

은행 특정금전신탁을 통한 ETF·ETN 투자의 특징과 위험요인 *

연구위원 권민경

최근 들어 특정금전신탁을 통한 은행의 ETF·ETN 편입규모가 과거에 비해 크게 증가하였다. 그 중에서도 특히 레버리지·파생형 종목의 편입규모가 빠르게 늘어나는 추세이다. 레버리지 종목은 성과 변동성이 매우 높아 초고위험 상품으로 볼 수 있으며, 이를 완화하기 위해 자동해지특약을 부여하더라도 기초지수에 비해 여전히 높은 변동성 위험을 나타낸다. 파생형 종목 중 가장 많이 활용되는 양매도 전략의 경우 변동성 위험은 낮지만 기초지수 못지않게 큰 폭의 수익률 하락 가능성이 있으며, 특히 상승장에서도 손실이 발생할 수 있어 일반적인 투자상품과는 성격이 다르다. 만약 고객들이 이러한 위험요인을 충분히 인지하지 못한다면 향후 소비자피해가 발생할 수 있으므로 이를 사전에 예방하려는 노력이 필요할 것으로 보인다.

금융감독원, 은행 특정금전신탁 관련 소비자경보 발령

지난 3월 금융감독원은 은행의 특정금전신탁 투자자를 대상으로 소비자경보 2018-1호를 발령하였다.¹⁾ 레버리지 또는 인버스 형태의 ETF를 편입하는 고위험 금전신탁상품 판매가 급증하는 가운데 해당 상품의 위험성을 널리 알려 소비자피해를 사전에 예방하겠다는 것이다. 이는 2012년 소비자경보 제도 도입 이후 금융감독원이 특정 금융상품을 대상으로 발령하는 첫 번째 경보이다.

금융감독원에 따르면 특정금전신탁을 통해 은행이 편입한 ETF 규모는 2015년 1.5조원에서 2017년 8.0조원으로 대폭 증가하였다. 문제는 이 중 상당부분이 레버리지 및 인버스 종목이라는 것이다. 은행 특정금전신탁은 2015년 2,694억원 상당의 레버리지 및 인버스 ETF를 편입하였으나 2017년에는 그 규모가 4.1조원에 달하여 2년 사이에 무려 15배나 늘어났다. 뿐만 아니라 2018년 1~2월에는 월평균 6,379억원이 판매되어 2017년 월평균 판매금액(3,449억원)을 훌쩍 뛰어넘는 등 그 추세가 더욱 가속화되고 있다.

이러한 현상은 ETF 뿐 아니라 ETN에 대해서도 동일하게 나타날 수 있다. 최근 은행은 ETF신탁과 비슷한 성격을 가진 ETN신탁 판매에도 박차를 가하는 양상이다. 2016년 첫 출시된 ETN신탁은 그 동

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

1) 금융감독원, 2018. 3. 29, 「고위험 ETF 은행신탁상품」 투자 관련 소비자경보 발령, 보도자료.

안 ETF신탁의 그늘에 가려 많은 관심을 받지 못했지만, 최근 파생상품을 기초자산으로 하는 ETN의 인기와 더불어 빠르게 성장하고 있다. ETN 역시 레버리지 및 인버스 종목군을 보유하고 있을 뿐 아니라, 옵션 등 파생상품을 폭넓게 활용한다는 점에서 ETF와 마찬가지로 고위험 종목이 존재한다. 따라서 ETF신탁 뿐 아니라 ETN신탁에서도 마찬가지로 소비자피해가 발생할 수 있다.

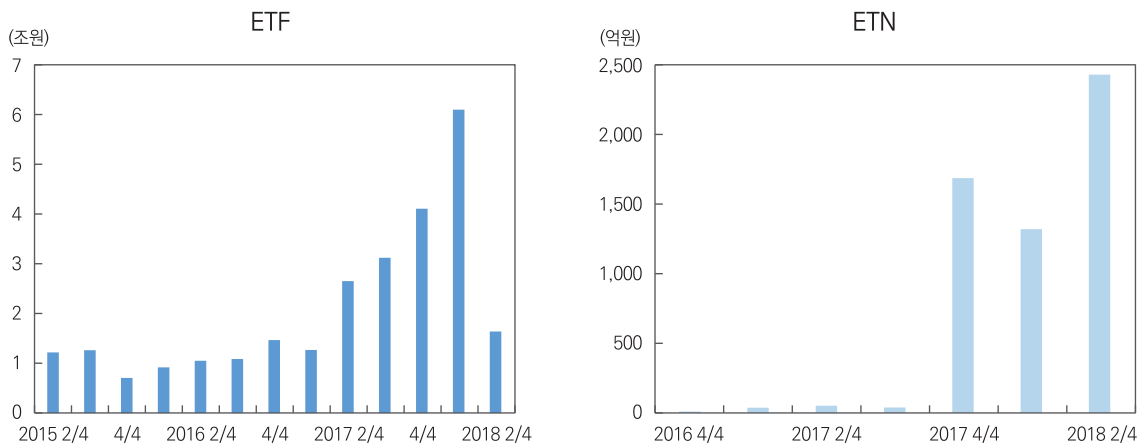
이에 본고에서는 은행 특정금전신탁을 통해 편입된 ETF·ETN의 주요 특징을 살펴보고 이들이 지닌 잠재적 위험요인을 알아보도록 하겠다.

은행 특정금전신탁을 통한 ETF·ETN 투자의 특징

2015년 이후 은행이 거래소를 통해 매수한 ETF·ETN 현황자료²⁾를 분석한 결과 다음의 세 가지 특징을 발견할 수 있었다.

첫째, 은행의 ETF 매수금액은 빠르게 증가하다가 최근 주춤하는 모습을 보이고 있는 한편, ETN 매수금액은 가파른 증가세를 보이고 있다. <그림 1>에서 보듯이 은행의 ETF 매수금액은 지속적으로 증가하여 올해 1/4분기 6.1조원에 달하는 등 정점을 기록하였다. 2/4분기 들어 그 수치가 상당 부분 감소하였는데, 이는 국내 증시 조정과 더불어 금융감독원의 경보 발령이 영향을 미쳤을 가능성이 높다. 한편, 은행의 ETN 매수금액은 2017년 4/4분기부터 눈에 띄게 늘어나기 시작하여 현재까지도 빠른 증가세를 보이고 있다.

<그림 1> 은행의 ETF·ETN 매수금액 추이



주 : 2018년 2/4분기 수치는 6월 15일까지 집계한 내역임
 자료: FnGuide

2) 해당 자료가 본 분석목적에 정확하게 부합하는 것은 아니다. 은행의 ETF·ETN 매매가 모두 특정금전신탁을 통해서만 발생한 것이 아닐 뿐더러, 특정금전신탁을 통한 ETF·ETN 편입이 반드시 장내에서 이루어지는 것도 아니기 때문이다. 그러나 은행의 자기계정 또는 나머지 신탁 상품을 통한 ETF·ETN 매매가 상대적으로 많지 않으므로 해당 자료에서 특정금전신탁이 여전히 높은 비중을 차지할 것으로 추측한다. 또한 본 분석의 목적이 정확한 규모를 집계하는 것이 아니라 주요 특징 및 위험요인을 파악하는 것이기 때문에 장외매매를 포함하지 않더라도 목적을 달성하기에는 충분하다고 판단하였다.

둘째, ETF의 경우 레버리지 종목에 대한 집중도가 높게 나타났으며, 기초지수 등락에 따라 주력종목이 바뀌는 현상을 관찰할 수 있었다. 예를 들면, 코스피200·코스피150 연동 레버리지 종목은 은행의 2017년 전체 ETF 매수금액 중 절반가량을 차지할 정도로 인기가 많았다.³⁾ 한편, 코스피가 크게 상승했던 2017년 1/4~3/4분기에는 코스피200 레버리지 종목의 인기가 압도적이었으나, 코스닥이 크게 상승했던 2017년 4/4분기에는 코스닥150 레버리지 종목의 인기가 더욱 높아지는 등 시기에 따라 주력종목이 변화했다.

셋째, ETN의 경우 파생형 종목에 대한 집중도가 매우 높게 나타났다. 특히 단 한 개의 파생형 종목에 대한 비중이 은행의 전체 ETN 매수금액 중 89%에 달하였다. 해당 종목은 시장 지수가 큰 변화 없이 만기일에 일정 구간(예를 들면 $\pm 5\%$) 내에 위치하면 옵션 프리미엄만큼 수익을 내는 양매도 전략을 구사한다. 이러한 전략은 높은 확률로 일정 수준의 수익을 거둘 수 있지만 급등락 장세에서는 크게 손해를 볼 수 있는 구조를 가지고 있다.

주요 편입종목의 잠재적 위험요인

은행 특정금전신탁이 주로 편입하는 레버리지·파생형 종목이 구체적으로 어떠한 위험요인을 가지고 있는지 살펴보자. 우선 레버리지 종목은 기초지수에 비해 성과 변동성 위험이 매우 높은 편이다. 예를 들어 <표 1>의 시뮬레이션 결과를 보면 2000년 1월부터 2018년 5월까지 기초지수(KOSPI200, 1배)의 월간 수익률 변동성이 6.4%를 기록한 반면, 레버리지(KOSPI200, 2배)의 경우 변동성이 12.9%에 달하였다는 사실을 확인할 수 있다.

이러한 고변동성 때문에 고객들은 특정금전신탁에서 레버리지 종목을 매매할 때 자동해지특약을 활용하는 경우가 종종 있다. 수익률이 일정 수준(예를 들면 2~3%)에 도달하면 자동으로 매도하게끔 조건을 부여하는 것이다. 레버리지 종목의 변동성이 워낙 크다보니 2~3%에 도달하는 일은 빈번하게 발생한다. <표 1>의 시뮬레이션 결과를 보면 레버리지에서 손실이 발생하는 경우는 전체의 44%인 반면, 자동해지특약을 추가한 경우 손실확률이 25%로 감소했다. 따라서 자동해지특약이 기본 레버리지 상품에 비해 손실 위험을 어느 정도 완화했다고 볼 수 있다. 그럼에도 불구하고 기초지수(1배)보다 안전하다고 단정하기는 어렵다. 특약을 부여하더라도 레버리지 효과 때문에 하락 시 손실폭이 여전히 크기 때문이다. 실제 시뮬레이션에서 특약 부여 시 월간 수익률 변동성은 7.6%로 기초지수(6.4%)보다 높게 나타났다.

파생형 종목은 상품별로 손익구조가 상이하다. 여기에서는 KOSPI200을 기초지수로 하는 5% 외 가격 옵션 양매도 전략⁴⁾을 예로 들어 위험요인을 살펴보자. 양매도 전략은 월간 최대수익률이 옵션 프

3) 반면, 해당 종목군이 시장 전체 거래대금에서 차지하는 비중은 30% 수준이었다.
4) 현 지수보다 5% 낮은 행사가를 지닌 풋옵션과 5% 높은 행사가를 지닌 콜옵션을 동시에 매도하는 전략을 의미한다.

리미엄 수준(예를 들면 50bp)으로 제한되어 있는 만큼 수익률의 변동성이 그다지 높지 않다. 실제 <표 1>의 시뮬레이션 결과에서 양매도 전략의 월간 수익률 변동성은 3.1%로 기초지수(6.4%)에 비해 상당히 낮은 편이었다.⁵⁾ 그러나 이 경우에도 손실 위험이 사라지는 것은 아니다. 기초지수의 월간 수익률이 $\pm 5\%$ 구간을 벗어나는 경우가 전체의 38%에 달해 여전히 손실 위험이 상당한 것으로 나타났다.⁶⁾ 월간 최대 손실폭 역시 17.6%로 기초지수(21.0%) 못지않았다. 특히 급락장 뿐 아니라 급등장에서 손실이 발생하는 등 일반적인 투자상품과 성격이 다르다는 점도 투자자 입장에서는 유의해야 할 것이다.

<표 1> 상품별 위험요인 비교(월간 수익률 기준)

(단위: %)

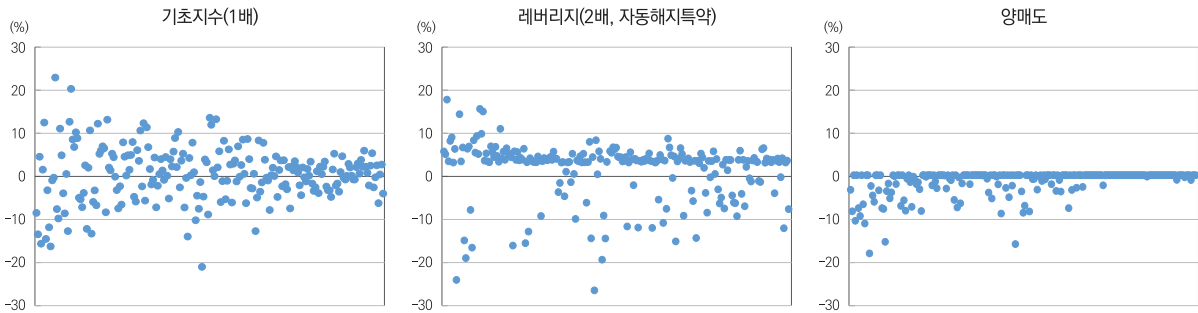
	기초지수 (1배)	레버리지 (2배)	레버리지 (2배, 자동해지특약)	양매도
변동성	6.4	12.9	7.6	3.1
손실확률	43.0	44.0	25.0	33.0
하위 10%분위수	-7.1	-14.5	-9.3	-5.7
하위 5%분위수	-10.1	-19.4	-14.5	-7.7
최소값	-21.0	-41.4	-41.4	-17.6

주 : 1) 2000년 1월부터 2018년 5월까지의 KOSPI200 월간 수익률을 기초로 함
 2) 자동해지특약: 전월말 증가 대비 일별 증가가 3%를 넘는 경우 증가 매도 가정
 3) 양매도: 5% 외가격 옵션 매도, 50bp 옵션 프리미엄 가정
 4) 실제 수익률은 롤오버 비용, 파생상품 만기일정, 배당, 옵션 프리미엄, 신탁보수 등 여러 가지 요인에 따라 다를 수 있음

한편 자동해지특약과 양매도 등의 상품구조는 <그림 2>에서 나타나듯 목표수익률의 상한을 낮게 설정하고 손실확률을 낮췄다는 공통점을 가지고 있다. 이러한 구조는 정기예금과 같이 고정금리 상품에 익숙한 은행 고객들에게 해당 상품을 더욱 매력적으로 보이게 만드는 효과가 있다. 그러나 앞서 살펴본 것처럼 낮은 확률로 손실이 발생하더라도 손실 시 하락폭은 클 수 있다는 점에서 여전히 위험 부담은 존재한다.

5) 본 시뮬레이션에서는 편의상 옵션 프리미엄을 50bp로 고정하고 복잡한 제약조건을 무시하는 등 단순한 환경을 가정하였다. 실제 수익률 분포는 옵션 프리미엄, 롤오버 비용, 만기일정 등 여러 가지 현실적인 요인에 따라 다소 차이가 날 수 있다.
 6) 단, $\pm 5\%$ 구간을 벗어나더라도 반드시 손실이 발생하는 것은 아니며 옵션 프리미엄에 따라 손실구간은 달라질 수 있다. 한편 최근 들어 KOSPI200의 변동성이 현저히 감소하면서 양매도 전략의 손실확률은 상당히 줄어들었다. 예를 들어 최근 5년 동안 기초지수의 월간 수익률이 $\pm 5\%$ 구간을 벗어나는 경우는 전체의 8%에 불과했다.

〈그림 2〉 상품별 월간 수익률 분포 비교



주 : 1) 가로축은 시기, 세로축은 월간 수익률을 의미
 2) <표 1>과 동일한 가정을 적용

시사점

주식시장 참여가 제한적인 고객에게 ETF·ETN을 소개한다는 측면에서 특정금전신탁은 분명 순기능을 가지고 있다. ETF·ETN은 낮은 비용과 운용의 투명성으로 인해 개인 및 기관투자자에게 많은 호응을 얻고 있지만, 직접거래가 익숙지 않은 투자자에게는 접근성이 부족하다는 단점을 가진다. 일반적인 공모펀드와는 달리 별도의 판매보수가 설정되어 있지 않아 금융기관에서 이를 판매할 유인도 작다. 특정금전신탁을 활용하면 고객이 금융기관을 통해 간접적으로 ETF·ETN을 거래할 수 있어 이러한 단점을 극복할 수 있게 된다.

그러나 현재 특정금전신탁을 통해 주로 판매되고 있는 레버리지·파생형 상품의 특징을 살펴보았을 때, 고객들이 위험요인을 올바르게 인식하고 있는지 재차 확인할 필요가 있어 보인다. 고객 중 상당수는 시장에서 주식 및 파생상품을 직접 거래한 경험이 없어⁷⁾ 레버리지·파생형 증목의 복잡한 손익구조를 온전히 이해하는 것이 쉽지 않다. 만약 고객들이 해당 상품의 위험요인을 충분히 인지하지 못한다면 향후 소비자피해 및 분쟁이 발생할 수 있어 지금부터라도 이를 예방하기 위한 적극적인 노력이 필요할 것으로 판단된다.

7) ETF·ETN은 거래소 상장 상품이기 때문에 직접 거래하는 것이 익숙하다면 굳이 신탁보수를 추가로 지불하면서 특정금전신탁을 활용할 유인이 작다.