



지표금리 체제전환 관련 글로벌 동향과 시사점

김 남 종 (연구위원, 3705-6266)

LIBOR금리의 통화 및 만기별 영구적인 산출 중단 시점이 확정됨에 따라 주요국들을 중심으로 무위험 대체지표금리(RFR)로의 글로벌 지표금리 체제이전 작업이 가속화되고 있음. 현재까지 통화 및 자산 유형에 따라 RFR로의 이전 속도가 상이한데, 대체로 대출 부문의 시장 수용도가 낮은 것으로 나타남. 이와 관련하여 기간물 RFR의 필요성 및 은행권 신용위험을 반영한 선도적 기간물 금리(forward-looking term rate)의 활용 여부에 대해 주요국 규제기관과 시장참가자들 간 시각차가 있어 향후 추이가 주목됨. 우리나라 또한 올해 2월 RFR 선정 작업을 완료함에 따라 RFR의 시장 정착을 위해 시장과의 커뮤니케이션을 강화하고 활발한 시장 조성을 도모할 필요가 있음.

- 2021년 3월 5일 영국 금융감독청(Financial Conduct Authority: FCA)의 발표¹⁾로 통화별, 만기별 LIBOR금리의 산출 종료 시점이 확정됨에 따라 글로벌 지표금리 체제 전환의 시급성이 커짐.*
 - * LIBOR금리의 종료와 관련한 자세한 내용은 글로벌 금융이슈를 참조
 - 2017년 Bailey 당시 FCA 청장이 2021년 이후부터 패널은행들에게 금리 호가 제출을 강제하지 않겠다고 밝힘으로써 LIBOR금리 산출 중단이 가시화되기 시작하였고, 2021년 3월 5일 선언*을 통해 통화별, 만기별 산출 종료 시점이 사실상 확정됨.
 - * 5대 통화 중 파운드화, 유로화, 엔화, 스위스 프랑의 경우 2021년 12월 31일을 마지막으로, 미 달러화의 경우 1주일 및 2개월 만기는 2021년 12월 31일, 나머지 만기는 2023년 6월 30일을 마지막으로 각각 LIBOR금리 산출이 종료되거나 산출되더라도 시장에 대한 대표성을 상실하게 될 예정임.²⁾
 - 이들 통화의 경우 이미 무위험 대체지표금리(Alternative Risk-Free Rate: RFR)로의 체제이전 작업이 진행되고 있는데, 동 선언 이후 체제이전의 시급성을 강조하는 목소리가 커짐.
 - * 미국은 SOFR(Secured Overnight Financing Rate), 영국은 Reformed SONIA(Sterling Overnight Index Average), 유로존은 ESTER(Euro Short-Term Rate), 일본은 TONA(Tokyo Overnight Average Rate), 스위스는 SARON(Swiss Average Rate Overnight)을 각각 RFR로 선정하였음.

1) Financial Conduct Authority, 'FCA Announcements on future cessation and loss of representativeness of the LIBOR benchmarks', 2021. 3. 5

2) 특정 통화 및 만기에 대해서는 대체조항을 만들기 어려운 LIBOR 잔존계약(tough legacy contracts)의 처리를 위해 이른바 'Synthetic LIBOR'가 고시될 예정임.

- * 최근 Quarles 미 연준 부의장은 시장참가자들이 LIBOR금리가 존속될 수 있다는 무의미한 기대를 갖지 말고 조속히 체제이전에 나서도록 촉구함.³⁾
 - 우리나라의 경우에도 LIBOR금리 연동 잔존계약(legacy contract) 문제가 있고, RFR 개발 작업을 완료한 상황이기 때문에 이들 주요 통화의 관련 체제이전 동향 및 주요 이슈를 파악할 필요가 있음.
 - * 우리나라의 「지표금리 개선 추진단」 산하 「대체지표금리 작업반」은 올해 2월에 국내 RFR로 '국채·통안증권 RP금리'를 최종 선정하였음.⁴⁾
- 현재까지 주요 통화의 지표이전 진행상황을 보면, 파생상품과 현물상품(cash product) 모두 대부분의 영역에서 여전히 LIBOR 비중이 압도적인 가운데, 특히 대출 부문에서 RFR의 지표 활용이 활발하지 않은 것으로 나타남.
- 가장 시급한 과제인 LIBOR 연동 잔존계약 처리 문제의 경우는 필요한 제도적 장치들이 도입되면서 비교적 순조롭게 진행되고 있는 것으로 판단됨.
 - * ISDA(International Swaps and Derivatives Association)는 IBOR(Interbank-Offered Rate)금리 연동 파생상품계약의 IBOR금리 산출 중단에 대비한 조항 정비 및 프로토콜 마련 작업을 완료함.
 - * 미국 ARRC(Alternative Reference Rates Committee)의 대체조항 권고안, 산출 중단 시 자동적으로 LIBOR를 SOFR로 대체 가능하게 하는 뉴욕주 법안 통과 등으로 현물상품의 잔존계약 해결 문제도 진전을 보이고 있음.
 - 한편, RFR 적용 분야의 시장 조성과 관련하여 파생상품의 경우 아직 LIBOR 비중이 훨씬 크지만, 주요국 기관들의 RFR 지원 강화 속에 점차 진전이 빨라질 것으로 전망됨.
 - * ISDA의 자료에 따르면, 2021년 5월 기준 6개 통화(5대 통화 + 호주 달러화) 합산에 대한 전체 이자율 파생상품 중 RFR 연동 거래의 비중은 12%를 넘지 않는 것으로 나타남(그림 1)).
 - * 하지만 상대적으로 RFR로의 체제이전이 순조롭게 진행되고 있는 영국의 경우, 선물, 스왑 모두 SONIA 비중이 지속적으로 커지고 있고, SONIA 연동 상품의 비중도 50%를 상회하는 것으로 나타남.
 - * SONIA의 성공적인 시장 안착에는 달러 간 스왑거래에서 호가 방식(quoting convention)을 LIBOR에서 SONIA로 전환하는 'SONIA First' 이니셔티브가 중요한 기여를 한 것으로 평가되는데, 미국 또한 이와 유사한 'SOFR First' 이니셔티브가 금년 7월 26일 이후 적용될 예정임.
 - 현물상품의 경우 RFR 연동 변동금리부 채권(Floating Rate Note: FRN)의 발행 규모가 빠르게 확대되었으나, 기업대출 분야의 RFR 사용은 미미함.
 - * 미국은 Fannie Mae, Freddie Mac의 주도로 SOFR FRN 발행규모가 LIBOR FRN 발행규모를 크게 상회하고 있고 모기지담보부증권(MBS)의 발행량도 증가하는 추세이며,⁵⁾ 영국, 스위스도 FRN 등 현물상품 분야의 RFR 사용이 활발함.⁶⁾
 - * 이에 비해 대출 부문은 LIBOR 위주의 관행이 크게 변하지 않고 있어 주요 글로벌 유관 기관들에 의해 취약한 지점으로 지적되고 있음.⁷⁾
- 대출부문 지표금리와 관련하여 은행권을 중심으로 신용위험을 포함하는 기간물 지표금리에 대한 수요가 형성되고 있으나, 글로벌 지표개혁을 주도하는 공적 기구들은 이들 금리에 대해 강한 부정적 기조를 보이고 있어 양측

3) "... The deniers and the laggards are engaging in magical thinking. LIBOR is over."(Financial Stability Oversight Council 회의, 2021. 6. 11 참조)

4) 한국은행 보도자료(2021. 2. 26) 참조

5) PWC, 'LIBOR Transition Market update: May 1-15, 2021' 등 참조

6) Financial Stability Board, 'Interest rate benchmark reform Overnight risk-free rates and term rates', 2021. 6. 2 등 참조

7) ARRC, 'Progress Report: The Transition from U.S. Dollar LIBOR', 2021.3.31, SOFR Symposium 1, 2021. 3. 22 등 참조

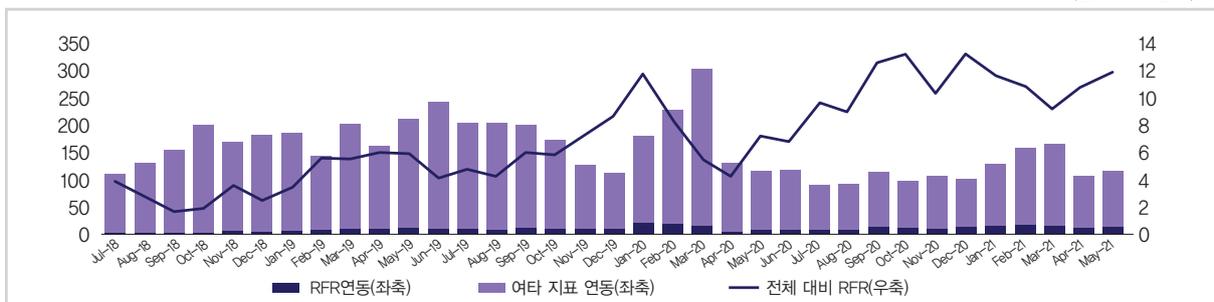


의 간극이 중요한 이슈로 부각됨.

- RFR은 익일물 금리이기 때문에 기간물 금리로 사용되기 위해서는 이자지급 기간에 대해 복리계산(compounding) 등을 통해 해당 기간 중 익일물 RFR을 누적시킨 금리를 적용해야 함.
- 따라서 은행의 대출준거 금리로 사용될 경우 이자지급 기간 시작 시점에 지급이자를 알기 어렵고, 금리 변화에 대한 시장의 기대가 반영되어 있지 않으며, 또한 무위험 금리이기 때문에 은행의 신용위험이 배제됨.
 - * 이자지급 기간 시작시점부터 복리계산을 하여 지급일에 가까워져서야 지급이자가 확정되는 이른바 'In Arrears' 방식으로 계산할 경우 시작 시점에 지급이자를 확정할 수 없고, 직전 이자지급 기간 중 복리계산된 RFR을 현재의 이자지급 기간에 적용하는 'In Advance' 방식의 경우 미리 이자비용을 알 수는 있지만, 시장의 기대가 반영된 선도적 기간금리(forward-looking rate)는 아님.
- Term RFR의 사용 가능성도 불확실하기 때문에 은행들은 자신들의 신용위험이 반영된(Credit Sensitive Rate: CSR) 여타 선도적 기간금리를 대안으로 고려하기 시작함.
 - * Term RFR은 RFR 기반 선물 및 OIS(Overnight Indexed Swap)의 고정금리 부분으로 선도적 기간금리에 해당하지만, 동 시장들이 발달해야만 사용이 가능하며, FSB 및 주요국 RFR 워킹그룹들은 익일물 RFR 대비 유동성 부족 등의 문제를 근거로 Term RFR의 적용 대상을 제한함.
 - * BSBY(Bloomberg Short Term Bank Yield Index), Ameribor 등 은행의 자금조달비용을 반영한 CSR 선도적 기간금리들이 대안으로 대두됨.
- 은행들은 안전자산 선호(flight to safety) 속성을 내재한 무위험 RFR이 은행의 자금경색 국면을 제대로 반영하지 못한다고 인식하고 있고, 익일물 금리를 'In Arrears'로 복리계산해서 사용하는 방식도 기존 관행과 많이 다르기 때문에 운용상의 문제를 야기할 수 있다고 우려함.
- 하지만 RFR 관련 공적 기관들은 기초시장 유동성, 금리 변동성 등의 문제를 들어 CSR 기간금리 사용에 대한 강한 부정적 시각을 나타내면서 대부분의 경우에 RFR을 복리계산한 기간금리로 충분하다고 주장하고 있어 향후 전개양상이 지표체제 재편에 중요한 함의를 제공할 것으로 보임.
 - * 일례로, Gensler 미 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC) 위원장은 유동성이 부족한 CD 및 CP 시장에 기반하여 작성된 지표들은 FSB가 제시하는 안정성 기준을 충족하지 못한다고 주장하였고, 나아가 특히 BSBY 지표 및 이를 사용하려는 은행들을 지목하여 강하게 비판함.⁸⁾

<그림 1> 이자를 파생상품의 월별 구성 추이

(단위 : 조 달러, %)



주 : 실선은 명목거래(traded notional) 기준 전체 이자를 파생상품(장내, 장외거래) 중 RFR 연동 상품의 비중임.
자료 : ISDA

8) Gary Gensler, 'Prepared Remarks Before the Financial Stability Oversight Council', 2021. 6. 11



* 이는 2020년 3월 코로나19 위기 중 CP 시장의 급격한 유동성 악화에 의한 CSR 금리 급등 현상을 자금조달여건 변화의 적절한 반영으로 보는 은행들과 과도한 변동성으로 보는 공적 기관들 간의 시각차를 나타냄.

- 우리나라의 경우 전술한 글로벌 지표금리 체제 전환의 전개양상을 고려하여 향후 RFR 시장 정착을 위한 방안을 모색해야 할 시점으로 판단됨.
 - 우리나라는 미국 등 주요국들처럼 자국통화 LIBOR금리를 사용하지 않기 때문에 강제로 기존의 지표금리 체제가 종료되고 RFR로 이행하는 상황이 아니라는 점에서 이들 국가와 차이가 있음.
 - 하지만 글로벌 지표금리 개혁이 기초시장 유동성 부족 및 거래기반 금리 산출의 어려움이라는 기존 지표의 근본적 한계에 대한 문제의식에서 출발하였고, RFR은 유동성 및 거래량 측면에서 글로벌 공적 기구들에 의해 가장 선호되는 금리이기 때문에 향후 非LIBOR 국가들에게까지 RFR 사용이 확대될 가능성은 충분함.
 - 또한 당장 RFR로의 체제 전환을 하지 않는다고 해도 기존 지표들의 글로벌 평가기준 정합성 제고를 위해 이들 지표의 산출 중단에 대비한 대체금리(fallback rate)를 마련해야 하는데, 상기한 맥락에서 RFR이 가장 적합한 대체금리이기 때문에 미리 시장 조성을 해 둘 필요가 있음.
 - RFR 시장 조성 문제와 관련하여, 거래량을 늘리기 위해서는 시장참가자들의 신뢰가 필요하고, 신뢰를 위해서는 거래량이 뒷받침되어야 하는 ‘닭이 먼저냐 달걀이 먼저냐(chicken-and-eggs)’의 상황이며, RFR 기반의 파생상품과 RFR 기반의 대출이 상호 수요를 증가시키는 식으로 시장별 지표 수요가 유기적으로 연결되어 있음.
 - CD금리 등 기존 지표들이 장기간 관행으로 자리잡은 상황에서 최대한 RFR 수용성이 높고, 향후 여타 부문의 RFR 수요를 효과적으로 창출할 수 있는 영역에서 먼저 시장이 조성되도록 할 필요가 있으며, 이를 위해 지표사용자들을 대상으로 서베이를 실시하는 등 시장과의 커뮤니케이션을 강화하는 것이 바람직함.
 - 또한 기간물 RFR 사용과 관련해서는 LIBOR금리 종료 후 주요국에서 CSR 대안금리들과 RFR(‘In Arrears’ 또는 ‘In Advance’) 사이에서 시장의 균형이 어떻게 이루어지는지 파악할 필요가 있음. **KIF**