

참고 5.

국내 비은행금융중개(NBFI) 현황 및 리스크 점검¹⁾

최근 금융여건이 완화 기조로 전환됨에 따라 비은행금융중개²⁾(Non-Bank Financial Intermediation, 이하 'NBFI')의 성장이 다시 본격화되면서 관련 리스크가 축적될 가능성이 있다. 이하에서는 국내 NBFI 현황과 함께 주요 리스크 요인을 점검하였다.

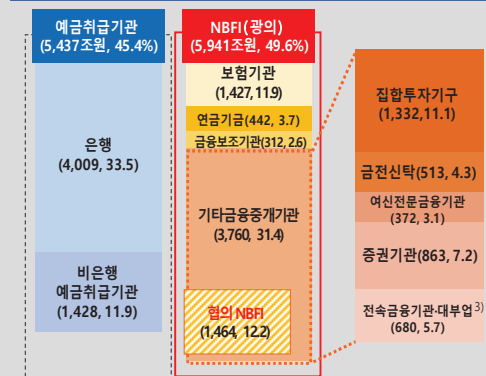
국내 NBFI 현황

기타금융중개기관(OFI)을 중심으로 증가

2024년 6월말(잠정) 기준 국내 NBFI 자산규모(광의 기준)는 5,941조원으로 전체 금융법인의 49.6%, 명목 GDP의 239% 수준이다. NBFI의 증가율(전년동기대비)은 2023년말 6.2%, 2024년 6월말 6.9%로 2022년중 금리상승의 영향으로 둔화되었던 증가세가 회복되었으나, 예년 평균³⁾에 비해서는 낮은 수준을 보이고 있다.

최근 NBFI의 규모 확대는 기타금융중개기관⁴⁾(OFI)이 주도한 것으로 나타났다. 2024년 6월 기준 NBFI 증가율 6.9%에 대한 OFI의 기여도는 4.0%포인트로, 이 중에서도 집합투자기구(2.8%포인트) 및 증권기관⁵⁾(0.9%포인트)의 기여도가 크게 나타났다. 이에 더해 연금기금은 퇴직연금을 중심으로 견조한 증가세를 지속하였으며, 보험기관⁶⁾은 회계기준 변경⁷⁾의 영향으로 2022~23년중 감소하였다가 2024년 들어 다시 증가하는 모습이다(참고 5-1).

참고 5-1. 국내 금융부문 구성 및 NBFI 현황¹⁾²⁾



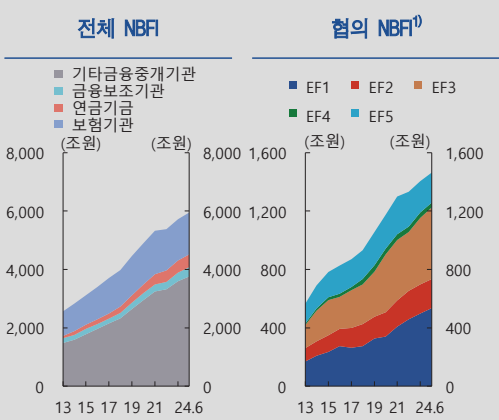
주: 1) 2024년 6월말 금융자산 기준
 2) 전체 금융부문 중 중앙은행 및 공적금융기관은 생략
 3) 전속금융기관은 유동화회사 및 금융지주회사로 구성
 자료: 한국은행

한편 시스템 리스크 유발 가능성이 높은 협의 NBFI⁸⁾는 1,464조원으로, 전체 NBFI 규모 대비 24.6%를 차

- 1) 본고는 이준성·박수연·박기관(증권보험분석팀), 김정연·이재승(자금순환팀)이 작성, 신준영(금융기관분석부장)·김경섭(증권보험분석팀장)이 검토하였다.
- 2) 비은행금융중개(Non-Bank Financial Intermediation, 이하 'NBFI')는 은행시스템 밖에서 신용중개기능을 제공하나 은행 수준의 건전성 규제를 받지 않는 금융기관 및 활동을 총칭한다. 본고의 NBFI 관련 수치는 금융안정위원회(FSB)의 모니터링 체계에 따라 기초 데이터를 재분류·가공하여 연말 기준으로 산출(24년 6월말은 잠정)한 것으로, 금융기관 업무보고서 및 자금순환통계 분류와 상이할 수 있다. 자세한 내용은 2023년 12월 한국은행 금융안정보고서 <참고 4> 「국내 비은행금융중개(NBFI)의 현황 및 특징」을 참조하기 바란다.
- 3) 2010~21년중 NBFI(광의 기준) 평균 증가율은 연 10.4% 수준이다.
- 4) NBFI 중 보험기관, 연금기금, 금융보조기관을 제외한 부문을 의미하며, 머니마켓펀드(MMF), 투자펀드, 리츠(REITs), 금전신탁, 여신전문금융기관, 증권기관, 유동화기구 등이 포함된다.
- 5) 본고에서 증권기관은 증권회사 및 한국증권금융을 의미한다.
- 6) 자금순환통계 기준으로 보험기관은 생명보험, 손해보험, 재보험, 공제조합, 공제회, 표준보증기구 등을 포함한다.
- 7) 보험기관의 총자산 감소는 보험회사 금융자산 분류 및 측정기준의 변경(IAS39 → IFRS9)에 따른 자산 시기평가, 보험계약 관련 회계기준의 변경(IFRS4 → IFRS17)에 따른 자산·부채항목 변경 등에 기인한다. 자세한 내용은 2023년 6월 한국은행 금융안정보고서 <참고 4> 「신 회계기준 도입이 보험회사 재무현황에 미치는 영향 및 평가」를 참조하기 바란다.
- 8) NBFI 중 신용중개과정에서 만기 및 유동성 변환, 레버리지 등으로 시스템 리스크 유발 가능성이 높은 금융부문을 '협의 NBFI'로 별도 분류한다.

지하는 것으로 나타났다. 협의 NBF도 2024년 6월말 기준 전년동기대비 4.8% 증가하여 2022년에 비해 증가폭이 커졌으나 예년의 증가세에는 미치지 못하고 있다. 협의 NBF의 규모를 5개의 경제적 기능⁹⁾ (Economic Function, 이하 ‘EF’)별로 살펴보면, 집합투자기구(EF1)¹⁰⁾가 536조원(36.6%) 수준으로 협의 NBF 내 가장 큰 비중을 차지하며, 증권회사(EF3)¹¹⁾ 488조원(33.4%), 유동화기구(EF5) 204조원(14.0%), 여신전문금융회사(EF2) 199조원(13.6%), 증권회사 채무보증(EF4) 36조원(2.4%) 순으로 나타났다(참고 5-2).

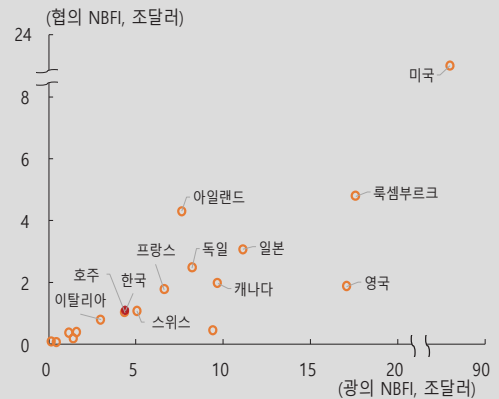
참고 5-2. 국내 NBF 증가 추이



주: 1) EF1(집합투자기구), EF2(여신전문금융회사), EF3(증권회사), EF4(증권회사 채무보증), EF5(유동화기구)
 자료: 한국은행, FSB

우리나라의 NBF가 글로벌 NBF에서 차지하는 비중은 2023년말 광의 기준 1.9%, 협의 기준 1.5%로 호주 및 스위스와 비슷한 규모이며, 주요국¹²⁾ 대비 크지 않은 편이다. 명목GDP 대비 NBF(광의 기준) 비율 (256%) 역시 글로벌 평균(276%)을 하회하고 있다 (참고 5-3).

참고 5-3. 주요국¹⁾ NBF 규모²⁾



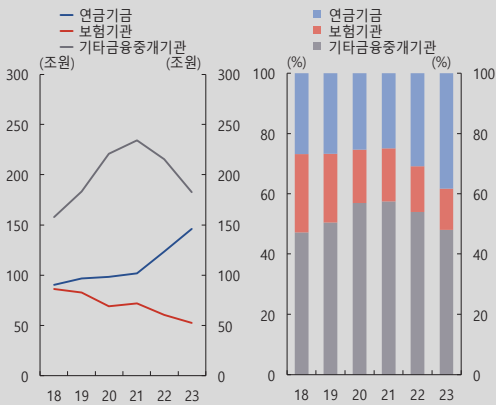
주: 1) FSB의 NBF 모니터링 참여 국가 중 OECD 회원국
 2) 2023년말 기준
 자료: 한국은행, FSB

NBF-은행 부문간 밀접한 상호연계

NBF는 은행 부문과 자산·부채 상호연계 측면에서 순자산 포지션(자금 순공급)을 보여 왔으며 동 규모가 꾸준히 확대되고 있다. NBF 부문(광의 기준) 중에서도 여가 집합투자기구, 증권기관, 금전신탁 등을 중심으로 은행 부문에 2023년말 기준으로 약 183조원의 자금을 순공급하였다. 보험기관도 자금을 순공급(약 53조원)하고 있으나 최근 들어 축소되는 모습이다. 특히, 최근 퇴직연금 시장의 가파른 성장세와 함께 지난해 말 퇴직연금이 은행에 약 146조 원 규모의 자금을 순공급하는 포지션을 나타냈다.¹³⁾ 이와 같이 NBF가 은행의 자금 조달 채널로 작동하고 있는 만큼 NBF의 유동성 상황이 예금취급기관에 미치는 영향도 증대된 것으로 판단된다(참고 5-4).

9) 협의 NBF 및 경제적 기능(EF)에 대한 상세한 내용은 2023년 12월 한국은행 금융안정보고서 <참고 4> 「국내 비은행금융중개(NBF)의 현황 및 특징」을 참조하기 바란다.
 10) EF1에는 개방형으로 운용되는 MMF, 채권형펀드, 혼합형펀드 등이 포함된다. 폐쇄형펀드는 가입 및 환매가 제한되어 있어 대량 환매에 따른 시스템 리스크 발생 가능성이 크지 않기 때문에 EF1에서 제외된다.
 11) EF3에는 증권기관(증권회사 및 한국증권금융) 중 은행지주 계열이 아닌 증권회사만 포함된다.
 12) 2023년말 주요국 NBF의 글로벌 대비 비중(광의 기준)은 미국 36.0%, 영국 7.2%, 일본 4.7%, 캐나다 4.1%, 독일 3.5% 등이다.
 13) 이에 따라 NBF의 은행 부문에 대한 자금 순공급 규모에서 퇴직연금이 차지하는 비중이 2023년말 38.3%로 2022년 이후 상당히 높아졌다.

참고 5-4. NBF의 은행에 대한 순자산 규모 및 비중¹⁾



주: 1) NBF에서 은행으로의 자금흐름(NBF → 은행)에서 역방향으로의 자금흐름(은행 → NBF)을 차감(추정치)
 자료: 한국은행, FSB

주요 NBF 부문의 잠재리스크 점검

최근 가파른 증가세를 보이는 집합투자기구(EF1)와 증권회사(EF3)를 중심으로 협의 NBF의 리스크 요인을 점검하였다.

집합투자기구(EF1): 레버리지 확대 및 환매위험 잠재

대량환매에 취약한 집합투자기구(EF1)의 경우 MMF와 채권형펀드가 대부분을 차지하고 있으며, 퇴직연금·보험기관(공제기관 포함) 등의 투자수요에 힘입어 최근 높은 증가세¹⁴⁾를 시현하고 있다.

EF1의 리스크 요인을 살펴보면, 채권형펀드를 중심

으로 레버리지¹⁵⁾가 상승하였다. 최근 국내 펀드시장의 성장은 사모펀드¹⁶⁾가 주도하고 있는데, 펀드 유형별로 레버리지를 산출한 결과 사모 채권형펀드의 레버리지 상승이 두드러졌다. 동 펀드는 주로 RP매도를 통해 금전을 차입하는 레버리지 펀드인 레포펀드¹⁷⁾ 형태이다. 이들 펀드는 채권보유 비중이 높아 RP매도를 통한 조달이 수월하여 레버리지 투자 전략이 적극 활용되는 것으로 보인다. MMF는 기관 투자자 중심으로 펀드의 대형화가 가속화되는 데다 사모 비중도 상승¹⁸⁾하였다. 이에 따라 펀드들의 자금 유출입 패턴의 동조화 경향이 높아지는 구조로 전환되고 있어 금융 스트레스 발생 시 대량환매 압력에 취약할 수 있다. 2022년 레고랜드 사태 당시 시장 불안으로 촉발된 대규모 환매 요구로 펀드시장이 위축된 경우와 같이, 펀드의 과도한 레버리지 축적은 금융시장의 스트레스 상황 발생 시 마진콜이나 대규모 환매 요청에 따른 유동성리스크를 확대시킬 수 있음에 유의해야 한다(참고 5-5).

14) 국내 EF1 증가율(%): 2019년 17.7 → 2020년 5.6 → 2021년 19.0 → 2022년 12.0 → 2023년 9.4

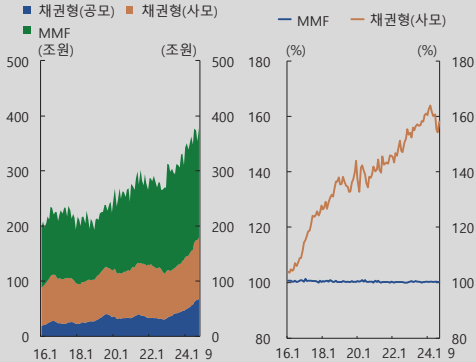
15) FSB는 EF1의 레버리지를 순자산가치(NAV) 대비 운용자산(AUM)의 비율로 산출하고 있다.

16) '자본시장과 금융투자업에 관한 법률'에 따르면 공모펀드는 금전의 차입이 원칙적으로 금지되어 있는 반면, 사모펀드(일반 사모집합투자기구)의 경우 순자산의 400%까지 차입이 가능하다.

17) 최근 사모 채권형펀드는 RP매도를 통해 레버리지 확대 전략을 활용하여 초과수익률을 추구하는 레포펀드가 주를 이루고 있으며 연기금, 공제회 등의 기관투자자가 레포펀드의 주요 투자자이다. 레포펀드는 보유 채권을 담보로 기관간 RP매도를 실행하여 자금을 조달하고 동 자금으로 금융채, 회사채 등의 신용채권에 투자하는 펀드를 의미한다.

18) 2024년 9월말 기준으로 설정액이 1조원 이상인 공모 MMF의 전체 규모가 107.3조원(펀드당 2.6조원)에 달하며 사모 비중도 2020년말 19.1%에서 2024년 9월말 29.5%로 큰 폭 상승하였다. 상대적으로 자금유출입 변동성이 큰 연기금과 같은 기관투자자들이 공모 MMF에도 대거 투자하고 있어 MMF 전체적으로 자금흐름의 공행성(comovement)이 강화되고 있다.

참고 5-5. 국내 집합투자기구(EF1 관련) 현황

MMF 및 채권형펀드 규모¹⁾ MMF 및 채권형펀드 레버리지²⁾

주: 1) 기관전용 사모펀드는 미포함
 2) 운용자산(AUM)/순자산가치(NAV)
 자료: 금융투자협회, 한국은행 시산

증권회사(EF3): 레버리지 및 증권금융거래 확대

단기자금 조달에 의존한 시장중개를 수행하는 증권회사(EF3)의 경우 금융당국의 투자은행(IB) 육성정책, 자본규제 개편 등에 힘입어 2016년 이후 증권회사의 자산 규모가 빠르게 성장하였다. 이러한 가운데 협의 EF3 기준 증권회사 규모가 협의의 NBF에서 차지하는 비중도 2024년 6월말 33.4%에 달하고 있다.

증권회사는 특히 금리 하락기에 대체로 레버리지를 확대하는 경향을 보이는 가운데 증권금융 거래(securities financing trades)를 통해 채권 보유를 지속적으로 늘리며 레버리지 투자를 확대하여 왔다.

증권회사의 채권대차시장을 통한 채권 차입¹⁹⁾ 규모는 2024년 3/4분기말 기준 58.7조원에 달하며, 기관간 RP매도²⁰⁾ 잔액 역시 94.3조원으로 역사적으로 볼 때 예도 높은 수준이다²¹⁾.

향후에도 금융여건이 완화되는 과정에서 기관간 RP를 통한 시장성 단기자금 조달에다 채권대차 거래가 지속적으로 증가하면서 증권회사의 레버리지가 확대될 가능성이 있다. 이에 따라 금융부문 간 상호연계성이 증권금융 시장을 통해 더욱 밀접해질 것으로 보인다. 금융시장에 스트레스가 발생하는 상황에서는 증권금융 거래에 수반되는 증거금의 마진콜 이슈²²⁾ 등이 부각되면서 증권회사의 유동성 부담이 가중되고 증권회사는 이러한 충격을 금융시스템에 확산시키는 경로로 작동할 우려가 있다²³⁾(참고 5-6).

19) 증권회사가 채권대차시장의 주된 채권 차입자로 전체 차입 거래의 87.2%(2020-24년 1-10월 평균)를 차지하며, 대여자는 주로 은행, 보험, 연기금 등으로 구성된다. 증권회사는 신용채권 스프레드가 확대되어 있을 때 신용채권을 매입 후 동 채권을 담보로 국채를 차입하는 대차거래를 실행하고 다시 RP매도를 실행하여 신용채권을 매입하는 등의 레버리지 및 차익 거래를 실행한다. 또한, 시장금리 상승 시에는 보유채권에 대한 헤지를 위해 대차거래를 실행하기도 한다.

20) 전체 기관간 RP매도 잔액에서 증권회사가 차지하는 비중은 48.5%(2020-24년 1-9월 평균)로 주된 차입 주체이다.

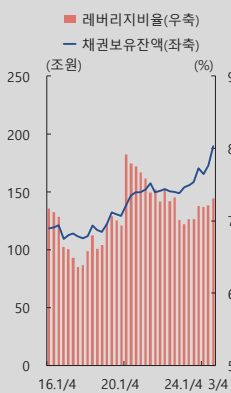
21) 기관간 RP매도를 통해 조달한 자금으로 채권 투자를 늘려왔으며 최근의 금리 급등기가 마무리된 2023년 이후에는 다시 RP매도가 빠르게 늘어나고 채권 차입도 높은 수준을 유지하고 있다.

22) FSB는 시장참가자의 스트레스 상황 시 마진콜 급증 등에 대응할 수 있는 유동성 관리체계 및 거버넌스 강화, 유동성 스트레스 테스트, 담보 확보 방안 마련 등에 대해 논의하고 정책권고안을 발표하였다. 자세한 내용은 「Liquidity Preparedness for Margin and Collateral Calls」(FSB, 2024년 12월)를 참고하기 바란다.

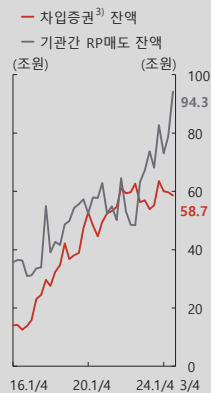
23) 금융당국은 RP거래 시 현금성자산 보유의무를 부과(2020년)한 가운데 대차중개기관의 담보관리를 강화(담보인정비율 하향 등)하는 조치를 시행(2019년)하였다. 이러한 조치에도 불구하고 2022년 이후에도 증권금융 거래는 꾸준히 확대되는 모습이다.

참고 5-6. 국내 증권회사(EF3 관련) 현황

증권회사¹⁾의 레버리지²⁾ 및 채권보유 잔액



증권회사의 증권금융 거래 잔액



주: 1) EF3(은행지주 계열 증권회사 제외) 기준
2) 금융자산/총자산
3) 채권 차입 기준
자료: 금융기관 업무보고서

시사점

향후 대내외 금융환경은 완화 기조를 이어갈 것으로 예상된다. 과거 우리나라 비은행금융중개(NBFI) 자산 규모는 완화적 금융여건에서 더욱 빠르게 증가하는 경향²⁴⁾을 보여 왔던 만큼, NBFI의 리스크 축적 속도가 빨라질 가능성에 유의할 필요가 있다. 향후 NBFI의 양적 성장이 가속화되는 과정에서 만기 및

유동성 변환이 심화되는 데다 레버리지가 과도하게 축적²⁵⁾될 경우 금융시스템의 취약성이 한층 높아질 우려가 있다. 특히, 국내 NBFI에서 차지하는 비중이 큰 집합투자기구와 증권회사는 시장기반 금융(market-based finance)의 특성이 여타 부문에 비해 강한 데다 금융시스템 내에서 시스템적 중요 부문²⁶⁾으로 기능하고 있는 만큼 유동성 및 레버리지 관리에 특히 유의할 필요가 있다. 아울러, 규제차익과 초과수익을 추구²⁷⁾하는 새로운 금융거래가 나타날 가능성도 있는 만큼 전통적인 비은행금융중개 부문의 리스크 축적 양상에 대한 모니터링뿐만 아니라 비전통적 금융수단에 의한 새로운 리스크²⁸⁾를 파악하기 위한 노력도 병행할 필요가 있다.

- 24) NBFI(광의 기준) 증가율(전년말대비)은 금리(국고채 3년물 기준) 하락기에 9.9%(2018-20년 평균)로, 금리 상승기(2021-23년 평균 5.3%)에 비해 약 2배에 달한다.
- 25) 금융안정위원회(FSB)도 비은행 금융부문의 레버리지 축적으로 인한 취약성에 주목하여 금년부터 NBFI의 레버리지 모니터링과 정책대응을 위한 논의를 진행하고 있다. 자세한 내용은 「Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation」(FSB, 2024.7)을 참고하기 바란다.
- 26) FSB는 특히 증권회사가 금융시스템 내에서 증권시장에 유동성을 공급하는 중요한 신용중개 채널로 작동하는 한편 레버리지, 만기 및 유동성 변환과 관련된 취약성을 내재하고, 금융시스템에 스트레스를 확산·증폭시킬 수 있다고 평가하였다. 자세한 내용은 「Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation」(FSB, 2024년 12월)을 참고하기 바란다. 아울러, 「국내 비은행금융중개의 현황 및 잠재리스크」(조사통계월보, 2018년 10월)에서도 증권회사, 집합투자기구 등이 금융시스템 내 상호연계 측면에서 중요 부문임을 분석하였다.
- 27) 2019년 발생한 라임자산운용으로부터 시작된 펀드 환매중단 사건에서도 TRS(Total Return Swap, 총수익스왑) 등 파생상품을 이용한 규제 우회와 위험성이 드러난 바 있다. 당시 자산운용사들은 TRS를 통해 사실상의 레버리지를 활용하였으나, 이는 당시 규정상 펀드의 레버리지에 과소반영되었다. 이와 관련하여 2020년 4월 금융당국은 사모펀드 현황평가 및 제도개선 방안 최종안을 발표하고 TRS를 이용한 레버리지가 명시적으로 반영되도록 제도를 개선하였다.
- 28) 해외에서는 사모신용(Private Credit), 사모투자(Private Equity) 등의 사모시장이 확대되고 있다. 지분투자(Private Equity Fund), 대출공급(Private Debt Fund) 등을 위한 사모펀드 거래가 확대되며, 보험회사의 자산 및 부채를 연계하는 사모투자(PE-linked Asset Intensive Reinsurance)도 늘어나는 모습이다. 자세한 내용은 「Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation」(FSB, 2023.12), 「Shifting landscapes: life insurance and financial stability」(BIS, 2024.9) 등을 참고하기 바란다.