

KCMI

해외 사례를 중심으로 한 단기금융시장의 규율체계 정립 필요성 및 개선방향

2016. 8. 17.

백 인 석
연구위원
자본시장연구원

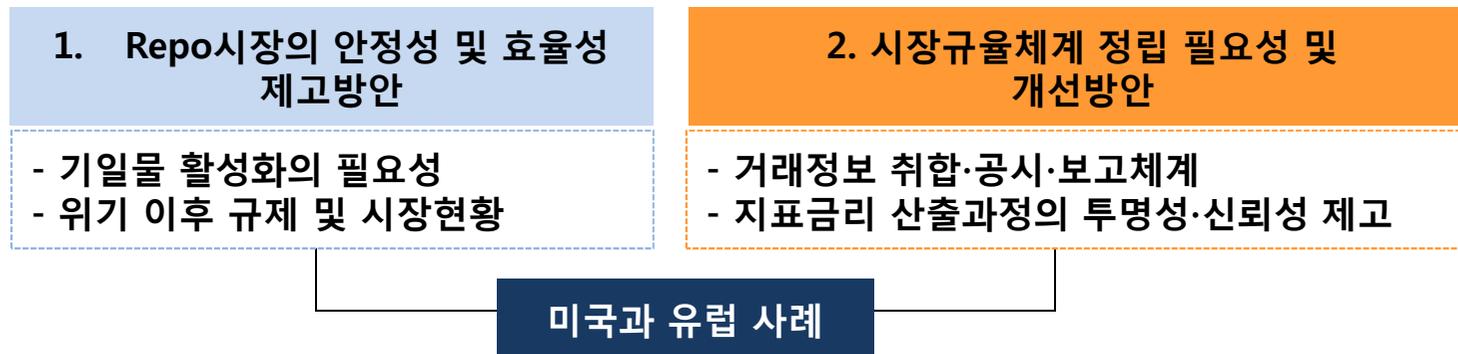


자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

분석 목표 및 내용

- ❖ 글로벌 금융위기 이후, 미국과 유럽에서는 Repo시장을 중심으로 단기금융시장의 안정성과 투명성을 제고하기 위한 정책적 노력이 집중
 - 금융위기의 교훈은 Repo시장이 구조적 특성에 따라 시스템 리스크 요인으로 작용할 수 있다는 점으로, 미국과 유럽의 정책당국은 **Repo거래의 만기 확대(익일물 거래 축소)를 중심으로** Repo시장의 안정성을 제고하기 위해 다각적 규제를 추진 중
 - 또한 **단기금융시장의 투명성을 제고하고 정책당국의 시장감시를 강화**하기 위해 단기금융시장 거래보고 의무화가 추진 중이며, Libor 사건 이후 **지표금리 산출 개선을 위한 제도적 노력**이 집중
- ❖ 금융위기를 전후한 미국과 유럽 Repo시장의 변화를 살펴보고, 거래보고 체계와 지표금리 산출을 중심으로 단기금융시장 규율체계 수립방안을 모색
 - 미국과 유럽 Repo시장의 주요 특성 및 금융위기 이후의 규제 및 시장행태 분석을 통해 기일물 활성화를 중심으로 국내 Repo시장의 안정성 및 효율성 제고 방안을 모색
 - 단기금융시장의 투명성과 신뢰성 향상을 위한 미국과 유럽의 정책을 파악하여 국내 시장에 적합한 시장규율체계 수립 방안을 모색

논의 주제



국내 Repo시장 현황

❖ 국내 Repo시장은 정부의 단기금융시장 구조개편에 힘 입어 크게 성장

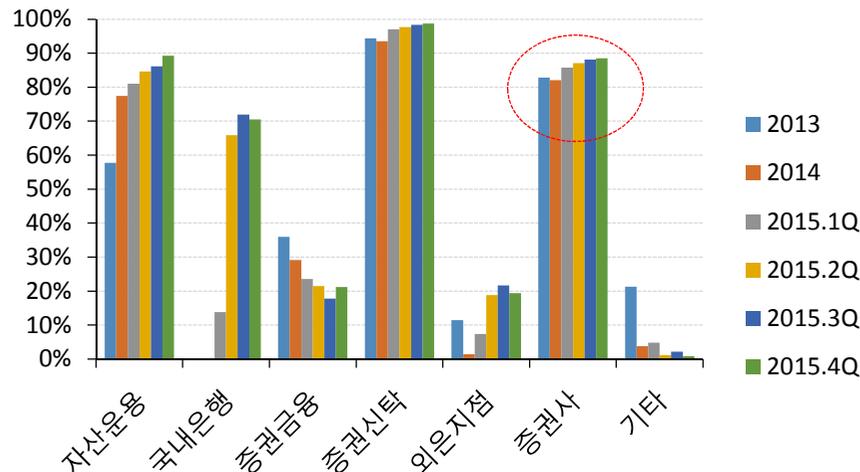
- 무담보 콜거래에서 담보부인 Repo거래 중심으로 시장구조가 변화됨에 따라 단기금융시장의 안정성이 개선

❖ 양적 성장에 걸 맞는 질적 발전을 위해 노력할 필요

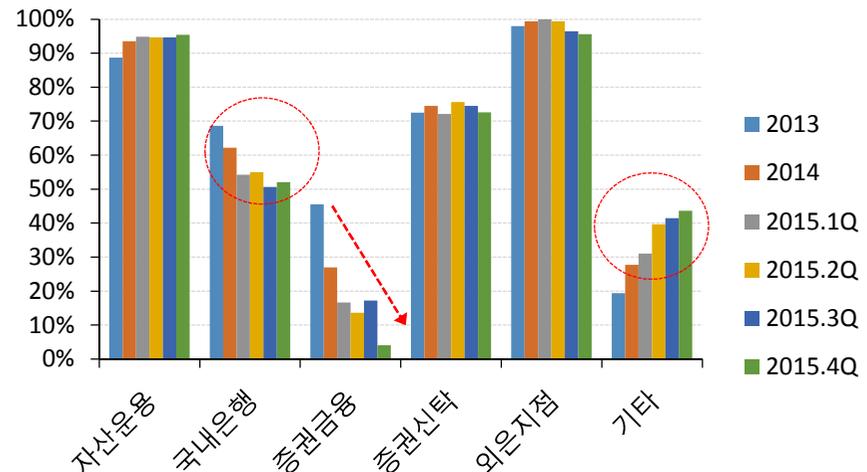
- 국내 Repo시장은 우량담보인 국고채와 통안채의 비중이 높은 장점을 보유
- 하지만 **익일물 거래의 비중이 과도하게 높아 구조적 안정성이 낮은 실정**
- 또한 헤어컷(증거금율)이 획일적으로 적용되고 있어, Repo거래의 고유한 시장기능이 부족
- 국내 시장참여자들은 Repo거래를 '안전한 콜거래'로 인식하는 경향

→ 금융불안시 Repo 거래의 장점이 작동하기 보다는 무담보시장과 유사한 행태를 보일 가능성 존재

기관별 Repo 매도거래 중 익일물 비중

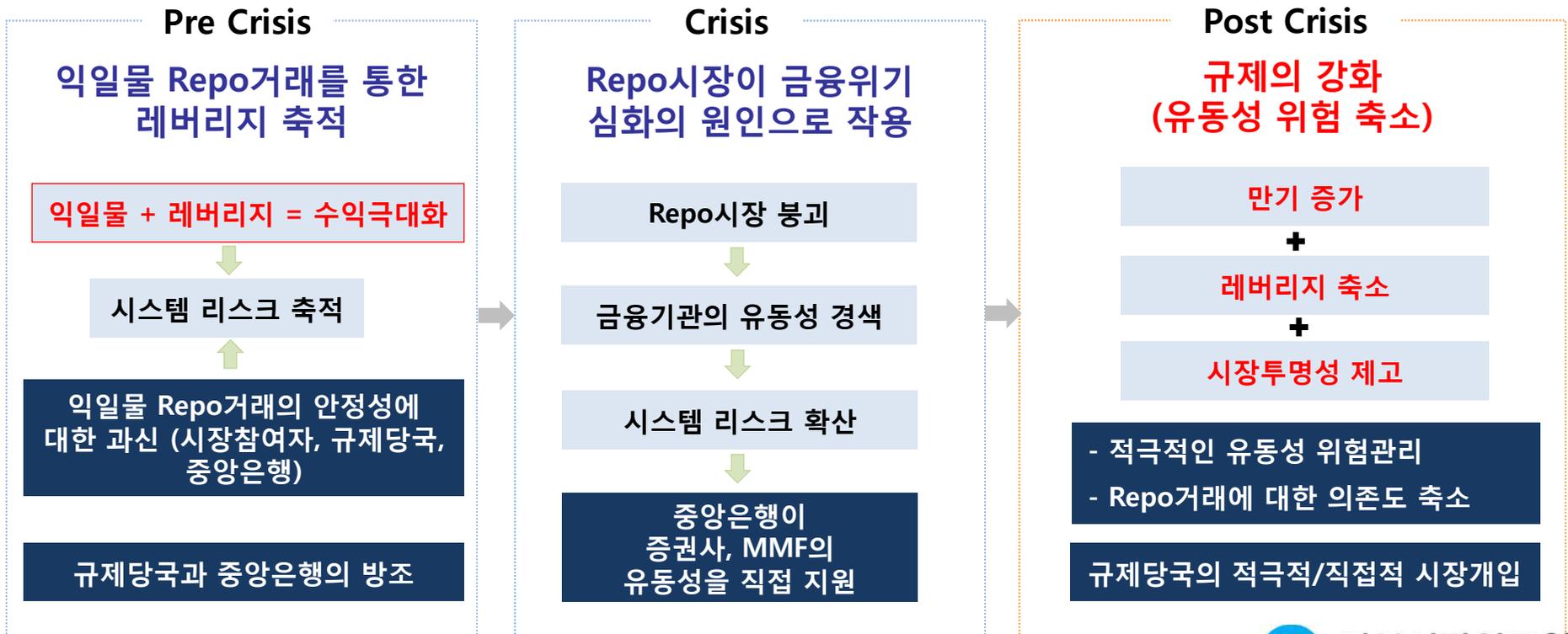


기관별 Repo 매수거래 중 익일물 비중



미국과 유럽 Repo시장: 금융위기를 전후한 변화

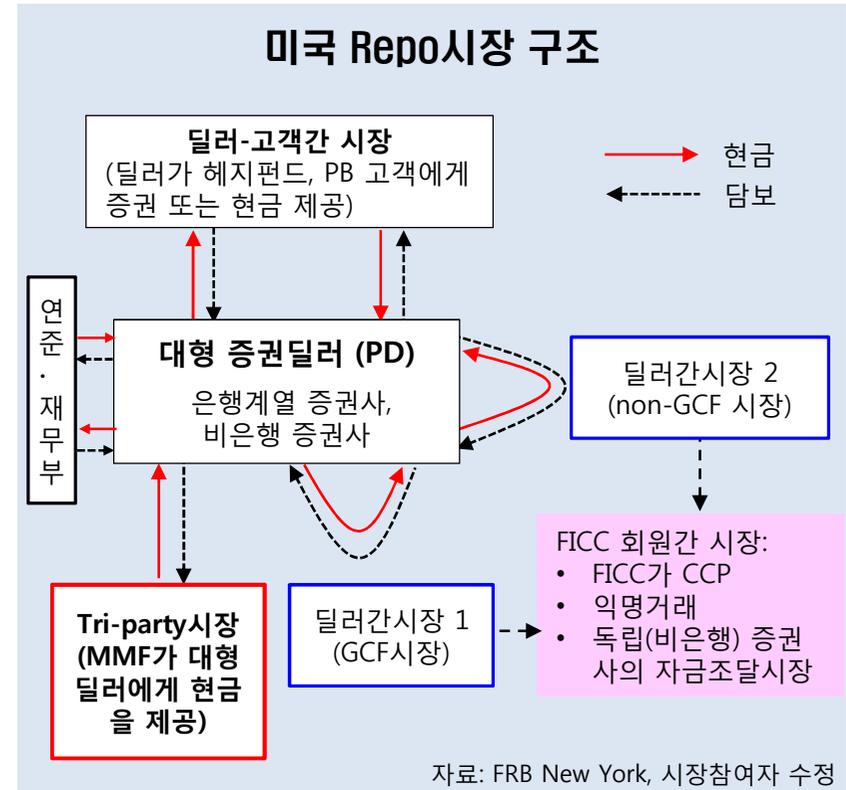
- ❖ 금융위기의 중요한 교훈은 Repo시장을 중심으로 만연해있던 초단기(익일물) 거래에 기초한 자금조달 구조의 위험성으로, 위기 이후 유동성 위험 축소를 핵심 목표로 규제가 크게 강화
 - 위기 이전) Repo거래의 안정성에 대한 과신 속에 익일물 거래에 기초한 레버리지가 확대되며 시스템 리스크 축적
 - 금융위기) Repo시장이 금융위기 심화의 원인으로 작용하며, overnight funding 모델의 취약성 확인
 - 위기 이후) 'Short-term repo (wholesale) funding 모델'의 잠재적 위험에 대한 인식이 확산되며, 유동성 위험 축소를 중심으로 규제가 크게 강화



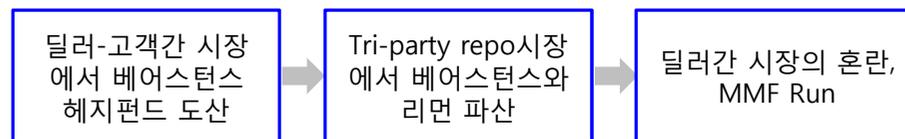
미국 Repo시장 구조 및 참여자

❖ 딜러간 시장, 딜러-고객간 시장, Tri-party시장으로 구성

- Tri-party시장 (핵심시장, 전체시장 규모의 30~40%)**
 - 대형 증권딜러(특히, Primary Dealer)가 MMF(비중 30~40%) 및 기타 현금투자기관(증권대차기관, 연금, 보험, 자산운용사, 상업은행, 대기업 등)으로부터 자금을 조달하는 일반담보(GC) Repo시장
 - 베어스톤스와 리먼이 도산한 시장으로, 잘못된 시장관행으로 금융위기 심화의 원인으로 작용 (시장개혁 완료)
- 딜러간 시장 (모두 CCP 청산)**
 - FICC가 CCP 청산하는 FICC 회원간 시장, 익명으로 거래
 - GCF시장은 미국정부증권을 담보로 하는 GC Repo시장
 - Non-GCF시장은 미국 국채를 담보로 하는 SC Repo시장
 - 비은행 증권사는 동 시장을 통해 자금을 조달
- 딜러-고객간 시장**
 - 증권딜러가 헤지펀드, 부동산 투자회사 및 기타 prime brokerage 고객에게 현금을 대출하거나, 증권을 제공하는 시장



금융위기의 전개 과정



미국 Repo 시장 규모 (추정치, 조달러)

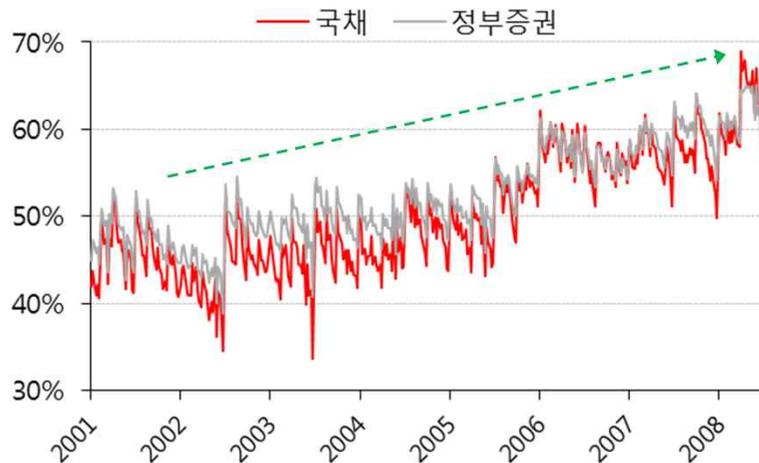
	'08.7~8월	'15.6.10일	증감
매도잔액	6.1	3.42	-44%
(Tri-party시장)	(2.8)	(1.84)	
매수잔액	4.1	2.38	-42%
(GCF)		(0.3)	
합계	10.2	5.8	-43%

위기 이전 미국 Repo시장의 특징: Overnight Market

❖ 금융위기 이전 미국 Repo시장의 핵심적인 문제는 과도한 익일물 비중

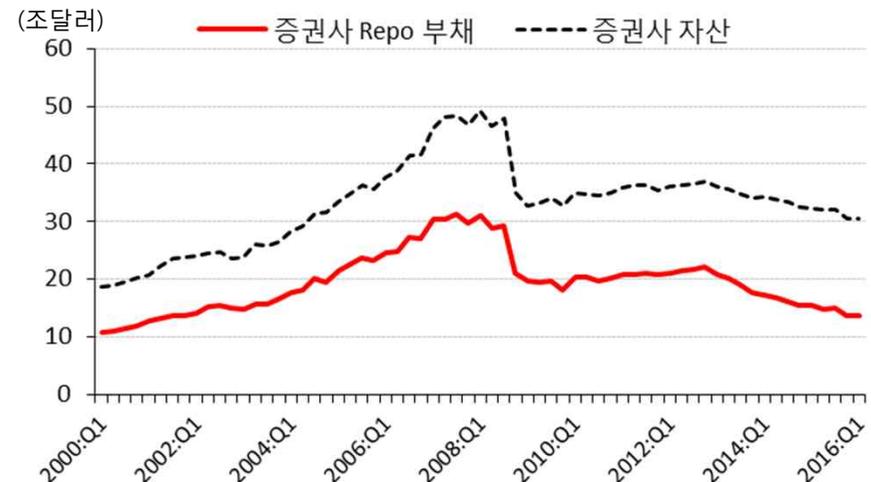
- 증권사를 중심으로 Repo 활용이 크게 확대 → 대형 증권사는 전체 자산의 60% 이상을 익일물 Repo거래를 통해 펀딩
- **위기 이전, Tri-party repo시장의 익일물 비중은 70~80%로 추정** (시장참여자)
 - 대형 증권딜러(증권사)들은 **Tri-party repo시장에서 MMF를 대상으로 매일 1,000~2,000억 달러 규모의 익일물 Repo거래를 롤오버** (FRB New York, 2010)
- **여타 Repo시장의 만기구조는 공식적으로는 파악되지 않고 있으나, 익일물 중심의 초단기 거래가 지배적이었던 것으로 지적** (시장참여자)
- 담보구성 측면에서는 대형 증권사들의 경우 Repo거래를 통한 저유동성증권(예: 민간 모기지)투자 규모가 매우 컸으나, 시장 전체적으로는 정부증권의 비중이 70%를 상회 (위기 이후 정부증권 비율 80% 이상)
 - 정부증권은 미국 국채, 정부보증기관채, 정부보증기관 MBS로 구성되며 정부가 지급을 보장

미국 PD의 Repo 거래잔액 중 익일물 비중



주: Repo 매도거래+매수거래 잔액 중 익일물+open 거래 비중
 자료: FRB New York

미국 증권사 자산규모와 Repo 매도 금액

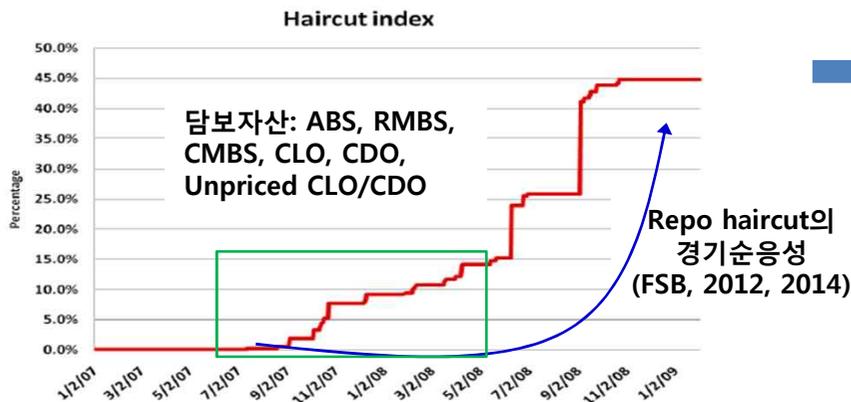


자료: FRB New York

위기시 Repo시장의 행태: 금융위기의 교훈

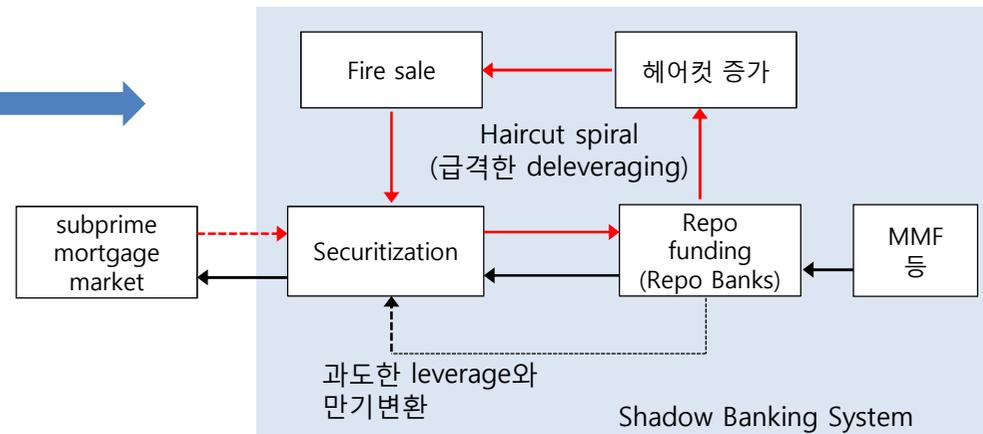
- ❖ 금융불안시 Repo시장의 행태에 대한 규제당국과 시장참여자의 공통된 기대
 - 담보가 제공되므로 무담보시장과 같은 자금공급자의 급격한 자금회수가 발생하지 않을 것으로 기대
 - 급격한 자금회수에 앞서 우량담보로의 교체/헤어컷 상향 조정으로 위험관리가 가능할 것으로 기대
- ❖ 최근까지 Repo시장의 가장 유력한 위험요인은 급격한 헤어컷 상승으로 인한 시스템 리스크 확대 인식
 - 구조화 증권담보에 대한 헤어컷이 증가함으로써 haircut spiral 발생 (Gorton and Metrick, 2009)
 - 담보시장의 가치하락/변동성 증가 → 헤어컷 상승 → Repo 매도기관의 담보증권 급매처분 → 담보가치 하락 → 해당 담보를 활용하는 다른 참여자에게 영향 (시스템 위험)
- ❖ 이러한 Haircut run이 위기시 Repo시장의 전형적인 반응일 경우 이에 대한 정책적 대응은 명확
 - 저유동성 담보자산군의 최저헤어컷 수준을 규제하면 헤어컷 상승으로 인한 충격 흡수 가능 (→헤어컷의 경기순응성 완화, 금융안정위원회(FSB)는 이러한 인식에 기초해 규제를 추진 중)
- ❖ 하지만 최근 조사에 따르면 금융위기 당시 미국과 유럽에서 급격한 헤어컷 상승에 의한 시장불안은 일부 저유동성 담보에 대해서만 제한적으로 발생

위기 당시 미국 달러-고객간 Repo시장의 헤어컷 변화



자료: Gorton and Metrick (2009)

Gorton and Metrick이 설명하는 금융위기 전개과정

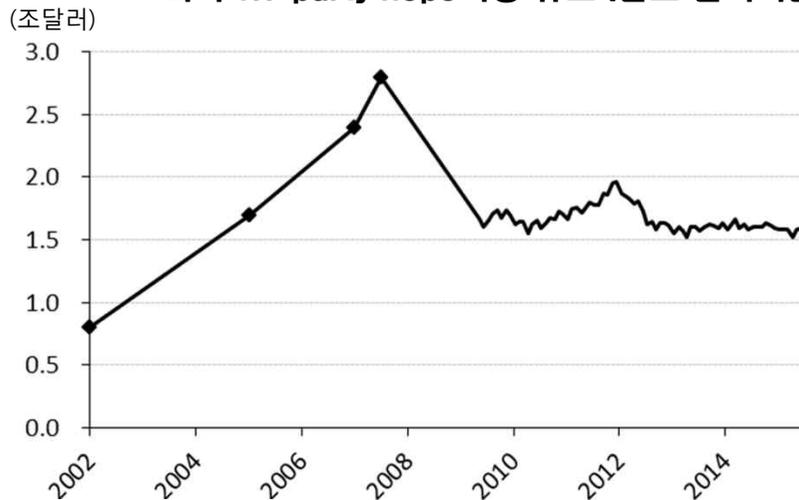


위기시 미국 Repo시장의 행태: 기일물거래 활성화 필요성 I

❖ 위기 당시 미국 Repo시장에서는 담보에 관계없이 투자자가 급격하게 자금을 회수

- *Lending between banks remained frozen and money market funds were pulling away from funding banks in the government repo market as trust between counterparties has evaporated.* (FT, '08.9.19일자)
- *Investors have stopped lending cash to banks even in return for collateral such as US Treasuries.* (FT, '08.10.9일자)
- **이와 같은 시장행태로 인해 사실상 모든 거래가 익일물이었던 Tri-party repo시장 전체가 붕괴위험에 노출 → 금융기관의 유동성이 경색되며, 시스템 리스크가 확산되어 미국 금융시스템 붕괴우려가 제기 (연준의 시장개입 이유)**
- 베어스턴스와 리먼이 파산하는 금융혼란 속에서도 현금투자자가 헤어컷을 올리거나 우량담보로의 담보 교체를 요구하지 않음
 - 이러한 행태는 Repo시장에서는 발생하지 않을 것으로 기대했던 무담보시장의 특성 (Bernanke, 2010)
 - 원인] 투자자(MMF)들이 overnight으로 자금을 제공하여, 언제든지 자금을 회수할 수 있을 것으로 기대하였기 때문에 위험관리의 필요성이 높지 않았던 것으로 지적 (Copeland et al, 2015)

미국 Tri-party Repo시장 규모 (담보 잔액기준)



7 자료: FRB New York

위기 당시 미국 PD의 국채 Repo거래 잔액 변화



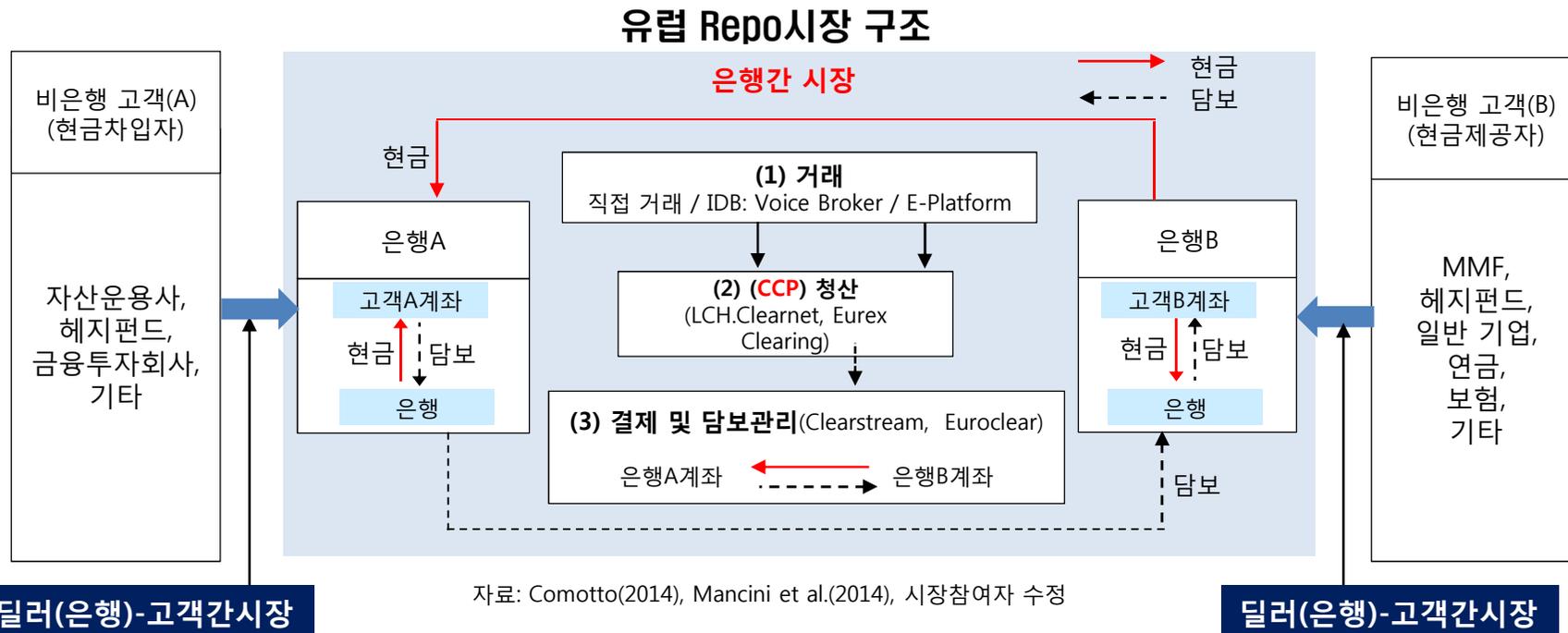
자료: FRB New York

유럽 Repo시장



❖ 시장참여자 및 구조

- 은행(증권사기능 포함)이 시장형성을 주도하며, '은행간 시장'과 '은행-고객'간 시장으로 구성
- 은행의 고객은 비은행 금융기관(헤지펀드, 자산운용사, MMF, 연금, 보험 등), 공적 투자기관, 공기업, 일반 기업 등
- 은행이 고객간 거래를 중개, 최종 수요자간 직접 거래는 매우 드물게 발생
- 금융위기 이전에는 은행간 시장이 중심이었으나, 최근에는 은행-고객간 거래 비중이 증가 (규제의 영향)
- 미국시장에 비해 CCP, 담보관리 등 시장인프라가 발달하여 다양한 시장섹터가 형성



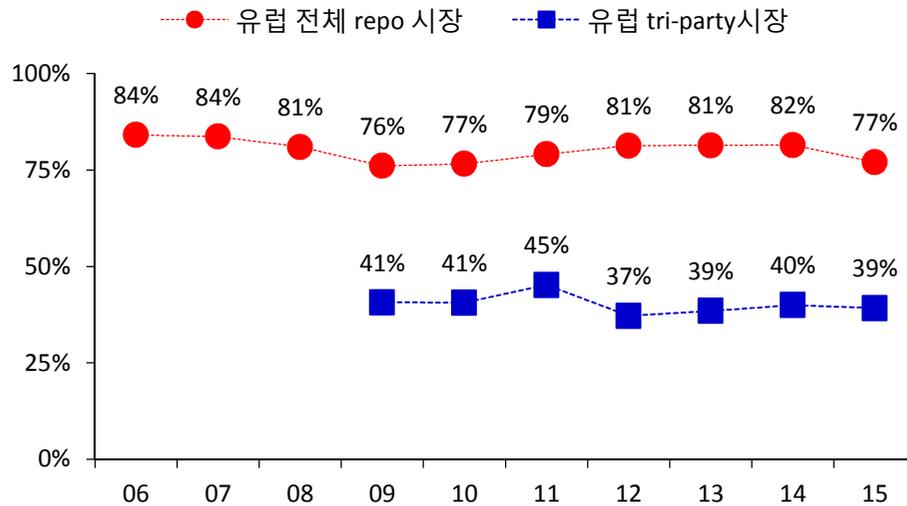
유럽 Repo시장의 특징: 담보



❖ 유럽 Repo시장은 전통적으로 국채 담보비중이 80% 내외로, 국채담보 중심의 시장이 형성

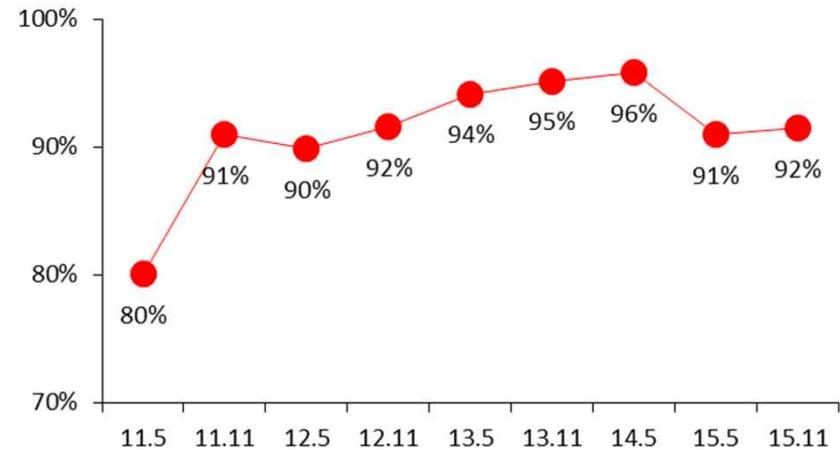
- 미국에 비해 회사채시장, agency시장, 모기지 및 관련 파생상품시장의 규모가 작은 것이 원인 중 하나로 지적 (시장참여자)
- 높은 국채담보의 비중이 금융위기 이후 유럽 Repo시장의 빠른 회복에 기여한 것으로 평가 (시장참여자)
- 미국과 달리 유럽의 Tri-party repo시장은 (잔액기준으로) 전체 시장의 10% 내외로 비중이 낮으며, 은행들은 관리가 어려운 회사채 등 비국채 담보의 관리를 전문적 담보관리기관(Clearstream/Euroclear 등)에 위임

유럽 Repo시장의 국채담보 비중 (잔액기준)



주: EU에서 발행된 담보증권 중 국채비중, 매년 12월 9일 잔액기준
 자료: ICMA European Repo Market Survey

영국 Repo시장의 국채담보 비중 (일평균 거래량 기준)

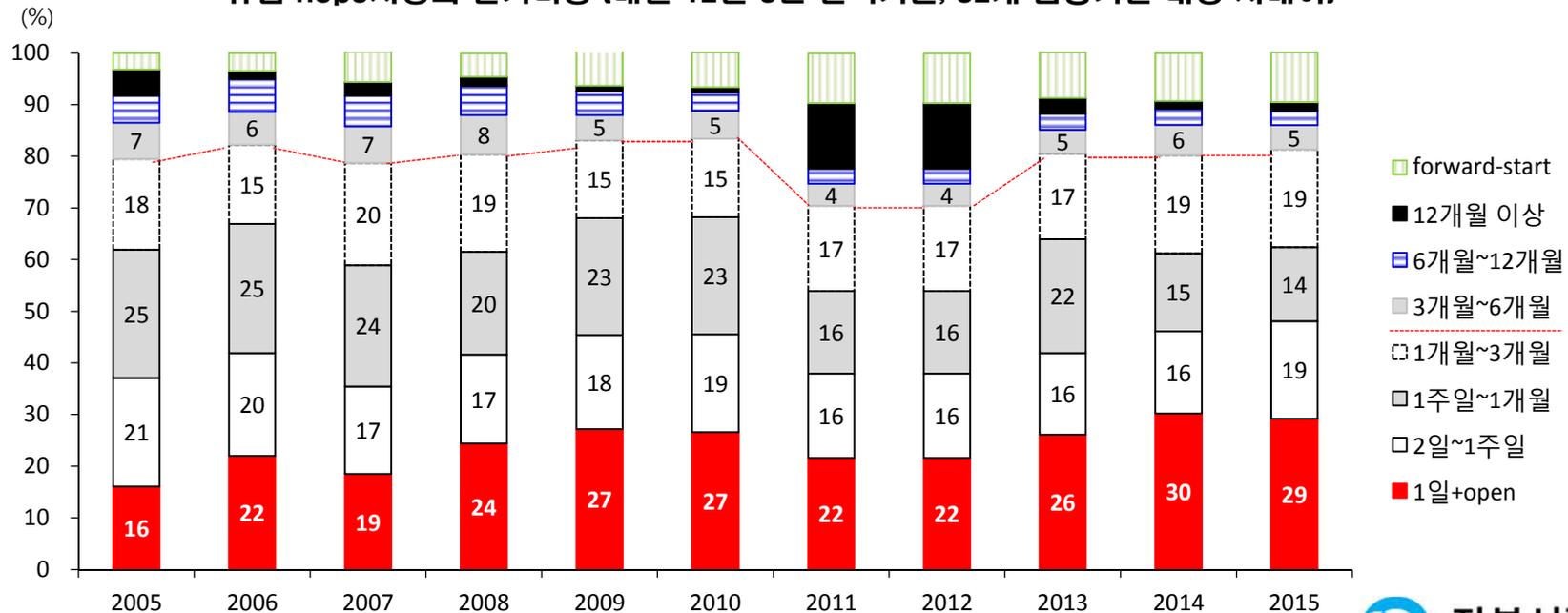


주: 조사대상 은행과 증권사의 매년 5월과 11월의 일평균 거래량기준
 자료: BOE Sterling Money Market Survey

유럽 Repo시장의 특징: 만기구조

- ❖ 유럽 Repo시장은 익일물 비중이 30%를 넘지 않으며, 만기가 3개월까지 비교적 고르게 분포
 - 모든 참여자가 통상적으로 기간물 거래를 활용한 것으로 지적되나, 위기 이전에는 유럽시장참여자들 또한 엄격하게 유동성 위험을 관리하지는 않은 것으로 지적 (시장참여자)
 - 하지만 기본적으로, 유럽에서는 미국 Tri-party repo시장(MMF → 증권사)과 같이 익일물 거래에 기초한 보유증권 펀딩이 지배적이지는 않았던 것으로 평가
 - 단, 독일과 북유럽 은행들이 IB성격이 강한 일부 국가의 은행들에게 익일물로 자금을 공급
 - 유럽은행들은 3개월 만기도 매우 짧은 것으로 인식 (시장참여자, 금융위기 이후)
 - 기일물 거래의 활성화가 위기 당시 유럽 Repo시장의 충격흡수에 중요한 역할을 담당 (시장참여자)

유럽 Repo시장의 만기비중 (매년 12월 9일 잔액기준, 82개 금융기관 대상 서베이)

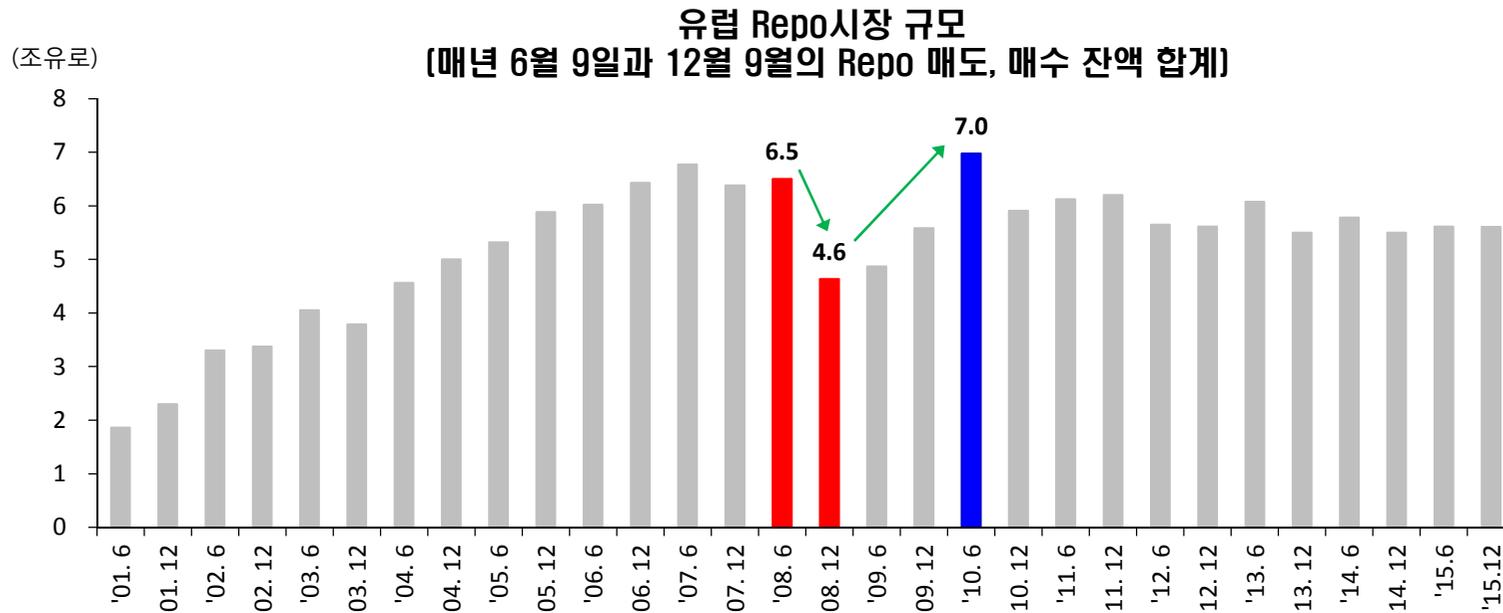


위기시 유럽 Repo시장의 행태: 기일물거래 활성화 필요성 II

❖ 유럽 Repo시장 또한 리먼 파산 직후 Repo 거래규모가 급격하게 축소

- 자금제공자가 극히 제한된 우량차입자만을 대상으로 독일 국채와 같은 우량담보를 기초로 한 Repo 거래를 통해서만 제한적으로 자금을 공급, 유럽시장에서도 급격한 헤어컷 조정은 관찰되지 않음 (Deutsche Bundesbank, 2013)
- 리먼 파산 직후에는 독일 국채를 담보로 한 Repo거래도 중단, 모든 은행이 현금확보에 주력, 아무도 Repo시장의 작동을 위해 시장에 현금을 공급하려 하지 않음 (시장참여자)

❖ 익일물 중심 Repo시장의 구조적 위험성: 위기 (금융시장 혼란) → 거래상대방에 대한 불확실성 (정보 비대칭성) 증가 → 금융기관간 신뢰상실 → 급격한 현금회수 → 새로운 Repo 계약의 중단 (익일물 롤오버 중단) → 금융기관의 유동성 경색 → 시스템 리스크 확산



자료: ICMA European Repo Market Survey

금융위기 이후 Repo시장의 변화: 규제의 강화

❖ 규제 및 감독방향

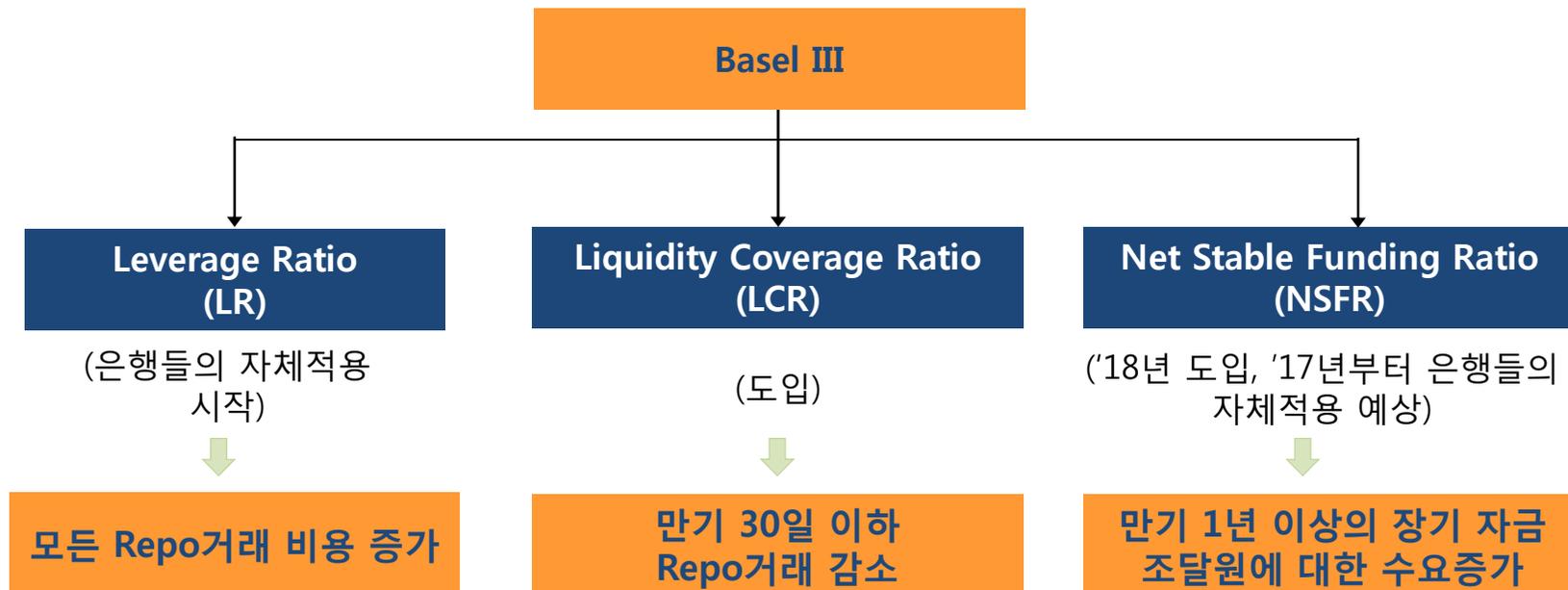
- 금융기관(증권사)의 초단기(익일물) Repo거래에 대한 과도한 의존을 직접 제한함과 동시에 위기시 Repo 시장의 복원력을 제고하는 데 초점

❖ Repo시장에 대한 미국과 유럽의 직간접 규제 및 개혁

미국 볼커룰 (EU도 입법 추진 중)	➔	Repo거래를 통한 prop trading 금지
바젤위원회 일종유동성 규제	➔	일종유동성을 통한 Repo거래 확대 방지 (시행예정)
바젤위원회 Large Exposure 규제	➔	단일 거래상대방에 대한 익스포저 규제 (시행예정)
BASEL III (LR, LCR, NFSR)	➔	Repo거래에 대한 의존도 축소와 만기 확대
금융안정위원회(FSB) 최소헤어컷 규제	➔	담보증권의 유동성 기초한 최소헤어컷 규제 (시행예정)
FSB, 유럽 Repo 거래보고 의무화 (미국도 추진 중)	➔	Repo시장의 투명성 제고와 규제기관의 모니터링 강화
미국 Tri-party Repo/GCF 개혁	➔	Tri-party시장은 개혁이 거의 완료, GCF시장은 문제 지속
미국 Tri-party Repo CCP 도입	➔	FRB New York, 재무부 등을 중심으로 도입 방안 논의
미국 대형은행에 대한 추가 자본확충 규제	➔	단기도매시장을 통한 자금조달에 대해 완충자본을 추가로 확충 (90일 이하의 국채담보 Repo거래에도 패널티 부과) (시행예정)

금융위기 이후 Repo시장의 변화: Basel III

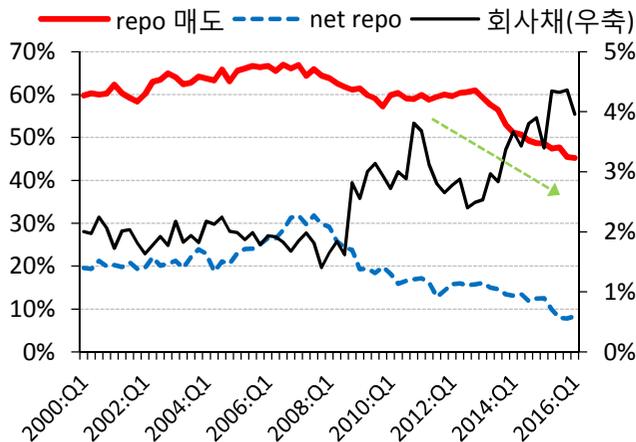
- ❖ 금융위기 이후 Repo시장을 이끄는 핵심요인은 Basel III를 포함한 규제
 - 미국과 유럽에서는 Banking model에 차이는 있으나, 공통적으로 대형 증권사가 은행 또는 은행지주회사로 편입되어 Basel III의 규제의 적용을 받고 있음
- ❖ Repo시장에 대한 Basel III 도입 목표는 “Repo거래 비용 상승과 만기의 증가”
 - 미국과 유럽의 은행들은 규제가 도입되기 이전부터 Basel III를 적용
 - 은행들은 규제비용 최소화 관점이 아닌, 평판차원에서 타 은행보다 엄격한 기준을 적용하고자 경쟁 (시장 참여자)



최근 미국과 유럽 Repo시장 현황

- ❖ **Basel III를 중심으로 한 규제의 영향으로 Repo거래가 크게 위축되고, 평균만기가 증가**
 - **대부분의 은행들이 Repo거래를 활용한 비헤지거래를 중단하였으며, 채권 시장조성 및 고객과의 거래도 크게 위축** (시장참여자)
 - Repo거래를 제외한 여타 부문에서 수익을 주는 고객들과 우선적으로 Repo거래를 수행
 - PD의 Repo거래를 통한 국채 시장조성 모델도 도전에 직면
 - 미국의 경우, 은행(증권부문)의 자금조달에서 Repo거래에 대한 의존도가 지속적으로 감소 중
 - **미국과 유럽 모두 Repo거래의 평균만기가 증가하여 익일물에 대한 의존도가 크게 감소**
 - 금융위기 이전에는 70~80%의 거래가 익일물이었던 미국 Tri-party repo시장에서도 모든 담보증권에 대해 만기가 증가 추세 → 미국 국채 담보의 경우에도 익일물 비중이 크게 하락하였으며, 상당 비율의 국채담보 Repo거래의 만기가 30일 이상으로 확대 (시장참여자)

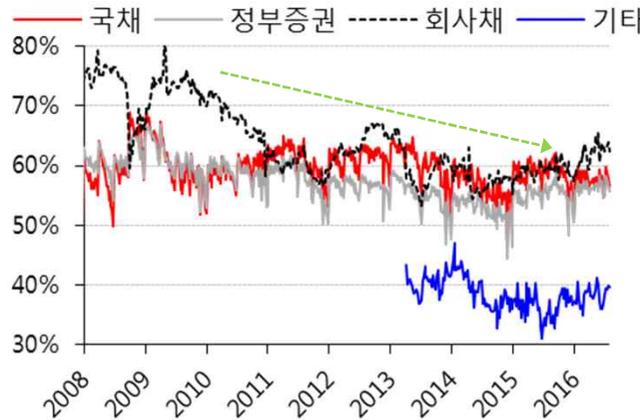
미국 증권사 부채 중 Repo 거래비중



주: net repo = Repo 매도금액(부채) - Repo 매수금액(자산)

자료: FRB New York

미국 PD의 Repo 거래잔액 중 익일물 비중



주: 익일물과 open 거래의 합
자료: FRB New York

미국 Repo시장 섹터별 만기 특징

Tri-party시장 (비정부증권담보)	거래금액 가중평균만기 70일 이상
GCF시장 국채 정부증권	익일물 비중 55% 39%
달러-고객간시장 국채 기타(주식제외)	익일물 비중 52% 48%

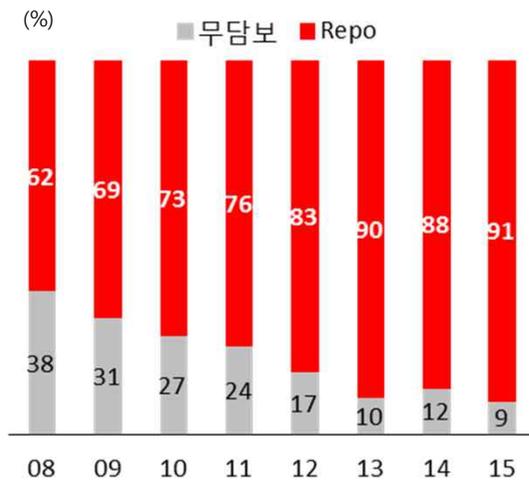
주: Tri-party시장은 '14.5월 기준, GCF시장은 '16.6월 기준, 달러-고객간시장은 '15.2월과 3월 기준

자료: FRB New York 등

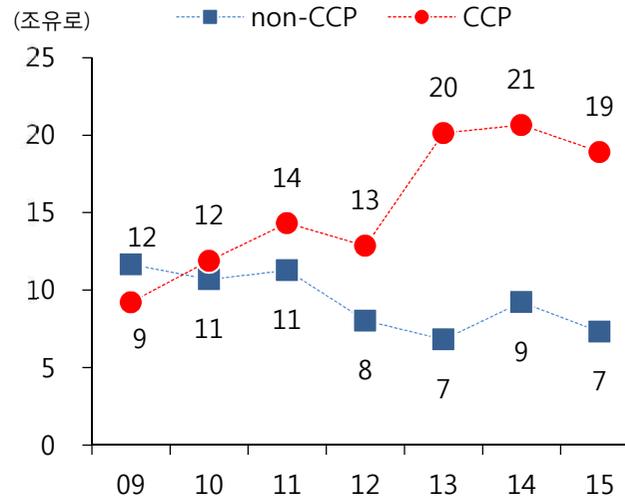
CCP 청산제도의 중요성

- ❖ 유럽 Repo 시장은 '09년 이후 빠른 복원력을 보이며, 무담보시장을 대신해 은행간 자금배분을 담당
 - 금융위기 이후 유럽 콜시장은 사실상 시장기능을 상실 (위기 직후 신용위험 회피, 최근에는 규제 영향)
- ❖ 유럽 Repo 시장의 회복에는 CCP청산 활성화가 크게 기여 (규제당국, 시장참여자)
 - CCP가 적격상대방/담보에 대해 투명한 기준을 제시하고, 엄격한 위험관리를 실행하므로 Repo 거래 당사자에게 개별적인 거래상대방 신용위험의 중요성 감소
 - 은행들은 거래상대방이 CCP청산회원인 경우 대부분의 거래를 CCP를 통해 청산하는 것으로 지적 (위기 직후 신용위험 회피, 최근 규제 영향)
 - 현재까지 유럽 Repo CCP는 대형 은행간 거래만 활성화

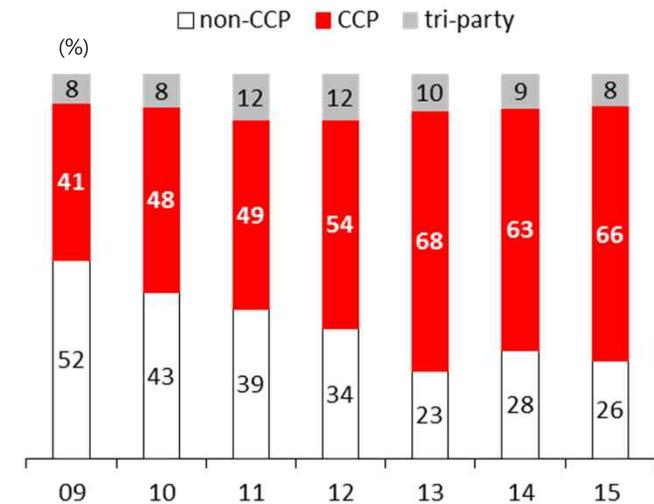
유로 은행간 무담보거래와 Repo 거래비중



유로 은행간 유형별 Repo 거래량



유로 은행간 Repo 거래의 CCP 청산 비중



주: 101개 은행의 은행간 repo 거래량 기준 (매년 2분기)
 자료: ECB, Euro Money Market Survey (2015) 수정 인용

Repo시장 정책방향

- ❖ 단기기간에 양적으로 급성장한 Repo시장의 질적 발전을 위해 기일물거래 활성화를 중심으로 시장참여자 와 정책적 노력이 요구

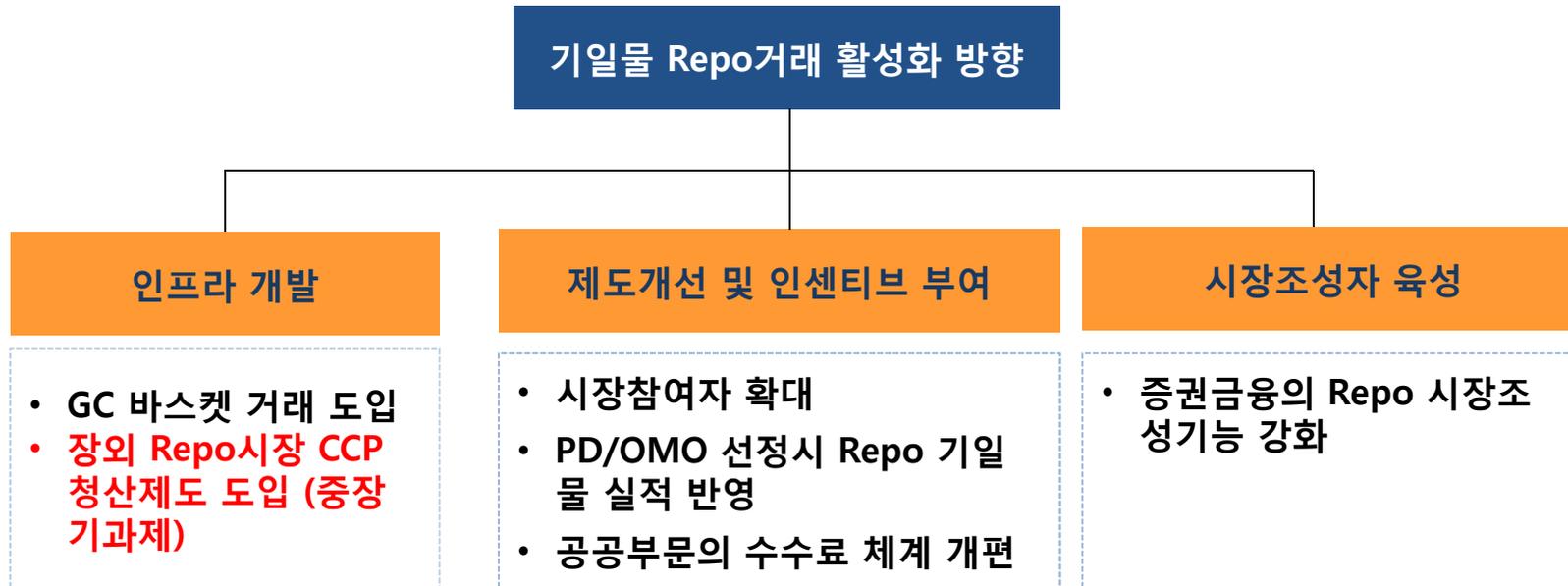


- ❖ 기일물거래 활성화는 금융불안시 Repo시장의 복원력 제고와 시스템 리스크 확산방지를 위해 가장 중요한 필요조건으로 우선적으로 고려될 필요 (유럽과 미국 Repo시장의 교훈)
 - 현재와 같은 익일물 중심의 Repo 시장구조에서는 헤어컷의 경제적 기능 제고도 요원
 - 기간물거래 활성화는 국내 Repo시장의 구조적 변화를 위한 전제조건



Repo시장 정책방향

- ❖ 미국이나 유럽과 같은 직접적인 유동성 규제 보다는 시장자율에 의한 기간물거래 활성화가 우선적으로 고려될 필요가 있으며, 이를 위해 기간물 활성화를 위한 인프라 개발, 제도·인센티브 개선, Repo시장의 시장조성자 육성을 위한 정책적 노력이 필요



- ❖ 단, **현재 국내 증권사들은 위기 이전 미국 Tri-party시장의 증권딜러와 유사하게 익일물 Repo거래를 통해 보유증권을 파이낸싱하고 있으므로 이에 대한 위험을 점검할 필요**
 - 국내 증권사의 경우, Repo거래 외에 콜거래와 전단채를 통한 자금조달도 초단기 비중이 높으므로 증권사의 전반적인 유동성 리스크를 점검할 필요
 - 이를 위해 현실성 있는 가정을 도입하여 스트레스 테스트를 시행할 필요
 - 미국과 유럽의 금융기관도 정기적으로 스트레스 테스트를 시행 중

Repo시장 인프라 개발: 장외 Repo거래 CCP청산제도 도입

- ❖ **CCP 청산제도는 금융불안시 Repo시장의 안정성과 복원력 제고에 중요한 역할을 수행할 가능성이 높음 (유럽 Repo시장의 신속한 복원 사례)**
 - 유럽에서는 은행간 거래의 대부분이 CCP 청산, 미국도 달러간 거래는 모두 CCP 청산
 - Repo CCP제도의 존재여부는 기일물 활성화와 함께 Repo시장의 안정적 작동을 위해 매우 중요 (Mancini, 2015)
- ❖ **국내에도 장외 Repo거래 CCP 청산제도 도입이 반드시 필요, 하지만 국내 시장구조에 요구되는 CCP 청산모델은 아직 해외에서도 성공적으로 도입된 사례가 없음**
 - 현재 미국과 유럽에서는 대형 은행 및 증권사간 거래만 CCP 청산 대상
 - MMF와 같은 비은행 금융기관의 거래에 대한 CCP 청산은 기술적, 제도적으로 매우 어려운 과제 (비청산회원의 청산회원을 통한 Repo거래 CCP 청산은 실질적으로 불가능)
 - 비은행 금융기관의 청산기금 출연 이슈, MMF에 대한 margining 및 신용등급 적용 이슈 등
 - Repo인프라가 가장 발달한 유럽에서도 이제 막 도입이 시도되고 있거나(Eurex Clearing), 준비 중 (LCH.Clearnet)
 - 미국에서도 Tri-party repo시장의 시스템 리스크 해소를 위한 궁극적인 해결책으로 CCP 청산제도의 도입이 고려되고 있으나, 현금투자기관의 CCP 참여에 대한 기술적 어려움으로 진척에 난항
 - 엄격한 청산회원 선정과 위험관리가 전제되지 않은 CCP 청산제도는 시스템 리스크 요인 (예: 리먼 파산 당시 미국 달러간시장의 CCP인 FICC의 계약의무 불이행)
- ❖ **따라서 국내시장에 적합한 Repo CCP 도입에는 상당한 시간이 요구될 것이므로, 제도도입을 위한 정책적 노력을 서두를 필요**

단기금융시장 거래정보 보고 관련 시장규율 현황

- ❖ 금융위기의 교훈은 규제당국이 Repo시장을 포함하여 단기금융시장에서 축적되고 있는 시스템 리스크 요인을 적시에 파악하지 못했다는 점
 - 아직까지도 미국과 유럽 모두 전체 단기금융시장의 규모와 금융기관별 거래내역이 정확하게 파악되고 있지 않음
- ❖ 금융위기 이후 주요국 규제당국과 중앙은행은 단기금융시장의 현황(거래정보) 파악을 위한 정책적 노력을 지속 중으로, **금융기관의 거래정보 보고의무를 법제화**
 - 금융안정위원회(FSB)는 그림자 금융의 감독과 규제를 위한 선제적 요건으로 규제당국에 의한 담보부 거래 정보수집을 정책권고안을 제시
 - 동 권고안은 2013년에 G20 정상회의에서 채택 → 미국과 유럽의 규제당국은 동 권고안에 따라 담보부 시장의 거래정보 보고 의무화를 추진
 - 각국 중앙은행 또한 단기금융시장 모니터링을 위해 은행을 대상으로 거래내역 보고 의무화를 추진

단기금융시장 거래정보 보고 관련 시장규율 정비 현황



단기금융시장 거래정보 보고 관련 시장규율 현황

	담당 기관, 법령	주요 내용	추진 경과
EU	담당기관) 유럽증권감독기구(ESMA) '증권파이낸싱 거래 보고에 관한 법' (Securities Financing Reporting Regulation: SFTR)	보고주체) 모든 금융기관, 일반기업 보고내용) 증권파이낸싱(Repo, 증권대차) 관련 모든 거래내역을 일별로 규제당국에 제출, 거래내역 취합은 거래정보저장소(TR)가 담당	'16.1월 입법완료 '18.4월 은행을 시작으로 적용 대상 기관 확대
	담당기관) ECB '단기금융시장 통계 보고에 관한 법' (Money Market Statistical Reporting Regulation: MMSR)	보고주체) 은행 보고내용) 은행이 은행, 비은행 금융기관, 일반기업, 정부 등과 체결한 담보부 거래(Repo, 증권대차), 무담보부 거래(콜, CP, CD), OIS, 외환스왑거래 내역을 일별로 ECB에 제출	'16.7월 시행
영국	담당기관) BOE '영란은행법에 기초한 스털링 단기금융시장 통계 수집' (Sterling Money Market Data Collection: SMMR)	보고주체) 은행, 대형 금융투자회사 보고내용) 은행이 은행, 비은행 금융기관, 일반기업과 체결한 담보부 거래(Repo, 증권대차) 및 무담보부 거래(콜, CP, CD 등) 내역을 일별로 BOE에 제출	'16년 하반기 시행
	담당기관) 뉴욕 연준 '연준법에 기초한 선별적 단기금융시장 거래 내역 보고' (FR2420)	보고주체) 은행 보고내용) 예금, 유로달러, CD 거래내역을 일별로 연준에 제출	'14.3월 시행
미국	담당기관) 뉴욕 연준 Tri-party repo시장 개혁 TF 권고에 따른 'Tri-party repo data collection'	보고주체) 청산은행 (JPMC, BNYM) 보고내용) Tri-party repo시장의 거래내역을 뉴욕연준에 제출	'10.5월 시행
	담당기관) SEC, 금융조사국(OFI) 양자간 Repo시장의 거래내역 보고	입법 추진 중	입법 추진 중

평가 및 시사점) 거래정보 보고의 필요성은 있으나 담당기관이 혼재되어 금융기관의 부담이 가중되고, 취합 정보 또한 기관별로 상이 → 전체 단기금융시장의 통합적 현황파악에 한계

지표금리의 산출 및 관리를 위한 시장규율 현황

- ❖ Libor 조작스캔들 이후 주요국을 중심으로 지표금리의 신뢰성과 투명성을 회복하기 위한 규제와 개혁이 진행 중
 - 지표금리의 산출 및 관리를 위한 시장규율 정립방향은 1) 지표금리 산출과 관련된 활동의 규제, 2) 기존 지표금리 산출방법 개혁, 3) 기존 지표금리를 대체하기 위한 새로운 지표금리의 개발로 구분되어 진행

지표금리의 산출 및 관리를 위한 해외 시장규율 정립방향

1	지표금리 관련 활동*의 규제 *데이터 제공, 금리산출 및 관리, 지표금리 활용
2	기존 지표금리 (Libor, Euribor 등) 산출방법 개혁
3	대체 지표금리 개발

지표금리의 산출 및 관리를 위한 시장규율 현황

- ❖ 지표금리 관련 활동의 규제) 영국과 EU 차원에서 개별적인 규제가 추진되어 왔으나, 올해 EU 지표금리(벤치마크)법*을 통해 통합
 - EU 지표금리법: '금융상품, 금융계약 또는 투자펀드 성과에 벤치마크로 사용되는 지표금리에 관한 유럽의회 법'
 - Libor 조작스캔들 당시에는 지표금리의 산출과 관련된 활동이 규제 대상에서 제외
 - EU 지표금리법에서는 **지표금리와 관련된 일체의 활동에 대한 규제**를 통해 지표금리의 신뢰를 확보함으로써 금융소비자와 투자자를 보호하고, 실물경제의 왜곡과 금융시장의 신뢰상실을 방지

EU 지표금리법의 주요 내용

정보제공기관 규제 (의무) (호가, 거래금리 제출)	1. 금융시장에서 활용도가 높은 중요 지표금리의 경우 규제당국이 기존 정보제공자의 정보제공 중단을 통제 가능, 규제당국이 특정 금융기관에게 정보제공을 강제화 가능 2. 정보제공기관은 제공정보에 대한 이해상충 방지와 정보의 신뢰성과 정확성을 보장할 수 있는 내부통제장치 확보
지표금리 관리기관 규제 (의무)	1. 지표금리 관리기관은 규제당국의 승인 및 감독 대상 2. 관리기관은 내부 거버넌스와 이해상충 방지정책, 내부감시 및 통제장치를 갖추어야 함
지표금리 활용기관 규제 (의무)	지표금리를 사용하는 금융기관은 지표금리에 중대한 변화가 발생하거나, 지표금리 산출이 중단될 경우에 대비할 수 있는 문서화된 contingency plan을 보유할 의무 (동 계획서에는 기존 지표금리를 대체할 수 있는 지표금리가 제시되어야 함)

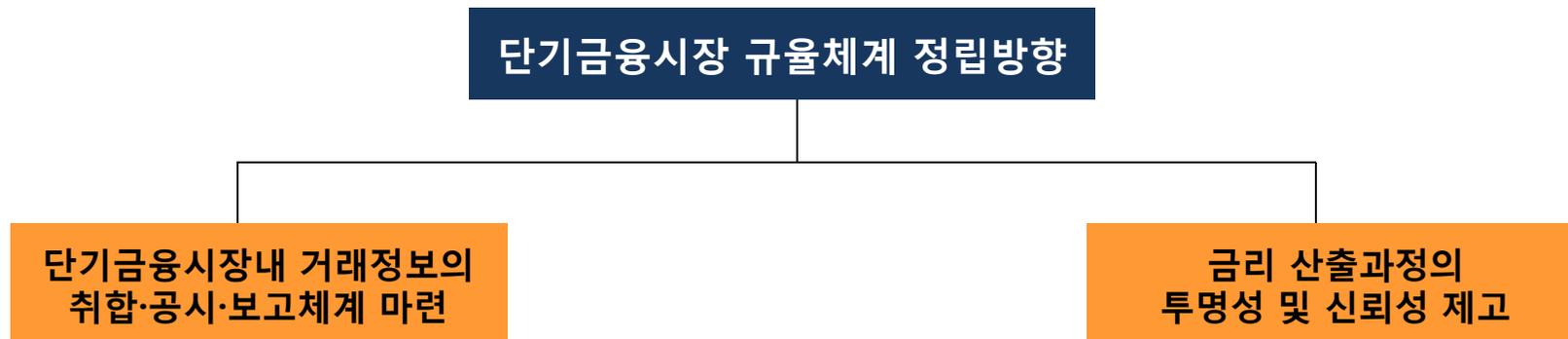
대체지표금리 개발 현황



- ❖ **미국과 유럽 모두 기존 Libor, Euribor 금리를 대체할 수 있는 새로운 지표금리인 무위험 지표금리 (Risk Free Rate: RFR)를 개발 중**
 - 기존 지표금리에 대해 호가기반에서 거래정보기반으로 산출방법을 개선 중이나, 규제 등의 영향으로 은행간 무담보 거래가 크게 감소하여 지표로서의 신뢰 저하
- ❖ **중앙은행과 민간 공동으로 다양한 무위험 지표금리 후보를 논의 중이며, 공통적으로 일반담보 Repo 거래금리를 유력한 대체금리로 고려 중**
 - EU는 Euribor 관리를 담당하는 EMMI(European Money Market Institute)와 자율기구인 ERCC(European Repo and Collateral Council)를 중심으로 Repo금리를 통한 벤치마크 개발을 진행 중
 - 영국은 BOE가 SONIA금리 또는 Repo금리 중 대체지표금리를 선정할 계획
 - 미국은 FRB New York이 주관하는 대체지표금리 위원회(Alternative Reference Rate Committee: ARRC)에서 일반담보 Repo금리를 대체지표금리로 고려 중
- ❖ **궁극적으로는 선정된 대체지표금리로 기존 지표금리를 대체할 계획**
 - 국가에 따라 일시적 대체(big-bang approach) 또는 점진적 대체를 추진할 계획

단기금융시장 규율체계 정립을 위한 정책방향

- ❖ 단기금융시장이 안정적·효율적으로 성장해 나갈 수 있도록 단기금융시장에 대한 규율체계를 정립할 필요
 - **안정성 제고**
 - 관계당국(규제·감독기관, 중앙은행)이 단기금융시장의 리스크에 적시 대응할 수 있도록 금융기관의 단기금융 거래정보에 대한 보고체계를 마련
 - **효율성 제고**
 - 단기금융시장의 거래정보가 시장참여자들에게 적시에 정확하게 전달될 수 있는 거래정보 공시체계를 마련
 - 지표금리의 신뢰성과 투명성을 확보할 수 있는 규율체계 정립
 - 장기적으로 기간물 Repo거래를 활성화하여 기존 지표금리를 대체하는 방안을 검토



거래정보의 취합 · 공시 · 보고체계 마련

❖ 단기금융시장 거래정보 보고체계 마련

- 현재는 금융기관들이 업무보고서를 통해 단기금융시장 섹터별로 월간 운용(차입)잔액만을 익월말까지 관계당국에 보고하고 있어, 관계당국의 시장 모니터링에 한계
- 따라서 미국·유럽과 같이 금융기관의 단기금융 관련 보고의무를 법제화할 필요
- 금융기관의 부담을 줄이기 위해, 기존에 법적인 근거에 기초하여 콜·Repo·전단채·CD·CP의 거래정보를 취합·관리하고 있는 기관들의 인프라를 활용할 필요
- 다만, 기존 기관들이 포괄하지 못하는 거래정보의 경우에는 금융기관이 규제당국에 직접 일별·월별로 보고하게 하는 체계를 마련

❖ 거래정보 취합·공시의 체계화

- 현재 콜·Repo·전단채·CD·CP에 대해 각 기관별로 취합·공시하는 거래정보의 범위가 시장별로 상이하고 정확성·포괄성 검증에도 한계가 존재
- 따라서 시장참여자들이 필요로 하는 정보가 적시에 제공될 수 있도록 공시되는 정보의 범위와 내용을 체계화·명확화할 필요

금리 산출과정의 투명성 · 신뢰성 제고

❖ 지표금리의 산출을 위한 정보제공 및 지표금리 관리활동의 규율체계 확립

- CD금리와 코리보 금리 산출시 지표관리기관의 경우 관계당국과 협력하여 모범규준을 정비
- 하지만 금리를 제공하는 금융기관의 내부통제 체계 등은 미흡한 수준
- 따라서 정보제공자의 이해상충 방지와 정보의 신뢰성과 정확성을 보장할 수 있는 내부통제 장치 확보를 규율함으로써, 정보제공기관의 책임과 의무를 강화해야 할 필요
- 또한 CD와 같은 중요 지표금리의 경우, 지표산출의 안정성을 위해 필요시 관계당국이 법적 근거에 의해 금융기관의 정보제출을 강제화할 수 있는 방안도 검토 필요 (참고 EU 지표금리법)
- CD금리의 경우, 이자율 스왑·구조화 상품과 함께 은행의 신용대출·기업대출시 활용도가 높은 점을 감안할 때, 현재의 의무발행은 지속될 필요

참고] 미국과 유럽 Repo시장의 헤어컷 관리 현황

- ❖ 미국과 유럽에서는 거래상대방과 담보증권에 따라 헤어컷이 차별화되며, 위험의 변화에 따라 헤어컷도 변화 (헤어컷을 통한 적극적인 위험관리)
 - 담보증권의 위험과 함께 거래상대방 위험도 매우 중요한 요인으로 고려
 - Repo거래에서도 거래상대방 위험이 일차적인 중요성 (금융위기의 교훈, 시장참여자)
 - Repo거래상대방 선정시 대부분의 금융기관은 내부신용평가 모형을 활용
 - 헤어컷을 통한 거래상대방/담보증권의 위험관리는 시장충격시 Repo시장의 안정성 제고를 위해 중요한 필요조건 (Martin et al, 2014)
 - **국내시장과 같은 획일적인 헤어컷 (증거금율) 적용은 사례가 없음 (Repo시장 고유의 특성 부족)**
 - **국채의 경우, 미국과 유럽에서는 대략 2~3% 수준의 헤어컷을 적용**
 - 국내에서 만기 10년 이하 국채와 통안채에 적용되는 5%의 증거금은 다소 과도하다는 의견이 지배적 (미국, 유럽 시장참여자)

Repo 헤어컷 결정과정

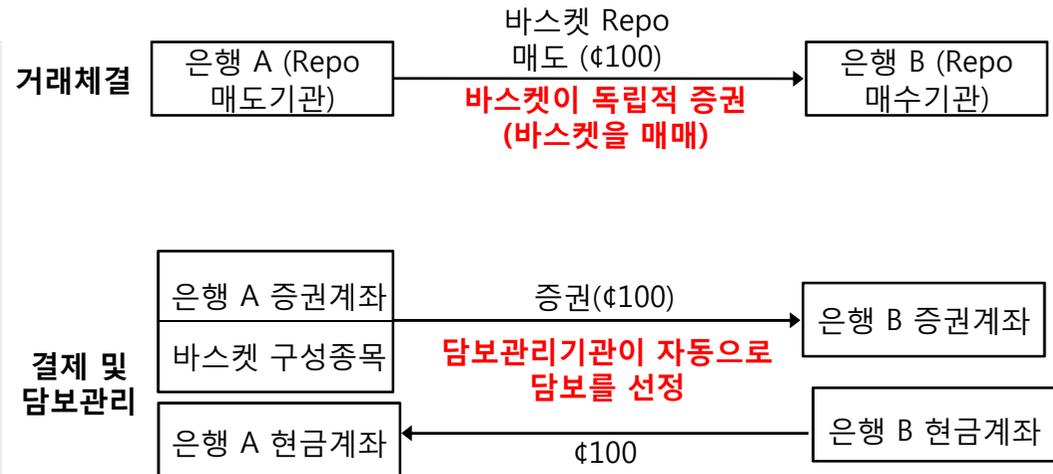
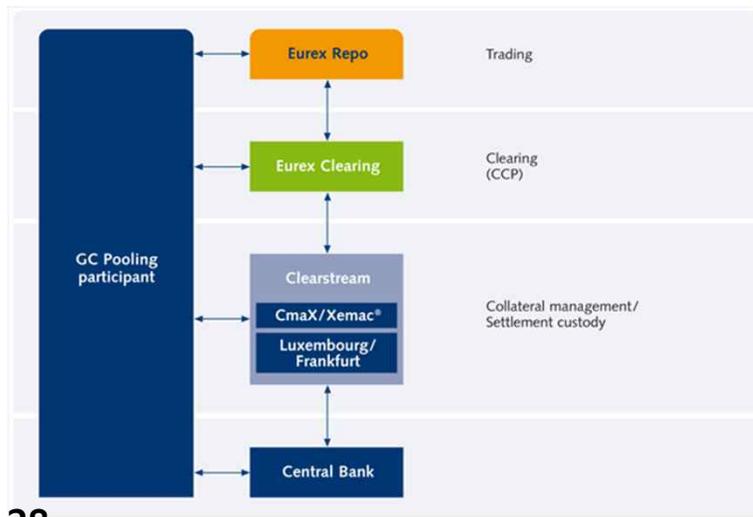


참고] Eurex Repo의 Euro GC Pooling

❖ GC Basket 거래 도입 (벤치마크: Eurex Repo의 Euro GC Pooling)

- Euro GC Pooling은 현존하는 Repo거래 중 가장 진보된 상품으로, Eurex Repo가 구성한 바스켓을 하나의 증권으로 인식 → Repo 거래당사자는 바스켓 구성 종목이 아닌 바스켓을 거래
 - Repo 매도기관은 바스켓 구성 종목 중 일부를 담보관리기관인 Clearstream의 GC Pooling 계좌에 예치하면, 거래 후 담보의 선정 및 결제는 Clearstream이 자동으로 수행
 - 담보교체시에도 Repo 매도자가 교체할 기존담보를 선정하면, Clearstream이 Repo 매도자의 계좌에서 Repo 매수자에게 제공될 담보를 자동으로 선정하여 교체
- 미국의 GCF거래는 국내에 필요한 형태의 담보교체 메커니즘이 없음 (담보교체 대신 매일 모든 Repo거래를 오전에 unwind 오후에 rewind)
- Euro GC Pooling과 같은 자동화된 GC 바스켓 도입에는 인프라 개발 등 시일이 요구되므로, 우선 현행 예탁원 GCF Repo를 개선하여 담보교체의 편의성을 제고할 필요
- 장기적으로는 바스켓에 종목코드 부여와 함께 자동화된 담보관리를 추진할 필요

Eurex Repo의 Euro GC Pooling



감사합니다