

이 자료의 내용은 집필자의 개인  
의견으로서 한국은행의 공식견해  
를 나타내는 것은 아닙니다.

# 신용파생상품시장의 현황과 과제

2008. 12

김인규\*·오종민\*\*

조사국 금융산업팀

---

\* 조사국 금융산업팀 과 장 (Tel: 759-4205, kikio@bok.or.kr)

\*\* 조사국 금융산업팀 조사역 (Tel: 759-4207, jmoh78@bok.or.kr)

본 조사연구를 진행하는 과정에서 유익한 조언을 많이 해주신 임호열 금융산업팀장님께  
감사드립니다.

# 차 례

## < 요약 >

I. 검토 배경 .....	1
II. 신용과생상품의 구조와 기능 .....	2
III. 현황 및 문제점 .....	7
1. 현황	
2. 문제점	
IV. 과제 .....	16
1. 금융 안정성 제고 과제	
2. 제도 및 시장여건 개선 과제	
V. 시사점 .....	23

## < 요약 >

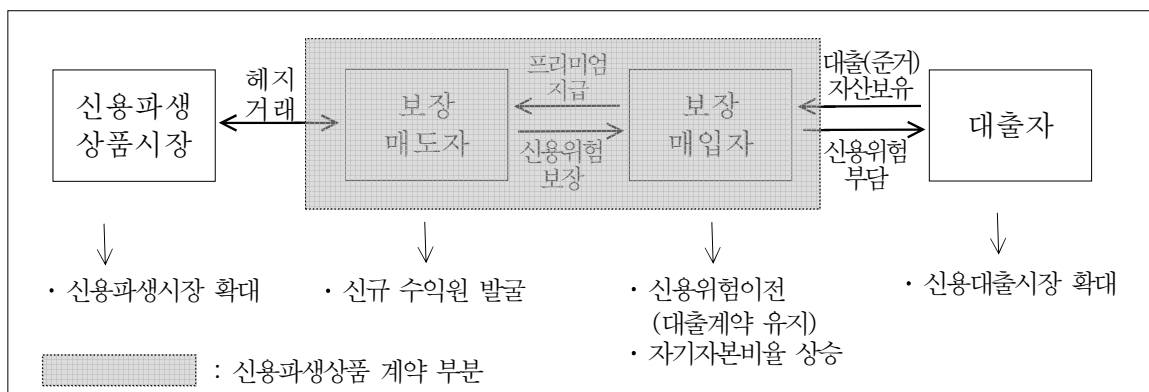
### I. 검토 배경

- 전세계 신용파생상품 시장은 최근 10여년만에 100배 이상 급성장한 반면 국내시장 규모는 수요 부족 등으로 아직까지 미미한 상태
    - 그러나 우리나라도 바젤II 시행(2008.1)으로 신용파생상품을 통한 금융기관의 신용위험 관리가 인정됨에 따라 향후 규모 확대 예상
  - 한편 최근 미국 금융위기를 계기로 신용파생상품 거래가 금융시스템 안정성에 미칠 수 있는 부정적인 영향이 부각
- ⇒ 신용파생상품의 구조와 기능, 거래현황과 문제점 등을 점검한 후, 금융시스템 안정성을 유지하면서도 신용파생상품시장의 건전한 발전을 도모할 수 있는 바람직한 정책방향을 제시하고자 함

### II. 신용파생상품의 구조와 기능

- 신용파생상품은 대출채권 등 기초자산에서 신용위험만을 분리하여 매매할 수 있도록 구조화한 상품

신용파생상품중 CDS의 거래구조



## ( 신용파생상품의 순기능 )

- 신용위험의 매도·매입을 통하여 기존자산에 내재된 신용위험을 효과적으로 관리 가능
- 금융기관은 신용리스크 이전에 따른 위험자산 감소로 필요 자기자본규모가 줄어들음에 따라 추가적인 자금공급 여력 창출
- 투자자 입장에서는 신용위험 매입시의 수입수수료가 예대마진 또는 채권투자 수익률보다 높아 새로운 수익원으로 활용 가능
- 또한 신용파생상품의 위험프리미엄은 신용위험에 대한 공정가격에 해당되어 위험가격 변동에 대한 정보를 제공

## ( 신용파생상품의 리스크 )

- 신용파생상품에 대한 금융기관과 감독당국의 리스크관리가 부실할 경우 금융시스템 안정성이 저해될 여지
  - 금융기관이 리스크관리가 미흡한 가운데 고수익 추구를 위해 신용보장 매도를 확대할 경우 대규모 손실위험 등에 노출
    - 다층화된 상품설계와 거래구조 복잡화로 위험정도를 파악하기 어렵고, 헤지펀드 등이 레버리지를 동원하여 신용파생상품에 투자했다가 이를 급격하게 줄일 경우 금융불안 증폭 여지
  - 감독당국 입장에서는 신용파생상품의 경우 부외거래가 많아 규제·감독의 틀을 벗어날 수 있어 적기대응에 애로
- 또한 은행 등의 경우 신용위험이 이전되면 여신 사후관리 소홀 등의 도덕해이 발생 소지

### Ⅲ. 현황 및 문제점

#### 1. 현황

- 전 세계 신용파생상품시장은 거래 표준화 진전으로 금융기관들이 위험관리 및 투자수단으로 적극 활용하게 됨에 따라 1996년 이후 연평균 69% 성장하여 2006년말 거래잔액이 20.2조달러를 기록
  - 그러나 2008년 들어 글로벌 금융위기의 여파로 거래가 급격하게 위축되고 있으며, 앞으로도 당분간 이러한 추세가 이어질 것으로 예상
  
- 우리나라의 경우 2007년말 거래잔액이 6.2조원으로 전년대비 44% 급증하였으나 아직은 전 세계의 약 0.03%에 불과하며, 전체 파생상품 거래잔액(4,782조원)에서 차지하는 비중도 0.1% 수준
  - 당행 설문조사(2008.10) 결과, 전문가들은 국내시장 규모가 주요국에 비해 미미한 만큼 바젤Ⅱ 시행으로 신용위험 이전수단으로 적극 활용하게 되면 세계 추세와는 달리 거래 증가 예상

국내 신용파생상품 규모 추이

(조원)



자료 : 금감원

- 국내시장 구조를 보면 상품종류별로는 CLN(48%), CDS(24%), 합성CDO(23%)의 順이며, 시장참가자별로는 보험사(53%)와 은행(40%)이 거래의 대부분을 차지
  - 또한 기초자산은 우량 회사채가 대종을 차지하고, 보장매도기관은 보험사·국내은행, 보장매입기관은 외국계은행 중심
- 한편 최근의 금융불안에도 불구하고 국내 금융기관의 신용파생상품 거래잔액의 총자산 대비 비중이 0.3%로 매우 낮아 금융기관의 건전성 저해로 이어질 가능성은 미미한 것으로 평가

## 2. 문제점

### (리스크관리 측면)

- 투자자 입장인 국내 금융기관은 위험 소재나 손실규모를 파악하기 어려운 정보비대칭 리스크, 투자한 상품의 기초자산 집합이 특정 업종·지역에 집중될 수 있는 집중화 리스크 등에 노출
- 감독당국의 경우 簿外·場外去來의 특성, 거래구조 복잡화 등으로 시장 변동이 금융기관의 건전성과 금융시스템 안정성에 미치는 영향 계측 곤란

### (제도 및 시장여건 측면)

- 제도적인 면에서는 보험사의 경우 외화표시 CLN·합성CDO에만 투자가 가능하고, 합성CDO는 신용공여 한도 산정기준이 없어 거래 활성화 제약
  - 또한 유동화 대상자산이 채권·부동산 등으로 한정되고, 취급업무도 자산 양수도 등에 국한되는 등 규제가 지나치게 엄격

- 이와 함께 자통법이 시행되면 은행은 신용파생상품 거래에 대해 은행법과 자통법의 이중규제를 받아 파생상품 개발 및 거래가 위축될 소지
- 시장여건 면에서는 우리나라는 신용파생상품 거래의 표준계약서가 없으며, 신용평가 전담인력 부족, 신용정보의 양적·질적 수준 미흡 등 하부구조 구축이 아직 미진
- 또한 선진국에서 주된 거래자로 활약하는 헤지펀드의 도입 지연 등으로 시장참가자가 부족하고, 신용도가 확보된 모기지·중소기업 채권 등 기초자산의 종류·물량도 부족

#### IV. 과제

- 신용파생상품에 대한 리스크관리가 미흡하고 부외거래로 인한 규제공백이 상존하고 있어 향후 거래가 확대될 경우 선진국과 같이 금융시스템 안정에 부정적인 영향을 미칠 소지

⇒ 금융기관의 리스크관리 능력을 제고하고 규제·감독을 보강하는 동시에

발아단계에 있는 국내시장이 건전한 방향으로 발전할 수 있도록 금융업권간 불균형적인 제도 및 시장 하부구조 등을 지속적으로 개선해 나갈 필요

##### 1. 금융 안정성 제고 과제

- 금융기관 입장에서는 신용파생상품에 내재한 리스크 규모·영향 등을 종합 관리하는 리스크관리 체제를 구축

- 리스크관리 최고책임자(CRO) 및 CEO에 대한 신용파생상품 리스크 보고체계를 강화하고, 업무감시체계 운영에 대한 외부점검을 정례화
  - 경영성과와 리스크관리를 연계하는 리스크기준 성과평가체제(RAPM)를 구축함으로써 **고수익만을 겨냥한 과도한 리스크 추구를 억제**
  - 유동성 위기가 발생할 경우 개별 금융기관별 최대 유동성유출 규모(MLO: Maximum Liquidity Outflow)를 측정하는 **유동성 stress test**를 정례화
- **감독당국 입장에서는** 개별 금융기관 리스크관리 시스템의 유효성을 정기 점검하고, CDS 등 부외거래형 신용파생상품에 대한 대손충당금 적립, 자기자본비율 규제 강화 등을 검토
- 개별 금융기관의 과도한 신용파생상품 투자를 방지하기 위해 보장매도자의 채무보증 여력 평가, 우량 금융기관에 대한 우대 등 **보장매도자 규제를 차등화**
  - 장기적으로 **신용파생거래 청산소를 설치하여** 개별 계약을 지급 보증토록 함으로써 계약 불이행으로 인한 전염효과를 차단
  - 또한 신용파생상품에 대한 상세 정보를 金監院 電子公示시스템을 통하여 시장참가자들이 자율적으로 공시하도록 유도함으로써 **거래 투명성을 제고**
  - 자통법 실시를 계기로 첨단 신용파생상품이 등장하면 투자 적합성에 대한 설명의무를 둘러싼 분쟁이 늘어날 수 있는 만큼 **투자상품 설명 가이드라인을** 관련기관 공동으로 마련



## 2. 제도 및 시장여건 개선 과제

- 제도적인 면에서는 보험사·간접투자기구의 신용파생상품 취급 및 거래포지션 제한을 완화하고, 여타 상품과 신용위험 이전효과가 동일한 합성CDO에 대해서도 신용위험 이전을 인정
  - 유동화 대상자산에 채권·부동산·기타 재산권에다 신용위험을 추가하고, 유동화전문회사(SPC)의 취급업무도 신용파생상품 관련업무로 확대
  - 자동법 시행 이후 은행법과 자동법의 이중규제를 받게 되는 은행의 신용파생상품 취급에 대한 규제를 일원화
- 시장여건 면에서는 거래관행·부도특성 등을 반영한 한국형 표준계약서를 마련하여 분쟁 발생 소지를 사전에 제거
  - 부도 판정에 대한 국제기준과의 정합성 제고, 전문인력 양성, 관대한 평가 등 이해상충을 유발하지 않도록 평가 대상기업에 대한 컨설팅 금지 등의 방화벽 설치로 신용평가의 신뢰도 제고
  - 시장참가자의 경우 거래상대방위험이 낮고 다양한 대출채권을 보유한 국내은행의 시장 조성기능을 강화하고,  
금융여건이 안정되는 시기에 헤지펀드 등의 시장진입을 단계적으로 허용
  - 장기적으로는 소규모·저신용 중소기업에 대한 대출위험을 관리하고 다양한 투자상품을 제공할 수 있도록 독일 復興金融公社(KfW)와 같은 신용위험 공적중개기관 설치를 추진

## V. 시사점

- 앞서 살펴본 바와 같이 향후 부외거래형 신용과생상품 확대, 자  
통법 실시에 따른 신종상품 출현 등으로 리스크 관리가 더욱 어  
려워질 가능성
  - 금융기관은 금융불안 발생시 원본을 초과하는 손실이 야기  
될 수 있는 신용과생상품의 특성을 반영한 리스크관리 체제를  
갖추어 나갈 필요
  - 감독당국은 단기적으로 금융기관의 재무 건전성을 저해할 수  
있는 계약조항 등에 대한 사후 감독을 강화
    - 장기적으로는 금융기관의 과다 차입에 따른 투자리스크 증대  
가능성을 차단하기 위한 적정 수준의 차입한도 설정, 부외거  
래에 의한 자산이전 금지여부 등을 연구
- 한편 신용과생상품의 簿外·場外去來 특성상 개별 금융기관 중  
심의 감독만으로는 금융불안의 예방과 대응에 한계가 있는 만큼  
전체 금융시스템 안정을 도모하기 위해 韓銀의 금융안정기능을  
강화해 나갈 필요
  - 아울러 금융기관의 신용위험 이전에 따른 대출여력 확대 등이  
은행대출경로를 포함한 통화신용정책 파급경로에 미치는 영향  
에도 유의
    - 신용과생상품거래 확대에 따른 채권시장 발달로 금리경로는  
강화될 수 있으나 국공채 금리 등이 CDS시장의 수급요인에  
영향을 받게 되면서 정책금리 변경 효과가 약화될 여지

## I. 검토 배경

- 신용파생상품은 대출채권 등의 기초자산에서 신용위험을 분리하여 거래상대방에게 이전할 수 있는 첨단금융상품으로서

채권보유 금융기관은 신용위험 이전에 따른 위험자산 축소로 자산운용 여력을 추가로 확보할 수 있고, 투자자는 고수익 투자상품으로 활용 가능

- 전세계 신용파생상품 시장은 1996년 1,800억달러에서 2006년 20조달러대로 10년만에 100배 이상 급성장한 반면 국내시장 규모는 수요 부족 등으로 아직까지 미미한 상태

- 그러나 우리나라도 바젤Ⅱ 시행(2008.1)으로 신용파생상품을 통한 금융기관의 신용위험 관리가 인정됨에 따라 향후 거래규모 확대 예상

- 한편 최근 미국 금융위기를 계기로 신용파생상품 거래가 금융시스템 안정성에 미칠 수 있는 부정적인 영향이 부각

- 담보부채무증권(CDO)의 담보가치가 하락하면서 은행권의 마진콜 및 투자자의 환매요청 확대로 헤지펀드의 유동성이 고갈되고, 신용부도스왑(CDS) 수수료 수입을 겨냥하여 금융기관이 위험보장을 과매도한 것이 금융불안을 증폭

⇒ 신용파생상품의 구조와 기능, 거래현황과 문제점 등을 점검한 후, 금융시스템 안정성을 유지하면서도 신용파생상품시장의 건전한 발전을 도모할 수 있는 바람직한 정책방향을 제시하고자 함

## II. 신용파생상품의 구조와 기능

### (구조)

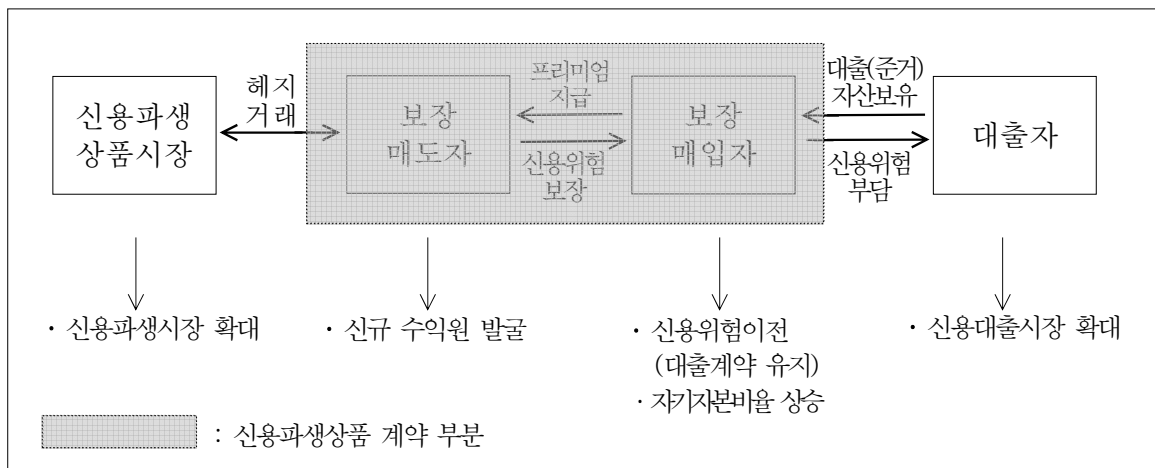
- 신용파생상품은 금융기관의 대출채권·회사채 등 기초자산에서 신용위험만을 분리하여 매매할 수 있도록 파생상품 형태로 구조화한 상품

#### 일반파생상품과 신용파생상품 비교

	일반파생상품	신용파생상품
위험내용	시장위험 (금리·환율·주가 등락에 따른 자산가치 변동)	신용위험 (차주의 부도, 신용도 저하 등)
헤지수단	선물·옵션·스왑 등	CDS 등 신용파생상품
거래대상	금리·환율·주가 등 가격변수	신용위험 자체

- 거래구조를 보면 신용위험 전가자인 보장매입자(Protection Buyer)는 대출채권·회사채 등 보유 기초자산에 내재된 신용위험을 보장매도자에게 이전하는 대가로 일정 프리미엄을 지급
  - 보장매도자(Protection Seller)는 프리미엄을 받는 대신 계약자산에 신용사건이 발생할 경우 보장매입자에게 약정금액을 지급하고, 자신이 인수한 신용위험은 신용파생상품시장에서 헤지

#### 신용파생상품중 CDS의 거래구조



- 신용사건은 보장매도자가 보장매입자에게 약정손실액을 지급하게 되는 사건으로서 국제파생상품협회(ISDA)의 표준약관에서 6가지 유형\*으로 구분하며, 우리나라도 이를 준용

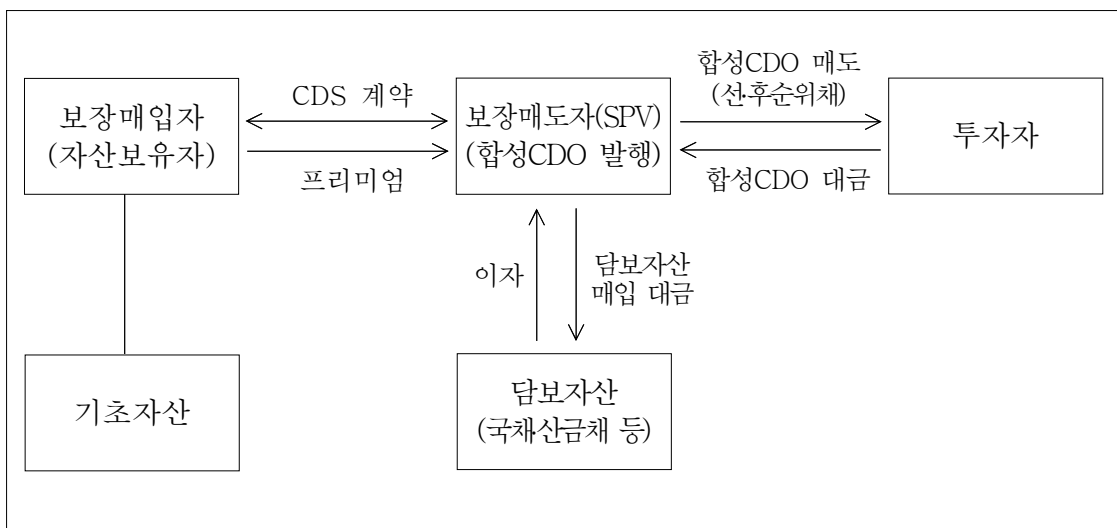
\* International Swaps & Derivatives Association은 파산(bankruptcy), 지급실패(failure to pay), 채무상환기간 단축(obligation acceleration), 계약상 의무 불이행(obligation default), 지급거절/유예(repudiation/moratorium), 채무재조정(restructuring)으로 분류

- 한편 최근에는 CDO와 CDS가 결합한 합성CDO(Collateral Debt Obligation), CLN(Credit Linked Note), 신용파생상품지수 등 새로운 신용파생상품들이 대거 출현

- 합성CDO는 대출 금융기관이 CDO에 내재된 신용위험을 대출 자산에서 분리하여 유동화하기 위해 특수목적기구(SPV)와 CDS 계약을 체결하고,

SPV가 다양한 신용등급(tranche)의 합성CDO를 발행하여 투자자에게 매각하는 구조

### 합성CDO의 거래구조



## ( 신용파생상품의 순기능 )

- 신용위험의 매도·매입을 통하여 기존자산에 내재된 신용위험을 효과적으로 관리 가능

\* 2005년 포드-GM 채권의 투기등급 강등시 신용파생상품을 활용하여 신용위험을 분산시킴으로써 금융시장에 미치는 충격을 크게 완화

- 또한 기초자산에서 신용위험을 분리·재조합하는 과정에서 첨단금융기법을 통하여 안전한 고수익 투자상품이 공급됨으로써 금융시장의 효율성 제고

- 금융기관 입장에서는 신용파생상품을 이용하여 리스크를 이전하는 경우 위험자산 감소로 필요 자기자본규모가 줄어들어 따라 신용대출 등 추가적인 자금공급 여력 창출

\* 예를 들면 은행이 중소기업대출 100억원(위험가중치 100%)에 대한 신용위험을 CDS를 통해 증권사(위험가중치 20%로 가정)로 이전하는 경우 80억원의 대출여력 발생

	신용위험 경감이 없는 경우	신용위험이 경감되는 경우
필요 자기자본	8억원(A) (=100억원×100%×8%)	1.6억원(B) (=100억원×20%×8%)
필요 자기자본 감소	-	6.4억원(A-B)
추가대출 가능 규모	-	80억원(=6.4억원÷0.08)

- 투자자 입장에서는 신용위험을 파생상품을 통해 매입하는 경우의 수입수수료가 예대마진 또는 채권투자 수익률\*보다 높아 고부가가치를 창출하는 새로운 수익원으로 활용 가능

\* 국내은행의 기업대출 예대마진은 평균 1.4% 수준인 반면, CDS 보장매도 수수료는 평균 2.5%(AA등급, 5년 만기 가정)로 1.1%p 더 높은 수준 (2008.8월 기준)

- 또한 신용파생상품의 위험프리미엄은 신용위험에 대한 공정가격에 해당되어 위험가격 변동에 대한 정보를 제공
  - CDS 프리미엄은 국가나 채권발행 금융기관의 부도위험을 반영한 가산금리에 해당

### (신용파생상품의 리스크)

- 신용파생상품에 대한 금융기관과 감독당국의 리스크관리가 부실할 경우 금융시스템 안정성이 저해될 여지
  - 금융기관의 경우 리스크관리가 미흡한 가운데 고수익 추구를 위해 신용보장 매도를 확대할 경우 대규모 손실 또는 도산위험에 노출
    - 다계층화(multi-tranche)된 상품설계와 거래구조의 복잡화 등으로 최종 거래기관은 위험정도를 쉽게 파악할 수 없어 금융불안시 적기대응 곤란
    - 규제대상에서 제외되어 있는 헤지펀드 등은 고수익 추구를 위해 과도한 레버리지를 동원하다가 시장충격 발생시 이를 급격히 줄임으로써 금융불안을 증폭시킬 여지
  - 감독당국 입장에서 신용파생상품의 경우 부외거래가 많아 규제·감독의 틀을 벗어날 수 있어 적기대응에 애로
- 은행 등의 경우 신용위험이 이전되면 여신 사후관리 소홀 등의 도덕해이 발생 소지

\* 엔론사태시 JP Morgan 등은 부도 직전까지 엔론의 신용도를 긍정적으로 유지했는데, 이는 엔론 파산에 대비하여 신용파생상품으로 신용위험을 이미 크게 줄였기 때문에 거액을 대출하고도 사후관리에 소홀한 결과

□ 한편 신용파생상품의 복잡한 구조 등으로 인한 정보 비대칭성으로 소수 투자은행 또는 전문투자자들에 의해 가격 및 위험분배가 왜곡될 가능성

○ 신용위험에 대한 이해가 부족한 일반 투자자들에게 위험자산을 첨단금융상품으로 가공함으로써 잠재적 리스크를 간과하게 만드는 결과 초래



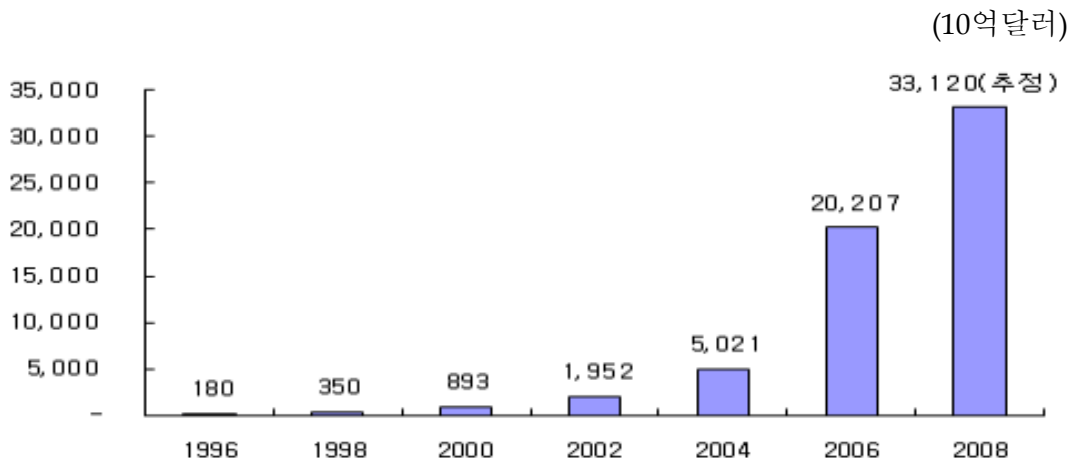
### Ⅲ. 현황 및 문제점

#### 1. 현황

##### (전세계)

- 2006년중 전세계 신용파생상품 거래잔액은 **20.2조달러**로 1996년 이후 **연평균 68.5%의 높은 신장세**를 지속
  - 이는 1990년대 이후 신용파생상품거래의 표준화가 진전되면서 금융기관들이 **위험관리 및 새로운 투자수단**으로서 신용파생상품을 적극 활용한 데 주로 기인
  - 그러나 2008년 들어 미국 금융위기의 영향 파급 등으로 거래가 급격하게 위축되고 있으며, 앞으로도 당분간 이러한 추세가 이어질 것으로 예상

세계 신용파생상품시장의 규모 추이



주 : 매 2년마다 서베이 실시      자료 : British Banker's Association, 2006

- **상품종류별**로는 CDS(32.9%) 비중이 가장 높고 지수상품(Index Trades, 30.1%), 합성CDO(16.3%) 등의 順

- 최근 들어 지수상품과 합성CDO가 크게 증가한 것은 투자자의 고수익 추구 경향, 리스크관리 기법 개선, 거래 표준화로 인한 투명성 향상 등에 주로 기인

**세계 신용파생상품별 시장점유율 추이**

(%)

구 분	2000	2002	2004	2006
CDS	38.0	45.0	51.0	32.9
지수상품	-	-	9.0	30.1
합성CDO	-	-	16.0	16.3
CLN	10.0	8.0	6.0	3.1
기 타 <sup>1)</sup>	52.0	47.0	18.0	17.6
합 계	100.0	100.0	100.0	100.0

주 : 1) swaption, tranchd index trades, 주식연계신용상품 등  
 자료 : BBA, 2006

- 시장참가자를 보면 초창기 지배적인 시장조성자였던 은행권의 비중이 하락하는 대신 헤지펀드의 시장참여로 비중이 대폭 상승

- 은행권은 2000년 보장매입·매도자로 각각 81%와 63%를 차지 하였으나 2006년에는 59%, 44%로 각각 하락하고, 보험사의 보장매도자 비중도 같은 기간중 23%에서 17%로 하락
- 반면 헤지펀드는 2000년 보장매입·매도자 비중이 3%, 5%에서 2006년에는 28%, 32%로 크게 확대

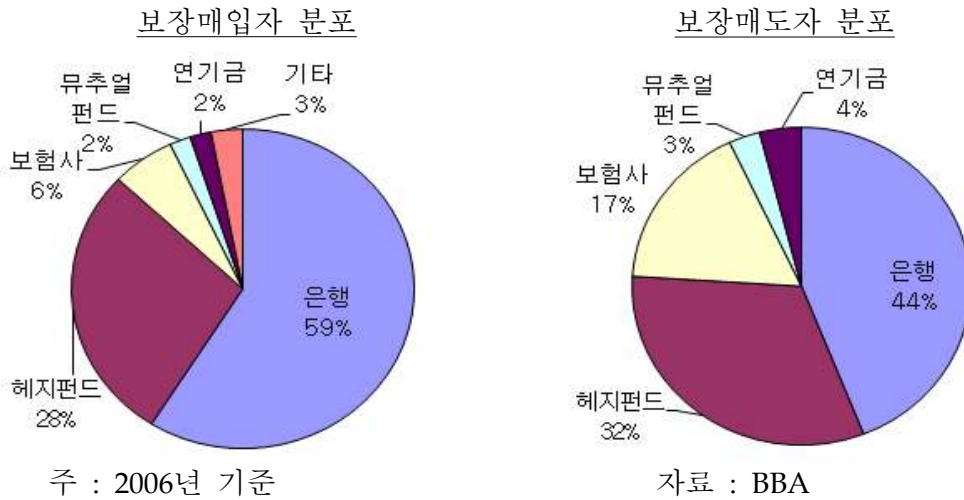
**시장참가자별 비중 추이**

(%)

구 분		2000	2002	2004	2006
은행	보장매입	81	73	67	59
	보장매도	63	55	54	44
헤지펀드	보장매입	3	12	16	28
	보장매도	5	5	15	32

자료 : BBA, 2006

### 전세계 신용파생상품 시장참가자 현황



### (우리나라)

□ 2007년말 국내 신용파생상품 거래잔액은 **6.2조원\***으로 전년대비 44% 급증하였으나 아직도 전세계의 약 **0.03%** 수준에 불과

\* 2007년말 국내 전체 파생상품 거래잔액 4,782.2조원의 0.1% 내외

### 국내 신용파생상품 규모 추이



자료 : 금감원

○ 2006~07년중 거래규모가 급증한 것은 CLN 등의 신용파생상품 수익률(평균 6.13%)이 일반채권 수익률(5.78%)을 상회한 데다

은행의 신용위험 이전 인정기준 제정(2006.3)으로 신용파생상품으로 신용위험을 이전한 여신은 신용공여한도에서 제외한테 주로 기인

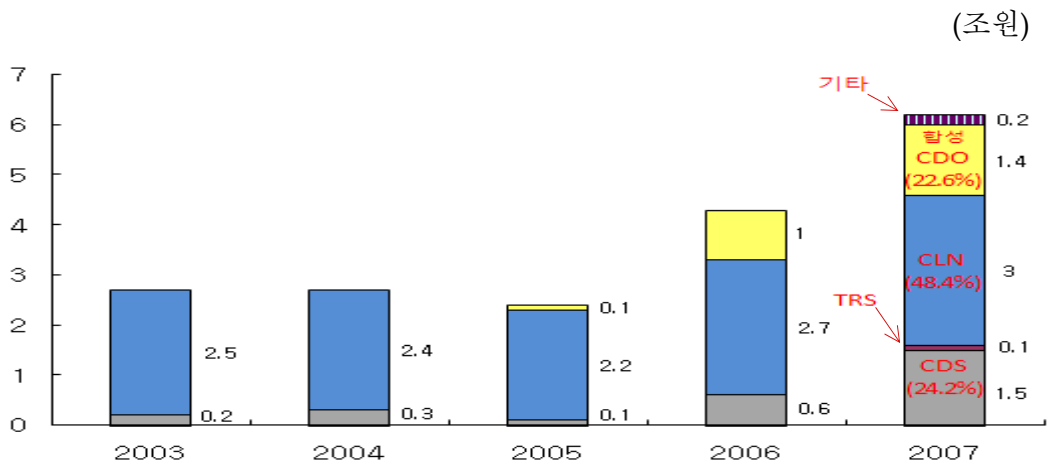
- 당행 설문조사(2008.10) 결과, 전문가들은 국내시장 규모가 주요국에 비해 미미\*한 만큼 바젤II 시행으로 신용위험 이전수단으로 적극 활용하게 되면 세계 추세와는 달리 거래 증가 예상

\* 2007년 국내 신용파생상품 거래잔액은 미국의 0.05%, 일본의 2.5%, 호주의 4.8%에 불과(GDP 규모는 미국의 7%, 일본의 22%, 호주의 1.2배 수준)

□ 상품종류별로는 CLN(48.4%), CDS(24.2%), 합성CDO(22.6%)의 順

- CLN 및 합성CDO 비중이 확대된 것은 보험사의 경우 외화표시 CLN 및 합성CDO만 투자대상으로 허용된 데 주로 기인
- 한편 CDS 비중이 큰 것은 은행의 경우 2008년부터 신용파생상품 회계규칙 개정으로 지급보증으로 처리되던 CDS를 일부 파생상품으로 분류하여 시가평가를 할 수 있게 되었기 때문

### 상품종류별 거래잔액 추이



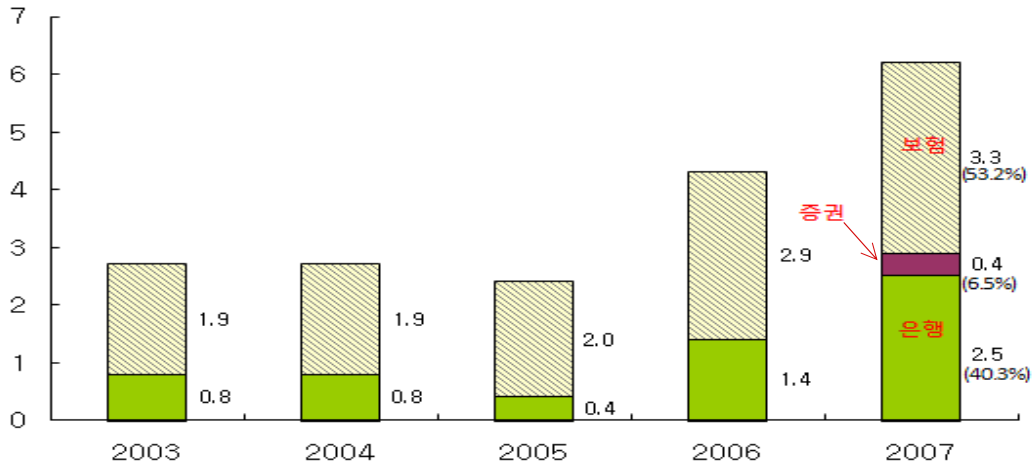
주 : ( ) 내는 전체거래 대비 비중

자료 : 금감원

□ 시장참가자별로는 보험사(53.2%)와 은행(40.3%)이 대부분을 차지

시장참가자별 거래규모 추이

(조원)



주 : ( ) 내는 전체거래 대비 비중

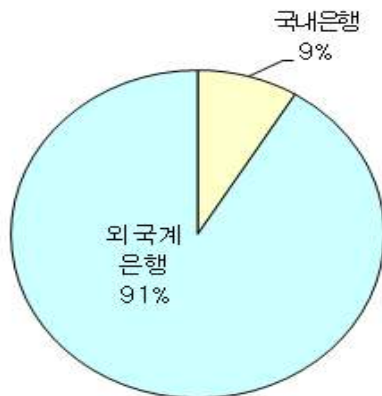
자료 : 금감원

□ 포지션별로는 보험사(68%)를 중심으로 보장매도(82.6%) 위주로 거래

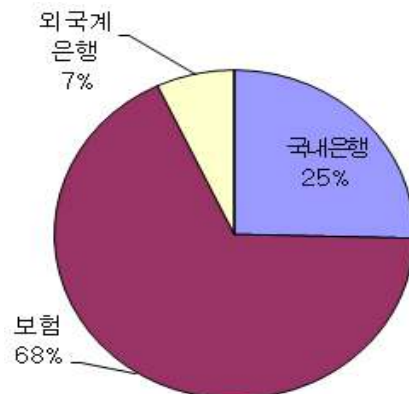
- 이는 보험사간접투자기구 등의 취급가능 거래가 보장매도포지션으로 제한되어 있는 데다 신용위험 관리수단보다는 고수의 투자수단으로 주로 활용하고 있기 때문

포지션별 시장참가자별 비중

보장매입자(17.4%) 분포



보장매도자(82.6%) 분포



주 : 2007년 기준, ( ) 내는 전체거래 대비 비중

자료 : 금감원

- 국내 금융기관의 신용파생상품 거래잔액이 총자산에서 차지하는 비중이 0.3%\*로 매우 낮아 금융기관의 건전성을 저해할 가능성은 미미한 것으로 평가

\* 전체 파생상품 거래잔액(4,782조원)은 총자산(2,046조원)의 2.3배 수준

- 금융업권별로 보면 은행 및 증권사의 총자산 대비 거래비중은 각각 0.2% 및 0.3%에 그치고 있으나 보험은 0.9%로 다소 높은 수준

**총자산 대비 신용파생상품 거래잔액 비중**

(조원, %)

	은행	증권	보험	전체
총 자산 규모 (A)	1,558	127	361	2,046
신용파생상품 거래잔액(B)	2.5	1.4	3.3	6.2
<b>B/ A</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>0.9</b>	<b>0.3</b>

주 : 2007년 기준

자료 : 금감원

- 한편 국내 신용파생상품의 거래 특징을 보면, 기초자산은 우량 회사채, 보장매도기관은 보험사·국내은행, 보장매입기관은 외국계은행 중심
  - 기초자산은 시장 미발달로 아직까지 신용도가 높은 국내 우량 회사채가 대종을 차지
  - 보험사·국내은행은 신용파생상품에 대한 리스크관리 능력이 미흡한 가운데 우량 기초자산의 신용파생상품에 투자
  - 외국계은행은 국별·산업별 익스포져 관리를 위해 우리나라 채권에 대한 신용위험을 국내 우량 은행·보험사로 이전하는 추세

## 2. 문제점

### (리스크관리 측면)

- 투자자 입장인 국내 금융기관은 유통과정을 거치면서 위험 소재나 손실규모를 정확하게 파악하기 어려운 정보비대칭 리스크에 노출
  - 기초자산 집합이 특정 업종 또는 지역에 집중될 경우 개별 채무자의 부도가 연쇄도산으로 이어질 수 있는 집중화 리스크 (concentration risk)도 증대
  - 또한 실적 중심의 보수체계로 인해 같은 신용등급의 일반채권보다 수익률이 높은 신용파생상품에 과도하게 투자할 유인도 상존
- 보장매입자 입장인 외국계은행은 국내 보험사 등이 보장매도에 집중함으로써 금융불안 등으로 신용사건이 빈발할 경우 약정금액을 보장받지 못할 리스크에 노출
- 감독당국의 경우 簿外·場外去來의 특성, 거래구조 복잡화 등으로 가격 및 거래규모 변동이 개별 금융기관의 건전성과 금융시스템 안정성에 미치는 영향 계측에 애로
  - 이에 따라 개별 금융기관에 대한 미시건전성 감독만으로는 외부충격이 가격 급등락과 거래 위축으로 이어져 market run 등을 유발하는 사태를 예방하기 곤란

## (제도 및 시장여건 측면)

### ① 제도적 측면

- 국내은행·증권사\*의 경우 상품 종류 및 포지션에 관계없이 모든 거래가 가능하나, 보험사는 외화표시 CLN·합성CDO에만 투자가 가능하고 간접투자기구는 보장매입만 가능

\* 증권사의 경우 자기자본 1천억원 이상, 자기자본비율 300% 이상을 유지하는 종합 증권사에 한하여 金融委 인가 후 취급 가능

금융업권별 신용파생상품 취급 현황

금융업권	취급가능 범위	근거법규
은행	제한 없음	「은행부수업무 범위 지침」 (II-16)
증권사		「증권거래법 시행령」 (§36의 2)
보험사	외화표시 CLN 및 합성 CDO만 투자 가능	「보험업감독규정」 (§5-2)
간접투자기구	보장매입만 가능	「간접투자자산운용업법 시행령」 (§10)

- 신용위험 이전을 인정\*하는 CLN·CDS·TRS와는 달리 합성 CDO의 경우 신용공여한도 산정기준이 없어 활성화를 제약

\* 은행업감독업무시행세칙 §46의 3

- 자산유동화법(§2, 22)상 유동화 대상자산이 채권·부동산·기타 재산권으로 한정되고, 취급업무도 유동화자산 양수도, 관리·운용 등에 국한되는 등 유동화 규제가 지나치게 엄격

- 또한 자통법이 시행되면 은행의 경우 신용파생상품 거래에 대해 은행법과 자통법\*의 이중규제를 받아 파생상품 개발 및 거래가 위축될 소지

\* 자통법은 원본손실이 발생할 수 있는 모든 금융상품에 적용되므로 은행이 이러한 신용파생상품을 취급할 경우 자통법상의 규제도 부과



## ② 시장여건 측면

□ 신용파생상품거래의 표준화 등 시장 하부구조 미흡, 시장참가자 및 기초자산 부족 등이 문제점으로 지적

○ 주요국은 자국의 부도특성 등을 반영한 표준계약서를 보유하고 있으나 우리나라는 표준서식이 없어 아시아 표준계약서를 사용하며, 거래확인서 등은 독점권을 가진 ISDA로부터 구매

- 신용파생상품은 장외에서 거래되기 때문에 고유의 표준계약서가 없을 경우 신용사건 발생시 계약서 해석·적용을 둘러싼 분쟁 발생 소지

○ 공신력 있는 신용평가제도 확립이 파생시장 활성화의 선결요건이나, 국내에서는 담당인력 부족, 신용정보의 양적·질적 수준 미흡 등 하부구조 구축이 아직 미진한 실정

- 특히 부도자료 축적 미흡, 신용평가정보 질적 수준의 국제기준 미달\* 등으로 신뢰도가 낮은 상태

\* 주요국의 신용평가사들은 채권 만기연장·상환유예·채무경감 등을 사실상의 부도로 평가하는 반면 국내사들은 청산절차 개시·화의 신청 등 원리금 상환이 지체되거나 불가능한 상황만을 부도로 인식

○ 시장참가자 측면에서는 선진국은 2004년 이후 헤지펀드 참여로 시장이 급성장한 데 비해 우리나라는 외환위기 과정에서 형성된 투자자들의 부정적 인식으로 인해 헤지펀드 도입이 지연

○ 또한 시장수요에 부응하기 위해서는 다양한 등급의 신용파생상품을 개발해야 하나, 신용도가 확보된 모기지 및 중소기업 채권 등 기초자산의 종류와 물량도 부족

## IV. 과제

□ 신용파생상품에 대한 리스크관리가 미흡하고 부외거래로 인한 규제공백이 상존하고 있어 향후 거래가 확대될 경우 선진국과 같이 금융시스템 안정에 부정적인 영향을 미칠 소지

⇒ 금융기관의 리스크관리 능력을 제고하고 규제·감독을 보강하는 동시에

발아단계에 있는 국내시장이 건전한 방향으로 발전할 수 있도록 금융업권간 불균형적인 제도 및 시장 하부구조 등을 지속적으로 개선해 나갈 필요

### 1. 금융 안정성 제고 과제

(금융기관 과제)

#### ① 리스크관리 강화

□ 신용파생상품에 내재한 리스크 규모·영향 등을 종합 관리할 수 있는 리스크관리 체제를 구축하거나 全社的인 리스크 평가시 신용파생상품에 대한 계량적인 리스크 평가결과를 포함

○ 당행 설문조사\*(2008.10) 결과, 국내 금융기관의 대부분은 신용파생상품에 대한 단순한 투자한도 관리에 그칠 뿐, 체계적인 리스크평가 및 관리 미흡

\* 2개 시중은행 및 4개 보험회사 등 6개 금융기관을 대상으로 리스크관리 체제, 공시, 계약내용 등을 조사

- 해외 전문인력 영입 등으로 신용과생상품에 특화된 리스크 평가모형을 구축하고, 다양한 시나리오하에서 시장 변동에 따른 예상 손실규모를 파악할 수 있도록 stress test를 실시
- 아울러 리스크관리 최고책임자(CRO) 및 CEO에 대한 보고체계를 강화하여 경영층이 실시간으로 신용과생상품 거래현황을 점검할 수 있는 시스템을 구축
  - 당행 설문조사(2008.10) 결과, 현재 국내 금융기관은 신용과생상품 거래규모가 작고, 관련 리스크에 대한 인식도 부족하여 CEO에 대한 보고 부재
  - front(계약 체결자)·middle(리스크 관리자)·back office(결제 완결자) 간 상호 감시 및 외부기관에 의한 점검을 정례화하여 투기적 거래가 과도하게 확대되는 것을 예방함으로써 운영리스크를 최소화
- 경영성과와 리스크관리를 연계하는 리스크기준 성과평가체제(RAPM)를 구축함으로써 고수익만을 겨냥한 과도한 리스크 추구를 억제

## ② 금융기관의 유동성 조달능력 제고

- 유동성 위기가 발생할 경우 개별 금융기관별 최대 유동성유출 규모(MLO: Maximum Liquidity Outflow)를 측정하는 유동성 stress test를 정례화

\* 금융기관의 유동성 확보계획과 stress test는 簿內·外 부채 모두를 포괄

- 소형 금융기관들이 유동성 위기에 대응하여 최대 필요 유동성을 쉽게 조달할 수 있도록 대형 은행들과 **credit line\***을 체결하는 방안도 검토

\* 영국 Countrywide은행은 Barclays 등 대형은행과의 유동성보험 계약을 통하여 사전에 유동성리스크에 대비한 결과 실제 유동성 위기에 원활하게 대응

## (감독당국 과제)

### ① 시스템리스크 관리 강화

- 개별 금융기관의 신용파생상품에 대한 **리스크관리 시스템의 유효성**을 정기적으로 점검하여 경영평가에 반영함으로써 리스크 관리시스템의 조기 정착을 유도
- 대손충당금 적립의무가 없는 CDS 등 부외거래형 신용파생상품에 대한 **대손충당금 적립 및 자본규제 강화** 등을 검토
  - 최근 G-20 정상회의(2008.11.15)를 전후하여 선진국을 중심으로 은행의 부외거래를 통한 자산이전 금지, 은행 보유증권의 잠재손실에 상응하는 자기자본 할당 등의 필요성 대두
- 개별 금융기관의 과도한 신용파생상품 투자를 방지하기 위해 보장매도자의 채무보증 여력 평가, 우량 금융기관에 대한 우대 등 **보장매도자 규제를 차등화**
- 장기적으로 **신용파생거래 청산소를 설치\***하여 실시간 자금흐름에 대한 모니터링의 유효성을 높이고 개별 계약을 지급 보증토록 함으로써 계약 불이행으로 인한 전염효과를 차단

- \* 최근 미국에서는 대형 투자은행들이 참여하는 시카고의 Clearing Corporation(CCorp)이 뉴욕의 청산예탁결제기관인 Depository Trust & Clearing Corporation(DTCC)과 제휴하여 CDS 거래에 대한 중앙 청산 결제기능을 제공하는 기관 설립을 추진중

## ② 거래 투명성 제고

- 신용파생상품에 대한 상세 정보를 金監院의 電子公示시스템을 통하여 시장참가자들이 자율적으로 공시하도록 유도함으로써 거래의 투명성을 제고
  - 재무제표 주석사항으로 표시되는 우발채무 뿐만 아니라 신용사건, 신용사건 발생시 손실보전 및 정산방법 등 구체적인 계약 내용 명기를 유도

## ③ 신용파생상품 설명 가이드라인 마련 유도

- 자통법 실시를 계기로 첨단 신용파생상품이 등장하면 투자 적합성에 대한 설명의무를 둘러싼 분쟁이 늘어날 수 있는 만큼 투자상품 설명 가이드라인을 증권 관련기관·금융기관 등이 공동으로 마련하도록 유도
  - 가이드라인에는 거래상품에 대한 투자설명 리스트, 투자설명 기록 유지방법 등을 포함

## 2. 제도 및 시장여건 개선 과제

### ( 제도개선 과제 )

#### ① 불균형적인 금융업권별 취급상품 규제 개선

- 리스크관리 중심 보험감독체계(RBS) 도입으로 자산운용의 안정성이 제고되는 시점에 보험사·간접투자기구의 신용파생상품 취급 및 거래포지션 제한을 완화할 필요

→ 보험업감독규정(§5-2), 간접투자자산운용업법시행령(§10) 개정

#### ② 신용위험 이전 가능 상품범위를 국제기준과 일치

- 합성CDO는 여타 상품과 신용위험 이전효과가 동일하고 바젤II에서도 이를 통한 신용위험 이전시 위험가중자산의 경감을 인정

→ 신용위험 이전 인정기준상 위험이전 가능 상품범위를 CLN·CDS·TRS에서 합성CDO까지로 확대

#### ③ 자산유동화 규제 개선

- 유동화 대상자산에 채권·부동산·기타 재산권에다 신용위험을 추가하고 유동화전문회사(SPC: Special Purpose Company) 취급업무 범위도 신용파생상품 관련업무로 확대

→ 자산유동화법(§2, 22)상 유동화 대상자산 및 취급업무 제한 완화

#### ④ 금융업권별 규제 일원화

- 자통법 시행으로 은행의 신용과생상품 거래에 대해 은행법과 자통법의 이중규제를 받게 되는 문제점을 해소

→ 관련 규제를 일원화

#### ( 시장여건 개선 과제 )

##### ① 거래 표준화

- 거래관행·부도 특성 등을 반영한 **한국형 표준계약서를 마련**하여 분쟁 발생 소지를 사전에 제거함으로써 거래 활성화를 도모
  - 아울러 신용사건 분류 및 만기·결제절차·표준결제일 등 거래조건을 표준화함으로써 시장 접근성을 개선

##### ② 신용평가 개선

- 신용평가에 대한 신뢰도 개선을 위해 **국제 신용평가기준과의 정합성을 제고**
  - 특히 부도 방지를 위한 상환유예와 채무경감 등 채무재조정에 대한 국내외 신용평가회사간 상이한 부도 판정기준을 일치
- 신용평가기관이 평가 대상기업에 대한 컨설팅, 채권추심 등 부수업무를 수행하지 못하도록 방화벽을 설치함으로써 **신용평가의 신뢰도를 제고**

\* Moodys', S&P 등 주요 외국 신용평가사는 평가대상 회사에 대해 이해상충을 유발할 수 있는 업무 취급을 금지하고, 평가자의 주관이 평가를 좌우하지 못하도록 규정

### ③ 시장참가자 확충

- 거래상대방위험이 낮고 다양한 대출채권을 보유하고 있는 국내 우량은행의 시장 조성기능을 강화
  - 아울러 금융여건이 안정되는 시기에 해외에서 신용파생상품의 주된 거래기관으로 부상한 헤지펀드 등의 시장진입을 단계적으로 허용

### ④ 신용위험 공적중개기관 설치

- 장기적으로는 소규모·저신용 중소기업에 대한 대출위험을 관리하고 다양한 투자상품을 제공할 수 있도록 독일 復興金融公社(KfW)\*와 같은 신용위험 공적중개기관의 설치를 검토

\* KfW(Kreditanstalt fuer Wiederaufbau)는 대출은행과의 CDS계약으로 인수한 신용위험을 손실발생 가능성에 따라 다양한 신용등급별로 계층화(tranche)하고, 신용도 상위계층 증권에 대해서는 투자자와 CDS 계약을 체결하고, 중위 증권은 SPC를 통해 합성CLO(Credit Loan Obligation) 등을 발행하며 후순위 증권은 대출은행이 인수토록 조치



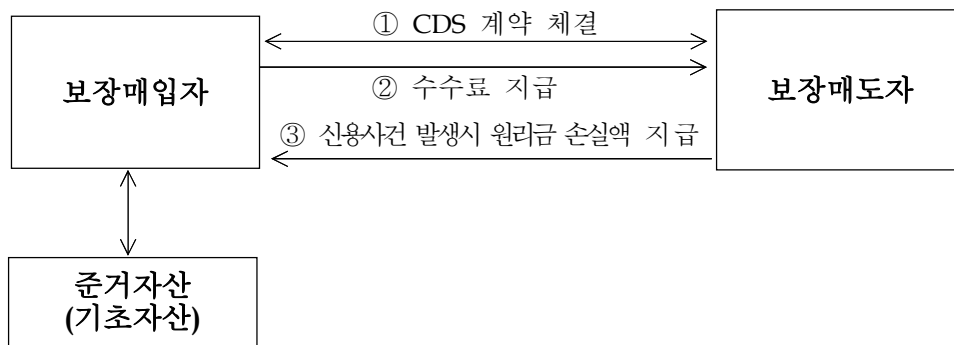
## V. 시사점

- 앞서 살펴본 바와 같이 향후 부외거래형 신용파생상품 확대, 자  
통법 실시에 따른 신종상품 출현 등으로 리스크 관리가 더욱 어  
려워질 가능성
  - 금융기관은 금융불안 발생시 원본을 초과하는 손실이 야기  
될 수 있는 신용파생상품의 특성을 반영한 리스크관리 체제를  
갖추어 나갈 필요
  - 감독당국은 단기적으로 금융기관의 재무 건전성을 저해할 수  
있는 계약조항 등에 대한 사후 감독을 강화
    - 장기적으로는 금융기관의 과다 차입에 따른 투자리스크 증대  
가능성을 차단하기 위한 적정 수준의 차입한도 설정, 부외거  
래에 의한 자산이전 금지여부 등을 연구
- 한편 신용파생상품의 簿外·場外去來 특성상 개별 금융기관 중  
심의 감독만으로는 금융불안의 예방과 대응에 한계가 있는 만큼  
전체 금융시스템 안정을 도모하기 위해 韓銀의 금융안정기능을  
강화해 나갈 필요
  - 아울러 금융기관의 신용위험 이전에 따른 대출여력 확대 등이  
은행대출경로를 포함한 통화신용정책 파급경로에 미치는 영향  
에도 유의
    - 신용파생상품거래 확대에 따른 채권시장 발달로 금리경로는  
강화될 수 있으나 국공채 금리 등이 CDS시장의 수급요인에  
영향을 받게 되면서 정책금리 변경 효과가 약화될 여지

1. 신용부도스왑(CDS : Credit Default Swap)

- 보장매입자가 보장매도자에게 일정기간 프리미엄(수수료)을 지급하고 신용사건이 발생할 경우 보장매도자로부터 손실액의 전부 또는 일부를 보전 받는 계약

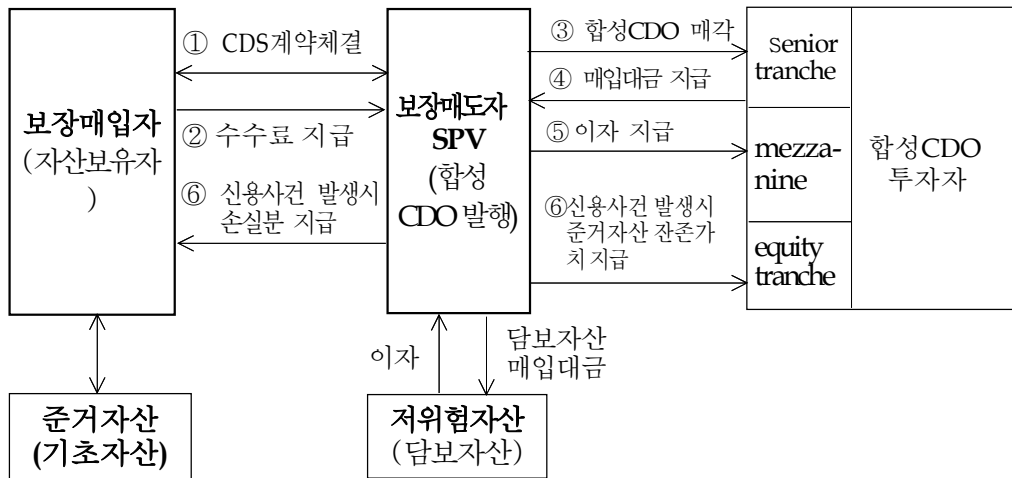
CDS 거래구조



2. 합성담보부채무증권(합성CDO : Synthetic Collateralized Debt Obligation)

- 합성CDO는 유동화자산에 대한 소유권과 신용위험을 분리한 CDO로서 신용파생상품과 자산유동화를 결합한 상품
  - 보장매입자는 CDS 거래를 통해 SPV에 대해 기존자산 양도 없이 신용위험만을 이전하고, SPV는 이를 바탕으로 신용도가 각기 다른 계층(tranche)의 합성CDO 채권을 발행하여 투자자에게 매각
  - 손실분담 순위를 감안하여 여러 계층의 증권을 발행하며 신용사건 발생시 신용도가 낮은 순서부터 차례로 손실 분담

## 합성CDO 거래구조



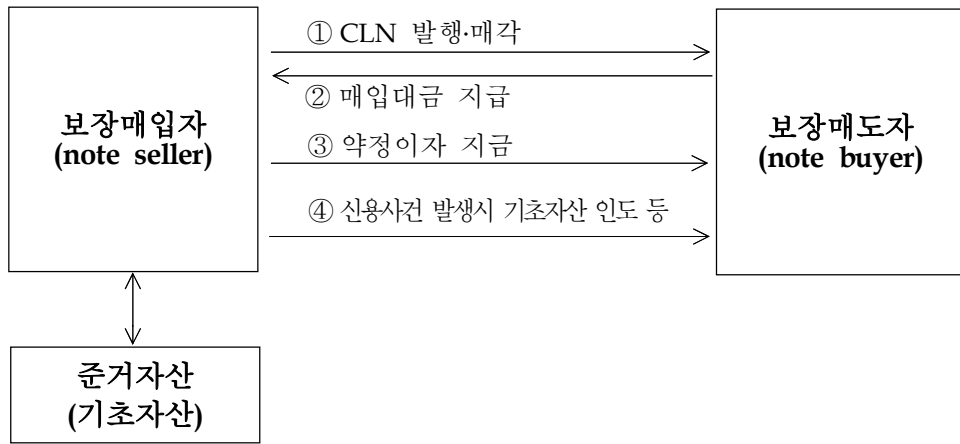
### 일반 자산유동화 및 합성 유동화의 차이점

	일반 자산유동화(CDO)	합성유동화(Synthetic CDO)
목적	자금조달·유동성 확보	신용위험 이전
자산 이전	자산의 소유권 이전(true sale)	소유권 이전 없음
재무제표영향	B/S에서 제외	B/S 항목으로 잔존

### 3. 신용연계채권(CLN : Credit Linked Note)

- CLN은 일반채권에 CDS를 결합하여 증권화한 신용파생상품으로 보장매입자는 채권 등 보유 기초자산을 근거로 신용연계채권(CLN)을 발행하여 보장매도자에게 매각하고 대금을 수취하는 대신 약정이자를 지급
- 보장매도자는 신용사건이 발생하는 경우 보장매입자로부터 당해 기초자산을 양수받거나 일정금액을 수취

### CLN 거래구조



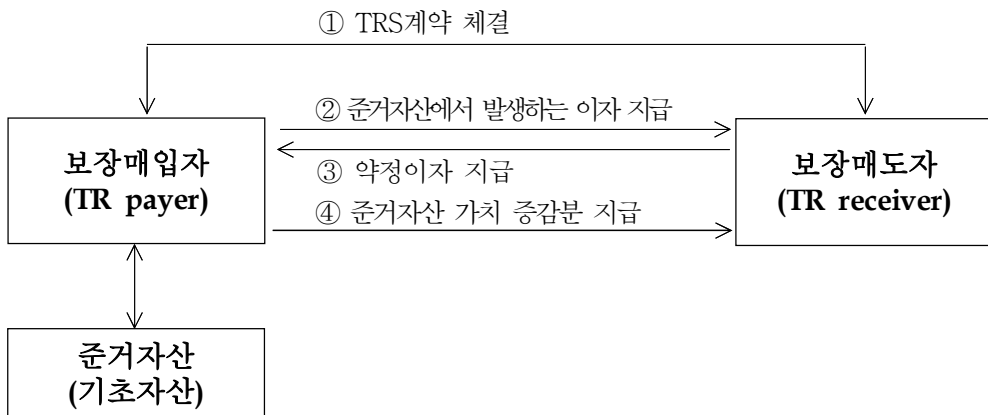
#### 4. 총수익스왑(TRS : Total Return Swap)

- 보장매입자는 기초자산에서 발생하는 이자, 자본수익(손실) 등 모든 현금흐름을 보장매도자에게 지급하고 보장매도자로부터는 약정이자(LIBOR+ Spread)를 지급받는 계약으로

기초자산에서 발생하는 모든 현금흐름을 이전하기 때문에 현금흐름 면에서는 매각하는 것과 동일한 효과

- CDS는 신용사건이 발생하는 경우에만 결제가 일어나는 반면, TRS는 평상시에도 기초자산의 시장가치를 반영하여 현금흐름이 발생

### TRS 거래구조

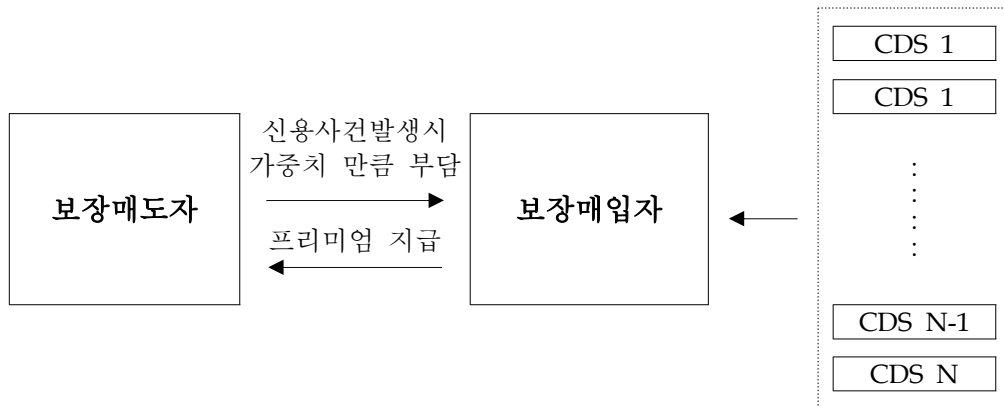


## 5. 신용파생상품지수(Credit derivatives Index)

- 신용파생상품지수(CDS Index) 거래는 금융시장에서 거래되는 복수의 CDS 가격을 기초로 산출되는 시장지표를 이용한 거래로

여러개의 CDS로 구성된 바스켓을 기초자산으로 하여 보장매입자가 보장매도자에게 프리미엄을 지급하고 지수에 포함된 기초자산의 신용사건 발생시 해당 가중치만큼 손실을 보장받는 거래

### 신용파생상품지수 거래구조



### 주요 신용파생지수

지수명	iTraxx	CDX	ABX
관리자	International Index Company	CDS IndexCo (Agent : Markit)	CDS IndexCo (Agent : Markit)
주요 구성종목	유럽기업을 준거기업으로 하는 CDS	북미기업을 준거기업으로 하는 CDS	ABS를 준거자산으로 하는 CDS
지수산출	CDS가격의 산술평균	CDS가격의 산술평균	CDS가격의 산술평균
신용사건	파산, 지급불이행, 채무재조정	파산, 지급불이행	파산, 지급불이행 등 다양
지수정산	현물결제방식이 기본이나 2005년 이후 현금결제로 전환중		

< 참 고 2 > 우리나라의 신용파생상품 관련 제도 변천 추이

<p><b>1999.4</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●'외국환거래법 시행령' 제정 : 신용파생상품 취급 허용</li> </ul>
<p>— 2000</p> <p>— 2001</p>
<p><b>2002.7</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●'외국환거래규정' 개정 : CLN, TRS, CDS, CDO, S-CDO 등 신용파생상품을 구체적으로 정의하고 동 상품거래를 '신용파생금융거래'로 규정</li> </ul>
<p><b>2003.7</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●'은행업무 중 부수업무의 범위에 관한 지침' 마련을 통하여 은행의 파생상품거래 허용</li> <li>- 취급가능 상품 제한은 없음</li> </ul>
<p><b>2003.9</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●'보험업감독규정' 개정 : 보험사의 외화표시 CLN 및 합성CDO 거래 허용</li> </ul>
<p>— 2004</p>
<p><b>2005.3</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●'증권거래법 시행령' 개정 : 증권사의 신용파생상품 거래 허용</li> <li>- 취급가능 상품에는 제한 없음</li> </ul>
<p><b>2005.4</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●은행업 부수업무 편람 발간(재정경제부): '은행업무중 부수업무의 범위에 관한 지침' 마련을 통하여 파생상품범위에 신용파생상품 포함을 명확화</li> <li>- 취급가능 상품에는 제한 없음</li> </ul>
<p><b>2006.3</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●'은행업감독업무시행세칙' 개정 : CLN, CDS, TRS의 신용위험 인정 기준 신설</li> </ul>
<p><b>2006.4</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●'간접투자자산운용업법 시행령' 개정 : 신용파생상품 거래 허용</li> <li>- 단, 보장매입만 허용</li> </ul>
<p>— 2007</p> <p>— 2008</p>
<p><b>2009.2</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●'자본시장과 금융투자업에 관한 법률(안)' 시행 : 금융투자상품에 신용파생상품 포함 예정</li> </ul>