

Dollar and Government Bond Liquidity: Evidence from Korea (달러와 국채시장 유동성)

이지은 (BIS 파견)

1. 최근 선진국의 급격한 금리인상, 달러화 강세 등의 영향으로 신흥국의 금융여건이 긴축되고 국고채 시장유동성이 저하되는 모습이 나타났다. 특히 코로나 이후 신흥국 중앙은행들이 외환·금융시장 안정화를 위한 다양한 정책들을 도입하면서 금융시스템의 안정성을 평가하기 위한 척도인 시장유동성을 정확하게 측정하고 모니터링할 필요성이 확대되고 있으나, 선진국에 비해 이러한 연구가 부족한 실정이다. 이에 본고에서는 한국거래소의 실시간 국고채 호가장·체결장 자료를 이용하여 국고채 시장유동성을 측정하고, 미 달러지수가 국고채 시장유동성에 미치는 영향을 분석하였다.
2. 본고의 분석결과, 달러화 강세로 호가스프레드와 가격충격이 확대되고 심도가 축소되면서 국고채 시장유동성이 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 현상은 시장미시구조 및 환율의 금융경로(financial channel of exchange rates)에 대한 기존 연구로 설명될 수 있다. 시장미시구조 이론에서는 시장유동성은 달러의 재고비용 및 비대칭적 정보비용과 관련이 있는데, 동 비용이 증가할 경우 국고채전문딜러(primary dealer)는 매도·매수 호가스프레드를 확대하거나 심도(depth)를 축소한다고 하였으며, 최근 실증분석을 통하여 달러의 시장조성역량이 약화될 경우 채권시장 유동성이 감소되는 것을 확인하였다. 환율의 금융경로 연구에서는 달러 강세로 시장참가자들의 위험수용능력(risk-taking capacity)이 감소하고 달러 유동성이 축소되면서 신흥국의 금융여건이 긴축된다고 하였다. 따라서 본고의 분석결과는 달러강세로 신흥국의 금융여건이 긴축되고 달러의 시장조성 역량이 약화되면서 국고채 시장유동성이 저하된 것으로 해석할 수 있다.
3. 추가적으로 본고의 분석결과, 달러화 강세가 국내 국고채 시장유동성에 미치는 영향은 자본조달여건이 악화(시장변동성·국채수익률·신용위험 증가)될수록, 달러은행의 BIS기준 자기자본비율이 낮을수록 혹은 외국인이 국채를 매도할수록 보다 강화되는 것으로 나타났다. 이는 신흥국 달러는 국내 자본조달여건뿐만 아니라 환율의 금융경로에 의해 영향을 받음을 의미한다. 다시 말해, 달러 강세로 달러은행의 외화대출로 인한 위험가중자산이 증가하고 자본적정성 비율이 감소하는 경우 혹은 외국인 국채 대량 매도로 인해 달러의 재고비용이 증가하는 경우 달러의 시장조성역량은 저해될 수 있다는 것이다.

문의처: ☎ (852) 2982-7174

※ 이 연구내용은 집필자의 개인의견이며 한국은행의 공식견해와는 무관합니다. 따라서 본 논문 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 집필자명을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.

4. 본 연구의 주요 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 본고에서는 대외여건을 반영하지 않은 기존 시장미시구조 연구와 달리 환율을 고려한 신흥국 국고채 시장의 달러 역할에 대해 분석하였다. 둘째, 본고는 국고채 시장유동성이 달러강세에 의해 저하되는 현상을 환율의 금융경로를 통해 설명하였다. 셋째, 본고에서 제시한 달러와 국고채 유동성 간 관계는 중앙은행의 외환시장 안정화 정책이 국내 금융시장 안정에 기여할 수 있음을 시사한다. 마지막으로 본 연구는 실시간 자료를 이용하여 국고채 시장유동성을 다양한 측면에서 측정하고 그 유용성을 점검하였다.