



보험회사의 파생상품 활용 현황 및 시사점

임준환 선임연구위원, 문혜정 연구원

- 최근 보험회사의 장외 파생상품 거래 증가로 보험회사의 파생상품 잔액 및 거래량이 증가함
 - 2018년 6월 말 잔액기준 장외거래 비중이 96.3%, 장내거래 비중이 3.7%임
 - 장외거래는 통화관련 거래(통화스왑, 통화선도)가 압도적으로 많으며, 장내거래는 금리선물 거래, 다음으로 주식선물과 통화선물 거래가 많음
 - 보험회사의 파생상품 활용은 권역별로 비교해볼 때 금융권 파생상품 활용 금액의 1.6%으로 미미한 수준이지만, 보험회사 운용자산 금액에서 차지하는 비중은 2009년 11.85%에서 2018년 6월 말 현재 16%로 증가함

- 이러한 증가세는 국내 주가하락, 대내외 금리상승, 원화가치의 변동성 확대 등에 대한 위험관리 노력임
 - 원금보증이 내재된 특별계정 변액보험계정은 주로 주가하락 리스크에 대한 헤징수단으로 주가지수선물 매도가 활용됨
 - 일반계정의 경우 확정금리 및 최저 금리수준이 보장된 연동금리형 보험상품이 금리(하락)위험에 대한 위험관리 수단으로 금리관련 파생상품(금리선물, 금리스왑, 금리선도 등)을 활용함
 - 또한 보험회사는 해외투자 시 금리 및 환위험을 관리하기 위해 통화스왑, 통화선도환 계약 등을 활용함

- 향후 금리 및 환율변동성 확대와 새로운 지급여력제도인 K-ICS 도입으로 보험회사의 파생상품 거래규모는 지속적으로 늘어날 것으로 전망되며 이에 따른 위험관리가 더욱 중요해질 것으로 판단됨
 - 미국의 통화정책 정상화에 따른 추가적 금리 인상과 이에 따른 달러화 강세 가능성이 예상됨
 - 2021년 이후 K-ICS 도입 방안 가운데 파생상품을 활용한 위험경감조치기법이 보험회사의 요구자본 관리 수단으로 인정될 예정임

- 파생상품 활용은 보험회사의 요구자본 관리에 긍정적이지만 다른 한편으로 손익의 급격한 변화에 따른 가용자본의 변동성 확대를 초래할 수 있으므로 이해관계자 간의 소통을 위한 해결책을 마련할 필요가 있음
 - 보험회사의 손익발생 및 원인, 가치평가 등에 대하여 이해관계자 간의 해석상의 차이가 발생할 수 있으므로 이에 대한 대비책을 준비할 필요가 있음

1. 검토배경



■ 최근 보험회사의 장외파생상품 거래 증가로 보험회사의 파생상품 잔액 및 거래량이 증가함(그림 1, 2) 참조

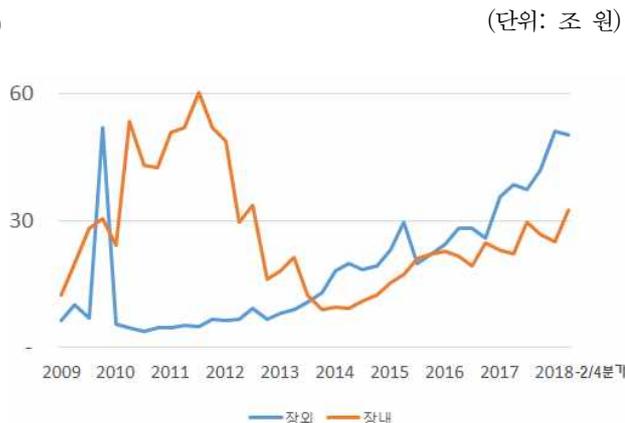
- 보험회사의 장외파생상품 잔액은 2009년 약 35조 원에서 시작해 완만한 상승세를 보이다가 2013년부터 빠르게 증가하기 시작하였고 2017년 하반기에 급증하여 2018년 2분기 말 현재 약 140조 원을 기록함
 - 장내파생상품도 잔액기준으로 2011~2013년에 등락을 보이는 가운데 전체적으로 증가하여 2018년 2분기 말 현재 5조 3천억 원을 기록함
- 거래량 기준으로 장외파생상품 거래량은 2009년 약 6조 원에서 2018년 약 50조 원으로 증가함
 - 장내파생상품 거래량은 2009~2011년에 큰 폭 증가했지만 이후 다시 큰 폭 하락하였고, 2014년부터 다시 증가하기 시작하여 2018년 2분기 말 32조 원을 기록함
- 이를 종합해 볼 때, 보험회사의 파생상품은 잔액기준이나 거래량 측면에서 장외파생상품이 장내파생상품에 비해 빠른 증가세를 보임
 - 장외거래 비중이 96.3%, 장내거래 비중이 3.7%으로 대부분이 장외거래임

〈그림 1〉 보험회사 장내·외 파생상품 잔액 추이



자료: 금융감독원 파생상품관련자료(분기별)

〈그림 2〉 보험회사 장내·외 파생상품 거래량 추이



자료: 금융감독원 파생상품관련자료(분기별)

■ 본고에서는 보험회사가 파생상품 활용을 늘리게 된 배경과 이에 대한 전망을 살펴보고 시사점을 도출하고자 함

2. 보험회사의 파생상품 활용의 특징 및 분석



가. 파생상품 활용 현황

- 올해 상반기 기준으로 보험회사의 파생상품 활용 실적은 권역별로 비교해볼 때 미미한 수준이지만 전체 운용자산 중 차지하는 비중은 증가하는 추세임
 - 보험회사의 파생상품 활용 실적은 전체 금융권이 활용하는 파생상품 금액(잔액기준)의 1.6%를 차지함¹⁾
 - 은행이 압도적 비중(80.1%)을 차지하며, 다음으로 증권이 16.8%를 차지함
 - 2009년 3월 말 기준으로 보험회사의 파생상품은 전체 운용자산(304조 원)의 약 11.85% 수준이었지만 2018년 6월 말 기준 운용자산(898조 원)의 16%를 차지함²⁾
- 보험회사는 장내거래소를 통해 금리선물, 주식선물, 통화선물을 거래하며, 장외거래를 통해 통화스왑, 통화선도환, 금리스왑 등을 주로 활용하고 있음(표 1) 참조
 - 보험회사는 장내거래소를 통해 금리선물, 주식선물, 통화선물 등을 활용함
 - 금리선물, 주식선물, 통화선물은 각각 국채, 주가지수, 그리고 외국통화를 기초자산으로 하는 장내 파생상품임
 - 보험회사는 장외거래를 통해 통화스왑³⁾, 통화선도환, 금리스왑 등을 주로 활용하고 있음
 - 통화스왑(Currency Swap)은 환위험과 금리위험을 관리할 수 있는 1년 이상의 장기 통화계약임
 - 통화선도환(Forward Foreign Exchange)은 1년 미만의 단기 계약으로 원금교환 없이 환율을 사전에 고정시킴으로써 환위험관리에 유용한 장외계약임
 - 금리스왑(Interest Rate Swap)은 은행이 발행하는 양도성예금증서(CD)를 기초자산으로 하여 고정금리와 시장금리를 교환하는 장외계약으로 금리위험을 관리하는 데 유효한 수단임
- 보험회사가 거래하는 파생상품의 상품별 현황을 보다 자세하게 살펴보면 아래와 같음(표 1) 참조
 - 보험회사의 장내 파생상품 거래는 금리선물 거래가 잔액 기준으로 가장 많고, 다음으로 주식선물과 통화선물 거래가 많음

1) 금융감독원 파생상품관련자료, 2018년 2분기 참조

2) 월간생명보험통계, 월간손해보험통계 및 금융감독원 파생상품관련자료 참조

3) 두 당사자 간 계약 초기에 원금을 교환하고 환율과 통화 간의 금리수준을 고정된 다음 계약만기에 원금을 다시 교환하는 계약으로 이를 이중통화스왑계약(Cross-currency Swap)이라고 함

- 2009년 3월 말 기준 장내 파생상품 잔액은 금리 선물(4,900억 원), 통화선물(3,030억 원), 주식선물(2,920억 원) 순으로 많았으며, 2018년 6월 말 기준으로는 금리선물(2조 1,430억 원), 주식선물(1조 7,270억 원), 통화선물(1조 4,240억 원) 순으로 많았음
- 보험회사의 장외 파생상품 거래는 통화관련 거래(통화스왑, 통화선도)가 잔액 기준에서 압도적으로 많음
 - 2009년 3월 말 기준 장외 파생상품 잔액은 통화스왑(24조 2,570억 원), 통화선도(6조 2,221억 원), 주식옵션(2조 5,660억 원) 순으로 많았으며, 2018년 6월 말 기준으로는 통화스왑(76조 5,130억 원), 통화선도(51조 3,310억 원), 금리스왑(5조 7,920억 원) 순으로 많았음
 - 이 외에도 2018년 6월 말 기준 주식옵션, 금리 선도 및 옵션, 통화옵션, 신용부도스왑, 총수익스왑 등의 장외 파생상품을 활용하고 있으며, 총 잔액 중 장외거래 잔액의 비중이 96.3%로 대부분을 차지함

나. 파생상품 활용의 특징

- 보험회사는 주가위험을 관리하기 위해 장내 주가지수 선물을, 환위험에 대응하기 위해서는 장외 통화스왑 및 통화선도환을, 그리고 금리위험을 관리하기 위해서는 장내외 금리스왑, 선도 및 선물을 주로 활용함
 - 일반적으로 장내거래 및 장외거래에 대한 보험회사의 선택여부는 헤징수단의 이용가능성, 헤징의 기간, 거래상대방위험, 증거금제도 등에 따른 유동성확보에 달려 있음
 - 보험회사는 주가위험에 대한 관리수단으로 장내거래상품인 주가지수를 선호하는데, 이는 동 상품이 장내 거래소에서 기초자산의 단순성(종합주가지수 200), 만기의 다양성, 높은 유동성 등의 측면에서 표준화되어 있기 때문임
 - 반면 보험회사는 환율위험관리의 경우에는 장외거래를 선호하는 경향이 있는데, 이는 장외거래가 보다 고객맞춤형(Customer-tailored) 계약체결이 가능하기 때문임
 - 보험부채에 내재된 금융위험이 복잡하고 장기인 특성을 갖고 있어 장내거래보다는 장외거래를 통해 보험회사의 선호에 맞는 계약을 체결할 수 있음
 - 한편 금리위험 관리는 장내거래인 금리선물과 장외거래인 금리스왑이 공히 이용될 수 있으나, 전자는 거래규모, 기초자산의 다양성, 만기의 측면에서 신축성이 결여되어 있는 반면에 후자는 계약당사자 간 거래상대방위험(Counterparty Risk)에 노출된다는 문제점을 갖고 있음

〈표 1〉 보험회사 장내·외 파생상품 비중 추이

(단위: 십억 원)

구분	2009년 3월 말		2018년 6월 말	
	장내		장내	
잔액기준	주식선물	292	주식선물	1,727
	주식옵션	93	주식옵션	0
	주식ELW ¹⁾	2	주식ELW	0
	금리선물	490	금리선물	2,143
	통화선물	303	통화선물	1,424
	기타선물	1	기타선물	3
	합계 (장내거래 비중)	1,182 (3%)	합계 (장내거래 비중) ⁴⁾	5,297 (3.7%)
	장외		장외	
	주식옵션	2,566	주식옵션	483
	주식ELW	29	주식ELW	0
	금리선도	4	금리선도	2,763
	금리스왑	1,316	금리스왑	5,792
	금리옵션	477	금리옵션	3
	통화선도	6,221	통화선도	51,331
	통화스왑	24,257	통화스왑	76,513
	통화옵션	0	통화옵션	6
	신용부도스왑 ²⁾	0	신용부도스왑	421
	총수익스왑 ³⁾ 등	0	총수익스왑 등	1,858
	합계 (장외거래 비중)	34,871 (97%)	합계 (장외거래 비중)	139,168 (96.3%)

주: 1) 주식ELW는 특정 주식 혹은 주가지수를 미리 정한 시점에 약정한 가격으로 사거나 팔 수 있는 권리를 지닌 증권임
 2) 신용부도스왑(CDS)은 보장매입자가 보장매도자에게 일정한 CDS 프리미엄을 지급하고 그 대가로 신용사건에 대한 손실을 보전 받는 계약임
 3) 총수익스왑(TRS)은 수익매도자가 기초자산(주식, 채권 등)에서 발생하는 이익, 손실 등 모든 현금흐름을 총수익매수자에게 이전하고 그 대가로 약정이자를 받는 거래임
 4) 장내외거래 비중(%)은 보험회사의 파생상품 총 잔액 중에서 장내외 파생상품 잔액이 차지하는 비율을 뜻함
 자료: 금융감독원 파생상품관련자료, 2009년 1분기 및 2018년 2분기 관련 자료

■ 마지막으로 보험회사가 파생상품을 사용하는 주된 동기는 금리, 환율, 주가 등의 시장위험을 헤징하기 위함임

- 일반적으로 파생상품을 활용하는 동기는 크게 세 가지-투기적 동기, 무위험차익거래 동기, 헤징동기-가 있음
 - 투기적 동기는 파생상품의 높은 레버리지를 이용하여 수익을 극대화하는 것으로 주로 헤지펀드 또는 확실한 시장견해(Market View)를 갖는 투자자들의 거래동기임

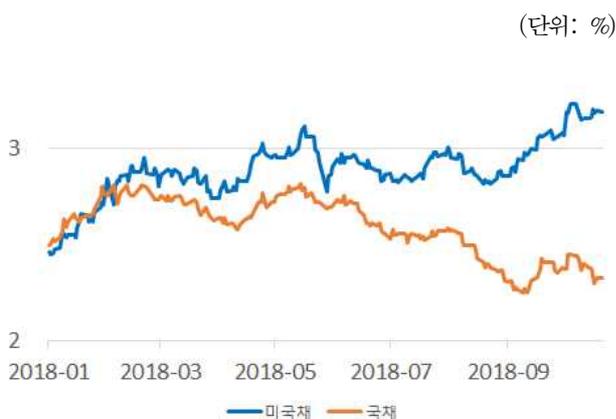
- 무위험차익거래 동기는 파생상품의 기초현물상품 결합에 의한 복제가능성을 활용하여 이러한 복제 가격과 실제가격 사이에 격차가 발생할 경우 싼 가격에서 매입하는 동시에 높은 가격에서 매도하는 전략을 뜻하며, 이는 투자은행 및 대형 상업은행의 거래부서에서 사용함
- 보험회사는 자산부채 종합관리(ALM)차원에서 보유자산의 시장위험관리, 보험부채의 최저 금리보장에 대한 위험관리를 위해 파생상품을 헤지 목적으로 주로 사용함
 - 보험회사는 장내거래소 및 장외거래를 통해 시장위험을 동태적(Dynamic) 또는 롤오버(Roll-over) 헤징기법 또는 정태적 헤징(Static Hedging)을 통해 금리, 주가, 환위험을 관리하고 있음

다. 보험회사 파생상품 활용 증가의 원인 분석

■ 보험회사의 파생상품 활용 급증은 국내 주가 하락, 미국 금리 상승, 원화가치의 변동성 확대에 주로 기인함

- 최근 금년 초에 3% 이하이던 미국 10년 만기 국채금리가 3.2%대로 급등하는 가운데 국내 10년 국채금리는 오히려 하락하는 모습을 보였고 이에 따라 양국 간의 금리차가 확대되어 국내 채권시장의 불확실성이 커지고 있음(〈그림 3〉 참조)
- 2018년 들어 국내주가는 높은 변동성을 보이는 가운데 하락하는 장세를 보이고 있음(〈그림 4〉 참조)

〈그림 3〉 한국 국채 및 미국 국채 10년물 금리 추이



자료: 연합인포맥스

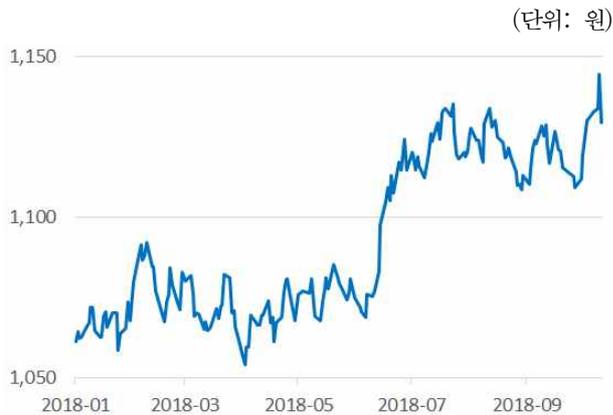
〈그림 4〉 코스피 및 VKOSPI(변동성지수) 추이



자료: 연합인포맥스

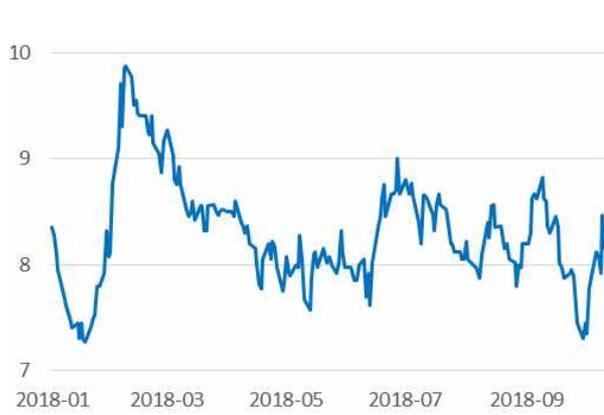
- 또한 미국 국채 금리상승으로 원화가치가 최근 급등하는 모습을 보이고 있어 원/달러 리스크리버설 값이 상승하였고, 이는 향후 달러강세 심리가 외환시장에서 강하게 작용하고 있음을 시사함(〈그림 5, 6〉 참조)

〈그림 5〉 원/달러 환율 추이



자료: 연합인포맥스

〈그림 6〉 원/달러 리스크리버설 지표 추이



자료: 연합인포맥스

■ 국내 주가 하락, 미국 금리 상승, 원화가치의 변동성 확대로 보험회사는 다양한 파생상품을 활용해 일반계정 및 특별계정 및 해외자산 투자 시 발생하는 제반 위험을 관리하고 있음

- 보험회사의 원금보증이 내재된 특별계정의 변액보험계정은 주로 주가하락 위험에 노출되어 있어 이에 대한 헤징 수단으로 주가지수선물 매도를 활용해 주가하락 위험을 관리함
- 일반계정의 경우 확정금리 및 최저 금리수준이 보장된 연동금리 보험상품이 금리(하락)위험에 노출되어 있어 이를 관리하기 위한 수단으로 금리관련 파생상품을 활용함
- 또한 보험회사는 듀레이션 매칭 목적으로 해외투자 시 금리 및 환위험에 노출되는데 동 위험을 관리하기 위해 통화스왑, 통화선도환 계약 등을 활용함

■ 향후 미국의 추가 금리인상 조치와 K-ICS 안에서 파생상품 활용을 통한 시장위험 경감기법 인정 등으로 보험회사의 파생상품 활용은 향후 더욱 증가할 것으로 예상됨

- 미국은 통화정책의 정상화로 올해 12월에 한 차례, 그리고 내년에 세 차례 더 금리를 인상할 것임을 예고한 가운데 이로 인한 환위험 변동성 확대로 보험회사의 파생상품 활용이 대폭 늘어날 가능성이 있음
 - 향후 미국의 추가적 금리 인상조치와 더불어 국내 채권시장의 불확실성은 더욱 커질 수 있음
- 또한 한국은행도 금리인상 조치의 시그널을 금융시장에 이미 전달한 상태임
 - 정책금리 인상으로 우리나라 가계부채 위험이 현실화될 경우 국내 경제가 침체될 가능성이 있으며, 이로 인해 채권의 장기금리가 크게 상승하지 않을 수 있음
- 2021년 이후 KICS 도입안 가운데 파생상품 활용을 통한 위험경감 조치기법이 보험회사의 요구자본을 관리하기 위한 수단으로 인정될 예정인데, 이에 따라 보험회사는 지금부터 파생상품 활용을 늘리며 선제적으로 대응하고 있음

3. 시사점



- 파생상품이 광범위하게 활용될 경우 보험회사의 요구자본 관리에 긍정적이지만 다른 한편으로 가용자본의 변동성 확대를 초래할 수 있고 이해관계자들 간의 의사소통상 어려움이 발생할 수 있어 이에 대한 대비책이 필요함
 - 파생상품의 활용은 위험관리를 통해 보험회사의 요구자본 관리에 도움이 되지만 다른 한편으로 손익의 급격한 변화로 가용자본의 변동성이 확대될 가능성이 있음
 - 가용자본의 변동성 확대는 파생상품의 가치평가, 거래상대방 위험, 장내거래상품에서 증거금 변화, 또는 장외거래에서 담보가치의 변동성 등에서 발생함
 - 이러한 가용자본의 변동성 확대로 보험회사의 이해관계자들-경영진, 주주, 직원, 감독자, 계약자 등- 간의 의사소통에 혼란을 야기할 수 있음
 - 예컨대, 주식옵션 평가 시 옵션시장에서 도출되는 내재변동성과 과거자료를 기반으로 산출되는 역사적 변동성이 있는데, 주가가 하락하는 경우 내재변동성이 역사적 변동성보다 크게 되어 어떠한 변동성을 사용하여 평가하느냐에 따라 가치 산정에 커다란 차이가 발생함
 - 이러한 가치산정의 차이는 손익 변동의 차이로 연결되어 이해관계자 간의 손익발생 및 원인에 대한 해석에 차이가 생길 수 있음
 - 따라서 이해관계자들 간의 원활한 의사소통을 위한 대비책을 준비할 필요가 있음 **kiri**