

통화안정증권 관련 주요 이슈와 정책과제

2011. 7.

연구위원

조성원



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

— 《 著 者 註 》 —

통화안정증권은 국내채권 발행잔액의 13%, 전체 채권 거래량의 25%를 차지하는 등 국채 다음으로 국내 채권시장에서 비중이 높습니다. 국채를 통화정책의 수단으로 활용하는 선진국과 달리 우리나라는 과거 재정흑자기조의 지속과 재정건전화 정책으로 국채시장이 제대로 발달하지 못해 중앙은행이 직접 채무증권을 발행하여 시중 통화량을 관리해 왔습니다.

최근 들어 경상수지 흑자규모의 확대와 해외자본 유입의 증가로 통화안정증권의 발행잔액이 늘어남에 따라 통화안정증권의 이자비용이 중앙은행의 수지를 악화시키고 통화정책 운용에 부담요인이 되고 있다는 우려의 목소리가 높아지고 있습니다. 이에 통화안정증권의 발행물량 축소와 국채와의 통합에 대한 필요성이 제기되고 있습니다. 특히, 정부가 공표한대로 2012년부터 단기국고채의 발행이 추진될 경우, 단기 지표채권 역할을 하고 있는 통화안정증권과 국채의 통합문제 또는 상생방안에 관한 논의가 필요합니다.

이러한 배경 하에 본 보고서는 국내 통화안정증권의 현황과 해외 중앙은행의 채권발행 사례, 그리고 통화안정증권에 관한 주요 이슈들을 살펴보고 통화안정증권의 향후 발전방향에 대하여 논의 하였습니다. 아무쪼록 본 보고서가 통화안정증권 관련 이슈들을 이해하고 향후 국채와의 통합문제 등을 논의하는데 조금이나마 도움이 되기를 바랍니다. 아울러 보고서 작성에 많은 도움을 주신 본원의 김필규 박사님과 연구조정위원들께 감사드립니다.

조 성 원 chos@kcmi.re.kr 3771-0681

목 차

Executive Summary	v
Abstract	x
I. 서론	1
II. 통화안정증권 관련 제도 및 시장 현황	3
1. 통화안정증권 개요	3
2. 통화안정증권 발행제도	4
3. 통화안정증권의 발행 및 유통시장 현황	8
III. 해외 중앙은행의 채권발행 현황	17
1. 중앙은행채권 발행 국가	17
2. 중앙은행채권 미발행 국가	18
IV. 통화안정증권 관련 주요 이슈	21
1. 중앙은행의 수지 악화	21
2. 잠재적 국가채무의 증가	24
3. 단기 지표채권 역할	27
4. 통화안정증권과 국고채의 통합문제	29
V. 결론	33
참고문헌	37

표 목 차

<표 II-1> 통화안정증권의 정례입찰 대상종목 및 규모	5
<표 II-2> 통화안정증권의 정례입찰 일정	6
<표 II-3> 통화안정증권의 표기방법 변경	8
<표 II-4> 채권종류별 발행 및 잔액 추이	9
<표 II-5> 통화안정증권의 만기별 발행잔액	12
<표 II-6> 채권종류별 거래량 및 거래비중 추이	13
<표 II-7> 금융권별 통화안정증권 보유 현황	14
<표 II-8> 외국인의 국내채권 종류별 순매수 추이	15
<표 II-9> 외국인의 상장채권 보유 비중	15
<표 III-1> 주요국의 단기국채 발행 현황	19
<표 IV-1> 한국은행 수지	21
<표 IV-2> 한국은행 대차대조표(2010년)	22
<표 IV-3> 통화안정증권의 만기별 발행잔액 구성비 추이	28
<표 IV-4> 통화안정증권과 국채의 통합 시 장단점 비교	32

그림 목 차

<그림 II-1> 통화안정증권 발행잔액 추이	11
<그림 II-2> 통화안정증권 금리 추이	16
<그림 IV-1> 외환보유액 및 통화안정증권 발행잔액 추이	23

약 어 표

CD	Certificate of Deposit
MSB	Monetary Stabilization Bonds
PBOC	People's Bank of China
RP	Repurchase Agreement

《 Executive Summary 》

- 통화안정증권의 발행잔액 누증에 따른 이자비용의 증가가 중앙은행의 수지를 악화시키고 통화정책운용에 부담요인으로 작용하면서 통화안정증권의 발행물량 축소와 국채와의 통합에 대한 필요성이 제기됨
 - 특히, 정부가 공표한대로 2012년부터 단기국고채의 발행이 추진되면 단기 지표채권 역할을 하고 있는 통화안정증권과 국채의 통합문제 또는 상생방안에 관한 논의가 필요함
 - 이에 본 보고서는 통화안정증권의 현황과 해외 중앙은행의 채권발행 사례, 그리고 통화안정증권 관련 주요 이슈들을 살펴보고 통화안정증권의 향후 발전방향에 대하여 논의함

- 금융위기 이후 경상수지 흑자규모의 확대와 해외자본 유입의 증가로 해외부분을 통해 공급된 초과 유동성을 환수하기 위해 통화안정증권의 발행이 큰 폭으로 증가함
 - 2010년 말 현재 통화안정증권의 발행잔액은 163.5조원으로 2008년 말 대비 36.6조원이 증가함
 - 2010년에는 경상수지 흑자와 외국인의 국내 증권투자 확대 등으로 늘어난 시중 통화량을 환수하기 위해 14.3조원의 통화안정증권이 순발행됨
 - 금융위기 이후 한국은행의 금융기관 지원과 외환보유고 확충에 대한 필요성이 높아진 것도 통화안정증권의 발행이 확대된 이유임

□ 채권시장이 발달한 선진국의 경우, 중앙은행이 통화관리 목적으로 채무증권을 발행하지 않으며 공개시장조작의 수단으로 국채를 주로 활용함

— 한편, 국채시장의 발달이 미흡하여 공개시장조작을 수행할 수 있는 여건을 갖추지 못한 국가들은 통화관리 목적으로 중앙은행이 자체적으로 채무증권을 발행함

— 우리나라와 같이 통화량 조절 목적으로 중앙은행이 채권을 발행하는 국가는 중국, 홍콩, 인도네시아, 칠레 등이 있음

□ 우리나라는 통화안정증권 발행잔액에 대한 이자지급 비용이 연간 6~7조원에 달해 중앙은행 수지 악화의 주요 원인이 되고 있음

— 한국은행의 총부채 중 이자지급 부채인 통화안정증권의 비중이 44%에 달해 국내부채 조달금리와 외화자산 수익률 간의 금리 역마진이 확대될 경우, 중앙은행 수지가 악화됨

— 또한 대규모 통화안정증권 발행잔액에 대한 이자지출은 시중 통화량을 늘려 인플레이션 압력을 높임으로서 통화정책의 효율적인 운용과 통화관리에 부담요인으로 작용함

— 따라서 통화정책운용의 신뢰성 확보와 효율성 제고를 위해 통화안정증권의 추가 발행을 최소화하고 발행잔액을 줄여 나갈 필요가 있음

□ 통화안정증권의 발행잔액 누중에 따른 이자비용의 증가로 한국은행의 수지가 악화되면 이는 결국 정부재정 부담으로 귀결될 수 있음

- 한국은행의 적자는 한은 자체 적립금으로 보전되고 있으나, 한은 적립금이 고갈될 경우, 정부재정으로 보전되도록 한은 법과 예산회계법에 명시되어 있음
- 우리나라는 그동안 정책금융, 환율관리 등 준재정적인 기능을 중앙은행을 통하여 수행함으로써 통화안정증권의 발행잔액이 증가하고 정부정책에 대한 신뢰성이 저하됨
- 따라서 통화안정증권의 과다한 발행을 초래하는 중앙은행의 준재정활동은 축소하는 것이 바람직함

□ 현재 양도성예금증서(CD)와 통화안정증권이 단기금융시장을 대표하는 지표채권 역할을 하고 있으나, 지표채권으로서의 요건 충족이 미흡하여 지표금리 기능에 한계가 있음

- 통화안정증권의 경우, 그 동안 2년물 위주로 발행되어 1년물 이하 단기 통화안정증권이 단기금융시장에서 차지하는 비중이 낮아 지표채권으로서 역할에 한계가 있음
- 따라서 단기 통화안정증권의 비중을 늘려 통화안정증권의 단기 지표금리 기능을 강화하거나, 단기국고채를 발행하여 단기지표채권으로 육성하는 방안을 검토할 필요가 있음

□ 정부가 공표한대로 2012년부터 단기국고채가 발행되면 국내 채권시장에서 통화안정증권과 국채가 경합하여 시중 유동성이 분할되고 발행비용이 높아지는 문제가 발생할 수 있음

— 이러한 문제점을 해결하기 위해 최근 무위험자산인 통화안정증권과 국고채를 통합하여 국고채의 종목별 발행액을 늘리는 것이 바람직하다는 의견들이 제기됨

— 한편, 통화안정증권과 국고채는 발행목적과 성격이 다르기 때문에 단순 통합하기에는 무리가 있다는 견해도 제기됨

— 통화안정증권을 국고채에 흡수·통합할 경우, 국가채무가 급증할 우려가 있는 것도 통화안정증권과 국고채의 통합이 여의치 않은 이유임

□ 국내시장 여건과 한국은행의 자산보유 현황, 국가채무 증가 요인 등을 감안할 때, 국채와 통화안정증권을 단기간 내에 통합하는 것은 바람직하지 않은 것으로 판단됨

— 통화안정증권을 국채에 통합할 경우, 국채의 지표채권 역할을 강화할 수 있는 점, 한국은행의 수지 개선과 이자지출에 따른 통화증발요인의 감소로 통화관리의 안정성과 효율성이 개선된다는 점 등은 긍정적인 점

— 그러나 한국은행의 자산이 외화자산 위주로 구성되어 있어 보유 국채만으로 통화정책의 원활한 수행이 어려울 수 있다는 점과 통화안정증권을 국채로 전환할 경우, 국가채무가 급증할 우려가 있는 점 등은 부정적인 요인임

□ 단기적으로 통화안정증권을 국고채와 단순 통합하기보다는 통화안정증권의 발행잔액을 점진적으로 축소해 나가는 것이 바람직할 것으로 보임

— 우선 환율 변동성 축소와 외환보유고 확충을 목적으로 한 정부의 외환시장 개입을 최소화하는 등 통화안정증권의 재정적 기능을 축소함으로써 한국은행의 통화관리 부담을 완화하고 통화안정증권의 발행 규모를 줄일 필요가 있음

— 또한 이미 발행된 통화안정증권은 차환발행분을 순차적으로 국채로 전환하는 등 통화안정증권의 발행잔액을 점차 축소해 나가는 방안을 고려할 필요가 있음

□ 중장기적으로는 우리나라도 중앙은행 채무증권에 대한 의존도를 줄이고 선진국에서처럼 통화관리의 수단, 즉, 공개시장 조작의 대상증권으로 국채의 활용도를 제고하는 방향으로 나아가야 할 것임

« **Abstract** »

Monetary Stabilization Bonds(MSB) issued by the Bank of Korea account for 13% of domestic bond issues and 25% of the total trading volume in the Korean bond market. Central banks in developed countries, however, do not issue securities by themselves but use treasury bonds or bills to implement monetary policy. Korea has been using MSB as a monetary policy instrument because Korea's continued fiscal surplus hindered the development of the treasury bond market.

The increasing volume of outstanding MSB and interest payments, however, raises concerns over the central bank's balance deficit and its negative effect on open market operations. Coupled with the recent announcement by the government to issue short-term treasury bills in 2012 has prompted debate over whether it is necessary to reduce the outstanding MSB and integrate the two risk-free securities. This paper tries to shed some light on these issues by examining the current trends and key issues related to MSB.

The amount of MSB outstanding has increased significantly in recent years due to Korea's current account surplus and increasing inbound foreign investments. The increase in MSB outstanding pushed up interest payments by the central bank, and it has been a major cause of the central bank's balance sheet deterioration.

The burden of interest payments on outstanding MSB and the upward pressure on the money supply could restrict the effectiveness of the monetary policy. A continuous central bank balance deficit could also lead to an increase in government debt since a MSB is a government guaranteed security.

In order to mitigate the problem of large outstanding MSB balance, the idea of integrating MSB and treasury bills has been suggested. Some argue, however, that this is not appropriate because the two securities are different in nature. Integrating MSB into treasury securities can also result in a surge in the current level of government debt.

After considering the issues mentioned above, this paper claims that it is more appropriate to gradually reduce the outstanding balance of MSB instead of integrating MSB with the treasury securities. The money raised by issuing short-term treasury bills could be used to repay MSB on maturity. When short-term treasury bills are issued, the central bank could adjust its MSB issues according to the expected treasury bills issues. Essentially, the central bank could secure another monetary policy instrument and improve its balance sheet by reducing the burden of additional MSB issues. Over the long run, as in developed countries, Korea should reduce its dependence on MSB and rely more on treasury securities in implementing monetary policy.

I. 서론

- 통화안정증권(Monetary Stabilization Bonds: MSB)은 국내채권 발행잔액의 13%, 전체 채권 거래량의 25%를 차지하는 등 국고채 다음으로 국내 채권시장에서 비중이 높음
 - 국채시장이 발달한 선진국의 경우, 중앙은행이 자체적으로 채권을 발행하지 않고 국채를 활용하여 통화정책을 수행하고 있으나, 우리나라는 과거 재정흑자의 지속으로 국채시장이 제대로 발달하지 못해 통화관리 수단으로 통화안정증권이 발행되어 활용됨

- 한편, 최근 들어 통화안정증권의 발행잔액이 다시 증가함에 따라 통화안정증권 관련 이자비용이 중앙은행의 수지를 악화시키고 통화정책운용에 부담요인이 되고 있다는 우려가 커지면서 통화안정증권의 발행물량 축소와 국채와의 통합에 대한 필요성이 제기됨

- 특히, 정부가 2012년부터 단기국고채 발행을 추진할 계획을 발표함에 따라 향후 단기물 국고채가 도입될 경우, 단기 지표채권 역할을 하고 있는 통화안정증권과 국채의 통합문제 또는 상생방안에 관한 논의가 필요함

- 이러한 배경 하에 본 보고서는 국내 통화안정증권의 현황과 해외 중앙은행의 채권발행 사례 등을 살펴보고, 통화안정증권 관련 주요 이슈들에 대한 분석을 바탕으로 통화안정증권의 향후 발전방향에 대하여 논의함

II. 통화안정증권 관련 제도 및 시장 현황

1. 통화안정증권 개요

- 통화안정증권은 한국은행이 시중 통화량을 조절하기 위해 발행하는 채무증권임
 - 「한국은행법」 제69조 및 「한국은행통화안정증권법」에 의거 한국은행이 금융기관 등을 대상으로 발행함
 - 시중의 과잉 유동성으로 콜금리가 한은의 목표수준에 미치지 못하면 통화안정증권을 발행하여 시중 통화량을 흡수함
 - 콜금리가 한은 목표수준을 상회하여 시중자금이 부족할 경우에는 통화안정증권을 매입하여 시장에 유동성을 공급함
 - 통화안정증권은 14일물, 28일물, 63일물, 91일물, 182일물, 364일물, 546일물, 1년물, 1.5년물, 2년물 등으로 구성되어 있으며, 발행한도는 총통화(M2)의 50%로 설정되어 있음
 - 1년물, 1.5년물, 2년물은 표면이자율에 따라 이자를 정기적으로 지급하는 이표채로 발행되며, 그 외의 만기물은 액면금액에서 상환일까지의 이자를 미리 공제하는 할인채 형태로 발행됨

- 통화량 조절 수단으로 우리나라에서는 통화안정증권과 환매조건부채권(Repurchase Agreement: RP)이 활용됨
 - 환매조건부채권은 초단기 유동성 조절에 이용되는 반면, 통화안정증권은 단기 및 중기 유동성 조절 수단으로 주로 활용됨

4 통화안정증권 관련 주요 이슈와 정책과제

- 국채를 통화관리 수단으로 활용하는 선진국과 달리 우리나라는 과거 재정흑자기조의 지속과 재정건전화 정책으로 국채시장이 제대로 발달하지 못해 통화관리 수단으로 통화안정증권이 발행되어 활용됨
 - 정부의 재정적자 보전 등을 위해 발행되는 국채와 달리 통화안정증권은 환율의 안정적 운용, 금리 및 물가안정 등을 위해 한국은행이 시중 통화량을 조절할 목적으로 발행됨
 - 국채는 정부가 이자비용을 부담하고 그 잔액이 국가채무로 기록되지만, 통화안정증권은 한국은행이 채무자로 이자비용을 부담함
 - 국채는 국회의 승인을 받아 발행되지만 통화안정증권은 발행한도가 통화량에 연계되어 있어 실질적인 구속력이 약함
 - 통화안정증권의 발행한도는 금융통화위원회의 결정사안이며, 현재 총통화(M2)의 50%라는 한도가 설정되어 있으나 본원통화의 한도가 없는 상황에서 발행한도에 대한 제한은 없다고 볼 수 있음

- 통화안정증권은 통화량 조절수단으로, 이는 원칙적으로는 국채를 이용한 공개시장조작(open market operation)으로 대체할 수 있음

2. 통화안정증권 발행제도

- 한국은행은 통화안정증권의 수요기반을 확충하고 시장참가자들의 예측가능성을 제고하기 위해 통화안정증권의 발행 규모와 일정을 정례화함
 - 2010년 말 현재 월중 정례입찰 대상종목은 28일물, 91일물, 1년물, 2년물 등 4종류임

— 시장의 수요에 맞춰 보다 원활하게 발행될 수 있도록 2009년 11월 중 통화안정증권의 정례입찰 대상종목과 규모를 재조정함

- 2년물 및 1년물의 월중 정례입찰 규모를 확대한 반면, 364일물과 182일물은 정례발행대상에서 제외함

<표 II-1> 통화안정증권의 정례입찰 대상종목 및 규모

(단위: 조원)

대상종목	현 행(A)	조 정(B)	B - A
2년물	5.0 내외	6.0 내외	+1.0
1년물	1.5 내외	2.0 내외	+0.5
364일물	1.0 내외	정례발행대상에서 제외	-1.0
182일물	0.5 내외	"	-0.5
91일물	6.0 내외	6.0 내외	-
28일물	6.0 내외	지준상황을 감안하여 매주 결정·공표	-

자료: 한국은행

— 또한 시장참가자들이 보다 용이하게 입찰에 참여할 수 있도록 입찰일을 요일기준으로 단순화함

- 2년물은 매주 첫째, 셋째 수요일, 1년물은 매주 둘째, 넷째 월요일, 91일물과 28일물은 매주 월요일로 입찰일정이 정해짐

<표 II-2> 통화안정증권의 정례입찰 일정

입찰일	대상일물
매주 월요일	91일물, 28일물
둘째·넷째 월요일	1년물
첫째·셋째 수요일	2년물
마지막 금요일	정례모집(2년물, 1년물 등)

자료: 한국은행

- 한국은행은 통화안정증권의 수요기반 확충 및 원활한 차환발행을 위하여 2009년(2009년 4월)과 2010년(2010년 4월) 두 차례에 걸쳐 통화안정증권 발행제도 개선방안을 마련하여 시행중임
 - 개선안에는 2년 및 1년물 통화안정증권에 대한 통합발행(fungible issue) 제도의 도입, 모집제도의 도입, 이표채 대상만기의 확대 등의 내용이 포함됨

- 우선 통화안정증권의 유동성 제고와 수요증대를 위해 2년물과 1년물 통화안정증권에 대해 통합발행제도를 도입함
 - 2년물의 경우, 통합발행 기간은 2개월, 발행일은 짝수월 2일로 정하였으며, 통합발행에 따른 만기집중을 분산하기 위해 조기상환(buy-back) 제도를 도입함
 - 1년물의 경우, 통합발행 기간은 1개월, 발행일은 원칙적으로 매월 9일로 정함
 - 통화안정증권 2년물 및 1년물의 통합발행으로 동 만기물의 종목 수는 축소되는 반면 종목별 발행규모가 확대됨에 따라 유동성 및 시장성이 제고될 것으로 기대

- 대상기관의 통화안정증권 발행시장 참여유인 제고 및 경쟁입찰 방식의 보완을 위해 모집제도를 도입함
 - 월중 통화안정증권 총 발행예정금액 중 10% 내외를 모집(모집 I 1) 및 모집 II 2) 방식으로 발행하며 모집 I 과 모집 II 에 의한 발행물량은 전체 모집물량의 각각 60% 및 40% 수준으로 배분함
 - 모집 II 에 참여할 우수 대상기관은 통화안정증권 경쟁입찰 낙찰실적이 상위 30%에 해당하는 대상기관으로 하며 매월 선정함
 - 모집은 원칙적으로 매월 4주차 금요일로 정례화하되 초과유동성이 발생하는 경우에는 시장여건에 따라 비정례 모집도 병행함
 - 모집제도의 도입을 통해 대상기관의 발행시장 참여유인이 확대될 것으로 기대

- 이표채 대상만기물의 확대, 내정수익률 폐지, 입찰건수 확대, 종목표기방법 변경 등을 통해 발행절차를 시장 친화적으로 개선함
 - 채권시장의 여건변화에 맞춰 만기 1년 및 1년 6개월물 이표채를 발행함
 - 통화안정증권이 시장상황에 따라 보다 원활하게 발행될 수 있도록 「사전 내정금리 설정방식」(내정금리방식)에서 「발행예정물량에 상응하는 금리를 발행금리로 설정하는 방식」(물량소화방식)으로 변경함
 - 통화안정증권 발행·환매 시 2건으로 제한되어 있던 개별 대상기관의 응찰조건(입찰건수)을 4건으로 확대함

1) 통화안정증권 대상기관을 상대로 실시
2) 통화안정증권 경쟁입찰에서 낙찰실적이 우수한 대상기관을 상대로 실시

8 통화안정증권 관련 주요 이슈와 정책과제

- 거래의 편의성을 제고하기 위해 종목명에 만기년월일과 표면금리 (이표채의 경우) 등 기본정보를 포함시킴
 - 이표채는 『표면금리-만기년월-만기물』, 할인채의 경우 『DC만기년-만기월일-만기물』로 표기함
 - 예를 들어 만기년월 2011년 7월인 표면금리 3.72%의 2년물 이표채는 0372-1107-0200로 표기하며, 만기월일 7월 4일 91일물 할인채의 경우, DC11-0704-0910으로 표기

<표 II-3> 통화안정증권의 표기방법 변경

	현 행(2009년 4월)			변 경(2009년 4월 이후)		
	이표채 (2년물)	회	호	만기물	표면금리	만기년월
	0045	0705	0002	0317 ¹⁾	1102 ²⁾	0200 ³⁾
할인채 (364일물)	회	호	만기물	할인채 및 만기년	만기월일	만기물
	0045	0021	0364	DC10 ⁴⁾	0203	3640 ³⁾

- 주: 1) 표면금리를 표시(0317은 3.17%)
 2) 만기년월을 표시(1102는 2011년 2월)
 3) 앞의 세자리는 만기물을 표시(020은 2년물, 364는 364일물), 마지막 한자리는 동일종목의 발행차수(통합발행차수)를 표시(0은 1차, 1은 2차 등)
 4) DC는 할인채임을 표시, 다음 두자리는 만기년을 표시(10은 2010년)

3. 통화안정증권의 발행 및 유통시장 현황

- 금융위기 이후 경상수지 흑자규모의 확대와 외국인의 국내증권 투자 확대 등으로 해외부분을 통해 공급된 초과 유동성을 환수하기 위해 통화안정증권의 발행이 큰 폭으로 증가함

- 2009년 중 373.5조원의 통화안정증권이 발행된데 이어 2010년에도 국내채권 발행물량의 41.7%에 달하는 247.4조원의 통화안정증권이 발행됨
- 2010년 말 현재 통화안정증권의 발행잔액은 163.5조원으로 전년 말 대비 14.3조원이 증가하였으며, 2008년 말에 비해서는 36.6조원이 증가함
 - 2010년에는 해외부문을 통해 늘어난 시중 통화량 환수 등을 위해 14.3조원의 통화안정증권이 순발행됨

<표 II-4> 채권종류별 발행 및 잔액 추이

(단위: 조원, %)

구 분		2007	2008	2009	2010	비중(%)
국 채	발행	56.8	60.5	94.5	85.5	14.4
	잔액	274.7	284.7	330.7	360.2	29.5
지방채	발행	2.6	2.7	4.7	3.9	0.7
	잔액	12.7	13.5	15.7	16.1	1.3
특수채	발행	25.2	48.8	82.5	82.1	13.8
	잔액	120.3	143.3	216.2	255.0	20.9
통안채	발행	156.7	151.4	373.5	247.4	41.7
	잔액	150.3	126.9	149.2	163.5	13.3
금융채	발행	130.0	139.1	110.9	111.6	18.8
	잔액	235.3	271.8	257.3	246.6	20.2
회사채	발행	35.6	46.7	76.2	63.2	10.6
	잔액	105.7	119.9	164.4	179.0	14.7
합 계	발행	406.9	449.2	742.4	593.7	100.0
	잔액	899.1	960.1	1,131.6	1,219.7	100.0

주 : 연간 및 기말기준
 자료: 금융투자협회

□ 금융위기 이후 통화안정증권의 발행물량이 늘어난 것은 경상수지 흑자규모의 확대와 해외자본 유입의 증가, 그리고 한국은행을 통한 금융기관 지원 등에 기인하는 것으로 분석됨

— 우선 경상수지는 2010년 중 282억달러 흑자를 기록하여 2009년(328억달러)에 이어 2년 연속 대규모 흑자를 기록함

— 2010년 중 외국인의 국내증권 투자 규모는 421억달러로 2009년(483억달러)에 이어 2년 연속 400억달러를 상회하였으며, 순유입액 기준으로는 사상 두 번째로 큰 385억달러를 기록함

— 금융위기 이후 한국은행의 금융기관 지원과 외환보유고 확충에 대한 필요성이 높아진 것도 통화안정증권 발행이 확대된 이유임

- 한국산업은행과 한국정책금융공사를 통한 금융기관의 자본확충 지원, 총액대출한도의 확대 등이 이루어지면서 시중유동성을 환수하기 위해 통화안정증권의 발행이 늘어남

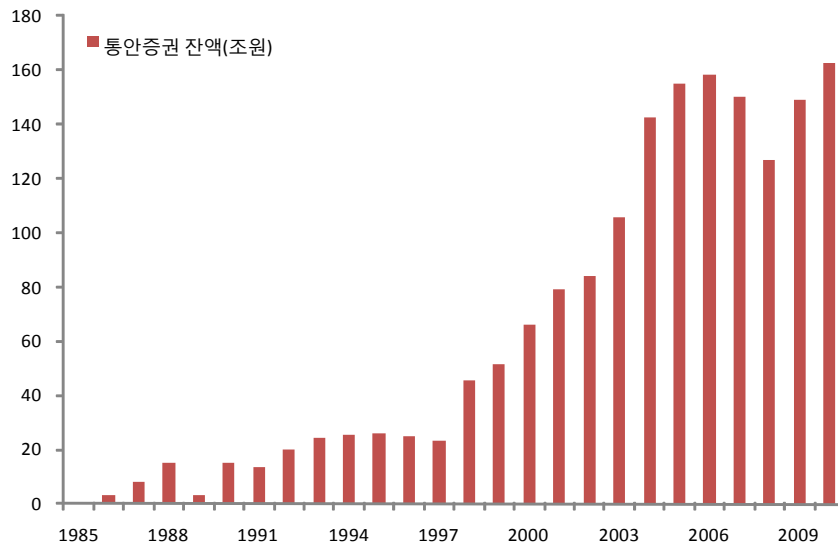
- 금융위기 이전에는 외환보유고 유지에 따른 기회비용 문제가 제기되었으나, 금융위기 발발 이후에는 어느 정도 비용이 수반되더라도 외환보유고를 충분히 확충할 필요성에 대한 인식이 확산됨

□ 통화안정증권의 발행잔액 추이를 살펴보면, 외환위기 이후 증가세가 지속되다가 금융위기 기간을 거쳐 2009년부터 다시 발행잔액이 증가하는 추세를 나타냄

— 1980년대 말 이후 경상수지 흑자와 해외자본의 유입 등에 따른 해외부문을 통한 통화증발압력을 완화하기 위해 통화안정증권 발행이 지속되었으며, 외환위기 이후에는 금융구조조정의 지원과 외환보유고를 확충하는 과정에서 발행규모가 확대됨

- 2008년에는 해외자본 유입의 감소로 통화안정증권의 발행잔액이 감소하였으나 2009년 이후 외국인의 증권투자 확대와 경상수지 흑자폭의 확대로 통화안정증권의 발행잔액이 다시 증가함

<그림 II-1> 통화안정증권 발행잔액 추이



자료: 한국은행

- 통화안정증권의 만기별 발행 구조를 살펴보면, 만기 1년 이상 중기물의 발행비중이 높아진 반면 1년 미만 단기물의 비중은 하락함
 - 2010년 말 현재 2년 만기 통화안정증권의 발행잔액 비중은 72.2%로 전년 대비 5.9%p 상승한 반면 1년 미만 만기물의 발행 비중은 전년 대비 6.5%p 하락한 10.9%를 기록함
 - 1년 미만 단기물 중에는 91일물의 비중이 7.3%로 가장 높으나, 발행비중은 전년 대비 3.3%p 하락함

12 통화안정증권 관련 주요 이슈와 정책과제

- 182일물의 발행잔액 비중은 3.0%로 전년 대비 1.9%p 상승함
- 한편, 364일물과 546일물은 2009년 6월부터 신규로 발행된 1년물과 1.5년물로 대체되면서 발행잔액이 감소함

<표 II-5> 통화안정증권의 만기별 발행잔액

(단위: 조원, %)

	2009(A)	2010(B)	증감(B-A)
14일	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	0.0
28일	7.5 (5.0)	1.0 (0.6)	-6.5
63일	1.0 (0.7)	0.0 (0.0)	-1.0
91일	15.9 (10.6)	11.9 (7.3)	-4.0
182일	1.6 (1.1)	4.8 (3.0)	3.2
1년 미만	26.0 (17.4)	17.8 (10.9)	-8.3
364일	6.8 (4.5)	1.0 (0.6)	-5.8
546일	3.4 (2.3)	0.0 (0.0)	-3.4
1년	9.3 (6.2)	22.4 (13.7)	13.1
1.5년	4.8 (3.2)	4.3 (2.6)	-0.5
2년	99.0 (66.3)	118.1 (72.2)	19.1
1년 이상	123.2 (82.6)	145.8 (89.1)	22.5
계	149.2	163.5	14.3

주 : () 내는 비중
 자료: 한국은행

□ 2010년 중 국내 채권 유통시장에서 통화안정증권의 거래량은 1,392.6조원으로 전년 대비 30.2% 증가함

- 2010년 중 국내 전체 채권거래에서 통화안정증권이 차지하는 비중은 25.0%로 국채(56.6%) 다음으로 국내 채권시장에서 거래비중이 높음

<표 II-6> 채권종류별 거래량 및 거래비중 추이

(단위: 조원, %)

구 분	2007		2008		2009		2010		
	거래량	비중	거래량	비중	거래량	비중	거래량	비중	
국 공 채	국 채	1,173.2	49.6	1,251.8	44.4	2,166.1	52.2	3,149.6	56.6
	지방채	7.1	0.3	9.4	0.3	13.6	0.3	14.4	0.3
	특수채	61.0	2.6	123.9	4.4	203.2	4.9	230.9	4.1
	통안채	765.0	32.3	894.1	31.7	1,069.8	25.8	1,392.6	25.0
금융채	291.3	12.3	465.8	16.5	547.7	13.2	627.0	11.3	
회사채	68.4	2.9	71.7	2.5	146.9	3.5	152.2	2.7	
합 계	2,366.0	100.0	2,816.7	100.0	4,147.3	100.0	5,566.7	100.0	

자료: 금융투자협회

- 통화안정증권의 국내 수요자 구성을 살펴보면 주로 은행, 자산운용사 및 증권사가 통화안정증권을 매입하고 있음
 - 금융권별로 통화안정증권의 보유 비중을 살펴보면 2009년 6월 말 현재 은행, 자산운용사, 증권사가 각각 70.0%, 13.5%, 9.9%로 은행과 자산운용사 중심으로 수요가 형성됨
 - 보험회사와 연기금은 통화안정증권 보유 비중이 각각 1.3%와 1.5%에 그치고 있음

<표 II-7> 금융권별 통화안정증권 보유 현황

(단위: 조원, %)

	2005	2006	2007	2008	2009. 6.
은행	71.5	72.6	88.7	91.2	116.0 (70.0)
자산운용사	38.2	35.8	20.8	13.2	22.3 (13.5)
증권회사	6.9	12.7	17.2	13.9	16.4 (9.9)
보험회사	9.6	7.0	5.8	2.9	2.2 (1.3)
연기금	19.4	22.7	13.8	2.2	2.4 (1.5)
기타	9.6	7.6	4.0	3.5	6.4 (3.9)
합계	155.2	158.4	150.3	126.9	165.7

주 : ()내는 구성비
 자료: 한국은행

- 외국인은 2009년에 이어 2010년에도 국내 채권시장에서 통화안정증권을 중심으로 순매수 기조를 이어감
 - 2010년 중 외국인은 38.8조원의 통화안정증권을 순매수하였는데, 이는 외국인의 전체 국내채권 순매수 금액의 60%에 해당함
 - 2010년 말 현재 외국인의 통화안정증권 보유잔액은 25.4조원으로 외국인의 전체 상장채권 보유잔액 74.2조원의 34.3%에 달해 국채(64.4%) 다음으로 보유 비중이 높음
 - 외국인의 통화안정증권 매수 확대는 국내외 금리차에 따른 단기 차익거래 유인과 더불어 외국인의 국채·통안채 투자에 대한 비과세 조치(2009년 5월) 등에 주로 기인함

<표 II-8> 외국인의 국내채권 종류별 순매수 추이

(단위: 조원, %)

구 분	2007		2008		2009		2010	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
국 채	21.1	66.6	1.3	6.1	13.3	25.3	24.8	38.6
통 안 채	9.8	30.9	18.6	87.8	39.3	74.8	38.8	60.3
기 타	0.8	2.5	1.3	6.1	-0.1	0.0	0.7	0.1
합 계	31.7	100.0	21.2	100.0	52.5	100.0	64.3	100.0

자료: 금융투자협회

<표 II-9> 외국인의 상장채권 보유 비중

(단위: 억원, %)

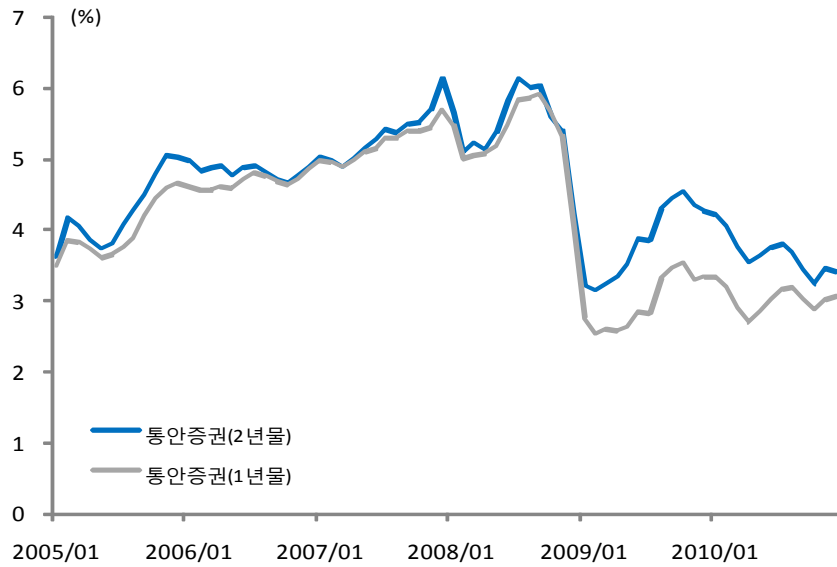
	국채	특수채	상장채권			합 계
			통안채	회사채	지방채	
2009년말보유	275,385	286,115	281,592	3,362	2	564,864
(비중)	(48.8)	(50.6)	(49.9)	(0.6)	(0.0)	(100.0)
2010년말보유	477,450	261,425	254,201	3,047	1	741,923
(비중)	(64.4)	(35.2)	(34.3)	(0.4)	(0.0)	(100.0)

자료: 금융감독원

□ 2010년 12월 말 현재 통화안정증권 2년물 금리는 3.47%로 2008년 7월 고점(6.14%) 대비 2.67%p 하락함

- 통화안정증권 금리는 2009년 2월 이후 10월까지 상승세가 이어졌으나 2009년 10월 이후에는 안전자산 선호현상의 강화로 다시 하락 추세로 전환됨
- 유로지역을 비롯한 선진국 금융시장의 불안으로 국제금융시장의 풍부한 유동성이 상대적으로 금리가 높고 안전한 우리나라 채권 시장으로 유입된 것으로 추정됨

<그림 II-2> 통화안정증권 금리 추이



자료: 한국은행

- 2011년 들어서는 물가상승 압력의 증대로 인한 기준금리 인상에 대한 우려가 부각되면서 채권금리가 전반적으로 상승세를 나타냄
 - 2011년 3월 말 현재 통안채 2년물 금리는 3.80%로 2010년 12월 말 대비 0.33%p 상승함
 - 단기물인 통안채 1년물 금리는 2011년 3월 말 현재 3.59%로 2010년 12월 말(3.11%) 대비 0.48%p 상승함

III. 해외 중앙은행의 채권발행 현황

1. 중앙은행채권 발행 국가

- 국채시장의 발달이 미흡하여 공개시장조작을 수행할 수 있는 여건을 갖추지 못한 개발도상국에서는 통화량 조절 등의 목적으로 중앙은행이 채무증권을 발행함
 - 우리나라와 같이 통화량 조절을 목적으로 중앙은행이 채권을 발행하는 국가는 중국, 홍콩, 인도네시아, 칠레 등이 있음
 - 중국, 인도네시아, 대만, 태국, 칠레 등은 환율절상 압력의 완화와 외환보유고 확충을 목적으로 중앙은행이 채무증권을 발행함
 - 우루과이, 칠레, 인도네시아 등은 부실상업은행의 구조조정을 지원하는 과정에서 중앙은행이 채무증권을 발행한 바 있음

- 중국은 과잉유동성을 조절할 목적으로 중국인민은행이 중앙은행채권(central bank bills)을 발행하며, 중앙은행채권의 발행액을 신축적으로 조정하여 통화정책을 수행함
 - 중국인민은행(The People's Bank of China: PBOC)은 2010년 4월 중 통화긴축정책의 일환으로 2008년 6월 이후 처음으로 3년 만기 중앙은행채권의 발행을 재개함
 - 2010년 4월 7일 PBOC는 150억위안(22억달러) 상당의 3년 만기 중앙은행채권을 발행함
 - PBOC는 2008년 6월 경기하강을 완화하기 위해 3년 만기 중앙은행채권의 발행을 중지한 바 있음
 - PBOC는 시중의 과잉유동성을 환수하기 위하여 3년 만기물 외에 3개월과 1년 만기 중앙은행채권을 주로 발행함

- 홍콩의 경우, 공개시장조작의 수단으로 뿐 아니라 채권시장의 발달을 지원하기 위한 지표수익률곡선(benchmark yield curve)의 형성을 위해 중앙은행이 자체 채무증권을 발행함³⁾
 - 홍콩은 재정수지 흑자 기조의 지속으로 국채 발행 및 유통시장이 제대로 형성되지 않아 국채가 지표채권 역할을 못함

- 인도네시아는 1984년 이후 중앙은행채권(Bank Indonesia Certificates)을 발행하여 공개시장조작의 수단으로 활용하고 있음
 - 홍콩과 마찬가지로 인도네시아도 1998년 이전까지 국채발행이 이루어지지 않는 등 국채시장의 발달이 미흡하여 중앙은행이 자체적으로 채무증권을 발행하기 시작함
 - 인도네시아 중앙은행채권은 1개월, 3개월, 6개월 만기물로 구성되어 있으며, 매주 정해진 일정에 따라 발행됨

2. 중앙은행채권 미발행 국가

- 국채시장이 발달한 선진국의 경우, 중앙은행이 통화관리 목적의 자체 채무증권을 발행하지 않으며 통화관리 수단, 즉, 공개시장조작의 수단으로 국채를 주로 활용함
 - 미국, 일본, 호주, 캐나다 등 주요 선진국들은 중앙은행이 자체적으로 채무증권을 발행하지 않음
 - 선진국들은 대부분 국채시장이 발달하여 국채 유통시장을 통하여 공개시장조작을 수행할 수 있는 여건을 갖춘

3) Hawkins(2003)

- 미국의 경우, 공개시장조작의 수단으로 단기국채(treasury bills)가 주로 활용되고 있으며 국채 유통시장에서 국채의 단순매매 이외에 환매조건부매매 방식으로 통화관리가 이루어짐
 - 미국은 만기 1년 이하인 단기국채의 발행 비중이 전체 시장성국채(marketable treasury securities) 발행액의 25%에 달함
 - 국채발행물량이 풍부하고 국채의 보유자 구성도 다양하여 국채 유통시장이 효율적으로 작동할 수 있는 여건을 갖추고 있어 공개 시장조작의 수단으로 국채를 활용하기에 적합함

- 일본도 중앙은행이 자체 채무증권을 발행하지 않으며, 일본 중앙은행의 지속적인 국채 매입으로 제로금리 수준을 유지하는 등 통화관리 수단으로 국채를 주로 활용함

- 독일, 영국 등에서도 만기 1년 이하의 단기국채를 비롯하여 다양한 만기구조의 국채발행이 이루어져 중앙은행의 통화관리 수단으로 활용되고 있음

<표 III-1> 주요국의 단기국채 발행 현황

	미국(Treasury Bills)		일본(단기국채)	독일(Bubills)
만기	4, 13, 26주	52주	6개월, 1년	6개월, 1년
발행형태	할인채	할인채	할인채	할인채
발행주기	매주	매월	매월	매월

자료: US Treasury, 일본 재무성, 독일 Bundesbank

IV. 통화안정증권 관련 주요 이슈

1. 중앙은행의 수지 악화

- 우리나라는 통화안정증권의 발행잔액 누증에 따른 이자지급 비용이 연간 6~7조원에 달해 중앙은행 수지 악화의 주요 원인이 되고 있음
 - 2010년 중 통화안정증권의 이자비용은 6.0조원으로 한국은행의 영업비용 11.9조원의 50.6%에 달함
 - 한국은행의 영업비용에서 통화안정증권의 이자지출이 차지하는 비중이 높다는 것은 통화안정증권의 이자비용이 한국은행 수지를 악화시키는 주요 요인으로 작용하고 있음을 시사함
 - 시장금리가 상승하면 통화안정증권의 이자비용은 더욱 늘어날 수 밖에 없으며 이자지출로 인한 통화증가분을 환수하기 위해 통화안정증권을 추가로 발행해야 되는 악순환이 초래될 수 있음

<표 IV-1> 한국은행 수지

(단위: 십억원, %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
영업수익	7,425	10,183	13,590	20,278	16,738	16,436
영업비용(1)	9,344	11,945	14,081	16,916	12,915	11,876
통안채이자(2)	6,144	6,806	7,478	7,200	6,228	6,010
(2)/(1)*100	65.8	57.0	53.1	42.6	48.2	50.6
영업이익	-1,919	-1,762	-491	3,363	3,823	4,560
법인세	0	0	0	1	822	1,042
당기순이익	-1,878	-1,760	-445	3,403	2,866	3,513

자료: 한국은행

- 중앙은행이 이자지급 부채를 지나치게 많이 보유하는 것은 수지악화를 유발할 수 있음
 - 한국은행의 총부채 중 통화안정증권 발행잔액 비중은 2010년 말 현재 43.7%에 달하는 반면, 본원통화, 정부예금 등 무이자부 부채의 비중은 13.2%에 불과함
 - 이는 한국은행의 국내부채(통화안정증권) 조달금리와 외화자산 운용수익률 간의 금리 역마진이 확대될 경우, 영업수지가 악화될 수 있음을 의미함
 - 2010년말 현재 한국은행이 보유하고 있는 유가증권 중 외화증권이 306.4조원으로 대부분을 차지하고 있으며 국채 보유 규모는 13.6조원에 머무르고 있음

<표 IV-2> 한국은행 대차대조표(2010년)

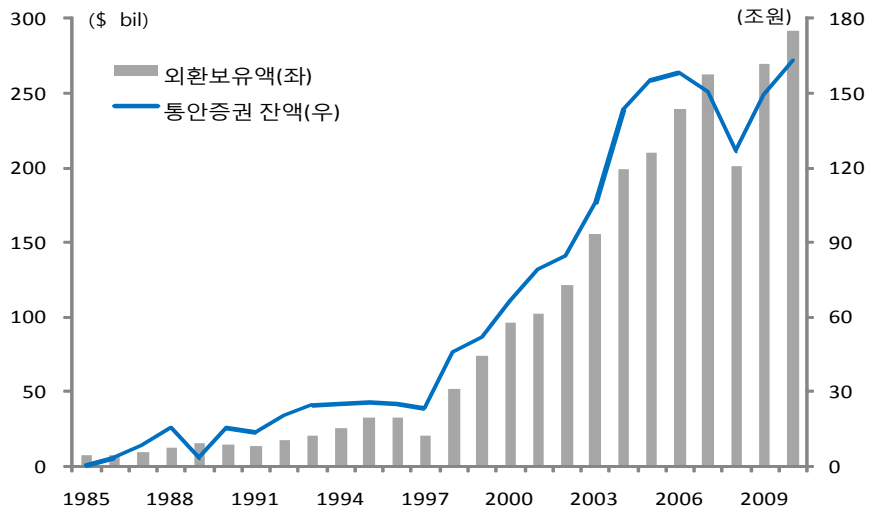
(단위: 십억원)

유동자산	374,389	유동부채	374,039
유가증권	320,021	화폐발행	43,307
외화증권	306,382	통화안정증권	163,538
예치금	24,525	정부예금	6,230
대출금	11,847	예금	118,918
RP매입증권	1,696	RP매각증권	11,553
비유동자산	8,799	비유동부채	591
자산총계	383,188	부채총계	374,630
		자본총계	8,558

자료: 한국은행

- 한국은행의 외화자산 매입에 따른 외환보유고의 증가는 시중 통화량을 늘리고, 이를 환수하는 과정에서 통화안정증권의 발행이 증가함
 - 우리나라의 외환보유액은 2009년말 2,700억달러에서 2010년말에는 2,916억달러로 증가하였으며, 2011년 4월말 현재 3,072억달러를 기록 중임
 - 외환보유고를 축적하는 과정에서 시중에 풀린 통화를 통화안정증권을 발행하여 환수함에 따라 한국은행 대차대조표상에서 차변의 외화자산이 늘어난 만큼 대변의 통화안정증권 발행잔액도 증가함
 - 통화안정증권의 발행을 통해 통화증가분의 일부를 환수하는 불태화정책을 실시하는데, 2000년~2010년 기간 중 불태화비율은 약 67%인 것으로 추정됨(이승호, 2011)

<그림 IV-1> 외환보유액 및 통화안정증권 발행잔액 추이



자료: 한국은행

- 외화보유자산과 통화안정증권 간의 통화 불일치 및 금리 차이로 인해 환율 및 금리 변동에 따라 한국은행 수지의 변동성도 높아짐
 - 통화안정증권과 외화자산 간의 통화 불일치로 인해 환율이 하락하면 원화로 표시되는 한국은행 수지도 악화됨
 - 또한 통화안정증권과 외환자산 간의 금리 격차가 확대되면 한국은행 수지가 악화됨
 - 2000년~2010년 기간 중 외환보유고의 관리비용, 즉, 조달금리와 운용수익률 간 금리 역마진은 연평균 1.36% 수준임(이승호, 2011)
 - 실제로 금리가 상승하고 원화가 강세를 보였던 2005년과 2006년 당시 한국은행은 대규모 적자를 기록한 바 있음

- 이렇듯 대규모 통화안정증권 발행잔액에 대한 이자비용은 한국은행의 수지를 악화시키고 시중 통화공급을 늘려 인플레이션 압력을 높임으로서 효율적인 통화정책운용과 통화관리에 부담요인으로 작용함
 - 따라서 중앙은행에 대한 신뢰성 확보와 통화정책의 효율적인 운용을 위해 통화안정증권의 추가 발행을 최소화하고 발행잔액을 줄여 나갈 필요가 있음

2. 잠재적 국가채무의 증가

- 통화안정증권의 발행잔액 누증에 따른 이자비용의 증가로 한국은행의 수지가 악화되면 이는 결국 정부재정 부담으로 귀결될 수 있으며 잠재적인 국가채무 증가요인으로 작용함

- 통화안정증권의 이자부담이 늘어난 가운데, 국내외 금리차에 따른 국내부채와 외화자산 간의 금리 역마진이 확대될 경우, 한국은행의 영업수지가 다시 적자로 전환될 가능성을 배제 못함
- 한국은행의 적자는 한은 자체 적립금으로 보전되고 있으나, 한은 적립금이 고갈될 경우, 정부재정으로 보전되도록 한은법과 예산회계법에 명시되어 있음

□ 한국은행의 수지 적자가 필요 시 정부재정으로 보전된다는 것은 통화안정증권의 비용이 준재정적인 성격을 지닌다는 것을 의미함

- 통화안정증권의 이자지급 증가로 인한 중앙은행의 손실 확대는 일차적으로 시중 통화량을 증가시키는데, 이는 정부의 재정적자 보전을 위해 중앙은행이 국채를 인수하는 것과 동일한 결과를 초래하므로 중앙은행의 손실은 암묵적 재정적자로 간주되곤 함
- 우리나라는 그동안 정책금융, 환율관리 등 준재정적인 기능을 중앙은행을 통하여 수행함으로써 통화안정증권의 발행잔액이 누증되고 정부정책에 대한 신뢰성이 저하됨
 - 외환위기 이후 부실채권정리기금채권의 매입, 금융시장안정 지원, 총액대출한도 확대, 외환관리 등 준재정활동에 따른 통화증발압력을 완화하기 위해 통화안정증권이 지속적으로 발행됨
 - 재정적인 성격의 기능을 중앙은행을 통하여 수행함으로써 재정정책과 통화정책의 구분이 모호해져 정책의 투명성, 책임성, 신뢰성 확보가 어려워짐(서병한, 2000)
- 이러한 점에서 통화안정증권의 발행잔액을 잠재적 국가채무로 간주하고 관리해야 한다는 견해들도 제기됨

- 통화안정증권의 정책적 기능을 선진국에서는 국채가 수행하므로 국제적 비교를 위해 통화안정증권의 잔액을 국가채무에 포함시켜야 한다는 주장도 제기됨
 - 옥동석(2007)은 통화안정증권이 정부가 통화정책의 수행을 위하여 중앙은행에 부담시킨 채무이고, 대부분 선진국에서 이와 같은 정책적 기능을 국채를 통해 수행하기 때문에 통화안정증권의 발행잔액을 국가부채에 포함시킬 필요가 있다는 견해를 제시함
 - 한국은행이 발행하는 통화안정증권은 국가부채에 포함되지 않지만, 같은 기능을 수행하는 미국의 재무부 채권은 국가부채에 포함되는 문제가 있다는 지적도 제기됨(나성린 외, 2006)
 - 한편, 통화안정증권은 국채와 달리 대응자산을 외화자산의 형태로 가지고 있어 발행잔액 만큼 국민 부담이 발생하는 것이 아님으로 국가채무에 포함시켜야 한다는 주장은 타당하지 않다는 의견도 제시됨(황성현, 2009)

- 이상의 논의를 종합해 볼 때, 통화안정증권 발행잔액을 국가채무에 포함시키는 것은 논란의 여지가 있으나, 통화안정증권의 재정적인 기능을 축소하여 잠재적 국가채무 증가요인을 최소화할 필요가 있음
 - 통화안정증권은 국채와 달리 중앙은행이 차입의 주체로서 외화자산을 대응자산으로 가지고 있어 통화안정증권의 발행잔액을 국가채무에 포함시키는 것은 적절하지 않은 것으로 판단됨
 - 다만, 통화관리 부담을 완화하고 정책의 투명성과 신뢰성을 회복하기 위해 통화안정증권의 과도한 발행을 초래하는 중앙은행에 의한 준재정활동은 축소하는 것이 바람직함

3. 단기 지표채권 역할

- 국내의 경우, 단기물 국채의 부재로 양도성예금증서(CD)와 단기 통화안정증권이 단기금융시장을 대표하는 지표채권 역할을 하고 있으나, 지표채권으로서의 요건 충족이 미흡하여 지표금리 기능에 한계가 있는 것으로 평가됨
 - CD금리는 높은 변동성과 기준금리 산정의 객관성 부족 등으로 기준금리로서의 대표성과 기능이 미흡하다는 평가를 받고 있음
 - 지표물인 91일물 CD의 경우, 발행이 불규칙하고 발행 및 유통물량이 제한되어 있어 자금사정이 좋지 않은 일부 은행이 높은 금리로 CD를 발행할 경우 금리 변동성이 확대되는 문제점이 있음

- 통화안정증권의 경우, 그 동안 2년물 위주로 발행되어 1년물 이하 단기 통화안정증권이 단기금융시장에서 차지하는 비중이 낮아 지표채권으로서 역할에 한계가 있음
 - 통화안정증권의 만기별 발행잔액 구성을 보면 1997년에서 2010년 사이 1년 미만 단기물의 비중은 하락한 반면, 같은 기간 중 2년물의 비중은 29.8%에서 72.2%로 상승함
 - 14일물과 63일물의 비중이 동기간 중 각각 22.8%와 0.2%에서 0.0%로 하락한 반면, 91일물의 경우, 4.5%에서 7.3%로 상승함
 - 182일물의 발행 비중은 3.0%에 그치고 있는데, 이는 한국은행이 시장수요변화에 대응하기 위하여 2년물의 정례입찰 규모는 확대한 반면, 182일물은 정례발행대상에서 제외하였기 때문임
 - 한편, 364일물과 546일물은 2009년 6월부터 신규로 발행된 1년물과 1.5년물로 대체되면서 동기간 중 발행잔액이 크게 감소함

<표 IV-3> 통화안정증권의 만기별 발행잔액 구성비 추이

(단위: %)

	1997	2008	2009	2010
14일	22.8	0.8	0.0	0.0
28일	0.5	3.9	5.0	0.6
63일	0.2	0.0	0.7	0.0
91일	4.5	4.8	10.6	7.3
182일	2.0	1.5	1.1	3.0
1년 미만	30.0	11.1	17.4	10.9
364일	39.9	6.6	4.5	0.6
546일	0.3	2.8	2.3	0.0
1년	-	-	6.2	13.7
1.5년	-	-	3.2	2.6
2년	29.8	79.5	66.3	72.2
1년 이상	70.0	88.9	82.6	89.1

자료: 한국은행

- 통화안정증권이 중기물 위주로 발행됨에 따라 채권 수익률곡선의 일부 구간이 연결되지 않고, 금리의 기간구조가 합리적으로 형성되지 못하는 문제가 발생함

- 따라서 단기물 통화안정증권의 발행비중을 늘려 통화안정증권의 단기 지표금리형성 기능을 강화하거나, 단기국채를 발행하여 단기지표채권으로 육성하는 방안을 검토할 필요가 있음
 - 만기 1년 미만 단기물의 정례발행을 확대하거나 발행빈도 및 규모를 늘리는 방안을 고려
 - 지표채권의 요건을 갖춘 단기국채의 발행을 추진하여 단기지표채권으로 육성하는 방안을 검토

4. 통화안정증권과 국고채의 통합문제

- 무위험자산인 통화안정증권이 대량으로 발행되는 가운데 정부가 공표한대로⁴⁾ 만기 1년 이하 단기국고채가 발행될 경우, 국내 금융시장에서 통화안정증권과 국채가 경합하는 문제가 발생할 것으로 보임
 - 지난해 통화안정증권의 발행 물량은 국내 전체 채권 발행물량의 40%를 상회하고 있으며, 거래비중은 25%에 달함
 - 예정대로 단기국고채가 발행될 경우, 국내 금융시장에서 무위험자산인 통화안정증권과 국고채가 경합하여 시중 유동성이 통화안정증권과 국고채로 분할되는 문제가 발생할 수 있음
 - 단기국고채의 신규 발행은 채권시장의 공급압력으로 작용할 수 있으며, 특히, 현재와 같은 금리 상승기에는 채권발행 비용을 높일 수 있음

- 이러한 문제점을 해결하기 위해 최근 무위험자산인 국고채와 통화안정증권을 통합하여 국고채의 종목별 발행액을 늘리고 국고채의 유동성을 높일 필요가 있다는 의견들이 제기됨
 - 통화안정증권을 국고채에 흡수·통합할 경우, 정부는 국채발행 물량을 확보하여 국채의 지표채권 역할을 강화할 수 있음
 - 한국은행은 통화관리 비용의 감소로 수지 개선 효과를 기대할 수 있으며, 통화안정증권의 이자지출에 따른 통화증발요인이 줄어들어 통화정책운용의 안정성과 효율성이 개선될 수 있음

4) 정부는 단기지표채권의 육성방안으로 2011년 말까지 국가재정법 개정 등 제도 기반을 정비한 후, 2012년부터 단기국고채 발행을 추진할 계획을 발표함(2010. 7).

□ 한편, 통화안정증권과 국고채는 발행목적과 성격이 다르기 때문에 단순 통합하기에는 어려움이 있다는 견해들도 제기됨

— 국고채는 재정적자 보전을 위해 발행되므로 발행규모를 사전에 어느 정도 예측할 수 있는 반면, 통화안정증권은 중앙은행이 통제할 수 없는 외생적 요인에 의한 시중 유동성을 조절하기 위해 발행되므로 발행규모 등을 사전에 예측하기 어려운 문제가 있음

- 정부의 재정적자 보전을 위해 발행되는 국고채와 달리 통화안정증권은 환율의 안정적 운용, 금리 및 물가안정 등을 위해 한 국은행이 시중 통화량을 조절할 목적으로 발행됨

— 또한 통화안정증권과 국고채가 통합되어 통화조절용 국채를 발행해야 될 상황에서 통화조절용 국채의 발행이 적시에 이루어지지 못할 경우, 통화관리에 차질을 줄 수 있음

- 한국은행의 국채 보유 상황이 여의치 않을 경우, 시중 통화량 조절을 위해 통화조절용 국고채를 발행해야할 필요가 있는데, 국고채 발행이 국회의 동의를 거쳐야 하는 점을 감안할 때, 시의적절한 통화관리가 이루어지지 못할 가능성이 있음

□ 채권시장이 발달한 선진국과는 달리 채권시장이 아직 성숙되지 못한 국가들의 경우 통화량 조절 목적의 중앙은행 자체 채무증권의 발행이 불가피한 측면이 있음

— 채권시장이 발달한 선진국의 경우 중앙은행이 보유하고 있는 국채를 시장에 매각하여 시중 통화량을 조절할 수 있으나, 채권시장이 충분히 발달하지 못한 국가들의 경우 중앙은행 보유 국채만으로 통화량 조절이 어려울 수 있음

- 채권 발행 및 유통시장이 효율적으로 작동하지 못하거나, 중앙은행이 보유한 국채의 규모가 충분치 못한 경우가 발생할 수 있음

— 우리나라의 경우, 만기 1년 이하의 단기물 국채가 발행되지 않아 통화관리 수단으로 통화안정증권이 주로 활용되고 있음

□ 통화안정증권을 국고채에 흡수·통합할 경우, 국가채무가 급증할 우려가 있는 것도 통화안정증권과 국고채의 통합발행이 여의치 않은 이유임

— 국채는 정부가 이자비용을 부담하고 그 잔액이 국가채무로 기록되지만, 통화안정증권은 중앙은행이 채무자로 이자비용을 부담하고 국가채무에는 포함되지 않음

— 따라서 단기국채가 발행되어 통화안정증권을 대체할 경우, 국가채무가 늘어나 국가신인도에 악영향을 줄 우려가 있음

• 2010년 말 현재 통화안정증권 발행잔액은 163.5조원으로 국채 발행잔액 360.2조원의 45.4%에 달하고 있어 통화안정증권이 국채로 전환될 경우, 국가채무가 급증할 수 있음

□ 통화안정증권의 발행잔액 누증에 따른 문제점들을 해결하기 위하여 통화안정증권과 국채를 통합발행할 필요성은 있으나, 국내시장 여건과 한국은행의 자산보유 현황, 국가채무 증가요인 등을 감안할 때, 단기간 내에 통합하는 것은 바람직하지 않은 것으로 판단됨

— 통화안정증권을 국채에 통합할 경우, 국채발행물량을 확보하여 국채의 지표채권 역할을 강화할 수 있는 점, 이자비용의 감소로 한국은행 수지가 개선되고 이자지출에 따른 통화증발요인의 감소로 통화관리의 안정성과 효율성이 개선된다는 점 등은 긍정적인

— 그러나 한국은행의 자산이 주로 외화자산 위주로 구성되어 있어 보유 국채만으로는 원활한 통화정책 수행이 어려울 수 있다는 점과 통화안정증권을 국채로 전환할 경우, 국가채무가 급증할 우려가 있는 점 등은 통합 과정에서 나타날 수 있는 부정적인 요인임

<표 IV-4> 통화안정증권과 국채의 통합 시 장단점 비교

장점	단점
- 국채발행물량을 충분히 확보하여 국채의 지표채권 역할을 강화할 수 있음	- 한국은행이 보유한 국채 규모가 충분치 못하여 보유 국채만으로 통화정책 수행이 어려울 수 있음
- 통화관리 이자비용의 감소로 한국은행의 수지 개선 효과를 기대할 수 있음	- 통화안정증권을 국채로 전환할 경우, 국가채무가 급증할 우려가 있음
- 이자지출에 따른 통화증발요인의 감소로 통화정책운용의 안정성과 효율성이 개선됨	- 국가채무의 증가로 대외신인도가 하락하고 국가채무의 관리비용이 높아질 수 있음

V. 결론

- 통화안정증권의 발행잔액 누증에 따른 문제점들을 해결하기 위하여 일각에서는 무위험자산인 통화안정증권과 국채를 통합하는 것이 바람직하다는 의견이 제기됨

- 한편, 통화안정증권과 국채는 발행목적과 성격이 다르기 때문에 단순 통합하기에는 무리가 있다는 견해도 제기됨
 - 채권시장이 아직 성숙되지 못한 국가들의 경우, 통화량 조절 목적의 중앙은행 채무증권의 발행이 불가피한 측면이 있음
 - 통화안정증권을 국채로 전환할 경우, 국가채무가 급증할 우려가 있는 것도 통화안정증권과 국채의 통합이 여의치 않은 이유임

- 따라서 단기적으로 통화안정증권과 국채를 통합발행하기보다는 통화안정증권의 발행잔액을 점진적으로 축소해 나가는 것이 바람직할 것으로 보임
 - 우선 환율 변동성 축소와 외환보유고 확충을 목적으로 한 정부의 외환시장 개입을 최소화하는 등 통화안정증권의 재정적 기능을 축소함으로써 한국은행의 통화관리 부담을 완화하고 통화안정증권의 발행물량을 줄일 필요가 있음
 - 또한 이미 발행된 통화안정증권은 차환발행분을 순차적으로 국채로 전환하는 등 통화안정증권 발행잔액을 점차 줄여 나가는 방안을 고려할 필요가 있음
 - 단기국고채 발행을 통하여 조달된 자금으로 통화안정증권을 상환하는 방식으로 통화안정증권의 잔액을 축소할 수 있음

- 통화안정증권의 상환액만큼 시중 통화량이 증가하더라도 이를 국채발행으로 환수할 수 있으므로 전체 통화량에는 영향을 주지 않을 전망이다

□ 중장기적으로는 우리나라도 중앙은행 채무증권에 대한 의존도를 줄이고 선진국에서와 같이 통화관리의 수단, 즉, 공개시장조작의 대상 증권으로 국채의 활용도를 제고하는 방향으로 나가야 할 것임

- 채권시장이 발달한 주요 선진국의 경우, 중앙은행이 자체 채무증권을 발행하지 않고 있으며 시중 통화량 조절의 수단으로 국채를 주로 활용하고 있음
- 우리나라도 외환위기 이후 국채 발행 및 유통시장이 비약적으로 발전하여 공개시장조작의 수단으로 국채를 활용할 수 있는 여건이 마련됨
- 따라서 단기물 국고채를 도입하는 등 국채시장의 인프라를 확충하여 통화관리의 수단으로 국채의 활용도를 제고할 수 있는 여건을 조성해 나갈 필요가 있음

□ 단기국고채가 발행되게 되면 한국은행은 유동성조절 수단이 하나 더 늘어나 통화안정증권의 발행 부담이 줄어들고 통화관리 비용의 감소로 보다 효율적인 통화정책 운용이 가능해질 것으로 예상됨

- 국고채는 발행 물량 및 일정의 정례화로 발행물량을 사전에 예측할 수 있으므로 한국은행은 통화관리에 필요한 통화안정증권의 발행물량을 단기국고채의 발행물량을 감안해서 조절할 수 있음
- 단기국고채가 발행되면 한국은행 입장에서는 통화량을 조절할 수 있는 공개시장조작 수단을 하나 더 확보하는 셈이며, 통화안정증권의 발행물량을 줄임으로써 이자비용을 절감할 수 있음

- 따라서 단기국고채가 발행되어 통화안정증권의 발행물량이 축소
되더라도 통화정책의 수행에는 차질을 주지 않을 것으로 보임

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 금융감독원, 2010. 12월 외국인 증권투자 및 보유 현황, 보도자료, 2011(1. 7).
- 금융위원회, 콜시장 건전화 및 단기지표채권 육성 등을 통한 단기금융시장 개선방안 추진, 보도자료, 2010(7. 27).
- 금융투자협회, 2010년 채권 장외시장 동향 분석, 보도자료, 2011(1. 11).
- 나성린·박기백·박형수, 2006, 우리나라 국가부채의 지속가능성, 한국조세연구원.
- 서병한, 2000, 통화안정증권채무의 지속가능성 및 변동행태에 관한 분석, 『경제분석』 제5권 제4호, 1-39.
- 육동석, 2007, 재정지표로서의 국가채무와 정부부채, 『재정논집』 제22집 제1호, 109-136.
- 이승호, 2011, Korea's Foreign Exchange Reserves Management and Challenges, 자본시장연구원, 국제 컨퍼런스 발표자료.
- 전주성, 2009, 외환시장 개입의 재정비용, 『재정학연구』 제2권 제4호, 157-192.
- 정한영, 1999, 『통화안정증권의 국채전환에 대한 경제적 효과분석』, 한국금융연구원 금융조사보고서 99-11.
- 조경엽·안순권·변양규·설윤·김창배·황상현, 2010, 『국가채무 관리 어떻게 해야 하나?』, 한국경제연구원 정책연구 2010-09.
- 한국은행, 2009, 『우리나라의 금융시장』.

한국은행, 2011, 『2010년도 연차보고서』 .

한국은행, 2010년 12월 및 연간 국제수지(잠정), 보도자료, 2011(1. 27).

한국은행, 통화안정증권 발행제도 개선, 보도자료, 2009(4. 23).

한국은행, 통화안정증권 발행제도 개선, 보도자료, 2010(4. 28).

한국은행, 통화안정증권 정례입찰 규모 및 일정 조정, 보도자료, 2009(11. 23).

함정호, 2008, 금융환경 변화와 중앙은행의 미래, 한국경제학회 세미나 발표자료.

황성현, 2009, 국가채무의 적정관리 방안, 국회 예산결산특별위원회 세미나 토론자료.

<해외문헌>

Hawkins, J., 2003, Central Bank Balance Sheets and Fiscal Operations, *BIS Papers*, No. 20.

Hawkins, J., 2004, Central Bank Securities and Government Debt, *Macroeconomics Workshop*, Australian National University.

Stella, P., 2005, Central Bank Financial Strength, Transparency and Policy Credibility, *IMF Staff Papers*, Vol. 52, No. 2.

<웹사이트>

금융감독원 www.fss.or.kr

금융투자협회 www.kofia.or.kr

기획재정부	www.mosf.go.kr
독일 Bundesbank	www.bundesbank.de
일본 재무성	www.mof.go.jp
중국인민은행	www.pbc.gov.cn
한국은행	www.bok.or.kr
Bank Indonesia	www.bi.go.id
UK DMO	www.dmo.gov.uk
US Treasury	www.ustreas.gov