



구조화채권투자 시 Sweetner 함정에 대한 주의

임준환 선임연구위원 · 이경아 연구원

요약

■ 최근 생보사, 연기금, 공제 등 기관투자자들이 저금리 상황에서 보다 높은 투자수익을 얻기 위해 구조화 채권 투자에 관심을 보이고 있다. 하지만 구조화 채권 투자에는 시장금리를 상회하는 높은 표면금리(Sweetner)를 제공한다는 매력이 있는 반면, 향후 시장상황 변동에 따른 조기상환위험 및 금리 변동성 확대 위험과 같은 구조화 특성에 기인한 위험이 내재되어 있다. 그리고 Sweetner가 보강될수록 이러한 내재 위험이 높아진다. 따라서 투자자들이 이러한 위험요인을 고려하지 않고 표면금리만을 보고 투자 결정을 내릴 경우 Sweetner 함정에 빠질 수 있으므로 이에 대한 주의가 필요하다. 구조화채권에 투자하는 기관투자자들은 표면금리뿐만 아니라 내재위험을 동시에 고려한 합리적인 투자결정을 내려야 할 것이다.

■ 최근 공제, 연기금, 생보사 등 기관투자자들은 수익보강의 대체, 포트폴리오 관리, 위험헤징수단으로 구조화채권(Structure Note)에 관심을 보이면서 투자규모를 확대하는 추세임.

- 구조화채권이란 전통적인 채권의 구성요소인 액면가, 액면이자율, 또는 만기를 투자자의 성향에 맞게 구조화하여 만들어진 채권임.
- 우리나라 금리연계 구조화채권 발행 규모는 금번 글로벌 위기가 발생한 직후 감소되었으나 점진적으로 증가하는 추세임.
 - 금리연계 구조화채권 발행 규모는 2006년 5조 8천억 원에서 금융위기가 발생한 2008년 3조 2천억 원으로 하락하였으나 이후 완만한 회복세를 보임(〈표 1〉 참조).
 - 구조화채권 유형 중 금리연계 범위(Range Accrual)형이 전체 구조화 채권시장의 70%를 차지하며 최근에는 기준금리가 2개인 금리연계 범위채권 발행 규모도 증가 추세임.

〈표 1〉 금리연계 구조화채권 발행 규모 추이

(단위: 억 원)

구분	'06년	'07년	'08년	'09년	'10년
총 발행금액	57,672	54,694	32,898	38,542	38,091

자료: 나이스채권평가.

■ 금리연계 범위형 구조화채권 중 CD금리에 연계되어 있는 CD Range Accrual 구조화채권을 통해 구조화채권의 특징을 살펴보면 첫째, 조기상환권(Callable)의 콜옵션과 디지털옵션(Digital Option)이 내재되어 있다는 특성이 있음.

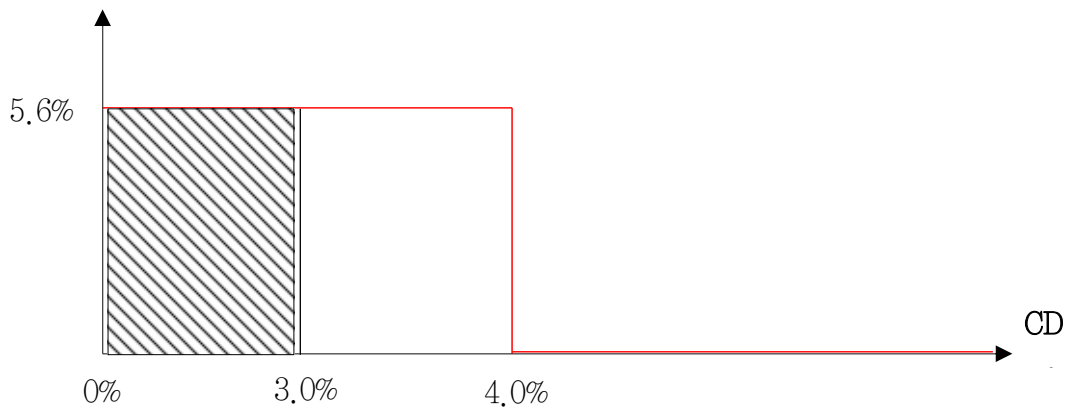
- 구조화채권 발행자는 일정 기간 경과 이후에 시장금리가 유리한 상황이 되면 중도 상환할 수 있는 조기상환권(Callable)의 콜옵션을 가짐.
- 또한 기초자산 가격이 옵션계약 당사자 간에 정한 수준이 되면 정해진 이익을 얻고, 정해진 수준의 이하일 경우에는 이익이 상실되는 디지털옵션(Digital Option)이 내재됨.
 - 기초자산 가격이 미리 정해진 가격 이상으로 상승하더라도 정해진 수준 이상의 이익을 얻을 수 없음.

■ 둘째, CD Range Accrual 구조화채권은 하한/상한 범위에 따라 금리를 지급하는 특성을 지니고 있으며, 특히 구조화채권의 초과 표면금리(Sweetner)는 채권 투자자들에게 매력적인 투자 유인임.

- CD Range Accrual 구조화채권은 이표 지급금액을 시장 금리의 상한과 하한에 연동시켜 지급 금리를 다르게 적용하며, 발행채권의 기준금리가 범위 안에 있을 경우 높은 이표를 주고 범위 밖에 있을 때 벗어난 조건에 해당되는 낮은 이표를 지급함.
- CD Range Accrual 구조화채권의 사례: CD금리가 약정한 범위(0~4%) 내에 있으면 높은 표면금리(5.6%)를 지급하고 범위 밖에 있으면 0%의 표면금리를 투자자에게 지급하도록 설계함.
 - CD금리 범위: 0~4%(시장발행금리: 3%)
 - 쿠폰 수익구조: 범위 내에 있으면 5.6%, 그렇지 않으면 0%의 이자 지급
 - CD금리가 구간 안에 든 날(성공일수): 220일
 - 쿠폰 지급구조: $5.6\% \times (\text{성공일수}220\text{일}/365\text{일}) + 0\% \times (\text{실패일수}145\text{일}/365\text{일})$
 $= 3.38\%$

- CD Range Accrual 구조화채권의 경우에서 보듯이 구조화채권의 초과 표면금리(Sweetner)는 채권 투자자들에게 매력적인 투자 유인임.
 - CD Range Accrual 구조화채권 표면금리 5.6%는 CD 수익률(발행금리 3.0%) 보다 높음.

〈그림 1〉 CD Range Accrual 구조화채권 손익구조



■ 그런데, 높은 표면금리를 보장하거나 두 개 이상의 금리를 기준금리로 제시하는 옵션이 포함되는 방식으로 Sweetner가 보강될 경우 투자자들의 내재위험도 증대하게 됨.

- Sweetner를 보강하기 위해 1~2년 동안 CD금리수준 변화와 관련 없이 높은 표면금리를 보증하는 옵션이 포함될 수 있고 기준금리를 CD금리뿐만 아니라 LIBOR(은행 간 단기외화차입금리)를 결합하여 제시될 수 있음.
- Sweetner가 보강될 경우 다음과 같이 구조화채권의 특성으로 인해 낮은 금리로 상환을 요구할 수 있는 조기상환위험, 금리상승 및 변동성 위험이 높아지기 때문에 커져 투자자가 손실을 볼 수 있는 위험 등이 수반됨.
 - 조기상환위험: 지정된 범위 안에 CD금리가 유지되더라도, 시장금리가 발행시점의 금리보다 낮아질 경우 발행자가 조기상환할 가능성이 커짐(〈그림 1〉에서 보듯이, 빗금친 부분에 CD금리가 위치할 경우 구조화채권 발행자가 조기상환을 집행할 가능성이 높음).
 - 금리상승위험: 금리상승이 제한적으로 이루어질 경우 투자자에게 유리하지만 높은 금리상승이 이루어질 경우 투자자에게 불리함.
 - 금리 변동성 확대 위험 CD금리의 높은 변동성으로 인해 범위구간을 벗어나는 횟수가 증가하게 되면 제시금리가 낮아져서 투자자에게 불리함.

■ 그러므로 구조화채권에 투자하는 경우 투자자는 Sweetner 함정에 주의하여 Sweetner와 내재위험을 동시에 고려할 필요가 있음.

- 내재위험을 이해하기 쉬운 구조화채권 투자가 바람직한데, 예컨대, 중도상환이 배제되거나 기준금리의 개수가 1개로 단일화된 구조화채권의 형태를 들 수 있음.
- 물론 단순화된 구조화채권은 그렇지 않은 경우에 비해 Sweetner는 낮을 수밖에 없지만 다른 한편으로는 내재위험을 보다 분명히 파악할 수 있다는 장점이 있음. [kiri](#)