



자본시장 변동성 확대와 변액보험 보증위험 관리

김세중 연구위원, 김유미 연구원

- 생명보험회사의 변액보험 확대 전략으로 변액보험 판매가 증가하고 있으나, 최근 주식시장 변동성이 커지면서 변액보험 보증위험도 커지고 있음
 - 변액보험 판매는 2016년 하반기 이후 지속적으로 증가하는 추이를 보이고 있으며, 특히 다양한 보증을 제공하는 변액연금 판매가 두드러짐
 - 그러나 최근 미국의 금리인상 전망으로 주식시장 변동성이 확대되고 있는데, 이는 변액보험 보증위험 확대 요인이 될 수 있음
- 일부 보험회사들은 상품설계 변경과 자산운용 등으로 보증위험을 관리하고 있으며, 파생상품을 통한 동적 헤지도 일부 활용됨
 - 보증수수료가 없고 원금보장이 가능한 변액연금이 판매되고 있는데, 이는 채권투자 비중을 조절하여 원금손실 가능성을 제한함으로써 가능해짐
 - 파생상품을 통한 동적 헤지는 일부 보험회사만이 활용 중임
- 미국에서는 2008년 금융위기 이후 변액보험 보증위험 관리 방법이 발전하였으며, 상품구조 및 자산운용 방식 변화, 동적 헤지의 정교화, 리스크관리 위원회 도입과 함께 지수연계형연금(EIA) 확대 등으로 상품포트폴리오를 다양하게 구성함
- 미국의 사례를 참고할 때, 종합적인 변액보험 보증위험 관리 방안을 마련하고, 지수연계형연금(EIA)의 확대를 고려할 필요가 있음
 - 국내 보험회사도 장기적으로는 동적 헤지를 확대하고 리스크관리 위원회 운영 등으로 위험관리에 대한 지배구조를 강화할 필요가 있음
 - 변액연금보다 보증위험이 적고 시장상황에 따라 추가적인 수익을 제공할 수 있는 지수연계형 연금(EIA) 등으로 연금보험의 상품포트폴리오를 다변화할 필요가 있음

1. 검토배경



■ 생명보험회사의 변액보험 확대 전략과 주가지수 상승에 따른 수요 증가로 변액보험 판매는 증가세를 보이고 있음

- 생명보험회사는 IFRS 17 시행 시 자본변동성 부담이 큰 일반 저축성보험 판매에 소극적이며 이에 따라 보장성보험 및 변액보험 확대를 추진 중임
- 장기간 박스권에 머물던 KOSPI 지수가 2016년 2000선을 돌파하고 지속적으로 상승하면서 주가 상승 시 높은 수익을 얻을 수 있는 변액보험에 대한 소비자들의 수요가 증가함
- 변액보험 초회보험료는 2016년 하반기 이후 지속적으로 증가 추이를 보이고 있음

■ 그러나 최근 미국의 금리인상 전망에 따라 주식시장 변동성이 커지면서 변액보험 보증리스크 관리의 필요성이 커지고 있음

- 2018년부터 미국 연방준비위원회(FOMC)가 금리인상을 본격화할 것이라는 기대가 확산되며 미국 10년 만기 국채 수익률이 2.9%를 상회하고 주요 주가지수가 큰 폭으로 하락하는 등 글로벌 자본 시장 변동성이 커지고 있음
- 우리나라 주가지수도 글로벌 증시의 영향으로 2018년 2월 크게 하락하였으며, KOSPI 200의 변동성 지수인 V-KOSPI 지수도 20을 상회하면서 급등함

〈그림 1〉 주가지수 및 변동성지수 추이



자료: KRX

- 자본시장 변동성 확대가 일시적인 현상에 그치지 않고 지속될 경우 변액보험 보증준비금 부담이 커질 수 있기 때문에 변액보험 보증리스크 관리에 관심을 가질 필요성이 높아짐

- 본고에서는 생명보험회사들의 변액보험 보증위험 관리 현황과 미국 생명보험회사의 보증위험 관리 사례를 살펴보고 시사점을 도출함

2. 변액보험 및 보증위험 관리 현황

- 2016년 이전까지 정체를 보이던 변액보험은 생명보험회사들의 변액연금 확대전략과 주가지수 상승에 따른 소비자 관심 확대로 높은 성장세를 보이고 있으며, 특히 다양한 보증을 제공하는 변액연금의 판매 증가가 두드러짐

- 변액보험은 새로운 회계제도인 IFRS 17에서 일반 저축성보험에 비해 상대적으로 자본부담이 적기 때문에 보험회사들은 신상품 개발 및 적극적인 마케팅을 하고 있으며, 주가지수의 상승세로 변액보험 수요도 확대됨
- 특히 최저연금적립금보증(GMAB), 최저중도인출금보증(GMWB), 최저중신중도인출금보증(GLWB) 등 다양한 보증옵션을 제공하는 변액연금의 초회보험료 증가가 두드러지게 나타남

〈그림 2〉 변액보험 초회보험료 추이



자료: 한국은행, 업무보고서

■ 그러나 변액연금을 포함한 변액보험에 부가되는 보증옵션은 보증위험이 존재하며, 최근 보증위험이 큰 최저중신중도인출금보증(GLWB)이 증가하면서 보증위험 관리의 필요성이 확대됨

- 변액보험 보증준비금은 금융시장 상황에 따라 변동하지만 최근 변액보험 수입보험료 증가의 영향으로 2015년 4/4분기 3조 6천억 원 수준에서 2017년 3/4분기 4조 6천 원으로 26.2% 증가함
- 변액보험 보증준비금 중 대다수를 차지하는 것은 최저사망보험금보증(GMDB)으로 2017년 3/4분기 전체 보증준비금의 92.7%를 차지하고 있으며, 다음으로 최저연금적립금보증이 6.5%, 최저중도인출금보증과 최저중신중도인출금보증이 각각 0.4%, 0.3%를 차지함
- 이 중 최저중신중도인출금보증은 종신까지 보증이 이루어지기 때문에 보증위험이 상대적으로 크다고 알려져 있으며, 비중은 크지 않으나 노후소득보장 수단으로 인식되면서 지속적으로 증가하는 경향을 보이고 있음

〈표 1〉 변액보험 보증준비금 규모 및 비중

(단위: 억 원)

구분	2015 4/4		2016 4/4		2017 3/4	
최저연금적립금보증	4,053	11.0%	4,895	9.6%	3,025	6.5%
최저사망보험금보증	32,236	87.8%	45,563	89.5%	42,967	92.7%
최저중도인출금보증	345	0.9%	290	0.6%	164	0.4%
최저중신중도인출금보증	18	0.0%	55	0.1%	119	0.3%
기타	84	0.2%	96	0.2%	94	0.2%
합계	36,736	100.0%	50,899	100.0%	46,369	100.0%

자료: 업무보고서

■ 과거에는 보증위험 헤지를 위한 자산과 보증준비금 평가방식의 불일치 문제로 파생상품을 이용한 보증위험의 헤지는 이루어지지 못해왔으나, 2015년 시행세칙 개정 이후 일부회사가 동적 헤지¹⁾를 시작함

- 2015년 이전에는 보험회사가 파생상품을 통해 변액보험 보증위험을 헤지하더라도 해당 자산과 보증준비금에 대한 평가방식이 상이하여 헤지의 효과를 얻을 수 없다는 문제점이 있었음
- 감독당국은 2015년 보험감독시행세칙 변경을 통해 헤지 대상 계약에 대해 자산과 부채 평가방식을 동일하게 적용할 수 있도록 허용하였고, 2016년 공정가치 평가 방안이 마련되면서 보험회사의 보증위험 동적 헤지를 위한 토대가 마련됨

1) 동적 헤지(Dynamic Hedge)는 자본시장의 선물, 옵션 등 파생상품 자산을 시장 상황에 따라 사고 팔면서 변액보험 보증위험을 자본시장으로 전가하는 방법임

- 그러나 아직까지 일부 회사만이 보증위험에 대한 동적 헤지를 실행하고 있으며, 대다수의 회사는 적극적 헤지보다는 준비금의 적립으로 대응하고 있음

■ IFRS 17 도입 시 헤지 자산과 보증준비금 평가방식 간의 불일치 문제는 해소될 것이며, 동적 헤지를 통한 보증위험 관리가 수월해질 것으로 예상됨

- IFRS 17이 2021년 시행될 경우 변액보험 보증준비금 헤지 자산과 부채에 대한 평가방식이 공정 가치평가로 통일되면서 평가방식 차이 문제는 해소될 것임
- 자산과 부채 평가방식 차이가 해소될 경우 보험회사의 변액보험 보증위험 헤지가 수월해지기 때문에 현재 활성화되고 있지 못한 동적 헤지가 일반화될 수 있을 것임

■ 한편 생명보험회사들은 자산배분을 통해 보증위험이 없고 보증수수료를 부과하지 않는 변액연금 상품을 개발·판매하면서 보증위험을 경감함

- 일부 생명보험회사는 보증수수료를 받지 않으면서 위험자산과 무위험자산의 자동 재분배를 통해 원금보장이 가능한 변액연금을 판매하고 있음
- 보증수수료를 받지 않는 변액연금의 경우 채권투자 비중을 조절함으로써 원금손실 가능성을 제한하는 구조이기 때문에 보증위험이 제한적임
- 한편 최저중도인출금보증(GMWB) 수수료가 없는 변액연금도 출시되고 있으며, 달리 변액연금의 경우 특별계정 자산의 대부분을 미국 채권에 투자하기 때문에 최저연금적립금보증(GMAB) 위험이 작은 상품으로 볼 수 있음

3. 미국 보험회사의 보증위험 관리 사례



■ 변액연금이 활성화된 미국의 경우 금융위기 이전인 2005년 최저중도인출금보증(GLWB)이 개발된 후 보험회사들의 경쟁이 심화되면서 변액연금 판매가 급증함²⁾

- 미국에서는 2000년대 최저연금적립금보증(GMAB)과 최저중도인출금보증(GMWB)이 개발되었고,

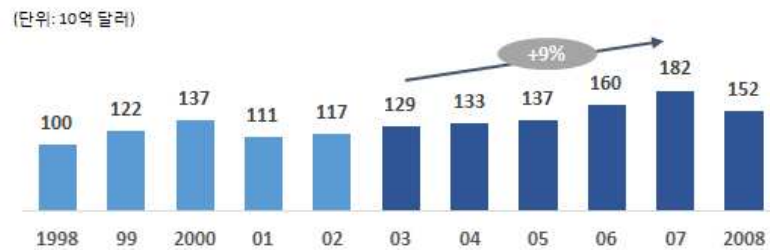
2) McKinsey(2009), "Responding to the Variable Annuity Crisis"

2005년 최저종신중도인출금보증(GLWB)이 추가로 개발되면서 종신 노후소득보장이 가능해짐에 따라 변액연금 수요가 크게 확대됨

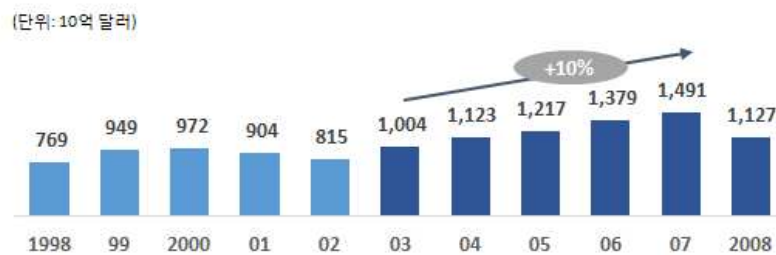
- 변액연금을 판매하는 보험회사들은 변액연금 시장에서의 주도권을 가지기 위해 경쟁적으로 변액연금 판매를 확대하였음
- 보험회사들은 변액연금 보증규모가 커짐에 따라 보증위험 관리를 위하여 파생상품을 이용한 동적 헤지를 일반적으로 활용함

〈그림 3〉 2008년 금융위기 전 미국 변액연금 초회보험료 및 자산 추이

(a) 초회보험료



(b) 자산



자료: LIMRA survey(1998~2007); Morningstar(2008), analyst report

■ 2008년 금융위기가 발생하면서 주식시장 변동성이 크게 확대되고 보증위험 헤지를 위한 파생상품 가격이 급등하면서 보증위험 관리가 어려워짐

- 2008년 금융위기로 주가지수는 대공황 이후 가장 큰 폭의 하락세를 보였으며, 주식시장 변동성을 나타내는 VIX지수는 20% 수준에서 2008년 가을에는 80%까지 급등함
- 이로 인해 변액연금 보증위험 헤지를 위해 활용되는 파생상품 가격이 급등하고 거래량이 급감하면서 보험회사의 보증위험 관리비용이 크게 증가하고 헤지효율이 떨어지는 문제가 발생함

■ 금융위기 이후 보험회사들은 변액연금 보증수수료를 높이고 상품구조를 개선하는 한편, 자산 포트폴리오를 조정함으로써 변액연금 보증위험을 관리함³⁾

- 과거와 동일한 구조의 변액연금은 보증수수료를 높였으며, 보증구조를 단순화한 신상품의 경우 보증위험을 낮춤으로써 보증수수료 부담을 경감하였음
- 보증위험 축소를 위해 보증수준이 국제금리에 연동되는 구조를 활용하거나 보증수수료를 변동성 지수인 VIX에 연동하도록 하여 주식시장 변동성이 확대될수록 자동적으로 보증수수료가 증가하는 구조를 도입함
- 또한 최저종신중도인출금이 지급되기 전 의무 적립기간을 두도록 하고 계약자의 주식투자 비중 한도를 설정하는 등 계약자의 행동을 제한함으로써 변액보험 보증위험을 억제하는 방안을 활용함

■ 보험회사들은 상품구조 변경 이외에 동적 헤지전략을 정교화하고 리스크 거버넌스를 강화하는 동시에 자본을 확충함

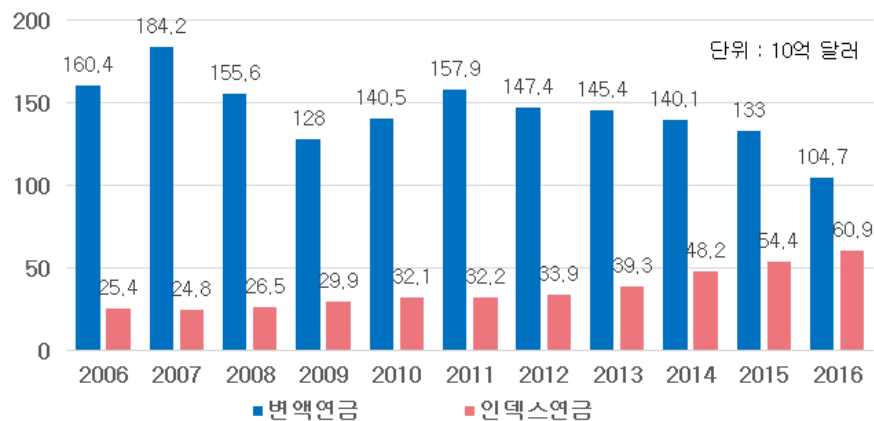
- 보험회사는 보증 수수료를 재원으로 하여 자본시장에서 선물, 옵션과 같은 파생상품을 구입함으로써 보증위험을 동적으로 헤지하며, 헤지가 용이한 상품을 개발하고 시장위험 모니터링 빈도를 확대하는 등 동적 헤지 전략을 정교화함
- 보험회사는 재무팀, 상품개발팀, 헤지팀, 계리팀 등 변액보험 보증위험과 관계된 부서의 대표로 이루어진 위원회를 구성하고 모델링 및 분석 역량에 집중 투자함으로써 변화하는 자본시장 환경에 대응하여 체계적으로 위험관리가 가능하도록 함
- 자본시장의 극단적 움직임에도 대응할 수 있도록 충분한 자본을 확충하고, 변액보험 비중이 높은 회사는 상품군을 다양화함으로써 위험 집중도를 낮춤

■ 한편 금융위기 이후 소비자들의 안전자산 선호로 인해 중위험·중수익을 제공할 수 있는 지수연계형연금(Equity Indexed Annuity: EIA) 수요가 증가하였고 보험회사는 변액보험에 비해 위험이 적을 수 있는 지수연계형연금을 확대함

- 지수연계형연금은 최저수익률을 보장하면서 주가지수 상승률이 최저수익률보다 높은 경우 추가적인 수익을 제공하는 연금상품이며, 추가 수익률 제공구조를 조정함으로써 위험을 관리할 수 있음
- 금융위기 이후 변액연금 초회보험료는 정체되는 모습을 보여 왔으나 지수연계형 연금의 초회보험료는 지속적으로 증가하였음 (〈그림 4〉 참조)

3) Prudential(2010), "The Importance of Financial Risk Management in Today's Variable Annuity Market"

〈그림 4〉 미국 변액연금 및 인덱스 연금 초회보험료 추이



4. 시사점

- 생명보험의 변액보험 비중과 자본시장 변동성이 확대되는 상황에서 보험회사는 적극적으로 보증위험을 관리할 필요가 있음
 - 저축성보험 수수료제도 변화, IFRS 17 시행, 보장성보험 포화 등의 요인으로 생명보험회사의 변액보험 비중은 확대되고 있으나, 변액보험은 다양한 보증을 제공하기 때문에 금융시장 환경변화에 따라 보증위험이 확대될 가능성이 있음
 - 2015년 이후 변액보험 보증위험의 동적 헤지가 효과적으로 이루어질 수 있도록 제도 변화가 이루어졌으며, 향후 IFRS 17 시행 시에는 파생상품을 통한 동적 헤지 수행에 제약이 사라질 것임
 - 현재 일부 보험회사들은 상품구조 및 자산운용 방식 변경 등 상품차원에서 보증위험을 관리하고 있으며, 몇몇 보험회사만이 동적 헤지를 활용함
- 현재 우리나라 보험회사의 변액보험 보증위험 관리 방안은 제한적인 상품구조 변경, 동적 헤지 등으로 이루어지고 있으나 장기적으로는 리스크 거버넌스를 통한 종합적인 관리 방안 마련이 필요함
 - 미국의 경우 금융위기 이후 상품구조 변경, 동적 헤지의 정교화, 리스크 거버넌스와 같은 종합적인 위험관리 전략을 강구하였음

- 우리나라의 경우 단순하고 위험이 적은 상품구조 변경을 통한 보증위험 관리 전략이 일부 활용되고 있으며, 동적 헤지의 경우 도입 초기단계에 불과한 상황임
- 그러나 미국의 사례처럼 장기적으로는 재무팀, 상품개발팀, 헤지팀, 계리팀 등 변액보험 보증위험과 관련된 부서의 대표로 이루어진 위원회를 구성하고, 모델링 및 분석 역량에 집중 투자하는 등 보다 종합적인 위험관리 방안을 마련할 필요가 있음

■ 또한 변액연금처럼 주식시장 상황에 따라 추가적인 수익을 제공하지만 보증위험은 적은 지수연계형연금(EIA) 등으로 연금보험의 상품포트폴리오를 다변화할 필요가 있음

- 지수연계형연금의 경우 최저이율을 보장하기 때문에 보증위험이 존재하지만 다양한 구조설정을 통해 리스크를 낮출 수 있음
- 우리나라에서는 소수의 보험회사를 통해 지수연계형연금이 판매되어 왔으나 상당히 보수적인 구조로 인해 판매가 제한적이었음
- 미국의 사례에서 볼 수 있듯이 지수연계형연금은 변액연금의 대체상품이 될 수 있으며, 지수연계형연금 확대는 상품 포트폴리오 분산을 통한 보험회사의 위험관리 전략에 도움을 줄 수 있을 것으로 보임

■ 한편 변액연금의 경우 최저종신중도인출금보증(GLWB)을 통해 종신노후소득 확보수단을 제공하고 있으나, 이에 대한 보증위험 관리가 제대로 이루어지지 않을 경우 변액연금의 노후소득보장 기능이 약화될 수 있음

- 우리나라에 비교적 최근 소개된 최저종신중도인출금보증(GLWB)은 변액연금 적립금이 소진되더라도 보험회사가 종신까지 지급하기 때문에 노후소득보장 기능이 강함
- 그러나 최저종신중도인출금보증은 만기가 종신이기 때문에 보증위험이 상대적으로 높으므로 이를 확대하기 위해서는 보험회사의 보증위험 관리능력이 필수적임 **kiqi**