

第4章 通貨政策 運營體系 改善案의 期待效果

河 駿 垞

최근 한국은행은 정책목표를 콜금리에서 RP금리로 변경하고 공개시장조작 빈도를 축소하며 대기성 여수신제도를 도입하는 등의 통화정책 운용체계 개선안을 제시하였다. 이 개선안은 각계각층의 의견수렴을 거쳐 10월중 최종안이 확정된 후 2008년 1월부터 발효될 예정이다. 여기서는 통화정책 운용체계 개선안의 제시 배경, 주요 내용, 그리고 기대효과 등을 살펴보기로 한다.

1. 통화정책 운용체계 개선안 제시 배경

통화정책 운용체계 개선안은 2006년말 과잉 유동성 문제가 제기된 이후 구체화되기 시작했다고 할 수 있다. 즉, 한은이 유동성 억제를 위해 실제 콜금리가 목표치를 상회하는 현상을 용인할 수밖에 없는 상황이 발생했고, 그것이 콜금리 목표 정책의 신뢰성에 대한 우려를 야기하자 한국은행이 좀더 효과적인 정책수단을 모색하게 된 것으로 보인다.

콜금리 목표제에 대해서 문제가 제기된 것은 상당 부분 우리나라 콜시장의 특수성에 기인한다. 통상적으로 중앙은행의 금리정책은 은행들 사이의 지준시장에서 이루어진다. 그러나 우리나라의 콜시장은 순수한 의미의 은행간 지준시장이 아니라 은행, 자산운용사 및 기타 제2금융권 등 이질적인 기관들이 모두 참여하는 단기금융시장이다. 이러한 콜시장은 동질적인 기관들 사이의 한계적인 자금과부족 조절시장으로 기능하기보다는 특정 기관들의 자금조달/운용처로 자리잡게 되었다. 즉, 콜시장에서 자산운용사는 지속적으로 자금을 공급하고 외은지점은 지속적으로 자금을 조달하는 식의 관행이 고착되었는데, 이에 따라 콜시장은 시중의 자금사정보다는 특정 기관들의 자금사정을 반영하게 된 것이다.

이러한 상황에서 콜금리를 목표치에 맞추는 방식의 통화정책은 시중 유동성을 적절히 조절하지 못하면서 동시에 특정 콜시장 참가자들에게 금리리스크 없는 안정적인 자금조달 및 운용수단을 제공하게 된 것인데, 금리리스크를 제거하는 비용은 사실상 한은이 부담하게 됨으로써 정책의 의도와는 다소 괴리된 결과가 초래된 것이다.

2. 통화정책 운영체계 개선안의 주요 내용

이와 같은 문제점을 해결하기 위하여 한은은 목표금리를 콜금리에서 한은과 금융기관 사이의 RP금리로 바꾸고, 공개시장조작도 매주 목요일 7일물 RP를 대상으로 정례적으로 실시하기로 하였다. 한은과 금융기관 사이의 RP 시장은 사실상 지준시장과 유사하므로 RP금리가 시중의 자금사정을 좀더 잘 반영할 가능성이 있다. 또 공개시장조작을 정례화하는 것은 한은이 시장개입을 지나치게 자주 하여 RP금리를 고정시키는 것보다는 RP금리가 중간 중간에 어느 정도 변화하도록 하는 것이 단기금융시장의 발전에도 도움이 될 수 있다고 보기 때문이다. 즉, 통화정책 운영체계를 바꿈으로써 단기금리가 시장상황에 따라 탄력적으로 변화하고, 그것이 다양한 자금조달/운용 수요를 창출하여 다양한 종류의 단기금융시장을 발전시키며, 다양한 종류의 단기금융시장이 발전하면 통화정책의 전달경로가 확보되어 정책의 유효성도 커질 수 있다는 것이다.

다른 한 편으로 단기금리의 변동폭이 지나치게 커질 경우에는 정례적인 공개시장조작일이 아닐지라도 예외적으로 단기RP를 실시하여 금융시장의 불안을 진정시킬 수 있도록 했다. 아울러 대기성 여수신제도를 도입하여 단기금리의 변동이 일정 범위 내에서 제한되도록 은행이 용도, 횟수 등에 구애되지 않고 재량적으로 이용할 수 있도록 했는데, 대기성 여수신의 만기는 1일로 하되 연장을 허용하며 금리는 기준금리, 즉 RP금리에서 $\pm 100\text{bp}$ 를 적용하도록 했다. 또한 필요기준 적립규모가 사전에 확정되도록 지준적립 이연기간을 확장하여 현행 반월 기준 7일 이연되는 것을 반월 기준 1개월 이연되도록 했다.

〈표 III-5〉 **현행 통화정책 운영체계와 개선안 비교**

	현행 체 계	개 선 안
정책금리	<ul style="list-style-type: none"> - 콜금리 목표 * 콜금리는 정책금리 설정 대상인 동시에 운용목표금리 	<ul style="list-style-type: none"> - 한은의 對금융기관 거래 기준금리(기준금리) * 콜금리는 운용목표금리 기능 계속 수행
공개시장 조작제도	<ul style="list-style-type: none"> - RP매매 : 수시로 1~14일물 중 선택적 운용 - 통안증권 발행 : 매주 정례입찰 	<ul style="list-style-type: none"> - RP매매 : 매주 목요일 7일물로 입찰(예외적으로 1~3일물 운용) - 통안증권 발행 : 현행대로 유지
대기성 여수신제도	<ul style="list-style-type: none"> - 미도입 	<ul style="list-style-type: none"> - 신규 도입 - 여수신금리 : 기준금리±100bp
지준제도	<ul style="list-style-type: none"> - 적립방식 : 반월 기준 7일 이연 적립방식 - 적립기간 : 매월 8~22일, 23~익월7일 	<ul style="list-style-type: none"> - 적립방식 : 반월 기준 완전이연적립방식 - 적립기간 : 정책금리 결정일~차기 결정일 전일기간 중 반월

자료 : 한국은행 보도자료

3. 통화정책 운영체계 개선안의 기대효과

1) 통화정책의 유효성 제고 가능성

우선 정책의 유효성 제고 가능성을 보면, 콜금리 대신 한은과 은행 간 RP 금리를 정책금리로 삼는 것은 정책금리와 시중 자금사정간의 관계가 약화되는 현상을 완화함으로써 정책의 유효성을 제고할 수 있다. 현재 우리나라 콜시장에서의 자금과부족은 주로 자산운용사의 공급 포지션과 외은의 수요 포지션 변화에 의해 발생하기 때문에

통화정책이 특정 금융기관들의 자금사정에 과도하게 반응하고 있다. 이에 비해 한은과 은행들 사이의 RP거래는 결제시스템의 근간인 지준예치기관들의 자금과부족에 의해 좌우되므로 시중 자금사정을 더 정확히 반영하는 것이다.

2) 단기금융시장 활성화 가능성

한편, 통화정책체계 개편을 통한 단기금융시장 활성화는 상당한 시간과 비용이 소요될 수 있는 것이 사실이다. 과거 콜금리가 안정적인 상태가 장기간 지속되면서 금융기관들의 자금조달·운용이 콜거래에 집중되고 여타 단기자금거래 유인이 소멸됨에 따라 현재 콜시장 이외의 단기자금시장 형성이 불충분한 것이 현실이기 때문이다.

콜시장 이외의 단기금융시장 활성화는 딜러/브로커의 육성 여부 및 콜금리의 변동성 지속 여부 등에 따라 비교적 단기간에 현실화될 수도 있고 그렇지 않을 수도 있다. 현재 RP거래의 딜러/브로커가 미비하여 단기간에 금융기관간 RP거래 활성화가 이루어질 가능성은 낮지만, 콜금리변동 리스크 회피를 위한 기일물 거래 수요는 발생할 수밖에 없을 것으로 예상된다. 그러나 기일물 거래 활성화와 이에 따른 기간별 금리구조 형성의 선행조건은 콜금리 리스크가 어느 정도 용인된다는 것임에 유의할 필요가 있다.

3) 한은의 시장개입 비용 절감 및 금융기관들의 리스크관리 유인 제고

통화정책 운용체계 개편은 현재 콜시장에서 한은이 금융회사들에게 폭넓은 재정거래 기회를 제공함으로써 리스크관리 비용을 대신 부담해오던 효과를 축소할 것이다. 현재와 같이 실세 콜금리가 목표치보다 높을 경우 한은이 저금리 자금을 공급하여 자금수요자를 보조하며, 반대의 경우 고금리로 자금을 흡수하여 자산운용사 등 공급자와 재정거래자들을 보조하는 시장개입은 시노리지의 일부를 금융회사들에게 지급하는 것과 같은데, 이러한 관행이 약화된다는 것이다.

아울러 개선안에서는 금리의 변동을 어느 정도 허용함으로써 금융회사들의 리스크 관리 유인을 제고하게 되는 효과도 무시할 수 없다.

4) 거시경제 운용의 효율성 제고

통화정책 개선안을 통해 금리정책이 시중유동성 조절에 더욱 유효하게 되면 과잉유동성으로 인한 자금시장의 왜곡이나 자산가격의 급등을 방지할 수 있어 거시경제 운용이 더욱 원활해질 수 있다. 시중 자금사정은 자금 결제시스템의 근간인 지준예치기관들의 자금과부족 상황에 가장 잘 나타난다고 볼 수 있는데, 개선안이 잘 시행될 경우 금리정책이 콜시장의 특정 자금수요/공급자의 자금사정보다는 경제 전체의 자금사정을 반영할 수 있기 때문이다.

4. 금융산업에 대한 영향

금융업권별 영향을 살펴보면, 콜금리 변동성이 커질 경우 콜금리 리스크가 확대되므로 참가기관들의 콜거래 규모는 축소될 전망이다. 참고로 2006년중 일평균으로 콜거래 총규모는 29조이며 자산운용사가 총콜론의 62%, 순콜론의 89%를 공여하는 가운데 순차입 비중은 외은지점이 50.1%, 국내은행이 37.8%, 증권사가 12.0%이다.

1) 기일물 거래가 활성화될 경우

장기적으로 단기금융시장이 발전하여 다양한 기일물 거래가 활성화될 경우, 자금운용의 수익률 제고, 금융거래시스템의 안정성 보장, 금융기관간 RP거래 활성화 등 긍정적 효과가 나타날 것이 예상된다.

자산운용사는 콜거래 중 일정 부분을 기일물로 운용할 경우 익일물에 비해 만기가 늘어남에 따라 발생하는 추가 금리스프레드를 통해 새로 발생하는 금리리스크를 상당

부분 회복할 수 있을 것이다. 외은지점의 경우에는 콜조달을 통한 재정거래 차익은 상실할 수밖에 없으나 금융기간간 RP가 활성화될 경우에는 동 거래를 이용함으로써 자금조달 비용을 축소시킬 수 있을 것으로 예상되며, 상대 거래기관은 담보로 받은 채권을 추가적으로 운용할 수 있게 될 것이다.

국내은행의 경우에는 지준으로밖에 사용할 수 없었던 콜머니 내지는 은대계정 잔액을 기일물로 운용함으로써 자금운용의 수익성이 개선되는 한편, 증권사 콜론에 대한 담보징구 등으로 콜거래의 신용위험을 축소시킬 수 있을 것이다. 증권사 등의 경우 금융기간간 RP가 활성화되면 보유채권을 담보로 콜금리보다 낮은 금리로 자금조달이 가능해질 수 있고 현재 콜시장 참여가 제한되고 있는 소형 증권사 및 지방은행의 경우에도 채권을 담보로 낮은 금리로 자금을 조달하는 것이 가능해질 것이다.

또한 시장전체로는 기일물간 재정거래 활성화 등으로 단기금융거래가 활성화되고 금리기간구조가 형성될 것으로 전망된다. 이것은 통화정책의 전달경로 확보에도 큰 도움이 될 것으로 보인다.

2) 기일물 거래가 형성되지 않을 경우

그러나 콜금리 변동폭 확대에도 불구하고 다양한 기일물 거래시장이 형성되지 않고 기존 콜거래만 축소되는 극단적인 경우에는 현재 콜시장 참가 금융기관들의 영업상 손실 발생이 예상된다. 콜시장 참가기관들의 콜거래 규모만 줄고 기일물 거래로의 이전이 없다면, 자산운용사는 잉여자금을 콜금리보다 다소 낮은 수준에서 운영하는 데 따른 손실, 국내은행은 콜론/콜머니 중개차익의 손실, 외은지점은 재정거래 차익기회 상실, 그리고 증권회사는 자금조달 비용의 상승 등이 우려될 수 있다.

그러나 이러한 손실도 사실상 상당 부분 한은이 콜거래 금리를 안정화하는 과정에서 지출해오던 리스크관리에 대한 암묵적 보조금의 지급이 중단된 것에 해당한다.

5. 통화정책 개선안의 성공을 위한 조건

결국 통화정책 운영체계 개선안의 성패는 기일물 금융시장이 발달하느냐의 여부에 달려 있다고 해도 과언이 아니다. 그런데 기일물 금융시장의 발달은 상당 부분 통화당국의 정책운용행태에 달려 있는 것이 사실이다.

RP 목표금리와 시장금리 사이에 괴리가 발생했을 때 한은이 어떻게 대처하느냐도 정책의 성패와 관련이 있을 것이다. 공개시장조작이 매주 있으므로 금융기관간 RP금리와 한은 RP 목표금리 사이의 괴리는 참가기관들의 재정거래를 통해 7일 주기로는 해소될 것이다. 그런데 7일 주기가 돌아오기 전에는 목표금리와 시장에서의 금융기관간 RP금리가 괴리될 수 있다는 문제가 있다. 여기서 한은 RP 금리와 시장 실제금리가 반드시 일치해야 할 필요는 없다는 발상의 전환이 필요하다. 왜냐하면 두 금리가 일치하지 않을 때 금융기관들간의 재정거래가 유발되어 단기금융시장의 거래규모가 확대되는 긍정적 효과가 발생할 수 있기 때문이다.

만약 재정거래 참가기관이 적어서 목표-실세금리 간의 지나친 괴리 발생이 우려될 경우에는 한은이 예외적으로 1~3일물 RP거래를 할 수 있어 필요 시 시차없이 금리격차를 해결할 수도 있으나, 중앙은행의 개입범위는 최소화하는 것이 바람직할 것이다.

한편, 통화정책 운용체계 개편이 성공하기 위해서는 단기금융시장이 발달하는 것이 선행되어야 한다는 견해도 있을 수 있으나 양자는 선후관계라기보다는 같이 가는 관계라고 보는 것이 타당하다. 즉, 단기금융시장은 자동적으로 생겨나는 것이 아니라 정책체계와 상호작용을 하면서 발달한다는 것이다. 우리나라에서 지금까지 단기금융시장이 활성화되지 못한 것은 콜시장에서 금리리스크가 사실상 사라지면서 콜거래가 지나치게 비대화되어 여타 단기금융거래를 위축시킨 데에도 하나의 원인이 있다고 할 수 있다.

물론 새로운 통화정책 체계의 정착을 위해서는 금융기관간 RP거래의 딜러/브로커가 육성될 필요가 있으며, 이를 위해서 어느 정도 당국의 정책적 배려가 필요한 것은 사실이다.

6. 결론

한은의 통화정책 체계 개편은 금융회사들의 단기적인 수익감소 가능성에도 불구하고 통화정책의 유효성 확보, 금융회사들의 리스크관리 유인 제고, 단기금융시장 발달 등의 긍정적 효과가 기대된다. 또 통화정책 체계 개편안은 현재 영·미 등 선진국들의 통화운용체계에 근접해가려는 노력으로도 평가할 수 있다. 즉, 익일물 콜금리 목표제를 채택하고 있는 미 연준의 경우 콜시장이 지준시장인 데 반해 우리나라는 지준시장이 아니었다는 점에서 우리나라의 기존 정책체계의 성격이 불분명했었는데, 이번의 체계 변경안은 영란은행과 ECB 등이 채택하고 있는 방식에 좀더 가까워진 것으로 볼 수 있다. 또 미국 등 선진국의 경우 중앙은행이 운용목표는 설정하지만 익일물금리의 시장성을 용인하는 방향으로 나아가고 있다는 점도 개선안에 반영된 것으로 보인다.

제도개편의 실익을 기대할 수 있으려면 개편후에 기준금리 및 콜금리의 변동폭이 어느 정도 허용되어야 하므로 시장참가자들이 리스크관리를 강화하여 이에 적응할 수 있도록 유도하면서 새로운 제도를 정착시켜 나가야 할 것이다.