

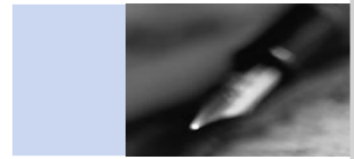


한국무위험지표금리(KOFR) 거래 활성화의 필요성과 향후 과제

김 남 중 (연구위원, 3705-6266)

〈요 약〉

- LIBOR금리 산출 종료와 더불어 주요통화국들은 무위험지표금리(Risk-Free Rate: RFR)로의 지표 거래 체제전환 작업 속도를 높이고 있음.
- 우리나라의 경우 국채·통안증권 담보 익일물 RP금리에 기반한 한국무위험지표금리(Korea Overnight Financing Repo Rate: KOFR)를 RFR로 선정하였으나, 아직 시장 정착은 본격적으로 궤도에 오르지 않은 상황임.
- LIBOR 이후 국제 지표거래 체제가 풍부한 기초시장 유동성과 실거래에 기반한 RFR 중심으로 재편되는 가운데, 국내 RFR 활성화가 지연될 경우 국내 지표거래의 글로벌 정합성이 저하될 수 있고, 시장효율성, 금융안정성 측면에서도 바람직하지 않음.
- 따라서, 복수지표 체제를 운영하더라도 파생상품시장과 현물시장 모두에서 KOFR금리 연동 거래를 활성화하기 위한 정책적 노력이 요구됨.
- KOFR 활성화를 위해서는 관련 글로벌 정책 동향에 대한 면밀한 모니터링과 기초시장의 지속적인 질적 개선이 이루어져야 하며, 시장조성 초기 국내 금융기관들의 선도적 KOFR 거래를 유도하기 위한 민관협의체 구성, 제도적 유인 제공 등의 방안을 검토할 필요가 있음.



글로벌 금융시장의 가장 중요한 지표로서 연동계약의 규모가 수백조 달러에 달하던 LIBOR (London Interbank Offered Rate)금리의 시대가 끝나가고 있다. 2021년 3월 영국의 금융감독청 (Financial Conduct Authority: FCA)이 예고했었던 대로 LIBOR금리 산출 대상이었던 5개 통화 (미 달러, 영국 파운드, 유로, 엔, 스위스 프랑) 중 일부 통화 및 만기를 제외하고 2021년 12월 31일 을 마지막으로 LIBOR 산출이 종료되었다. 나머지 만기의 LIBOR금리들도 2023년 6월 30일 이후로는 산출 중단되거나 이른바 합성 LIBOR(synthetic LIBOR)로 대체될 예정이어서¹⁾ 사실상 LIBOR금리는 영구적으로 사용이 중단될 전망이다.

5개 LIBOR 통화에 해당하는 지역 및 국가들은 글로벌 지표금리 개혁 논의 초기부터 무위험지표 금리(Risk-Free Rate; 이하 RFR) 선정 작업에 착수하여 조기에 RFR 선정을 완료하고 해당 금리 산출을 개시하였고,²⁾ 파생상품과 현물상품(cash product) 부문 모두에서 RFR 관련 시장을 조성하고 제도를 정비하는 등 기존의 LIBOR 기반 지표거래 체제를 RFR 중심으로 재편하기 위한 작업에 박차를 가하고 있다. 이에 비해 非 LIBOR 통화 국가들은 상대적으로 RFR 선정이 늦게 이루어졌고, 아직 RFR 거래가 활발하지 않은 편이다. 우리나라의 경우 2021년 2월 한국무위험지표금리(Korea Overnight Financing Repo Rate; 이하 KOFR)가 RFR로 선정되었고, 11월부터 산출기관인 예탁결제원에 의해 산출·공시되기 시작하였기 때문에 아직 시장 활성화의 초기 단계에 머물러 있다. 본 고에서는 주요국들 RFR 시장 활성화의 진척 상황과 글로벌 RFR 체제전환의 배경을 살펴보고, KOFR 활성화의 필요성과 과제에 대해 논의하고자 한다.

1) FCA에 따르면, 익일물, 1개월, 3개월, 6개월, 12개월 만기의 미 달러화 LIBOR금리는 2023년 6월 30일까지 산출되고 이후부터는 3개월, 6개월 만기에 대해서만 합성 금리가 산출될 것으로 예상되며, 2022년 중 엔화, 파운드화 1개월, 3개월, 6개월 만기에 대해서도 합성 금리가 제공될 예정이다. 합성 금리는 기존의 패널은행들의 호가제출 방식이 아니라 RFR에 적정 스프레드를 더하는 방식으로 산출되는 금리로서, 잔존계약들의 위험관리(risk management) 등의 제한적인 용도로만 사용이 허용되며, 종전의 LIBOR금리와 같은 대표성을 지니지 못하게 된다.

2) 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) 금리를 2016~17년 중 각각 RFR로 선정하였다. 이들 금리에 대한 자세한 내용은 각 RFR의 실무그룹(Working Group) 홈페이지(미국: <https://www.newyorkfed.org/arrc>, 영국: <https://www.bankofengland.co.uk/markets/transition-to-sterling-risk-free-rates-from-libor/working-group-on-sterling-risk-free-reference-rates>, 유로존: https://www.ecb.europa.eu/paym/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates, 일본: https://www.boj.or.jp/en/paym/market/jpy_cmte/index.htm, 스위스: https://www.snb.ch/en/ifor/finmkt/finmkt_benchrn/id/finmkt_reformrates)를 참조하기 바란다.



주요국 RFR 체제전환 동향 및 전망

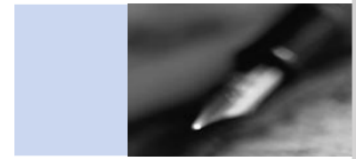
RFR의 시장 정착은 크게 파생상품 부문과 현물상품 부문으로 나뉘볼 수 있다. 주요국들은 RFR 실무그룹³⁾ 및 공적기구들의 주도 하에 RFR 연동 상품 개발, 가치평가 방법 개선, 신규 시장 개설, 관련 법규 제정 등 일련의 작업을 통해 파생과 현물 RFR 시장을 활성화시키고 있다. 이 중 선물, 스왑시장을 중심으로 한 파생상품 부문의 RFR 시장 정착은 빠른 속도로 순조롭게 진행되고 있는 것으로 판단된다. ISDA(International Swaps and Derivatives Association)의 RFR 시장 수용 지표에 따르면,⁴⁾ 전체 이자율 파생상품 명목거래 대비 RFR 연동 거래의 비중이 20%를 돌파하였고, 금년 1월말 기준 미국 SOFR(Secured Overnight Financing Rate) 연동 이자율 파생의 거래건수는 미 달러화 LIBOR 연동 거래건수를 상회하고 있다.⁵⁾ 특히 미국과 영국을 중심으로 전개된 이른바 ‘SOFR-First’, ‘SONIA-First’ 이니셔티브들은 선물, 스왑 시장 등의 호가기준을 비롯한 거래 관행을 RFR 위주로 변경함으로써 작년 하반기부터 파생상품 부문의 RFR 비중 확대를 견인하고 있다.

현물상품 부문은 변동금리부 채권(Floating-Rate Note: FRN), 주택담보대출 및 관련 구조화 상품, 신디케이트론 등 다양한 신용상품들을 포괄한다. 현물상품 부문에서도 RFR 연동 FRN 발행이 대폭 증가하는 등 RFR 체제 구축을 위한 작업이 활발하지만, 파생상품 부문에 비해서는 상대적으로 진척이 빠르지 않은 편이다. 이러한 차이는 대출 분야의 LIBOR 잔존계약 처리 문제가 파생상품에 비해 훨씬 복잡하고, 인프라 구축 등 체제전환에 필요한 운영비용과 시간이 많이 소요되기 때문인 이유도 있지만, 근본적으로는 은행이나 여타 대출기관들이 LIBOR와 같이 신용위험이 반영된 기간물 금리를 선호하기 때문으로 보인다. RFR은 금융지표 개혁 과정에서 유동성이 풍부하고 신용

3) 각 통화지역 및 국가별 실무그룹은 다음과 같다. 미국: Alternative Reference Rates Committee, 영국: Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates, 유로존: Working Group on Euro Risk-Free Rates, 일본: Cross-Industry Committee on Japanese Yen Interest Rate Benchmarks, 스위스: The National Working Group on Swiss Franc Reference Rates

4) ISDA-Clarus RFR Adoption Indicator(2021.12) 참조

5) ISDA SwapsInfo에 따르면, 2021년 1월 28일 기준 미 달러화 LIBOR와 SOFR의 이자율 파생상품의 거래건수는 각각 7,864건, 8,679건으로 파악된다.



위험이 거의 배제된 익일물 금리를 중심으로 개발되었기 때문에 만기까지의 기간에 적용될 이자율을 계약 시점에 알기 어렵고, 은행의 자금여건 변동을 밀접하게 반영하기 어려운 측면이 있기 때문이다. 그중에서도 기간물 금리 부분은 RFR 선물이나 OIS(Overnight Index Swap) 시장이 발달하면서 자연스럽게 해결될 것으로 보이지만,⁶⁾ 은행의 신용위험이 내재되어 있지 않은 RFR 금리가 은행의 자금여건 변화를 완전하게 반영하지 못하는 한계는 여전히 존재한다. 예를 들어 금융시장의 자금조달 여건이 경색되는 시기에는 신용위험이 내재된 LIBOR와 무위험에 가까운 OIS금리 간 차이 즉, LIBOR-OIS 스프레드가 급등하게 된다. 이러한 스프레드 급등은 은행 등 대출기관의 신용위험 상승에 의한 자금조달비용 상승을 대출에 전가할 수 있게 함으로써 일종의 위험 헤징(hedging) 효과를 제공한다는 주장이 있다.⁷⁾

이와 관련하여 일각에서는 은행의 신용위험을 반영하는 이른바 ‘Credit-Sensitive Rates (CSR)’⁸⁾ 금리들을 RFR과 병용하자는 주장도 제기되고 있다. 하지만, 금융지표개혁 및 체제전환을 주도하고 있는 주요국 규제기관들과 공적기구들은 이들 금리의 사용에 대해 강한 반대 입장을 표명하고 있다. 그 이유는 이들 CSR금리의 기초시장에 해당하는 대출기관들의 무담보 자금조달 시장의 유동성 및 거래량이 RFR 기초시장에 비해 현저히 낮기 때문이다. 주요 유관 기관들은 CSR금리가 LIBOR처럼 호가 금리는 아니더라도 기초시장 유동성 측면에서 여전히 LIBOR금리와 유사한 리스크가 존재한다고 보고 있는 것이다. 이렇게 볼 때, 은행 신용위험 반영의 필요성에 대한 주장이 일정 부분 설득력이 있다 하더라도 CSR금리가 대출 분야에서 RFR을 완전히 대체하기는 쉽지 않을 것으로 판단된다. 종합하면, 향후 주요국의 파생상품 부문은 RFR이 거래표준으로 자리 잡고, 현물 상품 부문은 RFR이 주된 역할을 수행하거나 혹은 CSR금리들과 공존하는 형태가 될 것으로 전망된다.

6) RFR 선물이나 OIS 계약의 만기별 고정금리 부분에 해당하는 ‘Term RFR’ 금리들이 확보되면, 이들 금리를 파생상품의 할인율 및 대출의 준거금리로 사용할 수 있다. 실제로 현재 Term SOFR, Term SONIA 등이 산출되고 있고, 이들 금리는 RFR에서 추출된 기간물 금리에 해당한다.

7) Jermann, ‘Interest Received by Banks during the Financial Crisis: LIBOR vs Hypothetical SOFR Loans’, NBER Working Paper, 2021 등 참조

8) 근래 새롭게 개발된 BSBY(Bloomberg Short Term Bank Yield Index) 금리 등이 이에 해당한다. BSBY는 CD, CP, 은행채 등의 거래데이터를 기초데이터로 사용하여 산출되는데, 자세한 금리산출 방법에 대해서는 Bloomberg의 관련 웹페이지를 참조하기 바란다.



KOFR 시장 정착의 중요성

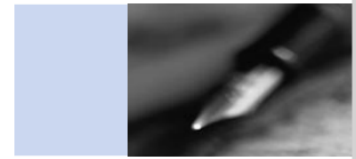
LIBOR 통화국들의 RFR 시장 정착 속도가 빠른 주요 이유는 자국 기존 지표금리의 산출이 중단되는 상황 때문이다. 우리나라의 경우 이러한 강제적인 동력이 부재하기 때문에 주요국들과의 격차가 커지지 않도록 보다 적극적으로 KOFR 활성화 작업에 나설 필요가 있다.

우선 KOFR의 시장 정착은 글로벌 공적 규율과의 정합성 측면에서 중요하다. 우리나라의 RFR 개발은 이른바 'IOSCO 원칙'⁹⁾ 충족을 위한 글로벌 지표개혁의 흐름과 EU 벤치마크법(EU Benchmark Regulation: EU BMR)의 영향 속에 기존 지표의 개선, '금융거래지표의 관리에 관한 법률'(이하 지표법) 제정 등과 병행하여 이루어졌다. 특히, EU BMR은 EU 기관들에게 동 법상 일정 요건을 갖추지 못한 역외 제3국의 금융지표들에 기초한 지표거래를 금지시킴으로써 우리나라의 지표법 제정과 RFR 개발의 주요 배경으로 작용하였다. 현재 우리나라는 지표법의 EU BMR 동등성(equivalence) 승인 획득을 추진하고 있는 것으로 파악되는데, 동등성이 확보되면 지표법상 중요지표로 지정된 CD금리에 기반한 역외 지표거래도 기존처럼 가능해지게 된다. 동등성 평가는 개별지표 단위가 아니라 전체 지표법 체계에 대해 이루어지는 것이긴 하지만, RFR인 KOFR금리는 CD금리의 비상시 대체금리(fallback rate)로서 기존 지표의 안정성 및 글로벌 정합성에 간접적으로 기여하게 된다.

또한, CD금리에 대한 장기적인 대체 가능성을 염두에 두어야 한다. 글로벌 지표금리 개혁 논의와 RFR로의 체제전환은 잘 알려져 있는 것처럼 2012년 LIBOR 조작 스캔들을 통해 드러난 호가금리의 문제점과 실거래 기반 지표금리의 필요성에서 시작되었다. 그 결과, 기초시장의 유동성과 거래량은 지표금리의 신뢰도와 강건성, 위기 시 복원력을 담보하기 위한 가장 중요한 요건으로 강조되고 있다. CD금리의 경우 현재 종전의 호가중심 산출방법을 실거래 기반으로 전환하는 개선 작업¹⁰⁾이 진행 중이나 그간 기초시장 거래량 및 발행건수가 저조하여 가격발견 기능에 대한 문제가 항상 지적되어 왔던 것이 사실이다. CD 시장의 문제점들이 획기적으로 개선되지 않는다면, 시장효율성 저하

9) 금융지표 및 지표산출의 질적관리를 위해 지표산출기관이 준수하도록 IOSCO(International Organization of Securities Commissions)가 제시한 원칙으로 크게 거버넌스, 지표의 질적관리, 지표산출방법의 질적관리, 책임성의 4개 원칙으로 구성된다.

10) 금융위원회의 보도자료 'CD금리 산정 합리성 제고 방안', 2020. 8. 24 참조



및 위기 시 금리의 신뢰도 저하 가능성 등 LIBOR나 해외의 여타 IBOR(Interbank Offered Rate) 금리들에게서 지적되었던 단점들이 그대로 CD금리에도 잔존하게 된다. 따라서, 향후 기초거래 확대 작업이 성공적으로 이루어지지 않을 경우 KOFR금리가 CD금리를 대체해야 하는 상황이 발생할 수 있으며, 이러한 경우에 대비하기 위해서도 KOFR 시장을 활성화해둘 필요가 있다. 非 LIBOR 통화국으로서 기존 지표금리 및 신규 개발된 RFR의 복수지표 체제(multiple-rate approach) 운영이 예상되었던 캐나다에서 최근 기존 은행 서베이 기반 지표인 CDOR(Canadian Dollar Offered Rate)금리를 폐지하고 RFR인 CORRA(Canadian Overnight Repo Rate Average)금리 체제로 전환할 가능성이 커지고 있는데,¹¹⁾ 이러한 변화는 우리나라에서도 CD금리→KOFR 체제전환이 충분히 발생 가능한 일임을 시사한다.

KOFR 활성화는 이를 통해 관련 시장 및 거래관행의 선진화를 유도하는 효과도 있을 것으로 기대된다. KOFR 자체가 기존 지표금리들에 비해 대표성과 신뢰도가 높다고 평가되는 금리이기도 하며, 사용방식에 있어서 유사한 해외 RFR의 사례를 참조하는 과정에서 국내 지표거래 관행이 자연스럽게 글로벌 모범규준에 가까워질 수 있다. 또한, KOFR금리는 신용위험이 배제된, 무위험에 가까운 금리이다. KOFR 관련 파생상품시장이 충분히 형성되고 KOFR에 기반한 할인율 곡선이 도출될 경우 그간 파생상품거래 등에서 신용위험이 거의 없는¹²⁾ 미래 현금흐름을 신용위험이 포함된 금리로 할인하던 관행을 개선할 수 있으며, 그 외 적용대상 자산별 리스크 대비 적정 스프레드를 산정하는 과정에서 가치평가 기법이 고도화될 수 있다. 추가로, 당장은 어렵더라도 향후 OIS 시장 등 신규 시장 조성이 가능해진다면 종전에 비해 투자자의 다양한 헤징 수요를 충족시킬 수 있을 것이다.

향후 과제

글로벌 지표금리 체제는 RFR을 중심으로 빠른 속도로 재편되고 있다. EU BMR을 비롯한 글로벌

11) 캐나다의 RFR 실무그룹인 Canada Alternative Reference Rate Working Group(CARR)은 최근 2024년 6월까지 CDOR을 폐지할 것을 골자로 하는 권고안을 발간하였다. 자세한 내용은 CARR's Review of CDOR: Analysis and Recommendations, 2021년 12월 16일을 참조하기 바란다.

12) 글로벌 금융위기 이후 파생상품 거래 시 담보 제공 확대 등의 영향으로 파생상품 거래의 신용위험이 위기 이전에 비해 크게 낮아진 것으로 평가되고 있다.



지표거래 규율에 대한 정합성을 지속적으로 유지하기 위해서 일차적으로는 RFR 관련 제도 변화나 논의의 흐름을 면밀하게 모니터링하는 것이 중요하다. 또한, 파생상품과 현물상품 부문은 상호보완적인 관계가 있기 때문에 양 시장 간 연계성을 고려하면서 균형적으로 발전시켜 나가는 것이 바람직하다. 전술한대로 파생상품시장의 KOFR 활성화는 기간물 KOFR 사용을 가능하게 함으로써 대출의 준거금리 역할을 비롯하여 현물상품에의 RFR 활용도 증대에 기여할 수 있다. 역으로 기간물 KOFR 사용이 가능해지려면 해당 파생시장의 유동성이 충분해야 하는데, 현물부문의 KOFR 사용 확대는 KOFR 익스포져 헤지 수요를 확충함으로써 파생시장의 유동성을 증가시킨다.

이러한 맥락에서 금년 3월 중 한국거래소에 상장될 예정인 3개월 KOFR 선물의 순조로운 시장 안착과 산업은행, 기업은행 등에서 발행을 추진 중인 것으로 알려진 KOFR FRN에 대한 성공적인 수요 확보가 중요하다. 아울러 시장의 KOFR 사용에 따르는 운영리스크를 파악하고 제도의 미비점을 파악하여 보완하며 KOFR 거래의 모범규준을 만들기 위한 민관협력 기구의 설립도 KOFR 활성화에 도움이 될 것으로 판단된다. 필요에 따라서는 KOFR의 잠재적인 사용자들의 선도자 불이익(first-mover disadvantage) 및 불확실성 해소를 위해 관련 규제 경감 등 정책적 유인을 제공하는 것도 검토할 수 있을 것이다. 마지막으로, KOFR의 기초시장인 RP시장에 대한 질적개선 노력이 지속되어야 한다. 국내 RP시장은 일평균 잔액 기준으로 2017년 약 61.5조원에서 2021년 126.4조원을 기록할 정도로 그간 양적으로 급격하게 성장해왔다.¹³⁾ 지표금리의 질적 우수성 평가에 있어 가장 중요한 부분이 기초시장 거래량이라고 볼 때, 이러한 추세적 성장세는 고무적이다. 하지만 한편으로는 국내 RP시장은 지나치게 높은 익일물 비중, 일률적인 증거금률 등으로 인해 담보 시장(secured market)임에도 불구하고 그간 금리 수준이나 변동성이 높다는 지적도 있었다. 근래 적정 증거금률 산정, RP 매도자에게 RP 만기에 따라 차등적으로 현금성 자산을 의무 보유하게 하는 규제¹⁴⁾ 등 당국의 RP시장 개혁 노력으로 이러한 부분들에 대한 개선이 이루어지고 있다. 향후에도 RP시장의 거래 관행 및 관련 제도의 지속적인 개선을 통해 KOFR금리의 신뢰성이 유지되도록 해야 할 것이다. **KIF**

13) 연합인포맥스, '2021년 기관간 레포 거래 일평균잔액 126조...전년比 18.8%↑', 2022년 1월 18일

14) 금융위원회 보도자료, '금융투자업규정 개정안 금융위 의결', 2020년 6월 24일 참조