

OPINION

선임연구위원
김필규

자산유동화 제도 변화의 영향과 전망*

국내 자산유동화증권시장은 등록 유동화증권시장과 비등록 유동화증권시장으로 양분되어 있으며, 두 시장이 규제체계와 시장구조 등에서 있어 다소 차이를 나타내고 있다. 등록 유동화증권시장은 엄밀한 규제 절차 등으로 새로운 유동화구조나 신규 유동화자산의 도입에 제약이 존재하며, 비등록 유동화증권시장의 경우 다양한 구조의 유동화증권의 도입이 시도되었으나 시장 투명성이 낮다는 문제를 지니고 있다.

이에 정부는 유동화증권시장의 투명성을 제고하고, 다양한 유동화구조의 도입을 촉진하는 방향에서 자산유동화에 관한 법률을 개정하여 2024년 1월부터 시행할 예정이다. 이번 법률 개정은 자산보유자의 대상 확대, 멀티 셀러 구조와 같은 새로운 유동화구조의 도입 허용, 유동화자산의 개념 명확화 등을 포함한 유동화증권 활성화를 위한 내용이 포함되어 있다. 반면 비등록 유동화를 포함한 유동화증권의 발행내역 공시 강화, 자산보유자의 위험보유 제도 도입과 같은 유동화 관련 규제를 강화하는 내용도 포함되어 있다.

이러한 제도 개선에 따라 자산보유자 자격이 확대되고, 다양한 자산의 유동화 도입이 촉진되며, 새로운 유동화구조가 도입되는 긍정적인 효과를 거둘 수 있을 것이다. 또한 자산유동화증권시장 전반의 투명성이 제고되어 시장의 건전한 발전에 기여할 수 있을 것으로 보인다. 한편 위험보유 제도의 경우 비교적 유연한 제도 도입이 이루어져서 시장의 영향은 제한적일 것이다. 향후 제도개선이 실질적인 효과를 거두기 위해서는 다양한 자산에 기초하여 시장을 활성화하고, 시장 투명성을 제고하여 건전한 시장을 발전을 도모하는 시장참여자의 노력이 뒷받침되어야 한다.

국내 자산유동화증권시장은 1998년 자산유동화에 관한 법률 제정을 통해 도입되었다. 제도 도입 이후 자산유동화증권은 부실채권을 신속하게 처리하고, 기업 및 금융기관이 보유한 자산을 활용하여 자금을 조달하는 수단을 제공하는 한편 MBS(Mortgage-backed Securities)를 통해 주택금융시장을 활성화하는 기능을 수행하였다. 그러나 자산유동화에 관한 법률은 자산보유자에 대해 엄격한 요건의 도입, 유동화계획에 대한 금융감독권의 승인 절차 및 연속 발행을 금지하는 제도 등으로 인해 다양한 유동화구조 도입에 대한 시장의 수요를 반영하지 못하였고, 이에 따라 자산유동화에 관한 법률에 근거하지 않은 비등록 유동화증권이 도입되어 등록 유동화증권시장¹⁾을 대체하는 상황이 발생하였다.

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

1) 자산유동화에 관한 법률에 근거하여 발행된 유동화증권을 등록 유동화증권, 동법에 근거하지 않고 발행된 ABCP(Asset-backed Commercial Paper) 및 ABSTB(Asset-backed Short Term Bond) 등을 비등록 유동화증권으로 정의한다.

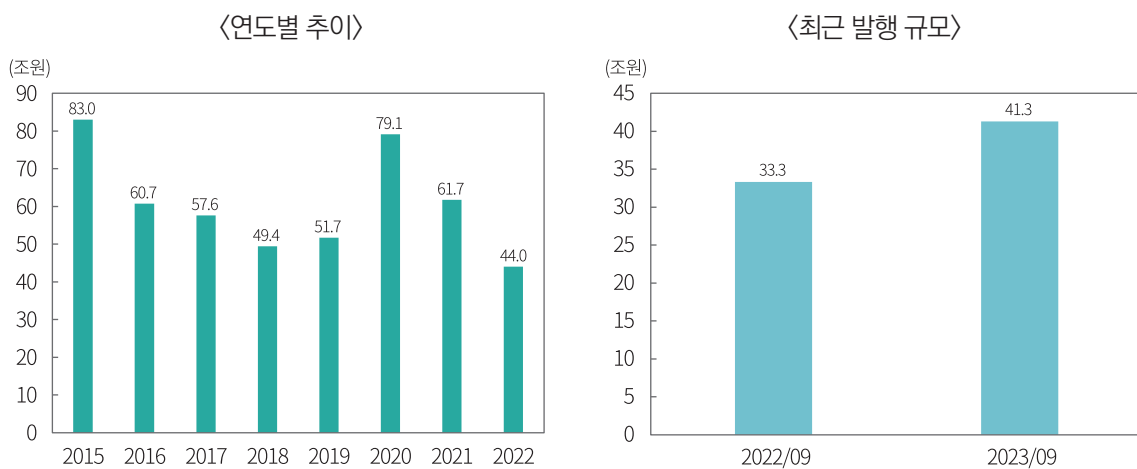
이에 정부는 2023년 8월 자산유동화에 관한 법률을 개정하였다. 동 개정 법률은 내년 1월부터 발효될 예정이다. 개정된 자산유동화에 관한 법률은 자산보유자의 대상을 확대하고, 자산보유자의 위험 보유 규제를 도입하며, 유동화증권 발행시 정보 공개를 확대하는 것을 주요 내용으로 하고 있다. 이러한 법률 개정은 자산유동화증권시장의 구조를 일부 변화시킬 것으로 보인다.

이에 본고에서는 최근의 자산유동화증권시장의 구조와 특성을 살피고 자산유동화에 관한 법률 개정의 세부 내용을 살피는 한편 제도 변화가 자산유동화증권시장에 미치는 영향을 점검해본다.

최근 자산유동화증권시장의 특성

등록 자산유동화증권은 모기지, 소비자금융, 기업매출채권 및 회사채와 같은 정형화된 자산을 주된 대상으로 하고 있다. 2023년 9월 등록 자산유동화증권 발행 규모는 전년 동기 대비 24.0% 증가한 41.3조원을 기록하였다. 최근 자산유동화증권 발행이 증가한 것은 MBS 발행이 크게 증가한 데에 기인한다.

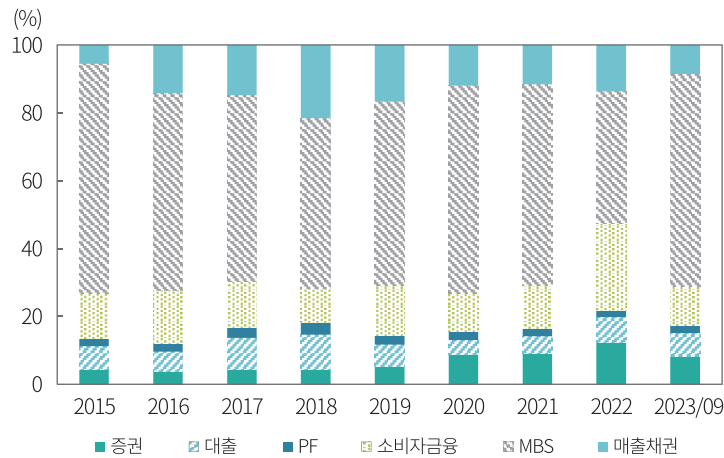
〈그림 1〉 자산유동화증권 발행 추이



자료: 금융감독원, 저자 계산

자산별 유동화증권 발행 비중을 보면 연도별로 변동성을 나타내는 가운데 MBS가 가장 높은 비중을 차지하고 있다. MBS 다음으로 비중이 높은 자산 유형은 신용카드 매출채권과 할부금융 등의 소비자금융 자산이다. 신용카드사와 할부금융사들은 매년 일정한 규모의 소비자금융 자산을 활용하여 자금을 조달한다. 이동통신회사를 포함한 일부 대기업의 경우에도 매출채권을 기초자산으로 자금을 조달하고 있다. 이와 같이 자산유동화증권은 주택금융의 조달 수단으로의 기능과 더불어 기업 및 금융기관이 보유한 자산을 활용하여 자금을 조달하는 기능을 수행하고 있다.

〈그림 2〉 자산유동화증권의 자산별 비중 추이

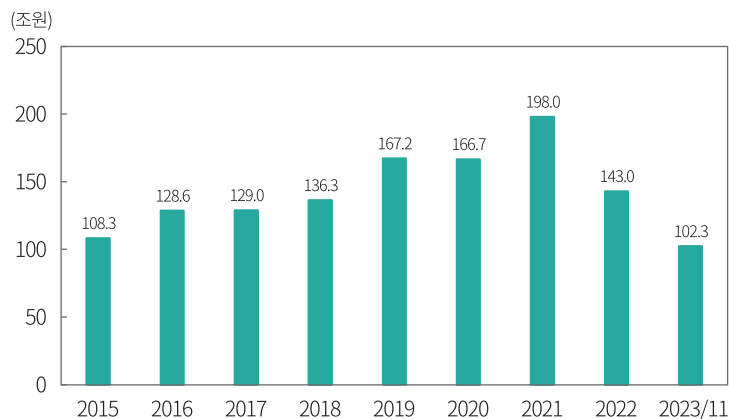


자료: 금융감독원

비등록 유동화증권은 자산유동화에 관한 법률에 근거하지 않고 발행된 ABCP와 ABSTB 등을 의미한다. 이러한 유형의 유동화증권은 규제기관의 등록 절차를 밟지 않고 발행할 수 있다는 발행 편의성으로 인해 발행이 활성화되었다. 한편 대부분의 비등록 유동화증권은 만기가 짧은 단기증권 형태로 발행된다. 이에 따라 발행 규모보다는 잔액의 추이가 보다 의미있는 정보를 제공한다.

단기 유동화증권의 잔액 추이를 보면 2021년까지는 지속적으로 증가하는 추세를 보였으나, 2022년 이후 대폭 감소세로 돌아섰다. 2023년 11월말 ABCP와 ABSTB를 합한 단기 유동화증권의 잔액은 전년말 대비 28.4% 감소한 102.3조원을 기록하였다. 이와 같이 최근들어 비등록 유동화증권의 잔액이 대폭 감소한 것은 레고랜드 사태, 금리 상승, 부동산 경기 둔화 등으로 비등록 유동화증권시장에서 높은 비중을 차지하고 있는 PF 유동화증권의 규모가 크게 감소한 데에 기인한다.

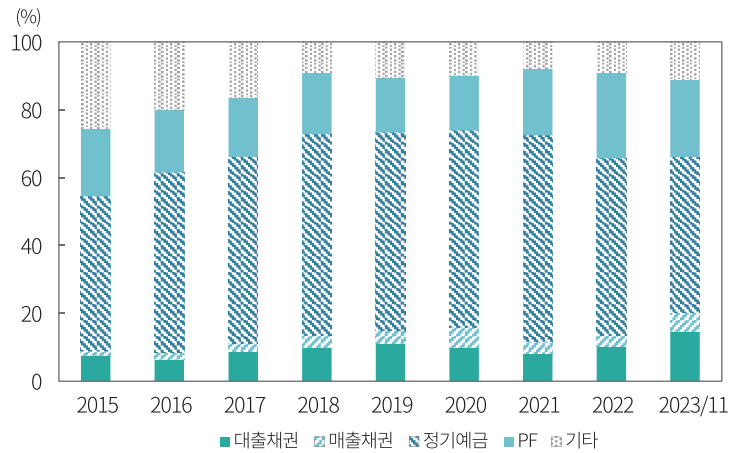
〈그림 3〉 단기 유동화증권 잔액 추이



자료: 인포맥스

단기 유동화증권의 자산별 구성 비중 추이를 보면 정기예금이 가장 높은 비중을 나타내고 있고, 다음으로 PF(Project Finance)가 높은 비중을 차지하고 있다. 단기 유동화증권에서 정기예금의 비중이 높은 것은 MMF 등의 단기운용상품의 투자수단으로 정기예금 유동화가 활용되고 있기 때문이다. 한편 전체 단기 유동화증권 잔액에서 PF 유동화가 차지하는 비중은 2022년말 25.3%에서 2023년 11월 말에는 소폭 감소한 23.0%를 기록하고 있다. 이와 같이 PF 유동화의 비중이 소폭 감소한 것은 고금리, 건설원가 상승 및 부동산시장 부진 등으로 신규 PF 유동화증권의 발행이 대폭 감소하였고, 기존 PF의 차환도 감소한 데에 기인한다.

〈그림 4〉 단기 유동화증권의 자산별 비중 추이



자료: 인포맥스

등록 유동화증권시장의 주요 특성 중에 하나는 대기업 및 금융기관이 보유한 자산을 활용한 자금조달 목적의 유동화증권이 주류를 이루고 있다는 점이다. 자산보유자 자격 요건 등으로 인해 유동화증권을 활용하여 자금을 조달하는 기업이나 금융기관이 한정되어 있다. 또한 엄밀한 규제 절차 등으로 등록 유동화증권시장에서 새로운 유동화구조나 신규 유동화자산의 도입은 거의 이루어지지 않고 있다.

상대적으로 비등록 유동화증권시장의 경우 다양한 목적의 유동화증권의 발행, 신용파생상품 구조를 포함한 새로운 유동화구조의 도입 및 지식재산권 등의 새로운 기초자산의 유동화가 일부 이루어졌다. 그러나 최근 비등록 유동화증권의 높은 비중을 차지하는 PF유동화증권에 대한 투자자의 우려 증대 및 증권에 대한 정보공개 미흡 등으로 비등록 유동화증권시장에 대한 투자자 신뢰가 하락함에 따라 새로운 자산이나 유동화구조를 도입하려는 시도도 크게 줄어들고 있다.

자산유동화 제도 변화의 주요 내용

자산유동화에 관한 법률 개정의 주요 개정 방향은 자산보유자의 자격을 확대하고, 다양한 구조의 유동화 도입을 허용하며, 등록 절차를 간소화하는 등의 등록 유동화와 관련한 규제를 완화하는 것이다. 이와 더불어 비등록 유동화를 포함한 유동화증권 전반의 위험관리를 강화하는 방안도 마련되었다.

자산유동화에 관한 법률에서는 법과 시행령에 열거된 기관을 적격 자산보유자로 정의하고 있다. 개정 법률에서는 열거주의를 유지하되, 국가, 지자체, 서민금융기관 등에 대해서도 자산보유자 자격을 부여하는 한편 기업의 경우에는 기존의 신용도가 높은 기업으로 한정된 자산보유자 대상을 일정 규모 이상의 외감법인으로 확대하였다.

다양한 자산의 유동화를 촉진하는 방안도 추진된다. 개정 법률에서는 종래 자산유동화 대상의 포함 여부가 불분명하였던 장래채권, 무체재산권(지식재산권 포함)을 유동화자산으로 명확히 정의하고 있다. 특히 지식재산권 유동화의 법률적 불확실성을 제고함으로써 동 부문의 유동화증권 발행의 활성화를 도모하고 있다. 또한 개정 법률은 다수의 자산보유자가 매출채권 등을 양도하여 유동화증권을 발행하는 구조인 멀티 셀러(multi-seller) 유동화구조를 허용하고, 채권 추심회사의 자산관리업무를 허용하는 한편 투자자 보호에 영향이 없는 유동화의 경우 임의 등록을 허용하는 등의 규제를 완화하는 내용이 포함되어 있다.

한편 개정 법률에서는 등록 유동화뿐만 아니라 비등록 유동화증권에 대한 정보 공개를 강화하는 내용을 포함하고 있다. 비등록 유동화의 경우에도 유동화증권의 종류, 총액, 발행조건 등의 발행내역과 신용보강을 포함한 유동화구조를 공개하는 제도를 도입하였다. 모든 발행유형의 유동화증권은 예탁결제원의 유동화증권 통합정보시스템에 등록하는 제도를 도입하여 유동화증권의 투명성을 제고하는 제도를 도입하였다.

또한 개정 법률은 자산유동화와 관련한 이해상충의 문제를 해결하기 위해 자산보유자가 유동화증권 발행잔액의 5%를 보유하는 위험보유 제도를 도입하고 있다. 위험보유와 관련한 세부 내용을 살펴보면, 등록 유동화 및 비등록 유동화를 포괄하여 위험보유 규정을 적용하고 있다. 의무보유의 방식은 수직적·수평적·혼합적 방법을 모두 허용하고 있다. 다만 신용위험이 낮거나 이해상충 발생 가능성이 낮은 유동화증권의 경우 의무보유를 면제하는 제도를 도입하였다. 법률에 근거하여 의무보유가 면제되는 유동화증권은 국가, 지자체, 공공기관이 원리금을 지급보증하는 유동화증권이다. 유동화법 시행령에서는 국가, 지자체, 공공기관이 전액 인수하는 유동화의 경우 의무보유를 면제하였다. 이와 더불어 자산유동화감독규정에서 P-CBO, 정기예금 유동화, 단말기 할부채권 유동화, 브릿지 대출채권 유동화, NPL 채권 유동화, 기업구매카드대금 채권 유동화 등은 의무보유를 면제하고 있다. 이와 같이 5% 위험보유 제도를 도입하되 자금조달 목적의 이해상충 문제 발생 가능성이 낮은 유동화의 경우에는 위험보유 의무를 면제하는 방식으로 탄력적인 위험보유 제도를 도입하고 있다.

자산유동화제도 변화의 영향

자산유동화 제도 개선은 시장에 다양한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 우선 자산보유자의 자격 완화는 다양한 기업이 보유한 자산에 기초하여 유동화를 통한 자금조달의 기회를 확대하는 효과를 제공할 것으로 기대된다. 기존의 자산보유자 자격을 지니지 못하는 기업의 경우 브릿지 론 구조를 도입하는 방식으로 유동화를 추진하여 투자자들이 유동화자산의 실질을 파악하는데 제약이 존재하였다. 자산보유자 자격 확대는 이러한 우회적인 유동화를 줄이고 기업이 자산을 활용한 자금조달을 확대하는데 도움이 될 것으로 보인다.

미래 현금흐름 및 무체재산권을 유동화자산에 개념에 명시하는 내용도 유동화증권 발행을 촉진하는 데에 기여할 것으로 보인다. 기업이 보유한 지적재산권이나 저작권 유동화 등이 도입될 경우 해당 산업의 자금조달을 활성화하는 효과를 기대할 수 있다. 멀티 셀러 구조가 허용됨에 따라 다수의 기업이 보유한 매출채권 등을 풀링하는 유동화구조가 도입될 가능성도 있다. 이와 같이 자산보유자의 자격 확대 및 유동화 대상을 확대하는 제도 개선은 기업의 자금조달 활성화에 도움이 될 것으로 기대한다.

비등록 유동화를 포함한 유동화증권의 정보 공개 강화는 자산유동화증권시장 전반의 투명성을 제고시키는 효과를 거둘 것으로 기대된다. 비등록 유동화의 경우 유동화구조 및 기초자산에 대한 정보 제공의 제약이 시장의 건전한 발전에 걸림돌로 작용하였다. 이번 제도 개선을 통해 비등록 유동화를 포함한 전반적인 자산유동화증권의 투명성이 제고됨에 따라 장기적으로 투자자의 정보 획득에 제약이 완화되고, 유동화증권 시장의 건전성이 제고되는 효과를 거둘 수 있을 것이다.

한편 자산보유자 위험보유 제도의 도입이 시장에 미치는 영향은 제한적일 것으로 보인다. 자산보유자 위험보유 제도는 자산보유자의 신용위험이 시장에 이전됨으로써 발생하는 이해상충의 문제를 해결하기 위해 도입되었다. 단순히 자산을 활용한 자금조달을 목적으로 하는 유동화의 경우에는 이해상충의 문제가 발생할 소지가 크지 않다. 미국의 경우 위험보유 제도 도입시 이러한 점을 반영하여 상대적으로 이해상충의 문제가 발생할 소지가 적은 유동화구조에 대해서는 의무보유를 면제하는 제도를 도입하고 있다. 국내의 경우에도 이러한 점을 고려하여 단순한 자금조달 목적의 유동화의 경우에는 위험보유를 면제하는 제도를 도입하였다. 이에 따라 국내에서 빈번히 발행되는 자금조달 목적의 유동화는 위험보유를 면제받을 가능성이 높아졌다.

이번 자산유동화법률 개정은 다양한 자산의 유동화를 촉진하고, 자산보유자의 자격을 확대하되, 자산유동화증권시장 전반의 투명성은 제고하는 방향으로 개정되었다. 제도 개선의 효과가 적절히 발휘되기 위해서는 시장참여자가 다양한 자산을 기초로 자산유동화증권 발행이 이루어지고, 다양한 구조의 유동화증권 발행이 활성화되는 노력이 뒷받침되어야 한다. 내년도 자산유동화시장은 이러한 제도 개선의 방향에 발맞추어 시장참여자의 적극적인 노력을 통해 기업과 금융기관의 유용한 자금조달 시장의 기능을 수행하는 활력있는 시장으로 성장하기를 기대해 본다.

OPINION

선임연구위원
장근혁

한미금리 역전에 따른 환헤지 비용의 증가와 시사점*

2022년 7월부터 현재까지 이어지고 있는 한미금리 역전의 경우 과거에 비해 역전폭(2%)이 가장 클 뿐만 아니라 기간 측면에서도 과거보다 오래 지속될 가능성이 있다. 한미금리가 역전되면서 선물환 매도 헤지를 수행하는 국내 경제주체들의 환헤지 환경도 과거와 달라졌다. 국내 투자자나 수출업체들이 과거에는 환헤지를 통해서 원달러 환율 변동(하락)위험을 헤지하고 추가로 이득을 얻을 수 있었던 반면, 최근에는 한미금리가 역전되고 역전폭이 확대되면서 오히려 환헤지 비용이 증가하고 있다.

환헤지를 필요로 하는 경제주체들은 한미금리 역전이 지속되는 동안 환헤지 비용이 꾸준히 발생할 수 있다는 점에 유념하고, 금리 역전의 장기화도 대비할 필요가 있다. 특히, 수출업체들의 경우 지속해서 발생할 수 있는 환헤지 비용의 증가로 인한 수익성 악화를 대비하여야 한다. 정책당국도 이러한 점을 감안하여 중소 수출업체들의 환위험관리에 대한 지원을 검토해 볼 필요가 있다. 국내 투자자들은 해외투자 과정에서 지금까지와 같이 관성적으로 환헤지를 추구하기보다는 외환(currency)을 하나의 투자 포트폴리오로 인식하고 환헤지 비용과 각 투자자의 상황을 고려한 체계적인 환헤지 전략을 수립할 필요가 있다.

2022년부터 미국 연준의 초긴축적 통화정책으로 급격한 금리인상이 이어지면서 국내금리보다 미국금리가 더 높은 수준을 보이는 한미금리 역전¹⁾ 현상이 지속되고 있다. 2000년 이후를 보면, 통상 국내금리가 미국금리보다 높은 상황이었으며, 일시적으로 역전 현상이 발생한 후 회복되곤 하였다. 최근의 한미금리 역전의 경우 과거에 비해 역전폭(2%)이 가장 클 뿐만 아니라 기간 측면에서도 과거보다 오래 지속될 가능성도 있다(이승호 · 장근혁, 2023).

한미금리 차이는 원달러환율 변동을 헤지하는 데 수반되는 환헤지 비용에 영향을 준다. 국내 경제주체들은 주로 선물환 매도²⁾ 방향으로 환헤지를 수행하는데, 한미금리 역전폭이 확대되면서 선물환 매도에 대한 환헤지 비용이 증가하고 있다. 본고에서는 한미금리 역전이 환헤지 비용 증가에 미치는 영향을 살펴보고, 해외투자에 대한 실제 사례 분석과 함께 시사점을 논의하려고 한다.

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

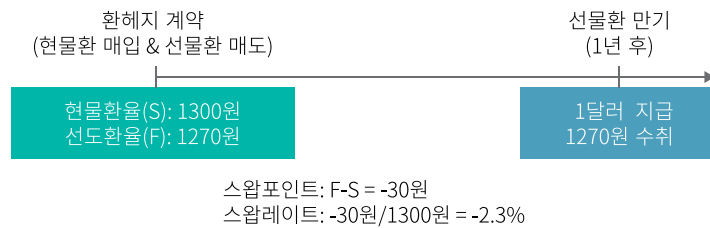
- 1) 한미금리 차이는 '한국금리-미국금리'를 나타내고, 역전은 '한국금리<미국금리'를 의미한다. 본고에서는 주로 '기준금리' 기준이며, 12월 19일 현재 한국은 3.5%이고, 미국은 상단 기준 5.5%이다.
- 2) 미래에 달러를 매도하는 거래로 달러자산(금융자산, 미수금 등)을 보유하고 있는 경우 원달러 환율이 하락하여 원화 평가손실이 발생할 위험을 헤지한다. 본고에서 환헤지는 이러한 방향의 헤지를 대상으로 한다. 만기가 긴(1년 초과) 경우 계약기간 중 이자교환이 포함된 통화스왑으로 거래하기도 한다.

한미금리 차이와 환헤지 비용

국내 경제주체의 환헤지 거래는 주로 선물환 매도 방향이라고 할 수 있다. 2000년대부터 수출업체의 경우 미래 수취하게 될 달러(외화) 수출대금에 대해 환헤지를 수행해 왔다. 한편, 국내 투자자의 해외투자가 확대되면서 해외자산에 대한 환헤지 거래도 꾸준히 증가해 왔다.

일반적인 국내 투자자의 해외투자 과정에서 환헤지 구조는 <그림 1>과 같다. 현물환율(S)로 환전하여 해외자산을 매입하고 선도환율(F)로 환헤지(선물환 매도) 계약을 체결하면,³⁾ 미래 시점 원달러 환율을 선도환율(F)로 고정하여 환율 변동위험을 헤지할 수 있다. 수출업체가 수행하는 미래 수출대금에 대한 환헤지의 경우 초기 환전 없이 선물환 매도 계약만 체결하게 된다. 여기에서 선도환율(F)과 현물환율(S)의 차이인 ‘스왑포인트(=F-S)’만큼 추가 손익이 발생하며 이를 ‘환헤지 비용’이라고 볼 수 있다. ‘스왑레이트(=(F-S)/S)’는 스왑포인트를 환율(S)로 나누어 수익률(%)로 환산하고 연율화한 값이다. 환헤지 비용인 스왑포인트 또는 스왑레이트는 국내금리와 미국금리의 차이에 의해 결정되는데,⁴⁾ 통상적으로 국내금리가 미국금리보다 높았던 양(+의 스왑포인트 시기 동안 환헤지를 수행하면, 환율 변동위험의 헤지효과 외에 스왑포인트 또는 스왑레이트만큼 추가 이득을 얻을 수 있었다. 그러나 한미금리가 역전된 현재는 이와 반대 상황이며, 예를 들어 수출업체가 <그림 1>처럼 1년 만기 환헤지를 수행하면 현물환율(S)보다 30원이나 낮은 선도환율(F)에 따라 1달러당 30원 또는 원금 기준으로 2.3%의 환헤지 비용이 발생한다.

<그림 1> 환헤지 구조(예시)



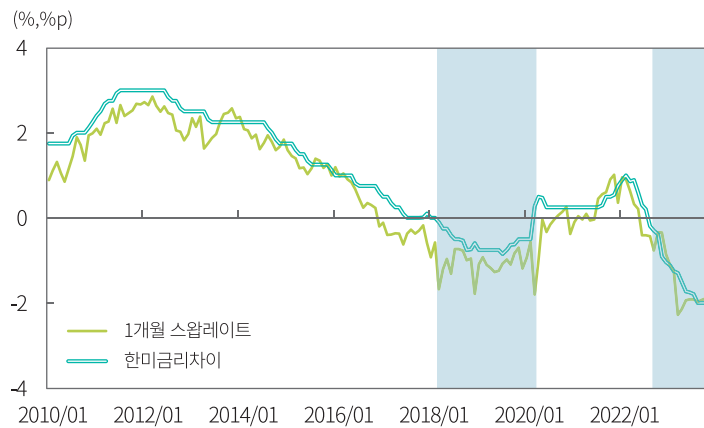
<그림 2>는 글로벌 금융위기 이후 최근까지 한미금리 차이 및 스왑레이트 추이를 나타낸다. 최근 한미금리가 역전되면서 스왑포인트 및 스왑레이트가 일정 시차를 보이기는 하나 이론값에 따라 음(-)

3) 현물환 매입과 선물환 매도를 동시에 체결하는 거래를 외환스왑(FX swap)이라고 한다.

4) 현물환율 S, 국내 금리 r_{krw} , 미국 금리 r_{usd} 일 때, 선도환율 CIRP(Covered Interest Rate Parity)에 의해 $F = \frac{(1+r_{krw})}{(1+r_{usd})}S$ 이다. 따라서 선도환율과 현물환율의 차이인 ‘스왑포인트’는 $F - S = S \left[\frac{(1+r_{krw})}{(1+r_{usd})} - 1 \right] = \frac{S}{(1+r_{usd})} [r_{krw} - r_{usd}] \cong S[r_{krw} - r_{usd}]$ 이고, ‘스왑레이트’는 $\frac{F-S}{S} \cong [r_{krw} - r_{usd}]$ 로 한미금리차이를 따른다. 이 식에서 원화 금리 $r_{krw} = r_{krw,m} + b$ 는 음(-)의 ‘베이스스’ b가 포함되어 시장원화 금리 $r_{krw,m}$ 보다 낮게 형성된다. <그림 2>에서 스왑레이트가 이론값인 한미금리차이와 정확히 일치하지 않는 것은 외환스왑시장의 수급요인, 원화의 신용위험, 대외불확실성에 따른 리스크 요인 등이 베이스스 b에 복합적으로 영향을 주는 데 따른 것이다.

으로 전환되었다.⁵⁾ 그래프에서 한미금리 역전 여부에 따라 시기별로 구분해 보면, 2010년 1월~2018년 2월 기간에 평균 한미금리 차이 및 스왑레이트가 각각 1.8%와 1.4%로 양(+)의 값을 나타냈다. 즉, 환헤지를 통해 환율 변화를 헤지하고 추가적으로 평균 1.4%(연율)의 이익을 얻을 수 있었다. 반면, 역전 기간(음영 구간)인 2018년 3월~2020년 2월 기간에 평균 스왑레이트는 -1.0%로 환헤지를 수행하면서 평균 1.0%(연율)의 환헤지 비용이 발생했다고 할 수 있다.⁶⁾ 이후 한미금리 역전이 해소되면서 스왑레이트는 양(+)으로 전환되었지만, 최근 다시 한미금리 역전이 심화되면서 2023년 3월부터 스왑레이트는 글로벌 금융위기 이후 가장 낮은 -2% 내외 수준을 유지하고 있다.

〈그림 2〉 한미금리 차이¹⁾ 및 스왑레이트²⁾ 추이(월평균)



주 : 1) 양국 기준금리 기준으로 '한국금리-미국금리', 역전 기간을 음영으로 표시
 2) 1개월 만기 선도환율을 사용
 자료: 한국은행, FED, Bloomberg

해외증권투자와 환헤지 비용 분석

아래에서는 실제 해외증권투자펀드에 대해 스왑레이트 상황에 따라 발생한 환헤지 비용을 비교해 보려고 한다. 해외투자펀드는 설정되는 과정에서 투자자의 요구에 따라 환헤지 정책이 정해지며, 환헤지 여부에 따라 환노출형 펀드와 환헤지형 펀드로 분류될 수 있다. S&P500지수를 추종하는 ETF의 경우도 환헤지형 ETF와 환노출형 ETF로 구분될 수 있다. 통상 환율 상승 시기에는 환노출형의 성과가 좋고 환율 하락 시기에는 환헤지형의 성과가 좋다고 할 수 있는데, 환헤지 비용이 큰 상황에서는 환율 변화 효과 외에 환헤지 비용을 감안할 필요도 있다.

일반적으로 환헤지형 펀드 또는 ETF는 만기 1개월~1년의 외환스왑(현물환 매입+선물환 매도)을 롤오버하는 방식으로 환헤지를 수행하여 원달러 환율 변화를 헤지한다. 따라서 환헤지형 펀드의 경우

5) 스왑레이트와 금리차이가 일치하지 않는 이유는 각주4의 '베이스스'를 참고하면 된다.
 6) 스왑레이트 외에 거래비용이나 시장 상황에 따라 실제 환헤지 과정에서는 추가적인 환헤지 수익이나 비용이 발생한다.

앞에서 살펴본 바와 같이 환율 변화 헤지효과 외에 스왑포인트나 스왑레이트에 따른 환헤지 비용(또는 수익)이 추가로 발생할 수 있다. 즉, 환노출형 펀드의 수익률에서 환율 변화 효과를 제외한 ‘환율조정 수익률’과 환헤지형 펀드의 수익률 간 차이가 발생하며 이를 환헤지 비용(또는 수익)으로 볼 수 있다.⁷⁾

〈표 1〉은 스왑레이트가 양(+인 기간(Panel A)과 음(-인 기간(Panel B)을 구분하여 각각 해외증권 투자펀드⁸⁾와 해외지수(S&P500, 나스닥100) 추종 ETF의 환헤지형 및 환노출형 수익률과 함께 환헤지 비용을 정리한 결과이다. 먼저 스왑레이트가 양(+인 2021년 7월~2022년 4월까지 기간⁹⁾을 살펴보자(〈표 1〉의 Panel A). 펀드A에 대해 보면, 환노출형의 수익률(①)은 7%를 기록하였으나 환율상승 효과(②)인 10.9%를 차감한 환율조정수익률(③)은 -3.9%이다. 같은 기간 환헤지형의 수익률(④)은 -2.6%로 환율조정수익률(-3.9%)보다 1.3% 더 높다. 즉, 환헤지를 수행하는 과정에서 환헤지 효과를 제외하고 1.3%(연율 1.6%)의 추가 이익을 얻었다고 볼 수 있다. 환율이 10.9%나 상승해서 환노출형의 수익률이 환헤지형보다 높지만, 환율 변화분을 제외하고 비교하면 환헤지형의 수익률이 더 높았던 시기였다. 다른 B, C 펀드에 대해서도 각각 0.5%(연율 0.7%), 0.9%(연율 1.1%)의 환헤지 이익이 발생하였는데, 이러한 이익은 양의 스왑레이트(기간평균 0.7%)로 인한 효과라 할 수 있다.

반면, 스왑레이트가 음(-인 2022년 12월~2023년 11월까지 기간¹⁰⁾에는 반대의 결과가 나타난다(〈표 1〉의 Panel B). 예를 들어 S&P500지수 추종 ETF에 대해 보면, 환노출형 ETF 수익률(①)은 10%로 원달러 환율 변화율(②) -0.9%를 감안한 환율조정수익률(③)은 10.9%이다. 같은 기간 동안 환헤지형의 수익률(④)은 8.4%로 환율조정수익률(10.9%)보다 2.5%나 더 작는데, 환헤지 비용이 2.5% 발생했다고 볼 수 있다. 나스닥100지수 추종 ETF, A, B 펀드에 대해서도 각각 2.8%, 2.5%, 2.5%의 환헤지 비용이 발생하였는데, 이러한 비용은 음의 스왑레이트(기간평균 -1.8%)로 인한 효과라 할 수 있다. 보통 환율이 하락하면 환헤지형의 성과가 환노출형보다 좋은데, 위 기간에는 환율이 0.9% 하락했음에도 환율 하락 효과보다 환헤지 비용이 더 많이 발생했기 때문에 환노출형의 수익률(①)이 환헤지형 수익률(④)보다 높은 결과가 나온다. 따라서 최근과 같이 환헤지 비용이 증가하는 상황에서 환헤지 전략 수립시 환율 변화에 대한 헤지효과와 함께 한미금리 역전 상황이 지속될 경우 발생하게 되는 이러한 추가적인 환헤지 비용도 고려할 필요가 있다.

7) 거래비용이나 시장 상황에 따라 스왑레이트 데이터와 실제 환헤지 비용 간 다소 차이가 발생할 수 있다. 환헤지형 펀드의 수익률이 환노출형 펀드의 ‘환율조정수익률’보다 작은 경우 환헤지 비용이 발생한다고 해석한다.

8) 환노출형(UH)과 환헤지형(H)이 동시에 존재하는 사례(A펀드(미국 인덱스형), B펀드(채권형), C펀드(미국 성장주식형))를 분석하였다.

9) 비교 가능한 펀드들이 존재하는 2020년 이후를 대상으로 1개월 만기 스왑레이트(월평균)가 0.4% 이상으로 유지되는 기간을 선택하였다.

10) 1개월 만기 스왑레이트(월평균)가 -0.4% 이하로 유지되는 기간이다.

<표 1> 환노출형 및 환헤지형 펀드(ETF)의 성과 비교

Panel A: 양(+의 스왑레이트 기간, 2021년 7월 ~ 2022년 4월(10개월)

(단위: %)

펀드 ¹⁾	환노출 펀드(ETF)			환헤지 펀드 (ETF) 수익률 ④	헤지비용 (헤지이익) ³⁾ ④-③	헤지비용 (헤지이익) (연환산)	스왑 레이트
	펀드 수익률 ①	환율 변화율 ②	환율조정 수익률 ²⁾ ③=②-①				
A(펀드)	7.0	10.9	-3.9	-2.6	+1.3	+1.6	+0.7
B(펀드)	3.8		-7.1	-6.6	+0.5	+0.7	
C(펀드)	-5.1		-16.0	-15.1	+0.9	+1.1	

Panel B: 음(-)의 스왑레이트 기간, 2022년 12월 ~ 2023년 11월(12개월)

(단위: %)

ETF 추종지수 또는 펀드 ¹⁾	환노출 펀드(ETF)			환헤지 펀드 (ETF) 수익률 ④	헤지비용 (헤지이익) ³⁾ ④-③	헤지비용 (헤지이익) (연환산)	스왑 레이트
	펀드 수익률 ①	환율 변화율 ②	환율조정 수익률 ²⁾ ③=②-①				
S&P500	10.0	-0.9	10.9	8.4	-2.5	-2.5	-1.8
나스닥100	27.7		28.6	25.8	-2.8	-2.8	
A(펀드)	9.4		10.3	7.8	-2.5	-2.5	
B(펀드)	3.6		4.5	2.0	-2.5	-2.5	

주 : 1) A펀드(미국 인덱스형), B펀드(채권형), C펀드(미국 성장주식형)의 경우 같은 모펀드의 환헤지형 및 환노출형 자펀드의 기준가 사용, ETF의 경우 추종지수별로 현물 ETF들의 수익률 평균을 사용(S&P500 경우 환노출 3개, 환헤지 2개, 나스닥100의 경우 환노출 2개, 환헤지 1개)

2) 환노출 펀드(또는 ETF)의 수익률에서 원달러 환율 변화율을 차감하여 산출

3) 환헤지형 수익률에서 환노출형의 환율조정수익률을 차감하여 산출, 환헤지로 발생하는 이익(+부호) 또는 비용(-부호)으로 해석

자료: Fn-Guide, 한국은행, 자본시장연구원

요약 및 시사점

한미금리가 역전되면서 선물환 매도 헤지를 수행하는 국내 경제주체들의 환헤지 환경도 과거와 달라졌다. 국내 투자자나 수출업체들이 과거에는 환헤지를 통해서 원달러 환율 변동(하락)을 헤지하고 추가로 이득을 얻을 수도 있었던 반면, 최근에는 한미금리가 역전되고 역전폭이 확대되면서 오히려 환헤지 비용이 발생하고, 그 비용이 증가하고 있다.

환헤지를 필요로 하는 경제주체들은 한미금리 역전이 지속되는 동안 환헤지 비용이 꾸준히 발생할 수 있다는 점에 유념하고, 금리 역전의 장기화도 대비할 필요가 있다. 특히, 수출업체들의 경우 지속해서 발생할 수 있는 환헤지 비용의 증가로 인한 수익성 악화를 대비하여야 한다. 정책당국도 이러한 점을 감안하여 중소 수출업체들의 환위험관리에 대한 지원을 검토해 볼 필요가 있다. 한편, 국내 투자자들은 해외투자 과정에서 지금까지와 같이 관성적으로 환헤지를 추구하기보다는 외환(currency)을 하나의 투자 포트폴리오로 인식하고 환헤지 비용과 각 투자자의 상황을 고려한 체계적인 환헤지 전략을 수립할 필요가 있다.

참고문헌

이승호 · 장근혁, 2023, 『내외금리차 역전이 자본유출입 및 외자조달비용에 미치는 영향과 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-24.

ZOOM
-INSEC의 새로운 사모펀드 운용사 감독 규칙의
주요 내용

- SEC는 2023년 8월 사모펀드 운용사에 대해 분기 명세서 배포, 연간 재무제표 감사, 비용 및 수수료 공개, 일부 투자자에게만 제공하는 정보 금지 등 사모펀드 운용사의 사모펀드 관리 및 운영에 대해 실질적인 규제를 부과하는 새로운 규칙을 채택
- SEC는 이번 규칙을 통해 사모펀드 운용사들이 일부 투자자에게만 더 나은 조건을 제공하는 조건의 이면계약을 맺는 것을 방지하고, 불투명한 운영방식으로 인해 사모펀드 투자자들에게 비용을 전가하던 관행을 바로 잡을 수 있게 될 것으로 기대
- 자산운용업계는 이번 새로운 규칙 도입에 대해 SEC의 법적 권한을 넘어서는 행위라고 강하게 비판

□ SEC는 2023년 8월 사모펀드 운용사의 사모펀드 관리 및 운영에 대해 실질적인 규제를 부과하는 새로운 규칙을 채택함¹⁾

- 이번에 채택된 새로운 규칙은 사모펀드 운용에서 발생하는 관행들에 대한 가시성을 높이고, 투자자 피해로 이어질 가능성이 있는 관행을 해결하기 위한 사항들을 설정하고, 공익에 반하는 자문 활동을 금지 또는 제한함으로써 사모펀드의 직간접적인 투자자들을 보호하기 위해 고안
 - 특히 개인의 경우 공적·민간 연금 계획 및 각종 퇴직 계획에 참여함으로써 사모펀드에 간접적으로 노출되고 있으나 이들에게 위험과 손해를 끼칠 수 있는 사모펀드 운용과 관련된 각종 관행들에 관한 정보는 제공되지 않고 있었음
- 이번 규칙은 SEC 등록 사모펀드 운용사, 모든 사모펀드 운용사, SEC 등록 운용사 각각에게 적용되는 신규 및 개정 규칙으로 구성되며 자산유동화펀드를 운용하는 운용사는 이번 규칙 적용 대상에서 제외됨

□ 등록 사모펀드 운용사의 경우 1) 분기 명세서 규칙, 2) 사모펀드 감사 규칙, 3) 운용사 주도의 세컨더리 거래 규칙 및 4) 개정된 장부 및 기록 규칙이 적용됨

- 1) 분기별 명세서 규칙(quarterly statement rule): 등록 사모펀드 운용사는 사모펀드가 지불하는 수수료 및 비용, 운용 성과 등에 관해 펀드 수준에서의 표 및 포트폴리오투자 수준에서의 표 형태로 작성된 분기별 명세서를 작성하고, 펀드의 각 회계연도의 처음 3개 회계분기 종료 후 45일 이내, 펀드의 각 회계연도 종료 후 90일 이내에 투자자들에게 배포해야 함

1) SEC, 2023, *Private Fund Advisers: Documentation of Registered Investment Adviser Compliance*.

- 펀드표에는 수수료 및 비용 정보가 기록되며, 수수료 및 비용에는 1) 분기 동안 운용사에게 할당되거나 지급된 모든 보상, 수수료 및 기타 금액, 2) 회계, 법률, 행정, 감사, 세무, 실사 등과 관련 수수료 및 비용, 3) 보고기간 동안 운용사 또는 그 관련자에게 할당되거나 지급된 금액을 줄이기 위해 발생한 오프셋 또는 리베이트 금액 등이 포함
 - 포트폴리오투자표에는 포트폴리오투자에서 운용사 또는 그 관련자에게 지급 또는 할당된 수수료, 기타 보상에 대한 세부 사항이 포함
 - 분기별 명세서에는 모든 비용, 할당, 리베이트, 오프셋 등이 어떻게 계산되었는지를 공개
 - 성과정보는 유동성 펀드와 비유동성 펀드로 구분하여 표준화된 형태로 제공되며, ① 유동성 펀드의 성과정보는 보고년도의 분기별 및 1년, 5년, 10년 평균 순 총수익률(average net total returns)과 최근 년도까지의 누적 순 총수익률(cumulative net total return)의 정보가, ② 비유동성 펀드의 성과정보는 순 내부수익률(net IRR), 순 투자수익배수(net MOIC), 실현 및 미실현 부분에 대한 총 내부수익률(gross IRR) 및 총 투자수익배수(gross MOIC) 정보 포함
- 2) 감사 규칙(private fund audit rule): 등록 사모펀드 운용사는 Advisers Act custody rule (rule 206(4)-2)의 감사 요구사항을 충족하는 연간 재무제표에 대해 감사를 받아야 함
- 감사는 US GAAP에 따라 회계감독위원회에 등록되고 정기적인 검사를 받는 독립적인 공인 회계사에 의해 수행되어야 하며, 감사인은 특정 사건(예: 감사인의 감사 종료)에 대해 SEC에 통보
- 3) 운용사 주도의 세컨더리 거래 규칙(adviser-led secondaries rule): 등록 사모펀드 운용사가 사모펀드 투자자들에게 사모펀드에 대한 운용사 지분 전부 또는 일부를 매도하거나, 사모펀드에 대한 운용사 지분의 전부 또는 일부를 운용사 또는 그 관련자가 운용하는 다른 투자수단의 지분으로 전환 또는 교환하는 거래를 수행할 경우 해당 거래가 공정한 것인지를 독립된 기관으로부터 평가받아야 함
- 또한 해당 독립 의견 제공자와 지난 2년 동안 가졌던 중요한 비즈니스 관계에 대한 요약을 준비하여 사모펀드의 투자자에게 배포해야 함
- 4) 장부 및 기록 규칙(books and records rule amendments): 사모펀드 운용사는 새로운 규칙과 관련된 기록을 보관해야 하며, 여기에는 ① 분기별 명세서 및 감사된 재무제표 사본, ② 분기별 명세서에 기재된 모든 비용, 지불, 할당, 리베이트, 오프셋 등의 계산 방법을 입증하는 모든 기록, ③ 운용사가 운용하는 사모펀드가 유동성 펀드인지 비유동 펀드인지를 입증하는 문서 등이 포함

□ 모든 사모펀드 운용사의 경우 1) 제한된 행위 규칙, 2) 우대 금지 규칙이 적용됨

- 1) 제한된 행위 규칙: 새로운 규칙은 이해상충 방지를 위해 모든 사모펀드 운용사가 다음의 활동에 참여하는 것을 제한함

- (규제(regulatory) 수수료 및 비용) 회계분기 종료 후 45일 이내에 투자자에게 서면으로 공개하지 않고 운용사에 대한 정부나 규제기관이 부과하는 규제와 관련된 수수료 또는 비용을 사모펀드에 청구하거나 할당하는 것
 - (조사(investigation) 수수료 및 비용) 투자자 과반의 서면 동의 없이 정부 또는 규제 당국이 운용사에 대한 조사와 관련하여 사모펀드에 수수료 및 비용을 청구하거나 할당하는 것
 - (환수(clawback)) 회계분기 종료 후 45일 이내에 환수에 대한 세전 및 세후 금액을 투자자에게 서면으로 공개하지 않고 환수 의무(사모펀드 운영에 관한 문서에 따라 성과기반보상을 반환해야 하는 운용사 및 관계인, 이해관계자의 의무)를 축소하는 것
 - (기준에 비례하지 않은 수수료 부과 및 비용 할당) 포트폴리오투자자와 관련된 수수료 및 비용을 운용사의 다른 사모펀드, 고객, 그 관련자와 비례적으로 청구하지 않는 행위가 금지되며, 비례 기준은 ① 공정하고 공평해야 하며, ② 기준과 비례하지 않은 수수료나 비용이 청구 또는 할당이 예상될 경우 해당 수수료나 비용을 사모펀드에 청구하거나 할당하기 전에 운용사는 사모펀드의 각 투자자에게 기준과 비례하지 않은 할당에 대해 그것이 어떻게 공정하고 공평한지를 서면으로 설명해야 함
 - (차입, 대출) 해당 펀드의 투자자에게 공개하거나 동의를 얻지 않고 사모펀드로부터 신용차입을 하거나 대출을 받는 것
- 2) 우대 금지 규칙: 일부 투자자들에게만 부속 서한(side letter)을 통해 펀드 환매조건을 유연하게 적용하거나, 펀드 포트폴리오에 관한 정보를 자세히 제공하는 행위 금지
- (환매권한) 사모펀드 운용사가 해당 펀드 또는 유사한 자산 풀의 다른 투자자에게 중대하고 부정적인 영향을 미칠 수 있는 우선환매권리를 일부 사모펀드 투자자에게 제공하는 것을 금지
 - (우선정보권한) 사모펀드 운용사가 해당 사모펀드 또는 유사한 자산 풀의 다른 투자자에게 중대하고 부정적인 영향을 미칠 수 있는 펀드 또는 유사한 자산 풀의 포트폴리오 보유 정보에 대해 일부 투자자에게 우선적으로 제공하는 것을 금지

□ **등록 사모펀드 운용사를 포함, 모든 등록 운용사의 경우 개정된 컴플라이언스 규칙이 적용됨**

- SEC는 컴플라이언스 준수 절차 및 관행 규칙(Rule 206(4)-7(b))을 개정, 모든 SEC 등록 운용사(자산유동화펀드를 운용하는 SEC 등록 운용사 포함)에 대해 매년 컴플라이언스 정책과 절차의 적절성 및 효율성을 검토하고 문서화하도록 함

〈표〉 SEC의 새로운 사모펀드 운용사 감독 규칙

규칙명	SEC 규칙	신규/ 개정	내용	적용 대상 ¹⁾		전환 기간 ²⁾
				등록 사모펀드 운용사	등록 사모펀드 운용사 외 ³⁾	
분기별 명세서	211(h)(1)-2	신규	· 사모펀드 운용사에 대한 보상, 수수료 및 비용, 성과정보를 분기별로 투자자에게 제공	○		· 18개월
감사	206(4)-10	신규	· 운용하는 사모펀드에 대해 Advisers Act rule 206(4)-2에 명시된 대로 연간 감사를 받고 감사한 재무제표를 투자자에게 전달	○		· 18개월
운용사 주도의 세컨더리 거래	211(h)(2)-2	신규	· 운용사 주도의 세컨더리 거래 시 해당 거래가 공정한 것인지를 독립된 기관으로부터 평가 · 독립 의견 제공자와의 과거 2년 동안의 중요 비즈니스 관계 요약을 투자자에게 배포	○		· 대형사 ⁴⁾ : 12개월 · 소형사 ⁵⁾ : 18개월
기록 보관	204-2	개정	· 새로운 규칙과 관련된 기록을 보관	○		· 신규 및 개정된 규칙 적용 시
제한된 행위	211(h)(2)-1	신규	· 투자자 동의 없이 특정 수수료 및 비용을 사모펀드에 부과하거나 할당 · 투자자 동의 없는 신용차입 및 대출	○	○	· 대형사: 12개월 · 소형사: 18개월
우대 금지	211(h)(2)-3	신규	· 일부 투자자에게만 유연한 환매조건을 적용하거나 포트폴리오 정보를 제공	○	○	· 대형사: 12개월 · 소형사: 18개월
컴플라이언스	206(4)-7(b)	개정	· 매년 컴플라이언스 정책을 검토하고 문서화	○		· 60일

주: 1) 유동화자산펀드 운용사 제외

2) 연방 관보 게시 이후부터 신규 및 개정 규칙은 아래의 전환 기간에 따라 발효

3) SEC 비등록 운용사 및 기타 운용사

4) 대형사: 사모펀드 운용자산 15억달러 이상

5) 소형사: 사모펀드 운용자산 15억달러 미만

- SEC는 이번 규칙을 통해 사모펀드 운용사들이 일부 투자자에게만 더 나은 조건을 제공하는 조건의 이면계약을 맺는 것을 방지하고, 불투명한 운영방식으로 인해 사모펀드 투자자들에게 비용을 전가 하던 관행을 바로 잡을 수 있게 될 것으로 기대
 - 그동안 사모펀드 운용사들은 기관투자자들의 자금을 유치하기 위해 개인투자자에게는 제공하지 않는 우대 조건을 기관 고객들에게만 제공하여 고객을 차별한다는 지적을 받아왔음

- 자산운용업계는 이번 새로운 규칙 도입에 대해 SEC의 법적 권한을 넘어서는 행위라고 강하게 비판
 - 헤지펀드들을 대표하는 Managed Funds Association(MFA)은 CEO 성명을 통해 이번 규칙이 비용을 증가시키고, 경쟁을 약화시키며, 연금, 재단 등에 대한 투자기회를 감소시킬 것이라는 우려가 있으며, MFA는 최종 규칙을 평가하고 회원들과 협력하여 잠재적 소송을 포함하여 대체투자 운용사 및 투자자 이익 보호를 위해 필요한 적절한 다음 단계를 결정할 것이라는 의견을 제시
 - 대형 고객에게 제공하는 우대 조치는 일종의 특혜로 주요 투자자와의 거래를 성사시키는데 유용했던 만큼 이를 금지할 경우 자산운용업계에 치명적일 수밖에 없다는 판단

- 국내 사모펀드 시장은 2015년 규제 완화를 기점으로 탄력적으로 성장하고 있음에 따라 시장 성장과 함께 발생하는 여러 문제들을 규제하고 감독할 수 있는 정교한 규정이 마련될 필요가 있으며, 이 과정에서 미국의 사례는 참고할 수 있는 자료가 될 것
 - 1997년 외환위기 이후 국내 자본 축적과 시장 활성화를 목적으로 도입된 사모펀드는 2015년에 사모펀드 관련 규제가 완화되면서 운용자산 규모가 빠르게 성장하였으나, 성장 과정에서 발생할 수 있는 문제들을 사전에 감지하고 재발 방지를 위한 세밀한 규제 및 감독 규정은 부재
 - 2004년 80조원이었던 사모펀드 운용자산은 2015년에는 204조원, 2022년에는 569조원까지 증가하였으며, 2016년부터는 공모펀드 운용자산을 상회
 - 2019년에 발생한 라임펀드 환매 중단과 DLF 사태 이후 금융위원회와 금융감독원은 사모펀드 투자자 보호장치를 마련하였으나 미국과 같이 개인투자자뿐만 아니라 연기금 등으로 인해 직간접적으로 개인과 연관되어있는 기관투자자까지 아우르는 포괄적인 규제 및 감독규정은 아님
 - 이번 미국의 사모펀드 규칙 개정은 그동안 상업은행 중심의 규제에 집중한 나머지 미국 사모펀드 운용자산 규모가 상업은행 총자산을 넘어섰음에도 이에 준하는 적정 수준의 규제 조치가 마련되지 않았다는 인식에서 마련된 조치임에 따라 국내 사모펀드 시장이 성장함에 있어 발생할 가능성이 있는 여러 가지 문제들에 대해 미리 고민하고 준비할 수 있는 사례가 될 것

- 제리 겐슬러 SEC 의장은 2023년 5월에 있었던 MFA 연설²⁾에서 2022년 미국 사모펀드 운용 자산은 26조달러로 상업은행 총자산 22조달러를 넘어섰으며, 사모펀드 시장이 은행산업보다 커지고 기관투자자는 물론 개인투자자와도 직간접적으로 연계되어 있음에도 이들 투자자를 보호하고 시장 투명성을 확보할 수 있는 규제 수단이 존재하지 않음을 우려

선임연구원 공경신

2) <https://www.sec.gov/news/speech/gensler-remarks-managed-funds-association-050223>

ZOOM
-IN국제사회의 CBDC-예금 토큰 시범 운영
확대

- 지난 11월 한국은행, 금융위원회, 금융감독원은 공동으로 'CBDC 활용성 테스트' 추진 세부 계획을 발표
- 최근 주요국 중앙은행 및 글로벌 금융기관에서는 CBDC 및 예금 토큰의 활용성 확인을 위해 관련 연구가 진행 중이며, 이에 따른 예금 토큰의 이점이 부각되면서, 관련 파일럿 프로그램을 활발히 운영 중
- 국내에서도 CBDC와 예금 토큰에 관한 주요국의 규제 및 금융기관의 비즈니스 모델 개발에 대한 국제사회 기조 변화를 모니터링할 필요

□ 지난 11월 한국은행, 금융위원회, 금융감독원은 공동으로 'CBDC 활용성 테스트' 추진 세부 계획을 발표¹⁾

- 2010년대 이후 현금 이용 감소, 경제·금융의 디지털 전환 가속화 등에 대응하기 위해 CBDC 관련 논의가 진행되고 있으며, 정책 당국에서도 지급결제 측면에서 안정적으로 시스템을 뒷받침하고자 함²⁾
 - 지난 8월 PayPal의 스테이블코인 출시 이후 국제사회에서 스테이블코인에 대한 규제 및 안정성 제고 필요성이 확산되면서, 기존의 금융 시스템을 유지하고, 안정성을 확보하는 방안 모색
- 금번 테스트는 '실거래 테스트' 및 '가상환경에서의 기술 실험'³⁾으로 구성되며, 이중 실거래 테스트에서는 국내 금융기관 및 유관기관과 협업하여 예금 토큰 기능이 있는 디지털 바우처를 발행할 예정
 - 실거래 테스트는 CBDC기반 예금 토큰 등에 디지털 바우처 기능을 적용하는 방식으로, 발행-유통-지급 단계⁴⁾로 진행될 예정이며, 은행 및 일반 이용자를 대상으로 2024년 4분기 중 착수될 예정
 - 또한 해당 테스트는 대금 지급 방식에 한정하여 운영되며, 개인 간 송금 등은 제외

1) 한국은행, 2023. 11. 23, 한국은행-금융위원회-금융감독원, 「CBDC 활용성 테스트」 세부 추진 계획 마련, 보도자료.

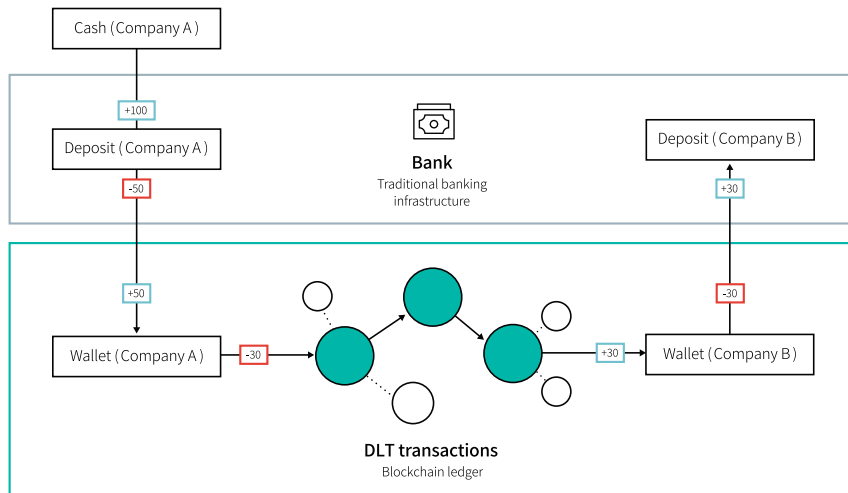
2) 한국은행, 2023. 10, CBDC 활용성 테스트 추진 계획, 보도참고자료.

3) 금번 테스트는 '실거래 테스트' 및 '가상환경에서의 기술 실험'으로 실시되며, 실거래 테스트는 CBDC기반 예금 토큰 등에 디지털 바우처 기능 적용 및 활용을 중심으로, 가상환경에서의 기술 실험은 기술적 구현 가능성 점검을 중심으로 시행될 예정

4) ① 발행의뢰기관 의뢰로 은행이 디지털 바우처 기능이 부여된 예금 토큰을 발행하고, ② 이용자가 이를 이용하여 사용처에서 물품 등을 구매한 후, ③ 사용처 앞 대금이 지급(한국은행, 2023. 11. 23, 한국은행-금융위원회-금융감독원, 「CBDC 활용성 테스트」 세부 추진 계획 마련, 보도자료.)

- 최근 주요국 중앙은행 및 글로벌 금융기관에서는 예금 토큰(deposit token)의 활용성 확인을 위해 관련 연구를 활발히 진행 중이며, 특히 금융기관의 예금 토큰 발행과 기관용(wholesale) CBDC의 최종 결제 지원에 관한 연구가 중점적으로 진행
 - 예금 토큰은 전통적 금융기관이 보유한 예금을 블록체인 기반으로 토큰화하는 것으로 은행에 적용되는 규제 및 상업적 프레임워크(commercial framework) 내에서 서비스 제공이 가능⁵⁾
 - 예금 토큰은 허가받은 예금수취기관(licensed depository institution)이 보유한 블록체인에 명시된 금액에 대해 청구(claim)가 가능하며, 예금수취기관의 기존 예금과 등가로 운영
 - 상업 은행 등 허가받은 예금기관이 보유하고 있는 기존 예금과 동일 규모로 블록체인에 기록되므로, 발행기관의 대차대조표상에서 예금 부채를 재분배하는 형태로 이루어짐(자산 부분에 변동 없음)
 - 이때 규제 감독은 기존의 은행 예금과 유사한 감독 대상이 됨
 - 따라서 리스크관리 측면에서 규제 기관의 최소 유동성, 자본 및 위험 관리 요구 사항 등의 적용과 함께 은행 내부 리스크관리 시스템을 따를 수 있음
 - 또한 통합원장(unified ledger)을 이용한 토큰화(tokenisation)의 이점인 프로그래밍 가능(programmable) 플랫폼에서 중앙은행 자금 및 예금 토큰의 정보 결합⁶⁾이 가능
 - 이러한 원장(ledger)을 이용한 결제 시 즉시 결제로 인해 결제 시간 단축 및 신용위험 측면이 개선되며, 중개자에 의존하지 않고 프로그래밍이 가능한 것이 특징

〈그림 1〉 예금 토큰 프로세스



자료: JPM

5) Ozcan, G., Koynuoglu, U., Ekberg, J., Sizaret, L., 2023, Deposit Tokens: a foundation for stable digital money.
 6) BIS, 2023, III. Blueprint for the future monetary system: improving the old, enabling the new, BIS Annual Economic Report.

□ 이러한 이점을 바탕으로 지난해 싱가포르 통화청은 글로벌 금융기업과 협력하여, 프로젝트 가디언 (Project Guardian)을 시행하였으며, 이후 참여기업 중 하나인 JP Morgan사는 최근 상용 가능한 예금 토큰 개발 중

— 프로젝트 가디언에서는 자산 토큰화 및 DeFi⁷⁾ 애플리케이션의 타당성 등의 테스트 일환으로 예금 토큰을 이용한바 있음⁸⁾

• 프로젝트 가디언은 싱가포르 통화청 및 글로벌 금융기업의 협력 이니셔티브로, 디지털 자산 거래 시 사용되는 네트워크 검토, 자산 토큰화 등 디지털 기술 적용의 타당성을 중점적으로 테스트하고, 관련 정책 지침 및 프레임워크 수립을 목표로 함

• 특히 자산 토큰화 부문에서 싱가포르 국채(SGS) 및 일본 국채(JGB)의 상호 거래, JP Morgan의 코인 시스템⁹⁾인 Onyx에서 발행한 싱가포르 달러 예금 토큰을 일본 엔화 토큰 거래에 사용하는 등 국경 간 결제 테스트를 진행

— 또한 JP Morgan사는 프로젝트 가디언 참여 이후 최근 예금 토큰 개발을 진행 중인 것으로 나타남¹⁰⁾

• JP Morgan은 2019년 JP Morgan사가 보유한 미 달러화를 준거로 한 JPM Coin을 발행하여, JP Morgan 기업 고객을 대상으로 해당 기관내에서 미 달러화 자금 이동에 사용

• 그러나 기존의 JPM Coin이 JP Morgan 이외의 금융기관에 이체가 어려운 한계점을 개선하기 위해, 현재 개발 중인 예금 토큰은 전 세계 다양한 금융 상품의 거래 결제에 적용 가능할 것으로 예상

• 시장 관계자에 따르면, 초기에는 미 달러화 준거 예금 토큰이 발행되고, 이후 여러 국가의 법정화폐로 확대 이용할 수 있을 것으로 예상되며, 지급 및 결제와 같은 전통적인 금융 시스템 내에서 사용 가능하도록 설계

□ 또 다른 글로벌 금융 그룹인 CITI사에서는 고객의 예금을 디지털 토큰으로 전환하여 현금 거래 및 무역 금융을 대상으로 전 세계에 결제 서비스를 제공하는 파일럿 프로그램인 Citi Token Services를 최근 시범 운영

— CITI사의 Citi Treasury and Trade Solutions(TTS)은 규제 책임 네트워크(Regulated Liability Network: RLN)의 연장선상에서 기관 고객을 위한 현금 관리 및 무역 금융 편의를 위해 설계된 블록체인 기반 플랫폼인 Citi Token Services를 출시

— 규제 책임 네트워크(RLN)¹¹⁾은 미국의 기관용 CBDC 및 상업 은행 예금 토큰 활용의 개념검증 (Proof of Concept: PoC) 파일럿 프로그램으로 지난 2023년 7월 해당 테스트 결과를 발표

7) 블록체인 네트워크상에서 중앙화(centralized)된 중개인을 거치지 않고 스마트계약(smart contract)을 통해 구현된 탈중앙화 금융서비스(권민경, DeFi의 위험요인과 국제 사회의 규제 동향, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2022-01호)

8) MAS, 2023, *Project Guardian: Enabling Open and Interoperable Networks*.

9) 기관용(wholesale) 결제 거래를 지원하는 블록체인 기반 원장(blockchain-based ledger) 및 결제 레일(payment rail)

10) Bloomberg, 2023. 9. 8, JPMorgan is exploring blockchain-based deposit token for payments, settlements.

11) 해당 프로젝트는 BNY Mellon, Citi, HSBC, Mastercard, New York Innovation Center(NYIC), PNC Bank, Swift, TD

- 규제 책임 네트워크(RLN)는 미국 뉴욕 연방준비은행 및 상업 은행이 협력하여 규제 대상 금융 서비스에 공유 원장 기술(shared ledger technology)을 적용한 예금 토큰이, 기존의 결제 시스템 네트워크(legacy payment-system networks)대비 실질적인 이점이 더 존재하는지 확인하고자 함
 - 테스트 범위는 미 달러화 준거 기관용(wholesale) CBDC 및 상업 은행 예금 토큰으로 한정하며, wallet은 hosted wallet¹²⁾으로, 참여기관은 미국 기준의 규제 금융기관(US-based regulated participants)으로 미국 내 은행 간 결제 및 국경 간 미 달러화 결제를 대상으로 함
 - 특히 비즈니스 적용 가능성, 기술적 타당성 및 법적 실행 가능성을 분석하였으며, 국내 은행 간 결제 및 미 달러화로 된 국경 간 결제에 중점을 두고 시나리오를 시뮬레이션
 - 조사 결과 비즈니스 측면에서 법적 프레임워크 내의 공유 원장(shared ledger)에서 운영되는 상업 은행 및 중앙 은행 토큰은 관리가 용이하고, 연중무휴로 24시간 내내 전 세계에 걸쳐 미 달러 결제 시스템 제공이 가능하며, 국경 간 결제 처리 결과가 향상되는 것으로 나타남¹³⁾
- 이후 최근 발표된 Citi Token Services는 거래 프로세스 자동화를 위해 스마트 계약(smart contract)을 사용하여 무역 금융 및 현금 결제 관련 서비스를 시범 운영¹⁴⁾
- 무역 금융 부문에서는 은행 보증 및 신용장을 대체할 수 있는 솔루션을 디지털화하기 위해 글로벌 물류기업 Maersk 및 운하 당국과 협력하여, 스마트 계약을 통해 토큰화된 예금으로 즉시 결제가 가능한 프로그래밍 가능 이체(programmable transfer)를 구현
 - 현금 결제 부문에서는 고객이 연중무휴로 24시간 내내 CITI 지점 간에 유동성 이전 프로그램을 시행하였으며, RLN과 같이 업계 협력을 통해 서비스 시행

□ 국내에서도 CBDC와 예금 토큰에 관한 주요국의 규제 및 금융기관의 비즈니스 모델 개발에 대한 국제사회 기초 변화를 모니터링할 필요

- BIS 조사¹⁵⁾에 따르면, 2022년 기준 전 세계 86개국 중앙은행의 93%가 CBDC 관련 작업¹⁶⁾을 진행 중
- CBDC 관련 작업을 진행 중인 중앙은행 중 약 75% 수준의 기관에서 소매 및 기관용 CBDC 모두를 대상으로 작업을 진행 중이며, 소매 CBDC 관련 작업은 약 25% 수준을 상회

Bank, Truist, US Bank 및 Wells Fargo가 참여하였으며, 해당 기술은 Amazon Web Services에서 호스팅하는 Digital Asset 및 SETL에서 제공, 법률 서비스는 Sullivan & Cromwell LLP가 제공했으며, Deloitte는 자문 서비스를 제공.

- 12) 디지털 통화에서 wallet은 hosted wallet 및 self-hosted wallet으로 구분되며, 해당 프로그램에서는 FRB가 hosted wallet을 관리.
- 13) 개념검증결과(PoC결과)는 비즈니스 측면(Business Applicability Report), 기술 측면(Technical Report), 법적 측면(Legal Report)로 구성되어 발표됨
- 14) CITI, 2023. 9. 18, Citi develops new digital asset capabilities for institutional clients, press releases.
- 15) Anneke Kosse and Ilaria Mattei, 2023, Making headway – Results of the 2022 BIS survey on central bank digital currencies and crypto, BIS Papers No 136.
- 16) CBDC 관련 작업은 개념검증(PoC), 파일럿 프로그램, 상용화(live) 등과 관련된 작업을 의미

- 향후 2030년에는 상용 가능한 15개의 소매 CBDC와 9개의 기관용 CBDC의 유통이 가능할 것으로 전망
- 조사 대상 국가들은 대체로 소매 CBDC의 경우 자국 내 결제 효율성 및 결제 안정성에 초점을 두고 있으며, 기관용 CBDC의 경우 국경 간 결제를 주요 목표로 두고 있는 것으로 나타남
 - 기관용 CBDC 부문에서는 금융 기관이 구성(composability) 및 프로그래밍(programmability) 과 같은 토큰화를 통해 지원되는 새로운 기능에 접근 가능하고, 소매 CBDC의 경우 기존 형태의 무현금 결제(ex. 신용 카드, e-money 등) 수단과 차별화

선임연구원 이정은