債를 市場의 實勢金利로 발행하되, 債券의 需要基盤을 제도적으로 확충하여 시장실세금리가 예금금리와 격차가 적은 수준에서 형성되도록 유도하는 것이 金利自由化推進의 先決課題라고 하겠다. 例로 채권편입비율이 높은 長期貯蓄商品에 대한 세제상의 유인을 주고, 특히 預託限度를 대폭 높이는 방안이 바람직하다고 본다.

3) 銀行貸出의 自律性 提高問題

通貨當局은 通貨指標의 왜곡문제를 시정하고 기업의 金利負擔을 완화하기 위해 빈번히 兩建預金에 대한 預貸相計措置를 취해 왔다. 이러한 預貸相計措置는 특히 通貨指標의 관리가 어려울 때 취해졌다.¹⁴⁾ 양건예금으로 인한 通貨指標의 歪曲問題가 심각한 것은 분명하다.¹⁵⁾ 그러나 通貨指標間의 괴리현상이 심하여 통화정책운영의 중간목표로서의 M_2 의 信賴性이 크게 떨어진 상황에 있어서는 통화지표의 관리를 위한 預貸相計措置는 銀行과 企業側을 납득시키기 어려울 것이며, 현실적으로 엄밀한 규제가 어려운 만큼 은행과 기업양자의 협조나 행태변화가 없는 한 通貨指標의 歪曲防止效果도 단기에 그칠 수 밖에 없을 것이다. 한편 金利自由化의 측면에서 본다면, 대출금리가 완전히 자유화되었다면, 은행이 대출기업의 신용상태에 따라 貸出回收의 위험을 축소하기 위해 補償預金(compensation balance)을 요구하는 것을 규제할 이유가 없을 것이다. 금리자유화로 은행의 優待金利制度 定着이 시급한 과제이나 우대금리제도의 정착에는 은행내의 審査機能의 強化와 銀行間의 競爭體制의 形成 등 단기간에 진전되기 어려운 과제들이 놓여 있다. 양건예금의 관행으로 인하여 優待金利制度가 定着

14) 通貨當局은 1990년 2월의 경우 1조5천억원의 預貸相計措置를 지시했으며, 양건예금으로 인한 通貨指標의 歪曲問題에 대한 정부의 시각에 관하여는 매일경제신문 1990. 2. 8일자 “通貨當局의 視覺과 對應方案” 참조.

15) 양건예금의 규모에 관하여 通貨當局은 대체로 기업예금의 30—40%로 보고 있음. 이러한 비율을 기업의 저축성예금규모에 적용해 본다면, 1989. 9월의 경우 24천억원—32천억원규모이며, 이는 총통화의 4.5—6.0%에 해당함.

되지 않는 측면도 있으나, 貸出市場에 있어서 金融機關들간의 競爭性이 제고된다면 우대금리제도는 정착될 것이며, 그 결과 貸出金利와 市場金利間의 격차가 적정수준으로 좁혀진다면 양건예금의 관행은 자연히 제거될 것으로 본다. 따라서 優待金利制度中心으로 이행하는 과정에서 補償預金에 대한 銀行의 自律性의 폭을 확대하는 것이 대출시장의 競爭性을 제고하여 金利自由化를 정착시키는데 효과적일 것으로 사료된다.

한편 預貸相計는 기업의 예상하지 못한 자금압박을 초래함으로써 기업으로 하여금 보다 高金利의 단자나 보험회사의 대출 또는 私債市場에 의존토록 함으로써 기업의 금리부담을 가중시키는 결과를 초래한다.

第 5 章 結 論

本稿는 1988년 12월의 金利自由化가 銀行貸出市場과 市場金利動向에 미친 영향을 분석하기 위해 시도되었다. 金利의 資源配分機能을 제고하고, 金融市場의 對外開放에 대응하기 위해서도 金利자유화는 추진되어야 한다. 그러나 1988년 12월의 金利자유화는 당초의 정책목표인 金融의 仲介機能 強化, 通貨管理方式의 改編을 위한 基盤造成, 金融國際化的 受容態勢 確立 등을 추구하기에는 지극히 不適切한 時期와 條件下에서 추진됨으로써 오히려 金利自由化政策의 意義 자체를 稀釋시키는 결과를 초래한 것으로 사료된다. 이미 경기후퇴와 인플레이션 압력의 증대로 스태그플레이션의 가능성이 높아진 시점에서 金利자유화가 단행됨으로써 金利自由化는 당초부터 規制로의 復歸를 예정하고 있다고 할 것이다. 즉 거시경제여건의 不安定性이 높아지는 시기에 金利자유화를 단행함으로써 金利자유화정책의 기초가 지속되기 어려웠으며, 그 결과 金利자유화의 추진을 위한 介入的인 市場條件의 조성과 通貨관리의 直接規制로의 轉換으로 인한 政策의 不連續性은 民間에게 金融市場 여건에 대하여 결과적으로 잘못된 公示效果의 영향을 미침으로써 1989년의 高金利와 金融市場의 混亂을 가중시키는 작용을 한 것으로 사료된다. 한편 實證分析結果 金利자유화는 은행의 이윤추구동기를 자극함으로써 은행의 市場指向的인 貸出行態를 제고시키고, 貸出市場에 있어서는 非規制市場과의 통합을 진전시키는 부분적인 성과를 거둔 것으로 사료된다. 따라서 金利自由化의 시장기반을 정착시키기 위해서는 지속적으로 은행의 이윤동기가 자극될 수 있도록 貸出運營의 自律性을 擴大하는 것이 바람직하다고 하겠다. 정부는 通貨指標의 왜곡현상을 막고 기업의 金利부담을 완화한다는 이유로 兩建預金에 대하여 빈번히 規制措置를 취해왔지만, 현실적으로 양건예금의 관행은 근절되기도 어려울 뿐만 아니라, 양건예금규제

에 의한 預貸相計는 기업의 금리부담을 완화하는 것이 아니라 기업으로 하여금 보다 금리압력이 높은 非銀行金融市場이나 債權發行에 의한 자금조달을 불가피하게 함으로써 결과적으로는 實質金利負擔을 높이는 결과를 초래하고 있다. 따라서 은행대출에 있어서 優待金利制度를 정착시키되 그 선행단계로 양건에 금에 대한 규제를 완화하는 것이 金利自由化의 定着을 위한 은행의 市場指向의 行態를 촉진하고, 기업의 실질적인 금리부담을 완화하는 효과를 가져올 것으로 사료된다.

한편 通安證券流通收益率이 市場金利를 主導함으로써 자금시장의 전반적인 금리압력을 높혀 驅逐效果와는 별도로 會社債市場에 영향을 미침으로써 회사채 발행금리를 높은 수준에서 형성토록 하는 결과를 초래하고 있는 것으로 나타났다. 1989년 하반기이후 短期金利의 하락에도 불구하고 長期金利가 높은 수준을 지속하고 있는 이유는 바로 이러한 通安證券主導의 시장구조에 있다고 사료된다. 통안증권의 발행금리가 市場實勢金利를 반영하지 않는 한, 通安證券의 實勢金利負擔은 return을 통하거나 다른 시장금리를 끌어 올림으로써 企業에 轉嫁된다. 이러한 문제는 금리자유화의 단계적인 이행과정에서 나타나는 分割된 市場과 統合된 市場間의 상호작용이라는 점에서 주목된다.

1988년 12월의 金利自由化以後 지난 1년간의 經驗은 金利自由化의 실행은 金利規制의 除去에만 그치는 것이 아니라 그 과정에서 市場行爲者들의 行態나 市場間의 關係 등이 얼마나 중요한 영향을 미치는가를 보여주고 있다. 이상의 분석에 비추어 볼 때, 金利自由化政策을 추진함에 있어 다음과 같은 측면을 중시할 필요가 있다고 사료된다. 첫째로, 金利自由化政策 자체가 介入的인 衝擊을 시장에 미치는 경우 민간에게 잘못된 公示效果의 영향을 미치며, 政策의 一貫性 喪失로 자금시장의 不安定性을 높일 가능성이 크고, 둘째로, 금리자유화의 단계적인 추진과정에서 발생하는 規制市場과 非規制市場, 또는 分割된 市場과 統合된 市場의 相互作用에 주목할 필요가 있다는 점이다.

參 考 文 獻

- 姜文秀·崔長鳳, “貨幣市場에 대한 金融政策 및 規制의 影響”, 韓國金融學會, 1989, 6.
- 金東源, “金融自律化與件下의 銀行貸出市場 構造變化에 관한 實證分析”, 『經濟學研究』, 제37집 제1호, 韓國經濟學會, pp. 67—84.
- 金聖民, “通貨政策指標로서의 通貨總量과 市場金利”, 『調查統計月報』, 韓國銀行, 1989.2. pp. 17—30.
- 金應震, “通貨 및 信用과 金融政策”, 『韓銀調查研究』, 제2호, 1989. 5.
- 邊陽浩, “金利調整의 意味와 金利運用方向”, 『월례토론회 발표논문 88—7』, 金融研究會.
- 安炳讚, “間接規制方式에 의한 通貨管理의 安着化 方案”, 『調查統計月報』, 韓國銀行, 1989. 6. pp. 6—21.
- 李天杓, “金利自由化의 中間評價와 金融自律化”, 『全經聯文庫 32』, 全國經濟人聯合會, pp 9—30.
- 證券監督院, 『證券調查月報』, 1986—1990 各年 1월호.
- 韓國證券去來所, 『株式』, 1986—1990 各年 1월호.
- Asako K. and Uchino Y., “Bank Loan Market of Japan : A New View on the Disequilibrium Analysis”, *BOJ Monetary and Economic Studies*, Vol. 5 No.1, Bank of Japan, May. 1987.
- Bowden, R. J., “Specification, Estimation and Inference for Model of Markets in Disequilibrium”, *International Economic Review*, Ocover, 1978.
- , *The Econometrics of Disequilibrium*, North Holland Publishing Co., 1978.
- Ito, T. and Ueda K. “Tests of the Equilibrium Hypothesis in Disequilibrium Eco-

- nometrics : An International Comparison of Credit Rationing", *International Economic Review*, October. 1981.
- Meltzer, A. H., "Policies for Growth with Low Inflation and Increased Efficiency", *Paper for presentation at the Seminar Commemorating The 35th Anniversary of The Bank of Korea*, 12th June. 1985.
- Slovin M. B. and Sushka M. E. "A Model of the Commercial Loan Rate", *The Journal of Finance*, Vol. 38, No. 5, December, 1983.
- Takeda, M., "A Theory of Loan Rate Determination in Japan", *BOJ Monetary and Economic Studies*, Vol. 3, No. 1. May. 1985.

附 錄

〈銀行貸出市場 不均衡模型 推定方式〉

1. 基本模型

- 1) 貸出需要函數 $L_t^d = \beta_0 r_t + X_t \beta + u_t$
- 2) 貸出供給函數 $L_t^s = \gamma_0 r_t + Z_t \gamma + v_t$
- 3) 利子率調整式 $r_t - r_{t-1} = \theta_1 (r_t^e - r_{t-1}) + \theta_2 (\bar{r}_t - r_{t-1}) + \varepsilon_t$
- 4) 實現된 貸出 $L_t = \min [L_t^d, L_t^s]$

X_t : 대출수요함수의 外生變數 Vector

Z_t : 대출공급함수의 外生變數 Vector

u_t, v_t, ε_t : 攪亂項으로 각각 독립이며 White noise의 성질을 가짐.

\bar{r}_t : 정책금리

r_t^e : 균형금리

$$0 \leq \theta_1, \theta_2 \leq 1.$$

2. 資料識別의 問題

- 不均衡模型에서는 관측된 資料가 수요량이나 공급량 중 어느 한편만 사용가능하므로 資料의 식별문제가 대두된다. 資料의 식별기준으로 $r_t \geq r_t^e$ 가 사용된다.

$r_t \geq r_t^e$: 超過供給期 ($\beta_0 < 0$)

$r_t < r_t^e$: 超過需要期 ($\gamma_0 > 0$)

이론적으로 균형이자율은 1), 2)식으로부터 도출된 5)식으로 나타난다.

$$5) \text{ 均衡利子率 } r_t^e = \frac{1}{\beta_0 + \gamma_0} [Z_t \gamma + X_t \beta + u_t - v_t]$$

• 1), 2), 5)식으로부터 6)식, 3)식으로부터 7)식이 도출된다.

$$6) I_t^d - I_t^s = (\beta_0 - \gamma_0) (r_t - r_t^e)$$

$$7) r_t - r_t^e = \frac{1 - \theta_1}{\theta_1} (r_t - r_{t-1}) + \frac{\theta_2}{\theta_1} (\bar{r}_t - r_{t-1}) + \frac{\varepsilon_t}{\theta_1}$$

$$8) \text{需要函數 } L_t = \begin{cases} L_t^d & : \text{초과공급기} \\ L_t^d - (L_t^d - I_t^s) & : \text{초과수요기} \end{cases}$$

• 1), 6), 7)식을 8)식에 대입하면 수요함수는 9)식이 됨.

$$9) L_t = \beta_0 r_t + X_t \beta + (\beta_0 - \gamma_0) \frac{1 - \theta_1}{\theta_1} (r_t - r_{t-1}) - (\beta_0 - \gamma_0) \frac{\theta_2}{\theta_1} (\bar{r}_t - r_{t-1}) + u_t - \frac{\beta_0 - \gamma_0}{\theta_1} \varepsilon_t$$

(초과공급기에는 $r_t - r_{t-1}$, $\bar{r}_t - r_{t-1}$, ε_t 는 각각 0이 된다.)

한편, 貸出函數는 다음과 같음.

$$10) I_t = \begin{cases} I_t^s - (I_t - I_t^d) & : \text{초과공급기 } (r_t \geq r_t^e) \\ I_t^s & : \text{초과수요기 } (r_t < r_t^e) \end{cases}$$

2), 6), 7)식을 10)식에 대입하면 대출함수는 11)식이 됨.

$$11) I_t = \gamma_0 r_t + Z_t \gamma - (\beta_0 - \gamma_0) \frac{1 - \theta_1}{\theta_1} (r_t - r_{t-1}) +$$

$$(\beta_0 - \gamma_0) \frac{\theta_2}{\theta_1} (\bar{r}_t - r_{t-1}) + v_t + \frac{\beta_0 - \gamma_0}{\theta_1} \varepsilon_t$$

(초과수요기에는 $r_t - r_{t-1}$, $\bar{r}_t - r_{t-1}$, ε_t 는 각각 0이 된다)

3) 聯立推定方法

- 9)식과 11)식의 攪亂項들을 정리하면 9)식은 12)식과 15)식으로, 11)식은 13)식과 16)식으로 분리되며, r_t^e 가 수요·공급함수의 연립체계에 의해 실제 구해질 수가 없으므로 이론상의 균형이자율인 5)식을 利率調整式 3)에 대입하면 14)식이 도출된다. 따라서 12)~14)식은 기본모형의 1)~3)식의 誘導型方程式에 해당한다.
- 균형이자율을 구하기 위해 먼저 14)식을 계수제약없이 2段階最小自乘法 (2SLS)으로 추정하면 $1-\theta_1-\theta_2$ 와 θ_2 의 값이 구해지며, 이 값을 3)식으로 부터 도출된 18)식에 대입하면 r_t^e 가 구해진다.

$$12) L_t^d = \beta_0 r_t - X_t \beta + (\beta_0 - \gamma_0) \frac{1 - \theta_1}{\theta_1} (r_t - r_{t-1})$$

$$- (\beta_0 - \gamma_0) \frac{\theta_2}{\theta_1} (\bar{r}_t - r_{t-1}) + \xi_t^d$$

$$13) L_t^s = \gamma_0 r_t + Z_t \gamma - (\beta_0 - \gamma_0) \frac{1 - \theta_1}{\theta_1} (r_t - r_{t-1}) +$$

$$(\beta_0 - \gamma_0) \frac{\theta_2}{\theta_1} (\bar{r}_t - r_{t-1}) + \xi_t^s$$

$$14) r_t = (1 - \theta_1 - \theta_2) r_{t-1} + \frac{\theta_1}{\beta_0 - \gamma_0} (Z_t \gamma - X_t \beta) + \theta_2 \bar{r}_t + \xi_t$$

$$15) \xi_t^d = u_t - \frac{\beta_0 - \gamma_0}{\theta_1} \varepsilon_t$$

$$16) \xi_t^s = v_t - \frac{\beta_0 - \gamma_0}{\theta_1} \varepsilon_t$$

$$17) \xi_t = \frac{\theta_1}{\beta_0 - \gamma_0} (v_t - u_t) + \varepsilon_t$$

$$18) r_t^e = \frac{1}{\theta_1} [r_t - (1 - \theta_1 - \theta_2) r_{t-1} - \theta_2 \bar{r}_t - \varepsilon_t]$$

· 그러나 12)~14)식으로 구성되는 聯立方程式體系는 서로 독립이 아니며 (이론적으로는 12), 13)식의 연립체계에 의해 内生變數 r_t, L_t 가 구해져야 하나, 不均衡模型에서는 3개의 방정식으로부터 2개의 내생변수를 구하므로 발생하는 문제), 이에 따라 15)~16)식의 同時分散--共分散行列(Contemporaneous Variance-covariance matrix)이 特異行列(singular matrix)이 되어 이론적으로 추정이 불가능하다는 문제가 발생한다. 이 문제를 해결하기 위해 수요함수와 공급함수에 일종의 추정상의 오류가 포함된다는 가정을 도입하면 8)식과 10)식은 각각 19), 20)식으로 바뀌어지며, 이에 따라 15)~16)식은 21)~22)식이 된다.

$$19) L_t = \begin{cases} L_t^d & : \text{초과공급기}(r_t \geq r_t^e) \\ L_t^d - (L_t^d - L_t^s) + n_t & : \text{초과수요기}(r_t < r_t^e) \end{cases}$$

$$20) L_t = \begin{cases} L_t^s - (L_t^s - L_t^d) + n_t & : \text{초과공급기}(r_t \geq r_t^e) \\ L_t^s & : \text{초과수요기}(r_t < r_t^e) \end{cases}$$

$$21) \varepsilon_t^d = u_t - \frac{\beta_0 - \gamma_0}{\theta_1} \varepsilon_t + n_t \quad (\text{초과공급기} : \varepsilon_t = n_t = 0)$$

$$22) \varepsilon_t^s = v_t + \frac{\beta_0 - \gamma_0}{\theta_1} \varepsilon_t + n_t \quad (\text{초과수요기} : \varepsilon_t = n_t = 0)$$

· 결국 18)식에서 계산된 r_t^e 로 L_t 자료를 L_t^d 와 L_t^s 로 식별하여 12), 13), 14)식과

21), 22)식을 연립방정식체계로 하여, 線型三段階最小自乘法(L3SLS)에 의해 추정된 계수제약하에서 다시 12), 13), 14)식을 非線型三段階最小自乘法(NL3SLS)으로 추정한다. 本文의 <表 5>는 이러한 방법에 의해 최종적으로 추정된 결과이다.

• 研究報告書案内 •

◀ 研究叢書 ▶

第1-81-01卷	現行稅制的 綜合評價와 1982年度 稅法改正方向研究	1981
第2-81-02卷	韓國經濟 短期豫測模型	1981
第3-82-01卷	우리나라 企業의 人件費支拂能力評價와 賃金對策	1982
第4-82-02卷	韓國企業의 成長 및 財務行態	1982
第5-82-03卷	租稅負擔의 測定과 適正負擔率에 관한 研究	1982
第6-82-04卷	韓國의 私金融市場에 관한 研究	1982
第7-82-05卷	稅法體系의 整備와 改善에 관한 研究	1982
第8-82-06卷	所得稅體系 合理化를 위한 基礎研究	1982
第9-82-07卷	財政機能의 再調整과 行政機能 官僚制度의 改編方案 研究	1982
第10-82-08卷	韓國租稅文化의 反省과 稅制의 綜合改善方向	1982
第11-83-01卷	稅收推計模型의 精密化와 中長期 稅收展望	1983
第12-83-02卷	韓國企業의 準租稅負擔에 관한 理論的 考察과 負擔 水準의 實證的 分析	1983
第13-83-03卷	段階的 貿易自由化에 對應한 關稅率과 關稅行政의 改編方向	1983
第14-83-04卷	80年代 産業構造 高度化를 위한 輸入自由化와 關稅 政策의 方向	1983
第15-83-05卷	法人所得과 配當所得의 二重課稅調整에 관한 研究	1983
第16-84-01卷	韓國의 貿易發展과 綜合貿易商社의 役割	1984
第17-84-02卷	韓國의 赤字財政 研究	1984
第18-84-03卷	韓國의 土地稅制 改編方向 研究	1984
第19-84-04卷	臺灣의 産業政策	1984

第20-85-01卷	韓國의 地方財政 研究	1985
第21-85-02卷	纖維産業의 構造調整에 관한 實證研究	1985
第22-85-03卷	稅法上 實質課稅에 관한 研究	1985
第23-85-04卷	金融費用增加와 物價上昇에 관한 微視的 分析	1985
第24-85-05卷	經濟體質強化를 위한 租稅政策方向	1985
第25-85-06卷	韓國貿易構造의 決定要因과 變化推移에 관한 研究	1985
第26-85-07卷	韓國企業의 經營特性要因에 관한 研究(I)	1985
第27-85-08卷	半導體産業의 現況과 育成政策	1985
第28-86-01卷	信用配分과 金融自律化의 方向	1986
第29-86-02卷	우리나라 通貨의 役割과 産業別 資金配分の 效率性 分析	1986
第30-86-03卷	市場經濟體制의 高度化와 公正去來秩序	1986
第31-86-04卷	産業別 技術革新過程과 政策課題	1986
第32-86-05卷	製造業部門 比較優位構造의 變化推移에 관한 研究	1986
第33-86-06卷	非上場株式 課稅評價方法의 合理化方案	1986
第34-86-07卷	韓國과 臺灣의 通貨政策 및 物價	1986
第35-86-08卷	企業의 準租稅負擔에 관한 實證的 研究	1986
第36-86-09卷	韓國經濟學 研究序說	1986
第37-86-10卷	韓國의 中小企業과 系列化	1986
第38-87-01卷	海外轉換社債發行과 企業財務戰略	1987
第39-87-02卷	政府와 市場	1987
第40-87-03卷	開放經濟下의 貸金政策	1987
第41-87-04卷	換率變動에 따른 韓·日의 産業 및 貿易構造의 變化	1987
第42-87-05卷	韓國의 地下經濟에 관한 研究	1987
第43-87-06卷	企業集團의 形成메카니즘과 評價	1987
第44-87-07卷	韓國 企業그룹의 多角化戰略 研究	1987

第45-87-08卷	換率變動에 따른 國際競爭力과 産業內貿易의 變化推移	1987
第46-87-09卷	中小企業의 知識集約化에 관한 研究	1987
第47-87-10卷	우리나라 相續課稅制度的 改編方案 研究	1987
第48-88-01卷	技術革新의 産業組織的 特性에 관한 研究	1988
第49-88-02卷	企業의 技術擴散에 관한 研究	1988
第50-88-03卷	公企業 및 政府出資企業의 民營化 推進方向에 관한 研究	1988
第51-88-04卷	産業內貿易의 變化推移와 決定要因에 관한 研究	1988
第52-88-05卷	臺灣의 租稅構造와 貯蓄·投資	1988
第53-88-06卷	韓國貿易收支와 主要産業 輸出構造 分析	1988
第54-88-07卷	美國貿易의 政治經濟學과 韓國의 對應方案	1988
第55-88-08卷	經濟發展에 있어서 國家財政의 役割	1988
第56-88-09卷	韓國資本主義의 이데올로기 再定立方向	1988
第57-88-10卷	韓國企業의 準租稅에 관한 研究	1988
第58-88-11卷	資本自由化의 巨視經濟的 側面	1988
第59-88-12卷	産業集中度의 決定要因 및 變化要因과 最適企業規模에 관한 研究(I)	1988
第60-89-01卷	開放經濟下의 金利政策	1989
第61-89-02卷	韓國 大企業集團의 生成環境과 進路	1989
第62-89-03卷	産業集中度의 決定要因 및 變化要因과 最適企業規模에 관한 研究(II)	1989
第63-89-04卷	經濟民主化와 金融通貨政策	1989
第64-89-05卷	南北韓 産業 및 技術協力の 推進方案에 관한 研究	1989
第65-89-06卷	蘇聯·東歐諸國의 政治 및 經濟政策의 變化와 産業 및 技術協力에 관한 研究	1989
第66-89-07卷	3高現象이 企業採算性에 미치는 效果에 관한 研究	1989

第67-89-08卷	適正換率分析에 관한 理論定立	1989
第68-89-09卷	民間主導型 尖端技術革新을 위한 政策 및 企業戰略에 관한 研究	1989
第69-89-10卷	우리나라 所得不平等의 現況과 要因分析	1989
第70-90-01卷	日本의 新産業戰略과 技術革新	1990
第71-90-02卷	勞動費用과 國際競爭力	1990
第72-90-03卷	韓國經濟 分期計量模型	1990

◀ 研究調查資料 ▶

第1-81-01卷	아시아·太平洋地域の 貿易 및 産業調整	1981
第2-81-02卷	現行 租稅의 問題點	1981
第3-82-01卷	民主資本主義의 將來	1982
第4-82-02卷	地方歲入의 地域的 不均衡에 관한 經驗的 研究	1982
第5-83-01卷	政府規制 緩和方向과 美國經濟 展望	1983
第6-83-02卷	韓國經濟學의 摸索	1983
第7-83-03卷	資本主義와 社會主義	1983
第8-83-04卷	民主資本主義와 企業의 成長	1983
第9-83-05卷	民主主義와 民間調整機構	1983
第10-83-06卷	韓國과 第4次 産業革命 : 1960~2000	1983
第11-83-07卷	企業稅制 合理化的 基礎研究	1983
第12-83-08卷	民主資本主義와 韓國의 發展	1983
第13-83-09卷	國民租稅意識의 調查研究	1983
第14-84-01卷	成長經濟에 있어서의 資本所得에 관한 適正稅率과 歸着分析	1984
第15-84-02卷	資本主義精神과 反資本主義心理	1984
第16-84-03卷	美·日의 産業政策과 韓國의 對應	1984
第17-84-04卷	企業의 社會奉仕	1984
第18-85-01卷	中共의 經濟法令 解說	1985
第19-85-02卷	우리나라 通貨의 役割과 通貨信用政策의 方向	1985
第20-85-03卷	家計貯蓄增大을 위한 租稅政策方向	1985
第21-88-01卷	轉換期の 勞使問題와 對應方向(I)	1988
第22-88-02卷	轉換期の 勞使問題와 對應方向(II)	1988
第23-88-03卷	換率變動의 輸出入價格에의 轉嫁度와 示唆點	1988
第24-88-04卷	金融自律化的 效率的 推進方向	1988
第25-88-05卷	원貨切上에 따른 輸出企業 對應戰略	1988

第26-88-06卷	中國의 經濟改革과 韓國企業의 進出	1988
第27-88-07卷	國際收支 黑字管理의 巨視經濟政策	1988
第28-89-01卷	원高·賃金上昇의 物價 및 企業利潤에 미치는 影響分 析	1989
第29-89-02卷	韓國의 物價要因과 金利 및 通貨政策方向	1989
第30-89-03卷	韓國企業의 資本構造와 資本費用	1989
第31-89-04卷	賃金構造와 産業構造 再編方向	1989
第32-89-05卷	換率政策의 課題와 展望	1989
第33-89-06卷	研究開發活動에 있어서 公企業과 民間企業의 役割과 課題	1989
第34-89-07卷	勞總·經總 賃金指針의 比較分析	1989
第35-90-01卷	우리나라 企業의 成長推移 및 規模變動要因分析	1990
第36-90-02卷	南美的 經驗과 韓國經濟	1990
第37-90-03卷	金利自由化의 成果와 課題	1990

◀ 研究報告 ▶

第1-85-01卷	1. 金融革新과 通貨金融政策 改編方向	1985
第2-85-02卷	2. 金融自律化 및 銀行與信管理 改善方案	1985
第3-86-01卷	3. 現行經濟法의 問題點 및 改善方向	1986
第4-87-01卷	4. 우리나라에 있어서 金利가 貯蓄·投資에 미치는 影響	1987
第5-87-02卷	5. 日本의 貿易·資本自由化와 그 對應政策	1987