

# 주요국 국채시장의 제도적 특성과 시사점

2014. 03

선임연구위원	김 필 규
연구위원	백 인 석
연구위원	황 세 운



**자본시장연구원**  
Korea Capital Market Institute



## 序 言

국내 국채시장은 1997년 외환위기 이후로 비약적인 발전을 이룩하였습니다. 발행시장과 유통시장의 효율화를 위하여 많은 새로운 제도들이 도입됨과 동시에 기존 제도들에 대한 개선작업도 지속적으로 진행되었습니다. 이러한 노력의 결과로 정부는 재정집행에 필요한 대규모 자금을 자본시장을 통하여 신속하고 효율적인 방법으로 조달할 수 있게 되었습니다.

1997년 외환위기를 계기로 크게 성장하였던 우리 국채시장은 2008년 글로벌 금융위기를 통해 새로운 도전에 직면해 있습니다. 글로벌 금융위기에 대한 대응과정에서 경기부양을 위한 대규모 재정지출이 단행되었고, 재원조달을 위한 국채의 발행이 큰 폭으로 늘어나면서 국채발행 및 유통시장의 효율성 제고가 또다시 시장의 화두가 되었습니다. 금융위기의 상황에서는 일반적으로 정부의 재정지출 수요가 크게 증가하는 경향이 관찰됩니다. 이는 국채시장의 수급에 영향을 미쳐 시장이자율을 변화시키는 요소가 될 수 있습니다. 벤치마크로 사용되는 시장이자율이 금융시장 전반에 큰 영향을 미치기 때문에 재정지출의 증가에 대응하여 탄력적으로 국채발행 및 상환을 조절하는 것은 매우 중요한 사항이지만, 현재 우리나라의 국채관리방식이 발행총량을 제한하고 있기 때문에 발행 및 상환의 효율성이 떨어진다는 비판이 있습니다. 또한 외부충격을 받아줄 수 있는 안정적인 수요기반의 확보에도 미흡함이 있습니다.

본 보고서는 국내 국채시장에서 나타나는 이러한 문제점들에 대한 해결방안을 제시하고자 주요국의 국채시장이 어떠한 제도들을 활용하고 있는지 조사하여 분석하고 있습니다. 국가부채의 규모가 점차 커지고 있는 상황에서 외국의 국가부채관리방식을 점검하여 우리 정부의 국채관리방식 효율화를 위한 제도변경 방향을 제시합니다. 또한 국채관리의 유

연성을 높이기 위하여 조기상환 및 교환의 전략적 활용방식에 대해서도 비교분석하고 있으며, 시장 안정화를 위한 사례도 보고합니다. 국제시장을 한단계 더 업그레이드할 필요성이 커지고 있는 상황에서 이러한 시도들은 매우 의미 있는 노력이라 생각합니다.

본 보고서의 집필을 위하여 오랜 시간동안 많은 노력을 기울여준 본원의 김필규 선임연구위원, 백인석 연구위원 그리고 황세운 연구위원에게 감사의 뜻을 전합니다. 또한 보고서의 작성을 위하여 여러 가지 기초자료조사작업을 진행해준 이현진 선임연구위원과 홍지연 선임연구위원에게도 감사드립니다. 보고서의 심사과정에서 지정 논평을 맡아 다양한 수정의견을 제시해준 이승호 연구위원과 연구조정위원들의 수고도 보고서의 완성에 중요한 역할을 하였습니다. 보고서의 편집 작업에 도움을 준 김옥엽 연구조원에게 감사드립니다. 끝으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 견해와 주장이며, 자본시장연구원의 공식 입장이 아님을 밝힙니다.

2014년 03월

자본시장연구원

원장 김형태

# 목 차

---

---

Executive Summary .....	xi
Abstract .....	xxi
<b>I. 연구의 목적과 분석 체계 .....</b>	<b>3</b>
<b>II. 국내 국채시장 현황 .....</b>	<b>9</b>
1. 국채 발행시장 및 유통시장 현황 분석 .....	9
2. 국채의 투자자 구성 변화 추이 .....	24
3. 국채시장 제도 현황 .....	32
4. 국내 국채제도의 개선과제 .....	38
<b>III. 주요국의 국채시장 및 관련 제도 현황 .....</b>	<b>45</b>
1. 미국 .....	45
2. 캐나다 .....	59
3. 영국 .....	69
4. 프랑스 .....	79
5. 독일 .....	86
6. 스웨덴 .....	93
7. 덴마크 .....	101
8. 이탈리아 .....	108
9. 일본 .....	115
10. 싱가포르 .....	130
11. 주요국 국채제도 비교 .....	136

<b>IV. 국내 국채제도에 대한 정책적 시사점</b> .....	<b>147</b>
1. 국채 발행절차 개선 .....	147
2. 국채시장 안정화 방안 .....	149
<b>참 고 문 헌</b> .....	<b>153</b>

## 표 목 차

---



---

<표 II-1> 국채전문유통시장의 구조 .....	17
<표 II-2> 장내시장 채권 거래량 및 비중 추이 .....	19
<표 II-3> 채권 장외시장 거래량 추이 .....	23
<표 II-4> 국채 유형별 장외거래 추이 .....	24
<표 II-5> 국채 유통시장 활성화 방안 .....	36
<표 III-1> 1997년 이후 총 채무한도 증액 추이 .....	50
<표 III-2> 정부신탁기금이 보유한 국채 규모 추이 .....	58
<표 III-3> 캐나다의 연간 채권 발행규모 .....	60
<표 III-4> 캐나다 채무한도 및 채무내역 .....	63
<표 III-5> 프랑스 국채의 종류별 특징 .....	79
<표 III-6> 프랑스 국채의 종류별 발행잔액 .....	80
<표 III-7> 프랑스의 GDP 대비 국채 발행잔액 비율 .....	83
<표 III-8> 연도별 프랑스 국채의 조기상환 규모 .....	84
<표 III-9> 독일 국채의 종류별 특징 .....	86
<표 III-10> 독일 국채의 종류별 발행잔액 .....	87
<표 III-11> 독일 국채의 거래규모 .....	88
<표 III-12> 독일의 GDP 대비 국채 발행잔액 비율 .....	88
<표 III-13> 스웨덴 국채의 종류별 발행잔액 .....	94
<표 III-14> 스웨덴의 국채전문딜러 .....	98
<표 III-15> 덴마크 정부부채 잔액 추이 .....	102
<표 III-16> 이탈리아 국채 현황 .....	109
<표 III-17> 일본 국채의 발행조건 .....	117
<표 III-18> 일본 국채의 발행근거법 .....	121

<표 III-19> 유동성 공급입찰 개요 .....	128
<표 III-20> 싱가포르 국채(SGS) 유형 .....	131
<표 III-21> 주요국의 국채 발행한도 및 국채제도 비교 .....	138
<표 III-22> 주요국의 개인용 국채제도의 비교 .....	143

## 그 립 목 차

---



---

<그림 II-1> 채권 종류별 발행 추이 .....	10
<그림 II-2> 채권 종류별 발행 비중 추이 .....	11
<그림 II-3> 채권 발행잔액 추이 .....	12
<그림 II-4> 채권 종류별 발행잔액 구성 비중 추이 .....	13
<그림 II-5> 국고채 발행 및 잔액 추이 .....	14
<그림 II-6> 국고채 만기별 발행 추이 .....	15
<그림 II-7> 국고채 잔존만기 추이 .....	15
<그림 II-8> 국고채 평균 조달비용률 추이 .....	16
<그림 II-9> 연도별 국고채 거래 추이 .....	20
<그림 II-10> 국고채 만기별 거래량 추이 .....	21
<그림 II-11> 국채전문유통시장 호가 스프레드 추이 .....	22
<그림 II-12> 국내 투자자별 국채 보유 추이 .....	25
<그림 II-13> 국채시장에서의 금융기관의 구성 추이 .....	26
<그림 II-14> 외국인 채권투자 추이 .....	29
<그림 II-15> 채권 종류별 외국인 채권투자 규모 추이 .....	30
<그림 II-16> 외국인 국채투자 추이 .....	31
<그림 II-17> 국고채 만기별 월별 회전율의 비교 .....	41
<그림 III-1> 미국 채권의 종류별 발행액 및 국채 비중 .....	46
<그림 III-2> 미국 채권의 종류별 발행잔액 및 국채 비중 .....	46
<그림 III-3> 미국의 GDP 대비 국채 발행잔액 비중 .....	47
<그림 III-4> 미국의 국채 투자자 구성 추이 .....	48
<그림 III-5> 2011년도 미국 국채 투자자 비중 현황 .....	48
<그림 III-6> 미국의 저축성 국채 잔액 추이 .....	55

<그림 III-7> 캐나다 국채 투자자 현황 .....	61
<그림 III-8> 캐나다 및 주요국의 국채 외국인투자자 비중 비교 .....	61
<그림 III-9> 캐나다 저축성 국채의 규모 및 비중 .....	68
<그림 III-10> 영국 gilt채의 발행규모 현황 .....	70
<그림 III-11> 영국 gilt채의 만기별 발행 비중 및 평균 만기 추이 .....	71
<그림 III-12> 영국 gilt채의 투자자 비중 현황 .....	72
<그림 III-13> National Savings Bond의 잔액 추이 .....	77
<그림 III-14> 프랑스 국채 거래규모 .....	81
<그림 III-15> 프랑스 국채 외국인투자자 비중 변동 추이 .....	82
<그림 III-16> OATs의 투자자 구성비 .....	82
<그림 III-17> 독일의 부채관리 체계 .....	90
<그림 III-18> 스웨덴 국채의 종류별 잔액 비중 .....	94
<그림 III-19> 스웨덴의 GDP 대비 국가부채 추이 .....	96
<그림 III-20> 덴마크 국채 투자자 비중 .....	103
<그림 III-21> 덴마크 GDP 대비 국가부채 추이 .....	104
<그림 III-22> 덴마크 국가부채관리시스템의 구조 .....	106
<그림 III-23> 이탈리아 국채의 종류별 발행 규모 .....	109
<그림 III-24> 이탈리아 국채 투자자 구성비 .....	110
<그림 III-25> 이탈리아의 GDP 대비 국가부채 규모 .....	111
<그림 III-26> 이탈리아의 sinking fund 사용 내역 .....	114
<그림 III-27> 일본 국채 종류별 발행 추이 .....	118
<그림 III-28> 일본 국채의 평균 만기 추이 .....	119
<그림 III-29> 일본 국채의 투자자 현황 .....	120
<그림 III-30> 60년 상환률에 의한 일본 국채 상황 .....	124
<그림 III-31> 일본 국채의 조기상환 추이 .....	127
<그림 III-32> 일본의 개인 국채보유 추이 .....	130
<그림 III-33> 싱가포르 국채의 종류별 발행잔액 .....	132

## 약 어 표

---

APF	Asset Purchase Facility
BBS	Bund Bidding System
CARS	Communication, Auction and Reporting System
CFR	Code of Federal Regulations
CMBB	Cash Management Bond Buyback
CONSOB	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
CPB	Canada Premium Bond
CSB	Canada Savings Bond
DMO	Debt Management Office
FILP	Fiscal Investment and Loan Program
GDCF	Government Debt Consolidation Fund
GEMM	Gilt Edged Market Maker
GSA	Government Securities Act
GSF	Government Securities Fund
IRS	Internal Revenue Service
ISA	Individual Savings Account
JGB	Japanese Government Bond
LTBA	Local Treasury Bills Act
MAS	Monetary Authority of Singapore
MEF	Ministero dell'Economia e delle Finanze
MOT	Monetary Outright Transactions
NILO	National Investment Loan Office

NLF	National Loans Fund
OAT	Obligations Assimilable du Trésor
PD	Primary Dealer
PDCF	Primary Dealer Credit Facility
QBS	Quarterly Bond Schedule
RGV	Relit Grande Vitesse
RPI	Retail Prices Index
RRB	Real Return Bond
RRIF	Retirement Income Fund
RRSP	Registered Retirement Savings Program
SGS	Singapore Government Securities
STP	Straight Through Processing
STRIP	Seperate Trading of Registered Interest and Principal of Securities
SVT	Specialiste en Valeur du Trésor
TAF	Term Auction Facility
TB	Treasury Bill
TIC	Treasury International Capital
TIPS	Treasury Inflation Protected Securities
TSLF	Term Security Lending Facility
TSP	Thrift Saving Plan
TVA	Tennessee Valley Authority

## 《 Executive Summary 》

### I. 연구의 목적

최근 글로벌 금융위기 및 유럽재정위기를 거치며 국채시장의 안정적 운영의 중요성이 증대하고 있다. 장기적으로 균형재정 기조 하에서 국채시장의 유동성을 유지하고 국채시장을 지속적으로 발전시키기 위해서는 국채 발행절차의 개선과 내수기반 확대를 통한 시장안정화가 요구된다.

우선 국채 발행절차가 효율적으로 개선될 필요가 있다. 현재와 같이 연간 총발행한도에 대해 국회 승인을 받는 방식에서는 다양한 만기의 국채발행과 유동성 제고를 위한 조기상환, 차환발행 및 교환제도의 운영에 제약이 존재한다. 다음으로 개인투자자의 국채투자 활성화를 중심으로 한 안정적인 국내 수요기반 확대를 위한 노력이 필요하다. 글로벌 금융위기 및 유럽재정위기를 거치는 동안 국내 수요기반이 견고한 국가들은 위기 상황에서 대처능력이 높은 것으로 확인된 바 있다.

본 연구에서는 국채시장의 건전한 발전을 위해 국채 발행절차에 대한 개선 방향 및 개인투자 활성화를 포함한 국채시장 안정화 방안을 제시하고자 한다. 이를 위해 외국의 국채 발행 관련 제도 및 개인의 국채투자 활성화 정책사례 등을 분석함으로써 국내 시장에 대한 정책적 시사점을 도출하고자 한다.

## II. 국내 국채시장 현황

국내 국채시장은 1997년 외환위기를 계기로 본격적인 성장을 시작하였다. 우선 발행시장 측면에서, 재정자금 수요의 증가로 2005년까지 국채발행이 지속적으로 증가하였다. 국채발행은 2006년부터 일시적인 감소세를 보였으나, 글로벌 금융위기 이후 경기 부양을 위한 대규모 재정자금의 투입으로 인해 급격히 증가하였다. 이로 인해 국고채 발행잔액은 매년 지속적으로 증가하여 2012년말 기준 362.9조원을 기록하였다. 특히, 2008년 이후에는 발행잔액이 매년 30조원 규모로 증가하고 있다. 만기별 발행 추이에서는 3년물의 비중이 감소추세를 보인 반면 10년 이상 장기물의 발행 비중은 꾸준히 증가하는 추세에 있다. 다음으로 유통시장 측면에서, 정부의 지속적인 제도개선에 힘입어 장내시장인 국채전문유통시장이 크게 활성화되었다. 특히, 전체 국고채거래에서 장내거래가 차지하는 비중이 2011년 이후 급격히 증가하였는데, 이는 국고채시장의 전반적인 유동성 향상과 함께 거래의 투명성 및 시장효율성의 향상을 의미한다.

국내 주식과 달리 원화 국채에 대한 외국인투자는 상당히 저조한 수준에 머물러 왔다. 하지만 글로벌 금융위기를 기점으로 외국인의 국채투자가 급격히 증가하였다. 2012년말 기준 외국인의 국채투자금액은 56조원을 넘어섰으며, 보유비중 또한 13.88%를 기록하였다. 이러한 외국인의 원화 국채에 대한 투자 증가는 위기 이후 선진국의 재정위기와 신용등급의 하락이 지속되는 반면, 우리나라는 안정적인 재정건전성과 신용등급 상승을 시현하여 국제금융시장에서 원화 국채에 대한 선호도가 크게 증가하였기 때문이다.

우리나라 국채는 헌법, 국가재정법 및 국채법 등에 근거하여 발행되고 있다. 헌법 제58조는 “국채를 모집하거나 예산외에 국가의 부담이 될 계약을 체결하려 할 때에는 정부는 미리 국회의 의결을 얻어야 한다”라고 규정하여 국채발행에 대한 기본원칙을 선언하고 있다. 국가재정법은 국가재정의 투명성과 책임성을 제고하기 위하여 국가재정활동으로 발생하는 수입과 지출을 모두 예산에 계상하도록 하는 예산총계주의 원칙을 규정하고 있다.

예산총계주의 원칙에 따라 국채의 연간 발행한도는 세입으로, 국채 상환액은 세출로 각각 정부예산의 일부로 국회 승인을 받아야 한다(국가재정법 제20조 등). 국가재정법 제20조 제1항 제1호에서는 예산총칙에 국채와 차입금의 한도액을 규정하고 있다. 이와 같은 국채 및 차입금의 한도액은 회계연도에 발행할 수 있는 국채발행의 한도액을 의미한다.

한편 국가재정법 제20조 제2항에서는 기존 국채를 새로운 국채로 대체하기 위하여 필요한 경우에는 예산총칙에서 정한 한도액을 초과하여 국채를 발행할 수 있도록 허용하고 있으나 이 경우에도 미리 국회에 이를 보고하여야 한다.

국채의 발행 및 상환과 관련해서는 국채법에서 규정하고 있는데, 국채법 제3조에 의하면 국채는 공공자금관리기금의 부담으로 기획재정부 장관이 발행하되 다른 법률에 특별한 규정이 있는 경우에는 그 법률에 따라 발행할 수 있도록 하고 있다.

현행 제도와 같이 연간 총 국채 발행한도에 대하여 국회의 승인을 받을 경우 단기국채 도입이나 상환전략에 제약을 받게 되어 국가부채 관리의 효율성이 저하되는 문제점이 존재한다. 또한 향후 재정건전성 제고를 위해 국채의 잔액을 현재 수준으로 유지하거나 축소하는 경우 국채의 유동성이 낮아지는 문제가 발생할 가능성이 있다. 우량자산에 대한 투자수요 확대로 국채에 대한 수요가 지속적으로 증가하고 있는 상황에서 연간 총액발행한도로 국채 발행을 통제하는 경우 신규 발행물량이 축소되어 국고채의 유동성이 낮아지는 문제가 발생할 수 있기 때문이다. 조기상환, 차환발행 및 교환제도 등을 통해 유동성을 제고하는 효과를 거둘 수 있으나 이 경우에도 사전에 국회 승인을 받도록 되어 있어 탄력적인 제도운영에 제약이 존재한다.

### Ⅲ. 주요국의 국채시장 및 관련 제도 현황

본고에서는 미국, 캐나다, 영국, 프랑스, 독일, 스웨덴, 덴마크, 이탈리아, 일본, 싱가포르 등 주요 선진국 10개국의 국채시장 및 관련 제도 현황을 조사하였다.

우선 조사대상국들의 국채 발행 절차 및 의회의 통제를 살펴보면 다음과 같다. <표 S-1>에 제시된 바와 같이 대부분의 선진국들은 국채 발행에 의회 통제방식을 도입하고 있으나, 의회 승인 대상채무의 범위와 승인방식에 있어서는 차이가 존재한다.

**<표 S-1> 주요국의 국채 발행한도 및 국채제도 비교**

국가	국채 발행한도 관련 기준	국채 발행권한	조기상환 및 교환제도
미국	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 31 U.S. Code(Public Debt)에 근거하여 의회가 정부의 총 채무한도(total debt ceiling)를 통제</li> <li>- 총 채무한도는 회계연도별로 별도 설정하지 않고 총 잔액 개념으로 설정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국채 발행규모는 의회의 승인 대상이 아니며 의회가 정한 국가채무한도의 범위 내에서 재무부가 연간 국채 발행규모를 결정</li> <li>- 재무부는 연간 1회 공공채무 보고서를 작성하여 상원에 보고</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 차환, 조기상환 및 교환 등은 공공채무법에 근거하여 재무부의 재량에 의해 이루어짐</li> <li>- 장기적인 예산 측면에서 조기상환이 유리하다고 판단하면 조기상환을 추진</li> </ul>
캐나다	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 매년 국가부채 잔액을 추밀원(privy council)에서 승인</li> <li>- 국가부채 총 한도 내에서 재무부장관이 국채 발행권한을 가짐</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국가채무한도내에서 이루어진 국채 발행은 의회 통제를 받지 않음</li> <li>- 실제 조달 및 사용은 Debt Management Report 및 Public Accounts of Canada를 통해 보고됨</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 재무부의 재량에 의해 조기상환 프로그램을 운영하고 있음</li> <li>- 정기적인 국채 재매입을 추진하고 있음</li> </ul>
영국	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 매년 정부 예산에 순차입 요구(net financing requirement) 수준을 포함하여 의회의 승인을 받음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 길트채의 발행은 순차입요구 수준 이내에서 Debt Management Office가 결정함</li> <li>- 국채의 종류나 구성에 대해 의회 통제 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 재정흑자 등이 발생하거나 길트채의 유동성 제고를 위해 Debt Management Office가 국채 조기상환을 할 수 있음</li> <li>- 조기상환은 재무부와 DMO가 결정함</li> </ul>
프랑스	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 매년 국채 발행잔액의 한도를 예산안에 반영하여 의회의 승인을 얻음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 승인받은 국채 잔액 한도 내에서 재무부가 국채를 발행</li> <li>- 연간 국채 발행의 한도나 국채발행 종류 등에 대한 의회의 통제는 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기간별로 발행비용에 급격한 변화가 생기는 것을 방지하기 위하여 재무부의 재량 하에 국채의 조기상환을 실시함</li> </ul>

<표 S-1> 주요국의 국채 발행한도 및 국채제도 비교(계속)

국가	국채 발행한도 관련 기준	국채 발행권한	조기상환 및 교환제도
독일	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국채발행 근거는 독일기본법에 명시하고 있음</li> <li>- 총 국가채무한도를 의회가 승인</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 의회가 승인한 총 국가채무한도 내에서 연방 재무부의 재량으로 국채를 발행</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 조기상환제도를 도입하지 않고 있음</li> </ul>
스웨덴	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 채무한도와 관련한 국회 통제가 존재하지 않음</li> <li>- 예산 승인시 정부 예산을 주로 관리하고 있음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국가채무의 구성과 내용은 재무부가 가이드라인으로 설정</li> <li>- 각료회의에서 국채 발행 관련 의사결정은 하고 있음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국채 조기상환은 Swedish Debt Office 에게 결정 권한이 있음</li> </ul>
덴마크	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 정부부채총액을 법으로 정하고 있음</li> <li>- 발행한도는 국내외 국채발행 총액에서 정부펀드와 증안은행 예치금을 차감한 정부부채총액을 기준으로 산정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국채발행은 재무부가 결정하며, 국채발행 실무는 덴마크국립은행이 담당</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 재무부의 재량하에 국채 조기상환을 할 수 있음</li> </ul>
이탈리아	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 예산심의시에 국채 순발행액을 기준으로 국회 승인을 받음</li> <li>- Maastricht Treaty에 근거하여 GDP의 일정수준으로 국가부채를 관리하도록 협약을 체결</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국채발행의 상한 한도 내에서 국채의 신규발행이나 차환발행은 정부의 재량 사항</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국채 조기상환은 정부의 재량사항이며, 자금이 허용하는 범위 내에서 국채의 조기상환이 가능</li> </ul>
일본	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 신규재원용 국채의 발행한도는 의회승인이 필요하지만 차환재원용 국채의 의회승인 불필요</li> <li>- 실질적으로 순발행액을 기준으로 국회의 승인을 받음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국채의 유형에 따라 발행한도와 발행 권한이 다름</li> <li>- 국채발행 업무는 재무성에서 담당</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 차환국채 발행은 의회 승인 없이 정부가 결정</li> <li>- 조기상환에 대해 국회에 사전 또는 사후 의무 보고 없음</li> </ul>
싱가포르	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 정부세출을 위한 국채는 발행하지 않고 있음</li> <li>- 국채 관련 법률에 국채 발행잔액이 설정되어 있음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 법에 정해진 한도 내에서 MAS가 국채의 종류와 발행규모를 결정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 조기상환은 필요한 내용을 사전에 공시함</li> <li>- 조기상환에 대한 의회 승인은 받지 않음</li> </ul>

이상과 같이 주요 선진국들은 국채의 총발행한도(잔액기준)나 순발행규모에 대해 국회의 승인을 받는 제도를 운영하고 있다. 연간 발행규모는 총 한도 내에서 정부가 탄력적으로 결정하도록 하고 있다. 또한 대부분의 국가들은 국채 유동성을 제고하기 위해 조기상환제도를 도입하고 있는 것으로 나타났는데, 시장여건을 감안한 정부의 탄력적 대응을 위하여 국회 승인 없이 정부의 재량에 의해 동 제도를 운영할 수 있는 권한을 부여하고 있다. 또한 조기상환에 따른 손익에 대한 다양한 검토를 통하여 조기상환의 기본적인 정책을 추진하고 장기적으로 정부조달 비용이 절감되는 경우 조기상환을 추진하도록 하고 있는 것으로 조사되었다.

다음으로 국채의 투자저변을 확대하는 방안의 일환으로 미국, 일본, 영국, 캐나다 및 독일 등의 국가에서는 개인용 국채제도를 도입하고 있다. 동 국가들의 경우 개인들이 투자할 수 있는 개인 전용 국채제도를 운영하고 있는데 개인의 투자가 가능하도록 투자단위를 소액화하며 일반 국채에 비해 수익성을 높이는 대신 환매에 대한 제약을 두고 있다. 영국과 미국의 경우에는 개인의 국채투자에 대해 일정한 세제혜택을 부여하는 제도를 도입하기도 한다. 개인용 국채 투자의 접근성을 제고하기 위해 인터넷을 통한 판매나 창구판매 등의 제도를 도입하고 있는 국가도 있다. 개인용 국채제도를 도입하지 않는 국가의 경우에도 개인의 국채투자를 원활하게 하기 위한 온라인투자기반의 마련 등을 추진하고 있다.

개인용 국채는 정부의 입장에서는 국채 투자의 저변을 확대하는 수단으로 활용될 수 있고, 개인투자자의 관점에서는 안전자산에 대한 투자 및 저축 수단으로서의 기능을 하고 있다. 그러나 개인용 국채에 대한 다양한 인센티브 도입에도 불구하고 대부분의

국가들의 개인용 국채 비중은 감소하는 추세를 보이고 있는데, 이는 개인용 국채의 경우 연간 한도와 중도 환매시의 불이익 등과 같은 투자를 제약하는 요인이 존재하기 때문이다. 또한 개인의 자본시장 투자가 확대되면서 개인용 국채 뿐만 아니라 일반 국채에 대한 접근성이 제고되어 안전자산을 선호하는 개인 고객의 경우에도 상대적으로 유동성이 높은 일반 국채에 대한 투자가 가능하기 때문이다. 마지막으로 민간부문에서 다양한 투자 상품이 발전함에 따라 상대적으로 고수익을 제공하는 상품으로의 쏠림현상도 개인용 국채의 활성화에 제약요인이 되고 있다

#### IV. 국내 국채제도에 대한 정책적 시사점

향후 과도한 국채 발행에 따른 부작용을 최소화하면서 탄력적인 발행을 통해 국채 조달비용을 최소화하는 방향으로 국채 발행 승인 제도를 개선할 필요가 있다. 국가재정법을 개정하여 현행 연간 국채의 총발행액 대신 주요 선진국들의 경우와 같이 연간 국채의 순발행액 또는 국채의 총발행잔액을 기준으로 국회의 승인을 받는 제도로 변경할 필요가 있는 것이다.

우선 연간 국채 순발행액을 기준으로 하는 방안을 위해서는 국가재정법 제20조를 개정하여 예산총칙에 국채와 차입금의 한도를 회계연도의 총발행액에서 상환분을 차감한 금액으로 정의하도록 해야 한다. 동 방안에서는 정부가 발행과 상환을 포함한 조달계획을 수립하고 순증규모를 추정하여 탄력적으로 국채 발행 계획을 수립할 수 있다는 장점이 있다. 조기상환 및 교환에 대해서는

정부에 재량권을 주는 대신 국회에 국채관리에 대한 사후적인 보고를 하게 함으로써 국가재정조달의 투명성을 제고하는 동시에 국채의 발행과 상환에 있어 시장상황에 대한 탄력적인 대응을 용이하게 하여 장기적으로 국채 조달비용을 절감하는 효과를 기대할 수 있을 것이다.

다음으로 국채 총발행잔액을 기준으로 하는 방안을 위해서는 국채의 발행 및 상환을 예산총계주의의 예외사항으로 규정하고 국채의 발행잔액을 기준으로 국회의 승인을 받도록 국가재정법을 개정해야 한다. 동 방안의 경우 잔액 기준의 계획을 수립하여 연중 발행 및 상환의 탄력성이 제고될 수 있을 것이다.

하지만 발행잔액을 기준으로 하는 방안에서는 연간 순발행액을 기준으로 하는 방안과 비교할 때 상대적으로 연중 발행 구조에 대한 투명성이 낮고, 잔액에 대한 제약으로 인해 시장상황에 대한 유연한 대응에 제약이 존재할 가능성이 있다. 따라서 외국에서 실행되고 있는 국채 발행제도 중 순발행액을 기준으로 국회의 승인을 받는 제도가 발행잔액을 기준으로 하는 방안보다 바람직한 방안으로 제시될 수 있다.

아울러 조기상환제도의 탄력적인 운영을 위해서는 대체가격을 기준으로 조기상환이 이루어질 수 있도록 할 필요가 있다. 조기상환시점의 이자율이 발행시점의 이자율에 비해 낮은 경우에는 조기상환에 따른 장부상 손실이 발생하게 되지만 신규 발행채권이 낮은 이표로 발행되어 장기적으로 이득이 될 수 있다. 따라서 외국의 경우와 같이 장기적인 재정비용 절감을 위해 시장가격에 근거한 조기상환 기준을 사전에 규정하여 동 기준에 부합하는 경우 조기상환을 추진할 수 있도록 해야 할 것이다.

외국인의 급격한 자금 유출입이나 대외적인 요인에 의한 국채 시장의 변동성에 대응하기 위해서는 국내 수요기반 확대가 필요하다. 국고채의 투자저변 확대를 위해서는 개인 부문의 국채투자 활성화 방안이 마련될 필요가 있다. 개인의 국고채 투자 확대는 개인용 국고채의 도입 보다는 일반국채에 대한 개인 투자의 확대를 유도하는 방안이 보다 현실적인 대안이 될 수 있을 것이다. 이를 위해서는 개인이 인터넷을 통해 일반 국고채를 직접 사고 팔 수 있는 플랫폼을 도입하여 개인투자자의 국고채 투자에 대한 접근성을 제고할 필요가 있으며, 은행을 포함한 다양한 금융기관의 창구를 통한 국채투자가 가능하도록 제도화할 필요가 있다. 또한 증권회사의 개인투자 중개 실적에 따라 개인 국고채 투자 전문 증권회사를 지정하고 선정된 증권회사에 대한 우선적 물량 배정 등과 같은 방안도 고려될 수 있을 것이다. 동시에 국고채 등에 투자하는 채권형 펀드시장의 활성화를 도모할 필요가 있다. 특히 개인을 대상으로 하는 채권형 펀드의 활성화를 도모하여 국고채의 수요기반을 확대해야 할 것이다.

« Abstract »

**The Policy Characteristics of Foreign Government  
Bond Markets and Their Implications on KTB Market**

In response to the global financial crisis and the European fiscal crisis, Korean government rapidly increased its fiscal spending, most of which were financed through Korean Treasury Bond(KTB). As a result, KTB market is growing both in terms of balance outstanding and trade volume. It is important to maintain the liquidity and efficiency of the KTB market at current level in order for the government to rely on the KTB market as a main funding source.

This paper aims to provide policy implications on the government debt management and alternatives to widen the investor base. We rely on the comparative analysis method to identify strength and weakness of foreign government bond markets. We conducted comprehensive market investigation on 10 developed countries in the North America, Europe, and Asia.

We found that all of the countries included in our study are imposing restrictions either on the total balance outstanding or on volume of the net issuance(that is, the increment in the balance outstanding) of the government bond in order to control the national debt growth. Under the

limit on the debt ceiling, governments have discretionary power to determine the annual issuance size and issuance timing. We also found that the most of the countries in our investigation are allowing early redemption to provide extra liquidity on the seasoned government bonds. In this case, the governments do not need acquire the agreement from the Parliaments. Governments are able to implement the early redemption if they can reduce the long-run funding cost through the early redemption.

Half of countries in our study including U.S., Japan, U.K., Canada, and Germany allow individual investors-only type government bonds. Investment unit for the individual bonds is usually much smaller than the general government bonds so that individuals can rely on this product to increase their savings. In some countries, tax incentives and on-line retail systems are also provided by the government to encourage participation. However, most of countries are experiencing slow-downs in the individual government bond markets.

The analysis offers a few clear implications on the KTB market. The future policy changes for the KTB issuance need to minimize the funding costs by allowing more issuance flexibility. It is desirable to switch national debt management method from the current issuance-ceiling approach to debt-ceiling approach. The debt-ceiling approach would give

the government more rooms to respond elastically for market environment changes. It is necessary to amend the National Fiscal Act to complete this transition.

In order to expand the demand base for the government bond, it might not be the right policy choice to introduce individual investors-only type government bonds. This type of government bond market is obviously inactive in many foreign countries and is not likely to be a well-functioning one in Korea as well. It might be more efficient to develop active bond-fund market targeting individual investors for obtaining deeper bond investment base.



## 1. 연구의 목적과 분석 체계

---



## I. 연구의 목적과 분석 체계

우리나라 국채시장은 1997년의 외환위기 이후 발행시장과 유통시장의 활성화를 위한 다양한 정책이 추진됨에 따라 지속적인 발전을 이룩하여왔다. 국채의 유동성 제고로 인해 지표채권으로서의 역할이 강화되었고, 전반적인 국채시장의 효율성도 높아지고 있다. 이러한 국채시장의 발전은 효율적이고 안정적인 재정자금의 조달에 크게 기여하고 있으며, 외국인의 국채투자 또한 지속적으로 증가하고 있다.

최근 글로벌 금융위기 및 유럽재정위기를 거치며 국채시장을 둘러싼 환경 변화에 따라 국채시장의 안정적 운영의 중요성이 증가하고 있다. 향후 복지와 관련된 재정지출의 수요가 꾸준히 증가할 가능성이 높아짐에 따라 국채발행이 지속적으로 증가할 경우 국채시장의 유동성을 유지하고 이자율상승에 따른 민간투자의 구축(crowding out)을 최소화하기 위해서 국채 관리방식의 개선과 시장안정화를 위한 제도적 보완이 요구된다.

우선 급변하는 국내외 금융환경에 대한 탄력적 대응을 통해 국채시장의 발전과 안정적 운영을 도모하기 위해서는 국채 발행절차가 효율적으로 개선될 필요가 있다. 현재와 같이 연간 총발행한도에 대해 국회 승인을 받는 방식에서는 다양한 만기의 국채발행에 제한이 존재하고 유동성 제고를 위한 차환·교환 발행 등에 제약이 존재한다. 해외의 경우 대부분의 국가들에서 우리나라와는 달리 국채의 발행잔액 혹은 순발행액을 기초로 국회 승인을 받는 시스템을 도입하고 있다.

다음으로 국채시장 안정화를 위해 안정적인 국내 수요기반 확대를 위한 노력이 요구된다. 글로벌 금융위기 및 유럽재정위기를 거치는 동안 국내 수요기반이 견고한 국가들은 위기 상황에서 대처능력이 높은 것으로 확인되었다. 최근 국채시장에서 외국인 투자자 비중이 증가함에 따라

#### 4 주요국 국채시장의 제도적 특성과 시사점

외국인 투자의 변동이 거시경제 및 채권시장에 미칠 수 있는 부작용 완화 측면에서도 국내 수요기반 확충이 필요하다.

이에 본 연구에서는 이러한 필요에 따라 국채시장의 건전한 발전을 위해 국채관리방식의 개선 및 국채시장 안정화 방안을 제시하고자 한다. 이를 위해 우선 국채시장의 현황과 발행절차 및 투자자기반 등 국내 국채시장의 문제를 검토한다. 다음으로 외국의 국채시장 활성화를 위한 정책과 시장구조를 분석하여 향후 국내 국채시장 활성화에 대한 시사점을 도출한다. 외국의 국채 발행 관련 제도 분석을 통해 국내 국채 발행한도 관련 절차의 개선 방안을 모색할 수 있을 것이다. 또한 개인의 국채투자 활성화를 위한 외국의 정책사례를 살펴봄으로써 향후 국내 국채시장에서 개인투자의 비중을 확대하기 위한 정책적 시사점을 도출한다. 마지막으로 국채시장의 변동성을 통제하기 위한 외국의 국채시장 안정화 정책 사례를 검토한다.

본 연구에서는 이와 같이 국채의 투자기반을 확대하고 발행절차를 효율적으로 개선하는 방안을 제시하여 국채시장의 효율성 제고와 안정적 발전에 기여하고자 한다. 구체적으로 본 연구의 기대효과는 다음과 같다. 첫째, 국채발행의 국회승인을 포함한 발행절차에 대해 외국의 제도와 제도 도입 효과를 분석하고, 이를 국내 제도와 비교함으로써 효율적 국채발행을 위한 개선방안을 제시할 수 있을 것이다. 둘째, 외국의 국채 투자자 구성에 대한 분석, 개인용 국채의 도입 사례 및 개인투자 활성화를 위한 정책 등에 대한 분석과 국내 도입의 타당성을 검토함으로써 국내 국채투자의 저변 확대에 기여할 수 있을 것이다. 셋째, 외국의 국채시장 안정성 제고를 위한 정책 방안을 검토하고 이를 통해 우리나라 국채시장의 안정성 제고에 시사점을 제공한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 우선 II장에서는 국내 국채 발행시장 및 유통시장 현황, 국채의 주요 투자구성 변화 추이, 국채시장 활성화

정책의 주요 내용과 평가, 그리고 국채 발행절차의 현황 및 문제점 등을 중심으로 국내 국채시장 현황 및 문제점을 살펴본다. 다음으로 III장에서는 미국과 일본 등 해외 10개국의 국채시장 현황 및 국채시장 제도와 발행절차, 개인용 국채시장 현황 및 활성화 정책사례, 그리고 국채시장 안정화 정책 등의 분석을 통해 국내 국채 발행절차 개선과 개인의 국채 투자 활성화를 포함한 국채시장 안정화 정책을 위한 시사점을 도출한다. 이상의 분석을 토대로 IV장에서 국내 국채제도에 대한 정책적 시사점을 종합적으로 제시한다.



## II. 국내 국채시장 현황

---

1. 국채 발행시장 및 유통시장 현황 분석
2. 국채의 투자자 구성 변화 추이
3. 국채시장 제도 현황
4. 국내 국채제도의 개선과제



## II. 국내 국채시장 현황

### 1. 국채 발행시장 및 유통시장 현황 분석

#### 가. 채권 발행시장

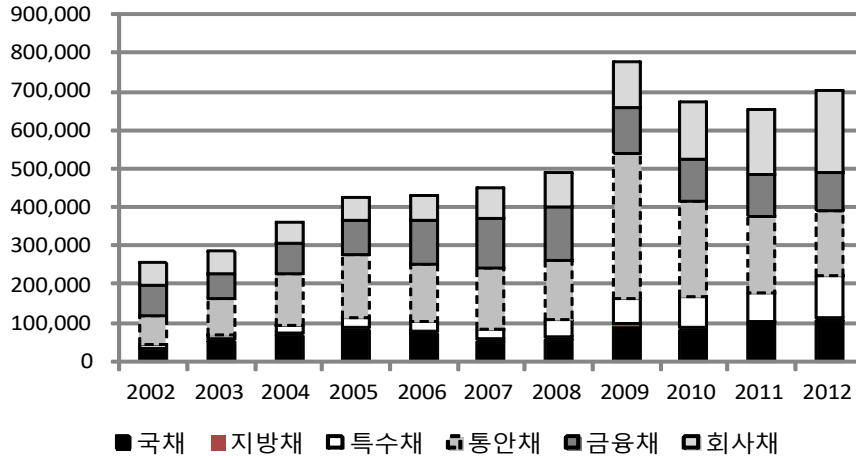
##### 1) 채권 발행 추이

국내 채권시장은 발행규모 측면에서 지속적으로 성장하고 있으며, 국채 중심의 시장으로 구조가 변화하고 있다. 채권 발행금액을 보면 2002년 258.2조원에서 꾸준히 증가하여 2009년 779.3조원으로 최대 규모를 기록하였다. 이후 2010년에는 672.3조원, 2011년에는 655.2조원, 2012년에는 703.2조원이 발행되었다. 채권시장 구조 측면에서는 국채의 비중이 높아지는 가운데 우량채 중심으로 시장구조가 변화하고 있다.

발행규모가 2009년에 크게 증대한 것은 글로벌 금융위기 극복을 위한 재정자금 수요 증대에 따라 국채 발행이 크게 늘어나고, 과잉유동성 흡수를 위한 통화안정증권(통안채) 발행이 크게 증가하였기 때문이다. 그러나 2010년 중에는 회사채 발행이 확대되었음에도 불구하고 국채, 통화안정증권의 발행규모가 감소함에 따라 전체 발행금액은 전년 대비 감소하였다. 2011년의 경우 국채와 회사채의 발행이 전년에 비해 증대하였으나 통화안정증권의 발행이 감소하여 2010년에 비해서는 감소세를 나타내고 있다. 2012년에는 통화안정증권 및 금융채의 발행은 전년에 비해 감소하였으나, 국채, 특수채 및 회사채의 발행이 증가하여 전체 채권 발행금액은 2011년 대비 증가하였다.

<그림 II-1> 채권 종류별 발행 추이

(단위: 십억원)

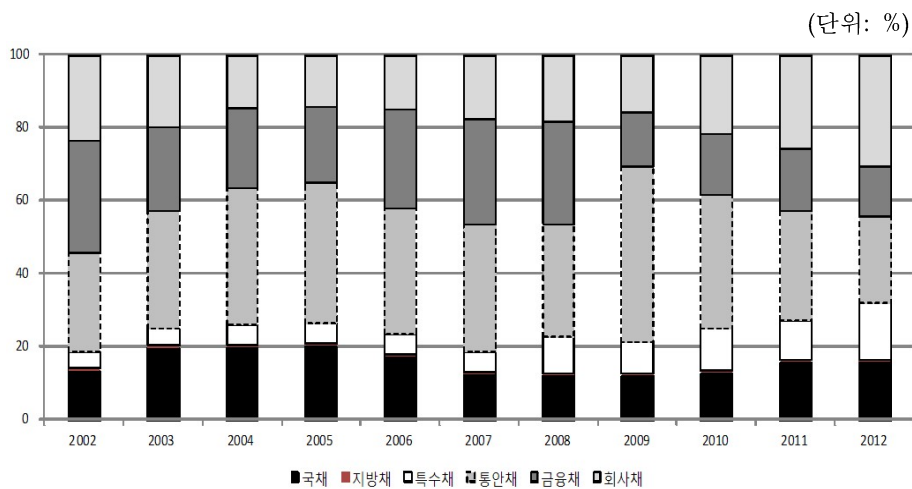


자료: KRX, KOSCOM

채권의 종류별 발행비중을 살펴보면, 2009년 이후 회사채의 비중이 크게 증대하고 있는데 반해 통화안정증권의 비중은 감소하고 있다. 국채의 경우에는 2008년까지는 비중이 지속적으로 증대하였으나 2009년에는 통화안정증권의 발행이 크게 증대하면서 그 비중이 다소 감소하였다. 2010년 이후에는 통화안정증권의 발행규모 축소로 인하여 국채의 비중이 증가 추세를 보이고 있다. 통화안정증권은 유동성 조절을 목적으로 발행되는 단기채권으로서 차환발행물량의 증가 등으로 1998년 이후에는 발행액 기준으로 채권시장에서 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 회사채 시장의 경우 외환위기 이후 무보증채권으로 시장구조가 변화되면서 회사채 발행기업이 축소되고 전체 채권시장에서 비중도 축소되었다. 그러나 2009년 이후에는 기업의 장기자금 조달의 기능이 강화되고 우량기업의 회사채 조달이 증가하면서 회사채 비중은 다시 증가하고 있다. 금융채의 경우 여신전문금융기관의 자산규모 증대 및 은행의 채권을 통한

자금조달 확대 등으로 2008년까지 그 비중이 증가하였으나 글로벌 금융 위기 이후 은행의 시장성 자금조달이 위축되고 자산이 축소됨에 따라 2009년 이후에는 은행채를 포함한 금융채의 비중이 감소되고 있다.

<그림 II-2> 채권 종류별 발행 비중 추이



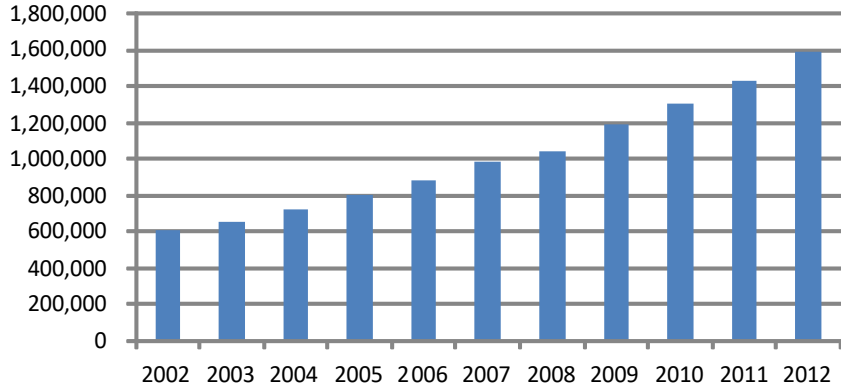
자료: KRX, KOSCOM

## 2) 채권 발행잔액 추이

2012년말 기준 국내 채권의 발행잔액은 1,592조원으로 전년말 대비 11.7% 증가하였는데, 통화안정증권의 발행이 축소되었음에도 불구하고 국채, 특수채 및 회사채 발행이 확대됨에 따라 전체 채권의 발행잔액 규모는 증가하였다. 통화안정증권의 경우 발행규모가 감소하였지만 만기가 짧기 때문에 전체 발행잔액에 미치는 영향은 제한적이다.

<그림 II-3> 채권 발행잔액 추이

(단위: 십억원)

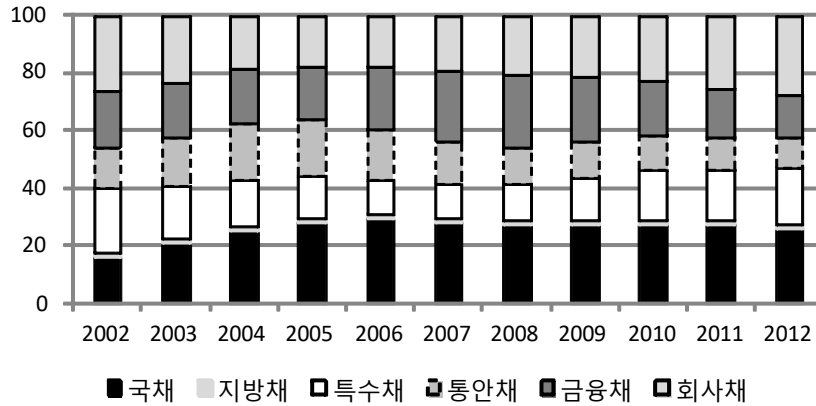


자료: KRX, KOSCOM

채권 발행잔액의 구성 비중 추이를 보면, 2003년까지는 회사채의 비중이 가장 높았으나 2004년부터 국채의 비중이 가장 높게 나타나고 있다. 국채 발행이 지속적으로 증대함에 따라 2004년에는 전체 채권 중 국채의 비중이 24.9%를 기록하였고, 2012년말에는 26.0%로 증가하였다. 통화안정증권의 경우 발행규모가 최대임에도 불구하고 단기로 발행되기 때문에 잔액 비중은 국채에 비해 낮다. 한편 회사채의 비중도 2005년부터 지속적으로 증대하여 2012년에는 전체 채권시장에서 27.6%를 기록하고 있다.

<그림 II-4> 채권 종류별 발행잔액 구성 비중 추이

(단위: %)



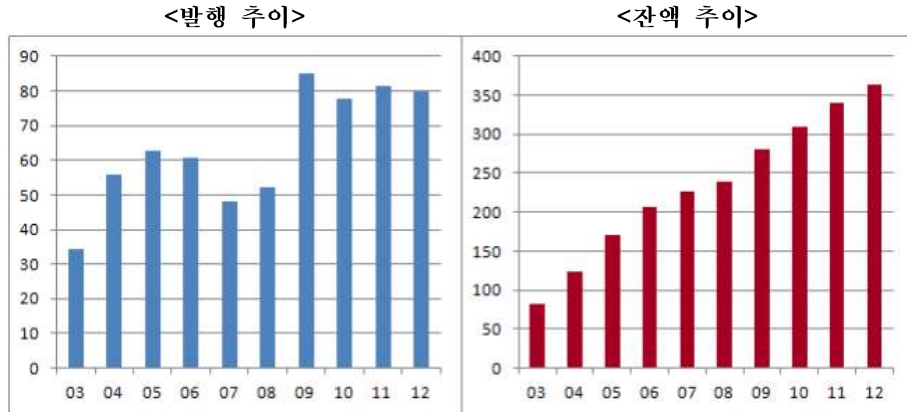
자료: KRX, KOSCOM

### 나. 국채 발행시장

국고채 발행 추이를 보면 재정자금 수요의 증가로 인하여 2004년까지는 지속적인 증가세를 보여 왔으나 2005년 이후에는 다소 감소하는 모습을 보이고 있다. 그러나 2009년 들어 글로벌 금융위기에 따른 재정 수요가 증대함에 따라 발행규모가 전년에 비해 크게 증가하였다. 2010년에는 국고채 발행이 전년에 비해 다소 감소하였으나 2011년 들어 발행이 다시 증가하였다. 국고채 발행잔액은 매년 지속적으로 증가하여 2012년말 기준 362.9조원을 기록하고 있다.

<그림 II-5> 국고채 발행 및 잔액 추이

(단위: 조원)



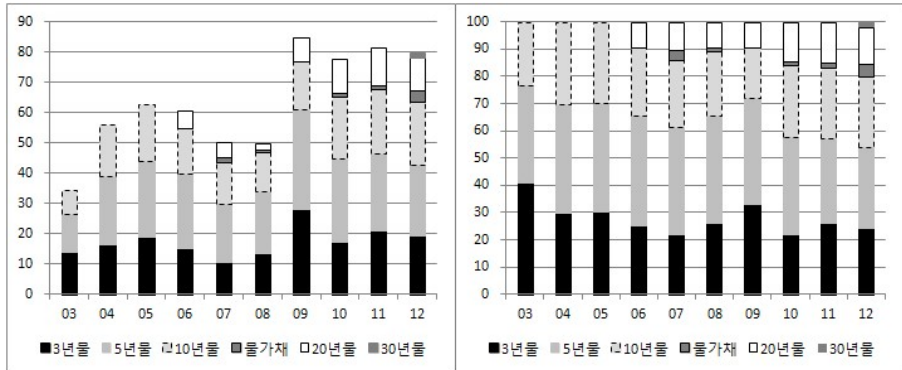
자료: 기획재정부

만기별로는 3년 만기 국고채의 비중이 감소하는 반면 장기물의 발행은 증가하는 추세를 보이고 있다. 3년 만기 국고채의 경우 2005년부터 2007년까지는 그 비중이 지속적 감소하였다. 2008년과 2009년에는 탄력적인 만기구조 전략으로 인하여 일시적으로 증가하였으나, 2010년 이후에는 장기채에 대한 수요 증대 등으로 발행 비중이 다소 감소하는 모습을 보이고 있다. 10년 만기 국고채의 경우에는 연도별로 비중의 변동성을 보이는 가운데 2012년 현재 25% 이상의 비중을 차지하고 있다. 2006년에 도입된 20년 만기 국고채의 경우에는 2011년까지 비중이 점진적으로 증가하고 있는데, 이는 장기채에 대한 수요 증가에 기인한다. 2012년에 발행되기 시작한 30년 만기 국고채의 비중은 2.1%이다. 20년 만기와 30년 만기 국고채를 합산할 경우 초장기 국고채의 비중은 2012년말 기준 15.7%로 2010년 이후 꾸준히 증가하고 있다.

<그림 II-6> 국고채 만기별 발행 추이

<국고채 만기별 발행 금액>  
(단위: 조원)

<국고채 만기별 발행 비중>  
(단위: %)

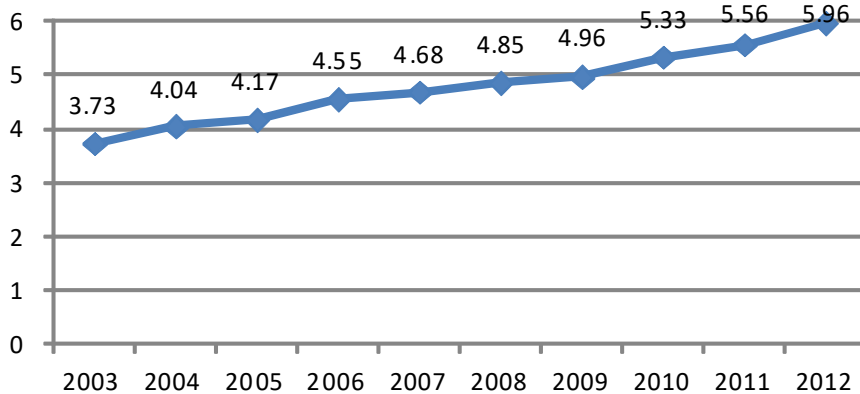


자료: 기획재정부

국고채의 평균 잔존만기는 2003년 3.73년에서 매년 지속적으로 증가하여 2012년에는 5.96년을 기록하였다.

<그림 II-7> 국고채 잔존만기 추이

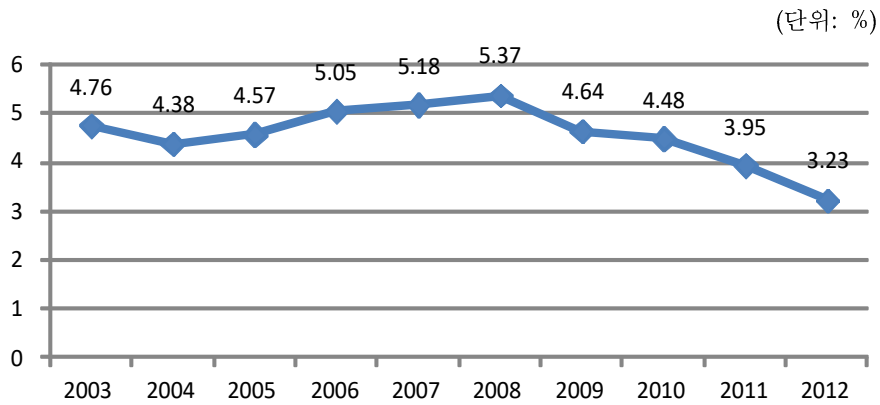
(단위: 년)



자료: 기획재정부

국고채의 평균 조달비용률은 연도별 시중실세금리에 따라 다소 변동성을 보이는 가운데 최근 들어 하락하는 추세를 보이고 있다. 2008년의 경우 글로벌 금융위기의 여파로 조달비용률이 5.37%를 기록하였으나 이후에는 금리가 안정화되어 2012년에는 3.23%로 하락하였다.

<그림 II-8> 국고채 평균 조달비용률 추이



자료: 기획재정부

## 다. 채권 유통시장

### 1) 장내시장

국내 채권의 장내유통시장은 채권시장의 개설목적 및 시장참여자에 따라 국채전문유통시장, 환매조건부채권시장, 일반채권시장, 소액채권시장 및 소매채권시장으로 구분된다.

국채전문유통시장은 한국거래소가 국고채시장 활성화 및 거래투명성 제고를 위해 정부의 정책적인 지원을 받아 1999년 3월에 개설하였다. 국

채전문유통시장은 전자거래시스템을 기반으로 한 경쟁매매 체제의 시장으로서 브로커를 통하지 않기 때문에 거래비용이 절감된다는 장점이 있다. 또한 실시간으로 체결 금리를 공시함으로써 지표금리 제시 기능을 신속·정확하게 수행하며, 실제 체결기능이 있는 스크린 호가 제시로 시장투명성을 제고시키는 장점도 있다. 동 시장의 주요 시장참가자는 딜러회사인 은행과 증권회사이며, 연금, 보험, 기금, 자산운용사 등의 기타 금융기관 및 일반투자자도 위탁참여가 가능하다. 딜러회사는 별도의 전산투자 없이 한국거래소가 개발한 매매프로그램을 거래담당자의 PC에 설치하고 인터넷을 통하여 한국거래소의 국채매매시스템에 직접 접속하여 거래를 수행한다.

<표 II-1> 국채전문유통시장의 구조

구분	주요 내용
시장참가자	- 딜러회사인 은행과 증권회사 - 연금, 보험, 기금, 자산운용사 등의 금융기관 및 일반투자자도 위탁참여 가능
거래시간	09:00~15:00
거래대상종목	국고채, 통화안정증권, 예금보험기금채권
거래수량단위	액면 10억원
체결방식	복수가격에 의한 개별경쟁매매
결제일	T+1일
딜러제도	- 국고채전문딜러(Primary Dealer: PD): 발행시장에 직접 참여할 권리가 있는 대신 시장조성의무 수행 - 일반딜러 : 국채전문유통시장에 브로커 및 딜러로서 참여가 가능한 반면, 발행시장 참여는 불가능

장내시장의 거래규모는 국채딜러간 거래와 일반채권 거래 모두 지속적인 증가세를 보이고 있다. 2001년 이후 꾸준히 증가하던 국채딜러간 거래량은 2006년 일시적으로 감소하였으나 이후 다시 증가하고 있는 추세이다. 2010년에는 전년 대비 국채딜러간 거래량이 다소 감소하였으나 2012년에는 국채시장의 수요 증대에 힘입어 딜러간 거래규모가 크게 증가하였다. 일반채권 거래는 2010년에는 크게 증가하였으나 2011년에 전년 대비 크게 감소하였으며, 2012년에는 2011년 수준을 유지하였다.

<표 II-2> 장내시장 채권 거래량 및 비중 추이

(단위: 십억원, %)

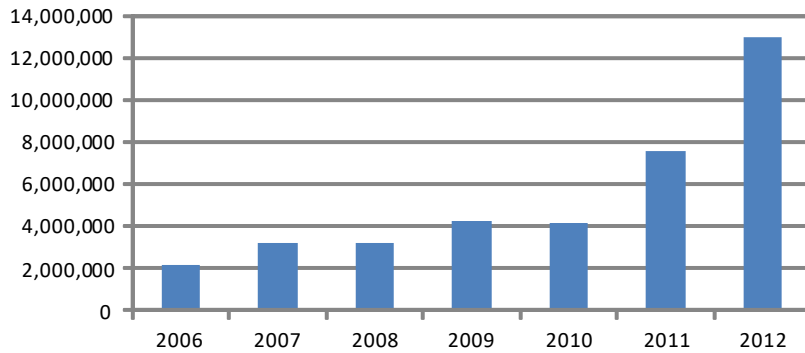
연도	국채전문유통시장	기타시장	합계
2001	10,100 (73.1)	3,715 (26.9)	13,815 (100.0)
2002	42,600 (88.9)	5,297 (11.1)	47,897 (100.0)
2003	207,930 (97.8)	4,694 (2.2)	212,624 (100.0)
2004	358,400 (94.9)	19,085 (5.1)	377,485 (100.0)
2005	337,690 (92.4)	27,685 (7.6)	365,375 (100.0)
2006	267,401 (90.5)	28,049 (9.5)	295,450 (100.0)
2007	316,511 (89.0)	37,671 (11.0)	355,732 (100.0)
2008	321,190 (85.8)	53,099 (14.2)	374,289 (100.0)
2009	428,790 (85.3)	74,109 (14.7)	502,899 (100.0)
2010	422,993 (72.6)	159,369 (27.4)	582,362 (100.0)
2011	766,320 (94.0)	47,049 (6.0)	815,138 (100.0)
2012	1,305,064 (96.7)	45,091 (3.3)	1,351,239 (100.0)

주 : 일방향 기준, 기타시장은 일반채권시장과 소액시장을 의미함  
 자료: KRX

국채전문유통시장의 국채 거래량을 보면 2010년의 경우 전년 대비 소폭 감소하였으나 2011년부터 크게 증가하였다. 2011년과 2012년에 국채전문유통시장의 거래량이 크게 증가한 것은 정부의 단계적 시장활성화 정책이 효과를 발휘하였고, 국고채전문딜러의 적극적인 시장조성 역할 수행에 기인한다. 이와 더불어 안전자산 선호에 따른 국고채 수요증가로 국고채 유통시장이 크게 활성화된 것도 한 요인으로 작용하였다.

<그림 II-9> 연도별 국고채 거래 추이

(단위: 억원)

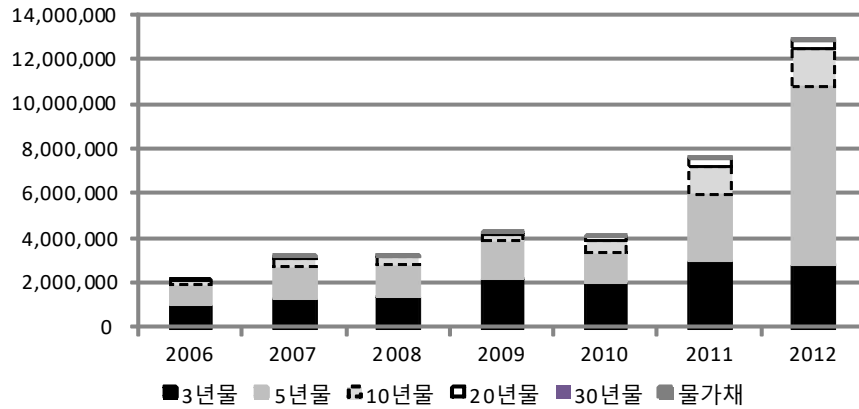


자료: 기획재정부

만기별로는 3년 만기, 5년 만기 및 10년 만기 국고채의 거래량이 모두 크게 증가하였다. 특히, 2012년 중에는 5년 만기 국고채의 거래량이 급증한 바 있으며, 장기채 수요의 확대에 따라 10년 만기 국고채와 20년 만기 국고채의 거래량이 전년에 비해 각각 32%, 8% 증가하였다.

<그림 II-10> 국고채 만기별 거래량 추이

(단위: 억원)



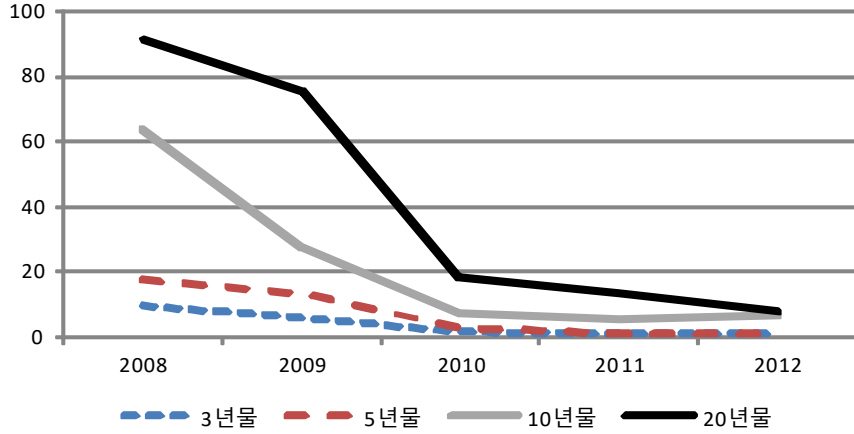
자료: 기획재정부

국채전문유통시장의 호가 스프레드<sup>1)</sup>는 제도 개선 및 PD의 시장조성 노력 등에 힘입어 크게 축소되고 있다. 2012년도 국고지표채의 시장호가 스프레드를 보면 3년과 5년 만기 국고채 모두 1.1원으로 크게 축소되었다.

1) 호가 스프레드는 최우선 매도호가와 최우선 매수호가 간 차이의 평균을 의미한다.

<그림 II-11> 국채전문유통시장 호가 스프레드 추이

(단위: 원)



자료: 기획재정부

## 2) 장외시장

채권 장외시장 거래규모는 2001년 2,798조원에서 2012년에는 5,896조 원으로 2배 이상 증가하였다. 채권 종류별로는 국채의 거래량이 가장 크고 그 다음으로 통화안정증권의 거래량이 큰 것으로 나타나고 있다. 회사채의 경우에는 채권형 펀드의 규모 축소 등의 영향으로 인해 2004년 이후 거래량이 감소하다가 2008년부터 회사채 발행규모 확대에 따라 거래규모가 다시 증가하는 모습을 보이고 있다. 2011년의 경우 장외시장 거래규모가 전년에 비해 다소 감소하였는데 이는 국채전문유통시장의 활성화로 인하여 국채의 장내거래가 크게 활성화된 데에 기인한다.

<표 II-3> 채권 장외시장 거래량 추이

(단위: 십억원)

구분	국채	지방채	특수채	통화안정 증권	금융채	회사채	합계
2001	981,520	8,267	494,578	856,448	191,822	265,666	2,798,303
2002	757,447	6,196	133,355	776,963	319,062	224,242	2,217,266
2003	1,040,498	6,320	127,829	914,966	309,512	166,486	2,565,613
2004	1,630,080	6,178	100,364	874,188	277,977	143,093	3,031,883
2005	1,635,616	6,796	77,195	955,721	243,488	114,673	3,033,492
2006	1,349,393	5,438	57,888	796,512	288,600	84,646	2,582,479
2007	1,172,552	7,130	61,436	764,850	290,981	68,298	2,365,250
2008	1,251,763	9,379	123,850	894,124	465,796	71,665	2,816,579
2009	2,166,055	13,619	212,520	1,070,026	539,002	146,259	4,147,484
2010	3,151,008	14,389	229,879	1,393,514	627,909	153,342	5,570,044
2011	3,142,016	11,737	238,521	1,596,322	587,754	200,613	5,776,966
2012	3,310,310	14,447	379,075	1,469,709	505,125	217,603	5,896,467

주 : 양방향 거래량 기준  
자료: KOSCOM

국채의 유형별 장외거래 추이를 보면 3년 만기 국고채의 경우 2009년에 거래량이 급격히 증가한 이후 지표물을 중심으로 감소추세를 보이고 있다. 반면 5년 만기 국고채와 10년 만기 국고채의 경우 2010년 이후부터 지표물과 비지표물의 거래가 크게 늘어난 것으로 나타났다.

<표 II-4> 국채 유형별 장외거래 추이

(단위: 조원)

구분	3년 지표	3년 비지표	5년 지표	5년 비지표	10년 지표	10년 비지표	합계
2006	340.8	345.4	367.1	394.0	85.5	34.7	1,567.5
2007	106.1	347.2	214.4	349.7	53.9	20.9	1,092.2
2008	198.0	288.1	244.9	380.8	42.1	44.5	1,198.4
2009	526.5	462.3	463.6	460.4	87.6	58.7	2,059.1
2010	453.0	604.6	601.5	940.6	259.5	153.5	3,012.7
2011	389.7	436.2	625.8	939.5	316.5	261.8	2,969.5
2012	317.1	495.2	567.3	844.2	414.5	421.3	3,059.6

자료: 기획재정부

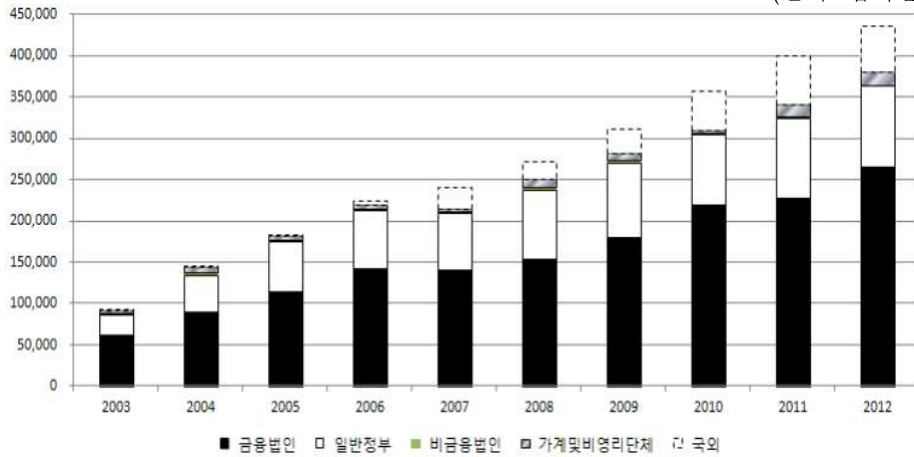
## 2. 국채의 투자자 구성 변화 추이

### 가. 국채의 국내 주요 투자자 구성

국내 국채시장에서의 투자자 유형별 비중을 살펴보면, 금융법인의 비중이 60% 내외 수준으로 가장 높게 나타나고 있다. 다음으로 정부부문, 외국인의 순서로 높은 국채 보유 비중을 보이고 있는데, 정부부문의 비중이 높은 것은 국민연금기금이 정부부문으로 분류된 데에 기인한다. 외국인의 국채보유 비중은 2007년부터 크게 증대하여 2012년에는 13.9%를 기록하였다.

<그림 II-12> 국내 투자자별 국채 보유 추이

(단위: 십억원)



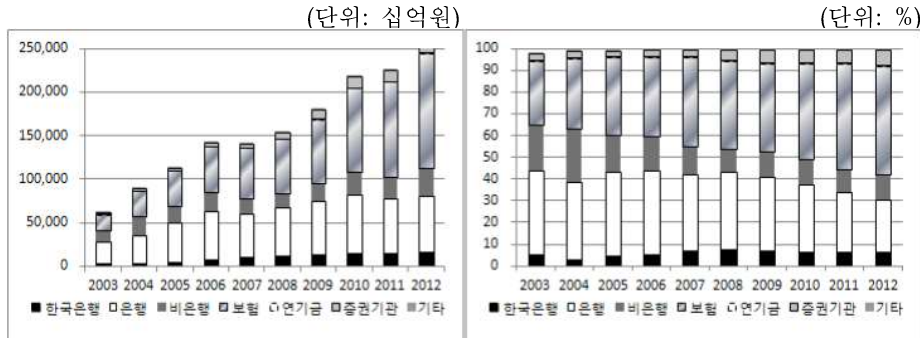
주 : 자금순환통계에서 국민연금기금은 금융법인(연기금)이 아닌 정부부문에 포함됨  
 자료: 한국은행 자금순환통계

전체 국채시장에서 금융기관별 투자 비중을 보면 보험, 은행, 비은행 및 증권의 순으로 높은 것으로 나타났다. 은행의 국채 투자 비중은 2005년 38.7%에서 2008년에는 35.9%, 2012년에는 24.2%로 감소하였다. 반면 보험회사의 비중은 2005년 35.7%에서 2008년에는 40.6% 그리고 2012년에는 49.5%로 확대되었다. 보험회사의 국채투자 비중이 확대된 것은 자금조달 기간에 대한 매칭을 위해 장기투자 비중을 늘린 것에 기인한다. 증권회사의 국채 투자 비중은 2005년 2.5%에서 2008년 4.9%로 확대되었고, 2012년에는 7.0%로 증가하였다. 이는 증권회사의 국채 인수업무가 강화됨과 동시에 자기계정을 통한 국채 투자가 확대된 것에 기인한다.

<그림 II-13> 국채시장에서의 금융기관의 구성 추이

<금액 추이>

<비중 추이>



주 : 자금순환통계에서 국민연금기금은 금융법인(연기금)이 아닌 정부부문에 포함됨  
 자료: 한국은행 자금순환통계

## 나. 국채의 외국인 투자 현황

### 1) 외국인 투자 제도

1996년 한국의 OECD 가입과 함께 제시된 자본자유화계획에 따라 국내 주식 및 채권시장의 개방계획이 발표되었다. 외환위기 이후에는 국제기구의 권고에 따라 1997년말 상장 국공채, 특수채(금융채) 및 단기회사채에 대해서도 개방을 허용함으로써 국내 채권시장은 완전히 개방되었다. 그럼에도 불구하고 외국인의 채권투자 비중이 크게 증가하지 않았는데 이는 유통시장의 미발달에 따른 투자증권의 회수 제약과 외환시장의 높은 변동성 등이 주된 장애요인으로 작용하였기 때문이다.

외국인투자촉진법의 규정에 의해 외국인이 채권투자를 하는 경우, 외국인투자기업은 당해 외국인투자기업의 회계연도 말을 기준으로 1월 이내에 직접투자현황을 금융감독원에 신고해야 한다. 또한 증권시장 밖에서의 양수와 양도에 의해 직접투자자의 소유주식수가 변동하는 경우, 직

접투자 변동 상황을 지체 없이 금융감독원에 신고해야 한다. 다만, 외국인투자자가 채권을 매각하는 경우에는, 매각을 위탁받은 투자매매업자 또는 투자중개업자가 직접투자 변동 상황 신고를 하도록 규정되어 있다. 외국인이 국내 상장유가증권을 취득하기 위해서는 외국인(또는 상임대리인)이 직접 금융감독원을 방문하여 투자등록 신청서 및 관련서류를 제출하고 투자등록증을 교부받도록 하고 있다. 외국인투자자등록제도는 증권시장에 상장된 증권에 투자하거나 증권시장에 상장하기 위하여 모집·매출하는 증권을 최초로 취득 또는 처분하고자 하는 경우 사전에 본인의 인적사항 등을 금융감독원에 등록하는 제도이다. 2007년 6월부터는 투자등록 신청 및 투자등록증 발급을 온라인으로 처리하는 외국인 투자등록 전산화 시스템을 개발하여 가동하고 있다.

외국인투자자는 외국환관리법상 비거주자로서 거주자 이외의 자연인과 법인으로 정의된다. 비거주자의 한국 내 지점, 출장소 기타의 사무소는 법률상 대리권의 유무에 불구하고 거주자로 간주하며, 개인은 소득세법상에서는 거주자가 아닌 자로서 국내에 원천소득이 있는 개인을 의미한다.

외국인투자자의 채권투자 절차를 살펴보면, 외국인은 직접 또는 상임대리인을 통해 금융감독원에 투자등록을 신청하여 등록증을 발급받고 이를 증권회사에 제시한 후 채권시장에 참여할 수 있다. 외국인은 투자 전에 미리 외국환은행 본점 또는 지점에 외국인투자 신고를 하여야 한다. 적법한 신고절차를 거치지 않은 투자는 외국인의 국내 투자로 인정되지 않으며, 투자원본 및 배당금의 해외송금이 불가능할 뿐 아니라 외국인 투자자의 재산권도 보장받을 수 없다. 다음으로 외국환은행에 '증권투자전용 외화계정'과 '증권투자전용 원화계정'을 만든 증권회사에 위탁계좌를 개설하여 투자를 하게 되며, 이는 금감원의 외국인투자관리시스템에 집계된다.

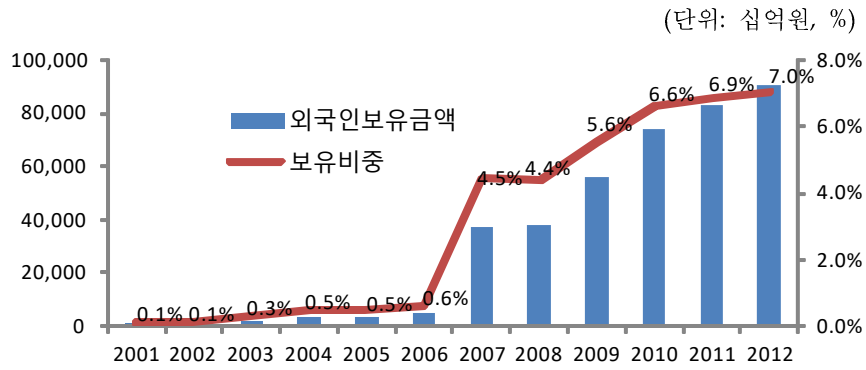
정부는 외국인의 채권투자 활성화를 위해 2009년 4월 외국인 채권투자의 이자소득 및 양도차익에 대해 비과세제도를 도입하였다. 즉, 외국인이 국내에서 국채 및 통화안정증권에 투자하는 경우 이자소득에 대한 법인세 및 소득세의 원천징수가 면제된다. 또한 외국인이 국내에서 국채 및 통화안정증권에 투자하는 경우 양도차익에 대해서도 비과세된다. 그러나 2010년 11월, 해외 자금의 급격한 유출입으로 인한 금융·외환시장의 혼란을 막기 위하여 소득세법과 법인세법 개정을 통해 외국인 채권투자에 대한 과세를 부활<sup>2)</sup>하였다. 금융시장의 변동성이 확대되는 등 긴급한 필요시 탄력세율을 허용(0%까지 인하 가능)하였으며, 2010년 11월 12일 이전 취득분에 대해서는 종전 규정에 따라 비과세하도록 하였다.

## 2) 국내 채권시장의 외국인 투자 현황

외국인의 국내 채권 보유는 2006년말 4조 6,179억원에서 2007년에는 36조 9,580억원으로 증가하였고 이후 지속적인 증가세를 보여 2012년말에는 91조 160억원으로 확대되었다. 전체 채권잔액 중 외국인 보유 비중은 2006년말 0.6%에서 2007년에는 4.6%로 증가하였고, 2012년말에는 7.0%를 기록하였다. 2010년 11월 외국인 채권투자 과세 제도가 부활하였음에도 불구하고 외국인 채권투자는 증가하는 모습을 보이고 있다.

2) 외국인 채권 투자소득 과세 전환 및 탄력세율 도입(소득법 §119의2·법인법 §93의2 삭제, 소득법 §156②·법인법 §98② 신설)

<그림 II-14> 외국인 채권투자 추이

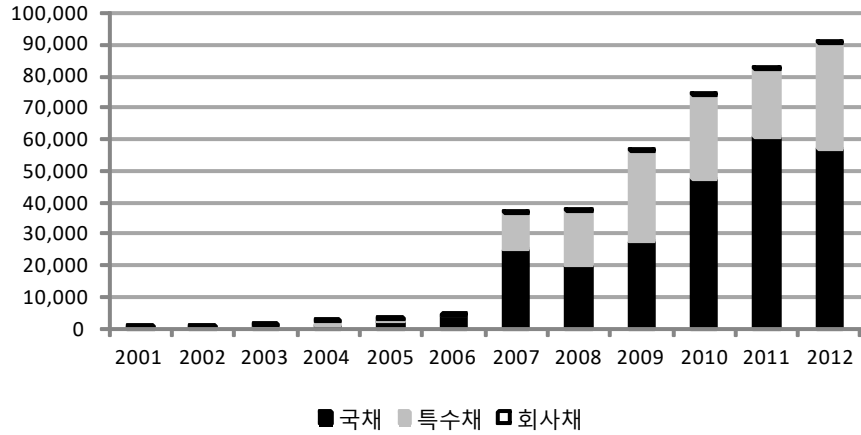


자료: 금융감독원

채권 종류별 외국인 보유 비중을 살펴보면, 외국인 채권투자자는 국채와 통화안정증권에 주로 투자하고 있는 것으로 나타났다. 2006년까지는 국채에 대한 투자규모가 매우 작았으나 2007년부터 국채 투자규모가 크게 증가하였다. 2012년말 기준 외국인이 투자한 채권의 유형별 비중을 보면 국채가 62.9%, 통화안정증권을 포함한 특수채가 36.5%이며, 회사채의 비중은 0.7%에 불과하다. 이는 외국인의 채권투자가 주로 안전성과 유동성이 높은 우량채 위주로 이루어지고 있음을 나타내는 결과이다.

<그림 II-15> 채권 종류별 외국인 채권투자 규모 추이

(단위: 십억원)

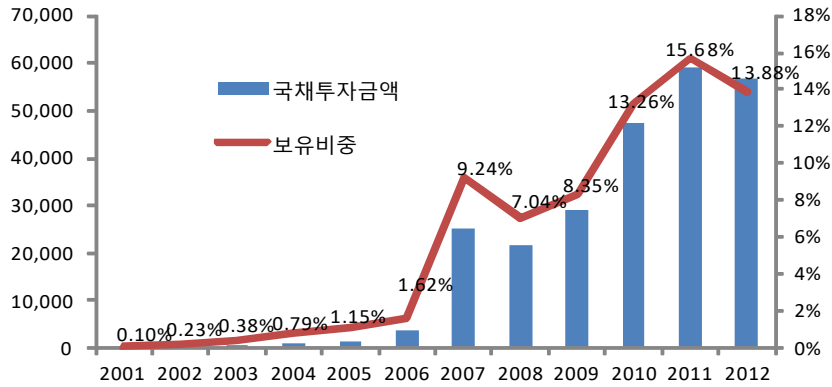


자료: 금융감독원

국채에 대해서는 외국인의 투자가 2007년 이후부터 급격히 증대하여 2012년말 기준으로 보유금액과 보유비중이 각각 56조 8,340억원과 13.88%를 기록하였다. 외국인이 국채의 주요 투자자로 등장하고 있는 것은 국내의 기준금리인 국채 금리에 대한 외국인의 영향력이 증대하였음을 나타내는 결과이다.

<그림 II-16> 외국인 국채투자 추이

(단위: 십억원)



자료: 한국은행, 금융위원회

### 3) 외국인의 국채투자 확대 요인 및 영향

최근 원화국채에 대한 외국인투자 증가에는 우리나라의 안정적인 경제 펀더멘털이 중요한 역할을 하고 있다. 글로벌 금융위기 및 유럽재정 위기를 거치며 선진국의 재정위기와 신용등급 하락이 지속된 가운데, 우리나라의 안정적인 재정건전성과 신용등급 상승을 바탕으로 국제금융시장에서 원화국채가 외국인 투자자들에게 안전자산의 지위를 얻게 되었다. 이러한 배경에서 2009년 이후 선진국 중앙은행들이 외환보유고의 투자포트폴리오 다변화 측면에서 주로 10년 구간을 중심으로 원화국채를 매입하고 있다. 한편 템플턴과 같은 글로벌 채권펀드들도 원화국채를 꾸준히 매입하고 있는데, 주로 3년 및 5년 구간을 중심으로 한 원화국채를 매입하고 있는 것으로 알려져 있다. 특히, 동 투자자들의 경우 원화 절상에 대한 기대 등 환율요인 또한 중요한 영향을 미치고 있는 것으로 알려져 있다. 또한 외화자금시장에서의 무위험 채정거래차익유인(국고채 금리-CRS금리 및 내외금리차-스왑레이트)의 확대도 외국인 투자 증가에

중요한 역할을 하였다.

시장 측면에서는 채권 유통시장의 제도 개선에 의한 국채 및 통화안정증권의 유동성 증대를 외국인 국채투자 확대의 요인으로 볼 수 있다. 장내 및 장외 유통시장 인프라의 지속적인 개선에 힘입어 채권 유통시장의 효율성이 제고되고 유통이 확대되고 있으며, 특히 국채의 유동성이 크게 제고되어 채권투자와 관련한 유동성 위험이 현저하게 감소하였다.

### 3. 국채시장 제도 현황

#### 가. 국채시장 제도

한국의 국채는 헌법, 국가재정법 및 국채법 등에 근거하여 발행되고 있다. 헌법 제58조는 “국채를 모집하거나 예산외에 국가의 부담이 될 계약을 체결하려 할 때에는 정부는 미리 국회의 의결을 얻어야 한다”라고 규정하여 국채발행에 대한 기본원칙을 선언하고 있다.

국가재정법 제18조에서는 “국가의 세출은 국채·차입금 외의 세입을 그 재원으로 한다. 다만, 부득이한 경우에는 국회의 의결을 얻은 금액의 범위 안에서 국채 또는 차입금으로써 충당할 수 있다”라고 규정하고 있다. 이는 원칙적으로 재정건전성을 유지하면서 불가피한 경우에만 국회의 승인 하에 정부가 국채를 발행할 수 있도록 규정하는 것이다.

국채의 발행 및 상환과 관련해서는 국채법에서 규정하고 있는데, 국채법 제3조에 의하면 국채는 공공자금관리기금의 부담으로 기획재정부 장관이 발행하되 다른 법률에 특별한 규정이 있는 경우에는 그 법률에 따라 발행할 수 있도록 하고 있다.

그 외 국채 입찰방식, 국고채전문딜러, 조기상환, 교환 등 세부적인 사항에 대해서는 기획재정부 고시인 “국고채권의 발행 및 국고채전문딜러 운영에 관한 규정”에서 정하고 있다.

## 나. 국채시장 활성화를 위한 주요 정책

### 1) 채권시장 제도 개선의 추진 배경

한국 채권시장은 1997년 외환위기 이후 질적·양적으로 성장하고 있다. 외환위기 이후에 국채시장은 다양한 국채가 국고채로 통합되었고 발행방식도 효율적으로 개선되었다. 회사채의 경우에는 그동안 보증채 위주의 시장에서 무보증채 시장으로 구조가 크게 변모하였다.

외환위기 이후 채권시장 활성화 정책 추진은 채권 발행 선진화 및 국채 발행의 효율성 제고를 위한 제도개선과 자산유동화증권제도 도입 등 새로운 증권의 도입을 위한 제도 마련 및 회사채시장의 활성화 방안 등을 주요 방향으로 이루어졌다. 유통시장의 경우에는 채권딜러제도의 도입, 국채 장내거래 의무화, 채권 수요기반 확대 등을 포함한 다양한 제도개선 및 정책이 추진되었다. 이와 더불어 채권시가평가제도의 도입, 채권 기준금리의 변경, 채권수익률 공시제도의 변화 및 채권조기경보시스템 도입 등 채권시장 관련 인프라도 크게 개선되었다.

외환위기 극복 과정에서 금융과 기업 부문의 구조조정 및 경기활성화 대책 등을 추진하기 위한 재정수요의 상당 부분을 국채발행을 통해 충당하기 시작하면서 국채 발행시장의 효율성 제고의 필요성이 크게 증대하였고 이에 정부는 국채의 효율적 발행을 위해 국채 발행시장 및 유통시장의 활성화 방안을 추진하였다.<sup>3)</sup>

3) 정부는 국채시장 활성화를 위해 국채만기구조 장기화(1995.7), 국채제도 개

## 2) 발행시장 관련 제도 개선

국채 발행시장 관련해서는 국채의 국고채로의 통합, 통합발행 제도 도입, PD제도 개선 등의 제도 개선이 이루어졌다. 먼저 국채의 국고채 통합 제도에 대해 살펴보면, 외환위기 이전까지 다양한 부서에서 다양한 목적에 의해 발행되던 국채를 국고채로 통합하는 정책을 추진하였다. 재정증권, 외국환평형기금채권, 국고채 이외에도 농림부가 양곡채권, 주택 건설촉진법에 근거한 국민주택기금채권 등을 발행하였는데 여러 종류의 채권을 신규 발행함에 따라 국채 유통종목이 과다해지고 시장의 분산화가 초래되어 국채 유동성의 주요 저해요인으로 작용하였다. 지속적인 신규물 발행은 기발행 국채의 지표채권으로서의 역할기간을 단축시켜 유동성 저하를 초래하였고 지표채권의 빈번한 교체로 인한 유통금리 단절 현상을 유발하였다. 이로 인해 국채조달의 효율성을 제고하고 국가 조달 비용 절감 효과를 도모하기 위해 다양한 채권을 국고채로 통합하는 정책이 추진되었다. 국고채로의 통합 정책은 국채의 발행 및 관리부처의 단일화를 통해 국채관리의 전문성을 제고하고 부채관리의 효율성을 제고하였다. 그리고 국채를 국고채로 통합함으로써 국채의 상품성을 제고하여 투자저변을 확대 및 채권 유통시장을 활성화하는 효과를 도모하였으며, 국고채가 기준금리로의 역할을 담당하여 금융상품 가격결정의 기준이 되고, 다른 채권시장의 활성화에도 기여하였다.

다음으로 국고채의 유동성제고, 시장의 안정성 확보 등을 위해 국채

---

선 및 국채 전문딜러제도 도입(1998.8), 국채전문딜러제도 시행(1999.7), 국채전문딜러에 대한 금융지원방안(2000.3), 채권시장구조의 선진화 방안(2000.5), 국채유통시장 및 국채전문딜러제도 개선방안(2002.7), 국채시장 활성화 방안(2002.12), 장기국채시장 적극 육성 방안(2004.5), 채권시장 활성화 방안(2005.11), 초장기국고채 및 스트립 도입(2005.12), 국채발행시스템 선진화(2007.1) 물가연동국고채의 도입(2007.3), 국채전문딜러제도 개선(2007.12), 국고채응찰을 제고 방안(2009.6), 국고채전문딜러평가제도 개선(2009.8), 물가연동국고채 상품성 개선 및 재발행(2010.6) 등의 제도개선을 추진하였다.

의 통합발행 제도가 도입되었다. 통합발행 제도는 국고채 발행량을 확대할 목적으로 국채의 발행일을 특정일로 고정시키는 제도이다. 통합발행 실시 전 국채는 종목 수가 과다하고 종목당 유통물량이 적어 유동성 제고에 제약이 존재하였고, 모든 국채가 신규종목으로 발행되어 기발행 국채의 지표기간을 단축시키고 유동금리의 단절현상을 유발하였다. 통합발행 제도의 도입은 이미 발행된 종목의 추가발행을 통하여 종목당 발행물량을 증가시켜 유동성을 제고하고, 이자비용의 절감과 안정적인 지표금리의 형성에 기여하기 위해 도입되었다. 또한 시장조작 시도로 인하여 일부 국채종목에 대한 심각한 품귀현상이 발생할 경우 추가발행을 통하여 시장의 안정성을 확보할 수 있도록 하기 위함이었다.

1999년 7월에는 발행시장에서 독점적인 권한을 갖는 대신 유통시장에서 시장조성 의무를 수행하는 국고채전문딜러 제도가 도입되었다. 기존의 증권회사와 더불어 국채보유물량이 많은 은행도 특별회원으로 참가하여 PD의 시장조성 기능이 강화되었다. 제도 도입 이후 국채인수방식은 기존 임의할당방식에서 탈피하여 시장수급원리를 적용한 국고채전문딜러 중심의 인수방식으로 발전하였다. 국고채전문딜러는 은행, 증권회사 중 재무건전성, 국채거래 실적 등이 우수한 기관을 대상으로 기획재정부 장관이 지정하여 운영되고 있다. 국고채전문딜러에게는 국채 인수, 유통 등에 대한 의무를 부과하는 대신 국고채 입찰에 독점적으로 참여하는 권한 등을 포함한 다양한 혜택이 제공된다. 2011년 3월에는 PD간의 경쟁 촉진을 통한 인수시장 활성화를 위해 예비 국고채전문딜러제도를 도입하였다.

### 3) 국채 유통시장 제도의 개선

국채 유통시장의 경우 국채전문유통시장을 도입하고, PD의 역할을 강화하는 정책을 통해 시장활성화를 도모하였다. 국고채 지표종목 장내거래 의무화 등을 통해 장내거래를 중심으로 한 유통시장을 도입하였다.

국채 유통시장과 관련된 구체적인 제도 개선 사항은 <표 II-5>에서 설명하고 있다.

<표 II-5> 국채 유통시장 활성화 방안

구분	주요내용	기대효과
국채전문유통시장 운영	- 전자스크린매매방식 운영('99.3) - 비딜러기관들의 위탁매매를 통한 참여허용('02.10)	국채거래 투명성, 안정성, 효율성 제고
국채전문딜러제도 도입	- 국채인수 등에 관해 우선적인 권리 부여받음('99.7) - PD의 진출입 원활화, PD수 축소('03.1) - PD에 대한 금융지원('00.3, '00.6)	시장조성을 활성화 유통촉진 및 공정가격 형성 유도
지표종목 장내거래 의무화	- 국채전문딜러가 국채지표종목을 거래하는 경우 반드시 국채전문유통시장(장내시장)을 이용하도록 의무화('02.7)	국채 유통시장의 활성화
정부의 RP 시장 참여	- PD가 시장조성활동 과정에서 공매도 발생시 PD의 요청에 따라 국채를 환매조건부로 추가 발행('03.6) - PD는 다음 국채발행일까지 당해 종목 국채를 환매	국채시장 안정
실질적 국채딜러의 육성	- 모든 PD에게 딜링에 필요한 최소한의 자금 확보 의무화('04.1)	국채시장의 안정성과 공정성 제고
호가제도 개선	- 지표종목에 대한 매수매도 호가제시 의무를 강화하고 의무이행 평가 방법 변경('04.7)	장내거래 활성화
국채전문유통시장의 장내 전자거래시스템 개선	- 주문처리시간을 단축하고, 투자자의 장내거래정보 취득을 용이하게 하기 위해 시스템 변경('06.3)	장내거래 개선
호가집중제도	- 증권회사가 보유하고 있는 채권 장외거래의 호가를 증권업협회에 집중하여 협회가 보고된 모든 채권 거래 정보를 공시('06.7, '07.7)	장외거래의 투명성 제고

상기와 같이 국채 발행시장 및 유통시장의 제도 개선은 국채의 효율적인 발행을 제고하고, 국채를 중심으로 한 유통시장 활성화에 기여한 것으로 평가된다. 국채시장을 채권시장의 중심으로 육성하려는 정책을 통해 국채 발행규모가 증대하는 한편 금리의 하향 안정화가 지속되어 국채거래의 유인이 증대하면서 국채의 발행시장 및 유통시장이 활성화되었다. 국채거래가 활성화됨에 따라 국채가 지표금리로 정착하게 되었으며, 유통시장 활성화를 위한 제도 개선은 국채 장내거래 활성화에 기여한 것으로 평가된다.

#### 4) 시장 인프라 개선

정부는 국채시장의 지표채권 육성 및 투명성 제고를 위해 거래소에 전자거래시장인 국채전문유통시장을 개설하였다. 국채전문유통시장은 회원사와 특별참가자만이 참여하여 상장채권 중 일정 조건을 충족하는 국고채, 통화안정증권 등을 거래하는 KRX의 채권거래시스템이다. 국채전문유통시장은 채권시장에서 모든 채권금리의 기준이 되는 지표금리를 제공하고 효율적인 거래가 이루어지는 성과를 거두고 있다.

채권 장외거래의 경우에는 수익률 공시제도가 1994년에 마련되었고, 1999년에는 장외 결제위험을 최소화하기 위해 채권 장외거래 결제방법이 개선되었다. 2000년 5월 채권시장구조의 선진화 방안<sup>4)</sup>에서는 채권정보공시체계를 개선하여 증권업협회가 실시간 기준으로 각 증권사로부터 거래내역을 보고(매매체결 후 30분 이내)받아, 이를 증권전산 단말기를 통하여 즉시 공시하도록 하는 제도를 도입하였다. 2002년 11월에는 보고시간을 15분 이내로 개정하여 장외 채권시장의 사후적 투명성을 제고하

4) 정부는 금감위, 한은 및 증권유관기관 등과 공동으로 채권시장구조개선협의회를 구성하여 채권시장 선진화 방안을 논의하고 2000년 5월 채권시장구조의 선진화방안을 발표하였다.

는 정책을 추진하였다. 또한 시가평가제도의 도입으로 보유채권의 공정 가치를 산정할 수 있는 기반이 마련되었다. 2005년 금융감독원은 시장참가자들이 채권시장을 효율적으로 진단·예측하고 시장위험을 조기에 파악, 투자판단이나 위험관리 등에 활용할 수 있도록 증권업협회를 통해 채권시장관리지표<sup>5)</sup>를 개발하여 운영하도록 하였다.

#### 4. 국내 국채제도의 개선과제

##### 가. 건전재정 기조 하에서의 유동성 관리

###### 1) 국채 발행 및 상환 제도

국가재정법은 국가재정의 투명성과 책임성을 제고하기 위하여 국가재정활동으로 발생하는 수입과 재출을 모두 예산에 계상하도록 하는 예산총계주의 원칙을 규정하고 있다. 국가재정법 제17조에서 예산은 예산총계주의 원칙에 따라 편성되어야 한다고 규정하고 있는데, 예산총계주의란 한 회계연도에 발생하는 모든 수입을 세입으로 하고 모든 지출을 세출로 하며 세입과 세출은 빠짐없이 예산에 계상하여야 한다는 원칙이다. 예산총계주의 원칙에 따라 국가기관이 예산서에 명시되지 않은 자금을

5) 채권시장관리지표는 채권시장채감지표, 산업별자금집중도지표, 시장신용위험지표 등 3개 지표로 구성되어 있다. 채권시장채감지표는 채권업계 종사자 중 오피니언리더로부터 금리변동, 채권발행 전망 등 13개 항목에 대해 설문조사를 실시한 후 그 응답결과를 집계한 수치이다. 산업별자금집중도지표의 경우에는 채권종류별, 산업별 채권발행잔액의 편중 정도를 허핀달-허쉬만 지수(HHI)를 통해 계량화한 수치와 각 채권발행잔액 비중의 변동 추이를 발표하고 있다. 시장신용위험지표의 경우 채권발행기업들의 채권을 신용등급별, 산업별로 분류하여 동 채권의 지표금리 대비 스프레드 및 그 변동추이를 발표하고 있다.

임의로 운용하는 것은 제한되며, 모든 국가 재정활동은 원칙적으로 국회에서 심의·확정하는 예산을 근거로 이루어져야 한다. 예산총계주의의 예외는 국가재정법 제53조에서 예외사항을 열거<sup>6)</sup>하고 있다. 이외에도 개별 법률에 근거를 두고 예산 외<sup>7)</sup>로 국가재정을 운용하는 사례로 존재한다.

예산총계주의 원칙에 따라 국채의 연간 발행한도는 세입으로, 국채상환액은 세출로 각각 정부예산의 일부로 국회 승인을 받아야 한다(국가재정법 제20조 등). 국가재정법 제20조 제1항 제1호에서는 예산총칙에 국채와 차입금의 한도액을 규정하고 있다. 이와 같은 국채 및 차입금의 한도액은 회계연도에 발행할 수 있는 국채발행의 한도액을 의미한다. 한편 국가재정법 제20조 제2항에서는 기존 국채를 새로운 국채로 대체하기 위하여 필요한 경우에는 예산총칙에서 정한 한도액을 초과하여 국채를 발행할 수 있도록 허용하고 있으나 이 경우에도 미리 국회에 이를 보고하여야 한다. 2008년 신설된 동 조항은 국채의 차환발행에 신축성을 제공하여 대규모 일시 상황에 따른 시장불안을 해소하고 탄력적인 차환운용을 위하여 도입되었다.

## 2) 현행 제도가 국채 유동성 관리에 미치는 영향

현행의 국채 발행과 관련한 제도는 다음과 같은 측면에서 국가부채 관리의 효율성이 저하되는 문제점이 발생하게 되어 개선이 필요하다.

첫째, 연간 발행총액을 기준으로 발행한도를 설정함에 따라 시장상황

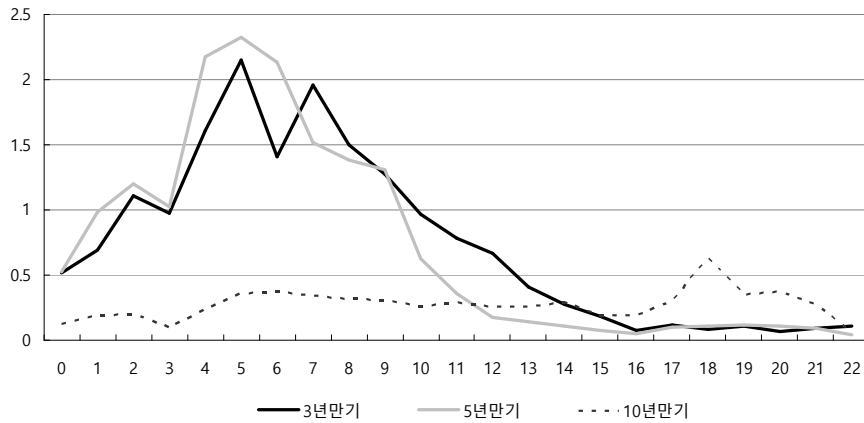
- 6) 국가재정법 제53조에서는 수입대체경비 초과지출, 현물출자, 외국차관의 전대, 차관물자대 세입이 예산을 초과하는 때, 전대차관 원리금 상환액이 세출예산을 초과하는 때, 국가연구개발사업의 기술료 등을 예산총계주의의 예외 사례로 구분하고 있다.
- 7) 국고금관리법에 근거한 국고금 통합계정 자금 운용수익금, 자동차손해배상보장법에 근거한 자동차손해배상보장사업 분담금, 정부기업예산법에 근거한 회전자금 등이 이에 속한다.

에 따라 만기가 짧은 국채를 발행하고 이를 차환하는 방식의 적시적·탄력적 국채발행에 제약이 따른다. 즉, 만기가 짧은 단기국채가 도입될 경우 동일 회계연도 내에 여러 번 차환 발행되므로 국회로부터 승인받은 국채 발행한도액을 과도하게 소진하게 됨으로써 다른 국채 발행에 제약을 줄 수 있다. 예를 들어, 3개월물을 매월 4조원씩 발행하는 경우 당해 회계연도 내에 총 48조원(4조원 × 12개월)의 단기국고채가 발행되므로, 다른 국고채를 발행할 수 있는 한도가 48조원만큼 줄어드는 문제가 발생하게 되는 것이다.

둘째, 차환 및 교환발행의 경우에는 연간 국채 발행한도를 초과할 수 있으나 사전에 국회에 보고해야 하기 때문에 시장상황 변화에 따른 탄력적인 제도운영에 제약이 존재한다.

셋째, 현행 국채 발행제도에서는 유통시장의 유동성 제고를 위한 정책 추진에 제약이 존재하며, 이는 궁극적으로 효율적인 가격형성 및 국채조달 비용을 상승시키는 요인으로 작용할 가능성이 있다. 채권의 경우 지표물 위주로 유통시장이 형성되어 있으며, 경과물의 유동성 부족 현상으로 인하여 지표물과 비지표물간의 유동성 격차가 존재한다. 2002년부터 2008년까지 발행된 각 만기별 채권의 월별 거래대금을 발행잔액으로 나누어 회전율을 비교해보면 3년채와 5년채는 발행 후 6개월까지 활발히 유통되다가 이후에는 급격히 감소하는 모습을 나타내고 있다. 국내 채권 시장 뿐만 아니라 외국의 경우에도 발행 이후 일정기간동안 채권 유동성이 활발하다가 일정기간 이후 유동성이 크게 낮아지는 on-the-run 효과를 나타내고 있다.

<그림 II-17> 국고채 만기별 월별 회전율의 비교



향후 재정건전성 제고를 위해 국채의 잔액을 현재 수준으로 유지하거나 축소하는 경우 국채의 유동성이 낮아지는 문제가 발생할 가능성이 있다. 우량자산에 대한 투자수요 확대로 국채에 대한 수요는 크게 증대되고 있다. 특히 연간 총액발행한도로 국채 발행을 통제하는 경우 신규 발행물량이 축소되어 국고채의 유동성이 낮아지는 문제가 발생한다. 차환 및 교환 등과 같은 제도를 통해 유동성을 제고하는 효과를 거둘 수 있으나 현행 제도에서는 이 경우에도 사전에 국회 승인을 받도록 되어 있어 탄력적인 제도운영에 제약이 존재한다.

### 나. 국채시장 변동성에 대한 대응방안 구축

글로벌 금융위기 이후 글로벌 투자자들의 원화 자산 투자에 대한 관심이 증대되고 국채 유통시장의 제도 개선에 따른 유동성 제고로 인해 외국인의 국채투자가 급격히 증대하고 있다. 국채시장의 외국인 투자 확대는 다양한 투자성향을 지닌 투자자의 확대라는 효과를 통해 시장의

유동성을 제고하고 국고채의 원활한 소화 및 조달비용 감소라는 긍정적인 측면이 존재한다. 그러나 대외적인 요인에 따라 외국인의 자금 유출입이 국채시장의 안정성을 저해할 수도 있다는 우려도 존재한다. 그리고 외화의 과다 유입으로 인하여 물가 및 통화 불안요인으로 작용할 수 있으며, 특정 만기채권에 대한 외국인의 수요 집중에 따라 수익률 곡선의 왜곡 문제가 발생할 수도 있다. 또한 외국인 투자의 확대에 따라 시장 수급불안에 따른 금리 왜곡현상이 발생할 가능성도 있다. 이에 따라 외국인투자자금의 급격한 유출 시 시장충격 완충 역할을 하고 시장 안정성에 기여할 수 있는 투자자 저변 확대 방안을 검토할 필요가 있다.

### Ⅲ. 주요국의 국채시장 및 관련 제도 현황

---

1. 미국
2. 캐나다
3. 영국
4. 프랑스
5. 독일
6. 스웨덴
7. 덴마크
8. 이탈리아
9. 일본
10. 싱가포르
11. 주요국 국채제도 비교



### III. 주요국의 국채시장 및 관련 제도 현황

#### 1. 미국

##### 가. 일반 현황

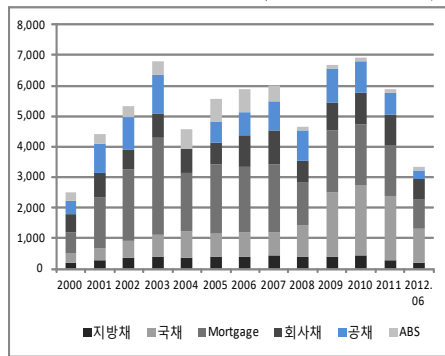
미국 국채(U.S. Treasury Securities)는 미국 정부의 원리금 상환 보증 하에 미국 재무부가 발행하는 채권으로 시장성 채권과 비시장성 채권으로 구분된다. 시장성 채권은 Treasury bill, Treasury note, Treasury bond 및 TIPS(Treasury Inflation-Protected Securities) 등이 있다. Treasury bill은 1년 미만 단기 국채이며, Treasury note는 2년 이상 10년 이하의 중기채권으로 2, 3, 5, 7, 10년 만기 채권이 있다. Treasury bond는 30년 만기 국채로 6개월에 한 번 이자를 지급하며, TIPS는 소비자물가에 연동하여 발행하는 물가연동채권으로 만기는 5년, 10년 및 30년이다. 저축성 채권은 저축 증대를 목적으로 등록된 개인에 대해서 재무부가 발행하는 채권으로서, 30년 만기채권으로 연간 2회 이자를 지급하며, 현재 EE Series와 I Series가 발행되고 있다. 비시장성 채권은 사회보장기금, 연방노후신탁기금 등 정부계정이 발행하는 채권이다.

미국의 국채 발행금액은 2000년에 3,124억달러에서 2004년에는 8,533억달러로 증가하였다. 금융위기로 인해 미국의 재정적자가 늘어나면서 2009년 이후 국채발행 물량이 크게 증가하였고, 2011년말에는 2조 1,032억달러의 국채가 발행되었다. 미국 전체채권 대비 국채의 비중은 2004년 19.3%였으나, 금융위기로 인해 2007년 이후 국채 발행액 비중이 10%씩 증가하고 있다. 국채 발행잔액도 매년 증가하여 2011년말에는 7조 9,212억달러에 달하며, 전체 채권잔액 중 국채의 비중은 2007년 14%에서 매년 지속적으로 증가하여 2011년말에는 27%를 기록하였다.

<그림 III-1> 미국 채권의 종류별 발행액 및 국채 비중

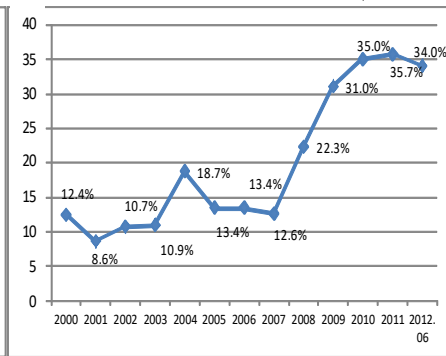
<미국 채권 종류별 발행액>

(단위: 십억달러)



<국채 발행액 비중>

(단위: %)

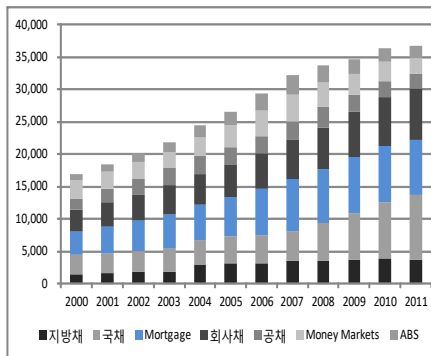


자료: SIFMA

<그림 III-2> 미국 채권의 종류별 발행잔액 및 국채 비중

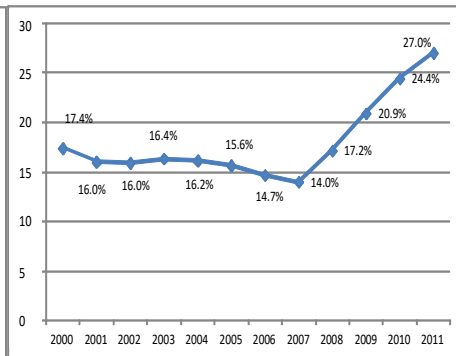
<미국 채권 종류별 발행잔액>

(단위: 십억달러)



<국채 발행잔액 비중>

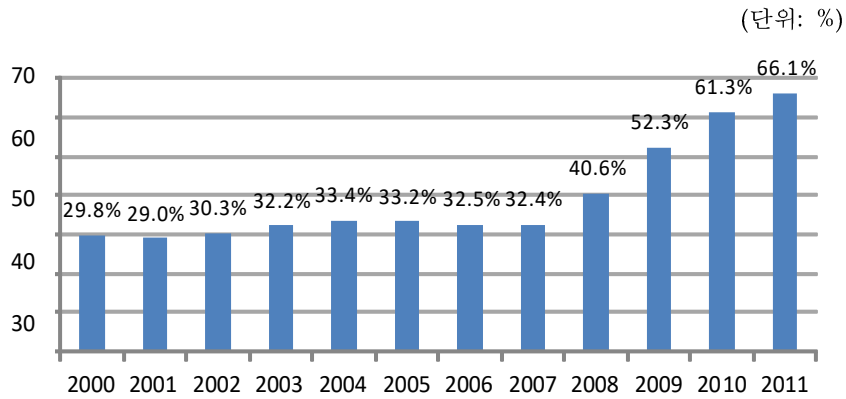
(단위: %)



자료: SIFMA

미국 국채의 GDP 대비 국채 발행잔액 비중은 2007년까지 30%수준에 머물러 있었으나 2008년부터 급격히 증가하여 2011년에는 66.1%에 달한다.

<그림 III-3> 미국의 GDP 대비 국채 발행잔액 비중

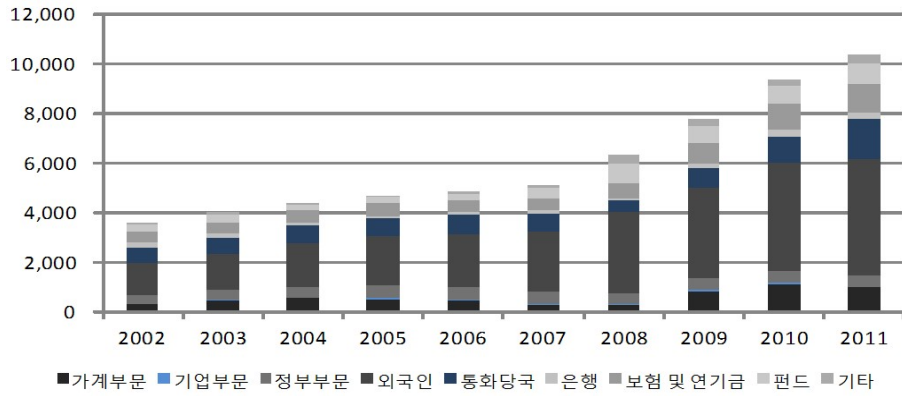


자료: SIFMA, OECD

미국 국채의 투자자 현황을 보면 외국인, 통화당국 및 보험·연기금의 비중은 지속적으로 증가하는 반면 은행의 비중은 감소하는 추세를 보이고 있다. 2011년말 기준 외국인의 비중이 44.8%로 가장 높게 나타나고 있는데, 이는 미국의 국채가 주요 투자의 기준으로 활용되고 있고 안전자산 투자 선호에 따라 미국 국채에 대한 전 세계 투자가 증대된 데에 기인한다. 연기금의 경우 안전자산 선호 경향에 따라 국채투자를 지속적으로 늘려 2011년말 투자규모는 1조 1,557억달러에 달하였다. 한편, 가계부문의 투자비중은 2010년까지 크게 증가하였으나 2011년에는 전년에 비해 감소하였고 9.2%의 비중을 보이고 있다.

<그림 III-4> 미국의 국채 투자자 구성 추이

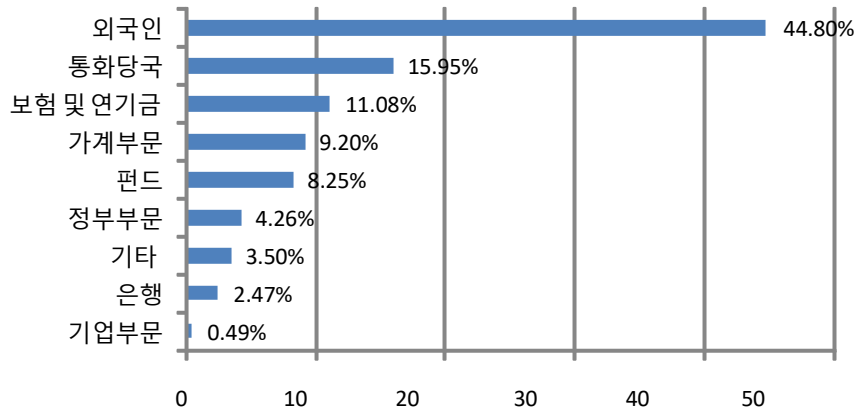
(단위: 십억달러)



자료: FRB, Flow of Funds Accounts of the United States

<그림 III-5> 2011년도 미국 국채 투자자 비중 현황

(단위: %)



자료: FRB, Flow of Funds Accounts of the United States

## 나. 국채시장 관련 제도

### 1) 발행한도 관련 제도

연방정부의 채무한도에 대한 법적 근거를 최초로 마련한 법률은 1917년 정부의 재정조달을 용이하게 할 목적으로 제정된 “Second Liberty Bond Act”이다. 통합적 의미의 국가채무는 1941년 제정된 공공채무법(31 U.S. Code—PUBLIC DEBT)<sup>8)</sup>에서 다루고 있으며, 동 법률에서는 연방채무의 한도설정과 시장성 국채와 저축성 국채(saving bond)의 목적, 정부의 발행권한 및 발행과 상환의 절차에 대하여 규정하고 있다. 또한 채권의 상환을 위하여 재무부 내에 감채기금(sinking fund)을 설치할 수 있는 근거를 마련하고 있으며, 재무부는 연간 1회 공공채무 보고서 작성하여 상원에 보고하도록 하고 있다.

총 채무한도는 회계연도에 따라 별도로 정해지는 것이 아니라, 필요한 기간 동안의 총 잔고(total applicable amount outstanding)의 개념으로 설정되며, 민간보유채무(debt held by public)와 정부내 채무(intragovernment debt)의 합계액에 대해 적용된다. 정부내 채무는 사회보장, 보건, 교통 등에 소요되는 정부신탁기금(trust fund)이 있고, 정부신탁기금 등의 흑자분은 법에 의해 일반적으로 연방채권에 투자되어야 하므로 정부보유 채무는 정부계정이 보유하고 있는 연방채무이다. 민간보유채무는 Treasury bond, Treasury note, Treasury bill 및 TIPS를 포함한 시장성 채무 그리고 저축성 국채와 지방채 근로자 저축플랜과 같은 비시장성 채무를 포함하고 있다.

국가채무 대상에는 재무부 통제권 밖의 기타 연방기관에서 발행된 채권, 테네시강 유역 개발공사(Tennessee Valley Authority: TVA)와 같은 기관 발

---

8) Austin and Levit(2009)

행 채권, 패니매(Fannie Mae)와 프레디맥(Freddie Mac)채무 그리고 연방금융은행(Federal Financing Bank)채무는 제외되며, 이자비용 또는 인플레이션에 의한 자연증가분(accrual)도 한도 산정대상에서 제외된다.

총 채무한도는 의회에서 결정되고, 의회는 정부가 파산하거나 정부의 활동이 중단되는 것을 막기 위해 지속적으로 정부의 총 채무한도 상한을 인상하여 왔다. 2010년 재정적자가 크게 확대되었고 국채잔액이 크게 증대한 상황에서 총 채무한도 증액이 적시에 이루어지지 않는 정치적인 요인으로 인하여 미국의 국가신용등급이 한 단계 하락하고 미국 국채의 신뢰성이 저하되는 문제가 발생하기도 하였다.

**<표 III-1> 1997년 이후 총 채무한도 증액 추이**

(단위: 십억달러)

일자	총 채무한도	순증액
1997.08.05	5,950	450
2002.06.28	6,400	450
2003.05.27	7,384	984
2004.11.19	8,184	800
2006.03.20	8,965	781
2007.09.29	9,815	850
2008.07.30	10,615	800
2008.10.03	11,315	700
2009.02.17	12,104	789
2009.12.28	12,394	290
2010.02.12	14,294	1,900
2011.08.02	16,394	2,100

자료: US Treasury

2011년 8월 현재 공공채무법에 명시된 총 채무한도는 14조 2,940억달러이며, 연방정부 재정적자 감축조치를 동반한 조건<sup>9)</sup>으로 연방채무를 확대하는 법안을 통과시켜 조건부 한도는 16조 3,940억달러이다.

2011년도 총 채무한도의 증액을 구체적으로 살펴보면, 의회에서 2011년 8월 Budget Control Act of 2011의 개정을 통해 재정적자 감축을 전제로 총 채무한도를 증액하였다. 1단계로 대통령 승인 하에 즉시 4,000억달러를 증액하였고, 2단계로 2011년 9월 21일까지 9,170억달러의 재정감축안이 의회의 승인을 얻게 되어 추가로 5,000억달러를 증액하였다. 3단계로 슈퍼위원회를 통해 1.5조달러 이상의 재정감축안 도출을 시도하였으나, 이 합의가 무산되면서 채무한도가 1.2조달러 증액되었다. 이를 통해 총 2.1조 달러의 채무한도를 증액하여 국가 채무한도는 16.4조달러로 확대되었다.

연간 국제 발행규모는 의회가 정한 국가채무잔액 한도 내에서 재무부가 결정한다. 의회는 국가채무의 구성은 규제하지 않으며, 국가채무의 구성을 변경하는 것은 정부의 재량 사항이다. 매년 의무적으로 국채를 발행해야 하는 발행의무량(minimum issuing amount)은 없으며, 재무부는 정책적으로 국채 발행이 정례적이고 예측 가능하도록 노력하고 있다.

국채발행의 구체적인 사항은 정부채권법(15 U.S. Code 2B Section 78o-5)에서 다루고 있고, 국채 브로커와 딜러의 자격요건, 등록, 규제 및 국채거래의 기준 등에 대한 근거를 마련하고 있다.

## 2) 차환, 조기상환 및 교환 제도

미국의 경우 차환, 조기상환 및 교환 등은 공공채무법에 근거하여 재무부의 재량에 의해 이루어진다.<sup>10)</sup> 국채 조기상환과 관련해서는 실행 규

9) US Congress, TITLE III--DEBT CEILING DISAPPROVAL PROCESS of The Budget Control Act of 2011

정(31 CFR Part 375)이 마련되어 있다.

미국의 경우 2000~2001년 재정흑자를 기록함에 따라 국채에 대한 대규모 조기상환을 실시하였다. 2000년 3월부터 2002년 4월에 걸쳐 총 675억달러의 국채를 45회에 걸쳐 최저가 입찰(reverse auction) 방식으로 조기상환하였다.

미국 재무성의 국채 조기상환 추진 이유는 다음과 같다. 첫째, 벤치마크 채권의 유동성을 제고하여 시장 전반의 유동성을 제고하고 국채의 이자율을 낮추는 효과를 기대하였다. On-the-run 채권과 off-the-run 채권 간의 이자율 차이가 커짐에 따라 유동성 높은 국채로의 교환 효과도 도모하였다. 둘째, 조기상환을 통해 국채의 평균 만기의 확대를 조정하여 이자부담을 경감시키는 효과를 기대하였다. 셋째, 재정흑자기간에 국채의 조기상환을 통해 재정적자 시에 대응력을 제고하고 유동성 관리를 제고하는 효과를 기대하였다.

조기상환 방식으로는 달러에 대한 경쟁입찰 방식으로 조기상환을 실시하였으며, 대상채권, 예상 조기상환 금액, 최소입찰 규모 및 최소 스프레드를 설정하였다. 조기상환은 조기상환 시점의 금리수준과 이표의 차

---

10) 31 U.S Code -Public Debt §3103. Notes

- (a) With the approval of the President, the Secretary of the Treasury may borrow on the credit of the United States Government amounts necessary for expenditures authorized by law and may issue bonds of the Government for the amounts borrowed and may buy, redeem, and make refunds under section 3111 of this title. The Secretary may issue notes authorized by this section to the public and to Government accounts at any annual interest rate and prescribe conditions under section 3121 of this title.
- (b) The Government may redeem any part of a series of notes before maturity by giving at least 4 months' notice but not more than one year's notice.

이에 의해 조기상환 손실이나 이익이 발생할 수 있다. 미국의 경우 조기상환 시점의 이자율이 발행 시점의 이자율에 비해 낮아서 대부분의 채권이 액면에 비해 높은 가격으로 유통되고 있는 상황이다. 미국 재무성은 1999년 9월 조기상환과 관련한 proposal rule을 제시하고 이에 대한 다양한 의견을 청취하는 간담회를 개최하여 문제점을 파악하고 이의 해결 방안을 검토하였다. 미국 재무성은 장기적인 예산 측면에서 조기상환이 유리하다고 판단하면 조기상환을 추진할 수 있다는 결론을 도출하였다.

## 다. 개인의 국채투자 현황

### 1) 미국의 저축성 국채(Savings Bond)제도 현황

미국 저축성 국채는 정부의 재정적자 보전을 위해 1935년에 발행되기 시작하였고, 이후 개인의 장기저축을 위하여 발행이 확대되었다. 저축성 국채의 소유자는 등록증명서(기명식)를 받으며 시장성 국채와는 달리 매매할 수 없다. 미국 정부가 발행하는 다른 채권들과는 달리, 저축성 국채는 시장에서 유통되지 않고 소규모로 발행되며 소수의 개인투자자 집단에서 거래되고 매입 후 다시 매각하고자 할 때에는 정부에서 되사주거나 은행에서 할인하는 방식이 사용된다. 대표적인 종류로는 투자기간 30년의 할인채인 EE시리즈와 30년 만기의 인플레이션 조정기능이 내제된 I시리즈 그리고 10년 또는 20년의 이표채인 HH시리즈가 있으며, 현재는 EE시리즈와 I시리즈만 발행되고 있다. 연방은행, 우체국, 은행 등의 창구 또는 인터넷을 통해 직접 구매할 수 있고, 유통시장에서 매매가 안 되기 때문에 환매 시 투자수익률은 낮다. 저축성 국채의 이자소득에 대한 주세와 지방세는 면제되고 연방세는 부과된다.

EE시리즈(Series EE) 채권은 발행 후 12개월부터 연방준비은행에서

상환이 가능한 30년 만기(기본 만기 20년과 자동연장 10년)의 할인채권으로, 액면가(50, 75, 100, 200, 500, 1,000, 5,000, 10,000달러) 대비 50% 할인되어 발행된다. EE시리즈 채권의 이자율은 5년 만기 국채 이자율의 90%로 책정되고, 2005년 발행분부터는 고정이자율 지불하고 있으며, 5년 이전에 조기상환을 요청하면 3개월분 이자를 공제받을 수 있다. EE시리즈 채권은 매년 10,000달러까지 구매가능하고, 매입 시 할인가격과 만기 시 가격과의 차액에 대해 이자소득세(연방소득세)가 부과되는데 매년 납부하거나 만기까지 이연시킬 수도 있다. 저축성 국채에 대해서는 최소로 보장되는 수익률이 존재하고, 실물채권의 경우 만기 시 채권원리금이 액면금액을 밑도는 경우 액면금액을 보장하며, 전자채권의 경우 만기 시 채권 매입금액의 2배 수준을 밑도는 경우 그 수준까지 보장한다.

I시리즈(Series I) 채권은 인플레이션 조정기능이 내재된 저축성 국채(액면가로 발행)로, 고정이율 부분과 인플레이션 연동부분이 동시에 이율을 결정하는 구조이다. I시리즈 채권의 이자율은 매년 5월·11월에 재무성이 금리를 확정하여 6개월간 적용된다. 인플레이션 부분은 도시소비자물가지수를 이용하여 산출되고 이자는 매월 채권에 가산되어 채권 상환 시 지급된다. I시리즈 채권의 이자는 공시된 고정 수익률의 50%와 6개월간 인플레이션율의 결합수익률(composite rate)에 의해 지급된다.<sup>11)</sup>

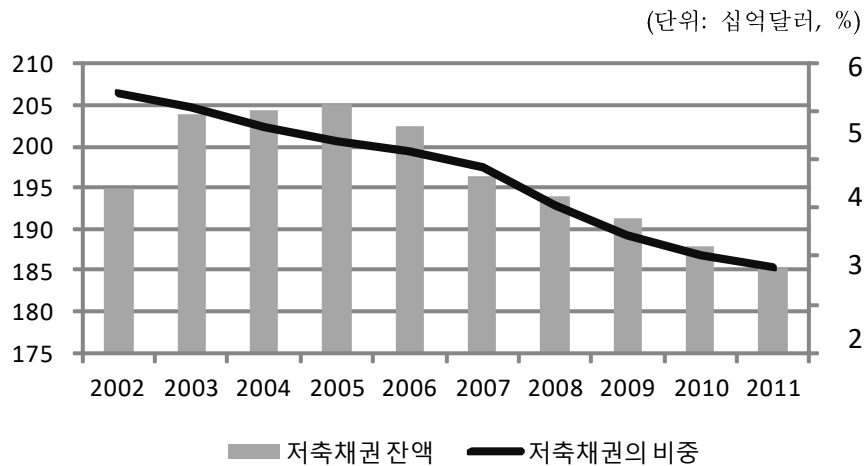
HH시리즈(Series HH) 채권은 발행 후 6개월부터 연방준비은행에서 상환 가능한 10~20년 만기 이표채로서 500달러 단위로 발행된다. HH시리즈 채권은 현금으로는 구매할 수 없고 EE채권, E채권 및 저축성 국채의 만기 시, HH 채권으로 교체함으로써 구입할 수 있으나, 2004년 9월 이후에는 발행되지 않고 있다. HH시리즈 채권 관련 소득은 근로소득으로 간주되어 연방세가 적용되었다.

11) 결합수익률 = {(고정 수익률÷2) + 6개월간 인플레이션율 + [6개월간 인플레이션율×(고정 수익률÷2)]}×2

## 2) 미국의 저축성 국채 시장 추이

미국의 개인용 국채는 인센티브 제공, 모집 절차의 다양화, 인터넷을 통한 투자 등에도 불구하고 시장성이 낮은 이유로 투자가 저조한 상황이며, 발행잔액은 2005년 이후 감소하는 추세를 보이고 있다. 미국 재무부는 개인이 저축성 국채와 시장성 국채를 매입하고 관리할 수 있도록 TreasuryDirect라는 인터넷 사이트를 운영하고 있으며 이를 통한 국채매입 및 관리의 경우 수수료가 없고 항상 거래가 가능하다. 미국의 개인용 국채는 저축증대를 목적으로 도입되었기 때문에 도입 시 환매를 금지하거나 환매를 억제하는 정책을 추진하고 있다.

<그림 Ⅲ-6> 미국의 저축성 국채 잔액 추이



자료: FRB, Flow of Funds Accounts of the United States

미국은 예금은행, 주식회사증권, 주택대출, 생명보험 세금 환급금, 대부분의 연방정부 정부채권, 외국정부 채권에서 받은 이자소득에 대해 세금을 부과하는데, 지방정부의 채권(Sec. 103(a)(1))과 교육·병원·종교

등 비영리단체의 재원마련을 위한 지방채권<sup>12)</sup>(Sec. 501(c)(3))의 이자소득은 과세대상에서 제외된다. 이외 EE시리즈 채권을 구입하여 이를 본인, 배우자 혹은 자녀의 등록금 등 교육비용으로 지출하는 경우 이자소득이 면세(Sec. 135(c))되는데, 이 채권은 증여가 되지 않고 채권의 매입자가 24세 이상이어야 한다는 조건이 있다. 한편 대다수 주에서는 자체적인 지방채권 이자는 면세하지만 다른 주의 주정부채권은 과세하는 경우도 있다. 저축성 국채에서 발생하는 이자소득은 발생시점의 소득에 귀속시켜 소득세를 납부(accrual basis method)하는 방법과 채권의 만기 시나 중도상환이 있는 경우 중도상환 발생연도까지 이연시켜 조세를 납부(cash basis method)하는 방법이 있다. 최초로 cash basis method를 사용한 경우에는 국세청(IRS)의 승인 없이 accrual basis method로 전환할 수 있으나, accrual basis method를 사용하는 경우에는 국세청(IRS)에서 정한 절차에 따라서 cash basis method로 전환해야 한다.

## 라. 국채시장 안정화를 위한 정책

### 1) 국채시장 투명성 및 편의성 강화

미국 국채는 세계에서 유동성이 가장 풍부한 무위험 채권으로 다양한 투자자 층을 보유하고 있어 주요국 중앙은행, 펀드, 기관투자자 등의 주요 투자수단으로서의 역할을 하고 있다. 또한 미국 국채는 여타 채권의 벤치마크로서의 기능을 하고 헤지수단 및 국제채권시장 동향지표 등으로도 널리 활용되고 있다.

글로벌 금융위기 이후 국경 간 금융거래의 특징이 변화하고 국제금융거래의 속도가 빨라짐에 따라 미국 재무부는 외국인의 국채 투자 모

---

12) 1억 5,000만달러 한도가 적용된다.

니터링을 강화하기 위해 외국인의 국채투자에 대한 서베이를 매달 실시하고 있다. 외국인 투자동향은 Treasury International Capital(TIC) reporting system을 통해 발표되며, 이러한 모니터링 시스템의 도입을 통해 급격한 자금이동으로 인한 국채시장의 변동성을 줄이는 정책의 추진이 가능해졌다.

재무부는 개인의 국채투자 확대를 위해서도 TreasuryDirect를 개설하는 등 다양한 정책을 추진하고 있다. TreasuryDirect는 개인이 전자방식으로 국채를 매입할 수 있도록 하는 웹사이트로, 동 사이트를 통해 국채와 관련한 다양한 정보가 제공되고 있다. 기관투자자의 경우에는 국채 관련 정책과 국채 경매 관련 정보를 동 사이트를 통해 제공하고 있다. 개인의 국채투자 규모는 안전자산 선호에 따라 증가하고 있으며, 시장성 국채를 중심으로 확대되고 있는데 이는 저축성 국채의 환매시 제약이 존재하기 때문이다.

또한 미국은 국채시장의 유동성 제고를 위해 채권시장의 사후적인 투명성을 제고하는 시스템을 도입하고 있다. 국채 PD는 뉴욕연방준비은행에 국채보유 포지션 및 국채 거래실적을 매주 보고해야 하고 시장정보를 제공할 책임을 가진다. 유통시장의 투명성 제고는 발행시장과 연방준비은행의 공개시장조작정책의 효율성 개선에도 긍정적인 영향을 미친다.

## 2) 국채시장 안정을 위한 기금 도입

국채를 통한 안정적인 자금조달을 위해 미국에서는 국채에 투자하는 연금시스템이 도입되어 있다. 공무원의 공적연금을 보충하는 임의저축제도인 TSP(Thrift Saving Plan)의 주요 펀드 중 하나인 G-Fund는 법에 의해 비시장성 국채에 투자하도록 되어 있다. G-Fund는 공무원의 3중 연금의 일환으로 일정 자격요건을 갖춘 연방공무원이 자율적으로 가입할

수 있고, Federal Retirement Thrift Investment Board에서 직접 운용을 하고 있다. G-Fund는 연금가입자에게 인플레이션 이상의 수익을 제공하는 것을 목적으로 하고 있으며, 국채에 투자함으로써 간접적으로 국채투자의 저변을 확대하는 효과를 거두고 있다. TSP의 국채 투자규모는 2010년도 1,247억달러에서 2011년도 말에는 1,477억달러로 증가되었다.

정부신탁기금은 사회보장기금, 연방노후신탁기금 등으로 구성되어 있으며 재무부가 관리하고 있다. 법에 의해 신탁기금의 수입은 모두 정부가 보장하는 증권이나 정부채로 운용하도록 되어 있다. 정부신탁기금이 투자하는 국채는 비시장성 국채로서 정부가 신탁기금을 대상으로 발행하는데, 2011년 현재 정부신탁기금이 보유한 비시장성 국채의 규모는 2조 6,789억달러이다.

### <표 III-2> 정부신탁기금이 보유한 국채 규모 추이

(단위: 백만달러)

	Special Issue Bond	Special Issue Certificates	Public Issue Bond
2008	2,419,213	87,966	0
2009	2,518,541	56,159	0
2010	2,609,537	76,315	0
2011	2,678,895	68,591	0

자료: Social Security 웹사이트(www.socialsecurity.gov)

## 2. 캐나다

### 가. 일반 현황

캐나다 국채는 국내채와 국제채로 구분되고, 이중 국내채는 다시 시장성 국채와 소매국채로 나누어진다. 시장성 국채에는 명목국채, 실질국채(Real Return Bonds: RRB), 단기국채(Treasury Bill: TB), cash management bill 등이 해당되며, 소매국채는 Canada Savings Bonds(CSBs)와 Canada Premium Bonds(CPBs)가 있다. 시장성 국채는 경매를 통해 기관투자자에게 판매되고, 소매국채는 캐나다 국민에게 판매된다.

캐나다 국채의 발행규모는 2000년대에는 300~400억캐나다달러를 유지하였으나, 2008~2009년에는 글로벌 금융위기 여파로 정부가 금융시장을 지원하기 위한 다양한 조치를 시행함에 따라 국채 발행규모가 크게 증가하였다. 2010~2011년의 캐나다 국채발행규모는 955억캐나다달러이고, 이중 명목국채의 발행규모가 933억캐나다달러로 대부분을 차지하고 있으며, 실질국채의 발행규모는 22억캐나다달러이다.

&lt;표 III-3&gt; 캐나다의 연간 채권 발행규모

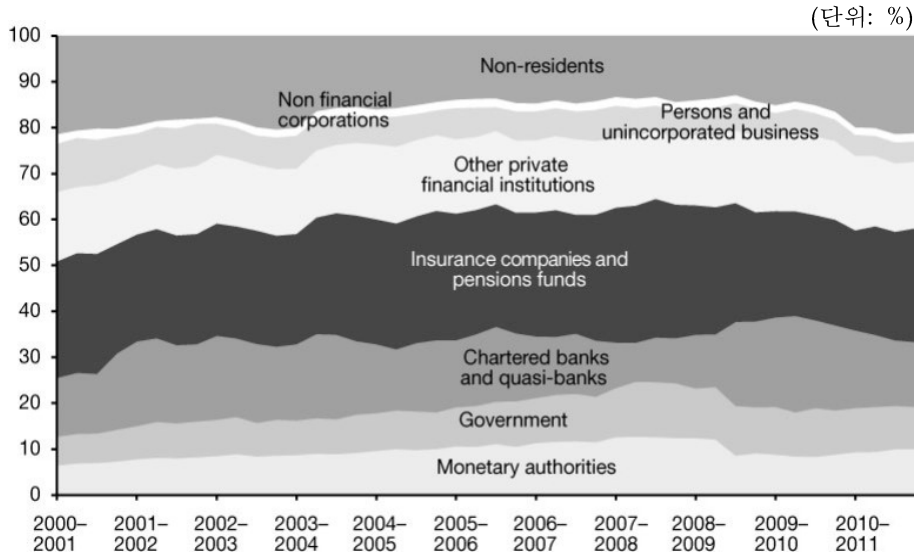
(단위: 십억캐나다달러)

구 분	2006-07	2007-08	2008-09	2009-10	2010-11
<b>총 발행</b>	<b>33.4</b>	<b>34.3</b>	<b>75.0</b>	<b>102.2</b>	<b>95.5</b>
명목	27.3	29.5	69.9	97.7	88.4
명목(switch)	4.5	2.5	3.0	2.3	4.9
실질	1.6	2.3	2.1	2.2	2.2
<b>총 조기상환</b>	<b>-9.8</b>	<b>-6.7</b>	<b>-5.9</b>	<b>-2.1</b>	<b>-4.4</b>
현금	-5.1	-4.3	-3.2	0.0	0.0
교환	-4.7	-2.4	-2.7	-2.1	-4.4
<b>순발행</b>	<b>23.6</b>	<b>27.6</b>	<b>69.0</b>	<b>100.1</b>	<b>91.2</b>

자료: Debt Management Report 2010-11

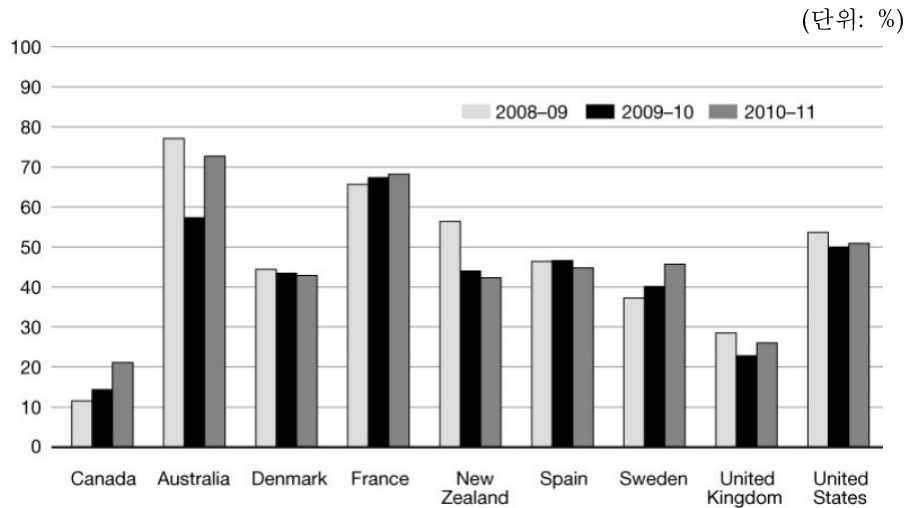
캐나다 국채의 투자자는 시대적으로 변화를 보이고 있는데, 1980년대에는 개인투자자(persons and unincorporated business)의 비중이 30% 수준으로 가장 높았고, 1990년대에는 외국인투자자(non-residents)가 20% 수준으로 높은 비중을 차지하였으며, 2000년대 들어서는 보험사 및 연금펀드의 비중이 20%를 유지하고 있다. 2010~2011년의 투자자 현황을 살펴보면, 보험사와 연금펀드가 24.8%, 외국인투자자가 21.2%, 민간금융기관이 14.5%, 은행이 14.1%를 차지하고 있어 네 부문의 비중이 75%에 달하고 있다. 개인투자자의 경우 1980년대에는 전체 투자자 중 가장 높은 비중을 차지하는 투자자였으나, 이후 투자비중이 꾸준히 감소하여 2010~2011년에는 5% 미만의 낮은 비중을 보이고 있다.

<그림 III-7> 캐나다 국채 투자자 현황



자료: Debt Management Report 2010-11

<그림 III-8> 캐나다 및 주요국의 국채 외국인투자자 비중 비교



자료: Debt Management Report 2010-2011

외국인투자자는 1990년대~2000년대 초반까지는 20%의 높은 비중을 보이다 이후 감소하여 10%대 수준을 유지하였으며, 2010~2011년 들어서는 다시 20%를 넘고 있으나 여전히 호주(70%이상), 미국(50%이상), 프랑스(60%이상) 등의 국가보다는 낮은 수준이다.

## 나. 국채시장 관련 제도

### 1) 발행한도 관련 제도

캐나다 국채는 Financial Administration Act의 Part IV(Public Debt)의 43(1)을 근거로 발행되며, 본 항에서는 재무부 장관(Minister of Finance)에게 증권을 발행하여 자금을 조달하고 관련된 업무를 수행할 권한을 부여하고 있다. Financial Administration Act의 44(2)에서는 매년 재무부가 조달할 수 있는 총액 규모가 Governor in Council에서 정한 규모를 초과할 수 없다고 규정하고 있다. 연간 국가채무한도는 재무부가 작성하는 연간 부채전략(Debt Management Strategy)을 근거로 추밀원(Privy Council Office)<sup>13</sup>에서 결정되고, Governor in Council이 총채무한도를 승인한다.<sup>14</sup> 자금의 예상조달규모와 사용계획은 연간 부채전략에 따라 정해지며, 실제 조달 및 사용내역은 연간 부채보고서(Debt Management Report)에 보고된다.

13) 추밀원은 고위직 공무원의 임명 및 인사정책을 수행하고, 정부부처 간의 행정업무를 조정하며, 내각의 정책결정에 중요한 영향을 미치는 기구로, 전직 각료, 현직 각료 및 총독이 임명하는 종신의원 등으로 구성되며, 그 집행위원회가 내각으로 불린다. 의회의 제1당 당수가 총독의 임명으로 총리가 되며, 총리는 하원의원을 중심으로 내각을 구성하므로 추밀회의는 의회와 정부의 교집합에 해당한다고 할 수 있다.

14) Government of Canada Privy Council Office, PC Number: 2010-0415

<표 Ⅲ-4> 캐나다 채무한도 및 채무내역

(단위: 십억캐나다달러)

	채무한도 (limit)	채무계획 (planned)	실제채무 (actual)
<b>2010-2011년 총규모</b>	<b>300</b>	<b>251</b>	<b>269</b>
-TB		150	163
-Bonds		95	96
-retail debt		2	2
-payable in foreign currencies		4	8
<b>2009-2010년 총규모</b>	<b>370</b>	<b>312</b>	<b>288</b>
-TB		223	176
-Bonds		82	102
-retail debt		2	2
-payable in foreign currencies		5	8
<b>2008-2009년 총규모</b>	<b>296</b>	<b>181</b>	<b>279</b>
-TB		140	192
-Bonds		34	75
-retail debt		2	3
-payable in foreign currencies		5	9

자료: Debt Management Report 2008-2009, 2009-2010, 2010-2011

2008-2009년의 총채무한도는 Governor in Council에 의해 2,060억캐나다달러로 승인되었으나, 국제금융시장 위기의 영향에 대비한 조치로 2,960억캐나다달러로 증액되었고, 실제로는 2,790억캐나다달러 조달되었다. 2009-2010년의 승인 총채무한도는 3,700억캐나다달러였으나, 실제 채무규모는 Debt Management Strategy에서 계획한 3,120억캐나다달러보다 작은 2,880억캐나다달러였다. 2010-2011년에는 Governor in Council이 총

채무한도를 3,000억캐나다달러로 승인하였고, 실제 조달금액은 Debt Management Strategy에서 계획한 2,510억캐나다달러보다 180억캐나다달러 증가한 2,690억캐나다달러이다.

캐나다의 국내 차입은 정기적으로 투명하게 이루어지고, 명목채권, RRB, TB는 경매방식으로 Bank of Canada의 CARS(Communication, Auction and Reporting System)을 거쳐 이루어진다. 2, 5, 10년 만기 명목국채와 30년 만기 RRB는 분기별로 경매가 이루어지고, 30년 명목국채는 반기별로 경매가 이루어진다. Bank of Canada는 분기 시작 전에 증권발행의 구체적인 사항을 기술한 Quarterly Bond Schedule(QBS)를 발간하고, 경매금액, 만기일, 잔액 등의 구체적인 사항은 경매 전주에 공표된다. 경매는 RRB의 경우 단일가격 방식으로 이루어지고, 명목국채는 다중가격 방식으로 이루어진다.

## 2) 조기상환제도

국채 조기상환 프로그램은 기 발행 국채의 유동성을 높이고 채권의 만기구조를 조절할 목적으로 실시되는데, 현금 기준(cash basis) 국채 조기상환 프로그램, 전환 기준(switch basis) 국채 재매입, Cash-management bond buybacks(CMBBs)로 구분된다.

1999년 도입된 현금 기준 국채 조기상환 프로그램(bond buybacks on a cash basis)은 캐나다 국채의 발행시장 경매 시 신규채권발행을 유지하고 시장 유동성을 높이기 위해 잔존만기 12개월~25년의 국채를 현금으로 매입하는 것을 의미한다. 명목국채 경매 다음 수요일에 일반적으로 이루어지나 명목국채 경매 이후 반드시 국채 조기상환과 연결되어 이루어지는 것은 아니다. 적격대상은 유동성이 낮고 쿠폰이 높은 채권과 대규모 기발행채권이며, 2, 3, 5, 10년의 지표물, 과거 10년 지표물, 25년 이상의 만기 채권은 제외된다. 30년 부문의 조기상환 적격 채권의 바스

켓에 포함되는 국채는 10년 부문의 조기상환 적격 채권의 바스켓에도 포함될 수 있다. 재매입에 포함되는 특정채권은 시장참가자의 견해와 조기상환입찰제안서(Call for Tender)의 공표를 기준으로 결정된다. 정기적인 국채 조기상환을 위해 기존의 발행채권 잔액이 30억캐나다달러를 넘어야 한다는 제한이 있었으나 최근에는 이러한 규제가 없어졌다. 조기상환되는 단일 국채의 최대금액은 CDSX<sup>15)</sup>가 물리적으로 보유하고 있는 잔액보다 작아야 한다.

전환 기준 국채 재매입(bond buybacks on a switch basis)은 2001년에 도입되었으며, 지표채권을 구축하기 위해 잔존만기 12개월~25년의 유동성이 낮은 국채를 새로운 지표 국채로 교환하는 것이다. 전환 조기상환은 수요일 또는 목요일 10:30에 이루어지며, 적격대상국채와 조기상환한도는 모두 현금 기준 조기상환 프로그램과 동일하다.

2001년 도입된 Cash-management bond buybacks(CMBBs)는 주요 쿠폰지급일과 만기지급일에 필요한 정부의 현금 수준을 줄이기 위해 정부의 현금필요량을 관리하도록 하고, 연간 TB 발행의 변동을 조절하는 것을 목적으로 한다. CMBBs는 국고 여유자금의 활용 및 만기 규모를 줄이기 위해 가장 유용하게 사용되는 방법이다. CMBBs는 주로 화요일 11시 15분에 이루어지며, 총 금액이 50억캐나다달러보다 크고 채권 조기상환이 이루어지는 현재 만기 18개월까지의 캐나다 국채를 대상으로 한다. 정부가 특정 만기일에 조기상환을 실시하기 위해서는 국채 발행잔액이 30억캐나다달러를 넘어야 하며, 조기상환되는 단일 국채의 최대금액은 CDSX가 물리적으로 보유하고 있는 잔액보다 작아야 한다.

---

15) CDSX는 CDS(Clearing and Depository Services Inc.)가 소유하고 운영하는 기관으로, 캐나다달러화 부채, 주식, 채권(canadian-dollar-denominated debt, equity and fixed income transactions)의 청산결제기관이다.

#### 다. 저축성 국채제도

캐나다 소매채권프로그램(retail debt program)은 캐나다 정부가 저축성 국채상품인 Canada Savings Bonds(CSBs)와 Canada Premium Bonds(CPBs)를 발행함으로써 개인투자자들이 국채투자를 할 수 있도록 하는 제도이다. 저축성 국채는 전화 또는 인터넷을 통한 직접 구매, Payroll Savings Program 지원기관을 통한 구매, 금융기관을 통한 구매가 가능하다. 캐나다 중앙은행(Bank of Canada)은 정부의 대리인으로서, 재무부에 소매채권프로그램에 대한 조언을 제공하고, 동 프로그램의 마케팅, 판매, 서비스, 회계 등의 책임을 진다.<sup>16)</sup>

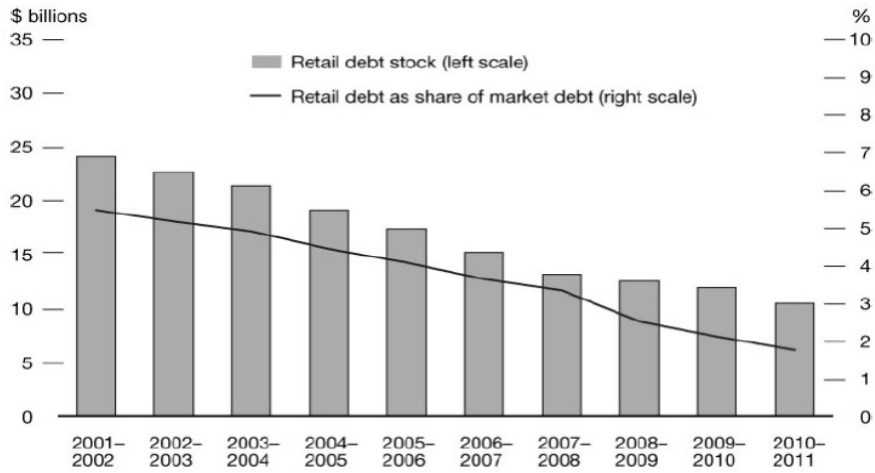
CSBs는 1946년 캐나다 국민들의 저축 및 투자수단으로 발행되기 시작하였고, 캐나다 주민들만 구입할 수 있으며, 개인명의 또는 공동명의로 구입할 수 있다. CSBs의 만기는 10년이고 3개월 이내 상환 시 이자 없이 액면금액만 상환 받으며, 3개월 이후부터는 액면금액과 발행일로부터 경과월수를 기준으로 이자가 지급된다. 이자지급방식은 매년 발행일에 이자가 지급되는 정기이자지급 방식과 매년 이자가 재투자되어 만기에 이자가 지급되는 복리이자지급 방식이 있다. CSBs는 매년 10월초부터 다음해 4월 1일까지 판매되며, 구입 최소 규모는 100캐나다달러이고 시리즈별로 최대 50만캐나다달러까지 구입가능하다. CSBs는 대부분의 금융기관을 통해 구입할 수 있고 Payroll Savings Program을 통해서도 구입할 수 있다. Payroll Savings Program에 참여하고 있는 기업의 근로자들은 직장에서 CSBs를 구입할 수 있으며, 이 경우 구입대금은 정기적으로 보수에서 공제되며, 일주일당 최소 2캐나다달러까지 구입할 수 있다. Payroll Savings Program을 통해서만 복리 이자지급 CSB만 구입할 수 있고, 경과일수를 기준으로 이자가 계산된다.

16) 기존에 Canada Investment and Savings가 소매채권프로그램을 담당하였으나 2007년 3월 31일자로 해체되고 캐나다 중앙은행(Bank of Canada)으로 업무가 이관되었다.

Canada Premium Bonds(CPBs)는 1998년 도입되었으며, 만기, 발행 및 모집시기, 이자지급방식, 액면금액 등은 CSBs와 동일하지만, 발행일로부터 3개월 이후에는 언제든지 상환할 수 있는 CSBs와 달리, CPBs는 발행일 이후 30일 이내에만 상환을 받을 수 있고 그 경과일수에 대해서는 이자가 지급되지 않는다. 상환일에 대한 제한으로 인해 일반적으로 CPBs의 이자율이 CSBs보다 높게 책정된다.

캐나다는 저축성 국채를 개인들의 퇴직 대비 저축과 퇴직 후 소득보장에 활용할 수 있도록 하기 위해 세제혜택을 부여한다. 개인투자자들은 CSBs와 CPBs를 구입할 때 RRSP(Registered Retirement Savings Program) 옵션 또는 RRIF(Retirement Income Fund) 옵션을 선택할 수 있으며, 이와 관련된 세제혜택을 받을 수 있다. RRSP와 RRIF는 수수료가 없고 복리 이자지급 방식의 CSBs와 CPBs만 구입할 수 있다. RRSP 옵션을 선택하는 경우 국세청이 정하는 범위 내에서 불입할 수 있고, 투자소득은 면세가 되며, 투자원금은 세금공제 혜택을 받는다. RRSP는 71세 이후에는 RRIF나 연금소득을 받을 수 있는 연금에 이전하거나 또는 인출해야 하며, RRSP 인출 시에는 소득세를 납부해야 한다. RRIF는 퇴직 후 일정한 소득을 받기 위한 상품으로, RRSP에서 RRIF로 이전된 경우 추가 납입이 불가능하고, 국세청이 정하는 최소 인출금액이 존재하며 인출금액은 소득세 납부대상이 되지만 세금공제는 받을 수 있다.

<그림 III-9> 캐나다 저축성 국채의 규모 및 비중



자료: Debt Management Report 2010-2011

개인투자자가 CSBs와 CPBs를 통해 보유하고 있는 국채의 잔액은 1980년대 후반 40%~50%에서 그 비중이 점차 감소하여 2011년 3월말 현재 전체 시장 부채 중 1.7%의 비중을 차지하고 있다. 이는 1990년대 정부재정 건전화로 GDP 대비 국가채무의 규모와 국채 발행규모가 감소하였고, 민간 금융부문의 경쟁이 치열해지면서 투자자들의 요구를 반영하는 다양하고 복잡한 투자 상품이 등장하면서 저축성 국채의 장점이 상대적으로 감소하였기 때문이다.

### 3. 영국

#### 가. 일반 현황

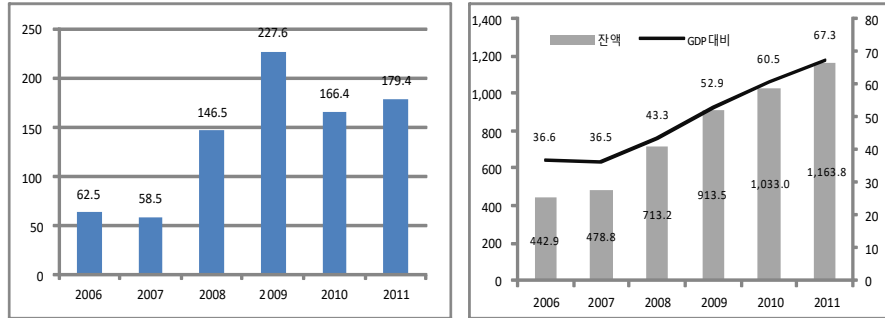
영국의 국채시장은 오랜 발행 역사를 가지고 있어 유럽지역 타 국가의 국채시장과는 차별적인 양상을 보이고 있다. 영국의 국채는 만기 1년 이하의 단기국채인 TB(Treasury Bill)와 만기 1년 초과인 장기국채인 길트채(Gilt-Edged Bonds)로 구분된다. 영국 길트채의 종류는 기본적인 일반국채(conventional gilt)와 물가지수에 연동된 물가연동국채(index-linked gilt), 만기가 기간으로 주어지는 기간만기국채(double-dated gilt), 만기가 없는 영구국채(undated gilt) 등 4가지로 구분되고 이중 일반국채가 전체 채권 잔액 중 70% 이상을 차지하고 있다.

영국은 TB와 길트채를 발행함으로써 재정적자를 보전하는데, 길트채를 통한 보전 비율이 90%를 상회하고 있다. 2009년 재정적자는 길트채 2,276억파운드(93.9%)와 TB 187억파운드(7.7%) 발행 및 기타 -38억파운드(-1.6%)를 통해 보전되었다.

영국의 국채 발행규모는 2008년 및 2009년에 재정적자가 급증함에 따라 크게 증가하였다. 2008년 이전에는 600억파운드 내외의 길트채가 발행되었으나, 2008년에는 전년대비 150% 증가한 1,465억파운드가 발행되고, 2009년에도 전년대비 50% 증가한 2,276억파운드, 2011년에는 1,794억파운드가 발행되었다. 이로 인해 발행잔액 역시 2008년부터 증가하였으며, GDP 대비 발행잔액 비중도 2008년 이전에는 30% 수준이었으나, 2008년에는 43.3%, 2011년에는 67.3%로 급증하였다.

<그림 III-10> 영국 길트채의 발행규모 현황

(단위: 십억파운드, %)

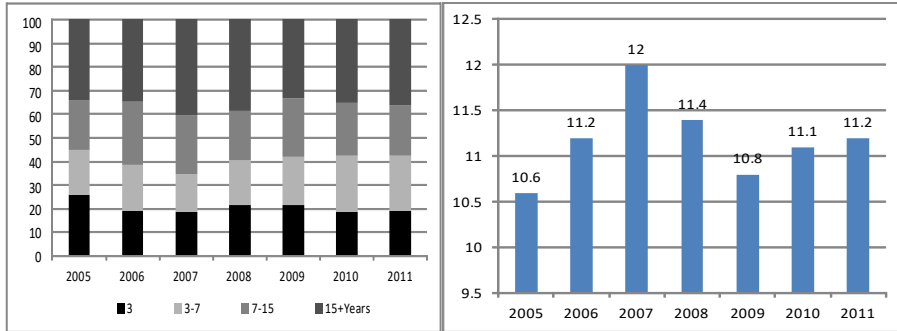


자료: UK DMO

길트채의 만기별 발행 비중을 보면, 7년 이상의 장기국채가 큰 비중을 차지하고 있으며, 이중에서도 15년 이상 길트채의 비중이 높은 것으로 나타나고 있다. 1~7년 만기 길트채는 금융위기 이전에는 발행 비중이 20~30% 수준이었으나, 금융위기 이후에는 상대적으로 단기성 국채에 대한 선호가 증가함에 따라 비중이 크게 증가하였다. 7~15년 만기 길트채의 경우에는 발행 비중이 꾸준히 25% 수준을 유지하고 있다. 15년 이상 길트채의 경우 2008년 이전에는 발행비중이 50%를 상회하기도 하였으나, 금융위기 이후 금융시장의 불확실성으로 인해 2008년 이후에는 그 비율이 급감하였다. 영국 길트채의 시가 가중 평균 만기는 2005년에는 10.6년에서 2011년 11.2년으로 상승하였다.

<그림 Ⅲ-11> 영국 길트채의 만기별 발행 비중 및 평균 만기 추이

(단위: %, 년)



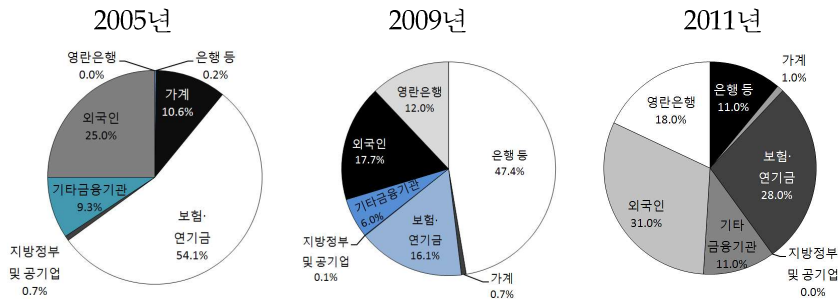
주 : Conventional Gilt의 시가 가중 평균한 만기임  
 자료: UK DMO

영국 길트채의 거래시스템을 살펴보면, 영국은 충분한 유동성과 리스크 헤지 수단의 존재, 그리고 담합 방지 등을 이유로 복수가격 경매를 시행하고 있다. 국채시장의 유동성은 국채 마켓메이커인 GEMMs (Gilt-edged Market Makers)에 의하여 유지되고 있으며, 일반투자자는 국채관리국의 입찰에 직접 참가하거나 이미 발행된 채권을 유통시장에서 매매함으로써 모든 국채를 취득할 수 있다.

영국 길트채의 투자자 비중을 살펴보면, 금융위기 이전에는 장기투자자인 보험·연기금의 비중이 54.1%로 가장 높았고 외국인의 투자 비중은 25%로 유럽 지역의 타 국가에 비해서는 낮은 것으로 나타났다. 그러나 금융위기 이후 영란은행의 국채 매입 실시에 따라 영란은행의 길트채 투자 비중이 크게 증대한 대신, 보험·연기금의 투자비중은 감소하였다. 하지만 외국인의 투자 비중은 지속적으로 증가하고 있는 것으로 나타났는데, 이는 영국이 독일과 마찬가지로 유럽재정위기의 영향을 적게 받았기 때문이다. 보험·연기금의 투자비중이 감소한 것은 금융위기 이후 연기금의 자금조달 어려움, 적자확대, 신규가입자 모집 중단 등에

기인한다. 은행의 경우에도 2009년 10월 금융감독청이 유동성 완충장치로서 우량 정부채를 보유하도록 요구함(Strengthening Liquidity Standards)에 따라 안전자산인 길트채를 매입하고 있다.

<그림 III-12> 영국 길트채의 투자자 비중 현황



주 : 발행잔액, 시가평가 기준  
 자료: HM Treasury, Debt and Reserve Management Report

## 나. 국채 발행제도

### 1) 국채 발행한도 관련 제도

영국의 예산안은 재무성에서 편성하고 하원에서 주요 예산안에 대한 논의를 거쳐 세입예산법안, 세출예산법안으로 채택되며 상원에서 형식적인 심의를 거쳐 법으로 제정된다. 예산은 통합국고자금, 국가대부자금 그리고 국민보험기금 등이 중앙정부 계좌로 관리된다. 국가대부자금은 중앙정부의 차입계좌로 국채발행수입, 국채이자, 공기업에 대한 대출 등을 관리한다. 예산과 국가채무 등을 포함한 국가재정을 관리하는 단일법령은 존재하지 않고 국가부채법(National Loan Act 1968), 재정법(Finance Act 1998), 회계감사법(National Audit Act 1983), 통합국고자금법(Consolidated

Fund Act), 재정책임법(Fiscal Responsibility Act 2010), 그리고 예산책임 및 감사법(Budget Responsibility and National Audit Act 2011) 등 다수의 법과 재정준칙에 의해 국가채무 및 예산 등이 규정된다. 국가부채법은 중앙정부 차입 및 상환을 위한 기금인 국가부채기금(National Loans Fund: NLF)의 설립 근거와 NLF의 운영에 대한 재무성의 재량권을 제공하는 법률이다. 재정법에서는 국가저축의 순자금전망, 다음 회계연도 국채 순발행 규모 등을 채무관리보고서로 제출하도록 명시하고 있다. 2010년 재정책임법에서는 공공부문의 GDP 대비 순차입 비중을 전년 대비 낮추는 것을 주요 내용으로 하고 있다.

국채 발행한도의 경우 정부 예산 승인 시에 순차입요구(net financing requirement) 수준을 포함하여 의회의 승인을 받는다. 영국의 국가채무 관리의 목표는 재정수요를 충족하는데 드는 비용을 장기간에 걸쳐(over the long term) 위험을 고려하면서(taking account of risk) 최소화하는데 있다.

## 2) 국채 관리 제도 변화

영국에서는 영란은행이 국채 관련 업무를 관장하였으나 1997년 영란은행의 독립과 함께 신설된 부채관리국(Debt Management Office: DMO)으로 국채 관련 업무가 이관되면서 국채시장과 관련된 제도개선이 이루어지고 있다. 1990년대 중반 이후 발행의 예측 가능성 향상, 종목 축소를 통한 지표채권의 유동성 향상, 자금 조달 비용 절감을 위한 경매 제도의 의무화 등의 제도가 개선되었다.

DMO는 예산책임 및 감사법(Budget Responsibility and National Audit Act 2011) 및 Charter for Budget Responsibility에 근거하여 국가 부채관리보고서(Debt and Reserves Management Report)를 매년 발행하

도록 규정화<sup>17)</sup>되어 있다. 국가부채관리보고서에서는 연간 채권발행계획과 예상 만기구조 그리고 저축투자청(National Savings & Investments: NS&I)을 통한 예상 조달액 등을 포함하도록 요구하고 있다. 예상 발표 이후 매분기말에 다음 분기의 입찰일을 구체적으로 정한 후 정확한 발행금액은 입찰 전주 화요일에 발표하여 시장 불안 요인을 제거한다.

DMO는 자금조달 비용의 절감을 위해 일반국채의 경우 1996년 4월부터, 물가연동국채의 경우 1998년 11월부터 각각 복수가격과 단일가격 방식 경매를 통해서만 발행이 가능하도록 제한하였다. 1997년에 DMO는 STRIP 제도를 도입하였으며, 현재 2개 종목으로부터 17종의 이표 분리채권이 거래되고 있다.

### 3) 조기상환제도

영국의 경우 재정흑자 등의 상황이 발생하거나 길트채의 유동성 제고를 위해 DMO가 조기상환을 할 수 있다. 조기상환은 DMO와 재무성이 협의하여 결정되는데, 예를 들어 2000년에 재정흑자가 발생하자 DMO는 재무성과 협의하여 조기상환프로그램을 시행하였다. 만기가 짧거나 길트채 선물(gilt futures)의 지표종목은 조기상환 대상에서 제외하고 가격괴리가 크고 유통물량이 적은 장기종목을 대상으로 선정한다. 조기상환 방식은 역경매(reverse auction) 방식으로 실행된다. 대량 조기상환 이외에도 DMO는 NILO(National Investment & Loan Office)의 기금을 이용하여 시장에서 소량의 길트채를 매입하기도 한다.

17) Charter for Budget Responsibility, 3.14

The Treasury shall report through its Debt Management Report - published as part of the Budget Report - on its plans for borrowing for each financial year.

#### 다. 개인용 국채제도

영국의 저축성 국채제도는 영국 재무성 산하 NS&I에서 담당하고 있다. 영국은 다양한 유형의 개인용 국채를 도입하고 있는데, 개인용 국채에는 Guaranteed Income Bonds, Guaranteed Growth Bonds, Premium Bonds, NS&I Direct ISA, Income Bonds, Fixed Interest Savings Certificates, Index-linked Savings Certificates, Children's Bonus Bonds 가 있다.

우선 Guaranteed Income Bonds는 일정한 이자소득이 정기적으로 필요한 투자자를 위하여 투자금액에 대해 정해진 수익률로 만기동안 매월 이자가 지급되는 투자 상품이다. Guaranteed Income Bonds는 NS&I에서 발행하나 원리금 100%를 영국 재무성이 지급을 보증한다. 투자시점에서 만기가 다른 선택 가능한 여러 채권들에 동시에 투자 가능하며 현재 3년 만기와 5년 만기 채권이 발행된다. Guaranteed Growth Bonds는 Guaranteed Income Bonds와 같이 고정수익률을 적용받지만 이자를 지급하지 않고 원금에 가산되어 가치가 점차 증가하는 투자 상품이다.

Premium Bonds는 원금이 보장되고 이자는 지급되지 않는 대신 복권식으로 당첨된 경우에 상금을 지급받는 투자상품이다. 투자금액은 100~30,000파운드 범위 이내여야 하며 10파운드의 배수로 매입 가능하다. NS&I Direct ISA(Individual Savings Account)는 전화나 온라인으로 입출금을 편리하게 관리할 수 있으며 이자소득에 대해 소득세가 면세되는 상품이다. Income Bonds는 변동금리에 따라 매월 이자소득이 발생하는 투자 상품이다.

Fixed Interest Savings Certificates는 투자금액에 대해 고정이자율이 적용되고, 이자소득에 대한 소득세 및 자본이득세가 면세된다. Fixed Interest Savings Certificates의 투자 만기는 2년 또는 5년이며, 만기에 원리금을 함께 지급받는다.

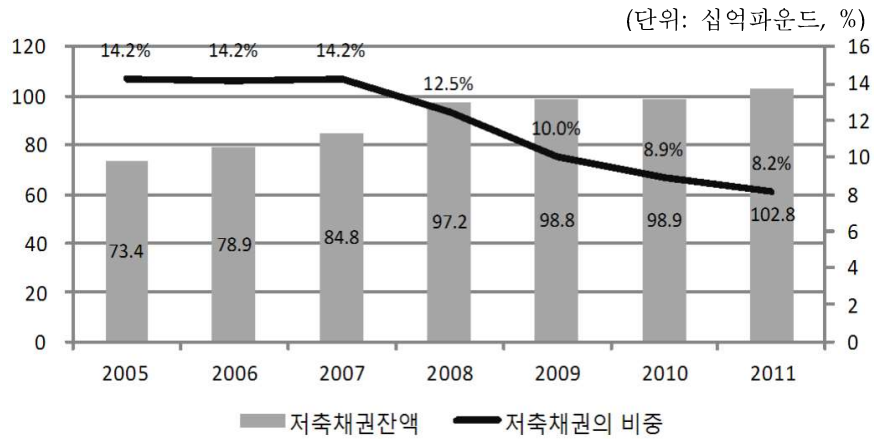
Index-linked Savings Certificates는 물가연동채권으로서 실질수익률을 보장하며 세금이 면제되는 투자 상품이다. 기준 물가지수는 RPI(Retail Prices Index)로서 CPI와는 차이가 있고, 투자시점으로부터 2개월 전 물가지수가 적용된다. 디플레이션이 있는 해에는 이자금액 산출시 디플레이션을 적용하지 않고 인플레이션율이 0인 것으로 간주하여 산출한다.

Children's Bonus Bonds는 자녀를 위해 투자한 금액에 대해 일정 이자율이 적용되어 원리금이 증가하며 자녀가 21세가 될 때까지 매 5년마다 보너스가 지급되며 면제되는 투자 상품이다. Children's Bonus Bonds의 투자한도는 매 발행 증권 당 한 자녀에 대해 3,000파운드이며, 25파운드단위로 매입 가능하다. 정해진 이자율의 보너스를 지급받기 위해서는 Children's Bonus Bonds를 5년 동안 보유하거나 자녀가 21세가 되어야 한다.

영국의 개인용 국채 발행잔액은 지속적으로 증대하고 있지만, 전체 국채시장에서 저축성 국채가 차지하는 비중은 2005년 14.2%에서 2011년에는 8.2%로 크게 축소되었다. 이는 길트채의 발행이 크게 증대함에 따라 저축성 국채의 상대적인 비중이 감소한데 기인한다. 영국은 액면 1만 파운드 이하의 소액채권에 한하여 국민저축채권의 이자소득에 대해 비과세제도를 도입하고 있다.

영국의 DMO는 개인투자자가 국채의 매입·매도 요청 시 직접 거래 상대방으로서 당시의 시장가격으로 거래에 응하여 주는 Retail Purchase and Sale Service를 실시한다. Retail Purchase and Sale Service를 이용하면 브로커나 은행을 이용하는 경우에 비해 개인투자자들의 거래수수료 부담이 경감된다. 또한 모든 국채의 최소 액면금액을 1,000파운드로 소액화하고 액면금액을 1,000파운드의 배수로 정하여 개인의 국채투자를 용이하게 하였다.

<그림 III-13> National Savings Bond의 잔액 추이



자료: UK National Statistics

### 라. 국채시장 안정화를 위한 정책

영국은 DMO를 통해 적극적인 시장정책을 추진하여 국채시장 안정화에 기여하고 있다. DMO는 재무성의 자금조달 요청에 따라 길트채를 매각하는 업무를 수행하고 동 자금은 국가융자펀드(National Loan Fund)로 이체된다.

국가의 유동성 관리를 목적으로 DMO는 길트채를 보유하기도 한다. 개인투자자에 대한 매입 및 매도를 목적으로 길트채를 보유하기도 하는데, 2011년 3월 현재 보유규모는 2,000만파운드이다. GEMMs의 시장조성을 지원하기 위한 목적으로 길트채를 보유하기도 한다. 길트채 경매과정에서의 잔여 물량을 일부 보유하기도 하는데 그 보유규모는 2011년 3월 현재 2억 8,700만파운드이다.

지표채권의 유동성 강화와 수급 상황 조절 등을 위해 비지표채권의 지표채권으로의 교체를 일정 비율 가능하도록 허용하는 한편, 계획에 의

하지 않더라도 소량의 국채 발행이나 상환(Tap/Reverse Tap)을 통해 시장 안정을 꾀할 수 있도록 제도적으로 보장한다.

영란은행은 금융시장 불안에 대응하기 위해 2009년 1월에 발표된 2차 금융시장 안정화 종합대책의 일환으로 채권시장에 유동성 공급을 위한 펀드인 자산매입제도(Asset Purchase Facility: APF)를 시행하였다. 초기 매입대상자산에는 회사채, CP, 신디케이트론, ABS, 정부가 지급을 보증한 은행채가 포함되었다. 기금은 DMO가 Treasury Bill을 발행하여 조달하며, 매입은 재무성으로부터 권한을 위임받은 영란은행이 수행하였다.

2009년 3월부터 APF는 영란은행의 양적완화 정책도구로도 활용되고 있고 있으며, 영란은행 통화정책위원회가 통화정책적 목적으로 동 제도의 활용 여부를 판단하고 매입한도를 설정한다. 매입대상에 길트채가 포함되었으며, 매입을 위한 기금은 영란은행의 본원통화로 조달한다. 매입한도가 증가할 경우 APF를 통해 자산을 매입하고, 감소할 경우 자산을 매도한다. 영란은행은 2009년 3월부터 유통시장에서 국채를 매입하였고, 2010년 1월까지 길트채 발행액의 93.8%에 해당하는 1,983억파운드의 길트채를 매입함에 따라 길트채의 투자자 구성이 크게 변화하여 2012년 3월 현재 전체 길트채 잔액 중 중앙은행의 비중이 18.0%에 달하고 있다. 2012년 현재 APF 매입한도는 3,750억파운드이며, 약 3,400억파운드가 길트채 매입에 사용된다.

## 4. 프랑스

### 가. 일반 현황

프랑스 국채는 BTFs(Bons du Trésor à Taux fixe et à Intérêts Précomptés), BTANs(Bons du Trésor à Intérêts Annuels), OATs (Obligations Assimilables du Trésor)로 구분된다. BTFs는 만기 1년이내의 단기국채로서, 일시적인 정부의 세입, 세출상의 불일치를 해소하기 위해 발행된다. 2년~5년 만기인 BTANs은 고정금리 형태로 발행되는 중기국채이다. OATs는 만기가 7년에서 최장 50년에 이르는 장기국채로서, 대부분 고정금리채권의 형태로 발행되나 일부는 변동금리채권으로 발행되기도 한다. 1996년부터는 만기가 정해져 있지 않은 영구국채도 발행되고 있으며, 1998년부터는 인플레이션연동국채도 발행되고 있다.

<표 III-5> 프랑스 국채의 종류별 특징

구분	주요특징	만기	최소금액	기타
BTFs	- 단기정부채권 - 일시적인 정부의 세입, 세출상의 불일치를 해소하기 위해 발행	1년 이내	1유로	3개월물은 매주 발행
BTANs	- 고정금리 형태의 중기국채	2년 또는 5년	1유로	-
OATs	- 장기채무 조달용 국채 - 대부분 고정금리채권이나 일부 변동금리채권(TEC 10 OATs)도 발행 - 1996년부터는 영구국채도 발행 - 1998년부터는 인플레이션연동국채도 발행(OATi, OAT€i)	7~50년	1유로	-

자료: Agence France Trésor

&lt;표 III-6&gt; 프랑스 국채의 종류별 발행잔액

(단위: 십억유로, %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012. 05
OATs	593 (67.6)	610 (69.6)	641 (69.6)	681 (67.0)	719 (62.6)	816 (66.4)	888 (67.6)	931 (67.8)
BTANs	189 (21.6)	200 (22.8)	202 (21.9)	198 (19.5)	215 (18.7)	226 (18.4)	247 (18.8)	264 (19.2)
BTFs	95 (10.8)	66 (7.5)	78 (8.5)	138 (13.6)	214 (18.6)	187 (15.2)	178 (13.6)	179 (13.0)
계	877 (100.0)	876 (100.0)	921 (100.0)	1,017 (100.0)	1,148 (100.0)	1,229 (100.0)	1,313 (100.0)	1,374 (100.0)

주 : ( )안의 수치는 전체 국채 중 해당 종류의 국채 발행잔액이 차지하는 비중임  
 자료: Agence France Trésor

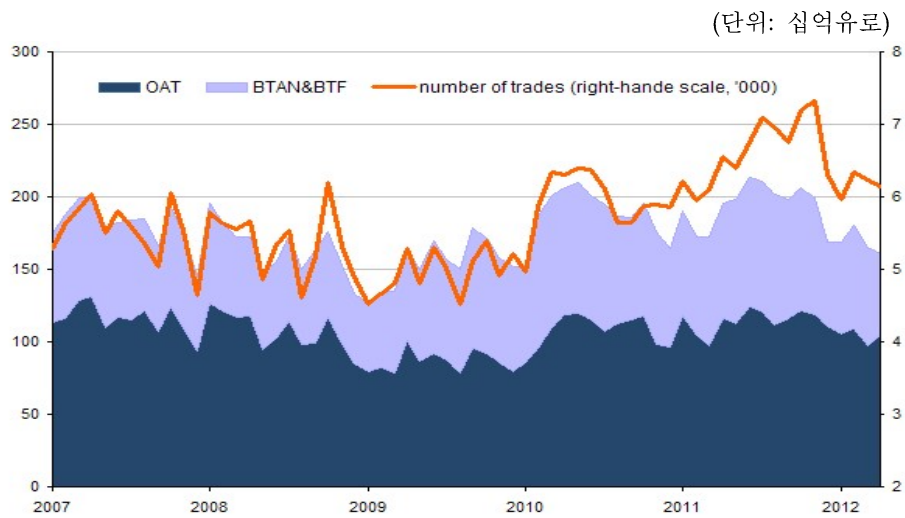
프랑스 국채의 발행잔액은 2005년말 8,770억유로에서 2012년 5월 말 1조 3,740억유로로 증가하였다. 국채 종류별로는 장기국채인 OATs의 비중이 2005년 67.6%에서 2009년에는 62.6%로 감소하였으나, 이후 다시 증가하여 2012년 5월말 기준으로 67.8%의 비중을 보이고 있다. 단기국채인 BTFs의 비중은 글로벌 금융위기가 발생하기 전까지는 10% 이내로 유지되었으나, 금융위기 대응과정에서 단기국채의 수요가 폭증하여 2008년과 2009년에는 각각 13.6%와 18.6%를 기록하고 있다.

프랑스 국채의 발행잔액 기준 평균만기는 약 7년 정도인 것으로 나타나고 있는데, 2005년말 평균만기가 6.73년이었으나, 2010년 이후로는 지속적으로 7년을 상회하여 2010년과 2011년에 7.18년과 7.16년을 각각 기록하고 있다.

프랑스 국채의 거래규모는 평균적으로 국채거래의 약 60%가 장기물인 OATs의 거래이며, 나머지 40%가 BTANs와 BTFs를 대상으로 하는

거래이다. 2012년 4월 기준 일평균 국채거래량은 OATs의 경우 140억유로이며, BTANs와 BTFs는 합쳐서 568억유로이다. 일평균 거래건수는 2012년 4월 기준 6,137건인 것으로 나타난다.

<그림 III-14> 프랑스 국채 거래규모

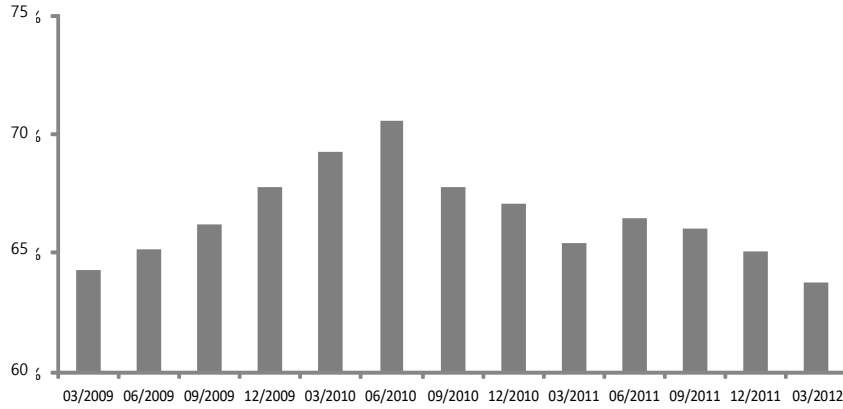


주 : 일평균 회전을 기준  
 자료: Euroclear France

프랑스 국채의 투자자 구성을 살펴보면 외국인에 의한 투자 비중이 매우 높게 나타나는 특징이 있다. 외국인의 투자 비중은 2009년말 67.8%에서 2010년 6월 70.6%까지 상승하였다가 이후로 하락하여 2012년 3월 말 기준으로 63.8%를 기록하여 가장 높은 투자자 비중을 차지하고 있다. 국내 투자자로는 보험회사의 비중이 가장 높으며 은행과 단기금융펀드가 다음으로 높은 비중을 차지하고 있다.

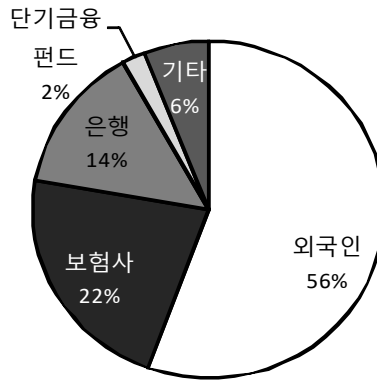
<그림 III-15> 프랑스 국채 외국인투자자 비중 변동 추이

(단위: %)



자료: Banque de France

<그림 III-16> OATs의 투자자 구성비



주 : 2012년 3월 기준  
 자료: Banque de France

프랑스의 GDP 대비 발행잔액 비율은 글로벌 금융위기가 발생하기 이전까지는 70% 미만으로 유지되었으나, 금융위기 대응과정에서 경기부양을 위한 재정확대 정책이 시행됨에 따라 빠른 속도로 증가하여 2011년말에는 85.8%에 달한다.

<표 III-7> 프랑스의 GDP 대비 국채 발행잔액 비율

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
GDP 대비 비율	66.8%	63.9%	63.9%	67.4%	78.1%	82.3%	85.8%

자료: Agence France Trésor

## 나. 국채 관련 제도

### 1) 국채 발행 관련 제도

프랑스 국채의 발행은 기본적으로 예산에 관련된 법령에 근거하여 이루어지고 있다. 국채 발행은 국가예산법(Budget Act)에 관한 헌법 조례를 통하여 허용하고 있다.<sup>18)</sup> 국채 발행과 관련된 구체적인 절차와 형식은 국가예산법 및 시행령을 통하여 규정하고 있다.<sup>19)</sup>

국가채무 순증가(net increase)는 전체 재원 승인의 맥락에서 매년 의회에서 승인하도록 되어 있으며, 매년말 국채 발행잔액의 한도를 예산에서 승인받도록 되어 있다. 연간 국채 발행한도나 국채발행의 종류 등에 대한 의회의 통제는 없다.

18) Ordinance of 2 January 1959 establishing the Constitutional bylaw on budget acts, Constitutional bylaw of 1 August 2001 on budget acts

19) Article 81 of the 2011 Budget Act, Article 113 of the 2004 Supplementary Budget Act, Decree concerning the issuance of Treasury bonds

## 2) 조기상환제도

프랑스는 기간별로 발행비용에 급격한 변화가 생기는 것을 방지하기 위하여 국채의 조기상환 및 역경매를 실시하고 있다. 예를 들어 내년도에 발행금리가 상당히 증가할 것으로 예상이 된다면 금년도에 조기상환을 실시한 후 상대적으로 낮은 현재 금리로 발행함으로써 발행비용의 급격한 변동성을 완화한다. 경과물에 대한 유동성을 공급하고 가격결정의 효율성을 제고하려는 목적으로 조기상환을 실시하기도 한다. 2010년의 경우 프랑스 국채의 조기상환 규모는 224억유로 수준으로 나타났다.

<표 III-8> 연도별 프랑스 국채의 조기상환 규모

(단위: 십억유로)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
조기상환	16.9	17.1	10.1	3.4	13.7	22.4

자료: Agence France Trésor

## 3) 프랑스 국채의 거래 및 결제시스템

프랑스 정부가 발행하는 모든 유로화 표시 국채는 MTS France에서 거래되고, 고정금리 repo(anonymous fixed-rate repurchase agreement)는 MTS Italy repo platform을 통해 거래된다. 최소거래 단위는 상품에 따라 10, 5, 2.5백만유로이다. SVT(Specialiste en Valeur du Trésor) 시장 위원회의 규칙에서 정한 바에 따라, MTS France의 시장참여자는 MTS France가 인정하는 유로존 내 최소 3개국에서 SVT 또는 국채전문딜러이어야 한다.

프랑스 국채의 결제는 Euroclear France가 운영하는 RGV(Relit Grande Vitesse) system을 통해 이루어지며, MTS France는 Euroclear

France에 Swift를 통해 거래 정보를 전송한다. MTS France의 결제일은 BTANs과 BTFs의 경우 t+1일이며, 그 외 상품의 경우에는 t+3일이다.

### 다. 개인용 국채제도

프랑스 정부는 개인의 장기자산 축적 및 은퇴 대비 수단으로서 국채 투자를 장려하기 위하여 개인에 대한 국채판매를 1994년 9월부터 허용하고 있다. 매년 프랑스 재무부는 개인투자자를 위해 발행할 OATs의 비중을 결정하여 소매판매를 담당하고 있는 국채 PD와 상업은행에 의해 인수되도록 하고 있다. 개인의 국채 매입/매도는 Euronext와 PD 은행의 중개를 통하여 기관투자자에 준하는 수준에서 신속히 이루어진다.

개인에 대한 판매가 허용된 OATs는 고정금리형, 물가연동형(OATi, OAT€i), 그리고 자본축적형 OATs이며, 최소투자 단위는 1유로이다. 자본축적형 OATs의 경우 만기 시까지 이표가 전혀 지급되지 않는 할인채의 형태로 발행된다. 개인의 국채투자자에 대하여 특별한 인센티브가 부여되고 있지는 않다.

### 라. 국채시장 안정화를 위한 정책

국채 발행 및 관리를 담당하는 프랑스 국채관리국(Agence France Trésor)은 시장 수요 변화에 대응하기 위한 유연성 제고에 초점을 둔 부채관리정책을 도입하였다.<sup>20)</sup> 경과물 및 지표물에 대한 수시발행(tapping)을 통해 투자자 수요변화에 대한 국채 공급의 미세조정이 가능하게 되었고, 동 제도는 2007년에 처음 도입된 이래 현재 프랑스 국채관리기법의 하나로 표준화되었다.

20) Agence Finance Trésor(2008, 2009, 2010)

## 5. 독일

### 가. 일반 현황

독일 중앙정부가 발행하는 주요 국채는 장기국채인 Bunds(Federal bonds), 중기국채인 Bobles(Five-year Federal note)와 Schaetze(Federal Treasury note), 단기국채인 Bubills(Treasury discount paper) 등이 있다. 2005년부터 외화표시국채가 도입되었으며, 물가연동국채도 2006년에 도입되었다. 이외에도 개인을 위한 Bundesschatzbriefe(Federal savings note), Finanzierungsschatze(Federal treasury financial paper)와 Tagesanleihe(Government Day-bond)도 발행되고 있다.

<표 III-9> 독일 국채의 종류별 특징

	주요 특징	만기	금리지급
Bunds	- 재정적자 보전용의 장기국채 - 경매를 통해 발행하며 독일주식거래소에 상장되어 거래됨	10년 30년	연간지급
Bobles	- 중기국채 - 경매를 통해 발행함 - 독일주식거래소에 상장되어 거래됨	5년	연간지급
Schaetze	- 중기국채 - 3개월마다 경매를 통해 발행 - 독일주식거래소에 상장되어 거래됨	2년	연간지급
Bubills	- 단기국채 - 기관투자가 및 해외중앙은행이 주 대상	6개월, 12개월	할인채
Bundesschatzbriefe	- 특정 목적 지원(다양한 계층의 자산획득)을 위한 중기국채 - 채권 매입자는 개인과 비영리 자선단체 또는 교회에 국한	6년 7년	연간지급 만기지급
Finanzierungsschatze	- 개인용 중기국채	1년 2년	할인채
Tagesanleihe	- 개인용 국채	없음	

자료: Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH

독일은 글로벌 금융위기 이후 경기침체에 대응하기 위한 재정수요의 증대로 국채 발행규모가 크게 증가하였다. 독일 국채의 종류별 발행잔액을 보면, 장기국채인 Bunds의 비중이 2008년까지는 62~63% 수준으로 유지되었으나, 금융위기 이후 비중이 크게 감소하여 2010년말 기준으로 58.4%까지 줄어들었다. 단기국채인 Bubills의 발행잔액 비중은 글로벌 금융위기가 발생하기 전까지는 4% 이내로 유지되었으나, 금융위기 대응과정에서 단기국채의 수요가 폭증하여 2008년과 2009년에는 각각 11.1%와 8.8%를 기록하고 있다.

**<표 III-10> 독일 국채의 종류별 발행잔액**

(단위: 십억유로)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bubills	36	36	36	39	114	92
Schaetze	111	110	108	108	110	127
Bobles	178	186	180	171	179	178
Bunds	538	557	586	594	596	612
USD-Bonds	4	4	4	4	7	7
Bund Linker	0	9	15	22	25	32
총 계	867	902	929	938	1,031	1,048

자료: Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH

독일 국채는 유통시장에서 거래가 매우 활발히 이루어지고 있는데, 장기물의 거래가 많이 이루어지고 특히 Bunds 10년물의 거래비중이 50%에 달하고 있으며, 이 외에도 Bobles와 Schaetze가 상대적으로 활발히 거래되고 있다. 2009년의 경우 독일 국채의 월평균 거래량은 3,920억 유로를 기록하였고, 연간 거래량이 4조 7,020억유로에 달하였다.

**<표 III-11> 독일 국채의 거래규모**

(단위: 십억유로)

연간 거래량				월평균 거래량			
2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
6,818	6,418	5,961	4,702	568	534	496	392

자료: Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH

독일의 GDP 대비 국채 발행잔액 비중은 글로벌 금융위기가 발생하기 이전까지는 프랑스와 비슷하게 70% 미만에서 안정적으로 유지되었으나, 금융위기 대응과정에서 실물경기부양을 위한 재정확대 정책이 시행됨에 따라 급격히 증가하여 2011년말에는 81.2%에 이르고 있다.

**<표 III-12> 독일의 GDP 대비 국채 발행잔액 비율**

구분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
GDP 대비 비율	67.7%	67.9%	65.1%	65.9%	73.4%	83.2%	81.2%

자료: Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH

### 나. 국채 관련 제도

독일은 헌법인 독일기본법(Grundgesetz GG)에서 재정 관련 사항을 규정하고 있다. 독일기본법 제109조 제2항은 “연방과 각 주는 예산을 운용함에 있어 국가경제의 전반적인 균형을 유지하는데 요구되는 사항들을 고려해야 한다”라고 명시하고 있다. 그리고 독일기본법 제115조 제1항은 차입행위에 대한 조항으로, 장래의 회계연도에 지출을 초래할 수 있는 차입, 보증, 담보제공 등의 채무행위는 그 액수를 명기하거나 확인

가능한 내용으로 연방법률에 의해 승인되어야 한다고 규정한다. 또한 차입에 의한 수입은 예산안에서 예정된 투자 총액을 초과하지 못하며, 이에 대한 예외는 국가경제의 전반적인 균형에 대한 교란을 해결하기 위한 경우에만 허용된다고 명시하고 있다. 그 외 자세한 사항은 연방법률에서 다루며 독일기본법 제115조 제2항에 “연방의 특별자산에 대해서는 연방의 법률로 위 제1항의 예외를 허용할 수 있다”라고 명시되어 있다.

국채발행과 관련해서는 예산원칙법(Haushaltsgrundsätze-gesetzes: HGrG), 연방예산법(Bundeshaushaltsordnung: BHO), 연방채무기본법(Bundes-schuldenwesengesetzes: SchuWG), 연간예산법(Jährlichen Haushalts-gesetzes: Hg)과 같은 단행법들을 통하여 구체화하고 있다. 예산원칙법은 연방정부와 주정부가 예산규정을 입법할 때에 준수하여야 하는 원칙을 규정하고 있으며, 연방예산법과 주예산법은 이러한 원칙을 구체화하고 있다. 예산원칙법은 국가채무 등 독일재정에 관한 포괄적인 주요사항이 규정되어 있다.

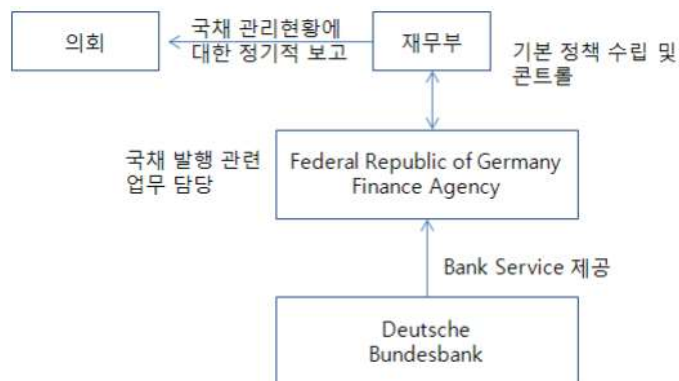
예산원칙법 제13조 및 연방예산법 제18조에는 신용차입에 관한 구체적인 사항들을 규정하고 있다. 예산원칙법 제13조에 따르면 차입권의 위임에 관한 규정으로 소관장관이 지출에 충당하거나 현금관리증액차입금을 목적으로 재원조달을 위해 기채할 수 있는 한도를 명시하고 있다. 연방예산법 제18조에 따르면, 지출을 충당하기 위한 부채수용의 승인은 당해 회계연도의 말까지가 아니라 다음 회계연도 말까지 유효하고, 예산안의 공표가 늦어지는 경우에는 그보다 더 연장될 수 있다.

국채의 형태는 제국채무법(Reichasschul-denordnung) 제1조 및 제21조에서 한정적으로 열거하고 있다. 동법은 채권(Schuldverschreibung), 국고증권(Schatzanweisungen), 어음(Wechsel) 및 채무증서에 의한 소비대차(Derlen gegen Schuld-schein) 등을 국채의 형태로 인정하고 있다. 채권과 국고증권은 증권채무에서 장부상의 채무로 변경될 수 있다.

법률이 수권하는 범위 내에서 국채를 조달할 것인지에 대한 구체적인 결정은 연방재무부에서 이루어진다. 연방재무부는 법률상 달리 규정하는 바가 없는 이상 어떤 시점에 어떤 조건으로 얼마만큼의 국채를 조달할 것인지에 대하여 결정하며, 허용되는 채무형식 중에서 신용시장의 상황에 따라 가장 적합하다고 판단되는 형식을 선택할 수 있다. 국채 발행 및 상환에 대한 의회의 통제권은 없다.

독일의 국채 관리는 German Finance Agency(Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH)가 담당하고 있다. 동 기관은 2000년 9월 19일에 재무부에서 독립하여 정부 공사로 설립되었으며, 국채발행과 국가부채 관리를 전담하고 있다. 동 기관은 예산에 필요한 자금을 조달하고 단기 유동성자금의 조달을 담당하고 있으며, 독일 정부의 중장기 자금조달 비용을 낮추고 안정적인 조달구조를 유지하는 것을 주요 목적으로 하고 있다. 또한 독일 국채 발행 계획 및 실무절차를 담당하고 있고, 2006년 8월부터는 개인투자자의 국채투자 관리 업무도 동 기관이 담당하고 있으며, 정부 부채와 관련하여 유동성 관리 및 위험관리 업무를 담당하고 있다.

<그림 III-17> 독일의 부채관리 체계



자료: Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH

국채 발행시장의 경매는 Bundesbank가 담당하고 있고, Bund Bidding System(BBS)를 통하여 국채 경매가 이루어진다. 국채인수에 대한 기관의 제약은 없으나 일반적으로 Bund Issues Auction Group만이 국채 경매에 직접 참여하고 있고, 현재 25개 딜러들이 국채 경매에 참여하고 있다.

German Finance Agency는 글로벌 금융위기 이후 거시경제지표의 변화에 대응한 조달전략 수립을 추진하고 있다. German Finance Agency는 역사적인 조달구조에 따른 조달비용과 연간 조달계획 및 스왑 등에 근거하여 조달비용의 최적화 가능성을 검토하고 이에 근거하여 조달 전략을 추진하는 방식으로의 포트폴리오 개선을 추진한다. 또한 물가연동 채권이나 역외 발행채권에 대한 탄력성을 제고하고 투자지변을 확대하는 전략을 추진한다. 그리고 국채투자자에 대한 IR을 강화하고 국가신용등급의 적극적인 관리를 위한 방안 추진도 German Finance Agency에서 담당한다.

#### 다. 개인용 국채제도

독일에서는 원칙적으로 개인투자자들은 모든 국채에 직접 투자할 수 있으며, 정부는 개인투자자를 위하여 별도로 Bundesschatzbriefe(Federal savings note), Finanzierungsschatze(Federal Treasury Financing Paper), Tagesanleihe(German Government Day Bond)의 세 가지 개인용 국채를 발행하고 있다. 개인용 국채에 투자하기 위해서는 Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH에 채권등록계좌(debt register account)를 개설해야 하며, 채권등록계좌를 통하여 국채에 투자할 경우 매입 및 보관에 관련된 일체의 수수료가 면제된다.

Bundesschatzbriefe는 개인투자자의 저축성 투자를 지원하기 위해 도입되었으며, 개인(내국인), 국내 비영리기관(기부단체, 종교단체 등), 콘도

미니엄 소유자 조합에 대해서만 투자가 허용된다. Bundesschatzbriefe는 이자지급 방식과 만기에 따라 Type A, B로 구분된다. Type A는 만기가 6년이며 1년에 1회 이자가 지급되는 구조이고, Type B는 만기가 7년이며 원금과 이자가 만기에 일시 지급되는 구조이고 할인채로 정의되지 않으며 만기일시지급형태로 정의되어 누적된 이자는 복리로 늘어난다. Bundesschatzbriefe의 최소 투자금액은 50유로이고 최대 투자금액에는 제한이 없다. Bundesschatzbriefe의 매입/매도 및 상환에는 수수료가 부과되지 않으며, 거래소에 상장되어 있지 않고 German Finance Agency와 직접 거래한다.

Finanzierungsschatze는 개인투자자를 위해 도입된 만기 12개월과 24개월로 발행되는 할인채로서, 만기도래 전의 상환이 허용되지 않는다. Finanzierungsschaetze의 경우에는 개인(내국인)과 금융기관을 제외한 기업의 투자가 허용되어 있으며, 최소 거래 단위는 500유로이고 투자자별 최대 투자금액은 250,000유로이다. Finanzierungsschatze는 거래소에 상장되어 있지 않고 German Finance Agency와 직접 거래한다.

Tagesanleihe는 개인용 투자자를 위하여 국채의 안정성과 저축성 예금의 특성을 결합하여 2008년에 도입되었고, 정해진 만기일이 존재하지 않는다는 특성을 가지고 있다. Tagesanleihe의 최소 거래 단위는 50유로이고 투자자별 일별 최대 투자금액은 250,000유로이며, 12월 31일을 기준으로 이자가 계산된다. Tagesanleihe는 거래소에 상장되어 있지 않고 German Finance Agency와 직접 거래한다.

그러나 독일 정부는 상기에서 설명한 세 가지 종류의 개인용 국채는 2012년 12월말까지만 발행하고 2013년부터 발행이 중단될 예정이다. 2013년부터 개인들은 민간 금융기관의 중개를 통해서만 독일 국채에 투자할 수 있다. 개인용 국채의 발행이 중단되는 것은 전체 국채발행잔액에서 차지하는 비중이 매우 낮고, 개인들의 참여도 상대적으로 저조하여 개인들을 위한 국채 발행의 실익이 낮다고 판단했기 때문이다.

## 6. 스웨덴

### 가. 일반 현황

스웨덴 국채는 크로노(kronor)로 발행되는 명목국채(nominal government bond), 물가연동채(inflation-linked bond), 단기국채(T-bill), 유로와 미국 달러로 발행되는 외화표시 국채(public bonds in foreign currencies)로 구분된다. 명목국채는 장기자금조달이 가능하기 때문에 가장 주요한 자금조달수단이며 2~30년 만기로 발행된다. 단기국채는 연간 자금조달 요건의 변화를 상쇄시키기 위해 사용되며 3개월물과 6개월물로 발행되고 있다. 물가연동채와 외화표시 국채는 위험분산 목적으로 발행이 이루어지며, 만기는 물가연동채의 경우 7~30년이고 외화표시 국채의 경우 2~10년이다.

스웨덴 국채의 발행잔액을 살펴보면 금융위기가 발생한 2008년 이후에도 크게 증가하지 않고 안정적인 수준을 유지하고 있으며, 2012년 7월 말 현재 국채의 총발행잔액은 9,423억크로노를 기록하고 있다. 국채발행 중 명목국채의 발행잔액 비중이 60.8%로 가장 높으며 다음으로 물가연동채(17.2%), 외화표시 국채(14.0%)의 순서로 높은 비중을 보이고 있다. 단기물인 T-bill의 잔액비중은 꾸준히 감소하고 있는데 2007년 17%의 잔액비중에서 2012년에는 8%로 감소하였고, 금융위기의 대응과정에서도 지속적으로 잔액비중이 하락하였다. 반면 금융위기에 대한 대응과정에서 외화표시 국채의 발행 비중은 크게 늘어나고 있는 것으로 나타났다.

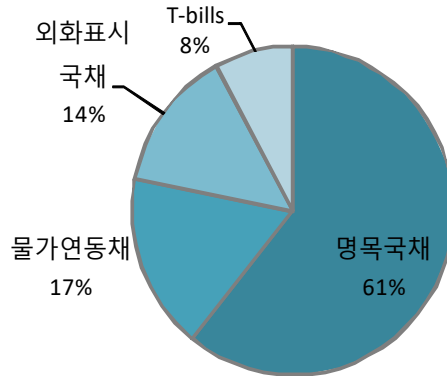
<표 III-13> 스웨덴 국채의 종류별 발행잔액

(단위: 십억크로노)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012. 7
명목국채	510.9	507.9	503.8	556.7	547.1	573.5
물가연동채	187.1	173.6	169.3	179.9	180.5	161.8
외화표시 국채	99.4	80.7	153.8	157.1	120.0	132.0
T-bill	170.8	139.0	114.8	84.7	72.0	75.0
총 계	968.2	901.2	941.7	978.4	919.6	942.3

자료: Swedish National Debt Office(Riksgälden)

<그림 III-18> 스웨덴 국채의 종류별 잔액 비중



주 : 2012년 7월 기준

자료: Swedish National Debt Office(Riksgälden)

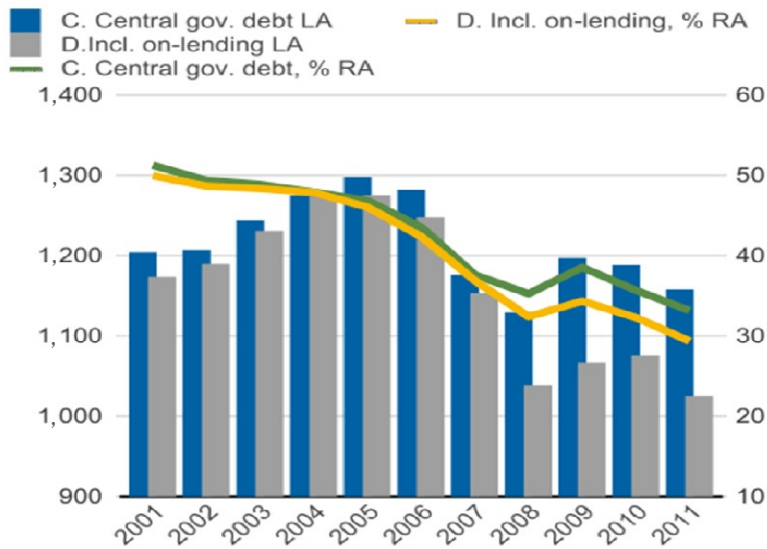
스웨덴 국채의 평균만기는 국채 종류에 따라 크게 차이를 보이고 있는데, 발행잔액을 고려한 전체 국채의 평균만기는 5~6년 사이인 것으로 나타나고 있다. 평균만기가 가장 긴 종목은 물가연동채로서 2012년 6월 말 현재 약 8.5년인 것으로 나타난다. 물가연동채의 평균만기는 2006년

에는 12년이 넘었으나 이후 지속적으로 감소하여 2011년부터는 8~9년 사이로 형성되고 있다. 발행비중이 가장 높은 명목국채의 경우 평균만기가 5~6년 사이로 나타나고 있으며 외화표시 국채는 평균만기가 2년 미만이다.

스웨덴 국채에는 연기금, 보험회사, 은행, 중앙은행, 국제기구 등의 기관투자자와 개인투자자가 투자하고 있고, 외국인투자자의 비중이 높게 형성되고 있다. 명목국채와 물가연동채의 경우 명목국채와 물가연동채의 외국인 비중은 2008년 이후로 꾸준히 증가하고 있는데 2008년 35% 수준이었으나 유럽의 재정위기 이후로 지속적으로 증가하여 2012년 6월말 현재 외국인의 투자비중이 50%에 이른다. T-bill의 경우 외국인 비중의 변동성이 매우 커서 2009년에는 한때 45%에 이르기도 하였으나 2010년 30%대로 하락하였고, 2011년에는 15%까지 떨어졌다. 외화표시 국채의 경우에는 외국인투자자의 비중이 매우 높아서 90%이상 외국인이 보유하고 있다.

스웨덴의 경우 채권발행 규모는 크지 않고 GDP 대비 국가부채도 2000년 이후 꾸준히 감소하여 2010년 33.8%를 기록하였고 이후 35% 미만에서 안정적으로 유지되고 있으며, 2012년 6월말 현재 GDP 대비 국가부채비율은 33% 수준이다. 1990년대초 GDP 대비 국가부채 규모는 80%에 육박하는 수준이었으나, 1998년 국가예산법이 제정되면서 국가부채 규모가 GDP의 60%를 넘지 않도록 규제함에 따라 2000년 들어 국가부채 규모는 지속적으로 감소하였다. 정부지출을 대폭 삭감한 이후 경제회복과 더불어 재정적자가 감소하여 흑자로 전환되었다.

<그림 III-19> 스웨덴의 GDP 대비 국가부채 추이



자료: Swedish National Debt Office(Riksgälden)

### 나. 국채 관련 제도

스웨덴의 국가채무 관리에 대한 원칙과 규칙은 The Act on State Borrowing and Debt Management 1998에서 규정하고 있다. 동 법에서 국가채무 관리의 목적은 위험을 고려하면서 장기 비용을 최소화하는데 있다고 명시되어 있다. 구체적인 국가부채 관리는 the Budget Act (2011:203)와 Ordinance containing Instructions for the National Debt Office (2007:1447), 그리고 정부의 Guidelines for Central Government Debt Management에 의해 규제를 받는다. 정부의 차입권한은 매년 의회의 승인을 받도록 되어 있고, 정부의 연간 차입 금액에 대한 특별한 제한은 없으며, 대신 법은 정부의 차입 목적을 예산을 위한 자금조달, 만기국채 상환의 두 가지로 국한하고 있다.

스웨덴 의회는 국채발행 상한 또는 국가부채의 규모를 통제하기 보다는 예산에서 지출을 통제하는 데 초점을 맞추고 있다. 국가부채의 관리와 예산은 재무부에서 담당하고 있으며, 매년 국내부채와 해외부채의 비중, 발행규모, 채권 유형별 비중, 발행채권의 평균 만기, 금리수준 및 국채시장의 관리 방안 등에 대해 각료회의를 통해 설정한다. Guidelines for Central Government Debt Management는 각료회의의 결정을 통하여 작성되며 의회의 동의를 필요로 하는 사항은 아니다.

국가채무의 구성과 내용은 의회의 승인과 재무부의 Guideline 하에서 Swedish National Debt Office(Riksgälden)가 결정하도록 되어 있다. Riksgälden은 중앙정부의 부채를 관리하고 정부관련 보증 및 대출을 실행하는 기관으로 1789년에 설립되어 재무부 산하에 있다. Riksgälden은 가이드라인을 준수하여 가능한 한 위험은 통제하면서 낮은 이자율로 정부부채를 관리하고, 자금조달 금액, 부채의 만기, 통화, 물가연동 여부 등의 계획을 수립한다. 차입은 정부의 가이드라인에 따라 이루어지며, 계획은 중앙정부의 수입과 지출의 예상규모에 영향을 받는다. 2012년의 정부부채 관리는 2011년 11월 10일 결정된 Guidelines for Central Government Debt Management 2012를 기반으로 이루어지고 있다. 스웨덴 재무부(Finansdepartementet)는 부채 관리 가이드라인과 국채관리소가 중앙정부 부채를 잘 관리하고 있는지를 매년 평가한다. 국채 발행 가이드라인은 중앙은행인 Riksbank에게 보내져서 국채발행이 통화정책 등에 미치는 영향에 대한 의견을 제시하도록 법제화되었다.

스웨덴 국채 중 장기국채, 단기국채, 물가연동국채는 정기적인 경매 방식으로 Riksgälden를 통해 발행된다. 단기국채와 장기국채의 경매는 수요일에, 물가연동국채의 경매는 목요일에 이루어지고, 국채를 위한 입찰은 Bloomberg auction system을 통해 전자적으로 이루어지며, 국채전문딜러는 각 경매에 참가한다. 국채전문딜러는 2011년 12월 1일 현재, 명

목국채의 경우 8개, 물가연동국채의 경우 7개, 단기국채의 경우 7개의 국채전문딜러가 있다.

<표 III-14> 스웨덴의 국채전문딜러

	장기국채	물가연동국채	단기국채
Nykredit Markets	○	○	○
Royal Bank of Scotland	○	○	○
Barclays Capital	○		
Danske Markets	○	○	○
Nordea	○	○	○
SEB	○	○	○
Handelsbanken Markets	○	○	○
Swedbank	○	○	○

자료: Swedish National Debt Office(Riksgälden)

국채의 배분은 제시한 금리에 따라 다중경매방식으로 이루어지고, 경매종료 시 입찰은 최저금리에서 최고금리순서로 이루어진다. 자금조달의 예측가능성과 투명성을 높이기 위해 Riksgälden은 Central Government Borrowing, Forecast and Analysis를 일 년에 3번 발간한다.

스웨덴은 OECD 국가 중에서도 경제상황이 안정적인 국가로, 유로가 아닌 자국통화시스템을 운영하고 있고 안정적인 은행시스템을 갖추고 있다. 스웨덴은 수출과 금융시장의 대외의존도가 높지만, 금융위기와 직접 관련된 국가와의 무역규모가 전체 무역규모에서 차지하는 비중이 크지 않기 때문에 다른 유럽 국가에 비해 상대적으로 유럽의 국가부채 위기를 잘 견뎌내고 있다.

스웨덴은 2012년 6월말 현재 중앙정부 부채가 1조 888억크로노 수준이며, 2015년까지 8,350억크로노로 감축할 계획이다. 2010년 기준 EU 국가의 정부부채 규모의 평균은 80%에 달하는 반면, 스웨덴의 경우 GDP 대비 국가부채 수준이 30% 초반 수준이며, 이 또한 20%대로 낮출 계획이다. 스웨덴의 국가 재정상태는 역사적으로도 국제적인 관점에서도 강건한 상태로 인식되고 있다. 이의 증거로서 스웨덴 크로노는 글로벌 금융위기 기간인 2008~2009년에도 안정적인 모습을 보였으며, 금융위기 이후인 최근에는 10년 만기 국채 이자율이 가장 낮은 수준을 유지하고 있다.

#### 다. 개인용 국채제도

스웨덴 정부는 개인(소규모 기업 및 단체 포함)의 국채투자를 위하여 lottery bond와 national debt savings를 도입하고 있다. 스웨덴 정부의 입장에서 개인용 국채의 발행을 통한 자금조달방식이 비용측면에서 더 유리하다고 판단하고 있다.

Lottery bond는 채권에 복권의 특성을 첨가한 형태로 발행된다. 일반적인 고정금리채권의 특성을 보유하고 있어 특정한 만기와 이자지급 주기를 가지고 있다. 각각의 개별채권은 고유번호가 부여되어 발행되는데, 동일회차에 발행된 채권들을 대상으로 추첨방식으로 고유번호를 선정하여 액면가에 조기상환하고 그중에 또다시 일부는 액면가보다 높은 금액에 조기상환한다. 예를 들어 6년 만기 고정금리채권이 시장금리를 반영한 수준에서 10,000장(장당 액면가 1,000크로노) 발행되었다면, 이중 5,000장은 만기가 도래하기 전에 추첨을 통하여 액면가에 조기상환되고, 그 중에서 125장은 액면가보다 높은 금액(예를 들어 1,250크로노)에 상환되는 방식이다. 이러한 복권적 특성이 개인들에게 국채투자를 장려하기 위한 인센티브가 되고 있는데, 복권에 당첨되어 받게 되는 금액에 대

해서는 소득세를 면제하고 있다. Lottery bond의 만기는 3~6년 사이이고 추첨은 1년에 2~6회 실시되며 추첨을 통하여 선택된 채권은 정부에 의해서 조기상환되기 때문에 시간이 경과함에 따라 해당 회차의 채권 발행잔액은 감소한다.

National debt savings는 채권이 아니라 계좌(account) 형태의 저축성 상품으로 고정금리형 계좌와 변동금리형 계좌로 나누어진다. 고정금리형은 계약 시에 정해진 금리가 만기까지 적용되는데, 이자지급방식에 따라 만기에 이자가 일시 지급되는 계좌, 1년에 한번 이자가 지급되는 계좌, 그리고 인플레이션 연동금리 지급형 계좌로 구분된다. 만기일시지급형의 경우 만기가 6개월, 1년, 2년, 5년, 8년으로 구성된다. 1년에 한번 이자가 지급되는 경우와 인플레이션 연동금리형은 만기가 5년, 8년이고, 인플레이션 연동금리형은 실질이자율만 계약 시에 정해지고 여기에 인플레이션이 가산되어 지급이자 결정된다. 변동금리형의 이자율은 시장이자율의 변동에 연계되어 있으며 만기에 제한이 없기 때문에 자유로운 입출금이 가능하다. 변동금리형은 월별 저축의 형태로도 가능하며 이 경우 최소 납입금액은 200크로노이다.

개인용 국채의 발행잔액은 2012년 6월말 현재 533억크로노이고 스웨덴 중앙정부부채의 5%를 차지하는 수준이다. 개인용 국채 중에서는 lottery bond의 발행잔액이 317억크로노이고, national debt savings의 발행잔액이 216억크로노이다.

## 7. 덴마크

### 가. 일반 현황

덴마크 국채는 treasury bill, treasury note, government bond로 구분된다. Treasury bill은 1년 이하의 만기를 지닌 단기채무이고, treasury note는 1~2년 만기의 중기채무이다. Government bond는 2년 이상의 장기채무로서, 2년물, 5년물, 10년물의 발행이 가장 활발히 이루어지고 있고, 15년물, 30년물 등의 장기물도 정기적으로 발행되고 있다. 덴마크는 일반적으로 2년, 5년, 10년채의 비중을 4:2:4의 비율로 발행을 하는 전략을 추진하고 있다. 덴마크는 2012년에 물가연동채(inflation-linked bond)를 최초로 도입하였고, CPI 연동으로 발행하며 10년 만기로 발행하였다.

덴마크의 국채 발행한도는 국내 및 해외의 국채 발행총액에서 정부투자펀드와 정부의 중앙은행 예치금을 차감한 정부부채 총액을 기준으로 산정된다. 2011년말 덴마크의 국가부채 규모는 4,130억크로네를 기록하고 있고, 이는 GDP 대비 23.1%로 유로지역의 국가에 비해 현저히 낮다.

2011년 덴마크 정부의 국채발행 규모는 1,240억크로네이고, 2012년의 예산수요를 선반영하여 2011년 발행규모가 늘어났는데, 이는 덴마크 국채에 대한 수요증가로 인해 수익률이 낮게 형성되었고 동시에 덴마크 정부가 국채 유동성을 강화하고자 하였기 때문이다. 덴마크 국채의 발행잔액은 2011년말 기준으로 6,459억크로네 수준이다. 덴마크 정부는 만기가 1~2년 정도 남은 국채에 대하여 조기상환을 실시하고 있고, 2011년의 경우 조기상환의 규모는 370억크로네 수준이다.

**<표 III-15> 덴마크 정부부채 잔액 추이**

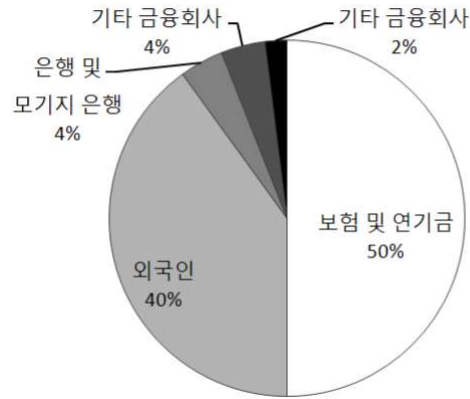
(단위: 백만크로네)

	2008	2009	2010	2011
국내 국채(A)	429,509	487,921	576,413	645,927
Fixed-rate bond	451,394	505,973	556,900	606,627
Fisheries bank bond	-	995	887	786
Lottery bond	200	100	-	-
Treasury note	-	-	-	-
Treasury bill	-	-	25,460	44,200
Index-linked loan and loan package	-	-	-	-
Currency swaps	-22,085	-19,153	-6,834	-5,686
해외 부채(B)	133,092	139,588	114,731	111,818
in dollars	9,947	10,218	9,901	8,957
in euro	123,126	129,351	104,811	102,861
in other currencies and multi-currency	19	19	18	-
정부의 중앙은행 예치금(C)	258,131	210,932	177,282	223,510
정부투자펀드(D)	108,247	115,096	127,587	120,744
정부 총부채 A+B-C-D	196,222	301,481	386,275	413,491
GDP 대비 정부 총 부채	11.2	18.1	22.0	23.1

자료: Danmarks Nationalbank

덴마크 국채의 주요 투자자는 보험 및 연기금, 외국인, 은행 및 모기지 은행 등으로 구성되어 있다. 보험 및 연기금의 투자 비중이 가장 높으며 2011년말 기준으로 투자비중은 50%에 이르고 있다. 외국인의 투자 비중은 2011년말 현재 40% 수준으로 높은 편이며, 최근 들어 유럽 이외 국가의 투자 비중이 늘어나고 있다. 은행이나 모기지 은행과 같은 금융기관의 국채 투자 비중은 매우 낮은 편이다.

<그림 Ⅲ-20> 덴마크 국채 투자자 비중

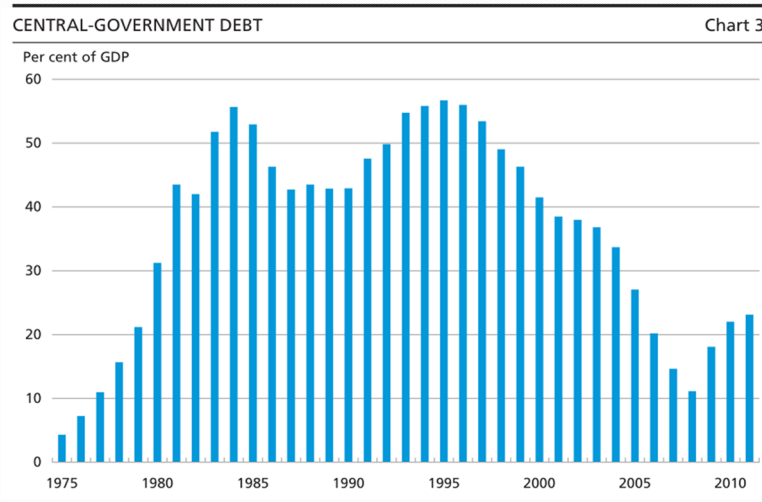


주 : 2011년말 기준  
 자료: Danmarks Nationalbank

덴마크의 GDP 대비 국가부채비율은 안정적인 수준에서 유지되고 있으며 특히 2008년 글로벌 금융위기 이후에 다소 높아진 것이 사실이나 다른 유럽 국가들에 비해서 상대적으로 매우 낮은 수준이다. 1990년대 국가부채비율은 50~60%로 높은 수준이었으나 2000년대에 접어들면서 지속적으로 감소하였고 금융위기가 발생한 2008년에는 10% 초반까지 하락하였으며 2011년말 기준 GDP 대비 국가부채비율은 23.1%이다. 이렇게 덴마크의 GDP 대비 국가부채비율이 낮은 이유는 재정건전성이 양호하고, 유로화에 통합되지 않아 독자적인 재정정책의 추진이 가능한 구조로 되어 있어 유로지역의 재정건전성 악화의 영향을 상대적으로 적게 받고 있기 때문이다. 대부분의 국가가 국채발행 시 조달비용이 상승하는 상황에도 불구하고 덴마크 국채는 조달비용률이 하락하고 있다.

<그림 III-21> 덴마크 GDP 대비 국가부채 추이

(단위: %)



자료: Danmarks Nationalbank

### 나. 국채 관련 제도

덴마크는 국가재정에 필요한 채무 조달에 있어 장기조달비용을 최소화하는 전략추진을 기본 목적으로 하고 있다. 이와 더불어 국내 채권시장을 활성화하고 국가의 장기자금 조달의 원활화를 도모하는 목표도 설정하고 있다.

국채발행의 기준이 되는 법은 1993년에 제정된 Act no. 1079 of 1993<sup>21)</sup>이고, 재무부(Ministry of Finance)가 법에 정해진 정부채무 잔액한도 내에서 국채를 발행할 수 있도록 하고 있다. 현재 덴마크 정부의 국채 발행한도는 발행잔액 기준으로 2조크로네로 규정되어 있다.<sup>22)</sup> 정해진 한

21) Act on Authority to raise loans on behalf of the central government of 1993

도 내에서는 의회의 통제가 없이 재무부의 재량으로 국채 발행이 가능하다. 매년 의무적으로 국채를 발행해야 하는 의무발행량(minimum issuing amount)이나 연간 발행한도 등이 없으며, 상환규모나 조기상환 등에 대한 의회의 통제도 없다.

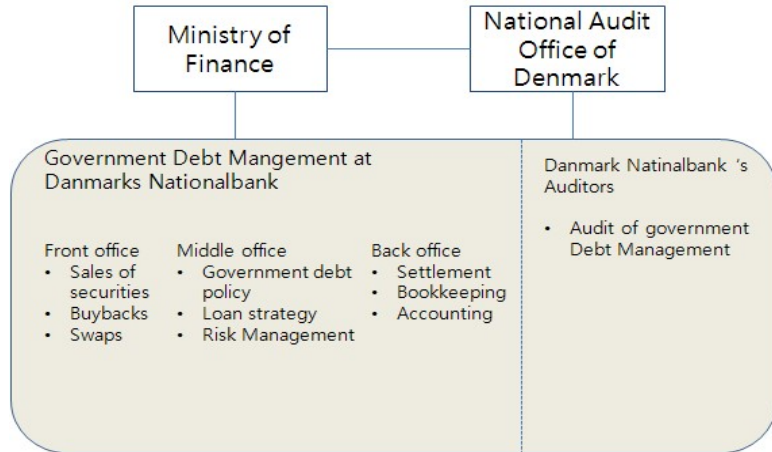
덴마크 국채 발행과 관련한 실무 및 국가부채 관리 업무는 중앙은행인 덴마크국립은행(Danmarks Nationalbank)이 담당하고 있다. 덴마크국립은행의 Government Debt Management에서는 분기별로 국가채무관리 전략을 수립하고 이를 재무부와의 업무협약<sup>23)</sup>에 근거하여 결정한다. 덴마크 정부와 덴마크국립은행은 국내와 해외 조달 기준<sup>24)</sup>을 마련하고 있다. 국내 조달의 경우 현재의 재정적자와 국내 부채 상환 필요액을 커버할 정도의 규모로 발행된다. 해외 조달은 외환보유고 유지를 목적으로 발행되고, 대외채무에 상응하는 규모로 외화표시 채권을 발행하되 외환보유고가 적정 수준 이하로 감소하는 경우 외환관리 차원에서 외화표시 채권을 발행할 수 있고 적정채무 이상으로 외화채무가 증가하는 경우 대외채무를 축소해야 한다.

22) 2010년 5월 개정된 Lovtidende A에 의해 국채 발행한도 규정

23) Agreement on the division of work in the area of government debt between Danmarks Nationalbank and the Ministry of Finance

24) framework for the distribution and magnitude of the central government's domestic and foreign borrowing

<그림 III-22> 덴마크 국가부채관리시스템의 구조



덴마크국립은행의 Government Debt Management는 국채 발행전략과 발행계획 수립, 위험관리, 재정펀드의 관리, 기타 국가신용등급 및 재정자금 운용 관련 업무 등의 업무를 수행한다. 구체적으로는 국채 발행전략 및 계획과 관련하여, 재무부가 설정한 정부예산 추계에 근거한 발행전략 수립, 중앙정부 국내 조달 수요에 충족할 수 있는 국내 국채발행계획 수립, 적정 외환보유고 유지를 위한 해외 국채발행계획 수립, PD와 관련한 각종 제도의 운영 등의 업무를 담당한다. 위험관리와 관련해서는 통합재정기준 하에서 중앙정부의 자산과 부채 포트폴리오를 분석하고 이에 근거하여 리스크 관리 방안을 수립하며, 이자율과 외환스왑 등과 연계한 신용위험관리를 수행한다. 재정펀드<sup>25)</sup>와 관련해서는 재정펀드의 관리, 세 가지 재정펀드 내의 자산 운용, 공사에 대한 보증 및 재대출 프로그램의 관리, 아이슬랜드와 아일랜드에 대한 상호대출(bilateral loans)의 관리 등의 업무를 담당한다.

25) 재정펀드는 사회보장펀드(Social Pension Fund), 고등기술재단(Advanced Technology Foundation) 그리고 예방펀드(Prevention Fund)의 세 가지로 구성된다.

현재 덴마크는 12개의 글로벌 증권회사를 중심으로 국채 PD를 운영하고 있고, 5개 북구지역 은행으로 T-bill PD를 운영하고 있다.<sup>26)</sup> 국채 경매는 MTS Danmark의 경매시스템을 사용하고 있고, 국채 딜러만이 참여할 수 있으며, 투자자의 경우 딜러를 통하여 경매에 참여한다. 경매 일자리는 분기마다 발표되고, 경매 결과는 덴마크국립은행 News를 통하여 공시된다. 경매방식은 단일가격 낙찰방식을 택하고 있다.

#### 다. 개인용 국채제도

덴마크 정부는 개인의 국채투자를 위하여 Lottery bond를 발행하였으나 1998년 이후로는 신규발행을 중단하였다. Lottery bond의 발행잔액은 평균적으로 전체 국채발행잔액의 0.5%이하에서 머물러 조달수단으로서의 기능은 미미하였고, 2009년에 기발행되었던 Lottery bond가 모두 상환되어 현재로는 발행잔액이 없다.

---

26) 국채 PD로는 Barclays Bank, BNP Paribas, Danske Bank, Deutsche Bank, HSBC, JP Morgan, Morgan Stanley, Nordea, Nykredit Bank, SEB, Spar Nord Bank, Sydbank 등이 있다. T-Bill의 PD로는 Danske Bank, Nordea, Nykredit Bank, SEB, Sydbank 등이 있다.

## 8. 이탈리아

### 가. 일반 현황

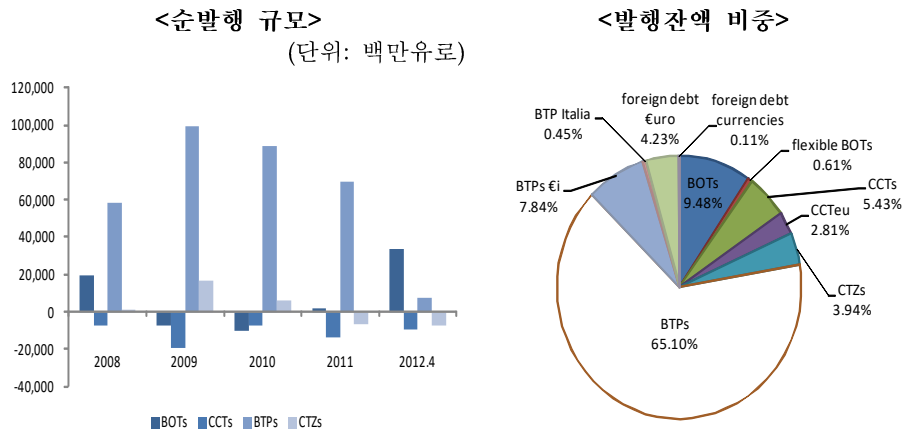
이탈리아 국채는 BOTs(Buoni Ordinari del Tesoro), CTZs(Certificati del Tesoro Zero Coupon), CCTs(Certificati di Credito del Tesoro), BTPs(Buoni Ordinari del Tesoro), BTP€is(BTP Euro i) 등 5가지로 구분된다. BOTs는 단기국채로서 3, 6, 12개월 만기로 발행되는데, 6개월과 12개월은 각각 월말과 월중에 정기적으로 발행되고 발행규모는 수요와 시장상황에 의해 결정되며 이표는 지급되지 않는다. CTZs는 24개월로 발행되는 무이표채권이다. CCTs는 변동금리로 발행되는 7년 만기 국채로 이표는 6개월 단기국채의 수익률을 근거로 연 2회 지급된다. CCTs는 1991년 3월부터 발행되기 시작하였고 CCT와 CCTeu로 구분된다. BTPs는 중장기국채로서 3, 5, 10년의 중기로 발행되거나 15, 30년의 장기로 발행되는데 중기로 발행되는 경우가 더 많다. BTP€is는 유로존 인플레이션에 연동되는 국채로서 5, 10, 15, 30년 만기로 발행된다.

<표 III-16> 이탈리아 국채 현황

종류	만기	remuneration	최소금액	경매형태	세율	상환	이표
BOTs	3/6/12개월	발행 시 할인	€1,000	competitive yield auction	12.5%	만기 시 액면 지급	무이표
CTZs	24개월	발행 시 할인	€1,000	marginal auction	12.5%	만기 시 액면 지급	무이표
CCTs/ CCTeus	7년	연2회 변동금리, 발행 시 할인가능	€1,000	marginal auction	12.5%	만기 시 액면 지급	변동금리
BTPs	3/5/10/15/30년	연2회 고정금리, 발행 시 할인가능	€1,000	marginal auction	12.5%	만기 시 액면 지급	-
BTP€is	5/10/15/30년	연2회 실질금리, 발행 시 할인가능, 만기 시 원금 재산정	€1,000	marginal auction	12.5%	만기 시 지급	유로존 인플레이션에 연동

자료: TESORO

<그림 III-23> 이탈리아 국채의 종류별 발행 규모

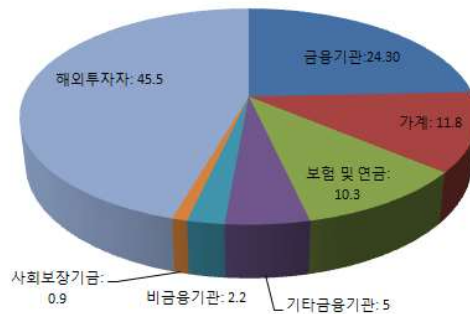


주 : 순발행규모는 2012년 4월까지이고, 발행잔액 비중은 2012년 5월말 현재 자료임  
 자료: Bank of Italy(2012A), TESORO

이탈리아 국채 발행잔액을 종류별로 살펴보면, 2012년 5월말 현재 중장기국채인 BTPs가 65.1%로 가장 높은 비중을 보이고 있으며, 그 다음으로 물가연동국채인 BTP€is가 7.84%, 변동금리 국채인 CCTs가 5.43%를 차지하고 있다.

2011년 이탈리아 국채의 투자자 비중을 살펴보면, 국내 투자자가 54.5%를 차지하며, 나머지 45.5%를 외국인투자자가 보유하고 있다. 다른 유럽국가와 마찬가지로 외국인투자자의 비중이 매우 높게 나타나는 특성이 있다. 그러나 2011년 하반기부터 외국인투자자 비중이 급감하였는데, 이탈리아 중앙은행에 의하면 2011년 6월 51.6%에서 2012년 2월 43.2%로 약 8%가량 감소하였고 특히, ECB의 보유물량을 제외하면 37%까지 하락한 것으로 나타난다.<sup>27)</sup> 국내 투자자는 주로 단기국채에 대한 보유비중이 높은 반면, 외국인투자자는 주로 중기 및 장기채에 대한 보유비중이 높은 특성을 나타내고 있다.

<그림 III-24> 이탈리아 국채 투자자 구성비  
(단위: %)



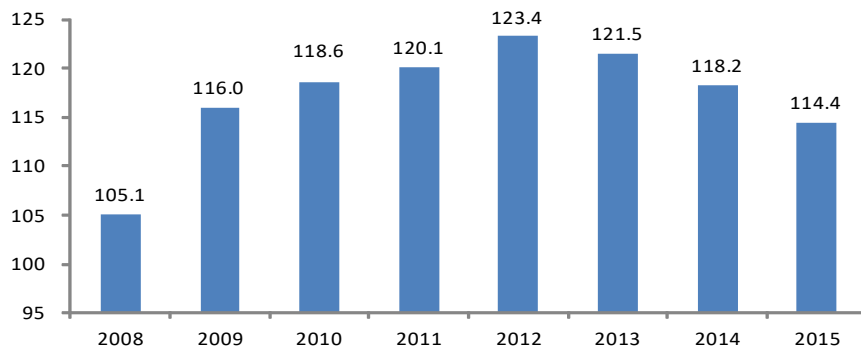
주 : 2012년말 기준  
자료: Bank of Italy(2012B)

27) Guzzo(2012)

이탈리아는 OECD 국가 중에서 GDP 대비 국가부채 규모가 그리스 다음으로 높은 국가로, 2008년 105.1%에서 2009년에는 116.0%로 크게 증가한 이후 지속적인 증가세를 보이고 있다. 이탈리아 재경부는 GDP 대비 국가부채 규모를 꾸준히 감축하여 2015년에는 114.4%로 2009년 이전 규모까지 줄이는 것을 목표로 하고 있다.

<그림 III-25> 이탈리아의 GDP 대비 국가부채 규모

(단위: %)



주 : 2008~2011년 자료는 MEF 웹사이트, 2012~2015년 자료는 MEF(2012)에서 인용  
 자료: MEF

## 나. 국채시장 관련 제도

### 1) 발행 관련 제도

이탈리아의 국채 발행은 Public Debt Consolidated Act(Decree of the President of the Republic of 30 December 2003 no. 398)의 Art.3 (L)에 근거해 이루어진다. 동 조항에 의하면, 이탈리아 재정부(Ministero dell'Economia e delle Finanze: MEF)는 예산법(budgetary law)에 의해 정해진 한도 내에서 국채를 발행할 수 있다. 예산법에는 국채의 연간 순

발행액과 총발행액에 대해 예산심의 시 의회의 승인을 받도록 되어있다. 국채 발행의 상한 한도 내에서 국채 신규발행 및 차환발행은 정부의 재량사항이다. 조기상환 또한 정부의 재량사항으로 자금이 허용하는 범위 내에서 가능하다.

## 2) 국가부채 관리 체계

이탈리아 국채는 재정부(MEF)의 발행 결정으로 재정부 산하 재무부(TESORO)의 Directorate II에서 발행 및 관리를 담당하고 있으며, 국채 발행시장에서 경매과정은 이탈리아 중앙은행이 담당한다.

TESORO의 Directorate II는 국가부채와 관련하여 다음과 같은 업무를 담당한다. 구체적으로 ① 국내 및 국제적 차원에서 국가부채 발행 및 관리, ② 국채상각펀드, 재무부 유동성 계정(Treasury liquidity account for treasury service), 국가부채 관련 유동성 보유액 등의 관리 ③ 국내 및 국제적 차원에서 국가부채의 관리상 문제점과 금융시장의 기능상 문제점 관리, ④ 공공기관, 지방정부기관, 주정부 통제 회사 등의 금융시장에 대한 접근의 조정 및 감독, 국가부채 관리와 관련된 문제 및 과도한 재정적자의 통제 절차 상 EU, OECD, IMF 등 국제기구와의 관계유지, ⑤ 신용평가기관과의 관계 유지 등의 업무를 담당한다. 또한 재무부는 이탈리아 국채투자자에 정보를 제공하기 위해 매년 국가부채관리지침(Public Debt Management Guidelines)을 발간한다.

## 3) 유통시장 관련 제도

이탈리아 국채의 유통시장은 MTS와 MOT로 구분되고, 개인투자자의 경우 MOT에서, 기관투자자의 경우 MTS에서 거래가 이루어진다. MOT는 1,000유로 또는 그 배수로 거래가 되며, MTS는 2,500만유로 이상의

규모로 거래가 이루어진다.

MTS는 이탈리아 국채를 위한 최초의 전자시장으로서 1988년에 설립되었고 1997년에 민영화되었다. 시장참여자는 기관투자자로 제한되어 있다.<sup>28)</sup> Euronext N.V.와 Borsa Italian S.p.A가 최대주주이며, 나머지 주주는 외국 금융기관이다. MTS는 지속적인 발행시장의 큰 변화, 즉 국채 발행 테크닉의 진화를 지원하는 환경을 조성하기 위해 도입되었다. MTS의 도입을 통해 firm sale 시스템에서 auction based 시스템으로 전환되었다. MTS는 Ministerial Decree(D.M.13 May 1999, no.219)에 의해 규제를 받는데, 이 규정에는 국채 도매시장의 인가, 시장규제 및 운영, 시장과 운영회사에 대한 감시, 국채전문딜러제도 운영 등의 내용이 포함되어 있다. MTS의 감독기구는 이탈리아 재정부, 이탈리아 중앙은행, CONSOB(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa)이다.<sup>29)</sup>

이탈리아 국채전문딜러(specialists in italian government bonds)제도는 1999년에 도입되었고, 이탈리아 재무부가 국채전문딜러를 지정하며 국채 경매 시 인수 업무와 전자유통시장에서 거래업무를 수행한다. Ministerial Decree No 216/2009의 article 28, paragraph 2와 Decree of the Public Debt General Director of 1st or March 2011, n.853355에 따르면 국채전문딜러가 업무를 수행할 수 있는 시장은 MTS로 지정하고 있다.

국채전문딜러는 다음의 두 가지 시장요건과 세 가지 조직요건을 갖추어야 한다. 우선 시장요건과 관련해서는, 국채 발행시장의 할당량은 경매를 통해 발행되는 연간 발행규모의 최소 3%이어야 하고, 유통시장에 효율적인 참여를 해야 한다. 다음으로 조직요건과 관련해서는, 감독목적상 자본요건은 최소 38,734,267유로이어야 하고, 이탈리아 국채의 정규화된

28) Cascino and Veglia(2007)

29) MEF, 2011, List of regulated markets and multilateral trading facilities eligible to evaluate activity carried out by specialists, Prot. DT 89918-11/11/2011.

도매시장에서 국채전문딜러로서의 자격요건을 갖추어야 하며, 조직구조가 국채전문딜러의 기능을 효율적으로 수행할 수 있도록 적합해야 한다.

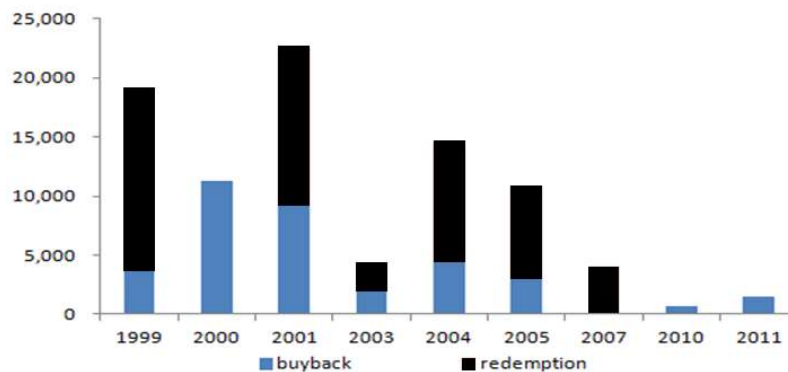
2011년말 현재 21개의 국채전문딜러가 지정되어 있고, 상위 5개 국채전문딜러는 Barclays Bank PLC, Banca IMI S.P.A, Unicredit Bank A.G., JP Morgan Securities LTD, Deutsche Bank A.G이다.

#### 4) 감채기금(Sinking Fund)

Sinking fund는 1993년 국가부채를 줄이기 위해 시장에서 국채를 상환하거나 재매입하기 위한 목적으로 설립된 펀드로서 MEF는 이탈리아 중앙은행에 522개의 sinking fund 계좌를 보유하고 있다<sup>30)</sup>

<그림 III-26> 이탈리아의 sinking fund 사용 내역

(단위: 백만유로)



자료: TESORO

30) TESORO, Report to parliament on the administration of the government bond sinking fund.

## 다. 개인용 국채제도

이탈리아의 경우 원칙적으로 개인투자자들은 모든 국채에 대한 직접 투자가 가능하고, 개인투자자를 위한 전용 국채를 발행하고 있지는 않다. 개인투자자가 국채 매입을 원할 경우 국채전문딜러를 통하여 매입하거나 개인투자자 전용시장인 MOT에서 거래할 수 있다.

## 9. 일본

### 가. 일반 현황

일본 국채(JGB)는 발행 근거법에 따라 크게 일반국채와 재정투융자국채(Fiscal Investment and Loan Program Bonds: FILP Bonds)로 구분된다. 일반국채는 신규 정부자금의 모집 및 기존 일반국채의 상환 등에 필요한 자금을 조달하기 위해 발행하는 국채로서 건설국채, 특레(적자)국채 및 차환국채로 구분된다. 이중 건설국채는 재정법에 근거하여 발행되는 국채로서 공공사업비, 출자금 및 대부금의 재원에 충당하기 위하여 국회의 의결을 얻은 금액의 범위 내에서 발행하는 국채이다. 다음으로 특레(적자)국채는 특별법에 근거하여 발행되는 국채로서 건설국채 발행에도 불구하고 재정적자가 발생하여 자금이 필요한 경우 발행하는 국채이며, 최소 발행을 원칙으로 하고 있다. 그리고 차환국채는 특별회계에 관한 법률에 근거하여 기 발행국채의 상환을 위해 발행되는 국채로, 정부는 국채의 정리 또는 상환을 위하여 예산으로 국회의 의결을 거친 금액을 한도로 차환국채를 발행하며, 최소 발행원칙이 적용되지 않는다.

재정투융자채권은 2001년 재정투융자 프로그램 개혁의 일환으로 도입된 채권으로 정부의 신용도로 발행되고 있으나 동 채권의 상환은 재정융자펀드(Fiscal Loan Fund)의 회수에 근거하여 이루어지도록 되어 있다.

한편, 일본 국채는 발행 구조 및 만기에 따라 단기채, 중기채, 장기채, 초장기채, 개인용 국채 및 인플레이션연동국채 등으로 구분된다. <표 III-17>에 정리된 바와 같이, 단기국채(Treasury Bill: TB)는 국채의 상환 및 차환을 위해 6개월과 1년 만기의 할인채로 발행되는데, 6개월채는 매달, 1년채는 연 3회씩 발행된다. 중기채는 2년과 5년 만기의 이표채로 매월 발행된다. 장기채인 10년채 또한 이표채로 매월 발행된다. 초장기국채는 15년, 20년, 30년, 40년 만기의 네 종류로 발행되는데, 초장기국채 중 15년 만기는 변동금리부채인 반면 20, 30, 40년 만기는 고정금리부 이표채이다. 초장기채의 발행주기는 만기별로 다르다. 20년채는 매월 발행되며, 15년채와 40년채의 경우 분기별로 발행되는 반면, 30년채의 경우 연 8회씩 발행되고 있다.

개인용 국채(JGB for individual investors)는 개인투자자의 국채 투자를 보다 용이하게 하고 투자자 저변 확대를 위해 2003년 3월에 10년 만기 변동금리부채로 최초 발행되었다. 이후, 5년과 3년 만기 고정금리부채가 각각 2007년 10월과 2010년 7월부터 추가로 발행되고 있다. 개인용 국채는 개인에 한하여 1만엔 단위로 일반 금융기관 및 우체국에서 구입할 수 있다.

인플레이션연동국채의 경우 CPI(Consumer Price Index)와 연동되어 인플레이션 리스크를 회피하거나 시장에서의 예상 인플레이션율을 관찰하기 위한 수단으로 이용하기 위해 2004년 3월 도입되었다. 인플레이션연동국채는 발행이후 CPI가 상승하면 인플레이션율에 따라 국채가격 상승하는 특징을 가지고 있다. 동 채권은 금융기관과 해외정부기관, 해외법인만이 보유할 수 있다.

<표 III-17> 일본 국채의 발행조건

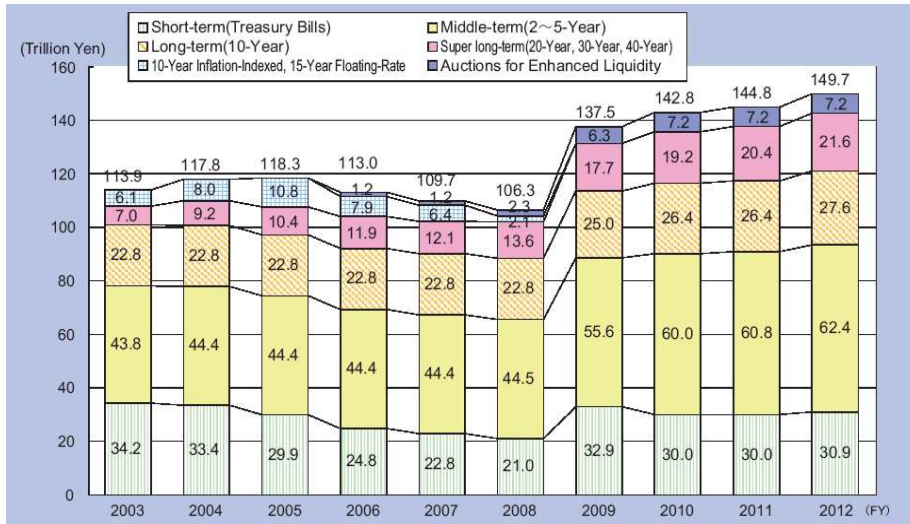
종류	단기채	중기채	장기채	초장기채			개인용국채	인플레이션연동채
				15년 (변동금리채)*	20년, 30년	40년		
만기	6개월, 1년	2년, 5년	10년	15년 (변동금리채)*	20년, 30년	40년	3년, 5년 (고정금리채), 10년 (변동금리채)	10년*
발행 형태	할인채	이표채	이표채	이표채	이표채	이표채	이표채	이표채
최저 액면 가액	1,000만엔	5만엔	5만엔	10만엔	5만엔	5만엔	1만엔	10만엔
발행 방법	공모, BOJ Switch	공모, OTC 판매		공모			OTC 판매	공모
경매 방식	경쟁입찰(가격)/conventional 방식					경쟁입찰 (수익률)/ Dutch 방식	-	경쟁입찰 (수익률)/ Dutch 방식
발행 빈도	매월 (6개월채), 연3회 (1년채)	매월	매월	분기별	매월 (20년채), 연8회 (30년채)	분기별	월별 (3년채), 분기별 (5년채, 10년채)	매2개월

주 : 15년 만기 변동금리채와 10년 만기 인플레이션연동채는 각각 2008년 5월과 8월 이후 발행되지 않고 있다.

자료: Ministry of Finance Japan(2007, 2011, 2012)

일본의 국채발행은 2004년 이후 2008년까지 감소 추세를 보였으나 2009년 이후부터 다시 증가세를 보이고 있다. 글로벌 금융위기 이전에 재정건전화를 위하여 축소되었던 국채발행이 글로벌 금융위기 이후 경기활성화 등을 위해 다시 증가했기 때문이다. 2012년 일본 국채 발행규모는 150조엔으로 전년에 비해 약 3.4% 증가한 규모이다.

<그림 III-27> 일본 국채 종류별 발행 추이



자료: Ministry of Finance Japan(2012)

2012년 현재 발행된 국채의 평균 만기는 7.9년으로 2010년 이후 일본 국채의 만기가 장기화하는 추세를 보이고 있는데, 10년 만기 이상의 장기채 및 40년 만기를 포함한 초장기채의 발행이 꾸준히 증가했기 때문이다.

<그림 III-28> 일본 국채의 평균 만기 추이

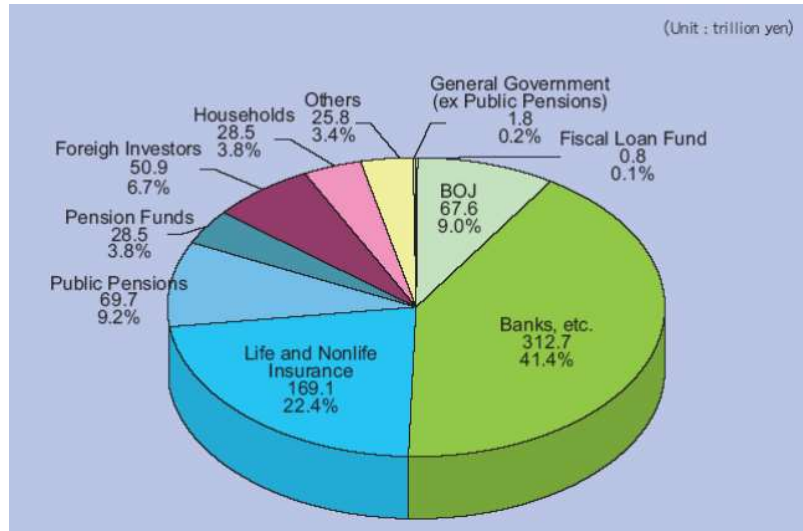


자료: Ministry of Finance Japan(2012)

2012년 현재 일본 국채는 은행, 증권사 등의 국내 투자금융기관이 40% 이상을 보유하고 있다. 일본 정부는 투자금융기관의 속성에 따른 거래의 쏠림현상을 방지하기 위해 보험사, 연기금, 개인 및 외국인투자자 등으로 투자자 저변을 확대하기 위해 노력하고 있다. 2011년과 비교해보면, 국내 투자금융기관의 비중은 45%에서 41%로 감소한 반면, 보험사와 외국인의 비중은 각각 20.2%에서 22.4%, 4.8%에서 6.7%로 증가하였다.<sup>31)</sup>

31) Ministry of Finance Japan(2011, 2012)

<그림 III-29> 일본 국채의 투자자 현황



자료: Ministry of Finance Japan(2012)

## 나. 국채시장 관련 제도

### 1) 발행한도 관련 제도

일본의 국채 관리정책은 다음의 두 가지 목표를 가지고 있다. 첫째, 국채발행을 통해 원활하고 안정적인 국가 재원 조달을 도모함과 동시에 금융시장의 혼란을 방지한다. 둘째, 중기 및 장기적 조달비용의 최소화를 통해 국민의 세금부담을 경감한다.

헌법 제85조에서 국비를 지출하거나 국가가 채무를 부담할 때에는 국회의 의결을 따르도록 규정하고 있다. 이에 따라 신규재원용 국채의 발행한도에 대해서는 국회 승인이 필요한데 반해 차환재원용 국채의 발행에 대해서는 국회의 승인이 요구되지 않는다. 신규재원용 국채에는 건설국채와 특례(적자)국채가 있으며, 차환재원용 국채에는 차환국채가 포

함된다. 국채의 상환은 정부 일반회계예산 중 국채비(國債費)와 차환국채의 발행을 통해 이루어지는데, 전자의 경우 국회의 승인이 요구되나 후자의 경우 그 발행한도에 대해 국회의 승인이 요구되지 않는다.

종류별 일본 국채의 발행근거법은 <표 Ⅲ-18>에 제시된 바와 같다.<sup>32)</sup>

**<표 Ⅲ-18> 일본 국채의 발행근거법**

종류	근거법
건설국채	재정법
특례(적자)국채	특별법
차환국채	특별회계에 관한 법률
재정투융자국채	특별회계에 관한 법률

우선, 건설국채의 발행은 재정법(財政法, public finance law)에 의해 규정되고 있다. 재정법 제4조 제1항에 의하면 일반회계의 세출에 충당하기 위한 국채의 발행을 원칙적으로 금지되나, 예외적으로 공공사업비, 출자금 및 대부금의 재원에 대해서는 국채(건설국채)의 발행 또는 차입을 허용하고 있다.<sup>33)</sup> 동 법률 조항에서 건설국채에 대한 발행한도는 국회의 승인을 받은 범위 내에서 가능하도록 규정하고 있다.<sup>34)</sup> 여기서, 국

32) 각 법령 원문은 일본총무성이 운영하는 종합행정포털사이트에서 제공된다. (law.e-gov.jp/cgi-bin/idxsearch.cgi)

33) 재정법은 국가의 세출은 원칙적으로 조세 등을 통해서 이루어져야한다는 非募債主義를 취하고 있는 한편, 공공사업비, 출자금 및 대부금의 재원으로 되는 경우에 한하여 공채를 발행하거나 차입금을 할 수 있도록 건설공채의 원칙을 규정하고 있다. (한국법제연구원, 2009)

34) 이는 건설국채 발행액이 공공사업비, 출자금 및 대부금 총액의 범위내로 한정되어 있는데 비해 발행액 한도설정의 기초가 되는 공공사업비의 범위가 출자금이나 대부금처럼 확일적으로 규모를 확정하기가 곤란하여 매 회

회가 승인하는 발행한도(ceiling amount)는 일반회계예산의 조항으로 정부는 발행한도에 대한 국회의 승인을 얻기 위해 발행될 건설국채의 상환계획을 국회에 함께 제출해야 한다. 상환계획에는 매 회계연도별 상환금액, 상환방법 및 상환기간 등이 포함되어야 한다.

특례(적자)국채는 매 회계연도별로 재정적자 발생이 예상될 때 제정되는 특별법에 의해 국회의 승인을 받은 금액의 범위 내에서 발행된다. 즉, 건설국채의 발행만으로는 세입부족이 예상될 경우 경상경비를 충당하기 위해 특례국채의 발행이 가능하며, 최소발행원칙이 적용된다. 특례국채는 신규재원용 국채로 그 발행한도에 대해 국회의 승인을 받아야 하며, 이를 위해 건설국채와 동일하게 상환계획이 국회에 제출되어야 한다.<sup>35)</sup>

다음으로, 차환국채의 발행은 “특별회계에 관한 법률”에 근거하여 이루어진다. 차환국채는 “국채정리기금”을 통해 발행되는데, 발행한도액에 대해 국회의 승인이 불필요하며, 상환계획의 제출도 요구되지 않는다.<sup>36)</sup> 이와 같이 건설국채 및 특례국채와 달리 차환국채의 발행에 대해 사전적인 국회 승인을 요구하지 않는 이유는 다음과 같다. 첫째, 차환국채의 발행으로 전체 국채발행잔액이 증가하지 않기 때문이며, 둘째, 금융시장 상황에 따른 신속하고 유연한 차환국채의 발행이 필요한 경우, 시간적 제약으로 인해 차환국채의 상환계획이나 발행금액에 대한 국회의

계연도 국회의 의결을 받도록 되어 있기 때문이다.

35) 구체적으로, 평성 22년도(2010년)의 재정운영을 위한 공채 발행의 특례 등에 관한 법률 제1항과 제3항에서 특례국채의 발행과 관련된 조항을 살펴보면 다음과 같다. 제1항: ‘정부는 재정법 제4조 제1항 단서의 규정에 의해 발행하는 공채 외, 평성 22년도의 일반회계 세출의 재원에 충당하기 위해, 예산으로 국회의 의결을 거친 금액의 범위 내에서 공채를 발행할 수 있다.’ 제3항: ‘정부는 제1항의 의결을 거치고자 할 때는, 동항의 공채 상환계획을 국회에 제출하여야 한다.’

36) 특별회계에 관한 법률 제46조 제1항: ‘국채정리기금특별회계에서는 각 연도에 국채의 정리 또는 상환을 위해 필요한 금액을 한도로 차환국채를 발행할 수 있다.’

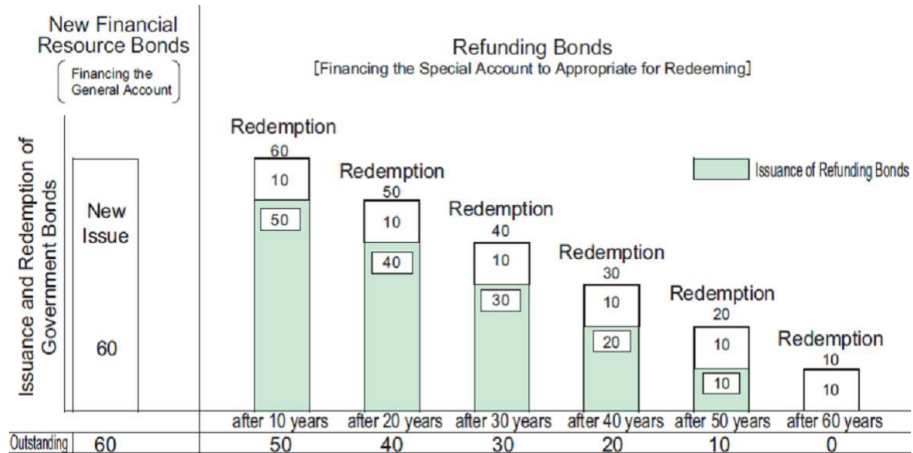
사전승인을 얻는 것이 적합하지 않기 때문이다. 한편 국채상환 집중으로 인한 시장영향을 해소하기 위해 특별회계에 관한 법률 제47조에서 차년도의 국채 상환을 위한 차환국채의 발행이 가능하도록 규정하고 있는데, 이 경우에는 국회로부터 발행 금액에 대한 승인을 받도록 되어 있다.<sup>37)</sup>

김용민(2008)에 의하면 이러한 차환국채의 발행은 실질적인 국채만기의 연장을 의미하는데, 이것은 일본국채의 상환이 60년 상환률(60-year redemption rule)에 의해 이루어지고 있기 때문이다. 60년 상환률이란 건설국채가 만기에 관계없이 실질적으로 60년에 걸쳐 완전 상환되는 방식을 의미하는데, 건설국채에 의해 매입된 자산의 평균 경제적 감가기간(average economic depreciation period)이 대략 60년이라는 점에 기인한다. 예를 들어, 10년 만기 건설국채가 60억엔 발행된 경우, 만기인 10년 뒤에 10억엔만 일반회계로부터 상환하고, 나머지 50억엔은 10년 만기 차환국채를 발행하여 상환한다. 10년 만기 차환국채 50억엔의 상환은 다시 만기에 10억엔은 일반회계로부터 이루어지며, 나머지 40억엔은 다시 차환국채를 발행하여 상환한다. 결과적으로 이러한 과정을 반복하여 처음 발행된 건설국채 60억엔은 일반회계와 차환국채를 통해 60년에 걸쳐 상환되는 구조를 갖게 된다.

---

37) 특별회계에 관한 법률 제47조: ‘국채정리기금 특별회계에서는 익연도에 국채의 정리 또는 상환을 위해 예산으로 국회의 의결을 거친 금액을 한도로 차환국채를 발행 할 수 있다.’

<그림 III-30> 60년 상환률에 의한 일본 국채 상환



자료: Ministry of Finance Japan(2009)

마지막으로, 재정투융자국채의 발행은 “특별회계에 관한 법률”에 근거하여 이루어지는데, 건설국채 및 특례국채와 마찬가지로 재정투융자국채의 발행한도에 대해서는 국회의 사전승인이 요구되며, 이를 위해 정부는 국회에 동 국채의 상환계획을 제출해야 한다.<sup>38)</sup>

## 2) 국채정리기금(Government Debt Consolidation Fund: GDCF)<sup>39)</sup>

국채정리기금특별회계는 국채 및 차입의 이자지급과 원금상환 등을 위해 “특별회계에 관한 법률(특별회계에 관한 법률 제3절)”에 근거해 설치된 특별계정이다. 안정적이고 투명한 국채 상환을 위해 국채정리기금

38) 특별회계에 관한 법률 제62조 제1항: ‘재정융자자금계정에서, 재정융자자금의 운용재원에 충당하기 위해 필요한 경우에는 동 계정의 부담으로, 공채를 발행 할 수 있다.’ 제2항: ‘전항의 규정에 의한 공채 발행의 한도액에 대하여는 예산으로서 국회의 의결을 거쳐야 한다.’

39) 이하의 내용은 ‘특별회계에 관한 법률 제3절’에 기초하여 작성되었다.

특별회계의 세입과 세출은 일반회계로부터 독립되며 재무장관에 의해 관리된다. 재정투융자국채를 제외한 건설국채와 특례국채 등의 일반국채는 일반회계에서 세입재원을 조달하기 위해 발행되지만 동 채권에 대한 이자지급 및 원금상환은 모두 국채정리기금특별회계에서 이루어진다. 따라서 국채정리기금은 감채기금(sinking fund)의 역할을 담당하고 있다. 국채정리기금특별회계에서 상환을 위한 재원은 주로 차환국채의 발행수입금과 일반회계로부터의 이월금을 통해 조달되는데, 일반회계로부터의 이월금은 크게 다음 세 가지 형태로 구분할 수 있다.

- ① 60년 상환률에 의해 이전 회계연도말 기준 국채발행잔액의 1/60에 해당하는 금액이 일반회계로부터 이월됨 (특별회계에 관한 법률 제42조 2항)<sup>40)</sup>
- ② 국채의 원활한 상환을 위해 필요한 경우 예산에서 정해진 금액범위 내에서 일반회계에서 국채정리기금특별회계로 이월됨 (특별회계에 관한 법률 제42조 5항)<sup>41)</sup>
- ③ 각 회계연도의 발생한 잉여금 중 최소 1/2이 국채정리기금특별회계로 이월됨<sup>42)</sup>

동 특별회계의 잉여금은 국채 및 투융자펀드에 투자할 수 있다.<sup>43)</sup>

---

40) 일반회계예산 세출의 '국채비(國債費)'에 해당한다.  
(財務省, 2011; 재무성 웹사이트  
[www.mof.go.jp/about\\_mof/mof\\_budget/special\\_account/kokusaiseiri/kokusaiseiri\\_5.htm](http://www.mof.go.jp/about_mof/mof_budget/special_account/kokusaiseiri/kokusaiseiri_5.htm))

41) 재무성은 이 조항을 재량적 이월(discretionary transfer)로 지적하고 있다.  
(Ministry of Finance Japan, 2008)

42) 동 내용은 재정법 제6조에 근거하고 있는데, 동 법조항에 의하면 일반회계의 잉여금은 잉여금 발생 후 2년 이내에 국채의 상환 및 차입금 반환에 사용되어야 한다.

43) 특별회계에 관한 법률 제12조, 제45조

### 3) 조기상환제도

특정연도의 국채만기집중 해소 및 국채시장의 유동성 향상을 목표로 이루어지는 국채의 조기상환은 “국채증권매입소각법”에 근거해 이루어진다. 2002년 법개정으로 정부가 유연하게 조기상환을 실시할 수 있게 되었으며, 조기상환에 대한 사전 또는 사후적인 국회 보고 의무는 없다.<sup>44)</sup>

글로벌 금융위기 이전 일본 국채의 조기상환은 2008년에 집중되었던 국채만기 해소에 초점이 맞추어져 있었다. 이를 위해 일본 정부는 2003년부터 2008년에 만기가 도래하는 국채에 대한 조기상환을 실시하였는데, 특히, 2006년부터는 조기상환 대상이 모든 국채로 확대되었다.

글로벌 금융위기 이후에는 조기상환제도가 주로 국채시장의 수요와 공급 간 균형을 조정함으로써 국채시장의 유동성 향상을 위해 활용되고 있다. 이로 인해, 최근 몇 년 동안의 조기상환은 리먼 사태 이후 유동성이 급감한 10년 만기 물가연동국채와 15년 만기 변동금리부국채에 초점이 맞추어져 왔다.

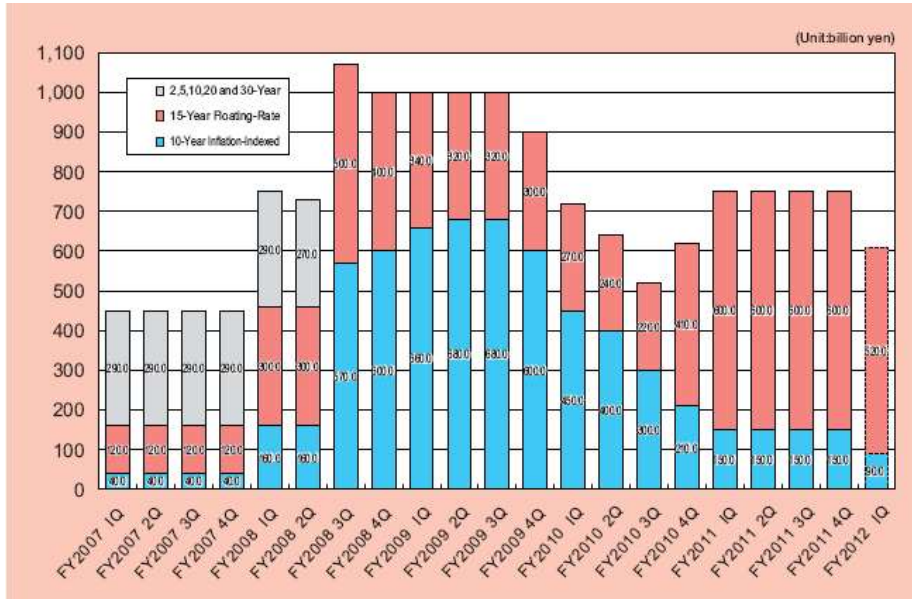
조기상환의 재원은 앞서 언급된 GDCF에 의해 주로 조달되는데, 글로벌 금융위기 이후 조기상환 물량이 크게 확대되어 2006년에 1.8조엔에서 2009년 4조엔으로 두 배 이상 증가하였다. 또한 2012년에는 물가연동국채와 15년 만기 변동금리부국채를 중심으로 3조엔 정도의 국채를 조기상환 하였다.

---

44) 국채증권매입소각법 제1조 제1항: ‘정부는 매년 예산의 국채비(국채의 원리금상환비용) 이내에서 국채증권을 매입하거나 소각할 수 있다.’ 제2항: ‘전항의 매입은 계산상 이익이 있다고 인정될 때 그 외 국채정리의 원활한 실시를 위해 필요하다고 인정될 때 할 수 있다.’

<그림 III-31> 일본 국채의 조기상환 추이

(단위: 십억엔)



자료: Ministry of Finance Japan(2011)

#### 4) 유동성 공급입찰(auction for enhanced-liquidity) 제도

유동성 공급입찰 제도는 국채시장의 유동성 향상을 목적으로 2006년 4월에 도입된 보충적 수단(supplementary measure)으로서 유동성이 낮은 국채종목을 추가적으로 재발행(re-opening)하는 제도이다. 글로벌 금융위기 이후 크게 하락한 국채의 유동성 제고를 위해 경매횟수가 월 1회에서 2회로 증가되었으며, 경매당 발행 물량 또한 기존 1,000억엔에서 2009년 7월에 3,000억엔으로 확대된 바 있다.

&lt;표 III-19&gt; 유동성 공급입찰 개요

대상종목	10년, 20년, 30년 만기 국채 중 잔존만기 5~29년 종목
입찰참가자	PD(국채시장특별참가자)
기타	입찰, 입찰마감, 결과공표 등은 기타 국고채 입찰과 동일

#### 다. 개인대상 국채제도

일본은 국채발행량이 지속적으로 증가함에 따라 2003년부터 개인들만 구입할 수 있는 “개인대상 국채” 제도를 도입하였다. 개인대상 국채 제도의 목적은 개인의 국채 보유 유도 및 국채보유자 다양화로 안정적인 국채시장 형성과 원활한 발행물량 소화를 위해서이다.

개인대상 국채는 2003년 3월에 10년 만기 변동금리형으로 최초 발행되었으며, 수요 확대를 위해 5년과 3년 만기 고정금리부형 개인용 국채가 각각 2007년 10월과 2010년 7월부터 추가로 발행되고 있다. 개인대상 국채는 개인만이 보유할 수 있으며, 거주자뿐 아니라 비거주자도 보유 가능하다. 2007년 7월부터 특정 증여신탁의 수탁자인 신탁은행과 신탁업무를 영위하는 금융기관도 개인대상 국채를 보유할 수 있게 되었다.

개인용 국채는 최저금리보증제를 적용하여 최저연이율로 0.05%를 설정하고 있다. 10년과 5년 만기 개인대상 국채는 년 4회 발행되고 있으며, 3년 만기 개인대상 국채는 매월 발행되고 있다. 구입은 증권회사, 은행 등에서 할 수 있으며, 이들 금융기관에 국채계좌를 개설하여 관리한다. 개인대상 국채의 최저 액면금액은 1만엔이며, 1만엔의 정수배로 구입할 수 있고, 구입금액에 상한은 없다.<sup>45)</sup> 2006년 1월 이후에 발행되는

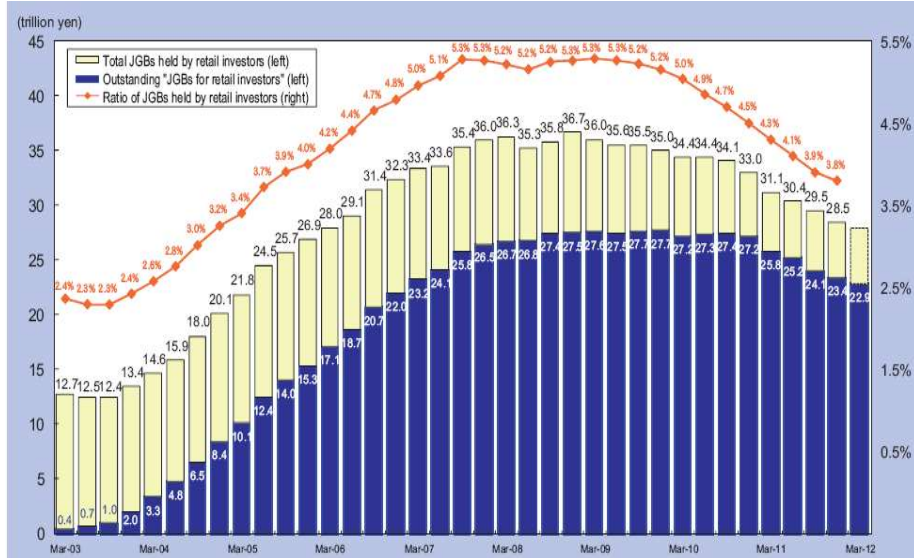
45) 개인투자자가 쉽게 구입할 수 있도록 일반국채(액면가 5만엔)와 달리 1만엔으로 투자할 수 있도록 매매단위를 소액화하였다.

개인대상 국채의 이자는 매년 발행월과 발행월의 6개월 후의 15일에 지급된다. 개인대상 국채는 구입 후 일정기간 이내에는 투자자가 원칙적으로 중도상환을 받을 수 없다. 10년 만기 변동금리채와 3년 만기 고정금리채는 발행 후 1년, 5년 만기 고정금리채는 발행 후 2년이 경과해야 투자자가 중도상환을 받을 수 있다. 다만, 계좌 명의인의 사망 등 특별한 경우에는 예외를 인정하여 중도상환 제한기간 중에도 상환 받을 수 있다. 개인대상 국채는 발행일 이후 언제든지 다른 개인에게 양도가 가능하며, 다른 취급기관에 계좌를 개설하고 있는 경우에도 가능하다. 개인대상 국채도 다른 국채와 마찬가지로 장애인 등의 소액저축비과세제도 및 특별소액저축비과세제도를 적용받는다.

개인용 국채는 은행 예금상품보다 높은 수익률과 안정성을 바탕으로 수요가 증가하여, 가계의 국채 보유비중이 2003년 3월말 2.3%에서 2009년 3월말 5.2%대로 2배 이상 증가한 바 있다. 하지만 최근 전반적으로 금리수준이 하락함에 따라 개인용 국채에 대한 수요가 부진하여 보유비중이 4% 수준으로 감소하고 있는 실정이다. 이에 일본 정부는 전술된 3년 만기 고정금리채 도입, 10년 만기 변동금리채에 대한 쿠폰이자율 계산 공식 개선 및 만기 전 중도상환에 따른 불이익 감소 등과 같은 개인용 국채에 대한 수요 촉진 정책을 추진한 바 있다.

<그림 III-32> 일본의 개인 국채보유 추이

(단위: 조엔)



자료: Ministry of Finance Japan(2012)

## 10. 싱가포르

### 가. 일반 현황

대부분의 국가에서 정부세출을 위해 국채를 발행하는 것과 달리 싱가포르는 균형재정정책과 수년간 지속되어 온 예산잉여로 인해 정부세출을 위해 국채를 발행하지 않는다. 싱가포르 국채(Singapore Government Securities: SGS)의 발행 목적은 회사채 평가를 위한 국채수익률곡선의 제공, 금융기관의 효율적 위험관리를 위한 유통시장 성장 촉진, 국내외 투자자들의 싱가포르 채권시장 참여 확대 등이다.

SGS는 단기채와 장기채로 구성된다. 단기채인 Treasury bill(T-Bill)은 3개월, 6개월, 1년 만기의 할인채로 발행되며, 액면가는 1,000싱가포르달러이다. 반면, 장기채인 SGS Bond는 2, 5, 10, 15, 20, 30년 만기로 발행된다. SGS Bond는 6개월에 한 번씩 이자를 지급하는 이표채이며, 액면가는 T-Bill과 동일하게 1,000싱가포르달러이다.

**<표 III-20> 싱가포르 국채(SGS) 유형**

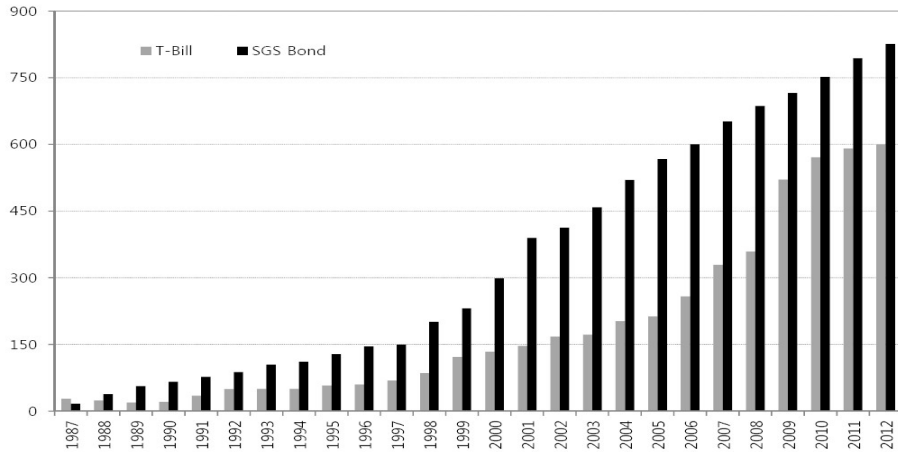
	T-Bill	SGS Bond
발행자	싱가포르정부	싱가포르정부
만기	3개월, 6개월, 1년	2년, 5년, 10년, 15년, 20년, 30년
이자율	할인채	고정 쿠폰
이자지급주기	없음	매 6개월
최소액면	1,000싱가포르달러	1,000싱가포르달러

자료: SGS 웹사이트(<http://www.sgs.gov.sg/index.html>)

SGS의 발행잔액은 1998년 이후 지속적으로 증가하고 있는데, 2012년 말 기준 SGS의 총발행잔액은 1,426억싱가포르달러로 1998년 대비 7배 이상 급증하였다. 그 중 T-Bill의 발행잔액이 600억싱가포르달러이고, SGS Bond의 발행잔액이 826억싱가포르달러이다.

<그림 III-33> 싱가포르 국채의 종류별 발행잔액

(단위: 억싱가포르달러)



자료: SGS 웹사이트 (<https://secure.sgs.gov.sg/fdanet/IssuanceData.aspx>)

## 나. 국채시장 관련 제도

### 1) 발행한도 관련 제도

싱가포르 국채발행의 근거법은 Local Treasury Bills Act(LTBA)와 Government Securities Act(GSA)이다. 우선, SGS Bond 발행은 GSA 제 11조에 근거하여 이루어지는데, 발행한도(debt ceilings)는 국회가 의결하여 대통령에 의해 승인된다.<sup>46)</sup> 다음으로, T-Bill 발행은 LTBA 제3조에 근거하여 이루어지는데, T-Bill에 대한 발행한도(debt ceilings) 역시 국회가 의결하여 대통령에 의해 승인된다. SGS의 발행은 MAS(Monetary Authority of Singapore)가 담당하고 있는데, MAS는 매년 정해진 발행한도 내에서 SGS Bond와 T-Bill을 발행할 수 있다.<sup>47)</sup>

46) MAS (2012A)에 의하면 2011년말 SGS Bond의 발행한도는 320조싱가포르달러이다.

## 2) 국채 상환 및 조기상환(early redemption) 제도

T-Bill에 대한 원금상환과 SGS Bond에 대한 이자지급 및 원금상환은 각각 LTBA 제7조와 GSA 제23조와 제24조에 근거해 이루어지는데, 동 법률에서 국채 상환과 관련하여 국회의 승인이 요구되지 않는다.

SGS Bond의 만기 전 조기상환은 GSA 제24A조에 근거해 이루어지는데, MAS가 조기상환에 필요한 내용을 사전 공고하는 것 외에 국회에 사전 보고 또는 사후 통제를 받지 않는다.

## 3) 국채 발행 및 상환을 위한 독립기금

전술한 바와 같이, 싱가포르의 균형재정정책과 수년간 지속되어 온 예산잉여로 인해 정부세출을 위해 국채를 발행하지 않는다. 이로 인해 국채의 발행 및 상환을 위한 독립기금인 국채증권펀드(Government Securities Fund: GSF)가 설립되어 있다. T-Bill과 SGS Bond의 발행 수익금 및 동 수익금의 투자를 통한 수익금은 모두 GSF에 편입된다.<sup>48)</sup> 동 펀드의 사용용도는 국채의 이자지급과 원금상환으로 제한되며, 정부세출에는 사용할 수 없도록 되어 있다. GSF 설치 및 운용에 대한 근거법령은 GSA 제3조~제10조이다.

## 4) 국채의 시장 발행 제도

T-Bill과 SGS Bond의 발행은 공모입찰을 통해 이루어진다. 3개월 T-Bill은 매주 월요일, 6개월 T-Bill은 격주 월요일에 발행되며, 입찰 3명

47) MAS (2012A)에 의하면 2011년말 T-Bill의 발행한도는 60조싱가포르달러이다.

48) 국채발행을 통한 수익금은 GIC(Government of Singapore Investment Corporation)과 Temasek Holdings와 같은 정부자산에 투자된다. (MAS, 2011)

업일 전에 SGS 웹사이트에 입찰정보가 공고된다. 1년 만기 T-Bill과 SGS Bond의 발행은 매년 초 공고되는 입찰계획(issuance calendar)에 의해 발행되는데, 입찰은 발행일 3영업일 전에 이루어지며, 입찰 1주일 전에 SGS 웹사이트에 입찰정보가 공고된다. T-Bill과 SGS Bond의 공모입찰은 경쟁입찰과 비경쟁입찰이 병행되며, 경쟁입찰 시 인수가격은 최고낙찰금리(cut-off yield)에 의한 단일가격으로 결정된다. T-Bill과 SGS Bond 입찰에서 총 발행물량의 40%가 비경쟁입찰에 배정된다.

### 5) 채권 거래 관련 규제시스템

싱가포르에서는 국채, 회사채, ABS, RP의 시장에 대해 MAS가 규제를 담당하고 있는데, Securities and Futures Act 및 Singapore Government Securities Act를 근거로 규제가 이루어진다.

싱가포르 국채의 거래를 활성화하고 가격투명성을 증진하기 위해 MAS는 2005년 7월 SGS를 위한 E-bond 플랫폼을 개설하였다. E-bond 플랫폼은 Bloomberg Professional Service을 통해 제공되며, 해외 투자자들이 SGS primary dealer의 제시호가와 거래량을 실시간으로 확인할 수 있도록 하고 있다. 또한 싱가포르 국채의 straight-through-processing (STP) 전자거래플랫폼으로서의 역할도 담당하며, SGS primary dealer에 거래플랫폼을 제공한다.

### 다. 국채시장 안정화를 위한 정책

시장상황에 따른 입찰수요에 대한 탄력적인 대응을 위해 2009년에 auction safeguard 제도를 도입하였다(MAS, 2012A). 동 제도에 따르면, MAS는 필요에 따라 비경쟁입찰을 통해 국채입찰에 참여할 수 있다.

MAS의 인수예정금액을 해당 채권의 입찰공고 때 발표하게 되며, 이때 실제 인수금액은 변경가능하다. 만약 최고낙찰금리가 시장수익률보다 25bp 이상 낮으면 (높으면) MAS가 비경쟁입찰 참여금액을 낮춤으로써 (높임으로써) 예상보다 강한 (약한) 국채입찰에 탄력적으로 대응한다. 이러한 auction safeguard 제도는 발행시장으로부터 촉발되는 유통시장의 변동성을 완화하는데 그 목적이 있다.

SGS Bond의 발행 시 MAS는 새로운 채권을 발행하거나, 과거에 발행된 채권을 지표채권(benchmark issue)으로 재발행(re-opening)할 수 있다. 이러한 재발행제도를 통해 낮은 유동성을 갖는 비지표(off-the-run) 채권 수를 줄이고 시장유동성을 지표채권에 집중시킬 수 있다. 예를 들어, 과거에 5년 만기로 발행되어 비지표(off-the-run)가 된 국채가 발행 3년 후 2년 만기 지표(on-the-run benchmark) 국채로 재발행 될 수 있다. 재발행제도는 SGS Bond에 한해서 이루어지며, T-Bill은 재발행되지 않는다. 전년도말에 발표되는 SGS Bond의 입찰일정에 입찰예정 채권별로 신규발행인지 혹은 기존 종목의 재발행인지가 공표된다.

싱가포르 중앙은행으로서 MAS는 필요 시 유통시장에서 국채의 직접 매매를 통한 시장조작을 할 수 있다(MAS, 2007, 2012B). 지급준비금 및 결제에 대한 개별은행의 자금수요를 충족시키기 위한 전체 은행시스템의 충분한 유동성 유지를 위해 일단위로 자금시장조작(money market operations)을 수행한다. MAS의 자금시장조작은 주로 국채에 대한 RP/Reverse RP 거래, 은행에 대한 직접 대출과 차입, 단기 T-Bill 발행 등을 통해 이루어지며, 필요 시 국채의 직접 매입과 매도(outright purchase/sale of SGS)를 통해 은행시스템의 유동성을 조절할 수 있다.

## 11. 주요국 국채제도 비교

### 가. 발행한도

국채 발행과 관련하여 대부분의 선진국은 의회가 승인하는 방식을 도입하고 있는데, 승인 대상 채무의 범위와 승인방식에 있어서는 차이를 보이고 있다. 미국, 덴마크 및 싱가포르 등은 국채 관련 법률을 제정하고 동 법에서 총 국가채무한도잔액을 명시적으로 설정하는 방식을 도입하고 있다. 국가부채한도의 변경은 법 개정을 통해 증액이 가능하며 법에서 설정한 한도는 대부분 국채 잔액을 포함한 총국가채무로 법에서 동 개념을 명시하고 있다. 미국의 경우 2011년과 2013년에 국가부채가 법적 한도에 육박했음에도 불구하고 의회에서 재정법 개정을 하지 않아 재정지출이 연기되고 국가신용등급이 하락하는 문제가 발생하기도 하였다. 이와 같이 국가총부채한도를 관련법에서 명시적으로 설정하는 방식은 재정지출이 크게 증가하는 경우에 정치적인 요인으로 탄력적 대응이 어렵다는 단점이 있다.

캐나다의 경우 추밀원에서 잔액기준 총부채한도를 결정하고 실질적인 국채발행은 내각에서 결정되며, 발행 실적에 대하여 의회에 사후적 보고가 이루어진다. EU 국가들의 경우에는 대부분 내부적으로는 예산 승인 과정 등을 통해 국가부채 잔액이나 GDP 대비 국가부채 비율을 통제받고 있다. 한편 EU 국가들은 Maastricht Treaty에 근거하여 GDP의 일정 수준으로 국가부채를 관리하고 있다. 국회 승인의 경우 연간 총부채잔액을 승인받고, 당해 연도 발행총액이나 상환 및 조기상환 등은 국가부채를 관리하는 정부가 결정하도록 되어 있다. 영국의 경우에는 정부의 순차입한도를 의회로부터 승인받는 제도를 운영하고 있다. 재정상황을 고려하여 재무부가 DMO로 하여금 조기상환 등을 탄력적으로 할 수 있는 제도가 마련되어 있다.

일본의 경우에는 차환용 국채는 의회의 승인없이 발행할 수 있도록 되어 있고 건설국채와 적자국채 등과 같은 신규재원용 국채의 경우 국채 발행한도와 상환계획을 국회에 제출하여 승인받도록 되어 있다. 차환 국채는 국채정리기금에 의해 발행되고 발행한도에 대해 국회의 승인이 요구되지 않는다. 이와 같은 제도의 취지는 차환국채의 경우에는 정부채무가 증가하지 않기 때문에 재정건전성에 영향을 미치지 않기 때문이다.

이상에서 살펴본 바와 같이, 대부분의 선진국들은 발행잔액이나 순차입 한도 등에 대해 국회의 승인을 받고 동 한도 내에서의 국채발행에 대해서는 정부에게 권한을 위임하고 있다. 발행조건이나 규모 등에 대해 정부가 결정하도록 하는 것은 시장상황에 따라 장기적인 관점에서 정부의 조달비용을 절감할 수 있도록 탄력성을 부여하기 위한 것이다. 반면, 한국은 국가재정활동으로 발생하는 수입과 지출을 모두 예산에 계상하도록 하는 예산총계주의 원칙하에 국가재정법에서 국채와 차입금의 한도액을 규정하여 회계연도에 발행할 수 있는 국채의 발행총액에 대해 국회의 승인을 받도록 하고 있다. 다만 기존의 국채를 새로운 국채로 대체하기 위하여 필요한 경우에는 예산총칙에서 정한 한도액을 초과하여 국채를 발행할 수 있도록 허용하고 있다.<sup>49)</sup> 하지만 이 경우에도 국회에 사전 보고를 하는 제도를 운영하고 있다. 이와 같이 우리나라의 현행 국채 발행제도에서는 차환이나 교환도 국회 승인을 받아야 하기 때문에 탄력적인 발행전략에 제약으로 작용할 가능성이 있다.

---

49) 국가재정법 제20조 제2항

<표 III-21> 주요국의 국채 발행한도 및 국채제도 비교

국가	국채 발행한도 관련 기준	국채 발행권한	조기상환 및 교환제도
미국	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 31 U.S. Code(Public Debt)에 근거하여 의회가 정부의 총 채무한도(total debt ceiling)를 통제</li> <li>- 총 채무한도는 회계연도별로 별도 설정하지 않고 총 잔액 개념으로 설정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국채 발행규모는 의회의 승인 대상이 아니며 의회가 정한 국가채무한도의 범위 내에서 재무부가 연간 국채 발행규모를 결정</li> <li>- 재무부는 연간 1회 공공채무 보고서를 작성하여 상원에 보고</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 차환, 조기상환 및 교환 등은 공공채무법에 근거하여 재무부의 재량에 의해 이루어짐</li> <li>- 장기적인 예산 측면에서 조기상환이 유리하다고 판단하면 조기상환을 추진</li> </ul>
캐나다	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 매년 국가부채 잔액을 추밀원(privy council)에서 승인</li> <li>- 국가부채 총 한도 내에서 재무부장관이 국채 발행권한을 가짐</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국가채무한도내에서 이루어진 국채 발행은 의회 통제를 받지 않음</li> <li>- 실제 조달 및 사용은 Debt Management Report 및 Public Accounts of Canada를 통해 보고됨</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 재무부의 재량에 의해 조기상환 프로그램을 운영하고 있음</li> <li>- 정기적인 국채 재매입을 추진하고 있음</li> </ul>
영국	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 매년 정부 예산에 순차입요구(net financing requirement) 수준을 포함하여 의회의 승인을 받음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 길트채의 발행은 순차입요구 수준 이내에서 DMO 가 결정함</li> <li>- 국채의 종류나 구성에 대해 의회 통제 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 재정흑자 등이 발생하거나 길트채의 유동성 제고를 위해 DMO가 국채 조기상환을 할 수 있음</li> <li>- 조기상환은 재무부와 DMO 가 결정</li> </ul>
프랑스	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 매년 국채 발행잔액의 한도를 예산안에 반영하여 의회의 승인을 얻음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 승인받은 국채 잔액 한도 내에서 재무부가 국채를 발행</li> <li>- 연간 국채 발행의 한도나 국채발행 종류 등에 대한 의회의 통제는 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기간별로 발행비용에 급격한 변화가 생기는 것을 방지하기 위하여 재무부의 재량 하에 국채의 조기상환을 실시함</li> </ul>

<표 III-21> 주요국의 국채 발행한도 및 국채제도 비교(계속)

국가	국채 발행한도 관련 기준	국채 발행권한	조기상환 및 교환제도
독일	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국채발행 근거는 독일기본법에 명시하고 있음</li> <li>- 총 국가채무한도를 의회가 승인</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 의회가 승인한 총 국가채무한도 내에서 연방 재무부의 재량으로 국채를 발행</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 조기상환제도를 도입하지 않고 있음</li> </ul>
스웨덴	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 채무한도와 관련한 국회 통제가 존재하지 않음</li> <li>- 예산 승인시 정부 예산을 주로 관리하고 있음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국가채무의 구성과 내용은 재무부가 가이드라인으로 설정</li> <li>- 각료회의에서 국채발행 관련 의사결정은 하고 있음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국채 조기상환은 Swedish Debt Office에게 결정 권한이 있음</li> </ul>
덴마크	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 정부부채총액을 법으로 정하고 있음</li> <li>- 발행한도는 국내외 국채발행 총액에서 정부펀드와 중앙은행 예치금을 차감한 정부부채 총액을 기준으로 산정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국채발행은 재무부가 결정하며, 국채발행 실무는 덴마크국립은행이 담당</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 재무부의 재량하에 국채 조기상환을 할 수 있음</li> </ul>
이탈리아	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 예산심의시에 국채 순발행액을 기준으로 국회 승인을 받음</li> <li>- Maastricht Treaty에 근거하여 GDP의 일정수준으로 국가부채를 관리하도록 협약을 체결</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국채발행의 상한 한도 내에서 국채의 신규발행이나 차환발행은 정부의 재량사항</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국채 조기상환은 정부의 재량사항이며, 자금이 허용하는 범위 내에서 국채의 조기상환이 가능</li> </ul>
일본	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 신규재원용 국채의 발행한도는 의회승인이 필요하지만 차환재원용 국채의 의회승인 불필요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국채의 유형에 따라 발행한도와 발행 권한이 다름</li> <li>- 국채발행 업무는 재무성에서 담당</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 차환국채 발행은 의회 승인 없이 정부가 결정</li> <li>- 조기상환에 대해 국회에 사전 또는 사후 의무 보고 없음</li> </ul>
싱가포르	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 정부세출을 위한 국채는 발행하지 않고 있음</li> <li>- 국채 관련 법률에 국채발행잔액이 설정되어 있음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 법에 정해진 한도 내에서 MAS가 국채의 종류와 발행규모를 결정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 조기상환은 필요한 내용을 사전에 공시함</li> <li>- 조기상환에 대한 의회 승인은 받지 않음</li> </ul>

## 나. 조기상환제도

World Bank<sup>50)</sup>에 따르면 국채의 차환이나 조기상환과 같은 유동성 관리수단은 유동성이 낮은 채권의 유동성을 제고시키고, 유통시장 활성화를 통해 정부의 조달비용을 절감시키며, 국채 포트폴리오의 위험을 감소시키는 한편 투자저변을 확대하는 효과를 기대할 수 있다. 대부분의 선진국은 국채의 유동성을 제고하기 위해 조기상환제도를 도입하고 있는데, 의회 승인 없이 정부의 재량에 의해 조기상환제도를 운영할 수 있는 권한을 부여하여 시장 여건을 감안한 탄력적 제도 운영의 효과를 도모하고 있다.

우리나라의 경우에는 조기상환에 대해서도 국회에 사전 승인을 받도록 되어 있어 제도운영에 제약이 존재한다. 따라서 시장상황에 따라 탄력적인 조기상환이 이루어질 수 있도록 제도를 개선할 필요가 있다.

대부분의 국가들은 조기상환에 따른 장부상 손실이 발생하더라도 장기적인 관점에서 국가부채조달에 이익이 되는 경우에는 조기상환을 허용하고 있다. 조기상환시점의 이자율이 발행시점의 이자율에 비해 낮은 경우에는 조기상환에 따른 장부상 손실이 발생할 수 있으나 신규 발행 채권이 낮은 이표로 발행되어 장기적으로는 이득이 될 수 있다. 미국의 경우 1999년 9월 조기상환과 관련한 proposal rule을 제시하고 이에 대한 다양한 의견을 청취하는 간담회를 개최하고 장기적인 예산 측면에서 조기상환이 유리하다고 판단하면 조기상환을 추진할 수 있다는 결론을 도출하였다.

향후 우리나라에서도 조기상환에 따른 손익에 대한 다양한 검토를 통해 조기상환의 기본적인 정책을 수립하고 장기적으로 정부조달비용을 절감하는 경우에 조기상환 정책을 추진하는 것이 바람직하다.

50) World Bank (2010)

### 다. 개인용 국채 시장

국채의 투자저변 확대와 개인의 저축을 확대하는 방안의 일환으로 미국, 일본, 영국, 캐나다 및 독일 등의 국가에서 개인용 국채제도를 도입하고 있다. 개인용 국채를 도입한 국가들의 경우 개인들이 투자할 수 있는 개인전용 국채제도를 운영하고 있는데 개인의 투자가 가능하도록 투자단위를 소액화하며 일반 국채에 비해 수익성을 높이는 대신 환매에 대한 제약을 두고 있다. 영국과 미국의 경우에는 개인의 국채투자에 대해 일정한 세제혜택을 부여하는 제도를 도입하기도 한다. 개인용 국채 투자의 접근성을 제고하기 위해 인터넷을 통한 판매나 창구판매 등의 제도를 도입하고 있는 국가도 있다. 개인용 국채제도를 도입하지 않는 국가의 경우에도 개인의 국채투자를 원활하게 하기 위한 온라인투자기반의 마련 등을 추진하고 있다.

개인용 국채는 정부의 입장에서는 국채 투자의 저변을 확대하는 수단으로 활용될 수 있고, 개인투자자의 관점에서는 안전자산에 대한 투자 및 저축의 수단으로의 기능을 하고 있다. 그러나 개인용 국채에 대한 다양한 인센티브 도입에도 불구하고 대부분의 국가들의 개인용 국채 비중은 감소하는 추세를 보이고 있는데, 이는 개인용 국채의 경우 연간 한도와 중도 환매시의 불이익 등과 같은 투자를 제약하는 요인이 존재하기 때문이다. 또한 개인의 자본시장 투자가 확대되면서 개인용 국채 뿐만 아니라 일반 국채에 대한 접근성이 제고되어 안전자산을 선호하는 개인고객의 경우에도 상대적으로 유동성이 높은 일반국채에 대한 투자가 가능하기 때문이다. 마지막으로 민간부문에서 다양한 투자 상품이 발전함에 따라 상대적으로 고수익을 제공하는 상품으로의 쏠림현상도 개인용 국채의 활성화에 제약요인이 되고 있다.

개인의 국채투자 확대는 투자자의 저변을 확대하고 기존의 기관투자자와는 다른 투자성향을 지닌 투자자 층을 마련한다는 측면에서 매우 중요한 요소이다. 개인의 국채투자 활성화 대안에는 개인을 대상으로 한 국채를 도입하는 방안과 기존 국채에 대한 개인투자자에게 인센티브를 제공하는 방안이 검토될 수 있다.

개인용 국채를 도입하기 위해서는 개인의 장기투자 유도를 목적으로 한 다양한 상품의 개발을 고려할 수 있다. 예를 들어, 만기가 10년 이상의 장기 개인용 국채를 도입하여 일정한 이자소득을 정기적으로 지불하는 상품이나 복권식 채권의 상품 도입도 검토될 수 있을 것이다. 하지만 개인용 국채의 경우 세제혜택이나 높은 이자율을 제공하지 못할 경우에 상품성을 제고하는데 한계가 존재한다. 외국의 사례에서 나타난 바와 같이 다양한 인센티브에도 불구하고 개인용 국채의 장점이 상대적으로 감소하고 있는 점은 국내에도 시사하는 바가 크다.

따라서 일반국채에 대한 개인 투자의 확대를 유도하는 방안이 보다 현실적인 대안이 될 수 있을 것이다. 이를 위해서는 개인이 인터넷을 통해 일반 국고채를 직접 사고 팔 수 있는 플랫폼을 도입하여 개인투자자의 국고채 투자에 대한 접근성을 제고할 필요가 있으며, 은행을 포함한 다양한 금융기관의 창구를 통한 국채투자가 가능하도록 제도화할 필요가 있다. 또한 증권회사의 개인투자 중개 실적에 따라 개인 국고채 투자 전문 증권회사를 지정하고 선정된 증권회사에 대한 우선적 물량 배정 등과 같은 방안도 고려될 수 있을 것이다.

<표 III-22> 주요국의 개인용 국채제도의 비교

국가	개인용 국채제도	개인용 국채의 특성	개인 국채투자 인센티브
미국	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 개인의 장기저축을 위해 도입</li> <li>- 기명식 등록방식으로 양도에 제약이 존재</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 30년 할인채인 EE 시리즈와 인플레이션 조정기능이 내재된 30년 만기채권인 I 시리즈가 발행되고 있음</li> <li>- 환매에 제약이 존재함</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 개인투자 활성화를 위해 인터넷을 통한 매매시스템 도입</li> <li>- 일정 조건을 만족시키는 경우 면세혜택 부여</li> </ul>
영국	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 일반 국채의 판매단위를 소액화하여 개인의 투자가 용이하게 상품화</li> <li>- 저축투자청이 장기저축 활성화와 개인의 국채투자 저변 확대를 위해 개인용 저축성 국채를 도입</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 정해진 수익률로 만기동안 매월 이자가 지급되는 Guaranteed Income Bonds, 고정수익률을 적용받지만 이자소득이 지급되지 않고 원금에 가산되어 가치가 점차 증가하는 Guaranteed Growth Bonds, 복권형태의 premium bond 등 다양한 유형의 저축성 국채 도입</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 저축계좌의 도입 및 일부 면세제도 도입 등을 통해 저축성 국채의 활성화를 도모</li> </ul>
캐나다	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 개인 저축 확대를 위해 저축성 국채제도를 도입</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 정기이자지급 저축성 국채와 복리이자지급 저축성 국채가 있음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 세제혜택 제공</li> <li>- 개인들의 퇴직 대비 저축과 퇴직 후 소득보장 수단으로 활용</li> </ul>
일본	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국채 투자자 저변확대 및 개인의 장기저축 활성화를 목적으로 도입</li> <li>- 개인만이 투자할 수 있는 개인용 국채를 도입</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 5년만기 고정금리형과 10년만기 변동금리형이 발행되었음</li> <li>- 2년 만기, 5년 만기, 10년 만기 고정금리형 일반국채를 개인에게 판매</li> <li>- 환매에 제약이 존재함</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 창구판매방식 개인용 국채는 모든 금융기관 창구에서 개인에게 판매</li> </ul>
독일	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 개인의 저축증대 등을 목적으로 저축성 국채 도입</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Federal Savings Note(6년 만기 연리지급, 7년만기 누적수익률을 원금만기시 지급), German government day-bond(할인채)</li> <li>- 상품에 따라 환매에 제약이 존재함</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 금융기관에서 개인을 대상으로 판매</li> <li>- German Finance Agency에서 인터넷으로 매입 가능</li> </ul>



## IV. 국내 국채제도에 대한 정책적 시사점

---

1. 국채 발행절차 개선
2. 국채시장 안정화 방안



## IV. 국내 국채제도에 대한 정책적 시사점

### 1. 국채 발행절차 개선

본고에서 제시하고자 하는 국채 발행절차 개선의 기본 방향은 다음과 같다. 우선 국채 발행에 대하여 국채 발행잔액이나 순발행액에 대해 국회가 승인하는 제도를 운영하되, 세부 발행전략은 시장상황을 감안하여 정부가 추진할 수 있도록 위임하는 방향으로 국채 발행절차를 개선할 필요가 있다. 국회에서 승인받은 국가부채 한도 내에서 정부의 재량 하에 다양한 만기의 국채 발행전략과 차환전략을 추진함으로써 국채시장의 안정화를 도모할 수 있을 것이다.

다음으로 조기상환과 교환은 국가부채의 변동을 초래하지 않으며 정책의 타이밍이 매우 중요한 국채관리 전략이라는 점을 감안하여, 정부의 재량 하에 추진할 수 있게 하고 국회에 사후적인 보고를 하는 방식으로 개선할 필요가 있다. 또한 조기상환의 경우 발행시점의 금리와 조기상환시점의 금리에 따라 조기상환에 따른 손실이 발생할 가능성이 있다. 이에 대해서는 장기적으로 국가부채 조달비용 절감 효과에 대한 검토를 거쳐 조기상환의 조건을 설정하는 방안을 마련할 필요가 있다.

위와 같은 방향성을 기준으로 삼아 현행 제도를 개선하여 국채발행의 증가에 따른 부작용을 최소화하면서 탄력적인 발행을 통해 국채조달비용을 최소화하는 방향으로 국채발행 승인제도를 개선할 필요성이 있다. 이를 위해서는 국가재정법을 개정하여 순발행액 또는 잔액을 기준으로 국회 승인을 받는 제도를 도입해야 한다. 본 연구는 국가개정법 개정 방안으로 연간 순발행액에 대해 국회가 승인하는 방안과 국채 총잔액을 기준으로 하는 방안을 제시하고자 하며 각 대안별 내용과 장단점은 아래와 같다.

“대안 1”은 국회의 국채 발행한도 승인 대상을 연간 국채 순발행액으로 대체하는 방안으로, 국가재정법 제20조를 개정하여 예산총칙에 국채와 차입금의 한도를 회계연도의 총발행액에서 상환분을 차감한 국채 순발행액으로 정의하는 방안이다. 동 방안에서는 당해 연도 적자국채 발행금액 내에서 수행된 매입 상황은 발행총액의 예외로 허용된다. 조기상환 및 교환에 대해서는 정부에 재량권을 주는 대신 국채관리에 대한 사후적인 보고를 하는 방안을 고려할 수 있다. 이러한 방안이 도입될 경우 현행의 국가재정법의 기반을 유지하면서 차환 및 조기상환에 대한 정부의 운영 탄력성을 제고할 수 있다는 장점이 있다.

다음으로 “대안 2”는 국채 발행잔액을 기준으로 국회의 승인을 받는 방안으로, 국채발행의 의회승인을 현행의 발행액 기준에서 잔액 기준으로 개정하는 내용을 골자로 한다. 동 방안은 정부의 재량 하에 시장상황을 감안한 탄력적인 국채의 발행과 상환을 통해 조달비용을 절감하는 효과를 기대할 수 있을 것이다.

순발행액이나 국채 발행잔액을 기준으로 국회 승인을 받는 제도를 도입될 경우, 국가부채의 증가에 대해 국회가 적정하게 통제하는 수단을 마련함과 동시에 탄력적인 국채발행전략을 추진할 수 있다는 효과를 기대할 수 있다. 순발행액을 통제하는 제1안의 경우에는 정부가 발행과 상환을 포함한 조달계획을 수립하고 순증규모를 추정하여 계획을 수립할 수 있다는 장점이 있다. 국가 재정조달의 탄력성을 높이면서 조달과 상환에 대한 사후적인 보고 등을 통해 국가재정조달의 투명성을 제고하는 방안이 될 수 있을 것이다. 국채 총발행잔액을 기준으로 승인을 받는 제2안의 경우에는 잔액 기준의 계획을 수립하여 연중 발행 및 상환의 탄력성이 제고될 수 있을 것이다. 하지만 상대적으로 연중 발행 구조에 대한 투명성이 낮고 법으로 총부채한도 등을 설정하는 경우 탄력적인 대응에 제약이 존재할 수 있다. 따라서 순발행액을 기준으로 국회의 승인을 받

는 제도가 보다 바람직한 방안으로 고려될 수 있을 것이다.

한편, 조기상환제도의 탄력적인 운영을 위해서는 대체가격 기준으로 조기상환이 이루어질 수 있도록 허용할 필요가 있다. 예를 들어 기존에 101원으로 발행된 국채가 실세금리가 하락하여 110원으로 유통되고 있고 이를 109원에 조기상환한다면, 시가에 근거하여 1원의 절감효과가 있음에도 불구하고 장부가와 조기상환 가격의 차이인 8원만큼의 손실이 계상된다. 전술한 바와 같이, 대부분의 국가들은 장부상의 손실에도 불구하고 조기상환을 통해 장기적으로 이자비용의 절감을 거두는 경우 조기상환을 할 수 있다는 내부적인 기준을 마련하고 있다. 차환발행 또한 이자 절감 등으로 인하여 장기적으로 재정비용을 절감하는 방안이 될 수 있다. 따라서 장기적으로 재정비용을 감안한 조기상환 및 차환이 이루어질 수 있도록 대체비용에 근거한 기준이 마련될 필요가 있다. 시장가격에 근거한 조기상환 및 차환발행 기준을 사전에 규정함으로써 이 기준에 부합하는 경우 조기상환 및 차환발행을 추진할 수 있도록 해야 할 것이다.

## 2. 국채시장 안정화 방안

글로벌 금융위기 이후 급격한 자금 유출입이나 대외적인 요인에 기인한 국채시장의 변동성에 대응하기 위한 국채시장 안정화 방안의 중요성이 증가하고 있다. 특히 소규모 개방경제의 특성으로 인해 우리나라 금융시장은 대외적인 충격에 취약한 특성을 지니고 있다. 이에 따라 금융시장의 변동성에 대응하기 위한 국채시장의 안정성 제고 방안이 요구되는데, 국채시장 안정화의 기본방향은 시장원리에 의한 국채시장의 운영을 유지하되 대내외적인 충격에 대응하여 국채시장이 안정적으로 운

영될 수 있도록 국내 채권시장 여건에 적합한 안정화 방안을 마련하는 것이다. 위기상황이 발생한 후 시장안정화 조치를 취할 경우 그 효과가 크지 않기 때문에 시장상황에 대한 모니터링 시스템을 구축하고 단계적 대응 방안을 마련해야 할 것이다. 이와 더불어 국채에 대한 국내 투자수요를 확대하고 건전한 수요기반을 확대하는 방안도 마련되어야 할 것이다.

국고채의 투자저변 확대를 위해서는 개인 부문의 국채투자 활성화 방안이 마련될 필요가 있는데, 개인의 국고채 투자 확대를 위해서는 개인을 대상으로 하는 국고채 투자상품의 도입 보다는 일반국채에 대한 개인 투자의 확대를 유도하는 방안이 보다 현실적인 대안이 될 수 있을 것이다. 이를 위해서는 개인이 인터넷을 통해 일반 국고채를 직접 사고 팔 수 있는 플랫폼을 도입하여 개인투자자의 국고채 투자에 대한 접근성을 제고할 필요가 있으며, 은행을 포함한 다양한 금융기관의 창구를 통한 국채투자가 가능하도록 제도화할 필요가 있다. 또한 증권회사의 개인투자 중개 실적에 따라 개인 국고채 투자 전문 증권회사를 지정하고 선정된 증권회사에 대한 우선적 물량 배정 등과 같은 방안도 고려될 수 있을 것이다.

동시에 국고채 등에 투자하는 채권형 펀드시장의 활성화를 도모할 필요가 있다. 국내 채권형 펀드의 경우 기관투자자를 대상으로 한 사모 단독 매칭형 펀드가 주류를 이루고 있으며, 개인투자자의 비중은 상대적으로 낮은 상황으로 개인을 대상으로 하는 채권형 펀드의 활성화를 도모하여 국고채의 수요기반을 확대해야 할 것이다.

마지막으로 외국의 사례에서 보는 바와 같이 국채시장 안정화를 위해서는 중앙은행의 역할이 매우 중요하다. 국채시장안정기금의 설치와 같은 방안의 경우 도입과 운영에 시간과 비용이 소요되기 때문에 한국은행의 국채시장 안정화 기능의 강화가 보다 현실적인 방안이 될 수 있다. 위기상황 발생 시에 한국은행이 국채매입을 통해 시장안정성을 제고할 수 있도록 관련 근거를 마련해야 할 필요가 있다.

## 참 고 문 헌

---



## 참 고 문 헌

### <국내문헌>

- 국회예산정책처, 2012, 『국가재정법 이해와 해설』 .
- 국회예산정책처, 2012, 『주요국의 예산제도』 .
- 김용민, 2008, 일본의 국채발행과 국채관리정책에 대한 고찰, 『아시아연구』  
10권 1호.
- 김필규, 2011, 『국채시장의 만기구조 분석』 , Capital Market  
Perspective 3-1.
- 김필규·황세운·이효섭, 2011, 『KRX 채권유통시장 활성화에 관한 연구』 ,  
자본시장연구원 연구용역보고서.
- 박경훈, 2010, 영국 장기국채(Gilt) 시장의 특징과 향후 전망, 『해외경제  
정보』 제2010-24호.
- 박형수 외, 2008, 『경제·사회환경 변화에 대응한 국가채무 관리방안』 ,  
한국조세연구원.
- 손영환, 2012, 『일본은행의 국채보유 증가와 재정 우려』 , 국제금융센터.
- 송호신·김은정, 2009, 『주요국의 국가채무관리 비교 및 분석』 , 한국조세  
연구원 정책분석 09-04.
- 오승현·선정훈, 2008, 『국채 발행 및 상환 제도 개선방안』 , 한국증권학회  
연구용역보고서.
- 한국거래소, 2010, 『채권유통시장해설』 .

한국법제연구원, 2009, 『주요국가의 재정법제 연구: 일본의 재정관련 헌법조항을 중심으로』 .

한국은행, 『자금순환통계』 .

한양대학교 산학협력단, 2009, 『주요국의 소매 국채시장 현황과 시사점』 .

황세운·김필규·현석, 2011, 『단기국고채 발행방안』 , 자본시장연구원 연구용역보고서.

#### <해외문헌>

Agence Finance Trésor (France), 2008, *Annual report*.

Agence Finance Trésor (France), 2009, *Annual report*.

Agence Finance Trésor (France), 2010, *Annual report*.

Andriltzky, J.R., 2012, Government bonds and their investors: what are the facts and do they matter?, IMF Working Paper(June).

Austin, D.A., Levit, M.R., 2009, The debt limit: history and recent increase, *Congressional Research Service* (April 7).

Bank of England, 2010, *Red book*.

Bank of Italy, 2012B, *Supplements to the statistical Bulletin, Monetary and Financial Indicators, Financial Accounts, Volume XXII*.

Bank of Italy, 2012A, *Supplements to the statistical bulletin, Monetary and Financial Indicators: Financial Market, Volume XXII*.

- Blommestein, Hans. J., 2009, *Responding to the crisis: changes in OECD primary market procedures and portfolio risk management*, IMF *Financial Market Trend*.
- Cascino, A., Veglia, R.D., 2007, *Italian public debt management: the secondary market*, Treasury Department.
- Danmarks Nationalbank, 2002-2011, *Danish government borrowing and debt*.
- Debt Management Office (U.K.), 2009, *DMO Annual review 2008-2009*.
- Department of Finance Canada, 2008-2009, *Debt management report*.
- Department of Finance Canada, 2009-2010, *Debt management report*.
- Department of Finance Canada, 2010-2011, *Debt management report*.
- Financial Bureau, 2011, *Ministry of Finance, Debt management report*.
- FRB, 2011, *Flow of fund account*.
- FRB, 2012, *Improvement the measurement of cross-Border securities holding: the treasury international capital SLT*, *Federal Reserve Bulletin* 98(May).
- Guzzo, V., 2012, *Recent developments and implications from changes in the investor base for Italian government bonds*, International Monetary Fund.
- IMF, 2003, *Guidelines for public debt management*.
- MAS(Monetary Authority of Singapore), 2002, *A guide to singapore government securities*.
- MAS(Monetary Authority of Singapore), 2007, *Monetary policy operations in Singapore*.

MAS(Monetary Authority of Singapore), 2011, *Singapore government borrowings: An Overview*.

MAS(Monetary Authority of Singapore), 2012A, *A guide to Singapore government bond market guide*.

MAS(Monetary Authority of Singapore), 2012B, *A guide to SGS primary dealer operations*.

MEF(Ministero dell'Economia e delle Finanze, Italy), 2012, *Economic and financial document, Section I: Italy's Stability Programme*.

MEF(Ministero dell'Economia e delle Finanze, Italy), 2007, *Italian government bond specialists: evaluation criteria for the period*.

MEF(Ministero dell'Economia e delle Finanze, Italy), 2012, *Ranking of specialists in government bonds year*.

Ministry of Finance(Japan), 2006, *Guide to japanese government bonds*.

Ministry of Finance(Japan), 2008, *Debt management report*.

Ministry of Finance(Japan), 2009, *Debt management report*.

Ministry of Finance(Japan), 2011, *Debt management report*.

Ministry of Finance(Japan), 2012, *Debt management report*.

Riksgälden, 2012, *Basis for evaluation of central government debt management(annual report)*.

Riksgälden, 2012, *Sweden's central government debt(Monthly report)*.

Riksgäldskontoret, 2012, *Guidelines for central government debt management*.

TESORO, 2012, *Guidelines for public debt management*.

TESORO, *Report to parliament on the administration of the government bond sinking fund.*

World Bank and IMF, 2007, *Strengthening debt management practices: lessons from country experiences and issues going forward.*

World Bank, 2010, *Liquidity management.*

Yoshino Naoyuki, 2008, *Bond Market Development in Japan*, Keio University.

財務省, 日本 國債 News Letter 2009(4).

財務省, 2011, 日本の財政關係資料.

<웹사이트>

금융감독원	<a href="http://www.fss.or.kr">www.fss.or.kr</a>
금융위원회	<a href="http://www.fsc.go.kr">www.fsc.go.kr</a>
기획재정부	<a href="http://www.mosf.go.kr">www.mosf.go.kr</a>
코스콤(KOSCOM)	<a href="http://www.koscom.co.kr">www.koscom.co.kr</a>
한국거래소(KRX)	<a href="http://www.krx.co.kr">www.krx.co.kr</a>
한국은행	<a href="http://www.bok.or.kr">www.bok.or.kr</a>
Agence France Trésor	<a href="http://www.aft.gouv.fr">www.aft.gouv.fr</a>
Banca d'Italia	<a href="http://www.bancaditalia.it">www.bancaditalia.it</a>
Bank of Canada	<a href="http://www.bankofcanada.ca">www.bankofcanada.ca</a>
Bank of England	<a href="http://www.bankofengland.co.uk">www.bankofengland.co.uk</a>

Bank of Japan	<a href="http://www.boj.or.jp">www.boj.or.jp</a>
Banque de France	<a href="http://www.banque-france.fr">www.banque-france.fr</a>
Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH	<a href="http://www.deutsche-finanzagentur.de">www.deutsche-finanzagentur.de</a>
Danmarks National bank	<a href="http://www.governmentdebt.dk">www.governmentdebt.dk</a>
Department of Finance Canada	<a href="http://www.fin.gc.ca">www.fin.gc.ca</a>
Federal Republic of Germany Finance Agency	<a href="http://www.deutsche-finanzagentur.de">www.deutsche-finanzagentur.de</a>
Finansdepartementet	<a href="http://www.regeringen.se">www.regeringen.se</a>
Ministero dell'Economia e delle Finanze	<a href="http://www.mef.gov.it">www.mef.gov.it</a>
Monetary Authority of Singapore(MAS)	<a href="http://www.mas.gov.sg">www.mas.gov.sg</a>
OECD	<a href="http://www.oecd.org">www.oecd.org</a>
PDM	<a href="http://www.publicdebt.net.org/public">www.publicdebt.net.org/public</a>
Privy Council Office	<a href="http://www.pco-bcp.gc.ca">www.pco-bcp.gc.ca</a>
Riksbank	<a href="http://www.riksbank.se">www.riksbank.se</a>
Riksgälden	<a href="http://www.riksgalden.se">www.riksgalden.se</a>
SIFMA	<a href="http://www.sifma.org">www.sifma.org</a>
Singapore Government Securities(SGS)	<a href="http://www.sgs.gov.sg">www.sgs.gov.sg</a>

Social Security	<a href="http://www.socialsecurity.gov">www.socialsecurity.gov</a>
TESORO	<a href="http://www.dt.tesoro.it">www.dt.tesoro.it</a>
법령 원문 제공 사이트	<a href="http://statutes.agc.gov.sg/aol/home.w3p">statutes.agc.gov.sg/aol/home.w3p</a>
재무성	<a href="http://www.mof.go.jp">www.mof.go.jp</a>
총무성(總務省) 일본 법령 원문	<a href="http://law.e-gov.gp.jp/cgi-bin/idxsearch.cgi">law.e-gov.gp.jp/cgi-bin/idxsearch.cgi</a>