

通貨의 間接管理手段으로서
通貨安定證券의 役割

韓國租稅研究院

目 次

I. 序 論	5
II. 現在の通貨管理方式과 通貨安定證券의 役割	7
1. 現在の通貨管理方式	7
2. 通貨安定證券의 役割	13
III. 通貨安定證券市場	18
1. 現況	18
가. 發行市場	18
나. 流通市場	21
2. 特徵	22
3. 活性化 方案	25
IV. 間接管理手段으로서의 通貨安定證券	30
1. 通貨의 間接管理	30
2. 通貨安定證券에 의한 間接管理	31
가. 間接管理의 經路	31
나. 通貨管理方式의 改善	34
3. 間接管理手段으로서 通貨安定證券의 強·弱點	38
V. 結 論	42
〈參考文獻〉	45

表 目 次

〈表 Ⅱ-1〉 通貨金融機關의 貸借對照表	8
〈表 Ⅱ-2〉 通貨安定證券의 發行 및 償還 推移	16
〈表 Ⅲ-1〉 賣出方法別 通貨安定證券 發行 現況	19
〈表 Ⅲ-2〉 韓國銀行의 通貨安定證券 去來對象機關 (1992년 말 현재)	20
〈表 Ⅲ-3〉 通貨債 編入 金融商品 (1992년 말 현재)	21
〈表 Ⅲ-4〉 通貨安定證券의 流通市場 去來額 推移	23
〈表 Ⅲ-5〉 債券의 場內·外 去來 推移	23
〈表 Ⅲ-6〉 韓國·日本의 債券市場規模 比較	26
〈表 Ⅳ-1〉 債券種類別 去來額 推移(場內市場)	41

圖 目 次

[圖 Ⅱ-1] 總通貨 對比 現金通貨 比率 推移	10
[圖 Ⅱ-2] 現在의 通貨管理方式	12
[圖 Ⅲ-1] 通貨安定證券金利 및 卹金利 推移	24
[圖 Ⅳ-1] 通貨安定證券에 의한 通貨의 間接管理	32

I. 序 論

金利의 결정이 보다 자유롭게 이루어지고, 금융기관의 資金 調達 및 運用 등이 보다 자율적으로 이루어지면서 經濟는 점차 민간의 주도하에 운영되고 있다. 민간이 주도하는 경제에서는 일반적으로 자원이 市場機能에 의해 배분된다. 이에 따라 통화당국도 通貨量을 시장기능에 의해 間接적으로 관리하는 것이 절실하게 되었다. 이는 시장기능에 의하지 않고 통화당국이 통화량을 직접 관리하는 경우에, 金利의 결정과정이 왜곡되고 資源의 配分이 효율적으로 이루어지지 못하며 통화관리가 경제의 攪亂要因이 될 수 있기 때문이다.

통화는 주로 직접관리수단인 通貨金融機關¹⁾의 資金運用管理와 형식상으로 간접관리수단인 通貨安定證券을 이용하여 관리되고 있다. 우리나라의 독특한 통화관리수단인 通貨安定證券은 1961년부터 이용되기 시작하였으며, 經常收支가 黑字로 전환된 1986년 이후에는 통화관리의 주요수단이 되고 있다. 이와 같이 이미 약 30년 동안 通貨安定證券은 통화관리의 수단으로 이용되어 왔기 때문에, 통화관리수단으로서 通貨安定證券이 지니는 強·弱點은 많이 알려져 있으며 통화당국은 通貨安定證券을 통화관리수단으로 활용하는 방법을 충분히 터득하고 있는 상태이다.

直接管理手段인 통화금융기관에 대한 資金運用管理에 의해서 통화의 관리가 어렵거나 불충분한 경우에 通貨安定證券은 補完的인 直接管理手段으로 이용되고 있다. 그러나 通貨安定證券은 형식상으로는 간접관리수단의 일종이다. 통화가 간접적으로 관리되어야 할 현 시점에서 볼 때,

1) 通貨金融機關은 중앙은행, 외국환평형기금, 일반은행(시중은행, 지방은행 및 외국은행 지점) 및 특수은행(중소기업은행, 국민은행, 주택은행, 농협·수협·축협)의 신용사업부문을 의미한다.

통화당국은 우리나라의 경제현실에 보다 적합하고 실용성이 높은 間接管理手段을 개발할 필요가 있다. 이에 따라 지금까지 형식상 간접관리수단으로서만 역할을 해온 通貨安定證券이 '실질적으로' 간접관리의 수단이 될 수 있는 方案을 모색하는 것은 중요한 과제이다. 이미 通貨安定證券을 통화관리수단으로 이용할 수 있는 經驗이 충분히 축적되어 있을 뿐만 아니라 채권 가운데 通貨安定證券이 시장규모, 거래방법 등에서 상대적으로 활성화되어 있기 때문이다.

이에 本稿에서는 通貨安定證券을 우리나라의 경제현실에 적합하고 실용성이 높은 통화의 간접관리수단으로 활용할 수 있는 方案을 摸索하고자 한다. 장기적으로는 미국, 영국 등에서의와 같이 國公債가 주요 거래대상이 되는 公開市場操作에 의하여 통화를 간접관리하는 방식을 추진하면서, 여건이 갖추어질 때까지는 通貨安定證券이 주요 거래대상이 되는 公開市場操作에 의하여 통화를 간접관리하는 方案을 모색하고자 한다. 이를 위해 다음 제2절에서는 현재의 통화관리방식과 通貨安定證券의 역할을 通貨管理 模型을 이용하여 살펴보고, 다음 제3절에서는 통화관리의 대상시장으로서 短期金融市場의 역할을 수행하게 될 通貨安定證券市場의 내용을 서술한다. 제4절에서는 通貨安定證券을 간접관리수단으로 활용할 수 있는 方案을 제시한 후, 마지막 제5절에서는 중요한 내용을 要約한다.

II. 現在の通貨管理方式과 通貨安定證券의 役割

1. 現在の通貨管理方式

현재 운용되고 있는 通貨管理方式을 정리하면 다음과 같다. 통화당국은 總通貨(M₂)의 공급량 목표를 결정한 후, 총통화의 공급창구인 통화금융기관의 貸借對照表를 직접 관리하는 방식과 本源通貨를 관리하는 방식에 의하여 통화목표의 달성을 추진하고 있다.

前者의 방식은 통화당국이 통화금융기관의 貸借對照表 項目 중 총통화를 구성하는 資産·負債項目을 경제주체별로는 정부, 비통화금융기관, 민간, 해외 등으로 나누고 운용형태별로는 대출, 증권투자 등으로 나눈 후, 경제주체별·운용형태별로 관리하는 방식이다 (<表 II-1> 참조).

통화당국이 가장 중점을 두고 관리하는 항목은 비중이 큰 기업, 가계 등 민간부문의 貸出金 項目이다²⁾. 이와 같은 방식은 통화의 供給 窓口를 직접 관리하기 때문에, 이 방식에 의하여 통화가 관리되면 通貨의 供給目標가 비교적 정확하게 달성될 수 있다. 그러나 점차 金融機關의 자율적인 資金 調達·運用이 추진되고 또한 金融去來의 行態 및 金融機關의 種類 등이 복잡·다양해짐에 따라, 통화당국은 통화금융기관의 通貨 供給 窓口를 직접 관리하는 것을 지양하고 있으며, 또한 직접 관리하는 것이 불가능하게 되고 있다.

本源通貨를 관리하는 後者의 방식은 通貨安定證券, 外國換平衡基金債券 및 國公債의 賣買, 再割引, 國公債를 대상으로 하는 환매조건부채

2) 이는 1992년 12월 말 현재 총통화량은 96조 2,586억원인 데 반해, 민간부문의 대출금은 97조 3,527억원으로 그 規模가 크기 때문이다.

〈表 II - 1〉 通貨金融機關의 貸借對照表

政 府 代 行 機 關 ²⁾	總 通 貨(M ₂)
政 府 代 行 機 關 ²⁾	장 기 저 축 성 예 금 (-)
公 的 機 關 ³⁾	M ₂ A
公 的 機 關 ³⁾	통 화(M ₁)
非 通 貨 金 融 機 關	단 기 저 축 성 예 금
非 通 貨 金 融 機 關	저 주 자 외 화 예 금
民 間 部 門	
民 間 部 門	
海 外 部 門	
海 外 部 門	
其 他 (純)	
其 他 (純)	

註 : 1) 재형저축장려금기금 포함.
 2) 농업협동조합의 비료사업부분.
 3) 정부출자기업 및 지방정부.
 4) 통화안정증권, 외국환평형기금채권 및 예금은행보유분을 차감한 통화금융 기관의 채권발행액 포함.

권(RP)의 賣買 등에 의하여 支給準備金을 관리하는 방식이다. 本원통화를 구성하고 있는 현금통화와 지급준비금 가운데 현금통화는 민간에 의해 결정되므로 本원통화의 관리는 결국 支給準備金의 관리를 의미하게 된다. 支給準備金이 관리되면 總通貨도 관리된다. 이는 총통화와 지급준비금이

총통화 = 총통화승수 × 本원통화 = 총통화승수 × (현금통화 + 지급준비금)의 관계에 있기 때문이다.

다만, 現金通貨는 민간에 의하여 결정되므로 통화당국은 現金通貨와 민간의 현금통화 보유성향에 의하여 영향을 받는 總通貨乘數를 완전히 조절할 수 없다. 또한 매달 1~15일(16~말일) 동안의 예금에 대한 지급준비금은 같은 달의 7~22일(23~다음달 6일) 동안에 예치되므로 預金の 期間과 그 예금에 대한 支給準備 期間이 일치하지 않는다. 이에 따라 통화당국은 支給準備金을 관리하여 총통화의 供給目標를 달성하는데에는 限界가 있다.

한편, 총통화와 지급준비금의 관계인

지급준비금 - 초과지급준비금 = 필요지급준비금

$$= (\text{총통화} - \text{현금통화}) \times \text{필요지급준비율}$$

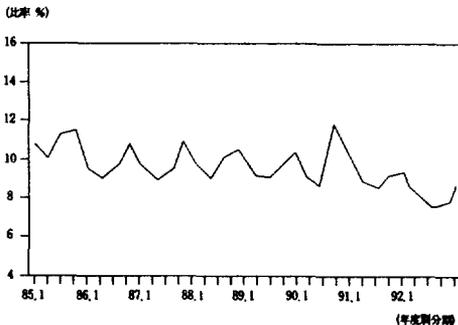
에서, 必要支給準備率이 결정되어 있고 현금통화의 규모가 총통화의 규모에 비하여 작은 수준에서 안정된 움직임을 보이는 경우에는³⁾ 總通貨의 規模가 결정되면 必要支給準備金의 규모도 동시에 결정된다. 이때 통화당국에 의해 총통화가 직접 관리되는 경우에는 통화금융기관은 必要支給準備金을 알 수 있어 超過支給準備金을 보유하지 않게 되므로, 통화금융기관의 지급준비금에 대한 需要는 필요지급준비금이며 必要支給準備金은 곧 全體 支給準備金과 일치하게 된다. 이에 따라 총통화가 직접 관리되는

3) 1992년 12월 말 현재 현금통화가 총통화에서 차지하는 比率는 월평균 8.9%이며 그 비율의 움직임은 [圖 II-1]에서 볼 수 있는 바와 같이 안정된 추세를 보이고 있다.

경우에 통화당국의 지급준비금에 대한 政策은 총통화량에 대응하는 통화 금융기관이 보유하여야 할 支給準備金, 즉 必要支給準備金을 공급하면 되므로, 통화당국은 적어도 통화관리를 위해 支給準備金을 總通貨의 관리와 별도로 관리할 필요는 없다. 통화당국은 總通貨가 직접적인 수단에 의하여 관리될 것이므로 총통화에 대응하는 必要支給準備金만을 공급하면 된다. 실제로 1992년 12월 현재 超過支給準備金은 월평균 143억원으로서 총지급준비금의 8조 7,535억원에 비해 무시할 수 있는 규모이다.

통화당국은 현재 通貨安定證券, 外國換平衡基金債券 및 國公債의 賣買, 再割引(貸出 포함), RP의 賣買 등에 의해 支給準備金을 공급하고 있다. 이 가운데 再割引은 지급준비금의 관리 외에 産業政策의 목적을 위한 수단으로도 사용되고 있다. 예컨대, 무역금융, 수출산업설비금융, 기타 중소기업관련자금, 농업·수산업·축산업자금 등의 경우에 再割引으로 지급준비금이 공급된다. 금융기관이 産業政策의 목적을 위해 지정된 資金을 기업에 제공하는 경우에 지급된 자금의 一定比率을 중앙은행이 '自動적으로' 금융기관에 再割引 또는 貸出의 방식으로 支給準備金을 공급하게 된다. 예컨대, 1992년 말 현재 금융기관은 上場 中小企業이 발행한 상업어음에 대해서는 자금 공급의 60%, 非上場 中小企業이 발행한 상업어음에 대해서는 자금 공급의 70%를 중앙은행으로부터 自動적으로 재할인 받는다.

[圖 II - 1] 總通貨 對比 現金通貨 比率 推移



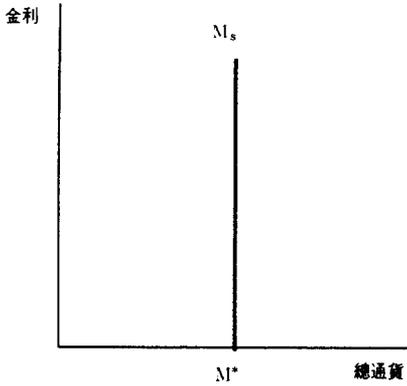
이와 같이 再割引이 産業政策의 수단으로도 사용됨에 따라 지급준비금은 통화관리와 산업정책의 목적에 의하여 결정되게 되었다. 지급준비금이 통화관리 이외에 산업정책에 의하여 결정되므로, 통화당국은 필요지급준비금의 수준에서 지급준비금의 構成을 직접 관리하게 되었다. 예컨대, 특정 산업정책의 목적을 달성하는 과정에서 再割引이 증가하여 전체 지급준비금이 필요지급준비금을 초과할 우려가 있는 경우에 통화당국은 다른 再割引의 수단과 通貨安定證券, RP 등을 賣買하는 수단을 사용하여 지급준비금의 증가를 억제하게 된다. 다시 말해 현재의 통화관리 방식에 의하면, 통화당국은 총통화의 供給量 目標을 통화금융기관의 대차대조표를 직접 관리하는 방식에 의하여 달성하며, 이때 산업정책이 지급준비금에 미치는 영향은 支給準備金의 構成을 조정하여 총통화의 목표에 대응하는 필요지급준비금을 供給한다.

이상의 現行 通貨運用管理方式을 그림으로 설명하면 다음과 같다. [圖 II-2-A]의 수직선 M_s 는 공급목표량이 M^* 로 결정된 총통화의 供給曲線을 의미한다. 총통화의 공급목표량 M^* 에 적합한 필요지급준비금이 B^* 라고 하면, M^* 와 B^* 의 관계는 [圖 II-2-B]와 같으며 지급준비금의 供給曲線은 [圖 II-2-C]의 수평선 B_0 와 같다. 한편 통화금융기관이 통화당국의 통화공급목표가 정확히 달성될 것으로 확실하는 경우에 통화금융기관의 支給準備金 需要는 필요지급준비금인 B^* 이어서 지급준비금 수요곡선은 공급곡선 B_0 와 같게 될 것이다. 그러나 위에서 설명한 바와 같이 통화공급목표의 정확한 달성은 현실적으로 불가능함에 따라, 통화금융기관의 지급준비금 수요는 金利의 변화에 다소 영향을 받게 된다. 예컨대, 금리가 상승하면 통화수요가 감소하게 되어 지급준비금 수요도 감소하게 될 것이다. 이에 따라 지급준비금의 需要曲線은 [圖 II-2-C]의 B_0 와 같이 표시될 수 있다.

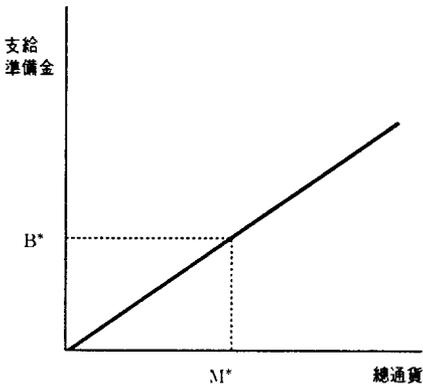
現 通貨管理方式에 의하면, 첫째 통화당국은 M^* 와 B^* 를 미리 정한 후 통화금융기관의 대차대조표 관리방식과 지급준비금(B^*)의 관리방식을 동시에 사용하여 M^* 를 달성하고자 한다. 둘째, B^* 의 構成은 산업정책의

[圖 II-2] 現在の通貨管理方式

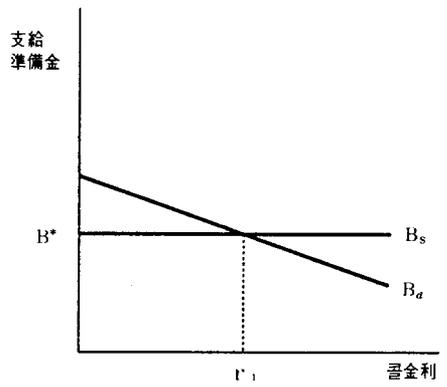
[圖 II-2-A]



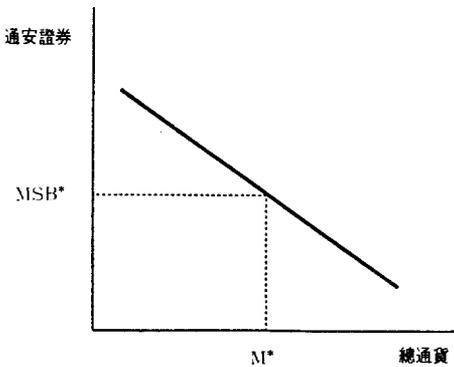
[圖 II-2-B]



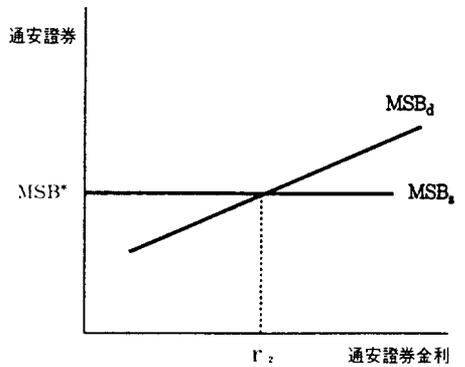
[圖 II-2-C]



[圖 II-2-D]



[圖 II-2-E]



목적에 의하여 공급된 부분과 통화관리의 목적에 의하여 공급된 부분으로 구성되어 있으며, 그 중 後者는 通貨安定證券, RP 등의 賣買에 의하여 조정된다. [圖 II-2-D]는 공급목표량 M^* 에 대응하는 통화안정증권의 발행량 MSB^* 를 표시하며 [圖 II-2-E]의 MSB_s 는 통화안정증권의 供給曲線을 표시하고 있다. 통화안정증권에 대한 需要는 통화안정증권의 金利가 상승하면 증가하므로 [圖 II-2-E]의 MSB_d 는 통화안정증권의 需要曲線을 표시하고 있다. 그리고 통화안정증권의 發行量은 MSB^* , 金利는 r_2 에서 결정됨을 보여주고 있다.

2. 通貨安定證券의 役割

通貨安定證券은 지급준비금의 관리수단으로 사용되고 있지만 동시에 中央銀行의 직접 관리수단으로도 사용되고 있다. 中央銀行이 通貨安定證券을 발행하면 支給準備金이 감소하고 通貨安定證券을 회수하면 支給準備金은 증가한다. 한편, 후술되는 바와 같이 通貨當局은 通貨安定證券을 비통화금융기관 등에 매매하여 中央銀行을 직접 관리하고 있다.

中央銀行은 공급측면에서 政府部門(정부대행기관 및 공적기관 포함)으로부터의 供給, 非通貨金融機關으로부터의 供給, 民間部門으로부터의 供給, 海外部門으로부터의 供給 및 其他部門으로부터의 供給으로 나누어질 수 있다 ([表 II-1] 참조). 通貨安定證券의 賣買는 기타부문으로부터의 공급에 포함된다. 예를 들면, 통화금융기관으로부터 정부, 비통화금융기관 및 민간에의 貸出이 증가하면 각각 정부부문, 비통화금융기관 및 민간부문으로부터의 總通貨 供給이 증가하게 된다. 또한, 해외자본이 유입되어 통화금융기관의 保有 外換이 증가하면 해외부문으로부터의 總通貨 供給이 증가하게 되며, 通貨安定證券이 비통화금융기관으로부터 회수되면 통화금융기관의 부채인 채권의 발행이 감소하여 기타부문으로부터의 總通貨 供給이 증가하게 된다. 이에 따라 해외부문 등으로부터 中央銀行의 供給增加 要因이 발생하면 이를 해소하기 위하여 中央

定證券을 비통화금융기관 및 민간부문에 매출하는 수단이 활용될 수 있다. 이와 같이 通貨安定證券의 賣買는 총통화를 직접 관리하는 수단으로도 활용되고 있다.

한편, 中央銀行이 通貨安定證券을 預金銀行(일반은행 및 특수은행)에 매매하는 경우의 通貨安定證券은 일반적으로 통화금융기관의 貸借對照表를 관리하는 총통화의 직접 관리수단으로 사용된 것이 아니다. 중앙은행이 예금은행에 通貨安定證券을 매매하면 이는 예금은행의 支給準備金만을 변경시킬 뿐, 그 순간에는 總通貨量을 변경시키지는 못한다. 다만, 지급준비금이 변화하면 예금은행의 信用創造過程을 거치면서 결국 총통화량이 변화하는 要因이 된다. 이와는 달리 중앙은행이 비통화금융기관 또는 민간에 通貨安定證券을 매매하면 이는 예금은행의 支給準備金과 總通貨量이 동시에 변화한다. 이와 같이 중앙은행이 通貨安定證券을 預金銀行에 매매하는 경우와 예금은행이 아닌 非通貨金融機關 및 民間에 매매하는 경우는 총통화량이 결정되는 파급경로에 있어서 서로 다르다.

通貨安定證券이 실제로 통화관리의 手段으로서 활용되어 온 내용을 살펴보면, 通貨安定證券은 통화관리를 위하여 1961년부터 발행되기 시작하였다⁴⁾. 경상수지가 黑字를 보이게 된 1986년 이전에는 通貨安定證券은 필요에 따라 개별 金融機關의 資金을 조절하거나 또는 일시적인 통화증가를 조절하기 위한 수단으로 사용되었다. 1986년 이후 경상수지의 대폭적인 黑字⁵⁾로 인하여 발생한 해외부문으로부터의 總通貨 供給增加

4) 中央銀行이 직접 채권을 발행하여 통화관리를 하는 국가는 우리나라 이외에 일본, 대만 등이다. 일본의 中央銀行은 어음을 발행하며 대만의 중앙은행은 CD를 발행한다. 한국은행(1992) 참조.

5) 經常收支가 1986년에 들어 46억 1,700만달러의 흑자로 전환된 이후 무역수지 및 이전거래의 흑자가 계속 크게 늘어남에 따라 經常收支의 흑자폭은 더욱 확대되어 1987년에서 1989년까지 각각 98억 5,390만달러, 141억 6,070만달러, 50억 5,460만달러의 흑자를 보였다.

要因을 기존의 통화관리방식으로서는 해소할 수 없어 通貨安定證券의 發行을 큰 폭으로 증대시키는 방식에 의존하게 되었다.

해외부문으로부터의 總通貨 供給增加要因을 해소하는 방안으로서 기술적으로는 민간부문의 대출금을 감소시키는 방법이 있을 수 있다. 그러나 그러한 경우에는 민간부문의 경제행위가 직접적인 影響을 받고 또한 크게 위축될 것이므로 통화당국은 민간부문의 대출금을 감소시키는 방법에 의하여 해외부문으로부터의 通貨供給을 환수하기는 어렵다. 실제로 그 동안 통화당국은 직접적인 통화관리에 의하여 總通貨量과 民間部門에의 貸出金を 동시에 관리하여 왔다. 이에 따라 通貨安定證券의 發行에 의하여 해외부문으로부터의 통화공급이 환수된 것이다.

〈表 II-2〉와 같이, 경상수지가 黒字를 보인 1986~1989년 동안 통화안정증권의 발행규모는 급증하여 1989년 말에 20조원을 초과하고 1988년 말에는 발행잔액이 M₂잔액의 33.3%에 이르렀다. 경상수지가 赤字로 돌아선 1990년 이후에도 이전에 비해서는 크게 감소하였지만 여전히 큰 규모를 유지하고 있어 1992년 12월 말 현재 通貨安定證券의 發行殘額은 20조 6,353억원으로서 M₂잔액의 21.4%에 이르고 있다.

通貨安定證券은 그 동안 주로 總通貨의 직접적인 管理手段으로 사용되고 있다. 이는 〈表 II-2〉에 의하면 通貨安定證券이 예금은행이 아닌 다른 부문에 매출되었기 때문이다⁶⁾. 同表에 의하면, 은행은 1989년 이후에 通貨安定證券을 인수하기 시작하였으며, 1992년중 引受規模는 총 발행규모의 35.0%에 그치고 있다. 앞에서 설명된 바와 같이 通貨安定證券이 예금은행에 매출되는 경우에는 本源通貨가 감소함으로써 예금은행의 信用創造機能에 의하여 總通貨가 감소하게 되지만, 通貨安定證券이 예금은행이 아닌 비통화금융기관 및 민간에 매출되는 경우에는 해외부

6) 비통화금융기관에 매대된 통화안정증권이 반드시 모두 직접적인 관리수단으로 이용되는 것은 아니다. 비통화금융기관에 매대된 通貨安定證券은 支給準備金에도 영향을 미치므로 支給準備金の 管理手段으로 이용되는 경우도 있다.

〈表 II - 2〉 通貨安定證券의 發行 및 償還 推移

(單位 : 億원, %)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
發行總額	124,066	192,220	218,320	212,704	196,026	255,903
相對賣出	30,235	22,553	16,833	10,083	7,030	7,371
公募發行	93,831	169,667	201,487	202,621	188,996	248,532
〈買入機關〉						
短資	21,512	32,116	18,588	36,634	40,715	25,714
銀行	-	-	11,984	32,443	35,222	89,605
投信	13,247	21,932	31,860	24,332	9,840	34,341
證券	17,583	32,586	27,133	13,075	9,161	3,994
保險	10,650	20,841	21,739	24,035	16,529	17,900
信託	11,851	28,255	56,428	39,826	47,897	44,358
其他	18,989	33,934	33,755	32,276	29,632	32,621
償還總額	76,852	119,316	201,261	236,620	213,518	188,173
相對賣出	32,181	21,639	19,093	13,350	7,082	7,316
公募發行	44,671	97,677	182,168	223,270	206,436	180,857
發行殘額(A)	90,066 (47,214)	162,971 (72,904)	180,031 (17,059)	156,115 (-23,916)	138,623 (-17,492)	206,353 (67,730)
相對賣出	8,321	9,236	6,977	3,710	3,658	3,712
公募發行	81,745	153,735	173,054	152,405	134,965	202,641
M ₂ 殘額(B)	402,795	489,388	586,380	687,075	837,459	962,586
A/B	22.4	33.3	30.7	22.7	16.6	21.4

註 : 1. 기타에는 체신예금·농협·상호신용금고·증권금융 등이 포함됨.

2. () 안은 전년말 대비 증감액임.

3. 발행총액 및 상환총액은 기간중의 수치임.

資料 : 한국은행, 『연차보고서』, 각호 및 기타자료.

문으로부터의 通貨增加가 바로 기타부문으로부터의 通貨減少에 의하여 흡수될 수 있다. 前者의 경우에 예금은행의 신용창조기능은 시장기능에 의하여 경제행위가 이루어지므로 간접적으로 통화의 관리가 이루어져 後者の 경우보다 통화관리로 인한 민간경제에의 충격이 상대적으로 적다. 또한 前者의 경우에는 본원통화의 감소로 인하여 감소한 양의 總通貨乘數 倍만큼 총통화가 감소하므로 같은 양의 총통화를 감소시키기 위하여 前者의 경우에 발행되어야 할 通貨安定證券의 양이 後者の 경우에

비하여 總通貨乘數의 倍數만큼 적게 된다. 그러나 前者의 경우에는 總通貨가 감소하는 데에 어느 정도의 조정기간이 필요하다. 이에 따라 그동안 통화당국은 總通貨량의 特定 目標値를 유지하여야 하는 상황에 있었기 때문에 後者의 방식에 의하여 통화를 관리하여 왔다⁷⁾.

7) 통화가 間接的으로 관리되는 경우에는 通貨安定證券이 預金銀行에 매매되는 것과 非通貨金融機關 및 民間에 매매되는 것은 差異가 없다. 제4절에서 후술되는 바와 같이 통화의 간접관리는 本源通貨, 즉 支給準備金の 조정과정을 거쳐 中間通貨지표의 목표수준에 도달하는 것을 의미하기 때문이다.

Ⅲ. 通貨安定證券市場

1. 現 況

제2절에서는 그 동안 通貨安定證券이 비록 直接管理의 수단으로 사용되었지만 통화관리의 가장 중요한 手段으로서 역할을 수행하여 왔음을 보았다. 通貨安定證券이 통화관리 수단으로서의 機能을 수행하기 위해서는 通貨安定證券이 거래되는 市場이 발달되어야 한다. 通貨安定證券市場이 발달되기 위해서는, 通貨安定證券市場과 관련된 각종의 制度가 정비되어 去來者의 去來行爲가 원활히 이루어짐으로써, 通貨安定證券의 金리가 市場의 需給狀況을 반영하여 결정되고 通貨安定證券市場과 다른 金融市場과의 連繫性이 높아야 한다. 이에 따라 本節에서는 먼저 通貨安定證券市場의 現況을 發行市場과 流通市場으로 나누어 살펴본 후, 通貨安定證券市場의 特徵을 정리하고 다음에는 活性化 方案을 모색하고자 한다.

가. 發行市場

通貨安定證券의 발행시장에서 通貨安定證券의 供給者는 中央銀行이다. 中央銀行은 통화량을 조절하기 위하여 通貨安定證券을 발행한다. 通貨安定證券의 發行規模에는 한도가 설정되어 있는데, 發行限度는 점차 확대되어 1992년 말 현재 總通貨의 50%로 설정되어 있다. 通貨安定證券의 발행방법에는 一般을 대상으로 발행하는 公募發行方式과 特定金融機關을 상대로 발행하는 相對賣出方式이 있다. 그리고 公募發行方式에는 모집에 의한 방식, 인수매출에 의한 방식, 위탁매출에 의한 방식, 직접매출에 의한 방식 및 경쟁입찰에 의한 방식이 있다. 1992년중에 通貨

安定證券은 총발행액의 약 56.2%가 引受賣出方式에 의하여 발행되고 있다(〈表 Ⅲ-1〉 참조). 한편 通貨安定證券은 1백만원권, 5백만원권, 1천만원권, 5천만원권 및 1억원권의 5종류로 발행되며 현물 대신 금액이 기재된 登錄證券을 제공하는 형식으로도 발행되고 있다. 또한 通貨安定證券은 63일, 91일, 182일, 364일, 371일, 392일 및 546일의 7가지 滿期로 割引方式으로 발행되며, 현재 364일물이 전체 발행규모의 약 95% 정도를 차지하고 있다.

〈表 Ⅲ-1〉 賣出方法別 通貨安定證券 發行 現況

(單位: 억원, %)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
發行總額	124,066 (100.0)	192,200 (100.0)	218,320 (100.0)	212,704 (100.0)	196,026 (100.0)	255,903 (100.0)
公募發行	93,830 (75.6)	169,667 (88.3)	201,487 (92.3)	202,621 (95.2)	188,996 (96.4)	248,532 (97.1)
引受賣出	81,432 (65.6)	153,242 (79.7)	164,016 (75.1)	153,442 (72.1)	141,477 (72.2)	143,851 (56.2)
直接賣出	12,398 (10.0)	15,745 (8.2)	16,841 (7.7)	49,179 (23.1)	47,519 (24.2)	104,681 (40.9)
競争入札	- (-)	680 (0.4)	20,630 (9.5)	- (-)	- (-)	- (-)

註: () 안의 수치는 구성비임.

資料: 한국은행, 『연차보고서』, 각호 및 기타자료.

공모발행에 의한 通貨安定證券의 發行金利(또는 發行收益率)는 1992년 9월 말 현재 364일물을 기준으로 할 때 13.0%이다. 공모발행에 의한 통화안정증권의 發行金利는 金融通貨運營委員會의 위임에 의하여 이자 제한법이 정하는 최고 利子率의 범위 내에서 시장금리수준을 감안하여 韓國銀行 總裁가 결정하도록 되어 있으며, 이는 다시 채권시장의 수급동향, 주요 채권 및 통화안정증권의 시장유통수익률 추이, 시중자금사정,

유사금융상품의 收益率 등을 감안하여 韓國銀行 資金部長이 결정하도록 위임되어 있다. 이와 같이 通貨安定證券의 發行金利는 供給者인 中央銀行에 의해 결정된다.

한편 通貨安定證券이 引受賣出方式으로 발행될 경우 발행시장에서의 通貨安定證券에 대한 需要는 통화당국이 1980년에 公開市場操作을 활성화하기 위하여 지정한 去來對象機關, 즉 딜러(dealer)에 의하여 이루어진다. 딜러는 1992년 말 현재 29개의 銀行, 18개의 證券會社 및 8개의 短資會社 등 총 55개의 기관으로 구성되어 있다 (<表 Ⅲ-2> 참조). 委託賣出方式으로 발행될 경우에는 債券의 위탁매매업이 가능한 證券會社가 通貨安定證券을 매입하며, 直接賣出方式으로 발행될 경우에는 中央銀行 및 代理店 창구를 통하여 一般 去來者가 직접 매입한다⁸⁾.

<表 Ⅲ-2> 韓國銀行의 通貨安定證券 去來對象機關 (1992년 말 현재)

短資 (8)	중앙, 대한, 동양, 제일, 삼삼, 삼희, 신한, 동아
銀行 (29)	조흥, 상업, 제일, 한일, 서울신탁, 신한, 한미, 외환, 동화, 대동, 동남, 하나, 보람, 대구, 부산, 충청, 광주, 제주, 경기, 전북, 강원, 경남, 충북, 기업, 국민, 주택, 농협, 수협, 축협
證券 (18)	대우, 쌍용, 럭키, 동서, 현대, 대신, 고려, 선경, 한일, 동양, 제일, 한신, 보람, 서울, 한진, 한양, 대우, 삼성

資料 : 한국은행, 『제2금융권 업무개황』, 1992.

通貨安定證券의 인수매출이 원활히 이루어질 수 있도록, 引受機關은 특정 金融商品에 의하여 조달된 資金을 운용할 때 자금운용액의 일정비

8) 中央銀行은 제도적으로 통화안정증권의 매출창구로서 일반은행별로 2개의 대리점을 지정하고 있으나, 실제적으로 이와 같은 대리점에서의 매출실적은 거의 없는 상태이다.

율을 의무적으로 通貨安定證券에 운용하도록 되어 있다. 예컨대, 1992년 말 현재 단자사의 CMA는 자금을 通貨安定證券 등 통화관리를 목적으로 발행되는 通貨債⁹⁾에 40% 이상 운용하고 증권사의 BMF는 자금의 60% 이상을 通貨債에 운용하도록 의무화되어 있다. 또한 은행의 기업금전신탁은 資金의 70% 이상을 通貨債와 양곡증권 등에 운용하고 있고, 投信社에도 자금의 60% 이상을 通貨債로 운용하도록 의무화되어 있는 통화채전용펀드가 있다 (<表 Ⅲ-3> 참조).

<表 Ⅲ-3> 通貨債 編入 金融商品 (1992년 말 현재)

取扱機關	編入商品	義務編入 比率
短 資	C M A	40.0% 이상
證 券	B M F	60.0% 이상
投 信	통화채전용펀드	60.0% 이상
銀 行	신 탁	기업금전신탁 70% 이상 일반불특정금전신탁, 특정금전신탁, 금외신탁 30% 이상
保 險	-	총자산 증가분의 10% 이상 인수

나. 流通市場

발행금리가 자유화되지 않은 현재의 상태에서 대체로 권유, 지도 등에 의하여 通貨安定證券을 보유하고 있는 金融機關은 資金을 통화안정증권의 유통수익률보다 높게 운영할 수 있거나 자금사정이 좋지 않아 자금이

9) 通貨債에는 통화안정증권 외에 통화관리목적으로 발행되는 재정증권과 외국환평형기금채권이 포함된다. 1992년 12월 말 현재 재정증권과 외국환평형기금채권의 발행잔액은 각각 1조 5,797억원과 5조 4,833억원이다.

필요할 때 통화안정증권을 流通市場에 공급하게 된다. 通貨安定證券 流通市場에서의 供給者는 주로 保險會社와 短資會社이다. 保險會社와 短資會社는 자금을 비교적 높은 금리로 운용할 수 있으므로 資金의 事情 등에 따라 流通市場에 통화안정증권을 공급한다.

한편, 현재의 銀行은 높은 금리로 자금을 운용하기가 어려워 발행시장에서 매입한 통화안정증권을 대체로 滿期까지 보유한다. 信託 및 投信은 통화안정증권을 금융상품에 의무적으로 편입하여 운용해야 하므로 流通市場에 공급할 물량을 가지고 있지 못하다. 그리고 證券會社는 주식시장이 침체되면서 통화안정증권의 보유물량이 적어 유통시장에 공급할 물량이 거의 없다 (<表 II-2> 참조). 이에 따라 發行市場에서 거래된 통화안정증권은 金融機關間的 RP 대상채권으로 이용되는 경우가 있으며 流通市場에서의 去來는 활발하지 않다.

또한 流通市場에서의 供給者는 일부 금융기관에 한정되어 있으므로 통화안정증권의 流通收益率은 이들 일부의 資金事情에 의하여 결정된다. 즉 통화안정증권의 流通市場은 공급자가 소수라는 의미에서 寡占市場의 성격을 띠고 있다.

2. 特 徵

1992년 말 현재 通貨安定證券市場이 지닌 特徵을 정리하면 다음과 같다. 첫째, 發行市場은 시장규모, 거래방법 등에 있어서 비교적 발달되어 있는 편이나 이에 비해 流通市場은 매우 취약한 상태에 있다. 예컨대, 1992년중에 증권거래소를 통하여 거래된 通貨安定證券의 去來規模는 2,232억원으로서 總發行殘額 20조 6,353억원의 1.1%에 그치고 있다 (<表 III-4> 참조)¹⁰⁾.

10) 日本의 경우 최근 2년(1991~92)간 연간 동경증권거래소의 債券去來額이 각각 18조

〈表 Ⅲ-4〉 通貨安定證券의 流通市場 去來額 推移

(單位: 억원, %)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
流通市場去來額(A)*	40,418	59,605	36,543	13,603	7,024	2,232
(A) / 發行殘額	44.9	36.6	20.3	8.9	5.1	1.1

註: *는 증권거래소 거래액 기준임.
 資料: 한국은행, 『연차보고서』, 각호.
 한국증권거래소, 『주식』, 각호.

또한 통화안정증권의 장외시장 거래액 8조원을 가산할 때 1992년중 통화안정증권의 장내·외 거래규모는 전체 발행잔액의 43% 수준에 이른다 (〈表 Ⅲ-5〉 참조)¹¹⁾.

〈表 Ⅲ-5〉 債券의 場內·外 去來 推移

(單位: 억원, %)

	1988	1989	1990	1991	1992
場內市場	85,453 (23.8)	51,491 (12.8)	32,503 (8.2)	20,978 (4.0)	6,050 (0.9)
通安證券	59,605 (16.6)	36,543 (9.1)	13,603 (3.4)	7,024 (1.3)	2,232 (0.3)
場外市場	273,961 (76.2)	351,813 (87.2)	363,018 (91.8)	509,659 (96.0)	663,873 (99.1)
通安證券	116,095 (32.3)	195,693 (48.5)	103,193 (26.1)	81,585 (15.4)	86,140 (12.9)
計	359,414 (100.0)	403,304 (100.0)	395,521 (100.0)	530,637 (100.0)	669,923 (100.0)

註: 1. 장내거래는 증권거래소의 債券去來額 基準, 장외거래는 證券社 및 短資社의 總 實渡額임.
 2. 장외거래 수치에는 소액채권(건당 500만원 미만) 및 환매조건부 채권의 매매 거래실적이 제외됨.
 3. () 안의 수치는 구성비임.
 資料: 한국은행, 『연차보고서』, 각호.
 한국증권거래소, 『주식』, 각호.
 한국증권업협회, 『증권』, 각호.

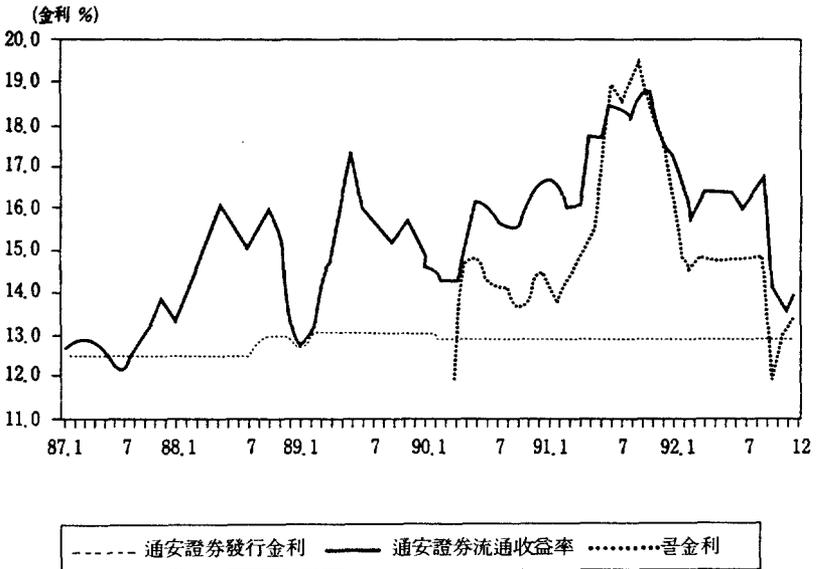
엔, 7조엔으로 전체 발행잔액(1991년 172조엔, 1992년 176조엔)의 10.5%, 3.4%에 이르고 있다.

11) 日本의 경우에는 1992년중 債券의 장외시장 거래액(동경)은 2,858조엔으로서 전체 발행잔액 176조엔의 16배에 달하고 있다.

둘째, 通貨安定證券은 대부분 미리 지정된 달러에게 引受賣出하는 引受賣出方式에 의하여 발행되고 있다. 1988년 12월 금리자유화 조치의 일환으로 도입된 競爭入札方式에 의한 발행비중이 1989년중에 10.2%를 차지하기도 하였으나, [圖 Ⅲ-1]에서 볼 수 있는 바와 같이 1989년 이후 유통수익률이 급상승하면서 경쟁입찰방식에 의한 발행이 중단되었다. 1990년 이후에는 <表 Ⅲ-1>에서 볼 수 있는 바와 같이 競爭入札에 의한 발행이 전혀 없으며 引受賣出方式에 의한 발행비중이 1992년중에 56.2%를 차지하고 있다.

셋째, 통화안정증권의 流通收益率은 일부 달러의 資金事情에 의하여 결정됨에 따라 寡占價格의 특성을 띠고 있다. 保險會社와 短資會社가 주로 유통시장에서의 통화안정증권 공급자의 역할을 수행하므로 이들의 자금사정이 어려우면 流通收益率은 상승하고 자금사정이 좋으면 하락한다.

[圖 Ⅲ-1] 通貨安定證券金利 및 콜金利 推移



資料 : 한국은행, 『조사통계월보』, 각호.
 ———, 『통화금융』, 각호.

보험회사와 단자회사가 流通市場에 매출하는 통화안정증권은 자금사정이 어려운 상황에서도 통화당국의 勸誘에 의하여 인수한 것이므로 이들은 낮은 價格으로 통화안정증권을 판매하게 된다. 통화당국의 勸誘에 의하지 않고서는 이들이 買入價格보다 낮은 價格으로 판매하기 위하여 통화안정증권을 인수하지 않을 것이기 때문이다. 이에 따라 통화안정증권의 流通市場은 수요자의 시장이며 流通收益率은 完全競爭市場에서의 유통수익률보다 높은 수준에서 결정된다.

3. 活性化 方案

통화의 간접관리수단으로서 通貨安定證券의 역할이 보다 활성화되기 위해서는 通貨安定證券市場이 발달되어야 한다. 通貨安定證券은 현재 안전성은 높지만 收益性, 流動性 및 便宜性은 미흡한 편이다. 通貨安定證券의 收益性, 流動性과 便宜性을 높일 수 있는 방안을 모색하여 通貨安定證券市場의 活性化가 추진되어야 할 것이다.

通貨安定證券市場이 활성화되기 위해서는 첫째, 通貨安定證券市場은 우리나라 채권시장 가운데 가장 큰 비중을 차지하는 市場이며 다른 채권의 시장과 밀접하게 연계되어 있으므로 債券市場이 전반적으로 활성화되어야 한다. 債券市場은 株式市場과 더불어 直接金融方式으로 자금을 중개하는 金融市場이다. 그 동안 우리나라의 金融市場은 間接金融市場을 중심으로 발전하였으며 1986년 이후에는 株式市場에서 급속한 규모의 伸張을 이루었다. 債券市場은 1987년 통화안정증권의 대규모 발행을 계기로 발행규모가 크게 확대되었으나 아직 상대적으로 規模와 機能側面에서 가장 취약한 상태에 있다¹²⁾¹³⁾. 상대적으로 낙후된 債券市場의

12) 우리나라의 債券市場이 지닌 취약점은 무엇보다도 債券의 需要基盤이 허약하고 流通市場의 組織이 체계화되어 있지 못한 점이다. 김형철(1991) 참조.

13) 總債券發行規模의 對經常GNP比率을 보면 1980년의 6.8%에서 1991년에는 24.8%의 비율을 나타냈으며 發行殘額도 1980년의 12.2%에서 1991년에 37.8%로 높아졌

활성화가 도모되면 동시에 通貨安定證券市場도 활성화될 것이다.

둘째, 通貨安定證券市場이 발달하기 위해서는 通貨安定證券의 發行金利가 市場의 需要와 供給에 의해 자유롭게 결정될 수 있어야 한다. 通貨安定證券의 시장이 충분히 발달되지 못한 가장 중요한 理由는 發行金利가 均衡金利보다 낮은 수준에서 규제되어 있기 때문이다. 이 때문에 다음과 같은 부작용이 초래되고 있다. i) 發行市場에서 中央銀行은 통화안정증권을 競爭入札方式에 의하여 발행하지 못하고 주어진 金利에서 引受賣出方式에 의하여 발행할 수밖에 없다. ii) 通貨當局은 通貨安定證券의 引受를 촉진시키기 위하여 딜러가 판매하는 CMA 등의 특정 金融商品에 자금운용의 일정비율 이상을 通貨安定證券에 운용하도록 의무화하고 있다. iii) 通貨安定證券이 競爭入札方式에 의하여 발행되지 못하므로, 통화관리에 의해서 金利가 조절되는 機能이 약하며, 通貨安定證券市場과 콜시장 등 다른 金融市場은 서로 연계되지 못하고 분리될 가능성이 높다. iv) 딜러가 引受한 通貨安定證券이 流通市場에서 거래되지 못하고 있다.

通貨安定證券의 發行金利가 자유화되지 못한 것은 자유화 이후에 金利가 상승할 우려가 있기 때문이다. 政府는 1991년 11월에 金利의 上昇을 억제하면서 金利를 자유화할 수 있도록 4段階로 이루어진 金利自由化

으나 이는 日本의 1974년도 채권시장 규모를 약간 上廻하는 수준으로 아직 우리나라의 채권시장 규모가 작음을 알 수 있다(다음의 表를 참조).

〈表 III-6〉 韓國·日本의 債券市場規模 比較

	韓 國(兆원, %)					日 本(兆円, %)			
	1980	1985	1987	1989	1991	1967	1974	1980	1985
總發行額 (比經常GNP)	2.5 (6.8)	8.5 (10.8)	18.7 (17.6)	37.8 (26.7)	51.0 (24.8)	4.6 (10.0)	15.7 (11.1)	36.8 (15.0)	62.4 (19.2)
發行殘額 (比經常GNP)	4.5 (12.2)	15.1 (19.4)	29.9 (28.2)	51.1 (36.1)	78.1 (37.8)	13.6 (29.3)	46.2 (33.5)	154.1 (62.8)	262.6 (80.7)

資料 : 재무부, 『 재정금융통계 』, 각호.
일본은행, 『 경제통계연보 』, 각호.

計劃을 작성하였다. 즉, 政府는 金利의 上昇을 억제하기 위하여 與信金利와 長期金利를 먼저 자유화한 이후에 受信金利와 短期金利를 자유화한다는 原則을 세우고 있다. 4段階 金利自由化 推進計劃에 의하면 通貨安定證券의 發行金利는 1994~1996년 사이에 추진될 第3段階에 자유화된다. 이와 같이 계획된 것은 政府가 通貨安定證券은 단기채권이므로 政府가 長期債券의 金利를 먼저 자유화한 이후 短期債券의 金利를 자유화하는 金利自由化의 段階別 推進原則을 따르고 있기 때문이다.

그러나 通貨安定證券의 發行金利 自由化는 보다 앞당겨질 수 있을 것으로 판단된다. 우선 通貨安定證券은 통화당국이 통화량을 관리하기 위하여 발행하는 特別 有價證券이므로 일반 채권과는 성격이 다르다. 政策目的을 달성하기 위하여 필요한 경우에는 특별히 취급될 수 있을 것이다. 또한 滿期가 2년 이상인 會社債는 이미 제1단계 자유화 기간중인 1991년 11월에 자유화되었으며 滿期가 2년 미만인 會社債도 제2단계 시기인 1992년 하반기부터 1993년 사이에 자유화될 계획으로 있다. 이에 따라 通貨安定證券의 發行金利는 第2段階 自由化 時期인 1993년 이내에 자유화되는 것이 바람직할 것이다.

통화안정증권의 發行金利가 자유화되기 위해서는 發行金利와 流通收益率間의 차이가 충분히 축소되어야 할 것이다. 금리자유화로 인한 충격이 최소화되는 방향으로 金利는 자유화되어야 하므로, 금리자유화는 시행시기를 대외에 공표하여 展示의으로 이루어지기보다는 실질적으로 이미 금리자유화가 이루어져 금리자유화의 시행시점에는 金利의 變化가 거의 나타나지 않도록 하는 것이 바람직할 것이다. 통화안정증권의 發行金利와 流通收益率間에 차이가 크면 발행금리의 자유화 이후 발행금리는 큰 폭으로 상승할 것이며 경제에 미치는 충격은 매우 클 것이다. 이에 따라 통화당국은 미리 金利를 조정하여 통화안정증권의 발행금리와 유통수익률간의 差異를 줄여서 발행금리 자유화의 與件을 마련해 나가야 할 것이다 ([圖 Ⅲ-1] 참조)¹⁴⁾.

셋째, 通貨安定證券市場이 활성화되기 위해서는 通貨安定證券의 流通

市場이 활성화되어야 한다. 현재는 流通市場의 效率性이 크게 낮은 상태이다. 즉 少數 去來者에 의해 流通收益率이 결정되고 있으며 이에 따라 金利水準이 시장의 需給狀況을 충분히 반영하지 못하고 있다. 또한 去來와 관련된 情報에 있어서 신속성, 정확성 등이 결여된 상태이다. 1992년 말 현재 우리나라 채권시장의 경우 시장정보의 公示는 전일 거래된 종목의 단순 평균수익률만을 시장지에 공개하고 있다. 특히, 場外去來의 경우에 情報의 부족현상은 더욱 심각하다. 場外市場은 수익률공시체제도 갖추고 있지 못하다. 이에 따라 각 證券會社에서는 별도로 대표종목의 일별 수익률을 사용하고 있으며, 이와 같은 정보체계의 불일치로 채권시장의 安定性이 저해되고 있다.

通貨安定證券의 유통시장이 활성화되기 위해서는, 첫째로 달러의 본래 役割이 확립될 수 있도록 관련된 各種 制度가 개선될 필요가 있다. 예컨대, 현재 한국은행이 거래대상기관으로 지정한 달러를 少數로 재정비한 후, 달러는 自己計算으로 일정한 在庫證券을 항상 보유하고 買受·賣渡呼價를 공시하여 이 呼價에 부합하는 투자자의 주문이 있는 경우에 반드시 賣買去來에 응하도록 하는 것¹⁴⁾ 등이다. 둘째로 장내의 채권거래에 대한 情報의 公示體制가 개선될 필요가 있다. 예컨대, 거래분의 買受·賣渡呼價에 관련된 정확한 정보가 전산단말기를 통해 신속하게 거래자에게 전달되는 제도가 정착되고 매도·매수호가, 거래량, 매수자 및 매도자에 대한 정보 등이 체계적으로 정리되어 관리되고 발표되는 제도를 확립하는 것 등이다. 셋째로 통화안정증권에 대한 需要基盤이 확충될 필요가 있다. 달러와 중앙은행은 金融投資의 수단으로서 통화안정증권이

14) 1992년 12월 말의 통화안정증권 유통수익률은 14.1%로서 발행금리와는 차이는 1.1% 포인트이다.

15) 이와 같은 달러의 역할이 확립되기 위해서는 사전에 i) 달러가 재고의 포지션을 관리할 수 있도록 空賣制度가 도입되며, ii) 달러가 제기능을 수행할 수 있도록 지원 금융이 확충될 필요가 있다. 자세한 것은 오재봉(1992) 참조.

지니는 장점을 적극적으로 홍보하고 통화안정증권에의 運用商品을 적극적으로 개발하는 방법 등에 의하여 통화안정증권에 대한 需要基盤을 확충할 필요가 있다. 예컨대, 통화안정증권의 발행금리가 자유화되고 滿期가 1년 이상인 통화안정증권의 발행이 확대되어 통화안정증권이 稅金優待商品에 運用되도록 함으로써 수요기반을 확충하는 것 등이다¹⁶⁾. 또 중앙은행은 발행시장과 유통시장에서 통화안정증권의 賣買去來를 딜러 및 일반 거래자가 가능한 한 미리 예상할 수 있도록 하여 통화안정증권에 대한 수요기반을 長期的이고 安定的으로 확보해야 할 것이다. 즉 중앙은행은 통화안정증권의 去來時期 등에 관한 정보를 체계적으로 딜러 및 거래자에게 전달하여 딜러 및 거래자가 資金計劃에 의하여 통화안정증권을 賣買할 수 있도록 함으로써 통화안정증권에 대한 長期的이고 安定的인 수요기반을 형성하는 것이다.

16) 현재 소액채권저축의 경우 고객이 세금우대를 받기 위해서는 1년 이상 세금우대상품을 보유하여야 하므로 만기가 1년 이하인 통화안정증권은 세금우대상품에 運用되지 못하고 있다.

IV. 間接管理手段으로서의 通貨安定證券

1. 通貨의 間接管理

通貨의 間接管理는 통화당국이 통화관리의 정책수단을 이용하여 금융시장의 價格決定 메커니즘에 따라 通貨量을 관리하는 것이라고 할 수 있다. 일반적으로 통화당국은 中間目標(intermediate targets)인 통화량¹⁷⁾을 관리하기 위하여 政策手段(policy instruments)을 이용하여 먼저 運用目標(operating targets)를 달성하는 방식으로 통화의 간접관리를 추진한다.

間接管理의 핵심은 통화당국이 통화를 관리함에 있어서, 다른 一般經濟主體에 의해 영향을 주지 않고 통화당국이 임의적으로 조정할 수 있는 手段, 즉 政策手段을 사용하여 통화를 관리하는 데에 있다. 반면에 통화당국이 통화를 직접관리하는 경우에는 일반 경제주체의 경제행위에 의하여 영향을 받는 經濟變數를 통화당국이 직접 조정하여 통화를 관리하게 되므로 결과적으로 통화당국은 일반 경제주체의 경제행위를 직접 간섭하는 셈이 되고 통화량은 市場機能에 의하여 결정되지 못하게 된다.

政策手段으로서의 公開市場操作(open market operation), 銀行間市場操作(interbank market operation), 再割引率(rediscount rate), 必要支給準備率(required reserve ratio) 등이 이용되며, 運用目標로서는 支給準備金, 콜금리(또는 은행간 금리) 등이 선정된다. 通貨量變數가 보다 중시되는 경우에는 支給準備금이 운용목표로 선정되며 金

17) 중간목표로서 通貨量 외에도 金利가 선정될 수 있으나 本稿에서는 통화량을 중간목표로 다루었다.

利變數가 보다 중시되는 경우에는 콜금리가 운용목표로 선정된다. 예컨대, 운용목표로서 콜금리가 선정된 경우에는 총통화량의變動幅이 상대적으로 크게 될 것이다.

통화의 간접관리가 成功的으로 수행되기 위해서는 총통화승수에 대한 정확한豫測力이 필수적이다. 또한 政策手段과 支給準備金間 또는 本源通貨間의 엄밀한 關係分析이 필요하다. 통화당국은 총통화의 目標值를 달성하기 위해서 총통화승수를豫測한 후 필요한 本源通貨量을 산정하고 運用目標의 目標值를 책정하며 運用目標은 政策手段을 이용하여 달성되기 때문이다.

2. 通貨安定證券에 의한 間接管理

가. 間接管理의 經路

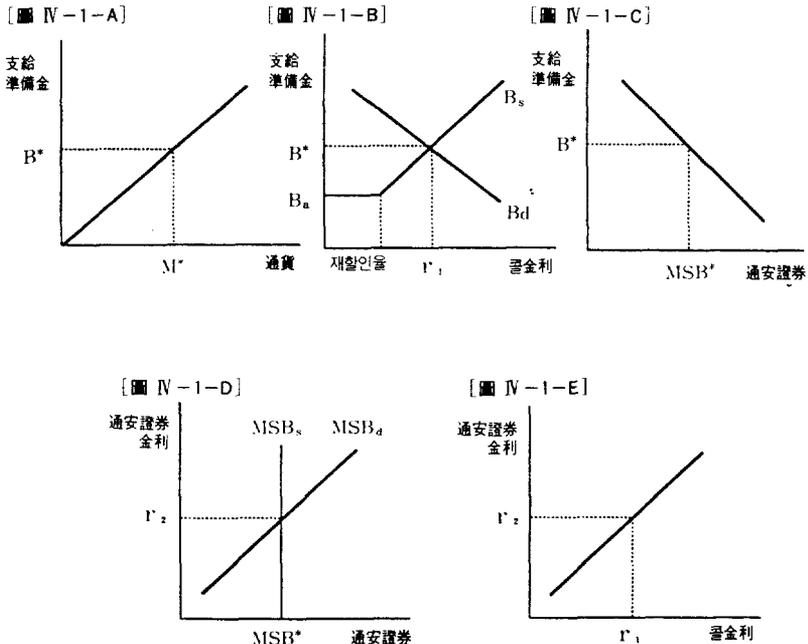
通貨安定證券에 의한 間接管理는 通貨安定證券의 관리에 의하여 運用目標인 支給準備金 또는 콜금리를 적정 수준에서 관리하는 것을 의미한다. 통화안정증권의 供給이 증가하면 支給準備金은 감소하고 통화안정증권의 供給이 감소하면 支給準備金은 증가하므로, 통화당국은 통화안정증권의 量을 관리하여 支給準備金의 量을 조정할 수 있다. 이와 같이 通貨安定證券에 의한 通貨管理는 일종의 公開市場操作에 의한 통화관리 방식이다.

통화의 間接管理를 위해서는, 첫째 適正通貨量에 대응되는 適正水準의 支給準備金의 量이 결정되어야 한다. [圖 IV-1-A]는 통화와 지급준비금이 正(+)의 線形關係에 있을 경우 適正 支給準備金의 量(B*)를 보여주고 있다.

둘째, 통화당국은 支給準備金市場에서 支給準備金이 B*에서 결정되도록 支給準備金을 관리하여야 한다. 支給準備金에 대한 需要者는 通貨金融機關이다. 통화금융기관은 콜금리가 높아질수록 支給準備金에 대한

需要는 감소한다. 이에 따라 통화금융기관의 지급준비금에 대한 需要曲線은 [圖 IV-1-B]의 B_a 와 같다. 한편, 支給準備金은 中央銀行 再割引에 의한 借入去來와 중앙은행과 금융기관간의 有價證券賣買에 의한 非借入去來의 두 가지 방식에 의하여 공급된다. 非借入去來에 의한 支給準備金(nonborrowed reserves)은 콜금리의 수준과 상관 없이 공급되며 [圖 IV-1-B]의 B_s 는 非借入支給準備金の 量을 표시하고 있다. 반면에 콜금리가 상승하면 통화금융기관은 中央銀行 再割引을 확대하고자 할 것이므로 借入支給準備金(borrowed reserves)은 콜금리와 正(+)
의 關係를 가지게 될 것이다. 또한 콜금리가 再割引率보다 낮을 경우에는 일반적으로 借入支給準備金이 공급될 요인이 소멸된다. 이에 따라 借入支給準備金の 供給과 非借入支給準備金の 供給을 합한 支給準備金の 供給은 [圖 IV-1-B]의 曲線 B_s 와 같다. 통화당국이 金利를 중요시할

[圖 IV-1] 通貨安定證券에 의한 通貨의 間接管理



경우에는 B_s 曲線은 콜금리에 보다 彈力的(elastic)인 모습을 보일 것이며 通貨量을 중요시할 경우에는 B_s 曲線은 콜금리에 보다 非彈力的(inelastic)인 모습을 보일 것이다. [圖 IV-1-B]는 支給準備金에 대한 需要와 供給에 의하여 콜금리 r_1 에서 支給準備金 B^* 가 결정됨을 보여주고 있다.

셋째, 適正 支給準備金의 수준에 대응되는 중앙은행에 의한 通貨安定證券의 去來量이 결정되어야 한다. 再割引과 國公債, 外國換平衡基金債券 등 有價證券의 賣買 및 RP 去來에 의한 支給準備金의 변화가 동시에 고려되어야 한다. 또한 發行市場과 流通市場에서의 通貨安定證券에 대한 去來가 고려되어야 한다. [圖 IV-1-C]는 通貨安定證券의 去來量과 支給準備金 사이에 負(-)의 관계를 보여주고 있으며 適正 支給準備金의 수준(B^*)에 대응되는 通貨安定證券의 適正 去來量은 MSB^* 임을 보여주고 있다.

넷째, 中央銀行은 適正 通貨安定證券의 供給量을 통화안정증권의 發行市場과 流通市場에 공급하여 適正 支給準備金의 수준을 달성하게 된다. [圖 IV-1-D]의 MSB_s 는 중앙은행이 發行市場과 流通市場에 通貨安定證券을 공급하는 量을 나타내는 통화안정증권의 供給曲線을 표시하고 있다. 통화안정증권에 대한 需要는 통화안정증권의 金利가 상승하면 증가하며 [圖 IV-1-D]의 MSB_s 는 통화안정증권에 대한 需要曲線을 표시하고 있다. 이에 따라 [圖 IV-1-D]는 MSB_s 와 MSB_d 에 의하여 통화안정증권의 金利는 r_2 에서¹⁸⁾, 통화안정증권의 去來量은 MSB^* 에서 결정됨을 보여주고 있다¹⁹⁾.

[圖 IV-1]과 통화안정증권이 直接的인 통화관리수단으로 사용될 경우를 나타내는 [圖 II-2]의 差異點은 통화안정증권의 適正量을 결정하

18) 통화안정증권의 金利가 자유화된 것으로 가정된 상태이다.

19) [圖 IV-1-E]는 통화안정증권金利는 콜금리와 경험적으로 正(+)의 관계를 띠고 있음을 의미한다. [圖 III-1] 참조.

는 要因이 다른 데 있다. [圖 IV-1-C]에서는 통화안정증권의 적정량이 支給準備金の 적정량에 의해서 결정되는 반면 [圖 II-2-D]에서는 통화안정증권의 적정량이 직접 總通貨(M₂)의 적정량에 의해서 결정된다.

나. 通貨管理方式의 改善

通貨安定證券이 통화의 間接管理手段으로서 역할을 수행하기 위해서는 먼저 현재의 通貨管理方式이 개선될 필요가 있다. 通貨가 間接적으로 관리되는 여건이 형성될 수 있도록 현재의 通貨管理方式이 개선되어야 한다.

현재는 중심통화지표인 總通貨(M₂)의 目標値가 지나치게 硬直적으로 관리되고 있다. 통화당국은 1992년 12월의 總通貨 目標增加率을 平均殘額基準으로 하여 전연도 같은 기간에 비해 18.5% 증가하도록 설정하였다. 이와 같은 通貨目標(monetary target)은 그 자체가 금융정책의 최종목표(goals)가 아니지만 실제로 정책당국을 비롯한 경제주체들은 通貨目標値에 지나치게 집착하는 경향이 있다²⁰⁾²¹⁾. 즉, 통계상의

- 20) 이렇게 된 原因 중의 하나는 목표통화량이 '經濟運用計劃'이라는 정부의 문서로 책정되고 있는 점이다. 일단 정부의 公式的 文書로 공표된 목표는 달성되어야만 하는 것으로 정부가 인식하는 것은 당연하다. 목표치가 공표될 경우에 정부에 대한 評價는 목표치의 달성여부에 의해 이루어지기 때문이다. '經濟運用計劃'에 의한 경제운영방식은 과거에 量的 目標를 설정하고 경제가 운영될 필요가 있을 경우에는 효과가 있었지만, 이제 우리 경제는 計劃經濟方式을 탈피해야 할 수준에 이르렀다고 판단된다.
- 21) 미국, 서독, 영국 등 선진국에서는 대체로 中央銀行이 政府와의 협의를 거쳐 通貨의 目標增加率을 외부에 발표하고 있다. 예컨대, 美國의 경우에는 1978년에 제정된 완전고용과 균형성장법(the Full Employment and Balanced Growth Action)에 근거를 둔 중앙은행법에 따라 中央銀行의 委員會(the Board of Governors of the Federal Reserve System)는 매년 2월과 7월에 국회에서 年間 通貨增加率의 範圍에 관한 委員會(the Board of Governors)와 公開市場操作委員會(the Federal Open Market Committee)의 목표와 계획을 보고하고 있다. 그러나 委員會와 公開市場操作委員會에서 經濟與件이 변화하여 目標通貨增加率이 달성될 수 없거나 달성되어서는 안된다고 결정되는 경우에도 目標 通貨增加率이 달성되어야 하는 것으로 국회의 보고가 해석되어서는 안 된다고 중앙은행법은 규정하고 있다. 단, 委員會에 의해 目標通貨增加率의 변경 및 괴리에 대한 理由가 설명되어야 한다 (the Federal Reserve System(1984), p. 20 참조). 한편, 日本의 경우에는 中央銀行인 日本銀行이 每 分期初에 分期別 通貨增加率의 豫測値를 발표할 뿐이다.

M₂ 증가율이 목표치를 조금만 초과하면 즉시 物價의 오름세 심리가 형성되고 通貨政策은 실패한듯한 분위기가 형성된다. 이에 따라 통화당국은 M₂ 目標値의 達成에 通貨政策의 最優先을 두게 되고 通貨管理는 더욱 硬直的으로 운용된다.

M₂는 제2절에서 설명된 바와 같이 통화당국에 의해서만 결정되는 變數가 아니고 家計, 企業, 銀行 등을 포함한 모든 경제주체에 의하여 결정되는 經濟變數이다. 통화당국이 결정하는 필요자금준비금 등의 政策變數가 M₂의 결정에 미치는 과정은 매우 복잡하다. 또한, M₂는 예상하지 못한 돌발적인 事件에 의해서도 결정된다²²⁾. 이에 따라 通貨의 間接管理에 의하여 통화의 목표치가 정확하게 달성되는 것은 극히 드문 일이다. 18.5%라는 M₂의 증가율 목표치가 항상 정확하게 달성되어야 하는 상황에서는 통화의 간접관리는 이루어질 수 없다.

통화의 목표치가 항상 정확하게 달성되기 위해서는 通貨가 直接的인 管理手段에 의하여 조정되어야 한다. 통화가 間接的으로 관리되면 통화의 목표치가 항상 정확하게 관리되기는 불가능하다. 통화의 목표치를 항상 정확하게 달성하고자 하는 政策, 즉 통화의 목표치를 硬直的으로 관리하는 政策과 통화를 間接的으로 관리하는 政策의 두 通貨政策은 일반적으로 동시에 추진될 수 없는 정책이다. 이에 따라 통화당국은 두 通貨政策이 국민경제에 미치는 效果를 엄밀하게 분석한 후, 두 政策間에 정책수행의 優先順位를 결정하여야 할 필요가 있다.

현재 우리의 經濟現實은 경제의 對外 開放化 및 國際化가 이루어지는 상황에서 경제의 自律化를 통하여 國際競爭力을 강화시켜야 할 상황에 있다. 경제주체의 自律的인 經濟行爲가 보장되어 經濟發展의 원동력인 創造精神이 촉진되어야 한다. 통화가 直接的으로 관리되면 통화당국은 直接 經濟主體의 自律的인 經濟行爲를 제약하게 되어, 民間 經濟主體

22) 1992년 11월에 위조된 양도성예금증서(CD)가 발견되어 CD 거래는 감소하고 M₂는 증가한 사건 등이 그 예이다.

에 의한 市場機能은 위축되고 왜곡될 우려가 있다. 따라서 通貨가 直接的으로 관리되는 정책보다는 間接적으로 관리되는 정책이 우리 경제의 현실에 비추어 볼 때, 반드시 추진되어야 할 정책방향이다.

이와 같이 通貨가 間接적으로 관리되어야 하는 경우에는 통화의 목표치가 항상 정확하게 달성되기가 매우 어렵다. 市場機能에 의하여 조정되는 期間中에는 실제의 통화량은 목표치를 벗어나는 것이 일반적이다. 그동안 直接管理의 副作用에도 불구하고 通貨의 直接管理가 추진되어 온 것은 오직 통화의 목표치가 항상 정확하게 달성되는 것이 요구되었기 때문이다. 그러나 이러한 政策에 대한 再評價가 필요하다.

통화의 목표치를 항상 정확하게 달성하고자 하는 데에 優先을 두는 通貨政策은 매우 큰 副作用이 초래될 것으로 판단된다. 첫째, 경제구조가 복잡해지고 다양해짐에 따라 통화의 直接管理에 의해서도 통화의 목표치가 항상 정확하게 달성되기가 쉽지 않다. 통화의 목표치가 항상 정확하게 달성되기 위해서는 모든 通貨金融機關의 本·支店에 대한 資金의 調達·運用이 관리되는 直接的인 관리수단이 사용되는 경우가 많다. 이와 같은 金融機關의 自律性을 극히 제약하는 直接 管理手段에 의해서도 통화의 목표치가 항상 정확하게 달성되는 것은 쉽지 않다. 항상 통화의 목표치가 보다 정확하게 달성되려면 통화의 직접관리수단이 보다 강력하게 사용되어야 하므로, 민간 경제주체의 經濟行爲는 보다 심각하게 直接的으로 통화당국에 의하여 간섭을 받게 된다.

둘째, 경제구조가 복잡·다양해지면서 경제의 不確實성이 보다 확대됨에 따라 우리 經濟現實에 적합한 適正 通貨량을 추산하는 것이 매우 어렵게 되었다. M_2 가 通貨政策運用의 指標인 中心通貨指標로서 가장 적합한지를 알 수 없으며 또한 M_2 의 연간 증가율로서 18.5%가 적절한지도 알 수 없다. 예컨대, 18.6%가 적정하지 않는 理由를 명확하게 설명하는 것은 불가능하다. 경제환경이 변화함에 따라 適正 通貨량을 재조정하는 것도 쉽지 않다.

마지막으로 金利가 자유화되고 經濟가 대외적으로 개방되면서 通貨가

金利 및 換率과 긴밀한 관계가 형성됨에 따라 金利와 換率도 점차 중요한 경제지표가 되고 있다. 通貨량이 변화하면 金利와 換率도 동시에 변화한다. 通貨가 목표치에 있더라도 金利와 換率は 바람직하지 않는 수준으로 변화할지 알 수 없다. 경우에 따라서는 通貨가 목표치를 벗어나더라도 金利 또는 換率이 보다 중요시되어야 한다. 즉 M_2 의 增加率 目標值인 18.5%가 반드시 달성될 필요가 없을 경우가 많다²³⁾.

다소 通貨의 目標值가 달성되지 못하는 경우가 있더라도 通貨는 間接적으로 관리되어야 한다. 通貨가 間接적으로 관리되는 政策이 通貨의 目標值를 항상 정확하게 달성하고자 하는 政策보다 優先적으로 추진되어야 한다. 통화의 間接管理는 결코 통화를 방만하게 관리하는 것을 의미하지 않는다. 통화의 間接管理도 通貨의 目標增加率이 설정되고 운영되는 등의 일정한 準則에 의한 관리를 의미한다.

다음에 통화안정증권이 통화의 간접관리의 수단으로서 役割을 수행하기 위해서는 현재의 지급준비금의 供給方式은 개선되어야 한다. 현재는 앞에서 설명한 바와 같이 중앙은행은 自動再割引 또는 自動貸出의 방식으로 지급준비금이 공급되고 있다. 예컨대, 中小企業이 발행한 상업어음에 대해서 중앙은행이 자동적으로 60~70%를 재할인하고 있으며, 中小企業의 수출산업 및 소재부품 시설자금에 대해서는 중앙은행이 자동적으로 60%를 대출하고 있다. 그 밖에 무역금융, 중소기업제품의 수요자 금융, 기술개발자금, 수입대체를 위한 소재부품자금, 공해방지를 위한 시설자금, 지방중소기업자금 등에 대해서도 중앙은행이 자동적으로 50%를 대출하고 있다. 이와 같이 자동적으로 공급되는 지급준비금이 많

23) 예컨대, 獨逸의 경우 金利와 換率이 중요시되면서 중심통화지표인 M_3 의 증가율이 1992년 10월에 10.2%(계절조정된 연율)를 보여 목표치인 3.5~5.5%를 크게 상회하였다. 또한 美國의 경우에도 金利와 換率이 중요시되어 1992년에 중심 통화지표인 M_2 의 증가율이 목표치인 2.5~6.5%에 못미치는 2.1%에 그쳤다. 한편 캐나다와 瀋洲는 通貨와 名目國民所得間의 관계가 불안정해지자 통화증가율의 목표치를 설정하지 않고 있다. 이흥모·박재진(1992) 참조.

아 지급준비금을 조정하여 통화를 관리하는 간접관리는 큰 制約을 받게 된다. 이에 따라 가능한 한 자동적으로 공급되는 지급준비금의 比率이 축소되어야 할 것이다.

그리고 통화당국은 통화관리를 가능한 한 일반 경제주체가 예측할 수 있도록 信賴性을 유지하면서 一貫性을 가지고 수행할 필요가 있다. 점차 경제의 不確實性이 확대되면서 경제주체의 豫測力이 떨어짐에 따라 정책당국은 情報를 제공하여 경제주체의 豫測力을 높이는 것이 보다 중요하게 되었다. 은행이 통화당국의 통화관리방향을 미리 예측하고 자금의 調達 및 運用計劃을 세워 경영하고자 하더라도, 예측할 수 없는 통화관리가 몇 차례 시행되면 그 計劃은 포기되고 경제는 보다 不安定하게 된다. 이에 따라 間接管理의 效果를 극대화하기 위해서는 가능한 한 예측할 수 있는 通貨管理가 수행되어야 할 것이다.

3. 間接管理手段으로서 通貨安定證券의 強·弱點

間接管理手段으로서 通貨安定證券이 갖는 強點은 우선 통화당국이 通貨安定證券을 통화관리수단으로 사용한 經驗이 많다는 점이다. 또한 通貨安定證券이 間接管理手段으로 활용되면 債券市場이 활성화될 수 있는 점도 強點이다.

첫째, 通貨安定證券은 1961년 이후 통화관리수단으로 사용되어 왔기 때문에 통화당국은 통화안정증권이 지닌 特性을 잘 알고 있다. 그 동안의 經驗으로부터 통화당국은 通貨安定證券에 대한 需要者 및 딜러의 去來行態를 용이하게 파악할 수 있다. 예컨대 通貨安定證券의 滿期 및 金利의 변화에 따른 需要者 및 딜러의 민감도 등이 비교적 정확하게 예측될 수 있다.

둘째, 앞서서도 지적된 바와 같이 우리나라의 金融市場 가운데 債券市場의 발전이 가장 미흡하다. 금융의 資産 및 負債가 證券化(securitization)되는 것은 세계적인 추세이다. 債券市場을 적극 활성화하여 金

融市場의 발전을 추구하는 것이 우리의 懸案課題이다. 현재 通貨安定證券市場은 채권시장 중 가장 중요하고 비중이 큰 市場이다. 또한 그 동안 通貨安定證券市場은 거래장소, 딜러, 수요자 등에 관한 制度를 어느 정도 구비하고 있기 때문에 비교적 용이하게 육성될 수 있으며 通貨安定證券이 통화의 간접관리수단으로 활용됨으로써 부수적으로 債券市場의 발전도 도모될 수 있다.

반면에 그 동안 通貨安定證券이 통화관리수단으로 사용된 經驗에 의하면 通貨安定證券이 間接管理手段으로서 갖는 弱點은, 첫째 그 동안 통화를 환수하기 위하여 발행되는 通貨安定證券이 오히려 통화증발의 원인이 되어왔다는 점이다. 通貨安定證券의 所有者에게 지급되는 利子が 통화증발의 원인이 된 것이다. 이에 따라 통화량을 일정 수준에서 유지하기 위해서는 利子額에 해당하는 규모만큼 滿期에 더 通貨安定證券을 발행해야 하였으며, 그 과정에서 발행된 通貨安定證券의 규모가 누적되는 결과를 낳게 되었다.

둘째, 通貨安定證券의 발행으로 인하여 會社債의 需要가 억제되었다는 점이다. 債券市場의 需要基盤이 허약한 상황에서 通貨安定證券이 발행되어 권유방식에 의해 판매됨에 따라 會社債 등 다른 債券市場이 위축되는 驅逐效果(crowding-out effect)가 초래되었다.

앞에서 通貨安定證券이 통화의 간접관리수단이 되기 위한 條件으로서 通貨安定證券의 發行金利가 자유화되고, 通貨安定證券의 發行市場과 流通市場이 활성화되며, 통화목표치의 硬直的인 관리방식이 柔軟한 관리방식으로 개선되어야 할 것 등이 제시되었다. 이러한 條件이 충족되면 通貨安定證券이 間接管理手段으로서 지닌 弱點은 문제가 되지 않을 것이다.

우선 통화당국은 通貨安定證券을 發行市場뿐만 아니라 流通市場에서도 거래할 수 있을 것이다. 이미 발행된 通貨安定證券의 殘額規模가 1992년 9월 말 현재 本源通貨의 1.1배에 이를 만큼 커서 流通市場에서의 去來에 의해 통화관리가 가능하기 때문이다. 流通市場에서의 去來는 통

화안정증권의 純發行 增加를 초래하지 않으므로 직접적으로 追加的인 驅逐效果를 발생시키지 않는다. 그리고 通貨當局은 流通市場에서 通貨安定證券의 金利變化에 따라 流通市場에서의 去來를 관리하게 되면 利子로 인한 통화관리의 비용을 줄일 수 있을 것이다.

또한 통화가 本源通貨의 조정에 의하여 간접적으로 관리됨에 따라 通貨安定證券의 去來規模를 크게 줄일 수 있다²⁴⁾. 통화가 間接的으로 관리되면 통화당국은 本源通貨만을 조정하면 되므로 本源通貨가 조정되기 위해 필요한 通貨安定證券의 去來量은 예컨대 M_2 가 직접 조정되기 위해 필요한 通貨安定證券의 去來量보다 크게 줄어든다. 이에 따라 利子로 인한 通貨管理負擔과 驅逐效果도 매우 작아진다.

미국, 일본 등은 간접통화관리의 對象證券으로서 國公債를 이용하고 있다. 이들 國家에서는 정부의 財政支出에 의한 경제정책이 추진되면서 國公債가 대량으로 발행되어 國公債市場이 크게 활성화되었다. 이로부터 자연스럽게 國公債가 통화관리의 間接的인 手段으로 이용되었다. 우리나라도 앞으로 社會間接資本에의 投資增大와 地方自治制度의 確立을 위해 國公債의 大量發行이 예상된다. 이에 따라 長期的으로 國公債가 통화관리의 間接的인 手段으로 사용될 것으로 보인다.

간접통화관리수단으로서 通貨安定證券과 國公債의 差異點은 기본적으로 通貨管理 費用을 부담하는 主體의 문제이다. 通貨安定證券에 의하여 통화가 관리되는 경우에는 中央銀行이 通貨管理의 費用을 부담하게 되고 國公債에 의한 경우에는 政府가 부담하게 된다. 국민경제의 관점에서는 中央銀行과 政府는 모두 通貨當局이므로 어떤 主體가 비용을 부담하든지 그 자체는 동일하다. 다만 中央銀行에 의한 費用은 결국 국민경

24) 間接管理方式 아래에서 통화안정증권의 去來規模는 直接管理方式 아래에서의 去來規模를 통화승수로 나눈 規模까지 축소될 수 있다. 예컨대 1992년 9월 현재 M_2 통화승수는 5.55이므로 通貨安定證券의 去來規模는 최대한 1/5.55까지 감소할 수 있다. 박재윤(1989), pp. 59~62 참조.

제에 인플레이션을 초래하는 費用이며, 政府에 의한 費用은 課稅의 증대를 초래하는 費用이라는 점에서 差異가 있다. 그 效果의 差異를 보면 인플레이션을 초래하는 費用은 貧富의 差異를 고려하지 않고 國民에게 무차별적으로 분배되는 비용이며, 課稅의 증대를 초래하는 費用은 社會의 正義를 고려하여 분배되는 비용이다. 이러한 관점에서 볼 때 長期的으로 國公債를 간접관리수단으로 사용하는 通貨관리가 이루어져야 할 것이다²⁵⁾.

25) 정부가 公開市場에 참여하여 通貨量을 조정하기 위해서는 거래의 對象證券이 신뢰성이 높고 유동성이 크며, 또한 공급량이 많아야 한다. 현재 우리나라는 국공채시장이 발달하지 못하여 국공채가 통화량의 주된 조절수단으로 이용되는 데에는 한계가 있다. 우선 국공채의 發行市場은 발행주체가 분산되어 있고, 발행규모도 소액이며, 발행권리는 매우 낮은 수준에서 형성되고 있어 국공채의 환금성 및 유동성이 크게 떨어지고 있다. 또한 국공채의 流通市場의 경우 短期債는 상장되지 않는 경우가 많아 유통수익률이 형성되지 못하고 있고 여타 國公債의 경우에도 상장규모가 크지 않아 유통시장의 거래가 거의 이루어지지 않고 있다. 이와 같이 우리나라의 경우 국공채 시장이 제대로 형성되지 못하고 있는 것은 채권의 매매시에 종류, 종목, 표면금리, 잔존만기 등 여러 가지 매매조건에 대해 매매쌍방의 합의가 이루어져야 하는데 종합적인 국공채 관리체제의 標準化가 되어 있지 않아 쉽게 매매조건이 일치하는 매매상대방을 찾기 어렵고, 다양한 종류에 비해 종목당 발행규모 및 상장금액이 소액이기 때문이다. 김형철(1991) 및 다음 表를 참조.

〈表 IV-1〉 債券種類別 去來額 推移(場內市場)

(單位: 억원, %)

	1988	1989	1990	1991	1992
國 公 債	70,007 (81.9)	43,777 (85.0)	24,550 (75.5)	13,937 (66.4)	4,525 (74.8)
國 債	3,593 (4.2)	925 (1.8)	1,045 (3.2)	500 (2.4)	212 (3.5)
地 方 債	174 (0.2)	149 (0.3)	349 (1.1)	27 (0.1)	- (-)
特 殊 債*	6,635 (7.7)	6,160 (12.0)	7,566 (23.3)	6,388 (30.5)	2,081 (34.4)
通 安 證 券	59,605 (69.8)	36,543 (71.0)	15,590 (48.0)	7,022 (33.5)	2,232 (36.9)
會 社 債	15,446 (18.1)	7,714 (15.0)	7,953 (24.5)	7,041 (33.6)	1,525 (25.2)
合 計	85,453 (100.0)	51,491 (100.0)	32,503 (100.0)	20,978 (100.0)	6,050 (100.0)

註: 1. *는 통화안정증권 제외.

2. () 안의 수치는 구성비임.

資料: 한국증권거래소, 『주식』, 각호 및 기타자료.

V. 結 論

통화당국은 일반 경제주체의 經濟行爲에 직접 영향을 받지 않고 통화당국에 의하여서만 결정되는 간접관리수단을 이용하여 通貨를 간접적으로 관리할 수밖에 없게 되었다. 金融構造가 복잡·다양해지고 금융자금의 조달·운용이 자율화되며 국내 資本市場이 개방되면서, 통화의 직접관리수단에 의한 통화관리는 점차 효력이 떨어지고 오히려 시장경제의 교란요인이 되고 있다.

통화의 간접관리를 위해서는 효과적인 間接管理手段이 필요한 상황이다. 통화안정증권은 지금까지 주로 直接管理手段으로 이용되어 왔지만 間接管理手段으로서의 형식을 갖추고 있고 지난 30여 년 동안 통화관리수단으로 이용되어 왔으며, 특히 경상수지가 赤字를 보이기 시작한 1986년 이후에는 통화관리의 중심적인 수단이 되어 왔다. 이에 따라 本稿에서는 통화안정증권이 앞으로는 실질적인 통화의 간접관리수단으로 이용될 수 있는 方案이 모색되었다.

통화안정증권이 통화의 간접관리수단으로서 役割을 수행하기 위해서는 다음과 같은 조건이 충족되어야 한다. 첫째, 통화의 목표치가 伸縮적이고 柔軟하게 추진되는 여건이 마련되어야 한다. 현재와 같이 단지 '中間'目標에 지나지 않는 M_2 의 목표치가 항상 정확하게 달성되어야 하는 여건 아래서는 통화의 間接管理는 거의 불가능하며 이에 따라 통화안정증권은 間接管理手段으로 사용될 기회를 갖지 못하게 된다. 선진국의 예를 보면 통화의 목표치는 항상 정확하게 달성될 수 있도록 관리되기보다는 伸縮적이고 柔軟하게 관리되고 있다.

둘째, 통화안정증권의 發行金利가 자유화되어야 한다. 통화안정증권시장이 활성화되고 통화안정증권이 경쟁입찰방식에 의해 발행되기 위해서는 통화안정증권의 발행금리가 자유화되어야 한다. 통화안정증권의

발행금리가 자유화되지 않은 상황에서는 통화안정증권에 대한 需要基盤이 허약하고 통화관리에 의한 金利調整機能이 왜곡될 수 있으므로 통화안정증권은 간접관리수단으로서 역할을 수행할 수 없게 된다. 그러나 통화안정증권의 발행금리와 유통수익률간에 큰 差異가 있을 때 발행금리가 자유화되면 금리자유화로 인한 副作用이 매우 크게 되므로, 통화안정증권의 발행금리와 유통수익률간의 差異가 충분히 축소되었을 때 발행금리가 자유화되는 것이 바람직하다. 이를 위해 金利自由化가 시행되기 이전에 미리 통화안정증권의 발행금리와 유통수익률이 조정될 필요가 있다.

셋째, 통화안정증권의 流通市場이 충분히 발달되어야 한다. 달러제도가 재정비되어 통화안정증권시장에서 價格 및 物量을 조정하는 달러로서의 본래기능이 수행되도록 하고, 통화안정증권에 대한 수요기반이 홍보, 상품개발 등에 의해 확충되도록 하며, 장내·외 시장의 정보에 대한 公示制度가 확립되도록 한다. 이로부터 중앙은행은 통화안정증권의 발행시장과 유통시장에서 통화안정증권의 需給을 조정하고 통화안정증권의 需給에 대한 情報를 가능한 한 미리 일반거래자에게 제공하여 통화관리의 목적을 效率的으로 달성하도록 한다.

통화의 간접관리수단으로서 통화안정증권은 통화당국에 의해 통화관리수단으로 사용된 經驗이 많고 간접관리수단으로 활용됨에 따라 부수적으로 債券市場이 활성화되는 등의 強點을 지니고 있는 반면, 발행된 통화안정증권에 대한 支給利자가 다시 통화증발의 원인이 되고 통화안정증권의 발행으로 인하여 會社債의 수요가 억제되는 등의 弱點도 지니고 있다. 그러나 위에서 제시한 세 가지 條件이 충족되면 앞에서 설명된 바와 같이 弱點은 대체로 해소될 것이다. 무엇보다도 중앙은행에 의한 통화안정증권의 거래량이 크게 줄어들 것이다²⁶⁾.

26) 제Ⅳ절 제3항의 간접관리수단으로서 통화안정증권의 강·약점을 참조.

長期的으로 통화는 선진국에서처럼 國公債市場을 대상으로 하는 공개 시장조작에 의해서 관리되는 것이 추구되어야 할 방향이다. 이를 위해서는 정부는 사회간접자본투자, 지역간 균형발전, 국민복지투자 등을 위한 財政支出로 인하여 발생하는 부족한 자금은 국공채의 발행에 의하여 충당하고 산업정책의 지원으로 인한 本源通貨의 공급을 축소해 나가는 것이 바람직할 것이다.

1993년에는 특히 경상수지의 赤字에도 불구하고 자본수지가 큰 폭으로 黑字를 보여 큰 폭의 綜合收支 黑字가 예상된다. 이에 따라 특별한 통화관리수단이 없는 현 상황에서는 지난 1986~1989년의 경우와 같이 통화안정증권이 해외부문으로부터의 통화증발 압력을 中和(sterilization)시키는 데 중요한 역할을 해야 할 것으로 보인다. 다만, 이제는 통화안정증권의 통화관리수단으로서 지니는 問題點이 해소된 상태에서 통화안정증권이 中和의 手段으로 사용되어야 할 것이다. 이를 위해 먼저 통화안정증권이 간접관리의 수단으로서의 역할을 할 수 있는 條件이 시급히 충족되어야 할 것이다.

參 考 文 獻

- 金榮大, 「우리나라의 金融政策形成과 運用」, 全洪澤(編), 『金融經濟教室』, 全國銀行聯合會, 1989. 12.
- 金永伯, 「최근의 단기금융시장 동향」, 『조사통계월보』, 한국은행, 1992. 3.
- 金炯哲, 「債券市場의 環境變化와 活性化 方案」, 『韓國產業證券開業紀念論文集』, 韓國產業銀行, 1991. 6.
- 朴在潤, 「金融自由化와 業務領域調整」, 『金融經濟研究』, 제2권 제1호, 金融經濟研究所, 1989. 4.
- 朴在潤 · 崔長鳳, 「적정통화정책 운영을 위한 통화지표, 목표통화증가율 및 통화조절 수단」, 『金融經濟研究』, 제1권 제1호, 金融經濟研究所, 1988. 4.
- 吳在鳳, 「우리나라의 債券市場開放과 對應方案」, 『경제브리프스』, 한국산업은행, 1992. 8.
- 李興模 · 朴宰雍, 「通貨目標의 運用現況과 改善方案」, 『조사통계월보』, 한국은행, 1992. 8.
- 日本銀行, 『經濟統計年報』, 1992.
- , 『日本銀行月報』, 1992. 12.
- 재무부, 『재정금융통계』, 1980.1~1992. 12.
- 한국은행, 『금융산업 개편방안』, 1988. 5.
- , 『제2금융권 업무개황』, 1992.
- , 『연차보고서』, 1961~1992.
- , 『조사통계월보』, 1980. 1~1992. 12.
- , 『통화금융』, 1990. 1~1992. 12.
- 한국증권거래소, 『주식』, 1987. 1~1993. 1.

한국증권업협회, 『증권』, 1987. 1~1993. 1.

Ann-Marie, M., *U.S. Monetary Policy and Financial Markets*, New York : Federal Reserve Bank of New York, December 1989.

Bernanke, B. S. and A. S. Blinder, "The Federal funds Rate and the Channels of Monetary Transmission," *American Economic Review*, Vol. 82, No. 4, September 1992.

Bank for International Settlements, *Changes in Money-Market Instruments and Procedures: Objectives and Implications*, March 1986.

Dallas, S. B., P. B. Michael and In-Su Kim, "The Conduct of Monetary Policy in the Major Industrial Countries : Instruments and Operating Procedures," Occasional Paper, No. 70, International Monetary Fund, July 1990.

David, M. J., *FED Watching and Interest Rate Projections*, New York : New York Institute of Finance, 1986.

Deutsche Bundesbank, *Its Monetary Policy Instruments and Functions*, Special Series No. 7, July 1989.

The Federal Reserve System, *Purpose & Functions*, December 1984.