

# 우리나라 國公債 制度現況과 國公債發行 및 活用方案

金 誠 恂\*

## 目

## 次

- I. 序論
- II. 國公債에 관한 理論
- III. 國公債 發行의 必要性
- IV. 우리나라 國公債 制度 現況 및 問題點
- V. 國公債發行 및 活用方案

## I. 序論

우리나라의 經濟는 1960년대부터 工業優先, 수출중심의 經濟政策을 통해 지속적인 고도성장을 하여왔으나 1980년대에 들어서서 財政의 긴축적 운용으로 인하여 도로, 항만, 철도, 공항, 상하수도 등 社會間接資本에 대한 심각한 隘路要因의 누적현상과 더불어 최근에는 民主化過程에서의 각종 복지시책의 요구 등 財政需要가 급증하고 있는 실정이다.

그러나 현재 財政規模의 現實化가 안되어 있는 상태에서 매년 대규모의 歲計剩餘金 發生과 追更豫算이 반복되고 있는 실정이다. 이와 같은 여건을 감안할 때 投資財源의 擴充을 위한 획기적 대책이 요청되고 있다.

그러나 정부에 의한 투자는 불가피하게 財源調達에 限界가 있다. 기본적으로 歲出은 租稅,

\* 本 研究所 研究員, 經商大學 貿易學科 副教授(經博)

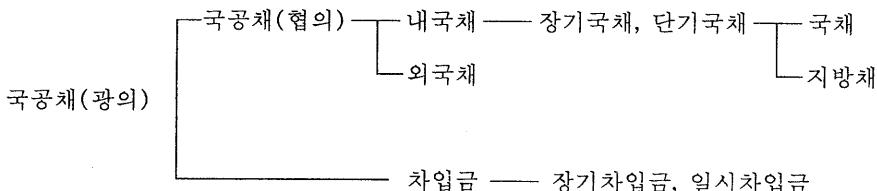
## 產業研究

受益者負擔金 등 歲入에 의해 충당되어야 하나 사회간접자본에 대한 획기적 투자증대같은 급격한 세출증대를 충당할 수 있는 급격한 歲入增加는 기대하기 어렵다. 따라서 부족한 재원을 메우기 위해서는 국공채의 발행을 통해 재정수요를 충족시키는 방안이 검토될 수 있겠으나, 적자재정구조를 고착시키는 문제가 제기된다.

그러므로 본 연구는 國公債에 관한 理論的 및 實證的 研究, 특히 국채발행을 통한 조달방식에 따른 경제적 효과를 檢討하고, 우리나라에서 國債發行 등 조세이외의 재원으로 財政需要를 충당코자 할 경우의 예상되는 문제점 및 바람직한 제도의 도입방안을 실용적으로 제시하는데 중점을 두고자 한다.

## II. 國公債에 관한 理論的 接近

國公債란 국가의 채무를 의미하며, 국가 또는 지방공공단체가 재정지출에 소요되는 경비를 조달하기 위하여 발행하는 債券을 말한다. 이는 다음과 같이 分類된다.



여기서는 狹義의 國公債의 概念을 사용하여 外國債는 제외한다.

國公債管理政策이란 일반적인 의미에서는 국공채의 종류와 조건, 발행, 상환, 이자지급 등 국공채관리에 대한 전반적인 정책을 가리키나 엄밀한 의미에서 경제정책의 한 분야로서 금융정책 및 재정정책과 독립하여 국공채의 구성을 변화시켜 국공채의 잔액이 경제에 주는 영향을 조절하는 정책을 말한다.

### 1. 國公債의 有效性에 관한 論爭

## 우리나라의 國公債 制度現況과 國公債發行 및 活用方案

公債管理를 어떻게 하여야 할 것인가에 대하여는 미국을 중심으로 활발한 논의가 있었는데 이 문제에 대하여는 여러가지 상반된 견해가 있다. 공채관리정책을 경제안정정책으로 사용하는 문제와 관련하여 대체로 景氣對應的(counter-cyclical)見解, 景氣順應的(pro-cyclical)見解 및 景氣中立的(neutral)見解의 세가지 견해로 요약할 수 있다.

먼저 景氣對應的見解는 공채관리정책의 流動性效果를 중시하여 공채관리정책을 경제안정정책의 하나로 활용하자는 견해로서 Henry C. Simons, CED(Committee for Economic Development) 및 Earl R. Rolph 등이 주장한 바 있다. 이 이론을 CED 견해를 중심으로 살펴보면 공채관리는 公債構造의 變化만을 의미한다고 보아 好景氣에는 長期債를 매각하는 동시에 短期債를 매입하여 유동성을 늘림으로써 경기를 조절할 것을 제안하였다. 즉, 공채관리를 재정금융정책의 보완책으로 보아 財政證券과 같은 Near-Money를 사용하여 총지출을 조절하자는 것으로서 공채관리정책의 유동성 효과에 대하여 상당한 신뢰를 두고있는 입장이다. 그런데 이들 경기대응적 견해 가운데서 특기할 것은 Rolph가 경제안정을 이를 수 있는 유동성수준이 정하여 질 때, 同 유동성 수준을 유지하면서 정부의 이자부담을 최소화하는 이론바 公債의 最適構成問題에 대한 분석을 도입함으로써 공채관리의 이론적인 측면에서 적지 않은 기여를 하였다는 점이다.

두번째로 景氣順應的見解는 공채관리정책을 經濟安定政策으로서 사용하는 것에 反對하고 공채발행을 금융시장여건에 맞추어서 실시할 것을 강조하는 입장으로서 美財務省이나 Warren L. Smith의 견해가 여기에 포함된다. 즉, 이들은 공채구성의 한계적 변화가 금리나 유동성에 미치는 효과가 크지 않다고 보는 동시에 경제안정정책은 美國 聯準(FRB)의 금융정책에 의해 더욱 효율적으로 수행될 수 있다고 보아 경기대응적인 공채관리정책에 반대하고 있다. 이러한 입장에서 資金需要가 작고 利子率이 낮은 불황기에는 장기채를 발행하고 반대로 자금수요가 크고 이자율이 높은 호황기에는 단기채를 발행하여 이자비용을 적게하되 가급적 공채기간을 장기화함으로서 금융정책에 대한 교란을 줄이는 것이 바람직하다고 주장한다. 이러한 견해는 實務的이고도 現實的인 見解를 반영한 것으로서 오늘날에 있어서도 각국의 공채관리에서 이러한 입장이 강조되고 있다고 볼 수 있다.

끝으로 中立的인 見解는 공채관리정책이 갖는 불확실성에 주목하여 공채관리를 경기국면과 관련시키는 것에 반대하는 입장으로서 Milton Friedman이나 Tilford C. Gaines 등이 여기에 속한다. 이들은 공채관리정책의 자의적인 운영이 경제정책의 시행에 불확실성을 증대시켜

## 產業研究

전반적인 경제정책의 유효성을 저하시킬 우려가 있으므로 공채관리를 경기국면과 관련시켜 실행하지 말고 公債의 種類, 發行時期 및 規模를 單純化 또는 規則化함으로써 공채관리정책이 타경제정책이나 경제활동에 주는 不確實性을 줄일 것을 주장하고 있다. 이 견해에 따르면 공채의 구성은 가급적 안정적으로 유지하는 것이 바람직 하다고 본다.

이상 공채에 대한 이론을 살펴보았지만 分析理論으로서의 最適構成理論의 발전과 이와 관련된 실증분석에도 불구하고 공채관리정책의 유동성효과가 얼마나 클 것인지 또는 유동성효과가 무시못할 정도에 이른다고 하더라도 정책수단으로 사용될 만큼 確實性과豫測性이 있을것인지 또는 있다고 하더라도 금융정책이나 재정정책에 추가하여 독립적으로 운용하여야 할 것인지 등 공채관리정책과 연관된 제반문제에 대하여 뚜렷한 定說이 확립되어 있지 못하고 아직까지 여러가지 상반된 견해가 대립되고 있어 공채관리정책이 독립적인 경제정책의 하나로서 실용화된 단계에는 이르지 못하고 있다.

현재 우리나라의 경우에 있어서 재원조달로서 국공채발행을 생각할 때 다음과 같은 찬반논의가 갈린다.

### 贊成論 :

- 1) 우리나라의 歲入構造가 國稅爲主며 逆進的인 性格을 가진 間接稅에 치중하고 있어 한계조세부담을 인상은 큰 租稅抵抗이 있기 때문에 새로운 재원확보 방안을 강구해야 할 필요가 있고,
- 2) 우리의 財政構造의 硬直性 때문에 경기조절 기능이 약한데 국채를 발행하여 재정의 경기조절 기능을 강화하여 金融政策과 함께 경제정책의 효율성을 提高할 수 있고,
- 3) 국공채정책이 한편으로는 市場의 流動性을 흡수하고, 다른 한편으로는 公共投資를 先導함으로써 생산활동을 진작시킬 수 있기 때문에 경기활성화 대책으로 유효하고,
- 4) 공공투자의 혜택은 後孫에게까지 미치므로 비용을 분담한다는 의미에서 國公債發行의妥當性이 있다고 주장한다.

### 反對論 :

- 1) 稅收의 確保없는 赤字國債의 發行은 消化方法에 따라서는 인플레이션이 될 가능성이 높다는 점,
- 2) 國公債를 발행하게 되면 利子가 國民負擔으로 轉嫁될 뿐만 아니라 국채잔액이 累增될 경우 元利金償還에 따른 借換發行이 만성화될 위험이 많다는 점,

## 우리나라의 國公債 制度現況과 國公債發行 및 活用方案

- 3) 인플레이션을 해소하기 위해 實質金利에 맞추어 일반소화 방법을 채택할 수 밖에 없다면 우리나라와 같은 高金利體系下에서 어떻게 過重한 利子負擔을 감당할 것인가 하는 점,
- 4) 정부가 국공채로 추진할 公共事業이 민간이 금융지원을 받지 못하여 투자하지 못하는 사업만큼 효율성이 없는 경우 資源浪費를 초래하는 결과가 된다는 등에서 국채발행을 반대한다.

## 2. 國公債의 巨視經濟的 效果

### 가) 財政赤字의 國債補填效果

먼저 이론적인 연구를 살펴보면,

- 1) Blinder-Solow(1973)는 政府豫算制約下에서의 財政赤字의 調達方法에 따른 효과를 분석하면서 均衡의 安定性條件  $\partial Y / \partial B > (1 - T') / T'$  (단, Y: 소득, B: 공채, T = T(T+B) : 공채가 민간의 純富로 간주될 때)이 충족되는 경우 공채발행은 소득증대 효과를 가져온다는 것을 보였다.

- 2) B. Friedman(1978)은 資產間의 代替性條件 즉, 국채와 화폐와의 대체도가 국채와 자본간의 대체도보다 큰 경우 浮揚效果(crowding-in effect)가 발생함을 보이고 있다.

우리나라의 경우에 관한 실증적 연구를 살펴보면,

- 3) 韓昇洙(1984)는 재정적자의 乘數效果가 크게(2.31) 나타났으며, 李啓植(1988)은 정부지출이 재원조달 방법에 관계없이 民間消費를 큰 폭으로 증대시키는 것으로 나타났다. 丁海龜(1989)의 실증분석 결과는 國債의 純富效果가 48% 정도 인정되며, 國債純富效果로 민간 소비 증대를 가져오고, 대부분 실제GNP가 잠재GNP를 미달하여 구조적 재정적자의 비중이 큼을 알 수 있고, 이 경우에 재정적자의 소득증대 효과가 나타남을 보였다. 또한 재정적자는 物價上昇을 초래하여 인플레발생 가능성성이 존재함을 보였다. 金誠恂(1988)은 재정적자의 증가가 乘數效果와 더불어 이자율상승, 투자감소, 소득감소의 일련의 動態的 驅逐效果 mechanism이 時差를 두고 발생함을 보이고 있다. 韓國銀行의 李光俊과 姜智光(1991)은 재정적자가 국채발행으로 보전되었을 경우 利子率 上昇을 통해 民間投資活動을 驅逐하는 효과가 있는 것으로 나타나고 있으며, 재정지출이 통화량에 미치는 영향에 있어서는 재정지출의 증가

## 產 業 研 究

가 곧바로 通貨量 增加를 초래하여 5분기까지 그 영향이 확대되다가 그 이후 점차 줄어드는 것으로 나타나고 있다.

4) 國債發行시 中央銀行引受, 市中銀行引受, 民間引受 등 최초의 消化方式에 따라 그 經濟的效果가 달라질 수 있으나 이는 다른 사정이 동일하다(*ceteris paribus*)는 전제가 있을 경우의 이론적 결과이고 현실적으로는 큰 차이를 보이지 않는다. 中央銀行引受의 경우 本源通貨(monetary base)를 증발시켜 預金創造過程을 통해 通貨量을 증대시키는 효과가 크게 나타나는 것으로 되어 있으나 通貨管理가 이루어지고 있기 때문에 사실상의 차이는 크지 않다고 생각된다. 國債를 中央銀行이 引受하는 경우는 그 만큼 中央銀行의 貸借對照表上에 있어서 資產項目中 與信項目의 증가를 의미하게 되고 이는 동일한 크기의 負債項目, 즉 本源通貨를 정부에 공급하는 것과 같으며 정부는 재정지출을 통해 민간에 본원통화를 공급하게 되고 이는 다시 예금창조과정을 통해 통화량증가를 가져오게 된다(이 때 통화증가분(통화승수)은 「채권발행액/법정지준율」이 될 것임). 이에 따라 통화관리 강화가 불가피하게 되고 支準供給의 축소를 가져오게 된다. 그러나 우리나라의 경우 정책자금지원을 위해 지준공급의 축소가 불가능한 실정이므로 通貨債를 발행하게 된다. 그러므로 이는 결국 중앙은행이 국채를 인수하고 민간에 통화채를 발행하는 효과가 된다. 國債의 市中銀行引受의 경우는 국채가 시중은행 자산구성에서 부가적이나 대체적이나에 따라 상이하게 된다. 즉 법정지불준비율하의 한도까지 完全貸出(loan-up)狀態에서 국채인수의 경우에는 對民間貸出을回收케 하여 시중은행 자산항목인 總資產規模는 不變이 되고 負債項目인 각종예금 규모 또한 不變이 되어 通貨水準도 不變이라 할 수 있다. 그러나 遊休資金이 있는 경우에는 국채가 시중은행 자산구성에 있어 附加的이어서 총자산규모는 그만큼 증가하게 되고 따라서 총부채항목도 증가하게 되어 통화는 재정적자폭만큼 증가할 것이다. 또한 이는 시중은행의 대출여력 감소를 가져오며 다시 이자율상승으로 나타나 통화공급증대압력으로 나타나게 되는 과정을 거친다. 國債의 民間引受의 경우 민간의 자금공급감소를 가져오며 이는 이자율상승을 야기시켜 다시 통화증대압력으로 나타나게 된다. 그러므로 인수방법에 관계없이 驅逐效果가 발생하여 資金梗塞 및 民間投資萎縮을 가져오게 되므로 정부는 이를 완화시키기 위해 통화공급확대가 불가피하게 되어 인플레이션의 가능성과 연결되게 된다. 이와 같은 인수방식의 중립성은 통화신용정책이 간접규제방식으로 이행하여 利子率中心政策으로 전환되면 더욱 극명하게 나타난다. 美國의 경우에도 재정증권은 競買에 의해 소화되지만 재정적자가 확대된 시기에는 이자

## 우리나라의 國公債 制度現況과 國公債發行 및 活用方案

율의 안정을 위해 국공채발행시 公開市場에서 買入하는 등 중앙은행의 일반은행에 대한 信  
用供與를 擴大함으로써 결과적으로 재정적자의 일부를 본원통화의 증발에 의해 보전한 것과  
같은 효과를 가져왔다.

### 나) 財政赤字의 政府支出內譯에 따른 效果

國公債가 국민경제에 미치는 효과를 분석하기 위해서 국공채발행에 의한 재정지출의 변화  
가 어떤 波及經路를 거쳐 각 거시경제변수에 영향을 미치는지를 살펴볼 수 있을 뿐만 아니  
라 최근의 研究傾向은 財政支出의 構成內譯에 따라 상이한 효과를 가져옴을 분석하고 있다.  
우선 재정지출이 有效需要調節에 효과가 있다고 믿는 케인즈學派의 견해를 살펴보면, 국공  
채발행으로 조달된 재원이 政府消費로만 지출되면 有效需要의 增大에 의해 所得(즉 GNP)가  
증가하고 이는 租稅收入의 增大, 輸入增加를 가져온다. 한편 총수요 압력의 증대에 의해 物  
價가 上昇하며, 이에 따라 輸出이 減少하고 따라서 輸出減少, 輸入增加는 經常收支의 惡化를  
초래할 것이다. 만약 이 재원이 모두 政府投資로支出되면 上記의 效果외에 資本스톡의 增  
加에 의한 효과가 추가되어 潛在GNP의 증가를 초래하므로 이는 物價下落, 輸出增大이 效果  
를 가져온다. 따라서 政府消費로支出될 경우에 비해 租稅收入과 輸入에 대한 효과는 동일  
하나 물가와 수출 및 경상수지에 미치는 영향은 어느 방향의 영향력이 큰가에 따라 정반대  
의 결과를 나타낼 수도 있다. 그러나 新古典學派나 리카디안들은 위 견해와 상당히 다른 견  
해를 가져 소득에 미치는 영향이 신고전학파는 단기적으로는 미미한 영향을 장기적으로는  
영향이 없다고 보며 리카디안은 영향이 전혀 없다고 보고 있다.(〈표 1〉 참조)

〈表 1〉 國公債로 보전되는 財政赤字의 互視經濟的 效果에 관한 학설

	國民所得	消費	貯蓄	民間投資	이자율	물가
케인즈學派	有效需要增大에 의해 增加	증 가	증 가	단기적으로는 증가, 장기적으로는 구축 효과 발생	상승	상승
新古典派 일시적 지출증대 영구적 지출증대	短期적으로는 미미, 장기적으로는 없음					
리카디안	장기적으로는 감소	감 소	감 소	구축효과 발생	상승	상승
영 향 없 음						

이상의 논의를 종합해 볼 때 財政赤字의 巨視經濟的效果에 대해서는 일치된 결론은 내릴 수가 없는 실정이다. 다만 리카디안들의 견해는 너무나 제약적인 가정에 기초하고 있으므로 현실성이 없다는 점을 참작한다면, 대체로 短期的인 國民所得의 增大와 物價上昇의 效果가 있다고 결론 지울 수 있다. 이에 대한 경제적 효과와 그 크기에 대한 더 명확한 결론은 실증분석을 통해서만 내릴 수 있겠다. KDI의 柳潤河(1991)의 實證研究를 통해 이를 살펴보면, 1) 政府支出의 形態에 따라서는 消費性支出이나 投資性支出이 모두 短期에 있어서 總需要壓力을 增大시켜 生產과 雇傭을 늘리고 物價를 올리며 國際收支를 惡化시키는 것으로 나타났고, 단, 정부투자지출의 경우 장기적으로는 國內生產潛在力を 擴充시킴으로써 物價壓力을 相殺시키고 生產增大를 돋는 효과를 가지는 것으로 나타났다. 2) 財政支出의 財源調達方法에 따른 효과를 보면, 추가적 재정지출의 景氣擴大的效果는 그 지출이 通貨增發을 통해 조달되었을 때 가장 크고 다음으로 國債發行에 의한 調達, 稅收에 의한 調達의 順을 나타냈다. 이 중 특히 통화증발에 의한 조달은 단기적으로 물가에 미치는 효과가 다른 두가지의 조달 방법에 비해 2~3배를 뿐만 아니라 생산잠재력 확대에 따른 투자성지출의 물가안정효과도 반감시키는 경향이 있다. 이에 따라 통화증발조달은 최소 3년여에 걸쳐 국제수지를 악화시키는 효과를 갖는 것으로 나타났다. 3) 海外部門 通貨의 不胎化(sterilization) 정도에 따른 효과에 있어서는 통화당국이 國內信用만을 규제하고 해외부문통화의 움직임에 따라 국내총유동성이 自動調節되도록 허용하는 경우 재정지출의 국내경기 확대효과는 생산, 고용의 경우 1년, 물가는 1년~1년반, 국제수지는 2년 사이에 그 대부분의 조정이 완료되어 長期均衡水準에 도달하였다. 그러나 통화당국이 통화총량에 주목하여 不胎化政策을 추구할 경우에는 물가상승압력의 장기화, 국제수지의 장기적 악화가 초래될 우려가 있는 것으로 나타났다. 예를 들어 1991년도 일반회계 27조원의 10%인 2조 7천억원을 국채발행에 의해 추가로 조달할 때, 해외부문 통화의 不胎化를 가정하는 경우, 이 액수가 全額 government消費로 지출되면 1차년도에 국민총생산은 1.84% 증가하고 고용은 0.47% 증가하며 그 다음해는 각각 0.26% 감소하고, 0.99% 증가의 효과를 가져온 후 점차 장기균형에 도달하는 곳으로 나타났다. 여기서 국민소득이 2, 3차년도에 감소하는 것은 첫 해의 과잉반응(overshoot)에 대한 반작용 때문이라 여겨진다. 한편 이 액수가 全額 社會間接資本投資와 같은 government投資支出로 지출되면, 1차년도에 國民總生產은 1.76% 증가하고, 雇傭은 0.45% 증가하는 것으로 나타났으며, 그 다음해에는 각각 0.23% 감소하고, 0.07% 증가하였다가 대략 6차년도 이후 長期均衡에 到達함을 보이고 있

우리나라의 國公債 制度現況과 國公債發行 및 活用方案

다. 한편 같은 액수(일반회계의 10%)가 전액 정부소비로 지출될 경우 도매물가는 첫해에 0.92%, 다음해에 0.11%로 상승하였다가 점차 장기균형에 접근하고 있으며, 全額을 社會間接資本과 같은 政府投資로 支出되면 都賣物價는 당해년도에 0.85%증가한 후, 다음해에는 0.04%, 3차년도에 0.46%감소하여 장기균형에 접근함을 보이고 있다.(〈表 2〉 및 〈表 3〉 참조)

〈表 2〉 消費性 財政支出의 彈力性

(단위 : %, 百萬달러)

	國民總生產	都賣物價	雇傭	貿易收支
1次年度	.184	.092	.047	-18.928
2次年度	-.026	.011	.009	-4.113
3次年度	-.028	-.032	-.012	-3.696
4次年度	.003	-.010	-.002	7.511
5次年度	.003	-.002	.002	9.391
6次年度	-.000	-.005	-.000	5.009
7次年度	-.000	-.005	-.001	4.064

註：政府가 國際收支變化 等 海外部分의 통화환수에 개입하는 이른바 不胎化(sterilization)政策을 취하는 경우임.

〈表 3〉 投資性 財政支出의 彈力性

(단위 : %, 百萬달러)

	國民總生產	都賣物價	雇傭	貿易收支
1次年度	.176	.085	.045	-17.544
2次年度	-.023	-.004	.007	-2.892
3次年度	-.021	-.046	.013	-2.906
4次年度	.010	-.021	-.002	8.088
5次年度	.011	-.013	.002	9.525
6次年度	-.006	-.015	.000	4.921
7次年度	-.006	-.013	.000	3.975

또한 金誠恂(1991)의 실증결과는 정부투자지출의 민간소비, 민간투자, 소득에의 陽(+)의 효과로 나타나, 우리나라의 경우에 민간자본과 공공자본간의 補完性이 높으며, 정부투자지출

## 產業研究

의 증가가 민간자본의 한계생산성을 높이는 外部效果(external effect)가 존재함을 보여주고 있다. 또한 政府消費支出의 民間投資 및 所得에 유의한 影響을 주지 않는 것으로 나타나고 있다. 다만 이 경우에 더미변수를 도입할 때는 隱(-)의 유의한 영향을 주는 것으로 나타나고 있다. 그러나 정부소비지출의 민간소비에의 영향은 부분구축으로 나타나고 있어 兩者間に 部分的 代替性이 存在한다고 볼 수 있다.

따라서 總政府支出이 民間消費, 民間投資 및 GDP에의 影響도 有意하지 않게 나타나고, 이는 정부소비지출이 총정부지출에서 차지하는 비중이 압도적으로 높아(대략 65~75%), 정부소비지출의 민간경제구축의 영향으로 이와 같은 결과가 나타난 것으로 보여진다. 이와 같이 정부지출은 그 構成內譯의 性質에 따라 민간경제활동에 각기 다른 영향을 미칠 수 있음을 실증적으로 立證할 수 있다. 한편 미국의 경우에도 Aschauer(1988, 89)는 공공지출이 민간부문생산활동에 투입역할을 함으로써, 상호보완관계에 있으며, 정부투자지출은 산출에 상당한 영향을 주어 乘數效果가 1 보다 크게 나타나지만, 공공소비지출은 산출에 덜 영향을 주어 승수가 1 보다 작게 나타나고 있다. 그러므로 그는 재정정책의 경제에 대한 효과를 평가하는데 있어서 공공지출의 구성내역에 따른 구분이 상당히 중요하며, 특히 公共投資政策은 실물경제에 미치는 효과가 결코 중립적이지 않다고 보고 있다.

종합하자면, 歲出의 增加가 全額 國・公債의 發行에 의해 충당될 경우 소비성지출이나 투자성지출이 모두 短期에 있어 總需要壓力을 增大시켜 生產과 雇傭을 늘리나 物價를 上昇시키며 國際收支를 惡化시키는 것으로 결론 지을 수 있다. 그러나 政府投資支出을 增大시키는 경우 장기적으로는 國內生產潛在力を 擴充시킴으로써 物價壓力을 相殺시키고 生產增大를 돋는 浮揚效果를 가지는 것으로 판단된다.

### 다) 國債의 適正規模

#### 1) 積極的 赤字財政論 立場의 Domar모형(1944)

국채발행에 따른 利子負擔을 국민경제가 감당할 수 있는가의 그 限界의 문제로서 국공채 발행액(純增)과 국민소득이 각각 동일한 율로 증가한다면, 경제가 계속 성장하는 한 비록 國公債發行額이 절대액은 증가할 지라도 [국민소득에 대한 국공채잔액비중]이 [국공채발행

## 우리나라의 國公債 制度現況과 國公債發行 및 活用方案

액의 국민소득에 점하는 비중/경제성장율] 이라는 定數에 접근하면 그리고 국공채이자부담(세율)이 {[국공채비율/경제성장율] × 국공채이자율} 이라는 定數에 접근하면 국채이자부담면에서 우려하지 않아도 된다고 본다. 이에 대한 丁海龜(1989)의 試算結果 우리나라의 경우 국공채발행이 과소상태였다(예를 들면, 1970-87년 기간 평균 국공채비율 4.22, 국공채잔액비중 3.6임).

### 2) 公債中立論立場의 Barro모형(1979)

정부의 재원조달에 따른 경제적 효과는 국채와 조세의 경우 동일하게 보기 때문에 財源調達費의 최소화 즉, 조세의 초과부담 경감에 관심을 둔 경제효율면에서 적정규모모형이며, 그 試算結果 대체로 국공채발행이 과소상태였다.

종합하면, 경제가 지속적으로 성장할 경우 철저한 국채관리가 가능하다면 適正規模의範圍內에서 國債調達에 의해 그 不足財源을 조달하는 것이 무리가 없음을 示唆한다. 그러나 재정적자의 국채보전이 소득증대효과 등 국민경제에 유익한 효과를 주고 있지만 한편으로 물가상승이라는 비용이 수반됨으로 적자보전을 위한 국채발행은 반드시 適正水準의範圍內에서 이루어져야 된다는 필요성을 인식하게 된다.

## III. 國公債 發行의 必要性

### 1. 社會間接資本에 대한 投資

우리나라의 경제는 1960년대부터 공업우선, 수출중심의 경제정책을 통해 지속적인 高度成長을 하여왔으나 1980년대에 들어서서 經濟安定이 강조됨에 따른 재정의 진축적 운용으로 인하여 그 부정적 효과로서 도로, 항만, 철도, 공항, 상하수도 등 社會間接資本에 대한 投資가 不足하게 되어 현재 심각한 隘路現象을 보이고 있다. 예를 들어 도로의 경우 停滯에 의해 1990년 한 해에만 국도에서 1조원, 지방도에서 3천억원, 고속도로에서 2천억원 등 1조 5천억원 이상의 경제적 손실이 발생한 것으로 추정되고 있으며, 또한 항만의 경우 1-10월까

## 產業研究

지 체선료 부담만 약 700억원에 달하는 것으로 추정되고 있다. 더우기 교통체증으로 인한 사회 경제적 손실은 京釜軸에서만도 2000년까지 약 130조원에 이를 전망이다.

정부가 추정한 향후 10년간 주요분야 투자소요액은 69조원(1990년 불변가격)에 달하고 있으나 현행 재정구조하에서 같은 기간중 조달가능 규모는 36조원으로서 부족이 예상되는 규모는 총 33조원 수준으로 동기간중 매년 GNP의 1.0~1.5%에 해당하며 이와 같은 여건을 감안할 때 投資財源의 擴充을 위한 획기적 대책이 요청되고 있다.

그러나 정부에 의한 투자는 불가피하게 재원조달에 한계가 있다. 기본적으로 세출은 조세, 수익자부담금 등 세입에 의해 충당되어야 하나 사회간접자본에 대한 획기적 투자증대같은 급격한 세출증대를 충당할 수 있는 급격한 세입증가는 기대하기 어렵다. 따라서 부족한 재원을 메우기 위해서는 國公債의 發行에 의한 赤字補填이 불가피한 데 이러한 투자는 後世代 까지 便宜이 미치고 추후 상환 자금도 상당부분 확보 가능한 점을 감안할 때 이러한 방식을 적극적으로 추진이 필요하나, 반면 물가상승, 민간투자위축 등 바람직하지 못한 결과도 초래 함을 아울러 고려해야 하겠다.

〈향후 10년간 SOC관련 주요사업과 소요경비〉

	소요사업비
서해안 고속도로, 서울외각 순환도로 등 도로건설	34조원
부산, 광양, 인천항 등 항만개발	6조 5천억원
경부고속전철 등 철도건설	11조원
서울시 및 직할시의 지하철 건설	12조원
영종도 개발 등 공항건설과 공업용수 등	5조 5천억원
계	69조원

자료 : 경제기획원

우선 대부분의 社會間接資本이 市場의 失敗를 초래하는 성질을 가지고 있으므로 이의 공급은 기본적으로 정부에 의해 이루어져야 하며, 정부지출의 사회간접자본은 산업생산을 비롯한 제반 생산시설을 도와주는 공공투입물이 되어 外部效果가 크므로 이에 대한 투자가 절실히 요구된다고 하겠다. 또한 Rostow의 經濟發展段階에 재정지출구조의 변동을 연결시킨

## 우리나라의 國公債 制度現況과 國公債發行 및 活用方案

Kohl(1983)에 의하면 개발도상국의 경제발전의 전제조건으로 사회간접시설 건설을 비롯한 下部構造의 建設로 보고 있다.

### 2. 社會間接資本 投資財源調達手段

#### (租稅 및 公共基金 充當方案)

우리나라는 최근 매년 엄청난 규모의 歲計剩餘金을 발생시켜 있으므로 社會間接資本投資増大를 위한 財源確保에 우선 30조원(3조원 × 10년) 정도의 여력은 있다 하겠다. 현재 우리나라의 租稅負擔率은 20%정도로서 선진국의 부담율에 비해 낮게 평가되고 있으므로 1991년~2000년 기간중 조세부담율을 21%~25%로 점차 높임으로써 또한 조세징수노력에 의해 투자재원조달을 할 수 있을 것으로 보인다. 그러나 90년대 들어 經濟成長率이 둔화되면서 稅收增加率도 低下될 것으로 보여 歲入基盤은 점차 弱化될 것으로 보인다. 稅收增加를 가져올 수 있는 國稅中 稅目으로는 所得稅中 讓渡所得稅, 自營業者의 所得稅, 財產課稅中 土地超過利得稅 등이 있으며 地方稅중에는 財產課稅들이 있다.(〈표 4〉 참조)

〈表 4〉 歲計剩餘金 推移

(단위 : 億원)

	1986	1987	1988	1989	1990
歲出不用	913	776	2,814	1,395	1,701
歲入超過	4,599	12,873	30,236	29,835	29,978
稅收入	4,088	12,239	29,218	28,256	27,730
稅外收入	511	634	1,018	1,579	2,248
合 計	5,512	13,649	33,050	31,230	31,679

이제 2000년까지 향후 10년간 社會間接施設投資를 위해 조달할 수 있는 공공부문의 재원규모를 개략적이나마 추정해 보면 다음과 같다

우선, 2000년까지의 국세수입의 총계를 구해보면 417조3,121억원(1991년 불변가격)에 이른다(제7차 5개년계획 및 1997~2000년 기간은 실질GNP성장을 7%, GNP 디플레이터 증가

## 產 業 研 究

을 4%로 계산).(<표 5> 참조)

〈表 5〉 國稅收入 展望

(단위 : 億원)

	稅 收(1991 不變)	稅 收(經 常)
1991	285,206	285,206
1992	309,008	324,459
1993	336,701	369,799
1994	366,345	424,486
1995	395,299	487,807
1996	424,958	551,678
1997	457,884	618,198
1998	493,361	692,739
1999	531,586	776,269
2000	572,773	869,871

註 : 1997~2000年間은 GNP成長率 (實質)7%, GNP 디플레이터 成長率 4%로 가정.

資料 : 柳一鎬, 「社會間接資本投資財源 調達에 관한 研究」, 한국개발연구원, 1991년 4월.

그런데 1991년에는 일반회계의 세외수입과 철도사업·도로사업 특별회계 등 사회간접자본과 관련있는 특별회계의 자체수입이 국세수입의 약 6~7%에 달하므로 향후 10년간 이러한 비율이 유지된다고 가정할 때 일반회계세입과 특별회계자체수입의 합계가 1991년 불변 가격으로 대략 447조원에 이를 것으로推定된다.

1991년도 中央政府豫算(재정특별회계포함)의 약 8.7%가 사회간접투자에 투자될 계획이므로 향후 10년간 조세를 포함한 현행제도가 그대로 유지된다고 할 때 447조원의 8~9%정도인 36~40조원까지 財源으로 사용할 수 있을 것으로 추정된다.

그런데 所得課稅, 財產課稅 및 稅務行政의 強化 등에 의해 조세부담율을 증대시킬 여지가 있으므로 2000년까지 조세부담율을 단계적으로 23%까지 상승시키는 것은 어렵지 않다 하겠다.

이제 國稅와 地方稅의 현재 비율 4:1이 유지된다고 가정하고 1992년부터 바로 조세부담

## 우리나라의 國公債 制度現況과 國公債發行 및 活用方案

율을 23%로 증가시킨다고 하면 향후 10년간 총국세수입이 492조에 달하는 것으로 계산할 수 있다.

따라서 단계적으로 租稅負擔率를 상승시킨다 하면, 2000년까지 총국세수입은 450~460조 원에 이를 것으로 전망된다. 이에 따른 일반회계세입과 특별회계자체수입회계는 482~492조 원이 되며, 이의 8~9%인 39~44조원 정도의 재원조달이 가능할 것으로 展望된다.

한편 기금 등의 公共資金을 살펴보면, 36개 정부관리자금과 27개 민간기금 포함 63개 기금중 사용가능한 재원은 3개 公的年金基金 및 石油事業基金과 郵便貯蓄이다.(경제기획원, 「기금현황 및 관련자료」, 1991. 2)

1990년 9월말 현재 각 基金의 餘裕資金(기금의 목적달성을 위한 당해 년도의 지출소요를 초과하는 장, 단기 자금)은 10조 2,700억원 규모로 추정하고 있다.(재무부, 「재특회계 및 기금과 발전방향」)(〈표 6, 7〉 참조)

〈表 6〉 主要基金 餘裕資金 現況  
(단위 : 億원)

	1988 末	1990. 10末
遞信保險基金	5,952	11,443
公務員年基金	18,884	20,894
國民年金基金	5,283	19,978
石油事業基金	16,444	20,463

〈表 7〉 部門別 餘裕資金 運用

(88末 시재금기준, 구성비 %)

	銀行圈	第2金融圈	有價證券	財特預託	其 他
政府管理基金	39.3	20.3	13.8	17.8	8.8
民間管理基金	34.6	10.9	18.1	32.8	3.5
全體	35.8	13.2	17.1	29.3	4.8

資料 :財務部, 『財特會計 및 基金과 發展方向』

資料 :財務部, 『財特會計 및 基金과 發展方向』, 1991.

國民年金, 公務員年金, 私立學校教職員年金 등 3개 公的年金基金의 10년간 累積基金은 약 97조 6천억원이므로 郵便貯蓄을 포함하여 약 100조원의 가용재원이 있다 하겠다. 投資의 優先順位를 조정하고 적절한 수익사업을 보장하는 등의 방안을 강구한다면 이중 20조원 정도 활용할 수 있는 가능성은 있다. 또한 공공부문에서는 이외에 地方稅入증 일부를 지방고속도로, 지방도 건설에 사용할 수 있는데 2000년까지 5~6조원 정도 조달할 수 있을 것이므로 보인다.

### 3. 國公債發行 需要推定

上記의 내용을 綜合하여 국공채발행에 대한 수요추정을 하여 보면 다음과 같다.

1. 1991년~2000년 10년기간중 투자소유액(주요부서: 교통부, 건설부, 항만, 철도청) 69조원 × 1.09(91년 GNP deflator 9%) = 75조원
  2. 가용가능재원 동기간중 1) 국세수입 417조원 및 자체수입, 세외수입, 특별회계 30조원 중 8~9% 36조~40조원  
공공기금 등의 여유자금 10조~20조원  
합 계 46조~60조원
  3. 부족재원(국공채발행) 15조~29조원
- 대책 : 1) 조세증대
- |                   |          |
|-------------------|----------|
| 조세부담율 23% 단계적 인상시 | 39~44조원  |
| 합 계               | 59조~64조원 |
| 2) 지방세입 활용시       | 5조~6조원   |
| 합 계               | 64조~70조원 |
| 4. 국공채발행소요액       | 5조~11조원  |

政府에 의한 投資는 物價上昇, 國民投資萎縮 등 赤字財政의 不作用을 감안할 때 中央 및 地方財政의 조세수입, 세외수입 및 기타 공공자금(기금 등)을 활용하여 세입내 세출을 하는 것이 바람직하다. 또한 조세수입은 소득세와 재정과세에서 증가의 여지가 있고, 郵便貯蓄과 各種年金基金 등의 공공자금을 사용할 여지가 있다. 그러나 정상적인 세입의 증가에는 한계가 있으므로 부작용이 너무 커지지 않는 범위내에서 국공채의 발행을 고려해 볼 수 있다. 또한 사회간접자본투자는 장기적으로는 民間投資를 浮揚하고(crowding-in effect), 후세대에도 그 혜택이 돌아간다는 점을 감안할 때 국공채의 발행에 의한 후세대 부담증가는 受益者負擔의 측면도 있다.

民間資本의 誘致는 기본적으로 공공재적 성격과 외부효과가 크지 않은 사회간접자본에 집중되어야 한다. 따라서 民資誘致는 지방자치단체의 국지적인 공공사업에 일반적으로 적합하다. 그리고 민자유치를 위해서는 수익성보장, 金融稅制上의 支援 등이 불가피하며, 이러한 지원이 특정기업에 대한 혜택으로 변질되지 않기 위한 최소한의 公共統制가 필요하다.

이상의 논의를 종합해 볼 때 社會間接施設投資를 위해서는 향후 10년간 최대 70조원

## 우리나라의 國公債 制度現況과 國公債發行 및 活用方案

(1991년 불변가격)까지 調達이 가능할 것으로 예상되는 일반회계, 지방세입, 공공자금을 우선 활용하도록 하고, 不足分을 國公債를 發行하여 재원조달을 하며, 그래도 부족한 경우 성격상 민자에 의한 건설이 적합한 부분에 民資誘致를 하는 것이 바람직하다고 결론지을 수 있다.

## IV. 우리나라 國公債 制度 現況 및 問題點

### 1. 國公債 現況 및 展望

#### (國債의 種類)

우리나라의 국채는 「豫算會計法」에 의해 재정적자의 보전 또는 국고금의 출납상 필요한 경우에 발행할 수 있도록 규정하고 있는데 구체적인 發行根據는 각 특별회계 및 기금설치에 관한 법률 등에서 정하고 있으며 국채발행의 절차 등 일반적인 사항은 「國債法」에서 규정하고 있다.

이에 따라 國債發行에 관한 制度的基盤이 마련된 1949년 12월 이후 모두 17종의 國債가 發行되었는데 이중 9종은 발행이 중단되고 현재는 國民投資債券, 糧穀基金證券, 國民住宅債券(제1종 및 제2종), 國民住宅基金債券, 농어촌지역개발채권, 財政證券 및 外國換平衡基金債券 등 8종만 발행되고 있다.(〈표 8〉 참조)

현재 발행되고 있는 國債를 發行目的別로 區分해 보면, 國民投資債券, 糧穀基金證券, 國民住宅債券(제1종 및 제2종), 國民住宅基金債券 및 農漁村地域開發債券 등 6種은 政府管理基金의 赤字補填을 목적으로 발행되는 국채이며 財政證券 및 外國換平衡基金債券은 通貨管理目的으로 發行되는 國債이다.

#### (發行條件 및 賣出方法)

國債의 發行條件을 보면 먼저 發行價額은 額面으로 發行토록 되어 있는 國民住宅債券(제1종 및 제2종)과 割引方式으로 發行토록 되어 있는 外國換平衡基金債券을 제외하고는 額面發行이나 割引發行이 모두 가능하게 되어 있다.

한편 滿期는 財政證券 및 外國換平衡基金債券은 1년 이내이며 國民投資債券은 3년, 國民

## 產業研究

(表 8) 主要國公債發行現況

(1991年 2月末 顯在)

종류	발행조건				매출방법
	이율(%)	발행방법	원금상환방법	이자지급방법	
국채	재정증권	시장실세금리	할인발행	1년이내 만기 일시상환	발행시 선이자 경쟁입찰·인수·매출
	외국환평형기금채권	시장실세금리	할인 또는 액면발행	5년이내 만기 일시상환	매3개월 복리 후급 "
	국민투자채권	1년 만기 정기 예금 금리	액면발행	3년만기 일시 상환	금융단, 보험 단 등 인수
	대외경제협력기금채권	시장실세금리	액면발행	5년만기 일시 상환	경쟁입찰·인 수·매출
	국민주택채권 (1 종) (2 종)	5.0 3.0	액면발행 액면발행	5년만기일시상환 20년만기일시상환	첨가소화 일반소화
	국민주택기금채권	시장실세금리	액면발행	2~5년만기 일시상환	상환시복리지급 경쟁입찰·인 수·매출
	양곡기금증권	시장실세금리	액면발행	3월~5년만기 일시상환	"
	농어촌발전채권	시장실세금리	액면또는 할인발행	2~5년만기일시상환	상환시일시지급
	농지채권	시장실세금리	"	"	"
특수채권	통화 안정 증권	14일·28일 63일·91일 140일·182일 364일·371일 546일 만기채	시장실세그리	할인발행 만기시 일시 상환	발행시 선이자 "
	토지개발채권	일반토지 : 10 비업무용 : 8	액면발행	일반토지: 2년만기 비업무용: 5년만기	6개월 후급 상환시일시지급 토지피수용자 에 교부발행
	산업 금융 채권	1년 만기채 2년 만기채 3년 만기채	11.66 11.13 10.69	할인발행 1년만기액면상환 2년만기액면상환 3년만기액면상환	발행시 선이자 인수·매출
	전력채권	금리연동부사채금리	액면발행	3년만기일시상환	3개월 후급
	기술개발금융채권	금리연동부사채금리	액면발행	3~5년일시상환	3개월 후급
	외국환금융채권	5년만기 : 11.7	액면발행	5년만기일시상환	3개월 후급 매출
	장기 신용 채권	2년 만기채 3년 만기채 5년 만기채	12.80 3년만기는 정기예금 금리의 1.31배, 5년만기는 1.356배	2년만기일시상환 3년만기일시상환 5년만기일시상환	3개월 후급 인수·매출

資料：財務部，國庫局 國庫課。

## 우리나라의 國公債 制度現況과 國公債發行 및 活用方案

住宅基金債券과 農漁村地域開發債券은 2~5년, 糧穀基金證券은 3~5년이며 國民住宅債券의 경우에는 제1종은 5년, 제2종은 20년으로 되어 있다.

發行金利는 添加消化되는 國民주택채권(제1종은 연 5.0%, 제2종은 연 3.0%)과 금융기관을 대상으로 발행되는 國民투자채권(이자지급시의 1년 만기 정기예금금리)을 제외하고는 회사채 발행금리 및 市場實勢金利 등을 감안하여 결정토록 되어 있다. 또한 이자지급은 外國換平衡基金債券(할인방식으로만 발행)은 발행시 先支給方式으로, 財政證券은 발행시 先支給(할인발행의 경우) 또는 滿期 一時支給(액면발행의 경우)방식으로 되어 있으며 그 밖의 국채는 할인은행의 경우를 제외하고는 會社債의 이자지급방식에 준하여 결정토록 되어 있다.

한편 賣出方法을 보면 먼저 國民投資債券은 은행 및 보험회사 등의 貯蓄性預金 및 輸入保險料의 一定比率을 의무적으로 인수시키는 방법으로 발행되며 國民주택채권은 제1종은 不動產 登記時 및 建築許可 등 認許可時, 제2종은 投機地域으로 告示된 地域에서 民營住宅 分讓時 각각 添加消化된다. 또한 財政證券은 募集 賣出 또는 入札方式으로 발행토록 되어 있으나 그밖의 國債에 대해서는 구체적으로 賣出方法이 정해져 있지 않다.

### (國公債 現況)

國債發行殘額의 年度別 推移를 보면, 1950년 10백만원에 불과하던 것이 그 후 계속 증가하여 1963년에는 193억원에 달하였으나 1964년 국채발행이 중단된 후 1966년까지 감소하다가 1967년이후 증가세력을 보여 1979년에는 1조원을 돌파하였다. 이에 따라 國債發行殘額의 對GNP 比重도 1963년의 4.9%를 頂點으로 계속 감소하여 1970년에는 0.8%까지 내려갔으나 그 후 점차 증가하여 1980년에는 4.5%를 기록하였다. 그러나 1986년이후 꾸준히 증가하는 추세를 보여 1990년말 현재 國債發行殘高의 經常GNP 對比 相對的 規模는 8.2%의 수준에 머물고 있다. 이와같은 수준은 미국, 영국, 서독, 일본 등의 선진국에 비하면 현저히 낮은 수준이다.

우리나라의 公債管理의 特徵을 정리해보면 다음과 같다.

첫째, 國債의 發行殘額이 최근에 와서 증가하고 있으나 아직도 상당히 낮은 수준에 머물러 있다.

둘째, 發行金利의 低水準으로 인해 국채의 시중소화원칙이 확립되어 있지 못하다.

세째, 公債의 種類와 期間構成이 다양하지 못하다.

# 產 業 研 究

## 〈주요국의 재정적자규모 및 국채발행에 의한 적자보전비율 비교〉88

(단위 : %)

	한 국 (80-86)	미 국 (80-85)	영 국 (80-84)	서 독 (80-83)	일 본 (80-84)
재정적자 / 경상GNP	2.0	4.3	3.9	2.0	6.6
국채순발행 / 재정적자	27.5	98.2	74.8	45.5	80.2
국채잔액 / GNP <sup>2)</sup>	6.1	54.1	32.4	19.4	51.5

주 : 1) 한국은 종합재정수지, 일본은 예산회계수지, 여타국은 IMF의 재정분류방식에 따른 중앙정부 재정수지 기준임.

2) 한국은 1988년 7월말 기준, 여타국은 각각 1987년말 기준임.

1990년 말 현재 國債殘高는 糧穀證券(3.7조원) 國民住宅債券(3.4조원) 外平債券(3조원) 및 財政證券(2.5조원) 등을 합하여 약 13.5조원의 규모에 이르고 있다. 그리고 국채잔고의 대 GNP 비율은 1980년대초까지 높아지다가(1977년 3.57% 1982년 6.78%) 다시 하락하였으며, 1987년이후 다시 높아져 1989년에는 7.54%의 수준에 이르고 있다.

그러나 최근의 國債依存度增加는 적자재정보전보다는 財政의 通貨管理機能強化에 起因하고 있다. 경상수지흑자등에 의해 1987년이후 재정의 단기통화조절기능이 강조됨에 따른 外平債券의 新規發行 및 재정증권발행규모의 증가가 국채증가의 원인이 된다. 총국채발행의 반이상을 차지하는 財政證券 및 外平證券에 대한 利子支給 및 缺損充當에 따른 재정부담이 4천억원을 초과하여 財政硬直化의 한 要因으로 대두 되고 있다.

## 2. 債券市場의 與件

### (債券市場의 現況)

우리나라의 債券市場은 株式市場에 비해 유통시장이 극히 脆弱한 狀態이다. 1990년 말 債券上場殘額은 株式에 비해 65%에 이르는데 거래대금은 6%에 불과하며, 지난 5년간 채권상장잔액은 연평균 33.6% 증가하였으나 證券去來所 場內에서의 거래대금은 86년이후 연평균 20.7% 감소하여 '90년의 경우 회전율이 6.4%에 그쳐, 85년의 수준에도 미치지 못하였다. 채권거래량중 場外去來의 비중이 높은데 형식상 場內去來로 되어 있는 것도 실제로는 場外에

## 우리나라의 國公債 制度現況과 國公債發行 및 活用方案

서 이루어진 거래를 場內去來의 실적을 올리기 위해 場內로 가져온 것이어서 場內에서 競買에 의한 채권거래는 거의 일어나지 않고 있다.

債券의 保有狀況을 보면 투자신탁, 은행, 증권회사, 보험회사 등 機關投資家의 比重이 높은데 이는 자발적인 자산운용에 의한 것이라기 보다는 通安證券의 強制割當 및 회사채시장을 육성하기 위한 강제인수 종용의 결과이다. 流通市場受益率을 밑도는 發行受益率로 인수한 機關들은 자본손실을 발생시키지 않기 위하여 만기까지 보유하는 경향이 많아 채권거래량이 적다. 반면 資金壓迫 때문에 인수한 직후 시장에 投賣(넘핑)하는 경우도 있어 가격형성이 월활하지 못하고 이자율 교란을 발생시켜 市中金利 上昇要因으로 작용하고 있다. 따라서 우리나라의 債券受益率은 그 가격에 충분한 양을 팔거나 살 수 있는 의미있는 가격이라고 볼 수 없다. 이와 같이 채권이 정상적인 시장원리에 의해 발행·유통되지 못함에 따라 일반에 의해 전전한 投資對象 또는 貯蓄手段으로 인식되지 못하고 있는 실정이다.

株式市場과 債券市場間에 유기적인 關係가 정립되지 못하고 특정시점에 특정시장으로 자금이 몰리는 현상이 발생하여 주식시장이 급성장하는 동안 채권시장은 위축되어 왔다. 1986년부터 '88년까지는 채권에 비해 주식투자가 지나치게 유리하였으며 '89년부터 현재까지는 債券投資가 유리한 것으로 나타나고 있다.

美國, 日本 등 先進國은 財政證券을 중심으로 채권시장이 발전한 반면, 우리나라는 유동성 흡수를 위한 通貨安定債券의 발행급증에 의해 債券市場의 規模增大가 이루어져 채권시장의 자생적 발전이 저해되었다. 그러므로 중장기적으로 通貨債를 포함한 債券發行金利의 자유화와 競爭入札方式의 도입이 채권시장 활성화를 위해 필요하다 하겠다.

이를 滿期別로 구분하여 보면, 3년이상의 장기채권시장은 거의 발달되지 못하였다고 볼 수 있다. 通貨債의 短期物은 현금유동성 확보가 용이하여 비교적 활발히 거래되기 때문에 1년만기로 발행되는 通貨安定證券의 去來量이 債券通貨市場의 주종을 이루고 있다(1990년의 경우 전체의 48%를 차지하였음). 長期債券의 消化는 주로 強制割當 및 끼워팔기에 의존하고 있으며, 일부계층에서는 贈與稅 및 相續稅回避手段으로 長期債를 買入하고 있다.

發行金利에 따라 國債發行額을 구분해 보면, 1980-86년중 55% 내외에 머물렀던 시장금리부 국채의 비중이 1987년 이후 80%로 높아진 반면, 저리국채 및 공금리 연동부 국채의 비중은 각각 20% 내외에서 10% 내외로 크게 낮아졌다. 이는 최근들어 재정증권 및 외국환 평형기금채권 등 시장금리부로 발행되는 통화관리목적의 국채발행이 크게 늘어난데다 주택

## 產業研究

건설 및 농어촌 개발촉진을 위한 국민주택기금채권 및 농어촌지역 개발채권 등 신규발행국채도 시장금리부로 발행된데 기인한다. 그러나 시장금리부 국채의 경우도 실제 발행금리는 시장금리보다 낮은 것으로 나타나고 있는데 1987-88년중 단기체는 2.8-3.7%, 중기채는 1.5%의 차이를 보이고 있다.

國債發行額을 賣出方法別로 보면, 대부분 금융기관 등에 강제인수시키는 방식으로 발행되고 입찰 및 일반매출 등 공모방식으로 발행된 것은 일부 재정증권에 불과하다.

최근 債券市場은 物量壓迫으로 인해 弱勢를 면치 못하고 있다. 회사채유통수익율은 지속적으로 상승하여 18%를 상회하고 있으며, 證市의 長期沈滯에 대처하기 위한 株式物量供給抑制政策으로 말미암아 자금난이 심화된 기업들이 대체자금조달수단으로 회사채발행에 주력하였다. 또한 주식보유물량과다 및 證安基金 出現 등에 따른 기관투자가의 資金梗塞, 物價不安 등도 채권시세의 하락을 촉진하였다.

### (債券市場 需給展望)

기존의 債券物量壓迫이 常存하고 있는 가운데 대규모의 新規供給이 예정되어 있어 債券市場의 弱勢局面은 지속될 것으로 예상된다. 주식시장의 침체가 계속되고 있으며 資本市場開放의 效果 등으로 株價가 다소 상승한다 하더라도 대규모의 株式發行은 기대하기 어려운 債券市場에의 의존도의 심화가 예상된다. 1991년에 國債發行은 17.2% 감소하는 반면 금융채 및 화사채가 각각 7.8%와 24.8%증가하여 총발행액이 전년대비 14.1% 증가할 전망이다. 그리고 新規發行債券 가운데서 국민주택채권, 장기신용채권 등 장기물의 비중이 매우 높게 책정되어 있어 발달정도가 극히 저조한 장기채권시장에서 격심한 物量壓迫이 예상된다.

한편 債券의 需要側面을 살펴보면 물가상승 등으로 수요감소가 예상되는 반면 金融產業改編 등으로 인한 다소간의 여건개선요인도 있다. 금융자산 특히 장기채권에 대한 수요는 물가상승에 민감한데 인플레 기대심리가 팽배해 있기 때문에 높은 수익율을 요구할 것이다. 證券社로 轉換하는 短資社를 중심으로 金融機關의 채권거래가 매우 활발할 것으로 예상되어 채권유통시장의 활성화가 다소 기대된다. 자금의 흐름을 개선하기 위해 長高短低型의 利子率構造를 추구하는 과정에서 債券編入比率이 높은 長期高受益商品이 출현하면 債券需要基盤이 어느정도 확충될 것이다.

1991년 채권시장의 需給展望은 종합적으로 고려할때, 추가적인 공급흡수 여력은 미미할

것으로 보인다. 여기서 의욕적인 기존의 채권공급계획은 이미 수요측면을 유리한 방향으로 고려한 것이다.

### 3. 國公債 發行의 政策課題와 問題點

#### (國債 및 地方債發行의 基本方向)

지금까지 이론적 및 실증적 연구를 중심으로 살펴본 바에 의하면, 우리나라의 경우, 國債發行에 의한 財政赤字의 擴大는 生產增大效果와 短期的 物價上昇效果를 가지고 있다 하겠다. 한편 채권시장에서의 국공채발행여건은 결코 良好하다고 할 수 없다.

따라서 꼭 필요한 社會間接資本擴充을 위해 國公債發行을 고려할 수 있으나 국공채발행의 부정적효과, 특히 물가에 대한 효과를 감안하여 국채발행의 규모가 너무 커지지 않도록 해야 할 것이다. 즉, 현재 物價가 불안한 상태이며, 국공채의 물가에 대한 효과가 결코 작지 않다(앞에서 지적되었듯이 10%의 재정지출증가가 1퍼센트포인트에 가까운 물가상승을 초래함)는 점을 감안해야 한다. 또한 외국의 경우에서도 볼 수 있듯이 일단 累積된 赤字를 줄이는 것은 매우 힘든 일이다. 이는 우선 일단 지출이 되기 시작한 항목에 대해 지출을大幅縮小하는 것이 어렵고 발행된 국채의 원리금 상환부분만큼이 바로 재정의 증가를 수반하기 때문이다.

따라서 國債의 發行과 더불어 통화의 緊縮的 運用을 고려해야 할 것이다. 그러나 이 경우에도 급격한 통화긴축은 민간부문의 자금압박을 더욱 악화시킨다는 점을 참작해야 한다.

한편 地方政府의 負債는 중앙정부의 부담이 되며, 地自制 實施時 무절제한 발행의 가능성 이 크므로 中央의 地方債 發行에 대한 統制는 지속되어야 할 것이다.

#### (問題點)

이상에서 본 바와 같이 우리나라의 國債市場은 최근들어 財政證券 등 通貨調節用 國債發行의 增加 등으로 그 규모가 확대되고 있으나 아직도 미국 일본 등 주요선진국에 비해서는 시장규모가 미미한 수준에 머무르고 있는데 이는 대체로 다음과 같은 要因에 주로 기인하는 것으로 보인다.

- 1) 國債發行에 의한 財政赤字補填 慣行의 未定着

## 產 業 研 究

재정적자의 보전방법으로는 국채발행 및 중앙은행 등 금융기관으로 부터의 차입을 들 수 있는데 中央銀行이나 金融機關으로부터의 借入에 의존하는 경우보다 국채발행을 통해 재정적자를 보존하는 것이 금융정책 수행면에서의 부담을 줄일 수 있다는 점에서 선진국의 경우에는 재정적자는 國債發行을 통하여 보전하는 것이 일반화되어 있다.

그러나 우리나라의 경우 그동안 金利規制 등으로 채권시장이 발달되지 못하였던 데다가 재정적자의 보전에 있어서도 금융시장에 미치는 영향보다는 재정부담측면이 우선적으로 고려되어 財政赤字의 補填을 國債發行보다는 韓國銀行을 비롯한 金融機關으로부터의 借入이나 海外借入에 주로 의존함에 따라 국채시장 발달의 전제가 되는 國債發行의 活性化가 이루 어지지 못하고 있다.

### 2) 發行金利와 流通金利간의 乘離

先進國의 경우 國債의 發行金利는 競爭入札 또는 發行主體인 政府와 引受團間의 상호협의에 의해 결정되는 것이 일반화되어 있어 발행금리가 시장실세금리를 반영하는 수준에서 결정되며 이에 따라 국채의 유통도 원활히 이루어지고 있다.

그러나 우리나라의 경우에는 국채발행시 정부의 財政負擔 등이 감안되어 發行金利가 流通金利를 下迴하는 水準에서 결정됨에 따라 대부분의 국채가 자발적으로 消化되지 못하고 있다. 즉 低利國債는 添加消化方式으로 발행하고 市場金利附國債의 경우에도 發行金利가 市場實勢를 충분히 반영하지 못함으로써 발행시마다 引受機關을 選定하여 인수시키고 있다. 이에 따라 이들이 인수한 국채를 流通市場에서 매각할 경우 資本損失이 발생하게 되어 국채의 유통이 제약되고 그 결과 新規 發行 國債의 消化가 더욱 어려워지는 악순환이 초래되고 있다.

### 3) 國債의 綜合的인 管理體系 未備

美國, 日本 및 英國 등 선진국의 경우 재정적자의 보전을 위한 국채는 발행주체가 一般會計 또는 投融資特別會計 등으로 일원화되어 있어 국채의 종류는 단순한 반면, 만기, 이자지급방법 등 發行條件은 多樣化 되어 있어 투자자의 다양화 수요에 부응할 수 있게 되어 있으며 발행시기도 시장참가자의 예측이 가능하도록 定例化되어 있다.

이에 비해 우리나라의 경우에는 財政赤字의 補填을 위한 국채의 발행주체가 국민투자기금 양곡관리기금 국민주택기금 농어촌지역개발기금 등 각 기금으로 분산되어 있어 國債의 發行 및 償還 등이 종합적으로 이루어지지 못하고 있을뿐 아니라 少額時 發行되는 가운데 發行條

## 우리나라의 國公債 制度現況과 國公債發行 및 活用方案

件도 대체로 유사(3년만기 원리금 일시지급방식이 대부분임)하여 투자자의 다양한 포트폴리오 需要에 부응하지 못하고 있으며 發行時機도 개별 발행주체의 자금수급현황에 따라 결정되어 금융시장사정 등에 따라 이를 신축적으로 조정하기도 어렵게 되어 있다.

그밖에 국채의 발행주체가 예산외로 운용되는 정부관리기금이 대부분을 차지하고 있다는 점도 국채관리의 효율화를 저해하는 요인이 되고 있다.

### 4) 中長期 國債比重의 低位

현재 발행되고 있는 국채는 제2종 국민주택채권(만기 20년)만이 장기채의 형태로 발행되고 있을 뿐이며, 대부분 만기 1년 이하의 短期債가 중심을 이루고 있고 중장기국채의 비중은 낮은 수준에 머무르고 있는데 이는 최근들어 재정증권 외국환평형기금채권 등 단기 통화절약용 국채의 발행이 늘어나고 있는데 주로 기인한 것이다. 그러나 이와같은 短期債中心의 國債發行은 (a) 일반의 다양한 만기의 국채수요를 충족시킬수 없으며 따라서 투자자들의 risk-return 체계에 대해 부응치 못함으로써 장기채 수요창출에 부정적 효과를 초래할 수 있고, (b) 이러한 단기채권의 증대는 결국 차환발행의 반복으로 인하여 최근 크게 늘어나고 있는 통화안정증권과 함께 流動性(liquidity)이 높은 短期債券의 累增을 초래함으로써 적정유동성 관리를 어렵게 하는 요인이 되고 채권시장의 수급불균형을 초래하며, (c) 단기적 통화환수로 경기조절과 인플레이션 효과는 있지만 債券市場을 위축시키는 요인이 되고 (d) 長期安定的 資金調達 手段으로서의 역할이 미흡하며, (e) 償還期間이 짧기 때문에 借換發行이 심하여 발행기관의 金融費用을加重시키는 결과를 초래할 우려가 있는 등의 문제점이 있다.

### 5) 流通市場基盤의 脆弱

國債市場의 活性化를 위해서는 먼저 국채의 발행금리가 유통시장금리를 충분히 반영하는 수준에서 결정되어야 할 뿐만 아니라 투자자들이 자금사정에 따라 국채를 쉽게 매매할 수 있도록 國債의 賣買를 증개하고 유통수익률 등 市場情報를 투자자에게 신속히 전달하는 딜러 및 브로커기능의 活性化가 긴요하다.

그러나 우리나라의 경우 그동안 이러한 여건이 조성되지 못하여 발행국채의 대부분을引受機關이 계속 보유함으로써 국채 유통시장의 기능이 크게 제약되었는데 이는 國債의 發行金利가 낮아 인수한 국채를 유통시장에서 매각할 경우 자본손실을 입게되어 인수기관이 매각을 기피한 데 주로 기인한 것이나 국채의 딜러 및 브로커기능이 활성화되지 못하였던 데다가 국채의 流通受益率도 경과이자에 대한 세금요인 등으로 잔존기간이 짧은 국채일수록

높아지는 등 모순을 안고 있어 투자자들이 이를 判斷指標로 활용할 수 없었던 데도 그 原因이 있다 하겠다.

## V. 國公債發行 및 活用方案

가장 이상적인 國公債消化方法은 競買이지만 年利 20%에 가까운 費用이 발생할 것으로 예상된다. 최소매매단위를 낮추어 중소금융기관 및 일반의 참여를 유도하면 발행비용이 다소 낮아질 수 있겠으나 驅逐現象이 심화되어 시중이자율 인상효과가 커지게 된다.

長期低利債(예: 10년 만기, 연리 10%)로 발행하는 경우 강제할당이나 끼워팔기에 의존하는 수 밖에 없다. 그러나 우리나라의 장기채권시장 발달정도는 극히 低位에 있고, 이미 예정된 장기채권발행액이 대규모에 달하여 금융기관에 배정할 경우 금융기관의 資金供給餘力이 縮小된다고 보겠다.

따라서 金融市場에 대한 衝擊을 최소화하면서 자금을 조달하기 위해서는 시중금리와 가까운 수준으로 비교적 단기로 발행하여 금융상품에 편입시키는 방안이 가장 현실적인 것으로 생각된다. 이 경우 연리 15% 만기 3년정도가 무난하다고 생각되며 必要最少量을 추가적으로 발행하되 만기도래시에는 借換發行하여야 할 것이다. 앞으로 이자를 구조의 합리적 조정을 위한 정책의 일환으로 長期 실속배당형 고수익상품이 금융기관전반에 걸쳐 허용되면 이러한 조건의 채권은 금융시장의 충격을 완화하기 위해 통화안정증권의 발행 물량을 조절할 필요가 있다.

債券需要基盤이 貧弱하고 債券物量供給이 擴大되어 있기 때문에 대규모의 債券發行은 채권시장에서 구축효과를 발생시켜 市中金利의 上昇을 불가피하게 초래할 것으로 예상되나 시급한 사회간접자본확충의 필요성을 종합검토하여야 할 것이다. 債券需要基盤을 擴充하기 위해 다양한 종류의 受益證券을 투자가의 이익에 입각하여 운용하도록 하며, 제2선 支準制度를 도입하여 現金支準의 比率을 낮추는 대신 國公債를 金融機關 受信의 일정비율이상 보유케 할 필요가 있겠다. 또한 道路債券 등 發行目的(재원용도)을 明記하는 경우와 일반적인 財政證券을 발행하는 경우 각각의 장단점이 있으나 명칭에 관계없이 발행조건을 單純화하는

## 우리나라의 國公債 制度現況과 國公債發行 및 活用方案

것이 원활한 소화를 위해 바람직하다. 먼저 사회간접시설 투자를 위한 財源調達 目的으로 발행한다는 사실을 명기하는 경우 공채발행 확대에 따른 일반적 거부감은 다소 완화될 수 있을 것이다. 그러나 기존의 국채발행이 各 會計 및 基金別로 多元化되어 있어왔다. 또한 同質的 國債의 流動物量이 많지 않아 거래형성이 원활하지 않았으며 투자자들도 채권별 특성을 파악하여 자금운영여건에 부합하는 채권을 선택하기 어려움이 있다. 따라서 단기국채, 중기국채, 장기국채 등으로 구분하여 통일적으로 발행함으로써 발행조건을 가급적 單純화하는 것이 시장 유동성을 높이고 發行主體의 發行費用을 절감하는 이점이 있을 것이다. 發行條件(만기, 이자율, 이자지급방식)이 동일할 경우 명칭에 관계없이 채권시장에서 類似債券으로通用될 것이므로 공채발행의 合目的性을 부각시키기 위해 다양한 명칭을 사용하더라도 發行條件은 가급적 一致시키는 것이 원활한 발행 및 유통을 위해 바람직하다. 그리고 발행될 國債種類는 사회간접자본중 어느 부문에 우선투자해야 하는 지의 투자우선순위에 따라 결정되어야 하며, 국채발행 이외 방법으로 조달가능한 액수를 제외한 총투자사업비에서 각 사업비가 차지하는 비중 및 연차투자계획에 따라 가중치를 두어 比例的으로 각 사업목적을 위한 국채발행액의 비율을 配分하는 것이 바람직하다.

金融市場에 대한 충격을 최소화하면서 자금을 조달하기 위해서는 시중금리와 가까운 수준으로 비교적 短期로 發行하였다가(예를 들면, 연리 15%, 만기 3~5년) 점차로 長期化하는 것이 현실적인 방안이라 하겠다. 만기가 3년미만인 경우 會社債의 去來가 활발함으로 수요기반이 어느정도 형성되어 있다고 볼 수 있으며 국공채의 경우에는 債務不履行의 危險이 없는 만큼 다소 장기화할 수 있을 것이다. 金利自由化計劃에 따라 만기 2년이상 회사채 발행금리가 금년에 자유화되면 發行受益率이 流通受益率에 근접할 것으로 예상되기 때문에 낮은 수익률로 발행하여 강제 배정할 수 있는 여지는 점차 축소될 것이다. 各種 認許可時 添加消化하는 方案도 기존의 국민주택채권(1종), 전신전화채권, 도로공채, 지하철공채 등으로 한계에 달했으며 채권시장에서 구축효과를 발생시키는 것은 마찬가지이다.

물가가 안정되고 不動產投機가 鎮靜되는 경우 채권시장의 성숙여건이 조성되어 長期債券에 대한 需要가 擴大될 것으로 국채만기의 장기화를 기대할 수 있을 것이다. 또한 재정부담이 커지더라도 시장기능을 존중하여 실세발행의 비중을 확대하는 것이 國公債發行需要의 부분별한 확대를 자율조정하는 효과가 있다. 그리고 年金, 基金 등에 編入하는 경우 직접적인 발행비용은 절감할 수 있겠으나, 채권시장의 발전을 저해하여 역효과를 초래할 것이다.

## 產業研究

더우기 우리나라의 경우 債券需要階層의 資金事情이 同質의이어서 동시에 자금압박을 받기 때문에 채권시장이 발달되지 못하고, 수익율이 상승하는 폐단을 놓고 있는데, 비교적 安定的인 需要基盤이라 할 수 있는 연금, 기금의 투자여력이 축소되는 경우 채권시장의 발전은 더욱 저해될 것이다.

調達費用의 節減을 위해 國公債의 利子收入에 대해서 稅制上의 혜택을 부여하거나 일정 규모 이상의 土地收用時 公債로 代金의 일부를 지급하는 방안도 생각할 수 있다. 美國의 경우 지방정부 및 자치단체가 발행하는 방안도 생각할 수 있다. 美國의 경우 지방정부 및 자치단체가 발행하는 채권(municipal bond)은 免稅型이며, 이 채권은 발행금리가 낮음에도 불구하고 한계소득세율이 높은 고소득층에 의해 선호되고 있다. 또한 政府의 負擔으로 稅金을 納付하는 모순을 제거하는 이론적 근거가 있다. 그러나 우리나라의 경우 金融實名制와 金融資產所得에 대한 綜合課稅가 이루어지지 않고 있어 면세형 국공채발행의 효과는 다소 제한적이라 할 수 있다.

토지수용대금이 少額일 경우 現金으로 지급하지만 高額으로 갈수록 累進的으로 低利의 公債支給比率을 擴充함으로써 費用節減을 꾀하는 한편, 부동산투기 억제효과도 기대할 수 있을 것이다. 자금사정이 급박하지 않은 계층에게 채권이 배정되기 때문에 投賣의 가능성�이 적어 金利引上效果가 緩和될 수 있다.

## 參考文獻

經濟企劃院, 「기금현황 및 관련자료」, 1991년 2월.

金誠恂, “우리나라에 있어서 財政政策이 利子率, 投資 및 所得에 미치는 效果에 관한 研究 (1975-87년),” 제22차 학술대회 논문집, 한국국제경제학회, 1988년 12월.

, “일반균형모형을 이용한 재정지출의 경제적 효과분석,” 財政論輯 제5집, 韓國財政學會, 1991년 3월.

金永伯, “公社債 流通市場의 構造變化와 育成方向,” 「조사통계월보」, 한국은행, 1990년 7월.

金有坤, “國債管理政策과 通貨管理,” 「한국개발연구」, 1982년 봄호.

우리나라의 國公債 制度現況과 國公債發行 및 活用方案

金重雄, “財政赤字와 國公債政策,” 「한국개발연구」, 1982년 봄호.

柳潤河, “財政支出의 巨視經濟效果,” 「KDI 分期別 經濟展望」, 제10권 제1호, 한국개발연구원, 1991. 2.

柳一鎬, 「社會間接資本投資財源 調達에 관한 研究」, 한국개발연구원, 1991년 4월.

李啓植, 「社會保障 財政支出의 增大와 財源調達 政策方向」, 정책연구자료 88-01, 한국개발연구원, 1988. 3.

李光俊, 姜智光, “財政의 運用推移와 經濟的效果分析,” 「조사통계월보」, 한국은행, 1991년 6월.

이근영, 남세기, 김경환, “공채관리정책에 대한 고찰,” 「조사통계월보」, 한국은행, 1981년 2월.

財務部, 「韓國의 財政統計」, 각 년도.

\_\_\_\_\_, 「債券市場 活性化 方案」, 1989년 11월.

丁海龜, “財政赤字의 國債補墳效果와 國債의 適正規模에 관한 研究,” 박사학위논문, 고려대학교 대학원, 1989년 7월.

趙成濟, “우리나라 國債市場의 現況과 育成方向,” 「조사통계월보」, 한국은행, 1988년 12월.

崔運烈, “國公債市場의 活性化 方案,” 經商論叢, 제17집, 西江大學校, 1989년 3월.

韓昇洙, 「韓國의 赤字財政研究」, 한국경제연구원, 연구총서 17, 1984년 7월.

Barro, R. J., “On the Determination of the Public Debt,” *Journal of Political Economy*, vol 87, 1979, pp. 940—972.

Blinder, A. S. and R. M. Solow, “Does Fiscal Policy Matter?” *Journal of Public Economics*, vol 2, 1973, pp. 319—337.

Committee for Economic Development, *Managing the Federal Debt*, 1954.

Domar, D. E., “The Burden of Debt and the National Income,” *American Economic Review*, 1944, pp. 798—827.

Friedman B., “Crowding out or Crowding in? — Economic Consequences of Financing Government Deficits,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1978: 3, pp. 594—654.

Gaines, Tilford C., *Techniques of Treasury Debt Management*, The Free Press of Glencoe, 1962.

Kohl, Jurgen, “The Functional Structure of Public Expenditures: Long-term Changes,” in Charles L. Taylor ed. *Why Government Grow*, Beverly Hills: Sage Publications, 1983.

OECD, *Government Debt Management*, 1983.

産業研究

Rolph, Earl, "Principles of Debt Management," *AER*, vol. 47 no. 3, June 1957.

Smith W. L., *Debt Management in the United States*, Study Paper no. 19 for the Joint Economic Committee, 1960.

米澤潤一, 國債, 大藏財務協會, 昭和61年 6月.

坂本尊總, 國債—發行・流通の現狀と將來の課題, 大藏財務協會, 昭和63年 8月.