

☒ 연구논문

한국 장단기 금융시장, 주식 및 외환시장 연관성

- Analysis about relation of Long-term & Short-term Financial Market, Stock Market and Foreign Exchange Market of Korea -

김 종 권\*

Kim, Jong Kwon

Abstract

The results of analysis on foreign exchange market, stock and financial market after January of 1997 are that foreign exchange market will be affected by stock and financial market volatility about 1999. This means that stock and financial market are more stable than foreign exchange market. This also is supported by 'financial market forecast of 1999 in Daewoo Economic Research Institute'.

After won/dollar (end of period) will be increasing in 1,430 at second quarter of 1999, this is to downward 1,200 fourth quarter of 1999. This is somewhat based on government's higher exchange rate policy. But, after yield of corporate bond is to 11.0% at first quarter of 1999, this will be stable to 10.2% at fourth quarter. During the first quarter of 1999, yield of corporate bond is to somewhat increasing through sovereign debt and public bonds, technical adjustment of interest rate. After this, yield of corporate bond will be stable according to stability of price, magnification of money supply, restructuring of firms. So, stock market is favorably affected by stability of financial market. But, the pension and fund of USA, i.e., long-term portfolio investment fund, are injected through international firm's management. It is included by openness of audit, fair market about foreign investors.

Finally, Moody's strong rating on the won-denominated bonds suggest that Korea's sovereign debt ratings could be restored to an investment grade in the near future. It sequentially includes inflow of foreign portfolio investment fund, fall of won/dollar foreign exchange rate (appreciation of won) and stability of yield of corporate bond.

I. 序論

최근 들어 금융자유화와 금융국제화의 급진전으로 금융시장의 구조변화와 더불어 시장규율에 의하여 통화정책을 운용할 수 있는 여건이 꾸준히 개선되고 있다. 즉 1990년대 들어 단계적으로 추진한 금리자유화, 외환 및 자본자유화 등에 힘입어 금리의 가격기능이 높아지고 있으며 금융시장간 연계성은 물론 금융자산간 대체성도 제고됨으로써 통화정책운용에 있어서 변화의 시기를 맞고 있다. 이러한 금융환경 변화에 상응하여 적절한 통화신용정책의 운용방안을 마련하기 위해서는 경제주체별 자금조달과 운용, 시장금리 결정과정, 장·단기 금융시장을 통한 통화정책의 파급경로 등을 체계적으로 분석할 수 있는 모형개발이 요청되고 있다. 그리고 IMF 구제금융 지원 진후 가격변수 및 실물변수의 변동성이 증폭되고 있어 구조변화의 가능성이 존재하므로 이에 따른 환율과 금리, 경제변수의 상호관계에 상당한 변화가 일어나고 있다. 그런데 기존의 모형으로는 이러한 경제구조변화를 충분히 반영할 수 없으므로 실제 환율 및 이자율 예측에 적용하기 어려운 실정이다.

\* 대우경제연구소 선임연구원

따라서 환율과 국제금리 등 대외여건 변화에 따른 우리 나라 환율 및 금리수준을 예측하고 향후 1년간 환율 및 금리의 동향을 파악한다. 그리고 통화정책과 자금시장을 통하여 유동성효과에 따른 장단기금리에 대한 영향과 장단기금리간의 관계변화를 분석한다. 마지막으로 대외여건을 감안한 구조적 오차수정모형에 의한 환율 및 이자율 예측을 수행하기로 한다.

기존연구와의 차이점으로는 오차수정모형을 환율변동 충격에 따른 금리의 반응과 금리변동이 다른 변수들에 의해 얼마나 설명되는 지를 분석하여 전체적인 환율결정요인이 금리에 대하여 주는 영향을 파악할 수 있다. 그리고 경제구조에 변환을 유발하는 다양한 충격·교란요인에 대한 분석을 통해 이러한 교란요인에 의한 경제구조변화를 파악하는 것이 가능하며 이에 따른 예측이 가능할 것이다.

본고의 구성은 다음과 같다. II장에서는 기존문헌 서베이, III장에서는 콜과 CD, CP, 회사채시장 분석, IV장에서는 장단기 금융시장의 연계, V에서는 통화정책의 금리스프레드에 대한 영향력을 살펴보고, VI장에서 환율, 주가 및 금리의 연관성에 대하여 실증분석하여 VII장에서 결론을 내리기로 한다.

## II. 既存文獻 서베이

김경록과 이민구(1993)는 '90년 1월부터 '92년까지의 기간으로 오차수정모형에 의한 선행성 분석과 VAR모형에서의 충격-반응함수에 의하여 제2금융권의 실세콜금리(1일물), 은행간 콜금리(1일물), 통화채수익률(1년), 회사채수익률의 일별자료를 이용하여 콜금리와 회사채수익률의 관계 분석을 하였다. 분석결과로는 첫째, 실세 콜금리와 은행간 콜금리 중에서 회사채수익률의 변동과 보다 관계가 깊은 것은 비교적 경쟁적으로 거래되고 있는 실세 콜금리이었다. 은행간 콜금리는 담합에 의하여 형성되므로 비탄력적인 움직임을 보였다. 둘째, 실세콜금리와 회사채수익률 두 변수간의 관계에 한정해서 볼 때 실세콜금리가 회사채수익률의 변동원인이 되었으며, 그 역은 성립하지 않았다. 그리고 실세콜금리는 회사채수익률에 6일내지 12일 정도 선행하고 있었고, 특히 6일에서 그 관계가 강하게 나타났다. 즉, 향후의 단기적 회사채수익률의 예측에는 실세 콜금리가 유용하게 사용될 수 있다는 것으로 심층적인 사실이 검증되었다. 또한 충격반응함수에서 콜금리의 1% 충격에 회사채수익률은 0.075%정도 반응하였다. 셋째, 실세 콜금리와 회사채수익률은 선행관계는 있었으나, 상승국면보다는 하강국면에서 보다 밀접한 관계를 보였다. 그리고 상승추세중의 하강조정국면이나 하락추세중의 상승조정국면에서는 상관관계가 많이 약해지는 것으로 나타났다.

이정도와 설병문(1997)은 OECD 가입일인 96년 10월 11일을 기준으로 이전 100일과 이후 100일의 기간으로 GRANGER 인과관계 검정 및 GARCH모형에 의하여 콜금리, 회사채수익률(3년 만기, 은행보증), 원/달러환율, 종합주가지수의 관계변화를 일별자료로 추정하였다. 인과관계를 분석한 결과를 보면 가입일 이전 기간은 회사채수익률이 콜금리(평균)에 영향을 미치고 회사채수익률이 종금사간 콜금리에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 가입일 이후의 기간에는 콜금리(평균)와 회사채수익률간에 상호 인과관계가 있다는 사실이 밝혀지고 회사채수익률이 국내은행간 콜금리에 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 가입이전 기간과 가장 큰 차이를 보이는 것은 금리와 종합주가지수간의 관계인데 종합주가지수가 콜금리(평균)에 영향을 미치고 있다. 콜금리와 종합주가지수와의 관계는 국내은행간의 콜금리에 종합주가지수가 영향을 미치는 효과에 의한 것으로 보인다. 또한 회사채금리와 종합주가지수간에 상호 유의적인 인과관계가 발생하고 있는 것으로 보인다. 환율은 가입이전과 이후에 걸쳐 각 변수와 유의한 관련성을 보여주고 있지 못하다.

가입이전에 인과관계가 확인된 변수간의 GARCH모형을 이용한 분석결과에 따르면, 콜금리(평

균)의 변동성은 잔차의 제곱에 의하여 유의적인 영향을 받는 ARCH효과가 나타나고 있다. 인과관계가 확인된 회사채수익률은 콜금리(평균)의 변동성에 유의적인 정(+)의 관계를 미치는 것으로 나타났다. 종금사간의 콜금리도 역시 ARCH효과가 나타나고 있으며 회사채수익률에 의해서 유의적인 정(+)의 영향을 받는 것으로 나타났다. 그러나 두 변수 모두 GARCH효과가 확인되지 않으므로 전일의 충격에 의해서는 유의적인 영향을 받지 않는 것으로 분석된다. 전기에 확인된 콜금리(평균)의 변동성은 국내은행간 콜금리의 변동성에 의한 영향이 아니고 종금사간 콜금리의 충격에 의한 것으로 분석된다. 가입이후 기간의 분석결과에 따르면 국내은행간 콜금리와 종합주가지수에서 ARCH효과가 유의적으로 나타나고 있으나 회사채수익률과 콜금리(평균)에서는 유의적인 ARCH효과가 확인되지 않고 있다. GARCH효과는 콜금리(평균), 종합주가지수, 회사채수익률에서 확인되고 있다. 종합주가지수는 잔차항의 충격과 전일 변동성의 영향을 모두 받고 인과관계가 확인된 회사채수익률의 유의적인 영향을 받는 것으로 확인된다. 회사채수익률은 주가의 변동성에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나며 주가도 유의적이지는 않지만 회사채수익률에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 분석되고 있다.

최규완(1997)은 92년 이후를 전체기간으로 하여 97년 이후와 기아사태 이후의 기간으로 GRANGER 인과관계 검정 및 VAR모형에 의하여 회사채수익률(3년만기, 은행보증), 종합주가지수, 원/달러환율의 상호관련성을 일별자료로 추정하였다. 인과관계 검증결과는 금리가 환율과 주식수익률의 원인변수이고 주식수익률은 환율의 원인변수인 것으로 나타났다. 그러나 기아사태 이후는 각 변수들간의 명백한 인과관계를 파악하지 못하였다. 각 변수들간의 예측오차 분산분해를 통해 변수 상호간의 영향력을 파악하였다. 금리의 경우 전체기간과 97년 이후 분석에서는 환율이 주식수익률보다 금리에 미치는 영향이 큰 것으로 나타났다. 그러나 기아사태이후 분석에서는 주식수익률은 비교적 단기적으로 금리에 많은 영향을 미치며 환율은 장기적으로 영향을 미치는 것으로 나타났다. 주식수익률의 변화는 전반적으로 환율보다는 금리에 의해 더욱 큰 영향을 받는 것으로 나타났다. 환율의 변화는 기아사태이후 분석에서 주식수익률과 금리의 영향이 전체기간과 97년 이후 분석에서 보다 크게 확대되었다. 특히 금리의 변화보다는 주식수익률의 변화에 의해 큰 영향을 받는 것으로 나타났다. 충격반응분석을 통해 각 변수들의 외생적 충격에 대한 여타변수들의 변동행태를 살펴본 결과로는 전체기간 분석과 97년이후 분석의 결과가 많은 차이를 보이지 않았다. 그러나 두 기간의 분석과 기아사태 이후의 분석결과는 몇가지 차이점을 보여주었다. 두드러진 차이를 보인 반응은 금리충격에 대한 주가의 반응과 주가충격에 대한 금리의 반응이다. 먼저 금리충격에 대한 주가의 반응은 전체기간과 97년이후 분석에서는 단기적으로 금리상승이 주가의 하락으로 나타났는데 비해 기아사태이후 분석에서는 1일의 영향은 금리상승이 주가하락으로 이어졌으나 2일에서 5일 후의 영향은 오히려 주가가 상승하는 것으로 분석되었다. 또한 주가충격에 대한 금리의 반응은 전체기간과 97년 이후 분석에서는 주가의 상승은 장·단기적으로 금리의 하락을 가져왔으나 기아사태 이후는 주가의 상승이 오히려 단기적으로 금리를 하락시키지만 장기적으로는 금리를 상승시키는 것으로 분석되었다. 그리고 환율의 상승이 금리의 상승과 주가의 하락을 가져온다는 것이다. 이는 기아사태 이후분석에서도 마찬가지로의 결과를 보이고 있다.

최공필(1998)은 92년 9월 28일부터 98년 3월 30일까지의 기간으로 GRANGER 인과관계 검정과 교차상관계수에 의하여 회사채수익률(3년만기, 은행보증), 종합주가지수, 원/달러환율의 상호관련성을 주별자료로 추정하였다. 통계적 인과성 검정결과 환율변동폭 철폐 이후 환율 → 주가, 주가 → 금리의 인과관계가 뚜렷해지는 경향을 보였다. 환율변동폭 확대 이전과 이후의 금리, 주가, 환율의 상관관계를 분석하여 본 경우에는 환율변동폭 확대 이전에는 주가와 금리가 정(+)의 상관관계를 보였으나 환율변동폭 확대 이후에는 뚜렷한 부(-)의 상관관계를 띄었다.

김명기와 문소상(1998)은 90년 4월 4일 이후의 기간으로 VAR모형에 의하여 회사채수익률(3년만기, 은행보증), 종합주가지수, 원/달러환율의 상호연관성을 일별자료로 추정하였다. 충격반응

분석의 결과를 살펴볼 때 환율과 환율변동성에 충격이 발생하면 환율과 금리가 상승하고 외환 시장에서의 불확실성도 초기에 확산되고 있다. 그리고 주가가 상승하는 충격이 발생하면 금리와 환율이 떨어지면서 시장의 불확실성도 낮아지지만 주가변동성에 대한 충격, 즉 주식시장의 불안은 초기에 환율과 금리를 상승시키는 것으로 나타났다. 금리충격은 환율과 주가를 하락시키나 그 크기는 아주 작은 것으로 분석되었다. 분산분해의 결과를 보면 주가는 외생성이 상대적으로 크며 환율은 장기적으로 주가나 금리보다 주식 및 외환시장의 불확실성에 더 큰 영향을 받고 있다. 그리고 금리는 장기적으로 환율과 주가에 영향을 미치기보다는 오히려 주가와 환율의 변화로부터 영향을 받아 왔던 것으로 보인다.

### III. 콜과 CD, CP, 회사채시장 분석

#### 1. 콜(CALL)시장

은행 및 기타 금융기관 상호간에 단기여유자금을 운용하거나 일시적 부족자금을 조달하는 금융시장으로 금융기관간 자금수급의 원활화를 통한 전체 금융시장의 효율성을 제고하고 있다. 한편 정부는 은행과 제2금융권으로 사실상 분할되어 있는 콜시장 단일화를 위해 1996년 7월에 콜거래 중개업무 등 금융기관간 자금거래를 전담하는 전문중개회사를 설립하였다.<sup>1)</sup> 이에 따라 동회사가 업무를 개시한 1996년 11월부터는 그간의 매매중개방식에서 방향전환하여 단순중개방식으로 중개방식을 크게 바꾸었다. 또한 은행의 비은행 콜론을 억제하던 한국은행 창구지도 폐지하였다.<sup>2)</sup> 이에 따라 통화증발우려를 바탕으로 비은행 참가금융기관의 순콜머니한도를 자기자본의 일정범위내로 제한하는 조치를 취하였었다. 그러나 참가금융기관의 순콜머니 한도 제한조치는 금융기관간 초단기자금에 대한 수요와 공급이 존재하는 한 장외거래가 촉발됨으로써 중개회사를 경유한 장내거래에서의 제한이 실효성도 없고 채권시장의 위축 등 부작용이 클 것으로 예상되었다. 그래서 콜거래중개회사 업무운용지침 제16조에 의한 비은행금융기관의 순콜머니한도 제한을 1997년 5월 시행직전에 폐지하였다.<sup>3)</sup> 한편 콜시장 제도개편에 따른 단기적 부작용을 최소화하기 위해 1개월 이상 ~ 6개월 미만의 금융기관간 중기자금의 수급을 조절하

1) 1996년 7월에 금융산업개편의 일환으로 투금사와 종금사의 업무영역을 통합하고 당시 서울소재 투자금융회사가 취급하던 콜중개업무를 중단시키고 금융기관간 자금중개업무를 전담취급하는 한국자금중개회사를 120개 금융기관 공동출자로 설립하였다.

2) 이에 따라 1996년 6월 이후 은행의 제2금융권에 대한 콜론 규모가 크게 확대되었다.

(일평균, 억원)

	96.6	96.12	97.6	97.12	98.6	98.10
콜시장규모	1,408	30,371	7,356	13,667	13,947	17,192

주 : 콜시장규모는 은행간직거래 및 중개거래의 합

자료 : 한국은행(98.11)

3) 미국에서도 연방자금(Federal Fund)을 연준에 예치된 지준금의 의미보다는 그 종류 및 형태를 불문하고 즉시 결제를 위해 사용가능한 당일자금(same-day money)으로 이해하고 있으며 지준규제를 받지 않는 증권사, 정부, 일반기업 등의 콜자금도 Fedwire와 Bankwire간 접속으로 즉시 총액결제하고 있다. 일본은 우리 나라와 같이 은행간 콜거래는 당일중 즉시 결제하나 비은행이 참여하는 거래는 익일중 어음교환결제를 함으로써 비은행의 참여를 허용하고 있다.

는 시장을 개설하였으나 아직까지 그 이용은 전무한 실정이다. 금융기관간시장의 문제점으로 기관별 자금편재 조정수단의 미흡, 거래의 불공정성으로 인한 시장 실세금리와의 괴리, 콜시장 보완시장의 결여 등을 들 수 있다.

콜시장에서의 1, 2 금융권간의 분할현상의 큰 원인은 은행권의 과도한 지준부담이다. 지급준비율은 1996년 4월과 11월에 두차례에 걸쳐 인하되고 97년 2월의 재차 인하로 은행의 평균지준율은 3.3% 수준이나 선진국에 비해 여전히 높은 수준을 보이고 있으며 지준부담이 없는 제 2 금융권에 비해 은행의 자금조달비용을 높이고 있다. 한편 지준적립 상황을 보아가며 통화당국의 RP 지원 및 규제가 되풀이되고 있어 금융권의 당국에 대한 기대심리가 조장되어 통화관리를 어렵게 하고 있다. 통상 은행권의 행태를 보면 지준 마감일을 몇일 앞두고 지준적립을 위한 콜머니에 주력하다가 마감일에 임박해서는 잉여 지준을 일시에 콜시장에 공급하여 콜금리 급등락의 원인이 되기도 한다.

또한 콜시장이 은행간의 지준과부족 조절시장과 제2금융권의 영업자금 조달시장이 혼재되어 있는 측면을 들 수 있다. 더욱이 자금결제방식이 은행간에는 당일결제(BOK-Wire 및 지준수표수도), 제2금융권간에는 익일결제(자기앞수표)로 차이가 있어 은행간 거래와 제2금융권간 거래가 상호 괴리되어 있다. 이에 따라 국내은행간 거래는 장외에서의 직거래가 성행하고 있다.4) 은행간 직거래의 경우 상호간에 동업자간의 거래관계와 안정적인 자금확보가 거래금리보다 더욱 중시되는 경향이 있다. 이는 미국의 연방자금시장에서 환거래은행(correspondent bank)들은 거래은행의 여유자금을 화폐시장에서 매매중개하거나 직거래를 하는 경우에도 시장이자율로 거래하는 점과 대조적이다. 콜금리형성을 보면 금융권역에 따라 차등화되어 있다. 따라서 최고금리와 최저금리간의 차이가 0.70~7.11%p에 달하고 있다. 전반적으로 은행의 콜머니 금리가 낮게 형성되고 중금사 및 증권사의 콜머니 금리는 높게 형성되고 있다 (<표 1> 참조).

4) 콜시장 통합조치에도 불구하고 은행간 직거래의 규모는 줄지 않고 있다. 이는 1일에 1억당 100원(연이율 0.0365%)의 중개수수료의 절감 등 직거래의 모색비용이나 거래비용이 낮았기 때문이다. 그러나 중개사가 설립된 이후 자금중개회사에 대한 정보집중에 의한 정보공시로 은행의 80~90%정도는 은행직거래보다 자금중개사를 통한 중개거래에 의존하고 있다. 따라서 96년 이후 은행직거래를 통한 거래규모의 비중은 지속적으로 감소하고 있다.

(단위 : %, 억원)

	96.12	97.6	97.9	97.12	98.1	98.3	98.6	98.9	98.10
자금중개사 중개	36,998	62,622	67,454	100,977	156,472	149,567	122,815	93,465	152,213
비중	(80.30)	(85.13)	(84.80)	(71.04)	(82.27)	(86.11)	(84.53)	(87.66)	(88.53)
직거래(은행간)	9,079	10,938	12,091	41,162	33,723	24,130	22,471	13,156	19,712
비중	(19.70)	(14.87)	(15.20)	(28.96)	(17.73)	(13.89)	(15.47)	(12.34)	(11.47)
계	46,077	62,622	67,454	100,977	156,472	149,567	122,815	93,465	152,213

자료 : 한국은행(98.11)

<표 1> 금융기관간 콜거래 금리(일평균)

(단위 : %, 연이율)

론/머니	국내 은행	외국 은행	신 탁	종 금	증 권	보 험	투 신	기 타	계(론)	구성비 (%)
국내 은행	6.95	6.94		7.66	7.34		7.30	7.30	7.16	1.74
외국 은행	6.70	6.91							6.91	2.61
신 탁	6.95			7.57	7.29		7.30	8.92	7.11	6.09
종 금	6.61	6.93		7.34	7.29		7.30	7.41	7.25	1.71
증 권	6.61			7.45	7.30	7.30	7.30	7.31	7.22	3.61
보 험	6.91	6.70		7.29	7.29	7.30	7.30	7.30	7.08	1.99
투 신	6.92	6.91		7.45	7.25	7.39	7.78	7.86	7.35	70.94
기 타	6.91	6.95		7.36	7.29		7.03	7.37	7.13	11.30
계(머니)	6.92	6.91	0	7.44	7.27	7.35	7.64	7.83	7.28	-
구성비 (%)	35.53	4.70	0.00	5.34	16.37	0.11	35.07	2.88	-	-
금리차	0.24	0.00	7.11	-0.19	-0.05	00.27	-0.29	-0.70	-	-

주 : 1) 한국자금중개주식회사 1998.10.23~10.29일 중개분

2) 금리차 : 각 금융기관별 (평균Loan금리)-(평균Money금리)

자료 : 종합금융협회, 주간금융시장동향, 1997.10.29

그러나 국내은행 고유계정의 콜거래가 직거래에 의존함으로써 그 금리수준이 중개회사를 통한 전체 콜거래 평균금리 산정에는 거의 반영되지 않고 있을 뿐만 아니라, 동일 투신사간 내부거래가 전체 거래액의 50% 정도를 차지함으로써 평균금리는 이에 크게 영향을 받아 형성되고 있다. 이에 따라 중개회사를 통한 콜거래의 금리는 시장지표금리로서의 신뢰성과 유용성이 저하되어 있다.

또한 제2금융권의 만성적 자금차입기관의 당일 결제자금 조달로 소규모의 자금수급 차질에도 중개콜금리가 과도하게 영향을 받고 있다. 즉 증권사와 투신사의 고유계정은 거액의 주식 매입 보유로 상시 자금부족상태에 있으며 은행과 투신의 신탁계정과 보험사가 중개콜시장 콜론의 80% 이상을 공급하고 있다. 콜시장의 주요 자금공급기관은 은행고유 및 신탁계정과 투신사 신탁계정, 보험사 등이며 투신사 고유계정, 증권사 및 종금사는 주요 자금차입기관이다. 은행의 고유계정 및 신탁계정과 보험사는 종금 및 증권사, 투신사와 은행 고유계정에 주로 자금을 공급하고 있으나 투신사는 콜론의 90%를 투신사에 공급하고 있다. 콜머니 측면에서 보면 국내은행 고유계정은 외국은행과 은행 신탁계정, 종금사 및 투신사에서 자금을 조달하며,<sup>5)</sup> 외국은행은 외국은행 상호간 또는 종금사에서 자금을 조달한다. 종금사와 증권사의 콜자금 주요 조달원은 국내은행의 고유계정과 신탁계정, 보험사이며 투신사로부터 일부를 조달한다. 그러나 투신사는 95% 이상을 투신사에서 조달하고 있다. <표 2>에 의하면 투신사간 거래가 압도적인데 이는 투신사 고유계정의 신탁계정으로부터의 차입으로서 형식적 중개거래를 통해 지정금리로 내부거래함으로써 고객보호 및 거래의 공정성을 저해하는 이해상충문제가 야기되고 있다.

또한 콜시장의 보완시장이 형성되어 있지 않다. 이는 통화관리가 주로 중앙은행으로부터의 차입, 통안증권, RP 등 중앙은행과 금융기관간의 직접거래로 이루어지고 있을 뿐만 아니라, 금융기관간 RP시장이 국공채 등 적격 유가증권의 공급부족으로 규모가 적어 단기자금 수급조절기능이 미흡하기 때문이다.<sup>6)</sup> 더욱이 RP시장은 채권인수기관의 자금조달창구로만 주로 이용되고

5) 국내은행간 직거래분은 제외.

있고 CD발행도 금융기관간 자금의 거래보다는 주로 공개시장에서 은행의 대출과 연계하여 이루어지고 있다.

<표 2> 금융기관간 콜자금 흐름(일평균)

(단위 : 억원)

론/머니	국내 은행	외국 은행	신 탁	종 금	증 권	보 험	투 신	기 타	계(론)	구성비 (%)
국내 은행	1,262	194		350	280		400	183	2,669	1.74
외국 은행	37	3,966							4,002	2.61
신 탁	7,429			133	1,117		133	468	9,330	6.09
종 금	227	50		608	666		945	122	2,618	1.71
증 권	755			346	1,364	5	2,846	209	5,525	3.61
보 험	1,633	20		588	663	66	63	8	3,040	1.99
투 신	40,820	2,694		5,392	14,987	97	41,975	2,674	108,638	70.94
기 타	2,238	281		715	6,986		7,343	748	17,311	11.30
머니 합계	54,401	7,204	0	8,812	25,063	168	53,705	4,411	153,133	100.00
구성비 (%)	35.53	4.70	0.00	5.34	16.37	0.11	35.07	2.88	100.00	-
L-M	-51,732	-3,202	9,330	-5,564	-19,538	-0.27	-0.29	-0.70	-	-

주 : 1) 한국자금증개주식회사 1998.10.23~10.29일 중개분

2) L-M : 각 금융기관별 (총Loan금액)-(총Money금액)

자료 : 종합금융협회, 주간금융시장동향, 1997.10.29

## 2. 양도성예금증서시장(Negotiable Certificates of Deposit, CD)

양도성예금증서(Negotiable Certificate of Deposits)는 중도해지는 불가능하나 양도가 가능하고 만기에는 최종소지자에게 액면금액의 상환을 약속하는 증서이다. CD보유자의 자금조달 시장으로 이용되고, 투자자에게는 창구발행금리보다 유리한 조건(실세금리)으로 투자할 수 있는 기회를 제공한다.

1974년 5월 최초 도입하였다가 1984년 6월에 재개설된 시장으로서 양도성예금증서시장은 여러 차례에 걸친 발행한도 확대, 발행금리 규제완화 및 유통시장의 발달 등으로 비약적인 발전을 하여 예금은행의 주요한 자금조달 수단으로서 96년에 저축성예금의 16%를 점유하였다. 그러나 97년 이후 차지하는 비중이 감소하고 있으며 최근 들어서는 금리의 하향안정화로 국내은행들의 자금조달이 주로 단기 고금리 수신상품에 치중하고 있어 CD순발행이 줄어들고 있음을 알 수 있다 (<표 3> 참조).<sup>7)</sup>

6) 미국은 RP시장, 영국은 은행간 예금시장이 콜시장과 함께 금융기관간 단기자금 수급조절 기능을 수행하고 있다. 미국은 연방자금시장과 RP시장의 금리가 밀접한 연관성을 가지고 있으며 연준에서 RP 매매조작을 통하여 단기유동성 조절수단으로 활용하고 있다. 영국의 경우 상업은행 등이 단기자금 포지션을 조절하는 할인시장과 상업은행, 머천트뱅크 및 광범위한 경제주체들이 참가하는 병행시장(은행간 예금시장, CD시장, 단기지방정부채시장, CP시장 등으로 구성)간 금리차익거래가 활발하게 이루어지고 있다. 이에 따라 영란은행은 할인시장만을 대상으로 공개시장조작을 행하지만 그 효과가 병행시장을 포함하는 전체 단기금융시장금리에 즉각적으로 파급되고 장기금리에도 영향을 미치고 있다.

<표 3> CD순발행현황(기말잔액)

(단위 : 억원, %)

구 분	93	94	95	96	97	98. 7
CD순발행(A)	146,064	179,050	210,419	222,664	168,567	166,090
저축성예금(B)	824,920	1,001,253	1,144,368	1,373,831	1,628,539	1,853,691
A/B	17.71	17.88	18.39	16.21	10.35	8.96

자료 : 한국은행, 통화금융(98.10), 주요경제지표(98.11.5)

그러나 발행금리가 자유화되어 있음에도 불구하고 시중실세금리 이하로 대출고객에게 양건성 예금의 형태로 강매하는 관행이 근절되지 않고 있다. 따라서 고객기업은 양도성예금증서를 구입하는 즉시 발행금리와 유통금리간의 차이를 부담하고 유통시장에서 매각하여 자금을 마련하는 행태를 보이고 있다.

### 3. 기업어음시장

기업어음시장은 신용상태가 양호한 기업이 단기자금을 조달할 목적으로 발행한 어음(유통어음)이 할인되고 (발행시장) 매매 또는 중개되는 시장(유통시장)이다. 기업은 자기신용을 바탕으로 비교적 간편한 절차에 의하여 단기자금조달이 가능하고 일반투자자에게는 고수익성의 단기저축수단을 제공하고 있다. 기업어음시장의 매개체는 신용을 기반으로 기업이 발행하는 유통어음이므로 신용평가제도가 정착되어 그 공신력이 확보되어야 하고 신용에 따른 금리차등화가 원활하게 이루어져야 한다. 그러나 투자자가 무담보로 기업어음을 매입하면서 묵시적으로 종금사와 상환 약속을 하거나 중도환매를 요구하여,<sup>8)</sup> 위험과 수익성의 대체관계가 제대로 형성되지 않고 있는 문제점이 있다.

우리나라의 경우에는 기업어음에 의한 자금조달은 자금소요기간의 장단기 여부에 관계없이 거의 최종적이고 한계적인 자금조달원이 되고 있어 오히려 은행대출금리보다 높은 비용을 지불하고 있다.<sup>9)</sup> 다만 기업어음은 공개시장에서 발행되므로 발행기업이 자금조달시기, 만기 등을 신중적으로 조절할 수 있고 차환발행이 가능하여 기업의 중요한 자금조달수단으로 이용되고 있다. 이에 따라 시중의 자금사정이 어려워져 기업의 안정적 자금조달이 여의치 못할 때 기업의 단기자금조달 수요는 증가하고 주요 자금공급기관인 기관투자자의 자금운용이 단기화될 때 기업어음에 대한 투자수요가 증가하는 특징을 보인다.

기업어음의 주된 중개기관인 종금사는 기업어음을 할인 인수하여 기업에 자금을 제공하는데 자금마련을 위해 금융기관 등 법인과 개인에게 이를 매출하고 매각되지 않은 부분은 종금사가 자체적으로 보유하게 된다. 대부분의 경우 직접금융상품의 특성상 발행과 동시에 은행 금전신탁, 투신사 MMF 등에 매출되며 종금사는 이들을 연결하는 중개역할을 하게 된다. 그러나 할인된 기업어음의 20% 정도는 매출되지 아니하고 종금사가 자체 보유하게 되는데 그 보유채원

7) 1997년 2월에 CD 발행한도를 폐지하고 2.0%의 기준적립의무를 부과하였다.

8) 이러한 관행으로 인하여 직접금융으로서의 기업어음의 상품 성격이 모호하여 1997년 초의 금융개혁 위원회에서 은행이 유통어음할인 취급을 요구하는 등 논란이 있었다. 그러나 은행이 유통어음을 취급하는 경우 중소기업에 대한 신용공여 여력이 줄어들 것을 염려한 중소기업계의 반대로 인하여 그 논의는 단기과제체택에서 제외된 바 있다.

9) 선진국의 경우 기업어음 조달금리는 은행대출금리보다 낮은 것이 보통이다. 그 이유는 초우량기업이 기업어음을 발행하고 있으며 은행의 경우 지급준비금 예치에 따른 기회비용과 여타 간접비용이 대출금리에 반영되는데 비해 기업어음은 이런 비용이 절감되기 때문이다.



마련을 위하여 종금사에게 수신기능인 CMA와 발행어음을 통한 자금조달을 허용하고 있다. 또한 부족자금을 마련하기 위해 종금사는 단기차입금에 의존하게 되는데 특히 콜자금을 통해 조달하고 있어 종금사 자금운용 및 조달은 매일매일의 금리변화에 민감하게 반응하고 있다. 이것이 콜시장에서 종금사가 주요차입자로 등장하게 되는 배경이며 콜금리 등 초단기금리의 변화가 91일물 기업어음 할인금리나 CD 유통수익률의 변화에 영향을 미치게 되는 주요 원인이 된다.

1996년 7월에 투금과 종금업계의 통합이 이루어짐에 따라 현재 14개 종금사에서 CP업무를 취급하고 있다. 한편 1997년 3월에 증권거래법 시행령 개정을 통하여<sup>10)</sup> 복수신용평가등급 A1, A2 이상을 획득한 상장법인이 자금조달을 목적으로 발행한 5억원 이상의 어음을 증권거래법상 유가증권에 포함시켰다. 이에 따라 증권사도 유가증권이 되는 기업어음의 할인, 매출 등을 할 수 있게 되어 우리나라 기업어음 시장은 유가증권인 기업어음과 비유가증권인 기업어음시장으로 이원화되게 되었다. 즉 증권사는 유가증권 기업어음만 취급하고 종금사는 양자 모두를 취급하게 되었다. 유가증권인 기업어음은 1998년 9월말 현재 B등급이상 대상기업 약 500~600개사가 발행하고 있으며 약 79조규모의 기업어음시장에서 증권사와 종금사가 각각 54조과 25조 정도를 취급하고 있다.

#### 4. 회사채시장

##### 가. 발행시장

채권은 국가, 공공단체, 금융기관 또는 기업 등이 정책수행이나 자금조달을 목적으로 발행하는 만기가 비교적 장기인 채무증서를 말한다. 채권은 발행주체를 기준으로 국공채와 회사채로 나누어진다. 이 중에서 회사채는 상법상 주식회사가 발행하는 채권이다.

98년 10월말 현재 총채권발행잔액은 309조원을 상회하고 있으며 민간부문의 발전과 자금수요의 증가에 따라 회사채의 발행 비중이 꾸준히 증가하여 111조원에 달하고 있다 (<표 4> 참조). 그리고 국채, 공사채의 발행도 특수채, 통안채 발행의 증가로 198조원에 이르고 있다. 그러나 전체규모면에서 아직 크다고 볼 수 없는데 이는 정부재정이 균형을 위주로 운용되어 왔기 때문이다. 또한 정책당국이 금리안정화를 이유로 채권발행물량을 조절하는 등 규제가 많아 채권시장확대의 제약요소가 되고 있다.

<표 4> 채권발행잔액 추이

(단위 : 10억원, %)

구 분	1995	1996	1997	1998.10	
국공채	국 채	19,547.6(15.5)	24,790.8 (14.1)	31,508.3 (14.1)	39,981.2 (12.9)
	지방채	3,238.2 (2.6)	4,616.0 (2.6)	6,011.5 (2.7)	6,627.6 (2.1)
	특수채	18,782.5(14.9)	27,812.2 (15.9)	43,404.3 (19.4)	77,037.0 (24.9)
	통안채	14,508.9(11.5)	20,066.1 (11.4)	22,810.7 (10.2)	38,735.1 (12.5)
	금융채	13,464.9 (10.7)	25,055.1 (14.3)	34,087.8 (15.2)	36,214.6 (11.7)
	소 계	69,542.1 (55.2)	102,339.2 (58.3)	137,822.6 (61.6)	198,595.4 (64.1)
회 사 채	56,455.9 (44.8)	73,120.5 (41.7)	86,024.2 (38.4)	111,102.7 (35.9)	
합 계	125,998.0(100.0)	175,459.7 (100.0)	223,846.8 (100.0)	309,698.1 (100.0)	

주 : 1) ( )내는 구성비

10) 증권거래법시행령 제2조의 3~4호. 기업이 자금조달을 목적으로 발행하는 어음중 재정경제원장관이 정하는 어음 규정을 신설하여 증권거래법상 유가증권의 범위에 포함시켰다.

2) 사모사채는 제외  
 자료 : 증권거래소(98.11)

1) 회사채

기업이 자금을 조달하기 위하여 발행하는 회사채는 보증 및 담보의 유무에 따라 보증사채, 무보증사채, 담보부사채로 분류되며 금리결정방법에 따라 확정이자부사채, 변동금리부사채로 구분되기도 한다. 또한 이익참가 형태에 따라 일반사채, 전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채, 이익참가부사채로 분류된다. 현재 보증사채가 대부분이나 무보증사채의 발행이 증가하는 경향이 있으며 대부분 확정이자부사채의 형태로 발행된다.

회사채의 발행금리에서 무보증사채는 11월에, 전환사채 및 담보부사채는 1985년 5월에 발행금리규제가 폐지되었다. 보증사채는 1991년 11월 제1단계 금리자유화조치로 2년 이상 만기물의 발행금리가 자유화되었고 1993년 11월의 제2단계 금리자유화조치로 모든 만기물의 발행금리가 자유화되었다. 채권의 발행방식은 공모와 사모, 직접발행과 간접발행으로 구분되는데 회사채발행의 대부분은 공모 및 간접발행에 의하고 인수방식은 1980년 9월부터 총액인수제를 택하고 있다. 회사채발행의 간사 및 인수단의 자격은 증권관리위원회의 유가증권 인수업무에 관한 규정으로 규율하고 있다.

나. 유통시장

既 발행된 채권이 투자자들 사이에서 매매되는 채권의 유통시장은 상장종목만이 거래되는 거래소시장(장내시장)<sup>11)</sup>과 비상장종목을 포함한 전종목이 거래되는 장외시장으로 대별되는데 장외시장의 비중이 상당히 크다. 즉 97년까지 장외거래의 비중이 전체유통시장의 98% 이상을 차지하고 있는데 장외거래의 비중이 높은 것은 미국 등 선진국의 경우에도 마찬가지이다. 이는 채권의 발행종목이 다양하여 이를 전부 상장시켜 거래소에서 매매하는 것이 기술적으로 어렵기 때문이다. 한편 장내거래의 경우 97년의 거래가 96년에 비하여 3배이상 증가하였는데 이는 전환사채 발행증가와 신규상장 등의 요인 때문인 것으로 보인다 (<표 5> 참조).

<표 5> 회사채 유통시장 추이

(단위 : 10억원)

구 분	1990	1995	1996	1997
장내거래	795.3	1,176.4	1,186.5	3,807.1
장외거래	9,935.0	121,244.2	140,519.8	159,579.4

주 : 증권회사 매수·매도의 합산금액

자료 : 한국증권업협회, 증권

채권의 매매거래는 당일결제거래가 주이며 최근에는 각 발행기관의 재무상태나 자산구성 등의

11) 거래소시장의 경우 채권상장 요건은 국공채 및 재경부장관이 상장을 명령한 채권 및 ① 발행기업의 자본금 : 5억원이상(단, 보증사채 및 담보부사채는 제외) ② 발행회사의 요건 : 상장 또는 등록법인(단, 신주인수권부사채 및 전환사채는 제외) ③ 발행방식 : 모집 또는 매출에 의하여 발행되었을 것(단, 신주인수권부사채 및 전환사채는 제외) ④ 발행금액 : 총액이 3억원 이상(단, 보증사채 및 담보부사채는 5천만원 이상) ⑤ 발행 후 기간경과 : 발행일로부터 1년이 경과되지 않았을 것 ⑥ 미상환액면총액 : 총액이 3억원 이상(단, 보증사채 및 담보부사채는 5천만원 이상) 등의 상장요건의 충족이 필요하다.

신용도를 반영하여 회사채의 유통수익률 차등화가 이루어지고 있다.

장외시장은 점두에서 고객과 증권회사간에 이루어지는 점두매매시장과 증권회사가 개입되지 않고 매매당사자간에 개별적으로 거래가 이루어지는 직접매매시장으로 구분된다. 장외거래의 대부분은 증권회사의 점두에서 이루어진다. 현재 장외거래는 “채권의 장외거래에 관한 규정”에 의해 규제되어 증권회사의 장외거래는 국공채 및 모집 매출한 회사채에 한해 자신의 영업소에서 영업시간중에만 하도록 되어 있다. 이 때의 매매계약체결은 고객과 증권회사간 또는 증권회사 상호간의 상대매매에 의하며 수도결제는 약정과 동시에 이루어진다.

#### IV. 장단기 금융시장의 연계

##### 1. 우리나라 금융기관의 행태

통화당국의 정책이 1일물 위주의 콜금리를 변화시키고 주요 단기금융 중개기관의 만기일 변환 기능을 통하여 91일물 위주의 기업어음할인금리에 영향을 미치고 이와 자금공급측면에서 대체 관계에 있는 은행권의 CD 유통수익률이 리스크 프리미엄을 차감한 수준에서 변화를 일으키고 있다. 91일물 단기금융자산의 수익률 변화는 이자율의 기간 프리미엄과 당해 채권발행자의 신용 리스크를 감안하여 회사채시장에서의 유통수익률의 변화를 초래하여 장단기 금융시장이 연계되고 있는 것이다. 그러나 아직까지 시장별로 분할된 각종 규제장치와 정부의 관여가 커서 효율적인 금리차익거래가 제한을 받아 장단기 금융시장에서의 연계구조가 제대로 작동되지는 않고 있다.

##### 2. 외국의 행태

###### 가. 미국의 정부공인제도

###### 1). 시장행태

미국의 연방자금시장의 역할 중의 하나로 만기일의 전환을 통하여 단 하루의 여유자금까지 효율적으로 동원하여 장기자금화하는 역할을 들 수 있다. 이에 따라 통화당국의 공개시장조작, 재할인율정책 등이 단기자금시장을 통하여 원활한 금리차익거래를 거쳐 장기금리에도 영향을 주고 있는 것이다.

미국의 연방자금시장(Federal Funds Markets)은 연준자금(미국의 금융기관이 연방은행에 예치한 지급준비금) 및 즉각 사용가능한 자금을 연방은행에 직접 또는 상호계약관계를 통해 간접으로 구좌를 보유한 예금기관들이 그 구좌의 지급준비금을 상호간에 대차하는 방식으로 대부분 무담보로 거래하는 단기화폐시장이다. 연방자금시장에서 거래되는 자금은 다른 종류의 은행간 예금과는 달리 이자의 지급이 가능하며 지급준비금 적립의무가 면제되고 있다. 따라서 지준과부족을 해소하는 과거의 소극적 행태에서 탈피하여 현재는 만기일 전환을 통하여 장기화시키는 적극적인 자금의 조달원으로 활용되고 있으며 대규모은행은 주요 수요자로, 소규모은행은 주요 공급자로 활동하고 있다. 연방자금시장에서의 거래는 대부분 익일대출(overnight)이며 익일대출금리를 연준이자율(Fed funds rate)이라고 하며 단기금융시장의 기준금리가 되고 있어 이의 안정을 위하여 연방은행이 공개시장조작(non-borrowed reserve targeting) 및 재할인창구를 활용(borrowed reserve targeting)하여 적극적으로 개입하고 있다.

미국의 환매채시장(Repos and Reserves Market)에서는 CD, CP, BA 등 모든 유가증권이 담보로 가능하나 대체로 국채가 사용된다. RP매각 및 매입 (역RP)은 연방은행이 금융권의 지급준

비금을 일시적으로 조절하는 가장 확실한 방법으로 연방은행이 가장 많이 사용하는 통화관리 수단이다. 연준의 RP 거래는 15일 이내이나 익일거래가 대부분이며 연준은 Primary Dealer를 대상으로 RP 거래에 의한 공개시장조작을 수행한다.

주요 자금공급원은 기업, 주정부 및 지방정부, 외국의 중앙은행, Money Market Fund 등이며 기간별로 Overnight Repo(대부분의 국채 Repo), Term Repo(1, 2, 3주, 1, 2, 3, 6개월이 표준), Open Repo(기간을 미리 정하지 않고 계약당사자 중 일방이 끝내고 싶을 때까지 계속되는 경우)가 있다. 담보가 제공되고 연방자금시장 참가자인 수신기관(Depository Institutions) 이외에도 기업, 주정부, 연방정부 등이 참가하고 있으며 360일 기준 단순가산금리로, 담보 유가증권의 수익률, 표면이자율과는 관계없이 RP 이자율이 독자적으로 정해진다. 금리차익거래를 하는 딜러나 여유자금의 보유기간이 불확실한 기관들이 현금보다 이자도 지급되고 역RP를 통해 항상 현금화가 가능한 재무성증권을 선호하기 때문에 RP 이자율은 대체로 3개월 만기 재무성증권(T-bill)보다 높고 연준이자율보다 낮은 수준에서 형성된다.

미국의 재정증권은 할인방식으로 공개입찰에 의거 발행되고 있으며 TB의 발행할인율은 은행의 우대금리, CD, CP, BA 등의 금리보다 통상적으로 낮으며 단기금융시장의 기준금리적인 역할을 한다. CP, CD와 함께 큰 비중을 차지하고 있어 유통시장에서 재정증권의 매매가 공개시장조작의 주요 대상이 되고 있는데 참여자는 연방은행, 상업은행, 주정부, 지방정부, 비금융기업, 대형증권회사, 개인 및 외국의 중앙은행 등이다. CD의 발행자는 상업은행, 저축기관, 외국은행(Eurodollar CD), 외국은행의 미국지점(Yankee CD) 등이며 발행기관의 신용등급에 따라 발행금리가 차별화되고 있다. 투자자는 기업, 주정부, 지방정부, 외국의 중앙은행, MMF 등이며 3~6개월물이 대종을 이루고 만기 18개월 이상의 경우는 지준적립의무가 면제된다.

#### 나. 일본의 전문중개기관제도

##### 1). 시장행태

일본은행에 당좌계정을 개설한 금융기관들은 당좌계정을 이용하여 환어음결제를 하고 있다. 이에 따른 자금과부족을 상호간에 융통하는 방법으로 콜시장과 어음매매시장이 있다.

콜거래자금의 수수에는 결제시점이 지정된 일본은행 수표가 이용되며 이를 대신하여 일본은행 당좌계정 상호간에 직접 자금수수를 처리하기도 한다. 한편 콜론기관으로만 참가하는 금융기관이 일본은행 당좌계정이 없는 경우에는 은행을 이용한 송금수표와 구좌입금에 의해 자금수수를 한다.

콜시장에서의 거래는 담보부 콜거래<sup>12)</sup>와 무담보 콜거래로 나누어진다. 담보부 콜거래에 있어서 거래의 상대방이 되는 것이 전문중개기관인 일본의 단자회사이다. 단자회사는 콜자금의 대부분 또는 그 대차의 매개에 전문화된 중개기관으로서 미국의 Money Broker와 유사하지만 담보부 콜거래시 자기의 계정을 가지고 자금대차의 상대방이 되어 딜러로서의 기능을 한다는 점이 큰 특징이다. 반면 무담보 콜거래에서는 단자회사는 단순한 중개기능만 하고 있다. 따라서 담보부 콜거래에서는 단기적으로 콜론과 콜머니가 일치되지 않지만 무담보 콜거래에서는 콜론이 상대방의 콜머니로 금액이 일치하게 된다.

어음매매시장은 담보부 단기자금의 대차가 이루어지는 곳이다. 이의 담보로는 금융기관 어음할인에 의해 취득한 상업어음이나 융통어음이 이용된다. 이를 원어음이라고 부르며 실제로는 환어음이 이용된다. 즉 어음매각 금융기관은 원어음에 배서하여 단자회사를 수취인으로 하는 자

12) 담보부 콜거래의 담보는 국채, FB(정부단기증권), 금융채 등을 주로 이용하지만 통상적으로 이를 일본은행에 예탁해서 대용증서에 의한 담보수수를 한다. 또한 은행배서어음과 일본은행대출어음, 증권금융회사가 증권회사에 대하여 발행하는 주식보관증 등이 담보로 이용된다.

기인수 환어음증서를 발행하는데 이 환어음증서를 표지어음이라고 한다. 단자회사는 이 표지어음을 할인하여 어음매각 금융기관에게 자금을 제공하고 어음매입 금융기관에게 배서양도의 형식으로 매각함으로써 자금의 수요자와 공급자를 연결하고 있다. 그러나 단자회사는 딜러의 형식을 띄고 있다 하더라도 실질적으로는 브로커의 역할을 하고 있다. 한편 어음매입 금융기관이 자금이 필요할 때는 구입한 표지어음을 전매할 수 있다.

## 2). 일본은행의 개입

일본은행은 스스로의 주도에 의해 단자회사에게 대출을 한다. 단자회사는 그 자금을 일본은행의 요청에 따라 금융기관간시장인 콜시장에 방출하거나 혹은 공개시장에서 CD 구입<sup>13)</sup> 등을 한다.

일본은행의 채권매매조작은 시중에 유통되는 국채를 민간 금융기관으로부터 지명입찰 방식으로 구입하는 것으로 일반적으로는 장기의 자금공급을 목적으로 한다. 1개월~6개월 정도의 단기자금공급을 위하여는 RP 방식으로 채권매매조작을 한다. 1주일~3개월 정도의 자금부족에 대하여서는 어음의 매매조작을 이용한다. 일본은행이 단자회사에게 어음매입 의사를 통고하면 단자회사는 어음매각 금융기관에게서 표지어음을 구입하여 이를 일본은행에 매각하는 형식을 가진다. 더욱 단기적인 자금조절을 위하여 사용되는 CP의 매매조작은 일본은행이 단자회사를 경유하여 CP를 RP방식으로 구입하는 방법이 이용된다. 자금환수는 일본은행이 단자회사에게서 산 어음을 되팔거나 일본은행이 자기인수의 환어음을 발행하여 단자회사에게 매각하여 다시 민간 금융기관이 구입함으로써 이루어진다. 또한 일본은행이 대량으로 보유하고 있는 정부 단기증권(FB) 매각으로 시중의 자금을 흡수할 수 있다. 단자회사가 구입한 FB는 RP방식으로 민간 금융기관에게 매각되고 잔액은 단자회사가 보유한다.

## V. 통화정책의 금리스프레드에 대한 영향력

우리나라에서 통화정책이 금리스프레드에 어떻게 영향을 미치고 있는가를 살펴보기 위해 우선 M3증가율과 콜금리 두 변수를 중앙은행의 정책변수로 간주하고 다음의 식을 추정해 보았다.

$$S_t = \alpha + \sum_{i=0}^k \beta_i CB_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

여기서  $S_t$ 는 t기의 금리스프레드,  $CB_{t-i}$ 는 t-i기의 중앙은행 정책변수

그리고 통화정책과 금리스프레드간의 관계에 관한 두 가지 가설 즉, 현재의 통화정책이 금리스프레드에 영향을 미친다는 가설과 미래의 예상되는 통화정책이 금리스프레드에 영향을 미친다는 가설을 검정해 보았다. 먼저 현재의 통화정책영향을 검정해 보기 위해 금월의 통화증가율(또는 콜금리) 및 지난 몇 개월간의 통화증가율(또는 콜금리)의 각각의 금리스프레드에 미치는 영향을 분석하여 보았다. 지난 몇 개월간의 통화증가율(또는 콜금리)을 포함시킨 이유는 통화정책의 효과가 일반적으로 시차를 두고 나타나는 현상을 반영하기 위한 것이다.

다음으로 미래의 예상되는 통화정책의 영향을 검정해 보기 위해 장단기금리 기간구조와 동일한 기간(m,n)중의 M3증가율(콜금리)예상치의 변화, 즉 '미래의 m기간동안의 평균 M3증가율(콜금리)예상치-미래의 n기간동안의 평균 M3증가율(콜금리)예상치'가 각각의 금리스프레드에 미치는 영향을 분석하여 보았다. M3증가율 및 콜금리 예상치는 적용적기대에 토대를 둔 다음식에 의해서 추정하였다.

13) 이는 일본은행이 공개시장에 개입하는 방법으로서 CD 오퍼레이션이라 한다.

$$y_t^e = \alpha + \sum_{i=0}^4 \beta y_{t-i} + u_t \tag{2}$$

$y_t^e$  : t기의 기대 M3증가율 또는 콜금리

$y_t$  : t기의 M3증가율 또는 콜금리

현재의 통화정책이 금리스프레드에 미치는 영향을 보면 M3증가는 '5년만기 국민주택채권수익률-1년만기 통안증권수익률'에 정의 효과를 미치는 것으로 나타났다 (<표 6> 참조). 이는 M3가 증가하면 단기금리가 하락하거나 기대인플레이션 증가로 장기금리가 상승하면서 금리스프레드가 커지는 것을 의미하는 것이다. 그러나 나머지 두 금리스프레드에 대해서는 유의한 영향을 미치지 않고 있는 것으로 나타났다.

콜금리는 '5년만기 국민주택채권수익률-1년만기 금융채수익률', '5년만기 국민주택채권수익률-1년만기 통안증권수익률' 및 '3년만기 회사채수익률-1일물 콜금리'에 모두 부의 영향을 유의하게 미치는 것으로 나타났다. 즉 긴축적인 통화정책으로 콜금리가 상승하면 단기금리 상승으로 금리스프레드는 작아지게 됨을 의미한다.

다음으로 미래의 예상되는 통화정책이 금리스프레드에 미치는 영향을 보면 우선 미래의 예상되는 M3증가는 '5년만기 국민주택채권수익률-1년만기 금융채수익률', '국민주택수익률-통안증권수익률'에 정의 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다 (<표 7> 참조). 이는 미래에 통화가 증가할 것으로 예상되면 장기금리가 하락하기 보다는 기대인플레이션의 증가로 오히려 장기금리가 상승하고 그 결과 금리스프레드가 커지기 때문인 것으로 해석된다. 또한 미래의 예상되는 콜금리상승은 '국민주택수익률-통안증권수익률' 및 '회사채수익률-콜금리'에 정의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 미래의 금리가 상승한다는 것은 바로 현재의 장기금리가 상승한다는 것을 의미하고 이는 금리스프레드가 커지는 것을 의미하는 것이다. 그러나 '국민주택수익률-금융채수익률'에 대해서는 유의하지 않은 것으로 나타났다.

이렇게 볼 때 우리나라에서는 대체로 통화량보다는 콜금리의 변동이 금리스프레드에 더 큰 영향을 미치고 있는 것으로 생각된다. 이러한 현상은 콜금리는 바로 단기금리와 연계되어 있는데 비하여 통화량의 증감은 기대인플레이션의 문제가 개재됨으로써 장단기금리에 미치는 효과가 불확실해지는데 따른 것으로 생각된다. 이밖에도 예상되는 통화증가율변동보다 기대인플레이션의 변동이 장기금리의 변동을 통하여 금리스프레드에 미치는 영향이 더욱 크게 나타나고 있는 점에 유의해야 될 것으로 생각된다.

<표 6> 현행 통화정책의 금리스프레드에 대한 영향력 추정결과

M3→금리스프레드	$\alpha$	$\Sigma \beta$	$\bar{R}^2$	D.W	S.E.E.
5년만기 국민주택채권-1년만기 금융채	-0.3871 (-1.3007)	0.1995 (1.0252)	0.44	0.53	0.7790
5년만기 국민주택채권-1년만기 통안증권	-2.3747** (-8.1090)	0.7443** (3.8868)	0.76	2.35	0.7677
3년만기 회사채-1일물 콜	5.3046** (5.4643)	0.3123 (1.0579)	0.96	0.37	1.5906

콜금리→금리스프레드	$\alpha$	$\Sigma \beta$	$\bar{R}^2$	D.W	S.E.E.
5년만기 국민주 택채권-1년만기 금융채	-1.5245** (-7.6286)	-1.4614** (-2.3440)	0.71	1.37	0.3028
5년만기 국민주 택채권-1년만기 통안증권	-0.7083** (-3.7457)	-2.0574** (-2.1769)	0.85	1.97	0.2476
3년만기 회사채 -1일물 콜	3.8219** (11.6407)	-0.8455* (-1.9005)	0.96	1.36	0.2515

주 : (1) 추정식 :  $Spread_t = \alpha + \sum_{i=0}^k \beta_i M3_{t-i} + \epsilon_t$

$$Spread_t = \alpha + \sum_{i=0}^k \beta_i Call_{t-i} + \epsilon_t$$

여기서 M3<sub>t</sub>는 전기대비 M3증가율(연율), ( )내는 t값. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5% 유의수준 이내.

(2) 표본기간은 91년 1월부터 98년 7월까지임

<표 7> 예상된 통화정책의 금리스프레드에 대한 영향력 추정결과

M3→금리스프레드	$\alpha$	$\Sigma \beta$	$\bar{R}^2$	D.W	S.E.E.
5년만기 국민주 택채권-1년만기 금융채	-3.9683** (-5.6382)	1.6861** (3.8387)	0.75	1.62	0.7273
5년만기 국민주 택채권-1년만기 통안증권	-0.2904 (-0.4049)	1.4441* (1.8592)	0.74	2.05	0.2782
3년만기 회사채 -1일물 콜	8.1885 (0.6644)	2.0196 (1.0388)	0.96	1.82	0.8584
콜금리→금리스프레드	$\alpha$	$\Sigma \beta$	$\bar{R}^2$	D.W	S.E.E.
5년만기 국민주 택채권-1년만기 금융채	0.5279 (0.7583)	-1.5608** (-4.1818)	0.70	1.35	0.2096
5년만기 국민주 택채권-1년만기 통안증권	-0.1835 (-0.5309)	-0.9544* (-1.8805)	0.86	1.87	0.2502
3년만기 회사채 -1일물 콜	4.3265** (2.1105)	-1.8113* (-1.8208)	0.96	1.50	0.2777

주 : (1) 추정식 :  $Spread_t = \alpha + \beta(M3_t^m - M3_t^n) + \epsilon_t$

$$Spread_t = \gamma + \delta(Call_t^m - Call_t^n) + \epsilon_t$$

( )내는 t값. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준 이내.

여기서 M3<sub>t</sub><sup>m</sup>, M3<sub>t</sub><sup>n</sup>은 각각 t시점에서 미래의 m, n 기간동안 평균 M3증가율 예상치

(연율),  $Call_t^m, Call_t^n$ 은 각각 t시점에서 미래의 m, n 기간동안 평균 콜금리 예상치  
 (2) 표본기간은 91년 1월부터 98년 7월까지임

**VI. 환율, 주가 및 금리의 연관성**

환율, 주가, 금리를 변수로 하는 VAR모형에 의하여 Granger causality 검정과 충격반응분석 및 분산분해(variance decomposition)를 실시하고 이를 통하여 변수 상호간의 연관성을 살펴보기로 한다. 자료는 97년 1월 3일부터 98년 10월 31일까지의 주별데이터이다.

가. 인과관계분석

<표 8> 환율, 주가 및 금리 변수간의 인과관계

구 분	2변량 검정	인과관계	다변량 검정	인과관계
	시차 = 6(p 값)	(유의수준)	시차 = 6(p 값)	(유의수준)
회사채수익률 → 환율	13.5509(0.0021)	有(5%)	17.6504(0.0034)	有(5%)
환율 → 회사채수익률	7.2622(0.0039)	有(5%)	7.7778(0.0042)	有(5%)
주가지수 → 환율	4.9147(0.0097)	有(5%)	1.0083(0.0957)	有(10%)
환율 → 주가지수	1.8748(0.0835)	有(10%)	1.4240(0.2035)	無
회사채수익률 → 주가지수	1.2162(0.2964)	無	1.4165(0.2064)	無
주가지수 → 회사채수익률	2.2747(0.0356)	有(5%)	1.7053(0.1179)	無

주 : 1) 주가지수는 주가수익률, 환율은 변화율을 사용함  
 2) 각각의 변수는 1차차분 변수임

<표 8>에서 회사채수익률, 주가 및 환율이 각각 금융시장, 주식시장 및 외환시장을 대표하는 가격변수라면 각 변수 상호간의 연관성은 상당한 의미를 가지고 있는 것으로 보인다. 주가지수와 회사채수익률의 관계를 보면 OECD가입이후 가속화된 포트폴리오 자금의 유출입에 따라 국내 자금시장과 외환시장이 영향을 받은 것으로 판단된다. 환율과 회사채수익률의 관계를 보면 양변수 모두 민감하게 반응하고 있는데 이는 본격적인 금융시장 개방에 따른 각 변수간 연계성증가의 결과로 보인다. 결론적으로 금융시장의 불확실성과 외환시장의 불확실성간에는 양방향으로 서로 밀접한 인과관계를 가지고 있으며 외환시장의 불확실성은 주식시장의 불확실성으로부터 큰 영향을 받는 한편 단기간에 금융시장의 불확실성으로 이어지는 것으로 나타나고 있다.

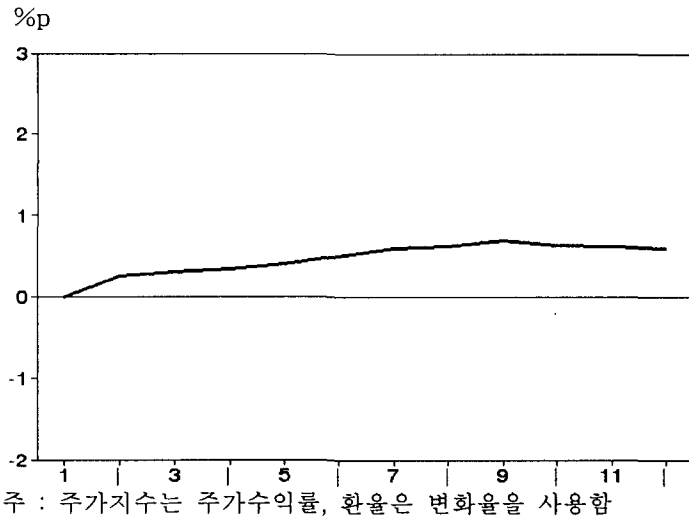
나. 충격반응분석

충격반응함수는 VAR모형에서 한 변수에 충격 혹은 혁신(innovation)이 발생할 경우 모형내의 다른 변수에 미치는 동태적 영향을 나타내는 것이다. 본고에서 사용된 VAR모형은

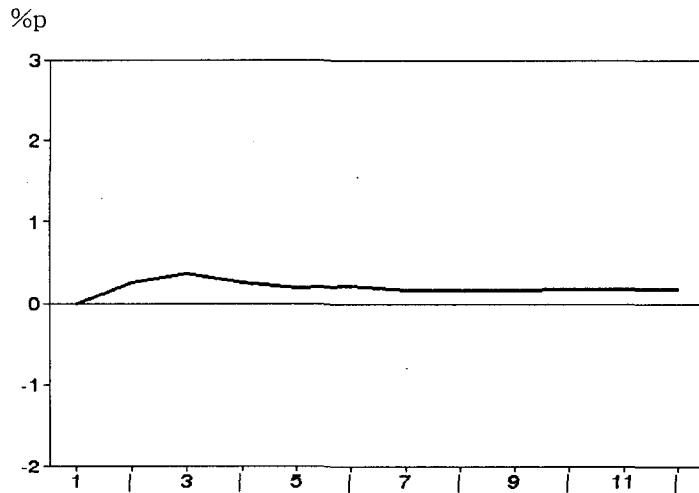
$$Y_t = \alpha + \sum_{i=1}^4 \phi_i Y_{t-i} + \epsilon_t \tag{3}$$

로  $Y_t$ 는 주가, 금리, 환율의 주별데이터이며 시차의 길이는 4으로 하였다. 각변수의 변화율에 충격이 일어날 경우 각 변수들의 동태적 반응을 나타낸 충격반응곡선이 <그림 1>에서부터 <그림 6>까지 제시되어 있다.



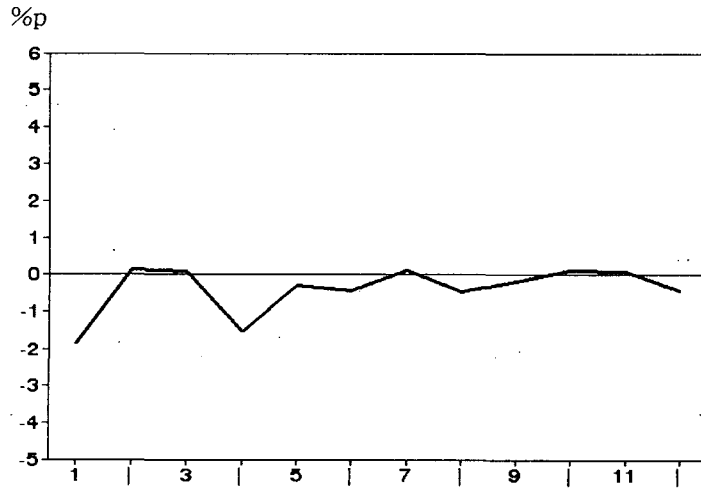


<그림 1> 주가충격에 대한 환율의 반응

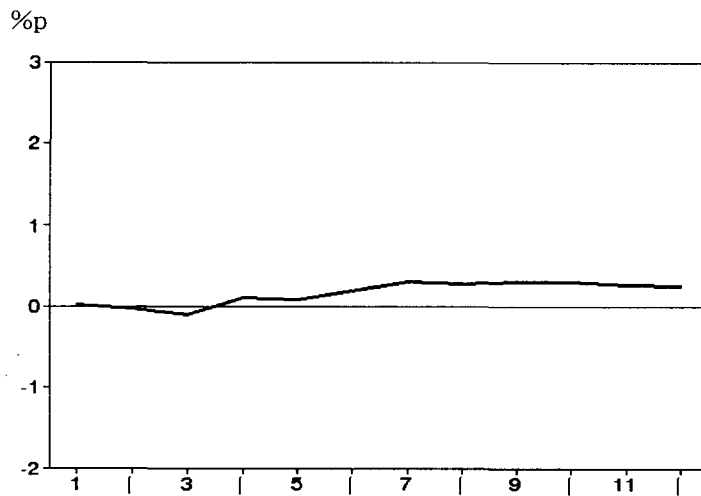


<그림 2> 주가충격에 대한 금리의 반응

<그림 1>과 <그림 2>를 볼 때 주식시장의 불안은 환율과 금리를 상승시키는 것을 알 수 있다. 이는 금융시장이 발달하지 못하여 자본유입이 주로 주식시장을 통하여 이루어지고 있는 한국경제의 여건을 감안할 때 환율과 금리의 안정을 위해서는 해외자본의 국내주식시장 유입촉진 등을 통한 주식시장 활성화에 노력하여야 함을 시사하고 있다.

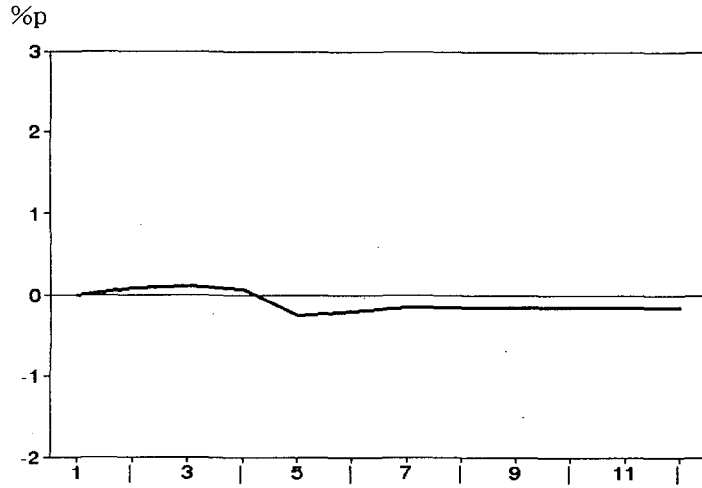


<그림 3> 환율충격에 대한 주가의 반응

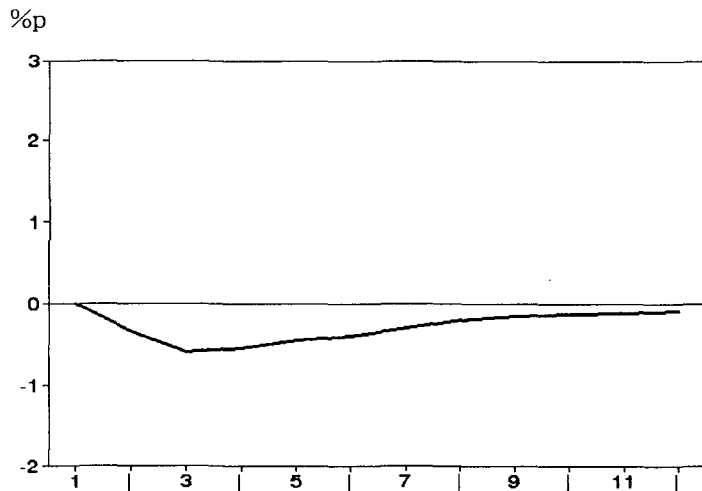


<그림 4> 환율충격에 대한 금리의 반응

환율충격에 대하여 주가는 약 4주까지 크게 감소한 후 충격효과가 소멸되는 것으로 보이고 있다. 한편 금리는 환율충격발생이후 7주정도까지 미약하지만 지속적으로 상승하는데 이는 환리스크를 우려한 자본도입위축의 과급효과와 환율상승기대로 달러매입을 위한 원화자금수요가 늘어나기 때문인 것으로 판단된다 (<그림 3>과 <그림 4> 참조).



<그림 5> 금리충격에 대한 환율의 반응



<그림 6> 금리충격에 대한 주가의 반응

금리충격에 대하여 환율과 주가의 반응을 보면 각각 5주와 4주까지 감소세를 보인 후 정상상태로 돌아감을 알 수 있다. 이는 본격적인 금융시장 개방에 따른 각 변수간 연계성증가의 결과로 보인다 (<그림 5>과 <그림 6> 참조).

다. 분산분해

충격반응분석은 동태적 승수(dynamic multiplier)분석으로 계수의 크기만으로 변수들의 중요성을 파악하기 어렵다. 계수의 크기는 작지만 외생변수의 분산이 클 경우 내생변수에 미치는 영향이 클 수 있기 때문이다. 이런 점을 고려하여 내생변수의 예측기간별 예측오차의 분산에서 각변수들의 교란요인이 차지하는 비중을 백분율로 나타내어 상대적 기여도를 파악할 수 있는데 이를 분산분해라 하며 <표 9>에 그 결과를 제시하였다.

&lt;표 9&gt; 분산분해 결과

週	주가의 분산분해		
	주 가	환 율	금 리
1	100.00	0.00	0.00
2	99.69	0.29	0.02
3	98.83	1.13	0.03
4	97.89	1.59	0.52
5	97.81	1.66	0.53
6	97.20	2.06	0.74
7	97.02	2.24	0.74
8	96.92	2.32	0.77
9	96.63	2.58	0.79
10	96.54	2.61	0.85
11	96.49	2.63	0.88
12	96.48	2.64	0.89

週	환율의 분산분해		
	주 가	환 율	금 리
1	0.42	99.58	0.00
2	1.30	97.89	0.81
3	1.72	97.17	1.11
4	1.95	96.87	1.19
5	1.88	93.84	4.28
6	1.70	86.73	11.57
7	1.87	87.15	10.98
8	1.87	86.41	11.72
9	1.82	84.77	13.41
10	2.08	84.48	13.44
11	2.16	84.37	13.47
12	2.14	84.34	13.52

週	금리의 분산분해		
	주 가	환 율	금 리
1	0.01	1.61	98.37
2	0.07	2.35	97.58
3	0.63	3.20	96.16
4	0.64	4.46	94.90
5	0.71	5.26	94.02
6	1.45	6.28	92.27
7	1.45	6.29	92.26
8	1.44	6.87	91.69
9	1.71	6.87	91.42
10	1.75	7.24	91.01
11	1.83	7.24	90.93
12	1.82	7.44	90.74

주가는 단기에 있어 주가충적의 비중이 100%이나 그 비중이 점차 낮아져 장기에는 약96%에 머물고 있다. 즉 금리와 환율은 장기에도 주가의 0.9~3%정도를 설명하는데 그쳐 주가에서 차지하는 비중도 매우 미미한 것으로 나타나 주가는 높은 외생성을 가지고 있는 것으로 보인다.

환율은 장기적으로 주가나 금리보다 외환 및 주식시장의 불확실성으로부터 더 큰 영향을 받고 있음을 나타내고 있다. 즉 환율은 단기에 있어 환율충격의 비중이 99.6%이나 그 비중이 점차 낮아져 장기에는 약84.3%수준을 보이고 있다. 금리에 있어서 금리충격이 차지하는 비중은 단기에 약98.4%이나 장기에 이르면 약90.7%로 낮아지고 있다. 환율충격이 금리에 미치는 영향은 장기에 7.4%의 비교적 높은 수준인 것으로 나타났으며 주가충격의 효과도 장기에 갈수록 커지고 있음을 알 수 있다. 이는 금융시장 개방에 따른 각 변수간 연계성증가의 결과로 보인다.

## VII. 結論

97년 1월이후의 환율, 주가와 금리 데이터로 분석한 결과 환율은 장기적으로 주가나 금리보다 금융 및 주식시장의 불확실성으로부터 더 큰 영향을 받을 것으로 분석되었다. 따라서 99년도에 들어 외환시장보다는 금융 및 주식시장의 안정세가 두드러질 것으로 보인다. 이는 대우경제연구원('99 자금시장 총예측)의 자료에서도 알 수 있다. 원/달러가 기말환율 기준으로 99년 2/4분기까지는 1,430원으로 완만한 상승세를 보인 후 99년 4/4분기에는 1,350으로 예측하여 현재 1,200원대 초반에서 안정세를 유지하고 있는 현 수준과는 다소 괴리가 있어 보여 외환시장은 다소 변동성이 있어 보인다. 이는 또한 정부가 高換率이 수출에 도움을 줄 것으로 보고 있기 때문이기도 하다. 반면에 금리는 99년들어 분기평균 기준으로 1/4분기에 11.0%로 다소 상승한 후 차츰 안정세를 보여 4/4분기 10.2%까지 안정될 것으로 예측된다. 99년 1/4분기중에는 국공채발행 부담 및 전반기중 금리급락에 따른 조정으로 소폭 상승할 것으로 보이며, 2/4분기 이후에는 물가안정 및 통화공급 확대, 구조조정 가시화에 따른 불확실성 축소 등에 따른 결과로 보인다. 이에 따라 자금시장에 유동성이 풍부해져 주식시장에도 안정적인 효과를 보일 것으로 전망된다. 그러나 미국의 연·기금과 같은 장기투자 자금을 유치하기 위해서는 국제적인 기업경영이 필수적인데 회계감사 공개 등 투자가에 대한 책임 확대, 투자가를 대상으로 한 투명성 제공 등이 필요할 것으로 판단된다.

결론적으로 무디스사의 원화채권의 투자적격 판정으로 향후 추가적인 S&P, 피치 IBCA 등 국제신용평가회사들이 한국의 신용등급을 잇따라 상향 조정할 가능성 높고, 향후 국가신용등급 안정되어 포트폴리오 투자자금의 유입 → 대미달러 환율하락(평가절상) → 금리에 긍정적인 효과를 주는 환경이 조성되었다.

## 참고문헌

- [1] 강석훈, "초단기금융시장의 상관관계에 관한 연구," 조사월보, 대우경제연구소, 1994.12.
- [2] 강석훈·추준석·김종권, "분기이자율 예측모형-DRFM Ver. 95-01," 대우경제연구소, 1996.1
- [3] 김종권, "오차수정모형을 이용한 CALL, CD, CP, 회사채수익률의 월간예측모형의 개발," 대우경제연구소, 1997.2.
- [4] Grabbe, J. Orlin, International Financial Market, 3rd Edition (New York: Prentice-Hall, 1996).
- [5] Hamilton, James D. Time Series Analysis (Princeton: Princeton University Press, 1994).
- [6] Hallwood, C. Paul., MacDonald, R., International Money and Finance, 2nd Edition (Cambridge: Blackwell, 1994).