

장기자본시장의 발전과 국채유통시장의 역할*

최 도 성**

〈目 次〉

- | | |
|-------------------------|-----------------------|
| I. 서 론 | IV. 국채시장 활성화의 효과 |
| II. 국채시장의 문제점 | V. 장기채권시장 활성화에 관련된 과제 |
| III. 향후 국제시장 전망과 활성화 방안 | |

I. 서 론

우리나라의 채권시장은 기업에게는 장기·직접자본 조달수단 제공, 개인에게는 투자 및 저축수단 제공, 정부에게는 재정 보전 및 간접통화관리 수단제공 등 경제적 효용성이 큼에도 불구하고 활성화가 지연되어 왔다. 특히 장기채권은 발행·유통시장 공히 발전이 미미했다. 이러한 채권시장의 낙후성은 많은 요인이 복합된 결과이지만 특히 채권시장에서의 수요와 공급에 있어 결정적인 구조적 결함에 의한다고 볼 수 있다. 특히 채권투자자가 신뢰를 갖고 장기간 투자할 수 있도록 거시경제여건이 안정되어 있지 못하였으며 쉽게 자신의 보유채권을 매각할 수 있는 유통시장의 유동성도 거의 없는 상태였다. 공급측면에서는 고금리 또는 금리자유화 이전의 금리로 장기간 자금을 조달할 수 있는 기업이 별로 없었던 것도 사실이다. 유통시장의 부재는 자연히 발행시장의 부진을 낳았고 발행시장의 부진은 결국 유통시장의 발전을 저해하는 결과가 된 것이다. 채권시장의 낙후성은 또한 은행 등 간접금융시장의 생성을 촉진하기도 했고 한편 간접금융시장에 대한 기업의 의존은 결국 채권시장의 자생적 발전을 어렵게 만들었다고 할 수 있다.

* 본 논문은 한국재무학회 1999년 춘계학술대회 정책심포지엄에서 발표했던 내용을 중심으로 작성한 논문이며 서울대학교 경영대학 부속 경영연구소의 연구비 지원으로 작성되었습니다. 이 논문의 집필에 많은 도움과 조언을 해주신 서울대학교의 윤계섭 교수, 이창용 교수 및 경제학부 주례워크샵 참여자, 한국증권연구원의 오창석 박사, 대우증권의 나효승 이사, 대우경제연구소의 신후식 박사, 삼성생명의 박관희 이사, 코리아 오메가 투자자문회사의 홍갑수 부사장, 그리고 파리국립은행의 서병갑 부장에게 감사사를 드립니다.

90년대에 들어서면서 기업들의 두드러진 성장과 함께 회사채 발행을 통한 자금조달이 활성화되기는 하였으나 대부분 대기업의 3년 만기 보증부 사채의 발행이었고 유통시장에서도 많은 물량이 거래되지 못하여 진정한 채권시장으로의 발전이 이루어지지 못했다. 특히 은행, 증권사, 또는 보증보험회사가 보증을 한 사채는 위험의 정도에 따라 유통수익률이 차별화되지 않은 채 거래되었다는 것만 보아도 가격결정기능이 제대로 작동하지 않는 시장이었음을 알 수 있다. 또한 뒤에서 언급하겠지만 발행된 채권의 최대 수요자는 은행의 신탁부문과 투자신탁회사였으며 은행의 회사채 투자는 결국 유가증권으로 포장된 대출이나 다름이 없어 오히려 이 시장은 간접금융의 연장이라고도 볼 수 있었고 경제 안정에 필요한 장기자본시장으로서의 채권시장이 되기에는 부족하였다.

한편 우리나라의 국채시장은 과거 재정 건전성과 재정부담 최소화에 중점을 둔 정책운용으로 인하여 우선 국채발행 규모가 적어 국채가 지표채권의 기능을 못하였고, 따라서 금리의 기간구조가 정확히 산출되지 않는 원인이 되었다. 뿐만 아니라 지방채를 포함한 장기국·공채는 발행종목 및 규모가 표준화가 되어 있지 않고, 국채인수 및 유통에 있어서도 국채인수단에 배정방식으로 국채를 소화시킴에 따라 시장가 이하로 발행되어 금융기관이 만기까지 보유하는 등 국채발행 및 유통시장이 큰 제약하에 있었다. 장기채권시장에서 국·공채시장이 차지했던 비중을 보면 아래와 같다.

〈표 1-1〉 GDP 대비 국·공채시장 비중

한국 (97년)	미국 (96년)	일본 (96년)	영국 (96년)
11.6%	69.7%	49.7%	50.4%

자료: 한국은행 조사통계월보 (1999.4)

그러나 97년말 외환위기와 이에 따른 적자 재정운용이 불가피해지면서 국채시장 활성화의 필요성이 증가하고 있다. 우선, 97년 외환위기 이후 정부는 경제 전반에 걸친 구조조정과 함께 대규모 구조조정 비용, 급증하는 실업대책비 마련 등으로 막대한 재정수요에 직면하게 되었다. 또한 98년 하반기부터는 경기둔화에 대응, 경기부양을 위한 사회간접투자 확대 등 재정지출의 필요성도 증가하게 되었다. 외환위기 직후 98년중 정부는 부실채권정리기금채, 예금보험기금채 등 금융시장에 직접적 충격이 없는 스왑채 중심으로 구조조정 비용을 충당하였으나 99년 이후에는 이들 채권에 대한 이자지급, 실업 및 경기부양을 위한 지출 등 재정지출의 증가와 함께 국채발행규모가 증가하면서 정기적으로 발행되는 국채의 원활한 소화를 위해서도 국채시장의 활성화가 시급한 과제가 되었다.

국채시장 활성화는 이러한 경제정책적 차원의 필요성 뿐만아니라 안정적인 장기금융시장의 기초여건을 마련하기 위해서도 그 필요성이 점증하고 있다. IMF 금융위기의 직접적인 원인은 기업의 간접금융을 통한 과다 차입경영뿐 아니라 효율적인 장기조달시장의 부재에 연유한다(Miller 1998b, Choi-Jen-Shin, 2000). 과거 기업들은 장기시설투자에 필요한 자금을 대부분 단기금융시장에서 조달해 높은 금융비용을 부담해야 할 뿐 아니라 일시적인 자금경색에도 유동성 부족 등 재무상황이 급격히 나빠지는 문제점을 안고 있었다. 따라서 장기조달시장 특히, 채권시장 활성화를 통해 기업자금조달에 있어서 만기불일치(mismatch)를 해소하는 것이 시급한 과제로 대두되었으며 채권시장 활성화의 핵심이라 할 수 있는 국채시장의 활성화가 당면 과제로 등장하게 된 것이다.

즉, 국채시장 활성화는 크게 보아 재정지출 확대로 국채발행증가가 예상되면서 이에 대비한 국채소화 원활화 및 유통촉진을 위한 정부 거시경제정책 운용상의 필요성과 국채시장의 선도적 역할을 활용하여 국내 채권시장의 발전을 촉진시키기 위한 금융하부구조 구축의 필요성에 의해 중요성이 부각되고 있다.

이러한 재정조달 원활화와 채권시장 활성화의 필요성에 따라 1999년 정부는 국채시장 기초여건을 마련하고, 국채발행 및 유통의 효율화를 위해 다양한 종류의 국채를 표준화하였으며, 국채발행을 정례화하고 만기구조를 다변화하는 한편, 국채발행에 있어 경쟁입찰 방식을 도입, 시장가 발행을 시행하기 시작하였다. 99년 7월부터는 국채전문딜러(primary dealers)를 선

〈표 1-2〉 국채발행 계획

구 분	내 용
만기의 다양화	<ul style="list-style-type: none"> ○ 국채만기를 1, 3, 5년으로 다양화함으로써 국채 yield curve 형성 ○ 3년만기 국채를 지표채권으로 육성 <ul style="list-style-type: none"> · 3년만기 비중 60%, 1년만기 18%, 5년만기 22%로 발행 ○ 만기별 다양한 국채수요에 부응함
발행 주기	<ul style="list-style-type: none"> ○ 정기적 발행으로 국채공급 확대, 투자자의 예측가능성 제고 <ul style="list-style-type: none"> · 3년만기 : 매월 첫째주 수요일 · 1년만기 : 짝수월 둘째주 수요일 · 5년만기 : 홀수월 셋째주 수요일 (양곡증권, 외평채 등은 차환시기에 맞춰 별도 발행)
매회 발행규모	<ul style="list-style-type: none"> ○ 매회 적정규모의 국채발행을 통해 국채 유동성을 충분히 공급하고 지표종목으로 형성될 수 있도록 유도 <ul style="list-style-type: none"> · 3년만기 국채 : 매회 1~1.5 조원 규모 · 1년 또는 5년만기 국채 : 매회 0.7~1 조원 규모 ※참고 : 99년중 발행예정인 국채규모는 총 29.6조원

자료: 재정경제부

정해 유통시장을 활성화하고 국채유통수익률을 시장지표금리(benchmark rate)로 육성시키려 하고 있다. (<표 1-2> 참조)

본고의 목적은 우리나라 국채유통시장의 활성화 방안을 모색하는 것이다. 우선 다음 절(제2절)에서 우리나라 국채시장이 낙후되어 있는 원인이 무엇인지를 분석한다. 특히 발행시장의 비효율성과 그에 따른 시장부재현상때문에, 또한 첨가소화채로서의 국채의 강제 인수 때문에 발생하는 유통시장의 미발달을 살펴본다. 현재의 유통시장의 제도 또한 국채유통시장의 자생적 발전을 저해하고 있는 요소가 많은데 이에 관한 정리도 아울러 시도한다. 제3절에서는 향후 국채시장의 전망과 그 활성화 방안을 구체적으로 논의한다. 특히 장기채를 소화할 수 있는 수요개발, 세제의 개선을 통한 국채 보유 및 유동상의 불이익 해소, 국채전문딜러제도를 통한 유통시장 활성화, 채권 레포시장, 선물시장의 활성화 등을 논의한다. 제4절에서는 국채시장 활성화의 기대 효과와 그 영향에 관하여 논의하고 제5절에서 간단한 결론과 함께 장기 자본시장 활성화를 위한 정책적 합의 사항을 다시 한번 점검한다.

2. 국채시장의 문제점

본 절에서는 우리나라 국채시장이 가지고 있는 문제점을 나열해 보고 그 원인이 어디에 있는 지 분석해 본다. 우선 우리나라 채권시장의 개요와 채권시장에서 국채시장이 차지하는 비중이 <표 2-1>과 <표 2-2>에 요약되어 있다. <표 2-1>을 보면 1997년에 이어서 1998년에도 국공채(지방채 포함) 발행규모가 국내외에서 발행된 채권 총액에서 차지하는 비중이 20%를 넘어서며 회사채 발행규모에 접근하는 정도로 국채시장의 비중이 커졌음을 알 수 있다.

<표 2-2>에서는 우리나라에서 발행된 국채의 발행잔액이 주요 공채 및 사채의 상장잔액과 비교되어 있다. 외평채, 국고채권, 양곡증권, 국민주택채권을 합하여 국채로 분류하는데

<표 2-1> 주요채권 발행주체별 발행시장 규모

(단위: 10억원)

발행주체	1990	1995	1997	1998	1999
국공채	4,536	9,205	7,941	16,930	28,864
통안증권	20,262	39,468	31,224	364,304	70,211
산업금융채	4,813	6,960	10,537	12,890	12,641
회사채	11,096	23,598	34,322	56,000	30,671
합계	40,707	79,231	84,024	450,124	142,387
발행잔액	51,117	124,664	163,235	234,998	258,294
발행잔액/경상GDP(%)	28.7	33.0	38.6	59.5	59.1

자료: 한국은행 조사통계월보 (2000.3)

〈표 2-2〉 주요 국·공·사채 발행 잔액

(단위: 10억원)

종류	1995	1997	1998	1999
외국환평형기금채권	4,200	4,200	57,5901	6,200
국고채권 ²	2,959	6,320	18,783	34,233
양곡증권	4,871	4,871	4,871	4,871
국민주택채권 ³	10,046	12,974	14,005	15,864
서울지하철 공채	2,454	3,050	2,998	3,007
통화안정증권 ⁴	25,825	23,471	45,673	51,489
산업금융채권	13,286	18,242	23,086	22,969
회사채 ⁵	61,024	90,107	122,682	119,662

주: 1) 외화표시 외평채 41.3억 달러 (53,690억원 포함)

2) 1998년 10월까지의 국채관리기금채권 발행분임.

3) 1983년 5월부터 2종 국민주택채권 포함

4) 일반공모발행분

5) 1992년 1월부터 리스채 제외

자료: 한국은행 조사통계월보 (2000.3)

1998년 현재 국채의 상장잔액이 회사채 발행잔액을 이미 초과한 수준이다. 또한 1998년말 현재 국채의 상장잔액은 1997년말 상장잔액의 약 5배나 되는 것으로 나타나 국채시장의 규모는 충분한 성장을 거두었고 1999년중 발행된 국채의 물량을 감안할 때(〈표 2-3〉 참조) 우리나라의 국채시장은 영세한 수준을 벗어나 아시아에서도 동경, 싱가포르 다음으로 큰 규모가 되어 있는 상태이다. 그럼에도 불구하고 우리 나라에 아직 활성화된 국채유통시장이 없다는 것은 국채시장에 구조적인 결함이 있음을 의미하는 것이라고 하겠다.

〈표 2-3〉 국채시장의 규모

(단위: 10억원)

국채명	98년말 잔액(p)	99년도 계획			99년말 잔액(p)
		발행	상환	순증	
양곡증권	4,871	2,952	2,952	-	4,871
외평채권	9,269 ¹⁾	850	1,019	-169	9,100
국고채권	18,783	22,601	3,200	19,401	38,185
국민주택채권	13,959	3,000	1,676	1,324	15,283
기타 ²⁾	26	170	13	157	183
합계	46,908	29,573	8,860	20,713	67,621

주: 1) 외화표시 외평채 41.3억불 (53,690억원) 포함

2) 기타는 공공요지보상채권, 출자재정증권임

자료: 재정경제부 보도자료

1) 유통시장 관련 문제점과 제시된 해결방안

(1) 시장조성(market making) 기능 부재

시장조성이란 딜러가 자신의 상품채권을 일정규모로 유지하면서 항상 매매가능한 때도 매수호가를 동시에 시장에 공시하여 투자자의 매매에 응하는 딜러의 행위를 뜻한다. 시장조성 기능이 부족하다는 말은 시장에 즉시 매매가능한 호가가 없다는 것이며 이는 환금성이 충분치 못함을 의미하는 것이다. 시장조성기능을 제대로 수행하기 위해서는 딜러가 상품채권을 일정규모 보유해야 하는데 작년 10월까지 딜러의 기능을 수행한 우리나라의 증권회사들은 자기자본력이 취약하여 상품채권의 보유규모가 충분하지 못했다. 98년 9월말 현재 증권회사의 총 자기자본은 5조8,742억원 (사당 평균: 1,835억원, 상위10위사 평균: 4.959억원)이며 상품채권보유규모는 총 5조4,664억원(사당 평균: 1,708억원)으로 개별 증권회사가 시장조성기능을 수행하기에는 매우 취약한 규모였다(자료: 증권업협회 "한국 채권시장의 현황 및 문제점" 1999). 또한 딜러는 시장조성기능을 수행하는 과정에서 일시적인 자금 또는 채권의 과부족에 직면하게 되어 보유상품을 기초로 자금 및 채권을 단기 조달할 수 있는 레포(Repo)시장과 같은 수단이 필요하나 우리 나라의 채권시장에는 그러한 수단도 없는 실정이다. 게다가 딜러의 보유상품은 금리변동위험에 노출되어 있어서 이러한 위험을 헤지할 금리선물시장이 필요하나 이것도 아직 취약한 실정이다. 즉 증권회사의 자금력 부족, 자금 및 채권의 단기조달수단 부재가 시장조성기능의 취약성을 설명하고 있는 것이다.

중전에는 증권회사만 채권자기매매업무를 허가 받아 시장조성기능을 수행하였으나 98년 10월부터 국채의 경우 국채자기매매가 가능한 금융기관의 범위가 은행, 종금사, 증권사 등으로 확대되어 시장조성기능을 수행할 수 있는 여력이 늘어났다고 할 수 있다. 그럼에도 불구하고 은행과 종금사의 경우 인력 및 시스템 상의 문제로 활발한 시장조성자의 역할을 수행하지 못하고 있는 상황이다. 반면에 증권사는 여전히 높은 조달금리로 인해 딜링에서 발생하는 역마진을 해소할 수 있는 헤지수단이 없어 아직도 적극적 시장조성을 하기 힘든 상황에 있다.

최근 정부는 아래와 같이 레포(RP)시장의 개선, 대차거래의 활성화, 국채금리선물 도입을 통하여 시장조성기능이 제대로 작동할 수 있는 여건을 만들고 있다.

- RP시장 활성화 : 국채를 담보로 한 RP시장의 활성화가 필요하다. 즉, 국채RP시장 활성화는 국채 수요자가 발행시장에서 국채를 인수하는데 있어 자금부담을 경감시킴으로써 국채 수요를 증대시킬 수 있는 중요한 수단이 될 것으로 예상된다. 이를 위해 RP의 표준약관 정립과 담보채권 인출 및 세제상의 문제(보유기간 과세), RP중개기관 선정 등의 선결과제가 남아 있다.

- 채권대차제도 이용 : 은행, 종금사, 증권사가 보유채권을 대차시장을 통해 차입 및 대여할 수 있다면 자금의 새로운 운용 및 조달수단이 창출되어 시장조성자로서의 기능이 확대될 수 있을 것이다. 그러나, 현재 채권대차제도는 높은 대차 수수료율, 대차기간의 고정, 금리변동위험에 대한 헤지수단 결여 (이는 국고채 선물도입으로 상당부분 해결가능할 것으로 예상)등의 문제점으로 인해 유명 무실한 상태에 있다.
- 금리선물 도입 : 금리선물(국고채 선물)은 1999년 국채전문딜러(primary dealer)가 선정된 후 99년 9월에 도입되었다. 금리선물은 시장조성자의 금리변동위험을 헤지가능케 함으로써 시장조성과정에서 발생하는 포지션변동에 관계없이 활발한 시장조성을 가능케 할 수 있다. 국채선물의 도입에 따라 1999년에도 시장이 부진하였던 CD선물은 현물의 낮은 유동성, 선물의 낮은 가격 변동성 등의 이유로 인해 시장이 고갈되어 있는 상황이다.

(2) 효율적 정보공시 체제 미비

이처럼 딜러의 시장조성기능이 취약하여 시장에 제출되는 호가는 거의 없는데다 채권시장이 증권회사별로 분산되어 있어 그나마 시장에 나오는 딜러/브로커의 호가마저 제대로 통합되지 못한 채 분산되어 있는 실정이다. 이는 우리 시장이 기본적으로 유선매매 관행 때문에 회사별로 분산되어 있는 호가를 통합할 수단이 없는 것이 가장 큰 원인이며 시장의 수요기반이 취약하여 브로커가 자신의 고객이 노출되는 것을 우려하여 적극적으로 호가를 공개하지 않는 것도 그 이유 중 하나일 것이다.

또한 현재는 각 증권회사의 호가 공시는 증권전산(Check) 단말기, 증권 시장지, 정보 Vendor회사의 증권회사 홈페이지를 통해서 이루어지고 있다. 이러한 관행은 실시간(real time)공시의 미비를 초래한다. 즉, 현행의 호가 또는 거래내역에 관한 정보공시는 개별 증권회사를 통해 거의 실시간(real time)으로 제공되고 있으나 전체 시장의 호가 또는 거래내역은 실시간으로 제공되지 못함으로써 공시의 집중성이 결여되어 있는 상황이다. 이러한 문제의 해결을 위해서는 다수의 증권회사가 자발적으로 정보 Vendor회사에 정보를 제공하고 해당 회사가 정보를 집중시켜 공시함으로써 실시간 호가 및 거래내역을 공시토록 해야 할 것이다.

(3) 최종수요자의 채권 매매 부진

현재는 투신, 은행신탁, 보험 등의 신탁형 자산에 편입된 채권의 경우 장부가격에 경과이자분을 더하여 신탁재산의 기준가격을 산출함으로써 채권가격 등락에 따라 매매할 유인이 적어 채권시장의 유동성이 비정상적으로 낮게 되어 있다. 더욱이 강제 첨가소화된 국공채의 경우

금융기관이 만기 전 매도하게 되면 즉시 매각손실로 반영되므로 만기 전 매도를 꺼리고 있다. 유통시장에서의 이러한 불이익은 곧 발행시장에서의 인수부진을 의미한다. 시가평가의 조기 실시 등으로 채권 최종수요자의 매매 활성화가 기대되고 있다. 또한, 금리선물 등 금리 변동 위험 헤지수단 도입 등으로 최종수요자의 금리변동위험 축소가 가능해지면 매매 활성화가 촉진될 것으로 예상된다.

2) 발행시장 관련 문제점과 제시된 해결방안

(1) 발행시장의 제도 미비

국채발행시장의 큰 문제점은 정부의 재정적자 기피심리로 인해 국채가 지속적으로 발행될 수 있는가 그리고 국채가 계속 유통되어 국채투자의 환금성과 유동성이 보장되는가에 대한 투자자의 의구심이다. 또한 발행종목이 표준화되어 있지 않아 채권발행관리를 어렵게 하고 투자자에게 불필요한 혼동도 초래하고 있다.

1999년 정책당국의 채권시장 활성화 방안에서 제시된 것들을 살펴보면 다음과 같다.

- 발행의 정례화 및 표준화 : 국채관리기금을 적정포지션 수준으로 유지하되 포지션 부족 시 국채발행으로 충당하는 등 국채관리기금의 효율적 관리를 통해 국채 발행을 정례화함으로써 공급 안정화를 기하였다. 현재 및 향후 재정적자 보전에 있어 차입금보다는 국채 발행으로 충당하는 것이 국채 시장 활성화에 도움이 될 것으로 보인다. 또한 실제로 미국 등 선진국의 경우 재정 적자보전용 외에 국채시장 활성화를 위해 초기에 국채를 재정적자 규모 이상으로 발행한 사례도 있다.
- 발행종목 단일화 : 99년 중에 양곡증권이 국고채로 통합되고 외평채도 국고채로 통합되어 국채의 발행규모가 확대되고 시장의 유동성도 증대될 전망이다.
- 발행 만기구조 다양화 : 만기구조별로 일정규모 이상 발행함으로써 장·단기수익률의 지표금리 형성을 통한 적정 발행 수익률 발견이 가능해 질 수 있다. 특히, 현재 1, 3, 5년 위주의 만기구조로 주로 발행되고 있으나 향후 단기물 발행 비중도 늘려 일시적 재정적자도 보전하는 동시에 단기국채 시장도 활성화할 필요가 있다.

(2) 국채의 실세금리이하 발행

97년 이전에는 국채가 실세금리 이하로 발행되고 인수기관은 인수를 기피하며 발행자인 정부는 투자기관에 강제 배정함으로써 국채발행 비용의 일부가 인수기관에 전가되는 등 유통활성화를 저해하였다. 즉, 인수단에 참여한 기관들은 유통시장에서 이를 매각하려면 매각손을

입게 됨에 따라 매각을 기피하고 만기까지 보유함으로써 유통시장이 잘 형성되지 않는 결과를 초래한 것이다. 특히 장기채는 가격변동 리스크에 직접적으로 노출되어 장기물을 강제배정 받는 경우 그 손실이 더욱 커져 문제점으로 대두되었다. 따라서 당국은 99년 7월 국채전문딜러제를 도입하여 유통시장의 활성화를 도모하였다.

3. 향후 국채시장 전망과 활성화 방안

1) 국채발행 전망

우리 나라는 80년대 이후부터 건전재정 기조를 유지해 오며 따라 국채 발행규모가 적어 채권시장의 하부구조 마련에 크게 기여하지 못하였다. 우리 나라의 국채잔액은 97년 말 현재 35.8조원으로 전체 채권 중 국채가 차지하는 비중은 15.4%에 불과하다. 반면, 여타 선진국의 경우 동 비율이 미국 59.4%, 일본 67.6%, 이탈리아 73.8%로 동 비율의 주요선진국 평균은 61.8%에 달한다(〈표 3-1〉 참조). 또한 경상GDP 대비 국채비중으로 보더라도 우리나라는 8.5%수준이나 미국은 82.5%, 일본 67.3%, 독일 57.3% 수준이다(〈표 3-2〉 참조). 즉, 우리나라의 경우 무위험자산인 국채공급이 여타 선진국에 비해 훨씬 적어 국채가 채권시장의 핵심적 역할을 못하고 있다. 물론 과다한 국채발행은 재정의 불건전성을 의미하는 것으로 경제에 결코 바람직스러운 바는 아니지만 채권시장 발전을 위해 핵심적인 요소라 할 수 있는 국채잔액의 절대량 부족은 국채시장, 나아가 채권시장 발전을 저해하는 요소였음에는 틀림없다.

〈표 3-1〉 국가별 국채/전체채권 비율(97년말 기준¹⁾)

(단위 : 10억달러, %)

국 가	총잔액	정 부		기 업		외국채 ²⁾		유로본드	
		잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중
미국	11,217.8	6,663.2	59.4	2,955.8	26.3	382.6	3.4	1,216.2	10.8
일본	4,173.1	2,821.1	67.6	905.7	21.7	88.5	2.1	358.6	8.6
독일	2,943.3	1,202.4	40.9	1,113.2	37.8	298.8	10.2	329.0	11.2
이탈리아	1,271.2	938.3	73.8	220.2	17.3	5.0	0.4	107.6	8.5
프랑스	961.1	650.2	67.7	134.3	14.0	4.8	0.5	171.8	17.9
영국	855.8	524.2	61.3	60.2	7.0	7.6	0.9	263.8	30.8

주 : 1) 일본은 회계연도말인 98. 3월말 기준. 단, 유로본드는 97년말 기준.

2) 비거주자에 의한 채권발행분임.

자료 : Merrill Lynch 1998. September, Size & Structure of the World Bond Market 1998.

(단위 : 조원, %)

구분	총잔액	정부		기업		기타	
		잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중
한국	232.8	35.8	15.4	90.0	38.7	107.0	46.0

주 : 1) 정부발행 채권은 국채와 지방채의 합계임.

2) 기업발행분은 회사채 잔액임.

3) 기타는 통안증권, 금융채, 특수채, 제2금융기관채의 합계임.

자료 : 증권조사월보, 재정부 재정금융통계, 대우경제연구소 채권데이터베이스

〈표 3-2〉 국가별 경상GDP대비 국채잔액 비중(97년말 기준)

(단위 : 10억달러, %)

구분	한국(조원)	미국	독일	일본	영국
경상GDP(A)	421.0	8,079.9	2,100.2	4,190.2	1,288.3
국채잔액(B)	35.8	6,663.2	1,202.4	2,821.1	524.2
B/A(%)	8.5	82.5	57.3	67.3	40.7

자료 : Merrill Lynch 'Size & Structure of the World Bond Market 1998.' 1998. September. 일본은행 '國際比較統計' 1998, 재정경제부 '재정금융통계', 대우경제연구소 채권데이터베이스

99년중 국채발행계획에 따라 연간 약 30조원(경쟁입찰 발행: 국고채, 양곡증권, 외평채 합계 26.4조원)의 국채가 발행되었고, 국고채의 경우 매회 발행 때마다 3년만기물의 경우 1~1.5조원, 1·5년 만기물은 0.7~1조원을 발행되었다. 국고채발행을 99년과 같이 정례화할 경우 발행회수와 발행규모를 감안하여 파악할 때 국고채는 매년 최소 20.4조원에서 최대 30조원 발행·공급될 수 있다. 동 발행규모는 최근 4년간 연평균 회사채발행규모 36조원 및 순증분 18.7조원과 비교해 적지 않은 공급물량이다(〈표 3-3〉 참조).

한편, 정부의 1999년도 예산에 포함된 중기재정전망(1999~2002년)에 따르면 99년 통합 재정수지 적자는 GDP대비 5.1%까지 확대되는 등 향후 2005년까지 재정적자가 불가피할 것으로 보인다. 이 중 정부부문의 재정적자 보전을 위해 1999~2003년간 총 49.2조원의 적자보전용 국채가 발행될 예정이다. 다음의 〈표 3-4〉는 정부의 중기재정전망(1999~2002년)에 나타난 재정적자 보전용 국채발행예상 물량으로 재정적자 보전용 국채는 2003년까지 매년 평균 10.1조원 정도 발행될 것으로 예상된다. 이외 재정수입·지출간의 시차해소를 통한 예산집행의 효율화, 국가 채무누적에 따른 국채발행 확대 가능성¹⁾, 채권시장 활성화를 위한 정기적인 국채발행²⁾ 등을 감안할 때 99년 30조원보다 많은 양의 국채(국고채외 양곡증

1) 한국은행, '국가채무 누적의 영향과 대응방향', 1998. 12. 참조. 동보고서에 따르면 향후 재정적자 확대로 국가 누적채무는 2002년에 160조원(명목GDP대비 28.1%)까지 증가할 것으로 전망

권 등 경쟁입찰 국채 포함)가 매년 발행될 것으로 보인다.

〈표 3-3〉 회사채 발행 및 잔액 추이

(단위 : 억원)

구 분	발 행	상 환		잔 액
		상 환	순 증	
1995	235,812	102,231	133,582	612,869
1996	299,025	148,625	150,400	763,269
1997	343,221	205,472	137,750	901,019
1998	559,503	231,686	327,817	1,228,836
평균	359,390	172,003	187,387	-

주 : 98년중에는 회사채발행제도 개선 등 제도적 변화로 발행규모가 대폭 증가

자료 : 증권조사월보

〈표 3-4〉 정부부문 재정적자 보전용 국채발행 전망

(단위 : %, 조원)

구 분	1998	1999	2000	2001	2002	2003	연평균	
							금액	증가율
① 가용재원	69.1	71.4	76.4	82.7	91.9	98.7	81.7	7.4
○ 일반회계	63.9	66.6	71.1	76.4	85.0	91.3	75.7	7.4
· 조세수입	59.3	61.9	66.5	73.3	81.3	87.9	71.7	8.2
· 세외수입	4.6	4.7	4.6	3.1	3.7	3.4	4.0	-5.4
○ 재특순세입	5.2	4.8	5.3	6.3	6.9	7.4	6.0	7.6
② 재정규모	80.8	84.9	89.4	93.9	98.6	103.5	91.8	5.1
(증가율)	(13.1)	(5.2)	(5.2)	(5.0)	(5.0)	(5.0)		
부족액(②-①)	11.7	13.5	13.0	11.2	6.7	4.8	10.1	-13.0

주 : 부족액은 정부부문의 재정적자로 국채발행을 통해 조달될 부분

자료 : 재정경제부, 대우경제연구소

99년 말 국채잔액은 98년 말 47조원에서 국고채 발행 확대에 따라 21조원 순증가(발행-상환)하여 68조원이 될 전망이다. (〈표 2-3〉참조) 한편, 99년 이후 매년 30조원의 국채가 발행되고 만기별 발행비중이 99년 국고채 만기별 비중(1, 3, 5년 만기별 비중이 총발행액 중 각각 18%, 60%, 22%)과 같다고 가정하면 2003년까지 국채는 92.4조원 순증가하게 된다. 따라서 98년 말 국채잔액이 47조원이므로 2003년에 가서는 국채잔액이 140조원에 이르게 된다. 국채잔액이 매년 20조원 내외로 순증가할 경우 2003년 말 국채잔액은 위와 같

2) '국채제도 개선 및 채권시장 활성화 방안(1998. 8. 20)'에 따르면 정부는 국채의 지표채권화를 위해 향후에도 정기적으로 국채발행을 계속할 계획임

이 140조원에 이른다. 이러한 국채규모는 98년말 회사채잔액 123조보다 많은 수준으로 국채가 상대적으로 표준화되고 무위험자산임을 감안하면 시장성도 높아 채권시장을 선도하기에 충분한 물량으로 판단된다.

2) 국채시장 하부구조 개선

(1) 국채전문딜러 제도의 도입

국채시장 활성화를 위해서는 국채물량 확대뿐 아니라 이의 소화 및 유통 촉진을 위한 하부구조 마련도 병행되어야 한다. 실제 97년까지 국채거래규모는 전체 채권거래규모의 5% 수준으로 이는 발행비중에도 못 미치는 극히 낮은 수준이다. 현재 국채 인수단 중 은행 등이 70% 이상 인수하고 있으나 국채 시장조성은 인수비중이 낮은 증권사만 수행이 가능하므로 인수채권의 시장유동성 촉진이 곤란한 것이 사실이다³⁾. 정부는 국채소화를 원활히 하기 위

〈표 3-5〉 각국의 국채전문딜러 제도

구분	미국	영국	프랑스	한국(예정)
딜러 회사수	37개사 (98. 2.)	20개사 (95년말)	19개사 (95년말)	99. 7월 20여개사 지정 예정
명칭	Primary Dealer	GEMMs (Gilt-Edged Market Maker)	SVTs(Specialiste in Valeurs du Tresor)	Primary Dealer
선정 조건	<ul style="list-style-type: none"> · 뉴욕연준이 선정 · 자본금 5천만달러 이상 · 국제입찰 지속 참여, 인적·물적자원 보유 및 관련 시스템 보유 	<ul style="list-style-type: none"> · 영란은행이 허가 · 국제보유잔고, 거래량, 자본내역, 재무제표 등으로 고려하여 허가 	<ul style="list-style-type: none"> · 재무부가 지정 · 영업기반, 금융, 인적·지적 자원 평가 · 보고딜러(CVT, 시험기간) 거쳐 지위획득 	<ul style="list-style-type: none"> · 재정경제부가 선정 · 99년 3~6월중 국채인수 및 시장조성 실적, 재무건전성 등을 기준으로 7월 선정예정
딜러의 이점	<ul style="list-style-type: none"> · 입찰금액 예약면제 · 국제정보 사전취득, 대외신도 제고 등 	<ul style="list-style-type: none"> · 영란은행과 직접거래, 금융지원 보장 · 증권거래소 Money Broker로부터 채권차입 가능 	<ul style="list-style-type: none"> · 미국의 Primary Dealer를 모델로 함 	<ul style="list-style-type: none"> · 국제관련 사전정보 취득 · 국고여유자금 이용 · 국채인수 및 증개에 독점권 부여
딜러의 의무	<ul style="list-style-type: none"> · 국제유동성 유지 · 연준에 보유채권, 자금조달방법 보고 · 건당 발행액의 35% 이내 매입 · 연준입찰에 반드시 참여 	<ul style="list-style-type: none"> · 증권거래소의 관리감독 · 모든 국채에 대한 시장조성 의무 · 거래소에 매매결과 즉시 보고 	<ul style="list-style-type: none"> · 국제시장 유동성 유지(국채 2%이상 매수) · 재무부의 국제경매 진행 보장 · 시장상황에 대한 정규적 보고 	<ul style="list-style-type: none"> · 국채 매수도 호가 연속적으로 게시 · 거래량 등 일일 증권거래소 보고 · 경쟁매매시장 참여

자료 : 증권거래소, 재정경제부

3) 증권, 은행, 보험회사는 이미 95년 9월에 '국채판매제도'가 허용되었고 98년 10월에 은행과 증금사도 국채의 자기매매가 허용되었음.

해 과거 '국채인수단 제도'를 '국채전문딜러(primary dealer)제도'로 전환하고 99년 7월에 20여개 정도의 국채전문딜러회사를 선정하였다.(<표 3-5> 참조). 이들 국채전문딜러는 우량 기관으로 발행시장(국채입찰)에서의 독점적 참가권 등을 부여받는 대신, 연속적인 시장조성(market making)의무 등 국채소화 및 국채유통시장 활성화의 의무를 지게 된다. 국채전문딜러는 지표국채에 대한 매도·매수호가를 지속적으로 유지하고 제시된 호가에 대해서는 일 정액 이상 의무거래를 하는 등의 의무를 지게 되지만 한편 국채전문딜러로서의 대외신인도가 제고되는 점과 국채입찰시 입찰보증금 면제, 국채입찰에 독점적 참가권을 받는 것 등 권한과 효익도 무시할 수 없는 수준이다. 99년 6월까지의 인수 및 유통실적으로 전문딜러를 선정하였 으며 응찰실적을 포함한 국채인수실적 50점과 유통시장조성 실적 50점을 합하여 높은 점 수를 획득한 기관부터 24개의 딜러를 선정하였다. 작년에 선정된 전문딜러의 명단은 표 3-6 과 같다.

〈표 3-6〉 1999년 선정된 전문 딜러 명단

	일반은행	증권사	종금사
전문딜러	국민은행, 기업은행, 신한은행, 외환은행, 주택은행, 하나은행, 한빛은행, 평화은행, 산업은행, 농협, 파리국립은행, 시티은행	교보증권, 굿모닝증권, 동양증권, 대신증권, 대우증권, 대유리젠트, 삼성증권, 신한증권, LG증권, 한화증권, 현대증권	동양종금

자료 : 한국증권연구원

그러나 이러한 선정방식 때문에 과당인수경쟁과 과당거래의 부작용이 초래되었다. 실제로 국채발행시장에서는 인수실적 제고를 위한 기관들의 과당경쟁으로 실제 금리보다 훨씬 낮은 금리로 발행되는 기현상을 빚어졌다. 이렇게 낮은 금리로 인수한 금융기관은 국채유통시장(inter-dealer market)을 통해 적시에 매매는 할 수 있었으나 여전히 과열경쟁으로 인해 손실을 감수하면서 매매해야 하는 상황이 발생한 것이다. 또한 유통시장 조성 실적 평가로 인한 참여 기관의 과당 경쟁은 실수요와 무관한 일종의 통정매매를 유발하는 등 국채유통시 장의 거래량은 회사채 유통물량을 초과하는 수준에 이르기도 하였다. 이러한 부작용은 갑작 스런 단기간의 실적평가에 기인하는 것이라고 볼 수 있다. 그러나 국채전문딜러의 선정기준 은 자본력 및 신용도 등에 있어 우량하고 능력이 있는가에 초점이 맞추어 져야 한다. 예를 들어 해당 금융기관의 재무적 건전성 및 우량신용등급, 전문딜러로서의 거래 및 판매조직, 후선조직에 능력을 보유하고 있는가, 우수한 위험관리능력을 갖추고 있는가, 외환 및 파생금 융상품과의 연계가 제대로 되어 위험대처능력을 갖추고 있는가, 그리고 국제적 영업능력이 있는가 등에 더 많은 가중치가 주어져 있어야만 했다.

(2) 레포(환매조건부 채권매매: RP)시장 활성화 유도

레포(RP)거래는 금융기관간 자금 또는 채권의 단기운용 및 조달을 위하여 보유채권을 환매조건부로 매매하는 단기자금거래를 의미한다. RP거래는 경제적으로는 담보대출의 성격을 갖지만 법률적으로는 채권소유권이 매매 상대방에게 완전히 이관되는 채권매매의 성격을 갖는다. 우리 나라의 경우 RP거래가 일반 개인이나 기업을 대상으로 한 증권회사의 금융상품거래로 많이 인식되어 왔으나 선진국의 경우 RP거래의 대부분이 금융기관간에 단기자금 및 채권조달을 위한 것이다.⁴⁾ RP거래는 자금차입자(채권대여자)의 입장에서 보면 보유채권을 기초로 자금을 조달하기 때문에 자금조달이 용이하고 조달비용이 경감되며 추가이익의 기회를 얻을 수 있다는 점에서 장점이 있다. 자금대여자(채권차입자)의 입장에서 자금을 대출에 안전성을 기할 수 있으며 채권조달이 용이하여 결제 불이행 위험을 피할 수 있는 장점이 있다.

한편 채권시장의 측면에서 보면 RP거래는 채권의 활용도 및 유동성을 제고시키고 위험관리수단의 기능도 제공한다. 그리고 채권의 보유기간이 긴 연기금, 보험회사 등 기관투자자들의 채권대여를 통한 채권시장참여를 높여 시장기반을 확충하는 역할도 하게 된다.

우리 나라에서 시행되는 기관간 RP거래는 매도자가 해당 채권을 보유한 채 매수자에게 보관증만 주고 자금을 조달하는 사실상의 신용거래이며 이마저 이용실적이 미미한 편이다(오창석, 1999). 또, 우리나라 RP시장은 RP를 체계적으로 증개하는 브로커가 없고, 개별 증권사가 기관과 접촉하여 자금을 조달하는 실정이므로 영세한 수준을 벗어나지 못하고 있다. 따라서 증권사나 기관들이 RP를 이용하는 경우는 채권 매매시의 일시적인 자금 과부족이 발생하여 RP를 이용하는 것이 아니라 영업상 또는 회사의 단기자금 조달 및 운용 수단으로 이용하는 것이 더 일반화되어 있다. 그러나 국채시장이 활성화됨에 따라 국채 인수기관 및 일시에 장기채권을 대량으로 매매하는 기관들은 RP를 통해 자금 과부족을 해결할 필요가 있게 된다. 특히 의무매도물량을 확보하는 수단으로서의 RP거래는 거의 필수적이다. RP거래가 되든지 아니면 채권의 공매(short position)가 가능토록 해야만 의무매도물량을 확보하여 시장에서 포위(squeeze)되는 것을 피할 수 있기 때문이다. 따라서 기관투자자간 RP증개기능을 강화하거나, RP거래를 전문으로 하는 기관을 선정하는 방안이 검토되어야 할 것이다. 그리고 딜러들의 시장조성기능 개선으로 채권의 유동성이 제고되고 장기채권의 딜링 개념이 도

4) RP거래에는 공개시장조작의 일환으로 은행, 증권사, 투신사를 대상으로 한국은행이 시행하는 한은 RP가 있고, 기관간의 자금조달 목적으로 거래하는 기관간 RP가 있으며 은행, 증권사, 채신관서가 고객과 거래하는 대고객 RP가 있다. 국채유통시장과 관련하여 발전시켜야 하는 RP시장은 기관간의 RP거래시장이거나 현재 시장 및 거래제도가 미비하여 거의 거래되지 않고 있다.

입될 수 있을 것이다. 다만 세계상 문제점, 파산법상 특례인정, 표준화된 약관 확정에 있어 아직 더 깊은 연구가 필요하다.

(3) 선물시장 활성화를 통한 현물 장기채권에 대한 수요 활성화

연기금이나 보험사 등의 부채구조가 장기임에도 불구하고 장기채권의 운용이 부진한 것은 장기채권투자가 금리변동위험에 노출되어 자산운용 수익률 저하 및 최악의 경우 지급불능의 위험에 빠질 수 있기 때문이라고 할 수 있다. 금리선물, 특히 장기국채 금리선물계약을 개설하여 금리위험에 효율적으로 대처할 수 있는 길을 제공할 필요가 있다. 97년의 경우 미국의 금리선물시장에서 장기금리 상품의 거래금액 비중은 19%에 달하고 있는 것처럼 우리 나라도 국고채 장기물 선물계약을 도입하여 장기채 시장 활성화에 기여하도록 하기 위해 1999년 국채선물 거래가 개시되었다. 이러한 선물시장은 자산과 부채의 만기 및 규모의 불일치로 인한 위험노출을 관리할 수 있고, 특히 장기채권 자산의 금리노출위험을 효율적으로 관리할 수 있는 수단이 제공됨으로써 장기채권 투자활성화에 기여할 것으로 기대된다.

3) 국채공급물량의 확대

한편, 국채공급 증가는 재정의 부담요인이 되기 때문에 장기적인 균형재정 회복을 목표로 하는 경우 국채공급을 늘릴 수 없고 오히려 국채시장의 위축을 가져올 수 있다. 즉, 재정적자 보전차원의 국채발행으로는 장기적으로 국채시장을 발전시키기에 한계가 있다. 따라서 국채시장 형성의 장기적 목표인 시장지표금리 육성, 채권시장 발전·심화의 선도적 역할유지를 위해서는 재정의 부담이 없이 지속적으로 국채를 발행·공급할 수 있도록 하는 방안을 마련해야 할 것이다. 홍콩정부는 매년 대규모의 재정흑자에도 불구하고 연속적인 국채시장 형성을 위해 외환기금채권(Exchange Fund Bills and Notes)을 발행하고 있다. 동 기금의 발행목적은 일차적으로 환율안정에 있으나 동시에 낙후된 채권시장을 발전시키고 다양한 만기의 채권발행을 통해 시장에 지표금리를 제공하며 금리의 만기구조를 형성하는데 있다. 채권발행으로 조성된 자금을 금융시장에 공급함으로써 국채발행에 따른 시장의 유동성 축소문제를 최소화하고 통화관리의 목적으로 발행자금의 일부를 보유하기도 한다. 우리 나라의 경우에도 장기적으로 균형재정 회복을 목표로 하는 한 재정부담을 완화하면서 일정 국채공급 및 지표금리 형성을 위해 이러한 기금설치를 추진해야 할 것으로 보인다.

4. 국채시장 활성화의 효과

1) 시장 지표금리(Benchmark) 형성

국채시장 활성화는 시장 지표금리를 제시함으로써 금융시장기능 제고에 선도적인 역할을 하게 된다. 최근까지 우리 나라의 채권시장은 주로 3년 만기 무보증 회사채를 중심으로 운영되어왔으나 기준금리로 대표되는 신용평가등급 'A+' 회사채는 시장자금 상황을 반영할 만큼 충분하지 못한 실정이어서 시장 지표금리로서 기능이 의문시되고 있다. 98년말부터 무위험자산인 국고채가 정기적으로 경쟁입찰을 통해 시가발행되고 있으며 99년에는 국채전문딜러가 선정되었고 국채시장 활성화를 위한 기본 여건이 조성되어 2000년부터는 국채유통수익률이 지표금리로서 신용등급별 기업 회사채발행금리 및 유통수익률 산정기준 역할을 할 수 있을 것으로 보이고 나아가 전체 채권시장 활성화에 기여할 것으로 전망된다.

98년 9월이후 대규모의 국채가 발행되면서 국채거래가 활기를 띠기 시작하였으며 국채유통수익률이 지속적으로 형성되어 채권시장에서의 벤치마크금리 기능이 제고되고 있다. 국고채의 유통규모가 점증하면서 일평균 유통규모면에서도 신용등급 A+ 기업의 3년만기 무보증 회사채 유통규모를 능가하고 있다(〈표 4-1〉 참조).

〈표 4-1〉 회사채 및 국채의 유통규모

(일평균거래액, 억원)

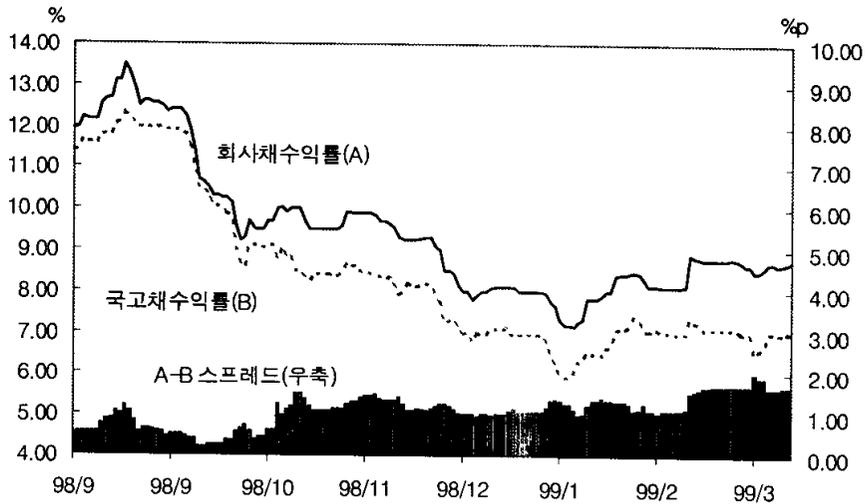
구 분	98. 9	10	11	12
회사채	14,468	20,432	17,545	19,374
A+ 등급, ㉑	1,426	2,789	1,480	2,208
국채	1,125	4,729	3,758	3,992
국고채, ㉒	639	3,621	3,033	2,357
㉒/㉑(배)	0.45	1.30	2.05	1.07

자료 : 한국은행

또한 98년 10월부터는 국고채 유통수익률과 회사채 유통수익률간에 1.5%p 전후의 금리스프레드가 유지되고 있다(〈그림 1〉 참조). 국고채와 회사채간의 안정적인 스프레드 유지는 자금시장에서 지표금리에 따라 신용등급별 회사채의 금리결정을 용이하게 해준다. 이러한 과정은 99년 7월이후 우량 금융기관을 중심으로 국채전문딜러제도가 시행되고 유통시장이 활성화됨으로써 국채금리의 지표금리 기능이 더욱 제고될 것이다. 국채는 무위험자산으로 채권시장에서 여타 채권과의 안정적인 스프레드를 유지함에 따라 신용등급별 기업 자금조달비용(발행금리)의 예측가능성을 제고할 수 있다. 즉, 향후 국채시장의 활성화로 국채만기별 금리구

조가 형성되면 기업의 금융비용 예측가능성이 제고되어 기업의 합리적 투자계획에 기여하며 또한 국채유통수익율을 지표금리화하여 전체 채권시장의 효율적 발전에 기여할 수 있을 것으로 보인다.

〈그림 1〉 국고채 수익률과 회사채수익률간의 스프레드



자료 : 한국은행, 증권업협회

2) 통화정책에 미치는 영향

국채발행 확대는 통화정책 당국의 공개시장조작을 위한 간접통화관리 수단을 풍부하게 하는 한편, 만기별 국채수익률에 반영된 기대 인플레이션율은 통화정책의 목표인 인플레이션관리에 중요한 지표를 제공하여 통화정책의 효율성을 제고할 수 있도록 해 준다.

한국은행은 현재 통화관리를 위해 국공채외에도 통화안정증권 등을 이용하고 있으나 통화관리를 위한 통안증권 발행증가는 중앙은행의 통화관리 비용을 증가시키는 문제점을 안고 있다. 통화안정증권 잔액은 99년 1월 현재 약 47조원에 이르고 있지만 국채발행 확대로 공개시장조작 대상증권 중 국채가 증가하면 한국은행의 공개시장조작 비용의 경감되고 나아가 통화관리의 효율성이 제고될 수 있을 것으로 보인다. 다만, 국채로 조달된 자금 전액이 재정지출로 방출될 경우 통화관리를 위한 한국은행의 통안증권 발행 부담은 여전히 남아 있을 수도 있다.

〈표 4-2〉 우리나라의 공개시장조작(Open Market Operation) 운용수단

구분		조작방법	대상증권	비고
장기자금 조절	환수	- 장기물 통안증권발행		
		- 증권 단순매각	한국은행보유 국공채*	99. 1. 현재 실적없음
	공급	- 잔존만기 장기인 통안증권 환매		
		- 증권 단순매입	거래대상기관 보유 국공채	
단기자금 조절	환수	- RP 매각	한은보유 국공채	
		- 단기물(14일물) 통안증권 발행		99. 1. 현재 발행중단
	공급	- RP 매입	거래대상기관 보유 국공채	
		- 잔존만기 단기인 통안증권 환매		

주 : *는 국채, 정부보증채, 통안증권, 토지개발채권

자료 : 한국은행

국채발행 확대와 함께 채권시장이 활성화되면 인플레이션에 대한 통화정책의 중요성은 더욱 부각될 것으로 예상된다. 물가상승으로 인플레이션 기대심리가 높아지면 금리가 상승하고 이에 따라 채권보유자의 자본손실이 발생해 금융시장의 불안을 야기할 우려가 있어 물가안정에 대한 금융시장의 요구가 커질 것이기 때문이다. 한편, 이러한 시장의 요구는 물가안정을 통화정책의 최대목표로 부각시켜 정부에 대한 한국은행의 독립성을 공고히 해 줄 뿐 아니라 통화정책의 예측가능성 및 경제 안정화기능을 제고하는 역할을 할 것으로 예상된다. 다만, 재정적자 누적 등 국가채무가 급격히 누적될 경우에는 국채발행이 통화정책의 제약요인으로 등장할 우려도 없지 않다.

3) 금융기관 건전성 제고

IMF위기 이후 급격한 금융개혁을 경험하면서 금융기관 건전성에 대한 잦은 등장한 것이 BIS 자기자본비율(=자기자본/위험가중자산)이다. 금융기관이 보유하고 있는 대부분의 민간 여신, 유가증권 등은 BIS 자기자본비율 산정시 100%의 위험가중치가 부과되어 추가 여신 확대 및 유가증권 매입을 위해서는 해당 매입액의 8%에 해당하는 자기자본 확충이 뒤따라야 한다. 그러나 무위험자산인 국채의 경우 위험가중치가 '0'으로 BIS자기자본비율 산정으로부터 금융기관의 부담이 경감되어 금융기관 자금운용상의 효율성을 높여 준다. 또한 중앙은행이 통화관리 차원에서 이들 국채를 공개시장조작 대상으로 활용하거나 국채유통시장 활성화에 따라 시장매각이 용이해질 경우 금융기관의 유동성도 증가하는 효과를 가져올 수 있다.

과거 국채를 강제배정방식으로 발행할 때에는 금융기관 인수금리가 시장금리보다 낮아 중도 매각의 경우 손실을 초래하기 때문에 장부상 이익유지를 위해 만기까지 보유하려는 경향이 있었다. 이러한 발행행태는 국채의 유통시장 활성화를 저해하는 요인이 되었으며 또한 금융기관을 유동성위험 및 금리변동위험에 노출시키는 원인이 되었다.

따라서 국채의 시장가 발행은 국채의 상품성을 제고하고 국채유통시장을 활성화시킬 뿐 아니라 국채인수 금융기관의 유동성 제고에 기여할 것으로 보인다. 표준화된 국채는 유동성이 높아 이를 담보로 금융기관간 대차, 국채전용 펀드도입 등 금융시장의 발전을 촉진하는 한편, 금융기관의 자금흐름을 개선해 금융시장 효율성을 제고하고 나아가 금융중개기능의 효율화를 달성하는데 기여할 것으로 보인다.

또한 국채금리를 기준으로 한 선물시장이 개설되면 금융기관은 보유 국채에 대한 위험관리 능력을 제고할 수 있고 투자자에게는 새로운 투자상품을 제공함으로써 채권시장의 성숙과 함께 금융기관의 새로운 수익원천 제공, 효율적 자산관리 수단을 제공할 것이다. 이러한 국채유통시장은 2000년 7월 전면실시될 예정인 채권 시가평가제 도입으로 더욱 활기를 띠게 될 것으로 보인다.

4) 국채발행의 부정적 효과

한편, 국채발행의 확대로 다양한 만기의 국채가 유통되면 채권시장에서 채권만기별 기준금리가 형성되어 채권시장의 활성화에 기여하는 면이 있으나 국채발행이 증가하면서 시중자금을 구축하여 금리를 상승시키는 원인이 될 수도 있다. 향후 2005년까지 재정적자가 지속될 것으로 보여 재정적자 보전을 위한 국채발행 확대는 시중자금을 구축, 시중금리의 상승요인이 될 수 있다.

정부 재정적자는 국내 저축여력을 약화시켜 자금시장에 공급될 잉여자금의 총량을 감소시키고 나아가 금리상승 요인이 될 수 있다. 국민계정상 우리 나라의 저축률은 명목GDP대비 약 30%수준이며 저축주체로 볼 때 정부저축이 약 10%를 차지하고 있었다. 그러나 재정적자 확대는 정부저축 여력을 약화시켜 총저축을 축소시키고 또한 재정적자 확대는 민간저축의 일부를 구축하여 자금시장의 가용자금을 감소시키게 된다. 따라서 재정적자의 급속한 증가를 보전하기 위해 국채발행이 증가할 경우 금리상승, 나아가 투자위축, 노동생산성 향상 저해 등 실물경제에 해악이 될 수 있다. 따라서 재정의 건전기조를 유지하면서 국채시장을 활성화시킬 수 있는 방안이 장기적으로 마련되어야 할 것이다.

또한, 재정은 과거 80년대 후반 경상수지 흑자로 인한 통화증발을 흡수하기 위해 재정증권

을 발행, 시중유동성을 흡수하는 등 재정이 통화관리기능까지 분담하기도 하였으나 향후 재정적자 확대는 통화관리의 큰 부담요인이 될 수도 있다. 재정적자 누적은 재정운영의 경직화를 초래해 재정정책의 경제안정화기능을 약화시켜 통화정책의 부담을 가중시킬 수 있기 때문이다. 정책적인 측면에서는 국채발행 확대에 따른 정부부담 완화를 위해 인플레이션 유도정책 또는 인위적인 금리 인하정책이 초래될 수도 있다. 한국은행의 완전한 독립성이 보장되지 않고 국채소화에 있어 시장원리가 정착되지 못할 경우 통화관리에 어려움을 가져올 우려도 없지 않다. 미국의 경우는 국채가격도 시장원리에 의해 결정될 수 있도록 하여 연준(FRB)의 국채인수를 제한하고 있으며 공개시장조작 대상도 단기(3개월 이하) Treasury Bills에 국한하고 있다.

한편, 국채시장 개방으로 외국인 투자자금 유치를 촉진할 수도 있으나 기초경제여건이 안정되지 못한 상황에서는 재정적자 확대가 환율의 가변성을 증대시키고, 국제 금융시장의 환경변화에 따라 국내 채권시장의 불안을 증폭시킬 우려도 없지 않다. 97년 말 외환위기 이후 채권시장이 전면 개방되어 국채발행 증대에 따른 자금구축현상을 완화할 수 있는 여지는 있으나 재정적자 확대로 국가신용에 불안정성이 증가하는 경우, 또는 대내외 환경변화로 외국인 투자자금의 유출이 급격할 경우에는 환율, 금리의 불안정이 더욱 증폭될 수 있기 때문이다. (<표 4-3>참조)

〈표 4-3〉 97년말 금융위기 이후 채권시장 개방 현황

구 분	개 방 내 용
97. 12. 12	- 단기 3년이상 대기업 및 중소기업 보증채시장 개방 ○ 종목별 외국인 투자한도 : 상장잔액의 30%, 1인당한도 : 10%
97. 12. 23	- 국채, 금융채, 특수채 등 모든 채권시장개방 ○ 외국인 투자한도 : 회사채 회사별 30%, 국공채 종류별 30%
97. 12. 31	- 외국인의 국내채권에 투자한도 철폐
98. 2. 16	- 단기금융상품에 대한 외국인 투자 전면개방 ○ CP, 상업어음, 무역어음에 대한 외국인 투자 전면개방
98. 5. 25	- 증권감독원, 외국인의 국내 증권투자 활성화를 위한 규제완화 ○ 외국인 주식투자한도 폐지 ○ 외국인 투자대상 유가증권을 모든 유가증권으로 확대

국채의 시장소화를 촉진하기 위해서는 무엇보다도 효율적인 금융시스템이 우선적으로 구축되어야 한다. 외환위기 이후 추진되고 있는 기업 및 금융구조조정의 조속한 마무리는 금융시스템의 효율성을 제고시켜 국채발행에 따르는 자금구축, 금리상승 압력을 완화하고 재정적자 보전을 위한 국채발행비용 부담을 경감시키는 한편, 장기적으로 재정건전성 회복에 기여할

것으로 전망된다.

5. 장기채권시장 활성화에 관련된 과제

1997-8 경제위기는 은행중심 금융시장이 제대로 작동하지 못했던 데에도 이유가 있다. 은행중심 금융은 근본적으로 만기불일치 위험과 외환위험을 근본적으로 가지게 되어 있으며 자산에 대한 시장평가가 지속적으로 일어나지 않기 때문에 대규모 예금인출 위험 등을 비롯한 금융위기에 취약할 수밖에 없는 구조를 가지고 있다(Miller, 1999b). 아시아 금융위기를 겪은 나라들의 경우 일반적으로 은행중심 금융체제를 가진 나라들이나 기업의 은행의존도가 높은 나라들이 상대적으로 더 심하게 금융위기를 겪은 것을 보아도 쉽게 알 수 있다. 특히 우리 나라의 경우 성장추진을 위한 정경유착, 관치경제, 외압 등의 문제 때문에 부실채권이 다량으로 생성되어 문제를 더욱 어렵게 만들었다고 할 수 있다.

금융위기에서 완전히 벗어나고 또 다른 금융위기에 들어가지 않기 위해서는 부실채권문제의 해소, 금융제도의 건전화와 함께 금융의 탈은행화와 장기화를 조속히 추진해야 한다. 이를 위해서는 직접금융을 수월하게 수행할 수 있는 장기자본시장의 발전이 이루어져야 할 것이다. 우리 나라에서 장기자본시장의 생성이 더딘 것은 장기채권에 대한 수요가 부진했기 때문이며 이것은 다음과 같은 이유 때문이라고 할 수 있다. 우선 첫째 균형재정정책으로 장기물로 발행되던 국채의 발행물량이 적었고 또한 장기물이 첨가소화채로 발행되어 시장형성이 제대로 되지 않았으며, 둘째 정치 사회적으로 미래에 대한 불확실성이 커서 장기채에 대한 신뢰성을 저하시켰다는 것이다. 셋째로는 우리나라 채권의 수익률곡선(yield curve)이 短高長低의 구조로 형성된 기간이 많아 장기운용시 기회비용이 발생한 상황이 지속되었기 때문이고, 넷째는 장기채권을 매수하고 난 후 금리가 상승했을 때 헤지수단이 없고 유동성이 현저히 떨어지므로 보유에 따른 위험에 노출될 가능성이 높다는 것이다. 또한 은행 등의 금융기관이 정책금융의 틀안에서 자본시장의 대체역할을 수행해 오도록 정책당국이 유도한 데도 이유가 있다.

근자에 와서 금융기관 대출의 증권화(MBS, ABS)를 통해 기업의 은행의존도가 줄어들고 있지만 탈은행화는 장기채권시장의 활성화없이 불가능할 것으로 전망된다. 장기국채시장의 조속한 활성화는 장기국채시장이 견인차가 되어 기업이 발행하는 장기 회사채시장이 제대로 그 기능을 수행케 하고자 함이다. 신용위험과 금리위험이 높아 장기채권에 대한 수요가 없고 채권의 유동성을 공급하는 유통시장이 미발달되어 발행도 저조할 수밖에 없었던 실정에 있는 우리나라 채권시장에 기업 및 금융구조조정에 필요한 막대한 공적자금을 조달하기 위한 국고채권

의 발행은 장기채권시장의 도약을 위한 발판이 됨과 동시에 견인차가 될 수 있을 것이다.

장기국채를 포함한 장기채권에 대한 수요가 어느 정도 있을 것인가를 보험권의 장기채권 수요 분석을 통해 알아 볼 수 있다. <표 5-1>에 의하면 97년 이후 보험권 전체로 유가 증권 투자가 증가하는 양상을 보이고 있다. 즉, 97년 이전까지 보험권의 자산운용이 여타 금융 기관과 마찬가지로 대출위주의 운용전략을 구사하였으나 IMF 금융위기를 지나고 나서 대출 수요가 줄어들고 저금리 국면에 들어서면서 유가증권투자가 늘면서 98년에는 총자산 대비 20%를 상회하는 양상을 보이고 있다.

<표 5-1> 생명보험사 총자산 대비 채권구성 비율

(단위: 조원)

	채권	대출, 부동산, 기타	총자산
95년	18.8 (28.2%)	48.1 (71.8%)	67.0
96년	22.5 (28.1%)	57.6 (71.9%)	80.1
97년	23.0 (24.9%)	69.5 (75.1%)	92.5
98년	35.3 (38.0%)	57.6 (62.0%)	92.9

자료: 한국은행 조사통계월보

유가증권 중에서도 장기채권의 투자비중 추이를 생보사의 예로 보면 95년 6%, 96년 10%, 97년 15%, 99.4월 38%로 장기채권 투자가 급증하고 있다. 따라서 저금리 국면이 지속되는 상황에서 생보사의 경우 향후 총자산의 30%이상(약 30조원)을 채권에 투자할 수 있으며 그 중 40%수준(12-13조원)을 장기채권에 투자할 여력이 있음을 예상할 수 있다. 현재 생보사의 부채구조를 살펴보면, 장기보험상품은 총판매상품의 40% 수준에 육박하며 고정금리 부채의 성격을 띄고 있으며 계약기간도 5-20년 사이이고 해약률을 감안한 평균만기는 6년 수준이다. 반면 운용측면을 보면 장기고정금리 부채대비 50%만 장기투자가 되어 있으며, 장기평균 부채 duration은 5년인데 반해 장기평균 자산 duration은 2년 정도로 운용되어 만기불일치(mismatch)가 심각한 수준에 이르고 있다. 따라서 보험사의 장기채권투자 수요는 향후에도 지속적으로 증가할 것으로 전망된다. 연금, 기금의 경우에도 비슷한 양상을 보이고 있다.

외국인의 채권투자는 개방이 되어 있지만 아직 활발한 투자는 이루어지지 않고 있다. 국채의 지표채권으로서의 기능이 강화되고 국채유통시장의 활성화로 유동성이 증가하게 되면 외국인의 수요도 늘어날 수 있으며 특히 회사채쪽으로는 투자도 기대할 수 있을 것이다. 외국인 투자자의 지속적인 투자를 위해서는 거래의 투명성 및 신뢰성이 제고되어야 한다. 최근 외국인들의 채권투자를 유도하는 방안으로 채권 양도차익에 대한 비과세를 허용해야 한다는

주장이 제기되고 있다. (주식은 97.11월 양도차익 비과세 허용) 채권투자에 대한 과세문제는 이 연구에서 직접 다룰 내용이 아니기는 하지만 채권시장 활성화를 위해서 채권의 양도차익에 대해서는 비과세를 허용하는 것이 도움이 되리라고 본다. 한편 보험상품에 5년이상 투자시 비과세되는 것과 형평을 맞추어 일반인이 장기국채를 투자했을 때 이자소득에 대한 소득세 감면, 양도차익(장기보유후)에 대한 비과세 등 세무우대정책을 추진하는 것이 필요하다.

장기채권의 수요기반을 확충하기 위해서 일반국민의 장기국채입찰에의 참가를 허용하는 방법도 생각할 수 있다. 우리 나라는 일반인이 장기간 투자할 상품이 부족하며 특히 일반인이 장기채권에 직접투자할 기회가 거의 없다. 그러나 최근 저금리국면이 지속되면서 일반인의 수요증가가 예상되므로 국채 입찰시 일정부분(예를들면 3% 수준)에 대하여 일반인의 참여를 허용할 수 있을 것이다. 또한 소액투자자 관리를 위한 국채시장 하부관리제도를 마련할 필요가 있다. (영국 재무부의 국민저축등록부 제도, 프랑스의 장기국채일반대중 공모제도, 독일의 연방저축채 발행제도 등) 장기채권을 포함한 장기자본시장의 발전을 위해서는 현행 연금제도와는 별도로 자발적 퇴직연금제도의 도입도 신중하게 고려할 필요가 있다. 즉, 개인 각자가 자산의 퇴직금 계정에 퇴직금을 적립하고 자신이 금융자산에의 투자를 통한 퇴직기금을 직접 운용하며 퇴직금 계정에 저축하는 부분에 대해서는 세금의 감면을 허용하는 제도(미국의 IRA: individual retirement account)의 도입을 고려할 필요가 있다고 본다.

제대로 기능하는 국채 유통시장은 장기자본 시장의 활성화를 위한 필수 요건이다. 국채 유통시장이 제대로 기능하기 위해서는 국채 전문 딜러제도 도입, RP시장 활성화, IDB제도 도입 등의 국채 유통시장 메카니즘의 정비가 꼭 필요하다. 그러나 국채에 대한 시장 수요 기반이 확충됨이 없이 유통시장제도만 가지고는 국채 유통시장이 활성화 될 수 없다. 기본적으로 경제의 예측가능성, 정책의 신뢰성, 물가 안정 등의 선결조건이 충족되어야 수요기반이 생성되고 거기에 유통시장 메카니즘이 필요하다는 것을 기억해야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 오창석, 국채전문딜러제도 도입: 현황과 전망, 한국증권연구원, 1999.5.
 우영호, 박상수, 박영규, 류근옥, 최용선, "한국 자본시장의 발전과제 - 수요기반의 확충"
 1999년 제1차 증권정책 심포지움 발표 연구보고서, 한국증권학회, 1999.2.
 한국증권업협회, 「채권시장의 발전전략」, 1998.12.
 한국 증권업협회, 「한국채권시장의 현황 및 문제점」, 1999.

- Bushee, B., 1998, "Institutional investors, long-term investment, and earnings management," working paper, Harvard University.
- Chan-Lau, J.A. and Z. Chen, 1998, "Financial crisis and credit crunch as a result of inefficient financial intermediation - with reference to the Asian financial crisis," working paper, International Monetary Fund.
- Choi, D., F.C. Jen and H. Shin, 2000, "Causes and consequences of the Korean financial crisis," Pacific Basin Financial Markets and Policies (forthcoming).
- Miller, M. H. 1998a, "The current Southeastern Asia financial crisis," Pacific-Basin Finance Journal 6, 225-233.
- Miller, M. H., 1998b, "Financial markets and economic growth," Journal of Applied Corporate Finance 11, 8-15.