



미·중 무역 분쟁의 영향과 보험회사의 대응 방안

임준환 선임연구위원, 문혜정 연구원

- 미국과 중국의 무역 분쟁이 확대될 경우 국내 금융시장에 미치는 부정적 영향이 장기화될 수 있어, 국내 금융시장에 미치는 영향을 점검하고 보험업권의 대응 방안을 살펴볼 필요가 있음
 - 미·중 무역 분쟁은 미국의 보호무역주의 기조, 대중(對中) 무역적자의 누적, 글로벌 기술·경제력 약화에 대한 미국의 견제가 종합적으로 어우러져 촉발된 것으로 향후 글로벌 보호무역주의로 확산될 수 있음
 - 이에 중국도 관세부과로 맞대응하면서 극단적 대립의 형태인 치킨게임(Game of Chicken)의 양상으로 전개되고 있음

- 무역 분쟁 관련 이슈가 불거진 직후 주요 주가지수가 큰 폭으로 하락하였고 변동성이 확대되고 있으며 외환시장에서는 달러강세 및 환율 변동성을 확대시키는 방향으로 영향을 주고 있음
 - 국내 주식시장에서는 공포지수인 VKOSPI가 한때 20%까지 상승하였음
 - 원화 대비 달러가치에 대한 미래의 상승가능성을 반영하는 지표인 리스크 리버설(Risk Reversal)가격이 상승하고 있음
 - 한편 원화가치는 위안화에 비해 소폭 상승하였는데 이는 달러 대비 위안화 가치하락폭이 원화하락폭보다 컸음을 의미함
 - 중국정부는 미국의 무역보복조치에 대한 대응수단으로 위안화 평가절하정책을 사용할 수 있음을 시사함

- 무역 분쟁의 영향으로 10년 이상 중장기 국채 금리는 현 수준을 유지하거나 하락할 가능성이 있음
 - 국내 채권시장에서 안전자산 선호 확대 및 수출 불확실성에 따른 국내 경제회복세 둔화는 장기 금리 상승세를 억제하는 요인으로 작용할 수 있음

- 이러한 불확실성은 국내 보험회사의 재무상황에도 부정적인 영향을 미칠 수 있어 대응 방안을 마련할 필요가 있음
 - 주식시장 불안은 변액보험과 변액연금의 보증준비금 부담을 확대시킬 수 있어 추가변화에 대한 헤징 빈도수를 늘리는 방안도 검토해볼 필요가 있음
 - 환율이 불안한 가운데 최근 장기 환헤지 부담비용이 단기에 비해 안정적인 현상을 보이고 있어 환헤지 기간을 장기화하는 것도 고려해볼 수 있음
 - 장기금리 상승세가 중장기적으로 둔화될 가능성이 있어 보험회사는 금리상승에 대한 기대감을 경계할 필요가 있음

1. 검토배경



■ 미·중 무역 분쟁)은 미국의 보호무역주의 기조, 대중(對中) 무역적자의 누적, 글로벌 기술·경제력 약화에 대한 미국의 견제가 종합적으로 어우러져 촉발된 것으로 판단됨

- 미국은 2차 세계 대전 이후 무역 및 핵 폐기 등 세계 문제를 “물 중심”의 정책을 통해 다루어 왔으나, 트럼프 행정부 이후 자국 이익을 우선하는 “국익 우선주의” 정책으로 선회함
 - 이러한 미국의 국익 우선주의 정책은 지속적일 가능성이 높다고 보는 시각이 우세함
- 미국은 중국이 중국에 진출한 미국 기업에게 기술이전을 강요하며 지적재산권을 침해하는 등 시장 침해 행위를 지속하고 있다고 주장하며 이에 대한 시정조치를 요구하고 있음
- 미국의 대중(對中) 무역적자가 2017년 기준 3,752억 달러를 기록하였는데 이는 미국의 전체 무역적자 중 약 50%를 차지함
- 중국의 첨단기술 육성을 목표로 하는 ‘Made in China 2025’ 정책의 핵심 투자분야 품목에 대해 높은 관세율을 부과하는 등 첨단기술 분야에서도 중국을 견제하고자 함

■ 이에 중국도 관세부과로 맞대응하면서 미·중 무역 분쟁은 극단적 대립의 형태인 치킨게임(Game of Chicken)²⁾의 양상으로 전개되고 있음

- 미국은 트럼프 대통령 집권 이후 지속적으로 중국과의 무역이 불공정 교역임을 주장해왔는데, 지난 3월 22일 트럼프 대통령의 행정명령을 시작으로 갈등이 본격적으로 시작됨
 - 중국도 이에 맞서 4월 초 미국산 대두, 자동차 등 106개 품목에 대해 25% 보복 관세부과를 예고하면서 양국의 갈등이 증폭됨
- 지난 7월 6일 미국이 제 1차 관세부과를 시행함으로써 치킨게임이 시작되었고, 중국도 곧바로 동일 규모의 보복 관세부과 조치를 시행함으로써 양국의 무역 분쟁이 시작됨
 - 닷새 후인 7월 11일, 미국이 추가적으로 2,000억 달러 규모의 10% 관세부과 조치를 발표, 갈등이 증폭되고 있음

1) 무역 분쟁이란 자국의 산업과 경제를 보호하기 위한 목적으로 국가 간 무역 및 서비스 거래를 제한하는 제반 조치 수단을 실행하면서 발생하는 분쟁을 말하며, 조치 수단으로 관세율(tariff) 인상, 수입 금지 및 제한 등의 비관세장벽(non-tariff barrier), 그리고 환율평가절하 등이 있음

2) 엄밀히 말하면 현재 미·중 무역 분쟁은 동태적 치킨게임으로 볼 수 있음. 정태적으로 보면 치킨게임은 죄수의 딜레마라는 극한적 대립상황(lose-lose)에 직면하게 되지만 동태적으로 살펴보면 상호 시간이 경과함에 따라 상호 간 최악의 상황을 회피하고자 보다 바람직한 해결책을 찾기 위해 다양한 전략이 제시될 것임. 가능한 전략으로 “눈에는 눈(tit for tat)” 또는 “군비경쟁(arms race)” 전략 등이 활용될 수 있지만 “눈에는 눈” 전략이 실효적인 전략이라 볼 수 있음. 이러한 과정에서 죄수의 딜레마보다 나은 해결책(협상)이 도출될 수 있지만 해결책을 찾기에는 상당 기간이 걸릴 것으로 판단됨

- 이와 같은 치킨게임은 2019년 양국의 실질GDP 최소 0.3%p 감소, 약 2조 달러의 세계 무역규모(미국 달러화 기준) 감소를 초래하여 세계경제에도 손실을 미칠 것으로 전망됨³⁾

〈표 1〉 미·중 무역 분쟁 진행 현황

일자	국가	주요 내용
2018. 3. 22.	미국	행정명령을 통해 500억 달러 규모의 중국산 수입품에 대규모 관세부과, 중국 WTO 제소, 중국의 미국투자 제한 등을 예고
2018. 4. 4.	중국	500억 달러 규모(농산물, 자동차 등 106개 품목) 미국산 수입품에 25% 보복 관세부과 예고
2018. 5. 3.	미·중	제1차 무역협상(베이징), 5월 3~4일(2일간)
2018. 5. 15.	미·중	제2차 무역협상(워싱턴), 5월 15~19일(4일간)
2018. 6. 15.	미국	500억 달러 규모의 중국산 기술 및 지재권 관련 수입품에 25% 관세부과 방안 발표 - 340억 달러 규모(818개 품목)에 대한 관세부과는 7월 6일부터 시행함을 발표
2018. 6. 15.	중국	500억 달러 규모 미국산 수입품에 25% 관세부과 결정 발표 - 340억 달러 규모(농산물, 자동차 등)에 대한 관세부과는 7월 6일부터 시행함을 발표
2018. 7. 6.	미국	1) 제1차 관세 발효: 340억 달러 규모(818개 품목) 중국산 수입품에 25% 관세부과 2) 제2차 관세부과 예고: 2주 내 추가 160억 달러 규모(284개 품목)에 대해 25% 관세부과
2018. 7. 6.	중국	1) 340억 달러 규모(545개 품목)의 미국산 수입품에 대한 25% 보복 관세부과 시행 2) WTO에 미국 제소
2018. 7. 11.	미국	추가 2,000억 달러 규모(소비재 다수 포함), 중국산 수입품에 10% 관세부과 조치 발표(대상 품목은 8월 말 발표 예정)

자료: 국제금융센터; 언론기사

■ 미·중 무역 분쟁은 글로벌 보호무역주의로 확산될 가능성이 있어 세계경제 및 금융시장의 불확실성이 확대되거나 장기화될 가능성이 있음

- 미국은 지난 5월 31일에 EU, 캐나다 및 멕시코에 대한 철강·알루미늄 관세부과⁴⁾ 유예를 철회하였고, 이에 상대국들이 보복 관세부과, WTO 제소 계획 발표 등으로 대응하면서 무역 분쟁 확산이 우려됨
- 미국을 비롯한 국가들이 정치적 이해관계(유권자 층의 정치적 성향)와 국제적 협조 간의 간극을 단기간에 좁히기는 어려울 것으로 예상됨
- 글로벌 보호무역주의 확산 여부는 미·중 무역 분쟁의 진행 양상에 달려 있음

■ 본고에서는 미·중 무역 분쟁이 국내 금융시장에 미치는 영향을 점검하고 이에 대한 보험업권의 대응 방안을 살펴보고자 함

3) 국제금융센터; Morgan Stanley; Bloomberg Economics 참고

4) 미국은 6월부터 EU, 캐나다, 멕시코의 철강(25%) 및 알루미늄(10%) 제품에도 관세부과를 개시함

- 먼저 국내 주식시장, 외환시장, 채권시장 등에 미치는 영향을 검토함
- 보험업권도 금융시장의 변화에 노출되어 있는 만큼 보호무역주의 확산 등 경제 환경의 불확실성 확대에 영향을 받기 때문에 이에 대한 대응 방안을 검토할 필요가 있음

2. 미·중 무역 분쟁이 국내 금융시장에 미치는 영향



■ 미·중 무역 분쟁의 불확실성이 세계경제에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 확대되고 있음

- 국제통화기금(IMF)은 미국의 관세율 인상과 상대국의 보복 조치가 글로벌 공급망(global supply chain)을 교란시켜 총공급 충격을 유발하고 국제무역량의 증가세가 둔화될 수 있다고 경고함(IMF 2018)⁵⁾
- 미국 연준은 중국산 수입품 관세율 인상이 공급 충격을 유발할 뿐 아니라 투자지출의 축소 등 총수요에 부정적 영향을 줄 수 있다고 주장함(FOMC 6월 의사록)
 - 관세 충격으로 인플레이션 상승세가 확대될 수 있음

■ 현재로서는 미·중 무역 분쟁이 국내 금융시장에 미치는 부정적 영향은 단기적일 수 있으나 무역 분쟁 확대 가능성이 내재되어 있어 부정적 영향은 장기화될 수 있음

- 무역마찰 여파로 주가 하락 및 변동성 확대, 달러 강세심리 확산, 중장기 금리 하락(flattening)이 완만히 진행되고 있으나 향후 불확실성 확대 가능성을 배제할 수 없음

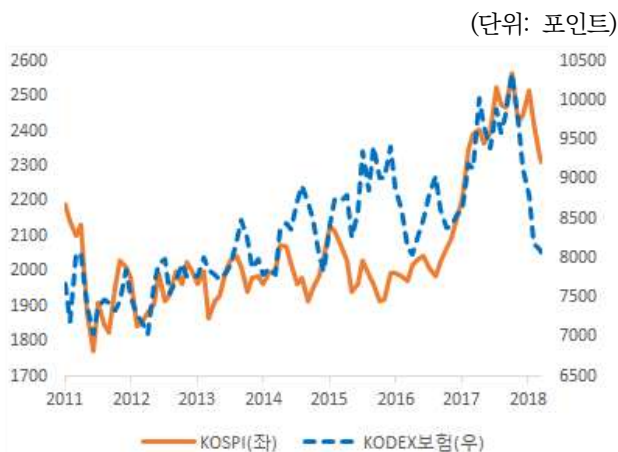
■ 먼저 주식시장에서는 주가지수가 하락함과 동시에 변동성도 확대되고 있음

- 점진적으로 상승추세를 보이던 국내 종합주가지수(KOSPI) 및 보험업지수(KODEX)도 미·중 무역 분쟁 충격과 더불어 하락하는 모습임(〈그림 1〉 참조)
 - 2017년 하반기부터 KOSPI 지수에 비해 보험업지수의 하락폭이 상대적으로 커진 것은 2021년 도입될 새로운 회계제도와 신지급여력제도의 영향이 반영된 측면도 있음
- 국내 주식시장에서 투자자들의 공포심리(fear)를 반영하는 지수, VKOSPI가 한때 20%까지 상승하기도 함(〈그림 2〉 참조)
 - 동 지수는 과거 2008년 글로벌 금융위기에 81.27%로 최고치를, 2011년 미국, 유럽발 위기 시 40%대를 기록한 이후 최근 2년 동안 가장 높은 수준으로 상승함

5) IMF(2018, 7), 2018 World Economic Outlook

- VKOSPI 지수는 글로벌 시장과 높은 상관계수를 갖고 있어 글로벌 금융시장의 심리적 불안을 반영한다고 볼 수 있음

〈그림 1〉 KOSPI와 KODEX 추이



자료: 연합뉴스

〈그림 2〉 VKOSPI 추이



자료: 연합뉴스

■ 외환시장에도 무역 분쟁이 달러강세 및 환율변동성 확대를 부추기는 방향으로 영향을 주고 있음

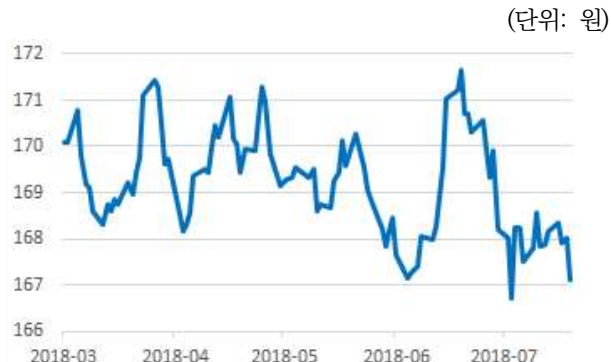
- 외환시장에서는 원화 대비 달러가치가 강세를 보일 뿐 아니라 달러의 원화 대비 강세가 장기간 계속될 것이라는 시장견해(market view)를 반영함(〈그림 3〉 참조)
- 미래 원화 대비 달러가치의 상승 가능성을 반영하는 지표인 원/달러 리스크 리버설(Risk Reversal) 가격이 상승함
 - 원/달러 리스크 리버설 가격은 콜옵션 내재변동성-풋옵션 내재변동성의 차이로 호가되며 향후 달러 강세가 예상될 때 상승함
 - 달러는 안전자산으로 인식되므로 경제위기 혹은 변동성이 확대되는 시기에 리스크 리버설 가격이 상승하는 경향이 있음
- 한편 위안화 평가절하정책의 여파로 원화 가치가 위안화 대비 소폭 상승하였음(〈그림 4〉 참조)
 - 중국은 관리변동환율제도를 운영하고 있어 외환시장개입이 환율에 미치는 영향이 크므로 위안화 평가절하를 통한 시장개입이 미국의 무역보복조치에 대한 대응수단으로 사용될 수 있음

〈그림 3〉 원/달러 환율 추이



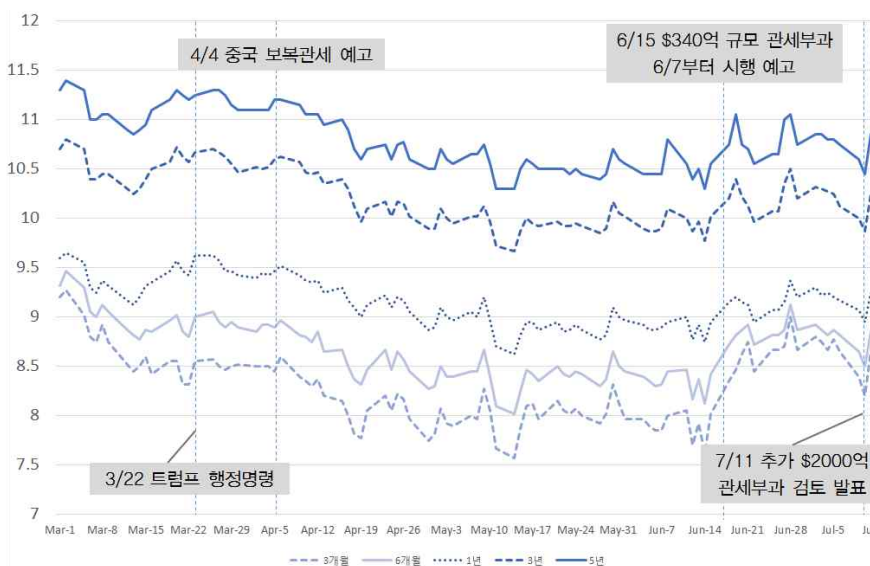
자료: 연합인포맥스

〈그림 4〉 원/위안 환율 추이



자료: 연합인포맥스

〈그림 5〉 원/달러 리스크 리버설



주: 리스크 리버설 = 등가격(At the Money) 통화콜옵션 내재 변동성 - 등가격 통화풋옵션 내재변동성
 자료: 연합인포맥스

■ 무역 분쟁은 국내 채권시장에서 안전자산 선호를 확대시키고 수출 불확실성으로 국내 경제회복세에 부정적 영향을 미쳐, 만기 10년 이상의 중장기 채권금리는 현 수준을 유지하거나 하락할 가능성이 있음(그림 6, 7) 참조)

● 지난 해 대비 올해 금리기간구조는 단기물 중심으로 상향 이동하였으나 만기 20년 이상의 채권금리는 하락하는 패턴을 보임

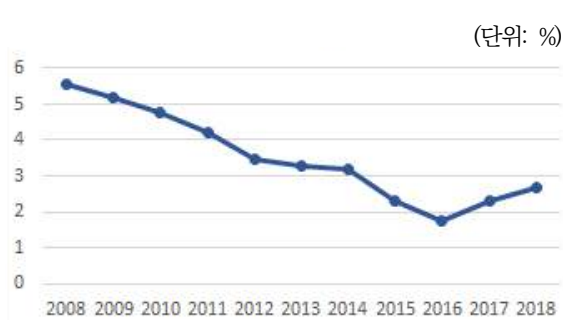
- 최근 10년 기준 국채금리가 과거 대비 상승하고 있으나 무역 분쟁의 여파가 장기화될 경우 상승세가 둔화될 가능성이 있음
- 이와 같은 현상은 투자자들의 안전자산 선호 현상 강화로 인해 국내 주식시장에서 채권시장으로의 자금 이동과 수출중심의 국내 경기회복세가 둔화될 가능성을 반영하는 것임
 - 또한 국내 기준금리의 상승 가능성에도 불구하고 통화스왑금리 역전 현상(마이너스 스프레드가 약화)에 따른 외국인 투자자의 국고채 투자 증가로 중장기 금리상승이 제한적일 가능성도 있음
- 이와 같은 요인들을 고려해 볼 때 향후 미·중 무역 분쟁이 심화될 경우 국내 채권시장에서 장단기금리 간의 스프레드가 축소되는 금리기간구조의 평탄화 가능성을 배제할 수 없음

〈그림 6〉 국채 금리기간구조(7월 11일 기준)



자료: 국고채 통합정보시스템

〈그림 7〉 10년 국채 금리 변화 추이(연평균)



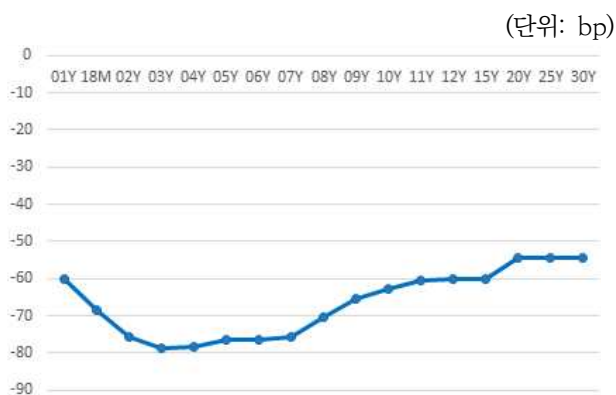
자료: 국고채 통합정보시스템

3. 미·중 무역 분쟁이 보험회사에 미치는 영향과 대응 방안

- 글로벌 보호무역주의가 금융시장을 통해 국내 보험회사의 재무상황에 부정적 영향을 미칠 수 있어 이에 대한 대응 방안을 마련할 필요가 있음
- 추가하락 또는 변동성 확대는 변액보험과 변액연금의 보증준비금부담을 확대시킬 수 있어 추가변화에 대한 헤징 빈도수를 늘리는 것도 검토해볼 필요가 있음
 - 생명보험회사들은 보증리스크 최소화를 위해 헤징 프로그램을 실행하고 있는데 시장이 안정적인 경우 월별, 분기별로 헤지의 빈도수를 사전적으로 정하고 있으나 시장변동성이 확대될 경우 헤징 빈도수를 보다 짧게 조정할 수 있음

- 일반적으로 변액연금상품의 주요 헤징 대상은 최저사망보증(GMDB), 최저원금보증(GMAB), 최저중도인출보증(GMWB) 등의 보증옵션임
- 대부분의 보험회사는 해외투자 시 환헤지를 실행하고 있는데, 최근 장기 환헤지 부담비용이 단기에 비해 낮다는 사실을 감안하여 환헤지에 장기 이중통화스왑(CRS)을 사용하는 것이 유리할 수 있음(〈그림 8〉 참조)
- 〈그림 8〉에서 만기 1년 CRS 계약을 통해 환헤지 시 발생하는 비용을 나타내는 CRS 스프레드는 60 베이시스 포인트(bp)인 데 반해 만기 20년 CRS 스프레드는 53bp로 장기 환헤지 비용이 상대적으로 저렴함⁶⁾

〈그림 8〉 기간별 CRS 스프레드

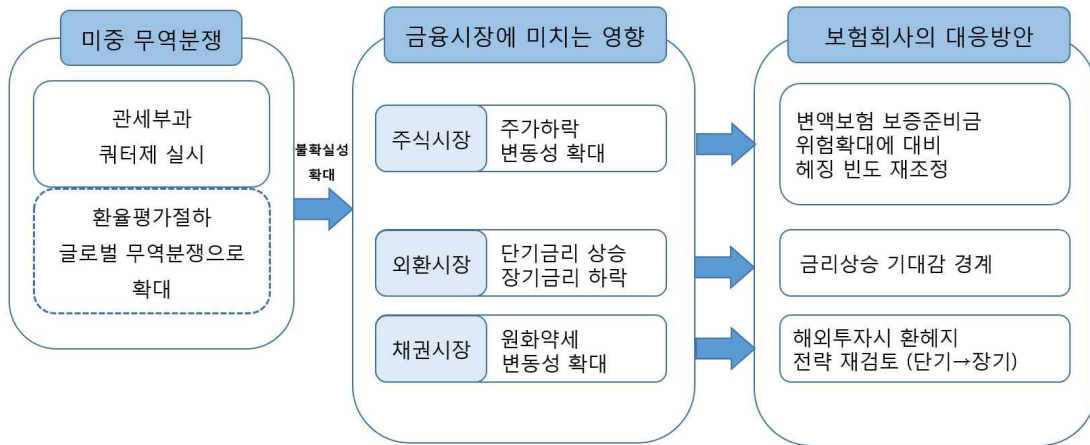


자료: 연합인포맥스

- 장기금리 상승세가 중장기적으로 둔화될 가능성이 있어 보험회사는 금리상승에 대한 기대감을 경계할 필요가 있음
- 보험회사는 미·중 무역 분쟁 충격에 따른 금융시장변동에 노출되는 사업부문에 대한 민감도 분석을 통해 비상계획(contingency plan) 마련을 검토할 필요가 있음
- 다른 한편, 지금까지 논의한 방향성(증시둔화, 장기금리 하락, 달러강세) 및 변동성 확대는 국내 경제 둔화에 따른 부양책, 연준의 금리인상 기조 지속, 중국의 금융안정책 등을 포함한 다른 요인에 따라 장단기적으로 방향이 바뀔 수 있음에 유의해야 함(〈그림 9〉 참조) **kiri**

5) 상황에 따라 단기 CRS 스프레드가 장기 CRS 스프레드보다 낮은 경우도 발생하는데 이러한 경우에는 단기 CRS계약을 롤 오버(roll-over)하여 장기 해외투자의 환위험을 헤지하는 것이 장기 CRS계약을 이용하는 것보다 환헤지 비용을 낮출 수 있음

〈그림 9〉 미·중 무역 분쟁 심화가 보험권에 미치는 영향 경로



주: 점선(...)이 현실화될 경우 불확실성이 확대됨