

KCMI

Korea Capital
Market Institute

금리 상승이 증권업에 미치는 영향 및 시사점

이효섭 | 안유미

금리 상승이 증권업에 미치는 영향 및 시사점

이효섭·안유미*

〈요 약〉

2017년 1분기 기준 국내 증권회사는 182조원의 채권을 보유하고 있어 단기간에 시장 금리가 가파르게 상승할 경우 상당 규모의 평가손실을 기록할 수 있다. 2002년 2분기부터 2017년 1분기까지 총 60분기 동안 전체 증권회사의 금리 민감도를 추정한 결과, 국내 증권회사의 평균 금리 민감도는 0.84로 추정되었다. 이를 기초로 국고채 3년 금리가 과거 최대치만큼 상승하는 것을 가정하면 국내 증권회사는 최대 1조 220억원의 평가손실을 기록하는 것으로 추정되었다. 더불어 동기간 국내 증권회사의 채무보증 규모는 25.1조원으로 꾸준히 증가한 가운데 시장금리 상승과 부동산시장 침체가 동시에 발생할 경우 채무보증 이행 과정에서 손실을 기록할 수 있다. 2011년 저축은행 사태 당시의 위기상황을 가정하여 국내 증권회사의 채무보증 관련 최대손실 금액을 추정한 결과 최대 1조 1,200억원의 손실이 발생하는 것으로 추정되었다.

위기상황시 국내 증권회사가 채권 부문과 채무보증 부문에서 발생할 수 있는 최대손실 금액은 각각 1조원 내외로 해당 손실금액은 최근 3년간 국내 증권회사의 연평균 영업이익(3.3조원)을 고려하면 충분히 감내할 수 있을 것으로 판단된다. 또한 위탁매매 손익은 자기매매 손익과 상관관계가 낮고 주가지수 및 증권시장 거래대금과 양(+)의 관계를 가지기 때문에 금리상승에 따른 자기매매 부문의 손실은 위탁매매, 자기매매, 투자은행 부문의 이익과 상쇄될 것으로 예상된다.

그러나 시장금리가 예상치를 벗어나 가파르게 상승하면 국내 증권회사의 손실 규모는 추정 규모보다 커질 수 있다. 따라서 시장금리의 급격한 상승에 대비하여 보유채권의 듀레이션 줄이거나 금리파생상품을 헤지 목적으로 활용하는 등 위험관리 전략을 철저히 세워야 한다. 한편 자기자본 대비 채무보증 규모가 큰 증권회사는 부동산시장 침체에 대비하여 신용위험을 철저히 관리해야 한다. 더불어 국내 증권회사는 자기매매 부문의 의존도를 낮추기 위해 자산관리 및 투자은행 부문의 역량 강화에 보다 힘써야 할 것이다.

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

금융산업실 연구위원 이효섭 (hslee@kcmi.re.kr)

금융산업실 연구원 안유미 (woops67@kcmi.re.kr)

I. 연구 배경 및 개요

미국과 유럽 등 주요 선진국이 양적 완화를 종료하고 기준금리를 인상할 것으로 예상됨에 따라 2016년 하반기부터 주요국 시장금리가 상승 추세로 전환했다. 한국의 시장금리는 미국과의 동조화 현상이 커지면서 국고채 10년물 금리가 2016년 7월초 1.4%에서 2017년 7월초에는 2.3% 수준까지 상승했다. 시장금리가 가파르게 상승하면 가계와 기업의 이자비용 부담이 증가하고 외국인 투자자들이 한국 자본시장에서 이탈할 수 있을 뿐만 아니라 금융회사의 수익성과 건전성이 악화되어 금융시장의 안정이 훼손될 수 있다. 시장금리의 상승이 거시경제와 자본시장에 미치는 영향과 관련해서는 많은 연구들이 수행되었으나¹⁾ 금융산업에 미치는 영향에 대해서는 관련 연구가 많지 않다.

최근 한국은행(2017)은 금융안정보고서를 통해 시장금리의 가파른 상승시 은행을 제외한 보험회사, 증권회사, 카드회사의 수익성이 악화될 수 있는 위험을 지적하고 있다. 은행은 금리 상승으로 부실 여신이 증가할 수 있는 위험이 있지만 순이자마진이 보다 크게 개선되어 금리 상승이 오히려 수익 기회가 될 것으로 보인다. 보험회사는 새 회계제도 시행에 따라 RBC(Risk-Based Capital) 비율이 하락할 우려가 제기되는 가운데, 금리 상승시 보유채권에서 평가손실이 발생할 위험이 존재한다. 증권회사는 ELS(Equity Linked Securities)·DLS(Derivatives Linked Securities)의 헤지운용 목적으로 보유채권을 늘려온 가운데 금리 상승시 채권평가 손실 위험이 존재하며 시장금리 상승과 부동산시장 침체가 동시에 발생할 경우 부동산 프로젝트 파이낸싱(Project Financing: PF)의 채무보증 등 우발채무에서 손실이 발생할 위험에 노출되어 있다. 카드회사 역시 취약차주 비중이 늘어남에 따라 건전성이 악화될 우려가 존재한다.

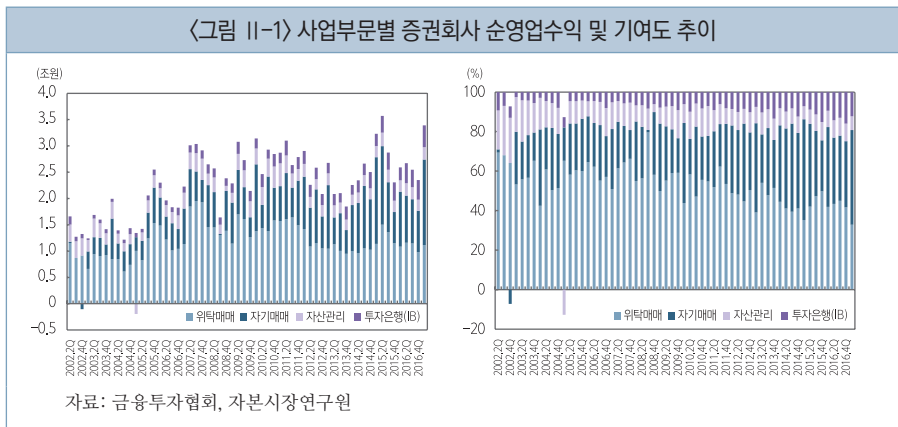
본 보고서에서는 향후 금리 상승이 증권업에 미치는 영향을 채권 부문, 채무보증 부문, 그리고 자기매매 외 사업부문 등으로 나누어 진단하고자 한다. 이를 기초로 자기매매 및 채무보증의 사업부문에서 국내 증권회사의 위험관리 필요성 등 증권회사의 대응 방향을 제시하고자 한다.

1) 김재철·강현주·백인석(2017a, 2017b) 참조.

II. 금리 상승이 증권업에 미치는 영향

1. 금리 상승에 따른 보유채권의 손실 위험

국내 증권회사의 사업부문은 위탁매매, 자기매매, 투자은행(Investment Bank: IB), 그리고 자산관리로 구분할 수 있다.²⁾ 2008년 금융위기 직전에는 위탁매매의 수익 기여도가 전체 순영업수익³⁾의 약 70%를 차지했으나 이후 꾸준히 감소하여 2017년 1분기에는 위탁매매 수익 기여도가 전체 순영업수익의 33%에 불과하다(〈그림 II-1〉 참조). 이는 증권회사간 위탁수수료 경쟁이 치열해지고 주식시장과 파생상품시장의 거래대금 성장이 정체됨에 따라 위탁매매 부문의 절대 수익이 줄었기 때문이다. 반면 자기매매 부문의 수익 기여도는 2008년 금융위기 이전에 전체 순영업수익의 20% 수준에 불과했으나 2017년 1분기에는 전체 순영업수익의 48%를 기록하는 등 자기매매 부문의 절대 수익과 수익 기여도는 꾸준히 증가했다. 이는 저금리·저성장·고령화 등의 영향으로 ELS·DLS 및 RP(Repurchase Agreement)매도의 수요가 증가함에 따라 국내 증권회사는 헤지이용 목적으로 채권 보유를 늘려왔으며 시장금리 하락으로 채권 부문에서 평가이익이 증가했기 때문인 것으로 판단된다.

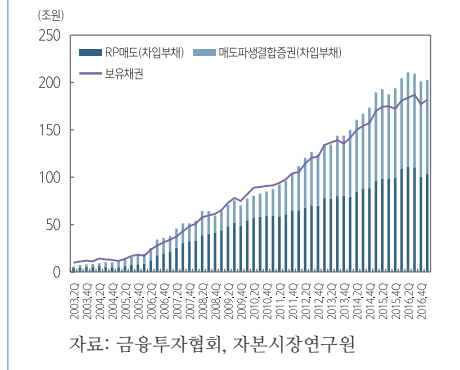


- 2) 증권회사의 사업부문 구분은 자본시장연구원(2017)의 구분 방법을 따랐으며, 자산관리 부문은 자산관리 및 상품판매 부문을 포함한다.
- 3) 순영업수익은 영업수익에서 판관비를 제외한 영업비용을 차감한 것이다.

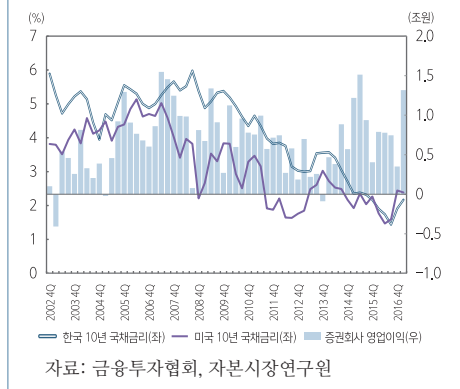
자기매매 부문의 수익 기여도가 증가한 것은 위탁매매 수익에 대한 높은 의존도를 낮추었다는 점에서는 긍정적이다. 하지만 국내 증권회사의 채권 보유가 빠르게 증가한 가운데 시장금리가 단기간에 가파르게 상승할 경우 보유채권에서 상당규모의 손실이 발생할 수 있다. 2017년 1분기 기준 국내 증권회사의 보유채권 규모는 182조원으로 2007년 1분기의 34조원과 비교하면 10년 동안 5.4배 증가했으며 이는 연평균 성장률(Compound Annual Growth Rate: CAGR)로 18.3%에 해당한다(〈그림 II-2〉 참조). ELS·DLS 및 RP매도 수요 증가에 따라 국내 증권회사는 헤지이용 목적의 채권 보유를 늘려왔으며, 실제 RP매도와 매도파생결합증권 등의 주요 차입부채는 채권보유 규모와 양(+)의 상관관계를 가지며 꾸준히 증가해왔다. 한편 시장금리는 대체로 하락 추세를 보였으나 2013년 하반기에는 국고채 10년물 기준으로 최대 100bp 가까이 상승하는 등 일시적으로 시장금리가 크게 상승했다(〈그림 II-3〉 참조). 2013년 4분기에는 시장금리의 상승 여파로 국내 증권회사 전체적으로 보유채권에서 대규모 평가손실이 발생하여 영업이익과 당기순이익 모두 적자를 기록하기도 했다. 문제는 향후 한국의 시장금리가 상승할 수 있다는 데 있다. 만약 2013년 하반기처럼 단기간에 시장금리가 가파르게 상승하면 국내 증권회사는 당시보다 많은 채권을 보유하고 있기 때문에 더 큰 손실을 볼 위험에 노출될 수 있다.

이에 본 연구에서는 과거 국내 증권회사의 채권 부문 손익⁴⁾ 자료를 기초로 금리 상승에 따른 보유채권의 손실 위험을 추정하고자 한다. 우선 국내 증권회

〈그림 II-2〉 국내 증권회사의 보유채권 및 차입부채 추이



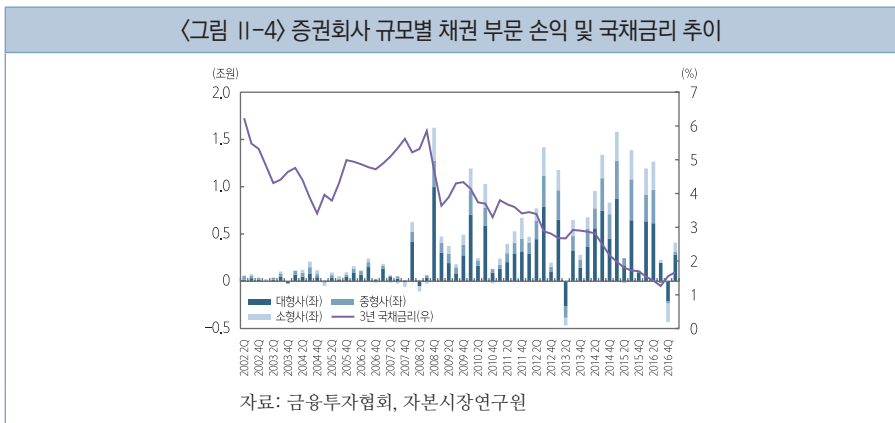
〈그림 II-3〉 국내 증권회사의 영업이익 및 한·미 10년 국채금리 추이



4) 개별 증권회사의 채권 부문 손익은 손익계산서 항목의 당기순이익증권처분이익의 채권처분이익(손실), 채권평가이익(손실), 매도가능증권처분이익의 채권처분이익(손실), 채권매매이익(손실), 채권상환이익(손실), 채권이자(사채이자), 환매조건부매수이자(환매조건부매도이자) 등을 합산(괄호 안은 차감)하여 계산하였다.

사의 채권 부문 손익의 특징을 살펴보면 대체로 양(+의 이익)을 거두었으나 손익의 변동성이 큰 특징을 가지고 있다(〈그림 II-4〉 참조). 특히 2008년 금융위기 이후 시장금리가 하락하고 보유채권 규모가 늘면서 국내 증권회사의 채권 부문 이익이 최근 분기에 1조원을 상회할 정도로 증가했다. 다만 일시적으로 시장금리가 상승한 시기에는 채권 부문의 손익이 크게 감소하는 등 채권 부문 손익의 상당부분은 금리 변화에 따른 채권평가 손익에 기인하는 것으로 보인다. 보유채권 규모를 기준⁵⁾으로 5개 대형사의 채권 부문 손익 비중이 전체의 56%로 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 5개 중형사와 그 외 소형사의 채권 부문 손익 비중은 각각 전체의 25%와 19%로 비교적 낮은 비중을 차지하고 있다. 또한 대형사, 중형사, 그리고 소형사의 채권 부문 손익간 상관계수가 0.9를 상회하는⁶⁾ 등 국내 증권회사는 자기자본 규모와 상관없이 채권 부문 사업의 동조화 현상이 큰 것을 확인할 수 있다.

〈그림 II-4〉 증권회사 규모별 채권 부문 손익 및 국채금리 추이



다음으로 국내 증권회사의 채권 부문 수익률과 시장금리 변화 자료를 이용하여 국내 증권회사 채권 부문 손익의 금리 민감도(시장금리 변화에 따른 채권 부문의 손익 변화)⁷⁾를 산출하였다. 2002년 2분기부터 2017년 1분기까지 60분

- 5) 2017년 1분기에 개별 증권회사가 보유한 채권 규모를 기준으로 상위 1~5위까지 증권회사를 대형사, 6~10위를 중형사, 그리고 11위부터 나머지를 소형사로 분류하였다.
- 6) 2002년 2분기부터 2017년 1분기까지 대형사와 중형사의 채권 부문 손익간 상관계수는 0.93, 대형사와 소형사의 채권 부문 손익간 상관계수는 0.95, 그리고 중형사와 소형사의 채권 부문 손익간 상관계수는 0.91을 기록하였다.
- 7) 본 보고서에서 정의한 금리 민감도는 시장금리 변화에 따른 채권포트폴리오 수익률의 변화 정도를 실증분석을 통해 추정된 값으로, 증권회사가 실제 보유한 채권 포트폴리오의 수정듀레이션을 뜻하는 것은 아니다.

기 동안 국내 증권회사의 채권 부문 손익을 각 시점의 보유채권 규모로 나눈 값을 종속변수로 하고, 국고채 3년 금리의 변화를 독립변수로 하여 선형회귀분석을 수행하였으며 이때 추정된 회귀계수에 -1을 곱한 값을 금리 민감도 값으로 사용하였다.⁸⁾ 실증분석 결과 시장금리 변화와 국내 증권회사의 채권 부문 수익률 간에는 1% 수준에서 매우 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 확인되었으며, 회귀계수의 절대값은 0.84로 국내 증권회사의 평균 금리 민감도는 0.84로 추정되었다(〈표 II-1〉 참조). 또한 전체 증권회사를 세 그룹으로 나눈 뒤 각각의 그룹에 대해 동일한 선형회귀분석을 실시한 결과 대형사, 중형사, 소형사의 금리 민감도는 0.82~0.84로 매우 유사한 값을 가지는 것으로 확인되었다. 다음으로 개별 증권회사별로 금리 민감도를 추정한 결과 대형사와 중형사는 평균을 중심으로 최대 1 내외의 금리 민감도를 가지는 것으로 확인되었으나 일부 소형사들은 1을 크게 상회하는 값을 가지는 것으로 관찰되었다. 즉, 일부 소형사는 과거 채권 부문에서 공격적으로 자기매매를 수행해온 것으로 추측할 수 있다.

〈표 II-1〉 증권회사 규모별 금리 민감도 추정

항목		대형사	중형사	소형사	전체 증권회사
회귀계수 (t-통계량)		-0.8394*** (-5.3026)	-0.8253*** (-4.9795)	-0.8422*** (-4.6721)	-0.8425*** (-5.4278)
상수 (t-통계량)		0.0049*** (8.7301)	0.0059*** (9.9434)	0.0034*** (5.2908)	0.0047*** (8.6113)
그룹별 금리 민감도		0.8394	0.8253	0.8422	0.8425
개별 증권회사의 금리 민감도	최소값	-0.2230	0.5122	-0.5814	-0.5814
	최대값	1.1418	1.0814	6.6824	6.6824
	표준편차	0.4559	0.2403	2.0084	1.6091
결정계수		0.3265	0.2994	0.2734	0.3368

주 : *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 뜻함

자료: 금융투자협회, 자본시장연구원

추정한 금리 민감도를 기초로 증권회사 규모별로 시장금리 변화에 따른 최대손실 금액을 추정하고자 한다. 구체적으로 국고채 3년 금리가 향후 50bp, 100bp, 150bp 상승하는 것을 가정하고 증권회사 규모별로 최대손실 금액⁹⁾을

8) 시장금리와 채권 포트폴리오의 수익률 간에는 선형 관계가 있는 것으로 가정하며 이때 시장금리의 변화에 따른 채권 포트폴리오의 수익률의 민감도를 금리 민감도로 정의한다.

$$\left(\frac{\text{채권부분손익}}{\text{보유채권}} \right) \approx - \text{금리민감도} \times \text{금리변화} (\text{채권수익률변화}) + \text{상수}$$

9) 채권 부문의 최대손실 금액은 2017년 1분기 기준 채권보유 금액에 〈표 II-1〉에서 산출한 금리 민감

추정한 결과, 국고채 3년물 금리가 50bp 상승할 경우 채권 부문에서 최대 7,615 억원 손실이 발생하는 것으로 추정되었다(〈표 II-2〉 참조). 만약 시장금리가 100bp 상승할 경우 채권 부문에서 1조 5,278억원의 손실이 발생할 수 있으며, 시장금리가 150bp 상승할 경우 2조 2,940억원으로 손실금액이 확대될 수 있다. 한편 위기상황 분석(stress testing)을 위해 국고채 3년물 금리가 2002년 2분기부터 2017년 1분기까지 최대 상승폭이었던 67bp만큼 상승하는 것을 가정하면 국내 증권회사 채권 부문의 최대손실 금액은 1조 220억원으로 추정된다. 해당 위기상황에서의 최대손실 금액은 국내 증권회사의 최근 3년간 연평균 영업이익(3.3조원)보다 낮은 수준으로 국내 증권회사가 충분히 감내할 수 있을 것으로 판단된다. 다만 시장금리가 과거에 경험하지 못했던 수준으로 가파르게 상승하면 금리 민감도가 높은 일부 소형사의 경우 손실 규모가 확대될 수 있다.

〈표 II-2〉 증권회사 규모별 채권 부문 최대손실 금액 추정

항목	대형사	중형사	소형사	전체 증권회사	
보유채권 규모	99.8조원	46.1조원	36.0조원	181.9조원	
금리 민감도	0.8394	0.8253	0.8422	0.8425	
상수	0.0049	0.0059	0.0034	0.0047	
최대 손실 금액	50bp 상승시	△1,139억원	△1,843억원	△1,482억원	△7,615억원
	100bp 상승시	△8,328억원	△3,745억원	△2,997억원	△15,278억원
	150bp 인상시	△12,516억원	△5,647억원	△4,513억원	△22,940억원

주 : 국고채 3년 금리가 50bp, 100bp, 150bp 상승시 채권 부문의 최대손실 금액을 추정
 자료: 금융투자협회, 자본시장연구원

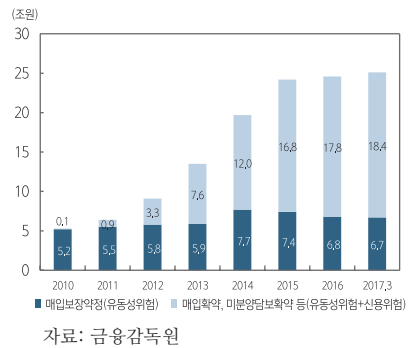
2. 금리 상승에 따른 채무보증의 손실 위험

최근 증권회사의 채무보증 규모가 빠르게 증가한 가운데 시장금리 상승과 부동산시장 침체가 동시에 나타날 경우 국내 증권회사는 채무보증을 이행하는 과정에서 손실을 볼 수 있다. 증권회사의 채무보증은 유형별로 지급보증, 매입보장약정, 채무인수약정, 매입확약 등으로 구분할 수 있으며, 위험 요인별로는 유동성위험만 부담하는 매입보장약정과 유동성위험과 신용위험 모두를 부담하는 매입확약, 미분양담보대출확약(이하 미담확약) 등으로 구분할 수 있다. 2017

도와 시장금리 변화폭을 곱한 뒤 〈표 II-1〉에서 산출한 상수 값을 더하여 계산하였다.

년 1분기 기준 국내 증권회사의 채무보증 규모는 25.1조원으로 2010년 6.1조원 대비 4배 이상 증가하는 등 연평균 27% 성장세를 보이며 빠르게 증가했다(〈그림 II-5〉 참조). 최근 상대적으로 위험수준이 높은 매입확약과 미담확약 비중이 전체 채무보증 규모의 70% 이상을 차지하는 등 국내 증권회사는 채무보증 부문에서 비교적 높은 위험을 추구해왔다.

〈그림 II-5〉 증권회사의 유형별 채무보증 추이



채무보증의 기초자산별로는 부동산관련 비중이 전체의 67%¹⁰⁾를 차지하고 있어 부동산시장이 급격히 침체될 경우 증권회사가 채무보증을 이행하는 과정에서 손실을 볼 우려가 제기된다. 만약 미분양 등으로 여러 PF 대출에서 동시 다발적으로 부도사건이 발생할 경우 해당 증권회사는 시행사 등의 채무를 떠안기 때문이다. 이때 PF의 담보대출비율(Loan To Value: LTV)이 낮으면 채무의 회수가 가능하므로 손실 위험이 낮다. 반면 LTV가 높으면 부동산시장 침체시 채무의 회수가 어려워 대규모 손실로 이어질 수 있다. 다행히 금융감독원(2017) 분석에 따르면 LTV가 50% 이하인 부동산 PF 채무보증 규모는 약 6조원으로 전체의 60% 수준을 차지하고 있어 당장 증권회사의 채무보증이 대규모 손실로 이어질 가능성은 높지 않은 것으로 판단된다.

하지만 2011년 당시 저축은행이 PF 대출에서 대규모 손실을 기록한 사례와 같은 극단적 상황이 발생하면 증권회사가 부동산 PF의 채무보증에서 큰 손실을 볼 수 있다. 이에 2011년 저축은행이 부동산 PF에서 대규모 손실을 기록한 사례를 참고하여 위기상황시 채무보증 부문에서 증권회사의 최대손실 금액을 추정하였다. 구체적으로 신용위험 노출금액(Exposure at Default: EAD)은 LTV가 50% 이상인 부동산 PF 잔액인 4조원으로 가정하였으며 부도확률(Probability of Default: PD)¹¹⁾은 20~40%, 부도시 회수율(Recovery Rate)은 30~50%로 가정하여 최대손실 금액¹²⁾을 추정하였다. 추정 결과 PF 대출의 부도확률이 40%까지 확대되고 부도시 회수율이 30%로 낮아진 경우 최대 1조 1,200억원의

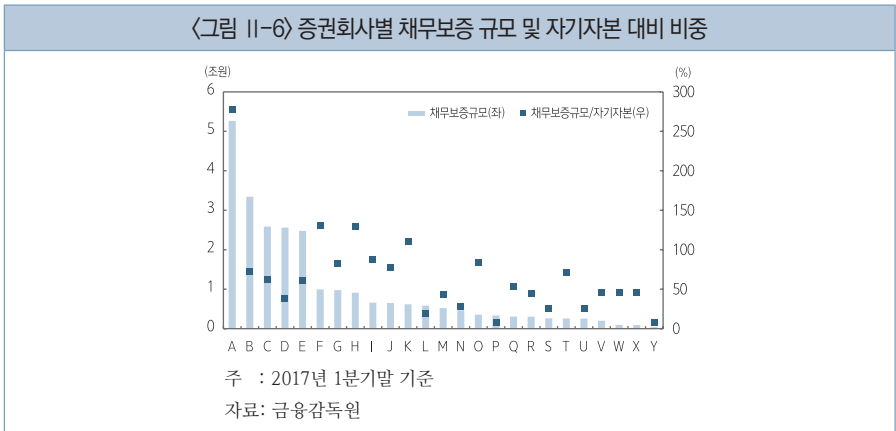
10) 금융감독원(2017.3.6.) 보도자료 참조.
 11) 금융위원회 외(2013) 보도자료 등에 따르면 2011년 6월말과 2011년 12월말 저축은행의 부동산 PF 연체율은 25~40%를 기록했다.
 12) 부동산 PF의 최대손실 금액은 '최대손실 금액 = 노출금액(EAD) * 부도확률(PD) * (1-회수율)' 식을 통해 추정할 수 있다.

손실이 발생할 수 있는 것으로 확인되었다(〈표 II-3〉 참조). 해당 규모의 손실 역시 국내 증권회사의 최근 3년간 연평균 영업이익(3.3조원)으로 충분히 감내할 수 있어 금융안정을 훼손할 정도로 우려할 수준은 아닌 것으로 판단된다. 다만 특정 증권회사의 채무보증 풀림현상이 큰 것은 주의가 필요하다. 실제 2017년 1분기 기준 채무보증 규모 기준으로 상위 5개 증권회사가 전체 국내 증권회사 채무보증의 65%를 보유하고 있다(〈그림 II-6〉 참조). 또한 자기자본의 100%를 상회하여 채무보증 규모를 보유한 증권회사는 총 4개사로 이중 한 증권회사의 채무보증은 자기자본의 280%를 차지하고 있다. 이들 증권회사의 경우 채무보증의 일부에서 대규모 부실이 발생하면 자기자본으로 감내할 수 없기 때문에 채무보증의 신용위험 관리에 더욱 주의가 필요할 것이다.

〈표 II-3〉 위기상황시 증권회사 채무보증의 최대손실 금액

(단위: 억원)			
	부도확률 20%	부도확률 30%	부도확률 40%
부도시 회수율 30%	△5,600	△8,400	△11,200
부도시 회수율 40%	△4,800	△7,200	△9,600
부도시 회수율 50%	△4,000	△6,000	△8,000

〈그림 II-6〉 증권회사별 채무보증 규모 및 자기자본 대비 비중



3. 금리 상승에 따른 타 사업부문의 손실 위험

시장금리의 상승은 증권회사의 채권 부문과 채무보증 부문 뿐만 아니라 타 사업부문에 영향을 미칠 수 있다. 시장금리는 대체로 경제지표가 긍정적으로

발표될 때 상승하는 경향이 높기 때문에 자기매매 부문이 일시적으로 부진하여도 KOSPI가 양(+)의 수익률을 기록하거나 증권시장 거래대금이 증가할 경우 위탁매매나 자산관리, 그리고 투자은행 부문에서는 오히려 수익이 증가할 수 있다. 실제 과거 2002년 2분기부터 2017년 1분기까지 위탁매매, 자기매매, 자산관리, 투자은행 부문 손익의 상관계수를 측정한 결과 자기매매와 자산관리 부문은 음(-)의 상관관계를 보였으며 자기매매와 위탁매매 간에는 비교적 낮은 양(+)의 상관관계를 보였다(〈표 II-4〉 참조). 따라서 시장금리 상승시 타 사업부문의 수익에 힘입어 자기매매 부문의 손실은 어느 정도 상쇄될 것으로 예상할 수 있다.

〈표 II-4〉 증권회사 사업부문별 손익의 상관계수

항목	위탁매매	자기매매	자산관리	투자은행
위탁매매	1	0.2192	0.4268	0.2524
자기매매	0.2192	1	-0.0035	0.6288
자산관리	0.4268	-0.0035	1	0.0869
투자은행	0.2524	0.6288	0.0869	1

주 : 2002년 2분기부터 2017년 1분기 동안(총 60분기) 주요 4개 사업부문 손익의 상관계수를 측정하였음
자료: 금융투자협회, 자본시장연구원

다음으로 시장금리, 추가수익률, 증권시장 거래대금 등 주요 시장 변수가 증권회사의 주요 사업부문에 미치는 영향을 선형회귀분석 모형을 통해 살펴보았다. 특정 분기 시점의 자기자본 대비 각 사업부문¹³⁾의 손익 변화(ΔBR , ΔPT , ΔAM , ΔIB)를 종속변수로 두고, 설명변수로는 시장금리 변화($\Delta KTB3$), KO-SPI 수익률($KRET$), KOSPI 거래대금의 변화($\Delta KVOL$)를 사용했다. 분석 기간은 2002년 3분기부터 2017년 1분기까지 총 59분기 자료를 사용했으며, 독립변수와 종속변수 모두 유의한 수준에서 단위근(unit root)은 관찰되지 않았다.

$$\Delta BR = \beta_1 \Delta KTB3 + \beta_2 KRET + \beta_3 \Delta KVOL + C \quad \dots(1)$$

$$\Delta PT = \beta_1 \Delta KTB3 + \beta_2 KRET + \beta_3 \Delta KVOL + C \quad \dots(2)$$

$$\Delta AM = \beta_1 \Delta KTB3 + \beta_2 KRET + \beta_3 \Delta KVOL + C \quad \dots(3)$$

$$\Delta IB = \beta_1 \Delta KTB3 + \beta_2 KRET + \beta_3 \Delta KVOL + C \quad \dots(4)$$

13) 앞선 분류와 유사하게 위탁매매(BR), 자기매매(PT), 자산관리(AM), 투자은행(IB) 부문으로 구분했다.

전체 샘플에 대해 실증분석을 수행한 결과, 자기매매, 자산관리, 투자은행 부문의 손익 변화는 시장금리 변화와 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났으나 통계적 유의성은 높지 않았다(〈표 II-5〉 참조). 반면 위탁매매 부문의 손익 변화는 통계적 유의성은 높지 않으나 시장금리와 양(+)의 관계를 가지는 것으로 관찰되었다. 즉 시장금리가 상승하더라도 위탁매매 부문에서는 오히려 이익이 발생하였음을 추론할 수 있다.¹⁴⁾ 한편 위탁매매 부문의 손익 변화는 KOSPI 수익률과 KOSPI 거래대금 증감과 유의한 양(+)의 관계를 보였으며, 특히 회귀계수의 절대치가 커서 위탁매매 부문의 손익은 거래대금 증감에 유의한 영향을 받음을 확인할 수 있다. 그 외 자산관리 부문과 투자은행 부문 역시 KOSPI 수익률과 유의한 양(+)의 관계를 보이는 것으로 나타났다. 한편 분석의 강건성을 검증하기 위해 증권회사의 자기자본 규모별로 나누어 별도의 회귀분석을 실시한 결과, 전체 샘플의 결과와 크게 다르지 않았다. 이상을 종합하면 시장금리 상승 시 국내 증권회사는 자기매매 부문에서 손실을 기록할 수 있지만 시장금리 상승이 KOSPI 수익률 상승과 KOSPI 거래대금 증가를 동반하는 경우에는 위탁매매, 자산관리, 투자은행 부문에서 이익이 발생하여 자기매매 부문의 손실을 충분히 상쇄할 것으로 기대할 수 있다.

〈표 II-5〉 증권회사 사업부문별 손익의 결정요인

항목	위탁매매 증감	자기매매 증감	자산관리 증감	투자은행 증감
금리변화 (t-통계량)	0.2030 (1.2692)	-0.6767 (-1.2669)	-0.3527* (-1.6816)	-0.1082* (-1.7921)
KOSPI 수익률 (t-통계량)	0.0118* (1.7283)	0.0299 (1.3051)	0.0238*** (2.6478)	0.0053** (2.0556)
KOSPI 거래대금 증감 (t-통계량)	0.0377*** (13.3988)	-0.0069 (-0.7436)	-0.0017 (-0.4694)	0.0024** (2.3256)
상수 (t-통계량)	-0.0009* (-1.7072)	0.0002 (0.1157)	-0.0008 (-1.1468)	-0.0002 (-0.9195)
결정계수	0.8465	0.0479	0.1324	0.2488

주 : *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 뜻함

자료: 금융투자협회, 자본시장연구원

14) 최근 위탁매매 부문 중에서 신용대출 수익 비중이 증가하는 것도 시장금리가 위탁매매 부문 수익에 양(+)의 영향을 미치는 것과 관련된 것으로 보인다.

Ⅲ. 증권업의 대응 방향

국내 증권회사는 2017년 1분기 기준 182조원의 채권을 보유하고 있어 시장 금리 상승시 보유채권에서 평가손실이 발생할 수 있다. 그뿐만 아니라 주요 증권회사는 부동산 PF를 중심으로 채무보증을 늘려옴에 따라 시장금리가 상승하고 부동산시장이 침체되는 경우 채무보증에서도 손실이 발생할 수 있다. 앞선 실증분석 결과 과거와 유사한 수준의 위기상황이 발생하는 경우 국내 증권회사 전체적으로 채권 부문과 채무보증 부문에서 각각 최대 1조원 내외의 손실이 발생하는 것으로 추정되었다. 다만 최근 3년간 연평균 영업이익(3.3조원)을 고려하면 해당 손실은 충분히 감내할 수준으로 판단된다. 또한 자기매매 부문 외에 위탁매매, 자산관리, 투자은행 부문은 KOSPI 수익률, KOSPI 거래대금 등과 양(+)의 상관관계를 가지고 있어 경제지표가 양호한 경우¹⁵⁾ 시장금리 상승에 따른 자기매매 부문의 손실을 타 사업부문의 이익으로 상쇄할 수 있을 것이다.

그러나 시장금리가 과거에 경험하지 못한 수준까지 단기간 빠르게 상승하면 국내 증권회사의 손실 규모는 추정된 금액보다 커질 수 있다. 예를 들어 단기간에 시장금리가 100bp 이상 상승하고 부동산시장까지 급격히 침체될 뿐만 아니라 주가지수 또한 하락하는 극단적인 상황을 고려하면 일부 증권회사의 경우 자기자본을 넘어선 수준까지 손실을 볼 수 있다. 특히 금리 민감도가 큰 일부 소형사의 경우 채권 관련 자기매매 부문에서 평가손실이 확대될 수 있다.

따라서 국내 증권회사는 시장금리의 급격한 상승에 대비하여 보유채권의 듀레이션을 줄이거나 금리파생상품을 헤지 목적으로 활용하여 극단적 상황의 손실 위험을 최소화하는 전략을 세우는 것이 필요하다. 채무보증과 관련해서는 신규 대출금액을 줄이고 선제적인 스트레스 테스트를 통해 기초자산별, 만기별 쏠림현상을 줄이고 채권보전계획 수립 등 사후관리를 강화할 필요가 있다.¹⁶⁾ 특히 보유채권의 듀레이션이 크고 자기자본 대비 채무보증 규모가 큰 증권회사는 시장금리 상승에 따른 손실 위험에 더욱 철저히 대비해야 할 것이다. 그뿐만 아니라 시장금리가 상승할수록 자금조달 비용이 증가하기 때문에 채권 부문과 채무

15) 금융투자협회(2017) 보도자료에 의하면 다수의 국내 경제 전문가들은 경제지표 호조로 주가지수 상승 추세가 지속될 것으로 전망하고 있다.

16) 금융감독원(2017)은 증권회사의 채무보증에 대해 리스크 중심의 사업성 심사 및 사후관리 강화, 쏠림현상 완화를 위한 리스크 분산, 보수적인 기준의 스트레스 테스트 실시 및 관리, 채무보증 이행 증가에 대한 대응방안 마련 등을 제시했으며 대손충당금 적립요건을 강화하고 조정레버리지 비율을 경영실태평가 요소에 반영하기로 발표했다.

보증 부문의 손실이 유동성위험으로 전이되지 않도록 국내 증권회사는 유동성 위험을 보다 철저하게 관리해야 할 것이다.

시장금리 상승에 따른 위험을 체계적으로 관리하는 것 못지않게 사업 다각화를 통해 자기매매 부문의 의존도를 낮추는 전략이 필요하다. 우선 대형 증권회사는 대규모 자기자본을 바탕으로 창업·벤처기업에게 모험자본을 적극적으로 공급하는 등 투자은행의 역할을 강화할 필요가 있다. 더불어 대형 증권회사는 자산관리 부문의 수익 기여도를 높이기 위해 사내 전문사모펀드 및 신탁운용 부문의 역량을 키우고 대차중개 등 PBS(Prime Brokerage Service) 사업을 확대할 필요가 있다. 그 외 중소형 증권회사는 오프라인에서 온라인 중심의 판매채널 변화에 대응하기 위해 비대면 투자권유 플랫폼 등 핀테크 기술에 보다 적극적으로 투자하는 것이 필요하다. 특히 중소형 증권회사는 대체투자, 특화IB 등 비교우위가 있는 사업부문에 집중하여 차별화된 경쟁력을 키워야 할 것이다.

참고문헌

- 금융감독원, 2017.3.6., 금융투자회사의 채무보증 실태 및 향후 대응방안, 보도 자료.
- 금융위원회·금융감독원·예금보험공사·상호저축은행중앙회, 2013.9.17., 저축은행의 건전한 발전을 위한 정책방향, 보도자료.
- 금융투자협회, 2017.5.4., KOSPI지수 2,241.24p 기록하며 사상 최고치 경신, 보도 자료.
- 김재철·강현주·백인석(2017a), 2017, 미국의 통화정책 변화(I): 방향성 진단 및 전망, 자본시장연구원 이슈보고서 17-01.
- 김재철·강현주·백인석(2017b), 2017, 미국의 통화정책 변화(II): 한미 금리 동조화 및 역전 지속 여부 진단, 자본시장연구원 이슈보고서 17-02.
- 자본시장연구원, 2017, 자본시장리뷰 2017년 여름호.
- 한국은행, 2017, 2017년 상반기 금융안정보고서.

이슈보고서 17-05

금리 상승이 증권업에 미치는 영향 및 시사점

발 행 2017년 07월 21일

저 자 이효섭·안유미

발 행 인 안동현

발 행 처 자본시장연구원

주 소 서울시 영등포구 의사당대로 143

전 화 3771-0600 (Fax. 786-7570)

홈페이지 www.kcmi.re.kr

ISBN 978-89-6089-174-6-93320