

『하이에크』의 資本과 利率理論에 관한 研究

朴 祥 洙

目 次

I. 序 論	2. 投資의 限界價値生産物의 測定
II. 豫備的 分析	3. 投資의 限界生産力과 時間選好率의 相對的 重要性
1. 統計學의 用途	4. 投資의 限界價値生産物의 遞增可能性
2. 異時的 均衡	5. 貨幣利率의 決定
III. 資本과 投資	V. 中立貨幣論과 均衡利率의 多樣性
1. 資本의 定義	1. 中立貨幣論
2. 投資의 定義	2. 均衡利率의 多樣性
3. 資本貯量과 計測	VI. 結 論
IV. 利率決定理論	
1. 均衡利率의 定義	

I. 序 論

「하이에크」의 社會科學方法論은 方法論的 個人主義(methodological individualism)에 입각하고 있으며, 이런 방법론은 역시 경제분석에도 적용되고 있다. 「하이에크」가 경제학에 관한 논의를 활발히 전개한 시기는 1920~1930년대이며, 「케인즈」의 一般理論이 1936년에 발간되고 主流經濟學이 「케인즈」 경제학으로 된 이후에는 주로 방법론으로 일관하다가 1940년대 중반이후에는 경제학에 관한 관심이 매우 적어졌다. 그리고 현대 교과서에도 그에 관한 언급이 거의 없고 그에 관한 연구도 「오스트리아」 학파를 중심으로 이루어지고 있을 뿐이다.

이 논문은 1930~1940년대의 「하이에크」의 資本과 利率에 관한 논의를 주로 다루게 되며, 부분적으로 「케인즈」의 利率理論과도 비교한다. 그런데 「하이에크」의 경제분석은 항상 異時的 均衡(intertemporal equilibrium)에 입각하여 전개하고 있기 때문에, 이런 異時的 均衡을 이해하지 못하면 資本과 利率理論에 관한 혼란을 불러 일으키게 된다. 예컨대 균형이 작용과 화폐중립성에 관한 「하이에크」-「스라파」의 논쟁도 바로 異時的 均衡에 관한 이해부족에서 나타났다고 볼 수 있다.

II에서는 앞으로의 분석에 필요한 異時的 均衡概念을 주로 다루고, III에서는 資本과 投資의 定義에 관한 問題를 다룬다. IV에서는 실물이자율과 화폐이자율의 결정에 관한 이론을 다루며 V에서는 「스라파」와의 논쟁에 관한 것을 간략히 고찰한다.

II. 豫備的 分析

여기에서는 앞으로 논의될 경제이론과 연관된 「하이에크」의 經濟學方法論을 간단히 서술하고자 한다. 「하이에크」는 1930년대 이후에 사회과학에서 팽배하고 있는 科學主義 특히 自然科學的方法論(the method of the physical sciences)를 비판하고, 方法論的 個人主義(methodological individualism)로서의 主觀主義(subjectivism)를 옹호하고 있다. 주관주의는 「오스트리아」학파의 方法論으로서 「멩거」, 「미세스」방법론의 유산이다. 이런 방법론에 의하면 社會科學은 人間과 財貨 또는 人間과 人間간의 關係 즉 人間行動에 관한 學問(praxeology)이기 때문에, 社會現象은 類似한 人間들의 스스로의 內觀的 經驗(own introspective experience)을 가지고 평가되어야 하지, 사회현상을 제 3자의 입장에서 객관적으로 평가하는 물리학적 과학주의는 부당하다고 보았다.¹⁾ 이 논문의 주요목적은 「하이에크」의 방법론이 아니므로 앞으로의 경제이론분석과 연관된 「하이에크」의 통계학에 관한 견해와 이시적 균형개념을 개관한다.

1. 統計學의 用途

「하이에크」는 통계학의 유용성을 인정하면서도 이용상에 한계가 있음을 강조하고 있다. 오늘날 통계학과 계량경제학이 상당한 발전을 이루어 왔고, 이것과 관련하여 경제학의 발전에 크게 기여한 것도 인정되지만, 그러나 통계학 또는 계량경제학의 경제이론에 대한 기여의 한계를 명확히 하여야 함을 강조한 「하이에크」의 주장은 오늘날 경제학자들에게 하나의 경종이 될 수 있다.

「하이에크」는 통계학을 이용하여 새로운 경제이론을 발견하거나 또는 새로운 경제변동원인 및 그 필연성을 탐구하는 것이 불가능하다고 보았고, 단지 통계적 분석은 기존이론의 증명에만 이용될 수 있음을 강조하였다. 그에 따르면 “…… (경기순환)이론이 논리적으로 건전하고 그리고 그것이 주어진 현상을 경제활동의 일반조건에 필연적 결과로 설명할 수 있다면, 그때에, 통

1) 「하이에크」의 사회과학방법론에 관한 것은 Barry, N. P.; *Hayek's Social and Economic Philosophy*, MacMillan 1979, Hutchison, T. W.; *The Politics and Philosophy of Economics: Marxians, Keynesians and Austrians*, Basil Blackwell 1981를 참조.

계적 조사가 할 수 있는 최선의 것은 아직도 그 과정(process)에 설명되지 않는 부분이 남아 있음을 보이는 것이다. 決定關係(determining relationships)가 이론에 의해 지지되어 지는 것과 상이한 특성을 갖는다는 점을 통계적 조사가 증명할 수 없다.”²⁾ 즉 경제이론이 논리적으로 건전하고, 경제현상을 일관성있게 설명할 수 있다면, 통계학적 조사에 의해서는 경제이론이 틀렸음을 반증할 수 없다. 단지 이때에 통계학은 경제이론이 설명하지 못하는 부분이 있음을 입증하는 정도이며, 그러나 설명되지 못하는 부분이 무엇인가를 통계학에 의해 밝히는 것은 불가능하고, 그것은 어디까지나 경제이론의 임무일 뿐이다.

한편 통계학의 豫測力에 관한 「하이에크」의 견해에 의하면 “통계학의 고유한 임무는 이론 영역에서 속하는 사건들에 관한 정확한 정보를 제공하여 주는 것이며, 그렇게 함으로서 두가지의 연속적 사건을 사후적인 因果關係로 연결시키는 것을 가능하게 할 뿐만 아니라 가능성이 있는 미래와 적절한 행동에 대한 豫測에 충분하고도 완전한 기존조건을 획득가능하게 한다. 체계적 행동에 관한 이런 예측가능성을 통해서만 이론이 실질적인 중요성을 얻는다.”³⁾ 또한 “모든 경제이론 그리고 모든 종류의 이론들은 주어진 상황, 사건 또는 조치의 필연적 결과를 예측하는데 목적을 두고 있다. 경제순환이론의 주제가 무엇이든간에 경제이론은 주어진 조건하에서의 주어진 상황으로부터 결과되는 전체진개 상황을 보여주는 집합적 예측으로 나아가야 한다. … 통계학적 연구가 예측에 이용되는 경우를 제외한다면, 이 분야에서 통계학적 연구의 의의는 없음을 강조하여야 한다.”⁴⁾ 즉 「하이에크」는 경제이론이 주어진 상황, 사건 또는 조치의 필연적 결과를 예측하는데 있다고 보았으며,⁵⁾ 반면에 통계학은 경제이론의 정당성을 증명하는 것보다는 이론영역에 속하는 사건들에 대한 정확한 정보를 제공하여 줌으로서, 사후적인 인과관계의 설명과 이론의 예측에 조력한다고 보았다.

이상에서 본 바와같이 「하이에크」는 통계학 이용상의 한계를 명확히 함과 동시에 통계학에서 이용되는 평균개념 또는 총체적 개념(예컨대 물가수준, 총체적 자본가치등) 등과 같은 客觀的用語의 사용을 꺼린다. 그의 경제학방법론은 主觀主義이기 때문에 매우 익숙한 개념인 個別經濟主體의 입장에서 內觀的(introspective)인 고찰을 통하여 개별경제주체의 행동을 분석하고 이것에 기초하여 사회전체의 복잡한 움직임(complex phenomena)을 연구한다. 따라서 개별경제주체의 행동에 관한 연구없이, 복잡한 사회경제현상을 단순하게 객관화시켜서 外部의 第三者立場으로 고찰하려는 경향에 반감을 갖는다.

2) Hayek, F.A.: *Monetary Theory and the Trade Cycle*, Augustus M. Kelly 1933. p.33.

3) 앞의 책 pp. 35-6.

4) 앞의 책 p.36의 註.

5) 경제이론의 예측력에 대해 긍정적인 「하이에크」의 견해가 人間行動의 豫測不可能性을 주장하는 현대「오스트리아」학파의 견해와 상반된다. 앞에서 인용된 Hutchison의 책 p.211 및 p.216 참조.

2. 異時的 均衡

(1) 均衡分析의 必要性

균형의 존재여부와는 관계없이 理論的 分析은 균형에서부터 출발하여야 한다. 왜냐하면 우리의 궁극적 목적은 불균형 또는 유희자원이 존재하게 되는 근본적인 원인을 밝히는 것이기 때문에, 불균형 또는 유희자원이 존재하게 되는 상황에서 출발하면, 그런 불균형 또는 유희자원이 존재하게 되는 특별한 가정을 하여야 하고 또한 그 가정의 정당성을 정당화하여야 한다. 따라서 일반적인 이론을 제시하기 위해서는 균형에서 출발하여야 한다는 것이 「하이에크」의 지론이다. 그에 따르면 “이론전개를 체계적으로 진행시키려 한다면, 일반경제이론에 의해 이미 충분히 설명되어지는 상황에서 출발하여야 한다. 그리고 이런 기준을 만족시키는 단 하나의 상황은 모든 이용가능한 자원이 고용되어지는 상황이다. 유희자원의 존재는 우리 설명의 주요한 목적중의 하나이어야 한다.”⁶⁾

이론적 분석의 출발점은 균형이기 때문에 「하이에크」는 균형을 새롭게 정의하고 있으며, 그의 균형개념은 異時的 均衡(intertemporal equilibrium)의 개념이다.

(2) 異時的 均衡의 定義

「밀게이트」에 따르면 異時的 均衡概念은 「하이에크」와 「린달」에 의해 1920년대말부터 쓰여지기 시작하였다고 주장하고 있으며,⁷⁾ 異時的 均衡은 특정시점에서 모든 재화(미래재화도 포함)의 相對價格이 시장을 청산시킬 때를 말한다. 물론 동일한 재화라고 하더라도 현재재화와 미래재화의 價格은 다를 수 있으며, 또한 자본저량도 그 공급가격에 대해서 일반적으로 유일한 利潤率을 시험한다고 볼 수 없다.⁸⁾

기존균형분석에서는 모든 사람 각각이 모든 것을 다 알고 있다는 完全한 知識을 가정하고 있으며, 이것에 기초하여 균형상태를 분석하기 때문에 時間이 介在할 곳이 없으며, 또한 어떤 교란요인에 의해 균형이 교란되면 어떤 과정을 거쳐서 균형에 도달하게 되는가에 대해서도 설명하지 못하게 된다. 결과적으로 이런 靜態的 均衡分析은 無時間的이고 현실과 괴리된 상태를 가정하기 때문에 현실을 설명함에는 많은 어려움이 있게 된다.

「하이에크」는 현실과 연관이 깊으면서, 方法論的 個人主義에 입각하여 균형을 새롭게 정의

6) Hayek, F. A.; *Prices and Production*, Augustus M. Kelly 1st ed. 1931, 2nd ed. 1935. pp.34-5.

7) 異時的 均衡分析의 根源에 대해서는 Milgate, M.; *Capital and Employment: A Study of Keynes's Economics*, Academic Press 1982 pp.125-41 와 Hayek, F. A.; "Intertemporal Price Equilibrium and Movements in the Value of Money," 1928, in *Money, Capital and Fluctuations*(translated by McCloughry, Roy), Routledge & Kegan Paul 1984. pp.71-117 참조.

8) 앞의 Milgate의 책 pp.12-3.

한다. 그의 균형의 정의에 관한 것을 인용하면 “個人的의 計劃들이 相互間에 兩立 (mutually compatible) 하고, 인식 가능한 外生的 事件들 (events) 이 모든 사람들에게 그들의 계획을 수행하게 하고 어떤 실망을 유발하지 않을 때를 균형이라 한다. 意圖 (intentions) 의 이런 相互兩立性이 주어지지 않고, 결과적으로 外生的 事件들이 모든 期待들을 만족시키지 않는다면, 이것은 균형상태가 아니라고 명확히 말할 수 있다.”⁹⁾

「하이에크」의 균형개념에는 몇가지 의미를 내포하고 있다.

첫째, 균형분석에서의 소위 與件 (data) 은 문제되는 個人에게 알려진 모든 사실이며, 개인에게는 적어도 존재한다고 알려지거나 또는 그렇게 믿게끔하는 것들이다. 그리고 이런 與件들은 엄격히 말해서 客觀的인 事實들 (objective facts) 이 아니고, 개인의 인식수준에 달려 있기 때문에 개인에 따라 여건에 대한 인식이 다를 수 있다. 즉 與件은 主觀的인 것이다.¹⁰⁾

둘째로 어떤 개인의 연속적 행위에서 동일한 계획을 계속 수행하는 경우에, 그 개인의 연속적 행위간에는 균형관계가 존재한다. 달리 말하면 그의 豫想이 옳다고 증명되는 기간동안은 그의 행동이 균형관계가 있다고 볼 수 있다. 만약에 어떤 개인이 새로운 지식을 습득함으로써 그의 계획을 변화시키게 하는 어떤 변화는 새로운 지식의 습득전에 행하여진 행동과 새로운 지식의 습득후에 행하여진 행동사이의 균형관계를 교란시킨다. 이것은 개인의 의사결정에 적절한 새로운 지식의 습득으로 인하여 그의 계획을 수정하게 함으로서 균형이 교란됨을 의미한다.¹¹⁾

셋째로 균형관계에 중요한 옳은 豫想 (correct foresight) 은 일반적으로 이해되는 것처럼 完全한 知識 (perfect knowledge) 에 기초한 完全한 豫想 (perfect foresight) 을 의미하는 것이 아니다. 즉 무한히 먼 미래까지 豫想이 확장되는 것이 아니라, 적절한 기간동안에 개인의 知識에 기초한 豫想이 그 적절한 기간동안 옳은 경우를 말한다. 따라서 과거에도 존재하였으나 인식하지 못하여 그의 계획에 반영되지 않았던 여건들을 특정시점에서 인식하게 된다면, 그 개인은 그의 계획을 수정하게 된다. 왜냐하면 그의 現在豫想이 과거의 豫想과는 상이하어질 것이기 때문이다.¹²⁾

네째로 균형은 행동간의 관계에서 찾아볼 수 있고, 또한 한 個人의 행동은 필연적으로 시간의 경과에 따라 연속적으로 행하여지므로, 균형개념에 의미를 부여하기 위해서는 기본적으로 時間概念이 도입되어야 한다. 따라서 無時間的 靜態均衡은 현실과 괴리되므로, 시간이 균형개념에 도입됨에 따라 현실적 의미가 살아나며 經濟動學으로서의 의의가 있게 된다.¹³⁾

9) Hayek, F. A.; "Economics and Knowledge," *Economica* n.s. vol IV 1937, Reprinted in *Individualism and Economic Order* (Hayek, F. A. ed.), The University of Chicago Press 1948 p.40.

10) 앞의 논문 p.36.

11) 앞의 논문 p.36, p.46 및 p.52.

12) 앞의 논문 p.42.

13) 앞의 논문 pp.36-7.

Ⅲ. 資本과 投資

「하이에크」는 景氣變動問題를 연구하기 위해서는 資本과 利子率에 관한 연구가 선행된 후에나 가능하다고 보았다. 그러나 종래의 분석에서는 資本理論이 利子率의 설명에 종속됨으로서 자본개념이 매우 추상화되어 버렸고, 그에 따라 利子率理論에는 부적절한 내용이 포함되었다고 주장한다.

1. 資本의 定義

異質的인 資本財가 존재하는 세계에서 同質的인 資本財만 존재한다고 가정하면, 본래의 資本問題가 사라진다. 異質的인 資本財가 존재하는 세계에서 주요한 資本問題는 다음과 같다.¹⁾ 첫째로 주어진 조건하에서 어떤 종류의 자본재가 생산되어질 것인가? 둘째로 특정 자본재의 생산에 따른 결과는 무엇인가? 첫째문제는 낮은 이자율과 높은 이자율에서 왜 상이한 자본재가 생산되어지는가하는 문제로서, 어떤 자본재의 생산이 유리한가와 동일한 문제이다. 둘째문제는 실제로 필요한 자본재가 생산되어지거나 또는 생산과정에 있을 때 경제에 미치는 영향은 어떤 것인가하는 문제이다. 즉 상대가격(이자율도 포함)과 생산구조에 어떤 영향을 주는가하는 문제이다. 이런 資本問題를 고찰하기 위해서는 자본을 새롭게 정의하여야 한다. 「하이에크」에 의한 資本定義에 따르면 “……資本이란 용어는 非恒久的 資源(non-permanent resources)의 總量을 나타내기 위하여 사용되며, 그것은 특정 수준에 있는 소득을 恒久的으로 유지시키는데 간접적으로 사용되어질 수 있다.”²⁾

「하이에크」는 恒久的 資源(permanent resources)과 非恒久的 資源의 구분이 資本問題의 접근상 매우 중요하다고 주장하면서, 이런 구분은 정도상의 구분이기 때문에 임의적이 될 수 있으나 경제주체가 관심을 갖는 기간동안 그 資源의 用役(services)이 연속적으로 창출되느냐에 의존한다고 보았다.³⁾

이런 기준에 의한다면 資本에 포함시킬 수 있는 항목은 당장 소비에 쓰이지 않는 消費財, 中間財, 非恒久的의 耐久財, 消耗性 天然資源등이며, 勞動은 자본항목에서 제외된다. 물론 경제주체가 고려하는 기간을 무한대로 잡는다면 勞動力도 非恒久的의 資源이 될 수 있으나, 자신의 생

1) Hayek, F. A.; *The Pure Theory of Capital*, The University of Chicago Press 1941 p.3 및 p.15.

2) 앞의 책 p.54. 이런 자본개념은 「빅셀」의 자본개념과 동일하다. Wickseil, K.; *Value Capital and Rent*, George Allen & Unwin 1954(Original 1893) p.105, *Interest and Prices*, Augustus M. Kelly 1936(Original 1898) pp.126-7, *Lectures on Political Economy* vol. 1. Routledge & Kegan paul 1934(original 1901) pp.144-5.

3) Hayek, F. A.; *The Pure Theory of Capital*, 1941 pp.51-2.

存期間에 기준을 둔다면 生存期間동안 勞動力이 계속 제공되어질 수 있으므로 恒久的 資源이 된다.

이런 관점에서 「하이에크」는 恒久的 또는 非恒久的이란 용어에 너무 집착할 필요가 없다고 보면서, 恒久的이 아닌 자원에 대해서 그것이 자본이냐 아니냐에 관한 의사결정은 그 자원들이 문제의 적정기간동안 사용되어서 없어지느냐에 의존한다고 보았다. 예컨대 특별한 종류의 자원인 循環資本(circulating capital)은 매우 짧은 기간동안에 사용되어서 소멸되므로 資本의 特性을 가장 잘 대변한다고 보았다.⁴⁾ 「하이에크」의 “貨幣理論과 景氣循環”(1933)과 “價格과 生産”(1935)에서 資本을 循環資本의 형태로 간주한 것은 循環資本이 고유한 의미의 자본(capital proper)개념을 가장 잘 대변하기 때문이다.

2. 投資의 定義

「하이에크」에 의한 投資의 定義에 따르면 “投資란 용어는 한 단위의 投入物을 生産過程에 적용시키는 행위를 묘사한다.…… 여러 기간동안 투자되어질 수 있는 엄격한 의미의 恒久的 資源의 投入도 포함되므로, ……”⁵⁾ 따라서 投資의 개념에는 非恒久的 資源의 사용뿐만 아니라 恒久的 資源의 사용도 포함된다. 또한 生産過程에 물량단위로 더 많은 恒久的 資源 또한 非恒久的 資源을 이용하는 것도 포함될 뿐만 아니라, 同一한 資源을 더 오랫동안 투입하는 것 즉 生産과정에서 투입하는 기간을 연장하는 것도 포함된다.

그리고 투자의 개념에는 純投資는 물론 포함되지만 再投資도 포함된다. 특히 투자의 개념에서 경제주체별로 純投資와 再投資를 다소 확연하게 구분하는 것이 상당히 어려우며, 더욱이 經濟全體的으로는 그런 구분이 거의 불가능하다. 다시 말하면 資本貯量을 不變으로 유지시킬 수 있는 再投資와 資本貯量을 증가시키는 純投資의 개념은 개별적으로든 경제전체적으로든 구분이 명확하지 않다.⁶⁾

3. 資本貯量과 計測

資本供給(supply of capital)에 관한 「하이에크」의 견해를 인용하면 “資本供給의 의미는

4) 앞의 책 pp.56-7.

5) 앞의 책 p.66.

6) Hayek, F. A.: “The Maintenance of Capital,” *Economica* n.s. Vol. II 1935, Reprinted in *Profits, Interest and Investment and Other Essays*(Hayek, F. A. ed.), Routledge & Kegan Paul 1939 pp.83-134.

…… 기존 非恒久的 資源의 貯量이 相異한 時點에서 所得에 대한 기여를 위해 사용되어질 수 있는 代案의 方法들(alternative ways)에 의해서만 더 정확히 묘사되어질 수 있다.”⁷⁾ 또한 “우리가 필요로 하는 技術側面에서의 與件은 …… 주어진 資源으로부터 획득되어질 수 있는 모든 相異한 所得흐름의 나열이며, 그리고 이런 소득흐름이 특정자원의 용도를 변경함으로써 영향을 받게 되는 방법들의 완전한 나열이다.”⁸⁾ 이런 관점에서 資本供給은 존재하고 있는 非恒久的의 資源의 內容의 단순한 나열이기 때문에 그 자체로는 의미가 적다고 하겠으나, 이것을 보다 경제적 분석에 맞게 정의한다면 非恒久的의 資源을 구성하는 각각의 구성요소들이 恒久的의 資源 또는 다른 非恒久的의 資源과 결합하는 경우에 상이한 시점에서 어떤 소득흐름을 산출하는가의 형태로 표현할 수 있다. 그러나 자본저량을 소득흐름의 나열로 표현되는 경우에 단 하나의 소득흐름만 존재하는 것이 아니라, 非恒久的의 資源을 恒久的의 資源 또는 非恒久的의 資源과 결합하는 방법에 따라 상이한 소득흐름이 창출될 수 있음을 유의해야 한다.

그러면 현재 존재하는 모든 非恒久的의 資源이 자본으로 간주되어 지느냐하는 문제와 자본저량은 與件인가하는 문제가 제기된다. 우선 첫째로 현재 존재하는 모든 非恒久的의 資源은 자본으로 간주되어질 수 없다. 주어진 조건(특히 주어진 이자율)하에서 그 자원이 얼마만큼 소득창출에 기여하느냐에 따라 자본으로 간주되어질 수 있는 상대적 비중이 결정된다. 만약에 주어진 경제적·기술적 조건하에서 소득흐름에 전혀 기여하지 못하면 자본으로 간주할 수 없다. 둘째로 자본저량은 여건인가하는 문제이다. 資本貯量이 명확한 크기를 갖고 時間이 경과하더라도 不變이라하면 與件이 될 수 있으나, 자본을 구성하는 각 항목의 상대가격은 일반적으로 시간이 경과함에 따라 변동할 수 있기 때문에 동일한 資本貯量이라고 하더라도 상대가격이 달라지면 그 크기가 상이할 수 있다. 따라서 資本貯量 또는 資本供給은 주어진 與件이 아니며, 經濟內的 內生變數에 의해 결정되어지는 하나의 內生變數에 불과하다.⁹⁾

1950~60년대에 資本計測과 연관된 資本論爭이 있었다. 재화의 가치를 投入된 勞動量과 利子の 合計로 간주하고, 利率과 獨立的인 價値測定方法을 제시하려는 시도였다. 물론 결과는 利率과 獨立的인 價値測定方法이 제시되지 못하였고 資本逆說(capital paradox)이라는 현상을 재확인하는 것에 그쳤다.¹⁰⁾ 이것은 資本을 測定함에 있어서 不變尺度(標準商品)를 제시한 「스라파」의 方法論¹¹⁾이 부적절하였다기 보다는 재화의 가치가 利率에 獨立的인 될 수 없었기 때문이었다.

7) Hayek, F. A.; *The Pure Theory of Capital*, 1941 p.147.

8) 앞의 책 p.148.

9) 앞의 책 pp.191-9.

10) Harcourt, G. C.; *Some Cambridge Controversies in the Theory of Capital*, Cambridge University Press 1972 참조.

11) Sraffa, P.; *Production of Commodities by Means of Commodities*, Cambridge University Press 1960 참조.

IV. 利率決定理論

利率은 貸付資金에 대한 報酬率을 의미하며, 보편적으로 貸借關係에 적용되는 貨幣利率로 간주된다. 그러나 앞부분에서 다루게 될 利率은 貨幣利率과는 상이한 實物利率 또는 自然利率을 말하며, 보편적인 용어로 投資의 限界價値生産物에 관한 것이다. 그리고 貨幣利率의 決定에 관한 내용은 마지막 절에서 다루어진다.

1. 均衡利率의 定義

우선 投資의 均衡條件을 살펴보면, 주어진 非恒久的 資源으로부터 最大의 일정한 產出을 달성시키기 위한 條件은 어떤 한 순간부터 다음 순간까지의 投入物의 投資에 기인한 生産物의 增加가 이 특정기간동안 투자되어진 모든 投入物 單位에 대해서 동일하여야 한다. 여기에서 “增加가 동일하여야 된다”는 것은 實物單位(physical terms)로 측정된 증가가 모든 상이한 투입물의 限界單位에 대해서 필연적으로 동일하여야 한다는 것이 아니라, 價値單位(value terms)로서의 증가가 모든 상이한 투입물의 한계단위에 대해서 동일하여야 함을 의미한다.¹⁾ 따라서 利率은 실물단위로 측정하는 것이 아니라 항상 가치단위로 측정됨을 유의해야 한다.

投入物의 投入에 의해 결과되는 利率은 比率(ratio)로 표현된 時間率(time rate)이기 때문에, 利率은 “投資期間의 주어진 延長에 기인한 生産物의 絶對的 增加를 生産物의 量으로 나눈 것이다.”²⁾ 이것이 바로 投資의 限界生産力(marginal productivity of an investment)이다.³⁾

위에서 인용된 利率은 투자의 한계생산력으로서 실물단위로 측정된 것임을 유의해야 한다. 여기에서는 생산물의 증가에도 불구하고 재화간의 상대가격이 변하지 않는 경우를 가정하고 있다. 따라서 생산물의 증가에 기인한 상대가격의 변화는 利率에 영향을 주게 된다. 결국 利率은 실물적인 측면의 투자의 한계생산력에 의해서도 영향을 받을 뿐만 아니라 재화의 상대가격에 의해서도 영향을 받게 된다. 이점에 대해서는 節을 바꿔서 설명하겠다.

1) Hayek, F.A.: *The Pure Theory of Capital*, 1941. p.170.

2) 앞의 책 p.177.

3) 앞의 책 p.179.

2. 投資의 限界價値生産物의 測定

投資의 報酬率을 測定함에는 첫째 點投入-點產出(point input-point output)과 繼續的 投入-點產出(continuous input-point output)의 경우와 둘째 點投入-繼續的 產出(point input-continuous output)과 繼續的 投入-繼續的 產出(continuous input-continuous output)의 경우가 각각 다르다.

우선 첫째의 경우를 고려하자. 물론 생산함수가 알려져 있고, 함수 자체가 미분가능하도록 계속적이라고 가정한다. 생산함수가 점투입-점산출인 아주 단순한 경우에는 투입물의 투자기간의 연장에 의해 생산물증가가 얼마이고, 상대가격이 어떻게 변하느냐에 의해 투자의 한계 가치생산물이 쉽게 정의되어질 수 있다. 반면에 계속적 투입-점산출인 경우에는 용이하지 않다. 이 경우에 투입물 한 단위의 투자로부터 발생하는 보수는 그 투입물 한 단위의 투자기간의 함수로서 자주할 수 없다. 왜냐하면 첫째로 투자의 결과로 時間別 生産物의 量이 변하면 상대가격이 변하기 때문이며, 둘째로 技術的 補完性에 의해 그 투입물과 결합하는 다른 모든 상이한 투입물의 투자기간에도 영향을 주기 때문이다.⁴⁾ 다시 말하면 투자기간의 연장을 제약하는 요인은, 투입물 한 단위의 투자기간 연장이 초기 생산물의 흐름을 감소시키고 그에 따라 초기에 생산되는 생산물의 상대가격을 상승시킴으로서, 더 빨리 생산할 수 있는 투자기회(이것은 생산기간의 단축화를 의미한다)가 더 유리하게 된다는 점이다. 또한 어떤 투입물 한 단위의 투자기간 연장은 그것과 결합하는 다른 투입물의 투자기간 연장이 불가피하게 된다. 결과적으로 총소득 흐름이나 각 구성요소의 상대가격은 사용되는 모든 투입물 단위의 투자기간에 의존한다.

따라서 「하이에크」의 투자의 생산성에 관한 견해에 따르면 “특정 투입물 한 단위의 기인한 寄與(즉 限界生産物)는 우선 그 투입단위를 특정용도에서 벗어나게 하고 다른 모든 투입물의 용도를 그대로 둔채 그 투입물을 약간 더 오랫동안 생산물을 생산하는 방법에 적용시킬 경우에 나타나는 효과를 관찰하고 비교함으로써 결정되어질 수 있다.”⁵⁾ 즉 특정 투입물의 용도를 약간 변경시키면서 투자기간을 미세하게 연장시키고, 반면에 다른 모든 투입물의 용도를 불변으로 한 상태에서, 그 효과를 비교함으로써 특정 투입물의 투자기간 연장에 기인한 생산물의 증가를 결정할 수 있다는 것이다. 물론 생산물의 미세한 증가는 상대가격에 영향을 주지 않음을 상정하고 있다.

생산함수가 가변적이 아닌 고정계수인 경우를 포함한 두번째 경우에는 限界概念의 적용이 어렵기 때문에 歸屬(imputation)에 의해 문제를 해결한다. 우선 첫째로 투입물간의 결합비율이 고정된 경우를 고려하자. 이때의 균형조건은 生産物의 總價値가 投入物의 價値에 투자기간동안의 주어진 이자율에서의 각 투입물 단위에 대한 利子를 含산한 것과 같아야 함을 필요로 한다.

4) 앞의 책 pp.187-8.

5) 앞의 책 p.188.

投入物의 價値와 利子の 合계가 生産物의 總價値와 같아질 수 있는 단 하나의 방법은 投入物의 總量을 변동시킨으로서 나타나는 生産物 總量의 變化에 의해 가능하게 된다. 관계되는 생산부문에 있어 이런 생산물의 증가는 두가지 효과를 가질 것이다. 즉 그것은 생산물 한 단위의 가치를 감소시키며, 또한 그 투입물 한 단위가 다른 용도에서 갖는 가치(즉 投入物의 機會費用)를 증가시킬 것이다. 따라서 생산되는 총량을 변동시킨으로서 투입물의 총가치와 생산물의 총가치간의 요망되는 비율이 달성되어진다. 이때에 생산물의 가치는 모든 투입물 단위의 가치와 각 투자기간에 대한 이자를 충분히 보상하게 되며, 균형이 이루어지게 된다.⁶⁾

그리고 점투입-계속적 산출인 耐久財인 경우에 균형은 적정기간동안 경제에서 적용되는 이자율로 할인한 산출흐름의 합계가 투자된 투입물의 총가치와 같아야 함을 필요로 한다. 그리고 투자된 투입물의 총가치와 산출흐름간의 필요한 관계는 총산출량을 변화시킨에 의해서 달성되어질 수 있다.⁷⁾ 한편 계속적 투입-계속적 산출의 경우에는 특정 투입물이 얼마만큼의 산출물을 생산하는지를 명확하게 이야기 할 수 없기 때문에, 가능하다면 일정한 투입물의 투입에 기인한 산출물의 변화를 연계시킨에 의해서 투입물의 생산성을 찾아 볼 수 있다.⁸⁾

앞의 주장을 요약하면, 투자에 기인한 보수를 측정함에는 생산함수 형태에 따라 상이할 수 있으나 기본적으로는 투입물의 증가 또는 투자기간의 연장에 따른 限界生産力의 측정이 이루어져야 하고, 또한 생산량의 변동에 기인한 생산물의 상대가격과 투입물의 상대가격의 변화를 감안하여야 한다. 다시 말하면 생산방법이 고정계수이든 가변적이든 간에 어떤 투입물의 고용이 보다 유리하게끔 되려면 그 투입에 따른 限界價値生産物(marginal value product)이 다른 생산부문에서의 그것보다 크거나 또는 같아야 함을 의미한다.⁹⁾ 여기에서 투입 한단위의 한계가치생산물은 가변적인 생산함수인 경우에 한계생산물에 상대가격을 곱하여 줌으로써 얻을 수 있으며,¹⁰⁾ 고정계수 생산함수인 경우에는 생산물의 量의 變動(이것은 투입물의 量의 變動을 의미한다)에 의해서 귀속문제로 해결한다.

6) 앞의 책 pp.204-5. 여기에서의 이자율은 생산물의 크기와 결코 독립적이지 아니며, 특정 산업에서의 이자율(또는 이윤율)이 다른 산업에서 나타나는 이자율과 일치하여야 한다는 조건은 이 특정 산업의 생산규모변화가 다른 산업의 이자율에 영향을 줄 수 있음을 암시한다. 이런 관점에서 본다면 여기에서의 균형조건은 일반균형조건이 된다.

7) 앞의 책 p.207. 단 여기에서 耐久財를 생산하는데 시간이 소요되지 않는다고 가정하고, 단순화를 위해 耐久消費者財를 고찰하고 있다.

8) 앞의 책 p.212.

9) 앞의 책 p.206.

10) 여기에서의 투입 한 단위는 엄격한 의미에서 가치로 측정되어진 貨幣 한 單位를 의미한다.

3. 投資의 限界生産力과 時間選好率¹¹⁾의 相對的 重要性

기호가 불변인 靜態的 均衡狀態에서는 단 하나의 時間選好率¹¹⁾이 존재한다. 이런 유일한 時間選好率은 貯蓄과 投資가 없는 상태 즉 현재의 소득과 미래의 소득이 영원히 동일한 상태에서서만 성립된다.¹²⁾

그러나 기호가 불변이라고 하더라도, 貯蓄의 결과로 인하여 資本蓄積이 이루어진다면 소득이 증가할 것이고, 이런 소득의 증가는 相對價格(현재재화간의 상대가격 뿐만 아니라 현재재화와 미래재화간의 상대가격도 포함한다)에도 영향을 주게 된다.¹³⁾ 이때에 소비자의 균형점인 재화간의 한계대체율은 재화에 따라 그리고 소비자에 따라 달라질 것이며, 또한 미래재화와 현재재화간의 時間選好率도 재화와 소비자에 따라 상이할 수 있다.¹⁴⁾ 다시 말하면 비록 상대가격이 특정 시점에서 불변인 異時的 均衡狀態에서도 資本蓄積의 결과로 소득이 증가함에 따라 時間選好率¹¹⁾이 변할 수 있으며, 결과적으로 상대가격이 변하고 異時的 均衡은 지속되어질 수 없다.

投資의 利率 즉 投資의 限界價値生産物을 결정하는데 있어서 투자의 限界生産力과 時間選好率¹¹⁾중에서 어느 것이 더 중요하냐는 財貨의 價格決定에서 需要와 生産費用중 어느 것에 의해 결정되느냐와 연관된 「마샬」의 “가위의 양날”의 논리와 유사하다. 「마샬」은 “일반적으로 우리가 고려하는 기간이 더 짧으면, 수요가 價値(가격)에 미치는 영향에 주어지는 우리의 관심도 더 커지고 그리고 기간이 더 길어지면, 가치에 대한 생산비용의 영향은 더 중요하게 될 것이다”라고 결론지으면서도, 수요의 영향을 적절히 설명하기만 한다면 수요의 영향을 무시하고 생산비용에 의해 가격이 결정되어진다고 하는 이론은 타당성을 갖는다고 보았다.¹⁵⁾

「하이에크」는 「마샬」의 견해를 받아들이며, 利率의 결정에 時間選好率¹¹⁾의 중요성을 무시하지는 않았지만, 그러나 時間選好率¹¹⁾이 상대가격에 영향을 주고 이것이 투자의 한계생산력에 간접적으로 영향을 준다고 보고서, 이자율의 결정에서 지배적인 요인은 투자의 한계생산력이라고 주장한다.¹⁶⁾

11) 여기에서 時間選好率의 水準(‘the’ rate of time preference)은 어떤 사람이 미래소득의 일정한 追加에 대한 보수로서 현재소득의 일정액을 포기하는 것에 대해 무차별하게 하는 率을 말한다. 앞의 책 p.235.

12) 앞의 책 p.413.

13) 기호가 불변이라는 가정은 현재재화와 미래재화에 대한 소비자의 무차별곡선이 변하지 않음을 의미하며, 자본축적의 결과로 소득수준이 달라지면 소비자의 균형점 즉 時間選好率¹¹⁾이 변할 수 있음을 의미한다. 앞의 책 p.219.

14) 앞의 책 pp.241-4.

15) Marshall, A.; *Principles of Economics*, MacMillan & Co., 8th ed. 1920, 1959 p.291.

16) Hayek, F. A.; *The Pure Theory of Capital*, 1941 p.413. 앞에서 상대가격을 불변으로 놓고 투자의 한계생산력에 의해 투자의 한계가치생산물(또는 균형이자율)을 측정하는 것은 바로 이런 견해에 기초하고 있다.

4. 投資의 限界價値生産物의 遞增可能性

資本財 數量的 增加는 필연적으로 追加的 投資로부터 기대되는 보수(投資의 限界價値生産物)를 감소시키게 한다는 가설이 분명한 것처럼 보이게 한다. 그러나 단순한 자본재 수량의 증가만으로는 이런 문제를 논의함은 부당하다. 경제내에서 자본축적의 결과로 얼마만큼의 자본재가 생산되고, 또한 투자가 어떤 형태로 이루어지고 있는가를 먼저 고찰함으로써, 투자증가에 따른 투자의 보수의 크기를 이야기 할 수 있다. 다시 말하면 생산되어진 자본재의 貯量 뿐만 아니라 생산되어진 資本財의 種類(또는 현재 투자가 행해지는 특수한 형태)도 投資可能한 基金(investible fund)에 대한 수요에 영향을 주며, 그리고 자본재 생산량의 增加는 종종 투자 가능한 기금에 대한 미래수요를 낮추기 보다는 오히려 더 증대시킬 가능성이 있다. 즉 생산되어지는 자본재의 종류에 따라서는 자본재 생산량의 증가가 투자의 이자율 또는 투자의 보수율을 감소시키기 보다는 오히려 증대시킬 가능성이 존재다.¹⁷⁾

일반적으로 동일한 종류의 자본재 생산을 위한 투자의 경우에 투자가 증대함에 따라 자본재로부터의 限界生産力이 체감하고 또한 자본재로부터 생산되는 생산물의 상대가격이 하락하므로 投資의 限界價値生産物은 체감하게 된다. 기존의 이론들은 거의 모두가 이런 논리에 기초하고 있으며, [케인즈]의 資本의 限界効率도 바로 이런 개념에 기초하고 있다.¹⁸⁾

그러나 만약에 투자에 의해 모든 생산과정을 완성시키지 못하는 경우 즉 전체 생산과정중에서 일부분에 대해서만 투자가 이루어진다면, 생산과정의 완성을 위해서는 기존의 투자에 추가하여 새로운 투자가 계속되어야 한다. 일반적으로 특정한 투자는, 그 투자가 행하여진 후에도 새로운 투자가 추가적으로 계속 이루어질 것이라 기대하에서 행하여진다. 그러나 이자율 상승과 같은 투자조건이 바뀐다고 하더라도 기존의 투자가 존재하는 한 새로운 투자가 계속되어질 가능성이 항상 존재한다. 왜냐하면 만약에 기존에 수행된 투자가 특정한 목적의 설비에 투자되어졌다면, 투자조건이 불리하여 이런 설비의 생산물가격은 하락하고 그에 따라 설비의 수익성(또는 總利潤)도 떨어질 가능성이 있기 때문에, 생산과정을 완성시키는데 아직도 필요한 추가적인 새로운 투자의 수익성에는 전혀 영향을 주지 않거나 또는 오히려 수익성을 상승시킬 수도 있게 된다. 즉 과거의 투자가 이루어질 당시에는 특정한 자본설비에 대한 투자가 유리하기 때문에 그런 자본재가 생산되었지만, 이자율의 상승과 같은 투자조건이 불리한 상황에

17) Hayek, F. A.: "Investment that Raises the Demand for Capital," *Review of Economic Statistics* 1937, Reprinted in *Profits, Interest and Investment and Other Essays* (Hayek, F. A., ed.) 1930 p. 74.

18) Keynes, J.M.: *The General Theory of Employment, Interest and Money*, MacMillan St. Martin's Press 1936 pp.135-46. 자본의 한계효율은 투자의 한계생산력과는 상이하고, 예상수익에 기초한 割引率이기 때문에 미래에 대한 기대와 연관된다. 그러나 문제는 자본재를 동질적인 것으로 간주한다는 점이다. 즉, 자본을 실물단위로 측정함에는 어려움이 있음을 암묵적으로 제시하는 경우를 제외한다면 자본재의 종류에 관한 언급은 없다.(p.138).

서도 資本設備의 時間的 不可逆性 (the irreversibility of time)¹⁹⁾ 때문에 그런 자본설비를 이용하지 않을 수 없게 된다. 따라서 그런 자본재의 사용에서 발생하는 可變費用 (operating cost) 이상의 판매수입이 존재한다면, 그런 자본재의 사용은 유리하게 된다. 다시 말하면 경제상황이 달라진 상태에서는 그런 자본재의 생산물의 상대가격은 하락하게 될 것이고, 이런 자본재의 생산물을 이용하는 다음 생산단계의 새로운 생산설비 (또는 이런 설비에 대한 새로운 투자)의 수익성은 상대적으로 높아지게 된다. 따라서 생산과정의 迂迴度가 긴 경우에, 이미 존재하고 있는 자본설비를 이용하는데 필요한 투자액(새로이 投資되어야 할 金額)에 비하여 이미 투자된 투자액이 더 크면 클수록, 생산과정을 완성시키는데 필요한 투자의 이자부담은 더 커져도 신규투자는 가능하게 된다.²⁰⁾

이상을 요약하면 다음과 같다. 생산과정이 길고 투자가 각 단계에서 점진적으로 이루어져야 할 경우에, 최초의 조건에서 투자가 계속 수행되고 있을 때, 어떤 요인에 의해 투자조건이 불리하여 진다면 중간단계에서의 새로운 투자는 상대가격의 변동으로 오히려 더욱 유리하게 될 가능성이 존재한다. 따라서 생산과정이 완성되어감에 따라 나중단계에서의 投資의 限界價値生産物은 상황에 따라선 상승할 수도 있다. 그러나 여기에서의 投資의 限界價値生産物의 체증현상은 경제적 여건이 변하는 경우를 가정하고 있음에 유의하여야 한다.

5. 貨幣利率의 決定

지금까지는 投資의 收益性에 관해 논의했다. 그때의 利率은 投資의 限界價値生産物을 의미한다. 여기에서 논의되는 利率은 貸付資金에 대한 報酬率을 의미한다. 그러면 貸付資金에 대한 報酬率은 무엇에 의해 결정되는가? 이 문제에 대해서 「하이에크」는 단기와 장기로 나누어서 고찰하고 있으며, 특히 「케인즈」의 流動性選好說의 문제점을 지적하고 있다.²¹⁾

19) Wicksell, K.; *Lectures on Political Economy* vol. I, Routledge & Kegan Paul 1934 pp.186-7. 순환자본을 고정자본으로 전환시킴으로서 고정자본재의 수량을 증가시키는 것은 항상 가능하지만 (단 유리한 경우에), 반면에 고정자본을 순환자본으로 전환하는 것은 거의 불가능하다. 즉 逆의 轉換은 거의 불가능하다. 이것은 資本의 可動性 (mobility)의 문제이다. Hayek, F. A.: *The Pure Theory of Capital*, 1941 pp.326-8. 또는 p.345.

20) 앞에서 인용된 Hayek의 1937년 논문 p.76.

21) 「케인즈」의 一般理論 (1936)이 발간되기 전에는 「하이에크」의 貨幣利率에 관한 논의는 매우 간단하다. 貨幣利率 특히 貸付利率은 貨幣 側面에서 단기적으로 銀行의 流動性 (banking liquidity)에 의해 결정되어진다고 보았고 (Hayek, F. A.; *Monetary Theory and the Trade Cycle*, 1933 pp.179-80), 반면에 실물적인 側面에서 경제주체들의 소득중에서 소비되지 않은 저축 (이것은 채무자와 순투자에 이용가능하다) 즉 自由스런 資本 (free capital)의 크기에 의해 均衡利率이 결정된다고 보았다. (앞의 책 p.208) 따라서 信用創造에 의해 투자에 이용 가능한 架空的 資本 (fictitious Capital)이 창출된다면 貨幣利率水準이 자유스런 자본에 의해 결정되는 均衡利率 이하의 水準에 있게 되고, 이런 결과로 인하여 強制貯蓄과 景氣變動이 발생한다고 보았다. (앞의 책 p.221, *Prices and Production*, 1935 p.101, *Profits, Interest and Investment and Other Essays*, 1939 p.192).

(1) 短期利率의 決定

우선 화폐이자율 결정에서의 단기적인 요인을 살펴보자. 「하이에크」는 화폐이자율이 화폐공급량과 유동성선호에 의해서만 결정된다는 주장은 화폐에 대한 수요가 유동성선호(특히 投機的動機로서의 遊休殘高에 대한 需要)에만 기인한다는 잘못된 견해에 기초하고 있다고 수상한다.²²⁾ 만약에 화폐수요를 결정하는 요인들은 모두 포함시키도록 유동성선호 함수를 정의한다면 커다란 오류를 범하지 않게 되며, 이자율은 화폐량과 유동성선호에 의해 결정된다는 결론을 도출할 수 있다. 그러나 이런 형태의 결론은 화폐수요를 결정하는 매우 중요한 요인들에 대해서 아무런 언급없이 화폐공급과 수요에 의해 이자율이 결정된다고 말하는 것에 불과하다.²³⁾

단기적으로 화폐수요를 결정하는 중요한 요인중에 투자의 한계생산력(단기적으로 가격이 변하지 않으므로 한계가치생산력과 대응된다)과 투기적 동기인 유동성선호가 있다. 그런데 저축과 투자에 의해 이자율이 결정된다는 주장과 연관된 前者(投資의 限界生産力)에 배타적인 중요성을 부여한 주장이 古典學派의 利率理論이며, 後者(流動性選好)에 배타적인 중요성을 부여한 주장이 케인즈의 유동성선호설이다. 전자에 따르면 모든 화폐잔고가 活動的 殘高(active balance)²⁴⁾ 즉 거래적 목적만으로 이용된다면 화폐수요함수는 이자율에 대해 완전히 탄력적이지 되고, 이자율은 투자의 한계생산력에 의해 결정된다고 볼 수 있다. 반면에 화폐수요가 이자율에 대해 완전히 탄력적인 경우 즉 「케인지안」의 견해로는 유동성함수에 해당되는 경우에는 이자율은 완전히 유동성선호함수에 의해 결정되어진다.²⁵⁾ 그러나 이와같이 극단적인 경우를 제외한다면 화폐이자율은 단기적으로 화폐량과 유동성선호 및 투자의 한계생산력에 의해 결정되어진다. 예컨대 어떤 이자율 수준에서 기술진보에 의해 투자의 한계생산력이 상승한 경우에, 화폐수요가 이자율에 대해 완전히 비탄력적이라면 모든 화폐가 活動的 殘高로 이용되고 있으므로 유리한 투자에 이용될 遊休殘高(idle balance)가 존재하지 않게 됨으로서, 투자의 한계생산력의 상승에 해당되는 것 만큼 이자율이 상승한다. 반면에 화폐수요가 이자율에 대해 완전히 탄력적인 경우에는 동일한 이자율 수준에서 투자에 필요한 자금을 遊休殘高에서 活動的 殘高로 전환시킬 것으로서 충족되어지기 때문에 투자의 한계생산력 상승은 이자율에 아무런 영향을 주지 않으면서 투자를 증가시킬 수 있다. 그러나 양극단의 중간인 경우에는 투자에 필요한 자금을 遊休殘高에서 活動的 殘高로 전환시키는 것은 가능하지만, 그런 전환을 가능하게 하려면 이자율의 상승이 불가피하다. 그러나 이자율의 상승은 투자의 한계생산력의 상승보다는 적다.

22) Hayek, F.A.: *The Pure Theory of Capital*, 1941 p.361.

23) 앞의 책 pp.361-2.

24) 活動的 殘高가 투자수요곡선(투자의 한계생산력)에 의존한다는 주장은 투자와 관련하여 기업가에게 의해 보유되는 貨幣量과 그 투자의 결과로 나타나는 소득수령자에 의해 보유되는 貨幣量의 합계 즉 거래적 總貨幣需要가 투자의 크기에 비례한다는 암묵적 가정에 기초하고 있다. 앞의 책 p.367.

25) 앞의 책 p.363의 그림 참조.

「하이에크」가 유동성선호(투기적 화폐수요)와 投資目的에 필요한 화폐수요를 진정한 의미의 화폐수요로 간주한 것은 바로 貨幣需要의 自發的인 側面을 부각시킨 것이라 할 수 있다. 「히스」가 주장한 것처럼, 去來目的을 위해서 어쩔수 없이 화폐를 보유하게 되는 경향을 화폐수요로 보지 않는 견해²⁶⁾는 「하이에크」의 화폐수요에 대한 견해와 일맥상통한다. 물론 순수한 거래목적에 필요한 화폐수요(「히스」의 견해로는 非自發的 貨幣需要)는 소득의 함수로 표현될 수 있으며, 소득변화의 결과로 장기이자율에 영향을 줄 수 있다. 그러나 「하이에크」는 「케인즈」의 거래적 동기에 의한 화폐수요를 자발적 화폐수요와 비자발적 화폐수요로 나누었다. 즉 기업가에 의해 보유되는 화폐수요는 投資目的에 필요한 자발적 화폐수요로 보았으며, 반면에 소득수령자에 의해 보유되는 화폐수요는 순수한 거래적 목적에 필요한 비자발적 화폐수요로 보았다.

이런 관점에서 본다면 「하이에크」는 화폐수요함수에서 화폐적 현상(투기적 화폐수요)과 생산활동을 동시에 고려한다. 즉 「하이에크」는 화폐수요의 결정에서 투자활동과 생산구조의 변동²⁷⁾이 중요한 설명요소라고 생각하고 있는데, 이런 견해는 恒久的·非恒久的의 資源의 追加的利用으로 定義되는 광의의 投資概念²⁸⁾에 기초하고 있다. 따라서 어떤 外生的 要因에 의해 企業家의 計劃이 변하게 되고 이에 따라 投資가 變動하게 된다면, 기업가의 자발적 화폐수요가 변동하게 되고 결과적으로 단기이자율에도 영향을 주게 된다. 또한 투자의 변동은 소득수령자의 소득을 변화시키고 이것은 다시 소비에 영향을 줌으로 생산구조에 영향을 주게 되는데, 이런 문제는 장기이자율결정에서 논의될 것이다. 반면에 「케인즈」의 견해로는 投資의 變動 그 자체는 유동성선호(투기적 화폐수요)나 거래적 화폐수요에 당장 영향을 주지 않으며, 단지 투자 변동의 결과로 소득이 변하였을 때 장기이자율수준에 영향을 준다고 보았다.

(2) 長期利率의 決定

「하이에크」는 投資의 限界價値生産物의 變動이 長期利率의 決定에 매우 중요한 역할을 한다는 점을 보여주기 위하여 어떤 外生的 要因의 變動(예컨대 기술진보등)으로 투자가 증가하는 경우를 고찰하고 있다. 이런 투자의 증가는 생산요소의 소득을 증가시키고, 소득증가는 또한 소비자에게 대한 수요를 증가시키며 나아가서는 다시 투자에 영향을 주게 된다. 「하이에크」

26) Hicks, J.; *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford University Press 1967 pp.14-16. 去來的 貨幣需要는 去來量과 去來패턴에 의존하는 것이지 個個人의 意思決定과는 무관하다는 側面에서 非自發的 貨幣需要라고 주장하고, 貨幣需要理論에서 중요한 것은 경제주체의 의사결정에 의해 결정되어지는 自發的 貨幣需要라고 주장한다.

27) 投資活動의 變動에 따른 生産構造의 變動은 長期利率에 영향을 준다. 이 문제는 다음의 長期利率 決定을 참조할 것.

28) 앞에서 논의된 投資의 定義(Ⅲ. 2)를 참조할 것. 여기에서는 生産活動의 變動이 바로 投資活動이 된다.

는 어떤 外生的 要因의 變動이 반드시 상대가격의 변화를 유발함으로써 이것이 利率에 영향을 주고 있음을 보이려 했다. 여기에서는 완전고용상태를 가정한다.²⁹⁾

이자율에 미치는 효과는 나중에 분석하고, 우선 消費者財의 需要變化가 投資需要曲線에 미치는 효과를 먼저 살펴보자. 어떤 이유에 의하든 투자가 증가하면 소비자의 소득이 증가할 것이고, 이런 소비자의 소득증가는 소비자재에 대한 수요증가와 함께 소비자재의 가격을 상승시킨다. 소비자재의 가격상승은 생산요소의 소득을 최종소비자재로 평가할 때 실질적인 생산요소소득의 감소를 의미한다. 더욱이 완전고용상태에서는 투자를 위하여 과거의 소비자재 생산에 투입되었던 자원이 새로운 투자에 이용됨에 따라 소비자재의 생산감소를 의미한다. 따라서 자발적으로 소비수요를 감소시키고 저축을 증대시키지 않은한 최종소비자재로 측정된 생산요소의 가격은 하락하게 된다.

이때에 만약 생산요소의 가격이 불변이거나 또는 소비자재의 가격상승보다 낮다면,³⁰⁾ 소비자재의 가격상승은 상대가격을 변동시킴으로써 빠른 시일내에 최종소비자재를 생산하는 투입물의 한계가치생산분을 상승시킨다. 이 경우에 懷妊期間이 긴 투자에 비하여 상대적으로 懷妊期間이 짧은 투자가 더욱 유리하게 된다.³¹⁾ 즉 투입물의 懷妊期間이 긴(투자의 한계생산력이 높은) 용도에서 懷妊期間이 짧은(투자의 한계생산력이 낮은) 용도로의 用途轉換이 발생하며, 모든 투입물의 한계생산력곡선이 좌측으로 이동한다. 그런데 이런 逆說的 現象은 타당하다. 왜냐하면 이런 전환이 이루어지면, 비록 투입물의 한계생산력은 적어지더라도 동일한 투입물의 한계생산물의 가격은 상승하고, 반면에 투입물의 가격은 비례이하로 상승하거나 또는 불변이므로, 투입물의 한계가치생산물은 과거보다 높아지기 때문이다. 따라서 「하이에크」의 용어로는 덜 資本主義的 生産方法으로의 전환이 이루어진다.

소비자재의 가격상승이 투자에 미치는 효과는 投資需要曲線(investment demand schedule)을 통해 분석할 수 있다. <그림1>에서 투자의 한계가치생산물을 나타내는 투자수요곡선 a는 어떤 가격체제에서의 이자율과 실질투자수요간의 관계를 대변한다.³²⁾ 이때의 소비자재의 가격상승이 있게 되면 투자수요곡선이 b처럼 가파른 기울기를 갖는다. 왜냐하면 이것은 덜 資本主義的 生産方法으로의 轉移에 따른 한계생산력곡선의 좌측이동과 한계생산물의 가격상승에 기인하기 때문이다. 이때에 i_c 이상의 매우 높은 이자율수준을 제외한다면, 소비자재의 가격상승 후에 최종소비목적용 위해 필요한 투자량은 더 높은 이자율(i_1)에서는 과거보다 더 적어진다. 반

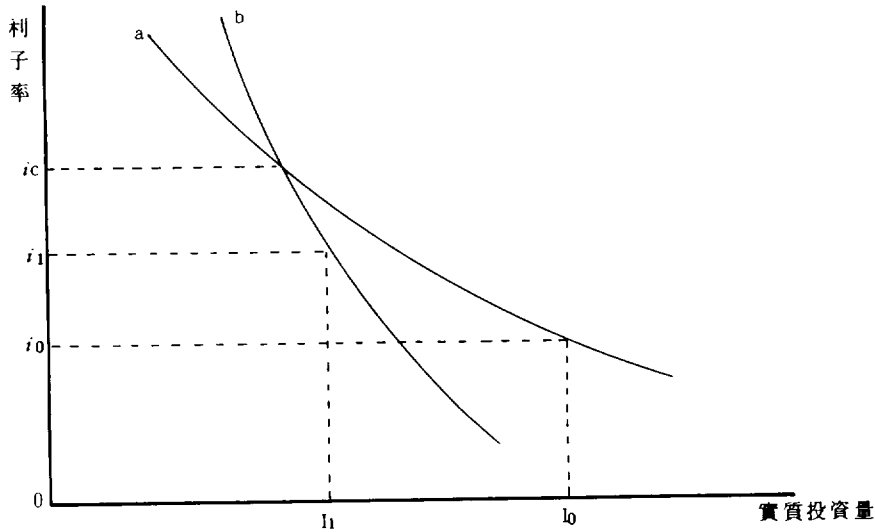
29) 유희자원이 존재할 때 투자증가가 이자율에 미치는 효과에 대해서는 Hayek, F.A.: *The Pure Theory of Capital*, 1941, pp.371-3을 참조할 것.

30) 처음 투자가 증가할 때에는 생산요소의 가격상승이 소비자재의 가격상승보다 더 빠를 수도 있으나, 조만간 그 현상은 逆轉된다.

31) 앞의 책 p.381의 註1) 또는 Hayek, F.A.: "Profits, Interest and Investment," in *Profits, Interest and Investment and Other Essays* 1936 pp.8-9 참조.

32) 여기에서의 투자수요곡선은 임의적으로 동질적 투자 또는 가격체제가 불변인 경우를 가정하고 그려졌다.

<그림 1>



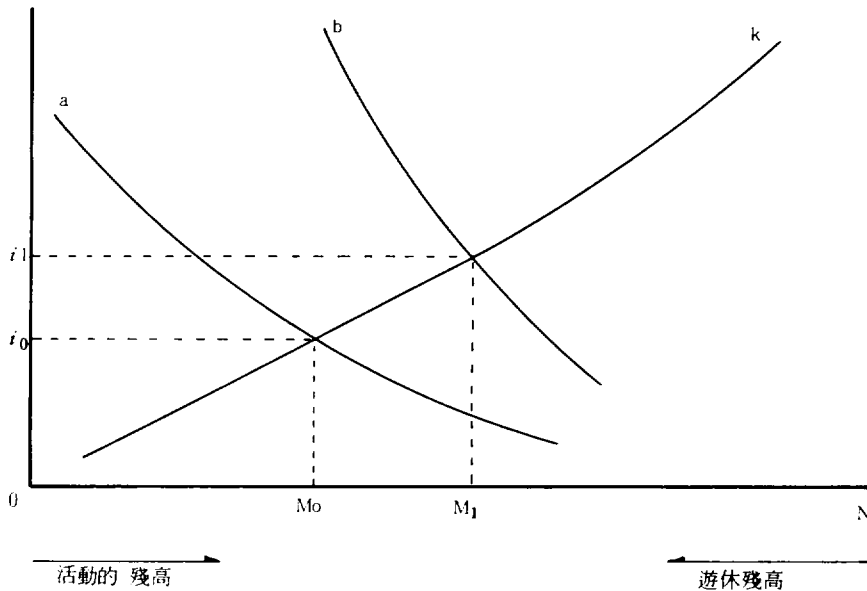
면에 소비자재 가격상승이전에 더 낮은 이자율(i_0)에서는 요구되는 투자량은 더 많아진다. 여기에서의 이런 변화를 이자율의 변동에 의해서는 설명할 수 없고, 수요변동에 따른 상대가격의 변동에 의해서 설명할 수 있다. 이상을 요약하면, “더 높은 이윤율(이자율)에서는 투자수요곡선의 기울기가 가파르므로 높은 이윤율에서의 주어진 한계이윤율(즉 투자의 한계가치생산물)은 산출 한 단위당 상대적으로 더 적은 투자에 의해 달성되어질 것이며, 반면에 더 낮은 이윤율에서는 투자수요곡선의 기울기가 완만하므로 낮은 수준의 한계이윤율은 산출 한 단위당 더욱 많은 투자에 의해서만 달성되어진다.”³³⁾

그러면 이런 투자수요곡선의 이동이 장기이자율에 미치는 영향을 살펴보자. 더 많은 수요가 존재하는 여러가지 투입물(생산구조의 단축화에 필요한 투입물)의 가격은 상승하기 때문에(실질) 투자수요곡선에 대응하는 貨幣的 投資需要曲線(monetary investment demand curve)은 그전에 비해 기울기가 가파라지면서 오른쪽으로 이동한다. 왜냐하면 수요가 증가한 투입물의 상대가격이 높아졌으므로 주어진 화폐량으로는 더 적은 실질투자가 대응하거나, 또는 주어진 한계가치생산물에 대응되는 어떤 실질투자량은 더 많은 화폐를 필요로 하기 때문이다.³⁴⁾ <그림 2>에서 만약 투자가능한 자금이 M_0 로 고정되어 있다면 화폐적 투자수요가 증가한 만큼 이자율이 급격히 상승하고, 실제 투자금액은 불변이면서 실질투자량은 감소한다. 반면에 투자가능한 자금이 유희잔고로부터 공급된다면, 화폐적 투자수요곡선의 이동과 유동성선호곡선의 기울기에 따라 이자율

33) Hayek, F.A.: *The Pure Theory of Capital*, 1941 p.389.

34) 앞의 책 pp.390-1.

<그림 2>



∴ a, b는 貨幣的投資需要曲線
k는 流動性選好曲線

의 상승정도가 결정되며, 또한 실질투자량도 앞의 경우와는 달리 크게 감소하지 않는다.³⁵⁾ 그러나 이런 투자의 결과로 투입물의 가격이 상승하므로, 소비자재에 대한 추가적 수요와 추가적 가격 상승을 유발한다. 이것은 다시 화폐적 투자수요곡선을 우측으로 이동시킨다.

그러면 최종적인 균형은 어디에서 달성되어질 것인가? 「하이에크」는 “消費의 時間的 配分에 관한 消費者의 意思決定이 消費者財의 時間別 生産·供給에 관한 企業家の 意思決定과 符合” 할 때를 異時的 均衡(intertemporal equilibrium)이라고 정의하고 있는데, 이것을 달리 표현하면 “貯蓄에 관한 消費者의 意思決定과 投資에 관한 企業家の 意思決定이 事前的으로 符合” 된다는 것을 의미한다.³⁶⁾ 이것이 바로 최종적인 균형이다.

부연하여 보면, 만약에 통화량이 불변인 경우를 가정한다면, 균형이 되기 위한 조건은, 소비자재의 가격 상승과 소비자재의 생산에 필요한 투입물의 가격 상승에 기인한 실질투자의 감소(소비자재 단위로 평가)가 이루어지면서 명목투자금액이 어떤 일정한 수준에 다다르고, 반면에 요소소득의 증가에 따른 저축의 증가가 이루어짐으로서, 저축과 투자가 일치할 때이다. 이런 균형상태에서는 소비자의 소비에 관한 의사결정과 기업가의 소비자재 생산에 관한 의사결정이 부합하는 경우이므로, 소비자재의 가격 상승은 더 이상 나타나지 않는다. 그러나 통화량이 계속 일정한 비율로 증가하는 경우에는 소비자재의 가격 상승에 비례하여 모든 재화의 가격이 상승함으로서, 상

35) 앞의 책 pp.391.

36) 앞의 책 pp.341-2 및 Hayek, F.A.: "The Maintenance of Capital," *Economica* 1935, Reprinted in *Profits, Interest and Investment and Other Essays* (Hayek, F. A. ed.) 1939 pp.122-9.

대가격에 아무런 영향을 주지 않는 상태를 균형이라고 할 수 있으며, 이때에도 역시 소비자의 소비에 관한 의사결정과 기업가의 소비자재 생산에 관한 의사결정이 부합하게 된다. 이와 같이 투자와 저축이 일치하는 상태에서의 이자율수준을 균형이자율이라 한다. 이때의 균형이자율이 화폐이자율과 동일할 때에, 생산구조에 아무런 영향도 주지 않으며 장기균형상태가 계속 될 수 있다.

이상을 요약하면, 장기화폐이자율수준은 화폐적 요인에 의해 결정된다고 볼 수 없으며,³⁷⁾ 어디까지나 저축과 투자라는 실물적 요인에 의해 결정되어지는 균형이자율수준에 의존한다. 특히 저축이 이자율을 직접 결정하는 것이 아니라, 저축이 投資可能한 基金 즉, 自由스런 資本 (free capital)에 영향을 주고, 이런 自由스런 資本이 다시 投資의 限界生産力과 相對價格에 영향을 줌으로서 최종적으로 投資의 限界價值生産物을 결정하고 이것에 의해 長期利率水準이 결정되어진다. 따라서 「하이에크」의 기본적 견해는 어디까지나 장기이자율 수준은 실물적 요인에 의해 결정되어진다는 점이다.

37) 「케인즈」는 이자율이 貨幣的 要因에 의해 결정되는 순수한 貨幣的 현상이라고 보았다. 「케인즈」의 貨幣需要는 “富所有者의 信賴와 期待狀態에 기인한 遊休需要, …… 企業家の 意思決定의 始作과 實行사이의 時差에 기인한 貨幣需要 및 民間의 所得受取와 處分사이의 時差와 企業가의 販賣收入과 費用支出사이의 時差에 기인한 貨幣需要” (Keynes, J. M.; “Mr. Keynes ‘Finance’, ” *Economic Journal* 1938, Reprinted in *The Collected Writings of John Maynard Keynes* vol. XIV p.230)의 세가지로 나누어지는데, 여기에서 두번째 貨幣需要가 調達動機 (finance motive)에 의한 貨幣需要로서 사전적 투자와 연관된다. 調達動機에 의한 화폐수요는 기업가가 투자에 관한 의사결정을 하고나서 그 투자를 실행하기 전까지 사전적 투자에 必要한 자금조달을 위한 貨幣需要를 말한다. 만약에 투자의 크기가 일정하다면, 과거투자의 결과로 회수된 자금이 사전적 투자에 必要한 回轉資金 (revolving fund)으로 공급되므로 조달동기에 의한 貨幣需要는 일정하다. (앞의 논문 p.230) 그러나 만약에 사전적 투자가 증가할 때에는 더 많은 조달자금 (finance)이 必要하므로 이자율에 영향을 줄 수 있으나 그 투자가 실행된 후에는 그런 수요도 소멸되므로, 조달동기에 의한 貨幣需要가 이자율에 미치는 영향은 잠정적이다. 따라서 궁극적으로 이자율을 결정하는 것은 첫째와 셋째 貨幣需要 및 貨幣供給量이며, 여기에서 이자율은 순수한 貨幣的 현상이라는 결론이 도출된다.

「케인즈」의 경우에 실물적 요인이 貨幣利率에 영향을 줄 경우는 (투자 또는 소비의 변동으로 인한) 소득의 변화를 통해서 세번째 貨幣需要에 영향을 줄 경우이며, 이것은 「하이에크」가 주장하는 바와 같이 투자가 이자율에 영향을 준다는 실물적 요인의 중요성과는 거리가 멀다.

V. 中立貨幣論과 均衡利子率의 多樣性

1. 中立貨幣論

「하이에크」는 물물교환경제에 화폐를 도입하면 상대가격과 생산구조를 왜곡시킴으로서 균형을 교란시키고, 균형이 일단 교란되면 새로운 균형으로의 수렴이 어렵다고 보았다. 그러나 「하이에크」는 균형상태를 이론분석의 출발점으로 보고 있기 때문에, 불균형상태의 분석은 균형이론의 기초위에서 이루어져야 한다고 보았다. 물론 화폐경제에서 균형이 존재하느냐에 대해서는 커다란 의구심을 갖지만, 그러나 화폐가 존재하는 경제를 분석하기 위해서는 화폐경제에서의 균형의 특성을 살펴볼 필요가 있는데 이런 관점에서 중립화폐론의 의의가 있다.

「하이에크」는 中立貨幣(neutral money)의 개념을 理論的 分析手段으로 이용하여야 하고, 貨幣政策의 規範으로 이용하지는 말아야 한다는 견해이다. 그에게 있어서 中立貨幣論의 目的은 화폐가 經濟的 過程(economic process)에 미치는 효과를 고립화하고서, 화폐경제에서의 경제학 과정과 특히 상대가격이 실물적 결정요인(여기에서 실물적이란 용어는 물물교환의 가정하에서 전개되는 균형이론과 연관된다)에 의해 영향을 받는 조건들을 찾아보고자 하는 것이다.¹⁾

화폐적 영향이 상대가격과 생산구조를 왜곡화시키지 않을 조건 즉 貨幣中立性의 條件은 ① 화폐의 흐름(유효통화량 MV)이 불변일 것, ② 모든 가격은 완전히 신축적일 것, 그리고 ③ 화폐단위로 장기계약을 맺을 때 미래의 가격움직임이 거의 정확하게 예측되어질 것 등이다.²⁾ 이런 세가지 조건이 충족된다면, 외생적 변화가 없을 경우에 화폐는 실물경제에 아무런 영향도 주지 않고, 실물적 수량과 상대가격은 실물적 요인에 의해 결정되어 진다.

“「하이에크」의 관점에서 화폐경제와 물물교환경제는 상이한데, 화폐경제는 결코 균형상태에 있을 수 없으며 그리고 실물경제는 결코(오랫동안) 균형에서 벗어나지 않는다.”³⁾는 짐을 감안한다면, 「하이에크」의 이론에서 화폐중립성은 理想的 狀態(ideal state)에 불과하다고 하겠다. 이때의 화폐중립성의 개념은 「왈라스」적 일반균형분석에 적합시키려는 의도에서 제시된 개념이라고 하겠다.

1) Hayek, F. A.: "On 'Neutral Money'," 1933, in *Money, Capital and Fluctuations* (translated by McCloughry, Roy), Routledge & Kegan Paul 1984 p.159.

2) 앞의 논문 p.161.

3) Desai, M.: "The Task of Monetary Theory: The Hayek-Sraffa Debate in a Modern Perspective," in *Advances in Economic Theory* (Baranzini, M. ed.), Basil Blackwell 1982 p.163.

2. 均衡利率의 多様性

「스라파」는 「하이에크」의 이론을 비판하면서, 「하이에크」가 주장하는 유일한 균형이자율의 존재를 부정하고 있다. 그에 따르면 “만약에 화폐가 존재하지 않고 貸付가 모든 재화의 형태로 이루어진다면, 균형을 충족시키는 유일한 이자율이 존재할런지 모르나, 그러나 어떤 특정 시점에서 균형이자율은 아니라고 하더라도 재화의 종류 만큼 많은 자연이자율이 존재할런지 모른다.”⁴⁾라는 주장을 하고 있는데, 이런 지적에 대해 「하이에크」는 “어떤 순간에 재화종류 만큼 많은 자연이자율이 있을런지 모르나, 그 이자율 모두가 균형이자율일런지 모른다.”⁵⁾라고 답변하고 있다. 그러면 하나의 화폐이자율에 다양한 균형이자율이 균형상태에서 대응되어야 하는 묘한 이야기가 성립된다.⁶⁾

그러나 이런 문제는 「하이에크」의 異時的 均衡의 概念과 利率決定理論을 명확히 이해한다면 납득이 가는 문제이다. 우선 화폐중립적 균형상태는 물물교환경제에서의 일반균형과 동일한 내용을 갖는다. 따라서 이런 경제에서는 이자율결정에서 중요한 時間選好率이 모든 사람에게 대해서 동일하고, 또한 소득과 상대가격이 불변인 상태이기 때문에, 시간선호율과 투자의 한계 가치생산물은 동일하게 되고 결과적으로 균형상태에서는 유일한 균형이자율이 존재할 수 있다. 반면에 異時的 均衡狀態에서는 完全한 豫想이 아니라 옳은 豫想(correct foresight)에 기초하여 경제주체가 의사결정을 할 뿐만 아니라, 저축과 투자가 이루어짐으로서 미래에는 소득수준이 변하므로 각 재화에 대한 時間選好率이 상이하게 될 수 있다 (비록 기호는 불변 즉 무차별곡선이 동일하더라도). 따라서 재화에 따라선 상이한 자연이자율 또는 自體利率(own rate of interest)⁷⁾이 나타날 수 있다.

4) Sraffa, P.; "Dr. Hayek on Money and Capital," *Economic Journal* 1932 p.49.

5) Hayek, F. A.; "Money and Capital: a Reply," *Economic Journal* 1932 p.245.

6) Sraffa, P.; "A Rejoinder," *Economic Journal* 1932 p.251.

7) 自體利率에 대해선 Keynes, J. M.: *The General Theory of Employment, Interest and Money* 1936 pp.222-44 참조.

Ⅵ. 結 論

「하이에크」의 경제분석은 항상 균형에서 출발하고 있으며, 이런 균형에 기초하여 현실분석을 시도하고 있는데, 그러나 그의 균형개념은 기존균형개념과는 상이한 異時的 均衡概念이다. 그의 모든 이론은 이런 異時的 均衡概念에 기초하고 있음을 유의해야 한다. 그의 논의를 요약하면 다음과 같다.

① 資本은 非恒久的 資源의 貯量으로 규정하고 있으며, 그런 자본은 당장 소비에 충당되지 않는 소비재, 중간재 및 비항구적 내구재등으로 구성되는데 이런 자본개념은 자본이 동질적 아님을 의미하며, 특히 순환자본이 고유한 의미의 자본개념을 가장 잘 대변한다고 보았다. 또한 자본은 주어진 여건이 아니며, 내생변수에 의해 결정되는 하나의 내생변수에 불과하다는 견해이다.

② 投資는 항구적·비항구적 자원을 생산과정에 더 많이 또는 더 오랫동안 투입하는 행위로 묘사된다. 이런 투자의 개념은 純投資의 개념이 아니라 總投資의 개념이며, 투자를 결정하는 것은 그 투자의 한계가치생산물과 다른 산업에서의 이윤율이다.

③ 實物利率 또는 投資의 限界價値生産物은 時間選好率과 投資의 限界生産力에 의해 결정된다. 지배적인 결정요인은 특히 투자의 한계생산력이라고 보았고 時間選好率은 상대가격에 대한 영향을 통해서 투자의 한계생산력에 영향을 주면서 실물이자율에 간접적으로 영향을 준다고 보았다.

④ 均衡利率은 消費의 時間的 配分에 관한 消費者의 意思決定과 時間別 消費者財의 供給에 관한 企業家의 意思決定이 符合할 때 즉 貯蓄과 投資가 事前的으로 一致할 때에 나타나는 利率을 의미한다. 특히 貯蓄이 直接 利率을 決定하는 것이 아니라 貯蓄이 投資可能한 基金 즉 自由스런 資本에 영향을 주고, 이것이 투자의 한계가치생산물을 결정함으로써 間接的으로 均衡利率을 결정한다고 보았다. 한편 화폐적인 요인(화폐량과 투기적 화폐수요)은 단기이자율의 결정에 영향을 주지만, 장기이자율은 실물적인 요인 즉 투자와 저축에 의해 決定된다.

⑤ 異時的 均衡은 옳은 예상이 지속되는 경우에만 나타난다. 이런 상태에서는 비록 기호가 불변이라고 하더라도, 저축의 결과로 자본이 축적됨에 따라 경제주체의 소득수준을 변화시키게 되고, 이것은 다시 경제주체의 시간선호율을 변동시킴과 동시에 상대가격에도 영향을 줌으로써 다양한 균형이자율이 나타날 수 있다.

⑥ 異時的 均衡은 옳은 豫想이 지속될 경우에만 나타날 수 있으나, 소득이 변함에 따라 시간 선호율과 상대가격이 변하고, 이시적 균형도 조만한 교란된다. 따라서 이시적 균형은 지속적인 성격을 갖는 것이 아니라 항상 교란될 가능성을 내포한, 잠정적 성격을 갖는 균형개념이다.