

# kiri Weekly

2012.3.12 제173호

## 이슈

변액연금의 잠재적 위험에 대한 진단과 시사점

## 포커스

가계부채의 현황 및 평가

## 금융보험 해설

손해보험의 이해 2: 보험료의 구성

## 국내금융 뉴스

NH농협생명 · NH농협손해보험 출범

## 해외금융 뉴스

북미 \_ 미 연준, 물가상승 없는 새로운 양적완화 방안 검토

유럽 \_ 유로존, 기술적 경기침체 진입

\_ 그리스, 3차 구제금융 가능성 제기

\_ EU 25개국, 신재정협약에 공식 서명

일본 \_ 일본, 파트타임 근로자 사회보험 강화 방안 추진

중국 \_ 2012년 중국경제 목표 성장률 7.5%, 2005년 이래 최저수준

## 금융시장 주요지표

**kiri** 보험연구원  
Korea Insurance Research Institute

이슈와 포커스는 연구자 개인의 의견이며, 보험연구원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.

서울시 영등포구 여의도동 35-4 8층 보험연구원 (문의: 김세환 부장 / 02-3775-9051)



# 변액연금의 잠재적 위험에 대한 진단과 시사점

임준환 선임연구위원, 윤상호 연구위원

## 요약

- 2008년 금융위기 당시 공적자금 수혈을 받은 미국 Hartford 보험회사 사례를 들어 변액연금이 시스템리스크를 유발시킬 수 있다는 견해가 있어 왔음.
  - 노후저축수단인 변액연금상품은 다양한 형태의 최저보증(Minimum Guarantee)과 투자기능이 결합된 연금상품으로 주식 또는 채권시장 등 자본시장의 변동에 민감하게 영향을 받을 수 있음.
  - 시스템위험이란 금융시스템의 전부 또는 일부 장애로 금융서비스 흐름에 단절이 생겨 실물경제에 심각한 부정적 영향을 초래할 위험 가능성을 총괄하는 의미임.
- 변액연금 제공자는 1) 금융혼란 시 변액연금 계약자의 조기 인출로 인한 보유 유가증권 매각이나, 2) 최저보증에 대한 위험관리를 위한 헤징활동 실패로 금융시스템의 혼란을 야기할 수 있음.
- 변액연금으로 인해 전체 금융시스템에 위험을 전파시키는 시스템리스크의 가능성은 희박한 것으로 평가되나, 보험회사의 재무적 건전성과 금융시장 안정을 위해 최저보증에 대한 위험관리가 요구됨.
- 따라서 2003년 도입 후 급속하게 성장하고 있는 국내 변액연금시장의 경우 미래지향적 관점에서 최저보증에 대한 위험관리방식을 현재 소극적 자세에서 보다 능동적 방식으로 전환할 필요가 있으며, 이를 위해서는 보험회사의 자발적 위험관리 노력과 함께 위험관리에 대해 요구자본을 줄여주는 보험감독정책의 전환도 필요함.
  - 현재 국내 대부분의 변액연금 취급 보험회사들은 최저보증 제공에 대한 수수료를 수취하여 책임준비금으로 적립하고 있을 뿐 자본시장을 통한 별도의 위험관리는 하지 않고 있는 상태임.
  - 자본시장을 통한 최저보증에 대한 위험관리를 위해서는 내부적으로 시스템 구축과 헤지전문 인력확보가 선행되어야 할 것임.
  - 이러한 변액연금 관련 인프라 구축이 어려울 경우 재보험시장을 통해 최저보증위험을 이전하는 것도 방안이 될 수 있음.
  - 이와 더불어 금융정책 당국자는 변액연금 취급 보험회사들의 헤징유인을 제고할 수 있도록 헤징으로 인한 위험감소분만큼 요구자본을 줄여주는 방안 도입도 고려할 필요가 있음.

## 1. 검토배경



■ 변액연금상품 부문의 선두주자였던 미국 Hartford사가 금융위기로 2009년 공적자금을 수혈 받은 사례를 들어 변액연금이 시스템위험을 유발시킬 수 있는 보험회사 활동이라는 견해가 있어 왔음.

- 미국 Hartford사는 생명 및 손해보험을 동시에 취급하는 종합보험회사로서 2003년 인출급부인 “Principle First”라는 특약을 변액연금상품에 최초로 도입함.
  - 인출급부란 특정기간 동안 약정된 금액(예를 들어, 투자원금의 일정 비율)을 인출할 수 있는 권리를 보장하는 것이며, 이는 연금가입자에게 투자금에 대한 유동성을 공급하는 동시에 확정적인 소득을 보장하는 특약임.
- Hartford사의 2007년 전체 이익인 30억 달러 중 약 20%를 변액연금상품이 기여하였으나, 금융위기 시작점인 2008년 3/4분기 기록되었던 전체 손실 26억 달러 중 9억 3,300만 달러가 연금 상품에 의한 것으로 알려짐.
- Allianz사로부터 25억 달러의 자본 차입 이후에도 추가적 자본 투입이 필요할 것이라는 투자자들의 비관적 의견이 나타나면서 동 회사의 2008년 11월 20일자 주가는 금융위기 이전에 비해 절반 수준으로 하락함.
- Hartford사는 2008년 11월 Florida에 위치한 저축은행 Federal Trust를 인수해 미 재무부의 공적자금 수혈요건을 갖추었으며, 2009년 2월 1억 달러의 자본을 주감독당국으로 지원받고, 추가로 34억 달러의 공적자금을 부실자산구조프로그램(TARP: Troubled Asset Relief Programme)을 통해 지원받음.
- 이러한 공적자금 지원은 Hartford사로 인한 시스템위험 가능성을 감독당국이 암묵적으로 인식하고 동의했었다는 것을 의미함.

■ 변액연금의 최저보증옵션은 그 특성상 파생금융상품을 이용한 관리가 중요하며, 이는 보험회사의 위험 관리활동이 자본시장을 통해 타 금융업권과의 직접적 연결고리를 생성시킨다는 것을 의미함.

- 변액연금의 최저보증으로 적립금의 투자손실 발생 시 계약자들이 행사가격으로 동 연금을 매각할 수 있음에 따라 많은 보험회사들은 동태적·정태적 헤지<sup>1)</sup>, 그리고 재보험 구매를 통해 위험을 관리함.

1) 변액연금 관련 헤지는 최저보증에 반대되는 마켓포지션을 선물이나 금리스왑과 같은 파생금융상품 구매를 통해 자체적으로 구축하는 전략으로서 자본시장을 통해 타 금융업권과 연계되는 보험회사의 위험관리활동임.

- 이에 따라 위험관리활동으로 인해 타 금융업권과의 연결고리 생성이 수반되는 변액연금을 주요상품으로 취급하는 보험회사도 시스템위험을 유발시키는 동시에 증폭시킬 수 있는 SIFI(Systemically Important Financial Institution, 시스템적 중요금융기관)로 지정되어야 한다는 의견이 제시된 바 있음.
- 본고는 최근 우리나라에서도 판매가 급증한 변액보험이 실제로 시스템위험을 유발할 요인들을 내포하고 있는지를 변액연금 중심으로 분석하고, 동 분석을 통해 변액연금 관련 감독정책수립에 도움을 주면서 향후 국내 변액연금시장의 발전방향을 제시하고자 함.

## 2. 변액연금의 특징



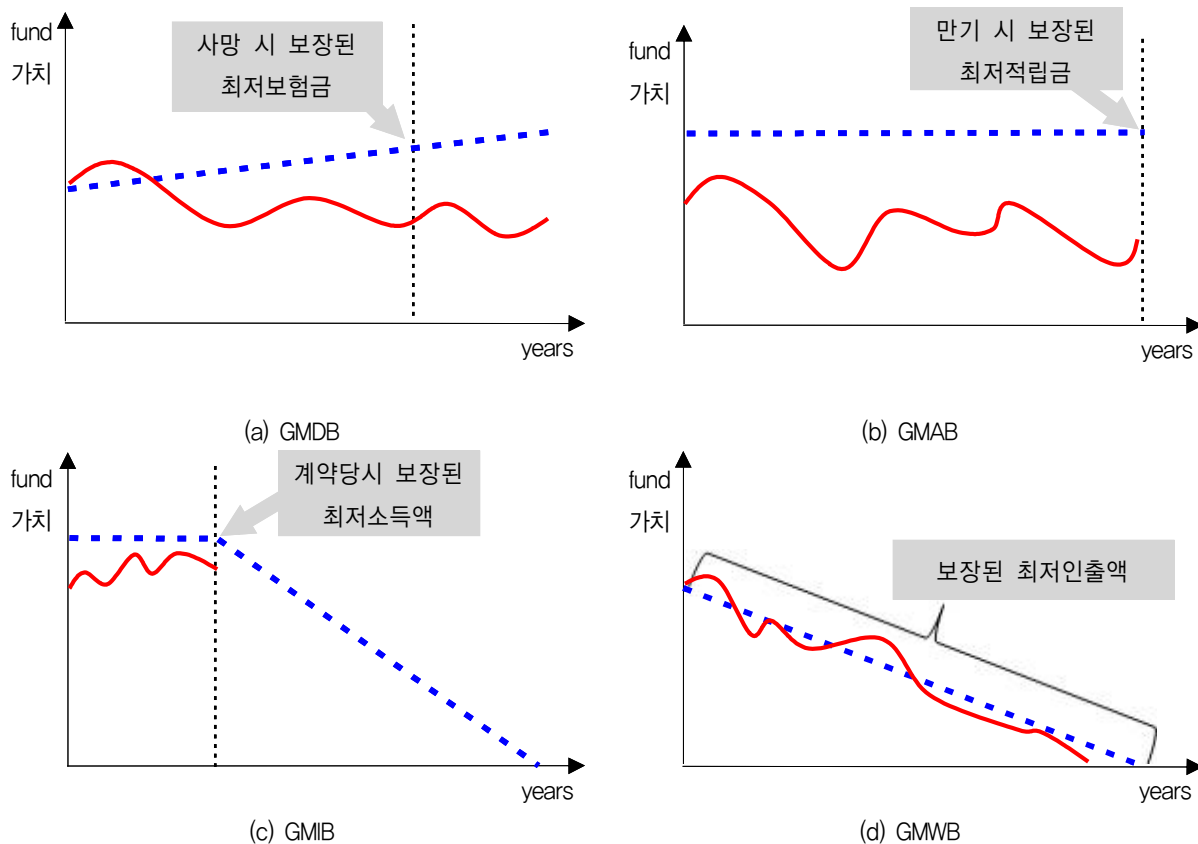
- 변액연금은 1952년 미국 교직원연금기금(TIAA-CREF)에서 퇴직연금의 형태로 최초 출시되었으며, 이후 다양한 유형의 보증이 변액연금에 추가되는 형태로 발전해옴.
  - 1980년 최저사망보험금보증(GMDB)이 최초로 변액연금의 보증옵션으로 도입이 된 이후, 최저연금적립금보증(GMAB), 그리고 생존급부(living benefit)인 최저소득액보증(GMIB)과 최저부분해약보증(GMWB) 등이 추가됨.
  - 변액연금은 가입자에게 적립금의 투자수익 가능성을 열어주는 동시에 다양한 보증특약·옵션의 구매를 통해 투자위험으로부터 보호하는 혜택을 줌으로써 안정된 노후소득을 원하는 베이비부머의 선호를 받아옴.

〈표 1〉 변액연금의 보증유형 및 일반적 보장내용<sup>2)</sup>

보증유형	일반적 보장내용
최저사망보험금보증(GMDB)	계약자 사망 시 최저보험금 보장
최저연금적립금보증(GMAB)	특정기간 이후나 특정시점의 최저적립금 보장
최저소득액보증(GMIB)	특정시점 이후 사망까지 최저소득 보장
최저부분해약보증(GMWB)	투자금의 일정 부분 인출을 통한 특정기간 동안의 최저소득 보장

- 2) 최저사망보험금보증과 최저연금적립금보증의 차이는 최저 투자금의 보장시점이 사망시점인지 특정시점인지에서, 그리고 최저소득액보증과 최저부분해약보증의 차이는 보증의 행사시점과 가입자 사망 시 잔존하는 계좌잔고를 상속인에게 지급하는냐에 있음. 또한, 투자수익이 상대적으로 클 경우 보증내용의 선호도를 유지하기 위해 최저 보증혜택을 올리는 roll-up이나 ratchet과 같은 옵션이 보장에 포함되기도 함.

〈그림 1〉 내가격 시 적립금과 보증계약의 가치변화



● 각각의 최저보증옵션은 적립금의 투자손실 발생 시에도 계약자의 최소한에 해당하는 노후·사후대책 마련을 가능하도록 만들어주는 제도임.

■ 기금가치의 하락 시 가입자가 각종 최저보증옵션을 행사할 것에 대비해 변액연금 도입·개발에 앞선 해외 보험회사들은 다양한 기법의 헤지 전략을 수립하고 시행하고 있음.

- 보증으로 발생하는 위험을 완전히 상쇄시키는 것은 기본적으로 불가능함.
- 하지만 위험관리전략의 목적은 위험수위를 각 보험회사가 수용할 수 있는 정도로 줄이고, 위험에 노출되는 자본금의 양을 적절히 조절하며, 위험에 노출된 잔여 자본금의 수익을 상품의 가격책정에 적절히 반영하는 데에 있음.
- 일반적으로 정태적 헤지는 최저사망보험금 보증과 최저연금적립금 보증과 같이 비교적 간단한 보증에, 동태적 헤지는 최저소득액 보증과 최저부분해약 보증, 또는 roll-up이나 ratchet이 추가된 복잡한 보증의 경우에 적용되고 있음.

〈표 2〉 위험 헤지 방식과 특징

헤지 방식	특징 및 설명
정태적 헤지	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 맞춤형 상품을 장외거래로 구매하여 최저보증 부채의 위험 노출도를 상쇄시키는 방식으로 구입 후 자산조합의 재조정이 필요하지 않음</li> <li>- 보증의 복제에 필요한 변형적 옵션의 구매 시 과도한 비용을 부담해야 하므로 비교적 간단한 보증의 헤지를 위해 많이 사용됨</li> </ul>
동태적 헤지	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 최저보증 부채의 위험 노출도를 상쇄하는 자산조합을 자체적으로 직접 복제하여 구축하는 방식으로 시장변동에 민감한 영향을 받는 자산조합의 상시적 재조정이 이루어짐</li> <li>- 유동성이 많고 거래비용이 작은 장내거래 파생상품들이 자산조합 운영에 이용되며, 변형적 옵션의 성격을 갖는 복잡한 보증의 헤지를 위해 주로 사용됨</li> </ul>
복합적 헤지	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 정태적, 동태적 헤지 방식을 복합적으로 사용하여 위험을 관리하는 방식</li> <li>- 위험 노출도의 변동을 측정하는 금리, 주가, 주가변동성 등의 계수를 구분하여 동태적 또는 정태적 헤지를 적용하거나, 정태적 헤지를 통해 위험을 우선적으로 관리하고 잔존하는 위험관리를 위해 동태적 헤지를 병행하는 “static core with dynamic overlay” 등을 예로 들 수 있음</li> </ul>

- 다양한 헤지전략 수립을 통해 변액연금의 보증부채를 관리할 경우 자본시장으로 이어지는 비전통적 위험관리활동이 필요하게 되어 타 금융업권 및 국제적 금융시장과 시스템적으로 연결고리가 생성됨.

### 3. 변액연금과 시스템위험의 상관관계



- 시스템위험이란 금융시스템의 전부 또는 일부 장애로 금융서비스 흐름에 단절이 생겨 실물경제에 심각한 부정적 영향을 초래할 위험 가능성을 총괄하는 의미임.
  - 종전까지 특정 금융회사의 부실이 미치는 영향은 제한적이라는 인식 아래 부실회사의 미시적 관리가 중요시되어 왔음.
  - 그러나 2008년 금융위기 시 금융회사의 부실이 금융시스템의 장애뿐만 아니라 실물경제까지 부실화시키는 부정적 파급효과를 경험한 후, 금융회사의 위기에 대해 시스템적 관점의 거시적 관리로 전환해야 한다는 공감대가 형성됨.
  - 금융시스템의 거시적 건전성 유지를 위해 은행권을 중심으로 규제의 변화가 모색되어 왔으나, 금융회사들의 업종 융합 현상과 함께 금융위기 시 부실화되었던 보험회사의 예를 들어 보험권역에 대한 시스템적 관리의 필요성도 제기되어 현재 대책방안이 준비되고 있음.

- 거시적 건전성 제고를 위해 금융서비스 흐름을 중단시킬 위험요소를 내포하고 있는 시스템적 중요 금융기관, 즉 금융시스템 상에서 중추적인 역할을 수행하는 금융회사의 식별작업과 선정기준이 우선적으로 시행되어 옴.
- 지난 2011년 확정된 은행권의 SIFI 선정기준을 바탕으로 보험권역도 자체적 SIFI 선정기준을 2012년 6월 확정기로 계획하고 있으며, 주요 선정기준으로 은행권과 마찬가지로 금융회사의 크기, 연계성, 대체성이 포함될 것으로 보임.

〈표 3〉 SIFI의 주요 선정기준 및 정의

측정기준	정의
크기(Size)	금융시스템에서 특정 금융기관이 차지하고 있는 금융서비스의 상대적 크기
연계성(Interconnectedness)	금융시스템에서 특정 금융기관과 타 금융기관들 간의 연결고리 존재 및 밀접성
대체성(substitutability)	특정 금융기관에서 제공하는 서비스의 유일성 및 동일 금융서비스의 타 금융기관 제공 가능성

- 그러나 보험업의 특수성을 반영해 SIFI 선정기준을 각 보험회사별로 적용하기보다는 보험회사가 활동하고 있는 전통적·비전통적 사업영역을 구분해 사업항목별로 적용하는 방안이 고려되고 있는 것으로 알려짐.
  - 비전통적 보험영역이란 전통적 보험위기 관리기법인 리스크 풀링으로 관리가 불가능해 자본시장을 통해 위험을 이전시켜야 하는 활동을 통틀어 얘기하며, 이 중 변액연금 최저보증옵션의 위험관리 활동이 대표적인 예임.
- 그럼에도 불구하고 비전통적 보험영역에 속하면서 자본시장을 통한 위험관리가 필요한 변액연금의 최저보증옵션으로 인해 시스템위험이 발생할 가능성은 희박해 보임.
- 보험회사의 파생상품취급은 은행과는 달리 수익제고가 아닌 위험감소 목적으로 한정되어 있어 대차대조표내에서 파생상품에 노출된 보험회사의 자산규모는 상대적으로 미미한 수준임.
  - 보험회사가 최저보증 위험관리를 위해 취급하는 주요 파생상품은 금융위기 시에도 유동성이 유지되면서 다수에 의해 취급되었던 선물과 금리스왵들이며, 이미 엄격한 담보계약을 통해 거래상대방 위험을 줄이고 있음.

- 보험회사의 변액연금 보증이행은 타 금융회사가 아닌 계약자와의 거래로서 장시간에 걸쳐 지급이 되는 특징을 가지므로 경기침체로 인한 위험관리 실패 시에도 우선적으로 책임준비금 및 자기자본을 통한 위험관리를 한 후 경기회복 시 헤지전략을 재구축하는 것이 가능함.
- 또한, 보험회사의 도산 시 이미 구축되어 있는 절차에 따라 타 보험회사들로의 계약이전이나 예금보험기금을 활용한 계약자 보호도 가능함.

■ 그러나 보험회사가 책임준비금과 자기자본만으로 위험에 대비하는 방식(Naked)을 통해 최저보증을 관리할 경우 금융위기 때처럼 경기침체와 시장변동성이 급증할 경우 도산으로 이어질 가능성이 있음.

- 2008년 금융위기 시 높은 성공률을 보인 헤지전략에도 불구하고 Hartford사와 같은 보험회사는 급속도의 자본잠식 현상을 보임.<sup>3)</sup>
- 이는 자본시장의 하락 압력 시 변액연금 보증부채의 급속한 가치상승으로 보험회사가 꼬리위험에 직면해 자본금을 잠식당하여 책임준비금과 자기자본만으로 보증위험을 관리할 시 도산에 빠질 위험이 더욱 커진다는 것을 의미함.

## 4. 우리나라 변액연금의 현황 및 문제점



■ 우리나라 변액연금은 2003년 도입 이후 연평균 55.12%의 급속한 성장세를 보여 왔으며, 특히 우리나라 베이비부머의 퇴직시점이 다가옴에 따라 투자수익과 최저해택이 보장된 변액연금에 대한 선호는 지속될 것으로 예상됨.

〈표 4〉 국내 변액보험 수입보험료 추이

(단위: 억 원)

연도	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
변액종신	1,976	2,485	7,633	3,336	3,302	3,395	3,641	3,580	3,798
변액연금	-	4,699	10,001	39,418	50,421	82,497	79,433	84,786	101,580
변액 유니버설	-	-	-	35,128	56,295	82,302	86,125	77,208	82,585
합계	1,976	7,183	17,634	79,882	110,018	173,912	175,916	171,882	194,130

3) 미 Milliman사는 2008년 9~10월 금융위기 시 미국 보험회사의 변액연금 보증 헤지 성공률이 93%에 육박했으며, 그로 인해 약 400억 달러의 추가손실을 경감하였다고 보고하고 있음(Performance of insurance company hedging programs during the recent capital market crisis, Milliman, 2005 May).

- 하지만 국내 보험회사들의 경우 급증하고 있는 판매 추세에 비해 현재 변액보험 판매로 함께 상승하고 있는 최저보증 위험관리에 대한 전략적 고려는 부재한 실정임.
  - 일부 보험회사는 변액연금의 보증위험관리를 위해 자본시장에서 파생상품의 구매를 통한 능동적 관리를 시도하고 있는 것으로 알려져 있으나, 대다수 국내 보험회사들은 수동적 관리방식에 의존하고 있음.
    - 즉, 경기침체와 시장변동성 확대에 의한 최저보증의 내가격 시 책임준비금과 자기자본만으로 보증부채를 감당해야 함.
  - 비록 자본시장을 통한 타 금융업권과의 연결고리가 부재해 변액연금 최저보증으로 인한 시스템위험 발생 가능성은 더욱 희박해 보이나, 이는 변액연금 판매 증가로 인한 국내 보험회사들의 도산 위험 노출도는 더욱 높아질 수 있음을 의미함.
- 또한, 대다수 보험회사들의 수동적 보증위험관리 활동으로 인해 현재 판매되고 있는 변액연금의 경우 최저사망보험금보증과 최저적립금보증의 두 가지 특약만이 주를 이루고 있으며, 해외 베이비부머들의 노후대책수단으로 인기를 얻고 있는 최저소득액보증과 최저부분해약보증과 같은 특약의 도입은 미루어지고 있음.
  - 동태·정태적 헤지 등 능동적 위험관리운영은 현재 보유하고 있는 보증위험의 단순한 헤지뿐만 아니라 다양한 위험관리기법을 통한 수익률 제고 및 계약자의 투자수요를 충족시킬 수 있는 상품개발 능력으로 이어짐.
  - 적립금과 자본금만으로 위험을 관리하는 수동적 방식에만 의존하는 대다수 국내 보험회사의 보증위험관리로 인해 복잡한 구조의 헤지전략 구축이 불가피한 최저소득액보증과 최저부분해약보증 옵션들의 국내도입이 지연되고 있는 것으로 판단됨.

## 5. 시사점



- 변액연금으로 인한 시스템위험 가능성은 희박한 것으로 평가되나, 보험회사의 재무적 건전성과 금융시장 안정을 위해 최저보증에 대한 위험관리는 필요함.
  - 현재 운영되는 각 보험회사의 변액연금 최저보증에 대한 위험관리방식은 주식시장 하락위험에 대해 별도로 헤지하지 않고 보증수수료를 수취하여 이를 책임준비금으로 계상하고 있는 상황임.

- 변액연금의 낮은 주식투자 비중과 변액연금 최저보증 옵션의 단순성 등 현재 우리나라 변액연금의 상품구조를 감안할 때 이와 같은 최저보증 위험관리가 나름대로 적합한 방법일 수 있음.
- 그러나 향후 변액연금시장의 경쟁심화, 변액연금상품의 보증옵션 다양화, 이에 따른 자본시장 노출확대 등을 감안해 볼 때 최저보증에 대한 소극적 위험관리방식은 미래지향적 관점에서 보험회사의 재무적 건전성의 악화와 금융시장의 불안을 초래할 수 있으므로 자본시장을 통한 능동적 위험관리방안 구축을 고려할 필요가 있음.
  - 책임준비금을 통한 위험관리는 전통적인 보험상품에 적합할 수는 있지만 시장가격이 상시 존재하는 변액연금의 최저보증에 대해서는 자본시장을 통한 위험헤지가 보다 적절함.
  - 변액연금의 최저보증은 자본시장을 통한 위험관리가 가능함에도 불구하고 미헤징된 포지션을 유지하는 것은 미래지향적 관점에서 볼 때 위험관리 실패의 대표적인 사례라 할 수 있을 것임.
- 따라서 2003년 도입 후 급속하게 성장하고 있는 우리나라 변액연금시장의 경우 최저보증에 대한 능동적 위험관리방식 확대를 위해 보험회사의 자발적 위험관리 노력뿐만 아니라 위험관리에 대한 요구자본 절감을 인정하는 전향적인 보험감독정책의 도입도 고려될 필요가 있음.
  - 자본시장을 통한 최저보증 위험관리를 위해서는 무엇보다도 내부적으로 변액연금 최저보증 헤지매매 시스템 구축과 헤지전문 인력확보가 선행되어야 할 것임.
    - 대형 생명보험회사는 주가지수선물시장, 채권선물시장, 금리스왑시장을 통해 변액연금 보증위험 관련 주가 및 금리위험을 헤지할 수 있음.
  - 이러한 변액연금 관련 인프라 구축이 어려울 경우 재보험시장을 통해 최저보증위험을 이전하는 것도 방안이 될 수 있음.
    - 중소형 생명보험회사의 경우 헤지프로그램 운영 관련 비용문제로 자본시장을 통한 자체적 헤지가 어렵다면 재보험시장을 활용한 위험관리도 고려해 볼 수 있음.
  - 아울러, 금융정책 당국자는 변액연금 취급 보험회사들의 헤지유인을 제고할 수 있도록 헤지로 인한 위험감소분만큼 요구자본을 줄여주는 방안 도입도 고려할 필요가 있음.
  - 보험회사의 능동적 최저보증 관리전략 구축은 최저소득액 및 최저부분해약 등 다양한 보증옵션 활성화를 비롯해 노후 및 사후대책 마련이 시급한 소비자들의 니즈에 더욱 적합한 변액보험 상품개발도 가능하게 할 것으로 예상됨. **kiri**