

2010년 3월 20일

1 페이지

최악의 상황은 이제 지나갔지만, 서브프라임 담보대출 사태는 전세계 경제에 심각한 타격을 입혔고 그 여파는 당분간 지속될 전망이다. 이번 사태로 인해, 금융시장이 제 기능을 못하면 경제 전반에 그 파장이 퍼져나간다는 사실은 더욱 분명해졌습니다. 자금은 기업의 자산구조에 있어 가장 기본적인 구성요소이지만, 금융위기 이후 자금 대출과 투자에 대한 수요가 급감했고 이에 따라 전세계 기업 경영환경에 악영향을 초래했습니다.

장외파생상품 시장은 특히 심한 타격을 입었습니다. 책임감 있고 효율적인 장외파생상품 시장은 헤징 및 위험관리 기능을 하며, 이를 이용해 기관들은 확신을 가지고 자금 대출 및 투자를 진행하게 됩니다. 그러나 거래상대방의 신용 위험을 감수하려는 확신에 대한 근본적 결핍으로 시장이 마비되었던 것입니다.

따라서, 장외파생상품 시장은 사업 방법 개조의 필요가 있고, 중앙청산모형(CCP Clearing)이 주요 해결책이 될 것입니다. 책임감있는 신용 관리 정책과 자본 효율성을 높이기 위한 독자적인 대책으로서 CME 그룹은 CME 클리어포트(ClearPort) 청산 시스템을 본격적으로 적용하려고 합니다. 현재 본 시스템은 에너지 상품 장외거래 시장에서 주로 이용되고 있으며, 그 효용은 이자율, 외환, 신용 및 농업상품 등 다른 자산군으로 확대 적용하기에 충분할 것으로 보입니다.

본 보고서에서는 최근 발생한 금융위기의 원인과 규제당국의 대책을 짚어보고, 경제적으로 대단히 중요한 장외상품시장에서 거래 당사자들이 CME의 중앙청산모형을 이용하여 가격 위험과 거래 상대방의 신용 위험을 효율적으로 관리할 수 있는 방법에 대하여 논의하고자 합니다.

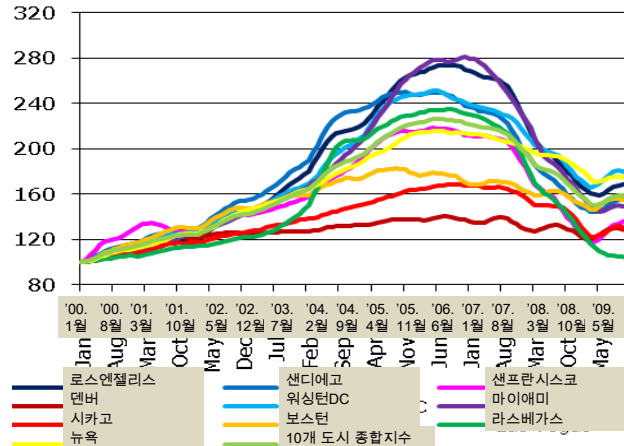
금융 위기 - 미국은 2002년에서 2007년 사이 견고한 경제성장을 경험한 이후 이른바 서브프라임 담보대출 사태를 맞았습니다. 이번 금융 위기는 2000년대 초중반 주택 구매를 위해 신용등급이 낮은 즉, 서브프라임 대출자들이 변동금리담보대출을 대거 이용함으로써 결국 미국의 실물 경제에서 발생한 것입니다.

지난 수십년간 주택 가격이 지속적인 상승세를 보임에 따라, 이러한 주택 거래는 "안전한" 것으로 인식되었습니다. 공격적인 담보대출과 "전국민 내집 마련"을 장려하기 위한 연방 프로그램으로 인해 신용상태가 좋지 않은 사람들도 대출을 받아 주택을 구매할 수 있게 되었고, 그 결과 주택시장에 "거품"이 형성되었습니다. 그러나 변동금리담보대출은 연방기금금리와 같은 단기 대출금리와 연동되어 있습니다. 2003-04년 "닷컴" 거품이 꺼졌을 때, 연방기금금리는 이례적으로 낮은 1%대까지 내려갔습니다. 그러나

2004년 연준위가 긴축통화정책을 시작하면서, 변동금리담보대출을 받은 사람들의 어려움이 시작되었습니다.

담보대출을 받은 사람들 사이에서 연체 혹은 채무불이행이 속출했습니다. 주택압류가 급증하였는데, 특히 서브프라임 변동금리담보대출자들중 25%가 현재 주택을 압류당했습니다. 2006년 중반, 미국 주택가격이 폭락하면서 주택시장 거품도 꺼지고 말았습니다. 당시 미국 10대 도시의 S&P케이스-실러 주택 가격 종합 지수(Case-shiller Home Price Composite Index)는 최고치에서 약 30%가 떨어졌습니다.

S&P/케이스-실러 주택 가격 종합 지수



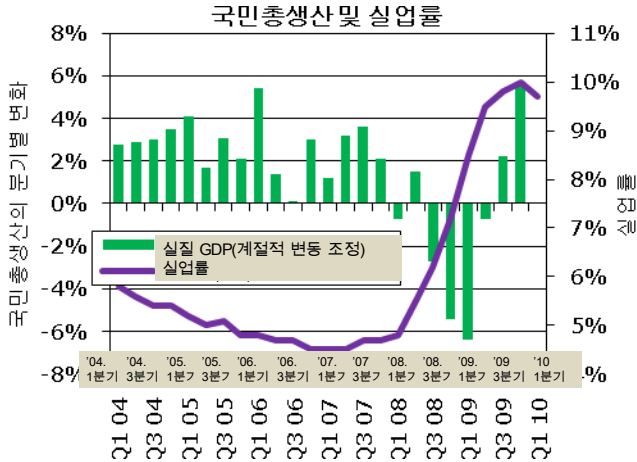
그 여파는 금융시장으로 급격하게 퍼져나갔습니다. 많은 담보대출 투자자들은 구조화투자회사(SIV)나 부채담보부증권(CDO)과 같은 복잡한 차입구조와 비유동적인 투자구조에 얽혀 있었고, 이들 상품의 가치는 급락했습니다.

차입자금 기반의 자산관리자를 비롯한 많은 투자자들은 자본 확대의 필요성에 직면함에 따라, 현금유동성 확보를 위해 주식 시장에 의존하게 되었습니다. 그 결과 2008년 S&P 500 지수는 그 가치가 37% 하락했습니다.

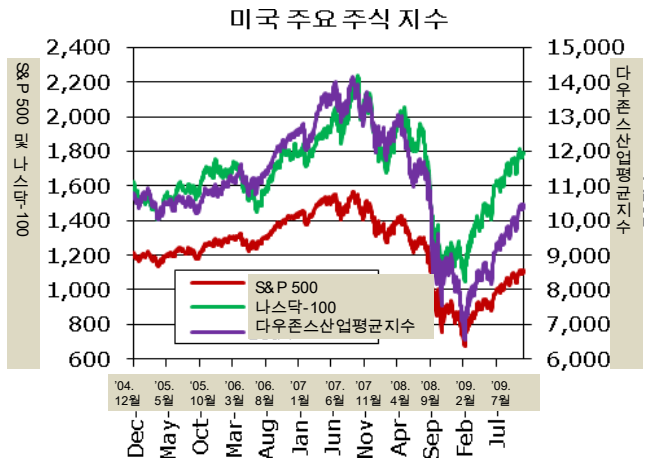
뒤이어 2009년 1분기 미국 국내총생산이 6.4% 떨어짐에 따라 미국 경제 전체가 이번 사태의 희생양이 되었습니다. 2009년 10월 무렵 미국 내 실업률은 10.2%까지 치솟았습니다. 그러나 경기가 바닥을 친 이후, 2009년 4분기 국내총생산이 5.7% 성장하기 시작하면서 경제가 회복 국면에 접어들었습니다. 실업률은 여전히 높지만, 그래도 이전보다 다소 내려간 9.7% 수준입니다.

2010년 3월 20일

2 페이지



주식시장은 보통 경제 상황을 나타내는 선행지표로 간주되는데, 2009년 봄 최저치를 기록한 이후 눈에 띄는 성장세를 보이고 있습니다. 그럼에도 불구하고 금융위기 이후 강화된 대출 조건은 장외거래시장 참가자들에게 난관이 되고 있습니다.



규제당국의 대책 - 이번 금융위기로 인해 미국 규제당국은 강화된 조치를 발표했습니다. 특히 2009년 12월 하원에서 통과된 "2009 장외파생상품 시장에 관한 법"("발의된 법안")이 대표적입니다. 이 법안은 현재 상원에서 논의 중이며, 다소 수정이 가해질 수도 있습니다.

이번에 발의된 법안은 장외파생상품 거래 시장에 대한 총체적인 개혁안을 담고 있으며, 장외파생상품 거래 시장에 대한 규제당국의

감시를 상당 부분 면제하는 2000년에 제정된 상품선물 현대화법(CFMA)의 내용 일부에 대해서도 유보적인 입장입니다.

발의된 법안이 통과되면, 상품선물거래위원회(CFTC)와 증권거래위원회(SEC)는 법안의 광범위한 조항에 대해 구체적인 규제 항목을 수립할 것입니다. 어떠한 장외파생상품에 대하여 어떠한 규제가 만들어질 것인가는 아직 불분명합니다.

발의된 법안은 장외거래시장 참가자들의 등록과 관련된 사항뿐만 아니라 장외거래에 대한 청산, 거래, 보고와 관련된 조항들도 아래와 같이 포함합니다.

- ✓ **표준스왑(Standard Swap)은 반드시 청산해야 합니다** - 표준화된 비(非)증권기반 스왑은 반드시 CFTC에 등록된 파생상품 중앙 청산 기구를 통해 청산해야 하며, 반면 표준화된 증권기반 스왑은 특수한 경우를 제외하고 반드시 SEC에 등록된 중앙청산소를 통해 청산해야 합니다. 발의된 법안은 청산기구나 청산소에서 청산할 수 있는 스왑은 표준화된 것이란 법적 전제를 마련합니다.
- ✓ **위탁증거금 설정** - 규제당국은 모든 장외파생상품 거래자와 대규모 파생상품 거래자들에게 자본 및 위탁증거금을 부과할 것을 규정하고, 특히 중앙청산이 이루어지지 않는 파생상품에 대해서는 더 높은 자본증거금을 요구합니다.
- ✓ **포지션 한계** - 발의된 법안은 CFTC와 SEC에 장외파생상품 시장에서의 과도한 거래를 제한할 수 있는 권한을 부여합니다. 이에 따라 두 기관은 파생상품 거래 포지션 한계를 설정하고, 가격발견기능을 수행하거나 혹은 그 기능에 영향을 주는 장외선물에 대해서는 보고할 의무를 수립합니다.
- ✓ **청산된 스왑은 반드시 거래되어야 함** - 모든 스왑은 다음에 제시하는 특수한 경우를 제외하고 반드시 지정 거래소나 대체스왑 실행기관에서 거래되어야 합니다. 1)어떠한 청산기구나 청산소에서도 해당 파생상품 청산을 받아들이지 않는 경우, 2)거래 당사자 한편이 파생상품 거래 중개인이 아니거나 대규모 거래인 경우, 3)거래 상대방 한편이 해당상품 청산기구나 청산소의 법적 요구사항을 충족하지 못하는 경우.
- ✓ **스왑 거래자 등록 및 감시** - 발의된 법안을 통해 모든 파생상품 거래자, 대규모 파생상품 참여자, 그리고 스왑거래 저장소들은

2010년 3월 20일

3 페이지

의무적으로 연방 등록, 감시, 그리고 규제 시스템을 마련해야 합니다. 분류는 “스왑 거래자”, “증권기반 스왑 거래자”(파생상품 거래자로 통칭하기도 함), “대규모 스왑 거래자”, “대규모 증권기반 스왑 거래자”(대규모 파생상품 거래자로 통칭하기도 함)로 구성되며, 대규모 파생상품 거래자는 단순히 파생상품 보유포지션의 크기에 따라 규정됩니다.

- ✓ **자료 보고** - 발의된 법안에 따라 대규모 주식/비주식 기반 스왑 거래자들은 개별별건기능에 상당한 영향을 미치는 스왑과 관련된 정보를 SEC 및 CFTC에 보고할 의무를 지닙니다. 발의된 법안은 청산소에서 받아들여지지 않은 장외파생상품 거래에 대해 스왑 저장소에 보고할 것을 의무화하며, 해당 거래를 받아들이는 저장소가 없는 경우에는 CFTC나 SEC 또는 지정된 담당자에게 보고해야 합니다. 요청이 있는 경우, 개별 거래 및 거래 상대방에 관한 자료는 해외 금융 감독관을 비롯한 규제당국에 공유할 것도 의무화합니다. CFTC, SEC 및 지정된 담당자는 증권/비증권 기반 스왑 거래량 및 포지션에 관한 종합적인 정보를 대중에게 공개할 의무를 지닙니다. 제안된 법안은 법안 제정 이전에 발생한 미결제 장외거래상품에 대해 법안제정 후 180일 이내에 보고할 것을 의무화합니다.

“문제는 각론에 숨어있다”는 속담처럼 아직 이 법안과 관련하여 해결되지 않은 문제가 많이 남아 있습니다. 그러나 이 법안은 표준 장외파생상품 거래에서 중앙청산을 의무화한다는 점에 주목해야 합니다. 이와 같이 입법기관도 장외파생상품 거래에서 중앙청산 기구의 장점을 인정하고 있습니다.

장외파생상품 중앙청산의 장점 - 현재 계류 중인 법안의 광범위한 목적에 부합하여, CME 그룹은 현재 본 회사의 능력과 자산을 활용하여 장외파생상품 거래 참가자들에게 청산기능만을 하는 서비스를 제공하고자 합니다. CME 클리어포트(CME ClearPort)라는 브랜드 이름으로 제공될 본 중앙청산시스템은 계속해서 성장하고 있는 장외파생상품 거래 시장의 요구에 부합하기 위한 서비스입니다. 중앙청산의 장점은 다음과 같습니다.

- ✓ **안전성** - CME 청산소는 모든 매도자에게 매수인의 역할을 하고, 모든 매수자에게는 매도자의 역할을 합니다. 따라서 본 청산소는 신용 거래 상대방과 일반 거래 상대방을 분리하는 역할을 합니다. CME 청산소는 은행 및 거래중개인으로부터 일반 고객의 자금 및 포지션을 분리함으로써 현존하는 시스템 중 가장 효과적으로 고객을 보호할 수 있습니다. 마지막으로, 무엇보다 중요한 것은

중앙거래청산 제도는 약 80 억 달러의 재정보호장치를 통해 거래소뿐만 아니라 장외에서 이루어지는 모든 거래에 대한 보장을 제공합니다.

- ✓ **시가평가** - CME 그룹의 청산소는 1일 2 회의 시가평가(MTM)를 시행하며, 시장의 변화 및 변동성에 따라 필요한 경우 위탁증거금을 조정합니다. 이러한 제도는 실질적으로 실현되지 않은 손실이 축적되거나 모르는 채로 넘어가지 않게 함으로써 시장참가자들의 시장에 대한 신뢰를 보장합니다.
- ✓ **투명성** - 투명한 가격 책정 및 준비된 경쟁은 거래소를 통한 거래와 중앙청산소를 통한 청산 모형의 가장 큰 장점입니다. 따라서 투명성이 보장된 시장은 밀집된 매수/매도 스프레드와 그에 따른 경쟁력을 확보할 수 있습니다. 그러나 시장형성 초기나 맞춤형된 상품시장과 같이 다소 유연한 모형이 더 효과적인 경우에는 이와 같은 모형의 적용을 제한해야 합니다. 거래중개인들은 매수/매도 스프레드에 참여함으로써 보상을 받게 되는데, 스프레드가 과도할 정도로 압축되는 경우 마케팅 활동이나 혁신적인 거래 구조를 개발함으로써 시장을 성장시키려는 중개인들의 동기가 시장이 성숙하기도 전에 억압되어 시장의 존재 자체가 위협을 받게 될 수도 있기 때문입니다.

- ✓ **교차증거금제도를 통한 자본 효율성** - CME 그룹은 이자율, 주식, 통화, 에너지, 농산물, 금속 및 대안 투자 자산 등 예외적으로 다양한 종류의 투자상품을 제공합니다. 증거금 삭감을 통한 자본 효율성의 획기적인 향상은 연관된 장외거래 및 거래소 상품을 하나로 통합한다는 의미를 지닙니다.

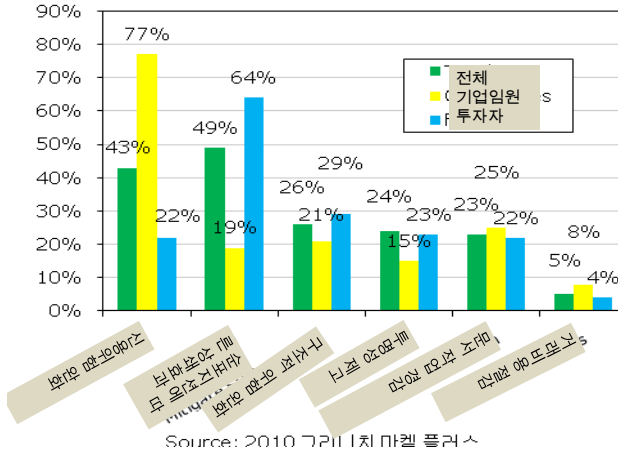
- ✓ **자동 회계 기능** - 자동 회계 기능은 실시간으로 거래에 대한 정확한 확인을 가능하게 합니다. 이에 따라 거래에 수반되는 전반적인 비용을 줄이는 데도 기여하게 됩니다.

그리니치 연합(Greenwich Associates)은 최근 330 명의 투자자와 기업 임원을 대상으로 장외파생상품 거래에 잠재적으로 적용될 중앙거래청산 모형에 대한 설문조사 결과를 발표했습니다. 본 설문은 미국, 유럽, 아시아에서 2010년 1월에 활동하는 투자자들을 대상으로 시행되었습니다.

2010년 3월 20일

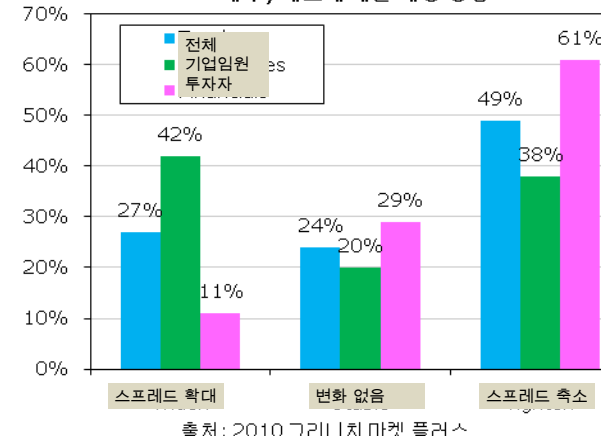
4 페이지

중앙 청산의 장점



설문응답자들은 중앙거래청산의 가장 큰 장점으로 다음의 사항을 꼽았습니다. 1)신용위험 완화 2)순포지션 기준 3)구조적인 위험 완화 4)투명성 5)ISDA 및 CSA 보고서를 비롯한 문서 작업 경감 6)매도/매수 스프레드 및 처리비용을 포함하는 거래비용의 감소

매수/매도에 대한 예상 영향

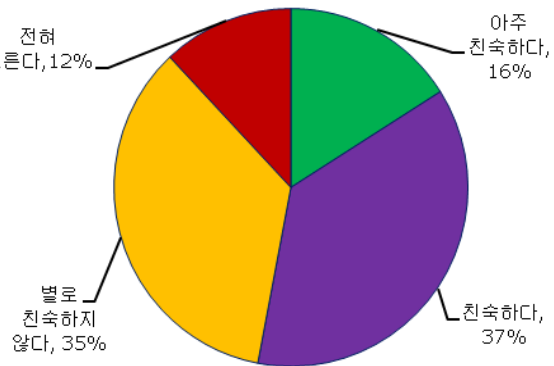


단 5%의 응답자만이 중앙거래청산 모형의 가장 큰 장점으로 거래비용 감소를 언급했습니다. 그러나 매수/매도 스프레드에 미칠 수 있는 영향에 관한 추가적인 질문에서는, 49%의 응답자가 중앙거래청산제도의 도입으로 스프레드가 낮아질 것이라고 생각했으며, 24%는 스프레드에 큰 변화가 없을 것으로 응답했고 27%는 지금보다 더 커질 것으로 응답했습니다.

장애 요소 - 장외파생상품 시장의 중앙거래청산 제도의 도입에 가장 큰 어려움은 제도에 대한 이해의 부족일 것으로 보입니다. 장외파생상품 거래 청산 제안에 대해 16% 및 37%의 응답자가 각각 “아주 친숙하다” 혹은 “친숙하다”고 답한 반면, 약 35%의 응답자는

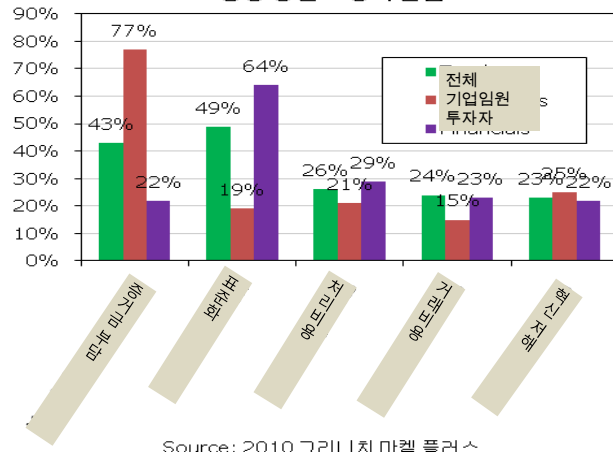
“별로 친숙하지 않다”라고 답했고 12%는 “전혀 모른다”라고 답했습니다.

OTC 청산 제안에 대한 이해도



중앙거래청산 제도와 관련한 응답자의 관심은 위탁증거금, 표준화, 처리 및 거래 비용, 혁신의 효과로 요약되었습니다.

중앙 청산 모형의 단점



표준화 및 혁신의 제약에 대한 응답자들의 관심은 지난 수년 간 고객의 요구에 따라 다양한 맞춤형 상품이 장외파생상품 시장에 도입되었다는 사실과 밀접한 관련이 있습니다. 현재 계류 중인 법안은 표준화된 장외파생상품을 의무화하고 있습니다. “표준화”의 의미는 운용의 관점에서 볼 때 청산소(CH)가 처리할 수 있는 파생상품이라는 뜻으로 해석됩니다.

2010년 3월 20일

5 페이지

클리어포트(ClearPort) – 장외거래파생상품 청산은 새로운 개념이 아닙니다. CME 클리어포트는 2002년 5월부터 성공적인 운영을 하고 있습니다. 비교적 짧은 기간 동안 거래량은 지속적으로 증가했으며, 2009년 기준 일일평균거래량은 558,000건을 기록했습니다.

CME 클리어포트는 단순히 거래 플랫폼이나 청산서비스로 인식해서는 안됩니다. CME 클리어포트는 인터넷 기반의 관문으로서, 장외시장에서 발생하는 상호간의 거래를 CME청산소로 보내어 청산 및 모든 처리가 이루어지게 함으로써 각 중앙거래청산모형에 관여하는 모든 참가자에게 혜택을 주는 제도입니다.

CME 클리어포트는 역사적으로 에너지상품 시장에 적용되어왔으며 그러한 맥락에서 가장 잘 알려져 있습니다. CME 클리어포트는 거래당사자에게 전혀 없는 유동성을 제공함으로써 문자 그대로 수백 종의 에너지 및 금속 상품 장외거래 실행 및 가격홍정을 가능하게 하고, CME 클리어포트 관문을 통해 거래를 CME 청산소로 보낼 수 있게 합니다. 더 나아가 CME 클리어포트는 에너지상품 거래에 국한되지 않을 것입니다. 본 서비스는 이자율, 외환, 농산물, 금속 및 다른 상품의 거래에도 광범위하게 이용될 것입니다.

각 상품시장의 욕구와 요구는 다소 차이가 있습니다. CME 클리어포트는 다채로운 자산군 시장 거래자들의 다양한 요구를 수용할 만큼 충분히 유동적입니다. 어떤 시장에서는 본 서비스가 쌍방간에 실행된 거래를 활용하여 새로운 포지션을 형성하고, 그에

따라 이루어진 선물계약에 대한 규제목적 및 회계용도로 이용될 수 있습니다. 또한 본 서비스는 쌍방간에 실행된 거래를 장외파생상품시장에서도 규정에 따라 지속적으로 거래하는 도구인 동시에 중앙거래청산 제도를 바탕으로 재정적인 확신과 처리 효율성을 누릴 수 있는 도구로도 이용될 수 있습니다.

CME 클리어포트(ClearPort)의 전환점

- 1998** 엔론(Enron)이 주요 에너지 업체로 전환
- 2000** 상품선물현대화법(CFMA) 제정으로 장외거래파생상품도 청산소를 통해 청산 가능
- 2001** 엔론 파산 신청, 장외거래 에너지파생상품에 대한 신용 불안 급증
- 2002** 뉴욕상품거래소(NYMEX)에서 장외거래를 위한 클리어포트(ClearPort) 도입
- 2003** 일일 거래량(ADV) = 24,137
- 2004** 클리어포트에 34 종의 장외거래 상품 등록
- 2006** 클리어포트 수익 1 억 달러 초과, 일일거래량 = 313,128
- 2008** CME 그룹이 뉴욕상품거래소 및 클리어포트를 인수한 후 CME 클리어포트로 개명, 에너지 이외에 다른 시장에도 서비스 확대
- 2009** 일일거래량(ADV) = 558,000

클리어포트는 독점적으로 쌍방의 거래 또는 “청산된” 상품만을 거래하는 경우 청산소로 가는 통로 역할도 할 수 있습니다. 훨씬 더 성숙되고 표준화된 시장에서 CME 클리어포트는 쌍방간 합의된 계약이나 거래소 계약 등을 궁극적으로 같은 청산제도에 정착시킴에 따라 활성화된 거래를 더욱 증진하는 역할도 수행합니다.

그러나 CME 클리어포트의 단일화된 기능은 장외거래방식과 양자간 실행을 선물거래방식, 다자간 실행 청산서비스와 결합한

것입니다. CME 클리어포트는 거래당사자의 부가가치를 창출하는 서비스에 중앙거래청산 모형의 재정적 안전장치와 자본의 효율성을 결합한 하나의 통로이자 메커니즘인 것입니다.

추가적인 정보를 원하는 경우, 아래로 연락하시기 바랍니다

존 라부스제우스키(John W. Labuszewski), 전무 이사
 소속: 연구 및 상품개발
 연락처: 312-466-7469, jlab@cmegroup.com

2010년 3월 20일

6 페이지

저작권자 2010 CME Group. 무단복제-전재 금지, 지구본 형태의 로고, Globex® 및 CME® 는 모두 (주)시카고상품거래소(Chicago Mercantile Exchange Inc.)의 등록상표이며, CBOT®는 시카고상품위원회(the Board of Trade of the City of Chicago)의 등록상표입니다. NYMEX 는 (주)뉴욕상품거래소(New York Mercantile Exchange, Inc.)의 등록상표입니다. 본 보고서에 포함된 정보는 신뢰할 수 있는 정보원에 의거한 것입니다. 그러나 본 보고서는 정보와 교육을 목적으로만 제공되는 것이며, CME 그룹 및 관련 자회사는 그 정확성이나 완전성 혹은 거래 결과에 대해 보장하지 않습니다. 본 보고서는 거래에 대한 조언이나, 선물 및 옵션에 대한 판매 촉진과는 전혀 무관함을 밝힙니다.

다른 언급이 없는 한, CME 그룹의 상품은 자사가 규제하는 거래소(CME, CBOT, NYMEX, COMEX)에서 거래되는 모든 상품을 의미합니다. 본 거래소에 등록된 상품은 특정한 거래 규정에 의거 규제되고 있으며, 반드시 관련 규정집을 참고하시기 바랍니다.

본 보고서는 1995년 제정된 증권민사소송개혁법에 규정된 "미래예측진술(forward-looking statements)"을 담고 있습니다. 이러한 진술은 경영진의 예측을 기반으로 하며 위험과 불확실성을 내포합니다. 따라서 본 진술과 상당히 다른 결과가 도출될 가능성이 있음을 밝힙니다. 어떠한 미래예측진술도 보장되지 않으며, 실질적 결과는 진술과 매우 상이할 수 있습니다. 당사는 새로운 정보나 향후의 사건 외 기타 이유로 미래예측 진술을 갱신 또는 수정할 의무를 지니지 않습니다. 본 보고서에 제시된 미래예측진술은 특히 CME 그룹의 10-K 양식 2009년 연차보고서 및 최근 분기보고서에서 언급된 위험요인 및 주의성명에 언급된 내용을 포함하여 CME 그룹의 사업에 영향을 미칠 수 있는 전반적인 불확실성들과 함께 평가해야 합니다.
