



보험회사의 해외채권투자와 신용부도스왑 발행

임준환 선임연구위원, 문혜정 연구원

- 환헤징 비용 상승에도 불구하고 국내 보험회사는 듀레이션 매칭과 투자수익 확보를 위해 해외채권투자를 지속할 수밖에 없는데 해외채권투자에 소요되는 환헤징 비용을 줄이는 방안으로 우리나라 정부가 발행하는 외평채 신용부도스왑(CDS) 발행을 고려해볼 수 있음
 - 최근 보험회사의 해외채권 매입 증가세가 둔화되는 원인으로는 여러 가지가 있으나 환헤징 비용 상승이 주된 요인 중 하나임
- 외평채 CDS 발행자로서의 보험회사는, CDS가 신용사건에 대해 보장하는 보험상품이라는 점과 미국 국채와 같은 우량채 담보 제공 측면에서 다른 금융기관에 비해 비교우위가 있음
 - CDS는 우리나라 정부가 발행한 외화표시 채권에 투자한 투자자들에게 신용사건에 대한 보장을 제공하고 그 반대급부로 CDS 프리미엄을 수취하기 때문에 일종의 보험상품이라 할 수 있음
 - 보험회사는 해외투자 시 우량 채권을 매입하므로 상시적으로 국제적 적격담보물(Eligible Collateral)을 보유하고 있으며 이를 담보로 제공하여 거래상대방위험을 경감 또는 제거할 수 있음
- 보험회사가 CDS 발행으로 얻게 되는 기대수익은 CDS 프리미엄이고 잠재적 위험은 우리나라 정부의 채무불이행위험 또는 보험회사의 거래상대방위험이나, 이러한 위험의 발생가능성은 아래와 같은 이유로 낮음
 - 높은 국가신용등급, 외환보유고, 경상수지 흑자 및 순대외금융자산 등 양호한 우리 경제의 펀더멘탈로 인해 정부의 파산가능성은 극히 낮음
 - 보험회사가 직접 보유한 해외 우량채를 담보로 제공함으로써 거래상대방위험을 경감 또는 제거할 수 있음
- 향후 보험회사가 외화표시 CDS를 발행하기 위해서는 환위험 및 담보관리 능력, 달러 크레딧라인(Dollar Credit Line) 확보 등의 역량을 강화할 필요가 있음
 - 보험회사는 자산듀레이션 확대 및 투자수익 확보를 위해 앞으로도 해외투자를 지속할 것으로 판단됨에 따라 환헤지 능력을 제고할 필요가 있음
 - 보험회사는 보유 우량채를 담보로 제공하는 과정에서 담보물 가치변동에 따른 시장위험을 관리할 수 있는 능력을 배양해야 함
 - 또한 담보물 평가 과정에서 달러 현금을 확보하기 위한 방안으로 달러 크레딧라인(Dollar Credit Line)을 확보할 필요가 있음

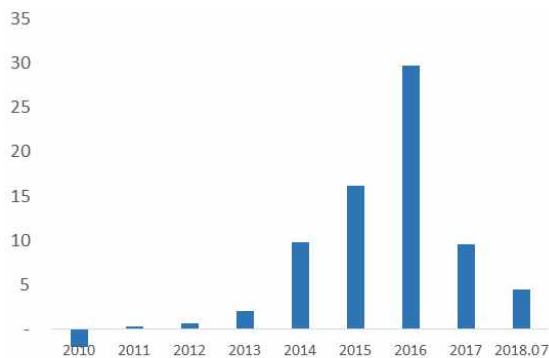
1. 검토배경



■ 최근 보험회사의 해외채권 매입 증가세가 둔화되는 것에는 여러 요인들이 있으나 환헤징 비용 상승이 주된 요인 중 하나임(그림 1, 2) 참조

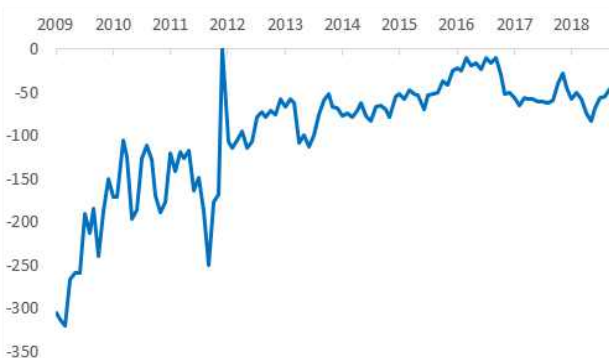
- 생명보험회사의 경우 외화유가증권 매입액이 2016년 기준 약 29조 7천억 원이었으나 2017년 9조 6천억 원으로 급감하였고, 2018년은 7월 말 기준으로 약 4조 5천억 원 증가에 그침
 - 현 추세가 유지될 경우 2018년 12월 말 기준 외화유가증권 매입액은 9조 원에 미치지 못할 것으로 예측됨
- 이러한 매입액 감소세는 수입보험료의 증가세 둔화와 더불어 환율변동성 확대에 의한 환헤징 비용 상승에서 비롯됨
 - 외화유가증권 매입액과 환헤징 비용(스왑베이스스 포인트) 간에 음(-)의 상관관계(-0.8)를 보이고 있는데 이는 해외 금리수준에 관계없이 환헤징 비용이 상승하면 해외채권투자 증가세는 감소함을 의미함
 - 외환 스왑베이스스가 2016년 후반부터 커지면서 보험회사의 외화유가증권 매입 증가세가 둔화됨

〈그림 1〉 생명보험회사 외화유가증권 매입액¹⁾ 변화
(단위: 조 원)



(5)
 주: 1) 매입액은 당해 연도 잔액에서 전년도 잔액을 차감한 것임
 2) 2009년(기준 연도) 12월 말 기준 매입잔액은 약 21조 원임
 자료: 생명보험협회의 월간생명보험통계

〈그림 2〉 외환 스왑베이스스 추이
(단위: bp)



주: 외환 스왑베이스스=1년물 원/달러 통화스왑-1년물 원화 금리스왑
 자료: 연합인포맥스, 원화스왑(월별)

■ 환헤징 비용 상승에도 불구하고 국내 보험회사는 듀레이션 매칭과 투자수익 확보를 위해 해외투자를 지속할 수밖에 없음

- 보험회사는 해외투자를 통해 수익을 추구하거나 또는 상대적으로 듀레이션이 낮은 국내 자산에 대한 대안투자로 듀레이션이 높은 해외채권을 매입함
 - 환위험을 감안하더라도 국내채권 투자에 비해 해외채권 투자를 선호하는 것은 금리차이뿐만 아니라 위험과 수익 간의 관계에 영향을 미치는 신용등급, 발행규모, 유동성 등 채권상품의 다양성에서 비롯됨(예컨대, 국내 회사채시장은 신용등급별로 다양하지 못할 뿐더러 발행규모 및 유동성이 낮은 편임)
 - 국내 우량채권의 경우 보험부채의 평균듀레이션에 비해 상대적으로 낮은 듀레이션을 갖고 있어 이를 국내에서 확보하기가 쉽지 않음
- 보험회사는 환헤징 비용 상승을 극복하기 위한 방안으로 외화표시 신용부도스왑(CDS) 발행을 고려해볼 수 있는데 본고에서는 이에 따른 제반 이슈를 검토하고자 함
 - 보험회사는 2012년부터 보험업법 제113조의 개정으로 보험회사의 CDS 보장매도가 가능해졌음
 - 2012년 이전만 하더라도 CDS 보장매입만 가능했으나, 2011년 12월 31일 이후부터 관련 조항이 개정되면서 CDS 보장매도가 가능해짐¹⁾
 - 현재 보험회사는 외화표시 CDS를 발행할 수 있으나 대부분 원화표시 CDS만 발행하고 있음
 - 본고에서는 보험회사가 원화표시 CDS 보장매도뿐만 아니라 해외채권 투자 시 외화표시 CDS 발행 활성화의 필요성과 이에 따른 제반 이슈를 검토하고 대안을 마련하고자 함

2. CDS 발행 구조 및 특징



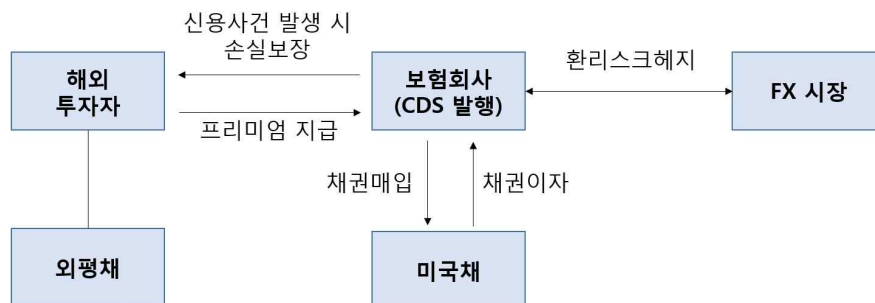
가. CDS 발행 구조

- CDS 시장 구조는 CDS 보장매도자, 보장매입자, 준거자산(Underlying Asset), 적격담보물, CDS 프리미엄 등으로 구성됨(〈그림 3〉 참조)
 - CDS를 발행하는 보장매도자가 있으나 대부분 비거주자인 외국계가 한국물 CDS 거래를 주도하는 것으로 추정됨

1) 보험업법 제113조에 따르면 “보험회사는 타인을 위하여 그 소유자산을 담보로 제공하거나 채무의 보증을 할 수 없다”라고 규정하고 있으나 2011년 12월 31일 다음과 같이 개정됨. 보험업법 시행령 제57조의2(타인을 위한 채무보증 금지의 예외)
 ① 보험회사는 법 제113조 단서에 따라 신용위험을 이전하려는 자가 신용위험을 인수한 자에게 금전 등의 대가를 지급하고, 신용사건이 발생하면 신용위험을 인수한 자가 신용위험을 이전한 자에게 손실을 보전해 주기로 하는 계약에 기초한 증권(「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제3조 제2항 제1호에 따른 증권을 말한다) 또는 예금을 매수하거나 가입할 수 있음

- CDS 매입자는 외국인 채권투자자로 우리 정부 또는 금융기관이 발행한 외화표시 채권에 투자하고 외화 표시 채권의 투자위험을 헤지하는 목적, 또는 투기적 목적으로 매입함
- 기초자산은 우리나라 정부가 발행한 외화(주로 미 달러화)표시평형기금채권(만기 5년 외평채)가 발행규모 면에서 가장 큼
- CDS 발행에 따른 거래상대방위험을 관리하기 위해 국제적으로 통용되는 미 국채 또는 신용등급이 높은 회사채를 담보물로 제공함
- CDS 프리미엄은 준거자산의 신용위험에 따라 결정되는데 일반적으로 베이스스 포인트(bp)로 표시되고 분기마다 지급함

〈그림 3〉 CDS 발행 구조



나. 국내 CDS 시장 현황 및 특징

■ 최근 국내 CDS 시장의 주요 참여자인 금융기관의 잔액현황 및 특징은 다음과 같음(표 1) 참조

- 보험회사는 2012년 이후 보장매도자로 참가하고 있는데, 2017년 말 기준으로 보험회사의 CDS 보장매도 잔액은 4,020억 원, 2018년 6월 말 기준 4,210억 원을 기록함
- 증권회사는 2018년 6월 말 현재 CDS 총 거래 중 주요 참여자로 매입과 매도가 거의 일치하는 균형포지션(Square Position)을 유지하는데, 이는 무위험차익거래(No Arbitrage)에 기반을 두기 때문인 것으로 추측됨
- 반면 외국은행 국내지점을 포함한 은행의 경우 보장매입이 보장매도보다 앞서는데 이는 신용위험이 있는 금융채 및 회사채를 매입하고 동 위험을 헤징하기 위한 헤징수단으로 CDS를 매입하기 때문인 것으로 보임
 - 예컨대 은행이 중국 금융기관이 발행한 외화표시 채권을 매입하고 이에 대한 채무불이행을 헤징하기 위해 중국정부가 발행한 외평채에 대한 CDS를 매입하는 거래인데, 이러한 거래방식에서 파생된 합성 CDS는 실제 중국정부가 발행한 외평채보다 높은 수익을 확보할 수 있음

〈표 1〉 국내 금융회사 CDS 잔액 현황(원화 환산¹⁾)

(단위: 십억 원)

구분	2012년 12월 말		...	2017년 12월 말		2018년 6월 말	
	보장매도	보장매입		보장매도	보장매입	보장매도	보장매입
보험회사	90	0		402	0	421	0
국내은행	674	2,866		11	4,941	73	4,029
증권	14,748	10,246		25,624	23,762	25,624	25,819
외인지점	478	550		61	644	115	1,306
기타	-	-		53	10	55	0
총계	15,989	13,663		26,150	29,357	26,288	31,154

주: 1) 원화 및 외화거래를 합산하여 원화로 환산한 것임
 2) 중간 연도는 생략(...)하였으며, 생략 관련 자료는 아래 금융감독원 자료 참조
 자료: 금융감독원, 파생상품 관련 자료; 금융회사 파생상품 거래현황

■ 보험회사는 다른 금융회사와 달리 CDS 보장매도자로 참가하고 있는데 주로 원화표시 CDS 발행이며 외화표시 CDS 발행 실적은 미미함²⁾

- 보험회사는 2012년에 처음으로 CDS 보장매도 거래를 시행한 현재까지 지속되고 있음(〈표 1〉 참조)
 - 2012년 12월 말 기준 보험회사의 CDS 잔액은 900억 원을 기록하였으며 모두 원화 거래로 이루어짐
- 보험회사가 2013년 4분기에 시행한 총 2,320억 원 규모의 CDS 보장매도 거래에는 외화거래도 포함되어 있으나 상당부분이 원화 거래임³⁾
 - 2013년 4분기의 CDS 보장매도 거래의 경우 원화 거래가 상당 부분(2,160억 원)을 차지하고 있으며, 외화 표시 거래가 160억 원을 차지함
- 이후 2014~2016년의 CDS 보장매도 거래는 모두 원화거래로 이루어짐⁴⁾

2) 〈표 1〉은 원화 및 외화를 포함한 “잔액” 기준임을 주의할 필요가 있음. 잔액 기준에 따르면 원화와 외화표시 CDS 구분이 되어 있지 않으나 잔액이 아닌 “거래” 기준으로 원화 및 외화표시 CDS 계약현황의 거래구분은 금융감독원 “금융회사 파생상품 거래현황”의 장외파생상품 거래현황표를 참조할 필요가 있으며 이 표의 결과에 따르면 보험회사는 외화표시 CDS 거래금액은 2013년 4분기에 160억 원에 달함
 3) 금융감독원, “2013년 4분기 금융회사 파생상품 거래현황” 참조
 4) 금융감독원, “2014~2016년 금융회사 파생상품 거래현황” 참조

3. 보험회사의 외평채 CDS 발행에 대한 평가



- 이하에서는 외평채 CDS 발행에 대한 보험회사의 비교우위와 발행에 따른 장단점을 평가하고자 함

가. 외평채 CDS 발행에 대한 보험회사의 비교우위

- CDS 발행자로서 보험회사는 CDS가 보험상품이라는 점과 미국채 등 우량채 담보제공의 측면에서 다른 금융기관에 비해 비교우위를 갖는데 먼저 전자에 관해서 살펴보면 아래와 같음
 - CDS는 우리나라 정부가 발행한 외화표시 채권에 투자한 투자자들에게 신용사건에 대한 보장제공(Protection Against Credit Event)을 하고 그 반대급부로 CDS 프리미엄을 수취하므로 일종의 보험상품이라 할 수 있음
 - 신용사건(Credit Event)에는 파산(Bankruptcy), 기한이익 상실(Obligation Acceleration), 지급불능(Failure to Pay), 지급거절(Repudiation), 채무재조정(Restructuring)뿐만 아니라 신용사건에 대한 정부 개입(Government Intervention to Credit Event)⁵⁾ 등이 있음
 - CDS 프리미엄의 수준은 해당 국가의 경제상황, 금융시장 여건 등을 반영하므로 국가 신용리스크를 반영함
- 다음으로 보험회사는 매입한 우량 해외채권을 CDS 시장의 거래상대방위험(Counterparty Risk)에 대한 담보물로 활용하여 CDS 발행자에 의한 거래상대방위험을 제거할 수 있다는 점에서 비교우위가 있음
 - CDS 시장은 거래소(Exchange)가 아닌 장외시장(Over The Counter Market)이므로 CDS 매입자는 CDS 발행자가 신용사건 시 신용을 보장하지 못하는 위험에 처할 수 있게 되는데, 이러한 위험을 거래상대방위험이라 함
 - 그러나 이러한 거래상대방위험은 미 국채 또는 높은 신용등급의 채권을 통해 국제적으로 통용되는 적격담보물(Eligible Collateral)을 통해 제거될 수 있음
 - 보험회사는 해외투자 시 우량채권을 매입하므로 상시적으로 국제적 적격담보물을 보유하고 있음

5) 정부의 신용개입이란 정부의 개입 또는 발표로 준거자산의 발행자의 채무이행조건에 변화가 생기는 경우에 촉발함. 이에 대한 자세한 내용은 ISDA(International Swap and Derivatives Association) 2014 credit event 참조

나. 외평채 CDS 발행에 따른 기대이익과 잠재적 위험

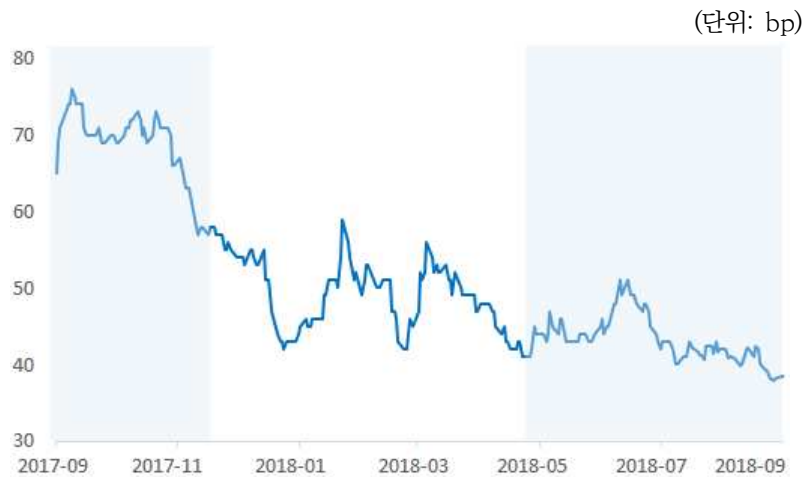
■ 보험회사가 CDS 발행으로 얻는 기대이익은 CDS 프리미엄인데 최근 하락하는 추세를 보이고 있음(그림 4) 참조

- 한국정부의 CDS 프리미엄은 지난 1년간 전체적으로 하락하는 추세(평균 51bp)이며 최근 평양 남북정상회담의 영향으로 2008년 이래 최저점을 기록함
 - 지난 1년간의 CDS 프리미엄 추이를 세 구간으로 나누어 살펴볼 수 있으며, 주된 상승과 하락은 북한의 지정학적 리스크와 미국과 중국의 무역 분쟁 등 외부 충격에 의한 것임
- 2017년 9월과 11월 기간에는 북한의 6차 핵실험(9월 3일)과 그로 인한 북미 갈등이 고조되면서 CDS 프리미엄이 최근 2년간 가장 높은 76bp를 기록함
- 2017년 11월부터 2018년 5월까지의 평창 동계올림픽과 판문점 선언 등으로 지정학적 리스크가 완화되며 CDS 프리미엄이 연평균 수준에서 등락함
 - 2월 9일(59bp) 미국 금리인상 가능성에 의한 신흥국 불안과, 3월 23일(56bp) 미-중 무역분쟁의 촉발로 CDS 프리미엄이 상승하기도 하였음
- 2018년 5월부터 현재까지는 미-중 무역분쟁의 심화와 터키 금융불안에서 촉발된 신흥국 불안으로 CDS 프리미엄이 소폭 상승했다가, 9월 3차 평양 남북정상회담(9월 18일, 19일)의 기대감으로 CDS 프리미엄이 하락하여 2008년 이래 최저 수준을 기록함
 - 6월 28일(51bp) 상승세를 보였으나, 9월 11~14일에는 3차 남북정상회담에 대한 기대감으로 38bp를 기록하여 2008년 이래로 처음 30bp대로 진입함

■ 최근 5년 만기 외평채의 CDS 프리미엄은 평균 51bp인데 이는 부도 발생 시 예상손실(Expected Loss)로 우리 정부가 5년 이내에 부도 날 확률은 0.85%로 해석할 수 있음

- CDS 프리미엄이 51bp이고 준거자산의 손실률을 60%라고 할 때 부도가 날 확률은 0.85%임 (=0.51%/60%)

〈그림 4〉 한국 외평채 CDS 프리미엄 추이



주: 한국정부가 발행한 5년 만기 외화채권(외평채)에 대한 CDS 프리미엄
 자료: 국제금융센터, 경제금융 지표

■ 다른 한편 보험회사가 외평채 CDS를 발행함으로써 발생할 수 있는 잠재적 위험은 우리나라 정부 또는 발행자인 보험회사의 거래상대방위험이라고 할 수 있는데 동 위험의 발생가능성은 다음과 같은 이유로 극히 낮음

- 보험회사는 한국정부가 발행한 외화표시 채권이 부도가 날 경우에만 신용보장의무가 발생하는데 우리 경제의 양호한 펀더멘탈에 기인하면 신용사건의 발생 가능성은 극히 낮음
 - 우리나라는 S&P와 Moody's에서 세 번째로 높은 신용등급인 AA(안정적)와 Aa2(안정적)을 3년간 유지하고 있으며, 중국과 일본(양국 모두 A+)보다 두 단계 높은 등급 수준임
 - 외환보유액은 2018년 9월 말 기준 4,030억 달러이며, 이는 8월 말 기준으로 세계 8위 수준임
 - 경상수지는 2018년 7월 기준 8,736억 달러 흑자(2017년 기준 GDP 대비 5%)를 기록했으며, 2012년 3월 이래로 77개월 동안 경상수지 흑자가 지속되고 있음
 - 순대외금융자산⁶⁾은 2014년부터 흑자로 전환되기 시작하여, 2018년 6월 말 기준 3,211억 달러를 기록함
- 보험회사는 해외유량채를 담보로 제공함으로써 거래상대방위험을 경감 또는 제거할 수 있음
 - 보험회사가 보유한 해외유량채를 담보로 제공함으로써 CDS 계약 발행자의 역할을 성실히 수행할 수 있음

6) 순대외금융자산(Net International Investment Position: Net IIP)=대외금융자산-대외금융부채

4. 국내 보험회사의 과제



- 향후 보험회사가 외화표시 CDS를 발행하기 위해서는 환위험 및 담보관리 능력, 달러 크레딧라인(Dollar Credit Line) 확보 등의 역량을 강화할 필요가 있음
 - 보험회사는 자산다변화 확대 및 투자수익 확보를 위해 앞으로도 해외투자를 지속할 것으로 판단됨에 따라 환헤지 능력을 제고할 필요가 있음
 - 보험회사는 보유유량채를 담보로 제공하는 과정에서 담보물 가치변동에 따른 시장위험을 관리할 수 있는 능력을 배양해야 함
 - 또한 담보물 평가 과정에서 달러 현금을 확보하기 위한 방안으로 달러 크레딧라인(Dollar Credit Line)을 확보할 필요가 있음 **kiqi**