금융투자상품

단기국고채의 도입 논의와 기대효과

연구위원 황세운*

우리나라 국고채 시장은 중장기물 위주로 발행 및 유통시장이 형성되어 있으나, 단기국고채에 대한 시장의 수요도 꾸준히 지속되고 있다. 단기국고채의 발행은 정부의 재정자금 조달 및 운용을 효율화하고, 자본시장에 안정적인 단기자금 운용수단을 제공하여 금융산업 구조의 선진화에 기여할 수 있다. 또한, 단기국고채의 수익률은 단기금융시장을 대표하는 금리지표로 활용되어 다양한 금융상품의 가치평가에 활용되며 파생상품이나 구조화채권의 설계에 있어서 기준금리의 역할을 한다. 다만, 단기국고채의 발행이 성공적으로 이루어지기 위해서는 국가재정법상 존재하는 국고채 발행 총액에 대한 제한이 해소되어야 하고, 통화안정증권과의 경합에 의한 시장 마찰이 최소수준으로 조정될 필요가 있다.

I. 서론

1997년 외환위기 이후 국고채시장의 발행과 유통에 관련된 제도가 큰 폭으로 정비되고 국고채발행이 증가하면서 3년 이상의 중장기 채권시장은 국고채가 지표채권의 역할을 성공적으로 수행하고 있다. 반면 단기금융시장은 현재까지 시장을 대표하는 지표채권이 제대로 형성되지 못하는 상황이다. 채권시장에서는 단기금리지표의 부재로 인하여 통화안정증권, CD, KORIBOR, Cofix 등의 여러 가지 대체수단이 활용되어 왔으나 이들은 지표채권의 요건이 결여되어 지표금리로서의 기능에 한계를 가지는 것이 사실이다.

단기국고채는 정부의 재정자금 조달 및 운용을 효율화하고, 금융산업 구조의 선진화에 기여할 수 있다. 또한, 단기금융시장을 대표하는 금리지표의 역할을 하여 다양한 금융상품의 가치평가에 활용된다.

국고채 시장은 중·장기물 위주[1]로 발행 및 유통시장이 형성되어 왔으나, 단기국고채에 대한 시장의 수요는 꾸준히 지속되고 있다. 단기국고채의 발행은 정부의 재정자금 조달 및 운용

* 본 고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
Tel: 02-3771-0642, E-mail: neptune@kcmi.re.kr

1) 현재 우리나라의 국고채 발행은 3년, 5년, 10년, 20년물에 대해서 이루어지고 있다.

을 효율화하고, 자본시장에 안정적인 단기자금 운용수단을 제공하여 금융산업 구조의 선진화에 기여할 수 있다. 또한 단기금융시장을 대표하는 금리지표로 활용되어 다양한 금융상품의 가치평가에 활용되며 파생상품이나 구조화채권의 설계에 있어서 기준(Reference) 금리의 역할을 한다. 단기지표금리가 확실하게 형성될 경우 지표금리에 가산금리를 부가하는 기일물 금리 형성도 원활해져 RP, CP 등 여타 기일물 거래의 활성화도 기대할 수 있다. 이에 본고는 시장의 지속적인 단기국고채 수요에 대응하여 향후 단기국고채 도입과 관련된 다양한 이슈를 점검하고 단기국고채 시장의 발전 전망과 통화안정증권과의 상생방안 등에 대해 검토해 보고자 한다.

II. 단기국고채의 도입 여건 및 필요성

1. 국내 단기금융시장 현황 및 단기국고채의 도입 여건

단기금융시장은 통상적으로 만기 1년 이내의 단기금융상품을 매개로 단기 유동성이 거래되는 시장이다. 우리나라에서는 단기금융시장이 콜시장, 환매조건부채권(RP)시장, 기업어음(CP)시장, 양도성예금증서(CD)시장, 그리고 통화안정증권시장 등으로 구분된다. 증권사에서 개인이나 법인고객들을 대상으로 판매되고 있는 MMF나 CMA와 같은 상품들이 흔히 단기금융상품으로 인식되는 경향이 있으나 이들은 엄밀히 말하면 상기한 단기금융상품을 운용하기 위한 집합투자수단으로서의 역할을 하거나 혹은 증권거래를 위해 개설한 계좌에 자산운용의 성격을 부여한 것으로써 전통적인 의미의 단기금융상품으로는 분류되지 않는다.

국내 단기금융시장은 규모면에서 비약적인 성장을 이룩하여 왔는데, 2010년 말 기준으로 시장규모가 약 370조원에 이르고 있다. 시장별로는 통화안정증권시장이 발행잔액 기준 약 165조원으로서 가장 규모가 큰 시장을 형성하고 있으며, 다음으로 RP시장(약 87조원), CP시장(약 75조원), CD시장(약 45조원), 콜시장(약 30조원)의 순서로 나타난다. 국내 채권시장대비 단기금융시장의 규모는 2010년 말 기준 28% 수준이며, GDP 대비로는 31% 수준이다. 미국과 일본의 단기금융시장이 해당 국가의 GDP 대비 각각 37.6%와 46.9% 인 점을 감안하면 선진국에 비해서는 상대적으로 시장규모가 다소 작다고 평가할 수 있다.

전체적인 단기금융시장의 성숙도를 고려할 때 국내 단기금융시장 및 채권시장의 발전을 위하여 단기국고채 제도를 도입할만한 여건은 상당한 수준으로 형성되어 있다고 평가할 수 있다.

전체적인 단기금융시장의 성숙도를 고려할 때 국내 단기금융시장 및 채권시장의 발전을 위

하여 단기국고채 제도를 도입할만한 여건은 상당한 수준으로 형성되어 있다고 평가할 수 있다. 국내 단기금융시장의 전체규모가 370조원에 이르고 있으므로 단기국고채에 대한 잠재적인 수요는 충분히 존재할 가능성이 크다. 통화안정증권 3개월물의 발행잔액이 12조원 수준에 이르고 있고, 역시 3개월물 중심으로 발행되는 CP의 시장규모도 80조원을 넘어서고 있다. 이러한 사실은 3개월물이 중심을 이룰 가능성이 높은 단기국고채에 대해서도 시장의 수요가 높을 수 있음을 암시한다.

2. 단기국고채 도입의 필요성

단기국고채 도입이 필요한 이유로는 크게 대표적인 단기금리지표의 확립, 단기금융상품의 다양화, 금융위기시의 신용경색 완화, 국고채발행에 따른 이자비용의 절감 등을 들 수 있다. 현재 국내 채권시장에는 단기금융시장의 상황을 효율적으로 반영하는 단기금리지표가 부재한 상황이다. CD 금리, 통화안정증권 수익률, KORIBOR, Cofix 등의 단기금리지표가 개발되어 사용되고 있으나 각각의 금리지표가 시장의 대표성을 확보하는 데에 한계를 가진다. 시장을 대표하는 금리지표의 확립은 효율적으로 작동하는 채권 발행 및 유통시장의 형성에 있어서 매우 중요한 요소가 된다. 단기국고채는 이론적으로 지표채권 요건을 모두 충족하므로 단기지표금리를 제공하기 위한 최적의 조건을 가지고 있다. 금융선진국의 사례를 살펴보아도 단기금리지표는 거의 예외없이 단기국고채가 담당하고 있다.

단기국고채의 도입은 국내 단기금융시장에서 거래되는 상품의 종류를 다양화시켜 투자자에게 다양한 상품선택의 기회를 제공한다. 현재 콜, CP, CD, 그리고 RP로 구성되어 있는 단기금융시장에 상품의 시장성이 높은 단기국고채를 추가하게 되면 상품 선택의 스펙트럼을 넓혀 더욱 다양한 투자 포트폴리오의 구성이 가능해진다. 주로 단기로 운용되는 MMF, CMA, MMDA, MMT 등의 투자기구들은 안전한 투자수단으로서 단기국고채를 유용하게 활용할 수 있을 것으로 보이며, 특히 자산과 부채의 만기를 조화시킴에 있어서 단기국고채는 이들 투자기구들에게 잇점을 제공한다.

대표적인 단기금리지표의 확립, 단기금융상품의 다양화, 금융위기시의 신용경색 완화, 국고채발행에 따른 이자비용의 절감 등의 목적을 달성하기 위하여 단기국고채 제도의 도입을 고려할 필요성이 있다.

단기국고채의 발행은 금융위기시 발생하는 신용경색의 완화에 일정부분 도움이 되는 것으로 알려져 있다. 최근의 글로벌 금융위기를 겪으면서, 시중의 유동성이 급격히 증발하는 시기에는 안전자산의 선호(Flight to quality) 현상뿐만 아니라 고유동성 자산의 선호(Flight to liquid-

ity) 현상도 뚜렷이 나타난다는 사실을 관찰한 바 있다. 고유동성 자산의 선호는 결국 단기자산의 선호로 귀결되는데 이는 시장에서의 매각이 상대적으로 용이할 뿐만 아니라 매각이 힘든 경우에도 현금화까지 걸리는 시간이 매우 짧기 때문이다. 글로벌 금융위기가 발생하였을 때에도 미국이나 유럽에서 금융기관의 단기국채 수요가 급증하였다. 이는 단기국채가 가진 유동성의 장점 때문으로 결국 신용경색의 완화에 단기국채가 일부 도움이 될 수 있음을 말해준다.

국고채의 일정부분이 단기채로 전환될 경우 국채발행에 따른 이자비용의 일부가 절감될 수 있음은 명확하다. 단기국고채의 차환발행을 통하여 장기채 발행량의 일부를 대체할 경우 채권의 장단기금리차에서 발생하는 이자비용만큼을 절감할 수 있다. 물론 단기채 발행으로 인한 이자비용의 절감은 유동성 관리차원에서만 접근되어야 하며, 이자비용의 최소화를 위한 구조적 접근은 매우 신중하게 이루어져야 한다. 이는 단기국고채 발행의 주된 목적이 이자비용의 절감에 있는 것이 아니라 정부의 세입·세출간의 시기불일치에 따른 초과자금수요의 변동성을 해결하고 단기금리지표의 제공에 있기 때문이다.

3. 외국의 단기국채 발행사례 및 시사점

외국의 경우 채권시장이 발전한 금융선진국을 중심으로 단기국채가 활발히 발행되고 있다. 단기국채가 가장 활발히 발행되고 있는 나라는 미국이며, 영국과 프랑스, 일본 등에서도 단기국채의 발행이 비교적 활발한 편이다. 단기국채시장이 발전하기 위해서는 효율적으로 작동하는 채권시장과 이를 뒷받침하는 성숙한 자본시장의 존재가 필수적이다. 단기국채의 경우 짧은 발행주기로 인하여 발행과 만기도래가 빈번하게 발생하고 이에 따라 자금의 흐름도 매우 빠른 속도로 일어나며 유동성의 관리가 매우 중요한 특성을 가지고 있다. 이러한 단기국채가 효율적으로 관리·운영되기 위해서는 채권시장의 인프라가 높은 수준으로 구축되고 위험관리능력을 갖춘 다양한 시장참가자의 존재가 필요하다. 단기국채시장이 발전한 국가를 살펴보면 채권시장과 자본시장의 기본적인 인프라가 성실히 구축되어 있고 시장참가자의 수와 폭도 넓게 형성되어 있다는 공통점이 발견된다.

단기국채시장의 발전에 있어서 또 하나의 중요한 요소가 되는 것은 정부의 부채규모가 일정수준 이상으로 커져야 한다는 것이다. 정부의 부채규모가 커져야 국채발행물량이 풍부해져 발행과 유통시장에 유동성을 충분히 공급할 수 있기 때문이다. 물론 정부의 부채가 커지는 것은 국채시장의 발전을 위해서는 긍정적으로 작용하는 면이 있지만 부채규모의 증가는 정부의 재정건전성을 압박하는 요인이 되므로 단순히 국채시장발전 논리로만 접근할 수 있는 문제는 아

니다. 특히 우리나라와 같이 균형재정을 통한 재정건전성의 확보가 재정운영의 중요한 목표인 경우 발행량의 충분한 확대에 큰 어려움이 있어 시장발전에 장애요인이 될 수 있다.

해외의 단기국채 발행특성을 살펴보면 만기는 1개월, 3개월, 6개월, 12개월 등으로 다양하게 존재하고, 발행주기는 대부분 1주일 단위로 발행되며, 단기채의 특성상 이표채가 아닌 할인채 형식으로 발행되고 있다. 만기의 다양성에 영향을 미치는 가장 중요한 요소중의 하나가 발행물량 수준인데, 단기채 시장이 각각의 만기에 대하여 충분한 유동성을 가질 만큼 큰 경우 만기가 다양해지는 경향이 있다. 채권시장이 상대적으로 작을 경우에는 만기의 구성이 단순해지고 소수의 단기국채에 발행량이 집중되어 해당 국채의 유동성을 개선시키는 유인이 강한 것으로 나타난다. 발행물량의 수준이 만기의 다양성에 영향을 미친다는 사실을 고려할 때 우리나라의 경우 도입초기에는 단기국채의 발행물량을 충분히 확보하지 못할 가능성이 있으므로 만기의 구성을 단순화하여 1~2종목만 우선적으로 발행하는 전략을 채택하는 것이 바람직하다. 발행주기에 있어서는 시장의 예측가능성을 높이기 위하여 정례발행의 원칙에 따라 매주 발행하고 있다. 단기국채는 일반적으로 3개월물의 발행이 가장 활발한 만큼 이표채의 형식보다는 할인채의 형태로 발행되며, 예외적으로 일본의 경우 2년물에 대하여 이표채 형식으로 발행하는 사례가 관찰된다.

〈표 1〉 해외의 단기국채 발행 형태

국가	만기	발행주기	이자지급방식
프랑스 (BTFs)	4~11주, 3개월, 11~22주, 6개월, 30~47주, 1년	3, 6, 12개월은 매주 발행됨	할인채
영국 (Treasury bill)	1개월(약 28 days), 3개월(약 91 days), 6개월(약 182 days), 12개월(364 days),	매주 발행됨	할인채
미국 (Treasury Bill)	Treasury bill: 4주, 13주, 26주, 52주 Cash-management bill의 만기는 다양함 Treasury note: 2년	4주, 13주, 26주는 매주 52주는 4주에 한번 Cash-management bills은 수시로 발행 2년짜리는 매달 발행	할인채
일본 (JGB)	6개월, 1년, 2년	6개월: 9,000억엔 한도에서 수시 발행 1년, 2년: 매달	6개월, 1년: 할인채 2년: 이표채

외국의 단기국채 발행사례로부터 얻을 수 있는 시사점은 크게 다음과 같다. 첫째, 단기국채가 시장에서 성공적으로 정착하기 위해서는 단기국채의 발행에 대한 예측가능성이 확보되어야 한다. 예측가능성의 중요한 요소 중의 하나가 발행과 관련된 변동성을 줄이는 것이다. 발행주기가 정례적으로 형성되어야 하며, 발행물량의 변동성을 가급적 최소화함으로써 시장의 예측수준을 높여주는 것이 중요하다.

둘째, 단기국채 시장의 투명성이 확보되어야 한다. 여기에서 시장의 투명성이란 발행시장뿐만 아니라 유통시장의 투명성도 포함한다. 시장투명성은 발행 및 유통에 관련된 다양한 정보가 신속히 공개될 수 있는 시장환경을 조성함으로써 확보할 수 있다. 정보의 공개는 비단 시장투명성의 확보뿐만 아니라 제도의 유연한 운영을 위해서도 매우 중요한 요소이다.

셋째, 단기국채 유동성의 확보와 재정건전성의 유지라는 상반된 목표가 적정한 수준에서 조화를 이루어야 한다. 단기국채의 성공적인 제도 도입을 위해서는 시장에서 충분한 유동성을 확보할 수 있도록 일정 수준이상의 발행물량을 유지하는 것이 중요하다. 그런데, 유동성의 확보는 재정건전성 유지라는 재정운영의 목표와 상충관계에 있다. 유동성 확보차원에서 발생하는 국가부채의 증가로부터 오는 편익과 재정악화로부터 오는 위험관리비용의 증가를 동시에 고려하여 유동성 수준을 최적화시킬 필요가 있는 것이다. 특히 우리나라와 같이 소규모 개방경제하에서는 재정건전성이 악화될 경우 대외적인 충격에 매우 취약해지는 특성이 있으므로 유동성 증대에 신중을 기할 필요성이 높다.

III. 단기국고채 발행을 위한 전제조건 및 도입의 기대효과

1. 단기국고채 발행을 위한 전제조건

단기국고채를 발행하게 되는 경우 가장 큰 제약요인이 되는 것은 국가재정법상 존재하는 국고채 발행 총액에 대한 제한이 될 것이다. 현재 국가재정법상 모든 국고채의 발행 및 상환(순증·차환)은 예산총계주의 원칙에 따라 국회의 승인을 받아야 한다. 단기국고채의 발행과 관련된 제약규정은 헌법과 국가재정법에서 찾아볼 수 있다. 헌법 제58조는 국채를 모집하거나 예산외에 국가의 부담이 될 계약을 체결하려 할 때에는 정부는 미리 국회의 의결을 얻어야 한다고 명시한다. 한편, 국가재정법 제20조는 국채와 차입금 한도액이 예산총칙에 규정되어야 함을 명시하고 있다.

국고채발행액을 통제하는 현행 국가재정법 규정상 단기국고채는 전체적인 국고채 발행에 지장을 줄 가능성이 있다. 단기국고채는 짧은 만기로 인하여 발행주기가 빈번히 돌아오며, 따라서 실질적인 자금조달규모에 비하여 발행액은 매우 커지는 현상이 나타난다. 만기가 짧은 단기국고채가 동일 회계연도내에 여러번 차환발행되는 경우 국회로부터 승인받은 국채발행한도액을 과도하게 차지함으로써 다른 국채의 발행에 제약을 줄 수 있는 것이다. 예를 들어 단기국고채 3개월물을 매월 4조원씩 발행하는 경우 당해 회계연도내에 총 48조원(4조원×12개월)의 단기국고채가 발행되므로, 다른 국고채를 발행할 수 있는 한도가 12조원이 아니라 48조원만큼 제약된다는 문제점이 발생한다.

단기국고채의 발행을 통해 나타나는 국고채 총발행액의 급증이 국가채무의 증가로 오해될 소지도 있다. 단기국고채 발행에 따른 국고채 총발행액의 증가는 실질적인 국가부채규모의 급증을 의미하지는 않으며, 오히려 국고채 발행잔액의 개념으로 접근하여 발행잔액의 증가분을 국가부채의 증가분으로 해석하는 것이 합리적이다. 따라서, 단기국고채의 도입을 위해서는 국가부채의 관리기준을 국고채 총발행액보다는 국고채 발행 순증액으로 전환시킬 필요가 있다. 외국의 경우를 살펴보아도 단기국채를 활발히 발행하는 국가들은 모두 순증방식을 사용하고 있음을 알 수 있다. 미국, 영국, 일본 등 주요선진국들은 이미 국채 발행총액이 아니라 국채순증 발행한도만을 국회에서 승인받고 있으며, 차환 및 발행주기 등은 국채시장 관리차원에서 정부가 결정하고 있다. 우리나라도 국가재정법을 개정하여 국회승인 대상을 현재의 국고채 발행총액에서 국고채 발행 순증액으로 변경할 필요성이 크다. 국고채 발행 순증액을 국회 승인대상으로 할 경우 국가채무 증가한도를 명확히 파악할 수 있어서 국가채무 규모 및 재정건전성 관리에도 효과적인 장점이 있다.

단기국고채의 도입을 위해서는 국가부채의 관리기준을 국고채 총발행액보다는 국고채 발행 순증액으로 전환시킬 필요가 있다.

단기국고채의 원활한 발행을 위해 확보되어야 할 또 하나의 전제조건은 바로 통화안정증권과 단기국고채의 경합을 해소하는 것이다. 무위험자산인 통화안정증권이 대량으로 발행되는 가운데 만기 1년 이하의 단기국고채가 발행될 경우 국내 금융시장에서 통화안정증권과 단기국고채가 경합하는 상황이 발생할 것으로 예상된다. 통화안정증권과 단기국고채가 경합할 경우 시장의 유동성이 양쪽으로 분할되어 통화안정증권과 단기국고채 모두 의도한 만큼의 시장유동성을 확보하지 못할 가능성이 있다. 이는 채권시장의 공급압력으로 작용하게 되며, 단기채에 대한 유동성이 분할되어 통화안정증권과 단기국고채의 발행금리 상승요인으로 작용한다. 통화안정증권이나 단기국고채의 발행금리가 상승할 경우 전반적인 단기금융시장의 금리상승을 초래하게 되고 결국 최종 금융소비자가 그 부담을 떠안게 되는 문제점이 나타날 수 있다.

통화안정증권과 단기국고채간의 경합문제를 해결하기 위하여 최근 무위험자산인 국고채와 통화안정증권을 통합하여 국고채의 종목별 발행액을 늘리고 유동성도 개선하자는 의견이 제시되고 있다. 통화안정증권을 국고채에 흡수·통합할 경우 정부는 국고채 발행물량을 확보하여 지표채권으로서의 국고채 역할을 강화할 수 있고, 풍부해진 발행물량과 유통물량은 채권시장의 발전에도 기여할 것이라는 취지에서 이다. 그러나, 통화안정증권과 국고채의 통합에는 현실적으로 큰 어려움이 있다. 통화안정증권과 국고채를 통합할 경우 국가채무가 갑자기 큰 폭으로 증가하게 되는데, 이는 외환위기의 경험으로 국가부채의 관리에 엄격한 우리나라의 상황에서는 매우 받아들이기가 힘들다. 2010년 말 기준으로 통화안정증권의 발행잔액은 163.5조원에 이르는데, 이는 국고채 발행잔액의 45% 수준으로 통합시 국가채무를 급격히 상승시킨다. 한편, 통화안정증권이 국고채에 통합될 경우 한국은행이 가진 부채는 정부로 이송되는 반면, 통화안정증권의 반대 급부인 외화자산은 한국은행에 그대로 남게 되어 부채와 자산의 관리가 이원화되는 문제점이 발생한다. 물론, 통합시 한국은행의 자산인 외환보유고도 정부의 관리로 전환시키면 해결할 수 있으나, 이렇게 되면 정부가 통화정책의 영역까지 관장한다는 비판을 받을 수 있다.

2. 단기국고채 도입의 기대효과

단기국고채 도입의 가장 큰 기대효과는 수익률 곡선(Yield curve)의 완성이라는 사실일 것이다. 단기국고채 시장이 활성화되면 단기금리지표에 대한 신뢰성이 높아지고 장단기 수익률 곡선이 완성된다. 현재 국내의 수익률 곡선은 1년 이상의 중장기물에 대해서는 비교적 신뢰할 만한 수익률을 제공하고 있으나, 1년 미만의 단기물에 대한 수익률의 대표성은 취약한 편이다. 단기국고채의 발행과 유통 활성화는 단기물 수익률에 대한 신뢰성을 향상시켜 수익률 곡선의 완성에 기여하게 된다. 수익률 곡선은 회사채를 비롯한 다양한 금융상품의 가격산정에 기준금리 역할을 담당하는 시장인프라의 성격을 가진다. 특히, 단기금리지표의 경우 가계대출의 절반이상이 3개월 주기로 갱신되는 변동금리로 이루어지고 있다는 사실을 감안할 때 그 역할이 매우 크며 거시경제에 미치는 영향이 지대하다. 단기국고채의 발행을 통해 단기금리지표를 확실하게 형성할 경우 금융시장 전반의 발전을 가져올 수 있는 중요한 인프라의 역할을 할 것으로 기대된다.

단기국고채가 도입은 기관투자자의 투자수단을 다양화시키고, RP 거래의 활성화에도 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 펀드, MMF, CMA 등은 그 운용구조의 특성상 만기가 짧고 유동성이 높은 자산을 일정 비율이상 편입해야 하므로 안정적인 단기금융상품에 대한 수요가 클 것

이다. 기관간 RP 거래에 있어서도 현재 담보가 되는 채권에는 아무런 법적 제약이 없으나 현실적으로 신용도와 유동성이 높은 채권만이 담보채권으로 활용되고 있으므로 단기국고채는 RP 거래에 폭넓게 사용될 가능성이 높아 시장활성화에 기여할 것이다. RP 거래에 있어 대상채권의 만기가 중요한 요소는 아니지만 글로벌 금융위기의 경험으로 보아 만기가 짧은 채권에 대한 선호가 일정부분 존재하는 것으로 추정된다.

재정측면에서 도입의 기대효과를 살펴보면 단기국고채의 발행은 장단기 금리차로 인하여 단기적으로 재정 조달비용을 축소하는 효과를 가져 올 것이다. 단기국고채 도입의 비용효과는 특히 금리가 하락 추세를 나타내는 시기와 장단기 금리차가 확대되는 시기에 크게 나타날 것이다. 금리가 하락하는 경우에는 단기조달을 확대하면 조달비용률이 점진적으로 하락하므로 단기국채를 통한 조달이 장기채권의 조달에 비하여 비용측면에서 유리한 반면, 금리가 상승하는 시점에서는 조달비용률이 상승한다. 한편, 단기국고채의 도입은 재정 조달비용의 변동성을 증가시키는 효과를 지니고 있다. 단기국고채의 발행이 증대되는 경우 시중 실세금리의 변동성이 그대로 자금조달 비용으로 전가되며, 이에 따라 조달비용률의 변동성이 상대적으로 높아지게 된다. 재정에 미치는 이러한 효과들을 고려할 때 단기국고채 도입시에 적절한 발행비율을 산정하여 장단기 금리상황 및 금리추세에 따른 탄력적인 조달전략을 수립할 필요성이 있으며, 또한 단기조달비중과 장기조달비중의 적절한 매칭 및 변동성 관리 프로그램을 도입하여 운영하는 것이 바람직하다.

단기국고채의 발행은 장단기 금리차로 인하여 단기적으로 재정 조달비용을 축소하는 효과를 가져 올 것으로 예상되며, 조달비용의 변동성도 증가시킬 것이다.

IV. 결론

우리나라 국고채 시장은 중·장기물 위주로 발행 및 유통시장이 형성되어 있으나, 단기국고채에 대한 시장의 수요는 꾸준히 지속되고 있다. 또한, 정부의 재정집행규모가 지속적으로 증가하고 있고 자금흐름의 변동성도 증가함에 따라 일시적인 자금수요에 유연히 대처할 필요성이 커지고 있다. 국고채 시장의 발전이 궁극적으로는 채권시장 전반의 발전을 선도하는 역할을 하고 있음을 감안할 때 단기국고채 제도의 도입은 중요한 의미를 가진다. 단기국고채 시장의 발전은 채권시장의 중요한 인프라인 수익률 곡선의 완성을 위해서도 필요성이 높으며, 전체적인 국고채 만기구조의 최적화라는 관점에서도 긍정적이다. 자본시장에 안

국고채 시장의 발전이 궁극적으로는 채권시장 전반의 발전을 선도하는 역할을 하고 있음을 감안할 때 단기국고채 제도의 도입은 중요한 의미를 가진다.

정적인 단기자금 운용수단을 제공하여 금융산업 구조의 성숙도를 높일 수 있다는 장점이 있기 때문이다. 또한, 일시적인 재정자금의 수요는 단기자금의 조달을 통하여 해소하는 것이 효율적이다.

단기국고채가 시장에서 성공적으로 정착하기 위해서는 단기국고채의 발행물량 및 발행주기에 대한 예측가능성이 확보되어야 한다. 예측가능성의 중요한 요소는 정례적 발행주기의 확립과 발행물량의 변동성을 축소하는 데에 있다. 시장투명성의 확보도 제도의 성공에 중요한 요인이다. 발행 및 유통에 관련된 다양한 정보가 신속히 공개될 수 있는 시장환경을 조성할 필요성이 있다. 발행에 관련해서는 발행절차, 입찰, PD 운영에 관한 정보 등이 공개될 필요성이 있으며, 유통에 관해서는 유통수익률, 거래량, 투자자 정보 등이 신속히 공개되어야 할 것이다.

단기국고채의 성공적인 제도도입을 위해서는 시장에서 충분한 유동성을 확보할 수 있도록 일정 수준 이상의 발행물량을 유지하는 것이 중요하다. 다만, 유동성의 확보는 재정건전성 유지라는 재정운영의 목표와 상충될 소지가 많으므로 유동성 증가로부터 오는 편익과 재정악화로 인한 위험관리비용간의 상관관계를 고려하여 유동성 수준을 최적화시켜야 할 것이다. 제도의 도입 초기에는 시장규모가 유동성을 공급하기에 충분하지 않을 가능성이 높으므로 다양한 만기의 단기국고채를 발행하는 것보다는 소수의 종목만을 집중적으로 발행하여 시장을 형성하는 것이 유리할 것이다. 통화안정증권과의 경합 문제에 있어서는 단기국고채가 시장에 완전히 정착하기 전까지는 통화안정증권의 단기물 시장을 활성화시키고, 장기적으로는 단기물 영역을 국고채로 대체하는 방안을 고려해 볼 필요가 있을 것이다.

〈참고문헌〉

곽노선·이창용, 2004, 지표채권인 국채의 유동성 개선방안, 『금융학회지』, 제9권 제2호.

서병한, 2000, 통화안정증권채무의 지속가능성 및 변동행태에 관한 분석, 『경제분석』, 제5권 제4호.

오승현·김정미, 1999, 『국채시장 구조의 이론과 사례』, 한국증권연구원 조사보고서 99-03.

이승호, 2011, Korea's Foreign Exchange Reserves Management and Challenges, 국제컨퍼런스 발표자료, 자본시장연구원.

전주성, 2009, 외환시장 개입의 재정비용, 『재정학연구』, 제2권 제4호.

정한영, 1999, 『통화안정증권의 국채전환에 대한 경제적 효과분석』, 한국금융연구원 금융조사 보고서 99-11.

조성원, 2011, 『통화안정증권 관련 주요 이슈와 정책과제』, 자본시장연구원 이슈페이퍼 11-04.

차현진, 2001, 『우리나라 채권유통시장의 현황과 문제점: 국채시장을 중심으로』, 한국은행.

최도성, 2000, 장기자본시장의 발전과 국채유통시장의 역할, 『경영논집』, 제33권 제2호, 서울대학교.

한국은행, 2009, 『우리나라의 금융시장』.

한국은행, 2011, 『2010년도 연차보고서』.

황세운·김필규·조성원, 2010, 『장기국고채 발행 및 유통 확대 방안』, 자본시장연구원 연구용역 보고서.

Amor, Jose Manual(eds.), 2001, *Government Bond Markets in the Euro Zone*, John Wiley and Sons Ltds.

Bikhchandani, S., Huang, C., 1993, The Economics of Treasury Securities Markets, *Journal of Economic Perspectives* 7.

Fleming, M.J., 2000, The Liquidity in U.S. Treasury Market: Recent Performance and Possible Alternatives, *FRBNY Economic Policy Review*(April).

IMF, 2010, *World Economic and Financial Surveys*.

Kim, Y.H.(eds.), 2001, *Government Bond Market Development in Asia*, Asian Development Bank.

Mares, A., 2001, *Market Liquidity and the Role of Public Policy*, BIS.

Mohanty, M.S., 2001, Improving Liquidity in Government Bond Markets: What Can Be Done? BIS.