

아시아 통화와 아시아
국경간(cross-border) 채권시장의
발전방안에 관한 연구

2011. 07.

연구위원 현 석
연구위원 이상헌

序 言

1997년 금융위기 이후 아시아 국가들은 아시아 채권시장 발전을 위해 노력해 왔지만 최근 글로벌 금융위기에서 보듯이 아시아 채권시장은 역내 잉여저축을 역내 투자에 효과적으로 활용할 만큼 발전했다고 보기는 어려운 실정이다. 이는 무엇보다도 미국 달러에 대한 높은 의존도와 역내에서 자본이 환류될 수 있는 금융중개 기능이 충분히 발전되지 않았기 때문이다.

아시아 국가들은 두 번의 금융위기를 겪으면서 아시아의 금융구조상 발생하는 근본적인 문제를 해결하기 위해서 미국 달러에 대한 의존도를 줄이고 자국통화를 무역대금결제나 해외채권발행 등의 국제거래에 사용할 필요성을 갖게 되었다. 이런 움직임은 최근 중국의 위안화 국제화를 위한 노력에서도 엿볼 수 있다.

따라서 우리는 아시아 채권시장의 구조적인 한계를 극복하고 아시아 통화로 채권발행이 가능한 효율적인 채권시장을 어떻게 발전시켜 나갈 것인지에 대해서 생각해 볼 필요가 있다. 나아가서는 역내 저축을 보다 역내 투자에 활용할 수 있는 효율적인 아시아 국경간 채권시장의 발전도 시급한 과제라고 할 수 있다. 이를 위해 최근 ASEAN+3 Bond Market Forum(ABMF)에서 아시아 채권시장의 조화와 통합을 위한 논의가 시작되고 있어 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 본 연구는 매우 시의적절하다고 생각된다.

본 보고서는 아시아 주요국의 외환거래 현황과 자국통화의 해외채권 발행 현황과 문제점을 고찰하고 아시아 통화의 국경간 거래와 채권발행을 활성화할 수 있는 아시아 국경간 채권시장의 발전 방안을 논의하고 있다. 아시아채권에 대한 명확한 정의는 없지만 아시아 기업들이 아시아

통화로 채권을 발행한 것으로 정의 한다면, 해당국가의 통화가 국경을 넘어 아시아 역내에서 그 통화 표시로 채권을 발행하는 데는 어려움이 있다. 왜냐하면 자국통화의 안정을 위해 국경을 넘어 자국통화로 채권발행이나 역외결제를 까다롭게 규제하고 있어 국경간 아시아채권시장 발전에는 상당한 제약이 따르기 때문이다.

그러나 본 보고서의 실증분석에서는 자국통화의 국경간 거래가 환율 변동성을 높인다는 정책당국의 우려와는 달리 국경간 거래가 활발한 통화일수록 환율의 변동성이 낮다는 것을 보이고 있다. 또한 아시아 각국의 다양성과 상이한 제도를 극복하고 국경간 채권시장을 발전시켜 나갈 단계적 방안들을 제시하고 있기 때문에 향후 아시아 채권시장의 조화 및 통합에 관한 논의의 귀중한 기초 자료로서 활용될 것으로 기대한다.

본 보고서를 작성하는데 많은 노고를 아끼지 않은 본원의 현석 박사와 이상헌 연구원에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 보고서 작성과정에서 지정 논평을 맡아준 이승호 박사, 원고를 꼼꼼히 읽고 많은 조언을 해준 연구조정위원들과 편집 과정에서 수고를 아끼지 않은 한송희 연구조원에게도 감사의 마음을 전한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 전적으로 연구진 개인의 견해이며 자본시장연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀 둔다.

2011년 7월

자본시장연구원

원장 김형태

목 차

Executive Summary	viii
Abstract	xii
I. 서론	3
II. 아시아 국경간 채권시장의 현황과 문제점	9
1. 아시아 외환거래의 현황	11
2. 아시아 통화의 해외채권발행 현황	15
3. 문제점	20
III. 국경간 거래가 환율변동에 미치는 영향 분석	33
1. 국경간 외환거래와 환율변동성간의 관계	33
2. 해외채권발행과 환율변동성간의 관계	41
IV. 아시아 국경간 채권시장의 발전방안	49
1. 아시아 채권시장의 발전방향	50
2. 조화(harmonization)와 통합(integration)	52
3. 아시아 국경간(국제) 채권시장의 설립	54
V. 요약 및 정책적 시사점	61

부록 65

참고문헌 71

표 목 차

<표 II-1> 국내 및 국경간 거래의 정의	10
<표 II-2> 미국, EU15 및 동아시아 국내채권시장	23
<표 II-3> 지역별 주식 포트폴리오 투자 2009년	25
<표 II-4> 지역별 채권 포트폴리오 투자 2009년	26
<표 II-5> 외국인의 미국 국채 보유현황	27
<표 III-1> 외환선물시장에서 국경간 외환거래가 환율변동성에 미치는 효과	38
<표 III-2> 외환스왑시장에서 국경간 외환거래가 환율변동성에 미치는 효과	39
<표 III-3> 통화스왑시장에서 국경간 외환거래가 환율변동성에 미치는 효과	40
<표 III-4> 외환시장에서 국경간 외환거래가 환율변동성에 미치는 효과	41
<표 III-5> 해외채권발행이 환율변동성에 미치는 효과	45
<표 IV-1> 역내 통합과 역외 통합의 비교	53
<표 IV-2> 단계적 적용	58

그림 목 차

<그림 II-1> 외환거래 규모 비교	13
<그림 II-2> 아시아통화 표시채권의 발행현황	17
<그림 II-3> 미국, 영국 및 아시아 채권시장(2010.09)	29
<그림 III-1> 국경간 외환거래와 환율변동성간의 상관관계	36
<그림 III-2> 해외채권발행 비율과 환율변동성의 상관관계	42
<그림 IV-1> 아시아 채권시장의 발전 전략	51
<그림 IV-2> 아시아 공통의 국경간(국제)채권시장	57

약 어 표

ABMI	Asian Bond Markets Initiative
ABMF	ASEAN+3 Bond Market Forum
ABS	Asian Bond Standard
ASIFMA	Asia Securities Industry & Financial Markets Association
BIS	Bank of International Settlement
CGIF	Credit Guarantee and Investment Facility
CMI	Chiang Mai Initiative
EU	European Union
ICMA	International Capital Market Association
IMF	International Monetary Fund
NICRA	New International Credit Rating Agency
QIB	Qualified Institutional Buyer
RSI	Regional Settlement Intermediary
SEC	Securities and Exchange Commission
SRO	Self Regulatory Organization

《 Executive Summary 》

아시아 국경간 채권시장의 필요성

1997년 아시아 금융위기의 주원인으로 지적되었던 통화와 만기의 불일치를 해소하고 역내 저축을 역내 투자로 활용하기 위하여 아시아 각국 정부는 아시아채권시장 발전을 위해 노력해왔다. 한편으로는 미래의 금융위기에 대비하여 막대한 외환보유고를 쌓아 놓고 이를 주로 유동성 높은 안전자산인 미국 국채로 운용해왔다. 그리고 글로벌 금융위기의 극복과정을 보더라도 금융위기로 인해 미국 달러 조달시장과 스왑시장에서는 유동성 부족현상이 발생하였고, 미국 달러 확보에 어려움을 겪은 아시아 국가들은 역내에 구축된 안전망 보다는 미연준과의 통화스왑을 체결하는 등 아시아 국가들의 미국 달러에 대한 의존도는 더욱 높아졌다.

아시아 각국의 채권시장 발전과 금융안전망 정비를 위한 역내 금융협력과 노력에도 불구하고 아시아채권시장 발전이 한계에 부딪히는 이유는 무엇보다도 아시아 국가들의 미국 달러에 대한 의존도가 높고 아시아 역내에 국경간(cross-border) 금융중개 기능이 충분히 발전되지 않았기 때문이다. 이를 해소하기 위해서는 아시아 국가들은 미국 달러에 대한 과도한 의존도를 줄이고 무역대금 결제나 해외채권발행 등의 국경간 거래에 자국통화를 사용할 필요를 갖게 되었다. 이런 움직임은 최근 중국의 위안화 국제화 노력에서도 찾아 볼 수 있다. 따라서 아시아 저축을 역내에서 보다 활용하기 위해서 국경을 넘나들며 아시아 통화로 채권발행이 가능한 국경간 채권시장의 발전은 역내 금융협력의 중요한 과제라고 할 수 있다.

아시아 통화의 국경간 거래와 채권 발행을 활성화하여 국경간 채권시장을 발전시키기 위해서는 각국의 상이한 규제와 시장관행을 뛰어넘어 실수요에 의거하여 아시아 통화의 역외거래 및 채권 발행을 허용하는 것이 필요하다. 그러나 아시아 금융위기 이후 많은 아시아 국가들은 자국 통화의 국경간 거래가 환율의 불안정성을 야기한다는 우려 때문에 자국 통화표시 해외채권발행이나 국경간 거래를 까다롭게 규제하고 있다.

그러나 실증분석 결과에 따르면, 통화정책당국의 우려와는 달리 국경간 외환거래가 늘어나도 환율의 변동성이 높아지지는 않았으며, 반대로 환율의 변동성이 낮아지는 것으로 나타났다. 이는 큰 규모의 외환시장은 환율 변동성을 낮춰 자국통화의 안정성에 기여함을 보여준다고 볼 수 있다. 따라서 외환시장을 인위적으로 규제하는 것은 오히려 시장의 효율성을 떨어뜨릴 뿐만 아니라 시장의 발전도 저해한다고 볼 수 있다.

아시아 국경간 채권시장의 발전방안

국내 채권시장의 발전도 중요하지만 역내 저축을 효과적으로 활용하기 위해서는 앞서 살펴본 대로 국경간 거래를 촉진할 수 있는 아시아 국경간 채권시장의 발전도 중요하다. 그리고 국제 금융시장이 점점 통합되어가는 추세이기 때문에 국경간 거래 촉진과 역내시장 통합을 고려하여 국내시장 발전을 위해서 노력해야 할 것이다.

아시아채권시장을 보다 발전시켜 나가기 위해서는 각국의 소규모 채권시장의 한계를 뛰어 넘어서 규모의 경제와 높은 유동성을 향유할 수 있도록 시장통합의 노력도 필요하다. 또한 이런 통합된 시장에서는 단일 규범과 기준 하에 채권을 발행할 수 있기 때문에 다양한 규제로 인하여 발생하는 발행비용 및 거래비용의 절감과 투자기회의 확대 등으로 시장 통합의 이익을 얻을 수 있다.

그러나 아시아는 유럽과 달리 정치적 의사결정 기구가 없기 때문에, 아시아의 모든 국가들의 상이한 규제를 조화시키기 보다는 아시아 고유의 공통된 표준(Asian Standard)을 제정하여 시장참가자의 자율규제에 의거한 유연한 역외시장을 설립함으로써 시장 거래의 효율성을 촉진할 수 있다. 따라서 아시아 국가들은 각국의 상이한 규제환경과 시장관행을 표준화하고 편의성과 경쟁력을 갖춘 아시아 국경간(국제) 채권시장의 창설을 생각해 볼 필요가 있다.

이런 노력의 일환으로 아시아채권시장육성 이니셔티브(ABMI) Task Force³ 하에 ASEAN+3국가들의 정부 부문과 민간 시장관계자들이 참여하여 채권 발행 및 거래의 시장관행과 규제의 조화와 표준화를 위한 논의와 의견 교환의 장으로 ASEAN+3 Bond Market Forum(ABMF)을 설립하였다. 그리고 아시아 국경간 채권시장의 공통 인프라로서 초기 자본금 7억불 규모의 역내 보증기구(CGIF)가 설립되었고 역내 예탁결제기구(RSI), 동아시아의 자율규제기관(SRO), 역내신용평가기구(NICRA)에 대한 논의도 진행 중이다.

정책적 시사점

최근 글로벌 금융위기에서 보듯이 아시아 채권시장은 역내 잉여 저축을 역내투자로 효과적으로 활용할 만큼 발전했다고 보기는 어렵다. 여기에는 여러 가지 이유가 있겠지만 아시아 역내에는 시장 환경에 맞춰서 유연하게 기채와 투자자 이뤄질 수 있는 미국 144A시장이나 유로채권시장과 같은 국제채권시장의 부재하기 때문이다. 따라서 각국의 국내 채권시장 발전과 동시에 역내 금융증개기능을 보다 발전시킬 수 있는 역내 공통의 국경간 채권시장이 필요하며, 이를 위해 동아시아 국가간 긴밀한 정책적 협조와 역내 금융협력이 더욱 요구된다.

역내 움직임은 보면 최근 위안화 국제화의 노력뿐만 아니라 홍콩, 싱가포르, 호주, 뉴질랜드 등의 소규모 개방 국가들도 자국통화의 국제화나 외환거래의 자유화를 통해 국제금융시장에서 경쟁력을 갖고 금융센터로서의 역할을 수행하고 있다. 우리나라도 동북아 금융허브(금융중심지)정책 등을 추진하면서 자본시장 국제화 및 원화 국제화를 위해 노력해 왔다. 그러나 글로벌 금융위기를 계기로 이런 움직임은 잠정적으로 유보된 상태이다.

이제는 아시아채권시장의 발전과 더불어 우리나라 금융산업의 경쟁력 제고를 위해서 아시아 공통의 국경간 채권시장의 창설과 역내 채권시장에서 원화표시채권 발행과 역외 결제 허용 혹은 원화 국제화의 가능성에 관하여 검토할 시기라고 생각한다.

« Abstract »

**A Study on Asian Currencies and Development of
Cross-border Bond Market in Asia**

Needs of Cross-border Bond Market in Asia

Asian countries have developed and nurtured their bond markets by addressing the problems related to currency and maturity mismatches that were pointed out as the primary cause for the Asian financial crisis in 1997. At the same time, however, they accumulated huge foreign exchange reserves to brace for a future financial crisis, and invested the reserves in US treasuries which are highly liquid and safe assets.

When the recent global financial crisis caused a dollar shortage in international financial markets, Asian countries had difficulty in securing liquidity. As part of their attempt to alleviate the problem, they signed into a currency swap agreement with the US Federal Reserve rather than turning to the regional safety net, CMI. This eventually increased Asia's dependency on the US dollar.

Despite regional financial collaboration, the creation of financial safety net, and the development of bond markets, the primary reasons why Asian countries face limitations of bond market development are the following. 1) Asian countries' high

dependency on the US dollar, and 2) the premature cross-border financial intermediary function in the region.

Therefore Asian countries now have incentives to reduce their dependency on the US dollar, and to use their own currency in international transactions such as settlements for trades and cross-border bond issuance. This is well reflected in China's recent attempts to internationalize its currency, the yuan.

To further develop bond market in the region by facilitating the cross-border transaction and bond issuance of Asian currencies, the first step toward an advanced cross-border bond market is to allow offshore currency transactions and cross-border bond issuance based on financing needs that can overcome the different rule and market practices in each nation.

To make matters worse, since the Asian financial crisis, many Asian nations have banned or controlled offshore transactions of their currency and cross-border issuance of bonds denominated in their currency amidst growing concerns that those transactions might destabilize the currency value.

Contrary to the concerns of the authorities, our empirical results demonstrate that cross-border transaction lowers exchange rate instability and that foreign exchange rates are not affected by overseas bond issuances. This shows that a large scale and liquid foreign exchange markets could contribute to stability of

the currency by lowering the volatility due to the economies of scale.

Therefore intentionally regulating the foreign exchange market might reduce the market efficiency and deter the financial market development.

Developing Cross-border Bond Markets in Asia

It is important to develop domestic bond markets however, what is more important and challenging is to develop the regional bond market which can circulate regional savings glut within the region. It is necessary making efforts to simultaneously develop regional bond markets as well as domestic bond markets in line with the global market trend.

Also necessary is a concerted effort by each nation to integrate Asian markets so that each nation can go beyond the limits of its small domestic market and enjoy the benefits of the scale of economy and abundant liquidity. In an integrated market, participants can issue bonds based on a single standard and regulation. This will help expand investment opportunities and reduce costs from issuing and trading under multiple different regulations. Eventually, market integration is beneficial to every nation in the region.

Unlike Europe, Asia has no integrated body to make political decisions. Forming an integrated market in Asia by harmonizing different regulations across nations is both politically and legally challenging. Rather than trying to harmonize each nation's regulations, Asia needs to establish a single set of rules and a uniform standard. This will help Asia establish a flexible offshore market governed by market participants' self-regulation, and thereby improve the efficiency of market.

In order to address those challenges and to develop cross-border bond markets, ASEAN+3 governments established, in September 2010, the ASEAN+3 Bond Market Forum (ABMF), through which they can discuss ways to standardize cross-border bond market practices and regulations. In addition, Asia established the common bond market infrastructure, the Credit Guarantee and Investment Facility (CGIF). The establishment of regional bodies such as the Regional Settlement Intermediary (RSI) and the New International Credit Rating Agency (NICRA) are in discussion. With these regional financial cooperation and continuous efforts, Asian bond markets have gained more economic importance at the global level as well as the regional level.

Policy Implications

As demonstrated in the recent global financial crisis, Asia's bond markets are still not developed enough to effectively channel the regional savings glut into investments in the region.

There are many reasons behind this, but particularly, the absence of a cross-border bond market in the region such as US 144A market or Eurobond market is one of them. Therefore, in line with the efforts to develop each nation's bond market, East Asian countries should establish a regional cross-border bond market that can play a stronger financial intermediary role within the region. To do so, not only the governments, but also the private sectors in the region should participate and cooperate.

Recently, China attempted to internationalize its currency, and other smaller nations such as Hong Kong, Singapore, Australia, and New Zealand have already internationalized their currency or liberalized foreign currency transactions, implementing successfully their role as competitive financial centers in the global financial markets. Korea has been no exception to this trend. As part of its master plan to become a northeast financial hub, Korea is trying to internationalize its capital markets and the Korean won. However, the recent global financial crisis has put off, albeit temporarily, Korea's plan.

The time is right for Korea to consider the establishment of Asia's cross-border bond market and allowing the Korean won to be flexibly traded in the regional cross-border market in order to develop Asia's bond market and to improve the competitiveness of Korea's financial industry.

1. 서론

I. 서론

1997년 금융위기를 계기로 아시아 국가들은 은행대출 이외의 자금조달 채널을 다양화하고 아시아 저축을 보다 효율적으로 역내에서 활용하기 위하여 아시아 채권시장 육성(Asian Bond Markets Initiative: ABMI)에 정책적 중점을 두고 노력해 왔다.¹⁾ 한편으로는 미래 위기에 대비하여 역내 통화스왑협정(Chiang Mai Initiative: CMI)을 통한 역내 안전망을 구축하고 막대한 외환보유고도 비축해 왔다.

그러나 아시아 금융위기 발생으로부터 10년 후, 미국 서브프라임 모기 지론에서 발단된 글로벌 금융위기의 소용돌이 가운데 선진국 금융기관들의 디레버리지(deleveraging)나 자본회수로 인해 일부 소규모 개방국가들은 금융시장의 불안과 국제금융시장에서 자본조달의 어려움을 겪었다. 그리고 위기 극복 과정 중에 역내 안전망보다는 미연준과의 통화스왑협정을 체결하고 더 많은 외환보유고를 비축해야 한다는 목소리가 있었다.

두 차례 금융위기에서 보듯이 급격한 자본 유출입은 국내 금융시장을 불안정하게 만들어 시장규모가 작거나 금융제도와 외환시장이 정비되지 않은 국가들에게 큰 영향을 주었다. 그래서 이에 대한 정책적 대응의 일환으로 역내 채권시장을 정비하는 한편, 일부 아시아 국가들은 자본이동을 통제하고 자국통화의 안정성을 확보하기 위해서 자국통화로 역외 결제나 해외 채권발행을 금지하거나 까다롭게 규제하고 있다.

이런 외환거래에 대한 규제로 인하여 해외에서 자국통화로 자금조달이 어렵게 되면 결국은 통화 불일치의 문제에 직면하게 되어 Eichengreen et al (2003)이 지적한 원죄(original sin)문제를 해결할 수가 없다. 또한

1) 대표적인 노력으로 ABMI뿐만 아니라 동아시아·대양주 지역 중앙은행간 협력기구(Executives' Meeting of East Asia and Pacific Central Bank: EMEAP)의 아시아 채권펀드(Asian Bond Fund 1 and 2) 설립의 노력도 있다.

4 아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구

자국의 통화를 엄격하게 규제하는 환경 하에서는 아시아 통화로 표시되는 아시아채권시장을 더욱 발전시켜 나가는데 한계가 따른다. 아시아채권에 대한 명확한 정의는 존재하지 않지만 Ito(2003)에 따르면 다음의 세 가지 요건, 1) 아시아 발행기업, 2) 아시아 통화표시, 3) 아시아 역내에서의 거래와 결제를 충족해야 한다고 설명하고 있다. 통화의 불일치를 해소하기 위해서는 아시아 기업들이 아시아 통화로 채권을 발행해야 할 것이다. 그리고 역내 저축을 역내 투자에 보다 유효하게 순환시키기 위해서는 외국인 채권시장과 유로채권시장과 같이 국경을 넘나드는 시장, 국경간 채권시장이 발전되어야 할 것이다.

아시아의 금융 현실을 보면 채권시장 발전과 금융안전망 정비를 위한 역내 금융협력에도 불구하고 아시아 국가들은 아시아의 잉여저축과 외환보유고를 주로 미국과 유럽의 안전 자산에 투자해 왔다. 그리고 그 중 일부는 직접투자과 주식 및 채권 등의 포트폴리오 투자 형태로 높은 수익률을 추구하고 아시아에 환류되는 모순된 구조는 크게 개선되지 않았다. 이는 무엇보다도 미국 달러에 대한 의존도가 높고 국경간 금융중개(cross-border financial intermediation) 기능이 충분히 발전되지 않았기 때문이다.

만약 아시아의 잉여 자본과 외환보유고를 아시아 역내에서 보다 활용할 수 있는 효율적인 자본시장과 시장 인프라가 정비되지 않는다면 역내에 축적된 높은 저축에도 불구하고 아시아 기업들이 역외에서 자금을 조달하는 왜곡된 자본흐름 구조는 바뀌지 않을 것이다. 그리고 이런 불균형적인 구조 하에서는 급격한 자본유출이나 자본유입 급감(sudden stop)의 위험에 다시 노출될 가능성도 높다.

따라서 향후 달러에 대한 과도한 의존도를 낮추고 아시아채권시장을 보다 발전시키기 위해서는 각국의 국경을 넘어서 아시아통화로 보다 유연하게 채권발행이 되고 거래될 수 있는 국경간 채권시장의 창설뿐만

아니라 나아가서는 역내 채권시장의 조화와 통합도 촉진시켜야 할 것이다. 그리고 이를 효율적으로 진행하기 위해서 역내 금융협력은 한층 강화되어야 할 것이다.

본 연구에서는 이런 아시아의 현실을 고려하여 아시아 통화로 채권 발행과 유통이 가능하며 역내 저축을 보다 역내에서 효율적으로 활용할 수 있는 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안을 제안하고자 한다. 본 보고서의 구성은 다음과 같다. 먼저 II장에서는 주요국의 외환시장과 채권시장을 국내(local)시장과 국경간(cross-border) 시장으로 구분하여 아시아 주요국의 상이한 통화규제나 국제화 정도에 따른 외환거래와 아시아통화표시의 국제채권 발행 현황과 문제점을 검토하였다. 그리고 III장에서는 국경간 외환거래와 채권발행이 통화의 변동성에 미치는 영향에 대해서 패널분석을 통하여 검증하였다. IV장에서는 앞서 지적된 문제점들과 실증결과를 바탕으로 국경간 금융중개기능을 강화할 수 있는 국제채권시장의 발전방안을 논의하였다. 마지막 장에서는 논의를 요약하고 아시아채권시장 발전과 원화의 역할에 대한 정책적 시사점을 제시하였다.

II. 아시아 국경간 채권시장의 현황과 문제점

1. 아시아 외환거래의 현황
2. 아시아 통화의 해외채권발행 현황
3. 문제점

II. 아시아 국경간 채권시장의 현황과 문제점²⁾

1997년 아시아 금융위기의 주원인으로 지적되었던 통화와 만기의 불일치를 해소하기 위하여 아시아 각국 정부는 채권시장 육성과 발전을 위해 노력해 왔다. 채권시장이 부재하였던 일부 아시아 국가들의 채권시장이 육성되었고 어느 정도 채권시장이 정비된 국가들은 채권시장의 고도화 및 국제화의 노력을 통해 효율적인 시장으로 발전시켜 왔다. 그 결과 만기 불일치 문제를 어느 정도 해소할 수 있는 중장기 자금 조달 채널인 채권시장이 형성되었다.

아시아 역내의 현실을 보면 자금조달 채널로 여전히 은행대출과 주식시장에 대한 의존도가 높으며 채권시장은 낮은 유동성과 높은 거래비용으로 때문에 일정 규모의 시장으로 성장하는데 한계가 있다. 따라서 대규모 자금을 조달하는 대기업과 정부기관은 자금조달 채널의 다각화와 자금조달 비용 절감을 위하여 해외 채권시장에서 종종 자금을 조달하고 있다.

그러나 대부분의 아시아 기업들은 까다로운 외환정책으로 해외에서 자국통화로 자금조달이 어려워 통화 불일치 문제에 직면할 수 밖에 없다. 게다가 역내 저축을 역내에 순환시킬 수 있는 외국인 채권시장이나 유로채권시장과 같은 국제채권시장이 부재하여 아시아에 투자자들이 존재함에도 불구하고 뉴욕이나 런던 등의 국제자본시장에서 기채와 투자가 이뤄지고 있는 실정이다. 이외에도 아시아 국가들의 다양성과 각국의 상이한 수준의 경제 발전과 자본시장 발전, 상이한 자본시장의 법제 및 세제, 외환시장 및 자본이동에 대한 규제 등의 여러 제약요인도 국경간 채권발행과 투자를 저해하고 있다.

2) 본 보고서에는 ABMI에 관한 전반적인 사항에 관해서는 논의하지 않으며 이에 대해서는 Jang and Hyun(2009)을 참조바라며 국경간 채권발행과 투자의 장애요인에 대해서는 Takeuchi(2005)를 참조바란다.

10 아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구

이런 문제점들을 인식하고 본 장에서는 국내거래(local)와 국경간(cross-border) 거래로 구분하여 외환시장과 채권시장의 현황을 살펴보고자 한다. 본 연구의 국내 거래와 국경간 거래에 대한 정의는 다음과 같다. 외환시장에서 거주자(resident) 간의 외환거래는 국내 거래로 기록되고, 국내 거래를 제외한 나머지는 모두 국경간 거래로 기록된다. 따라서 거주자-비거주자, 비거주자-비거주자 간의 외환거래는 모두 국경간 거래로 기록된다. 국내 채권발행은 해당국 통화로 표시된 채권이 발행인의 국적에 관계없이 해당국 내의 거주자에 의해 발행되는 것을 의미하고, 국경간(해외) 발행채권은 국내 발행을 제외한 나머지를 의미한다. 역외결제와 해외 채권발행이 자유로운 국제화된 통화의 외환거래와 해외채권발행의 특징을 살펴보고 아시아 국경간 채권시장 현황을 고찰하고자 한다. 그리고 추가적으로 아시아 채권시장의 기타 문제점에 대해서도 검토해보고자 한다.

<표 II-1> 국내 및 국경간 거래의 정의

	거주자	비거주자
거주자 (국내통화)	국내거래	국경간 거래
비거주자 (해외통화)	국경간 거래	국경간 거래 (역외거래)

1. 아시아 외환거래의 현황

가. 통화의 국제화

국제화된 통화란 국제적으로 교환수단, 계산단위, 가치저장의 기능을 수행하며 다른 통화와 자유로운 교환을 전제로 무역거래나 국제 금융거래에서 많이 사용되는 통화를 지칭한다. 일반적으로 국제화의 조건은 통화 발행국의 경제규모, 통화가치의 신뢰성, 자본시장의 발전정도, 무역의 형태나 규모, 경상수지 등이 지적되고 있다. 아시아에서는 비록 정도의 차이는 있지만 국제화된 통화로서 일본 엔, 홍콩 달러, 싱가포르 달러, 호주 달러, 뉴질랜드 달러 등을 들 수 있다.

일반적으로 자국통화를 국제화하거나 역외 거래를 허용하면 차입자와 대부자 간에 발생하는 환위험을 줄일 수 있는 장점이 있고, 통화 발행에 따른 화폐주조차익(seigniorage)이 증가하고, 국제금융시장에서도 자국통화의 이점을 살려 경쟁력을 갖게 되어 금융 산업을 발전시킬 수 있다. 또한 국내(onsshore)시장과 역외(offshore)시장 간에 자본이동이 비교적 자유롭기 때문에 정책당국은 일관된 거시금융정책을 유지하고자 노력하게 된다. 반면 중앙은행의 통화관리가 어려워지고 투기적 세력에 의한 환율교란으로 금융안정성을 해칠 수 있다는 단점이 있다.

따라서 많은 국가의 정책당국들은 후자의 이유를 들어 자국의 통화가 역외시장에서 거래되거나 결제수단으로 이용되는 것을 꺼려하고 있다. 아시아 금융위기 이후 실제로 많은 아시아 국가들은 자국 통화의 역외거래의 허용이 환율의 불안정성을 야기한다는 우려 때문에 자국 통화의 역외거래를 금지하거나 까다롭게 규제하고 있다.

12 아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구

하지만 모든 화폐가 역외시장에서 이용 가능한 것은 아니고 화폐가 역외시장에서 결제수단으로 이용되기 위해서는 경제적 기초여건(economic fundamental)이 건전해야 하며, 이런 기초여건을 만족한 국가의 통화는 투기수단으로 이용되기 어렵다. Morris and Shin(1998)은 국가의 경제적 기초여건이 일정수준이하일 경우 투기세력의 공격대상이 될 수 있음을 보였다. 이때 공격대상이 되는 국가의 경제적 기초여건이 실제로 어느 정도인지는 자료를 통해 검증되지 못했지만, 한 가지 분명한 것은 국가의 경제적 기초여건이 상당히 높을 때 투기세력은 그 국가의 통화를 투기적 목적으로 공격하지 않는다는 것이다.

나. 외환거래의 현황

아시아 국가들의 외환거래를 보면 아시아의 높은 경제성장에 맞추어 점진적으로 증가되는 추이를 보이고 있다. <그림 II-1>은 BIS자료를 이용하여 각국의 외환거래 추이를 국내 거래와 국경간 거래로 나눠 비교한 것이다. Panel A.는 국제화된 통화의 거래 추이를 나타내는데 이들 통화는 국경간 환전이 자유롭고, 해당통화로 표시된 채권 등의 발행이 가능하다(Tsuyuguchi and Wooldridge, 2008). 그러나 Panel B.의 통화는 국제화된 통화와 달리 해당통화로 표시된 채권 등의 발행이나 역외 결제가 허용되지 않는 등 많은 규제를 받는다.

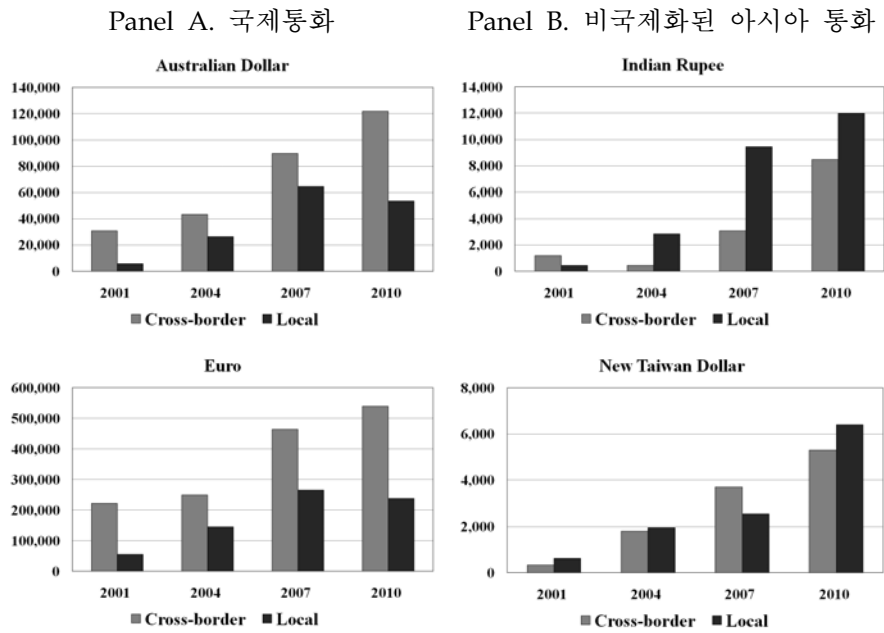
<그림 II-1>에서 보여주듯이 통화의 국제화 여부는 국경간 통화거래의 차이로 나타난다. Panel A.의 국제화된 통화는 국내 거래보다 국경간 거래량이 더 높게 유지되고 있다. 흥미로운 것은 국제화된 통화의 경우, 글로벌 금융위기 전에는 국내 거래나 국경간 거래 모두가 증가추세를 보였으나 금융위기 이후 엔화를 제외한 모든 통화의 국내 거래가 감소하는 경향을 보이고 있다. 이는 글로벌 금융위기의 여파로 국내 거래수요는

감소된 반면, 달러부족을 겪은 비국제통화의 국가들의 국제통화에 대한 자금수요는 증가되어 국경간 거래가 오히려 늘어난 것으로 추정된다.

비국제화된 아시아 통화의 경우 대체로 국내 외환거래가 국경간 외환거래보다 높게 유지되고 있다. 원화의 경우 2001년 이후 국경간 거래량이 증가하고 있는 추세이나, 국내 거래량을 넘어서지 못하고 있다.³⁾

<그림 II-1> 외환거래 규모 비교

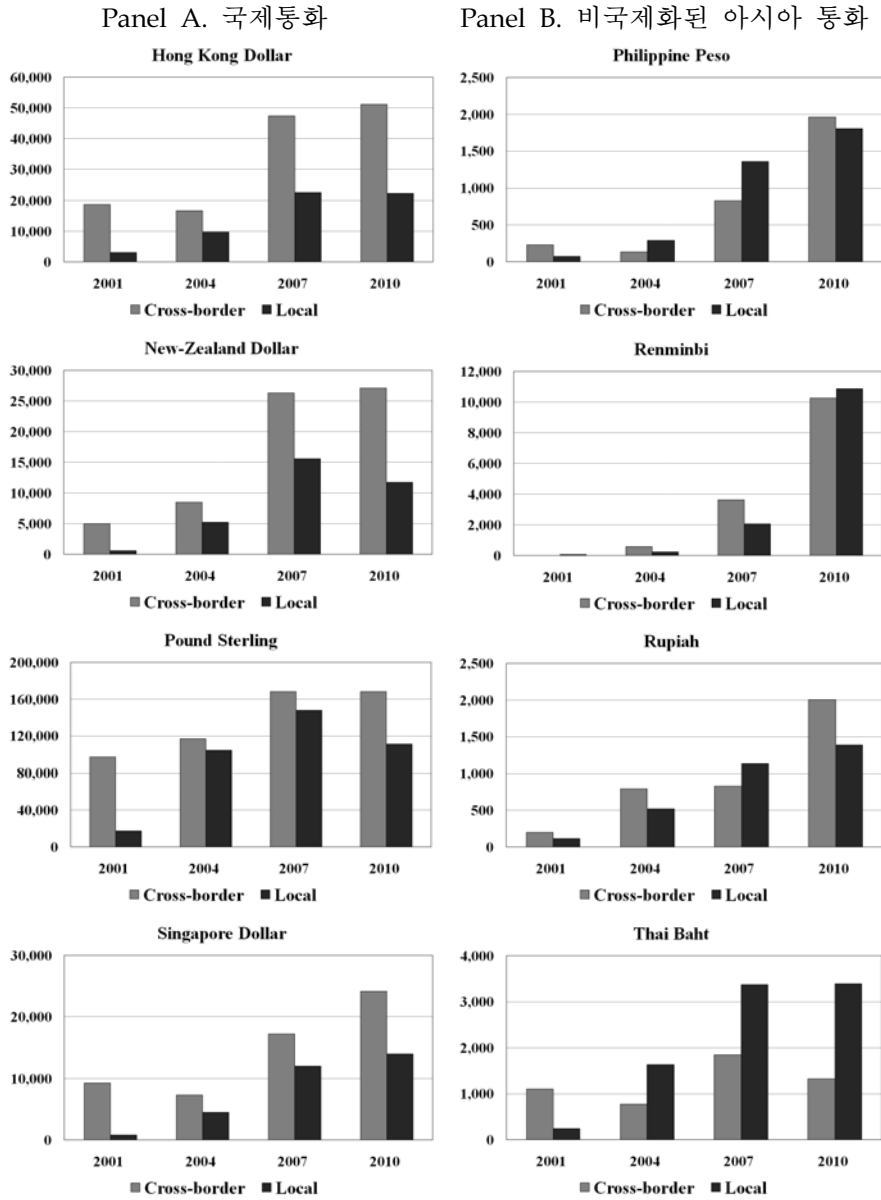
(단위: 백만달러)



3) 우리정부는 무역결제 및 자금조달시 환리스크 절감 등의 편익을 얻기 위해 원화가 국내외에서 자유롭게 통용될 수 있도록 하는 원화국제화를 추진하여 왔으나 글로벌 금융위기로 인해 현재로서는 국제화 추진을 잠정 유예한 상태이다.

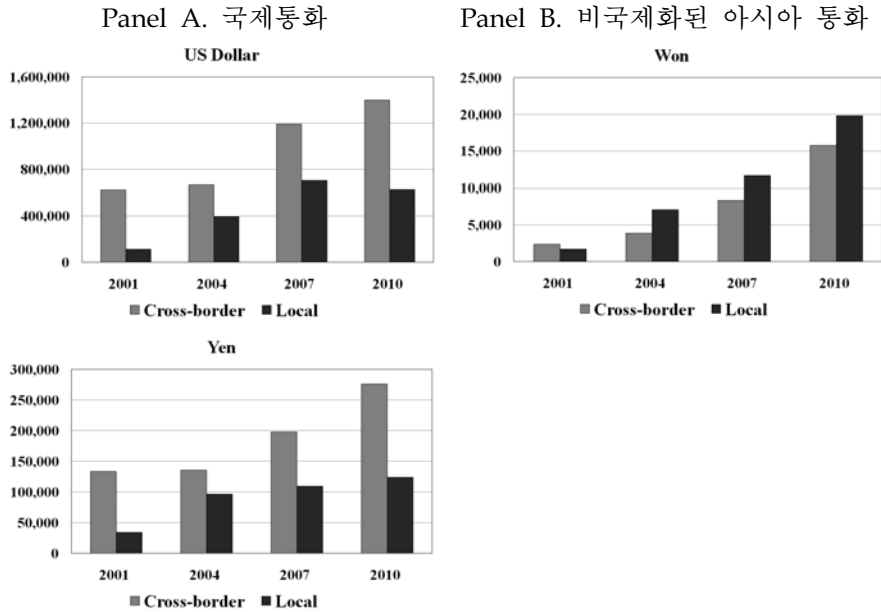
<그림 II-1> 외환거래 규모 비교(계속)

(단위: 백만달러)



<그림 II-1> 외환거래 규모 비교(계속)

(단위: 백만달러)



주 : 통화의 나열순서는 알파벳 순서임
 자료: BIS

2. 아시아 통화의 해외채권발행 현황

앞서 살펴본 대로 아시아의 경제적 위상이 높아짐에 따라 아시아통화의 국경간 거래량은 점차 증가하고 있다. 그러나 <그림 II-2>의 아시아 통화표시 채권시장의 발행 추이와 그 비중을 보면, 대체로 국제화된 통화나 역외 결제가 허용된 호주, 홍콩, 뉴질랜드 및 싱가포르의 해외 (cross-border) 채권발행 비중이 점차 증가하고 있는 반면 그 외 국가들의 경우, 자국통화를 엄격하게 규제하고 있어 해외채권발행 비중이 상대적으로 낮은 편이다.

16 아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구

일본 엔화는 앞서 살펴본 통화의 국제화 조건을 모두 갖추고 있음에도 불구하고 국제통화로서의 지위는 점차 낮아지고 있으며, 채권발행액이 증가함에도 불구하고 해외채권발행 비중도 낮아지고 있음을 확인할 수 있다. 이런 이유에 대해서 많은 선행연구들은 “일본의 자본시장이 국제화가 되지 않았고 여전히 많은 금융규제가 존재하기 때문이다”라고 지적하고 있다.⁴⁾ 반면에 호주나 뉴질랜드의 경우, 경제규모는 작지만 금융규제를 철폐하고 외환스왑시장을 발전시켜 자국통화의 국제화를 위해 노력하고 있어 해외채권발행이 꾸준히 늘어나는 것을 확인할 수 있다.

한국 원화의 경우에는 채권발행 총액은 점차 증가하여 높은 수치를 기록하고 있으나 역외결제를 허용하지 않기 때문에 원화표시 해외채권발행은 외국환거래 규정상 거의 전무하다. 그러나 해외에서의 원화표시 채권(Euro-won bond) 발행은 규정상 거주거나 비거주자나 모두 가능하고 실제 발행된 사례가 있지만, 원화가 국제화되어 있지 않기 때문에 증권의 대금결제는 모두 미국 달러로 이뤄졌고 거래시마다 당국에 신고해야 하는 불편이 있어 발행 이후에는 만기까지 보유되었다.

기업이나 정부는 자금을 조달하기 위해 채권을 발행한다. 특히 기업의 채권발행은 중장기 자금조달에 유용하게 이용된다. 호주의 경우 호주 달러의 국제화를 추진하면서 역외에서 호주달러표시 채권발행이 허용된 이래로 채권발행액은 크게 증가하고 있다. 이런 자국통화표시 채권의 해외(역외) 발행이 가지는 장점은 다음과 같다.

첫째, 자국 통화로 표시된 채권은 자국 통화로 거래가 가능하기 때문에 통화불일치로 인한 환위험을 해결할 수 있는 장점이 있다. 또한 자국 통화로 유사시 자금조달이 가능하기 때문에 막대한 외환보유고를 비축해야 할 필요도 없다.

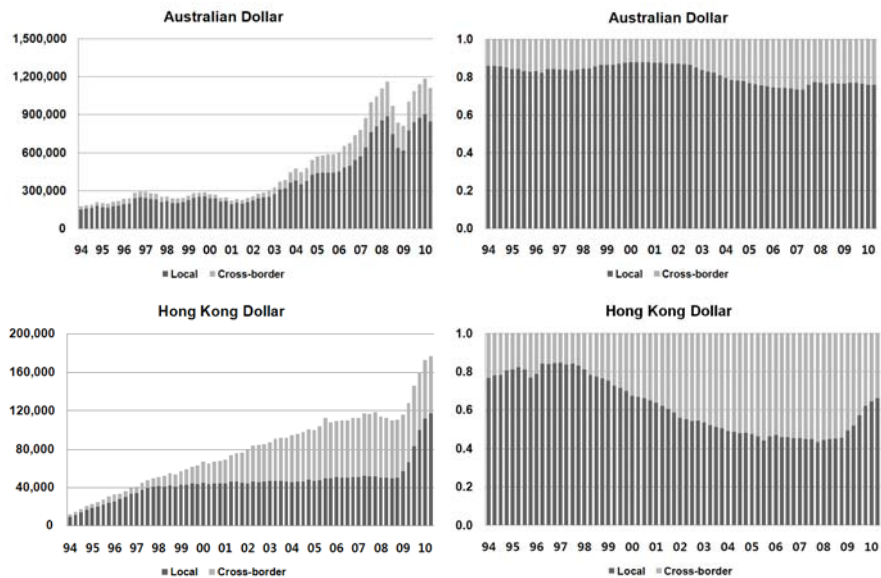
4) 이런 문제점을 인식하고 최근 동경증권거래소는 전문투자자(professional investor)만 참여할 수 있는 Tokyo-Pro Bond Market을 창설하여 영문공시를 허용하고 발행통화와 결제에도 제한을 두지 않는 등 규제를 완화하여 유로채권시장에 비견할 수 있도록 국제화를 기하고 있다.

둘째, 역외시장에서 자국통화표시 채권을 발행할 경우 해외의 풍부한 자금을 동원하고 자금 조달원을 다양화할 수 있는 장점이 있다. 우리나라가 대형 해외프로젝트를 수행할 경우, 장기로 거액의 자금을 조달해야 하는데 해외에서도 자국 통화로 자금조달이 가능하다면 국내시장뿐만 아니라 해외시장에서도 환위험 없이 거액의 자금을 조달할 수 있게 된다.

셋째, 자국통화로 해외에서 자금조달이 가능한 국가의 금융기관은 그렇지 못한 국가들의 금융기관들보다 국제금융시장에서 경쟁력을 갖게 되어 금융산업 발전에 기여할 수 있다. 이는 역내 금융허브나 금융센터를 지향하는 국가들이 자국통화의 국제화를 추진하고 있다는 사실에서도 엿볼 수 있다.

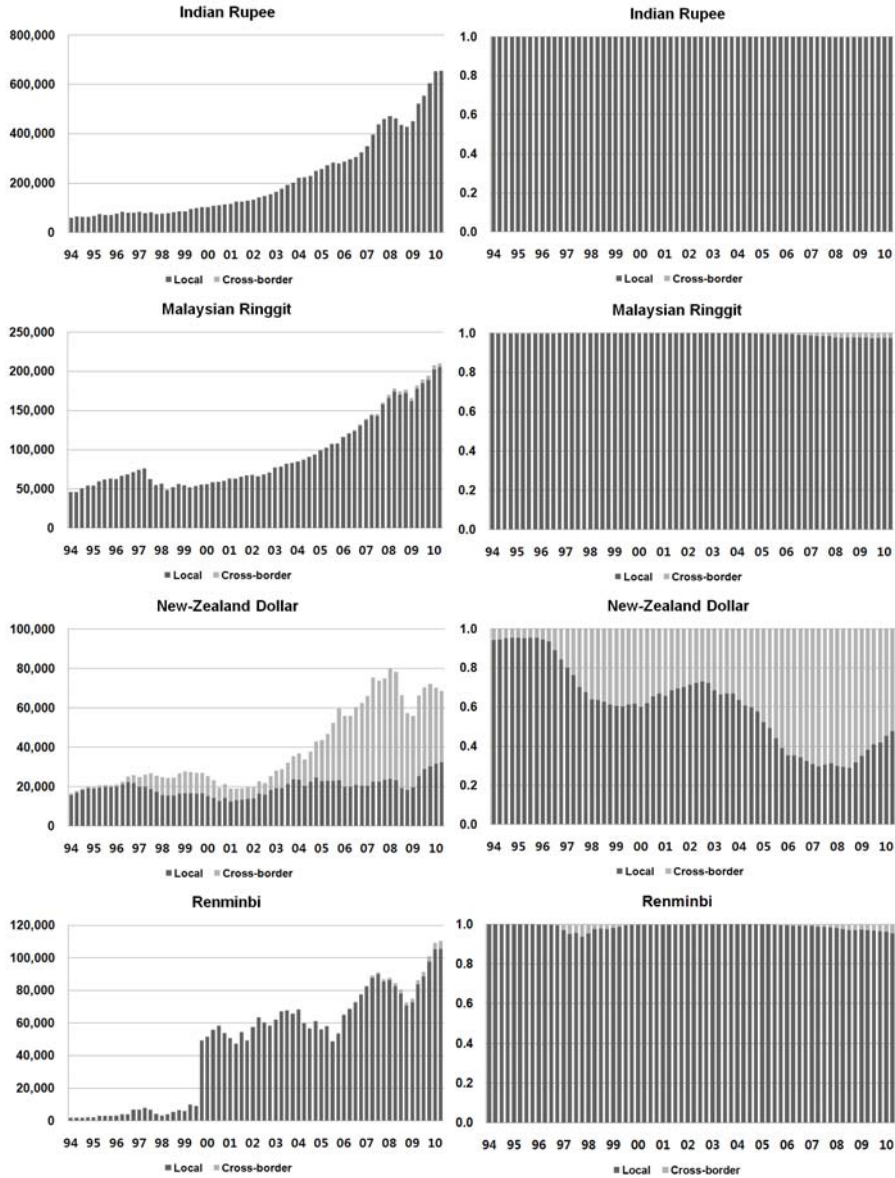
<그림 II-2> 아시아통화 표시채권의 발행현황

(단위: 백만달러)



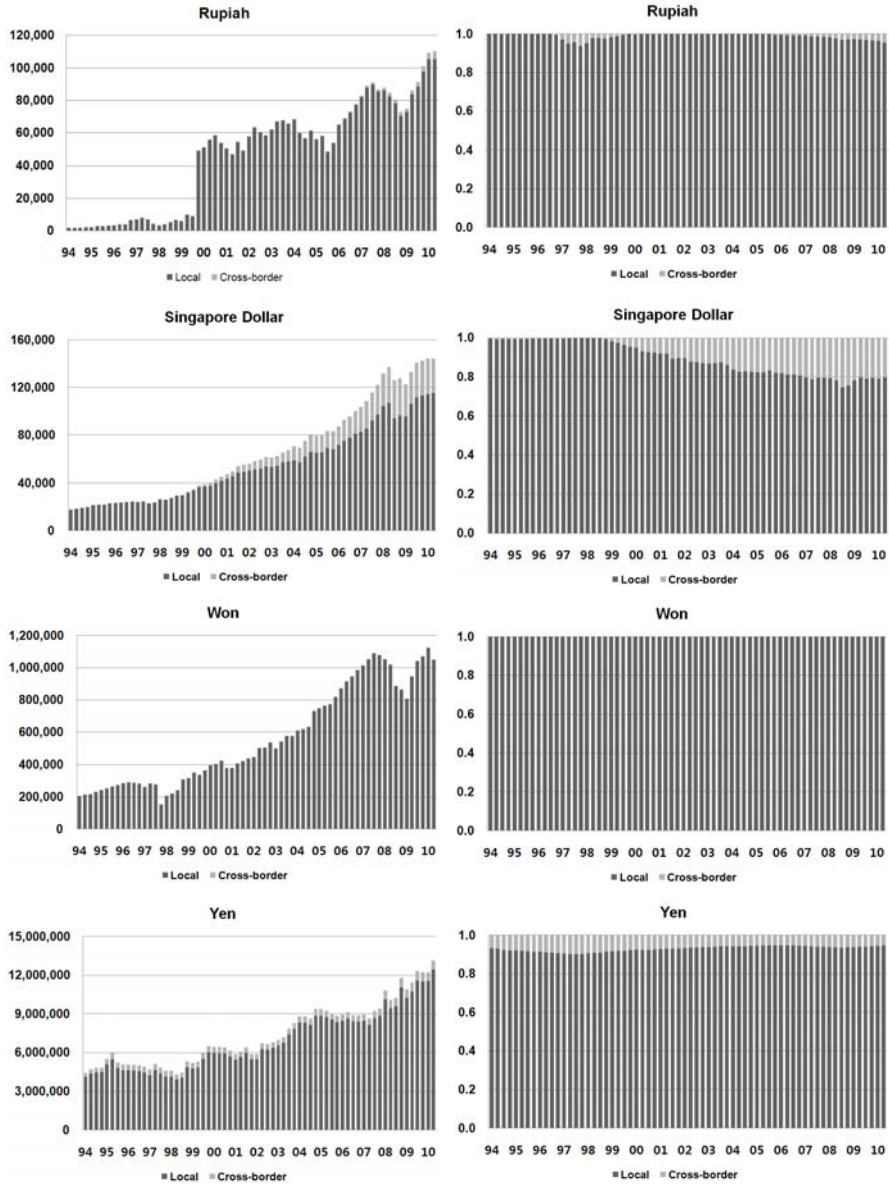
<그림 II-2> 아시아통화 표시채권의 발행현황(계속)

(단위: 백만달러)



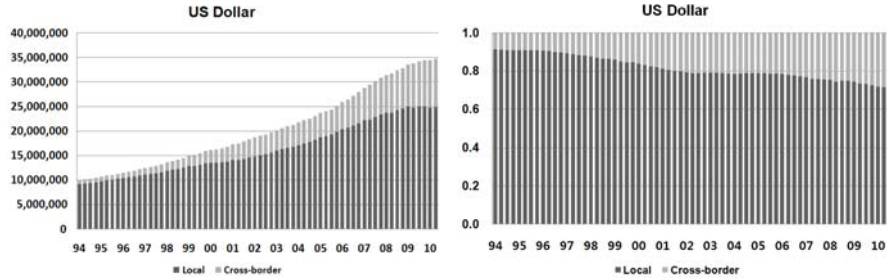
<그림 II-2> 아시아통화 표시채권의 발행현황(계속)

(단위: 백만달러)



<그림 II-2> 아시아통화 표시채권의 발행현황(계속)

(단위: 백만달러)



주 : US달러를 제외한 아시아 통화의 나열순서는 알파벳 순임
 자료: BIS

3. 문제점

앞서 살펴 본대로 아시아의 채권시장은 각국 정부의 노력에도 불구하고 아시아 채권시장이 갖고 있는 내재적인 한계와 구조적인 문제점으로 인해 높은 아시아 저축이 역내에서 충분히 활용되지 못하고 있는 실정이다. 이에 대한 원인으로 학자들은 효율적인 자본시장의 부재를 지적하고 있다.

Clarida(2005)는 아시아(특히 중국)의 경우 자본시장의 낮은 발전수준으로 인해 아시아의 높은 저축은 금융시스템이 잘 발달된 미국시장으로 유입하게 되었다고 주장한다. Dooley et al(2005)도 아시아의 경우 잘 정비된 국내 및 역내 금융시스템과 효율적인 자본시장이 부재하기 때문에 동아시아 국가들은 효율적인 금융 중개 시스템을 갖고 있는 미국에게 자본을 빌려주고, 그 대가로 직접투자 형태로 동아시아에 돌아온다고 지적하고 있다.

Bernanke(2005)도 미국의 대규모 무역수지 적자는 외적 요소, 즉 아시아의 높은 저축(Asian savings glut) 때문이며 장기적으로 이런 국제적 불균형 문제를 해소하기 위해서는 효율적인 자본시장을 발전시켜야 한다고 암시하고 있다. 아시아증권산업금융시장협회(Asia Securities Industry & Financial Markets Association: ASIFMA)의 니콜라스 부르삭(Nicholas Boursac) 이사도 “아시아 주식시장은 잘 발달된 채권시장이 없는 상황에서 갈 수 있는 상태까지 갔다”고 언급하며 “금융위기 이후 지난 10년간 아시아의 자본시장은 충분한 발전을 이루지 못했다”고 지적하고 있다 (Pesek, 2007).

가. 각국 채권시장 규모의 상대적 왜소 (Size Trap)

아시아 금융위기 이후 채권시장 육성 및 발전에 많은 노력을 기울임에도 불구하고 아시아 채권시장 발전이 더딘 이유 중에 하나는 국내 자금조달에 있어서 여전히 주식시장과 은행차입 의존도가 높기 때문이다. 이렇게 은행대출 의존도가 높은 이유는, 많은 아시아 국가의 경우 정보공개나 불공정 거래의 배제와 같은 자본시장 관련법규가 충분히 정비되어 있지만 시장 투명성은 여전히 결여되어 있기 때문이다. 그리고 시장 인프라나 관련법규가 정비되어 있어도 종래의 기업문화나 전통적인 은행 중심의 간접금융에서 탈피하지 못하는 기업금융(corporate finance) 고질적인 문제점에서도 그 원인을 찾아볼 수 있다.

이런 작은 규모의 채권시장은 시장의 유동성이 낮고, 낮은 유동성으로 인해 자금조달비용은 높아져 기업들도 채권발행을 통한 자금조달을 회피한다. 그리고 투자자들도 낮은 유동성 때문에 아시아 채권 투자를 기피하는 악순환적인 구조에 빠져 있음을 알 수 있다. Eichengreen and Luengnaruemitchai(2004)은 유동성 있는 증권시장을 만들기 위해서 일정

22 아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구

규모의 시장이 필요하다고 지적하고 있다. Jiang and McCauly(2004)도 아시아에 유동성 높은 시장을 만들기 위해서는 충분한 시장규모, 폭넓은 투자자층의 존재, 리스크 헤지 수단의 준비가 필요하다고 지적하고 있다.

아시아 채권시장은 대부분의 경우 국내시장의 규모가 압도적으로 큰 반면, 회사채시장의 발전 정도는 미약한 수준에 머물고 있다. 효율적이고 유동성 높은 회사채시장이 부재하는 경우, 아시아 금융위기에서도 보듯이 국내 기업이나 금융기관은 국내보다는 해외에서 단기자금 조달에 의존하게 되어, 통화와 만기의 이중 불일치(double mismatch) 문제에서 벗어날 수가 없기 때문에 금융위기의 재발 가능성을 배제하기는 어렵다.

<표 II-2>를 보면 1997년 3,877억 달러에서 2010년 4.8조 달러로 아시아 채권시장(일본 제외)은 확대되어 왔다. 특히 중국의 경우 1997년 836억 달러에서 2.9조 달러로 35배의 급성장을 하였다. 그러나 미국(25.1조 달러)이나 EU15(16.5조 달러)에 비하면 여전히 작은 수준임을 알 수 있으며 아시아 채권시장의 발전 및 확대의 여지는 남아 있다.

<표 II-2> 미국, EU15 및 동아시아 국내채권시장

(단위: 십억달러, %)

	1997년		2010년	
중국	83.6	(8.78)	2,969.1	(51.68)
홍콩	41.1	(23.31)	61.9	(27.33)
인도네시아	4.3	(1.80)	107.3	(15.44)
말레이시아	54.5	(53.60)	218.8	(99.93)
필리핀	16.7	(19.94)	63.8	(33.75)
싱가포르	23.7	(23.87)	122.6	(56.40)
한국	153.2	(28.78)	1,118.7	(113.43)
태국	10.4	(6.89)	218.0	(69.74)
아시아 소계	387.7	(16.60)	4,880.3	(56.81)
일본	4,148.5	(97.34)	13,275.1	(246.25)
미국	11,604.6	(139.27)	25,158.2	(172.03)
EU15	7,019.3	(83.02)	16,571.2	(111.25)

주 : 1) EU15는 오스트리아, 벨기에, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 아일랜드, 이탈리아, 룩셈부르크, 네덜란드, 포르투갈, 스페인, 스웨덴 및 영국으로 구성하였음

2) ()안의 숫자는 GDP 대비 국내채권 발행잔액 비중임

자료: BIS

나. 역내 저축의 낮은 활용

다른 문제점은 아시아의 높은 저축이 역내에 투자되기보다는 역외 선진국 시장에 투자되고 있다는 것이다. IMF의 양국간 포트폴리오 투자 데이터(CPIS)를 보면, 먼저 아시아국가들의 미국과 EU15에 대한 주식 투자(<표 II-3>)는 각각 2,797.9억 달러, 1,927.4억 달러로 역내 투자 978.7억 달러보다 높아 아시아 국가들의 투자가 미국과 유럽에 편중되어 있는 사실을 알 수 있다. 또한 아시아 국가들의 역내 주식 투자는 978.7억 달러(11.5%)에 불과하지만 EU15국가들의 역내 주식 투자는 3조2,123.6억 달러(54.2%)로 상당히 높게 나타나 유럽의 경우 역내에서의 금융거래가 활발하게 이뤄지고 있음을 알 수 있다.

24 아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구

채권투자의 경우(<표 II-4>)도 마찬가지로 아시아의 역내 투자는 817.4억 달러(3.3%)인 반면에 EU15의 역내 투자는 8조 7,636.2억 달러(69.5%)로 아시아 국가들의 역내 채권 투자비율은 유럽에 비해 상당히 낮은 것을 알 수 있다. 그리고 아시아 국가들의 미국과 유럽에 대한 투자는 각각 7,487.3억 달러와 9,055.5억 달러로 높은 수준을 나타내고 있다. 이렇게 아시아 국가들의 선진국 특히 미국에 치우친 투자 패턴은 글로벌 불균형을 심화시키고 있다고 볼 수 있다.⁵⁾

5) EU15는 유럽 15개 국가들의 합이고 미국은 단독국가이므로, 개별 국가단위로 볼 때 아시아 국가들은 미국에 치우친 투자를 하고 있다.

<표 II-3> 지역별 주식 포트폴리오 투자 2009년

(단위: 십억달러, %)

from to	인도네시아	말레이시아	필리핀	싱가포르	태국	일본	한국	아시아	미국	EU15
아세안10	0.047 (5.5)	3.664 (18.2)	0.002 (6.4)	12.671 (8.2)	0.284 (8.6)	8.549 (1.4)	1.891 (2.5)	27.108 (3.2)	92.272 (2.3)	71.568 (1.2)
한국	0.000 (0.0)	0.540 (2.7)	0.000 (0.0)	6.565 (4.3)	0.001 (0.0)	4.508 (0.8)	0.000 (0.0)	11.614 (1.4)	87.915 (2.2)	72.679 (1.2)
중국	0.000 (0.0)	0.240 (1.2)	0.000 (0.0)	15.788 (10.3)	0.058 (1.8)	12.600 (2.1)	12.559 (16.3)	41.246 (4.9)	101.616 (2.5)	75.181 (1.3)
일본	0.001 (0.1)	0.110 (0.5)	0.000 (0.0)	15.210 (9.9)	0.012 (0.4)	0.000 (0.0)	2.574 (3.3)	17.906 (2.1)	370.850 (9.3)	245.310 (4.1)
(아세안 10+3)	0.048 (5.6)	4.554 (22.6)	0.002 (6.4)	50.234 (32.7)	0.355 (10.7)	25.657 (4.3)	17.025 (22.1)	97.875 (11.5)	652.653 (16.3)	464.738 (7.8)
미국	0.012 (1.4)	4.965 (24.6)	0.010 (38.6)	24.252 (15.8)	0.483 (14.5)	230.339 (38.8)	19.738 (25.7)	279.799 (33.0)	0.000 (0.0)	1,063.703 (18.0)
EU15	0.017 (2.0)	2.191 (10.9)	0.012 (45.0)	19.822 (12.9)	1.264 (38.0)	154.399 (26.0)	15.039 (19.6)	192.744 (22.7)	1,525.034 (38.2)	3,212.366 (54.2)
(EU15 +미국)	0.029 (3.4)	7.157 (35.5)	0.022 (83.7)	44.074 (28.7)	1.746 (52.6)	384.738 (64.8)	34.777 (45.2)	472.543 (55.7)	1,525.034 (38.2)	4,276.069 (72.2)
기타	0.775 (91.0)	8.439 (41.9)	0.003 (10.0)	59.331 (38.6)	1.222 (36.8)	183.674 (30.9)	25.087 (32.6)	278.531 (32.8)	1,817.611 (45.5)	1,182.319 (20.0)
총투자 금액	0.9	20.2	0.03	153.6	3.3	594.1	76.9	848.9	3,995.3	5,923.1

- 주 : 1) 아시아는 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 싱가포르, 태국, 일본 및 한국의 합계
 2) EU15는 오스트리아, 벨기에, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 아일랜드, 이탈리아, 룩셈부르크, 네덜란드, 포르투갈, 스페인, 스웨덴 및 영국으로 구성하였음
 3) 중국은 홍콩을 포함한 수치임
 4) ()안의 숫자는 총투자금액 대비 해당 국가의 투자비중임

자료: IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey를 이용하여 계산함

26 아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구

<표 II-4> 지역별 채권 포트폴리오 투자 2009년

(단위: 십억달러, %)

from to	인도네시아	말레이시아	필리핀	싱가포르	태국	일본	한국	아시아	미국	EU15
아세안10	0.447 (11.6)	1.007 (14.6)	0.074 (1.5)	15.439 (8.0)	0.330 (1.6)	10.515 (0.5)	0.530 (2.1)	28.342 (1.1)	25.457 (1.3)	38.141 (0.3)
한국	0.010 (0.3)	1.296 (18.8)	0.183 (3.7)	17.835 (9.2)	15.120 (75.3)	8.484 (0.4)	0.000 (0.0)	42.927 (1.7)	16.911 (0.9)	33.817 (0.3)
중국	0.000 (0.0)	0.000 (0.0)	0.000 (0.0)	1.537 (0.8)	0.000 (0.0)	0.521 (0.0)	0.150 (0.6)	2.210 (0.1)	0.687 (0.0)	4.906 (0.0)
일본	0.151 (3.9)	0.000 (0.0)	0.106 (2.1)	7.709 (4.0)	0.090 (0.4)	0.000 (0.0)	0.212 (0.8)	8.268 (0.3)	34.271 (1.8)	197.105 (1.6)
(아세안 10+3)	0.607 (15.8)	2.303 (33.4)	0.363 (7.3)	42.521 (22.0)	15.540 (77.4)	19.520 (0.9)	0.893 (3.5)	81.746 (3.3)	77.326 (4.0)	273.969 (2.2)
미국	0.458 (11.9)	1.046 (15.1)	2.305 (46.4)	41.378 (21.4)	1.516 (7.5)	689.007 (30.6)	13.027 (51.1)	748.736 (29.9)	0.000 (0.0)	1,852.424 (14.7)
EU15	1.203 (31.3)	0.870 (12.6)	0.461 (9.3)	66.878 (34.6)	1.285 (6.4)	829.481 (36.8)	5.374 (21.1)	905.551 (36.1)	936.102 (47.8)	8,763.623 (69.5)
(EU15 +미국)	1.661 (43.2)	1.916 (27.8)	2.766 (55.7)	108.256 (56.0)	2.800 (13.9)	1,518.488 (67.4)	18.401 (72.2)	1,654.288 (66.0)	936.102 (47.8)	10,616.047 (84.2)
기타	1.576 (41.0)	2.685 (38.9)	1.839 (37.0)	42.609 (22.0)	1.747 (8.7)	713.817 (31.7)	6.190 (24.3)	770.463 (30.7)	944.141 (48.2)	1,712.521 (13.6)
총투자 금액	3.8	6.9	5.0	193.4	20.1	2,251.8	25.5	2,506.5	1,957.6	12,602.5

주 : 1) 아시아는 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 싱가포르, 태국, 일본 및 한국의 합계

2) EU15는 오스트리아, 벨기에, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 아일랜드, 이탈리아, 룩셈부르크, 네덜란드, 포르투갈, 스페인, 스웨덴 및 영국으로 구성하였음

3) 중국은 홍콩을 포함한 수치임

4) ()안의 숫자는 총투자금액 대비 해당 국가의 투자비중 임

자료: IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey를 이용하여 계산함

<표 II-5>에서 알 수 있듯이 비국제화된 통화를 갖고 있는 아시아 국가들은 미래의 금융위기에 대비하여 막대한 외환보유고를 쌓아놓고 이를 아시아에 투자하기보다는 유동성이 높은 안전 자산인 미국 국채에 투자하고 있다. 글로벌 금융위기 이후 미국 달러의 가치하락에 대한 우려로 보유 비중은 점차 줄어들고 있지만 2009년 아시아국가들은 미국 국채 3조 달러 (46.4%)를 보유하고 있어 보유액은 증가하고 있음을 알 수 있다.

<표 II-5> 외국인 의 미국 국채 보유현황

(단위: 십억달러)

	2004/06	2005/06	2006/06	2007/06	2008/06	2009/06
중국	322.0	488.2	636.1	864.5	1,078.8	1,447.7
홍콩	60.8	64.7	75.1	81.2	96.2	202.3
인도네시아	17.2	11.5	11.6	18.3	11.7	24.6
일본	770.7	808.9	802.4	853.6	900.0	1,110.7
한국	81.5	108.0	111.5	113.5	100.1	97.5
말레이시아	9.1	11.2	15.1	23.0	30.8	30.1
필리핀	4.5	6.2	7.1	9.5	12.7	12.4
싱가포르	35.3	40.6	42.0	41.2	39.1	120.1
태국	9.0	16.5	15.5	20.6	31.2	28.3
아시아 합계	1,310.0 (52.7%)	1,555.8 (55.1%)	1,716.6 (55.2%)	2,025.5 (56.1%)	2,300.4 (54.4%)	3,073.7 (46.4%)
전세계 합계	2,486.2	2,823.0	3,111.6	3,607.4	4,226.5	6,629.6

주 : 미국 국채는 정부기관채(agency bond) 포함
 자료: US Department of the Treasury

따라서 아시아 잉여 자본이 역내에서 충분히 활용되지 못하는 이런 상황이 지속된다면 아시아 국가들의 경상수지 흑자로 미국의 경상수지 적자를 보전하는 글로벌 불균형(global imbalance) 문제를 해소하기가 어려울 뿐만 아니라 아시아 금융산업의 발전 기회도 놓칠 것이다.

다. 역내 국제채권시장의 미발달

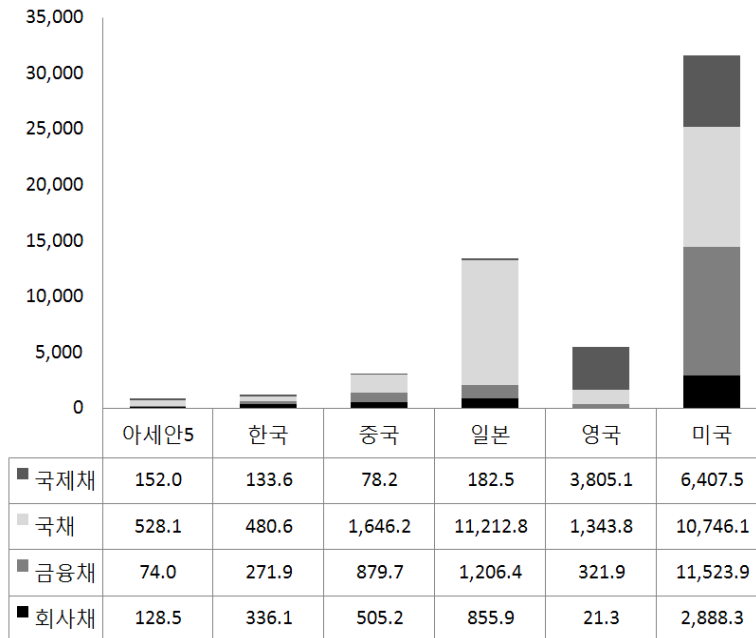
<그림 II-3>에서 보듯이 편리하고 유연한 미국 Rule 144A시장과 런던중심으로 발달된 유로채권시장의 경우, 거주자나 비거주자의 국경간 자금조달과 투자 거래가 용이하기 때문에 국제채권의 발행 잔액이 상대적으로 큰 것을 알 수 있다.⁶⁾ 특히 영국의 경우에는 유로채권시장 때문에 국제채권의 발행잔액이 국내채권시장의 발행잔액을 상회하고 있는 것을 알 수 있다. 국제채권144A시장은 미국 국내 적격기관투자자(Qualified Institutional Buyer: QIB)에게 증권을 판매할 때 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)의 까다로운 절차의 등록의무나 정보공시 의무가 면제되는 대신 간편한 공시 의무가 부과되는 유연한 채권시장이다. 그리고 거주자나 비거주자가 해당 통화발행국이 아닌 해외에서 그 해당통화로 채권을 발행하는 유로채권시장에서는 해당 통화발행 국가의 엄격한 규제를 받지 않기 때문에 국제자본시장협회(International Capital Market Association: ICMA)와 같은 자율규제기관이 거래 신뢰성과 안정성의 확보를 위해 자율규제를 제정하기도 한다.

6) 여기서 미국채권시장과 유로채권시장을 비교해보면 Peristiani and Santos (2008)는 규제완화와 단일화폐(유로)의 도입으로 유로채권시장은 경쟁력을 얻은 반면 미국채권시장은 경쟁력을 상실해가고 있다고 주장하고 있다. 그들의 실증분석에 따르면 아직도 발행비용은 미국채권시장에 비해 조금 높은 수준이지만 유로 채권시장의 비용 부담률은 빠른 속도로 줄어들고 있으며 미국 회사들은 미국 채권시장을 떠나 자율성이 높은 유로시장으로 옮겨가고 있다는 사실을 발견했다. 또한 유럽 기업들도 미국시장에서 다시 유로시장으로 돌아오고 있는 추세라고 분석하였다.

그러나 아시아 역내에는 이런 효율적인 국제채권시장이 발달되어 있지 않기 때문에 높은 역내 저축에도 불구하고 아시아 기업들은 역외의 선진 자본시장을 활용하고 있다고 할 수 있다.

<그림 II-3> 미국, 영국 및 아시아 채권시장(2010.09)

(단위: 십억달러)



주 : 1) 아세안5는 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 싱가포르 및 태국으로 구성되었음

2) 중국은 홍콩을 포함한 수치임

3) 발행잔액(outstanding)과 거주(residence) 기준

자료: BIS

III. 국경간 거래가 환율변동에 미치는 영향 분석

1. 국경간 외환거래와 환율변동성간의 관계
2. 해외채권발행과 환율변동성간의 관계

III. 국경간 거래가 환율변동에 미치는 영향 분석

1. 국경간 외환거래와 환율변동성간의 관계

가. 실증분석 모형

본 보고서는 아시아 채권시장의 발전방안으로 역내 자국통화표시 채권발행을 제안하였다. 그러나 아시아 금융위기를 겪은 이후, 아시아의 많은 정책당국자들은 만일 자국통화의 국경간 거래가 늘어나면, 통화가치의 변동성이 높아져 국내 금융시장이 불안정해질 수 있다는 명분으로 국경간 거래를 까다롭게 규제하는 등 통화의 국제화를 추진하지 않고 있다. 하지만 이런 정책당국자들의 우려에 대하여 실제 자료를 이용하여 이를 분석한 연구는 많지 않다. 따라서 본 연구는 BIS자료와 패널분석을 이용하여 자국통화의 국경간 거래가 자국통화의 안정성(환율변동성)에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 실증분석 모형은 다음과 같다.

$$\ln VER_{i,t} = \alpha + \beta D_{i,t} + \phi_1 \ln GDP_{i,t} + \phi_2 \pi_{i,t} + \phi_3 \ln GD_{i,t} + u_{i,t} \quad (1)$$

식(1)에서 각 변수의 정의는 다음과 같다. 우선 $VER_{i,t}$ 는 t 시점에서 i 통화환율의 변동성(volatility of exchange rates)을 나타내며 다음의 식을 이용하여 계산하였다.

$$VER_{i,t} = \frac{1}{12} \sum_{m=1}^{12} (ER_{i,m} - E[ER_i])^2 \quad (2)$$

식(2)는 환율의 분산을 계산하는 수식으로 월간자료를 이용하여 연간 분산을 계산하였다. 따라서 m 은 관측환율의 월지표를 나타낸다. 즉, 식(2)을 이용해 계산한 $VER_{i,t}$ 는 각 년도 환율의 분산이다.⁷⁾ 따라서 만일 분산의 값이 크면 해당통화의 변동성이 높고 반대로 분산의 크기는 작으면 해당통화의 변동성은 낮은 것이다. $D_{i,t}$ 는 t 시점 i 통화가 국내보다 해외에서 많이 거래될 경우 1의 값을 가지고 해외보다 국내에서 많이 거래될 경우 0의 값을 가지는 더미변수이다. $GDP_{i,t}$, $\pi_{i,t}$, $GD_{i,t}$ 는 각각 t 시점에서 i 통화국가의 총생산량, 물가상승률 및 정부총부채이며, 이 변수들은 Morris and Shin(1998)에서 언급한 경제적 기초여건들을 나타낸다. 마지막으로 $u_{i,t}$ 는 오차항을 나타낸다. 하지만 패널구조의 특성 상 오차항에는 각 통화의 특성을 나타내는 v_i 와 특정연도의 충격이 반영된 θ_t 가 포함될 수 있다. 우리는 이런 요소들을 적절하게 포착하기 위하여 오차항의 구조를 다음과 같이 설정하였다.

$$u_{i,t} = v_i + \theta_t + \epsilon_{i,t}, \quad \epsilon_{i,t} \sim N(0, V_i) \quad (3)$$

이때 $\epsilon_{i,t}$ 는 각 국가별로 분산이 다른 이질성을 가정한다. 따라서 이를 적절히 반영한 추정량을 얻기 위해 이분산(heteroskedasticity)을 고려한 고정효과모형을 이용한다.

7) Devereux and Lane(2003)은 환율변동성을 측정할 때 1계차분한 로그명목 환율의 표준편차를 이용하였다.

나. 자료

분석에 이용된 자료는 BIS와 IMF의 자료를 이용하여 구축하였다.⁸⁾ 이 중 환율과 외환거래는 BIS자료를 이용하였고, 경제 기초여건을 나타내는 변수로서 GDP, 정부총부채 및 물가상승률은 IMF자료를 이용하였다. 환율의 변동성은 BIS의 효율적 환율 지수를 이용하여 계산하였는데, 앞서 언급한바와 같이 월간 환율지수를 이용하였다. BIS의 효율적 환율 지수는 양방향 환율(bilateral exchange rates)의 기하평균을 이용하여 계산되는데, 양방향 환율과 달리 기준 국가를 지정하지 않아도 된다는 장점이 있다.⁹⁾ 따라서 본 보고서는 분석 대상에 US달러를 포함하였다.

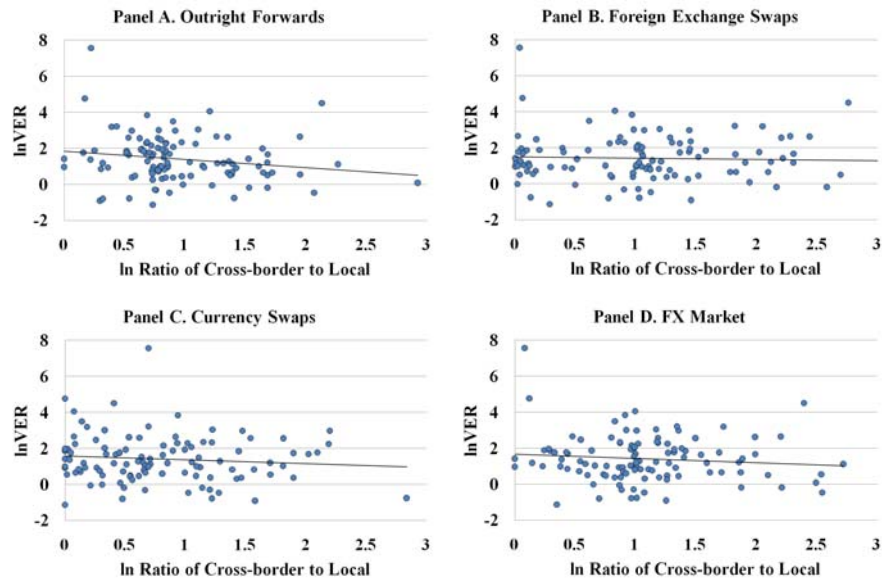
외환거래 자료는 BIS에서 3년마다 실시하는 중앙은행조사(Triennial Central Bank Survey)중 2001년부터 2010년까지 총 4번의 조사를 이용하였다. 본 조사는 조사에 참여하는 중앙은행으로부터 외환시장(외환현물거래, 외환선물거래, 외환스왑, 통화스왑 및 기타 등)에서 거래되는 총량을 수집하여 보고한다. 보고 방식은 국가별 및 통화별로 나뉘지고, 이는 다시 국내거래와 국경간 거래로 나뉜다. 그러나 국가별 거래의 경우 국내거래 및 국경간 거래 시 어떤 통화(달러, 유로 혹은 엔화 등)로 거래를 했는지 알 수 없기 때문에 실증분석에서는 제외하였다. 따라서 분석에는 통화별 거래량만을 이용하였고 이용된 통화의 국가는 27개(유로, 호주, 브라질, 캐나다, 중국, 체코, 덴마크, 헝가리, 인도, 인도네시아, 일본, 한국, 멕시코, 대만, 뉴질랜드, 노르웨이, 필리핀, 폴란드, 영국, 러시아, 싱가포르, 남아프리카공화국, 스웨덴, 스위스, 태국, 터키 및 미국)이다.

8) 분석에서 사용한 자료의 기초통계량은 부록을 참조하길 바란다.

9) Devereux and Lane(2003)은 양방향 명목환율을 이용하였는데, 이들은 특정 국을 i 로 지정하고 상대국을 j 로 표시하여 환율의 변동성을 계산하였다.

IMF자료로부터 얻은 통제변수들, GDP, 물가상승율 및 정부총부채의 정의는 다음과 같다. 우선 GDP와 정부총부채는 PPP(purchasing power parity)기준으로 작성된 자료를 이용하였고¹⁰⁾, 물가상승율은 전년대비 물가상승율의 %값을 이용하였다.

<그림 III-1> 국경간 외환거래와 환율변동성간의 상관관계



자료: BIS, IMF

실증분석에 앞서 <그림 III-1>¹¹⁾을 통해 국경간 외환거래와 환율변동성간의 단순상관관계를 살펴보면, 선물계약, 외환스왑 그리고 통화스왑에서 자국 통화의 해외사용이 많을수록 환율변동성이 낮은 것으로 나타

10) Devereux and Lane(2003)은 PPP기준으로 작성된 1인당 GDP를 통제변수로 이용하였다.

11) 연도별 상관관계는 부록의 <그림 부록-1>을 참조하라.

났다. 또한 선물계약, 외환스왑 및 통화스왑의 총합으로 표시한 외환시장(FX Market)에서도 통화의 해외사용이 많을수록 환율변동성이 낮은 것으로 나타났다. 따라서 단순상관관계만을 놓고 봤을 때 자국통화의 국경간 사용은 환율의 변동성을 높이기보다는 오히려 환율의 변동성을 낮추는 것으로 보인다.

다. 분석결과

<표 Ⅲ-1~4>에서는 선물, 스왑, 통화스왑, 외환시장에서 국경간 외환거래가 환율변동성에 미치는 효과를 분석하여 정리하였다.¹²⁾ 분석결과에 따르면 통화정책당국의 우려와는 달리 국경간 외환거래가 많다고 해서 환율의 변동성이 높아지는 않았으며, 반대로 환율의 변동성이 낮아지는 것으로 나타났다. 이는 큰 규모의 외환시장이 환율의 변동성을 낮춰 자국통화의 안정성에 기여한다고 볼 수 있다. 따라서 외환시장을 인위적으로 규제하는 것은 시장의 효율성을 떨어뜨릴 뿐만 아니라 시장의 발전도 저해한다. 또한 기타 통제변수들을 차례로 투입한 위계적(hierarchical) 회귀결과에서도 <표 Ⅲ-3>의 통화스왑시장을 제외하고는 국경간 외환거래와 환율의 변동성 간의 관계는 일관되게 음(-)의 값을 보이고 있다.

다른 결과들과 달리 통화스왑시장을 분석한 <표 Ⅲ-3>에서는 국경간 외환거래의 추정된 계수가 양(+)의 값을 보였으나, 통계적 유의성은 나타나지 않았다. 이는 통화스왑시장에서 국경간 거래가 많은 통화와 국내 거래가 많은 통화간의 환율변동성의 평균적 차이가 없음을 의미한다. 즉, 국경간 거래가 환율변동성을 높이지 않는다는 것을 시사한다.

12) 기초통계는 부록의 <표 부록-1>을 참조하라.

그리고 경제적 기초여건을 나타내는 GDP, 물가상승률 및 정부총부채 중 GDP와 물가상승률이 일관되게 유의한 결과를 보였다. GDP 즉, 경제 규모가 큰 경우에는 환율 변동이 낮은 것으로 나타났으나, 물가상승률이 높은 경우에는 자국통화의 신뢰성에 대한 우려로 환율 변동성이 높아지는 것으로 나타났다. 한편, 정부총부채의 경우에도 정부부채가 커질수록 자국통화의 신뢰성이 떨어져 환율변동성에 미치는 효과가 양(+의 관계)로 나왔으나, 통계적 유의성은 없었다.

<표 III-1> 외환선물시장에서 국경간 외환거래가 환율변동성에 미치는 효과

변수명	I	II	III	IV
상수항	2.2519 *** (0.4034)	17.2577 *** (5.5631)	19.1606 *** (5.0022)	16.6656 *** (5.1383)
국경간 거래	-0.8750 *** (0.1714)	-0.7907 *** (0.1771)	-0.7321 *** (0.1694)	-0.7828 *** (0.1737)
GDP		-2.4971 *** (0.9180)	-2.8847 *** (0.8283)	-2.9556 *** (0.8087)
물가상승률			0.0957 *** (0.0179)	0.0901 *** (0.0181)
정부총부채				0.5479 (0.3445)
χ^2 통계량	164.63	189.75	259.62	256.62
관측치	108			

- 주: 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%의 통계적 유의수준을 나타내며 ()안의 숫자는 표준오차를 나타냄
 2) 국경간 거래는 만일 해당 통화가 해당 지역보다 해외에서 더 많이 거래될 경우 1의 값을, 반대의 경우라면 0의 값을 가지는 더미변수임
 3) 모든 모형은 통화더미 및 연도더미를 포함하여 분석하였음
 4) 관측치는 4년도의 27개국 통화임

<표 III-2> 외환스왑시장에서 국경간 외환거래가 환율변동성에 미치는 효과

변수명	I	II	III	IV
상수항	1.6362 *** (0.4746)	23.2307 *** (6.3153)	21.3363 *** (5.7191)	19.6027 *** (5.8355)
국경간 거래	-0.4802 * (0.2812)	-0.7120 ** (0.3072)	-0.3147 (0.3290)	-0.3661 (0.3409)
GDP		-3.5223 *** (1.0253)	-3.3394 *** (0.9275)	-3.4477 *** (0.9286)
물가상승률			0.0963 *** (0.0224)	0.0899 *** (0.0232)
정부총부채				0.4488 (0.3796)
χ^2 통계량	113.40	156.32	205.21	198.85
관측치	108			

- 주: 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%의 통계적 유의수준을 나타내며 ()안의 숫자는 표준오차를 나타냄
 2) 국경간 거래는 만일 해당 통화가 해당 지역보다 해외에서 더 많이 거래될 경우 1의 값을, 반대의 경우라면 0의 값을 가지는 더미변수임
 3) 모든 모형은 통화더미 및 연도더미를 포함하여 분석하였음
 4) 관측치는 4년도의 27개국 통화임

<표 III-3> 통화스왑시장에서 국경간 외환거래가 환율변동성에 미치는 효과

변수명	I	II	III	IV
상수항	1.1251 *** (0.3777)	20.9828 *** (6.0715)	20.1689 *** (5.5460)	19.0958 *** (5.7784)
국경간 거래	0.0640 (0.1933)	0.1200 (0.1778)	0.1335 (0.1688)	0.0842 (0.1790)
GDP		-3.2789 *** (0.9986)	-3.2172 *** (0.9116)	-3.3579 *** (0.9053)
물가상승률			0.1025 *** (0.0204)	0.0984 *** (0.0212)
정부총부채				0.3608 (0.3714)
χ^2 통계량	104.62	140.20	205.78	203.41
관측치	108			

- 주: 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%의 통계적 유의수준을 나타내며 ()안의 숫자는 표준오차를 나타냄
 2) 국경간 거래는 만일 해당 통화가 해당 지역보다 해외에서 더 많이 거래될 경우 1의 값을, 반대의 경우라면 0의 값을 가지는 더미변수임
 3) 모든 모형은 통화더미 및 연도더미를 포함하여 분석하였음
 4) 관측치는 4년도의 27개국 통화임

<표 III-4> 외환시장에서 국경간 외환거래가 환율변동성에 미치는 효과

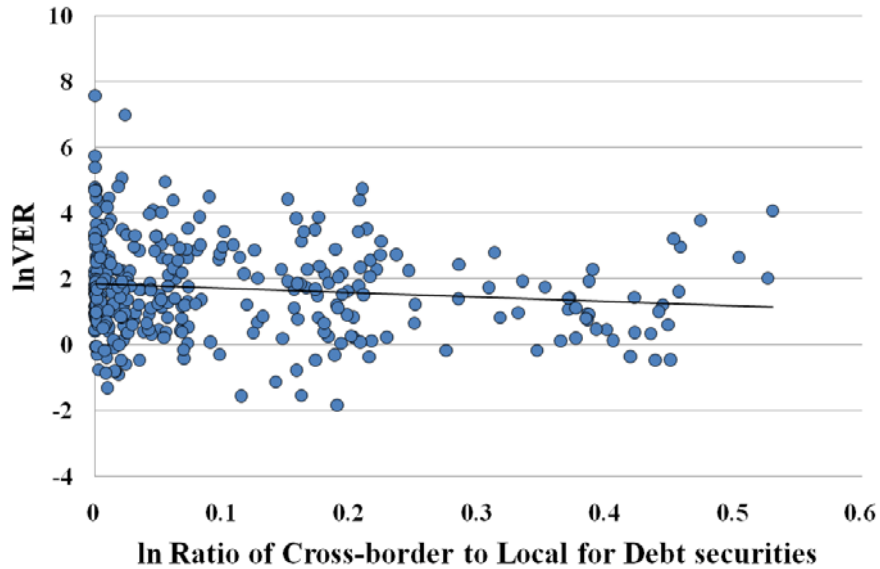
변수명	I	II	III	IV
상수항	1.8754 *** (0.4441)	23.2791 *** (5.7145)	23.0554 *** (5.3078)	21.3803 *** (5.4027)
국경간 거래	-0.6996 *** (0.2163)	-0.9151 *** (0.2321)	-0.7258 *** (0.2318)	-0.7729 *** (0.2252)
GDP		-3.4977 *** (0.9279)	-3.5427 *** (0.8632)	-3.7113 *** (0.8517)
물가상승률			0.0833 *** (0.0218)	0.0764 *** (0.0218)
정부총부채				0.5060 (0.3259)
χ^2 통계량	122.55	165.44	215.99	216.86
관측치	108			

- 주: 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%의 통계적 유의수준을 나타내며 ()안의 숫자는 표준오차를 나타냄
 2) 국경간 거래는 만일 해당 통화가 해당 지역보다 해외에서 더 많이 거래될 경우 1의 값을, 반대의 경우라면 0의 값을 가지는 더미변수임
 3) 모든 모형은 통화더미 및 연도더미를 포함하여 분석하였음
 4) 관측치는 4년도의 27개국 통화임

2. 해외채권발행과 환율변동성간의 관계

본 절에서는 앞선 분석의 연장선상으로 자국통화표시 해외채권의 발행이 환율 불안정에 기여하는지 여부를 검정한다.

<그림 III-2> 해외채권발행 비율과 환율변동성의 상관관계



자료: BIS

우선 분석에 앞서 자국통화표시 해외채권발행 비중¹³⁾과 환율변동성 간의 상관관계¹⁴⁾를 보면(<그림 III-2> 참조), 앞서 분석한 외환시장과 마찬가지로 자국통화표시 해외채권발행의 비중이 높다하더라도 환율변동성이 커지는 않았다. 따라서 우리의 가설이 맞는다면 해외채권발행도 환율의 변동성을 높이지 않을 것이다. 분석모형은 다음과 같다.

$$\ln VER_{i,t} = \alpha + \psi B_{i,t} + \phi_1 \ln GDP_{i,t} + \phi_2 \pi_{i,t} + \phi_3 \ln GD_{i,t} + u_{i,t} \quad (4)$$

13) 자국통화표시 해외채권발행의 비중은 비중=해외채권발행/(해외채권발행+국내채권발행)으로 계산하였다.

14) 부록의 <그림 부록-2>에 글로벌 금융위기 전의 상관관계가 제시되었다.

본 모형과 앞선 모형과의 차이점은 외환시장의 더미변수 대신 채권시장의 더미변수를 이용한 것이다. 채권시장의 더미변수는 다음과 같이 정의된다.

$$B_{i,t} = \begin{cases} 1 & \text{if } RB_{i,t} \geq RB_{US,t} \\ 0 & \text{if } RB_{i,t} < RB_{US,t} \end{cases}$$

여기서 $B_{i,t}$ 는 1과 0의 값을 가지는 더미변수이고, $RB_{i,t}$ 는 t 시점에서 i 통화의 해외채권발행 비중이고, $RB_{US,t}$ 는 t 시점에서 US달러표시 해외채권발행 비중이다. 즉, 만일 t 시점에서 특정국가의 자국통화표시 해외채권발행 비중이 미국의 US달러표시 해외채권발행 비중보다 크거나 같다면 1의 값을 가지고, 반대로 작다면 0의 값을 가진다. 분석에 이용된 더미변수는 다음의 의미를 내포한다. US달러는 기축통화이기 때문에, 만일 자국통화표시 해외채권의 발행이 규제된다면, 이 국가들은 채권발행을 위해 US달러로 채권을 발행하려 할 것이다. 따라서 자국통화표시 해외채권의 발행비중이 US달러표시 채권보다 높은 국가들은 자국통화표시 채권발행이 활발히 이루어지고 있는 국가라고 정의할 수 있다.

위의 식(4)에서 만일 자국통화표시 해외채권의 높은 비중이 환율불안정에 기여한다면 추정된 계수는 $\psi > 0$ 의 값을 가지고, 반대로 환율불안정에 기여하지 않는다면 $\psi \leq 0$ 의 값을 가질 것이다. 추정방법은 외환시장 분석과 동일하게 이분산을 고려한 고정효과 모형을 이용한다.

본 분석에 이용된 채권비중은 외환시장과 마찬가지로 BIS자료를 이용하여 구하였다. 본 자료는 외환시장 자료와 달리 상당히 긴 시계열을 가지고 있으나, 유로화의 정상적 유통을 고려하여 2000년부터 2010년까지 30국의 통화(아르헨티나, 호주, 브라질, 캐나다, 칠레, 중국, 대만, 체코, 덴

44 아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구

마크, 유로, 헝가리, 인도, 인도네시아, 일본, 한국, 말레이시아, 멕시코, 뉴질랜드, 노르웨이, 필리핀, 폴란드, 러시아, 싱가포르, 남아프리카 공화국, 스웨덴, 스위스, 태국, 터키, 영국 및 미국)를 이용하였다. 해외채권은 자국통화로 표시된 국제채권(international debt securities)이고, 국내채권은 국내거주자가 자국통화로 발행한 채권의 총액으로 모두 US달러로 표시되었다. 본 자료는 분기별로 제공되기에 연간 분석을 위해 우리는 해당분기의 평균값을 이용하였다. 단, 2010년의 경우 해외채권은 4분기까지 자료가 제공되나 국내채권은 3분기까지만 자료가 제공된다. 따라서 해외채권 역시 3분기까지만 자료를 이용한다. 그 외 통제변수들인 GDP, 물가상승률 및 정부총부채 역시 2000년부터 2010년까지 연간 자료를 이용한다.

<표 III-5>의 추정결과¹⁵⁾를 보면 모든 모형에서 자국통화표시 해외채권발행은 환율변동성을 낮추는 것으로 나타났다. 앞에서의 논의대로 추정된 계수가 $\psi \leq 0$ 의 값을 보였기 때문에, 자국통화표시 해외채권발행은 환율변동성에 큰 영향을 미치지 않는 것으로 판단된다. 왜냐하면 자국통화표시 해외채권은 해당 국가의 통화로 발행되고, 결제가 이루어지기 때문이다. 즉, 자국통화로 채권 발행 및 결제가 이루어지기 때문에 환율 변동성을 높이지 않는 것으로 보인다. 그리고 앞선 외환모형과의 차이점은 정부총부채가 환율 불안정을 높이는 효과가 통계적으로 유의하게 나타난 것이다.

15) 기초통계는 부록의 <표 부록-2>을 참조하라.

<표 III-5> 해외채권발행이 환율변동성에 미치는 효과

변수명	I	II	III	IV
상수항	2.3572 *** (0.4914)	16.6012 *** (4.5704)	16.2109 *** (4.4783)	9.4177 ** (4.4057)
자국통화표시 해외채권발행	-0.8619 * (0.4399)	-0.8865 ** (0.4390)	-0.8686 ** (0.4312)	-0.7407 * (0.3802)
GDP		-2.3512 *** (0.7506)	-2.3192 *** (0.7355)	-2.3062 *** (0.6962)
물가상승률			0.0472 *** (0.0164)	0.0291 * (0.0162)
정부총부채				1.2194 *** (0.2244)
χ^2 통계량	387.38	396.99	408.10	475.16
관측치	330			

- 주: 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%의 통계적 유의수준을 나타내며 ()안의 숫자는 표준오차를 나타냄
 2) 자국통화표시 해외채권발행은 만일 해당 연도의 자국통화표시 해외채권발행 비중이 미국의 해외채권발행 비중보다 크거나 같다면 1의 값을 가지고, 그렇지 않다면 0의 값을 가지는 더미변수임
 3) 자국통화표시 해외채권발행 중 1에 포함되는 국가들은 유로, 호주, 체코, 뉴질랜드, 스위스, 영국 및 미국임
 4) 모든 모형은 통화더미 및 연도더미를 포함하여 분석하였음
 5) 관측치는 11개년도의 30개국 통화임

IV. 아시아 국경간 채권시장의 발전방안

1. 아시아 채권시장의 발전방향
2. 조화(harmonization)와 통합(integration)
3. 아시아 국경간(국제) 채권시장의 설립

IV. 아시아 국경간 채권시장의 발전방안

앞서 지적한 문제점들 즉, 낮은 유동성의 소규모 채권시장, 역내 저축의 낮은 활용도, 국제채권시장의 부재 등의 문제점을 해소하기 위해서는 국경간 금융중개기능을 강화하고 일정 규모와 높은 유동성을 갖춘 아시아채권시장으로 발전시키는 것은 중요하다. 이런 국경간 채권시장은 점차로 통합되어 가는 아시아 역내의 실물경제를 뒷받침하고 아시아 저축을 역내에서 보다 효율적으로 순환시켜 글로벌 불균형(global imbalance) 문제를 해소하기 위해서도 필요하기 때문이다.

미달러에 대한 의존도를 줄이고 아시아 저축을 역내에서 보다 활용하기 위해서는 아시아통화로 국경간 채권발행과 거래가 활발하게 이뤄져야 할 것이다. 그러나 아시아 각국은 자국통화의 안정을 위해 자본의 이동과 통화에 대해 엄격하게 규제를 하고 있어 국경을 넘어 해당국가 통화로 채권을 발행하거나 거래하는 것을 규제하고 있다.

실증분석 결과에서 알 수 있듯이 국경간 거래의 활성화가 환율변동성을 높이기보다는 오히려 환율 안정에 기여하기 때문에 아시아통화로 국경간 채권발행과 투자를 촉진할 수 있는 국제채권시장의 창설을 제안하고자 한다.

국제채권시장의 창설을 통해 역내 자금이 풍부한 국가에서 자금이 부족한 국가로 자유롭게 이동할 수 있고 아시아 기업들도 통화 불일치에 의한 환리스크를 줄이면서 자유롭게 자금조달을 할 수 있다. 이런 관점에서 아시아의 다양성과 현실을 고려한 아시아 채권시장의 발전 전략과 시장 통합방법 그리고 실현가능한 아시아 공통의 국제채권시장 창설방안에 대해서 검토하고자 한다.

1. 아시아 채권시장의 발전방향

아시아 국가들의 경제규모나 발전단계가 상이하기 때문에 <그림 IV-1>과 같이 각국의 상황을 고려한 채권시장 발전 전략이 필요하다. 시장 발전 단계를 나눠서 아시아 채권시장 발전 전략을 검토해 보면, 첫째로 발전 초기단계에서는 국내 저축을 활용하고 통화와 만기의 불일치 문제를 해소하기 위해서 무엇보다도 각국의 국내 채권시장을 발전시켜야 한다. 그리고 국내 채권시장의 발전 순서를 보면 먼저 다양한 만기와 이자 구조의 국채시장을 발전시켜 다른 채권의 가격평가에 지표가 되는 기준 수익률 곡선(benchmark yield curve)을 형성한 뒤에 회사채 시장을 육성하는 것이 통상적이다.

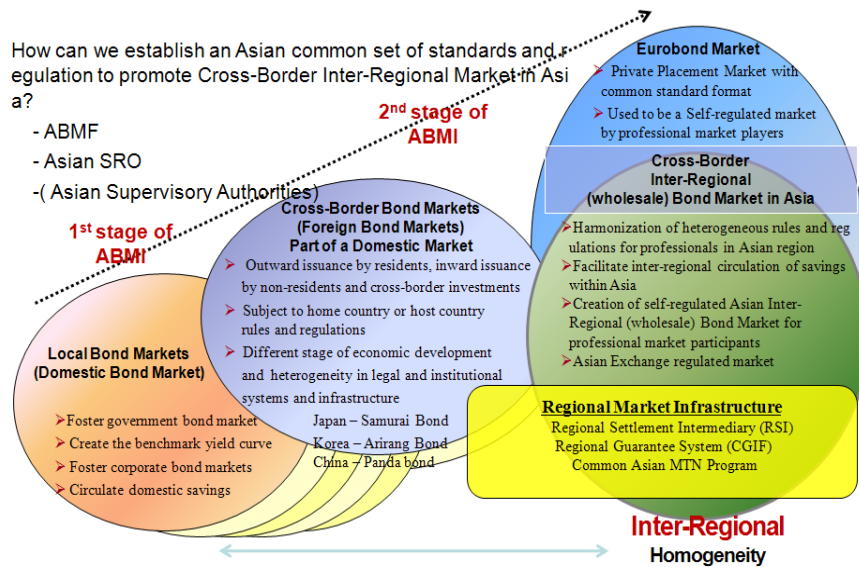
다음 단계로는 거주자의 해외 발행과 투자 그리고 비거주자의 국내 발행 및 투자를 허용하여 국경간 거래를 촉진시켜 역내의 높은 저축을 활용해야 한다. 그러나 각국의 상이한 채권발행과 거래제도 그리고 상이한 시장관행으로 국경간 거래가 제한을 받아 아시아에 역내의 저축을 유효하게 활용하는 시장 메카니즘이 부재한 것이 현실이다.

마지막으로 각국의 상이한 규제나 시장관행을 뛰어 넘어 아시아 통화로 채권발행과 거래가 이뤄질 수 있는, 유로채권시장과 같은 자본이동이 자유로운 역외시장(off-shore market) 육성이나 각국 시장의 통합을 생각해 볼 수 있다. 아시아 기업들은 이런 역내의 통합된 채권시장에서 저비용으로 자금을 조달하고 투자자들은 아시아 통화 표시 채권 투자에 보다 자유롭게 접근할 기회를 얻을 수 있을 것이다.

여기서 유의해야 할 점은 국제 금융시장이 점점 통합되어가는 추세이기 때문에 국경간 거래 촉진이나 시장 통합을 고려하여 국내시장 발전에 노력해야 한다는 것이다.

현재 아시아채권시장육성 이니셔티브(ABMI) Task Force3 하에 ASEAN+3국가들의 정부부문과 민간 시장관계자들이 참여하여 채권 발행 및 거래의 시장관행과 규제 조화와 표준화를 위한 논의와 의견 교환의 장으로 ASEAN+3 Bond Market Forum(ABMF)을 설립하였다. 그리고 이런 역내 시장의 공통 인프라로서 초기 자본금 7억불 규모의 역내 보증기구(Credit Guarantee and Investment Facility: CGIF)가 설립되었고 역내 예탁결제기구(Regional Settlement Intermediary: RSI), 동아시아의 자율규제기관(self regulatory organization: SRO), 역내신용평가기구(New International Credit Rating Agency: NICRA)에 대한 논의도 진행 중이다.

<그림 IV-1> 아시아 채권시장의 발전 전략



자료: Hyun and Inukai (2010), ABMF

2. 조화(harmonization)와 통합(integration)

아시아 각국의 소규모 채권시장의 한계를 뛰어 넘어 규모의 경제와 높은 유동성을 향유할 수 있도록 시장 통합의 노력이 필요하다. 또한 이런 통합된 시장에서는 단일 규범과 기준 하에 채권을 발행할 수 있기 때문에 다양한 규제 하에서 발생하는 발행 및 거래비용의 절감과 투자 기회의 확대 등으로 시장의 통합이익을 얻을 수 있다.

그러나 일부 아시아 국가들은 아직도 규모가 매우 작으며 발전 초기 단계의 채권시장에 머물고 있기 때문에 이러한 아시아 시장의 사회적·경제적 다양성과 이질성을 고려한다면 분할된 각국 채권시장을 표준화하고 조화시키는 데는 엄청난 시간과 자원을 필요로 한다. 따라서 아시아 국가들이 직면한 문제점들을 어떻게 효과적으로 극복하고 아시아 채권시장을 통합할 것인지에 대하여 살펴보고자 한다.

우리나라 정부는 2005년 ASEAN+3 재무장관회의에서 통합된 동아시아 채권시장 창설의 비전과 로드맵(roadmap)으로서 아시아채권시장 표준(Asian Bond Standard: ABS)을 제안하였다. ABS에서는 각국 채권시장을 발전시키고, 이들을 아시아 공통의 표준을 통하여 조화(harmonization) 시킴으로 통합된 채권시장을 만드는 역내시장 통합(onshore market integration) 접근방법을 주장하였다. 그러나 Scott(2007)은 이에 대하여 아시아 각국의 상이한 경제규모나 발전정도 그리고 법규제, 시장 인프라, 언어 등의 다양성을 고려한다면 이러한 방법은 강력한 정치적 의지가 없다면 불가능하다고 지적하며 역외시장(offshore market)의 창설을 제안했다.

<표 IV-1>과 같이 아시아채권시장 통합의 비용과 이득을 비교해 볼 때 Scott은 표준화된 하나의 기반을 통한 역외 통합이 각국의 상이한 법규제 조화를 강조하는 역내시장 통합보다 유리하다고 주장하였다. 아시

아에는 유럽과는 달리 정치적 의사결정 기구가 없기 때문에 역내 시장 통합의 경우 아시아의 모든 국가들의 규제를 조화시키는 것은 정치적으로 어려우며 법시행에도 어려움이 따른다.

따라서 특정국의 규제에 따르거나 각국의 규제를 조화하기 보다는 아시아 고유의 공통된 표준(Asian Standard)¹⁶⁾을 제정하여 시장참가자의 자율규제에 의거한 유연한 역외 시장을 설립함으로써 시장 거래의 효율성을 촉진할 수 있다.

<표 IV-1> 역내 통합과 역외 통합의 비교

	역내 통합	역외 통합
비용	낮음 (모두 같은 규제 적용)	낮음 (모두 같은 규제 적용)
정치적 어려움	매우 높음	보통
법시행 어려움	높음	낮음
유연성	낮음	높음
통합	조화 (상향식 접근)	표준화 (하향식 접근)

자료: Hyun (2010)

16) 여기서 아시아 고유의 표준은 아시아에만 적용되는 것이 아니라 아시아 국가들에 의해 제안되어 유럽의 금융상품투자지침(Market in Financial Instrument Directive: MiFID)이나 미국 중심의 글로벌 스탠다드를 포함할 수 있는 표준을 말한다. 2007년 유럽연합(EU)은 EU지역 내의 단일금융시장 조성 및 투자자 보호를 목적으로 금융상품투자지침을 발표하였다.

Inukai(2008)도 아시아의 전문 시장참가자들만이 참여하는 아시아 역내 채권시장(Asian Inter-regional Professional Securities Market)창설을 주창함으로써 아시아 공통의 역외 채권시장의 필요성과 가능성을 제시하였다.

이런 시장통합에 있어서 국채시장은 각국의 재정정책이나 통화정책과 연관되어 금융재정 및 거시경제의 안정을 도모하여 계속적으로 국채 발행에 좋은 경제 여건을 형성해야 하기 때문에 각국의 국채시장을 통합하는 데에는 어려움이 따른다. 따라서 먼저 회사채시장의 역외통합(off-shore integration)으로 국경간 채권발행과 투자를 촉진해야 한다. 이런 역외통합(off-shore integration)의 경우 각국의 서로 다른 규제들을 조화할 필요 없이 공통의 국제채권시장을 효과적으로 형성할 수 있기 때문이다.

3. 아시아 국경간(국제) 채권시장의 설립¹⁷⁾

앞서 살펴 본대로 Rule 144A시장의 경우 미국 자본시장에서 글로벌 기업 등 비거주자의 채권 발행의 큰 장애가 되었던 까다로운 공시의무(disclosure requirement) 면제와 적격기관투자자(QIB)제도를 통해 글로벌 기업들이 자본을 자유롭게 조달할 수 있도록 하고 있다.

이렇게 공시의무를 면제한 대신 Rule 144A시장의 경우 발행 기업들은 자신들의 경영과 재무 상태에 관한 정보를 간략하게 제공하고 기관

17) 본 절의 제안은 필자의 ADB TA 보고서 Harmonization of Bond Standards in ASEAN+3의 제3장 "Towards establishment of a common corporate bond market for the region"을 바탕으로 작성하였다.

투자자의 경우 주어진 정보와 경험으로 충분한 투자판단 능력이 있고 필요한 경우 추가 정보를 요구할 수 있기 때문에 시장 참가자들은 Rule 144A시장에서 까다로운 규제 없이도 어느 정도의 채권발행의 편리성과 투자자 보호를 달성하고 있다.

따라서 아시아 잉여 자본을 역내에서 활용하기 위해서는 미국 144A 시장이나 유로채권시장과 같은 국제채권시장의 편리성과 유연성을 갖춘 아시아 역내의 국제채권시장의 창설이 필요하다. 이를 위해서는 <그림 IV-2>처럼 다음 세가지 핵심 요건을 갖춘 아시아 공통의 국제채권시장 설립을 제안하고자 한다.

첫째, 시장의 형태는 역외 사모시장 형태가 적합하다.¹⁸⁾ 이는 강력한 정치적 의지나 의사결정기구가 없는 아시아에서 아시아 각국의 상이한 법과 규제를 조화시키기 보다는 특정 국가의 법이나 규제에 제한되지 않는 거래 당사자 간의 계약형태(peer to peer basis contract)인 역외 사모시장을 설립함으로써 각국의 다양한 공시의무나 규제의 차이에서 오는 문제점을 극복할 수 있기 때문이다.

둘째, 시장 참가자 범위를 전문 투자자(professional investor)와 우량 발행기업으로 한정해야 한다. 이는 시장 참가자를 전문 투자자와 우량 발행기업으로 제한함으로써 국내시장 위축이나 역외시장으로 대체될 것이라는 우려를 해소함과 동시에 규제 완화로 인한 부작용을 최소화시킬 수 있기 때문이다. 또한 전문 시장참가자들의 전문성과 풍부한 경험을 바탕으로 자율규제를 제정하여 역외시장에서의 거래의 신뢰성과 안정성을 확보할 수 있다. 따라서 시장 참가자의 자격을 발행 기업의 경우 준

18) 공모(public placement)의 경우 다수의 투자자 보호를 목적으로 유가증권 신고서 제출이나 투자설명서(prospectus)가 요구되는 까다로운 공시의무가 부과되나 투자자 보호의 필요성이 낮은 소수의 투자자나 적격기관투자자를 상대를 하는 사모(private placement)의 경우에는 공시의무가 면제되거나 간략화 된다.

정부(공기업)기관이나 우량 기업들 그리고 충분한 자본력과 판단능력이 있는 기관투자자들로 제한할 필요가 있다. 이 시장에서는 공시를 면제하거나 간략화하기 때문에 투자자 보호를 약화시킬 수 있는 우려를 해소하기 위해서라도 최우수 발행 기업들로 구성할 필요가 있다.

셋째, 아시아통화 표시 채권의 발행을 원활히 하기 위해서는 참가국의 통화는 부분 자유화하여 역외(off-shore)거래를 허용할 필요가 있다.¹⁹⁾ BIS Triennial Central Banking Survey 자료를 활용한 Tsuyuguchi and Wooldridge(2008)의 분석에 따르면 홍콩과 싱가포르를 제외한 대부분의 아시아 국가들은 자국통화를 엄격하게 규제함으로써 선진국 통화에 비해 역내(on-shore)거래에 집중되어 있는 실정이다. 이는 자국 통화의 국제화를 막고자 하는 아시아 국가들의 정책의 결과라고 할 수 있다.

그러나 실증분석결과를 보면 국경간 거래는 환율의 변동성을 높이기 보다는 외환시장의 규모가 커지면 환율 안정에 기여한다는 사실을 발견하였다. 오히려 이런 규제는 효율적인 외환시장의 발전을 저해할 뿐만 아니라 외환 리스크 헤지가 어렵게 되어 아시아 통화 채권시장의 발전 뿐만 아니라 역내 시장 통합을 저해하는 요인이 되기도 한다.

따라서 먼저 제한적인 범위 내에서 편리성과 유연성을 갖춘 국제채권시장의 설립을 추진하여 정책당국의 우려를 최소화하며 큰 정책적 결점 없이도 원하는 방향으로 진행해 가는 것이 필요하다. 또한 향후 아시아 공통의 시장을 창설하기 위해서 전문투자자 및 우수 발행 기업들의 공통된 구체적인 참가자격의 기준에 대한 논의도 필요하다.

19) 예를 들면 CMI에서 체결된 자국통화 스왑총액의 일정 범위 내에서 해당 국가의 무역거래나 현지사업투자 등의 실수요에 의거하여 해당국 통화로 비거주자의 채권발행을 허용하는 것도 생각해 볼 수 있다.

<그림 IV-2> 아시아 공통의 국경간(국제)채권시장



자료: Hyun (2010)

아시아 각국의 상이한 경제 발전 수준 때문에 역내의 활발한 금융거래와 금융통합을 효과적으로 실현하기 위해서는 보다 유연한 접근방법이 필요하다. 예를 들면 초기 단계에서는 비슷한 금융 발전 수준을 가진 한국, 일본, 싱가포르, 홍콩(중국) 등의 참가국에서부터 시작하여 점차적으로 대상국을 확대해 나가 아시아 공통의 채권시장을 형성해 나가는 것이 아시아의 경제적 사회적 다양성을 고려한다면 보다 현실적이라고 생각한다.

그리고 참가국이 동의한 핵심기준(core standard)은 약간의 유연성을 갖고 모든 회원국에게 같은 방식으로 적용하되, 각국의 경제 환경과 발전 양상을 고려하여 단계적으로 적용하며 당장 핵심기준을 적용하지는 못하지만 앞으로 적용할 국가들은 반드시 일정과 계획을 제시하여 단계적으로 자유화를 추진해 나아가도록 해야 한다. 이러한 방식으로 차츰 참가국의 범위를 넓혀 아시아 공통의 국제채권시장을 구축해 나가는 것이다.

<표 IV-2> 단계적 적용

	1 단계	2 단계
참가국	선진국	개도국으로 확대
발행인	준정부 기관	민간 우량기업
투자자	전문 투자자	

자료: Hyun et al (2010), ADB

V. 요약 및 정책적 시사점

V. 요약 및 정책적 시사점

1997년 금융위기 이후 아시아 국가들은 금융위기 재발 가능성을 낮추고 역내 저축을 보다 효율적으로 활용하기 위해 아시아 채권시장 발전을 위해 노력해 왔지만 최근 글로벌 금융위기에서 보듯이 아시아 채권시장은 역내 잉여 저축을 역내 투자로 효과적으로 활용할 만큼 발전했다고 보기는 어렵다. 이는 여러 요인들이 있겠지만 앞서 살펴 본 각국의 국경간 채권발행과 거래를 저해하는 많은 장애 요인과 은행 차입에 대한 높은 의존도, 소규모 동아시아 채권시장 그리고 국경간 거래를 촉진할 수 있는 국제채권시장의 부재 등의 문제에서 기인하다고 볼 수 있다.

따라서 각국의 국내 채권시장 발전과 동시에 국경간 금융중개 기능을 보다 강화할 수 있는 역내 공통의 국제채권시장의 창설이 필요하다. 이를 위해 동아시아 국가간 긴밀한 정책협조와 금융협력이 더욱 요구된다. 그리고 이런 국제채권시장이 국내 채권시장의 발전과 상충(trade-off)되지 않도록 역외시장 참가자들을 일정기준의 자격을 갖춘 우량기업들과 전문투자자로 한정할 필요가 있다. 또한 기존 유로채권시장에서는 거래되지 않는 아시아 국가들도 아시아 공통의 채권시장에서는 채권이 발행될 수 있도록 해당 통화의 부분 국제화를 허용하는 것도 아시아통화 표시 채권시장의 발전에 공헌할 것으로 기대한다.

최근 역내의 움직임을 보면 중국은 위안화로 무역대금 결제를 허용하고 홍콩에 위안화 역외(offshore)시장을 창설하여 국제화에 박차를 가하고 있다. 또한 홍콩, 싱가포르, 호주, 뉴질랜드 등의 소규모 국가들도 자국통화의 국제화나 외환거래의 자유화를 통해 국제시장에서 경쟁력을 갖고 금융센터로서의 역할을 수행하고 있다.

우리나라도 동북아 금융허브(금융중심지)정책을 추진하면서 자본시장 국제화 그리고 원화 국제화를 위해 노력해 왔다. 그러나 글로벌 금융위

기로 이러한 움직임은 잠정적으로 유예되거나 보류된 상태이다. 한편으로 아시아의 일부 국가들은 이미 자국통화의 국제화 내지는 통화의 국경간 거래를 활성화시켜 역내 금융센터의 지위를 확립하고 있다. Global Financial Centers 7(이전 Global Financial Center Index)보고서의 아시아 지역을 보면 홍콩, 싱가포르, 도쿄가 1, 2, 3위를 차지하고 있으며 중국의 쉐젠, 상하이, 베이징이 그 뒤를 쫓고 있으며 서울은 아시아 지역에서 9위, 전체에서 28위를 차지하고 있다.

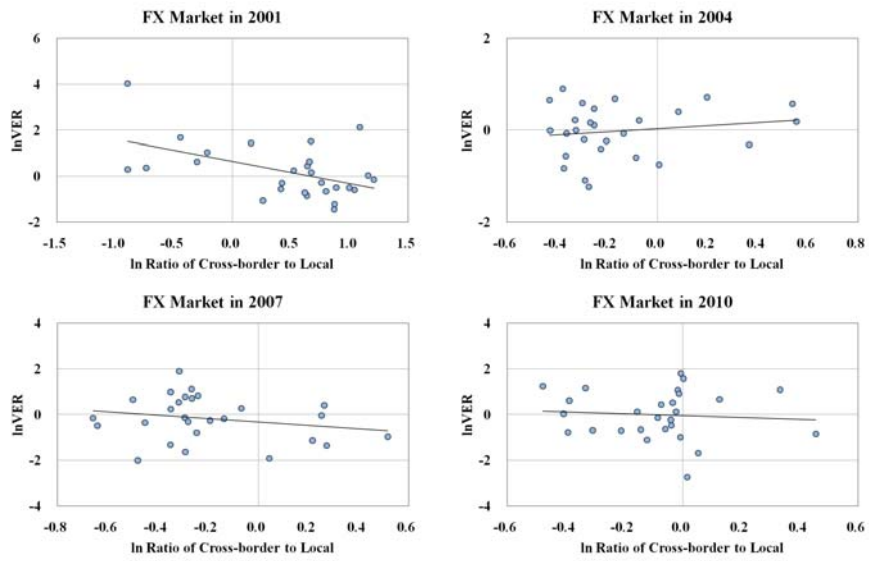
우리나라 원화표시 채권발행 총액은 점차 증가하여 높은 수치를 기록하고 있으나 외국환거래 규정상 역외결제를 허용하지 않기 때문에 원화표시 해외채권(Euro-won bond) 발행은 거의 전무하다. 만약 원화가 글로벌하게 통용될 수 있는 정도는 아니더라도 아시아 역내에서 무역대금결제에 사용되거나 원화표시채권 발행과 역외 결제가 가능할 정도로 국제화를 추진한다면 우리나라의 금융기관들이 국제 자금중개시장에서 경쟁력을 갖게 되어 금융산업 발전에도 기여할 것으로 기대된다.

이제는 아시아채권시장의 발전과 더불어 우리나라 금융산업의 경쟁력 제고를 위해서 아시아 공통의 국경간 채권시장의 창설과 역내 채권시장에서 원화표시채권 발행과 역외결제 허용 혹은 원화 국제화의 가능성에 관하여 검토할 시기라고 생각한다.

부 록

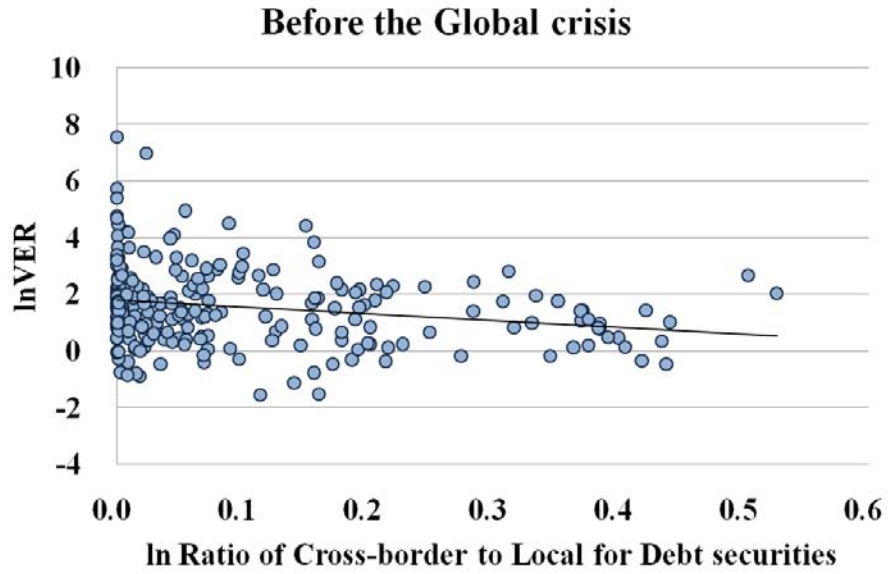
부 록

<그림 부록-1> 연도별 국경간 외환거래와 환율변동성간의 관계



자료: BIS, IMF

<그림 부록-2> 글로벌 금융위기 전 해외채권발행 비율과 환율변동성간의 상관관계



자료: BIS, IMF

<표 부록-1> 기초통계량, 외환시장분석

변수명	평균	표준편차	최소값	최대값	
로그 환율변동성	1.410	1.299	-1.132	7.558	
외환선물 국경간 거래	더미	0.713	0.454	0.000	1.000
	로그비중	0.946	0.507	0.000	2.923
외환스왑 국경간 거래	더미	0.694	0.463	0.000	1.000
	로그비중	1.082	0.789	0.000	3.045
통화스왑 국경간 거래	더미	0.472	0.502	0.000	1.000
	로그비중	0.774	0.613	0.000	2.833
외환 국경간 거래	더미	0.769	0.424	0.000	1.000
	로그비중	1.082	0.581	0.000	2.721
로그 GDP	6.546	1.180	4.377	9.590	
물가상승율	4.156	5.791	-0.990	54.246	
로그 정부총부채	5.751	1.356	2.987	9.515	
관측치	108				

주: 더미변수는 자국통화의 사용이 해외에서 많이 이루어질 경우 1의 값을 가지고 그렇지 않을 경우 0의 값을 가지는 더미변수의 비중을 의미함

<표 부록-2> 기초통계량, 해외채권발행

변수명	평균	표준편차	최소값	최대값
로그 환율변동성	1.708	1.443	-1.844	7.558
해외채권발행비중	12.207	16.071	0.000	69.978
로그GDP	6.434	1.147	4.330	9.590
물가상승율	4.366	5.930	-1.377	55.035
로그 정부총부채	5.598	1.389	2.248	9.515
관측치	330			

<표 부록-3> 아시아 금융센터 지수(Global Financial Centers 7)

Centre	GFC 7 Rating	GFC 7 Rank	Change in Rating since GFCI 6	Change in Rank since GFCI 6
Hong Kong	739	3	10	0
Singapore	733	4	14	0
Tokyo	692	5	18	2
Shenzhen	670	=9	-25	-4
Shanghai	668	11	13	-1
Beijing	651	=15	38	8
Taipei	638	21	29	4
Dubai	618	=24	1	-3
Seoul	615	=28	39	7
Osaka	606	34	41	4
Qatar	600	36	42	8
Bahrain	587	=41	29	2
Kuala Lumpur	571	51	14	-6
Mumbai	562	58	20	-5
Riyadh	507	69	50	-1

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<해외문헌>

ADB, *Asian bond standard in ASEAN+3 new ABMI roadmap*

ADB, 2009, *Asian bond monitor*, summer issue.

Bernanke, B., 2005, The global saving glut and the U.S. current account, Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics.

Clarida, R., 2005, Japan, China and the U.S. current account deficit, *CATO Journal* 25(1), 111-114.

Devereux, M.B., Lane, P.R., 2003, Understanding bilateral exchange rate volatility, *Journal of International Economics* 60, 109-132.

Dooley, M., Folkerts-Landau, D., Garber, P., 2005, International financial stability: asia, interest rates and the dollar, *Deutsche Bank Global Research*.

Eichengreen, B., Hausmann, R. and U. Panizza, 2003, Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are not the Same and Why it Matters, NBER Working Paper No. 10036.

Eichengreen, B., Luengnaruemitchai, P., 2004, Why doesn't asia have bigger bond markets? HKIMR working paper No. 24/2004.

Hyun, S., Inukai, S., 2010, Asian inter-regional professional securities market, presented at 3rd ABMF Meeting in Manila.

- Hyun, S., 2010, Introducing ASEAN+3 bond market forum-Korea, presented at the 3rd ABMF Meeting in Manila, Philippines.
- Hyun, S., 2011, Common asian offshore bond market and monetary stability issues, presented at Bank of Japan in Tokyo, Japan.
- Hyun, S., Hahm, J.H., Yamadera, S., 2010, Harmonization of bond standards in ASEAN+3, *Asian Development Bank*.
- IMF, 2007, *The Quality of domestic financial markets and capital inflows in Chapter III*. Global Financial Stability Report.
- Inukai, S., 2008, *Grand design for an asian inter-regional professional securities market (AIR-PSM)*, LexisNexis Press.
- Ishii, S., Ötoker-Robe, İ., Cui, L., 2001, Measure to limit the offshore use of currencies: pros and cons, IMF Working Paper.
- Ito, T, 2003, Construction of Infrastructures for the Development of Regional Bond Market, in Choong Yong Ahn, Takatoshi, Masahiro Kawai, and Yung Chul Park (eds.), *Financial Development and Integration in East Asia*, Korea Institute for International Economic Policy(KIEP)
- Jang, H.B., Hyun, S., 2009, A way forward for asian bond market development, Bank of Korea Working Paper No. 383.
- Jiang, G, McCauley, R., 2004, Asian Local Currency Bond Markets, BIS Quarterly Review, June.
- Morris, S., Shin, H.S., 1998, Unique equilibrium in a model of self-fulfilling currency attacks, *American Economic Review* 88(3), 587-597.

Peristiani, S., Santos, J., 2008, Has the U.S. bond market lost its edge to the eurobond market, Unpublished Paper, Federal Reserve Bank of New York.

Pesek, W., 2007, *How bonds could scuttle asia's stock-market Boom*, Bloomberg.

Scott, H., 2007, The Development of asian bond markets: the offshore option, Paper presented at 40th ADB Annual Meeting Seminar.

Takeuchi, A., 2005, *Study of impediments to cross-border bond investment and issuance in asian countries*, Asian Bonds Online Website.

Tsuyuguchi, Y., Wooldridge, P., 2008, The evolution of trading activity in asian foreign exchange markets, BIS working paper No. 252.

<웹사이트>

Bank for International Settlement	www.bis.org
International Monetary Fund	www.imf.org
Global Financial Centers 7	www.zyen.com