

□ 장기 국채시장 활성화, 경제 부담 가중될 수 있다

1. 정부의 장기 국채시장 활성화 방안과 기대 효과

○ (장기 국채시장 활성화 방안) 정부는 2005년 4월 22일 장기 국채시장의 육성을 포함하는 국채시장 활성화 방안을 제시함

- 그동안 활성화가 미흡했던 10년 초과 초장기채 발행 규모를 늘리고 과세제도 개편 등을 통해 외국인의 국채 투자를 적극 유도함

- 한편 장기 국채에 대한 수요 증대를 위해 물가연동국채 등의 발행을 검토하기로 함

○ (배경) 정부는 국내 국채시장이 적극적인 재정 정책 등으로 量的인 성장세가 이어지고 있으나 質的 측면은 정체되고 있어 개선이 필요하다고 판단하고 있음

- (量的 성장) 외환위기 이후 정부의 적극적인 경기 대응 등으로 재정 수요가 증가하면서 국채의 발행 및 유통시장이 양적 성장을 지속함

· 국채발행규모(잔액)는 외환위기 당시인 97년에 28.6조 원에서 빠르게 확대되어 2004년 말 182.9조에 이르고 있음

· 국채 공급량이 증가하고 국고채 통합 발행 등 상품이 단순화되면서 거래량도 크게 늘어 유통시장도 양적인 성장을 지속하고 있음 (일평균 거래량 '00년 8,750억 원→'04년 42,446억 원, 약 5배 증가)

- (質的 정체) 다만 정부는 주요 선진국과 비교한 국채시장의 규모, 비효율적 거래 관행 등 개선되어야 하는 부문이 여전히 많은 것으로 판단하고 있음

· 경제 규모와 비교한 국채발행규모는 2003년 말 현재 19.5%(국채/GDP)로 미국 45.7%, 독일 42.6%, 영국 28.4%에 비해 아직은 미흡한 수준임

· 한편 국채 중개기관들이 위험을 인수하면서 시장조성기능을 담당하기보다 수수료 수익 중심의 단순중개에 치중하여 국채거래가 활성화되지 못하고 있음

- (장기 국채시장 활성화 방안의 기대효과) 정부는 장기 국채시장의 활성화가 다양한 국채 상품 개발을 촉진하여 국채 투자 수요를 증대시키는 한편 금융시장에서 합리적인 채권 가격 형성을 도와 자본시장 선진화에 기여할 것으로 보고 있음
- (투자자 측면) 마땅한 장기 투자처가 없어 단기 부동화 되고 있는 자금시장에서 새로운 투자 수단을 제공함
  - 물가연동국채의 도입 등 위험 선호 및 선호하는 투자기간이 상이한 투자자들을 두루 충족시키는 한편 장기투자 수요를 자극하여 국채의 수요기반이 확대될 수 있음
  - 한편 장기 국채의 공급 확대는 연기금 등 기관 투자자들의 고질적인 장단기 자산-부채 미스매칭 문제 즉, 자금 수신은 장기로 이루어지는데 비해 안정적인 장기 투자수단 부족으로 자금 운용이 단기로 이루어지는 문제점을 해소할 수 있음
- (금융시장 측면) 장기채 시장이 활성화되면 자본시장에서 장단기 채권 수익률 곡선(yield curve)이 형성되어 합리적인 채권 가격 형성에 기여하고 궁극적으로 금융시장의 안정화가 기대됨
  - 장단기 국채 수익률 곡선은 다양한 회사채 및 금융상품 등의 가격(수익률) 산정에 있어 기준 금리 역할을 함
  - 특히 선물거래, 스왑거래 등 다양한 파생상품 거래에 있어 합리적인 거래 가격 형성을 도와 자본시장 선진화에 기여함
- (정책적 측면) 장단기 국채 시장이 활성화되면 국채 금리 변동을 통해 향후 경기 판단에 대한 정보를 획득하는 한편 콜금리 조정을 통해 통화 정책의 효율성을 제고할 수 있는 전달경로 확보가 기대됨
  - 단기 국채금리는 시장의 유동성 수준을 반영하며 장단기 금리 스프레드는 향후 경기 상황에 대한 종합적인 정보를 제공해 줌
  - 특히 국채의 장단기 수익률 곡선이 완성되면 정책금리(콜금리) 조정에 따른 경기 조절 효과도 증대될 것으로 기대됨

2. 장기 국채시장 활성화의 제약 요인 및 부작용

○ (제약 요인) 정부의 장기 국채시장 활성화 방안에도 불구하고 불안정한 국채 수급 여건, 낙후된 국채 증개시장 등이 장기 국채시장 활성화를 제약 요인으로 지적되고 있음

- (불안정한 국채 수급 여건) 국내 경제가 해외 여건 변화에 영향을 크게 받아 적절한 자원 조달 규모 파악이 어려워 효율적인 국채 수급 여건 형성이 미흡함

· (수요 측면) 수출에 대한 의존도가 높은 우리나라는 빈번한 해외 충격 등으로 금리 변동성이 커 국채 보유 리스크가 큼

※ Bloomberg에 따르면, 우리나라의 2001년 중 전일대비 국채금리 일일변동성(10년물 기준)은 0.07%p로 일본0.02%p, 독일 0.03%p, 미국 0.05%p 등의 주요 선진국에 비해 큰 것으로 나타남

· (공급 측면) 미국의 경우 기간별 국채 발행 규모에 편차가 거의 없는 반면, 우리나라는 경기 부양, 금융시장 안정화를 위한 정부의 잦은 개입 등의 영향으로 월별 국채 발행 규모의 편차가 큼

※ 재정경제부가 발표한 '국채시장 활성화 방안 (2005.4.22)'에 따르면 미국의 경우 기간별 국채발행 규모에 편차가 거의 없음 (2년물 매월 320억 달러, 3년 및 10년물은 매분기 각 260억 달러, 5년물 매월 160억 달러 등)

< 월별 국채 발행 규모 >

(단위 : 조원)

	2000	2001	2002	2003	2004
月평균 발행 규모	2.1	2.6	2.9	5.5	6.9
최고 (A)	3.9	8.8	8.2	30.8	26.7
최저 (B)	0.3	0.4	0.6	0.5	0.4
A-B	3.6	8.4	7.6	30.3	26.3

자료 : FnGuide.

⇒ 따라서 국채 발행이 확대되고 특히 장기 국채 시장이 활성화 되더라도 “적기에 최소 비용으로 자금을 조달”해야만 하는 재정조달 원칙이 훼손될 우려가 있음

- (낙후된 중개시장) 채권 중개시장의 발달이 미흡하여 장기 국채가 발행되면 활발하게 유통되기 보다는 만기까지 보유하게되어 금리 변동에 따른 국채 보유 리스크가 증가될 우려가 있음
  - 현재 국내에는 은행과 증권사로 구성된 22개의 국채 딜러 (primary dealer)가 존재하지만 시장조성기능을 담당할 만한 국채 딜러는 부족한 형편임
  - 더욱이 채권 거래가 '대면거래 위주'로 이루어지면서 합리적인 가격 형성이 저해되어 유통시장의 발달이 지연되고 있음
  - 이처럼 국내 채권 중개시장이 낙후되어 있어 국채의 유통이 활발하게 이루어지기 힘들고 이에 따라 투자한 국채를 만기까지 보유할 수밖에 없어 국채 보유 리스크가 큼

< 국채 유통시장 현황 >

구분	주체	현황
장내 시장	증권거래소 ('99.3월 설치)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 국채전문딜러의 신규발행국채 장내거래 의무화('02.10월)</li> <li>● 장내 거래 비중은 '00년 7.6%→ '04년 33.8%로 빠른 성장세에를 보이고 있으나 시장조성기능을 가진 딜러 부족이 제약 요소로 작용함</li> </ul>
장외 시장	채권전문중개회사 ('00.2월 설립 허용)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 현재 한국자금중개, KIDB채권중개 2개사가 딜러간 채권중개를 담당하고 있음</li> <li>● 양사의 '03년도 전체 채권중개 실적은 32.2조원 수준으로 전체 채권 발행 잔액 607.5조원을 고려할 때 매우 미미한 수준임</li> </ul>
	증권 회사 및 은행	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 증권회사 및 은행이 고객을 상대로 채권을 중개함</li> <li>● 채권중개 수수료가 1bp 수준으로 매우 낮아 개별 기관끼리 '대면거래' 형태를 취하는 경우가 일반적임 (장내거래는 수수료 수익 감소, 채권전문기관은 경쟁관계로 인식함)</li> <li>● 은행은 채권을 중개하기 보다는 만기까지 보유하여 중개시장에서의 역할이 미미함</li> </ul>

- (부작용) 장기 국채시장이 활성화되더라도 비효율적 재원 운용, 국가채무 부담 증가 등으로 국민 경제에 부담이 될 우려가 있음
- (재정 운용의 비효율성) 단기 경기 조절 위주의 재원 활용으로 효율적인 재정 운용 여건이 취약하여 국채 발행 확대가 오히려 성장잠재력을 훼손할 우려가 있음
  - 미래 재정 지출 수요를 고려하지 않고 장기 국채를 통해 조달한 자금이 단기 부양 과제에 집중될 경우 재정 건전성이 악화되고 결국 성장 잠재력을 훼손시킬 수 있음
  - 예컨대 최근에는 국제금융시장의 추세에 역행하는 무리한 환율 방어 등으로 국가 재정이 운용되어 2004년에 증가(전년대비)된 국가 채무의 절반가량이 환율방어용 재원(17조 8,000억 원)에 활용됨
  - 과거에도 추경예산을 편성하거나 재정을 조기 집행하는 방식으로 단기 경기 조절 위주의 재정 운용이 빈번하게 이루어져 장기로 조달한 재원이 균형적으로 배분되지 못할 소지가 있음

< 경기부양을 위한 재정 운용 >

년도	안건	일자	증감액(억원)	사유
1999	제1회 추경	'99. 4.27	8,093	경기부양, 어업구조조정
	제2회 추경	'99. 8.11	27,381	경기부양, 태풍피해 복구비
2000	제1회 추경	'00.10.13	22,623	경기부양, 지방교부금 정산
2001	제1회 추경	'01. 9. 3	50,555	경기부양, 건강보험재정 지원, 재해대책예비비 증액, 지방교부금 정산
	제2회 추경	'01.11. 5	16,440	경기부양, 이자불용액 활용, 테러방지 지원

2002	제1회 추경	'02. 9.13	41,431	태풍피해 복구비, 지방교부비 정산
	예산조기집행	'02.12.24	'03년 예산 상반기 조기 집행 확대 (52%→53.2%)	경기부양
2003	예산조기집행	'03.4.11	'03년 예상 2/4분기 조기 집행 규모 2.5조원 확대	경기부양
	제1회 추경	'03.7.15	41,775	경기부양, 이라크 전후 복구 지원
	제2회 추경	'03.10.24	30,000	태풍피해 복구비
2004	예산조기집행	'04.2.	'04년도 주요사업비 54.8% 상반기 조기집행	경기부양
	제1회 추경	'04.7.15	18,283	경기부양, 경쟁력 강화 지원

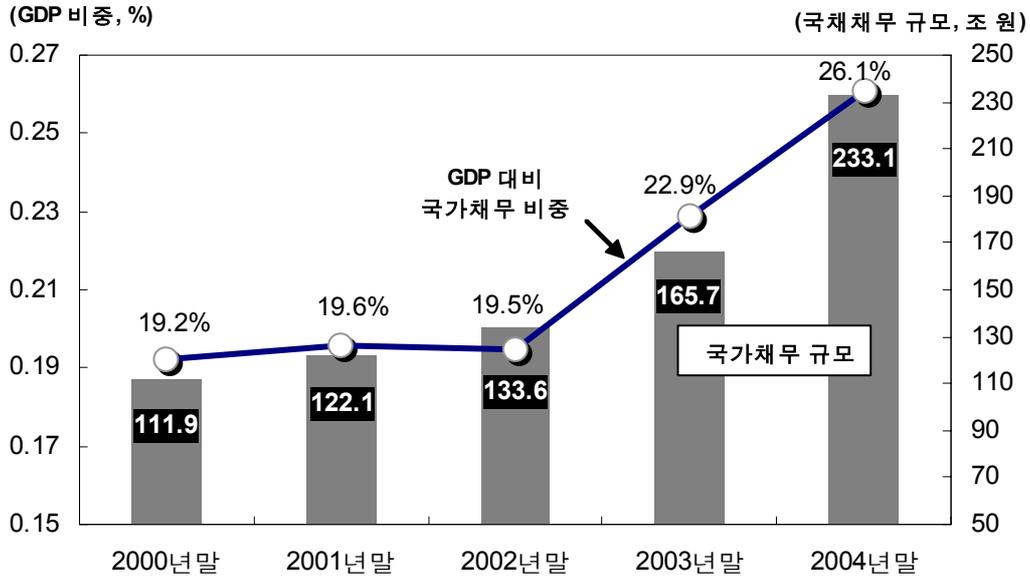
자료 : '재정정책의 평가와 정책과제', 나성린, 한국 경제의 분석 패널 10주년 기념 학술 대회, 2004.9.17.

- (국가채무의 급증 추세가 지속될 우려) 최근 우리나라 국가채무가 지나치게 빠른 증가세를 보이고 있어 국채 발행 확대가 이러한 추세를 확대시킬 우려가 있음

- 지속적인 재정 지출 증가로 국가채무는 2004년말 203조 1,000억 원으로 2000년말 111조 원에 비해 2배 수준에 이르는 빠른 증가세를 보이고 있음
- 일단 늘어난 재정지출은 잘 감소하지 않는 경향<sup>1)</sup>이 있어 국채 발행 확대 로 늘어난 국가채무는 감소되기 어려움

1) 파킨슨의 법칙(Parkinson's law)에 따르면 관리들의 경우 필요한 기능을 외부로부터 차용하기 보다는 내부화 하는 성향이 있어 지속적으로 조직을 확대하는 경향이 있음. 또한 정부는 한번 시작된 사업의 경우 외부 여건 변화와 무관하게 예정된 시한이 다할 때까지 지속하는 성향을 보이게 됨.

< 국가 채무 규모 및 비중 >



자료 : 재정경제부.

- (민간 부문과의 불균형 심화) 민간부문에 비해 정부 부문이 급속히 팽창하게 되면 향후 민간 부문의 상대적 위축이 우려됨

- 최근에 들어 내수경기의 장기 침체 등으로 기업 투자 수요가 감소하고 회사채 발행이 줄어드는 가운데, 국채 시장이 지나치게 빨리 성장하고 있어 국채 발행 증대로 이와 같은 추세가 더욱 확대될 가능성이 있음
- 이는 향후 경기 회복 등으로 기업의 투자 수요가 증가하더라도 장기 국채시장으로 자본이 편중되어 기업들이 자금 조달에 어려움을 겪게 되는 구축효과(crowding-out effect)가 우려됨

< 국채 및 회사채 발행 비중(전체 채권시장 대비) >

	1997 (A)	2000	2003	2004 (B)	B/A (배)
국채 비중 (%)	12.8	18.0	23.1	27.6	2.2
회사채 비중 (%)	40.2	31.5	23.1	23.2	0.6

자료 : 재정경제부, 한국은행.

주 : 발행 잔액 기준임.

### 3. 시사점

- (장기 국채시장 활성화의 당위성) 금융시장 선진화 및 효율적인 거시 경제 정책 운용 수단의 확보 등 긍정적 효과들이 있어 장기적 차원에서 국채시장 활성화는 반드시 필요함
  - 더욱이 외환위기 이후 아시아권 국가들이 역내 금융위기 발생을 예방하기 위한 방안으로 역내 지역통화 표시 채권 투자 확대, 역내공동채권시장 등을 추진하고 있어 국채시장 활성화가 요구됨
- (선결 과제) 국채 수급의 불안정성 해소, 낙후된 중개시장 개선과 같은 채권시장 하부구조 확충 등이 선행되어야만 국채시장 활성화가 긍정적 기대 효과를 향유할 수 있음
  - (국채 수급의 불안정성 해소) '10년 이상의 초장기 예산 계획' 수립 등을 통해 장기 국채 발행량을 일정 수준으로 유지할 수 있도록 함
    - 국채 금리 변동성을 최소화하는 차원에서 부처별 중장기 자금수급 계획을 수립, 제로베이스 예산제 도입 등을 통해 장기 국채 발행을 최대한 일정 수준으로 유지하는 것이 필요함
  - (중개시장 활성화) 낙후된 중개시장 활성화 등 채권시장의 하부구조 강화가 선행되는 것이 국채 시장 활성화의 성공 요건임
    - 장내시장 거래 활성화를 위해서 일시적으로나마 시장조성기능을 담당할 수 있는 공신력 및 자금력을 갖춘 1~2개의 기관을 집중 육성 또는 지정함
    - 예컨대 기존에 고객예탁금 관리와 같은 공공성을 띤 업무를 추진했던 경험과 자금력을 보유한 증권금융과 같은 기관을 활용하는 방안도 고려함
- (효율적 재정 운용 방향) 미래 성장 잠재력을 확충 부문으로의 재원 집중, 국가 채무 부담 완화, 민간부문과의 균형 성장 등을 통해 정부의 국채시장 활성화 정책이 경제에 바람직한 방향으로 거둘 수 있도록 함

- (미래 성장 기반 확충에 집중) 우리나라가 여전히 선진국들에 비해 상대적으로 높은 경제 성장을 구가하고 있는 만큼 성장 잠재력을 강화하는 부문에 대해 재정을 집중 투입하도록 함
  - 최근 여당과 정부가 마련한 '국가재정운용계획(2005~2009)'에 따르면 복지, 국방 예산은 크게 증가하는데 비해 사회간접자본 부문에 대한 예산을 증가율은 대폭 낮추기로 함 (5년간 SOC 투자 연평균 증가율 12.6%→ 1.6%)
  - 아직까지 민간 자본에 의한 사회간접자본(SOC) 확충 사업이 활성화되지 못한 상황에서 정부 재정이 복지, 국방 등에 과도하게 집중될 경우 성장 잠재력 약화가 우려됨
  - 따라서 시장 실패가 높은 분야인 SOC 사업, R&D 사업 등의 분야에 정부 재정이 효율적으로 분배되어야 할 것임
  
- (국가채무 부담 완화 대책 마련) 고령화 등에 따른 세수 감소, 사회 복지 수요 증가 등 구조적으로 재정 수요가 늘어날 수 밖에 없는 점을 감안하여 정부 주도의 대규모 사업 추진에는 민간을 적극 참여토록 함
  - 일본의 경우 지속적인 확대 재정 정책으로 국채 발행이 크게 늘어 2004년 현재 GDP에 대비한 국가채무 규모가 146.5%로 (740조 엔) 경제에 부담 요인으로 작용하고 있음
  - 따라서 대규모 공공사업의 경우 기본적으로 강력한 인센티브 시스템이 정착되어 효율성이 높은 민간부문의 적극적인 참여를 유도함
  
- (민간부문과의 균형적 성장) 한편 국채시장의 지나친 팽창이 기업의 자금 조달 여건을 악화시키지 않도록 함
  - 정부가 국채 발행 물량 확대 특히 장기채 발행을 활성화할 경우 시중 자금이 국채 시장에 편중되어 기업의 자금 조달 여건을 악화시킬 우려가 있음
  - 경기 회복기에 기업의 투자 수요가 증가될 것에 대비해 정부의 국채 발행 스케줄을 탄력적으로 운영할 수 있는 장기 계획을 수립하도록 함

황동원 연구원 (3669-4024, dhwang@hri.co.kr)