



장기 채권금리 역전현상과 보험회사 지급여력제도

임준환 선임연구위원, 황인창 연구위원

최근 채권 금리가 상승하는 가운데 “장기 채권금리 역전현상”이 발생하고 있음. 이러한 현상은 외국인 채권 투자자와 은행 및 증권사의 만기 10년 이하 국고채 매도, 보험회사의 만기 10년 초과 국고채 수요 증가의 상호작용에서 비롯됨. 보험회사의 장기 국고채 매입은 향후 제도 변화에 대한 선제조치 및 금리상승으로 인한 지급여력비율 하락을 방지하기 위한 것으로 보임. 금리상승은 경제적 관점에서 보험회사에게 기회요인이나 현행 지급여력제도에서는 자산만 시가평가하고 있어 지급여력비율이 하락함. 이러한 상황은 2021년 새로운 제도가 도입될 때까지는 지속될 것으로 예상되어 보험회사는 지급여력비율 관리에 어려움을 겪을 것으로 전망됨

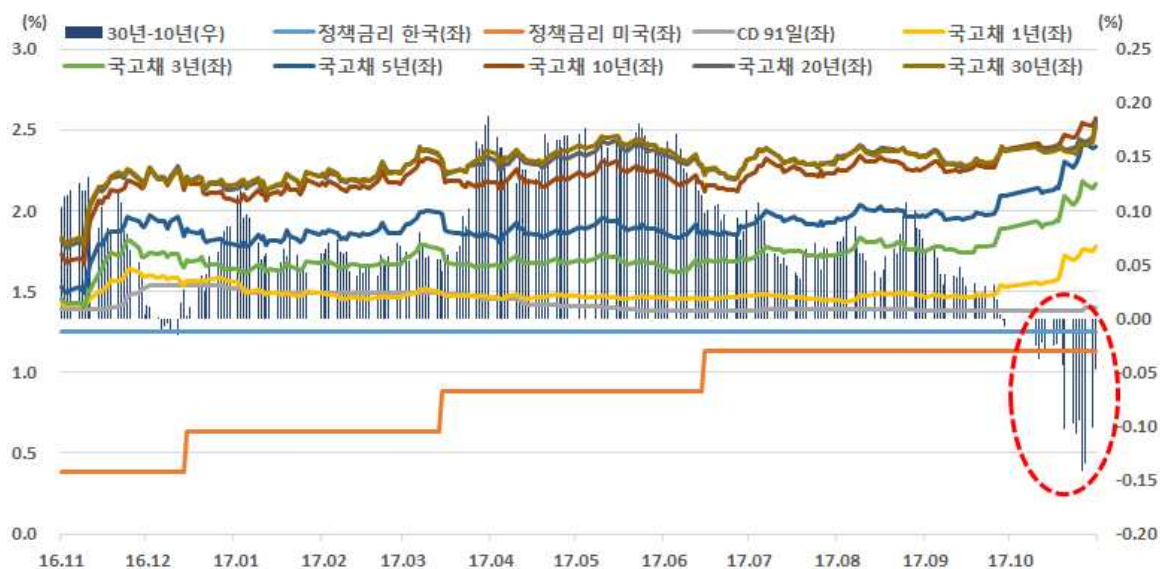
■ 최근 금리가 상승하는 가운데 만기가 30년인 장기 국고채 금리가 만기 10년 국고채 금리보다 낮아지는 “장기 채권금리 역전현상”이 발생하고 있음(〈그림 1, 2〉 참조)

- 최근 기준금리 인상 또는 인상 기대감으로 모든 만기의 국채금리가 상승하는 추세를 보임
 - 과거 1년 동안 미국 기준금리는 3차례 인상¹⁾되었고 금년 12월에도 인상될 것이라 예상될 뿐만 아니라 향후 1년 이내 추가적으로 세 차례 이상 인상될 것이라 전망됨
 - 과거 1년 동안 국내 기준금리는 1.25%로 유지되었지만 향후 수개월 이내에 25bp 인상될 것이라는 기대가 시장에 반영됨
- 이러한 금리기간구조 상승과 더불어 금년 9월 말부터 20년 만기, 30년 만기 국고채 금리가 10년 만기 국고채 금리보다 낮아지는 장기 채권금리 역전현상이 유지(최대 14bp)되고 있음
 - 최근 1년 동안²⁾ 10년 만기 국고채 금리상승폭은 84bp로 20년 만기 국고채(74bp), 30년 만기 국고채(69bp) 상승폭에 비해 큼

1) 0.25~0.5%에서 1~1.25%로 75bp 상승

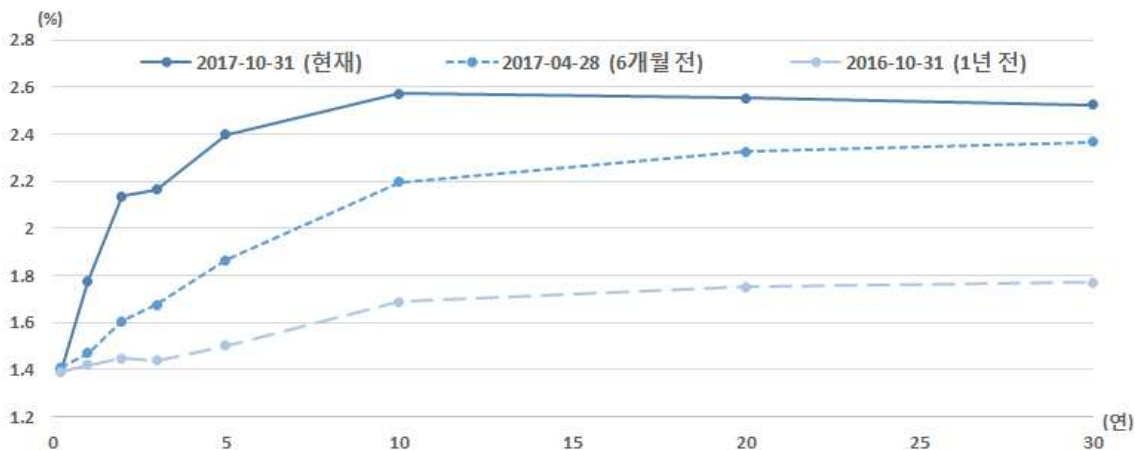
2) 대상기간은 2016년 11월 1일부터 2017년 10월 31일까지임

〈그림 1〉 최근 1년간 만기별 국고채 수익률 및 10/30년 스프레드 추이('16. 11~'17. 10)



자료: 연합뉴스포맥스

〈그림 2〉 최근 1년간 금리기간구조 추이



자료: 연합뉴스포맥스

■ 장기 채권금리 역전현상은 외국인 채권 투자가와 은행 및 증권사의 만기 10년 이하 채권 매도, 그리고 보험회사의 만기 10년 초과 장기 국채 수요 증가가 상호작용하기 때문에 발생함(표 1) 참조)

- 외국인 채권 투자자들이 캐리트레이드 포지션을 청산하면서 만기 10년 이하 국채 금리가 상승
 - 캐리트레이드 포지션 청산이란 미국 달러화 단기자금을 조달하여 보다 높은 금리를 제시하는 우리나라 10년 이하 만기 국채에 투자한 외국인 투자자들이 미국 금리상승에 따른 조달금리 상

승을 우려하여 우리나라 10년 이하 만기 국채 보유 포지션을 청산하는 것임

- 국내 은행 및 증권회사들은 금리상승에 따른 보유채권의 금리위험을 줄이기 위해 만기 10년 이상 장기 국고채 매도 또는 장기 국고채 매입을 줄이고 있음(듀레이션 축소)
- 보험회사들의 만기 10년 초과 장기국채 수요 증가로 장기국채 금리상승폭은 둔화

〈표 1〉 투자자별 국채 순매수 현황

(단위: 억 원)

패널 A: 최근 1년('16. 11~'17. 10)							
분류	전체	1년 이하	2년 이하	3년 이하	5년 이하	10년 이하	10년 초과
전체	1,066,418	59,610	-3,584	197,661	208,582	316,618	287,547
은행	323,314	57,665	42,342	81,774	114,573	65,465	-38,307
보험	307,564	-29,611	-27,173	12,017	9,018	86,265	257,015
기금	179,108	-50,463	-1,061	56,681	50,233	75,527	48,170
외국인	108,615	-19,188	-968	38,230	21,675	50,174	18,690
투신	96,950	93,219	-27,446	453	3,220	21,242	6,061
종금	16,054	-47	2,306	7,911	1,420	2,545	1,916
정부	24,088	7,515	11,126	4,064	-1,984	9,961	-6,494
기타 법인	12,453	516	-1,178	-340	8,593	3,773	1,068
사모펀드	-2,997	345	-1,582	-3,377	1,679	716	-778
개인	1,269	-341	50	248	155	950	206
패널 B: 장기물 금리역전 발생기간('17. 9. 25~'17. 10. 31)							
분류	전체	1년 이하	2년 이하	3년 이하	5년 이하	10년 이하	10년 초과
전체	111,386	-3,129	12,331	31,040	-7,074	45,770	32,447
은행	67,513	7,989	10,904	28,149	18,808	8,466	-6,805
보험	52,299	-3,679	-3,393	-1,908	1,669	27,901	31,709
기금	23,369	-4,020	125	6,255	4,941	11,300	4,768
외국인	-17,203	-4,578	10,438	5,172	-26,880	-4,115	2,759
투신	-24,385	-2,059	-7,374	-9,748	-4,987	-1,116	899
종금	3,260	-	-	690	575	1,675	320
정부	6,443	3,144	1,770	1,169	-213	1,694	-1,120
기타 법인	4,109	92	-23	1,564	1,692	771	12
사모펀드	-3,970	-	-100	-350	-2,670	-780	-70
개인	-49	-18	-16	47	-9	-26	-25

자료: 연합인포맥스

- 보험회사의 만기 10년 초과 장기국채 수요 증가의 원인은 첫째, 제도 변화에 따른 금리위험관리의 필요성 확대, 둘째, 추가 금리상승으로 인한 지급여력비율(RBC 비율) 하락 방지 등임

- 향후 새로운 회계제도(IFRS 17) 및 지급여력제도(K-ICS) 도입에 따라 경제적 관점에서의 금리위험관리 필요성이 확대되고 있어 이에 대한 선제적 대응으로 금리 움직임에 관계없이 장기 국채 편입 증가
 - 보험회사는 듀레이션 갭 관리를 위해 금리부자산, 특히 장기 국채 비중을 높여 자산 듀레이션을 늘리고 있음
- 매매를 이용하여 채권가치평가를 전환, 추가적인 금리상승 시 채권평가손실로 인한 RBC 비율이 하락하는 것을 방지
 - 매도가능증권으로 분류된 채권은 금리상승 시 평가손실이 발생하여 RBC 비율이 하락함
 - 보유채권 매각 및 신규채권 매입을 통해 만기보유증권의 비중을 높이면 금리상승에 따른 채권 평가손실이 줄어들기 때문에 RBC 비율 하락을 방지하는 효과가 있음
 - 단, 보유채권 매각 및 신규채권 매입은 미실현이익(손실)을 현실화시키기 때문에 세금, 배당 등의 비용이 발생함

■ 금리상승은 경제적인 관점에서 국내 보험회사에게 기회요인임에도 불구하고 자산만 시가평가하는 현재의 지급여력제도에서 오히려 지급여력비율을 악화시키는 역설적인 상황을 초래함

- 금리상승은 자산운용수익률 제고로 이어져 투자수익이 증가
- 그러나 금리상승은 매도가능증권으로 분류된 보유채권의 평가손실로 보험회사의 재무건전성 지표인 RBC 비율을 하락시킴
 - 특히 RBC 비율이 낮거나 보유채권의 회계상 분류를 만기보유증권에서 매도가능증권으로 전환한 보험회사들의 경우 금리상승에 따른 채권평가손실 부담은 더욱 클 것임

■ 이러한 역설적인 상황은 2021년 새로운 제도가 도입될 때까지는 지속될 것으로 예상되기 때문에 자본력이 취약한 보험회사는 어려움을 겪을 것으로 예상됨

- 향후 국내 및 미국 기준금리의 연쇄적 인상이 예상됨에 따라 현행 회계제도하에서 보험회사의 RBC 비율 하락은 지속될 것임
- 보험회사의 장기 국채 수요(듀레이션 갭 관리 등) 역시 지속될 것으로 예상됨에 따라 10년 초과 장기 국채 발행물량 및 비중이 확대되지 않는 한 장기물 금리역전현상은 지속될 가능성이 높음

kiri