

## 目 次

I. 檢討背景 .....	3
II. 通貨信用政策의 波及過程 .....	4
III. 우리나라 總通貨와 經濟活動 .....	9
IV. 最近의 景氣動向 및 投資展望 .....	13
V. 1985年 通貨供給運用 方向 .....	18
VI. 總通貨增加目標調整이 物價 및 國際收支에 미치는 영향 .....	24

## I. 檢 討 背 景

### 1. 最近 開發途上國에서의 通貨信用政策 波及效果에 대한 새로운 論議에 注目

- 二元화된 金融市場構造아래서 金融緊縮政策은 stagflation 현상이 대두될 가능성이 있고
- 先進國型的 安定化政策을 開發國에 그대로 적용하는 IMF 방식에 대한 비판이 접증되고 있으며
- 短期的으로 通貨가 運營資金으로서 生産供給能力에 직접적으로 영향을 미치게 된다는 理論을 소개하고자 함.

### 2. 우리나라의 경우 通貨가 物價 및 成長에 미치는 役割을 再照明

- 通貨가 生産供給能力에 미치는 波及效果를 우리나라에 적용하고
- 이와같은 새로운 시각에서 通貨의 役割을 이해함으로써
- 今後 合理的인 通貨信用政策의 方向을 摸索하기 위함.

### 3. 1985 年の 通貨供給運用方向 提示

- 國內外 景氣展望이 不透明하고
- 企業의 投資心理가 극도로 저조한 狀況에서
- 劃一的인 總需要管理政策의 한계성을 검토하기 위함.

## II. 通貨信用政策의 波及過程

### 1. 傳統理論

1) 고전적인 貨幣數量說에는 通貨 ( $M_1$ )의 支拂手段으로서의 기능을 중시하고 있음.

- 通貨 및 信用의 增加 → 總需要의 增加 → 物價上昇 > 生産不變

#### 波及過程

- 通貨增加와 인플레이의 比例的 關係 주장

2) Friedman을 중심으로 하는 일부 通貨主義學派는 通貨 ( $M_2$ )의 資産保有手段으로서의 기능을 중시하고 있음.

- 通貨 및 信用의 增加 →  $M^D < M^S$ 의 초과공급 → 實物市場의 購買力으로 나타남.

短期: 物價上昇, 生産增加

長期: 物價上昇, 生産不變

3) Tobin 등 新「케인지안」은 資産保有手段으로서의  $M_2$  기능을 중시하고 있음.

- 通貨 및 信用의 增加 → 一連의 資産代替過程 → 金融資産의 收益率 下落 → 總需要增加 → 物價上昇, 生産增大

### 2. 開發國 中心理論

- 金融緊縮이 Stagflation 현상을 초래할 가능성 제시.
- 金融政策의 變化가 投資需要의 變化를 통하여 總需要와 物價에 영향을 미치는 종래의 선진국형 波及效果를 開發途上國에 그대로 적용하는 것을 반대하고
- 대신 만성적인 資金의 超過需要와 非制度金融圈이 金融市場에서 차지하는 比重이 큰 開發國의 특성을 강조하

여 金融政策의 波及效果를 규명하려는 일단의 經濟學者들 ( Bruno, Taylor, Cavallo, Wijnbergen )의 理論을 要約整理하고 그 政策的 示唆點을 제시함.

1) 模型의 特性

- 거시적인 生産과 物價의 行태를 企業의 利潤極大化 條件에서 출발하는 미시경제학적인 理論의 根據에서 도출함.
- 短期安定化政策을 主要對象으로 함.
- 可變生産要素 ( 勞動, 原資材 및 中間財 ) 비용의 일부, 즉 金融資金을 公金融과 私金融市場에서 調達함으로서 通貨信用政策이 직접적으로 生産側面에 연결되는 波及效果를 가정함.
- 運營資金 ( working capital ) 과 信用割當 ( credit rationing ) 의 影響을 모형내에 수용함으로써 특히 우리나라의 현실을 잘 반영하고 있는 것이 特徵임.

2) 模型의 도출

- 주어진 生産函數아래서 가변비용을 최소화하여 費用函數를 도출하면 限界費用函數를 얻을 수 있음.
- 右下向하는 需要函數로부터 限界收入函數를 도출함.
- 企業의 利潤極大化條件인 限界費用과 限界收入을 일치시키는 점에서 生産量과 價格을 선택하게 됨.

○ 生産函數  $X = f(K) \cdot F(L, N)^{\frac{1}{\alpha}}$  (1)

K : 固定資本

L : 勞動 ( 價格은 W )

N : 中間財 및 原資材 ( Pn )

○ 可變費用  $V = W \cdot L + Pn \cdot N$  (2)

(1)式의 제약조건 아래서 (2)式을 최소화하면 生産量과 可變

要素의 單位當價格의 函數인 費用函數를 얻을 수 있음.

$$C = X^\alpha (K)^{-\alpha} \cdot V(W \cdot P_n) \quad (3)$$

(3)式에서 可變費用V에 대한 W와 P<sub>n</sub>의 彈力値는 λ와 (1 - λ)라고 가정하고 이것은 總可變費用에서 차지하는 可變要素의 比重을 나타냄.

○ 限界費用函數의 도출

(3)式에서 K가 단기에는 固定되어 있다고 가정하면

$$\begin{aligned} MC &= \frac{\partial C}{\partial X} = \alpha X^{\alpha-1} \cdot V = \alpha \left( \frac{X^\alpha \cdot V}{X} \right) = \alpha \left( \frac{C}{X} \right) \\ &= \alpha (AVC) \end{aligned} \quad (4)$$

단, AVC : 平均可變費用

○ (4)식을 變化率 (percentage rate of change) 로 고치면

$$\hat{MC} = \hat{C} - \hat{X} = \alpha \hat{X} + \hat{V} - \hat{X} = (\alpha - 1) \hat{X} + \lambda \hat{W} + (1 - \lambda) \hat{P}_n \quad (5)$$

○ 企業이 可變要素의 一部 혹은 全部를 公金融 및 私債市場에서 調達하고 그 限界調達費用이 r이라고 한다면 MC는 MC(1 + r)로 增加하게 된다.

○ 만약 企業이 C만큼의 運營資金이 필요한데 公金融市場에서 r<sub>0</sub>의 利子率로 C<sub>0</sub>만큼의 與信割當을 받는다면, 不足分(C - C<sub>0</sub>)는 私債市場에서 調達하게 되고 그 차이가 클수록 企業이 直面하는 利子費用은 增加하게 된다.

○ 만약 利子費用이 公金融市場의 與信割當額에 대한 總資金需要額의 函數라고 하면

$$(1 + r) = (1 + r_0) \left( \frac{C}{C_0} \right)^\theta = R_0 C^\theta \quad (6)$$

단, R<sub>0</sub> = (1 + r<sub>0</sub>) C<sub>0</sub><sup>-θ</sup>

- 限界收入 (MR) 函數의 도출

$$\text{需要函數 } X^d = D (P/\pi)^{-\sigma} \quad \sigma > 1$$

단, D : 豫想需要

$\pi$  : 豫想物價上昇率

$$\hat{M}R = \hat{P} = \hat{\pi} + \sigma^{-1} (\hat{D} - \hat{X}) \quad (7)$$

- 均衡生産量과 價格水準의 決定

(5)式의 MC 에 利子費用을 감안한  $MC(1+r)$  과 (7)

式의 MR 을 一致시키면

$$\begin{aligned} \hat{P} &= a_0 \hat{R}_0 + a_1 \hat{W} + a_2 \hat{P}_n + a_3 \hat{\pi} + a_4 \hat{D} \\ \hat{X} &= -b_0 \hat{R}_0 - b_1 \hat{W} - b_2 \hat{P}_n + b_3 \hat{\pi} + b_4 \hat{D} \end{aligned} \quad (8)$$

단,  $a_i, b_i$  는 費用과 需要函數의 彈力值의 結合을 나타내는 常數들임.

### 3) 模型의 示唆點

- 投資機會가 많고 投資財源에 대한 초과수요가 상존하는 개발도상국에서는 통화·신용의 증가가 총공급의 증가 및 인플레이抑制에 直接的으로 기여할 수 있음 → 通貨의 總需要 자극효과보다는 供給의 증대효과 중시.
- 金融費用을 生産要素費用의 一部로서 취급함으로써 통화 신용정책의 영향이 生産供給과 인플레이에 직접적으로 연결되는 파급과정을 제시.
- 金融緊縮政策은 여신할당의 강화를 통하여 기업의 實效 金融費用을 상승시켜서 단기적으로는 生産의 減少와 인플레이를 더욱 惡化시키는 Stagflation 현상의 대두 가능성을 밝힘.
- 實效金融費用의 증가는 기업내부의 가용자금을 축소시켜 이것이 추가적인 자금수요를 유발하고 實效金融費用을 더

육 상승시키는 악순환과정을 초래할 수 있다는 것.

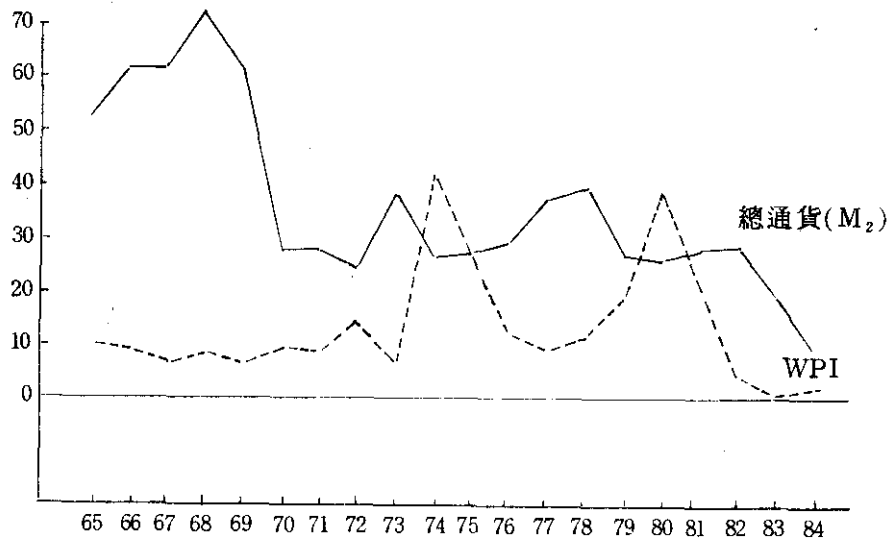
- 金融緊縮은 運營資金의 縮少를 통해서 매우 단기에 生産減縮 및 生産費上昇의 效果를 나타내며 (約 1分期 혹은 2分期 以內) 總需要抑制效果는 매우 느리게 나타난다는 것이 經驗的으로 증명됨. 즉 生産供給은 總需要 및 運營資金의 複合的 要因에 의해서 더욱 惡化되는 現象이 일어날 수 있음.
- 開發途上國에서 선진국형의 劃一的인 總需要管理政策을 실시하는 것은 단기적으로 政策效果가 先進國과는 다른 결과를 초래할 수 있다는 것을 강조하고 있음.

### Ⅲ. 우리나라의 總通貨와 經濟活動

#### 1. 總通貨와 「인플레」와의 關係

- 우리나라의 경우 總通貨 增加가 「인플레」에 미치는 영향은 불분명함.
- 1965年 以後 1차 석유파동기(1974~1975年)와 2차 석유파동기(1979~1981年)를 除外하고는 物價는 대체로 10% 내외의 안정된 上昇率을 보였음.
- <그림 1>에서 보는 것과 같이 특히 總通貨가 年平均 62% 정도 增加했던 1965~1969年 期間과 年平均 35.2% 增加했던 1976~1978年 期間에 物價가 다른 어떤 기간보다 안정적이었던 사실은 주목됨.
- 總通貨 혹은 通貨의 增加가 物價에 미치는 時差效果를 고려한다하더라도(에너지파동기 제외) 상관관계가 명확히 나타나지 않음.

<그림 1> 總通貨增加率과 都賣物價上昇率 比較





< M<sub>2</sub> 및 WPI 年平均增加率 >

( 單位 : % )

	1965 - 1969	1976 - 1978
M <sub>2</sub>	62.0	35.2
WPI	8.0	10.9

이와같은 점으로 볼 때, 우리나라의 경우 물가에 관한 지표를 직접 이용해서 總通貨가 物價에 미치는 影響을 回歸分析 ( Regression Analysis ) 한다는 것은 신빙성을 상실할 가능성이 있음.

- 우리나라의 경우 Bruno 나 Taylor 의 주장과 같이 金融緊縮政策이 企業의 金融費用을 上昇시켜서 인플레이에 파급된다는 과정을 다음의 物價方程式으로 검증한 결과 金融費用 ( RP ) 이 우리나라의 인플레이에 주는 영향은 큰 것으로 나타났음.

$$\frac{PI_t - PI_{t-4}}{PI_{t-4}} = -0.099266 + 0.251047 \frac{W_t - W_{t-4}}{W_{t-4}} + 0.1371$$

(-1.18864) (2.9869) (5.083)

$$\frac{PM_t - PM_{t-4}}{PM_{t-4}} + 0.0541 CU_t + 0.1673 RP + 0.0407 D_1 - 0.0423 D_2$$

(0.997) (1.606) (3.819) (-3.735)

R<sup>2</sup> = 0.9261                  D.W. = 2.01

표본기간 = 1970. 1 / 4 ~ 1983. 4 / 4

( ) 안은 t 값, 10 %의 有意水準을 감안하면 稼動率 ( C U ) 을 제외하고는 모두 통계적 有意性이 있는 것으로 나타남.

단, PI = 비농림어업부문 GNP deflator

W = 비농림어업부문 임금

CU = 가동율지수 ( 비농림어업 GNP / 비농림어업잠재 GNP )

RP = 私債이자율

$D_1$  = Dummy 변수, 74.1/4 = 1 (1차 오일쇼크)

$D_2$  = Dummy 변수, 80.3/4 = 1 (마이너스성장기간)

## 2. 總通貨와 經濟成長과의 關係

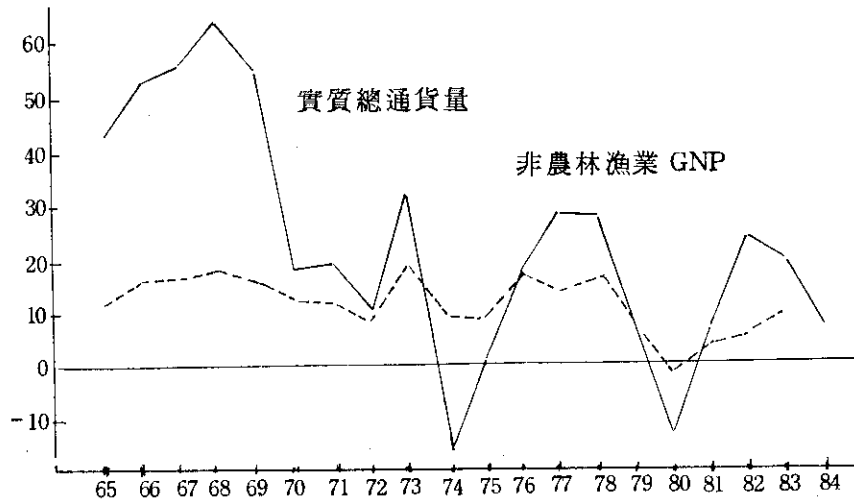
○ 우리나라의 경우 總通貨增加率(實質, 年率)과 非農林漁業 GNP 성장은 밀접한 상관관계를 보임.

- <그림 2>에서 보는 것과 같이 1965年以後 거의 같은 추세로 움직이고 있음.

- 약간의 분기별 時差속에서 通貨의 增減이 당해년도의 實質成長에 대단히 크게 작용하고 있음.

- 經濟成長에 대한 通貨의 影響이 매우 단기에 나타났다는 사실은 우리나라에 관한 여러가지 實證分析에서도 證明되고 있음.

<그림 2> 實質總通貨增加率과 非農林漁業 GNP增加率 比較



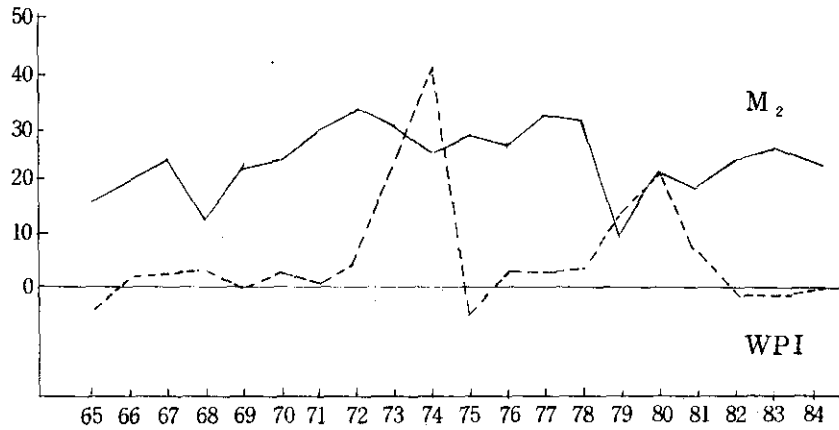
○ 선진국형의 안정화정책을 우리나라에 그대로 적용하는 데는 많은 문제점이 대두될 가능성이 있음.

- 通貨의 增加가 企業의 可用資金規模를 증대시켜 生産活動에 直接的으로 작용하는 우리나라의 과급과정은 通貨가 總需要의 影響을 통해서 間接적으로 經濟成長에 影響을 미치는 선진국형의 理論과는 對照的임.

<참고> 臺灣의 總通貨增加率과 都賣物價上昇率

- 높은 總通貨增加率에도 불구하고 物價水準은 우리나라보다 현저히 낮음.
- 通貨의 增加가 供給能力을 提高하여 所得水準을 增加시켜 實質通貨需要의 增加를 초래한 것으로 解釋할 수 있음.

<臺灣의 總通貨增加率과 都賣物價上昇率 比較>



## Ⅳ. 最近의 景氣動向 및 投資展望

### 1. 産業生産活動의 저조, 持續趨勢

- 84年 2月以後 産業生産指數의 增加率 繼續 下落趨勢

(前年同期對比: %)

2月	6月	10月	12月
20.2	16.6	10.7	8.4

- 85年 1月의 産業生産指數 增加率은 더욱 下落하여 約 6.2% 增加에 머물 것으로 展望됨.

- 84年 1月의 17.1%에 비하면 生産活動의 顯著的한 위축을 나타내고 있으며 今年 1/4 분기의 經濟성장세가 최근 2~3年 사이에 가장 저조한 實績을 보일 것으로 展望됨.

- 84年 2/4 분기 이후 높은 재고증가율 수준 지속

(前年同期對比: %)

1/4	2/4	3/4	4/4
-0.4	4.3	8.2	12.7

- 84年 1/4 분기 이후 가동율지수 증가율의 하락추세 지속

(前年同期對比: %)

1/4	2/4	3/4	4/4
11.6	6.7	4.5	4.4

### 2. 景氣循環과 固定投資

- 美國 등 先進諸國의 경우에는 企業이 景氣沈滯期에도 新規施設 또는 施設改替投資를 하기 때문에 投資가 經濟침체현상을 緩和시키는 역할을 해온 것으로 分析됨.
- 반면 우리나라의 경우에는 投資감소폭이 經濟하강폭을 크

계 상회하여 투자감소가 경기침체를 가속화시키는 요인으로 작용해 온 것으로 분석됨.

<경기순환의 頂點에서 低點이행시, 하락추이>

	期 間	下 落 率 (%)		
		實 質 GNP	總 固 定 投 資	企 業 投 資
韓國	71 Q 2 ~ 72 Q 2	8.16	29.18	31.02
	74 Q 1 ~ 75 Q 2	10.17	0.45	6.58
	79 Q 1 ~ 80 Q 4	17.77	24.58	19.13
美國	73 Q 4 ~ 75 Q 1	8.5	4.7	2.0
	80 Q 1 ~ 80 Q 3	3.6	2.1	0.8
	81 Q 3 ~ 82 Q 4	6.3	2.1	1.4

資料：韓國銀行，調查統計月報，1984

\* 모든 계수는 잠재GNP에 대한 비율(%)로 표시하였음.

\*\* 企業投資는 生産者 耐久設備+非住居用 構造物임.

- 最近 固定投資增加率は 현저히 減少하는 趨勢를 보이고 있으며 이와같은 사실은 금후 우리經濟의 景氣下降을 主導하는 要因으로 작용할 것으로 보임.

< 固 定 投 資 增 加 率 >

(前年同期對比：%)

83.3/4	4/4	84.1/4	2/4	3/4	4/4
16	10.8	6.9	7.8	3.6	0 (추정)

- 投資環境의 惡化로 인해 企業의 設備投資意慾은 계속 減退되는 傾向을 보임.

- 판매부진, 재고누적 → 가동율저하

- 자금조달의 어려움 가중

- 收益率의 현저한 減少 → 84年 金融業을 除外한 上장業 體들의 순익은 무려 22%가 減少 (최근 3년사이 가장 낮은 수준)
- 경제외적 불확실성의 증대

<部門別 設備投資 動向>

<設備投資 隘路要因(全産業)>

(單位 : %)

(單位 : %)

	84/83	85/84		
전산업	28.5	14.9	자금 조달 난	28.1
제조업	64.9	20.8	국내 수요 부진	17.7
비제조업	△ 3.9	5.8	수출 수요 부진	12.3
			경기 전망 불투명	11.4

資料 : 産銀, 설비투자계획조사, 1984.12.

資料 : 産銀, 설문조사자료, 1984.12.

- 고든 (R.Gordon) 教授의 “末期擴張效果” (End of Expansion Effect) 가설에 의하면 경기가 정점에 도달하여 가동률이 최고수준에 이르게 되면 企業은 需要가 持續的으로 증대될 것으로 판단하고 생산의 증대를 위해서 기존인력의 노동시간을 연장함으로써 노동생산성은 정점(peak)에 이르게 된다는 것임.
  - 즉 노동생산성의 急激한 增加는 景氣後退의 최초의 信號로 판단되어져야 한다는 것임.
- 고든의 가설을 70년대 이후 우리나라의 경우에 적용해 본 결과, 경기순환의 정점과 노동생산성의 정점간의 分期別 시차관계가 항상 일치하는 것으로 나타나 이 가설을 뒷받침하고 있는 것으로 판단됨.
  - 최근 노동생산성증가율 (제조업 부가가치 기준) 은 84.

2/4 分期를 정점으로 하여 下落하는 趨勢를 보이고 있어 고든의 가설에 의하면 우리 經濟가 景氣의 下降局面에 진입한 것으로 해석할 수 있음.

< 勞動生産性 增加率 >

( 前年同期對比 : % )

83.4/4	84.1/4	2/4	3/4	4/4
8.0	9.3	11.6	11.2	3.69*

\* 추정치 : 製造業附加價值增加率에서 雇傭增加率 차감

- 우리나라에서의 경기순환은 미국, 일본등 先進國들에 비하여 상승국면보다 하강국면이 急激히 빠른 速度로 進行되어 온 것으로 分析됨.
- 景氣下降국면이 급속도로 진행되는 過程에서 지나친 金融緊縮政策은 景氣沈滯를 더욱 가속화시키게 된다는 政策的 시사점을 나타내고 있음.
- 잠재GNP에 대한 비농림어업 GNP 비율의 증가율을 利用하여 同增加率의 分布가 어느정도 歪度 ( coefficient of skewness ) 를 보이는가를 測定한 結果는 다음과 같음.

< 韓國과 先進諸國의 景氣循環 왜도 ( 歪度 ) 比較 >

( 單位 : % )

	韓國	美國	日本	英國	西獨	프랑스
歪 度	-9.32	-0.33	-0.43	0.61	-0.11	-0.03
標準誤差	0.34	0.29	0.29	0.27	0.26	0.24

資料 : 韓國銀行, 調查統計月報, 1984

- 표본기간 : 한국 '70.1/4 ~ '83.4/4, 美國 '49.1/4 ~ '83.4/4, 其他國家는 '50.1/4 ~ '79.4/4
- 분포는 歪도가 0이면 對稱, " - "이면 左傾斜非對稱으로 下降局面이 빠른 것을 의미.



## V. 85年 通貨供給 運用方向

### 1. 84年度 通貨供給 動向

#### ○ 通貨緊縮의 強化

- $M_2$  增加率 (平殘) 은 83年의 14.7%에서 9.0%로 下落
- 實質 $M_2$  增加率 (WPI 基準) 은 83年의 14.5%에서 7.5%로 더욱 下落하여 通貨緊縮의 강도를 強化.
- $M_1$  의 명목이나 실질증가율은 前年에 비해 절반수준으로 하락→83年의 12.4%에서 84年 6%增加 (명목).
- 民間信用은 前年에 비해 오히려 減少.

#### ○ 貯蓄性預金은 年中 總通貨增加勢의 현저한 鈍化에도 불구하고 1983年末 對比 10.4% 增加.

- 貯蓄性預金 還流率 (貯蓄性預金 增加額 / 總通貨 增加額) 은 전년의 66.4%에서 89.4%로 크게 높아졌음.
- 物價安定의 持續과 實質金利保障, 不動産 投機抑制 努力, 長期 貯蓄性預金에 대한 金利優待措置 그리고 國內貯蓄率上昇등의 影響을 반영.
- 貯蓄性預金 還流率의 上昇은 貯蓄手段으로서의 通貨를 充分히 供給함으로써 金融貯蓄을 圓滑히 조장해야 한다는 政策的 시사점 提供.

單位：%，\$

年 度	區 分	都賣物價上昇率	實 質 金 利 <sup>1)</sup>	國 內 貯 蓄 率
1980		38.9	- 14.9	21.9
1981		20.4	- 0.9	21.7
1982		4.7	11.5	22.4
1983		0.2	7.8	24.8
1984		0.7	9.3	26.5

註 1) 1年以上 定期預金利率(年中 最高利率) - 都賣物價上昇率

## 2. 85年度 通貨計劃의 適正與否

1) 經濟運用基本計劃의 85年 總通貨增加目標 9.5%는 非現實的임.

○ EC方式의 通貨數量說的인 接近方法으로도 非現實的임.

(單位：%)

	政府案(WPI使用)	修正案(GNP deflator使用)
GNP 성장율	7.5	7.5
物價上昇率	2.0	3.5
流通速度	일 정	일 정
M <sub>2</sub> 增加率	9.5	11.0

- 海外原資材價格이 安定的인 경우에는 物價指數로서 WPI 보다 GNP deflator를 使用하는 것이 一般的임.

- 日本이나 台灣과 같은 安定的인 나라들도 명목 GNP 增加率에 3~5%를 追加하여 總通貨增加率(M<sub>2</sub>)을 設定하고 있음.

例) 특히 83年度 台灣의 명목GNP成長率은 5.9%  
 (實質GNP成長率(7.1%) + WPI上昇率(-1.2%))  
 인데, M<sub>2</sub>增加率은 25.96%로서 명목GNP成長率  
 보다 무려 20%「포인트」나 상회하였음.

- 西獨에서는 經濟活動을 원활히 하기 위해서 GNP實質成長率에 製造業의 稼働率增加率을 追加하기도 함.
- EC方式의 단순한 화폐수량설적인 接近方法은 通貨가 逆으로 經濟成長에 作用하는 正의 關係를 무시하고 있는 問題點이 있기 때문에 대부분의 나라에서는 단순히 通貨增加率의 「가이드·라인」으로 參考하는데 불과함.

→통화수요함수에 의한 推定 및 經濟狀況을 同時에 고려하는 방법(judgemental method)으로 適正水準을 決定하고 있음.

2) 總通貨增加目標(平殘)를 12% ~ 14%로 上向調整해야 함.

- 금년도 國內외의 不透明한 經濟動向을 고려하면 緊縮通貨政策보다 適正通貨供給이 바람직함.
- 總通貨增加目標의 下限인 12%는 통화수요함수의 推定에 根據하고 있음(추정근거는 別添參照).
- 總通貨增加目標의 上限인 14%는 다음과 같은 根據에 依據하여 決定.

- 物價安定의 지속, 不動產投機의 抑制 및 所得水準의 增加로 貯蓄性預金還流率(貯蓄性預金增加額 / 總通貨增加率)이 繼續해서 높아지고 있는 趨勢임.

→通貨의 資産保有手段(혹은 貯蓄手段)으로서의 役割이 높아지고 있기 때문에 通貨를 충분히 供給하여

金融貯蓄의 증대를 도모.

一 經濟成長의 지속과 物價安定基盤의 정착으로 代表되는  
향후 經濟環境下에서는 점진적으로 總所得에 대한 總  
通貨比率(마살의  $k$ )이 높아져야 할 것임.

→우리의 競爭國인 台灣, 싱가포르 그리고 日本에 비해  
서 總通貨比率은 현저히 낮은 狀態임.

<總通貨比率:  $k_2$ >

(單位: %)

	韓國(10 億원)	대 만 (百萬 NT달러)	싱 가 폴 (百萬 S달러)	日本(10 億엔)
1977	32.4	67.2	64.8	95.2
78	32.7	75.7	64.5	93.6
79	31.6	67.0	63.8	81.4
80	33.7	66.2	70.5	98.7
81	33.5	65.1	73.3	92.5
82	38.4	75.4	74.6	99.1
83	39.3	88.5	73.5	100.2
84	39.4	-	-	-

(別添)

$$\ln\left(\frac{M_1}{P}\right) = -0.2617687 + 0.142017 \ln GNP - 0.0008193 RP$$

(-0.78)      (2.34)      (-0.76)

$$-0.002923 GP_{t-1} + 0.73254 \ln\left(\frac{M_1}{P}\right)_{t-1}$$

(-2.52)      (9.85)

(推定期間: 70.1/4 ~ 84.4/4,  $R^2=0.968$ ,  $DW=1.5$ )

$$\ln\left(\frac{TD}{P}\right)_t = -0.69323 + 0.128207 \ln GNP - 0.000678924 RP -$$

(-2.03)
(2.12)
(-0.79)

$$0.00053805 GP_{t-1} + 0.902275 \ln\left(\frac{TD}{P}\right)_{t-1}$$

(-0.6)
(17.97)

(推定期間: 70.1/4 ~ 84.4/4,  $R^2 = 0.9937$ ,  $DW = 1.8$ )

[ RP: 私債市場利子率,  $GP_{t-1}$ : t-1 期の 前年 동기비 GNP deflator 上昇率, TD: 貯蓄性預金 ]

· 주요전제 (85 年): GNP 成長率 7.5%, GNP deflator 上昇率 3.5%

3) 總通貨增加率 9.5% 目標을 維持할 경우에 發生할 수 있는 問題點

- 海外 및 其他部門을 통한 還收幅이 84 年에 비해 줄어들 것으로 豫想되어 民間信用增加額은 84 年 水準을 下廻할 것으로 豫想됨.
  - 적어도 84 年の 實質民間與信增加規模를 維持하기 爲해서도 總通貨增加規模를 上向調整해야 함.
    - 企業資金事情 및 總需要動向을 보아서 總通貨供給規模를 탄력적으로 運營해야 함.
- 世界景氣鈍化, 企業家の 投資心理萎縮 및 建設·造船 等 一部業種의 不況이 여타産業에 파급조짐을 보임.
  - 85 年の 景氣는 84 年の 景氣水準을 하회할 것으로 展望됨.
  - 이러한 실정하에서 금년에도 84 年の 通貨供給增加率 水準으로 通貨緊縮을 施行하면 生産 및 投資活動은 크게 萎縮될 것임.

- 「인플레이션」이 가져다주는 피해 못지 않게 投資不振에 의한 不況 및 供給能力的 縮小는 社會・經濟的費用이 대단히 클 것임.
- 第2 金融圈 및 國際金融市場으로부터의 資金調達이 더욱 어려워질 것임.
  - 金融機關의 지급보증제한 및 발행한도제한 등으로 會社債發行 및 CP發行에 어려움 가중.
  - 金融機關의 兩建預金要求로 企業의 實效金利가 公金利水準을 훨씬 상회.
  - 金融機關에 대한 企業의 實效金利가 16.6% 정도이지만 私債金利를 감안하면 平均 20%에 육박.  
→ 企業의 금융비용가중으로 새로운 資金需要增加의 악순환 초래.
  - 外債縮小의 基本方向에 따라 國際金融市場의 利用이 크게 제약받고 있는 狀況에서 企業의 資金調達은 銀行貸出에 依存치 않을 수 없는 실정임.

< 企業의 資金費用 >

( 單位 : % )

種 別	銀 行	開發機關	保險貸出	企業어음	會社債
平均實效金利	13.4	14.5	18.1	17.5	17.0

資料 : 全經聯, “ 韓國企業의 實效金利 ”, 1984

## VI. 總通貨增加目標調整이 物價 및 國際收支에 미치는 影響

政策調整의 效果는 調整의 크기와 調整當時의 經濟狀況에 의해서 決定됨.

### 1. 物 價

- 總通貨增加率을 4.5% 「포인트」(9.5% 基準) 上向調整할 지라도 年間 實質平殘增加率은 10.5%가 되어 「디맨드·플 인플레이」의 可能性은 전혀 없을 것임.
  - 명목GNP 成長率을 11%로 가정할 때 3% 「포인트」追加供給하는 結果임.
  - 非農林漁業部門의 豫想實質成長率 8.4%를 基準으로 할 때 企業유동성의 실질적인 緩和에는 未洽하고 건축기조는 불변임.
- 우리나라의 경우 通貨量 增加가 단기적으로 物價上昇보다 生産을 增加시키는 效果가 더욱 強力한 것으로 分析되고 있음.
  - 개발도상국에서의 金融緊縮이 stagflation을 일으킬 수 있다는 Bruno(Harvard)와 Taylor(MIT) 教授의 主張이 韓國의 現實을 反映하고 있는 것으로 보임.

### 2. 國際收支

- 總通貨增加幅이 實質的으로 작기 때문에 급격한 輸入需要 유발의 可能性은 거의 없음.
- 最近의 通貨緊縮에도 불구하고 國際收支赤字는 당초 目標額을 크게 상회하고 있음.
  - 84 年의 당초 경상수지적 자목표액 : 10억 \$
  - 84 年의 實際 경상수지적 자액 : 13.6억 \$

- 85年1~2月 貿易收支赤字額：10.8억 \$
- 國際收支의 逆調는 주로 「에너지」多消費型構造, 輸出競争力 低下 및 수입유발적 産業構造에 기인하므로 緊縮政策에 의한 總需要管理政策에는 限界가 있음.
  - 國際收支의 逆調改善은 構造的 대책이 효과적일 것임.
  - 品目別 輸入抑制對策



<참고문헌>

Bruno, M., 1979, Stabilization and stagflation in a semi-industrialized economy, in: R. Dornbusch and J. Frenkel, eds., International economic policy, theory and evidence (Johns Hopkins Press, Baltimore, MD)

Bruno, M., 1979, Price and output adjustment, Jo. of Monetary Economics

Gordon, R., 1979, End of expansion phenomenon in short-run productivity behavior, Brookings Papers on Economic Activity

Taylor, L., 1979, Macro-models for developing countries (McGraw-Hill, New York)

Van Wijnbergen, S., 1982, Stagflationary effects of monetary stabilization policies, a quantitative analysis of South Korea, Jo. of Development Economics

김대식 , 1983, Monetary accommodations under external supply shocks in Korea, Jo. of Economic Development

정문전 , 1984, 우리나라의 경기순환과 고정투자, 한은 조사통계월보

< 附 錄 >

○ 通貨信用政策의 波及過程 : 開途國中心模型의 導出過程

$$(1) \text{ Min } V = W \cdot L + P_n \cdot N \quad \frac{1}{\alpha}$$

$$\text{ s.t. } X = f(K) \cdot F(L, N) \quad \frac{1}{\alpha}$$

Lagrange multiplier method 에 의하면  
 $\mathcal{L} = W \cdot L + P_n \cdot N + \lambda [X - f(K) \cdot F(L, N) \quad \frac{1}{\alpha}]$

F.O.C :

$$\frac{\partial \mathcal{L}}{\partial L} = W - \lambda f(K) \cdot \frac{1}{\alpha} \cdot \frac{F(L, N)^{\frac{1}{\alpha}-1}}{L} = 0 \quad \dots\dots\dots ①$$

$$\frac{\partial \mathcal{L}}{\partial N} = P_n - \lambda f(K) \cdot \frac{1}{\alpha} \cdot \frac{F(L, N)^{\frac{1}{\alpha}-1}}{N} = 0 \quad \dots\dots\dots ②$$

$$\frac{\partial \mathcal{L}}{\partial \lambda} = X - f(K) \cdot F(L, N) \quad \frac{1}{\alpha} = 0 \quad \dots\dots\dots ③$$

① 식을 ② 식으로 나누어 주면

$$\frac{W}{P_n} = \frac{N}{L} \quad \therefore L = \frac{P_n}{W} N \quad \dots\dots\dots ④$$

$$\text{ or } N = \frac{W}{P_n} L \quad \dots\dots\dots ④'$$

④ 식을 生産函數에 代入하면

$$X = f(K) \cdot F\left(\frac{P_n}{W} N, N\right) \quad \frac{1}{\alpha} \rightarrow F\left(\frac{P_n}{W} N, N\right) = X^\alpha f(K)^{-\alpha}$$

$$\rightarrow N = X^\alpha f(K)^{-\alpha} g(P_n, W) \quad \dots\dots\dots ⑤$$

또 ④' 식을 生産函數에 代入하면

$$X = f(K) F\left(L, \frac{W}{P_n} L\right) \quad \frac{1}{\alpha} \rightarrow F\left(L, \frac{W}{P_n} L\right) = X^\alpha f(K)^{-\alpha}$$

$$\rightarrow L = X^\alpha f(K)^{-\alpha} h(P_n, W) \quad \dots\dots\dots ⑥$$

⑤, ⑥ 식을  $V = W \cdot L + P_n \cdot N$  에 代入하면

$$C = W X^\alpha f(K)^{-\alpha} h(P_n, W) + P_n X^\alpha f(K)^{-\alpha} g(P_n, W)$$

$$\therefore C = X^\alpha f(K)^{-\alpha} V(P_n, W) \quad \dots\dots\dots ⑦ \text{ (by Shephard's Lemma)}$$

로 쓸 수 있다.

⑦식에서 K가 短期에는 固定되어 있다고 假定하면

$$MC = \frac{\partial C}{\partial X} = \alpha(AVC) = \alpha \cdot \frac{C}{X} \dots\dots\dots ⑧$$

$$\ln MC = \ln \alpha + \ln C - \ln X$$

時間 t 로 微分하여 變化率로 표시하면

$$\hat{MC} = \hat{C} - \hat{X} \dots\dots\dots ⑨$$

⑦식으로부터

$$MC = \alpha X^{\alpha-1} f(K)^{-\alpha} V(P_n, W)$$

$$\ln MC = \ln \alpha + (\alpha-1) \ln X + \ln f(K)^{-\alpha} + \ln V(P_n, W)$$

變化率로 표시하면

$$\hat{MC} = (\alpha - 1) \hat{X} + \hat{V} \dots\dots\dots ⑩$$

이때  $\lambda$  를 elasticity (share of variable factors) 라 하면

$$\hat{MC} = (\alpha - 1) \hat{X} + \lambda \hat{W} + (1 - \lambda) \hat{P}_n \dots\dots\dots ⑪$$

$$MR = MC (1+r)$$

$$\ln MR = \ln MC + \ln(1+r)$$

$$\therefore \hat{MR} = \hat{MC} + \frac{r}{1+r} \cdot \hat{r} \dots\dots\dots ⑫$$

$$(1+r) = (1+r_0) \left(\frac{C}{C_0}\right)^\theta = R_0 C^\theta \dots\dots\dots ⑬$$

$$\text{단, } R_0 = (1+r_0) C_0^{-\theta}$$

$$X^d = D \left(\frac{P}{\pi}\right)^{-\sigma}$$

$$P = \pi \cdot D^{\frac{1}{\sigma}} (X^d)^{-\frac{1}{\sigma}}$$

$$\therefore \ln P = \ln \pi + \frac{1}{\sigma} (\ln D - \ln X^d)$$

$$\therefore \hat{MR} = \hat{P} = \hat{\pi} + \sigma^{-1} (\hat{D} - \hat{X}) \dots\dots\dots ⑭$$

$$\hat{MR} = \hat{P} = \hat{MC} + \frac{r}{1+r} \hat{r} \text{ 에서}$$

$$\hat{\pi} + \sigma^{-1} (\hat{D} - \hat{X}) = (\alpha - 1) \hat{X} + \hat{V} + \frac{r}{1+r} \hat{r}$$

그런데 ⑬식에서

$$\frac{r}{1+r} \hat{r} = \hat{R}_0 + \theta (\alpha \hat{X} + \hat{D}) \quad (\because \hat{C} = \alpha \hat{X} + \hat{V})$$

$$\therefore \hat{\pi} + \sigma^{-1} (\hat{D} - \hat{X}) = (\alpha - 1) \hat{X} + \hat{V} + \hat{R}_0 + \theta (\alpha \hat{X} + \hat{D})$$

정리하면

$$\begin{aligned} \sigma \hat{\pi} + (\hat{D} - \hat{X}) &= \sigma [ (\alpha - 1) \hat{X} + \hat{V} + \hat{R}_0 + \theta (\alpha \hat{X} + \hat{D}) ] \\ \hat{X} [ \sigma (\alpha (1 + \theta) - 1) + 1 ] &= \sigma [ -\hat{R}_0 - (1 + \theta) \hat{V} + \hat{\pi} + \sigma^{-1} \hat{D} ] \end{aligned}$$

$$\therefore \hat{X} = \sigma [ \sigma (\alpha (1 + \theta) - 1) + 1 ]^{-1} [ -\hat{R}_0 - (1 + \theta) \hat{V} + \hat{\pi} + \sigma^{-1} \hat{D} ]$$

$[ \sigma (\alpha (1 + \theta) - 1) + 1 ]^{-1} = \beta$  라 두면

$$\hat{X} = \sigma \beta [ -\hat{R}_0 - (1 + \theta) \hat{V} + \hat{\pi} + \sigma^{-1} \hat{D} ] \quad \dots\dots\dots ⑮$$

$$\text{단, } \hat{R}_0 = \frac{r_0}{1+r_0} \hat{r}_0 - \theta \hat{C}_0$$

⑮식의  $\hat{X}$  을 ⑭식에 代入하면

$$\begin{aligned} \hat{P} &= \hat{\pi} + \sigma^{-1} \hat{D} - \beta [ -\hat{R}_0 - (1 + \theta) \hat{V} + \hat{\pi} + \sigma^{-1} \hat{D} ] \\ \rightarrow \hat{P} &= \beta \hat{R}_0 + \beta (1 + \theta) \hat{V} + (1 - \beta) \hat{\pi} + \sigma^{-1} (1 - \beta) \hat{D} \quad \dots\dots ⑯ \end{aligned}$$

→ ⑮식과 ⑯식에서 종래의 완전한 金融市場을 假定한 模型 (즉  $\theta = 0$ ) 대신 金融의 2重構造라는 현실성을 감안하는 本 模型에서는 (즉  $C \geq C_0$  에 대해서  $\theta > 0$ )

○인플레이率에 대한  $\hat{W}$ ,  $\hat{P}_n$ ,  $\hat{\pi}$ 의 효과는 크게 되고 →

⑮식에서 각각의 係數를 합하면  $1 + \beta \theta \geq 1$  이 됨.

○生産增加率에 대한  $\hat{W}$ ,  $\hat{P}_n$ ,  $\hat{\pi}$ 의 效果는 零(0)보다

작아져서 → ⑯식에서 각각의 係數를 합하면  $\theta \sigma \beta \leq 0$  이

됨.

결국 金融緊縮은 인플레이率과 生産의 減少를 더욱 加速化 시키게 됨.