

보험연구원 보험금융정책세미나

글로벌 금융불안의 진단과 국내보험시장 파급효과

2011. 9. 21

kiri 보험연구원
Korea Insurance Research Institute

프로그램

14:00-14:05	인사말씀 김대식(보험연구원장)
14:05-14:35	주요국 재정위기 원인과 시사점 윤성훈(보험연구원 동향분석실 실장)
14:35-15:00	글로벌 금융불안이 금융시장에 미치는 영향 유진아(보험연구원 연구위원)
15:00-15:30	글로벌 금융불안이 보험산업에 미치는 영향과 시사점 임준환(보험연구원 선임연구위원)
15:30-15:50	휴식
15:50-17:00	종합토론 사회 : 김헌수(순천향대 교수) 토론 : 김형기(동부금융그룹금융연구소, 연구위원) 손성동(미래에셋퇴직연금연구소, 실장) 이근영(대한생명 경제연구소, 상무) 전 진(삼성화재 보험금융연구소, 연구위원)

주요국 재정위기 원인과 시사점

2011. 9. 21

윤성훈

보험연구원



차 례

- I. 분석 동기
- II. 부채의 경제학
- III. 주요국 재정위기 원인과 대응
- IV. 거시경제 및 금융시장에 대한 시사점

I. 분석 동기

1. 분석 동기

2010년 그리스 등 남유럽 국가에서 시작된 재정위기는 스페인, 이탈리아 등 다른 EU 회원국으로 전이될 가능성이 높아지고 있음

국가부채 문제로 인해 미국의 국가신용등급이 강등되었음

이로 인해 안전자산에 대한 선호도가 높아지고 금융시장에 큰 충격이 발생하였으며, EU 회원국 은행의 부실 가능성과 글로벌 경기침체에 대한 우려가 확산되고 있음

남유럽 국가의 재정위기와 이탈리아, 스페인, 미국 등의 재정 어려움에 대해 살펴보고 거시경제 및 금융시장에 대한 시사점을 찾아보고자 함

2. 재정위기 정의

사건	기준	선진국	신흥국
국가부도(협약)	만기 미결제	S&P 정의	S&P 정의
대규모 금융지원	IMF 지원	쿼터 100% 이상	쿼터 100% 이상
암묵적 국가부도	고 인플레이션	연간 35% 이상	연간 500% 이상
차입 어려움	CDS	1,000bp 이상	1,000bp 이상

자료: Cottarelli 2011, IMF 2011, Baldsacci et al 2011

1970~2010년 기간 중 선진국에서는 41건, 신흥국에서는 135건의 재정위기(광의)가 발생

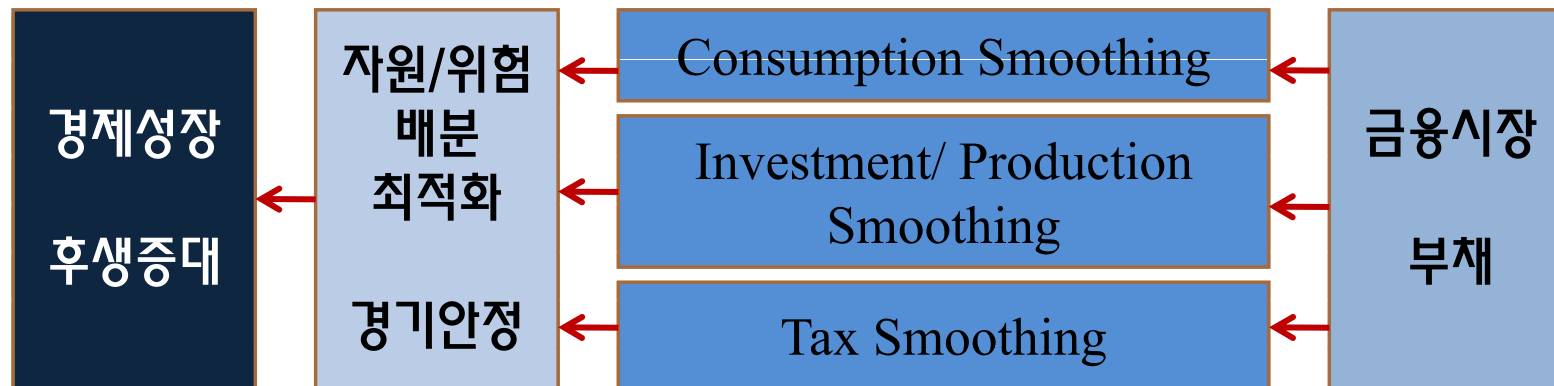
국가부도로 재정위기를 정의할 경우 같은 기간 신흥국에서만 52건이 발생

선진국의 재정위기 사례는 차입 어려움, IMF 지원 등임

Ⅱ. 부채의 경제학

1. 부채는 양날의 칼

금융(Finance)과 부채(Debt)는 경제성장과 후생증대에 필수



그러나 부채는 양날(Two Edged)의 칼

현명하게 관리되는 수준에서 이용될 경우 후생을 증대

건전하지 못하고 과도하게 이용되면 재난을 초래

2. 부채의 재난과 대응

부채가 어느 일정 수준을 넘어서게 되면 외부충격에 취약해 지고 부도 가능성이 증대

이에 따라 더 이상의 차입이 어려워지게 되면 소비와 투자가 감소하게 되고 실물 부문이 위축

실물 부문의 위축은 금융불안을 야기하고, 이는 위의 과정을 다시 유발하여 경기침체와 금융시스템의 붕괴를 초래(Bernanke and Gertler 1990)

Eggertson and Krugman(2011)은 가계와 기업의 부채 증가가 소비와 투자 위축을 초래할 경우 공공부문이 지출을 확대하여 실업률 상승과 경기침체를 막아서 가계와 기업의 부채 조정이 가능할 수 있도록 해야 한다고 주장(글로벌 금융위기 이후 각국 정부가 시행하고 있음)

3. 부채의 임계수준

그러나 정부의 경우에도 차입이 무제한 가능하지 않으며 Fiscal Capacity에 대한 시장의 믿음에 의존

정부 서비스 제공에 대한 대가와 정부부채에 상응하는 만큼 세수를 늘릴 수 있는 능력(Fiscal Capacity)이 정부 지출 및 부채 규모를 제한

부채가 많고 경직적인 재정 지출 비중이 높은 국가의 경우 정부의 경기 안정자 그리고 최후 대부자 역할이 위축

가계, 기업, 정부부채에는 임계수준이 존재하며 주요국에서 나타난 재정위기는 기본적으로 정부부채가 임계수준을 넘어섰다고 시장이 판단한 결과

글로벌 금융위기를 통해서 알 수 있듯이 가계 및 기업의 부도는 정부부채를 늘리기 때문에 재정위기는 민간부문의 부채 증가와도 연관되어 있음

민간부문의 과도한 차입에서 촉발된 글로벌 금융위기를 해결하는 과정에서 정부부채가 과도하게 증가한 것이 재정위기 발생의 한 원인

참고 1. 정부부채의 화폐화

돈을 찍어서 정부부채를 상환할 수 있기 때문에 정부부채가 문제가 안될 수 있다고 생각할 수 있으나 재정지출의 화폐화는 심각한 인플레이션을 유발하게 됨

정부 B/S		중앙은행 B/S		연결 B/S	
조세권	국채	국채	통화	조세권	통화

통화가치는 조세권에 의해서 유지되는데 조세권, 즉 Fiscal Capacity 이상으로 국채가 발행되고 이를 중앙은행이 인수하게 되면 통화가치가 조세권 수준으로 하락하여야 하는데 이는 인플레이션을 의미(암묵적 국가부도)

4. 주요국 부채(GDP 대비, %) 추이

	가계부채			기업부채			정부부채		
	1990	2000	2010	1990	2000	2010	1990	2000	2010
미국	64	74	95	65	66	76	71	58	97
일본	82	87	82	215	178	161	66	145	213
이태리	21	30	53	66	96	128	93	126	129
스페인	41	54	91	97	133	193	49	71	72
그리스	9	20	65	47	51	65	83	124	132
포르투갈	23	75	106	50	114	153	68	63	107
프랑스	46	47	69	106	123	155	46	73	97
독일	61	73	64	35	91	100	42	61	77

자료: Cecchetti et al 2011

5. 정부부채 비중(총부채 대비, %) 추이

	총부채(GDP 대비)			정부부채 비중			가계부채 비중		
	1990	2000	2010	1990	2000	2010	1990	2000	2010
미국	200	198	268	36	29	36	32	37	35
일본	364	410	456	18	35	47	23	21	18
이태리	180	252	310	52	50	42	12	12	17
스페인	187	258	355	26	28	20	22	21	26
그리스	140	195	273	59	63	48	34	18	25
포르투갈	141	251	363	48	25	29	16	30	29
프랑스	198	243	321	23	30	30	24	19	21
독일	136	226	241	31	27	32	45	32	27

자료: Cecchetti et al 2011

6. 부채의 임계 수준

2010 부채 수준(GDP 대비, %)

	총부채	가계	기업	정부
미국	268	95	76	97
일본	456	82	161	213
이탈리	310	53	128	129
스페인	355	91	193	72
그리스	273	65	65	132
포르투갈	363	106	153	107
프랑스	321	69	155	97
독일	241	64	100	77

자료: Cecchetti et al 2011

Cecchetti et al(2011)의 실증분석에 따르면 부채가 경제성장에 부정적인 영향을 미치는 임계수준(GDP 대비, %)은 다음과 같음

가계	기업	정부
85	90	80-100

Baldacci et al(2011)의 분석에 따르면 과거 재정위기를 경험한 국가의 정부부채 수준(GDP 대비, %)은 다음과 같음

	평균	표준편차
선진국	60	34
개도국	49	31

7. 부채 증가 원인

글로벌 금융위기 이전

금융자유화, 금융혁신

1980년대 중반 이후 우호적인
거시경제 환경

안정적 경제성장, 낮은 실업률

저금리, 물가안정

기업의 이자비용 및 가계의 모기지
비용 세제 혜택

주택가격 상승

인구구조 고령화

글로벌 금융위기 이후

글로벌 금융위기 대응

부동산 거품 붕괴에 따른
금융부실 구제

경기침체에 따른 세수 감소

경기부양을 위한 재정지출 확대

참고 2. 글로벌 금융위기 이후 재정투입 규모

금융시장 안정을 위한 재정투입 규모(GDP 대비, %)

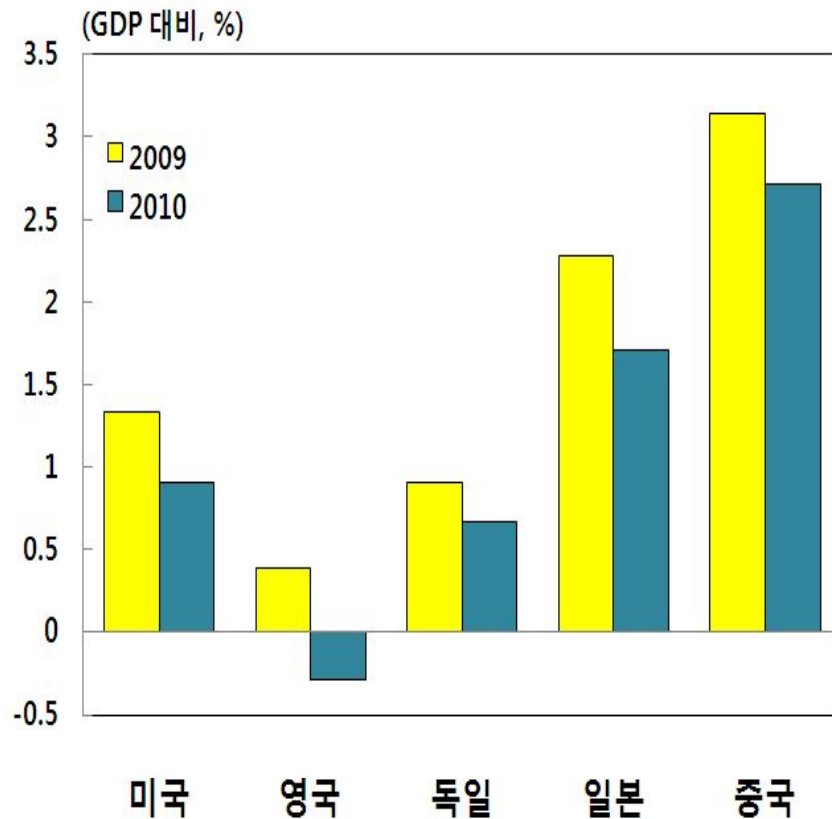
	자본확충	자산매입	중앙은행 유동성 ¹⁾	기타보증 ²⁾	계
미국	5.2	1.3	0.5	31.4	38.4
영국	3.9	13.8	12.8	49.7	80.2
독일	3.8	0.4	0.0	18.0	22.2
일본	2.4	21.2	0.0	7.3	30.9
선진국	3.4	5.3	1.2	14.0	32.8
신흥국	0.2	0.3	0.0	0.1	0.6

주: 1) 정부보증, 2) 예금보험 제외

자료: IMF(2010), 한국은행(2010) 재인용

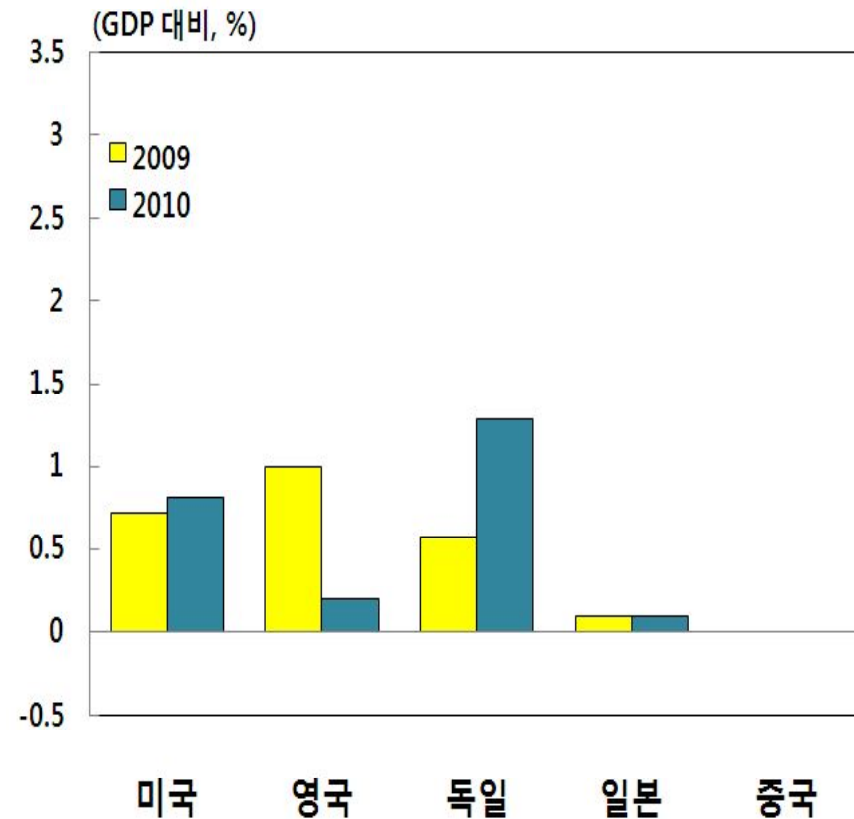
참고 3. 글로벌 금융위기 이후 경기부양 규모

경기부양을 위한 정부지출 규모



자료: IMF(2010), 한국은행(2010) 재인용

경기부양을 위한 감세 규모



III. 주요국 재정위기 원인

1.1 재정위기 원인(그리스)

방만한 재정운용, 만성적인 경상수지 적자, 높은 실업률이 재정부담으로 작용해 왔으며, 글로벌 금융위기 이후 정부부채 급증하고 적자보전을 위한 국채발행에 어려움을 겪음

(단위: %)

	2001	2006	2007	2008	2009	2010
경제성장률	4.2 1.9	5.2 3.2	4.3 2.9	1.0 0.4	-2.0 -4.2	-4.5 1.8
재정수지(GDP 대비)	-4.5 -1.9	-5.7 -1.4	-6.4 -0.7	-9.8 -2.0	-15.4 -6.3	-10.5 -6.0
경상수지(GDP 대비)	-7.3 0.1	-11.2 0.4	-14.4 0.2	-14.7 -0.6	-11.0 -0.2	-10.4 0.1
정부부채(GDP 대비)	103.7 68.1	106.1 68.4	105.4 66.2	110.7 69.9	127.1 79.3	142.8 85.1
실업률		7.6 9.8	7.2 8.9	7.4 9.5	11.6 13.0	12.9 13.3

주: 빨간색은 EU 회원국 평균

1.2 재정위기 원인(아일랜드)

글로벌 금융위기에 따른 부동산 거품 붕괴 이후 금융기관에 대한 막대한 공적 자금 투입과 지급보증(2009년 GDP의 2.8배)으로 재정위기가 촉발됨

(단위: %)

	2001	2006	2007	2008	2009	2010
경제성장률	4.8 1.9	5.3 3.2	5.2 2.9	-3.0 0.4	-7.0 -4.2	-0.4 1.8
재정수지(GDP 대비)	0.9 -1.9	2.9 -1.4	0.1 -0.7	-7.3 -2.0	-14.3 -6.3	-32.4 -6.0
경상수지(GDP 대비)	-0.7 0.1	-3.6 0.4	-5.3 0.2	-5.6 -0.6	-3.0 -0.2	-0.7 0.1
정부부채(GDP 대비)	35.5 68.1	24.8 68.4	25.0 66.2	44.4 69.9	65.6 79.3	96.2 85.1
실업률		4.4 9.8	4.5 8.9	6.4 9.5	11.8 13.0	13.6 13.3

주: 빨간색은 EU 회원국 평균

1.3 재정위기 원인(포르투갈)

낮은 경제성장률, 방만한 재정운영, 만성적인 경상수지 적자가 지속되는 상황에서 글로벌 금융위기 이후 정부부채가 급증한 것이 재정위기의 원인

(단위: %)

	2001	2006	2007	2008	2009	2010
경제성장률	2.0 1.9	1.4 3.2	2.4 2.9	0.1 0.4	-2.5 -4.2	1.3 1.8
재정수지(GDP 대비)	-4.3 -1.9	-4.1 -1.4	-3.1 -0.7	-3.5 -3.0	-10.1 -6.3	-9.1 -6.0
경상수지(GDP 대비)	-9.9 0.1	-10.7 0.4	-10.1 0.2	-12.6 -0.6	-10.9 -0.2	-9.9 0.1
정부부채(GDP 대비)	51.2 68.1	63.9 68.4	68.3 66.2	71.6 69.9	83.0 79.3	93.0 85.1
실업률		7.7 9.8	8.0 8.9	7.6 9.5	9.5 13.0	10.8 13.3

주: 빨간색은 EU 회원국 평균

1.4 재정 어려움 원인(스페인)

글로벌 금융위기 부동산 거품 붕괴로 저축은행의 부실이 표면화되었고 높은 실업률과 만성적인 경상수지 적자, 지방정부의 방만한 지출이 재정부담으로 작용

(단위: %)

	2001	2006	2007	2008	2009	2010
경제성장률	3.6 1.9	4.0 3.2	3.6 2.9	0.9 0.4	-3.7 -4.2	-0.1 1.8
재정수지(GDP 대비)	-0.6 -1.9	2.0 -1.4	1.9 -0.7	-4.2 -3.0	-11.1 -6.3	-9.2 -6.0
경상수지(GDP 대비)	-3.9 0.1	-9.0 0.4	-10.0 0.2	-9.7 -0.6	-5.5 -0.2	-4.5 0.1
정부부채(GDP 대비)	55.5 68.1	39.6 68.4	36.1 66.2	37.8 69.9	53.3 79.3	60.1 85.1
실업률		9.6 9.8	11.1 8.9	16.1 9.5	24.4 13.0	26.7 13.3

주: 빨간색은 EU 회원국 평균

1.5 재정 어려움 원인(이탈리아)

재정수지 적자 규모는 높지 않으나 장기간의 저성장으로 인해 정부부채에 대한 이자지급이 부담으로 작용

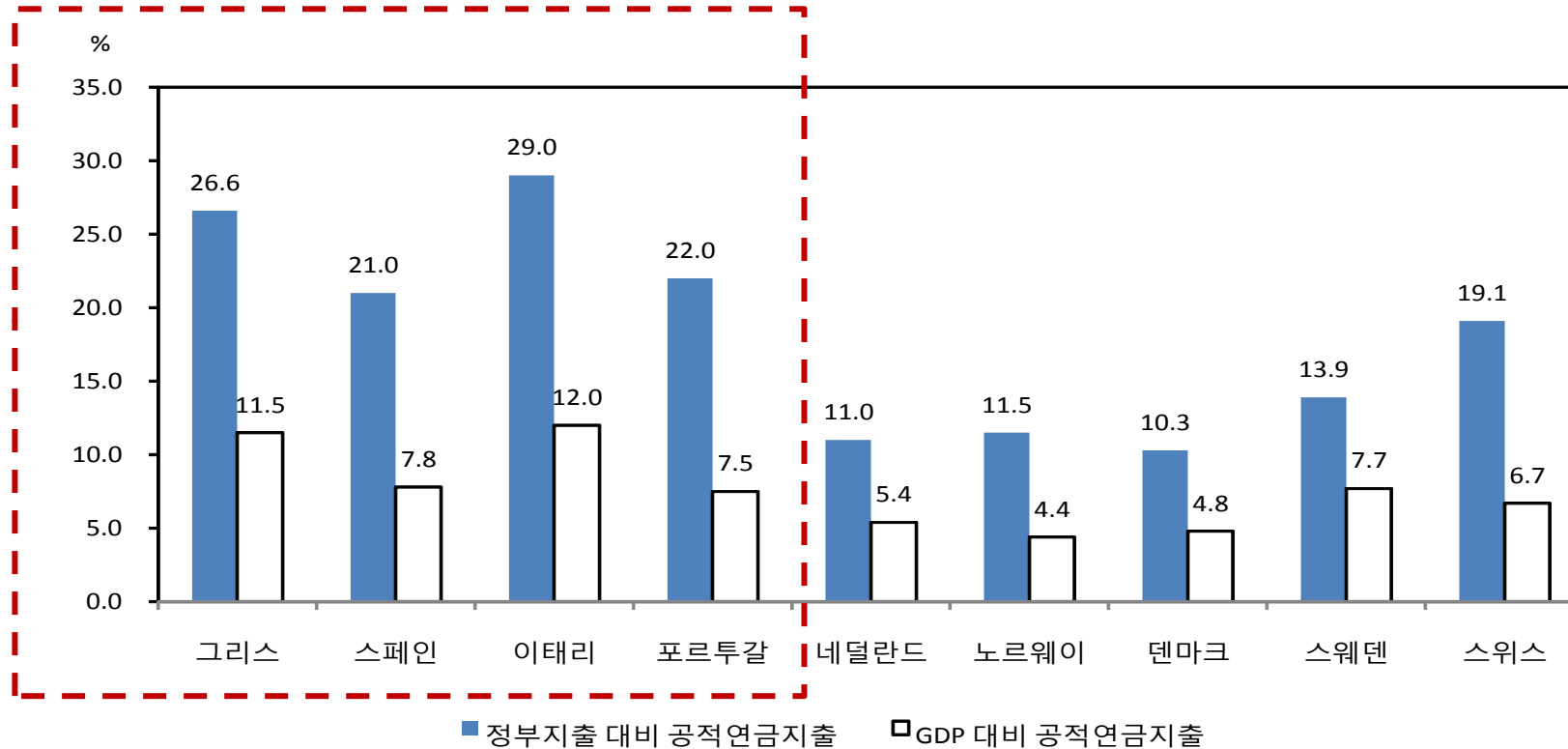
(단위: %)

	2001	2006	2007	2008	2009	2010
경제성장률	1.8 1.9	1.4 3.2	2.4 2.9	0.0 0.4	-2.5 -4.2	1.3 1.8
재정수지(GDP 대비)	-3.1 -1.9	-3.4 -1.4	-1.5 -0.7	-2.7 -3.0	-5.4 -6.3	-4.4 -6.0
경상수지(GDP 대비)	-0.1 0.1	-2.6 0.4	-2.4 0.2	-2.9 -0.6	-2.1 -0.2	-3.5 0.1
정부부채(GDP 대비)	108.8 68.1	106.6 68.4	103.6 66.2	106.3 69.9	116.1 79.3	119.0 85.1
실업률		8.5 9.8	7.4 8.9	7.6 9.5	11.0 13.0	10.7 13.3

주: 빨간색은 EU 회원국 평균

참고 4. 그리스, 포르투갈, 스페인, 이탈리아의 공통점

정부지출 중 공적연금이 차지하는 비중(의무지출 비중)이 매우 높아 재정지출이 상대적으로 경직적일 수 밖에 없어 재정지출을 줄이기가 용이하지 않음



1.6 재정 어려움 원인(미국)

2001~03년 중 부시 행정부의 감세와 군비 증가로 재정수지가 적자로 전환되었고 글로벌 금융위기 이후 경기부양, 금융기관 지원, 세수 감소로 정부부채가 급증하였으며, 정부의 채무한도를 높이는 과정에서 정치적 불신을 초래

(단위: %)

	2001	2006	2007	2008	2009	2010
경제성장률	1.1 1.9	2.7 3.2	1.9 2.9	-0.3 0.4	-3.5 -4.2	3.0 1.8
재정수지(GDP 대비)	0.9 -1.9	-1.5 -1.4	-1.3 -0.7	-4.8 -3.0	-10.4 -6.3	-8.7 -6.0
경상수지(GDP 대비)	-3.7 0.1	-6.0 0.4	-5.1 0.2	-4.7 -0.6	-2.7 -0.2	-3.2 0.1
정부부채(GDP 대비)	57.8 68.1	64.5 68.4	65.8 66.2	74.9 69.9	88.3 79.3	96.5 85.1
실업률	4.7	4.6 9.8	4.6 8.9	5.8 9.5	9.3 13.0	9.6 13.3

주: 빨간색은 EU 회원국 평균

2.1. 대응(EU I)

EU 회원국은 EMU 체제가 안고 있는 근본적인 약점을 인지하고 출범 초기부터 국가부도 예방 장치를 마련

단일환율 적용에 따른 역내 국가간 대외 불균형 심화

단일 통화정책·국가별 재정정책체제의 모순

전염효과에 대한 취약성

EU 조약(1992)

- 과도한 재정적자를 막기 위해 재정적자 및 정부부채를 각각 GDP 대비 3% 및 60% 이하로 제한하는 재정규율(Stability and Growth Pact, SGP)을 설정
- 회원국의 다른 회원국 채무인수 금지
- ECB의 회원국 국채 직접 인수 금지 및 회원국 금융기관에 대한 특권적 접근 금지

2.1. 대응(EU II)

그리스 재정위기를 계기로 EU는 위기관리체제를 도입

		EFSM	EFSF	ESM
기구성격		EU 메커니즘	특수목적기업	국제기구
금융지원한도		600억 유로	4,400억 유로	5,000억 유로
국가채무 조정시	투자손실 분담	없음	없음	있음
	채권자 순위	IMF, EFSM	IMF, EFSF 및 민간투자자	IMF, ESM, 민간투자자
금융지원방식		대출	대출, 국채매입	대출, 국채매입
운영기간		2010. 5~2013. 6	2010. 6~2013. 6	2013. 7~

자료: 한국은행(2011)

2.1. 대응(EU III)

EU/IMF는 총 3,195억 유로의 구제금융 지원 결정

지원 규모는 GDP 대비 그리스 75%, 아일랜드 44%, 포르투갈 45%에 달함

이와는 별도로 그리스에 대해서는 민간투자자도 2011~19년 중 채무조정 방식으로 1,060억 유로를 지원하기로 결정

ECB는 국채매입프로그램(Securities Market Program; SMP)을 통해 그리스, 아일랜드, 포르투갈의 국채 740억 유로를 매입하였고 이탈리아와 스페인의 국채 365억 유로를 매입

민간의 손실분담(Private Sector Involvement; PSI), 집단행동조항(Collective Action Clause; CACs), 선순위 채권자 지위(Preferred Creditor Status) 부여 등 질서있는 국가부도 처리장치를 2013년 7월 이후 시행하기로 합의 (그리스를 부도처리하기 위한 수순?)

2.1. 대응(EU IV)

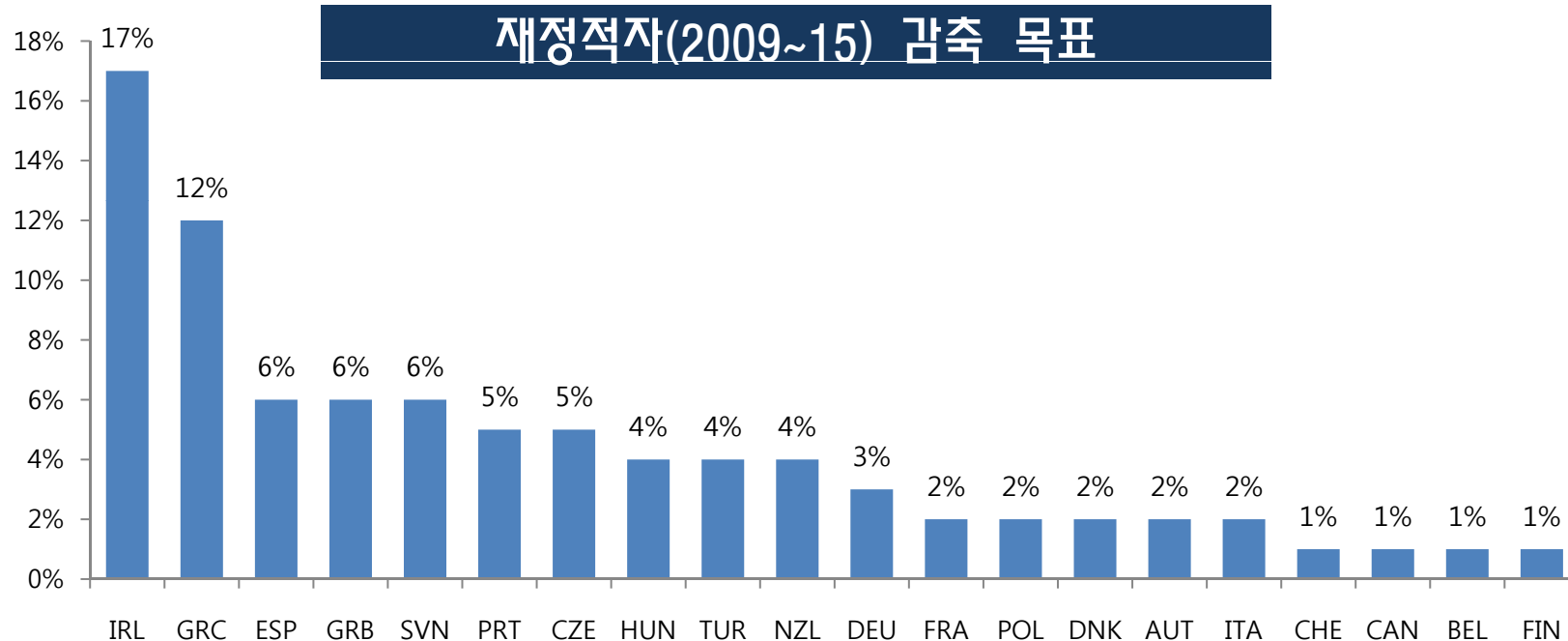
추가적인 대응방안 논의 내용

방안	반대 내용
ECB 국채매입 확대	ECB가 EU 조약에 명시되지 않은 기능을 수행하면서 유럽 최대의 Bad Bank 로 전락할 우려
EFSF의 대출규모 확대	특수목적기구가 회원국의 보증으로 거액의 채권을 발행하기가 용이하지 않을 것으로 예상
유로 본드 발행	신용도가 높은 국가의 국채발행 비용이 증가하고 회원국의 재정규율 준수 유인이 약화됨
EMF 설립	ECB와 회원국 중앙은행들이 재정규율 강화를 통해 단일통화체제의 신뢰 제고가 시급하다고 주장

2.2. 대응(그리스, 아일랜드, 포르투갈, 스페인, 이탈리아)

2012년~15년 사이에 재정적자를 GDP 대비 3%대로 감축하려고 노력

소득세제 개선, 부가가치세 인상을 통한 세수증대, 사회보장 축소, 공공부문 임금 및 연금 삭감 또는 동결, 공공부문 감원, 재정개혁 추진



자료: OECD Fiscal Consolidation Survey 2010

2.3. 대응(미국)

국가채무의 범정한도를 인상함으로써 국가부도 사태가 발생하는 것을 방지

연방정부의 부채 상한을 2조 1,000억 달러 늘리는 대신 10년간 정부지출을 2조 4,000억 달러 감축

2009~35년 기간 중 의무적 지출 증가분의 80%가 의료보장 지출, 20%가 사회보장연금 지출로 추정됨에 따라 이의 개선 방식에 대해 논의 중

재정지출의 Pay as you go 원칙 부활 방안 논의 중

세수 증대를 위해 과도한 세금공제 혜택 축소, 세제 단순화, 부가가치세 도입 등이 논의

중앙은행은 경기침체를 막기 위해 제로 금리 유지와 Operation Twist (장기 국채 매입)정책을 발표

3.1. 전망(EU I)

전문가들의 전망

	현 체제 유지 (Muddling Through)	통합 강화 (Bonds of Solidarity)	EMU 붕괴 (Collapse)	질서회복 (Resurgence)
내용	ECB 국채매입 확대	EMF 설립	수혜국의 EMU 탈퇴	재정개선
	EFSF(ESM) 규모 확대	유로본드 발행	지원국의 EMU 탈퇴	경쟁력 회복
	국가부도처리 장치 도입			
가능성	가장 높음	상당함	낮음	불가능하지 않음

자료: Ahearn et al(2011), EIU(2011), Atkins(2010), 한국은행(2011) 재인용

참고 5. 국가부도 경험국의 교훈

최근 국가부도를 경험한 국가(러시아, 우크라이나, 에콰도르, 아르헨티나)의 경우 부도 발생 이후 고정환율제도를 폐지하고 통화가치를 절하하여 대외경쟁력을 제고하는 한편

부실한 재정상황을 개선하여 부도 발생 이전보다 이후 경제성장률을 높임으로써 부도에서 벗어남

	부도직전연도	부도기간	부도종료연도
환율변화율(%)	15.3	262.4	-2.6
GDP 성장률(%)	-0.2	-0.9	7.0
경상수지(GDP 대비, %)	-3.8	5.3	4.5
재정수지(GDP 대비, %)	-3.9	-1.9	0.4

자료: 한국은행(2010)

참고 6. 과거 재정긴축 사례

정부지출 감축이 경제성장에 부정적인 영향을 미치지 않은 것은 세계경제가 호황을 보였기 때문

(단위: GDP 대비 %)

	구조적기초재정수지		경제성장률		세계 경제성장률	
	시작년	종료년	직전년	기간중	직전년	기간중
스웨덴(1994~00)	-7.1	4.7	-2.1	3.5	4.1	5.4
아일랜드(1980~89)	-7.0	4.8	2.9	2.4	-	7.6
캐나다(1986~99)	-5.4	5.7	4.8	2.8	6.7	5.6
이탈리아(1986~97)	-3.4	6.7	0.4	2.4	6.7	5.8
영국(1994~00)	-4.4	3.3	2.2	6.1	4.1	5.4
서독(1980~89)	-3.7	1.5	6.9	1.9	-	7.6
미국(1994~00)	-1.7	3.2	2.9	4.0	4.1	5.4
스페인(1995~06)	-0.6	3.1	2.3	3.8	5.3	5.9

자료: BIS 연차보고서, 한국은행(2011) 재인용

3.1. 전망(EU II)

국가부도를 경험한 국가나 재정수지를 개선시킨 국가의 경우 위기 극복을 위해 가장 중요했던 것은 **경제성장을 통한 세수 증대**

위기 경험국은 **환율 절하**를 통한 대외경쟁력 회복으로, 선진국 중 재정지출을 감축하는데 성공했던 국가는 **세계경제성장**으로 가능

EU 국가의 경우 환율정책을 시행할 수 없고, 미국 등 다른 선진국도 재정지출을 줄어야 하는 상황이어서 과거와 같은 경제성장을 기대하기 어려움

그리스와 포르투갈은 수출 의존도도 매우 낮은 상황

그리스 등의 부도를 막기 위한 현재와 같은 금융 지원은 폰지 게임과 같은 상황으로 장기적으로 지속될 수 없음

또한 재정위기 국가를 포함하여 모든 EU 국가가 재정수지 적자를 GDP 대비 3%대로 축소하더라도 정부부채는 지속적으로 증가하게 됨

3.2. 전망(미국)

당분간 미국 국채가 안전자산이라는 인식에 변화가 없기 때문에 미국의 재정위기 발생 가능성은 매우 낮음

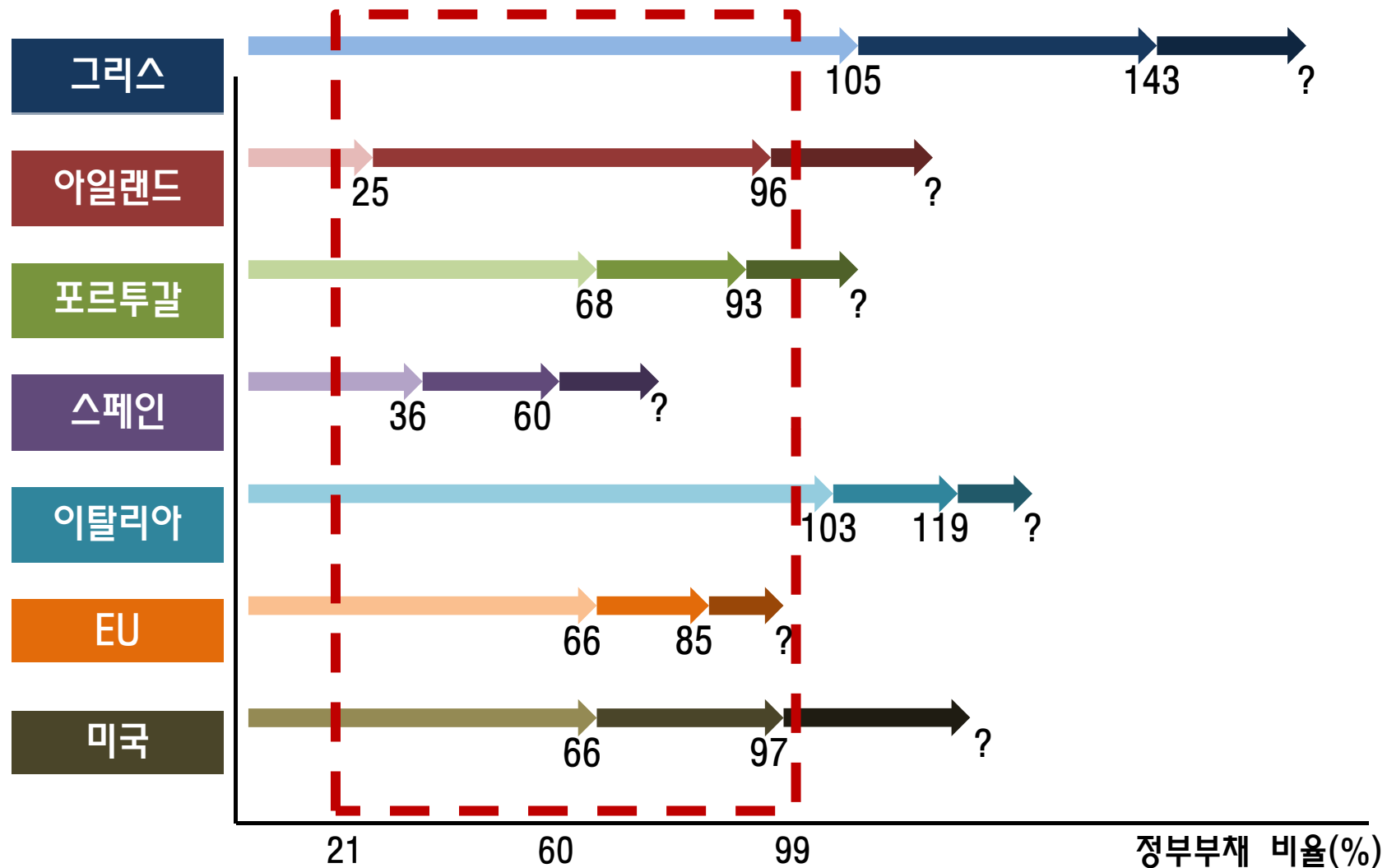
현재 논의되고 있는 재정건전화 방안의 경우 실행에 많은 어려움이 있기 때문에 계획과 같이 재정수지 적자가 감소할 것인지는 미지수

베이비 붐 세대의 은퇴 및 고령화로 재정지출을 줄이기가 어려운 상황

1980년대 재정적자를 해소한 요인이 플라자 합의에 따른 달러가치 하락과 IT 기술 확산에 따른 장기 경제성장이었다는 점에서 현재의 재정적자 해소는 쉽지 않아 보임

계획대로 재정지출을 감축하더라도 정부부채는 지속적으로 증가하게 됨

3.3. 전망(신뢰의 문제로 전환)



4. 소결

과거 재정위기를 경험한 선진국의 사례를 볼 때 EU, 미국, 일본 등 선진국 대부분 정부부채가 재정위기의 임계수준을 넘어섰거나 임계수준에 접근

각국이 발표한 계획처럼 재정수지가 축소되더라도 정부부채는 지속적으로 증가할 수 밖에 없는 상황

앞으로의 정부부채 문제는 **신뢰문제(Confidence Problem)**이며 대부분 국가의 경우 사소한 외부충격에도 재정위기가 발생할 수 있는 불확실하고 불안한 상황에 처하게 될 가능성이 매우 높아 보임

그리스 등 재정위기 국가에 대한 지원방식은 근본적인 해결책이 되지 못하며 국가부도 시기만을 연기

질서있는 국가부도 절차가 시행될 경우 부도처리 될 것으로 보임

IV. 거시경제 및 금융시장에 대한 시사점

1. 세계경제성장을 하락

남유럽 국가의 재정위기와 미국의 재정지출 감축은 금융시장 불안, 경제심리 위축, 교역축소 등으로 글로벌 경제성장률을 하락시킬 것임

재정지출 감축으로 경제성장률 하락이 불가피

글로벌 금융위기로 가계부채가 조정을 겪는 과정에서 소비위축을 정부지출 확대가 상쇄하였으나 앞으로의 재정지출 감소를 가계와 기업이 상쇄할 수 없음

안전자산 선호로 저축이 증가하고 투자가 부진해질 것으로 보임

수출 위주의 신흥국 성장에도 악영향을 미칠 것임

일부 남유럽 국가의 부도가 현실화될 경우 글로벌 금융위기 재현에 따라 경기침체 가능성도 상존

2. 중앙은행 B/S 부실 가능성

(단위: 10억 달러)

FRB B/S			2007	2008	2009	2010
단기국채	통화	자산	918	2,075	1,903	2,002

(단위: 10억 유로)

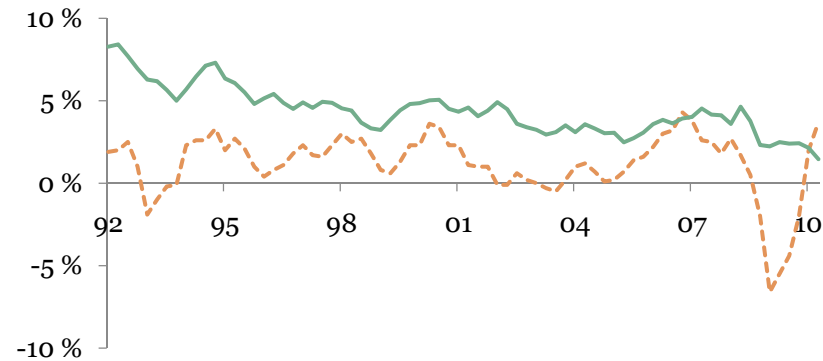
ECB B/S			2007	2008	2009	2010
Non-EU 채권	통화 자본금	자산	1,441	2,241	2,237	2,423

중앙은행이 매입한 자산이 부실해지거나 중앙은행의 적자가 발생할 경우
중앙은행의 신뢰성이 훼손

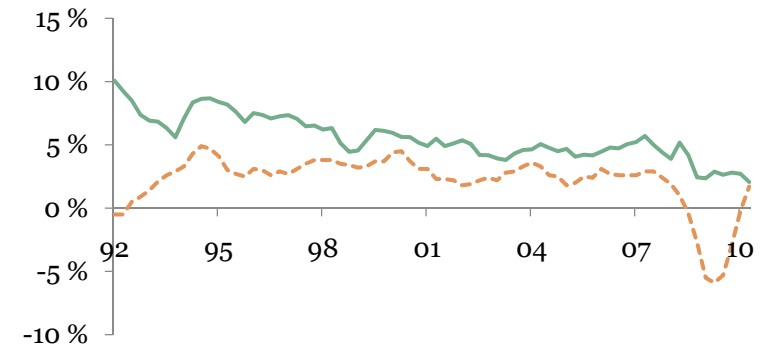
일본의 사례처럼 중앙은행의 자산가치 하락을 우려하여 중앙은행이 금리
인상에 소극적이게 됨

참고 7. 장기 금리 추이

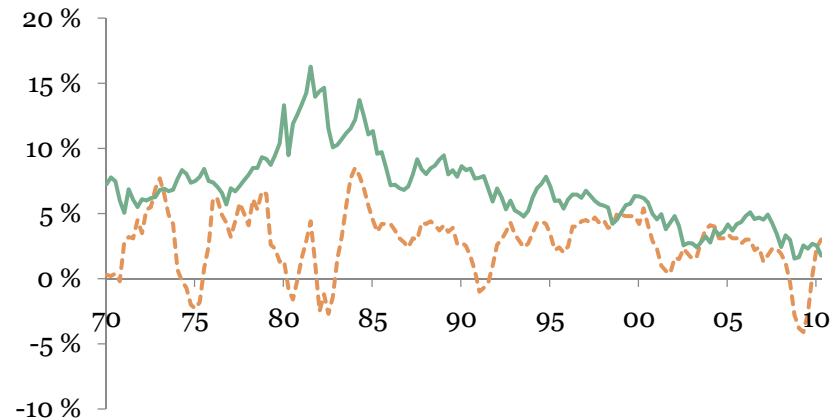
독일



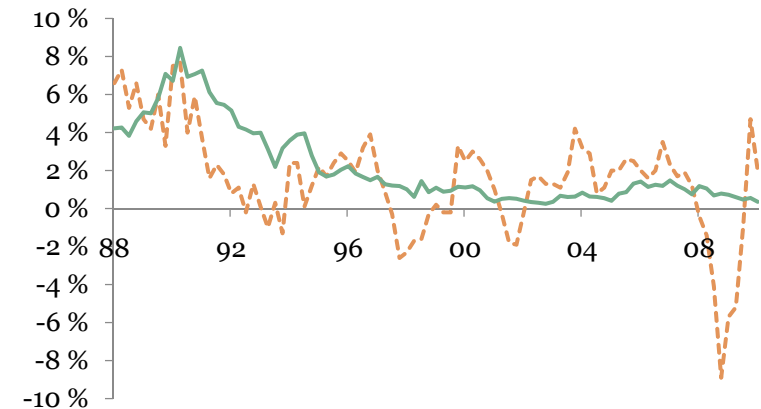
영국



미국



일본



주: 실선(실질 국채수익률), 점선(실질 경제성장률)

3. 통화정책의 재정정책 종속

정부 B/S		중앙은행 B/S		연결 B/S	
조세권	국채	국채	통화	조세권	통화

국채의 실질가치를 줄이기 위해 인플레이션 유인이 증가하는 한편, 중앙은행은 재정에 대한 부담으로 인해 금리 인상이 어려워지게 됨

경제성장률 하락과 재정지출 축소로 인해 단기적으로 디플레이션이 나타날 수도 있으나 디플레이션은 정부부채의 실질가치를 높이기 때문에 정부나 중앙은행이 이에 적극적으로 대응할 것으로 보이며
장기적으로 각국의 재정지출 축소 노력에도 불구하고 정부부채가 지속적으로 증가할 것이기 때문에 인플레이션 가능성이 높아 보임

장기적으로 정부부채 규모가 축소되는 모습을 보이기 이전까지 물가상승률은 높아지고 금리는 낮은 수준에서 유지되며 경제성장률은 하락할 것으로 예상됨

4. 환율전쟁 가능성

금리 인상이 어려워지게 되고 인플레이션이 발생할 경우 환율이 절하되는 효과가 나타날 수 있으나 이 경우 경기둔화를 우려한 신흥국과 환율전쟁 가능성이 높아짐

참고 8. 우리나라 재정상황

재정상황이 양호하던 아일랜드의 경우에도 부동산 거품 붕괴에 따른 금융부실로 정부부채가 급증하고 재정위기가 반발한 점을 고려할 경우 가계부채 관리가 중요하며 또한 고령화에 대비한 중장기 재정계획이 필요

(단위: %)

	2001	2006	2007	2008	2009	2010
경제성장률	4.0 4.8	5.2 5.3	5.1 5.2	2.3 -3.0	0.3 -7.0	6.2 -0.4
재정수지(GDP 대비)	1.1 0.9	0.4 2.9	3.5 0.1	1.2 -7.3	-1.7 -14.3	1.4 -32.4
경상수지(GDP 대비)	1.7 -0.7	1.5 -3.6	2.1 -5.3	0.3 -5.6	3.9 -3.0	2.8 -0.7
정부부채(GDP 대비)	18.7 35.5	31.1 24.8	30.7 25.0	30.1 44.4	33.8 65.6	33.4 96.2
실업률	4.0	3.5 4.4	3.2 4.5	3.2 6.4	3.6 11.8	3.7 13.6

주: 빨간색은 아일랜드

감사합니다

글로벌 금융불안이 국내 금융시장에 미치는 영향

2011. 9. 21

유진아

보험연구원

차 례

I. 글로벌 금융위기와 재정위기

II. 주식시장

III. 채권시장

IV. 외환시장

V. 시사점

- 참고자료

I. 글로벌 금융위기와 재정위기

I. 글로벌 금융위기와 재정위기

글로벌 금융위기 발생원인과 대응

금융기관 자산건전성 악화에 따라 금융시장 유동성이 긴축되었고
금융기관 위험이 실물경제에 확산

통화당국과 재정정책 당국은 확장정책으로 대응

재정위기 발생원인

재정기초 여건이 취약한 상황에서 확장적 재정정책을 실행한 결과
재정건전성이 크게 악화

재정건전성이 악화된 상황에서 경기불황 가능성이 상승하는 상황이
기 때문에 확정적 경제정책으로 대응하기 어려움

II. 주식시장

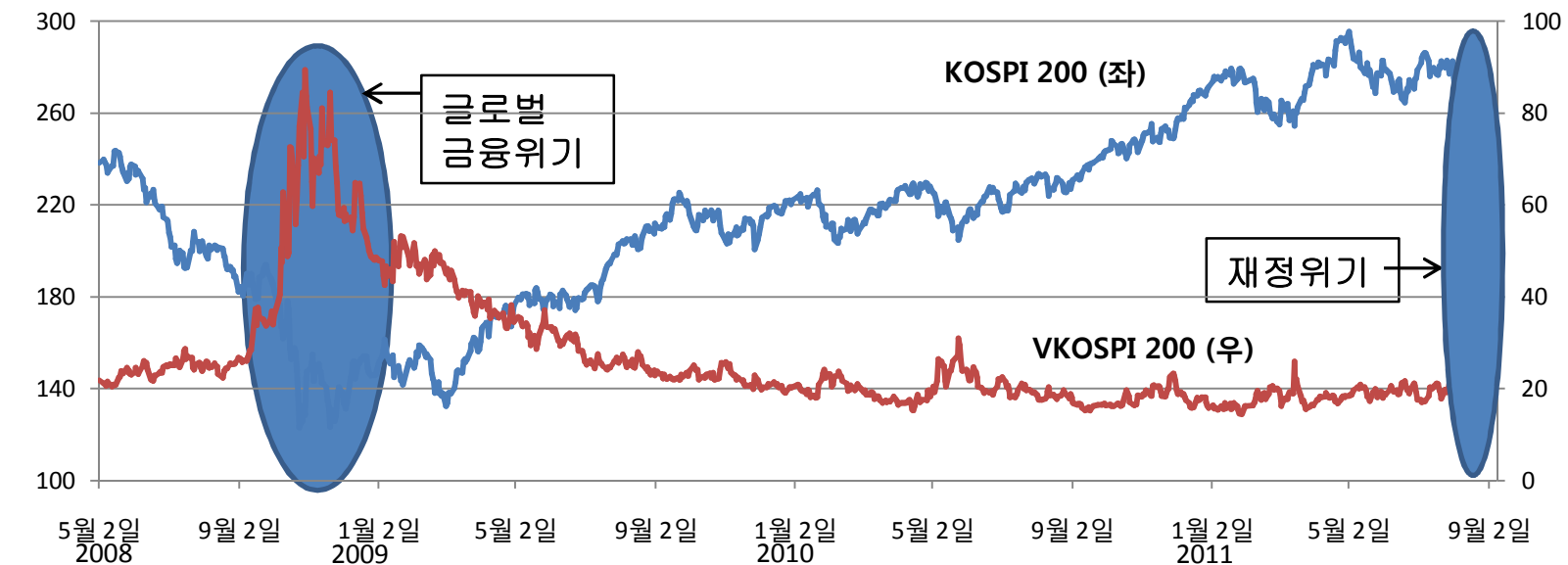
- 주식시장 지수 추이
- 외국인 순매수 추이
- 최근 주식시장의 특징

Ⅱ. 주식시장 ①

글로벌 금융불안이 확산됨에 따라 VKOSPI 지수가 급등하고
KOSPI 지수는 급락

최근 재정위기가 주식시장에 미친 영향은 현재 시점에서 보면
글로벌 금융위기의 영향보다 제한적

KOSPI 200과 VKOSPI 200 추이

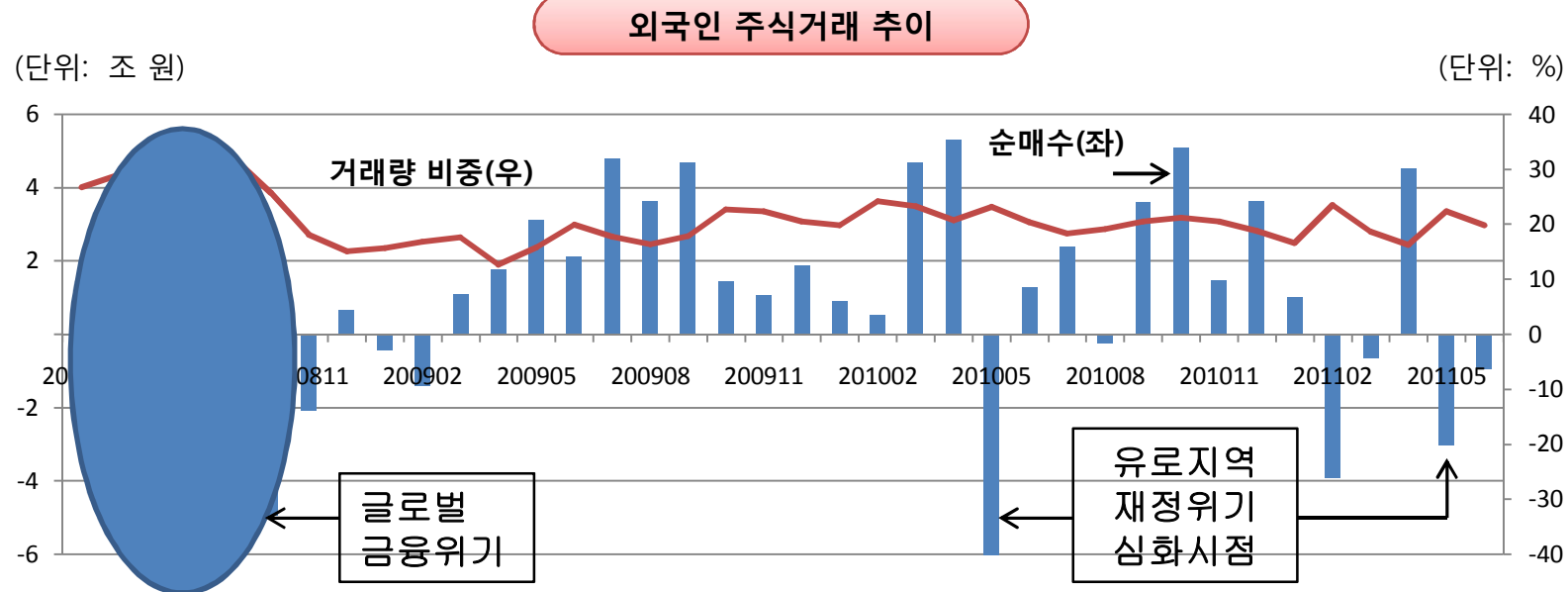


자료: Bloomberg

Ⅱ. 주식시장 ②

주식시장에서 외국인은 외부 충격에 민감하게 반응하면서
주가지수 하락 주도

글로벌 재정건전성 논란이 불거지는 시점마다 외국인 순매도 발생



자료: 금융감독원

Ⅱ. 주식시장 ③

글로벌 금융불안에 따라 주식시장 불안심리가 확대되면서
주가지수 하락

외국인 투자가는 외부 충격에 민감하게 반응하면서 주가하락을 주도

최근 재정위기가 고조되면서 발생한 외국인 순매도 규모는 2010년
5월 그리스 재정건전성 논란 시점과 유사

아시아 지역에서 유입되는 국부펀드의 경우 순매수를 유지

글로벌 금융위기 시와 비교하면 현재 시점에는 재정위기가
우리나라 금융시장에 미친 영향은 제한적

III. 채권시장

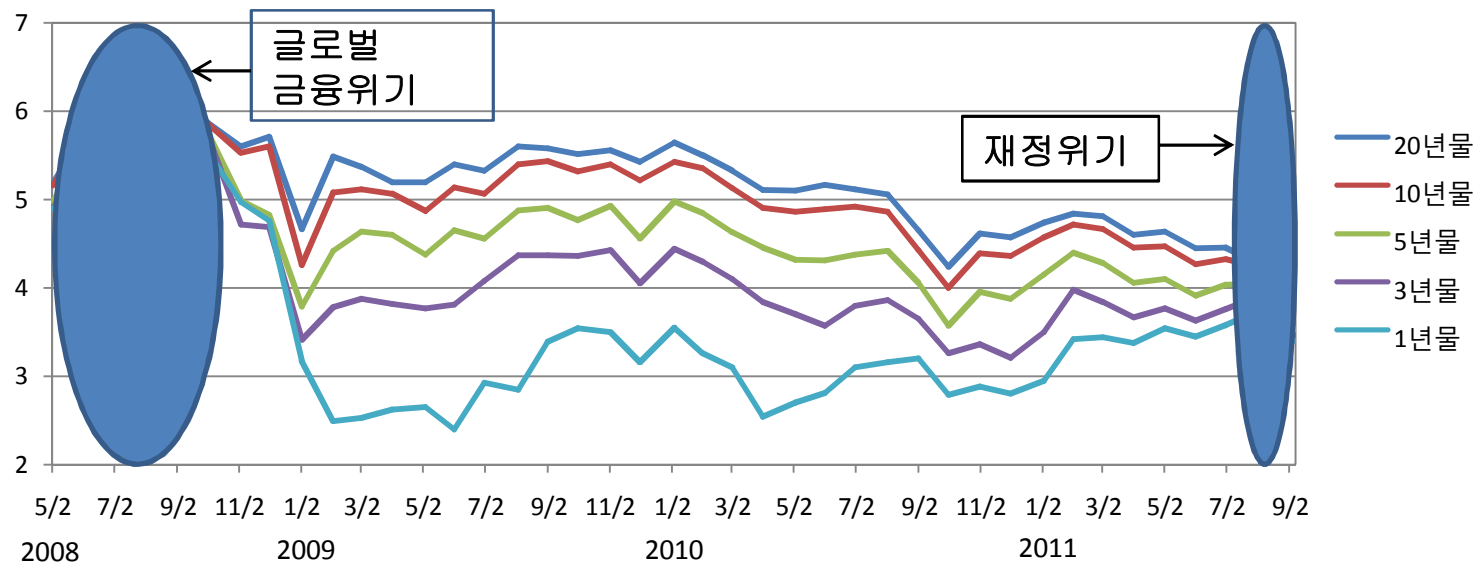
- 국채 수익률 추이
- 국채 수익률 곡선
- 최근 채권시장의 특징

Ⅲ. 채권시장 ①

글로벌 금융불안에 따라 채권수익률은 하락하였고 장단기 금리 격차가 축소

글로벌 금융위기 시 채권수익률은 상승하였는데
최근 재정위기 시 채권수익률은 하락

국채 수익률 추이



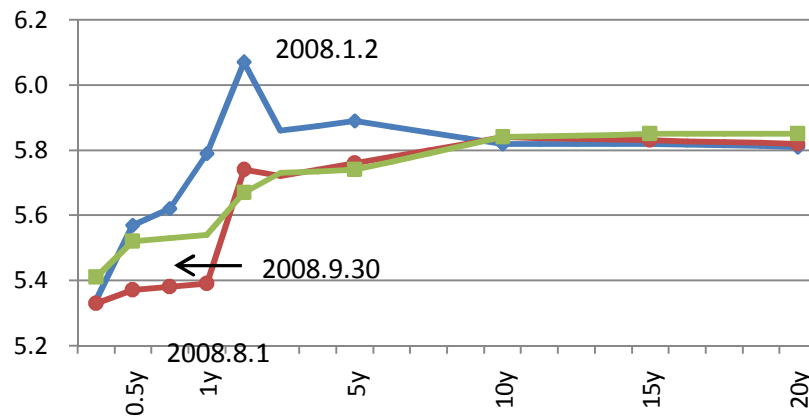
자료: Kis Pricing

Ⅲ. 채권시장 ②

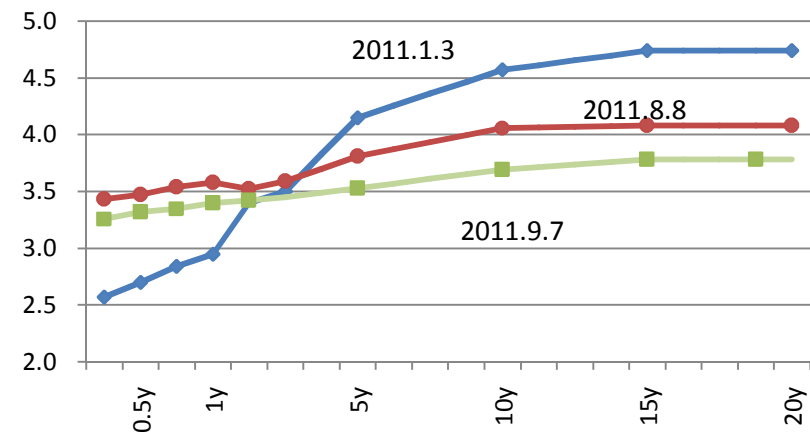
최근 재정위기가 심화되면서 투자가들은 안전자산을 중심으로 자산 포트폴리오를 조정

글로벌 금융위기 시 단기채권 수요 변화에 따라 장단기 금리차이가 축소되었지만 최근 재정위기 시 장기채권과 단기채권의 수요가 모두 확대되면서 장단기 금리차이 축소

국채 수익률 곡선(2008)



국채 수익률 곡선(2011)



자료: Kis Pricing

Ⅲ. 채권시장 ③

안전자산 선호 성향이 강화되면서 국채수요가 확대되고 수익률은 하락

최근 외국인 투자자 가운데 재정위기 대상이 된 국가의 투자자는 국채 순매도를 하고 있지만 미국, 독일, 중국 등의 투자자는 국채 순매수를 유지

채권시장 투자자 가운데 국부펀드 유입이 확대되고 있는데, 이들은 외환보유고 다변화, 환율경쟁 등의 목적으로 유입되기 때문에 외부충격에 대해서 비교적 덜 민감하게 자본 유출

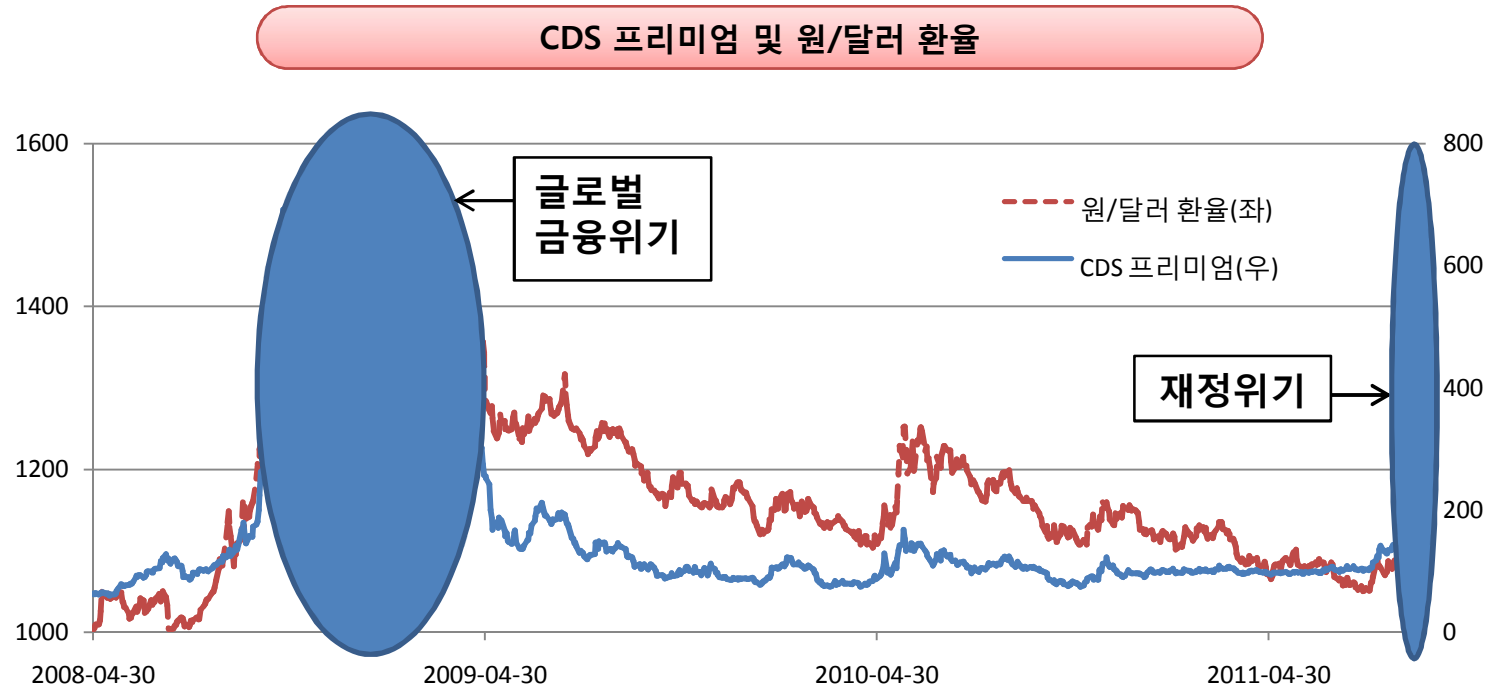
글로벌 금융위기 시 채권시장에서 외국자본 유출이 발생하였지만 최근 재정위기에는 외국자본이 지속적으로 유입

IV. 외환시장

- 원/달러 환율 및 CDS 프리미엄 추이
- 대외채무 추이
- 외국자본 유출입
- 최근 외환시장 특징

IV. 외환시장 ①

글로벌 금융위기 시 우리나라는 외환유동성 위험에 노출되었는데
재정위기 시 외환유동성 위험은 현재까지 제한적



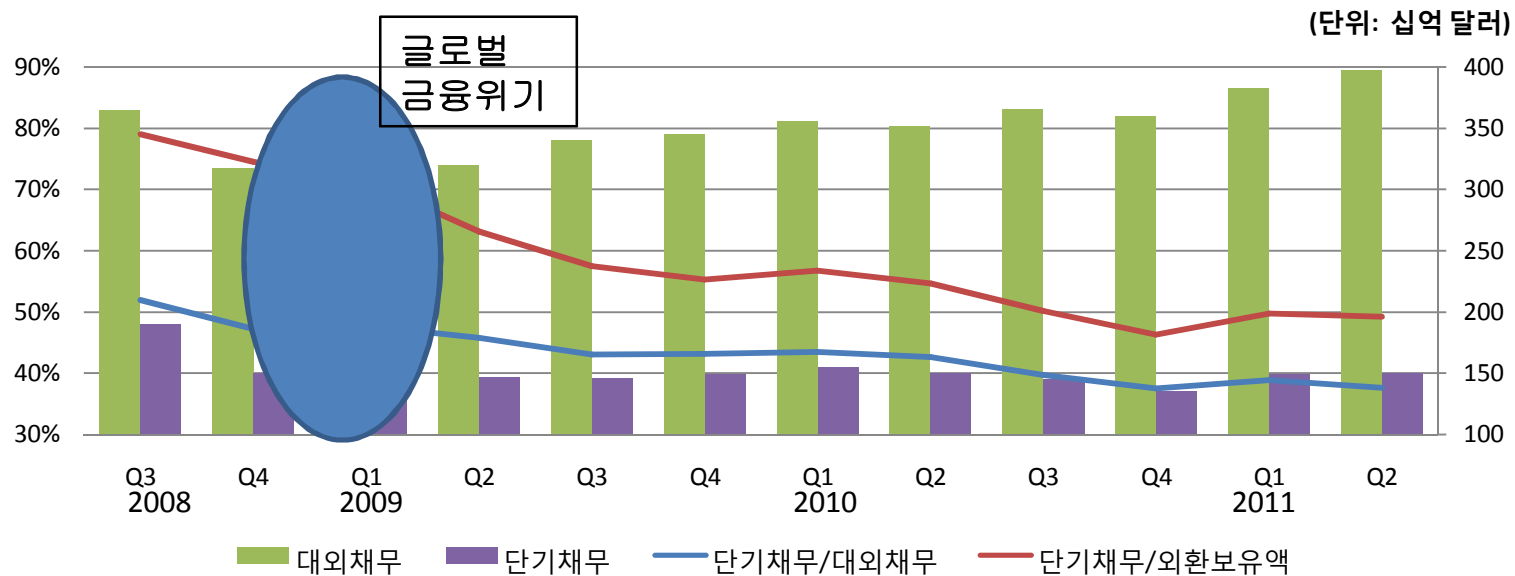
자료: Bloomberg

IV. 외환시장 ②

외환건전성 강화 조치에 따라 단기 대외채무 비중이 하락하는 등 만기구조가 개선됨

글로벌 금융위기 시 외환보유액 대비 단기채무 비중이 높아져 외환유동성 위험이 증가하였는데 2011년 동 비중이 하락하면서 외환유동성 위험은 축소됨

우리나라 대외채무 추이



자료: 한국은행

IV. 외환시장 ③

외국자본은 주식 보유를 줄이고 채권비중을 늘리는 등 우리나라 금융자산 포트폴리오를 조정하면서 자본유출은 크지 않음

상장채권 국가별 순매수 추이

(단위: 천억 원)

	중국	일본	룩셈부르크	독일	프랑스	미국
2009년	17.9	1.0	28.0	3.4	-49.2	54.3
2010년	47.0	4.5	66.2	-16.1	4.9	62.2
2011년	27.3	0.4	23.6	14.2	-12.3	26.0

상장주식 국가별 순매수 추이

(단위: 천억 원)

	중국	일본	룩셈부르크	독일	프랑스	미국
2009년	8.8	4.7	37.5	-3.6		74.0
2010년	9.8	5.3	31.2	5.0	2.3	149.1
2011년	12.5	-6.6	-11.5	-9.6	-22.0	56.1

자료: 금융감독원. 2011년은 8월까지 집계된 자료

IV. 외환시장 ④

최근 글로벌 금융불안에 따라 원/달러 환율이 상승

외국인 투자자는 우리나라 금융시장에 남아서 주식과 채권의 포트폴리오 조정을 하기 때문에 외국 자본유출이 제한적으로 발생

외환건전성 강화조치에 따라 대외채무의 만기구조가 개선되는 등 외환유동성 위험이 축소

최근의 재정위기가 외환시장에 미치는 영향은 글로벌 금융위기 시보다 제한적

V. 시사점

- 주식시장
- 채권시장
- 외환시장
- 우리의 대응

V-1. 주식시장

글로벌 금융불안이 장기화되고 선진국 경제회복이 지연되면 우리나라 주식시장 불안심리가 고조되면서 장기불황에 직면할 가능성이 높음

우리나라는 선진국에 비하여 신용위험이 높기 때문에 금융불안이 장기화될수록 외국자본 유출 확대

주식시장 불안심리가 확대되면 국내 투자자도 안전자산 선호경향이 강화되면서 대체 투자자산을 선호

우리나라 주식시장은 글로벌 금융불안의 빠른 안정화 여부에 민감하게 반응할 것으로 보임

V-2. 채권시장

글로벌 금융불안이 장기화되면 우리나라 채권시장에서 외국자본 유출이 발생할 가능성이 높음

외국인 투자자는 주식을 국채로 대체하면서 채권수요를 확대하고 있지만 글로벌 금융불안이 장기화되면 우리나라 채권시장에서 이탈할 가능성이 높음

국내 투자자의 경우 글로벌 금융불안이 장기화되면 안전자산을 선호하고 또한 국채에 대한 대체 투자수단이 충분하지 않기 때문에 국채 수요를 유지할 것으로 예상

더욱이 보험회사의 경우 RBC 제도 등이 시행됨에 따라 국채 수요를 확대할 것으로 보임

금융불안이 장기화되면 외국자본 유출에 따라 채권수익률이 급등할 가능성이 높지만 국내 금융기관의 수요에 의하여 다소 상쇄될 수 있음

V-3. 외환시장

글로벌 금융불안이 장기화되면 외국자본 유출 규모가 확대되면서 외환 유동성 위험이 증가할 가능성이 높음

외국인 투자자는 주식을 국채로 대체하면서 우리나라 금융시장에 머물고 있기 때문에 유동성 문제는 심각하지 않은 상황임

금융불안이 장기화되면 국채시장에서 외국 자본유출이 발생할 가능성이 높고, 그에 따라 외환시장에 혼란이 가중될 수 있음

더욱이 우리나라 은행은 유럽계 은행을 통한 외화조달 비중이 높기 때문에 재정위기가 장기화되면 외환유동성 문제가 심화될 수 있음

우리나라 외환시장은 외국자본의 흐름에 노출되어 있기 때문에 글로벌 금융불안이 장기화되면 외환유동성 문제 등에 직면할 가능성이 있음

❖ 참고자료

- 글로벌 금융위기 이후 외국자본 유입 배경
- 재정위기 진원 국가 CDS 프리미엄 추이

❖ 참고자료 ①

글로벌 금융위기 이후 외국자본 유입 배경

우리나라 경제가 빠른 회복세를 보이며 외국자본의 국내 유입

재정거래 차익 양(+)의 값 유지

외국은행 국내지점 국내 금융자산 투자

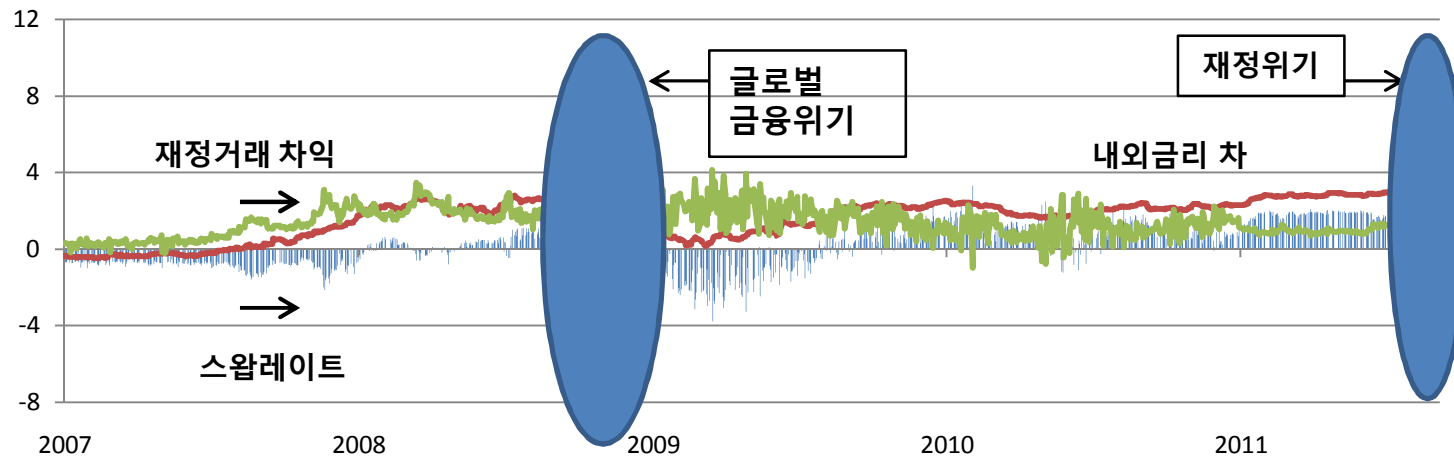
국부펀드 등의 국내 유입

❖ 참고자료 ②

재정거래 차익이 소멸되지 않고 지속적으로 유지

환 위험을 제거한 후에도 내외금리차가 발생하고 있어 추가적인 수익률을 목적으로 하는 투자자본의 국내유입 발생

재정거래 차익 추이



주: 내외금리차 = 통안증권 수익률(1년물) - LIBOR 금리(1년)

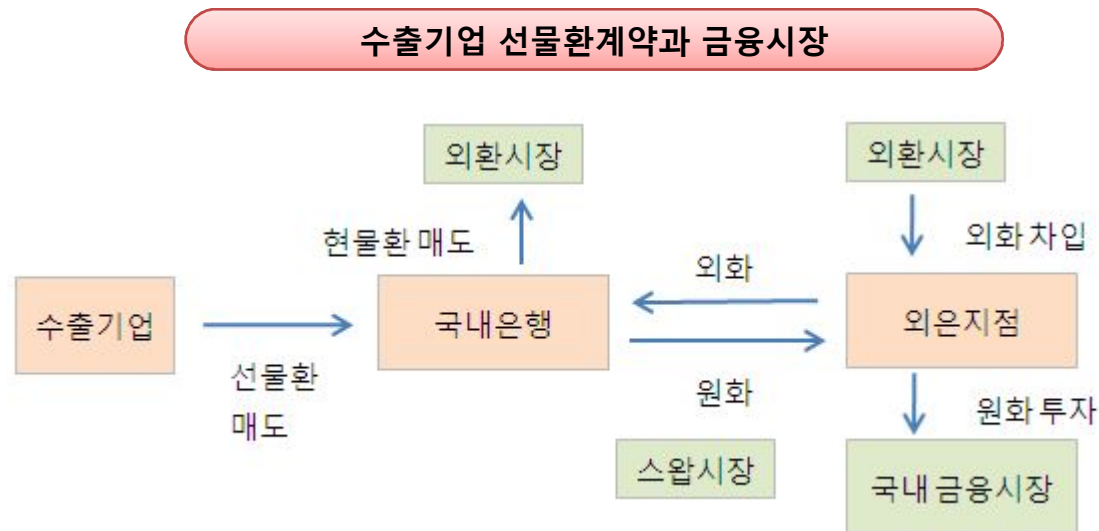
swap rate = [선물환율(1년물) - 현물환율] ÷ 현물환율

자료: Bloomberg

❖ 참고자료 ③

외국은행 국내지점의 국내 금융시장 투자

외은지점은 수출기업 선물환 계약 매입 및 청산과정에서 확보한 원화를 국내 금융시장에 투자



❖ 참고자료 ④

외국인 투자가 그룹

국부펀드(중앙은행, 정부출자펀드 등)의 경우 포트폴리오 다변화, 환율정책 등의 목적으로 국내 유입

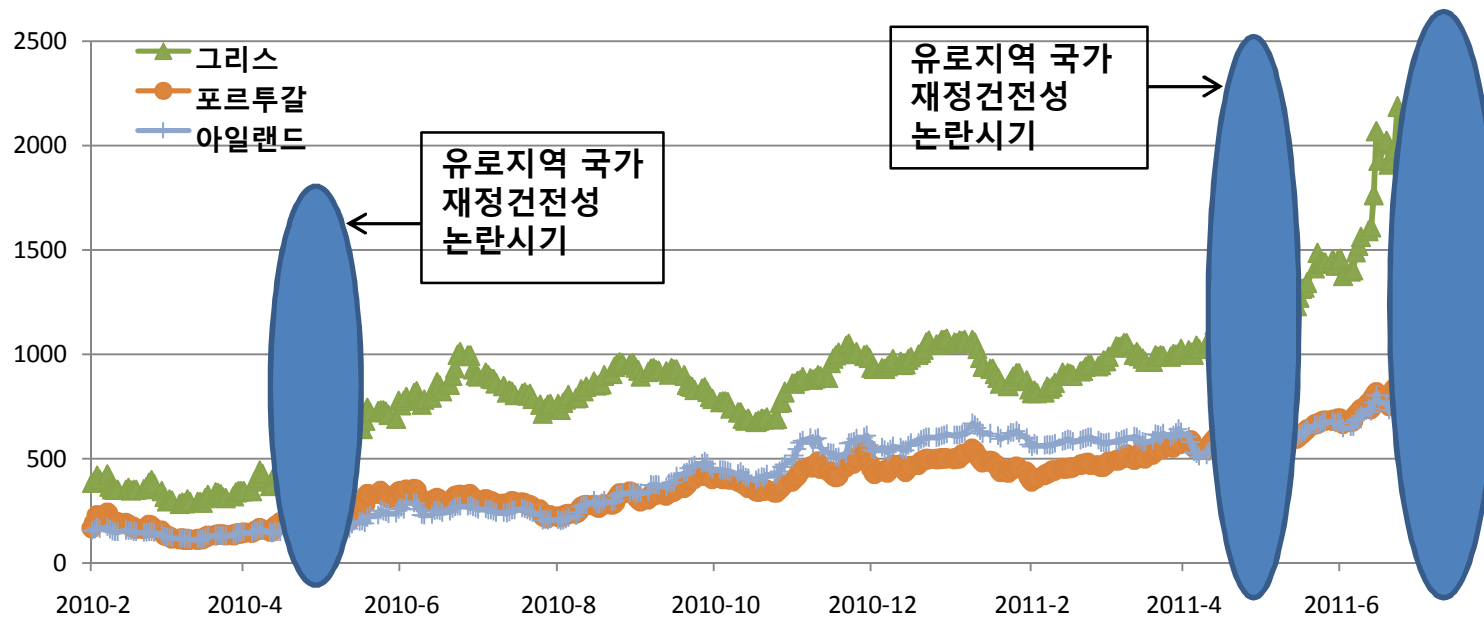
투자회사(미국, 룩셈부르크, 영국, 태국)의 경우 가장 규모가 큰 주식 및 채권 순매수 세력

은행 및 증권(유럽국가)는 주식의 경우 보유비중은 작지만 매매가 빈번하고, 채권의 경우 보유비중도 크고 매매가 빈번

❖ 참고자료 ⑤

글로벌 재정위기 진원 국가들의 CDS 프리미엄 추이

남유럽 국가의 재정건전성 논란은 2010년 5월에 불거졌고 그 당시 구제금융 지원을 통하여 일단락 되었으나 최근 다시 불거짐



자료: Bloomberg

감사합니다

글로벌 금융불안이 보험산업에 미치는 영향과 시사점

2011. 9. 21

임준환

보험연구원



차 례

- I. 환경변화 및 특징
- II. 거시환경변화가 보험산업에 미치는 영향
- III. 시사점
 - 1. 보험부채 측면
 - 2. 자산운용 측면
 - 3. 재무건전성 측면
 - 4. 경영전략 측면

I. 환경변화 및 특징

I. 환경변화 및 특징

1. 환경변화

❖ 규제환경의 변화

- 자본규제 강화
- 보험계약자 보호 강화

❖ 거시경제 환경 악화

- 경기침체 및 디플레이션 가능성
- 근거
 - 선진국 재정불안확대 또는 더블딥(double dip) 가능성 증대
 - 미국 주택경기 회복 속도 더딤
 - QE3 정책 이미 시행:
 - » 통화정책: 2012년까지 제로 금리
 - » Operation Twist: 단기국채 매도, 장기채 매수
- 우리나라도 글로벌 경제의 영향권
 - Decoupling 주장은 설득력 부족

I. 환경변화 및 특징

1. 환경변화

- 거시경제 불안(경기침체, 디플레이션)에 나타나는 현상
 - 저 성장
 - 추가하락
 - 금리하락
 - 신용위험증대
 - 금융자산가격간 상관성 높음

❖ 글로벌 금융위기 이후 규제 환경변화와 더불어 거시경제 환경변화가 보험권에 미치는 영향을 살펴보고자 함

- 보험사업모형
- 재무건전성: 지급여력
- 경영전략

1. 환경변화 및 특징

2. 특징

특징(1): 연금중심 저축성보험 비중 증가 → 경기변동 노출

- 경기변동(business cycle)에 민감
- 금리연동형 위주, 금리확정형 상품 미미
- 시사점
 - 장점 또는 기회: ALM매칭 용이
노령화 대비 다양한 상품개발 가능
 - 단점 또는 위험: 보험계약자의 선택 폭 축소
경기변동위험 노출

I. 환경변화 및 특징

2. 특징

생명보험회사: 월납초회보험료

(단위: 억 원)

	FY' 06	FY' 07	FY' 08	FY' 09
저축성보험	8,540	10,733	9,384	7,859
저축보험	3,639	4,504	3,894	2,899
금리확정형	0	0	0	0
금리연동형	1,718	1,229	2,134	2,282
변액저축	1,921	2,825	1,760	617
연금보험	4,901	6,680	5,490	4,960
금리확정형	53	26	9	15
금리연동형	2,574	2,986	3,012	2,599
변액연금	2,274	3,668	2,469	2,347
보장성보험	6,184	5,414	4,616	6,388

금리연동

주가지수 민감

자료: 금융통계시스템

1. 환경변화 및 특징

2. 특징

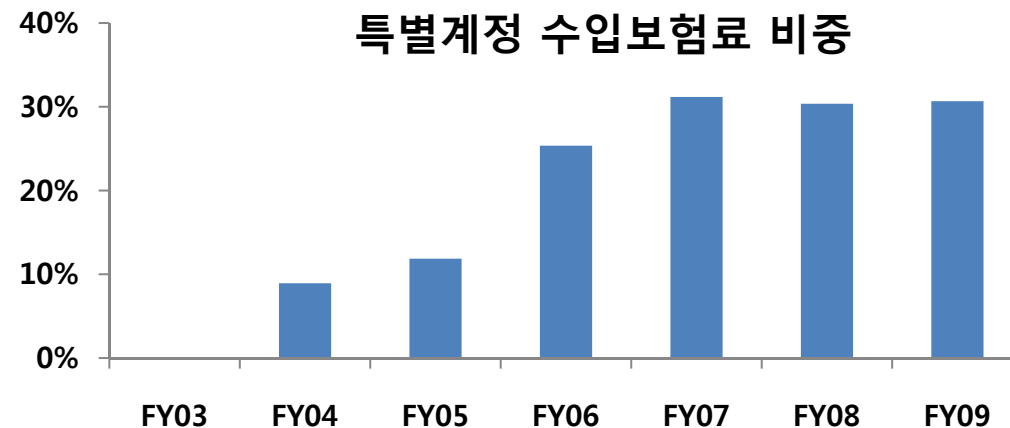
- ❖ 저축성 보험: 경기변동(business cycle)에 민감
 - 글로벌 금융위기 여파로 보험료 유입 급락
 - 금리 연동형 또는 변액연금이 주도
 - 금리확정형 상품 비중 미미: 보험계약자의 선택 폭 축소
 - 연금형 금리확정형상품 존재하나
 - 저축성 금리확정형상품은 출시 전무
 - ❖ 보장성 보험: 경기변동에 민감하지 않음
 - 글로벌 금융위기 여파에 덜 민감
 - 종신보험 주도
- ✓ 정의:
- 저축성보험: 생존 시 지급되는 보험금 > 납입보험료
 - 보장성보험: 생존 시 지급되는 보험금 < 납입보험료

1. 환경변화 및 특징

2. 특징

특징(2): 특별계정비중 증가 추세 → 금융융합(financial convergence)

- 퇴직연금: 원금보장형 > 투자실적형
- 변액보험: 변액연금
- 특별계정 비중확대의 의미
 - 기회: 수수료 수입 창출
 - 위험: 자본시장 노출 위험



자료: 보험통계시스템

I. 환경변화 및 특징

2. 특징

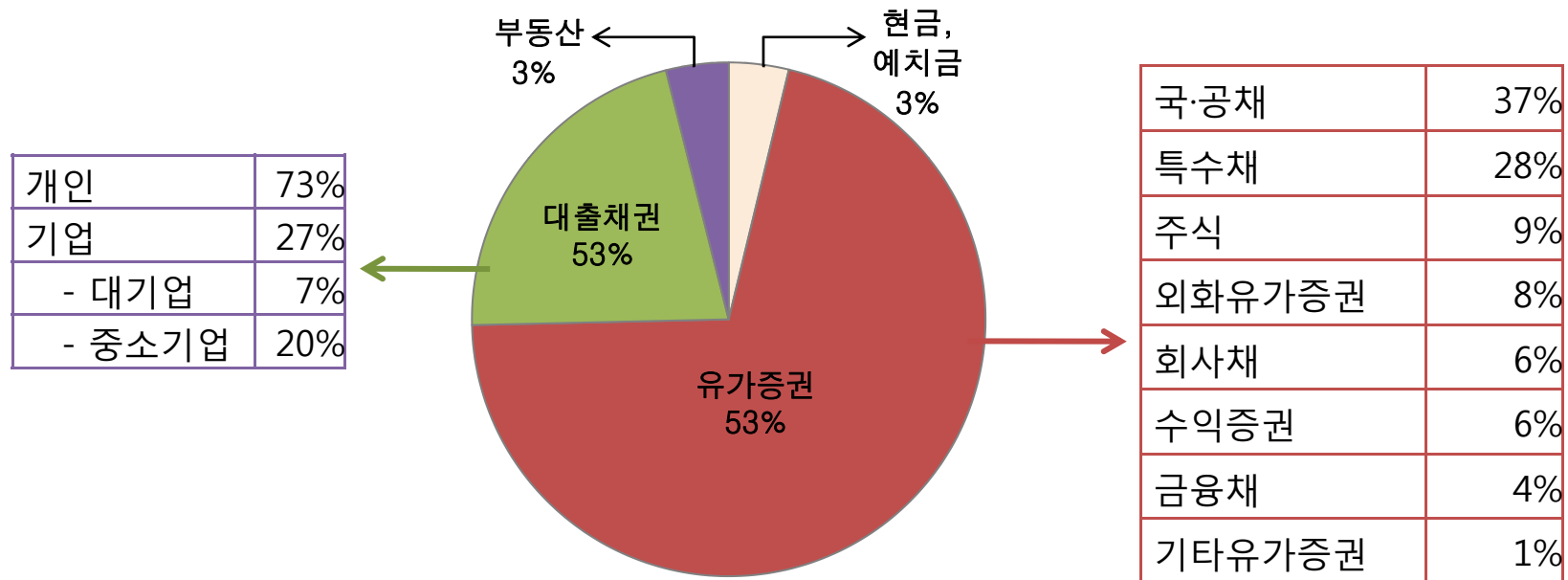
특징(3): IMF 위기 대비 자산포트폴리오의 다변화

- 국공채중심의 안전자산 투자 비중: ALM
 - 운용자산의 70% 이상
- 기업관련 투자비중 축소
 - 현재: 12.3%
 - IMF 위기 당시: 전체자산의 50% 차지
 - 기업투자 편중: 대출, 회사채, 주식 투자
- 가계대출 비중 증가: 전체 대출의 80%에 육박
- 비 운용자산: 은행권 대비 높은 비중
- 의미
 - 장점 및 기회: 안전자산 위주 투자
부채중심의 자산운용 체제 구축
 - 단점 및 위험: 수익원 발굴 용이하지 않음
장기투자자의 장점 충분히 활용 못함

I. 환경변화 및 특징

2. 특징

- 유가증권: 주식 4.8%, 국공채 19.4%, 특수채 14.5%, 금융채 2.2%, 회사채 3.3% 등
- 대출채권: 개인 11.6%, 대기업 1%, 중소기업 3.2%



자료: 금융통계정보시스템

I. 환경변화 및 특징

2. 특징

❖ 생명보험

	<u>FY2010</u>		<u>FY2010</u>
운용자산	74.54%	책임준비금	67.0%
현금예금	2.8%	계약자지분조정	1.5%
유가증권	52.8%	기타부채	2.7%
대출채권	16.0%		
부동산	3.0%	특별계정부채	19.7%
비운용자산	5.9%		
특별계정자산	19.5%		
자산 총계 416조 원	100.0%	자본총계	9.1%
		부채 및 자본 총계	100.0%

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템(<http://fisis.fss.or.kr>)

I. 환경변화 및 특징

2. 특징

❖ 손해보험

	<u>FY2010</u>		<u>FY2010</u>
운용자산	80.0%	책임준비금	70.5%
현예금	5.3%	지급준비금	6.5%
유가증권	51.5%	미경과보험료	9.0%
대출채권	17.7%	장기보험료적립금	54.4%
부동산	5.5%		
비운용자산	16.4%	기타부채	7.6%
미상각신계약비	8.6%		
특별계정자산	3.6%	특별계정부채	3.6%
퇴직보험/연금			
자산 총계 102조 원	100.0%	자본총계	14.4%
		부채 및 자본 총계	100.0%

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템(<http://fisis.fss.or.kr>)

I. 환경변화 및 특징

2. 특징

특징(4): 은행 대비 시장위험 민감도 낮음

- 주된 요인: 경기변동에 덜 민감한 보장성보험 관련 수익원
- 시사점: 투자다각화 차원에서 보험주식편입투자비중 확대 유인 제공

업종간 주식 베타 비교

	상관계수	베타
코스피 은행지수	0.69	0.94
코스피 보험지수	0.65	0.82
코스피 전자업종 지수	0.80	1.08

주: 2009년 1월 이후 일간종가 기준
자료: Bloomberg

II. 거시환경변화가 보험산업에 미치는 영향

II. 거시환경변화의 영향

1. 보험부채 측면

	보장성	저축성	투자형
경제성장둔화	○	○	○
금리(장기)하락	△	○	○
주가하락	X	X	○
신용위험	X	X	○

II. 거시환경변화의 영향

1. 보험부채 측면

1) 저금리

저금리 → 확정금리형 보험계약의 부채평가 증대

- ❖ ALM 갭이 존재하는 상황에서 저금리환경이 장기화되는 경우 보험 부채의 평가(현가) 금액이 상승
 - $ALM \text{ 갭} = \text{부채 듀레이션} - \text{자산 듀레이션} > 0$
 - 금리 상승기: 이익
 - 금리 하락기: 손실
- ❖ 대형 생보사의 경우 이차 역마진에 직면
 - 과거 고금리 확정형 저축성 보험상품 존재
 - 최근 금리연동형 상품으로 대체되고 있으며 전체 상품포트폴리오에서 확정형 상품이 차지하는 비중이 줄어드는 추세

II. 거시환경변화의 영향

1. 보험부채 측면

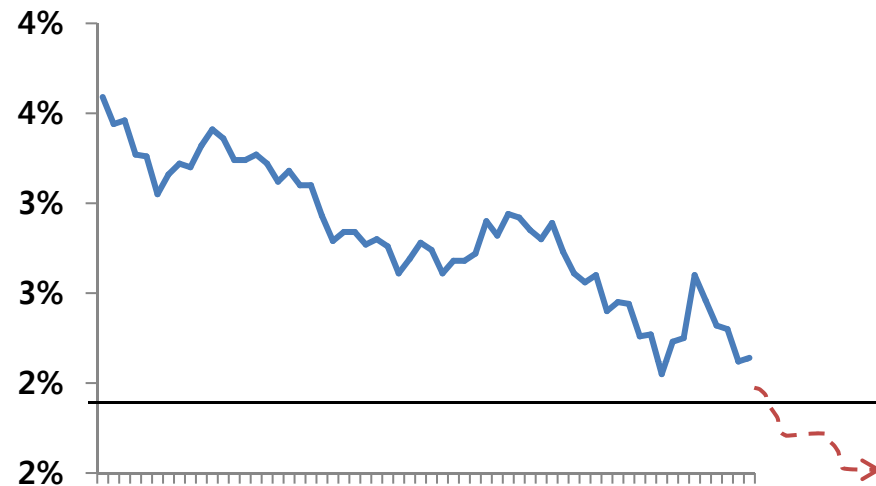
저금리 → 금리 연동형 보험계약의 GIC(Guaranteed Interest Contract) 위험증대

- ❖ 저금리 → GIC(Guaranteed Interest Contract, 최저이율보증 계약)
옵션이 내재된 보험계약은 금리 연동형
- ❖ 최저보증이율: 금리연동형 보험의 보험료 적립금을 적용할 때 적용되는 보험사가 보증하는 최저 이율
 - 시장의 환경변화 및 시장금리 수준과 관계없이 최저금리로 보장된 적립금을 보장
 - 최저보증이율 적용
 - 예: 10년 이내 2.5%, 10년 초과 1.5%
 - 금리연동형 계약의 대출이율도 공시이율과 연계 = 공시이율 + 1.5%
- ❖ IFRS 42단계: 보험부채 평가 시 보험계약에 내재된 옵션과 보증가치 산출 반영

II. 거시환경변화의 영향

1. 보험부채 측면

저금리 → 금리 연동형 보험계약의 GIC(Guaranteed Interest Contract) 위험증대



- 공시이율이 최저 이율을 하회하는 경우 GIC 내재되어 있는 보험부채는 최저보증이율에 따른 추가 준비금 부담

II. 거시환경변화의 영향

1. 보험부채 측면

2) 주가변동성 확대

주가변동성 확대 → 변액연금의 최저 보증부담 증대

❖ 변액연금보험

- 연금지급개시 전: 특별계정에서 운용
- 연금지급개시 후: 일반계정에서 금리연동형으로 운용,
또는 특별계정에서 실적배당형으로 운용가능

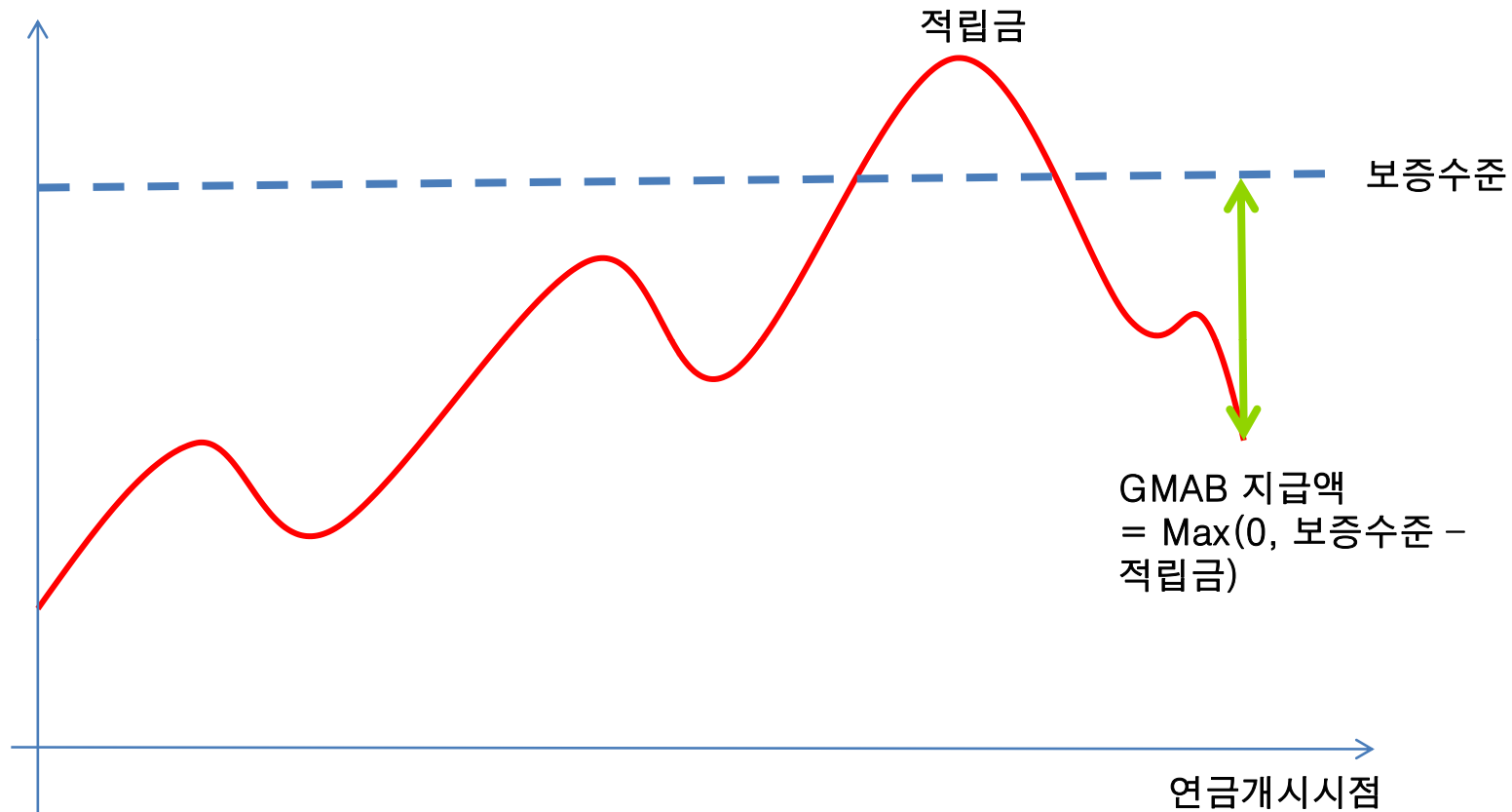
❖ 변액연금: 주식시장에 대한 노출이 높아짐

- 주가하락 시(변동성 상승 시) 변액연금에 대한 최저보증 조건에 따라
보증료 부담 증가 → 자본 잠식

II. 거시환경변화의 영향

1. 보험부채 측면

주가변동성 확대 → 적립금 < 보증수준 → 책임준비금 추가적립 →
변액연금의 최저 보증부담 증대



II. 거시환경변화의 영향

2. 자산운용 측면

신용위험 → 가계대출상환위험을 증진시키나 그 여파는 미미

- ❖ 기본적으로 건전하나 roll-over 위험에 노출
대출금의 90% 이상이 단기대출/장기 비유 동성 실물자산
 - Solvency: 가계 순자산(자산-부채) 압도적 실물자산 보유
 - 롤 오버위험: 대출금의 90% 이상이 단기/장기 비유동성 실물자산
 - 부동산가격 하락 → 가계의 순자산 가치 하락 → 지급능력 악화

II. 거시환경변화의 영향

2. 자산운용 측면

현금과 예금	45%	대출금	94%
보험 및 연금	24%	상거래신용	5%
채권	10%	기타	1%
주식 및 출자지분	20%		
개인 금융자산: 2,184조 원		개인 금융부채: 996조 원	

자료: 한국은행, 금융자산부채잔액표(2010)

II. 거시환경변화의 영향

2. 자산운용 측면

- ❖ 국제추세 대비 현격히 낮은 금융자산 비중

가계자산 구성의 국제 비교

	한국	미국	영국	일본
비금융자산	79.6%	35.1%	54.8%	41.3%
금융자산	20.4%	64.9%	45.2%	58.7%

자료: 금융투자협회

- ❖ 그러나 가계부문의 지급능력과 높은 LTV(담보대출비율) 관행
 - 단 주택가격하락폭이 큰 경우에는 불황의 여파는 클 것임

II. 거시환경변화의 영향

3. 재무건전성 측면

❖ 거시경제여건 변화 → 재무건전성 악화

- 일반계정: 금리연동형 최저보증금리부담 증대
- 특별계정: 변액연금의 보증가치 증대
- 규제자본(지급여력기준금액)부담 증가

$$\text{지급여력기준금액} = \sqrt{\text{보험}^2 + (\text{금리} + \text{신용})^2 + \text{시장}^2} + \text{운영}$$

II. 거시환경변화의 영향

3. 재무건전성 측면

지급여력기준금액 산출

	보험 리스크	금리 리스크	신용 리스크	시장 리스크	운영 리스크
일반계정 (금리확정형, 금리연동형)	○	○	○	○ (최저금리 보증)	○
특별계정 (변액)	○	X	X	○ (최저보증)	○

II. 거시환경변화의 영향

3. 재무건전성 측면

❖ 보증위험 시장리스크 산출

■ 최저사망보험금보증(GMDB) 리스크=

$$\sum_{\text{보험계약별}} (\text{최저사망보험금 보증 익스포져} \times \text{보험가격위험계수})$$

- 최저사망보험금 보증익스포져=(최저보증급부-계약자적립금 x 0.7)
x 사망률 x 현가율
- 현가율=1/(1+표준이율)
- 보험가격위험계수=14.8~86.0%(상품구분별)

II. 거시환경변화의 영향

요약

경제변수	보험부채	자산운용	재무건전성	경영전략
금리수준	금리확정형: 금리연동형 GIC	ALM	금리위험	저축성과 보장성 포트폴리오 전략
변동성매도 (보증)	금리: 최저금리부 보증 주식: 변액보증	헤징거래	금리위험 및 시장 위험관리 요구자본	수수료 확대 vs (보증)위험관리 경제적 자본
신용위험		회사채/가계대출 편입비중	신용위험	신용위험관리

III. 시사점

III. 시사점

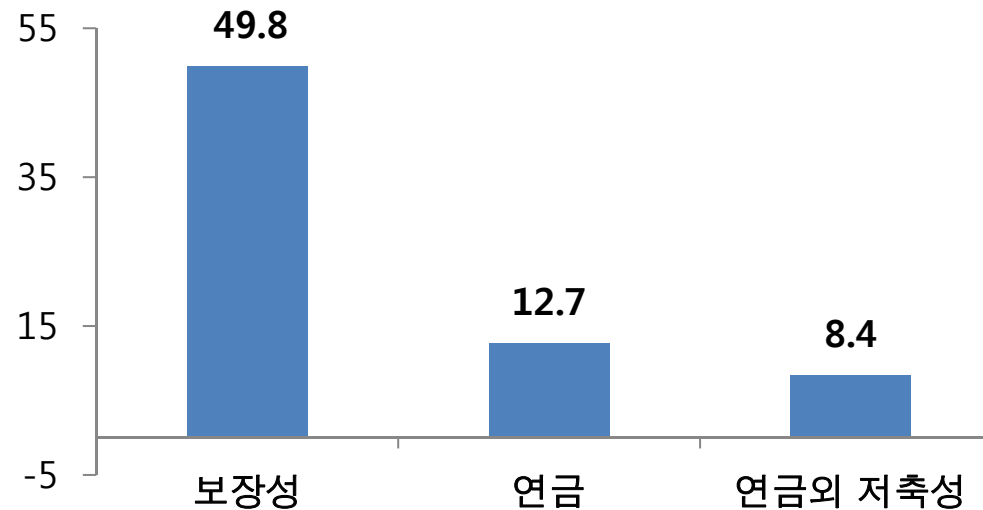
1. 보험부채 측면

❖ 보장성 중심 상품개발

❖ 보험부채: Back to basics

- 핵심역량(Core competence)에 집중: 보장성 중심의 상품개발
- 근거: 1) 경기민감도가 낮은 상품
2) 수익성 높음

내재가치/연납화 수입보험료 기준



III. 시사점

1. 보험부채 측면

- 저축성/투자형 상품은 업권 간 경쟁 치열
 - 은행이 낮은 판매비용(distribution costs) 장점을 활용하기 위해 생보자회사 영업 확대
 - 증권사의 일반펀드와 변액연금 간 경쟁 심화
 - 판매채널 변화 예상

III. 시사점

1. 보험부채 측면

<예시> 최저보증형 양로보험(endowment)

❖ 예: 보장성 중심의 보증부 양로보험

- 양로보험: 일정기간 이내에 사망(정기사망보험)하거나 만기에 생존할 경우 보험금 지급
- 보증부 양로보험
 - 일정기간 이내 사망: 최저 보장금액 지급
 - 만기 시 생존: 투자실적 연동형(최저보장금액) 생존급부금 지급
 - (경우 1): 조기사망 시 보험료 115% 보장
 - (경우 2): 생존 시 최저보장(보험료 80%) 보장

❖ 상품구조

- 일시납 보험료: 1억 원 10년 후 지급
 - 10년 이내 사망 시: 1억 1천 5백만 원 최저보장
 - 10년 후: 생존 시 $1\text{억} * \text{Max}\{\text{지수연동형 투자수익률}, 0.8\}$

III. 시사점

1. 보험부채 측면

- ❖ (경우 1): 조기사망+조건1(주가수익률 < 15%, 손실)
+조건2(주가수익률 > 15%, 이득)

- 조건 1: 주가수익률 < 15% 이면 손실

- 보험사가 조기사망 보험계약자로부터 행사가격이 원금의 115%인 풋옵션 발행
 - 만기 시 수익구조 = 1억 원 * $\text{Max}\{1.15 - R(T), 0\}$
 - » $R(T)$ = 투자수익률 (= 10년 후 주가/개시시점 주가)
- 보험사가 조기사망 보험계약자로부터 행사가격이 원금의 115%인 콜옵션 매입
 - 만기 시 수익구조 = 1억 원 * $\text{Max}\{R(T) - 1.15, 0\}$
 - » $R(T)$ = 투자수익률 (= 10년 후 주가/개시시점 주가)

- 조건 2: 주가수익률 > 15% 이면 이득

- 보험사가 조기사망 보험계약자로부터 행사가격이 원금의 115%인 콜옵션 매입
 - 만기 시 순익구조 = 1억 원 * $\text{Max}\{R(T) - 1.15, 0\}$
 - » $R(T)$ = 투자수익률 (= 10년 후 주가/개시시점 주가)

III. 시사점

1. 보험부채 측면

❖ (경우 2): 생존 시 최저보장(보험료 80%)

- 10년 주가 누적수익률 < 20%
 - 보험사가 10년 후 생존 보험계약자에게 행사가격이 원금의 80%에 해당하는 풋옵션을 발행
 - 만기 시 순익구조 = $-1\text{억 원} * \text{Max}\{0.8 - R(T), 0\}$

III. 시사점

1. 보험부채 측면

❖ 사망위험을 고려한 보험사의 손익 구조

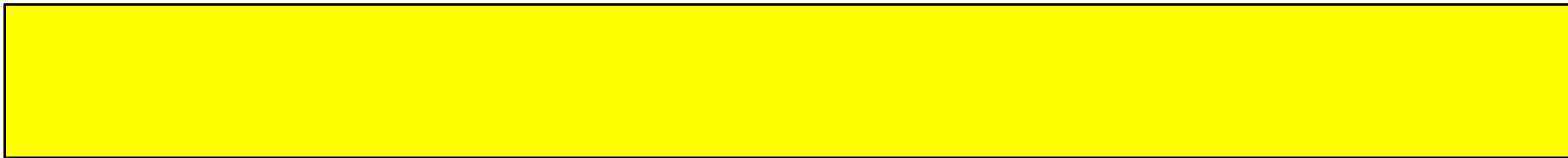
- 매년 사망률 1%라고 가정하면,
- 조기사망 시
 - (수익률 < 15%): Forward starting put 옵션포트폴리오 (9개의 115 풋옵션)
 - (수익률 > 15%): Forward starting call 옵션포트폴리오 (9개의 115 콜옵션)
- Forward starting option: 현재에 미래 행사가격이 정한 옵션

❖ 종합: 보험부채의 책임준비금 산출

- 시장위험(중도사망 시 forward starting option 패키지 + 생존 시 풋옵션) + 보험위험(사망위험율)을 동시에 고려하여 연동형 양로보험의 부채의 best estimate 산출

III. 시사점

2. 자산운용 측면



❖ 스프레드 비즈니스(spread business) 확대

- 금리확정형 보험상품: 장기고정 금리형 담보부 대출로 매칭
 - 현재) 금리연동형 보험: 3년 금리갱신형 담보부대출
 - 듀레이션 위험관리되나 수익성 낮음
- 금리확정형 보험상품 매칭 자산운용전략
 - 일시납: 고정금리형 담보부 대출
 - 정기납: 금리스왑계약으로 매칭
 - 보험사: 변동금리 지급//고정금리 수취
 - 거래 상대방: 고정금리지급//변동금리 수취

III. 시사점

2. 자산운용 측면

- ❖ 자산배분전략: 현재 소극적 투자전략 관행에서 벗어나 장기투자자의 역할 확대
 - 소극적 투자전략관행의 주된 이유
 - 투자실적 성과에 대비 인센티브 시스템 취약
 - 이익에 낮은 보상 // 손실에 대해서는 엄격한 책임추궁
 - 적극적으로 자산을 운용할 유인 부족
 - 장기투자를 단기성과기준으로 평가하려는 경향
 - 장기투자의 속성: 단기적으로 수익변동성 크므로 예상수익에 도달하기 위해서는 투자평가기간이 장기일 필요
 - 수익률 > 변동성이면, 소요기간=(변동성/수익률)²
 - 장기투자평가기관과 장기투자수익의 변동성과의 관계

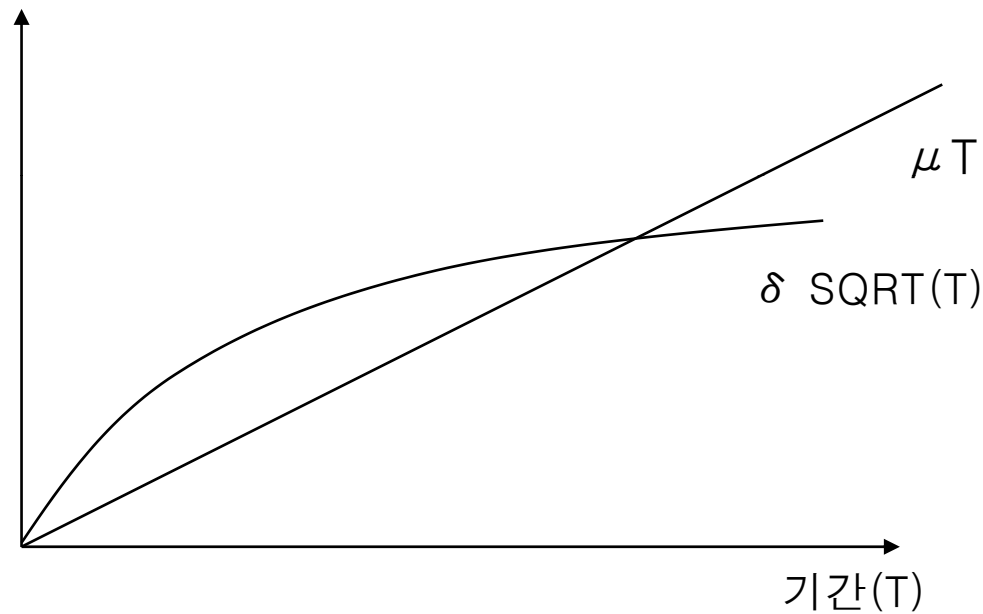
III. 시사점

2. 자산운용 측면

- 수익률 > 변동성이면, 소요기간=(변동성/수익률)²

예) 기대수익률=15%, 변동성=30%, 소요기간=4년

기대수익률=10%, 변동성=30%, 소요기간=9년



III. 시사점

3. 재무건전성 측면

❖ 규제자본요구 확대 대비 자본 확충

- 증자
- 위험가중치가 낮은 부채 또는 자산편입비중 확대

- 전략
 - 정태적 헤징
 - 동태적 헤징 전략
 - 포트폴리오 rebalancing 전략

- 헤징 시 규제자본 완화

III. 시사점

4. 경영전략 측면

❖ CFO 권한 강화 : 보험영업과 자산운용 간의 징검다리

- 위험과 가치중심의 상품개발/판매
- EV중심의 경영전략: 가치파괴적 보험상품 기각
가치 창조적 보험상품 개발

❖ M&A를 통한 대형화 대비

- 불황기에 M&A 활성화
 - 은행계 보험회사가 M&A를 시도하는 경우 연쇄적 M&A가 이어져 보험시장 판도 변화 예상
 - 사례: 은행이 IMF위기 이후 대형은행사간의 M&A가 연쇄 M&A 촉발
- 국외: 보험침투도가 낮은 동남아시아 진출전략 마련

III. 시사점

4. 경영전략 측면

❖ 이해관계자의 대화능력 제고

- 주주
 - 상장보험사의 IR 부서 강화
 - 특히 기관투자가에 대한 대화능력 제고
- 시장관점에서 주요 정보 취득 채널
- 보험계약자
 - 불완전 판매관련 민원, 소송제기로 인한 평판리스크 하락에 대비
- 감독당국자
 - 규제불확실성 상존
 - 위험중심의 자본규제 강화
 - 보험계약자 보호

III. 시사점

4. 경영전략 측면

❖ 거시경제여건을 고려하여 경영 전략 구축

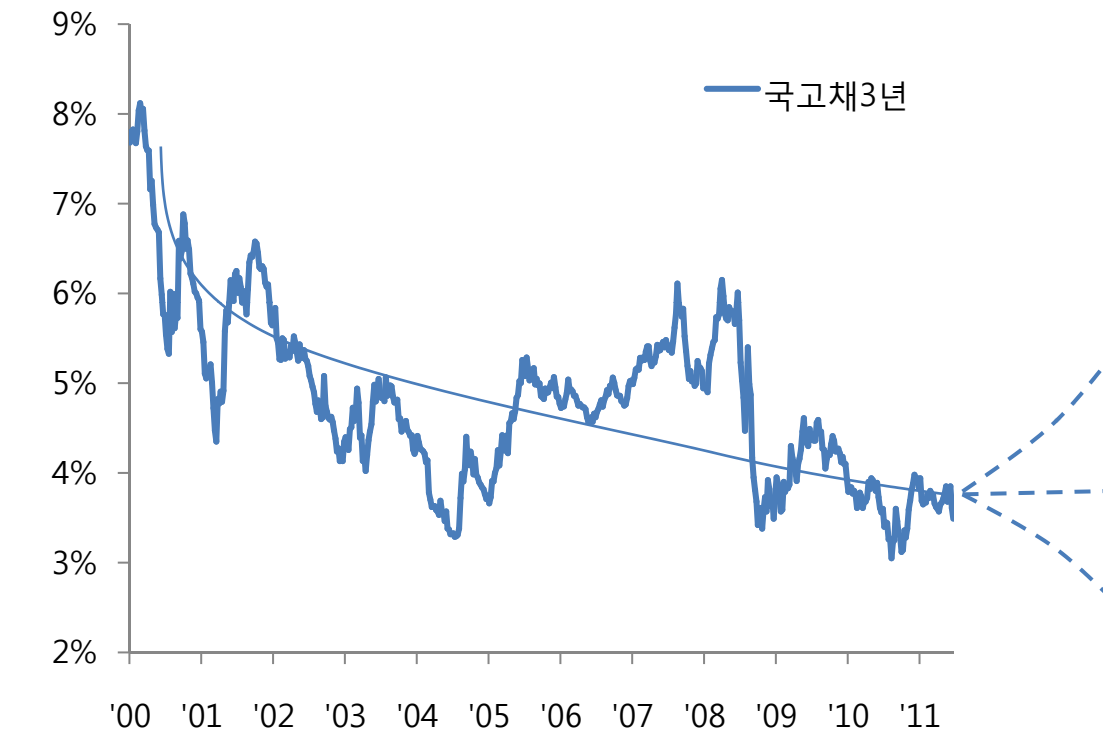
- 경기변동에 따른 위험을 재분배하여 사업모형 재구축

경제변수	현재: 경기회복	전망: 경기침체
금리수준	단기금리 상승	하향화
금리기간구조	우 상향	flat 또는 우 하향
변동성매도(보증)	변동성 하락	변동성 증대
신용가산위험	하락	확대

❖ 참고자료

참고자료

❖ 우리나라 금리 추이



자료: Bloomberg

참고자료

❖ 글로벌 금융위기 이후 연금중심의 저축성보험 비중 증가추세

신계약 연납화 보험료 기준 비중

(단위: %)

	FY2006	FY2007	FY2008	FY2009
저 축 성 보 험	58.7	67.3	67.4	56.1
연금보험	34.4	42.3	39.7	35.5
금리확정형	0.4	0.2	0.1	0.1
금리연동형	18.1	18.8	21.8	19.0
변액연금	15.8	23.2	17.8	16.4
저축보험	24.3	25.0	27.7	20.6
금리확정형	0.0	0.0	0.0	0.0
금리연동형	11.5	7.6	15.3	16.3
변액저축	12.8	17.4	12.4	4.3
보 장 성 보 험	41.3	32.7	32.6	43.9

주: 1) 연납화 보험료(AP: (annualized premium)) = (월납초회보험료 x 12) + (일시납보험료 ÷ 10)

2) 저축성 보험 판매 시 특약으로 부가한 보장성 보험은 보장성으로 분류

참고자료

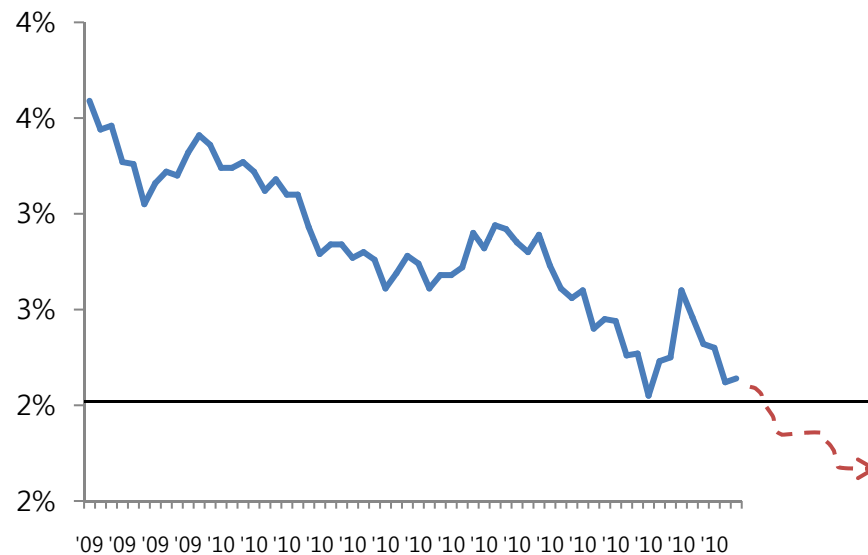
최저이율보증보험상품

- ❖ 최저보증이율위험: 공시이율이 최저 보증이율 이하로 하락하여 보험사가 부담해야 하는 손실액
 - **공시이율 적용:** 외부지표금리에 일정이율을 가감한 이율과 운용자산이익률을 반영하여 공시기준이율 산출
 - $\text{공시기준이율} = \text{운용자산이익률} \times \alpha + \text{외부지표금리} \times (1 - \alpha)$
 - α : 회사별, 상품유형별로 상이(저축성 ↓)
 - 외부지표금리: 국고채(5년만기), 회사채(3년만기, AAA), 통화안정증권(364일) 수익률 등 고려
 - $\text{운용자산이익률} = \text{운용자산수익률} - \text{투자지출율}$
 - $\text{외부지표금리} = (\text{국고채수익률 직전 3개월 가중이동평균} \times 0.7 + \text{회사채수익률 직전 3개월 가중이동평균} \times 0.2 + \text{통안증권수익률 직전 3개월 가중이동평균} \times 0.1) - 0.1\%$

참고자료

최저이율보증보험상품

❖ GIC 옵션이 내재된 금리연동형 보험계약



- 공시이율이 최저이율을 하회하는 경우 GIC 내재되어 있는 보험부채는 최저보증이율에 따른 추가 준비금 부담

참고자료

최저이율보증보험상품

❖ GIC 내재 옵션 보험계약의 준비금 현황

(단위: 십억 원)

최저보증이율수준	준비금(%)
2% 이하	15,370(17.1%)
2~3%	41,565(46.2%)
3~4%	25,659(28.6%)
4~5%	6,427(7.2%)
5% 초과	851(0.9%)
금리연동형 보험계약 합계	89,872(100%)

자료: 보험개발원(2010년 3월 기준)

참고자료

최저이율보증보험상품

❖ 특징

- 1) GIC옵션이 내재된 금리연동형상품은 보험료 적립금 241조 원 가운데 37% 비중 차지(2010년 3월 현재)
- 2) 국내보험사의 62%가 동 위험을 미산출 하는 것으로 추정

❖ 미 산출 근거

- 1) 이론적 검토 부족
- 2) 인력 및 시스템 부족
- 3) 필요성 인식 결여

참고자료

❖ 변액보험의 최저보증

■ 최저보증의 종류

- GMDB: 사망보험금을 약정된 수준까지 보증
- GMAB: 연금재원을 약정된 수준까지 보증
- GMWB: 중도인출기간 동안 약정된 중도인출금 보증
- GLWB: 종신 동안 약정된 중도인출금 보증
- 기타: 만기보험금, 해지환급금 등

	변액종신	변액유니버설	변액연금
최저사망보험금 보증(GMDB)	⊙	⊙	⊙
최저연금적립금 보증(GMAB)			⊙
최저중도인출금 보증(GMWB)			⊙
최저종신중도인출금 보증(GLWB)			⊙

참고자료

- 책임준비금: 변액보험(보증보험금)
 - 최저보증에서 장래 발생할 것으로 예상되는 위험액으로 평가
 - 위험액 평가는 다수의 자산이익률 가정을 통해 도출된 순손실액
현가의 확률분포로부터 측정(상위 30% 평균 금액)
 - 순 손실액 = $PV(\text{최저보증급여 지출액}) - PV(\text{보증수수료 수입액})$
 - 보증준비금 = $\max(\text{순 손실액의 CTE}(70), \text{표준적립기준})$

변액보험 보증준비금의 표준적립기준

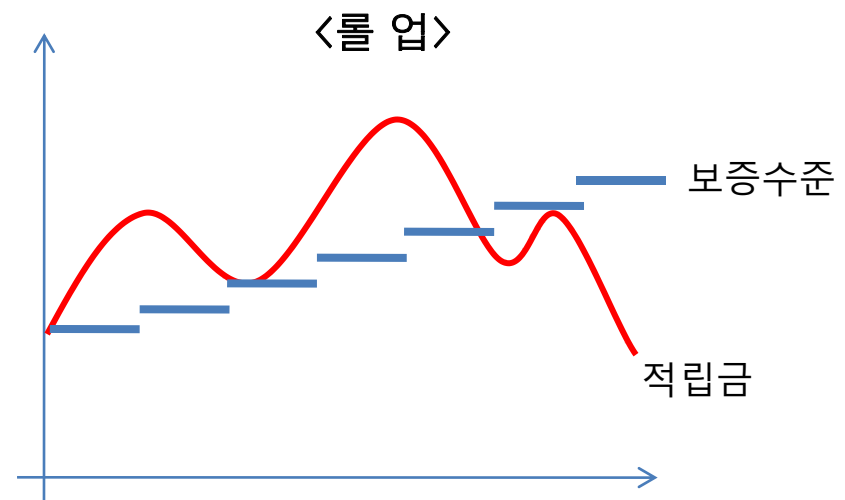
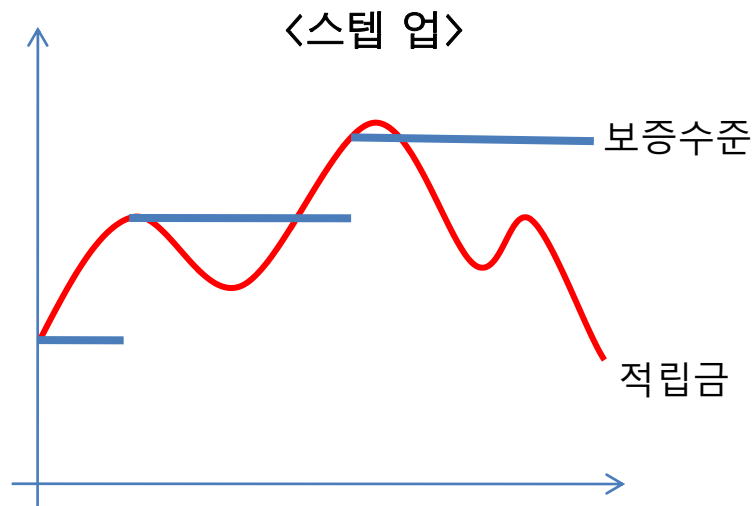
	변액연금			
	GMAB	GMDB	GMWB	GLWB
계약자적립금의 일정비율	0.7%	0.05%	0.7%	0.7%

참고자료

■ 보증옵션 구조

• 기납입보험료 보증

- 스텝 업(step-up): 일정 주기(예: 3년)로 적립금과 직전 보증수준을 비교하여 큰 것을 다음 주기의 보증 수준으로 적용
- 롤 업(roll-up): 일정 주기마다 보증수준이 증가(예: 3%)



참고자료

재무건전성(변액보험)

❖ 지급여력제도: 일반계정(금리확정형, 금리연동형)

▪ 금리리스크 산출=

| 금리부자산 금리민감액-보험부채금리민감액 | x 금리변동계수

- 금리부자산 금리민감액 $\sum_{\text{금리부자산}}$ (금리부자산 익스포저 x 금리민감도)
- 보험부채 금리민감액 $\sum_{\text{보험부채}}$ (보험부채 익스포저 x 금리민감도)
- 보험부채 익스포저=보험료적립금+미경과보험료적립금-해약공제액
- 금리부자산의 금리민감도: 잔존만기별 계수 적용
- 보험부채의 금리민감도: 상품별 잔존만기별 계수 적용
- 금리변동계수=2.0%(상승 시), 1.5%(하락 시)

❖ 금리연동형 비중이 높을수록 금리리스크 낮게 산출

참고자료

재무건전성(변액보험)

❖ 최저연금적립금/최저중도인출금/최저종신중도인출금 보증리스
 =(장래지출예상액-장래수입예상액)-보증준비금

■ 장래지출예상액=

$$\sum_{\text{보험계약별}} (\text{최저연금적립금보증익스포저} \times \text{최저연금적립금보증보험금위험계수})$$

■ 장래수입예상액=

$$\sum_{\text{보험계약별}} (\text{최저연금적립금보증익스포저} \times \text{최저연금수수료보증보험금위험계수})$$

- 최저연금적립금보증익스포저=기납입보험료+장래납입보험료
- 최저연금적립금보증보험금위험계수=

$$\text{기본계수} \times (1 + \text{보증수준조정계수} + \text{투자실적조정계수})$$
- 최저연금적립금보증수수료위험계수=기본계수 $\times$ (1+투자실적조정계수)
- 기본계수는 변액보험 운용펀드의 주식 비중에 따라 차등 적용

감사합니다