



# 보험회사의 환헤지 현황과 문제점

임준환 선임연구위원, 최장훈 연구위원, 마지혜 연구원

- 그 동안 높은 성장세를 지속해왔던 보험회사들의 해외채권 투자 증가세가 최근 둔화되고 있음
  - 국내 25개 생명보험회사의 2017년 1/4분기 말 외화유가증권 투자규모는 약 78조 2천억 원으로 작년 말 대비 연 3.1%의 낮은 증가율을 보였음
  - 이러한 낮은 증가세는 2013년 10월 이후 매년 40~62%의 증가율과는 큰 대조를 이룸
- 해외채권 투자 증가세의 둔화는 최근의 미국 금리의 인상 기조와 환헤지 비용 부담에 대한 우려에 기인함
  - 보험회사는 최근 외화자산 듀레이션 인정요건 완화와 더불어 환헤지 비용을 절감할 목적으로 장기물(1년 이상)인 통화스왑(CRS)보다 단기물인 외환스왑(FX Swap)을 선호하고 있음
  - 장기 해외 채권투자에 대해 외환스왑을 통한 환헤지의 실효성은 만기가 짧아 이에 따른 환헤지 부담은 절감할 수 있으나 외환스왑의 만기연장(roll-over) 시 미국 금리의 상승위험에 노출될 수 있음(이를 롤오버 리스크라고 함)
  - 이와 더불어 실제 외환스왑시장에서 흔히 나타나는 달러의 유동성 부족(매수호가와 매도호가의 차이), 롤오버 시 외환 갭(gap)리스크 등으로 실제로 환리스크가 존재
  - 따라서 보험회사들의 해외채권 투자가 미국의 금리 인상 기조에 따른 롤오버 리스크로 인해 보다 신중하게 이루어지고 있기 때문에 그 증가세가 둔화되었다고 볼 수 있음
- 보험회사의 환헤지 수단은 향후 미국 금리 전망, 달러 유동성, 그리고 시장위험 인수성향에 따라 결정될 수 있지만 보험부채 듀레이션 관리라는 관점에서 본다면 장기물 통화스왑이 보다 바람직하다고 판단됨
  - 해외채권투자의 경우 통화스왑은 환리스크 및 금리리스크를 동시에 헤지하게 함으로써 원화 국내 채권 투자보유와 동일한 효과를 보임
  - 스왑을 통해 조달된 외화자금의 운용수익률을 감안하면 통화스왑이 외환스왑에 비해 환헤지 비용이 반드시 높다고 볼 수 없음
  - 다만 통화스왑은 단기 외환스왑에 비해 거래 상대방 위험이 커서 동 위험을 관리하기 위해 별도로 담보를 설정하거나 통화스왑거래금액의 상한 한도를 제한하는 문제가 있음
  - 그럼에도 불구하고 장기부채를 갖는 보험회사의 경우 ALM(자산부채종합관리)이 해외 수익창출보다 중요하다면 장기물 통화스왑이 보다 바람직하다고 판단됨
  - 이와 관련해 보험회사가 장기 해외투자에 대해 ALM을 유지하면서 나름대로 수익을 확보할 수 있는 방안으로 장기통화스왑에 신용디폴트스왑(CDS)발행을 결합한 구조화된 채권을 활용할 수 있음

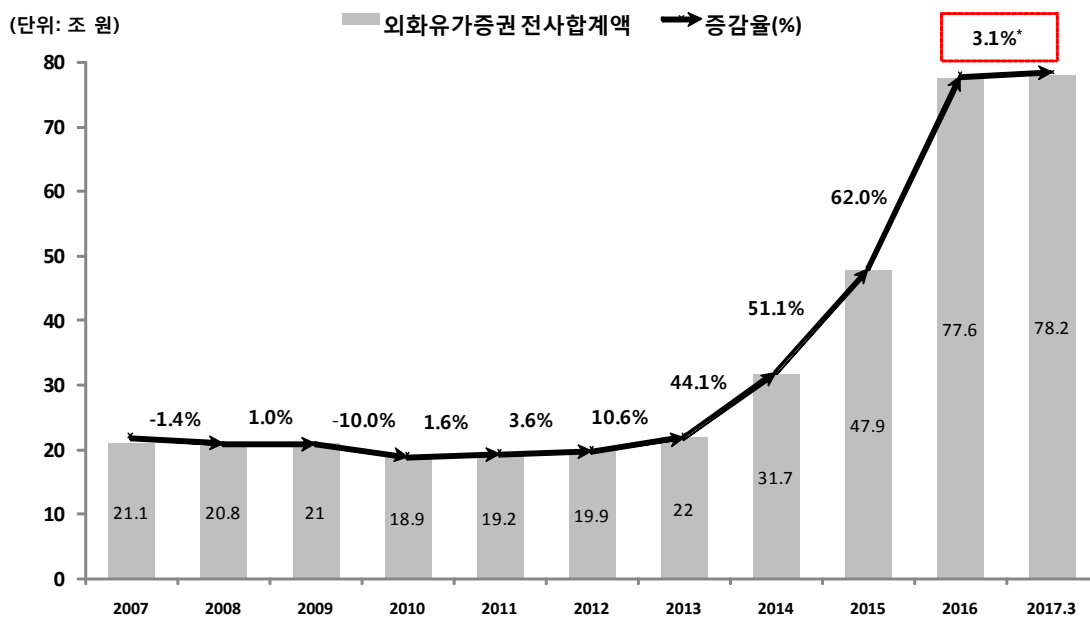
## 1. 검토배경



■ 그 동안 높은 성장세를 지속해왔던 생명보험회사들의 해외채권 투자 증가세가 최근 들어 둔화되고 있음

- 국내 25개 생명보험회사의 2017년 1/4분기 말 외화유가증권<sup>1)</sup> 투자규모는 약 78조 2천억 원으로 작년 말 대비 연 3.1%(분기증가율은 0.84%)의 낮은 증가율을 보였음(〈그림 1〉 참조)
  - 이러한 낮은 증가세는 2013년 10월 이후 매년 40~62%의 높은 증가세와는 큰 대조를 이룸
- 보험계약은 장기 부채인 만큼 이 부채기간에 매칭하는 국내 장기 투자처의 확보 및 듀레이션(Duration)의 확대가 어려워 이에 대한 대안으로 해외채권투자가 대폭 증가하였음
  - 듀레이션(Duration)은 투자 자금의 평균 상환 기간으로, 자산듀레이션과 부채듀레이션이 일치하는 경우 이자율 변동에 대한 리스크가 없음

〈그림 1〉 외화유가증권 추이



주: 1) \*은 2017년 1분기(3월 말) 기준을 연율화한 비율 3.1%  
 자료: 생명보험협회 월간생명보험통계

1) 생명보험회사의 외화유가증권은 대부분 채권으로 구성

■ 해외채권투자의 증가세 둔화는 최근 환헤지 듀레이션 인정 규제 완화가 진행되고 있는 가운데 미국 금리의 인상 기조와 한미 금리차의 역전가능성 등에 기인하나 궁극적으로는 환헤지 비용 부담이 주된 요인이라고 판단됨

- 금융당국은 보험회사의 외화자산, 파생상품 투자 등과 관련한 환헤지 듀레이션 한도 규제를 완화 하였음
- 2017년 6월 15일 기준으로 미 연방기준금리가 1.25%로 상향조정되어 우리나라 기준금리와 동일한 수준이 되었고 미국의 기준금리는 올 하반기 한 차례 더 인상될 가능성이 커지고 있음
  - 10년 만기 미국 국채와 한국 국고채 금리가 각각 2.158%, 2.163%<sup>2)</sup>로 상승하여 한국과 미국의 금리차는 대폭 감소하는 추세

■ 그러나 다른 한편 보험회사들은 해외채권투자에 따른 환위험을 관리하기 위해 지속적으로 환헤지를 해 오고 있음

- 환헤지를 하지 않을 경우 해외채권투자 시 투자이익이 발생해도 환율변화에 따라 환차손을 입을 수 있음
  - 금리위험 갭과 환위험이 존재하여 장기 해외 채권투자 시 헤지되지 않는 경우 이로 인해 RBC 비율이 크게 하락할 수 있음

■ 이하에서는 보험회사들이 환헤지에도 불구하고 환차손을 우려하는지를 살펴보고 이로부터 환헤지 관리에 대한 시사점을 도출함

- 먼저 보험회사들이 환위험을 어떻게 관리하고 있는지를 살펴보고 환위험관리의 특징을 분석함
- 보험회사들의 환헤지 실태가 위험관리에 주는 시사점과 그 개선방안을 도출함

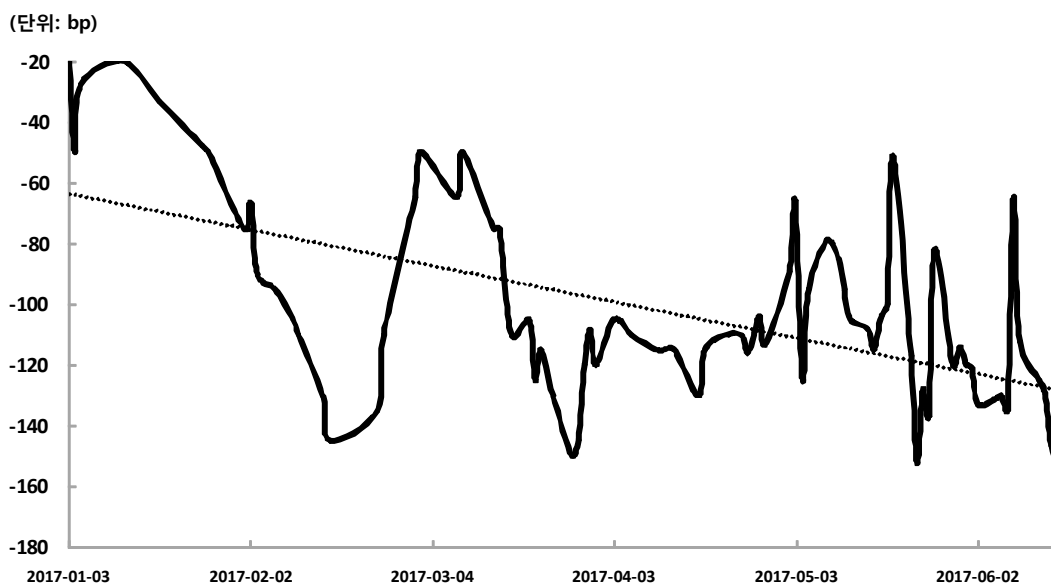
<sup>2)</sup> 2017년 6월 19일 기준

## 2. 국내 보험회사의 환헤지 현황 및 특징



- 국내 보험회사는 최근 들어 장기물인 통화스왑(CRS)보다는 단기물인 외환스왑(FX Swap)을 선호함
  - 보험회사는 최근 외화자산 듀레이션 인정요건 완화와 더불어 환헤지 비용을 절감할 목적으로 장기물(1년 이상)인 통화스왑보다 단기물인 외환스왑을 선호하고 있음
    - 환헤지 규제완화로 보험회사가 통화스왑보다 단기물인 외환스왑으로 헤지를 해도 듀레이션을 인정함
  - 이러한 환헤지 규제완화와 더불어 환헤지 비용 절감을 위해 외화자금시장에서 보험회사의 선제적인 수요가 확대되어 외환스왑계약을 선호
  - 최근 외환 스왑포인트(swap point)<sup>3)</sup>하락으로 외환스왑의 환헤지 비용이 늘어나고 있는데 2017년 1월 3일 평균 -60bp(1%=100bp)에서 2017년 6월 15일 평균 -130bp로 하락하였음
    - 외환시장에서 외환 스왑포인트는 환헤지 비용으로 측정됨

〈그림 2〉 외환 스왑포인트(3개월) 추이

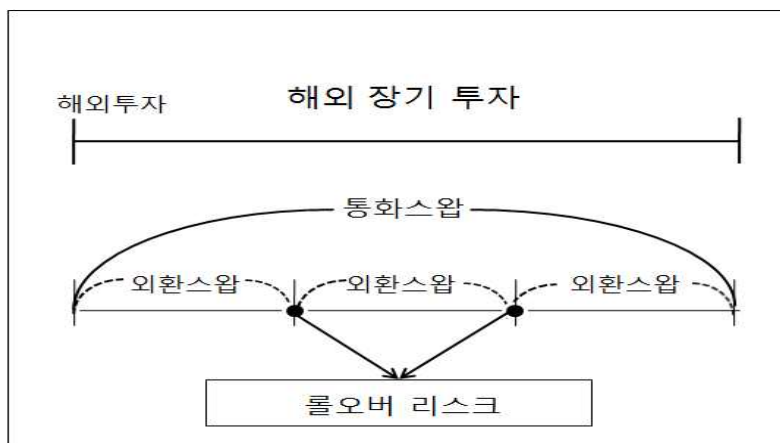


자료: Bloomberg

<sup>3)</sup> 외환 스왑포인트는 선물환율에서 현물환율을 차감한 값으로 정의되며 그 값은 양국 간의 금리차와 일치(외환 스왑포인트 = 선물환율 - 현물환율 = 양국 간 금리차)

- 또한 보험회사는 외환 스왑포인트 하락으로 환헤지 비용<sup>4)</sup>이 증가하자 비교적 비용이 적은 단기물 환헤지로의 전환 수요를 확대하고 있음
  - 최근 미국 금리의 상승으로 기간별 외환 스왑포인트 하락이 확대되자 보험회사들은 환헤지 비용을 절감하기 위해 보다 단기물 외환스왑에 대한 수요를 확대하고 이로 인해 외환 스왑포인트는 더욱 하락하는 경향
    - 단기물 외환스왑의 만기연장 시 스왑 가격 변동의 리스크를 감내해야만 함
  - 금융당국의 규제 완화로 외환시장에서는 스왑포인트 하락 장세가 지속될 것으로 우려하고 있음
- 보험회사들은 해외채권 투자과정에서 금리변동과 환율 변동위험을 관리하기 위해 외환스왑 또는 통화스왑계약으로 헤지하고 있음
  - ALM원리에 따라 해외장기 채권을 원화로 표시해야 하는데 이를 위해서는 장기물인 통화스왑계약이 필요
    - 원화로 표시된 장기 부채의 듀레이션에 매칭되기 위해서는 원화로 표시된 장기자산을 보유할 필요
  - 장기물인 통화스왑계약은 환헤지 비용이 높아 이를 줄이기 위해 단기 외환스왑을 선택할 수 있으나 롤오버 리스크에 직면(〈그림 3〉 참조)
    - 외환스왑의 경우 만기연장 시 미국 금리가 상승하면 보유채권의 평가손이 발생하는 위험에 노출되는데 이러한 위험을 롤오버 리스크라고 함
  - 보험회사들은 수익원 확보(헤지비용 절감)와 자산듀레이션의 확대 간 상충관계(tradeoff)에 직면하게 됨

〈그림 3〉 만기연장(roll-over) 리스크



4) 실무적으로 외환 스왑포인트를 환헤지 비용으로 부르고 있으나 이는 외환스왑거래를 통해 확보된 달러화의 운용수익률을 감안하지 않고 있음. 이러한 달러화의 운용수익률에 환헤지 비용을 포함시키면 엄밀한 의미에서 환헤지 비용은 거의 발생하지 않음. 이러한 사실은 외환스왑뿐만 아니라 통화 스왑에도 동일함

### 3. 외환스왑 환헤지 선호의 문제점



■ 보험회사가 단기 외환스왑을 선호하는 주된 이유로 환헤지 비용절감을 들고 있으나 조달된 외화자금의 운용수익률을 감안하면 환헤지 비용은 절감된다고 할 수 있음

- 환헤지 비용은 선물환율과 현물환율의 차이를 반영하는데 선물환율의 만기가 단기일수록 그 차이는 적을 수밖에 없음
  - 따라서 외환스왑의 만기가 짧을수록 환헤지 부담이 줄어들 수 있음
- 만기가 주어진 경우 환헤지 비용은 양국 간의 금리차이에 의해 결정되므로 갱신(만기연장) 시 미국 금리가 상승하면 그만큼 환헤지 비용이 높아진다고 할 수 있음
- 미국 금리가 상승하더라도 스왑을 통해 조달된 외화자금 운용수익률을 감안하면 환헤지 비용은 절감된다고 할 수 있음<sup>5)</sup>

■ 그러나 단기 외환스왑은 장기 해외투자에 대해 롤오버 리스크에 직면함

- 미국 금리가 상승하지 않는 한 환헤지 비용이 절감될 수 있으나 미국 금리가 상승하는 경우 채권평가순에 따른 롤오버 리스크가 환헤지 비용감소에 비해 더 클 수 있음

■ 단기 외환스왑은 이와 더불어 실제 외환스왑시장에서 흔히 나타나는 유동성 부족, 롤오버 시 외환 갭(gap)리스크, 동태적 헤지비율 조정의 어려움 등으로 장기 헤지에는 적합하지 않음

- 달러 유동성 부족으로 거래가 형성되기는 하나 매수호가와 매도호가의 큰 차이(높은 스프레드)로 일시적으로 거래지연에 따른 환차손을 볼 수 있음
- 외환 갭리스크란 외환스왑시장에서 만기연장 시 일순간에 예상치 못한 큰 충격으로 거래가 한동안 중지되는 경우(최고 달러매수호가 최저 매도호가에 미치지 못하는 경우)에 발생하는 점프(jump) 리스크를 말함

5) 선물환율은 무위험 차익거래(No arbitrage)조건에 따르면 현물환율과 양국 간 금리의 차이에 의해 구할 수 있음(선물환율 = 현물환율 + 양국 간 금리의 차이). 최근 미국 금리 상승으로 양국 간 금리차(=한국 금리 - 미국 금리)가 확대되어 외환스왑포인트가 예전보다 마이너스 방향으로 확대(〈그림 2〉 참조). 그러나 글로벌 금융위기가 발생하는 경우 선물환율은 무위험 차익거래조건보다는 외화자금시장의 수요와 공급에 의해 결정되어 매우 드문 현상이 발생함. 예컨대 2008년 글로벌 금융위기 시 미국 금리가 하락하였음에도 불구하고 스왑포인트가 급락한 바 있음

- 외환스왑의 동태적 헤지조정을 통한 장기 해외투자에 대한 금리 및 환헤지는 헤지비용의 빈번한 조정과 이에 따른 거래비용의 발생, 지속적인 금리리스크의 존재로 실행하기가 매우 어려움
- 따라서 해외 장기투자에 대해 단기물 외환스왑은 롤오버 리스크 및 환율조정리스크에 따른 위험에 노출되어 있어 완전한 의미에서 환헤지라고 볼 수 없음
- 환헤지란 미래 환율 또는 금리수준이 어떻게 변화하든 간에 손실과 이득을 보지 않는 경우를 말함

#### 4. 요약 및 결론



- 보험회사가 해외 채권투자 시 환헤지수단의 선택여부는 시장전망과 위험인수성향에 달려 있지만 ALM 관리관점에서 본다면 단기물 헤지보다는 장기물 헤지가 보다 바람직하다고 판단됨
  - 해외채권투자의 경우 통화스왑은 환리스크 및 금리리스크를 동시에 헤지하게 함으로써 원화 국내 채권투자보유와 동일한 효과를 보임
  - 통화스왑이 외환스왑에 비해 환헤지 비용이 높다고 하는데 이는 스왑을 통해 조달된 외화자금의 수익률을 감안하지 않은 것임
  - 다만 통화스왑은 단기 외환스왑에 비해 거래 상대방 위험이 커서 동 위험을 관리하기 위해 별도로 담보를 설정하거나 통화스왑거래금액의 상한 한도를 제한하는 문제가 있음
  - 그럼에도 불구하고 장기부채를 갖는 보험회사의 경우 ALM이 해외 수익창출보다 중요하다면 장기물 통화스왑이 보다 바람직하다고 판단됨
- 보험회사가 장기 해외투자에 대해 ALM을 유지하면서 나름대로 수익을 확보할 수 있는 방안으로 장기 통화스왑에 신용디폴트스왑(CDS)발행을 결합한 구조화된 채권을 활용할 수 있음
  - 보험회사가 해외채권투자물인 미국채를 담보로 제공하고 외화표시 한국정부가 발행한 5년물 외평채에 대한 CDS를 발행하면 추가적인 프리미엄을 확보할 수 있음
  - 외화표시 외평채 또는 금융채권에 투자하는 외국투자자는 우리나라의 국가 부도위험 헤지 목적으로 CDS 수요를 갖고 있음 [kiri](#)

## 부록. 외환스왑(FX Swap)과 통화스왑(CRS)



### 가. 외환스왑 계약: 단기 환헤지 수단

- 외환스왑은 1년 미만 거래로 만기 이전까지 이자 교환 없이 행해지며 선물환율과 현물환율의 차이인 스왑포인트와 스왑레이트로 외환스왑 가격을 고시
  - 외환스왑은 달러를 현재 현물 환율로 사고 일정한 기간 후에 선물환율로 파는 거래(buy and sell 거래)를 말함
  - 예컨대, 보험회사가 현물환율이 1달러당 1,150원, 3개월 선물환율이 1,160원인 3개월 외환스왑을 매입하였다면, 보험회사는 지금 1달러를 1,150원에 사고(차입하고) 3개월 뒤에 1달러를 1,160원을 팔아야(상환해야) 함
    - 외환스왑시장에서는 3개월 외환스왑의 경우 스왑포인트는 10원이고, 스왑레이트는 3.48%<sup>6)</sup>로 고시되는데 이는 보험회사의 거래상대방(달러매도자)이 3개월 동안 원화를 차입하면서 내는 이자비용임

### 나. 통화스왑: 장기 헤지 수단

- 통화스왑은 1년 이상의 장기 계약으로 장기 해외채권 투자에서 발생하는 환위험 및 금리위험에 대한 헤지 수단으로 이용
  - 해외 채권투자 시 동일한 만기를 갖는 통화스왑계약을 체결하면 외화표시 해외 채권 투자는 원화 표시된 국내 채권투자보유와 동일한 효과
    - 거래 당사자가 계약기간의 시점과 종점에 이중통화의 원금을 교환하고 계약기간 중에는 주기적으로 이자를 교환하는 거래로 스왑베이스스(swap basis)<sup>7)</sup>로 가격을 고시
  - 국내에서 통용되는 통화스왑은 고정금리와 변동금리를 교환하는 방식으로 거래되며, 변동금리는 6개월 미국 달러 리보(LIBOR)금리<sup>8)</sup>가, 고정금리는 원화에 대한 고정금리가 각각 사용

6) 스왑레이트 = (스왑포인트 / 현물환율) × 기간조정 = (10원 / 1150) × 4 = 3.48%

7) 스왑베이스스 = 통화스왑 금리 - 국내 이자율스왑 금리

8) 'London inter-bank offered rates'의 약자로 전 세계 금융거래의 벤치마크가 되는 금리

- 통화스왑거래에 적용되는 통화스왑금리는 통화스왑거래의 가격을 고시하는 기준
    - 통화스왑금리는 고정된 금리인 원화에 대한 이자로 표시되는데 달러이자인 LIBOR가 매번 변해 이보다는 고정된 금리로 표시하는 것이 간편하기 때문임
  - 따라서 통화스왑거래는 원화를 주고 달러를 받으며 6개월마다 달러이자를 주고 원화이자를 받는 계약임
- 통화스왑 가격결정은 외환스왑가격 결정과 동일한 방식으로 정상적인 경우에는 무위험 차익거래 조건에 의해 결정되는데 금융위기 시에는 통화스왑금리가 하락하게 됨
- 통화스왑 금리<sup>9)</sup>는 달러자금의 수급상황, 양국 간 금리차, 거래자의 신용도 차이에 의해 결정됨
  - 통화스왑거래를 주선하는 금융기관은 국내은행이므로 역내 달러 조달금리와 역외 달러 조달금리가 동일해야 함<sup>10)</sup>
  - 달러자금에 대한 수요가 많은 경우 고정금리에 해당하는 원화 이자를 낮게 받게 되어 통화스왑금리는 하락하게 됨
- 다른 한편으로 통화스왑거래는 통화스왑금리뿐만 아니라 달러자금의 국내 수급 상황을 반영하는 스왑 베이스스(swap basis)에 의해 고시
- 스왑베이스스는 통화스왑금리와 국내 이자율스왑금리<sup>11)</sup>의 차이를 말하는데 이러한 스왑베이스스는 거래자의 신용도 변동이나 달러자금조달의 수급여건을 반영하는 지표임
  - 스왑베이스스는 원화를 담보로 달러를 조달할 때 적용되는 프리미엄을 나타내며 프리미엄이 낮으면 달러자금 조달이 어려움을 의미함

9) 통화스왑금리 = 원화표시 은행채 발행 금리 - 해외발행 (신용)가산스프레드

10) 역내 달러 조달금리 = 원화표시 은행채 발행 금리 - 통화스왑 금리 + 6개월 LIBOR

역외 달러 조달금리 = 6개월 LIBOR + 해외발행 (신용)가산스프레드

11) 이자율스왑금리란 동일 통화로 일정기간 동안 변동금리와 고정금리를 교환하는 거래를 말하며 이자율스왑금리는 국내 자금시장의 여건, 국내 은행채 금리, 그리고 거래자 신용도에 의해 결정됨. 특히 우리나라의 경우 만기가 긴 이자율스왑금리가 국고채 금리보다 낮은 역전현상이 장기간 지속되고 있음. 이는 이자율스왑 발행주체자가 국가보다 신용상태가 낮은 은행의 경우 국고채금리가 이자율스왑금리보다 낮아야 된다는 사실과 대조가 됨