

바젤 III 순안정자금조달비율(NSFR) 규제의 국내 Repo시장에 대한 영향과 시사점 *

연구위원 백인석

바젤 III의 장기유동성 규제인 순안정자금조달비율이 2018년부터 국내에 도입될 예정이다. 순안정자금조달비율 규제는 은행을 대상으로 적용되지만 일부 내용은 은행뿐만 아니라 국내 Repo시장 전체에 영향을 미칠 것으로 예상된다.

본격적인 성장기에 진입한 국내 Repo시장의 질적 발전과 안정성 제고를 위해서는 다른 금융 기관 보다 위험관리능력이 우수한 은행의 역할이 중요하다. 하지만 순안정자금조달비율 규제가 바젤안대로 국내에 적용될 경우 은행의 Repo거래에 높은 규제비용이 부과되어 Repo시장에서 은행의 역할이 크게 축소될 가능성이 있다.

순안정자금조달비율 규제 중 국내 Repo시장의 발전방향과 시장특성에 부합하지 않는 일부 내용에 대해서는 가능한 범위 내에서 수정을 검토할 필요가 있다.

글로벌 규제당국은 지난 금융위기의 교훈을 반영하여 은행의 충격흡수능력을 제고하고 금융안정을 도모하기 위해 바젤 III를 도입 중에 있다. 글로벌 규제개혁의 일환으로 바젤 III에서 새롭게 도입된 유동성 규제 중 하나인 순안정자금조달비율(Net Stable Funding Ratio: NSFR)이 바젤은행감독위원회가 정한 일정에 따라 2018년부터 국내에 도입될 예정이다.¹⁾ NSFR은 은행을 대상으로 하는 규제이지만 일부 내용은 Repo시장을 중심으로 국내 단기자금시장 전체에 적지 않은 영향을 미칠 것으로 전망된다. 미국과 유럽에서도 NSFR 규제의 일부 내용이 Repo시장에 미칠 수 있는 부정적 영향에 대해 논란이 지속되고 있다.

이에 본고에서는 NSFR 규제가 국내 Repo시장에 미칠 수 있는 영향에 대해 살펴보고 시사점을 도출하고자 한다. 이하의 논의에서는 NSFR 규제 중에서 Repo시장에 대한 내용만을 살펴본다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

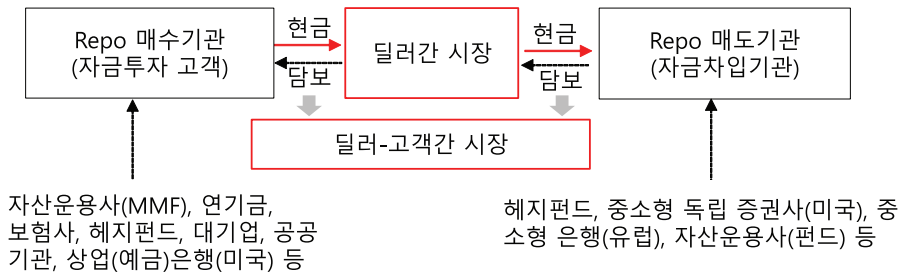
1) 금융감독원, 2017. 2. 8, 2017년 금융감독원 업무계획, 보도자료

미국과 유럽 Repo시장의 구조적 특징과 금융위기 당시 Repo시장의 역할

NSFR 도입의 주요 목적 중 하나는 금융위기 당시 미국과 유럽에서 Repo시장의 붕괴로 초래된 유동성 위기의 재발을 방지하는데 있다. 따라서 NSFR의 도입 목적과 Repo시장에 대한 영향을 논의하기 위해서는 미국과 유럽 Repo시장의 특징을 살펴볼 필요가 있다.

미국과 유럽 Repo시장의 중요한 특징은 Repo딜러가 중심적인 역할을 담당한다는 점으로, 미국·유럽의 Repo시장은 <그림 1>과 같이 딜러간 시장과 딜러-고객간 시장으로 구성된다.

<그림 1> 미국과 유럽 Repo시장의 기본구조



미국과 유럽에서는 은행내 증권부문(미국: 은행지주의 증권자회사, 유럽: 은행내 증권부서)이 Repo딜러의 기능을 담당한다. 딜러의 고객은 Repo 매수거래를 통해 딜러에게 자금을 공급하는 자금대출기관과 Repo 매도거래를 통해 딜러로부터 자금을 공급받는 자금차입기관으로 구분되는데, 자금대출기관 중에는 자산운용사(MMF)가 딜러에게 가장 많은 자금을 공급하며 자금차입기관 중에는 헤지펀드가 가장 큰 비중을 차지한다.

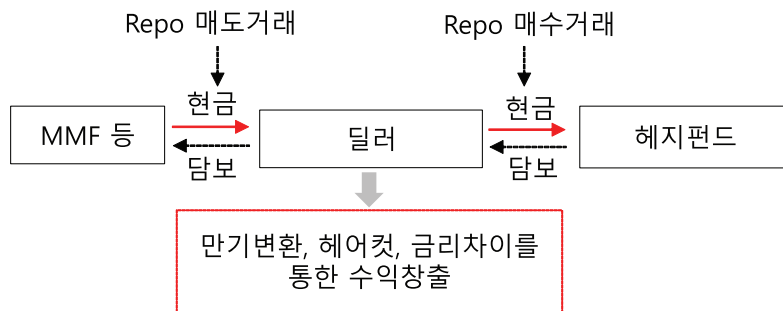
딜러의 Repo거래는 크게 딜러가 거래의 당사자(principal)인 경우와 중개자(intermediary)인 경우로 구분되는데, 딜러는 당사자로 참여하는 Repo거래를 통해 고객으로부터 자사의 영업활동에 필요한 자금을 조달하고 고객에게 유동성을 공급한다. 다음으로 딜러는 자금차입기관과 자금대출기관 간의 Repo거래를 통한 자금교환을 중개하는 역할을 수행한다. 미국과 유럽에서는 MMF와 같은 자금대출기관이 신용위험과 사업의 불확실성이 높은 헤지펀드나 중소형 증권사에게 Repo 매수거래를 통해 직접 자금을 제공하지 않는다. 대신 자금대출기관은 신용도가 높은 Repo딜러에게 자금을 공급하며, 위험관리능력이 우수한 대형 딜러가 자금차입기관에게 자금을 배분한다.

후술하는 바와 같이 국내 Repo시장에서는 모든 참여자가 당사자로서 Repo거래를 수행하기 때문에 미국·유럽시장과 달리 딜러의 기능이 없다. 딜러가 중개자로 수행하는 Repo거래는 본고의 초점인 NSFR 규제의 도입 취지를 이해하는 데 중요하므로 좀 더 살펴본다.

금융위기 이전부터 미국과 유럽의 딜러들은 Repo거래 중개기능을 통해 자사의 프라임 브로커리

지 비즈니스 고객인 헤지펀드에게 자금을 공급해왔다. <그림 2>에 정리된 바와 같이 딜러는 헤지펀드와 Repo 매수거래를 체결하며, 동 Repo 매수거래에서 제공받은 담보증권을 활용하여 MMF와 같은 자금대출기관과 Repo 매도계약을 체결한다. 이와 같은 Repo 매도-매수 연계거래를 딜러의 균형장부(matched-book) Repo거래라 하는데, 딜러는 균형장부거래를 통해 헤지펀드와 MMF간의 자금교환을 중개한다. 딜러는 균형장부거래에서 헤어컷과 Repo금리의 차이를 통해 수익을 창출하며, 헤지펀드가 수십 배에 달하는 레버리지를 축적할 수 있도록 유동성을 공급한다. Copeland et al.(2014) 등에 따르면 미국과 유럽에서는 금융위기 이전부터 딜러의 균형장부거래가 크게 활성화되어왔다.

<그림 2> 미국과 유럽 Repo딜러의 균형장부거래



딜러의 균형장부거래는 바젤 III를 포함한 글로벌 규제개혁의 주요 대상이 되고 있는데, 이는 동 거래가 이루어지는 Repo시장 섹터의 붕괴가 금융위기의 도화선으로 작용했기 때문이다. Acharya and Oncu(2013)에 따르면, 딜러의 균형장부 Repo거래를 통해 자금을 공급받았던 헤지펀드들이 도산하는 과정에서 담보증권의 급매처분(fire sale)이 시작되었다. Gorton and Metrick(2012)은 딜러-헤지펀드 간 Repo시장에서 시작된 급매처분의 외부성이 작용하여 베어스턴스와 리먼이 파산하고 전체 미국 Repo시장의 붕괴가 초래되었으며, 그 결과 많은 금융기관이 유동성 위기에 빠진 것으로 평가하였다.

급매처분의 외부성은 바젤 III에서 유동성 규제를 도입한 주요 배경 중 하나이다. 익일물과 같은 초단기 Repo 매도거래를 통해 자금을 차입한 기관은 담보증권의 헤어컷이 급격하게 상승하거나 Repo 매도거래가 롤오버 되지 않을 경우, 담보증권 또는 다른 보유자산을 급매처분해서 부채를 상환해야 한다. 증권별로 차이는 있지만 급매처분은 증권의 시장가격 하락과 해당 증권을 담보로 하는 Repo 매도거래의 헤어컷 상승을 초래하게 되며, 이로 인해 해당 증권을 담보로 제공하고 자금을 조달하는 다른 금융기관도 영향을 받게 된다. 이와 같은 연쇄작용을 통해 일부 금융기관의 유동성 위기가 시스템적 유동성 위기로 확산되는 현상을 급매처분의 외부성이라고 한다.

위의 사례는 딜러가 거래의 당사자로서 Repo 매도거래를 수행할 때 발생할 수 있는 급매처분의 위험이다. 그런데 딜러의 균형장부거래에서는 현금투자기관이 은행(딜러)에게 자금제공을 중단하면 은

행 또한 헤지펀드에 대해 자금공급을 중단하면 되기 때문에 은행 입장에서는 유동성 위험이 크지 않은 것으로 볼 수 있다. 하지만 Stein 미 연준 이사가 지적한 바와 같이 달러의 갑작스러운 대출 중단은 헤지펀드의 유동성 위기를 유발하며, 이로 인해 헤지펀드가 보유자산을 급매처분하는 과정에서 외부성이 작용할 수 있다(Stein, 2013). 이와 같은 배경에서 글로벌 규제당국은 NSFR 규제 등을 통해 은행의 균형장부거래에 내재해 있는 시스템 리스크를 축소하기 위해 노력하고 있다.

NSFR 규제의 주요 내용과 Repo시장에 대한 영향

바젤 III에서 새롭게 도입된 유동성 규제는 2015년부터 시행되고 있는 단기유동성 규제인 유동성 커버리지비율(Liquidity Coverage Ratio: LCR) 규제와 2018년 시행을 목표로 하는 장기유동성 규제인 NSFR 규제로 구성된다. NSFR 규제는 LCR 규제를 보완하는 성격을 가지므로 이하에서는 우선 LCR 규제에 대해 간략히 살펴보고 NSFR 규제를 논의한다.

LCR 규제의 Repo시장에 대한 영향

LCR 규제에서는 은행이 유동성 위기상황에서 자금대출자의 급격한 자금회수에 대응하여 생존할 수 있도록, 즉시 현금화가 가능한 고유동성자산의 보유를 의무화한다(BCBS, 2013). 금융위기 당시에 같이 단기간에 자금조달이 급격히 감소할 경우 은행은 보유자산을 매각해서 부채를 상환해야 하는데, 은행이 부채상환을 위해 저유동성자산을 급매처분하면 외부성이 작동하여 유동성 위기가 확산될 수 있다. 이에 LCR 규제에서는 유동성 위기상황에서 롤오버가 중단될 가능성이 높은 부채에 대해서는 예상되는 자금이탈분만큼 고유동성자산을 보유하도록 요구한다. 고유동성자산은 국채 등과 같이 유동성이 높은 것으로 간주되는 자산이므로, 급매처분의 외부성이 작동할 소지가 낮아지게 된다. 예를 들어, LCR 규제에서는 투기등급 회사채를 담보로 하는 익일물 Repo 매도거래는 유동성 위기상황에서 50%만 롤오버 되는 것으로 가정한다. 따라서 은행은 투기등급 회사채를 담보로 제공하고 조달한 금액의 50%만큼 고유동성자산을 보유해야 한다.

따라서 LCR은 앞에서 언급한 달러의 Repo거래 중 달러가 거래의 당사자로서 수행하는 Repo 매도거래에서 발생할 수 있는 급매처분 위험에 대한 규제가 된다(Tarullo, 2013a). 반면에 LCR 규제는 달러의 균형장부거래에 대해서는 유동성 보유 의무를 부과하지 않는다(Stein, 2013; Tarullo, 2013b). LCR 규제에서는 MMF가 딜러에게 자금제공을 줄이면 딜러는 자금조달 감소분만큼 헤지펀드에 대출을 줄이는 것으로 가정하기 때문이다. 즉, MMF와 체결한 Repo 매도거래에서 발생하는 자금조달 감소분을 헤지펀드와 체결한 Repo 매수거래에서 발생하는 자금유입(대출회수금)으로 상쇄할 수 있다고 보는 것이다. 그러나 균형장부 메커니즘이 위기시 항상 작동한다는 보장이 없기 때문에, 바젤은행감독 위원회는 LCR 규제가 한계가 있다고 판단하여 균형장부거래에 내재해 있는 시스템 리스크를 축소하기 위해 NSFR 규제를 도입하게 된다.

NSFR 규제의 주요 내용 및 Repo시장에 대한 영향

NSFR 규제의 목표는 은행의 단기자금시장에 대한 의존을 축소하여 과도한 만기변환을 억제하는 데 있다(BCBS, 2014). 동 규제에서는 은행이 자산(대출, 유가증권)과 해당 자산에 대한 자금원(부채)을 구성하는 과정에서, 유동성이 낮은 자산일수록 해당 자산을 뒷받침하는 자금원 중에서 자금이탈 위험이 낮은 안정적인 자금원의 비율이 높게 유지되도록 유도한다. 이를 통해 은행의 장기·저유동성 자산에 대한 투자에 단기자금시장의 활용을 제한함으로써 자산과 부채간의 과도한 만기불일치(예: 익일 물 Repo거래 또는 콜거래로 조달한 자금으로 장기대출 또는 MBS 매입)를 억제한다.

이와 같은 배경에 따라 NSFR 규제에서는 은행의 자산과 부채를 각각 유동성과 안정성에 따라 구분하고, 은행의 전체 가용안정자금조달(Available amount of Stable Funding: ASF)금액이 전체 필요안정자금조달(Required amount of Stable Funding: RSF)금액 보다 클 것을 요구한다. 즉, 은행의 NSFR은 ASF를 RSF로 나눈 값으로 정의되는데, 은행은 NSFR 이 100%를 하회하지 않도록 해야 한다. 여기서 ASF는 은행의 부채 중 1년간 안정적으로 유지될 수 있는 비율을 의미하는데, 각 부채항목별로 정해진 ASF가중치를 부채의 장부가치에 곱하여 합산한다. ASF가중치가 높은 부채일수록 자금이탈 위험이 상대적으로 낮은 안정적인 자금조달원이 된다. 다음으로 RSF는 은행의 자산 중 유동성이 낮아 1년간 현금화가 어려울 것으로 예상되는 비율을 의미하는데, 각 자산별 RSF가중치를 자산의 장부가치에 곱하여 합산한다. 이때 유동성이 낮은 자산일수록 높은 RSF가중치가 부여된다.

Repo거래에 대한 RSF 및 ASF가중치를 정리하면 아래 <표 1>과 같다.

<표 1> Repo 매도거래(부채)와 매수거래(자산)에 대한 ASF·RSF 가중치

(단위: %)

거래상대방 \ 잔존만기	6개월 미만		6개월 이상 1년 미만		1년 이상	
	Repo 매도 ASF	Repo 매수 RSF	Repo 매도 ASF	Repo 매수 RSF	Repo 매도 ASF	Repo 매수 RSF
국가/공공기관	50	50	50	50	100	65/85
비금융기업	50	50	50	50	100	65/85
중앙은행	0	0	50	50	100	100
은행/비은행 금융기관	0 (a)	10/15 (b)	50 (c)	50 (d)	100	100
개인/중소기업	0	50	50	50	100	65/85

자료: ICMA(2016)

Repo거래에 NSFR 규제가 적용되는 사례를 살펴보자. <표 1>에서 은행이 만기 6개월의 Repo 매수거래로 다른 금융기관에게 자금을 대출할 경우(d칸), Repo 대출자금에 대해 50%의 RSF를 적용받게 된다. 따라서 은행은 동 대출자금에 대해 50%의 ASF를 가지는 자금원을 보유해야 하는데, 예를 들

어, 해당 자금을 다른 금융기관과 체결한 만기 6개월의 Repo 매도거래로 조달(c간)하면 NSFR(=ASF/RSF)이 100%가 된다.

<표 1>에서 알 수 있는 바와 같이 NSFR에서는 6개월 단위로 동일한 만기구간대를 활용한 만기변환에 대해서는 패널티를 부과하지 않는다.²⁾ 하지만 예외적으로 만기 6개월 미만에 대해서는 규제비용을 부과하는데, (a)거래와 (b)거래가 여기에 해당한다. 은행이 (a)거래와 (b)거래를 동시에 수행하면 앞서 살펴본 균형장부거래가 된다. 즉, 은행이 MMF로부터 익일물 Repo 매도거래를 체결하여 조달한 자금(a거래, ASF가중치 0%)을 헤지펀드에게 3개월 만기의 Repo 매수거래를 통해 대출할 경우(b거래)에는 담보의 종류에 따라 10% 또는 15%³⁾의 RSF가중치가 적용된다. 따라서 은행이 위와 같은 균형장부거래를 수행하면 해당 거래의 NSFR이 0이 되어 규제를 충족할 수 없게 된다.⁴⁾

NSFR 규제에서 만기 6개월 미만에 대해서만 Repo 매수거래의 RSF와 Repo 매도거래의 ASF를 비대칭적으로 적용한 가장 중요한 이유가 LCR 규제에서 관리하지 못하는 은행의 균형장부거래에 규제비용을 부과하는데 있다(Stein, 2013; Tarullo, 2014).

그런데 규제의 설계상 <표 1>의 (b)칸에서는 은행이 만기 6개월 미만의 Repo 매수거래로 다른 금융기관에게 자금을 대출할 때, 자금차입자가 은행인지 헤지펀드인지를 구분하지 않고 동 대출자금에 대해 획일적으로 10% 또는 15%의 RSF가중치를 요구한다는 점에 주목할 필요가 있다. 만기 6개월 미만의 Repo 매수거래는 균형장부거래를 통해 은행(증권부문)이 헤지펀드에 자금을 제공하는 용도로만 사용되지 않는다. 익일물을 중심으로 한 만기 6개월 미만의 Repo 매수거래는 은행(상업은행부문)간 일상적인 유동성 교환에 핵심적인 역할을 담당하며, 채권시장조성이나 숏커버링 등에 필요한 채권의 조달을 위해서도 활용된다.

동 항목이 그대로 적용된다면 은행이 다른 은행에게 익일물 Repo 매수거래를 통해 일상적인 유동성(예: 지급준비금)을 공급할 때에도 NSFR을 충족하기 위해서 대출자금의 10% 또는 15%를 만기 1년 이상의 Repo 매도거래(또는 만기 1년 이상의 무담보 차입, 자본금)를 통해 조달해야 한다.⁵⁾ 미국

2) 동일한 만기구간대의 자산과 부채에 대해서는 RSF가 ASF 보다 같거나 작으므로 언제나 NSFR이 100%를 넘게 된다. 단, 만기 6개월 미만의 개인과 중소기업을 대상으로 한 거래는 여기에 해당하지 않으나, 국내 Repo시장과는 연관성이 작으므로 본고에서는 다루지 않는다.

3) 대략적으로 국채와 같이 정부가 지급을 보장하는 증권에 대해서는 10%의 가중치를 적용하며, 이를 제외한 모든 증권담보와 무담보대출(콜론거래)에 대해서는 15%의 RSF가중치를 적용한다.

4) $NSFR = ASF / RSF = 0 / 10\%$ 또는 $0 / 15\%$

5) 현재 은행A가 전체 자산과 부채에 대해 NSFR이 100%라고 가정하자. 여기서 은행 A가 국채를 담보로 제공받는 익일물 Repo 매수거래를 통해 은행B에게 100원을 신규로 대출하는 경우를 고려해보자. 이때 은행 A는 <표 1>의 (b)칸에 의해 신규 Repo 대출에 대해 10원의 RSF(=100원*10%)를 적용받는다. 따라서 은행A는 자사의 전체 NSFR을 100% 이상으로 유지하기 위해서 신규대출에 대해 10원의 ASF를 만들어야 한다. <표 1>에서 만기 1년 이상의 Repo 매도거래로 조달한 자금에 대해서는 100%의 ASF가중치가 적용된다. 따라서 익일물 Repo 매수거래로 대출한 100원 중 90원은 익일물 Repo 매도거래로 조달(ASF=90원*0%)하고 10원은 만기가 1년인 Repo 매도거래로 조달(ASF=10원*100%)하면, 은행A의 총ASF가 10원이 되어 익일물 Repo 대출에 요구되는 RSF 10원을 충족할 수 있다.

과 유럽의 은행들은 이와 같은 규제비용을 Repo 매수거래에서 발생하는 수익으로는 감당하기 어려울 것으로 예상하고 있는데(Hill, 2015), 이와 같은 시장참여자들의 우려는 타당성이 있는 것으로 평가된다. 이로 인해 시장참여자와 일부 규제당국을 중심으로 만기 6개월 미만의 Repo 매수거래에 적용된 RSF가중치가 Repo거래를 통한 금융기관간 자금·증권의 배분기능을 저하시킬 수 있다는 우려가 꾸준히 제기되고 있다.⁶⁾

미국과 EU의 NSFR 규제 추진경과

미국과 EU는 아직 자국에 적용할 NSFR 규제의 최종안을 확정하지 못한 상태이며, 시행시기 또한 바젤의 계획인 2018년 보다 늦어질 전망이다. 우선 EU는 2016년 11월에 NSFR 초안을 발표하였는데, 동 안에서는 위에서 언급된 NSFR 규제의 잠재적인 부작용을 반영하여 만기 6개월 미만의 Repo 매수거래에 적용되는 RSF가중치를 10%와 15%에서 5%와 10%로 완화하였다(EC, 2016). 규제의 시행 또한 애초에는 2019년 1월부터 적용할 예정이었으나, 시장참여자에 따르면 이 보다 더 지연될 가능성이 높은 것으로 지적된다.⁷⁾ 미국은 EU 보다 NSFR 규제도입과 관련된 불확실성이 큰 상황이다. 미국의 관련 규제당국은 2016년 5월에 NSFR 규제초안을 발표한 후 시장참여자들의 의견을 바탕으로 최종안을 준비 중에 있다(U.S. Federal Register, 2016). 그런데 2017년 6월에 미국 재무부는 트럼프 대통령에게 제출한 은행권의 금융규제 개편 권고안에서, NSFR 규제의 영향을 평가하고 규제내용이 적절하게 재조정될 때까지 동 규제의 도입을 연기할 것을 권고하였다(U.S. Treasury, 2017). 참고로 미국과 유럽의 NSFR 초안에서는 은행지주(미국)와 은행그룹(EU)에 대해 NSFR 규제를 적용할 예정이다.

NSFR 규제의 국내 Repo시장에 대한 적합성

NSFR 규제(‘<표 1>의 b칸’)를 국내에 적용할 때 예상되는 실익과 비용을 살펴보자. 이를 위해서는 미국 및 유럽의 Repo시장과 국내시장의 구조적인 차이점을 살펴볼 필요가 있다.

은행이 딜러(중개자)로서 금융기관간 Repo거래를 중개하는 미국이나 유럽과는 달리 국내 Repo시장의 참여자들은 대부분 거래의 당사자로 시장에 참여하며, 딜러로서 Repo거래를 수행하는 경우는 매우 드물다. 국내 Repo시장에서는 사실상 딜러의 기능이 부재한 가운데 은행, 증권사, 자산운용사, 헤

6) 결과적으로 NSFR 규제가 시행되면 은행들은 높은 ASF가중치가 적용되는 소매예금을 중심으로 자사의 전체 ASF를 축적하고, 이를 이용하여 Repo 매수거래에서 발생하는 RSF 수요를 충족시킬 수밖에 없는 상황에 처할 가능성이 높다. 이는 엄밀한 의미에서 은행내 증권부문(투자은행)의 그림자 금융을 억제하기 위해 도입된 규제를 소매예금을 통해 충족하게 됨을 의미한다. 이와 같은 현상이 NSFR 규제에서 의도하는 바인지에 대해 고민할 필요가 있는 것으로 판단된다. 또한 만약 은행의 전체 NSFR 비율이 낮아져 동 규제가 구속력 있는 규제로 작용하게 되면 은행 입장에서는 RSF를 많이 소비하는 자산 중에서 수익이 가장 낮은 자산을 줄여야 한다. 여기에 해당하는 대표적인 자산이 Repo 매수거래이다. 이와 같은 이유에서 미국과 유럽의 시장참여자들은 6개월 미만의 Repo 매수거래에 대해서 거래상대방에 따라 RSF가중치를 차별적으로 적용할 것을 요구하고 있다.

7) ICMA의 NSFR 규제 담당자를 통해 확인한 내용이다.

지펀드 등을 포함한 모든 시장참여자들이 Repo시장에 참여해 직접 자금을 교환한다. 이로 인해 국내 시장에서는 은행과 자산운용사를 포함한 모든 자금대출기관이 증권사와 헤지펀드 등에게 직접 자금을 공급한다. 여기에, 아직까지 국내 은행은 매도거래와 매수거래 모두에서 Repo시장에서 차지하는 비중이 높지 않다. 미국과 유럽에서는 헤지펀드가 자산운용사 등으로부터 직접 자금을 조달하지 못하고 은행의 균형장부거래를 통해 자금을 공급받기 때문에 NSFR 규제의 실효성이 높다고 볼 수 있다. 따라서 규제의 실효성 측면에서 미국·유럽시장과 매우 상이한 국내 Repo시장의 구조적 특징을 감안할 필요가 있다. 또한 설령 해외와 같이 은행지주에 대해 동 규제를 적용할 경우에도, 대형 증권사가 예외 없이 은행계열로 포함된 미국·유럽과 달리 국내에서는 전체 증권사 중에서 은행지주에 속한 증권사가 일부에 지나지 않는다. 이 경우에는 효익을 논하기 전에 증권사간에 규제 불균형 이슈가 발생한다.

국내 은행은 주로 지급준비금을 포함한 단기 유동성 관리차원에서 Repo거래를 활용하고 있다. 일상적인 유동성 교환을 주요 목적으로 이루어지는 Repo 매수거래에 10% 또는 15%의 RSF가 부과된다면, 은행의 Repo거래를 통한 자금의 운용과 조달에 어려움이 발생해 Repo시장에서 은행의 역할이 크게 축소될 가능성이 있다. 또한 은행이 거래의 당사자로 수행하는 Repo거래에 대해서는 이미 LCR 규제를 적용받고 있다는 점도 감안할 필요가 있다.

규제의 비용측면에서 볼 때, 국내 Repo시장에서 은행의 역할이 축소될 경우 다음과 같은 이유에서 전체 Repo시장의 발전에 부정적인 영향을 줄 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

첫째, Repo시장의 안정성을 제고하기 위해서 향후 국내시장에서 은행의 역할이 확대될 필요가 있다. 장단점은 있지만 현재와 같이 중소형 자금대출기관이 헤지펀드나 중소형 증권사에 직접 자금을 공급하는 시장구조가 금융안정 관점에서 바람직한 지에 대해서 고민할 필요가 있다. 국내 Repo시장의 참여자 중에서는 은행과 대형 증권사가 자금차입자의 신용위험에 대한 평가능력과 금융불안시 충격흡수능력이 가장 우수하다. 따라서 은행과 대형 증권사의 엄격한 위험관리를 전제로, 국내에서도 은행과 대형 증권사가 중소형 금융기관간 자금교환을 중개하게 하여 Repo시장에서 자금배분이 보다 효율적으로 이루어질 수 있도록 유도할 필요가 있다. 즉, 미국과 유럽의 Repo시장에서는 대형 딜러의 과도한 자금중개기능의 폐해를 규제할 필요가 있는 반면 국내에서는 오히려 딜러의 기능을 육성할 필요가 있는 것이다. NSFR 규제가 현재안대로 도입되어 은행의 역할이 축소된다면, 국내시장에서 중소형 금융기관간의 직접적인 자금교환이 심화·고착화될 가능성이 높다.

둘째, 국내 Repo시장의 안정성과 질적 성장을 위해 가장 시급한 과제는 과도한 익일물의 비중을 축소하는데 있다. 특히, 국내 증권사의 익일물 Repo 매도거래에 대한 의존도는 금융위기 이전 미국의 투자은행보다도 높다.⁸⁾ 이에 정부에서도 익일물에 대한 의존도를 낮추기 위한 정책적 노력을 지속하

8) 국내에서도 2017년들어 헤지펀드의 Repo시장을 통한 자금조달이 증가하고 있는 것으로 파악된다. 하지만 헤지펀드의 익일물에 대한 비중이나 담보의 특성 등에 대해서는 아직 정확한 파악이 이루어지지 않고 있다.

고 있다. 그런데 금융위원회의 조사와 시장참여자들에 따르면 국내시장에서 증권사에게 기일물 Repo 매수거래를 통해 자금을 제공할 수 있는 여력이 가장 큰 금융기관이 은행이다.⁹⁾ 자산운용사나 은행·증권의 신탁은 속성상 기일물로 자금을 운용하는데 한계가 있다. 결과적으로 현재의 NSFR 규제는 정부가 추구하는 Repo시장의 발전방향에 부합하지 않는 측면이 있는 것으로도 볼 수 있다.

결론 및 시사점

글로벌 규제개혁을 주도한 Tarullo 전 연준 이사가 지적한 바와 같이, 지난 금융위기의 요체는 금융기관의 단기자금시장에 대한 과도한 의존에서 초래된 유동성 위기이다(Tarullo, 2014). 금융기관의 시스템적 유동성 위기로부터 유발될 수 있는 사회적 비용의 일부를 금융기관 당사자가 부담하게 한다는 관점에서, 글로벌 규제개혁은 앞으로도 꾸준히 추진되어야 할 것이다.

미국과 유럽이 주도하여 설계한 글로벌 규제개혁은 국내시장에 긍정적인 역할을 할 수 있는 내용도 포함되어 있으나, 국내 실정을 고려할 때 Repo거래의 순기능을 과도하게 위축시킬 수 있는 규제안이 포함되어 있다. 글로벌 규제공조의 중요성은 인정되지만, 국내 시장의 특성과 발전방향에 부합하지 않는 일부 규제내용에 대해서는 가능한 범위 내에서 적극적인 수정이 검토될 필요가 있다. NSFR 규제의 일부 항목은 최소한 단기자금시장 관점¹⁰⁾에서 볼 때 당장은 잠재적인 비용 대비 실익을 찾기 힘들다.

9) 금융위원회, 2016. 9. 1, 단기금융시장 활성화 방안: 기간물 RP거래 활성화 및 단기금융시장 규율체계 정비, 보도자료

10) 본고에서는 중점적으로 다루지 않았으나, NSFR에서는 은행이 다른 은행에 제공하는 콜론거래(콜대출)에 대해서도 15%의 RSF가 중치를 적용한다. 여기에서도 국내 콜시장과 미국·유럽의 콜시장(무담보시장)이 본질적으로 다르다는 점을 고려해야 한다. 미국·유럽에서는 은행들이 무담보시장을 통해 지급준비금을 거래하기도 하지만 여기서 조달한 자금을 개인·중소기업에 대한 대출자금으로 직접 활용한다. 이에 반해 국내 콜시장은 정부의 단기자금시장 구조개편정책에 의해 그 역할이 은행간 지급준비금 시장으로 제한되어 있다. 은행들의 지급준비금 적립은 법적 의무이다. 법적 의무를 충족하기 위해 수행하는 은행간 지급준비금 거래에 RSF가중치를 적용하는 점 역시 제고되어야 할 것이다. NSFR 규제를 논하기 전에 미국·유럽에서 은행이 지급준비금을 조달하기 위해 다른 은행으로부터 무담보시장을 통해 조달하는 자금 자체에 대해서는 지급준비금 적립의무를 면제해준다는 점을 상기할 필요가 있다.

참고문헌

- Acharya, V., Oncu, S., 2013, A proposal for the resolution of systematically important assets and liabilities: The case of Repo market, *International Journal of Central Banking* 9(1), 291-350.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS 238), 2013, Basel III: Liquidity coverage ratio and liquidity risk monitoring tools.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS 295), 2014, Basel III: Net stable funding ratio.
- Copeland, A., Martin, A., Walker, M., 2014, Repo runs: evidence from the tri-party Repo market, *Journal of Finance* 69(6), 2343-2380.
- European Commission (EC), 2016/0360 (COD), Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 575/2013 as regards the leverage ratio, the net stable funding ratio, requirements for own funds and eligible liabilities, counterparty credit risk, market risk, exposures to central counterparties, exposures to collective investment undertakings, large exposures, reporting and disclosure requirements and amending Regulation (EU) No 648/2012.
- Gorton, G., Metrick, A., 2012, Securitized banking and the run on Repo, *Journal of Financial Economics*, 104(3), 425-451.
- Hill, A., 2015, Perspectives from the eye of the storm: The current state and future evolution of the European repo market, International Capital Market Association.
- International Capital Market Association (ICMA), 2016, Impacts of the net stable funding ratio on repo and collateral markets.
- Stein, J. C., 2013, The fire-sales problem and securities financing transactions, Federal Reserve Board.
- Tarullo, D. K., 2013a, Shadow banking and systemic risk regulation, Federal Reserve Board.
- Tarullo, D. K., 2013b, Evaluating progress in regulatory reforms to promote financial stability, Federal Reserve Board.
- Tarullo, D. K., 2014, Liquidity regulation, Federal Reserve Board.
- U.S. Department of the Treasury, 2017, A financial system that creates economic opportunities: Banks and Credit Unions.
- U.S. Federal Register, 2016, Net stable funding ratio: Liquidity risk measurement standards and disclosure requirements.