

## 광의유동성(L) 지표 신규 편제결과

한국은행은 2002년 3월 통화지표를 개편하여 M1(협의통화) 및 M2(광의통화)라는 새 지표를 공표한 데 이어, 2006년 6월 광의유동성(L) 지표를 새로 편제·공표하였다. 광의유동성(L : Liquidity Aggregates) 지표는 IMF의 「통화금융통계 매뉴얼(2000)」에서 제시하고 있는 유동성지표로서 한 나라의 경제가 보유하고 있는 전체 유동성을 측정하기 위한 지표이다. 동 지표는 광의통화(M2)는 물론 종전의 유동성지표였던 M3보다 상품 포괄범위가 훨씬 넓다. 즉 종전 M3에 정부 및 기업 등이 발행하는 기업어음, 회사채, 국채 등의 유동성 금융상품이 추가된다.

한편 종전 M3는 동 지표에 대한 통계이용자의 수요 및 유동성지표로서의 적합성 등을 고려하여 L의 구성지표로 계속 편제하되, 보험상품 등 통화성(moneyness)이 아주 낮은 상품도 포함하고 있음을 고려하여 그 명칭을 통화(Money)의 의미가 내포된 M3에서 Lf(금융기관유동성)로 개칭하였다. 이로써 IMF의 새 매뉴얼에 따른 우리나라 통화금융통계 편제체계의 재정립 작업은 일단락되었다.

이번에 새로 개발한 광의유동성(L) 지표와 통화지표인 M1, M2 등의 시계열 자료를 대상으로 통화 또는 유동성지표로서의 적정성을 검증해 본 결과, 광의유동성(L) 지표는 주요 거시경제변수와의 장기적 안정관계를 의미하는 안정성 및 균형회복력이 통화지표(M1, M2)보다 더 우수하고 금리 및 실질소득에 대한 설명력도 양호한 것으로 나타나 유동성량 분석은 물론 각종 경제분석 및 예측 등에 널리 활용될 수 있을 것으로 기대된다.

I. 추진 배경 및 경과	III. 광의유동성(L) 지표 편제 결과
II. 광의유동성(L) 지표 체계	1. 광의유동성 규모 및 상품별 동향
1. 광의유동성 지표의 상품 포괄범위	2. 지표의 적정성 검증
2. 광의유동성 상품 보유주체	3. 지표 편제에 따른 기대 효과
3. 편제방법	
4. 편제대상통계	
	IV. 광의유동성(L) 지표의 편제 주기 및 공표

## I. 추진 배경 및 경과

한국은행은 IMF가 새로 작성한 「통화금융통계 매뉴얼(2000)」<sup>1)</sup>의 권고에 따라 우리나라 통화 및 유동성 지표의 개편 작업을 추진하여 왔다. 먼저 통화지표 편제체계를 종전의 금융기관 중심에서 금융자산의 유동성 중심으로 변경하는 것 등을 주요 내용으로 하는 통화지표 개편작업<sup>2)</sup>을 실시하였다. 약 2년여간의 실무작업

1) 통화금융통계의 국제적 편제기준을 제시하고 있는 IMF는 1980년 이후 범세계적인 금융혁신, 금융자유화 및 국제화의 진전에 따른 구조변화, 금융수단의 다기화, 금융거래 형태의 변화 등을 반영하여 기존의 「통화금융통계에 관한 지침(1984년)」을 개편한 「통화금융통계 매뉴얼(2000년)」을 발표하였다. 이 매뉴얼은 화폐의 지급결제수단으로서의 기능을 중시한 협의통화(Narrow Money)와 협의통화에다 이와 대체관계가 높은 예금취급기관의 통화성부채를 포함한 광의통화(Broad Money)라는 두가지 형태의 통화지표를 새롭게 구분·정의함과 이를려 유동성지표로서 광의유동성(Liquidity Aggregates) 지표를 제시하고 있다.

2) 금융기관의 경업(Universal banking)화 등으로 금융기관간 경계가 모호해진 점을 반영하여 종전 통화창출기능 보유 여부를 기준으로 구분하였던 예금은행과 비통화금융기관의 경계를 폐지하고 금융기관을 중앙은행, 예금취급기관, 보험회사 및 연금기금, 기타 금융중개기관, 금융보조기관 등으로 구분한 후 통화지표 편제방식을 금융자산의 유동성 중심으로 개편하였다

끝에 2002년 3월 종전의 M1(통화) 및 M2(총통화)를 대체하는 새로운 통화지표인 M1(협의통화) 및 M2(광의통화) 지표의 편제체계를 확정하고 1991년 이후 통계를 발표하였으며, 2003년 9월에는 1990년 이전 통계의 시계열 소급을 완료하였다.

다음으로 2003년 12월에는 '광의유동성지표 개발방안 및 추진계획'을 수립하고 새로운 유동성 지표의 개발에 착수하였다. 새로운 유동성지표의 명칭은 '광의유동성지표'(Liquidity Aggregates, 약칭 : L)로 정하였으며, 통화지표의 구성상품 만큼 유동성이 충분하지는 않으나 유동성을 가지고 있는 금융상품들을 최대한 포괄<sup>3)</sup>하기로 하고, 금융기관의 유동성 상품 이외 국채, 회사채 등 정부 및 기업이 발행하는 유동성 상품도 지표에 포함키로 하였다. 동 지표에 대한 시험편제 및 적정성 검증기간(2004~2005년)을 거쳐 최종 편제방안을 확정한 후 과거 시계열(1995년 이후 통계)의 소급 작성률을 완료함으로써 2006년 6월 「광의유동성(L) 지표의 편제결과」를 발표하기에 이르렀다.

## II. 광의유동성(L) 지표 체계

### I. 광의유동성(L) 지표의 상품 포괄범위

광의유동성(L) 지표는 통화지표인 광의통화(M2)는 물론 종전 우리나라 유동성지표인 M3보다 상품 포괄범위가 넓다.

3) IMF 매뉴얼에서는 유동성지표에 대해 "광의의 통화성 부채는 물론 유동성을 가지기는 하나 국가별로 경의한 '광의통화'에 포함될 정도로 유동성이 충분하지는 않은 기타부채를 포함한다."라고 경의하고 있다.

즉 종전 M3에 정부 및 기업 등이 발행하는 국채, 지방채, 기업어음, 회사채 등의 유동성 금융상품이 추가된다. 한편 종전 M3는 통지표에 대한 통계이용자의 수요 및 유동성 지표로서의 적합성 등을 고려하여 L의 구성지표로 부분 개편<sup>4)</sup>하여 계속 편제 하되, 보험상품 등 통화성(moneyness)이 아주 낮은 상품도 포함하고 있음을 고려하여 그 명칭을 통화(Money)의 의미가 내포된 M3에서 Lf(금융기관유동성 : Liquidity Aggregates of Financial Institutions)로 개칭하였다.

#### **광의유동성상품의 발행주체별 포괄범위**

부문별		유동성상품
금융부문	예금취급기관	광의 통화(M2) + <ul style="list-style-type: none"> <li>+ 장기예금</li> <li>+ 장기금융채</li> </ul>
	생명보험사	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 보험계약준비금(우체국보험 포함)</li> </ul>
	증권금융	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 장단기 예금</li> <li>+ 장단기 금융채</li> </ul>
	그 외 금융기관	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 증권회사 RP</li> <li>+ 여신전문기관 CP</li> <li>+ 예금보험공사채, 부실채권정리기금채</li> <li>+ 기타금융기관 발행 채권(자산유동화 채권 및 여신전문기관채권)</li> </ul>
정부부문	중앙정부	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 장단기 국채</li> </ul>
	지방정부	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 장단기 지방채</li> </ul>
민간부문	기업부문	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 기업어음(CP)</li> <li>+ 회사채</li> </ul>

\* 장기는 만기 2년 이상의 상품을 기준으로 분류

4) 간접투자자산운용법 시행(2004. 4)에 따른 수익증권 취급기관 및 상품획대분을 지표에 반영하고, 새 금융기관 분류체계에 따라 지표의 세부통계도 개편하였다.

또한 새로운 통화금융통계 분류체계에 따라 Lf 유동성 구성 상품의 그룹별 분류기준을 조정하였다. 종전의 M3에서는 은행 및 비은행금융기관으로 구분하여 각각의 포괄 상품을 보여 주나, Lf에서는 새 통화편제체계에 따라 금융기관을 예금취급기관, 생명보험회사, 증권금융으로 구분하여 각각의 금융상품을 제시해 준다.

(총 전)		(변 경)
M3		Lf
은행 금융 기관	현금통화	현금통화
	예금(요구불, 저축성)	요구불예금
	표지어음	수시입출식 예금
	CD	정기예적금
	금융채	시장형상품 (CD, PP, 표지어음)
	RP	실적배당형상품 (금전신탁, 수익증권)
	예수금 (표지어음, CMA, 수익증권, 금전신탁)	금융채
	금융채	기타
	RP	생명보험회사 증권금융
		보험계약준비금 예수금, 금융채
상호거래조정(-) <sup>2)</sup>		

주: 1) 각 구성상품 총액에는 예금취급기관간 상호거래분 제외  
2) 생명보험회사, 증권금융 및 예금취급기관간의 예치금 등 상호거래

### 통화지표와 유동성지표의 포괄범위 비교

통화 지표	<b>M1</b> (협의통화)	= 현금통화 + 요구불예금 + 수시입출식 저축성예금
	<b>M2</b> (광의통화)	= M1(협의통화) + 정기예적금 및 부금* + 시장형 상품 + 실적배당형 상품* + 금융채* + 기타(투신증권저축, 종금사 발행어음) * 단, 만기 2년미상 상품 제외
유동성 지표	<b>Lf</b> (금융기관 유동성)  ↔ <b>증진MB</b>	= M2(광의통화) + 만기 2년이상 정기예적금 및 금융채 + 증권금융 예수금 + 생명보험회사(우체국 보험 포함) 보험계약준비금 및 RP + 농협 국민생명공제의 예수금 등
	<b>L</b> (광의유동성)	= Lf + 정부 및 기업 등이 발행한 유동성 시장금융상품(증권 회사 RP, 여신전문기관의 채권, 예금보험공사채, 부실채권정리기금채, 자산유동화전문회사의 자산유동화증권, 국채, 지방채, 기업어음, 비금융기업 회사채 등)

## 2. 광의유동성 상품 보유주체

광의유동성 지표의 작성은 원칙적으로 기업, 가계, 지방정부 및 사회보장기구 등 국내 비금융부문이 보유한 유동성을 대상으로 하되, 금융기관 중에서도 금융중개기능이 약한 손해보험회사 및 연기금, 금융중개기능이 없는 금융보조기관 등은 광의유동성상품 보유주체에 포함한다. 따라서 유동성지표에 포함되는 상품을 예금취급기관 등 주요 금융중개기관<sup>5)</sup>이 보유할 경우에는 광의유동성지표 총량에서 제외한다.

### 광의유동성상품 보유주체로 분류되는 금융기관

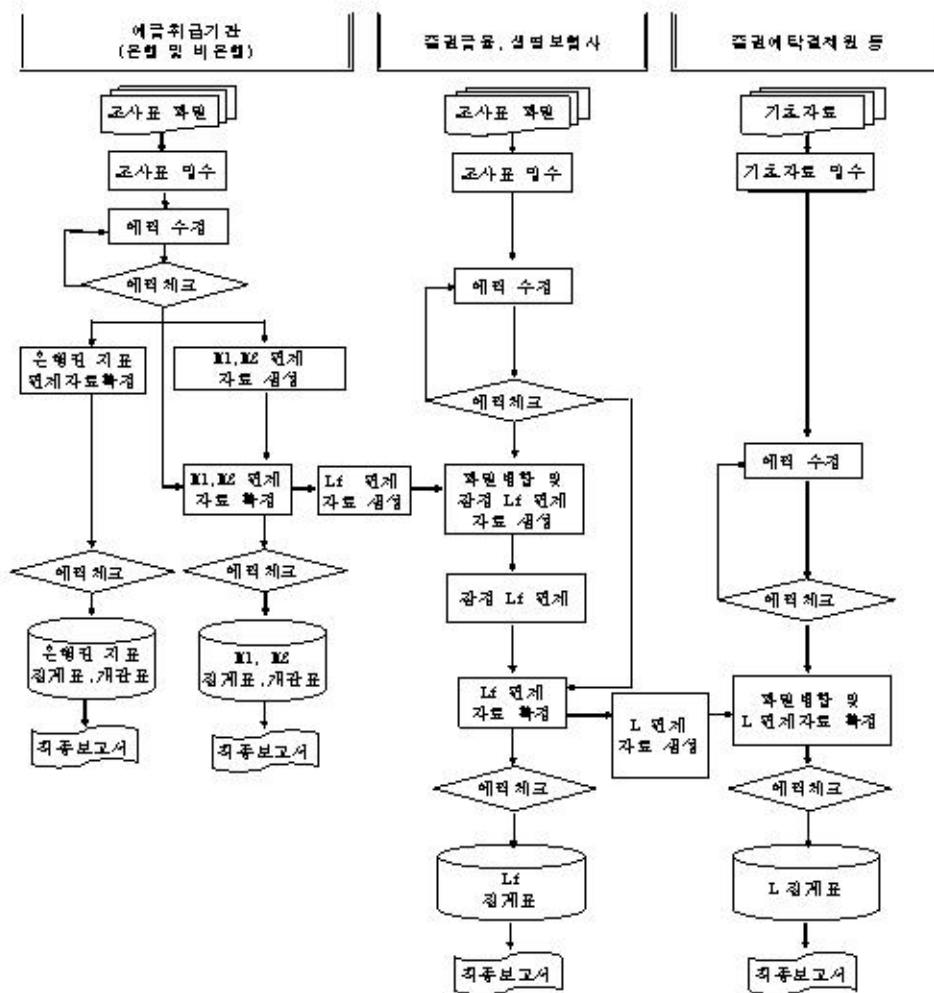
- 1) 보험 및 연기금 : 손해보험회사, 연금기금 (공무원연금, 군인연금, 사립학교 교직원연금, 대한교원공제회 등)
- 2) 기타금융중개기관 : 증권회사, 리스회사, 카드회사, 할부금융사, 신기술사업 금융회사, 유동화전문회사, 한국주택금융공사, 공적기금 (국민주택기금) 등
- 3) 금융보조기관 : 신용보증기관, 신용평가회사, 예금보험공사, 한국자산관리공사, 한국수출보험공사, 자금중개회사, 금융결제원, 한국증권 거래소, 선물거래소, 선물회사, 투자자문회사, 금융감독원 등

부 문 별	유동성상품 보유주체 여부	비 고
금융부문	예금취급기관	×
	생명보험사	×
	증권금융	×
	그 외 금융기관	○
정부부문	○	단 L을 구성하는 M의 경우 중앙정부에 대하여는 통화증권보유자로 간주하여 제외
민간부문	기업부문	○
	가계부문	○

5) 예금취급기관, '보험 및 연기금' 중 생명보험사, 우체국보험, 농협 국민생명공제, '기타금융 중개기관' 중 증권금융 : 이들 기관은 LF(현행 M3) 유동성상품 취급기관에 해당된다.

### 3. 편제방법

M1, M2 등 통화지표를 포함하는 Lf(총전 M3) 편제자료에 증권예탁결제원, 증권업협회, 생명 및 손해보험협회 등으로부터 입수한 기초자료를 正誤 확인·수정하는 과정을 거쳐 병합한 후, L 편제용 파일로 전환하여 최종보고서를 산출한다.(아래 흐름도 참고)



#### 4. 편제대상통계

광의유동성(L) 지표는 말잔 총량통계와 그 구성내역을 편제 대상으로 하고 개관표(Survey)<sup>6)</sup>는 작성하지 않는다. 이는 L지표의 유동성발행기관에는 개관표가 작성되고 있는 예금취급기관 뿐만 아니라, 기업 및 정부 등도 포함되므로 이들 기관의 자산 및 부채 상황까지 포괄하는 개관표의 작성이 사실상 어렵기 때문이다. 우리나라의 L 지표보다 포괄범위가 좁지만 '광의유동성'<sup>7)</sup>을 작성하고 있는 일본의 경우에도 이러한 이유 등으로 개관표는 작성하지 않고 있다.

금융기관유동성(Lf) 지표는 종전 M3와 같이 말잔 및 평잔 총량과 그 구성내역 통계를 편제하되, L과 마찬가지로 개관표 작성은 생략하기로 하였다. 종전 M3와 금융기관 포괄범위가 크게 차이나지 않는 예금취급기관개관표를 이용하여 종전에 M3 총량지표와 함께 금융기관유동성 공급경로를 제공하던 금융개관표와 거의 유사한 정보를 얻을 수 있기 때문이다. 예금취급기관개관표는 광의통화(M2) 뿐만 아니라 M2이외 금융상품 등도 유동성별로 분류·정리하여 보여 주고 금융기관 통화 및 유동성의 공급경로도 파악하게 해 준다.

6) 개관표는 금융기관간 상호거래를 제거하여 합산한 연결대차대조표의 차변 및 대변항목을 거래주체별 및 금융상품별로 분류함으로써 금융기관으로부터 제공된 유동성이 어느 부문에 공급되었는지를 쉽게 파악할 수 있도록 한 표이다.

7) 일본의 광의유동성 지표 포괄범위 : 「M2(현금통화 + 예금통화 + 준통화) + CD」 + 우편 예금 + 기타금융기관(농협, 어협, 신용조합, 노동금고 등) 예수금(CD 포함) + 금전신탁 <이상 M3+CD> + 금전신탁의 금전의 신탁 + 투자신탁 + 금융채 + 금융기관발행 CP + 판매채 + 국채 + 외국채권

### III. 광의 유동성(L) 지표 편제 결과

#### I. 광의 유동성(L) 규모 및 상품별 동향

##### 가. 광의 유동성(L) 규모

2006년 4월 말 광의 유동성(L) 잔액(잠정)은 1,686.3조 원이며, 이 중 M1은 19.4% (326.7조 원), M2는 62.3%(1,049.9조 원), Lf는 84.4%(1,423.7조 원)를 차지하였다.

**통화 및 유동성 지표별 구성내역**  
(2006년 4월 말 현재)

(단위 : 조원)

**L(광의 유동성)  
(1,686.3)\***

	<b>Lf(금융기관유동성) (1,423.7)*</b>	정부, 기업법인 유동성상품 등 (262.6)	
<b>M2(광의통화) (1,049.9)</b>	예금은행 및 비은행금융기관 기타예수금 등 (373.6)	(좌 동)	
<b>M1(협의통화) (326.7)</b>	준결제성예금 (723.2)	(좌 동)	(좌 동)
결제성예금 (306.2)	(좌 동)	(좌 동)	(좌 동)
현금통화 (20.5)	(좌 동)	(좌 동)	(좌 동)

M1의 L에 대한 비중은 1990년대 후반까지는 16~18% 정도였으나, 2001년에 20%를 넘어선 이후 최근에는 20%내외에서 안정되는 모습을 보이고 있다. 이러한 현상은 2001년 이후 저금리기조가 이어지면서 수익성 있는 대체투자를 겨냥한 대기성자금이 꾸준히 늘어나는 등 시중자금의 단기화 경향이 지속되고 있음을 반영된 것이라 해석된다. M2의 L에 대한 비중은 외환위기직후인 1998~1999년에는 경제주체들의 안전한 금융상품에 대한 선호 성향 등으로 회사채, 기업어음 등의 발행이 위축된 데 기인하여 70%대 중반까지 상승하였으나 그후 하락 추세를 보여 2006년 4월말에는 62.3%로 낮아졌다. Lf의 L에 대한 비중은 1999년까지는 90%를 상회하였으나 2000년대 이후 기업 및 정부의 채권발행규모가 늘어나면서 80%대 중반으로 하락하였다.

#### 통화 및 유동성지표 시계열 추이(말잔기준)

(단위 : 조원, %)

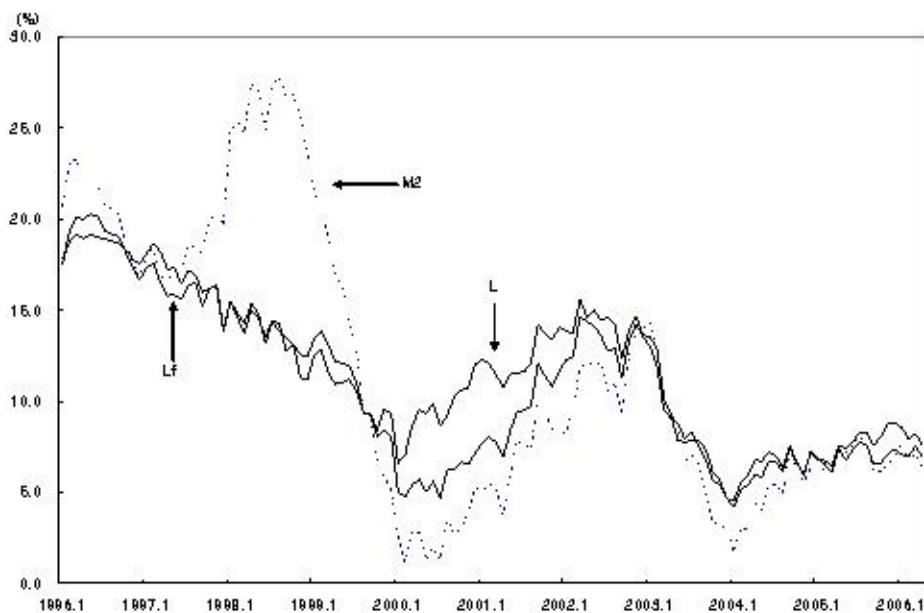
	1995	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006.4
<b>M1</b>	101.7	129.8	121.7	170.7	186.7	246.7	289.6	299.0	321.7	332.3	326.7
<b>M2</b>	370.6	517.3	699.7	872.5	707.7	785.0	872.1	898.1	954.7	1,021.4	1,048.9
<b>Lf</b>	527.0	700.9	787.6	850.8	811.6	1,017.7	1,155.7	1,209.0	1,295.0	1,391.6	1,423.7 <sup>b</sup>
<b>L</b>	572.6	766.5	852.9	931.7	1,049.0	1,180.5	1,359.0	1,415.0	1,518.0	1,859.2	1,806.3 <sup>b</sup>
<b>M1/L</b>	17.8	16.8	14.9	18.3	18.0	20.7	21.0	21.1	21.2	20.1	19.4
<b>M2/L</b>	64.7	67.5	75.1	72.2	67.0	64.9	64.5	63.4	62.9	61.0	62.9
<b>Lf/L</b>	82.0	91.4	92.4	91.3	87.9	85.5	85.4	85.4	85.9	84.2	84.4

L과 M2 및 Lf간의 장기 추세(전년동기대비, 말잔기준)를 비교해 보면, 금융기관의 구조조정기인 1998~1999년에는 단기금융상품으로 구성된 M2가 Lf나 L에 비하여 변동폭이 매우 크고 기간에 따라 추이도 달리하였으나, 2000년 이후부터는 변동폭에 차이는 있으나 M2, Lf 및 L이 대체로 비슷한 변동 추이를 보이고 있다. 한편 2004년 이후에는 L의 증가율이 Lf 및 M2의 증가율을 계속 상회하는 모습을 보이고 있다.

L, Lf, M2의 증감률 추이(말잔기준)

(전년동기대비, %)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006.4
M2	16.7	19.7	23.7	5.1	5.2	8.1	14.0	3.0	6.3	7.0	6.3
Lf	16.7	13.9	12.5	8.0	7.1	11.6	13.6	4.7	7.1	7.4	6.9 <sup>a</sup>
L	17.5	13.9	11.2	9.3	12.0	14.0	13.6	4.6	7.3	8.8	7.6 <sup>a</sup>



#### 나. 광의 유동성(L) 상품별 동향

L의 금융상품별 구성은 정기예적금 및 금융채(2년미만)의 비중이 2006년 4월말 현재 29.0%로 가장 높으며, 그 외 수시입출식예금, 생명보험 및 증권금융 예수금, 2년이상 장기 금융상품, 기타금융기관 상품 순으로 나타났다.

L의 주요 구성상품 변동 추이는 다음과 같다. 정기예적금 및 금융채(2년미만) 비중은 외환위기 이후 금융기관 구조조정 영향에 따른 안전자산 선호성향 확산 등으로 증가(1995년말 14.3% → 2006년 4월말 29.0%)하였다. 수시입출식예금 비중은 저금리기조의 영향 등에 따른 시중자금의 단기화 경향으로 증가(1995년말 10.2% → 2006년 4월말 16.0%)하였다. 국채 및 지방채 비중은 2002년 이후 국채 발행물량의 확대로 상승(1995년말 1.5% → 2006년 4월말 5.7%)한 반면, CP 및 회사채 비중은 2003년 이후 수출기업을 중심으로 수익성이 개선되어 기업의 외부자금 조달수요가 줄어들면서 하락(1995년말 5.2% → 2006년 4월말 4.1%)하였다. 예금보험공사채, 자산관리공사채, 카드채, ABS채권 등 기타 금융기관상품은 금융기관 구조조정에 따른 재원마련용도 등으로 발행이 증가하면서 비중이 상승(1995년말 1.2% → 2006년 4월말 5.8%)하였다.

### 광의유동성(L) 지표의 구성비중 추이

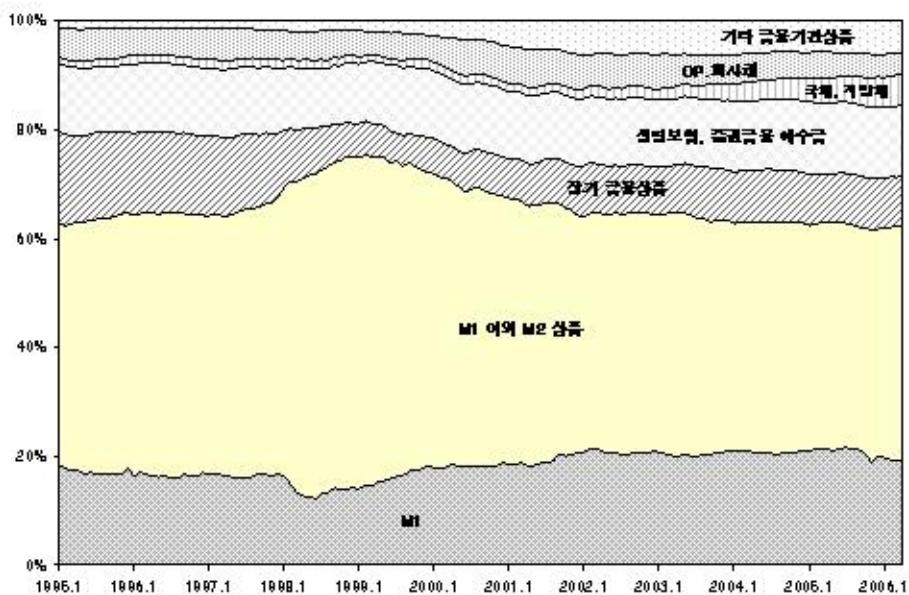
(단위 : %)

	1995	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006.4
현금통화 및 요구불예금	7.6	5.4	5.0	5.6	5.3	5.3	5.5	5.4	5.5	5.7	5.4
수시입출식예금	10.2	11.4	9.3	12.7	13.6	15.4	15.5	15.7	15.7	16.2	16.0
정기예적금 및 금융채 *	14.3	19.3	30.5	30.4	33.7	30.4	30.6	31.5	31.1	29.0	29.0
단기사장성수신	5.6	5.7	2.4	2.2	3.2	2.8	3.1	3.6	3.3	4.2	4.4
수익증권	9.2	7.7	15.9	13.2	7.6	6.3	6.3	4.8	5.5	5.1	5.4
금전신탁	17.8	18.1	11.9	8.0	4.5	4.1	3.5	2.4	1.8	1.7	2.0
장기 금융상품**	14.8	11.8	6.1	6.4	7.2	8.9	8.7	9.2	9.3	9.4	9.1
생명보험, 증권금융 예수금	12.5	12.1	11.2	12.7	12.4	12.3	12.3	12.8	13.2	13.0	13.0
기타 금융기관상품***	1.2	1.8	1.9	2.7	4.6	6.2	6.2	6.1	6.0	6.1	5.8
국채, 지방채	1.5	1.5	1.3	1.5	1.5	1.7	2.0	3.2	4.0	5.5	5.7
CP, 회사채	5.2	5.4	4.4	4.4	6.5	6.6	6.4	5.3	4.6	4.2	4.1

\* 외화예수금, 신탁형증권저축, CMA, 발행어음 포함

\*\* 2년이상 정기예적금, 2년이상 금융채, 목적부자축성예금 등

\*\*\* 손해보험사 장기저축성 보험계약준비금, 증권회사 RP, 예금보험공사채, 자산관리공사채, 여신전문기관 발행채 등



## 2. 지표의 적정성 검증

유동성지표로서의 적정성을 평가하는 요소로는 ①유동성지표와 주요 거시경제변수간의 장기적 안정관계를 나타내는 안정성, ②어떤 한 시점의 불균형상태에서 장기적 균형상태로 회복하는 정도를 나타내는 균형회복력, ③장기균형이 깨어졌을 때 발생한 불균형이 유동성에 다시 영향을 미치지 않는지를 파악하기 위한 외생성 등을 평가기준으로 들 수 있다.

이러한 평가요소를 일관된 체계내에서 수량화된 평가결과를 제공해 주는 오차수정모형(Error Correction Model)을 이용하여 검증해 보았는데, 그 결과 광의유동성(L) 지표는 주요 거시경제변수와의 장기적 안정관계를 의미하는 안정성 및 균형회복력이 통화지표(M1, M2)보다 더 우수하고, 금리 및 실질소득에 대한 설명력도 양호한 것으로 나타났다<sup>B)</sup>.

### 실증분석 결과

- 적정성 비교대상 자료 : 유동성 지표(Lf 및 L 말잔), 거시경제지표(소비자물가지수, 실질GDP, 회사채수익률(3년))
- 분석대상기간 : 1995년 1월 ~ 2005년 12월
- 분석결과 : L과 Lf 모두 여타 거시경제변수와의 장기적인 안정성, 균형회복력, 외생성 등에서 의미있는 결과를 보임에 따라 시중의 유동성수준을 측정해 주는 지표로서 유용성을 갖춘 것으로 판단됨

지표	안정성	균형회복력 <sup>①</sup>		외생성 <sup>②</sup>		장기균형식	
		$ (\alpha, \beta)  /   \alpha   < 100$	순위	$ \alpha_1  < 100$	순위	$\beta_1$ (금리)	$\beta_2$ (실질소득)
M1	○	1.995 (-0.052)	3	3.000	4	-0.002	2.413
M2	○	0.301 (-0.007)	4	0.100	1	-0.002	1.934
Lf	○	2.452 (-0.029)	2	3.000	3	-0.008	0.627
L	○	2.837 (-0.039)	1	1.700	2	-0.014	0.922

주 : 1)  $\alpha$ 는 오차수정계수,  $\beta$ 는 공적분 벡터를 의미함

( )내는  $\alpha' \beta$ 의 값으로 모두 장기균형으로 회복되기 위한 조건  $[-2 < \alpha' \beta < 0]$  충족

2) 값이 작을수록 외생적임

B) 자세한 내용은 <부록>에 있는 「광의유동성 지표의 적정성 검증 결과」 참조

---

### 3. 지표 편제에 따른 기대효과

금융기관 뿐만 아니라 정부, 기업 등 비금융부문이 발행한 유동성 금융상품도 포함하는 광의유동성지표가 매월 편제 공표됨에 따라 국가경제 전반에 걸친 광범위한 유동성공급 수준의 월별 측정이 가능하게 되었다. 또한 광의유동성(L)지표의 적정성 검증결과, 안정성, 균형회복력, 주요 거시경제 지표에 대한 설명력 등이 매우 우수한 것으로 나타나 계량모형을 이용한 경제분석과 예측의 정확성 제고에도 기여할 수 있을 것으로 예상된다.

아울러 경제통계국에서는 2002년 3월 IMF의 매뉴얼(2000)에 의거, 통화지표를 개편한 데 이어 동 매뉴얼에서 예시하는 유동성지표를 새로 편제 공표함에 따라 우리나라 통화금융통계 편제체계의 재정립 작업을 일단락하게 되었다. 이로써 통계선진국으로서의 국제적 위상면에서도 긍정적인 효과를 얻을 수 있을 것으로 기대된다.

## IV. 광의유동성(I) 지표의 편제 주기 및 공표

광의유동성(L) 지표의 편제·공표주기는 월단위로 하고 공표시기는 잠정 D+35일, 확정 D+60일 경으로 하며, Lf의 공표시기는 현행 M3와 동일하게 잠정 D+30일, 확정 D+55일경으로 할 계획이다. 이에 따라 향후 작성 발표되는 우리나라의 통화 및 유동성 지표는 M1, M1-MMF, M2 등 통화지표 3개와 Lf, L 등 유동성지표 2개를 더한 총 5개이다.

한편, 광의유동성(L) 지표의 과거 시계열 소급은 1995년 1월

이후의 월별 시계열 자료를 대상으로 하였으며, Lf(평잔 및 말잔) 구성상품의 경우에는 새로운 상품군별 분류기준 등에 따라 Lf의 과거 시계열을 재정리하였다.

L지표는 한국은행 통계전용 홈페이지인 ECOS 및 통계간행물인 「조사통계월보」, 「통화금융」 등을 통해 제공할 예정이다.

---

## <부록> 광의 유동성(L) 지표의 적정성 검증 결과

### I. 지표의 평가기준

통화 또는 유동성 지표의 적정성 평가요소 중 가장 중요한 것으로 볼 수 있는 안정성, 균형회복력, 외생성을 중심으로 평가하였으며, 이러한 평가요소에 대해 일관된 체계내에서 수량화된 평가결과를 제공해 주는 오차수정모형(Error Correction Model)을 이용하여 검증<sup>9)</sup>하였다.

#### 가. 안정성(Stability)

유동성지표의 움직임을 보고 경제의 흐름을 적절하게 예측하기 위해서는 유동성지표가 주요 거시경제변수와 장기적으로 밀접하고 안정적인 관계를 유지하여야 하므로 지표의 안정성은 적정성을 판단하는 데 중요한 기준이 된다.

일반적으로 '변수사이의 안정적 관계'라 함은 외부로부터 어떤 충격이 가해지더라도 다시 본래의 관계로 돌아가는 것을 의미하며 이를 계량경제학적 관점에서 보면 공적분 관계가 존재한다는 것을 의미한다. 오차수정모형 내에서의 공적분 관계는 장기적인 화폐수요 함수를 의미하게 되므로 거시경제변수와 유동성지표간에 안정적인 관계가 성립하는지의 여부는 공적분 검정(cointegration test)을 통해 검증할 수 있다.

---

9) 「새로운 중심통화지표와 통화정책 운용」(박준용·이영섭·한상범, 1995)의 방법론과 판단 기준을 이용하여 지표의 적정성을 검증하였다

#### 나. 균형회복력(Equilibrium Restorability)

정책당국이 어떤 지표를 이용하여 여타 거시경제변수를 의도하는 방향으로 신속히 유도할 수 있을 경우 이러한 지표를 바람직한 것이라고 말할 수 있다. 즉 어떤 한 시점의 불균형상태에서 장기적 균형상태로 회복하는 데 걸리는 조정속도(adjustment speed)의 크기를 나타내는 균형회복력은 지표의 적정성 판단에 주요한 기준이 된다. 오차수정모형에서의 조정속도 크기는  $\alpha$ (오차수정계수)와  $\beta$ (공적분 벡터), 이를 두 벡터( $\alpha$ ,  $\beta$ )가 이루는 각  $\theta$ 에 의해 결정되며 균형회복력계수가 클수록 균형회복력이 크다고 할 수 있다.

$$\circ \text{ 균형회복력계수} = ||\alpha|| \cos \theta$$

$\theta$  :  $\alpha$ (오차수정계수)와  $\beta$ (공적분 벡터)가 이루는 각

$$||\alpha|| \cos \theta = |(\alpha, \beta)| / ||\beta||$$

$$[ (\alpha, \beta) = \alpha' \beta, \quad ||\alpha|| = \sqrt{(\alpha, \alpha)}, \quad ||\beta|| = \sqrt{(\beta, \beta)} ]$$

$$\therefore (\alpha, \beta) = ||\alpha|| ||\beta|| \cos \theta$$

#### 다. 외생성(Exogeneity)

통화량을 중간목표로 하는 정책체계에서는 정책수행의 독립성을 의미하는 지표의 외생성이 적정성 판단의 중요한 기준이었으나, 통화량이 하나의 정보변수인 물가안정목표제 하에서는 중요성이 다소 약화된다. 외생성에 대한 검증방법은 분석의 일관성 유지를 위하여

---

오차수정모형을 그대로 이용하였다. 외생성은 통화지표가 거시목표변수에 일방적인 영향을 미친다고 하는 강한 의미의 외생성(Granger-causality)과 통화와 기타 거시경제변수 사이의 장기적인 균형 관계가 깨어졌을 때 발생한 불균형이 통화에 다시 영향을 미치지 않는다는 약한 의미의 외생성(weakly exogenous)으로 나눌 수 있는데 여기서는 후자로 검증하였다.

- 오차수정모형에서 오차수정계수를  $\alpha = (\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3)'$ 로 놓을 경우 유통성에 해당하는  $|\alpha_1| < 1$  작을수록 외생적

## 2. 모형의 설정

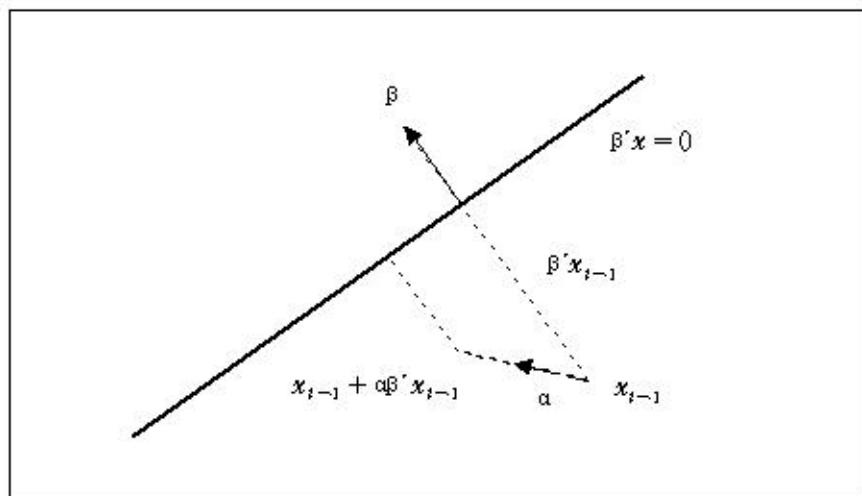
만약 모형내 개별 시계열 자료들이 단위근을 가지고 있고 이들간에 공적분 관계가 존재한다면 다변수 시계열  $\{x_t\}$ 에 대한 오차수정모형(Error Correction Model)을 아래와 같이 정의할 수 있다.

$$\Delta x_t = \alpha \beta' x_{t-1} + \sum_{i=1}^p C_i \Delta x_{t-i} + \varepsilon_t \quad (\text{단, } \varepsilon_t \text{는 백색잡음})$$

위 모형에서  $\beta$ 는 공적분 벡터(cointegrating vector)로 균형경로(equilibrium path)를 결정하고  $\beta' x_{t-1}$ 은  $t-1$ 기의 불균형을 나타내며 불균형오차는 오차수정계수(error correction coefficient)  $\alpha$ 에 의해 다음 기에 조정된다.

### <참고> 오차수정모형의 작동과정

- $\beta'x = 0$ 의 궤적을 통과하는 실선이 장기균형을 의미한다고 할 때, 이 선으로부터의 이탈은 불균형을 의미
  - 지난 기의 상태가  $x_{t-1}$ 이라고 하면 이는 지난 기에 불균형이 존재했음을 의미하고 그 크기는  $\beta'x_{t-1}$ 만큼의 거리로 나타나며 오차수정모형에서 불균형이 존재할 경우 당기의 오차는  $\alpha\beta'x_{t-1}$  만큼 체계적으로 수정됨



- 한편, 이러한 오차수정모형이 작동하기 위해서는  $t$ 기 불균형오차의 절대값이  $t-1$ 기 불균형오차의 절대값보다 작아야 하며 이를 위해서 아래의 조건을 충족해야함

$$|\beta'(x_{t-1} + \alpha\beta'x_{t-1})| < |\beta'x_{t-1}|$$

$$|1 + \alpha\beta| < 1$$

$$-2 < \alpha\beta < 0$$

---

### 3. 실증분석

가. 분석 대상기간 : 1995년 1월 ~ 2005년 12월

#### 나. 이용자료

적정성 비교대상 지표는  $L_f$  및  $L$  말잔 지표로 하고 거시경제 지표는 소비자물가지수, 실질GDP<sup>10)</sup>, 회사채수익률(3년만기)을 사용하였다. 또한 금리를 제외한 변수들은 계절변동조정 후 자연로그를 취하였다.

#### 다. 모형 설정

실질유통성(명목유통성-물가), 금리, 실질국민소득을 포함하는 3변수 모형을 다음과 같이 설정하였다.

$$x_t = (l_t - p_t, r_t, y_t)'$$

\*  $l_t$ 는 유통성지표,  $p_t$ 는 물가,  $r_t$ 는 이자율,  $y_t$ 는 실질GDP임.

$l_t - p_t$ 과  $y_t$ 에 대해서는 자연로그를 취함

앞서 언급한 오차수정모형중  $l_t - p_t$ 를 종속변수로 하는 식에서  $\beta = (1, -\beta_1, -\beta_2)'$ 로 놓고  $\{u_t\}$ 를 안정적인 공적분오차, 즉  $\beta' x_t = u_t$ 라고 하면  $l_t - p_t = \beta_1 r_t + \beta_2 y_t + u_t$ 와 같은 유통성수요함수가 도출된다.

---

10) 경기동행지수를 이용하여 분기 실질GDP를 월별 데이터로 변환

## 라. 검증결과

### ① 단위근 검정

ADF(Augmented Dicky-Fuller test)를 이용하여 단위근을 검증한 결과, 모든 수준변수들이 1% 유의수준에서 1차 적분된 것으로 해석되었다. 즉 데이터를 1차 차분한 후 단위근 존재 여부를 검정한 결과, 모든 변수들이 단위근을 가진다는 귀무가설을 기각함으로써 이들의 1차 차분변수는 안정적인 시계열인 것으로 나타났다.

#### 단위근 검정 결과<sup>1)</sup>

변수명	수준변수	1차 차분변수
Lf	-2.0946	-9.4722**
L	-1.7706	-9.7819**
금리	-3.8029*	-8.8376**
실질소득	-3.2961	-4.0040**

주: 1) ADF 검정통계량을 기준으로 한 값으로서 \*와 \*\*는 각각 5%와 1%의 유의수준에서 단위근이 존재한다는 가설을 기각함을 의미

### ② 공적분 검정

모든 수준변수들이 1차 적분된 것으로 나타남에 따라 수준변수들간에 안정적인 선형결합, 즉 공적분관계가 존재하는지 여부를 검증하기 위해 Johansen Cointegration test를 실시하였다. 한편 공적분 검증에 앞서 3변수(유동성-금리-국민소득) VAR 모형을 통한 최적 시차는 AIC(Akaike Information Criteria)를 고려한 결과, 5개월로

나왔으나 각 추정식내 오차항간 자기상관 문제가 존재할 수 있음을 고려하여 과거시차 1개월~7개월 모두에 대해 공적분 검정을 실시한 후 자기상관 정도가 낮고 공적분 베타의 계수가 의미 있는 결과를 선택하였다.

### 3변수 VAR 모형의 시차 검증결과

시차(개월)		1	2	3	4	5	6	7
Lf	AIC	-2638.9	-2673.6	-2649.0	-2655.5	-2659.3	-2632.2	-2613.7
	SC	-2604.4	-2613.4	-2563.2	-2544.2	-2522.8	-2470.5	-2427.0
L	AIC	-2628.0	-2667.1	-2642.4	-2646.5	-2657.1	-2629.9	-2606.3
	SC	-2593.5	-2606.8	-2556.7	-2535.2	-2520.0	-2468.2	-2419.7

\* 유동성-금리-국민소득 모형을 상정

공적분 검정 결과 Lf, L 모두 유의수준 5%에서 공적분 관계를 갖는 것으로 드러나 유동성수요함수의 장기적인 안정성이 유지되는 것으로 나타났다.

### 공적분 검정 결과

통화 지표 <sup>1)</sup>	$\lambda_{trace}$ 검정		
	$H_0^{2)}$	$\lambda_{trace}$ value	공적분관계 존재 여부 <sup>3)</sup>
Lf (4)	r=0	64.44	○
	r≤1	23.96	
	r≤2	2.05	
L (4)	r=0	62.85	○
	r≤1	18.76	
	r≤2	2.81	

주 : 1) ( )내는 공적분 검정시 적용된 시차  
 2) 대립가설은  $r>i$ ,  $i = 0, 1, 20$ 이며 95% 임계치는 각  
 귀무가설별로 29.68, 15.41, 3.76  
 3) 'O'는 5% 유의수준에서 공적분 관계가 존재할을 의미

### 마. 유동성지표별 적정성 비교

두 개의 유동성 지표( $L_f$  및  $L$ )에 대하여 오차수정모형을 추정하여 공적분 벡터( $\beta$ )와 오차수정계수( $\alpha$ )를 산출하고 이를 통해 앞서 정의한 외생성과 균형회복력을 산출하였다.

균형회복력의 경우  $L_f$ 와  $L$  모두 장기균형으로 회복하기 위한 조건을 충족하는 가운데,  $L$ 의 균형회복력 계수가 2837로서 보다 우월한 것으로 나타났다. 외생성도  $L$ 이  $L_f$ 보다 다소 양호한 것으로 나타났다.

#### 실증분석 결과

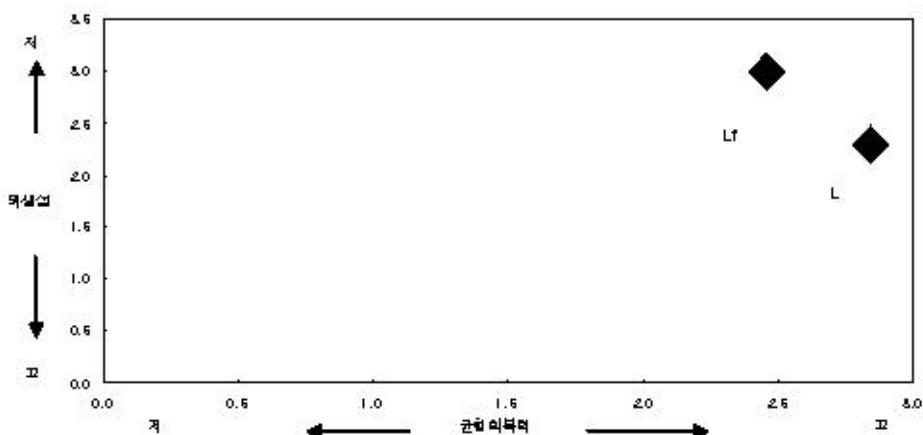
지표	안정성	균형회복력 <sup>①</sup>	외생성 <sup>②</sup>	장기균형식	
		$ (\alpha, \beta)  /   \beta   \times 100$	$ \alpha_1  \times 100$	$\beta_1$ (금리)	$\beta_2$ (설정소득)
$L_f$	○	2.452 (-0.029)	3.000	-0.008	0.627
$L$	○	2.837 (-0.039)	1.700	-0.014	0.922

주 : 1)  $\alpha$ 는 오차수정계수,  $\beta$ 는 공적분 벡터를 의미함

( )내는  $\alpha', \beta'$ 의 값으로 모두 장기균형으로 회복되기 위한 조건 [-2 <  $\alpha', \beta' < 0$ ] 충족

2) 값이 작을수록 외생적임

#### 각 통화지표의 균형회복력 및 외생성 비교



---

거시경제변수와의 장기균형관계식을 추정한 결과, L과  $L_f$  모두 계수( $\beta$ )의 부호가 현실적으로 의미있는 유동성수요함수가 존재하는 것으로 추정되었으며, 금리와 실질소득에 대하여  $L$ 이  $L_f$  보다 민감하게 반응하는 것으로 나타났다.

한편 같은 기간을 대상으로 M1에 대해 실증분석한 결과에 의하면, M1의 경우 금리, 실질소득의 계수( $\beta$ )가 각각 '-0.002', '2.413'으로 나타났는데, 이는 결제성자금으로 구성된 M1이 실질소득에 대해 보다 민감하게 반응하고, 금융기관 상품 뿐만 아니라 회사채, 국공채까지 포함한 L의 경우는 금리에 대해 보다 민감하게 반응함을 시사하는바, 분석용도에 따라 양지표를 보완적으로 활용할 수 있을 것으로 판단된다.

이상의 분석 결과를 종합해 볼 때, L과  $L_f$ 는 유동성지표로서의 적정성 판단에 있어 우선적 기준이라고 할 수 있는 여타 거시경제 변수와의 장기적 안정성 요건을 충족하고 있으며, 균형화복력과 외생성을 갖추고 있는 것으로 나타났다. 이에 따라 시중의 유동성수준을 측정해 주고 특히 금리에 대해 상당히 민감하게 반응하는 지표로서 경제분석 및 예측에 유용한 정보를 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

<경제통계국 금융통계팀 정유성 차장>

<통계편>

광의유동성(L)의 구성내역

(말잔, 조원)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>협의통화(M1)</b>	101.7	114.8	128.9	121.7	170.7	196.7	246.7
<b>광의통화(M2)</b>	370.6	432.3	517.3	639.7	672.5	707.7	765.0
<b>금융기관유동성(L)</b>	527.0	615.0	700.9	787.6	850.8	911.6	1,017.7
손해보험사 장기저축성 보험계약준비금	3.5	5.5	8.2	9.0	10.5	11.3	12.8
증권회사 환매채	0.1	0.4	2.2	0.6	0.4	1.2	1.3
예금보험공사채 및 자산관리공사채	0.0	0.0	0.0	1.6	4.6	7.7	17.1
여신전문기관 발행채	1.8	2.3	2.8	4.5	4.7	8.0	9.0
자산유동화채 권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	11.9	21.9
국채	6.6	8.4	8.7	8.3	10.9	11.7	16.6
지방채	2.2	2.7	2.6	3.0	3.1	3.9	3.7
기업어음	15.3	20.5	14.8	8.1	8.4	11.6	25.4
회사채	14.5	17.6	26.4	29.3	32.8	56.6	53.0
기타	1.5	0.6	0.4	0.2	4.7	8.5	12.3
<b>광의유동성(L)</b>	572.6	672.9	766.5	852.9	931.7	1,049.8	1,190.5

### 광의유동성(L)의 구성내역

(말잔, 조원)

	2002	2003	2004	2005.1	2005.2	2005.3	2005.4
<b>협의통화(M1)</b>	283.6	299.0	321.7	318.0	331.0	327.7	334.0
<b>광의통화(M2)</b>	872.1	898.1	954.7	951.4	970.7	970.6	987.9
<b>금융기관유동성(L)</b>	1,155. 7	1,209. 8	1,295. 8	1,298. 5	1,314. 6	1,309. 5	1,331. 9
손해보험사 장기저축성 보험계약준비금	14.5	16.0	18.7	19.0	19.2	19.4	19.7
증권회사 환매채	1.2	2.9	3.0	2.9	3.1	2.9	3.6
예금보험공사채 및 자산관리공사채	19.3	17.0	18.2	18.3	18.4	18.6	18.8
여신전문기관 발행채	11.3	13.0	12.3	11.9	11.1	10.4	10.6
자산유동화채권	23.2	20.9	19.4	16.8	16.9	17.1	17.4
국채	23.6	41.8	58.4	62.7	67.4	68.3	69.4
지방채	3.6	3.4	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9
기업어음	35.1	15.5	10.4	12.3	13.3	13.1	12.2
회사채	50.9	59.1	60.2	60.2	60.2	60.6	61.6
기타	14.4	16.6	19.5	19.4	19.6	19.8	19.8
<b>광의유동성(L)</b>	1,353. 0	1,415. 8	1,518. 9	1,524. 7	1,546. 6	1,542. 7	1,567. 7

## 광의유동성(L)의 구성내역

(말잔, 조원)

	2005.5	2005.6	2005.7	2005.8	2005.9	2005.10
<b>협의통화(M1)</b>	329.9	340.4	347.4	340.8	342.8	332.9
<b>광의통화(M2)</b>	987.2	999.8	1,006.8	1,004.1	1,004.1	1,003.1
<b>금융기관유동성(L)</b>	1,333.6	1,350.7	1,364.9	1,363.6	1,367.2	1,368.4
손해보험사 장기저축성 보험계약준비금	19.9	20.2	20.5	20.8	21.1	21.4
증권회사 환매채	3.2	3.2	4.0	4.7	4.7	5.7
예금보험공사채 및 자산관리공사채	19.0	19.1	19.4	18.6	18.8	19.5
여신전문기관 발행채	10.2	10.0	9.6	9.2	9.0	8.9
자산유동화채권	18.2	18.0	18.6	18.6	18.8	18.6
국채	70.1	69.4	73.1	75.1	79.0	82.4
지방채	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9	3.0
기업어음	11.9	9.6	8.8	9.2	8.9	9.9
회사채	60.8	60.9	61.3	61.1	62.3	61.8
기타	20.2	20.7	21.2	21.6	22.3	22.6
<b>광의유동성(L)</b>	1,569.9	1,584.8	1,604.4	1,605.5	1,615.1	1,622.4

### 광의유동성(L)의 구성내역

(말잔, 조원)

	2005.11	2005.12	2006.1	2006.2	2006.3	2006.4
<b>협의통화(M1)</b>	308.4	332.3	326.6	323.7	322.4	326.7
<b>광의통화(M2)</b>	1,014.1	1,021.4	1,024.5	1,035.7	1,040.1	1,049.9
<b>금융기관유동성(Lf)</b>	1,382.9	1,391.6	1,390.6	1,406.3	1,408.2	1,423.7 <sup>p</sup>
손해보험사 장기저축성 보험계약준비금	21.6	21.6	21.9	22.3	22.5	22.6
증권회사 환매채	8.0	6.6	7.2	7.6	6.4	7.1
예금보험공사채 및 자산관리공사채	20.1	18.3	17.7	16.3	15.3	15.1
여신전문기관 발행채	8.9	8.8	8.7	7.1	6.8	6.6
자산유동화채권	18.3	17.8	17.6	17.5	16.9	17.3
국채	85.5	87.8	88.9	89.5	92.1	92.1
지방채	3.1	3.2	3.2	3.2	3.3	3.3
기업어음	8.7	8.5	9.8	9.6	7.5	7.7
회사채	61.9	61.5	61.4	61.0	61.3	61.6
기타	24.1	27.6	28.3	28.9	29.2	29.3
<b>광의유동성(L)</b>	1,643.1	1,653.2	1,655.4	1,669.2	1,669.6 <sup>p</sup>	1,686.3 <sup>p</sup>