

이슈보고서 20-16

ISSUE
REPORT

코로나19로 인한 증권업의 유동성 이슈와 시사점

이석훈

코로나19로 인한 증권업의 유동성 이슈와 시사점

저자 이석훈*

코로나19가 팬데믹으로 선언된 지난 3월, 파생결합증권 관련 대규모 마진콜을 요청받은 증권사들에게서 유동성 이슈가 컸는데 그 원인에 대해 이해의 폭을 넓히는 것은 정책적으로 중요할 수 있다. 이에 본 연구는 코로나19로 인한 마진콜의 규모, 재무구조적 차원에서 증권업의 유동성 위험 요인, 증권사들이 유동성 부족에 대응하는 과정 등을 살펴보고 이를 통해 정책적 시사점을 찾고자 하였다.

분석결과, 최근 20년간의 역사적 분포로 볼 때 지난 3월 파생결합증권 관련 마진콜의 규모가 예외적으로 컸음을 확인하였다. 더욱이 파생결합증권의 기초자산이 해외지수인 경우 증권사들은 1~2일 사이에 외화로 증거금을 추가납입해야 했던 점도 증권사들의 유동성 확보를 어렵게 만들었던 것으로 보인다. 코로나19로 인한 불안정한 금융시장에서 증권사들의 유동성 확보를 위한 대응이 쉽지 않음을 확인하였다. 마지막으로 증권사들이 코로나19로 인한 마진콜 규모나 금융시장의 여건을 충분히 대비하지 못한 것도 유동성 이슈가 커진 원인으로 판단된다. 금번 경험을 계기로 증권사들은 보다 엄정한 유동성 관리시스템을 구축해야 할 것으로 판단된다. 금융당국 입장에서는 파생결합증권 마진콜과 관련한 유동성 규제방안의 마련이 중요한 과제로 보인다.

지난 10년간 증권업은 다양한 금융투자상품의 취급 및 IB 영업의 확대로 금융시장과의 연계성이 한층 높아졌다. 이러한 변화로 증권사들은 금융위기 시에 유동성 부족 등의 이유로 금융시장의 변동성을 높일 수도 있지만 반대로 중개기능이 확보될 경우에는 금융시장의 변동성을 안정시키는데 크게 기여할 수 있다. 국내 증권업이 대형화되고 금융시장에서 차지하는 비중이 커지고 있는 상황에서, 정책당국은 2007~2009년 미국의 사례로부터 국내에 적합한 금융안정화 정책이 무엇인지 선제적으로 검토하는 것도 필요하다고 생각된다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
금융산업실 선임연구위원 이석훈 (shlee@kcmi.re.kr)

I. 서론

코로나19가 팬데믹으로 선언된 지난 3월, 세계 주요 증시는 2008년 금융위기에 견줄만한 수준으로 폭락하고 금융시장의 유동성도 급격히 축소되었다. 그 과정에서 국내 증권업도 파생결합증권 관련 대규모 마진콜(margin call)을 요청받은 증권사들을 중심으로 유동성 이슈가 크게 대두되었다. 현재는 증권업의 유동성 이슈가 안정을 되찾았지만 당시 기대 이상으로 커지게 된 원인의 분석은 향후 정책적 논의에 있어 중요한 시사점을 제공할 수 있다.

지난 3월 일부 증권사들은 마진콜로 인한 유동성의 부족을 크게 겪었다. 그런데 이들은 재무건전성과 유동성비율 모두 최근까지도 안정적이었던 증권사들이다. 따라서 다른 요인들보다도 먼저 마진콜의 규모가 어느 수준이었던지를 검토해볼 필요가 있다. 마진콜은 기초자산의 일별수익률과 누적수익률이 하락한 정도에 의해 크게 결정되므로, 본 연구는 두 지표의 역사적 분포를 통해 지난 3월 마진콜의 규모를 검토한다. 또한 증권사들의 유동성 부족의 어려움이 파생결합증권의 규모나 헤지 전략에 따라서도 달라질 수 있다. 이러한 점을 착안하여 파생결합증권의 비중과 증권사의 주가 변화 간의 관련성을 분석해본다.

증권업의 유동성 위험 요인은 재무구조의 관점에서도 논의해 볼 수 있다. 지난 10년 사이 증권사들은 파생결합증권의 발행, Repo 시장의 활용, 채무보증 등의 영업을 확대하였다. 이에 따라 증권업은 자산과 부채가 크게 성장하였으며 채권 중심의 자산운용이나 단기자금시장에 대한 의존도 높아졌다. 본 연구는 이와 같이 변화된 증권업 재무구조에 대한 이해를 통해 유동성 관리에 있어서 어려움이나 한계를 논의한다. 증권업의 유동성비율이 안정적이었음에도 유동성 이슈가 불거진 상황을 이해하기 위해 유동성비율 산정방식의 한계를 살펴본다. 마지막으로 불안정한 금융시장과 증권업의 유동성 부족에 대해서 논의한다.

본 연구의 4장에서는 금번 사태에서 유동성 확보를 위한 증권사들의 자금조달 채널의 활용과 자산 매각의 과정을 검토해본다. 증권사들이 조달한 자금규모나 조달금리의 추이 등을 검토함으로써 금융시장의 여건을 살펴보았다. 증권업이 직면할 수 있는 금융시장의 환경이나 자금조달 채널의 한계 등의 분석은 향후 불안정한 금융시장에서 정책당국자들이 금융시장의 안정화를 위한 논의에 참고할 수 있는 자료로서도 의미를 가질 것으로 생각된다.

II. 증권업의 유동성 이슈 배경과 주가 변화

1. 증권업 유동성 이슈의 배경: 파생결합증권 관련 마진콜

증권사들은 파생결합증권의 계약 구조에 맞추어 자산을 헤지운용한다. 일반적으로 파생결합증권의 발행원금 중 70~80%는 국공채 등의 채권과 예금에 두고 나머지는 파생거래 등에 이용된다. 그러나 이와 같은 자산운용의 구조는 파생결합증권 기초자산의 가치가 크게 하락하여 하한 배리어(Knock-in) 부근에 도달하는 경우에 크게 달라질 수 있다. 이는 하한 배리어에서는 델타의 급격한 상승으로 인해 헤지관련 마진콜이 대규모로 발생할 수 있기 때문이다(성태경, 2015b). 여기서 마진콜은 헤지운용을 위한 기초자산의 포지션 확대, 기초자산 가치 하락으로 인한 파생거래 증거금의 보충, 기초자산 변동성 확대에 따른 증거금율의 상승 등에 따라 추가로 필요한 일별 유동성을 의미한다. 따라서 마진콜의 규모는 하한 배리어 부근에 도달한 파생결합증권의 규모와 당일 기초자산 가치의 하락 폭에 따라 크게 좌우된다.

현재 파생결합증권의 기초자산은 국내외 주요 주가지수들로 설정되어 있다. 금융감독원에 따르면 2019년 9월 기초자산별 파생결합증권의 비중은 EuroStoxx50이 26.9%로 가장 컸고 그 다음으로 HSCEI, S&P500, Nikkei225, KOSPI200 순이었다. 이러한 6개 주가지수 대부분은 지난 3월 2주 사이 큰 폭으로 하락하였다. 구체적으로 3월 6일부터 23일까지 17일 동안 6개 주가지수의 가중평균 누적수익률은 -25.1%였으며, 그 중 EuroStoxx50의 누적수익률이 동기간 -36.9%로 가장 낮았고 KOSPI200이 -32.0%, S&P500이 -25.4%로 나타났다. 파생결합증권 기초자산 중 해외지수의 비중이 매우 높았기 때문에 증권사들은 마진콜 요청에 상당부분 외화유동성으로 납입해야 했는데, 이러한 상황은 증권사들의 유동성 이슈를 더욱 키운 요인으로 평가되고 있다.⁰¹ 다만, 본 연구는 증권사들이 마진콜 관련 외화 매입을 위해 원화유동성을 확보하는 과정, 즉 단기자금의 조달 및 자산 매각 등을 논의의 초점으로 둔다.

<표 II-1> 2019년 3분기 파생결합증권의 기초자산 잔액 현황

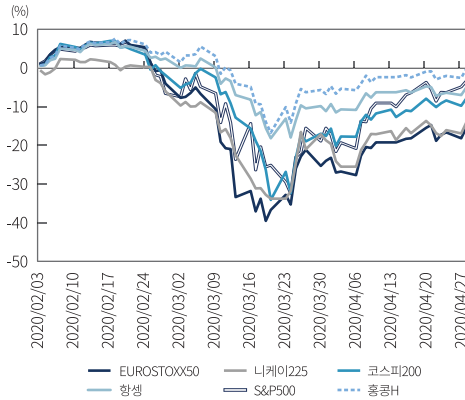
(단위: 조원)

기초자산	잔액	기초자산	잔액
EuroStoxx50	43.7	Nikkei225	19.3
HSCEI	40.8	KOSPI200	23.2
S&P500	33.7	HSI	1.5

자료: 금융감독원 보도자료

01 파생결합증권 마진콜로 인한 외화유동성 수요에 대해서도 여러 이슈들이 있다. 이를 테면, 급격한 외화 수요에 따른 환율의 변동성, 증권업의 외화유동성 관리체계, 외화 증권 매입 이슈, 해외지수 기초자산의 비중 등이 될 수 있다.

<그림 II -1> 6개 주가지수의 누적수익률 추이

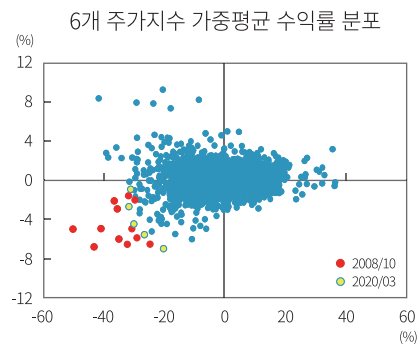
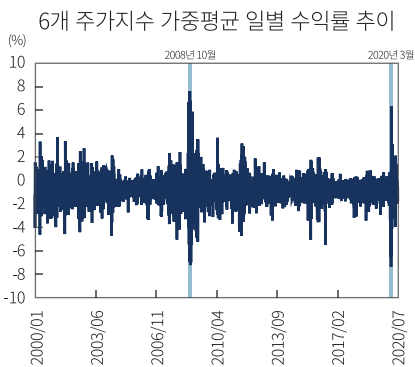


주 : 누적수익률은 2020년 2월 3일부터 4월 27일까지 일별 수익률을 누적하여 구함

자료: FnGuide

먼저 일별수익률의 시계열적인 추이를 살펴보면 지난 3월중 하락 폭은 2008년 서브프라임 금융 위기나 2010년 유럽 재정위기 때보다도 컸다. 다만 마진콜의 규모는 하한 배리어 부근의 정도에 따라서도 결정되므로 이를 대리하는 변수를 찾아야 했다. 하한 배리어는 발행일을 기준으로 기초 자산이 하락한 수준과 관련이 높기 때문에 해당일 직전 60영업일 동안의 누적수익률을 사용하였다. 일별수익률과 해당일 직전 60영업일 동안의 누적수익률의 합이 낮을수록 마진콜의 규모가 컸을 것으로 보았다. <그림 II -2>에서 볼 수 있듯이, 마진콜의 규모가 컸을 것으로 보이는 지표들은 2020년 3월과 2008년 10월에 대부분 집중된 것으로 나타났다. 이러한 결과로 볼 때, 지난 3월 중 하순 파생결합증권 기초자산의 수익률에 따른 스트레스의 상황은 지난 2008년 금융위기와 견줄 만한 수준이었던 것으로 생각된다.

<그림 II -2> 6개 주가지수 가중평균 수익률의 분포



주 : 수익률 분포는 2000년 1월 4일부터 2020년 4월 27일까지의 기간에 대해 분석함

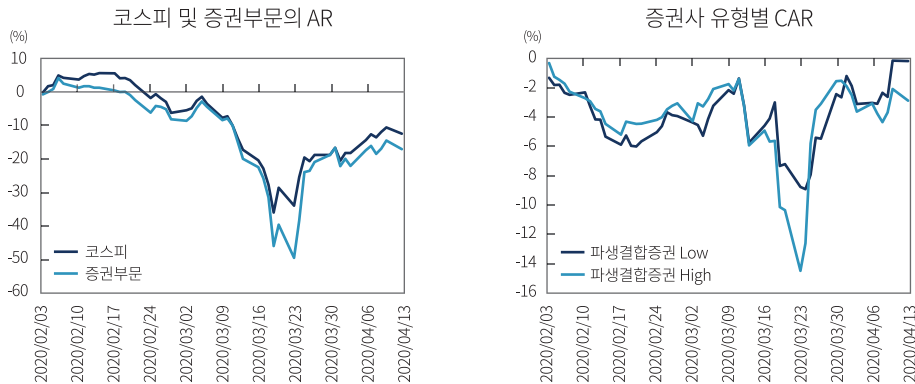
자료: FnGuide

한편 해외 주요지수들은 3월 초중순 30~40%p 폭락하였지만 이후 반등하며 4월 초순에는 상당히 회복된 모습을 보였다. 이는 주요국들의 적극적인 재정 및 통화정책과 코로나19에 대한 공포 완화, 코로나19 위기 대응에 대한 기대감 등이 주식시장에 반영된 결과로 보인다. 이와 같이 해외 주요지수들의 반등으로 증권사들은 마진콜 요청에 따른 유동성 부담이 장기간 지속되기보다는 단 기간에 완화될 수 있었던 것으로 보인다.

2. 코로나19로 인한 증권업 주가 변화

해외 주요지수들과 마찬가지로 코스피지수와 증권부문의 누적수익률은 3월 중순 큰 폭으로 하락하였으나 곧이어 반등하며 4월 초순에는 상당히 회복하였다. 증권사들의 누적수익률이 코스피지수보다 약 10%p 더 하락하였는데, 이는 파생결합증권의 비중이 높은 증권사들의 주가 폭락에 기인한다. <그림 II-3>에서 볼 수 있듯이, 3월 6일부터 3월 23일까지 파생결합증권 High 증권사들의 코스피대비 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return: CAR)의 평균이 -15%로 파생결합증권 Low 증권사들(-4.5%)보다 10%p 이상 낮았다. 파생결합증권 관련 증권사들에 대한 유동성 우려가 증권업의 주가 하락을 심화시켰던 것이다.

<그림 II-3> 증권부문의 수익률 추이



주 : 누적수익률은 2020년 2월 3일부터 4월 13일까지 일별 수익률을 합산하여 구함, 파생결합증권 High 증권사는 20개 상장한 증권사 중 부채에서 매도파생결합증권의 비중 상위 10개사로 정하고 파생결합증권 Low 증권사는 하위 10개사로 정함

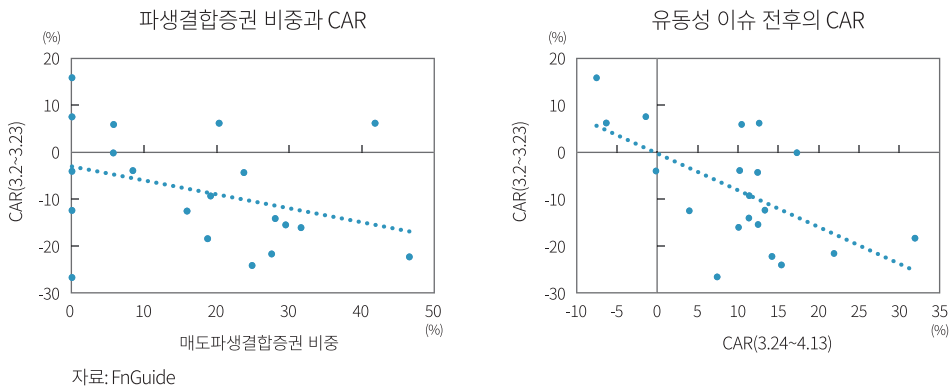
자료: FnGuide

02 파생결합증권 High 증권사는 매도 파생결합증권의 비중이 19.1~46.6%이고 파생결합증권 Low 증권사는 0~18.7%이었다.

수익률 추이를 보면 유동성 지원정책과 CP 발행 등 일련의 변화는 증권사들의 주가 반등에 상당한 영향을 준 것으로 보인다. <그림 II-3>에서 알 수 있듯이, 증권업에 대한 유동성 지원정책⁰³이 3월 23일 발표된 이후 증권부문의 주가는 코스피지수보다 가파르게 회복되었다. 특히 증권사들이 CP 발행을 확대하였던 3월 24일과 25일 파생결합증권 High 증권사의 CAR는 파생결합증권 Low 증권사와 유사한 수준까지 상승하였다. 일각에서 금융당국의 유동성 지원정책이 미진하였다는 견해도 있었지만 금융당국의 발표 직후 증권사들이 CP 발행을 확대할 수 있었다는 점에서 유동성 지원에 대한 정책적 효과를 평가해 볼 필요가 있다.

<그림 II-4>의 좌측 그림은 개별 증권사 파생결합증권의 비중과 3월 2일부터 3월 23일까지의 CAR에 대한 산포도 그림을 보여준다. 파생결합증권 비중이 20% 이상인 증권사의 CAR는 그렇지 않은 증권사들보다 상대적으로 낮았다. 주목할 점은 파생결합증권 비중이 높았던 증권사들 간 CAR의 차이가 10~20%p로 작지 않았다는 점이다. 이는 여타 업무로 인한 손실의 우려가 일부 반영된 것도 있지만 다른 파생결합증권 헤지운용 전략에 따른 유동성 부족의 차이에서 비롯된 점이 크다고 판단된다. 이를 뒷받침하는 것으로 우측 그림은 유동성 이슈가 컸던 시기의 CAR가 유동성 부족에 대한 시장의 우려가 가장 크게 반영된 것임을 보여주고 있다. 즉 3월 2일부터 3월 23일 동안 CAR가 낮았던 증권사일수록 유동성 이슈가 해소된 3월 24일부터 4월 13일 동안 CAR가 높은 경향을 보이고 있다.

<그림 II-4> 개별 증권사의 CAR 분석



03 3월 23일 정부는 증권금융을 통해 3조 5,000억원 규모의 유동성을 지원했다. 증권금융은 한국은행 Repo로 조달한 자금 2조 5,000억원과 자체자금 1조원을 재원으로 활용해 증권사에 Repo로 5,000억원, 증권담보대출 1조 8,000억원, 할인어음 증액 1조 2,000억원을 지원했다.

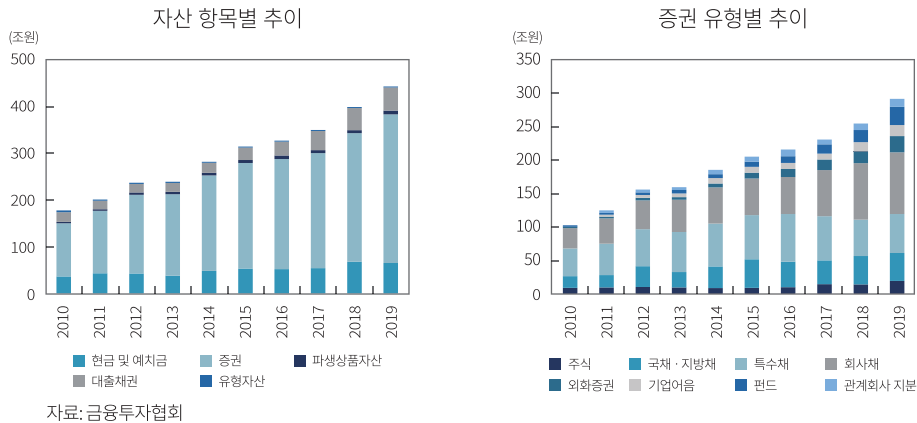
III. 증권업의 재무구조 추이와 변화의 특징

1. 증권사 자산 및 부채의 추이와 변화

가. 자산의 성장과 특징

국내 증권업의 자산규모는 2010년 185조원에서 2019년 466조원으로 2.5배 성장하였고, 자산 중에서는 증권이 113조원에서 315조원으로 가장 높은 증가율을 보였다.⁰⁴ 증권에 세부항목별로 보면 지난 10년간 국채 및 지방채(17.3조원 → 42.1조원), 회사채(30.5조원 → 92.4조원), 외화채권(1.1조원 → 18.1조원), 파생상품(3.1 → 7.9조원), 펀드(2.4조원 → 27.0조원), CP(0원 → 16.8조원) 등의 증가가 두드러진다. 특히 증권업의 채권규모가 성장하였는데, 그 배경에는 파생결합증권과 Repo 시장의 성장을 들 수 있다.

<그림 III-1> 증권업 전체 자산 항목별 추이



이와 같은 자산의 성장으로 증권업은 금융시장과 한층 더 높은 연계성을 가지게 된 것으로 보인다. 증권사들은 금융시장에서 증권을 대규모로 매입하는 중요한 금융기관이 되었다. 이에 따른 보유 자산의 증가로 증권사들은 시장조성⁰⁵이나 금융자산의 중개 과정에서 유동성을 이전보다 큰 규모

04 전체 대출규모도 동기간 21조원에서 49조원으로 성장하였다. 세부적으로 위탁매매 관련 신용공여금이 13조원에서 27조원으로 증가하였고 종합금융투자사업자에게 신규로 허용된 기업대출이 2019년 기준 15조원 규모로 성장하였다.

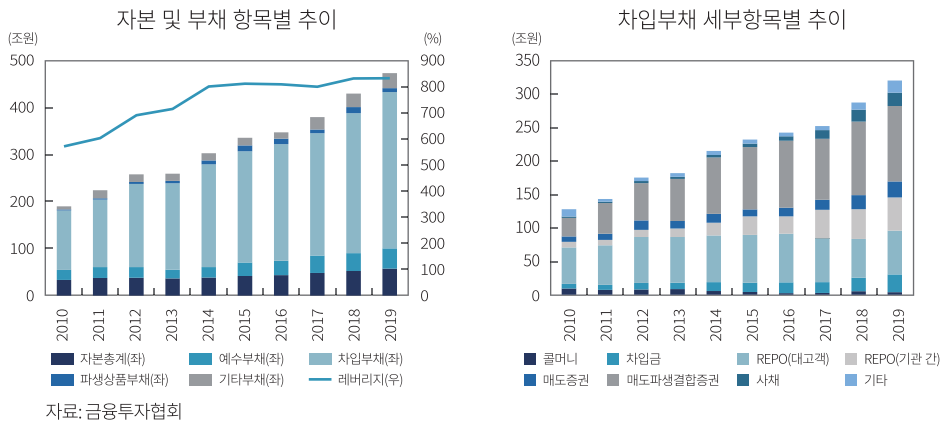
05 채권 및 CP 거래에서 증권사 거래가 차지하는 비중은 70~80%를 차지하고 있다.

로 제공할 수 있게 되었다. 다른 한편, 보유자산이 증가함에 따라 금융위기 시나 증권업의 재무건전성이 악화될 경우 증권사들은 자산을 대규모로 매각할 가능성도 높아졌으며 금융시장에 미칠 수 있는 영향이 커졌다. 금융시장에서 증권업의 중요성이 높아진 것이다.

나. 부채의 성장과 특징

증권업의 부채규모는 2010년 152조원에서 2019년 410조원으로 2.7배 증가하였다. 이는 증권사들이 대형화 등을 통해 자본을 확충한 점도 있지만 레버리지 비율(=자산/자본)을 5.6에서 8.2로 크게 높인 것에 기인한다. 부채 항목별로 보면, 매도파생결합증권, 매도증권, 기관간 Repo, CP 및 단기사채 등 차입부채(124조원→327조원: 2.6배)의 증가가 두드러진다. 매도파생결합증권은 증권사가 발행한 파생결합증권의 잔액으로 27.7조원에서 113.1조원으로 증가하였다. 매도증권은 증권사들이 Repo 담보로 활용하기 위해 증권대차시장에서 차입한 채권이 대부분인데, 8.3조원에서 24.2조원으로 증가하였다. 이와 같은 매도파생결합증권⁰⁶과 매도증권의 증가로 2010년 8.3조원이었던 기관간 Repo 시장이 2019년 49.8조원으로 크게 성장할 수 있었던 것으로 보인다. 2019년 말 기준 증권사들의 CP와 단기사채의 발행잔액도 각각 11.5조원과 8.7조원으로, 합하면 약 20조원 규모에 달하고 있다. 요컨대 증권사들이 단기자금시장을 통해 조달하는 자금 규모가 상당히 커진 것이다.

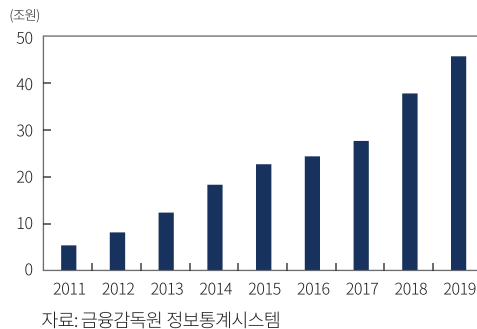
<그림 III-2> 증권업 전체 부채 항목별 추이



06 파생결합증권 관련 헤지이용으로 보유한 채권 중에서 Repo 담보자산으로 활용되기도 한다.

지난 10년 사이 채무보증⁰⁷의 성장은 증권업의 주요한 변화 중 하나로 들 수 있다. 최근에는 기업 대출 관련한 CLO나 부동산PF 채무보증을 중심으로 시장 수요가 가파르게 증가하고 있다. 채무 보증이 성장함에 따라 증권사들의 유동성 및 신용 익스포처도 커지고 있다. 특히 금융위기로 인해 신용경색이 확대될 경우 ABCP/ABSTB의 미매각이 대규모로 나타날 수 있다. 이 경우 증권사들은 미매각분을 매입해야 한다. 지난 3월 증권사들이 채무보증한 ABCP/ABSTB의 미매각에 대한 우려가 높아졌었다. 다행히도 금융시장의 불안정성과 증권업 유동성의 이슈가 빠르게 완화됨에 따라 ABCP/ABSTB의 미매각은 실제로 크게 실현되지는 않았다. 금융감독원에 따르면 지난 4월 만기도래 ABCP/ABSTB 15.9조원 중 시장매각이 원활하지 않아 증권사가 인수한 규모가 2.1조원(13%)이었다. 다만 3월 당시 금융시장의 불안정한 여건이 지속되었다면 이와 같은 시장에서의 우려가 현실화되는 것도 가능하다. 따라서 증권업의 채무보증은 2019년 말 기준 70.3조원의 유동성갭(=유동성 자산-유동성 부채) 대비 65.7%인 46.2조원으로 여유가 있어 보이지만 금융위기를 고려한 여러 시나리오 상황에서도 감내할 수준인지 살펴볼 필요가 있다.

<그림 III-3> 증권업 전체 채무보증의 추이



2. 증권업의 유동성비율

금융투자업 규정 제8-41조에서는 증권사에 대해 100% 이상의 원화유동성비율⁰⁸을 요구하고 있다. 이는 증권사들이 상환이 예정된 단기부채대비 유동성 자산을 충분히 보유할 필요성에 따른 것이다. 국내 증권업 전체 원화유동성비율은 지난해 말 기준 130%를 넘었고 유동성갭도 70조원에

07 채무보증은 증권사들이 ABCP/ABSTB의 차환위험, 또는 기초자산의 신용위험을 보장해주는 약정을 말한다.

08 원화유동성비율은 잔존만기 3개월 이내 유동성 자산을 잔존만기 3개월 이내 유동성 부채로 나눈 비율이다. 잔존만기가 3개월을 초과하더라도 1개월 및 3개월 이내에 현금화가 가능한 자산은 유동성 자산으로 인정된다(금융투자업규정시행세칙 '별표 10] 계량항목 산정기준' 참조).

달하는 등 안정적인 수준으로 평가되어 왔다. 더욱이 보유증권이 대부분 국채 및 특수채, 우량 등급의 회사채, 주식으로 구성되어 있어, 증권업의 유동성 자산은 2019년 말 기준 278조원으로 총 자산에서 70% 이상을 차지하고 있다. 이러한 이유로 금융당국이나 증권사들은 최근까지도 유동성 위험에 대해 특별히 우려를 가지고 있지는 않았던 것으로 생각된다.

그러나 지난 3월 대규모 마진콜을 받았던 당시 안정적인 유동성비율에도 불구하고 일부 증권사들은 유동성의 부족을 심각하게 겪었다. 마진콜은 기초자산이 폭락한 수준이나 자산운용의 헤지 전략에 따라 가변적으로 요청된다. 반면 유동성비율은 유동성 자산과 유동성 부채로 만들어진 지표로 이와 같은 마진콜의 특성과 무관하게 결정된다. 이는 증권업의 유동성비율이 안정적이었음에도 지난 3월 유동성 이슈가 불거질 수 있었던 상황을 설명해준다. 따라서 유동성비율은 지표의 특성상 자산의 헤지운용 과정에서 초래되는 대규모 마진콜과 같은 유동성 이슈에서는 효과적으로 기능하기 어려운 점이 있다.

3. 금융시장의 안정성과 증권업의 유동성 함의

앞에서 논의한 바와 같이, 최근 증권업의 자산과 부채는 괄목할만한 수준으로 성장하였다. 증권사들은 자산규모의 성장으로 금융위기 시에 자산을 대규모로 매각할 가능성이 커졌기 때문에 자산 매각에 따른 손실이 크거나 매각 자체가 어려울 수도 있다. 불안정한 금융시장에서 자산매각을 통한 유동성 확보의 어려움이 커진 것이다. 증권사들의 자금조달 채널을 보면 Repo, CP 및 단기사채, 채무보증한 ABCP/ABSTB 등 단기자금시장에의 의존도가 커졌다. 단기자금시장은 짧은 만기를 통해 안정성이 확보된 시장이므로 일중 자산가치의 변동성이 큰 경우 유동성 공급이 크게 축소된다. 따라서 금융위기 시에 증권사들은 단기자금시장과 관련한 유동성 축소로 인한 위험의 스포저가 크다. 이러한 점으로 볼 때 증권사들은 불안정한 금융시장에서 유동성 관리에 어려움이 커진 것이다.

한편 증권업의 유동성 위기는 금융시장의 불안정성을 증폭시킬 수 있다. 특히 금융위기 시에 증권사들이 유동성의 확보를 위해 자산을 대규모로 매각해야 하는 경우 금융시장의 불안정성이 증폭될 수 있으며 이는 다시 증권업의 유동성 부족을 높이면서 악순환으로 전개될 수 있다. 금융시장의 충격이 크지 않더라도 이와 같은 악순환은 금융시스템의 위험을 초래할 수 있다(Brunnermeier & Pedersen, 2008). 이는 지난 2007~2009년 금융위기 시에 미국 금융당국이 금융시스템의 안정화를 위해 투자은행에 대해 유동성 지원정책을 고안하게 된 배경 중 하나이기도 하다.

IV. 증권업의 유동성 부족 대응 분석

여기서는 지난 3월 증권사들이 단기자금조달 채널을 활용하고 보유 자산을 매각하는 과정을 다룬다. 특히 증권사들이 유동성 부족에 따른 대응과정에서 조달한 자금규모나 금리의 추이 등을 살펴봄으로써 금융시장의 여건을 논의하고자 한다.

1. 자금조달 채널의 활용 분석

증권사 부채는 리테일 부채와 홀세일 부채로 구분해볼 수 있다. 리테일 부채는 리테일 고객을 대상으로 한 영업과정에서 발생한 부채로 총 부채 중에서 약 70%의 비중을 차지하고 있다. 위탁매매 관련한 예수부채, 대고객 Repo, 증금차입금⁰⁹, 매도파생결합증권 및 파생상품부채¹⁰ 등이 리테일 부채에 포함된다. 홀세일 부채는 자산운용의 과정에서 자금의 일시적 부족이나 투자 및 인수 등 IB 업무를 위한 단기자금 조달의 목적으로 여타 금융기관들로부터 차입한 부채이다. 기관간 Repo, 콜머니, CP, 전단채, 사채, 후순위채 등이 홀세일 부채에 해당된다.

리테일 부채는 금융시장의 부정적인 변화에 민감하지 않은 안정적인 부채이다. 다만 금융시장의 신용경색이 심하고 증권사에 대한 신뢰가 심각하게 붕괴될 경우에는 고객들이 대규모로 이탈(Run)할 수 있는 위험을 가지고 있다. 이러한 이유로 증권업의 유동성 이슈와 함께 금융시장이 불안정했던 지난 3월 리테일 부채의 추이를 간략히 살펴보고자 한다. 먼저 예수부채¹¹는 위탁매매 과정에서 증권계좌에 들어있는 자금으로 일별 투자자예탁금의 현황을 통해 알아볼 수 있다. 금융투자협회 자료에 따르면, 투자자예탁금은 지난 2월과 3월 사이 일별로 고객들의 대규모 인출도 없었고 31.2조원에서 43.1조원으로 꾸준히 증가하였다. 또한 대고객 Repo는 76.8조원에서 77.5조원으로, 파생결합증권 미상환잔액은 62조원에서 63조원으로 증가하는 등 여러 금융투자상품 관련 고객들이 특별히 이탈하는 모습을 보이지 않았다. 이러한 현황을 볼 때, 지난 3월 리테일 부채는 증권사의 유동성에 부정적인 영향을 주지는 않았던 것으로 판단된다.

09 증금차입금은 2019년 말 14.8조원으로, 위탁매매 고객대상 증권담보대출과 신용거래용자금을 위한 차입이 대부분을 차지하고 있다. 증권사들이 자체의 자금수요를 위해 기관운영이나 할인어음의 형태로 증권금융으로부터 차입하기도 하는데, 이는 약 2조원 규모(13%)로 추산된다.

10 파생상품부채는 파생결합증권의 헤지운용에서 평가받고 고객에게 상환되어야 할 부채이다.

11 고객들이 예치금을 회수하게 되면 증권사는 당일에 이를 지급해야 할 의무가 있으나 증권금융으로부터는 익일에 수령할 수 있다. 따라서 고객들이 대규모로 이탈할 경우 증권사들은 일시적으로 유동성 부족을 겪을 수 있다.

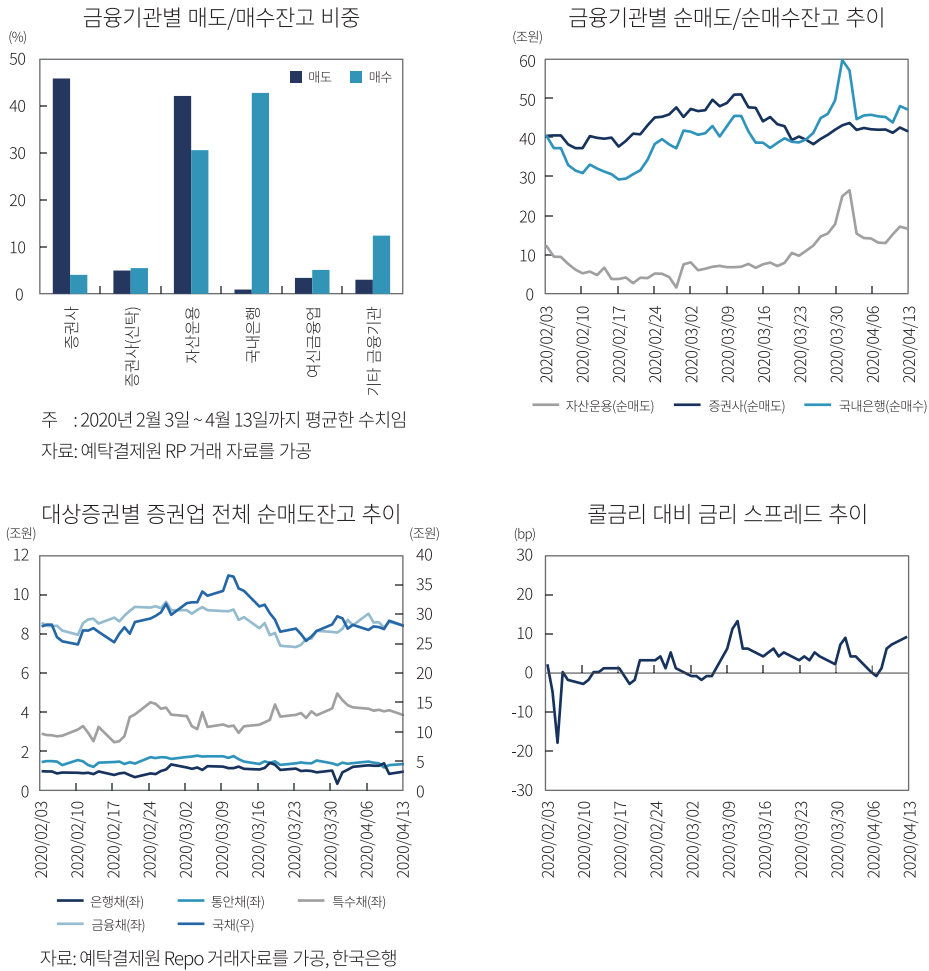
가. 기관간 Repo 시장의 특징과 활용

기관간 Repo는 지난 10년 사이 증권업 부채 중 가장 성장률이 컸던 항목 중의 하나다. 현재 증권사들이 기관간 Repo를 통해 조달하는 자금 규모는 50조원으로 10조원 미만이었던 2012년보다 5배 증가하였다. 이러한 성장의 배경에는 증권사들이 담보로 활용할 수 있는 보유자산의 증가도 있지만 금융당국이 기관간 Repo 시장을 증권사들의 단기자금시장으로 정비한 정책도 있다.¹² 이와 같은 정부의 정책은 기관간 Repo 시장이 담보자산을 근거로 차입되기 때문에 무담보 차입시장인 콜시장보다는 안정적이라는 점을 고려한 결과로 보인다. 그러나 불안정한 금융시장에서는 담보자산 가치의 변동성 확대로 인해 유동성 공급이 축소될 수 있다. 여기서는 지난 3월 기관간 Repo 시장의 유동성 여건과 증권사들의 기관간 Repo 자금조달 활용에 대해 살펴본다.

<그림 IV-1>에서 보면, 기관간 Repo 시장에서 증권사는 자금을 차입하고 은행은 자금을 제공하는 대표적인 금융기관임을 알 수 있다. 한편 자산운용사는 자금을 제공하기도 하지만 자금을 차입하기도 한다. 증권사와 자산운용사의 순매도잔액은 각각 3월 종순에는 감소하였고 3월 종순부터 4월초까지 증가하였는데, 동기간 은행은 이들의 Repo 자금 수요에 대응하는 유동성을 공급하는 모습을 보였다. 또한 기관간 Repo 금리스프레드는 동기간 크게 높지 않은 것으로 나타났다. 콜금리 대비 기관간 Repo의 금리스프레드가 3월 11일 10bp로 가장 컸고 그 외 기간에서는 5bp 전후로 나타나 여타의 금융자산보다도 매우 안정적인 모습이었다. 이러한 분석결과는 은행으로부터 유동성 공급이 특별히 축소되지 않았음을 보여주는 것이며 지난 3월 기관간 Repo 시장은 안정적인 자금조달의 채널이었음을 함의한다.

12 지난 2008년 금융위기 당시 증권사들은 콜시장에서 유동성 위기를 경험하였고 이를 계기로 감독당국은 콜시장을 은행간 시장으로 제한하였다. 현재는 기관간 Repo 시장이 증권사들이 이용해왔던 대표적인 단기자금시장인 콜시장을 대체하고 있다.

<그림 IV-1> 금융기관별 기관간 Repo 순매도잔고 및 금리스프레드 추이



3월 중순 증권사들의 Repo 순매도잔고는 국채와 은행채가 대상증권인 Repo 시장에서만 감소하는 모습을 보였다. 기관간 Repo 시장이 유동성 공급 측면이나 금리스프레드에서 안정적이었음에도 불구하고 증권사들은 유동성 확보를 위해 기관간 Repo 시장을 활용하지 않은 모습이다. 그 원인으로는 증권사들이 기관간 Repo로 조달할 수 있는 담보자산의 여력이 없었고 또 Repo 담보로 활용할 수 있는 국채나 은행채를 대규모로 매도¹³하였기 때문으로 보인다.

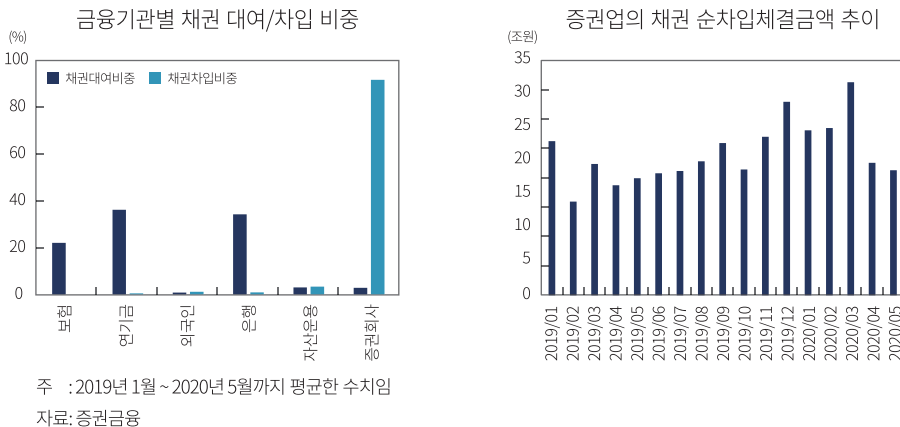
13 후술하는 '보유자산의 매각 분석'에서는 증권사들이 유동성이 상대적으로 높은 국채 및 은행채, CP를 매각하고 있음을 확인할 수 있다.

나. 매도증권: 대차거래를 통한 증권의 차입

매도증권은 지난 10년 사이 8조원에서 24조원으로 증가하였다. 매도증권을 유형별로 보면 2019년 말 기준 주식은 4.5조원, 국채 및 지방채가 15.7조원, 특수채가 3.8조원인 것으로 나타났다.¹⁴ 채권대차거래의 경우, 증권사들은 증권금융의 이행보증 하에 Repo 담보자산에 적격하지는 않지만 우량 채권인 A등급 이상의 회사채 및 ABS, A1 등급 이상의 단기사채, CP, ABSTB, ABCP 등을 담보로 국채 및 지방채와 특수채를 차입할 수 있다. 증권사들이 대차거래를 통해 차입한 국채와 특수채 대부분은 기관간 Repo 시장에서 자금을 조달하는데 사용되고 있는 것으로 알려져 있다. 따라서 채권대차거래 시장은 일정수준 이상의 투자등급 채권으로도 기관간 Repo에서 자금을 조달할 수 있는 기회를 금융기관에게 제공한다.

증권사들은 지난 3월 대차거래시장에서 차입한 국채 등을 통해 기관간 Repo시장에서 자금을 추가로 조달할 수 있었던 것으로 보인다. 아래의 그림에서 확인할 수 있듯이 증권사들이 체결한 채권의 순차입금액은 지난 3월이 가장 높았다. 이는 당시 증권사들이 기관간 Repo 담보자산으로 활용할 수 있는 국채 등에 대한 차입 수요가 컸기 때문이다. 이와 같이 지난 3월 대차거래시장에서 국채를 차입할 수 있었기 때문에, 증권사들이 대규모로 국채를 매도한 것에 비해 국채를 담보로 한 기관간 Repo 순매도잔액이 감소하지 않을 수 있었다.

<그림 IV-2> 증권업의 채권대차거래 현황 및 추이

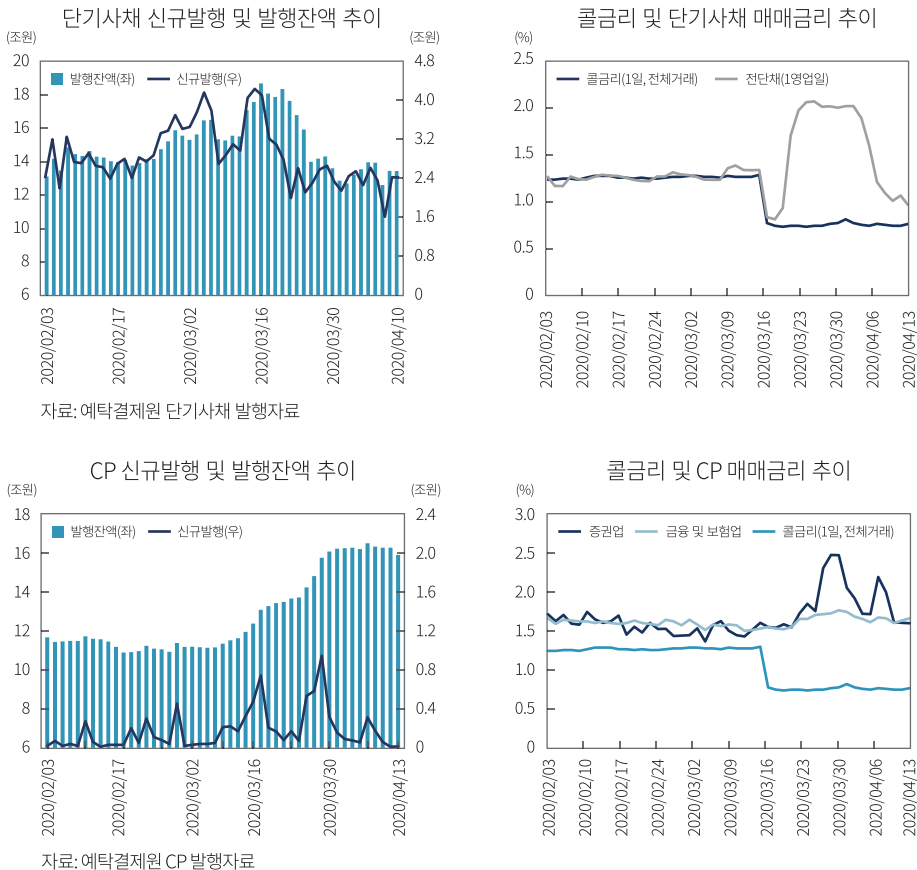


14 예탁결제원은 주식에 대해 대차거래를 증개하고, 증권금융은 채권 및 CP 등에 대해 대차거래를 증개하고 있다.

다. 단기사채 및 CP의 발행

증권사들은 일시적인 자금 부족을 해소하거나 또는 단기성 자금을 조달하기 위해 단기사채 또는 CP를 발행한다. 여기서는 지난 3월 증권사들의 단기사채 및 CP 활용의 규모를 파악하고 유동성을 확보하는데 있어 이러한 시장의 여건을 분석해본다. 단기사채는 대체로 7영업일 미만의 초단기 자금조달에, CP는 1개월에서 1년 미만의 단기성 자금에 이용되고 있다.¹⁵ 증권사들이 신규로 발행한 단기사채 규모는 3월 초부터 급격히 증가하였고 발행잔액도 3월 중순 18조원 규모로 2월 대비 약 3~4조원 많았다. 그러나 이후 단기사채 신규발행이 감소하면서 3월 하순 이후 발행잔액이 12조원 전후로 하락하였다. 이러한 시기에 신규발행이 감소한 원인 중의 하나로 증권사가 발행한 단기사채 금리스프레드의 상승을 들 수 있다. 실제로 증권사가 발행한 단기사채 매매금리는 3월 19일부터 4월 초순까지 콜금리 대비 100bp 이상 높게 유지되었으며, 이 시기 단기사채의 신규발행도 상대적으로 낮은 수준을 보였다.

<그림 IV-3> 증권업 전체 단기사채 및 CP의 발행 및 매매금리 추이



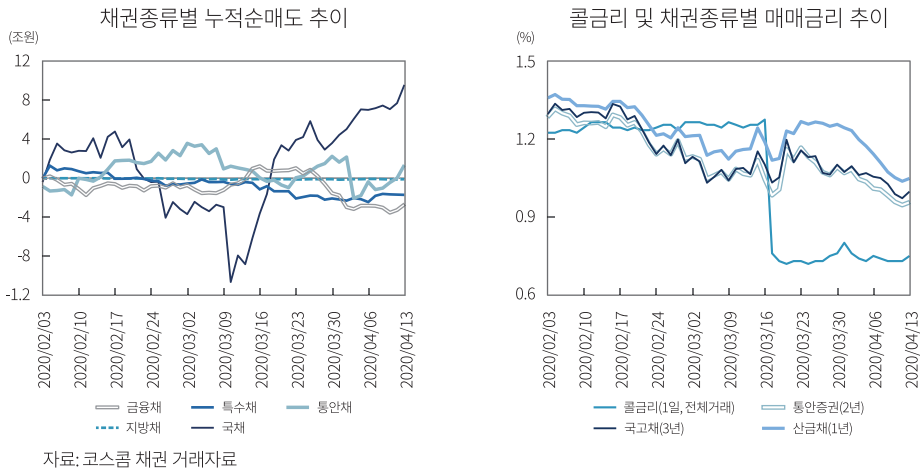
증권사들이 3월 중순부터 CP 발행을 늘리려고 했던 것으로 보인다. CP 발행의 경우, 정부의 유동화 지원정책 발표(3월 24일) 이전인 3월 20일 전후에 증권사들이 CP 발행에 어려움을 겪었던 것으로 보인다. 비록 3월말 증권업 CP 발행이 증가하였으나, 매매금리 스프레드는 발행규모에 따라 변동성이 크게 나타났다. 당시 증권사들이 CP 발행을 다소 확대할 수 있었지만 이를 매입할 기관을 찾기는 쉽지 않았던 것으로 판단된다. 종합해보면 증권사들은 CP와 단기사채를 통해 부족한 현금을 다소 메울 수 있었으나 유동성 부족이 매우 심각했던 3월 중하순에는 조달이 매우 어려웠고 조달자금 규모도 유동성을 메우는데 충분하지 못했던 것으로 판단된다.

2. 보유자산의 매각 분석

본 소절에서는 지난 3월 증권사들의 보유자산 매각 추이를 검토한다. 보유자산 중에서는 국채, 지방채, 특수채, 통안채, 금융채 등의 채권과 CP에 대한 순매도 추이를 살펴보았다. 분석결과, 증권사들은 3월 9일부터 23일까지 국채를 약 10조원 이상 매도하였던 반면 국채 외의 채권들 즉, 지방채, 특수채, 통안채, 금융채에 대해서는 특별히 순매도하지 않은 것으로 나타났다. 증권사들이 국채를 매도했던 3월 중순에는 국채 금리스프레드가 낮은 수준을 유지하였고 증권사 국채 매도 추이와 관련이 없는 한국은행의 금리인하 정책 직후부터 금리스프레드가 최대 45bp까지 상승하였다. 이러한 점에서 증권사의 국채 매도가 국채 금리에 미친 영향은 크지 않았던 것으로 판단된다. 사실 증권사들은 유동성이 높은 국채를 중심으로 매각함으로써 매각에 따른 손실을 최소화하고 채권 등의 금융시장에도 큰 충격을 주지 않았던 것으로 보인다. 지난 2월부터 4월 중순까지 채권별 일평균 거래대금을 보더라도 국채가 32.7조원으로 가장 높았고 그 다음으로는 금융채(8.5조원), 통안채(7.8조원), 특수채(2.5조원), 회사채(1.6조원) 순으로, 국채의 유동성은 여타 채권과 큰 차이를 보이고 있었다. 비록 회사채 매각에 대해 분석하지는 않았으나, 회사채 일평균 거래대금이 매우 낮았으며 회사채 금리가 3월 중 크게 상승하지는 않았던 점으로 볼 때 특수채나 통안채, 금융채와 마찬가지로 증권사들이 회사채를 매각하지는 않았던 것으로 판단된다.

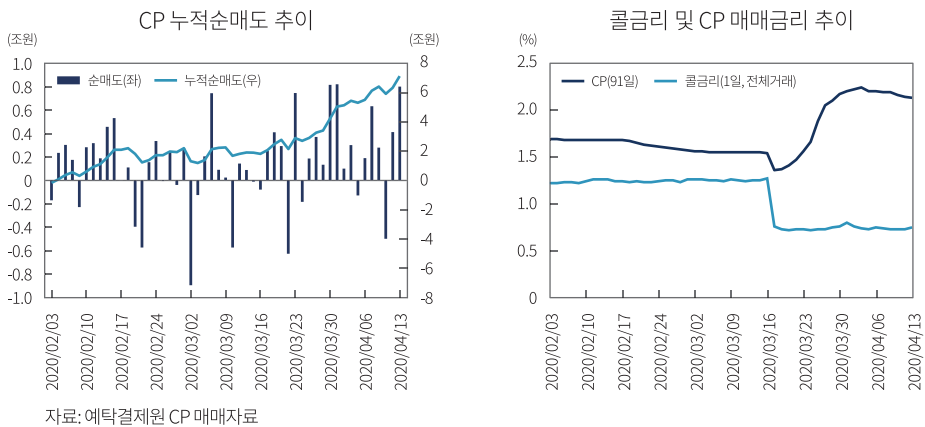
15 최근 1년 사이 증권사가 발행한 단기사채를 만기별로 구분하면 1영업일이 60%, 2일 이상 7일 미만인 25%, 7일 이상 1개월 미만인 10%로, 1개월 미만인 대부분을 차지하였다. CP의 경우 만기가 1영업일이 1.7%, 2영업일 이상 1월 미만인 19.5%, 1개월 이상 3개월 미만인 30.5%, 3개월 이상 1년 미만인 48.4%로 나타났다.

<그림 IV-4> 증권업 전체 채권 종류별 누적순매도 및 매매금리 추이



증권사들의 CP 보유물량은 3월 18일에서 27일 사이 3조원 감소한 것으로 나타났다. 증권사들은 보유중인 CP를 매도하거나 신규 발행물량에 대한 매입규모를 줄인 것이다. 이 기간 CP의 금리스프레드는 상승하는 추세를 보이고 있어 국채와는 달리 증권사들의 CP 매도가 금리스프레드에 영향을 다소 준 것으로 보인다.

<그림 IV-5> 증권업 전체 CP 누적순매도 및 매매금리 추이



V. 요약 및 시사점

본 연구는 지난 3월 증권업의 유동성 부족이 기대 이상으로 커진 원인을 분석하였다. 분석결과, 최근 20년간의 역사적 분포로 볼 때 파생결합증권 관련 마진콜의 규모가 예외적으로 컸음을 확인하였다. 더욱이 파생결합증권의 기초자산이 해외지수인 경우 증권사들은 1~2일 사이에 외화로 증거금을 추가납입해야했던 점도 증권사들의 유동성 확보를 어렵게 했던 요인으로 보인다. 코로나19로 인한 불안정한 금융시장에서 증권사들의 유동성 확보를 위한 대응이 쉽지 않음을 확인하였다. 증권사들은 Repo 시장에서 이미 담보할 수 있는 자산을 대부분 활용하고 있었기 때문에 이를 통해 추가로 자금을 조달하기는 어려웠다. 다만, 채권대차시장을 통해 차입한 국채로 Repo 시장에서 유동성을 일부 확보할 수 있었던 것으로 나타났다. Repo와 달리, 단기사채나 CP, ABCP/ABSTB 등은 금융시장의 불확실성에 대해 매우 민감한 자금조달 채널임을 확인하였다. 마지막으로 증권사들은 불안정한 금융시장에서 자산을 매각하여 유동성을 확보하기는 쉽지 않았던 것으로 판단된다.

금번 경험을 계기로 증권사들은 보다 엄정한 유동성 관리시스템을 구축해야 할 것으로 판단된다. 코로나19와 같이 금융시장은 급격히 악화될 수 있으므로 증권사들은 항시적으로 스트레스 상황을 고려한 유동성 관리에 임해야 할 것이다. 또한 증권사들은 불안정한 금융시장에서 자금을 추가로 조달할 수 있는 방안들을 준비해 두는 것도 필요한 것으로 생각된다. 금융당국 입장에서는 증권사에게 요구할 유동성 규제방안의 마련이 중요한 과제일 것이다. 다만 획일적인 규제는 유동성 위험을 최소화하는데 요구되는 규제수준을 과도히 높여 제반 비용을 증가시킬 수 있다. 또한 유동성 이슈가 파생결합증권 마진콜과 관련해서 불거진 만큼 이를 최대로 고려한 규제 방안을 검토해야 할 것이다.

지난 10년간 증권업은 다양한 금융투자상품의 취급 및 IB 영업의 확대로 금융시장과의 연계성이 한층 높아졌다. 파생결합증권과 Repo 시장의 성장으로 증권사들은 금융시장에서 대규모의 자산을 매입하는 금융기관이 되었으며 단기자금에 대한 의존도도 높아지게 되었다. 이러한 변화로 증권사들은 대규모 자산 매각 시 금융시장에 커다란 충격을 줄 수 있을 뿐 아니라, 불안정한 금융시장으로부터 자금조달의 영향을 받게 될 가능성도 증가하였다. 무엇보다도 증권사들은 금융위기 시에 유동성 부족 등의 이유로 금융시장의 변동성을 높일 수도 있지만 반대로 중개기능이 확보될 경우에는 금융시장의 변동성을 안정시키는데 크게 기여할 수 있다. 실제로 지난 2007~2009

년 미국의 금융당국은 금융시장의 안정성 차원에서 투자은행의 중요성을 고려한바 있다. 다만 금융시장을 정상화시키면서도 대형 금융기관의 도덕적 해이를 방지하려는 노력도 함께 하였다. 국내 증권업이 대형화되고 금융시장에서 차지하는 비중이 커지고 있는 상황에서, 정책당국은 미국의 사례를 통해 국내에 적합한 금융안정화 정책에 대해 선제적으로 검토하는 것도 필요하다고 생각된다.

참고문헌

백인석 · 주현수 · 황세운 · 서현덕, 2015, 『단기자금시장 구조개편에 대한 평가와 정책과제』, 자본시장연구원 연구총서 15-04.

성태경, 2015a, 급증하는 증권사 파생결합증권(I) - ELS 등 파생결합증권 관련 리스크가 증권사에 미치는 영향, 한국기업평가.

성태경, 2015b, 급증하는 증권사 파생결합증권(II) - 헤지운용 과정에서의 시장위험 확대 원인 및 시사점, 한국기업평가.

이효섭, 2017, 『ELS · DLS 증가에 따른 금융 리스크 진단 및 시사점』, 자본시장연구원 연구보고서 17-04.

금융감독원, 2019. 12. 24, '19.3분기 증권회사 파생결합증권 발행 · 운용 현황, 보도자료.

Acharya, V., Fleming, M., Hrung, W., Sarkar, A., 2017, Dealer financial conditions and lender-of-last-resort facilities, *Journal of Financial Economics* 123.

Adrian, T., Shin, H., 2010, Liquidity and leverage, *Journal of Financial Intermediation* 19.

Brunnermeier, M., 2009, Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008, *Journal of Economic Perspectives* 23.

Brunnermeier, M., Pedersen, L., 2009, Market liquidity and funding liquidity, *The Review of Financial Studies* 22.

Rosengren, E., 2014, Broker-Dealer Finance and Financial Stability, Keynote Remarks: Conference on the Risks of Wholesale Funding sponsored by the Federal Reserve Banks of Boston and New York.