

2011 NHERI 리포트 제134호 (2011. 1. 24)

작 성 : 윤건용 수석연구원(6399-5908)

kyyun0129@daum.net

최성중 연구원(6399-5960)

korcsj@nheri.re.kr

감 수 : 임준환 거시경제연구실장(6399-5981)

pricing@paran.com

투자자 관점에서 본 구조화채권

■ 목 차 ■

<요약>

I. 문제제기	1
II. 구조화채권의 정의와 종류	2
III. 금리연계 구조화채권 현황 및 구조	4
IV. CD Range Accrual Note의 현황 및 구조	18
V. CD금리연계 구조화채권 투자에 대한 평가	31
VI. 요약 및 시사점	37

< 요약 >

I. 문제제기

- 구조화채권은 미국에서 1992년 이후 저금리 하에서 고금리의 투자기회를 찾고 있던 투자자들의 수요 충족을 위해 시장에 도입되면서 급격히 성장함
- 국내에서는 원금보장형 ELS(Equity Linked Securities) 등과 같은 주가연계 구조화채권은 개인투자자를 위한 상품으로 금리연계 구조화채권은 기관투자자를 위한 상품으로 발전해 왔음
- 저금리 기조 하에서 기관투자자들은 물론 개인투자자들도 원금보장형 금리연계 구조화채권에 대한 관심이 증대될 것으로 예상됨
- 따라서 본 보고서는 투자자 관점에서 구조화채권 특히 금리연계 구조화채권의 현황 및 기본구조에 대해 살펴보고자 함

II. 구조화채권의 정의와 종류

- 구조화채권(Structure Note)이란 전통적인 채권의 구성요소인 액면가(원금), 액면이자 및 액면이자율, 또는 만기를 투자자의 성향에 맞게 구조화하여 만들어진 채권

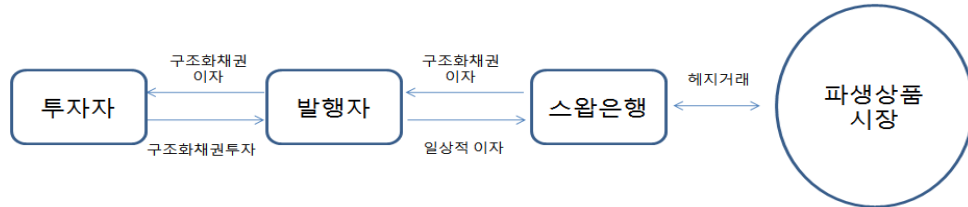
〈표1 구조화채권의 종류〉

신용연계 구조화채권	<ul style="list-style-type: none"> ○ 전통적인 채권의 구성요인(만기, 액면이자, 원금)이 채무불이행 발생사건과 연계된 채권 ○ 신용디폴트스왑채권(Credit Default Swap Notes), 신용스프레드채권(Credit Spread Notes) 등
주식연계 구조화채권	<ul style="list-style-type: none"> ○ 전통적인 채권의 액면이자가 개별 주식가격 또는 주가지수와 연계된 채권 ○ 개별주식연계채권(Equity-Linked Notes), 주가지수연계채권(Equity Index-Linked Notes) 등
통화연계 구조화채권	<ul style="list-style-type: none"> ○ 특정 단일 통화에 대한 환율 또는 복수 통화에 대한 환율과 연동된 채권 ○ 환율연계채권(FX-Indexd Notes), 이중통화채권(Dual Currency Notes) 등
금리연계 구조화채권	<ul style="list-style-type: none"> ○ 다양한 종류의 시장금리(CD금리, LIBOR금리, 국고채금리, 스왑금리 등)와 연계된 채권

III. 금리연계 구조화채권 현황 및 구조

- 구조화채권은 채권과 파생상품이 결합되어 만들어진 상품이며 구조화채권시장은 발행자가 투자자에게 맞춤형 현금흐름을 제공하고 발행자는 이에 따른 위험을 스왑은행에 전가하고 스왑은행은 파생상품시장으로 이런 위험을 최종적으로 전가하는 구조임

<그림1 구조화채권의 발행 및 유통 구조>



□ 우리나라 금리연계 구조화채권 발행규모는 금번 글로벌 위기가 발생한 직후 감소되었으나 점진적으로 증가하는 추세

○ 2009년 이후 순수FRN을 제외한 금리연계 구조화채권의 발행액은 3조 8천억원에 달하고 2010년의 발행액도 2009년의 수준과 비슷한 3조 8천억원에 달함

○ 금리연계 구조화채권 중 Range Accrual Note가 60~70%를 차지하고 있으며, 이 중 CD Range Accrual Note 규모는 1/3 수준임

○ 금리연계 구조화채권의 투자자는 대부분이 보험회사, 자산운용사 등 기관투자자이며, 발행자는 은행 및 증권사 등임

IV. CD Range Accrual Note의 현황 및 구조

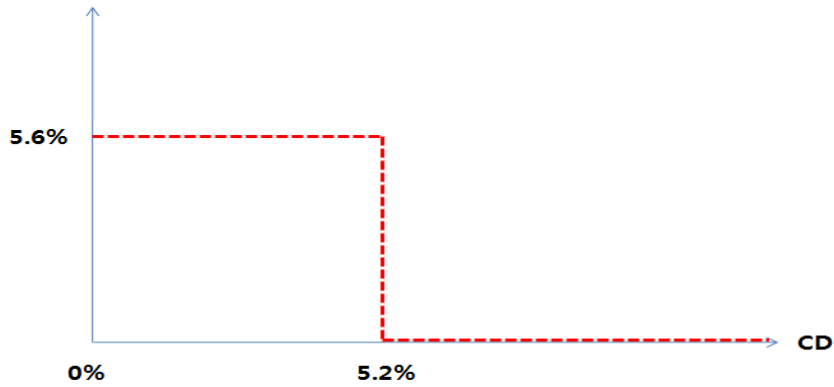
□ 기준금리를 양도성예금증서로 갖는 구조화채권을 CD금리연계 구조화채권이라 함

○ 이하에서는 CD금리가 일정한 범위(Range)안에 있을 경우 이자를 지급하는 CD Range Accrual Note의 수익구조를 살펴보고자 함

□ CD Range Accrual Note의 이자 지급구조와 수익구조를 다음의 예시를 통해서 살펴보면 다음과 같음

○ (예) $5.6\% \times \frac{n}{N}$, (n : $0.0\% \leq \text{CD91일물} \leq 5.2\%$ 인 날짜수)

- 현재 CD금리 : 2.6%
- CD금리의 범위(Range) : 0%~5.2%
- 쿠폰 수익구조 : 지정된 범위내에 있으면 5.6%, 그렇지 않으면 0%의 이자지급
- 1년중 CD금리가 범위안에 든 날(성공일수) : 220일
- 쿠폰 지급구조
 - $5.6\% \times (\text{성공}220\text{일}/365\text{일}) + 0\% \times (\text{실패}145\text{일}/365\text{일})$
= 3.38%
- 수익구조



- CD금리가 일정한 범위(0%~5.2%)에 있으면 높은 표면금리 (5.6%)를 지급하고 범위밖에 있으면 0%의 표면금리를 투자자에게 지급하도록 설계된 채권

V. CD금리연계 구조화채권 투자에 대한 평가

- CD금리연계 구조화채권의 수익구조는 CD금리가 범위구간에 있는가의 여부에 따라 결정되기 때문에 저금리 하에서 잠재적인 고수익 추구가 가능
- CD금리가 일정한 범위안에 있느냐에 따라 그 범위에 있었던 날에는 발행 당시 미리 정한 금리를 지급하고 그 범위를 벗어난 날에는 지급하지 않는 형태의 채권
- 따라서 최초에 정한 범위(Range)안에 있는 일수를 기준으로 금리를 지급하므로 조건을 충족하게 되면 높은 수준의 표면금리를 받을 수 있음

그러나 다음과 같은 3가지 위험이 내재되어 있음

가. 금리상승위험

금리상승이 제한적으로 이루어질 경우 투자자에게 유리하지만 높은 금리상승이 이루어질 경우 투자자에게 불리

○ 아래 사례에서 보듯이 금리가 2년 경과 후 범위밖으로 벗어날 경우 실현보유수익률은 7%로 계산하는데 실제 수익률은 1.4%로 평가해야 함

1년	2년	3년	4년	...	10년
7%	7%	0%	0%	...	0%

나. 조기상환위험

CD Range Accrual Note는 발행조건으로 지정된 Range안에 CD금리가 존재하더라도, 일정시점이후부터는 발행자가 조기상환을 할 수 있음

○ 아래 사례에 보듯이 현재 금리가 3%라고 가정하고 다음해 2%로 하락하고 조기상환이 이루어지는 경우 실현보유수익률을 7%로 계산하는데 실제 수익률은 3%로 평가해야 함(조기상환에 따른 채투자 리스크에 노출됨)

1년(조기상환)	2년	3년	4년	...	10년
7%	7%	2%	2%	...	2%

다. 금리변동성위험

- CD금리의 높은 변동성으로 인해 발행시점에서 정해진 범위 (Range) 구간을 벗어나는 횟수가 증가하게 되면 확정금리가 낮아져서 투자자에게 불리

VI. 요약 및 시사점

- 금리연계 구조화채권도 제품의 표준화 등을 통해서 개인투자자들이 보다 편안하게 시장에 접근할 수 있는 시스템을 만들어 나간다면 개인투자자 참여가 활성화될 수 있음
- ELS(Equity Linked Securities) 등과 같은 추가연계 구조화채권이 개인투자자를 위한 상품으로 자리 잡고 있음
- 농협이 신용사업이 발행기관으로 참여하는 방안도 고려할 수 있음
- 발행자는 스왑계약 체결로 구조화채권 관련 위험을 스왑은행에 전가함으로써 무위험 채권발행수수료 창출 가능

- 향후 은행에 대한 정부의 건전성규제 강화 및 바젤Ⅲ 시행 등에 따라 자산수익률 하락이 불가피할 점을 감안할 때 은행의 수수료수입 확대 방안이 될 수 있음
- 2009년 국내 금리연계 구조화채권의 발행자 대부분이 은행이었으나 2010년 들어서는 대우증권, 동양종합증권 등 증권사 비중도 높아지고 있음
- 농협의 경우 동 채권에 대해 발행자 및 투자자로 참여하여 습득한 Know-how를 토대로 향후 보험, 은행, 증권 등이 연계된 복합상품 개발 역량을 제고시킬 수 있을 것임

I. 문제제기

- 구조화채권은 미국에서 1992년 이후 저금리 하에서 고금리의 투자기회를 찾고 있던 투자자들의 수요 충족을 위해 시장에 도입되면서 급격히 성장함
- 국내에서는 원금보장형 ELS(Equity Linked Securities) 등과 같은 주가연계 구조화채권은 개인투자자를 위한 상품으로 금리연계 구조화채권은 기관투자자를 위한 상품으로 발전해 왔음
- 최근 증시는 상승세를 타고 있으나, 2008년 글로벌 금융위기 에 따른 주식형 펀드의 학습효과로 인해 개인투자자들은 증시로 회귀하지 않고 있음
- 저금리 기조 하에서 기관투자자들은 물론 개인투자자들도 원금보장형 금리연계 구조화채권에 대한 관심이 증대될 것으로 예상됨
- 따라서 본 보고서는 투자자 관점에서 구조화채권 특히 금리연계 구조화채권의 현황 및 기본구조에 대해 살펴보고자 함

II. 구조화채권의 정의와 종류

1. 정의

- 구조화채권(Structure Note)이란 전통적인 채권의 구성요소인 액면가(원금), 액면이자 및 액면이자율, 또는 만기를 투자자의 성향에 맞게 구조화하여 만들어진 채권
- 채권이란 일반적으로 미래 현금흐름이 확정된 증권으로 채권의 만기일에 마지막 현금(원금)을 지급하기로 하고 만기 이전까지 정기적으로 일정 금액(액면이자)을 지급하기로 약속한 증서를 말함(액면 이자율은 원금대비 액면이자를 비율(%)로 표시)
- 구조화채권은 일반 채권의 원금 또는 액면이자가 변동금리, 환율, 주가, 상품가격 등의 기초자산의 가격과 연동되어 결정 되도록 설계된 채권

2. 종류

- 구조화채권은 <표1 구조화채권의 종류>에서 보듯이 기초자산(underlying asset)의 종류에 따라서 금리연계채권(Interest Rate-Linked Notes), 신용연계채권(Credit-Linked Notes), 주식연계채권(Equity-Linked Notes), 통화연계채권(Currency-Linked Notes), 상품연계채권(Commodity-Linked Notes) 등으로 분류할 수 있음

<표1 구조화채권의 종류>

신용연계 구조화채권	<ul style="list-style-type: none"> ○ 전통적인 채권의 구성요인(만기, 액면이자, 원금)이 채무불이행 발생사건과 연계된 채권 ○ 신용디폴트스왑채권(Credit Default Swap Notes), 신용스프레드채권(Credit Spread Notes) 등
주식연계 구조화채권	<ul style="list-style-type: none"> ○ 전통적인 채권의 액면이자가 개별 주식가격 또는 주가지수와 연계된 채권 ○ 개별주식연계채권(Equity-Linked Notes), 주가지수연계채권(Equity Index-Linked Notes) 등
통화연계 구조화채권	<ul style="list-style-type: none"> ○ 특정 단일 통화에 대한 환율 또는 복수 통화에 대한 환율과 연동된 채권 ○ 환율연계채권(FX-Indexd Notes), 이중통화채권(Dual Currency Notes) 등
금리연계 구조화채권	<ul style="list-style-type: none"> ○ 다양한 종류의 시장금리(CD¹⁾금리, LIBOR²⁾금리, 국고채금리, 스왑금리 등)와 연계된 채권

□ 이하에서는 구조화채권 중 최근 관심이 증대되고 있는 금리연계 구조화채권을 중심으로 자세히 살펴보고자 함

1) 양도성 예금증서

2) London Interbank Offered Rate, 런던 금융 시장에서 고시되는 주요 은행의 오퍼(offer) 금리

Ⅲ. 금리연계 구조화채권 현황 및 구조

1. 정의

- 금리연계 구조화채권은 일반 채권의 원금 또는 액면이자가 다양한 종류의 시장금리와 연계된 채권

- 그 종류로는 역변동금리채(Inversed FRN), 이중지표변동채(Dual Index FRN), CMT변동금리채(Constant Maturity Treasury FRN), CMS변동금리채(Constant Maturity Swap FRN), 스프레드 승수채(Power Spread Note), 구간변동금리채(Range Daily Accrual Note) 등이 있음

- 금리연계 구조화채권의 가장 단순한 예로 변동금리채권(Floating Rate Note, FRN)을 예를 들어 설명하면 다음과 같음
 - 변동금리채권이란 액면이자율이 특정 기준금리에 정(+)의 방향으로 연동된 채권을 말함

 - 예컨대, 3개월 CD금리+ 20bp로 정한 변동금리채권을 발행하는 경우, 기준금리는 CD금리가 되고 만일 CD금리가 2%이면 3개월 후 변동금리채권 보유자는 2.2%의 액면이자율을 수취

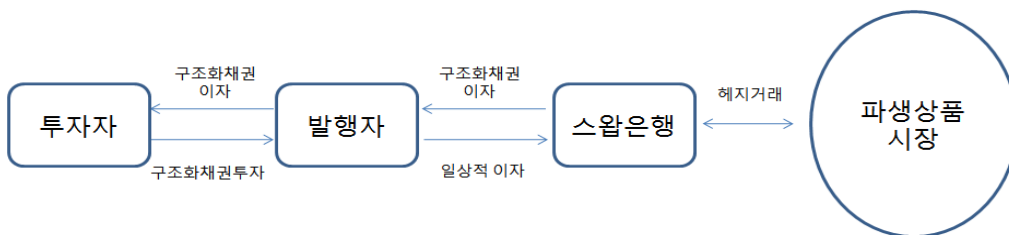
 - “정”의 방향이란 변동금리채권의 액면이자율이 기준금리의 움직임과 같은 방향으로 움직인다는 의미

- 한편 액면이자율이 기준금리와 “역(-)” 또는 반대방향으로 움직이는 채권을 역변동금리채권(Inverse floater)이라 함
- 물론 변동금리채권보다 복잡한 형태를 띤 구조화채권도 있지만, 기본적으로 변동금리채권을 변형한 것으로 볼 수 있음
- 예컨대 액면이자율이 기준금리가 일정한 구간이내에 있으면 일정한 금리를, 구간을 벗어나면 제로 금리를 각각 지급하는 복잡한 형태의 구조화채권도 있음

2. 구조

- 구조화채권은 채권과 파생상품이 결합되어 만들어진 상품이며 구조화채권시장은 발행자가 투자자에게 맞춤형 현금흐름을 제공하고 발행자는 이에 따른 위험을 스왑은행에 전가하고 스왑은행은 파생상품시장으로 이런 위험을 최종적으로 전가하는 구조임

<그림1 구조화채권의 발행 및 유통 구조>



- 금리연계 구조화채권의 시장참여자별 역할을 기술하면 아래와 같음

□ 발행자

- 금리연계 구조화채권의 발행자는 자금조달비용의 절감 또는 원활한 채권발행을 위해 투자자의 투자수요에 적합한 맞춤형 현금흐름을 제공
- 발행자는 비록 높은 금리를 제공하더라도 스왑거래를 통해 일반채권(은행채)을 발행할 경우보다 발행비용을 절감할 수 있음
- 금리연계 구조화채권 발행자는 투자자에게 구조화된 채권이 자를 지급하는 채권을 발행함과 동시에 금리 스왑계약체결로 구조화채권이 지지급관련 위험을 스왑은행에 전가
- 구조화채권이 지지급관련 위험 전가는 최종적으로 부담하는 현금흐름을 스왑은행과의 거래를 통해 고정금리채 또는 단순 변동금리채(Plain Vanilla FRN)으로 단순화
- 금리연계 구조화채권은 발행자가 스왑은행에 의해 개발된 구조화된 현금흐름을 투자자에게 중개하는 형식인 back-to-back 거래가 대부분으로 무위험 채권발행수수료를 창출할 수 있음

□ 투자자

- 금리연계 구조화채권 투자자는 저금리 기조에 따른 고수익

추구, 포트폴리오의 다양화, 리스크 헤지 등의 목적으로 동 채권을 매입

- 대부분 은행이 아닌 보험회사, 자산운용사 등 기관 투자자임

□ 스왑은행

- 스왑은행은 금리연계 구조화채권 발행자와의 스왑계약을 통해 금리위험을 부담함과 동시에 동 채권의 맞춤형 현금흐름을 창출하는 역할을 수행
- 투자자와는 반대포지션에 노출되면서 동 포지션을 헤지하기 위해 또 다른 거래상대방과 파생상품시장을 통해 스왑거래를 체결함으로써 스왑거래를 증가

3. 진화과정

- IMF 외환위기발생 직후 금리연계 구조화채권은 변동금리채권(FRN)이라는 단순한 형태를 띠었음(구조화채권 발행규모의 절반 차지)
- 당시 부실자산을 유동화한 채권을 변동금리채권으로 발행하였는데 이는 금리변화위험(듀레이션 위험)을 최소화함으로써 동 채권의 수요를 창출
- 변동금리 채권의 듀레이션 위험은 고정금리 채권에 비해 두

레이션 위험이 대폭 절감

- 91일물 CD수익률 또는 국고채 3년/5년 수익률이 LIBOR 변동금리부채권의 기준금리로 이용
- 이자지급은 기준금리(CD91일물 또는 국고채 3년/5년)의 이전 이자지급일 전일 최종호가 수익률에 가산금리를 더하여 계산

□ 저금리가 시작되었던 2001년 후반기에는 역변동금리채권(Inverse Floater)이 주로 발행

- 역변동금리채권이란 기준금리의 변동과 반대방향으로 표면금리를 조정하는 변동금리채권
- 일정한 고정금리에서 기준금리를 차감하는 방식을 통해 액면이자가 결정되므로 시장이자율(기준금리)의 방향과 반대로 수익구조가 창출

□ 2002년 상반기에는 장·단기 금리간 차이가 지급이자를 결정하는 이중지표변동금리채권(Dual Index FRN)이 집중적으로 발행

- 이중지표변동금리채권 : FRN과 같은 구조로 발행되나, 기준금리가 2개인 것이 특징

○ 장·단기 금리차에 영향을 받은 채권으로 금리의 변동이 아닌 기간구조의 변동에 영향을 받는 채권

□ 한편 2002년 하반기에는 구간변동금리채, 해외금리에 기초하여 지급이자가 결정되는 환토(Quanto) 변동금리채 등이 주종

○ 구간변동금리채 : FRN과 같은 구조로 발행되면서 매 이표지급 시점 직전 일에 기준 충족 여부에 따라 상이한 이표를 지급하는 채권

○ 환토변동금리채 : 원화로 표시한 채권이면서도 달러화로 이자를 지급하는 등 원금과 지급이자가 서로 다른 통화로 구성되어 있는 채권을 말함

- 2002년 6월 금리 인상의 가능성이 점쳐지면서 (주)삼성카드에서 처음으로 발행

- 구조 : $\{CD(3개월물)금리 - LIBOR(9개월물)금리\} \times 2 + 1.2\%$

- 국내금리와 해외금리의 금리차가 벌어질수록 투자자에게 유리하며, 투자 원금을 잃을 가능성이 매우 낮다는 장점이 있으나 변동성이 크다는 것이 단점임

- 투자자들은 환율 변동의 위험을 지지않고, 발행자 역시 스왑은행을 통해 금리와 환율에 대해 헤지를 걸기 때문에 큰 부담이 없는 것이 특징

- 2003년에는 카드채 유동성 위기 발생으로 인한 채권시장의 동요로 구조화채권 발행이 감소

- 이후 2004년에는 조기상권부 변동금리채 - 이를테면 수의상환형 변동금리채권(Callable Flipper), 수의상환형 범위금리채권(Callable Range Accrual) 등 - 가 등장

- 수의상환형 변동금리채권 : 이자지급 구조가 초기에는 고정금리이표채, 이후에는 FRN 등의 구조를 갖고 이자율 구조변경이 고정되어 발행되는 채권으로 일정시간 이후 채권발행자가 채권투자자의 의사에 관계없이 일정한 상환가격으로 상환할 수 있는 권리를 가짐

- 수의상환형 범위금리채권 : 기준이 되는 변동금리가 미리 설정된 범위내에 있을 경우에만 정해진 이자를 지급하는 채권으로 일정시간 이후 채권발행자가 채권투자자의 의사에 관계없이 일정한 상환가격으로 상환할 수 있는 권리를 가짐

- 2007년 이후에는 스왑스프레드의 역전현상을 이용하는 파워스프레드 채권(Power Spread Note)이 본격적으로 발행

- 파워스프레드 채권 : 고정금리와 CD91일물과 국고채 3개월간의 Spread의 일정배수의 합을 이자로 지급하는 채권
 - 고정금리채권과 금리 베이스스 스왑(Interest rate basis swap)의 결합으로 스프레드 효과가 매우 크게 나타나도록

설계된 상품

- 구조 : 고정금리+ 승수×{CD(91일물)금리-국고채(3개월)금리}
- 확정된 고정금리로 1차적 수익을, CD(91일물)금리와 국고채(3개월) 수익률간의 Spread로 2차적인 수익을 얻을 수 있는 고금리 상품

□ 특히 2008년에는 CD금리연계 구조화채권(특히 CD Range Accrual Note) 발행에 치중함

- CD Range Accrual Note : CD금리를 기준금리로 하여 CD금리가 어떤 범위에 있느냐에 따라 정해진 범위안에 있었던 날에는 발행 당시 미리 정한 금리를 지급하고 그 범위를 벗어난 날에는 금리를 지급하지 않는 형태의 채권
- 이차지급주기는 만기에 1회, 연 1회, 매 3개월마다 1회 등 다양한 방식 존재
- 일정기간(일반적으로 1년) 이후부터는 발행자가 중도상환할 수 있는 권리인 Callable(수의상환)이 부여되어 있음
- CD금리가 미리 정해진 구간 내에 머물러 있을 확률이 높을 것이라고 생각하는 투자자에게 인기있는 상품

□ 글로벌 경제위기발생 이후인 2009년부터 이중범위 금리연계채

권(Double Range Accrual Note), 변동성 연계채권(Vol Note) 등의 새로운 상품이 등장

- 이중범위 금리연계채권 : CD Range Accrual Note의 기준금리가 CD금리로 하나였다면, 이중범위 금리연계채권은 기준금리가 2개인 채권(예컨대, CD금리와 LIBOR금리)
 - 두 개의 기준금리에 대해 동시에 정해진 범위에 있었던 날에는 미리 정한 금리를 지급하고 그 범위를 벗어난 날에는 금리를 지급하지 않는 형태의 채권
 - 이자지급주기동안 이를 누적하여 지급할 이자를 계산하는 방식의 채권
- 변동성 연계채권 : 이자율스왑(IRS) 1년물 최종금리에서 1년물 최초 금리를 뺀 절대값에 승수 8을 곱한 구조를 가지는 채권으로 변동성 확대를 염두에 둔 상품
 - 발행자는 IRS금리 변동이 크지 않을 것으로 보는 반면 투자자는 변동폭이 클 것으로 보고 매수
- 이처럼 금리연계 구조화채권은 Range Accrual Note, 파워스프레드 등을 중심으로 발달하면서 역변동금리채권, CMT스프레드 어크루얼, CMS스프레드 어크루얼, 이중범위 금리연계채권 등의 다양한 형태로 발전하고 있음

- Range Accrual Note : 기준금리가 어떤 범위에 있느냐에 따라 그 범위에 있었던 날에는 발행 당시 미리 정한 금리를 지급하고 그 범위를 벗어난 날에는 금리를 지급하지 않는 형태의 채권
 - 이자지급주기동안 금리지급여부를 누적하여 지급할 이자를 계산하는 방식의 채권
 - 이자지급주기는 만기에 1회, 연 1회, 매 3개월마다 1회 등 다양한 방식이 존재하며 일정기간 이후부터 발행자가 중도상환할 수 있는 권리인 Callable(수의상환)이 부여되어 있는 경우가 일반적

- 스프레드 어크루얼 : 수익률곡선의 형태에 따라 이자가 변동되는 구조화채권으로 장기변동금리가 단기변동금리를 상회하면 높은 고정금리를 지급하고, 반대의 경우 이자를 지급하지 않는 구조
 - 발행이후 일정기간 이후부터는 발행자가 중도 상환할 수 있는 권리인 Callable(수의상환)이 부여되어 있는 경우가 일반적
 - 정해진 두 금리간의 스프레드가 미리 정해진 구간 내에 머물러 있을 확률이 높을 것이라고 생각하는 투자자가 선택할 수 있는 상품
 - 기준지표가 국채인 경우 CMT(Constant Maturity Treasury)

스프레드 어크루얼이라고 함

- 기준지표가 스왑레이트인 경우 CMS(Constant Maturity Swap) 스프레드 어크루얼이라고 함
- 기준지표가 통화안정증권인 경우 MSB(Monetary Stabilization Bond) 스프레드 어크루얼이라고 함

4. 발행규모

- 우리나라 금리연계 구조화채권 발행규모는 금번 글로벌 위기가 발생한 직후 감소되었으나 점진적으로 증가하는 추세
- 순수FRN을 제외한 금리연계 구조화채권 규모는 2006년 5조 7천억원 이상으로 정점에 도달하였으나 금융위기가 발생한 2008년 3조 2천억원으로 급락하였음
- 그러나 2009년 이후 순수FRN을 제외한 금리연계 구조화채권의 발행액은 3조 8천억원에 달하고 2010년의 발행금액도 2009년의 수준과 비슷한 3조 8천억원에 달함(표2 참조)

<표2 금리연계 구조화채권 발행규모 추이>

(단위 : 억원)

구분	'06년	'07년	'08년	'09년	'10년
총 발행금액	57,672	54,694	32,898	38,542	38,091

출처 : 나이스채권평가³⁾

(구조화채권 발행금액에서 순수FRN을 제외한 수치)

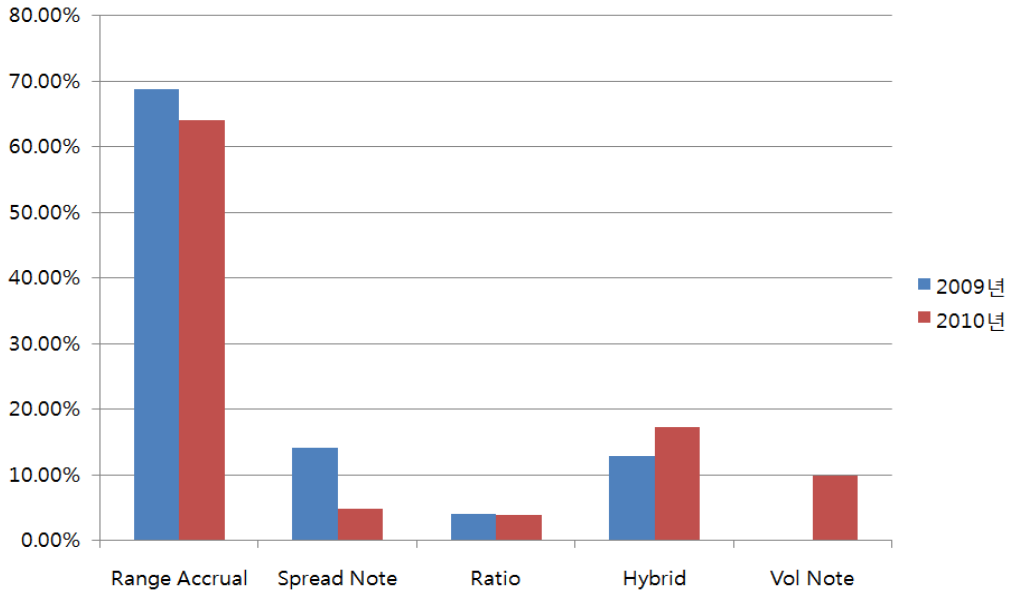
5. 유형 및 비중

가. 금리연계 구조화채권 유형별 비중

- 최근 2년의 순수 FRN을 제외한 금리연계 구조화채권의 유형별 비중을 살펴보면 다음 그림과 같음(그림2 참조)

<그림2 금리연계 구조화채권 유형별 비중>

3) 나이스채권평가(www.nicepricing.co.kr). Research 중 Weekly/Monthly 자료



주 : 금리연계 구조화채권의 유형별 비중을 발행금액 기준으로 작성

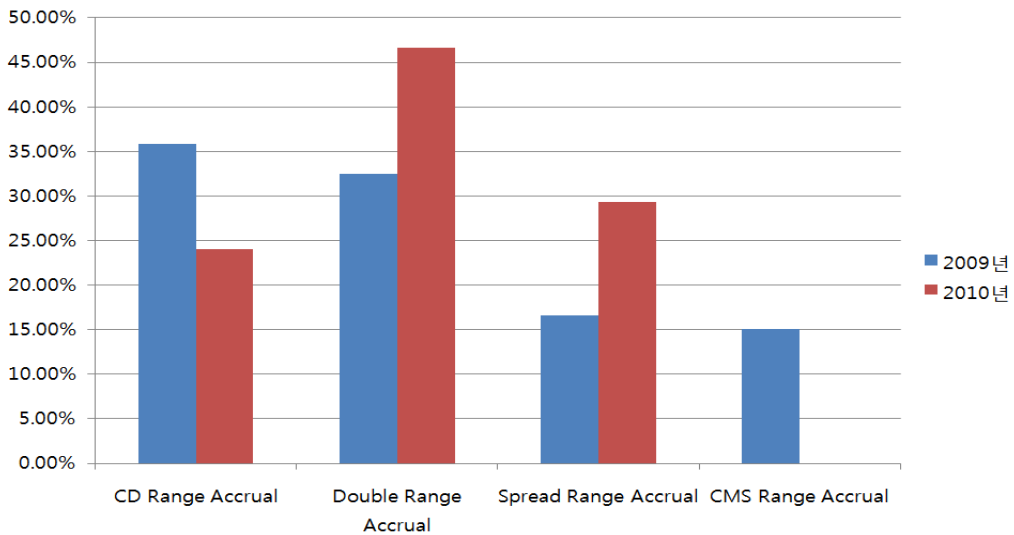
자료 : 나이스채권평가(www.nicepricing.com)

- 순수 FRN을 제외한 금리연계 구조화채권은 2010년에 약간 감소하였지만 여전히 Range Accrual이 발행금액의 대부분을 차지
- Hybrid, Vol Note 등의 새로운 구조를 가지는 금리연계 구조화채권의 발행이 증가
- 2010년에 들어서면서 Hybrid 채권의 비중이 증가하였고, Vol Note 상품이 발행되어 전체의 10%를 차지

나. Range Accrual 유형별 비중

□ 금리연계 구조화채권의 대부분을 차지하고 있는 Range Accrual의 유형별 비중을 살펴보면 다음과 같음(그림3 참조)

<그림3 Range Accrual 유형별 비중>



주 : Range Accrual에 대한 비중을 유형별 발행금액을 기준으로 작성

자료 : 나이스채권평가(www.nicepricing.com)

- 2009년에는 CD Range Accrual 및 Double Range Accrual의 발행이 전체의 70%를 차지
- 2009년과 달리 2010년에는 기준금리가 1개인 CD Range Accrual, CMS Range Accrual의 발행이 줄어든 반면, 기준금리가 2개인 Double Range Accrual, Spread Range Accrual의 발행이 증가

IV. CD Range Accrual Note의 현황 및 구조

1. 정의

- 이하에서는 기준금리를 양도성예금증서로 갖는 구조화채권을 CD금리연계 구조화채권이라 하는데, 이 중에서 CD Range Accrual Note의 수익구조를 중점적으로 살펴보고자 함
- CD Range Accrual Note는 기준금리인 CD금리가 일정한 범위(Range)안에 있을 경우 이자를 지급하는 상품
 - 이자지급주기는 만기에 1회, 연 1회, 매 3개월마다 1회 등 다양한 방식으로 지급되며, 일정기간 이후부터는 발행자가 중도상환할 수 있는 조기상환권(Callable)이 부여되어 있는 경우가 일반적
 - 또한 디지털옵션(Digital Option)⁴⁾이 내재되어 있는 형태의 채권
 - 채권의 발행조건 중 이표 지급금액을 시장 인덱스의 상한과 하한에 연동시켜 지급 금리를 다르게 적용하는 채권
 - 발행채권의 기준금리가 범위(Range)안에서 머무르게 되면 높은 이표를 주고, 범위를 벗어나면 벗어난 조건에 해당되는 낮은 이표를 지급

4) 기초자산 가격이 옵션계약 당사자 간에 정한 수준이 되면 정해진 이익을 얻고, 정해진 수준의 이하일 경우에는 이익이 상실되는 옵션. 기초자산 가격이 미리 정해진 가격 이상으로 상승하더라도 정해진 수준 이상의 이익을 얻을 수는 없음.

- 기준금리가 행사범위 안에서 움직일 경우 동일 잔존만기의 고정금리채권보다 높은 이자를 지급하고, 기준금리가 행사범위 밖에 위치할 경우 낮은 금리를 지급

□ CD Range Accrual Note의 사례를 살펴보면 다음과 같음

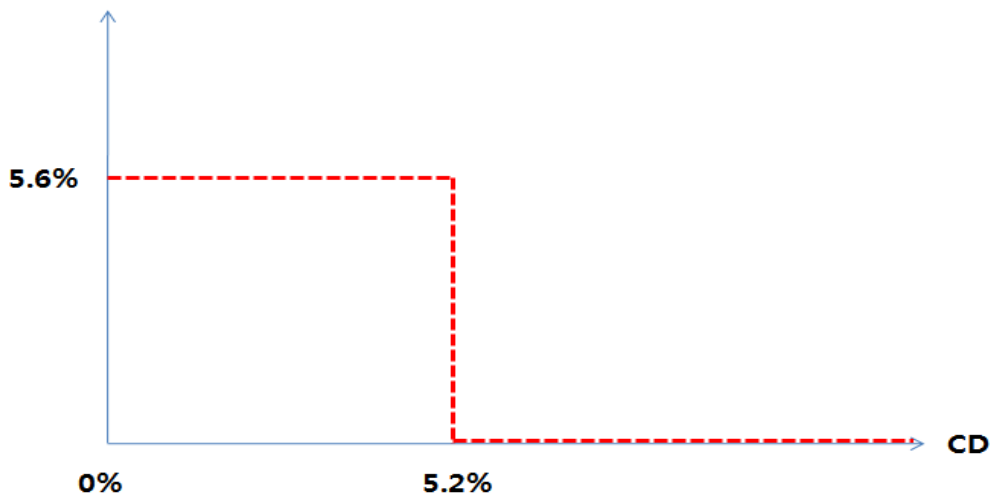
- 국내에서 최초로 발행된 원화표시 CD Range Note는 2002년 5월 3일 발행된 ‘한국수자원공사채권 89회’임
 - 지급금리조건 : $7.75\% \times \text{유효일수/총일수}$
 - 기준금리(CD91일물)의 범위(Range)는 다음과 같음
 - $3.75\% \leq \text{CD91일물} \leq 7.25\%$
 - 유효일수는 범위 내에 기준금리가 놓여져 있는 경우의 일수를 의미함

2. 구조

□ CD Range Accrual Note의 이자 지급구조와 수익구조를 다음의 예시를 통해서 자세히 살펴봄

- (예) $5.6\% \times \frac{n}{N}$, (n : $0.0\% \leq \text{CD91일물} \leq 5.2\%$ 인 날짜수)
 - 현재 CD금리 : 2.6%

- CD금리의 범위(Range) : 0%~5.2%
- 쿠폰 수익구조 : 지정된 범위내에 있으면 5.6%, 그렇지 않으면 0%의 이자지급
- 1년중 CD금리가 범위안에 든 날(성공일수) : 220일
- 쿠폰 지급구조
 - $5.6\% \times (\text{성공}220\text{일}/365\text{일}) + 0\% \times (\text{실패}145\text{일}/365\text{일})$
= 3.38%
- 수익구조



- CD금리가 일정한 범위(0%~5.2%)에 있으면 높은 표면금리 (5.6%)를 지급하고 범위밖에 있으면 0%의 표면금리를 투자자에게 지급하도록 설계된 채권

3. 특징

□ 동 채권은 보통 수의상환권(Callable), 캡(cap), 플로어(floor) 등 옵션성격의 파생상품이 내재되어 있음

○ 수의상환권(Callable) : 채권발행자에게 채권의 수의상환권을 부여하는 계약으로 만기가 도래하기 전에 채권발행자가 발행 금액의 전부 또는 일부를 미리 상환할 수 있는 권리를 갖는 계약

- 상환요구권(Putable) : 투자자가 만기 이전에 투자금액의 전부 또는 일부를 인출할 수 있는 권리(조기인출권리)를 갖는 계약

○ 캡(cap) : 계약상의 최고금리(cap rate 또는 strike rate) 이상으로 기준금리(CD, LIBOR, KTB⁵⁾ 등)가 상승하는 경우 캡매도자가 캡매수자에게 차액만큼을 지급하기로 하는 계약

- 각 결제일에 캡매도자가 캡매수자에게 지불하는 금액은 기준금리와 행사금리(최고금리)의 차이에 일정한 명목원금을 곱한 액수가 됨. 만약 기준금리가 행사금리보다 낮으면 아무런 지급도 발생하지 않음

- 각 결제일에 캡매도자가 캡매수자에게 지불하는 금액은 다음과 같음

5) 국고채

$$N \times \text{Max}[r - r_c, 0]$$

N : 명목원금

r : 기준금리

r_c : 캡금리(행사금리)

- 차입자는 캡을 매수함으로써 자신이 원하는 기간동안 금리상승 리스크를 제거하면서 금리하락에 따른 혜택을 누릴 수 있음
- 채권에 대한 풋옵션의 경우에도 금리가 상승하면 채권가격이 하락하고 풋옵션이 행사될 것이기 때문에 캡의 매수는 채권에 대한 풋옵션의 매수와, 캡의 매도는 채권에 대한 풋옵션의 매도와 같은 현금흐름을 발생시킴
- 플로어(floor) : 계약상의 최저금리(floor rate) 이하로 기준금리가 하락하면 플로어 매도자가 플로어 매수자에게 차액만큼을 지급하기로 하는 계약
 - 각 계약일에 플로어 매도자가 매수자에게 지불하는 금액은 행사금리(최고금리)와 기준금리의 차이에 일정한 명목원금을 곱한 액수가 됨. 만약 기준금리가 행사금리보다 높으면 아무런 지급도 발생하지 않음
 - 각 결제일에 플로어 매도자가 플로어 매수자에게 지불하는 금액은 다음과 같음

$$N \times \text{Max}[0, r_f - r]$$

N : 명목원금

r : 기준금리

r_f : 플로어금리(행사금리)

- 플로어 매수자는 자신이 원하는 기간 동안 금리상승 리스크를 회피하면서 금리하락에 따른 혜택을 누릴 수 있음

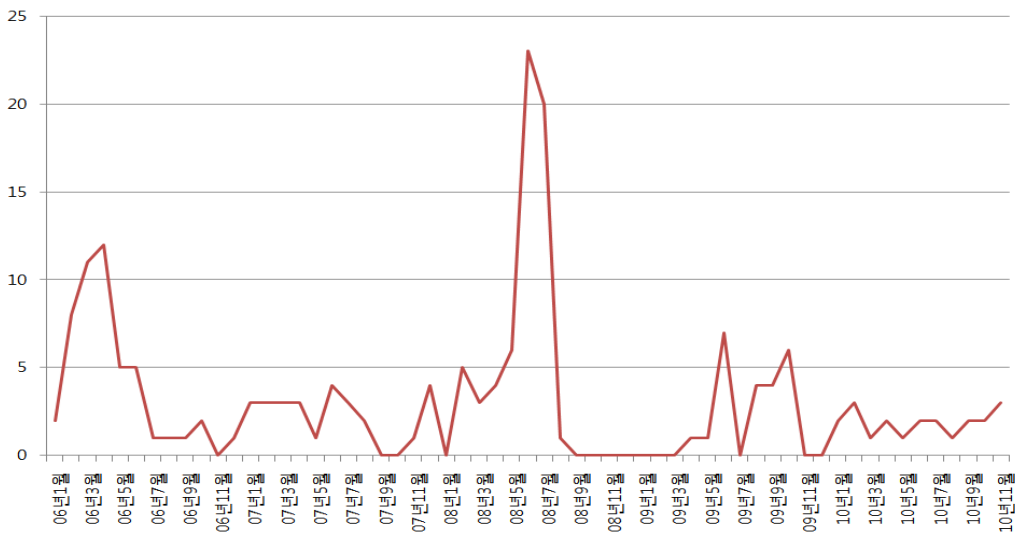
 - 금리플로어는 금리 풋옵션 또는 무이표채에 대한 콜옵션으로 이해할 수 있음
- 보통 동 채권에 대한 투자자는 파생상품의 매도포지션, 발행자는 매수포지션에 놓이게 되며, 구조화채권 발행기관은 옵션을 행사할 수 있는 권리를 가짐

4. 현황

가. 발행건수 및 발행금액

□ 2006년 이후 CD Range Accrual Note 발행건수추이

<그림4 2006년 이후 CD Range Accrual Note의 발행추이>



자료 : 나이스채권평가(www.nicepricing.co.kr)

- 2006년 상반기에 43건의 발행건수를 보이고 이후, 매달 평균 3건의 발행건수를 보임
- 금융위기가 발생하기 이전인 2008년 6월과 7월 두 달동안 43건의 발행건수를 보임
- 금융위기이후 CD Range Accrual Note의 발행은 중단되어 2009년 3월까지 발행되지 않음

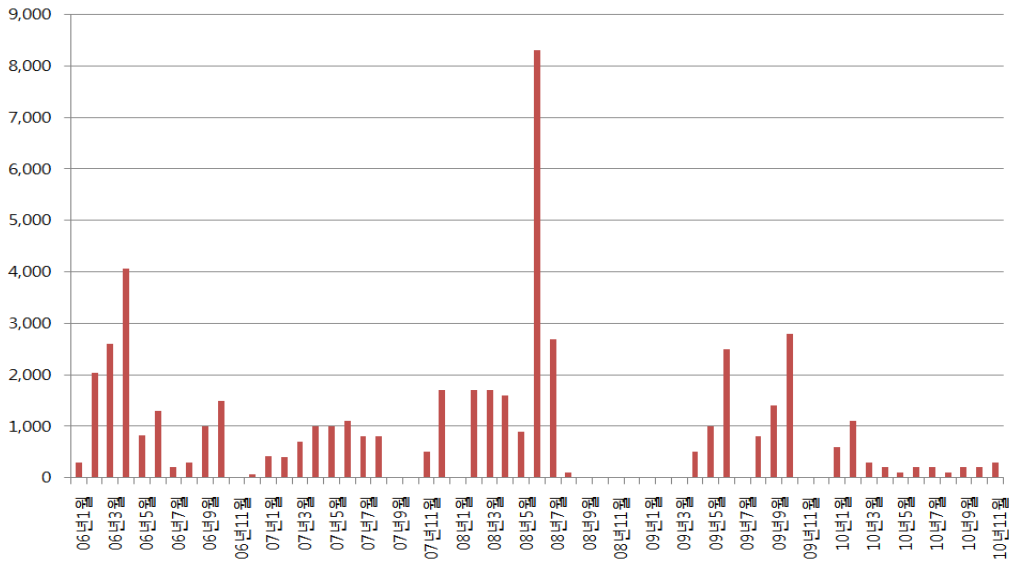
- 2008년 9월 발생한 리먼 브라더스 사태로 인한 전세계적인 금융위기의 확산은 파생상품의 위험성을 큰 이슈로 부각시키면서 금리파생상품에 대한 투자를 위축시킴

○ 2010년들어 매달 평균 2~3건 정도의 발행건수를 보이면서 CD Range Accrual Note의 발행이 다시 나타나고 있는 추세

□ 2006년 이후 CD Range Accrual Note 발행금액

<그림5 2006년 이후 CD Range Accrual Note 발행금액>

(단위 : 억원)



자료 : 나이스채권평가(www.nicepricing.co.kr)

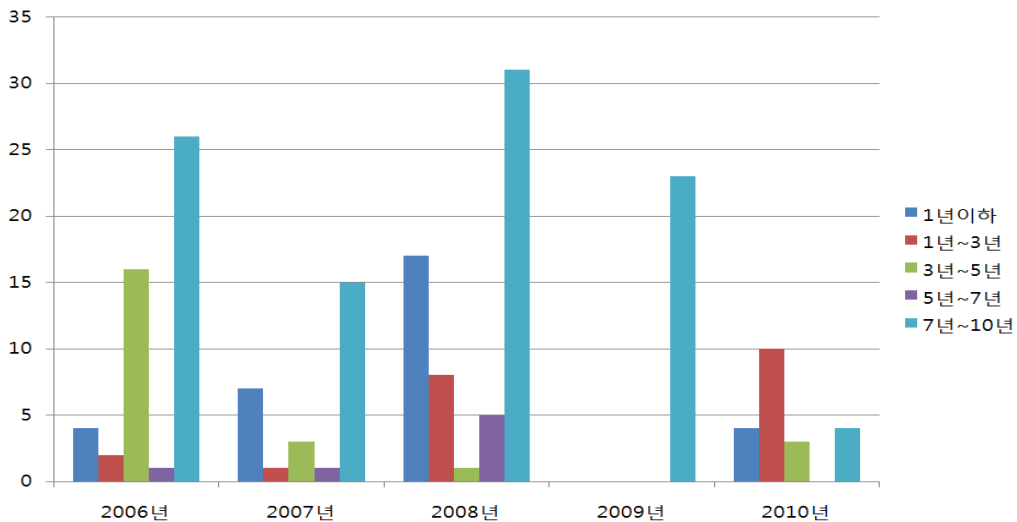
○ 2006년 상반기에 11,149억원이 발행되었고, 이후 평균적으로 500억원 정도 발행됨

- 2008년 6월에 8,300억원이 발행되었고, 2008년 7월에 2,698억원이 발행됨
- 금융위기 이후 발행이 중단되었던 CD Range Accrual Note는 2010년 들어서면서 평균적으로 200~300억원 정도의 규모로 발행되고 있음

나. 만기별 발행현황

- 장기투자자의 수요에 맞춰 발행됨에 따라 일반적으로 10년 만기에 대한 비중이 높은 편이었지만, 2010년에는 만기 3년 미만의 비중이 주를 이룸

<그림6 2006년 이후 CD Range Accrual Note 만기별 발행현황>



자료 : 나이스채권평가(www.nicepricing.co.kr)

- 2008년에 발행된 62건 중에서 10년 만기의 CD Range Accrual Note는 31건으로 50%를 차지
- 다만, 금융위기 발생직전 2008년 6월과 7월의 43건 중에서 1년 만기 CD Range Accrual Note가 17건으로 40%를 차지
 - 금리변동성이 확대되고 시장의 불안감이 급증하면서 1년 만기에 대한 수요가 확대
- 2009년에 발행된 23건은 모두 만기가 10년임
- 2010년 7월부터 최근까지 발행된 10건은 모두 만기가 2~3년임

다. 조기상환현황

- 금융위기 이후 전반적인 시장 금리 하락으로 인하여 기존에 발행된 채권들이 대거 조기상환이 이루어짐
- CD91일물의 급락 및 안정화로 인한 Range Option의 가치 하락은 조기상환 유인으로 작용
- 2010년에도 저금리 기조가 지속되면서 구조화채권의 조기상환이 지속적으로 이루어지고 있음(표3 참조)

<표3 2010년 CD Range Accrual의 조기상환현황>

월	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
건수	0	0	0	1	0	7	0	3	7	7	1

자료 : 나이스채권평가(www.nicepricing.co.kr)

□ 2010년 CD Range Accrual의 조기상환 중 대부분을 2009년 발행되어 만기가 10년인 상품이 대부분을 차지

- 금융위기 이후 2009년 3월까지 구조화채권에 대한 발행이 이루어지지 않았기 때문에 조기상환건수도 발생하지 않고 있음
- 2009년 6월에 발행된 CD Range Accrual Note 7건 중에서 5건이 2010년 6월에 조기상환됨
- 2010년 8월에 발행된 CD Range Accrual Note 6건 중에서 3건은 2010년 8월에, 1건은 2010년 9월에 조기상환됨
- 2010년 9월에 발행된 CD Range Accrual Note 5건이 2010년 9월에 조기상환됨
- 2010년 10월에 발행된 CD Range Accrual Note 6건이 2010년 10월에 조기상환됨

라. 발행자 현황

□ 2009년

<표4 2009년 CD Range Accrual 발행자 현황>

(단위 : 억원)

국민은행	SC제일은행	한국산업은행	하나은행	우리은행	기업은행	총
1,900	3,200	1,000	1,000	1,100	800	9,000

자료 : 나이스채권평가(www.nicepricing.co.kr)

- 2009년 발행된 9,000억원은 모두 은행이 발행자의 역할을 수행함. 발행액 순으로 살펴보면, SC제일은행이 3,200억원, 국민은행이 1,900억원, 우리은행이 1,100억원, 하나은행과 한국산업은행이 1,000억원, 기업은행이 800억원을 발행함

□ 2010년

<표5 2010년 CD Range Accrual 발행자 현황>

(단위 : 억원)

국민은행	하나은행	SC제일은행	대우증권	동양종합 금융증권	총
1,301	500	200	2,840	100	4,941

자료 : 나이스채권평가(www.nicepricing.co.kr)

- 2010년 발행된 4,941억원 중에서 은행이 2,001억원을, 증권이 2,940억원을 발행함

- 은행에서 발행액 순으로 살펴보면, 국민은행이 1,301억원, 하나은행이 500억원, SC제일은행이 200억원을 발행함

- 증권에서 발행액 순으로 살펴보면, 대우증권이 2,840억원, 동양종합금융증권이 100억원을 발행함

- 특히, 2010년 10월 이후 발행된 CD Range Accrual은 발행액이 2,440억원으로 모두 대우증권에서 발행됨

V. CD금리연계 구조화채권 투자에 대한 평가

- CD금리연계형 구조화채권은 수익구조가 CD금리가 범위구간에 있는가의 여부에 따라 결정되기 때문에 저금리 하에서 잠재적인 고수익 추구가 가능한 채권임
 - 즉, CD금리가 일정한 범위안에 있는냐에 따라 그 범위에 있었던 날에는 발행 당시 미리 정한 금리를 지급하고 그 범위를 벗어난 날에는 지급하지 않는 형태의 채권임
 - 따라서 최초에 정한 범위(Range)안에 있는 일수를 기준으로 금리를 지급하므로 조건을 충족하게 되면 높은 수준의 표면금리를 받을 수 있음

- 투자자에게 제시하는 표면금리는 다음과 같이 공식화할 수 있음
 - 표면금리수준 = 옵션매도 프리미엄
 + 조기상환권 옵션매도 프리미엄
 - (옵션매도 프리미엄) 투자자가 발행자에게 디지털옵션(Digital Option)을 매도하고 그 대가로 시장금리보다 높은 추가금리를 받을 수 있음
 - 투자자가 발행하는 옵션(금리변동성) 매도 프리미엄이 높았을 경우 높은 표면금리가 가능
 - (조기상환권 옵션매도 프리미엄) 투자자 입장에서는 투자이후

1년~3년기간동안(조기상환 발생이전) 높은 표면금리에 따른
이자수익을 수취할 수 있어 수익창출에 기여할 수 있음

- 발행자가 유리할 때 행사할 수 있는 조기상환 가능성이 높은
경우 높은 표면금리가 가능

□ 그러나 다음과 같은 3가지 위험(금리상승위험, 조기상환위험,
금리변동성위험)이 내재되어 있음.

가. 금리상승위험

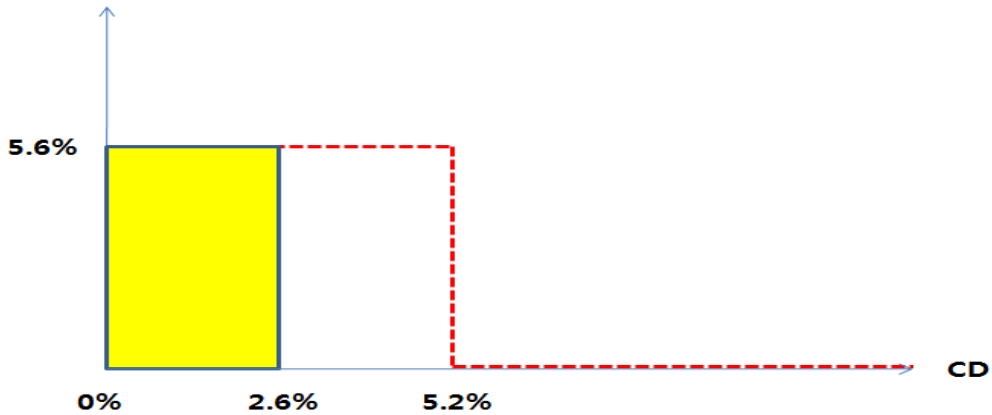
- 금리상승이 제한적으로 이루어질 경우 투자자에게 유리하지만
높은 금리상승이 이루어질 경우 투자자에게 불리
- 아래 사례에서 보듯이 금리가 2년 경과 후 범위밖으로 벗어날
경우 실현보유수익률은 7%로 계산하는데 실제 수익률은 1.4%
로 평가해야 함

1년	2년	3년	4년	...	10년
7%	7%	0%	0%	...	0%

나. 조기상환위험

- CD Range Accrual Note는 발행조건으로 지정된 Range안에
CD금리가 존재하더라도, 일정시점 이후부터는 발행자가 조기상
환을 할 수 있음

- 채권발행자는 투자자를 대상으로 거래유효일 1년 후부터 이차지급일 단위로 조기종료할 권리, 즉 조기상환권을 가짐



- 위의 그림에서, 색칠한 부분에 CD금리가 위치할 경우 발행자가 조기상환을 집행할 가능성이 높음
 - 투자자들은 거래 상대방의 내재된 옵션에 대해 헤지할 수 있는 수단이 없고, 포지션을 조기 청산할 수 있는 헤지수단이 없음
- 아래 사례에 보듯이 실현보유수익률을 7%로 계산하는데 실제 수익률은 3%로 평가해야 함
- 조기상환에 따른 재투자 리스크에 노출됨
 - 현재 금리가 3%라고 가정하고 다음해 2%로 하락하고 조기상환이 이루어지는 경우 이자수취는 다음과 같음

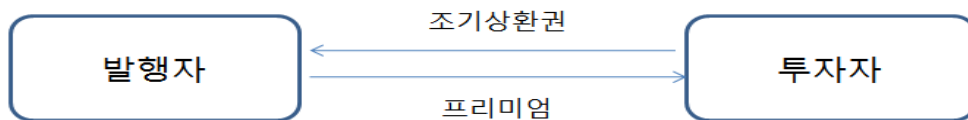
1년(조기상환)	2년	3년	4년	...	10년
7%	7%	2%	2%	...	2%

<참고> 수의상환(Callable)

□ 채권발행자에게 채권의 조기상환권을 부여한 채권을 수의상환채권(Callable bonds)라고 함

○ 수의상환채권(Callable bonds) : 채권발행시 상환금액 또는 사전에 정한 금액을 행사가격으로 하는 콜옵션을 발행자가 투자자로부터 매수하는 형태(그림7 참조)

<그림7 수의상환채권의 형태>



- 콜옵션의 프리미엄이 지급이자에 반영되어 투자자는 일반채권보다 높은 이자를 지급받음

○ 시장금리가 채권만기 전에 하락하는 경우 발행자는 낮은금리로 채권을 발행하여 높은 금리의 기존부채를 상환할 수 있는 장점

○ 대안으로는 일반적인 고정금리채권을 발행하고 수취자스왑션(receivers swaption : RSW)을 매수하는 방법

$$\text{- callable bond} = \text{- fixed} + \text{RSW}$$

- 스왑션(swaption) : 금리스왑과 옵션을 결합한 상품으로서 미래 일정 시점에 금리스왑을 할 수 있는 옵션

- 옵션의 만기일은 스왑션을 행사하여 금리스왑을 발효시킬 수 있는 날
 - 행사가격 : 스왑에 적용되는 고정금리
 - 지불자스왑션(payers swaption)⁶⁾과 수취자스왑션(receivers swaption)⁷⁾이 있음
- 금리가 상승하면 스왑션을 행사하지 않고 내버려 두지만, 금리가 하락하면 스왑션을 행사하여 스왑(고정금리 수취)에 들어가게 되며 고정금리를 이보다 낮은 변동금리로 전환

○ 수익상환채권의 특징

- 채권의 실질적인 만기가 원래의 채권만기와 상이하고 유동적이며 옵션의 가치가 수익률곡선에 영향을 받음
- 옵션만기이전에 사전에 정한 복수의 날짜에 옵션행사가 가능하므로 버뮤다옵션(Bermudan option)⁸⁾이 내재
- 투자자가 옵션을 기업에 매도하고 프리미엄을 수취하는 형태로 조기상환이 불가능한 채권에 비해 높은 이자를 받음

○ 조기상환이 불가능한 고정금리채권과 투자자가 기업에 매도한 옵션이 결합된 구조화채권이며, 첨부되어 있는 옵션의 의미는 다음과 같음

6) 지불자스왑션의 매수자는 특정 행사금리(고정금리)를 지급하고 변동금리를 수취하는 스왑체결의 권리를 보유. 금리가 상승하면 옵션을 행사하여 이익을 볼 수 있음
 7) 수취자스왑션의 매수자는 특정 행사금리(고정금리)를 수취하고 변동금리를 지급하는 스왑체결의 권리를 보유. 금리가 하락하면 옵션을 행사하여 이익을 볼 수 있음
 8) 옵션만기일 이전 다수의 특정일에 행사가 가능한 옵션으로 만기일에만 행사가 가능한 유럽형 옵션과 만기일 이전에도 행사가 가능한 미국형 옵션의 중간형태. 버뮤다 옵션의 가치는 유럽형 옵션의 가치보다 크고, 미국형 옵션의 가치보다 작게 형성

- 옵션행사시점으로부터 채권의 최종만기일까지의 기간과 일치하는 만기를 갖는 채권에 대한 콜옵션
 - 옵션만기는 콜시점까지의 기간이고 행사가격은 콜가격

- 발행자는 최초 콜시점과 일치하는 만기의 채권을 발행하고 최초 콜시점으로부터 다음 콜일정 또는 채권의 원래 만기까지의 기간에 해당하는 만기의 채권을 발행할 수 있는 풋옵션으로 해석
 - 풋옵션의 행사로 발행되는 채권의 이표는 원래 채권의 이표와 동일하며 콜가격으로 발행

다. 금리변동성위험

- CD금리의 높은 변동성으로 인해 발행시점에서 정해진 범위 (Range) 구간을 벗어나는 횟수가 증가하게 되면 확정금리가 낮아져서 투자자에게 불리

- 따라서 투자자입장에서는 비정상적인 시장상황이 장기간 지속될 경우 불리해 질 수 있으므로 금리변동에 대한 정확한 예측력이 전제되어야 함

VI. 요약 및 시사점

- 최근 고유동성, 저금리 기조로 기관투자자들은 물론 개인투자자들도 금리연계 구조화채권에 대한 관심이 증대되고 있어 투자자들은 동 상품에 내재되어 있는 수익성 및 위험성을 정확히 인식해야 함
 - 금리상승이 제한적으로 이루어질 경우(CD금리가 지정된 범위 내에 있을 경우) 투자자에게 유리하지만 높은 금리 상승이 이루어질 경우 투자자에게 불리
 - 지정된 범위 내에 CD금리가 존재하더라도 발행시점의 금리보다 떨어질 경우 발행자가 조기상환을 할 가능성이 커서 조기상환 시 재투자 리스크에 노출될 수 있음
 - 투자기간이 중·장기인 5~15년으로 만기가 길며 일반채권에 비해 유동성이 낮은 편임
- 금리연계 구조화채권도 제품의 표준화 등을 통해서 개인투자자들이 보다 편안하게 시장에 접근할 수 있는 시스템을 만들어 나간다면 개인투자자 참여가 활성화될 수 있음
 - ELS(Equity Linked Securities) 등과 같은 주가연계 구조화채권이 개인투자자를 위한 상품으로 자리 잡고 있음

□ 농협의 신용사업이 발행기관으로 참여하는 방안도 고려할 수 있음

- 발행자는 스왑계약 체결로 구조화채권 관련 위험을 스왑은행에 전가함으로써 무위험 채권발행수수료 창출 가능
- 향후 은행에 대한 정부의 건전성규제 강화 및 바젤Ⅲ 시행 등에 따라 자산수익률 하락이 불가피할 점을 감안할 때 은행의 수수료수입 확대 방안이 될 수 있음
- 2009년 국내 금리연계 구조화채권의 발행자 대부분이 은행이었으나 2010년 들어서는 대우증권, 동양종합증권 등 증권사 비중도 높아지고 있음
- 농협의 경우 동 채권에 대해 발행자 및 투자자로 참여하여 습득한 Know-how를 토대로 향후 보험, 은행, 증권 등이 연계된 복합상품 개발 역량을 제고시킬 수 있을 것임

<참 고 문 헌>

- 박연우, 박태준, 2009, 스왑시장 채권시장 및 외환시장의 연계성 분석, 자본시장연구원 연구보고서
- 박연우, 2009, 구조화채권시장의 현황 및 감독방향, 『(KCMI) Capital market perspective』 2009년 1호, 17-30
- 서동우, 2007, 구조화채권 동향과 시사점, 『기업금융리뷰』 2007년 1월호, 산업은행
- 삼성투신운용, 2008, 구조화 증권 발행 및 이에 따른 시장영향, 발표 자료
- 신기동, 2010, FRN:과도기를 맞이한 구조화 채권 시장의 숨 고르기, 『NICE Fixed Income Review』, 나이스채권평가
- 조성호, 2004, 구조화채권의 민감도 분석 및 운용전략 I, II, III, IV, V, 『Fixed Income Weekly』, 나이스채권평가

한국은행 www.bok.or.kr
나이스채권평가 www.nicepricing.co.kr

2007 NHERI 리포트

- 농식품 소비지 유통환경의 변화와 농협판매 사업의 과제(이론적 접근) / 제1호 / 최용주
- 프랑스 농협의 연합사업시스템 / 제2호 / 최재학
- 구매협동조합의 이론모형 / 제3호 / 최영조
- 판매협동조합의 이론모형 / 제4호 / 최영조
- 현대 한국농업의 조직론적 변화와 제도론적 분석 / 제5호 / 최용주
- 서브프라임 리스크 분석과 향후 파급효과 전망 / 제6호 / 송두한
- 광우병과 식생활의 안전성 / 제7호 / 이차수
- 거래비용이론과 협동조합 / 제8호 / 최영조
- 조합원의 다양성과 협동조합의 의사결정 / 제9호 / 우재영
- 선진 컨설팅 기업의 운영과 방법론 연구 / 제10호 / 조재근

2008 NHERI 리포트

- 서브프라임 버블 진단과 향후 파급효과 전망 / 제11호 / 송두한
- 국내 은행권 금융그룹화 전략과 시사점 / 제12호 / 구본웅
- 수입물가 급등에 따른 산업품목별 영향 평가 - 원유와 수입 곡물을 중심으로 / 제13호 / 김현식
- 독일 협동조합은행의 통합 리스크관리 / 제14호 / 윤기태
- 농·축산물 생산변화에 따른 농촌물가통계 지수개편 / 제15호 / 김태성·김현식·안상돈
- 국제회계기준(IFRS)의 협동조합 자본 문제와 대응 방향 / 제16호 / 최재학
- 가계 주택수요 분석을 통한 향후 주택시장 전망 / 제17호 / 송두한 / 김현식
- 농산물 상품시장의 투자 붐과 전망 / 제18호 / 윤기태·현성현
- 해외 협동조합은행의 최근 경영전략 / 제19호 / 윤기태
- 개방체제하 한우산업 발전방향 / 제20호 / 김태성·김현식·송두한
- 일본의 쌀 정책개혁 동향 / 제21호 / 신재근
- 협동조합의 사회경제학 : 협동조합기업 고유의 조정원리는 어디에 있는가? / 제22호 / 최용주
- 협동조합 사업의 비시장가치 분석방법론 / 제23호 / 이상호
- 新금융유통채널과 농협의 시사점 / 제24호 / 김유섭
- 개정 농안법과 중앙회 공판장 마케팅 전략 / 제25호 / 한기인
- 협동조합 판매사업의 이론모형 / 제26호 / 임영선
- 국내산 및 수입산 과일류의 소비행태 조사 / 이삼섭·안상돈

- 농업협동조합의 최신 이론 : 신제도주의 경제학적 접근 / 제28호 / 권경섭
- 해외 협동조합은행의 조직과 지배구조 / 제29호 / 이현성·윤기태
- 일본의 「논유지직접지불」에 의한 비주식용 쌀 생산 - 식량자급률 향상과 쌀 생산·축산구조의 재검토 / 제30호 / 손황제
- 국내 주택산업 수급동향과 향후 전망 / 제31호 / 송두한·김현식
- 일본의 농가구조 변화와 농협조직 / 제32호 / 신재근
- 농민은 왜 협동조합에 참여하는가? - 거래비용 관점에서의 접근 / 제33호 / 이경원
- 유럽 낙농협동조합의 경영방식과 구조변화 / 제34호 / 우재영
- 국내 외국인 증권투자 동향과 파급효과 분석 / 제35호 / 송두한·김현식
- 농협 가공식품사업 활성화 전략 - 회원조합 가공사업 및 NH식품을 중심으로 / 제36호 / 안상돈·안진용·김태성
- 협동조합 은행의 자본조달 혁신 사례와 시사점 / 제37호 / 최재학

2009 NHERI 리포트

- 유럽 협동조합 은행의 현황과 지배구조 문제 / 제38호 / 김한중
- 유럽 낙농정책 변화와 협동조합 모형 / 제39호 / 이상호
- 2009년 주요 신년사 / 제40호 / 송재일
- 미국산 쇠고기 파동 및 조류인플루엔자(AI) 확산 이후 소비자의 축산물 소비행태 조사 / 제41호 / 이삼섭·안상돈
- 2009년부터 달라지는 제도 / 제42호 / 손황제
- 일본의 2009년 농업정세 전망 / 제43호 / 손황제
- 협동조합(은행)의 사회경제발전에 대한 기여 - 네덜란드 라보뱅크 사례 / 제44호 / 송재일
- 판매협동조합의 운영과 사업 모델 - 서구 9개 낙농협동조합의 사례 분석 / 제45호 / 송재일
- 서구 농협의 10대 성공사례(I) / 제46호 / 우재영·박희철·박언희
- MMA 수입쌀 유통현황과 개선방안 / 제47호 / 신재근
- 일본의 농상공 연대와 농협의 역할 / 제48호 / 이원진
- 유럽연합(EU) 농업보험제도 현황과 시사점 / 제49호 / 이우식
- 국제 곡물상품시장 전망과 농협의 대응 방향 / 제50호 / 송두한
- 농촌 다문화가정 현황과 지원방안 / 제51호 / 신재근
- 서구 농협의 10대 성공사례(II) / 제52호 / 우재영·박희철·박언희
- 농지담보거래의 문제점과 개선방안 / 제53호 / 송재일
- 은행의 재무 현황 분석 및 농협의 시사점 / 제54호 / 윤건용
- 식량의 안정적인 수급관리를 위한 「新식량안보지수」 개발·활용 방안 / 제55호 / 이원진
- 유럽 협동조합은행의 CSR 사례와 성과 / 제56호 / 김유섭

- 일본 대규모 벼농사 농가의 실태와 과제 / 제57호 / 신재근
- 주요 금융용어를 통해 살펴본 글로벌 금융위기의 전개과정 / 제58호 / 임일섭·정동욱
- 대형 급식업체의 전처리 농산물 이용 현황과 농협 전처리 사업의 대응 방향 / 제59호 / 안진용
- 쌀 관세화 전환의 영향과 시사점 / 제60호 / 신재근
- 국내 은행 부문의 시장리스크 진단 및 시사점 / 제61호 / 송두한·김현식
- 은행의 잠재적 재무리스크 평가 / 제62호 / 윤건용
- 일본 농정의 개선 방향 / 제63호 / 이원진
- 소매 프랜차이즈 시장의 특성과 농협에 대한 시사점 - 편의점 시장을 중심으로 / 제64호 / 채성훈
- 일본농협의 공제사업 / 제65호 / 김유섭
- 하천구역 농지와 농업보상 / 제66호 / 송재일
- 한우 품종특질과 브랜드 전략 / 제67호 / 김태성
- 대만 쌀 생산조정 경과의 실태 / 제68호 / 이원진
- 통화옵션상품 '키코사태'의 현황 분석 및 시사점 / 제69호 / 백승오
- 대형 할인점의 신선편이 농산물 취급 동향과 농협의 대응 방향 / 제70호 / 안진용
- 쌀 수급동향과 대책 / 제71호 / 신재근
- 추석의 양력일자와 농업생산의 관계에 관한 연구 / 제72호 / 김대현
- 우수조합 사례 연구-10 - 순천농협 : 광역합병을 통해 지역 거점농협으로 도약 / 제73호 / 임영선
- 한·EU FTA의 주요 내용과 영향 분석 / 제75호 / 손황제
- 우수조합 사례 연구-11 - 농협경주시연합사업 : 지자체와 협력을 통한 조직화 / 제76호 / 박희철
- 상호금융특별회계의 법체계 / 제77호 / 송재일
- 최근 점포전략의 변화와 해외은행 사례 / 제78호 / 김유섭
- 축산여건과 소비자 트렌드 변화에 따른 국내 친환경축산 선결과제 / 제79호 / 김태성
- 우수조합 사례 연구-12 - 횡성 서원농협 : 경제사업 중심의 조합 경영 / 제80호 / 임영선
- 환경변화에 대응한 농협의 금고사업 경쟁력 강화 추진 방향 / 제81호 / 최재학·이판용
- 핀란드 OP-Pohjola(포홀라) 협동조합 금융그룹의 성장전략 / 제82호 / 최재학
- 영국 농협의 성공사례 / 제83호 / 박희철·박언희
- 경제위기와 협동조합 사업모형의 강점 / 제84호 / 박언희

2010 NHERI 리포트

- 식량안보 평가를 위한 「식량안정지수」 개발·활용 방안 / 제85호 / 이원진
- 2010년부터 달라지는 제도 / 제86호 / 허 훈·채성훈
- 일본의 농업생산 변화 추이와 일본 농협의 과제 / 제87호 / 손황제
- 우수조합 사례 연구-13 - 안성 고삼농협 “농촌형 사회적 기업 운영” / 제88호 / 이인우
- 조합경영 사례 연구-14 - 아산 송악농협 : 브랜드 떡사업으로 지역쌀 판로확보 / 제89호 / 박희철
- 조합경영 사례 연구-15 - 나주 남평농협 : 친환경 경제사업의 선진 모델 / 제90호 / 최용주·신기엽
- 국내 은행의 IB사업 현황 및 시사점 / 제91호 / 송두한
- 오바마 금융규제안과 농협의 대응전략 / 제92호 / 윤건용·박태영
- 변모하는 세계 곡물시장(상): 구주·미주편 / 제93호 / 채성훈·조영수
- 변모하는 세계 곡물시장(하): 아주·대양주 및 종합편 / 제94호 / 채성훈·김유섭·조영수
- 해외 협동조합 금융그룹의 보험사업(프랑스, 독일 사례) / 제95호 / 최재학
- 농정과 농협의 역할 / 제97호 / 황명철
- 우수조합 사례 연구-16 - 정읍농협 “도농복합도시형 지역종합센터 모델” / 제98호 / 이인우
- 골드만삭스 사기혐의 피소 현황 및 분석 / 제99호 / 윤건용·박태영
- 조합경영 사례 연구-17 - 도드람양돈협동조합 : 농민중심의 가치사슬 운영모델 / 제100호 / 박희철
- 몽골의 경제현황과 향후 협력방향 - 농업부문과 금융부문을 중심으로 / 제101호 / 이판용
- 유럽발 재정위기 확산가능성과 우리나라 대응방향 / 제102호 / 윤건용
- TV홈쇼핑 시장동향과 농협에 대한 시사점 / 제103호 / 채성훈
- G20 회의 관련 금융이슈 분석 및 시사점 / 제104호 / 박태영
- 조합경영 사례연구-18 - 고흥 두원농협 : 한국 유자의 세계화를 선도 / 제105호 / 송재일
- PF 대출 부실의 금융시스템 전이 가능성에 대한 진단 / 제106호 / 윤건용
- 조합경영 사례연구-19 - 충북원예농협 : 부가가치형 판매농협 모델 / 제107호 / 최희원
- 일본의 농지이용 활성화와 농협의 역할 / 제108호 / 황명철
- 협동조합은행과 고객중심주의 전략 / 제109호 / 김유섭
- 소매금융의 변화와 사업전략 / 제110호 / 박태영
- 우수조합 사례 연구-20 - 서울 관악농협 “도시 농촌 농협네트워크 농산물 판매 모델” / 제111호 / 이인우
- 조합경영 사례연구-21 - 울산 농소농협 : 도농복합농협의 지역종합센터 모델 / 제112호 / 송재일
- 일본의 호별소득보상제도와 농협의 역할 / 제113호 / 전찬익

- 우수조합 사례 연구-22 - 신안천일염 연합사업단 “농협의 식품시장 참여 모델” / 제114호 / 이인우
- 바젤 III(안) 도입이 국내 금융기관에 미치는 영향과 시사점 / 제115호 / 윤건용·박태영
- 조합경영 사례 연구-23 - 광주축산농협 : 고객만족(CS)으로 조직문화 혁신 성공 / 제116호 / 박희철
- 조합경영 사례연구-24 - 부산 대저농협 : 토마토 최고값 실현으로 조합원 소득창출 / 제117호 / 최희원
- 조합경영 사례연구-25 - 파주 금촌농협 : “조합원 최우선” 경영철학을 실천 / 제118호 / 송재일
- 고�령화·인구감소와 일본 지역금융기관의 가계 중심화 전략 / 제119호 / 김유섭
- 우수조합 경영사례의 시사점 / 제120호 / 신기업
- 1995~2009 「식량안정지수」와 시사점 / 제121호 / 조영수
- 서울 G20 정상회의 핵심 의제 분석 (I) / 제122호 / 박태영
- 서울 G20 정상회의 핵심 의제 분석 (II) / 제123호 / 박태영
- 일본의 쌀 정책 대전환과 시사점 / 제124호 / 박재홍·황명철·전찬익
- 프랑스 CA그룹의 체제 변화와 시사점 / 제125호 / 최재학
- 미국 양적완화정책이 국내경제에 미치는 영향 / 제126호 / 윤건용·박태영
- 중국 농업·농촌 개혁의 성과와 과제 / 제127호 / 전찬익
- 우리나라의 자본유출입 변동 완화방안 및 농협의 시사점 / 제128호 / 윤건용
- 미국 선물시장과 농가의 리스크 관리 - 곡물가격 급등기의 가격리스크 관리 문제 / 제129호 / 전찬익
- EU의 소농 현황 및 지원 정책 / 제130호 / 조영수
- 미국의 소농 현황과 지속성 / 제131호 / 박재홍
- 일본의 농업·농촌 활성화 국민운동 / 제132호 / 황명철
- 2011년부터 새로 시행되는 제도 / 제133호 / 조영수·채성훈·허 훈