

seoultribune  
2024년 9월 4일

## 이용혁의 금융시장분석 - 채권선도(본드포워드)파헤치기 1편. 거래구조, 평가손익, 실물인수도 정산 방식 위험회피회계 적용



24년 1분기 말 기준 삼성생명의 채권선도 잔액은 105,633억으로 전년 동기비 24,839억 증가했다. 한화생명도 같은 기간 13,060억 증가하며 말잔 71,410억을 기록했다. 생보 빅3 막내 교보생명만 전년 동기비 감소한 54,000억을 보유하고 있었고 신한라이프와 NH생명도 전년 동기비 잔액이 증가했다.

대부분 생보사들의 전년 동기비 잔액이 늘어난 것은 보험사 신 자본규제 K-ICS 도입과 함께 23년 3분기 금리급등과 4분기까지의 급락 후 24년 1분기까지의 완만한 금리상승 흐름이 영향을 끼쳤을 것이다.

한편 지난 24.2월 금융통화위원회에서 외국인 채권자금 순유입 배경을 두고 "본드 포워드 거래 과정에서 초장기를 중심으로 자금이 유입되고 있다"고 설명했다.

1분기 말 대형 생보3사가 보유중인 채권선도 잔고가 23조1천억에 달하는데 어떤 상품이고 무슨 이유로 거래하는 걸까? 거래구조, 회계처리, 평가손익, 실물인수도 정산 방식 위험회피회계 적용, 가격에 어떻게 결정되고 채권선도 복운용을 방법과 어떤 리스크가 있을까? 보험사 채권선도 거래가 증가하는데 외국인 장기채 보유는 왜 덩달아 늘어날까?

채권선도(Bond Forward)거래는 거래 당사자(매수자, 매도자)가 특정 채권(Reference Bond, 준거채권)을 특정금리(선도금리, 약정금리, forward yield)로 특정한 미래일(선도만기일)에 사고 팔 것을 현재 확정하는 이자율 장외파생상품이다. 표준화된 거래방식(준거채권, 선도만기, 결제방식 등)으로 거래소에 상장되어 거래되는 채권선물(국채선물3년물, 10년물)의 장외거래 버전이다. 다음 가상의 사례를 통해 채권선도 거래를 더욱 깊숙히 파헤쳐 보자.

삼한생명에서 채권운용역으로 근무하는 박성한 과장은 최근 장기 국채 움직임에 대응하기 위한 채권 포트폴리오 구축에 고민이 많다. 오늘은 30년 국채 입찰일인데 그간 미끄러져 내려오던 금리가 기재부가 발표한 25년 국채 발행규모가 예상을 크게 상회하는 것으로 나오자 전일비 10bp 상승한 2.98%에 거래되고 있어 매수 대응을 고민중이다. 월말인지라 이번달 할당된 전술적 자산배분 재원을 대부분 소진한 상태라 매수재원이 타이트하다. 현재 국고채 금리는 금리인하 사이클이 임박한 영향이 반영되어 장단기 금리차가 지난달 대비 확대(steep)되었다. 박과장은 이런 사정을 채권선도 매수 적기로 판단하고 삼한생명과 장외파생거래 적격 거래상대방인 신한투자증권을 포함 3~4개 기관에 24~2를 준거채권으로 하는 5년 선도만기 채권선도 가격(금리)을 요청했다. 동일한 시간, 동일한 조건으로 선도금리를 취합(가벼운 비딩 방식)한

결과 신한투자증권이 2.93% 호가를 제시하여 가장 높았고 다른 기관은 2.91%, 2.88%에 그쳤다. 박과장은 금리가 가장 높은 신한투자증권과 명목금액 500억 5년 만기 채권선도 거래를 체결하고 위험회피회계(헤지회계)적용을 준비했다.

위 사례에서 채권선도 매수자는 삼한생명, 매도자는 비딩 과정에서 삼한생명에 가장 유리한 조건을 제시한 신한투자증권이다. 준거채권은 현재 30년 국고채 지표물인 24-2이고 선도만기는 지금으로부터 5년 뒤이다. 일자별 거래 이벤트는 다음과 같다.

거래일(T)는 24.8.28일, 시작일(T+1)은 거래일 +1 영업일인 24.8.29일, 선도만기일은 시작일로부터 5년 뒤인 29.8.29일이다. 만약 29.8.29일이 영업일이 아니라면 상호 합의에 의해 다음 영업일로 순연한다.(순연일이 월말을 넘길 경우 -1영업일로 당기는 것이 일반적이다). 거래일에 거래확인서를 교환하고 거래시스템에 채권선도 디테일(거래상대방, 거래일, 시작일, 만기일, 명목금액, 선도금리, 인수단가 등)을 부킹한다. 선도만기일인 29.8.29일이 되면 삼한생명은 24-2국고채(선도만기일에는 잔존 25년 남은 비지표 국고채가 되어 있을 것이다)500억을 약정 매입금리인 2.93%로 계산된 단가로 매수하고 신한투자증권으로부터 실물채권(24-2)을 인수한다. 선도만기일에 24-2 국고채 금리가 2.93%이상이면 삼한생명은 즉시 차액만큼 평가손이 발생할 것이고 2.93%이하이면 평가익이 발생한다.

시작일로부터 선도만기일까지 삼한생명의 회계처리를 보자. 채권선도는 파생상품이므로 달리 정함이 없는 한(위험회피회계 적용) 시가평가하여 당기손익에 반영하는 FVPL(Fair Value Profit Loss)대상이다. 보유기간 중 약정금리 이상으로 금리가 오르면 평가손(선도채권도 채권이므로 매입수익률과 채권가격은 반비례한다. 수익률이 올라가면 채권가격은 하락, 내려가면 그 반대), 내리면 평가익이 손익계산서에 바로 반영된다. 채권선도 듀레이션(금리변동에 대한 채권가격 민감도, 가중평균상환만기)이 대략 20년~4년(준거채권과 선도만기 듀레이션의 차이)=16년이라고 하면 500억 거래에 대해 금리 1bp당 변동이 80백만원(16백만\*5)에 달한다. 삼한생명의 보유 잔고 10조에 대입 해보면 1비피 움직임에 160억(16백만\*1000) 당기손익이 움직인다.

생보사들은 장기고정부채(종신보험 등 상환만기가 긴 상품을 팔아서 들어온 돈으로 보험금 지급에 사용될 자산을 운용한다) ALM을 위해 채권선도를 매수했는데 파생상품이라는 이유로 P/L에 바로 반영되면 오히려 당기손익 왜곡이 발생한다. 대응되는 부채는 PL 적용항목이 아니기 때문이다(IFRS 17(보험회계) 도입후 보험사 부채를 시가평가 한다지만 손익계산서에 반영하지 않는다). 그래서 박성한 과장이 준비한 것이 위험회피회계이다.

파생상품이 위험회피회계를 적용받기 위해서는 두가지 요건이 필요하다. 위험회피대상(자산 혹은 부채)과 수단(파생상품)사이 시가평가나 현금흐름이 반대방향으로 일치해서 위험회피효과가 높을 것으로 기대되어야 하고(80~125%) 기간 중 위험회피회계 적정성을 정기적으로 문서화 해야 한다. 본 건의 경우 삼한생명은 ALM을 위해 과거에도 24-2와 같은 장기 국고채를 매수해 왔으며 미래에도 매수해야 한다. 따라서 위험회피 대상은 미래에 매수하게 될 '24-2'채권의 현금흐름, 수단은 24-2를 준거채권으로 하는 채권선도, 만기일 결제(Settle)방식은 '실물인수도'이다. 이로써 미래 24-2국고채권은 채권선도 만기일이 되면 24-2 현물채권 자체가 되므로 보유기간 중, 종료시 대상과 수단의 현금흐름이 역방향으로 정확히 일치하게 되어 위험회피회계 적용 요건을 갖추게 된다

박성한 과장이 체결한 채권선도 만기 결제 방식은 '실물인수도(Physical Delivery)'라고 한다. 차액정산(Cash Settlement)방식이라는 만기정산도 있다.만기일 24-2의 시장금리와 약정금리인 2.93%의 차이만큼 단가를 계산하여 차액을 주고 받고 실물 인도는 없다. 만기일 시장금리가 3.03%라면 매입수익률 3.03%로 계산된 단가와 최초 약정한 2.93%단가 차이를 삼한생명이 신한투자증권에 지급함으로써 거래가 종료된다.

'차익정산'이나 '실물인수도'방식이나 거래 당사자들에 미치는 경제적 효과는 무차별하다. 다만 감독당국은 실물인수도 방식으로 정산되는 채권선도거래만 위험회피회계 적용이 가능하다고 가이드 하고 있어 현재 보험사 ALM목적 채권선도 거래는 전량 실물인수도 방식을 따르고 있다.

헤지회계를 적용하면 보유기간 중 채권선도 평가손익은 시가평가하여 PL계정이 아닌 자본조정항목으로 넘겨 PL변동성을 제거할 수 있다. 만기일 준거채권의 매입수익률을 시장금리로 부킹(FVOCI계정)하고 약정금리와 시장금리와의 차이만큼 발생하는 차액을 자본조정 계정에서 준거채권의 만기까지 유효이자율로 상각하여 이자수익으로 인식한다. 다른 방법은 만기일 준거채권의 매입수익률을 최초 선도만기로 부킹하고(FVOCI계정) 시장금리와의 차이를 자본조정에서 인식하는 것이다. 두번째 방식이 보다 직관적이라고 할 수 있겠다. 최초 거래일 헤지대상과 수단 사이 헤지회계에 비효과적인 부분(거래비용, 거래시점 시장금리와 거래일 종가 커브 차이에 의한 가격차 등)은 거래당일 PL에 반영되고 만기일에 환입된다.

이용혁

서울트리분 (c)

#서울트리분 #금융시장분석 #이용혁

