

BOK 이슈노트

한국은행의 공개시장운영 : 걸어온 길과 나아갈 길

우한솔

한국은행 금융시장국 시장운영팀 과장
Tel. 02-759-4557
hansol@bok.or.kr

2025년 4월 30일

- 1 중앙은행의 공개시장운영 제도는 효율적인 통화정책 운영을 뒷받침하기 위해 각 나라의 금융·경제 여건 변화에 맞추어 다양한 방식으로 발전해 왔다. 주요 선진국 중앙은행은 글로벌 금융 위기 등에 대응하여 비전통적 통화정책 수단을 도입하면서 대부분 금리상한체계로 전환하였는데, 앞으로도 이를 보완하면서 유지해 나갈 것으로 보인다. 이와 달리 한국은행은 위기 상황에서 금리상한체계를 유지하면서 큰 폭의 기준금리 인하로 대응하였으며, 이후 금리상한체계의 유효성을 높이기 위한 노력을 강화하고 있다. 본고에서는 그간 한국은행 공개시장운영의 성과를 평가해 보고 향후 발전 방향을 모색해 보았다.
- 2 한국은행은 실효성, 효율성, 상호성이라는 세 가지 일반원칙을 견지하며 공개시장운영 업무를 수행해 왔다. 즉 공개시장운영을 통해 ① 통화정책 파급경로의 출발점인 익일물 콜금리가 기준금리를 크게 벗어나지 않도록 효과적으로 관리하고, ② 시장에 대한 과도한 개입을 지양하면서 금융리스크를 관리하는 한편, ③ 시장과 상호 작용 함으로써 우리나라 금융시장의 안정적인 발전에도 기여하고자 하였다.
- 3 그동안 한국은행은 통화안정증권, RP매매 등 다양한 수단을 활용하여 본원통화의 양을 조절함으로써 콜금리를 안정적으로 관리해 왔다. 한편 시장불안이 금융시장 전반으로 확산될 우려가 있을 경우에는 적극적인 시장안정화 조치를 통해 시장기능의 빠른 회복을 지원하기도 하였다.
- 4 현재 한국은행의 공개시장운영은 다양한 금융·경제 여건 변화에 직면해 있다. 경제규모 확대에 따라 본원통화 수요가 증가하는 가운데 국외부문으로부터의 유동성 공급은 정체되고 있다. 이와 함께 비은행금융기관이 전체 금융거래에서 차지하는 비중이 지속적으로 상승하면서 금융시장의 변동성이 확대될 가능성이 커지고 있으며, 금융의 디지털화로 인한 대규모 예금인출 가능성 증가 및 새로운 지급결제수단의 등장으로 지급준비금 수요의 불확실성이 증대될 것으로 예상된다.
- 5 이러한 여건 변화에 대응하여 한국은행은 그동안 통화정책의 파급경로 및 시장기능의 원활한 작동에 기여해 온 금리상한체계를 안정적으로 운용하면서 제도 개선 노력을 지속해 나갈 계획이다. 특히 경제 내 본원통화 수요가 적정 수준에서 충족될 수 있도록 정례적인 RP매입 등 수요 기반의 탄력적인 유동성 공급 방안을 적극 모색해 나갈 예정이다. 한편 통화안정증권은 기초적 유동성 흡수를 위한 효과적인 수단일 뿐만 아니라 유동성과 안정성이 높은 무위험채권으로서 그 역할이 크다는 점을 종합적으로 고려하여 발전적인 활용 방안을 강구해 나갈 것이다.

- 본 자료의 내용은 한국은행의 공식견해가 아니라 집필자 개인의 견해라는 점을 밝힙니다.
따라서 본 자료의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 집필자명을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.
- 본 자료의 작성에 많은 도움을 주신 최용훈 금융시장국장, 공대희 공개시장부장, 이종성 시장운영팀장, 원지환 기업금융팀장, 조세형 지역협력반장, 시장운영팀 최지연 차장, 그리고 유익한 조언을 주신 다수의 리뷰어들에게 감사드립니다.



한국은행

I. 서론

중앙은행의 공개시장운영 제도는 효율적인 통화정책 운영을 뒷받침하기 위해 각 나라의 금융·경제 여건 변화에 맞추어 다양한 방식으로 발전해 왔다. 예를 들어 2008년 글로벌 금융위기(GFC; Global Financial Crisis)를 극복하는 과정에서 주요 기축통화국은 금리를 제로 하한(ZLB; Zero Lower Bound)까지 인하하고, 대규모 자산매입을 포함한 양적완화(QE; Quantitative Easing)를 실시하였다. 이에 맞추어 통화정책 운영체제도 기존의 금리상하한체계(Corridor system)에서 대부분 금리하한체계(Floor system)로 전환¹⁾하였다. 반면 우리나라는 기본적으로 금리정책을 통한 대응 여력이 있었던 데다 비기축통화국으로서 대규모 자산매입 등에 신중할 수밖에 없었기 때문에 금리상하한체계를 유지하면서 기준금리를 상당폭 낮추는(5.25%→2.00%) 방식으로 대처하였다.

공개시장운영 제도 개선을 위한 최근의 움직임도 다양하게 나타나고 있다. 다수의 선진국 중앙은행은 GFC를 계기로 채택한 금리하한체계를 유지하면서 위기 대응 과정에서 늘어난 보유자산의 규모를 축소하는 양적긴축(QT; Quantitative Tightening)을 추진하고 있다. 이 과정에서 유럽중앙은행(ECB) 등은 유동성 감소 및 금융안정 리스크 증대 가능성에 대응하여 추가적인 지급준비금 공급 수단 확충 방안을 모색²⁾하고 있다. 이와 달리 금리상하한체계를 유지하고 있는 한국은행은 상설대출제도인 자금조정대출의 금리를 인하하고 적격담보 범위를 넓히는

한편(2023년 7월), 공개시장운영 대상기관 범위를 자산운용사 및 비은행예금취급기관으로 확대(2024년 2월)하는 등 제도 운용의 효율성을 제고하기 위한 노력을 강화하였다.

이처럼 각국 중앙은행은 빠르게 변화하는 통화정책 여건에 맞추어 공개시장운영의 유효성을 높여 나가기 위해 관련 제도를 끊임없이 보완 및 발전시켜 왔으며, 앞으로도 이러한 노력은 계속 이어질 것으로 예상된다. 이에 본 보고서에서는 한국은행이 1998년 금리 중심 통화정책 운영방식으로 전환한 이후의 공개시장운영 성과를 일반원칙에 입각하여 평가해 보고, 이를 토대로 변화된 통화정책 여건 아래에서 앞으로 나아가야 할 방향을 제시해 보고자 한다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 공개시장운영의 역할을 소개하고 한국은행이 공개시장운영 과정에서 견지해 온 일반원칙을 명확히 밝힌다. 3장에서는 그간의 공개시장운영의 경험을 정리하고 그 성과를 평가한다. 4장에서는 앞으로 예상되는 여건 변화를 살펴보고, 5장에서는 이에 대응한 향후 공개시장운영 수행 방향 및 과제를 제시한다.

1) 금리상하한체계 및 금리하한체계의 정의는 <참고 1> '통화정책 운영체계의 유형'에서 자세히 설명하고 있다.

2) "Changes to the operational framework for implementing monetary policy", 2024.3.13일

II. 공개시장운영의 역할 및 일반원칙

1. 공개시장운영의 역할

공개시장운영은 중앙은행의 가장 대표적인 통화정책 수단³⁾이다. 단어에서 유추할 수 있듯이, 공개시장운영(Open Market Operation)은 중앙은행이 금융시장과 같이 누구나 참여할 수 있는 공개된 시장(Open Market)에서 은행, 증권사 등 시장 참여자와 국채와 같은 증권의 매매, 채권의 발행, 예금의 예치 등의 거래를 수행(Operate)하는 것을 말한다. 중앙은행은 이러한 공개된 금융시장에서의 거래를 통해 시장에 유통되는 본원 통화(=지급준비금+화폐발행액)의 양이나 초단기시장금리에 영향을 주고, 이러한 영향이 전체 금융시장으로 파급되면서 전반적인 금융여건이 변화하게 된다.

공개시장운영의 가장 기본적인 역할은 초단기시장금리를 정책금리 수준에서 크게 벗어나지 않도록 하는 것이다. 중앙은행은 공개시장운영을 통해 금융기관이 중앙은행 당좌계좌에 예치한 지급준비금의 총액을 변화시킬 수 있다. 이처럼 지급준비금의 전체 규모가 조정되면 개별 금융기관은 초단기금융시장인 지급준비금시장(지준시장)에서 부족한 자금을 조달하거나 남는 자금을 운용한다. 중앙은행은 이와 같이 지급준비금 총액을 조정하여 금융기관의

조달·운용 과정에 영향을 미침으로써 초단기시장금리가 정책금리 수준에서 형성되도록 유도하는 역할을 하고 있다.

또한 중앙은행은 공개시장운영을 통해 금융기관 간 결제유동성을 적정 수준으로 유지하여 원활한 지급결제를 뒷받침한다. 금융기관 간 자금대차, 증권·외환 매매 등 거래에 따른 결제는 각 금융기관의 중앙은행 당좌계좌 간 정산을 통해 최종 완결된다. 이때 당좌계좌 잔액, 즉 지급준비금의 총규모가 적절한 수준에서 유지되지 않으면 금융기관 간 원활한 결제가 어려워지면서 금융시스템 전반의 결제리스크가 증대될 수 있다. 따라서 중앙은행은 지급결제시스템의 원활한 작동을 위해 공개시장운영을 통해 지급결제에 필요한 유동성을 충분한 수준으로 관리하고 있다.

마지막으로 공개시장운영은 금융불안 시 시장안정화 수단으로 활용⁴⁾된다. 예상치 못한 충격으로 금융시장에서 가격변수의 변동성이 크게 확대되고 불안심리가 금융시장 전반으로 확산될 우려가 있는 경우, 중앙은행은 이에 대응하여 적극적인 시장안정화 조치를 시행한다. 중앙은행은 공개시장운영을 통해 신속하게 유동성을 공급하여 시장금리의 급변동을 제어하고 금융기관 간 원활한 자금순환을 도모함으로써 시장의 불안심리 확산과 위기 발생을 방지한다.

3) 글로벌 금융위기 이전의 공개시장운영은 주로 초단기시장금리를 정책금리 수준으로 유지함으로써 통화정책의 원활한 파급을 유도하는 것을 목표로 하였(좁은 의미의 공개시장운영). 그러나 글로벌 금융위기 이후 주요국 중앙은행은 공개시장운영을 금융시스템 전체에 유동성을 공급하거나 중장기 시장금리에까지 영향을 미치는 수단으로 활용하기도 하였다(넓은 의미의 공개시장운영). 본 보고서에서는 한국은행이 양적완화와 같은 비전통적 통화정책을 시행하지 않았다는 점을 고려하여 좁은 의미의 공개시장운영을 중심으로 다루되, 시장안정화 조치 경험 등을 고려하여 넓은 의미의 공개시장운영에 대한 논의도 일부 포함하였다.

4) 중앙은행은 전통적으로 대규모 예금인출 사태에 대응하여 개별 금융기관에 유동성을 공급하는 최종대부자(lender of last resort) 역할을 수행해 왔다. 그러나 최근 도매금융시장을 통한 금융기관의 자금조달 및 운용 증가, 파생금융상품 규모 확대 등으로 금융기관 간 거래 규모가 크게 늘어나고 그 구조도 복잡해지면서 금융시장의 복원력이 더욱 중요해졌다. 이에 개별 금융기관뿐 아니라 금융시장 전반을 대상으로 한 적극적인 유동성 공급의 중요성도 부각되면서 중앙은행은 최종시장조성자(market maker of last resort)로서 역할도 수행하게 되었다.

2. 한국은행 공개시장운영의 일반원칙⁵⁾

한국은행은 실효성^{Effectiveness}, 효율성^{Efficiency}, 상호성^{Reciprocity}이라는 공개시장운영의 세 가지 일반원칙을 설정하고, 이에 부합하도록 공개시장운영을 실시해 오고 있다.

- ① **실효성: 공개시장운영은 통화정책 결정이 금융시장을 통해 국민경제 전체로 효과적으로 파급되도록 시행되어야 한다.**

우리나라의 공개시장운영은 통화정책 파급경로의 출발점인 익일물 콜금리가 기준금리를 크게 벗어나지 않도록 효과적으로 관리하는 것을 중요 원칙으로 한다. 한국은행은 공개시장운영을 통해 지급준비금⁶⁾ 공급 규모를 조절함으로써 익일물 콜금리가 기준금리 수준에서 안정적으로 변동하도록 관리한다. 콜금리의 변화는 여타 단기시장금리, 장단기 채권금리 및 은행 여수신금리 등으로 파급되기 때문에 콜금리가 기준금리 수준과 크게 괴리될 경우 여타 시장금리도 정책 의도와 다르게 움직일 수 있다. 따라서 기준금리 조정의 효과가 금융시장과 실물부문으로 원활히 전달되기 위해서는 공개시장운영을 통해 콜금리를 적절한 수준으로 관리하는 것이 매우 중요하다.

한국은행은 자본시장의 가격 및 물량 조절을 통해 공개시장운영의 실효성을 확보한다. 한국은행은 금융통화위원회에서 결정된 기준금리에 맞추어 매주 정례적인 유동성 조절 거래⁷⁾를 실시하는데, 이는 초단기시장금리를 기준금리 수준에서 관리하고자 하는 의지를 표명하고 기준금리가 금융기관 간 거래의 준거금리로 기능하도록 유도하는 역할을 한다. 또한 지급준비금 공급 규모를 수요⁸⁾에 맞추어 조절⁹⁾함으로써 자금시장의 수급 균형을 도모하고 이를 통해 콜금리가 기준금리 부근에서 형성되도록 관리한다.

- ② **효율성: 공개시장운영은 시장에 대한 개입이 과도해지지 않도록 유의하면서 효율적으로 집행되어야 한다.**

효율적인 공개시장운영은 금융시장의 가격 발견 기능 유지와 금융리스크 관리 측면에서 매우 중요하다. 중앙은행과 금융기관 간 지나치게 빈번한 또는 과도한 규모의 거래는 금융기관 상호 간 거래를 구축하고 금융시장 내 가격변수를 왜곡시킬 수 있다. 중앙은행에 대한 의존도가 심화되면 도덕적 해이가 발생하고 금융기관의 위험추구 성향도 높아지면서 금융시장의 리스크가 누적될 우려도 있다.

5) 한국은행은 본 보고서를 통해 그동안 공개시장운영 과정에서 견지해 온 일반원칙을 명확히 밝히고자 한다. ECB, 호주중앙은행 등 주요국 중앙은행들도 총채 연설문이나 공개시장운영 제도 설명자료 등을 통해 공개시장운영의 원칙을 대외적으로 공식화하고 있다.

6) 본원통화는 민간 화폐수요와 지급준비금으로 구성되는데, 이 중 지급준비금은 은행들이 한국은행 당좌계좌에 예치한 금액을 의미한다. 좁은 의미의 지급준비금은 법정 지급준비 의무 준수를 위해 예치한 금액에 한정되나, 일반적으로는 당좌계좌에 예치한 금액 전체를 지칭한다. 한편 시장참여자들은 공개시장운영을 통한 지급준비금의 공급 또는 흡수를 통상적으로 유동성 공급 또는 흡수라고 표현하며, 이를 감안하여 본 보고서에서는 '유동성'과 '지급준비금'을 동일한 의미로 사용하였다.

7) 한국은행은 유동성 조절을 위해 매주 목요일 7일물 RP매각 거래를 정례적으로 실시하는데, 이때 금융통화위원회에서 결정된 기준금리를 고정 매각금리로 활용한다.

8) 법정 필요지급준비금에 일부 은행의 초과지급준비금 수요를 더한 값으로 정의된다.

9) 우리나라와 같이 금리상한체계를 운영하는 중앙은행은 초단기시장금리 관리를 위해 지급준비금의 공급과 수요를 일치시켜야 한다. 따라서 초단기시장금리를 결정할 수는 있지만(Price-setter) 지급준비금 공급 규모는 인의로 결정할 수 없다(Quantity-taker). 한편 금리상한체계를 운영하는 중앙은행은 지급준비금을 충분한 수준으로 공급하면서 초단기시장금리의 하방압력에 대해서는 지급준비금에 대한 이자 지급 등 공급량 이외의 수단을 활용하여 대응한다. 이를 통해 지급준비금 공급 규모와 자본시장의 금리를 독립적으로 결정(divorcing the quantity from the rate)할 수 있다.

따라서 공개시장운영은 과도한 시장개입이 비효율성을 초래할 가능성에 유의하면서 수행되어야 한다.

시장개입 최소화는 중앙은행 손실 발생 위험을 줄이는 차원에서도 중요하다. 중앙은행의 대차대조표 규모가 지나치게 커지면 보유자산 가치의 변동성이 확대되고 통화관리비용이 증가할 수 있다. 예를 들어 중앙은행의 증권 보유 규모가 커지면 금리 상승에 따른 손실 위험이 크게 확대될 수 있으며, 자산매입을 위해 공급된 유동성을 흡수하는 과정에서 이자 비용도 크게 늘어난다. 따라서 중앙은행은 공개시장운영 규모가 과도하게 확대되어 손실 위험이 축적되지 않도록 유의해야 한다.

③ 상호성: 공개시장운영은 정책수행의 기반이 되는 금융시장과의 상호 작용을 통해 시장의 안정적인 발전을 촉진해야 한다.

공개시장운영의 성공적인 수행을 위한 기반으로 금융시장의 발전은 매우 중요한 요소다. 금융시장이 발전하여 효율적으로 작동되어야만 공개시장운영이 원활히 이루어질 수 있고, 통화정책 수행의 결과 또한 금융시장 전체에 효과적으로 파급될 수 있다. 아울러 금융시장이 발전할수록 중앙은행은 가격 및 물량 변수와 같은 정보를 좀 더 정확하고 풍부하게 수집·분석하여 통화정책의 수립과 집행에 활용할 수 있다. 따라서 중앙은행의 공개시장운영은 금융시장을 매개로 활용하는 데 그치지 않

고 금융시장의 발전을 도모하는 방향으로 수행되어야 한다.

금융시장과의 원활한 상호 작용을 위해서는 공개시장운영 제도가 시장친화적으로 설계되고 운영되어야 한다. 시장 여건에 맞지 않는 방식의 공개시장운영은 정책목표 달성에 장애 요소로 작용할 수 있고, 더 나아가 시장 왜곡을 초래할 우려도 있다. 이러한 점에서 중앙은행은 금융시장 구조 변화 등을 반영하여 공개시장운영 제도를 지속적으로 보완·개선해 나가야 한다.

또한 중앙은행은 금융불안 시 공개시장운영을 시장안정화 수단으로 활용하여 시장기능을 신속하게 회복시켜야 한다. 금융시장의 자금증개 기능이 훼손되면 이를 복원하는 데 많은 노력과 비용이 소요되는 만큼, 금융불안 발생 우려 시 중앙은행은 신속하고 적극적인 공개시장운영을 통해 시중 자금흐름을 개선하고 시장불안이 확산되지 않도록 하여야 한다. 이와 함께 불안이 진정되면 공개시장운영의 실효성이 저하되지 않도록 시장안정을 위해 추가로 공급된 유동성을 적기에 환수¹⁰⁾하여야 한다. 이 과정에서 중앙은행의 지원 없이도 유동성이 금융시스템 자체에서 원활히 순환될 수 있다는 기대를 형성하고 시장참여자들의 보수적인 자금운용 행태를 완화해 나가야 한다.

10) 시장안정화 조치를 통해 지급준비금 공급이 증가하면 초단기시장금리는 하락 압력을 받게 된다. 이를 정책금리 수준으로 유도하기 위해서는 공급된 유동성을 환수하여 지급준비금 수급의 균형을 회복해야 한다. 이는 공개시장운영의 실효성 유지를 위해 필수적인 과정이다. 한편 공급된 유동성이 환수되면 시장안정화 조치의 효과가 사라지는 것이 아니냐는 의문이 생길 수 있다. 하지만 필요한 부문에 지급준비금을 공급하고 남은 부문에서는 이를 흡수함으로써 시장 내 특정 부분의 자금경색 해소와 시장의 유동성 총량 관리라는 두 가지 목표를 효과적으로 달성할 수 있다.

Ⅲ. 한국은행 공개시장운영의 주요 특징

1. 다양한 수단을 활용한 유동성 흡수

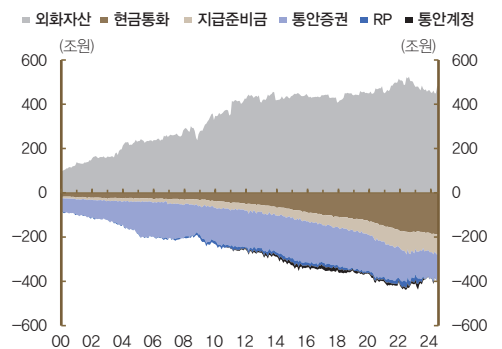
한국은행은 1990년대 중반까지 통화량목표제를 유지하면서 주로 지준율 조정 등을 통한 본원통화 공급량의 관리¹¹⁾에 초점을 맞추어 통화정책을 운용하였다. 이후 직접금융시장 발전 등으로 은행 중심의 금융 구조가 상대적으로 약화되면서 통화수요의 불확실성이 증대되고 통화량과 인플레이션 간의 관계 또한 불안정해졌다. 이에 한국은행은 1998년 물가안정 목표제를 도입하고 금리 중심의 통화정책 운영 방식을 채택¹²⁾하게 되었다. 금리 중심의 통화정책 운영방식하에서는 통화량 조절보다 단기 시장금리 관리의 중요성이 크기 때문에 시장원리에 입각한 공개시장운영이 통화정책 수단으로서 활발히 활용되기 시작하였다.

공개시장운영이 주요한 통화정책 수단으로 자리 잡은 이후 한국은행은 통화정책 운영체계 개편¹³⁾(2008년 3월), 통화안정증권 발행제도 개선 및 발행만기 확대 등을 통해 공개시장운영이 효율적이고 시장친화적으로 이루어질 수 있도록 노력해 왔다.

금리 중심의 통화정책 운영방식 도입 이후 한국은행 공개시장운영의 주요 특징은 ① 다양한 수단을 활용한 유동성 흡수, ② 금리상하한 체계를 통한 콜금리의 안정적 관리, ③ 시장불안에 대한 적극적인 대응 등으로 요약된다.

한국은행은 여러 가지 수단을 다양하게 활용하여 시중에 공급된 유동성을 흡수해 왔다. 한국은행의 외환보유액 확충 및 과도한 환율 변동성 완화 과정에서 원화(지급준비금)가 공급되는데, 이는 민간 보유 현금통화와 함께 한국은행의 부채로 축적된다. 이 과정에서 금융기관이 보유한 지급준비금 규모가 필요지급준비금¹⁴⁾ 이상으로 늘어났고, 한국은행은 초단기 시장금리 관리를 위해 공개시장운영을 통해 이를 흡수¹⁵⁾해 왔다. 흡수 수단으로는 시장 여건, 수단별·만기별 효과 등을 고려하여 통화안정증권 발행, RP매각, 통화안정계정 예치 등을 적절히 조합하여 활용하였다.

[그림 1] 한국은행 주요 자산 및 부채 추이



자료: 한국은행

11) 통화량목표제하에서의 통화정책은 최종목표인 물가안정을 달성하기 위해 통화량을 중간목표로, 지급준비금 총액을 운용목표로 설정하였다. 이에 따라 통화량이 목표 범위에서 유지되도록 하는, 적정 수준의 지급준비금을 공급하는 방식으로 통화정책이 수행되었다.

12) 다만 한국은행은 물가안정목표제를 도입한 이후에도 2000년까지는 M3(총유동성) 증가율 목표를 함께 제시하는 등 통화량을 통화정책 중간목표로서 여전히 활용하였다. 이후 2001년부터는 M3 증가율을 중간목표에서 감시지표로 전환했으며, 2003년부터는 M3 증가율의 감시범위도 설정하지 않으면서 금리 중심의 통화정책으로 온전히 이행하였다.

13) 콜금리의 시장성 제고에 주안점을 둔 개편으로서, '한국은행 기준금리' 개념 도입, RP매매 정례화, 자금조정대출 및 예금 도입 등의 조치가 시행되었다.

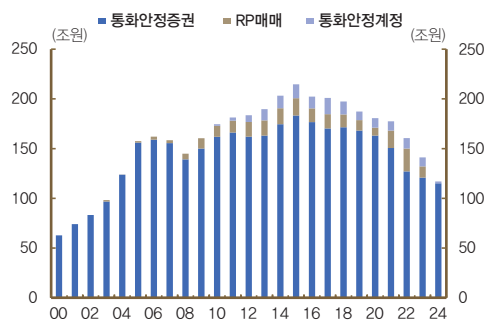
14) 한국은행법에 따라 은행은 보유예금의 일정 비율에 해당하는 금액을 지급준비금으로 일정기간 동안 보유해야 하는데, 은행들이 보유해야 하는 최저 수준의 지급준비금을 필요지급준비금이라 한다.

15) 한국은행 대차대조표는 한국은행이 수행한 각종 정책의 결과로서 공급된 유동성과 이 중 일부를 흡수하기 위한 공개시장운영의 결과를 보여준다. 이에 대해서는 <참고 2> '한국은행 대차대조표와 공개시장운영'에서 자세히 설명하고 있다.

특히 통화안정증권을 유동성 흡수의 핵심 수단으로 활용하였으며, 시장 상황 변동 시에는 발행만기 조정 등을 통해 적절히 대응해 왔다. 통화안정증권은 여타 공개시장운영 수단보다 만기가 길어¹⁶⁾ 정책효과가 장기간 지속되는 특성이 있다. 이에 따라 한국은행은 이를 그간 누적 공급된 유동성을 기초적으로 흡수하는 수단으로 활용하고 있다.¹⁷⁾ 통화안정증권 만기물별 발행 규모도 채권시장 여건, 수급구조 변화 등을 고려하여 탄력적으로 조절해 왔는데, 특히 2021년부터는 3년물을 새롭게 발행하는 등 더욱 다양화된 만기물을 적절히 활용하고 있다.

또한 한국은행은 RP매각이나 통화안정계정 예치 등 다양한 수단을 활용하여 공개시장운영의 실효성을 제고하였다. RP매각이나 통화안정계정 예치는 상대적으로 만기가 짧아¹⁸⁾ 신속적인 유동성 조절이 가능하다. 또한 통화안정증권 발행 확대에 따른 유동성조절 비용 증가 문제¹⁹⁾를 완화하고 금리상승기에 통화안정증권 수요가 위축되는 상황에서도 실효성을 확보할 수 있다는 장점이 있다. 한국은행의 공개시장운영은 이와 같은 수단별 장점과 수단 간 보완 관계를 종합적으로 고려하여 실시되고 있다.

[그림 2] 공개시장운영 수단별 규모¹⁾



주: 1) 연중 평균잔액 기준

자료: 한국은행

한국은행의 일상적 공개시장운영은 실효성과 함께 효율성과 상호성을 충족하는 방식으로 이루어지고 있다. 통화안정증권 발행, 통화안정계정 예치 등의 경쟁입찰 과정에서 결정된 낙찰금리는 지준시장의 수급 상황을 실시간으로 반영하는 중요한 시장 정보변수로서의 기능을 지니고 있다. 또한 사전에 공개하고 있는 공개시장운영 정례입찰 일정은 시장참여자들의 예측가능성을 높이고 여타 시장에 대한 구축효과를 최소화함으로써 금융기관 간 거래가 활성화되는 데 기여하고 있다. 한편 한국은행은 단기 금융시장에서 RP 비중이 크지 않았을 때부터 RP방식 거래를 적극 활용함으로써 단기금융시장의 발전을 선도해 왔다.

이울러 한국은행은 금융시장 상황을 반영하여 공개시장운영 제도를 시장친화적으로 개선²⁰⁾하기 위해 지속적으로 노력해 왔다. 통화안정증권의 유동성을 높이고 수요 기반을 확충하기

16) 한국은행 '공개시장운영규정'상 통화안정증권은 14일물에서 3년물까지 총 14종이 발행 가능한데, 2024년 말 기준 할인채(91일물), 이표채(1·2·3년물) 등 총 4종이 정례발행되고 있다. 이 중 2년물 이상이 전체 발행잔액의 87.5%(2년물 54.5%, 3년물 33.0%)를 차지하고 있다.

17) 우리나라처럼 국외부문으로부터 기초적으로 유동성이 공급되는 경우에는, 중앙은행(태국, 스위스 등)이 이를 흡수하기 위한 채무증서 발행을 통해 유동성 공급 효과를 중화(sterilization)하는 정책을 시행하고 있다. 이에 대해서는 <참고 3> '주요국 중앙은행의 채무증서 발행'에서 자세히 설명하고 있다.

18) RP매매와 통화안정계정 예치의 만기는 규정상 최장 91일로 제한되어 있으며, 실제로도 각각 7일물 및 28일물을 중심으로 운영되고 있다.

19) 일반적으로 만기가 짧을수록 금리가 낮으므로, 다른 조건이 동일하다면 RP매각이나 통화안정계정에 따른 유동성조절 비용은 통화안정증권 발행 비용보다 적다.

20) 그간의 공개시장운영 제도 개선 노력에 대해서는 <참고 4> '공개시장운영 제도 주요 개선 이력'에서 자세히 설명하고 있다.

위해 통합발행 및 중도환매 제도를 도입하였고, 시장의 예측가능성 및 거래편의성 제고를 위해 RP매각, 통화안정증권 발행²¹⁾ 및 통화안정계정 예치 등 공개시장운영 입찰을 정례화하였다. 또한 통화안정계정²²⁾을 금리 경쟁입찰 방식의 시장친화적 기간부 예치제도로 새롭게 정비하여 활용하고 있으며, 공개시장운영 대상기관 선정 기준을 규정에 반영하여 대외에 투명하게 공개하고 있다.

[그림 3] 기준금리 및 콜금리 추이



자료: 한국은행

2. 금리상하한체계를 통한 콜금리의 효과적 관리

한국은행은 금리상하한체계^{23), 24)}하에서 콜금리를 기준금리 부근에서 안정적으로 관리하고 있다. 한국은행이 1998년 금리 중심 통화정책 운영방식을 채택한 이후 콜금리는 대체로 기준금리를 크게 벗어나지 않는 수준에서 움직여 왔다. 2000~2024년 기간 중 콜금리와 기준금리 간 스프레드(절댓값 기준, 월평균)가 25bp 이상 확대된 경우는 없었으며, 콜금리가 자금조정대출 금리를 상회하거나 자금조정예금 금리를 하회한 사례도 없었다.

금리상하한체계를 운영하고 있거나 운영 경험이 있었던 주요국과 비교해도 우리나라 공개시장운영의 실효성은 매우 양호한 것으로 평가된다. 2000~2024년 중 콜금리와 기준금리 간 스프레드의 평균값은 3.5bp에 불과한데, 이는 여타 국가와 비교해 매우 낮은 수치이다. 콜금리의 시장성 제고를 위해 한국은행 기준금리 개념을 도입한 2008년 이후에도 적절한 공개시장운영에 힘입어 동 스프레드는 오히려 축소되었다. 특히 한국은행은 시장 자체의 중개기능이 약화되는 것을 방지하기 위해 금리상·하한 폭을 상대적으로 넓게 운영^{25), 26)}하면서도 초단기시장금리에 대한 통제력을 유지해

21) 통화안정증권의 정례발행 종목과 일정은 정책 목적에 따라 변경되어 왔다. 2024년 말 기준 단기물인 91일물은 매주 월요일, 중장기물인 1, 2, 3년물은 각각 매월 둘째 주, 첫째 주, 셋째 주 수요일에 정례발행되고 있다. 다만 2023년 5월에는 초단기시장금리의 하방압력에 대응하기 위해 2011년 12월 이후 최초로 28일물이 발행되기도 하였다.

22) 당초 통화안정계정은 과잉유동성의 흡수를 위해 강제 예치 방식으로 1967년 처음으로 도입되었으나 크게 활용되지 않다가, 2010년 재정비전 이후 일상적 유동성 조절 수단으로 활발하게 활용되고 있다.

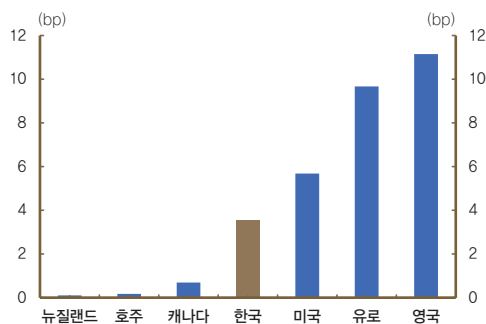
23) 금리상하한체계는 지급준비금 규모를 은행들의 필요지급준비금 적립 의무 충족, 결제유동성 확보 등에 필요한 최소 수준(scarse)으로 유지하여 초단기시장금리가 대기성 여신금리와 수신금리 사이에서 안정적으로 변동하도록 하는 통화정책 운영체계이다. 이를 위해 한국은행은 기준금리보다 높은 금리로 자금을 상시 조달할 수 있는 자금조정대출과, 기준금리보다 낮은 금리로 자금을 상시 예치할 수 있는 자금조정예금을 운영하고 있다. 이에 자금조정대출 및 예금에 적용되는 금리는 사실상 콜금리의 상·하한으로 기능한다.

24) 우리나라의 금리상하한체계는 1999년 이후 매일 콜금리 목표 수준을 설정하면서 초기 단계의 형태가 형성되었다. 그러나 엄밀한 의미의 금리상하한체계는 2008년 3월 통화정책 운영체계 개편 시 대기성 여·수신제도인 자금조정대출 및 예금 제도가 신설되어 콜금리의 명시적인 상·하한이 형성되면서 도입되었다고 볼 수 있다.

25) 금리상하한체계하에서 초단기시장금리는 상한과 하한 사이에서 움직이기 때문에, 이 폭을 좁게 유지할수록 초단기시장금리의 변동성이 낮아져 공개시장운영의 실효성은 높아진다. 하지만 은행들이 중앙은행 대출 또는 예금을 이용할 유인, 즉 중앙은행에 대한 의존도가 높아져 공개시장운영의 효율성이 저하되고 시장기능이 약화될 수 있다. 반대로 폭이 넓어지면 중앙은행 대출 또는 예금을 이용하는 데 따른 기회비용이 커져 효율성은 증진되나, 초단기시장금리의 변동성이 확대되어 실효성이 약화될 수 있다. 따라서 중앙은행은 실효성과 효율성 간의 균형을 고려하여 금리상·하한 폭을 설정해야 한다. 한국은행은 은행들이 단기금융시장을 통해 지급준비금 과부족을 자체 해소하도록 유도하기 위해 2008년 이후 오랜 기간 동안 금리상·하한 폭을 기준금리±100bp로 비교적 넓게 운영해 왔다. 그러나 2023년 7월, 디지털 뱅크런 등에 대비하여 자금조정대출의 금융안정 기능을 강화하고 은행의 유동성 접근성을 높이기 위해 해당 폭을 100bp에서 50bp로 축소하였다.

왔다. 이러한 점에서 금리상하한체계를 기반으로 한 한국은행의 공개시장운영은 실효성 측면에서 우수한 성과를 거둔 것으로 평가된다.

[그림 4] 주요국 정책금리 대비 초단기시장금리 스프레드¹⁾



주: 1) 2000년 이후 국가별로 금리상하한체계를 채택한 시기 중 스프레드(절댓값)의 평균

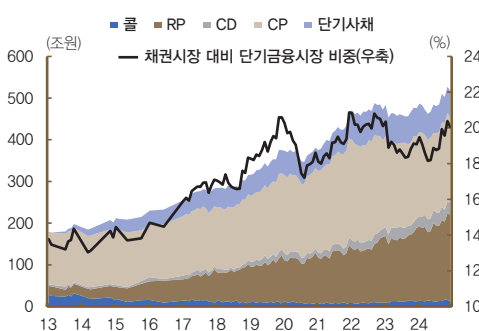
자료: 한국은행, 각국 중앙은행

금리상하한체계는 단기금융시장 발전의 초석을 마련함으로써 상호성 증진에도 기여하였다.

금리상하한체계에서는 지급준비금 보유에 따른 기회비용이 크기²⁷⁾ 때문에, 필요지급준비금 이상의 초과 자금을 보유한 금융기관은 초단기 금융시장에서 이를 운용하려 한다. 이는 단기금융시장에서의 거래를 촉진하였는데, 실제로 초단기금융시장 내 거래 규모는 꾸준히 성장하여 2024년 말 기준 2010년 말 대비 5배

이상 증가한 226조 원 수준(잔액 기준)으로 확대되었다.²⁸⁾ 이러한 초단기금융시장의 확대는 CD, CP, 단기사채 등 여타 단기금융시장의 지속적 성장에도 크게 기여하였다. 반면 금리하한체계로 전환한 주요 선진국의 단기금융시장은 무담보시장을 중심으로 대부분 상당히 위축²⁹⁾ 되는 모습을 보였다.

[그림 5] 단기금융시장 규모 추이^{1), 2)}



주: 1) 잔액 기준

2) 채권시장은 국채, 지방채, 통화안정증권, 특수채, 회사채 기준

자료: 한국은행, 한국예탁결제원, 한국거래소

3. 시장불안에 대한 적극적인 대응

한국은행은 공개시장운영 대상기관으로부터 입수한 정보 등을 토대로 금융시장을 상시 모니터링하여 시장불안 요소를 사전에 포착

26) 금리상하한체계를 운영하였던 시기 중 주요국 중앙은행의 금리상·하한 폭은 다음과 같다.

| 국가(괄호 안은 금리상하한체계 운영 시기) | 대기성 여신금리 스프레드(A, bp) | 대기성 수신금리 스프레드(B, bp) | 금리상·하한 폭 (A+B, bp) |
|-------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|
| 한국(2008~현재) | 100 → 50 ¹⁾ | 100 → 50 ¹⁾ | 200 → 100 ¹⁾ |
| 유로지역(1999~2008) | 100 | 100 | 200 |
| 영국(2006~2009) | 100 | 100 | 200 |
| 캐나다(1994~2020) | 25 | 25 | 50 |
| 호주(1996~2020) | 25 | 25 | 50 |
| 뉴질랜드(1999~2006) | 25 | 25 | 50 |
| 스웨덴(1994~현재) | 15 | 15 | 30 |

주: 1) 2023년 7월 자금조정대출 및 자금조정예금 금리 스프레드를 축소

27) 한국은행은 지급준비금에 대해 이자를 지급하지 않으며, 금리하한을 형성하는 자금조정예금 금리를 기준금리보다 상당폭 낮게 설정한다. 이로 인해 지급준비금을 필요지급준비금 이상으로 보유한 은행들은 이를 단기금융시장을 통해 계속해서 다른 은행에 대여하려고 시도하게 된다. 이러한 현상을 'hot potato effect'라고 부른다.

28) 다만 초단기금융시장 성장 과정에서 RP시장 거래 잔액은 2010년 말 9.3조 원에서 2024년 말 208.7조 원으로 크게 확대된 반면 콜시장은 다소 축소되었는데, 이는 2010년 이후 단기금융시장 개선을 위한 정부와 한국은행의 노력이 반영된 결과이다. 구체적으로는 콜시장을 은행 간 지준시장으로 전환하고 금융기관 간 RP시장을 활성화시키기 위해 비은행금융기관의 콜시장 참가 제한을 기본으로 하되, 예외적으로 국고채PD 및 공개시장운영 대상 기관으로 선정된 증권사에 한하여 콜차입을 허용하고, 자산운용사의 경우 콜운용에 한하여 일정 한도 내에서 허용하고 있다.

29) 금리하한체계에서의 단기금융시장 위축에 대해서는 'V-1. 금리상하한체계의 안정적 운용'에서 자세히 설명하고 있다.

하고 필요시 적극적으로 소통해 왔다. 대내외 충격으로 가격변수 또는 시중 자금흐름의 변동성 확대 조짐이 나타날 때, 한국은행은 불안심리의 확산을 차단하기 위해 시장과의 커뮤니케이션을 강화해 왔다. 이는 위기 발생 가능성에 대한 불안이 은행들의 보수적 자금 운용 행태를 유발하여 실제 위기를 촉발하는 자기실현적 예언 현상을 방지하기 위함이다. 이러한 노력에도 단기금융시장의 불안 조짐이 지속되면, 한국은행은 안전자산인 지급준비금에 대한 은행들의 수요 증가에 대응하여 이를 여유롭게 공급할 수 있도록 공개시장운영 규모를 조절한다.

한국은행은 불안심리가 시장 전반으로 확산될 것으로 예상될 경우 적극적인 시장안정화 조치를 시행하였다. 한국은행은 시장불안 정도 및 양태에 따라 RP매입, 공개시장운영 대상증권 및 대상기관 확대, 국고채 단순매입 등 다양한 수단을 적절히 활용하여 대응해 왔다. 이러한 한국은행의 시장안정화 조치³⁰⁾는 2008년 글로벌 금융위기, 2020년 코로나19 위기, 2022년 PF 관련 시장불안 등의 시기에 금융시장의 자금배분 기능을 조기에 회복시켜 시장불안과 자금경색이 금융시스템 전체로 확산되는 것을 방지하는 데 크게 기여하였다.

[표 1] 시장불안 단계별 시장안정화 조치(예시)

| [1] 단기금융시장 자금수급 불안 조짐 | [2] 단기금융시장 및 자본시장 불안 발생 | [3] 금융시장 전반에 자금경색 발생 |
|---|--|--|
| 1. 시장 불안 심리 확산 차단 (시장상황 점검회의 개최 등) | 1. 적극적인 시장안정 메시지 발표 (구두개입 등) | 1. 중장기물 RP 매입 (최장 91일, 필요시 전액 공급방식 RP 매입) |
| 2. RP매각 및 통화안정계정 예치 규모 축소 | 2. 통화안정증권 발행 규모 축소 | 2. 국고채 단순 매입 규모 확대 |
| 3. 단기물 RP매입 (만기 7일 내외) | 3. 통화안정증권 중도환매 규모 확대 및 비정례 환매 실시 | 3. 대상증권 및 대상기관 확대 |
| | 4. 국고채 단순 매입 | |

우선 한국은행은 RP매입을 통해 은행, 증권사 등 금융기관에 직접 유동성을 공급해 왔다. RP매입을 통해 공급된 유동성은 자금조달에 어려움을 겪는 기관들에 마중물 역할을 할 뿐 아니라 금융시장 전반의 거래 유동성 회복에도 도움을 주었다. 일례로 코로나19 위기 시에는 최초로 전액공급방식 RP매입³¹⁾을 시행하여 각 기관이 필요한 유동성을 한도 제한 없이 공급한 바 있는데, 이는 금융기관의 자금조달 여건을 개선하고 시장금리를 안정시키는 데 크게 기여한 것으로 평가된다. 특히 유동성을 필요한 만큼 충분히 공급할 수 있다는 한국은행의 의지를 시장에 전달함으로써 불안심리를 빠르게 진정시키는 데 기여³²⁾하였다.

이와 함께 한국은행은 필요시 공개시장운영에 대한 금융기관의 접근성 제고를 통해 시장안정화 조치가 좀 더 효율적으로 시행될 수 있도록

30) 한국은행이 실시하였던 시장안정화 조치의 구체적인 내용은 <참고 5> '과거 위기 시 공개시장운영을 통한 시장안정화 조치'에서 자세히 설명하고 있다.

31) RP매입(91일 만기)을 통해 일정 금리로 시장 유동성 수요 전액을 무제한으로 공급하는 제도이다.

32) 또한 RP매매 대상기관이 자금을 긴급하게 확보할 필요가 있을 때 보유 유가증권을 대량 매각(fire sale)하는 대신 해당 증권을 활용하여 한국은행으로부터 유동성을 직접 조달할 수 있다는 점에서 채권시장의 변동성 확대를 방지하는 효과를 가져오기도 한다.

공개시장운영 대상증권³³⁾과 대상기관을 일시적으로 확대하였다. 대상증권 확대는 유동성 공급 여력을 확충하는 동시에 해당 증권의 수요를 증대시켜 채권시장 내 원활한 자금순환을 유도하였다. 또한 대상기관 확대는 직접적인 유동성 공급 대상을 넓혀 보다 신속하게 시장을 안정시킬 수 있는 여건을 조성하였다.

단기금융시장의 불안이 채권시장 등 여타 금융시장으로 번져 가격변수의 변동성이 크게 확대되면 한국은행은 국고채 단순매입³⁴⁾을 실시하기도 하였다. 이는 RP매입과 다르게 매입 채권의 만기 시까지 유동성이 장기적으로 공급된다는 점에서 매우 강력한 효과를 지닌다. 또한 국고채 단순매입은 해당 국고채 금리에 직접적인 영향을 미칠 뿐만 아니라 한국은행의 금리 변동성 완화 의지를 보여 주는 시그널 역할을 하였다. 실제로 시장금리가 일시적으로 급등할 때 시행하였던 단순매입은 금리를 빠르게 하향 안정화하는 데 기여한 것으로 평가된다.

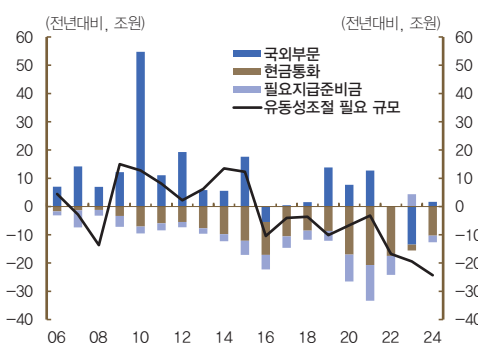
이러한 시장안정화 조치의 궁극적 목적은 금융시장의 기능이 원활히 작동하도록 회복을 돕는 것이며, 한국은행은 시장이 안정을 되찾으면 이러한 조치를 빠르게 정상화하고 일상적인 유동성조절 체계로 복귀하였다. 이는 해당 조치에 대한 금융기관의 의존이 고착화되어 시장의 자체적인 자금중개 기능이 취약해지는 것을 방지하기 위함이다.

IV. 최근 공개시장운영의 여건 변화

1. 유동성조절 필요 규모 감소세

먼저 한국은행이 공개시장운영을 통해 흡수해야 할 초과자금준비금의 규모가 기초적으로 감소하고 있다. 콜금리를 기준금리 수준에서 관리하기 위한 유동성 흡수 규모가 2016년 이후 지속적으로 축소되고 있는데, 이는 경제규모 확대로 본원통화 수요, 즉 현금통화 및 필요자금준비금이 지속 증가하는 데 반해 국외부문을 통한 유동성 공급은 정체되고 있기 때문이다.

[그림 6] 유동성조절 필요 규모 증감 및 요인별 기여도



자료: 한국은행

(국외부문을 통한 유동성 공급의 정체)

근래 들어 국외부문을 통한 기초적 유동성 공급이 정체되고 있다. 2016년 이후 경상수지 흑자 폭이 추세적으로 하락하고 있으며 거주자의 해외증권투자가 주식을 중심으로 급격히

33) 「한국은행법」 제68조는 한국은행이 매매할 수 있는 유가증권을 자유롭게 유통되고 발행조건이 완전히 이행되는 것으로 한정하고 있다. 이에 따라 공개시장운영 대상증권은 국채, 정부보증채, 통화안정증권 등 제한적으로 운영되고 있다. 다만 금융불안 확산 시 유동성 공급 경로를 확충할 필요가 있을 경우 한국은행은 일시적으로 대상증권의 범위를 확대하기도 한다. 실제로 한국은행은 2024년 12월 4일 시장안정화 조치의 일환으로 RP매매 대상증권에 은행채, 특수은행채, 공공기관 발행채권 등을 추가한 바 있다.

34) 한국은행은 국고채 단순매입 시 이를 유통시장에서 매입하는 것을 원칙으로 하고 있다. 이는 한국은행이 국채를 직접 인수할 경우 정부부채의 화폐화에 대한 우려를 낳아 재정건전성에 대한 신뢰도 저하, 중앙은행 신뢰 훼손, 대외 신인도 하락 등 부정적 영향이 발생할 수 있기 때문이다. 이에 미국, 유로지역 등 주요국에서도 중앙은행의 국채 직접 인수를 법으로 금지하고 있다.

증가하고 있다. 이에 따라 국외부문을 통한 시중 유동성, 즉 지급준비금 공급의 증가세도 둔화³⁵⁾되었다. 이러한 구조적인 변화로 인해 기초적 유동성 흡수 수단인 통화안정증권의 발행 잔액도 빠르게 줄어들고 있다.

대되고 있다. 지급준비금 수요의 대부분을 차지하는 필요지급준비금의 증가는 한국은행이 흡수해야 할 초과유동성의 감소로 직결된다.

2. 비은행금융기관의 영향력 확대

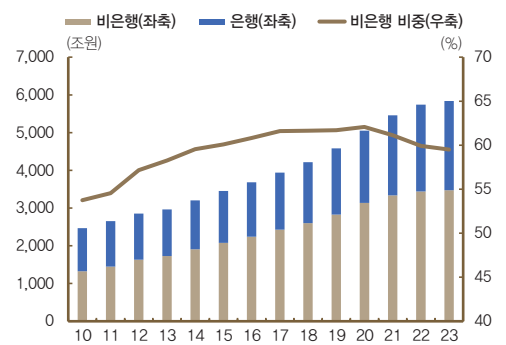
(경제규모 확대에 따른 본원통화 수요의 꾸준한 증가)

민간 화폐수요 증가³⁶⁾로 유동성조절 필요 규모가 감소하고 있다. 금융기관을 통해 민간 부문에 현금통화가 발행(공급)되면 해당 금융기관이 보유한 지급준비금이 감소하므로, 민간 보유 현금통화의 증가는 금융기관에 대한 지급준비금 공급을 실질적으로 감소시킨다. 최근 경제 규모 확대 등으로 민간 화폐수요가 꾸준히 확대되고 있는데, 특히 2009년 5만원권 발행 시작 이후 민간 보유 현금통화 잔액은 연평균 10%대의 증가세를 보이고 있다. 이에 따라 2000년대 초 20조 원 정도였던 민간 보유 현금통화 잔액은 2024년 말 193조 원 규모로 늘어났다.

예금 규모 확대로 필요지급준비금 규모도 증가하고 있다. 필요지급준비금은 은행들의 원화에 금 잔액에 예금 종류별 지급준비율을 곱하여 산출되므로, 예금 규모 확대는 필요지급준비금 증가로 이어진다.³⁷⁾ 실제로 필요지급준비금 규모는 원화예금의 증가 추세를 반영하여 꾸준히 확

비은행 부문이 국내 금융시장에서 차지하는 비중이 지속적으로 높아지고 있다.³⁸⁾ 2010년 이후 지속된 비은행금융기관의 급속한 자산 증가³⁹⁾로 전체 금융권 총자산에서 비은행 금융기관이 차지하는 비중이 2023년 말 기준 59.5%에 육박하는 수준으로 높아졌다. 이는 금융시장의 심도를 높이는 긍정적인 효과가 있으나, 다른 한편으로는 리스크 관리에 상대적으로 취약한 비은행 부문의 성장으로 금융시장의 잠재적 위험이 확대될 수 있는 부정적인 측면도 존재한다.

[그림 7] 은행 및 비은행금융기관 자산 규모



자료: 금융기관 업무보고서

35) 외환시장 안정을 위한 한국은행과 국민연금 간 외환스왑도 지급준비금 공급을 축소시키는 요인으로 작용한다. 한국은행이 국민연금에 외화를 공급하면 그 반대급부로 동일한 금액의 원화가 한국은행으로 흡수되기 때문이다. 외환당국(한국은행 및 기획재정부)은 국민연금과 2025년 말까지 650억 달러 한도 내에서 외환스왑 거래를 실시하기로 합의하였다.

36) 화폐에 대한 수요는 일반적으로 거래적 수요, 가치저장 수요 등으로 구분할 수 있다. 거래적 수요는 경제활동 확대 및 물가상승을 반영하여 기초적으로 증가하는 반면, 가치저장 수요는 자산수익률에 따른 기회비용 변화, 안전자산 선호 등의 영향으로 변동폭이 크다. 예를 들어, 코로나19 시기에는 예비적 동기에 따른 가치저장 목적의 화폐 수요가 큰 폭 증가하였다.

37) 예금 종류별로 상이한 지급준비율이 적용되기 때문에, 실제 필요지급준비금은 예금 종류별 증감, 예금 종류 간 전환 등의 영향을 받는다. 일반적으로 기준금리 인상기에는 높은 지급준비율이 적용되는 수시입출식예금 규모가 감소하면서 필요지급준비금 증가 압력이 줄어들고, 인하기에는 자금 운용 단기화 성향이 강화되면서 필요지급준비금 규모가 상대적으로 더 크게 늘어나는 경향이 있다.

38) 비은행금융기관의 빠른 성장세는 정부의 자본시장 육성 정책, 경제주체의 수익률 추구 강화, 은행보다 낮은 규제 수준 등에 기인한다.

39) 비은행금융기관 총자산(비은행예금취급기관, 보험사, 증권사 및 여전사 자산 합계 기준)은 2010년 이후 연평균 8.5% 증가하여 은행권 총자산 증가율(4.8%)을 크게 상회하였다.

(초단기시장금리 변동성 확대 가능성)

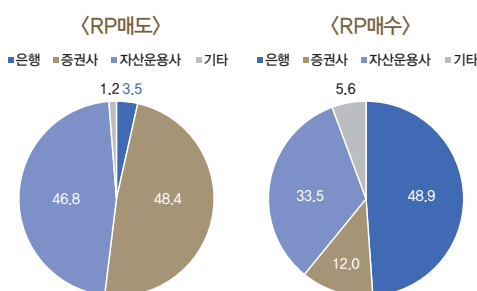
단기금융시장에서 비은행금융기관의 거래 규모가 늘어남에 따라 이들 기관이 시중 유동성 및 초단기시장금리에 미치는 영향도 커지고 있다. 초단기금융시장에서 자산운용사 및 증권사는 각각 대표적인 자금공급자 및 수요자로서 자리매김하고 있다.⁴⁰⁾ 이에 일부 비은행금융기관의 자금 사정에 따라 초단기시장금리가 크게 변동할 가능성이 커졌다.

특히 자산운용사의 대표 상품인 단기금융집합투자기구^{MMF}의 규모 확대는 콜금리 관리를 한층 어렵게 만들고 있다. MMF는 투자자산을 단기금융상품 위주로 운용⁴¹⁾하며, 고객들의 환매 요구에 대응하기 위해 투자자산의 일부를 초단기금융시장에서 운용한다. 또한 일별 잉여자금을 기준금리를 하회하는 수준에서라도 콜시장에서 운용할 유인이 존재⁴²⁾한다. 따라서 초단기금융시장에서의 MMF 거래 비중 확대는 콜금리의 기초적 하락 요인으로 작용할 수 있다. 한국은행이 2024년 자산운용사를 RP매매 대상기관으로 추가한 것도 이러한 MMF 수신 확대에 따른 자금시장 수급 불균형 발생 가능성에 대응하여 초단기시장금리 관리의 실효성을 제고하기 위한 것이었다.

RP시장의 거래 규모 및 금리변동성 확대도 공

개시장운영의 실효성 저하 요인으로 작용할 수 있다. RP시장은 거래량 기준으로 콜시장의 10배에 달하는 규모로 성장하였다. RP시장에는 증권사, 자산운용사, 신탁사 등 동질성이 낮은 다양한 금융기관들이 참여하고 있는데, 이러한 특성으로 인해 RP금리 변동성이 콜금리에 비해 크게 높아졌다.⁴³⁾ 특히 이러한 단기금융시장 내 구조 변화로 콜금리가 RP금리에 영향을 미치는 정도가 약화되고, RP금리의 콜금리에 대한 영향은 오히려 확대될 가능성이 높아졌다.

[그림 8] 시장참여자별 RP거래 비중^{1), 2)}



주: 1) 2024년 중 평균 기준

2) 은행 및 증권사는 신탁계정 포함, 증권사는 증권금융 포함

자료: 한국예탁결제원

(금융안정 리스크 확대 우려)

비은행예금취급기관⁴⁴⁾의 수신 규모가 지속적으로 커지면서 이들 기관에서 대규모 예금인출 사태가 발생할 경우 그 영향이 금융시장 전반

40) 2024년 기준 익일물 콜머니(조달) 거래의 45.7%가 증권사로부터, 콜론(운용) 거래의 63.4%가 자산운용사로부터 이루어졌으며, RP거래에서도 은행 이외 금융기관의 비중이 73.8%에 달하였다.

41) MMF는 보유자산의 가중평균잔존기간을 보유자산 구성에 따라 60~120일 이내로 유지해야 한다. (『금융투자업규정, 제7-15조』)

42) 자산운용사는 펀드 자산을 금융시장에서 운용한 후 잉여자금을 수탁은행에 예치하는데, 수탁금리는 관행적으로 (기준금리-25bp)×0.92 수준으로 매우 낮게 결정되고 있다. 이로 인해 자산운용사는 다소 낮은 금리라도 단기금융시장에서 자금을 운용하려는 수요가 상존하며, 이렇게 낮은 수준의 금리로 운용되는 자금의 규모가 커지면 초단기시장금리가 하방압력을 받게 된다.

43) 콜금리 및 RP금리 스프레드(기준금리 대비)의 변동성은 다음과 같다.

| | 2010~2015년 | 2016~2020년 | 2021~2024년 |
|-----------------------------|------------|------------|------------|
| 콜금리 스프레드 변동성 ¹⁾ | 1.5 | 2.3 | 7.1 |
| RP금리 스프레드 변동성 ¹⁾ | 4.5 | 5.7 | 11.0 |

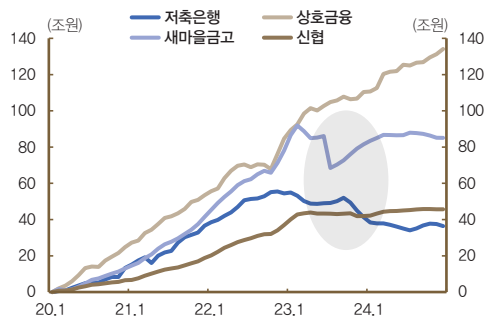
주: 1) 각 기간 중 일별 금리 스프레드 표준편차의 평균

44) 비은행예금취급기관은 은행과 유사하게 예금 및 대출 업무를 주요 업무로 취급하지만, 보다 제한적인 목적으로 설립되어 자금조달 및 운용에 있어 은행과 상이한 규제를 받는 금융기관을 의미한다. 비은행예금취급기관에는 상호금융(농협·수협·산림조합), 신용협동조합, 새마을금고, 상호저축은행 등이 포함된다.

으로 확산될 가능성도 높아지고 있다. 비은행 예금취급기관은 은행과 유사하게 주로 예수금 형태로 자금을 조달하여 이를 대출을 중심으로 운용하고 있다. 그러나 취약부문에 대한 익스포저가 상대적으로 높고, 건전성 규제의 강도 및 감독 체계도 은행과 상이하다. 이러한 상황에서 특정 기관의 자산건전성 및 유동성 상황에 대한 우려가 급속히 확산될 경우 대규모 자금인출이 발생할 수 있다.

실제로 2023년 중반 PF대출 등으로 자산 부실화 우려가 부각된 새마을금고 등에서 수신 자금이 급격히 이탈한 바 있다. 당시 시장불안이 여타 업권으로 확산될 가능성이 제기된 상황에서 부실 우려 기관이 자금 마련을 위해 보유 유가증권을 매각하거나 RP시장에서 자금을 급히 조달하면서 시장금리의 변동성이 확대되었다. 한국은행이 2024년 비은행예금취급기관 중앙회를 공개시장운영 대상기관에 신규 포함⁴⁵⁾한 것은 이와 같은 비은행권의 불안이 시장 전반의 금융안정 리스크 확산으로 이어지지 않도록 하기 위한 조치였다.

[그림 9] 비은행예금취급기관 업권별 수신 규모¹⁾



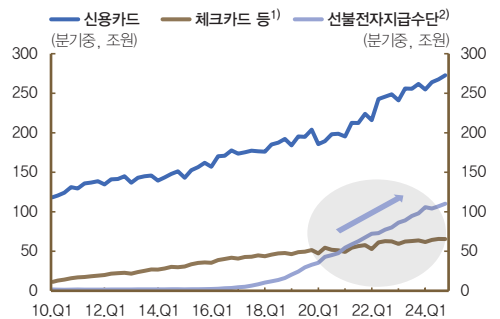
주: 1) 2020년 1월 잔액 대비 누적 증감 기준
자료: 금융기관 업무보고서

3. 지급준비금 수요의 불확실성 증대

(새로운 지급결제수단의 등장)

IT 기술 발전에 따른 새로운 지급 및 결제수단의 확산은 지급준비금 수요의 변동성을 확대시킬 수 있다. 기존 신용카드, 직불카드 등과 같은 지급수단 외에 빅테크 기업의 선불충전금을 활용한 지급서비스도 확대되고 있다. 현금을 대체하는 새로운 지급결제수단의 대두⁴⁶⁾는 민간 화폐수요의 변동성을 높여 지급준비금 수요 예측을 어렵게 만들 수 있다. 특히 우리나라는 디지털 방식의 지급결제 및 비현금 지급수단 이용 비중이 여타 국가들에 비해 높아 그 영향이 상대적으로 클 가능성이 있다.

[그림 10] 비현금 지급수단 이용 규모 추이



주: 1) 체크카드, 직불카드, 선불카드, 현금(C카드) 사용금액 합계
2) 사전 충전한 선불금으로 지급 또는 송금을 수행하는 서비스
자료: 한국은행

중앙은행 발행 디지털 화폐인 CBDC^{Central Bank Digital Currency} 도입도 그 편의성 및 안정성과는 별개로 지급준비금 수요 전망 측면에서는 도전적 과제가 될 수 있다. 향후 CBDC는 실물화폐에 준하는 지급수단으로 자리매김할

45) 다만 비은행예금취급기관을 공개시장운영 대상기관에 포함한 데 따른 도덕적 해이를 방지하기 위해 재무건전성 지표를 대상기관 선정 평가항목에 포함시키는 한편 한국은행과의 RP거래 시 증거금률(RP매입 규모 대비 대상증권 납입 비율)을 은행에 비해 더 높게 설정하는 등의 조치를 취하였다.

46) 향후 가상자산시장의 참여 주체에 법인 등이 포함될 경우 스테이블코인과 같은 가상자산의 지급결제 및 자금채 수단으로서의 기능이 더욱 확대될 가능성이 있다. 이는 민간 화폐수요에 변화를 가져와 금융기관의 지급준비금 수요 예측에 있어 불확실성을 높일 수 있다.

가능성이 있는데, 공개시장운영 측면에서는 CBDC의 화폐 대체가 지급준비금 수요의 불확실성을 높일⁴⁷⁾ 가능성이 있다. CBDC는 현금처럼 지급완결성이 항시 보장되어야 하므로 은행이 결제를 위해 보유해야 할 유동성 규모가 커질 수⁴⁸⁾ 있고, 이에 따라 CBDC의 유통 확대는 지급준비금 수요를 확대시키는 요인으로 작용할 수 있다.

(금융의 디지털화 진전)

금융의 디지털화 진전으로 단기간 내 대규모 예금인출 가능성이 높아진 것도 지급준비금 수요의 불확실성을 높일 수 있다. 인터넷전문은행 설립, 모바일 애플리케이션을 통한 비대면 금융거래 확산 등으로 금융거래의 편의성과 접근성이 향상되었지만, 금융기관에 대한 신뢰 손상 시 다수의 예금자들이 동시에 자금을 급격히 인출하는 디지털 뱅크런⁴⁹⁾이 발생할 가능성도 함께 커졌다. 실제로 2023년 3월 미국 실리콘밸리은행 사태 시 보유 예금의 85%가 2영업일 만에 인출되었다.⁵⁰⁾ 예금의 급격한 인출 가능성에 대비하여 예금취급기관들이 지급준비금을 추가 보유하게 되면 지급준비금 수요의 불확실성 및 변동성이 더욱 확대될 수 있다. 이는 공개시장운영을 통한 유동성 조절을

어렵게 만드는 요인으로 작용한다.

V. 향후 공개시장운영 수행 방향 및 과제

1. 금리상하한체계의 안정적 운용

한국은행은 그동안 통화정책 운영체제로서 효율적으로 기능해 온 금리상하한체계를 앞으로도 유지해 나갈 것이다. 한국은행은 다층적인 유동성 조절 수단을 통해 초과지급준비금을 효과적으로 흡수⁵¹⁾하여 시중 유동성을 적정 수준으로 유지함으로써 콜금리를 기준금리 수준에서 안정적으로 관리하였다. 이 과정에서 금융기관들이 지급준비금 과부족을 시장에서 자체적으로 해소하도록 유도함으로써 단기금융시장 발전의 토대를 마련하기도 하였다. 또한 평상시에는 불필요한 시장개입을 지양하되 금융시장 불안 확대 시에는 시장기능이 조기 회복될 수 있도록 적극적인 시장안정화 조치를 취하였다. 앞으로도 한국은행은 금융시장을 통한 유동성의 효율적 배분이라는 금리상하한체계의 강점을 계속 살려 나가는 방향으로 공개시장운영을 수행해 나갈 예정이다.

한국은행의 금리상하한체계는 지급준비금 수요의 불확실성이 높아지는 상황에서도 적절한

47) 기존 금융기관 간 결제는 한은금융망이 운영되는 시간 내에만 이루어지므로, 은행들은 한은금융망 마감 전 모든 자금거래를 완료하고 지급준비금 보유 규모를 확정할 수 있다. 그런데 CBDC 도입으로 금융기관 간 결제가 24시간 중단 없이 이루어지면 은행들은 영업시간 이후에도 CBDC 거래에 따라 지급준비금 잔액이 변동하는 불확실성에 직면하게 된다. 만약 CBDC를 활용한 거래가 대규모로 이루어져 특정 은행의 결제자금에 부족해지면 결제불이행이 발생할 수 있으므로, 은행들은 이를 방지하기 위해 추가적인 지급준비금을 보유할 유인이 생긴다.

48) 다만 지급결제의 완결성을 위해 영업시간 이후에도 상시 활용할 수 있는 새로운 대기성 여신제도 등을 도입하면 지급준비금 수요의 불확실성이 완화될 수 있다.

49) 이러한 현상은 금융기관에 대한 부정적 소문이 사실 여부와 무관하게 소셜미디어 등을 통해 신속하게 전파되면서 더욱 심화될 수 있다.

50) BIS BCBS (2023), "Report on the 2023 banking turmoil", <https://www.bis.org/bcbs/publ/d555.htm>.

51) 우리나라와 같은 비기준통화국 중앙은행들은 위기 대응능력 확충 등을 위해 외화자산을 축적하는 과정에서 그 반대급부로 지급준비금 공급을 증가시켜 왔다. 반면 선진국 중앙은행들은 글로벌 금융위기, 코로나19 위기 등에 대응하여 채권과 같은 국내자산을 매입하는 과정에서 지급준비금 공급을 증가시켜 왔다. 즉 국가별로 상이한 정책 여건을 반영하되, 자산을 매입하면서 지급준비금을 공급한다는 점에서는 모든 중앙은행이 유사한 형태의 대차대조표 관리 정책을 시행하고 있다고 볼 수 있다. 다만 초단기시장금리를 관리하는 과정에서 이렇게 공급된 지급준비금을 일정 정도 회수할지(금리상하한체계) 아니면 그대로 유지할지(금리하한체계)에 따라 통화정책 운영체계가 달라지게 된다.

유동성 조절을 통해 초단기시장금리를 관리하는 효과적인 틀로서 계속 가능할 것으로 보인다. 우리나라 은행은 그 수가 주요국에 비해 상대적으로 적고 규모나 영업 행태도 유사하다. 이로 인해 은행 간 시장에서의 자금거래가 매우 원활히 이루어지면서 개별 기관의 자금 과부족이 시장에서 신속히 조정될 수 있다. 이는 한국은행이 공개시장운동을 통해 단기금융시장 전체의 유동성만 적절히 조절하면 지급준비금의 효과적인 관리가 가능함을 시사한다. 또한 현행 금리상하한체계하에서 지급준비금은 투자자산으로 활용될 수 없는 무수익 자산이므로 국채 등 여타 자산의 수익률 변동에 따른 지급준비금 수요의 변화도 크지 않을 것으로 보인다.

글로벌 금융위기 이전에는 주요국 중앙은행도 금리상하한체계를 운용⁵²⁾했으나, 위기 대응 과정에서 불가피하게 금리하한체제로 전환하였다. 이는 지급준비금이 이전과 비교할 수 없을 정도로 크게 늘어남에 따라 금리상하한체계를 유지하면서 초단기시장금리를 안정적으로 관리하기 어려워졌기 때문이다. 글로벌 금융위기 당시 주요국 중앙은행들은 금융시장 충격 및 급격한 경기 위축에 대응하여 정책금리를 제로 수준까지 인하하는 동시에, 국채와 같은 자산을 대규모로 매입하는 양적완화 정책을 시행하였다. 이로 인해 초과지급준비금 규모가 일상

적 공개시장운동을 통한 흡수가 불가능한 수준으로 늘어나면서 초단기시장금리가 지속적으로 하방압력을 받았다. 주요국 중앙은행은 초단기시장금리에 대한 통제력을 회복하기 위해 지급준비금에 대해 이자를 지급하거나 대기성 수신금리를 지급하면서⁵³⁾ 금리하한체제로 전환하였다. 글로벌 금융위기 및 코로나19 위기 극복 이후에도 이들 중앙은행은 금리상하한체제로 복귀하기보다는 금리하한체계의 유효성을 높이는 방향으로 이틀 보완 및 개선⁵⁴⁾하는데 주력하고 있다.

이처럼 주요국 중앙은행은 금리하한체제 전환 이후 지급준비금에 대한 이자 지급 등을 통해 초단기시장금리에 대한 통제력을 상당 부분 회복⁵⁵⁾하였으나, 또 다른 어려움에 직면하기도 하였다. 중앙은행이 지급준비금에 정책금리 또는 대기성 수신금리 수준의 이자를 지급하게 되면 은행 입장에서는 지급준비금 초과 보유에 따른 기회비용이 크게 낮아지기 때문에 여유자금을 단기금융시장에서 운용하지 않고 중앙은행에 맡겨 놓을 유인이 커진다. 이는 단기금융시장의 자금배분 기능을 저하시킬 소지가 있는데, 실제로 유로지역, 영국 등 금리하한체제를 도입했던 국가에서 무담보 단기금융시장의 거래 규모가 크게 감소한 바 있다. 또한 금리하한체계하에서는 초단기시장금리가 금리하한에

52) 다만 미국, 유로지역 등 선진국 중앙은행의 경우 해당 가축통화에 대한 글로벌 수요를 충족시키기 위해 한국은행과는 반대로 금융기관 대출, 장기 RP 매입 등을 통해 지급준비금을 기초적으로 공급하는 방식으로 금리상하한체계를 유지하였다. 이 과정에서 일시적으로 초과 공급된 지급준비금은 단기 RP매각 등을 통해 흡수하여 초단기시장금리를 통제하였다.

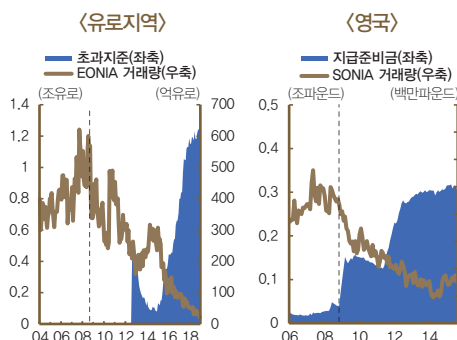
53) 중앙은행이 대기성 수신에 예치된 잔액에 대해 대기성 수신금리를 지급하면 은행들은 이보다 낮은 금리로 시장에서 거래할 유인이 없어지게 되고, 결과적으로 초단기시장금리는 대기성 수신금리 수준에서 유지된다.

54) 예를 들어 ECB, 영란은행 등은 지급준비금 규모를 줄여 가는 가운데 은행들의 추가적 지급준비금 수요(marginal unit of liquidity)는 고정금리 잔액 할당 방식의 단기 RP매입을 통해 충족시키겠다는 계획을 발표하였다. 이는 지급준비금 규모가 중앙은행에 의해 일방적으로 결정되지 않고 은행들의 수요를 반영하여 결정된다는 점에서 수요 주도(demand-driven) 금리하한체계라 불린다.

55) 다만 실제로 금리하한체계를 유지하고 있는 국가들에서는 초단기시장금리가 기준금리를 하회하는 경우가 있는데, 이는 중앙은행과 직접 거래할 수 없는 비은행금융기관이 잉여자금을 기준금리보다 낮은 금리로 단기금융시장에서 운용할 수밖에 없기 때문이다. 이를 금리하한에 균열이 발생하였다(leaky floor)고 표현하기도 한다. 이에 미 연준은 정책금리 하단에 대한 통제력을 확보하기 위해 2013년 9월 페더럴펀드 시장의 주요 자금공급자인 정부보증기관(GSE) 및 MMF 등으로부터 유동성을 직접 흡수하는 익일물 RP매각(O/N RRP)을 도입하기도 하였다. 한편 우리나라의 경우 이미 공개시장운영 대상기관이 비은행 부문을 포함하여 폭넓게 선정되어 있었던 데다, 2024년 8월부터 자산운용사를 대상기관에 새롭게 선정·포함시킴으로써 MMF로부터 유동성을 흡수할 수 있는 경로를 추가적으로 확보하였다.

거의 고정되어 단기금융시장에서 금리의 신호 효과가 저하되고 위험추구 행태가 과도해지는 측면이 있다.

[그림 11] 금리하한체계 전환 이후
무담보 단기금융시장 거래량¹⁾



주: 1) 점선은 금리하한체계 전환 시점
자료: Bloomberg, ECB

일각에서는 이러한 문제점들을 들어 주요 선진국 중앙은행도 금리상하한체제로 복귀해야 한다는 의견을 피력하고 있지만, 대규모로 확대된 유동성을 큰 폭으로 축소하는 데 따른 부담 등을 고려할 때 단기간 내에 복귀할 가능성은 낮아 보인다. 금리상하한체제로 복귀하기 위해서는 양적완화⁵⁶⁾ 과정에서 확대 공급된 유동성을 일상적인 공개시장운영으로 관리 가능한 수준까지 줄여 나가야 하는데, 이 과정에서 지급준비금 수급 불균형으로 금리가 급등하는 발작(tantrum) 현상 등이 발생하여 금융시장 불안이 심화되고 공개시장운영의 실효성이 크게 저하⁵⁷⁾될 우려가 있다.

이와는 반대로 다른 한편에서는 금리하한체

계의 장점을 강조하기도 한다. 사전적으로 충분히 공급⁵⁷⁾된 지급준비금은 경제 내 고유동성 자산 규모를 확대하여 금융시장의 안정성을 높이고 결제리스크를 축소하는 데 기여한다는 견해가 있다. 또한 금리하한체계에서는 지급준비금 관리를 위한 정교한 공개시장운영이 불필요하므로 중앙은행의 운영리스크가 경감된다고 평가되기도 한다.

한국은행의 금리상하한체계는 금리하한체계에 내포된 어려움으로부터 자유로우면서도, 금리하한체계의 장점으로 언급되는 요소 등이 포함될 수 있도록 설계되어 있다. 먼저 금리상하한체계는 초과 공급된 지급준비금을 곧바로 흡수하여 지급준비금을 적정 수준으로 유지하기 때문에 양적긴축과 같은 대규모의 유동성 축소가 유발할 수 있는 문제와 근본적으로 무관하다. 또한 한국은행은 지급준비금 규모를 법정 적립 의무 충족 등에 필요한 최소 수준으로 유지하면서 통화안정증권의 발행·유통을 통해 고유동성자산에 대한 수요를 충족시키고 있다. 자금조정대출과 같은 상설 대출제도의 활용을 위한 담보증권을 충분히 확보⁵⁸⁾하고 있어 필요시 유동성을 신속히 공급할 수 있으며, 일중당좌대출, 일중RP 등과 같은 결제유동성 지원 수단을 통해 결제불이행 리스크도 안정적으로 관리하고 있다. 아울러 다양한 공개시장운영 수단을 종합적으로 활용하고 있어 특정 수단이 작동에 어려움을 겪더라도 즉각적인 보완이 가능하며, 수단별 시행 주기가 정례화되어

56) 예를 들어 미국에서는 연준의 양적긴축 과정에서 2019년 9월 RP금리가 일시적으로 정책금리(2.00~2.25%)를 300bp 이상 상회하기도 하였다.

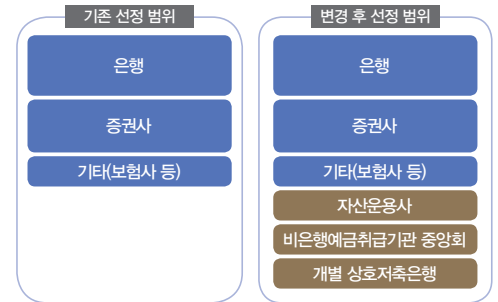
57) 금융안정 측면에서, 금리하한체계를 채택하고 있는 중앙은행은 사전적(ex ante)으로 충분한(ample) 규모의 지급준비금을 공급하여 위기 발생 가능성을 낮추는 데 중점을 둔다. 반면 금리상하한체계를 채택하고 있는 중앙은행은 평소에는 지급준비금을 제한된(scarce) 규모로 유지하다가, 시장 내 충격이 발생하여 유동성 수요가 확대되면 추가적인 지급준비금을 사후적(ex post)으로 공급하여 충격이 위기로 확산되는 것을 방지한다. 다만 지급준비금이 사전적으로 충분히 공급되어 있더라도 이를 필요로 하는 기관에 적시에 원활히 배분하지 못하면 위기 발생을 방지할 수 없다는 점에서, 금융불안 시 유동성이 적절한 방법(ad hoc)을 통해 신속하게 공급될 수 있는지는 두 체계 모두에서 매우 중요한 과제라 할 수 있다.

58) 중앙은행 앞으로 증권이 충분히 선납입(pre-positioning)되어 있어야 해당 증권의 활용 가능 여부, 담보가치 평가 등이 사전적으로 이루어져 필요시 금융기관이 이를 담보로 유동성을 적시에 조달할 수 있다.

있어 운영리스크가 발생할 여지도 크지 않다.

특히 최근의 일부 제도 개선으로 한국은행 금리상하한체계의 유효성은 한층 높아진 것으로 판단된다. 우선 비은행금융기관이 통화정책 파급경로에 미치는 영향력이 커지고 있는 점을 반영하여 2024년 7월 공개시장운영 대상기관을 비은행권 전반으로 확대하였다. 구체적으로, MMF 수신 증가 등으로 초단기금융시장 내 영향력이 확대된 자산운용사와 금융시스템에서 차지하는 비중이 커지고 있는 비은행예금취급기관 중앙회를 RP매매 대상기관에 포함⁵⁹⁾시켰다. 이를 통해 한국은행은 초단기시장금리에 대한 통제력을 한층 더 강화하였으며, 비은행권에서 금융불안이 발생할 경우 더욱 신속하고 광범위하게 대응할 수 있는 능력을 확충하였다. 또한 2023년 7월에는 자금조정대출 및 예금에 적용되는 금리 스프레드를 축소(기준금리 \pm 100bp \rightarrow \pm 50bp)하였는데, 이는 콜금리의 변동성을 낮추어 공개시장운영의 실효성을 높이는 데 기여할 것으로 기대된다. 자금조정대출의 경우 대출금리 인하와 함께 적격담보 범위도 공공기관 발행채, 지방채, 우량 회사채 등으로 확대함으로써 유동성 안전판으로서 역할도 강화하였다.

[그림 12] 공개시장운영 대상기관 확대



앞으로도 한국은행은 현행 금리상하한체계에 서 점검·보완이 필요하다고 생각되는 부분에 대해서는 중장기적인 시계에서 개선 노력을 지속해 나갈 것이다. 예를 들어 통화정책 파급경로의 시발점인 운용목표로서 콜금리의 유효성을 점검해 볼 필요성이 높아지고 있다. 증권사 및 자산운용사가 콜시장에서 차지하는 비중이 높아지면서 콜금리에 미치는 영향도 크게 확대되고 있다. 지급준비금 적립 의무가 없는 기관의 자금수급 상황에 크게 영향받는 콜금리를 공개시장운영을 통해 충분히 조절 가능하지, 콜금리의 움직임이 중장기 시장금리로 효율적·효과적으로 파급되고 있는지 등을 종합적으로 점검할 필요가 있다. 이를 위해서는 참가기관의 범위, 여타 단기금융시장과의 관계 등 콜시장의 구조적 측면에 대한 면밀한 분석이 동반되어야 할 것이다.^{60), 61)} 한편 최근 한국

59) 2024년부터 공개시장운영 대상기관으로 새롭게 선정된 비은행예금취급기관 중앙회(6개사)와 자산운용사(7개사)는 한국은행과의 RP거래에 꾸준히 참여하고 있다. 이는 해당 기관들의 공개시장운영에 대한 준비도(operational readiness)를 높여 유동성 흡수 및 공급의 실효성을 증진시키는 효과가 있다.

60) 이와 관련하여, 한국은행은 2021년 2월 국내 무위험지표금리(RFR) 선정 시 '은행 및 증권금융 차입 콜금리'를 최종 후보로 선정하고 이를 2021년 11월 25일부터 경제통계시스템(ECOS)을 통해 공표하고 있다.

61) 각국 중앙은행은 정책금리를 결정하고 초단기시장금리를 정책금리 수준으로 유지하기 위해 공개시장운영을 수행하고 있다. 주요국 중앙은행이 통화정책 수행 시 활용하는 초단기시장금리 현황은 다음과 같다.

| 국가 | 초단기 시장금리 | 산출방식 ¹⁾ | 차입주체 | 대여주체 | 담보여부 |
|------|-----------|--------------------|----------|-------------|--------|
| 한국 | 콜금리 | 평균 | 은행 및 증권사 | 은행 및 자산운용사 | 무담보 |
| 미국 | EFFR | 중위값 | 은행 | 은행 및 정부보증기관 | 무담보 |
| 유로지역 | €STR | 절사평균 ²⁾ | 은행 | 전체 금융기관 | 무담보 |
| 영국 | SONIA | 절사평균 ²⁾ | 은행 | 전체 금융기관 | 무담보 |
| 일본 | 콜금리 | 평균 | 은행 및 증권사 | 은행 및 투자신탁 | 무담보 |
| 호주 | Cash Rate | 평균 | 은행 | 은행 | 무담보 |
| 뉴질랜드 | Cash Rate | 평균 | 은행 | 은행 | 무담보+담보 |

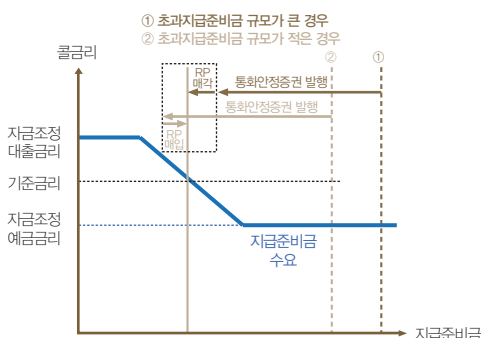
주: 1) 일중 발생한 거래들의 체결금리를 거래량으로 가중(volume-weighted)하여 산출

2) 평균 계산 시 체결금리 중 상위 및 하위 25%를 제외

은행은 국내 무위험지표금리인 KOFR⁶²⁾ Korea Overnight Financing Repo Rate가 각종 금융거래의 준거금리로 자리매김할 수 있도록 활성화하는 노력에 박차를 가하고 있는데, 이 과정에서 KOFR의 통화정책 파급경로상 유효성⁶²⁾ 및 공개시장운영에 있어 정보변수로서의 효용성 등을 지속적으로 살펴볼 것이다. 나아가 통화정책 운영체계 측면에서 KOFR가 어떠한 역할을 수행할 수 있을지에 대해서도 중장기적으로 검토해 볼 것이다.

공급하는 양방향 조절 수단으로 그 역할을 강화하는 방안을 고려할 수 있다.

[그림 13] 향후 공개시장운영 수행 방식



2. 수요 기반^{demand-based}의 탄력적인 유동성 공급

금리상한체계의 구체적인 운용 방식도 공개시장운영 여건 변화에 맞추어 달라질 필요가 있다. 국외부문을 통한 지급준비금 공급이 정체된 상황에서 지급준비금 수요의 불확실성이 커지고 있는 만큼 유동성 수급에 일시적인 불균형이 발생할 가능성이 높아졌다. 특히 단기 금융시장을 통한 자금배분 기능이 원활히 작동하지 않으면 특정 기관이나 업권이 유동성 부족 상황에 직면할 수도 있다.

이러한 상황에서는 한국은행의 공개시장운영도 유동성 흡수 일변도에서 벗어나 유동성 흡수와 공급을 병행하는 방식으로 나아갈 필요가 있다. 구체적으로는 통화안정증권을 적극 활용하여 초과지준의 대부분을 흡수하고, RP매매는 지준시장 상황에 따라 유동성을 흡수 또는

따라서 앞으로 한국은행은 금리상한체계의 틀을 유지하면서도 불확실성이 높아진 지급준비금 수요에 탄력적으로 대응하는 방식으로 공개시장운영을 수행해 나갈 계획이다. 지급준비금 수급 상황 변화에 더욱 기민하게 대응할 수 있도록 금융기관의 지급준비금 수요를 적시에 파악하고, 자금 수요가 커질 경우 정례적인 RP매입 등을 통해 유동성 공급을 병행하는 방안을 적극 모색해 나갈 것이다.

이는 공개시장운영의 실효성 및 상호성을 달성하는 데 기여할 수 있다. RP매입 및 매각을 병행⁶³⁾하는 공개시장운영을 통해 유동성 부족 부문에 지급준비금을 공급하고 잉여 부문에서 이를 흡수하게 되면 자금의 원활한 순환 및 부문 간 수급 불균형⁶⁴⁾ 해소에 도움이 될 수 있다. 특히 분기말, 연말 등 시장의 자금배분 기능이 원활하지 않은 시기에는 적절한 유동성

62) KOFR는 통화정책의 파급경로가 시작되는 초단기금융시장의 기초금리 중 하나로서 한국은행의 기준금리와 밀접한 관계를 가지고 있다. 이에 KOFR가 금융거래의 지표금리로 활성화된다면 이를 통해 기준금리가 대출금리 등 실물경제의 각 부문으로 파급되는 경로가 더욱 원활히 작동되면서 통화정책의 유효성이 한층 제고될 것으로 기대된다.

63) RP매입과 매각을 병행할 경우 공개시장운영의 빈도가 잦아지면서 공개시장운영의 효율성이 저하될 수 있다. 따라서 시장에 대한 중앙은행의 개입을 단기금융시장이 왜곡되지 않는 범위 내에서만 확대할 필요가 있다. 구체적으로는 2006년까지 RP매각과 매입을 수시로 시행하던 체계와 2008년 이후 RP매각만을 주 1회 정례적으로 시행하는 체계의 절충안을 고려할 수 있다.

64) 단기금융시장에서는 기관에 따라 조달 주체와 운용 주체가 상이한데, 마찰적 요인 등으로 인해 자금 잉여 부문과 부족 부문 간 연결(matching)이 원활하지 않을 경우 자금수급에 일시적인 불균형이 발생할 수 있다.

공급이 금리변동성을 완화하는 데 매우 효과적이다. 즉, 탄력적인 유동성 공급은 단기금융시장의 원활한 작동과 초단기시장금리의 안정적 변동에 기여할 수 있다.

수요 기반의 탄력적인 유동성 공급은 금융안정 측면에서도 긍정적인 영향을 미친다. 일상적 RP매입을 통한 유동성 공급이 정례화되면 중앙은행으로부터의 자금조달에 대한 부정적 인식, 즉 낙인효과⁶⁵⁾ stigma effect의 감소를 기대할 수 있다. 낙인효과가 줄어들면 개별 은행은 자금 사정에 어려움이 발생할 때 한국은행에 긴급유동성을 신속하게 요청하고 지원받을 수 있고, 이는 개별 기관의 어려움이 증폭되어 시장 전반의 위기로 확산될 가능성을 예방할 수 있다. 또한 일상적 RP매입을 통해 금융기관이 중앙은행 유동성 공급 절차를 숙지하게 되면 2023년 실리콘밸리은행 사태 시 목도했던 문제, 즉 자금의 일시적인 부족이 발생하였을 때 금융기관이 중앙은행 대출 실행에 익숙하지 않아 이를 활용하는 데 어려움을 겪을 가능성도 줄여 나갈 수 있을 것이다.

한편 향후 지급준비금 수요가 지속적으로 확대될 경우를 대비하여 추가적인 유동성 공급 수단의 확충 방안도 미리 살펴볼 필요가 있다. 예를 들어 기초적인 지급준비금 공급이 필요한 상황에 직면하게 될 경우 선진국 중앙은행이 활용하고 있는 장기 RP매입⁶⁶⁾과 유사한 제도의 도입을 생각해 볼 수 있을 것이다. 또한 금

융불안 확대 시 유동성을 신속하게 공급하고 초단기시장금리에 대한 통제력을 확보하기 위해 대기성 RP매입 제도⁶⁷⁾를 도입하는 방안도 검토해 볼 필요가 있다.

3. 통화안정증권의 발전적 활용

통화안정증권은 우리나라 채권시장의 중단기 지표^{benchmark} 채권으로서 중요한 역할을 수행하고 있다. 특히 통화안정증권은 3년물 이하 만기 구간에서 국채를 보완하면서 무위험 수익률 곡선 형성에 일조하였다.

앞으로도 이러한 통화안정증권의 역할을 계속해서 유지해 나가야 할 것이다. 우리나라 국채의 세계국채지수(WGBI; World Government Bond Index) 편입을 계기로 국내 채권에 대한 외국인 투자 수요가 확대⁶⁸⁾될 것으로 예상되는 상황에서, 이를 충족시키기 위해 일정 규모 이상의 통화안정증권 발행을 지속해 나갈 필요가 있다. 또한 KOFR 산출 시 국채와 통화안정증권을 기반으로 한 RP거래 내역이 활용되므로, KOFR 수익률곡선의 안정적인 형성을 위해서도 적정 수준의 통화안정증권 발행과 유통은 필수적이라고 하겠다.

통화안정증권의 지속적인 발행과 유통은 공개시장운영의 상호성 측면에서 금융시장의 안정성을 제고하기 위해서도 중요하다. 통화안정증권은 공개시장운영의 핵심 수단일 뿐만

65) 중앙은행의 유동성 공급 수단인 RP매입, 대출 등을 활용할 경우 금융시장에서의 자체적인 자금조달 능력의 부족으로 인식되어 해당 금융기관의 건전성에 대한 의구심이 유발되는 현상을 의미한다. 한국은행은 이를 고려하여 개별 금융기관의 한국은행 RP매입 및 자금조정대출 활용 여부를 대외 공개하지 않고 있다.

66) ECB는 LTRO(Longer-Term Refinancing Operations, 3개월물), 영란은행은 ILTR(Indexed Long-Term Repo, 6개월물) 정례 입찰을 통해 장기 유동성을 공급하고 있다.

67) 미 연준은 대기성 RP매입 제도인 SRF(Standing Repo Facility, 1일물) 입찰을 매일 실시하고 있다. SRF 금리는 정책금리 목표 상단(2024년 말 기준 4.50%)으로 설정되어 있으며, 이는 사실상 초단기시장금리의 상한으로 작용하고 있다.

68) 외국인들은 2024년 6월 도입된 국제통합계좌(Omnibus Account)를 통해 국내 보관은행 선임, 외화·원화계좌 개설 등의 절차 없이 국채 및 통화안정증권을 거래할 수 있게 되었다. 이와 함께 2026년 4월부터 국채가 세계국채지수(WGBI)에 편입되기 시작하면서 향후 우리나라 채권시장 전반에 대한 외국인들의 관심이 크게 높아질 전망이다. 이에 따라 중·단기를 시장의 안전자산으로서 통화안정증권에 대한 수요도 늘어날 것으로 보인다.

아니라 유동성과 안정성이 높은 대표적인 안전 자산이다. 통화안정증권은 기관 간 RP거래에 활용되는 증권으로서 결제리스크 축소에 기여하고 있으며, 고유동성자산으로서 금융기관의 각종 유동성 비용을 충족⁶⁹⁾시키는 수단으로 활용되고 있다. 또한 통화안정증권은 지급준비금에 유동성을 부여한 자산으로 볼 수 있는데, 지급준비금의 대부분은 은행이 보유하고 있지만 통화안정증권은 비은행금융기관도 상당 규모를 보유⁷⁰⁾하고 있다. 이는 중앙은행이 지급을 보장하는 안전자산이 통화 및 증권이라는 두 가지 형태로 금융시스템 전체로 확산⁷¹⁾되어 광범위한 금융기관에 유동성 측면에서의 안전판⁷²⁾을 제공하는 의미를 지닌다.

공개시장운영의 실효성과 효율성 확보 측면에서 보더라도 통화안정증권 발행 규모는 안정적으로 유지될 필요가 있다. 최근의 유동성조절 필요 규모 감소는 국외부문으로부터의 유동성 공급이 정체된 데 주로 기인한다. 그러나 경상수지 추이, 내국인 해외투자 행태 등이 변화할 경우 국외부문으로부터의 지급준비금 공급이 재확대될 가능성도 배제하기는 어렵다. 이러한 여건 변화 시에도 공개시장운영을 안정적으로 수행하기 위해서는 통화안정증권을 만기물별로 일정 규모 이상 발행⁷³⁾하여 시장성을 유지해 나갈 필요가 있다. 일정 수준 이상의 유통물량이 확보되어야 시장금리가 합리적

로 형성될 수 있고 발행금리도 시장 상황을 반영하여 적절히 형성될 수 있기 때문이다. 이는 유동성조절 비용이 과도해지는 것을 방지하는 데도 기여한다.

중장기적으로는 한국은행 대차대조표의 규모와 구성의 변화 가능성에 대해서도 미리 검토해 보아야 할 것이다. 주요국 중앙은행들은 자산 매입 프로그램과 같은 대차대조표 확대 정책을 실시하면서 금리하한체제로 전환하였으며, 이 과정에서 부채를 크게 늘리고 그 대부분을 지급준비금 또는 대기성 수신의 형태로 쌓아 왔다. 이러한 정책의 전환은 장기적인 계획하에서 이루어졌다고보다는 GFC, 코로나19 등과 같은 위기에 대응하는 과정에서 긴급하게 추진되었기 때문에 부채의 적정 수준이나 구성 등에 대한 충분한 검토 없이 빠르게 진행된 측면이 있다. 이에 반해 한국은행은 주요국과 달리 양적완화와 같은 비전통적 통화정책 수단을 도입·시행하지 않으면서도 여러 위기에 성공적으로 대처해 왔다. 그 결과 GDP 대비 한국은행 자산 비율⁷⁴⁾은 주요국 중앙은행보다 현저히 낮은 수준을 유지하고 있다. 그러나 고령화, 저성장 기조 등 경제 여건 변화에 대응하는 과정에서 한국은행의 대차대조표를 확대하거나 그 구성을 변화시킬 가능성을 완전히 배제하기는 어렵다. 이러한 점에서 향후 예상되는 여건 변화를 토대로 다양한 가능성을 고려하면서

69) 글로벌 금융위기 이후 도입된 유동성커버리지비율(LCR), 순안정자금소달비율(NSFR) 등 다양한 유동성 규제는 은행이 지급 요구에 대비할 수 있는 고 유동성자산(HQLA)을 일정 수준 이상 보유하도록 의무화하고 있다. 통화안정증권은 지급준비금, 국채 등과 같이 높은 안정성을 지닌 고유동성자산으로 인정되어 유동성 규제 충족에 활용된다.

70) 2024년 말 기준 통화안정증권 발행잔액 중 36.5%는 증권사, 비은행예금취급기관, 외국인 등 은행 이외의 주체가 보유하고 있다.

71) 통화안정증권 경쟁입찰 대상기관에 증권사와 같은 은행 외 금융기관을 선정하는 것도 통화안정증권의 광범위한 유통을 촉진하기 위함이다.

72) 이에 더해 금융불안 시 한국은행은 기발행된 통화안정증권을 중도환매함으로써 지급준비금을 추가로 공급할 수 있다. 이러한 점에서 통화안정증권은 금융기관의 잠재적인 지급준비금 보유 어려움을 해소시키는 역할을 수행한다고 볼 수 있다.

73) 기술적 측면에서 통화안정증권 발행을 통한 유동성 흡수를 RP매각으로 대체하는 방법도 생각해 볼 수 있다. 하지만 RP매각을 위해서는 한국은행이 매각 대상 증권을 보유해야 하는데, 이를 위해 국채를 매입하는 과정에서 매입 규모만큼의 유동성이 시중에 추가로 공급된다는 문제가 있다. 또한 RP매각 규모가 크게 확대될 경우 만기가 짧은 거래를 대규모로 빈번하게 수행하는 데에서 오는 운영리스크 증대 가능성도 배제할 수 없다.

74) 2023년 말 기준 22.3%(BIS 기준)로 일본은행(126.7%), ECB(47.5%), 영란은행(34.7%), 미 연준(27.8%) 등에 비해 낮은 수준이다.

비기축통화국으로서 한국은행 대차대조표를 어느 정도까지 확대할 수 있을 것인지, 확대할 경우 그 구성을 어떻게 가져갈 것인지 등에 대해 미리 연구해 볼 필요가 있는 것으로 판단된다.

통화안정증권의 규모를 어느 정도 수준으로 유지할지도 중앙은행 부채관리^{debt management} 차원에서 논의될 필요가 있다. 한국은행의 부채는 크게 현금성 부채(현금통화 및 지급준비금)와 증권성 부채(통화안정증권)로 구분된다. 현금성 부채는 화폐 및 지급준비금에 대한 일반인 및 금융기관의 수요에 따라 변화하기 때문에 중앙은행이 통제하기가 쉽지 않다. 이에 따라 그동안 한국은행은 능동적으로 관리가 가능한 통화안정증권 발행 규모를 조절하는 방식으로 부채관리를 수행해 왔다. 그러나 최근의 정책 여건 변화로 이전과 같은 부채관리가 점점 어려워지고 있다. 앞서 설명한 대로 경제규모 확대에 따라 현금성 부채는 추세적으로 증가될 가능성이 높은 반면, 국외부문을 통한 유동성 공급은 정체된 상황이며 앞으로의 흐름도 불확실하다. 이러한 상황에서 공개시장운영 수단으로서 통화안정증권의 비중을 어떻게 조정해 나갈지, 향후 대차대조표가 확대될 경우 어떠한 부채로 이를 충당할지 등에 대한 포괄적 전략을 모색할 필요가 있다. 아울러 채권시장 수급 여건, 유동성흡수 필요 규모 전망 등을 바탕으로 통화안정증권의 적정 발행 규모를 추산해 보고, 발행 규모를 조정해 나갈 필요가 있을 경우 그 시기와 폭 등을 어떻게 결정할지에 대한 연구도 이루어져야 할 것이다.

VI. 맺음말

지금까지 설명한 바와 같이, 한국은행은 변화된 정책 여건에 맞추어 지금까지 견지해 온 세 가지 일반원칙을 더욱 강화할 수 있는 방향으로 공개시장운동을 보완하고 발전시켜 나갈 것이다. 우선 그동안 통화정책의 파급경로 및 시장기능의 원활한 작동에 기여해 온 금리상하한체계를 계속 유지하면서, 공개시장운영의 실효성과 상호성을 높이고 금융안정 기능을 강화할 수 있도록 수요에 기반을 둔 탄력적인 유동성 공급을 병행할 계획이다. 또한 통화안정증권은 초과유동성 흡수를 위한 핵심 수단으로서 그 지위를 공고히 하는 한편, 중단기 지표채권 및 안전자산으로서의 역할을 충실히 수행하여 금융시장의 안정적 발전에 기여할 수 있도록 적정 발행 규모를 유지해 나갈 것이다.

이와 함께 중장기적인 검토가 필요한 과제들에 대한 연구도 지속적으로 이어 나갈 것이다. 공개시장운영의 실효성을 유지할 수 있도록 금리상하한체계 전반에 걸쳐 보완이 필요한 사항에 대해서는 개선 노력을 기울여야 하겠다. 또한 현재 한국은행의 유동성 공급 체계가 지급준비금 수요의 불확실성 확대에 충분히 대응할 수 있는지 점검하고, 필요할 경우 추가적인 수단 도입도 강구해 볼 수 있을 것이다. 마지막으로 향후 한국은행 대차대조표가 변화하게 될 경우 그 규모나 구성이 어떻게 되는 것이 적절할지, 부채관리는 어떤 방식으로 이루어져야 할지에 대해서도 전략을 마련해 둘 필요가 있다.

〈참고 1〉

통화정책 운영체계⁷⁵⁾의 유형

한국은행을 포함한 주요국 중앙은행은 통화정책을 실행하는 데 있어 다양한 정책수단을 활용하여 초단기시장금리를 정책금리 수준에 근접시키도록 노력하고 있는데, 이를 구현하기 위한 통화정책 운영체계는 초단기시장금리를 조절하는 방식에 따라 크게 금리상하한체계(Corridor system), 금리하한체계(Floor system), 금리차등하한체계(Tiered/Quota system)로 나눌 수 있다.

금리상하한체계는 중앙은행이 초단기시장금리의 상·하한을 설정하고 해당 범위 내에서 초단기시장금리를 유지하는 체계이다. 금리상하한체계에서 중앙은행은 지급준비금 공급 규모를 낮은 수준^{scarce}으로 유지한다. 동시에 중앙은행은 대기성 여신금리를 정책금리보다 높게, 수신금리를 정책금리보다 낮게 설정한다. 초단기시장금리가 대기성 여신금리를 초과하면 은행들은 중앙은행에서 대출받아 이를 단기금융시장에서 운용하여 차익을 얻을 수 있다. 이는 시장의 자금 공급을 증가시켜 초단기시장금리를 하락시킨다. 반대로 초단기시장금리가 대기성 수신금리 아래로 떨어지면 은행들은 시장에서 자금을 조달해 중앙은행에 예치하여 이익을 취할 수 있다. 이는 시장의 자금 수요를 증가시켜 초단기시장금리를 상승시킨다. 따라서 중앙은행의 대기성 여신금리와 수신금리는 자연스럽게 초단기시장금리의 상한과 하한을 형성하며, 초단기시장금리는 이 범위 내에서 자금수급 상황을 반영하여 움직이게 된다. 결과적으로 금리상하한체계는 시장참여자들의 자율적인 행동을 통해 초단기시장금리를 목표 범위 내에서 안정적으로 유지하는 효과를 가진다.

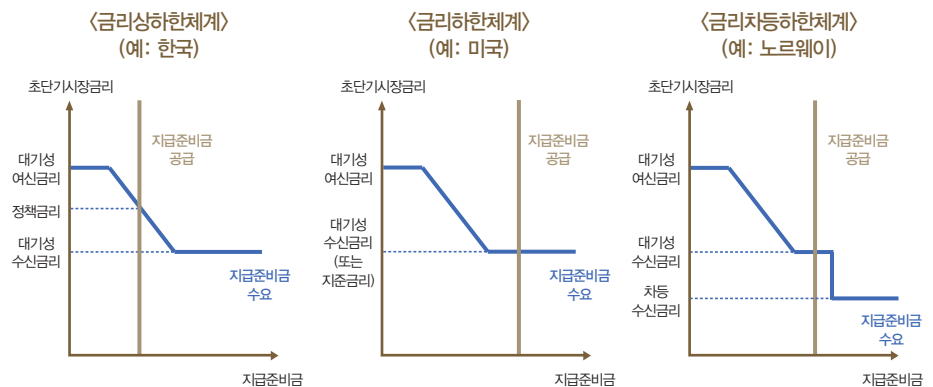
금리하한체계는 중앙은행이 초단기시장금리의 하한을 설정하고 이를 크게 벗어나지 않도록 유지하는 체계이다. 금리하한체계하에서 중앙은행은 충분한^{abundant/ample} 지급준비금을 공급한다. 동시에 중앙은행은 은행들이 예치한 지급준비금이나 대기성 수신에 정책금리 수준의 이자를 지급한다. 초단기시장금리가 중앙은행이 지급하는 금리보다 높아지면 은행들은 추가적인 수익을 얻고자 잉여유동성을 단기금융시장에서 운용하려 하고,

75) 통화정책 운영체계(Monetary policy operational framework)는 통화정책을 실질적으로 구현하기 위한 수단(공개시장운영 등) 및 그 활용방식 등을 포함하는 개념이다. 이는 통화정책의 최종목표, 운용목표, 정책수단, 의사결정 관련 제도 등을 포괄하는 통화정책체계(Monetary policy framework)나, 통화량, 환율, 물가상승률 등을 통화정책의 명목기준지표로 활용하는 통화량목표제, 환율목표제, 물가안정목표제 등과 같은 통화정책 운영체계(Monetary policy regime)와 개념적으로 구별된다.

그 결과 시장의 자금 공급이 증가하여 초단기시장금리가 하락한다. 그런데 은행들은 언제든지 잉여자금을 중앙은행에 예치하여 이자를 수취할 수 있으므로, 중앙은행이 지급하는 금리보다 낮은 수준으로는 자금을 운용하지 않으려 한다. 따라서 중앙은행이 지급하는 금리는 자연스럽게 초단기시장금리의 하한을 형성한다. 결과적으로 금리하한체계는 초단기시장금리를 특정 수준으로 유도하는 효과를 가진다.

금리차등하한체계는 중앙은행이 초단기시장금리의 하한을 여러 단계로 설정하되, 가장 높은 단계에서 크게 벗어나지 않도록 유지하는 체계이다. 금리차등하한체계하에서 중앙은행은 설정한 한도 내의 지급준비금에 대해서만 높은 수준의 금리를 지급하고, 초과분에는 낮은 금리를 적용한다. 만약 지급준비금 총규모가 은행별 한도 총합보다 적으면 모든 은행이 지급준비금에 대해 높은 금리를 수취할 수 있으므로, 이 금리는 금리하한체계와 마찬가지로 초단기시장금리의 하한을 형성한다. 한편 지급준비금 총규모가 은행별 한도 총합보다 많으면 지급준비금을 한도 이상으로 보유하고 있는 은행은 초과분을 단기금융 시장에서 운용하려고 하며, 이에 따라 초단기시장금리는 지급준비금에 적용되는 높은 금리와 낮은 금리 사이에서 결정된다.

통화정책 운영체계별 초단기시장금리의 결정



〈참고 2〉

한국은행 대차대조표와 공개시장운영

중앙은행의 대차대조표는 해당 국가의 경제 환경과 그에 따른 통화정책, 외환정책 등의 결과를 반영하며, 본원통화(지급준비금) 수요와 공급을 일치시키기 위한 공개시장운영의 결과를 일목요연하게 보여준다. 한국은행 대차대조표의 자산 부문에는 한국은행 보유 국채, 외화자산 등 본원통화를 공급시킨 항목들이 나열되어 있으며, 부채 부문에는 현금통화, 공개시장운영 수단별 잔액 등 금융기관에 대한 본원통화 공급을 사실상 감소시키는 요인들과 은행들의 한국은행 당좌계좌 예치 잔액, 즉 지급준비금이 포함되어 있다.

아래는 2024년 11월 말 기준 한국은행 대차대조표를 주요 항목 중심으로 재구성한 것이다. 자산 부문에서는 외화자산(470조 원)이 전체 자산 중 80% 이상을 차지하고 있는데, 이는 한국은행의 외화자산 매입이 본원통화 공급의 주요 원천임을 보여 준다. 그 외 자산으로는 한국은행이 공개시장에서 매입한 국채와 은행에 지원한 금융중개지원대출 등이 있다. 부채 부문에서는 민간 보유 현금통화(191조 원)가 전체 부채의 약 35%를 차지하고 있으며, 나머지 부채는 한국은행이 유동성 흡수를 위해 수행한 통화안정증권 발행 잔액(113조 원), RP매각 잔액(1조 원), 통화안정계정 예치 잔액(1조 원) 및 금융기관이 보유한 지급준비금(84조 원) 등으로 구성되어 있다.

(단위: 조 원)

| 자산 총계 | | 550 | 부채 총계 | | 523 |
|----------|----------|-----|----------|---------|-----|
| I. 국내자산 | | 68 | I. 국내부채 | | 481 |
| | 국채 | 26 | | 정부예금 | 2 |
| | 대정부 일시대출 | — | | 자금조정예금 | 1 |
| | 금융중개지원대출 | 25 | | 외화예수금 | 26 |
| | 자금조정대출 | — | | 현금통화 | 191 |
| | | | | 통화안정증권 | 113 |
| | RP매입증권 | 10 | | RP매각증권 | 1 |
| | | | | 통화안정계정 | 1 |
| | 기타 국내자산 | 5 | | 지급준비금 | 84 |
| | | | | 기타 국내부채 | 59 |
| II. 국외자산 | | 482 | II. 국외부채 | | 42 |
| | 외화자산 | 470 | | | |
| | 기타 국외자산 | 12 | | | |
| | | | 자본 총계 | | 27 |

〈참고 3〉

주요국 중앙은행의 채무증서 발행

미국, 유로지역 등 기축통화국은 자국 통화에 대한 글로벌 수요를 충족시키기 위해 국고채 단순매입, RP매입 등을 통해 유동성을 공급하는 방향으로 공개시장운영을 실시해 왔기 때문에 중앙은행이 채무증서를 발행하지 않고 있다. 반면 외환보유액 확충 등의 과정에서 기조적으로 유동성이 공급된 국가들에서는 중앙은행이 초과유동성을 흡수하기 위해⁷⁶⁾ 채무증서를 발행⁷⁷⁾하기도 한다.

중앙은행이 채무증서를 발행하는 국가로는 아시아에서는 우리나라를 비롯하여 태국, 중국, 인도네시아 등이, 유럽에서는 스위스, 스웨덴, 폴란드 등이, 남미에서는 칠레 등이 있다. 통상 만기는 1년 이내의 단기물 위주이나 우리나라, 태국 등은 2년 이상 만기물도 발행하고 있다.

한편 영국⁷⁸⁾ 등 일부 선진국 중앙은행도 글로벌 금융위기 직후 대출 확대 등으로 공급된 초과유동성을 중화^{sterilization}하려는 목적으로 채무증서를 발행한 바 있으나, 유럽 재정위기 확산 등으로 국채 등 대규모 자산매입을 통해 금융시스템 전체에 유동성을 충분히 공급하는 금리하한체제로 전환하면서 중앙은행 채무증서 발행을 중단하였다.

주요국 중앙은행의 채무증서 개요(2024년 말 기준)

| 국가 | 채무증서명 | 발행만기 | 발행잔액(조 원) ¹⁾ |
|-------|----------------------|-----------------------|-------------------------|
| 한국 | 통화안정증권 | 91일, 1년, 2년, 3년 | 115.7 |
| 태국 | BOT Bill/Bond | 3개월, 6개월, 1년, 2년 | 100.4 |
| 중국 | PBOC Bill | 3개월, 6개월, 1년 | 31.6 |
| 인도네시아 | SRBI | 6개월, 9개월, 12개월 | 84.1 |
| 스위스 | SNB Bill | 28일, 84일, 168일, 336일 | 114.2 |
| 스웨덴 | Riksbank Certificate | 7일 | 73.8 |
| 폴란드 | NBP Bill | 정례발행은 7일, 수시발행은 7일 미만 | 101.3 |
| 칠레 | PDBC Bill | 14일 (7일~1년까지 발행 가능) | 33.7 |
| 뉴질랜드 | RB Bill | 7일, 28일 | 0.0 ²⁾ |

주: 1) 2024년 말 환율 기준

2) 매주 7일물과 28일물 입찰을 각각 2회씩 진행하나, 2024년 10월 9일 이후 응찰이 없음

76) 한편 일부 중앙은행은 초과유동성 흡수 외의 목적으로 채무증서를 발행하기도 한다. 예를 들어 중국인민은행은 역외시장에서의 위안화표시 채권에 대한 수요를 충족시키기 위해 홍콩에서 채무증서(PBOC Bill)를 발행하고 있으며, 인도네시아 중앙은행은 외국인 투자 유치 등을 위해 보유 국채를 담보로 한 채무증서(SRBI; Bank Indonesia Rupiah Securities)를 발행하고 있다.

77) 중앙은행의 채무증서 발행은 현금성 부채(지급준비금)를 증권성 부채로 치환하는 것으로, RP매각과 달리 매각대상 증권을 보유하고 있지 않아도 되며, 대기성 수신회도와 달리 중앙은행의 능동적인 행위를 통해 유동성을 탄력적으로 관리할 수 있다는 장점이 있다.

78) 2008년 10월부터 1주일 만기의 할인채인 Bank of England Sterling Bill을 매주 정책금리(Bank Rate) 수준으로 발행하였으나, 2009년 6월 이후 유동성 중화정책을 중단하면서 발행이 중지되었다.

〈참고 4〉

공개시장운영 제도 주요 개선 이력

한국은행은 공개시장운영의 실효성을 제고하기 위하여 다양한 공개시장운영 수단을 확충하고 관련 제도를 꾸준히 개선해 왔다. 2010년 기존 강제 예치 방식이었던 통화안정계정을 경쟁입찰 방식의 기간부 예금으로 새롭게 도입하여 단기적인 유동성 확대에 대한 대응 여력을 확충하였다. 2011년에는 공개시장에서 국채 등을 빌려주거나 차입하는 증권대차제도를 도입하고, 증권사, 한국거래소 등을 대상으로 일시적인 결재부족자금을 지원하는 일종RP 제도를 신설하여 금융안정 기능을 강화하였다. 한편 RP매매 거래 시 대상 금융기관이 한국은행으로부터 받은 채권을 RP매매 기간 중 활용할 수 있도록 2006년부터 거래 방식을 증권담보 자금대차 형태에서 거래기간 동안 소유권을 이전하는 형태로 변경하였다.

통화안정증권의 경우 발행 시 입찰 참여 유인을 높이고 유통시장에서 거래를 촉진하는 방향으로 제도를 개선해 왔다. 구체적으로 보면 2009년 중목당 발행 규모를 확대하기 위해 일정 기간 중 발행되는 통화안정증권을 단일 중목으로 분류하는 통합발행 제도를 도입하였고, 경쟁입찰 낙찰실적이 우수한 기관에 우선 매입권을 부여하는 모집제도를 시행하여 통화안정증권 입찰에 대한 적극적인 참여를 유도하였다. 한편 통합발행으로 만기 도래 시 상환되는 규모가 커지면서 시장에 교란 요인으로 작용할 가능성을 고려하여 2010년부터 중도환매를 정례적으로 실시하여 만기 집중에 따른 충격을 사전에 분산하였다. 2021년에는 기초적 유동성을 보다 장기간 흡수하기 위하여 통화안정증권 3년물을 신규 도입함으로써 유동성 상황 변화에 더욱 탄력적으로 대응할 수 있는 여건을 마련하였다.

또한 한국은행은 공개시장운영의 투명성과 예측가능성을 높이기 위해 2016년 공개시장운영 대상 기관 선정 기준을 「공개시장운영규정」에 명문화하여 공개하였고, RP매각 입찰 시기를 2008년부터 정례화하여 대상기관의 입찰 참여 및 유동성 관리를 용이하게 하였다. 통화안정증권은 2016년부터 발행계획을 월 단위로 공표하기 시작하였으며, 2022년부터는 외국인 투자자들의 높아지는 관심에 부응하여 이를 영문으로도 공표하고 있다.

공개시장운영 수단별 제도 개선

| 시기 | 통화안정증권 | RP매매 | 기타 |
|-----------|--|----------------------------|----------------------------|
| 2006. 4월 | | - 담보부자금대차에서 증권매매방식으로 변경 | |
| 2008. 3월 | | - 입찰시기 정례화(매주 목요일) | |
| 2009. 6월 | - 통합발행 도입(2년물) - 중도환매 도입 - 우선모집 도입 | | |
| 2010. 6월 | - 통합발행 도입(1년물) | | |
| 2010. 9월 | - 중도환매 실시 시작(2년물) | | |
| 2010. 10월 | | | - 시장친화적 방식의 통화안정계 정 도입 |
| 2011. 12월 | | | - 증권대차제도 신설 - 일종RP제도 신설 |
| 2016. 1월 | | | - 대상기관 선정 기준 명문화 |
| 2016. 5월 | - 발행계획 월 단위 공표 시작 | | |
| 2021. 6월 | - 3년물 정식 도입 (첫 발행은 2021. 9월) | | |
| 2022. 8월 | - 영문 발행계획 공표 시작 | | |

〈참고 5〉

과거 위기 시 공개시장운영을 통한 시장안정화 조치

| | 글로벌 금융위기 | 코로나19 위기 | PF 관련 시장불안 |
|----------------------|---|---|--|
| RP매입 | | | |
| 비정례 RP매입 | - 08.10~09.2월 중 10회, 총 15.3조 원 | - 20.3월 중 2회, 총 3.5조 원 | - 22.11~23.1월 중 8회, 총 13.2조 원 |
| 채안펀드 출자기관 대상 RP매입 | - 08.12월 중 총 1.9조 원 (이후 11.9월까지 만기 연장) | | - 22.12~23.4월 중 6회, 총 2,400억 원 |
| 전액공급방식 RP매입 | | - 20.4~7월 중 15회, 총 19.4조 원 | |
| 대상증권 확대 | - 08.11~09.11월 중 RP매매 및 단순매매 대상증권에 주금공 MBS, 은행채, 특수은행채 ¹⁾ 및 4개 공공기관 ²⁾ 채권 추가 | - 20.4~21.3월 중 RP매매 대상증권에 주금공MBS, 은행채, 특수은행채 ¹⁾ , 9개 공공기관채 ³⁾ 추가 - 20.4~21.3월 중 단순매매 대상증권에 주금공MBS, 특수은행채 ¹⁾ 추가 | - 22.11~23.7월 중 RP매매 대상증권에 은행채, 특수은행채 ¹⁾ , 9개 공공기관채 ³⁾ 추가 |
| 대상기관 확대 | - 08.12~09.7월 중 RP매매 대상기관에 12개 증권사 ⁴⁾ 추가 | - 20.4~7월 중 RP매매 대상기관에 11개 증권사 ⁵⁾ 추가 | |
| 국고채 단순매입 | - 08.11월 중 1조 원 | - 20.3~21.6월 중 11회, 총 17조 원 | |

주: 1) 산업금융채권, 중소기업금융채권, 수출입금융채권, 농업금융채권, 수산금융채권

2) 한국토지공사, 대한주택공사, 중소기업진흥공단, 한국주택금융공사

3) 중소벤처기업진흥공단, 한국가스공사, 한국도로공사, 한국수자원공사, 한국전력공사, 한국철도공사, 한국철도시설공단, 한국토지주택공사, 예금보험공사 발행 채권

4) 통화안정증권 경쟁입찰 및 증권단순매매 대상기관으로 기선정된 증권사

5) 통화안정증권 경쟁입찰 및 증권단순매매 대상기관으로 기선정된 7개 증권사 및 4개 국고채PD

〈참고문헌〉

- 한국은행 (2007), “통화정책 운영체제 개편 방안”, 보도자료.
- 한국은행 (2017), “한국의 통화정책”.
- 한국은행 (2021), “한국의 금융시장”.
- 한국은행 (2023), “한국은행 대출제도 개편 방향”, 보도자료.
- 한국은행 (2024), “한국은행, 공개시장운영 대상기관 확대 및 제도 개선”, 보도자료.
- Acharya, V. V. & Rajan, R. (2024), “Liquidity, liquidity everywhere, not a drop to use: Why flooding banks with central bank reserves may not expand liquidity”, *The Journal of Finance*, 79(5), 2943-2991.
- Bailey, A. (2024), “The Importance of Central Bank Reserves”, Lecture in honour of Charles Goodhart, London School of Economics.
- BIS BCBS (2023), “Report on the 2023 banking turmoil”.
- Borio, C. (2023), “Getting up from the floor”, BIS working papers.
- Buiter, W. & Sibert, A. (2008), “The central bank as the market-maker of last resort: from lender of last resort to market-maker of last resort”, VoXEU.
- Demirgüç-Kunt, A., Klapper, L., Singer, D. & Ansar, S. (2022), “The Global Findex Database 2021: Financial inclusion, digital payments, and resilience in the age of COVID-19”, World Bank Publications.
- Hansson, D. & Johansson, W. (2023), “Central banks’ operational frameworks – an international perspective and comparison”, *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2.
- Keister, T., Martin, A. & McAndrews, J. (2008), “Divorcing money from monetary policy”, *Economic Policy Review*, 14(2).
- Keister, T. (2012), “Corridors and Floors in Monetary Policy”, *Liberty Street Economics*.
- Laxton, D. & Rhee, C. Y. (2022), “Lessons From Unconventional Monetary Policy for Small Open Economies and Emerging Markets”, 2022 Jackson Hole Symposium.
- Norges Bank (2021), “Norges Bank’s liquidity policy: principles and designs”.
- Schnabel, I. (2024), “The Eurosystem’s operational framework”, Speech at the Money Market Contact Group meeting.

Copyright © BANK OF KOREA. All Rights Reserved

- 본 자료의 내용을 인용하실 때에는 반드시 “BOK 이슈노트 No.2025-11에서 인용”하였다고 표시하여 주시기 바랍니다.
- 자료 내용에 대하여 질문 또는 의견이 있는 분은 커뮤니케이션국 커뮤니케이션기획팀(02-759-4759)으로 연락하여 주시기 바랍니다.
- 본 자료는 한국은행 홈페이지(<http://www.bok.or.kr>)에서 무료로 다운로드 받으실 수 있습니다.