국내 구조화채권시장 현황 및 시사점

황인창 연구위원, 최창희 연구위원

요약

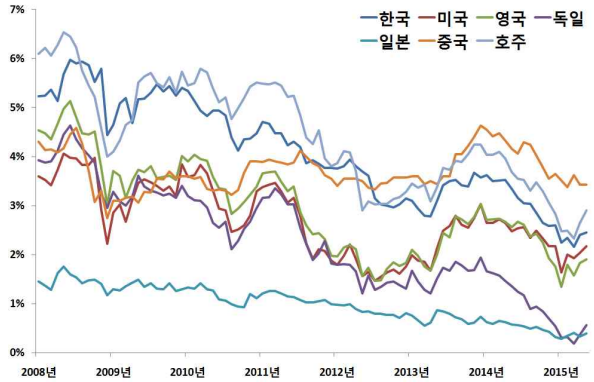
■ 저금리 환경이 지속됨에 따라 보험회사, 연기금, 공제 등 기관투자가들은 보다 높은 수익을 얻기 위해 구조화채권(structured note) 투자에 꾸준한 관심을 가짐. 국내 구조화채권시장 현황을 살펴보면, 투자자의 요구수익률을 충족하기 위해 만기구조가 장기화되고, 해외금리(주로 미국 및 유럽)를 이용한 상품이 증가하였음. 올해 유력한 미국 기준금리 인상은 전 세계 금리기간구조(term structure of interest rates)에 큰 영향을 미칠 것이고, 상품구조에 따라 일부 구조화채권 가격은 크게 하락할 수 있음. 위를 종합해 볼 때, 금융회사들은 미국 기준금리 상승이 구조화채권 가격에 미치는 영향을 파악해 이에 선제적으로 대응할 필요가 있음.

■ 저금리 환경이 지속됨에 따라 보험회사, 연기금, 공제 등 기관투자가들은 보다 높은 수익을 얻기 위해 새로운 자산운용 전략을 실행하고 있는데, 구조화채권(structured note) 투자에도 꾸준한 관심을 가짐.

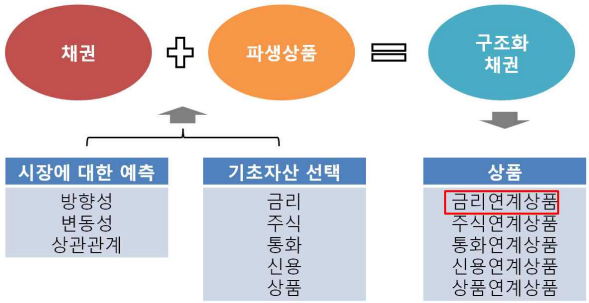
- 글로벌 금융위기 이후 세계 각국이 급격히 침체된 경기를 부양하기 위해 저금리 정책을 고수하면서 국내 역시 저금리 환경이 장기간 지속되고 있음(〈그림 1〉 참조).
- 구조화채권은 일반채권(원금+고정이표)[1]과 파생상품(금리연계 추가변동이표)이 결합되어 만들어진 상품으로, 일반채권에 비해 높은 표면금리를 제공함(〈그림 2〉 참조).
  - 국내 구조화채권시장에서의 구조화채권은 대부분 금리를 기초자산으로 하는 금리연계채권임.
  - 주요 투자자는 저금리 환경에서 일반채권을 대체하여 높은 수익을 필요로 하는 보수적인 투자성향을 가진 기관투자가임.

1) 발행할 당시 이자율이 만기 때까지 유지되는 고정금리부 채권.

〈그림 1〉 국가별 국채 10년 수익률 추이(월간)



〈그림 2〉 구조화채권의 개념



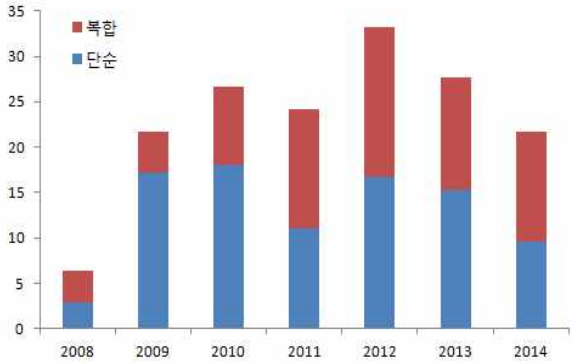
자료: 연합인포맥스.

최근 국내 구조화채권시장의 큰 특징으로 첫째, 만기구조의 장기화, 둘째, 해외금리(주로 미국 및 유럽)를 이용한 상품 증가를 꼽을 수 있음.

- 2009년 이후 구조화채권은 연 평균 약 26조 원으로 발행되고 있는데, 특히 복합구조화채권의 발행이 증가함(〈그림 3〉 참조).
  - 단순구조화채권[2]은 지급이자율(표면금리)이 기준금리에 단순 연동된 변동금리부채권임.
  - 복합구조화채권[3]은 특정 조건을 만족하면 높은 지급이자율을 제공하지만, 그렇지 않으면 낮은 지급이자율(일반적으로 0)을 제공하는 변동금리부채권임.
- 만기가 긴 구조화채권 상품 발행이 증가하고 있으며, 대신 조기상환옵션이 부여된 형태로 발행됨.
  - 만기를 장기화할수록 높은 지급이자율을 가진 구조화채권 설계가 가능하고, 대신 구조화채권 발행자는 만기 장기화에 따른 리스크를 관리하기 위해 투자자로부터 채권을 매수할 수 있는 옵션(callable option)을 구조화채권에 부여함.
- 구조화채권 설계 시 국내금리만으로는 투자자의 요구수익률을 충족시키기 어려워지자 해외금리도 같이 이용하는 구조화채권[4] 발행이 증가함.

2) 지급이자율 = 기준금리(reference rate) + 가산금리(spread)
3) 지급이자율 = C_1 (기준금리가 특정 조건을 만족할 때)
= C_2 (기준금리가 특정 조건을 만족하지 않을 때)
$C_1 > C_2$ (일반적으로 C_2 =0)
4) Quanto 형 구조화채권이라고 분류함.

〈그림 3〉 구조화채권 발행규모(단위:조 원)



자료: KIS Pricing(2014년 11월 말 기준).

올해 유력한 미국 기준금리 인상은 전 세계 금리기간구조(term structure of interest rates)[5]에 큰 영향을 미칠 것으로 예상됨.

- 미국 경제가 완연한 회복 국면에 진입함에 따라 미국 연방준비제도 이사회(FRB[6])는 2014년 10월 대규모 자산매입프로그램(QE3[7])을 종료하고, 금년 하반기 중에 0% ~ 0.25% 목표범위를 유지해온 연방기금금리(federal fund rate)를 인상할 것으로 예상됨.
- 이러한 미국 기준금리 인상은 미국 시장금리 수준을 전반적으로 상승시키고, 변동성도 크게 변화시킬 뿐만 아니라 한국을 포함한 전 세계 금리기간구조에 영향을 줄 것임.

이러한 금리기간구조 변화는 국내 구조화채권 가격에 큰 영향을 미칠 것이고, 상품구조에 따라 일부 구조화채권 가격은 크게 하락할 수 있음.

- 최근 국내에서 발행된 구조화채권 중 해외금리를 직접적으로 사용한 채권이 증가했기 때문에, 미국의 금리인상은 이러한 구조화채권 수익성에 직접적으로 영향을 미침.
- 특히, 구조화채권 가격은 상품구조에 따라 조기상환위험, 금리상승위험, 변동성확대위험 등 내재된 위험에 의해 상당부분 하락할 수 있음.
  - 구조화채권 투자를 통해 잠재적인 고수익 실현이 가능하나, 이는 위험-수익 교환관계(risk-return tradeoff)에서 비롯된 위험부담을 전제로 한 보상임.
  - 구조화채권에 내재된 파생상품의 경우, 일반적으로 금리 변화(방향성, 변동성 등)에 의한 가격

5) 금리기간구조란 채권 만기와 이자율 사이의 관계를 말함.
6) Federal Reserve Board.
7) QE3란 2012년 9월 미국 연방준비제도가 발표한 3차 양적 완화조치(Round 3 of quantitative easing)를 말함.

변화가 레버리지 효과로 인해 일반채권보다 훨씬 큼.

- 따라서, 금리 상승 시, 구조화채권 가격은 일반채권 부분에 의해 하락하고, 추가로 상품구조가 금리 상승에 취약할 경우[8], 내재 파생상품으로 인해 더욱 크게 하락함.
- 또한, 변동성 확대 시, 높은 지급이자율을 주는 조건에서 벗어날 가능성이 커지기 때문에 구조화채권의 가격은 하락함.

위를 종합해 볼 때, 금융회사들은 미국 기준금리 상승이 구조화채권 가격에 미치는 영향을 파악해 이에 선제적으로 대응할 필요가 있음.

- 2013년 6월말 미국의 출구전략 가시화에 따른 금리 상승 및 주가 하락으로 인해 유가증권의 평가손익이 대폭 감소하여 국내 보험회사들의 지급여력비율(RBC 비율)은 제도 시행 이후 가장 낮은 수치를 보인 바 있었음(〈그림 4〉 참조).
  - 일부 보험회사들의 RBC 비율은 권고수준(150%) 내외로 떨어졌고, 일부 대형사의 RBC 비율도 200% 근처로 떨어졌었음.
- 금융회사들은 최근 논의되고 있는 미국의 기준금리 인상이 일부 구조화채권 가격을 하락시킬 수 있다는 것을 인식하고 이에 선제적으로 대응하는 방안을 모색할 필요가 있음.
- 이를 위해서는 우선적으로 구조화채권에 내재된 리스크를 사전에 충분히 인식해야 하고, 이를 바탕으로 구조화채권 적정가격 평가 능력을 보유하고 있어야 함. KiRi

〈그림 4〉 보험회사 RBC 비율 추이(단위: %)

자료: 금융감독원.

8) 예를 들어, 국내에서 많이 발행된 Range Accrual 형 상품은 기준금리(CD 금리, 국고채 금리 등)가 일정한 범위(range) 내에서 유지되면 높은 이자를 지급하고, 범위를 벗어나면 낮은 이자를 지급하는 구조화채권임. 이러한 구조화채권의 경우, 금리상승으로 인해 기준금리가 높은 이자를 지급하는 범위를 벗어나게 되면, 해당 구조화채권의 가격은 크게 하락함.