

포스트 LIBOR 시대의 글로벌 지표금리 체제와 국내 시사점

2024. 8. 28.

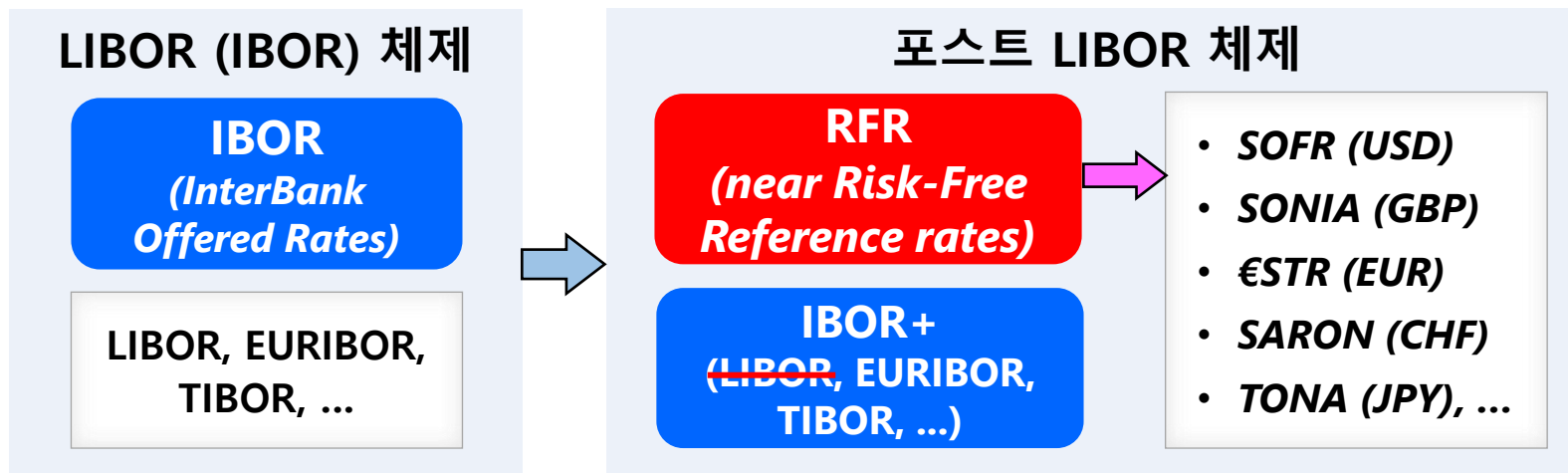
선임연구위원 백인석, 장근혁

자본시장연구원

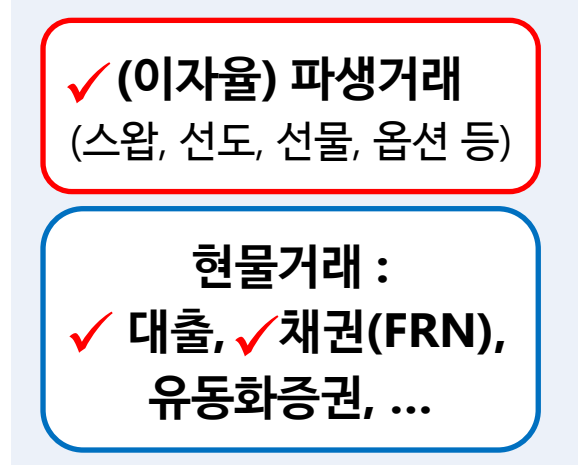
논의 배경 및 연구 내용

- ❖ 지난 10년간 추진된 지표금리 개혁으로 글로벌 지표체제가 기존 IBOR에서 신규지표인 RFR 중심으로 전환
 - 주요국(미국, 영국, 유로지역, 일본, 스위스)은 지표 개혁이 완료
 - 여타 국가(아태지역, 중남미, 기타 유럽국가 등)에서도 지표 개혁이 마무리되었거나 상당 폭 진척
- ❖ 우리나라도 RFR로 KOFR를 도입하여 산출하고 있으며, 금융거래에 KOFR를 적용하기 위한 노력이 본격화
 - '20년 지표관리법 제정 → '23년 「지표금리 및 단기금융시장 협의회」 출범 → '24년 KOFR 중심으로의 지표 전환 추진
- ❖ (연구 내용) 글로벌 지표금리 개혁 배경과 주요국 지표금리 변화를 살펴보고 국내 시사점을 모색

글로벌 지표금리 체제 변화



논의 대상 금융거래



목차

1 LIBOR (IBOR) 지표금리 체제

2 포스트 LIBOR 지표금리 체제

3 국내 현황 및 시사점

4 결론

1

LIBOR (IBOR) 지표금리 체제

지표금리의 이해 : 지표금리의 경제적 특성

❖ 지표금리는 금융거래의 손익(payoff)을 결정 (Hou & Skeie, 2014)

- 그 외, 투자상품의 성과 측정 및 금융기관의 펀딩 비용에 대한 벤치마크

지표금리의 특성 : LIBOR vs RFR

❖ 지표금리와 관련된 경제활동의 구성

- (1) 지표금리 산출, (2) 금융거래에 대한 지표금리 적용

❖ 지표금리 산출 (지표금리 자체의 특성)

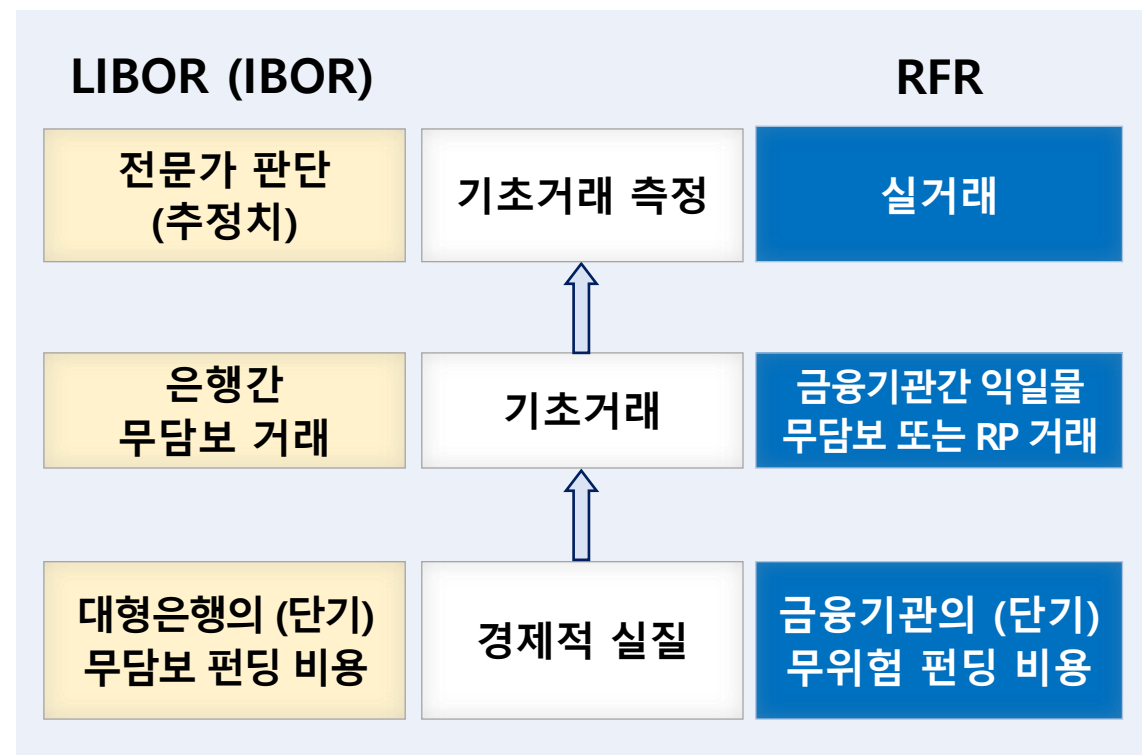
- 경제적 실질 → 기초거래 → 지표금리 산출 및 공시

❖ 지표금리의 핵심 요건

- 신뢰도(조작 방지), 효율성(가격발견), 강건성(위기 시 지속성)

❖ 지표금리의 효익 : 유동성 외부효과

- 금융거래의 표준화를 통해 정보 효율성 및 시장 유동성 향상
- 지표금리에 대한 응집(agglomeration)이 강할수록 증가
- Duffie & Stein(2015), Duffie et al.(2017)



지표금리의 이해 : 금융거래에 대한 지표금리 적용

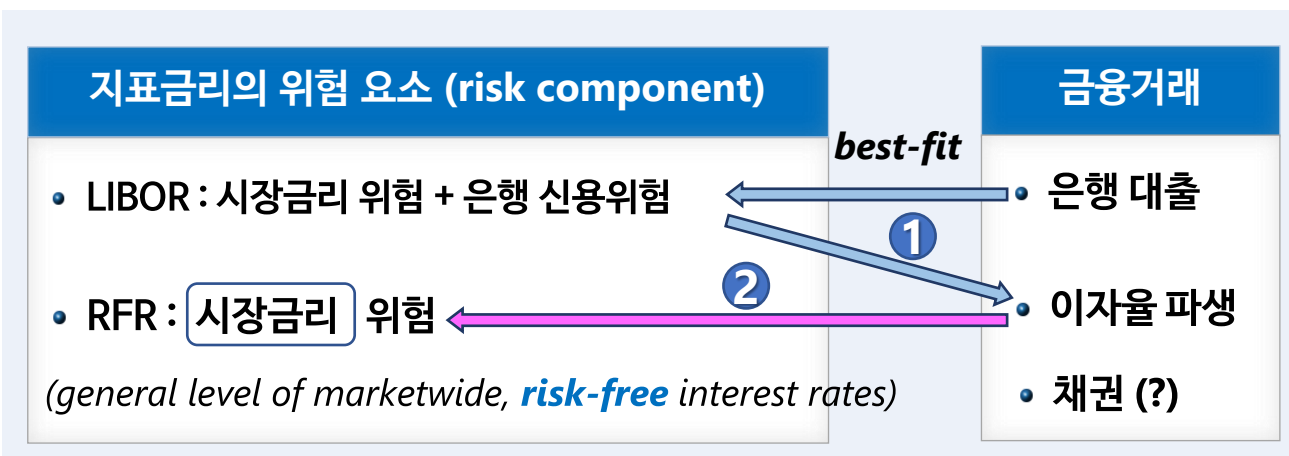
❖ 금융거래에 대한 지표금리의 적합성

- 금융거래를 통해 관리하고자 하는 위험(목표)과 지표금리가 포착하는 위험(수단) 간 일치성 ⇨ 베이스스 위험(Basis Risk)

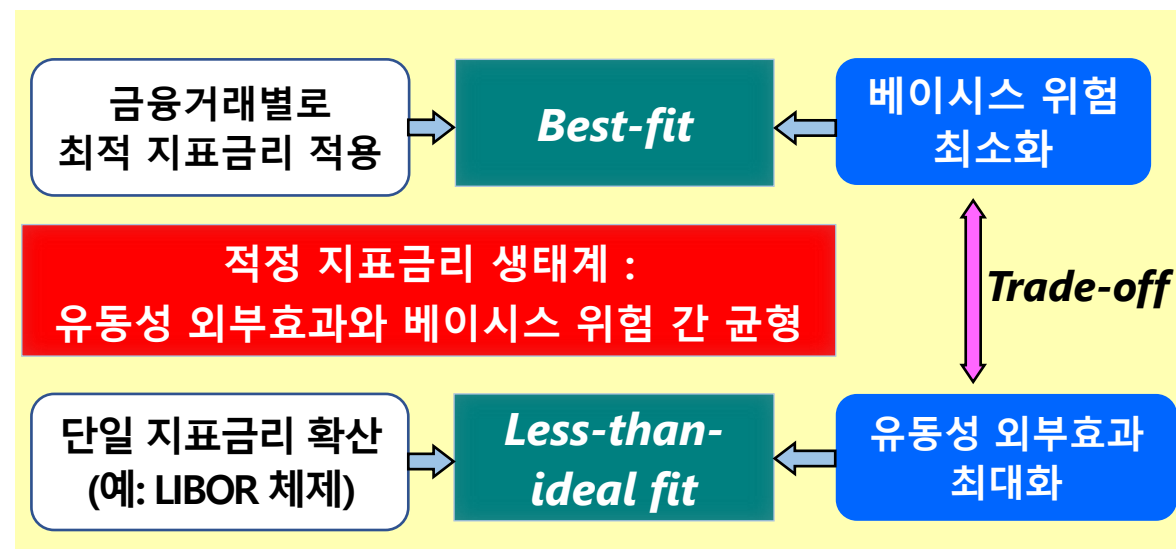
❖ 베이스스 위험과 유동성 외부효과 간 상충관계

- 지표금리의 다양성 ↑ ⇨ (지표금리 적합도 ↑ ⇨ 유동성 외부효과 ↓)
- 금융시장 내 최적의 지표금리 수는 open question
 - 글로벌 지표금리 개혁의 근본 고민

금융거래에 대한 지표금리 적합도



지표금리 생태계의 특성



자료: BIS(2013), Duffie & Stein(2015), Kirti(2017), Schrimpf & Sushko(2019), Tuckman(2023)에 기초하여 작성

LIBOR (IBOR) 체제의 특징

- ① (지표 특성) 실거래가 아닌 패널은행이 제출한 전문가 판단(추정 금리)에 기초
 - 3개월 USD LIBOR의 일평균 거래량 : 10억(5억) 달러 (ARRC, 2018)
- ② (금융거래 적용) 다양한 금융거래에 광범위하게 적용 (과도한 베이시스 위험 축적)
 - 유동성 외부효과를 위한 시장의 자발적 선택(self-reinforcing choice)으로 과도한 응집이 발생 (Dudley, 2014; Powell, 2014 등)
 - 시장금리 위험 관리 목적의 이자율 파생거래도 IBOR를 표준 준거금리로 채택
 - 글로벌 금융위기 이전 대형은행의 신용위험이 낮게 평가된 점도 주요 요인 (BIS, 2013; Schrimpf & Sushko, 2019)
- ③ (규율) 지표금리의 산출과 적용이 시장에 일임 (공적 규율의 부재)
 - IBOR 체제는 시장 실패인 동시에 규제 실패 (EBA, 2013; Pirana, 2014)

'24년말 산출 중단 예정

주요 IBOR의 금융거래 적용 규모 (명목 잔액 기준)

	USD LIBOR	EURIBOR	JPY IBOR ('20년 말~'21년 말, 조엔)		
	'16년 말 (조달러, 비중)	('17.10월~'18.3월, 조유로)	JPY LIBOR	JPY TIBOR	Euroyen TIBOR
대출	4.7 (2.4)	9.7 (8.1)	25.1 (1.0)	119.8	3.8
채권	1.8 (0.9)	1.6 (1.3)	2.8 (0.1)	0.5	0.004
이자율 파생	190 (95.5)	108.7 (90.6)	2,591.9 (98.9)	180.4	347.7
합계	199	120	2,620	301	352

자료: USD LIBOR, ARRC(2018); EURIBOR, Euro WG(2018); JPY LIBOR, JFSA(2021); JPY TIBOR 및 Euroyen TIBOR, JBATA(2022)

IBOR 체제의 교훈 : 충분한 실거래에 기초하지 않은 단일 지표에 대한 과도한 의존

① (구조적 취약성) IBOR에 대한 금융시장의 의존이 과도

- 지표의 신뢰도 · 효율성 · 강건성 훼손 시 전체 금융시장과 경제주체에 광범위한 영향이 불가피 (FSB, 2014)
- 다만 단일 지표의 잠재적 위험은 지표금리의 특성에 따라 상이

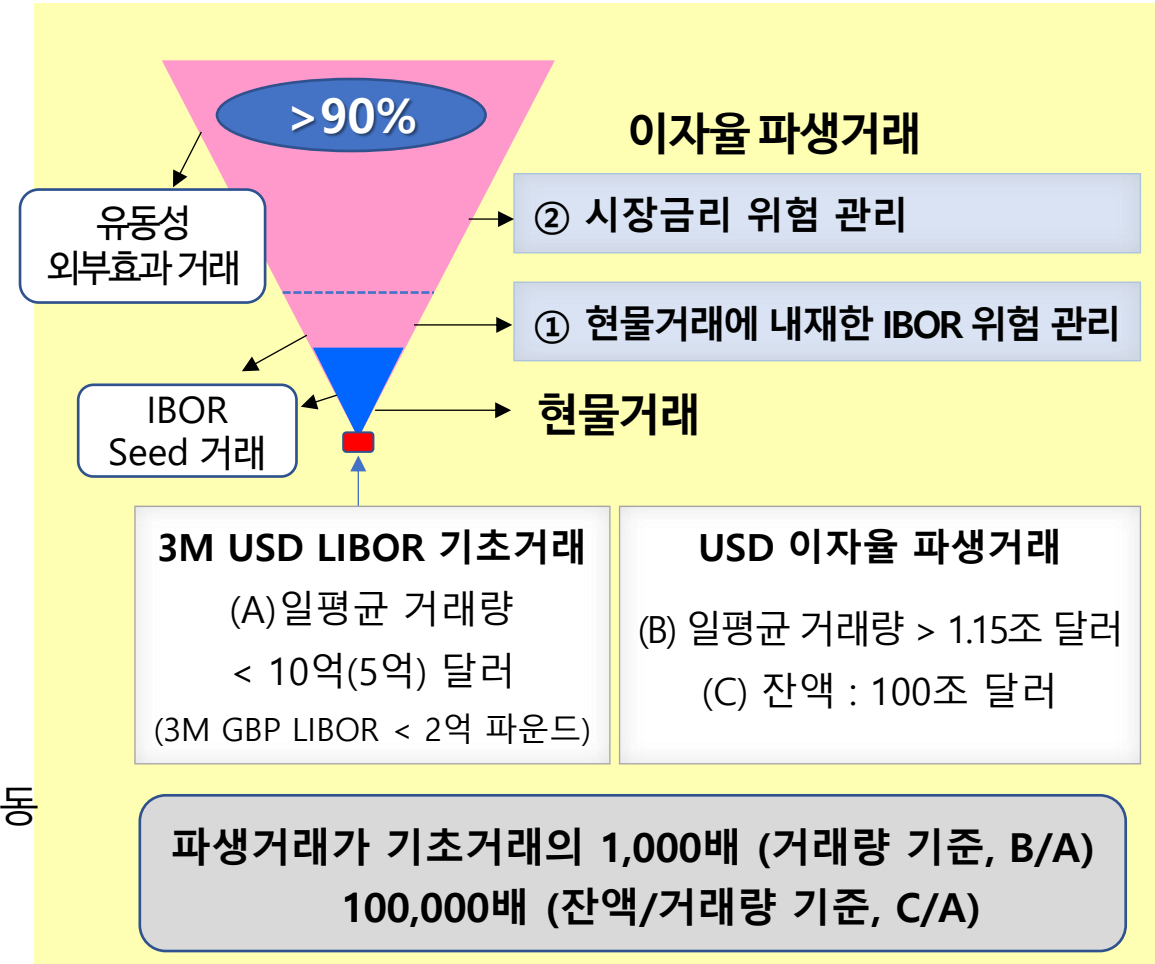
② (금리 조작) 역피라미드 구조로 조작의 유인이 내재화

- IBOR 조작 유형 (McConnell, 2013; Bonaldi, 2024 등)
 - *Lowballing* : 금융위기 당시 은행의 건전성 왜곡 (은행 차원의 조작)
 - *Profiteering* : 파생 포지션에서 부당 수익 편취 목적 (금리 제출 담당자와 파생 트레이더 간 공모, 조작의 일상화)

③ (조정 실패) 금융기관 자원에 의한 지표 개선에 한계

- 유동성 외부효과로 시장조정실패(coordination failure) 기재 작동
 - 유동성 외부효과와 베이스스 위험 간 균형 개선 불가
 - FSB(2014), Duffie & Stein(2015), Schrimpf & Sushko(2019)

과도한 응집 현상으로 역피라미드 구조 형성



주 : 1) 파생거래 일평균 거래량 및 잔액은 2013년 기준 (Duffie & Stein, 2015)
2) USD LIBOR 기초거래 거래량은 2016년 평균, ARRC(2018)에서 인용
3) GBP LIBOR 기초거래 거래량은 2017년 평균, Sterling WG(2020)에서 인용

2

포스트 LIBOR 지표금리 체제

글로벌 지표금리 개혁의 원칙과 방향 (1)

❖ (개요) FSB를 중심으로 글로벌 금융당국은 IBOR 체제의 구조적 취약성을 근본적으로 개선하기 위한 개혁을 추진

- ① 실거래에 기초한 지표금리 산출, ② 금융거래 목적에 부합한 지표금리 사용,
 - ③ 지표금리 산출 중단에 대비할 수 있는 강건한 대체(Fallback)조항 마련, ④ 공적 규율 강화
- ⇒ 핵심 IBOR(LIBOR, EURIBOR, TIBOR) 산출 체계를 개선하고, 새로운 지표금리로 RFR을 도입 (여타 국가로 확산)

① (IBOR 개선) 기초거래를 확장하고, 금리 산출에 대한 감시·통제 체계를 구축하여 지표 조작을 차단

- (기초거래 확장) '은행 → 은행' 무담보 거래에 '비은행 → 은행' 무담보 거래(예금), CD, CP 등을 추가
- (공적 규율) 산출체계를 IOSCO 원칙에 부합하도록 하고, IBOR 관할국이 지표관리법에 따라 규율

글로벌 지표금리 개혁의 원칙과 방향



자료 : FCA(2012), IOSCO(2013), FSB(2014), MPG(2014) 종합 (MPG는 FSB 산하 지표금리 개혁 방향 평가 시장참여자그룹)

글로벌 지표금리 개혁의 원칙과 방향 (2)

② (복수지표 체제) IBOR는 현물거래를 중심으로 적용, 파생거래는 ‘핵심(standard, dominant)’ 준거금리를 RFR로 전환

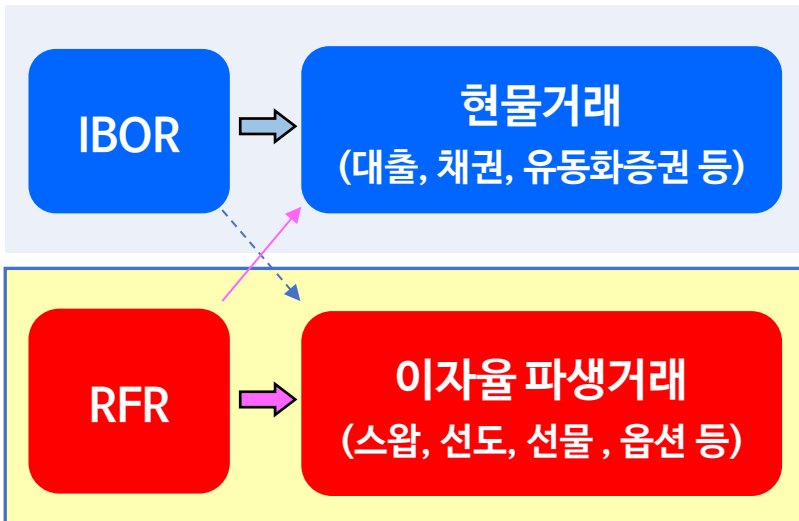
- 금융거래별로 적합한 지표금리를 적용 ⇒ 단일 지표에 대한 과도한 의존에서 탈피하고 유동성 외부효과와 베이스스 위험 간 균형 복원

다만, LIBOR 산출 중단 결정 이후 미국, 영국, 스위스에서 RFR이 다양한 금융거래에 성공적으로 정착함에 따라 FSB는 여타 국가에 대해서도 강건성이 높은 RFR의 적용 범위 확대를 권고 (FSB, 2020, 2021)

- (IBOR 유지 이유) ① 은행의 무담보 편당 위험 관리 필요성, ② 기존거래에 대한 지표 이전 비용 최소화 (FSB, 2014; Powell, 2014)

파생시장의 표준 준거금리 변경 (IBOR → RFR) 이유

복수지표 체제 (금융기관 의견 반영)



자료 : FCA(2012), IOSCO(2013), FSB(2014), MPG(2014) 종합

① 경제적, 실증적 관점에서 이자율 파생의 준거금리로 IBOR보다 RFR이 적합

$$IBOR\ risk = \overset{\text{RFR 스왑}}{\text{Risk-free rate risk}} + \underset{\text{IBOR 스왑}}{\text{Term bank credit risk}}$$

이자율 파생거래의 대부분은 시장금리 변동 위험 관리가 목적

Only a relatively small proportion of current outstanding derivative notionals are directly associated with hedges of IBOR-linked cash positions. Consequently, we (MPG) believe that a significant majority of the market could voluntarily transition to OIS (RFR 스왑) over the medium term. – MPG (2014) -

② 역피라미드 구조 해소 (⇒ 피라미드 구조로 전환) 및 조작 가능성 차단

RFR 스왑의 변동금리는 이자교환 주기 동안의 일별 RFR 금리의 사후 복리평균

예) 일별 RFR 기초거래량의 3개월 합계 → (SOFR) 1~2조 달러 x 60일 = 60~120조 달러

자료 : MPG(2014), Dudley(2014), Powell(2014), Sterling WG(2020) 등

RFR과 IBOR의 경제적 특성

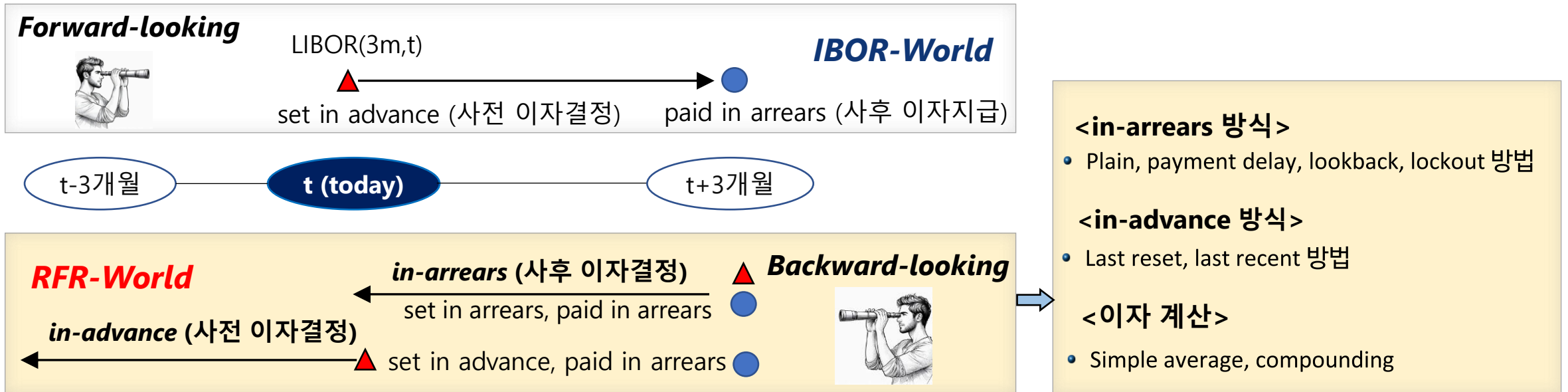
- ❖ (주요국 RFR) 익일물 무담보 또는 RP 금리 (익일물 자금시장 : 구조적으로 유동성이 가장 높은 섹터)
 - Near risk-free 특성 : ‘익일물 담보부 거래’ 또는 ‘(우량) 은행의 익일물 무담보 차입 금리’
 - 은행간 거래로만 구성되지 않음에 유의 (글로벌 단기자금시장의 구조적 변화가 반영된 현상)
- ❖ (RFR과 IBOR 비교) 금리 사용 관점에서 주요 차이는 은행의 신용위험 포함 여부와 금리의 정보 시계

	IBOR	RFR
측정 대상 경제적 실질	대형은행의 단기 무담보 펀딩 금리 (은행의 marginal unsecured funding cost)	(marketwide) 무위험 금리 (금융기관의 marginal secured funding cost)
위험 요소	무위험 금리 변동 위험 + 은행 신용위험	무위험 금리 변동 위험
금리 특성 / 통화정책과의 연계성 (주요 결정 요인)	경기역행 / ↓ (은행의 신용위험)	경기순응 / ↑ (중앙은행 기준금리)
기초거래 측정	실거래 + 전문가 판단	(fully) 실거래
만기 / 금융거래 적용시 정보 시계	기간물 / Forward-looking	익일물 / Backward-looking

자료 : BOE (2006), FSB(2020, 2021), Klinger & Syrstad(2021), Blackwell & Hayes(2022), Tuckman(2023) 등

금융거래에 대한 RFR 적용 및 Term RFR 사용 범위

- ❖ RFR은 익일물 금리이므로 금융거래 시 이자(변동금리 현금흐름)가 사후에 결정되는 특성
 - 개혁 초기에는 현물시장 차입자가 대출 및 채권 이자를 사전에 알지 못하는 점이 RFR 적용에 대한 장애요인으로 인식
 - 하지만 금융거래별로 적절한 방법을 채택하여 RFR에 적응
- ❖ 주요국은 일부 불가피한 경우를 위해 Forward-looking Term RFR을 개발하였으나, 사용 범위가 제한됨에 주의
 - 미국, 영국은 워킹그룹과 금융당국이 허용한 금융거래에만 Term RFR 사용이 가능 (스위스는 Term SARON 미도입)
 - 미국은 기업대출, 영국은 소매대출에만 Term RFR 적용이 원칙 (ARRC, 2023; Sterling WG, 2020; FSB, 2021; FMSB, 2021)



국가별 지표금리 개혁 추진

- ❖ 민관이 참여하는 대규모 워킹그룹(WG)을 운영하여 RFR 사용, Fallback 체제 마련 및 적용 등을 추진
 - 금융당국, 금융기관, 유관기관과 함께 대출 차입자 그룹 및 FRN 발행기업 등도 참여
 - 예) 미국 ARRC에는 400개 이상의 기관에서 수천명이 참여 (ARRC, 2023, 결산보고서)
 - 전체 시장이 참여하여 지표금리의 특성(유동성 외부효과)을 반영한 체계적인 지표 이전을 추진

주요국 지표금리 개혁 추진 워킹그룹

국가 (통화)	워킹그룹	활동기간
미국 (USD)	Alternative Reference Rates Committee (ARRC)	14.11월~23.11월
영국 (GBP)	Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates (Sterling WG)	15.3월~
스위스 (CHF)	National Working Group on CHF Reference Interest Rates (CHF WG)	13.6월~22.3월
유로지역 (EUR)	Working group on euro risk-free rates (Euro WG)	18.2월~23.12월
일본 (JPY)	Study Group on Risk-Free Reference Rates (Yen WG1)	16.1월~18.4월
	Cross-Industry Committee on Japanese Yen Interest Rate Benchmarks (Yen WG2)	18.8월~22.2월
	Cross-Industry Forum on Interest Rate Benchmarks (Yen WG3)	22.3월~

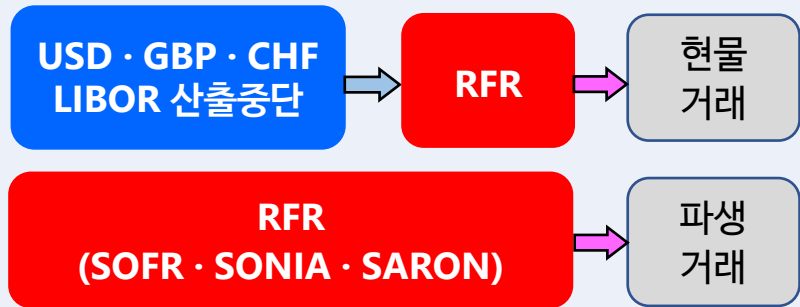
자료 : 각국 워킹그룹

국가별 포스트 LIBOR 지표금리 체제

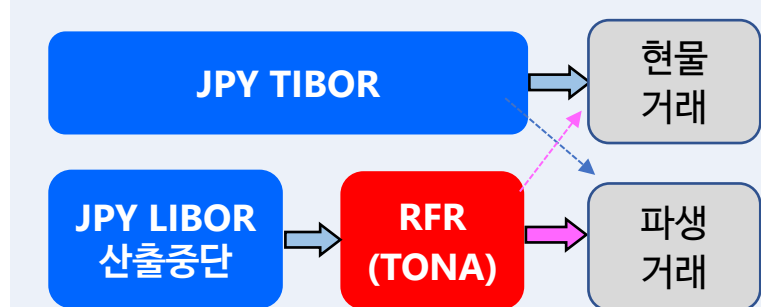
❖ LIBOR 산출 중단 결정으로 인해 국가별로 RFR 단일 체제 또는 RFR·IBOR 병행 체제로 분화

- (미국, 영국, 스위스) LIBOR 중단 결정 이후 RFR 적용 범위를 모든 금융거래로 확대
 - 파생거래의 준거금리는 RFR로 통일 (RFR First Initiative 시행)
 - 현물거래는 워킹그룹이 RFR 사용 권고안을 마련 ⇒ 국가별로 권고안 적용 조치 강도에 차이: 스위스, 영국 > 미국
- (일본) 복수지표 원칙에 따라 파생거래는 RFR(TONA) 중심, 현물거래는 금융기관이 적합한 지표(TIBOR, TONA)를 선택
 - 워킹그룹이 현물거래에 대한 TONA 적용 권고안을 제시 ⇒ 금융기관이 선택
- (유로지역) 복수지표 원칙을 준용하되, 파생 및 현물 거래에 대해 금융기관이 적합한 지표금리를 선택
 - (지역 특수성) EURIBOR는 유로지역에서 파생 뿐 아니라 다양한 소매금융에 광범위하게 적용
 - 현물거래는 EURIBOR가 중심 준거금리, 파생거래는 EURIBOR 중심에서 벗어나 RFR(€STR) 활용이 유의하게 증가

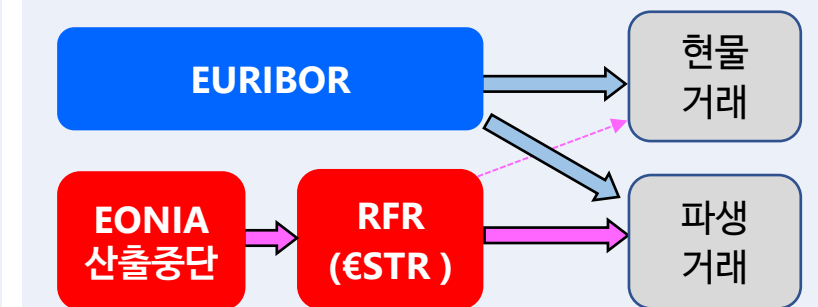
미국, 영국, 스위스



일본



유로지역



금융거래별 RFR 적용 현황 : 파생 (예상과 달리 유동성 외부효과로 RFR 적용이 지체, 공적 조치 도입)

- ① USD, GBP, CHF, JPY 파생거래는 RFR이 핵심 준거금리로 정착
- ② (일본 내) TONA 스왑이 전체 이자율 스왑거래의 90% (거래 목적에 따른 지표 분할)
 - 시장금리 위험 관리는 TONA 스왑, 현물 포지션 위험 관리는 TIBOR 스왑이 담당
 - TIBOR 스왑은 주로 일본 내 현물 포지션 연관 거래로 추정 (Yen WG1, 2016; Seiichi, 2024)
- ③ (EU 내) €STR와 EURIBOR(중장기)가 파생시장을 양분 (€STR 활용 증가 추세)
 - €STR 스왑이 단기에서 시작해 점차 중장기로 확대되는 양상 (Euro WG, 2023)
 - '24년 Eurex 파생 포럼 참여자 중 50% 이상이 5년 내에 €STR가 중심 준거금리가 될 것으로 전망

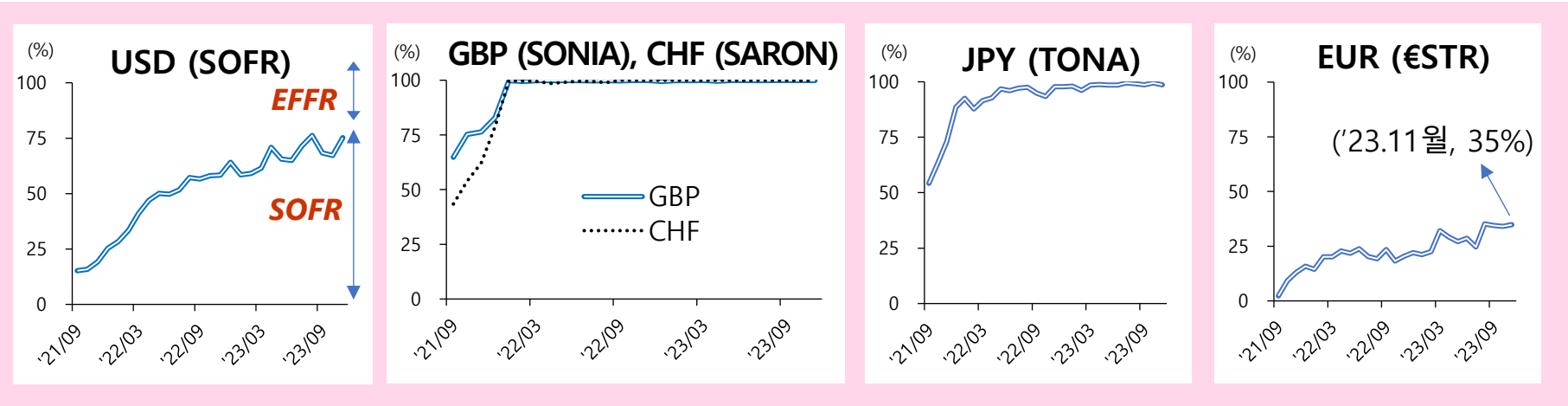
각국 내 금융기관간 거래

일본 내 거래

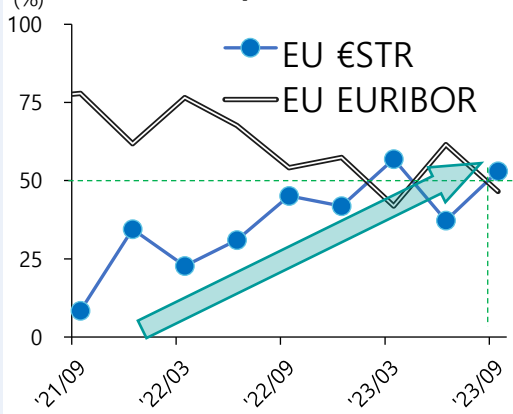
'24.7월 이자율 스왑 (조엔, 비중 %)	
TONA	TIBOR
2,533.7 (90.9)	93.1 (3.3)
'21년 말 TIBOR 연관 규모 (조엔)	
대출	119.8
채권	0.5

주 : 명목 잔액 기준
자료 : JBATA(2022), JSCC

통화별 글로벌 이자율 파생거래 중 RFR 준거금리 비중



EU 내 €STR, EURIBOR 비중



자료 : ISDA-Clarus RFR Adoption Indicator 각 월호 (장내 및 장외 청산 거래의 듀레이션 조정 월별 명목 거래금액 기준)

주 : 장외 청산 파생거래의 명목 거래금액 기준
자료 : Euro WG 회의록 ('22.9, '23.4, '23.11)

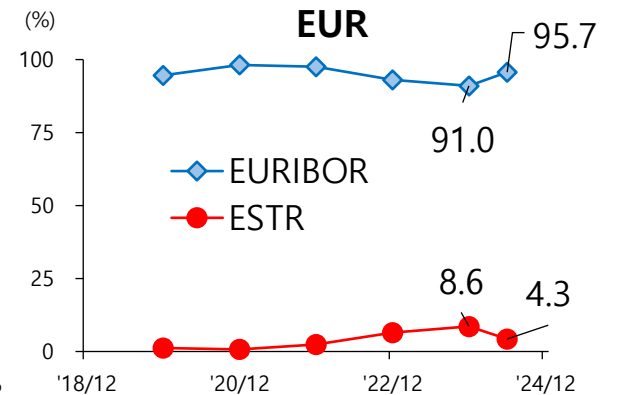
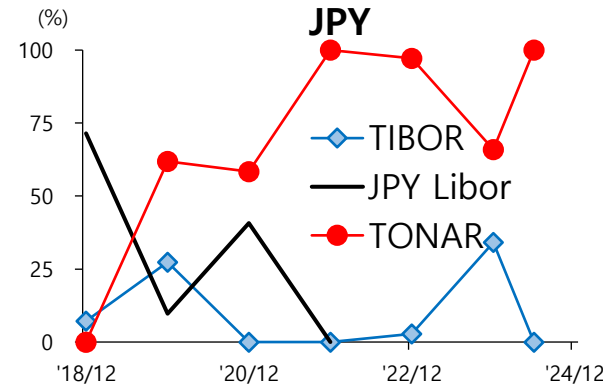
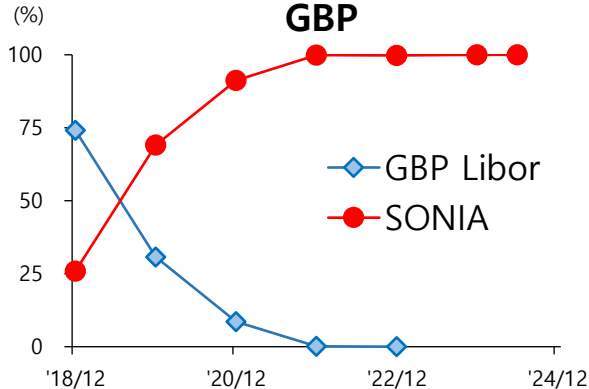
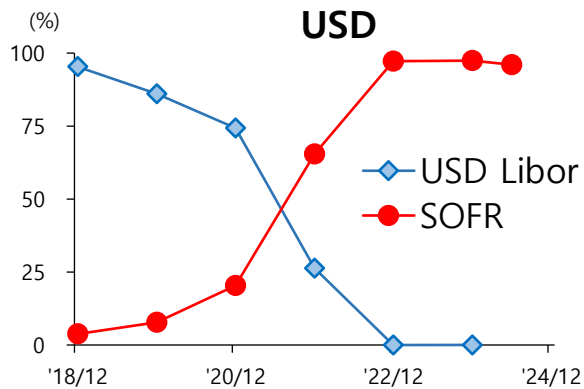
금융거래별 RFR 적용 현황 : FRN (주요 금융거래 중 가장 신속하게 RFR이 표준 준거금리로 정착)

- ❖ (경과) 미국, 영국, 스위스는 RFR이 높은 시장수용성을 보이며 표준 준거금리로 조기 정착 (ARRC, 2021; Sterling WG, 2019)
 - SONIA, SOFR FRN 최초 발행('18.6월, '18.7월) 후 단기간('19.4분기, '21년)에 FRN 시장의 표준 준거금리 변경
 - (유로지역) EURIBOR가 대다수인 가운데 €STR가 소폭 증가 추세 (Euro WG이 권고안을 제시하지 않은 만큼 유의미한 변화)
 - (일본) TONA 활용이 큰 폭으로 증가, 일본 내에서는 TONA와 TIBOR가 혼용 중인 것으로 추정 (Yen WG3, '23년 회의록)

- ❖ (RFR FRN 장점) RFR의 특성으로 투자자와 발행기관 모두에 효익 (일별 금리를 이용한 사후 이자결정 방식)

- ① (투자자 : MMF가 핵심) **RFR FRN의 짧은 듀레이션 (금리 위험)** : 3개월 LIBOR FRN ≈ 3개월, (사후 이자결정) RFR FRN ≈ 1일
- ② (발행기관) **SOFR Discount 현상** : SOFR FRN 발행 금리 < LIBOR FRN 발행 금리 (Klinger & Syrstad, 2024)
- ③ (지표 적합성) 유동성 외부효과와 헤지 수월성을 제외하면 **FRN 준거금리로 LIBOR를 사용할 경제적 유인이 낮음을 입증**

통화별 신규 발행 FRN의 준거금리 비중



금융거래별 RFR 적용 현황 : 대출 (1)

❖ IBOR 유지 여부, 법제도(소비자 보호 및 공정거래 관련 법제), 차입자 선호 등 다양한 요인에 따라 차별화

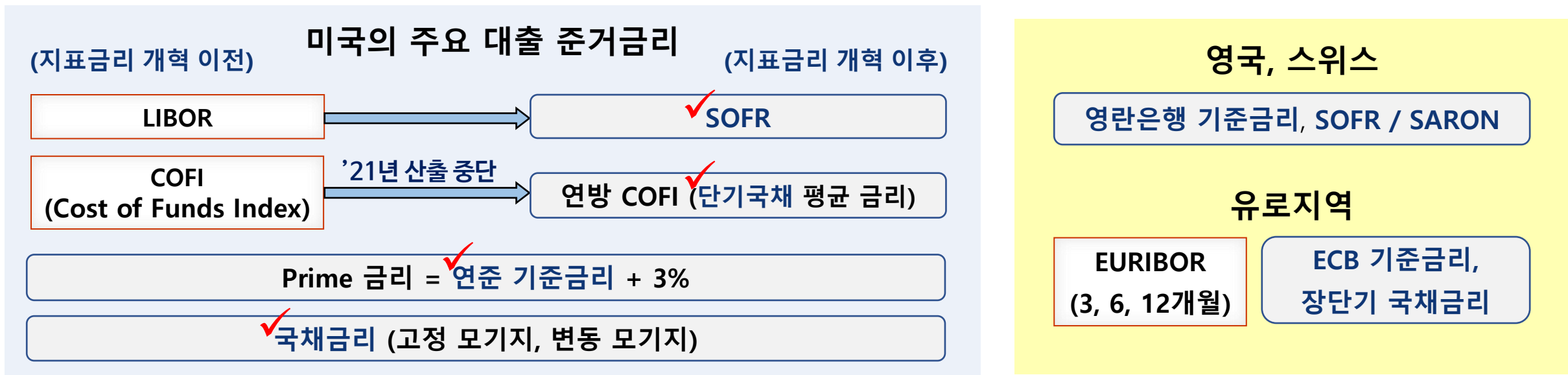
- 일본, 유로지역에서는 각각 TIBOR, EURIBOR가 대출의 중심 준거금리로 추정 (RFR 활용 정도는 미확인)
- 미국, 영국, 스위스는 LIBOR 대출이 RFR로 전환 ⇒ 사전 및 사후 이자결정 RFR과 Term RFR 적용

스위스, 영국, 미국의 대출 준거금리 전환

스위스	<ul style="list-style-type: none"> • 모든 대출에 SARON이 핵심 준거금리로 정착 : SARON 사후 및 사전 이자결정 방식 적용 • 워킹그룹과 공정거래위원회가 대출 유형별로 권고안 제시 / 금융감독청(FINMA)이 권고안을 적용하도록 조치 • 소매 차입자가 SARON 이자 계산 방식에 별다른 불편을 제기하지 않은 것으로 파악
영국	<ul style="list-style-type: none"> • LIBOR 대출이 SONIA 대출로 전환 : 사후 복리 방법 또는 Term SONIA • 워킹그룹이 SONIA 대출 권고안 및 적용 일정을 제시하고, 금융당국이 이를 준수하도록 조치
	신디케이트 대출, 대기업(정량기준 제시) 대출 ⇒ SONIA 사후 복리 방법 (Term SONIA 금지)
	소매대출(모기지, 가게, 중소기업) / 무역금융 및 운전자본 대출 ⇒ ①고정금리 전환, ②영란은행 기준금리, ③Term SONIA
미국	<ul style="list-style-type: none"> • 워킹그룹이 대출별 권고안 및 Term SOFR 사용 가능 대출 유형을 제시하고, 시장이 이중 적합한 방식을 선택 • 기업들이 SOFR 대출을 선호하여 조속한 활성화를 금융당국에 요청
	신디케이트 대출 ⇒ Term SOFR로 표준화
	일반 기업대출 ⇒ 은행이 기업에게 복수의 선택안을 제시 (Term SOFR, SOFR 사전 및 사후 이자결정 방식)
	모기지, 학자금 대출 ⇒ SOFR 사전 이자결정 방식 (법적 요건 반영)

금융거래별 RFR 적용 현황 : 대출 (2)

- ❖ (쟁점) CSR 부재 시 은행의 신용 창출 감소, 기업 차입 비용 증가, 투자 감소를 유발할 수 있다는 우려 제기
 - 학계는 대체로 거시적 관점에서 은행의 (베이스스) 위험 관리를 위해 CSR(Credit Sensitive Rates)이 필요한 것으로 평가 (Jerman, 2021; Cooperman et al., 2024 등)
 - 반면 글로벌 금융당국은 BSBY, Ameribor 등 민간에서 새로 개발한 CSR 사용을 사실상 금지 (IOSCO, 2023)
 - 학계에서 AXI(USD Across-the-Curve Credit Spread Indexes)를 대안으로 제시 (Berndt, Duffie & Zhu, 2023)
 - 금융당국의 대응에 주목 (Baker McKenzie, 2023)





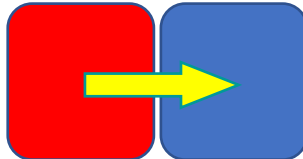










주 : 국가별로 목록에 포함되지 않은 대출 준거금리가 있을 수 있음
자료 : FRB SF(2005), ECB(2009), CFPB(2014, 2020), Sterling WG(2018), Latter(2019), FSB(2020), Castro & Jordan-Wood(2022), Cooperman et al.(2024)에 기초하여 작성

주요국 현황 종합

금융거래별 지표금리 적용 현황

■ RFR ■ IBOR

	변화 동인 (고려 사항)	미국	영국	스위스	일본	유로지역
파생	공공부문, 시장참여자 (금융안정, 지표체제 강건성)					
채권	시장 주도 (발행자 · 투자자 효익, 통화정책 유효성)					
대출	공공부문, 차입자 (소비자 보호, 금융안정, 통화정책 유효성)					

주 : 1) 신규 금융거래 기준

2) 각 금융거래에서 기타 준거금리(non-RFR, non-IBOR)는 제외

3) 일본과 유로지역의 RFR 대출 활용 정도는 미확인

3

국내 현황 및 시사점

CD 수익률 활용 현황 및 국내 지표금리 체계 개선 방향

- ❖ (CD 수익률 활용 현황) 이자율 스왑을 중심으로 다양한 금융거래에 적용되어 금융시장의 CD 수익률에 대한 의존이 과도
 - (국내) CD 연계 금융거래 규모 (추정치): 7,460조원 (343만건) ('23.9월말 잔액, 금융감독원)
 - 이자율 스왑이 7천조원 상회 추정 / FRN 61조원, 대출 322조원 ('24.2월말 잔액, 한국은행)
 - (해외) LCH가 청산하는 원화 CD 이자율 스왑 : 5,330조원 ('24.8.14일 잔액, LCH)

국내 지표금리 개혁 방향

‘단계적으로 CD 수익률에서 벗어나 KOFR 중심의 지표금리 체계로 전환’

(「지표금리 및 단기금융시장 협의회」, '24.3월 보도자료)

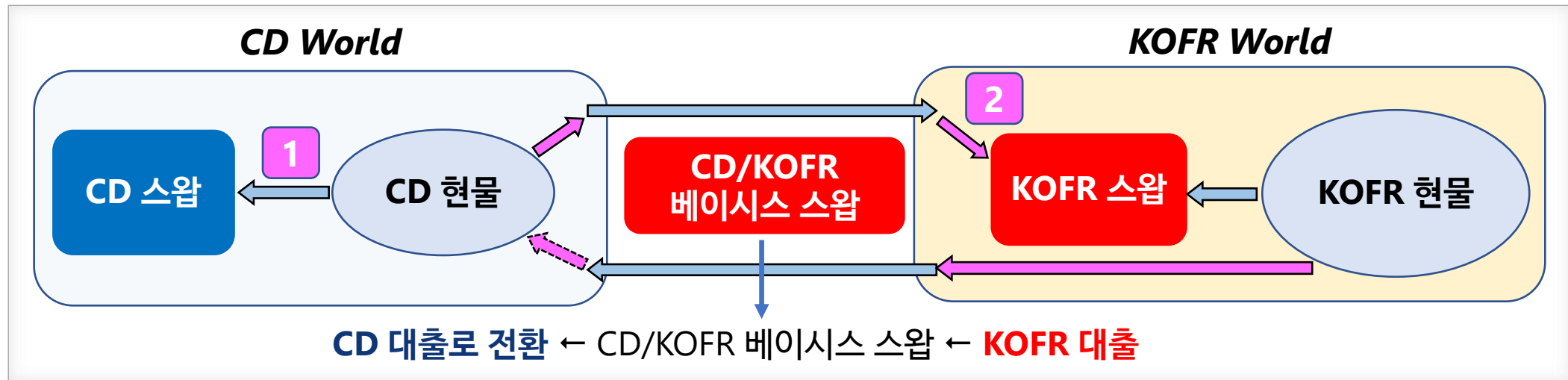
- 1 이자율 파생거래의 준거금리를 강건성이 높은 KOFR로 변경하여 지표금리의 적합성을 확보하고 역피라미드 구조를 개선
- 2 현물거래는 지표금리 적합도 향상 및 지표 사용자에게 경제적 효익이 기대되는 분야에서 시작해 KOFR 적용을 확대
- 3 국내 지표금리 사용 체계의 국제 정합성을 확보

이자율 파생시장 재편 : 표준 준거금리를 CD에서 KOFR로 변경

❖ 이자율 스왑의 준거금리를 KOFR로 변경 : ❶ CD 스왑은 현물거래 관리 위주로 재편하거나, ❷ 전체 스왑을 KOFR로 변경

- ❶ 이자율 스왑에 대한 지표금리 적합성 원칙 준수 : 글로벌 지표금리 개혁의 핵심 원칙
- ❷ 파생거래 가치평가 정상화 : 할인율을 현행 CD 스왑(IRS)에서 KOFR 스왑(OIS)으로 변경 (대다수 국가는 오래 전에 변경)
 - 파생거래 평가 시 CD 스왑 커브를 사용함에 따라 손익 왜곡, 위험 측정 오류, 위험 배분 왜곡 등의 문제가 지속
- ❸ 통화스왑(CRS) 거래의 가격발견기능 정상화 ('23년말 통화스왑 잔액 : 1,667조원, 금융감독원)
 - 모든 국가의 CRS거래에서 교환대상 5대 통화 준거금리는 RFR로 통일
 - 현재 시장조건에서 KOFR 스왑 곡선은 원화 CRS 금리의 원활한 가격발견을 위해 요구되는 최소 필요조건 (김진동, 2023)

KOFR 스왑 및 CD/KOFR 베이스스 스왑의 중요성



KOFR FRN 시장

❖ 주요국에서 확인된 RFR FRN의 경제적 효익 고려 시 KOFR FRN 시장 활성화를 적극 도모할 필요

- 비은행 기관의 조달금리가 CD 수익률에 연동되는 체제는 발행기관 및 통화정책 관점에서 긍정적 측면이 크지 않음
 - CD 수익률의 경기 역행성으로 비은행 기관의 FRN 조달금리가 통화정책 기조에 부합하지 않을 가능성
 - 국내에서도 KOFR Discount 현상이 관찰될 수 있을 것으로 기대
- 은행 또한 자금조달원 다변화 차원에서 KOFR FRN 발행을 고려할 필요
- MMF의 FRN 수요 증대를 통해 기업 자금조달을 지원
 - (사후 이자결정) KOFR FRN의 짧은 듀레이션 / KOFR FRN ETF 활용 방안 점검

국내 FRN 시장의 준거금리 비중 (%)

발행기관	CD1개월	CD3개월	CP3개월	IRS(=CD)	KOFR	발행사 금리
은행	99.1	← 0.7	0.0	0.0	0.1	0.0
비은행 금융기관 (증권, 보험, 여전)	15.3	17.4	9.9	29.8	0.0	27.7
일반 기업 등 (SPC 포함)	17.5	39.6	8.1	30.5	0.0	4.3

주 : '21년~'24.6월 신규 발행 FRN 발행금액 기준 (Plain vanilla FRN만 포함, 구조화채권 · 신종자본증권 · 단순 콜러블 · 스텝업 제외)

자료 : 인포맥스

KOFR 대출

- ❖ KOFR 대출은 대출시장 효율화 및 투명성 제고에 기여할 잠재력이 있는 만큼 거시적 관점에서 고려

< 대출 준거금리 관점에서 살펴본 주요국과 국내 은행의 차이 >

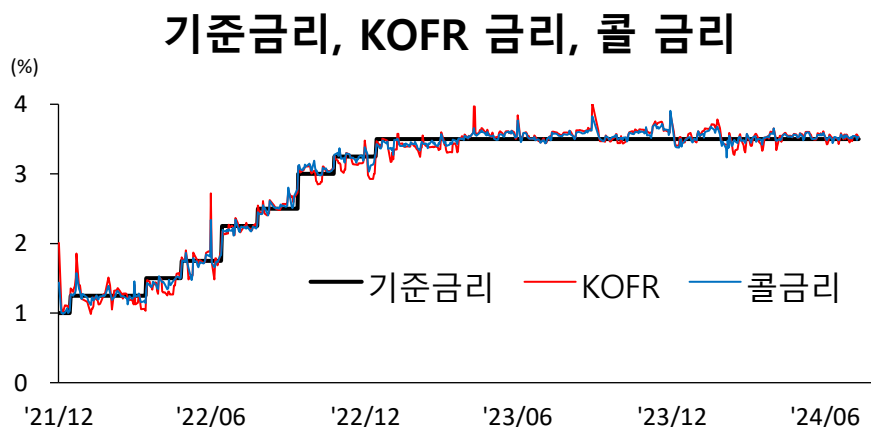
- 1 주요 준거금리가 은행의 펀딩 비용을 반영 ⇨ 대출에 따른 베이스 위험이 은행에서 소매 차입자로 이전
 - 금융안정 관점에서 IBOR 대출은 차입자의 위험 감수 및 관리 능력이 뒷받침될 때 유용한 banking model (BIS, 2013)
- 2 준거금리 다양성으로 가산금리(*price of loan*)의 비교 용이성과 가격발견이 저하
 - 코픽스 4종 / CD 금리 / 6개월·1년·2년·5년 금융채 금리 / 3개월·6개월·1년 코리보 금리 등

- ❖ KOFR 대출을 통해 은행 섹터와 차입자 간 위험 배분 구조를 개선하고 대출시장 효율화를 도모

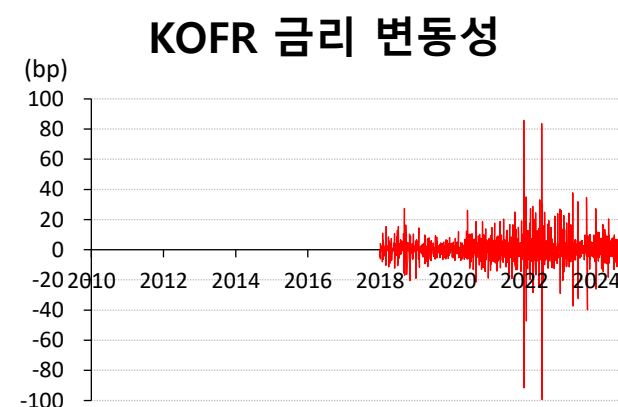
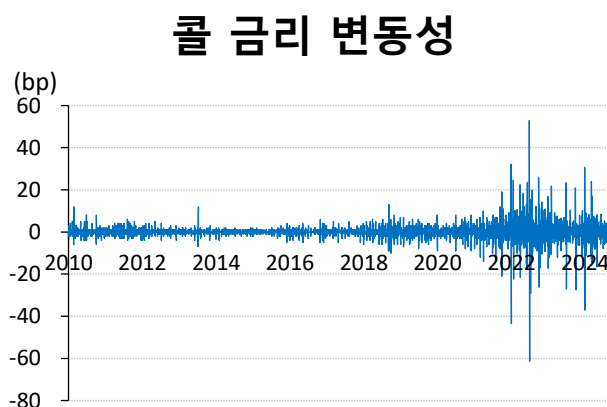
- 은행 대출은 공공재적 특성을 보유
 - 예금자 보호 제도 및 중앙은행의 유동성 제공
- 대출 중 일부에 대해서는 주요국과 같이 은행이 베이스 위험을 관리할 필요
 - 해외에서 제기중인 우려는 non-IBOR 유형(RFR, 기준금리, 국채금리)의 대출 준거금리만 존재하는 지표금리 체제에 적용

KOFR 금리의 경제적 특성 및 강건성 향상을 위한 과제

- ❖ 지표사용 및 통화정책 관점에서 KOFR(**Near** RFR)와 한국은행 기준금리(**True** RFR) 간 일관성 유지가 중요
 - KOFR가 통화정책 의도를 효과적으로 반영하도록 관리(*steering*) 중
 - (변동성) '22년 이후 KOFR와 콜 금리가 강하게 동조화되는 가운데 변동성이 증가 ⇒ 자금시장 효율화 측면에서는 긍정적
 - 다만 기술적 요인 등에 의해 유발되는 비본질적 변동성 축소는 RP시장 참여자와 통화정책의 공통 과제
- ❖ KOFR 기초시장인 RP시장 안정성 향상을 위해 CCP 청산 제도 도입을 고려할 필요 (장기과제)
 - 그간 제도 개선으로 시장 안정성이 향상 / CCP 청산은 위기 시 시장 복원력 및 KOFR 강건성 향상에 크게 기여 가능
 - 주요국은 CCP 청산이 매우 활성화, 특히 미국은 '26.7월부터 국채 담보 RP거래의 CCP 청산을 의무화 (*SEC, 2024*)
 - 거래일방이 FICC GSD 회원인 거래를 의무 청산('24.7월 GSD 회원사는 220개 금융기관) → 전체 국채 담보 RP시장이 중앙청산



주 : '22.1월~'24.8월 일별 자료
자료 : 한국은행, 한국예탁결제원



4

결론

- ❖ (대외 환경) 글로벌 금융시장에서 RFR의 역할이 더욱 확대될 가능성이 큰 상황
 - RFR 중심의 글로벌 지표금리 생태계 형성은 비가역적 추세
- ❖ (국내 고려 사항) 이자율 파생을 출발점으로 KOFR 중심 체제로의 이전은 필수 과제로 인식할 필요
 - ① KOFR 사용을 촉진할 수 있는 제도적 환경을 조성
 - 지표금리의 유동성 외부효과와 주요국 경험을 고려할 때 시장자율에 의한 지표 이전이 용이하지 않을 가능성
 - ② KOFR 전환과 함께 강건한 CD Fallback 체제를 마련 (주요국 지표금리 개혁의 공통 핵심 과제)
 - IOSCO 원칙에 부합한 대체금리 선정을 중심으로 한 Fallback 체제 마련은 KOFR 적용과 동등하게 중요한 과제
 - ③ KOFR 기초시장인 RP시장 발전을 위한 노력을 병행
 - RP시장은 새로운 국내 지표금리 체제에서 자금시장 참여기관을 넘어 전체 금융시장과 경제에 영향
 - KOFR 활용이 증가할수록 실물경제의 통화정책에 대한 민감도가 증가할 가능성이 큰 만큼
통화정책 파급경로의 출발점인 RP시장의 효율적 작동과 금리 안정을 위한 중앙은행의 역할이 중요
(미 연준과 영란은행은 단기 RP 정책 수단을 도입하는 등 제도적 노력을 지속)

Thank you

본 자료의 견해와 주장은 필자 개인의 것으로 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
또한 사전동의 없는 자료 복제 및 배포, 개작 행위를 금지합니다.

본 연구에 유익한 조언을 해 주신 하나은행 김진동 박사님께 감사드립니다.