

# kiri Weekly

2013.6.3 제236호

## 이슈

변액보험 해외투자 펀드의 환헤지 전략에 관한 소고

## 포커스

해외 공·사적연금 비중과 시사점

## 금융보험 해설

연금제도의 국제 비교 (3): 연금제도의 모수-연금수급연령

## 글로벌 이슈

일본 국채 수익률 급등과 시사점

외자계 손해보험회사의 중국 자동차보험시장 진출 현황

## 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)



# 변액보험 해외투자 펀드의 환헤지 전략에 관한 소고

전성주 연구위원, 오병국 연구원

## 요약

- 최근 변액보험이나 연금저축펀드를 거쳐 해외자산에 ‘우회 투자’하는 방법이 인기를 얻고 있는데 이와 같은 우회투자 역시 환위험에 노출될 수 있음.
  - 변액보험은 계약자가 납입한 보험료의 일부를 사업비, 위험보험료 등으로 차감한 후 채권과 주식형펀드에 투자하여 실적에 따라 운용수익을 배당받아 적립하는 실적배당형 보험상품임.
  - 변액보험을 통한 해외자산 투자 시 가격 차이에 의한 수익과 손실뿐만 아니라 환율 차이에 의한 수익과 손실이 발생할 수 있음.
- 해외자산 포트폴리오를 구성하는데 있어 해외자산의 성격에 적합한 환헤지 전략이 필요함.
  - 외환 리스크에 장기 노출됨으로써 발생하는 기대수익률은 다른 투자상품에 비해 낮은 반면, 변동성은 상대적으로 크기 때문에 대부분의 장기 투자자들은 환위험에 노출되는 것을 꺼림.
  - 그러나 해외자산 가격이 해당 통화 가치와 반대로 움직이는, 즉, 음(-)의 상관관계가 있다면 오히려 환헤지를 하지 않았을 때 투자국 통화로 표시된 수익률 변동 위험을 줄일 수 있음.
- 해외주식에 투자하는 경우, 해당 통화수익률이 주식수익률과 양(+)의 상관관계를 보일 때에는 환헤지를 해야 하는 반면 음(-)의 상관관계를 보일 때는 환헤지를 하지 않는 것이 유리함.
  - 주식수익률과 통화수익률 간 양(+)의 상관관계가 존재하면 주가와 통화 가치가 동반 상승/하락할 가능성이 높기 때문에 환헤지를 하지 않으면 투자국 통화로 표시된 해외주식 투자의 수익률 변동성이 커지게 됨.
  - 반대로 음(-)의 상관관계가 존재하면 주식수익률의 변동성과 환율 변동성이 서로 상쇄하기 때문에 환헤지를 안 하는 것이 오히려 투자국 통화로 표시된 해외주식 투자의 수익률 변동성을 최소화할 수 있음.
- 해외채권에 투자하는 경우, 채권 수익률은 통화수익률과 상관관계가 거의 없기 때문에 투자자들은 환위험 노출을 피해야 하며 해외채권 투자 포트폴리오에 대한 전체적인 환헤지를 하는 것이 유리함.
- 대부분의 변액보험 해외투자펀드는 환헤지를 하는 것으로 알려져 있는데, 채권투자의 경우 이러한 전략이 최적화된 전략일 수 있으나 주식투자의 경우 해당국 통화수익률과 주식수익률 사이의 상관관계를 고려하여 환헤지 전략을 수립할 필요가 있음.

## 1. 검토배경



- 최근 해외주식이나 해외채권 펀드에 투자할 때 관련 펀드에 직접 투자하기 보다는 변액보험이나 연금저축펀드를 거쳐 ‘우회 투자’하는 방법이 인기를 얻고 있음.<sup>1)</sup>
  - 올해부터 금융소득 종합과세 기준이 4,000만 원에서 2,000만 원으로 하향 조정되면서 변액보험과 연금저축펀드 등 ‘우회 투자’를 통한 절세 효과를 얻는 방법이 인기를 끌고 있음.
    - 예를 들어 1억 원의 자금을 해외채권형 펀드에 넣어 1,500만 원의 수익을 얻게 되면 약 230만 원(15.4%)의 세금을 내야하며 수익이 2,000만 원을 넘게 되면 더 높은 세율의 종합소득세를 부담해야 함.
    - 그러나, 같은 자금을 해외주식이나 해외채권에 투자되는 변액보험에 넣어 10년 후에 갖게 되면 비과세되는 보험 고유의 혜택이 적용되어 세금부담이 없어지게 됨.
- 변액보험은 계약자가 납입한 보험료의 일부를 사업비, 위험보험료 등으로 차감한 후 채권과 주식형 펀드에 투자하여 실적에 따라 운용수익을 배당받아 적립하는 실적배당형 보험상품을 말함.
  - 계약자가 납입한 보험료 중 비용을 차감한 자금은 특별계정으로 운용되고 그 특별계정의 운용실적에 따라 계약자에게 투자이익이 배분됨으로써 보험기간 중에 보험금액 및 해지환급금이 변동하는 보험으로 규정됨.<sup>2)</sup>
  - 보험금이 자산운용 성과에 따라 변동하므로 예금자보호는 되지 않지만 변액연금보험의 경우 보험회사 자체적으로 투자원금 손실에 대한 위험보증을 해주고 있음.
- 그러나 이와 같은 변액보험을 통한 해외자산 투자에는 환율위험이 항상 수반되기 때문에 투자자산의 성격에 적합한 환헤지 전략을 수립해야 할 필요성이 있음.
  - 해외자산은 그 가치가 해당 국가의 통화로 표시되며 대부분의 경우 매입 시점의 환율과 매도 시점의 환율이 달라지기 때문에 환헤지를 하지 않을 경우 매도 시 가격 차이에 의한 수익과 손실이 발생할 뿐만 아니라 환율 차이에 의한 수익과 손실이 발생할 수 있음.

1) 조선일보(2013. 3. 25), “세금에 민감한 부자들, 요즘 변액보험으로 몰린다”.

2) 이기형 외 5인(2012), 『소비자중심의 변액연금보험 개선방안 연구: 공시 및 상품설계 개선을 중심으로』, 정책보고서 2012-4, 보험연구원 .

- 변액보험에서 제공되는 해외투자 펀드들은 대부분 보험회사에 의해 환헤지된 수익률이 제공되며 이 경우 별도의 비용이 부과되지는 않지만 환헤지 여부를 피보험자가 선택할 수 없음.
- 본고는 최근 환헤지 전략에 관한 문헌 연구를 통해 해외주식 또는 해외채권 등의 투자 대상별로 적합한 환헤지 전략에 대한 시사점을 살펴보고자 함.

## 2. 해외투자 환헤지 전략



- 환헤지는 ‘환(換)’과 ‘헤지(hedge)’의 결합어로, 환율 변동에 따른 위험을 없애기 위해 현재 수준 또는 현재 시점에 형성된 일정한 미래 시점 환율로 투자에 따른 거래액을 고정시키는 것을 의미함.
  - 해외유가증권에 투자할 때 그 증권의 원화가치는 자산의 가격 변동뿐만 아니라 해당 통화의 가치 변동에 따라 변화하게 됨.
  - 따라서 투자자는 해당 통화의 가치변동에 따른 위험을 제거하기 위해 선물환 거래 등을 이용함.
- 해외자산 투자 시 환위험 헤지를 위해서는 통화파생상품(currency derivatives)을 이용하는데 관련 상품으로는 선물환(forwards), 통화선물(currency futures), 통화스왑(currency swaps), 외환스왑(foreign exchange swaps), 통화옵션(currency options) 등이 있음.<sup>3)</sup>
  - 선물환 거래는 현재 시점에서 형성된 통화의 미래 시장가격으로 해당 미래시점에 결제가 이루어지는 것을 말하며, 장외거래(Over-The-Counter)로 원하는 상대방과 거래조건을 임의로 정할 수 있으며 환율변동에 따라 매입자·매도자의 손익이 달라짐.
  - 통화선물 거래는 거래소에 상장되어 있는 표준화된 특정 통화를 시장참가자 간 호가 제시에 의해 결정되는 선물환율로 특정 시점에 인수도 할 것으로 약속하는 계약
    - 선물환 거래와는 달리 정해진 거래소에서 표준화된 계약을 매매하기 때문에 신용위험이 없다는 장점이 있으나 다양한 통화를 바탕으로 한 계약을 체결할 수 없는 단점이 있음.
  - 외환스왑 거래는 특정 현금흐름을 일정한 교환조건에 따라 다른 형태의 특정 현금흐름과 설정된 기간 동안 교환하기로 계약하는 것으로, 주로 1년 이하의 장외거래로 이루어지며 자금조달, 리스크 헤지, 차익거래 등의 목적으로 사용됨.

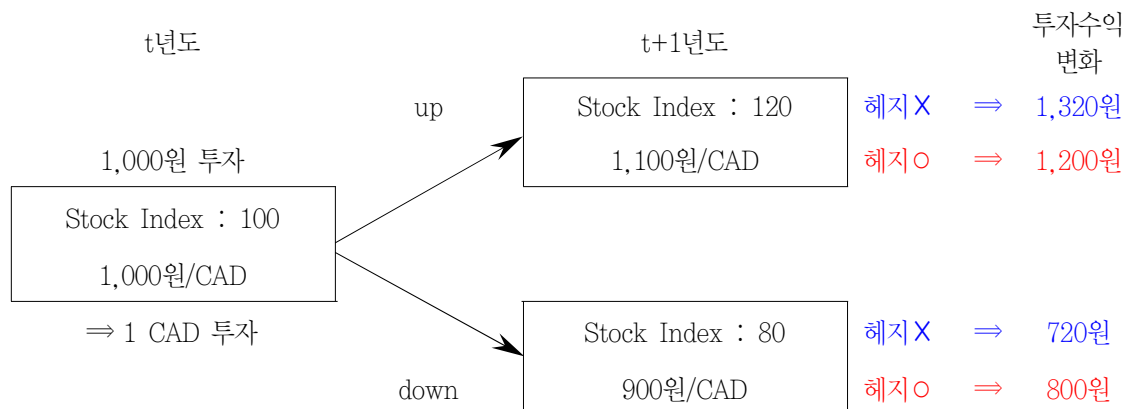
3) 임형준(2011), 『해외주식투자 환헤지에 대한 연구』, 한국금융연구원.

- 통화스왑 거래는 두 당사자 간에 정해진 기간 동안 서로 다른 통화의 현금흐름을 교환하고 만기에 계약 시 합의된 환율에 의해 원금을 재교환하는 계약으로 주로 1년 이상의 중장기 환위험 및 금리 위험 헤지수단으로 사용됨.
- 해외자산 포트폴리오를 구성하는데 있어 수익률 극대화과 함께 수익률 변동성을 최소화하기 위해서는 적절한 환헤지 전략이 필요함.
  - 외환 리스크에 장기 노출됨으로써 발생하는 기대수익률은 다른 투자 상품들에 비해 낮은 반면 변동성은 상대적으로 크기 때문에 대부분의 장기 투자자들은 환위험에 노출되는 것을 꺼림.
  - 그러나 일부 통화의 경우 자국의 자산(특히 주식)가격이 상승할 때 통화가치가 하락하는 경우가 있음.
  - 해당국가의 자산수익률과 통화수익률 사이에 음(-)의 상관관계가 있다면 그 나라에 투자할 때 환헤지를 하지 않는 것이 투자국 통화로 표시된 수익률의 변동성 위험을 줄일 수 있음.
- 따라서, 문헌연구에서는 글로벌 투자자들이 일정 기대수익률하에서 변동성 위험을 최소화하여 투자 포트폴리오를 구성한다는 가정 하에서 최적의 환헤지 전략을 도출하고 있음.

## 가. 주식투자

- 실증분석 결과, 일반적으로 주식수익률과 해당 통화수익률 사이에 양(+)의 상관관계가 존재하며 이 경우 환헤지를 하는 것이 변동성 위험을 최소화할 수 있음.
  - 양(+)의 상관관계가 존재하는 이유는 한 나라의 주식시장이 활황일 때 외국인 투자 또한 늘어나게 되어 해당국가의 통화가 강세가 되는 경향이 있기 때문임.
  - 만약 캐나다 달러의 변화율과 캐나다 주식시장 수익률 간 양(+)의 상관관계가 존재한다면 캐나다 주가와 캐나다 달러 가치가 동반 상승/하락하기 때문에 환헤지를 하지 않으면 투자국 통화로 표시된 투자수익률의 변동성이 커지게 됨.
    - 예를 들어 <그림 1>에서 t년도에서 t+1년도 사이에 시장이 활황(up)이나 불황(down)이냐에 따라서 주가가 변동할 가능성이 20%이고 환율이 변동할 가능성이 10%로 상정함.
    - 이 때, t년도에 1,000원을 투자한 해외투자자의 t+1년도 수익률 변동폭은 환헤지를 했을 때에는 400원에 그치지만 환헤지를 하지 않았을 때에는 600원으로 크게 증가함.
  - 따라서 이 경우에는 환헤지를 하는 것이 원화로 표시된 수익률의 변동성을 최소화하는 전략이 될 수 있음.

〈그림 1〉 해외 주식시장과 통화 간 양(+)의 상관관계가 존재할 때



■ 그러나 미국 달러화와 유로화, 스위스 프랑의 경우 주식수익률과 통화수익률이 음(-)의 상관관계를 가지고 있으며 글로벌 주식 투자자의 경우 이들 국가 주식에 투자할 때 환헤지를 하지 않는 것이 더 바람직할 수 있음.<sup>4)</sup>

- Campbell et al.(2010)은 글로벌 투자자가 유럽<sup>5)</sup>, 호주, 캐나다, 일본, 스위스, 영국과 미국의 7개 선진국의 주식시장에 투자하는 상황을 상정함.
- 이 때, 글로벌 투자자가 투자 포트폴리오의 변동성 위험을 최소화하기 위해서는 미 달러화와 스위스 프랑, 유로화로 표시된 주식을 환헤지 없이 보유하는 것이 오히려 투자국 통화로 표시된 수익률의 변동성을 최소화할 수 있음.

■ 주식수익률과 해당 통화수익률 사이에 음(-)의 상관관계가 존재할 때에는 환헤지를 하지 않는 것이 변동성 위험을 최소화할 수 있음.

- 예를 들어 미국 주식수익률과 미국 달러가치 변화율 간에 음(-)의 상관관계가 존재한다면 주가가 상승할 때 원/달러 환율이 하락하거나 주가가 하락할 때 원/달러 환율이 상승하게 될 가능성이 높음.
- 이러한 경우에는 주식수익률의 변동성과 환율 변동성이 서로 상쇄하는 효과가 있음.
  - 예를 들어 〈그림 2〉의 경우 시장이 활황이나 불황이나에 따라서 주가가 변동할 가능성이 20%이고 환율이 변동할 가능성이 10%라고 하더라도 주가와 환율이 반대로 움직임.
  - t년도에 1,000원을 투자한 해외투자자의 t+1년도 수익률 변동폭은 환헤지를 하였을 때에는

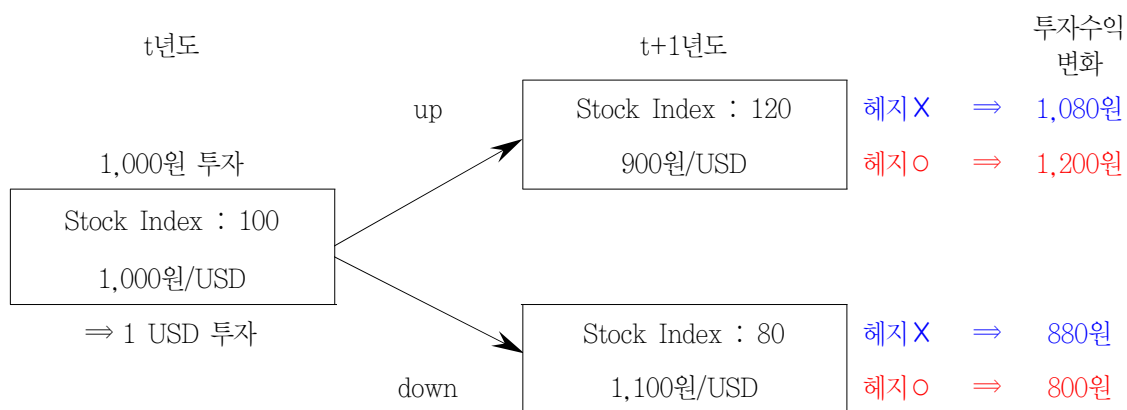
4) Campbell, J., K. Serfaty-de Medeiros, and L.M. Viceira(2010), "Global Currency Hedging", Journal of Finance.

5) 유럽의 주식시장 주가는 독일과 프랑스, 이탈리아, 네덜란드 주식시장 주가들의 시장가치가중평균(value-weighted)으로 계산됨.

400원인 반면 환헤지를 하지 않았을 때에는 200원으로 크게 감소함.

- 따라서 이 경우에는 환헤지를 안 하는 것이 오히려 원화로 표시된 해외투자 수익률의 변동성을 최소화하는 전략이 될 수 있음.

〈그림 2〉 해외 주식시장과 통화 간 음(-)의 상관관계가 존재할 때



- 글로벌 주식 투자자의 경우 주식수익률과 양(+)의 상관관계를 가지고 있는 통화에 대해서는 환헤지를 하는 한편 음(-)의 상관관계를 가지고 있는 통화는 환헤지를 하지 않는 전략이 유리함.

- Campbell et al.(2010)에 따르면 유럽의 한 투자자가 상술한 7개 나라 주식시장에 동일한 비율로 1유로를 투자한다고 가정할 때 각국의 통화에 대한 환헤지 전략을 도출함.
  - 이들에 따르면 호주달러로 11/100유로, 캐나다달러로 61/100유로, 엔화로 17/100유로, 영국 파운드화로 10/100유로만큼을 조달하여 미국 국채에 40/100유로, 유로 국채에 32/100유로, 스위스 국채에 27/100유로씩 투자하는 것이 투자 수익률의 변동성 위험을 최소화함.
- 각국의 주식시장 수익률은 약 40%에서 70% 사이의 양(+)의 상관관계를 가지고 있기 때문에 같은 방향으로 움직이는 경향이 크며, 각 통화에 대한 상관성은 유사함.
- 미국 달러화와 스위스 프랑, 유로화는 이들 주식시장 수익률의 움직임과 반대로 움직이는 경향이 있기 때문에 이들 통화에 대한 환헤지를 하지 않음으로써 수익률 변동성을 줄일 수 있음.

- 특히, 신흥국(emerging country) 주식수익률은 그 나라 통화수익률과 양(+)의 상관관계를 나타내고 있으며 상관관계 계수도 선진국의 계수에 비해 큰 편이므로 이러한 현상이 강화됨.<sup>6)</sup>

6) Cho J., J. Choi, T. Kim and W. Kim(2012), "Flight-to-Quality and Correlation between Currency and Stock Returns", Working Paper available at <http://ssrn.com>.

- 예를 들어 한국의 주식시장이 활황일 때는 원화가 강세를 나타내는 반면 달러는 약세가 되며 이러한 현상은 신흥국들의 시장이 불황일 때 양의 상관관계가 더 강화되는 현상이 발생함.
  - 또한 미국 달러화, 스위스 프랑, 일본 엔화 등이 주식시장 수익률과 음의 상관관계를 나타내는 것은 주식시장이 불황일 경우에만 나타나는 것으로 발견됨.
- 주식시장 수익률과 개별 통화수익률 간 상관관계는 세계시장에 불황이 닥쳤을 때 국제자본이 기축통화로 표시된 안전자산으로 움직이는 “Flight-to-Quality” 현상에 기인함.
- Cho et al.(2012)은 경기불황(down market)일 때 신흥국들의 통화수익률이 주식시장 수익률과 양(+)의 상관관계가 더 심화됨을 발견함.
    - 미국, 스위스, 일본 등의 통화는 불황일 때에만 음(-)의 상관관계를 나타냄.
- 따라서, 선진국 투자자가 신흥국 주식시장에 투자할 때와 신흥국 투자자가 선진국 주식시장에 투자할 때의 환헤지 전략은 달라져야 함.
- 선진국 투자자는 신흥국 통화에 대한 환위험을 헤지하는 것이 전체적인 변동성 위험을 줄일 수 있는 반면 신흥국 투자자는 선진국 통화에 대한 환헤지를 하지 않아야 변동성 위험을 줄일 수 있음.
    - 신흥국 투자자의 경우 선진국 통화에 대한 환위험 노출이 자연 헤지 역할을 수행하기 때문에 환헤지를 하는 것이 오히려 변동성 위험을 증가시킴.

## 나. 채권투자

- 일반적으로 해외채권의 수익률은 해당국가의 통화수익률과는 거의 상관관계가 없기 때문에 채권투자자들은 외환에 대한 노출을 피해야 하며 채권 투자포트폴리오에 대한 전체적인 환헤지를 하는 것이 유리함.
- 채권투자에 대한 완전 환헤지 전략은 대부분의 기관투자자들의 환헤지 전략과 일치함.
- 따라서, 국제 채권시장에 투자하는 글로벌 투자자가 변동성 위험을 최소화하기 위해서는 해당 통화에 대한 환헤지를 수행하는 것이 최적화된 전략임(Campbell et al. 2010).
- 다만, 미국 달러화의 경우 채권가격이 떨어지고 이자율이 오를 때 달러화 가치가 강세가 되는 경향

이 있으나 통계적으로 유의미하지는 않음.

### 3. 변액보험 해외투자에 대한 시사점



- 대부분의 변액보험 해외투자 펀드는 환헤지를 하는 것으로 알려져 있으며 채권투자의 경우 이러한 전략이 최적화된 전략일 수 있음.
- 그러나, 해외 주식투자의 경우 해당국 통화수익률과 주식수익률 사이의 상관관계를 고려하여 환헤지 전략을 수립할 필요가 있음.
- 2013년 2월 말 현재 변액보험 펀드 가운데 해외투자를 하는 펀드는 총 148개, 약 2조 4,000억 원 규모이며 이 중 해외 주식형 펀드 자산이 약 1조 7,000억 원으로 가장 큰 비중을 차지하고 있음.
  - 변액보험 펀드의 총자산규모는 70조 552억 원으로 해외투자에 특화된 변액보험 펀드 규모는 이 중 3%에 해당하여 전체 변액보험 펀드에서 차지하는 비중은 아직 크지 않음.
  - 그러나 해외투자 펀드 자산의 대부분(71%)을 주식형 펀드가 차지하고 있기 때문에 적절한 환헤지 전략 수립이 변액보험 해외투자 성과에 미치는 영향은 클 것으로 판단됨.

〈표 1〉 변액보험 해외투자 유형별 펀드 자산규모 및 비중

(단위: 개, 십억 원, 2013. 2. 28 기준)

구분	주식형		주식혼합형		채권혼합형		채권형		기타		합계	
	개수	자산	개수	자산	개수	자산	개수	자산	개수	자산	개수	자산
해외	94	1,715	6	76	5	52	26	445	17	129	148	2,417
투자	64%	71%	4%	3%	3%	2%	18%	18%	11%	5%	100%	100%

- 또한, 최근 제기되고 있는 비OECD 국가 통화 거래로 발생하는 환위험에 대한 완전 헤지 의무화 조항 개선에 대해서도 적극적으로 검토할 필요가 있음.
  - 보험업 감독규정에 따르면 OECD 국가의 통화를 제외하면 선물거래 및 그에 준하는 수단에 의해

환율 변동에 따른 위험이 헤지되어 있는 통화를 대외지급수단으로 인정하고 있음.

- 현재 거래소에서 표준화된 계약을 통해 선물로 거래되는 통화는 달러화, 유로화, 엔화뿐이므로 이중 환헤지(비OECD국가 통화 → 미달러화 → 원화)가 강제적으로 수반될 수밖에 없음.
  - 이는 이중 환헤지로 인한 거래 비용 증가로 수익률이 저하될 수 있음.
- 또한, 해외주식에 투자할 경우 해당 통화수익률이 주식수익률과 반대로 움직인다면 오히려 자연 헤지(natural hedge)를 포기하고 변동성 위험을 증가시킬 위험이 있음.
- 따라서 환헤지를 의무화하는 것보다 보험회사가 자율적으로 위험을 최소화할 수 있는 전략을 취할 수 있도록 개선할 여지가 있음. **kiri**