



seoultribune

2024년 9월 24일

이용혁의 금융시장분석 - 채권선도(본드포워드)파헤치기 3편. 스왑은행의 시장 리스크 헤지운용과 외국인 장기채 보유 증가



앞선 사례에서 삼한생명(5년25년(선도만기.잔존만기)국채선도)을 매수자이고 거래상대방(스왑뱅크)인 신한투자증권은 매도자가 된다. 신한투자증권은 선도채권 매도 후 금리가 상승(엄밀히 말하면 5년 뒤 25년 선도금리가 상승하는 것, 금리커브가 Bear Steep 되는 경우 등)하면 평가익, 선도금리가 하락하면 평가손이 발생하고 이때 발생하는 평가손익은 당기손익에 바로 반영된다. 즉 스왑은행은 고객(삼한생명)이 취하는 포지션과 정확히 반대방향의 시장리스크를 부담하게 된다. 다행히 거래시점에 어떤 이유에서든지 본드 포워드 매도를 원하는 고객이 있다면 스왑은행은 양 거래를 동시에 체결시킴으로서 시장리스크는 상쇄시키고 거래마진을 확보할 수 있다. 하지만 안타깝게도 현실세계에서는 그런일(채권선도 매도자와 매수자가 고객으로서 동시에 나타나는 일)은 없다고 봐도 무방하다. 따라서 스왑은행이 대고객 거래체결 후 시장리스크 제거를 위해 '헤지운용'을 하는 것은 필수다.

스왑은행 헤지운용의 과정은 국고채권과 유관 시장 상품들을 활용하여 고객과 체결된 선도금리보다 더 높은 선도금리를 만들어 내는 과정이다. 이렇게 함으로써 스왑은행은 시장리스크를 제거하고 거래금리와 헤지금리사이의 마진을 획득할 수 있다. 채권선도금리는 현재 금리기간 구조로부터 결정된다고 했는데 헤지방법도 현재 금리기간구조에 담겨있다.

'단기물현물*선도금리=장기현물금리' 항등식을 다시 소환해보자. 우리가 공급해하는 선도금리를 좌변에 남기면 '선도금리=단기물현물(반대 포지션)*장기물 현물금리'다. 사례에 대입 해보면 삼한생명은 '5년 25년 국고채선도 매수=5년국채 매도*30년 국채 매수'와 같다. 반면 '신한투자증권은 5년 25년 국고채 선도 매도 = 5년 국채매수*30년국채 매도'다. 따라서 신한투자증권의 커버거래(헤지거래)는 5년25년 국고채 선도금리 매수 포지션을 만드는 것이다.

5년25년 선도금리 매수포지션을 만들어 내는 것은 5년 뒤 잔존 25년 남은 국고채권을 복제하는 것과 정확히 일치한다. 따라서 현재 국채5년을 빌려서 시장에서 매도한 후 매도자금으로 준거채권인 24-2(30년국고채)를 매수하여 선도만기일까지 보유한다. 즉 선도만기에 상응하는 채권을 숏(매도)을 내고 준거채권을 롱(매수)하면 헤지가 완성된다. 보험사가 선도만기일에 약정된 금리로 매수하겠다고 약속한 채권을 스왑은행이 대신 보유하고 있다가 넘겨주면 된다. 만기일이 되면 보유한 24-2채권을 약정금리로 매도하고 보험사로부터 채권대금을 받는다. 5년 전에 빌린 5년만기 채권은 선도만기일이 되면 상환기일이 도래한 '현금'과 같아진다. 받은 자금으로 최초 국채와 등가인 잔존 1~2일 남은 채권을 시장에서 매수하여 조달부채를 상환하면 헷지 거래는 종결된다.

상기 해지방식은 매우 개념적이다. 30년 현물국채를 매수하는 것은 어려움이 없는데 현재시점 선도만기채권인 5년물 국고채를 해당 채권의 만기때까지 중간에 끊임 없이 빌려줄 거래 상대방을 찾는 것이 어렵다. 현실 시장에서 보험사는 6개월 선도만기 30년채권, 1년 선도만기 25년 채권, 1년6개월 선도만기 30년 채권등 다양한 조합의 선도채권 매수를 희망한다. 스왑은행은 최초 선도만기 채권을 숏을 내고 시간이 경과함에 따라 줄어드는 만기에 맞춰 해당구간 '숏'포지션을 유지해야 한다. 여기서 기술이 들어갈 수 있다. 스왑은행들은 선도만기구간 숏포지션을 구축하기 위해 10년 선물, 3년 선물, 다양한 만기의 현물채권 대차 매도 등의 방법을 활용한다. 이런 과정에서 필연적으로 손익변동이 발생하게 될 것이고 그래서 헤지마진이 필요하다. 고객을 위해 30년 채권을 대신 보유중이므로 스왑은행은 자신의 대차대조표를 활용하게 된다. 지난 기고에서 언급한 '본드 포워드 거래 과정에서 초장기물중심으로 자금이 유입되고 있다'는 한국은행의 외국인 채권자금 순유입 배경에 대한 설명 뒤에는 국내 보험사의 채권선도 매수를 헤지하기 위한 외국계은행의 커버거래가 있는 것이다.

보다 공격적인 운용방식을 허용하는 스왑뱅크는 대고객거래의 선도채권의 조합과 일치하지 않더라도 대고객거래와 커버거래의 만기별 합산 익스포저(net delta)에 한도와 총손실 한도를 통해 운용하기도 한다. 5년25년 선도채권을 헤징시점의 금리기간구조와 북 상황에 따라 10년 30년, 3년 25년 등의 조합으로 다이나믹하게 헤징하는 것이다. 이 방식은 성공하면 보다 큰 마진, 실패하면 더 큰 손실이 발생하는 것은 자명하다

채권선도는 선도만기 기간동안 스왑은행이 보험사를 대신하여 채권을 보유하는 대표적인 '대차대조표' 활용 비즈니스이다.(외국계 은행은 이를 두고 Blance sheet Business라고 한다. 대차대조표 상 '자산'항목을 사용하는데 그 재원 또한 스왑은행이 '부채나 자본'항목을 활용하기 때문이다)

금일 칼럼에서 한개만 기억하자면 '선도채권매수 = 선도만기 현물매도+준거채권(원만기채권)매수' or '선도채권매도=선도만기현물매수+준거채권(원만기채권)매도' 항등식이다. 5년 뒤 잔존 25년 남은 국고채를 매수했다는 것은 현재 5년 만기 국고채를 만기까지 매도포지션을 유지하고 매도 자금으로 30년 국채를 매수한 것과 같은 경제적 효과라는 것을 기억하자.

서울트리분 (c)

#서울트리분 #이용혁 #금융시장분석

이 글은 '금융의 원리'의 일부입니다.