

OPINION

선임연구위원
이효섭

금융시장 변동성 확대에 따른 금융산업 리스크 대응 방향*

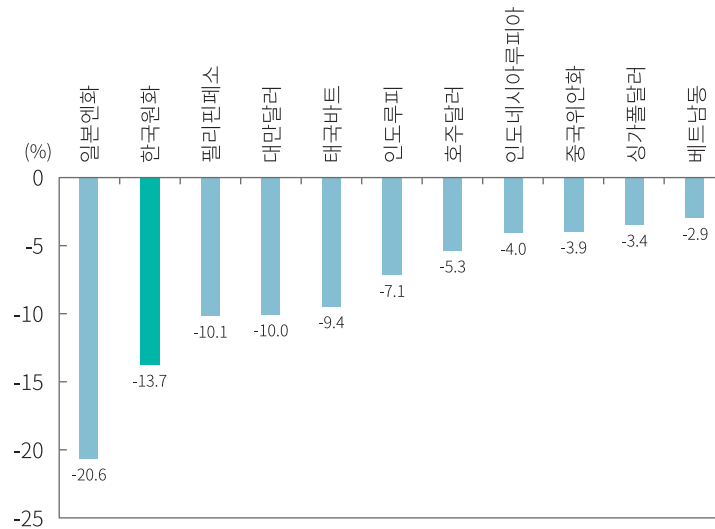
미국 기준금리 인상과 글로벌 경기후퇴 우려가 부각되며 국내 외환시장, 주식시장, 채권시장, 단기자금시장 등 주요 금융시장의 변동성이 확대되고 있다. 특히 전 세계적으로 미국 달러화 강세가 지속되는 가운데 안전자산 선호 현상이 가속화될 수 있어 국내 주가지수와 주요 채권 가격이 하락할 개연성을 배제할 수 없다. 금융시장의 변동성이 단기간에 확대되면 금융회사들은 자금의 운용과 조달 과정에서 손실위험에 노출될 수 있다. 장외파생상품 계약 관련 외화증거금 납부 의무, 국내외 주가지수 하락에 따른 ELS 마진콜 개연성, 시장금리 상승에 따른 보유채권의 손실 위험, 부동산PF 기초 ABCP 차환과정에서 유동성 위험 등이 대표적인 리스크 요인이다. 이에 금융당국은 금융시장의 변동성 완화를 위해 증시안정펀드, 채권안정펀드, 외환시장안정펀드의 설정과 운용에 관한 제도를 마련하고 금융위기 상황에서 공매도 제한과 주요 파생상품의 포지션 한도 설정을 고려할 필요가 있다. 더불어 비은행권 금융회사의 손실로 인해 금융안정을 위협하지 않도록 한은법 개정을 통한 유동성지원 기구 프로그램을 정례화하고, 과거 금융안정기금과 유사한 다양한 유동성지원 제도 마련을 검토할 필요가 있다. 다만 자본시장 안전망 확대에 대한 기대로 금융회사들이 고위험 투자를 늘리지 않도록 손실에 대한 자기책임 원칙을 엄격히 부여하고 금융회사의 선제적 위험관리 강화를 유도하는 것이 바람직하다.

금융시장 리스크 점검

최근 원달러 환율은 1,360원을 넘어서며 2009년 4월 이후 가장 높은 수준을 기록했다. 2022년 들어 미국 달러화 대비 원화 가치는 13.7% 하락했는데 일본 엔화를 제외하고는 아시아 주요국 통화 중에서 달러화 대비 하락 폭이 가장 크다(그림 1) 참조). 미국 연준의 기준금리 인상 및 경기 후퇴 우려로 전 세계적으로 미국 달러화 강세가 관찰된 가운데, 한국은 무역수지 적자 및 한미 금리차 역전 등의 이유로 원화 가치 하락세가 지속되고 있다. 외환시장에서 관찰되는 수요와 공급 역시 우호적이지 못하다. 올해 국내 주식시장에서 외국인 투자자는 순매도를 기록하고 있고, 국내 연기금과 개인투자자들은 해외투자 규모를 늘리고 있어 원달러 환율의 상승 압력으로 작용하고 있다. 그뿐 아니라 원달러 환율이 임계수준을 초과하여 상승하면 주요 금융기관들이 상품 운용 과정에서 추가 달러 증거금을 요구받아 원달러 환율의 상승을 초래하는 등 외환시장의 쏠림 우려가 제기되고 있다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

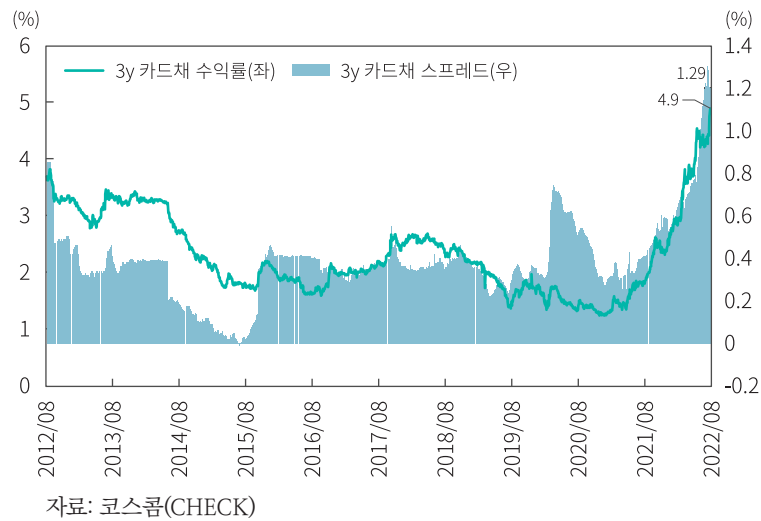
〈그림 1〉 아시아 주요국 통화의 미(美) 달러 대비 가치 변동('22년 기준)



자료: 한국은행 경제통계시스템, 2022년 1월 1일 ~ 2022년 8월 31일 기준

원달러 환율의 상승세가 지속되면 주식시장과 채권시장의 변동성이 동반 확대될 수 있어 주의가 필요하다. 미국 달러화는 안전자산을 대표하는 상품으로 인식되어 미국 달러화 강세가 지속되면 글로벌 기관투자자들은 주식, 회사채 등의 위험자산을 팔고 미국 국채 등 안전자산을 매입하여 주가지수와 회사채 가격이 큰 폭으로 하락할 수 있다. 실제 KOSPI, KOSDAQ 지수는 올해 들어 각각 17%, 22% 하락했는데 2022년 1~8월 동안 외국인 투자자는 국내 주식시장에서 14조원의 순매도를 기록했다. 원화 가치의 하락 추세가 지속되면 외국인 투자자는 국내 주식을 매도할 개연성이 크고 외국인 투자자의 국내 주식 매도는 다시 원달러 환율 상승으로 이어질 수 있다. 회사채 금리도 가파르게 상승하고 있다. 2022년 8월말 현재 3년 만기 AA-, BBB- 등급 회사채 수익률은 4.7%, 10.5%로 2021년말 대비 220bp 상승했다. 동기간 3년 만기 카드채 수익률은 4.9%로 수익률의 절대 수준과 신용 스프레드(120bp) 모두 지난 10년 동안 가장 높은 수치를 기록하고 있다(〈그림 2〉 참조). 한국은행의 기준금리 인상과 경기 후퇴 가능성에 따른 부도위험 증가로 주요 회사채 금리가 빠르게 상승한 것으로 보인다. 원화 가치가 하락하면 원화 채권의 부도 위험이 커져 CDS 프리미엄이 증가하게 되는데, CDS 프리미엄의 상승은 다시 외국인과 기관투자자의 채권 매수 수요를 감소시켜 시장금리의 상승으로 이어질 수 있다.

〈그림 2〉 3년 만기 카드채 수익률 및 신용 스프레드 추이



외환시장, 주식시장, 채권시장 못지않게 단기자금시장의 변동성도 확대되고 있다. 2022년 8월말 현재 CD91일물, CP91일물 금리는 2.92%, 3.07%로 2021년말 대비 각각 160bp, 150bp 상승하는 등 전년 대비 단기자금 조달 비용이 약 2배 상승했다. 문제는 저신용 등급 CP금리가 빠르게 상승하고 있어, 일부 기업들은 단기로 자금을 빌리는 데 상당한 어려움을 겪고 있는 것으로 보인다. 2022년 6월말에는 분기말 자금결제 수요가 몰리면서 RP금리가 큰 폭으로 상승했으며 MMF에서 상당한 자금 유출이 관찰되었다. 만약 기업의 차환수요가 증가하는 가운데 CP 발행이 어려워지면 Repo 시장의 결제불이행 위험이 증가하고, MMF에서 자산 급매 현상이 관찰되어 채권시장과 주식시장 전반으로 위험이 확산할 가능성이 있다. 이처럼 금융시장의 변동성이 확대됨에 따라 금융회사들도 자금의 운용과 조달 과정에서 상당한 손실위험에 노출될 수 있다. 이에 본고에서는 금융시장 변동성 확대에 따른 금융회사의 손실 위험을 진단하고 금융회사의 리스크 대응 방향을 제시하고자 한다.

변동성 확대에 의한 금융회사의 손실위험

원달러 환율이 임계 수준을 넘어 상승하면 금융회사들은 외환 관련 파생상품 계약에서 상당한 손실을 기록할 수 있다. 예를 들어 외화자산 가치변동 위험을 헤지하기 위해 통화옵션을 매도한 금융회사의 경우, 원달러 환율과 변동성이 동시에 상승하면 상당한 평가손실을 기록할 수 있다. 외국계 은행들과 장외파생상품 계약을 체결한 금융회사들도 원달러 환율 상승시 추가 담보 요구를 받을 수 있다. 외국계 은행들이 국내 금융회사로부터 원화로 담보를 받고 담보 상한이 설정된 경우, 원달러 환율 상승시 담보 가치가 하락해 국내 증권회사들은 추가 담보를 제공해야 한다. 보험회사 역시 원달러 환율 변동에 따른 손실위험에 노출될 수 있다. 보험회사는 보유한 외화자산의 환율 변동 위험을 헤지하기

위해 통화스왑, FX스왑, 통화옵션 등을 활용하는데, 원달러 환율이 단기간에 빠르게 상승하면 보유한 파생상품 계약에서 평가손실을 기록할 수 있다.

주가지수가 단기간에 큰 폭으로 하락하면 증권회사는 ELS 헤지운용 과정에서 상당한 평가손실을 기록할 뿐 아니라 대규모 마진콜 요구를 받을 수 있어 주의가 필요하다. 2020년 3월 코로나19가 전 세계적으로 확산함에 따라 국내외 주가지수가 단기간 30% 내외의 하락을 기록했는데 이때 국내 증권회사는 ELS 헤지 목적으로 보유한 파생상품 매도 포지션에서 평가손실을 기록하고 대규모 외화증거금 납부를 요청받았다. 당시 일부 증권회사는 외화증거금을 추가로 납입하기 위해 외환시장과 FX 스왑시장에서 대규모 달러 매수를 요청하였는데, 이는 외환시장의 수급불균형으로 이어져 원달러 환율이 급격히 상승했으며 원화 단기자금 수요 또한 급격히 증가해 CP금리가 급등하는 등 금융회사의 유동성 위험이 제기되었다. 최근 홍콩H지수는 2020년 3월 및 2016년초 홍콩H지수 관련 위기 당시보다 낮은 수준인 6,550pt까지 하락한바 있으며 유로스톡스, S&P500 지수 등도 높은 변동성을 보이며 하락하고 있어 ELS 헤지운용 관련 위험이 확대되고 있다. 주가지수가 단기간 큰 폭으로 하락하면 보험회사도 변액보험 관련 손실 위험에 노출될 수 있다. 변액보험 비중이 높은 생명보험회사의 경우 국내외 주가지수가 빠르게 하락하면 보증준비금을 쌓아야 하는데, 이때 보증준비금 적립 규모에 따라 상당한 평가손실을 기록할 수 있다.

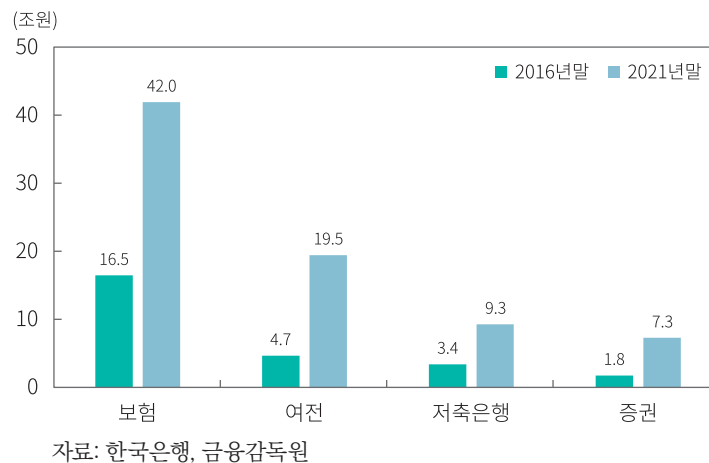
시장금리가 빠르게 상승하면 금융회사들은 보유채권에서 상당한 평가손실을 기록할 수 있다. 2021년말 기준 보험회사, 증권회사의 보유채권 규모는 720조원, 270조원으로 10년전 대비 각각 117%, 145% 증가했다. 2022년 들어 대부분 만기에 걸쳐 국고채와 회사채 수익률이 180bp 내외 상승했기 때문에 금융회사 보유채권의 듀레이션을 1년으로 가정할 경우 보험회사와 증권회사는 채권 포지션에서 각각 12.9조원, 4.8조원 규모의 평가손실을 기록한 것으로 예상할 수 있다.¹⁾ 보험회사는 시장금리 상승 시 보험부채가 감소하여 보유채권의 평가손실을 일정부분 상쇄할 수 있으나, 증권회사는 국채선물 등을 통해 적극적으로 위험관리를 하지 않으면 보유채권에서 상당한 손실이 발생할 수 있다. 회사채 금리가 빠르게 상승하면서 기업의 부도 위험이 증가하는 것도 위험 요인이다. 최근 한국은행 금융안정보고서에 따르면 2017년 이후 시장금리 하락에도 불구하고 영업이익으로 대출이자를 감당하기 어려운 한계기업과 취약기업의 비중은 꾸준히 증가하고 있으며, 부도 확률이 높은 고위험 기업 비중 또한 증가하고 있다. 2022년 9월말 코로나19 관련 채무상환 유예가 종료되면 한계기업들의 부도 위험이 더욱 증가할 수 있어 저신용 등급 기업 여신 비중이 높은 금융회사의 경우 손실위험이 커질 수 있다.

단기자금시장의 조달 비용이 증가하는 것도 금융회사의 주된 위험 요인으로 꼽을 수 있다. 3개월 A3- CP금리는 2021년 8월말 3.9%를 기록했으나 최근 6.0%로 210bp 증가했다. 일부 여신전문금융회사의 경우 차환수요가 증가하는 가운데, CP 발행이 어려워져 여전채 금리의 상승으로 이어지고 있다.

1) 상당수 보험회사와 증권회사는 국채선물, 금리스왑 등을 활용해 채권금리 상승에 따른 손실위험을 헤지하는 것으로 알려져 있다.

무엇보다 단기자금시장은 부동산PF 등과 연계성이 높아 주의가 필요하다. 보험회사, 여신전문금융회사, 저축은행, 증권회사 등은 비이자 수익 확대를 위해 부동산PF 익스포저를 늘려왔다. 실제 비은행권 금융회사의 부동산PF 대출잔액은 2021년말 78.1조원으로 2016년말 26.4조원 대비 3배 증가했다(〈그림 3〉 참조). 이와 관련해서 유동화를 목적으로 설립된 특수목적회사(SPC)가 부동산PF 대출을 기초로 ABCP 발행을 확대했는데, 단기자금시장의 조달 비용이 증가하고 부동산 경기가 위축되면 ABCP의 차환 발행이 어려워져 관련 채무보증을 수행한 금융회사가 큰 손실을 볼 수 있다. 부동산PF의 경우 부도 상관관계가 높고, 부도 발생시 손실 전이 위험이 크기 때문에 부도 확률이 높은 중순위와 후순위 부동산PF를 중심으로 각별한 모니터링이 필요하다.

〈그림 3〉 비은행권 부동산PF 대출잔액 추이



금융산업 리스크 대응 방향

이상을 요약하면 대내외적 요인으로 인해 외환시장, 주식시장, 채권시장, 단기자금시장의 변동성이 확대될 수 있으며, 금융시장의 변동성 확대로 인해 일부 금융회사는 자금의 운용과 조달 과정에서 상당한 손실위험에 노출될 수 있다. 이에 금융당국은 지정학적 리스크 부각, 신흥국 부도 위기 등 예상치 못한 악재가 발생하여 금융시장의 변동성이 추가로 확대되지 않도록 시장안정 프로그램을 제도화할 필요가 있다. 예를 들어 주가지수가 일정 수준 이하로 하락하면 캐피탈 콜(Capital Call) 방식으로 증시안정펀드를 설정하고, 주가지수가 추가로 하락하면 증시안정펀드의 매입을 확대하고 공매도를 금지하며 최악의 경우 주가지수선물의 매도 포지션 한도의 설정을 검토할 수 있다. 채권시장 역시 시장금리가 일정 수준 이상으로 상승하면 캐피탈 콜 방식으로 채권시장안정펀드를 설정하고, 시장금리의 추가 상승시 채권시장안정펀드의 매입을 확대하고 국채선물의 매도 포지션 한도를 설정할 수 있다. 외환시장의 경우 원달러 환율이 일정 수준 이상으로 상승하면 외환시장안정펀드를 설정하고, 원달러 환율의

추가 상승시 외환시장안정펀드로 하여금 달러 매도를 확대하고 주요 연기금과 기관투자자로 하여금 통화스왑, 선물환매도 등의 유도를 검토할 수 있다. 이때 금융회사와 유관기관 등이 증시안정펀드, 채권시장안정펀드, 외환시장안정펀드에 출자하는 금액에 한해 건전성 규제 및 세제 관련 인센티브를 제공하고 해당 펀드들의 이익분배와 손실감면 규정 마련을 검토할 필요가 있다.

다음으로 금융회사의 건전성과 유동성 위험이 커져 시스템리스크로 확대되지 않도록 비은행권 유동성지원 기구 설립 및 운영을 제도화할 필요가 있다. 미국 연방준비은행은 2008년 금융위기와 2020년 초 코로나19 확산 당시 다양한 유동성지원 기구를 설립하여 CP, ABCP, MBS 등을 매입하고 프라이머리딜러(Primary Dealer)에 대한 1일 유동성을 지원한 바가 있다. 이처럼 위기 상황 발생시 주요국 중앙은행의 비은행권에 대한 유동성지원 사례를 참고하여 한국은행도 CP, ABCP, 여전채 등의 매입을 위한 유동성지원 프로그램을 정례화할 필요가 있다. 이를 위해 한은법 개정을 통해 공개시장에서의 매매대상 채권을 CP, ABCP, 회사채 등으로 확대하는 것이 필요하다. 나아가 금융회사의 부실을 사전에 방지하고 이로 인한 대규모 공적자금 투입을 최소화하기 위해 과거 한시적으로 운영했던 금융안정기금 제도를 상시화하는 것이 필요하다.

한편 증시안정펀드, 채권시장안정펀드, 유동성지원 기구 등 자본시장의 안전망이 확대되면 금융회사들이 위험관리를 소홀히 하고, 오히려 고위험 투자를 확대하는 등 부작용이 우려된다. 즉 금융회사가 평상시에는 과도한 이익을 추구하고 위기 상황시 정부로부터 손쉽게 유동성을 지원받도록 하면 금융회사의 도덕적 해이를 초래할 수 있다. 따라서 금융당국은 자본시장 안전망 확대에 앞서 건전성 규제, 충당금 적립 등 금융회사에게 손실에 대한 자기책임 원칙을 엄격히 부여하고 금융회사가 선제적으로 위험관리를 강화할 수 있도록 유도하는 것이 바람직하다.