

내국인 해외증권투자 확대가 외환시장에 미치는 영향

강태수 대외경제정책연구원 국제거시금융실
국제금융팀 선임연구위원
tskang@kiep.go.kr

정영식 대외경제정책연구원 세계지역연구센터
신남방경제실장
ysjeong@kiep.go.kr, 044-414-1141

김경훈 홍익대학교 경제학부 조교수
khkim@hongik.ac.kr

강은정 대외경제정책연구원 국제거시금융실
국제금융팀 전문연구원
ejkang@kiep.go.kr, 044-414-1214



차 례

1. 연구의 배경 및 목적
2. 조사 및 분석 결과
3. 정책 제언
4. 부록

주요 내용

- ▶ 2011년 이후 내국인의 해외증권투자가 가파르게 증가함.
 - 이는 저금리 지속, IFRS17 도입에 따른 자산·부채 간 듀레이션갭(duration gap) 축소 필요성, 정부의 내국인 해외투자 활성화 정책 등에 기인
- ▶ 해외증권투자 시 과도한 환헤지는 스와프레이트(swap rate) 하락, 단기외채 증가 등을 초래하여 대외건전성을 악화시킬 우려
 - 정책당국은 내국인 해외투자 확대를 통해 외환시장의 수급불균형을 해소하려 했지만, 여전히 높은 환헤지 비율로 인해 환율이 하락하기보다 스와프레이트 하락을 초래
 - 국내 금융사의 buy&sell(=「현물환 매입/선물환 매도」) 거래 확대(스와프레이트 하락요인)는 외국은행 국내지점을 통한 단기외채 증가요인으로 작용
- ▶ 실증분석 결과 거주자의 해외채권투자는 스와프레이트를 낮추는데 반해, 거주자의 해외주식투자는 환율 상승(자국통화가치 하락)에 영향을 미치는 것으로 나타남.
 - 일반적인 채권투자의 경우 환리스크 헤지(hedge)를 위해 외화자금시장을 이용하는데 이는 스와프레이트를 낮춤.
 - 반면, 주식투자에서는 주로 현물환시장에서 자국통화를 투자국통화로 교환 후 해외주식투자가 이루어지는데 이러한 과정에서 자국통화의 가치가 절하됨.
- ▶ 향후 해외증권투자가 확대될 경우 과도한 환헤지 관행이 개선될 필요
 - 향후 저금리 기조 장기화 가능성, 국내 금융저축 급증, IFRS17 도입 등으로 해외증권투자가 늘어날 가능성이 높음.
 - 과도한 환헤지는 오히려 투자수익률 저하요인으로 작용할 수 있으며, 환헤지로 인해 외화차입이 증가하면 대외건전성이 악화될 수 있음.
 - 외환시장 안정화를 위해 △미헤지 외화증권투자에 대한 인센티브 확대 강구 △환헤지 규제 관련 정부 내 거버넌스 구조(governance framework) 개선 △보험사 회계기준 및 자본적정성 규제변경에 따른 리스크 대응 강화 △외화표시 보험 판매 활성화 유도 △지급여력제도(RBC) 비율 규제 개선 등이 필요

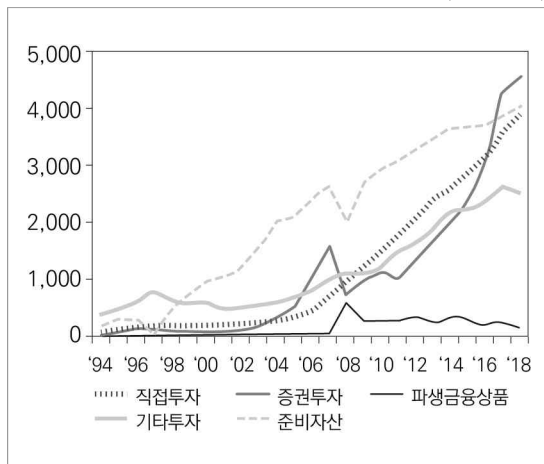
1. 연구의 배경 및 목적

● 2011년 이후 거주자의 해외투자가 주식 및 채권을 중심으로 가파르게 증가

- 2010년경 1,000억 달러 수준이던 거주자 해외증권투자는 2019년 3월 말 현재 4,984억 달러로 급증(이 중 주식은 2,940억 달러, 채권은 2,044억 달러)
- 내국인 해외증권투자는 정부와 기관투자자가 주도하고 있는데, 주식의 경우 정부부문(국민연금, 지방정부 등)이 1,806억 달러(2019년 1/4분기 기준)로 가장 규모가 크며, 보험사·자산운용사·증권사 등 기타 부문은 1,092억 달러 수준
- 한편 채권의 경우에는 보험사 등이 1,498억 달러로 대부분을 차지하고 있음.

그림 1. 내국인 해외투자자금 잔액 추이

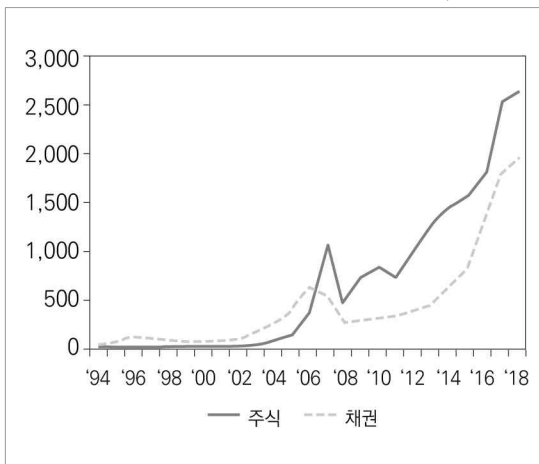
(단위: 억 달러)



자료: 한국은행 경제통계시스템(검색일: 2019. 8. 14).

그림 2. 내국인 해외증권투자자금 추이

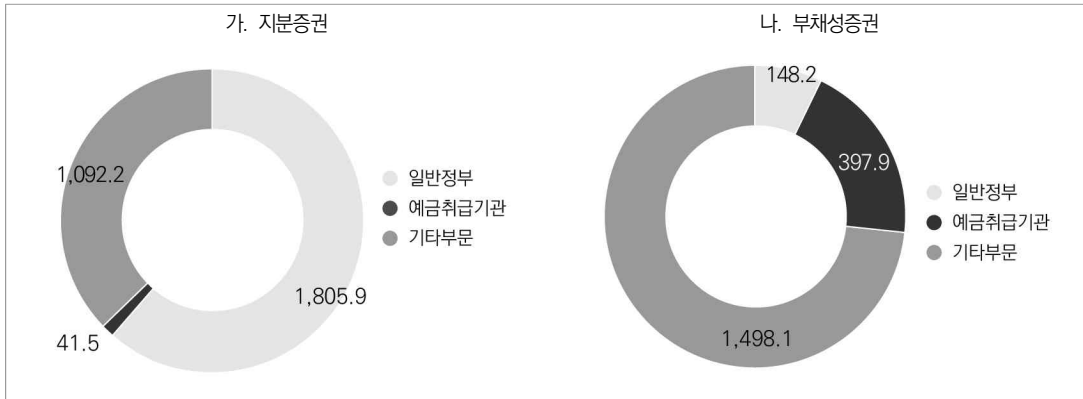
(단위: 억 달러)



자료: 한국은행 경제통계시스템(검색일: 2019. 8. 14).

그림 3. 내국인 해외증권투자자금: 주체별

(단위: 억 달러)

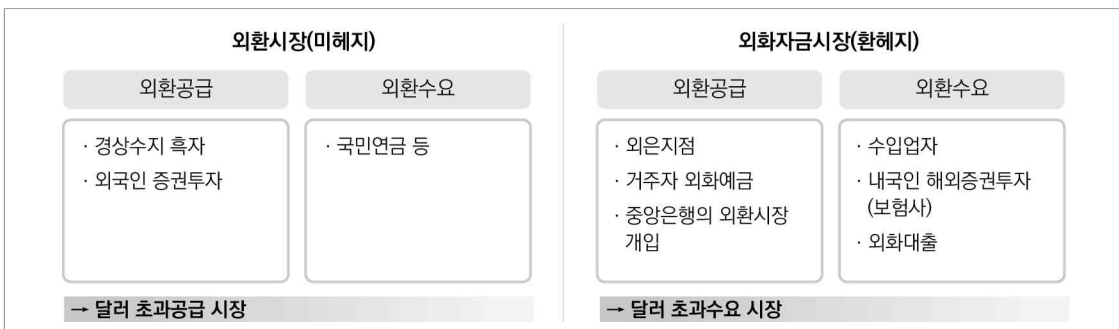


주: 1) 일반정부(중앙정부, 지방자치단체, 사회보장기구(국민연금, 군인연금, 공무원연금, 건강보험공단 등).
 2) 예금취급기관(은행, 종합금융회사, 저축기관 등).
 3) 기타 부문(증권사, 보험사, 자산운용사, 공기업, 민간기업 등).
 4) 2019년 1분기 기준.
 자료: 한국은행 경제통계시스템(검색일: 2019. 8. 14).

● 이러한 추세는 거시경제여건(저금리, 은퇴 대비 저축 확대 등), 정부정책 변화(해외투자 활성화, 해외투자 관련 규제 완화 등), 제도 변화(보험업종에서의 IFRS17 도입 등)로 향후에도 지속될 전망이며, 이는 대외 충격에 민감한 우리나라 금융시장에 여러 경로를 통해 영향을 미칠 것으로 예상

- 내국인 해외증권투자는 '경상수지 흑자 ⇄ 해외투자 증가'의 선순환 구조가 구축되는 장점이 있으나 보험사 등 기관투자자들의 과도한 환리스크 헤지 행태가 걸림돌로 작용
 - 우리나라는 경상수지 흑자 지속으로 외화가 충분함에도 민간부문(생보사, 자산운용사 등)의 외화자금 수요 증가가 외국은행 국내지점을 통한 단기외채 증가로 이어지는 구조를 가지고 있음.
 - 이러한 구조는 「외환시장-외화자금시장」 간 단절현상에 크게 기인하는데, 이는 주로 기관투자자의 환리스크 헤지행태가 양 시장간의 괴리현상을 초래

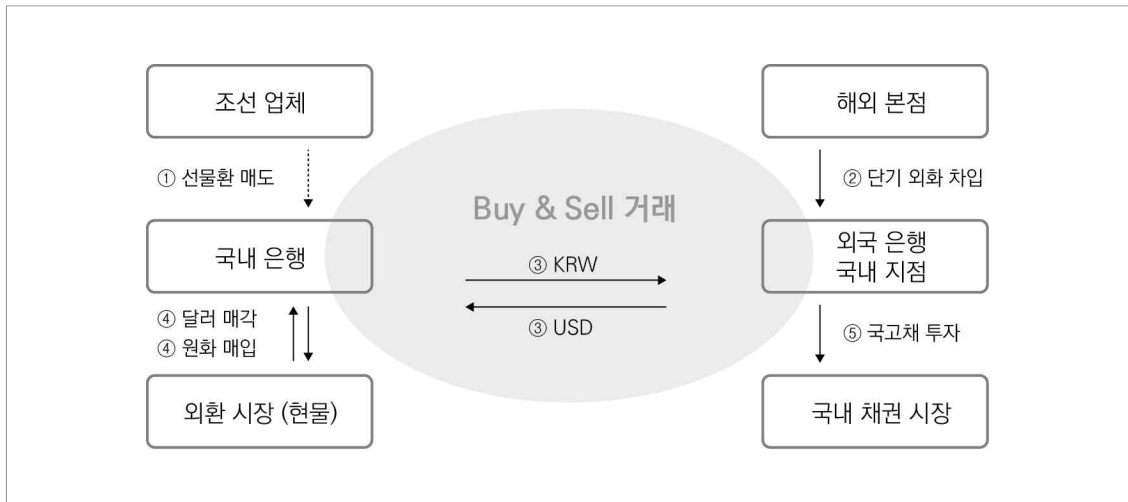
그림 4. 외환의 수요·공급 Dichotomy



자료: 저자 작성.

- 특히 외환·외화자금 시장과 단기외채 등 대외부문 거시건전성(macro-prudential)에 영향을 미칠 가능성이 높아 그 영향을 분석하고, 리스크에 대한 대비책을 선제적으로 마련할 필요가 있음.
 - 예컨대 2008년 글로벌 금융위기 이전 조선사가 환율변동위험 헤지를 위해 은행과 선물환 매도계약을 체결하였는데, 조선업체의 환리스크 헤지(hedge) 수요가 증가하자 조선사 주거래은행도 buy&sell(현물환 매입/선물환 매도) 거래를 대폭 늘렸음.
 - 조선사 주거래은행의 buy&sell(현물환 매입/선물환 매도) 거래 증가는 외국은행의 국내지점을 통한 단기외채 증가요인으로 작용
 - 단기외채 증가에 대응하여 2010년 10월 정부는 자본 유입 및 변동성을 완화시키는 대외부문 거시건전성 조치(선물환포지션한도제도)를 도입¹⁾

그림 5 조선업체 선물환 매도의 파급 메커니즘



자료: 저자 작성.

- 이에 따라 본 연구는 거주자의 해외증권투자가 스와프레이트(swap rate) 및 환율에 미치는 영향에 대해 분석하고 외환 및 외화자금 시장 안정화 방안을 위한 정책적 시사점을 제시

1) 국내은행은 현물환 및 선물환의 종합포지션을 자기자본의 50% 이내로 유지해야 하며, 외은지점은 250%로 설정.

2. 조사 및 분석 결과

1) 내국인의 해외증권투자 현황

① 최근 내국인의 해외증권투자 현황

- 글로벌 금융위기 이후 내국인의 해외증권투자 증가세 지속, 2018년 말 기준 거주자의 해외증권투자 잔액은 4,557억 달러로 사상 최대치를 기록

- 2018년 말 기준 기타 금융기관(증권사, 보험사, 자산운용사 등)의 해외증권투자 잔액 2,137억 달러(46.9%), 일반정부(연기금 포함) 1,743억 달러(38.3%)
- (자산운용사) 1,417억 달러, (보험사) 823억 달러, (외국환은행) 229억 달러, (증권사) 157억 달러 순
- 2018년 말 기준 기관투자자의 해외증권투자 잔액 채권 1,430억 달러, 주식 782억 달러, Korean Paper 414억 달러
 - [해외주식] 자산운용사 91%, 보험사 5%
 - [해외채권] 자산운용사 43%, 보험사 42%, 외국환은행 10%, 증권사 5%
 - [KP] 보험사 44%, 자산운용사 21%, 외국환은행 20%, 증권사 15%

② 기관투자자의 해외증권투자 확대 배경

- 저금리 지속으로 해외증권투자에 대한 수요 확대

- 글로벌 금융위기 이후 저금리기조 지속으로 내국인투자자들의 수익률 확보를 위한 고수익 해외투자 수요가 확대되었음.
- 특히 보험사는 이자 역마진구조(운용자산이익률<보험료 적립금 평균 이율)가 고착화²⁾

- IFRS17 도입에 따른 자산·부채 간 듀레이션갭 축소 필요성

- 저금리 여건하에서 보험사는 '자산·부채 간 듀레이션 갭'을 줄이기 위해(searching for duration) 장기채권투자를 확대해야 하지만 생명보험사의 자산규모에 비해 국내 채권시장은 매우 협소한 실정이므로 해외증권투자 확대가 불가피

- 정부의 '해외투자 활성화 정책'

- 경상수지 흑자가 확대되면서 외환유입은 증가한 반면 내외금리 차, 외화자산 운용 제약 등으로

2) 2018년 상반기 생명보험사의 보험료 적립금 평균 이율은 4.14%인데 반해 운용자산이익률은 3.6%로 하락하면서 보험사의 수익성이 악화.

민간부문의 외환수요는 제한되는 등 외환시장의 수급 불균형이 확대³⁾

- 이에 정부는 「경상수지 흑자 ⇄ 해외투자 증가」의 선순환구조⁴⁾ 구축을 위해 「해외투자 활성화 방안」(2015)을 발표
 - 해외주식형 펀드에 대해 세제혜택을 부여하고 과도한 환헤지 관행 개선을 유도
 - 보험사의 외화자산 환헤지 관련 규제 개선, 해외투자 가능범위 확대
 - 총자산 대비 해외투자한도(일반계정의 30%) 조정

③ 과도한 환헤지 비율 완화방안

● 해외증권투자 시 과도한 환헤지는 스와프레이트 하락압력으로 작용

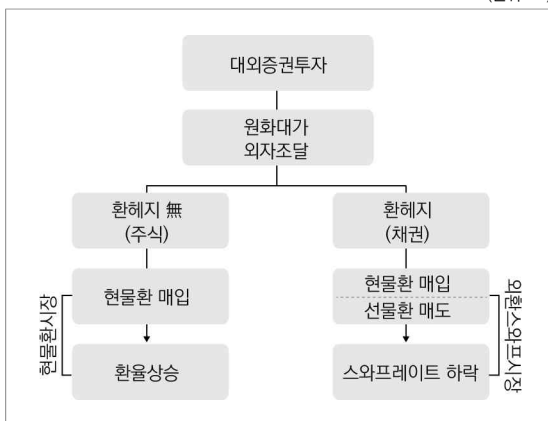
- 정책당국은 내국인 해외투자 확대를 통해 외환시장의 수급불균형을 해소하려고 했지만 여전히 높은 환헤지 비율로 인해 환율 하락보다는 스와프레이트 하락을 초래
- 여전히 보험사는 지급여력제도(RBC)상 환헤지 규정으로 인해 완전헤지(100%)가 불가피

● 또한 은행의 Buy&Sell 거래 증가는 단기외채 증가를 초래

- 은행의 buy&sell(현물환 매입/선물환 매도) 거래 증가는 외국은행 국내지점을 통한 단기외채 증가요인으로 작용

그림 6. 내국인 해외증권투자의 외환시장 파급영향

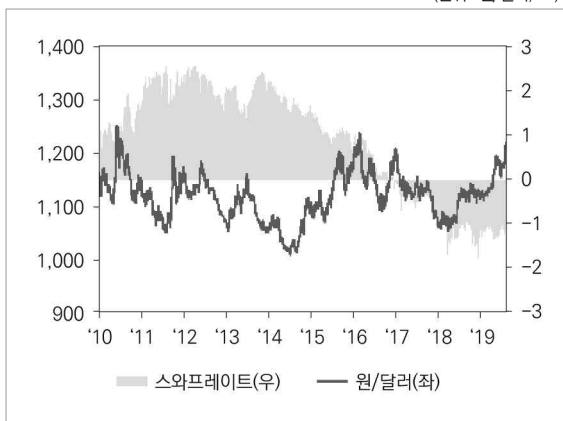
(단위: %)



자료: 이승호, 남재우(2019).⁵⁾

그림 7. 원/달러 환율과 스와프레이트 추이

(단위: 원/달러, %)



자료: Bloomberg.

3) 기획재정부, 금융위원회(2015), 「해외투자 활성화 방안」, 보도자료(6월 29일).

4) 경상수지 흑자로 유입된 외환이 민간의 해외투자를 통해 수익성 있는 대외자산 증가로 이어지고 여기서 발생하는 수익(배당 등 본원소득)은 다시 경상수지 흑자로 연결

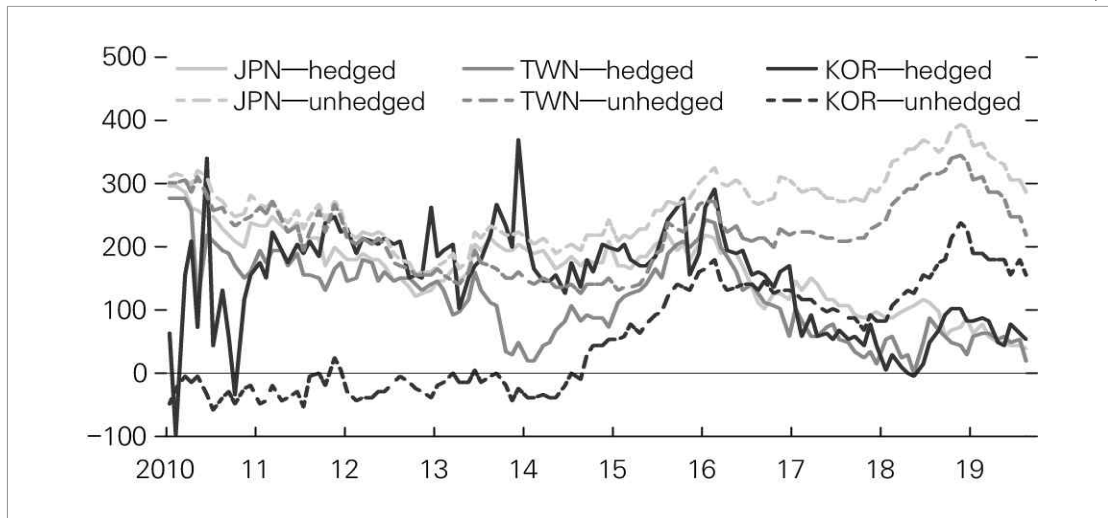
5) 이승호, 남재우(2019), 「우리나라의 대외증권투자 시 환헤지의 효과 및 영향 분석」.

● 이에 따라 향후 해외증권투자 확대와 더불어 과도한 환헤지 관행을 개선할 필요

- 향후 저금리조가 장기화될 가능성, 국내 금융저축 급증, IFRS17 도입 등으로 해외증권투자에 대한 수요가 지속적으로 증가할 것
- 내국인투자자는 수익률 높은 장기자산 비중을 확대해야 하는데 국내 장기자산만으로는 한계가 있음.
- 최근 환헤지 비용 증가로 인해 해외채권투자 시 헤지 비율이 높을수록 손해
- 과도한 환헤지는 오히려 수익률을 저하시키는 요인으로 작용할 수 있으며, 환헤지로 인해 외화 차입이 증가하여 대외건전성을 악화시킬 수 있음.
- 종전에는 해외채권투자 시 환헤지를 하는 것이 이득(‘헤지 프리미엄’ 시기)이었지만, 최근에는 스와프레이트가 역전되면서 헤지하지 않는 것이 더 높은 수익률을 얻을 수 있음.
- 투자자는 보유 중인 자산 및 통화 간 상관관계를 고려하여 최적의 헤지 비율을 산출하고 환위험을 관리하는 것이 바람직하지만 국내 보험사들은 규제에 의해 외화증권투자에 대해 여전히 100% 환헤지를 원칙으로 삼고 있는 상황

그림 8. 헤지/미헤지 시 미 회사채 투자 수익률 비교

(단위: bp)



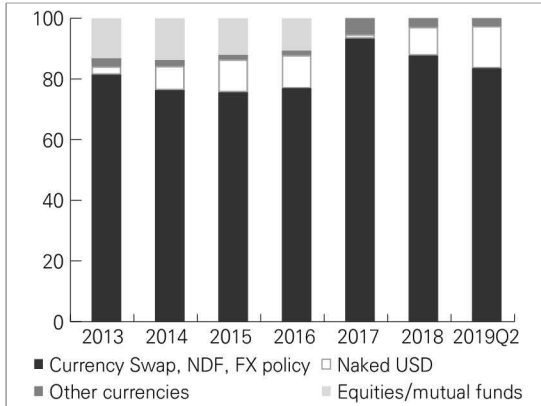
자료: IMF(2019), GFSR Ch3 Figure 3.4 Panel 3, p. 45.

- 이에 반해 대만(臺灣) 생보사의 환헤지 비율은 75~80%이고, 일본 생보사는 해외채권투자의 60~70%를 환위험 헤지하는 등 헤지 비율을 탄력적으로 조절하여 수익률 제고 및 환리스크를 관리하고 있음.
 - 대만의 대표적인 생명보험회사인 푸본생명의 경우 2015년 헤지 비율이 75.6%까지 하락했다가 2019년 상반기에는 헤지 비율이 83.5%로 높아지는 등 환율 변화에 따라 탄력적으로 조절

- 일본 보험사의 환헤지 비율은 60~70% 수준이며⁶⁾ 향후 미헤지 부분은 더욱 늘어날 것으로 예상
- 대만과 일본 보험사의 사례를 교훈 삼아 국내 보험사도 자율적인 환리스크 관리가 가능할 수 있는 여건을 마련할 필요

그림 9. 대만 푸본생명 해외자산 FX 포지션

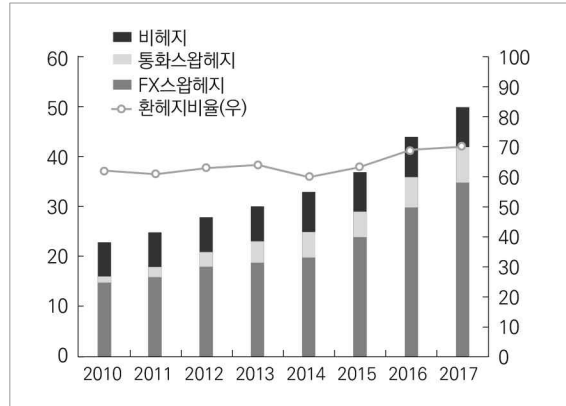
(단위: %)



자료: Fubon Financial.⁷⁾

그림 10. 일본 생명보험사 해외채권 환헤지 비율

(단위: 조 엔, %)



자료: 김고은(2019), p. 12.

2) 거주자의 해외증권투자가 스와프레이트 및 환율에 미치는 영향 분석

- 거주자의 해외증권투자(채권/주식)가 스와프레이트와 환율(exchange rate)에 어떠한 영향을 미치는지 분석
 - 스와프레이트 및 환율에 영향을 미치는 다른 변수를 계량모형에 포함하여 통제하였으며, 내생성의 문제를 효과적으로 완화할 수 있는 연립방정식 모형(SEM: Simultaneous Equations Model)을 사용
 - 한국을 포함한 18개국, 2000년부터 2017년까지의 국가패널을 사용한 연립방정식을 활용하여 실증 분석
- 분석결과 거주자의 해외채권투자와 주식투자가 스와프레이트 및 환율에 미치는 효과가 상이한 것으로 나타남(표 1 참고).
 - 거주자의 해외채권투자는 스와프레이트를 낮추는 반면 거주자의 해외주식투자는 스와프레이트에 미치는 영향이 통계적으로 유의하지 않았음.
 - 반면 환율과의 관련성에서는 반대 효과가 나타남. 즉 거주자의 해외채권투자는 환율에 미치는 영향이 통계적으로 유의하지 않은 반면, 거주자의 해외주식투자는 자국통화가치의 평가절하와

6) Kazuaki Washimi, Hiroki Inaba, and Kei Imakubo(2017).

7) Fubon Financial Holdings Overview 연간자료, <https://www.ir-cloud.com/taiwan/2881/inwebsite/conference.php?year=2014>.

관련되어 있는 것으로 분석

- 주목할 결과는 거주자의 해외채권투자 확대에 의한 스와프레이트 감소효과가 주로 신흥국에서 두드러졌다는 점임(부표 1, 부표 2 참고).

표 1. (BASELINE) 연립방정식 모형 분석결과: 채권/주식 별도 분석

종속변수:	(1) $SR_{i,t}$	(2) $ER_{i,t}$	(3) $BOND_{i,t}^R$	(4) $SR_{i,t}$	(5) $ER_{i,t}$	(6) $EQUITY_{i,t}^R$
$ER_{i,t}$	-10.342** (5.063)			-6.769** (3.208)		
$BOND_{i,t}^R$	-0.822*** (0.266)	-0.022 (0.016)				
$EQUITY_{i,t}^R$				-0.173 (0.127)	-0.024** (0.011)	
$R_{i,t}$	1.765*** (0.132)	0.011 (0.008)	0.368*** (0.135)	1.464*** (0.058)	0.002 (0.004)	-0.027 (0.093)
R_t^{US}	-1.613*** (0.099)	-0.003 (0.003)	0.164 (0.137)	-1.615*** (0.073)	0.002 (0.004)	0.363*** (0.094)
$Y_{i,t}$			-0.122* (0.064)			-0.094** (0.043)
Y_t^{AEs}			0.002 (0.085)			-0.141 (0.089)
VIX_t	-2.329*** (0.413)	-0.017 (0.016)	-0.715 (0.595)	-1.992*** (0.303)	-0.036* (0.020)	-1.655*** (0.422)
Obs	703	703	703	703	703	703

주: 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

2) () 안의 숫자는 표준오차를 나타냄. 위기기간을 나타내는 더미변수(2008Q4~2010Q4) 및 국가고정효과가 포함됨.

자료: 저자 계산.

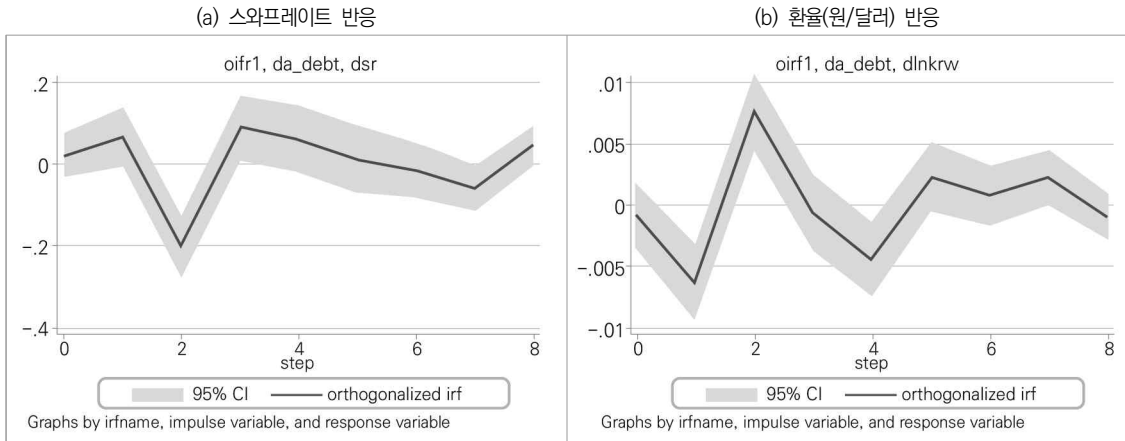
● 이러한 실증분석 결과는 채권과 주식의 상이한 환리스크(exchange risk) 헤지(hedge) 관행이 설명할 수 있음.

- 일반적으로 채권투자에서는 환리스크를 헤지하기 위해 외화자금시장을 이용하게 되면서 스와프 레이트를 낮추게 되지만, 주식투자에서는 주로 현물환시장에서 자국통화를 투자국통화로 교환 후 해외주식투자가 이루어지는데 이러한 과정에서 자국통화의 가치가 절하되는 것임.
- 이러한 실증분석 결과는 한국의 월별 자료를 사용한 VAR 분석 결과에서도 나타나는 강건한 결과임을 확인(그림 11 참고)

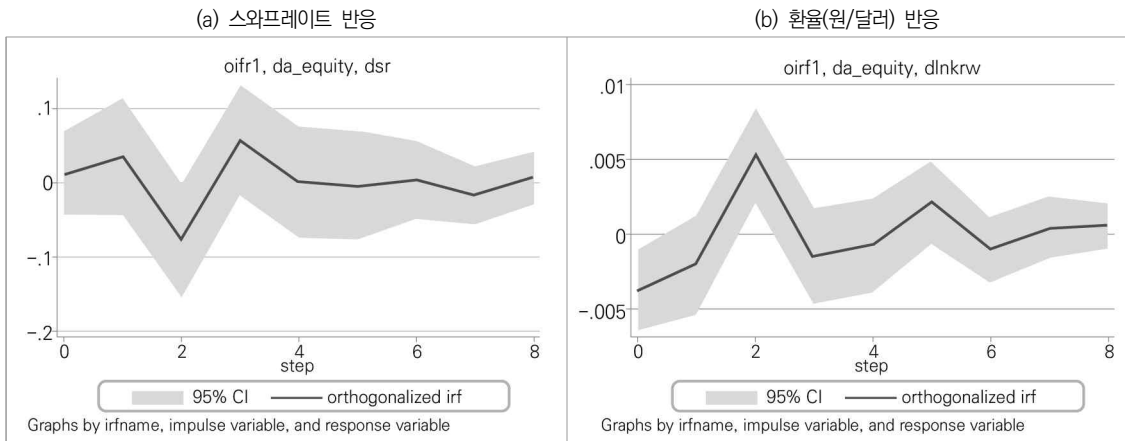
- 거주자의 해외채권투자가 0.3% 증가하는 충격을 주었을 때 스와프레이트(SR)는 약 0.2% 하락하였으며, 한국 원화(ER)가치는 처음에 0.6% 절상되었다가 이후 0.6~0.7% 절하되었음.
- 반면 거주자의 해외주식투자가 0.3% 증가하는 충격을 주었을 때 스와프레이트(SR)에 미치는 영향은 제한적인데 반해 한국 원화(ER)가치는 처음에 0.3% 절상되었다가 이후 0.5% 절하되었음.

그림 11. 충격반응함수: 한국 거주자의 해외증권투자 상승충격

가. 해외채권투자



나. 해외주식투자



자료: 저자 작성.

3. 정책 제언

1) 결론

● 내국인 해외투자는 경상수지 흑자와 무관하게 증가할 가능성

- 2015년 이후 경상거래에서의 외환 순유입이 줄어드는 상황에서도 자본거래상 순유출이 증가하는 모양새
- 국민연금과 대형 생보사 등 기관투자자들의 해외증권 투자수요가 갈수록 증가함에도 국내 투자상품은 부족
 - 기금규모 증가세가 지속 중인 국민연금의 경우 국내 투자대상이 태부족
 - IFRS17 시행(2023년)에 따른 자산·부채 듀레이션 불일치 확대에 대응하여 보험사·자산운용사 등의 외화 장기채 수요가 급증할 것으로 추정

● 내국인 해외투자 증가에 따른 거시건전성 리스크 관리 강화 필요

- 경상거래를 통한 외화 순유입 둔화와 자본거래를 통한 순유출 증가는 단기성 대외부채 확대로 이어질 가능성
 - 외은지점의 단기차입이 증가, 내국인의 외환스와프시장 의존도가 심화될 가능성
 - 더욱이 보험사 외화자산 듀레이션과 환리스크 헤지기간의 불일치에 따른 차환(roll-over) 리스크도 증가 우려
 - 보험사 해외채권 듀레이션(18년)이 buy&sell 평균 계약기간(1.3년)을 크게 상회(2019년 5월 말)

● 헤지비용 증가는 과도한 헤지행태에 제동을 걸 가능성

- 우리나라의 경우 2017년 이전까지는 환헤지비용이 큰 폭의 마이너스(-)대에 머물러 환헤지 후 미국채 매입이 수익률 측면에서 유리
- 하지만 2017년 이후 헤지비용이 (+)로 돌아서자 미 국채에 투자할 유인이 크게 감소
 - 국내 국고채 투자 수익률 > 미 국채 수익률
- 일본 생보사들이 헤지 비율을 55%까지 낮춘 결정적 이유도 헤지비용 상승 때문이라는 것이 시장전문가들의 견해

● 따라서 「경상수지 흑자 ⇄ 해외투자 증가」의 선순환구조를 구축하려면 보험사의 환헤지 관행 해소가 관건

2) 정책적 시사점

① 미(未) 헤지 외화증권투자에 대한 인센티브 확대 강구 필요

● 국민연금과 같이 내국인 투자자들이 미 헤지 해외투자를 늘려갈 수 있도록 인센티브를 강구할 필요

- 앞서 살펴본 실증분석 결과에서 보듯이 ‘미헤지 외화자금 조달’을 기초로 하는 해외증권투자는 원화 강세압력을 누그러뜨리는 데 효과가 있음이 입증되었음.
- 특히 국민연금은 다른 기관투자자들에 모범사례(lead by example) 역할을 하고 있는데, 해외채권투자의 경우도 100% 미 헤지방식을 채택하고 있음.
- 내국인 투자자들이 국민연금의 예를 참고하여 미 헤지 해외투자를 늘려나가도록 유도하는 인센티브를 강구할 필요가 큼.

② 환헤지 규제 관련 정부 내 거버넌스 구조(governance framework) 필요

● 거시경제 당국과 금융규제 당국 간 입장 차이를 조율하는 거버넌스 구조(governance framework)가 필요

- 내국인 해외증권투자에 수반되는 환리스크 헤지 규제의 경우 정책 당국별로 처한 입장이 상이하다고 시장에서 평가하고 있음.
- 예컨대 거시경제 안정성 관리당국은 ‘경상수지 흑자 ⇄ 해외투자 증가’의 선순환구조를 구축하기 위해 보험사의 과도한 환헤지 관행의 개선을 기대
- 하지만 금융시스템 안정성을 추구하는 규제 당국은 기관투자자의 리스크 방화벽을 더욱 견고하게 강화시켜야 한다는 입장

③ 회계기준 및 자본적정성 규제 변경에 따른 리스크 대응 필요

● 2023년 IFRS17 전면 도입 시 예상되는 보험사 자본금 감소, 당기손익 변동성 심화, 듀레이션 갭 확대 등의 리스크에 대응하는 조치가 시급

- 2017년 5월 국제회계기준위원회(IASB)는 보험부채 공정가치평가(시가평가) 등을 주요 내용으로 하는 「보험계약서 회계기준」(IFRS17)을 발표
- 우리나라는 IFRS17 전면 채택국가로 2023년 상장사 및 금융사의 도입이 의무화되어 있음.
* 「주식회사의 외부감사에 관한 법률 시행령」 제7조의2

표 2. 보험업 회계기준 및 자본적정성 규제 변경 주요 내용

	현행	개편 후	시행시기 (예정)	주요 내용
회계기준	보험부채: IFRS4	新국제회계기준: IFRS17 (부채공정가치평가)	2023년	- 보험부채 공정가치평가 - 저금리기조에 따른 낮은 할인율 적용으로 보험부채 평가금액이 증가 → 자본 감소 위험
	유가증권: IAS39	新국제회계기준: IFRS9 (자산공정가치평가)	2018년	- 금융자산 공정가치평가 - 평가손익이 당기손익으로 인식되는 증권의 범위가 확대 → 당기손익 변동성 확대 위험
자본 적정성 규제	지급여력제도 (RBC: Risk Based Capital)	新지급여력제도 (K-ICS: Korea-Insurance Capital Standard)	2021년	- 新국제회계기준을 적용한 새로운 재무건전성 감독제도 도입 - 보험부채 듀레이션: 최장 20년 → 30년 → 듀레이션 갭 확대 위험

④ 외화표시보험 판매 활성화 유도

● 외국계 보험사 위주로 판매되던 외화표시보험을 국내 보험사들도 취급토록 유도할 필요

- 최근(2019년 10월 30일 현재) 우리나라 국고채 10년물 금리는 1.765%인 반면 미국 회사채 10년물 평균 금리는 2.5% 내외인 상황이라 내국인의 수요가 클 것으로 전망
- 외화보험이 확대되면 보험사의 과도한 환헤지가 둔화되는 실익이 있음.
- 또한 내국인의 외화보험 증가는 경상수지 흑자에 따른 원화 강세압력을 누그러뜨리는 효과도 기대
 - * 환율안정 측면에서 거주자 외화예금 증대와 유사한 순기능이 있기 때문
- 일본의 경우 수입보험료의 20~30%가 외화보험이 차지하고 있으므로 일본의 사례와 같이 외화보험을 활성화할 필요가 있음.

표 3. 외화보험 판매 현황

구분	건 수	누적 판매액(원화 환산액)
미국 달러보험	13만 4,953건	29억 달러(3조 5,047억 원)
중국 위안화보험	3,254건	8억 9,000만 위안화(1,526억 원)
호주 달러보험	2,088건	1억 5,000만 달러(1,239억 원)
유럽 유로화보험	305건	1,000만 유로(161억 원)
합계	14만 600건	3조 7,973억 원

자료: 금융감독원(2019), p. 6.

⑤ RBC 비율 규제 개선

● RBC 비율 규제를 개선하여 과도한 환혜지를 완화할 필요

- 현행 지급여력제도(RBC: Risk-Based Capital)상 RBC 비율을 높이려면 '가용자본'(분자)을 늘리거나 '요구자본'(분모)을 줄여야 함.
- 보험사 입장에서는 가용자본을 늘리기보다 요구자본 하락이 더욱 용이한 선택이 됨. 환혜지를 할 수밖에 없는 현행 '규제의 틀'을 손볼 필요가 있음.

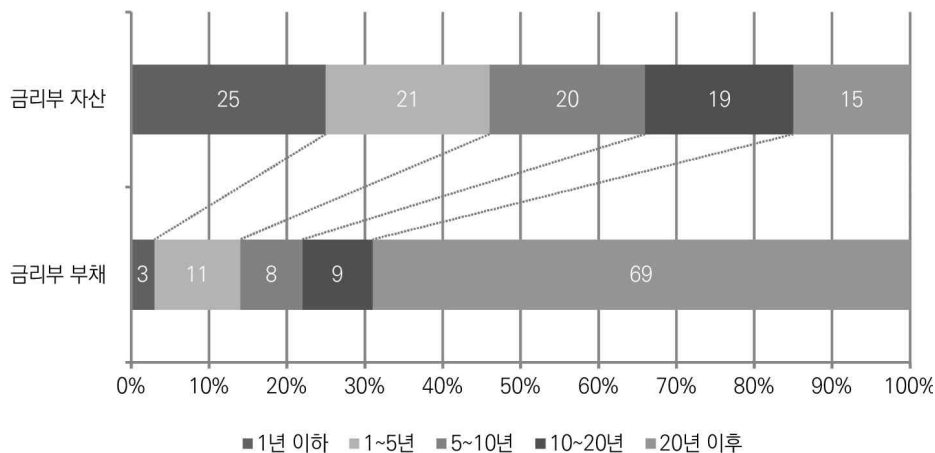
$$\text{RBC 비율} = \frac{\text{가용자본(자본금+자본잉여금+이익잉여금+기타 포괄손익누계액+신종자본+후순위채 등)}}{\text{요구자본(보험위험액+금리위험액+신용위험액+시장위험액+운영위험액)}}$$

⑥ 회계기준 및 자본적정성 규제 변경에 따른 리스크 대응

● IFRS17 규제 도입에 따른 리스크에 맞서 규제 당국의 정책대응이 필요

- 2022년 도입 예정인 새로운 보험 관련 국제회계기준(IFRS17)은 자산 및 부채를 모두 '시가'로 평가하게 되는데, 듀레이션 갭이 커질수록 금리변동에 따른 익스포저(위험에 노출된 금액)가 확대됨.
- 만기별 금리부 자산 및 부채 비중⁸⁾을 보면 장기성(20년 이상) 금리부 부채 비중(69%)이 자산(15%)에 비해 압도적으로 큰 실정

그림 12. 만기별 금리부 자산 및 부채 비중



8) 생명보험사 분기보고서 활용(2017년 9월, 보험연구원 자료).

- 따라서 IFRS17 규제 도입에 따른 리스크에 맞서 규제 당국의 정책대응이 필요한 상황
- 이러한 노력의 일환으로 금융위는 2019년 11월 7일 보험사들이 금리파생상품으로도 ALM 관리를 할 수 있도록 허용
 - * 종래까지 보험사들은 장기채를 실제 매입해야만 자산 잔존만기(듀레이션)가 확대됨.
 - * 하지만 금리파생상품이 ALM 관리에 적용되면 현물 장기채를 매입하지 않고 소액의 비용으로(Bond Forward 매입 계약 체결) 30년물 국고채 매입과 동일한 효과를 볼 수 있음.

KIEP

부록

부표 1. (BASELINE) 연립방정식 모형 분석 결과: 채권/주식 별도 분석, 선진국

종속변수:	(1) $SR_{i,t}$	(2) $ER_{i,t}$	(3) $BOND_{i,t}^R$	(4) $SR_{i,t}$	(5) $ER_{i,t}$	(6) $EQUITY_{i,t}^R$
$ER_{i,t}$	5.837 (21.343)			-15.077 (9.360)		
$BOND_{i,t}^R$	-0.819** (0.395)	0.005 (0.009)				
$EQUITY_{i,t}^R$				-0.155 (0.157)	-0.035*** (0.013)	
$R_{i,t}$	1.722*** (0.275)	0.005 (0.008)	0.626** (0.261)	1.327*** (0.120)	0.013** (0.007)	0.128 (0.162)
R_t^{US}	-1.413*** (0.294)	-0.008** (0.004)	-0.123 (0.238)	-1.560*** (0.128)	0.001 (0.007)	0.317** (0.147)
$Y_{i,t}$			-0.086 (0.105)			0.032 (0.056)
Y_t^{AEs}			0.205 (0.180)			-0.221* (0.127)
VIX_t	-1.409 (1.312)	-0.030* (0.018)	-0.499 (0.977)	-2.114*** (0.768)	-0.095*** (0.030)	-2.141*** (0.606)
Obs	442	442	442	442	442	442

주: 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

2) () 안의 숫자는 표준오차를 나타냄.

3) 위기간을 나타내는 더미변수(2008Q4~2010Q4) 및 국가 고정효과가 포함됨.

자료: 저자 계산.

부표 2. (BASELINE) 연립방정식 모형 분석 결과: 채권/주식 별도 분석, 신흥국

종속변수:	(1) $SR_{i,t}$	(2) $ER_{i,t}$	(3) $BOND_{i,t}^R$	(4) $SR_{i,t}$	(5) $ER_{i,t}$	(6) $EQUITY_{i,t}^R$
$ER_{i,t}$	-0.087 (3.490)			-7.768** (3.134)		
$BOND_{i,t}^R$	-0.527* (0.292)	0.038 (0.029)				
$EQUITY_{i,t}^R$				-0.401 (0.340)	0.007 (0.013)	
$R_{i,t}$	1.724*** (0.114)	-0.004 (0.009)	0.140** (0.069)	1.495*** (0.153)	-0.001 (0.005)	-0.166* (0.094)
R_t^{US}	-1.616*** (0.147)	-0.007 (0.007)	-0.023 (0.084)	-1.568*** (0.161)	-0.003 (0.005)	0.175 (0.126)
$Y_{i,t}$			0.181*** (0.036)			-0.061 (0.055)
Y_t^{AEs}			-0.105* (0.064)			-0.109 (0.116)
VIX_t	-2.245*** (0.510)	0.056 (0.035)	-0.632* (0.376)	-2.085*** (0.560)	0.035 (0.024)	-1.235** (0.535)
Obs	261	261	261	261	261	261

주: 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

2) () 안의 숫자는 표준오차를 나타냄.

3) 위기기간을 나타내는 더미변수(2008Q4~2010Q4) 및 국가 고정효과가 포함됨.

자료: 저자 계산.