

Ⅲ. 국내 수익률 추구 동향 및 잠재리스크 점검

1. 검토 배경
2. 수익률 추구 동향
3. 잠재리스크
4. 시사점

1. 검토 배경

최근 글로벌 금융시장에서는 일부 국가의 채권 금리가 마이너스로 하락¹⁾하는 등 저금리 기조²⁾가 장기간 지속되는 가운데 투자자의 수익률 추구 강화로 인한 시스템 리스크의 증대 우려가 제기되고 있다. IMF, BIS³⁾ 등은 저금리 하에서 은행, 보험회사, 연금, 투자펀드의 수익률 추구 강화가 저신용물 투자 및 장기자산 운용 확대, 해외투자 증가, 레버리지 확대 등으로 나타나고 있어 관련 금융안정 리스크의 증대 가능성에 유의할 것을 지적하였다. 우리나라도 경제성장 둔화와 완화적 통화정책 등의 영향으로 금융상품 투자수익률이 전반적으로 크게 하락한 상황으로 투자자의 수익률 추구가 강화되었을 개연성이 있다. 이에 본고에서는 국내 투자자의 수익률 추구 동향⁴⁾을 금융상품 투자 및 금융기관⁵⁾의 영업행태 측면으로 나누어 분석하고 잠재리스크를 점검하였다.

그림 Ⅲ-1. 주요 금리



자료: 금융투자협회

2. 수익률 추구 동향

먼저 금융상품 투자 측면에서는 대표적인 금융상품인 채권과 주식 투자 추이와 최근 빠른 성장세를 보이고 있는 대체투자, 해외투자, 파생결합증권·신용파생상품 투자 동향을 점검하였다.

그리고 금융기관의 영업행태 측면에서는 수익률 추구에 따른 금융기관의 위험선호 변화를 파악하기 위해 금융기관의 자산대비 위험익스포저 추이와 레버리지 거래 동향을 점검하였다.

- 1) 전세계 채권시장에서 마이너스 금리의 채권 규모는 16조달러 이상(일본 및 유로지역 중심)으로 전세계 채권의 약 27%를 차지하고 있는 것으로 분석된다("Negative yields force investors to plunge into riskier debt", Financial Times, 19년 8월 16일).
- 2) 글로벌 금융위기로 투자자의 위험회피와 디레버리징(deleveraging)이 심화됨에 따라 각국 정책당국은 완화적 통화정책 등을 통해 투자자의 위험선호(risk-taking)와 수익률 추구(search for yield)의 회복을 일정 부분 지원하였다.
- 3) Low growth, low interest rates and financial intermediation(IMF GFSR, 17년 4월), Institutional investors(IMF GFSR, 19년 10월), Financial implications of a prolonged period of low interest rates(BIS, 18년 7월) 등
- 4) 분석시계는 글로벌 금융위기 직후 금융시장 변동성이 크게 확대되었던 점을 감안하여 금융위기 발생 이전인 2007년말을 비교시점으로 설정하였으며 자료 제약이 있는 경우에는 금융위기 충격이 다소 진정된 2009년말을 비교시점으로 하였다.
- 5) 은행, 증권회사, 보험회사, 투자펀드 등을 주요 분석대상으로 하였으며 금융회사 중 사업모델이 예대입무에 집중된 상호금융·저축은행, 여신업무에 국한된 여신전문금융회사 등은 제외하였다.

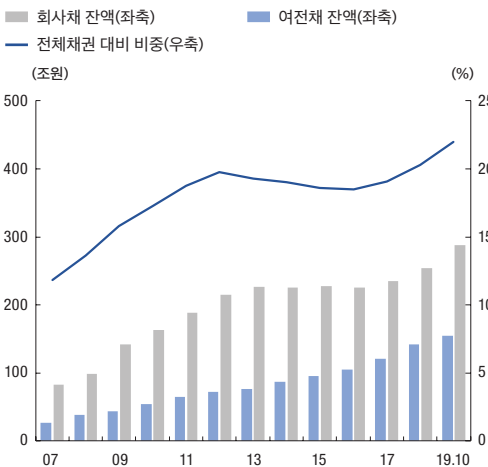
가. 금융상품 투자 동향

① 채권 투자

경기 둔화 등의 영향으로 채권투자가 꾸준히 증가하였다. 국내 전체 채권잔액은 2007년말 924.1조원에서 2019년 10월말 2,013.0조원으로 117.8% 증가하였으며, 채권시장이 자본시장(채권 및 주식 잔액 합계기준)에서 차지하는 비중도 같은 기간중 48.5%에서 55.9%로 상승하였다.

채권 종류별로는 국공채가 전체 채권 발행잔액에서 차지하는 비중이 2007년말 62.3%에서 2019년 10월말 59.7%로 소폭 하락한 반면 상대적으로 수익률이 높은⁶⁾ 회사채 및 여신전문금융회사채(이하 ‘여전채’) 비중은 11.8%에서 22.0%로 상승하였다. 특히 회사채는 2018년 이후 더욱 가파른 증가세를 보이고 있다.

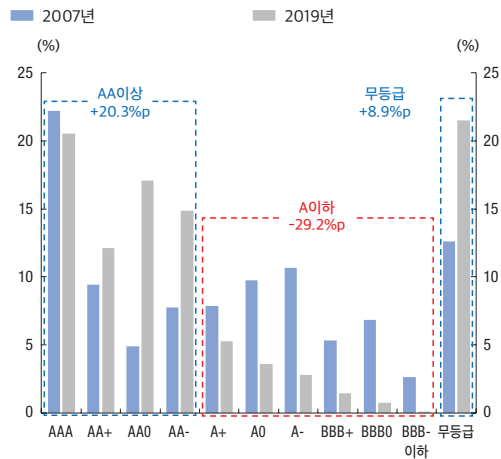
그림 III-2. 회사채·여전채 발행잔액 및 비중¹⁾



주: 1) 전체 채권잔액 대비 회사채 및 여전채 비중
자료: KOSCOM

회사채의 신용등급별 발행비중을 보면 AA등급이상 우량물 비중이 2007년말 44.3%에서 2019년 10월말 64.6%로 크게 상승한 반면, A등급 이하의 발행 비중은 43.1%에서 13.9%로 크게 하락하였다. 한편, 무등급 발행비중이 12.6%에서 21.5%로 확대되었으며, 신용등급이 낮은 기업이 주로 발행하는 전환사채(CB: convertible bond) 등 메자닌 채권⁸⁾도 크게 증가하였다(CB 발행잔액 07년말 4.4조원 → 19년 10월말 15.4조원).

그림 III-3. 회사채 신용등급별 비중 증감¹⁾



주: 1) 2007년 및 2019년 10월말 발행잔액
자료: KOSCOM

한편 국내 채권 듀레이션이 장기채권 발행 증가로 2009년말 3.8에서 2019년 10월말 8.1로 확대되었다. 여기에는 상대적 고금리와 금리 하락 시 자본차익을 얻기 위한 투자도 영향을 미쳤으나 생명보험회사와 연금을 중심으로 마이너스 듀레이션⁹⁾ 갭 축소를 위한 장기자산 투자 확대의 영향도 컸다.

6) 2019년 1~10월중(기간 평균) 국고채 3년물과의 금리 스프레드는 회사채(AA-등급)는 49bp, 여전채(AA-등급)는 40bp이다.
7) 회사채의 증가율은 2011~17년중 연평균 6.3%에서 2018년중 8.0%, 2019년 1~10월중 13.7%로 상승하였다. 특히, 2019년 1~10월중 발행규모는 84.6조원으로 역대 최대 수준이다.
8) 주식과 채권의 성격을 모두 갖는 증권으로 ① 자사 주식으로 전환하는 옵션이 부여된 회사채(전환사채, CB, convertible bond), ② 신주인수권이 더해진 회사채(신주인수권부사채, BW, bond with warrant), ③ 타사 주식으로 교환하는 옵션이 부여된 회사채(교환사채, EB, exchangeable bond) 등이 있다.

② 주식 투자

코스피시장의 성장이 정체된 가운데 코스닥시장이 성장세를 보였으나 2018년 이후에는 경기 둔화, 일부 상장사의 분식회계 논란 등으로 주식시장이 전반적으로 부진을 지속하고 있다. 코스피시장은 명목GDP 대비 시가총액비율이 2007년말 81.3%에서 2019년 9월말 72.1%로 하락하였으며, 코스닥시장은 명목GDP 대비 시가총액비율이 2007년말 8.5%에서 2018년 1월말 18.1%로 상승하였으나 이후 하락 반전하여 2019년 9월말 현재 11.4%이다.

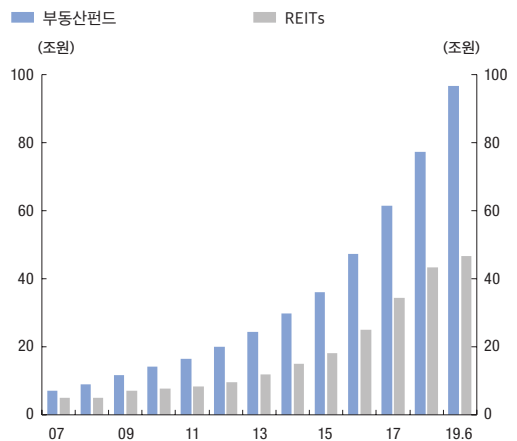
그림 Ⅲ-4. 코스피·코스닥 시가총액



③ 대체투자

대체투자¹⁰⁾는 부동산, 실물자산 등에 대한 투자로 상대적으로 높은 수익률¹¹⁾을 추구하며 2010년대 중반 이후 빠르게 증가하고 있다. 대체투자펀드 잔액은 2007년말 16.4조원에서 2019년 10월말 221.2조원으로 1,250.0% 증가하였으며 전체 투자펀드에서 차지하는 비중도 5.1%에서 33.9%로 상승하였다. 유형별로는 부동산펀드의 비중이 2007년말 2.2%에서 2019년 10월말 14.8%로 상승하였다. 한편 부동산펀드와 유사한 성격의 부동산투자신탁¹²⁾(REITs)도 2007년말 5.0조원에서 2019년 6월말 46.6조원으로 831.8% 증가하였다.

그림 Ⅲ-5. 부동산펀드·REITs 추이¹⁾



9) 듀레이션 갭은 [(금리감응자산 × 자산듀레이션 - 금리감응부채 × 부채듀레이션)/금리감응자산]으로 계산된다. 생명보험회사와 연금의 경우 기대 수명 연장 등에 따른 부채듀레이션의 증가로 듀레이션 갭이 마이너스를 지속하고 있다(다만 장기자산 증가로 마이너스 폭은 축소 : 2009년말 -2.9 → 2019년 6월말 -0.2, 생명보험회사 기준, 한국은행 추정).

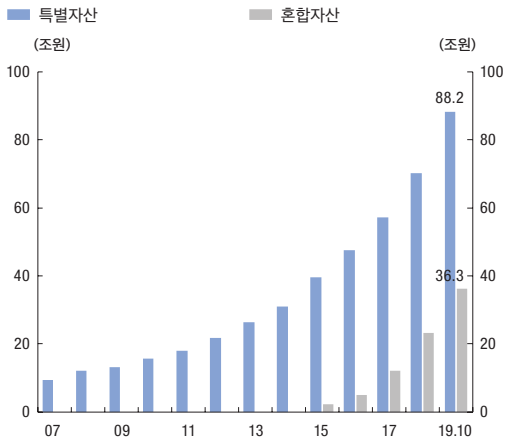
10) 집합투자기구(투자펀드) 기준으로 공모 및 사모 투자펀드의 국내외 대체투자 합계액을 이용하였다.

구분	세부 내용
부동산펀드	자산의 50%를 초과하여 부동산(부동산을 기초자산으로 하는 파생상품 및 부동산관련 증권 포함)에 투자
특별자산펀드	자산의 50%를 초과하여 특별자산(증권 및 부동산을 제외한 실물자산 및 관련 파생상품 포함)에 투자
혼합자산펀드	주요 투자대상 자산에 대한 한도 제한을 받지 않고 모든 자산에 투자하는 펀드

11) 2019년 10월말 기준 부동산펀드와 특별자산펀드의 연평균 수익률은 각각 3.5%, 5.1%로 정기예금(1년) 금리(1.6%), 채권투자펀드 수익률(2.6%)보다 높은 수준이다(국내투자기준, 에프앤가이드, 한국은행).

특별자산펀드의 비중도 2007년말 2.9%에서 2019년 10월말 13.5%로 상승하였으며, 혼합자산펀드는 2015년 10월 처음 조성된 이후 2019년 10월말 36.3조원으로 크게 증가하였다.

그림 III-6. 특별자산·혼합자산 펀드¹⁾



주: 1) 기말잔액 기준(19년은 10월말 기준)

자료: 금융투자협회

④ 해외 투자

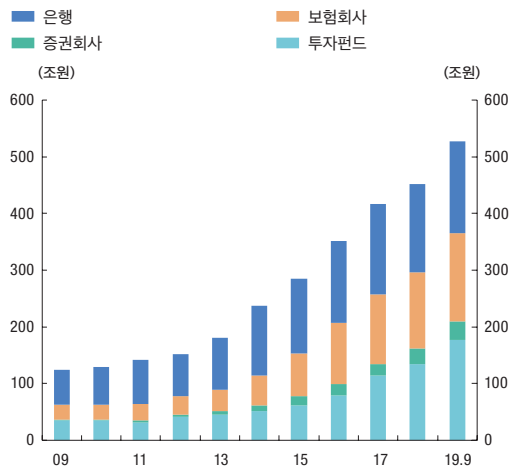
국내 자산보다 상대적으로 수익률이 높은¹³⁾ 해외자산에 대한 투자도 크게 증가하였다. 국내 투자자(은행·보험회사·증권회사·투자펀드 기준)의 해외자산은 2009년말 124.1조원에서 2019년 9월말 527.2조원으로 324.9% 증가하였으며 전체 운용자산에서 차지하는 비중도 4.5%에서 9.8%로 상승하였다. 특히, 2014년 이후 해외자산 증가세¹⁴⁾가 확대되는 모습이다.

금융기관별로는 비은행금융기관(보험회사·증권회사·투자펀드 기준)의 해외자산이 2009

년말 62.0조원에서 2019년 9월말 365.2조원으로 489.3% 증가하여 전체 해외투자 증가를 주도하였으며, 은행의 해외자산 증가율은 160.9%(62.1조원 → 162.0조원)로 상대적으로 크지 않았다.

해외자산이 전체 운용자산에서 차지하는 비중의 변동을 보면 같은 기간중 투자펀드가 16.9%포인트(11.0% → 27.9%)로 가장 크게 상승하였고 보험회사 7.1%포인트(5.7% → 12.8%), 증권회사 5.7%포인트(0.9% → 6.6%), 은행 2.0%포인트(3.4% → 5.4%) 순으로 상승하였다.

그림 III-7. 해외자산¹⁾



주: 1) 외국계 금융기관 제외(은행은 외국계 은행 포함)

자료: 한국은행, 금융기관 업무보고서, 금융투자협회

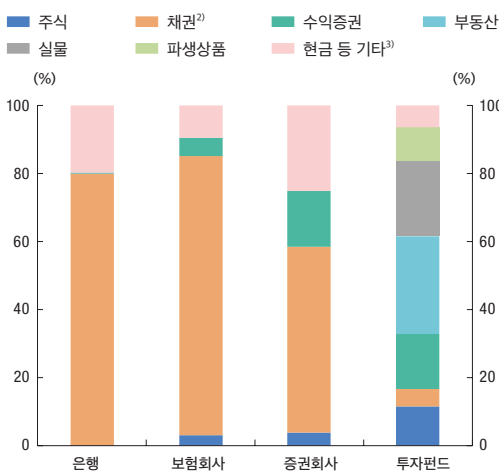
12) REITs는 부동산펀드보다 자산운용상 제약(최소자본금, 주식분산, 자금차입/대여, 공시 등)이 크다는 단점이 있으나, 유동성이 높다는 장점이 있다.

13) IMF에 따르면, 2019년 1~8월중 우리나라 국고채 대신 미국 투자등급 회사채에 투자할 경우 평균 추가수익률은 환헤지(3개월 선도환율 적용)시 66bp, 환헤지를 하지 않을 경우 175bp 수준으로 추정된다(IMF GFSR, 19년 10월).

14) 해외자산의 연평균 증가율은 2010~13년중 9.9%에서 2014~19년 9월중 19.8%로 상승하였다.

해외자산 구성(19년 9월말 기준)을 보면, 은행, 보험회사와 증권회사는 채권·예금 보유비중이 각각 99.8%, 91.6% 및 79.9%로 대부분을 차지하는 가운데 채권의 경우 신용도가 높은 채권¹⁵⁾에 주로 투자하고 있다. CLO(collateralized loan obligation) 등 고위험 채권의 비중¹⁶⁾은 작은 수준이다. 투자펀드는 부동산(투자비중 09년말 5.1% → 19년 9월말 28.8%)과 특별자산(4.2% → 22.5%) 등 대체투자를 크게 확대하였다.

그림 III-8. 해외자산 종류별 비중¹⁾(19년 9월)



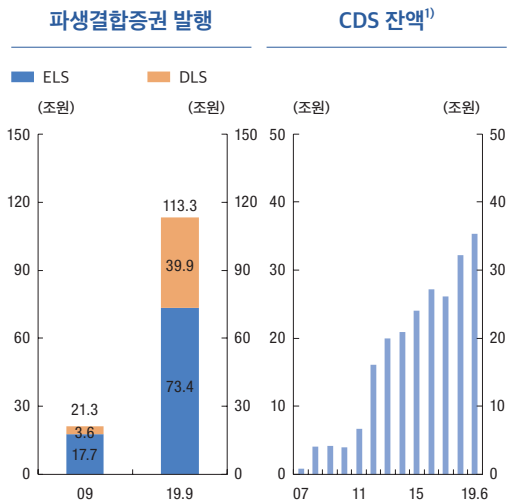
주: 1) 외국계 금융기관 제외
 2) 은행의 채권에는 대출금 포함
 3) 증권회사의 현금 등 기타에는 증거금·예치금을 포함
 자료: 금융기관 업무보고서, 금융투자협회

⑤ 파생결합증권·신용파생상품 투자

주가, 금리, 유가 등 다양한 기초자산의 파생상품에 투자하여 상대적으로 고수익을 추구하는

파생결합증권과 신용위험을 보장하고 수수료를 수취하는 신용파생상품인 CDS¹⁷⁾ 투자도 크게 증가하였다. 파생결합증권(ELS, DLS) 발행잔액은 2009년말 21.3조원에서 2019년 9월말 113.3조원으로 431.9% 증가하였으며 CDS 보장매도 잔액도 2007년말 0.9조원에서 2019년 6월말 35.3조원으로 크게 증가하였다.

그림 III-9. 파생결합증권 및 CDS 잔액



주: 1) 보장매도 기준
 자료: 금융기관 업무보고서, 금융감독원

나. 금융기관의 영업행태 변화

투자자의 수익률 추구 행태는 금융상품 투자뿐만 아니라 금융기관의 영업행태에도 영향을 미친다. 수익률 추구가 강화될수록 자산운용 등에 있어서 위험선호 성향이 강해지면서 자산 대비 위험익스포저¹⁸⁾가 증가하고 추가적인 수익률

15) 대부분 신용등급 A- 등급 이상의 채권에 투자하고 있는 것으로 파악된다.

16) 신용등급이 낮은 기업에 대한 대출인 레버리지 론 등을 기초자산으로 하는 CLO에 대한 투자 규모는 2019년 6월말 약 4조원(은행 및 비은행 해외채권 보유액의 2.3%)으로 파악된다.

17) 신용파산스왑(CDS: credit default swap)은 지급보증과 유사하게 보장매도자가 보장매입자로부터 일정 프리미엄을 지급받는 대신 준거자산에 신용사건이 발생할 경우 보장매입자에게 손실액 또는 사전 합의액을 지급한다.

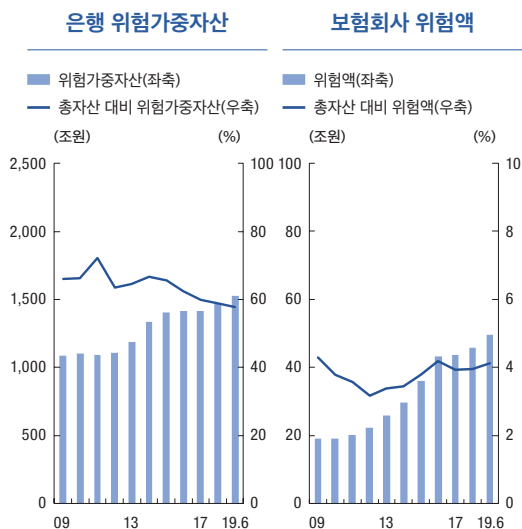
18) 금융기관의 위험 익스스포저는 자산운용과정에서 수반되는 위험 평가액을 기준으로 한다. 은행의 경우 위험가중자산, 증권회사와 보험회사는 위험액을 활용하였다.

제고를 위해 레버리지 거래도 증가하는 경향이 있다.

① 위험 익스포저

은행의 자산 대비 위험가중자산비율¹⁹⁾은 2009년말 66.1%에서 2019년 6월말 57.8%로 하락하여 자산운용 행태가 자본규제 영향 등으로 오히려 보수화된 것으로 보인다. 보험회사의 경우 자산대비 위험액비율²⁰⁾이 2009년말 4.3%에서 2019년 6월말 4.1%로 0.2%포인트 하락하였다.

그림 Ⅲ-10. 은행 위험가중자산·보험회사 위험액

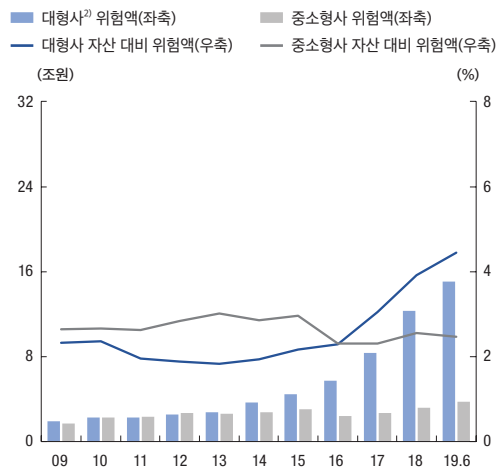


자료: 금융기관 업무보고서

그러나 증권회사의 자산 대비 위험액²¹⁾비율은 2009년말 2.5%에서 2019년 6월말 3.8%로 1.3%포인트 상승하여 위험선호가 다소 강화된 모습이다. 특히 중소형 증권회사의 자산 대

비 위험액비율이 소폭 하락(-0.1%포인트, 2.6% → 2.5%)한 데 반해 대형 증권회사(자기자본 3조원 이상)의 자산 대비 위험액비율은 2.3%에서 4.4%로 2.1%포인트 상승하였다. 평균 위험액 규모도 중소형 증권회사는 0.03조원에서 2019년 6월말 0.08 조원으로 155.4% 증가에 그쳤으나 대형 증권회사는 2009년말 0.2조원에서 2019년 6월말 1.9조원으로 680.7% 증가하였다.

그림 Ⅲ-11. 증권회사 규모별 위험액¹⁾



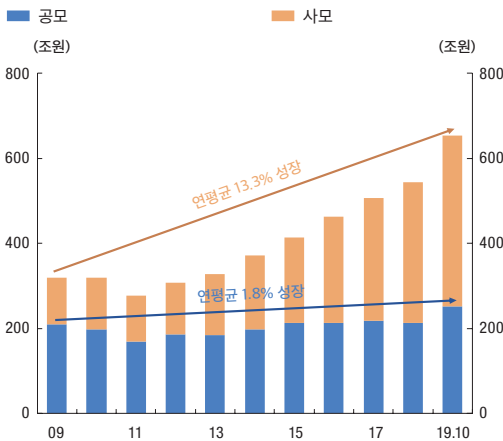
주: 1) 시장위험액 및 신용위험액
 2) 2019년 6월말 현재 자기자본이 3조원 이상인 증권회사
 자료: 금융기관 업무보고서

투자펀드의 경우 상대적으로 위험선호 성향이 강한 사모펀드²²⁾의 비중이 2009년말 34.0%에서 2019년 10월말 61.4%로 27.4%포인트 상승하였다. 특히 같은 기간중 부동산, 특별자산 등 대체투자 사모펀드가 191.6조원 증가하여 전체 사모펀드 증가액(292.3조원)의 65.6%를 차지

19) 위험가중자산은 신용, 시장, 운영 위험가중자산으로 구분하여 산출한다. 신용 위험가중자산은 차주별 신용 익스포저(EAD : exposure at default)에 위험가중치(RW : risk weight)를 곱하여 산출하며, 시장 및 운영 위험가중자산은 은행의 자산운용 과정에서 수반되는 관련 리스크 측정액을 12.5배하여 산출한다.
 20) 보험회사의 총위험액은 보험·금리·신용·시장·운용위험액으로 구분되는데 여기서는 투자 활동과 연관된 금리·신용·시장위험액의 합계를 적용하였다.
 21) 증권회사의 총위험액은 시장·신용·운영 위험액으로 구분된다. 여기서는 투자활동과 연관된 시장·신용위험액의 합계를 적용하였다.

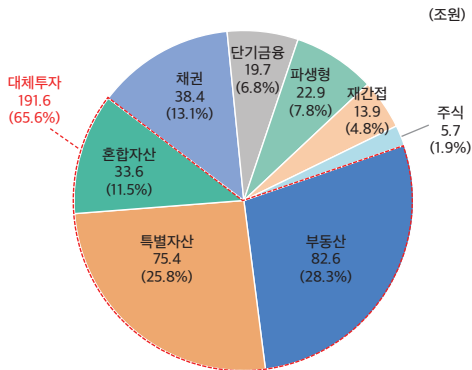
하였다. 사모펀드는 신용등급이 낮은 회사채와 메자닌채권 등에 대한 투자도 주도하고 있다. 한편 공모펀드는 같은 기간중 210.3조원에서 252.1조원으로 18.1% 증가하는데 그쳤다.

그림 Ⅲ-12. 공모 및 사모펀드 규모 및 성장률



자료: 금융투자협회

그림 Ⅲ-13. 사모펀드 증감액 유형별 비중¹⁾



주: 1) 순자산 총액(NAV) 기준으로 2009년말 대비 2019년 10월말 증감액
자료: 금융투자협회

② 레버리지

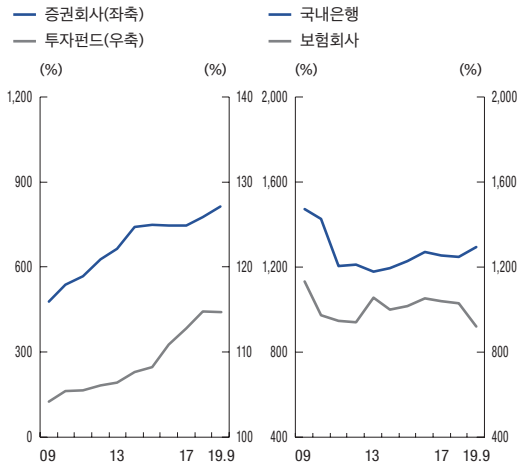
금융기관의 수익률 추구 강화는 통상 레버리지 거래를 통해 자산 규모를 확대하는 형태로도 나타난다. 금융기관별 레버리지 비율²³⁾을 보면 은행의 경우 레버리지 비율이 2009년말 1,475.7%에서 2019년 9월말 1,294.8%로 하락하였다. 보험회사의 레버리지 비율도 2009년말 1,132.8%에서 2019년 9월말 922.7%로 하락하였다.

그러나 증권회사의 레버리지 비율은 2009년말 476.7%에서 2019년 9월말 813.4%로 크게 상승하였다. 특히 대형 증권회사의 레버리지 비율(19년 9월말 871.2%)이 중소형 증권회사(705.1%)보다 높은 수준을 보이고 있다. 투자펀드의 레버리지 비율도 2009년말 104.1%에서 2019년 9월말 114.5%로 상승하였다. 사모펀드의 레버리지 비율이 2009년말 107.4%에서 2019년 9월말 121.0%로 상승하면서 같은 기간 중 공모펀드보다 높은 상승률(09년말 102.5% → 19년 9월말 103.7%)을 보였다.

22) 본고에서는 금융투자업자에 해당하는 전문투자형 사모펀드(소위 헤지펀드)를 분석대상으로 하며 경영참여형 사모펀드(PEF)는 분석대상에서 제외한다. 전문투자형 사모펀드는 49인 이내의 투자자로부터 자금을 모집하는 방식이므로, 공모펀드에 적용되는 동일증권 투자한도, 투자설명서/자산운용보고서 제공 의무, 수익자총회 개최 의무 등의 규제를 적용받지 않는다.

23) 분석기간 중(09년 이후) 자료 제약을 감안하여 은행·증권회사·보험회사는 총자산 대비 총자산 비율을, 투자펀드는 순자산 총액 대비 운용자산 비율을 활용하였다.

그림 III-14. 금융기관 레버리지 비율¹⁾



주: 1) 레버리지 = 총자산 / 총자본(투자펀드는 순자산총액)
 자료: 금융기관 업무보고서

증권회사와 사모펀드의 주요 레버리지 거래²⁴⁾로는 RP, 채권대차 거래 등이 있으며 최근에는 총수익스와프(TRS: total return swap) 거래도 증가하고 있다.

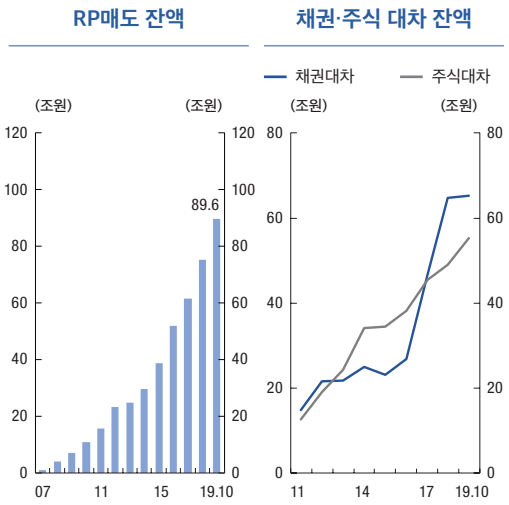
먼저 RP매도 거래는 보유채권을 담보로 자금을 차입 하는 거래로서 2007년말 1.1조원에서 2019년 10월말 89.6조원으로 증가하였으며 2015년 이후 더욱 빠르게 증가하고 있다. RP매도(신용차입) 거래 비중은 증권회사 60.6%, 투자펀드 29.5% 순이며, RP매수(신용공여) 거래 비중은 투자펀드 32.1%, 은행 신탁 24.3%, 은행 18.4% 순이다.

채권대차 거래는 차입채권을 RP거래의 담보 증권 등으로 이용하기 위한 거래로 2016년 이후 활성화되기 시작하여 2016년말 26.8조원에서 2019년 10월말 65.2조원으로 증가하였다.

2019년 10월말 현재 채권 대여기관 비중은 은행 32.1%, 보험회사 23.7% 순이며, 차입기관은 증권회사가 대부분(87.6%)을 차지하고 있다.

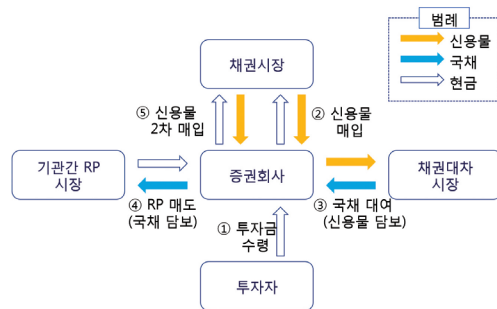
주식대차 거래는 주로 공모도 거래를 위해 활용되고 있으며 2011년말 12.7조원에서 2019년 10월말 55.3조원으로 증가하였다. 주식 대여기관 비중은 증권회사 50.9%, 투자펀드 48.2% 순이며, 차입기관은 증권회사가 대부분(92.2%)을 차지하고 있다.

그림 III-15. RP매도 잔액 및 채권·주식 대차 잔액



자료: 한국예탁결제원, 금융투자협회

그림 III-16. 채권대차-RP 연계 레버리지 투자



24) 정부의 금융투자업 경쟁력 강화 방안(15년 10월)에 따라 자산운용사로 제한되었던 전문투자형 사모펀드 운용을 증권회사에게 허용하자 2017년부터 증권회사가 채권대차와 RP매도를 연계한 채권형 사모펀드를 운용하기 시작하면서 레버리지 거래가 활성화되었다. 2019년 10월말 현재 증권회사의 채권형 사모펀드 규모는 8.5조원이다.

한편 TRS 거래는 주로 증권회사²⁵⁾가 사모펀드를 대신하여 주식, CB 등에 투자하고 그 수익을 사모펀드에 이전하는 한편 사모펀드는 증권회사에 수수료를 지급하는 거래이다. TRS 거래는 사모펀드가 증권회사 등 거래상대방의 자금을 활용하여 투자한다는 점에서 레버리지 거래의 일종으로 볼 수 있으며 2007년말 0.1조원에서 2019년 6월말 2.1조원으로 증가하였다.

3. 잠재리스크

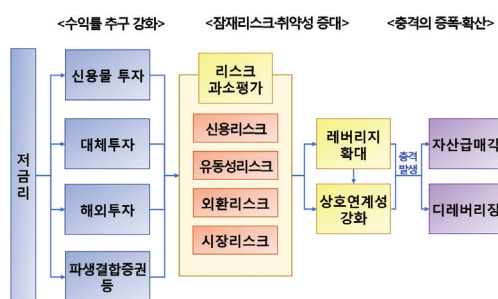
국내 투자자의 수익률 추구는 금융상품 투자 측면에서 볼 때 신용물 채권, 대체투자, 해외투자, 파생결합증권·신용파생상품 등에 대한 투자 증가로 나타나고 있다.

금융기관의 영업행태 측면에서는 증권회사, 투자펀드의 위험선호가 일부 강화되고 있는 것으로 나타났다. 은행과 보험회사의 경우 아직까지 위험선호 강화가 나타나지 않고 있으나 향후 수익률 제고 압력이 증대되면서 위험선호를 강화할 유인이 상존하고 있다. 은행의 경우 예대마진이 축소²⁶⁾되고 있고, 보험회사도 수익·비용역마진²⁷⁾이 지속되면서 수익률 제고 압력이 증대되고 있다. 이에 따라 보험회사의 경우 해외투자를 중심으로 수익률 제고 노력을 강화하고

있다. 한편 주요 기관투자자인 연기금도 공적연금을 중심으로 대체투자와 해외투자를 지속적으로 확대²⁸⁾하였으며, 기금 소진 전망²⁹⁾에 따른 수익률 제고 압력이 커지고 있어 위험선호를 강화할 유인이 상존한다.

이러한 일부 고위험 금융상품에 대한 투자 증가와 금융기관 영업행태의 위험선호 강화는 ① 신용·유동성·외환 리스크 등 제반 리스크의 증대, ② 리스크의 과소평가(underpricing), ③ 금융기관 간 상호연계성 증대를 통해 시스템 리스크를 유발할 수 있다.

그림 Ⅲ-17. 수익률 추고 강화와 잠재리스크의 연계



가. 제반 리스크의 증대

신용물 채권(특히 저신용 회사채) 투자, 국내외 부동산·특별자산 등에 대한 대체투자, 파생결합증권과 CDS 등 상대적으로 고위험 금융상품에

25) 증권회사는 상대적으로 신용도가 낮은 사모펀드에게 레버리지를 제공하기 위한 수단으로 투자자산을 자기계정에 보유하는 TRS 거래를 주로 활용한다.

26) 은행의 예대마진(신규취급액 기준)은 2009년말 2.11%포인트에서 2019년 9월말 1.74%포인트로 0.37%포인트 하락하였다.

27) 생명보험회사가 과거 고금리 시기에 판매한 저축성보험의 예상 지출액이 금융자산 기대운용수익을 상회하는데 기인한다. 수익·비용역마진율(적립이율 - 운용자산수익률)은 2008년 0.13%포인트에서 2019년 6월 0.95%포인트로 확대(한국은행 추정)되었다.

28) 국민연금의 경우 해외투자 비중이 2014년말 21.9%에서 2018년말 30.1%로 8.2%포인트 상승하였으며 대체투자 비중도 같은 기간중 10.7%에서 12.3%로 1.6%포인트 상승하였다(「2019~2028년 8대 사회보험 재정전망」, 19년 11월, 국회예산정책처).

29) 국민연금의 경우 기금운용수익률이 기본가정(2054년 적립금 소진)대비 1%포인트 하락시 적립금이 3년 빠른 2051년에 소진되고, 1%포인트 상승시 4년 늦은 2058년에 소진될 전망이다(「2019~2060년 국민연금 재정전망」, 19년 8월, 국회예산정책처).

대한 익스포저 증가는 신용·유동성리스크 증대 요인³⁰⁾으로 작용한다. 한편 부동산펀드, REITs 등 부동산 관련 익스포저가 확대됨에 따라 국내외 부동산시장 변동에 따른 시장리스크³¹⁾에도 유의할 필요가 있다.

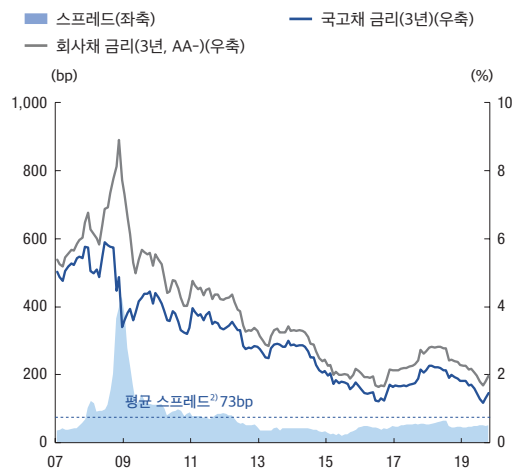
특히 레버리지 거래는 자산익스포저를 확대하여 수익을 늘릴 수 있지만 손실이 확대되면서 신용·유동성 리스크를 증폭시킬 수 있는 위험도 가지고 있다. 외환리스크 측면에서 살펴보면 과거 외환위기나 글로벌 금융위기 시에는 단기 외화자금조달에 따른 외화유동성리스크가 주된 위기 촉발경로로 작용하였다. 그러나 최근 국내 투자자의 해외투자가 증가하면서 외화유동성리스크³²⁾와 함께 해외의 채권시장 및 부동산시장 상황 변화 등에 따른 시장위험에도 직접적으로 노출되게 되었다.

나. 리스크 과소평가 가능성

과도한 수익률 추구는 리스크 평가의 관대화로 이어져 리스크 과소평가(underpricing)를 초래할 개연성이 크다. 특히, 공정가치 평가가 용이하지 않은 복잡하고 유동성이 낮은 금융상품의 경우 리스크 평가의 어려움이 가중된다. 최근 상당수 메자닌 채권이 0%의 이표금리로 발행³³⁾된 사례 등은 기초자산 리스크 평가의 적정성에 대한 논란을 유발하기도 하였다.

리스크 과소평가가 심화된 상황에서 금리 급등 등의 충격 발생 시 급격한 리스크 재평가(risk repricing)와 신용스프레드 확대를 유발할 가능성이 있다. 신용스프레드의 급격한 확대로 금융기관 등 투자자의 손실이 확대될 경우 보유 자산의 급매각(fire sale)을 초래하게 되면서 금융시장 전반으로 충격이 증폭·확대될 수 있다. 현재 국내 채권 신용스프레드(3년물 기준 회사채 AA-와 국고채)는 2019년 10월말 51bp로 2009년말(112bp) 대비 61bp 하락하였으며, 과거 평균(01년~19년 10월중 73bp) 보다 낮은 수준이다.

그림 III-18. 신용스프레드¹⁾



주: 1) 회사채 금리(3년, AA-) - 국고채 금리(3년)

2) 2001~19년 10월중 일평균

자료: 금융투자협회

30) 해외의 경우는 영국 A펀드의 환매 중단(19년 6월), 영국 B운용사의 펀드런(19년 6월), 국내의 경우는 메자닌채권, 무역금융 등 저유동성 자산을 편입한 C운용사의 개방형 펀드 환매중단(19년 10월) 등이 발생한 바 있다.

31) 금융감독원의 '부동산펀드 투자 현황' 자료에 따르면 부동산펀드 규모 기준으로 국내 상위 15개 운용사의 해외 부동산펀드 401개 중 48%인 191개가 마이너스 수익률을 기록하였다(19년 10월 국정감사).

32) 국내 투자자는 해외투자에 필요한 외화자금을 단기 스왑거래를 통해 조달하는 비중이 큰 것으로 파악된다. 보험회사의 경우 투자 자산 만기에 비하여 헤지기간이 짧은 외환스왑이 환헤지에서 차지하는 비중이 41.8%(16개사 공시 기준, 19년 6월말)이다.

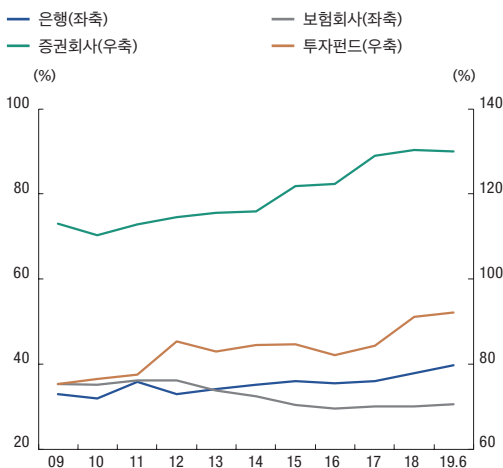
33) 2019년중(19년 10월말 누계) 발행된 메자닌채권 366종목 중 이표금리가 0%인 경우가 205종목에 달하였다.

다. 상호연계성 증대

증권회사와 투자펀드를 중심으로 레버리지 거래 등을 통한 금융기관 간 상호연계성이 강화되는 모습이다. 금융기관 간 상호연계성 강화는 대내외 충격을 시스템 리스크로 확산·증폭시키는 역할을 할 수 있다.

금융기관 간 상호연계성을 나타내는 총자산 대비 상호거래액 비율을 보면, 증권회사는 2009년말 113.0%에서 2019년 6월말 130.1%로 17.1%포인트 상승하여 상승폭이 가장 컸다. 같은 기간중 투자펀드는 16.8%포인트(75.4%→92.2%), 은행은 6.8%포인트(33.0%→39.8%) 상승하였으나, 보험회사는 4.8%포인트(35.3%→30.5%) 하락하였다. 더욱이 채권대차, TRS 거래 등 복잡한 레버리지 거래가 증가하고 초단기 익일물 RP거래(19년 3/4분기중 전체 RP거래의 97.9%)에 대한 의존도가 심화되면서 관련 리스크가 증폭될 가능성이 크다.

그림 Ⅲ-19. 금융기관의 총자산 대비 상호거래 비중¹⁾



주: 1) 비은행금융기관은 증권회사, 보험회사, 투자펀드 기준
자료: 한국은행

4. 시사점

투자자의 수익률 추구는 금융중개 기능의 효율적 작동과 금융혁신 등을 유도하는 촉매제이자, 특히 경기 둔화 국면에서는 위험자산에 대한 투자 확대 등을 통해 경제를 활성화시키는 역할을 해 왔다. 투자수익률이 하락함에 따라 영리를 목적으로 하는 투자자의 수익률 추구가 강화되는 것은 자연스러우며 정책의도에도 부합하는 현상이다. 그러나 수익률 추구 강화는 잠재리스크의 증대를 수반할 수 있음에도 유의하여야 한다.

국내의 경우 증권회사와 투자펀드를 중심으로 수익률 추구 강화 경향이 일부 나타나고 있으나 은행 등 타 금융업권의 경우 수익률 추구 경향이 아직까지 두드러지지 않고 있다. 또한 국내 금융기관들의 자본적정성 등 복원력이 과거보다 개선되어 시스템 리스크를 크게 우려할 상황은 아닌 것으로 판단된다. 그러나 제반 리스크 증대, 상호연계성 확대, 리스크 과소평가 등으로 시스템 취약성이 축적될 가능성에 대해 유의할 필요가 있다. 특히 향후 은행, 보험회사, 연기금 등 여타 금융기관들도 수익률 제고 압력이 커지고 있어 위험선호를 강화할 가능성을 배제할 수 없다.

이러한 금융환경에서 정책당국은 시스템 리스크의 과도한 축적을 억제하면서 금융산업의 건전한 발전을 도모하는 균형 있는 접근을 강화할 필요가 있다. 최근 사모펀드 등 일부 금융부문의 급격한 성장이 투자자의 수익률 추구와 관련이 큰 것으로 보이는 만큼, 이러한 변화가 시스템 리스크의 확대로 이어지지 않도록 금융상품 투자 및 금융기관의 영업행태 등에 대한 모니터링 체계를 더욱 확충해 나가야 하겠다.