

국내 단기금융시장 금리지표의 개선에 관한 연구*

황세운** · 김준석*** · 손삼호****

〈요 약〉

본 연구는 국내 단기금융시장의 주요 특성을 파악하고 단기금융시장에서 시장에서 산출되는 단기금리지표의 효율성을 점검함으로써 향후 단기금리지표의 개선에 관한 정책적 함의를 도출하는데 그 목적이 있다. 국내 단기금융시장은 그간 콜시장을 중심으로 성장하는 다소 기형적인 모습을 보여왔다. 또한 은행과 자본시장의 밀착관계가 확대되어 은행의 시장성 자금조달이 큰 폭으로 증가하면서 CD금리가 단기금리지표의 표준으로 등장하였다. 그러나 예대율의 규제로 인해 CD금리의 신뢰성이 악화되면서 대체금리의 모색이 필요한 상황이다. 대출시장에서는 단기 코픽스가 점진적으로 CD금리를 대체하고 있으며, 스왑시장에서는 아직 CD금리가 절대적인 지위를 누리고 있지만 향후 코리보의 역할 확대 가능성이 대두되고 있다. 코리보는 다양한 잠재력을 가지고 있으나, LIBOR와 동일하게 조작의 위험에 노출되어 있으므로 LIBOR의 개선방향을 참조하여 투명성 및 효율성을 개선시켜 나가야한다. 장기적으로 다양한 금리지표를 개발하여 금융시장에 공급하고 최종적인 선택은 시장의 자율적인 선택에 맡기는 것이 가장 효율적이다.

주제어 : 단기금리지표, CD금리, 코리보, 코픽스, LIBOR, 단기금융시장

논문접수일 : 2013년 09월 17일 논문수정일 : 2013년 09월 25일 논문제재확정일 : 2013년 09월 26일

* 본 논문의 발전을 위해 유익한 논평을 해주신 익명의 심사위원분들께 감사드립니다.

** 교신저자, 자본시장연구원 연구위원, E-mail : neptune@kcmi.re.kr

*** 자본시장연구원 연구위원, E-mail : jskim@kcmi.re.kr

**** 주저자, 경일대학교 금융증권학과 조교수, E-mail : triheven@daum.net

I. 서 론

“단기금융시장(money market)”은 만기가 짧고 유동성이 높은 증권이 거래되는 시장으로, 금융기관이나 일반기업이 단기성 자금을 조달하거나 운용하는 금융시장의 중요한 구성 요소이다. 단기금융시장 증권의 발행 및 거래단위가 관행적으로 매우 크게 형성되고, 발행일로부터 1년 이하의 만기를 가지는데 대개의 경우 만기가 120일 이내이다. 만기가 짧고 시장참여주체가 주로 기관투자자, 대형 금융기관 및 대기업이기 때문에 일반적으로 부도 위험이 상대적으로 낮다. 이러한 특성들로 인하여 단기금융상품은 현금에 준하는 금융 상품으로 간주되는 경향이 있다. 유동성이 높다는 것은 쉽게 현금화가 가능하다는 의미이다. 단기금융상품들은 주식이나 일반 채권과는 달리 정형화된 거래소가 존재하는 경우가 드물며, 주로 전화나 전자적 플랫폼(electronic platform)을 통하여 장외시장 거래가 이루어지고 거래빈도도 상대적으로 높지 않다. 거래단위가 주로 10억 원 이상의 큰 규모로 형성되기 때문에 개인의 참여는 제한적이며 은행, 증권사, 보험사 등의 금융기관이 주된 시장참가자인 딜러간 시장(inter-dealer market)이다.

단기금융시장은 일반대중에 대한 노출정도가 낮은 시장이지만, 전체 금융시장 및 국가 경제에 미치는 영향력은 결코 무시할 수 없다. 단기금융시장은 중앙은행에 의한 통화정책의 변경 효과가 가장 우선적으로 나타나는 통로이다. 중앙은행의 기준금리 결정에 직접적인 영향을 받으며, 이로부터 순차적으로 자본시장 및 전체 금융시장으로 금리변경의 영향이 퍼져나가게 된다. 그 과정에서 전반적인 이자율 기간구조가 형성됨은 당연한 결과이다.¹⁾

단기금융시장은 기업이나 금융기관의 유동성 관리에 중요한 수단을 제공한다. 일시적인 여유자금을 가진 기업이나 금융기관은 단기금융시장을 통하여 대규모의 자금운용을 하게 된다. 최근 기업경영에 있어서 다른 목적을 위하여 집행될 일시적인 여유자금이라든 현금이나 매우 낮은 이자율을 지급하는 은행예금에 비해 다소 높은 수익률을 제공하는 단기금융상품의 형태로 보유하려는 유동자산이나 순운전자본 관리의 경향이 관찰된다. 단기금융시장이 유동성의 기회비용을 줄이는 효과적인 수단이 되기 때문이다. 일시적인 자금을 필요로 하는 기업이나 금융기관도 단기금융시장을 통하여 자금수요를 유리한 비용으로 해결할 수 있다. 일시적인 자금부족을 상대적으로 간편한 절차와 적절한 금리비용을 가진 단기금융시장에서 해결할 수 있기 때문이다. 물론, 일시적인 자금의 운용이나 조달은 은행을 통해서도 가능하다. 사실 은행이 가진 굉장히 중요한 기능 중의 하나가 바로 단기

1) 정희준(2008)은 단기금융시장인 콜시장의 금리변동이 전체 이자율 기간구조의 형성에 유의적인 영향을 미치고 있음을 보고하였다.

자금의 수신과 여신에 있음은 주지의 사실이다. 은행은 예금자 혹은 차입자와 오랜 기간에 걸친 자금거래관계를 유지하는 경향이 강해서 고객들에 관한 정보수집에 있어서는 단기금융시장에 비해 우수한 측면이 있다. 금융시장의 중요 이슈중의 하나인 정보비대칭의 문제에 있어서 좀 더 유리한 위치를 점하고 있는 것이다. 그러나 유통시장을 통한 위험의 분산과 규제비용 측면에서는 단기금융시장이 은행에 비해서 우위를 가진다. 단기금융시장은 기본적으로 1년 이내의 만기를 가진 상품들이 거래된다는 점에서 자본시장과는 구별되지만, 만기 이외의 측면에서는 자본시장과 유사한 특성을 가지며 수많은 기관이 시장에 참여하고 있기 때문에 위험의 분산기능에 있어서 은행시스템에 비하여 상대적으로 우수한 편이다. 규제측면에 있어서도 단기금융시장에서 거래되는 상품들은 지준적립이나 여신규제 등으로부터의 제한이 적어 조달과 운용 양쪽에서 다양한 전략의 구사가 가능하다는 장점이 있다.

단기금융시장의 중요한 기능중의 하나는 단기금리지표의 산출이다. 단기금리지표는 국내 가계와 기업의 대출에서 높은 비중을 차지하고 있는 변동금리부 대출의 준거금리로 사용된다. 또한, 파생상품시장에서도 중요한 역할을 하는데, 국내 장외파생상품시장에서 가장 거래가 활발한 종목중의 하나인 이자율스왑(IRS) 시장에서도 단기금리지표가 중요한 가격지표로 사용된다. 대출시장과 파생상품시장의 중요 가격변수로 작용하는 단기금리지표의 변화는 가계와 기업의 의사결정에 일정부분 영향을 미치게 되는데, 이는 결국 소비와 기업경영활동의 패턴에 변화를 주고 자원배분의 양상을 바꾸게 된다.

한국의 단기금융시장은 1998년의 외환위기 이후 투명성과 효율성 측면에서 많은 발전을 이루었다. 그럼에도 불구하고 단기금융시장은 여전히 개선의 여지가 많으며, 시장에서 널리 사용되고 있는 금리지표의 대표성에도 많은 문제점이 존재한다. 그렇다면 금융시장의 발전을 통하여 실물경제의 성장과 효율성을 제고한다는 큰 틀에서의 방향성을 감안할 때 단기금융시장의 진화방향은 무엇이 되어야 하는가? 본고는 단기금융시장의 시스템을 개선하기 위하여 정부와 금융당국의 정책적 노력이 중요하다는 인식하에 향후 단기금융정책의 설계방향에 관하여 역사적 경험과 최근의 해외사례를 바탕으로 정책적 시사점을 도출하고자 한다.

Ⅱ. 국내 단기금융시장의 구조와 특성

국내 단기금융시장에서 거래되는 상품의 종류는 크게 콜(call), CD, CP, RP, 전자단기사채 등으로 구분할 수 있다. 경우에 따라서는 표지어음(cover bill)이나 통화안정증권을

단기금융시장의 일부로 분류하기도 하지만, 표지어음은 전체 단기금융시장에서 차지하는 비중이 미미하고 통화안정증권은 2년물 중심의 시장으로 자리잡아감에 따라 단기금융시장의 논의에서는 일반적으로 제외하는 경향이 강하다. 본장에서는 국내 단기금융시장에서 거래되는 상품을 기준으로 시장을 세분하여 거래의 상품의 기본특성과 시장의 일반 구조에 대해 살펴보고자 한다.²⁾

1. 콜시장

콜시장은 금융기관 간 상호간에 일시적인 자금과부족 조절을 위하여 초단기로 자금을 차입하거나 대여하는 시장으로 정의된다.³⁾ 콜시장의 참가기관이 수신기능을 가진 예금은행으로 정의되는 것이 아니라 금융기관으로 정의되어 있기 때문에 현재 국내 콜시장에는 예금은행 뿐만아니라 증권사, 자산운용사, 보험사 등과 같은 다양한 유형의 금융기관들이 참가하고 있다. 콜시장의 태동은 예금은행의 지준거래를 위한 것이었지만, 1970~1980년대를 지나면서 예금은행 이외의 금융기관에 대해서도 참가를 확대하였다. 콜시장에 비은행 금융기관의 참가를 허용하였던 것은 당시의 국내 단기금융시장의 발달수준이 낮아 비은행 금융기관들의 단기자금 조달과 운용이 크게 제한되어 있었기 때문이었다. 비은행 금융기관의 콜시장 참여는 콜거래에 매우 다양한 거래유형을 양산하는 이유가 되었다. 예금은행간의 자금거래는 전형적인 지준거래로 볼 수 있다. 그러나, 예금은행과 비예금금융기관과의 거래는 대출이나 혹은 예금거래의 성격을 가지고 있으며, 비예금금융기관간의 거래는 CP거래와 그 성격이 매우 유사하다.⁴⁾

콜시장은 대체수단이 될만한 다른 유형의 단기금융시장이 발전하지 못하면서 오랜 기간 국내 단기금융시장의 중심이 되어 왔다. 논의의 초점을 특히 금융기관간 단기금융시장으로 한정시키게 될 경우 이러한 추세는 더욱 뚜렷해진다. 2010년 이후로 증권사의 과도한 콜차입을 제한하기 위한 규제가 시행되기 이전 콜시장의 규모는 평잔기준 30~35조 원 수준으로 나타난다. RP시장, CD시장, CP시장과 단순히 외형적으로만 비교한다면 콜시장의 규모가 현저히 작은 것처럼 보일 수도 있으나, 이는 RP시장과 CD시장은 대고객 거래의

2) 언론에서 단기금융상품에 관한 기사가 보도될 때 CMA나 MMF와 같은 상품들이 언급되기도 한다. CMA나 MMF의 경우 엄밀한 의미에서 단기금융상품으로 보기 어려우며, 오히려 본고에서 설명하고 있는 단기금융상품들을 담아서 운용하는 증권사 계좌이거나 운용기구로 보아야 할 것이므로 단기금융상품 논의에서 제외시켰다. 동일한 이유에서 MMDA, MMT, MMW 등의 은행계정, 신탁, 투자일임계좌도 논의에서 제외시켰다.

3) 한국은행(2005).

4) 차현진(2007)은 콜시장에서의 자금거래 유형을 크게 지준거래, 무담보은행대출, 예금거래, CP 매매 등의 4가지로 구분하였다.

비중이 현저하게 높았기 때문이다. RP시장의 경우 오랜 기간 대고객거래가 95% 이상의 비중을 차지하였고, CD시장도 대고객거래의 비중이 90%를 상회하였다. 따라서 순수 금융기관간 또는 딜러간 시장으로서의 자금거래규모만을 놓고 비교한다면 콜시장의 역할이 다른 단기금융시장들에 비하여 압도적인 우위에 있다고 말 할 수 있는 것이다.

금융기관의 콜시장에 대한 높은 의존도는 콜시장의 유동성을 매우 증가시켰고, 이는 콜시장이 가장 역동적으로 돌아가는 금융기관간 단기자금시장이 되도록 만들었다. 그러나, 바로 이러한 높은 의존도가 역으로 다른 단기금융시장의 발전을 저해하는 요인으로 작용한 것도 사실이다. 국내 금융기관간 RP시장은 오랜 기간 거의 유명무실한 수준에서 명맥을 이어왔는데 가장 중요한 이유는 바로 콜시장의 높은 유동성이었다. 기관간 RP시장이 활성화되어 있지 않은 상태에서 담보거래인 기관간 RP시장의 금리는 시장의 낮은 유동성을 반영하여 무담보거래인 콜시장의 금리보다도 더 높은 수준에서 형성되어 왔다.⁵⁾ 이는 담보거래와 무담보거래의 시장특성을 감안할 때 유동성을 고려하지 않는다면 이해하기 힘든 현상이다. 초단기 CP의 경우도 마찬가지인데, 콜시장의 높은 유동성은 금융기관들이 1일물과 같은 초단기 CP의 필요성을 전혀 느끼지 못하게 만든 중요한 요인이었다.

평잔기준으로 평가했을 때 국내 콜시장의 규모는 2013년 6월 기준으로 28.6조 원에 이른다. 콜시장에 대한 의존도가 가장 높은 금융기관은 국내은행이다.⁶⁾ 국내은행의 콜론 규모는 약 7.5조 원이며, 콜머니 규모는 약 16.4조 원이다.⁷⁾ 콜론과 콜머니를 총액으로 차감한다면 국내은행은 순콜머니 기관이 되며 순콜머니 수준은 콜론과 콜머니의 차이인 8.9조 원이다. 자산운용사의 경우 가장 중요한 콜론 기관이며 그 규모는 약 17조 원이다. 자산운용사는 유동성관리를 위하여 초단기 자금운용에 대한 수요가 꾸준히 존재하기 때문에 지속적으로 콜론을 제공하여 왔다. 은행의 콜머니 수요가 가장 높기는 하지만 콜머니 의존도의 경중에 있어서는 증권사의 의존도가 가장 높다고 평가할 수 있다. 증권사는 고유계정을 통한 콜론 공급이 전무한 상황이고 콜머니 차입은 약 6.6조 원으로 국내은행 다음으로 높은 콜머니 수요를 보이고 있다.

2008년 리먼브라더스의 파산으로 촉발된 글로벌 금융위기 이후 금융기관의 단기자금 수요와 공급이 지나치게 콜시장으로 집중됨에 따라 콜시장의 시스템 리스크가 증가하고

5) 국내 콜거래는 크게 무담보콜거래와 담보콜거래로 나눌 수 있다. 담보콜거래는 제도적으로 허용되어 있음에도 불구하고 이용실적이 미미하며, 일반적으로 콜거래라 함은 무담보콜거래를 지칭하는 것으로 인식된다.

6) 외은지점의 콜시장 참여도 허용되어 있는데, 콜시장으로의 자금공급보다는 콜시장에서의 자금차입규모가 훨씬 높은 편이다.

7) 관행적으로 콜시장에서의 자금공급을 콜론(call loan)으로 지칭하며, 자금차입을 콜머니(call money)로 지칭한다.

<표 1> 기관별 콜시장 참여비중

이 표는 2013년 6월 기준으로 금융기관의 유형에 따른 콜론과 콜머니 현황을 설명하고 있다. 금융기관은 크게 국내은행, 외은지점, 은행신탁, 자산운용사, 증권고유, 증권신탁 등으로 구분하였다.

(괄호안은 비중, 단위 : 억 원)

콜 론		콜 머 니	
국내은행	74,822(26.1%)	국내은행	164,235(57.4%)
외은지점	25,591(8.9%)	외은지점	41,247(14.4%)
증권신탁	3,134(1.1%)	증권고유	65,948(23.0%)
은행신탁	4,259(1.5%)	증권금융	7,269(2.5%)
자산운용사	169,911(59.3%)	기타	7,628(2.7%)
기타	8,609(3.0%)		
합계	286,327(100.0%)	합계	286,327(100.0%)

자료 : 한국은행.

있다는 비판이 강하게 제기되었다. 리먼 브라더스의 파산 직후 무담보신용거래가 중심이었던 콜시장은 급격히 경색되었으며, 특히 일부 증권사들이 콜시장에서의 자금을 결제하지 못할 수도 있다는 공포감이 확산되었다. 중요한 금융시장 인프라중의 하나인 콜시장의 마비는 금융시스템 전체에 엄청난 파장을 몰고 올 수 있으므로, 2010년부터 제 2금융권의 지나친 콜차입을 규제하기 위한 방안이 발표되었다. 2010년 7월 금융당국은 「콜시장 건전화 및 단기지표채권 유성 등을 통한 단기금융시장 개선방안」을 발표하면서 증권사의 일별 콜차입 규모를 자기자본의 100% 이내로 제한하였다. 이후 2011년 11월 금융당국에 의해 발표된 「금융회사간 단기자금시장의 구조적 개선방안」은 증권사의 콜차입 한도를 월평균 기준으로 자기자본의 25% 이내로 강화하였으며, 2014년부터는 제 2금융권의 콜시장 참여를 원칙적으로 금지하였다. 당국의 이러한 강력한 규제정책으로 인하여 증권사의 콜머니 규모는 2010년 이후로 꾸준히 감소하여 규제의 효과가 확실히 관찰되었다.

<표 2> 증권사 콜차입 추이(평잔 기준)

이 표는 2010년 이후 증권사의 콜차입 규모를 연도별 평잔기준으로 보고하고 있다. 2011년부터 시작된 증권사의 콜차입 제한조치로 인하여 증권사의 콜차입 규모가 줄어들고 있는 모습이 관찰되었다.

연 도	2010년	2011년	2012년	2013년(1~6월)
콜차입 규모	123,897억 원	116,805억 원	81,541억 원	73,219억 원

자료 : 금융감독원.

2. 환매조건부채권(RP) 시장

환매조건부채권(RP 또는 Repo; Repurchase agreement)은 일정기간이 경과한 후 정해진

가격에 해당채권을 되사기로 하는 조건으로 이루어지는 채권매매를 말한다. RP 거래는 채권매매의 형식을 취하고 있지만, 경제적 실질에 있어서는 채권을 담보로 한 금전대차 거래로 인식된다. RP시장은 거래유형에 따라 크게 대고객RP, 기관간RP, 그리고 한은RP로 나누어진다.⁸⁾ 이러한 RP유형중 단기금융시장에 가장 중요한 영향을 미치는 유형은 기관간RP인데 금융기관의 단기자금조달을 통한 유동성 관리와 단기금융시장과 자본시장의 연결이라는 측면에서 기관간RP는 핵심적인 역할을 담당한다.

국내 환매조건부채권시장은 오랫동안 대고객RP 위주로 발전해 왔으나 최근 들어 기관간RP 거래의 규모가 빠른 속도로 증가하고 있다. 2013년 6월 말 기준 RP시장 규모는 잔액 기준으로 125조 원에 이르고 있는데, 이중 대고객RP의 잔액이 80.5조 원(64.4%)으로 가장 높은 비중을 차지한다. 기관간RP는 잔액기준으로 2007년 1.9조 원에 불과하였으나 이후 가파르게 상승하여 2013년 6월 말 기준으로 22조 원에 달하고 있으며 전체 RP시장에서 차지하는 비중도 17.6%까지 상승하였다.

기관간RP의 주된 매도기관(즉, 자금조달기관)은 증권사와 증권사 신탁계정이다.⁹⁾ 국내 은행과 기타 여신기관들로부터 일정 수준의 매도가 이루어지고는 있지만, 매도량의 절반 이상이 증권사와 증권사 신탁계정에 의한 것으로 나타난다. 이는 증권사들이 콜머니 차입 제한조치에 대응하면서 단기자금을 조달하기 위하여 보유하고 있는 채권들을 적극적으로

<표 3> 유형별 RP시장 규모 추이(잔량 기준)

이 표는 거래 유형별 RP시장 규모의 변화를 보고하고 있다. RP거래 유형은 대고객RP, 기관간RP, 그리고 한은RP로 나누었으며, 이중 단기금융시장에서 특히 의미있는 부분은 기관간RP시장이다. 기관간RP시장 육성에 대한 금융당국의 의지와 콜시장 차입규제의 실시로 인하여 기관간RP시장은 2010년 이후 크게 성장하였다.

(단위 : 억원)

연 도	대고객RP	기관간RP	한은RP
2008년	622,253	68,628	208,694
2009년	633,349	84,852	152,941
2010년	664,873	115,294	95,756
2011년	675,404	180,048	45,000
2012년	665,473	226,156	160,000
2013년(6월)	805,275	220,621	224,400

자료 : 한국예탁결제원.

8) 거래유형에 따른 환매조건부채권의 구분에 관한 자세한 논의는 한국은행이 발간한 『우리나라의 금융시장 (2009)』을 참조하라.

9) 증권사 신탁계정은 신탁업 허가를 받은 증권사가 고객(위탁자)으로부터 위탁받은 재산(주로 금전)을 관리 하기 위하여 증권사의 고유계정과는 별도로 설정한 계정을 말한다. 신탁업을 겸업하는 증권사는 신탁계정의 재산을 증권사 고유계정의 재산과는 엄격히 분리하여 관리해야 한다.

활용하고 있기 때문이다. 사실 기관간RP시장의 급격한 성장은 제 2금융권에 대한 콜머니 차입제한 조치에 힘입은 바가 크다. 2008년 이전의 기관간RP 시장의 거래잔량을 살펴보면 2006년 0.8조 원과 2007년 1.9조 원으로 나타나는데, 2007년 이전의 기간에는 기관간RP 시장이 사실상 형식적으로만 존재하였던 시장임을 알 수 있다. 선진자본시장을 살펴보면 기관간RP시장이 채권시장의 수요를 증가시키면서 가격발견기능을 향상시켜 단기금융 시장과 자본시장을 연결시키는 중요한 역할을 하고 있음을 관찰하게 된다. 국내에서도 기관간RP시장의 활성화 필요성¹⁰⁾에 대해서는 2000년대에 접어들면서 전반적인 공감대가 형성되었으나, 실제적인 발달의 속도는 매우 더딘 편이었다. 기관간RP시장의 발전에 가장 큰 장애요인으로 지목되었던 것은 역설적으로 콜시장의 높은 유동성이었다. 현재 기관간RP시장의 만기를 살펴보면 거의 대부분이 익일물거래에 집중되어 있다. 콜시장의 거래가 익일물 중심이라는 사실을 감안하면 콜시장이 기관간RP의 강력한 대체제가 될 수 있음을 알 수 있다. 더욱이 무담보 콜거래가 거래표준으로 정착하면서 기관간RP와 같이 담보에 대한 번거로운 부담도 없으며, 거래량도 많아서 언제든지 필요한만큼의 단기자금을 공급 받을 수 있는 콜시장이 기관간RP시장의 성장을 제약하여 온 것이다. 그러나 단기자금의 거래가 지나치게 콜시장에 집중되는 현상과 기관간RP시장이 제공하는 기능을 고려할 때 기관간RP시장의 육성은 더 이상 미룰 수 없는 과제였다.¹¹⁾ 이에 금융당국은 2007년부터 기관간RP시장의 제도를 본격적으로 정비하기 시작하였으며, 2010년부터 콜머니 차입에 대한 직접적인 규제를 시작하였다. 콜시장에서의 중요한 자금차입자였던 증권사들은 콜머니 차입에 대한 규제가 강화되기 시작하자 그 대안으로써 기관간RP의 활용도를 증가시키기 시작하였으며, 일부 자금수요는 CP나 전자단기사채시장으로 유입되었다. 콜시장에 대한 규제가 단계적으로 강화되고, 기관간RP시장의 제도환경이 개선되면서 시장의 규모는 급격히 커지게 되었다.

3. 양도성예금증서(CD) 시장

양도성예금증서(Certificate of deposit)는 은행의 정기예금증서에 양도성을 부여한 것이다. 은행의 예금이 안전한 투자처이기는 하지만 금리가 상대적으로 낮고 만기 이전의 중도 인출에 대해서는 비용이 추가되는 불편함이 존재하였는데, CD는 증권화를 통해 양도성을 부여함으로써 만기이전에도 손쉽게 자금의 회수가 가능하도록 하였다. 금전의 소비임치

10) 기관간RP시장의 활성화 필요성에 대한 구체적인 논의는 김봉수, 정희준(2009)을 참조하라.

11) 기관간RP시장의 활성화와 콜시장의 개편에 관한 자세한 논의는 황세운(2009)을 참조하라.

라는 경제적 성격은 일반예금과 동일하나 양도를 위해서는 증권의 소지가 필요하다는 사실에서 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법)상의 증권과 유사한 성격을 가진다.¹²⁾ 일반고객을 대상으로 하는 CD거래는 예금채무에 해당되어 한국은행에 지급준비금을 예치할 의무가 있지만, 은행예금과는 달리 예금보험대상은 아니다.¹³⁾ CD의 만기는 30일 이상으로 제한되어 있는데, 1년 이상의 만기를 가진 CD의 발행은 거의 없으며, 만기 6개월 미만의 CD발행이 주를 이룬다.

CD는 투자주체에 따라 은행간 CD와 대고객 CD로 구분할 수 있는데, 현재 국내은행의 CD발행은 대고객 CD 중심으로 이루어지며 은행간 CD의 발행은 지극히 미미한 편이다. CD의 발행잔량을 살펴보면 1997년의 외환위기 이후로 발행이 크게 위축되어 있었으나, 2002년부터는 발행이 활발해졌고, 2009년에는 발행잔량이 최고조에 이르렀다. CD발행의 급속한 증가는 CD의 안전성과 국내은행들의 적극적인 자산확대에 기인하였다. 2003년 SK네트워크 사태 등으로 인하여 투자자들의 위험회피성향이 극단적으로 확대되었고, CP에 비하여 신용위험이 상대적으로 낮은 CD로 자금이 크게 이동하였다. 2004년 이후에는 예금금리가 하락하면서 수신이 감소하자 은행들은 CD발행을 확대하여 자금을 확보하였다. 은행들의 자산확대 경쟁이 지속되면서 예금만으로는 자산확대에 필요한 자금을 충분히 확보하지 못하여 단기금융시장에서 CD발행을 통한 시장성 조달의 규모도 급증하게 되는데, 2002년 8조 원에 불과하던 CD발행잔량이 2009년에는 91.3조 원으로 증가하였다.

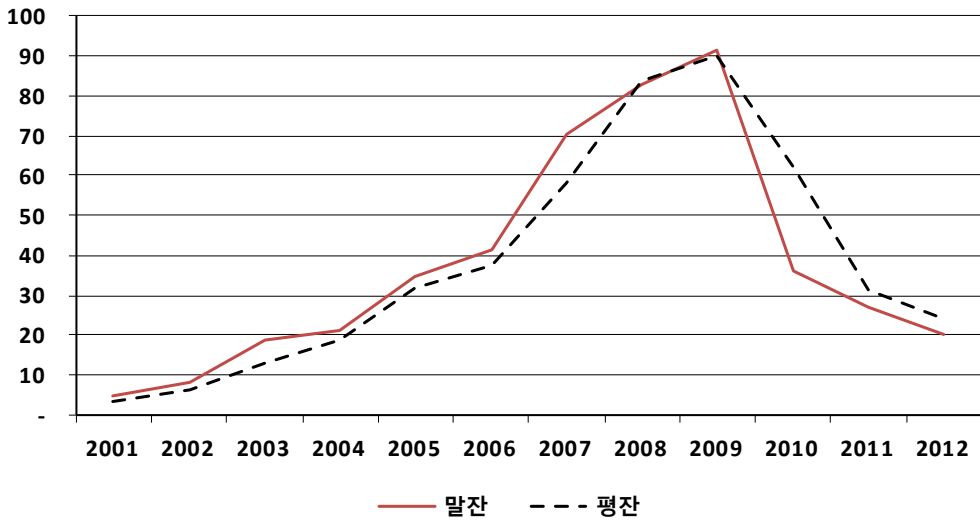
CD의 발행은 2010년부터는 크게 감소하였다. 2010년 말의 발행잔량 규모는 35.9조 원으로 나타나는데, 전년대비 무려 55.4조 원이나 감소한 수준이다. CD발행량이 급감한 데에는 금융당국의 은행에 대한 예대율규제 도입이 결정적인 영향을 미쳤다. 금융당국은 은행의 시장성 조달의 비중이 높아짐에 따라 리스크 관리차원에서 예대율규제를 시작하였다. 예대율은 총대출량과 총예금액의 비율로 계산되는데 CD발행분은 총예금액의 계산에 포함되지 않았고, 은행은 CD발행분을 제외한 예대율을 2013년말까지 100%로 낮추어야 한다. 이에 은행들은 CD발행에 대한 인센티브가 크게 낮아지게 되었고, 2010년에 CD발행이 급감하게 되는 주된 원인으로 작용하였다.

12) 금전의 소비임치라 함은 금전의 보관을 위탁받은 수치인(여기에서는 은행이 수치인에 해당함)이 해당 금전을 대출과 같은 방법으로 소비하고 후일에 그와 동종·동량·동질의 금전으로 반환함을 약정하는 계약을 의미한다. 자본시장법은 원화표시 CD를 금융투자상품에서 제외하였고, 결과적으로 증권으로 인정하지 않았다.

13) 예금보험대상이라 함은 금융기관이 영업정지나 파산 등으로 고객의 예금을 지급하지 못하게 될 경우 예금보험공사가 금융기관을 대신하여 예금자를 보호하게 되는데, 이때 보호대상이 되는 금융상품을 의미한다. 일반적으로 보통예금, 정기예금, 정기적금 등과 같은 예금상품들은 예금보험의 대상이 되지만 은행에서 취급하더라도 CD나 실적배당형 상품인 투자신탁 등은 보호대상이 아니다.

<그림 1> CD시장 규모 변화 추이(잔량 기준)

(단위 : 조 원)



자료 : 한국은행.

예대율규제는 은행간의 지나친 외형경쟁을 방지함과 동시에 은행의 건정성을 확보하기 위하여 도입되었다. 2000년대 중반을 거치면서 국내은행들은 주택담보대출과 중소기업 대출을 급격히 확대시키면서 자산규모 측면에서 경쟁하였다. 그 과정에서 자산의 성장에 필요한 자금을 예금으로는 충분히 확보하지 못하였고, 자본시장에서 은행채나 CD의 발행을 통하여 조달하였다. 2004년까지 100%내외에서 움직이던 예대율은 2007년 127.1%까지 상승하였는데, 은행의 자금조달이 자본시장의 영역에서 지나치게 커지고 있다는 우려가 제기되기 시작한 것도 이 시기이다. 2008년 글로벌 금융위기의 발발은 은행의 유동성을 크게 악화시켰고, 시장성 조달에 대한 높은 의존도는 유동성에 대한 불안감을 증폭시켰다. 은행의 유동성 관리강화 측면에서 시작된 예대율규제는 은행의 CD발행을 억제하는 강력한 기제로 작용하게 되었고, 2010년 이후의 단기금융시장의 변화에도 지대한 영향을 미쳤다. CD발행의 축소는 전반적인 CD시장의 유동성을 급격히 감소시켰는데, 이는 국내 단기금융시장의 준거금리 역할을 해오던 CD금리의 대표성과 신뢰성을 훼손시키게 되었고, 연쇄적으로 대출시장과 스왑시장에까지 영향을 미쳤다.

4. 기업어음(CP) 시장

기업어음(commercial paper)은 기업이 단기자금을 조달하기 위하여 자기신용을 바탕으로

발행하는 주로 1년 미만의 만기를 가진 융통어음이다. 발행절차가 간편하고, 담보없이 신용으로만 발행되기 때문에 기업의 신속한 자금조달의 수단으로 활용되고 있다. CP는 상품의 특성이 어음법과 자본시장법에 의해 규제되는 이중적인 지위를 가진다. 융통어음으로 정의되기 때문에 어음법상의 발행과 유통에 관한 규제를 받는다. 어음은 일반적으로 발행절차가 매우 간편하다는 장점이 있는데 발행과 관련하여 이사회의 의결, 발행기업의 등록, 증권신고서의 제출과 같은 시간과 비용이 드는 절차가 전혀 필요하지 않다. 또한, 자본시장법에 비하여 투자자보호에 관한 규정이 매우 취약하여 기업어음의 등록 및 공시에 관한 어떤 의무규정도 존재하지 않는다. 발행자의 입장에서 이러한 발행 및 공시의 신속성과 편리성은 매우 큰 장점이 된다. 회사의 자금수요를 대내외적으로 알리지 않고 필요한 때에 낮은 비용으로 신속히 발행하여 자금을 조달할 수 있는 것은 매력적인 요소이다. 반면, 발행기업에 대한 정보가 시장에 충분히 제공되지 않기 때문에 투자자는 CP가 신용사건에 대한 잠재적인 도화선이 될 수 있다는 우려를 가지게 된다.

어음법상의 특성으로 인하여 발행에 있어서는 신속성과 간편성을 확보하고 있지만, 유통의 측면에서는 불편함이 존재한다. 기업어음은 아직도 실물발행의 의무가 존재하며, 권면액 이하로 분할양도가 불가능하다. 액면분할이 허용되지 않는 것은 CP의 운용상에 있어서 특히 문제가 되고 있다. 관행상 100억 원 단위로 발행되는 CP를 특정펀드에 편입하였을 때 고객의 환매에 대응하여 펀드내의 운용자산중 해당 CP를 100억 원 이하로 유지해야 할 경우 CP의 액면분할이 원칙적으로 불가능하기 때문에 해당 CP를 매각해야 하는 상황이 발생한다. 물론, 실무에 있어서는 편법적인 방법으로 CP를 액면분할하는 관행이 관찰되고 있지만 어음법을 엄격히 적용할 경우 이러한 분할행위는 모두 불법적인 행위이며 감독당국의 감독의지에 따라 규제를 강화해야할 여지가 있는 영역이다. CP의 실물과 대금의 결제가 분리되어 있다는 점도 어음법 적용상의 문제점이다. 결제인프라의 발전으로 인하여 대부분의 증권거래가 동시결제(DVP)방식¹⁴⁾에 의하여 처리되고 있음에도 불구하고 CP는 아직도 동시결제가 아니라 실물과 대금의 분리결제방식을 따르고 있어 거래당사자는 불필요한 신용리스크에 노출되어 있다.

CP는 융통어음인 동시에 자본시장법상의 기업어음증권이기도 하다. 자본시장법이 도입되기 이전부터 CP는 증권거래법상의 유가증권으로 정의되어 있었으며, 자본시장법은 증권거래법을 받아들이면서 CP를 채무증권으로 정의¹⁵⁾하였다. 그런데, 자본시장법은 증권거래

14) 예탁결제원에 의해 증권결제되는 유가증권은 동시결제(DVP)방식으로 결제가 진행된다. 동시결제방식에도 다양한 유형이 존재하며 자세한 논의는 한국예탁결제원이 발행한 “증권결제제도의 이론과 실무(2013)”를 참조하라.

법상 존재하던 CP에 대한 요건을 대폭으로 완화하였으며, 발행주체(상장법인 등), 만기(1년), 최저액면(1억 원), 신용등급(기업어음등급 B 이상) 등에 관한 요건이 모두 사라졌다. 이 중에서 특히 문제가 되는 부분은 만기의 제한이 없어졌다는 사실인데, 증권거래법상 CP는 만기 1년 이내에서만 발행이 가능하였으나 현행 자본시장법에서는 CP의 만기에 대해 침묵하고 있어 사실상 CP의 만기에 제한이 없다. 만기에 대한 제한이 없을 경우 1년 이상의 만기를 가진 CP가 발행될 수 있고 실제로 1년 이상의 만기를 가진 장기 CP들이 상당수 발행되고 있다. 장기 CP는 잠재적으로 회사채의 발행을 구축할 수 있으며, 이는 공모 회사채시장이 가진 다양한 정보전달기능을 잠식할 가능성이 높다.

<표 4> CP시장 규모 변화 추이(잔량 기준)

이 표는 CP시장의 규모 변화 추이를 연도별로 나타내고 있다. 시장규모는 연말의 발행잔량 기준으로 측정되었으며, 일반CP와 유동화CP인 ABCP로 구분하여 발행잔량을 보고하였다. 일반CP의 시장규모보다 ABCP의 시장규모가 더 크다는 사실이 파악된다.

(단위 : 억 원)

연 도	CP	ABCP
2011년	404,638	447,428
2012년	523,272	759,154
2013년(8월)	580,257	757,275

자료 : 한국예탁결제원.

CP시장의 규모는 2000년대 이후 해마다 지속적인 성장을 보여왔다. 2013년 8월 기준으로 일반CP의 발행잔량은 58.0조 원, ABCP의 발행잔량은 75.7조 원을 기록하였다. CP시장의 규모를 콜시장, 기관간RP시장, CD시장 등과 비교하여 보았을 때 CP시장이 단기 금융시장에서 매우 큰 비중을 차지하는 중요한 시장임을 알 수 있다. 일반CP는 금융기관에 의해서 가장 활발히 발행되고 있지만, 금융이외의 산업에 속하는 기업들도 많이 발행하고 있어서 다른 단기금융상품에 비하여 기업금융에 기여하는 바가 높은 상품이라고 할 수 있다. 금융업종 이외에서는 일반제조업과 건설업종에 속하는 기업들의 CP 발행이 활발한 편이다. ABCP의 경우 일반CP에 비하여 금융기관에 의한 발행이 압도적으로 높은 편이다. 2013년 8월 말 기준으로 전체 ABCP의 발행잔량 중 90%가 금융기관에 의해서 발행되었는데, 이는 일반기업들은 기업어음유동화에 활용할 자산을 충분히 보유한 경우가 많지 않기 때문이다.

15) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제4조 제3항.

5. 전자단기사채 시장

전자단기사채는 CP를 대체하기 위하여 2013년 1월에 도입된 새로운 단기금융상품이다. CP의 편리성은 유지하면서도 CP가 가지고 있던 불편함을 개선시켜 발행 및 유통의 편리성을 제고한 상품이다.¹⁶⁾ 전자단기사채법의 주요 내용을 살펴보면 전자단기사채의 법적 성격을 CP와는 달리 사채(社債)로 일원화하고, 현행 실물방식으로 발행하는 CP와는 달리 전자적 계좌부에 등록하여 발행할 것을 규정하고 있다. 전자단기사채의 요건으로는 각 사채의 금액이 1억 원 이상이어야 하고, 만기가 1년 이내이며, 사채금액을 한꺼번에 납입하여야 하고, 만기에 원리금 전액을 한꺼번에 지급하여야 한다. 사채에 전환권, 신주 인수권, 그밖에 다른 증권으로 전환하거나 다른 증권을 취득할 수 있는 권리가 부여되지 말아야 하고, 물상담보(物上擔保)도 허용되지 않는다. 전자단기사채가 CP를 대체하고자 도입되는 제도임을 고려할 때 현행 CP의 상품성을 유지하기 위하여 최소발행금액, 만기 등에 대한 요건은 반드시 필요한 부분이며, 전자단기사채의 적용 대상을 현재 CP와 유사한 발행조건을 갖는 채무증권으로 제한하고 있는 것이다. 전자단기사채의 발행정보는 중앙등록기관인 예탁결제원이 운영하는 정보공개사이트인 세이브로(SEIBro)를 통하여 실시간으로 공개되고 있다.

전자단기사채제도 도입의 초기에는 발행이 거의 이루어지지 않았으나 CP에 대한 규제가 강화되면서 2013년 5월 이후 발행량이 증가하고 있다. 2013년 8월 말 기준으로 전자단기사채의 발행잔량은 1.6조 원으로 나타나며, 금융기관의 발행이 61.5%로 압도적인 비중을 차지한다. 일반 전자단기사채와 더불어 AB전자단기사채의 발행도 점차 활발해지고 있는데 발행잔량기준으로는 AB전자단기사채가 일반전자단기사채에 비하여 훨씬 높은 수준이다. AB전자단기사채는 동일 시점기준으로 5조 원의 발행잔량을 기록하고 있으며, 금융기관의 발행이 99.4%로 대부분의 비중을 차지하고 있다. 전자단기사채는 당분간 금융기관, 특히 증권사를 중심으로 발행이 이루어질 것으로 예상되며, 시장의 규모가 커짐에 따라 점차 일반 업종의 기업들도 조달에 참가할 것으로 보인다. 전자단기사채는 CP를 대체하기 위하여 도입된 제도이다. 현재 CP에 대한 규제강화가 금융당국에 의하여 일관되게 추진되고 있으며, 전자단기사채에 관한 추가적인 제도의 정비도 이루어질 가능성이 높다. 이러한 정책적 뒷받침과 더불어 시장의 전자단기사채제도에 관한 경험 수준이 높아진다면 향후 전자단기사채가 CP를 성공적으로 대체할 가능성이 높을 것으로 전망된다.

16) 전자단기사채의 도입취지 및 상품특성에 관한 자세한 논의는 황세운(2011, 2013)을 참조하라.

Ⅲ. 단기금리지표의 이용현황 및 국제적 논의 동향

1. 국내 단기금리지표의 이용현황

1990년대 초 시행된 금리자유화 조치 이후 국내 단기금융시장에는 콜금리, CD금리, Koribor, Cofix 등의 다양한 금리지표가 활용되어 왔는데, 그중에서 1994년부터 고시되기 시작한 3개월 만기의 CD금리가 단기지표금리로 가장 널리 사용되어 왔다. 단기금리지표가 활발하게 사용되는 금융부문은 대출시장과 자금시장인데, 2000년대에 접어들면서 CD의 발행과 거래가 활발해지면서 CD금리가 단기금융시장을 대표하는 지표금리로 자리잡게 되었다. CD금리 단기금융시장의 중심금리지표로 자리잡은 것은 금융당국의 제도적 뒷받침에 의한 것이라기 보다는 시장의 자발적인 합의가 영업표준으로 굳어진 데에 기인한다. 시장에서 널리 사용되는 단기금리지표가 되기 위해서는 시장의 가격변화를 신속히 반영할 수 있어야하며, 또한 상업은행과 같은 대형금융기관의 신용도가 적절히 반영되어 실제로 이 금리에 금융기관이 자금을 조달할 수 있어야 한다. 2000년대에 접어들면서 은행의 CD 발행이 급격히 증가하면서 거래도 활성화 되었다. CD발행과 유통시장에서의 높은 유동성으로 인하여 CD시장의 가격발견기능이 시장의 높은 신뢰를 받게 되었다. 또한, CD는 은행에 의해서만 발행되었기 때문에 은행의 자금조달비용을 나타내는 단적인 지표로 인식되었다. 2009년 말 기준으로 보면 국내 원화대출의 41%가 CD금리에 연동되어 있었으며, 금리스왑거래(IRS)의 대부분이 CD연동으로 설계되었다.¹⁷⁾

단기금융시장의 대표금리로서의 지위를 누리던 CD금리는 2010년부터 시작된 은행의 예대율규제로 인하여 지표금리로서의 신뢰성에 심각한 문제점을 노출시켰다. 예대율 규제로 CD가 예수금에 포함되지 않게 되었고, 이는 시장성 CD의 발행과 거래를 큰 폭으로 위축시켰다. 시장성 CD의 거래액과 발행잔액을 살펴보면 예대율 규제의 효과를 명확히 인지할 수 있다. 예대율 규제가 시행되기 전인 2007년의 경우 시장성 CD의 거래액은 196.9조 원을 기록하였고 기말 발행잔액은 28.3조 원이었다. 2010년부터 예대율 규제가 시작되면서 시장성 CD의 발행잔액과 거래액은 급격히 줄어들게 되는데 2010년말 기준 발행잔액은 6.6조 원이며 거래액은 75.1조 원이었다. 이를 전년과 비교하면 발행잔액은 51.5% 감소하였고 거래량은 50.2% 감소한 수치이다.

2009년 말부터 줄어들기 시작한 시장성 CD의 발행잔량은 2011년과 2012년에는 각각 3.2조 원과 3.1조 원으로 떨어졌다. 시장성 CD의 발행감소는 거래감소로 이어져 CD금리의

17) 박연우, 박태준(2009).

<표 5> 시장성 CD 거래 및 발행잔액 추이

이 표는 시장성 CD의 거래량과 발행잔액 추이를 연도별로 보고하고 있다. 각각의 연도에 대하여 연간 거래량과 연말 기준 발행잔량을 기록하였는데, 예대율 규제가 시작된 2010년부터 시장성 CD의 거래량과 발행잔액이 크게 줄어들었음을 알 수 있다.

(단위 : 조 원)

	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년(7월)
거래량	196.9	224.3	150.9	75.1	53.7	26.9	47.2
발행잔액	28.3	20.0	13.6	6.6	3.2	3.1	7.8

자료 : 금융투자협회, 예탁결제원.

가격발견기능을 크게 저하시켰다. 일반적으로 단기금리지표의 변동폭이 크지 않다는 사실을 감안하더라도 CD금리의 경직성은 지나치게 심화되었는데, 2012년 4월 9일부터 7월 11일 까지의 기간동안 시장에서 관찰된 CD금리가 3.54%에서 전혀 움직이지 않았다는 사실은 CD금리가 시장자금사정의 변화를 전혀 반영하지 못하였다는 것을 단적으로 드러내는 사례이다.

CD금리의 이러한 문제점은 시장에서 많은 비판을 받았으며, CD금리를 대체하기 위한 새로운 단기금리지표를 발굴해야 한다는 논의로 이어졌다. 2010년 1월 대출시장에서 신뢰성이 저하된 CD금리를 대체하기 위하여 은행연합회가 산정하는 Cofix¹⁸⁾가 도입되어 CD금리와의 경쟁을 시작하였다. Cofix는 9개 국내은행이 제출한 실제조달비용을 은행연합회가 가중평균 하여 산출하는데 도입 초기에는 대출시장에서 CD금리를 신속히 대체하는 것처럼 보였으나 2012년부터는 이용도의 확대가 거의 정체되어 있는 상황이다. 구체적으로 살펴보면 2010년 1월부터 발표된 Cofix에 연동된 변동금리부 대출의 비중은 2010년 6.9%에서 2011년 13.8%로 급격히 증가하지만, 이후 2012년과 2013년에는 14.2%와 14.1%를 각각 기록하여 의도하였던 대출시장에서의 CD금리 대체효과가 현저하게 약화되었다.

CD발행량의 감소와 이에 따른 CD금리의 경직성이 장기화되자 2012년 7월 공정거래 위원회는 CD금리에 대한 담합의혹을 제기하면서 CD금리의 결정과정을 조사하기 시작 하였다.¹⁹⁾ CD금리에 대한 담합의혹은 이전에 유럽에서 발생하였던 Barclays사의 LIBOR 조작사건²⁰⁾과 맞물려 논란을 확대시켰다. 이에 금융당국은 CD금리가 노출시켰던 신뢰성의

18) Cofix(Cost of Funding Index)는 잔액기준과 신규취급액기준으로 나뉘어서 발표되기 시작하였으며, 각각에 대하여 매월 15일을 전후하여 월 1회 은행연합회에 의해 발표되고 있다.

19) 공정거래위원회는 2012년 7월 17일 10개 증권사, 2012년 7월 18일 9개 은행에 대하여 CD금리 담합여부에 관한 조사를 시작하였다.

20) LIBOR의 산출과정과 그에 대한 해석은 Snider and Youle(2012)을 참조하라. LIBOR 스캔들에 관한 자세한 논의는 Brettell(2012)을 참조하라.

<표 6> 원화대출금의 금리연동 현황

원화대출금은 일단 고정금리부 대출과 변동금리부 대출로 구분된다. 변동금리부 대출은 다시 준거금리의 종류에 따라 CD 연동, 코리보 연동, 금융채 연동, 코픽스 연동 등으로 나누어진다. 이 표는 각각의 경우에 대하여 원화대출금의 규모와 전체 대출금에서 차지하는 비중을 연도별로 보고하고 있다. CD금리의 유효성에 대한 많은 논란이 있었지만 여전히 CD금리에 연동되는 대출금의 비중이 가장 높음을 알 수 있다.

(괄호안은 비중, 단위 : 조 원, %)

	2010년	2011년	2012년(6월)	2012년(12월)	2013년(5월)
고정금리	237.7(23.9)	269.0(25.1)	321.2(29.4)	323.5(29.2)	339.6(30.2)
CD 연동	407.7(41.0)	354.7(33.1)	297.1(27.2)	252.3(22.7)	229.4(20.4)
코리보 연동	58.7(5.9)	56.8(5.3)	57.4(5.3)	61.0(5.5)	67.5(6.0)
금융채 연동	148.2(14.9)	147.9(13.8)	144.7(13.2)	163.8(14.8)	173.2(15.4)
코픽스 연동	68.6(6.9)	147.9(13.8)	157.4(14.4)	157.5(14.2)	158.6(14.1)

자료 : 금융감독원, 한국은행.

문제를 해결하기 위하여 기존의 Cofix에 비하여 은행의 단기조달비용이 집중적으로 반영된 단기 Cofix 제도를 도입하고, CD금리의 정상화를 위하여 발행량의 확대를 유도하고 CD금리 산정방식을 개선하였다. 구체적으로 살펴보면 대출시장에서 CD금리에 대한 의존도를 축소하기 위하여 단기 Cofix 제도를 도입하였다. 기존의 Cofix는 평균 만기가 9~10개월 수준으로 은행의 단기자금조달비용이 아니라 전체자금조달비용을 반영하고 있었다. 또한 발표 주기도 월 1회 발표하기 때문에 만기가 짧은 변동금리부 단기대출의 경우 여전히 CD금리를 선호하는 현상이 관찰되었다. 따라서 3개월물 발행이 중심을 이루었던 CD시장과 유사한 수준의 만기를 가지면서 발표주기도 짧은 새로운 단기금리지표를 개발하여 대출시장에서 CD금리를 대체하고자 한 것이다. 은행연합회는 2012년 12월부터 은행의 3개월 조달평균 금리를 반영한 단기 Cofix를 주 1회 발표하고 있다.

대출시장에서의 금리지표는 CD금리에서 단기 Cofix로 전환한다는 방향성이 제시되어 있지만, 스왑시장에서의 준거금리에 대해서는 아직 아무런 정책적 방향성이 제시되지 못하고 있다. 대출시장에서 CD금리의 신뢰성에 관하여 반복적인 문제제기가 이루어졌음에도 불구하고 스왑시장에서는 이와 관련된 비판이 상대적으로 매우 약했는데, 2012년 7월에 CD금리에 관한 담합의혹이 제기되었을 때에도 스왑시장에는 큰 동요가 관찰되지 않았다. 이는 스왑시장이 대형금융기관들만이 참여하는 전문가시장으로 형성되어 있었기 때문인데, IRS를 전문적으로 거래하던 딜러들은 준거금리인 CD금리가 가지고 있는 신뢰성의 문제를 명확히 인식하고 있었다. 따라서 스왑딜러들은 거래가격인 스왑금리에 이러한 요소를 반영하여 금리를 산정하였고 대출시장에 비해서 상대적으로 CD금리의 신뢰성문제로부터 자유로울 수 있었다. 그러나, 스왑시장에서도 장기적인 관점에서 CD

금리의 문제점은 어떠한 방식으로든지 해결될 필요가 있었는데, 금융당국은 대체금리의 제시보다는 현행 CD금리의 문제점을 개선하는 방식으로 해결책을 제시하였다. 우선 CD금리의 가격발견기능을 개선하기 위해서는 CD의 유동성을 높여야 하는데 이를 위해서는 시장성 CD의 발행확대가 필요하다. CD발행 확대를 위하여 금융당국은 CD금리 연동 대출이 많은 8개 은행에 대하여 1년간 시장성 CD를 일정수준 발행토록 유도하였다.²¹⁾ 이러한 조치로 인하여 시장성 CD의 발행잔액은 2012년 말 3.1조 원에서 2013년 7월 7.8조 원으로 상승하였다.

CD의 발행량 확대와 더불어 CD금리 산정방식의 개선도 추진되었다. CD금리는 증권사가 제출하는 금리호가를 금융투자협회가 집계하여 발표하는데, CD금리의 신뢰성을 높이기 위하여 금리호가를 제출하는 증권사들이 자율적으로 CD금리 호가제출의 기본 원칙을 마련하도록 하였다. 또한 CD발행 및 거래내역 등에 대한 정보공시를 강화하고, 증권사에 대한 호가제출 의무 및 인센티브를 부여하였다.

대출시장에서의 금리지표를 기존의 CD금리 중심에서 Cofix와 단기 Cofix로 전환하는 것은 방향성과 지속가능성에 있어서 긍정적으로 평가할 수 있다. 국내 대출시장이 3개월 단위로 금리가 변동되는 변동금리부 대출의 비중이 높다는 사실을 고려할 때, 평균 만기 3개월의 단기 Cofix는 신뢰성의 문제를 가진 CD금리를 대체하는 데에 큰 무리가 없을 것으로 평가할 수 있다. 지속가능성의 측면에 있어서도 예대율 규제를 받는 CD보다는 단기 Cofix가 훨씬 유리하다. 스왑시장에 있어서는 장기적 관점에서 CD금리를 대체할 수 있는 금리지표가 개발될 필요가 있다. 금융당국에 의해서 CD의 발행확대 유도 및 금리산정 체계에 대한 개선작업이 지속되고 있지만, 예대율에 대한 규제가 앞으로도 지속될 가능성이 높은 상황에서 은행에 대한 강제적인 CD발행협조와 같은 정책은 그 효과가 제한적일 수밖에 없다. 정책당국과 시장의 협력을 통하여 CD금리를 대체할 금리지표의 개발이 신속히 이루어질 필요가 있다.

2. 단기지표금리와 관련된 국제적 논의 동향

전세계 다수 국가에서 단기금리지표로 가장 널리 활용하고 있는 것은 은행간 무담보 차입금리(inter-bank offered rate)이다. 은행간 무담보 차입금리중에서 가장 널리 사용되고 있는 것이 LIBOR(London inter-bank offered rate)인데, 글로벌 금융위기와 LIBOR 사태를

21) 금융당국은 8개 은행에 대하여 시장성CD의 발행잔량이 평잔 기준으로 2조 원 이상, 3개월물의 비중이 50% 이상 유지하도록 발행협조 요청하였다(2012년 8월 21일).

거치면서 LIBOR의 신뢰성과 대표성에 큰 도전이 제기되었다. 글로벌 금융위기의 과정에서 신용위험에 대한 인식이 크게 높아졌는데 이로 인하여 무담보 대차거래가 위축되면서 신용거래에 기초한 단기지표금리의 대표성이 훼손되었다. 또한, LIBOR 사태²²⁾를 계기로 호가방식으로 산출된 단기금리지표는 금리조작에 취약할 수 있다는 점이 노출되어 신뢰성에 많은 타격을 받았다.

LIBOR는 런던금융시장에서 대형 우량은행들간 단기신용거래시 적용되는 평균금리로서 영국 은행연합회가 1985년 9월부터 공시하고 있다. 10개 통화별로 선정된 자료제공은행은 매일 정보제공기관인 Reuters에 15개 만기 구간별로 신용차입시 적용금리를 송부하였고, Reuters는 상위 및 하위 25%를 제외한 중간치에 대해 산술평균을 구하여 통화별·만기별 금리를 고시하였다. 자료제공 은행은 통화별로 6~18개 은행이 선정되었는데, 당일 해당통화의 거래가 없을 경우 시장상황을 반영한 호가를 입력하여 LIBOR를 산출하였다.

LIBOR 사태 이후로 영국을 비롯한 주요국들은 단기금리지표의 신뢰성 회복과 금리지표 산출기관의 지배구조 개편 등을 내용으로 하는 개선안을 발표하고 있으며, G20, BIS, IOSCO 등의 국제기구에서도 개선에 관한 논의가 진행되고 있다. 영국은 Wheatley Review of LIBOR(2012)를 통해 LIBOR 등록 및 제출에 대한 감독 강화, 감독기관 이양 등을 주요 내용으로 하는 개혁안을 발표하였으며, EU는 EURIBOR 등록·제출에 대한 감독 강화를 내용으로 하는 권고안을 마련하였다. BIS는 중앙은행 관점에서 지표금리 개선안을 제시하면서 지표금리 신뢰성 제고를 위한 즉각적인 조치가 필요함을 강조하였고, G20는 2013년 주요 논의주제로 지표금리 개선방안을 선정하고 FSB로 하여금 지표금리 관련 감독체계 및 지배구조 개선 이행사항을 점검하도록 하였다. IOSCO는 지표금리 TF를 구성하여 지표금리 전반에 대한 정책원칙을 마련하여 발표하였다.²³⁾

단기 지표금리와 관련된 국제적 논의 동향에서 관찰되는 특징은 문제점이 드러난 은행간 무담보 차입금리를 폐기하기 보다는 개선을 통하여 지표금리로서의 기능을 지속시켜 나감과 동시에 다양한 금융거래 수요에 부합하는 추가적인 금리지표의 개발을 권고하고 있다는 사실이다. 주요국은 지표금리의 조작가능성을 줄이고 신뢰성을 높이기 위하여

22) Barclays의 LIBOR 조작 사례를 살펴보면 해당 은행이 스왑시장에서 IRS Pay 포지션 계약을 체결한 후 스왑 트레이더가 금리제시 담당자와 타 은행 트레이더에게 LIBOR의 호가를 높게 제시하도록 요청을 한다. 요청이 받아들여지게 되면 LIBOR가 상승하게 되고 이미 체결된 IRS Pay 포지션으로부터 이익이 발생하는 구조이다.

23) 2012년 9월 IOSCO는 Martin Wheatley와 Gary Gensler를 공동의장으로 하는 Task Force를 구성하고 지표금리를 포함한 금융시장 전반에 적용되는 국제원칙 개발에 착수하였고, 2013년 7월 최종보고서를 발표하였다.

행동규범(code of conduct)을 마련하고 통화 및 만기의 종류를 축소하며 실거래 기반의 금리를 일정부분 반영을 의무화하고 있다. 행동규범의 마련에 있어서는 금리제시 가이드라인을 설정하고 내부 통제시스템과 금리제시 기록의 보존, 주기적 외부감사 등이 포함된다. 통화 및 만기 종류의 축소에 있어서는 활용도가 떨어지는 통화와 만기에 대해서는 금리의 산출을 중지할 예정이며, 실거래 기반 금리의 반영에 있어서는 실제 거래에 기초한 명확하고 투명성 있는 금리를 반영하도록 규정하고 있다.

IOSCO는 금융시장 금리지표에 관한 원칙(Principles for Financial Benchmarks, 2013)을 통해 지표금리의 신뢰성을 제고하기 위한 원칙으로 데이터 적용의 우선순위 설정 원칙과 산정방식의 공개 원칙을 제시하였다. 데이터 적용의 우선순위 설정 원칙은 지표금리를 구성하는 데이터는 관측가능한 거래에 기반해야 하고 데이터 적용의 우선순위에 대한 명확한 가이드라인을 제시해야 함을 의미한다. 다만, 거래량의 부족 등으로 인하여 실거래가 관찰이 불가능할 경우에는 호가금리나 전문가적 판단, 보간법 등에 따른 지표금리의 결정이 적합할 수 있음을 인정하고 있다. 산정방식 공개 원칙은 지표금리 산정방식이 투명하게 공개되고 금리제시 기관의 행동규범이 명확히 마련되어야 함을 의미한다.

산정방식의 신뢰성 제고와 더불어 지배구조의 개편이 해외 단기금리지표 개선안의 주요 내용이다. 지배구조 개선의 주요 내용은 지표금리의 관리기관을 중립적인 민간기구로 이전하고 지표금리 관리에 대한 규제와 감독을 강화하는 것이다. 지표금리의 관리주체는 금리제시 은행의 이익단체인 기존의 은행연합회에서 연합회내 전담기구 또는 독립된 별도의 민간기관으로 이전하는 추세이다. 또한, 지표금리의 관리를 전적으로 민간부문에 위임하는 데에 따른 부작용을 완화하기 위하여 감독당국, 중앙은행 등 공공부문의 규제와

<표 7> 주요국 지표금리 관리기관의 변동

이 표는 LIBOR 사태 이후 주요국가의 지표금리 관리기관의 변동사항을 설명하고 있다. EU나 호주의 경우 지표금리 관리기관의 변동이 관찰되지 않았으나, 일본은 변경을 검토하고 있으며, 영국·홍콩·싱가폴 등은 별도의 조직을 설립하거나 선정하여 관리권한을 이양하였다.

국가	변경 전	변경 후
영국	British Banks Association	NYSE Euronext Rate Administration
홍콩	Hong Kong Association of Banks	Treasury Markets Association
싱가폴	Association of Banks in Singapore	ABS Benchmarks Administration
일본	Japanese Bankers Association	JBA 내 TIBOR 전담조직 설립 검토
EU	European Banking Federation	변동사항 없음
호주	Australian Financial Markets Association	변동사항 없음

감독을 강화하는 경향이 관찰된다. 영국의 FCA(Financial Conduct Authority), EU의 EBA(European Banking Authority) 등은 지표금리 등록과 제출에 대한 감독을 강화하고 있으며, 홍콩통화청, 스웨덴 중앙은행 등은 지표금리 산출과정에 직접 개입하는 방식으로 감독을 강화하였다.

LIBOR 사태 이후 금리조작에 관한 다양한 소송이 제기되고 금리제시에 따른 기관위험이 증가함에 따라 일부 글로벌 금융기관을 중심으로 금리제시기관에서 벗어나려는 움직임이 관찰되고 있다. 이에 대응하여 영국, EU, 홍콩 등의 국가는 금리제시의무를 법적으로 의무화하는 방안을 마련하였다. 영국의 경우 LIBOR 관리와 금리제시 관련 사항을 법적 규제 대상으로 규정하였고, EU는 금리제시은행의 적정 수 유지를 위하여 금융기관의 금리제시의무 법제화를 검토하고 있다. 아시아권에서는 홍콩이 은행의 금리제시의무를 은행법에 근거한 HKMA 지침에 명시적으로 규정하고 금리제시기관의 수를 일정하게 유지하기 위하여 HKMA가 적절한 권한을 행사할 수 있도록 법제화하는 방안을 검토하고 있다.

은행간 무담보 차입금리지표의 개선과 더불어 기존의 금리지표를 대체할 수 있는 대안 지표금리에 대한 모색도 활발해지고 있다. 글로벌 금융위기 이후로 은행간 신용위험 격차가 확대되는 경향이 나타나고 변동성도 심화되고 있어 은행 공통의 신용위험 프리미엄을 가정한 은행간 무담보 차입금리의 유효성에 대한 신뢰가 약해졌다. 그 과정에서 자연스럽게 자금 시장에서 담보부거래가 증가하게 되었고 담보제공에 따른 무위험 지표금리에 대한 수요도 증가하였다. 이에 대응하여 신용위험이 없는 OIR(Overnight Interest Rate), OIS(Overnight Index Swap) 금리, RP금리 등이 대안 지표금리로 부상하게 되었다. 그러나 기초거래 부족으로 인하여 무위험 지표금리가 기존의 은행간 무담보 차입금리를 완전히 대체하기에는 한계가 있을 것으로 예상되며, 금융거래자의 목적에 따라 보완적인 포지션을 가지게 될 가능성이 높아 보인다.

IV. 국내 단기지표금리의 개선방향

LIBOR 사태 이후의 단기금리지표 개선을 위한 국제적 논의 추세를 고려할 때, 국내 단기금융시장과 스왑시장에서도 국내 금융환경을 고려한 단기금리지표의 개선방향에 대한 정책적 고민이 필요하다. 앞에서 설명한 바와 같이 단기금리지표는 대출시장과 스왑시장에서 핵심적인 가격지표 역할을 담당한다. 국내에서는 CD금리가 여전히 변동금리부 대출잔액에서 가장 높은 비중을 차지하고 있으며, 스왑시장에서는 준거금리로 절대적인 지위를 영위하고 있다. 그러나, 예대율 규제 이후 CD금리에 대한 신뢰성이 크게 훼손

되면서, CD금리를 대체할 단기금리지표의 발굴이 필요한 상황이다.

대출시장에서는 2010년 1월에 발표된 Cofix와 2012년 12월부터 발표되기 시작한 단기 Cofix가 CD금리를 서서히 대체하고 있다. Cofix가 한달에 한 번 발표되고 단기 Cofix는 1주일에 한 번 발표되기 때문에 발표주기가 길다는 점이 문제점으로 일부 지적되고 있기는 하지만, 변동금리부 대출의 금리변경 주기가 통상 3개월이라는 사실을 고려할 때 한달 혹은 일주일의 발표주기가 금리의 효용성을 제한할 가능성은 높지 않다. 오히려 대출자의 입장을 고려할 때 일정기간 금리에 대한 예측을 가능하게 만드는 것이 도움이 될 가능성도 존재하므로 대출시장의 준거금리를 Cofix나 단기 Cofix로 유도하는 것은 충분히 동의할 수 있는 정책적 의사결정으로 판단된다. 공정성과 지속가능성 측면에서도 Cofix는 CD금리에 비해서 우월성을 가진다. 따라서, 대출시장에서의 단기금리지표는 Cofix나 단기 Cofix로 유도해 나가는 현재의 정책방향을 유지하되, 시장에서 사용되는 코리보나 금융채 금리도 존중할 필요가 있다. 장기적인 관점에서 대출시장의 단기금리지표는 시장 스스로의 선택에 의해서 결정되어야 한다. Cofix, 단기 Cofix, 코리보, 금융채 금리, RP금리 등의 다양한 단기금리지표들을 개발·개선하여 시장에 공급하고, 최종적인 선택은 시장의 자율에 맡기는 것이 효용성이나 대표성 측면에서 가장 바람직하다.

스왑시장의 경우 변동금리지표로서 현재까지 CD금리가 절대적인 지위를 차지하고 있다. 대출시장과는 달리 스왑시장이 기관투자자 중심의 전문가 시장의 성격을 가지고 있다는 점을 고려하더라도 장기적인 관점에서는 준거금리의 변경을 모색할 필요가 있다. 현재 스왑시장에서의 금리지표로서 필요한 특성을 모두 갖춘 대안금리지표는 존재하지 않는다. 다만, 전세계 대부분의 국가에서 스왑시장의 준거금리로 은행간 무담보 차입금리를 사용하고 있다는 점을 고려할 때 CD금리에 대한 대안으로서 코리보(Koribor)를 스왑시장의 지표금리로 정착시키는 방안을 고려할 필요가 있다. 코리보는 금리산정에 있어서 CD금리보다 포괄범위가 넓어 대표성 측면에서 유리하며, 준거금리의 국제적 정합성에 있어서도 우수한 편이다. 외국의 스왑시장 준거금리 사용현황을 살펴보면 대부분이 해당국가의 은행간 무담보 차입금리를 이용하고 있다. 호주(은행채금리), 캐나다(은행인수어음 금리), 뉴질랜드(은행채금리), 대만(90일 어음 금리) 등의 국가에서는 은행간 무담보 차입금리가 아니라 은행채금리나 어음금리가 스왑시장의 준거금리로 활용되고 있지만 오히려 예외적인 사례들로 평가할 수 있다. 미국, 영국, 일본, 스위스 등의 국가는 해당국가의 통화가 충분히 국제화되어 있기 때문에 해당통화의 LIBOR를 스왑시장의 금리지표로 활용하고 있으며, 아시아권의 홍콩, 싱가포르, 말레이시아, 인도 등의 국가는 자체적으로 해당국가의 LIBOR 버전을 산출하여 스왑시장의 금리지표로 활용하고 있다.

<표 8> 주요국 IRS 거래시 변동금리의 준거금리

이 표는 주요국가의 IRS 거래에 사용되는 준거금리의 현황을 설명하고 있다. IRS 거래는 변동금리와 고정금리를 교환하는 거래이므로, 각각의 국가에 대하여 고정금리와 변동금리의 이용사례를 보고한다. 고정금리는 6개월 단위로 지급되는 경우가 가장 많았으며, 변동금리의 준거금리로는 은행간 무담보 차입금리가 가장 널리 사용되고 있다. 예외적으로 호주, 캐나다 등의 국가에서는 은행간 무담보 차입금리 대신에 은행채금리나 은행인수어음 금리가 사용되고 있다.

국가	통화	고정금리 지급주기	변동금리
유로	EURO	1년	6M Euribor
미국	USD	6개월	3M USD Libor
영국	GBP	6개월	6M GBP Libor
일본	JPY	6개월	6M JPY Libor
스위스	CHF	1년	6M CHF Libor
호주	AUD	6개월	BBSW(은행채금리)
캐나다	CAD	6개월	3M CDOR(은행인수어음)
홍콩	HKD	3개월	3M Hibor
싱가폴	SGD	6개월	6M Sibor
인도	INR	1년	6M Mibor

코리보는 국내 은행간 무담보 원화자금 차입금리이다. 한국은행과 은행권의 주도로 2004년 7월에 도입되었으며, 현재 총 10종의 만기구간에 대하여 일별 금리를 발표하고 있다. 15개의 은행이 호가금리 제시기관으로 지정되어 있는데, 매 영업일에 호가금리 제시기관들은 10종의 만기물에 대한 금리를 제시하고, 이를 근거로 코리보 산출업체인 연합인포맥스가 코리보를 산출하여 오전 11시 경에 발표하고 있다.

코리보는 2004년에 도입되었지만 다른 단기금리지표와 비교하면 현재 활용도가 상대적으로 낮은 금리지표인데, 여기에는 다음과 같은 이유가 존재한다. 먼저 코리보 금리호가의 기초가 되는 은행간 무담보 익일물 거래가 거의 발생하지 않는다는 사실을 지적할 수 있다. 국내에도 은행간 무담보 익일물 거래에 대한 수요가 존재하고 있으나 이런 수요는 대부분 콜거래를 통해 해결되고 있다. 다양한 금융기관의 참여로 인해 콜시장의 유동성이 매우 뛰어나다보니 은행간 익일물 자금거래 수요가 발생하더라도 코리보에 의해 가격이 결정되는 거래보다는 콜시장에 의한 거래에 의존하게 되고, 코리보에 대한 시장의 신뢰가 낮아지게 되는 구조가 형성되었다. 은행별 호가금리의 제시기준이 다르다는 사실도 코리보의 신뢰성을 약화시키고 있다. 코리보 금리호가에 적용되는 일관된 금리제시 가이드라인이 존재하지 않아 은행별로 다양한 기준을 정하여 호가를 제시하고 있으며, 만기에 따라 콜금리, CD금리, 은행채금리 등을 참조하여 호가를 제시하는 경향이 관찰된다. 코리보 산출과정에서의 내부통제시스템이 정비되어 있지 않다는 사실도 코리보의 신뢰성을 약화시키는

요소이다. 대부분의 은행에서 코리보의 금리산출, 확인, 사후검증으로 이어지는 내부통제에 관한 시스템을 가지고 있지 않으며, 결론적으로 코리보도 2012년에 발생하였던 LIBOR 스캔들과 동일한 유형의 조작가능성에 노출되어 있다.

대출시장이나 스왑시장에서 코리보의 활용도를 높이기 위해서는 위에서 언급한 코리보의 문제점들이 개선될 필요가 있다. 코리보가 LIBOR를 벤치마크해서 만들어진 금리지표이므로 기본적으로 LIBOR의 개선방향은 코리보의 개선방향에도 많은 시사점을 제시하고 있다. 코리보의 개선방향에는 크게 금리제시의 기본원칙을 마련하고, 금리산정 과정에서의 내부통제시스템을 구축하며, 발표금리의 만기를 단순화하는 내용이 포함된다. 코리보를 제출하는 은행은 금리제시의 기본원칙을 마련해야 하며, 제출된 금리는 당해 금리제시 은행이 금융기관간 시장에서 실행한 거래 또는 동일 시장에서 당해 금리제시 은행이 인지한 여타 은행의 거래에 기반하거나 실거래가 관찰되지 않을 경우에는 동일시장에서 여타 은행이 당해 금리제시은행에 제시한 호가나 혹은 관련된 전문가의 판단에 따라 제출금리를 결정하도록 허용하면 될 것이다. 다만, 국내외 금융시장 상황, 자행 및 타행의 신용도 변화, 금리산출기법 등을 고려하여 제시금리의 조정이 가능하도록 허용할 필요가 있다. 내부통제시스템에 있어서 금리제시은행은 금리제시의 투명성을 확인할 수 있는 내부통제 절차를 마련해야 한다. 금리제출을 담당하는 실무자가 금리제시원칙을 준수하고 있는지에 관한 확인수단을 확보하고 제시된 금리의 구체적인 산정방법 및 기록 보관방법이 명시되어야 한다. 코리보의 효용성을 높이기 위해서는 발표되는 금리의 만기가 단순화될 필요가 있다. 현재 10종의 만기에 대하여 코리보가 발표되고 있는데 이중 활용도가 낮거나 참조대상 금리가 없어 금리제시가 어려운 2주, 4·5·9개월 만기에 대한 금리발표는 폐지하고, 상대적으로 활용도가 높은 1주, 1·2·3·6·12개월에 대해서만 코리보를 발표해도 충분할 것으로 예상된다.

코리보의 신뢰성을 높이기 위하여서는 산출과정에 대한 개선과 더불어 금리산정에 대한 관리·감독도 강화될 필요가 있다. 현재 코리보 관리를 전담하는 기구로 은행연합회 내의 코리보전문위원회가 구성되어 있다. 영국이나 홍콩의 경우 LIBOR의 관리를 별도의 민간 기구로 이관하였는데, 국내의 경우 관리주체를 변경할 필요는 없을 것으로 보이지만 관리 전담기구를 확대하는 것은 고려해 볼만하다. 코리보전문위원회의 구성원을 금리제시 은행으로만 제한할 것이 아니라 금융권, 학계, 회계·법률전문가, 정책당국 관계자 등으로 확대하고 위원회가 코리보의 운영과 관련된 제반사항을 결정하고 금리지표 산정과정에 대한 사전 승인과 사후 검증 등 내부감시 기능을 수행하게 한다면 독립성과 전문성이 향상될 수 있을 것이다. 추가적으로 금융감독당국 또는 외부감사인이 금리지표 산정의

적절성과 금리제시은행의 규정 준수 여부를 감독하게 하면 코리보 운영에 관한 적절한 감독도 이루어질 수 있다.

금리제시와 관련하여 적절한 수준의 금리제시기관 확보를 위하여 제도적 장치를 마련할 필요가 있다. 현재 코리보 금리제시기관으로 15개의 은행이 지정되어 있는데, 이중 일부 외은지점이 탈퇴의사를 밝히고 있다. 코리보의 신뢰성을 확보하기 위해서는 일정 자격을 갖춘 금융기관에 대해서는 금리제시를 의무화하는 방안을 검토할 필요가 있으며, 국제적인 의무화 동향을 참조하여 필요하다면 법적 제도화도 고려할 수 있을 것이다.

V. 결론 및 정책적 시사점

단기금리지표는 단기금융시장의 형성 및 발전과 밀접한 관계에 있다. 이론적으로 단기금리지표는 단기금융시장의 발전에 따라 다양한 유형으로 형성되며, 시장은 목적과 필요에 따라 시장에서 활용가능한 단기금리지표를 선택하여 사용하게 된다. 국내 단기금융시장은 그간 콜시장을 중심으로 성장하는 다소 기형적인 모습을 보여 왔다. 여기에 추가적으로 은행과 자본시장간의 밀착관계가 확대되어 은행의 시장성 조달이 큰 폭으로 증가하였고, 그 과정에서 CD시장이 급격히 성장하면서 CD금리가 단기금리지표의 표준으로 등장하는 세계에서 유사한 사례를 찾기 힘든 독특한 시장변화를 경험하였다. 그러나 CD금리를 중심으로 하는 국내 단기금융시장 환경은 그 지속가능성에 대해서 중대한 도전에 직면하고 있다. 은행의 위험관리차원에서 예대율 규제가 시행되어 CD의 발행이 급격히 감소하면서 거래량이 낮은 CD금리의 유효성에 대한 강한 의문이 제기되었기 때문이다. CD금리는 대출시장과 스왑시장의 중요한 준거금리로 사용되는 관계로 신뢰성의 훼손이 적절하게 개선되지 않는다면 신속한 대체금리의 모색이 필요하다.

대출시장과 스왑시장은 시장참가자들의 성격이 판이하게 다르기 때문에 동일한 단기금리지표를 사용할 필요가 존재하지는 않는다. 외국에 비하여 변동금리부 대출의 비중이 높은 국내 대출시장에서 CD금리의 신뢰성이 악화됨에 따라 대체금리로서 Cofix가 부상한 것은 자연스러운 현상이며 시장참가자들도 변화의 필요성에 공감하고 있다. 다만, 기존의 Cofix가 가지고 있는 한계점의 개선 필요성이 인정됨에 따라 발표주기가 1주일 단위로 짧아진 단기 Cofix가 개발되어 CD금리의 역할을 점진적으로 대체해 나가고 있다.

영국 금융청(FSA)은 LIBOR 스캔들 이후 사태해결과정에서 문제가 되었던 LIBOR를 폐기하는 쪽보다는 산정과정의 투명성을 개선하고 관리·감독 체계를 강화하여 지표금리로서의 기능을 지속토록 하는 방향을 선택하였다. 금리제시에 관한 가이드라인을 마련하고,

내부통제시스템을 구축하도록 하며, 통화 및 만기 종류를 축소함으로써 금리제시기관의 자의적 개입 가능성을 줄임과 동시에 지표금리의 효용성을 개선하고자 하였다. 영국을 비롯한 해외의 이러한 단기금리지표 개선 움직임은 국내 단기금리지표의 개선 작업에도 많은 영향을 미치고 있다.

국내 스왑시장에서는 CD금리의 경직성과 관련하여 대체 금리지표로서 코리보에 대한 관심이 증가하고 있다. 전세계 대부분의 국가에서 스왑시장의 준거금리로 은행간 무담보 차입금리를 사용하고 있다는 점에서 코리보는 국제적 정합성을 확보하고 있으며, 지속가능성 측면에서도 우수한 편이다. 은행의 단기자금 차입비용을 반영하고 있다는 점과 일간으로 산출 및 발표된다는 점도 스왑시장에서의 장점이다. 따라서 장기적으로 스왑시장에서 CD금리를 대체할 금리로 발전시켜 나가는 것을 고려해 볼 만하다. 코리보는 LIBOR를 벤치마크해서 산출하였기 때문에 종전의 LIBOR가 가지고 있던 조작의 가능성에 고스란히 노출되어 있다. 따라서 해외의 LIBOR 산출방식의 개편을 참고하여 코리보의 개선을 추진할 필요가 있다. 코리보는 장기적인 관점에서 대출시장과 스왑시장을 포함한 모든 단기금융시장의 영역에서 단기지표금리로 사용될 가능성을 가지고 있다. 이론적으로 금융 시장에서 사용될 단기금리지표는 시장 스스로의 선택에 의해서 결정되어야 한다. 코리보, Cofix, 단기 Cofix, CD금리, 금융채 금리, RP금리 등의 다양한 단기금리지표들을 개발·개선하여 시장에 공급하고, 최종적인 선택은 시장의 자율에 맡기는 것이 가장 효율적이며, 개선작업이 순조롭게 이루어질 경우 코리보는 시장의 선택을 받게 될 잠재성이 높은 대체금리이다.

참 고 문 헌

- 강종만, 김영도, “단기금융시장 발전을 위한 주요 과제”, KIF 금융리포트 2010-03, 한국 금융연구원, 2010.
- 김동현, 이명재, “일별 콜금리 분석”, 경제분석 제14권 제4호, 한국은행, 2006, 85-112.
- 김봉수, 정희준, “한국 채권시장의 실제와 이론”, 코리아본드웹, 2009.
- 김양우, “물가안정목표제하의 통화정책 최적시차”, 경제분석 제7권 제3호, 한국은행, 2002, 1-25.
- 김영도, “국내 단기금융시장의 발전과 향후 과제”, KIF 금융리포트 2013-02, 금융연구원, 2013.
- 김현기, 임형석, “정책금리에 대한 재고 : 금리정책의 집행 관점”, 한국은행 금융경제연구원, 2005.
- 박성욱, “최근 리보 관련 스캔들의 배경과 시사점”, 주간금융브리프 제21권 제30호, 한국 금융연구원, 2012.
- 박연우, 박태준, 스왑시장, “채권시장 및 외환시장의 연계성 분석”, Issue Paper 09-02, 자본시장연구원, 2009.
- 엄영호, 안동현, 구본성, “통화정책 유효성 제고를 위한 단기금융시장 발전방”, 한국은행 금융통화위원회실 외부연구용역, 2006.
- 이규복, 김영도, “금융회사간 단기금융시장 활성화를 위한 인프라 및 관리감독 개선 방안”, 한국금융연구원, 2011.
- 정희준, “적극적 채권운용전략을 위한 수익률곡선 분석”, 재무관리연구 제25권 제2호, 2008, 1-31.
- 차현진, “애고니스트의 중앙은행론”, 율곡출판사, 2007.
- 황세운, “기관간RP 시장 활성화와 콜시장의 개편”, 자본시장 Weekly Opinion 2009-40호, 자본시장연구원, 2009.
- 황세운, “CP 제도의 퇴장과 단기금융시장의 변화”, 자본시장 Weekly Opinion 2011-36호, 자본시장연구원, 2011.
- 황세운, “전자단기사채법의 시행과 시장전망”, 자본시장 Weekly Opinion 2013-01호, 자본시장연구원, 2013.
- 금융감독원, “은행경영통계”, 각호.
- 영국 통화감독청(FSA), “The Wheatley Review of LIBOR”, 2012.

- 한국거래소, “채권유통시장해설”, 2010.
- 한국예탁결제원, “증권결제제도의 이론과 실무”, 2013.
- 한국예탁결제원, “증권예탁통계”, 각호.
- 한국은행, “우리나라의 금융제도”, 2005.
- 한국은행, “우리나라의 금융시장”, 2009.
- 한국은행, “조사통계월보”, 각호.
- 한국은행, “통화금융”, 각호.
- Bank for International Settlement, “Towards Better Reference Rate Practices,” 2013.
- Bartolini, L. and A. Prati, “Cross-Country Differences in Monetary Policy Execution and Money Market Rates’ Volatility,” *European Economic Review*, 50(2), (2006), 349-376.
- Bartolini, L, G. Bertola, and A. Prati, “Bank’s Reserve Management, Transaction Costs and Timing of Federal Reserve Intervention,” *Journal of Banking and Finance*, 25(7), (2001), 1287-1317.
- Bech, M. L. and E. Atalay, “The Topology of the Federal Funds Market,” *European Central Bank*, Working Paper, 986, 2008.
- Bindseil, U., “The Operational Target of Monetary Policy and the Rise and Fall of Reserve Position Doctrine,” *European Central Bank Working Paper*, 372, 2004.
- Brettell, Karen, “Libor Reform May Add Volatility, Increasing Some Funding Costs,” *Reuter*, 2012.
- Chun, Changmin, “Cross-Border Transactions of Intermediated Securities,” *Springer*, 2012.
- Clouse, J. and J. Dow, “Fixed Costs and the Behavior of the Federal Funds Rate,” *Journal of Banking and Finance*, 23, (1999), 1015-1029.
- European Central Bank, “Euro Money Market Survey,” 2012.
- Federal Reserve Statistical Release, “Flow of Funds Accounts of the United States,” 2012.
- Hamilton, J., “The Daily Market for Federal Funds,” *Journal of Political Economy*, 104(1), (1996), 26-56.
- ICMA, “European RP Market Survey,” 2009.
- IOSCO, “Principles for Financial Benchmarks,” 2013.

- Moschitz, J., "The Determinants of the Overnight Interest Rate in the Euro Area," *ECB Working Paper*, 393, 2004.
- Prati. A., L. Bartolini, and G. Bertola, "The Overnight Interbank Market : Evidence from the G-7 and the Euro Zone," *Journal of Banking and Finance*, 27, (2003), 2045-2083.
- Snider, Conan, and Thomas Youle, "Does the Libor Reflect Banks' Borrowing Costs?," *Social Science Research Network*, (11), 2012.

THE KOREAN JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT
Volume 30, Number 3, September 2013

Evaluation on Korea's Money Market Benchmark Interest Rates and the Related Policies*

Seiwoon Hwang^{**} · Joon Seok Kim^{***} · Sam Ho Son^{****}

〈abstract〉

This study investigates major characteristics of Korean money market and examines the efficiencies of the short-term benchmark interest rates generated by the market. It also aims to provide implications for upcoming policy reforms on the money market. Korean money market has heavily relied on the Call market, which causes some undesirable market distortion. In addition, as the importance of capital market in banks' funding keeps strengthening, the CD rate has been the short-term benchmark interest rate in many financial areas. However, a new regulation on banks' borrowing is seriously undermining the credibility of CD rate. In loan market, short-term Cofix is gradually replacing CD rate. In SWAP market, CD rate continues to be the market standard, but demand for an alternative interest rate rapidly increases. Koribor is an appealing alternative as a short-term benchmark interest rate, while it has some potential risks as found in the LIBOR scandal. Financial authority along with market participants need to keep improving the efficiency and transparency of Koribor in line with LIBOR reforms.

Keywords : Benchmark Interest Rate, CD Rate, Koribor, Cofix, LIBOR, Money Markets

* The authors would like to thank two anonymous referees for their helpful comments.

** Corresponding Author, Research Fellow, Korea Capital Market Institute

*** Research Fellow, Korea Capital Market Institute

**** First Author, Assistant Professor, Department of Finance and Securities, Kyungil University