
RP시장의 효율성·안정성 제고를 위한 개선방안

2019. 3.

금 융 위 원 회
금 융 감 독 원

I. 단기자금시장 현황

1 | 단기자금시장

□ 단기자금시장*은 콜 시장, 환매조건부매매(RP) 시장, 양도성예금증서(CD) 시장, 기업어음(CP) 시장, 전자단기사채 시장으로 구분

* 금융기관 및 일반기업이 단기적(1년 이하)으로 자금을 차입·운용하는 시장

□ 그간 시중유동성 증가 등으로 단기자금시장이 지속 확대*되며 총잔액은 약 321조원, 일평균 거래(발행)액은 약 93조원 수준

* (단기자금시장 잔액, 조원) ('13년말) 196.8 → ('15년말) 220.2 → ('18년말) 320.9

○ 그 중 RP시장은 지속적인 빠른 성장세*를 보이면서 단기자금시장의 전체 일평균 거래규모 중 81.3%를 차지

* (RP잔액, 조원) ('13년말) 27.1 → ('15년말) 43.8 → ('18년말) 95.5

(조원, '18년말)	총계	콜	RP	CD	CP	전단채
잔액	320.9	12.3	95.5	8.8	158.5	45.8
거래·발행액(일평균)	92.7	11.2	75.4	0.1	1.4	4.6

2 | 환매조건부매매(RP) 시장 성장배경

① 콜시장 편중으로 인한 시스템리스크 축소 등을 위해 제2금융권의 콜시장 참여를 제한('15.3월)하면서 거래수요가 RP시장으로 이전

○ RP거래는 여타 단기자금시장과 달리 증권을 담보로 하는 단기간 차입거래로서 무담보차입보다 안정적인 거래로 부각*

* Repo 대상 증권의 매수자(자금공급자)가 거래상대방이 자금반환 채무를 불이행하는 경우 담보물인 증권을 처분하여 자금회수 가능

② 헤지펀드 규제완화*로 금투업자들은 RP 매도를 통해 레버리지 투자를 증가시키면서 RP 시장이 확대

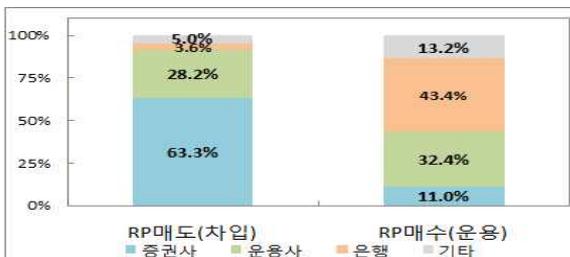
* 증권사 헤지펀드 업무 허용('16.6월) 등 당국의 사모펀드 활성화정책에 힘입어 빠르게 성장('13년 1.8조원 → '18년 24.0조원)

II. RP시장 현황과 리스크 요인

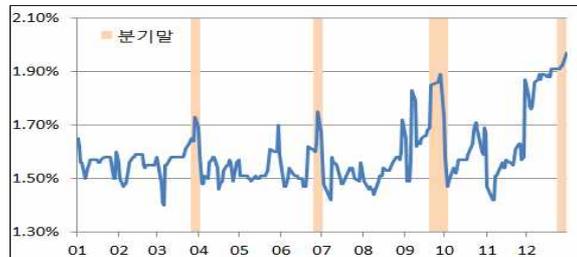
1 RP시장 현황

- (참여자) RP시장 참가자는 증권사, 운용사, 은행 등 금융회사
 - (매도) 주로 증권사, 운용사가 RP를 매도해 자금을 조달
 - * (매도비중, '18) 증권사 63%, 운용사 28.2%, 은행 3% 등
 - (매수) 주로 은행, 자산운용사(주로 공모펀드) 등이 자금을 공급
 - * (매수비중, '18) 운용사 32%, 은행신탁 25%, 은행 18%, 증권신탁 5% 등
- (유동성리스크) 최근 RP시장에서의 유동성리스크가 확대되는 모습
 - 월말, 분기말에 RP금리가 일시적으로 급등하고, 일부 RP차입 기관들의 차환이 원활하지 못하는 사례*가 발생
 - * 이때, 은행의 RP매수를 유도하기 위해 한은은 RP매각규모 조정을 통한 지준공급량 증대
 - RP매도자가 자금을 상환하지 못할 경우 RP매수자는 담보증권을 낮은 가격으로 시장에 매도하게 되어 RP시장의 급격한 위축 가능
 - * '08년 금융위기 당시, 미국 RP시장 유동성 위기로 거래 규모가 급감 (미국 RP거래 잔액, 조달러) ('08.3월) 5.94 →('08.12월) 2.98
 - 또한, 콜·CP 등 여타 단기자금시장에서의 거래 위축 및 RP담보 채권 급매로 이어지면서 채권시장에도 영향이 파급될 소지

<시장참가자별 RP거래 규모>



<18년 1일물 RP금리 >



RP시장 유동성리스크 발생시 파급경로¹

불안요인	주요 파급시장	영향
RP시장 유동성리스크 발생	① RP시장	· RP금리 급등 및 거래 위축
	② 콜·전단채시장	· 콜 / 전단채 금리 상승 및 거래 위축
	③ 채권시장	· 담보채권 급매 및 채권금리 급등

주 : 1) 실선은 직접 파급효과, 점선은 간접파급 효과

2

RP 시장에 내재된 리스크 요인

가. 안정적인 자금공급이 지속되지 않는 경우 발생

- 월말, 분기말에는 법인의 MMF 자금인출, 국고여유자금 회수 등으로 인해 자금공급량이 감소하고 은행도 지준관리, 순안정자금비율*(NSFR) 도입 등으로 자금공급이 감소

* 순안정자금비율(Net Stable Funding Ratio, 18.1월 도입) = $\frac{\text{가용안정자금조달}}{\text{필요안정자금조달}}$

: 은행이 RP 매수시 분모인 필요안정자금 조달이 커져 순안정자금비율 하락

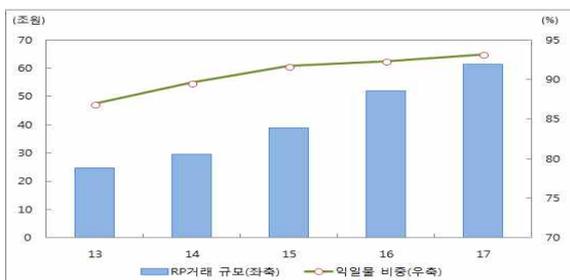
나. 높은 익일물 비중으로 매일 대규모 차환리스크에 노출

- 익일물(거래만기 1일) 비중*이 90%(70.4조원)를 상회하고 있어 스트레스 상황 발생시 즉각 대규모로 자금공급이 중단될 가능성

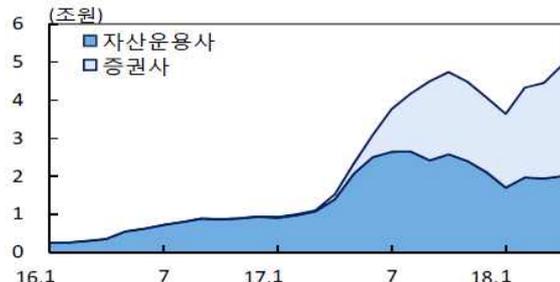
* 익일물RP 거래 비중(%) : '16년 92.3 → '17년 93.2 → '18년 93.4
('08년 미국의 RP시장의 유동성 위기발생 당시의 익일물 비중은 약 70%)

- RP매도자는 그간 차환불능위험에 대한 경계감 없이 익일물을 차환하는 형태로 운용 → 매일 대규모의 차환압력 상존
 - 콜시장에 편중되었던 단기자금시장을 개편한 정책에 따라 담보를 고려하지 않는 1일 자금거래행태가 RP시장에서 그대로 지속
 - 특히, 유희자금을 거의 보유하지 않는 헤지펀드가 레버리지 투자를 위한 익일물 거래를 주도하면서 시장전체 차환리스크도 증대
- 또한, 기일물 유통이 부족해 기일물 금리가 낮은 상태로 고정되어 있어, 자금공급자는 위험을 받아들이면서 자금을 공급할 유인이 없음

RP거래규모(일평균) 및 익일물 비중



채권형 헤지펀드 규모



다. 담보 역할 미비로 RP시장의 취약성 증대

- 은행 등은 RP를 매수하면서 담보 증권의 가치를 평가해 자금을 공급하지 않고 일률적으로 모든 담보 증권을 동일하게 취급
 - * RP 액면가액의 통상 5% 차감 후 자금공급(증권사가 100억짜리 RP 매도시 은행은 95억 자금공급 = 증거금율(헤어컷) 5%)
 - ** 미국, EU시장에서는 담보군별, RP매도자의 신용위험에 따라 헤어컷이 차별적으로 적용
- RP매도자의 신용이 낮거나 담보증권 위험이 높은 경우 증거금율을 높이지 않고, 리스크 대가로 RP 차입금리를 높이는 관행
- 이러한 행태는 시장에 충격이 올 때 RP 시장의 변동성을 크게 높이는 요인으로 작용할 수 있음
 - RP 차환이 되지 않을 경우 RP 매수자들은 RP 담보가치보다 훨씬 낮은 가격으로 담보증권을 매도하는 요인으로 작용

라. 장내 RP거래의 비활성화

- 시장충격 발생시 거래상대방의 결제불이행 위험을 축소할 수 있는 장내 RP거래는 전체 거래규모의 1%에 불과(18년 일평균 거래규모 0.6조원)
 - 장내 RP거래는 거래소가 모든 RP거래의 결제이행을 보증 (CCP기능) → 상대방 위험해소 및 리스크 확산 예방
 - ※ Basel III에서도 적격 CCP를 통한 Repo 청산분과 비청산 Repo간의 위험가중치 차등 적용(적격 CCP를 통한 Repo거래의 경우 위험가중치는 2%, 그외는 20~150%)
 - 그러나, 참여자가 제한적*이고 담보유형 및 담보대체가 한정된 점 등으로 인해 장내 RP거래가 활성화되지 않음
 - * 장외 Repo 시장은 연기금, 보험사 등의 시장참가에 대한 제한이 없으나 현재 거래소 Repo시장은 거래소회원인 증권사 및 은행으로 참가를 제한

Ⅲ. 개선방안

- ◆ 시장의 효율성을 저해하지 않는 범위에서 참가자들이 선제적으로 리스크를 인식·관리토록 유도하기 위한 최소한의 규제 도입
 - RP매도자에 대해 유동성관리를 의무화하여 기일물거래 확대를 유도하고 RP시장의 차환리스크를 완화
 - 시장의 불확실성 및 변동성이 확대될 경우를 대비하여 RP거래 담보의 역할을 강화하고 장내RP거래 확대를 추진

1 RP매도시 차환리스크에 대비한 유동성 관리

- ◆ RP매도자에게 차환이 되지 않을 경우를 대비해 차입규모의 일정 비율만큼 현금성 자산을 보유토록 하여 유동성 리스크 완화
- ◆ 현금 보유비율은 만기별로 차등적용하여 기일물 활성화 유도

- **(적용대상)** 증권, 은행, 펀드 등 모든 RP매도자에게 적용하고, 펀드의 경우 개별 펀드별로 적용
- **(적용비율)** 차환리스크 관리를 위해 현금성자산 보유비율을 최대 20%로 설정('20.3/4부터 적용)
 - ※ '18년의 경우, RP시장의 월중 최소 잔액규모는 최대 잔액대비 5%~23% 감소
 - 참가자들의 적용기간 및 시장충격 완화를 위해 '19.4/4~'20.2/4에는 보유비율을 최대 10%로 하여 적용
 - 차환리스크에 상응하도록 만기에 따라 현금성자산 보유비율을 차등 적용

구분	익일물 (개방형 거래 포함)	기일물*		
		2~3일	4~6일	7일 이상
거래만기	1일	2~3일	4~6일	7일 이상
현금성자산 보유비율('20.3/4~)	20%	10%	5%	0%
(과도기간: '19.4/4~'20.2/4)	10%	5%	3%	0%

- **(현금성 자산)** 현금, 예금, 은행 커미티드 크레딧라인(committed credit line)과 같이 당일 현금화가 가능한 자산*으로 한정

* 현금, 정기 예·적금, 보통예금, 당좌예금, 외화예금, MMDA, CD 등

- **(조치사항)** 금융투자업 규정 개정 → '19년 4/4분기부터 시행

2

담보기능 강화를 위한 최소증거금을 적용

◆ RP거래시 거래리스크를 반영한 최소증거금률(헤어컷) 적용을 통해 담보의 역할을 강화 → RP시장의 경기순응성을 완화

□ (적용대상) 국고채·통안채를 제외한 회사채 등을 담보로 한 장외 거래

- 국고채·통안채는 헐값 매각(Fire Sale)될 가능성이 낮고, 회사채에 대한 평가 등이 제대로 이루어지면 회사채보다 낮은 금리로 자연스럽게 거래될 가능성이 높아 별도 제한 필요성 낮음

□ (적용방식) RP매수자는 RP매수거래(자금공급)시 담보증권 특성과 RP매도자 신용위험이 적절히 반영된 최소증거금율을 마련하여 적용 → 시장 변동성 확대시 RP시장에 충격 완화*

* 스트레스 상황에서 무담보 차입시장은 유동성 경색(자금공급 급감)이 나타나는 반면 담보부 차입시장에서는 담보의 헤어컷 조정을 통한 거래로 유동성리스크 완화

- FSB 최저할인율 등을 참고하여 RP매수자가 상대방의 신용리스크 등을 종합적으로 감안하여 자율적으로 마련

※ 필요시 주요 시장참가자 등과의 TF구성을 통해 참고할 수 있는 최저할인율(안)을 제시

< 예시: FSB 최저할인율 규제 기준* >

담보 잔여만기	담보할인율	
	기업 등이 발행한 채권	증권화 상품**
1년 이하 채권 및 FRN	0.5%	1%
1년 초과, 5년 이하 채권	1.5%	4%
5년 초과, 10년 이하 채권	3%	6%
10년 초과 채권	4%	7%
인덱스 지분상품(index equities)	6%	
기타 자산	10%	

* (FSB) 할인율에 거래상대방의 신용리스크도 반영 권고 (다만 외부 신용평가기관에 기반한 등급별 최저헤어컷 제시는 수동적인 적용을 야기할수 있어 상대방 신용리스크별 최저할인율은 제시하지 않음)

** 일반 회사채에 비해 증권화 상품은 대출채권 매출채권 등을 유동화한 상품으로 시장변동에 따른 가격변동리스크가 큼(기초자산에 대한 위험평가 추가적으로 필요)

□ (조치사항) 자본시장법 시행령 개정 → '19년 4/4분기부터 시행

3

장내 RP거래의 활성화를 위한 제도개선

◆ 안정적인 장내RP거래가 활성화될 수 있도록 참가자(연기금 등) 확대 등 거래편의성을 제고할 수 있는 제도개선

① (참여자 확대) RP시장에 안정적인 자금공급을 증대시키기 위해 장기자금 보유기관인 연기금, 보험사 등 전문투자자*의 참여를 허용

* (현행) 증권사 및 은행 → (개선) 연기금, 정부기관, 운용사, 보험사 등 추가

② (담보유형) RP거래가 가능한 담보채권*에 제1종 국민주택채권 등 유통성이 높고 우량한 채권을 포함

* (현행) 국고채권 및 외국환평형기금채권 → (개선) 제1종 국민주택채권, 주금공이 발행하는 주택저당증권(MBS) 등 추가

③ (담보대체) 모든 RP거래에 대해 계약기간 중 담보 대체가 가능*토록 하고 및 담보 대체 한도(계약당 1회→10회)를 확대

* 채권 대체는 기본적으로 상대방인 담보권자(자금공급자)의 동의를 얻어야 가능하므로 담보제공자의 채권 대체신청 자체를 제한할 필요는 없음

⇒ (조치사항) 거래소 규정개정 → '19년 4/4분기부터 시행

IV. 향후 추진계획

□ 제도개선 시행 등에 따라 금융회사의 자금 조달·운용에 미치는 영향을 점검하면서, 자체적인 유동성리스크 관리를 지속 유도

제도개선 사항	조치사항	일정 · 소관	
1. 유동성 규제	▶ 금투업규정 개정	'19.3/4	금융위
	▶ 유동성비율 적용	'19.4/4~	금감원
2. 최소증거금률 적용	▶ 자본시장법 시행령 개정	'19.3/4	금융위
	▶ 최소증거금률 마련·적용	'19.4/4~	금융회사등
3. 장내RP거래 활성화	▶ 거래소규정 개정	'19.2/4	금융위
	▶ 거래소 시스템 마련	'19.3/4	거래소
	▶ 제도개선 시행	'19.4/4~	거래소