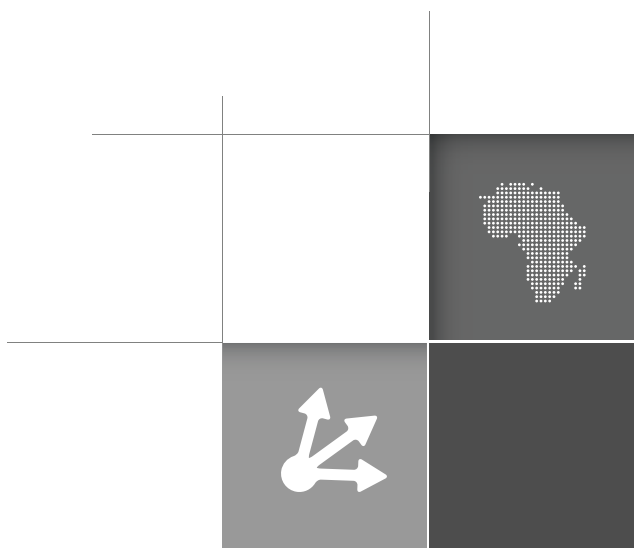


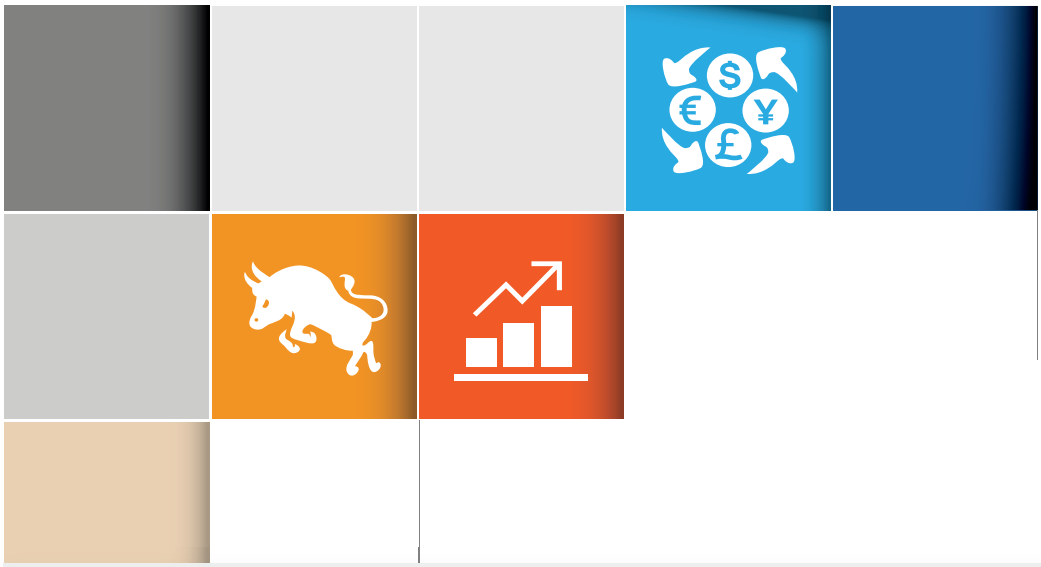
2015

장외파생상품 시장동향

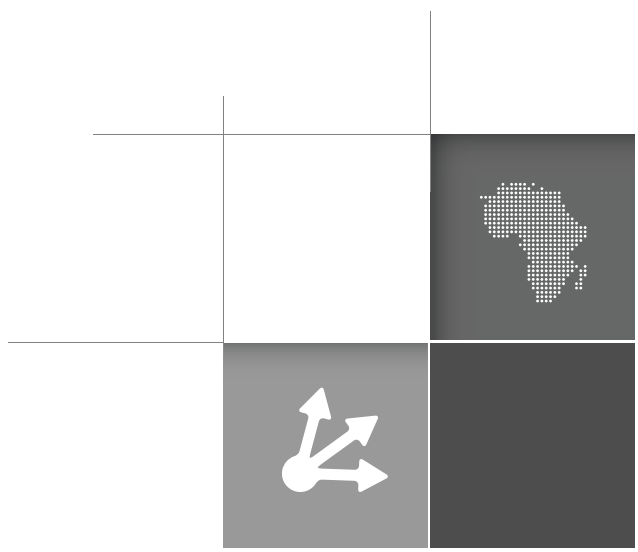
REPORT



금융투자협회
Korea Financial Investment Association



이 자료는 금융투자협회의 공식적인 의견과는
일치하지 않을 수도 있음을 알려드립니다.





CONTENTS

01 장외파생상품시장 현황 및 전망
이 효 섭 (자본시장연구원 연구위원) 9



02 주식파생상품 형황 및 전망
전 균 (삼성증권 리서치센터 이사) 35



03 이자율파생상품 현황 및 전망
최 한 복 (NH투자증권 FICC파생운용부 팀장) 69



04 통화파생상품 현황 및 전망
강 현 호 (한국산업은행 금융공학실 과장) 95



05 신용파생상품 시장동향 및 전망
이 석 형 (현대증권 상품전략부 부장, 경영학박사) 121



1
PART

장외파생상품시장 현황 및 전망

2015 장외파생상품 시장동향 REPORT

이 효 섭 (자본시장연구원 연구위원)









장외파생상품시장 현황 및 전망

이 효 섭(자본시장연구원 연구위원)

I. 서론

장외파생상품이 글로벌 금융위기의 주범으로 지목되면서, 글로벌 금융위기 직후 미국과 유럽을 중심으로 장외파생상품에 대한 규제 체계가 새롭게 정비되었다. 2009년 피츠버그 정상회담에서는 표준화된 장외파생상품의 CCP 청산 의무화, 장외파생상품 거래 내역의 TR 보고 및 기록 의무화, 장외파생상품 거래시 전자거래플랫폼 사용 의무화 등을 합의하였으며, G20 국가를 중심으로 해당 합의사항이 각국의 법제에 반영되었다. G20 합의안과 더불어, CCP 의무청산이 이루어지지 않는 장외파생상품에 대해 높은 수준의 소요 자기자본을 부과하고, 증거금 부과를 강화하는 등 장외파생상품 취급기관의 건전성 규제 또한 강화되었다.

이러한 장외파생상품시장의 규제 강화 여파로, 세계 장외파생상품시장의 성장세는 둔화되고 있다. 특히 2015년 상반기 세계 장외파생상품 잔액 및 시장가치는 글로벌 금융위기 이후 전기 대비 가장 높은 하락폭을 기록하였다. 글로벌 투자은행을 대상으로 장외파생상품에 대한 자본 규제가 강화되면서, 주요 투자은행들이 장외파생상품 자기매매 포지션을 크게 줄였기 때문이다. 특히 볼커룰(Volker-Rule)의 주된 적용대상인 일반상품 파생상품과 신용 파생상품의 경우, 거래와 잔액 감소폭은 두드러진다. 한편 2015년 상반기의 세계 장외파생상품 잔액 및 시장가치 감소는 장외 파생상품 압축(Compression) 서비스 등의 발달로, 과거 과대 계상되었던 금액이 정상화되고 있는 것이라는 견해도 존재한다.

국내 시장에서는 가파르게 성장해오던 ELS · DLS 시장이 위축될 기미를 보이고 있다. 중위험 · 중수익 금융투자상품을 대표해왔던 ELS · DLS는 일부 HSCEI 연계 ELS의 녹인(Knock-In) 발생과 헤지자산의 쏠림 우려로 감독당국으로부터 발행 제한 권고를 받게 되었다. 이 여파로, 2015년 3/4분기 들어 ELS · DLS 신규 발행은 크게 위축되었으며, 자동 조기상환이 지연되면서 재투자 금액 역시 줄고 있는 상황이다. 반면, 기존 장외파생상품시장은 은행의 참여가 정체되고 있는 가운데, 증권회사의 참여 증대로, 금리 파생상품을 중심으로 거래가 늘고 있다. 원화 금리스왑과 달러 선물환으로 대표되는 장외파생상품시장의 경우, 전체적으로 거래는 소폭 둔화되었다. 하지만, 원화 금리스왑을 중심으로 증권회사의 참여가 확대되면서 원화 금리스왑의 거래와 잔액은 전년 대비 증가했다. 한편, 글로벌 금융위기 이후 빠르게 성장해왔던 국내 신용 파생상품 시장은 감독당국의 리스크 검사 강화 등의 여파로 성장세가 둔화되고 있다.

II. 장외파생상품시장 현황

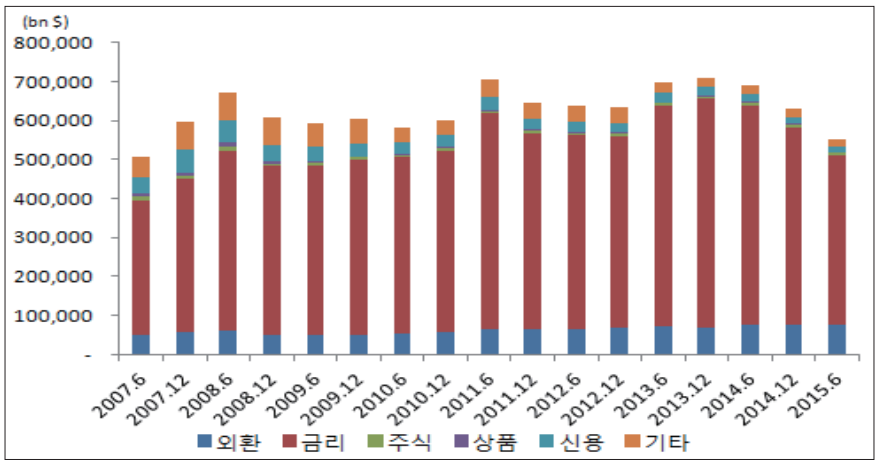
1. 세계 장외파생상품시장 현황

2015년 6월말 기준, 세계 장외파생상품 잔액은 553조 달러로, 2014년 6월말 691조 달러 대비 약 20% 감소했다. 세계 장외파생상품 잔액이 글로벌 금융위기 이후 600~700조 달러에서 꾸준히 증가 추세를 보인 것과 비교하면 2015년 6월말은 글로벌 금융위기 이후 가장 높은 감소폭을 기록했다. 기초자산별로 살펴보면, 금리 파생상품 잔액이 2015년 6월말 기준 434조 달러로 2014년 6월말 563조 달러 대비 22.8% 감소했다. 다음으로 잔액 비중이 높은 기초자산은 외환 파생상품으로, 2015년 6월말 기준 75조 달러로 2014년 6월말 76조 달러와 큰 차이가 없다. 그 외, 신용 파생상품 잔액은 15조 달러로 2014년 6월말 19조 달러 대비 25% 감소했다. 마지막으로, 장외파생상품 잔액 중 비중이 가장 작은 주식 파생상품의 잔액은 2015년 6월말 8조 달러로 2014년 6월말 대비 8.7% 증가했다 (〈그림 1-1〉).

2015년 6월말 세계 장외파생상품 잔액이 큰 폭으로 감소한 이유는 장외파생상품 잔액 중에서 약 80%를 차지하고 있는 금리 파생상품 잔액의 감소에 기인한다. 글로벌 금융위기 이후 G20 국가를 중심으로 투자은행에 대한 자기자본 규제를 강화하면서, 글로벌 투자은행들은 금리 파생상품을 중심으로 자기매매 거래 비중을 줄여왔다. 또한, 장내 거래소에서 거래되는 금리 파생상품의 비중이 증가함에 따라 장외 금리 파생상품의 잔액이 줄어든 것으로 보인다. 실제, CME 거래소와 ICE 거래소 등 글로벌 주요 파생상품 거래소는 다양한 유형의 금리 선물을 상장시킴으로써 장외 금리 파생상품을 장내로 유인하고 있다. 다음으로, 장외 금리 파생상품의 압축(Compression) 서비스가 본격화되면서, 과거 중복 계상되었던 금리 파생상품 잔액이 줄어든 것으로 판단된다. 글로벌 투자은행의 자기자본 규제가 강화되고 있는 가운데, 금융기관은 장외파생상품의 압축 서비스 도입으로, 중복 계상된 장외파생상품 잔액을 손쉽게 줄일 수 있기 때문이다. 이와 더불어, 주요 투자은행들의 LIBOR 금리 담합 사건 등 불공정거래에 대한 모니터링이 강화되면서, 장외파생상품의 거래가 크게 위축된 것으로 보인다.

장외파생상품의 순위험 노출 금액을 뜻하는 장외파생상품 총시장가치(Gross Market Value) 역시 2015년 6월말 기준, 15.5조 달러로 2014년 6월말 17.4조 달러 대비 약 10% 감소했다. 장외파생상품의 총시장가치는 금융기관이 해당 장외파생상품 포지션을 신규 매입하거나 청산하기 위해 필요한 금액으로, 최근 미국과 유럽을 중심으로 장외파생상품의 CCP 의무 청산이 시작된 이후, 장외파생상품 총시장가치는 감소하는 추세이다. 2014년 12월말 장외파생상품 총시장가치가 일시적으로 소폭 상승했으나, 2015년 6월말에는 금리 파생상품 총시장가치가 큰 폭으로 줄어드는 등 글로벌 금융위기 이후 가장 낮은 수치를 기록하고 있다 (〈그림 1-2〉).

〈그림 1-1〉 세계 장외파생상품 잔액 추이

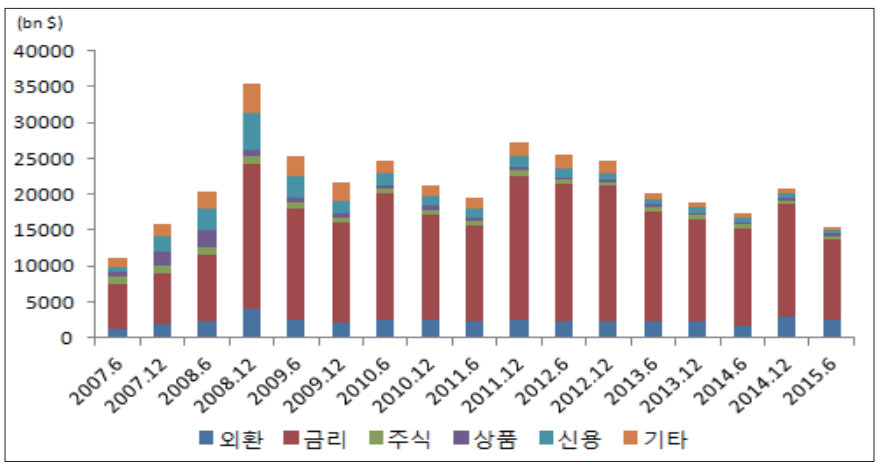


자료: BIS

장외파생상품 총시장가치의 감소 원인 역시, 전체 총시장가치의 70% 이상을 차지하고 있는 금리 파생상품 총시장가치가 큰 폭으로 줄어든 데 기인한다. 2015년 6월말 금리 파생상품의 총시장가치는 11.1조 달러로 2014년 6월말 13.5조 달러 대비 17.7% 감소했다. 앞서 언급하였듯이, 장외 금리 파생상품의 압축 서비스가 본격화되면서 장외 금리 파생상품의 총시장가치 역시 빠르게 줄어들고 있다. 그 외, 주식 파생상품, 일반상품 파생상품, 신용 파생상품이 전체 장외파생상품 총시장가치에서 차지하는 비중은 각각 4%, 2%, 3%로 2014년 6월말 대비 소폭 감소하였으나, 감소폭은 크지 않다. 반면, 2015년 6월말 기준 장외파생상품 총시장가치의 16%의 비중을 차지하고 있는 외환 파생상품의 총시장가치는 2.5조 달러로 2014년 6월말 1.7조 달러 대비 47.9% 증가했다. 동 기간, 외환 파생상품의 잔액은 큰 변화가 없었던 것과 비추어 보면, 국가 간 환율 변동성 증가로 통화 옵션 등의 상품에서 시장가치가 증가했기 때문인 것으로 판단된다.

무엇보다, 세계 장외파생상품시장에서 나타나고 있는 가장 큰 변화는 주요 장외파생상품의 CCP 청산 의무화 등 장내와 유사한 수준의 인프라를 도입하는 국가가 늘고 있다는 점이다. 글로벌 금융위기 직후 개최된 2009년 G20 피츠버그 정상회담에서, 주요 20개 국가의 정상들은 글로벌 금융위기의 재발을 막고 장외파생상품의 거래 투명성을 제고하기 위해, 표준화된 장외파생상품의 CCP 청산 의무화, 장외파생상품 거래의 거래정보저장소(TR) 보고 및 기록 의무화, 장외파생상품 거래시 전자 거래 플랫폼 사용 의무화 등을 합의했다. 그 외에 바젤위원회와 국제증권관리위원회(IOSCO)는 CCP를 통하지 않는 장외파생상품 거래에 대해 높은 수준의 소요 자본 및 증거금 부과를 의무화하도록 권고했다.

〈그림 1-2〉 세계 장외파생상품 시장가치 추이



자료: BIS

이에, 금융안정위원회(FSB)에서는 G20 국가를 중심으로 장외파생상품의 규제 개혁 이행 여부를 정기적으로 평가하고, 규제 이행을 촉구하고 있다. 장외파생상품 규제 이행 평가 대상에는 CCP, TR, 전자거래플랫폼, 자본규제(Capital), 증거금(Margin) 규제 등 총 5가지 항목을 평가하고 있다. 해당 규제의 이행 여부는 검토 부재, 검토 시작 단계(1단계), 법제 추진안 발표(2단계), 의무화 시행 예정(3단계), 이행 완료 등 단계별 이행 상황을 평가하고 있다.

먼저 미국, 유럽, 일본, 싱가포르 등 주요 선진국들은 주요 장외파생상품에 대해 CCP 의무청산 시행을 입법화하였다. 한국은 표준화된 원화 금리스왑에 한해 CCP 의무청산이 법제화되어 있기 때문에 FSB로부터 의무 시행 예정에 준하는 3단계 이행 평가를 받고 있다. 최근, 홍콩은 장외파생상품 CCP 의무청산 이행과 관련하여 법제 추진안을 발표하는 등 CCP 의무청산 이행이 1단계에서 2단계로 상향되었다. 장외파생상품 거래의 거래정보저장소(TR) 의무화에 대한 법제는 대부분의 국가에서 이미 법제화를 추진하고 있는 등 규제 개혁 이행 수준이 높다. 한국은 이미 외국환거래법 등에서 장외파생상품의 보고 의무 규제를 도입하고 있었으며, 최근 한국거래소가 거래정보저장소(TR) 기관으로 선정됨에 따라 기존 한국은행 및 금융감독원이 운영하고 있는 파생상품 거래 정보 저장의 기능들이 2016년부터 한국거래소로 통합 운영될 전망이다. 한편, 장외파생상품 거래시 전자거래플랫폼 사용 의무화에 대한 입법 이행 상황은 CCP 의무화, TR 의무화 이행 상황에 비해 낮은 편이다. 현재 미국만이 도드-프랭크법에서 장외파생상품 거래시 전자거래플랫폼 사용 의무화 법제를 도입하고 있다. 그 외 주요 국가들은 전자거래플랫폼 사용 의무화 도입을 검토하고 있으며, 한국은 장외파생상품 거래시 전자거래플랫폼 사용 의무화에 대한 법제 도입은 검토하고 있지 않다. 기타, CCP를 통해 청산되지 않는 장외파생상품에 대해 높은 수준의 소요 자본을 부과하는 법제는

대부분의 국가가 도입하고 있으며 CCP를 통하지 않는 장외파생상품 거래에 대해 증거금을 부과하는 법제는 아직 국제적으로 이행 수준이 낮다(〈표 1-1〉).

〈표 1-1〉 주요국 장외파생상품 규제 개혁 이행 현황(2015.9)

국가	Central Clearing	Trade Repository	Platform Trading	Capital	Margin
Argentina	3	3	3	완료	1
Australia	완료	완료	1	완료	1
Brazil	완료	완료	1	완료	1
Canada	3	완료	2	완료	2
China	완료	완료	3	1	미검토
EU	완료	완료	3	완료	2
Hong Kong	2	3	1	완료	1
India	3	완료	1	완료	1
Indonesia	3	완료	1	1	1
Japan	완료	완료	1	완료	2
Rep of Korea	3	완료	미검토	3	미검토
Mexico	1	완료	1	3	1
Russia	2	완료	미검토	완료	2
Saudi Arabia	1	완료	1	완료	1
Singapore	완료	완료	1	완료	2
South Africa	2	2	1	완료	2
Switzerland	1	1	1	완료	1
Turkey	1	1	1	1	1
United States	완료	완료	완료	3	2

주: 1~3은 각각 법제 검토 시작(1), 법제 추진안 발표(2), 의무 시행 예정(3) 등을 의미
자료: FSB

한편, 자국의 CCP가 주요 국가로부터 적격 CCP로 인정을 받는 것이 중요하다. 예를 들어, 한국의 CCP가 EU 등 특정 국가로부터 적격 CCP 인정을 받지 못하면, EU내 금융기관들은 한국 CCP를 통해 청산을 수행하는 장외파생상품에 대해 높은 수준의 소요 자본 부과를 받게 된다. 따라서 외국 금융기관들의 CCP 참여 유도를 위해서는 자국의 CCP가 외국 감독당국으로부터 적격 CCP 인정을 취득하는 것이 매우 중요하다. 2015년 9월말 현재, 호주의 ASX Clear, 브라질의 BM&F Bovespa, 독일의 Eurex Clearing, 일본의 JSCC, 싱가포르의 SGX Clearing 등의 청산회사는 미국과 유럽의 감독당국으로부터 금리, 외환, 신용, 주식, 상품 등 주요 장외파생상품 항목별로 이미 적격 CCP 인정을 취득하였거나 취득을 예정하고 있다. 또한 국제 청산소로 자리매김하고 있는 CME Clearing, ICE Clear, LCH.Clearnet 등의 청산소 역시 유럽과 미국 감독당국으로부터 금리, 외환 등 주요 장외파생상품에 대해 적격 CCP 인정을 취득하였다(〈표 1-2〉).

TR 역시, 자국의 금융당국과 타국의 금융당국으로부터 적격 TR 인정을 받는 절차를 수행하고 있다. TR의 경우, 장외파생상품 거래에 참여하는 모든 금융기관의 거래 정보를 저장하고 있기 때문에, 자국의 금융기관이 타국의 금융기관에게 해당 거래 정보를 제공하는 것을 꺼려할 수 있다. 이에, 주요국 TR의 경우 자국의 금융당국을 중심으로 적격 TR을 인정받고 있으며, 일부 TR은 인접 국가의 감독당국으로부터 적격 TR 인정을 취득하였다. 또한 CCP는 주로 금리, 외환 장외파생상품을 중심으로 적격 CCP 인정을 취득하고 있는 반면, TR의 경우 대부분 국가의 TR이 모든 장외파생상품에 대해 적격 TR 인정을 받고 있다(〈표 1-3〉).

〈표 1-2〉 주요국 CCP의 해외 적격 CCP 인정 현황(2015.9)

CCP	국적	적격 CCP 인정 국가	금리	외환	주식	상품	신용
ASX Clear	Australia	AU, EU			○		
ASX Clear (Futures)	Australia	AU, EU, EU	○				
BM&BOVESPA	Brazil	BR, (EU)	○	○	○	○	○
CCIL	India	(EU), IN, (US)	○	○			
CDCC	Canada	Canada, (EU)			○		
CME Clearing Europe	UK	CA, EU	○			○	
CME Group	US	AU, CA, (EU), US	○			○	○
Eurex Clearing	Germany	[AU], EU, CH, (US)	○				
ECC	Germany	EU				○	
OTC Clearing Hong Kong	Hong Kong	[AU], EU, HK, (US)	○	○			
ICE Clear Credit LLC	US	CA, (EU), US					○
ICE Clear Europe Ltd	UK	(EU), US		○			○
JSCC	Japan	EU, JP, [(US)]	○	○	○		○
Korea Exchange	Korea	KR, JP, (EU), [US]	○				
LCH.Clearnet LLC	US	CA, (EU), US	○				
LCH.Clearnet Ltd	UK	AU, CA, EU, JP, CH, US		○			○
Nsadaq OMX Stockholm	Sweden	[AU], EU	○	○	○		
CJSC JSCB National Clearing	Russia	RU	○	○	○	○	○
Natural Gas Exchange	Canada	CA, (EU), US				○	
OCC	US	CA, (EU), US			○		
SGX Derivatives Clearing Limited	Singapore	EU, SG, US	○	○		○	
Shanghai Clearing House	China	CN	○	○		○	

주: ( )는 적격 인정 진행중, [ ]는 적격 인정 전까지 허용
자료: FSB

〈표 1-3〉 주요국 TR의 해외 적격 TR 인정 현황(2015.9)

TR	국적	적격 TR 인정 국가	금리	외환	주식	상품	신용
BM&F Bovespa	Brazil	BR	○	○	○	○	○
BSDR LLC	US	(US)	○	○	○	○	○
CCIL	India	IN	○	○			○
CETIP	Brazil	BR	○	○	○	○	○
CME Inc.	US	CA, (US)	○	○	○	○	○
DTCC-DDR	US	[AU], CA, (US)	○	○	○	○	○
DTCC-Japan	Japan	[AU], JP	○	○	○		○
DTCC-DDRL	UK	[AU], EU	○	○	○	○	○
DTCC-Singapore	Singapore	AU, SG	○	○	○	○	○
HKMA-TR	Hong Kong	[AU], HK	○	○	○		
ICE Trade Vault	US	CA, (US)				○	○
ICE Trade Vault Europe	UK	EU	○	○	○	○	○
KDPW Trade Repository	Poland	EU	○	○	○	○	○
KRX	Korea	KR	○				
CJSC National Settlement Depo	Russia	RU	○	○	○	○	○
Regis-TR	Luxem bourg	EU	○	○	○	○	○
OJSC SPBEX	Russia	RU	○	○	○	○	○
SAMA-TR	Saudi Arabia	SA	○	○			
Una Vista	UK	[AU], EU	○	○	○	○	○

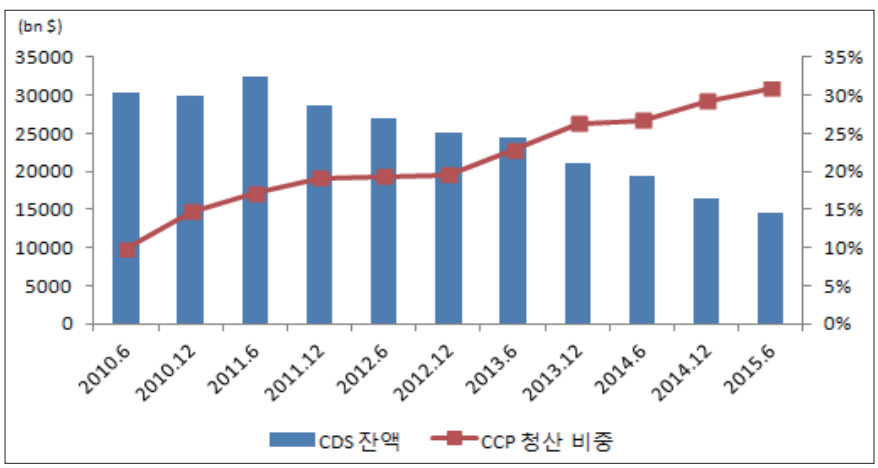
주: ( )는 적격 인정 진행중, [ ]는 적격 인정 전까지 허용
자료: FSB

G20 국가별로 표준화된 장외파생상품의 CCP 의무청산을 시행함에 따라, 전체 장외파생상품 거래 중에서, CCP를 통해 청산되는 거래 비중이 빠르게 증가하고 있다. 특히, 신용부도스왑(CDS)은 여러 장외파생상품 중에서 글로벌 금융위기의 주범으로 지목되었던 상품으로, 시스템리스크 억제를 위해 CDS 시장의 거래 투명성을 높이고, CCP 청산 의무화를 유도해야 한다는 목소리가 높아졌다. 이에, 미국과 유럽 등 주요 국가에서 표준화된 CDS의 CCP 청산

의무화를 시행하고 있다. 이러한 규제 도입에 힘입어, 세계 CDS 시장에서 CCP를 통해 청산되는 비중은 2015년 6월말 기준 31%로, 2010년 6월말 9.8% 대비 약 3배 이상 증가했다.

흥미로운 것은 CDS의 CCP 청산 비중이 증가함과 동시에 CDS 잔액 역시 큰 폭으로 줄고 있다는 점이다. 2015년 6월말 세계 CDS 잔액은 14.5조 달러로, 2011년 6월말 32.4조 달러 이후 지속적으로 감소하고 있다. 미국의 볼커룰(Volker-Rule)에서 예금 수취 금융기관의 자기매매 거래 금지 상품에 CDS 등을 포함시키면서 금융기관의 CDS 거래가 큰 폭으로 줄어든 것으로 판단된다. 전 세계적으로 CDS를 활용한 구조화상품의 발행이 위축된 것도 CDS 잔액 감소의 주된 요인으로 꼽을 수 있다(〈그림 1-3〉).

〈그림 1-3〉 세계 CDS 잔액 및 CCP 청산 비중 추이



자료: BIS

2. 국내 ELS · DLS 시장 현황

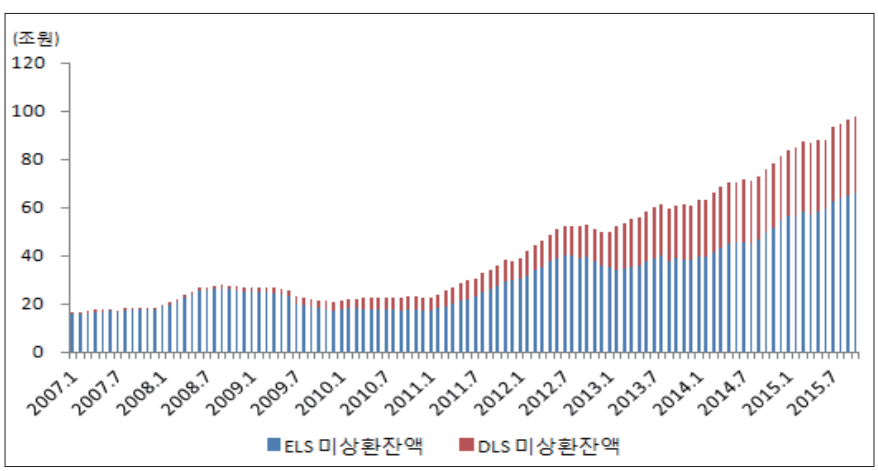
2015년 10월말 기준, 국내 ELS · DLS 미상환잔액은 약 98조원으로 ELS와 DLS의 미상환잔액이 각각 66조원과 32조원을 기록하고 있다. 이는 2014년 12월말 81조원 대비 20.3% 증가한 금액으로, 작년 32.8%의 연간 성장률을 기록한 이후 미상환잔액의 성장세는 소폭 둔화되었다. 동 기간 ELS의 미상환잔액은 55조원('14.12)에서 66조원('15.10)으로 20.5% 증가했다. 2014년말 ELS의 미상환잔액의 증가율이 2013년말 대비 44%를 기록했던 것과 비교하면 2015년 미상환잔액의 증가 속도는 절반 이상 줄어든 것이다. 최근 ELS의 미상환잔액이 둔화된 이유는 2015년 8월 금융당국의 파생결합증권 대응 방안이 발표된 이후, HSCEI 연계 ELS를 중심으로 신규 발행이 크게 감소하고, 자동 조기상환이 지연됨에 따라 재투자 금액 역시 줄어들었기 때문이다.

DLS 역시 원자재 가격 하락 등의 여파로 투자 심리가 위축됨에 따라 신규 발행이 예전만

큼 늘어나지 않은 가운데, DLS 미상환잔액 증가 속도가 둔화되고 있다. 2013년말 DLS의 미상환잔액은 약 23조원으로 2012년말 대비 약 70% 증가했다. 하지만, 2014년말과 2015년 10월말 기준 DLS 미상환잔액은 각각 26조원, 32조원으로 전년 대비 15%, 20% 증가율을 기록하는 등 DLS 미상환잔액의 증가 속도는 둔화되고 있다(〈그림 1-4〉).

2015년 국내 ELS 시장의 월평균 발행금액(1~10월)은 6.3조원으로 2014년 월평균 발행금액인 5.8조원 대비 10% 증가했다. 2014년 월평균 발행금액이 2013년 월평균 발행금액(3.6조원) 대비 62% 증가했던 것과 비교하면 2015년 ELS의 월평균 발행금액 증가 속도는 크게 둔화되었다. 2015년 ELS 발행금액 증가 속도가 둔화된 것은 HSCEI 연계 ELS의 발행 제한 규제가 발표된 8월 이후부터이다. 실제, 2015년 8월말까지 월평균 ELS 발행금액은 7.1조원을 기록했으나, 2015년 9월과 10월의 월평균 발행금액은 3조원으로 약 60% 가까이 줄어들었다. 한편, 2015년 국내 ELS 시장의 월평균 발행건수는 1,793건으로 2014년 월평균 발행건수인 1,803건 대비 1% 감소했다. 2014년 ELS의 월평균 발행건수가 2013년 월평균 발행건수 대비 24% 증가했던 것과 비교하면 2015년 ELS의 발행건수는 크게 줄어들었다. 2015년 들어, ELS의 발행건수가 줄어든 이유 역시 감독당국의 HSCEI 연계 ELS의 발행 제한 규제 발표에 기인한다. 2015년 8월말까지 월평균 1,935건의 ELS가 발행되었지만 2015년 9월과 10월의 월평균 발행건수는 1,238건으로 약 37% 줄어들었다(〈그림 1-5〉).

〈그림 1-4〉 ELS · DLS 미상환잔액 추이

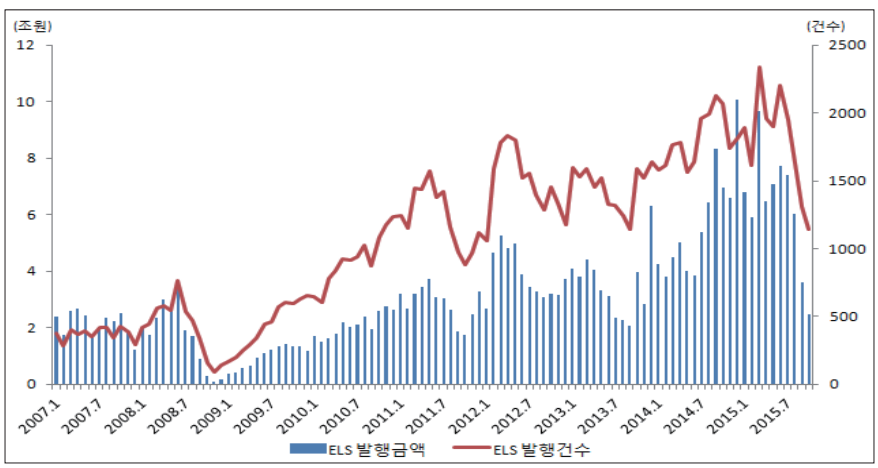


주: 2015년 7~10월은 예탁결제원 자료를 인용
자료: 금융투자협회, 예탁결제원

한편, 2015년 국내 DLS 발행 시장은 ELS 발행 시장 대비 견조하게 성장해왔다. 2015년 10월까지 월평균 DLS 발행금액은 2.1조원으로 2014년 월평균 발행금액인 1.9조원 대비 11% 증가했다. 2014년 월평균 발행금액이 2013년 월평균 발행금액(1.7조원) 대비 12% 증

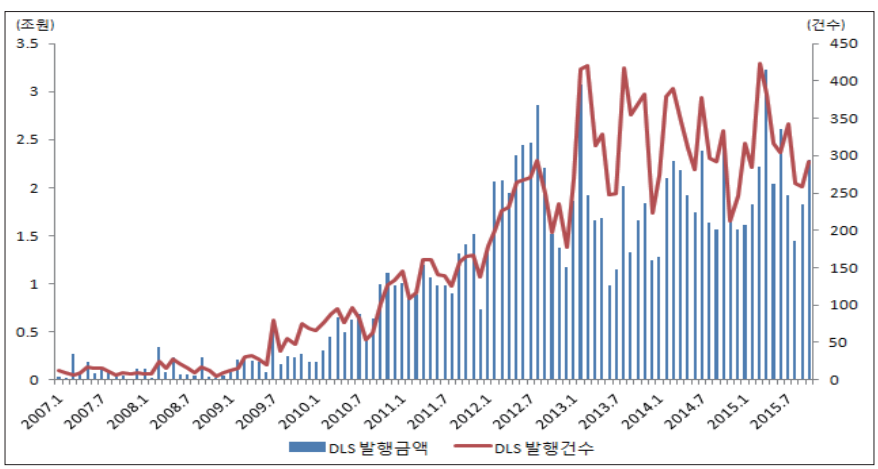
가했던 것과 비슷한 수치이다. 2015년 DLS의 발행건수는 월평균 303건으로 2014년 월평균 발행건수 311건 대비 약 3% 감소했다. 2014년에도 2013년 월평균 발행건수(332건) 대비 약 6% 감소했다. DLS 발행건수가 소폭 줄어들고 있음에도 DLS 발행금액이 증가하고 있는 이유는 1건당 DLS 발행금액이 증가하고 있기 때문이다. 이처럼 2015년 DLS 시장이 ELS 시장 대비 상대적으로 견조하게 성장한 이유는 2015년 8월 ELS 발행 제한 규제 덕분에 ELS 잠재 수요가 DLS 시장으로 이동했기 때문으로 판단된다(〈그림 1-6〉).

〈그림 1-5〉 ELS 월별 발행금액 및 발행건수 추이



자료: 금융투자협회, 예탁결제원

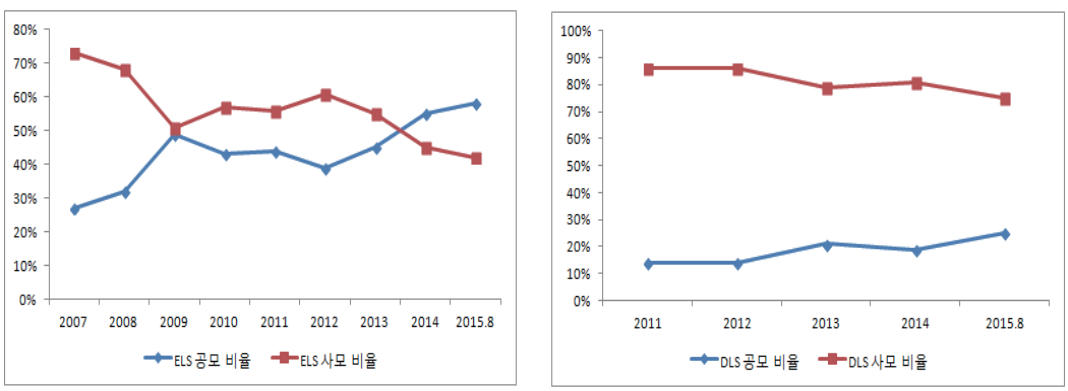
〈그림 1-6〉 DLS 월별 발행금액 및 발행건수 추이



자료: 금융투자협회, 예탁결제원

공모 · 사모 발행 유형별로 살펴보면, ELS · DLS 모두 공모 발행 비중이 꾸준히 증가하고 있다. 2015년 8월말 기준 ELS의 공모 발행 비중은 58%로, 사모 발행 비중(42%)을 소폭 넘어섰다. 2013년말과 2014년말 공모 발행 비중은 각각 45%와 55%로, 공모 발행 비중이 꾸준히 증가하고 있음을 알 수 있다. 2015년 8월말 기준 DLS의 공모 발행 비중은 25%로 사모 발행 비중(75%)이 약 3배 높다. 하지만, 2013년말과 2014년말 DLS의 공모 발행 비중은 각각 21%와 19%로 DLS 역시 공모 발행이 증가하고 있는 추세이다. ELS와 DLS 모두 공모 발행이 증가하고 있는 이유는 은행 및 증권 신탁을 통한 ELS · DLS 투자 비중이 늘고 있기 때문이다. 은행 신탁은 주로 PB(Private Banking) 영업 채널을 통해 ELS · DLS를 편입하고 있으며, 증권 신탁은 퇴직연금 사업자를 중심으로 원금보장형 ELB · DLB를 편입하는 것으로 알려져 있다(〈그림 1-7〉).

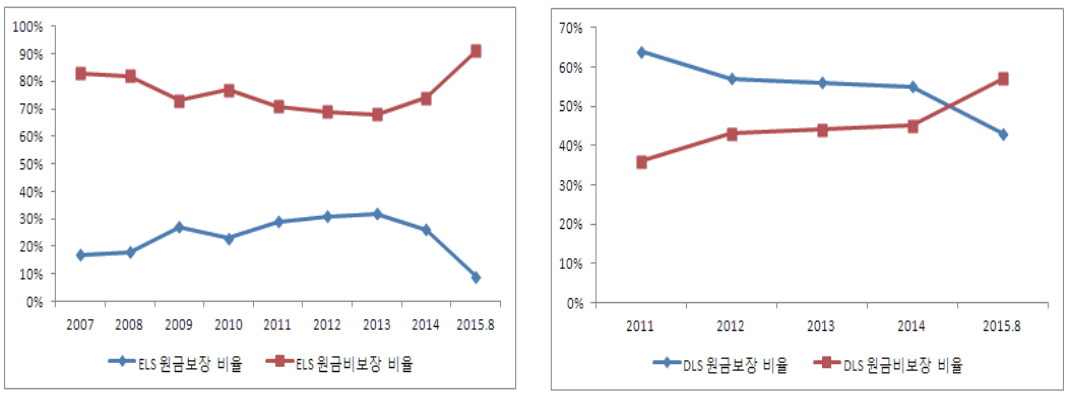
〈그림 1-7〉 ELS · DLS 공모 · 사모 비율 추이



자료: 금융투자협회

원금보장 유무에 따라서 살펴보면, ELS · DLS 모두 원금비보장 발행 비중이 꾸준히 증가하고 있다. 2015년 8월말 기준, ELS의 원금보장 발행 비중은 전체 발행 규모의 9%로 원금비보장 발행 규모가 91%로 절대적으로 높다. 2013년말과 2014년말 원금보장비율이 각각 32%와 26%를 기록했던 것과 비교하면 원금비보장 발행 비중이 꾸준히 늘고 있음을 알 수 있다. 한편, DLS의 경우 과거 원금보장 발행 비중이 원금 비보장 발행 규모보다 소폭 높았지만, 2015년 8월말 기준 원금보장 비율은 43%로 원금비보장 비율(57%)이 오히려 높다. DLS 역시 2013년말과 2014년말 원금비보장 비율이 각각 44%와 45%로, 최근 들어 원금비보장 비율이 증가하고 있다. 이처럼, ELS · DLS 모두 원금비보장 발행 비중이 꾸준히 증가하고 있는 이유는 저금리 기조가 지속되면서, 예금 이자보다 높은 확정금리를 제시하는 원금비보장형 상품으로 수요가 늘고 있기 때문이다. 또한 원금보장형의 경우, KOSPI200 등 기초지수가 1개인 경우가 많았는데, 해당 기초지수들의 변동성이 낮아지면서 원금보장형 상품의 쿠폰 수익률이 낮아진 점도 원금보장형 비중의 감소에 영향을 미쳤다고 볼 수 있다(〈그림 1-8〉).

〈그림 1-8〉 ELS · DLS 원금보장 · 원금비보장 비율 추이



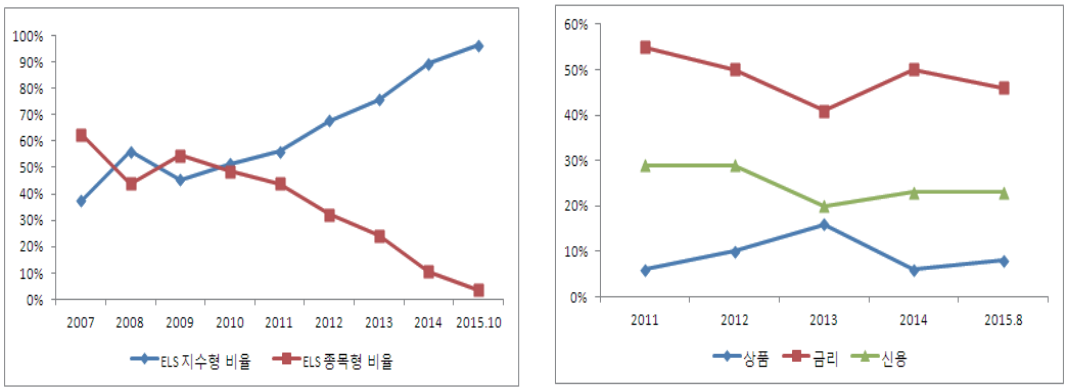
자료: 금융투자협회

마지막으로 ELS · DLS 기초자산 유형별로 살펴보면, ELS의 경우 지수형 발행 비중이 96%를 차지하며 종목형 발행 비중은 거의 사라지고 있음을 알 수 있다. 2008년 당시 ELS 지수형의 비중은 44%를 기록하는 등 절반 이상이 종목형으로 발행되기도 하였다. 그러나 2010년 이후 자동차, 화학, 정유, 철강 등 주요 업종의 하락으로 종목형 ELS에서 큰 손실이 발생하고 종목형 ELS에서 녹인(Knock-In) 발생 등 불공정거래 우려가 확대됨에 따라, 종목형 ELS의 발행은 거의 사라졌다. 실제, 2015년 10월까지 지수형 발행 비중은 전체 발행 규모의 96%로, 4%도 미만의 비중이 종목형으로 발행되고 있다. ELS의 지수형 발행 비중은 2013년과 2014년 각각 76%와 90%를 기록하는 등 지수형 발행 비중은 꾸준히 늘고 있다(〈그림 1-9〉).

DLS의 경우, 2015년 8월까지 금리 기초자산 유형은 전체 발행 규모의 46%로 절반 수준을 유지하고 있다. 그 외, 신용, 상품의 비중이 각각 23%와 8%로 나머지 23%는 혼합형 지수 등을 기초자산으로 사용하고 있다. 2013년 이후 원자재 가격이 큰 폭으로 하락한 이후 상품을 기초자산으로 하는 DLS의 발행 규모는 줄고 있으며, 신용을 기초자산으로 하는 DLS의 발행 비중 역시 CDS 프리미엄이 둔화 등의 이유로 전체 DLS 발행 규모에서 차지하는 비중이 줄고 있다. 대신, 최근 원금보장형 DLB를 중심으로, 금리, 신용, 상품 등을 혼합하여 산출된 발행회사 자체 지수를 추종하는 상품 비중이 늘고 있다(〈그림 1-9〉).

이 같은 ELS · DLS 시장의 기초자산 유형별 변화는 ELS · DLS 시장이 수요자 중심으로 견인되고 있음을 알 수 있다. 발행회사가 높은 마진을 얻을 수 있다고 해서 특정 기초자산 유형의 ELS · DLS 발행을 늘리기는 어렵다. 특정 기초자산 유형의 ELS · DLS에서 큰 손실이 발생하는 경우, 장기적으로 투자자가 해당 유형 ELS · DLS를 외면함에 따라 발행 규모 역시 줄어들기 때문이다.

〈그림 1-9〉 ELS · DLS 기초자산 유형별 비율 추이



주: ELS의 경우, 기초자산 중 하나라도 지수를 사용하면 지수형으로 분류
자료: 금융투자협회, 예탁결제원

3. 국내 장외파생상품시장 현황

2015년 상반기 기준 국내 장외파생상품 거래대금은 5,126조원으로 이중 통화 파생상품, 금리 파생상품, 주식 파생상품, 신용 파생상품 거래 비중이 각각 79.7%, 29.7%, 1.6%, 0.3%를 차지하고 있다. 2015년 상반기 전체 장외파생상품 거래대금은 2014년 전체 거래대금의 47.6%를 차지하는 등 2014년 대비 소폭 줄어든 것으로 판단된다. 2015년 상반기, 국내 장외파생상품 거래 시장의 가장 큰 변화는 금리 파생상품의 거래 비중이 증가했다는 점이다. 2013년과 2014년, 금리 파생상품 거래가 전체 국내 장외파생상품시장에서 차지했던 비중은 각각 22.1%, 21.6%에 불과했으나 2015년 상반기에는 29.7%로 약 10% 가량 증가했다. 이는 2014년 6월말부터 시작된 원화 금리스왑의 KRX CCP 의무청산이 시행되면서, 기존에 원화 금리스왑 시장에 참여가 어려웠던 증권회사들을 중심으로 참여가 크게 증가했기 때문이다. 2014년 6월말 원화 금리스왑 CCP 의무청산 시행 당시, 총 50개의 자기청산회원과 2개의 일반청산회원이 CCP 의무청산 거래에 참여했으며, 국내 증권회사는 일반 청산회사 2개를 포함하여 24개 증권회사가 KRX 원화 금리 CCP 청산시장에 참여했다. 그 외, 12개의 국내은행과 16개의 외은지점이 자기청산회원으로 KRX 원화 금리 CCP 청산시장에 참여했다(〈표 1-4, 그림 1-10〉).

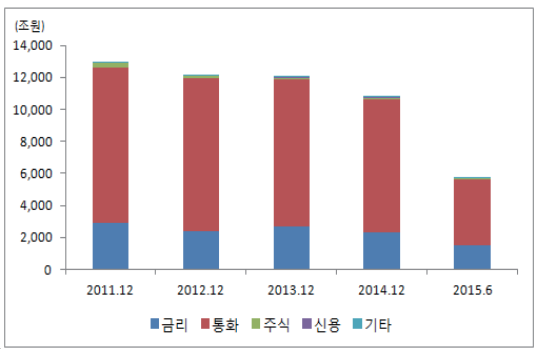
이 같이 원화 금리스왑을 중심으로 증권회사의 장외파생상품 시장 참여 비중이 증가함에 따라, 전체 국내 장외파생상품시장에서 증권회사의 참여 비중이 꾸준히 늘고 있다. 2015년 상반기 기준, 증권회사의 장외파생상품 거래대금은 491조원으로, 전체 장외파생상품시장 거래의 8.3%를 차지하고 있다. 여전히, 은행의 참여 비중이 87.9%로 절대적으로 높은 수치를 기록하고 있지만 증권회사의 참여 비중은 꾸준히 증가하고 있다. 2013년과 2014년 증권회사의 장외파생상품시장 거래 참여 비중은 6.9%, 7.7%에서 2015년 상반기 8.3%로 꾸준히

증가하고 있다. 한편, 2015년 상반기 보험회사와 신탁의 참여 비중은 0.9%와 2.9%를 기록하며 2014년과 큰 차이를 보이지 않고 있다(〈표 1-5〉).

〈표 1-4, 그림 1-10〉 국내 장외파생상품 거래대금 추이

(단위: 조원)

	2011.12	2012.12	2013.12	2014.12	2015.6
금리	2,939	2,419	2,659	2,324	1,521
통화	9,675	9,521	9,183	8,275	4,087
주식	300	163	121	135	83
신용	12	28	41	23	14
기타	14	13	17	15	7
합계	12,940	12,144	12,021	10,772	5,126



자료: 금융감독원

〈표 1-5〉 국내 장외파생상품 투자자별 거래 비중

(단위: 조원)

	2011.12	2012.12	2013.12	2014.12	2015.6
은행	11,977 (92.6%)	11,193 (92.2%)	10,821 (90.0%)	9,553 (88.7%)	5,224 (87.9%)
증권	601 (4.6%)	636 (5.2%)	825 (6.9%)	833 (7.7%)	491 (8.3%)
보험	21 (0.2%)	28 (0.2%)	40 (0.3%)	75 (0.7%)	52 (0.9%)
신탁	318 (2.5%)	261 (2.2%)	326 (2.7%)	307 (2.9%)	173 (2.9%)
기타	20 (0.2%)	18 (0.2%)	7 (0.1%)	4 (0.0%)	0 (0.0%)
합계	12,938 (100.0%)	12,138 (100.0%)	12,020 (100.0%)	10,775 (100.0%)	5,942 (100.0%)

자료: 금융감독원

국내 장외파생상품 거래대금이 소폭 정체되고 있는 것과 달리, 장외파생상품 잔액은 꾸준히 증가하고 있다. 2015년 상반기 기준 국내 장외파생상품 잔액은 7,885조원으로 2014년 말 7,373조원 대비 약 7% 증가했다. 기초자산 유형별로는 금리 파생상품 잔액이 5,162조원으로 전체 장외파생상품 잔액의 65.5%를 차지하고 있으며, 통화 파생상품 잔액은 2,547조원으로 전체 장외파생상품 잔액의 32.3%를 차지하고 있다. 거래대금 기준으로는 통화 파생상품이 약 80%의 비중을 차지하고 있지만, 통화 파생상품 잔액은 약 30%로, 금리 파생상품

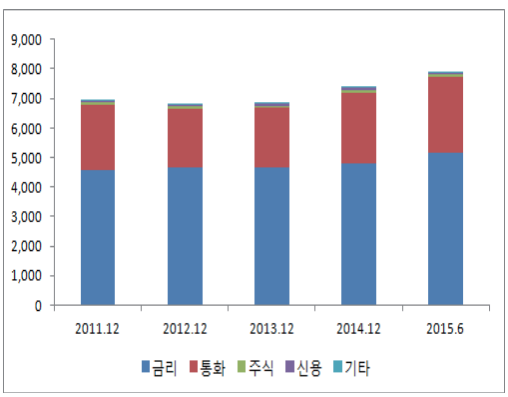
이 제일 높은 비중을 차지하고 있다. 다음으로, 주식과 신용 파생상품 잔액이 각각 107조원과 60조원으로 전체 장외파생상품 잔액의 1.4%와 0.8%를 차지하고 있다. 2014년과 비교하면, 대부분 유형의 장외파생상품 잔액이 2015년 상반기 들어 10% 내외로 증가했다. 금리 파생상품 잔액은 2014년말 4,813조원에서 2015년 상반기 5,162조원으로 7.2% 증가했으며, 통화 파생상품 잔액은 2,383조원에서 2,547조원으로 6.9% 증가했다. 그 외, 주식 파생상품 잔액과 신용 파생상품 잔액 역시 각각 6.9%와 10.4%의 증가율을 기록했다.

장외파생상품 거래 대금 증가 속도가 둔화되고 있는 반면, 장외파생상품 잔액은 꾸준히 증가하고 있는 이유는 금융기관이 단기 시세차익 목적 거래보다 위험 관리 목적으로 장외파생상품을 활용하는 비중이 늘면서, 장기물 위주로 보유하는 경향이 높기 때문이다. 특히 금리 파생상품의 경우, 보유 채권의 헤지 목적으로 주로 활용되고 있는 가운데, 금융기관이 보유하고 있는 채권의 만기가 길어지면서 자연스럽게 금리 파생상품의 만기 역시 길어지고 있는 것으로 판단된다(〈표 1-6, 그림 1-11〉).

〈표 1-6, 그림 1-11〉 국내 장외파생상품 잔액 추이

(단위: 조원)

	2011. 12	2012. 12	2013. 12	2014. 12	2015. 6
금리	4,587	4,645	4,649	4,813	5,162
통화	2,200	2,011	2,025	2,383	2,547
주식	98	75	83	100	107
신용	20	42	54	54	60
기타	7	8	10	10	10
합계	6,981	6,782	6,821	7,373	7,885



자료: 금융감독원

거래 참가자별 장외파생상품 잔액 비중은 장외파생상품 거래 비중과 큰 차이가 나지 않는다. 2015년 상반기 기준, 은행이 보유하고 있는 국내 장외파생상품 잔액은 6,919조원으로 전체의 86.6%를 차지하고 있다. 다음으로 증권회사가 보유하고 있는 장외파생상품 잔액은 911조원으로 전체 장외파생상품 잔액의 11.4%를 차지하고 있다. 그 외, 보험과 신탁이 보유하고 있는 장외파생상품 잔액은 각각 0.9%와 1.0%로 은행과 증권회사에 비해 보유 비중이 크게 낮다. 2015년 상반기, 증권회사의 장외파생상품 보유 비중은 2014년말 12.2% 대비 소폭 줄어들었으나, 2011년의 5.5%에 비교하면 증권회사의 보유 비중은 꾸준히 증가하고 있는 것으로 판단된다. 앞서 언급한 것처럼, 2014년 6월말부터 증권회사의 원화 금리스왑 CCP 의무청산 참여가 활발해지면서, 금리 파생상품 중심으로 국내 증권회사의 보유 잔액이

증가하고 있다. ELS 미상환잔액 및 RP 매도 규모의 증가로 증권회사가 보유한 채권 규모 역시 빠르게 증가하면서, 보유 채권의 금리 위험을 헤지하기 위한 목적으로, 원화 금리스왑을 활용하는 사례가 이전보다 크게 증가했기 때문으로 보인다(〈표 1-7〉).

2015년 6월말 기준, 국내 신용 파생상품 잔액은 60조원으로, 2014년말 국내 신용 파생상품 잔액(64조원) 대비 약 6.5% 감소했다. 2011년부터 2014년말까지 신용 파생상품 잔액이 연평균 약 50% 가까이 증가했던 것과 비교하면, 2015년 상반기 들어 신용 파생상품의 성장세는 크게 둔화되었다. 참여자별로 살펴보면, 증권회사가 보유한 신용 파생상품 잔액은 49조원으로 전체 신용 파생상품 잔액의 82.6%를 차지하고 있다. 다음으로, 국내 은행 및 외은지점이 보유한 신용 파생상품 잔액은 각각 6조원과 1조원으로 전체 신용 파생상품 잔액의 9.5%와 1.8%를 차지하고 있다. 2015년 상반기 들어, 국내 은행의 CDS와 CLN 잔액 비중이 줄어든 여파로, 2014년말 대비 신용 파생상품 잔액은 약 20% 감소했다. 국내 증권회사의 CDS 보장매도와 보장매입 잔고는 소폭 줄어든 반면, CLN 보장매입 잔액은 소폭 증가했다. 전체적으로, 국내 증권회사의 2015년 상반기 신용 파생상품 잔액은 2014년말 대비 약 3% 줄어들었다. 이와 같이, 2015년 상반기 들어 신용파생상품 잔액의 성장세가 둔화된 이유는 CDS 연계 ABCP에 대한 감독당국의 모니터링이 강화되고, 주요국 국채의 CDS 프리미엄 둔화로 CDS를 활용한 구조화상품의 매력이 다소 감소한 것과 관련되어 있다(〈표 1-8〉).

〈표 1-7〉 국내 장외파생상품 투자자별 잔액 비중

(단위: 조원)

	2011.12	2012.12	2013.12	2014.12	2015.6
은행	6,521 (93.5%)	6,204 (91.6%)	6,060 (88.9%)	6,453 (86.1%)	6,919 (86.6%)
증권	380 (5.5%)	499 (7.4%)	682 (10.0%)	912 (12.2%)	911 (11.4%)
보험	32 (0.5%)	30 (0.5%)	40 (0.6%)	57 (0.8%)	68 (0.9%)
신탁	34 (0.5%)	28 (0.4%)	31 (0.5%)	66 (0.9%)	82 (1.0%)
기타	5 (0.1%)	8 (0.1%)	5 (0.1%)	6 (0.1%)	4 (0.1%)
합계	6,974 (100.0%)	6,771 (100.0%)	6,820 (100.0%)	7,495 (100.0%)	7,986 (100.0%)

자료: 금융감독원

〈표 1-8〉 국내 신용파생상품 잔액 추이

(단위: 십억원)

구분 구분		2011.12		2012.12		2013.12		2014.12		2015.6	
		보장매도	보장매입	보장매도	보장매입	보장매도	보장매입	보장매도	보장매입	보장매도	보장매입
국내은행 국내은행 국내은행	CDS	623	1,194	674	2,866	406	4,751	412	5,086	204	4,524
	CLN	0	540	0	608	0	528	0	1,977	0	0
	기타 합계	714	1,733	695	3,475	406	5,279	412	7,063	204	5,642
외은지점 외은지점 외은지점	CDS	456	850	478	550	235	486	213	450	247	250
	CLN	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	기타합계	456	861	478	561	542	913	408	1,012	391	698
증권 증권 증권	CDS	5,562	2,662	14,748	10,246	18,848	13,623	20,144	14,744	20,351	13,364
	CLN	426	2,456	598	6,351	360	7,239	899	7,931	897	9,196
	기타합계	6,248	6,133	16,422	17,158	20,974	21,954	25,098	25,903	23,982	25,194
보험 보험 보험	CDS	0	65	90	0	357	0	395	0	629	0
	CLN	2,344	0	2,069	0	2,114	0	2,116	0	1,777	0
	기타합계	2,964	65	2,806	0	2,939	0	3,021	90	2,944	38
합계		19,539		42,128		53,940		63,688		59,544	

자료: 금융감독원

III. 2016년 장외파생상품시장 전망

1. 세계 장외파생상품시장 전망

2015년 들어, 잔액 및 시장가치 모두 크게 둔화되었던 세계 장외파생상품시장은 2016년에는 회복세를 이어갈 것으로 전망된다. 글로벌 금융위기 이후 글로벌 투자은행에 대한 자기자본 규제 강화로 미국과 유럽의 주요 투자은행들은 장외파생상품을 중심으로 자기매매 거래를 크게 줄여왔다. 또한, 글로벌 투자은행의 금리 담합 사건 등 불공정거래에 대한 주요국 감독당국의 수사가 강화되며 세계 장외파생상품시장의 거래가 크게 위축되었다.

하지만, 2016년부터는 세계 장외파생상품시장의 거래가 다시 회복할 것으로 전망된다. 주요 장외파생상품에 대한 CCP 의무청산 시행 이후, 과거 과대 계상되었던 장외파생상품 잔액과 시장가치의 감소세 역시 둔화될 것으로 예상된다. 무엇보다, 2016년부터 미국을 중심으로 기준 금리가 수차례 인상될 것으로 예측되기 때문에, 글로벌 금리 변동성은 크게 확대될 것이다. 이와 더불어, 선진국과 신흥국 간 자본거래가 보다 자유로워지고, 자본 유출입의 변동성이 확대될 전망이어서 주요국가의 통화 변동성 역시 크게 증가할 것으로 예상된다. 이와 같은 금리 변동성과 통화 변동성 확대는 위험 관리 수요와 시세 차익 목적의 수요를 증가시켜, 대형 금융기관을 중심으로 금리스왑과 통화 선도 계약의 활용도는 2015년보다 증가할 것으로 전망된다.

다음으로 2016년부터, 표준화된 장외파생상품의 CCP 의무청산, 장외파생상품 거래의 TR 보고 및 기록 의무화, 장외파생상품 거래시 전자거래플랫폼 사용 의무화 등 G20 합의안에 대한 규제 이행이 대부분 마무리되면서 장외파생상품시장에서 장내 거래소에 준하는 인프라가 조성될 것이다. 장내 거래소에 준하는 인프라 도입은 장기적으로 장외파생상품에 대한 거래 투명성을 높이고, 스프레드 감소 등 실질적인 거래 비용을 낮추어주기 때문에 장외파생상품시장의 유동성 제고에 도움이 될 것이다. 또한 CCP 의무청산 대상 상품이 금리, 통화 파생상품에서 신용, 주식, 일반상품 파생상품 등까지 확대될 전망이며, 장외파생상품의 만기 또한 다양화될 것으로 예상되기 때문에 장외파생상품시장의 거래는 장기적으로 증가할 것으로 예상된다.

실제, 금융안정위원회(FSB)에 따르면, 주요 G20 국가들 중에서 CCP 의무청산 입법 이행을 최종 완료한 국가는 2015년 7개에서 2016년 13개로 약 2배 가까이 늘 것으로 발표했다. 한국도 원화 금리스왑의 청산대상 상품의 만기를 20년으로 확대하고, 의무청산 대상 상품도 역외 선물환과 CDS 등으로 확대할 예정이어서 2016년에는 FSB로부터 CCP 의무청산 입법 진행이 최종 완료되었다고 인정을 받을 전망이다. TR의 경우, 이미 2015년에 대부분의 국가에서 법제를 도입하여 추진하고 있기 때문에 2016년에는 스위스, 터키 등 2곳을 제외하고 입법 진행상황이 크게 달라질 것은 없다. 한편, 장외파생상품 거래시 전자거래플랫폼 사용 의무화에 대한 법제는 2016년부터 본격화될 전망이다. 2015년에는 전자거래플랫폼 사용

의무화를 법제한 국가는 일본, EU, 미국 등에 불과했으나, 2016년에는 호주, 멕시코, 싱가포르 등으로 크게 확대될 전망이다. 그 외, 한국과 러시아 등 전자거래플랫폼 사용 의무화를 검토하고 있지 않았던 국가들 역시 법제화를 추진할 전망이어서 장외파생상품 거래시 전자거래플랫폼을 사용하는 비중은 크게 확대될 예정이다. 장외파생상품 거래시 전자거래플랫폼을 사용하게 되면, 호가가 집중되고 스프레드 감소로 실질적인 거래 비용이 줄어드는 효과가 있기 때문에 장외파생상품시장의 유동성 증가에 도움이 될 것으로 예상된다(〈표 1-9~1-11〉).

〈표 1-9〉 주요국 장외파생상품 CCP 의무청산 이행 예정안 발표(2015.9)

국가	End-2014	2015. 1Q	2015. 2Q	2015. 3Q	2015. 4Q	2016. H1	2016. 2H
Argentina	3	3	3	3	3	3	3
Australia	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료
Brazil	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료
Canada	2	3	3	3	3	3	완료
China	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료
EU	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료
Hong Kong	1	1	1	2	2	2	완료
India	3	3	3	3	3	3	3
Indonesia	3	3	3	3	3	3	3
Japan	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료
Rep of Korea	3	3	3	3	3	3	완료
Mexico	1	1	1	1	3	완료	완료
Russia	2	2	2	2	2	완료	완료
Saudi Arabia	1	1	1	1	1	1	1
Singapore	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료
South Africa	1	1	2	2	2	3	3
Switzerland	1	1	1	1	1	완료	완료
Turkey	1	1	1	1	1	1	3
United States	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료

주1: EU는 프랑스, 독일, 이탈리아, 네델란드, 스페인, 영국 등이 포함
주2: 1~3은 각각 법제 검토 시작(1), 법제 추진안 발표(2), 의무 시행 예정(3) 등을 의미
자료: FSB

〈표 1-10〉 주요국 장외파생상품 TR 도입 이행 예정안 발표(2015.9)

국가	End-2014	2015. 1Q	2015. 2Q	2015. 3Q	2015. 4Q	2016. H1	2016. 2H
Argentina	3	3	3	3	3	3	3
Australia	3	3	완료	완료	완료	완료	완료
Brazil	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료
Canada	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료
China	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료
EU	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료
Hong Kong	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료
India	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료
Indonesia	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료
Japan	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료
Rep of Korea	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료
Mexico	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료
Russia	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료
Saudi Arabia	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료
Singapore	3	3	완료	완료	완료	완료	완료
South Africa	2	2	2	2	2	3	3
Switzerland	1	1	1	1	1	3	완료
Turkey	1	1	1	1	1	3	완료
United States	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료

주1: EU는 프랑스, 독일, 이탈리아, 네델란드, 스페인, 영국 등이 포함
주2: 1~3은 각각 법제 검토 시작(1), 법제 추진안 발표(2), 의무 시행 예정(3) 등을 의미
자료: FSB

〈표 1-11〉 주요국 장외파생상품 전자거래플랫폼 도입 이행 예정안 발표(2015.9)

국가	End-2014	2015. 1Q	2015. 2Q	2015. 3Q	2015. 4Q	2016. H1	2016. 2H
Argentina	3	3	3	3	3	3	3
Australia	1	1	1	1	3	완료	완료
Brazil	1	1	1	1	1	1	2
Canada	1	2	2	2	2	2	2
China	3	3	3	3	3	3	3
EU	3	3	3	완료	완료	완료	완료
Hong Kong	1	1	1	1	1	1	1
India	1	1	1	1	1	1	1
Indonesia	1	1	1	1	1	1	1
Japan	1	1	1	완료	완료	완료	완료
Rep of Korea	미검토	미검토	미검토	미검토	미검토	1	1
Mexico	1	1	1	1	3	완료	완료
Russia	미검토	미검토	미검토	미검토	미검토	1	1
Saudi Arabia	1	1	1	1	1	1	1
Singapore	1	1	1	1	1	1	완료
South Africa	1	1	1	1	1	1	1
Switzerland	1	1	1	1	1	3	3
Turkey	1	1	1	1	1	1	1
United States	완료	완료	완료	완료	완료	완료	완료

주1: EU는 프랑스, 독일, 이탈리아, 네델란드, 스페인, 영국 등이 포함
주2: 1~3은 각각 법제 검토 시작(1), 법제 추진안 발표(2), 의무 시행 예정(3) 등을 의미
자료: FSB

2. 국내 ELS · DLS 시장 전망

2015년 상반기까지 국내 ELS · DLS 시장은 꾸준한 성장세를 이어왔다. 저금리 · 저성장 기조가 지속되는 가운데, ELS · DLS는 주식형펀드를 제치고 간접투자상품을 대표하는 상품으로 확고히 자리매김하였다. ELS · DLS가 빠른 성장을 보인 이유는 예금 이자보다 높은 확정금리 수익률을 제시해주었기 때문이다. 실제, 글로벌 금융위기 이후 주요 지수형 ELS에 투자했다면 연평균 7~8% 이상의 높은 수익률 실현이 가능했다. 또한, 자동 조기상환 조건이 부여되어 있어, 실질 만기가 짧았던 점 역시 ELS · DLS의 성공 요인으로 꼽을 수 있다.

하지만, 2015년 8월 들어 일부 HSCEI 연계 ELS의 녹인(Knock-In)이 발생하고, HSCEI 연계 ELS에 대한 쏠림현상이 우려되면서 감독당국은 HSCEI 연계 ELS의 발행 제한, 특별 계정 도입, 유동성 스트레스 및 건전성 스트레스 도입 등 파생결합증권 대응 방안을 발표하였다. 감독당국의 ELS · DLS 대응 방안 발표 이후, ELS를 중심으로 발행이 크게 위축되었다. 구체적으로, HSCEI 연계 ELS의 미상환잔액이 일정 수준 이상 넘지 않아야하기 때문에, 2016년에도 ELS 발행은 크게 위축될 전망이다.

특히, 2016년부터 증권회사에 대해 레버리지 비율 제도가 전면 시행될 예정인 가운데, ELS · DLS 시장의 성장은 기대하기 어려운 상황이다. ELS · DLS 등 주요 파생결합증권의 차입부채가 증권회사 전체 차입부채의 40% 이상을 차지하고 있어 상당수 증권회사가 레버리지 비율을 낮추기 위해 추가로 자본 확충을 실시하거나, ELS · DLS 등 주요 차입부채를 크게 축소시켜야 하는 상황이다. 더욱이 감독당국이 ELS · DLS를 중심으로 불완전판매 모니터링을 강화하고 있어, 기존 은행 신탁 채널에서 주로 투자되던 ELS · DLS 역시 성장세가 둔화될 전망이다. 특별계정 도입으로, 헤지자산의 운용 규제가 강화되는 점 역시 ELS · DLS 시장에는 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

3. 국내 장외파생상품시장 전망

2015년 국내 장외파생상품시장은 잔액 기준으로는 전년 대비 소폭 둔화되었으나, 원화 금리스왑 CCP 의무청산이 성공적으로 정착하면서 원화 금리파생상품을 중심으로 거래가 증가했다. 2016년 역시 KRX의 원화 금리스왑 CCP의 참여 증가로 금리 파생상품의 거래는 꾸준히 증가할 전망이다. 최근 한국거래소는 미국 CFTC로부터 적격 CCP 인정을 취득하였고, 유럽 ESMA로부터 적격 CCP 인정을 곧 취득할 예정이라고 발표하였다. 특히 ESMA로부터 적격 CCP 인정을 받게 되면, 유럽계 투자은행을 중심으로 원화 금리스왑 시장의 참여가 크게 늘어날 것으로 전망된다. 과거 유럽계 투자은행이 국내 원화 금리스왑 시장에서 높은 비중을 차지했던 것을 고려하면, ESMA로부터의 적격 CCP 인정으로 유럽계 투자은행의 금리스왑 참여가 크게 늘 것으로 기대된다.

한편, 2015년 12월 또는 2016년부터 미국의 금리 인상이 본격화될 것으로 예상됨에 따

라, 이자율 및 환율 변동성도 크게 확대될 전망이다. 이에 따라, 보유 채권의 헤지 목적 및 시세 차익 목적의 거래 수요가 크게 늘면서 기관투자자의 금리 파생상품과 통화 파생상품 거래 역시 증가할 것으로 예상된다. 다만, 신용 파생상품의 경우 CDS 연계 ABCP 등의 발행이 위축되고, 신용 파생상품의 레버리지 및 회계 투명성 등이 강화되면서 성장세는 높지 않을 것으로 예상된다. 대신, 신용 스프레드 확대로 원화 회사채 시장이 크게 위축될 가능성이 높은 가운데, 원화 회사채의 위험 관리 수요 확대로 원화 신용 파생상품 활성화 필요성이 꾸준히 제기될 것으로 보인다.

장외파생상품 인프라와 관련해서는 CCP 의무청산 대상 상품이 확대되고, 한국거래소의 TR 서비스가 시작되는 것과 더불어 전자거래플랫폼 도입 의무화와 관련한 법제가 추진될 전망이다. 먼저, 2015년 11월부터 원화 금리스왑 의무청산 대상 상품이 20년으로 확대됨에 따라 10년 이상 만기 채권의 효율적 위험 관리가 가능할 전망이다. 또한, 선물환과 CDS를 대상으로 CCP 의무청산 도입이 검토되고 있다. 다음으로, 2015년 8월 한국거래소가 장외파생상품 TR로 선정됨에 따라, 2016년부터 TR 서비스가 본격적으로 시행될 예정이다. 장외파생상품 보고 대상 상품, 보고 주기, TR 정보 이용 금융기관 등 주요 운용 가이드라인이 마련되고, 이와 관련한 전산시스템 개발이 완료되는 대로, 한국거래소의 장외파생상품 TR 서비스가 시작될 예정이다. 마지막으로 장외파생상품 거래시 전자거래플랫폼 사용 의무화와 관련한 법제 추진도 검토될 전망이다. 미국의 도드-프랭크법과 유사하게, 대체거래소의 거래 대상 상품에 장외파생상품을 포함시키고, 해당 대체거래소를 적격 전자거래플랫폼으로 인정하는 방안으로 법제화하는 것을 검토할 수 있다.

2
PART

주식파생상품 현황 및 전망

2015 장외파생상품 시장동향 REPORT

전 균 (삼성증권 리서치센터 이사)









주식파생상품 현황 및 전망

전 균(삼성증권 리서치센터 이사)

I. 서론

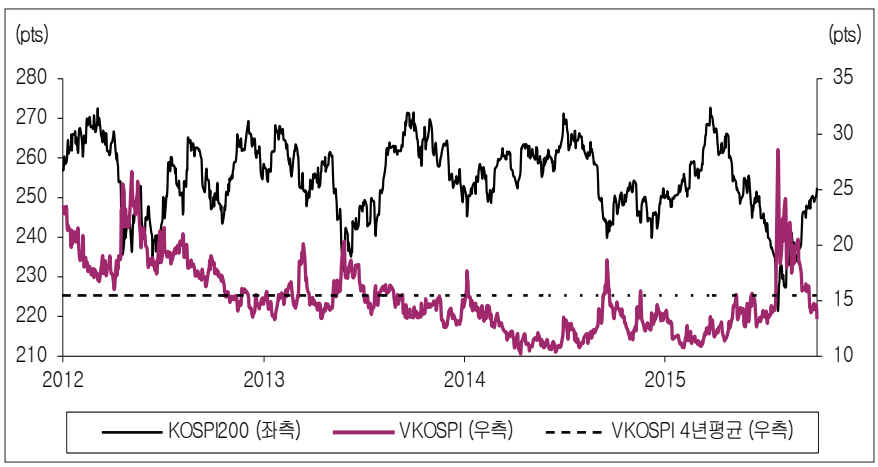
2015년 국내 주식시장(KOSPI)의 변동성 흐름은 상저하고(上低下高) 패턴을 보였다. 2015년 상반기 주식시장에서는 유럽 중앙은행(ECB)의 유동성 공급과 일본 중앙은행의 QQE(Quality & Quantitative Easing) 정책, 그리고 중국 주식시장의 급등 등 글로벌 금융시장에서 위험자산 선호환경이 조성되었다. 그 결과 국내 주식시장도 동반 상승하였으며, 주식시장의 변동성지수인 V-KOSPI200(이하 VKOSPI)는 안정적인 흐름을 보였다. 2015년 상반기에 VKOSPI는 2014년 상반기에 기록하였던 역사적 저점(9.7%)에 근접하는 수준(2015년 4월, 11.1%)를 기록하는 등 위험자산 측면에서 Risk-On 상황이 지속되었다.

그러나 2015년 하반기 들어 국내외 주식시장 상황이 반전되었다. 2분기 후반부터 진행된 중국 주식시장의 급락으로 신흥국 주식시장이 동반 하락하였으며, 미국 연준의 조기 금리인상 논란 등이 불거지면서 소위 Global G2 risk가 급격히 확대되었다. 상반기에 유지되었던 위험선호 현상이 급격히 퇴조하고 지난 2013년에 경험하였던 Tapering Tantrum(긴축 짜증)과 유사하게 G2 Risk Tantrum(미국과 중국 불안으로 인한 시장변동성 확대)이 발생한 것이다. 결과적으로 (그림 2-1)에서 볼 수 있듯이 국내 주식시장의 변동성지수 VKOSPI는 3분기에 급등세를 기록하였다. VKOSPI는 지난 2011년 유럽 재정위기 이후 가장 높은 수준(2015년 8월, 장중 고점 32.7%)에 도달하였다. 글로벌 주식시장은 물론 국내 주식시장의 시스템 위험도 급격히 높아졌다. 4분기 들어 G2 Risk Tantrum에서 벗어나 글로벌 주식시장이 안도랠리를 펼쳤으며 VKOSPI도 안정화되었지만, 그럼에도 불구하고 KOSPI는 올해 등락폭의 중간 정도를 회복한 것에 그쳤다.

2014년 VKOSPI가 역사적 저점을 기록한 것은 미국 연준의 유동성 공급이 유지되고 유럽과 일본의 양적완화 정책이 시행된데다 중국의 경제성장세가 지속되는 경제환경에서 비롯되었다. 선진국 중앙은행의 유동성 공급이 전 세계적으로 risk premium을 완화시켰으며, 낮아진 시장 변동성과 늘어난 유동성이 위험자산 투자를 강화하는 선순환 구조를 창출해 낸 것이다. 반면 2015년에 VKOSPI가 상승세로 반전한 것은 미국 연준의 금리인상 가능성이 대두되면서 유동성 공급의 선순환 구조에 균열이 발생하였기 때문이다. 이와 더불어 중국의 경기둔화 우려가 본격화되면서 위험자산 중 약한 고리(실물상품 및 원자재 수출국가, 대내외 부채비율 높은 국가 등)에서부터 유동성이 이탈한 것에서 비롯되었다. 즉 2015년 들어 최근 수

년간 지속된 금융시장의 '변동성 억압' 기제에 균열이 발생하면서, 변동성의 상승압력이 강화되었다.

〈그림 2-1〉 KOSPI200과 VKOSPI 추이



자료: KRX

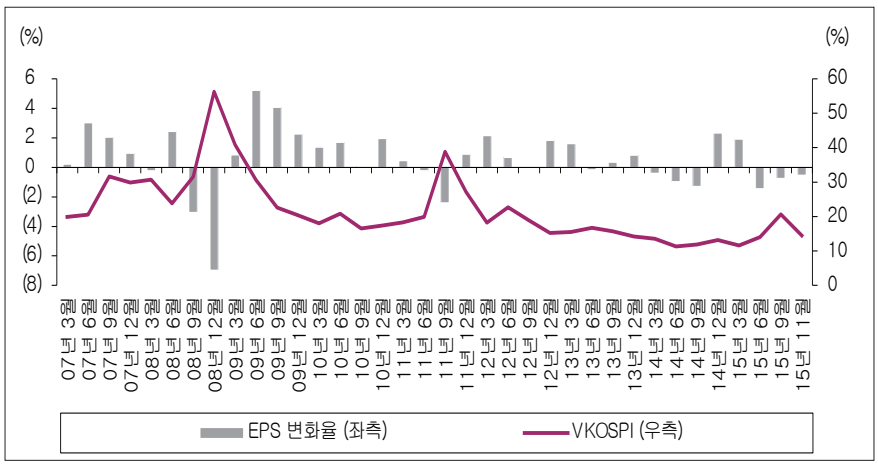
국내 변동성지수 VKOSPI의 중장기 추세를 보면, 2015년에 발생한 변동성 급등이 상당히 이례적인 사건이라는 점을 확인할 수 있다. 지난 2012년 이후 2014년까지 VKOSPI의 평균은 15.7% 수준이다. 특히 2014년에는 VKOSPI가 직전 3년 동안의 평균을 계속 하회하는 상황이 연출되었다. 금융위기 이후 이어져 온 "Central Bank Put"이 유럽 ECB와 일본 BOJ의 가세로 더욱 강화된 상황에서 2014년 글로벌 주식시장은 비교적 안정적인 주가흐름을 지속하였기 때문이다. 이 때문에 2014년에는 "Volatility Dead!" 상황에 직면하는 등 2008년 금융위기 이후 가장 안정적인 흐름을 시현하였다. "Central Bank Put"으로 금융위기로부터의 탈출과 금융시장 안정화를 달성하였지만, 동시에 의도적으로 금융시장의 변동성을 억누르는 결과를 초래한 것이다.

반면 2015년은 선진국 중앙은행의 삼대축 중 가장 큰 버팀목인 미국 연준이 금리정책의 정상화(양적완화 종료와 금리인상)를 추구하기 시작한 원년이다. 유럽 ECB의 양적완화 정책은 최소한 2016년까지 지속될 것으로 예상되며, 일본 BOJ의 QQE 역시 3단계 시행을 목전에 두고 있다. 그럼에도 불구하고 글로벌 금융시스템에 막대한 유동성을 공급하여 왔던 미국 연준의 금리정책 정상화는 '달러화 강세'와 '유동성 반전'을 야기하는, 시스템 근저를 뒤흔드는 사건이기 때문이다. 결과적으로 미국 연준의 금리인상 싸이클 진입은 '변동성의 판도라 상자'를 열게 만드는 단초로 작용하게 된다. 그 서막이 2015년 3분기에 발생한 G2 Risk Tantrum이며, 전초전이 2013년에 발생한 Taper Tantrum이다.

국내 주식시장의 변동성이 2015년에 상승세로 반전한 것은 해외 변수, 즉 미국 연준의

금리인상 논란과 중국의 경기둔화 우려가 중첩된 G2 risk에 촉발된 영향이 크다. 해외 유동성과 경제성장을 주도하였던 G2로부터 변동성이 촉발되었기 때문에, 소규모 개방경제이며 해외 투자자금의 유출입이 자유로운 국내 금융시장이 받는 충격은 높을 수밖에 없었다. 이와 더불어 국내의 펀드멘탈 역시 해외 변동성 요인의 충격을 더욱 가중시키는 상황을 만들었다.

〈그림 2-2〉 VKOSPI와 KOSPI 제조업 EPS consensus 변화율



참고: 12개월 Forward EPS 추정치 1개월 변화율
자료: KRX, Quantiwise.삼성증권

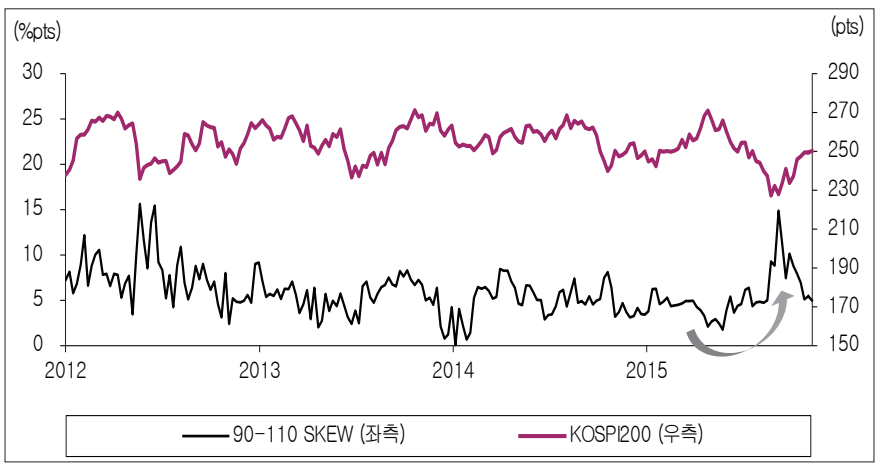
(그림 2-2)는 VKOSPI와 국내 제조업의 EPS(12개월 Forward) consensus 변화율 추이를 비교한 것이다. 2008년 금융위기와 2011년 유럽 재정위기 당시에 국내 제조업체의 EPS 추정치는 직전 분기에 비해 급격히 악화되었다. 주식시장의 환경악화로 기업실적에 대한 추정치도 동반하여 위축된 것이다. 이 같은 현상이 올해 3분기에도 나타났다. G2 risk의 심화로 대외 변수가 악화되면서 국내 기업실적에 대한 전망도 동반 위축되었으며, 동반하여 VKOSPI가 반등하였다.

2015년 금융시장의 변동성 확대과정에서 KOSPI200 30일 내재변동성의 SKEW(90%-110%)가 올해 들어 우상향 패턴을 보였다(그림 2-3 참조). SKEW는 OTM Put옵션(행사가격 90%)과 OTM Call옵션(행사가격 110%)에 대한 투자자들의 평가를 비교할 수 있는 지표이다. SKEW의 상승은 OTM Put옵션에 대한 투자자들의 기대치가 상대적으로 높아졌음을 의미하는 것이며, 이는 하방위험에 대한 투자자들의 대응(헤지거래 또는 투기거래)을 반영하는 현상이기도 하다.

특히 주목할 부분은 2015년 3분기에 발생한 SKEW의 급등이 지난 2013년 'Taper Tantrum' 상황에서도 높아지지 않았다는 점에서 2012년 이후 약 3년만에 발생한 현상이라는 점이다. 2012년에는 그리스 채무위기와 미국 QE 공백 등으로 KOSPI200의 SKEW가 급등하였다.

2012년과 2015년의 공통된 특징은 SKEW의 상승 이전에 주식시장이 3개월~6개월의 상승흐름을 보인 이후 외부충격에 의해 급격한 가격조정을 보였다는 점이다. 이 때문에 하방위험에 대한 즉각적인 방어를 위해 OTM Put옵션에 대한 매수 수요가 급증한 것으로 해석할 수 있다.

〈그림 2-3〉 KOSPI200 30일 내재변동성 90% 행사가격 - 110% 행사가격 차이 (SKEW)



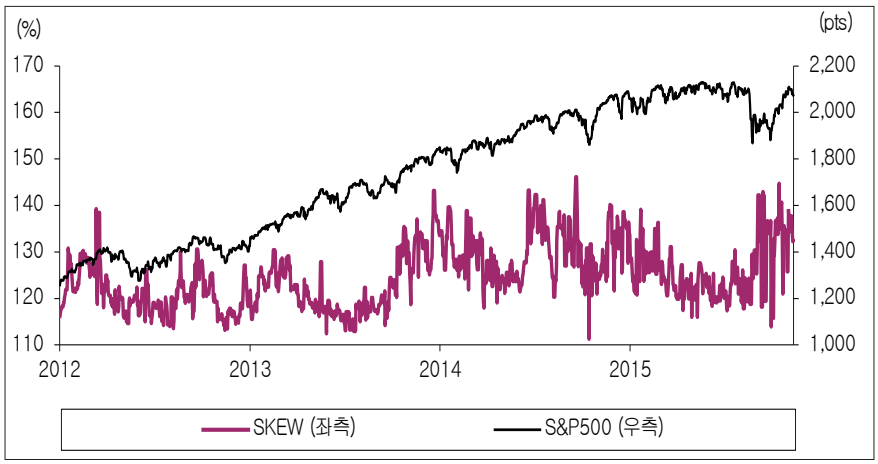
자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 S&P500 지수옵션시장에서 산출되는 변동성지수 VIX의 개념을 확장하여 투자자들의 하방위험에 대한 기대심리를 측정할 수 있는 SKEW지수가 있다. 지표가 상승할수록 주식시장의 불안정성이 높아지는 것으로 해석할 수 있어, 소위 Tail risk measure로 활용된다. (그림 2-4)에서 미국 CBOE의 SKEW지수는 올해 하반기 들어 비교적 높은 수준을 유지하면서 불안정 국면을 지속하였다. 특히 3분기에는 SKEW지수가 발표된 이후 사상 최고치를 경신하는 등 극단적인 위험회피성향을 연출하기도 하였다.

SKEW지수는 경험적으로 주식시장의 조정을 예상하는 투자자들의 선행적인 투자패턴(주식시장 급등시 Put옵션 투자수요가 동반 증가하는 양상 등)을 보이기 때문에, 대체로 SKEW지수의 급등 이후에는 주식시장의 조정이 어김없이 발생하였다. 특히 불안정 국면이 심화될 경우에는 차후에 발생하는 주식현물시장의 조정폭은 경험적으로 비교적 큰 편이었다. 2015년 하반기 이후 지속되고 있는 SKEW지수의 불안정성 구간은 2015년 연말 또는 2016년 연초에 미국 주식현물시장이 비교적 큰 폭의 가격조정을 보일 가능성이 높다는 것을 암시하는 지표이기도 하다.

2015년에 발생한 금융시장의 변동성 상승 흐름은 유동성에 대한 불안감과 펀드멘탈에 대한 우려로 인해 2015년 하반기에 집중적으로 나타났다. 국내 주식시장의 변동성을 선형적으로 구현한 VKOSPI의 급등락이 반복되었다. 한편 주식시장 변동성의 기간구조 측면에서 지난 수년간의 형태와는 상이한 패턴이 2015년에 불거졌다.

〈그림 2-4〉 S&P500과 미국 CBOE의 SKEW 지수

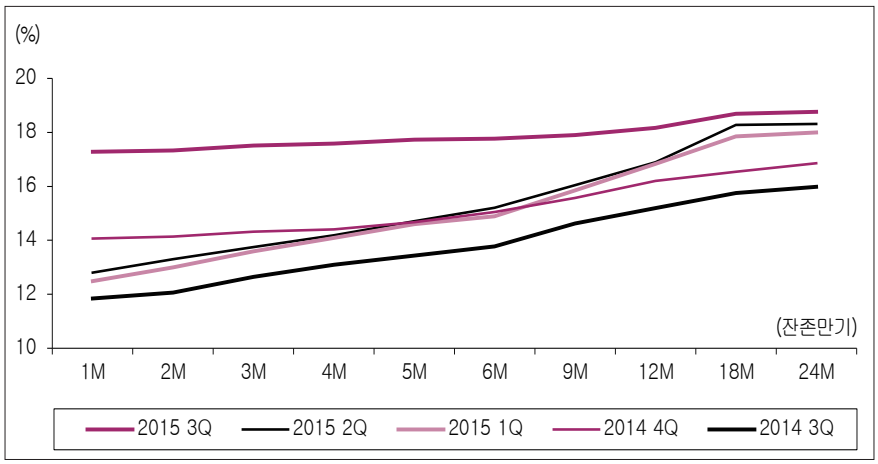


참고: SKEW지수 - 평균 130% 이상은 불안정 상태
자료: Bloomberg, 삼성증권

최근 수년간 중앙은행으로부터 공급된 대규모 유동성이 금융시장의 변동성을 억누르고, 변동성 매도를 추구하는 투자전략(Mean reversion전략, Short convexity전략 등)을 성행시켰다. 글로벌 주요 주식시장의 분산스왑(variance swap) 기간구조(term structures)는 하향 압력을 지속적으로 받아 완만한 우상향 패턴을 보였다. 일시적이나마 시스템 위험이 불거질 때마다 변동성 매수쏠림현상이 집중적으로 나타나면서 분산스왑 기간구조는 단기물 위주의 폭등으로 글로벌 주요 주식시장의 분산스왑 기간구조는 평탄화 양상(flattening)을 보이기도 하였다.

(그림 2-5)에서 나타나듯이 2014년까지 KOSPI200 분산스왑 기간구조도 매우 완만한 우상향 패턴을 보였으며,2015년 상반기에도 유럽 ECB와 일본 BOJ의 유동성 공급, 중국 주식시장의 강세와 달러화 약세반전 등으로 KOSPI200 분산스왑 기간구조는 완만한 우상향 패턴을 유지하였다. 그러나 2015년 3분기에 중국 주식시장의 급락과 미국 연준의 연내 금리인상 우려감으로 KOSPI200의 분산스왑 기간구조는 전반적인 수직 상승과 함께 상대적으로 단기물의 반등세가 크게 나타나 평탄화 양상을 연출하였다.

〈그림 2-5〉 KOSPI200 Variance Swap 기간구조



참고: 분기별 일평균 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

II. 상품별 거래동향

1.주식파생상품시장 거래동향

금융감독원에서 발표하는 국내 금융회사의 파생상품 거래현황을 보면, 2015년 상반기 파생상품 거래규모는 총 2경 3,583조원을 기록하였다. 2014년 상반기에 2경 1,136조원의 거래를 기록한 것을 비교하면, 1년만에 11.5% 증가하였다. 전반적으로 국내외 금융시장 환경이 2014년에 비해 변동성이 높아지면서 파생상품 투자수요가 증가한 것으로 평가할 수 있다.

주식관련 파생상품거래는 2015년 상반기에 1경 4,248조원을 기록하여, 2014년 상반기 1경 3,423조원에 비해 +6.1% 증가하였다. 상품 종류별로 보면, 주식선물거래는 2014년 상반기에 비해 2015년 상반기에는 −8% 감소하였지만, 주식옵션거래는 전년에 비해 +7% 증가하였다. 주식스왑거래가 증가율로는 가장 큰 편이다. 주식스왑거래는 2015년 상반기에 41조원이 거래되어 2014년 상반기에 비해 +65% 증가세를 기록하였다. 주식스왑거래의 증가에는 ELS 등 파생결합증권의 발행이 급증하면서 발행사의 주식스왑 거래가 동반하여 늘어난 것이 가장 큰 비중을 차지하는 것으로 보인다.

거래 금융기관별로 구분하여 보면 압도적으로 증권사의 주식옵션거래가 가장 큰 비중을 차지한다. 그러나 주식옵션 거래규모는 옵션 프리미엄이 아닌 거래계약수를 명목거래대금의 기준으로 활용하는 방식을 취하고 있기 때문에, 명목거래대금이 과대계상될 수 밖에 없다. 따라서 주식관련 파생상품의 거래규모를 파악할 때는 주식옵션으로 인한 과대계상을 염두에 두어야 한다. 더구나 장내 주식옵션 거래는 만기 1개월 이내의 초단기 거래에 집중되어 있기 때문에, 파생상품의 경제적 활용 측면에서 장내 주식옵션 거래에 대한 의미를 조정할 필요가 있다.

2014년 상반기에 비해 가장 큰 폭의 증가세를 기록한 주식스왑의 경우, 증권사의 거래비중이 가장 크다. 앞서 설명한 것처럼 ELS 등의 파생결합증권 발행증가와 관련이 깊다. ELB(원금보장 주가연계증권)의 일종인 소위 ARS(Absolute Return Swap)의 경우 발행증권사와 자문사의 Swap계약을 통해 투자수익률을 제공받는다. 또한 해외 주가지수를 대상으로 한 ELS(원금비보장 주가연계증권)에 대한 발행사의 B2B 헤지과정에서도 거래 금융기관과의 Swap계약을 통해 성과를 수취하게 된다. 2015년 상반기에 주식스왑 거래규모가 2013년 연간 거래규모를 상회한 것은 증권사의 파생결합증권 발행 증가와 결부된다.

〈표 2-1〉 국내 금융회사 주식파생상품 거래현황

구분 (십억원)	상품종류	2013년 연간	2014년 연간	2014년 상반기	2015년 상반기
주식관련거래	주식 전체	32,511,838	27,562,855	13,423,165	14,248,458
	주식선도	249	678	502	47
	주식선물	3,924,684	1,984,715	983,580	909,170
	주식스왑	39,227	57,928	24,862	41,134
	주식옵션	28,547,678	25,519,532	12,414,220	13,298,107

참고: 옵션상품은 장내외 합계
선도거래-계약금액, 선물거래-명목금액, 장내옵션-계약수량*승수*기초현물지수,
장외옵션-거래금액*현물가격, 스왑거래-계약금액
자료: 금융감독원

〈표 2-2〉 국내 금융회사 주식파생상품 거래현황

구분 (십억원)	상품종류	은행	증권	보험	신탁	기타	2015년 상반기
주식관련 거래	주식 전체	18,820	13,299,260	7,203	90,611	832,564	14,248,458
	주식선도	0	18	29	0	0	47
	주식선물	7,696	811,264	5,650	80,439	4,121	909,170
	주식스왑	1,226	38,662	241	1,005	0	41,134
	주식옵션(장내)	3,882	12,414,984	3	9,167	828,438	13,256,473
	주식옵션(장외)	6,017	34,331	1,281	0	6	41,634

자료: 금융감독원

2. 장내 주식파생상품시장 동향

KRX에 상장되어 있는 전체 파생상품(주식, 채권, 외환, 상품 등)의 거래현황을 살펴보면, 2012년 KOSPI200 지수옵션에 대한 감독당국 규제(거래승수 인상)로 인해 거래량이 급감한

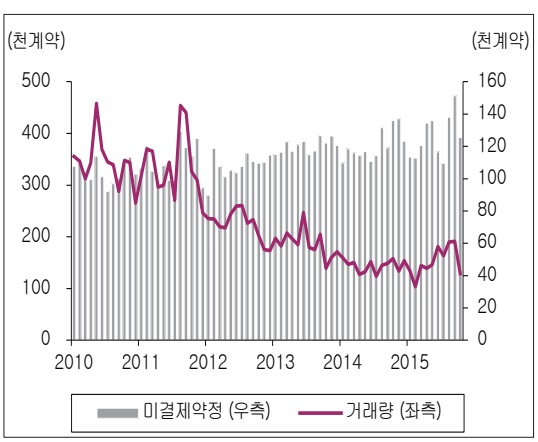
이후 2014년까지 정체를 지속하였다. 2012년 규제 이전까지 KOSPI200 지수옵션 거래가 KRX 전체 파생상품 거래량의 90%를 차지하였기 때문에, KOSPI200 지수옵션의 거래량 감소가 전체 파생상품 거래량의 감소로 직결된 것이다.

2015년 들어 파생상품 전체 거래량은 큰 변화를 보이지 않고 있지만, 미결제약정은 점증하고 있는 것으로 확인되었다. 개별주식선물과 KOSPI200 지수옵션 중심으로 미결제약정 증가세가 두드러졌다. 2015년 들어 금융시장의 변동성이 상승하면서 주식시장 전체는 물론 개별주식에 대한 헤지거래 등의 수요가 증가한 결과로 해석된다. 전체 거래량 역시 2014년 월평균 277만계약에서 2015년 월평균 330만계약으로 증가하였다.

특히 2015년 8월~9월 KRX 장내 파생상품시장에서 일평균 거래량이 약 380만계약에 달하였다. 이는 KOSPI200 지수옵션에 대한 규제 직후인 2012년 8월~9월의 일평균 거래량인 370만계약을 상회하는 것으로, 규제로 인한 시장 유동성 위축이 일부 완화된 것이다. 신규 상장상품의 공급으로 인한 거래량 증가도 일부 반영된 것이지만, 2015년 전반적으로 나타난 변동성 상승이라는 시장환경의 변화가 KRX 장내 파생상품의 거래량 증가에 근본적인 역할을하였다.

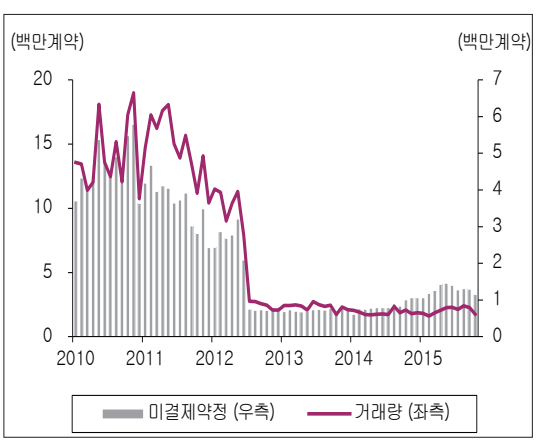
KOSPI200 지수선물시장에서 2011년 이후 감소세를 보이던 거래량이 2015년 들어 상승반전하였다. 미결제약정도 2014년 정체상태에서 벗어나 2015년에 점차 증가세를 보였으며, 특히 3분기에는 사상 최대의 미결제약정을 기록하기도 하였다. 단기 투기적 거래 보다는 ETF나 ELS 등과 연계된 position trading을 추구하는 기관투자자 비중이 높아진 결과로 해석된다. 한편 KOSPI200 지수옵션시장에서도 2015년 들어 거래량과 미결제약정이 동반 증가하였다.

〈그림 2-6〉 KOSPI200 지수선물 거래량 및 미결제약정



참고: 거래량은 일평균, 미결제약정은 월말 기준
자료: KRX, 삼성증권

〈그림 2-7〉 KOSPI200 지수옵션 거래량 및 미결제약정

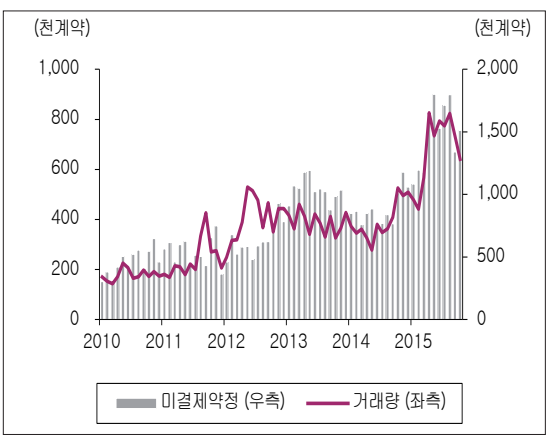


참고: 거래량은 일평균, 미결제약정은 월말 기준
자료: KRX, 삼성증권

개별주식선물시장에서는 2015년 11월 현재 KOSPI 79개 종목과 KOSDAQ 10개 종목으로 모두 89개 종목이 기초자산으로 활용되고 있다. 개별주식선물시장은 기초자산이 계속 늘어나면서 개별주식선물 전체 거래량과 미결제약정도 동반 증가하였다. 또한 유동성 공급자(LP)의 헤지거래에서 발생되는 거래세를 면제한 조세특례법(2015년부터 시행)과 KRX 상장주식의 가격제한폭 확대(기존 ±15% 개정 ±30%)는 개별주식선물시장의 공급과 수요를 추가로 창출할 수 있는 제도적 변화이다. 그리고 장기간 지속된 박스권장세로 지수 Play가 더 이상 작동하지 않은 상태에서 중국과 바이오 관련 테마 중심의 투자패턴이 형성된 것도, 개별주식선물의 활용도를 높이는데 일조하였다.

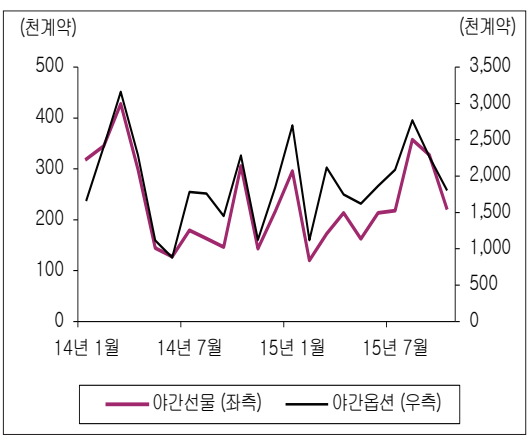
KOSPI200 상품의 야간선물(CME Globex)시장과 야간옵션(EUREX)시장은 꾸준하게 거래량을 유지하였다. 대체로 KOSPI200 야간선물시장과 야간옵션시장의 거래량은 동일 목적의 거래로 인해 동행하는 경향이 높으며, 2015년에는 거래량이 소폭 증가하였다. 특히 지난 8월 글로벌 주식시장이 동반 폭락을 하는 기간에 KOSPI200 야간선물과 야간옵션시장의 거래량이 급증하였다. Overnight risk를 헤지하고 선진국 주식시장의 변동을 실시간으로 대응하기 위해 야간시장을 활용하는 경우가 늘어났기 때문이다.

〈그림 2-8〉 개별주식선물 거래량 및 미결제약정



참고: 거래량은 일평균, 미결제약정은 월말 기준
자료: KRX, 삼성증권

〈그림 2-9〉 야간선물 및 야간옵션 거래량

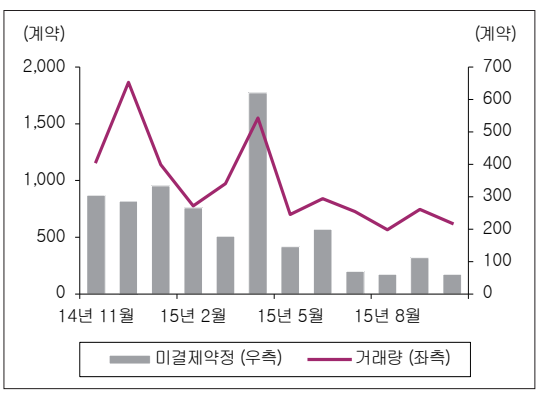


참고: 거래량은 일평균 기준
자료: KRX, 삼성증권

지난 2014년 11월에 상장된 변동성선물과 섹터지수선물 거래는 매우 부진한 상태이다. 변동성지수선물(VKOSPI선물)은 다양한 활용 가능성에도 불구하고 월간 총 거래량이 1,000계약을 넘지 못하고 있으며, 미결제약정은 계속 감소 추세이다. 지난 3분기에 발생한 주식시장의 급락으로 VKOSPI가 급등하면서 변동성선물을 활용한 위험회피 전략이 가능했음에도 불구하고, 정작 VKSOPI선물의 거래량은 늘어나지 않았다. 상품에 대한 이해도와 유동성공급자의 거래부진, 그리고 변동성 방어전략에 대한 적극적인 검토가 아쉬운 부분이다. 현재 4

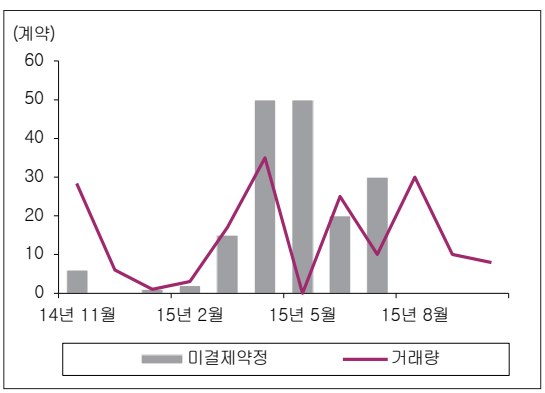
종류의 섹터지수선물이 상장되어 있지만, 일부 선물에서 발생한 일회성 거래를 제외하면 상장 당시부터 현재까지 거래가 거의 이루어지지 않고 있다. 섹터지수선물 역시 섹터투자전략(Sector rotation, Sector Long/Short 등)의 수단으로 충분히 활용가능함에도 불구하고 낮은 상품 인지도로 인해 부진한 상태를 벗어나지 못하고 있다.

〈그림 2-10〉 변동성선물 거래량 및 미결제약정



참고: 거래량은 월간 거래량, 미결제약정은 월말 기준
자료: KRX, 삼성증권

〈그림 2-11〉 섹터지수선물(4종 합계) 거래량 및 미결제약정

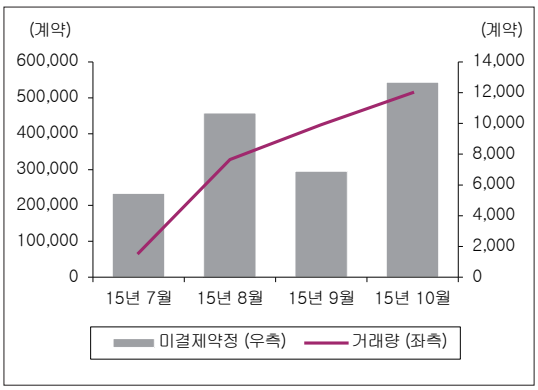


참고: 거래량은 월간 거래량, 미결제약정은 월말 기준
자료: KRX, 삼성증권

2015년 KRX 신규상장 상품 중에서 가장 활발한 거래를 보인 상품은 단연 Mini KOSPI200 지수선물이다. Mini 지수선물은 상장 첫 달(7월) 6.7만계약의 거래량을 기록하였으며 10월에는 51.4만계약의 거래량을 기록하면서, 4개월만에 7.6배 증가하였다. Mini KOSPI200 지수옵션 역시 거래량과 미결제약정이 빠르게 증가하였다. 상장 첫 달(7월) 10.9만계약의 거래량에서 10월에는 203.8만계약의 거래량을 기록하여 18.6배의 성장세를 보였다.

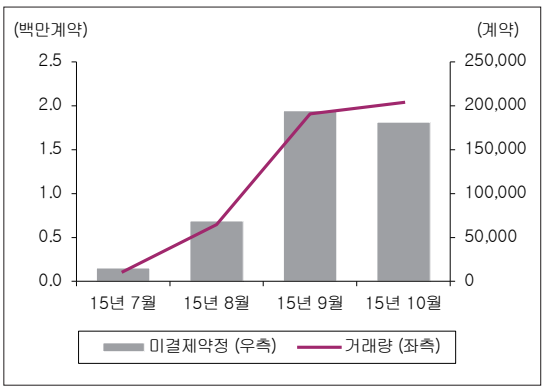
다만 Mini KOSPI200 지수선물시장은 거래승수 환산(Mini 거래승수 10만원, Large 거래승수 50만원)하면 Large 지수선물시장의 5%를 밑돌고 있다. 미결제약정은 2%에 불과하다. 상장 이후 거래량이 빠르게 증가하였지만, Large 상품을 잠식할 만한 수준으로 시장규모가 확대된 것은 아니다. Mini KOSPI200 지수옵션시장 역시 거래승수 환산하면 Large 지수옵션 대비 1% 대이며 미결제약정은 3% 수준이다.

〈그림 2-12〉 Mini KOSPI200 선물 거래량 및 미결제약정



참고: 거래량은 일평균, 미결제약정은 월말 기준
자료: KRX, 삼성증권

〈그림 2-13〉 Mini KOSPI200 옵션 거래량 및 미결제약정



참고: 거래량은 일평균 기준, 미결제약정은 월말 기준
자료: KRX, 삼성증권

3. 주가연계 파생결합증권(ELS)시장 동향

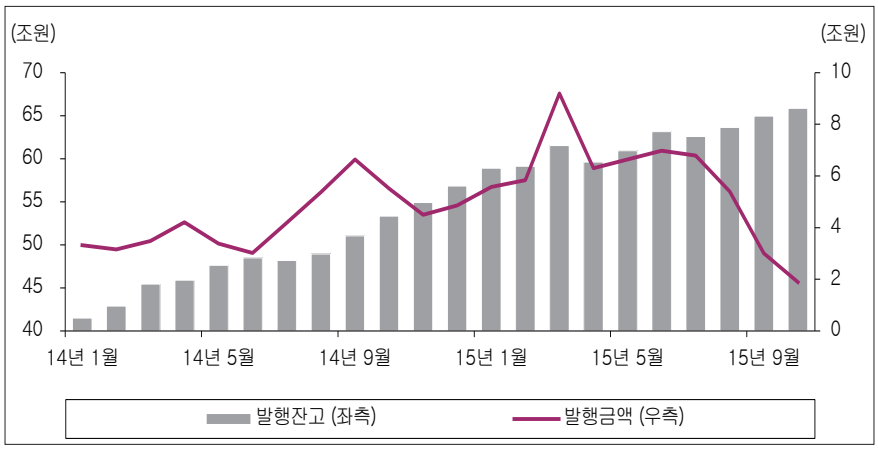
(1) 시장동향

ELS 발행시장은 2015년에 극적인 변화를 보였다. (그림2-14)에서 확인할 수 있듯이 2015년 3월 월간 발행규모로 사상 최대인 9.1조원을 기록하였지만, 10월에는 1.8조원에 불과한 발행금액을 기록하기도 하였다. 2015년 상반기에는 중국 주식시장의 급등세에 연동하여 HSCEI(Hang Seng China Enterprises Index) 연계 ELS가 대량으로 발행되었지만, 2015년 3분기 중국 주식시장의 폭락과 금융감독의 ELS 규제방안 도입 등으로 ELS 발행이 급감하였다. 한편 2015년 10월말 현재 ELS의 미상환 발행잔고는 48조원을 상회하였다. ELS 발행잔고는 전년도 같은 시기인 2014년 10월말 기준으로 36조원에서 30% 이상 증가한 수치이다. 발행규모의 증가에 비해 상환(조기 및 만기)이 상대적으로 정체된 결과이다.

원금보장상품인 ELB(주가연계 파생결합사채)의 발행규모도 ELS 와 유사하게 2015년에는 연초에 비해 연말로 갈수록 발행규모가 줄어들었다. 1분기 3.3조원이 발행되었던 ELB는 2분기에 3.2조원, 3분기에 1.8조원으로 순차적인 감소세를 기록하였다. 반면 발행잔고는 10월말 현재 17조원을 기록하였다. 발행잔고는 전년도 같은 시기(2014년 10월말)에 17조원에서 큰 변동이 없는 편이다. ELS와 합한 주가연계 파생결합증권의 발행잔고는 2015년 10월말 기준 65조원을 상회한다.

ELS의 기초자산으로 활용되는 자산은 압도적으로 주가지수가 많다. 전체 발행 ELS 물량 중에서 국내 개별주식형이 기초자산으로 활용한 ELS는 1%에 불과하며 나머지는 모두 주가지수를 활용하고 있다. 특히 한국 KOSPI200보다는 HSCEI나 EuroStoxx50과 같은 해외 주가지수를 기초자산이 활용하는 사례가 큰 비중을 차지하고 있다. (그림 2-15)에서는 ELS의 기초자산 활용규모를 보여주는 것으로 주식형 ELS의 비중이 매우 미미한 것을 알 수 있다.

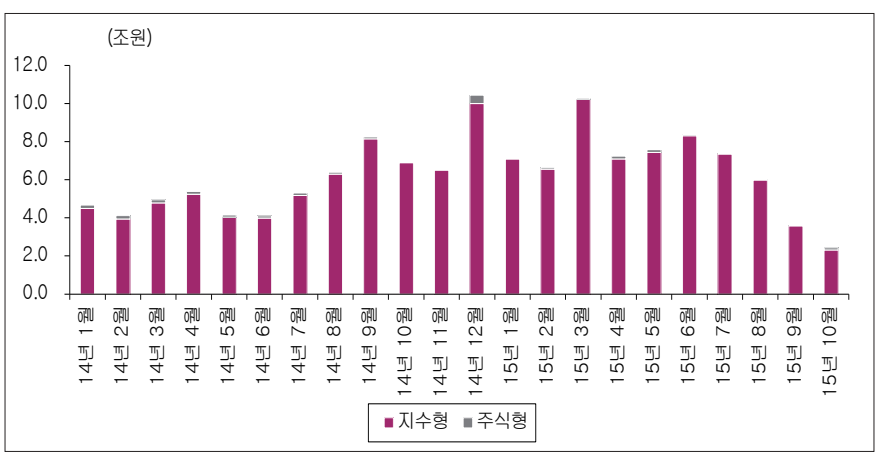
〈그림 2-14〉 ELS 발행금액과 발행잔고 (ELB 제외)



자료: KSD, 삼성증권

ELS의 주가지수 기초자산을 보다 세분화하여 살펴보면, KOSPI200의 활용도는 점차 낮아지고 HSCEI와 EuroStoxx50의 기초자산 활용도가 상당한 비중을 차지하고 있다. (표 2-3) 주가지수의 ELS 기초자산 활용현황을 보면, KOSPI200이 배제된 ELS 발행규모가 35조원에 달하지만 KOSPI200이 포함된 ELS 발행규모는 17조원 규모에 그친다(중복 계산 포함). KOSPI200의 낮은 변동성 수준으로 인해 ELS의 기초자산 활용 매력도가 떨어졌기 때문이다. 한편 EuroStoxx50으로 포함한 ELS 발행규모는 총 45조원에 달하며, HSCEI가 포함된 발행규모도 45조원이다. 즉 EuroStoxx50과 HSCEI가 국내에서 발행되는 ELS의 기초자산으로 가장 많이 활용되고 있다.

〈그림 2-15〉 ELS 기초자산별 발행규모



자료: KSD, 삼성증권

(표 2-3)에서는 EuroStoxx50과 HSCEI를 제외하고 활발하게 활용되는 ELS 기초자산으로 S&P500만 있지만, 2015년 들어 일본의 NIKKEI225와 싱가포르의 FTSE China A50, 그리고 독일의 DAX와 홍콩의 HSI도 소규모이지만 ELS 기초자산으로 일부 채용하고 있다. HSCEI의 급락과 금융당국의 규제로 인해 대안을 찾는 과정에서 선별된 주가지수이다.

〈표 2-3〉 주가지수의 ELS 기초자산 활용규모 추정 (2015년 1월 ~ 10월)

자산구성	발행규모(십억원)	자산구성	발행규모(십억원)
KOSPI200-EuroStoxx50	2,231	HSCEI-S&P500	581
KSOPI200-HSCEI	5,291	**EuroStoxx50-HSCEI-S&P500**	**18,552**
KOSPI200-S&P500	762	KOSPI200-EuroStoxx50-HSCEI	5,922
EuroStoxx50-HSCEI	**13,890**	KOSPI200-EuroStoxx50-S&P500	2,714
EuroStoxx50-S&P500	2,019	KOSPI200-HSCEI-S&P500	816

참고: 주요 주가지수로 구성된 상품만 선별하여 합산함
자료: KSD, 삼성증권

(2) 시장영향

국내에서 발행되고 있는 ELS 중 원금비보장형 Step-down 상품은 일반적으로 Auto-callable 상품으로 분류할 수 있다. Auto-callable 상품의 확산은 저금리에 지친 은행고객과 변동성에 시달린 증권고객을 모두 확보할 수 있는 장점을 기반으로 하고 있다. 유럽에서도 Negative 정책금리가 확산되면서 Auto-callable 방식의 구조화상품에 대한 수요가 높아지고 있다. 저금리 기조가 정착된 최근 수년간 전 세계적으로 Auto-callable 상품은 구조화상품 중에서 생필품(staples)으로 여겨질 정도이다.

Auto-callable 상품은 만기까지 일정 기간마다 쿠폰(coupon)을 지급하되 쿠폰지급 조건은 주가 성과에 연동되며, 일정한 조건에서는 조기상환도 가능한 구조이다. 해당 상품구조는 기본적으로 투자자가 발행사에게 Put option을 매도하여 쿠폰을 수취하고, 하락시 knock-in되는 경계조건과 상승시 knock-out되는 경계조건을 설정하여 쿠폰을 증폭시키는 형태이다. 만일 기초자산 가격의 하락으로 knock-in이 발생할 경우 투자자는 원금손실의 위험에 노출된다.

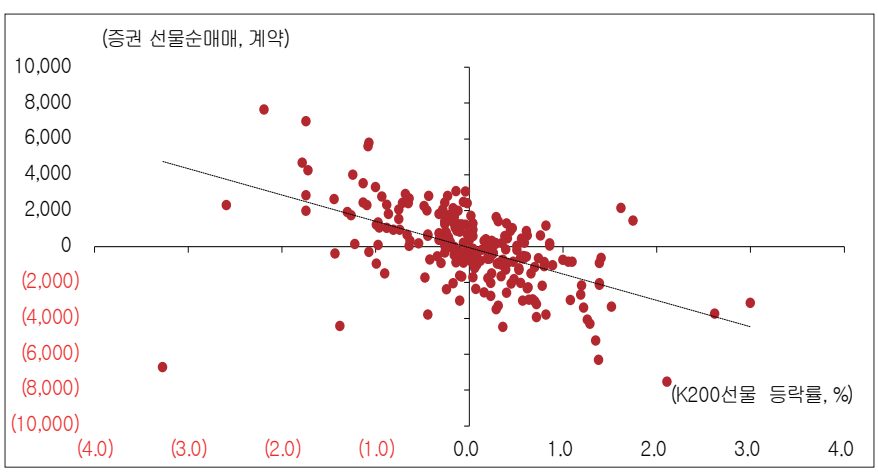
발행사 입장에서는 투자자로부터 매입한 Put options 상태를 헤지하기 위해 기초자산의 변동성을 매도하는 거래를 진행해야 한다. knock-in 경계조건과 knock-out 경계조건 사이에서 dynamic delta hedging을 수행하게 된다. 특히 국내의 step-down 수익구조를 헤지

하기 위해 발행사는 'long gamma[1]' 형태의 delta hedging을 수행한다. ELS의 발행규모가 증가할수록 변동성 매도 포지션이 늘어나게 되고, long gamma 형태의 delta hedging 포지션이 증가하게 되면(기초자산 가격상승시 매도 & 기초자산 가격하락시 매수) 결과적으로 기초자산의 변동성을 줄이게 된다.

특히 주식시장이 완만한 상승세를 보이고 저금리 기조가 지속되는 환경에서 Auto-callable 상품의 수익성은 상대적으로 양호한 편이다. 투자자 입장에서는 일반 예금금리보다 높은 수익률을 단기간(조기상환 충족시)에 얻을 수 있으며, 발행사 입장에서는 반복되는 조기상환으로 헤지포지션의 부담이 완화되고 초기 설정과정에서 상대적으로 높은 마진을 확보할 수 있기 때문이다. 그러나 주식시장의 충격이 발생할 경우 변동성 급등으로 인해 투자자는 손실위험에 노출되고 발행자는 변동성 상승에 따른 헤지손실 위험에 노출될 수 있다.

국내에서는 KOSPI200 선물의 등락과 증권사의 KOSPI200 선물 거래방향이 서로 반대방향을 보이는 경향이 높다. 이는 증권사가 KOSPI200 연계 ELS를 발행하고 자체 헤지를 위해 KOSPI200 지수선물을 활용하여 'long gamma' 포지션에 대한 dynamic hedging을 하기 때문이다. 하단의 (그림 2-16)을 보면, 2015년 들어 KOSPI200 지수선물의 등락과 증권사의 KOSPI200 지수선물 거래방향이 뚜렷하게 역의 상관성을 보이는 것을 확인할 수 있다.

〈그림 2-16〉 KOSPI200 일별 등락률과 증권사 일별 선물 순매수 관계



자료: KRX, 삼성증권

이 때문에 ELS 발행이 급격히 증가하면서 증권사의 KOSPI200 지수선물에 대한 dynamic hedging 거래행태가 국내 주식시장의 변동성을 위축시킨 요인의 하나라고 주장하는

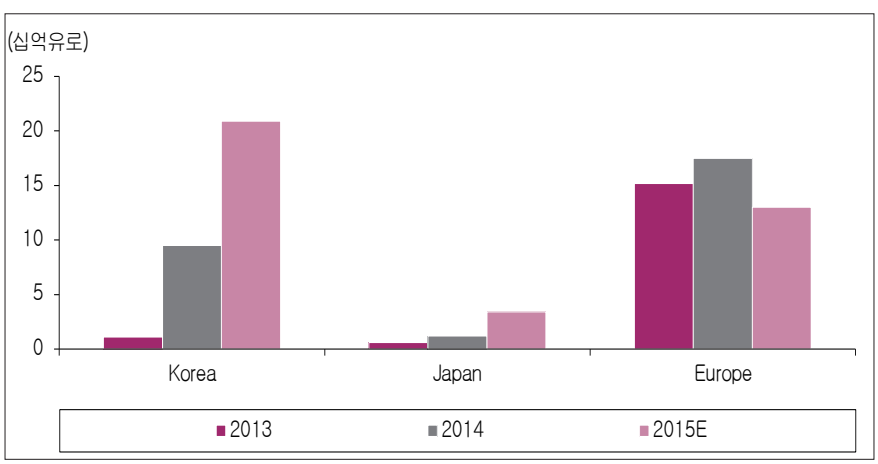
1) "Long gamma" 포지션은 Step-down 유형의 ELS의 발행사가 투자자에게 지급해야 할 수익을 헤지하기 위해 보유하게 되는 자산의 포지션 유형을 의미한다. Knock-in 또는 knock-out이 발생하기 전까지 발행사는 위로 볼록한 수익구조를 유지해야 하기 때문에, 기초자산의 가격이 상승할 때는 지속적으로 매도하고 기초자산의 가격이 하락할 때는 지속적으로 매수하는 방식으로 포지션을 유지해야 한다.

경우도 있다. 공교롭게도 국내 주식시장의 변동성이 하락한 시기와 ELS의 발행규모가 증가하는 시기가 일치하기 때문에, 해당 주장이 일부 설득력을 갖는다. 그러나 KOSPI200 지수 선물에서 증권사가 차지하는 비중은 25% 수준에 불과하며, 50% 이상을 외국인투자자들이 차지한다. 외국인투자자들의 거래패턴은 전적으로 주식시장 등락과 동행하는 행태를 보인다. 또한 앞서 살펴보았듯이 국내 기업의 저조한 실적과 선진국 중앙은행의 양적완화 조치가 국내외 주식시장의 변동성을 약화시킨 주된 원인이라는 점에서, 증권사의 ELS 헤징거래가 국내 주식시장의 변동성을 압박하였다는 주장은 다소 과장된 부분이라고 평가된다.

Auto-callable 상품의 급팽창은 해당 기초자산의 변동성과 거래량에 직간접적으로 영향을 미친다. 특히 헤지거래를 해당 기초자산의 장내외 파생상품으로 수행할 경우, 해당 기초자산의 현물과 파생상품에 동시 다발적으로 영향을 미치게 된다. 예를 들어 국내 ELS 발행규모 급증이 유럽 EuroStoxx50에는 변동성 기간구조에, 홍콩 HSCEI에는 거래량 등에 영향력을 행사한 것으로 파악된다.

유럽 파생상품시장에서는 해외로부터 유입되는 대규모 변동성 매매로 인해 역내 주식시장의 등락과 무관한 변동성 패턴이 형성되고 있다는 것에 최근 주목하고 있다. 파생상품저널인 RISK의 2015년 8월 기사에서는 유럽 파생상품시장 업계가 EuroStoxx50 주가지수의 변동성 기간구조의 왜곡이 한국과 일본 등에서 발행되는 구조화상품(structured products)에서 기인한다고 분석하고, 이 같은 현상을 'Asianification' 이라고 규정하기 까지 하였다.

〈그림 2-17〉 'Asianification' of EuroStoxx50



참고: 2015년 연간발행규모는 BoA ML 추정
자료: RISK, "Autocallable issuance upsets EuroStoxx volatility market", 2015.8.13 기사 중 그림 인용

RISK의 해당 기사에서는 2014년 기준으로 EuroStoxx50 관련 구조화상품에 대한 헤지거래를 위해 EuroStoxx50이 1% 하락시 6백만달러의 Vega 포지션을 매도할 수 있다는 내용

도 실려있다. EuroStoxx50이 2014년 하반기 조정을 거친 이후 2015년 상반기 급등하였기 때문에 해당 Vega 포지션이 2015년 상반기까지는 완화되었지만, 재차 올해 하반기 유럽 주식시장의 급락으로 인해 Vega 포지션 구축이 다시 급증하였을 것으로 추정된다.

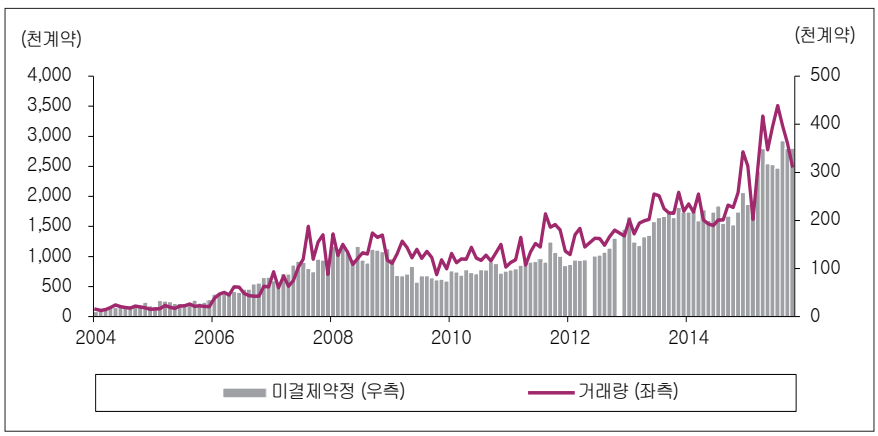
아시아로부터 유입되는 EuroStoxx50 연계 구조화상품 관련 헤지포지션은 EuroStoxx50의 변동성 기간구조에도 영향을 미친다. 일례로 2015년 7월초 유럽 주식시장이 급락세를 보이는 과정에서도 내재변동성(implied volatility)이 실현변동성(realized volatility)보다 낮은 현상을 연출하였다. 경험적으로 주식시장의 급락은 변동성의 상승요인으로 작용함에도 불구하고, 내재변동성이 낮게 형성된 것은 EuroStoxx50의 1년물~3년물 변동성에 대한 매도주문이 꾸준하게 유입되었기 때문이다. 아시아 등에서 발행된 구조화상품의 헤지거래 차원에서 변동성 매도주문이 유입됨에 따라 내재변동성이 주식시장의 급락 와중에서도 오히려 하락 압력을 받은 것이다. 구조화상품의 Short Vega position 증가로 인해 변동성 기간구조에 비정상적인 현상이 발생하였다.

홍콩에서도 아시아발 구조화 상품으로 인해 이례적인 현상이 발생하였다. 올해 2분기 이후 중국 주식시장의 급락으로 인해 홍콩거래소의 HSCEI 역시 폭락을 거듭하였다. HSCEI의 폭락과 함께 관찰된 현상은 HSCEI 지수선물시장이 거래량과 미결제약정의 폭증을 보인 것이다. HSCEI 지수선물시장은 2004년 이후 거래량과 미결제약정이 점진적인 증가세를 보였지만, 2015년 이후 빠르게 거래규모가 급증하였으며 지난 8월에는 사상 최대의 거래량과 미결제약정을 기록하기도 하였다. 당시 중국 본토증시의 급락과 연동된 투기 및 헤지거래가 집중된 결과이지만, 이와 함께 한국의 HSCEI 연계 ELS 헤지거래 차원의 HSCEI 지수선물거래가 급증한 것도 중요한 원인으로 지적되었다.

ELS 발행사 입장에서는 기초자산의 가격 하락시 dynamic delta hedging을 수행하면서 기초자산에 대한 매입포지션을 확대해야 한다. HSCEI 연계 ELS를 발행한 증권사 입장에서는 HSCEI의 하락에 연동하여 HSCEI 선물을 꾸준하게 매수해야 한다. 다만 knock-in put option barrier에 근접하여서는 해당 헤지 포지션의 대규모 청산(rewind)이 이루어질 수 있다. 주가 하락에 따른 투기적 매도포지션이 구축되는 과정에서 적극적인 ELS 헤지 매수포지션이 유입됨에 따라 HSCEI 지수선물의 미결제약정이 급증한 것으로 추정된다.

특히 홍콩거래소는 HSCEI 지수선물거래에 대해 계좌당 12,000 델타포지션을 한도로 제한하고 있다. 일부에서는 지난 3분기에 계좌당 선물포지션 한도를 상회하는 경우가 발생한 것으로 알려지기도 했다. 이례적인 시장규모 급증은 홍콩 감독당국의 이목을 끌게 하였으며, 일부 회원사는 과도한 포지션에 대한 주의를 받기도 했다는 언론기사가 나오기도 했다.

〈그림 2-18〉 홍콩거래소 HSCEI 최근월물 거래량 및 미결제약정 추이



참고: 월간 거래량, 미결제약정은 월말 기준

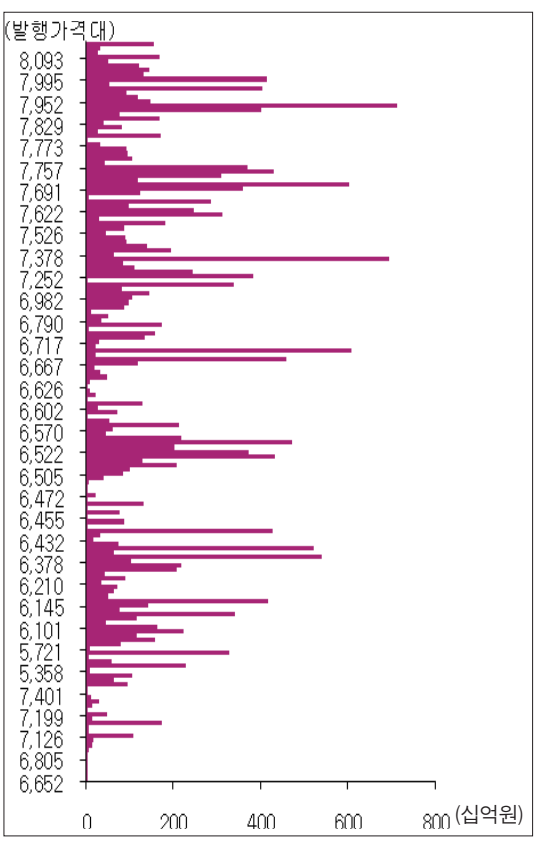
국내에서 발행된 EuroStoxx50 및 HSCEI 연계 ELS는 올해 2분기 이후 중국 주식시장의 폭락과 3분기 글로벌 주식시장의 급격한 조정으로 인해 일부 상품에서 Knock-in 우려가 속출하였다. 국내에서 발행된 원금비보장형 Step-down ELS의 경우 일부 상품은 No knock-in 상품이 개발되었지만, 대부분의 상품이 최초 기준가격 대비 평균 55% 수준에서 knock-in 조건이 첨부된 경우이다. Knock-in 조건에 충족되면, 원금+alpha의 수익조건에서 원금손실 상태로 반전되기 때문에, 투자자 입장에서는 기초자산 가격의 과도한 하락을 경계할 수 밖에 없다. 다만 국내에서 발행된 EuroStoxx50 및 HSCEI 연계 ELS 대부분이 Knock-in 가격대가 현 주가 대비 비교적 낮게 형성되어 있기 때문에, 올해 주식시장의 급락국면에서도 knock-in 발생은 미미하였다. (그림 2-19~2-20)은 HSCEI와 Eurostoxx50 연계 ELS의 추정 knock-in 가격대이다. 현 주가와는 상당한 편차가 존재한다.

한편 2015년 2분기 이후 홍콩과 유럽에 쏠린 ELS의 편중 현상이 해당 기초자산의 급락으로 인해 투자자와 발행사의 손실위험이 극단적으로 높아지는 상황이 연출되었다. 투자자 입장에서는 실제 손실로 이어지기 보다는 손실가능성 확대에 따른 투자심리 위축이 불가피해졌으며, 발행자 입장에서는 기초자산 시장의 급변동에 따른 헤지비용의 급증으로 예상 기대이익을 확보하지 못하는 등의 상황이 발생한 것이다.

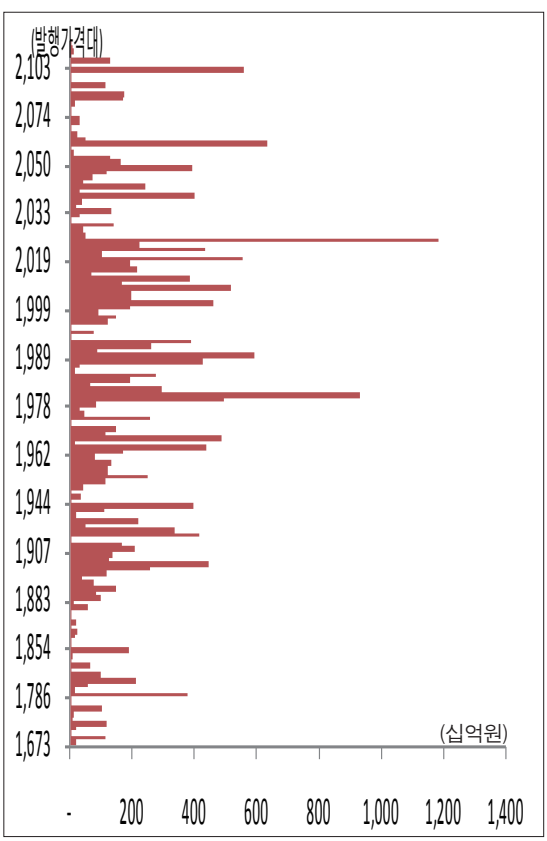
HSCEI를 중심으로 2분기 이후 글로벌 주식시장의 급락 과정에서 헤지자산의 규모확대는 거래비용의 증가를 유발하게 된다. HSCEI 연계 ELS 헤지를 위해 HSCEI 지수선물을 활용할 경우 보유 포지션의 증가로 인한 증거금 비용의 확대는 물론 시장 급락과정에서의 거래마찰비용의 증가도 불가피할 것이다. 더구나 조기상환이 이루어지지 않고 이월되는 경우 예상만기의 연장으로 민감도 변동에 따른 손실위험이 높아지며, 변동성 만기 미스매칭으로 인한 Vega 위험도 높아질 수 밖에 없다. 특히 HSCEI나 EuroStoxx50 등 외환표시 자산인 경우에는 환헤지 비용의 증가도 불가피하다.

더구나 ELS 발행사의 손익에 치명적인 영향을 미친 것은 자산간 상관관계의 비정상적인 급변동으로 인해 'Cross gamma' risk의 확대이었다. 하단의 그림에서 확인할 수 있듯이 2014년 이후 국내 KOSPI200과 해외 EuroStoxx50 및 HSCEI와의 상관관계는 2015년 1분기까지 최근 15년 동안 가장 낮은 수준까지 낮아졌다. 한국 주식시장의 정체와 무관하게 해외 주식시장의 상승흐름이 진행되면서 국내 주가지수와 해외 주가지수의 상관성이 크게 낮아졌다. 이같은 상관관계의 하락은 ELS 발행조건을 상대적으로 유리하게 만들었으며, 이로 인해 ELS 발행량이 2015년에 급증한 것이다. 그러나 2015년 2분기 이후 글로벌 주식시장이 G2 Risk로 인해 동시 다발적인 급락을 기록하였으며, 이 과정에서 KOSPI200과 HSCEI, EuroStoxx50의 상관관계가 급격히 높아졌다. 자산간 Correlation이 비정상적으로 급변동하면서, 이에 대한 헤지포지션을 갖추지 못한 발행사는 비교적 큰 위험에 노출된 것이다.

〈그림 2-19〉 HSCEI 연계 ELS의 추정 knock-in 가격대



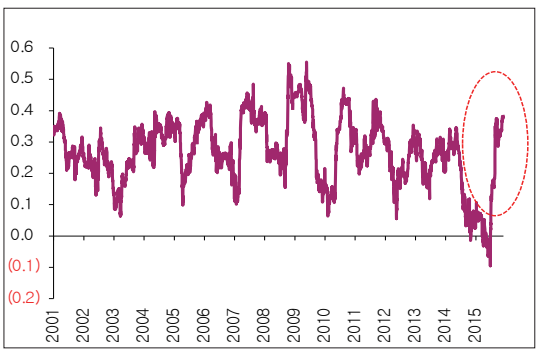
〈그림 2-20〉 EuroStoxx50 연계 ELS의 추정 knock-in 가격대



참고: 최초 기준가격 대비 60% 수준을 knock-in 가격으로 추정함(실제로는 55% 이하가 대부분임)
자료: 연합인포맥스, 삼성증권

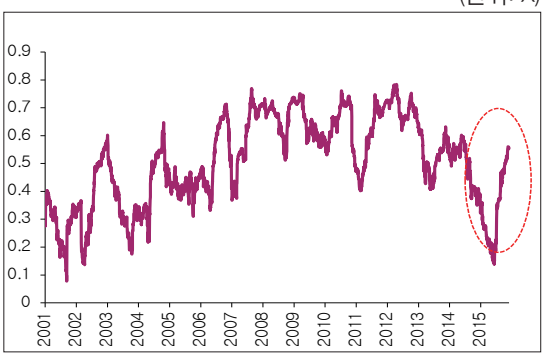
〈그림 2-21〉 KOSPI200과 EuroStoxx50 상관관계

(단위: X)



참고: 일별 수익률의 120일 기준 상관계수 추정
자료: Bloomberg, 삼성증권

〈그림 2-22〉 KOSPI200과 HSCEI 상관관계



참고: 일별 수익률의 120일 기준 상관계수 추정
자료: Bloomberg, 삼성증권

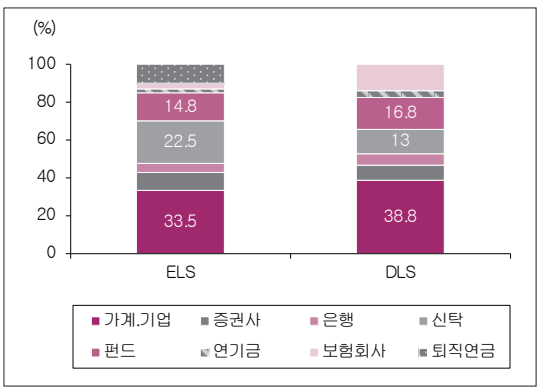
3) 파생결합증권 규제강화

올해 들어 금융감독 당국에서는 급팽창하는 주가연계증권(ELS)에 대한 면밀한 관리감독을 강화하는 방향으로 입장을 명확하게 정리하였다. 이전에는 저금리·저성장 국면에서 '중위험·중수익' 상품으로서 ELS의 성장을 긍정적으로 인식하였지만, 국내 금융자산규모 대비 단기간에 급팽창한 ELS에 대해 금융시스템 위험요인의 일환으로 파악하려는 경향이 강해진 것이다.

우선 한국은행은 올해 상반기에 발표한 "지급결제보고서(2015년 4월 발간)"와 "금융안정보고서(2015년 6월 발간)", 그리고 이를 종합한 "BOK 이슈노트: 파생결합증권 발행 헤지 운용의 현황 및 시사점(2015년 11월 발간)"에서 금융투자업(증권)의 ELS·DLS 발행확대가 금융투자업자의 유동성 위험과 더불어 금융시스템 위험전파 경로의 일종으로 작용할 가능성에 대해 우려를 표명하였다. 한국은행 입장에서 금융투자업자의 신용으로 발행된 유가증권인 ELS·DLS가 단기간에 급팽창한데다, 대부분 금융시장의 가격변수에 직접 노출되어 있는 상황에서 금융시장의 충격이 발생할 경우 일시적인 유동성 위기에 처할 수 있다는 우려를 제기하였다. 또한 ELS·DLS를 발행한 금융투자업자가 내부적으로 채권 등을 운용하는 과정에서 금리인상 환경에 노출될 경우 해당 금융투자업자의 실적 악화가 발생할 수 있다는 점도 지적하였다.

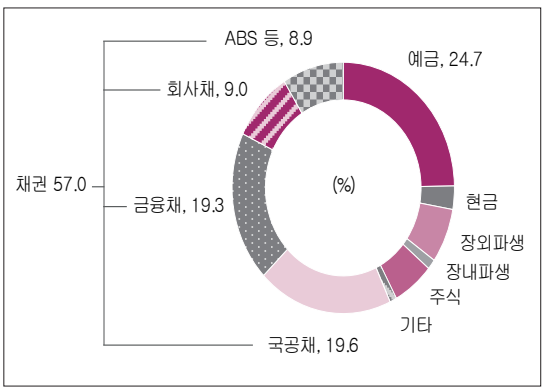
최상위 금융감독기구의 ELS · DLS에 대한 우려는 금융감독 집행기구인 금융위원회와 금융감독원의 직접적인 감독규제 강화로 이어졌다. 금융감독원의 2015년 5월 보도자료("최근 주가연계증권의 주요특징 및 투자자 유의사항")에서는 ELS의 손실상환 비율(손실상환/총상환)이 2013년 3.2%에서 2014년 6.5%으로 늘어났으며, 손실ELS의 수익률 역시 2013년 −32.7%에서 2014년 −41.4%으로 확대되었음을 지적하였다. 즉 중위험 · 중수익으로 알려진 ELS가 실제로는 상대적으로 높은 위험과 낮은 성과를 보였다는 것이다. 이에 따라 금융감독원은 ELS에 대한 투자자 유의사항으로 원금손실 가능성과 상품구조의 복잡성 등을 선별하였다. 2015년 5월 발행된 금융감독원의 보도자료는 일종의 warning signal이었다.

〈그림 2-23〉 파생결합증권 투자자 현황



참고: 2014년말 기준
자료: 한국은행 금융안정보고서

〈그림 2-24〉 파생결합증권 운용자산 비중



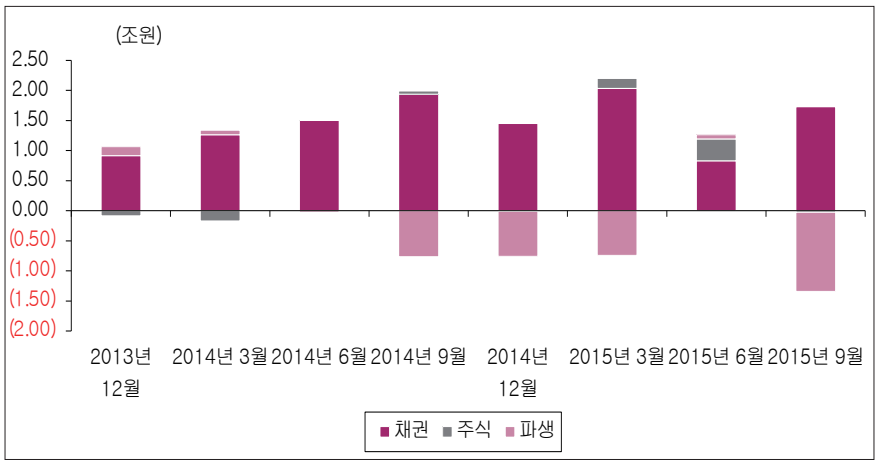
참고: 2014년 말 각사 재무제표 평가잔액 기준
자료: 한국은행 금융안정보고서

금융위원회에서 발표한 "파생결합증권 발행현황과 대응방안(2015년 8월, 금융감독원 공동작업)"은 특정 기초자산에 과도하게 쏠린 ELS 시장에 대한 직접규제 가이드라인을 제시하였다. 2015년 상반기 현재 파생결합증권 발행잔액이 94조원을 상회하며, 이는 증권사 총 자산 356조원의 26%를 차지하는 규모이다. 특히 홍콩 HSCEI를 기초자산으로 활용한 ELS가 36조원으로 전체 발행잔액의 38%에 해당한다. 중국 주식시장의 폭락으로 홍콩 HSCEI 역시 급락세를 보이는 상황에서, 금융감독 당국은 HSCEI 연계 ELS의 손실가능성과 발행사의 헤지거래로 인한 변동성 확대를 우려하였다.

이와 함께 금융감독당국은 파생결합증권으로 조달한 대규모 자금운용 과정에서 손실이 발생할 경우 증권사의 재무건전성이 저해될 수 있으며, 일시적으로 대규모 환매가 발생할 때 증권사가 유동성 위험에 처할 가능성도 배제할 수 없다는 인식을 가지고 있다. 대외 충격으로 인해 ELS의 기초자산 시장위험이 높아지면서 투자자 손실이 확대되고 발행사의 유동성 위험이 고조될 경우, 파생결합증권으로 인해 금융투자업계의 금융시스템 위험이 확산될 수 있다는 위기의식을 내포한 것이다. 이는 한국은행의 지급결제시스템에서 증권사의 유동성위험을 우려한 것과 동일한 맥락이다.

참고로 금융감독원에서 발표한 증권회사 자기매매손익 현황을 살펴보면, 2015년 3분기 증권회사 자기매매손익에서 채권관련 이익(+1.7조원)에도 불구하고 파생상품관련손실(−1.3조원)을 기록한 것으로 나타났다. 이에 따라 분기별 자기매매수익은 2015년 2분기 1.2조원에서 3분기 0.3조원으로 급감하였다. 2015년 1~9월까지 자기매매손익은 총 3.0조원으로 집계되었으며, 채권관련이익 4.5조원과 주식관련이익 0.4조원, 그리고 파생상품관련손실 −1.9조원으로 구성되었다. 파생상품관련손실은 거래손실보다는 평가손실에서 큰 비중을 차지한다. 만기 도래 이전에 기초자산의 가치 변동에 따른 파생상품 가치하락에 따른 손실로서, 미확정 상태의 손실이다.

〈그림 2-25〉 증권회사 자기매매손익 추이



자료: 금융감독원, 삼성증권

한편 ELS의 전반적인 위험관리 촉구와 함께 "Equity Long · Short Spread ELB(소위 ARS: Absolute Return Swap)"에 대해서도 발행과 운용에 대한 구체적인 가이드라인을 제시하였다. ARS의 경우 지수산출의 투명성이 확보되지 못하고 발행사와 운용사의 이해상충이 발생할 수 있다는 점에서, 금융당국은 ARS의 확산도 경계하였다. 또한 신탁채널로 판매되는 파생결합증권의 불완전 판매가능성도 제기하였다.

이 같은 시장현실에 대한 인식을 기반으로 금융감독 당국은 파생결합증권에 대한 대응방안을 구체적으로 제시하였다. 특정 기초자산에 대한 쏠림 현상을 방지하기 위해 해당 자산에 대한 발행물량 통제 등의 직접 규제방안을 제시하였다. 예를 들어 HSCEI 연계 ELS에 대해서는 발행잔고가 일정 수준 이하로 해소되기 전까지는 발행총량을 규제하는 방안이다. 즉 각 발행사가 해당 ELS의 상환되는 범위 안에서만 신규 발행을 진행하도록 유도하였다. 또한 파생결합증권으로 조달한 자금에 대한 운용규제를 강화하기 위해 증권사 운용계정에 '특별계정 도입'과 특별계정 내 유동성비율 별도 적용 등 자금운용에 대한 실질적인 제약을 부과하기로 결정하였다. 그리고 파생결합증권 헤지자산 운용프로세스에 대해 정기적으로 스트레스 테스트를 실행할 예정이다. ELS 등 파생결합증권 관련 운용의 투명성을 확보하겠다는 의지이다. 그리고 ARS의 판매제한은 물론 추적지수의 산출방식 공개 등 특정 금융상품에 대한 판매와 운용에 대해 구체적인 가이드라인을 제시하였다.

4. 장외 주식파생상품시장 동향

금융감독원이 발표하고 있는 "금융회사 파생상품 거래현황"자료를 살펴보면, 주식관련 장외파생상품 거래에서 증권사는 매년 파생상품 거래규모가 증가하는 패턴을 보인다. 주식스왑의 경우 2013년 연간으로 37조원을 거래하였으며, 2014년 거래규모는 55조원에 달하였

다. 2015년 상반기에만 38조원을 기록하였기 때문에, 최소한 2014년 연간 거래규모를 능가할 것으로 예상된다. ELS 및 ARS 등 파생결합증권 관련 swap거래는 물론 대차관련 swap 거래도 상당수 포함된 것으로 추정된다. 반면 주식선도거래는 증권사를 중심으로 대부분의 금융기관에서 활용하지 않는 상황이다. 장내선물상품이 다수 상장되어 있는데다, 낮은 이자율과 배당수익률로 인해 활용수요가 높지 않은 편이다.

은행권의 주식관련 장외파생상품 활용도는 비교적 부진한 편이다. 주식옵션의 경우 2013년에는 23조원에 달하는 장외거래를 기록하였지만, 2014년에는 2013년의 절반 수준에 불과한 12조원에 그쳤으며, 2015년 역시 2014년 수준과 유사할 것으로 전망된다. 은행권의 ELD(주가연계정기예금) 발행규모가 이자율 하락과 변동성 감소 등으로 ELD 쿠폰수익률이 낮아지면서 점차 감소하는 상황에서 장외주식옵션의 거래도 줄어들 수 밖에 없다. 반면 주식스왑거래는 점진적으로 증가하는 편이다. 은행의 주식스왑거래는 2013년 1조원의 거래규모가 2014년에는 1.3조원에 근접하였으며, 2015년 상반기를 고려하면 2015년 연간으로는 2014년 거래규모의 2배에 달할 정도가 될 것이다. 해외지수형 파생결합증권 개발 등으로 스왑거래가 증가한 것으로 추정된다.

〈표 2-4〉 금융기관별 주식관련 장외파생상품 거래규모

(단위: 십억원)

구분	기간	은행	증권	보험	신탁	기타	합계
주식선도	2015 1H	-	18	29	-	-	47
	2014년	-	663	15	-	-	678
	2013년	-	245	-	4	-	249
주식스왑	2015 1H	1,226	38,661	241	1,005	-	41,133
	2014년	1,295	55,897	-	1,939	-	59,131
	2013년	1,074	37,551	-	601	-	39,226
주식옵션	2015 1H	6,017	34,331	1,281	-	6	41,635
	2014년	12,647	60,680	2,672	-	5	76,004
	2013년	23,338	55,122	3,511	-	9	81,980

자료: 금융감독원, "금융회사 파생상품거래현황" 매년도

보험권의 주식관련 장외파생상품 거래는 미미한 편이다. 주식옵션 거래도 점차 감소하는 편이다. 변액보험의 최저보증옵션 헤지에 대한 수요가 2014년 변동성 감소와 주식시장 정체로 크게 감소하였다. 그러나 2016년부터는 보험사의 장외파생상품 관련 거래규모의 증가를 기대해 볼 수 있다. 2015년 10월에 발표된 "보험산업 경쟁력 강화 로드맵"에서 외환, 파생상품, 유가증권 투자에 대한 자산운용 규제를 크게 개선하였기 때문이다. 향후 보험산업의 국제회계기준(IFRS) II 도입에 앞서 RBC(지급여력) 제도 정비차원에서 파생상품 투자한도의

기준을 개선(명목거래대금에서 CCP 거래에 대해서는 위탁증거금으로)하였다. 투자한도 예외 인정 파생결합상품에 대해 네가티브 방식으로 전환하여, 파생결합상품의 투자범위가 확대된다. 전반적으로 보험사의 파생상품 투자여력이 확대될 것이다.

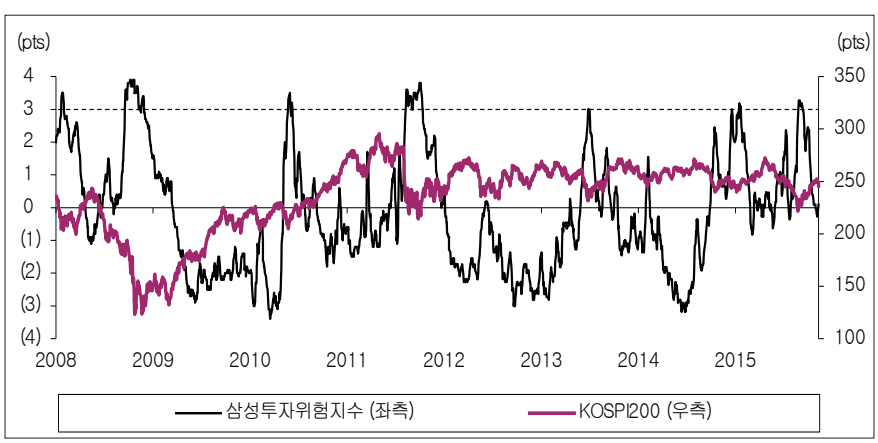
III. 2016년 전망

1.주식시장 변동성 전망

삼성투자위험지수(전균 · 김수명, "삼성투자위험지수 소개", 2015.3, 삼성증권 참조)는 한국과 선진 및 신흥국 주요 금융시장에서 관찰할 수 있는 변동성지표 등을 종합하여, 투자환경의 위험수준을 직관적으로 측정하는 지표이다. 기준선 상방으로 올라갈수록 금융자산의 투자위험이 높아지는 'Risk-Off' 구간이며, 기준선 하방은 위험선호도가 높아지는 'Risk-On' 구간으로 해석할 수 있다. 특히 삼성투자위험지수가 +3pt를 상회할 경우에는 금융시스템의 위기가 극단적으로 높아졌음을 의미한다.

삼성투자위험지수는 지난 2008년 금융위기와 2010년 유럽 금융위기, 2011년 미국 신용등급 강등과 유럽 채무위기 심화, 2013년 Taper Tantrum과 2014년 유로화 급락 및 미국 연준의 금리인상 가시화, 2015년 G2(중국과 미국) Risk 심화 등의 시기에 금융시스템 위험 심화 구간인 +3pt를 상회하였다. (그림 2-26)에서 확인할 수 있듯이 2015년에는 삼성투자위험지수가 기준선 상방에서 계속 머물렀으며, 연초와 3분기에 금융시스템 위기심화 상태를 경험하기도 하였다. 삼성투자위험지수에 따르면 2015년 금융자산 투자전략은 위험회피 또는 보수적 투자전략을 견지해야 했다.

〈그림 2-26〉 삼성투자위험지수와 KOSPI 추이



참고: 기준선 중심으로 상방은 'Risk-Off',하방은 'Risk-On' 구간을 의미함, +3pt 이상은 금융시스템 위험 심화구간임
자료: 삼성증권

2016년 역시 삼성투자위험지수는 상당기간 기준선 상방의 'Risk-Off' 구간을 지속할 것으로 전망된다. 특히 금융시스템 위험심화 수준(+3pt 이상)까지 일시적으로 급등하는 경우가 2015년보다 빈번해질 가능성도 배제할 수 없다. 무엇보다 미국 연준의 금리정상화 과정에서 지난 수년동안 경험하지 못한 국제 유동성의 쏠림현상이나 외환시장의 변동성 심화, 그리고 신용시장에서의 약한 고리로부터의 파열음 등이 현실화될 수 있기 때문이다. 그만큼 2016년 금융시장 투자전략은 보수적이어야 하며 위험관리에 주력할 필요가 있다.

한국은행에서 발간한 "Systemic Risk 서베이 결과(2015년 11월 발표)"에서 국내외 금융기관은 한국 금융시스템의 주요 위험요인으로 중국의 경기둔화(90%), 미국의 금리인상(72%) 그리고 국내 가계부채 부담(62%)을 주목하고 있는 것으로 조사되었다. 중국의 경기둔화는 3년 이내 발생할 수 있는 위험요인으로 인식하고 있으며, 미국의 금리인상은 단기(1년 이내)에 나타날 수 있는 위험변수로 주목하고 있다. 국내 가계부채 부담은 1~3년 이내 현실화될 수 있는 위험요인으로 파악하였다. 실제 발생가능성 측면에서는 미국 금리인상이 가장 높으며, 중국의 경기둔화와 가계부채 문제는 상대적으로 높지 않은 것으로 조사되었다.

2015년 5월에 조사한 동일 서베이의 결과에 비해 대외 리스크에 대한 우려가 증가한 것으로 나타났다. 가계부채 문제를 제기한 비중은 낮아진 반면 중국의 경기둔화(60% → 90%)와 미국 금리인상(60% → 72%)을 주요 위험요인으로 선정한 비중이 늘어난 것이다. 소위 G2 risk로 인한 금융시장의 변동성을 경험한 3분기 이후에 실시된 조사라는 시기적 특성도 맞물려 있지만, 한국 금융시스템을 위협하는 리스크 요인으로 미국과 중국으로부터의 외부 충격을 가장 심각하게 고려하고 있는 것으로 확인할 수 있다.

금융시스템리스크의 현실화 시기에 대해서는 1년 또는 3년 이내 발생할 가능성이 높다는 응답비중이 2015년 상반기(5월 조사)보다 높아진 것도 주목해야 할 부분이다. 단기에 시스템 리스크가 발생할 것으로 예상하는 비중이 상반기 42%에서 하반기 56%으로 증가하였으며, 중기에 시스템 리스크가 발생할 수 있다고 응답한 비중은 상반기 76%에서 하반기 81%으로 소폭 늘어났다. 결과적으로 국내외 금융기관에서는 금융시스템 리스크가 현실화될 수 있는 가능성이 점차 높아질 것으로 우려하고 있다.

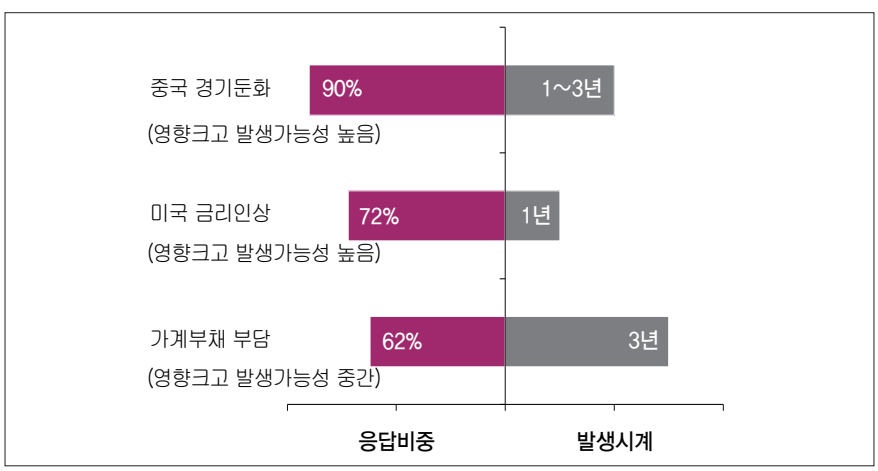
G2 risk가 국내에서 통제 불가능한 외부변수인데다 글로벌 거시경제적 변수라는 점에서 확산 범위와 시장충격은 전면적이고 심각한 수준에 이를 수 있다는 점에 주목해야 한다. 특히 미국의 금리인상과 중국의 경기둔화가 단기간에 중첩하여 발생할 경우, 리스크 요인의 확대 재생상(risk spiral)으로 인해 Global Tail Risk가 폭증할 수 있다. 이 같은 상황인식을 고려하면, 앞서 살펴본 삼성투자위험지수가 2016년에도 기준선 상방(Risk-Off 구간)에서 등락을 거듭할 것으로 예상하는 것은 유효한 전망이다.

2016년 미국 금리인상 싸이클은 미국 연준에서 제시한 "Forward guidance"와 "gradually raising interest rate"의 정책방향이 금융시장에 충분히 반영된 상태에서 진행된다는 점에서 지난 2004년의 미국 연준 금리인상 국면과 유사한 흐름을 보일 수 있다. 반면 중국을

비롯한 신흥국의 경기상황이 부진한데다 과도한 레버리지 유발로 인한 시스템 리스크가 신흥국뿐만 아니라 선진국 일부에서도 관찰되고 있다는 점에서 2004년과는 상이한 시장환경이기도 하다. 무엇보다 금리인상 초기 국면에서 대부분의 금융시장 변동성이 단기적으로 확대되었다는 점은 시장참여자들의 우려감이 일시적으로 확산될 수 있다는 것을 의미한다. 당시 경제상황에 따라 금융시장의 변동성이 확산 또는 완화되는 양분된 경로를 보였다는 점에서, 2016년 글로벌 경기상황이 관건이다.

삼성증권에서 발행한 "2016년 글로벌 경제전망[2]"에서는 주요국 경제상황이 2015년과 유사하게 저성장 · 저물가 구조에서 벗어나기 힘들 것으로 예상하였다. 세계경제의 저성장 요인으로 1) 선진국 양적완화 정책의 영향 감소와 미 연준의 금리인상에 따른 금융시장 불확실성 확대, 2) 신흥국 구조개혁 지연에 따른 수요 둔화와 중국 성장전략 변화에 따른 성장둔화 심화 등을 꼽았다. 저물가 요인으로는 글로벌 수요부족 지속과 원자재 가격급락으로 국지적인 디플레 심화가 변수로 주목된다. G2 경제의 불확실성에 대한 금융시장의 경계감이 높기 때문에, 2016년 글로벌 경제는 불규칙하고(bumpy) 위축되고(below-par) 취약한(brittle) 상황(BBB economy[3])이 전개될 것이다.

〈그림 2-27〉 주요 리스크 요인 및 발생시계와 실현 가능성



자료: BOK, "Systemic Risk 서베이 결과", 2015.11 보도자료 참고

2) Global macro Team, "2016년 글로벌 경제전망 : 저성장 · 저물가 환경과 G2 리스크 확대" , 2015년 11월 요약함
3) JoachimFels, "The end of Fiscal Obstruction" , Macro Perspective, PIMCO, 2015.11, 3pg에서 인용함

〈표 2-5〉 주요 리스크 요인의 비중변화

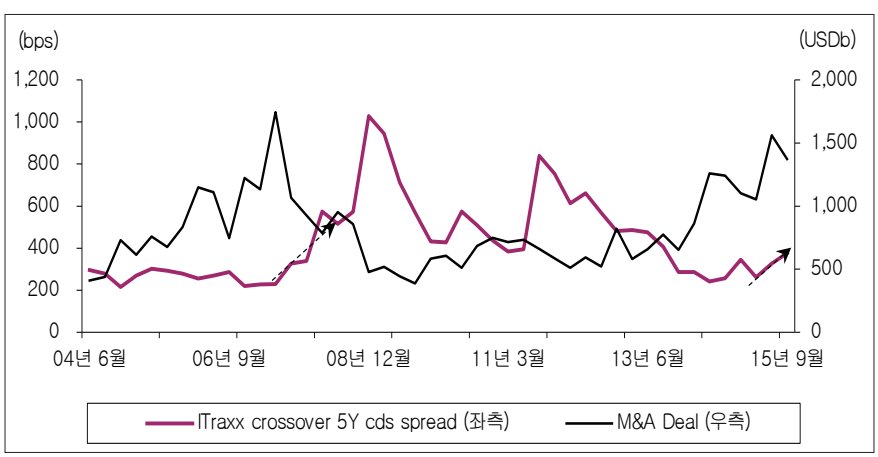
2015년 5월		2015년 10월	
가계부채문제	66%	중국 경기둔화	90%
저성장 저물가 고착	64%	미국 금리인상	72%
중국 경기둔화	60%	가계부채 우려	62%
미국 금리인상	60%		

자료: BOK 참고

선진국 중앙은행이 실시한 양적완화 정책으로 형성된 과잉유동성이 사상 최대의 글로벌 M&A를 촉발시켰음은 주지의 사실이다. 2015년 3분기 글로벌 M&A Deal 규모는 1.4조 달러에 달해 2007년 2분기 1.7조 달러에 육박할 정도로 팽창하였다. 반면 M&A deal이 정점을 기록하고 글로벌 유동성이 위축되는 시점에서 소위 좀비기업(zombie corporates)의 양산이 불가피하고 결과적으로 부도위험이 높아지는 순환고리가 창출되는 것이 일반적인 레버리지 확장과 수축의 과정이라는 것도 역사에서 항상 배우는 대목이다.

(그림 2-28)을 보면 글로벌 M&A Deal이 역사적 고점을 기록한 이후 빠르면 2분기 또는 4분기 이내 한계기업의 부도위험이 급증하는 것을 확인할 수 있다. 2015년 중반에 M&A Deal이 정점에 다다랐다는 점에서, 미국 연준의 금리인상 싸이클 진입으로 레버리지 활용이 제약받을 수 밖에 없는 상황에서 2016년 한계기업의 부도위험은 확대될 수 있다. 레버리지 버블 이후 발생할 수 있는 한계기업의 부도위험 상승이 2016년 금융시장 전반의 변동성을 증폭시키는 하나의 변수로 작용할 수 있다.

〈그림 2-28〉 글로벌 M&A Deal규모와 ITraxx crossover 5y CDS index 추이



참고: ITraxx Crossover CDS – 유럽지역 75개 투자등급이하 채권의 CDS 지수
자료: Bloomberg, 삼성증권

삼성증권의 "2016년 연간 주식시장 전망[4]"에서 글로벌 주식시장은 추가적인 랠리의 동력이 정책수단의 제약으로 약화되고 있으며 국내 기업의 실적은 2015년 대비 소폭 개선에 그칠 것으로 전망하였다. 이익개선이 제한적인 상황에서 박스권 상향돌파가 쉽지 않기 때문에 주식투자는 위험관리를 앞세워야 할 것임을 주문하고 있다.

주식시장과 경제상황의 전망을 근거로 2016년 연간 VKOSPI는 평균 16% ~ 19% 수준을 형성할 것으로 전망한다.[5] 2015년 연평균 VKOSPI가 14%를 기록하였다는 점에서, 2016년 VKOSPI는 한 단계 상향조정된 수준이다. 또한 2016년 연평균 VKOSPI 전망치는 2010년 ~ 2015년 일평균데이타인 18%와 동일한 수준이다. 즉 2010년 이후 과도하게 저평가되어 하향압박을 받았던 VKOSPI가 2016년에는 정상 수준으로 회복하는것이기도 하다.

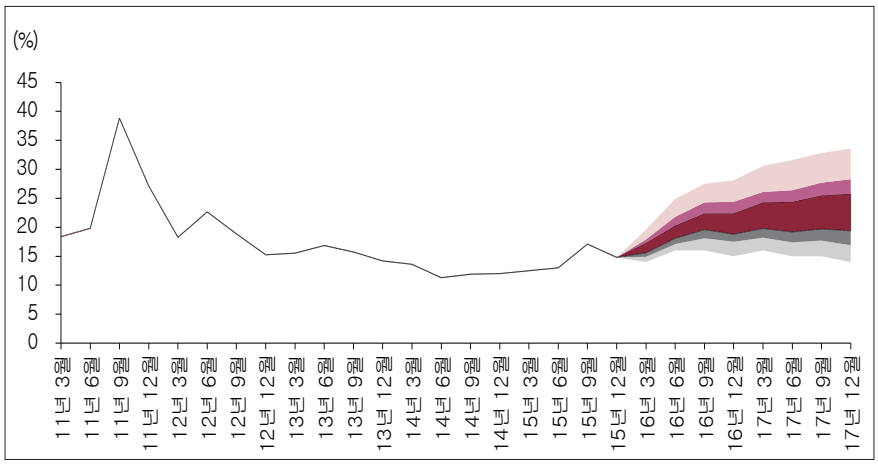
2016년 VKOSPI의 예상 등락구간은 평균 레벨을 중심으로 하단 14%와 상단 28%까지 확장될 수 있을 것으로 보인다. 하단 14%는 2015년 연평균 수준과 동일한 수준이며, 따라서 주식시장 정체국면에서 형성된 VKOSPI 이하로 하락할 가능성은 낮을 것으로 예상된다. 상단 28%는 2015년 8월 G2 risk로 인해 기록하였던 2015년 연중 고점에 근접하는 수준이다. 참고로 일시적인 overshooting은 반영하지 않은 VKOSPI 수준이다.

한편 선진국 중앙은행의 통화정책 차별화와 원자재 가격의 불확실성 고조, 지정학적 위험과 주요국 정치 일정(미국 대선 등) 등으로 인해 2016년에는 Tail risk가 빈번하게 발생할 가능성이 높다. 특히 중국의 경제상황이 정책당국의 각종 부양책에도 불구하고 회복세가 더디고 일본 아베노믹스의 정책효과가 소진되는 상황을 극복하지 못한다면, 아시아 금융시장은 국제 유동성의 유출과 경기둔화 압력으로 불확실성이 고조될 것이다. 변동성 곡면(Volatility surface) 측면에서 최근 수년간 비교적 완만한 곡면을 형성해 온 것과 달리 OTM 행사가격과 중장기 만기 시점에서의 Local Volatility에 대한 상승압력이 이전에 비해 더욱 높아질 수 있다. 예전에 비해 더욱 격렬해진 변동성 곡면을 가정해야 할 것이다.

결과적으로 2016년 경제상황과 주식시장 환경은 지속적으로 '스트레스(stress)' 를 받을 가능성이 높다. 저성장 · 저물가 경제구조가 고착화되는 상황에서 활용 가능한 정책수단이 제한적이며, 국내 기업실적의 한계적 개선(marginal improvement)은 주식시장의 추세적 상승을 이끌만한 동력으로 작용하기 어려울 것이다. 더구나 통제 불가능한 G2 risk에 대한 금융시장의 경계감이 높아질 수밖에 없기 때문에, 2016년에는 VKOSPI의 불규칙한 등락이 반복될 것으로 예상된다. 따라서 2016년 금융시장 상황은 "Stress regime에서 변동성 상승압력이 상존"할 것이다.

4) 유승민, "2016년 한국 주식시장 전망", 2015년 11월 참조
5) "전균/김수명, "2016년 주식파생상품시장 전망", 2015년 11월, 삼성증권 참조"

〈그림 2-29〉 VKOSPI 전망



참고: 과거데이타는 분기평균, 전망치는 Fan plot 방식으로 산출,
일시적인 폭등은 배제하고 확률적으로 확산될 수 있는 구간까지 표시함
자료: 삼성증권

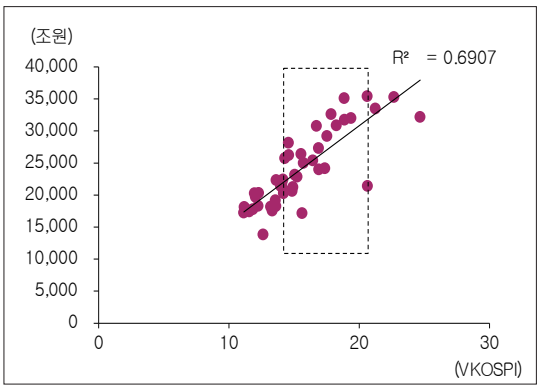
2. 상품별 시장전망

(1) 장내 파생상품

KOSPI200 지수선물과 지수옵션은 주식현물시장의 변동성과 거래대금 측면에서 밀접한 양의 상관관계를 갖고 있다. 2012년 이후 KOSPI200 지수선물시장의 일평균 거래대금과 VKOSPI 수준별 선행관계의 결정계수(R^2)는 69%에 달하며, KOSPI200 지수옵션과 VKOSPI 역시 67%의 결정계수를 보인다. 따라서 주식현물시장의 변동성이 상승할 경우 KOSPI200 지수선물과 지수옵션의 거래대금은 증가세를 보일 것으로 기대된다.

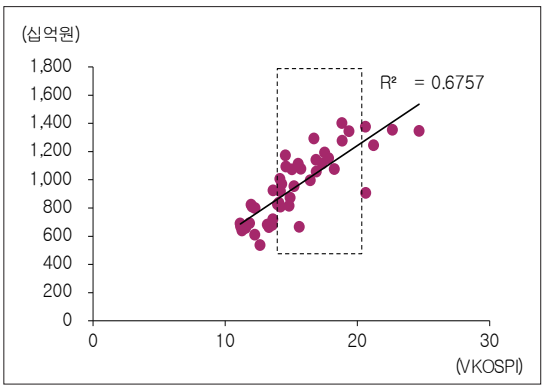
앞서 2016년 VKOSPI의 등락구간을 평균 16%~19%으로 예상하였다. 이에 따르면 KOSPI200 지수선물의 거래대금은 일평균 29.3조원(최대 35.1조원 ~ 최소 24.0조원)이 예상된다. KOSPI200 지수옵션은 VKOSPI 해당 구간에서 일평균 1.2조원(최대 1.4조원 ~ 최소 0.9조원)의 거래대금을 기록할 것으로 추정된다. 물론 위와 같은 예상 거래대금은 통계적 상관성을 기반으로 산출된 단순 추정치이며, 2016년에 '파생상품 양도소득세' 부과가 현실화될 경우 거래대금 증가세는 이보다 줄어들 수 밖에 없다. 또한 예상과 달리 주식현물시장의 변동성이 2015년과 유사할 경우에는 KOSPI200 지수파생상품시장은 2015년 수준으로 정체되거나 오히려 감소할 수도 있다.

〈그림 2-30〉 KOSPI200 선물 일평균 거래대금과 VKOSPI



참고: 주간+야간 합계 거래대금, 2012년 이후 월간 데이터
자료: KRX, 삼성증권

〈그림 2-31〉 KOSPI200 옵션 일평균 거래대금과 VKOSPI



참고: 주간+야간 합계 거래대금, 2012년 이후 월간 데이타
자료: KRX, 삼성증권

(2) 파생결합증권(ELS)

금융당국의 특정 기초자산에 대한 발행제약 조치와 증권사의 레버리지 비율(Leverage ratio)제도 시행, ARS 등 사모형 상품에 대한 규제강화와 특전금전신탁에 대한 모니터링 강화 등으로 인해 ELS 발행규모는 2015년에 비해 2016년은 정체 또는 소폭 감소할 가능성이 높다.

2015년 10월말 현재까지 ELB를 제외한 ELS 발행규모가 57조원이며, 연말까지 65조원이 발행될 것으로 예상된다. 따라서 2016년에는 연간으로 60조원 수준이 발행될 것으로 전망된다. HSCEI를 대체할 수 있는 새로운 기초자산의 개발이 상대적으로 더디며, 기존 투자자들의 재투자 비율이 낮아질 가능성을 배제할 수 없기 때문이다. ARS와 같은 사모형 ELS는 헤지펀드에 대한 규제완화(투자자 요건완화와 설립요건 완화 등)로 인해 투자자를 대상으로 증권사와 헤지펀드 간의 경쟁이 심화될 것으로 보인다.

2008년 금융위기 직후 월간 발행물량이 1,000억원 규모로 급감하였지만, 저금리 구조하에서 매력적인 Auto-callable 상품의 수익률과 글로벌 주식시장의 상승흐름으로 ELS는 2015년 3월에는 9조원이 넘게 발행될 정도로 급성장하였다. 그러나 글로벌 금융시장의 변동성이 증가하고 시장간 Correlation이 높아지는 상황에서 소수의 기초자산에 집중적인 투자를 해온 ELS는 2015년과 2016년을 거치면서 일종의 성장통을 겪을 수 밖에 없다.

금융당국의 보수적인 감독방향은 ELS 시장에서는 외부충격이지만, 상품구조와 기초자산의 다각화를 유도하는 자극제가 될 수 있다. 특정 기초자산에 대한 총량규제 형식의 발행량 조절은 발행사 입장에서 과도하게 쏠린 운용 Book의 위험규모를 감축시킬 수 있는 기회가 될 것이다. 다만 발행사 자체적인 기초자산의 다각화 시도에도 불구하고 상품 특성과 수

익구조에 대한 일종의 선입견(펀드연계 DLS 사례 등)은 혁신적인 상품개발의 의욕을 제약하는 요소로 작용할 수 있다.

일종의 혁신적인 기초자산 개발로 평가받았던 ARS 역시 불완전판매 가능성과 운용의 불투명성 이라는 시각으로 해당 상품을 견제할 경우, 발행사의 혁신상품 개발의지가 위축될 수 밖에 없다. 자체 헤지역량의 강화와 운용시스템의 선진화를 위해서 다양한 금융투자상품 개발과 상품소비자의 반응을 확인해야 함에도 불구하고, 시장 분위기로 조성된 자발적인 필터링으로 인해 혁신 상품이 시장에 출시되는 못하는 경우가 잦아지면 그만큼 국내 파생결합증권과 파생상품시장의 발전이 더뎌질 수 밖에 없을 것이다.

(3) 장외 파생상품

2016년에는 개별 기업의 구조조정과 M&A, 그리고 지배구조 개편 등의 작업이 활발하게 이루어질 것으로 예상된다. 2015년에 인수합병 방식과 관련된 상법 개정안이 국회에서 의결되었다. 삼각분할합병이나 삼각주식교환 등이 가능해져 인수합병 등이 활발하게 이루어질 법적 제도가 마련된 것이다. 삼각분할합병은 인수회사가 인수대상기업의 특정 사업부분만을 분리하여 분할합병하면서 모회사의 주식을 인수대상 회사에 교부하는 방식이다. 삼각주식교환은 포괄적 주식교환과정에서 모회사의 주식을 인수대상 회사에 교부하는 방식이다. 결국 모회사 주식을 활용하여 다양한 전략적 구조로 인수합병이 가능해진다. 즉 2016년에도 주식스왑이 기업간에 활발하게 이루어질 수 있으며, 이 과정에서 금융기관이 스왑 파트너 또는 다양한 주식옵션을 제공하여 인수합병의 비용을 최소화할 수 있을 것이다. 예를 들어 무비용 칼러(Zero-cost collar)옵션을 제공하여 M&A 과정에서의 위험통제와 비용 축소를 고려할 수 있다.

또한 기업의 지배구조개편 과정에서 주요 주가지수에 포함되어 있는 기업의 경우 해당 주식의 거래 공백이나 가격변동성 확대에 대비하기 위해 해당 주식과 관련된 선도거래와 옵션거래 등 활용 가능한 파생상품을 적극 채용할 것으로 예상된다. 규제로 인해 해당 대형주를 보유하지 못하는 거래공백이 발생하거나 인수합병 과정에서 발생할 수 있는 가격 변동(jump)에 대해 헤지하려는 수요가 증가할 것이기 때문이다.

한편 해외지수형 ELS에 대한 규제강화로 인해 기존의 HSCEI나 EuroStoxx50에서 벗어나 FTSE A50이나 CSI300 등의 중국 주식관련 주가지수나 DAX와 NIKKEI225 등 해외 선진국 주가지수, 그리고 특정 글로벌 섹터에 대한 exposure를 적용하여 ELS를 개발하려는 시도가 늘어날 것으로 예상된다. 해당 시장에 대한 exposure를 자체 헤지보다는 back to back 헤지 방식으로 진행할 가능성이 높기 때문에, 해당 상품에 대한 equity swap 거래 또는 equity options 거래가 증가할 것으로 예상된다.

IV. 나오며

본 고에서는 2016년 주식파생상품시장의 전망을 "변동성의 판도라 상자가 열리는 시기"로 정의내렸다. 2008년 금융위기 이후 수년간 지탱해온 선진국 중앙은행의 양적완화 체제에 균열이 발생하였으며, 미국 연준의 금리인상 싸이클 진입으로 지난 30년간 지속된 채권시장의 강세가 마감하는 시기가 도래할 것으로 보고 있기 때문이다. 2000년대 이후 세계 경제를 달구었던 신흥국의 경제성장세가 최근 수년간 둔화되고, 소위 'BRICS' 체제가 붕괴되었으며, 원자재 시장의 슈퍼 다운싸이클에 진입한 시기이기도 하다. 결과적으로 'Central bank Put'의 효력이 약화되면서 글로벌 주식시장의 변동성이 확대 재생산될 수 있는 환경이 조성되었다.

2016년 주식관련 파생상품시장은 변동성 확대압력이 상존하는 시장 환경으로 인해 거래규모가 2015년에 비해 증가할 것으로 충분히 기대할 수 있다. 더구나 2015년 말에 확정된 '사모펀드 활성화' 법안으로 인해 한국형 헤지펀드가 양적으로 급팽창할 수 있는 시기이다. 기존 헤지펀드가 Equity Long · Short에 한정된 투자전략에 매몰되었다면, 신생 헤지펀드는 다양한 파생상품을 활용하여 '알파'를 창출하려고 노력할 것이다. 변동성 상승이라는 시장환경 뿐만 아니라 파생상품 수요자 층의 확대로 파생상품 거래가 증가할 수 있는 기반이 될 것으로 기대된다.

다만 장내 파생상품 관련 양도소득세 시행과 파생결합증권에 대한 규제당국의 보수적인 시각 등은 파생상품에 대한 억제요인으로 작용할 것이다. 장내 시장의 위축이 장외 시장의 유동성을 잠식할 수 있기 때문이다. 거래비용의 상승으로 원활한 상품개발이 진행되지 못할 수 있다. 이 때문에 2016년은 주식관련 파생상품시장은 기회와 위기가 동시에 공존하는 시기이다. 파생상품 중개 및 운용기관에게는 무엇보다 면밀한 변동성 전망과 강화된 위험관리, 그리고 시류에 맞는 혁신상품 개발에 주력해야 생존할 수 있는, 험난한 시간이 될 것으로 보인다.

3
PART

이자율파생상품 현황 및 전망

2015 장외파생상품 시장동향 REPORT

최 한 복 (NH투자증권 FICC파생운용부 팀장)









이자율파생상품 현황 및 전망

최 한 복(NH투자증권 FICC파생운용부 팀장)

I. 서론

1. 2015년 상반기

2014년 중반 이후 세계 경제 둔화와 미국의 셰일가스 공급량 증가에 따른 수급 불균형으로 2014년 6월말 배럴당 110달러에 육박했던 원유 가격은 같은 해 7월을 기점으로 급락하였다. 그리고 2015년 1월중 44달러까지 하락한 원유가격으로 전세계는 공급측면의 디플레이션 우려에 휩싸였다. 유가 급락에 따른 에너지 관련 기업 주식 약세는 전반적인 주식시장 투심 악화로 이어지며 1~2월에 걸친 주식 시장 소폭 조정의 빌미가 된다. 설상가상 연초 미국의 동북부를 강타한 폭설은 산업생산활동의 위축을 불러 왔으며, 연초 예상을 뛰어 넘는 월 600억 유로 규모의 ECB발 양적 완화는 BOJ의 공격적인 자산 매입과 겹치며 달러 강세에 따른 미 경기 회복 모멘텀 약화라는 논리에 불을 지폈고 이는 미국의 금리 인상에 대한 시장의 부담감을 키우게 된다.

스위스 중앙은행(SNB)은 2011년 9월부터 자국통화인 스위스 프랑(CHF)의 유로화 대비 강세를 저지하기 위하여 유로/프랑(EUR/CHF) 페그제를 도입하였다. 그러나 2014년 중반을 기점으로 미국과 유로존의 금리 격차가 벌어지며 유로화 하락압력이 점증되면서 보유중인 외환보유고의 평가손에 부담을 느낀 스위스 중앙은행은 2015년 1월 15일 밤 페그제를 전격 폐기하기에 이른다. 외환시장에서는 역사적인 사건으로 기록되는 이 발표로 인하여 장중 스위스 프랑은 유로 대비 41%, 달러 대비 37% 급등하며 전세계적 위험자산회피 현상을 급격하게 초래하였고 통화전쟁(Currency War)에 대한 우려가 부각되었다. 미국의 10년 트레져리(Treasury) 금리는 1월 30일 1.646%, 독일 5년 분트(Bund) 금리는 3월 11일 −0.164%까지 급락하며 연초부터 글로벌 저금리 현상이 거세게 확산되었다.

달러/엔(USD/JPY) 환율은 연초 120.30엔까지 상승하였으나 달러/원(USD/KRW) 환율의 상승폭은 제한되어 엔/원(JPY/KRW) 재정환율은 900원이 붕괴되는 등 내수가 부진한 상황에서 일본과의 수출 경쟁력 저하에 따른 수출 감소 우려가 지속되었고, 연초 글로벌 통화전쟁 촉발과 전세계적인 금리 급락에 따라 한국은행 또한 기준금리 인하를 통한 수출경쟁력 제고 및 경기 부양이라는 시장의 요구에 직면하게 되었다. 그리고 한국은행은 3월 금융통화위원회(Monetary Policy Committee)에서 전격적으로 기준금리 인하를 단행하며 역사상 처음으로 기준금리가 2%를 하회하게 되었다. 이후 여전히 내수 회복의 가시적인 성과가 나타

나지 않고 있던 상황에서 5월 중순부터 중동호흡기증후군(MERS)이 확산되면서 내수부진에 대한 우려는 더욱 증폭되었다. 이에 따라 6월 한국은행은 추가 기준금리 인하를 단행하여 기준금리는 1.50%까지 인하되었다. 당시는 유가 급락과 글로벌 금리 하락이 동반되었고, 한미 기준금리 차이가 여전히 2% 수준인 상황이었기 때문에 기준금리 인하에 따른 자본유출 우려는 상대적으로 적은 상황이었다. 결과적으로 기준금리 인하는 수익률 곡선의 전반적인 레벨 다운을 유발하였으며, 국내 채권시장은 강한 랠리를 보였다.

정부는 전월세 부담에 따른 내수 부진 우려를 완화하고 가계대출 건전성을 제고하기 위하여 1분기 말 고정금리와 원금분할상환을 골자로 하는 안심전환대출을 시행하였다. 재원은 안심전환대출을 기초로 한 주택금융공사의 MBS(Mortgage Backed Securities) 발행으로 조달하는 방식이었으나, 결과적으로 주택금융공사가 발행한 MBS 중 미매각분을 은행이 의무적으로 인수하게 됨으로써 안심전환대출용 MBS 발행에 기인한 장기채권 수급불균형이 초래되었고, 이에 따라 장단기 수익률 곡선 기울기가 가팔라지는 현상이 야기되기도 하였다.

2. 2015년 하반기

2015년 상반기 전반적으로 부진을 면치 못했던 미국의 고용지표, 시간당 임금, 인플레이션 등의 경기 지표는, 6월 초 발표된 미국의 5월 NFP(Non-Farm Payroll) 수치가 전월 대비 7만 3천명 증가한 26만 명으로 집계되는 등 초여름을 기점으로 반등하기 시작하였고, 그리스의 채무 재협상 관련 이슈는 마무리 국면에 접어들면서 채권 시장에 부정적인 영향을 미치기 시작하였다. 중동호흡기증후군이 확산 초기 우려보다는 국내 소비에 제한적인 영향을 끼쳤고, 유통업체와 정부의 소비진작 정책 등으로 내수는 점차 회복하는 모습을 보였다.

자본재의 대량 투입과 수출 증대를 통한 경제 성장에서 탈피하여 내수증대와 서비스업 발전을 기반으로 7% 내외의 성장을 안정적으로 달성한다는 것이 중국정부의 2015년 경제 성장 목표였다. 그러나 내수와 생산, 물가 등의 지표가 부진을 면치 못하였으며, 6월 중순 5,166까지 상승했던 상해주가지수는 8월 말께 2,927 수준으로 고점대비 43% 가까이 폭락하며 중국발 이머징 국가의 경기침체우려가 글로벌 금융시장에서 하반기 메인 테마로 부상하였다. 중국의 저성장 자체가 글로벌 주식 시장에 부담이 되었고, 산업생산활동의 부진은 상품(Commodity)수요의 감소로 이어져 브라질과 인도네시아를 필두로 한 이머징 통화가치의 급락을 촉발하였다. 더불어 미 연준(Fed)의 기준금리 인상이 이머징 국가의 자본유출을 유발할 수 있다는 우려 또한 사태를 악화시키는 요인으로 작용하였다.

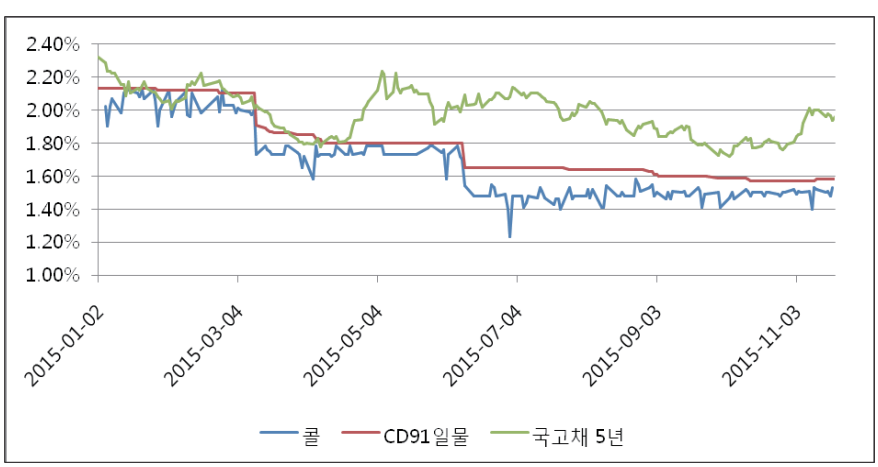
이러한 배경 속에서 8월 11일부터 3일간 중국의 인민은행(PBOC)은 기습적으로 자국 통화를 4.59% 평가절하하여 고시하였는데, IMF 특별인출권(SDR)에 자국 위안화(CNY)를 편입시키기 위하여 시장에서 형성된 가격과 당국의 기준환율간 괴리를 줄이기 위함이라는 이유를 제시하였다. 그러나 시장은 이를 중국 당국의 주식시장 부양과 수출 증대를 위한 통화약세 정책으로 받아들이면서 외국 자금의 대규모 중국자산 매도를 유발하였고, 이에 불안해진

중국 당국은 오히려 달러를 매도하며 자국 통화가치 사수를 위해 외환시장에 개입 하는 등 글로벌 금융시장은 높은 변동성과 위험자산회피 현상의 정점을 찍게 되었다. 이에 따라 미국과 유로존 등 선진국 국채금리는 리스크-오프(Risk-Off) 국면으로 하락하였으나, 이머징 국가 자산 매도 분위기 속에서 원화 채권은 선진국 국채 대비 제한적인 강세만을 보여주었고 내외 금리차는 소폭 확대되었다.

보통 매월 첫째 주 금요일에 발표되는 미국의 고용지표 NFP는 미 연준 위원들의 경기판단에 직접적인 영향을 미치는 지표로서, 특히 올 9월 초로 예정되어 있던 8월 NFP는 지난 2008년 리만사태 이후 미 연준의 첫 기준금리 인상 시점을 가늠해볼 수 있는 매우 중요한 시기에 발표를 앞두고 있어서 시장참가자들의 초미의 관심사였다. 그리고 그 뚜껑을 열어보니 8월 NFP는 시장의 기대치(약 217K)를 한참 하회하는 173K(이후 10월에 153K로 하향 조정됨)로 발표되었고, 이후 미 연준의 옐런 의장은 9월 중순 FOMC 기자회견에서 이머징 국가의 최근 혼란이 미국 경제에 미칠 영향에 대해서 주시하고 있음을 언급하기도 하였는데, 기자회견 후 연내 금리 인상에 대한 시장의 기대는 급격하게 사그라들었다.

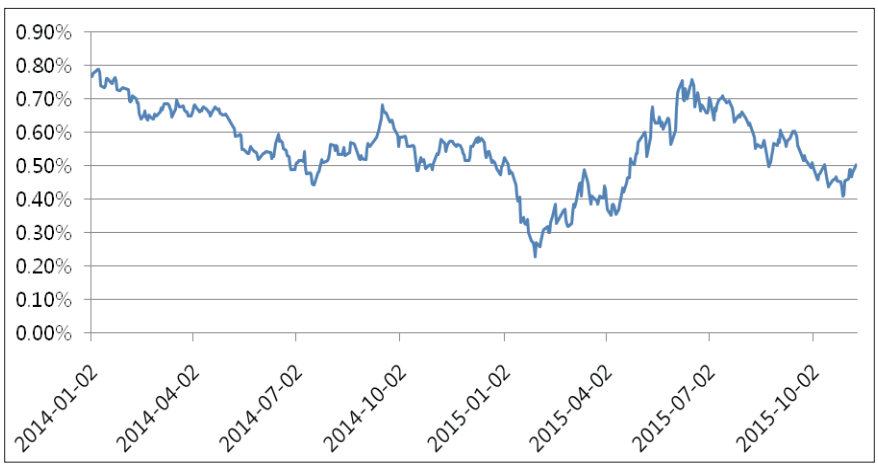
또한 10월엔 IFRS4의 2단계 시행과 관련하여 보험사 부채의 시가평가 계획이 시장의 현안으로 부상하였고 보험사들이 보유 채권 듀레이션을 확대하면서 채권 시장은 장기채권(20~30년 만기) 중심으로 수요 우위를 보이며 강한 랠리를 펼쳤다. 해당 랠리는 먼저 10 x 20년 금리 스프레드를 축소 시켰고 이후 잔존 만기 10년 구간의 채권까지 수요가 확산되며 수익률 곡선의 기울기는 급격히 완만해졌다. 그러나 10월말 발표된 통계청의 9월 산업생산 지표가 추석연휴에도 불구하고 강한 개선세를 보였고, 8~9월 저조하던 미국의 NFP가 10월 들어 전월 대비 100K 이상 증가한 270K를 기록하였으며, 3/4분기 미 GDP 또한 2.1%로 호조를 보이면서 외국인의 대규모 장단기 선물 매도와 겹치며 11월 말 현재 국고 3년물 금리는 1.77% 수준으로 9월 말 저점 1.565% 대비 20bp 넘게 조정을 받은 상황이다.

〈그림 3-1〉 콜금리, CD91일물 금리, 국고채 5년 금리 추이



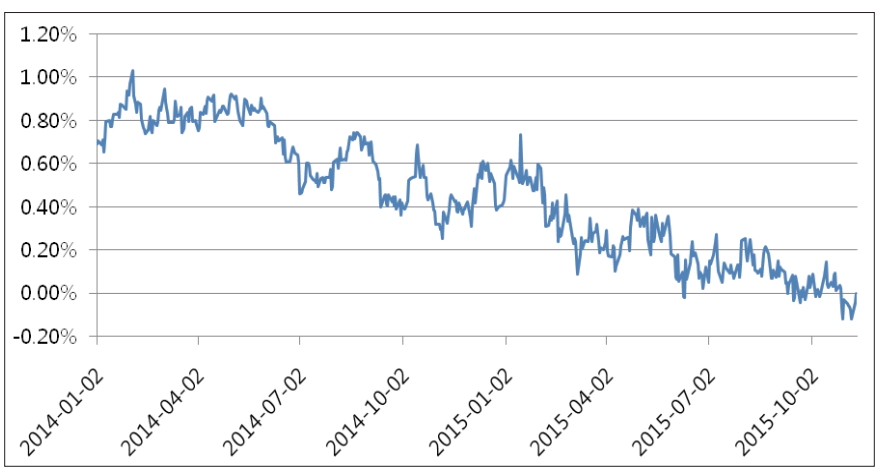
자료: Bloomberg

〈그림 3-2〉 국고채 3년 V.S.10년 스프레드 추이



자료: Bloomberg

〈그림 3-3〉 국고채 10년 V.S. 미국 트레져리 10년 스프레드 추이



자료: Bloomberg

3. 채권발행 현황

1분기 내수 부진과 수출 감소에 따른 생산활동의 저하는 연초부터 이어져 오던 세수부족 전망을 지속적으로 강화 시켰다. 이런 상황에서 5월 중동호흡기증후군 사태가 발발하고 6월 소비자 심리지수가 전월 105에서 99로 떨어 지는 등 소비심리가 급속도로 위축됨에 따라, 기획재정부는 선제적 경기 방어를 위해 추가경정예산(추경) 편성을 발표하게 되었다. 세수 부족분을 메우고 재정지출의 추가 확대를 위하여 총 11.8조원 규모로 편성되었으며 이는 국고채 신규 발행 증가로 이어졌다.

2014년 당국의 주택경기 활성화를 위한 부동산규제 완화 그리고 올 3월과 6월 단행된 두 번의 기준금리 인하와 궤를 같이 하며 올 초부터 주택담보대출과 전월세담보대출은 급속도로 증가하였다. 그리고 이는 가계부채 증가에 따른 이자 부담으로 가계의 소비지출 여력이 감소하고 결과적으로 내수 회복을 더디게 한다는 일각의 비판으로 이어지면서 당국은 결국 가계의 이자 부담을 경감하고 가계부채의 질적 건전성 제고를 통한 은행권 자산 건전화에 일조한다는 목적으로 1, 2차에 걸쳐 안심전환대출을 도입하게 된다. 다만, 관련 재원은 주택금융공사의 MBS 발행으로 조달되었고 이는 31.4조원에 달하는 대규모 공사채(특수채) 발행 증가로 이어졌다.

가계대출은 두 번의 기준금리 인하가 단행된 올해 상반기에만 45조원 가량 증가하였고, 3분기에는 30.6조원 증가하였다. 특히 지난 10월의 경우 전체 금융권 중 은행의 가계대출만 9조원이 증가하였는데, 3분기의 가계대출 전체 증가폭과 10월의 은행권 가계대출 증가폭 모두 가계신용통계 작성 이후 사상 최대치를 기록하였다. 아울러 주택/전월세 담보대출을 필두로 신용대출 또한 증가 추세로, 4분기 특히 11월 들어 은행권은 급증하는 자금 수요에 대응하여 은행채 및 CD(양도성예금증서) 발행을 지속적으로 확대하고 있다.

〈표 3-1〉 주요 채권 연간 발행액

(단위: 억원)

	2012	2013	2014	2015
국채	1,118,405	1,355,636	1,479,043	1,473,182
지방채	37,614	45,277	46,389	48,844
특수채	1,068,910	883,542	603,139	835,352
통안증권	1,672,300	1,749,900	1,898,500	1,641,400
은행채	715,244	795,494	894,334	919,381
기타금융채	250,353	257,852	319,468	304,808
회사채	767,145	666,734	583,292	511,651
ABS	192,919	213,724	210,105	195,231
계	5,822,890	5,968,159	6,034,270	5,929,849

자료: 금융투자협회 (2015.11.09기준)

〈표 3-2〉 2015년 채권 종류별 발행액

(단위: 억원,%)

채권종류	발행액	상환액	순발행액	전체채권대비비중	
				(발행액)	(상환액)
국채	1,473,182	918,690	554,492	24.8	19.4
지방채	48,844	29,539	19,305	0.8	0.6
특수채	835,352	547,570	287,783	14.1	11.5
통안증권	1,641,400	1,589,700	51,700	27.7	33.5
은행채	919,381	780,450	138,931	15.5	16.4
기타금융채	304,808	211,579	93,229	5.1	4.5
회사채	511,651	475,133	36,518	8.6	10.0
ABS	195,231	192,620	2,611	3.3	4.1
계	5,929,849	4,745,281	1,184,569	100.0	100.0

자료: 금융투자협회 (2015.11.09기준)

4. 외국인 채권투자 현황

올 초 유가 급락과 자산시장 가격조정에 따라 미국, 독일 등 이른바 선진국 국채금리가 급격하게 하락하였다. 재정건전성 및 외환보유고 등에서 이머징 국가 중 상대적으로 우수한 것으로 평가 받는 우리나라의 경우 자본유출 우려가 적고 대내외 경기 악화로 기준금리 인하 가능성이 높게 대두 되었던 만큼, 외국인의 채권순매수 동향을 보면 11월 9일 현재 총 31조원의 누적 순매수 중 상반기에만 80%에 육박하는 24.4조원의 자금이 순유입되었음을 확인할 수 있다. 다만 6월초를 기점으로 중국 주식시장의 급락, 이머징 국가들의 과도한 레버리지 규모, 미국의 기준금리 인상에 이은 이머징 국가 자본유출 및 저성장 우려, 유가, 천연가스 등 원자재 가격 급락 등의 여파로 브라질, 러시아, 말레이시아 등 일부 산유국 이머징 통화는 급격한 가격 변동을 경험하기도 하였다. 이러한 글로벌 환경 속에서 우리나라 또한 일부 외국인 자금의 자산시장 이탈이 목격되었는데, 이러한 현상은 2015년 외국인 채권 순매수 동향에서도 확인된다.

4분기 미국의 고용, GDP 등 경제지표가 시장의 예상을 뛰어넘는 호조를 보이면서 연내 미 연준의 기준금리 인상 전망이 우세한 상황이지만, 옐런 총재와 FOMC 위원들은 향후 금리 인상 경로를 매우 완만하게 가져갈 것으로 관측된다. 우리나라의 경우 가계부채 우려와 주요 수출업종의 부진으로 2016년 경기 전망이 밝지 않은 상황이어서 내년 한국은행 금융통화위원회가 미국의 금리인상에도 불구하고 금리인하를 단행할 수도 있다는 견해가 여전히 존

재한다. 다만 다수의 금통위원들이 금리인하의 걸림돌로 거론하고 있는 가계부채 전개 양상뿐만 아니라, 미국의 금리 인상에 이은 외국인 자본유출 가능성 또한 한국은행의 추가 금리 인하 여부에 큰 영향을 미칠 것이므로 향후 외국인의 채권 순매수 동향을 주의 깊게 살펴볼 필요가 있을 것이다.

〈표 3-3〉 외국인 채권 순매수 동향

(단위: 조원)

	2013			2014			2015		
	상반기	하반기	계	상반기	하반기	계	상반기	하반기	계
국채	11.4	0.9	12.3	8.6	10.4	19.0	6.8	-0.73	6.0
통안채	20.4	7.9	28.3	10.6	10.4	21.0	17.8	7.45	25.2
기타	-0.5	0.4	-0.1	-0.4	0.2	-0.2	-0.1	-0.11	-0.3
계	31.3	9.2	40.5	18.8	21.1	39.9	24.4	6.6	31.0

자료: 금융투자협회 (2015.11.09기준)

〈표 3-4〉 2015년 외국인 잔존만기별 채권 순매수 동향

(단위: 억원)

구분	1Y 이하	2Y 이하	3Y 이하	5Y 이하	10Y 이하	10Y 초과	합계
11월	-7,811	8,937	-1,388	5,560	802	-270	5,830
10월	14,637	-141	1,636	13,451	2,401	-209	31,775
9월	1,618	7,458	2,129	3,128	7,455	-1,053	20,735
8월	7,566	3,899	-731	4,826	2,156	-261	17,455
7월	-3,614	995	6,158	-16,745	1,521	139	-11,546
6월	38,056	20,949	-1,108	-390	7,297	1,147	65,951
5월	39,050	8,730	-6,604	-6,602	7,830	1,344	43,748
4월	16,942	13,715	450	9,306	-3,869	1,248	37,792
3월	-406	884	11,548	8,456	6,439	2,734	29,655
2월	10,434	17,404	1,078	9,389	8,683	661	47,649
2015년 1월	6,313	-2,963	5,574	5,197	4,439	1,227	19,787
2015년(11월9일까지)	122,785	79,867	18,742	35,576	45,154	6,707	308,831
2014년	125,260	135,294	40,503	43,541	45,057	7,211	396,866

자료: 금융투자협회 (2015.11.09기준)

II. 상품별 거래 동향

1. 이자율스왑 (IRS)

2015년 IRS 커브는 기준금리 인하 사이클 말미에 나타나는 전형적인 움직임을 보였다. 기준금리 인하 기대감이 확산될 때 시장금리는 이를 선반영하여 먼저 하락하고, 그 결과 단기 구간에서 커브의 기울기가 완만해져(Curve Flattening) 금리 기간구조가 역전되는 현상이 발생한다. 기준금리에 발이 묶인 1년 미만 단기금리에 비해 상대적으로 자유로운 1년 이상 금리는 시장 거래에 따라 하락할 여지가 더 크기 때문이다. 이후 기준금리 인하가 단행되고 추가적인 인하 기대감이 잦아들게 되면, 인하를 선반영하고 있던 장기 금리는 횡보하는 반면 단기 금리는 기준금리 인하에 맞춰 하락하여 커브의 기울기가 가팔라지는(Curve Steepening) 것이 일반적이다. 특히 인하 사이클의 마지막 국면에서는 추가 인하 여지는 적은데다 그간 단행되었던 통화 완화정책으로 인해 향후 경기가 활성화될 것이라는 전망 하에 장기 금리는 오히려 상승하는 경향이 있다.

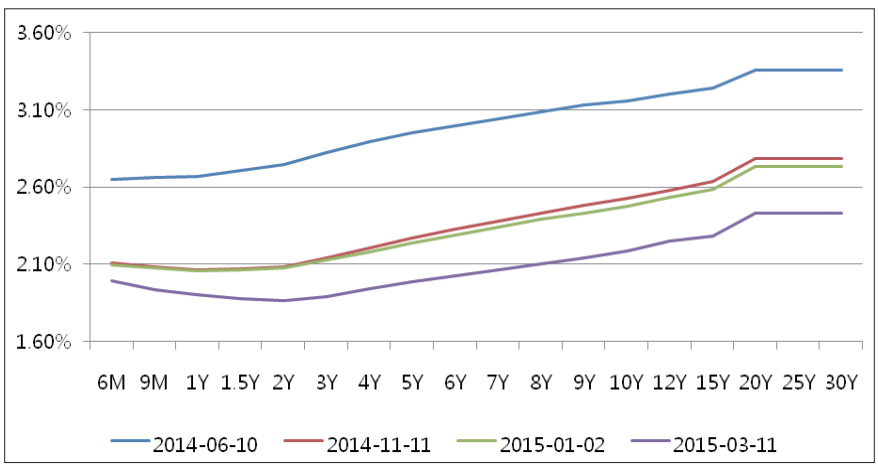
올해 1월 IRS 커브의 기간구조는 CD91일물 금리부터 만기 1년까지는 우하향의 역전된 모습으로, 그리고 만기 1년 이후는 일반적으로 관찰되는 우상향하는 모습으로 출발하였다. 그러나 작년 하반기부터 급락한 국제유가가 올해 우리나라의 수출액 또한 크게 감소시켰고(석유 관련 산업의 수출 기여도가 상당한 우리나라의 경우 수출 물량이 동일하더라도 수출단가 자체가 하락할 경우 수출액이 감소하게 됨), 추가적인 금리 인하 기대감이 확산되면서 IRS 커브의 역전 구간이 1년을 넘어 만기 2년까지 확대되었다. 연초 +2.25bp 수준이었던 IRS 2년과 1년의 기간 스프레드가 3월 기준금리 인하를 앞두고는 −3.75bp까지 하락한 탓이다. 3월 전격적인 기준금리 인하 직후에는 1년 금리 하락폭이 2년 금리 하락폭보다 컸던 관계로 기간 스프레드가 상승하여 역전이 일부 완화되었으나 IRS 1~2년 구간의 역전 현상 자체는 4월 중순까지도 지속되었다.

그러나 이러한 IRS 만기 1~2년 구간의 커브 역전 현상은 6월 기준금리 인하를 앞두고는 발생하지 않았다. 중동호흡기증후군 확산에 따른 내수 부진을 우려하여 한국은행에서 단행한 금리 인하가 전격적이었던 측면도 있었지만, 일각에서는 설령 기준금리 인하가 단행된다 하더라도 이번이 마지막일 것이라는 시각 또한 있었기 때문이다. 추가적인 인하 기대감이 적은 상황이라면, IRS 2년 금리가 1년 금리보다 더 하락할 것을 기대하며 선제적으로 IRS 1y x 2y 스프레드를 오퍼(Offer)하려는 기관은 적을 수 밖에 없다. 실제로 IRS 2년과 1년의 기간 스프레드는 0bp 수준에서 지지되었고 6월 인하 이후 IRS 1~2년 커브 기울기는 가팔라졌다.

한편 올해 1분기 말에 출시된 안심전환대출은 기대 이상의 폭발적인 인기몰이를 하면서 채권시장뿐만 아니라 IRS 시장에도 큰 영향을 미쳤다. 앞서 언급한 바와 같이, 정부는 최근 우리나라 경제의 뇌관으로 지목되어온 급증하는 가계부채 대책의 일환으로 기존 변동금리 일변도의 가계대출을 장기 고정금리 대출로 전환함으로써 가계대출의 질적 건전성을 도모코자

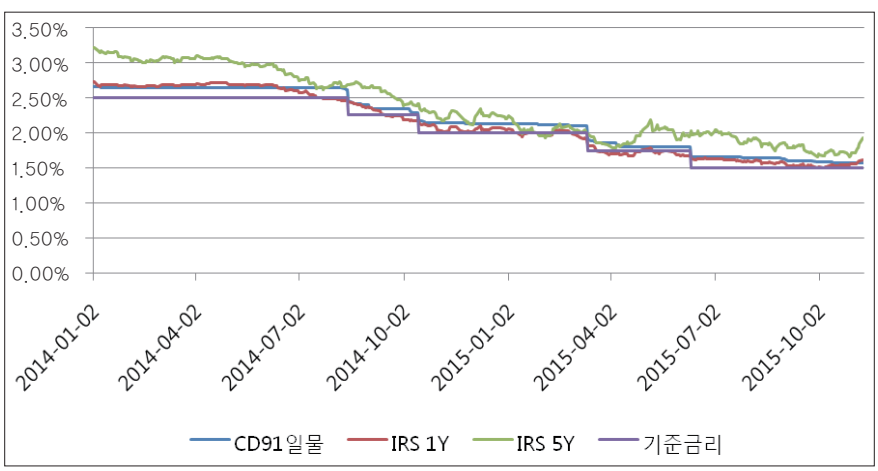
안심전환대출을 출시하였다. 그러나 만기가 상대적으로 긴 5~10년의 안심전환대출이 큰 인기를 끌며 주택금융공사의 장기 MBS 발행으로 이어졌고, 이는 결과적으로 시장의 장기 채권 수급 불균형을 초래함으로써 채권뿐만 아니라 IRS 커브 기울기도 크게 가팔라졌다.

〈그림 3-4〉 원화 이자율스왑 금리 기간구조



자료: Bloomberg

〈그림 3-5〉 원화 이자율스왑 금리 추이



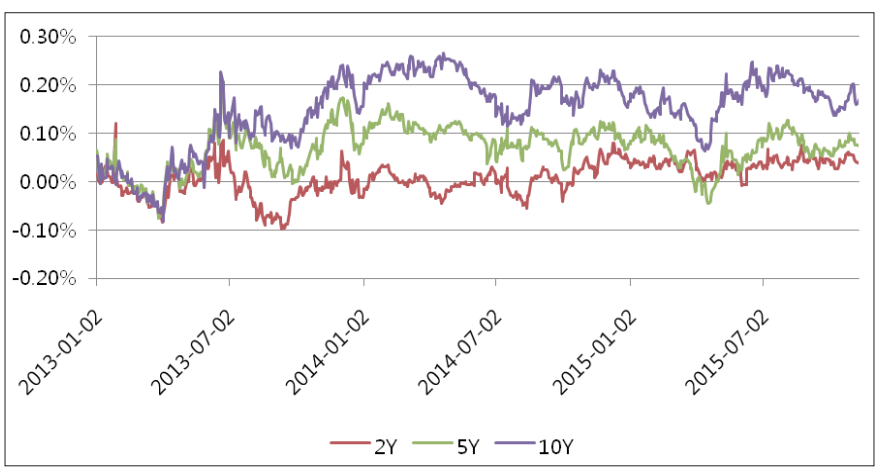
자료: 한국은행, Bloomberg

또한 안심전환대출이 5년 만기 위주의 은행권 IRS Pay 수요를 자극한다는 루머가 퍼지면서, 5년 IRS 금리가 채권 금리보다 크게 상승하여 5년 스왑 스프레드(5년 만기 IRS 금리 – 국고채 금리)가 4월 한동안 플러스를 기록하기도 하였다. 기본적으로 부도위험이 있는 금융기관간 거래일뿐만 아니라 기초자산인 CD91일물 금리 또한 위험이자율이므로 IRS 금리는

동일 만기 국고채 금리보다 높아야 하는 것이 이론적으로 합당하다. 그러나 우리나라의 경우 대부분 은행권 변동금리 대출자산이 CD91일물 금리에 연동된 탓에 헤지를 위한 풍부한 IRS 고정금리 수취 수요 등으로 IRS 금리가 동일만기 국고채 금리보다 보통 낮게 형성되어 왔다. 그런데 안심전환대출 이슈로 인해 잠시나마 IRS 금리가 국고채 금리보다 높은 스왑 스프레드 정상화가 5년 구간에서 이뤄졌던 것이다. 하지만 이는 일시적인 현상이었을 뿐 장기 MBS 시장의 수급 불균형이 비교적 신속히 해소되면서 5년 IRS Pay 실체가 불분명해지자 다시 5년 IRS 금리가 국고채 금리를 하회하여 예전 모습으로 되돌아갔다. 이후 스왑 스프레드는 5년 기준 -5~-12bp 수준의 박스권 내에서 횡보하는 모습을 보였다.

올 한해 IRS 금리의 움직임을 종합하면, 분기별로 커브 플래트닝과 스티프닝이 번갈아가며 반복되었던 한 해였다. 연초부터 기준금리 인하 기대감이 극대화되면서 2~3월까지 플래트닝, 3월과 6월 기준금리 인하 단행 및 2분기 안심전환대출 이슈가 겹치며 스티프닝, 3분기 미국 고용지표 부진과 비둘기파적인 FOMC 그리고 국내 보험사의 IFRS4 II단계(부채 시가평가) 도입일정에 따른 장기물 매수세 등으로 플래트닝, 4분기 미국 12월 기준금리 인상 기대감 강화에 따른 스티프닝이 번갈아가며 이어졌다.

〈그림 3-6〉 원화 스왑 스프레드 추이



참고: 스왑 스프레드는 IRS 금리에서 국고채 금리를 뺀 것으로 정의하는 것이 일반적이나, 위 그림에서는 편의상 국고채 금리에서 IRS 금리를 뺀 것으로 정의함
자료: 한국은행, Bloomberg

〈표 3-5〉 CCP 의무청산대상 개정 내역

명세항목	현행	개정(추가)	비고
1. 계약만기	10년 이내	20년 이내	
2. Upfront fee	비적격	적격	*거래체결 다음날 수수하는 경우에 한함
3. 일수계산방식	Actual/365(fixed)	Actual/360 Actual/Actual	
4. 영업일 규칙	Modified following	Following Preceding	* 고정 leg과 변동 leg에 동일한 규칙을 적용한 경우에 한함
5. 가산금리	비적격	적격	* 만기까지 동일한 가산금리를 적용한 경우에 한함

한편 한국거래소는 올 10월 금융위원회의 파생상품시장 발전방안 후속 조치의 일환으로 원화 IRS 거래 청산대상범위를 확대 시행한다고 밝혔다. 2014년 하반기부터 금융투자회사간 적격 원화 IRS 거래에 대해 장외파생상품 중앙청산소(CCP, Central Counter Party)로 지정된 한국거래소를 통한 청산이 의무화되었고, 2015년 11월 23일부터는 의무청산 대상이 보다 확대되어 시행되었다. 의무청산 대상 IRS의 만기가 10년 이내에서 20년 이내로 장기화된 것이 주된 변경내역으로, 거래상대방 위험 경감 필요성이 절실한 장기 거래들까지 청산대상에 포함됨으로써 시장 전반적인 시스템 위험이 감소한다는 점에서 긍정적으로 평가할 수 있다. 국가 잠재성장률 하락에 따라 저금리 기조가 고착화되고 있는 상황에서 장기 IRS 거래 필요성이 점증하는 환경 변화에 발맞춘 정책 변화라고도 볼 수 있다. 이외에 Upfront Fee, 일수계산방식, 영업일 규칙, 가산금리 항목 등의 대상 범위가 소폭 확대되었다.

올해 금리파생상품 거래량을 살펴보면 이자율옵션 거래량만 감소 추세를 나타내었고 나머지 이자율선도, 선물, 스왑 거래량은 전년대비 상승한 것을 확인할 수 있는데, 2차례의 기준금리 인하가 상반기에 모두 단행된 것이 전반적인 금리파생상품 거래량 상승에 영향을 미쳤을 것으로 추정된다. 보통 통화정책의 변화 전후에 금융기관들은 각각의 시장 전망에 부합하는 포지션 구축 및 청산을 시행하게 되고, 이는 결과적으로 헤지 대상이 되는 금리파생상품의 거래량 증가로 이어진다. 이외에 특히 눈에 띄는 점은 2014년 하반기 이자율스왑 거래량이 상반기 대비 40% 이상 상승한 사실이다. 이자율스왑에 대한 CCP 의무청산이 2014년 하반기에 개시되자, 거래상대방 위험관리 부담이 줄어든 금융기관들이 적극적으로 이자율스왑 거래에 나섰기 때문으로 보인다. 이러한 통계는 정부의 CCP 도입이 성공적이라고 평가할 수 있는 근거가 될 것이고, 11월 23일에 시행된 의무청산 대상 확대를 넘어서, 달러 이자율스왑, FX 스왑, CDS 등으로 CCP 의무청산 자산의 다변화를 목표로 하는 기존 계획 이행에 힘을 실어줄 것이다.

〈표 3-6〉 금리파생상품 거래량

(단위: 백억원)

	2013	2014	2014 상반기	2014 하반기	2015 상반기
총계	963,446	714,047	328,558	385,489	463,839
이자율선도	1,397	1,324	417	907	2,620
이자율선물	697,587	481,639	232,976	248,663	311,748
이자율스왑	258,803	225,762	92,005	133,757	147,673
이자율옵션	5,659	5,322	3,160	2,162	1,798

자료: 금융감독원

〈표 3-7〉 거래주체 별 금리파생상품 거래량

(단위: 백억원)

	2014 상반기			2014 하반기			2015 상반기		
	은행	증권	그외	은행	증권	그외	은행	증권	그외
총계	124,810	164,423	39,325	164,138	188,929	32,559	190,772	245,963	27,054
이자율선도	415	2	0	794	10	103	2,129	7	434
이자율선물	44,962	148,784	39,231	48,193	168,233	32,237	62,591	222,605	26,552
이자율스왑	76,540	15,370	94	113,153	20,523	219	124,405	23,201	67
이자율옵션	2,893	267	0	1,998	164	0	1,647	150	1

자료: 금융감독원

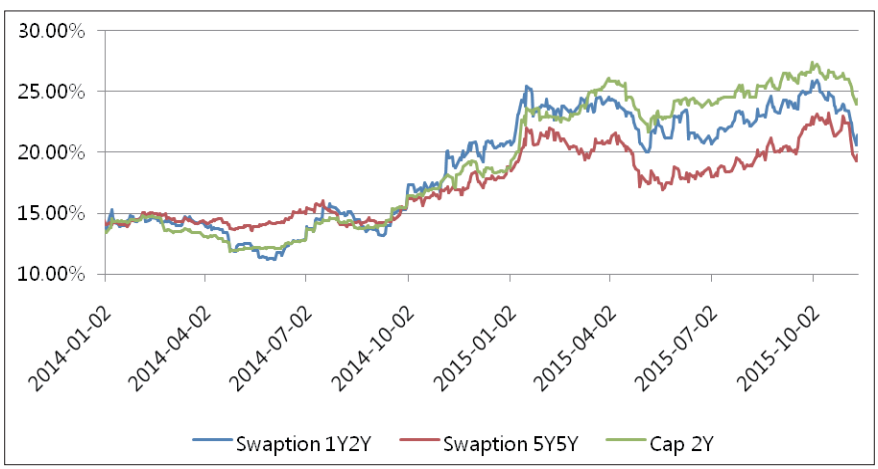
2. 이자율옵션

2015년 이자율옵션 변동성은 최근 5년래 가장 높은 수준에서 출발하였다. 2014년 8월 및 10월 두 차례에 걸쳐 단행된 기준금리 인하를 통해 기준금리가 당시 역사적 최저점인 2%까지 하락함에 따라 변동성이 지속적으로 상승하였고 올해 들어서도 연초부터 경기 부양을 위한 기준금리 인하가 가능할 것이라는 기대감이 형성되었기 때문이다. 이자율옵션의 변동성은 가격 변수인 주식과 달리 금리 자체의 변동성, 즉 'Yield Volatility'로 정의되므로 금리 하락 시 변동성이 상승하고 금리 상승 시 변동성이 하락하는 것이 보통이다. 이는 금융 시장이 불안해질 때 주가 하락 및 주식 변동성 상승으로 이어지고, 동시에 금리 하락 및 금리 변동성 상승으로 이어지는 것과 궤를 같이 한다.

기준금리 인하 기대감이 최고조에 이르렀던 2월 초 이자율옵션 변동성은 고점을 찍고 하

락하였다가 3월 기준금리 인하 단행과 함께 재차 상승한 뒤 4~5월 안심전환대출 이슈로 인한 장기 국채금리 급등 시기에 하락하여 5월 중순경 바닥을 형성했다. 3분기에 들어서며 국내 금리가 장기물을 중심으로 하락세에 접어들자 이자율옵션 변동성 또한 반전에 성공, 계속 상승하여 전고점 마저 뚫은 뒤 10월에는 역사적 고점을 경신하였다. 이후 미국 고용지표 호조 등으로 12월 FOMC에서 금리 인상 가능성이 높아지고 국내 금리가 상승하자 이자율옵션 변동성은 급격히 하락하여 연초 수준으로 되돌아간 뒤 등락을 거듭하고 있다. 5Y5Y Swaption(5년 만기 이자율스왑이 기초자산인, 만기 5년의 유러피언 옵션) 변동성의 경우 연초 18.50%, 2월6일 22.00%, 4월6일 21.60%, 5월20일 17.10%, 10월15일 23.20%, 11월12일 18.80% 순으로 변동하였다.

〈그림 3-7〉 원화 이자율옵션 변동성



자료: Bloomberg

(표 3-8)의 금리파생상품 거래량에서 확인할 수 있듯이 이자율옵션 거래량은 지속적인 감소 추세에 있다. 2014년 상반기 대비 하반기의 거래량은 30% 가량 감소하였고 2015년 상반기 거래량은 전 반기 대비 17% 가량 감소하였는데 역내(On-Shore) 및 역외(Off-Shore) 시장참가자들 사이의 거래 단절이 지속되고 있다는 점이 주된 이유로 꼽힌다. 장외파생상품 거래의 경우 거래 쌍방간 신용위험 관리를 위해서 ISDA/CSA를 맺고 담보를 주고 받게 되는데, 역외 기관의 경우 해당 담보가 달러나 유로 기반인 반면 역내의 국내 기관들은 외화 조달 이슈에서 자유로운 원화 기반의 CSA를 선호한다. 때문에 역내 및 역외 기관들의 호가가 기초하고 있는 담보 통화가 다른데다, 옵션 거래의 경우 프리미엄을 보통 Upfront로 결제한다는 점에서 담보가 가격결정에 중요한 역할을 하기 때문에 브로커 시장에서 호가되는 이자율옵션 가격이 담보 통화 별로 다변화되어 나오고 있는 실정이다. 이에 따라 이자율옵션 거래량 자체가 감소하고 있는 것으로 추정되며 그 결과 브로커 시장에서 다양한 가격이 호가되어

효율적 가격 결정기능이 향상되고 유동성 높은 시장으로 발전하는 것이 아니라, 역내에서는 오히려 브로커가 배제되고 참여 금융기관간 영업부서를 통한 거래 형태가 늘어나고 있는 실정이다. 우리나라 이자율 구조화채권 시장이 그 외형과 내실 모두에서 지속적으로 성장하고 있다는 점에서 국내 기관들의 외화담보 허용한도 확대의 계기가 마련되어 이자율옵션 시장이 더욱 발전할 수 있기를 기대한다.

〈표 3-8〉 원화 Swaption 변동성 Matrix

(세로축: 옵션만기, 가로축: 스왑만기)

2015-01-02	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y
1 Year	21.45%	20.60%	19.90%	19.20%	18.60%	17.90%	17.20%
1.5 Year	20.70%	20.20%	19.45%	18.70%	18.00%	17.45%	17.00%
2 Year	20.80%	19.85%	19.00%	18.15%	17.40%	17.00%	16.70%
3 Year	21.45%	20.10%	18.95%	17.90%	17.05%	16.70%	16.60%
4 Year	21.35%	20.10%	19.35%	18.70%	18.10%	17.40%	16.90%
5 Year	20.95%	19.95%	19.50%	19.05%	18.50%	17.90%	17.20%
7 Year	19.75%	19.15%	18.70%	18.55%	18.40%	18.60%	18.20%
10 Year	19.40%	18.75%	18.70%	18.65%	18.50%	18.30%	18.00%

2015-10-15	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y
1 Year	24.65%	24.95%	25.70%	26.40%	27.20%	25.90%	24.50%
1.5 Year	25.30%	25.60%	25.65%	25.80%	25.95%	24.90%	23.85%
2 Year	26.40%	26.10%	25.55%	25.15%	24.80%	24.30%	23.20%
3 Year	26.70%	25.75%	25.15%	24.30%	23.85%	23.50%	22.90%
4 Year	25.55%	25.20%	24.65%	24.20%	23.70%	23.10%	22.90%
5 Year	25.35%	24.75%	24.10%	23.55%	23.20%	22.70%	23.00%
7 Year	22.85%	22.35%	22.00%	21.55%	21.40%	21.90%	22.80%
10 Year	21.40%	20.95%	21.30%	21.45%	21.80%	22.40%	22.90%

자료: Bloomberg

3. 구조화채권

올해 구조화채권 발행시장은 그간 전통적으로 인기를 끌었던 Callable Single Range Accrual 및 Callable Dual Range Accrual 등의 발행이 크게 감소하고, 대신 각종 스프레드 상품이 그 자리를 대체하는 양상이 두드러졌다. 기존에 유행하던 단순 Range Accrual 유형의 발행이 감소한 이유는 2014년 8월과 10월 그리고 올 3월 및 6월에 단행된 총 4차례의 기준금리 인하로 수익률 곡선의 수준 및 기울기가 급격하게 낮아지고 완만해지면서 결과적으로 해당 구조로는 고객의 눈높이를 맞출 수 없었기 때문이다. 그 대안으로 떠오른 스프레드 유형 중 CMS 스프레드, CMT 스프레드의 인기가 여전한 가운데 이종 커브간 역전현상을 활용하여 높은 쿠폰을 제공하는 본드-스왑 스프레드 Range Accrual 및 콴토 스프레드 Range Accrual의 발행이 급증하였다. 그리고 2년 만기 달러 IRS 금리 대비 초장기인 30년 만기 달러 IRS 금리의 기간 프리미엄을 기초자산으로 하는 USD CMS 스프레드 상품 또한 많은 투자자들의 러브 콜을 받은 한 해였다. 이에 올 한 해 발행된 구조화상품 중 가장 인기를 끌었던 두 종류의 스프레드 상품, 본드-스왑 스프레드 Range Accrual 및 콴토 스프레드 Range Accrual의 유형별 특징을 살펴보고자 한다.

〈표 3-9〉 구조화채권 유형별 발행액

(단위: 억원)

유 형		2014	2015
Single Range Accrual	CD91 Range Accrual	9,002	9,097
	LIBOR Range Accrual	2,005	3,120
Multi Range Accrual	Dual Range Accrual	3,834	220
	Hybrid	3,723	150
Spread Range Accrual	EURCMS Spread Floater Range Accrual	4,000	
	CMT Spread Range Accrual	2,500	500
	CMS Spread Range Accrual	1,200	700
	USDCMS Spread Accrual		2,600
	Bond-Swap Spread (Dual) Range Accrual	3,550	8,600
	Basis Spread (Dual) Range Accrual	1,300	1,200
	Dual Spread Range Accrual	1,100	7,630
	Quanto Spread (Dual) Range Accrual	6,300	18,200
Spread	CMT Spread	1,700	2,000
	CMS Spread	3,900	4,800
	CMS Volatility	500	
	USDCMS Spread		3,200
	EURCMS Spread	2,400	500
	Power Spread		
	Bond-Swap Spread		2,000
Ratio	CMS Ratio		
Other Complex Structures	Index 포함	8,200	3,230
상기 구조화 총 합 (①)		55,214	67,747
CD Digital 발행액 (②)		65,517	36,710
Vanilla FRN 발행액 (③)		96,006	170,160
총 합 (①+②+③)		216,737	274,617

자료: KIS 채권평가, 2015년 11월말 기준

〈표 3-10〉 2015년 발행 구조화채권 대표 유형

유형	쿠폰 구조
Vanilla FRN	CD91(또는 국고채금리) + Spread
Digital FRN	If 만기시점 금리 ≥ 5.0%, 2.84%, otherwise 2.83%
Single Range Accrual	2.5%×n/N, n: 0.0% ≤ CD91(또는 LIBOR3M) ≤ 5.0%
Dual Range Accrual	2.6%×n/N, n: 0.0% ≤ CD91 &LIBOR3M ≤ 5.5%
Hybrid (Dual RA)	2.5%×n/N, n: 1.3% ≤ CD91 ≤ 2.0% & A×80.0% ≤ KOSPI200 ≤ A×120.0% 단, A = 최초기준시점의 KOSPI200
EURCMS Spread Floater Range Accrual	3.8%×avg.(EURCMS20Y - EURCMS2Y)))×n/N, n: USDCMS10Y ≤ 6.0%, Cap: 6.0%, Floor: 0.0%
CMT Spread Range Accrual	4.0%×n/N, n: CMT5Y - CMT3Y ≥ 0.0%
USDCMS Spread Range Accrual	4.2%×n/N, n: USDCMS10Y - USDCMS2Y ≥ 0.0%
Bond-Swap Spread Accrual	4.0%×n/N, n: CD91 - CMT3M ≥ 0.0%
Basis Spread Range Accrual	4.0%×n/N, n: CMS1Y - CRS1Y ≥ 0.0%
Quanto Spread Range Accrual	4.0%×n/N, n: CD91 - LIBOR3M ≥ 0.0%
Power Spread	Min[2.7% + 15×(CD91 - KTB3M), 7.5%]
CMS Volatility	3M: 5.1%, 6M~: 4.3×(Max(CMS10Y) - Min(CMS10Y)) Cap: 6.5%, Floor: 1.0% Max(CMS10Y): 관찰기간 중 CMS10Y의 최대값 Min(CMS10Y): 관찰기간 중 CMS10Y의 최소값

자료: KIS 채권평가, 2015년 11월말 기준

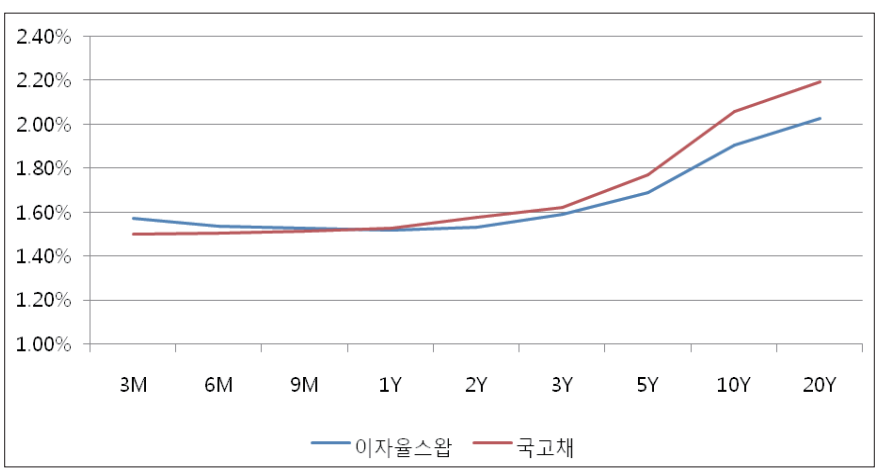
(1) 본드-스왑 스프레드 연계 유형

본드-스왑 스프레드(서술의 편의를 위하여 '국고채 금리-IRS 금리' 로 정의함)는 유달리 우리나라에서 3~5년 중기 이상에서 지속적으로 플러스를 유지하고 있고 이로 인해 다양한 구조화채권 발행을 가능케 한다. 참고로 미국은 대부분의 만기에 있어 IRS 금리가 미국 국채 금리보다 높게 형성된 정상적인 모습을 보인다. 우리나라의 이러한 비정상적인 역전 현상의 원인으로 다음의 두 가지 정도를 들 수 있다. 첫째, 원화 IRS 시장의 역사가 비교적 짧고 특히 초창기에는 외국계 은행간 거래에서 출발했다는 점이다. 서브프라임 사태로 촉발된 금융위기 이전에는 외국계 은행의 글로벌 신용등급이 우리나라 국가 신용등급보다 높았기 때문에 우량 신용도를 보유한 외국계 은행끼리 주로 거래되었던 IRS 금리가 우리나라 국고채 금리보

다 낮게 형성될 수 있었다. 둘째, 국내 은행권의 변동금리 대출자산이 보통 CD91일물 금리에 연동되어 있어서 이들의 헤지를 위한 IRS 고정금리 수취 수요가 수급측면에서 IRS 금리를 낮추는 압력으로 작용하였다. 이외에도 최근 몇 년간 증권사를 중심으로 괄목할 만한 성장세를 보여온 구조화채권 발행이 헤지를 위한 IRS 고정금리 수취 수요의 증가로 이어졌다.

본드-스왑 스프레드 연계 유형은 IRS 커브와 국고채 커브간 이러한 역전현상을 활용한 것으로 동 유형의 높은 명목이자는 미래 실현될 본드-스왑 스프레드의 현시점 기대값이 마이너스인 점에 기인한다. 초창기 주로 유행했던 속칭 '파워 스프레드' 구조는 쿠폰이 (승수 x (CD 91일물-KTB 3개월 금리))로 결정되는 상품으로 승수 효과 때문에 발행자 입장에서는 헤지를 위한 대규모 국고채 매수 및 IRS Pay 거래가 요구된다. 따라서 발행 소식이 시장에 알려질 때마다 본드-스왑 스프레드는 축소 압력을 받는다. 과거 외화 유동성 부족으로 CCS 금리가 급락하고 베이시스로 연계된 IRS 금리 또한 크게 하락하여 본드-스왑 스프레드가 확대될 때, 발행자 입장에서 이를 활용하여 동 구조의 높은 쿠폰을 제시하면 쉽사리 발행으로 이어졌고, 이후 헤지 수요로 인해 본드-스왑 스프레드가 다시 축소되는 모습이 연출되기도 하였다. 하지만 우리나라 국고채가 점차 글로벌 시장에서 안전자산으로 인정 받게 되면서 본드-스왑 스프레드의 변동성이 크게 줄어들었고, 승수 효과로 인해 매수해야 하는 채권 액면이 구조화채권 발행액보다 큰 관계로 추가적인 자체 자금조달이 필요하며, 동 구조 특유의 매우 불리한 순역캐리(Net Negative Carry) 효과 등으로 발행자 입장에서 파워 스프레드 발행 욕구는 차츰 시들해졌다.

〈그림 3-8〉 원화 이자율스왑, 국고채 커브 (2015.10.15 기준)



자료: Bloomberg

그 대안으로 올해는 'CD91일물 - KTB3개월 〉= 0%' 조건에 기초한 Daily Range Accrual 형태가 인기를 끌며 파워 스프레드를 대체하는 구조화 상품으로 자리잡았다. 먼저 투

자자 입장에서 살펴보면, CD91일물 금리가 국고채 3개월 금리보다 낮을 가능성이 매우 적다는 점에서 안정적인 투자성과가 기대되는 상품이다. 실제 2007년 이후로 CD91일물 금리가 국고채 3개월 금리를 하회한 적은 없으며, 해당 조건을 매일 관찰하여 쿠폰이 누적되는 Daily Range Accrual 구조이므로 설사 일시적으로 하회한다 하더라도 하회한 날만 쿠폰 누적에서 제외되기 때문에 투자 위험이 매우 제한적이다. 사실 투자자가 인지해야 할 MtM(Marked-to-Market) 관점의 이슈는 현재 중기 이상에서는 금리 기간구조가 'IRS 커브 〈 국고채 커브' 인 상황이어서 CD91일물 금리의 내재 포워드 금리가 국고채 3개월보다 낮게 형성되어 있다는 점인데 바로 이러한 모순적인 현상이 높은 쿠폰 금리의 배경이기도 하다.

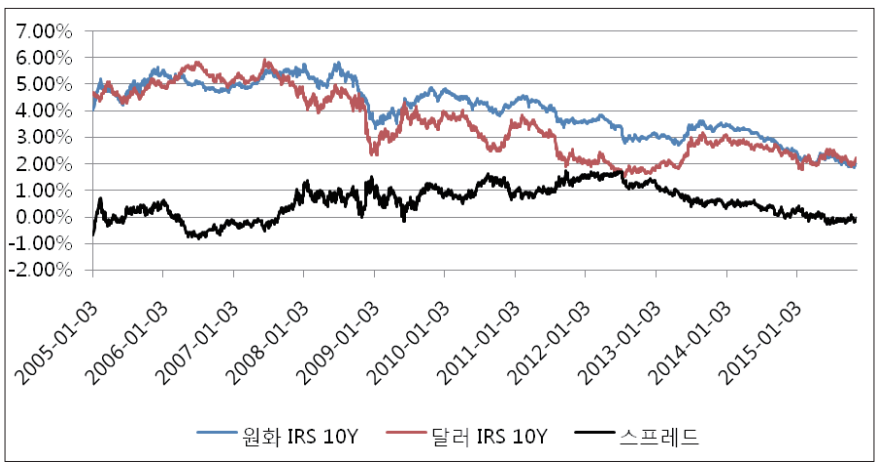
다음으로 발행자 입장에서 헤지 포지션을 보면, 파워 스프레드와 마찬가지로 델타 뉴트럴(Delta Neutral)을 위해서 기본적으로 채권을 매수하고 IRS를 Pay해야 한다. 왜냐하면 본드-스왑 스프레드 축소(IRS 커브와 국고채 커브간 역전현상의 해소)에 대비한 헤지 포지션 구축이 필요하기 때문이다. 다만, 본 상품은 레인지 조건을 모두 충족할 경우 지급하기로 한 쿠폰 수준이 고정되어 있어서 승수 효과가 존재하는 파워 스프레드보다 헤지 수량이 상대적으로 적고, 추가적인 자체 자금조달 규모 또한 제한적이다. 파워 스프레드대비 발행자 입장에서 이와 같은 자금조달 측면의 상대적 이점도 올해 본드-스왑 스프레드 역전을 활용한 본 상품의 적극적인 발행에 일조하지 않았나 추측된다.

베가(vega)의 경우, 대부분의 Range Accrual 구조와 달리 발행자 입장에서 상품 발행 시 숏 베가 내지는 롱 베가라 할지라도 그 크기가 상당히 작은 것이 일반적이다. 왜냐하면 금리 변동성이 낮아져 현재의 'IRS 커브 〈 국고채 커브' 역전현상이 고착화되면 'CD91일물 – KTB3개월 〉= 0%' 라는 조건에 따라 발행자가 유리한 상황이 조성되는 것인데 이는 곧 MtM 측면에서 금리 변동성의 축소가 발행자에 유리함을 의미하기 때문이다. 또한 이의 헤지는 결과적으로 스왑션 매수로 이어져 역캐리 부담을 가중시키는 요인이 되기도 한다. 해결책으로는 'CD91일물 – KTB3개월 〉= 0%' 조건에 추가하여 '0% 〈= CD91일물 금리 〈= 5%' 와 같은 단순 Range 조건을 추가함으로써 롱 베가를 키우는 방법이 있다.

(2) 콴토 스프레드 연계 유형

높은 명목 쿠폰을 향한 시장의 열망은 작년 말을 시작으로 올 초에도 '원화 IRS 10Y – 달러 IRS 10Y 〉= 0%' 라는 동일만기 내외 금리 차이에 기초한 콴토 스프레드 연계 유형의 발행으로 이어졌는데 이는 실제 한미 금리가 역전되었던 기간이 비교적 제한적이었던 반면 투자자들이 만족할 만한 수준의 높은 쿠폰 제공이 가능했기 때문이다. 실제로 Figure 9의 과거 10년간 시계열 자료를 보면 10년 만기 내외 금리차의 경우 2006년 초부터 2007년 중순, 그리고 부진한 국내 경기와는 대조적으로 양호한 지표를 바탕으로 2008년 이후 최초로 미 연준의 기준금리 인상을 목전에 두고 있는 올 중순 이후 최근까지를 제외하면 역전된 적이 거의 없었음을 알 수 있다.

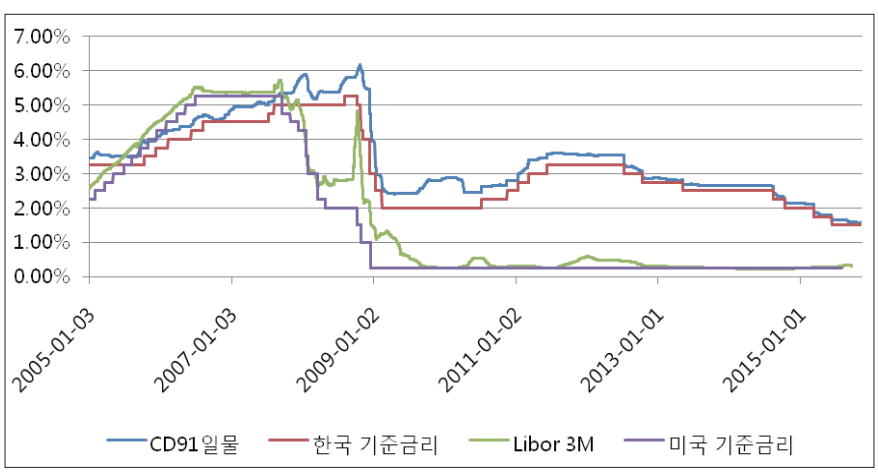
〈그림 3-9〉 한미 IRS 10Y 스프레드 추이 (2005.01.03 ~ 2015.11.11)



자료: Bloomberg

'원화 IRS 10Y – 달러 IRS 10Y 〉= 0%' 조건의 콴토 스프레드 연계 유형은 델타 헤지를 위하여 발행자 입장에서 달러 IRS를 Receive하고 원화 IRS는 Pay하는 포지션을 구축하게 된다. 하지만 내외 금리 차이가 행사가격에 근접하게 되면 본 구조에 내재되어 있는 Digital Payoff 특유의 Pin Risk로 인하여 헤지 포지션의 급격한 변동이 초래되기도 한다.

〈그림 3-10〉 한미 기준금리 및 CD91일물 금리, LIBOR3M 추이



자료: Bloomberg

장기 내외 금리 차이가 기초자산인 '원화 IRS 10Y – 달러 IRS 10Y 〉= 0%' 조건 뿐만 아니라 'CD91일물 – 달러 LIBOR3M 〉= 0%'와 같이 단기 내외 금리 차이에 연계된 유형 또한 올해 많은 투자자의 사랑을 받았다. 이는 일차적으로 CD91일물 금리 및 달러 LI-

BOR3M 모두 정책 금리 수준에 많은 영향을 받는 단기 영역의 금리로서 양국의 정책금리가 역전될 가능성이 현실적으로 매우 제한적인 반면, 앞서 언급된 본드-스왑 스프레드 연계 유형과 같이 장기 구간에서는 두 금리가 역전되어 있어서 '원화 IRS 10Y - 달러 IRS 10Y 〉= 0%' 조건 못지 않게 높은 수준의 쿠폰 제공이 가능했기 때문이다. 11월 말 현재 시장의 내재 포워드 금리를 보면 미 연준이 다음 달 12월 FOMC에서 기준금리를 인상할 것이라는 시장의 기대가 70%에 육박한 상황이지만, 아직 한미 양국의 기준금리 차이는 100bp 이상으로 상당하고 설령 오는 12월에 미국의 기준금리가 인상되더라도 그 속도는 매우 완만할 것이라는 관측이 지배적이다. 때문에, 장기 구간에서의 한미 금리 차이는 상당기간 그 역전이 지속될 가능성이 높은 만큼 앞으로도 'CD91일물 - 달러 LIBOR3M 〉= 0%' 상품의 수요는 꾸준할 것으로 전망된다.

III. 2016년 전망

1. 구조화채권

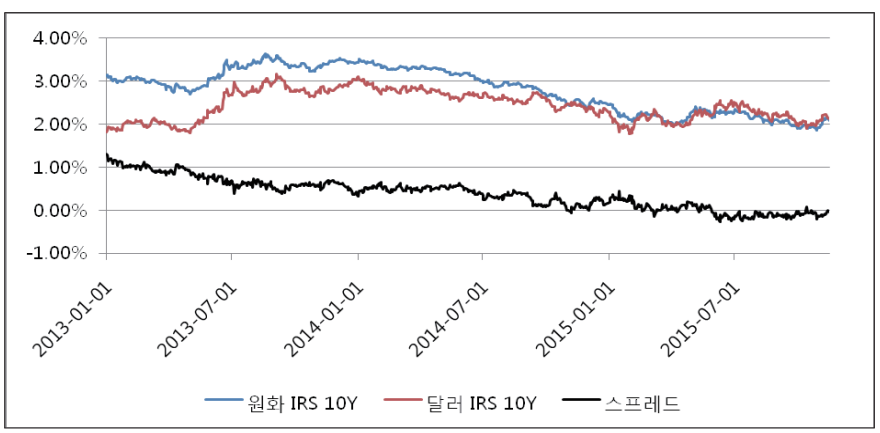
2008년 9월 리만의 파산으로 촉발된 글로벌 금융위기 이래 미 연준 최초의 정책금리 인상 가능성이 올해 여느 때보다 현실적으로 거론되면서, 2014년 후반기처럼 국내 시중금리 상승을 기대하며 차일 피일 자금 집행을 미뤄왔던 기관투자자들은 적절한 자금집행 시점을 찾느라 애를 먹었을 것이다. 올 3월과 6월 한국은행은 두 차례에 걸쳐 전격적인 기준금리 인하를 단행하였고, 그에 따른 시중금리 하락은 리얼 머니의 관심을 원화 대비 높은 명목 쿠폰의 달러 구조화채권으로 돌리기에 충분했다. 하지만 하반기로 갈수록 FX Swap Point의 하락으로 달러 구조화채권의 원화 환산 수익률이 급감하면서 달러 구조화채권에 대한 수요를 감소시켰으며 이는 결과적으로 하반기 원화 구조화채권 발행 확대로 이어졌다. 특히 본드-스왑 스프레드의 경우 CD91일물과 KTB3개월 금리의 역전 가능성이 낮아 투자자 입장에서 안정적인 실현 수익을 기대할 수 있는 구조로서 올 상반기 투자자들의 러브 콜을 한 몸에 받았다. 다만, 하반기 이후 상대적으로 다른 구조화채권 대비 과도한 레버리지 효과, 헤지 자산인 비지표채권의 유동성 부족 등은 지속적인 발행의 걸림돌로 작용하였다. 그러나 본드-스왑 스프레드 유형은 전통적으로 두터운 수요층을 확보하고 있어서 내년 상반기에도 그 발행이 꾸준할 것으로 보이며, 이는 연초 장기 본드-스왑 스프레드 변동성의 확대로 이어질 것이다.

원화 IRS 커브는 올해 두 차례의 금리 인하를 거치며 스팁, 플랫을 반복하다가 11월 말 현재 연초대비 3년 x 20년 스프레드 기준으로 약 20bp 가량 플랫된 상황이다. 이는 내재 포워드 금리의 장단기 역전 가능성을 높이며 원화 CMS 스프레드 발행으로 이어졌고, 해당 구조의 헤지 수요는 반대로 장기 IRS 커브 비드를 유도하면서 IRS 커브의 플래트닝을 일부 제한하기도 하였다. 2016년에도 IRS 커브가 급격히 스팁되지 않는다면 투자자들에게 이젠 매우 익숙한

구조이면서 동시에 높은 명목 쿠폰을 제시할 수 있는 CMS 스프레드 구조는 그 발행이 지속적으로 확대될 것이다. 한편, 2014년 인기를 끌었던 CMT 스프레드는 올해 발행이 다소 지지부진하였는데, 이는 다분히 발행 물량의 수배에 달하는 자체 자금 조달, 비지표채권 매수, 장기채권 대차 매도 등 헤지 거래에 수반되는 어려움에 기인한 것이어서, 2016년에도 이러한 걸림돌이 해결되지 않는 한 CMT 스프레드 구조의 발행은 쉽지 않을 전망이다.

상반기 다수 발행된 '원화 IRS 10Y – 달러 IRS 10Y 〉= 0%', 'CD91일물 – 달러 LIBOR3M 〉= 0%' 등 내외 금리 차이에 기초한 유형은 내재 포워드 금리의 역전 가능성이 명목 쿠폰을 끌어 올리면서 투자자들 사이에서 인기를 구가하였다. 그러나 '원화 IRS 10Y – 달러 IRS 10Y 〉= 0%' 구조의 경우 올 5월 말 이후 내외 금리 차가 역전되면서 11월 말 현재 무수익 자산으로 전락하였고 이에 따라 내년에는 해당 상품의 투자 수요가 다분히 위축될 전망이다. 반면 'CD91일물 금리 – 달러 LIBOR3M 〉= 0%'의 경우는 오히려 장기 내외 금리는 역전된 상황에서 CD91일물 금리와 달러 LIBOR3M 금리가 역전될 가능성은 현실적으로 매우 미미하므로 2016년에도 매력적인 명목 쿠폰을 무기로 투자자들 사이에 많은 인기를 누릴 것으로 기대된다.

〈그림 3-11〉 한미 IRS 10Y 스프레드 추이(2013.01.01 ~ 2015.11.11)



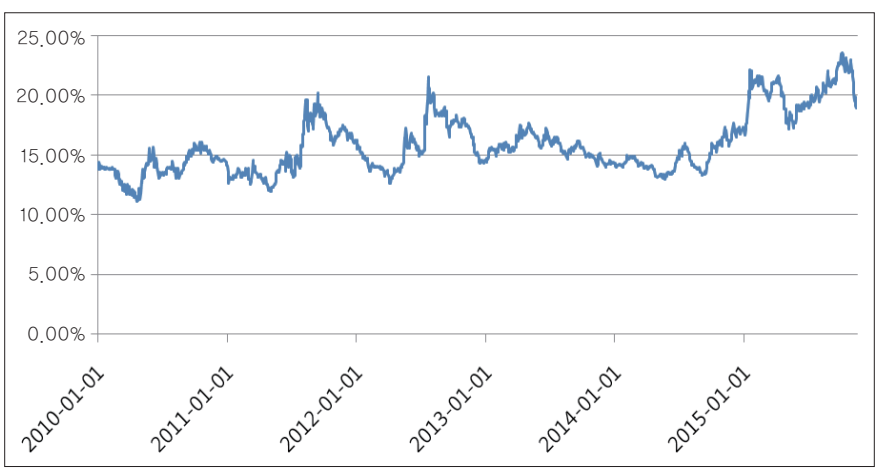
자료: Bloomberg

2015년 달러 구조화채권은 가파른 금리 기간 구조와 높은 변동성을 바탕으로 투자자들이 만족할 만한 쿠폰을 제시하며 결코 적지 않은 원화 구조화채권 수요를 빨아들였던 것으로 보인다. 그 중에서도 달러 IRS 30년과 2년의 금리차가 기초자산인 상품이 주로 발행되었다. 그러나 해당 구조의 헤지는 만기 30년 이상의 초장기 달러 IRS 거래가 수반되어 국내 증권사들의 라인 이슈 등으로 자체 발행이 제한되면서 자연히 외국계 은행들의 독점 공급 상품으로 자리 잡았는데, 본 상품에 대한 외국계 은행의 독점적 공급 지위는 2016년에도 크게 변함이 없을 것으로 보인다.

2. 이자율스왑 및 이자율옵션

2015년 원화 IRS 시장은 2014년 6월 중앙청산소(CCP) 도입과 CCP 참여 기관의 점진적 확대에 따른 가시적인 외형 성장에도 불구하고 한편으론 아쉬움이 남는 한 해였다. 일부 외국계 은행들의 CCP 회피용 ND(Non-Deliverable) 거래가 여전하여 제도 본연의 취지가 퇴색되는 경우가 적지 않았다. 다만 올 연말로 예정된 우리나라 중앙청산소의 글로벌 적격 CCP 인증이 이루어진다면 2016년엔 전체 외국계 은행들의 본격적인 CCP 참여로 원화 IRS 시장은 그 외형뿐만 아니라 질적 측면에서도 비약적인 도약을 이루어낼 수 있을 것으로 기대된다. 아울러 11월 23일 시작된 의무청산만기확대(만기 10년에서 20년으로 확대)는 장기 IRS 거래 비용을 낮추어 구조화채권 발행사의 헤지 거래 비용을 낮추고 결과적으로 구조화채권 발행을 촉진함으로써 장기 IRS 시장에 추가 유동성을 공급하는 등 선순환 구조를 이끌 것으로 기대된다. 또 하나 올해 IRS 시장에서는 증권사간 달러 IRS 거래가 브로커 시장을 통해 직접 이루어졌는데, 그 동안 증권사의 달러 IRS 거래가 KP(Korean Paper)물 등 해외 채권 헤지 수요로 보통 외국계 은행 세일즈를 통해 이루진 것을 감안하면 신선한 이벤트였음에 틀림없다. 내년에도 증권사의 달러 구조화채권 발행 및 헤지 수요 확대가 전망되는 바 브로커 시장을 통한 증권사간 장기 달러 IRS 거래는 보다 활발해질 것으로 기대된다.

〈그림 3-12〉 원화 Swaption 2Y10Y 변동성 (2010.01.01 ~ 2015.11.11)



자료: Bloomberg

올 한해 이자율 변동성은 과거 5년래 최고 수준을 기록하였는데 이는 두 차례에 걸친 금리 인하로 기준금리가 역사적으로 최저 수준을 기록한 점 그리고 금리 하락과 궤를 같이하며 기 발행 구조화채권의 임의 상환이 증가하면서 단기적으로 옵션 매수 수요를 유발한 점 등에 기인한다. 2016년에도 저금리 기조의 지속으로 기금과 보험 등 리얼 머니의 구조화채권 수

요는 꾸준할 것으로 기대되는 바 변동성 매도의 헤지 수요와 임의 상황에 이은 변동성 매수 수요가 교차하며 이자율 변동성의 과도한 움직임은 제한될 것으로 전망된다. 그러나 국내 경기 회복 및 미 연준의 기준 금리 인상 등으로 전반적 금리 상승 추세가 연출되는 경우 이자율 변동성은 점차 하락 안정화될 수도 있을 것이다.

2014년과 마찬가지로 올해 브로커를 통한 증권사의 이자율옵션 시장 참여는 매우 제한적이었다. 이는 여전히 해결되지 않은 달러 담보 관행, 일부 은행들의 과도한 크레딧 비용 부과, 증권사의 일방적인 매도 우위의 호가 등에 기인한다. 더욱이 스왑션 행사에 이은 언더라잉 스왑의 CCP 등록 이슈는 CCP 등록을 기피하는 일부 외국계 은행들의 스왑션 거래를 더욱 제한하는 결과를 낳았다. 다만 글로벌 IB들의 파생 비즈니스 축소 분위기 속에 몇몇 외국계 은행들이 원화 이자율옵션 시장에서 철수하기도 하였으나, 국내의 경우 최근 몇 년간 증권사의 공격적인 FICC 비즈니스 확대가 관련 헤지 북의 괄목할 만한 성장을 이끈 경험이 있으므로 증권사가 이자율옵션 시장의 주요한 한 축으로 우뚝 설 날이 머지않은 듯하다.

4
PART

통화파생상품 현황 및 전망

2015 장외파생상품 시장동향 REPORT

강 현 호 (한국산업은행 금융공학실 과장)









통화파생상품 현황 및 전망

강 현 호(한국산업은행 금융공학실 과장)

Ⅰ. 서론

2015년 금융시장은 그리스의 유로존 탈퇴(Grexit) 우려 및 유가 폭락에 따른 디플레이션 우려와 이를 타개하기 위한 글로벌 중앙은행의 통화완화 정책이 지속되는 가운데, 2014년 10월 말 양적완화 정책 종료 선언 이후 견고한 경기 지표를 나타내고 있는 미국의 기준금리 인상 시점에 대한 뜨거운 논의가 현재까지도 지속되고 있는 한 해였다. 펀더멘털이 뒷받침되지 않은 양적완화에서 비롯된 유동성 파티는 목전에 둔 미국의 금리인상기를 앞두고 서서히 막을 내리게 되었고, 이는 향후 미국의 금리인상이 본격화되면서 기초체력이 약한 신흥국들을 중심으로 그 부정적 영향을 크게 받을 것으로 보인다. 본고에서는 2015년 한 해 동안의 금융시장과 주요 통화파생상품의 거래동향에 대해 간략하게 되짚어보고, 이를 바탕으로 내년도 통화파생상품 시장의 전망을 간략하게 정리하였다.

1. 2015년 상반기

금년 상반기 중 달러/원 환율은 글로벌 중앙은행의 양적완화 정책 및 미국의 기준금리 인상 기대감에 따른 강달러 현상으로 연초 수출기업의 네고에 따른 1,080원 터치 이후 꾸준하게 상승 압력을 받았다. 특히, 한은의 3월 전격적인 금리인하(2.00%→1.75%)는 원화 약세를 가중시키며 달러/원 환율이 1,130원대 중후반으로 급등하는 원인이 되기도 하였다. 하지만 3월 FOMC에서 미 연준(FRB)의 성명서 내용이 예상보다 비둘기파적으로 해석되며 글로벌 달러 강세 기조가 완화되었고, 2분기 들어 외국인들의 국내 주식 매수 자금도 대거 유입되며 환율은 반락, 4월 29일 연 저점인 1068.6원을 기록하며 분위기가 반전되는 모습을 잠시 보이기도 하였다. 그러나 미국의 연내 기준금리 인상 기대감은 2분기에도 지속되었고 글로벌 달러화 강세 현상은 그 추세가 꺾이지 않았다. 또한 5월에 발생한 한국의 메르스 사태로 사회 전반적인 소비심리가 위축되어 내수부진이 심화되었고, 6월 금통위에서 한은은 추가 금리인하(1.75%→1.50%)를 전격 단행하여 원화 약세 현상을 가중시켰다.

〈그림 4-1〉 상반기 달러/원 환율 변동 추이

(검정: 달러/원 환율(원), 빨강: 달러 인덱스)



출처: 블룸버그

이렇게 상반기 중 두 차례에 걸쳐 단행된 한국은행의 기준금리 인하는 한미 금리차를 축소시켜 FX스왑마진 축소의 직접적인 원인이 되었다. 특히, 메르스라는 돌발변수에 의한 6월의 기준금리 추가 인하는 보험사 및 연기금들의 해외채 관련 자산스왑 수요 증가와 맞물리며 전 테너에 걸쳐 스왑마진이 연중 최저점을 기록하기도 하였다.

〈그림 4-2〉 상반기 FX스왑마진(6M) 및 통화스왑 금리(3Y) 변동 추이

(검정: FX스왑마진(원), 빨강: 통화스왑금리(%))



출처: 블룸버그

달러/원 통화스왑(이하 'CRS' 라 한다) 금리의 경우, 1분기 중장기 부채스왑 물량의 부재 속에서 보험사 및 연기금의 장기 자산스왑 물량은 증가함에 따라 커브 플래트닝이 심화되며

일부 구간에서는 기간 스프레드가 역전되기도 하는 모습을 보였다. 또한 FX스왑마진과 마찬가지로 3월 한국은행의 기준금리 인하로 인해 CRS 금리 하락 압력이 가중되었다. 하지만 역내 외화유동성이 풍부하게 유지되고 중공업체의 선물환 매도 물량이 상대적으로 감소하며 장기적 추세로는 달러/원 스왑 베이시스가 축소되는 양상을 보였다. 특히, 4월부터 캐피탈사를 시작으로 중공업, 공기업 등의 해외채 발행이 이어지며 이와 연계된 부채스왑 물량이 달러/원 통화스왑 시장에 유입되어 중장기 구간 위주로 금리가 급등하였고, 이 기간 대부분의 테너에서 달러/원 스왑 베이시스는 연고점을 기록하기도 하였다. 이후 메르스 사태에 따른 한은의 6월 추가 기준금리 전격 인하와 2분기 보험사 및 연기금의 자산스왑 수요 증가로 달러/원 통화스왑 금리는 다시 하락세로 돌아서게 된다.

달러/원 통화옵션(F/X Option) 시장에서는 '14년 하반기 환율 변동폭 확대에 따라 내재변동성이 급등한 이후, '15년 상반기 유로존 양적완화 및 스위스프랑 페그제 폐지, 미 금리인상 이슈 및 메르스발 내수침체가 야기한 한국은행의 금리인하 등으로 급등락을 반복했다.

ATM 변동성은 '15년 상반기 금융시장 충격으로 환율이 급등하며 대체로 환율과 비슷한 방향으로 상승하였지만, 이후 반복되는 시장의 이벤트에 대한 피로감과 내성으로 소폭 하락하는 모습을 보였다. ATM 1M 변동성은 '14년말 10.1%에서 꾸준히 하락하여 '15.6월말에는 9.1%까지 떨어져 마무리하였다.

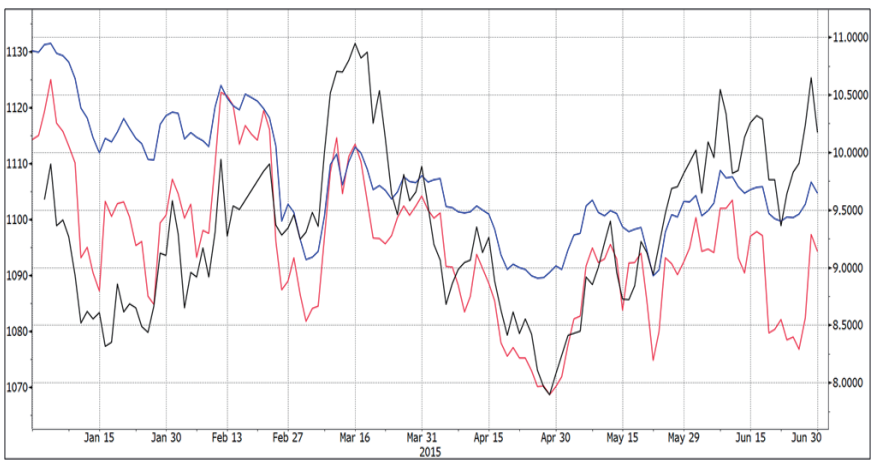
〈표 4-1〉 통화옵션 시장데이터 요약

구 분		'14. 6	'14. 9	'14. 12	'15. 3	'15. 6
현물환율(원)		1,111.8	1,055.2	1,091.0	1,109.7	1,115.5
ATM	1개월	4.7%	8.0%	10.1%	9.6%	9.1%
	1년	7.3%	9.2%	10.9%	9.8%	9.6%
Risk Reversal	1개월	0.5%	1.5%	1.4%	1.1%	1.0%
	1년	1.9%	3.2%	3.4%	2.9%	3.0%
Butterfly	1개월	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
	1년	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%

주: Risk Reversal, Butterfly는 25델타 기준임
자료: 산업은행

〈그림 4-3〉 달러/원 환율 및 ATM 변동성 추이

(검정: 달러/원 환율(원), 빨강/파랑: 1개월/1년 ATM 변동성(%))

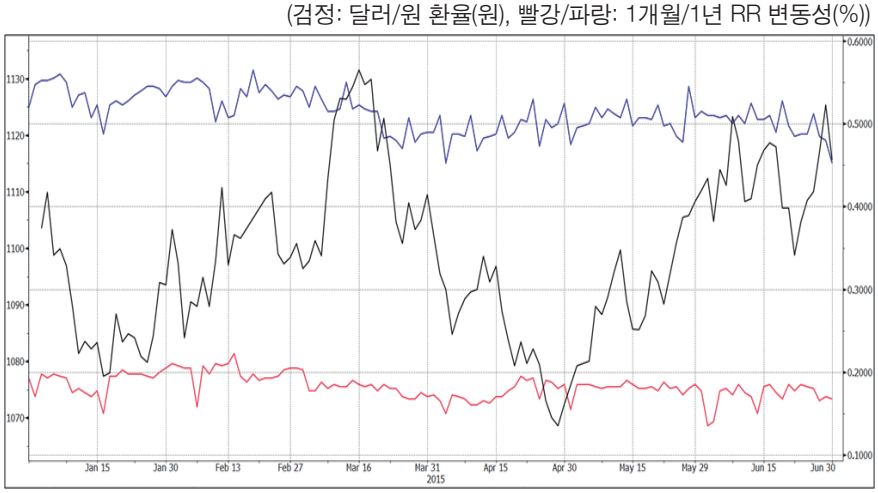


출처: 블룸버그

미래 환율의 방향성에 베팅하는 리스크 리버설(Risk Reversal)은 환율 급등을 반영하며 상승하였으나, 이후 환율 고점에서의 추가 상승 기대감이 옅어지며 향후 환율 레벨 하락 반전 기대감으로 리스크 리버설(Risk Reversal) 변동성 자체도 하락하는 모습을 보였다.

〈그림 4-4〉 25델타 리스크 리버설 변동 추이

(검정: 달러/원 환율(원), 빨강/파랑: 1개월/1년 RR 변동성(%))



출처: 블룸버그

〈그림 4-5〉 25델타 버터플라이 변동 추이

(검정: 달러/원 환율(원), 빨강/파랑: 1개월/1년 BF 변동성(%))



출처: 블룸버그

미래 환율의 변동폭에 대한 기대를 나타내는 버터플라이(Butterfly)는 달러/원 환율이 1,070원~1,130원의 범위에서 움직이면서 큰 수치의 변화가 없이 작은 범위에서 움직이는 모습을 보였다.

2. 2015년 하반기

하반기 달러/원 환율시장에서는 시간이 흐를수록 미 연준의 연내 기준금리 인상 기대감이 증가하며 글로벌 강달러 현상이 지속되었다. 우리나라의 경우는 경상수지 흑자 누적에 따른 원화가치 상승 압력이 있기도 하였으나, 6월말 정부의 '해외투자 활성화 방안' 발표와 8월 중국의 위안화 절하에 따른 글로벌 금융시장 불안 확대 등이 이어지며 3분기 달러/원 환율은 급등세를 보였다. 특히, 8월말 북한의 포격 도발에 따른 안전자산 선호와 9월초 테스코의 홈플러스 매각 환전 수요가 유입되며 달러/원 환율은 9월 7일 연중 고점인 1203.7원을 기록하기도 하였다. 하지만 첨예한 관심 속에 개최된 9월 FOMC에서 미국의 기준금리 인상은 단행되지 않았고, 이에 따른 실망으로 신흥국 통화들이 강세를 보인 가운데 달러/원 환율도 역외 매도가 집중되어 10월 중순에는 1120.6원까지 반락했다. 이후 4분기 들어서는 당국의 개입 경계가 강화되고 미국의 고용지표 호조 및 연준 이사들의 연내 기준금리 인상 발언 등이 이어지며 글로벌 강달러 현상이 재점화, 달러/원 환율은 12월초 1150원~1180원대의 박스권 움직임을 보이고 있다.

[용어 정의]

◈ Risk-Reversal (Range Forward)

– 동일 만기, 동일 금액의 콜옵션(K=상한환율)과 풋옵션(k=하한환율)을 서로 다른 행사가격으로 동시에 매도 · 매입하는 거래로서 대고객 거래의 레인지 포워드(Range Forward) 매수포지션과 동일한 구조이다.

– 리스크 리버설은 달러 콜옵션 변동성에서 달러 풋옵션의 변동성을 뺀 값으로, 외환시장에서 리스크 리버설의 부호가 양(+)인 경우 콜 선호(Call over 또는 Call favor)의 시장 기대를 반영한다. 콜 선호도가 높다는 것은 미래 환율이 상승할 것이라는 기대가 하락할 것이라는 기대보다 높은 것을 의미하기 때문에 리스크 리버설의 호가는 미래 환율의 방향성(환율 상승)에 대한 시장 심리를 파악하는 지표로 사용된다.

– 리스크 리버설의 가격은 콜옵션과 풋옵션의 내재변동성(Implied Volatility)의 차이로 호가된다. 달러/원 환율 상승에 대한 기대가 커짐에 따라 콜옵션의 변동성이 풋옵션 변동성보다 높게 호가되는 경우, 25델타 리스크 리버설(25 Delta Risk Reversal)은 1.0% 달러 콜옵션(1.00 USD call over or call favor)으로 호가된다.

– 리스크 리버설 거래는 은행들의 포트폴리오별, 민감도별 옵션북 관리를 위한 정형화된 은행간 거래이다.

– 이와 같은 합성 거래는 변동성 surface를 통해 다른 옵션의 가격을 복제할 수 있다.

예) 25delta Call = ATM + 25d RR / 2 + 25d Fly
25delta Put = ATM - 25d RR /2 +25d Fly
25delta RR = 25delta Call - 25delta Put
* 25delta means OTM strike level in which Opt has 25% of delta
(ATM Call has 50% delta)

◈ Butterfly

– 동일 만기, 동일 금액의 달러 콜 옵션과 달러 풋 옵션의 변동성의 중간값에서 ATM변동성을 뺀 값으로, 환율의 방향과 관계없이 어느 쪽으로든 환율이 크게 움직일 가능성을 의미한다.

– 버터플라이 값이 클수록 환율의 변동폭에 대한 기대가 높다는 것을 의미한다.

– 이와 같은 합성 거래는 변동성 surface를 통해 다른 옵션의 가격을 복제할 수 있다.

예) 25delta Fly = (25delta C + P)/2 - ATM

〈그림 4-6〉 2015년 달러/원 환율 변동 추이

(검정 : 달러/원 환율(원), 빨강: 달러 인덱스)



출처: 블룸버그

FX스왑마진은 3분기 들어 보험사의 해외채 투자 관련 자산스왑 수요가 감소한 가운데 역외 NDF 매수 및 외국인의 국내 주식, 채권 투자 관련 환헤지 수요가 집중되며 반등하였다. 특히, 3분기 중 역외 NDF 매수 물량이 단기간에 집중되며 1개월물을 중심으로 급등세가 두드러지게 나타났고, 이는 다른 기간물에도 영향을 주며 스왑마진의 전반적인 상승세를 이끌었다. 여기서 주목할 만한 점은 통상 달러/원 환율의 상승은 중공업체들의 6개월~1년물 선물환 매도 수요를 촉발하여 FX스왑마진의 전반적 하락 및 FX스왑 커브의 평탄화로 이어지는 경향이 있는데, 올 하반기에는 중공업체들의 부실 수주와 관련하여 선물환 매도 수요는 크게 감소한 반면, 환율 상승으로 인한 외국인들의 주식, 채권 투자 환헤지 수요 등 반대방향(고객 선도 환매수) 거래수요가 꾸준히 유입되어 장기물 스왑마진의 반등을 이끌었다는 점이다.

달러/원 통화스왑 금리의 경우 3분기 중 부채스왑 물량의 부재 속에 보험사 및 연기금의 자산스왑 물량 여파로 9월 중순까지 전 테너에 걸쳐 하락 압력이 지속되었다. 특히 장기 테너의 경우 시장내 거래 유동성 부족 및 국내외 은행간 스왑라인 단절 이슈로 하락 압력이 더 크게 작용하며 커브 플래트닝이 심화되기도 하였다. 하지만 하반기 FX스왑마진의 반등은 통화스왑 시장에도 영향을 주며 CRS 금리는 9월말 이후 1~3년 기간을 중심으로 반등세를 보였다. 또한, 중공업체들의 해양플랜트 부실 관련 수주 취소에 따른 선물환 매도 물량 감소, 달러/원 환율 급락에 따른 국내 기업들의 장기 선물환 매수 물량 유입, 역외 헤지펀드의 자본금 환헤지 수요 등이 달러/원 통화스왑 장기 테너에 영향을 미쳐 결국 전 테너에 걸쳐 통화스왑 금리는 반등하게 되었다.

〈그림 4-7〉 2015년 FX스왑마진(6M) 및 통화스왑 금리(3Y) 변동 추이

(검정: FX스왑마진(원), 빨강: 통화스왑금리(%))



출처: 블룸버그

달러/원 통화옵션(F/X Option) 시장의 '15년 하반기는 9월 미 금리인상 기대감의 영향을 받아, 환율이 1,120원에서 1,200원까지 급등함에 따라 ATM 변동성 또한 9%초반에서 11%대로 급등하는 양상을 보였다. 그러나 8월 중국 위안화 절하 쇼크 등 경기둔화로 인해 9월 미 금리인상이 연기되면서 달러/원 환율은 급락한 뒤, 4분기 미 고용지표 호조에 따라 미 연준의 옐런 의장이 12월 금리인상을 시사하며 다시 상승하였으나, 글로벌 달러강세에 대한 경계감으로 환율의 상승폭이 제한됨에 따라 ATM 변동성은 고점 레벨에서 횡보하는 모습을 보였다.

리스크 리버설(Risk Reversal) 변동성은 달러/원 환율이 1,200원에 도달한 후에는 환율의 추가 상승 기대감이 낮아진 것을 반영하여 오히려 연초 수준보다 낮은 레벨로 하락하는 모습을 보였다.

〈표 4-2〉 통화옵션 시장데이터 요약

구 분		'14. 6	'14. 9	'14. 12	'15. 3	'15. 6	'15. 9	'15. 11
현물환율(원)		1,111.8	1,055.2	1,091.0	1,109.7	1,115.5	1185.4	1157.9
ATM	1개월	4.7%	8.0%	10.1%	9.6%	9.1%	11.7%	11.1%
	1년	7.3%	9.2%	10.9%	9.8%	9.6%	12.6%	11.3%
Risk Reversal	1개월	0.5%	1.5%	1.4%	1.1%	1.0%	1.1%	0.8%
	1년	1.9%	3.2%	3.4%	2.9%	3.0%	3.4%	2.9%
Butterfly	1개월	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%
	1년	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%

주: Risk Reversal, Butterfly는 25델타 기준임
자료: 산업은행

〈그림 4-8〉 달러/원 환율 및 ATM 변동성 추이

(검정: 달러/원 환율(원), 빨강/파랑: 1개월/1년 ATM 변동성(%))



출처: 블룸버그

〈그림 4-9〉 25델타 리스크 리버설 변동 추이

(검정: 달러/원 환율(원), 빨강/파랑: 1개월/1년 RR 변동성(%))



출처: 블룸버그

버터플라이(Butterfly) 변동성은 환율과 ATM 변동성이 추가 상승하기 어렵다는 공감대가 형성됨에 따라 7월말까지 단기적으로 고점을 형성하였다가 이후 소폭 하락하는 모습을 보였다. 다만 미국 금리 인상 후 펼쳐질 시장의 모습에 대한 불안감이 완전히 해소되지 않음에 따라 버터플라이 변동성은 여전히 고점 레벨에서 유지되고 있다.

〈그림 4-10〉 25델타 버터플라이 변동 추이

(검정: 달러/원 환율(원), 빨강/파랑: 1개월/1년 BF 변동성(%))



출처: 블룸버그

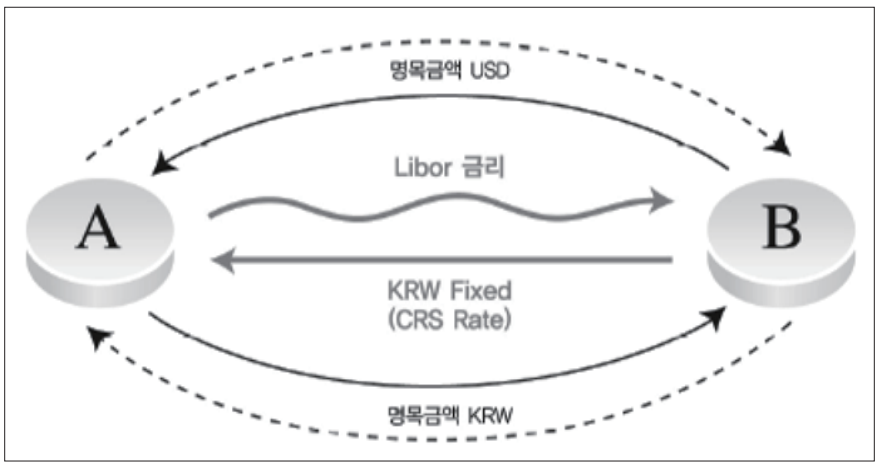
Ⅱ. 상품별 거래 동향

1. 통화스왑

통화스왑이란 환율변동 및 금리변동의 위험을 회피하기 위하여 계약시점에 약정된 환율로 서로 다른 통화의 원금을 교환하고 계약기간 중에는 서로 다른 통화로 표시되어 있는 이자를 정기적으로 교환하며, 계약의 만기시점에는 계약시점에 약정된 환율로 서로 다른 통화의 원금을 교환하는 계약을 말한다. 중개사를 통해 거래되는 우리나라의 은행간 달러/원 통화스왑(CRS)은 초기와 만기에 계약시점에 약정된 동일한 환율로 달러와 원화 원금을 교환하고 매 6개월마다 원화 고정금리와 달러 6m 라이보 금리를 교환하는 구조를 지닌다.

이러한 달러/원 통화스왑 구조는 한국 금융기관의 입장에서 결국 미 달러화를 조달하거나 운용하는 수단임을 나타내며, 이는 통화스왑 금리가 한국 금융기관의 미 달러화 조달비용 수준 및 원화의 상대적 가치를 측정할 수 있는 하나의 척도가 될 수 있음을 의미한다. 만약, 미 달러화의 시장 유동성이 풍부하다면 달러/원 통화스왑에서 달러를 조달하려는 수요가 감소하게 되어 달러/원 통화스왑 금리의 상승으로 이어질 가능성이 높다. 실제로 수년간 지속되어 온 미국의 양적완화 정책에 따라 국내의 달러 유동성은 매우 풍부하였고, 한국의 신용등급 상승 및 지속적인 경상수지 흑자 누적으로 우리나라 기관들의 외화조달 비용 역시 낮은 수준을 유지하고 있어 이는 통화스왑 금리 상승 압력의 주요 원인으로 작용하였다. 실제로 2015년 중 한국은행의 두 차례 금리인하(△50bp)에도 불구하고, 달러/원 통화스왑 금리는 2014년 말 대비 하락폭이 상대적으로 작은 것을 관찰할 수 있다.(이를 다르게 표현하면 달러/원 스왑 베이시스가 축소되었다고 한다.)

〈그림 4-11〉 달러/원 통화스왑 거래 구조



한편 통화스왑 금리에 영향을 미치는 요인은 크게 절대적인 요인과 상대적인 요인으로 나눠볼 수 있다. 원화금리의 절대적인 금리 수준은 달러/원 통화스왑 금리에 직접적으로 영향을 미치게 되는데 통상 3m CD 금리와 교환하는 금리스왑(IRS) 수준과 비교하게 된다. 만약, 한국은행의 기준금리가 인하되면 중장기 금리에도 영향을 미쳐, 3m CD와 교환하는 원화스왑 고정금리(IRS 금리)도 하락하게 되고 이는 다시 달러/원 통화스왑 금리(CRS 금리)의 하락 요인으로 작용하게 된다. (실제로 2015년 중 3월, 6월 한국은행의 기준금리 인하는 통화스왑 금리 하락의 중요한 원인이 되었다.)

하지만 원화스왑 고정금리 변동폭과 달러/원 통화스왑 금리의 변동폭은 다를 수밖에 없는데, 두 금리의 상대적 움직임을 표현하기 위해 통상적으로 달러/원 통화스왑 금리에서 원화스왑 고정금리를 차감한 수치를 달러/원 스왑 베이시스 금리라고 부른다. 이 때, 달러/원 스왑 베이시스 금리가 축소되었다는 것은 시장에서 달러 유동성이 풍부하여 달러자금 조달 수요가 적다는 것을 의미한다고 볼 수 있고, 한편으로는 달러/원 통화스왑 금리 지급 수요가 많다는 것을 의미하기도 한다. 이렇게 시중의 달러 유동성 혹은 최종수요자의 수급 방향 등에 따라 달러/원 통화스왑 금리가 변동하게 되는데, 실제 시장의 움직임은 이러한 상대적인 요인, 즉 달러 유동성 상황 및 최종 수요자의 수급 방향에 크게 영향을 받는 것으로 관찰된다. 특히 장기 테너로 갈수록 실제 최종 수요자의 수급에 의해 변동성이 매우 크게 나타나게 된다.

실제로 올해 달러/원 통화스왑 금리는 거래량이 매우 작은 상황에서 실제 거래 체결도 없이 급등락을 반복하기도 하였으며, 보험사 및 연기금의 중장기 자산스왑 물량의 증가, 장기 부채스왑 물량의 상대적 감소 우려를 반영하며 별다른 거래량이 보이지 않는 가운데에서도 지속적인 커브 플래트닝 압력을 받기도 하였다. 특히, 통화스왑을 이용하는 최종 수요자들의 수급 쏠림 현상이 심화되고, 한편으로 글로벌 규제 강화 및 바젤Ⅲ 도입과 관련한 각종 내부 비용 발생을 이유로 외국계 은행들이 국내 금융기관과의 스왑라인을 단절하는 등의 요인이

복합적으로 작용하며 CRS 시장의 거래 유동성 저하 및 커브 플래트닝 현상을 더욱 심화시켰다고 볼 수 있다.

통화스왑을 이용하는 최종 수요자들을 아래의 4가지 유형으로 분류할 수 있다.

(1) 환리스크 헤지를 위한 선물환 거래를 원하는 수출입업체
(2) 외화채권 발행 후 원화부채로 전환하고자 하는 공기업 및 금융기관
(3) 외화채권 매입 후 원화자산으로 전환하고자 하는 기관투자자
(4) 달러를 들여와 국내 주식 및 채권시장에 투자하려는 외국인

그럼 앞으로는 최종 수요자들의 수급 변화의 측면 및 규제 변화 등 시장상황을 고려하여 상대적인 요인에 의한 통화스왑 시장의 동향을 좀 더 자세히 살펴보도록 하겠다.

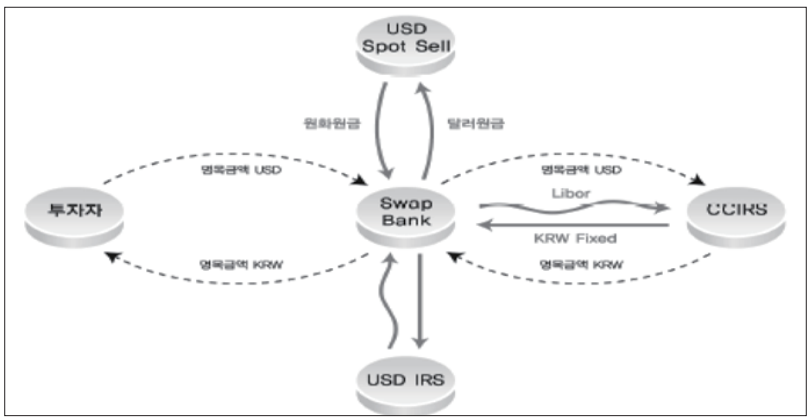
(1) 장기 선물환 매도 감소, 매입 증가

일반적으로 달러/원 통화스왑의 가장 중요한 수급 요인은 바로 수출업체의 장기 선물환 매도 물량이다. 이는 수출주도형 경제구조를 가진 우리나라로서는 피할 수 없는 현상으로 대표적인 고객은 중공업체이다. 실제로 시장에서 수출업체들의 장기 선물환 매도 물량이 증가하면 이를 매수한 스왑은행은 달러/원 통화스왑 시장에서 선물환 만기까지 원화 고정금리를 수취하는 거래를 함으로써 이를 헤지하게 되며, 이는 CRS 금리 하락의 원인이 된다. 중공업체 중심의 장기 선물환 매도 수요는 대개 1~3년에 집중되어 해당 만기의 CRS 금리가 다른 기간에 비해 상대적으로 낮게 유지되는 경향이 있는데, 올해도 이러한 특징이 그대로 나타나 실제로 통화스왑 커브 중 2년 만기 금리가 그보다 짧은 만기물들에 비해 낮게 형성되는 기간 역전 현상이 자주 나타났다.

하지만 하반기 들어서는 주요 중공업체들의 해양플랜트 부실화 및 선박 · 해운업의 침체가 지속되자 기존의 수주물량까지 취소되는 등 선물환 매도 물량 수요가 급감하였으며, 오히려 이미 체결한 선물환 계약을 조기종결(Unwinding)하는 현상마저 감지되면서 달러/원 통화스왑 금리는 상승 압력을 받게 되었다.

한편, 2015년도에는 달러/원 환율 변동성이 확대되고 연내 미 기준금리 인상 뉴스가 지속되며 글로벌 달러 강세 기조가 꾸준히 유지되었고, 이는 환헤지를 하는 기업들의 주요 관심사 중 하나였다. 특히, 9월 7일 달러/원 환율이 1203.7원 고점을 찍은 이후 반락하여 1150원대 이하로 하락한 시점부터는 정유사 및 건설사 등을 중심으로 장기 선물환 매수 물량에 대한 문의가 증가하였고 이 중 일부 물량은 실제로 달러/원 통화스왑 시장에 유입되며 금리 상승 압력으로 작용하였다. 이는 중공업체의 선물환 매도 물량 축소와 맞물리면서 달러/원 스왑 베이시스 금리 축소에 크게 기여를 한 것으로 판단된다. 그러나 이러한 상황 변화에도 불구하고 장기 선물환 매도 수요는 여전히 달러/원 통화스왑 시장에서의 가장 중요한 수급 요인이라고 할 수 있다.

〈그림 4-12〉 통화스왑을 활용한 장기선물환 헤지 구조



〈표 4-3〉 국내 기업의 외환거래 규모

(단위: 일평균, 억달러, %)

상품구분	2014			2015			B-A	
	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4(A)	3/4(B)		증감률
합 계	91.7	90.1	89.7	87.6	85.0	85.6	0.6	(0.7)
현 물 환	42.9	41.5	44.5	41.7	41.6	42.0	0.4	(1.0)
선 물 환	14.6	15.0	15.1	13.2	12.2	11.4	-0.8	(-6.6)
외환스왑	30.6	29.2	27.4	29.7	28.1	29.0	0.9	(3.2)
통화스왑	2.5	2.6	1.5	1.9	2.1	2.1	0.0	(0.0)

자료: 한국은행 외환거래동향

(2) 부채스왑 감소

금년 한국계 공모 외화채 발행 규모는 175억불 수준으로 2014년 211억불에 비해 감소하였다. 특히, 공기업들의 발행 규모는 17억불 수준으로 전년비 43억불 이상 감소하였다. 올해는 은행권의 해외채 발행을 중심으로 캐피털사 등 기타 금융기업들의 외화채권 발행이 꾸준하였고, 은행 보증을 통해 처음으로 해외채 발행에 나서는 사기업도 나타나는 등 다양한 한국계 기관의 해외자금 조달이 이어졌다. 금년 한국계 공모 외화채 발행은 역내 외화유동성이 풍부한 가운데, 국내 기관들이 신규 발행 프리미엄(NIP)을 축소시키려는 노력이 엿보인 한 해였다.

통상적으로 외화채 발행분 중 은행 및 일부 공사의 외화 수요를 제외한 부분이 달러/원

통화스왑 시장에 유입되며 이는 달러/원 통화스왑 금리 상승 요인으로 작용한다. 일반적으로 중공업체의 선물환 매도 및 보험사, 연기금의 자산스왑 물량이 매일 조금씩 통화스왑 시장에 유입되는 것과는 대조적으로, 부채스왑 물량은 발행 시점에 발행 물량 전체가 시장에 한꺼번에 유입되는 특징이 있으며, 이 때문에 해당 만기의 통화스왑 금리가 급격히 상승하는 현상을 쉽게 관찰할 수 있다.

상반기의 경우 3월 통신사의 사무라이 본드를 시작으로, 캐피털사 및 공사, 중공업체의 해외채 발행이 연이어졌으며, 특히 3월말부터 4월까지 5년채 중심의 발행이 집중되어 달러/원 통화스왑 금리 급등 및 기간 스프레드 상승의 주요 원인으로 작용하였다. 이는 기존 발행물의 만기도래에 따른 차환 성격도 있었지만, 연초 장기 자산스왑 및 선물환 매도 증가에 따라 달러/원 통화스왑 금리가 하락하여 부채스왑 발행 여건이 개선되었고, 미국의 기준금리가 인상되기 직전에 달러자금을 미리 조달하려는 금리 예측성 수요도 함께 작용했기 때문이다.

〈표 4-4〉 한국계 공모 외화채 발행 규모

(단위: 억달러)

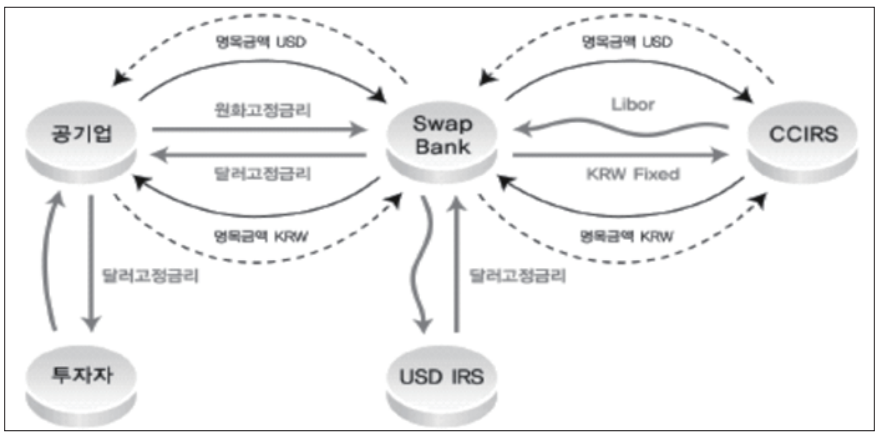
구분	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
은행	97.6	97.3	121.5	108.7	117.7
공기업	22.7	39.5	61.0	60.5	17.5
기타 금융기관	28.4	26.5	26.8	22.0	31.0
일반기업	34.3	26.0	27.0	20.0	9.3
합계	183.0	189.3	236.3	211.2	175.5

자료: 국제금융센터 발행시장 정보

하지만 하반기 해외채 발행은 은행채 중심의 시장이었고, 간혹 발행되는 공사채들의 경우에도 외화부채를 원화부채로 전환할 필요가 없는 경우가 많았기 때문에, 이 시기 부채스왑 물량은 급감하게 되었다. 이는 한국계 기관의 신규 발행 프리미엄(NIP) 증가, 달러/원 스왑베이시스 축소, 5년 이후 테너의 달러 본드/스왑 스프레드 역전 등이 종합적으로 작용하여 해외채 발행 후 달러/원 통화스왑으로 전환한 원화금리 수준이 원화자금을 직접 조달하는 비용에 비하여 매력도가 없어졌기 때문으로 판단된다.

한편, 기존의 해외채 발행과 연계된 부채스왑과는 별도로 일본계 기관의 대출(Loan)과 연계된 부채스왑 수요가 통화스왑 시장에 꾸준히 유입되었고, 대기업들의 외화대출 관련 부채스왑 물량도 종종 유입되었다. 이는 해외채 발행 연계 부채스왑 물량 급감에 따른 달러/원 통화스왑 금리의 하락 압력을 감소시켜 주는 버팀목 역할을 하며 국내 수출기업들의 환헤지 비용 감소에 기여한 것으로 평가할 수 있다.

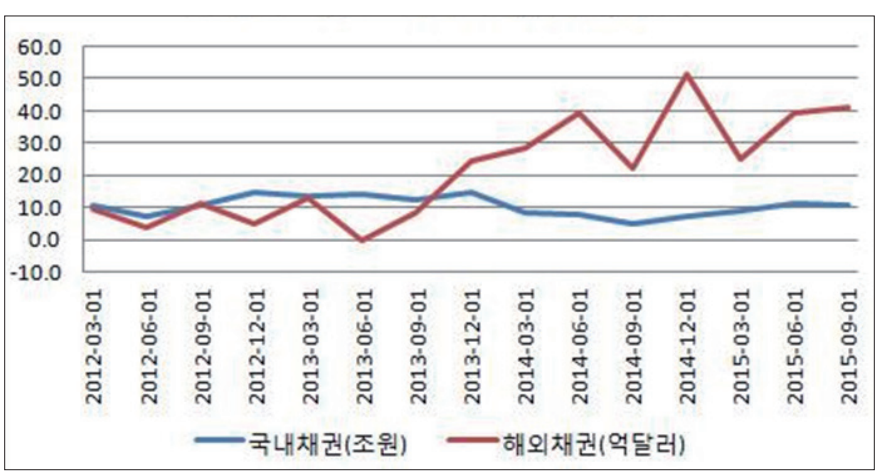
〈그림 4-13〉 통화스왑을 활용한 부채스왑 헤지 구조



(3) 자산스왑 증가

2015년도 달러/원 통화스왑 시장에서 가장 중요한 수급 요인은 보험사 및 연기금의 자산스왑 물량 증가였다. 2014년 8월 이후 한국은행의 4차례 금리인하로 원화 국고채 금리의 저점이 계속 낮아지자 고객과의 계약구조상 일정수준 이상의 수익률을 추구하는 보험사 및 연기금 입장에서는 낮은 수익률의 원화 장기채를 대신하여 조금이라도 높은 수익률을 받기 위해 한국계 기관이 발행한 외화 채권을 중심으로 해외채권에 투자하였고, 이를 원화자산으로 전환하기 위한 자산스왑 비중이 더욱 높아졌다.

〈그림 4-14〉 분기별 보험사의 국내외채권 투자 현황



자료: 한국은행 기관투자가의 외화증권투자 동향

특히, 2013년도 6월 금감원이 보험사들의 위험기준 자기자본(RBC) 비율 산출시 적용되는 해외채권에 대한 금리리스크 기준을 완화한 이후 2014년도 하반기까지 보험사 및 연기금들의 만기 미스매칭 자산스왑이 주로 1년에 집중되었다면, 2015년도에는 이러한 자산스왑의 만기가 다양해지고 상대적으로 장기화된 것을 관찰할 수 있다. 이는 한국은행의 연이은 기준금리 인하에 따른 한미 양국 금리차 축소로 자산스왑 만기 연장시 환산된 원화금리의 매력도가 감소하며 Roll-over 리스크에 대한 인식이 증가한 것이 그 중요한 원인이었다. 특히 대형 보험사들을 중심으로 해외채와 만기를 매칭하거나 1년보다는 상대적으로 긴 테너로 헤지를 하는 전략이 관찰되었다. 이러한 특징은 중 · 장기 테너의 부채스왑 급감 현상과 맞물리며 하반기 달러/원 통화스왑 기간 스프레드 하락에 주요 요인으로 작용하였고, 중 · 장기(5~10년) 구간의 달러/원 스왑 베이시스가 단기(1~3년) 구간의 베이시스보다 상대적으로 더 확대되는 결과로 나타났다.

(4) 재정거래 규모 감소

외국계은행 서울지점의 전통적인 수익원 중 하나는 본점에서 저금리로 조달한 외화를 FX스왑이나 달러/원 통화스왑을 통해 환리스크를 제거한 뒤 상대적으로 높은 원화 국고채나 통안채에 투자해서 금리차익을 얻는 재정거래였다. 이러한 거래는 2007년도 이후 달러/원 스왑 베이시스가 급격하게 확대되면서 꾸준하게 유입되는 패턴을 보여 왔으나, 2009년도 리먼 사태 및 볼커룰 시행에 따른 미국계 기관의 자기 계정 거래 금지, 감독당국의 선물환 포지션 한도 축소 및 외환건전성 부담금 부과, 바젤Ⅲ 시행 관련 프랍 트레이딩 포지션 축소 등의 요인 등으로 그 규모가 지속적으로 감소하고 있다.

한편, 재정거래는 만기까지 포지션을 유지하였을 때에는 금리차익을 얻을 수 있는 장점이 있는 반면, 만기도래시까지는 시가평가(MtM) 리스크에 노출되어 있어 주로 수익 실현기간이 짧은 1~2년 구간에 집중되는 경향이 있었는데, 달러/원 통화스왑의 거래유동성 급감 및 CSA담보계약 조건 이견에 따른 은행간 라인 단절 이슈, 바젤Ⅲ 시행 관련 외은들의 내부비용 부과 문제 등의 영향으로 2년 구간의 재정거래가 상대적으로 급감하고 단기 FX스왑 시장과의 연계가 가능한 1년 이하 구간에 집중되어 채권투자 만기구조가 더욱 짧아지는 모습을 보이고 있다.

〈표 4-5〉 외국인 채권 순매수 추이

(단위: 조원)

구 분		′11년	′12년	′13년	′14년	′15년	
						9월	10월
순매수계		41.3	39.3	40.5	39.9	2.1	3.2
	국 채	19.5	6.8	12.4	19.0	0.3	0.5
	통안채	19.3	31.2	28.3	21.1	1.8	2.8
	기 타	2.5	1.2	-0.1	-0.2	0.0	0.0

자료: 금융투자협회 채권시장동향 분석

(5) 유동성 부족 문제 및 규제 강화

달러/원 통화스왑의 거래유동성 부족에 따른 시장의 어려움은 올해에도 여전히 이어지고 있다. 근본적으로 이러한 유동성 부족 문제는 1년 초과 테너의 환리스크와 금리리스크를 동시에 헤지할 수 있는 상품이 통화스왑이 유일하기 때문이다. 또한, 초기와 만기에 달러 원금 교환이 발생하기 때문에, 실질적으로 달러 조달이 가능한 신용도가 높은 은행들과 일부 외국계 증권사만이 인터뱅크 시장에 참가할 수 있기 때문이기도 하다. 수급 측면의 쏠림 현상 또한 달러/원 통화스왑의 유동성 부족의 큰 요인이다. 달러/원 통화스왑의 최종수요자들의 유입시기 및 만기, 물량 크기 등이 상이함에 따라 별다른 거래의 체결도 없이 급등락 하는 모습을 자주 연출하게 되는데 이러한 높은 변동성은 시장 유동성에 악영향을 미친다.

그리고 이런 근본적인 원인에 더하여 최근 몇 년 동안 유동성 부족 문제가 심화된 데에는 미국의 볼커룰 시행에 따른 외인들의 자기 계정 거래 제한 및 바젤Ⅲ 시행 관련 외은지점들의 내부 비용 증가, CSA 담보조건 차이에 따른 외국계은행과 국내 시중은행 사이의 라인 단절 등이 주요 원인으로 작용하였기 때문이다.

특히, 이러한 스왑라인의 단절은 2015년도 달러/원 통화스왑의 시장 왜곡 현상을 심화시켰는데, CRS 거래 유동성의 감소는 극단적으로 통화스왑 시장에서 외은지점의 Bid 금리가 국내 시중은행의 Offer 금리보다 높은 역전 상황(소위 마켓 리버스)에서조차 거래가 성사되지 않는 비정상적인 현상을 빈번히 초래하였다.

이러한 현상의 배경을 좀 더 자세히 살펴보면, 우선 국내은행 입장에서는 2008년 글로벌 금융위기 당시의 경험이 깔려 있다. 당시 국내은행들은 환율이 급등하고 자금시장에서 달러 유동성이 사라지는 시점에서 수출업체의 선물환 매도 계약을 헤지하기 위해 외은권과 체결한 통화스왑의 평가손이 급증하며 거액의 달러화 현금 담보를 추가로 납입해야 하는 상황을 경험한 바 있다. 이후 금감원에서도 파생상품 모범규준을 통해 적격담보물 복수통화 조건(원화

국채 포함)을 관철시키려 하고 있어 국내은행권으로서는 적격담보로 원화자산을 포함하지 않는 담보납입계약(CSA)을 수용하기 어려운 형편이다.

반대로 외은지점 입장에서는 바젤Ⅲ 위험가중자산(RWA) 계산시 Wrong-way Risk(일반적으로 외은지점은 환율 상승시 담보를 받게 되는데, 환율 상승시 한국계 기관의 신용 리스크가 증가하는 가운데 수취한 원화담보의 달러 환산가치도 하락하여 담보의 가치가 작아지게 되는 위험)에 대한 비용이 크기 때문에 그 비용을 감당하면서 거래하기가 어렵다는 입장으로, 글로벌 표준 또는 원화의 비국제성을 내세워 적격담보에서 원화자산을 배제할 것을 요구하고 있다.

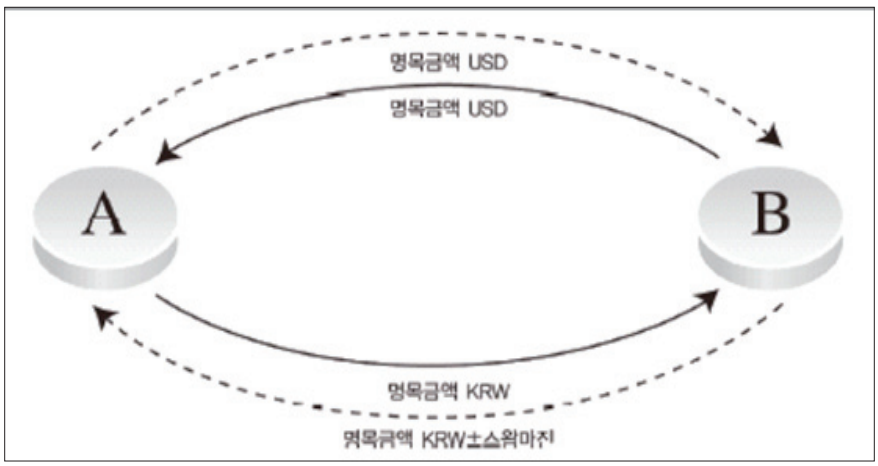
이러한 입장의 차이는 앞으로도 쉽게 좁혀지기 어려워 보이며, 이에 따른 시장 유동성의 절대적 부족은 결국 시장의 민감도를 키워서 작은 양의 수급변화 혹은 실거래 없는 호가만으로도 시장금리를 급등락 시키는 시장교란의 원인이 될 수밖에 없다. 이는 결국 최종 수요자들의 거래비용 증가로 연결될 수밖에 없어 우리 자본시장의 경쟁력을 저해하는 요인으로 작용하게 될 것이다.

2. FX스왑

FX스왑은 환율변동 및 금리변동의 위험을 회피하기 위하여 계약시점에 약정된 현물환율로 서로 다른 통화의 원금을 교환하고 만기에 최초 계약시점에서 정한 선물환율에 따라 원금을 다시 교환하는 거래이다. 통화스왑과는 다르게 중간에 이자를 교환하지 않으며, 이자율 차이를 스왑마진(약정 선물환율과 현물환율의 차이)에 반영되는 형태이다. 우리나라의 달러/원 FX스왑은 오버나잇물부터 1년까지 기간물이 형성되어 있으며, 달러/원 통화스왑과 마찬가지로 달러를 조달하거나 운용하는 수단으로 이용된다. 특히, 상대적으로 짧은 만기의 경우 기존 선물환 거래의 만기 도래시 이를 연장(Roll-Over)하거나 만기 이전에 자금 유입/유출 등에 따른 조기인도 수요를 목적으로 한 거래가 지속적으로 발생하며, 은행권의 달러 여유자금의 운용(달러 Sell&Buy) 혹은 부족자금의 차입(달러 Buy&Sell)을 통한 외화유동성 조절 수단으로 활용되기도 한다.

올해 FX스왑은 상반기 기준금리 하락(2.00%→1.50%) 및 미국의 금리정상화 기대감 등이 작용하여, 작년 말 대비 전 구간에 걸쳐 하락세를 보였다. 특히 3월, 6월 두 차례에 걸친 한국은행의 기준금리 인하로 한 · 미 양국의 금리차가 축소되어 스왑마진 하락에 직접적인 영향을 미쳤다. 또한 상반기 내내 기준금리 인하 기대에 따른 원화채권 금리 하락으로 보험사 및 연기금들은 상대적으로 금리 매력도가 높은 해외채권에 집중 투자하였고 이에 따른 자산스왑 물량이 2분기에 집중되며 6, 12개월물 스왑마진의 하락에 영향을 주었다. 이와 더불어 '13년도 하반기부터 유행하기 시작한 위안화 예금담보 ABCP 상품도 '14년도 11월 이후 그 잔액은 감소하는 추세를 보이기는 하였으나, 올 해 상반기까지 꾸준하게 FX스왑 시장에 유입되며 스왑마진 하락을 가속화시켰다.

〈그림 4-15〉 달러/원 FX스왑 거래구조



하지만, 하반기 이후 FX스왑 시장은 전 테너에 걸쳐 기존 하락분의 일부를 회복하며 소폭 반등하였다. 이는 하반기 해외채권 투자가 일부 둔화되었고, '15년 중 5차례에 걸친 중국의 기준금리 인하로 위안화예금의 차익거래유인이 사라지며 관련 물량이 급감한 가운데, 외국인의 국내 채권 및 주식 투자 관련 환헤지 물량과 달러 강세를 예견한 역외 NDF 매수 물량이 집중되며 나타난 현상으로 파악된다. 또한, 수년간 이어지고 있는 경상수지 확대 및 이에 따른 외화예금 증가, 미국의 금리인상을 앞두고 선제적인 외화유동성을 확보하기 위한 국내은행들의 노력으로 역내 달러 여유자금이 증가하였으며, 이는 FX스왑 시장에서의 달러 Sell&Buy 수요 증가로 이어졌다. 마지막으로 정부의 외환건전성부담금 개편에 따라 단기외채에 부과되는 세율이 하락하여 재정거래 매력도가 상승한 점도 하반기 FX스왑마진 반등에 영향을 미친 것으로 평가된다.

〈표 4-6〉 은행별 거주자외화예금 잔액 추이

(단위: 기말기준, 억달러)

구분	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년		(B)-(A)
					9월(A)	10월(B)	
국내은행	277.2	338.7	378.1	374.4	429.7	492.1	+62.4
외은지점	22.1	21.6	106.2	236.7	162.2	141.9	-20.3
합 계	299.3	360.3	484.3	611.1	591.9	634.0	+42.1

자료: 한국은행 거주자외화예금 현황

3. 통화옵션

국내 달러/원 통화옵션 시장은 글로벌 금융위기부터 '12년말까지는 Range Forward, Average Range Forward, Seagull, Target Redemption 등 비정형 통화파생상품 중에서도 레버리지가 없으면서 상대적으로 위험도가 낮은 상품이 주로 거래되어 오다가, '13년 이후로는 레버리지 조건이 포함된 Participating Forward 등과 같이 위험도가 상대적으로 큰 비정형 통화파생상품의 거래가 증가하였다.[1] 그러나 여전히 규제 및 투자자보호 등이 강화되고 수출업체 등 대고객 수요가 축소되면서 대고객 관련 통화옵션 거래는 다시 줄어들었다.

'14년도에 비해 미 금리인상 이슈가 부각되면서 환율의 변동폭이 크게 상승하여 ATM 1M 변동성이 변화가 커지며 옵션 딜러들의 초단기 거래는 활발하였으나, 리스크 리버설이나 버터플라이 변동성은 크게 변화가 없어 여전히 통화옵션의 적극적인 거래는 기대하기 어려운 상황이 이어졌다.

〈표 4-7〉 통화관련상품 거래량

(단위: 조원)

구 분	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q	15.1Q	15.2Q
통화관련거래	2,639	2,795	2,283	2,240	2,217	2,179	2,150	2,343	2,369	2,274
통화선도	2,312	2,433	1,993	1,957	1,931	1,928	1,903	2,059	2,066	2,013
통화선물	212	227	186	149	174	135	139	165	190	142
통화스왑	84	99	73	91	88	97	83	99	95	101
통화옵션(장내)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
통화옵션(장외)	31	36	31	43	24	19	25	20	18	18

* 장외옵션: 거래금액×현물가격(거래시점), 예) 원/달러 옵션 : 1백만불X1,200원=1,200백만원
자료: 금융감독원

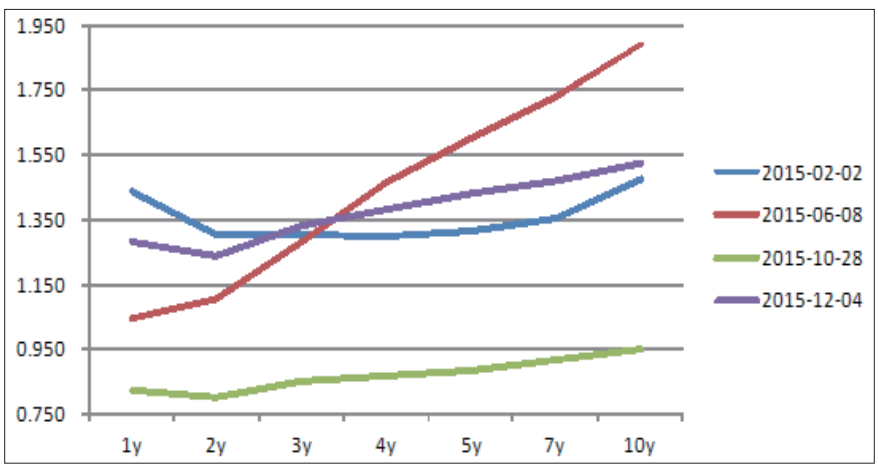
1)) 박종열, 김민지, BOK 이슈노트 '비정형통화파생상품시장의 최근 동향 및 평가', 2014.1.27

Ⅲ. 2016년 전망

1. 통화스왑

금년도 통화스왑 시장에서 가장 주목할 만한 현상은 크게 커브 플래트닝과 달러/원 스왑 베이시스의 축소라고 할 수 있다.

〈그림 4-16〉 통화스왑 금리 기간구조 추이



자료: 산업은행

전통적으로 중공업체의 선물환이 집중되는 2~3년 구간에서는 한국은행의 기준금리 2차례 인하(2.00%→1.50%)에도 불구하고 중공업체 선물환 매도 물량 감소 및 역외 NDF 매수 물량 집중 등에 따라 베이시스가 전년 말 대비 소폭(2년 △4.5bp, 3년 △2.5bp) 축소된 반면, 일반적으로 부채스왑 우위 테너로 여겨지는 5년 초과 구간의 경우 부채스왑 물량의 감소와 보험사 및 연기금의 장기 자산스왑으로 베이시스가 상대적으로 큰 폭 확대(5년 △19bp, 10년 △40bp)되어 커브 플래트닝을 심화시켰다. 이러한 현상은 내년에도 비슷한 양상을 보일 것으로 예상되는데, 이는 현재의 시장 상황에서 한국계 기관의 해외채 발행에 따른 중장기 테너 부채스왑 매력도가 낮은 반면, 보험사 및 연기금들의 장기 자산스왑 수요는 꾸준할 것으로 예상되기 때문이다. 특히, 연내 미국의 기준금리 인상이 단행되면 한국계 기관의 해외채권 수익률은 더욱 올라갈 가능성이 높아져 이를 보유하기 위한 보험사 및 연기금의 장기 자산스왑 수요가 증가할 것이기 때문에 CRS커브가 가팔라지기는 어려울 것으로 예상한다. 다만, 중공업체 수주 증가에 따른 단기구간 스왑금리 하락 압력이 강화되고, 올해 4월과 같이 부채스왑 물량이 특정 시기에 집중되는 경우 스왑시장의 부족한 유동성 상황과 맞물리며 단기적으로는 커브가 급격하게 스티프닝될 가능성도 염두에 두어야 하겠다.

한편, 우리나라의 풍부한 외화유동성, 장기 선물환 매수 물량 유입 및 일본계 은행 등을 중심으로 한 대출 연계 부채스왑 물량 등은 중공업체 선물환 매도 축소와 맞물리며 '15년도

달러/원 스왑 베이시스를 축소시키는 요인이 되었다. 올해의 경우 이전에 비해 베이시스 축소에 미친 영향이 비교적 컸었는데, 수출 주도형 국가인 우리나라의 입장에서 보았을 때 환헤지 비용이 상대적으로 감소하는데 기여한 것으로 해석할 수 있겠다.

〈표 4-8〉 만기별 달러/원 스왑 베이시스

(단위: bp)

구분	1년	2년	3년	5년	10년
현재 (A)	-37	-46	-44	-48	-58
5년 평균 (B)	-93	-112	-110	-105	-103
(A) - (B)	+56	+66	+66	+57	+45

자료: 산업은행

해외채권 발행에 따른 공기업들의 부채스왑은 2016년 초에도 이어질 것으로 보이지만, 이로 인한 베이시스 축소 추세가 오래 지속되기는 힘들 것으로 예상한다. 먼저, 최근의 달러/원 스왑 베이시스 축소에 따라 달러/원 통화스왑 시장에서 달러를 조달하는 비용이 상대적으로 저렴해졌고, 이에 따라 해외채 발행 대신 원화를 조달한 후 통화스왑을 통해 필요한 외화자금으로 전환하려는 수요가 지속적으로 유입될 것이다. 또한, 보험사 및 연기금의 해외채 투자 관련 자산스왑 수요 및 달러 강세에 따른 중공업체들의 선물환 매도 물량이 점진적으로 증가하며 달러/원 스왑 베이시스는 결국 다시 확대 압력을 받게 될 것이다. 이는 특히 중장기 구간에서 유동성 부족 및 부채스왑 감소 영향으로 그 조정 폭이 더 클 것으로 예상한다.

2. FX스왑

올해 FX스왑은 연내 미국의 기준금리 인상 기대감이 고조되는 가운데, 한국은행의 2차례에 걸친 기준금리 인하 실시로 대내외 금리차가 축소되었고 이에 따라 전 테너에 걸쳐 스왑마진의 하락세를 보였다. 2015년 말 현 시점에서 12월 미국의 기준금리 인상이 거의 확실시되는 분위기 속에서, 국내에서는 당분간 기준금리 인상을 기대하기 어려운 상황임을 감안할 때, 대내외 금리차 축소는 내년에도 지속되어 장기적으로 스왑마진은 하락 압력을 받을 것으로 전망한다. 특히, 이와 관련하여 2015년도 하반기 스왑마진의 반등에 영향을 미쳤던 외국인들의 환헤지 물량이 지속될 것인가에 대한 주의 깊은 관찰이 요구된다. 글로벌 금융위기 이후 미국을 중심으로 펼쳐진 양적완화 정책으로 외국인들의 신흥국에 대한 투자가 증가하였고, 특히 상대적으로 안전하면서도 높은 수익률을 제공하는 한국의 주식, 채권시장에 대한 포트폴리오 투자가 꾸준히 증가하였다. 하지만 미국의 기준금리 인상에 따라 미국 금융자산의 수익률이 증가하면 이러한 국제 자본이 빠져나갈 가능성이 증가할 것이며, 이에 따른 환

헤지 물량 감소는 외화유동성 감소와 맞물리며 스왑마진 하락 압력을 가속화시킬 수 있겠다. 물론, 현재 한국은 외화유동성이 풍부하고 외환보유액 대비 단기채무 비율도 약 33%로 낮은 수준에 불과하며, 지속적인 경상수지 흑자로 미국의 기준금리 인상이 단기적으로 한국 경제 펀더멘털에 직접적인 영향을 주기는 힘들 것으로 예상하지만, 기초 체력이 상대적으로 약한 다른 아시아 국가들의 금융불안이 한국시장으로 전이될 가능성도 염두에 두어야 할 것이며, 무엇보다도 약 10년 만에 다가온 미국의 기준금리 인상에 따른 안전자산선호 현상은 달러 조달 수요를 증가시키며 스왑마진 하락 압력으로 작용할 것으로 예상한다.

3. 통화옵션

달러/원 통화옵션 시장은 2008년 리만 사태 이후 기업들의 KIKO관련 손실 후유증으로 옵션 상품을 통한 기업들의 환 헤지요구가 감소하였고, 감독기관들의 환헤지 규제 강화 및 투자자 보호 절차 준수가 요구되면서 거래량이 더욱 감소하고 있는 현실이다. 내년에도 '08년 이전처럼 제대로 된 시장이 형성되기 어려울 것으로 보인다. 다만, 최근 미 금리인상 기대감에 따른 달러화 강세추세가 예상되어 ATM 1M 변동성이 '14년 평균 7%에서 '15년 평균 10%로 확대된 것과 같이, 내년에도 미국 금리인상 이슈와 중국, 유럽 및 국내의 경기둔화에 따른 양적완화 또는 금리인하 기대감이 형성된다면, 올해보다 환율 변동성 확대 기대감이 커지며 올해와 비슷하게 단기물 중심으로 거래가 활발해 질 것으로 예상된다.

현재 국내 통화옵션 대고객 시장에서 복잡한 상품 및 레버리지가 높은 상품의 거래 수요는 거의 없고, 주로 환리스크 헤지를 위한 단순 선물환과 유사한 옵션상품만 소규모로 거래되고 있다. 따라서 대고객 거래에 기반한 은행간 거래의 활성화보다는 향후 미래 환율의 방향성에 기대한 리스크 리버설이나 버터플라이와 같은 상품의 거래가 더 활발해질 것으로 기대된다.

〈그림 4-17〉〈달러/원 환율 및 ATM 변동성 추이〉

(검정: 달러/원 환율(원), 빨강/파랑: 1개월/1년 ATM 변동성(%))



출처: 블룸버그

5
PART

신용파생상품 시장동향 및 전망

2015 장외파생상품 시장동향 REPORT

이석형 (현대증권 상품전략부 부장, 경영학박사)









신용파생상품 시장동향 및 전망

이 석 형(현대증권 상품전략부 부장, 경영학박사)

I. 서론

2015년 순조롭지 못한 한해가 지나가고 있다. 리만브라더스 사태 이후 우리나라 채권금리는 성장률 둔화로 인하여 지속적으로 하락하였고, 내년에도 한차례 정책금리를 내릴 것이라는 예상을 하는 애널리스트들이 많아지고 있다. 그 만큼 악화되고 있는 경기가 반등하지 않고 미국 금리와도 역전되는 등 금리 '버블' 양상이 만들어지고 있다. 신용파생상품인 CDS(Credit Default Swap)의 프리미엄은 금융시장의 위험지표로써 그 수준이 금리와 같이 낮은 수준으로 형성되고 있다. 최근 미연준의 Fed 금리 인상시기가 12월로 구체화되면서 신흥국 금융시장이 불안해지고 채권시장의 외국인 매도세가 강해지기도 하였다. 우리도 다른 신흥국가와 더불어 채권시장의 불안 확산 가능성이 높아지고 있는 상황이다. 올해는 CDS 프리미엄이 일시적으로 상승하긴 하였으나 연초와 비슷한 상황이다.

2016년 CDS 프레미엄은 경제가 좋지 않을 것이라는 전망과 더불어 미금리 인상, 유가 변동성 확대 가능성의 영향 등으로 신흥국 위험잣대로써 중요한 지표가 될 것이므로 유심히 관찰이 필요할 때이다. 2016년 우리나라 경기전망이 그리 녹녹하지 않은 상황이다. 전국경제인연합회가 매출액 기준 600대 기업을 대상으로 시행한 '2016년 경영환경 조사' 결과 응답기업의 90.2%가 내년도 성장률을 3.0% 미만이 될 것이라고 답했다. 이는 정부, 한국은행 등 주요 기관의 전망치보다 낮은 수치다.

기업 중 39.3%는 성장률이 '2.5% 이상~3.0% 미만' 이 될 것으로 내다봤고, 35.3%는 '2.0% 이상~2.5% 미만' 으로 전망했다. '2.0% 미만' 이라고 본 기업도 15.6%나 됐다. 기업들은 내년도 국내경제 위협요소로는 '중국 등 신흥국 성장 둔화' (27.0%), '가계부채 위험성 증가로 인한 소비 위축' (25.5%), '미국 금리 인상 및 국제금융시장 불안' (25.0%) 등을 꼽았다.

금융위기 이후 미국을 비롯한 신흥국들은 양적 완화를 통해서 경제를 부양했었다. 양적완화는 금융 시장에 많은 유동성을 공급해 주었으며, 이는 소비자 물가 상승과 노동 시장 회복, 기업 설비투자를 증가시키기도 하였다. 하지만 2014년 2분기 이후 원자재 가격이 하락하자, 소비자 물가는 낮아지며 디플레이션이 걱정 되고 있다. 이는 기업의 설비 투자 정체 또는 과잉과 소비둔화를 야기하였으며, 이와 더불어 미국의 GDP 대비 부채가 급격히 증가하였다. 이는 미국과 비슷한 처지에 있는 신흥국에 큰 부담을 주어 세계 경제 성장률에 부정적인 영향을 주고 있는 상황이다.

2015년은 유래 없는 '저금리 저성장' 기조가 정착된 한해이다. 이런 기조는 앞으로도 지속적으로 유지될 것으로 예상되고 있어 은행, 보험 및 금융투자회사는 '수익성 악화' 라는 커다란 장벽 위험(cliff risk)이 기다리고 있다. 또한 중국이 구조조정을 겪으면서 그 여파가 한국 금융시장에도 큰 충격을 줄 가능성이 높아지고 있다.

올 한해 선진국과 신흥국의 금융시장은 크게 차별화 하면서 움직였다. 6월 FOMC 미팅 이후 발표된 성명서에서 미국 연준은 올해 안에 기준금리 인상을 강하게 시사했다. 고용회복세와 임금상승 압력은 미연준의 금리인상의 가능성을 높이고 있다.

출구전략 시행을 앞두고 신흥국의 금융시장은 하반기를 지나갈수록 변동성이 높아지고 있다. 그러나 금융위기 이후 선진 금융시장에서 펼쳐왔던 유동성 확대정책으로 인하여 CDS 프리미엄이 유래 없이 낮은 상태이다. 이는 펀더멘털에 비하여 상대적으로 Credit 상품의 가격을 높여왔다. 특히 신용위험의 선도지수(leading indicator)인 신용부도스왑(Credit Default Swap, 이하 CDS)은 금융위기 이전보다 낮게 형성되는 등 이전에 경험하지 못했던 현상들을 볼 수 있었다. 정상적인 경우 경기가 악화되면 신용스프레드가 확대되는 경우가 대부분이다. 그러나 경기둔화 등으로 금리가 지속적으로 하락하였을 뿐만 아니라 막대한 시장유동성을 바탕으로 금리 메리트가 있는 크레딧 채권에 대한 수요가 확대되면서 신용 스프레드가 역대 최대 폭으로 축소되었다.

실제 신용파생상품은 거래상대방 리스크, 유동성 리스크 등 신용리스크뿐만 아니라 시장리스크도 헤지할 수 있는 유용한 최첨단 금융 상품이다. 세계 신용파생상품시장은 금융혁신이라고 불릴 만큼 빠르게 성장 하였으며 이러한 혁신을 통해 세계 신용파생상품시장은 가격발견기능을 향상시킨 것이 사실이다. 서브프라임 모기지로 발단된 금융위기로 인하여 신용파생상품이 포함된 구조화상품(credit structured product)의 신용등급이 하락하고 CDS 거래 프리미엄이 급등하는 등 신용스프레드가 급등하여 시장에 불안한 모습을 보인 것은 사실이나 위험의 이전 및 분산이라는 본연의 기능과 상품의 활용성은 아무리 강조하여도 지나치지 않을 것이다. 은행은 BIS 비율을 높이려는 시도 및 채권매입에 대한 헤지수단 등으로, 증권회사들은 일반 또는 전문투자자들에게 높은 수익률을 제공하기 위한 수단으로 CDS를 여러 측면에서 활용할 수 있다. 본고는 신용파생상품시장의 국제적 추세와 국내의 신용파생시장의 동향을 파악하는데 목적이 있다. 또한 금년 거래된 신용구조화증권의 사례들을 살펴보고, 출시된 상품의 특성을 알아보도록 한다. 더불어 2016년 신용파생시장의 전망을 알아보도록 한다.

II. 본론

우리나라 증권회사가 해외 투자은행 또는 국내 금융회사와 거래한 CDS는 2015년 6월말 기준으로 최근 7~8년간 10배 이상 증가하는 등 괄목할만한 거래성장이 있었다. 글로벌 금융위기 이후 증권회사가 부도위험에 대한 프리미엄을 받고 CDS를 매도하는데 있어, CDS 매도거래가 주요한 수익원으로서 자리잡기도 하였다. 그러나 작년이후 국내 금융기관들이 전세계적인 저금리 기조의 지속, 국가 신용등급상승에 따른 가산금리 하락으로 인하여 신용파생상품을 이용한 유동화 상품은 꾸준히 발행되었지만 시장에서는 큰 주목을 받지 못하였다. 가장 큰 이유는 급격히 증가한 신용파생상품에 대한 규제 및 프리미엄의 축소 등으로 인하여 기존에 제시되었던 높은 금리를 제시하지 못한 이유가 크다고 하겠다. 이와 같은 추세는 우리나라뿐만 아니라 전세계 금융시장도 같은 상황이라고 볼 수 있다. 국제결제은행(BIS)에 따르면 금융위기 이후 싱글네임 CDS 시장은 3분의 1 크기로 줄었다. 금융위기의 원인 제공자로 지목된 신용파생상품 전반에 대한 규제가 강화된 가운데 기업 부도율은 사상최저 수준으로 하락해 싱글네임 CDS에 대한 투자 매력이 줄었기 때문이다. 일부에서는 시장 소멸이 목전이라는 위기감마저 감돌고 있다. 또한 중앙청산소를 통한 거래로 인하여 거래 수수료 부담뿐만 아니라 거래정보의 공유로 인한 심리적인 영향도 있었을 것으로 판단된다.

그러나 내년에는 우리나라를 포함하여 신흥국가의 CDS 변동을 면밀히 살필 필요가 있겠다. 중국의 성장성 둔화로 인한 부양책으로 국가부채가 증가하고 있으며 미국과 유럽, 일본의 양적완화에 따른 자금이 신흥국으로 몰려들면서 이들의 달러화 부채는 약 3조 3천억 달러로 확대되어 10년 전의 3배 이상 상승하였다. 국제결제은행(BIS)의 추산에 따르면, 미국을 제외한 각국 기업이 안고 있는 달러화 부채는 2014년 9월말 현재 9조2천억 달러이며 이 가운데 36%를 신흥국 기업이 차지하고 있다. 2008년 글로벌 금융위기 이전에는 그 비율이 30%를 밑돌고 있었다.[1)]

1. 한국의 신용등급 상향

올해 9월 중순 우리나라 국가신용등급이 또 한번 상향되었다. S&P가 한국 신용등급을 기존 A+(Positive)에서 AA-(Stable)로 한 단계 상향 조정했다. S&P는 지난해 9월 등급 전망을 Stable에서 Positive로 상향 조정한 바 있다. 이는 지속적인 경제성장 흐름과 한국 정부의 선제적인 금융 리스크 관리를 이유로 들었다. 또한 중장기적으로는 여타 신흥 국가와의 차별화, 해외 조달 금리 감소라는 점은 분명 긍정적인 요소라는 것이 그 이유이다. 그러나 시장에 미치는 영향은 3년전 CDS 프리미엄의 급격한 하락과 비교할 때 시장에서는 제한적으로 반응하였다. 이와 더불어 한국산업은행, 수출입은행, 중소기업진흥공단, 토지주택(LH)공사, 철도시설공단, 석유공사 등 6개 공기업의 신용등급이 종전 'A+' 에서 'AA-' 로 상향 조정되

1) 인포맥스 기사, "자원 신흥국들 벼랑끝에 매달려…버틸수 있을까", 2015.9.30일

었다. 그러나 한국의 국가신용등급을 'AA-'로 한 단계 올린 점을 반영하여 채권시장에 일시적으로 훈풍이 불었으나 중국 경제지표의 연속된 부진으로 인하여 큰 의미를 두기에는 부족했다.[2] 신용등급 상향으로 모든 문제가 해결된 것은 아니다. 언제든지 다시 위험요인이 노출될 수 있고 2016년이 올해의 경제상황보다 좋지 않을 가능성이 높을 것으로 예상되기 때문에 우리나라의 높은 신용등급과 무관하게 금융시장의 회오리가 올 가능성은 여전히 남아있다.

2. 국내 기업들의 신용등급 하향

올해 우리나라 국가 신용등급이 상승했음에도 불구하고, 개별 기업들의 신용등급은 하향 변동이 높았다. 이와 더불어 연말 한계기업 정리가 예정되어 있어 채권시장은 경직되고 있다. 상반기 저금리 기조를 활용한 발행사들의 적극적인 회사채 자금조달과 고금리 크레딧채권에 대한 투자자 수요가 맞물리며 과거 동기대비 발행규모가 증가하였으나 하반기 들어서는 금리의 변동성 확대, 신용스프레드 확대와 더불어 크레딧 투자심리가 위축되며 발행액이 감소하였다. 2015년 상반기 기준으로 국내 신용평가사들의 신용등급 Up/Down Ratio (등급상향/등급하향 비율, 이하 Up/Down Ratio)추이를 보면 한기평이 0.13배, 한신평은 0.19배로 모두 1배 미만을 기록하였다.(신용등급 하향 〉 신용등급 상향) 과거 추세를 보더라도 한기평 기준으로 2010년 이후 Up/Down Ratio는 꾸준히 하향 추세이며, 특히 2013년부터 1배 이하를 기록하였다. 〈그림 5-1〉은 투기와 투자 등급 구분하여 투자등급의 Up/Down Ratio 추이를 나타내며 2014년부터 한기평/한신평 기준은 1배 미만이었다.[3]

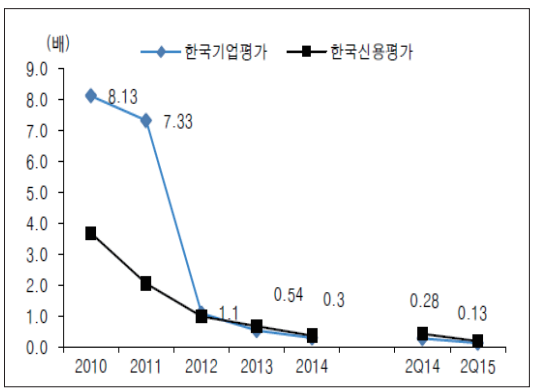
발행시장도 발행금액 대비 미매각금액 비율인 미매각률이 2015 년 5월 1.4%에서 2015년 10월 16.8%로 급격히 상승하였고 특히, AA-등급 이상의 미매각률도 2015년 5월 0.6%에서 2015년 10월 7.5%로 급격히 상승하였다. 이러한 불확실성의 증대는 대우조선해양 및 삼성엔지니어링 등 수주산업에서의 손실 증대, BNK캐피탈 및 폭스바겐 파이낸셜서비스 등의 수익성 하락 우려 등이 겹쳤기 때문이라고 판단된다. 이러한 추세는 당분간 발행/유통시장의 스프레드 확대로 등급하락 우려가 더 높아질 수도 있다.

2) 2012년 8월 말 Moody's가 한국의 신용등급을 Aa3로 상향한 이후 9월에도 Fitch社(AA-)와 S&P社(A+)가 연달아 한국의 신용등급을 한 등급(notch) 상향하였다. 이런 이유로 채권 등 크레딧 시장의 온풍으로 우리나라 시장이 유독 강했고 이와 같은 현상은 아시아 신흥 시장에서도 어느 정도 두드러지게 나타났었다. 당시 한국의 CDS 레벨이 전반적으로 하락했고, 외국인 원화채권 투자도 중앙은행 등 공적자금을 중심으로 꾸준히 유입되어 2013년 들어 100조원을 상향 돌파하는 등 중장기적인 관점에서 외국인 자금 유입이 증가하였다.

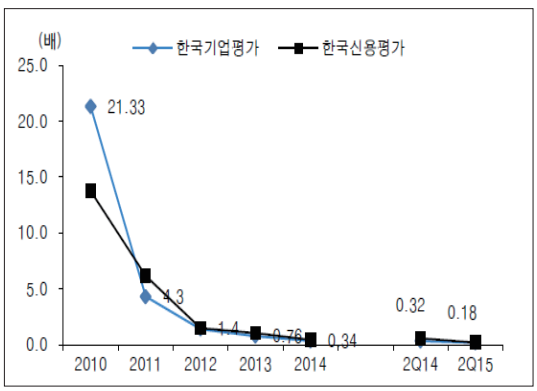
3) 유안타증권, 민동원, 신용등급은 떨어지기만 할까, 리서치 보고서, 2015년 11월 9일

〈그림 5-1〉 국내 기업의 신용등급 변동

전체 Up/Down ratio 추이



투자등급 Up/Down ratio 추이



참고: Up/Down Ratio의 정의는 신용등급 상향기업/신용등급 하향기업.
자료: 신용평가사, 유안타증권 리서치센터

3. 2015년 CDS 프리미엄 추이

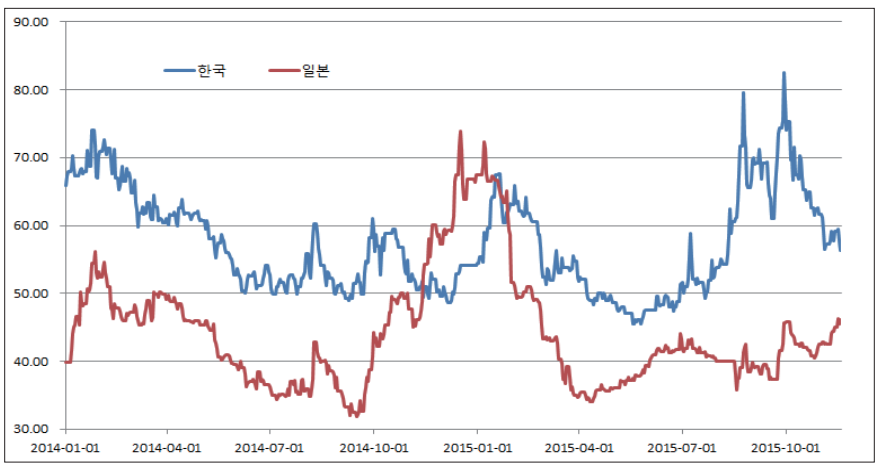
우리나라의 CDS 프리미엄은 중국발 금융불안과 북한의 전쟁위협 등의 문제로 인하여 일시적으로 크게 상승하기도 하였다. 여기에 경기둔화 우려까지 가세해 외국환평형기금채권(외평채) 가산금리도 CDS 프리미엄과 더불어 상승하기도 하였다. 시장에서 5년만기 외평채의 CDS 프리미엄은 80bp가 넘었었다. 북한의 포격도발에 따른 지정학적 리스크가 영향을 미쳤지만, 중국의 위안화 절하를 계기로 한국의 경기둔화에 대한 우려가 커진것이 한국의 CDS 상승에 직접적인 영향을 미쳤다는게 시장의 반응이다. 또한 S&P는 9월말 한국의 국가신용등급을 상향조정한지 하루 만에 일본의 국가신용등급을 기존의 AA-에서 A+로 한 단계 강등했다. 연초 신용평가사인 피치도 한국의 신용등급을 AA-로 부여한 반면 일본은 이보다 두 단계 낮은 A로 하향하였다. 신용평가사인 S&P가 우리나라 신용등급을 상향시키고 일본의 신용등급을 하향시켰음에도 불구하고 CDS 프리미엄은 일본보다 여전히 높다. 이는 신흥국가와 달리 일본은 24시간 외환시장이 open되어 있고 금융시장이 선진국으로 분류되어 있는 차이인 것으로 예상할 수 있다.

또한 신용등급의 역전에도 불구하고 일본보다 환율과 더불어 CDS 프리미엄의 변동성이 높았다. 이는 CDS는 환율의 영향이 절대적으로 작용한다는 것으로 추정할 수 있다. 이와같은 CDS 프리미엄 수준은 일본보다 한국의 국가부도위험을 더 크게 반영하고 있고 코리아 디스카운트가 해소되지 못하고 있다는 의미다. 시장에서 S&P가 한국의 신용등급을 상향조정한 이후 CDS 프리미엄이 약간 하락하였으나 동일한 신용등급을 갖은 나라에 비해 평가 절하되고 있다. 이것은 CDS 수준이 국가신용등급이라는 절대적인 잣대만으로 결정되는 것은 아니라는 것을 의미한다. 한국과 일본의 신용등급이나 재정건전성 등을 고려하면 한국의 CDS

프리미엄이 제대로 평가받지 못하고 있는 게 사실이지만 이를 반영하기 위해서는 금융시장의 선진화 등 많은 노력과 시간이 걸릴 것으로 판단된다.

〈그림 5-2〉 한국과 일본의 CDS 프리미엄 추이

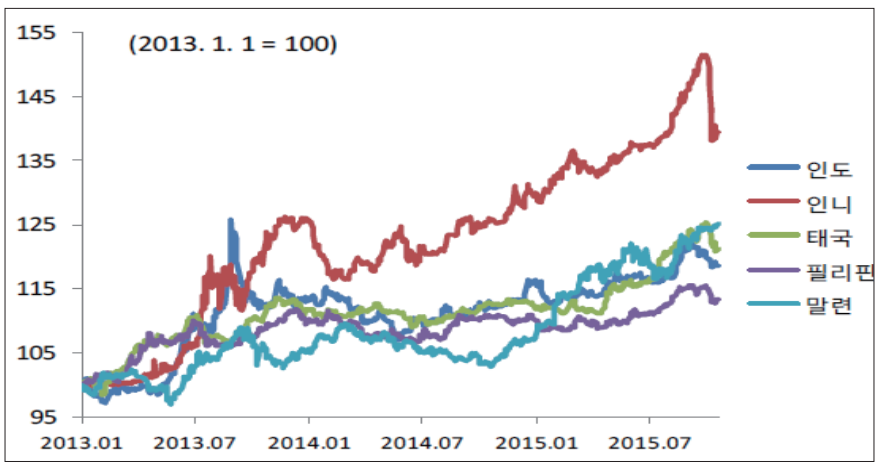
(단위: bp)



금융위기시 CDS 프리미엄이 700bp까지 상승하였지만 지속적으로 하락하여 현재 60bp 근처에서 움직이고 있다. 한국의 CDS 프리미엄은 지난 금융위기 기간 중에 다른 국가들, 특히 아시아 신흥 국가에 비해서 프리미엄 변동성이 매우 심한 편이었으나 신용등급이 상향된 이후 변동성이 줄어들고 있는게 사실이며, 최근 들어 어느 신흥국에 비해 가장 안정적인 프리미엄 레벨 변동성을 가지고 있고, 그 레벨도 상당히 낮은 편이다. 현저하게 낮아진 CDS 프리미엄의 수준은 금융위기 전과 비슷한 수준이나, 단지 이것만으로 금융위기의 영향이 모두 사라졌다고 보기는 어렵다. 이는 저금리 현상 및 유래 없는 전 세계 추세인 시장 유동성 확대의 영향이 크다고 판단된다. 이와 같은 현상은 외평채 가산금리 추이뿐만 아니라 회사채(Credit)의 가격에도 반영되고 있다.[4)]

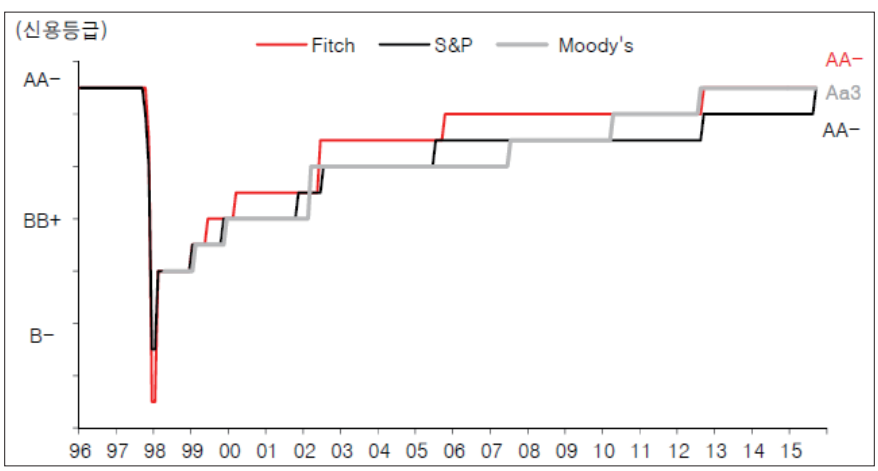
4) CDS 프리미엄은 파산 등 신용사건이 발생하는 경우 예상되는 손실(expected loss)을 의미한다.
(식 1) CDS 프리미엄 = 예상 손실률(expected loss)
= 신용사건 발생확률 X (1 - 회수율)
= 신용사건 발생확률 X 손실률
식 (1)에도 보듯이 준거기업 또는 준거기업의 준거채무의 신용사건으로 인하여 회수율이 낮아지거나 신용사건 발생확률이 높아질 경우, CDS 프리미엄은 상승하게 된다. 이는 일종의 보험가입에 따른 보험금과 유사하다. 즉, 일반적으로 보장매입자가 보유하고 있는 준거채무의 신용사건 발생 시 손실(loss given credit event)을 보상해 주어야 하는 금액이라고 할 수 있으며 은행에서 대출시 고객에서 부여하는 가산금리 중 세금 및 마진을 제외한 부분과도 동일하다. 또한 기업 및 금융기관에서 보유하고 있는 자산의 예상손실이며 충당금(reserve)과 같은 개념이다. 만약 어떤 기업의 3년 만기 채권의 신용사건 발생확률이 10%이고 신용사건 발생시 손실이 50%라면 10%×50% = 5%가 예상손실이므로 CDS 프리미엄은 500bp가 적정 프리미엄이다. 일반적으로 선순위 준거채무의 경우 신용사건이 발생한 경우 손실을 60% 정도로 예상하고 시장에서 적정 프리미엄을 산정하여 거래하는 것이 관행이다.

〈그림 5-3〉 아시아 주요국가들 CDS의 변화



자료: bloomberg

〈그림 5-4〉 우리나라 국가신용등급 추이(S&P, Fitch, Moody's)



자료: HMC 투자증권

〈표 5-1〉 신용평가사별 국가 신용등급 현황

구분	등급	무디스	S&P	피치
투자등급 (괄호 안은 무디스 등급)	AAA(Aaa)	미국, 독일, 캐나다, 호주, 싱가폴	독일, 영국(-), 캐나다, 호주, 싱가폴, 홍콩	미국, 독일, 캐나다, 호주, 싱가폴
	AA+(Aa1)	영국, 홍콩, 프랑스(-)	미국	영국, 홍콩
	AA(Aa2)		벨기에, 프랑스(-)	프랑스, 사우디(-), 벨기에(-)
	AA-(Aa3)	한국(+), 중국, 대만, 사우디, 칠레, 벨기에	한국, 중국, 일본(-), 대만, 사우디(-), 칠레	한국
	A+(A1)	일본	아일랜드	중국, 일본, 대만, 칠레
	A(A2)			
	A-(A3)	말레이시아(+), 멕시코	말레이시아	말레이시아, 아일랜드(+)
	BBB+(Baa1)	태국, 아일랜드(+)	멕시코, 태국	이탈리아, 태국, 스페인, 멕시코
	BBB(Baa2)	필리핀, 이탈리아, 스페인(+), 남아공	필리핀, 스페인	브라질(-), 남아공(-)
	BBB1(Baa3)	인도(+), 브라질, 인도네시아, 터키(-)	인도, 이탈리아, 남아공	인도, 인도네시아, 필리핀, 러시아(-), 터키
투기등급	BB+(Ba1)	러시아(-), 포르투갈	인도네시아(+), 러시아(-), 터키(-), 브라질(-)	포르투갈(+)
	BB(Ba2)		포르투갈(+)	
	BB-(Ba3)		베트남	베트남
	B+(B1)	베트남		
	B(B2)			이집트
	B-(B3)	이집트	이집트(+)	
	CCC+(Caa1)	아르헨티나(-)	그리스	
	CCC(Caa2)			그리스
	CCC-(Caa3)	그리스(-)		
	CC(Ca)	우크라이나	우크라이나(-)	
	SD		아르헨티나	아르헨티나, 우크라이나
	D			

주: (-)는 부정적 등급전망, (+)는 긍정적 등급 전망을 뜻함. SD는 선택적 디폴드(Selective Default)를 뜻함
자료: 기획재정부, 현대증권

4. 신용파생상품의 거래 동향

전세계 신용파생상품은 2007년까지 외환 파생상품에 이어 2번째로 많은 금액이 거래된 장외파생상품으로 성장하였다. 그러나 2008년 미국의 서브프라임 금융위기를 기점으로 이후 지속적으로 하락하면서 거래금액과 거래건수가 지속적으로 줄어들고 있는 실정이다. 2007년 거래금액 58조 달러($)였던 신용파생상품은 2014년 말 16조 달러($)까지 그 규모가 지속적으로 감소하고 있다. CDS의 시장가치(Market Value) 또한 전체 규모도 5,930억불로 지속적으로 감소추세를 벗어나지 못하고 있다.

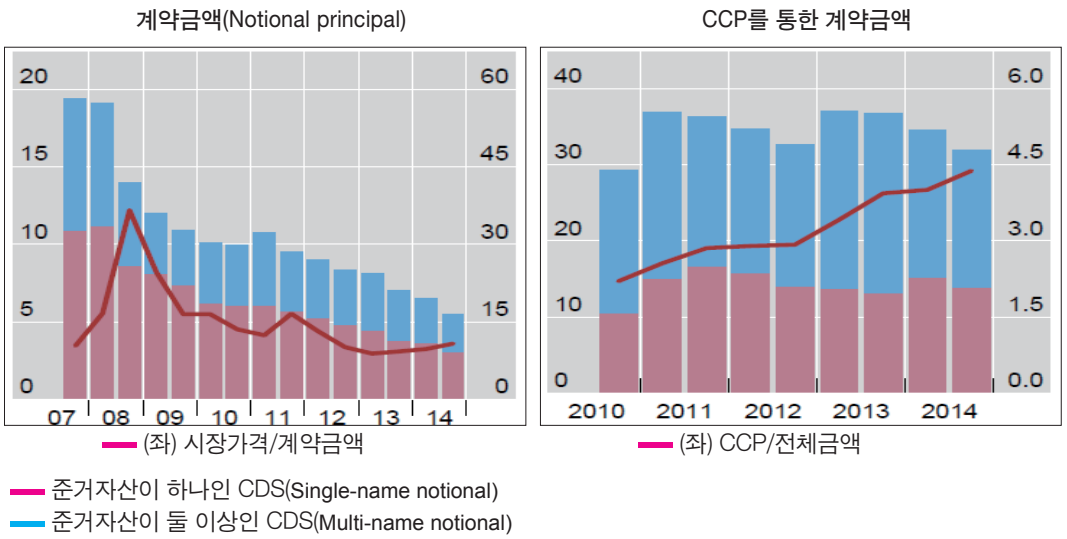
이와 같은 추세는 금융위기를 촉발하게 된 신용파생상품의 거래규제 영향도 있었던 것으로 판단된다. 미국 금융위기로 촉발된 장외파생상품 규제와 그에 관한 국제적 공조는 CDS 등 장외파생상품시장의 중앙청산소(Central Counter Party, 이하 CCP)[5] 도입의 근거가 마련되는 계기가 되었고 이로 인하여 규제들이 생겨났다. CDS는 CCP에서 2010년 전체 거래의 10% 미만으로 청산되었던 것이 2013년에는 전체 거래 중 26% 2014년에는 29%까지 계약금액이 증가하였다. 이와 같은 추세는 각국의 장외파생상품 청산소를 통한 거래규제로 인하여 지속적으로 청산소를 통한 거래가 증가될 것으로 예상된다. 그러나 시장 전체에서 거래되는 금액이 감소하고 CDS를 통한 헤지 유인이 많더라도 전세계 CDS 프리미엄 투자하는데 있어 프레미엄 수준의 보상이 하락하고 있는 상황을 볼 때, 시장거래는 지속적으로 감소함에 따라 전체 시장규모는 줄어 들 것으로 예상된다. 통계에 의하면 전세계에서 거래되는 CDS 중에 유럽에서 거래된 금액이 가장 많고 그 다음이 미국이다.

해외 신용파생상품 거래잔액은 지속적으로 감소하는 추세지만 국내 신용파생시장은 글로벌 금융위기 여파로 외국 은행들이 한국물에 대한 신용위험을 헤지하기 위해 국내 증권사에 신용위험을 매도하거나 보험사 및 증권 및 은행의 신탁계정으로 신용파생상품 발행규모가 증가하기 시작하였으며, 관련 파생결합증권 및 ABCP 같은 유동화 상품이 유난히 많이 발행되었다. 그러나 2014년을 기점으로 신용파생 관련 상품 거래가 이전과 비해 줄어들고 있다. 그 이유는 CDS 프리미엄 수준이 어느 정도 높은 수준으로 유지되어야 보장매도 입장에서 수익성이 있으나 그 수준이 점점 낮아지면서 약50bp도 안되는 수익으로는 CDS 거래를 하지 않으려는 유인이 많기 때문이다.

5) 전 세계적인 대혼란을 초래했던 지난 금융위기의 가장 큰 원인으로 장외파생상품에 대한 관리 및 감시의 소홀이 지적되면서 각국의 감독 당국은 장외파생상품 시장에 대한 규제 법안을 마련하기 시작했다. G20또한 이에 동조해 합의안을 내놓으면서 국제적인 규제가 시작되었다. 한국에서도 합의안에 따라 자본시장법을 개정하였으며, 장외파생상품시장 CCP 도입의 근거를 마련하였다. CCP는 다자간 청산을 실시하면서 거래관계에 개입하여 매도자에 대해서는 매수자로, 매수자에 대해서는 매도자로 기능하면서 결제를 보증하는 역할을 한다. 또한 다자간 차감이 실시되기 때문에 필요한 유동성을 감소시킬 수 있으며, 개별거래를 전산망에 등록해 전체적인 시장 상황을 파악할 수 있는 정보를 제공한다.

〈그림 5-5〉 전세계 CDS 거래금액 추이

(단위: 조달러)



세계 신용파생상품 거래 추세에 따라 우리나라 신용파생상품 거래잔액은 2015.6월말 기준 59조 544억원으로 전년 66조 224억원 대비 11.1% 감소하였다. 특히 준거자산의 신용사건 발생시 손실을 부담해야 하는 보장매도 액수가 약 27.9조원으로 전체의 46.7%를 차지하고 있다. 업권별로 보면, 증권사는 이전 년도 보장매도가 더 많았던 것과 비교해 볼 때 처음으로 보장매도보다 보장매입의 금액이 커졌다. 국내은행은 보장매도보다 보장매입이 대부분이며, 그 금액은 5.6조원으로 작년 7.8조원에 비해 감소하였다. 증권회사의 경우 신용파생상품 전체 거래가 2009년에 비해 3배 이상의 증가하다가 정체를 보이고 있다. 이는 그동안 증권회사의 FICC 등 장외파생거래 부서에서 상품 구조화를 위하여 거래가 지속적으로 증가하였으나, 수익성이 떨어지면서 시장에서 거래량이 줄어든 것으로 판단된다.

〈표 5-2〉 국내 금융회사 신용파생상품 거래잔액 현황

(단위: 십억원)

구분		2013년말		2014년말		2015. 6월말	
		보장매도	보장매입	보장매도	보장매입	보장매도	보장매입
국내은행	CDS	406	4,751	421	5,063	204	4,524
	TRS	0	528	0	2,795	0	1,117
	CLN	0	0	0	0	0	0
	합성CDO	0	0	0	0	0	0
	기타	0	0	0	0	0	0
		406	5,279	421	7,858	204	5,642
외은지점	CDS	235	486	659	261	247	250
	TRS	53	0	55	0	56	0
	CLN	0	0	0	0	0	0
	합성CDO	0	0	0	0	0	0
	기타	255	428	110	556	87	448
		542	913	824	817	391	698
증권	CDS	18,848	13,632	19,173	14,247	20,351	13,364
	TRS	895	284	5,713	3,751	2,728	2,422
	CLN	360	7,239	1,288	7,535	897	9,196
	합성CDO	0	0	0	0	0	0
	기타	871	800	254	349	5	212
		20,974	21,954	26,429	25,882	23,982	25,194
보험	CDS	357	0	576	0	629	0
	TRS	0	90	0	90	0	38
	CLN	2,114	0	1,884	0	1,777	0
	합성CDO	413	0	403	0	401	0
	기타	55	0	140	0	136	0
		2,939	90	3,003	90	2,944	38
기타	CDS	101	0	64	0	20	0
	TRS	0	0	0	0	0	0
	CLN	731	13	806	11	427	5
	합성CDO	0	0	0	0	0	0
	기타	0	0	19	0	0	0
		832	13	889	11	446	5
합계	CDS	19,946	18,869	20,893	19,571	21,451	18,138
	TRS	947	901	5,768	6,636	2,784	3,578
	CLN	3,204	7,251	3,978	7,546	3,101	9,201
	합성CDO	413	0	403	0	401	0
	기타	1,181	1,227	524	905	229	660
		25,692	28,249	31,566	34,658	27,967	31,577
총계 (매도=매입)		53,940		66,224		59,544	

주) 1. 집계 대상은 CDS(Credit Default Swap; 신용부도스왑), TRS(Total Return Swap; 총수익스왑), CLN(Credit Linked Note; 신용연계채권), 합성CDO(Synthetic Collateralized Debt Obligation) 및 기타(Credit Linked Deposit; 신용연계예금 등)

2. 외은지점의 본 · 지점간 거래는 제외

자료: 금융감독원

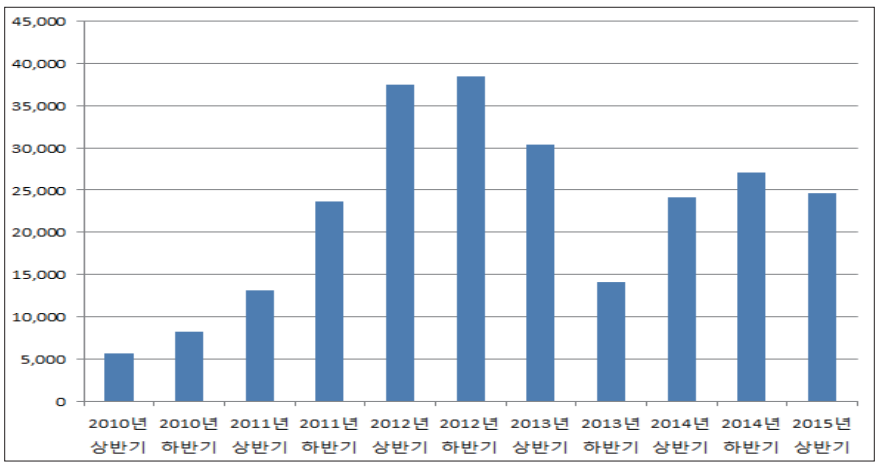
III. 신용 상품(Credit Structured Product)이슈 및 상품거래

우리나라의 신용파생상품은 금융위기인 2008년을 시점으로 급속하게 증가하였다. 구조화 ABCP 뿐만 아니라 파생결합증권(이하 DLS)을 통하여 금융법인, 일반법인 및 개인 투자자들에게 가장 각광받는 상품이기도 하였다. 그러나 당국의 규제에 따라 2013년부터 그 금액이 감소하기 시작하였다. 또한 과거에는 외화 준거자산과 관련된 CDS만이 거래되었으나 최근 들어서는 원화 준거자산과 관련된 CDS도 시장에서 거래되기 시작하였다. 실제 통계에는 잡히지는 않았지만 올 하반기 일시적으로 중국의 CDS 프리미엄이 올라가면서 관련 CDS 발행도 급증하였다. 8월말 중국 경기 우려 등으로 신흥국의 부도 위험이 커지면서 중국뿐만 아니라 아시아 신흥 국가의 프리미엄도 상승하였다. 한국 CDS도 약 80bp까지 상승하는 등 2013년 9월 2일(83.07bp) 이후 2년여 만에 최고치를 기록하기도 하였다. 중국 경제에 대한 우려가 커지면서 아시아 신흥국들의 CDS 프리미엄도 2~4년 만에 최고를 나타내기도 하였다. 과거에도 갑자기 신용스프레드가 상승하는 경우 유난히 CDS 거래가 많아지면서 시장에서도 관련 헤지 수요 증가로 인하여 상품 출시도 증가하는 경향이 있었다. 올해의 신용파생상품의 특징은 국내(원화) 준거자산을 기초로 하는 CDS 관련 상품이 작년에 이어 많이 발행되었다. 과거에는 신용연계 구조화 상품 대부분의 준거자산은 원화채권이 아닌 국내 기업 및 금융기관이 해외에 발행한 해외채권인 것이 특징이었다. 그 이유는 원화 채권의 CDS 보장매입으로 헤지하기에는 프리미엄 수준이 너무 낮(tight)기 때문에 CDS보장매도를 통한 상품화에는 경제적 실익이 거의 없기 때문이었다. 그러나 금리가 낮아지면서 이런 차이는 크게 줄어 들었다. 이런 이유로 이전에 해외에서 발행된 달러채권이 대부분이었으나 원화자산(채권, 대출채권, 및 예금 등)의 신용사건을 기초로 발행이 증가한 것은 신용파생상품 시장이 성숙되고 있다는 신호라고 볼 수 있다. 또한 〈표 5-3〉을 보면 기존에 발행되었던 구조화 상품은 발행등급이 높은 크레딧 차주나 은행 및 카드회사의 준거자산으로 발행되거나 중국 등 유럽 국가를 기초로 한 발행이 주류였다면, 작년부터 신용등급이 높지 않거나, 은행의 신종자본증권인 코코본드[6]도 신용구조화 됨으로써 위험이 높은 자산으로 다변화 되었다. 몇건이지만 후순위 채권도 준거자산으로 포함되었고 과거 AA 등급위주의 준거기업에서 이보다 낮은 A등급의 기업도 준거기업으로 포함된 것은 CDS 거래상품의 위험성이 높아지고 있는 것으로 판단된다. 그동안 CDS를 통한 신용파생상품의 국내 차주의 부도는 거의 없었다. STX 팬오션이 신용사건이 발생했지만 CDS 만기가 지난후에 발행한 것이라서 큰 문제가 되지는 않았다.

6) 유사시 투자 원금이 주식으로 강제 전환되거나 상각된다는 조건이 붙은 채권인 조건부자본증권 중, 2013년 말 바젤3가 시행되면서 은행 혹은 금융지주회사가 자본을 확충하기 위해서 발행하는 채권을 특별히 코코본드라 부른다. 조건부자본증권의 영문명인 “Contingent Convertible Bond” 에서 각각 앞 두 글자를 인용하여 코코본드로 불린다.

〈그림 5-6〉 반기별 파생결합증권(DLS, ELS 제외) 발행 금액

(단위: 십억)



자료: 유안타증권

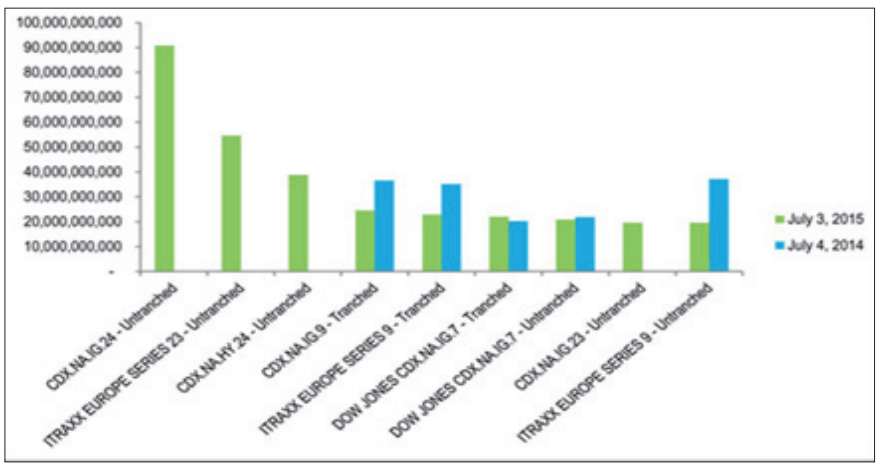
〈표 5-3〉 2015년 신용구조화 상품의 준거자산(reference obligation)

분류	준거 차주(obligor)
금융회사	KB 국민카드, 농협, 현대카드, 현대캐피탈 롯데캐피탈, 삼성카드, 신한카드, 한국 서부발전 외화채권, 수협, 현대캐피탈 등 신종자본증권 : 하나금융지주, 우리은행
정부 및 특수기관 등	주택금융공사 MBB, ROK, 국고채, 토지주택공사, 한국전력,한국도로공사, 국민주택채권, 한국철도공사 등
중국 및 기타 국가	ICBC Financial leasing, Bank of China, 건설은행 등
일반회사	롯데쇼핑,시제이 대한통운, 엘지하우시스, LG전자, 현대제철,롯데렌탈, SK 에너지 등 COCO 본드(신종자본증권) : SK ENS, 롯데쇼핑
예금 및 대출	양도성 예금증서(CD), 중국 대출채권
2개이상 차주(FTD)	FTD : China Development Bank,네덜란드, 호주, 카타르, 영국 FTD 국민은행 선순위, 우리은행 후순위, 하나은행 후순위(500억) FTD : 영국, 호주, 일본,아부다비, BOC FTD : 롯데물산,신한은행,우리은행, 국민은행

〈그림 5-7〉〈그림 5-8〉은 미국 청산결제소(DTCC)의 2014년 6월말과 2015년 6월말 기준 신용지수(credit indexs)와 개별 차주(서버린 포함)의 거래잔액을 보여주고 있다. 세부적으로 보면 가장 많은 잔액은 미국을 포함한 북미 투자등급 채권의 포트폴리오 신용인덱스 지수인 CDS.NA.IG 거래가 900억불로 가장 많은 명목금액을 보여주고 있다. 다음은 유럽으로 약 550억불이다. 또한 2014년과 2015년 모두 유럽의 위험을 거래한 신용파생상품이 가장 많았다.

〈그림 5-7〉 신용인덱스 거래 잔액(명목금액 기준) 순위(10개)

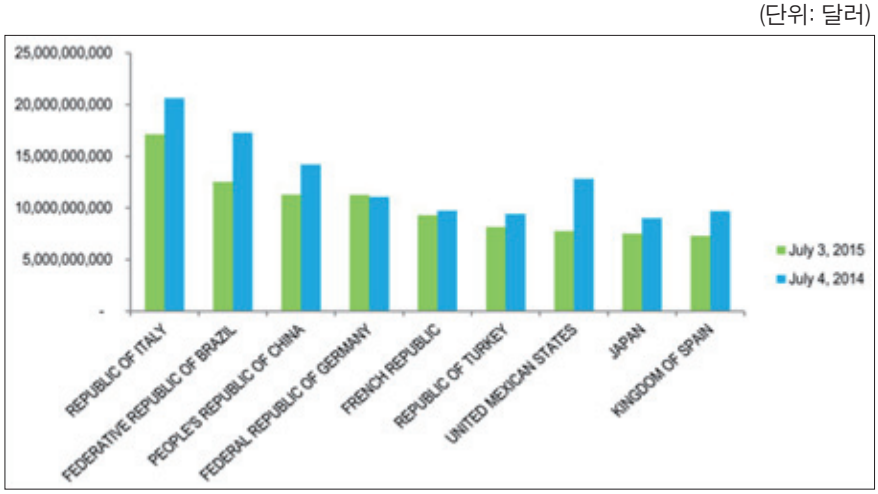
(단위: 달러)



자료 : DTCC

〈그림 5-8〉 개별 CDS의 명목금액 거래 순위(10개)

(단위: 달러)



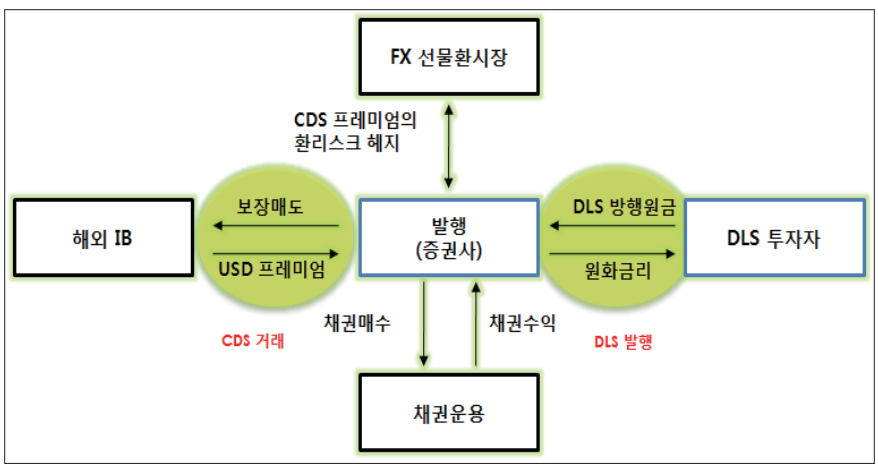
1. 일반적인 출시 신용 상품(Credit Structured Product)

2015년은 작년과 더불어 신용파생상품이 크게 부각되지는 못한 한해 였다. 그러나 시장금리가 낮아 CDS 거래를 통한 추가수익률을 얻으려는 거래는 꾸준히 되었다. 금융감독원 통계를 인용하더라도 '15.6월 말 증권사 잔액기준 CDS 거래잔액이 매도 · 입 합계 52조6천억원으로 '11.6월말보다는 3배가 훨씬 넘는 기록적인 금액이다. 또한 2013년 말부터 중국정부의 소버린에 대한 거래가 많아졌다. 이런 거래는 2014년에 접어들면서 절정에 달했고 2015년에는 점차 줄어들었다. 이와 더불어 중국개발은행, 중국공상은행 등 중국계 은행들이

발행한 채권과 시장에서 가장 거래가 많이 된 준거자산이라고 할 수 있는 중국은행 양도성 예금증서(CD)를 기초자산으로 하는 CDS거래가 2015년 상반기까지 주류가 되었다. 또한 그동안 CDS 거래시 〈그림 5-9〉과 같이 증권사와 SPC와의 프리미엄이 달러 위주 였으나 원화 위주 거래도 많이 되었다는 것은 그만큼 우리나라 신용파생상품의 성숙도는 높아 졌다고 판단할 수 있다.

중국국채 토탈리턴스왑(TRS)을 통한 ABCP가 2014년 발행되었다. 이 상품은 2014년 발행되었지만 특이하게 중국신용도를 이용했고 전형적인 신용리스크 상품인 CDS가 아닌 시장과 신용리스크를 거래하는 TRS를 형태로 이루어진 신용구조화 상품이다. 이 상품은 SPC가 대신증권㈜과 위안화(CNY) 표시 중국국채를 준거채무로 하는 중국국채연계 스왑계약을 체결하고 스왑 거래상대방인 대신증권㈜로부터 신용위험 인수의 대가로 지급일정에 따라 미화 기준의 스왑수수료를 지급받는 대신, 준거기업에 신용사건이 발생하는 경우 거래상대방에 관련한 손실을 보전해 준다. 손실보전금액의 정산은 현금결제방식(Cash Settlement)을 따른다.

〈그림 5-9〉 CLN 일반발행 구조도



일반적으로 파생결합 증권 등 CLN(credit linked note)[7]의 발행자는 〈그림 5-9〉과 같이 투자자로부터 수취한 원금을 적격기준 이상의 채권에 투자하고 준거기업에 대해 CDS(Credit Default Swap, 신용부도스왑) 보장매도(Protection Sell)하여 CDS 프리미엄을 수취함으로 고객에게 고정금리를 지급한다. 즉, 투자자의 요구수익률을 맞추기 위해서는 적절한 투자원금의 운용수익률과 투자가 타켓 수익률을 맞출 수 있는 CDS 프리미엄 수취가 요구된다. 발행사는 CDS 보장매도의 프리미엄과 CLN 발행금액으로 채권을 매수한 수익을 토대로 투자자에게 일정수익을 지급하는 구조로, 발행사인 증권사는 POSCO 등 특정 준거자산에 대한

7) 파생결합증권이나 ABCP도 동일한 구조이다.

보장매입을 하여 프리미엄을 달러($)로 수취하기 때문에 FX 선도환 등을 통하여 시장에서 이를 헤지(hedge)해야 한다. 만약 CLN 발행으로 운용되는 채권이 원화채권이 아니고 해외채권인 경우 추가로 통화스왑(CRS)을 통하여 환위험을 제거하는 거래를 하는 것이 일반적이다. 통화스왑은 CLN 만기와 동일하게 하는 것이 일반적이기는 하나, 단기 바이엔셀 스왑을 통하여 연장하면서 만기까지 거래하는 경우가 늘고 있다. 그 이유는 스왑마진(FX 거래에 따른 Carry)이 높기 때문이다.

산업은행의 해외채권 발행시 가산금리가 금융위기 전에 50bp였으나 최근 들어 이를 다시 이 수준으로 하락하였다. 2016년은 증권회사의 CDS를 통한 상품화는 줄어들 것으로 판단된다. 신용수준은 국내 신용평가사 기준 AA 준거기업의 채권과 대출에서 A 준거기업으로 확산될 수 있는 여지는 있을 것으로 예상된다.

IV. 2016년 신용파생시장 전망

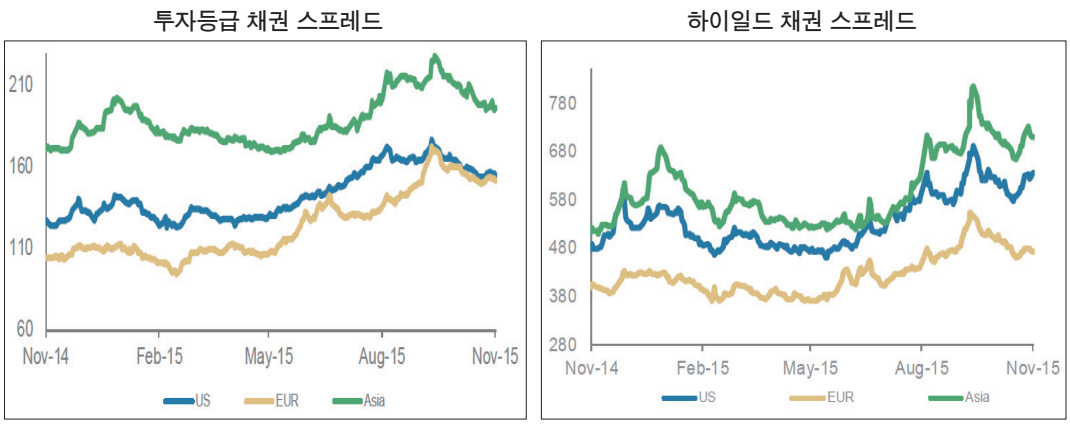
2015년 세계 경기는 둔화국면이 지속중이다. 글로벌 산업생산, 교역 부문의 부진이 두드러진 모습으로 둔화 추세가 지속되고 있다. 최근의 경기둔화 국면에서 나타나는 특징은 산업생산, 교역 등 제조업 경기가 전체 경기 변동(GDP)에 비해 더 크게 둔화되고 있다는 것이다. 내년 선진국 경기는 소폭 회복될 것으로 예상되나 대부분의 신흥국 경기는 여전히 부진할 것으로 예상된다.[8] 특히 아시아, 남미 등의 신흥국은 중국 성장률 하락, 원자재 가격 하락 등의 영향을 크게 받을 것으로 보인다. 과거 미국의 추세적 금리 인상은 1994년과 2004년 두 차례 있었다. 특히 1994년에는 빠른 인상 이후 남미 및 아시아 금융위기에 직간접 영향을 주었다. 미 연준은 성명서를 통해 금번 인상이 1994년과 달리 완만하게 시행될 것으로 시사함에 따라, 현재로서는 디폴트 우려가 신흥국 전반으로 확대되지는 않을 듯하다. 그러나 원자재 가격 급락으로 신흥국의 재정수지 및 외환수급이 악화되는 가운데 중국 성장률마저 하락함에 따라 브라질, 러시아 등 일부 신흥국은 미 금리 인상으로 인한 영향을 크게 받을 것으로 예상된다. 이런 경우 신흥국의 자금 유출 등으로 인하여 신용스프레드가 다시 확대될 수 있다. 지난 가을 신흥국은 금융위기 또는 IMF 때의 높은 신용 스프레드를 나타내기도 하였다. 그러나 시장의 유동성이 풍부하기 때문에 중국을 비롯한 신흥국가의 경제가 흔들려도 그건 일시적일 것으로 예상된다. 일시적으로 CDS 스프레드가 상승한다면 신흥국을 준거차주로 한 CDS 거래가 많이 증가할 수 있을 뿐 아니라, 이에 따른 관련 상품도 증가할 수 있다.

올해 증권사들은 국내 원화채권과 중국 국가 및 · 중국은행의 신용부도스와프(CDS)를 활용한 ABCP 같은 단기구조화 상품을 많이 발행하였다. 중국 국가채무와 중국은행들의 CDS 프리미엄이 높아지면서 CDS를 포함해 유동화증권을 만들면 상품별로 같은 신용등급 채권보

8) IMF에 따르면 2016년 전세계 성장률은 3.6%, 선진국 2.2%, 미국 2.8%, 유럽 1.6%, 일본1.0% 등 모두 2015년 대비 소폭 개선될 것으로 기대

다 0.5~1.0%포인트 정도 수익률을 높일 수 있게 되면서 일시적으로 많은 거래가 이루어 졌다. 내년에도 신용파생의 거래가 뚜렷하게 증가하지 않을 것으로 예상되나, 우리나라 및 신흥국가의 금융시장이 심하게 흔들리게 된다면, 거래량은 일시적으로나마 증가하게 될 것으로 예상된다.

〈그림 5-10〉 글로벌 채권스프레드(Credit Spread) 추이

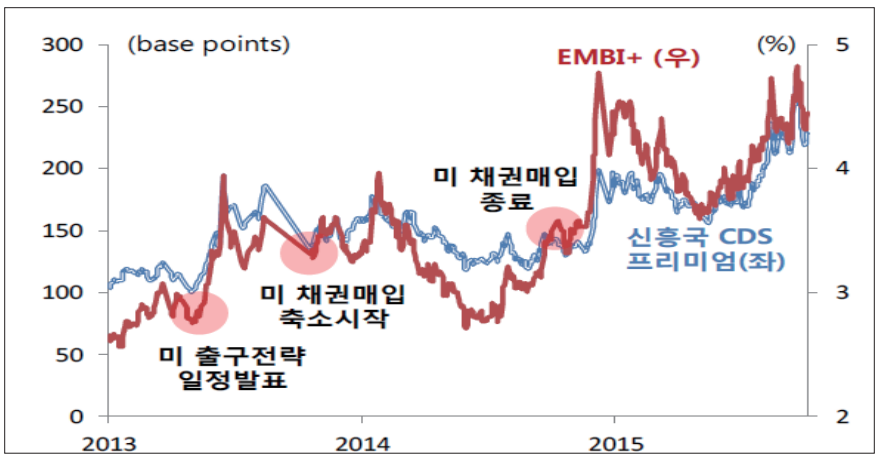


2016년 글로벌 경제에서 가장 큰 이슈는 미국의 금리 인상과 중국의 경기 둔화 속도로 볼 수 있다. 이중 미국의 금리 인상의 경우 지난해 10월 미국의 양적완화가 종료된 이후 금융시장은 미 금리 인상 시기 및 속도에 관심이 집중되었으며, 그에 따른 불확실성으로 글로벌 금융시장과 신흥국 외환 시장의 변동성이 함께 높아졌다. 특히 올해 2분기 이후 미 금리 인상에 대한 우려로 신흥국의 신용리스크(CDS 프리미엄)와 자금조달 비용(EMBI+)이 급등하기도 하였다. 〈그림 5-10〉은 2015년 투자등급 및 하이일드 채권의 스프레드를 보여주고 있다. 8월말부터 중국의 유동성 위기로 인하여 스프레드가 벌어졌었다.

미국의 금리 인상에 따라 우리나라를 포함한 신흥국들은 환율 상승 및 CDS 상승의 영향을 받는다. 올 9월 미국의 금리인상 예정으로 환율 및 CDS가 급등하는 등 거의 외환위기 수준의 움직임을 방불케 했다. 9월 하순 IMF와 같은 글로벌 경제 위기 상황이 아닌데도 상당수 신흥국의 달러화 대비 환율은 과거 위기 수준을 뛰어넘어 끝이 안 보이는 상승세를 이어가기도 하였다. 한 예로 9.22일 말레이시아 링깃화는 달러 당 4.3042 링깃에 거래되면 아시아 외환위기 중인 지난 1998년 1월에 기록한 4.7700 링깃과 10% 정도 밖에 차이가 나지 않았다. 이는 작년 연말 기준 23.1%나 상승한 값이다. 인도네시아 루피아화도 달러 대비 환율이 1만4552 루피아로 1998년 7월 중순 이래 최고를 기록하기도 하였다. 투기등급으로 추락한 브라질의 현재 달러당 4.2 헤알까지 상승하는 등 지난 2002년 고점을 넘어서며 사상 최고를 기록했다. 이는 남아프리카 랜드화와 태극 바트화도 비슷한 움직임을 보였다. 환율과 같이

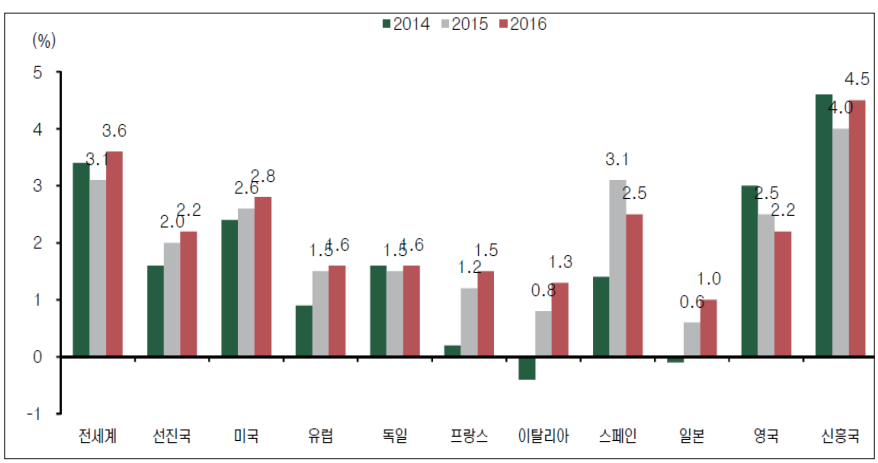
CDS도 금융위기를 보는 것과 같이 상당히 많이 상승하였었다. 다행이 우리나라 CDS는 신용등급 상승과 시장의 달러 유동성으로 인하여 80bp 이상 수준으로 상승하였으나 여타 신흥국 시장에 비해 안정된 모습을 보였다.

〈그림 5-11〉 신흥국 CDS프리미엄과 EMBI+



주: CDS프리미엄은 중국, 인니, 러시아, 터키, 브라질, 멕시코, 남아공, 필리핀, 말레이 평균
자료: Bloomberg, 포스코경영연구원

〈그림 5-12〉 IMF 2016년 세계 성장률 전망



자료: IMF, 10월전망

2016년은 올해와 유사한 양상이 전개될 것으로 예상된다. 즉 각국의 재정확장 정책의 연장으로 시장의 자금의 유동성은 높을 것이며, 저금리 현상은 지속될 것이다. 인플레이션 위험은 크게 문제될 것이 없다고 가정하면 일시적인 변동성 증가가 가능할 수 있지만 위험자산에 대한 투자수요가 올해보다 증가할 것으로 판단된다.

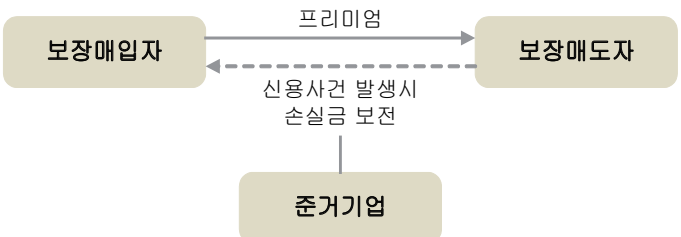
〈참 고〉 신용파생상품

신용파생상품(Credit Derivatives)은 대출채권, 회사채 등과 같은 금융자산에 내재하는 신용위험(credit risk)을 분리하여 동 신용위험을 장외시장거래를 통하여 매매할 수 있도록 고안된 금융상품으로 신용위험 자체를 거래대상으로 하고 있다는 점에서 주가, 환율, 이자율 등의 시장변수를 거래대상으로 하는 일반 파생금융상품과 구분된다. 신용파생상품 중 가장 거래가 많이 되는 상품은 신용부도스왑(Credit Default Swap, 이하 CDS)[9]이다. CDS는 기존에 인식해왔던 신용리스크 헤지 뿐만 아니라 시장리스크를 헤지할 수 있는 상품이다. 즉, 채권을 매입하고 CDS를 통하여 보장매입을 통하여 신용 스프레드 변동을 어느 정도 헤지할 수 있다.

CDS와 같은 장외파생상품거래의 계약체결에는 국제적인 표준계약서로 널리 활용되고 있는 ISDA 기본계약서(Master Agreement)를 거래상대방과 장외파생상품 거래 전에 체결을 하는 것이 일반적인 표준이다. 현재 전 세계 금융시장에서 거래되는 장외파생상품거래의 약 90%정도가 ISDA 기본계약서 등을 통하여 체결되고 있다. ISDA가 제정한 ISDA Master Agreement("ISDA 기본계약서")는 기본계약서(Master Agreement), 부속계약서(Schedule to the Master Agreement), 거래확인서(confirmation)로 구성된다. 이와 함께, ISDA는 개별 장외파생상품 거래를 위하여 별도의 용어정의집(definitions)과 거래당사자의 신용보강을 위한 담보지급 약정서(Credit Support Annex)등을 제정하였다. 특히, ISDA계약서는 서로 다른 유형의 거래들(Swaps, Options, Forward 등)을 모두 이 하나의 계약서에 의하여 체결

9) CDS는 신용위험을 이전시키고자 하는 보장매입자(protection buyer)가 주기적으로 위험의 대가인 프리미엄을 만기(또는 신용사건 발생시)까지 지불하고, 위험을 이전받은 보장매도자(protection seller)는 사전에 약속된 신용사건(credit event)이 만기 이전에 발생할 경우 손실금을 보장매입자에게 제공하는 계약이다.

〈CDS의 개념도〉



또한 앞에서 언급하였듯이 보장매입자는 일정한 시점마다 보장매도자에게 신용리스크 회피에 대한 수수료 명목으로 일정금액을 지불해야 하는데 이를 프리미엄(premium)이라 한다. CDS 계약 만기 전 파산 등의 신용사건이 발생하는 경우, 〈그림 2〉와 같이 CDS 보장매도자는 CDS 보장매입자에게 준거채무의 손실금액을 지불하게 되는데 현물인수(physical delivery) 또는 현금결제(cash settlement)의 방법으로 정산한다. 만기 전 신용사건이 일어나지 않는다면 보장매입자는 만기까지 일정기간마다 프리미엄을 보장매도자에게 지급하고 CDS 계약은 종료된다. CDS는 보장매입자(protection buyer)가 일정한 수수료를 지급하는 대가로 준거자산의 채무불이행, 신용도 하락 등 신용사건(credit event)이 발생할 경우 보장매도자로부터 손실액을 보전 받는 계약이다. 보장매입자가 보장매도자로부터 준거자산의 신용위험에 대해 지급보증을 받은 것과 동일한 효과를 나타낸다. 신용사건은 파산(bankruptcy), 지급불이행(failure to pay), 채무재조정, 채무불이행(obligation default), 채무상환기간 단축(obligation acceleration), 지급거절(repudiation), 모라토리엄(moratorium) 등으로 구성되어 있다.

할 수 있도록 작성되어 간편하다. 또한 신용파생상품정의집(Credit derivatives definition, 2003, 2009)은 신용파생상품 거래시 거래 쌍방의 약속을 정의한 일종의 표준규정이며 부속계약서로서 CDS 등의 거래가 표준화 상품과 같이 이루어지게 한다. 여기에는 준거채무의 보장범위, 정산조건, 신용사건의 정의 등이 포함되어 있다. 거래의 쌍방이 거래확인서에 규정하지 않은 사항은 신용파생상품정의집의 규정을 따르게 된다.

〈그림 5-13〉 신용사건 발생 시 결제 방법

