단기 금융 시장 개방의 영향과 정책 과제

임진국 · 현대경제연구원 연구위원

지난 2월 단기 금융 시장이 개방된 이래 기업어음을 중심으로 외국인 투자가 이루어지고 있다. 이는 2월 중순 이후 원화 환율이 크게 하향 안정세를 유지하면서 주식 투자에서 채권과 기업어음 투자로 전환되는 움직임과 함께 나타났다.

당초 정부는 IMF의 요구대로 단기 금융 시장의 개방과 단기 채권의 발행을 통한 외국인 자금을 유입토록 유도하고자 하였다. 한편으로, 장단기 금융 시장의 균형 잡힌 육성을 꾀하려는 의도도 있었다.

외국인의 투자 패턴은 기본적으로 환금성이 높은 주식 투자를 중심으로 하고 대체 투자 대상으로서 채권과 단기 금융 상품에 대해 신중한 투자 자세를 견지하는 것으로 분석된다. 향후에도 이러한 패턴은 당분간 지속될 전망이다. 이러한 가운데 국내 금융 기관의 자금 중개 기능이 크게 저하된 현 상황에서 외국인의 영향력이 커질 가능성이 높다.

이에 따라 국내 금융시스템의 안정성 확보를 위해서는 시장 구조 개선을 위한 정책 노력이 요구된다. 특히, 금융 시장의 인프라 개선이 절실하다. 즉, 전체적인 장단기 금융 시장의 연계성을 높이는 제도 개선과 시장별로 분할된 각종 규제 장치와 정부의 관여를 철폐하고, 은행 계정과 신탁 계정의 철저한 분리, 기업어음의 신디케이션 발행 방식 도입 등이 필요할 것이다.

단기 금융 시장의 개방 조치 내용

지난 2월 16일 정부는 기업어음(CP), 양도성예금증서(CD), 상업어음, 무역어음 시장을 전면 개방하고, 기업어음과 양도성예금증서에 대한 외국인 투자 한도를 설정하지 않았다. 나아가 투신사의 MMF, 종금사의 CMA(어음 관리 계좌) 등도 개방 대상에 포함시킬 방침이다. 이는 부실 종금사의 인가 취소에 따른 기업의 자금 조달난 완화와 외화 유입을 촉진시켜 외환 수급 여건을 개선하기 위한 것이다.

한편, 지난 2월 금융 시장 안정 대책도 병행하여 추진되었다. 그 주요 내용에는

은행의 대출 활성화와 여신 금지 업종에 대한 부동산 담보 활용 허용, 신용 보증 기관 보증 여력의 50조 원 확대와 부동산담보부보증제도 도입(2월중), 회사채 시장의 활성화를 위해 성업공사를 통해 보증보험 등 금융 기관 부실채권을 추가 매입하고, 1998년 말까지 한시적으로 대기업의 3 년 미만 회사채 발행이 허용되었다. 뒤이어 2월 하순경에는 은행 계정도 기업어음을 취급하는 것이 허용되었다. 이에 따라 기업들은 은행의 은행 및 신탁 계정, 증권사, 투자신탁사, 일부 지방은행에서 기업어음 할인을 받을 수 있게 되었다. 정부는 2월 10일부터 증권사의 기업어음 취급 최저액을 종전 5억 원에서 1억 원으로 대폭 낮추고, 취급 대상 기업도 신용 평가 등급 A2 이상인 상장 기업에서 B 이상인 상장 기업 및 협회 등록 법인으로 확대하였다.

3월 들어 외국인의 채권 및 기업어음 투자 급증세 시현

2월 말까지 기업어음 시장이 개방된 이래 외국인들의 기업어음 투자가 전혀 이루어지지 않았다. 이는 외국인들이 기업어음이 무보증이나, 종금사나 증권사의 지급보증이 원칙적으로 금지되어 있고, 모든 거래는 계좌 이체로 이뤄지도록 함으로써

〈표〉 단기 금융 시장 개방 및 활성화 대책 내용

정책	주요 내용	시행 시기
시장 개방	· CP, 무역어음, 상업어음 매입 무제한 허용	2월16일
	· 양도성예금증서(CD), 표지어음, 환매채(RP), 자기발행어음 개방	1998년말
시장 활성화	· 모든 은행에 CP 할인 업무 허용 · 은행신탁에 CP 전용 상품 신설 · 은행의 보유 CP를 유동성 자산으로 분류 · 은행 계정도 기업어음(CP)을 취급	2월
	· 증권사 CP 업무 취급 범위 확대 - 대상: 신용등급 B이상인 상장법인, 협회등록법인 - 제한 금액: 1억 원 이상	2월
	· 투신사에 CP 전용 펀드 신설 - 펀드 만기: 1 년 원칙, 9 개월, 15 개월 상품도 운영 - 상품 운영: CP를 50% 이상 편입 · 중도 환매 제한	2월
	· 신용 보증 기관의 중소기업 CP 보증 활성화	2월

주: 재경부 발표 자료에서 인용함.

현찰을 보유한 외국인의 직접 투자 기회가 차단된 데 기인한 것으로 평가되었다. 더욱이 당시 원/달러 환율에 대한 불안감이 완전히 가시지 않고 3월 금융대란설 등의 영향도 투자 장애 요인으로 작용하였다

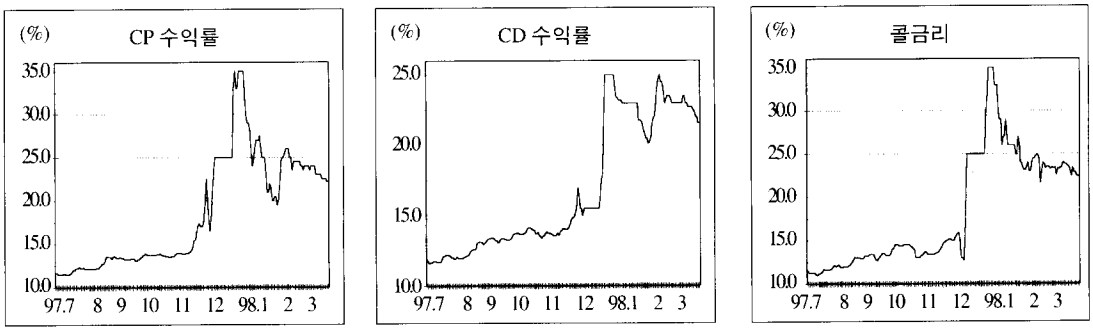
그러나 2월 말까지 단기 금융 시장에서 외국인의 투자가 거의 이루어지지 않다가 3월초 외국인 투자 자금이 주식에서 채권이나 기업어음으로 이동하는 현상이 나타나고 있다. 이는 주가가 금년 들어 크게 상승함으로써 추가적인 투자에 대한 경계 심리가 대두되었으며, 원/달러 환율이 안정세를 보이면서 채권이나 기업어음이 상대적으로 수익성 측면에서 유리해졌기 때문이다. 증권감독원과 증권거래소에 따르면, 외국인들이 3월 초까지 매입한 주식, 채권, 기업어음 등이 6조 1,465억 원(약 38억 달러)에 달하였다. 이에 힘입어 단기 금융 시장의 금리 하락세가 나타났다.

외국인의 투자 전망

1) 외국인 입장에서 본 투자 여건 전망

한국 경제에 대한 외국인의 시각은 아직 투자 불안 대상인 것으로 알려져 있다. 실제 국제 신용 평가 기관들이 투자 부적격 등급을 계속 고수하고 있는 상황이다. 이에 따라 그동안 국내에 유입된 투자 자금의 성격도 대부분 단기성 투기 자금이라는 것이 지배적인 견해이다. 즉, 외국인의 증권 투자가 중장기적이기 보다 초단기적인 시세 차익과 환율 하락(평가 절상)의 기대에 의한 것이 많다는 것이다.

〈그림〉 단기 금융 시장의 금리 하향세 추이



최근까지도 구조 조정의 성과가 미흡하다는 점이나, 단기 외채의 만기 연장 실적 등에 대해서도 부정적인 시각을 완전 불식시키지 못한 것이다. 외국인의 입장에서 한국 경제에 대한 긍정·부정의 시각에 대한 배경 상황을 정리해보면 다음과 같다.

우선 긍정적 측면을 보면, 그동안 뉴욕 외채 협상을 기점으로 하여 외환 유입이 꾸준히 증가하고, 무역수지나 경상수지의 흑자도 3 개월째 이어져왔다. 이에 힘입어 원화 환율의 하향 안정세와 국내 금리의 하락세가 이루어졌다. 무역 및 경상수지의 흑자 기조가 지속성을 유지함으로써 원화 환율이 달러당 1,300 원대에서 안정세를 지속하고, 정부의 금리 하락 유도가 IMF에 의해 허용된다면 금융 시장의 불안 심리도 안정될 가능성이 있다. 이에 따라 콜 시장을 중심으로 자금을 운용해온 금융 기관들이 기업어음, 상업어음, 무역어음 등 단기 금융 시장에서의 자금 중개를 점차 확대해나갈 가능성도 점쳐볼 수 있다. 이러한 가능성은 제한적이나마 최근 들어 나타나고 있는 기업어음 부도율의 감소 경향에서도 뒷받침될 수 있을 것이다.

반면, 외국인 투자자의 입장에서 볼 때 한국 경제가 바람직한 구조 조정 작업이 아직 멀었다는 평가가 더 많은 것으로 보도되고 있다. 아직 고금리와 자금 경색의 압박으로 인해 기업 도산과 대량 실업에 대한 우려가 높다. 최근에는 추가적인 경제 침체 심화의 전망까지 나오고 부동산 가격 하락에 의한 복합 불황의 징후마저 등장하고 있다. 한편, 종금 업계·은행권을 중심으로 한 폐쇄 및 매각 방침을 포함한 건전성 제고 요구에 따라, 국내 금융 기관의 자금 중개 기능은 거의 마비 상태를 보이고 있다. 더욱이 금융권의 부실채권은 기업의 연쇄 도산으로 더욱 늘어날 가능성 큰 실정이기 때문에, 이러한 자금 경색의 악순환 상황은 쉽게 끝날 기미가 보이지 않는다. 향후에도 기업들은 흑자 도산의 위기 상황에서 크게 벗어나지 못할 가능성이 높다. 이에 따라 외국인 투자자의 입장에서는 단기 금융 상품에 대해서도 투자 리스크에 대한 불안감을 가질 것이다.

종합적으로 볼 때, 최근 대두되고 있는 외채 상환 압력을 중심으로 한 '6월 금융 위기설'과 같은 금융 경색이 재현될 경우

를 제외하고, 외국인의 단기 금융 상품에 대한 투자 여건은 제한된 범위 내에서 유지될 수 있을 것으로 전망된다.

단기 금융 상품별로 판단해볼 때, 우선 시장 규모가 가장 큰 단기회사채와 기업어음에 대한 투자 규모가 우량 기업을 중심으로 이루어져 투자 금액이 가장 클 것으로 보인다. 그리고 무역어음에 대한 매입도 외국계 은행을 중심으로 계속 이루어질 전망이다. 반면, 상업어음은 국내 유통 구조의 낙후성으로 인해 투자 가능성이 높지 않을 것으로 판단된다.

2)외국인의 투자 패턴

기본적으로 외국인의 투자 입장은 투자 자금의 회수 용이성을 가장 중시하고 주식 투자를 통한 시세 차익과 환차익을 겨냥하고 있다. 이에 따라 지난 2월 말까지 국내 주식 시장은 외채 협상의 타결 이후 외국인 투자 매수세에 힘입어 꾸준히 종합주가지수의 상승세를 보였다. 그러나 3월 들어 추가적인 주가 상승의 한계 도달과 원화 환율의 안정세 진입에 직면하여 외국인 투자자들은 주식에 대한 투자를 줄이거나 매도 입장을 취하는 대신에, 채권과 기업어음 · 무역어음에 대한 투자로 전환하는 행태를 보이고 있다.

향후 이러한 투자 패턴은 현재와 같은 18%(회사채 3년물 유통 수익률 기준)대의 고금리 기조가 지속되고 원화 환율도 달러당 1,300 원 이상을 유지하는 한 크게 달라지지 않을 전망이다.

단기 금융 시장에 미치는 영향

우선 외국인 투자는 국내 단기 금융 시장의 수요 기반에 부분적으로 활력을 제공할 수 있을 것으로 기대된다. 그리고 기존에 단기 금융 시장의 구조적 문제점도 활발하게 개선 논의와 대책 마련이 진전되는 계기가 될 것으로 기대된다. 그동안 국내 자본 시장이 장기성 채권의 부재에 따라 건전한 자금 유통의 장으로서 제역할을 하지 못하였다. 동시에 단기 금융 시장이 초단기적으로 자금 수급 사정의 변동을 즉각적으로 반영하여 자금 중개 기능을 충실히 수행하지 못한 점도 적지 않았다. 더욱이

이번 금융 위기를 통해 종금 업계가 사라질 운명에 처하면서 그동안 종금사들이 담당했던 기업어음의 중개 기능에 대한 구조적 개선의 필요성은 더욱 절실하다. 따라서 외국인의 투자 확대는 이러한 단기 금융 시장의 구조 조정에도 순기능으로 작용할 여지가 많은 것이다.

반면, 국내 금융 기관들이 금융 시장의 자금 중개 기능에 충실하지 못한 상태에서 자칫 외국계 금융 기관이나 투자자들의 영향력이 커짐으로써 통화 금융 정책의 통제력 유지 문제와 국내 금융 기관들의 수익 기반 확보 문제에 적지 않은 적응 비용을 치뤄야 될 부작용이 나타날 수 있다고 본다. 나아가 현재 논란이 되고 있는 금융 산업에 대한 규제 관행에 따른 내외 역차별 발생이나 시장 자율 규제 기능의 육성 미흡 등으로 인해 완전개방체제에 진입한 국내 금융 시장이 각종 금융 위험에 전면 노출될 가능성도 배제할 수 없는 것이다. 따라서 이러한 금융시스템의 안정성 훼손 문제는 개방체제 하에서 전혀 새로운 금융 패러다임 구축에 의해 다루어질 것을 강요받게 될 것이다.

단기 금융 시장의 구조 개선을 위한 정책 과제

따라서 정부는 외국인에 대한 투자 허용과 더불어 국내 시장의 제도 정비를 주력하여 건전한 단기 금융 시장의 육성을 꾀함으로써, 시장 개방의 실익을 극대화하고 부작용을 최대한 줄이는 노력이 필요하다.

우선, 전체적인 장단기금융시장제도가 선진화되어야 할 것이다. 기본적으로 시장에서 참가자의 자율적 판단과 경쟁에 의해 금리 차익 거래가 활발하게 이루어지게 하여 각 시장간 연계성을 높임으로써 합리적인 금리체계가 형성될 수 있어야 할 것이다. 특히, 단기 금융 시장에서 효율적으로 금리가 형성되게 하여 그 움직임을 중요한 지표 또는 시장 신호로 사용하고 공개 시장 조작 등 중앙은행의 통화 신용 정책을 효율적으로 수행할 수 있게 하여야 할 것이다. 특히, 정책 당국자는 예측 가능한 정책의 일관성을 제고시키는 가운데 정부의 직접 개입은 점진적으로 축소해나가지 않으면 안된다.

둘째, 시장별로 분할된 각종 규제 장치와 정부의 관여는 철저히 철폐해가는 노력이 절실하다. 이를 통해 효율적인 금리 차익 거래가 활성화될 것이며, 궁극적으로 장단기 금융 시장에서의 연계 구조가 구축될 수 있을 것이다. 또한 금융 중개 기관의 자율성을 최대한 허용하는 것도 중장기적인 정책 과제이다.

셋째, 금융 기관간 시장의 공정 거래를 유도할 필요가 있다. 이를 위해서는 은행과 투신사의 고유 계정과 신탁 계정 등 동일 금융 기관내 거래에 있어서 계정간의 차단 장치의 강화로 양 계정간의 정보와 인력 교류를 차단하여야 한다. 특히, 양 계정간의 실질 자금 조달 비용의 차별을 시정하여 불공정 거래의 소지를 최소화할 필요가 있는 것으로 지적되고 있다.

넷째, 기업어음 시장에서 기업어음의 발행 방식을 개선할 필요가 있다. 즉, 다수의 금융 기관이 참여하는 딜러 신디케이션의 도입이 필요하다. 향후 금융 시장의 불확실성과 기업의 신축적인 자금 조달에 대한 수요가 증대함에 따라 이러한 신디케이션 방식이 절실하다. 또한 중개어음 시장을 활성화하기 위해서는 엄격한 신용평가 제도의 확립이 필요하며, 어음의 유통 활성화를 위한 중개 기관의 중도 환매 보장 조치도 요구되고 있다.

다섯째, 단기 금융 시장의 원활한 유통을 위해서는 콜 시장의 보완도 지적되고 있다. 즉, 상호신용금고 등 신용도가 낮은 콜시장 참가자의 신용 보완을 위해 적격담보증권에 의한 담보콜제도가 있으나, 유명무실하므로 이를 보완할 수 있는 적격증권의 공급 확대가 요구되고 있다. 또한 RP 시장 규모의 확대로 콜 시장과의 연계성 강화가 필요하다. 은행 · 증권사 외의 기타 금융 기관에 대해서도 RP 매도 거래의 활성화를 도모하고, 거액 RP 대상 채권의 범위를 확대시켜나갈 필요가 있는 것으로 지적되고 있다. HRI