

# kiri Weekly

2012.01.16 제165호

## 이슈

국내 보험회사의 증권대차거래를 활용한 자산운용수익 제고방안

## 포커스

미국경제의 일본식 장기불황 가능성 평가

## 금융보험 해설

금융기관 자기자본제도 7: 운영리스크

## 국내금융 뉴스

지식경제부, 2011년 자동차산업 실적 발표

금융위, 2011년도 소액보험 사업실적 발표

국민연금관리공단 중국 증시 직접투자 해외기관 자격(QFII) 획득

퇴직연금 가입자 300만 명 돌파

우체국보험 가입한도액 인상 보류

## 해외금융 뉴스

북미 \_ 미 연준, 주택시장 활성화 방안 촉구

유럽 \_ 피치, 이탈리아 신용등급 강등 가능성 시사

\_ 그리스, 민간채권단 손실 분담률 협상 난항

\_ 독일·프랑스 정상회담, 새 재정협약 이번 달 마무리

일본 \_ 동경해상, 미국 Delphi 지주회사 인수

중국 \_ 2011년 보험산업 투자수익률 3.6% 기록

## 금융시장 주요지표

**kiri** 보험연구원  
Korea Insurance Research Institute

이슈와 포커스는 연구자 개인의 의견이며, 보험연구원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.

서울시 영등포구 여의도동 35-4 8층 보험연구원 (문의: 김세환 부장 / 02-3775-9051)



# 국내 보험회사의 증권대차거래를 활용한 자산운용수익 제고방안

임준환 선임연구위원, 전용식 연구위원

## 요약

■ 국내 보험회사들은 장기국공채의 저금리 추세가 장기화될 것에 대비하여 수익보강 차원에서 유가증권(채권 또는 주식)을 차입자에게 대여하고 담보자산으로 현금을 수취하는 증권대차거래의 활성화를 고려할 필요가 있음.

- 국공채 금리 하락으로 국내 생명보험회사들의 자산 운용수익률이 하락 추세임.
- 현재 국내 보험회사들의 증권대차거래 규모와 수익은 미미한 수준으로 생명보험 상위3사의 경우 보유 국공채 규모의 4% 수준 내외이고 대차거래로부터 발생하는 수익률도 20bp 수준임.
- 미미한 이유는 첫째 담보관리 체계 구축 결여와 현업의 역량 부족 등에 기인함.

■ 보험회사에게 증권대차거래는 첫째, ALM전략에 부합되고, 둘째, ALM체제하에서 부가 수익(대차수입과 예탁 수수료 절감)을 창출할 수 있으며, 셋째, 적극적 채권투자전략을 구사할 수 있는 등 금리수익을 제고할 수 있는 자산운용 효율화 방안 중 하나임.

- 증권대차거래는 보험회사의 장기부채에 상응하는 장기국공채(만기보유형)를 거래상대방에게 매각하는 것이 아니라 대여만 하는 거래이므로 보험회사의 ALM전략에 부합함.
- 동 거래는 현금담보 투자를 통한 대차수입뿐 아니라 유가증권 보유에 수반되는 예탁수수료를 거래상대방에게 전가함으로써 예탁비용을 절감할 수 있음.
- 또한, 이행보증금으로 수취한 현금담보를 활용하여 투자포트폴리오를 구성할 때 대차계약의 만기에 부합하는 단기채권 비중을 크게 하고 장기우량 채권을 포트폴리오에 편입함으로써 수익률을 제고할 수 있음.

■ 향후 증권차입수요 확대로 증권대차거래가 증가할 것이라고 예상되므로 이를 적극적으로 활용하여 운용수익을 보강하고, 이에 수반되는 추가적인 위험을 파악 및 관리할 수 있는 담보관련 리스크관리 체계의 구축이 선행되어야 함.

- AIG 사례에서 알 수 있듯이 대차거래 만기가 단기인 경우 유동성위험을 야기할 수도 있으므로, 이를 관리할 수 있는 리스크관리 시스템 구축이 선행되어야 함.

## 1. 검토 배경



■ 최근 채권금리의 하락으로 보험회사 자산 운용수익률이 하락하고 있어 자산운용수익 제고 방안에 대한 관심이 높아지고 있음.

- 3년 만기 국채금리는 2000년 8.3%에서 2010년 3.7%로 하락하였으며, 2011년 12월에는 3.36%를 기록함.
- 예를 들어, 생명보험회사의 운용자산 수익률은 2010년 5.9%로 2000년 8.9%에 비해 400bp 하락하였으며, 2010년 기준 운용자산의 19.5%를 국공채로 운용하고 있음.
- 금리하락은 운용수익률 하락으로 이어져 보험회사의 수익성이 저하됨.

〈표 1〉 국내 생명보험회사의 운용자산 대비 국공채 비중, 수익률, 금리 추이

(단위:%)

구분	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
국공채 비중 <sup>1)</sup>	4.4	7.8	11.6	14.7	16.9	18.1	19.3	18.3	17.5	18.5	19.5	
수익률	운용자산	8.9	8.7	8.6	7.9	7.1	6.8	5.8	5.8	5.4	5.5	5.9
	국공채	16.6	13.6	11.1	7.4	6.8	5.8	5.2	5.0	5.4	5.2	5.2
국고채금리	3년	8.3	5.7	5.8	4.6	4.1	4.3	4.8	5.2	5.3	4.0	3.7
	5년	8.7	6.2	6.3	4.8	4.4	4.5	5.0	5.3	5.4	4.6	4.3
	10년	7.8	6.9	6.6	5.1	4.7	5.0	5.2	5.4	5.6	5.2	4.8
	20년	-	-	-	-	-	-	5.4	5.4	5.6	5.4	5.0

주: 1) 운용자산 대비 국공채 비중.  
자료: 한국은행, 각 사 업무보고 자료.

■ 글로벌 경기회복 지연으로 새로운 투자처 발굴이 어려워 자산운용수익률 제고가 쉽지 않은 상황임.

- 단기부동자금인 MMF 규모가 2010년 말 425조 원으로 2004년 258조 원에 비해 연평균 8.7% 증가함.

■ 이러한 상황에서 일부 외국계 생명보험회사들이 자산운용 효율화를 통한 자산운용수익을 보강 (enhancement)하기 위해 증권대차거래를 모색하고 있는 것으로 알려짐.

- 증권대차거래는 증권대여자가 보유한 유가증권(국공채 또는 주식)을 증권 차입자(증권사, 헤지펀드 등)에게 대여하고 증권 차입자로부터 이행보증 담보(현금 혹은 유가증권)를 수취하는데, 현금 수취의 경우 이를 금융시장에 재투자하는 거래<sup>1)</sup>임.
  - 따라서 안전자산인 채권투자 비중을 유지하면서 채권수익률을 웃도는 수익률 확보가 가능할 것으로 기대됨.
  - 미국의 AIG가 증권대차거래를 재개한 가운데 우리나라에서도 「자본시장법」 개정으로 헤지펀드가 본격화될 경우 증권대여시장의 채권대차 수요가 커질 전망이다.
- 현재 국내 대형 생명보험회사들은 증권대차거래를 소극적으로 수행하고 있는데 이는 미미한 이유는 첫째 담보관리 체계 구축 결여와 현업의 역량 부족 등에 기인함,
- 국내 생명보험회사들의 증권대차거래는 자산운용 수익률 제고보다는 과거의 거래 관행을 유지하는 수준에서 이루어지고 있음.
  - 채권대차시장에서 보험회사가 차지하는 규모는 지난해 11월까지 누적기준 11.3조 원으로 그 비중이 시장의 6.4%에 그치고 있으며, 국내 생명보험 상위3사의 증권대차거래 규모도 보유채권 대비 4% 수준에 불과함.<sup>2)</sup>
- 이에 본고는 보험회사의 투자전략으로서 증권대차거래의 의미를 살펴보고 증권대차거래 활성화를 위한 선결과제를 리스크관리 측면에서 살펴보고자 함.
- 운용수익률 제고를 위해 장기부채에 상응하는 자금을 공격적이고 위험한 투자에 활용할 경우 보험회사 본연의 업무에서 벗어날 수 있는 만큼 보험업의 본질을 유지하면서 효율적으로 투자수익률을 제고하는 방안으로 증권대차거래를 고려할 필요가 있음.
  - 따라서 본고는 투자측면에서 증권대차거래가 가지는 기회요인과 리스크 요인들을 점검함.

1) 본고에서는 채권을 대여하고 현금을 담보로 하는 현금담보 채권대차거래를 중심으로 분석하였으며, 실제로 여러 대차거래 중 현금담보 채권대차거래가 지배적임.

2) 한국증권금융 기준.

## 2. 증권대차거래의 기본구조와 잠재 리스크



### 가. 국내 증권대차거래 현황

■ 주식을 제외한 국공채 대차거래시장 규모는 한국증권금융 누적 체결 기준으로 2011년 11월까지 약 169조 3,348억 원을 기록함.

- 이 중 은행은 19조 4,170억 원, 보험회사는 11조 3,737억 원을 대여하고 있음(〈표 2〉 참조).<sup>3)</sup>
- 채권대차거래에서 최대 수요자(160조 원 규모)는 증권회사이며 그 다음이 은행, 자산운용사임.

〈표 2〉 참여자별 채권 대차거래 통계

(단위: 백만 원, %)

참여자 구분	대여자		차입자	
	체결규모	비중	체결규모	비중
외국인	834,850	0.49	834,850	0.49
내국인	168,499,953	99.51	168,499,953	99.51
은행	19,417,000	11.47	4,993,500	2.95
증권회사	5,446,612	3.22	159,553,053	94.22
보험	11,373,700	6.72	0	0
연기금	123,339,941	72.84	0	0
자산운용	7,517,700	4.44	1,717,700	1.01
기타	2,239,850	1.32	3,070,550	1.81
합계	169,334,803	100.00	169,334,803	100.00

주: 2011년 1월 3일~2011년 11월 25일까지 누적액.  
자료: 한국증권금융.

■ 증권회사는 주로 단기 자금조달 수단으로 증권대차거래를 활용하고 있음.

- 증권회사는 채권매매 차익거래와 자금조달을 위한 RP거래를 목적으로 채권을 차입<sup>4)</sup>함.

3) 채권은 국공채(3년, 5년) 혹은 통화안정증권.

■ 국내 보험회사들은 현금담보 재투자를 통한 수익창출(대차수입)과 채권보유 비용절감 목적으로 대여자  
로만 참여하고 있으며 소극적인 수준임.<sup>5)</sup>

- 2011년 9월 말 기준 국내 대형 생명보험회사들의 국공채 보유금액은 52.7조 원 규모에 달하나 이  
중 4%만이 대차거래에 운용되고 있음.
- 채권대차 규모가 보유자산 대비 미미하여 수익에 대한 기여도도 높지 않은 것으로 알려짐.<sup>6)</sup>
- 채권을 대여할 경우 채권 보유 시 지급해야 하는 예탁수수료를 채권 차입자가 지불해야 하므로 예  
탁수수료 비용을 절감할 수 있음.

## 나. 증권대차거래의 미시적 시장구조

■ 대차거래 시 주요 고려사항은 담보금액의 결정, 대여증권의 대여기간 및 이자수익, 현금담보의 투자수익  
배분방식이라 할 수 있는데, 이를 각각 살펴보면 아래와 같음.

- [이행보증 담보금액의 결정] 초과담보제도에 의해 대여증권 시장가치의 102~105%에서 결정되며,  
일일정산 시가평가제도(Marking to Daily Market Price, MTM)를 통해 유가증권 대여자를 보  
호<sup>7)</sup>함.
- [대여기간] 대차거래의 만기는 일반적으로 확정되어 있지 않으므로 초단기인 경우로 볼 수 있는데,  
이는 채권 차입자와 대여자가 언제든지 상환을 요구할 수 있는 옵션을 갖고 있기 때문임.
- [이자수익과 투자수익 배분] 대여증권에서 발생하는 이자수입은 증권 대여자에게 귀속되지만 대여자  
가 수취한 현금담보를 재투자할 경우 발생하는 수입은 증권대여자와 차입자간 계약조건에 따라 배분  
되며, 이 때 증권 차입자에게 지급하는 금리를 리베이트 금리(rebate rate)<sup>8)</sup>라 부름.

4) RP거래란 미래에 채권 재매입을 전제로 현재 채권을 매각해서 자금을 조달하는 거래임.

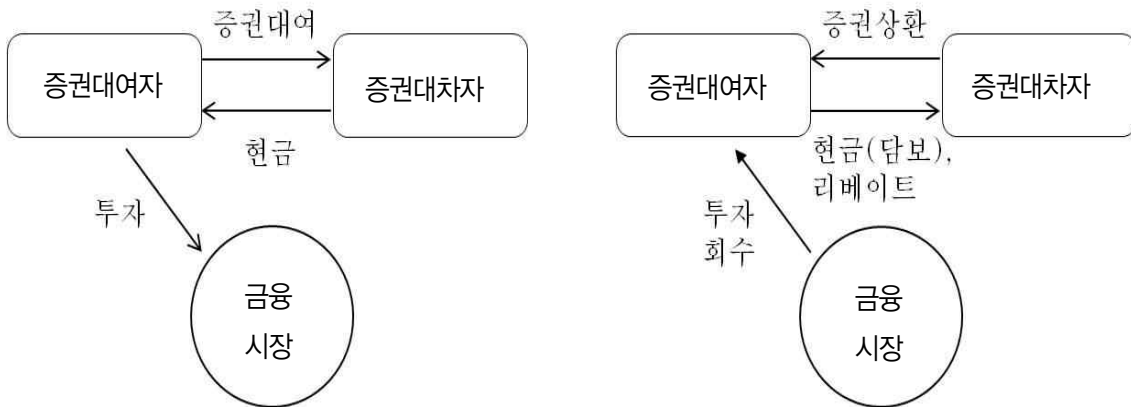
5) 대차거래는 담보현금을 다시 유가증권에 재투자한다는 점에서 레버리지가 내재된 투자라고 할 수 있는데, 이는 담보현금을  
일종의 차입으로 볼 수 있기 때문임.

6) 국내 대형 생명보험회사의 증권대차거래 관련 수익은 2011년 투자영업수익(13.5조 원)의 0.03% 수준인 것으로 추산됨.

7) 초과담보제도란 채무이행보증을 위한 현금담보가 대여 유가증권의 시장가격보다 2~5% 높게 유지되도록 하는 제도이고, 일  
일정산 시가평가제도란 대여한 유가증권의 가치를 매일 형성된 시장가격으로 평가하여 전일가격과 금일가격의 차이를 담보  
에 반영하는 제도임.

8) 리베이트 금리는 대여증권의 희소성에 따라 마이너스까지 가능한데, 예컨대 희소성이 큰 증권을 대여하면 대여자는 차입자로부터 리베  
이트 금리를 수취할 수도 있음.

〈그림 1〉 증권대차거래 개시(좌) 및 종료(우) 시 흐름



자료: An Introduction to Securities Lending(Australia), 2005.

■ 대차거래가 개시되는 시점에서 증권 대여자(보험회사)는 증권을 대여하고 증권 차입자(증권회사, 헤지펀드 등)는 현금을 동 대여자에게 이행보증 담보형태로 제공하는 구조임(〈그림 1〉 참조).

- 대차거래 개시 이후 증권 대여자는 담보로 받은 현금을 만기까지 단기금융시장에 투자<sup>9)</sup>함.
- 한편, 대차거래가 종료되는 시점에서 증권 대여자는 현금을 해당 차입자에게 되돌려주고 대여된 증권을 회수함으로써 계약이 종료됨.
  - 단기금융시장에 현금담보를 투자한 경우 계약 종료와 함께 동 담보를 회수하여 현금과 투자 수익 일부(리베이트 금리)를 차입자에게 상환함.

9) 중개기관이 차입자와 증권대차계약을 대행하고 계약조건을 정한 후, 차입자로부터 담보를 수취하고 증권을 대여함.

〈표 3〉 현금담보 유가증권(채권) 대차거래의 특징

특징	현금담보 대차거래
교환방식	유가증권 재취득을 전제로 대여
교환형태	유가증권 vs. 현금
담보유형	현금
거래동기	담보로 수취한 현금을 단기금융시장에 투자
상환대상	담보 제공자(차입자)에게 리베이트 금리와 이행보증 현금을 지급하고 대여증권을 회수
증거금제도(MTM)	초기 및 변동증거금 부과
초과담보	채권 대여자가 초과담보 요구(채권시장가치의 2~5%)
대여기간 및 이자수익	월별경과이자 지급형식(즉시상환 요구 가능)
이자수익 / 투자수익	대여채권에서 발생하는 이자는 대여자에게 귀속 / 투자수익은 대차자에게 배분(리베이트 금리)

자료: An Introduction to Securities Lending(Australia), 2005.

#### 다. 보험회사의 투자전략과 리스크

■ 증권대차거래의 장점은 첫째, ALM전략에 부합되고, 둘째, ALM체제하에서 부가적인 수입(대차수입과 예탁수수료 절감)을 창출할 수 있으며, 셋째, 적극적 투자전략을 구사할 수 있어 금리소득을 창출하여 운용수익률을 제고할 수 있다는 점임.<sup>10)</sup>

- 증권대차거래는 보험회사의 장기부채에 상응하는 장기국공채(만기보유형)를 거래상대방에게 매각하는 것이 아니라 대여만 하는 거래이므로 보험회사의 ALM전략에 부합하는 전략임.
- 또한, 동 거래는 대여에 따른 반대급부인 대차수입을 취득할 수 있을 뿐 아니라 보유 유가증권을 제3기관에 예탁하는 대가로 지불하는 예탁수수료를 거래상대방에게 전가함으로써 예탁비용을 절감할 수 있음.<sup>11)</sup>
- 적극적 채권투자 전략이란 이행보증금으로 수취한 현금담보를 활용하여 투자포트폴리오를 구성할 때 대차계약의 만기에 부합하는 단기채권 비중을 크게 하고 장기우량 채권을 포트폴리오에 편입하는 전략임.

10) 담보현금을 다시 유가증권에 재투자할 수 있다는 점에서 레버리지가 내재된 투자라고 할 수 있는데, 이는 담보현금을 일종의 차입이라 볼 수 있기 때문이며, 적극적 투자전략이란 Barbed 채권투자임.

11) 예탁수수료는 약 30bp(1년 기준).

### 〈계약기간 동안 채권가치가 불변이라는 가정하에서 증권대차거래의 예시〉

시장가치 1억 원의 채권을 초과담보 5%, 2011년 11월 22일부터 2011년 11월 25일까지 중도상환 요구가 가능한 현금담보 채권대차거래의 경우 채권 대여자는 담보금액(현금) 1억 500만 원을 수취하고 현금을 투자수익률 100bp 자산에 투자(리베이트 금리 80bp 가정)할 경우 20bp의 순투자수익을 얻을 수 있음.

■ 그러나 현금담보 재투자 과정에서 유동성위험, 신용위험, 그리고 듀레이션 위험에 노출될 수 있음.

- 유동성위험이란 채권 차입자가 채권 반환을 갑자기 요구할 때 대여자인 보험회사가 이에 상응하는 현금을 확보하지 못해 발생할 수 있는 손실로 현금담보를 유동성이 낮거나 만기가 장기인 금융상품에 투자하여 단기간에 투자자금 회수가 어려운 경우에 발생함.
- 신용위험이란 보험회사가 현금담보를 재투자하여 취득한 유가증권의 거래상대방이 채무불이행에 노출되는 위험을 말함.
- 듀레이션위험이란 보험회사가 수익보장을 위해 현금담보를 장기채권에 재투자할 경우 발생하는 위험으로 대여증권의 만기는 단기인 반면 재투자 채권의 만기가 긴 경우 금리변화에 따라 보험회사의 위험 익스포저는 크게 증가할 수 있음.<sup>12)</sup>

## 라. AIG 대차거래 사례에서 나타난 리스크

■ 대차거래에서 수반되는 유동성위험의 예로 AIG 대차거래를 들 수 있음.

- AIG는 보유 유가증권(국채 및 AAA의 신용등급을 갖는 회사채)을 대여하고 담보로 수취한 현금을 주로 최우량 신용등급을 갖는 부동산 담보부 대출증권(RMBS)을 매입하는데 사용하였으며, 해당 증권의 만기는 대체로 3~10년에 해당함.
- 한편, 증권대차거래의 만기가 초단기임을 감안할 때 AIG의 현금담보 자산운용전략은 이미 만기불일치문제(유동성위험)를 내포하고 있었음.
- 당시 부동산가격이 하락하여 MBS증권 가격이 급락함에 따라 상황<sup>13)</sup>을 우려한 거래상대방이 대규모 중도상환을 요구하였으나 AIG가 이러한 현금상환에 응하지 못함.

12) 예컨대 보험회사는 금리가 상승하는 경우 대여채권의 상환요구를 충족시키기 위해 현금담보로 투자한 장기채권을 매각해야하는데, 이러한 매각과정에서 손실이 발생할 수 있으며, 이러한 손실발생의 원인은 장기채권이 금리상승에 따른 가격하락 폭이 상대적으로 더 크기 때문임.

13) 증권대차거래 시 AIG가 대여증권 가치의 102~105%에 상당하는 현금담보 자산가치를 동 증권이 만족시키지 못하거나 또는 신용등급이 하락하는 경우 거래상대방은 중도상환을 요구할 수 있음.

- 그 결과 AIG는 채무불이행에 직면할 수밖에 없었고, 이에 210억 달러의 공적자금<sup>14)</sup>을 지원받음.
- 글로벌 금융위기 당시 AIG의 증권대차거래는 유동성 부족으로 보험회사가 파산위험에 빠질 수 있다는 것을 잘 보여준 사례임.
- 따라서 AIG 대차거래 재개는 현금담보부 대차거래를 통해 유동성자산을 확보함과 동시에 수익을 창출하는 새로운 수단이 될 수도 있지만, 다른 한편으로 현금담보자산의 유동성 여부, 신용등급 하락 등에 따라 유동성위험이 수반될 수도 있음.
- AIG는 글로벌 금융위기 이후 줄곧 적자상태를 면하지 못하고 있는 재무여건을 개선하기 위해 증권대차거래를 재개한 것으로 보임.
- 그러나 AIG가 증권대차거래 시 담보현금을 비유동성 고위험 자산에 투자하여 유동성자산을 확보하지 못하는 경우 거래상대방의 추가담보 요구로 파산위험에 다시 빠질 수 있음.

### 3. 대차거래 활성화를 위한 선결과제



- 국내 보험회사들은 장기채의 저금리 추세 장기화로 자산운용수익율이 하락할 것에 대비할 뿐 아니라 자산운용수익의 다각화 차원에서도 채권 대차거래 활성화를 고려할 필요가 있음.
- 유럽 재정위기의 장기화와 이에 따른 글로벌 경제의 침체로 안전자산을 선호하는 투자전략이 주요 패러다임으로 자리매김함에 따라 당분간 금리(국채금리) 하향화 추세가 지속될 것으로 전망됨.
- 이에 따라 장기국공채 보유 비중이 높은 연기금 및 생명보험회사들의 수익률이 악화될 것으로 우려됨에 따라 수익다변화 전략이 시급한 실정임.
- 채권대차거래는 ALM차원에서 금리위험을 관리하고 안정적인 수익을 확보한다는 측면에서 보험회사들에게 유효한 수익다각화전략이라 할 수 있음.
- 국내 헤지펀드 영업이 본격화될 경우 증권차입 수요가 확대될 것으로 보이므로 국내 보험회사들은 증권대차거래를 통해 추가적 투자수익을 확보할 수 있음.

14) 2008년 글로벌 금융위기 당시 AIG가 CDS거래, MBS투자, 대차거래에 따른 손실보전을 위해 정부로부터 지원받은 공적자금의 총액은 1,820억 달러에 달함.

- 국내 헤지펀드는 공매도, 레버리지 전략 등을 활용하여 파생금융생상품 등 다양한 분야에 투자할 수 있는데, 공매도와 관련하여 헤지펀드의 주요 거래자인 프라이머리 딜러은행들로부터 채권의 대차수요가 증가할 것으로 예상됨.
  - 국내 대형 생명보험 상위3사가 대차거래 비중을 10%까지 확대할 경우 대차수입과 예탁수수료 절감으로 인한 증권대차관련 수익은 약 2.6배 늘어날 것으로 추산<sup>15)</sup>됨.
- 그러나 AIG 사례에서 배울 수 있는 것처럼 채권대차거래는 공짜점심이 아니므로 위험관리체계의 구축을 통하여 채권대차거래 활용으로 발생할 수 있는 추가적인 위험을 적극적으로 파악하고 관리하는 것이 선행되어야 할 것임. **kiri**

15) 국내 대형 생명보험 상위3사의 증권대차거래 규모를 현재 4%에서 10% 수준으로 높일 경우 순수익률(대차수익률 20bp와 예탁수익률 30bp 가정 시) 대차수익이 2.6배 증가할 것으로 추산됨.