

# 재정흑자국의 국채시장 운영

2003. 6.

연구위원 오 승 현

연구위원 선 정 훈

연구위원 유 윤 주

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

## 序 言

1990년대 말 미국, 영국, 캐나다, 독일 등 주요 선진국들은 재정상황이 급속히 개선됨에 따라 대규모 재정흑자를 기록하게 되었다. 이로 인해 이들 국가들은 국채시장을 지속적으로 유지해야 하는 지에 대한 선택에 직면하게 되었다. 재정흑자국의 국채시장 유지 여부를 판단하기 위해서는 재정흑자 상황에서 국채를 발행하는데 따르는 비용과 편익을 고려하여 국채발행의 타당성을 검토해야 한다. 이 경우 국채발행을 통해 발생하는 잉여금의 활용방안에 대한 검토도 함께 병행되어야 한다. 본 보고서의 목적은 싱가포르, 홍콩, 호주, 아일랜드 및 미국의 사례연구를 통해 재정흑자국이 국채시장을 운영하는 정책이 타당성을 갖기 위한 조건과 국채발행 잉여금의 활용 방향을 제시하는 데 있다.

본 보고서는 먼저 재정흑자 상황에서도 국채시장을 유지하는 정책의 타당성에 대한 이론적 근거를 살펴보았다. 이어 싱가포르, 홍콩, 호주 및 아일랜드의 사례를 각국의 국채시장 운영 방식의 공통점과 차이점, 각국의 재정흑자 저축 방식을 중심으로 살펴보았다. 이들 국가들의 재정흑자 저축 방식의 공통점은 국채발행 잉여금이 정부의 정책적 목표와는 독립적인 투자운영 주체에 의해 위험-수익률 차원에서 운용되도록 하는 방안을 강구하고 있다는 점이다. 다음으로는 미국이 대규모 재정흑자를 경험했던 시기인 1997년부터 2000년 사이에 국채시장의 운영과 재정흑자의 관리에 대해서 미국에서 전개된 상황과 논리를 중심으로 살펴보았다. 마지막으로 본 보고서에서 논의된 내용들이 우리나라 국채시장 발전 방향에 대해 갖는 시사점을 제시하였다.

현재 우리나라 경제는 외형상 국민소득 1만 달러 수준에서 수년간 정체되고 있다. 그러나 이 기간은 우리나라가 선진국으로 탈바꿈하기

위한 질적인 변화를 모색하는 시기라고 보아야 할 것이다. 이러한 모색의 기간이 성공적으로 마무리되고 세계경제가 활기를 되찾는다면 우리나라의 재정흑자 기조는 정착될 것으로 예상된다. 본 보고서는 향후 우리나라의 재정흑자 기조가 정착될 경우 국채시장의 바람직한 방향을 설정하는데 도움이 될 것으로 생각한다.

본 보고서는 한국증권연구원의 오승현 박사, 선정훈 박사와 유윤주 연구원에 의해 작성되었다. 그러나 본 보고서의 내용은 연구진의 개인적 의견이며 한국증권연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2003년 6월  
한국증권연구원  
원장 박 상 용

# 목 차

---

---

I. 서론 .....	3
II. 재정흑자국에서 국채시장 운영의 타당성 .....	13
1. 재정흑자를 저축하는 것이 바람직한 경우 .....	13
2. 재정흑자를 저축하는 방안: 국채의 상환 vs 금융자산의 취득 .....	15
3. 국채시장의 기타 주요 역할 .....	17
III. 싱가포르의 국채시장 운영 현황 .....	21
1. 싱가포르 국채시장 개괄 .....	21
2. 발행 규모 .....	26
3. 유동성 유지 및 강화를 위한 조치 .....	28
4. 발행 잉여금의 운용 .....	30

<b>IV. 홍콩의 국채시장 운영 현황</b> .....	<b>37</b>
1. 홍콩 국채시장 개괄 .....	37
2. 발행 규모 .....	45
3. 유동성 유지 및 강화를 위한 조치 .....	48
4. 발행 잉여금의 운용 .....	49
<b>V. 호주의 국채시장 운영 현황</b> .....	<b>55</b>
1. 호주 국채시장 개괄 .....	55
2. 발행 규모 .....	59
3. 발행 잉여금의 운용 .....	62
4. 재정흑자시 CGS 시장 운영에 대한 세 가지 대안 .....	64
<b>VI. 아일랜드의 국채시장 운영 현황</b> .....	<b>71</b>
1. 아일랜드 국채시장 개괄 .....	71
2. 발행 규모 .....	74
3. 유동성 유지 및 강화를 위한 조치 .....	76
4. 발행 기금의 운용 .....	78

<b>VII. 미국의 국채시장 운영 현황</b> .....	<b>85</b>
1. 미국 국채시장 개괄 .....	85
2. 재정흑자 발생시 재정잉여금의 활용에 대한 논의 .....	88
3. 국가부채 감소시 국채시장 운영에 대한 논의 .....	92
<b>VIII. 우리나라의 국채시장 현황</b> .....	<b>97</b>
1. 우리나라 채권시장 개괄 .....	97
2. 채권시장의 유동성 강화를 위한 조치 .....	102
3. 우리나라 국가 채무 및 국채 발행의 현황 .....	104
<b>IX. 결론 및 시사점</b> .....	<b>111</b>
1. 외국의 사례에 대한 검토 .....	111
2. 재정흑자를 가정한 우리나라의 국채시장 적정 규모 .....	116
3. 국채발행 잉여금의 효율적 운용 방안 .....	126
<b>참 고 문 헌</b> .....	<b>131</b>
<b>&lt;부 록&gt; 싱가포르 통화청(MAS)의 Daily Repo Facility</b> .....	<b>139</b>

## 표 목 차

---

---

<표 III- 1> SGS 채권발행과 관련한 주요 특징 .....	24
<표 III- 2> SGS 발행잔액 .....	24
<표 III- 3> SGS 일평균 거래대금 및 회전을 .....	25
<표 III- 4> GSF의 누적 잉여금 및 운영 실적 현황 .....	33
<표 IV- 1> Exchange Fund의 주요연혁 .....	37
<표 IV- 2> Exchange Fund의 대차대조표 .....	39
<표 IV- 3> Exchange Fund의 발행채권 .....	40
<표 IV- 4> EFP 발행잔액 및 순발행액 .....	41
<표 IV- 5> EFP의 일평균 거래대금 및 회전을 .....	44
<표 IV- 6> 홍콩의 일반재정수지 추이 .....	45
<표 IV- 7> 홍콩의 재정수지 추이 및 전망 .....	46
<표 IV- 8> EFP 발행잔액의 GDP대비 비중 .....	47
<표 IV- 9> Exchange Fund의 누적 잉여금 현황 .....	49
<표 IV-10> Exchange Fund의 투자기준 .....	51
<표 IV-11> Exchange Fund의 투자수익 및 이자비용 .....	52
<표 IV-12> Exchange Fund 자산의 투자수익률 .....	52
<표 V- 1> CGS의 발행 추이 .....	56
<표 V- 2> 호주의 투자자 부문별 CGS 보유 현황 .....	57
<표 V- 3> 호주 연방정부의 재정흑자 및 순 부채 추이 .....	62
<표 VI- 1> 아일랜드 유로표시 국채발행 잔액 현황 .....	73
<표 VI- 2> 아일랜드 국채시장 유동성 지표 .....	74
<표 VI- 3> NPRF 장기 자산분배 및 벤치마크 .....	81

<표 VI- 4> NPRF 투자 수익률 .....	82
<표 VI- 5> NPRF 자본금 및 시가 변동 .....	82
<표 VII- 1> 미국국채 발행잔액 및 순발행액 .....	87
<표 VII- 2> 미 재무부 증권의 일평균 거래대금 및 회전을 .....	88
<표 VIII- 1> 채권발행잔액 추이 .....	97
<표 VIII- 2> 국고채권의 만기별 발행비중 .....	98
<표 VIII- 3> 채권종류별 일평균거래량 및 회전을 추이 .....	100
<표 VIII- 4> 투자자별 채권순매수 추이 .....	101
<표 VIII- 5> 국채선물 거래량 .....	103
<표 VIII- 6> 국가채무 추이 .....	106
<표 VIII- 7> 국별 국가채무 추이 .....	107
<표 VIII- 8> 국민연금 수입 및 지출 전망 .....	108
<표 IX- 1> 향후 10년간 경제전망에 따른 국채시장의 적정 규모 (경제개혁 성공시) .....	119
<표 IX- 2> 향후 10년간 경제전망에 따른 국채시장의 적정 규모 (경제개혁 지연시) .....	121
<표 IX- 3> 금융부문 자산 증가율과 적정 국채발행 .....	123
<표 IX- 4> 공무원연금 및 군인연금에 대한 국가채무 추정액 .....	126

## 그림 목 차

---

<그림 I-1> 미국의 10년 만기 스왑 스프레드의 추이 .....	4
<그림 I-2> 미국 재무부 채권 수익률 곡선의 시간에 따른 변화 .....	6
<그림 I-3> 재정흑자국의 국채시장 운영 타당성 검증 단계 .....	9
<그림 II-1> 정부의 최적 포트폴리오 .....	16
<그림 III-1> 채권 종류별 발행규모 추이 .....	21
<그림 III-2> SGS 발행 관련 지표 .....	26
<그림 IV-1> 홍콩의 은행간 금리 .....	42
<그림 IV-2> 홍콩의 재정수지 추이 및 전망 .....	46
<그림 V-1> 호주의 채권 종류별 발행 규모의 추이 .....	59
<그림 V-2> 호주 연방정부의 재정흑자 및 순 부채 추이 .....	63
<그림 VI-1> 아일랜드 채권발행 현황 .....	71
<그림 VI-2> GDP 대비 국가채무 비율과 전망 .....	76
<그림 VI-3> 아일랜드 인구구성 변동 추정 .....	79
<그림 VII-1> 미국의 통합 및 일반재정수치 추이 .....	87
<그림 VII-2> 1998년 미국의 예상 재정흑자 .....	90
<그림 VIII-1> 통합재정수지와 국채발행을 통한 보전 .....	104
<그림 VIII-2> 통합재정수지와 순국채발행 .....	105
<그림 VIII-3> 연도별 통합재정수지 추이 및 사회보장성기금 효과 .....	108
<부록 그림> MAS의 Daily Repo Facility .....	140

## 약 어 표

---

CGS: Commonwealth Government Securities  
CPF: Central Provident Fund  
EFP: Exchange Fund Paper  
GSA: Government Securities Act  
GSF: Government Securities Fund  
MAS: Monetary Authority of Singapore  
NPRF: National Pensions Reserve Fund  
NTMA: National Treasury Management Agency  
RBA: Reserve Bank of Australia  
SGS: Singapore Government Securities  
SSTF: Social Securities Trust Fund

## <Executive Summary>

1990년대 말 미국, 영국, 캐나다, 독일 등 주요 선진국들은 재정상황이 급속히 개선됨에 따라 대규모 재정흑자를 기록하게 되었다. 이로 인해 이들 국가들은 국채시장을 지속적으로 유지해야 하는 지에 대한 선택에 직면하게 되었다. 재정흑자국이 국채시장을 유지해야 하는 가를 판단하기 위해서는 재정흑자 상황에서 국채를 발행하는데 따르는 비용과 편익을 고려하여 국채발행의 타당성을 검토해야 한다. 이 경우 국채발행을 통해 발생하는 잉여금의 활용방안에 대한 검토도 함께 병행되어야 한다. 본 보고서의 목적은 싱가포르, 홍콩, 호주, 아일랜드 및 미국의 사례연구를 통해 재정흑자국이 국채시장을 운영하는 정책이 어떠한 경우에 타당성을 갖고 국채발행 잉여금을 어떻게 활용해야할 지에 대한 방향을 제시하는 데 있다.

먼저 재정흑자를 금융자산에 저축하는 정책과 재정흑자 상황에서도 국채시장을 유지하는 정책의 타당성에 대한 이론적 근거를 살펴보았다. 재정흑자를 저축할 것인가 소진시킬 것인가에 대한 판단은 재정흑자의 성격과 원천에 근거해야 하는데 정부의 자원 배분 기능, 경제안정 기능, 소득 재분배 기능 및 일시적인 자본의 수령 등 정부가 재정의 고유기능을 수행하는 과정에서 발생하는 재정흑자의 경우는 저축되는 것이 바람직하다. 재정흑자를 저축하는 방안은 국채를 상환하는 방안과 금융자산을 취득하는 방안이 있다. 정부를 하나의 투자 주체로 볼 경우, 정부는 위험-수익률

구조에서 최적의 투자 의사결정을 해야 하고, 그 결과로 얻어지는 정부의 위험자산 투자는 합리화될 수 있다. 재정흑자로 국채를 상환하지 않고 다른 금융자산에 저축하는 것이 최적이라면, 재정흑자 상황에서도 국채시장을 유지하는 것의 타당성이 확보된다.

이어 싱가포르, 홍콩, 호주 및 아일랜드의 사례를 각국의 국채시장 운영 방식의 공통점과 차이점, 각국의 재정흑자 저축 방식을 중심으로 살펴보았다. 싱가포르와 홍콩은 수년간 재정흑자를 누적하면서도 국채시장을 유지해오고 있다. 싱가포르가 재정흑자에도 불구하고 국채시장을 적극적으로 운영하는 주요 목적은 벤치마크 제공과 국제 금융시장에서 해당 국가 금융시장의 위상을 강화하여 국제금융센터 기반을 제공하는데 있다. 홍콩이 재정흑자에도 불구하고 국채시장을 운영하는 주요 동기는 초기에는 지표금리 제공과 환율 안정에 있었는데 외환위기 이후 통화위원회 제도가 강화되면서 1999년 이후 국채의 신규발행 사유가 해외의 투자자금 유입과 국채의 차환 및 이자 지급으로 제한됨에 따라 국채시장 운영의 동기는 환율 안정으로 단일화되었다.

호주는 지속적인 재정흑자가 예상되는 상황에서 국채시장의 운영에 대해서 장기적인 청사진을 설계하고 있는 단계이다. 호주 정부는 재정흑자 시기에 국채시장을 운영하는 방안으로 국채시장의 단계적 축소, 지방채를 국채로 전환 또는 통합, 연방 공무원 연금에 대한 연방정부의 미적립 부채를 국채발행으로 보전하는 등 세 가지 대안에 대해서 검토하고 있는 중이다. 아일랜드는 자국의 국채시장이 통합된 유로 표시 국채시장에 편입된 상황에서 최선의 방안을 모색한 결과 국채시장의 양적 성장보다는 국가 신

인도 향상 및 유동성 강화를 통한 질적 발전을 통해 자금조달 비용을 낮추는 전략을 선택하였다. 아일랜드는 Euro통화 체계에 편입된 이후 아일랜드 자체의 통합적 국채시장 운영을 추구하지 않고 있다. 따라서 국채 발행잔고는 재정흑자시기에 감소하는 경향을 보였으며 지난 10년간 US\$ 200억에서 거의 증가하지 않았다. 그러나 국채발행전략이 발행종목수를 줄이고 종목당 발행규모를 늘리는 정책으로 전환되어 제한된 발행잔고에서 시장 유동성의 극대화를 도모하고 있다.

각국의 재정흑자 저축방식의 공통점은 국채발행 잉여금이 정부의 정책적 목표와는 독립적인 투자운영 주체에 의해 위험-수익률 차원에서 운용되도록 하는 방안을 강구하고 있다는 점이다. 홍콩은 국채발행 잉여금을 통화관리용과 투자용으로 나누어 투자용 부분(전체 자산의 약 30%)의 일부를 글로벌 펀드매니저에 의해 위탁하여 정책적 목표와는 독립적으로 운용하고 있다. 호주의 경우 국채발행 잉여금을 정부의 개입이 법적으로 원천 차단되는 연방 공무원 연금에 출자하는 방안을 고려하고 있으며 아일랜드는 재정흑자분과 국채발행 자금 중에서 GDP의 1%에 해당하는 금액을 국민연금 예비기금(NPRF)에 매년 적립하고 있다.

다음으로는 미국이 대규모 재정흑자를 경험했던 시기인 1997년부터 2000년 사이에 미국 국채시장의 운영과 재정흑자의 관리에 대해서 미국에서 전개된 상황과 논리를 중심으로 살펴보았다. 1998년부터 대규모로 발생한 재정흑자에 대해 미국은 재정잉여금의 대부분을 사회보장신탁기금(SSTF)에 적립하는 방안을 시행하였는데 이는 SSTF가 미국 국채를 보유함으로써 직접적으로는

SSTF의 잉여금을 보호하고 간접적으로는 국가부채 부담 경감과 민간부문 투자 촉진의 효과가 발생할 것으로 기대한데 따른 것이었다. 재정흑자로 인한 국채발행 물량의 정체 및 SSTF의 국채 만기보유에 따르는 국채시장의 유통물량 감소로 국채 유통시장의 기능이 약화될 가능성이 제기되었는데 이에 대해 기존의 회사채, MBS, 이자율 스왑 시장 등이 국채시장의 지표금리 및 장기투자 자산 제공 기능을 대체할 수 있을 것이라는 주장이 설득력을 얻었다.

마지막으로는 우리나라의 국채시장 및 국가채무 현황을 살펴보고 본 보고서에서 논의된 내용들이 우리나라 국채시장 정책에 대해 갖는 시사점을 제시하였다. 1997년 외환위기 이후 재정상 자금조달의 필요로 국채발행이 급증한 결과, 2002년말 기준 국채발행잔액이 1997년말 대비 3.5배 수준으로 크게 증가하였다. 국채발행량의 증가와 함께 국채가 전체 채권 유통시장에서 차지하는 비중도 1997년 6.8%에서 2002년 36%로 크게 증가하였다. 국채 발행 적정규모는 국채시장의 역할에 따라 달라지는데, 우리나라 국채시장의 역할을 (1) 지표금리와 위험관리 수단 제공으로 볼 경우와 (2) 장기 및 안전 투자 수단 제공으로 볼 경우로 각각 나누어 국채발행 적정규모를 추정하였다. 지표금리와 위험관리 기능을 담당하는 국채시장의 적정 규모를 한국은행이 발표한 자료에 의한 GDP 성장률, 물가 상승률 예측치를 근거로 추정한 결과, 2012년의 적정 국채 발행잔고는 약 215~220조원 이상, 국채 순발행 규모는 연 평균 약 12조원 이상으로 전망된다. 한편 장기 및 안전 자산을 제공하기 위한 국채시장의 적정 규모는 금융부문

이 전체 포트폴리오에서 국채의 비중을 현재 상태로 유지한다는 가정에서 추정된 결과, 2012년의 적정 국채 발행잔고는 약 279조 원 이상, 국채 순발행 규모는 연 평균 18.1조원 이상으로 전망되었다.

재정흑자 시기에 국채시장을 효율적으로 운영하기 위해서는 국채발행의 목표가 타당해야 하고, 국채발행 잉여금의 운용이 투명하고 효율적으로 집행되어야 한다. 일반적으로 민간부문 보다 효율성 측면에서 열위에 있는 정부부문이 재정흑자와 국채발행 잉여금을 직접 관리하는 것은 비효율적인 자원의 배분을 초래할 가능성이 높기 때문에 이러한 우려를 차단하기 위해서는 국채발행 잉여금이 정부의 정책적 목표와는 독립적으로 투명하게 운용될 수 있는 방안이 마련되는 것이 절대적으로 중요하다. 국채발행 잉여금이 정부의 정책적 목표와는 독립적인 투자운영 주체에 의해 위험-수익률 차원에서 최적으로 운용되는 방안으로는 홍콩처럼 잉여금의 운용을 외부 위탁하거나, 호주, 아일랜드, 미국처럼 법적으로 정부의 개입이 원천적으로 차단되는 기금으로 별도 운용하는 방안을 고려할 수 있다. 아울러 국채발행 잉여금의 투명하고 안정적인 운용을 위해서 홍콩과 싱가포르의 경우처럼 국채발행 잉여금의 운용지침을 구체적으로 법제화하는 방안도 고려될 수 있다.



## 1. 서론

---



## I. 서론

- 1990년대 말부터 일본을 제외한 주요 선진국의 재정 상황이 급속히 개선됨에 따라 이들 국가의 국채시장은 큰 변화에 직면하였음
  - 미국, 영국, 캐나다, 독일 등은 2000년도에 대규모 재정흑자를 기록함<sup>1)</sup>
    - 미국, 영국, 캐나다는 1999년도에도 재정흑자를 기록함
  - 이들 국가는 국채의 신규 발행 규모를 줄이고 기존 국채에 대한 매입상환(buyback)을 실시하였음
  - 특히, 호주, 스웨덴, 미국이 2000년도에 기록한 막대한 재정흑자 규모로 인하여 이들 국가에서는 5~10년 이내에 국채가 전액 상환될 가능성까지 거론될 정도였음
  
- 미국이 기존에 발행된 30년 만기 미국 재무부 국채(US Treasury Bond)를 2000년 초부터 매입상환 함에 따라 미국 국채시장의 유동성 부족이 가시화되었음
  - 평균적으로 40bp 수준에서 안정을 보이던 10년 만기 스왑 스프레드가 미국의 재정흑자 전환 시점인 1998년부터 추세적으로 상승하여 2000년에는 100bp 수준을 상회함<sup>2)</sup> (<그림 I-1> 참조)
  - 국채시장의 유동성 감소로 인해 시장 참여자들이 이자율 위험 헤지 수단으로서 국채보다 이자율 스왑을 선호하는 경향이 증가하였고, 이 때문에 스왑 스프레드가 추세적으로 상승하였다고 해석됨<sup>3)</sup>

1) IMF(2000)

2) 10년 만기 스왑 스프레드는 10년 만기 스왑율(swap rate)과 10년 만기 미국 재무부 채권 수익률의 스프레드임

3) Schinasi, Kramer and Smith(2001)

4 재정흑자국의 국채시장 운영

- 국채시장의 유동성 감소는 이자율 위험 헤지를 위해서 국채를 공매도한 시장 참여자들이 공매도 청산을 위한 매수 거래의 잠재적 비용을 상승시킴<sup>4)</sup>

<그림 1-1> 미국의 10년 만기 스왑 스프레드의 추이



자료: Schinasi, Kramer and Smith(2001)

— 1998년의 LTCM 위기를 계기로 발생한 안전자산 선호 경향 (flight to quality) 역시 스왑 스프레드의 증가에 기여하였음<sup>5)</sup>

- 4) 이를 정리하면, 국채시장 유동성 감소 → 국채의 공매도 청산 비용 상승 → 공매도 player들의 선호도가 국채에서 이자율 스왑으로 이전 → 이자율 스왑에 대한 공매도 압력이 국채보다 상대적으로 증가 → 공매도 압력의 상대적 변화에 따라 국채 가격이 이자율 스왑보다 상대적으로 강세를 보임 → 스왑 스프레드의 추세적 증가
- 5) LTCM(Long-Term Capital Management)는 1994년에 설립된 헤지펀드로서 설립초기의 탁월한 성과와 노벨 경제학상 수상자가 포함된 경영진의 명성으로 업계의 선두 주자로 부각되었음. 그러나 1998년 러시아의 채무불이행 선언으로 발생한 국제금융시장의 불안정에서 엄청난 손실을 입었음.

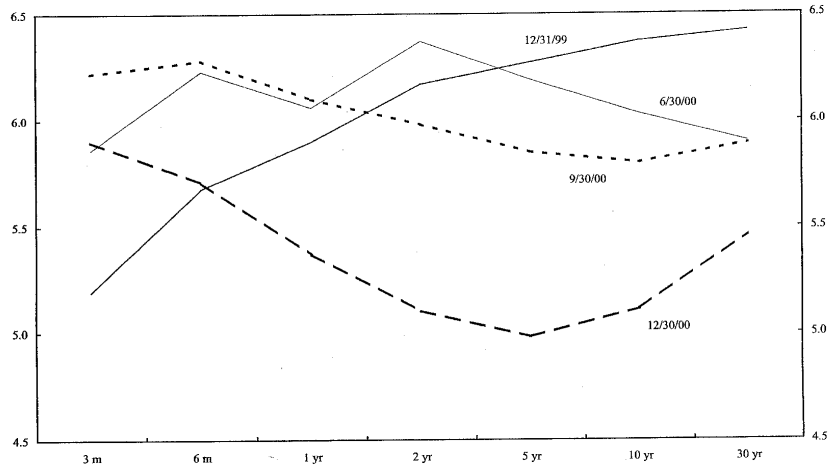
- 국채시장의 유동성 부족 가시화는 미국 국채의 경제 지표 기능을 약화시키고 이를 대체할 수 있는 시장의 개발에 관한 논의를 본격화시킴<sup>6)</sup>
  - 국채 매입상환으로 미국 국채 수익률은 경제에 대한 장기 전망보다 수급 요인에 더욱 크게 반응하게 되면서, 국채 수익률 곡선은 경제 지표로서의 기능을 충분히 발휘하지 못하는 상황이 발생함(<그림 I-2> 참조)
  - 주택저당대출유동화채권(MBS)을 발행하는 미국의 기관들(GNMA, FNMA, FHLMC)은 재무부 채권과 조건이 동일한 채권의 발행 일정을 정례화하는 등 지표 채권으로서 자리잡기 위한 노력을 시작함

---

이로 인해 LTCM이 도산한다면 국제 금융산업의 붕괴가 초래될 수 있는 가능성이 매우 높아졌음. 이를 피하고자 14개 국제적 금융기관이 LTCM 지원을 위한 컨소시엄을 구성하여 도산 위기를 모면하였음

6) Schinasi, Kramer and Smith(2001)

<그림 1-2> 미국 재무부 채권 수익률 곡선의 시간에 따른 변화



- 1) 미국의 재무부 국채 수익률 곡선은 1999년말에는 전형적인 우상향 형태를 보임
- 2) 2000년 중반 미국 정부가 시장의 예상을 초과하는 buyback 계획을 발표하자 장기 수익률이 하락하여 수익률 곡선은 수평 모양을 보임
- 3) 2000년 말경에는 5년 수익률이 가장 낮고, 단기 수익률이 가장 높은 U자형 모습을 보이는데, 이러한 수익률 곡선의 모양으로부터 경제 및 통화정책에 대한 의미있는 전망을 유추하기는 매우 난해함
- 4) 시장 분석가들은 이러한 수익률 곡선의 형태는 일시적인 수급 상황이 과도하게 반영된 결과이므로 오히려 회사채나 MBS의 수익률 곡선이 경제 전망이나 통화정책 상황을 판단하는데 유용할 것이라는 의견을 제시함

자료: Schinasi, Kramer and Smith(2001)

- 재정흑자국이 국채시장을 유지하기 위해서는 **‘국채를 재정 이외의 목적으로 발행’**해야 하고 **‘재정흑자를 기타 금융자산에 저축’**해야함
  - 재정흑자를 활용하는 것은 재정흑자를 ‘소진’시키는 방법과 재정흑자를 ‘저축’하는 방법이 있음
    - 재정흑자 소진은 세금을 줄이거나 정부 지출을 늘리는 것
    - 재정흑자 저축은 정부 부채를 상환하거나 금융자산에 투자하는 것
  
- 2002년 이후 세계 경제의 거품해소, 예상되는 미국의 대규모 재정적자 및 우리나라의 재정적자 가능성으로 인하여 재정흑자 상황에서 국채시장을 운영하는 방안은 현재 주목받지 못하고 있음
  
- 그러나 다음과 같은 이유에서 현재의 상황에서도 재정흑자국의 국채 발행 및 시장 운영 방안은 중요한 시사점을 제공함
  - 재정적자 보다 큰 규모의 국채를 발행하는 정책의 타당성을 평가하기 위해서는 국채 발행을 정부의 자금조달 수단으로만 보는 시각에서 탈피해야 함
  - 경제위기 이후 진행된 금융, 기업 및 경제 구조조정의 결과 높아진 우리나라의 효율성을 감안할 경우, 세계 경제가 호전됨에 따라 재정흑자가 정착될 가능성이 높음

8 재정흑자국의 국채시장 운영

○ 재정흑자국이 국채시장을 운영하는 것은 '재정 이외의 목적을 위한 국채 발행'과 '재정흑자의 금융자산 저축' 이라는 두 가지 정책이 동시에 타당해야만 합리화될 수 있으므로 다음의 3단계 검증이 요구됨

— 1단계: 재정흑자를 소진하지 않고 저축하는 정책의 타당성 검증

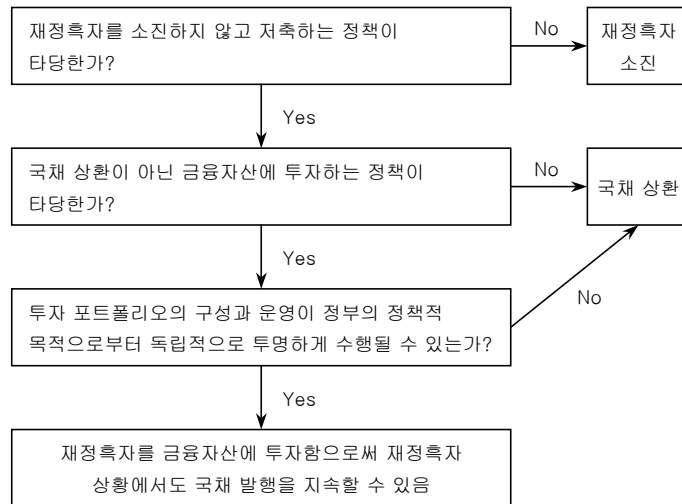
- 재정흑자를 저축하는 정책이 타당하기 위해서는 그러한 재정흑자가 재정의 고유기능(자원배분, 경제안정, 소득 재분배)과 부합해야함
- 즉, 정부가 재정의 고유기능을 수행하는 과정에서 재정흑자가 예상되고 발생된다면, 이러한 재정흑자는 저축되는 것이 타당함
- 한편, 비경상적이거나 한시적인 재정흑자도 저축되는 것이 바람직함

— 2단계: 재정흑자를 저축하는 경우, 정부 부채(국채)를 상환하지 않고 금융자산에 투자하는 정책의 타당성 검증

- 국채를 상환하는 것 보다 금융자산에 투자하는 것이 사회 경제적 후생을 더욱 증진시켜야 함

— 3단계: 재정흑자를 금융자산에 투자하는 경우, 투자 포트폴리오의 구성과 운영이 정부의 정책적 목표로부터 독립적으로 투명하게 수행될 수 있는 방안의 실행 가능성 검증

<그림 1-3> 재정흑자국의 국채시장 운영 타당성 검증 단계



- 본 보고서의 II장은 위에서 제시된 ‘재정흑자국이 국채시장을 운영하는 정책의 타당성을 판단하는 3단계 틀’ 중에서 1, 2단계에 대해서 다음 사항을 중심으로 살펴봄
  - 재정흑자가 재정의 고유기능(자원배분, 경제안정, 소득 재분배)과 부합하는 상황
  - 재정흑자를 금융자산에 저축하는 정책의 타당성에 대한 이론적 근거
  - 금융경제에서 국채시장이 담당하는 기본적 역할

10 재정흑자국의 국채시장 운영

- 본 보고서의 III, IV, V, VI장은 ‘재정흑자국이 국채시장을 운영하는 정책의 타당성을 판단하는 3단계 틀’ 중에서 세 번째 단계를 살펴 보기 위해서, 재정흑자국으로서 국채시장을 운영하는 대표적 사례인 싱가포르, 홍콩, 호주, 아일랜드를 다음 사항을 중심으로 살펴봄
  - 각 국의 국채시장 운영 방식의 공통점과 차이점
  - 각 국의 재정흑자 저축 방식
  
- 본 보고서의 VII장은 미국이 대규모 재정흑자를 경험했던 시기인 1997년~2000년 사이에 미국 국채시장의 운영과 재정흑자의 관리에 대해서 미국에서 전개된 상황과 논리를 중심으로 살펴봄
  
- VIII장은 우리나라의 국채시장 및 국가채무 현황을 살펴보고, IX장은 이상에서 제시된 내용을 요약하고 이러한 내용들이 우리나라 국채시장 정책에 대해 갖는 시사점을 제시함

## II. 재정흑자국에서 국채시장 운영의 타당성

---

1. 재정흑자를 저축하는 것이 바람직한 경우
2. 재정흑자를 저축하는 방안:  
    국채의 상환 vs 금융자산의 취득
3. 국채시장의 기타 주요 역할



## II. 재정흑자국에서 국채시장 운영의 타당성

### 1. 재정흑자를 저축하는 것이 바람직한 경우<sup>7)</sup>

- 재정흑자를 저축하는 정책이 타당하기 위해서는 정부가 재정의 고유 기능(자원배분, 경제안정, 소득 재분배)을 수행하는 과정에서 그러한 재정흑자가 발생되어야 함
  - 즉, 재정흑자를 저축할 것인가 또는 소진시킬 것인가에 대한 의사결정은 발생한 재정흑자의 성격 또는 원천에 근거하여야 함
  
- 정부가 자원배분(allocation) 기능을 수행하는 과정에서 다음과 같은 경우에 재정흑자가 발생할 수 있음
  - 공공재 생산을 위한 인프라 구축에 소요되는 대규모 자본을 정부가 조달하는데 제약이 존재할 경우, 정부는 이러한 미래의 자본 조달을 위해서 지금부터 재정흑자를 유지해야 함
  - 경기 팽창(침체)시 재정 지출이 감소(증가)하는 경우, 정부는 세율을 일정하게 유지시키기 위해서 경기 팽창(침체)시 재정 흑자(적자)를 발생시켜야 함
    - 조세로 인한 가격 교란의 후생비용(welfare cost)은 시간 경과에 대해 세율을 일정하게 유지할 경우 최소화됨<sup>8)</sup>
  
- 경기확장시 정부가 경제안정(stabilization)을 위해 긴축 재정을 수행할 경우 재정흑자가 발생할 수 있음

---

7) 1절의 주요 내용은 Chalk and Hemming(1998)에 근거하고 있음

8) Barro(1979)

14 재정흑자국의 국채시장 운영

- 정부의 소득 재분배(redistribution) 기능 중 특히 연금과 같은 세대간 소득 재분배 정책을 수행하는 과정에서 재정흑자가 발생할 수 있음
  - 인구의 평균 연령이 높아짐에 따라, 현재 세대와 동일한 연금 수혜를 미래 세대가 누리기 위해서는 연금 납부액이 시간의 경과에 따라 증가해야함
  - 그러나 대부분의 국가에서 미래의 연금 납부액 예상치는 감당하기 어려운 수준으로 증가하는 경향이 있음
  - 이러한 문제를 해결하는 방안으로 현재 세대가 자신들이 받게될 연금 혜택 보다 더 많은 연금 납부액을 부담하고, 그 초과 저축분을 미래 세대의 연금 재원으로 사용할 수 있음
  - 이러한 구조의 연금 제도는 연금 수입이 지출 보다 큰 기간 동안 대 규모의 재정흑자를 발생시킴
  
- 다음과 같은 일시적인 자본 수령(transitory capital receipt)으로 인한 재정흑자는 재정의 고유기능 수행으로 발생하지는 않았지만, 재원의 비경상적 및 한시적 성격으로 인해 저축되는 것이 바람직함
  - 특별 용도로 사용이 제한된 외국의 원조금
  - 지하자원 등 소진되는 자원의 매각 자금에서 미래 세대를 위해 저축되어야 할 부분
  - 민영화에 의한 정부 수입
  - 일시적 경제 상황으로 인한 예상치 못한 비경상적 정부 수입

---

9) 이러한 주장은 리카도의 대등정리(Ricardian equivalence theorem)가 적용되지 않음을 전제함. 정부의 재정 흑자 또는 적자로 인한 재분배 효과를 완전히 상쇄할 정도로 민간 저축이 즉각적으로 반응한다는 리카도의 대등정리가 적용된다면, 연금을 통한 재정흑자의 세대간 재분배 효과는 전무하게 됨

**2. 재정흑자를 저축하는 방안:  
국채의 상환 vs 금융자산의 취득<sup>10)</sup>**

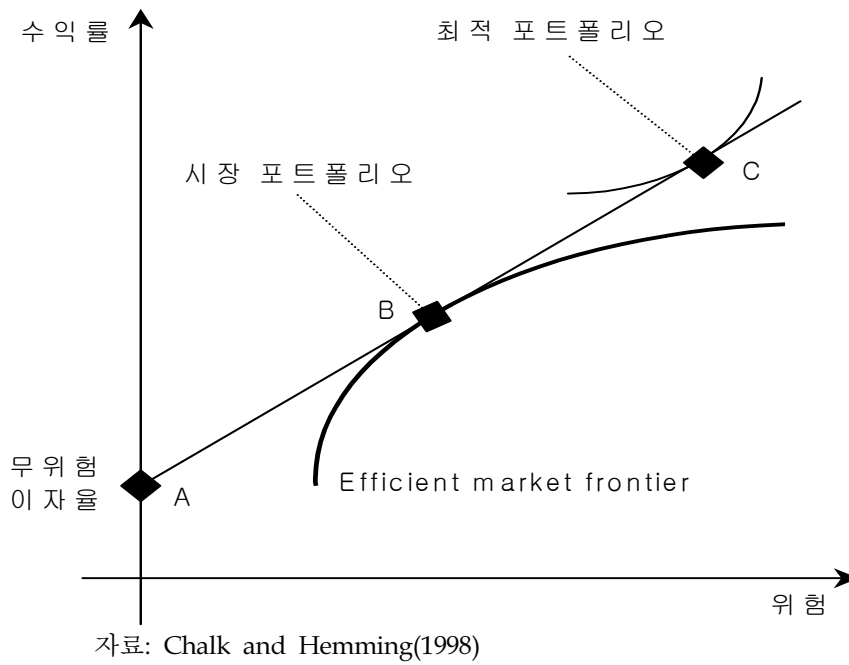
- 재정흑자를 저축하는 방법(정부 부채 상환 vs 금융자산 투자)을 결정하는 것은 일종의 투자 의사결정으로 볼 수 있으므로, 그 결정의 근본 구조는 정부 부문과 민간 부문의 차이가 없음
  - 이러한 투자 의사결정은 위험-수익률 구조에서 투자자의 효용을 최대화하는 것임
  - 즉, 재정흑자의 저축 방법을 결정하는 요인은 해당 재정흑자의 성격이나 원천이 아니라 투자 대상의 위험 및 수익률과 정부의 선호도임
  
- 따라서 정부의 선호도가 주어졌을 경우, 정부의 재정흑자 저축 방법은 <그림 II-1>과 같이 최적 포트폴리오를 통해서 결정됨
  - A는 정부가 모든 재정흑자 재원을 무위험 자산(국채)에 투자하는 것으로, 재정흑자를 정부 부채의 상환에 전적으로 사용하는 경우임
  - B는 정부가 모든 재정흑자 재원을 위험 자산(시장 포트폴리오)에 투자하는 것으로, 재정흑자를 금융자산에 전적으로 투자하는 경우임
  - A와 B 사이는 정부가 재정흑자를 국채 상환과 금융자산 투자에 나누어서 사용하는 경우임
  - C는 주어진 정부의 위험-수익률 선호도에서 최적인 포트폴리오임
    - C에서 정부는 무위험 자산을 매도(국채 발행)하고 그 매각 대금과 재정 잉여를 시장 포트폴리오 투자에 사용함

10) 2절의 주요 내용은 Chalk and Hemming(1998)에 근거하고 있음

16 재정흑자국의 국채시장 운영

- C는 재정흑자국이 국채를 발행하여 국채시장을 운영하고, 국채 발행 자금과 재정 잉여를 금융자산에 투자하는 정책의 근거를 제시함<sup>11)</sup>

<그림 II-1> 정부의 최적 포트폴리오



11) C에서 최적 포트폴리오가 결정된다는 것은 정부의 위험회피도가 비교적 낮은 경우로 해석될 수 있음

- 재정흑자를 저축하는 방법은 이자율, 통화량, 환율 및 산업구조에 큰 영향을 미치므로, 이러한 요소도 정부의 최적 포트폴리오 결정에서 충분히 고려되어야 함
  - 정부의 부채가 과도한 상황에서는 위험자산에 투자하는 것보다 국채를 상환하는 것이 이자율 수준을 정상화시키고 경제 전체의 안정을 유도할 수 있으므로 더 바람직함
  - 국채가 통화량 조절 수단으로 사용되는 등 국채시장이 정부의 자금 조달 창구 이외의 목적을 갖게되면, 정부는 국채를 완전히 상환하지 않을 유인을 가짐
  - 정부가 어떤 산업을 전략적으로 다룰 경우, 경제적으로 비효율적이라도 정부는 그 산업에 대한 통제권 유지를 위해 지분을 확보할 것임
  - 대규모 자본 유입이 환율에 미치는 영향을 중화시키기 위해서 정부는 재정흑자를 해외에 투자하여 환율의 안정을 도모할 수 있음
    - 이 경우 정부의 재정흑자 저축은 위험-수익률 보다 국제수지에 의해 좌우됨

### 3. 국채시장의 기타 주요 역할

- 국채시장이 정부의 자금조달 창구 이외의 목적을 갖게되면 정부는 재정흑자에도 불구하고 국채를 완전히 상환하지 않을 유인을 가짐
  - 이 유인은 정부가 재정흑자 저축 방법을 결정하는데 있어서 중요한 요인인 위험, 수익률 이외에 제3의 핵심적 의사결정 요인으로 작용함

18 재정흑자국의 국채시장 운영

- 재정흑자 저축 방법을 결정하는 제3의 요인으로 작용할 국채시장의 기타 주요 역할
  - 다른 금융 자산의 가치평가 기준 및 지표 제공
  - 파생금융상품의 기초자산을 제공함으로써 위험관리를 활성화함
  - 낮은 신용위험의 장기 자산을 제공함으로써 장기 투자 수단을 제공함
  - 통화 및 환율 정책의 운영 수단을 제공함
  - 불안정한 상황에서 안정적인 투자 수단(safe haven)을 제공함
  - 외국 자본을 유치할 수 있는 수단을 제공함
  - 국제 금융시장에서 해당 국가 금융시장의 위상을 강화함
  
- 국채시장이 수행하는 다양한 역할들 간의 상대적 중요성은 해당 국가의 경제적 상황, 금융시장의 구조 등에 따라 상이함
  - 금융시장의 발전 및 경제 개방 정도가 낮은 국가의 경우, 국채시장의 기타 주요 역할은 통화정책 수단에 집중될 것임
  - GDP에서 금융산업의 비중이 높고, 개방 경제를 지향하는 국가의 경우, 국채시장의 역할 중 국제 금융시장에서 차지하는 위상 강화 및 타 금융자산의 가치평가 역할이 상대적으로 중요해짐
  
- 재정 균형 또는 흑자 상황에서 국채시장을 유지하고자 할 경우, 국채의 적정 발행 규모는 국채시장의 다양한 역할 중 어떤 부분에 상대적 중요성을 부여하는가에 따라 결정됨

### III. 싱가포르의 국채시장 운영 현황

---

1. 싱가포르 국채시장 개괄
2. 발행 규모
3. 유동성 유지 및 강화를 위한 조치
4. 발행 잉여금의 운용



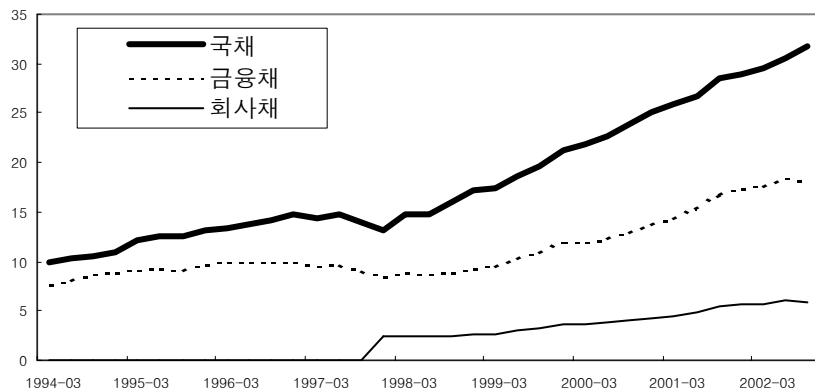
### Ⅲ. 싱가포르의 국채시장 운영 현황

#### 1. 싱가포르 국채시장 개괄

- 싱가포르 채권시장의 총 발행잔고는 약 US\$520억(2002년 9월 기준)이며 이중 국채(Singapore Government Securities: SGS), 금융채, 회사채가 각각 57%, 33%, 10%를 차지함<sup>12)13)</sup>

<그림 III-1> 채권 종류별 발행규모 추이

(단위: US\$ 10억)



자료: BIS

- 12) Central Provident Fund(CPF)가 보유하고 있는 비 거래성(nontradable) SGS는 제외함. 싱가포르 정부가 운영하는 강제적 확정 기여형 연금인 CPF는 2000년 기준으로 비거래성 SGS를 S\$606억 보유하고 거래성 SGS 발행잔고의 1.5배에 발행액을 보유하고 있음. CPF에 매각되는 SGS는 시장조성자를 거치지 않고 발행되어 만기까지 보유되기 때문에 국채의 유동성 향상에 도움을 주지 못함. CPF는 근로자 임금의 20%를 CPF에 의무적으로 적립함으로써 형성됨. 이 보고서의 SGS 발행 및 유통 시장 지표들은 CPF 보유 SGS를 제외하고 고려할 것임
- 13) SGS는 주로 Bond를 의미하나 특별한 언급이 없으면 SGS는 재무부 발행 Bond와 Bill을 포함하는 것으로 사용함

22 재정흑자국의 국제시장 운영

- 1997년 동아시아 금융위기 이후 싱가포르 채권시장은 커다란 변화를 겪었음
    - SGS 발행은 주로 금융기관의 무위험 유동성 자산에 대한 수요를 충족시키는데 있었으나 1998년부터 금융시장 발달을 위한 수단으로서 육성하기 시작하였음<sup>14)</sup>
    - 금융채 발행은 금융위기 이후 활성화되고 있음
      - 싱가포르 금융시장에 활발히 참여하는 외국인 금융기관은 싱가포르 달러 또는 기타 통화로 금융채를 발행하고 있음
    - 싱가포르 정부는 1997년 외환 위기시 싱가포르 달러표시 회사채 시장의 미발달로 겪었던 곤경을 거울삼아 정부투자 기업 등에 싱가포르 달러표시 채권발행을 유도하고, 국제기구(Supra-nationals), 다국적 기업(Multi-nationals)도 싱가포르 달러 표시 발행을 가능하게 함으로 적극적인 육성책을 도입하였음
      - 1997년 초까지는 미미하던 회사채 발행은 1998년 4분기 발행잔액이 US\$24억, 2002년 말에는 US\$60억에 이르게 되었음
  
  - 싱가포르 통화청(Monetary Authority of Singapore: MAS)은 재무부의 위임을 받아 SGS 발행과 관리 업무를 담당하고 있음<sup>15)</sup>
    - SGS에 대한 투자자는 상업은행이 약 80%를 차지하고, 기타 기업, 보험회사, 우체국 등이 SGS를 보유함
    - 은행은 은행법이 규정하는 상당히 엄격한 최소 유동자산 요건을
- 14) 싱가폴은 1960년대 이후 줄곧 재정 흑자를 기록해 왔기 때문에 재정상 필요에 의한 SGS 발행 성격을 갖지 않음
- 15) MAS는 1970년에 제정된 'Monetary Authority of Singapore Act'에 따라 싱가포르의 통화, 은행, 금융 측면의 모든 사항을 규제함. 이후 보험 및 증권 업무에 관한 규제도 MAS가 맡아하고 있음

충족하기 위해 단기 SGS를 위주로 투자하여 만기까지 보유하는 경향이 있음<sup>16)</sup>

- 1998년 이후 싱가포르 정부는 싱가포르를 아시아 자금조달 센터(debt center)로 개발하기 위해 국채시장 개발에 본격적으로 나서고 있고, 이를 위해 발행 만기구조도 확장하였음
  - SGS T-bill은 만기 3개월, 1년물이 있고, SGS bond는 만기 2, 5, 7, 10, 15년물이 있음
  - 10년물은 1998년에 도입되었고, 15년물은 2001년에 도입되었음
  - SGS T-bill은 원래 비정기적으로 만기 3, 6, 9, 12개월물을 발행하였으나 현재는 유동성 재고 차원에서 구조를 단순화하고 발행을 정례화하고 있음
  
- 2002년 SGS 발행잔액은 1991년에 비해 5배 이상 증가하였음

---

16) 이러한 은행법상의 규제가 만기보유 전략을 야기하여 채권시장의 유동성 증대에 악영향을 미친다는 지적이 있음

<표 III-1> SGS 채권 발행과 관련한 주요 특징

주요참여자(PD)	국내은행 3개, 외국은행 8개
가 격 결 정	복수가격
호 가	수익률
기 장	등록 기재된 대체 기재(registered book entry system)
최소 액면가	S\$1,000(SGS Bond, T-bill)
상 장	비상장
SGS bond 구조	반기 쿠폰 이자지급 콜, 풋 조항이 없는 일시 상환(bullet redemptions) 채권
SGS T-bill 구조	할인채로 발행되며, 할인 기준으로 거래 T-bill 경매 참여에 대한 제한은 없음 (단, SGS Electronic Applications에는 SGS PD만 참여 가능)
When-issued 거래	가능

자료: SGS 웹사이트(<http://www.sgs.gov.sg>)

<표 III-2> SGS 발행잔액

(단위: S\$ 백만, 연말 잔고 기준)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
전 체	11,180	13,700	15,450	16,110	18,560	20,500	21,890	28,630	35,300	43,240	53,630	58,050
Bills	3,470	4,940	4,990	5,000	5,750	5,990	6,920	8,540	12,160	13,380	14,650	16,750
Bonds	7,710	8,760	10,460	11,110	12,810	14,510	14,970	20,090	23,140	29,860	38,980	41,300

자료: SGS 웹사이트(<http://www.sgs.gov.sg>)

- SGS 거래량은 2000년 하반기부터 지속된 이자율 하락 영향으로 2001년 이후 크게 증가하였음
  - 1998년 이후 추진된 유동성 향상을 위한 조치와 SGS 발행잔량 증가도 거래량 증가에 기여한 것으로 풀이됨
    - 채권발행 증가, repo 시장 활성화, 국채선물 도입, 세제 혜택 등
  - 2002년 일평균 총거래량은 SGS 발행잔량 대비 7.7%인 S\$44.8억을 기록
    - Repo 거래가 2000년 이후 급증하고 있음

<표 III-3> SGS 일평균 거래대금 및 회전율

(단위: S\$ 백만, %)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
거래대금	330	403	415	355	537	574	618	1,022	743	1,359	3,772	4,475
T-Bills	71	105	95	104	103	109	162	249	92	200	288	185
Bonds	67	134	165	94	180	197	199	472	423	616	1,635	1,782
Repo	192	164	155	157	254	268	257	301	228	543	1,799	2,508
총회전율 <sup>a)</sup>	2.9	2.9	2.7	2.2	2.9	2.8	2.8	3.6	2.1	3.1	6.9	7.7
T-Bills	2.0	2.1	1.9	2.1	1.8	1.8	2.3	2.9	0.8	1.5	2.0	1.1
Bonds	0.9	1.5	1.6	0.8	1.4	1.4	1.3	2.3	1.8	2.1	4.2	4.3

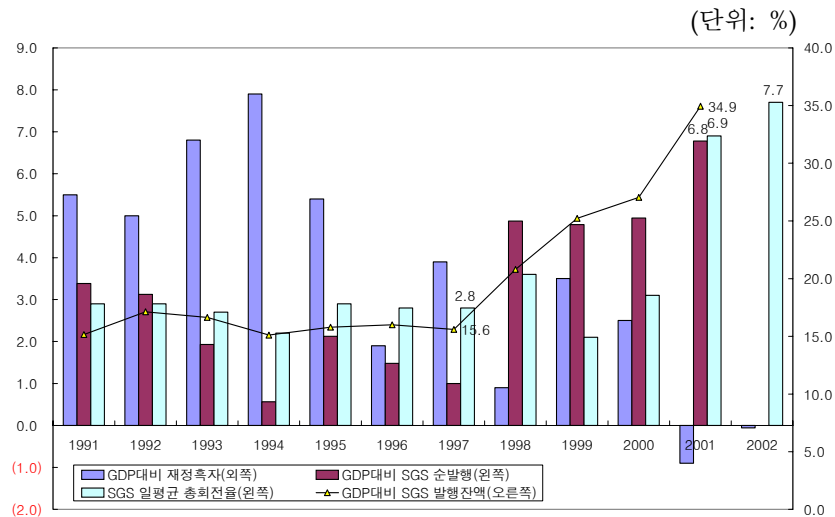
a) 총회전율: T-Bills, Bonds, Repo 거래량을 포함한 회전율임

자료: SGS 웹사이트(<http://www.sgs.gov.sg>)

## 2. 발행 규모

- SGS 발행 적정 규모는 정책 담당자가 SGS 시장에 기대하는 역할에 따라 달라진 것으로 보임
  - 1998년 이전의 SGS 시장의 주요 기능 중 하나는 금융기관에 유동성이 큰 무위험 자산을 제공하는 기능이었음
    - 싱가포르 1997년까지 GDP 대비 SGS 발행잔액을 15%~16% 수준으로 유지하였음
- 1998년에 국제 자금조달 센터의 정책 목표를 수립한 이후 GDP 대비 SGS 발행잔액 수준은 급격히 증가하고 있음
  - GDP 대비 SGS 발행잔액 비율은 1997년에 15.6%였던 것이 2001년에 34.9%로 급증하였음

<그림 III-2> SGS 발행 관련 지표<sup>a)</sup>



a) GDP 관련 지표는 2001년까지 임

자료: IFS(International Financial Statistics), <http://www.sgs.gov.sg>

○ 발행잔액 증가의 요인

- SGS 시장 유동성 향상을 위해서는 종목당 발행규모 증대가 필요
  - 2000년 5월 이후 지표물 발행량이 S\$15억에서 S\$20억~25억으로 증가
- 최근 장기 SGS 도입으로 이자율 기간구조를 유지하기 위해서는 추가적인 SGS 발행물량 증가가 필요함
  - SGS 10년물 1998년 도입, SGS 15년물 2001년 도입
- SGS 유동성이 많이 향상되었으나 경쟁상대로 여겨지는 홍콩에 비해서는 유동성이 낮음
  - SGS 일평균 회전율은 1997년 2.8%에서 2001년 7.7%로 2배 이상 증가

○ 비록 1998년 이후 GDP 대비 SGS 발행잔액 비율이 급격히 증가하였지만 다른 선진국과 비교해 볼 때 높은 수준이라고 볼 수는 없음

- 2001년 싱가포르 35%, 미국 126%, 일본 143%

○ 싱가포르 헌법은 대통령 임기 동안의 재정수지 누적에 대해 적자를 허용하지 않으므로, 재정적자에 의한 장기적인 SGS 증가를 기대할 수 없음

- 그러나 법인과 개인에 대한 세금 인하를 계획하고 있어 향후 재정수지는 예전처럼 많은 재정 흑자를 기록하지는 못할 것으로 전망됨
  - 2002년에 24.5%였던 법인세는 2003년에 22%로 인하되고 향후 3년 안에 20%로 인하될 예정임

- 2002년에 26%였던 개인 최대 한계세율은 22%로 인하되고 향후 3년 안에 20%로 인하될 예정임
- 2003년 예상 재정수지는 S\$9억달러 적자를 기록할 것으로 전망됨
- 재정수지가 흑자에서 균형으로 돌아서고, 만기 10년물과 15년물이 최근에 도입된 점을 고려할 때, 향후 몇 년간 지금의 SGS 발행잔액 증가추세가 어느 정도 이어질 것으로 전망됨

### 3. 유동성 유지 및 강화를 위한 조치

- SGS 시장의 활성화는 제한된 SGS 발행물량 하에 어떻게 유동성이 풍부한 시장을 조성할 수 있을 것인가의 문제로 귀착됨
  - 1998년 이후 싱가포르 정부는 SGS 시장의 유동성 강화를 위해 SGS 발행 증대 이외에 다양한 정책을 추진하였음
- Repo 시장 활성화 정책
  - 1999년 11월 repo 거래에 대한 규제가 완화되어, 담보물이 완전히 양도되는 경우 은행은 싱가포르 달러 표시 국채에 대해 어떠한 당사자와도 repo 거래를 할 수 있게 되었음
    - MAS Notice 757(1998년)에 의해 은행은 MAS와 상의 후 비은행 또는 비거주인과 최대 S\$2천만까지 repo 거래를 할 수 있음

- 이에 따라 2000년 repo 거래량은 전년에 비해 100% 이상 증가함
  - 2000년 6월 MAS는 PD(Primary Dealer)등의 시장조성 행위를 원활히 할 수 있도록 daily repo facility를 도입하였음<sup>17)</sup>
    - MAS daily repo facility의 이용자는 SGS PD로 제한됨
    - 시장 상황이 변동적 일때 PD들은 매도 포지션 관리가 어려울 수 있는데, 이때 PD들은 MAS daily repo facility를 통해 MAS가 공개시장 조작을 위해 보유하고 있는 SGS 유동성 풀을 이용하여 단기적인 재고 조정을 할 수 있음<sup>18)</sup>
  - MAS는 PSA-ISMA Global Master Repurchase Agreement에 서명하여 국제표준을 충족하는 repo 시장 환경을 조성함으로써 외국인 참여를 도모하였음
  - 2001년 대비 2002년 SGS 거래량 증가가 미미했던 것에 비해 Repo 거래량은 39.4% 대폭 증가하였음
- 2000년 5월 MAS는 발행 집중 프로그램(focused issuance programme)을 추진하여 종목당 발행규모를 확대
- 2000년 11월 MAS는 시장에서 유동성이 떨어지는 경과물(off-run)을 매입하여 기준채권 발행물에 유동성을 집중시킴
  - MAS는 경과물과 동일한 만기와 쿠폰을 가진 채권을 재발행(re-open off-run issues)하여 경과물의 유동성을 강화시킴으로써 경과물도 기준 채권으로 작용할 수 있게 함

17) MAS의 daily repo facility에 대한 자세한 내용은 부록에 수록하였음

18) 우리나라는 아직 PD들이 직면할 수 있는 유동성 관리 문제를 대처하기 위한 이러한 제도를 도입하지 않고 있음

○ 기타

- 2001년 6월에 만기 5년 국채선물을 싱가포르 거래소에 도입하여 위험관리 수단에 대한 선택의 폭을 증대시킴
- 외국인 거대 달러를 포함한 시장참여자 확대
- 채권시장 발달을 위한 세금상의 인센티브 제공

#### 4. 발행 잉여금의 운용

##### 가. SGS의 발행과 관리

- 국회의 결의에서 정한 한도를 초과하지 않는 범위 내에서 재무부 장관은 국채법(Government Securities Act: GSA)에 따라 SGS를 발행함<sup>19)</sup>
  - MAS는 재무부 장관을 대신해서 GSA에 따라 국채를 발행하고 관리함

- SGS 발행으로 조성된 자금은 국채기금(Government Securities Fund: GSF)에 입금되고<sup>20)</sup>, GSF는 재무부 장관이 다음 용도로 사용함

19) 2002년 6월말 현재 발행 한도는 T-bill이 S\$200억, SGS bond가 S\$2,200억 이고, 실제 발행액은 T-bill이 S\$152억, SGS bond가 \$377억이므로 한도가 상당히 높게 책정되어 있고, 추가발행에 대한 제약이 그만큼 적다고 볼 수 있음

20) GSF에 입금되는 기금: ① GSA와 LTBA(Local Treasury Bills Act), LTBAA(Local Treasury Bills (Amendment) Act 1996에 따라 조성된 모

- 정부가 발행한 주식, 채권, 펀드, 유가증권을 제외한 다음 자산에 대한 매입 또는 투자
  - 은행 예금, 신탁기금(trust fund)의 투자가 가능한 펀드, 유가증권
  - 금, 기타 금은괴
  - 대통령이 지정하는 정부 또는 국제 금융기관이 보증하는 유가증권
  - 대통령이 승인하는 주식, 펀드, 유가증권
  - 기타 법에 의해 허용된 것
- SGS 및 선급 예치금(advanced deposits)에 대한 원금과 이자의 지급
- GSF의 기금 투자 및 관리 비용 등

○ GSF의 부족 및 잉여에 대한 처리

- GSF의 자금 부족으로 다음의 지급을 할 수 없을 때는 지급일에 부족금을 Consolidated Fund에 청구하여 지급할 수 있음<sup>21)</sup>

---

① 돈 기금, ② GSA와 기타 성문법이 수시로 정하는 바에 의하여 GSF로 지급하도록 정해진 모든 자금, ③ GSA에 의해 허용된 모든 GSF 투자로부터 수익과 그러한 투자의 실현으로부터 발생하는 모든 수익금, ④ 선급 예치금(예정된 SGS 발행에 대해 MAS는 재무부장관의 허가를 받아 선급 예치를 받을 수 있으며, 이 선급 예치금에 대해서는 이자가 지급됨)을 포함한 모든 자금

21) Consolidated Fund는 싱가포르 헌법 제145조에 근거하여 설립된 기금으로 법령에 특별한 규정이 없는 경우 싱가포르 정부의 모든 수입은 이 Consolidated Fund에 입금되도록 되어 있음. 헌법은 싱가포르 재무부장관에게 이 기금을 운영할 권한과 감독할 의무를 부여하고 있음

- SGS, 선급 예치금에 대한 원금이나 이자 지급
  - T-bill에 대한 원금 지급
  - SGS로 인해 발생한 기타 채무의 지급
- GSF의 잉여가 발생한 경우 재무부 장관은 GSF 부채를 감안한 GSF의 일부 자금을 Consolidated Fund로 이전하도록 할 수 있음
- GSF의 돈은 GSF에 부과되거나 GSA에 의해 인출이 허용된 경우를 제외하고는 인출할 수 없으며 재무부 장관의 서명이 있어야 함

#### 나. GSF 잉여금 현황 및 운영실적

- GSF에 대한 운영 실적이 발표된 1999년까지의 운영실적은 1994년을 제외하고는 항상 이익을 기록하였음<sup>22)</sup>
  - GSF 운용수익률을 나타내는 투자수익률은 최고 15%, 최저 2.1%를 기록하여 상당히 높은 수익률 변동성을 보임
  - 수익성 지표로 볼 수 있는 GSF 운용비용(이자, 투자 및 대출 비용) 대비 투자수익(투자수입과 투자매각손익) 비율은 0.85에서 4.80를 기록하였음
    - 1보다 작다는 것은 투자관련 비용이 투자수익보다 크다는 것을 의미

---

22) 2000년 이후에는 GSF에 대한 운영실적이 보고되지 않고 있음

<표 III-4> GSF의 누적 잉여금 및 운영 실적 현황

(단위: S\$ 백만, %)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
연평균 누적 잉여금(A) <sup>a)</sup>	28,865	35,589	48,248	64,736	80,980	100,950	126,947
투자수입(B)	1,286	1,224	2,061	3,573	4,244	3,443	4,700
투자매각손익(C)	472	- 478	- 267	1,464	2,277	11,664	5,600
투자수익률 <sup>b)</sup>	6.1	2.1	3.7	7.8	8.1	15.0	8.5
대출비용	0.21	0.27	0.30	0.29	0.40	0.44	0.40
투자비용	32.9	39.6	61.2	82.7	115.0	163.3	250.0
이자비용	748	846	1,546	1,980	2,500	2,984	3,230
운용비용 (D) <sup>c)</sup>	781	886	1,607	2,063	2,615	3,147	3,232
투자수익(B+C) / 운용비용(D)	2.35	0.84	1.12	2.44	2.49	4.80	2.96

a) (기초자산+기말자산)/2

b) {(투자수입+투자매각손익)/연평균누적잉여금}×100

c) 운용비용(D): 대출비용+투자비용+이자비용

출처: Ministry of Finance(Singapore), *Budget Book*, 각호

- GSF의 지속적인 순익 발생은 GSF 자금조달 비용은 과소 평가된 반면 운용 수익률은 과대 평가된 측면에서 기인한 것으로 분석됨
  - 싱가폴은 위험 프리미엄이 가장 작은 SGS에 대한 투자자에게 각종 세금 혜택까지 주어 낮은 이자율로 발행하고 있음
  - GSF 수익에 대해서는 세금이 부과되지 않기 때문에 세금을 고려한 수익률은 낮아짐.
  - GSF는 가장 안전한 자산인 정부발행 유가증권에 투자를 할 수 없기 때문에 보다 위험한 자산에 투자한 것으로 볼 수 있고, 따라서 투자 수익률은 위험 프리미엄을 고려하여 해석해야함



## IV. 홍콩의 국채시장 운영 현황

---

1. 홍콩 국채시장 개괄
2. 발행 규모
3. 유동성 유지 및 강화를 위한 조치
4. 발행 잉여금의 운용



## IV. 홍콩의 국채시장 운영 현황

### 1. 홍콩 국채시장 개괄

- 홍콩의 통화발행준비기금 및 환율안정기금인 Exchange Fund에 의해 Exchange Fund Paper(EFP)가 발행되고 있음
  - Exchange Fund는 대외지급준비자산, 재정흑자잉여금 등을 외화자산의 형태로 보유하고 있으며 동 기금의 목적은 (i) 환율의 안정, (ii) 통화 및 금융시스템의 안정, (iii) 대외지급준비자산의 장기 구매력 유지 등의 달성을 목표로 함
    - Exchange Fund의 자산은 통화가치 안정을 위해 필요할 경우 시장개입 및 공개시장 조작 등에 활용될 수 있음

<표 IV-1> Exchange Fund의 주요연혁

1935	은행권의 가치를 보장하기 위한 금, 은, 및 파운드화의 보유를 위해 통화조례 (Currency Ordinance)법에 의해 설립
1976	주화의 가치를 보장하기 위한 펀드인 Coinage Security Fund의 자산 및 정부의 일반재정 계정의 대외지급준비자산이 Exchange Fund로 이관됨
1976이후	정부의 재정흑자잉여금이 지속적으로 적립

자료: Hong Kong Monetary Authority Fact Sheet(1999)

- EFP는 사실상 홍콩의 국채로 간주되고 있으나 다른 나라의 일반적 국채와 성격이 다름
  - EFP의 도입 목적은 (i) 금융시장에 지표금리를 제공하고 기업에게 위험회피 수단을 제공하는 등 금융시장 발전, (ii) 공개시장조작 수단 등 통화 및 환율 관리임
  - EFP는 정부의 징세력이 아닌 US\$ 표시의 Exchange Fund 자산에 의해 지불이 보증됨
  - EFP는 Exchange Fund 대차대조표에 화폐발행액(certificates of indebtedness 및 coins in circulation), 금융기관 지급준비금(placements by banks and other financial institutions)과 함께 부채항목에 표시되며, 자산 중 Other investments in securities 항목의 일부인 US\$ 표시 대외지급준비자산에 의해 그 가치가 보장(backed)됨
    - <표 IV-2> 참조

<표 IV-2> Exchange Fund의 대차대조표

<b>Exchange Fund – Balance Sheet</b>			
as at 31 December 2001			
(Expressed in millions of Hong Kong dollars)	Notes	<b>2001</b>	2000
<b>ASSETS</b>			
Cash and money at call		<b>13,848</b>	16,953
Placements with banks and other financial institutions	4	<b>85,403</b>	56,093
Investment securities	5	<b>300</b>	300
Other investments in securities	6	<b>853,898</b>	923,360
Gold	7	<b>145</b>	142
Thailand financing package	8	<b>4,149</b>	6,724
Other assets	9	<b>18,534</b>	17,448
Investments in subsidiaries	10	<b>2,145</b>	2,145
Investment in associate	11	<b>7</b>	14
Fixed assets	12	<b>717</b>	184
<b>TOTAL ASSETS</b>	13	<b>979,146</b>	1,023,363
<b>LIABILITIES AND FUND RESOURCES</b>			
Certificates of Indebtedness	14	<b>107,545</b>	99,265
Coins in circulation	14	<b>5,691</b>	5,918
Balance of the banking system	15	<b>671</b>	669
Exchange Fund Bills and Notes	16	<b>118,157</b>	109,288
Placements by banks and other financial institutions	17	<b>47,122</b>	35,389
Placements by other Hong Kong Special Administrative Region government funds	18	<b>380,602</b>	417,162
Placements by Hong Kong statutory bodies		<b>5,124</b>	9,660
Other liabilities	19	<b>11,645</b>	38,913
Total liabilities		<b>676,557</b>	716,264
Accumulated surplus	21	<b>302,589</b>	307,099
<b>TOTAL LIABILITIES AND FUND RESOURCES</b>		<b>979,146</b>	1,023,363

자료: Hong Kong Monetary Authority(2002)

- EFP는 단기 채권인 Exchange Fund Bill(28일, 91일, 182일, 364일 만기)과 중장기 채권인 Exchange Fund Note(2년, 3년, 5년, 7년, 10년 만기)로 구성됨
  - 단기 채권의 발행주기는 1달 미만이고 중장기 채권은 분기별임

&lt;표 IV-3&gt; Exchange Fund의 발행채권

유 형	최초 발행일	발행 규모 (HK\$ mill)	발행 빈도
28-day Bills	27 Nov 1996	2,000	4주당 3회
91-day Bills	14 Mar 1990	2,500	1주 간격
182-day Bills	31 Oct 1990	1,300	2주 간격
364-day Bills	27 Feb 1991	650	4주 간격
2-year Notes	18 May 1993	600	3개월 간격
3-year Notes	26 Oct 1993	600	3개월 간격
5-year Notes	27 Sep 1994	600	3개월 간격
7-year Notes	28 Nov 1995	600	3개월 간격
10-year Notes	29 Oct 1996	600	3개월 간격

자료: Hong Kong Monetary Authority(2002)

- Exchange Fund외에 홍콩 모기지공사(HKMC) 등 공기업, 예금은행 등 금융기관, 국내기업, ADB, IBRD 등 국제개발은행 및 기타 해외 차입자에 의해 채권이 발행되고 있으며 전체 채권시장의 총 발행잔액은 2001년말 기준으로 HK\$3,858억 임
  - Exchange Fund(23%), 금융기관(31%) 및 기타 해외차입자(21%)가 발행한 채권이 전체 채권시장에서 차지하는 비중은 높은 반면 국내기업(8%), 공기업(7%), 국제개발은행(10%) 발행채권의 비중은 낮음
  
- 전체 발행채권의 평균만기(2001년말 기준)는 1.8년으로 채권발행이 단기채 중심으로 이루어지고 있음

— EFP의 평균만기는 1.2년으로 비교적 짧은 가운데 공기업(2.3년), 금융기관(2.0년) 및 국내기업(2.2년) 발행채권의 평균 만기도 2년 내외임

○ 홍콩은 양질의 홍콩달러 표시 채권을 공급함으로써 금융시장의 발전을 도모하기 위해 1997년까지 EFP의 순발행액을 늘려왔음

— 동아시아 국제금융센터가 되기 위해 싱가포르와 경쟁 중인 홍콩 으로서는 회사채 공급이 부족한 상황에서 주기적으로 발행되는 홍콩달러 표시 채권의 공급을 늘리고 홍콩달러 표시 채권에 대한 신뢰성 있는 지표수익률(benchmark yield)을 제공할 필요성이 제기됨

<표 IV-4> EFP 발행잔액 및 순발행액

(단위: HK\$ 백만)

	1991	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
EFP	14,040 <sup>a)</sup>	58,730	91,850	101,650	97,450	101,874	108,602	113,750	117,476
		(6,390) <sup>b)</sup>	(33,120)	(9,800)	(-4,200)	(4,424)	(6,728)	(5,148)	(3,726)
EFBs	14,040	44,330	70,250	72,850	63,850	67,274	73,002	72,350	70,276
		(390)	(25,920)	(2,600)	(-9,000)	(3,424)	(5,728)	(-652)	(-2,074)
EFNs	-	14,400	21,600	28,800	33,600	34,600	35,600	41,400	47,200
		(6,000)	(7,200)	(7,200)	(4,800)	(1,000)	(1,000)	(5,800)	(5,800)

a) 발행잔액은 각 연도별 말잔임

b) ( )내는 순발행액임

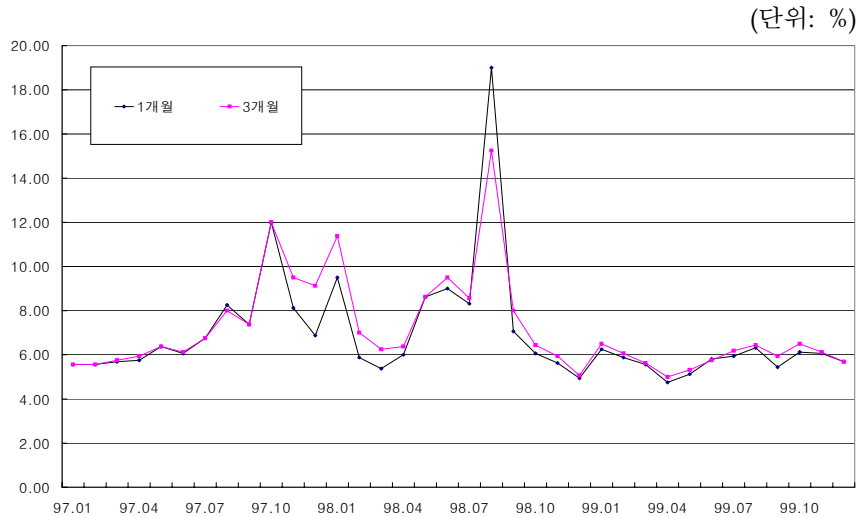
자료: Hong Kong Monetary Authority, *Monthly Statistical Bulletin*

42 재정흑자국의 국채시장 운영

○ 홍콩은 1998년 네 차례에 걸쳐 투기세력에 의한 홍콩달러 공격을 경험하였으며 그 결과 1998년 8월 은행간 한 달 만기 금리가 20%대에 육박하는 등 단기 금융시장이 극심한 불안을 보였음

— 이에 따라 외환시장은 정책당국이 금리안정을 포기하고 US\$에 고정된 환율을 끝까지 고수할 지에 대해 회의를 갖게 됨

<그림 IV-1> 홍콩의 은행간 금리



자료: Hong Kong Monetary Authority, *Monthly Statistical Bulletin*

○ 1998년 9월 5일 홍콩은 통화위원회 제도(currency board system)에 대한 시장의 신뢰를 회복하고 고정환율제(HK\$7.75 : US\$1)를 유지하면서 투기자금에 의한 급격한 금리변동을 막기 위해 통화위원회 제도의 강화조치를 취하였음

- EFP를 화폐발행액, 금융기관 지급준비금과 함께 중앙은행의 부채인 본원통화에 포함
    - EFP 발행잔액을 US\$ 표시 대외지급준비자산과 연계하여 EFP에 대한 US\$ 가치를 보증하고 EFP 상환부담을 중앙은행에 귀속
    - 금융기관 지급준비금과 EFP 발행잔액을 합한 금액이 화폐발행액에 근사한 규모를 갖게 됨에 따라 투기적 세력에 의한 홍콩달러 공격에 예금은행 지준 조절 뿐 아니라 EFP를 통한 공개시장조작을 통해서도 대응 가능
  - EFP 발행을 대외지급준비자산과 연계시킨 결과 US\$ 표시 대외지급준비자산에 의해 지지되는 EFP의 차환발행은 계속하되 신규발행은 해외투자자금이 유입된 경우로 국한
    - 해외투자자금 유입시 국채발행은 통화량 흡수를 통해 자금유입에 따른 통화증발 효과를 상쇄시키고 고정환율을 유지하기 위함임
- 1999년 4월 1일부터는 EFP 발행잔액의 지속적인 증가와 이를 통한 금융시장의 발전을 위해, 기 발행 채권의 이자 지급을 위한 자금조달도 신규 발행을 통해 이루어지도록 함
- 기 발행 채권의 이자 지급은 대외지급준비자산의 이자수입에 의해 보장되므로, 이러한 조치는 EFP의 발행을 대외지급준비자산과 연계시키는 통화위원회 강화조치의 연결선상에 있음

44 재정흑자국의 국채시장 운영

- EFP은 시장조성자와 공인딜러(recognized dealer)를 통해 장외시장에서 거래되고 있음
  - 시장조성자는 EFP의 유동성과 시장성 보장을 위해 정상거래 시간(월요일~금요일, 9:00~12:00 a.m. 2:00~4:00 p.m.) 중 매수 및 매도호가를 제시해야할 의무를 지고 있음
  
- 국채시장의 유동성 지표인 유통시장 일평균 회전율이 1997년에 16.2%로 싱가포르(2.8%), 한국(0.2%) 등 다른 아시아국가에 비해서는 상당히 높은 편이었음
  
- 아시아 금융위기 여파로 1998년 회전율이 크게 하락한 후 회복하는 추세를 보이고 있음
  - 2002년 단기 채권인 EFB의 일평균 회전율은 28.1%로 금융위기 이전 수준을 넘었으나 중장기 채권 EFN의 회전율은 5.5%로 여전히 낮은 수준에 머물고 있음

<표 IV-5> EFP의 일평균 거래대금 및 회전율<sup>a)</sup>

(단위: HK\$ 백만, %)

	1991	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
거래대금	4,903	17,194	16,320	16,506	9,075	16,123	23,781	21,206	22,342
(EFBs)	4,903	13,408	11,571	13,539	8,411	15,831	22,594	18,702	19,759
(EFNs)	-	3,785	4,749	2,967	664	292	1,186	2,504	2,584
회전율	34.9	29.3	17.8	16.2	9.3	15.8	21.9	18.6	19.0
(EFBs)	35.0	30.2	16.5	18.6	13.2	23.5	31.0	25.8	28.1
(EFNs)	-	26.3	22.0	10.3	2.0	0.8	3.3	6.0	5.5

a) (일평균 거래대금 / 발행잔액) × 100

자료: Hong Kong Monetary Authority, *Monthly Statistical Bulletin*

## 2. 발행 규모

- 홍콩의 경우 The Basic Law(Article 107)에 의거 재정수입 내 지출을 원칙으로 하고 있으므로 1997년까지 신공항 건설을 위해 대규모의 사회간접자본 투자를 한 1995년을 제외하고는 지속적으로 흑자기조를 유지해왔음
- 아시아 금융위기 이후인 1998년부터는 부동산 및 주식가격 하락으로 부동산관련 세수가 감소하고 재정수지의 투자수익이 줄어든 반면 사회복지 관련 지출을 중심으로 재정지출이 증가하여 2000년부터 적자기조로 전환하였음

<표 IV-6> 홍콩의 일반재정수지 추이

(단위: HK\$ 백만)

회계연도	일반수지	수입		지출
		수입	지출	
1990	3,967	89,524	85,557	
1991	22,509	114,701	92,192	
1992	21,979	135,311	113,332	
1993	19,164	166,602	147,438	
1994	10,843	174,998	164,155	
1995	(3,113) <sup>a)</sup>	180,045	183,158	
1996	25,678	208,358	182,680	
1997	86,866	281,226	194,360	
1998	(23,241)	216,115	239,356	
1999	9,952	232,995	223,043	
2000	(7,833)	225,060	232,893	
2001	(63,331)	175,559	238,890	

a) ( ) 내는 적자금액임

자료: Hong Kong Annual Digest, Census and Statistics Department, Hong Kong, China.

- 2002년 회계년도(2002.4월~2003.3월)에도 GDP 대비 3.6%에 달하는 재정수지 적자가 예상되며 현재의 재정수지 적자 추세는 2005 회계년도까지 지속되어 재정수지 흑자 누적액의 감소가 예상된다
- 홍콩정부는 2002년 예산안 발표시 2003년부터 재정지출을 GDP대비 20% 이내로 억제하고 세입을 약 1.3배 확대 확대함으로써 2005년까지 균형재정 달성을 목표로 하고 있음

<표 IV-7> 홍콩의 재정수지 추이 및 전망

(단위: %)

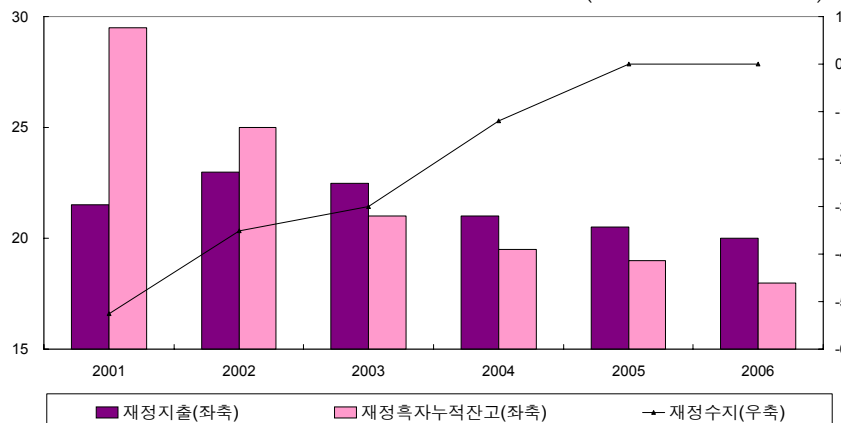
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
GDP대비 규모	6.6	-1.8	0.8	-0.6	-5.2	-3.6	(-3.0)	(-1.0)	(0.0)	(0.0)

a) ( )내는 홍콩정부의 목표치임

자료: IMF, May 2002, IMF Country Report No. 02/100

<그림 IV-2> 홍콩의 재정수지 추이 및 전망

(단위: HK\$ 백만, %)



a) 재정수지 수치는 일반재정수지에 토지기금(Land Fund) 순자산 가치 변동분을 포함한 금액임<sup>23)</sup>

자료: IMF, May 2002, IMF Country Report No. 02/100

- 통화위원회 제도 강화조치(1998년 9월 및 1999년 4월)로 EFP 신규발행은 (i) 해외투자자금이 유입된 경우, (ii) 기 발행 EFP의 차환 및 이자지급을 위해 필요한 경우에 한하여 하고 있음
  - 해외투자자금 유입 시 국채를 발행하는 이유는 국채발행을 통해 통화량을 흡수하여 자금유입에 따른 통화량 증가 효과를 상쇄시키고 이를 통해 고정환율을 유지하기 위해서임
  - 아울러 국채시장의 유지를 위해서 기존 국채의 차환 및 이자지급을 위해 필요한 경우 국채를 발행하고 있으며 GDP대비 국채 발행잔액의 규모는 점진적이거나 지속적으로 증가하고 있는 추세임

**<표 IV-8> EFP 발행잔액의 GDP대비 비중**

(단위: HK\$ 백만)

	1991	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
전 체	2.07	5.36	7.59	7.56	7.61	8.18	8.43	8.89	9.24
(EFBs)	2.07	4.04	5.80	5.42	4.99	5.40	5.67	5.66	5.53
(EFNs)	-	1.31	1.78	2.14	2.63	2.78	2.76	3.24	3.71

자료: Hong Kong Monetary Authority, *Monthly Statistical Bulletin*

- 아시아 금융위기의 여파로 홍콩의 국채시장 적정 발행규모의 기준이 금융시장의 유지 발전을 위해 필요한 규모에서 고정환율 유지 등 환율안정을 저해하지 않는 범위에서의 금융시장 유지 발전을 위해 필요한 규모로 변경됨

23) 토지기금(Land Fund)은 1985년 5월부터 홍콩이 중국으로 귀속된 1997년 7월까지 토지판매 수익에 대한 홍콩의 지분관리를 목적으로 1986년 8월에 설립된 기금임

### 3. 유동성 유지 및 강화를 위한 조치

○ 시장조성자 제도가 EFP시장에 도입됨 (1990년 3월)

- 시장조성자는 발행 및 유통시장에서 주도적인 역할을 하고 국채를 널리 알림으로써 투자자 기반 확충에 기여
- 시장조성자는 유동성과 시장성 보장을 위해 정규거래 시간 중 매수 및 매도호가를 의무적으로 제시
- 특정종목(예: 91일물 EFB)의 유동성 고갈을 방지하기 위하여 시장조성자에게 전체 포지션이 룡 혹은 스퀘어일 경우에 한해 개별종목에 대한 공매도를 허용

○ 금융기관이 EFP를 담보로 중앙은행인 HKMA로부터 일중 자금을 무이자로 차입할 수 있는 Repo 시장이 형성됨 (1999년 12월)

- 영업일 종료시까지 일중(intraday) RP를 환매하지 못할 경우에는 1일물(overnight) RP로 자동 전환

○ EFP를 기초자산으로 하는 파생금융상품으로는 2001년 11월 홍콩증권거래소에 상장된 3년 만기 Exchange Fund Note 선물이 있으며 동 선물의 도입목적은 위험회피 수단 제공 및 현물채권시장 활성화에 있음

## 4. 발행 잉여금의 운용

### 가. 국제발행 잉여금 현황

- 국채를 발행하여 조성한 자금 전액이 Exchange Fund에 적립되어 운용됨
  - Exchange Fund에는 국제발행 잉여금 외에 외환보유액 및 재정 흑자 등이 함께 적립되어 관리되며 이중 국제발행 잉여금이 상당수를 차지
- 누적잉여금은 2000년까지 지속적인 증가 추세를 보이다 2001년에는 소폭 감소하여 HK\$ 3,0256억을 기록하고 있음
  - 아시아 금융위기 이후 발생한 재정적자는 Exchange Fund의 누적잉여금으로 보전 중임

**<표 IV-9> Exchange Fund의 누적 잉여금 현황**

(단위: HK\$ 백만)

년도	1997	1998	1999	2000	2001
누적 잉여금 <sup>a)</sup>	195,683	211,383	290,858	307,099	302,589

a) 1935년 12월 6일 이후 Exchange Fund의 총 순이익금임

자료: Hong Kong Monetary Authority, *Monthly Statistical Bulletin*

## 나. 운용주체 및 운용방식

- Exchange Fund의 포트폴리오는 지지(backing) 포트폴리오와 투자(investment) 포트폴리오로 나누어서 운용됨<sup>24)</sup>
  - 지지 포트폴리오는 본원통화(화폐발행액 + 금융기관 지급준비금 + EFP)를 완전히 지지하기 위한 포트폴리오로 유동성이 높은 미 달러표시 채권 및 주식에 투자
  - 투자 포트폴리오는 운용자산의 가치 및 장기구매력을 유지하기 위한 포트폴리오로 OECD 국가의 채권 및 주식에 투자
  - 지지 포트폴리오가 본원통화의 112.5%를 넘어서면 110%를 초과하는 금액이 투자 포트폴리오로 전환되고 지지 포트폴리오가 본원통화의 105%에 미달하면 107.5%에 도달할 때까지 투자 포트폴리오가 지지 포트폴리오로 전환
  
- Exchange Fund 자산운용의 목표는 (i) Exchange Fund 자본금을 유지하고 (ii) 본원통화가 항상 유동성이 높은 미 달러표시 단기 증권에 의해 완전히 지지되고 (iii) 통화안정과 금융안정을 위해 필요한 유동성을 확보하고 (iv) (i)~(iii)이 충족되는 상황에서 보유자산의 투자수익을 올리는 데 있음
  - 동 목표달성을 위해 주식(20%)과 채권(80%)의 자산 구성비율과 달러(80%), 엔(5%) 및 유럽권 통화(15%)의 구성비율에 대한 투자기준(investment benchmark)를 정하고 이에 따라 투자성과를 평가

---

24) 1976년 홍콩 정부의 일반재정 계정의 대외지급준비 자산의 이관과 1976년 이후 재정흑자 잉여금의 지속적인 적립으로 Exchange Fund의 자산은 본원통화(화폐발행액+금융기관 지급준비금+EFP)를 능가함

&lt;표 IV-10&gt; Exchange Fund의 투자기준

	구 성 비 율
자 산 구 성	채권 80%, 주식 20%(홍콩 주식 5%)
통 화 구 성	미 달러 블록 80%, 유럽 블록 15%, 엔블럭 5%

자료: Hong Kong Monetary Authority(2002)

- Exchange Fund의 자산중 지지(backing) 포트폴리오는 중앙은행인 HKMA(Hong Kong Monetary Authority)가, 투자(investment) 포트폴리오는 HKMA와 외부 펀드 매니저가 나누어서 운용하고 있음
  - 외부 펀드매니저에 위탁 운용되는 자산(전체 자산의 약 30%)도 내부 운용과 동일한 투자지침 및 성과분석 방식을 적용하여 운용되고 있음
  - 외부위탁 자산은 주요 국제금융 중심지에 위치한 글로벌 펀드 매니저들에 의해 운용되고 있음
    - 이들의 전문성 및 선진 운용기법을 활용하고 현지 운용의 이점(geographical coverage)을 살리기 위해서임
    - 투자 전문성과 홍콩이 국제금융센터가 되는데 필요한 지원 정도가 외부위탁 펀드 매니저 선정의 핵심 기준임
- Exchange Fund는 발행채권에 대한 이자비용의 2배를 상회하는 투자 수익을 지속적으로 얻어왔으나 2001년은 전 세계적인 증시침체 및 홍콩달러 평가절하의 여파로 투자수익이 이자비용의 0.6배에 그침
  - 2001년중 S&P 500 지수와 NASDAQ 지수가 각각 13.0% 및 21.0% 감소하였으며 홍콩 Hang Seng 지수도 24.5% 감소하여 큰 폭의 투자 및 재평가 손실이 발생
  - 1999년 이후 3간 지속된 환차손은 투자수익 감소 요인으로 작용

<표 IV-11 > Exchange Fund의 투자수익 및 이자비용

(단위: HK\$ 백만)

년도	1997	1998	1999	2000	2001
투자수익(A)	35,532	93,795	103,785	45,100	7,363
상장주식 배당소득	488	1,170	6,969	4,871	3,668
투자 및 재평가 이익	13,298	51,010	74,630	15,065	-23,155
환차익	-5,455	7,412	-9,858	-11,189	-13,059
이자비용(B)	17,280	40,494	54,001	27,877	10,839
투자수익(A)/이자비용(B)	2.0	2.3	1.9	2.7	0.6

자료: Hong Kong Monetary Authority(2002)

- 홍콩은 국제발행을 통해 조달한 자금을 펀드에 투자하고 이러한 펀드 투자 수익률이 국제발행에 소요되는 이자비용을 상회하고 있으나, 펀드 자산이 시장위험에 노출됨에 따른 수익률 저하 가능성은 상존함
  - HKMA는 Exchange Fund의 투자 수익률을 투자기준(investment benchmark)에 의한 포트폴리오 수익률과 비교하여 그 성과를 평가함
    - 투자기준에 의한 포트폴리오의 세부 구성 내역은 발표되지 않음
  - Exchange Fund 자산의 투자 수익률이 2000년의 경우 4.8%로 투자기준 수익률을 1% 상회하고 있으나 2001년의 경우 투자 기준 수익률을 약간 상회하는 수준에 그침

<표 IV-12> Exchange Fund 자산의 투자수익률

(US\$기준, %)

	1993-2001 누적수익률	1993-2001 연율	2000	2001
투자수익률	76.5	6.5	4.8	0.7
투자기준수익률	N/A	N/A	3.8	0.4

자료: Hong Kong Monetary Authority(2002)

## V. 호주의 국채시장 운영 현황

---

1. 호주 국채시장 개괄
2. 발행 규모
3. 발행 잉여금의 운용
4. 재정흑자시 CGS 시장 운영에 대한 세 가지 대안



## V. 호주의 국채시장 운영 현황

### 1. 호주 국채시장 개괄

- 호주의 채권시장은 국채(또는 연방 정부채, Commonwealth Government Securities: CGS), 지방 정부채(State/Territory), 회사채가 각각 33%, 31%, 36%(발행잔고 기준) 차지함 (2002년 기준)
  - 전체 채권시장의 총 발행잔고는 약 AUS\$1,550억 임
  - 지방 정부채는 총 발행잔고 AUS\$485억으로서, 만기구조는 1년-10년으로 구성되어서 CGS와 유사함
  - 회사채는 총 발행잔고 AUS\$550억으로서, 5년 이하의 만기에 발행이 집중됨
    - 금융회사 및 외국기관이 각각 회사채 발행의 38%, 32%를 차지함
  
- CGS는 호주 연방정부(Commonwealth Government)가 발행하며, 3가지 유형이 있음
  - Treasury Fixed Coupon Bonds
    - 반기별 이자가 지급되는 지표채로서 CGS 발행잔고의 80%를 차지
    - 만기는 1년에서 13년에 걸쳐서 분포하며, 11개의 지표채권이 존재
    - 개별 지표채의 평균 발행잔고는 약 AUS\$50억임

— Treasury Indexed Bond

- 물가 연동 채권으로서 CGS 발행잔고의 10%를 차지
- 2002년 현재 4개의 지표채권이 존재(만기는 각각 2005년, 2010년, 2015년, 2020년)

— Treaury Notes

- 정부의 단기 자금 수요에 대응하기 위해 발행되는 만기 1년 이하의 채권으로서 발행잔고는 약 AUS\$42억(2002년) 정도
- 정부의 단기 자금 잉여분은 호주 중앙은행(Reserve Bank of Australia: RBA)에 예치되며, Treasury Note와 비슷한 이자수익을 거둠

○ CGS의 총 발행잔고는 1997년에 AUS\$1,060억을 최고로하여 2002년 현재 AUS\$620억로 감소하고있는 추세임

<표 V-1> CGS의 발행 추이

(단위: AUS\$10억)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Treasury Fized Coupon Bonds	77.1	79.5	70.0	65.2	59.1	53.7	51.1
Treasury Indexed Bonds	3.7	4.5	5.2	5.6	5.9	6.2	6.4
Treasury Notes	15.8	13.3	10.3	7.0	5.8	5.1	4.2
Treasury Adjustable Rate Bonds	7.1	8.0	4.3	4.3	2.5	0.0	0.0
Other	0.3	0.8	0.8	0.8	0.5	0.3	0.4
Total	103.9	106.1	90.6	82.9	73.8	65.3	62.1

자료: Australian Office of Financial Management(2002)

## ○ CGS에 대한 주요 투자자

- 은행과 증권회사: 건전성 규제 목적, 거래 및 헤지 목적으로 CGS 전체의 10% 정도 보유
- 연금: 장기적 연금 지급 수요에 대응하여 CGS 전체의 20% 정도 보유
- 보험회사: 보험금 지급 수요에 대응하여 CGS 전체의 20% 정도 보유
- RBA: 공개시장조작 및 통화정책 수행을 위해 15% 정도 보유
- 외국인 투자자: CGS 전체의 30-40% 정도 보유

## &lt;표 V-2&gt; 호주의 투자자 부문별 CGS 보유 현황

(단위: AUS\$10억)

	1997-98	1998-99	1999-00	2000-01	2001-02
Central bank	11.5	10.2	14.9	14.6	10.4
Banks and other depository Corporations	10.2	7.7	6.0	3.3	3.6
Life insurance corporations	12.4	12.4	10.0	8.5	7.8
Other insurance corporations	7.0	7.0	5.6	4.7	4.4
Pension funds	15.1	13.8	14.2	12.3	11.6
Financial intermediaries	1.8	3.4	3.2	1.9	1.6
Households	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Central borrowing authorities	1.0	1.5	1.7	0.9	0.5
Rest of world	37.8	31.5	22.3	23.0	23.8
Total	97.0	87.8	78.1	69.4	63.9

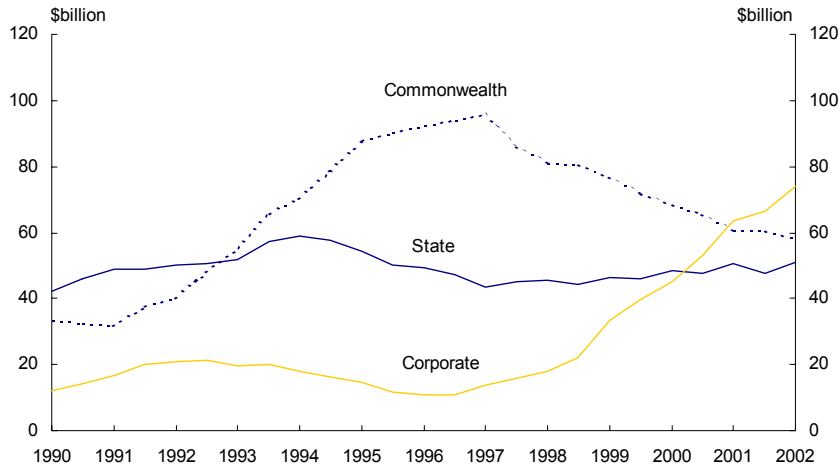
자료: Australian Bureau of Statistics(2002)

- CGS 발행 규모는 감소하는 반면, 회사채의 발행 규모는 증가하는 것이 호주 채권 발행시장의 최근 추세임
  - CGS 발행 규모 감소의 주요 원인은 1996년부터 정부의 재정이 균형 또는 흑자를 달성함에 따라 순액 기준으로 정부가 부채를 줄여가고 있기 때문임
    - 향후 지속적으로 재정 균형이 유지되고, 정부가 기발행 CGS의 만기 상환을 지속하면서 신규 CGS 발행을 중단할 경우, CGS의 발행잔고는 2009년경 AUS\$150억 수준으로 줄어들 것으로 전망됨<sup>25)</sup>
  - 회사채 발행 규모 증가의 주요 원인은 종업원 퇴직 연금의 증가로 인해 채권에 대한 연금의 투자 수요가 증가하고, CGS의 발행이 줄어들에 따라 회사채에 대한 수요가 증가하였기 때문임
    - 이러한 추세에 편승한 외국인의 채권발행(Kangaroo Bond)도 증가하였음(2002년 기준 AUS\$180억)

---

25) Commonwealth of Australia(2002)

<그림 V-1> 호주의 채권 종류별 발행 규모의 추이



자료: Reserve Bank of Australia

## 2. 발행 규모

○ 호주 정부는 CGS 시장의 주요 역할을 두 개의 범주로 구분하여 CGS의 향후 적정 발행 규모를 추정하고 있음<sup>26)27)28)</sup>

— CGS 시장의 주요 역할 1: 금융자산에 대한 지표, 가치평가 및 금융 위험 관리 수단 제공

26) Commonwealth of Australia(2002)

27) 호주 정부는 CGS 시장의 유지 및 적정 CGS 발행 규모에 관한 discussion paper를 발표하고, 시장 참여자들의 의견을 수렴 중에 있음

28) 국채시장의 일반적 역할 중 통화정책의 운영 수단, 외국 자본 유치 수단, 국제 금융시장에서의 위상 강화 등이 CGS 시장의 주요 역할로 고려되지 않음을 볼 때, 호주 정부는 자국의 경제 상황에 비추어 이들의 상대적 중요성이 떨어진다고 판단하고 있는 듯 함

- CGS 시장의 주요 역할 2: 장기 투자 수단 및 안정적인 투자 수단 제공
- CGS 시장이 금융자산에 대한 지표, 가치평가 및 금융 위험 관리 수단을 제공하기 위해서는 다음 요건들이 충족되어야 할 것으로 제시됨<sup>29)</sup>
  - Treasury Bond의 만기 구조는 1년에서 10년까지 균등하게 분포되어 신뢰도 높은 수익률 곡선의 추정을 용이하게 할 것
  - 각 만기별 발행 잔고 규모는 AUS\$50억 수준을 유지하여 유동성 부족에 의한 왜곡을 피할 것(즉, 현재 수준에서 적절한 Treasury Bond의 총 발행 잔고는 AUS\$500억)
  - 경제 규모의 증가에 비례하여 Treasury Bond 발행 잔고는 증가되어야 함
    - 2000년대 들어 호주의 명목 GDP 증가율은 약 6%로서 Treasury Bond 잔고의 증가율도 6% 정도가 적당함
  - 향후 재정 균형의 지속을 전제로 2003년부터 이상의 요건을 충족하기 위해서는 2010년까지 매년 AUS\$80~AUS\$90억 정도의 Treasury Bond 발행(년간 차환 발행분 약 AUS\$50억 포함)이 필요함
    - 2003년부터 2009년까지 7개년간 Treasury Bond 누적 발행 규모는 AUS\$600억 정도가 되어야 할 것으로 추정됨
    - 즉, 2009년 말 Treasury Bond의 총 발행 잔고는 약 AUS\$750억( $\approx 500 \times 1.06^7$ ) 정도는 되어야 함

29) Commonwealth of Australia(2002)

- CGS 시장이 장기 투자 수단 및 안정적인 투자 수단을 제공하기 위해서, CGS 발행 잔고의 증가율은 연 12% 이상이 요구됨<sup>30)</sup>
  - CGS가 장기 투자 수단 및 안정적인 투자 수단으로 작용하기 위해서는 CGS의 발행 규모가 투자자의 수요를 충족할 수 있어야함
    - CGS가 안정적인 투자 수단이 되기 위해서는 CGS 발행 규모가 금융자산 전체에서 차지하는 현재의 비중이 유지될 수 있어야함
    - CGS와 같은 저위험 장기 금융자산에 대한 최대의 수요자는 생명보험사 및 연금인데, 이들이 관리하는 금융자산 규모의 증가 속도는 증가하고 있음
  - 투자자들이 자신의 전체 금융자산 포트폴리오에서 CGS의 비중을 현재 상태로 유지한다고 가정할 경우, CGS 발행 잔고의 증가 속도는 최소한 전체 금융자산의 증가 속도를 따라갈 수 있어야함
    - 호주의 연간 금융자산 증가속도는 약 12%
  - 현재의 CGS 발행 잔고 감소 추세를 감안할 경우, CGS 발행 잔고의 연 12% 증가를 위해서는 연간 약 AUS\$120억~AUS\$150억 정도의 CGS 발행이 필요함
    - 2003년부터 2009년까지 7개년간 CGS 누적 발행 규모는 AUS\$950억 정도가 되어야할 것으로 추정됨
    - 즉, 2009년 말 Treasury Bond의 총 발행 잔고는 약 AUS\$1,100억(=  $500 \times 1.12^7$ ) 정도는 되어야 함

---

30) Commonwealth of Australia(2002)

### 3. 발행 잉여금의 운용

- 재정에 대한 호주 정부의 기본 입장은 평균적인 균형의 유지임
- 1990년대 초에 재정 적자가 누적되어 1995년에 연방 정부의 순 부채가 GDP의 19.1%에 달하였음
  - 그러나 1990년대 후반부터 재정 흑자가 정착되기 시작하여, 2001년도에는 연방 정부의 순 부채가 GDP의 5%로 감소하였음

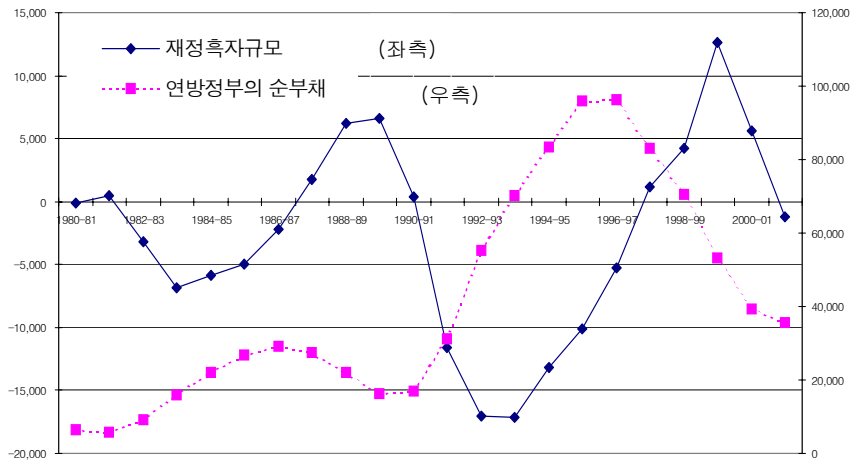
<표 V-3> 호주 연방정부의 재정흑자 및 순 부채 추이

(단위: AUS\$백만, %)

	재정흑자	재정흑자/GDP	연방정부의 순 부채	순 부채/GDP
1980-81	-112	-0.1	6,356	4.4
1981-82	437	0.3	5,919	3.5
1982-83	-3,232	-1.8	9,151	5.1
1983-84	-6,864	-3.4	16,015	7.9
1984-85	-5,881	-2.6	21,896	9.7
1985-86	-4,993	-2.0	26,889	10.8
1986-87	-2,247	-0.8	29,136	10.7
1987-88	1,777	0.6	27,359	8.8
1988-89	6,167	1.8	21,982	6.2
1989-90	6,635	1.7	16,121	4.2
1990-91	372	0.1	16,936	4.3
1991-92	-11,585	-2.8	31,132	7.7
1992-93	-17,036	-4.0	55,218	13.0
1993-94	-17,110	-3.8	70,223	15.7
1994-95	-13,181	-2.8	83,492	17.7
1995-96	-10,077	-2.0	95,831	19.1
1996-97	-5,281	-1.0	96,281	18.2
1997-98	1,171	0.2	82,935	14.8
1998-99	4,190	0.7	70,402	11.9
1999-00	12,671	2.0	53,106	8.4
2000-01	5,625	0.8	39,258	5.8
2001-02	-1,259	-0.2	35,568	5.0

자료: Commonwealth of Australia(2002)

<그림 V-2> 호주 연방정부의 재정흑자 및 순 부채 추이  
(단위: AUS\$백만)



자료: Commonwealth of Australia(2002)

- CGS 시장의 원활한 유지를 위해서 호주 정부는 흑자로 인한 재정 잉여분을 CGS 상환에 사용하지 않고, 호주 중앙은행(RBA)에 예치함
  - 이 예치금의 수익률은 Treasury Note와 비슷함
  - 이 예치금은 연방 정부의 1년 이내의 자금 수요를 관리하는 기능인 현금 관리(cash management)의 대상으로 간주됨
    - 이 예치금의 규모는 정부의 세입 세출 현황에 따라 매우 가변적임
  - RBA는 연방 정부의 예치금을 국내외 국채 등과 같은 위험이 매우 적은 자산에 투자함
  - RBA의 예치금 운용은 단기 현금 관리가 목적이므로, 연방 정부를 위해 대규모 금융 자산의 포트폴리오를 지속적으로 운용하는 펀드 매니저의 역할이 RBA에게 요구되지는 않음

#### 4. 재정흑자시 CGS 시장 운영에 대한 세 가지 대안

- 호주 정부는 경제 순환에 따라 재정을 융통성 있게 운용하되 평균적으로 재정 균형을 유지하려는 재정 목표를 유지할 것을 발표하였음<sup>31)</sup>
  - 따라서 CGS 시장을 유지하기 위해서 재정 적자를 발생시키는 것은 선택 대안에서 제외됨
  - 그러므로 재정 흑자 상황에서 연방 정부가 CGS를 발행하기 위해서는 정부가 CGS 순 발행분과 재정 흑자분에 해당하는 규모의 금융 자산을 매입해야 함
  
- 호주 정부가 당초에 고려한 선택 대안은 다음과 같은 3 가지 방안임
  - CGS 시장의 단계적 축소
  - 지방채를 CGS로 통합 흡수
  - 연방 공무원 연금(superannuation)에 대한 연방정부의 미적립 부채(unfunded liability)를 CGS 발행으로 보전
  
- CGS 시장의 단계적 축소 방안
  - 발행된 CGS를 재정 흑자분 만큼 시장에서 재매입하는 방법과 발행된 CGS를 만기 상환하면서 추가적인 CGS 발행을 중단하는 방법이 있음
  - 이 방안은 정부의 부채에 내재된 모든 위험을 제거하는 반면, 자금조달 위험(funding risk)을 초래함

31) Commonwealth of Australia(2002)

- 자금조달 위험이란 자연 재난과 같은 예측할 수 없는 사건으로 정부가 대량의 자금을 필요로 할 경우, 자금조달 창구가 부족해서 추가적으로 부담해야 하는 잠재적 비용
- 자금조달 위험은 정부가 국채시장에서 철수함에 따라 관련 인프라이가 쇠퇴하고, 국채의 수요 기반이 약화되어서 발생함

— 자금조달 위험의 규모는 국채 발행액 AUS\$100억 당 매년 AUS\$3,000만 정도로 추정됨

- 현재 호주 연방 정부는 동일한 신용도를 갖는 자국의 발행자보다 약 30bp 낮은 금리로 CGS를 발행하고 있음
- 발행금리가 1bp 상승할 경우 발행 금액 AUS\$100억 당 연간 지급 이자는 AUS\$100만(=100억×0.0001) 씩 증가함

○ 지방채를 CGS로 통합 흡수하는 방안에 대해 연방 정부와 지방 정부의 재무 수장들은 고려하지 않기로 합의하였으나(2001년 8월), 이 방안은 아직까지 선택 대안 중의 하나로 고려되고 있음

— CGS 발행 자금으로 기 발행 지방채를 매입하는 방법과 지방 정부가 지방채 발행을 중단하면서 연방 정부가 CGS 발행을 통해 지방 정부에 자금을 지원하는 방법이 있음

— 이 방안은 지방 정부의 조달 금리를 낮추는 반면, 연방 정부의 조달 금리를 상승시킬 것임

- 과도기 동안 지방채의 가격은 상승하고 CGS 가격은 하락할 것임
- 따라서 연방 정부는 지방 정부에게 그 대가를 지불하도록 요구할 수 있을 것임

- 균형 재정이라는 정부의 기본 입장이 견지되고 현재의 흑자 기조가 장기화될 경우, 통합된 CGS 시장 역시 궁극적으로 발행 규모가 위축될 것임
- 이 방안의 가장 큰 문제점은 통합된 CGS 발행 자금을 사용하는 지방 정부의 재무 상황과 이에 대한 시장의 평가를 단절시킴으로써 도덕적 해이를 유발시킬 수 있음
  - 지방 정부가 자신의 능력으로 자금을 조달해야 하는 현재 시스템은 지방 정부의 재정 건전성 및 재정 독립성의 향상에 크게 기여하고 있음
- 이러한 도덕적 해이의 가능성을 차단할 수 있는 다음과 같은 장치의 도입이 요구되나, 이러한 장치 역시 시장에 비해서는 비효율적임
  - 개별 지방 정부에 대해 각자의 신용 등급에 따라 연방 정부가 지원하는 자금의 비용을 차등화 함
  - 각 지방 정부가 차용할 수 있는 자금의 상한선을 설정함
  - 지방 정부의 채무 불이행에 대해서 보증 장치를 마련함
- 지방채를 시장에서 매입 상환할 경우 장부가로 평가되는 현재의 지방 정부 회계 시스템에서 대규모의 회계상 손실이 발생할 수 있음

○ 연방 공무원 연금(superannuation)에 대한 연방 정부의 미적립 부채(unfunded liability)를 CGS 발행으로 보전하는 방안<sup>32)33)</sup>

32) “미적립(unfunded)”이란 해당 부채를 상쇄하기 위한 목적으로만 사용될 수 있는 자산이 없다는 뜻임

33) 연방 정부의 퇴직 연금(Commonwealth superannuation)은 기본적으로 확

- CGS 발행 자금으로 연방 정부의 연금 부채를 보전하는 방안은 ① 연금 부채를 보전하는 목적을 가진 별도의 펀드를 CGS 발행 자금으로 설립하는 방안(hypothecated asset fund), ② CGS 발행 자금을 직접 연금 펀드에 출자하는 방안이 있음
  - 연방 정부의 총 미적립 부채는 2002년 기준 약 AUS\$840억이고, 매년 약 2%씩 증가할 것으로 예상됨<sup>34)</sup>
- 별도의 펀드를 구성하는 방법에선 그 펀드에 대해 정부가 영향력을 행사할 수 없도록 펀드 운용을 외부에 맡기고, 외국 자산에 투자하는 것이 필요함
  - 정부의 영향력이 개입되면 펀드의 수익성이 아니라 정부의 편의에 따라 투자가 이루어 질 수 있음
  - 국내 금융 자산에 대규모 투자가 이루어질 경우 정부는 시장 감독자로서의 위치와 자산 소유자로서의 위치를 겸하면서 이해상충에 직면하게됨
- CGS 발행 자금을 직접 연금 펀드에 출자하는 방법에선 위에서 언급된 문제가 상당 부분 해결됨
  - 왜냐하면, 법적으로 연금 펀드 운용자는 독립성이 보장되고, 펀드의 유동성, 예상 현금 흐름, 분산 투자 정도 등에 있어서 명시적 공식에 따라야 하기 때문임<sup>35)</sup>
- 그러나 일단 연금 펀드에 출자된 자산에 대해 정부는 관련법에 따라 접근이 거의 제한됨
  - 연금 펀드에서 잉여가 발생하여도 정부는 이를 청구할 수 없음

---

정 급부형(defined benefit schemes)으로서 미리 확정된 공식에 따라 퇴직 후의 지급액이 결정됨. 따라서 이에 대한 정부의 부채 규모는 공공 부분의 고용 상황, 임금 수준 등의 변수에 따라 변동함

34) Commonwealth of Australia(2002)

35) Superannuation Industry Act of 1933



## VI. 아일랜드의 국채시장 운영 현황

---

1. 아일랜드 채권시장 개괄
2. 발행 규모
3. 유동성 유지 및 강화를 위한 조치
4. 발행 기금의 운용



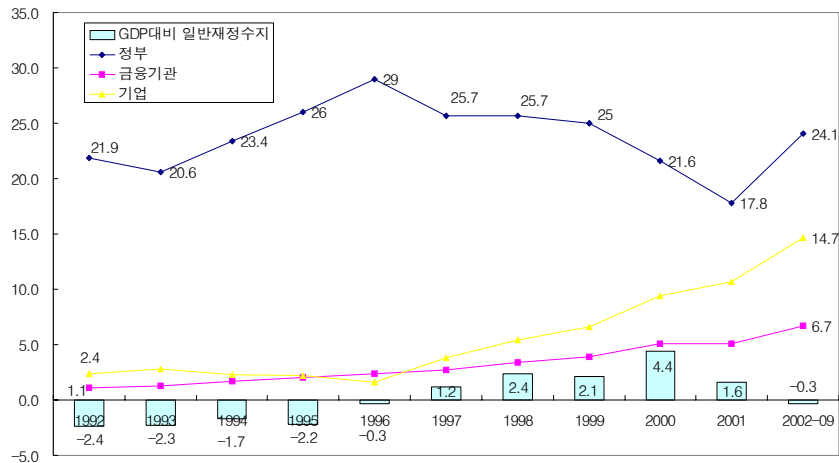
## VI. 아일랜드의 국채시장 운영 현황

### 1. 아일랜드 채권시장 개괄

- 1990년대 이후의 경제성장과 유로통화 통합 속에서 국채발행은 정체되고 회사채(기업과 금융기관 발행) 발행은 지속적으로 증가함
  - 경제 성장으로 인한 재정 흑자로 국채발행은 지난 10년 동안 사실상 정체<sup>36)</sup>
  - 금융 및 기업 부문 발행 회사채는 각각 6배 이상 증가

<그림 VI-1> 아일랜드 채권발행 현황

(단위: US\$ 10억, %)



자료: BIS, 아일랜드 재무부

36) GDP는 경상가격 기준으로 1992년부터 2001년 사이에 평균 11.9% 성장하였고, 실질가격 기준으로 7.7% 성장하였음. 이러한 경제성장의 결과 아일랜드의 일반재정수지는 1990년대 후반 급격히 개선되어 국채발행의 필요가 감소됨

- 국채발행 잔액은 €223억으로 국가채무의 54%를 차지(2002년 12월말 기준)하고 있고, 발행은 만기 4, 6, 10, 13년의 지표물에 집중됨
  - 1999년 이후 발행된 지표물의 발행잔액이 전체 국채발행잔액의 84% 이상을 차지함
  - 지표채권의 종목당 발행 규모는 €22억~€71억으로 다른 종목보다 발행 규모가 훨씬 큼
  - 2002년 €65억(이중 €50억은 차환발행용)의 국채가 Bloomberg 경매 시스템을 통해 발행됨
  - 국채 관련 업무는 국고국(National Treasury Management Agency, 이하 NTMA)이 수행<sup>37)</sup>
  
- 아일랜드 국채 중 비거주자 보유 비중은 29.5%(1999년 말)에서 62.5%(2002년 9월말)로 증가하여 투자자 기반의 국제화가 이루어짐
  - 이는 Euro의 출범과 아일랜드 국채의 EuroMTS 상장 등에 힘입은 것으로 풀이됨<sup>38)</sup>

---

37) NATM은 1990년 「National Treasury Management Agency Act」에 따라 설립되었음. NATM은 재무부를 대신해서 재원을 조달하고 국가채무를 관리하며 재무부장관의 통제와 감독을 받음

38) EuroMTS에 대해서는 오승현, 유윤주(2003)을 참조하기 바람

&lt;표 VI-1&gt; 아일랜드 유로표시 국채발행 잔액 현황

국채 종목	발행일	€ (m)
9 1/4% Capital Stock 2003	87/06/10	138.6
8 1/4% Exchequer Bond 2003	89/07/21	19.1
6 1/4% Treasury Bond 2004	93/10/18	217.2
3.5% Treasury Bond 2005	99/05/17	1,837.5
12 1/2% Capital Stock 2005	84/12/05	15.0
8% Treasury Bond 2006	95/05/16	95.5
9% Capital Stock 2006	87/02/27	120.8
8 1/4% Capital Stock 2008	86/09/23	1.2
6% Treasury Bond 2008	97/09/17	33.3
8 1/2% Capital Stock 2010	86/05/27	14.3
4% Treasury Bond 2010	99/05/11	1,181.2
8 3/4% Capital Stock 2012	86/11/04	38.0
8 1/4% Treasury Bond 2015	94/08/18	10.3
<b>4.25% Treasury Bond 2007**</b>	02/01/24	6,083.2
<b>3.25% Treasury Bond 2009**</b>		2,225.6
<b>5% Treasury Bond 2013**</b>	02/01/24	7,052.1
<b>4.6% Treasury Bond 2016**</b>	99/05/11	4,387.0
전체		23,470

a) \*\*는 현재 지표채권으로 지정된 종목임

자료: NTMA 웹사이트(2003년 5월 현재)

- 1999년 이후 아일랜드 국채시장의 유동성은 수치상으로는 큰 변화가 없으나 (조정 일평균 회전율: 1.14(1999년) → 1.16(2002년)) 질적인 면에서 큰 차이를 보임(<표 VI-2> 참조)
  - 2002년 국채거래는 주로 4개의 지표종목에서 발생한 결과이므로 이들 지표종목 단위당 거래량은 1999년 종목 단위당 거래량에 비해 크게 증가한 것으로 볼 수 있음(<표 VI-1> 참조)
  - EuroMTS 시스템에 등록된 지표물에 대해서는 13개의 시장조성 기관이 양방향 호가를 제시하며, EuroMTS의 아일랜드 국채 일 평균 거래량은 약 €60백만

&lt;표 VI-2&gt; 아일랜드 국채시장 유동성 지표

(단위: € m, %)

	1999	2000	2001	2002
발행잔액	16,797	20,750	18,812	21,869
연간 거래량	110,917	44,903	43,560	93,470
일평균거래량 <sup>1</sup>	444	180	174	369
조정 일평균거래량 <sup>a)</sup>	191	180	174	253
조정 일평균회전율%	1.14	0.87	0.93	1.16

a) 1999년에는 유가증권 교환 프로그램으로 5월 거래량이 급증하였고, 2002년에는 국채 전환프로그램으로 1월 거래량이 급증하였음. 비정상적인 거래의 효과를 제거하기 위해 이 프로그램이 실행된 달의 거래량 대신에 각 프로그램 전후의 거래량을 산술평균하여 삽입함으로써 조정하였음

자료: The Irish Stock Exchange(2003), "Annual Statistical Review 2002"에 기초하여 작성

## 2. 발행 규모

- 아일랜드는 국가 재정의 건전성 향상을 통해 국가 신용등급을 향상시키고 이를 통해 자금조달 비용을 낮추는 전략을 선택
  - 견고한 경제성장과 GDP대비 부채비율 감소에 따라 아일랜드 국채신용등급이 AAA를 획득하고, 또한 EuroMTS에 상장됨으로써 독일 국채와의 스프레드가 25bp에서 10bp로 감소
  - 유로화의 등장으로 유로 표시 국채시장에서 형성되는 이자율 기간구조가 등장하여 개별 국가 이자율 기간구조의 중요성이 감소
    - 국채 발행물량이 제한적인 국가의 경우 특정 종목에 발행을 집중시켜 유동성을 제고함으로써 유로시장에서 최소 비용으로 자금조달을 도모하는 것이 최적 전략이 됨
    - 유로 국채시장은 개별 유로 회원 국가들에게 국채시장 기능

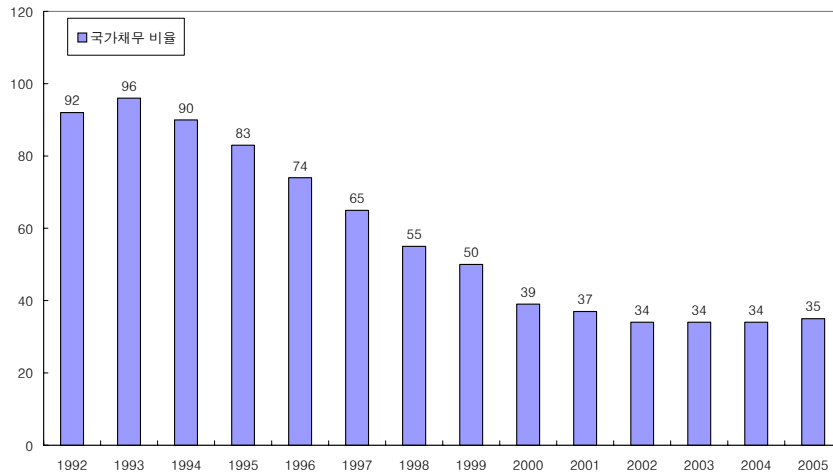
을 제공하기 때문에 재정상 불필요한 국채발행 유인이 상대적으로 작음

- 이 경우 적정 국채발행 규모는 향후 재정자금 조달의 필요에 의해 결정되고, 이는 경기변동, 조세 정책 등에 따라 적정 발행규모가 가변적임을 의미
  
- 아일랜드의 GDP 대비 국가채무 비율은 90% (90년대 초) 이상에서 34.1%(2002년)로 하향하여 EU 회원국 중 2번째로 낮은 수준임<sup>39)</sup>
  - 2002년 국가채무 금액은 2001년 €420억에서 €428억으로 소폭 증가하였음
  - NTMA(2002) 보고서에 따르면 GDP 대비 부채비율의 추정치는 2003, 2004년에 34% 내외를 기록한 후 2005년에 35%까지 소폭 상승할 것으로 전망하고 있음

---

39) General Government Debt은 지방정부 부채를 포함한 개념으로 EU 표준임

<그림 VI-2> GDP 대비 국가채무 비율과 전망



자료: NTMA(2002)

### 3. 유동성 유지 및 강화를 위한 조치

- 1999년 유로 출범 이후, 유로표시 채권시장에서 아일랜드 국채의 거래 효율성을 위해서 유가증권 교환 프로그램(Securities Exchange Programme)이 시행됨
  - 기존 국채발행 잔액의 91%가 신규 국채로 교환되었음
  - 프로그램은 GDP 대비 국가부채 비율을 5%p 정도 상승시켰음
    - 표면금리가 낮아지는 만큼 채권 가격의 할증이 필요하였기 때문인데 이것이 국채발행 잔액의 경제적 가치에 영향을 미치는 것은 아님
  - 이러한 효과에도 불구하고 1999년 GDP 대비 국가부채 비율은

전년대비 3.9% 감소하였음

- 새로운 지표채권 발행과 지표채권의 EuroMTS 상장을 위해 국채 전환 프로그램(Bond Switch Programme)이 실시됨(2002년 1월)
  - EuroMTS에서 거래되기 위해서는 최소 €50억 이상의 발행잔액이 요구되므로 이를 위해 소수 종목에 발행량을 집중시킨 결과임
    - 2002년 현재 5년, 10년물 아일랜드 국채가 EuroMTS 전자거래 시스템에 등록됨
  - 기존 경과물 지표채권을 최근월물로 전환하였음
    - 전환은 NTMA의 PD들을 통해 수행하였으며 경과물이 된 지표물량의 60% 이상이 시장에서 환수되었음<sup>40)</sup>
  - 2002년 7월 아일랜드 국채가 EuroMTS에 등록됨

---

40) 2001년 말에 2개의 지표채권이 경과물(off the run)이 되었음

#### 4. 발행 기금의 운용

##### 가. 국민연금 예비 기금(National Pensions Reserve Fund: 이하 NPRF)의 조성<sup>41)</sup>

- 아일랜드 국채발행은 주로 차환발행과 재정조달이 목적이었으나 1990년대 중반 이후 연금 부실화에 대한 대책으로 연금 재원의 일부를 국고에서 조달함에 따라 재정조달과는 다른 성격을 갖는 기금이 출현함
  - 미래 사회보장 및 국민연금의 비용 충당을 위해 매년 GDP의 1%(2001년의 경우 약 €10억)에 해당하는 국고 자금이 NPRF에 적립됨
    - 초기 NPRF는 Telecom Eireann IPO 수익금의 일부(€45억)로 조성됨<sup>42)</sup>
- NPRF의 설립 배경 및 목표
  - 미래의 사회 복지 및 공무원 연금 지출 증가에 따른 문제 인식
    - 인구통계학적 원인에 의한 사회복지 및 공무원 연금 비용 급증이 전망되었음
    - 공무원 연금과 사회복지 노인 연금에 대한 기금조성의 필요성이 제기됨

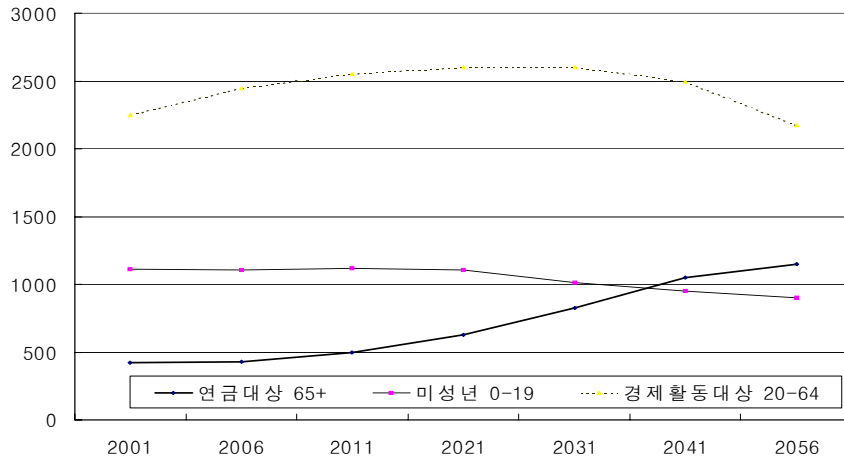
41) 국민 연금 예비 기금에 관한 논의는 주로 「National Pensions Reserve Fund Act, 2000」에 기초하였음

42) Telecom Eireann은 1984년에 공사(semi-state company)로 설립되어, 아일랜드의 유선, 데이터, 인터넷 서비스를 제공하고 있음. 아일랜드의 선도 통신회사로 현재의 상호는 eircom ltd임

- 이에 따라 「The National Pensions Reserve Fund Act, 2000」(이하, NPRF 법)이 제정됨
- 2055년까지 NPRF의 적립이 지속되고 기금에서 연금 지급을 위한 인출은 2025년부터 발생
- 아일랜드 재무부는 이 기금이 2025년에서 2056년 사이에 발생하는 사회복지 및 공무원연금 부채의 30%를 충당할 것으로 추정함

<그림 VI-3> 아일랜드 인구구성 변동 추정

(단위: 천명)



자료: Geaney(2003)

- NPRF 법에 설립된 National Pensions Reserve Fund Commission (이하, NPRF 위원회)이 기금 운영의 주체가 됨
  - 재무부장관이 일정 요건을 갖춘 자를 위원회의 구성원으로 지명
    - 1명의 의장과 6명의 일반 회원으로 구성되며 임기는 5년임
    - 연임은 중임으로 제한함
  - 위원회는 기금과 관련된 법률행위의 주체가 됨

## 나. NPRF의 운영 및 투자 수익

- NPRF 법은 기금의 설립 목적에 부합하도록 기금을 국내외에 투자하여 최적의 통합 금융 수익을 올리도록 명시하고 있음
  - NPRF 위원회에 광범위한 투자수단을 사용할 수 있도록 함
    - 위원회의 결정에 따라 파생상품 및 증권 대차 거래가 가능함
  - 위원회는 외부 자문의 의견을 반영하여 다음과 같은 장기 전략적 자산분배 및 벤치마크를 설정하였음 (<표 VI-3> 참조)
  - 주식이 80%, 채권이 20%로 주식 비중이 상당히 높은 비중을 차지
    - 기금의 존속 기간 동안 평균 주식 위험프리미엄을 연 3%로 가정함
  - 이러한 전략 수립에는 다음과 같은 기금의 성격이 반영되었음
    - 2025년 이후부터 기금이 30년간에 걸쳐 축소됨
    - 기금이 미래 연금 지출 조달을 위해 계획 조성됨
  - NPRF 위원회는 NTMA를 10년간(2011년 4월까지) 기금 운용자로 지정하였음

&lt;표 VI-3&gt; NPRF 장기 자산분배 및 벤치마크

자산 분류	분 배	벤치마크
채 권	20%	Merrill Lynch Eurozone Government Bond Index(아일랜드 제외)
주 식	80%	40% FTSE Eurozone 26.4% FTSE North American 6.8% FTSE Europe ex Eurozone 5.2% FTSE Japan 1.6% FTSE Pacific Basin

자료: NTMA(2002.12.31)

○ 기금의 투자 수익

- 세계 증시침체로 인한 영향으로 2001년 4월 NPRF 설립 이후 기금 운영 실적은 2002년 11월말까지 -8.64%의 누적수익률을 기록
  - FTSE All World Developed Index는 3년(2001~2002) 동안 -42.5% 하락하였음
- 다른 아일랜드 연기금 운영 실적에 비해 NPRF 실적은 6.06%p 높은 누적 수익률을 기록하였으며, 기금의 벤치마크에 비해 10.36% 높은 누적 수익률을 기록하였음
  - 위원회는 2001년 동안 기금을 현금으로 보유한 후, 2002년 1월부터 평균가 매매(averaging-in) 전략에 기초하여 지정된 기관투자자 매니저들에게 기금을 분할 위탁하였음
  - 결과적으로 2002년 동안 기금은 평균 약 35%의 현금을 보유하였고 낮은 가격에 주식을 매입할 수 있었음

<표 VI-4> NPRF 투자 수익률

	NPRF	아일랜드 연기금 평균	기금장기전략 벤치마크
2001.4~2001.12	3.27%	-0.6%	-3.52%
2001년말~2001.11.30	-11.54%	-14.3%	-16.00%
누적(~2002.11.30)	-8.64%	-14.7%	-19.00%

자료: NTMA(2002)

<표 VI-5> NPRF 자본금 및 시가 변동

자본금 기여(€m)	2002년 11월 말 기준	2002년 12월말 기준
• 통신회사 IPO 수익금	6,157	6,157
• 2001년 GNP 관련 기여	971	971
• 2002년 GNP 관련 기여	776	1,035
합 계	7,904	8,163
시장 가치	7,564	7,400 (추정)
평가 손실	440	763

주: 기금의 80%가 주식부문을 차지한 결과 1개월 동안에 시장가치가 11월 자본금 총액의 4% 만큼 하락하였음

자료: NTMA(2002)

## VII. 미국의 국채시장 운영 현황

---

1. 미국 국채시장 개괄
2. 재정흑자 발생시 재정잉여금의 활용에 대한 논의
3. 국가부채 감소시 국채시장 운영에 대한 논의



## VII. 미국의 국채시장 운영 현황

### 1. 미국 국채시장 개괄

- 미 재무부(Department of the Treasury)에 의해 재무부 증권(이하 US Treasury)이 발행되고 있음
  - 미 재무부가 90년대 후반을 제외하고 연간 1,000억 달러가 넘는 채권을 발행하여 유동성 높은 시장을 형성하고 있음
  - 금융기관(18%), 기업(18%), 외국인(40%), 개인(6%), 지방정부(3%) 및 기타 투자자(15%)에 의해 보유하고 있음
  
- US Treasury는 단기 채권인 Treasury Bill(4주, 13주, 26주 만기)과 중장기 채권(Coupon bond)인 Treasury Note(2년, 3년, 5년, 10년 만기), Treasury Bond(20년, 30년 만기)로 구성되나 현재 Treasury Bond의 발행은 중단된 상태임<sup>43)</sup>
  - 단기 채권의 발행주기는 주별이고 중장기 채권의 발행주기는 주로 분기별임<sup>44)</sup>
  - 단기채인 Treasury Bill이 US Treasury 중 차지하는 비중은 2002년말 기준으로 85%임

---

43) 20년물은 1986년 8월 1일, 30년물은 2001년 8월 9일에 마지막으로 발행됨

44) 2년물 및 10년물의 발행주기는 각각 월별 및 년별임

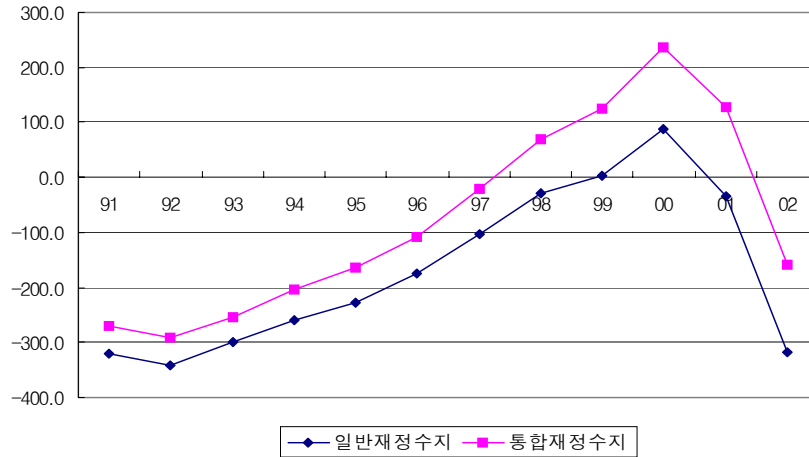
- US Treasury 외에 연방기구채(Agency), 지방정부채, 회사채, ABS, MBS 등의 채권이 발행되고 있으며 전체 채권시장의 총 발행잔액은 2002년말 기준으로 20.2조 달러임
  - 전체 채권시장에서 차지하는 비중은 US Treasury가 15.9%, 연방기구채가 11.7%, 지방정부채가 8.9%, 회사채가 19.8%, ABS가 7.7%, MBS가 23.2%, 자금시장채(money market instrument)가 12.8%임
  
- US Treasury의 발행은 일반 재정수지 적자<sup>45)</sup>가 큰 폭으로 줄어들었거나 일시적인 흑자로 반전되었던 1997년부터 2000년 사이에는 국채의 순발행이 큰 폭으로 줄어들었다가 2001년 이후 다시 증가하고 있는 추세임
  - 1997~2000년 중의 재정흑자는 경기확장으로 인한 소득증가가 소득세율 인상으로 이어져 유효세율이 증가한 반면 국방비를 중심으로 재정지출이 크게 감소하여 발생하였음

---

45) 통합 재정수지는 연방정부의 일반재정수지(on-budget)와 사회보장신탁기금 및 우체국 수지(off-budget)를 포괄하여 민간부분에 대한 정부의 부채를 나타내는 개념임.

<그림 VII-1> 미국의 통합 및 일반재정수지 추이

(단위: US\$ 십억)



자료: Budget of United States of Government, FY1999

<표 VII-1> 미국국채 발행잔액 및 순발행액

(단위: US\$ 십억)

	1991	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Total	1,699.7 (169.1)	2,331.3 (219.7)	2,484.7 (153.4)	2,168.5 (-316.2)	1,969.0 (-199.5)	2,027.8 (58.8)	2,037.8 (10)	2,743.2 (705.4)	3,812.1 (438.9)
Bills	1,234.1 (101.5)	1,820.8 (185.7)	1,872.3 (51.5)	1,628.5 (-243.8)	1,530.6 (-97.9)	1,663.2 (132.6)	1,725.4 (62.2)	2,362.5 (637.1)	3,240.5 (878)
Coupons	465.7 (67.7)	510.5 (34.0)	612.4 (101.9)	540.0 (-72.4)	438.4 (-101.6)	364.6 (-73.8)	312.4 (-52.2)	380.7 (68.3)	571.6 (190.9)

주: ( )내는 순발행액임

자료: U.S. Department of the Treasury(<http://www.publicdebt.treas.gov>)

- 국채시장의 유동성 지표인 유통시장 일평균 회전율은 90년대 후반 발행 잔액 감소와 더불어 일시적으로 하락하였으나 발행잔액이 큰 폭으로 반등한 2001년 이후 10% 내외의 높은 수준을 유지하고 있음
  - 한편 최근의 미 국채시장 유동성 증가는 변동성과 위험관리를 위한 이자율 및 파생상품 활용 증대에 일부 기인하는 측면도 있음

**<표 VII-2> 미 재무부 증권의 일평균 거래대금 및 회전율**  
(단위: US\$ 십억, %)

	1991	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
거래대금	127.5	193.2	203.7	212.1	226.6	186.5	206.6	297.9	366.4
회전율 <sup>a)</sup>	7.5	8.3	8.2	9.8	11.5	9.2	10.1	10.9	9.6

a) (일평균 거래대금 / 발행잔액) × 100

자료: U.S. Department of the Treasury(<http://www.publicdebt.treas.gov>)

## 2. 재정흑자 발생시 재정잉여금의 활용에 대한 논의

- 미국의 통합 재정수지는 1969년 이후 약 30년간 적자행진을 지속하다 1998년 흑자로 일시 반전하였음
  - 이에 따라 1998년 2월 의회에 제출한 클린턴 행정부의 FY1999 예산안은 1999년부터 2008년까지 향후 10년간 \$1.1조의 재정흑자를 전망하였음
  - 1998년 \$3.7조에 달했던 연방정부 부채가 빠르면 2013년까지 완전히 소거될 것이라는 일부 낙관적인 전망도 등장하게 되었음

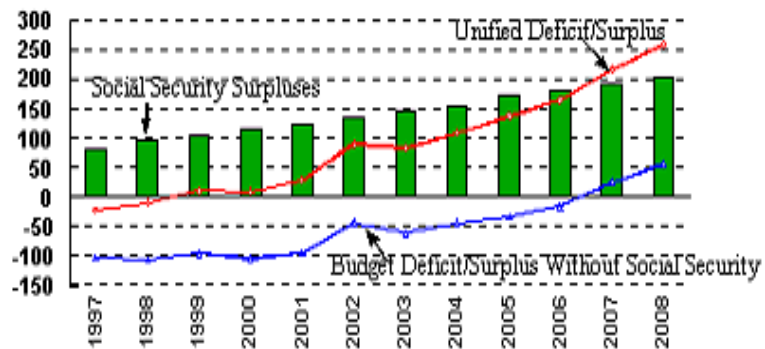
- 이 당시 만성적인 재정적자에서 상당기간(15년 이상)의 재정흑자로의 전환이 예상됨에 따라 국가부채 관리 및 국채시장 운영에 관한 논의가 제기되었음
  - 논의의 핵심은 재정흑자 발생시 재정잉여금을 어떠한 용도로 활용할 것인 지(즉, 소진 또는 저축)와 국가부채가 지속적으로 줄어드는 상황에서 어떻게 국채시장을 운영 할 것인지(즉, 국채발행 지속 또는 중단)에 있었음
  
- 클린턴 행정부는 재정잉여금의 활용방안으로 (1) 정부지출 증가, (2) 세금 삭감, (3) 민간보유 재무부증권 매입을 통한 국가부채 감소라는 3가지 대안을 고려하였음
  - 일부 국회의원들은 감세 또는 재정지출 증가를 통해 재정흑자를 소진할 것을 주장하였음
    - 하원의장인 Gingrich를 비롯한 일부는 국민들의 조세부담 경감을 위해 감세를 해야 한다고 주장하였으며, 일부는 재정잉여금을 사회간접자본 확충을 위한 재정지출에 활용해야 한다고 주장하였음
  - 그러나 재정흑자를 소진하는 것보다 저축하는 것이 더 바람직하다는 주장이 더 설득력이 있었음
    - 재정지출 증가의 경우 정치적인 고려에 의해 비효율적으로 사용될 가능성이 있음
    - 감세의 경우 감세혜택의 주 수혜자인 베이비붐 세대가 자신들의 은퇴에 대비하여 저축을 늘리기보다 소비를 늘릴 가능성이 높음

○ 클린턴 행정부는 FY1999 예산안에서 향후 발생 예정인 재정잉여금의 대부분을 사회보장신탁기금(Social Security Trust Fund, SSTF)<sup>46</sup>에 적립함으로써 재정흑자를 저축하는 방안을 제시하였는데 그 논거는 다음과 같음

- 향후 10년간 예상되는 통합 재정수지 흑자의 98%가 SSTF의 잉여금에 기인하며 SSTF 잉여금을 제외한 재정수지는 2006년까지 적자임 (<그림 VII-2> 참조)

<그림 VII-2> 1998년 미국의 예상 재정흑자

US\$ 십억



자료: Budget of United States of Government, FY1999

46) Social Security Act는 SSTF의 잉여금을 미 재무부 증권에만 투자하도록 규정하고 있음

- 2030년 이후 인구고령화가 더욱 진전되어 은퇴자 1명당 고용자 비율의 급격한 감소가 예상되고 이에 따라 미래세대에 대한 SSTF의 지불능력 문제가 발생할 가능성이 높음
    - 인구고령화의 진전으로 사회보장제의 지출이 수입을 초과하기 시작하는 2020년부터는 SSTF 누적잉여금이 감소하기 시작
    - 은퇴자 1인당 고용자 비율이 1999년 3.4명에서 2030년 2.0명으로 감소 예상
  - 따라서 SSTF가 미래세대에 대해 지급능력을 갖기 위해서는 SSTF의 잉여금을 다른 용도로 활용하지 않고 적립하는 것이 바람직함 (“Save Social Security first,” by “reserving every penny of surplus” until solvency is restored to the Social Security system for future generations)
- 미 하원은 1999년 5월 SSTF의 잉여금을 보호하기 위한 법안인 Social Security and Medicare Safe Deposit Act of 1999를 입법화하였는데 그 주요내용은 다음과 같음
- 목적세인 Social Security Tax의 100%가 SSTF에 적립되어 Social Security 및 Medicare 프로그램에만 사용되도록 규정함
  - Social Security Tax가 연방정부의 여타 재정활동에 전용되는 것을 100% 금지한 것은 1935년 Social Security Act가 도입된 이후 처음임
  - 미 하원은 동 법안으로 향후 10년간 발생할 것으로 추정되는 \$1.8조의 SSTF 잉여금이 보전될 것으로 기대하였음
    - SSTF는 Social Security Act가 정하는 바에 의해 잉여금으로 US Treasury를 매입하여 보유함

- 한편 SSTF 잉여금의 적립은 사회보장프로그램의 재정상의 문제를 해결함과 동시에 국가부채의 감소를 통해 경제성장에 기여할 것으로 기대됨
  - SSTF의 재무부증권 보유 증가는 민간의 재무부증권 감소를 가져옴에 따라 국가부채의 감소를 가져옴
  - 국가부채의 감소는 이자율을 낮추어 민간부문의 투자를 촉진하여 경제 성장에 도움이 됨

### 3. 국가부채 감소시 국채시장 운영에 대한 논의

- 국채시장의 원활한 역할 수행은 국가부채의 양과 상관관계가 있음
  - 미국의 경우 장기간의 재정적자와 이로 인한 국가부채의 증가는 재무부증권 발행 증가를 통해 국채시장 확대 및 유동성 증가에 기여한 측면이 있었음
  - 국가부채가 크게 줄어든 상황에서는 국채시장의 유동성이 부족하여 국채시장의 역할 수행이 제한될 가능성이 있음
  
- 클린턴 행정부의 1999 회계년도 예산안에서 미국의 재정흑자가 상당기간 지속될 것으로 예견됨에 따라 국가부채가 크게 줄어든 상황에서 국채시장 운영에 대한 논의가 제기되었음
  - 앞에서 논의된 것처럼 SSTF 잉여금이 민간보유 재무부 증권 매입에 활용된다면, SSTF에 의해 매입보유(buy and hold)되는 재

무부 증권의 비중이 높아지며 이는 국채시장의 유동성 감소와 벤치마크 수익률 제공 등의 기능 저하 요인으로 작용함

— 이에 따라 논의의 초점은 국채시장이 제공해오던 편익을 지속적으로 유지할 수 있는 대안의 모색에 있었음

○ 논의의 결과 미국은 지표금리 제공 및 장기투자자산 제공 등의 측면에서는 국채시장을 대체할 수 있는 대안이 다른 나라에 비해 상대적으로 풍부한 것으로 나타났음

— Fannie Mae, Freddie Mac 등 정부기관 발행채권

- 민간부문의 모기지나 공공부문의 대출을 근거로 발행되지만 묵시적인 정부 지급보증<sup>47)</sup>을 받으므로 리스크의 특성에서 중앙 정부 채권을 거의 완벽하게 대체할 수는 것으로 간주됨
- 시장유동성을 위해 제한된 만기로 상대적으로 큰 규모의 채권을 정기적으로 발행하는 “Regularisation”의 특성을 띄고 있음

— 벤치마크를 위한 회사채 발행 프로그램(“Global Landmark Securities program”)의 도입

- 회사채가 전체 채권시장에서 차지하는 비중이 높고 “Global Landmark Securities program” 등 우량 신용등급 기업이 벤치마크를 위해 대량의 회사채를 정례적으로 발행하는 프로그램도 도입된 상태임
- 회사채 간의 리스크의 상관관계가 회사채와 국채의 리스크의 상관관계보다 더 높다면 벤치마크를 위해 발행된 우량등급 회사채는 여타 회사채의 효과적인 가격형성에 기여할 수 있음

47) 법률적 구속력을 갖는 지급보증은 없지만 미 재무부나 연방준비은행이 필요시 재정상의 도움을 이들 기관에 줄 것으로 일반대중이 인식함

— 유동성 높은 이자율 스왑시장

- 주요 은행간 이자율 스왑거래는 30년 만기물까지 거래가 확대 되었으며 많은 시장참가자들에 의해 US Treasury 현물시장보다 유동성이 더 높고 효율적인 시장이라고 인식되어지고 있음
- 이에 따라 Fehle(2001) 등 일부 연구는 US Treasury 수익률로부터 도출된 수익률곡선보다 이자율 스왑율로부터 도출된 수익률곡선을 채권 및 파생금융상품의 가격결정에 활용하는 시장참가자들이 늘고 있음을 지적하고 있음

○ 그러나 국채가 제공하는 기능 중 (i) 불안정한 상황에서 안정적인 투자 수단(safe haven) 제공, (ii) 통화 및 환율 정책의 운영 수단을 제공, (iii) 국채 파생금융상품의 유동성 보장을 통한 위험회피수단 제공 등의 기능을 제공할 수 있는 뚜렷한 대안은 존재하지 않는 것으로 나타났음

○ OECD 보고서(OECD Working Paper, No. 239)에 의하면 국채시장은 앞에서 논의한 바와 같이 다양한 기능을 수행하는 공공재(public goods)로서의 기능을 수행하고 있으므로 국채시장의 기능을 대신 수행하는 대안이 없다면 비록 재정흑자가 발생한다 하더라도 최소한의 국채발행을 고려해볼 수 있음

## VIII. 우리나라의 국채시장 현황

---

1. 우리나라 채권시장 개괄
2. 채권시장의 유동성 강화를 위한 조치
3. 우리나라 국가 채무 및 국채 발행의 현황



## VIII. 우리나라의 국채시장 현황

### 1. 우리나라 채권시장 개괄

#### 가. 발행시장

○ 2002년말 현재 우리나라 채권발행잔액은 1997년말 대비 2.5배 이상 증가하였음.

— 동기간 동안 GDP 대비 채권발행 잔액비율도 50%에서 100%로 증가하였음.

<표 VIII-1> 채권발행잔액 추이

(단위: 십억원, %)

년 도	1997(A)	1998	1999	2000	2001	2002(B)	(B/A)(배)
국 채	28,341	40,866	60,152	68,393	79,606	98,247	3.5
통안증권	24,459	47,076	51,916	66,768	79,121	83,889	3.4
특 수 채 <sup>a)</sup>	21,728	66,534	90,992	103,917	134,738	133,981	6.2
회 사 채 <sup>b)</sup>	90,187	127,444	124,743	146,350	165,349	161,051	1.7
금 융 채 <sup>c)</sup>	62,981	73,263	71,016	71,325	83,063	121,336	1.9
A B S	-	246	4,596	43,706	68,321	69,188	-
총계<a>	227,696	355,183	398,819	456,753	541,877	598,504	2.6
명목GDP<b>	453,276	444,366	482,744	521,959	551,557	596,381	
a/b	50	80	83	88	98	100	

a) 한전채, 전기통신공사채, 기술개발금융채, 토지개발채, 도로공사채, 수자원공사채, 주택공사채, 중소기업공단채, 컨테이너부두채, 공항채, 부산교통증권, 공항건설채, 부실정리기금채, 예금보험기금채, 고용안정채, 증권금융채, MBS 포함

b) 순수회사채 + ABS

c) 산금채, 국민은행채, 중금채, 주택채, 카드채, 리스채, 종금채, 할부금융채, 은행채 포함

\* 한국증권전산, 한국은행 기초자료에 의거

- 2002년말 국채발행잔액은 1997년말 대비 3.5배 수준으로 크게 증가
  - 외환위기 이후 국채발행의 정례화, 국채전문딜러제도의 도입, 국채통합발행제도 등 국채발행 수요 증가 및 국채발행 원활화를 위한 각종 제도정비로 국채발행이 대폭 증가하였음.
  - 10년 만기 국채의 도입으로 국채의 만기 구조는 3·5·10년으로 다양화됨
    - 2000년 7월 이후 1년 만기 국고채 발행을 중단하였음

<표 VIII-2> 국고채권의 만기별 발행비중

(단위: 억, %)

년 도	2,000	2001	2002
1년	46,500 (22)	-	-
3년	91,750 (43)	97,100 (38)	100,300 (37)
5년	63,371 (31)	111,700 (44)	106,700 (40)
10년	8,000 (4)	45,500 (18)	61,500 (22)
합계	209,621(100)	254,300(100)	268,500(100)

자료: 재정경제부

- 특수채 및 통안증권의 발행 급증
  - 2002년말 특수채 발행잔액은 약 140조로 1997년말에 비해 6.2배 수준으로 증가하였고, 통안증권은 2002년말 현재 약 84조로 1997년말에 비해 3.4배 수준으로 증가하였음.
    - 특수채는 금융구조조정 추진에 소요되는 공적자금 조성을 위해 예보채 및 정리기금채를 대규모로 발행함에 따라 크게 증가
    - 통안증권은 경상수지 흑자 지속 및 외국인 투자자금 유입증대 등에 따른 과잉유동성 환수를 위해 거액을 발행

- 2002년말 회사채 발행잔액은 1997년말 대비 1.7배(69.8조) 증가한 161조를 기록하였음
  - 동기간중 발행잔액이 69.2조로 급증한 ABS 회사채 발행분을 제외하면 발행증가는 미미하였음<sup>48)</sup>
    - 2002년말 전체 회사채 발행액중 ABS가 차지하는 비중은 43%를 기록
  - ABS는 1998년 9월 「자산유동화에 관한 법률」 제정 직후부터 2001년까지 급증한 이후 2002년은 증가속도가 둔화되었음
    - 1999년 6월 자산관리공사가 금융기관으로부터 매입한 부실채권을 유동화하면서 ABS 발행시장이 급성장
    - 2002년중 ABS 발행잔액 증가 둔화는 금융회사의 부실대출채권 정리 및 자금시장의 신용경색을 돌파하기 위해 대규모로 발행되었던 ABS의 발행이 급감한데 기인함

## 나. 유통시장

- 2002년중 채권유통시장의 일평균 거래량은 8조 6천억원으로 1997년 9천억원에 비해 9배 이상 증가하였음
  - 일평균회전율( $100 \times \text{일평균거래량} / \text{발행잔액}$ )도 1997년에 비해 3배 이상 증가하여 1.44%를 기록

48) ABS 발행은 1998년에 「자산유동화에 관한 법률」을 제정한 이후에 발행되었음

○ 국채 및 통안채 거래 급증

- 1997년 외환위기 이전에 유통시장 거래량은 회사채가 50%, 금융채가 20% 이상을 각각 차지하였지만 2002년중에는 국채가 36% 통안증권이 35%를 차지하여 유통시장에 큰 변화가 있었음
  - 1999년 이후 투자자들의 위험 회피도가 심화되면서 전체 거래량에서 회사채가 차지하는 비중은 10%로 급감
  - 국채 및 통안증권의 일평균 회전율은 1997년에 각각 0.22%, 0.06%이었던 것이 2002년에는 3.17% 3.59%가 되었음
- 국채 거래량 증가는 국채발행 정례화(1999년 1월)로 국채발행물량 예측이 가능해지고, 양곡증권의 국고채 통합 및 국채통합발행제도 시행으로 국채종목당 발행규모가 증가한 것에 기인
  - 또한 국채전문딜러 육성을 위해 국채전문딜러에게 각종 혜택을 부여함으로써 거래를 활성화시킨 것에 기인

<표 VIII-3> 채권종류별 일평균거래량 및 회전율 추이

(단위: 십억, %)

		97	98	99	00	01	02
일평균 거래량	국 채	62	181	2,065	2,438	3,967	3,118
	통안증권	14	453	1,136	2,443	3,387	3,013
	특 수 채	73	229	779	842	2,003	537
	회 사 채	511	1,517	1,771	1,090	1,054	895
	금 융 채	222	305	606	690	765	1,232
	합 계	901	2,707	5,966	7,457	11,181	8,627
일평균 회전율	국 채	0.22	0.44	3.43	3.56	4.98	3.17
	통안증권	0.06	0.96	2.19	3.66	4.28	3.59
	특 수 채	0.33	0.34	0.86	0.81	1.49	0.40
	회 사 채	0.52	1.22	1.18	0.70	0.61	0.45
	금 융 채	0.35	0.42	0.85	0.97	0.92	1.02
	전체평균	0.40	0.76	1.50	1.63	2.06	1.44

\* 한국증권전산의 기초자료에 의거함

- 1997년에 은행과 투신의 순매수가 전체 순매수에서 차지하는 비중이 90%를 넘었으나 2002년중 이들 비중은 51.5%로 하락한 반면 보험, 공제, 기금과 기타법인이 차지하는 순매수 비중이 46%를 차지하여 투자자 기반이 넓어졌음
- 2002년 유통시장 거래대금비중은 667.4조원을 거래한 투신이 30%를 차지하고 은행과 증권사간 직매가 각각 25.1% 24.3%를 차지하였음

**<표 VIII-4> 투자자별 채권순매수 추이**

(단위: 조원, %)

년 도	1997	1998	1999	2000	2001	2002
은행	29.8 (53.0) <sup>a)</sup>	36.6 (23.5)	41.3 (43.0)	56.2 (43.4)	51.8 (30.8)	51.4 (27.5)
투신	21.4 (38.0)	105.2 (67.6)	12.6 (13.1)	32.8 (25.3)	41.7 (24.8)	44.7 (24.0)
(소계)	51.2 (91.0)	141.8 (91.1)	53.9 (56.1)	89.0 (68.7)	93.5 (55.6)	96.1 (51.5)
보험	1.3 ( 2.4)	6.0 ( 3.8)	6.0 ( 6.2)	14.5 (11.2)	15.5 ( 9.2)	23.2 (12.4)
종금·금고	1.2 ( 2.0)	0.4 ( 0.3)	-0.5 (-0.5)	1.3 ( 1.0)	3.2 ( 1.9)	3.0 ( 1.6)
기금·공제	2.0 ( 3.6)	1.8 ( 1.1)	24.7 (25.7)	6.5 ( 5.0)	27.0 (16.1)	33.1 (17.7)
외국인	0.2 ( 0.3)	5.2 ( 3.3)	1.5 ( 1.6)	0.2 ( 0.2)	0.4 ( 0.2)	3.4 ( 1.8)
기타법인	3.6 ( 6.5)	2.4 ( 1.5)	12.9 (13.5)	19.9 (15.4)	32.5 (19.3)	29.7 (15.9)
개인	-3.2 (-5.8)	-1.9 (-1.2)	-2.4 (-2.4)	-1.9 (-1.5)	-4.0 (-2.4)	-1.7 (-0.9)
합계	56.2 (100)	155.6 (100)	96.1 (100)	129.6 (100)	168.1 (100)	187.0 (100)

a) ( )는 전체 순매수에서 차지하는 비중임

\* 한국증권전산의 기초자료에 의거함

## 2. 채권시장의 유동성 강화를 위한 조치

### ○ 1998년 11월 채권시가평가제도 도입

- 1998년 11월 금융기관 간접투자상품 중 신규 설정펀드를 대상으로 부분적으로 시행한 다음 2000년 7월에 대상을 대폭 확대하여 본격 시행
- 불분명한 가격정보로 인한 채권유통의 애로요인 해소
- 채권평가의 국제적 정합성 제고
- 채권의 장부가격 평가에 의해 발생했던 신탁재산간 또는 신탁과 고유재산간 손익이전 문제 해소

### ○ 1999년 11월 증권 및 대금 동시결제(Delivery vs Payment System: DVP) 제도 도입

### ○ 국채시장 개발을 위한 다양한 개선안 추진

- 국채발행을 정리화하고 국채유통시장 발달을 위한 조치 시행
  - 국채전문딜러(Primary Dealer) 제도 도입
  - 국채전문딜러의 지표물에 대한 장내거래 의무화
- 선물거래소에 국채선물시장 및 옵션시장 개설
  - 2002년 중 일평균 거래량은 5조를 상회하여 국채현물 일평균 거래량 3조를 상회

— 국채통합발행제도 도입

- 3년 만기 이상의 국채를 대상으로 통합기간을 3개월로 하여 도입했던 것을 2003년 3월부터는 통합기간을 6개월로 연장하여 시행
- 6개월간의 종목당 발행물량을 균등하게 나누어 매월 발행

— 10년 만기 국채를 도입하여 국채만기를 3, 5, 10년으로 다양화

— 증권거래소 Repo 시장 개설

<표 VIII-5> 국채선물 거래량

(거래단위: 액면 1억)

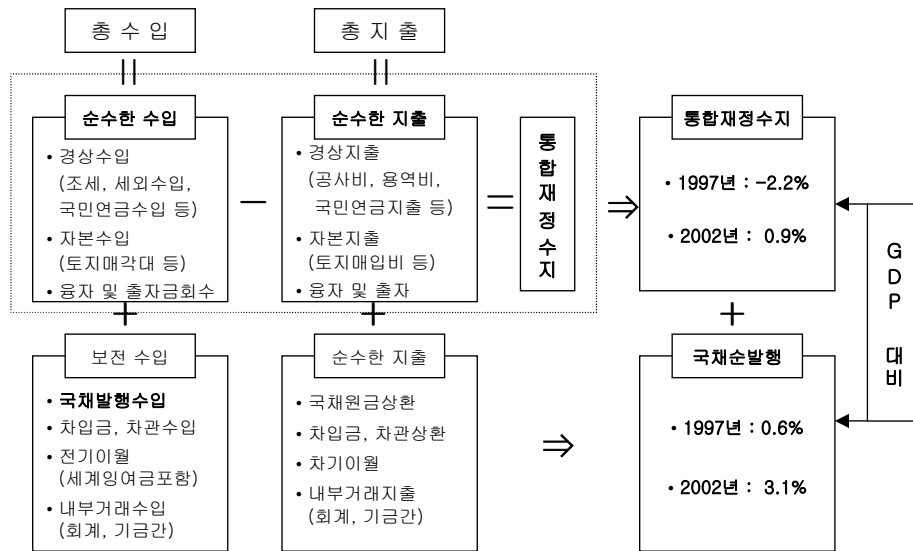
구 분	거래일수	총 거래량	일평균 거래량	미결제약정
1999	67	295,833	4,415	2,081
2000	244	1,538,507	6,305	7,795
2001	246	9,323,430	37,900	38,834
2002.	244	12,777,991	52,369	49,516
2003. 1	21	829,508	39,500	59,332
2003. 2	20	910,053	45,503	68,135

자료: 선물거래소

### 3. 우리나라 국가 채무 및 국채 발행의 현황

- 국채발행은 1997년 외환위기 이후 재정상 자금조달의 필요가 급증하여 GDP 대비 순국채발행이 급증하였음
  - 외환위기 이후 통합재정수지가 개선되었음에도 발행량은 오히려 2배 이상 증가하였음

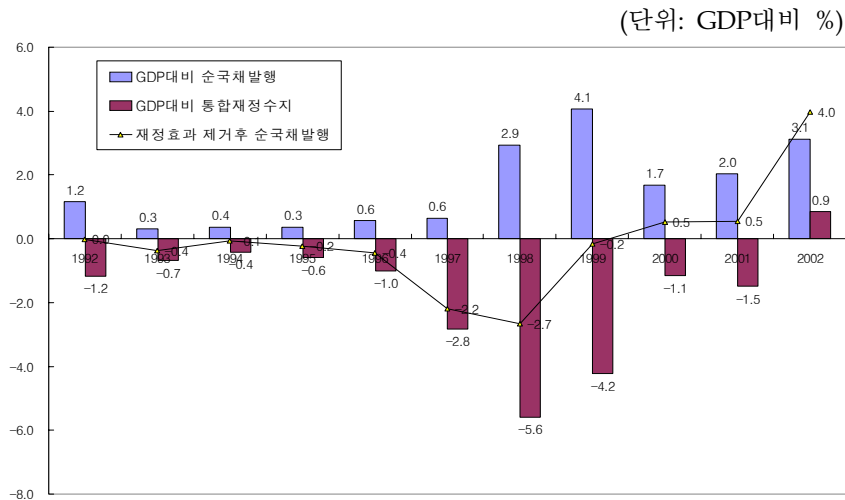
<그림 VIII-1> 통합재정수지와 국채발행을 통한 보전



\* 재정경제부, 2003, “2002년 결산상 통합재정수지(잠정)”에 의거함

- 재정수지 보전을 위한 국채발행 요인을 제거한 순국채 발행 규모(재정효과를 제거한 국채의 순발행 규모)도 급증하였음
  - 이는 재정적자가 0이라고 할 때, 국채의 순발행 규모를 추정한 지표로서  $100 \times (\text{순국채발행} + \text{통합재정수지}) / \text{GDP}$ 로 표현됨
  - 재정효과를 제거한 국채의 순발행 규모는 외환위기 전에는 계속해서 음의 값을 가졌으나 국채시장 개발 정책 시행 이후 양의 값으로 전환하였음<sup>49)</sup>
  - 국채시장을 발달시키기 위해 장기 10년물을 도입하고 종목당 발행량도 늘리는 등 다각적인 조치 취하여 순국채발행이 증가하였음

<그림 VIII-2> 통합재정수지와 순국채 발행<sup>a)</sup>



a) GDP대비 통합재정은 사회보장성기금(국민연금, 사학연금, 고용보험, 산업보상, 보훈기금)이 제외된 것임

자료: 한국은행, 한국증권전산, 재경부(2003), “2002년 결산상 통합재정수지(잠정)”

49) 외환위기 직후 통합재정수지 적자는 국채발행 외에 IMF 차관에 의해 많은 부분이 보충됨

○ 우리나라의 GDP 대비 국가채무 비율은 다른 국가들과 비교할 경우 상대적으로 건전함

— 2002년 우리나라 GDP 대비 국가채무 비율은 22.4%로 OECD 평균 73% 보다 현저히 낮은 수준임<sup>50)</sup>

— 그러나 국가부채의 성격을 가지고 있는 공무원·군인연금과 국가보증채무를 포함시킬 경우 GDP 대비 국가채무는 55.8%에 이르게 됨

- 공무원연금과 군인연금의 부족책임준비금은 각각 약 82.9조원, 13.6조원, 국가보증채무는 약 102.4조원(2002년 말 기준)
- 대부분의 OECD 국가는 국가가 계약의무를 지는 공적연금을 국가부채에 포함시키고 있음

<표 VIII-6> 국가채무 추이

(단위: 조원, %)

년 도	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
국가채무(D=A+B-C) (GDP대비 비율, %)	49.8 (11.9)	65.6 (14.5)	87.7 (19.7)	98.6 (20.4)	111.3 (21.3)	122.1 (22.1)	133.6 (22.4%)
중앙정부(A)	36.8	50.5	71.4	89.7	100.9	113.1	126.6
차입금	8.0	18.5	21.8	21.4	21.9	22.5	20.7
국채	25.7	28.6	46.6	65.8	76.3	87.8	103.1
(국고채)	4.9	6.3	18.8	34.2	42.6	50.9	55.6
(국민주택채권)	11.4	13.0	14.0	15.9	17.8	20.6	25.7
(외평채)	4.2	4.2	8.7	10.7	13.4	14.0	20.6
지방정부(B)	12.9	15.1	16.2	18.9	22.3	21.3	19.4
중앙·지방내부거래(C)	n.a.	n.a.	n.a.	10.0	11.9	12.3	12.5
국가보증채무 <sup>a)</sup> (GDP대비 비율, %)	7.6 (1.8)	13.0 (2.9)	72.0 (16.2)	81.5 (16.9)	74.6 (14.3)	106.8 (19.6)	102.4 (17.2%)
(구조조정채권 <sup>b)</sup> )	-	7.0	39.6	63.3	68.1	97.3	95.3

a) 구조조정채권, 공공차관보증, 항공기 사고보증, 대러시아 경협차관 등

b) 예금보험공사채권, 부실채권정리기금채권

자료: 재정경제부, 각 연말 국가채권채무현황 자료를 통합하였음

50) 우리나라 국가채무의 범위는 국제적으로 통용되는 IMF기준을 따르며, “중앙정부채무+지방정부채무-지방의 중앙정부차입” 수치임.

<표 VIII-7> 국별 국가채무 추이<sup>51)</sup>

(단위: 명목GDP 대비. %)

	한	국	미	국	일	본	독일	영국	프랑스	캐나다	호	주	아일랜드	OECD	평균
1996	6.3	73.9	86.5	60.3	60.1	66.5	99.2	40.3	74.2	75.2					
1998	15.2	68.3	103.0	63.2	61.5	70.4	94.3	33.2	55.1	75.2					
2000	19.3	59.5	123.4	60.5	51.5	65.4	83.3	24.1	39.0	72.1					
2001	17.2	59.7	132.6	60.2	50.7	65.0	83.2	20.9	36.4	73.0					

자료: OECD(2002)

- 민영화 및 국민연금기금의 확충은 통합재정 수지 개선에 기여할 것으로 예상되나 이러한 원천으로 인한 재정의 개선 부분은 저축되는 것이 바람직함(II장 1절 '재정흑자를 저축하는 것이 바람직한 경우' 참조)

— 단기적으로 한전 등 민영화에 따른 자본수입으로 통합재정 수지 개선 효과가 있을 것임

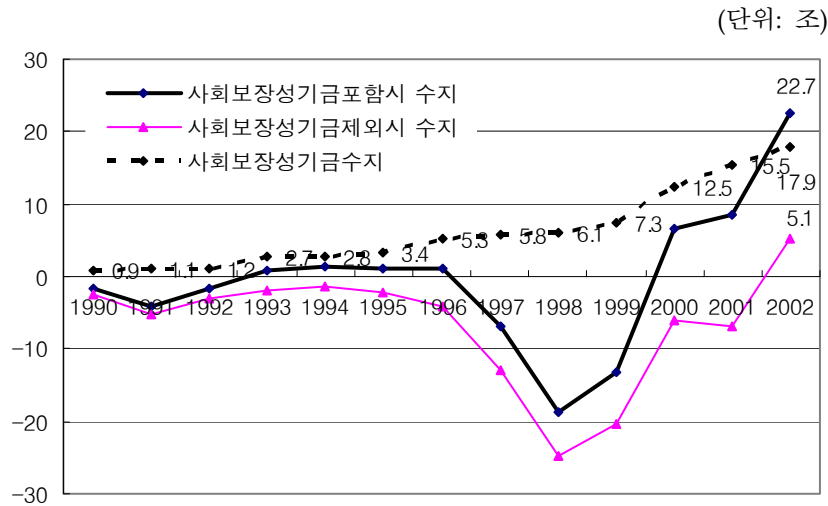
- 2001년과 2002년에는 한국통신주식매각에 따라 각각 3.1조원, 6.7조원의 자본수입이 발생하여 GDP 대비 0.6%, 1.3% 개선 효과가 발생하였음

— 적립단계에 있는 국민연금기금은 향후 30년 이상 기금 수입이 지출을 초과하여 통합재정수지 흑자에 크게 영향을 줄 것임

- 국민연금기금의 2002년 수지는 17.3조원의 흑자를 기록하여 통합재정수지가 GDP 대비 4.3%가 개선되었음
- 국민연금기금은 설치목적에 따라 독립적으로 수입·지출이 이루어지므로 기금의 초과 수입에 대한 사용은 국채발행수입과 동일한 성격을 갖는 것이 아님

51) 국가채무에 관한 OECD 기준은 SNA(System of National Account)를 따르고 있는데, 우리나라의 경우 OECD 기준을 따를 경우 외평채, 국민주택채권 1, 2종이 국가채무에서 제외되기 때문에 OECD 기준에 의한 국가채무는 IMF 기준에 비해 작아짐.

<그림 VIII-3> 연도별 통합재정수지 추이 및 사회보장성기금 효과<sup>a)</sup>



a) 사회보장성기금: 국민연금, 사학연금, 고용보험, 산업보상, 보훈기금  
 자료: 재정경제부, 2003, "2002년 결산상 통합재정수지(잠정)", 3월 18일

<표 VIII-8> 국민연금 수입 및 지출 전망

(단위 : 십억원)

연도	총수입	총지출	수지차	적립기금(명목)	적립기금(실질) <sup>a)</sup>
2002	19,513	2,210	17,303	92,798	86,547
2005	29,687	4,219	25,468	160,396	136,897
2010	50,080	11,094	38,986	328,694	241,995
2015	74,678	19,091	55,587	571,775	363,122
2020	109,073	35,010	74,064	908,028	497,441
2025	135,186	64,936	70,250	1,256,246	593,650
2030	170,648	111,103	59,544	1,581,638	644,728
2035	186,032	181,177	4,855	1,715,359	603,168
2036	189,069	201,456	-12,387	1,702,972	581,372
2040	191,224	289,188	-97,964	1,447,808	439,146
2045	164,768	414,321	-249,553	526,472	137,748
2047	139,326	473,542	-334,216	-96,159	-23,715
2050	154,610	561,966	-407,356	-	-

a) 2000년 기준 불변가격  
 자료: 국민연금관리공단(2003)

## IX. 결론 및 시사점

---

1. 외국의 사례에 대한 검토
2. 재정흑자를 가정한 우리나라의 국채시장 적정 규모
3. 국채발행 잉여금의 효율적 운용 방안



## IX. 결론 및 시사점

### 1. 외국의 사례에 대한 검토

- IX장 1절에서는 II장에서 제시된 “재정흑자국에서 국채시장을 운영하는 방안”에 대한 판단의 틀”을 통해서 5개국(싱가폴, 홍콩, 호주, 아일랜드, 미국)의 상황을 분석해 보고자 함
  
- II장에서 제시된 “재정흑자국에서 국채시장을 운영하는 방안”에 대한 판단의 틀”은 다음과 같이 요약됨
  - 재정흑자를 저축할 것인가 소진시킬 것인가에 대한 판단은 재정흑자의 성격과 원천에 근거해야 함
    - 정부가 재정의 고유기능을 수행하는 과정에서 발생하는 재정흑자는 저축되는 것이 바람직함
    - 즉, 정부의 자원배분 기능, 경제안정 기능, 소득 재분배 기능 및 일시적인 자본의 수령 등으로 인한 재정흑자는 저축되는 것이 바람직함
  - 재정흑자를 저축하는 방안은 국채를 상환하는 방안과 금융자산을 취득하는 방안이 있음
    - 정부를 하나의 투자 주체로 볼 경우, 정부는 위험-수익률 구조에서 최적의 투자 의사결정을 해야 하고, 그 결과로 얻어지는 정부의 위험자산 투자는 합리화될 수 있음
    - 재정흑자로 국채를 상환하지 않고 다른 금융자산에 저축하는 것이 최적이라면, 재정흑자 상황에서도 국채시장을 유지하는 것의 타당성이 확보됨

- 그러나 정부의 투자 행위는 거시경제 변수에 큰 영향을 주는 등 정부는 가격 수용자가 아니라 가격 설정자의 지위에 있으므로 이러한 부분이 정부의 최적 포트폴리오에서 충분히 감안되어야함
- 한편, 재정흑자의 저축을 위한 최적 포트폴리오에 영향을 주는 요인은 위험-수익률 뿐 아니라 정부의 효용함수이고, 이러한 정부의 효용함수에 영향을 주는 핵심적 요인은 국채시장이 담당하는 다음과 같은 사회·경제적 기능임
  - 벤치마크 기능: 금융 자산의 가치평가 기준 및 지표를 제공
  - 위험관리 기능: 파생금융상품의 기초자산을 제공함으로써 위험관리를 활성화
  - 장기 투자 수단 제공: 낮은 신용위험의 장기 자산을 제공
  - 통화 및 환율 정책 운영 수단 제공
  - 안정적 투자 수단 제공: 불안정한 상황에서 투자 피난처 (safe haven) 제공
  - 외국 자본의 유치
  - 국제 금융시장에서 해당 국가 금융시장의 위상을 강화
- 앞에서 살펴본 싱가포르, 홍콩, 호주, 아일랜드, 미국은 나름대로 독특한 상황에서 재정흑자 관리 방안을 국채시장과 연관하여 시행하고 있음
  - 싱가포르와 홍콩은 수년간 재정흑자를 누적하면서도 국채시장을 유지하고 있음

- 호주는 지속적인 재정흑자가 예상되는 상황에서 국채시장의 운영에 대해서 장기적인 청사진을 설계하고 있는 단계임
- 아일랜드는 자국의 국채시장이 통합된 유로 표시 국채시장에 편입된 상황에서 최선의 방안을 모색하고 있음
- 미국은 국채시장을 대체할 수 있는 활성화된 회사채, MBS 및 이자율 스왑 시장을 가지고 있으므로 다양한 방안을 연구하고 시행한 바 있음

○ 싱가포르의 국채시장 운영에 대한 검토

- 싱가포르가 재정흑자에도 불구하고 국채시장을 운영하는 주요 동기는 벤치마크 제공과 국제 금융시장에서 해당 국가 금융시장의 위상을 강화하는 것임
  - 금융기관에 유동성이 큰 무위험 자산을 공급함(1998년 이전)
  - 싱가포르를 국제자금조달 센터로 자리 매김함(1998년 이후)
- 이를 달성하기 위한 싱가포르 정부의 조치
  - 종목당 발행규모 증대
  - 장기 SGS 도입
  - SGS 시장의 유동성 강화를 위한 제도 도입(예: repo 제도 개선 및 MAS daily repo facility 도입)

○ 홍콩의 국채시장 운영에 대한 검토

- 홍콩이 재정흑자에도 불구하고 국채시장을 운영하는 주요 동기는 벤치마크 제공과 환율 안정임

- 외환위기 이후 통화위원회 제도가 강화되면서 1999년 이후 EFP의 신규발행 사유가 해외의 투자자금 유입과 EFP의 차환 및 이자 지급으로 제한됨에 따라 국채시장 운영의 동기는 환율 안정으로 단일화됨
- 국채발행 잉여금을 효율적으로 투자하기 위해서 Exchange Fund는 엄격한 운용 지침을 도입하였고, 일부는 외부 운용자에게 위탁하여 운용하고 있음
  - 자산 구성은 채권 80% 주식 20%, 통화 구성은 미국 달러 표시80%, 유로 표시 15%, 엔 표시 5%
  - 외부 운용은 글로벌 펀드매니저에게 위탁함

○ 호주의 국채시장 운영에 대한 검토

- 호주는 다음과 같은 동기에 의해 향후 재정흑자가 정착되는 시기에든 국채시장을 운영하는 방안을 검토하고 있음
  - 벤치마크 기능과 위험관리 기능 제공
  - 장기 및 안정적 투자 수단 제공
- 호주 정부는 재정흑자 시기에 국채시장이 담당할 기능에 따라 국채발행 규모를 개략적으로 추정하고 있음
  - 국채시장이 벤치마크 기능과 위험관리 기능을 제공하기 위해서는 국채 발행잔고 증가율은 명목 GDP 증가율(약 6%) 수준
  - 국채시장이 장기 및 안정적 투자 수단을 제공하기 위해서는 국채 발행잔고 증가율은 금융자산의 증가율(약 12%) 수준

- 호주 정부는 재정흑자 시기에 국채시장을 운영하는 세 가지 대안에 대해서 검토하고 있음
  - 1안: 국채시장의 단계적 축소
  - 2안: 지방채를 국채로 전환 또는 통합
  - 3안: 연방 공무원 연금에 대한 연방정부의 미적립 부채를 국채발행으로 보전함

○ 아일랜드의 국채시장 운영에 대한 검토

- 아일랜드는 국채시장의 양적 성장보다는 국가 신인도 향상 및 유동성 강화를 통한 질적 발전을 통해 자금조달 비용을 낮추는 전략을 선택함
  - 국채 발행잔고는 지난 10년간 US\$ 200억 수준을 유지하고 있음
  - 아일랜드 국채시장은 통합된 유로 표시 국채시장에 편입되면서 다른 나라 유로 표시 국채와 유동성 경쟁에 직면함
  - 발행종목수를 줄이고 종목당 발행규모를 늘리는 정책을 시행하여 제한된 발행잔고에서 시장 유동성을 극대화하고자함
- 매년 GDP의 1% 정도를 국민연금 예비 기금에 적립함으로써 국채발행 자금 및 재정흑자분이 사회복지 및 세대간 소득 균형 배분 재원으로 활용되고 있음

○ 미국의 국채시장 운영에 대한 검토

- 1998년부터 대규모로 발생한 재정흑자에 대해 미국은 재정잉여금의 대부분을 사회보장신탁기금(SSTF)에 적립하는 방안을 시행함
  - SSTF가 미국 국채를 보유함으로써 간접적으로 국가부채 부담을 경감하고 민간부문의 투자를 촉진하는 효과가 발생함
- 재정흑자로 인한 국채발행 물량의 정체 및 SSTF의 국채 만기보유에 따르는 국채시장의 유통물량 감소로 국채 유통시장의 기능이 약화될 가능성이 제기됨
- 이에 대해 기존의 회사채, MBS, 이자율 스왑 시장 등이 국채시장의 지표금리 및 장기투자자산 제공 기능을 대체할 수 있을 것이라는 주장이 설득력을 얻었음
  - 이를 위해 “벤치마크를 위한 회사채 발행 프로그램”과 MBS의 정기발행화(Regularisation) 등이 시행되었음

## 2. 재정흑자를 가정한 우리나라의 국채시장 적정 규모

- 우리나라의 재정흑자 기조가 정착될 경우 적정한 국채 발행 규모는 국채시장이 수행해야할 역할에 따라 결정될 것임
  - 국채시장의 지표금리 제공 기능을 대체할 수 있는 금융시장(예: 금리 스왑 시장, MBS 시장)이 확립되어서 효과적으로 작동하고 있다면 국채시장은 단계적으로 축소되는 것이 바람직할 수 있음

- 그러나 국채시장의 기능을 대체할 수 있는 시장이 존재하지 않는다면 국채시장을 유지하는 비용보다 대체시장을 새로 개발하고 유지하는 비용이 더 클 수 있음
  - 대체시장이 없는 상태에서 국채시장을 폐쇄할 경우 경제 전체적으로 부담해야 하는 잠재적인 비용은 ① 자금조달 위험(funding risk) 발생, ② 대체시장 개발 과정에서 발생할 시장간 경쟁 비용 및 시행착오, ③ 완전 무위험 자산의 부재에 따른 최적 포트폴리오의 효율성 하락 등임
- 본 보고서에서는 호주의 사례를 바탕으로 우리나라의 향후 국채 발행 적정 규모를 추정하고자 함
- 경제 규모와 구조를 근거로 판단할 경우 우리나라 국채시장의 역할은 싱가포르나 홍콩 보다는 호주의 국채시장 역할과 유사함
  - 따라서 호주의 경우와 같이 국채시장의 역할을 ① 벤치마크와 위험관리 수단 제공으로 볼 경우와 ② 장기 및 안전 투자 수단 제공으로 볼 경우의 국채시장 규모를 각각 추정함

### 가. 벤치마크와 위험관리 기능을 담당하는 국채시장의 적정 규모

- 현재의 국채시장이 벤치마크와 위험관리 수단을 충분히 제공하고 있다면, 향후에도 이러한 기능을 국채시장이 담당하기 위해서는 국채 발행잔고의 증가율이 명목 GDP 증가율과 같아야 한다고 볼 수 있음
- 현재 우리나라의 국채시장이 금융시장에 벤치마크와 위험관리 수단을 충분히 제공하고 있다고 보기는 어려움

- 왜냐하면 현재 우리나라의 국채 유통시장은 신뢰할 만한 수익률 곡선을 제공해주지 못하고 있음
    - 간헐적으로 발생하는 금융 스캔들 사건에 대해서 국채시장의 유동성은 매우 심각하게 위축됨
    - 국채 경과물에 대한 거래가 활발하지 못함
    - 수익률 곡선의 기간은 10년 이상으로 확장되지 못하고 있음
    - 전반적으로 현재의 국채 수익률 곡선은 중장기적인 경제 펀더멘트를 반영하기 보다는 단기적인 시장 유동성 상황에 따라 크게 좌우되는 모습을 보이고 있음
  - 따라서 본 보고서에서 추정하는 국채시장의 적정 규모는 “현상 유지를 위한 최소한의 적정 규모”로 보아야 할 것임
  - 본 보고서에서 국채시장의 적정 규모를 측정하기 위해서 사용하는 GDP 성장률, 물가 상승률에 대한 예측치는 한국은행이 발표한 자료에 근거함<sup>52)</sup>
- 경제개혁이 성공적으로 이루어질 경우 2012년의 적정 국채 발행잔고는 약 220.3조원, 국채 순발행 규모는 연 평균 12.2조원으로 전망됨 (<표 IX-1> 참조)
- 경제개혁이 성공적으로 이루어질 경우 향후 10년간 명목 GDP 증가율에 대한 한국은행의 예측치는 연 평균 8.4%(실질 GDP 성장률 5.6%, 소비자물가 상승률 2.8%) 임<sup>53)</sup>

52) 한국은행, 2003, 『우리 경제의 중장기 발전과제』, 3월.

53) 한국은행, 2003, 『우리 경제의 중장기 발전과제』, 3월.

— 이러한 전망에 의하면 향후 10년 간 국채의 순발행 규모의 67%가 실질적인 국가 부채 부담의 증가로 해석할 수 있고 나머지는 물가상승에 따른 Inflation Tax로 부담됨

- 실질적 국가부채 부담 비율 = 실질GDP 성장률 ÷ 명목GDP 성장률
- 즉, 67% = 5.6% ÷ 8.4%

<표 IX-1> 향후 10년간 경제전망에 따른 국채시장의 적정 규모 (경제개혁 성공시)<sup>a)</sup>

	2002	2003	2005	2007	2009	2012	2003~12 2 평균
GDP성장률(%)	6.2	5.7	5.6	5.6	5.6	5.4	5.6
소비자물가 상승률(%)	2.7	3.4	3.3	2.9	2.6	2.1	2.8
경상수지(명목GDP 비율, %)	1.51	0.90	0.95	1.00	1.05	1.13	1.02
국채 순발행(조) <sup>b)</sup>	18.6	8.9	10.4	11.8	13.4	15.4	12.2
국채 발행잔고(조)	98.2	107.2	127.2	150.1	176.2	220.3	159.4

a) GDP 성장률, 소비자물가 상승률, 경상수지는 한국은행(2003.3)의 가정을 따름

b) 국채 발행잔고 증가율이 명목 GDP 성장률과 같은 증가율을 갖는다고 가정했을 때의 수치

$$\text{국채 순발행}_t = \text{국채 발행잔고}_t - \text{국채 발행잔고}_{t-1}$$

$$\text{국채 발행잔고}_t = \text{국채 발행잔고}_{t-1} \times (1 + \text{명목 GDP 성장률})$$

2003년말 국채 발행잔고를 구하기 위해 2002년말 국채 발행잔고 98.2조원을 초기치로 사용함

○ 경제개혁이 지연될 경우 2012년의 적정 국채 발행잔고는 약 215.8조원, 국채 순발행 규모는 연 평균 11.8조원으로 전망됨(<표 IX-2> 참조)

— 경제개혁이 지연될 경우 향후 10년 동안 우리나라의 명목 GDP 성장률에 대한 한국은행의 예측치는 연 평균 8.1%(실질 GDP 성장률 3.5%, 소비자물가 상승률 4.6%) 임<sup>54)</sup>

— 이러한 결과는 국채 발행잔고의 측면에서는 경제개혁이 성공적인 경우와 유사하나, 질적인 측면에서 매우 다름

- 이러한 전망에 의하면 향후 10년 간 국채 순발행 규모의 43%가 실질적 국가 부채 부담의 증가로 해석할 수 있고 나머지(57%)는 물가상승에 따른 Inflation Tax로 부담됨<sup>55)</sup>
- 즉, 높은 물가상승률에 의해 연 평균 6.7조원(=11.8조원×0.57) 수준의 Inflation Tax가 발생해 국채 발행잔고의 실질적 부담이 경감됨
- 그러나 인플레이션을 통한 국채 발행의 증가는 민간부문을 위축시키는 비효율적 자원 배분을 초래할 가능성이 존재함

54) 한국은행, 2003, 『우리 경제의 중장기 발전과제』, 3월.

55)  $43\% = 3.5\% \div 8.1\%$

**<표 IX-2> 향후 10년간 경제전망에 따른 국채시장의 적정 규모  
(경제개혁 지연시)<sup>a)</sup>**

	2002	2003	2005	2007	2009	2012	2003~12 평균
GDP성장률(%)	6.2	5.5	4.3	3.3	3.0	2.5	3.5
소비자물가 상승률(%)	2.7	3.5	3.9	4.8	5.1	5.2	4.6
경상수지(명목GDP 비율, %)	1.53	0.90	-0.40	-1.27	-2.13	-3.00	-1.40
국채 순발행(조) <sup>b)</sup>	18.6	8.8	9.5	11.0	12.9	15.4	11.8
국채 발행잔액(조)	98.2	107.1	125.8	147.1	171.9	215.8	156.5

a) GDP 성장률, 소비자물가 상승률, 경상수지는 한국은행(2003.3)의 가정을 따름

b) 국채 발행잔고가 명목 GDP 성장률과 같은 증가율을 갖는다고 가정했을 때의 수치

#### 나. 장기 및 안전 자산을 제공하기 위한 국채시장의 적정 규모

- 현재의 국채시장이 장기 및 안전 자산을 충분히 제공하고 있다면, 향후에도 이러한 기능을 국채시장이 담당하기 위해서는 국채 발행잔고의 증가율이 금융자산의 성장률과 같아야 한다고 볼 수 있음

— 현재의 우리나라 국채시장이 장기 및 안전 자산을 충분히 제공하고 있다고 보기는 어려움

- 국민연금기금은 향후 30년간 지속적으로 대규모 흑자를 기록하여 2035년에는 기금의 규모가 2000년 기준 불변가격으로 약 603조원이 될 것으로 예상됨(<표 VIII-8> 참조)
- 보험회사의 장기 투자 수단에 대한 수요는 지속적으로 증가할 것임
- 국민연금기금과 보험회사는 장기 및 안전 자산에 대한 대표적인 수요자로서 그들의 성장 가능성을 감안할 경우 현재의 국채시장 규모는 매우 협소하다 할 것임

— 따라서 본 보고서에서 추정하는 국채시장의 적정 규모는 “현상 유지를 위한 최소한의 적정 규모”로 보아야 할 것임

○ 금융부문이 전체 포트폴리오에서 국채의 비중을 현재 상태로 유지한다고 가정할 경우 2012년의 적정 국채 발행잔고는 약 279조원, 국채 순발행 규모는 연 평균 18.1조원으로 전망됨(<표 IX-3> 참조)

— 금융부문이 전체 포트폴리오에서 국채의 비중을 현재 상태로 유지하기 위해서는 국채 발행잔고의 증가율은 금융자산의 성장률과 같아야 함

• 2002년말 현재 금융부문이 전체 국공채물량의 70%를 보유하고 있고, 정부가 16%를 보유하고 있음<sup>56)</sup>

— 향후 10년간 경제 성장률 및 물가 상승률은 2003년 현재 상태에서 크게 벗어나지 않을 것으로 전망되므로(한국은행, 2003년) 외환위기 이후의 평균 금융자산 성장률을 향후 10년간 평균 금융부문 자산 증가율로 사용함

• 외환위기 이전(1991~1997)에는 높은 경제 성장률과 물가 상승률로 20%가 넘는 금융자산 성장률을 보였음

• 외환위기 이후 진행된 낮은 성장률과 인플레이션에 따라 1998년부터 2002년 사이의 금융자산 성장률은 평균 11% 수준임<sup>57)</sup>

56) 한국은행 웹사이트, 경제통계 DB/자금순환

57) 한국은행 웹사이트, 경제통계 DB/자금순환

<표 IX-3> 금융부문 자산 증가율과 적정 국채 발행<sup>a)</sup>

	1998~02 평균	2002	2005	2007	2009	2012	2003~12 평균
자산 총계(조)	1,857.8	2,241.9	3,066.1	3,777.7	4,654.5	6,365.7	4,161.3
자산 증가율(%)	11.0	9.8	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
국채 순발행(조)	14.0	18.6	13.3	16.4	20.2	27.6	18.1
국채 발행잔고(조)	69.5	98.2	134.4	165.5	204.0	279.0	182.4

a) 금융부문의 자산 증가율이 외환위기 이후 평균 금융부문 자산 증가율 11%를 유지한다는 가정했을 때, 금융부문 자산 대비 국채 발행잔고를 일정하게 유지하기 위한 국채 순발행액을 도출하였음

$$\text{국채 순발행}_t = \text{국채 발행잔고}_t - \text{국채 발행잔고}_{t-1}$$

$$\text{국채 발행잔고}_t = \text{국채 발행잔고}_{t-1} \times 1.11$$

#### 다. 향후 예상되는 국채 발행 요인

- 사회보장성기금을 제외하는 경우 향후 재정수지는 불확실하며, 경제 성장률에 많은 영향을 받을 것으로 예상됨
  - 국채시장을 개발하려는 측면에서는 만기구조의 확대와 종목당 발행 규모 증대를 위한 추가적인 국채발행 요인 존재
  - 국채발행을 통한 공적자금 상환, 통화안정증권(통안증권)의 국채로의 통합은 국채발행 물량을 증가시킬 것임
  - 경제 규모의 확대 및 금융산업의 고도화에 따른 국채 수요는 꾸준히 증가할 것으로 보임

○ 정부가 발표한 “공적자금상환대책안”에 따르면, 69조원의 공적자금 상환대책 필요금액 발생하고, 이중 금융권이 20조원을 부담하고 정부가 49조원을 재정으로 부담하는 방안이 제시됨<sup>58)</sup>

- 재정 부담분에 대하여 정부는 공적자금상환기금을 신설하고 동 기금의 부담으로 국채를 발행하여 예보채 등을 상환할 계획
- 25년 이내 상환을 목표로 하기 때문에 매년 2조원 수준의 국채 발행을 통해 예보채 상환자금이 마련될 예정임

○ 통안증권의 국채 전환 가능성

— 통안증권의 발행잔고는 20조원(1997년), 50조원(1999년), 84조원 (2002년말) 수준으로 급증하고 있음

— 이러한 통안증권 발행잔고의 급증에 대해서 통안증권이 가진 통화관리의 유용성에도 불구하고 다음과 같은 문제점이 있다는 주장도 있음

- 통안증권 발행잔고의 급증으로 발생하는 이자부담은 결국 본원통화의 증가로 이어져 통화 팽창의 주요인으로 작용할 우려가 발생함<sup>59)</sup>
- 통안증권의 발행은 가격기능에 의한 자금조달보다는 통화량 조절이라는 목적으로 이루어지므로 전체 채권시장의 가격기능 제고 목표와 다소 상충될 가능성이 있음<sup>60)</sup>

58) 재정경제부, 2002, “공적자금 상환대책” 9월 6일. 2003년 4월 현재 이 안은 거의 수정없이 집행되어 국채발행 한도 책정에 연간 기준으로 반영되고 있음

59) 정한영(1999)

60) 정한영(1999)

- 우리나라는 국채 단기물 발행이 없어 채권시장 수익률 곡선 도출시 상이한 채권들을 이용하게 되기 때문에 수익률 곡선의 일관성이 결여되는 문제가 발생할 수 있음
  - 이러한 문제를 해소하기 위해서 중장기적으로 통안증권을 국채로 전환하는 방안을 강구해볼 필요가 있는데 이는 국채 유통시장 여건이 성숙되어 국채를 활용한 원활한 공개시장조작이 전제되어야 함
  - 통안증권을 국채로 전환할 경우 외환시장과 물가 안정을 저해하지 않는 수준에서 이미 발행된 통안증권의 차환발행분을 순차적으로 국채로 전환하는 것이 현실적인 방안이 될 것임
- 공적연금 중 국가가 연금지급상의 계약의무를 지는 연금의 부족액을 국채발행을 통해 조달하는 방안의 가능성
- 이를 위해서는 공무원연금과 군인연금 등의 부족액을 국가채무로 명시화하는 절차가 전제되어야 함
  - 공무원·군인연금과 국가보증채무를 포함시킬 경우 GDP 대비 국가채무는 55.8%에 이르게 됨(<표 IX-4> 참조)
  - 호주의 경우 재정흑자 시기에 국채 발행을 유지하는 방안의 하나로 연방 공무원 연금(superannuation)에 대한 연방정부의 미적립 부채를 CGS 발행으로 보전하는 방안을 고려하고 있음
    - 호주 정부는 국채시장을 유지하기 위해서 불필요한 재정적자를 발생시키는 방안을 원칙적으로 배제하고 있음

**<표 IX-4> 공무원연금 및 군인연금에 대한 국가채무 추정액**  
(단위: 10억원, 2002년말 기준)

	공무원연금	군인연금
책임준비금	85,057.5	14,101.6
적립금액	2,150.1	518.0
부족책임준비금 (국가 부담)	82,907.4	13,583.6

자료: 한국사회보험연구소

### 3. 국채발행 잉여금의 효율적 운용 방안

- 재정흑자 시기에 국채시장을 효율적으로 운영하기 위해서는 국채 발행의 목표가 타당해야 하고, 국채발행 잉여금의 운용이 투명하고 효율적으로 집행되어야 함
  - 일반적으로 민간 부문 보다 효율성 측면에서 열위에 있는 정부 부문이 재정흑자와 국채발행 잉여금을 직접 관리하는 것은 비효율적인 자원의 배분을 초래할 가능성이 높음
  - 이러한 우려를 차단하기 위해서는 국채발행 잉여금이 정부의 정책적 목표와는 독립적으로 투명하게 운용될 수 있는 방안이 마련되는 것이 절대적으로 중요함
  
- 국채발행 잉여금이 정부의 정책적 목표와는 독립적인 투자운영 주체에 의해 위험-수익률 차원에서 최적으로 운용되는 방안으로는 잉여금의 운용을 외부 위탁하거나, 법적으로 정부의 개입이 원칙적으로 차단되는 기금으로 별도 운용하는 방안을 고려할 수 있음

- 홍콩은 국채발행 잉여금을 통화관리용과 투자용으로 나누어 투자용 부분(전체 자산의 약 30%)은 글로벌 펀드매니저에 의해 위탁하여 정책적 목표와는 독립적으로 운용하고 있음
  - 호주의 경우 국채발행 잉여금을 정부의 개입이 법적으로 원천 차단되는 연방 공무원 연금에 출자하는 방안을 고려하고 있음
  - 아일랜드는 재정흑자분과 국채발행 자금 중에서 GDP의 1%에 해당하는 금액을 국민연금 예비기금(NPRF)에 매년 적립하고 있음
  - 미국은 1999년부터 발생하는 재정흑자의 대부분을 사회보장신탁기금(SSTF)에 적립하고, SSTF의 잉여금을 보호하기 위해서 Social Security and Medicare Safe Deposit Act of 1999를 제정하였음
- 국채발행 잉여금의 투명하고 안정적인 운용을 위해서 국채발행 잉여금의 운용지침을 구체적으로 법제화하는 방안도 고려될 수 있음
- 홍콩과 싱가포르의 경우 국채발행 잉여금의 운용 지침이 법제화되어서 정부의 자의적 운용 가능성을 차단하고 있음



## 참 고 문 헌

---



## 참 고 문 헌

공공자금관리기금법, 2003년 4월 현재.

국민연금관리공단, 2003, “국민연금제도의 재정안정화 방안”, 4월 1일

국채법, 2003년 4월 현재.

금융감독원, 2003, “2002년 자산유동화증권(ABS) 발행실적 분석”, 2월 10일.

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

오승현, 2002, 『채권시장 투명성 강화 방안』, 한국증권연구원, 이슈 02-06.

오승현·유윤주, 2003, 『채권의 전자거래에 관한 연구』, 한국증권연구원, 연구보고서 03-02.

정한영, 1999, 『통화안정증권의 국채 전환에 대한 경제적 효과 분석』, 한국금융연구원, 금융조사보고서.

재정경제부, 2002, “공적자금 상환대책(정부안)”, 9월 5일.

재정경제부, 2003, “공공자금관리기금 결산보고서”, 2월.

재정경제부, 2003, “2002년 결산상 통합재정수지(잠정)”, 3월 18일.

재정경제부, 2003, “2002년말 국가채무 현황”, 4월 14일.

한국은행, 2002, “외환위기 이후 채권시장의 구조 및 행태 변화”, 1월.

한국은행, 2002, “우리나라 국가채무의 안정성 분석과 재정수지 목표수준 추정”, 『Monthly Bulletin』, 12월.

한국은행, 2003, 『우리 경제의 중장기 발전과제』, 3월.

- Barro, Robert J., 1979, "On the determination of the public debt," *Journal of Political Economy*, Vol. 87.
- Batten, J. A. and T. A. Fetherston, 2002, *Asia-pacific fixed income markets*, John Wiley & Sons Pte Ltd, Singapore.
- Chalk, Nigel and Richard Hemming, 1998, "What should be done with a fiscal surplus?," IMF, PPAA/98/10.
- Census and Statistics, Hong Kong, China, *Hong Kong Annual Digest of Statistics*.
- Commonwealth of Australia, 2002, "Review of the Commonwealth government securities market," <http://www.dcita.gov.au/cca>.
- Congressional Budget Office, 1998, *The Economic and Budget Outlook, 1997~2008*.
- Donal J. Geaney, 2003, "Developing the National Pensions Reserve Fund," National Pension Reserve Fund, April 28
- Edward, Ng, "Central Provident Fund in Singapore: A Capital Market Boost or a Drag?" <http://www.adb.org/scripts/rwisapi.dll/@adb.env>
- Fehle, F., 2001, "The Component of Interest Rate Swap Spreads: Theory and International Evidence," Working Paper, University of South Carolina.
- Gokhale, J., 2001, "Fiscal Policy in an Era of Surplus," Economic Commentary, Federal Reserve Bank of Cleveland.
- Government Securities Act(Singapore), 2003년 현재.
- Hong Kong Monetary Authority, 1999, *Fact Sheet 1999*, (<http://www.info.gov.hk/hkma/eng/public/index.htm>).

- Hong Kong Monetary Authority, 2002, *Annual Report 2001*, (<http://www.info.gov.hk/hkma/eng/public/index.htm>).
- Hong Kong Monetary Authority, *Monthly Statistical Bulletin*, (<http://www.info.gov.hk/hkma/eng/public/index.htm>).
- Hui, Tan Kok, 2001, "Singapore," *Government Bond Market Development in Asia* edited by Yun-Hwan Kim, ADB.
- International Monetary Fund, 2000, *World Economic Outlook*, October.
- International Monetary Fund, 2001, "Singapore: Selected Issues," IMF country report no. 01/177, October.
- International Monetary Fund, 2002, "People's Republic of China - Hong Kong special administrative region: Article IV consultation discussions - staff report; and the public information notice on the executive board discussion," IMF country report no. 02/100, May.
- Jiang, G., N. Tang and E. Law, 2001, "Cost-benefit analysis of developing debt markets," *Hong Kong Monetary Authority Quarterly Bulletin*, November.
- Jiang, G., N. Tang and E. Law, 2002, "Hong Kong dollar debt market developments in 2001," *Hong Kong Monetary Authority Quarterly Bulletin*, February.
- Mylonas, P., S. Schich, T. Thorgeirsson and G. Wehinger, 2000, "New issues in Public Debt Management: Government Surpluses in Several OECD Countries, The Common Currency in Europe and Rapidly Rising Debt in Japan," *OECD working paper*, No. 239.
- Ministry of Finance(Singapore), *Budget book*, 각호.

Ministry of Finance(Singapore), 2002, "Financial Year 2002/2003 Budget: Restructuring Taxes, Creating jobs".

Monetary Authority of Singapore, 2002, "A Guide To Singapore Government Securities," September.

Monetary Authority of Singapore, 2003, "Monetary Policy Operations In Singapore," January.

Monetary Authority of Singapore, 2002, *Annual report 2001/2002*.

National Pensions Reserve Fund Act, Number 33, 2000.

National Treasury Management Agency(Ireland), 2002, "Results for the Year 2002," Press Release, December 31.

OECD, 2002, *OECD Economic Outlook*, No. 72, December.

Office of Management and Budget, *Budget of United States of Government, FY 1999 ~FY2004*.

Schinasi, Garry J., Charls F. Kramer and R. Todd Smith, 2001, "Financial implications of the shrinking supply of U.S. treasury securities," *IMF working paper*, WP/01/61, March.

The Irish Stock Exchange, 2003, *Irish Stock Exchange Monthly Report March 2003*.

The Irish Stock Exchange, 2003, *Annual Statistical Review 2002*.

Wojnilower, A., 2000, "Life Without Treasury Securities," *Business Economics*, October.

< 웹 사 이 트 >

Census and Statistics, Hong Kong, China, <http://www.info.gov.hk/censtatd/eng/hkstat/>

Hong Kong Monetary Authority, <http://www.info.gov.hk/hkma/>

Irish Stock Exchange, <http://www.ise.ie/>

National Treasury Management Agency, <http://www.ntma.ie/>

Singapore Government Securities website, [http://www.sgs.gov.sg/publications/publ\\_legislation.html/](http://www.sgs.gov.sg/publications/publ_legislation.html/)

Singapore Ministry of Finance, <http://app10.internet.gov.sg/scripts/mof/index.asp/>

Singapore Monetary Authority, <http://www.mas.gov.sg/>

U.S. Department of the Treasury, <http://www.publicdebt.treas.gov/>



<부 록> 싱가포르 통화청(MAS)의 Daily Repo Facility

---



## <부 록> 싱가포르 통화청(MAS)의 Daily Repo Facility<sup>61)</sup>

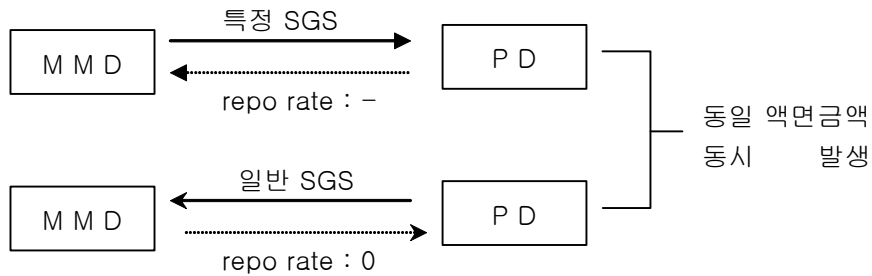
- SGS PD(primary Dealer)는 PD의 시장 조성행위를 원활히 하기 위해 MAS Repo facility를 이용할 권한을 가짐
  - MAS Repo facility에는 SGS PD만이 참여할 수 있으며, PD가 이를 이용하는 것은 선택적인 사항이며, 의무사항은 아님
  - MAS Repo facility에서 이용될 수 있는 SGS는 대부분의 지표채권을 포함하며, 경과물도 포함될 수 있음
  
- MAS repo facility의 주요 목적은 PD들에게 시장조성 행위에서 발생하는 매도 포지션을 효과적으로 관리할 수 있는 수단을 제공하기 위한 것이므로 overnight basis로 운영됨
  - PD들은 궁극적으로 매도 포지션을 SGS 시장을 통해서 관리해야 하기 때문에, MAS repo 거래로 발생하는 보유 기간은 overnight으로 한정됨
  - 특정 PD가 MAS repo를 통해 확보할 수 있는 SGS 물량도 제한됨
  
- MAS Repo facility를 운영하는 통화관리부(Monetary Management Division, MMD)는 special reverse repo 거래를 통해 특정한 SGS를 빌려주고 이와 동시에 동일한 액면금액 규모의 general repo 거래를 수행하여 불특정 SGS를 차입함<sup>62)</sup>
  - general repo 거래의 환매 이율(repo rate)은 현재 0%임

61) MAS의 MMD가 2002년 발표한 “A guide to SGS primary dealer operations”에서 발췌한 내용임([http://www.sgs.gov.sg/publications/publ\\_legislation.html](http://www.sgs.gov.sg/publications/publ_legislation.html))

62) special repo란 특정 종목의 채권을 담보로 하는 repo를 말함. 이에 반해 담보 채권이 특정 종목으로 지정되지 않은 repo를 general repo라고 함

- special reverse repo 거래의 환매 이율은 MMD가 개설하는 경매 시장을 통해서 special repo 거래를 원하는 PD들 사이의 경쟁을 통해서 음수로 결정됨
  - special reverse repo는 PD가 특정한 SGS를 조달하기 위한 방안이므로 이를 통해 혜택을 받는 PD가 비용을 부담하는 것이 당연하고, general repo의 환매 이율이 0%로 정해져 있으므로 special reverse repo의 환매 이율은 음수로 정해짐
- MMD는 special repo를 수행함과 동시에 동일한 규모의 general repo를 수행함으로써 MMD가 보유하고 있는 전체 SGS의 재고 규모를 일정하게 유지할 수 있음

<부록 그림> MAS의 Daily Repo Facility



- MMD는 special reverse repo의 환매 이율을 결정하기 위해 PD를 대상으로 경매 시장을 개설함
  - MMD는 e-mail을 통해 매일 아침 모든 PDs들에게 special reverse repo 거래가 가능한 SGS의 물량을 공시함
  - PD들은 오후 4시 30분부터 오후 5시까지 입찰 수익률(special reverse repo의 환매 이율)를 제시하여야 함

- special reverse repo의 환매 이율은 비공개 복수 가격 경매 (multiple price, closed auction tender)를 통해 결정됨
  
- PD가 MMD의 special reverse repo 경매에서 제출해야 할 구체적인 정보는 다음과 같음
  - PD는 입찰 수익률을 Reuters Dealing System(RDS)을 통해 제출함
  - MMD는 오후 4시 30분부터 오후 5시까지만 입찰 수익률을 접수함
  - 각 PD는 종목당 최대 2개의 입찰 수익률을 제시할 수 있음
    - 종목당 3개 이상의 입찰 수익률을 제출한 PD의 경우, 가장 낮은 입찰 수익률 2개만이 인정됨
  - 개별 PD가 입찰 수익률을 제출할 수 있는 종목의 수는 제한 없음
  - PD 1인이 확보할 수 있는 물량은 개별 종목별로 경매 가능 물량의 50% 이내로 제한됨
  - special reverse repo에 대한 입찰 수익률을 제출하는 경우, PD는 자신이 양도할 수 있는 일반 담보에 대한 세부사항을 아울러 제출해야 함
  - special reverse repo 관련하여 제출되어야 할 정보
    - 발행 코드: 반드시 구체화되어야 함
    - 입찰 수익률: 소수 둘째 자리까지 제시
    - 수량: 백만 달러의 배수로 제출
  - general repo 관련하여 제출되어야 할 정보
    - 발행 코드: MAS는 모든 유형의 SGS(bond, T-bills)를 받아들이며, 발행 코드는 반드시 입력되어야 함
    - 액면 금액: 일반 담보의 총 액면 금액은 PD가 입찰하는 특정 담보의 액면 금액과 일치하여야 함

- clean price 또는 yield, dirty price
- 제출된 입찰은 최종적이며 수정될 수 없음
  
- special repo의 SGS는 경쟁 입찰된 환매 이율 중 절대치가 높은 쪽에 먼저 배정됨
  - 가장 낮은 환매 이율에 낙찰된 PD가 둘 이상이고 배정될 특정 SGS의 규모가 이들의 신청 수량을 충족시키지 못하는 경우에는 경매 신청 수량에 비례하여 배분됨
  
- 경매 결과는 매일 오후 6시 30분 이전에 e-mail을 통해 PD들에게 통지됨
  - 경매 결과의 통지에는 총 입찰 물량, 경매 체결 물량, 가중 평균 환매 이율, special repo를 통해 거래될 SGS의 가격(clean 및 dirty prices)에 대한 정보가 포함됨
    - special repo의 담보인 SGS의 가격(clean 및 dirty prices)은 PD가 당일 제출한 종가에 기초하여 MMD가 결정함
  - 이러한 경매 결과는 최종적이며 협상될 수 없음
  
- PD는 가능한 한 general repo의 담보에서 발생하는 현금흐름과 special repo의 담보에서 발생하는 현금흐름이 크게 차이가 나지 않도록 해야 함
  - 만약 양 담보물 사이의 순 현금흐름이 PD에게 2백만 달러 이상 유리하게 된다면, MMD는 PD에게 담보를 증가시키거나 다른 유가증권을 담보로 인도하도록 요구할 수 있음

- MMD는 규정된 가이드라인을 충족하지 못한 입찰에 대해 거부할 권한을 가짐
  
- MAS repo의 결제 과정은 다음과 같음
  - general repo의 결제는 결제일 오후 2시 30분 이전에 실행됨
  - special repo는 general repo가 결제된 후 즉시 실행됨
  - 경매에서 낙찰 받은 PD는 결제일에 다음 사항을 준수해야함
    - PD의 후선부서는 오전 10시까지 확인서를 MAS로 보내야함
    - 오후 2시 30분까지는 경매에서 제시된 SGS를 충분히 보유해야함
    - 이러한 가이드라인을 PD가 준수하지 못한 경우 그 PD가 낙찰받은 경매는 취소되고, 배정된 SGS 액면에 대해 PD가 경매에서 제시한 환매 이율에 2%를 추가하여 벌칙으로 부과함
  - special 및 general repo의 환매 거래(return-leg)는 일반 repo 거래와 동일하게 결제됨