

동남아 주요국의 금융 개혁과 경제 성장
- 경험비교 및 시사점 -

박찬일 지음

한국경제연구원

경쟁력 있는 금융 시장의 육성

최근에 들어서 금융 개혁에 대한 정책 입안자의 의지가 점차 강도 높게 표면화되고 있다. UR 타결 이후, 개방화·국제화를 향한 행보가 급속도로 진행되고 있는 대세 속에서 시대적 조류에 부합하는 경쟁적인 금융 시장을 육성해야 한다는 필요성이 예전보다 더욱 절실해 지고 있다. 또한 종전의 금융 억압형의 금융 정책은 이제 지속적인 실물 경제의 성장에 심각한 장애 요소로 작용하고 있다고 많은 학자들 사이에서 지적되고 있다.

과거에는 기술 후발국으로서 정부 주도형 금융 정책은 기존의 지식 및 기술을 습득하여 이용하는 데 자극제 역할을 담당하였을 뿐만 아니라 시장의 불완전성 및 제도적 열악성을 극복할 수 있는 효과적인 방편으로 간주되었다. 하지만 전반적인 시장 기능이 성숙되어 가고 독자적인 기술 개발을 필요로 하는 경제 발전 단계에 접어들면서 중앙 집권적인

금융 규제는 시장의 억압에서 오는 비효율성을 확대시키고 기업의 기술 혁신 활동을 보좌하는 금융 기관의 역할을 약화시키고 있다.

시장 기능의 성숙과 함께 금융 시장 고유의 역할이 증대되고 있는 현실점에서 본 연구는 우리의 경쟁 상대인 동남아 주요 3개국(싱가폴, 말레이시아 및 대만)의 금융 개혁의 추진 배경, 과정, 효과 및 경제 발전의 경험을 사례 연구의 형식으로 비교·검토함으로써 경제 발전 단계에서 금융 시장의 역할을 재검토해 보고, 한국의 금융 시장이 직면하고 있는 문제점을 파악하여 금융 개혁의 방향을 모색하고자 한다.

본 연구를 수행하는 동안 필자는 여러 사람으로부터 많은 도움을 받았다. 특히 초고를 읽고 유익한 조언을 해 준 한국경제연구원의 구석모 부원장과 정진호 박사에게 깊은 감사를 드리고 싶다. 그리고 연구 초기

머리말

7

단계에서 방향 설정에 필요한 훌륭한 자료를 제공해 준 조세연구원의
조윤제 박사에게 심심한 감사를 드린다. 마지막으로 연구 과정에서 자료
수집과 전산 작업에 수고한 박창수 연구조교에게 깊은 사의를 표한다.

끝으로 본 연구에 담겨진 모든 내용은 필자의 개인 의견이며 한국경
제연구원의 공식 견해가 아님을 밝혀 둔다.

1994년 4월

한국경제연구원

박 찬 일

차 례

머리말	5
제 1장 서론	15
제 1절 연구의 목적	17
제 2절 금융 자유화와 정부 개입	20
제 2장 싱가포르의 금융 개혁	27
제 1절 금융 산업의 발전	29
제 2절 금융 제도의 특성	37
(1) 금융 기관의 개요	
(2) 아시안 달러 시장(Asian Dollar Market)	
제 3절 거시 정책의 운용	55
(1) 1970년대의 거시 정책	
(2) 1980년대의 거시 정책	
제 3장 말레이시아의 금융 개혁	67
제 1절 금융 기관의 체계	69

제2절 금융 개혁의 진전	77
(1) 금융 개혁의 배경	
(2) 금융 개혁의 내용	
제3절 통화 정책의 운용	92
제4장 대만의 금융 개혁	99
제1절 금융 개혁의 배경	101
제2절 금융 개혁의 추진	110
(1) 금융 개혁의 과정	
(2) 금융 개혁의 효과	
제3절 금융 정책의 특징	125
제5장 요약 및 시사점	135
제1절 금융 시장에서의 정부 개입의 한계	141
제2절 금융 시장의 여건 및 통화 정책 비교	148
참고 문헌	160

표 차례

[표 2-1]	싱가폴의 금융 개혁에 관한 주요 내용	31
[표 2-2]	산업 부문별 GDP 세어 추이	32
[표 2-3]	산업 부문별 생산성 변화	34
[표 2-4]	ADM과 유로 달러 시장 간의 금리 비교	35
[표 2-5]	국민 총저축 및 CPF 저축 추이	43
[표 2-6]	역외 금융 허가 은행 수의 변화 추이	47
[표 2-7]	역외 금융 허가 은행의 여·수신 세어 추이	48
[표 2-8]	Asian Currency Unit의 분포 추이	52
[표 2-9]	Asian Dollar Market 총자산·총부채 추이	53
[표 2-10]	싱가폴의 70년대 주요 경제 지표	57
[표 2-11]	싱가폴의 1979년 이후의 주요 경제 지표	61
[표 2-12]	싱가폴의 통화 증가율 추이	64
[표 2-13]	싱가폴의 통화 유통 속도 및 금융 심화 추이	65
[표 3-1]	일반 상업 은행의 구조 및 지점 수의 변천 추이	71
[표 3-2]	국내 및 외국 은행의 수신 추이	72
[표 3-3]	말레이시아의 주요 경제 지표	80
[표 3-4]	말레이시아 금융 개혁의 주요 내용 요약	84

[표 3-5]	금융 개혁 완료 직전·직후의 거시 경제 지표	86
[표 3-6]	금융 기관의 여·수신 만기 구조의 변화 추이	90
[표 3-7]	말레이시아의 통화 공급 증가율 추이	95
[표 3-8]	통화 유통 속도 추이	97
[표 3-9]	각종 통화 지표의 구성 분포 추이	98
[표 4-1]	대만의 거시 경제 지표 추이	104
[표 4-2]	대만의 명목·실질 이자율, 저축 및 투자	105
[표 4-3]	공기업과 민간 기업의 차입 구성 및 사채 이자율 추이	108
[표 4-4]	은행 대출 금리의 상·하한 폭	112
[표 4-5]	대만의 환율 및 무역 수지 추이	114
[표 4-6]	대만 금융 개혁의 주요 내용 요약	116
[표 4-7]	민간 기업의 차입 구성 비율	120
[표 4-8]	사금융 시장 금리 추이(기간 평균)	120
[표 4-9]	금융 산업의 공헌도(GDP 대비)	121
[표 4-10]	예금 은행의 장기 대출금 및 단기 예금 추이	124
[표 4-11]	대만의 통화 공급 추이	127
[표 4-12]	대만의 통화 유통 속도 추이	132
[표 5-1]	4개국의 실질 경제 성장률 비교	141
[표 5-2]	4개국의 1인당 GNP 비교	142
[표 5-3]	4개국의 투자율, 저축률 및 순 해외 차입률 비교	144
[표 5-4]	각 국의 M ₂ /M ₁ 비율 추이	154

[표 5-5]	한국의 ($M_3 - M_2$)의 분포 추이	154
[표 5-6]	은행 금융 기관의 대출 만기 비교	155
[표 5-7]	4개국의 통화 증기율, 실질 성장률 및 물가 상승률 비교	158
[표 5-8]	4개국의 통화 유통 속도 추이(M_2 기준)	158

그림 차례

[그림 2-1]	싱가폴의 금융 기관 체계	39
[그림 3-1]	말레이시아의 금융 기관 체계	70
[그림 3-2]	산업별 국내 총생산의 비중 추이	80
[그림 3-3]	일반 상업 은행의 예·대 금리차 추이	89
[그림 3-4]	말레이시아의 투자 효율성(Δ GDP/투자) 추이	89
[그림 4-1]	금융 심화 지표 추이(M_2 /GNP)	122
[그림 4-2]	대만의 예·대 마진 추이	123
[그림 5-1]	4개국의 현금 통화/GNP 비율 비교	151
[그림 5-2]	4개국의 요구불 예금/GNP 비율 비교	151
[그림 5-3]	4개국의 M_1 /GNP 비율 비교	152
[그림 5-4]	4개국의 M_2 /GNP 비율 비교	152
[그림 5-5]	4개국의 M_3 /GNP 비율 비교	153
[그림 5-6]	4개국의 (M_3 -현금 통화)/GNP 비율 비교	153

제1장

서론



제1절

연구의 목적

지난 20년 간 한국을 포함한 아시아 신흥 공업국들의 경제 발전은 지속적이면서도 급속하게 진행되어 왔다. 이러한 급속한 경제 발전의 공통적인 요인으로는 수출 주도형 발전 전략, 양질의 노동력 및 높은 저축률 등이 거론되고 있다. 그러나 이들의 경제 발전 과정을 살펴보면, 주목할 만한 차이점을 발견할 수 있는데 그것은 바로 금융 시장에서의 정부의 역할이다. 싱가포르, 홍콩과 말레이시아는 비교적 일찍이 정부의 간섭에서 벗어나 상당히 자유화된 면모의 금융 시장을 갖추고 있었던 반면에, 한국과 대만은 정도의 차이는 있으나, 적극적인 정부 개입으로 상대적으로 폐쇄적이고 비경쟁적인 금융 환경을 지니고 있었다. 정부 간섭의 대표적인 실체

는 정부 소유의 금융 기관, 진입 장벽, 그리고 전략적 산업 부문을 육성하기 위해 취해진 금리 규제 및 엄격한 신용 할당 등으로 표현될 수 있다. 1980년대에 접어들면서 정부 주도형 금융 정책으로 말미암아 파생된 금융 억압(financial repression)은 어느 정도 완화되었지만 두 나라의 금융 시장은 아직도 현저히 낙후되어 있는 실정이다.

시장 원리에 입각한 경쟁적 금융 시장의 발전이 경제 발전에 유익하리라는 신고전주의 학설(Neo-Classical Paradigm)에도 불구하고, 한국과 대만이 금융 억압적인 정부 주도형 금융 정책으로 성공적인 경제 성장을 이룩할 수 있었다는 점은 우리에게 많은 의문점을 제공해 주고 있다. 상호 밀접하게 연관되어 있는 몇 가지 의문점을 구체적으로 언급한다면, 과연 금융 시장의 발전과 실물 경제의 성장은 어떠한 관계에 있는가, 금융 시장의 발전은 반드시 경제 발전의 선행 또는 필요 조건인가, 경제 발전 단계에서 금융 시장의 역할은 변화할 수 있는가(다시 말해서, 한국의 금융 억압 정책은 지속될 수 있는가, 지속될 수 없다면 왜 금융 개혁을 필요로 하는가), 그리고 과거의 금융 억압 정책으로 인한 한국 금융 시장의 문제점은 무엇인가 등을 꼽을 수 있겠다.

본 연구의 목적은 우리의 경쟁 상대인 동남아 주요 3개국(싱가폴, 말레이시아 및 대만)의 금융 개혁의 추진 배경, 과정, 효과 및 경제 발전의 경험을 사례 연구의 형식으로 비교·검토해 봄으로써 앞에서 열거한 여러 형태의 질문에 대한 해답의 실마리를 찾고자 하는 데 있다. 본 연구에서 비교되고 있는 3개국은 임의적이기보다는 의도적으로 선택되었다. 싱가포르와 말레이시아는 상대적으로 일찍이 금융 개혁을 추진한 국가들이고, 대만은 한국과 마찬가지로 최근에 들어서 심도있는 금융 개혁이 진행되고 있다. 이와 같이 금융 자유화의 진전에 있어서 상이한 발전 단계를 밟아온 두 부류 국가들의 경험을 비교하여 보는 것은 금융 개혁과 경제 발전의 관계에 대하여 좀더 보편적 시사점을 모색할 수 있다고 생각한다. 한편, 본 연구에서 의미하는 금융 개혁은 금융 자유화뿐만 아니라 통화 관리 방식의 개선 및 통화 정책의 변화 등을 포함하고 있다.



제 2 절

금융 자유화와 정부 개입

금융 시장의 발전이 실물 경제에 미치는 영향은 Mckinnon(1973), Shaw(1973), Fry(1988), Polak(1989) 등 일련의 금융 개혁론자들에 의해 주장되었듯이, 금융 심화(financial deepening)와 신용 배분의 효율성(allocative efficiency of credit)이라는 두 가지 측면에서 고려될 수 있다.

규제 금리의 철폐로 인한 실질 이자율의 인상과 다양한 금융 상품의 개발은 저축과 금융 자산의 보유를 증가시켜 금융 심화를 가져오고, 그러한 투자 재원의 증대는 기업 투자의 양적 확대를 용이하게 해 준다는 것이 금융 자유화의 첫 번째 이득이다. 물론 이러

한 논리의 근거에는 다음 몇 가지의 중요한 가정을 내포하고 있다. 첫째는 저축은 이자율과 밀접한 관계를 가지고 있다는 것이다. 그리고 둘째는 투자 재원은 국내 저축으로 한정되어 있어 기업 투자의 주 제약은 금융 비용보다는 유동성 제약(liquidity-constraint)이라는 것이다(Morisset, 1993). 마지막으로 셋째는 높은 인플레이션과 함께 금리가 규제된 상태에서는 인플레이션 헷지(hedge)로써 비생산적인 자산(예를 들면, 토지)에 자금이 유입되는데 반해, 정(正)의 실질 금리의 보장은 자산 대체(portfolio shift) 효과를 가져와 은행 예금 및 기타 금융 자산 보유의 증가로 이어진다는 것이다.

그러나 실질 이자율과 저축의 관계에 대한 기존의 실증 분석 결과는 전혀 일관성이 없어 보인다(Fry, 1988 참조). 특히 금융 자유화 이후에 많은 나라들은 저축의 증가보다는 저축의 감소를 경험하였다. 뿐만 아니라 금융 자유화로 인한 자산 대체 효과에 대해서도 이론(異論)의 여지가 있다. Taylor(1983)와 Wijnbergen(1983) 등의 신구조주의 학파(Neo-Structuralists)는 개발 도상 국가들의 사금융 시장(informal financial market)의 존재를 간과해서는 안 된다고 주장한 바 있다. 그들은 제도 금융권 시장과 사금융 시장으로 대별되는 이중적 금융 구조(dual financial system)에 초점을 맞춘다. 규제 금리의 철폐는 법정 기준율이 없는 사금융 시장 내의 자금을

법정 기준율이 설정되어 있는 제도 금융권으로 흡수시킴으로써 총 국내 신용의 규모가 축소됨에 따라 기업의 금융 비용을 상승시켜 인플레이션을 유발할 근거를 제공할 수 있고, 투자의 양적 확대 및 경제 성장을 저해한다는 것이다. 즉, 신구조주의 학파는 금융 자유화로 인한 금융 예금의 증가가 비생산적인 실물 자산으로부터 대체되기보다는 주로 사금융 제도권으로부터 자금이 이탈되어 은행 예금의 증가로 나타난다고 보고 있다.

금융 자유화의 두 번째 이득은 바로 금융 기관의 효율성 증대로 인한 투자의 질적인 향상을 들 수 있다. 다시 말해서 만약 대출 금리가 규제되어 있다면, 투자의 위험도에 따라 위험 할증금(risk premium)을 부과할 수 없어 고수익 투자는 배제되고 규제 대출 금리를 간신히 초과하는 저수익 투자에 대부분의 자금이 할당될 수 있기 때문에 금리 자유화 및 경쟁적 금융 시장의 여건은 고수익 투자에 자금 배분을 가능하게 함으로써 투자의 질적인 면을 향상시킬 수 있다는 논리이다. 그런데 금융 시장의 발전으로 인한 투자의 질적 향상은 반드시 금리 자유화에 국한되지는 않는다. 최근에 Greenwood와 Jovanovic(1990) 및 King과 Levine(1993a, 1993b)은 금융 기관 고유의 서비스인 대출 심사 활동의 사회적 중요성에 더 큰 비중을 두고 있다. 특히 King과 Levine은 금융 시장의 발전이 기술 혁신 및

경제 발전의 디딤돌이 된다는 Schumpeter(1912)의 견해를 수용하여 우량 차입자를 구별해 내는 선별 기술(screening and evaluating)과 자금 수혜자를 감시하는 기능(monitoring) 등은 금융 기관이 담당하는 중추적인 역할로서 이러한 역할의 증대는 사회 전체의 생산성 증대를 초래하여 경제 성장을 촉진시킨다고 보고 있다.

위에서 말한 금융 개혁의 필연성은 금융 시장의 발전이 경제 발전에 선행한다는 점을 암묵적으로 시사하고 있다. 그러나 이러한 금융 자유화의 긍정적인 효과에 관해서는 이론의 여지가 많다. King과 Levine(1993c)은 80개 국가들의 횡단면 자료를 이용하여 금융 산업의 발달은 경제 발전에 유의한 영향을 끼쳤다고 주장한 반면에, Dornbusch와 Reynoso(1989)는 금융 자유화 이론은 투자 재원의 증대 및 금융 시장의 발전이 경제 성장에 선행한다는 점에서 공급 경제학과 같다고 혹평한다. 특히 금융 자유화 이론은 '한국과 대만이 1980년대까지 지속된 금융 억압 정책에도 불구하고 어떻게 괄목할 만한 고도 성장을 이룩할 수 있었는가?'라는 질문에 명확한 해답을 주지 못하고 있다."

1) 금융 억압 정책으로 성공적인 경제 발전을 이룩한 선례는 바로 일본이다. 제 1차 세계 대전 이전의 명치 유신 기간 동안에 일본 정부는 철저한 정부 주도형 금융 정책으로 일본 경제 부흥의 초석을 마련하였다.

비록 경쟁적 금융 시장의 성숙이 경제 발전의 원동력이 될 수 있다는 주장은 나름대로의 타당성이 있어 보이지만, 어떠한 국가의 금융 시장을 막론하고 자유 방임 형태(laissez-faire)의 완전 경쟁 상태는 존재하지 않는다. 정보의 비대칭성(asymmetric information), 외부 효과(externality), 도덕적 해이(moral hazard) 등의 금융 시장이 갖고 있는 불완전성(market imperfection)으로 인하여 최소한의 금융 시장에서의 정부 개입은 정당화될 수 있는데, 이러한 상황을 시장 실패(market failure)라고 일컫는다(시장 실패에 관한 포괄적인 문헌 조사는 Stiglitz; 1992 참조).

시장 실패의 개연성은 개발 도상 국가들의 금융 시장에서 더욱 심하게 나타날 수 있다. 개발 도상 국가들이 경제 개발 초기 단계에서 공통적으로 지니고 있는 유아적 경제 환경(예를 들어 기업의식의 결핍, 정보의 부족과 투자 위험에 따른 위축된 투자 수요 등)은 정부 주도형 금융 정책의 근본적인 원인을 제공해 준다. 부연하자면, 사회 전반적으로 만연해 있는 열악하고 불완전한 시장 여건 아래에서는 원칙적인 시장 경제 체제를 영위하는 것보다 정부가 기업 및 금융 기관과 긴밀한 협조 체제를 유지하면서 경제 발전에 도움이 되는 환경을 조성하는 것이 더 중요할 수 있다(Kwon; 1990, 1993, 1994 참조). Cho와 Hellmann(1993)은 경제 개발 초기 단계에서

의 금융 억압 정책은 이러한 시장의 불완전성에 대한 정부의 효과적인 대응책으로 해석될 수 있다고 보고 있다.

제2장

싱가폴의 금융 개혁



제 1 절

금융 산업의 발전

싱가폴의 금융 산업은 경쟁 상대국인 한국과 대만에 비하여 상당히 성숙되어 있고 싱가포르 경제에서 중요한 위치를 차지하고 있다.²⁾ 영국으로부터 독립하기 이전의 식민지 시대부터 이미 지역 내의 무역 중개항으로서의 역할을 수행하면서 무역 거래를 지원하기 위한 금융 중개의 필요성은 금융 하부 구조의 발전을 마련하게 한 중요한 요인이었다. 1965년에 독립한 후에도 금융 부문은 전략적 산업 부문으로 인식되어 싱가포르 경제 개발 초기부터 규제 완화 조

2) 본 장의 주요 내용은 Brady(1992), Lee(1990), Monetary Authority of Singapore (1989), Peng and Shanmugaratnam(1992), 및 Tan(1989) 등을 참조하였다.

치 및 세계 개혁 등 정책적 지원으로 일찍이 국제화된 면모를 갖추고 있었다.

이러한 정책적 지원 이외에도 싱가포르가 국제 금융의 중심지로 부상할 수 있었던 것은 다음 몇 가지의 중요한 요인들로 인해 가능하였다. 첫째, 1960년대 후반부터 지속적인 실물 경제의 성장은 건전한 금융 산업의 발전에 견고한 디딤돌이 되었다. 둘째, 싱가포르의 높은 저축률은 막대한 규모의 외환 보유의 축적을 가능하게 하였고, 이러한 외환 보유는 외국 투자자들의 투자에 대한 불안감을 해소시켜 주었다. 셋째, 국제 금융의 중심지로 발돋움하는 데 일조한 것은 바로 싱가포르의 지리적 조건이다. 특히 유럽 및 아시아 지역과 근무 시간이 중복되는 시간대는 정보 교환을 신속하게 처리해 주었다. 마지막으로 다국적 기업에 연계된 산업 구조는 금융 개방화 및 국제화가 조기에 정착될 수 있는 여건을 마련해 주었다.

[표 2-1]에 요약되어 있듯이, 싱가포르의 첫 번째 주요 금융 개혁은 바로 1968년에 일반 은행으로 하여금 외화 예금을 취급하는 Asian Currency Unit(ACU)라고 불리는 독립적인 부서를 설립하도록 허가한 것이다. 또한 비거주자의 외화 예금에 대한 이자 수익의 세금을 면제해 주는 세계 지원과, 1972년의 ACU 유동 비율에 관한

[표 2-1] 싱가포르의 금융 개혁에 관한 주요 내용

1968. 8	비거주자의 이자 수익에 대해 세금 면제
1968. 11	최초의 Asian Currency Unit의 설립 인가(Bank of America)
1972. 1	ACU가 20%의 변동 비율을 유지해야 한다는 규제 조항 철폐
1973. 1	ACU의 법인세 인하(40%에서 10%로)
1973. 7	자유 변동 환율제 채택
1975. 7	금리 자유화 시행
1978. 6	외환 규제 완전 철폐
1984. 9	유로 달러 이자율 선물 거래 및 독일 마르크/미국 달러 선물환 거래 시작
1984. 11	일본 엔/미국 달러 선물환 거래 시작
1984. 12	ACU에 대해 일본 엔화 표시 양도성 예금 증서의 취급 허가
1987. 9	싱가폴 국제 금융 중개소(SIMEX)에서 유로 달러 이자율에 대한 옵션 거래 시작
1987. 11	일본 엔화 및 독일 마르크화의 선물에 대한 옵션 거래 시작

자료 : Monetary Authority of Singapore. The Financial Structure of Singapore, 1989.

규제 철폐 및 1973년의 ACU 법인세 인하 등 각종 정책적 지원은 장차 Asian Dollar Market(ADM)의 태동에 커다란 활력을 불어넣어 주었다. 사실 1969년에 9개에 불과했던 ACU는 1992년 말 현재, 196개에 달하고 있으며, 같은 기간에 자산 축적에 있어서도 300배 이상의 신장률을 기록하였다.

싱가폴의 금리 자유화는 1975년에 본격적으로 시행되었으며, 외환 시장을 발전시키기 위하여 1972년에 거액의 외환 거래에 대한 시세 담합을 금지시키고, 1973년에는 자유 변동 환율제를 채택하

였다 이러한 외환 시장 및 국내 금융 시장의 경쟁적 기틀을 마련한 후, 1978년에는 외환 규제를 완전히 철폐하였다. 1980년대의 금융 개혁은 이자율 및 환율의 급격한 변동에서 오는 금융 위험을 절감 시켜 주기 위해 선물(future) 및 옵션(option) 거래의 허용에 중점을 두었다. 1984년 9월, 독일 마르크/미국 달러의 선물환 거래 및 유로 달러 이자율 선물 거래가 시작되었으며, 같은 해 11월에는 일본 엔/미국 달러에까지 선물환 거래가 확장되었다. 그리고 옵션 거래는 1987년 9월에 유로 달러 이자율에 대하여 처음으로 시작되었고, 같은 해 11월에는 일본 엔화 및 독일 마르크화의 선물에 대한 옵션 거래가 본격화되었다.

1970년대에 완료된 싱가포르의 주요 금융 개혁(금리 자유화 및 외

[표 2-2] 산업 부문별 GDP 세어 추이

(단위: %)

부 문	1978	1980	1985	1988
상 업 ¹⁾	19.6	18.4	15.9	16.5
제 조 업	27.9	28.6	22.1	26.6
운 수 및 통 신	10.9	11.6	12.6	13.1
건 설	7.1	6.9	10.0	5.2
사 업 서 비 스	13.2	12.9	13.8	12.2
금 융 서 비 스	5.2	6.9	11.5	13.6

주: 1) 도소매 및 음식 숙박업

자료: Monetary Authority of Singapore, The Financial Structure of Singapore, 1989.

환 규제 철폐 등)은 1980년대의 금융 산업의 발전에 상당히 긍정적인 영향을 미쳤다. [표 2-2]를 통해서 알 수 있듯이, 1978~88년 기간 동안에 금융 부문에서 창출된 총생산액이 국내 총생산에서 차지하는 비중은 5.2%에서 13.6%로 증가하였는데, 이것은 여타 부문과 비교하여 금융 부문의 공헌도가 급신장하였음을 보여 주고 있다.

금융 부문의 양적인 성장뿐만 아니라 1980년대 싱가포르 금융 산업은 괄목할 만한 질적인 향상을 보여 주었다. 특히 생산성 측면에서 1978~88년 기간 동안 3배 이상의 향상을 기록하였는데, 이는 그 기간 동안 연평균 11.9%의 생산성 증가율에 해당하는 것이다 ([표 2-3] 참조). 이러한 금융 부문의 급속한 신장은 물론 금융 자유화의 진전과 함께 고급 인력의 대기 진입으로 가능하였다.

앞서 지적하였듯이, 싱가포르가 국제 금융 중심지로 부상할 수 있었던 근본적인 원인은 바로 정부의 정책적 지원으로 Asian Dollar Market(ADM)이라는 외환 거래 시장이 육성될 수 있었다는 점이다. ADM에 관한 구체적 설명은 다음 절에서 상세히 소개하겠지만, 본 절에서는 ADM의 발달로 인한 파급 효과를 살펴보기 위해 간단히 언급하고자 한다. ADM의 구성 단위인 Asian Currency Unit(ACU)

[표 2-3] 산업 부문별 생산성 변화

(단위: 천 S\$, %)

부 문	생 산 성 ¹⁾		연평균 생산성 증 가 율 (1978~88)
	1978	1988	
전 산 업	25.5	41.8	5.1
상 업	21.3	30.2	3.6
제조업	25.2	39.1	4.5
운수 및 통신	24.4	56.6	8.8
건설	33.6	32.4	-0.4
사업 서비스	83.8	98.0	1.6
금융 서비스	48.6	150.0	11.9

주: 1) 1인당 실질 부가 가치

자료: Monetary Authority of Singapore, The Financial Structure of Singapore, 1989.

는 금융 기관의 독립적인 부서로서 비거주자뿐만 아니라 은행간의 외환 거래(예금 및 대출)를 주기능으로 삼고 있다.

초창기에는 싱가포르 내 거주자가 ADM을 통하여 외환 거래를 하는데 있어서 많은 제약을 받았으나, 1978년 6월 외환 규제 철폐로 인하여 거주자들도 외화의 예금 및 대출에 자유롭게 접근할 수 있는 기회를 갖게 되었다. 따라서 자본의 자유로운 이동과 함께 국제 경쟁적 입지를 구축해야 한다는 제반 환경으로 ADM의 금리가 예컨대, 유로 달러 시장 금리와 같은 국제 금리와 상당히 밀접하게 연동되어 변화하는 추세이다([표 2-4] 참조). 사실 ADM과 유로

달러 시장 간에는 자금의 이동에 있어서 어떠한 제약을 받고 있지 않기 때문에 거의 동일한 수준의 예금 및 대출 금리를 유지하고 있다. 국제 금리 수준과 비슷한 ADM의 금리 수준은 다시 국내 금융 시장에 파급되어 국내 금리 수준 또한 국제 금리 수준과 커다란 차이를 보여 주고 있지 않다(물론 국내 금융 시장의 예·대 금리차는 법정 기준을 등의 요인으로 인하여 ADM에서보다 더 큰 폭을 형성하고 있다).

[표 2-4] ADM과 유로 달러 시장 간의 금리 비교

(단위: 90일 기준 %)

	1981	1983	1985	1987	1989	1991	1992
아시아 달러 (싱가폴)	13.75 ~13.88	9.81 ~9.94	7.88 ~8.00	7.25 ~7.38	8.25 ~8.38	4.13 ~4.25	3.25 ~3.38
유로 달러 (런던)	13.88 ~14.00	9.81 ~9.94	7.88 ~8.00	7.31 ~7.44	8.25 ~8.38	4.13 ~4.25	3.31 ~3.43

자료: 한국은행, 조사 통계 원보, 각 호.

다른 개발 도상 국가들에 비하여 싱가폴은 상당히 일찍이 금융 자유화를 시도하였는데 이러한 일련의 금융 개혁은 실물 경제의 성장을 원활하게 한다는 취지에 국한되지 않고, 금융 부문을 전략적인 산업으로 선정하여 독립적인 성장 부분으로 육성하기 위한 수단으로써 진행되었다(Monetary Authority of Singapore, 1989). 물론

싱가폴의 금융 산업의 발전은 실물 경제의 성장과 맞물려 더욱 견고하게 진척되었지만 싱가폴은 금융 산업의 발전이 반드시 실물 경제의 성장에 선행한다거나 아니면 후행한다는 입장을 떠나서 양자의 관계가 병행할 수 있다는 좋은 본보기를 보여 주고 있다.



제2절 금융 제도의 특성

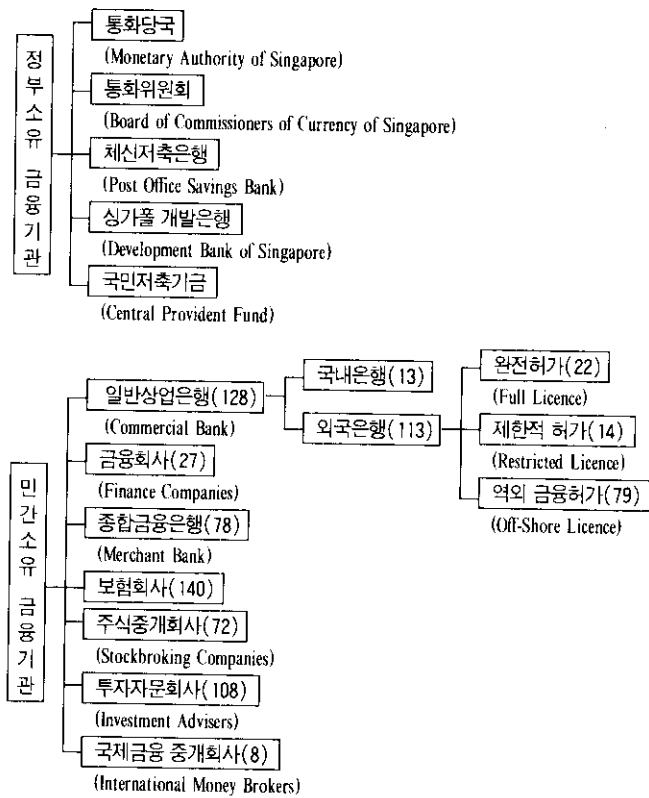
제1절에서는 싱가포르의 금융 개혁 추진 내용 및 그에 따른 파급 효과에 대하여 간략히 살펴보았다. 제2절에서는 싱가포르의 금융 기관 및 금융 시장의 제도적 측면을 고찰함으로써 다음 절에서 소개될 싱가포르의 거시 정책 운용을 이해하는 데 도움이 되고자 한다. 먼저 금융 기관을 기능별로 분류하여 소개하고, 이어서 아시안 달러 시장(Asian Dollar Market)의 현주소에 대해서 살펴보기로 한다.

(1) 금융 기관의 개요

싱가폴의 금융 기관은 정부 소유 금융 기관과 민간 소유 금융 기관으로 대별할 수 있다([그림 2-1] 참조). 정부 소유 금융 기관으로는 통화 당국(Monetary Authority of Singapore), 통화 위원회(Board of Commissioners of Currency of Singapore), 체신 저축 은행(Post Office Savings Bank), 국민 저축 기금(Central Provident Fund), 싱가포르 개발 은행(Development Bank of Singapore) 등이 있다.

통화 당국은 1970년에 설립되어 1971년 1월 1일부터 운영되기 시작하였는데 화폐 발행을 제외하고 금융 기관 감독 및 통화 정책 수립 등 중앙 은행의 모든 기능을 수행하고 있다. 1972년 11월에 할인소(discount house)가 설립되어 최종 대부자(lender of last resort)의 입지가 강화됨으로써 금융 기관의 은행으로서의 통화 당국의 역할이 증대되었다. 특히 1975년 5월 1일부터 통화 당국은 수출 업자들을 지원하기 위한 재할인 기능을 도입하였는데, 이는 바로 수출 진흥책의 일환이었다. 일반 상업 은행 및 금융 회사에 이러한 금융 지원을 마련해 주는 대신에 통화 당국은 이 두 기관들에게 법정 지

[그림 2-1] 싱가포르의 금융 기관 체계



주: 1) 국내 은행은 전부 완전 허가

2) 괄호 안은 1993년 3월 말 현재 금융 기관 수

자료: Monetary Authority of Singapore, Annual Report 1992/93, 1993

준율을 부과하고, 일정 한도의 유동 비율을 유지하도록 법적 제재를 가하고 있다. 최소한 6%의 법정 지준율이 각각 부과되고 있으며, 유동 비율에 있어서는 일반 상업 은행이 18%를, 그리고 금융회사는 10%를 각각 유지하도록 요구하고 있다.

싱가폴이 1965년 말레이시아와 분리되어 독립한 후, 1967년에 설립된 통화 위원회의 주기능은 화폐의 발행 및 상환에 있다. 설립 당시에 금태환 분위 제도를 선포한 후, 싱가폴은 국내 통화 가치의 유지 수단으로 현재까지 그 제도를 지속시키고 있다. 비록 통화 위원회가 화폐 발행을 주관하고 있으나 통화 당국이 통화 위원회와 일반 금융 기관의 중개자적 입장에서 통화 공급을 조절하고 있다.

채신 저축 은행은 소규모 저축자의 저축심을 제고시키고, 공공 부문의 개발을 위한 재원을 조달하기 위하여 1972년에 설립되었다. 따라서 수신 업무에 있어서 일반 상업 은행과는 달리 소규모 저축자에게 중점을 두어 법인 예금(corporate deposits)을 취급하지 않을 뿐 아니라 10만 싱가포르 달러(S\$) 이내의 예금에 보다 높은 이자율을 적용하는 이중 금리 제도를 시행하고 있다. 또한 자금의 사용에 있어서도 정부채 매입이나 주택 건설 용지에 많은 자금이 할당되고 있다.

싱가폴 개발 은행(DBS)은 국내 산업을 육성하는 데 필요한 자금 조달을 목표로 경제 개발 초기인 1968년에 설립되었다. DBS의 주요 기능은 기업 시설 투자 등의 고정 자산 축적에 필요한 자금을 장기 대출해 주거나, 주식을 매입하는 형태의 벤처 자본(venture capital)을 제공해 주는 데 있다. 하지만 DBS가 벤처 자본에 참여한다 하더라도 경영권 확보를 염두에 두지 않기 때문에 보통 출자 지분이 30%를 초과하지 않는다. 또한 DBS의 주요 대출 상대는 제조업을 담당하는 소규모 기업으로서 금융 시장 내의 상대적 차별 대우를 상쇄시키는 역할을 수행해 왔다.

1955년에 설립된 국민 저축 기금(CPF)은 기본적으로 강제 저축(compulsory savings)의 기금으로서, 원래의 취지는 노동자에게 퇴직 후 연금 혜택을 마련해 주는 데 있었으나, 1968년부터는 기금의 구성원이 각자의 저축액을 주택 매입에 사용할 수 있도록 관련법이 개정되었다. 기금의 구성원인 고용자 및 피고용자는 월급의 일정 한도를 예치하게 되어 있는데, 1992년 7월 1일자로 개정된 한도에 의하면 피고용자는 월급의 22%를, 그리고 고용자는 총급여의 18%를 기여하도록 되어 있다. 이렇게 조성된 기금은 1955년 설립 당시 900만 싱가포르 달러에 불과했지만, 1992년 말 현재 500억 싱가포르 달러를 넘어서고 있다.

싱가폴의 국민 저축 기금은 정부채 매입을 통하여 공공 투자 재원을 확보해 주고, 또한 싱가포르의 저축률을 제고시키는 데 막대한 영향을 끼쳤다. CPF는 싱가포르의 정부채 매입의 주요 기관으로서 주로 10~15년 만기 이상의 장기채 보유에 집중하고 있다. 1990년 말 현재, 기금의 97%에 해당하는 약 420억 싱가포르 달러가 정부채 매입에 사용되고 있다. CPF의 또 다른 중요한 공헌 중의 하나는 바로 국내 저축의 증대를 꾀할 수 있다. 1980~92년 기간 동안 연평균 41%에 달하는 싱가포르의 높은 저축률은 부분적으로 CPF를 통해 동원된 강제 저축으로 인해 가능하였다. 같은 기간에 CPF의 저축이 국민 총저축에서 차지하는 비중은 연평균 약 28%에 달하고 있으며([표 2-5] 참조), 1992년 기준으로 CPF의 저축은 GNP의 약 12%에 상응하는 규모이다.

싱가폴의 민간 소유 금융 기관으로는 일반 상업 은행, 금융 회사(Finance Company), 종합 금융 회사(Merchant Bank), 보험 회사, 주식 중개 회사, 투자 자문 회사, 국제 금융 중개 회사 등이 있다. 본 절에서는 금융 중개(여·수신 업무)의 측면에서 전통적으로 중요한 위치를 점하고 있는 일반 상업 은행, 금융 회사 및 종합 금융 회사에 초점을 맞추어 제도적 특성을 살펴보기로 한다.

싱가폴의 금융 개혁

[표 2-5] 국민 총저축 및 CPF 저축 추이

(단위: %, 백만 S\$)

연 도	국민 총저축 (1)	저 축 륜 [(1)/ GNP]	CPF 저축 (3)	CPF 세어 [(3)/ (1)]
1971	1,253	18.4	224	17.9
1972	1,962	24.1	331	16.9
1973	2,725	27.3	475	17.4
1974	3,102	25.4	687	22.2
1975	3,851	28.5	887	23.0
1976	4,441	30.6	1,008	22.7
1977	4,904	31.1	1,115	22.7
1978	5,649	31.9	1,352	23.9
1979	6,947	34.1	1,753	25.2
1980	7,642	32.9	2,296	30.0
1981	9,816	35.9	3,007	30.6
1982	12,885	40.6	3,901	30.3
1983	16,306	44.6	4,491	27.5
1984	18,596	45.6	5,385	29.0
1985	16,543	41.0	5,993	36.2
1986	15,589	39.4	4,778	30.7
1987	16,305	38.6	4,447	27.3
1988	20,224	40.6	4,985	24.7
1989	24,764	43.1	6,108	24.7
1990	28,362	44.3	7,174	25.3
1991	32,261	45.8	8,101	25.1
1992	35,347	46.4	9,028	25.5

자료: 1) Department of Statistics, Yearbook of Statistics Singapore, 각 호.

2) Monetary Authority of Singapore, Annual Report, 각 호.

일반 상업 은행은 허가된 업무 영역에 따라 완전 허가 은행(Full

Licence Bank), 제한적 허가 은행(Restricted Licence Bank) 및 역외 금융 허가 은행(Offshore Licence Bank) 등의 세 가지 형태로 분류된다. 완전 허가 은행은 일반 상업 은행으로서 할 수 있는 전통적인 여·수신 업무 및 무역 거래 금융 등 모든 은행 업무를 수행하고 있다. 1993년 3월 말 현재, 13개의 전 국내 은행과 22개의 외국 은행이 완전 허가 상태에서 운영되고 있다. 1971년 이전만 하더라도 완전 허가 은행만이 존재하여(1970년 당시에는 11개의 국내 은행과 25개의 외국 은행이 완전 허가 상태였음) 국내 은행이든 외국 은행이든 상관없이 모든 국내 은행 업무를 관장할 수 있었다. 그러나 1971년 이후, 국내 은행 업무의 취급이 기존의 완전 허가 은행에 의해 충분하다고 판단하고 통화 당국은 국내 은행 업무에 있어서 불필요한 경쟁을 피하면서 외국계 금융 기관의 유입을 장려하기 위해 차별적인 업무 영역을 갖는 제한적 허가 은행 및 역외 금융 허가 은행의 신설을 허용하였다.

외국 은행에 한하여 1971년부터 설립되기 시작한 제한적 허가 은행은 1993년 3월 말 현재 22개에 이르고 있는데, 주요 업무 영역은 다음 세 가지 형태의 업무를 제외하고 완전 허가 은행의 다른 모든 기능과 동일하다.

- ① 25만 싱가포르 달러 이하의 정기 예금을 취급할 수 없고,
- ② 저축 계정의 운용이 금지되며,
- ③ 싱가포르 내의 한 지역에 금융 거래가 국한되어 타지역에 지점을 설치할 수 없다.

상기된 업무 금지 영역을 통해 알 수 있듯이, 제한적 허가 은행은 거래 대상으로 개인보다는 지역 내의 기업 금융에 중점을 두고 있다. 또한 완전 허가 은행과 마찬가지로 외환 거래를 담당하는 ACU의 설치가 가능하다.

역외 금융 허가 은행(Offshore Licence Bank)의 개념은 아시안 달러 시장에서 외국 은행의 참여를 촉진시키기 위해 1973년에 도입되었다.³⁾ 설립 초기에는 국내 여·수신 업무를 거의 관장할 수 없었고, 주로 역외 금융 업무에 국한되었다. 즉 제한적 허가 은행의 업무 금지 영역 이외에도 비은행 거주자로부터의 모든 수신 활동이 불허되었으며(타금융 기관 또는 역외로부터의 수신 업무만 가능), 경상 계정의 운영 및 모든 무역 금융 거래가 금지되었다. 또

3) 역외 금융 허가는 아시안 달러 시장에서만의 운영을 목표로 하는 외국계 은행에 한하여 발급되었다.

한 비은행 거주자에 대한 여신 활동에 있어서도 2년 이상의 장기 대출만이 허용되었는데, 최하 100만 싱가포르 달러의 한도가 책정되었다.

하지만 1978년 6월에 단행된 외환 규제 철폐 이후, 역외 금융 허가 은행의 업무 영역이 대폭 확장되어 경상 계정의 운용 및 무역 금융 거래가 허용되었으며, 최고 5천만 싱가포르 달러의 한도 내에서 비은행 거주자에 대한 대출이 기간의 제약없이 훨씬 더 용이하게 되었다. 자금 운용에 관한 규제 완화는 비록 싱가포르 거주자들로부터의 국내 수신 활동에 있어서는 아직까지 어느 정도 규제받고 있지만 역외 금융 허가 은행의 경쟁적 입지를 강화시켰다.

[표 2-6]을 통해서 알 수 있듯이, 1978~88년 기간 동안에 완전 허가 및 제한적 허가 은행 기관의 수는 별다른 변화를 보여 주고 있지 않는데 비해서 역외 금융 허가 은행의 수적 팽창은 괄목할 만하다. 이러한 수적 팽창과 병행하여 역외 금융 허가 은행의 여·수신 업무 세어 또한 1980년대 기간 동안 현저한 신장세를 보여 주고 있다([표 2-7] 참조).

[표 2-6] 역외 금융 허가 은행 수의 변화 추이

(단위: 개)

연 도	1970	1978	1988	1993. 3
완 전 허 가 은 행	36	3		35
국 내 은 행	11	13	13	13
외 국 은 행	25	24	22	22
제한적 허가 은행	-	13	14	14
역외 금융 허가 은행	-	31	85	79

자료: Monetary Authority of Singapore, Annual Report, 각 호.

1960년대에 대거 설립된 금융 회사(Finance Company)는 일반 상업 은행이 도외시하는 내구성 소비재 구입에 필요한 자금의 조달과 같은 소규모 소비자 대출을 주로 담당하였다. 일반 상업 은행과 마찬가지로 저축 및 정기 예금의 수신 업무를 취급할 수 있으나, 1967년에 입안된 규정에 의하면 다음과 같은 여·수신 업무는 관장할 수 없다.

- ① 요구불 예금 계정을 설치할 수 없으며,
- ② 금과 외환과 같은 투기성 투자를 취급할 수 없고,
- ③ 5천 싱가포르 달러 이상의 무담보 대출이 불허되며,
- ④ 자기 자본의 60%를 초과하는 대출도(담보 대출인 경우에도) 불가능하다.

[표 2-7] 역외 금융 허가 은행의 여·수신 세어 추이

(단위 : %)

연 도	예 금			대 출		
	국내은행	외 국 은 행		국내은행	외 국 은 행	
		완전허가 및 제한적허가	역외금융 허가		완전허가 및 제한적허가	역외금융 허가
1970	40.8	59.2	-	40.3	59.7	-
1980	26.3	57.9	15.8	20.9	46.6	32.5
1981	26.1	58.3	15.6	19.6	42.3	38.1
1982	25.7	54.1	20.2	17.3	39.7	43.0
1983	25.8	52.4	21.8	18.5	40.9	40.6
1984	26.1	52.5	21.4	17.7	39.4	42.9
1985	24.9	47.9	27.2	16.4	37.7	45.9
1986	23.1	44.9	32.0	15.1	33.9	51.0
1987	24.3	44.2	31.5	12.5	28.9	58.6
1988	25.5	46.6	27.9	11.8	26.6	61.6

자료 : Monetary Authority of Singapore, The Financial Structure of Singapore, 1989.

금융 회사는 운영의 형태에 따라 두 종류로 분류된다. 독립적으로 운영되는 금융 회사와 일반 상업 은행과 연계되어(affiliated) 운영되는 금융 회사가 존재하는데, 후자의 여·수신 업무가 전자보다 더 높은 시장 점유율을 차지하고 있다. 금리 자유화가 실시된 1975년 7월 이전만 하더라도 금융 회사는 보다 자율적인 이자율 책

정으로 일반 상업 은행보다 더 높은 금리 체계를 유지하였으나, 금리 자유화 이후에는 그러한 상대적인 수신상의 강점을 상실하게 되었다. 따라서 1980년대에 들어서 금융 회사의 업무 영역이 소비자 금융으로부터 리스와 같은 사업 금융(business finance)으로 점차 변화하였을 뿐만 아니라 경쟁력을 확보하기 위해 활발한 합병이 진행되어 수적인 면에서 감소 추세에 있다.

18세기경 유럽에서 발전되기 시작한 머천트 뱅크(Merchant Bank)는 부유한 상인의 무역 거래를 지원하는 기능을 수행한다고 하여 그와 같이 명명되었지만, 현재는 상당히 광범위한 업무 영역을 관장하고 있다. 1993년 3월 말 현재, 78개의 머천트 뱅크가 영업중이며 주업무 영역으로는 기업 금융 및 포트폴리오(portfolio) 관리 등을 꼽을 수 있다. 예를 들어, 타금융 기관과 합작하여 대규모의 신디케이트(syndicate) 대출을 제공하거나 주식 공모(initial public offerings) 및 상장(listing)과 기업 합병에 관여하며, 기관 투자가의 자산 관리를 직·간접적으로 지원하기도 한다. 자금의 주원천은 자기 자본 및 타금융 기관으로부터의 차입으로 이루어지는데, 비은행 고객(계열 회사)으로부터의 차입 규모가 증가하는 추세를 보이고 있다. 일반 상업 은행과 금융 회사와의 불필요한 경쟁을 제거한다는 취지 아래, 머천트 뱅크는 일반 대중으로부터의 어떠한 형태의

수신 업무도 허용되지 않고 있다. 이러한 이유로 통화 당국으로부터 법정 기준율이나 유동 비율에 관한 규제를 전혀 부과받지 않고 있다.

(2) 아시안 달러 시장(Asian Dollar Market)

싱가폴이 국제 금융 중심지로 발돋움할 수 있었던 근본적인 계기는 아시아 달러 시장의 급속한 발전에서 찾을 수 있다고 해도 과언이 아니다. 아시안 달러 시장이라고 명명된 것은 단순히 지리적인 측면에서 비롯된 것이다. 유럽에서 거래되는 미국 달러화가 유로 달러라 일컬어 지듯이, 도쿄나 싱가포르에서 거래되는 미화는 아시안 달러라고 관행상 여겨지고 있을 뿐이다. 따라서 아시안 달러 시장의 중추적 기능은 유로 달러 시장과 마찬가지로 은행간 외환 거래를 수행하는 데 있다.

아시안 달러 시장을 구성하고 있는 실체는 금융 기관 내의 장부상 독립 부서인 Asian Currency Unit(ACU)이다. 일반 상업 은행이나 머천트 은행은 싱가포르 통화 당국의 허가를 얻어 국내 금융 거래 계정과 분리하여 ACU라 불리우는 별도의 계정을 설치함으로써 역외

금융을 영위할 수 있다. 이렇게 ACU를 별도의 계정으로 처리하는 이유는 국내 통화 정책을 수립하는 데 있어 불필요한 혼선을 야기하지 않기 위해서이다.

ACU의 주기능은 국외 비거주자 및 국내 타금융 기관(외환 거래를 허가 받은 은행이나 다른 ACU를 포함하여)과 싱가포르 달러 외의 모든 외화의 형태로 여·수신 활동을 하는 데 있지만 싱가포르 국내 거주자에게도 일정 한도 내에서 대출이 가능하다. 아시안 달러 시장에 참여하고 있는 국가들로는 아세안 국가들과 홍콩 및 일본 등의 아시아 지역 내의 국가들 뿐만 아니라 미국 및 유럽 국가들을 꼽을 수 있다. 외환 거래의 양적인 측면에서 미국 달러의 거래가 대부분을 차지하고 있지만, 최근 들어 일본 엔화 및 독일 마르크화의 중요성이 점차 높아지고 있으며, 총 20여 종 이상의 외화가 거래되고 있다. 또한 아시안 달러 시장의 수신 활동은 주로 3~6개월의 단기성 대출에 치중하고 있는데 통상적으로 5년을 초과하지는 않았다. 하지만 최근에는 신디케이트 대출의 형태로 중·장기성 대출 활동을 강화시킴으로써 만기 변환(maturity transformation)의 측면에서 운영의 묘를 살리고 있다.

이러한 아시안 달러 시장의 태동은 아시아 지역권 국가들의 급

속한 경제 발전과 함께 유로 달러 시장과 같은 국제 금융 시장의 필요성을 절감하여 파생된 자연 발생적인 결과이지만, 전략적 차원에서 싱가포르 당국의 시기 적절한 정책적 지원으로 싱가포르가 아시안 달러 시장의 역할을 선점할 수 있었던 것이다. 전 절에서 언급하였듯이, 싱가포르 당국이 취한 구체적인 정책적 지원은 바로 1970년대 초의 역외 금융에 대한 각종 세제 개혁이다. 이외에도 탄탄한 금융 하부 구조(financial infrastructure)와 자유로운 금융 환경은 아시안 달러 시장의 급속한 발전을 초래하였는데, 1968년 11월 최초로 Bank of America에 의해서 ACU가 설립된 이래 ACU의 숫자는 1993년 3월 현재, 195개에 달하고 있다([표 2-8] 참조). 1970년대에는 일반 상업 은행이 역외 금융의 참여에 주도적 역할을 담당하였으나, 1980년대 후반에 들어서는 머천트 뱅크의 역외 금융 참가가 두드러지고 있다.

[표 2-8] Asian Currency Unit의 분포 추이 (단위: 개)

연도	일반상업은행	머천트 뱅크	기타	합계
1968	1	0	0	1
1975	52	13	1	66
1982	105	43	2	150
1986	124	54	2	179
1993. 3	118	77	0	195

자료: Monetary Authority of Singapore, The Financial Structure of Singapore, 1989.
 Monetary Authority of Singapore, Annual Report 1992/1993, 1993.

[표 2-9]를 통해서 살펴보면, 1975~80년 기간 동안에 ACU의 총자산 규모는 4배 이상의 성장을 기록하였고, 1980~88년 기간 동안에는 5배 이상의 양적 성장을 하면서 아시아 달러 시장은 급속히 발전해 왔다. 자금의 원천 측면에서 초창기에는 비은행 고객

[표 2-9] Asian Dollar Market 총자산 · 총부채 추이

(단위 : 백만 US\$, %)

연도	자 산			총자산 · 총부채	부 채		
	비은행 고객대출	은행간 거 래	기 타		비은행 고객대출	은행간 거 래	기 타
1968	1.4 (4.6)	20.9 (95.1)	0.1 (0.3)	30.5 (100)	17.8 (58.4)	12.6 (41.3)	0.1 (0.3)
1970	13.9 (3.6)	370.2 (95.0)	5.7 (1.4)	389.8 (100)	243.7 (62.5)	141.0 (36.2)	5.1 (1.3)
1975	3,303.4 (27.6)	9,098.5 (70.9)	195.5 (1.5)	12,597.4 (100)	2,067.7 (16.4)	10,294.3 (81.7)	235.4 (1.9)
1980	12,402.3 (22.8)	39,552.3 (72.7)	2,438.0 (4.5)	54,392.6 (100)	9,250.5 (17.1)	40,879.6 (75.2)	4,262.4 (7.7)
1988	66,550.7 (23.7)	194,755.5 (69.4)	19,171.1 (6.8)	280,477.2 (100)	47,453.9 (16.9)	221,803.6 (79.1)	11,219.7 (4.0)
1993. 3	138,179.9 (38.7)	189,229.0 (53.1)	29,256.8 (8.2)	356,665.7 (100)	63,360.2 (17.8)	278,945.7 (78.2)	14,359.8 (4.0)

주 : 괄호 안의 숫자는 구성 비율임.

자료 : Monetary Authority of Singapore, The Financial Structure of Singapore, 1989, Monetary Authority of Singapore, Annual Report 1992/1993, 1993.

예금이 많은 비중을 차지하였으나,⁴⁾ 1970년대 중반 이후부터는 은행간 거래를 통하여 수신 업무를 거의 관장하고 있다. 한편, 자금의 운용 측면에서 살펴보면 정반대의 현상이 나타나고 있는데, 비록 은행간 대출이 아직까지는 주종을 이루고 있지만 중요성은 차츰 감소하는 반면, 비은행 고객에 대한 대출은 증가 추세에 있다. 예를 들어, 1970년 당시 총자산의 3.6%에 불과하던 비은행 고객 대출이 1993년 3월 말 현재, 38.7%에 이르고 있다. 이러한 비은행 고객 대출의 증가 추세는 최근 들어 신디케이트 대출 형태로 외국 정부의 경제개발에 필요한 자금을 제공해 주는 등, 아시안 달러 시장의 역할이 변화하고 있음을 반영해 주고 있다.

4) 비은행 고객은 주로 다국적 기업과 국제 무역을 수행하는 기업들로 구성되어 있다.



제 3절

거시 정책의 운용

싱가폴의 본격적인 통화 정책은 1970년 중앙 은행의 역할을 담당하는 통화 당국이 설립된 이후부터 시작되었다. 1970년대에는 규제 금리 인상, 기준율 변동, 여신 한도 관리 등의 전통적인 정책 수단을 동원하여 물가 안정을 위한 총통화 관리에 주력하였으나, 1980년대에는 통화 정책 운용을 총통화량 및 금리 중심에서 환율 중심으로 전환하였다. 따라서 본 절에서는 1970년대와 1980년대로 대별하여 싱가포르의 통화 정책 및 기타 특징적인 거시 정책의 변환 추이를 사례별로 살펴보기로 한다.

(1) 1970년대의 거시 정책

싱가폴 통화 당국이 직면한 첫 번째 경제적 난관은 1973~74년 기간의 제1차 석유 파동으로 인한 물가 급등이었다. 이러한 물가 상승을 억제하기 위해 통화 당국은 1960년대에 3.5%로 유지되어 왔던 법정 기준율을 1973년에 9%로 높이고, 은행의 외화 예금에 대해 5~9%의 특별 예치 의무를 부과시키는 등의 중화 정책(counteractive policy)을 실시하였다. 이에 따라 1970~72년 기간 동안에 평균 17%에 머물러 있던 통화 증가율(M₂ 기준)이 1974년에는 13% 수준으로 상승률이 둔화되었다([표 2-10] 참조). 또한 1970년대 초, 무역 수지 흑자 기조와 함께 아시안 달러 시장의 육성으로 자본 유입이 증대됨에 따라 고정 환율제에서 비롯된 해외 부분의 통화 공급 압박을 상쇄시키기 위해 1973년에 변동 환율제를 채택하면서 싱가포르 달러의 대폭적인 절상을 허용하였다. 이외에도 1970~72년 기간에 평균 3.6%의 낮은 수준을 유지하던 은행간 금리가 규제 금리의 인상으로 1973년에는 11.7%까지 치솟았다.

상기된 다각적인 통화 정책의 운용으로 1975년에는 물가 상승률

[표 2-10] 싱가포르의 70년대 주요 경제 지표

(단위 : S\$, US\$, %)

연도	M ₂ 증가율 (M ₃ 증가율)	GDP 증가율	GIP 증가율	은행간 금리	대미 달러 환율 (절상률)
1970~72	17.2 (-)	13.2	1.4	3.6	2.98 (2.9)
1973	15.8(17.0)	11.5	26.2	11.7	2.46 (14.5)
1974	13.7(14.5)	6.4	22.4	8.9	2.47 (0.8)
1975	17.8(18.4)	4.1	2.6	4.4	2.37 (2.8)
1976	12.7(18.0)	7.5	-1.8	4.2	2.74(4.0)
1977	6.3(10.8)	7.8	3.1	4.8	2.44 (1.3)
1978	10.7(14.9)	8.6	4.7	5.9	2.27 (7.3)
1979	18.8(20.4)	9.3	4.1	7.8	2.18 (4.6)

자료 : Department of Statistics, Yearbook of Statistics Singapore, 1993.

(CPI 기준)이 2.6% 수준으로 하락하면서 거시 경제적 안정이 회복되었는데 이러한 안정적인 경제적 환경은 1975년의 금리 자유화 실시에도 불구하고 국내 은행 간 금리가 1975~77년 기간 동안에 평균 4.5% 수준에서 유지될 수 있는 기반을 마련해 주었다. 금리 자유화 이전에는 국내 여신을 관리하기 위하여 여·수신 금리를 조정하는 방식의 직접 규제 형태의 통화 관리가 가능하였으나, 1975년 이후부터는 제한인을 변동 및 공개 시장 조작 등의 간접 규제 방식으로 단기 금융 시장의 자금 수급을 조절함으로써 미약하

나마 금리 변화에 영향을 미칠 수 있었다. 하지만 1978년의 외환 규제의 철폐와 함께 싱가포르 거주자에제도 아시안 달러 시장의 분호가 개방됨에 따라 국내 금리는 국제 금리와 연동되어 통화 당국의 통제권 밖에 위치하게 되었다.

(2) 1980년대의 거시 정책

1980년대 초, 싱가폴은 통화 정책을 수립하는 데 있어서 중요한 전환점을 맞게 된다. 제2차 석유 파동으로 인하여 1980~81년 기간 동안에 평균 8.3%의 상대적으로 높은 물가 상승률을 기록하면서 싱가포르 통화 당국은 수입 가격의 변화가 국내 물가 상승의 주요인임을 인식하여 물가 안정을 위한 통화 정책의 중간 지표로서 1981년에 환율을 선정하게 되었다. 이러한 싱가포르 통화 정책의 전환은 싱가폴이 고전적인 소규모 개방 경제의 형태로서 1981년 당시 국내 총지출의 약 60%, 그리고 수출의 70%가 수입에 의존하고 있어 국내 물가가 국제 가격 및 환율의 변화에 크게 영향을 받는다는 점에서 비롯된 것이다.

이외에도 다음의 두 가지 요인으로 인하여 통화 정책의 중간 지

표로서의 환율의 중요성이 더욱 부각되었다. 첫째, 아시안 달러 시장의 급속한 발전과 함께 1970년대 후반 이후 자본 유출입 규모가 과다하여 통화 총량의 목표를 유지하기가 어렵게 되었을 뿐만 아니라, 1970년대에 완료된 금융 개방화로 국내·외 금리차에 따라 자본 이동이 민감하게 반응하여 국내 금리는 거의 국제 수준과 연동되어 결정되기 때문에 통화 관리의 중간 목표로서 금리는 상당한 제약을 받았다. 또한 싱가포르의 물가 수준(임금을 포함하여)은 가격 규제와 같은 제도적 제약을 받고 있지 않기 때문에 경직적이지 않고 상당히 신속적으로 움직인다는 점이다. 이러한 신속적인 물가 및 임금의 변동 때문에 싱가포르 통화 당국은 명목 환율의 변동이 국내 물가 및 임금 수준에 신속하게 흡수되어 실질 환율과 실질 임금에는 거의 영향을 미치지 않음에 따라, 수출 경쟁력뿐만 아니라 실물 경제에도 장기적으로 별다른 영향을 끼치지 않는다고 보고 있다(Peng and Shanmugaratnam, 1992).

따라서 싱가폴은 물가 안정을 위해 통화 공급의 조절과 같은 전통적인 통화 정책을 전혀 고려하지 않고 있다. 통화 당국이 연간 보고서를 통해서 수 차례에 걸쳐 언급하였듯이, 실물 경제의 성장을 원활하게 하는 통화의 유통유 역할만을 강조하여 통화는 외생적인 변수이기 보다는 실물 경제의 변동에 따른 통화 수요의 변화

에 의해서 결정되는 내생적인 변수로 간주되고 있다. 이러한 관점은 경기 부양책에서도 여실히 나타나고 있는데 경기 침체기에는 통화 공급의 조절보다는 재정 정책이나 기타 공급 측면의 활성화에 주력하고 있다.

상기된 바와 같이 싱가포르의 통화 정책은 실물 경제를 촉진시키기 위한 수단보다는 주로 물가 안정을 목표로 하고 있다. 따라서 통화 당국은 중간 지표인 환율의 조정을 통하여 해외 부문의 물가 상승 압박을 상쇄시키는 것을 최우선 과제로 삼고 있다.⁵⁾ 1973년에 자유 변동 환율제가 채택된 후, 통화 당국은 주요 무역 대상국들의 무역 실적에 따른 가중치에 의거하여 산정한 명목 실효 환율(nominal effective exchange rate)을 외환 시장에서의 시장 개입을 통해 관리하고 있는데, 1980년대 기간은 경제적 여건에 따라 통화 당국이 어떠한 환율 정책을 실행해 왔는지 좋은 본보기를 제공해 주고 있다.

1980년대 초의 싱가포르 국내 물가 상승은 다음 두 가지 요인으로 분석될 수 있다.⁶⁾ 주된 원인은 석유 파동으로 인한 수입 가격의 급

5) Monetary Authority of Singapore, Annual Report 1981/82(1982) 참조.

6) Report of the Economic Committee(1986) 참조.

[표 2-11] 싱가포르의 1979년 이후의 주요 경제 지표

(단위: %)

연도	CPI 증가율	GDP 증가율	실업률	노동단가 증가율	명목실효환율 절상률
1979	4.0(10.4)	9.3 (-)	-	13.6	4.0
1980	8.5(13.5)	9.7 (1.5)	3.5	8.8	2.8
1981	8.2(10.8)	9.6 (1.6)	2.9	10.8	6.5
1982	3.9 (8.0)	6.9(-0.6)	2.6	15.1	6.6
1983	1.2 (5.6)	9.6 (2.9)	3.2	7.6	3.0
1984	2.6 (5.6)	8.3 (5.2)	2.7	3.9	2.2
1985	0.5 (4.9)	-1.6 (3.8)	4.1	1.0	-1.6
1986	-1.4 (3.0)	1.8 (2.9)	6.5	11.2	-14.1
1987	0.5 (3.6)	9.4 (3.4)	4.7	-4.2	-5.7
1988	1.5 (4.3)	11.1 (4.5)	3.3	3.5	-0.7
1989	2.4 (5.4)	9.2 (3.2)	2.2	8.5	6.9
1990	3.4 (5.8)	8.3 (2.3)	1.7	6.1	6.7
1991	3.4 (5.2)	6.7 (0.8)	1.9	5.9	3.2

주: 괄호 안의 숫자는 OECD 국가들의 평균 물가 상승률 및 GDP 성장률을 나타냄.

자료: Department of Statistics, Yearbook of Statistics Singapore, 1993, Peng and Shanmugaratnam, 1992.

등이었지만, 부차적으로 1979년 이후 싱가포르 정부가 견지해 온 고 임금 정책 역시 국내 물가 상승의 또다른 요인이었던 것이다. 산업 구조 조정을 위해 기술 집약적인 산업을 발전시킨다는 취지 아래, 명목 임금의 상승을 유도하였지만 그에 미치지 못하는 생산성 증

가로 인해 노동 단가(unit labor cost)는 1979~82년 기간 동안 평균 12%의 증가율을 기록하였다([표 2-11] 참조).

이러한 물가 상승을 억제하기 위한 싱가포르 통화 당국의 첫 번째 조치는 바로 싱가포르 달러의 평가 절상으로 나타났다. 1981~82년 기간 동안에 명목 실효 환율은 6.5% 이상 절상되었는데 그러한 환율 절상은 물가 상승 억제에 상당히 기여한 것으로 보인다. 왜냐하면, 비록 1982년 이후에 해외 물가가 서서히 하락하기 시작하였다는 점을 고려하더라도 1981~82년 기간의 싱가포르 국내 물가 상승률은 OECD 국가들의 평균 물가 상승률보다 낮은 수준으로 유지될 수 있었기 때문이다.

1982년부터 싱가폴은 저인플레이션 시대에 접어들었으나 국내·외 여건으로 인해 1985~86년 기간 동안에 전례없는 심각한 침체 국면을 맞는다. 1985년에는 싱가포르 독립 이래 최초로 마이너스 성장을 기록하였고, 1986년의 실업률은 1970년대 이후 최고치인 6.5%에 달했다. 이 기간의 경제적 침체는 주로 국내 건설 경기의 위축 및 생산성을 지나치게 초과하는 지속적인 임금 상승으로 인한 국제 경쟁력의 약화에서 비롯된 것이었다.

사상 유례없는 최악의 경기 침체에서 벗어나기 위해 싱가포르 당국은 경제 위원회 보고서(1986)의 자문에 의거하여 종합적인 대책을 마련하였는데, 대표적인 단기적 경기 부양책으로는 국민 저축 기금(CPF)에 대한 공제율의 삭감, 명목 임금 인상의 억제, 법인세 인하 등을 꼽을 수 있다. 또한 1980년대 중반 이후부터 원자재 가격이 하락세를 보이면서 국내 불가 역시 안정세를 유지하자, 환율 정책에 있어서도 수출 경쟁력을 회복하기 위한 수단으로써 대폭적인 평가 절하가 묵인되었다. 이러한 임금 인상 억제 및 평가 절하 정책으로 1987년 이후에 경기 회복세가 뚜렷해 지면서 지속적인 평가 절하는 물가 상승 압박을 재연시킬 수 있다는 우려 아래, 1988년 말부터 싱가포르 통화 당국은 싱가포르 달러의 평가 절상을 유도하기 시작하였다.

1980년대의 싱가포르 통화 정책의 특징 중의 하나는 통화 공급과 물가와의 관계가 거의 무관하다고 보는 통화 당국의 입장이다. 물론 이러한 견해는 자유로운 국내·외 자본 이동으로 통화 총량의 유지가 불가능하고, 통화는 근본적으로 실물 경제의 움직임에 의한 통화 수요에 따라 내생적으로 결정된다고 보는 데서 비롯된 것이다. 1980년대 이후의 통화 증가율 추이를 보면, 1970년대에 비해 통화 증가율의 변화 폭이 더 심해졌다는 점이 통화 당국의 입장

싱가폴의 금융 개혁

[표 2-12] 싱가포르의 통화 증가율 추이

(단위 : %)

연 도	M ₂ 증가율	M ₃ 증가율
1970	16.3	
1971	10.0	12.3
1972	25.4	25.6
1973	15.8	17.0
1974	13.7	14.5
1975	17.8	18.4
1976	12.7	18.0
1977	6.3	10.8
1978	10.7	14.9
1979	18.8	20.4
최고치	25.4	25.6
최저치	6.3	10.8
편 차	5.4	4.5
1980	26.0	24.6
1981	22.4	21.7
1982	15.9	18.7
1983	11.9	13.7
1984	6.2	6.8
1985	3.8	2.7
1986	10.0	8.5
1987	19.8	17.3
1988	13.5	12.0
1989	22.5	21.2
1990	20.0	18.4
1991	12.4	11.1
1992	8.9	8.2
최고치	26.0	24.6
최저치	3.8	2.7
편 차	6.9	6.7

자료 : Department of Statistics, Yearbook of Statistics Singapore, 1993.

싱가폴의 금융 개혁

[표 2-13] 싱가포르의 통화 유통 속도 및 금융 심화 추이

(단위 : %)

연도	유통 속도		금융 심화(k)	
	$\frac{\text{경상 GNP}}{M_2}$	$\frac{\text{경상 GNP}}{M_3}$	$\frac{M_2}{\text{경상 GNP}}$	$\frac{M_3}{\text{경상 GNP}}$
1970	155	144	64.5	69.5
1971	164	149	61.1	67.1
1972	156	142	64.2	70.6
1973	165	148	60.6	67.4
1974	177	158	56.4	63.1
1975	167	148	60.0	67.5
1976	159	135	63.0	74.2
1977	163	132	61.5	75.5
1978	165	129	60.6	77.3
1979	160	124	62.6	80.9
1980	145	113	69.2	88.4
1981	139	110	71.9	91.3
1982	139	107	71.8	93.4
1983	143	108	69.8	92.3
1984	150	113	66.4	88.3
1985	143	109	70.0	91.8
1986	128	99	78.1	101.4
1987	114	90	87.9	111.7
1988	118	94	84.4	105.9
1989	112	90	89.6	111.3
1990	104	84	96.6	118.4
1991	101	84	98.7	119.5
1992	101	83	99.4	119.6

자료 : Department of Statistics, Yearbook of Statistics Singapore, 1993.

을 어느 정도 반증해 주고 있다([표 2-12] 참조). 또한 1980년대에 들어서 명목 GNP 성장률보다 더 급속한 통화 증가율은 유통 속도의 하락 추세를 초래하였고, 역으로 금융 심화(k)의 지속적인 상승 추세를 가능하게 하였다([표 2-13] 참조).

제 3 장

말레이시아의
금융 개혁

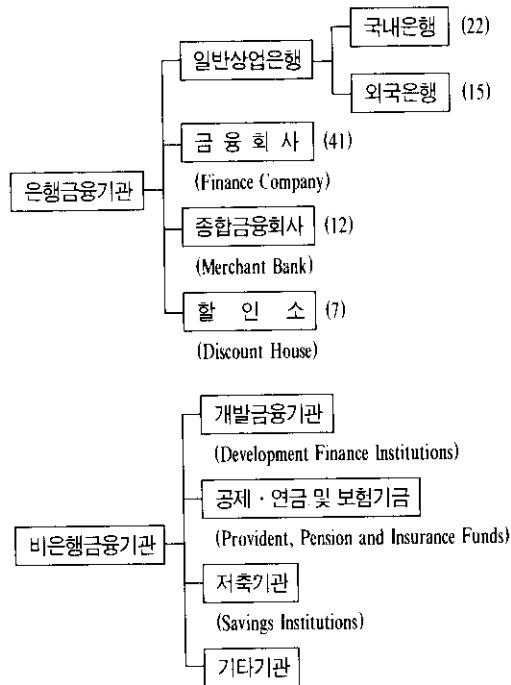


제 1 절 금융 기관의 체계

말레이시아의 금융 기관은 크게 은행 금융 기관(Banking System)과 비은행 금융 기관(Non-Bank Financial Intermediaries)으로 분류할 수 있다([그림 3-1]).⁷⁾은행 금융 기관으로는 일반 상업 은행, 금융 회사(Finance Company), 종합 금융 회사(Merchant Bank) 및 할인소(Discount House) 등이 존재하는데, 말레이시아의 중앙 은행은 이 기관들에 대하여 법정 기준율을 부과하고 최종 대부자(lender of last resort)의 역할을 담당하고 있다. 비은행 금융 기관은 개발 금융 기관(De-

7) 본 장의 내용은 Bank Negara Malaysia(1989, 1993), Cho and Khatkhate(1989), Lee (1990) 및 Talib(1993) 등을 참조하였다.

[그림 3-1] 말레이시아의 금융 기관 체계



주: 괄호 안은 1992년 말 현재의 금융 기관의 수
 자료: Bank Negara Malaysia, Annual Report 1992, 1993.

velopment Finance Institutions), 공제·연금 및 보험 기금(Provident, Pension and Insurance Funds)과 저축 기관(Savings Institutions)으로 구성 되어 있다.

1992년 말 현재, 전체 금융 기관의 자산 중에서 은행 금융 기관의 비중은 70% 이상으로 절대적인 우위를 차지하고 있기 때문에, 본 절에서는 은행 금융 기관의 제도적 특성에 대하여 간략하게 논의하고자 한다.

중앙 은행(Bank Negara Malaysia)이 운영되기 시작한 1959년 당시만 하더라도 말레이시아의 금융 구조는 영국 식민지 시대의 영향을 받아 주로 외국계 일반 상업 은행으로 구성되어 있었다. 따라서 독립 후 중앙 은행의 가장 중요한 목표 중의 하나는 국내 은행 및

[표 3-1] 일반 상업 은행의 구조 및 지점 수의 변천 추이

(단위: 개, 명)

연도	일반상업은행			지점			지점당 인구 수
	합계	국내은행	외국은행	합계	국내은행	외국은행	
1959	26	8	18	111	12	99	71,600
1962	29	11	18	215	91	124	40,900
1965	33	13	20	277	133	144	34,600
1970	38	16	22	336	177	159	32,400
1975	36	18	18	403	254	149	29,600
1980	38	21	17	546	398	148	25,100
1983	38	22	16	664	518	146	22,200
1987	38	22	16	862	716	146	19,200
1992	37	22	15	1,125	979	146	16,000

자료: Bank Negara Malaysia, Money and Banking in Malaysia, 1989,
Bank Negara Malaysia, Annual Report 1992, 1993.

[표 3-2] 국내 및 외국 은행의 수신 추이

(단위 : 백만 MS, %)

연 도	1970	1980	1992
국내 은행	1,307(38.5)	16,086(66.3)	87,313(77.6)
외국 은행	2,085(61.5)	8,171(33.7)	25,234(22.4)
합 계	3,392(100)	24,257(100)	112,547(100)

자료 : Bank Negara Malaysia, Money and Banking in Malaysia, 1989.
Bank Negara Malaysia, Annual Report 1992, 1993.

기타 금융 기관의 신설을 지원하여 기본적인 금융 하부 구조를 강화시킴으로써, 효과적인 통화 관리의 기틀을 마련하는 데 있었다.

1960년대와 1970년대에 걸쳐 통화 당국의 이러한 지속적인 노력은 국내 은행의 수적인 팽창에 있어서 가시적인 성과를 거두었다. [표 3-1]을 통해서 알 수 있듯이 1975년 이전에는 국내 은행이 외국 은행에 비하여 수적인 열세를 면치 못했으나, 그 이후부터는 당국의 적극적인 자원책에 힘입어 수적인 우세를 점하고 있다. 또한 1980년대에 들어서 국내 은행의 지점 확장은 상당히 괄목할 만한 진척을 보여 주고 있다. 이러한 국내 은행의 수적 팽창과 더불어 수신 활동 역시 완전히 반전되었는데, 1970년 당시에는 국내 은행이 총수신에서 차지하는 비중이 38.5%에 불과하였으나, 1980년에는 66.3%, 1992년에는 77.6%의 국내 총수신을 관장하고 있다([표

3-2] 참조).

일반 상업 은행의 신용 배분에 있어서 특기할 만한 점은 통화 당국의 지도 아래 행해지고 있는 소규모 기업에 대한 대출이다. 중소기업에 대한 대출을 장려하기 위하여 중앙 은행은 은행 여신의 일정 비율이 소규모 대출로 운용되도록 제도적으로 권장하고 있지만, 이러한 신용 배분의 제약은 은행의 위험 부담을 증대시킬 수 있기 때문에, 완충 장치로서 1972년에 통화 당국이 부분 출자하여 신용 보증 회사(Credit Guarantee Corporation)가 설립되었다. 신용 보증 회사는 대출 금액의 0.5%에 해당하는 보증료를 은행으로부터 수취하는 대신에 채무 지급이 이행되지 않을 경우, 부도 금액의 60%를 부담하고 있다.

1980년까지는 은행의 총저축 예금의 3~10%를 소규모 기업에 대한 대출로 운용하도록 요구하였으나, 1981년에 개정된 규정에 의하면 최소한 총대출 금액의 12%를 소규모 기업에 할당할 것을 의무화하였다. 또한, 같은 해에 신용 보증 회사는 특별 대출 계획(Special Loan Scheme)을 입안하여 무담보 조건 및 시장 평균 대출 금리 이하의 우대 금리로 최고 5만 말레이시아 달러의 한도 내에서 소규모 대출이 더 용이하게 이루어지도록 하였다.

수신 활동에 있어서 두 번째 위치에 있는 금융 회사(Finance Company)는 1992년 말 현재, 18개의 일반 상업 은행의 방계 회사를 포함하여 총 41개가 영업중에 있다. 일반 상업 은행과 다른 점은 요구불 예금 계정을 설치할 수 없고 오직 정기 및 저축 예금만을 취급하며, 대출 성격도 기업 자금 조달보다는 소비자 금융에 치중하고 있다. 예를 들면, 1992년 말 현재 금융 회사 전체 수신고 중에서 약 72%에 해당하는 자금이 정기 및 저축 예금으로 동원되고 있으며, 소비자 금융은 총대출액의 50% 이상을 차지하고 있다. 이러한 차별적인 여·수신 업무 성격 때문에 통화 당국은 예금 수취에 있어서 금융 회사의 경쟁적 입지를 강화시켜 주기 위해 타금융 기관에 비하여 더 일찍이 금리를 자유화시켜 주었고, 금융 회사의 금리 체계는 저축자에게 상대적으로 유리한 수준을 견지하고 있다.

1970~75년 기간 동안에 설립된 12개의 종합 금융 회사(Merchant Bank)는 주로 일반 상업 은행과 금융 회사의 업무 영역 이외의 금융 활동을 보완하는 역할을 담당한다. 중앙 은행은 종합 금융 회사에 예금 수취 및 대출과 같은 전통적인 여·수신 활동보다는 증권 인수(underwriting), 신디케이티드(syndicated) 대출, 기업 합병 및 기타 기업 금융 업무와 관련된 수수료 영업에 적극적으로 개입할 것을 권고하는데, 1979년에 입안된 규정에 의하면 수수료에 의한 영업

수익이 총수익에서 최소한 30%를 유지해야 한다고 명시하고 있다. 일반 개인 고객으로부터는 어떠한 형태의 수신 활동도 금지되어 있기 때문에 자금 조달은 대부분 타금융 기관이나 기업으로부터의 정기 예금으로 충당된다.⁸⁾ 자금의 운용 측면에서 보면, 1970년대에는 1년 이내의 단기성 대출이 주종을 이루었으나, 1980년대에 들어서 중·장기적 대출이 증가 추세에 있고, 단기 금융 시장 내에서도 활발한 활동을 보여 주고 있다.

단기 금융 시장 업무에 주력하고 있는 할인소(Discount House)는 타금융 기관 및 기업으로부터 3개월 이내의 단기 자금을 흡수하여 어음 할인 등을 통해 고객에게 필요한 자금을 제공한다. 1979년 이전에는 중앙 은행이 할인소의 모든 자금이 단기성 국채에 투자될 것을 요구하였으나, 1979년에 개정된 규정에 의하면 85%의 자금을, 1987년 10월부터는 75%의 자금을 국채 투자에 할당할 것을 명시하였다. 하지만 1990년 6월에 이러한 자금 배분에 대한 제약이 폐지됨에 따라, 최근에 와서는 자산 축적에 있어 회사채 및 양도성 예금 증서의 역할이 증대되고 있다. 다른 은행 금융 기관과 마찬가지로

8) 1개월 이상의 만기로 최소한 25만 말레이시아 달러의 예금에 한하여 수신이 가능하다.

지로 할인소 역시 법정 기준율을 부과받고 있을 뿐 아니라 중앙 은행의 재할인 창구를 이용할 수 있다.



제2절

금융 개혁의 진전

(1) 금융 개혁의 배경

경제 개발 초기에 말레이시아의 산업 구조는 풍부한 천연 자원을 바탕으로 1차 산업에 치중되어 있었다. 영국으로부터 독립한 해인 1957년 당시에 말레이시아는 세계 최대의 천연 고무 생산국이면서 수출국으로서 천연 고무 산업은 국내 총고용 인구의 33%, 총수출액의 60%, 국내 총생산의 25%, 정부 세원의 20%를 각각 차지할 정도로 말레이시아 산업의 중추적인 역할을 담당하고 있었다. 천연 고무 이외의 주력 수출 상품은 틴(Tin) 금속이었는데, 그 당시의 생산액은 국내 총생산의 6%, 총수출액의 20%를 각각 점하고 있

었다.

1960년대까지만 하더라도 천연 자원을 근간으로 하여 연평균 5% 수준의 경제 성장을 유지할 수 있었으나, 원자재 수출에 대한 경제적 의존도가 심각해 국제 수요 및 국제 가격의 변동이 국내 경기에 상당한 영향을 끼쳤다. 또한, 1차 산업에 편중된 산업 구조는 인구 증가에 따른 고용 창출에 있어서 많은 한계를 드러냈다. 이에 따라 말레이시아 당국은 이러한 경제적 불안정성을 제거하고 지속적인 경제 성장을 하기 위하여, 다양한 생산 기반을 확충하고 산업 구조의 개편을 끊임없이 시도하기 시작하였다.

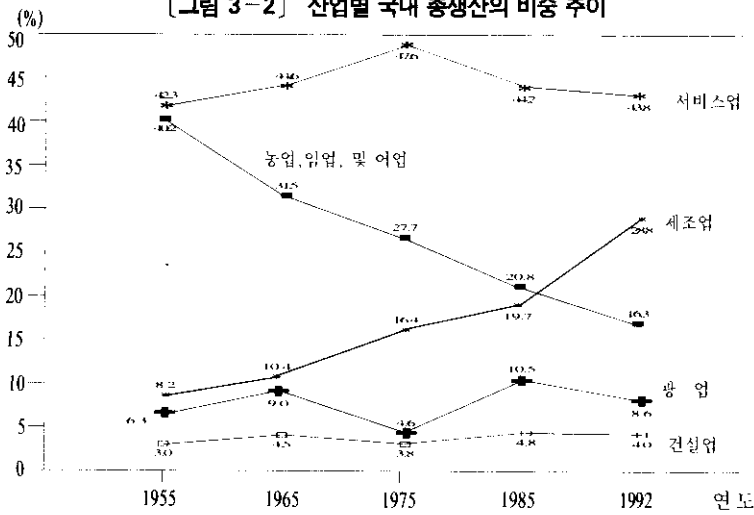
산업 다양화를 위한 말레이시아 정부의 노력은 고부가 가치의 신상품 개발(예를 들어, 팜유)뿐만 아니라 제조업 분야의 육성에서 잘 나타나고 있다. 특히 제조업 분야는 1970년대 이후에 가장 급속한 성장세를 기록하였는데, 이러한 제조업 부문의 성장은 말레이시아가 1970년대 기간에 이룩한 연평균 8.3%에 이르는 고도 성장을 달성하는 원동력이 되었다. 1955년 당시에는 제조업 부문이 국내 총생산에서 차지하는 비중이 8.2%에 불과하였으나, 1975년에는 16.4%로 배증되었으며, 1992년 말 현재, 28.8%에 달하고 있다(그림 3-2) 참조). 이와 함께 농업의 상대적 중요성은 점차 감소하는

추세에 있다.

경제 규모가 확대되고 산업 다각화가 급속도로 진행되던 1970년대에, 말레이시아 당국은 실물 경제의 발전과 병행하여 금융 산업의 체질을 강화하고 보다 효율적인 금융 중개의 역할을 신장시키기 위하여 대폭적인 금융 규제의 완화를 시도한다. 앞서 지적하였듯이, 1970년대 초까지만 하더라도 금융 산업을 육성하기 위한 말레이시아 통화 당국의 최우선 과제는 금융 기관의 설립을 통한 금융 산업의 양적인 팽창이었다. 하지만 국내 금융 하부 구조가 자리잡기 시작한 1970년대 중반 이후부터는 금융 중개의 효율성을 제고시켜 투자의 질적 향상을 도모하고 다양한 금융 서비스를 제공하는 방향으로 금융 개혁이 진행되었다.

금융 자유화가 적극적으로 추진되던 1970년대의 말레이시아의 거시 경제적 여건은 상당히 안정적이었다. 1970년대의 물가 상승률은 연평균 5.9%로 1960년대에 비해서는 높은 수준이었으나(두 차례에 걸친 석유 파동으로 인하여) 타개발 도상 국가들과 비교하면 상대적으로 낮은 수준에 머물렀다([표 3-3] 참조). 또한 경상수지에 있어서도 1970년대 후반의 무역 수지 개선으로 흑자 기조로 전환됨과 동시에, 1970년대의 높은 증가세의 투자율에도 불구하고

[그림 3-2] 산업별 국내 총생산의 비중 추이



자료 : Bank Negara Malaysia, Money and Banking in Malaysia, 1989. Bank Negara Malaysia, Annual Report 1992, 1993.

[표 3-3] 말레이시아의 주요 경제 지표

(단위 : 10억 MS, %)

기 간	1956~60	1961~65	1966~70	1971~75	1976~80	1981~85	1986~90
실질 GDP 성장률	4.1	5.0	5.4	8.0	8.6	5.2	6.5
물가상승률(CPI)	0.4	0.5	1.4	7.4	4.5	4.6	2.0
경 상 수 지	1.2	-0.4	0.9	-3.3	4.9	-27.6	4.4
총 투 자/GNP	12.6	18.9	16.7	24.4	27.4	36.3	29.4
민 간 투 자/GNP	9.9	10.5	10.3	16.6	17.4	19.0	
정 부 투 자/GNP	2.7	8.4	6.4	7.8	10.0	17.3	
국민총저축/GNP	16.6	17.8	18.3	20.8	30.0	27.5	30.7

자료 : Bank Negara Malaysia, Money and Banking in Malaysia, 1989, Department of Statistics Malaysia, National Accounts Statistics 1989 - 1991, 1992.

하고 1970년대 후반에는 저축률이 투자율을 초과하게 되었다. 이와 함께 1970년대의 고도 성장은 금융 개혁을 추진하는 데 있어 건설한 거시 경제적 환경을 마련해 주었다.

(2) 금융 개혁의 내용

말레이시아의 금융 개혁은 1970년대 초반부터 점진적으로 추진되어 왔다. 우선 금리 자유화에 있어서 1973년에 금융 회사의 예금 금리와 단기성 국채의 할인율이 자유화되었고, 1978년에는 일반 상업 은행의 모든 여·수신 금리에 대한 직접적인 규제가 철폐되었다.⁹⁾ 하지만 대출 금리의 급격한 변동을 방지하기 위하여 통화 당국은 우대 금리(prime rate) 제도를 도입하여 은행의 대출 금리 결정을 간접적으로 규제하였다. 1979년 5월에는 양도성 예금 증서와 은행 인수 어음 등의 새로운 금융 상품이 개발되어 단기 금융 시장의 메뉴를 다양화시켰다.

9) 은행 금융 기관 내의 종합 금융 회사의 여·수신 금리는 설립 당시부터 시장의 여건에 따라 자유로이 결정되었다.

외환 자유화 역시 1970년대 초반에 상당한 진척을 보았다. 1973년 5월에 외환 규제를 대폭 완화시켰는데, 파운드화 지역 이외의 지역에 대해서도 외환 유·출입에 대한 통제를 완전히 철폐하였다. 환율 제도에 있어서는 1973년 6월부터 변동 환율제를 채택하였으며, 1975년 9월에는 무역량과 결제 규모를 가중치로 하는 복수 통화 바스켓 제도로 이행하였다. 말레이시아의 외환 규제 완화 및 환율 제도의 개선은 싱가포르와 비슷한 시기에 이루어졌는데, 이는 1965년에 싱가포르가 분리 독립한 후, 독자적인 외환 시장을 육성하고자 하는 말레이시아 당국의 노력에서 비롯된 것이다.

자본 시장을 육성하기 위한 첫 번째 조치는 1973년에 싱가포르와 공동 운영하던 증권 거래소를 분리하여 독립시킨 것이다. 이와 병행하여 말레이시아 통화 당국은 자본 시장(capital market)을 활성화하기 위하여 기존 은행 금융 기관의 업무 영역을 확대시키고, 종합 금융 회사의 설립을 정책적으로 지원하였다. 외국인 직접 주식 투자는 말레이시아 증권 거래소의 설립 당시부터 허용되었는데, 현재 외국인의 동일인 주식 투자 한도는 30%이나, 15% 또는 500만 말레이시아 달러 이상의 취득시에는 해외 투자 위원회(Foreign Investment Committee)의 승인이 필요하다. 다음 절에서 좀더 상세히 소개하겠지만 효율적인 통화 관리의 기반을 마련하기 위한 통화 당

국의 포괄적인 자본 시장 육성책은 1980년대 후반에 들어서 본격적으로 추진되었다.

1970년대에 완결된 여러 분야에서의 금융 개혁은 1980년대에 들어서 전반적으로 심화되었으나, 금리 결정 체계에 있어서는 말레이시아의 거시 경제적 환경에 따라 통화 당국의 입김이 거세게 작용하였다. 1978년의 금리 자유화 이후에 예금 금리, 저준율, 유동 자산 보유율 및 고정 비용 등을 감안한 자금 조달 금리의 상승시에는 대출 금리를 올려 차입자에게 부담을 전가하였지만, 자금 조달 금리가 하락할 때에는 대출 금리에 이를 충분히 반영하지 않아 금리 자유화가 차입자에게 불리하게 작용되고, 금융 기관에게는 예·대 마진의 격차가 커져 영업상의 혜택이 주어지게 되었다. 이에 따라 중앙 은행은 1981년 말에 기준 대출 금리제(Base Lending Rate System)를 도입하여, 1983년 11월부터 전 금융 기관에 대하여 전격적으로 시행하도록 하였다. 기준 대출 금리제는 은행의 자금 조달 비용을 고려하여 최저의 기준 대출 금리를 설정한 후, 차입자의 신용도 및 자금 용도의 위험도에 따라 일정한 범위 내에서 금리를 결정하는 제도를 일컫는다.

하지만 이러한 새로운 금리 결정 체계 역시 원래의 취지에 완벽

하게 부응하지는 못했다. 1980년대 후반에 들어서 국내 예금 금리가 급격하게 하락했음에도 불구하고 대출 금리는 여전히 뚜렷한 하락세를 보여주지 못하였기 때문이다. 따라서 통화 당국은 예·대 금리차를 좁히고 차입자의 금융 비용을 절감시키기 위해, 1987년 9월에 최고 대출 금리가 기준 대출 금리를 4% 이상 초과하지 않도록 명시하였을 뿐만 아니라 일반 상업 은행의 기준 대출 금리가 2대 상업 은행(lead banks)의 기준 대출 금리를 0.5% 이상 넘지 않도록 요구하였다. 이외에도 금리 결정에 관한 중앙 은행의 개입

[표 3-4] 말레이시아 금융 개혁의 주요 내용 요약

1973. 5	외환 규제 철폐
1973. 6	변동 환율제 채택
1973. 8	금융 회사의 예금 금리 및 단기성 국채(T/B) 할인율의 자유화
1978. 10	금리 규제 철폐
1979. 5	양도성 예금 증서(CD) 및 은행 인수 어음(BA)의 유통 개시
1983. 11	기준 대출 금리제(Base Lending Rate System) 시행
1986. 3	외국인의 국내 증권 회사 출자 허용
1986. 5	외국 증권 회사의 지점 설치 허용
1988. 11	주식 2부 시장 개설
1989. 1	국채 입찰 발행 개시
1990. 6	할인소의 자산 포트폴리오 구성에 대한 제한 철폐
1990. 11	민간 신용 평가 기관 설립 허용
1991. 2	기준 대출 금리제 철폐

자료 : Bank Negara Malaysia, Money and Banking in Malaysia, 1989,
Talib, Monetary Policy in the SEACEN Countries : An Update, 1993.

은 거시 경제적 여건에 따라 종종 나타났다. 예를 들면, 1980년대 중반의 경기 침체기에는 예금 금리의 상승을 억제하기 위해, 일반 상업 은행과 금융 회사의 1년 만기 이내의 예금에 한하여 2대 상업 은행의 예금 금리에서 각각 0.5%, 1.5% 범위 이내로 연동시키도록 지시하였던 것이다.

비록 금리 결정 방식에 있어서는 1980년대 기간 동안에 중앙 은행의 통제가 재개되기도 하였지만, 타부문의 금융 개혁은 단계적으로 심화되어 추진되어 왔다. 특히 1980년대 후반에는 효율적인 통화 관리의 기반을 확충하는 데에 주력하였다. 강제 인수 방식에 의한 국채 발행 규모를 축소하면서 1987년에는 최초로 시장 금리 수준을 보장한 국채가 발행되었고, 1989년 1월부터 일반 상업 은행, 종합 금융 회사 및 할인소에 대하여 딜러(dealer)를 선정하여 만기 10년 이하의 국채를 경쟁 입찰 방식으로 발행하였다. 따라서 통화 당국의 공개 시장 조작용 딜러를 통해 실시됨으로써 시장 원리에 의한 간접 규제 방식의 통화 관리가 가능하게 되었다. 이러한 국채 발행 제도의 개편과 함께 회사채 시장의 활성화를 위해 1990년 11월에는 민간 신용 평가 기관의 설립이 허용되었다. 이외에도 1989년부터는 법정 기준을 관리도 1일 단위에서 2주 평균 단위로 관리하였으며, 일(日)중 최대 변동폭을 필요 지준액의 상하 0.5%까

지 허용하는 등 지급 준비 제도가 개선되었다.

말레이시아의 주요 금융 개혁이 완료된 1970년대 말 이후부터 1980년대 중반까지의 거시 경제 지표를 살펴보면, 실물 경제의 관점에서 금융 개혁의 결과는 결코 성공적이지 않았다. 앞서 지적하였듯이, 1980년대 기간 동안에 말레이시아 통화 당국이 보여 준 금리 결정에 관한 수 차례의 직접적인 간섭은 이러한 거시 경제적 환

[표 3-5] 금융 개혁 완료 직전·직후의 거시 경제 지표

(단위 : %)

연 도	경상수지 GNP	재정적자 GNP	총투자 GNP	민간투자 GNP	정부투자 GNP	총저축 GNP
1976	5.5	-7.1	22.7	13.7	9.0	28.2
1977	3.9	-8.5	24.4	13.7	10.7	28.3
1978	0.7	-8.0	27.9	16.6	11.3	28.6
1979	4.5	8.3	30.3	18.4	11.9	34.8
1980	-1.2	-13.6	31.6	20.2	11.4	30.4
1981	-10.2	-19.7	36.3	20.6	15.7	26.1
1982	-14.1	-18.7	39.1	19.0	20.1	25.0
1983	-12.4	-14.0	40.4	19.4	21.0	28.0
1984	-5.3	-9.5	36.0	18.0	18.0	30.7
1985	2.4	-8.4	29.7	17.0	12.7	27.3
1986	-0.3	-11.3	27.1	15.5	11.6	26.8

자료 : Bank Negara Malaysia, Money and Banking in Malaysia, 1989.

경을 반증해 주고 있다. [표 3-5]를 통해서 알 수 있듯이, 1979년에 34.8%에 달하던 저축률이 1982년에는 39.1%의 높은 투자율에 훨씬 못미치는 25%로 급락함에 따라 경상 수지의 적자가 심화되었다. 1981~83년 기간의 투자율의 급상승 추세는 주로 사회 간접 자본의 확충을 위한 대대적인 정부 투자의 팽창에서 비롯된 것이었다. 이에 따라 정부 재정 적자는 눈덩이처럼 불어나 1981년에는 재정 적자의 규모가 GNP 대비 19.7%에 이르렀고, 1982년에도 18.7%에 달하게 되었다. 1984년 이후, 말레이시아 당국은 정부 투자 지출을 감축하기 시작하였는데, 이와 병행하여 나타난 민간 투자의 감소는 총투자율의 하락을 초래하였고, 이러한 투자 경색은 1985~86년 기간의 평균 마이너스 성장에 일조하였다.¹⁰⁾

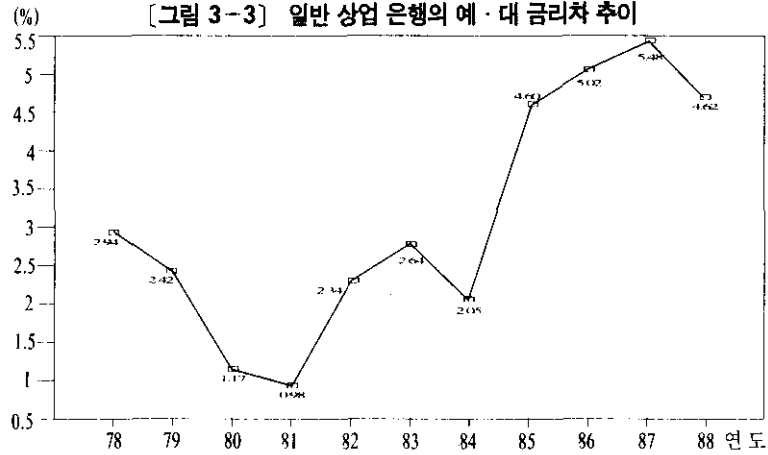
이러한 거시 경제적 여건의 악화 이외에도 말레이시아의 금융 개혁은 금융 중개의 효율성 측면에서도 뚜렷한 개선의 효력을 발휘하지 못하였다. 금융 자유화가 진전됨에 따라 은행의 효율적인 금융 중개 기능이 강화되어 금융 중개 비용이 절감될 수 있는 환경이 조성되었음에도 불구하고 예·대 금리차는 1980년대 초반에 약

10) 물론 이 기간의 국제 원자재 가격 하락도 말레이시아의 경기 침체에서 커다란 몫을 차지하였다.

간 감소 추세를 보여주었을 뿐, 1983년 이후에는 큰 폭으로 확대되었다([그림 3-3] 참조). 물론 예·대 마진의 확대는 1980년대 중반의 경기 침체기와 연관되어 있지만, 보다 근본적인 이유는 말레이시아의 금융 구조가 아직 과점 구조(oligopolistic structure)에서 벗어나지 못해 경쟁적인 입지가 결여되어 있다는 것이다. 1990년 말 현재, 10대 은행의 수신 비중이 국내 총수신의 거의 80%에 가깝다는 사실은 이러한 과점 구조를 잘 설명해 주고 있다. 뿐만 아니라 말레이시아의 투자 효율성(Δ GDP/투자)은 1980년대에 접어들면서 급락 추세를 보였다([그림 3-4] 참조). 따라서 단편적인 예에 지나지 않지만, 1970년대의 말레이시아의 금융 개혁이 자금 배분의 효율화 및 투자의 질적 향상에 기여하였다고 보기는 힘들다.

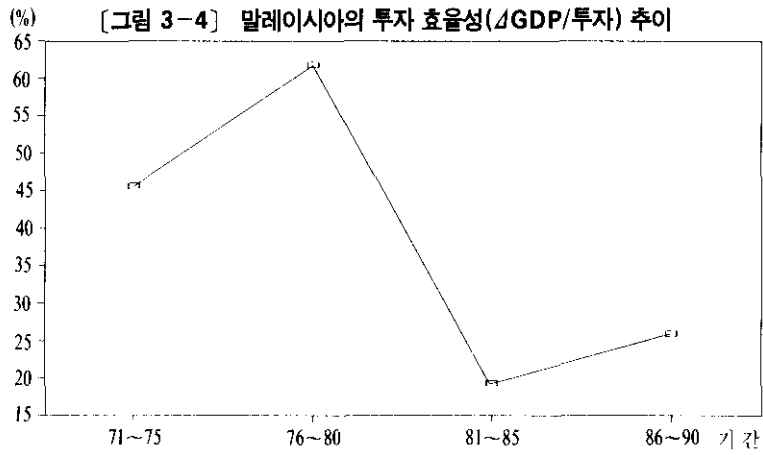
그러나 1970년대의 말레이시아의 금융 개혁은 반드시 부정적인 결과만을 초래하지는 않았다. 실물 경제의 위축 및 예·대 마진의 확대에도 불구하고 1980년대의 기간 동안에 명목 금리의 상승과 상대적인 물가 안정으로 금융 심화가 급진전 되었다. M_2 의 경상 GNP에 대한 비율이 1980년의 54.5%에서 1990년에는 110%로 배증하였고, M_3 /GNP 비율 또한 1980년의 64% 수준에서 1992년에는 153%로 2배 이상의 신장을 기록하였다.

[그림 3-3] 일반 상업 은행의 예·대 금리차 추이



자료 : Bank Negara Malaysia, Money and Banking in Malaysia, 1989.

[그림 3-4] 말레이시아의 투자 효율성(ΔGDP/투자) 추이



자료 : Bank Negara Malaysia, Money and Banking in Malaysia, 1989,
Department of Statistics Malaysia, National Accounts Statistics 1989-1991, 1992.

[표 3-6] 금융 기관 여·수신 만기 구조의 변화 추이

종류	만 기	1970		1980		1987	
		백만 M\$	%	백만 M\$	%	백만 M\$	%
수 신	1년 미만	2,964	82.8	16,391	60.8	37,744	58.0
	1년	574	16.4	7,457	27.7	4,969	7.6
	1년 초과	28	0.8	3,111	11.5	22,382	34.4
	합 계	3,508	100.0	26,959	100.0	65,095	100.0
여 신	1년 미만	2,104	71.9	15,047	51.7	7,864	10.7
	1~4년	338	11.5	4,708	16.2	22,932	31.2
	4년 초과	486	16.6	9,360	32.1	42,703	58.1
	합 계	2,928	100.0	29,115	100.0	73,499	100.0

자료 : Bank Negara Malaysia, Money and Banking in Malaysia, 1989.

금융 심화와 함께 금융 기관의 여·수신 활동에 있어서도 상당히 성숙되어 가고 있는 양상을 보이고 있다. [표 3-6]에 나타나 있듯이, 제도 금융권 내의 여·수신 만기 구조(maturity structure)가 1970년 이후 점차 장기화되는 추세에 있는데, 여신 활동에 있어서의 만기 장기화가 특히 두드러진다. 예를 들어, 1970년에는 1년 미만 만기 예금이 전체 예금의 82.8%를 점하였으나 1987년에는 58%로 감소한 대신, 1년 이상 만기의 예금은 17.2%에서 42%로 증가하였다. 반면에 금융 기관의 대출 행태에 있어서는 1년 미만 만기의 대출은 1970년의 71.9%에서 1987년에는 10.7%로 총대출에서 차지

하는 비중이 급락하였고, 1년 이상 만기의 대출은 28.1%에서 89.3%로 급상승하였다. 이처럼 여신 활동에 있어서의 만기 장기화가 더욱 주목할 만한 진척을 보여 주었다는 것은 바로 금융 기관의 만기 변환 능력이 성숙되고 있음을 의미한다.



제 3절

통화 정책의 운용

말레이시아의 금융 개혁이 1970년대에는 실물 경제의 촉진을 위한 금융 자유화에 초점이 맞추어졌다면, 1980년대에는 효과적인 통화 관리의 기반을 마련하기 위한 자본 시장의 육성 및 통화 관리 방식의 개선에 역점을 두었다. 전 절에서 간단히 언급한 바와 같이, 특히 주목할 만한 진전을 보인 부문은 간접 규제 방식의 대표적 수단으로 간주되는 공개 시장 조작의 기틀을 마련하였다는 점이다.

시장 원리에 입각한 공개 시장 조작의 기반을 확충하기 위하여 말레이시아 통화 당국은 국채 발행 제도 및 유통 구조를 대폭적으로

로 개편하였는데, 그 첫 번째 주요 조치로서 국채 금리를 현실화시켜 국채 유통 시장(secondary market)을 활성화한다는 취지 아래, 1987년부터 시장 금리 수준의 국채를 발행하였다. 종전에는 국채 수익률이 타금융 자산의 수익률에 비해서 현저히 낮은 수준을 유지하였기 때문에 국채는 투자자들에게 선호되지 않았고, 공개 시장 조작을 통한 통화 관리는 주로 특정 기관에 대한 강제 인수에 의존해 왔다. 이러한 통화 관리의 비효율성을 제거하면서 국채 유통의 자발적인 동기를 부여하기 위하여 국채 발행 시장(primary market) 육성의 선행 조치로써 국채 금리를 시장 금리 수준으로 현실화시켰던 것이다.

국채 발행 제도의 개선을 위한 획기적인 개혁 조치는 1989년 1월에 단행되었다. 말레이시아 통화 당국은 23개의 금융 기관(9개의 일반 상업 은행, 7개의 종합 금융 회사 및 7개의 할인소)을 달러로 지정하고, 그들을 통하여 만기 10년 이하의 국채를 공개 입찰 방식으로 발행할 수 있도록 제도적 장치를 마련하였다. 하지만 10년 초과 만기의 장기성 국채는 종전대로 근로자 공제 기금(Employee Provident Fund) 및 국민 저축 은행(National Savings Bank) 등이 인수하고 있다. 이러한 국채 발행 및 유통 제도의 개편을 바탕으로 하여, 중앙 은행의 공개 시장 조작은 달러를 통하여 경매 방식으로 실시됨

으로써 한층 발전된 통화 관리의 면모를 갖추게 되었다. 또한 전환인소가 달러로 지정됨에 따라 통화 당국은 그들에게 보다 독자적인 자산 관리의 여지를 확보해 주기 위해 1990년 6월에 기존의 자산 구성에 대한 규제를 철폐하였다.

공개 시장 조작과 함께 중요한 정책 수단 중의 하나인 지급 준비 제도 역시 효율적인 통화 관리의 강화를 위해 1980년대 후반에 대폭 완화되었다. 1987년 2월부터 일반 상업 은행, 금융 회사 및 종합 금융 회사 등의 은행 금융 기관에 대하여 종전까지 1일 단위로 관리하던 최소 유동성 준비(Minimum Liquidity Requirement)를 2주 평균 단위로 조정하고 유동성 자산의 일중 최대 변동 폭을 필요 유동성 자산의 상하 2%까지 허용하였다. 이러한 완화 조치는 금융 기관의 운영 비용을 낮추고, 일중 필요 유동성에 맞추기 위한 빈번한 은행간 거래로 인해 파생된 단기 금융 시장의 금리 급변을 방지하기 위함이었다. 또한 1989년 1월부터는 법정 지급 준비율(Statutory Reserve Ratio) 관리도 1일 단위에서 2주 평균 단위로 조정하고 일중 최대 변동 폭을 필요 지준액의 상하 0.5%까지 허용하였다. 이외에도 일반 상업 은행, 금융 회사 및 종합 금융 회사의 법정 지준율이 획일화되었는데(종전까지는 서로 다른 지준율을 부과하였음), 이는 같은 조건 속에서 경쟁적 입지를 강

말레이시아의 금융 개혁

[표 3-7] 말레이시아의 통화 공급 증가율 추이

(단위: 기간 평균 증가율(%))

기 간	1956~60	1961~65	1966~70	1971~75	1976~80	1981~85	1986~90	1961~90 ¹⁾
현금통화	4.6	4.4	3.4	17.5	16.3	5.6	10.1	9.6
요구불예금	1.8	6.5	9.1	15.4	18.9	8.3	14.3	12.1
M ₁	3.4	5.3	6.3	16.4	17.6	7.0	12.4	10.8
준통화 ¹⁾	15.9	14.2	17.6	21.9	26.0	14.3	10.2	17.4
M ₂	6.0	8.2	11.0	19.3	22.6	11.9	10.8	14.0
광의준통화 ²⁾	—	—	—	23.2	26.5	17.0	12.1	19.7
M ₃	—	—	—	16.7	23.4	14.3	12.1	16.6
명목 GNP	3.9	9.2	5.8	13.7	19.0	7.1	9.3	10.7
물가상승률 (CPI)	0.4	0.5	1.4	7.4	4.5	4.6	2.0	3.4
실질 GNP ³⁾	3.5	8.7	4.4	6.3	14.5	2.5	7.3	7.3

주: 1) 일반 상업 은행의 저축 및 정기 예금과 양도성 예금 증서를 포함(M₂ - M₁)

2) 일반 상업 은행, 금융 회사, 종합 금융 회사, 환인소의 저축 및 정기 예금과 양도성 예금 증서를 포함(M₃ - M₁)

3) 명목GNP 증가율 - CPI 증가율

4) 광의 준통화 및 M₃는 1971~90년까지의 기간 평균 증가율

자료: Bank Negara Malaysia, Money and Banking in Malaysia, 1989,

Quarterly Bulletin, 각 호.

화하기 위한 조치였다.

말레이시아 통화 당국의 통화 정책 운영에 있어서 전통적인 중간 지표는 M₁이었으나, 최근에는 M₃에 역점을 두고 있다. 그러나

실제로는 어느 한 지표에 의존하지 않고, 각종 통화 지표와 함께 이자율 및 환율을 포함한 전반적인 경제 지표를 주시하면서 통화 정책을 수립하고 있다. 특히 말레이시아 경제가 아직 특정 원자재 수출에 대한 의존도가 심하기 때문에, 경제 성장의 원동력은 통화 공급과 같은 국내 금융 정책보다는 세계 경제의 여건과 같은 외부 요인에 따라 좌우되고 있다는 점에서, 통화는 소득과 생산을 결정하는 정책 변수라는 견해에서 벗어나 주로 실물 경제의 변동에 따라 움직이는 내생 변수로 취급될 수 있다고 보고 있다(Lee, 1990).

[표 3-7]은 이러한 관점을 설득력있게 설명해 주고 있다. 각종 통화 지표의 증가율이 전반적으로 실물 경제의 성장 및 물가 상승률 추이와 상당히 신축적으로 연동되어 있음을 알 수 있다. 특히 M_1 증가율은 명목 GNP 성장률과 더욱 밀접하게 연관되어 있는데, 이러한 사실은 M_1 의 유통 속도가 M_2 와 M_3 의 유통 속도보다 상대적으로 훨씬 안정적이라는 사실에서 확인될 수 있다([표 3-8] 참조).

1970년대 이후, 금융 자유화의 진전과 함께 준통화(Quasi-Money)의 증가율이 급상승하였는데, 이러한 금융 심화는 말레이시아의 지속적인 저인플레이션 기조와 맞물려 M_2 와 M_3 에 대한 유통 속도

말레이시아의 금융 개혁

[표 3-8] 통화 유통 속도 추이

(단위: %)

연 도	경상 GNP/ M ₁	경상 GNP/ M ₂	경상 GNP/ M ₃
1959	477.7	359.2	--
1960	499.3	354.4	
1961	558.2	379.8	--
1962	562.1	378.2	--
1963	559.9	367.5	
1964	561.7	360.0	--
1965	579.7	359.0	--
1966	565.6	342.2	--
1967	632.8	342.4	-
1968	593.7	309.2	-
1969	581.2	294.2	--
1970	572.9	282.5	
1971	593.9	269.7	
1972	509.7	240.2	
1973	483.6	239.2	217.3
1974	539.1	250.9	223.3
1975	496.8	216.5	190.8
1976	513.4	211.7	186.2
1977	507.0	209.6	183.9
1978	499.6	207.2	178.5
1979	522.6	204.3	174.2
1980	526.5	183.6	157.2
1981	504.8	169.7	146.1
1982	478.4	157.5	134.6
1983	487.9	155.0	126.7
1984	555.4	155.4	124.1
1985	530.5	142.9	109.8
1986	478.7	119.1	93.6
1987	473.6	124.9	99.7
1988	480.8	133.9	105.9
1989	454.8	129.9	98.9
1990	455.9	131.7	95.7
1991	459.2	128.6	92.8

자료: Bank Negara Malaysia, Quarterly Bulletin, 각 호.

[표 3-9] 각종 통화 지표의 구성 분포 추이

(단위: 기간 평균 구성 비율(%))

기 간	1956~60	1961~65	1966~70	1971~75	1976~80	1981~85	1986~90
M ₁ 대비 :							
현금통화	60.0	56.5	50.3	49.0	49.3	45.5	45.1
요구불예금	40.0	43.5	49.7	51.0	50.7	54.5	54.9
M ₂ 대비 :							
현금통화	47.3	36.8	26.5	22.7	19.3	14.3	12.3
요구불예금	31.5	28.3	26.3	23.6	19.8	17.1	15.0
준통화	21.2	34.9	47.2	53.7	60.9	68.6	72.7
M ₃ 대비 :							
현금통화	--			20.3	17.0	11.8	9.5
요구불예금			--	19.3	17.1	13.9	11.6
광의준통화	--	--		60.4	65.9	74.3	78.9

자료: Bank Negara Malaysia, Money and Banking in Malaysia, 1989.
 Quarterly Bulletin, 각 호.

의 꾸준한 감소 추세를 초래하였을 뿐만 아니라, 준통화가 통화 총량에서 차지하는 상대적 규모의 뚜렷한 신장세를 유도하였다. [표 3-9]에 나타나 있듯이, 현금 통화와 요구불 예금의 구성 비율은 M₁ 통화 내에서 지난 35년 간 커다란 변화가 없었으나, 준통화 및 광의 준통화(Broad Quasi-Money)가 M₂ 및 M₃에서 차지하는 상대적 비중은 계속 증가하는 추세에 있다.

제 4 장

대만의 금융 개혁



제1절

금융 개혁의 배경¹¹⁾

지난 40년 동안 대만이 성취한 눈부신 경제 성장은 많은 개발 도상 국가들에게 좋은 본보기가 되고 있다. 특히 주목할 만한 점은 그러한 급속한 경제 발전 과정에서 물가 안정 기조가 꾸준히 유지되었던 사실이다([표 4-1] 참조). 1961~92년 기간 동안 연평균 9.0%의 경제 성장률과 5.8%의 물가 상승률을 기록하였는데, 이러한 성과는 세계적으로 몇 안 되는 놀랄 만한 것이다. 물가 안정을 바탕으로 한 성공적인 경제 발전은 물론 대만이 추구한 개발 전략과 그에 상응하는 지시 경제 정

11) 본 절의 많은 내용은 Cho(1990), Shea(1993), Shieh(1992, 1993)와 Shih(1992)를 참조하였다.

책과 밀접하게 연관되어 있다.

1960년대 이래 수출 주도형 발전 전략을 추구해 오면서 성장과 물가 안정이라는 두 정책 목표를 달성하기 위해 대만 금융 당국이 취한 대표적 금융 정책은 바로 정(正)의 실질 금리 보장 정책이다.¹²⁾ 당시 대부분의 개발 도상 국가들이(한국을 포함하여) 케이지안 논리에 입각하여 저금리 정책을 고수하고 있을 때, 대만은 화폐 경제학자 Tsiang의 영향을 받아 시장 금리에 보다 근접하는 상대적으로 높은 금리 체계를 유지해 왔다. Tsiang(1979)의 주장에 따르면, 인위적으로 규제된 금리 체제 아래에서는 만성적 초과 자금 수요로 인해 인플레이션을 유발하는 통화 증발로써 경제 개발에 필요한 막대한 투자 재원이 확보되는 반면, 규제 금리의 철폐는 저축의 증가로 비인플레이션적 투자 재원의 공급이 증대될 뿐만 아니라¹³⁾ 투자의 확대에 의한 성장 잠재력의 확충은 장기적으로 인플레이션을 억제하는 요인으로 작용하여 경제 성장

12) 정(正)의 실질 금리 보장 정책의 채택은 1950년대 초, 고물가를 억제하기 위한 수단으로서 시작되었다. 1950년 당시 300%를 초과하던 고물가는 정(正)의 실질 금리 보장 정책으로 1954년 2% 수준의 물가 상승률을 기록하였다.

13) 규제 금리의 철폐와 저축의 증가와의 관계는 McKinnon(1973)과 Shaw(1973)의 금리 자유화 이론에서도 주장된 바 있지만 실증 분석 결과는 논란의 여지가 많다 (Fry, 1988 참조).

과 함께 물가 안정을 이룰 수 있다고 보는 것이다.

[표 4-2]를 통해서 볼 수 있듯이, 1970년대의 두 번에 걸친 오일 쇼크 기간을 제외하고 물가 상승률을 항상 상회하는 명목 금리는 정의 실질 이자율을 유지시켰고, 이러한 지속적인 정의 실질 이자율은 1970년대와 1980년대에 걸쳐 평균 30% 이상의 저축률을 달성할 수 있는 근간을 마련해 주었다(Shih, 1992). 더욱이 이러한 높은 저축률은 필요한 국내 투자 재원을 초과하여 안정적 경제 발전의 밑거름이 될 수 있었다.

하지만 비록 금리 정책에 있어서 비교적 높은 금리를 유지해 왔다고는 하나 그 금리 체계는 진정한 의미에서의 시장 금리 체계는 아니었다. 1980년대 이전만 하더라도 대만 금융 당국은 시장 금리 수준보다 낮은 상한선을 책정하여 엄격하게 금리를 통제해 왔다. 특히 수출 주도형 개발 전략을 추구해 오면서 특정 전략 산업(수출 산업)에의 저이자율 및 신용 배분 정책은 이러한 금리 규제의 한 단면을 보여 주고 있다. 대만 금융 당국이 취한 금융 억압(financial repression)의 다른 형태는 바로 정부 소유의 은행 기관과 진입 장벽(entry barrier)으로 인한 폐쇄성이었다. 1991년에 15개의 민간 은행이 설립되기 전, 16개의 국내 은행 중에서 12개가 정부 소유였고, 정부 소유의 은행들은 1990년 말 당시,

대만의 금융 개혁

[표 4-1] 대만의 거시 경제 지표 추이

(단위 : %, US \$)

연 도	실질 GNP 성장률	1인당 GNP	물가상승률 (CPI)	실업률
1961	6.8	152	7.8	4.1
1962	7.9	162	2.3	4.2
1963	9.4	178	2.2	4.3
1964	12.3	203	0.2	4.3
1965	11.0	217	0.1	3.3
1966	9.0	237	2.0	3.0
1967	10.6	267	3.4	2.3
1968	9.1	304	7.9	1.7
1969	9.1	345	5.0	1.9
1970	11.3	389	3.6	1.7
1971	13.0	443	2.8	1.7
1972	13.4	522	3.0	1.5
1973	12.8	695	8.2	1.3
1974	1.2	920	47.5	1.5
1975	4.4	964	5.2	2.4
1976	13.7	1,132	2.5	1.8
1977	10.3	1,301	7.0	1.8
1978	14.0	1,577	5.8	1.7
1979	8.5	1,920	9.8	1.3
1980	7.1	2,344	19.0	1.2
1981	5.8	2,669	16.3	1.4
1982	4.1	2,653	3.0	2.1
1983	8.7	2,823	1.4	2.7
1984	11.6	3,167	0.0	2.4
1985	5.6	3,297	0.2	2.9
1986	12.6	3,993	0.7	2.7
1987	11.9	5,275	0.5	2.0
1988	7.8	6,333	1.3	1.7
1989	7.3	7,512	4.4	1.6
1990	5.0	7,954	4.1	1.7
1991	7.3	8,788	3.6	1.5
1992	6.0	10,215	4.5	1.5

자료 : 1) Council of Economic Planning and development, Taiwan Statistical Data Book, 1992.

2) The Central Bank of China, Annual Report 1992, 1993.

[표 4-2] 대만의 명목·실질 이자율, 저축 및 투자

(단위 : %)

연도	명목 ¹⁾ 이자율	실질 ²⁾ 이자율	저축 GNP	투자 GNP	초과저축 GNP
1971	9.25	6.42	28.8	26.3	2.5
1972	8.75	5.74	32.1	25.6	6.5
1973	11.00	2.83	34.4	23.1	11.3
1974	13.50	33.97	31.5	39.2	-7.7
1975	12.00	6.76	26.6	30.5	3.9
1976	10.75	8.25	32.1	30.8	1.3
1977	9.50	2.46	32.4	28.3	4.1
1978	9.50	3.73	34.3	28.3	6.0
1979	12.50	2.75	33.4	32.9	0.5
1980	12.50	6.51	32.3	33.8	-1.5
1981	13.00	3.34	31.3	30.0	1.3
1982	9.00	6.04	30.1	25.2	4.9
1983	8.50	7.15	32.1	23.4	8.7
1984	8.00	8.02	33.8	21.9	11.9
1985	7.75	7.92	33.6	18.7	14.9
1986	5.00	4.30	38.5	17.1	21.4
1987	5.00	4.48	38.5	20.1	18.4
1988	5.25	3.97	34.5	22.8	11.7
1989	9.50	5.09	30.8	22.3	8.5
1990	9.50	5.37	29.2	21.9	7.3
'61-'70			21.1	21.9	-0.8
'71-'80			31.9	30.5	1.4
'81-'90			33.2	22.3	10.9

사료 : 1) 1년 저축 예금 금리

2) 1년 저축 예금 금리 -물가 상승률(CPI)

자료 : Statistical Abstract of National Income, Taiwan Area, R.O.C., 각년도 각호.

약 91%의 시장 점유율(예금 기준)을 차지하고 있었다. 또한 금융 시장 내의 경쟁으로 인한 불안정성을 방지하기 위하여 대만 당국은 1980년대까지 진입 규제와 더불어 금융 기관별 업무 영역이 중복되지 않도록 통제해 왔다.

이자율 통제 및 금융 시장 내 진입 규제 등의 금융 억압으로 인해 파생된 대표적인 실체는 바로 사금융 시장(informal financial system)의 번창으로 나타났다. 비록 제도 금융권 내에서도 상대적으로 높은 금리 체계가 유지되었지만 시장 금리 이하의 금리 수준과 신용 할당은 제도 금융권 내의 초과 자금 수요를 초래하였고, 사금융 시장은 이러한 초과 자금 수요를 충족시켜 주는 역할을 담당해 왔다. 1964~88년 기간 동안 민간 기업은 평균 35%의 자금을 사금융 시장으로부터 조달해 온 반면, 공기업은 평균 2%의 자금을 조달하는 데 그쳤다([표 4-3] 참조). 공기업은 대부분 대기업으로 구성되어 있고 민간 기업은 대부분 중소기업으로 구성되어 있음을 고려해 볼 때, 대기업이 중소기업보다 상대적으로 제도 금융권 내에서의 자금 조달이 더 용이하였음을 알 수 있다.

그러나 이러한 사금융 시장의 존재는 대만 당국으로 하여금 금융 개혁의 직접적인 동기를 부여하지는 않았다. 특히 사금융 시장

으로부터의 민간 기업 차입의 대부분이 자사의 주식 소유자들의 대출로 이루어졌음을 감안한다면¹⁴⁾ 사금융 시장은 저축을 제고시키고 제도 금융권 내에서 차별적인 지원을 받았던 중소기업의 필요한 자금을 조달해 주었을 뿐만 아니라, 투자 재원의 효율적 배분에도 중요한 역할을 담당해 왔기 때문이다. 이에 따라 대만의 경우, 사금융 시장은 제도 금융권 내 신용 배분의 문제점을 보완하는 안전판(safety valve)의 역할을 수행해 왔던 것이다.

따라서 대만의 금융 개혁은 사금융 시장의 활동을 위축시키고 기업 투자의 양적 확대를 용이하게 하기 위하여 저축과 금융 자산의 보유를 증가시키려는 의도보다는, 1980년대에 기술 집약적인 발전 단계로 접어들면서 건전한 금융 시장의 육성과 자원 배분의 효율성을 제고시켜 투자의 질적 향상을 도모하기 위해 시작되었다. 즉 경제 규모의 확대와 구조의 복잡화로 개발 초기의 금융 억압 정책으로 인한 관료적이고 경직적인 금융 제도는 금융 산업의 발전을 저해할 뿐만 아니라 여러 형태의 비효율성(예를 들면, 비효

14) 1988년 대만 중앙 은행의 설문 조사에 따르면, 중소기업에 조달된 사금융 시장 자금의 82%(기업간 자금 조달을 제외하고)가 바로 자사의 주식 소유자들의 대출이었다(Shea, 1993).

대만의 금융 개혁

108

[표 4-3] 공기업과 민간 기업의 차입 구성 및 사채 이자율 추이

(단위 : %)

연도	공 기 업			민 간 기 업			사 채 이자율
	제 도 권 금융기관	사 금 용 시 장	합계	제 도 권 금융기관	사 금 용 시 장	합계	
1964	99.46	0.54	100	52.26	47.74	100	-
1965	99.18	0.82	100	56.15	43.85	100	-
1966	99.28	0.72	100	54.76	45.24	100	-
1967	98.68	1.32	100	61.01	38.99	100	-
1968	94.83	5.17	100	65.39	34.61	100	-
1969	96.10	3.90	100	64.94	35.06	100	-
1970	98.24	1.76	100	62.73	37.27	100	22.56
1971	98.54	1.46	100	64.38	35.62	100	22.28
1972	98.83	1.17	100	68.49	31.51	100	23.14
1973	99.00	1.00	100	72.84	27.16	100	24.16
1974	99.85	0.15	100	70.08	29.92	100	32.30
1975	99.89	0.11	100	70.16	29.84	100	29.38
1976	99.81	0.19	100	67.98	32.02	100	29.23
1977	99.85	0.15	100	66.40	33.60	100	28.78
1978	99.88	0.12	100	64.19	35.81	100	28.17
1979	98.34	1.66	100	65.45	34.55	100	32.15
1980	98.20	1.80	100	64.05	35.95	100	34.33
1981	96.91	3.09	100	64.69	35.31	100	34.80
1982	95.95	4.05	100	66.97	33.03	100	31.37
1983	96.04	3.96	100	69.40	30.60	100	29.08
1984	96.87	3.13	100	70.14	29.86	100	28.17
1985	97.16	2.84	100	65.29	34.71	100	27.12
1986	97.58	2.42	100	59.33	40.67	100	24.46
1987	96.30	3.70	100	63.12	36.88	100	22.13
1988	95.37	4.63	100	69.61	30.39	100	21.70
평균	98.01	1.99	100	64.79	35.21	100	-

자료 : The Central Bank of China, Flow of Funds in Taiwan District, R.O.C., 1992, Shea(1993).

율적 금융 기관 운영 및 비효율적 자원 배분)을 초래하였기 때문이다.

이러한 점 이외에도 대만 금융 당국은 다음 몇 가지의 국내·외적 여건으로 금융 개혁의 필요성을 절감하였다. 첫째, 소득 증대로 개인 및 기업 부문의 금융 자산 보유에 대한 수요가 증가함에 따라 이에 대응하여 다양한 금융 자산을 개발할 필요성이 증대되었다. 둘째, 1980년대 중반 국내 유동성 자산의 폭증은 주식 가격 및 부동산 가격의 급등을 야기해, 투기를 진정시키고 금융 시장의 안정을 기하기 위해 금융 개혁의 필요성이 대두되었다. 셋째, 금융업을 중심으로 서비스 산업이 국민 경제에서 차지하는 비중이 크게 높아짐에 따라 지속적 경제 성장을 위해서는 금융업의 질적 향상이 긴요하였다. 마지막으로 금융 시장 개방화에 대한 외부의 압력이다. 특히 막대한 무역 수지 흑자 규모로 인하여 환율 절상과 함께 외환 규제의 철폐 및 금융 시장의 개방화에 대해 국외로부터 끊임 없이 압력을 받아 왔다.



제2절

금융 개혁의 추진¹⁵⁾

1980년대 대만의 금융 개혁은 상당히 점진적이면서도 포괄적으로 전개되어 왔다. 금리 자유화는 1980년대 말에 완료되었으며, 비슷한 시기에 외환 규제 또한 대폭적으로 완화되었다. 이러한 바탕 위에 1990년대 초에는 16개의 민간 은행의 신설이 허용되어 경쟁적 금융 시장의 기틀을 마련하였으며 자본 시장 자유화에도 박차를 가하기 시작하였다. 본 절에서는 금리 자유화, 외환 규제 완화, 진입 장벽 축소 및 업무 영역 확대 등 금융 자유화 추진 과정 및 파급 효과를 분석하고, 제3절에서는 대만의 금융 정책의 특성을 살펴보기로 한다.

15) 본 절의 부분적 내용은 Lee and Tsai(1992), Kuo(1989)와 Shea(1993)를 참조하였다.

(1) 금융 개혁의 과정

대만 당국이 취한 제반 분야에서의 금융 자유화 추진 내역은 [표 4-6]에 요약되어 있다. 1980년대의 금융 규제 완화 조치 중에서 가장 완벽한 진척을 보인 부분은 바로 금리 자유화인데, 본격적인 금리 자유화는 1980년에 단기 금융 시장(money market) 내의 금융 상품들(양도성 예금 증서 및 은행 인수 어음 등)에 대한 유통 금리를 자유화시킴으로써 시작되었다. 단기 금융 시장은 1976년에 3개의 단자 회사(bills finance company)의 설립이 인가되어 육성되었는데, 단기 금융 상품에 대한 금리 자유화는 차후 금리 자유화를 용이하게 하였고 공개 시장 조작에 의한 간접적 통화 관리의 발판을 만들었다. 또한 같은 시기에 규제 대출 금리의 상·하한 폭이 1979년의 1.25%에서 1981년에 3.0%로 확대되었는데 변동의 범위는 점진적으로 확장되어 1989년에는 그 폭이 6.5%에 달하였다([표 4-4] 참조).

1985년 3월에는 프라임 레이트(prime rate) 제도가 도입되어 10개 주요 국내 은행들은 대출 금리 변동 범위 내에서 자율적으로 프라임 레이트를 결정하여 고시할 수 있게 되었고, 같은 해 9월에는 외화 예금에 대

[표 4-4] 은행 대출 금리의 상·하한 폭

(단위: %)

연도	상·하한선	변동 폭
1979	14.00~15.25	1.25
1980	13.50~16.20	2.70
1981	13.00~16.00	3.00
1982	9.00~11.50	2.50
1983	8.50~11.00	2.50
1984	8.00~10.75	2.75
1985	6.25~10.25	4.00
1986	5.00~9.75	4.75
1987	5.00~9.75	4.75
1988	5.00~9.75	4.75
1989	6.50~13.00	6.50
1990	6.50~13.00	6.50

자료: The Central Bank of China, Financial Statistics Monthly, 각 호.

한 금리가 자유화되었다. 1986년 1월, 중앙 은행은 수신 금리 상한의 적용 대상 범위를 13개에서 4개로 축소시키고, 1989년 7월에는 은행법이 개정되어 예금·대출 금리와 관련하여 남아 있는 모든 규제가 철폐됨으로써 전면적 금리 자유화가 시행되었다. 이러한 은행법 자체의 개정은 이자율 통제 시대의 막을 내리고 시장 금리 체제의 기반을 마련해 주었으나, 대부분의 국내 시중 은행들이 정부 소유였다는 점에서 중앙 은행의 영향력과 은행간의 담합은 피할 수가 없었다. 따라서

1991년 2월, 금리 및 수수료에 대한 담합을 금지하는 공정 거래법의 제정이 불가피하였고, 경쟁적 금융 시장의 여건을 마련하기 위해 1991년 대폭적인 진입 규제 완화 조치가 뒤따랐다.

1989년 개정된 은행법에 의거하여 대만 금융 당국은 금융 시장의 경쟁적인 환경을 조성하고 자원 배분의 효율성을 제고시키기 위하여, 1991년 6월 15개 민간 은행의 신설을 허용하고, 1992년 6월 1개의 민간 은행 설립을 추가적으로 승인하였다. 16개의 민간 은행의 신설은 일반 고객에 대한 서비스의 질을 향상시키고, 다양한 욕구에 따른 여러 형태의 금융 상품의 개발이 진전되어 금융 기관의 효율성을 높이는 데 상당히 기여할 것으로 기대된다. 국내 민간 상업 은행의 설립 이외에도 1989년 7월 증권 중개 회사(securities brokerage house)의 신설이 허용되었으며, 1993년에는 생명 보험 회사 및 손해 보험 회사 등의 설립 인가로 진입 규제 완화 조치는 비통화 금융 기관에도 확대되었다.

이와 병행하여 금융 기관의 업무 영역 또한 점차 확장되었는데, 1988년 5월 7개의 국내 은행이 신탁 및 자문 업무를 관장할 수 있도록 하였으며, 1989년 7월에는 외국 은행들도 저축 예금 및 신탁 업무를 취급할 수 있게 되었다. 또한 단기 금융 회사들이 주로 관

대만의 금융 개혁

장하던 단기 금융 상품(양도성 예금 증서 및 어음)에 대한 중개 업

[표 4-5] 대만의 환율 및 무역 수지 추이

(단위 : NT\$/US\$, %)

연도	환율(NT\$/US\$) ¹⁾	수출/GNP	수입/GNP	무역수지/GNP
1977	38.00	48.92	44.04	4.88
1978	36.96	52.38	45.93	6.45
1979	36.00	53.32	52.19	1.13
1980	36.00	52.53	53.92	-1.19
1981	36.84	51.92	49.87	2.04
1982	39.12	50.13	44.98	5.15
1983	40.07	53.06	44.42	8.64
1984	40.00	56.23	45.03	11.20
1985	39.83	54.22	40.41	13.80
1986	37.84	58.10	38.30	19.79
1987	31.74	57.57	40.15	17.42
1988	28.59	54.75	43.72	11.03
1989	26.41	50.36	42.53	7.83
1990	26.89	47.70	42.24	5.46

주: 1) 연평균

자료: 1) The Central Bank of China, Financial statistics Monthly, 각 호.

2) Council of Economic Planning and Development, Taiwan Statistics Data Book, 1992.

무를 1992년 5월에는 일반 상업 은행들도 취급할 수 있도록 하였다. 그 결과 1992년 말 현재, 35개의 은행이 (3개의 외국 은행을 포함하여) 단기 금융 상품을 거래하고 있다. 따라서 종래의 각 금융

기관별 업무 영역 구분은 차츰 퇴색하고 있는 실정이다.

대만의 외환 규제 완화는 1980년대의 지속적인 무역 수지 흑자와 해외로부터의 투기적인 자금 유입으로 인해 파생된 통화 공급 압력을 상쇄시키기 위한 조치로써 시작되었다. 사실 지속적인 무역 수지 흑자 기조의 원인 중의 하나는 1978년 7월 관리 변동 환율제(managed floating exchange rate system)가 채택된 후 대만 당국이 수출 경쟁력을 진작시키기 위해 환율을 정책 변수로서 사용해 왔다는 데 있다. [표 4-5]에 나타나 있듯이, 1978년부터 1986년까지 대만 달러(NT\$)는 미화 1달러 당 36~40 대만 달러 정도로 꾸준히 유지되어 왔다. 이러한 암묵적인 평가 절하 정책은 막대한 무역 수지 흑자를 초래하는 한 요인을 제공하였고, 또한 국내 통화 증발의 압박 요인으로 작용하였다.

1986년 미국의 압력으로 대만 달러는 평가 절상하기 시작하였으나 대만 당국이 취한 서행적 평가 절상 정책(crawling appreciation strategy)과 지속적인 무역 수지 흑자 기조는 그 이상의 평가 절상에 대한 기대감을 형성시켜 투기적 핫 머니(hot money)의 유입을 가속화시켰다. 이러한 해외 부문의 통화 공급 압력을 상쇄시키기 위해 금융 당국은 1987년 7월, 경상 거래와 관련된 모든 외환 거래를 자

[표 4-6] 대만 금융 개혁의 주요 내용 요약

금리 자유화	
- 1980. 11	양도성 예금 증서 및 은행 인수 어음 등 단기 금융 상품의 유통 수의를 자유화 대출 금리 상·하한 폭 확대
1985. 3	은행 대출에 대한 프라이임 레이트 제도 도입
- 1985. 9	외화 예금 금리 자유화
- 1986. 1	수신 금리 상한 적용 대상 범위를 13개에서 4개로 축소
- 1989. 7	전면적 금리 자유화 시행
진입 규제 완화 및 업무 영역 확대	
- 1988. 5	7개 국내 은행의 신탁 및 자유 업무 허용
- 1989. 7	외국 은행의 저축 예금 및 신탁 업무 허용 증권 중개 회사 신설 허용
- 1991. 6	15개 민간 은행 신설 허용
- 1992. 5	일반 상업 은행에 대해 단기 금융 상품의 중개 업무 허용
- 1992. 6	1개 민간 은행 설립을 추가 승인
- 1993. 5	7개 생명 보험 회사 및 1개 손해 보험 회사 신설 허용
외환 규제 완화	
1987. 7	경상 거래와 관련된 모든 외환 거래 자유화 자본 거래에 있어서 국내·외 송금 각각 미화 5만 달러, 500만 달러 한도 설정
1989. 4	자유 변동 환율제 채택
1992. 10	국내·외 송금 한도 개정(각각 500만 달러 한도)

유화시킴으로써 본격적인 외환 규제 완화 조치를 시작하였다. 자본 거래에 있어서도 같은 시기에 일정 금액 이하의 외환 보유 및

운용이 허용되었는데 국내 유입의 경우 연간 미화 5만 달러, 해외 유출의 경우 연간 미화 500만 달러의 한도 내에서는 중앙 은행으로부터 사전 승인을 받을 필요가 없게 되었다. 국내 송금보다 해외 송금의 한도를 상대적으로 높게 책정한 근본적 이유는 1986~87년 기간 동안에 경험한 핫 머니 유입을 줄이고 해외 투자를 장려함으로써 효과적인 통화 관리의 방안을 마련하기 위해서였다.

관리 변동 환율 제도에서 비롯된 금융 시장의 불안전성을 제거하고 환율의 시장 가격 기능을 제고시키기 위해, 1989년 4월 대만 금융 당국은 자유 변동 환율제를 채택하였다. 또한 국내·외 송금 한도는 수 차례의 개정을 거쳐 1992년 10월부터 각각 미화 500만 달러의 한도 내에서 아무런 제약을 받고 있지 않다. 비록 표면적으로 국내·외 송금 한도가 있다고는 하지만 미화 500만 달러라는 제약은 외화의 보유 및 운용에 있어서 완전히 자유화되었다고 해도 과언이 아니다.

상기된 제반 분야의 금융 자유화 조치 이외에도 대만은 대북 시를 동아시아 지역 내의 금융 중심지로 발전시킨다는 전략 아래 금융 산업의 국제화에 박차를 가하고 있다. 금융 국제화의 기틀은 1991년 7월에 시작된 6개년 국가 발전 계획(Six-year National Develop-

ment Plan)에 포함되어, 현재 본격적인 준비 작업을 착수하고 있다. 특히 역외 금융(offshore banking) 운영과 외화 콜(call) 시장의 육성에 있어서 두드러진 진척을 보여 주고 있다. OBU(offshore banking unit)의 발전을 도모하기 위하여 다양한 세급 혜택이 주어지고 있는데 1992년 말 현재 35개의 은행이 OBU 설립 인가를 받았고, OBU의 활동 범위 또한 점차 확장되고 있다. 1989년에 설립된 외화 콜 시장은 OBU의 발달과 병행하여 현재 싱가포르 및 홍콩의 금융 중개 회사와의 협력을 강화함으로써 보다 향상된 외화 중개 기능으로 금융 국제화의 면모를 갖추어 가고 있다.

(2) 금융 개혁의 효과

전술하였듯이, 1980년대의 대만의 금융 개혁은 금융 심화를 통해 투자의 재원을 확보한다는 취지보다는 (이미 1970년대부터 초과 저축을 달성하였기 때문에) 기술 집약적인 발전 단계에 접어들면서 금융 기관의 효율성을 제고시키고 경쟁적 금융 시장을 육성할 필요성을 절감하였기 때문에 시행되었다. 그러나 이러한 배경에도 불구하고 관련 지표들을 보게 되면, 대만의 금융 개혁은 금융 심화를 가속화시켰고, 금융 기관의 중개 효율성 및 금융 산업의 발달에 전

반적으로 기여한 것으로 보인다.

[표 4-7]에 나타나 있듯이, 제도 금융권 내의 금융 자유화 진전과 함께 1986년 이래 사금융 시장으로부터의 민간 기업의 차입 규모는 점차 감소하는 추세이다. 하지만 금융 자유화 진전에 따른 사금융 시장의 위축이 실물 경제에 미치는 영향에 대해서는 상반되는 두 가지 견해가 있다. Taylor(1983)와 Wijnbergen(1983) 등의 신구조주의 학파(Neo-structuralists)는 개발 도상 국가들의 이중적 금융구조(dual financial system)에 초점을 맞추어 규제 금리의 철폐는 법정 기준률이 없는 사금융 시장 내의 자금을 법정 기준률이 설정되어 있는 제도 금융권으로 흡수시킴으로써 총 국내 신용의 규모가 축소됨에 따라 기업의 금융 비용을 상승시켜, 인플레이션을 유발할 근거를 제공하고 투자의 양적 확대 및 경제 성장을 저해한다고 보고 있다. 반면에 Tsiang(1979)의 주장은 규제 금리의 인상은 제도 금융권으로의 자발적 자금 유입으로 비인플레이션적인 투자 재원의 확보가 가능하고(사금융 시장의 축소와 함께), 사채 금리에 가산된 위험 할증금이 사금융 시장 내의 자금 공급과 정비례 관계에 있어 사금융 시장 금리가 하락하여 기업의 한계 차입 비용은 오히려 감소하게 된다는 것이다.

[표 4-7] 민간 기업의 차입 구성 비율

(단위 : %)

연 도	제도 금융권	사금융 시장	합계
1986	59.33	40.67	100
1987	63.12	36.88	100
1988	69.61	30.39	100
1989	72.41	27.59	100
1990	76.50	23.50	100
1991	77.35	22.65	100

자료 : The Central Bank of China, Flow of Funds in Taiwan District, R.O.C., 1992.

[표 4-8] 사금융 시장 금리 추이(기간 평균)

(단위 : %)

기 간	1976~80	1981~85	1986~90
기간평균	30.53	30.11	23.32

자료 : The Central Bank of China, Financial Statistics Monthly, 각 호.

이러한 상반된 두 견해에 대하여 정확한 실증 분석 결과를 보여 주기는 힘들지만 사금융 시장의 이자율 변동 추이를 관찰함으로써 대략적으로 두 견해의 비교가 가능하다. [표 4-8]은 대만의 사채 이자율이 금융 자유화의 진척과 함께 하향 추세에 있다는 것을 보여 주고 있다. 따라서 대만의 경우 금융 자유화로 인한 사금융 시장의 위축은 한계 차입 비용을 상승시키기 보다는 하락시킨다는 Tsiang의 논리가 더 적합한 것으로 보인다.

1980년대에 급진전을 보인 대만의 금융 자유화는 금융 심화 및 금융 산업의 발전에 있어서도 크게 기여한 것 같다. 1970년대부터 투자율을 초과하는 저축률 때문에 금융 심화의 문제가 금융 개혁의 직접적인 동기를 부여하지는 않았지만, 다양한 금융 자산의 공급으로 1980년대 금융 심화(M₂/GNP기준)는 더욱 더 두드러진 양상을 보여 준다([그림 4-1] 참조). 1961년 당시에 23.9%에 불과하던 비율이 1970년에는 41.0%, 1980년에는 64.1%에 이르고 1992년 말

[표 4-9] 금융 산업의 공헌도(GDP 대비)

(단위 : %)

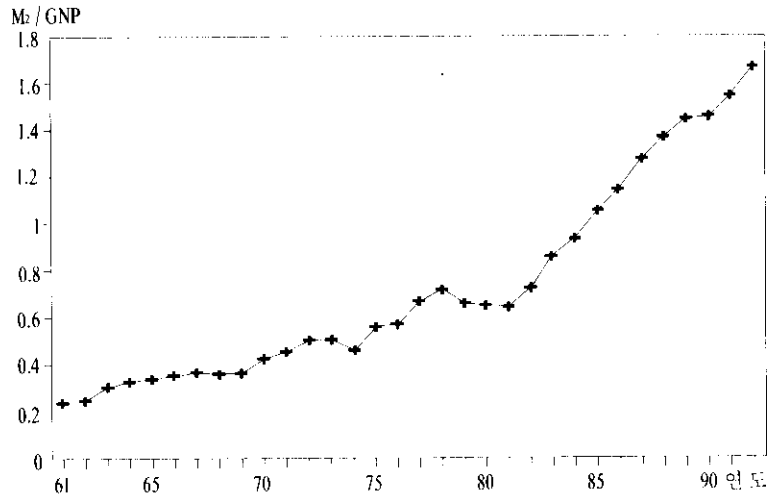
기 간	GDP 대비 비율
1961~65	1.78
1966~70	2.60
1971~75	3.16
1976~80	4.68
1981~85	5.97
1986~91	8.26

자료 : Directorate-General of Budget, Accounting, and Statistics, National Income in Taiwan Area, R. O. C.

현재, 167.2%에 달하고 있다. 또한 금융 산업에 의해 생산된 부가가치가 국내 총생산(GDP)에서 차지하는 비중이 점차 높아지고 있다([표 4-9] 참조). 이러한 공헌도의 증가 추세는 바로 금융 산업의 발전이 전반적인 경제 성장보다 훨씬 더 급속하였음을 암시하

고 있다.

[그림 4-1] 금융 심화 지표 추이(M₂/GNP)

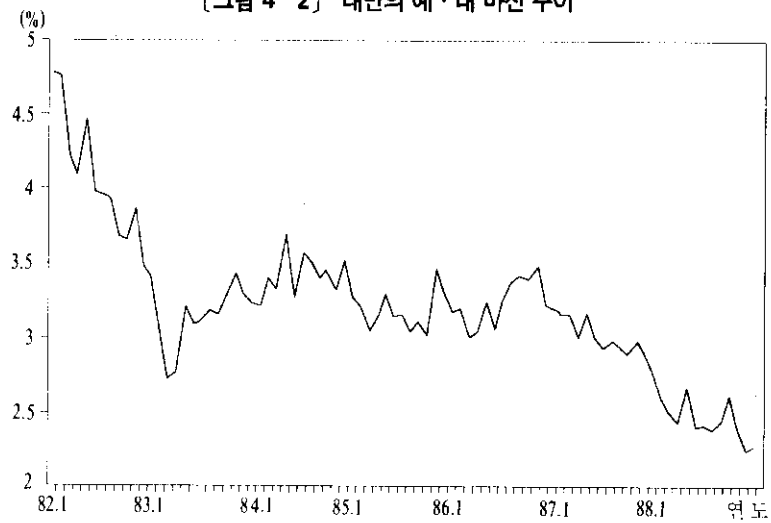


자료: The Central Bank of China, Financial Statistics Monthly. 각 호.

금융 중개의 효율성이라는 측면에서도 1980년대 기간 동안에 상당한 진척이 있었다. 금융 중개의 효율성을 나타내는 가장 보편적인 지표인 예·대 금리차(가중 평균 대출 금리-가중 평균 예금 금리)가 1982년도의 5%에서 1989년도에는 2.5% 이하로 떨어졌는데 ([그림 4-2] 참조), 이것은 금융 기관의 효율적 운영으로 금융 중

개 비용이 절감되었음을 의미한다. 이외에도 금융 자유화는 은행의 대출 심사 능력을 배양하여 단기 예금을 장기 대출금으로 연결시키는 만기 전환 능력이 강화되었다. 예금 은행의 총예금 중 단기 예금의 비중은 1977년 이후 25~30%대의 수준을 유지하고 있는 반면, 총대출금 중 3년 이상의 장기 대출금이 차지하는 비중은 지속적인 증가 추세에 있다([표 4-10] 참조).

[그림 4-2] 대만의 예·대 마진 추이



자료 : Shea(1993).

비록 산발적인 통계 분석에 지나지 않지만, 1980년대에 대만이 취한 제반 분야의 금융 자유화 조치는 금융 심화 및 금융 중개의 효율성에 있어서 긍정적 효과를 가져온 것으로 평가된다. 특히 경쟁적 금융 시장의 여건을 마련하기 위해 1991~92년 기간 동안에 대만 당국이 인가한 16개 민간 은행의 설립은 현실적으로 치열한 은행간의 경쟁으로 나타났고, 향후 금융 산업의 발전에 막대한 영향을 끼칠 것으로 생각된다.

[표 4-10] 예금 은행의 장기 대출금 및 단기 예금 추이

(단위 : %)

연도	1977	1980	1983	1987	1990
장기대출금 ¹⁾ /총대출금	20.97	28.38	36.69	51.96	56.65
단기예금 ²⁾ /총예금	28.75	29.50	25.76	30.49	24.29

주: 1) 3년 이상 대출금

2) 요구불 예금

자료: The Central Bank of China.



제 3절

금융 정책의 특징¹⁶⁾

제1절에서 언급하였듯이, 지난 40년 간의 경제 발전 과정에서 가장 주목할 만한 대만의 경제적 성과는 바로 꾸준한 물가 안정과 함께 이룩해 낸 지속적인 경제 성장일 것이다. 물론 여기에는 여러 가지 이유가 있겠지만 본 절에서는 특히 대만의 통화 정책 및 기타 특징적인 금융 정책과의 연관성에 초점을 맞추어 분석하고자 한다.

인플레이션 억제를 위해 대만 금융 당국이 취한 대표적인 금융 정책은 정(正)의 실질 금리 보장 정책이다. 1950년대 초, 이러한 금리 정책

16) 본 절의 내용은 Lee and Tsai(1992), Shih(1992)와 Tsiang(1977, 1979)를 참조하였다.

의 유효성이 입증된 대내·외적인 요인으로 말미암아 물가 상승 압력이 존재할 때마다 대만 당국은 금리를 인상시킴으로써 그러한 물가 상승 압력에 효율적으로 대처해 왔다. 금리 인상은 투자 비용을 상승시켜 비용 압박(cost-push) 인플레이션을 유발할 수 있다는 가설에도 불구하고 이러한 정책적 처방은 대만의 물가 안정에 결정적으로 기여하였다. Tsang(1979)의 논리에 의하면, 금리 인상은 경제 주체들의 거래적 통화(transaction balances)의 보유를 최소화시키면서 저축성 예금의 증가를 가져오고 이러한 제도 금융권 내로의 자발적인 자금 유입은 소비 재화 및 용역에 대한 유효 수요(effective demand)를 억제할 뿐만 아니라 개발 도상 국가에서 필요한 막대한 투자 재원을 통화 증발에 의존하지 않아도 되는 여건을 마련해 주기 때문에 궁극적으로 물가 상승을 둔화시킨다는 것이다.

물론 이러한 논리적 배경에는 인플레이션을 결정하는 통화 변수는 M_2 와 같은 준통화를 포함하는 광의의 지표보다는 M_1 과 같은 거래적 유동성을 나타내는 협의의 지표가 더 타당하다는 가정을 지니고 있다. 사실 이러한 가정 아래 대만 당국은 통화 관리의 중심 지표로써 M_1 를 채택함과 동시에 저축성 예금을 포함하는 M_2 의 증가에는 보다 관대하였다. 비록 1989년에 형식적으로 중심 통화 지표가 M_2 로 전환되었으나 이러한 관행은 여전히 지속되고 있는 실정이다.

대만의 금융 개혁

[표 4-11] 대만의 통화 공급 추이 (단위: %, 10억 NT\$)

연도	M1B (1)		준 통 화 (2)		M2 (3)=(1)+(2)		(3) (1)
	통화량	증가율	통화량	증가율	통화량	증가율	
1961	7.7		9		16.7		216.9
1962	8.1	5.0	11	21.5	19	13.9	235.8
1963	10	28.1	14	32.3	25	30.5	250.0
1964	14	35.0	18	26.7	32	30.2	228.6
1965	16	15.9	21	15.2	37	15.5	231.3
1966	18	12.2	26	24.8	45	19.3	250.0
1967	24	30.1	31	18.3	55	23.1	229.2
1968	26	11.5	35	13.2	62	12.4	238.5
1969	31	15.6	45	26.2	75	21.7	241.9
1970	35	15.0	58	29.0	93	23.3	265.7
1971	46	30.6	74	27.9	119	28.9	258.7
1972	61	34.1	97	31.5	158	32.5	259.0
1973	92	50.4	113	16.7	205	29.8	222.8
1974	102	10.5	154	36.5	256	24.8	251.0
1975	131	28.8	196	27.5	328	28.0	250.1
1976	164	25.1	249	26.7	413	26.0	251.8
1977	219	33.6	326	31.0	545	32.0	248.9
1978	300	37.0	414	27.0	714	31.0	238.0
1979	323	7.7	459	10.9	782	9.6	242.1
1980	397	22.7	557	21.3	954	21.9	240.3
1981	452	13.8	680	22.1	1131	18.7	250.2
1982	517	14.6	889	30.7	1406	24.3	272.0
1983	613	18.4	1165	31.1	1778	26.4	290.0
1984	670	9.3	1465	25.7	2134	20.1	318.5
1985	751	12.2	1882	28.5	2633	23.4	350.6
1986	1138	51.4	2161	14.9	3299	25.3	289.9
1987	1568	37.8	2607	20.6	4175	26.3	266.3
1988	1950	24.4	2970	13.9	4921	17.9	252.4
1989	2069	6.1	3603	21.3	5672	15.3	274.1
1990	1932	6.6	4299	19.3	6231	9.9	322.5
1991	2165	12.1	5267	22.5	7432	19.3	343.3
1992	2434	12.4	6430	22.1	8865	16.6	364.2
평균	-	21.1	-	23.8	-	22.5	-

자료: The Central Bank of China, Financial Statistics, Monthly, 가 호.

그러면 물가 안정을 위해 대만 당국이 취한 금리 정책의 실풍을 살펴보기로 하자. 1970년대 초(1971~73년), 대만의 지속적인 무역 수지 흑자로 통화 공급(M1B 기준)이 팽창되고([표 4-11] 참조) 1973년의 1차 석유 파동으로 인하여 국내 물가가 급등하자, 중앙 은행은 1973년부터 수 차례에 걸쳐 1년 저축 예금의 금리를 인상하여 1972년의 8.75%로부터 1974년에는 13.5%에 이르게 되었다([표 4-2] 참조). 이러한 금리 인상은 즉각적인 반응을 불러 일으켰는데, [표 4-11]에서 볼 수 있듯이 M1B의 증가율이 1974년도에는 10.5%로 떨어지고 준통화의 증가율은 36.5%를 기록하였다.

통화 증가율(M1B 기준)의 둔화와 함께 석유 파동으로 인한 1974~75년 기간의 경기 침체로 인하여 물가 상승률이 1975년에는 5%대로 하락하게 되었다. 물가 안정을 위한 금리 인상은 제2차 석유 파동 기간(1979~81년) 동안에 다시 본격화되는데, 1978년에 9.5%에 머물렀던 1년 저축 예금의 금리가 1981년에는 13%로 인상되었다. 결과적으로 이러한 금리 인상은 M1B의 증가율을 둔화시켰으며, 국제 원자재 가격의 안정으로 물가 상승률은 1982년에 다시 3% 수준으로 급락하였다. 물가 안정과 함께 1982년부터 1987년까지 금리는 지속적인 하락세를 유지하였으나, 1986~87년 기간 동

안 무역 수지 흑자와 더불어 투기적 핫 머니의 유입이 통화 증발을 유발시키자 대만 당국은 다시 1989년 4% 이상의 금리 인상을 단행하게 되었다.

물론 통화량을 조절하는 데 있어 중앙 은행의 정책 수단이 금리 인상으로 국한되지는 않았다. 1980년대 해외 부문의 통화 증발 압박을 상쇄시키기 위해 사용된 다른 중요한 정책 수단으로는 공개 시장 조작을 들 수 있다. 1979년 1월에 처음으로 시작된 중앙 은행의 공개 시장 조작은 빈약한 활동을 보이다가 1986~87년 기간 동안에 급격히 팽창된 시중 유동성을 흡수하기 위해 1조 대만 달러(NT\$) 이상의 금융채를 발행하였다. 이러한 막대한 금융채 발행은 그 당시 상당 부분의 통화를 불태화하는 데 기여하였다.

비록 물가 안정을 위해 대만 당국이 금리 인상 및 공개 시장 조작을 통하여 중심 통화 지표인 M1B 증가율을 둔화시킨 것은 사실이나, 1961~92년 기간 동안 평균 21.1%(M1B 기준)에 달하는 높은 통화 증가율에도 불구하고 같은 기간에 평균 5.8%에 불과하였던 물가 상승률은 참으로 경이적인 사실이 아닐 수 없다.

‘대만은 높은 통화 증가율에도 불구하고 어떻게 낮은 물가 상승

를 유지할 수 있었는가?’라는 질문은 비슷한 수준의 다른 개발도상 국가들에게 많은 시사점을 제공해 줄 수 있다. 화폐 수량설에 의하면, 한 경제 내의 물가 수준은 궁극적으로 화폐의 공급과 수요의 상호 작용에 의해서 결정된다. 즉 화폐 시장의 균형 상태에서 실질 화폐 수요 증가율을 초과하는 명목 화폐 공급 증가율이 바로 물가 상승률을 결정하게 되는 것이다.

따라서 비록 통화 증가율이 높다 하더라도 이에 상응하여 실질 화폐 수요가 높은 증가세를 유지한다면 낮은 물가 상승률을 유지할 수 있는 여지가 생길 수 있는 것이다. 실질 화폐 수요의 주된 변수가 GNP와 같은 국민 총생산임을 감안한다면 높은 경제 성장률은 화폐 수요의 증가를 가져오고 이는 화폐 시장의 균형 상태에서 물가 하락을 유도하게 된다.

그러나 실질 화폐 수요를 결정하는 변수로서 반드시 실물 경제의 지표 중의 하나인 GNP 통계만을 고집할 수 없다. Goldfeld(1976, 1989)가 지적하였듯이, 실질 GNP는 중간재 및 금융 자산의 거래를 배제하고 있기 때문에 전체 화폐 수요를 측정하는 눈금으로는 부족한 점이 없지 않다. Tsiang(1977)은 대만의 경우, 총국제 무역의 규모(수출과 수입의 합계)는 중간재 거래를 대략적으로 나타내는

대리 변수로서 화폐 수요 함수에서 중요한 역할을 해 왔다는 것을 대만 자료를 이용하여 검증해 보이고 있다.¹⁷⁾ 수출 주도형 발전 전략을 수행해 오는 동안 국제 무역의 확대가 화폐 수요의 증가에 유의한 영향을 끼쳤다는 사실은 중요한 의미를 지니고 있다. Lucas (1991)가 지적하였듯이, 국제 무역이 급속하게 신장한 기간 동안에 발생한 거래적 화폐 수요의 급등은 그 기간에 대만이 높은 통화 증가율에도 불구하고 왜 낮은 물가 상승률을 기록하였는지를 설명할 수 있기 때문이다.

1961~92년 기간 동안 대만의 높은 통화 증가율(M₁B의 경우 평균 21.1%, M₂의 경우 평균 23.8%)은 평균 14.8%의 명목 GNP 증가율(평균 9.0%의 실질 GNP와 평균 5.8%의 물가 상승률을 합하여)을 훨씬 상회하는 수치인데, 이러한 현상은 바로 대만의 화폐 유통 속도를 하락시키는 근본 원인을 제공해 주었다. [표 4-12]를 통해

17) Tsiang의 화폐 수요 함수의 실증 분석 결과는 다음과 같다.

$$\ln m = 0.1037 + 0.8313 \ln y = 0.6965 \ln(T/Y) - 0.3219 \ln R$$

(3.33) (3.14) (-1.81)

$$R^2 = 0.9950, \quad D. W = 1.8925$$

단, m은 실질 화폐량(M₁ 기준), y는 실질 GDP, T/Y는 GDP 대비 국제 무역 규모, R은 명목 이자율을 각각 나타낸다.

[표 4-12] 대만의 통화 유통 속도 추이

(단위 : %)

연도	유통 속도		금융 심화(k)	
	경상 GNP	경상 GNP	M ₁	M ₂
	M ₁ B	M ₂ B	경상 GNP	경상 GNP
1961	909	419	11.0	23.9
1962	951	405	10.5	24.7
1963	870	348	11.5	28.7
1964	729	319	13.7	31.4
1965	706	305	14.2	32.7
1966	700	280	14.3	35.7
1967	608	265	16.4	37.7
1968	654	274	15.3	36.5
1969	635	263	15.7	38.1
1970	649	244	15.5	40.9
1971	574	222	17.4	45.3
1972	518	200	19.4	50.0
1973	446	200	22.5	50.0
1974	539	215	18.6	46.6
1975	450	180	22.4	55.9
1976	430	171	23.4	59.0
1977	379	152	26.6	66.2
1978	331	139	31.4	72.2
1979	370	153	27.0	65.4
1980	375	156	26.7	64.1
1981	390	156	25.6	64.1
1982	367	135	27.3	74.0
1983	343	118	29.1	84.5
1984	353	111	28.3	90.1
1985	335	96	29.9	104.7
1986	257	89	38.9	112.9
1987	210	79	47.7	126.9
1988	184	73	54.4	137.3
1989	192	70	52.1	142.9
1990	224	69	44.6	144.0
1991	223	65	44.9	154.1
1992	218	60	45.9	167.2

자료 : The Central Bank of China, Financial Statistics, Monthly, 각 호.

서 알 수 있듯이, 대만의 화폐 유통 속도는 M₁B의 경우 1960년대 초의 900%에서 1990년에는 200% 수준으로 하락하였으며, M₂의 경우 400%대에서 70% 수준으로 낮아졌다. 이러한 유통 속도의 하락은 역으로 캠브리지 k의 지속적인 상승을 의미하며, 금융 심화의 진척이 활발하였음을 또한 보여 준다.

제5장

요약 및 시사점

동남아 3개국(싱가폴, 말레이시아 및 대만)의 금융 개혁은 추진 배경 및 과정에 있어서 비대칭적이었을 뿐만 아니라 그 성과에 있어서도 상이한 결과를 초래하였다.

싱가폴은 영국으로부터 독립하기 이전에 이미 구축된 금융 하부 구조를 바탕으로 하여 경제 개발 초기부터 원활한 실물 경제의 촉진과 함께 금융 산업을 전략적인 산업 부문으로 육성한다는 취지 아래, 대규모 규제 완화 조치 및 세제 개혁 등의 정책적 지원을 통하여 금융 개혁을 착수하였다. 이러한 금융 개혁은 상대적으로 성숙된 금융 시장의 여건을 마련하였으며, 금융 시장의 발달은 싱가포르 경제 발전에 긍정적인 영향을 끼친 것으로 평가된다. 특히 1980년대 이후에는 환율을 정책 변수로 선정하여 통화 정책을 수립하였는데, 이는 싱가포르가 고전적인 소규모 개방 경제로서 대외 의존도가 높기 때문에 상당 부분의 국내 물가는 해외 물가에 의해 좌우된다는 근거에서 비롯된 것이다. 또한 자유로운 국내·외 자본 이동으로 총통화량 및 이자율은 통화 정책의 중간 지표로서 상당한 제약을 받았기 때문에 환율의 역할이 더욱 부각되었다. 이와 병행하여 국내 통화 공급은 실물 경제의 변동에 따른 통화 수요에 의해 내생적(內生的)으로 결정된다고 보고 있다.

말레이시아는 국내 금융 시장의 기반을 확충하고 산업 구조의 개편을 통한 산업 다각화를 촉진시키기 위하여 1970년대에 금융 자유화 조치를 완료하였다. 그러나 금융 개혁의 결과는 실물 경제의 관점에서 결코 성공적이지 않았다. 말레이시아의 주요 금융 개혁이 완료된 1970년대 말 이후부터 1980년대 중반까지의 거시 경제 지표를 살펴보면, 저축률이 하락하면서 경상 수지 적자가 심화되고 투자 효율성이 저하되는 등 전반적인 경제 환경이 악화되었다. 1980년대 기간 동안에 말레이시아 통화 당국이 보여 준 금리 결정에 관한 수 차례의 직접적인 개입은 이러한 거시 경제적 환경을 반증해 주고 있다. 말레이시아의 통화 정책은 전통적으로 경기 등락에 따른 신축적인 통화 공급을 원칙으로 하면서, 특정 통화 지표보다는 보다 광범위한 거시 경제 지표를 주시하고 있다. 특기할 만한 점은 지난 30년 간 한국, 대만 및 싱가포르와 비교하여 가장 낮은 수준의 연평균 물가 상승률을 기록하였다는 것이다. 1980년대 후반에 들어서 효율적인 통화 관리를 위하여 간접 규제 방식의 대표적 수단으로 간주되는 공개 시장 조작의 기틀을 마련하였는데, 그것은 바로 국채 발행 제도의 개선이다. 통화 당국은 23개의 금융 기관을 딜러로 지정하고 그들을 통해 만기 10년 이하의 국채를 공개 입찰 방식으로 발행할 수 있게 함으로써 시장 원리에 입각한 공개 시장 조작이 가능하게 되었다.

한국과 마찬가지로(정도의 차이는 있으나) 금융 억압 정책을 고수해 온 대만은 1980년대 후반에 접어들면서 대폭적인 금융 규제 완화를 시도하였다. 대만의 금융 개혁은 저축과 금융 자산의 보유를 증가시켜 기업 투자의 양적인 확대를 용이하게 하려는 의도보다는, 1980년대에 기술 집약적인 발전 단계로 진입하면서 경쟁적 금융 시장의 육성과 함께 자원 배분의 효율성을 제고시켜 투자의 질적인 향상을 도모하기 위해 본격화되었다. 금융 개혁의 가시적 성과로는 1980년대의 금융 심화의 가속화, 예·대 금리차의 축소로 인한 금융 중개 효율성의 증대 및 사금융 시장의 위축 등을 꼽을 수 있다. 특히 사금융 시장의 위축이 사채 금리의 하락을 동반하였다는 점은 주목할 만하다. 진입 규제 완화 조치로서 1991~92년 기간 동안에 신설 허용된 16개 민간 은행의 행보는 아직 평가하기는 시기 상조이나 금융 시장의 경쟁적 환경을 강화할 것으로 기대된다. 금융 정책에 있어서 대만은 전통적으로 정(正)의 실질 금리 보장 정책을 선호하였는데, 지난 30년 간 지속된 이러한 금리 체계는 중국인 특유의 검소성과 맞물려 저축 증대에 공헌함으로써 경제 성장에 필요한 막대한 투자 재원을 국내 자본으로 충당할 수 있게 하였을 뿐만 아니라 높은 통화 증가율에도 불구하고 비교적 낮은 수준의 물가 상승률을 유지하는데 기여한 것으로 보인다.

본 장에서는 동남아 3개국이 경험한 금융 개혁 및 경제 발전 과정을 한국의 경험과 비교·검토함으로써 금융 시장에서의 정부 개입의 한계를 분석해 보고 현시점에서 한국의 금융 시장이 직면하고 있는 문제점을 파악하여 금융 개혁의 방향을 모색하고자 한다.

제1절 금융 시장에서의 정부 개입의 한계

1971~90년 기간 동안에 한국 및 동남아 3개국은 수출 주도형 발전 전략을 발판으로 하여 연평균 8.2%의 급속한 경제 성장을

[표 5-1] 4개국의 실질 경제 성장을 비교¹⁾

(단위: 기간 평균 성장률(%))

기 간	1971~75	1976~80	1981~85	1986~90	1971~90
한 국	8.3	7.2	8.4	10.9	8.7
대 만	9.0	10.7	7.2	8.9	9.0
말 레 이 시 아	8.0	8.6	5.2	6.5	7.1
싱 가 폴	9.6	8.6	6.3	8.0	8.1
평 균	8.7	8.8	6.8	8.6	8.2
O E C D	0.2 ²⁾	3.3	2.6	3.3	2.4 ²⁾

주 1): 한국과 대만은 실질 GNP 성장률, 그리고 말레이시아, 싱가포르 및 OECD는 실질 GDP 성장률임.

2): 1973~75, 1973~90 기간 각각에 대한 연평균 성장률임.

자료: 한국은행, 국민 계정, 각 호, [표 2-11], [표 3-3] 및 [표 4-1]과 각각 동일.

[표 5-2] 4개국의 1인당 GNP 비교

(단위: 미국 달러)

기 간	1970	1975	1980	1985	1992
한 국	248	594	1,592	2,194	6,749
대 만	389	964	2,344	3,297	10,215
말 레 이 시 아	348	758	1,723	1,850	2,894
싱 가 폴	925	2,490	4,688	7,160	16,582

주 1): 통계청, 주요 해외 경제 지표, 각 호, [표 1-11], [표 3-3] 및 [표 4-1]과 각각 동일.

달성하였는데, 이는 같은 기간에 OECD 국가들이 경험한 연평균 2.4%를 훨씬 상회하는 놀라울 만한 것이다([표 5-1] 참조). 또한 1인당 GNP에 있어서도 1970~92년 기간 동안에 말레이시아를 제외하고 한국, 대만 및 싱가폴은 평균 20배 이상의 성장을 기록하였다([표 5-2] 참조).

상기된 4개국의 급속한 경제 발전 과정에서 가장 커다란 차이점이 있다면 그것은 아마도 금융 시장에서의 정부 개입의 정도일 것이다. 싱가폴과 말레이시아는 1970년대에 금융 자유화를 완료하여 상대적으로 일찍이 금융 시장에서의 정부 개입은 미약했던 반면에, 한국과 대만의 금융 시장은 금융 억압적인 정부 주도형 금융 정책으로 상당히 수동적인 발전 경로를 밟아오다가 최근에 들어서 본격적인 금융 개혁이 착수되었다. 이러한 비대칭적인 금융 시장의 발전은 성장 전략에 따라 각국의 금융 시장이 경제 발전 과정에

서 상이한 역할을 담당해 왔다는 것을 암시하고 있다.

우선 투자 재원의 확보 측면을 비교하여 보자. 자본 축적이 장기적 경제 성장의 근간임을 고려할 때 국내 투자 재원의 확보는 금융 시장이 담당하는 가장 중요한 역할 중의 하나이다. [표 5-3]은 지난 20년 간 4개국의 경제 발전 과정에서 투자 재원이 어떻게 조달되었는가를 보여 주고 있다. 흥미로운 사실은 금융 자유화의 진전과 관계없이 대만은 1971~90년 기간 동안 꾸준히 국내 자본으로 국내 투자를 소화하고도 여유가 있었고 한국, 말레이시아 및 싱가포르의 투자 재원의 일부를 해외 자본으로 충당하였다는 점이다. 그리고 해외 자본을 이용한 3개국 간에 차이점이 있다면 그것은 해외 차입에 있어서의 방법상의 문제였다. 싱가포르와 말레이시아는 해외로부터의 자본 유입이 (국내 해외 투자를 포함하여) 보다 자유롭게 이루어 지도록 금융 환경을 조성하였던 반면에, 한국은 정부 주도형 금융 정책을 견지하면서 주로 정부 보증의 해외 차입에 의존하였던 것이다.

신용 배분의 효율성 측면에서는 어떠한가? 경쟁적 금융 시장의 여건은 금융 기관의 효율성 제고를 유도하여 투자의 질적 향상 및 생산성 증대를 가져올 수 있다는 금융 자유화의 이론적 근거에도

[표 5-3] 4개국의 투자율, 저축률 및 순해외차입률 비교

(단위: GNP 대비 비율(%))

기 간		1971~75	1976~80	1981~85	1986~90	1071~90
한 국	투자율(A)	26.7	31.8	30.3	32.3	30.3
	저축률(B)	19.2	27.2	27.2	36.0	27.4
	순해외차입률 ¹⁾	-7.5	-4.6	-3.1	3.7	-2.9
대 만	투자율(A)	28.9	30.8	23.8	20.8	26.1
	저축률(B)	30.7	32.9	32.2	34.3	32.5
	순해외차입률	1.8	2.1	8.4	13.5	6.4
말 레이 시 아	투자율(A)	24.4	27.4	36.3	29.4	29.4
	저축률(B)	20.8	30.0	27.5	30.7	27.3
	순해외차입률	-3.6	2.6	-8.8	1.3	-2.1
싱 가 폴	투자율(A)	41.2	40.6	46.5	37.6	41.5
	저축률(B)	24.8	32.1	41.5	41.2	34.9
	순해외차입률	-16.4	-8.5	5.0	3.6	6.6

주: 1) 순 해외 차입률 = B - A

자료: 한국은행, 국민 계정, 각 호, [표 2-1], [표 3-3] 및 [표 4-1]과 각각 동일.

불구하고 한국과 대만은 금융 시장이 상대적으로 더 발달된 싱가포르와 말레이시아에 못지 않은 고성장 체제를 유지하여 왔다. 특히 말레이시아는 한국과 비교하여 1980년까지만 하더라도 더 높은 1인당 GNP를 기록하였으나, 그 이후에는 상대적 열세를 면치 못하였다([표 5-2] 참조). 또한 싱가포르의 경우, 영국으로부터 독립한 1965년 이전부터 이미 금융 하부 구조가 구축되어 있었다는 사실을 감안한다면 한국과 대만의 경제 발전 경험은 정부 주도형 금융

정책을 추구하는 과정에서 신용 배분에 있어 고수익 투자를 선별하는 정부의 역할이 컸다는 것을 시사하고 있다. 부연하자면, 제도적으로 열악한 시장 경제 체제를 지니고 있는 개발 도상 국가에서는 민간 금융 기관이 갖고 있는 미천한 기업 단위의 시각보다는 정부가 뚜렷한 비전을 제시하고 사회 전체적 측면에서 경제 발전에 도움이 되는 전망있는 전략적 산업 부문을 선정하여 차별적인 신용 배분을 통해 집중 지원하는 정부 주도형 금융 정책이 시장의 불완전성 및 시장 억압에서 오는 비효율성을 극복할 수 있는 효과적인 방편으로 간주될 수 있다는 것이다.

따라서 본 연구의 사례 분석 결과는 경제 개발 초기 단계에서는 금융 시장의 발전이 경제 성장을 위해 반드시 결정적인 필요 조건이 아닐 수도 있다는 점을 시사하고 있다. 금융 억압으로 인한 저축률 둔화, 그리고 이에 따른 투자율의 저하는 그 자체 경로로서도 신빙성이 없을 뿐만 아니라 해외 자본의 가용성 및 사금융 시장의 역할 등을 고려할 때 투자 재원은 중요한 제약 조건이 되지 않았으며 신용 배분의 효율성 또한 심각한 장애 요인으로 작용하지는 않았다.

하지만 ‘고수익 투자를 선별해 내는 정부의 선구안 또는 개발

초기 단계에서 정부가 가질 수 있는 정보의 우위는 과연 지속될 수 있는가?라는 질문에 대한 가장 보편적인 논리는 바로 경제 발전 단계론에서 찾을 수 있다. Patrick(1990)이 지적하였듯이, 경제 발전 초기의 금융 억압 정책은 경제 규모가 확대되고 산업 구조가 복잡해짐에 따라 효율성 측면에서 점차 퇴색하게 된다는 것이 그러한 논리의 요지이다. 다시 말해서 민간 주도 경제의 확산은 시장 기능을 강화시킴으로써 고수익 투자를 선별하는 정보의 우위에 있어서, 정부의 역할은 약화될 수밖에 없다는 것이다.

과거에는 기술 후발국으로서 정부 주도형 금융 정책은 기존의 지식 및 기술을 습득하여 이용하는 데 후원자 및 자극제 역할을 담당하였다. 그러나 지속적인 경제 발전을 위해 독자적인 기술 개발을 필요로 하는 현시점에서 중앙 집권적인 각종 금융 규제는 기업의 기술 혁신 활동을 보좌하는 금융 기관의 역할을 약화시키고 있는 것이다. 또한 과거의 금융 억압 정책은 시장의 불완전성 및 제도적 열악성을 극복할 수 있는 효과적인 방편으로 간주되었으나 전반적인 시장 기능이 성숙되어 감에 따라 이러한 금융 규제는 이제 지속적인 경제 성장을 가로막는 걸림돌로 작용하고 있다.

시장 기능의 성숙과 함께 기업의 기술 혁신 활동을 보좌해 주기

위해서는 민간 금융 기관의 대출 심사 능력의 배양이 급선무이다. Greenwood와 Jovanovic(1990) 및 King과 Levine(1993a, 1993b) 등은 투자 효율성을 제고시키는데 있어서 금융 기관 고유의 서비스인 투자 대상에 대한 심사 기능의 중요성을 강조한 바 있다. 물론 우리나라 금융 기관의 대출 심사 능력의 미숙은 정부 주도형 금융 정책으로 인해 파생된 자연 발생적인 결과이다. 따라서 대출 심사 능력을 자생적으로 배양할 수 있도록 하기 위해서는 금융 기관의 현실적인 민영화, 진입 규제 완화 및 금융 억압형의 신용 관리 제도(예를 들어, 여신 관리 제도 및 정책 금융)의 폐지 등을 통한 경쟁적 금융 시장의 여건 조성이 필수 조건인 것이다. 기술 집약적 발전 단계로 접어들면서 자원 배분의 효율성을 향상시키기 위해 최근 전면적인 금리 자유화를 시행하고, 16개의 민간 은행의 신설을 허용하는 등 금융 시장의 경쟁적 입지를 강화시킨 대만의 금융 개혁은 우리에게 좋은 선례를 제공해 주고 있다.



제2절

금융 시장의 여건 및 통화 정책 비교

본 절에서는 투자 효율성의 제고를 위해 금융 기관의 역할이 증대되고 있는 현시점에서 우리 나라 금융 시장의 여건은 상대적으로 어떠한 위치에 있으며, 이와 관련하여 4개국 통화 관리의 특징을 비교하고자 한다. 금융 기관이 기업가적 마인드로 이윤 극대화를 추구하는 과정에서 제약 조건이 있다면, 그것은 바로 투자 재원의 확보 문제일 것이다. 물론 한국의 경우 과거에는 정부 보증의 해외 차입의 가용성으로 투자 재원의 확보는 커다란 제약 조건이 되지 않았으나, 금융 시장에서의 정부의 역할이 한계점에 이른 시점에서 금융 기관이 스스로 충당해야 하는 투자 재원은 신용 배분의 효율성에 직접적으로 영향을 미칠 수 있는 제약 조건(liquidity

constraint)이다.

우리 나라의 상대적인 유동성 제약의 규모를 측정하기 위해서는 기본적인 금융 시장의 여건인 금융 심화의 정도를 비교함으로써 가능하다. [그림 5-1]에서 [그림 5-6]까지는 4개국의 현금 통화, 각종 통화 지표 및 파생 통화의 추이(GNP 대비)를 보여 주고 있는데 몇 가지 특징적인 사실을 발견할 수 있다. 우선 한국은 현금 통화의 상대적 부족과 함께 가장 낮은 수준의 요구불 예금으로 경제 규모에 비하여 4개국 중에서 최소량의 M_1 을 보유하고 있다. M_2 기준으로도 한국의 금융 심화는 가장 낙후되어 있는 실정이다. 하지만 M_3 지표로서 금융 심화를 측정한다면, 상황은 확연히 달라진다. 1980년대 중반까지만 하더라도 가장 낮은 M_3 /GNP 비율을 유지하던 한국은 1980년대 후반부터 타 3개국과 비교하여 필적할 만한 수준에 근접하였다.

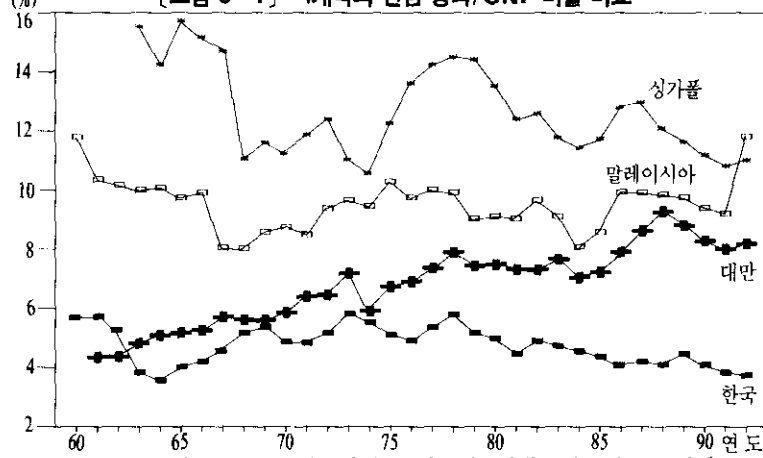
어느 통화 지표를 사용하느냐에 따라 한국의 상대적 유동성 규모가 달라지고 있는데 이러한 현상의 근본적인 이유는 [표 5-4]에 나타나 있듯이 싱가포르와 말레이시아에 비하여 (M_3 지표가 없는 대만을 제외하고) 한국은 1980년대 기간 동안 M_3 에서 M_2 를 뺀 준통화의 급속한 팽창을 경험하였기 때문이다. 싱가포르와 말레이시아의

M_2/M_3 비율은 1992년 말 현재 각각 0.83% 및 0.72%로서 M_2 와 M_3 의 양적 격차가 그다지 심각하지 않은 반면에 한국은 그 비율에 있어 지속적인 하락세를 유지하면서 M_2 에 비해 M_3 의 상대적 규모가 급상승하고 있다.

1980년대 기간 동안에 한국이 경험한 통화 자산(monetary asset) 축적의 급격한 구조적 변화는 비통화 금융 기관의 예수금이 상대적으로 폭증한 데서 기인한다([표 5-5] 참조). 제2 금융권은 통화 금융 기관에 비해 금리 체제 및 진입 장벽 측면에서 상대적으로 더 경쟁적인 금융 환경 속에서 운영되어 오면서 수신 활동에 있어 더 유리한 고지를 점할 수 있었던 것이다. 1993년 말 현재, M_3 에서 M_2 를 제외한 준통화 중에서 약 95%가 제2 금융권 예금으로 구성되어 있는데 특기할 만한 점은 수신 만기의 성격상 제2 금융권의 여신 활동은 단기 대출에 치중되어 있다는 것이다. 따라서 타 3개국과의 M_3/GNP 의 단순한 비교는 표면적인 양적 투자재원의 비교일 뿐 투자재원의 구조적인 측면을 전혀 고려하지 않고 있다.

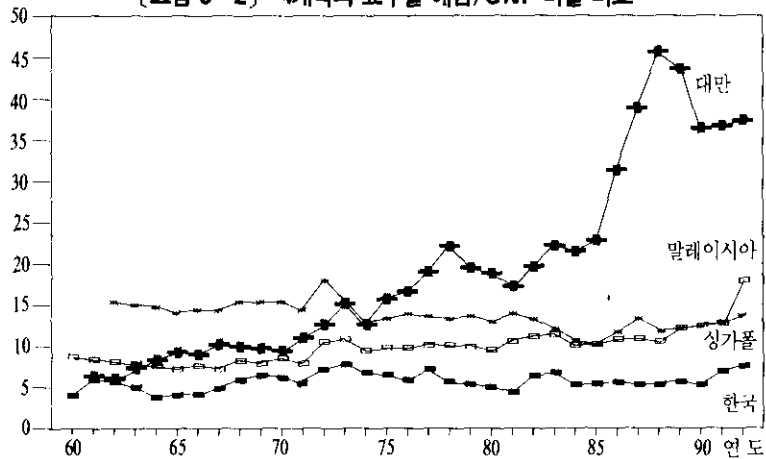
[표 5-6]을 통해서 알 수 있듯이, 한국의 시설재 투자를 위한 장기 대출이 금융 기관의 총대출액에서 차지하는 비중은 대만과

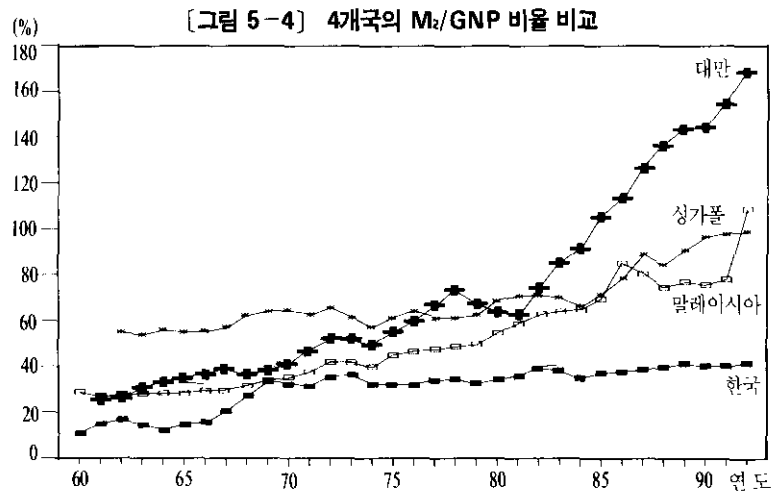
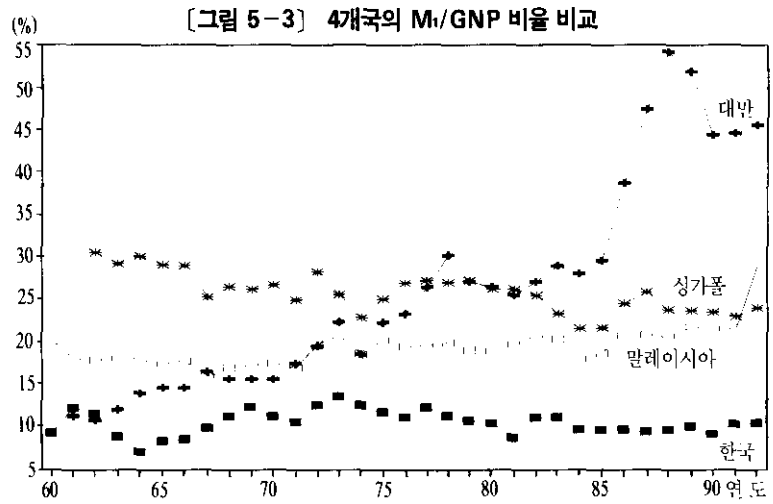
[그림 5-1] 4개국의 현금 통화/GNP 비율 비교



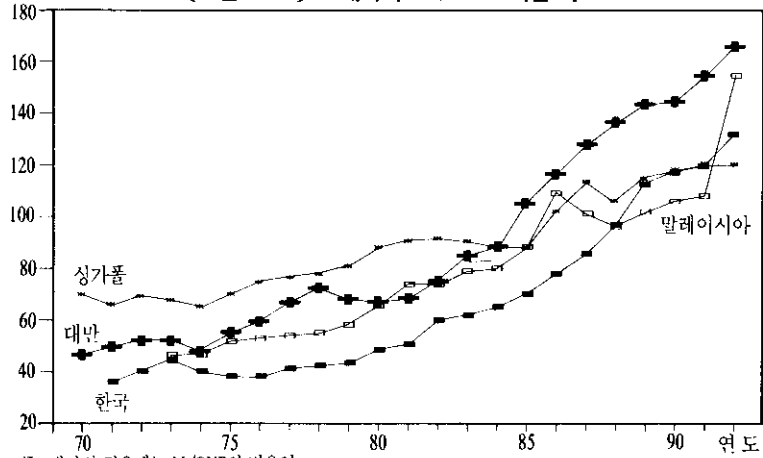
자료: [그림 5-1]에서 [그림 5-6]은 각각 한국 은행, 조사 통계 월보, 각 호, [표 2-11], [표 3-3] 및 [표 4-1]과 동일함.

[그림 5-2] 4개국의 요구불 예금/GNP 비율 비교

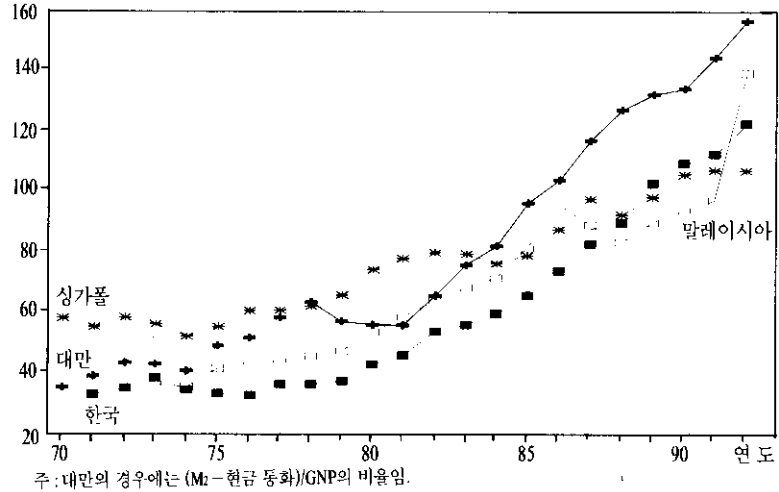




[그림 5-5] 4개국의 M₃/GNP 비율 비교



[그림 5-6] 4개국의 (M₃-현금 통화)/GNP 비율 비교



[표 5-4] 각국의 M₂/M₃ 비율 추이

(단위: %)

연도	한 국		싱 가 폴		말레이시아	
	M ₂ /M ₃	(M ₃ -M ₂)/M ₃	M ₂ /M ₃	(M ₃ -M ₂)/M ₃	M ₂ /M ₃	(M ₃ -M ₂)/M ₃
1975	0.81	0.19	0.89	0.11	0.89	0.11
1980	0.70	0.30	0.78	0.22	0.86	0.14
1985	0.52	0.48	0.76	0.24	0.77	0.23
1990	0.35	0.65	0.82	0.18	0.73	0.27
1992	0.33	0.67	0.83	0.17	0.72	0.28

자료: 한국은행, 조사 통계 원보, 각 호, [표 2-11] 및 [표 3-3]과 각각 동일함.

[표 5-5] 한국의 (M₃-M₂)의 분포 추이

(단위: 10억 원)

연도	M ₃ -M ₂	비통화금융기관			
		예 수 금	채 권	양 도 성 예금증서	기 타
1981	7,606.7 (1.00)	7,594.1 (1.00)	673.8 (0.09)	- (-)	661.2 (0.09)
1983	14,709.6 (1.00)	14,949.8 (1.02)	895.7 (0.06)	- (-)	-1,135.9 (0.08)
1985	26,198.7 (1.00)	25,574.9 (0.98)	1,199.6 (0.05)	926.1 (0.03)	-1,501.9 (-0.06)
1987	51,760.8 (1.00)	47,204.3 (0.91)	3,274.1 (0.06)	1,464.3 (0.03)	-181.9 (0.00)
1989	95,193.2 (1.00)	89,970.0 (0.95)	6,450.5 (0.07)	1,422.0 (0.01)	-2,649.3 (-0.03)
1991	160,210.0 (1.00)	145,809.1 (0.91)	10,843.9 (0.07)	8,144.4 (0.05)	-4,587.4 (-0.03)
1993	237,242.5 (1.00)	224,490.6 (0.95)	10,959.9 (0.05)	8,990.9 (0.04)	-7,198.9 (-0.03)

주: 괄호 안은 구성 비율임.

자료: 한국은행, 조사 통계 원보, 각 호.

[표 5-6] 은행 금융 기관의 대출 만기 비교

(단위: 총 대출액 대비 비율(%))

연 도		1980	1987	1991
한 국	단기대출	79.7	81.1	83.3
	장기대출	20.3	18.9	16.7
대 만	단기대출	71.6	48.0	45.3
	장기대출	28.4	52.0	54.7
말 레이 시아	단기대출	67.9	41.9	—
	장기대출	32.1	58.1	—

주: 1) 한국과 대만은 은행 금융 기관의 대출 만기 구성 비율이며, 말레이시아는 전 금융 기관에 대한 구성 비율임.

2) 한국의 단기 대출은 운전 자금 대출, 장기 대출은 시설 자금과 특별 자금을 합하여 산출함.

3) 대만의 단기 대출은 3년 이내, 장기 대출은 3년 초과.

4) 말레이시아의 단기 대출은 4년 이내, 장기 대출은 4년 초과.

말레이시아와 비교하여 현저히 낮은 수준에 머무르고 있다. 대만과 말레이시아는 점차 장기 대출의 비중이 높아 가고 있는 반면에 한국의 장기 대출은 감소 추세에 있다. 더욱이 대만과 말레이시아의 은행 금융 기관의 대출 비중은 전체 금융 기관의 총 여신에서 70% 이상을 차지하고, 한국의 경우에는 50%를 하회한다는 점을 감안한다면 전체 금융 기관의 장기 대출에 있어서 그 격차는 더욱 확대될 것이다. 이러한 투자 재원의 구조적 차이는 기업의 시설재 투자를 위한 안정적인 자금 공급에 막대한 지장을 초래하여 신규 투자에 있어서 기업이 겪고 있는 만성적 자금 부족

의 한 요인을 제공해 줄 수 있다. 뿐만 아니라 단기 대출 성격의 자금을 계속적으로 roll-over하여 장기 대출화시킨다면 이러한 금융 방식은 자금 조달의 거래적 비용(transaction cost)을 상승시켜 자금 수요자는 표면 금리보다 더 높은 금리에서 차용하는 셈이 되는 것이다. 따라서 우리 나라 금융 시장이 갖고 있는 구조적 금융 단기화 현상은 투자 재원의 질적인 면을 하락시킬 뿐만 아니라 자금 조달의 실제 비용을 상승시키는 등 실물 경제 차원에서 이중적인 악영향을 끼치고 있다.

안정적인 시설재 투자를 위한 장기 대출의 투자 재원을 조성하기 위해서는 당국이 취할 수 있는 두 가지 정책적 처방이 있다. 첫째 처방은 제1 금융권과 제2 금융권의 업무 영역을 특정 여·수신 활동에 의하여 분할시키지 않고 중복되도록 함으로써 제2 금융권의 여·수신 만기 성격의 변화를 유도하는 것이다. 두 번째 보충안은 기업의 장기 해외 차입에 대한 규제를 완화하여 금융 기관의 만기 변환 능력의 향상을 위한 경쟁적인 여건을 마련해 주는 것이다. 과거에는 해외 차입에 있어서 정부 보증을 필요로 하였으나 이제는 기업 스스로 해결할 수 있는 위치에 있다. 장기 해외 차입에 대한 규제 완화는 국내 금리보다 낮은 금리에서 자금 조달이 가능하다는 가시적 비용면에서의 기업 경쟁력 강화뿐만 아니라 본 절

에서 강조하였듯이 투자 효율성 제고를 위한 장기적 투자 재원의 확보 및 구조적인 금융 거래적 비용의 절감 측면에서도 반드시 고려되어야 할 문제이다.

이렇듯 장기 해외 자본(상업 차관을 포함하여)의 도입은 한국 금융 시장의 체질 변화에 긍정적인 역할을 담당할 수 있음에도 불구하고 해외 차입은 국내 통화 증발로 나타나 국내 물가 안정을 위협하게 된다는 통화 관리상의 문제로 철저히 외면당하고 있는 실정이다. 하지만 공교롭게도 전술한 한국의 금융 단기화 현상은 당국의 통화 관리 방식과 무관하지 않다. 통화 공급은 곧 물가 상승이라는 명제 아래, 특정 통화 지표의 증가율 목표에 대한 경직적인 집착은 종종 RP 규제 및 통화 안정 채권의 반강제 인수 등의 예기치 못한 직접 규제 방식의 통화 관리를 초래하였고, 이는 다시 금융 시장의 왜곡 현상으로 나타나 장기적 안목의 금융 시장 여건을 조성하지 못하였던 것이다.

사실 4개국의 통화 증가율, 실질 성장률 및 물가 상승률의 추이를 보면(표 5-7 참조), 한국을 제외하고 타 3개국은 1971~92년 기간 동안 높은 통화 증가율에도 불구하고 상대적으로 낮은 물가 상승률을 기록하였다(연평균 실질 성장률은 비슷한 수준이었다는

[표 5-7] 4개국의 통화 증가율, 실질 성장률 및 물가 상승률 비교

(단위: %)

기 간		1971~75	1976~80	1981~85	1986~92	1971~92
한 국	통화증가율	28.6	31.9	18.1	19.0	23.9
	실질성장률	8.3	7.2	8.4	9.6	8.5
	물가상승률	15.6	17.4	7.3	6.1	11.1
대 만	통화증가율	28.8	24.1	22.6	18.7	23.1
	실질성장률	9.0	10.7	7.2	8.3	8.8
	물가상승률	13.3	8.8	4.1	2.7	6.8
말 레이 시아	통화증가율	19.3	22.6	11.9	12.5	16.2
	실질성장률	8.0	8.6	5.2	7.0	7.2
	물가상승률	7.4	4.5	4.6	2.7	4.6
싱 가 폴	통화증가율	19.5	23.0	12.5	12.5	16.5
	실질성장률	9.6	8.6	6.3	8.2	8.2
	물가상승률	10.1	3.7	3.3	1.7	4.4

자료: 1) 통화 증가율은 M₂ 기준, 물가 상승률은 CPI 기준임.

2) 한국과 대만의 실질 성장률은 실질 GNP 성장률, 말레이시아와 싱가포르의 실질 GDP 성장률임.

자료: 한국은행, 조사 통계 월보, 각 호, [표 2-11], [표 3-3] 및 [표 4-1]과 동일함.

[표 5-8] 4개국의 통화 유통 속도 추이(M₂기준)

(단위: %)

연도	한국	대만	말레이시아	싱가폴
1970	310.2	244.5	282.5	154.9
1975	321.8	178.9	216.5	166.7
1980	293.2	156.1	183.6	144.6
1985	273.4	95.5	142.9	143.3
1992	238.9	59.9	90.9	100.6

자료: 한국은행, 조사 통계 월보, 각 호, [표 2-11], [표 3-3] 및 [표 4-1]과 동일함.

점을 감안하면). 이러한 사실은 유통 속도의 추이를 보면 여실히 드러난다([표 5-8] 참조). 타 3개국의 유통 속도는 한국과 비교하여 더욱 뚜렷한 하락 추세를 보이고 있다. 따라서 한국의 물가 상승은 단순히 통화 증가에서 비롯되었다기 보다는 국내 금융 시장 및 상품 시장의 구조적 문제가 아닌가 여겨진다.

통화 관리 방식에 있어서도 한국은 가장 낙후된 면모를 지니고 있다. 통화 정책의 중간 지표로서 싱가포르의 환율을, 말레이시아는 각종 통화 지표 및 거시 경제 지표를, 대만은 M_1B 및 M_2 지표를 각각 채택하고 있고 한국은 1980년대 이후 M_2 지표를 고수하고 있다. 물론 해외 의존도 및 자본 개방의 정도 등의 국내 경제적 여건에 따라 중간 지표의 선정은 달라질 수 있겠지만 통화 관리 방식에 있어서 한국만이 금융 억압형의 직접 규제 방식에서 벗어나지 못하고 있다. 1980년대 후반에 말레이시아 통화 당국이 취한 경쟁 입찰 방식의 공개 시장 조작의 확충 조치는 보다 선진국인 우리로서 통화 관리의 후진성을 실감나게 하여 준다. 시장 원리에 입각한 공개 시장 조작의 기반을 강화하기 위해서는 달러를 통한 경매 방식의 국채(통안채를 포함하여) 발행 제도를 적극 검토해야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 남상우 · 김동원, 「금리 자유화의 문제와 정책 방향」, 한국개발연구원, 1991, 8.
- 박원암, 「외환 · 자본 자유화의 효과와 실행 방안」, 한국개발연구원, 1993, 10.
- 조윤제, 「국제 환경의 변화와 우리나라의 금융 정책」, KTI 개원 1주년 기념
심포지움: 한국 경제의 새로운 방향 정립을 위한 재정 · 금융 정책,
한국조세연구원, 1993,9.
- 정운찬, 금융개혁론, 법문사, 1991.
- 한국은행, 「우리나라의 금융 제도」, 1993.
- 한국은행, 조사연구자료 93-1, 「동남아 주요국의 금융 개혁과 시사점」,
1993.
- 한국은행, 조사연구자료 93-21, 「동남아 주요국의 자본 자유화와 통화 정책
운용」, 1993.
- Bank Negara Malaysia, *Money and Banking in Malaysia*, 1989.
- Blejer, M. I. and M. S. Kahn, "Private Investment in Developing Countries", *Finance & Development*, 21, June 1984.
- Bradley, E. , "Central Provident Fund-Awash With Cash", *Credit Lyonnais Securities*, September 1992.
- Cho, Y. J., "The Financial Policy and Financial Sector Developments in Korea and

- Taiwan”, in *Korean Economic Development*, (ed) Kwon, J. K., 1990.
- _____, “The Effect of Financial Liberalization on the Efficiency of Credit Allocation-Some Evidence from Korea”, *Journal of Development Economics*, 29, September 1988.
- _____, and T. Hellmann, “Government Intervention in Credit Markets in Japan and Korea-An Alternative Interpretation from New Institutional Economics Perspective”, PRE Working Paper Series, World Bank, 1993.
- _____, and J. K. Kim, “Credit Policies and Industrialization of Korea”, mimeo, World Bank, 1993.
- _____, and D. Khatkhate, “Lessons of Financial Liberalization in Asia : A Comparative Study”, World Bank Discussion Papers, 1989.
- Cole, D. and Y. C. Park, *Financial Development in Korea*, Cambridge : Harvard University Press, 1983.
- Collins, S. M. and W. A. Park, “External Debt and Macroeconomic Performance in South Korea”, in *Developing Country Debt and Economic Performance*, (eds), Sachs, J. D. and S. M. Collins, The University of Chicago Press, Chicago, 1989.
- Dornbusch, R. and A. Reynoso, “Financial Factors in Economic Development”, *American Economic Review*, May 1989.
- Fry, M. J., *Money, Interest and Banking in Economic Development*, Johns Hopkins University Press, 1988.
- Greenwood, J. and B. Jovanovic, “Financial Development, Growth, and the Distribution of Income”, *Journal of Political Economy*, 98, October 1990.

- Goldfeld, S. M., "The Case of the Missing Money", *Brookings Papers and Economic Activity*, 1976.
- _____, "Demand for Money : Empirical Studies", in *The New Palgrave : Money*, (eds), Eatwell, J., Milgave, M. and P. Newman, Macmillan Press, London, 1989.
- King, R. G. and R. Levine, "Finance, Entrepreneurship, and Growth : Theory and Evidence", mimeo, World Bank, 1993a.
- _____, "Finance, Entrepreneurship, and Growth : Theory and Evidence", *Journal of Monetary Economics*, 32, December 1993b.
- _____, "Finance and Growth : Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, August 1993c.
- Kuo, S. W. Y., "Liberalization of the Financial Market in Taiwan in the 1980s", a paper presented at the First Annual Pacific-Basin Finance Conference, Taipei, March 1989.
- Kwon, J. K., "On the East-Asian Miracle", *World Development*, 1994 (forthcoming).
- _____, "The East-Asian Economic Development : A Non-Neoclassical Paradigm", in *Korea at a Cross-Road*, (ed), Kwack, S. Y., New York, Greenwood Press, 1993.
- _____, "The Uncommon Characteristics of Korea's Economic Development", in *Korean Economic Development*, (ed), Kwon, J. K., Greenwood Press, 1990.
- _____, "Capacity Utilization, Economies of Scale and Technical Change in the Growth of Total Factor Productivity : An Explanation of South Korean

- Manufacturing Growth”, *Journal of Development Economics*, 24, November 1986.
- _____, and M. Williams, “The Structure of Production in South Korea’s Manufacturing Sector”, *Journal of Development Economics*, 11, October 1982.
- Lee, S. Y., *Monetary and Banking Development*, National University of Singapore Press, 1990.
- _____, and T. R. Tsai, “The Evolution of Monetary Policy and Economic Growth of Taiwan : 1950-1991”, a paper presented at the Conference on Economic Restructuring and Growth, Taiwan, May 1992.
- Lucas, D. J., “Foundations of the Cash-In-Advance Model : A Review Essay”, *Journal of Monetary Economics*, 27, June 1991.
- Mckinnon, R. I., *Money and Capital in Economic Development*, Washington D. C. , Brookings Institution, 1973.
- Monetary Authority of Singapore, *The Financial Structure of Singapore*, 1989.
- Morisset, J., “Does financial liberalization really improve private investment in developing countries?”, *Journal of Development Economics*, 40, 1993.
- Nam, S. W., “A Sectoral Accounting Approach to National Savings Applied to Korea”, *Journal of Development Economics*, 33, July 1990.
- Park, Y. C., “Growth, Liberalization, and Internationalization of Korea’s Financial Sector, 1970-89”, a paper presented at the 1st Washington Korean-US symposium, December 1990.
- Patrick, H. T., “The Financial Development of Taiwan, Korea, and Japan : A Framework for Consideration of Issues”, a paper presented at the conference

- on Financial Development in Japan, Korea and Taiwan, Taipei, 1990.
- Peng, T. K. and T. Shanmugaratnam, "Exchange Rate Policy : Philosophy and Conduct over the Past Decade", in *Public Policies in Singapore*, (eds) Low, L. and T. M. Heng, Times Academic Press, Singapore.
- Polak, J. J., *Financial Policies and Development*, OECD, Paris, 1989.
- Roubini, N. and X. Sala-i-Martin "Financial Repression and Economic Growth", *Journal of Development Economics*, 39, 1992.
- Schumpeter, J. A., *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*, 1912, translated by Byun, S. J.
- and K. J. Park, Korea Economic Research Institute (in Korean), 1993.
- Shaw, E. S., *Financial Deepening in Economic Development*, New York, Oxford University Press, 1973.
- Shea, J. D., "Financial Reform of the Republic of China on Taiwan : the Domestic Perspective", unpublished paper, Institute of Economics Academia Sinica, Taiwan, September 1993.
- Shieh, S. C., "Current Economic and Financial Developments in the Republic of China on Taiwan", a paper presented at the IBRD/IMF Annual Meetings, Taiwan, September 1993.
- _____, "Financial Liberalization and Internalization : The Development of Taipei as a Regional Financial Center in Asia, a paper at a Meeting Sponsored by the Royal Institute of International Affairs, London, April 1992.
- Shih, T. H., "Price Stability, Economic Growth, and Monetary Policy in Taiwan : 1950-1990", a paper presented at the Conference on Economic Restruc-

- turing and Growth, Taiwan, May 1992.
- Stiglitz, J. E., "The Role of the State in Financial Markets", mimeo, Stanford University, 1992.
- Talib, A., *Monetary Policy in the SEACEN Countries : An Update*, The SEACEN Center, 1993.
- Tan, C. H., *Financial Markets and Institutions in Singapore*, National University of Singapore Press, 1989.
- Taylor, L., *Structuralist Macroeconomics*, Basic Books, New York, 1983.
- Tsiang, S. C., "The Monetary Theoretic Foundation of the Modern Monetary Approach to the Balance of Payments", *Oxford Economic Papers*, 29, November 1977.
- _____, "Fashions and Misconceptions in Monetary Theory and Their Influences on Financial and Banking Policies", *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 135, December 1979.
- Van Wijnbergen, S., "Interest Rate Management in LDCs", *Journal of Monetary Economics*, 12, 1983.
- _____, "Stagflationary Effects of Monetary Stabilization Policies : A Quantitative Analysis of South Korea", *Journal of Development Economics*, 10, 1982.