

# 金融「인플레이션」및 成長

李 在 雄

國際經濟研究院

## I. 序 言

一國의 經濟發展이 金融構造 및 金融活動과 密接한 關係를 가지고 있다는 것은 1950年代末부터 점차 널리 認識되기 始作했다. 한 나라의 富와 所得規模가 커짐에 따라 그 나라의 金融構造에 있어서 金融資産, 金融機關, 金融市場<sup>1)</sup>의 肥沃化·多樣化現象이 함께 나타난 事例는 여러 나라에서 목격되어 왔다.

하지만 아직까지 經濟成長과 金融發展사이의 因果關係는 理論的으로나 實證的으로나 充分히 說明되지 않은 狀態에 있다. 더구나 近代化된 金融機關, 金融資産과 負債, 그리고 그에 수반되는 金融「서어비스」의 創出이 과연 經濟成長을 加速化시키는 原動力이 되었던 것인가, 아니면 金融發展이란 단지 다른 動機에 의한 經濟發展을 반영하는 한낱 그림자에 不過한 것인가 하는 問題는 아직 確實히 밝혀지지 않고 있다.

傳統的 理論에서는, 金融이란 受動的으로 조정되는 것이며 金融發展은 實物經濟의 加速的 成長이 낳은 副產物에 不過한 것으로 說明된다. 이 見解는 金融「서어비스」에 對한 需要의 側面을 重視하고 있다. 즉 實質國民所得의 成長이 빠르면 빠른수록, 그만큼 外部金融과 金融仲介에 對한 企業의 需要는 增大된다는 것이다. 왜냐하면, 대부분의 경우에 있어서 企業이 企業內部에서 發生한 減價價却費나 社內留保利潤으로 事業擴張資金을 조달할 能力이 줄어들기 때문이다. 이와같은 需要增加는 供給側의 反應을 促發시켜 金融上部構造(financial superstructure)의 成長을 가져온다. 이러한 傳統的 理論은 有明한 貨幣「매일」(veil)論으로부터 지나치게 큰 影響을 받은 것이었다. 한편 構造主義者들은 金融의 重要한 役割을 認定하지 않고 하나의 次善策으로서 인플레이션을 成長의 計劃的인 手段으로 정당화하는 理論

1) 例컨대, Raymond Goldsmith (1969, 1971)는 金融構造와 經濟成長間의 關係에 대하여 많은 實證的인 資料를 수집했다.

을 도출했다. 이 理論에 따르면, 성장추구과정에서 相對價格이 왜곡되는 情形을  
모이기 쉽고, 貯蓄増大 및 貯蓄配分을 위한 必다른 「메커니즘」이 開發되어 있지 않은  
經濟下에서 인플레이션은 成長을 達成하기 위해 잠정적으로 必要한 하나의 方案으  
로 간주되는 것이다. 여기서 『인플레이션』은 消費에 依한 貯蓄의 消散을 防止해주  
는 一種의 所得政策에 해당된다. 「인플레이션」이 지닌 成長手段으로서의 美德을  
칭송하는 傾向이 한때 流行처럼 번졌던 적도 있었다.

이와는 달리 에드워드 쇼(Edward Shaw)<sup>2)</sup> 등은 相對적으로 빈곤한 經濟下에서  
金融市場이 成長經路를 보다 빠르고 安定되게 하는 役割을 수행할 수 있다는 點에  
주의를 환기시켰다. 特히 이들은 國內金融經路(domestic financial processes)가  
民間部門의 貯蓄과 投資性向에 미치는 積極적인 效果를 強調한다. 例컨대, 金融革  
新은 광범위한 金融資産을 提供함으로써 貯蓄者들에게 폭 넓은 資産選擇의 機會를  
주고, 개개인의 多樣화된 선호를 充足시켜줌으로써 結局 貯蓄을 促進시키게 된다  
는 것이다. 더우기 그러한 金融革新을 통하여 金融市場은 貯蓄을 유도하고 그 지  
축을 보다 效率적으로 投資에 配分하는 多種多様な 金融매개체들과 金融「서비스」  
를 갖출 수 있게 되는 것이다. 金融機關의 成長은 보다 많은 投資家들에게 資金使用  
機會를 提供하고, 보다 큰 投資「인센티브」, 즉 資本蓄積의 「인센티브」를 부여한다.  
以上과 같이, 一國의 金融構造 및 金融發展이 비록 實物經濟의 發展을 基本的으로  
決定하는 것은 아니더라도 그 發展에 상당한 影響을 줄 수 있다는 意味에서 金融  
資産과 金融仲介는 큰 重要性을 지니게 된다.

더우기 이러한 金融資産, 金融機關, 및 金融市場의 發達은 貯蓄을 促進하고, 이  
貯蓄을 效率적으로 配分함으로써 어느 程度까지 「인플레이션」金融을 代替할 수 있  
다. 經濟安定의 觀點에서 지극히 重要的 事實은 金融發展이 特히 低開發國에 있어  
서 經濟成長手段으로서의 「인플레이션」金融에 對한 依存度を 줄일 수 있다는 點  
이다. 이렇게 「인플레이션」金融에 대한 依存度を 낮춤으로써 金融發展은 貯蓄性向  
을 더욱 높일 수 있으며, 나아가서는 生産과 雇傭을 減少시키지 않고서도 「인플레  
이션」을 어느 程度 진정시킬 수 있을 것이다.

이와 같은 觀點에서 金融發展은 生産과 雇傭<sup>3)</sup>의 安定화된 成長에 기여하는 것이  
다. 供給측면을 重視하는 이같은 金融理論에 입각하여 金融政策은 經濟成長의 加  
速化를 위한 金融深化의 方向으로 推進되어야 할 것이다.

2) Edward S. Shaw(1973), John G. Gurley와 E.S. Shaw(1960, 1967), Hugh T. Pat-  
rick (1966), Ronald I. McKinnon (1973) 등

3) 前掲한 「쇼」

이 論文의 目的은 利用可能한 資料를 토대로 「인플레이션」金融과 金融仲介가 經濟成長에 미치는 效果를 考察하는 데 있다. 지금까지 많은 學者들이 「인플레이션」과 成長의 關係를 規明하고자 시도하여 왔으며, 그 結果 相反되는 結論들이 도출되었다. 그러나 成長과 金融構造의 關係를 規明하려는 研究는 별로 없었다. 인플레이션과 金融發展, 兩者中 어느 한쪽만이 成長에 미치는 效果를 分析하는데 따르는 難點은 두 가지 方向에서 提起된다. 첫째, 價格上昇率이나 一定한 單位로 측정된 金融構造 및 金融發展度の 兩者中 어느 한 쪽도 經濟成長率을 決定하는 有一한 因子는 아니며, 또 반드시 兩者中 어느 한 쪽이 經濟成長率을 決定하는 가장 重要的 因子인 것도 아니라는 事實이다. 그 兩者는 經濟에 作用하는 여러가지 要因들 중의 하나에 불과한 것이다. 둘째, 經濟成長理論의 불가결한 部分으로 포함되는 金融構造論 및 金融發展論이 分析의 次元에서 정립되어 있는 것도 아니다.

이 論文에서는 金融仲介 뿐만 아니라 「인플레이션」을 國內貯蓄동원에 기여하는 金融經路로 간주하기로 한다. 論文의 II章과 III章은 金融經路和 經濟成長間의 關係를 분석하되 전통적인 生産理論에 입각한 분석방법을 사용하여 金融構造와 經濟成長의 統合을 시도해볼 것이다. 거기서 부각되는 主된 論點은 金融仲介 및 「인플레이션」金融의 兩者가 다른 生産要素들과 마찬가지로 生産的 機能을 가지고 實質經濟成長에 긍정적으로 作用한다는 점이다. 또 固定投資에 對한 金融仲介(金融매개체들의 金融資産額으로 측정)의 比率이 높아짐에 따라 金融仲介의 限界生産은 減감한다는 것이 밝혀졌다. 이것은 傳統的 生産理論에서의 限界生産力遞減의 法則과 유사한 現象이다. 金融仲介의 限界生産 및 平均生産은 先進國보다 開發國에서 한층 높게 나타나므로 金融仲介 및 金融發展은 開發國에서 相對的으로 효율적인 金融經路가 되고 있는 것 같다. 한편, 投資率보다 物價水準이 빨리 上昇하면 할수록 「인플레이션」金融의 限界生産도 遞減하고 있다. 그러나 投資率보다 「인플레이션」率이 相對的으로 낮은 범위안에서는 「인플레이션」金融의 平均生産이 增加하다가 限界生産이 계속 떨어짐에 따라 平均생산도 감소하는 것으로 나타났다. 自發的 貯蓄이 저조하고 金融上部構造가 開發되어 있지 않은 많은 開發國에서는 「인플레이션」金融이 財源조달의 次善策이라는 見解가 흔히 提示되고 있다. 이와는 反對로 이 論文에서는 大部分의 開發國의 경우 「인플레이션」金融은 效率的인 方法이 될 수 없으며 오히려 그것은 많은 先進國에서 보다 效率的인 方法이 되고있다는 事實이 밝혀졌다. 一般의 經濟로 「인플레이션」率이 높은 開發國에 있어서는 「인플레이션」金融의 費用이 그로 말미암은 利益을 크게 초과함으로써 실질성장애 「마이너스」 限界生産에 따른 역효과를 미친다. 이어서 IV章에서는 金融仲介 및 「인플레이션」金融이 先進國 및

開途國의 經濟成長에 미치는 全般的인 效果를 기술하였다. 39개國의 關係資料를 利用한 回歸分析의 結果도 위의 主張과 一致함을 보였으며, 結論部分에 해당하는 마지막 章에서는 成長極大化를 위한 諸般金融經濟變數의 最適配合問題에 關係지 언급하고 있다.

## II. 金融仲介와 經濟成長

經濟剩餘를 動員하는 技術이 内部金融이나 直接外部金融에 局限되고 金融仲介가 없어도 經濟發展은 可能하다. 内部金融은 投資者가 自身の 貯蓄만을 財源으로 投資를 行하는 것을 말하며, 直接外部金融은 最終의 貯蓄者와 最終의 投資者사이에서 直接 資金이 供與되는 것을 意味한다. 그런데 經濟規模의 擴大에 따라 金融機關이 多數 出現하였으며 金融手段이 通用됨에 따라 貯蓄의 機能과 投資의 機能이 分離되어 金融仲介가 나타났다. 이에 따라 投資의 能率도 높아졌고 國民總生産에 對한 資本集積率도 높아져 經濟成長에 크게 功勞이 되었다. 이것은 物物交換보다 貨幣를 導入한 交換經濟가 보다 效率的이라는 것을 認識함으로써 쉽게 理解할 수 있다. 實際로, 現代經濟에서 金融「서비스」의 不足은 效率的인 經濟發展을 達成하는데 隘路要因이 되고 있으며, 金融機關의 出現에 따라 金融資産, 金融信用 그리고 金融「서비스」의 供給이 增加되면 이들에 對한 需要도 같이 增大되어 實質經濟成長이 加速化된다는 것도 分明하다.

여기서, 한 나라 經濟가 成長을 達成하는 데 있어<sup>4)</sup> 必須의 要件인 資本蓄積에 對한 金融組織의 役割을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 金融機關은 여러 種類의 資産所有者사이에서 仲介를 通하여 資産의 所有와 構成에 變化를 가져옴으로써 주어진 可用資源의 最適配分을 促進시킨다. 둘째, 金融機關은 貯蓄者와 企業投資家사이에서 仲介를 通해 相對적으로 純 生産的인 資金使用에서 보다 生産적으로 資金이 使用되도록 함으로써 投資와 貯蓄의 效果的인 配分을 促進시킨다. 大部分의 경우, 金融機關을 通해 投資資金을 求하는 間接金融이 企業自體의 債券發行을 通해 資金을 求하는 直接金融方式보다 더 效率的이다. 셋째, 金融機關은 貯蓄이나 投資에 對한 誘引을 增大시킴으로써 資本蓄積率을 높여준다. 金融資産이나 金融「서비스」의 量的 增大와 種類의 多樣化는 많은 人들을 引여 金 安定性, 流動性 및 收益性 등에 따라 기호에 맞는 金融資産을 選擇할 수 있는 機會를 增大시켜준다. 또 金融機關은 投資家들에게도 ‘規模의 經濟’에 依해 實效利率을 낮추줌으로써 可

4) 「폴도스미스(1969)」, 「페트릭(1966)」

用資金의 供給機會를 늘려준다. 이러한 經路를 通해 金融制度가 發達할수록 貯蓄者의 貯蓄率도 올라가고 企業家의 資金使用機會도 增大되어 投資가 加速化되므로 金融仲介는 實質經濟成長을 促進시키게 된다. 이러한 現象은 開發國의 경우에 더욱 分明하게 나타나는데, 이는 開發國에 있어서 總投資의 單純한 增加뿐 아니라 經濟體制의 再整理를 通해 貯蓄과 投資能率을 増大시킴으로써 經濟發展이 可能하기 때문이다.

最終의 貯蓄者와 最終의 投資家사이에서 仲介機能을 擔當하는 金融仲介는 經濟成長에 따라 增大되는 總外部金融需要의 많은 部分을 擔當한다. 이러한 金融仲介에 依한 資金조달이 大部分의 나라에 있어서 直接金融方式보다 훨씬 重要하다. 이 점을 強調하기 위하여 지금까지 많은 사람들이 金融指標와 測定値로 金融仲介를 記錄하고 있다. 本研究에서는 金融仲介가 갖는 여러 가지 性格中 金融機關<sup>5)</sup>의 總資產規模와 그 變化만을 重視하고 있다. 先進國 19개국과 開發國 20개국 等 總 39개국을 對象으로 '58년부터 '67년까지의 10年平均値를 利用하여 分析하고자 한다. 이 資料는 1971년에 作成된 「골드 스미스」의 金融關係 資料를 最大限으로 利用하기 위해 取해진 것이다.

第二次世界大戰以後 金融機關은 急速度로 發展해 왔다. 實際로, 調查期間中 調查對象國 39개국 金融機關資產 平均增加率을 GNP(디플레이터)로 割引한 實質增加率은 8%水準을 나타내고 있다. 特히 開發國에 있어서의 平均成長率은 9%로, 先進國平均値 7%를 훨씬 上廻하고 있다. 또 金融機關資產을 對 GNP構成比面에서 살펴보면, 調查期間中 調查對象國 平均値가 12%를 나타내고 있는데, 開發國 平均値는 15%로 先進國 平均値 10%보다 월등하게 높다. 反面에, 同期間中 39개국 的 GNP成長率은 5.25%를 記錄해 金融機關資產增加率 8%보다 낮은 水準을 보이고 있으며, 一般的으로 開發國들이 先進國보다 더 빠른 成長을 하고 있다.

〈表-II〉에서는 新規資產發行이 經濟成長에 미치는 效果를 檢討하기 위해 同期間 동안의 經濟成長率과 金融機關의 新規發行比率를 比較하고 있다. 〈表-II〉에 依하면, 新規發行比率에 對한 經濟成長率은 先進國 平均値가 37%를 보인데 比하여 開發國 平均値는 69%로 나타나 金融機關新規發行의 生産性이 先進國보다는 開發國에서 더 큰을 示唆하고 있다. 이것은 一國의 經濟에 있어서 自體維持經濟發展(self-

5) 총자산은 통화 및 비통화금융자산을 포함. 총자산 중에 중앙은행, 예금은행 등 신용조치의 금융자산 분은 1967년 先進國에서는 41%, 後進國에서는 78%를 차지했다. 그럼에도 신용행조치의 자산은 先進國의 경우 GNP의 61%이나 후진국에서는 53%에 不過했다. 총자산중에는 株主의 自己資本 및 금융기관間의 來去分도 포함되어 있으므로 어느정도 중복계산되었음.

sustained economic growth)이達成되기前에는供給誘導金融(supply-leading finance)이實質經濟成長을促進시키지만,成長이 어느程度進行되면供給誘導刺激은 점점 약해져經濟成長<sup>6)</sup>에能動的으로寄與하기보다는受動的으로成長趨勢를따라가기때문이다.

이러한關係는金融機關資產의限界生産力 $\left(\frac{dy}{J_f}\right)$ 概念을導入해서分析하면 더욱確實히알수있다.〈表-III〉에依하면,同期間동안의調査對象國의限界生産力은·開途國에서平均.65로나타나先進國平均値.35의두배에達하고있다.反面에, '62年(調査期間 中間年度)에,金融機關總資產의固定資本形成에對한比率은開途國平均値가3.9를나타내고先進國平均値가6.4를記錄해,限界生産力에서나타난樣相과反對的結果를보이고있다.그런데固定資本形成에對한金融資產의均衡比率이開途國에서보다先進國에서더크다는것은우리가合理的으로判斷해모더라도알수있을것이다.<sup>7)</sup>

資本蓄積水準이一定하고<sup>8)</sup>金融仲介나金融資產規模의成長이GNP成長보다빠를때金融資產의限界生産力은下落한다.이러한趨勢는國家別로統計를分析해보면 더욱確實히알수있다.開途國인베네주엘라와타이에서投資에對한固定資本比率이3.53, 2.75를각각나타내고있으며限界生産力이1.07, 1.37을각각보이고있음에反해,先進國인스위스와英國에있어서는資本投資에對한固定資本比率이10.4, 8.8을각각보이고있으나限界生産力은거우.18, .26을각각보이고있다.위의實證的分析에平均生産力曲線의 기울기는共に(+ )를나타내나一方의下向勢를보이고있다.生産理論(production theory)을導入하여判斷해보면資本投資에對한金融資產의比率이兩要素의適正配合比率內에있을때만'生産의二段階'에서처럼生産이經濟的으로일어난다.그런데위에서「限界生産力이나平均生産力の 기울기가(+ )를나타내고있음을볼때同期間에는開途國에있거나先進國에있거나金融資產이非効率的으로나타난結果를우리는'金融仲介의限界收益率遞減의法則'이라稱한다.또'62年の統計를보면,資本投資에對한金融資產의比率이上昇함에따라金融資產의平均生産力은下落한다.이것은〈表-II〉에서'73年度一人當國民總生産水準에따라調査對象國을上位先進國9개국,

6) 前掲한「패트릭」.

7) 「골드스미스」(1969)는一國의 금융자산에對한國富, 即金融機關比率은 경제발전과정에서上昇한다고한다.

8) 엄격히 말하자면勞動뿐 아니라 다른生産要素도 고정시켜야한다. 그러나 통계자료의不充分으로이들을모두考慮하지 못했다. 그렇다해도主된 疑問에는 큰 차이가 없을 것이다.

位先進國 10개국, 上位開途國 10개국 下位開途國 10개국 等 그룹으로 나누어 그룹別로 比較해보면 分明히 알 수 있다. 위의 調査에서 나타난 結果를 綜合해보면, 金融資産과 資本蓄積間에 効率的인 配合이 있을 수 있음을 알 수 있다.

以上の 分析을 바탕으로 우리는 金融資産이나 金融仲介가 所得의 흐름을 增加시키는 生産要素이며, 資本과 勞動等 生産要素와 함께 生産에 기여함을 알 수 있다. 그리고 先進國에서보다 開途國에서 金融資産의 限界生産力과 平均生産이 더 크게 나타나고 있음을 알 수 있다. 이것은 金融市場이나 金融仲介手段이 잘 整備되어 있으면 있을수록 金融仲介를 통한 貯蓄과 投資는 最適配分에 가깝게 되어 金融資産의 限界生産力은 하락하는데, 이미 先進國에서는 發達된 金融機關이 多數存在하고 있기 때문이다. 다시 말해서, 이미 잘 整備되어 限界生産力提高의 機會가 적은 金融體制에서보다는 아직 잘 整備되어 있지는 않지만 金融革新 등을 通해서 限界生産力 提高의 機會가 많은 경우에 經濟發展이 促進된다. 그러므로 先進國에서 金融體制가 잘 整備되어 있다는 것이 經濟發展을 뒷받침 할 수는 있으나, 그것이 곧 經濟發展을 적극적으로 促進시킴을 意味하는 것은 아니다.

〈表 I〉 金融 指標 '58~'67

國 名	年 平 均 率(%)				φ (%, in 1962)
	$\dot{y}$	$\dot{f}$	$\dot{\phi}$	$\dot{b}$	
I. 先 進 國					
Australia	4.5	5.37	8.6	2.3	1.15
Austria	4.3	8.32	10.6	3.1	.91
Belgium	4.4	7.32	13.9	2.2	1.51
Canada	4.7	6.58	11.6	2.1	1.33
Denmark	5.1	6.92	17.8	5.4	1.48
Finland	6.4	8.16	9.6	4.8	.82
France	5.5	9.58	12.8	4.9	1.01
Germany	3.9	9.06	14.1	2.5	1.20
Iceland	5.7	3.74	21.5	8.0	1.50
Ireland	3.7	3.14	9.0	3.1	1.31
Israel	7.4	17.14	25.2	5.5	1.28
Italy	5.5	10.63	23.3	3.8	1.68
Netherlands	5.1	6.37	16.9	3.1	1.63
New Zealand	4.2	5.05	9.2	2.8	1.30
Norway	4.8	4.15	10.1	3.4	1.39
Sweden	4.5	5.48	13.9	3.8	1.42
Switzerland	4.9	5.59	25.9	3.0	2.82
U.K.	3.3	5.37	12.4	2.8	1.49
U.S.A.	4.7	5.66	11.6	1.7	1.58
Average	4.9	7.03	14.6	3.6	1.41

	II. 開 途 國				
Argentina	2.3	-2.93	12.0	32.0	.49
Brazil	3.6	4.46	21.3	49.7	.51
Ceylon	4.2	9.47	5.6	1.5	.58
Colombia	4.9	8.13	10.3	11.1	.66
Greece	6.9	10.79	8.1	2.0	.64
India	3.2	8.47	5.6	6.8	.55
Jamaica	4.6	10.34	5.1	2.9	.46
Japan	10.9	14.75	29.7	5.2	1.72
Korea	6.8	7.46	10.0	13.2	.45
Mexico	6.1	11.55	6.9	2.4	.48
Pakistan	5.5	8.52	4.6	4.4	.37
Portugal	6.1	7.91	14.1	2.4	1.43
Peru	6.2	8.54	7.9	10.4	.46
Philippines	5.3	11.12	9.2	4.8	.61
South-Africa	5.9	7.46	11.5	5.9	1.29
Spain	6.0	9.37	18.2	6.3	1.22
Taiwan	9.2	19.80	11.2	4.8	.52
Thailand	7.8	10.84	5.3	1.6	.44
Turkey	6.4	6.35	8.9	6.6	.69
Venezuela	4.7	5.77	4.2	0.8	.60
Average	5.8	8.9	10.5	8.6	.71
Total Average	5.36	7.99	12.50	6.1	1.05

(註)  $\dot{y}$ : 實質 GNP 成長率

$\dot{f}$ : 金融機關資產增加率(GNP 디플레이터에 의하여 계산된 不變價格基準)

$\phi$ : 金融機關의 新規發行率(GNP構成比로表示된 金融機關 資産 變化率)

$\beta$ : 인플레이션率(消費者價格基準)

$\phi$ : GNP構成比로表示된 金融機關 總資産變化率

(資料) International Financial Statistics, IMF, 1978. 5 Raymond W. Goldsmith, The Development of Financial Institutions During the Post-War Period, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, 1971. 6

〈表 II〉 金融資産의 生産性 '58~'67

1人當 國民 總生産	國 數	$\frac{\dot{y}}{\phi}$	$\frac{\dot{y}}{\dot{f}}$	$\frac{\dot{y}^*}{f}$	$\frac{f^*}{K}$
> \$ 1,650	9	.37	.35	.71	6.74
\$ 801—\$ 1,650	10	.37	.35	.80	5.95
先進國 平均	(19)	.37	.35	.75	6.35
\$ 301—\$ 800	10	.61	.58	1.39	4.43
≤ \$ 300	10	.78	.73	1.99	3.28
開途國 平均	(20)	.69	.65	1.69	3.86
世 界	(39)	.53	.62	1.22	5.10

(註) \*: 1962年 基準 ('\*'以外는 期間平均値基準) ( ) : '( )' 안의 數字는 總合

$\frac{\dot{y}}{f}$ ,  $\frac{\dot{y}}{\dot{f}}$ : 金融資産의 平均生産力, 限界生産力

$\frac{f}{K}$ : 資本投資에 對한 金融機關資産比率

(資料) International Financial Statistics, IMF, 1978. 5 Goldsmith, ibid



### III. 「인플레이션」金融과 成長

지금까지 「인플레이션」과 成長의 關係에 對하여 많은 研究이 이루어져 왔다. 이러한 研究은 代表的인 두 主流인 通貨主義理論과 構造主義理論으로 나뉜다. 通貨主義理論에서는, 「인플레이션」이 오래 繼續되면 國內投資에 有用한 資源量이 줄뿐 아니라, 投資의 效率도 떨어지므로 「인플레이션」은 成長을 阻害하며, 價格의 安定만이 成長을 達成하는 必要·充分條件이라고 主張한다. 이와는 反對로, 構造主義者들은 「인플레이션」이 成長을 促進한다고 믿는다. 構造主義理論에 依하면, 經濟發展의 障礙要因은 價格의 下向硬直性(downward rigidity)이며, 金融手段이나 財政手段을 통한 價格安定의 努力은 失業率을 높이고 成長을 鈍化시킬 뿐이다. 그런데, 「인플레이션」과 成長과의 關係가 正의 關係에 있진 負의 關係에 있고를 不問하고 兩者의 關係는 強하고 根本的인 것이 아니라 弱하고 미미한 것이라는 點에서 大部分의 學者들은 意見을 같이 한다. 이들 사이의 關係를 規明하고자 많은 學者들이 統計를 使用한 實證的 研究을 하여 왔으나, 結果는 역시 相反된 두 主流로, 나뉘고 있다. 例컨대, 「룬 와이」教授는 開途國에서 兩者의 關係에 對하여 一定한 結論을 내릴 수는 없으나, 價格上昇이 현저하게 나타나는 開途國에서는 「인플레이션」率이 相對적으로 낮을 때 經濟成長이 빠르다고 말하고 있다. 그리고 「바티아」는 實證的 研究結果 價格變動과 經濟成長率사이에 組織的 關係가 나타나지 않는다고 主張한다. 즉 物價上昇率이 매우 낮은 나라에서도 經濟成長이 훌륭히 達成된 例는 많으며, 物價上昇率이 相當히 높은 나라에서도 高度成長이 지속적으로 달성된 例는 얼마든지 있다는 것이다. 또 全世界 51개국을 對象으로 標本調査를 實施한 「셀월」과 「바—톤」의 調査에 따르면, 어느 程度 完만한 「인플레이션」이 나타난 나라에서 成長이 促進되었다. 그런데, 「아그레블리」는 「인플레이션」이 成長을 促進시킨다 하더라도 「인플레이션」이 實質福祉를 差減한다는 點을 重視 경고하고 있다.

이러한 相反된 實證調査는 「인플레이션」이 成長에 미치는 效果를 分析할 때 提起되는 實物世界의 複雜性을 반영하는 것이다.

그런데, 「인플레이션」이란 貯蓄을 配分하고 投資를 促進시키는 自體金融과 類似的인 金融過程으로 理解할 수도 있다. 自體金融에서는 財貨와 要素市場에서의 相對價格調整에 依해서 投資部門과 貯蓄部門을 調整하며 연관지우게 된다. 前章에서 살펴본 金融仲介처럼, 「인플레이션」金融도 하나의 生産要素로서 費用(cost)을 가질

뿐만 아니라 收益(benefit)을 갖는다. 基本的 收益中 가장 重要的 것이 政府에 加해지는 效果이다. 많은 開發國에서 自發的 貯蓄이 乏하고 金融市場이 未備하며, 租稅制度가 非彈力的이기 때문에 投資資金調達이 힘들 경우, 經濟發展計劃의 많은 資金이 「인플레이션」金融에 依存하게 된다. 그리고 先進國에서도 政府赤字를 인플레이션에 依한 強制貯蓄으로 充當하는 경우가 자주 있다. 大部分의 경우 「인플레이션」의 主된 發生 理由中의 하나가 政府赤字에 依한 通貨過剩供給인데, 이러한 경우엔 特히 「인플레이션」金融策이 實施되면 貯蓄率과 投資率이 높아진다.

金融政策을 펼 때 어떠한 金融手段을 適用하더라도 要素(factors of production)가 投入되어야 한다. 例를 들어, 金融仲介를 金融政策手段으로 使用하는 경우에 金融機關과 金融市場의 造作에 財貨(resources)가 投入되어야 한다. 그런데 「인플레이션」金融의 경우에 直接費用負擔은 거의 없으나, 「인플레이션」金融이 適用되면 所得再分配에 影響을 끼칠 우려가 있으며, 結果의으로 生産을 鈍化시킬 수도 있다. 이러한 逆效果는 「인플레이션」이 貯蓄率을 減少시키고, 貯蓄이 잘못 配分될 때 나타나는 ‘不確實性’에 依한 것인데, 여기서 한 가지 注目할 것은 高率 「인플레이션」은 大部分이 ‘不確實性 「인플레이션」’이라는 것이다. 이러한 「인플레이션」의 厚生費用(welfare cost)은 「인플레이션」의 進行速度에 따라 增加된다.

「인플레이션」의 成長에 미치는 效果를 分析하기 위해서는, 「인플레이션」에 賦課되는 費用과, 調達된 資本의 投資에 따라 나타나는 收益을 比較하여 分析하여야 하겠다. 이러한 費用—收益分析에 依하여 調査해보면, 「인플레이션」이 成長에 미치는 效果는 (+)가 되기도 하고, (—)가 되기도 하며, 때로는 不分明해 지기도 한다.

<表-Ⅲ>에서 「인플레이션」率과 經濟成長率과의 關係를 '58년부터 '67년에 걸쳐 39개 국을 對象으로 調査·分析하였다. 消費者物價指數의 變化率로 測定된 인플레이션率은 先進國에서 平均 3.6%를 나타냈으며, 開發國에서는 平均 8.6%를 나타냈다. 그런데 위의 統計는 10年間의 單純平均値이다. 이렇게 함으로써 어느 한 해의 特殊한 事情에 依해서 提起되는 例外的 效果는 줄일 수 있었으나, 單純平均한 統計를 使用함으로써 「인플레이션」이 갖는 決定的 要因을 分析하는데 다소 결함이 있다. 왜냐하면 「인플레이션」率이 一定期間동안 一定하면 不確實性에 依해 發生하는 「인플레이션」費用은 나타나지 않을 것이기 때문이다.<sup>9)</sup>

所得水準에 따라 分類한 그룹 內部的 比率差異分析만으로는 成長과 「인플레이

9) 平均物價上昇率보다 「인플레이션」率의 變動 자체를 보는 것이 더욱 타당할 것이다. 그러나 높은 「인플레이션」은 또한 보다 심한 起伏을 보이므로 예상하기 더욱 어려울다.

선)에 관한 分明한 關係를 規明한 수 없기 때문에, 各 所得水準그룹別로 '成長과 「인플레이션」比率'을 調査하였다. 1963年度에 一人當 GNP가 1,650 \$가 넘는 上位 先進國그룹(第一그룹)에서는 '成長—「인플레이션」比率'이 1.56을 나타냈으며, 一人當 GNP가 800 \$에서 1,650 \$ 사이에 드는 下位先進國그룹(第二그룹)에서는 1.45를 나타냈고, 一人當 GNP가 300 \$에서 800 \$ 사이에 드는 上位開途國(第三그룹)에서는 2.25를 一人當 GNP가 300 \$미만인 下位開途國(第四그룹)에서는 1.46을 各 各 나타냈다. 成長과 「인플레이션」의 關係를 좀 더 分明하게 規明하기 위해서, 各國의 國民總生産에 對한 資本投資率의 影響을 감안하기위해, '成長—「인플레이션」率'을 「인플레이션」—資本投資率에 對應시켜 <圖-1>을 作成하였다.

<圖-1>에 依하면, 資本投資率이 「인플레이션」率보다 相對的으로 낮을 때는 '成長—인플레이션率'은 增加하게 되어 'U'字 曲線을 뒤집어놓은 모양으로 右上向해 간다. 점차 「인플레이션」이 進行되면서 '成長—「인플레이션」率'은 最高水準에 達했다가 右下向하게 되는데, 「인플레이션」이 아주 심한 나라에서는 「인플레이션」率이 資本投資率보다 相對的으로 높아짐에따라 '成長—「인플레이션」率'은 점차 減少되어 'O'에 수렴한다. 例를 들면, 「인플레이션」率이 各 各 49.7%, 32.0%를 나타낸 「브라질」, 「아르헨티나」에서는 '成長—「인플레이션」率'이 0.07을 나타낸 反面, 「인플레이션」率이 0.8%, 1.6%를 各 各 나타내고 있는 「베네주엘라」와 「타이」에서는 '成長—인플레이션率'이 5.88, 4.88를 나타내고 있다. 또 그룹別로 살펴보면, 一, 第二二그룹을 合한 先進國그룹의 '成長—「인플레이션」率'은 平均 1.50을 나타냈으며, 第三, 第四그룹을 合한 開途國그룹에서는 關係比率이 平均 1.85를 나타내 一般的으로 '成長—「인플레이션」率'은 開途國에서보다 先進國에서 더 낮은 傾向을 보이고 있다.

「인플레이션」金融의 生産性은 經濟發展에 對한 寄與度로서 測定한 수 있는데, 生産理論을 導入해볼 때 위에서 調査한 '成長—「인플레이션」率'은 「인플레이션」金融의 經濟發展에 對한 平均生産力으로 나타난다. 前章에서 언급한 金融仲介의 下向의 平均生産力曲線과는 달리 「인플레이션」金融의 平均生産力曲線은 처음에 增加하다가 점차 下落하게 된다. 그런데 여기서 한 가지 注目하여야 할 것은 先進國들이 大部分  $\cap$ 曲線의 增加部分에 位置한다는 것이다. 「인플레이션」金融에 對한 平均收益率이 增加한다는 것은 固定資本投資에 對한 限界收益率이 (一)라는 것을 意味한다. 많은 先進國에서는 「인플레이션」金融의 水準에 比해서 固定 資本投資가 너무 크기 때문에 「인플레이션」金融이 效率的으로 수행되지 못하였다. 反面에, 인플레이션率이 比較的 낮은 開途國에서는 「인플레이션」金融의 平均生産力이  $\cap$ 曲線

의 下向部分에 位置함을 볼때 「인플레이션」金融에 依한 資本蓄積이 相當히 效率의  
으로 일어나를 알 수 있다. 그러나 「인플레이션」이 심하게 나타나는 開發國에서는  
「인플레이션」의 平均生産力이 '0'에 수렴하고 限界生産力은 (-)를 나타낸다. 이러  
한 경우에는, 「인플레이션」金融이 資本蓄積에 比해 지나치게 크게 나타남으로써  
「인플레이션」金融이 成長에 逆效果를 미친다. 그런데 高度成長을 熱望하는 開發國  
들은 大部分 調査期間동안에 資本投資率에 比하여 相當히 높은 「인플레이션」을 겪  
고있다. 더욱기 「아르헨티나」, 「브라질」, 「콜롬비아」, 韓國, 「페루」 등의 나라에서  
는 「인플레이션」률이 年平均 10%以上을 보이고 있어 資本投資率에 比해 지나치게  
높은 「인플레이션」을 겪고 있다.

「인플레이션」金融의 限界生産力은 計算되어 있지만 그 크기는 「인플레이션」率외  
조그만 變化에도 민감하게 變한다. 이러한 경우, 計算된 數値는 한 點時을 나타낼  
뿐이지 全體를 代表할 수는 없다. 왜냐하면, 全體적으로 볼 때 극단에 位置한 數  
値에 依해서 限界生産力의 크기가 지나치게 變하기 때문이다. 따라서 本研究에서는  
調査期間의 中位數인 1965년의 限界生産力으로 期間平均限界生産力을 表示하였다.  
「인플레이션」의 限界生産力은 前章에서 살펴본 金融仲介의 限界生産力처럼<sup>10)</sup> 「인  
플레이션」률이 資本投資率에 比하여 增加할수록 下落한다.<sup>10)</sup> 이것을 「인플레이션」  
金融의 限界生産力遞減의 法則이라 부른다. 그런데 한 가지 注目할 事實은 大部分  
의 開發國에서 「인플레이션」金融의 限界生産力은 (-)로 나타나며, 또 先進國에서  
는 限界生産力이 (+)로 나타난다는 點이다. 그리고 「인플레이션」金融의 限界生産  
力이 (+)일때 「인플레이션」이 成長을 促進시키며, 「인플레이션」金融의 限界生産  
力이 (+)로 나타날 때는 「인플레이션」률이 比較的 낮은을 알 수 있다. 反面에,  
「인플레이션」金融의 限界生産力이 (-)로 나타나면 「인플레이션」金融이 成長을 저  
해한다.

比較的 「인플레이션」률이 낮은 先進國에서는 「인플레이션」金融의 限界生産  
力이 (+)로 나타났으며, 固定資本形成이 促進되어 經濟成長을 이룩하였으나, 自發  
的 貯蓄率이 낮은 開發國에서 高度成長을 熱望하여 資本投資水準에 比하여 지나치  
게 「인플레이션」金融에 依存함으로써 限界生産力이 (-)가 되어, 오히려 「인플레  
이션」金融이 成長을 저해시킨 경우가 많았다. 이런 點에서 自發的 貯蓄率이 낮은  
開發國에서는 固定資本形成을 위한 「인플레이션」金融에 對한 依存度を 줄임으로써  
成長을 加速化시킬 수 있다고 하겠다.

10) 生産理論에 따르면 限界生産은 平均生産이 上昇하는限 平均생산보다 높고 平均생산이  
減小하면 그보다 낮고 後者가 最高에 이르러서는 같다.

〈表 Ⅲ〉 인플레이션과 成長, '58~'67

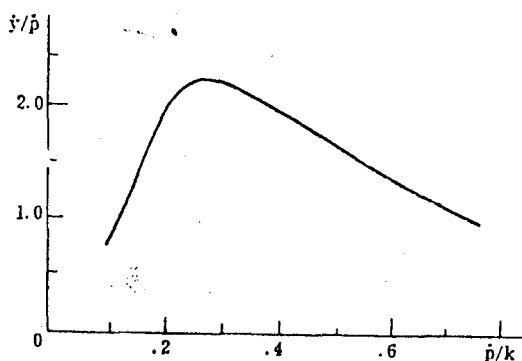
Per Capita GNP in 1963	Annual Average Rates					
	$\dot{y}$ , %	$\dot{p}$ , %	$\dot{y}/\dot{p}$	$\Delta\dot{y}/\Delta\dot{p}^*$	$k$	$\dot{p}/k$
> \$1,650	4.9	3.8	1.56	.33	.21	.16
\$801—\$1,650	4.9	3.4	1.45	.24	.23	.15
developed countries average	4.9	3.6	1.50	.24	.22	.15
\$301—\$800	5.8	6.7	2.24	-.27	.21	.34
≤ \$300	5.8	10.4	1.46	-.03	.15	.64
LDCs average	5.8	8.6	1.85	-.25	.18	.49
Total Average	5.4	6.1	1.68	.09	.20	.32

(註)  $k$ : 總國內固定資本形成(資本投資率)

\* : 1965년의 中位數

(資料) : International Financial Statistics, IMF, 1978. 5, Yearbook of National Accounts Statistics, 1968. U.N

〈圖 1〉 그룹별 成長—「인플레이션」率, '58~'67



## IV. 金融經路의 最適配合

經濟界에 단지 하나의 金融經路만이 存在한다는 假定 아래 金融經路와 經濟成長과의 關係를 앞의 두 章에서 考察하였다. 물론, 經濟剩餘(economic surplus)를 活性化하고 이를 投資로 配分하는 데는 실제로 많은 金融經路가 存在하며,<sup>11)</sup> 또 이 金融經路들은 相互代替가 可能하다. 例컨대, 金融發展을 통한 金融仲介經路를 使用하는 代身 「인플레이션」金融에 依存함으로써도 經濟成長을 훌륭히 달성할 수 있

11) 「절리」와 「쇼」(1967)는 여러가지 金融방식을 네가지로 分類했다. 租稅 및 「인플레이션」은 內部金融이고 借入과 外資導入은 外部金融에 屬한다. 「인플레이션」은 自己金融의 一種이며 金融仲介는 借入에 屬한다. 本研究은 「인플레이션」과 金融仲介만을 취급했다.

나, 金融政策의 重要한 目標中的 하나가 實質成長을 最大限으로 促進시킬 수 있는 最適金融經路의 配合이다. 즉, 「인플레이션」金融의 限界生産力이 減少하는 生産領域에서 金融仲介의 限界生産力이 增加하고 있기 때문에 金融經路사이의 選擇과 代替의 問題가 發生한다. 다시 말해서, 經濟成長의 進行速度와 性格에 따라서 一國의 投資에 投入되는 所要資金의 最適調達方法이 어떻게 變하는가를 定하는 것이 問題인 것이다. 그런데 이러한 疑問에 對한 答은 現在와 같은 ‘成長에 對한 金融分析方法’에 依해서는 實證의 으로나, 方法論의 으로나 求하기 어렵고, 求한다고 하더라도 그것이 完全한 것이 될 수 없다.

이에 따라, 金融經路間의 選擇이나 代替의 可能性을 높이기 위하여 簡單한 經濟成長모델을 導入하였다.

$$(1) \dot{y} = a + b\dot{p} + c\dot{f} + d\dot{K} + e\dot{L}$$

여기서 ‘ $\dot{y}$ ’는 實質經濟成長率이고 ‘ $\dot{p}$ ’와 ‘ $\dot{f}$ ’는 GNPI「디플레이터」로 割引한 「인플레이션」과 金融仲介의 實質增加率이다. 그리고 ‘ $\dot{K}$ ’와 ‘ $\dot{L}$ ’는 傳統的 兩大 生産要素인 資本과 勞動의 增加率이다. 또 係數 ‘ $a$ ’는 技術發展이나 體制改革에 따라 나타나는 全體生産性的 增加率이고, ‘ $b$ ’, ‘ $c$ ’, ‘ $d$ ’, ‘ $e$ ’는 各 部門의 係數이다. 다시 말해서, 方程式(1)은 金融仲介나 「인플레이션」을 變數로 하는 綜合生産函數인 것이다. 그리고 生産의 經濟的 領域의 成長經路에 따라서 모든 係數는 (+)가 될 것으로 기대된다. 그러나 다른 投入要素와 非經濟的으로 存在하는 投入物이 있을 때 係數는 (-)를 나타내게 되며 成長에 逆效果를 나타내게 된다. 이 모델은 各 金融經路가 實質經濟成長에 어떻게 影響을 미치는 가를 알기 위해서 設定되었다. 거기서 한 걸음 더 나아가 이 모델은 金融經路사이의 代替關係를 보여주고 있다. 이러한 代替關係는, 傳統的 生産要素인 資本과 勞動의 代替關係를 限界技術代替率로 表示하는 것처럼 各 金融經路間의 限界技術代替率도 表示할 수 있다. 金融仲介와 「인플레이션」金融사이의 限界技術代替率은 다음과 같이 表現된다.

$$(2) -\frac{d\dot{f}}{d\dot{p}} = \frac{\partial \dot{y} / \partial \dot{p}}{\partial \dot{y} / \partial \dot{f}} = -\frac{b}{c}$$

이것은 一定水準의 成長을 維持하기 위하여 金融仲介를 伸張시킴에 따라 減少되는 「인플레이션」率을 나타내고 있다. 다시 말해서, 이것을 金融仲介와 「인플레이션」金融의 限界生産力사이의 比率를 意味한다.

그런데 方程式(1)의 係數를 推定하기 위해 '58년부터 '67年사이의 勞動統計와 資本統計가 必要하지만, 現實的으로 有用한 統計가 아직 整備되어 있지 않음으로 變數 ‘ $\dot{L}$ ’은 除外시키고, ‘ $\dot{K}$ ’대신에 ‘ $\dot{k}$ ’를 포함시켜 國內固定資本形成으로 간주하

었다. 그리고 實質經濟成長率은 「인플레이션」率, 金融資產成長率, 資本投資率에 回歸(regression)하여 分析하였다. 이러한 回歸分析의 結果를 <表-IV>에서 集約하였는데, 金融仲介變數만이 1% 統計有意도가 있으며 其他의 變數들은 10% 水準에 있다. 그런데, 分明히 同一한 母集團에서 추출된 것처럼 各 各의 所得水準과 發展段階가 다른 모든 나라가 同一하게 處理되는 것은 不滿足스럽다고 하겠다. 이미 前章에서 經濟成長에 對한 「인플레이션」과 金融仲介의 效果가 所得水準이나 「인플레이션」率에 따라 달라지는 것을 살펴 보았다.

이러한 見地에서 調査對象 39개국을 1963年基準 1人當 國民總生産水準에 따라서 多少 자의적이지만 800 \$를 기준으로 分類하였다. 이에 따라 19個國이 屬하는 上位 그룹과 20個國이 包含되는 下位 그룹으로 全調査對象國이 나뉘게 되었다. 이 그룹 分類에 따라 各 그룹단위로 다시 回歸分析을 行하였는데, 全體로 한 것보다는 훨씬 滿足스러운 結果를 얻었다. 특히 上位 그룹에서 더 만족스러운 結果를 얻었는데 다시 'F-檢證'을 하여 上位 그룹과 下位 그룹의 同一性(homogeneity)을 調査해서 (負)라는 判定을 얻었다.<sup>12)</sup> 資本投資變數는 기대했던대로 부호가 모두 (+)로 나타났다. 모든 統計의 意味가 있는 것은 아닌 것 같다. 資本投資率의 變化率이 검토중인 모든 나라에 있어서 너무 작다. 變化의 係數뿐 아니라 分散도 方程式에 주어진 모든 變數中에서 가장 작다. 結果의 으로, 資本投資率이 實際의인 資本投資成長率을 代表하는 것은 아닌 것 같다.

「인플레이션」과 金融仲介의 係數는 上位 그룹(先進國)에서 (+)이며, 크기가 매우 크다.  $R^2$ 는 68%를 나타내 매우 높은 說得力을 갖고 있으며, 先進國 그룹에서 金融仲介나 「인플레이션」金融이 서로 좋은 代替關係에 있음을 알 수 있다. 그런데 「인플레이션」金融의 限界生産力은 金融仲介의 限界生産力보다 크다. 즉 同一 水準의 成長率을 維持하면서 인플레이션率을 1% 줄일려면 金融仲介를 1.75% 變化시켜야 한다. 그리고 金融仲介가 一定할 때, 「인플레이션」과 失業率과의 關係는 相互 強力한 「트레이드-오프(trade-off)」關係에 있게되며, 이것은 「필립스」曲線(Phillips Curve)로서 代替 說明할 수 있다.

金融仲介變數의 係數는 開途國에서도 역시 (+)를 나타내고 있으며 그 有意도는 1% 水準에 머물고 있다. 따라서 開途國에서 金融仲介는 成長을 促進시키는데 明白히 기여함을 알 수 있다. 그리고 開途國에서 金融仲介의 限界生産力은 先進國에서 보다 두 배가량 높다. 이러한 現象은 「에드워드 쇼(Edward Shaw)」의 論文에서

12) G.C. Chow(1960)式의 F-test를 해보았으나 두가지 回歸分析에서 얻은 추정치들은 一致한다고 볼수 없다.

도 同一하게 지적하고 있다. 反面에 「인플레이션」의 係數는 統計的으로 無意味하며 (-)이다. 係數가 無意味하다는 것은 開途國에서 나타나는 「인플레이션」의 狀態가 다양하다는 것을 立證하는 것이다. 이것은 「인플레이션」率의 偏差를 검토해도 알 수 있는데, 開途國의 「인플레이션」率 分散은 11.9로서 先進國의 1.5보다 훨씬 크다. 그리고 係數가 (-)라고 하는 것이 「인플레이션」金融이 開途國成長에 꼭 (-)效果를 나타낸다는 것은 아니다. 「인플레이션」率이 높을 때 金融仲介를 늘려야 하는 것을 볼 때 「인플레이션」金融과 金融仲介는 相互代替財의 關係라기 보다는 一見 補完財의 關係에 있다. 좀 더 깊게 살펴보면, 「인플레이션」率이 너무 높아지면 「인플레이션」과 金融仲介의 結合이 等量曲線의 後屈部分으로 떨어질 우려가 있다. 以上の 分析에서 나타난 結果를 綜合해볼 때, 資本蓄積은 「인플레이션」金融을 通하는 것보다 金融仲介를 通하는 것이 有利하다.

金融經路의 最適配合問題는 결국 그러한 經路에 賦課되는 社會費用을 염두에 두고 결정되어야 하겠다. 理論的으로볼 때, 成長率을 極大化시키기 위한 金融經路의 最適配合은 金融經路사이의 限界技術代替率이 그들 사이의 社會費用比率와 一致할 때 나타난다. 이러한 論理에 따라서, 金融經路의 配合뿐만 아니라 金融發展도 成長曲線을 따라 組織的으로 說明할 수 있다. 여기서, 다시 한 번 分明히 하여야 할 것은 「인플레이션」과 金融仲介, 그리고 成長의 三者는 分離되지 않고 반드시 綜合的으로 分析決定되어야 한다는 것이다.

〈表 IV〉 回歸方程式 '58~'67

	inetrcept	$\hat{p}$	$\hat{f}$	$k$	$R^2$	$F$
All countries	1.720	.007 (.305)	.316* (6.349)	.052 (1.318)	.5268	15.10
Developed Countries	1.349	.285* (3.206)	.163* (3.938)	.059 (1.520)	.6796	13.83
Less Developed countries	.858	-.008 (-.249)	.318* (3.753)	.123 (1.685)	.5632	9.17

(註) 1. t-分布上的 數字는 各係數의 ( )속에 기입하였고, \*한 數字는 1%水準에서 有意度가 있으며, 나머지 數字는 10%水準에서 意味가 있다.

2.  $R^2$ 는 自由度로 調整한 複數決定係數이며,  $F$ 는 回歸의 分布上的 數置이다.

## V. 結 論

「인플레이션」과 成長과의 關係를 規明하고자 많은 研究가 이루어져 왔으나 뚜렷한 結論을 얻지 못하고 相反된 問題들을 야기시켰다. 또 金融仲介와 成長과의 關



係를 簡單하고 明白한 論理로 說明하는 研究도 行하여져 왔다. 그러나 이러한 研究들도 全體的인 相關關係를 包括的으로 規明하지 못하고 단지 分離된 各 各의 斷面만을 살펴보았을 뿐이다.

이 論文에서는 金融仲介와 「인플레이션」을 모두 金融經路로 간주하고 있다. 또 各 各의 金融經路는 餘他 生産要素처럼 生産과 成長에 相當한 影響을 미치는 것으로 본다. 이러한 假定은 전혀 새로운 것은 아니나 단지 前에는 組織的이고 說得力있게 다루어지지 않았을 뿐이다. 이 論文에서는, 金融經路를 實質經濟成長의 生産要素로써 간주하여 傳統的인 生産理論에 따라 金融仲介와 經濟成長과의 關係를 一貫性있게 說明하고 있다.

이러한 研究結果, 다른 金融經路和 生産要素가 一定한 때 하나의 金融經路가 점점 더 많이 使用될수록 그 金融經路의 限界生産力이 점점 遞減함을 알게 되었는데 이것을 우리는 金融經路의 '限界收益率遞減의 法則'이라 稱한다. 여기서 調査한 39個國의 경우를 보면 金融發展面에서 先進國보다는 開發國의 金融仲介·限界生産力이 더 크다. 一般的으로 開發國에서, 平均生産力和 限界生産力이 커질수록 金融仲介의 成長促進效果는 더 커진다. 그런데 先進國에서는 金融構造가 잘 發達되어 있기는 하나 金融仲介가 資本投資에 比해서 지나치게 확대되어 있으므로 限界生産力은 점점 낮아지게 되며 成長促進效果도 遞減된다.

「인플레이션」金融에서도 「인플레이션」이 一定水準을 넘게되면 限界生産力은 減少하게 된다. 價格이 上昇할 때, 資本投資률이 「인플레이션」率보다 相對的으로 높을 때는 限界生産力이나 平均生産力이 모두 높은 水準에 있게 되며, 增加趨勢를 나타내게 된다. 이 狀態에서 「인플레이션」이 더 進行되어 資本投資率보다 「인플레이션」率이 높아지게 되면 限界生産力은 下落하게 되어 급기야는 (一)로 떨어진다. 이것이 바로 「인플레이션」이 成長에 「마이너스」效果를 나타낼 수도 있다는 理由이다.

이러한 分析에 依하여 「인플레이션」과 成長의 關係에 對한 通貨論者와 構造主義者사이의 論爭을 解決할 수 있게 되었으며, 나아가서는 「인플레이션」에 關한 政策提案도 可能하게 되었다. 위에서 말한 論爭의 軸점은 「인플레이션」金融이 갖는 限界生産力의 부호에 달려있다 하겠다. 一方의으로 「인플레이션」金融이 갖는 限界生産力의 부호가 (+)라고 말할 근거도 없으며 (一)라고 할 근거도 없는 것이다. 다시 말해서, 構造主義者들은 限界生産力의 부호가 (+)일 때만을 언급한 것이고, 通貨主義者들은 (一)일 때만을 언급한 것에 不過하다.

「인플레이션」을 통한 經濟成長努力은 자극적인 것이고, 특히 自發的 貯蓄이 低

調하고 金融構造가 未備하고, 租稅收入이 非彈力的인 開發國에서 高度成長을 熱望할 경우에 더 매력적이다. 그러나 「인플레이션」金融이 갖는 生産力에도 뚜렷한 限界가 있으며, 이것을 초과하게 되면 오히려 成長을 저해함을 分明히 認識하여야 한다.

그러나 「인플레이션」과 金融仲介, 그리고 成長과의 關係는 單純한 것이 아니다. 成長을 維持하기위한 이들 사이의 關係는 相互 選擇의이며 代替的 關係에 있다.

以上の 研究에서 餘他の 生産要素集合이 주어졌을 때 各 경제의 發展段階에 따라 '金融經路의 最適結合'이 存在함을 알 수 있다.<sup>13)</sup> 이러한 最適結合狀態內에서는 하나의 金融經路를 다른 金融經路로 代替하더라도 純收益面에서의 變動은 없게 된다. 그리고 끝으로 強調하고 싶은 것은 이러한 狀態가 場所나 時間에 不拘하고 항상 不變인 것은 아니라는 것이다.

## References

- Aghevli, Bijan B., "Inflationary Finance and Growth," *Journal of Political Economy*, December 1977.
- Bhatia, Rattan J., "Inflation, Deflation, and Economic Development," *IMF Staff Papers*, November 1960.
- Chow, G.C., "Test of Equality between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions," *Econometrica*, July 1960.
- Ferguson, C.E., *Microeconomic Theory*, Richard D. Irwin, Homewood, Illinois, 1969.
- Goldsmith, Raymond W., *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven and London, 1969.
- , "The Development of Financial Institutions During the Post-War Period," *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, June 1971.
- Gurley, John G. and Edward S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, Brookings Institution, Washington D.C., 1960.
- and ———, "Financial Structure and Economic Development," *Economic Development and Cultural Change*, April 1967.
- International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, May 1978.
- McKinnon, Ronald I., *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington D.C., 1973.
- Patrick, Hugh T., "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries," *Economic Development and Cultural Change*, January 1966.

13) 「걸리」와 「쇼」(1967)는 "금융발전의 法則"을 제시했다.

Shaw, Edward S., *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York, 1973.

Thirlwall, A.P., and C.A. Barton, "Inflation and Growth: The International Evidence," *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, September 1971.

United Nations, *The Yearbook of National Account Statistics* 1968.

Wai, U. Tun, "The Relation between Inflation and Economic Development: A Statistical Inductive Study," *IMF Staff Papers*, October 1959.