

요약

- 국내 생명보험회사는 장기 해외자산의 환위험 관리, 환헤지 계약의 반복 갱신에 따른 롤오버 위험 축소 및 자본규제 대응을 위해 장기물 중심의 환헤지 전략을 활용해 왔으나, 최근 단기물의 헤지비용이 낮아지면서 신규 및 만기도래 헤지의 만기구성을 비용효율성 측면에서 재검토할 필요가 있음
- 2026년 8월 24일 기준 연율화 환헤지비용은 3개월물 0.36%, 5년물 0.81%로 장기물의 비용이 약 44bp 높았음. 이러한 단기물의 상대적인 비용 하락에는 반도체 수출대금 유입 등 외화자금 공급 여건 개선에 따른 단기 스왑베이시스의 변화가 주요하게 작용했을 가능성이 있음
- 장단기 환헤지 전략의 누적비용을 VAR 시뮬레이션으로 비교한 결과, 중간값 기준으로는 향후 3개월부터 3년까지 모든 평가시점에서 단기 롤오버 전략이 장기전략보다 낮았으나, 3년 시점에는 장기전략의 비용이 더 낮게 나타날 확률도 약 44%에 달해 단기전략의 비용우위가 확정적인 것은 아니었음
- 본고의 VAR 분석은 최근의 외화자금 수급 개선을 영구적인 구조변화로 간주하지 않고, 과거의 조정 과정에 따른 평균회귀를 기본 시나리오로 설정함. 이에 반도체 수출과 무역흑자가 높은 수준을 유지하는 현 상황에서 이러한 가정이 타당한지 과거 자료를 통해 검토함
- 과거 자료를 보면 무역흑자만으로 단기 베이시스의 저비용 국면이 장기간 지속된다고 보기 어려우며, 이는 최근의 비용 개선을 영구적인 구조변화로 가정하지 않은 VAR 분석의 기본 가정을 뒷받침함. 다만 현재의 저비용 국면이 이례적으로 길어, 우호적인 외화자금 수급이 기본 시나리오보다 오래 지속될 경우, 단기 롤오버 전략의 비용우위와 누적비용 절감 폭이 확대될 수 있음
- 보험회사는 기존 장기물 중심의 헤지 비중을 유지하되, 신규 및 만기도래 물량의 만기를 분산하고, 단기물의 비용우위가 지속되는 동안에는 K-ICS상 위험경감 효과와 자본부담, 갱신 시점의 시장 유동성 등을 종합적으로 고려하여 단기물 비중을 탄력적으로 확대할 필요가 있음

1. 논의배경

○ 최근 단기물 환헤지 비용이 낮아지면서 장기물 중심 전략의 비용효율성을 점검할 필요가 있음

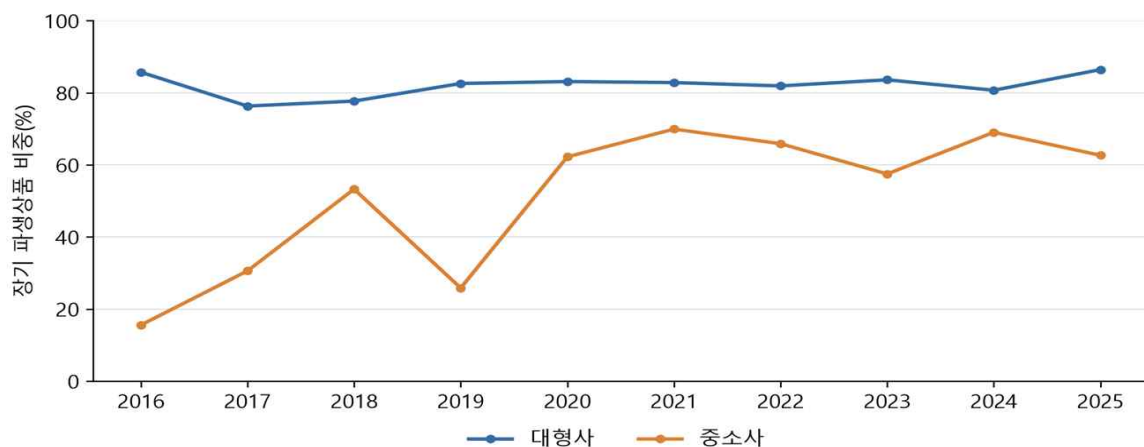
- 본고는 장단기 환헤지 비용과 전략별 누적 비용을 비교하고, 무역수지와 단기 베이스의 과거 관계를 통해 최근 비용우위의 지속성을 검토함

○ 국내 생명보험회사의 장기물 중심 환헤지는 장기 해외자산의 환위험 관리, 롤오버 위험 축소 및 자본규제 대응을 반영한 결과로 볼 수 있음

- 생명보험회사는 장기 보험부채에 대응하기 위해 해외 장기채권에 투자하고, 이에 수반되는 환율변동 위험을 줄이기 위해 환헤지를 활용함
- K-ICS에서는 금리·환율 충격에 따른 해외채권과 파생상품의 가치변동을 평가하므로 환헤지 계약의 잔존만기가 위험경감효과에 영향을 미침
 - 적격요건을 충족한 헤지수단의 위험경감효과는 잔존만기가 1년 이상이면 원칙적으로 전액 인정되며, 1년 미만이면 잔존기간과 갱신요건에 따라 인정비율이 달라짐
 - 잔존만기 1년 미만 외화 파생상품의 갱신효과를 인정받는 경우에는 추가적인 가격변동위험액이 부과될 수 있음
- 공시자료 집계 결과 대형 생명보험회사의 장기형 파생상품 비중은 대체로 80% 안팎을 유지한 것으로 나타남
 - 중소형 생명보험회사도 단기계약의 반복 갱신에 따른 부담을 줄이려는 유인 등에 따라 장기형 상품의 비중을 확대해 온 것으로 해석됨
- 다만 위험관리상 장기헤지의 필요성이 현재 거래조건에서의 비용효율성까지 보장하는 것은 아님

〈그림 1〉 생명보험회사의 장기 환헤지 파생상품 비중

(단위: %)



주: 1) 위험회피 목적 외환파생상품 약정금액을 기준으로 통화스왑·CRS/CCS를 장기형, 통화선도·FX forward·FX swap·외환선물·통화 옵션을 단기형으로 분류함

2) 비중은 규모 그룹별 약정금액 가중 방식으로 산출함. 대형사는 삼성·교보·한화생명, 중소사는 그 외 생명보험회사임

자료: 금융감독원, 전자공시시스템(DART); 생명보험회사 분기·반기·사업보고서(2016~2025년)

2. 장단기 환헤지비용 비교

○ 최근 단기물의 헤지비용이 장기물보다 낮아짐에 따라 신규·만기도래 헤지의 만기구성을 비용효율성 측면에서 재검토할 필요가 있음

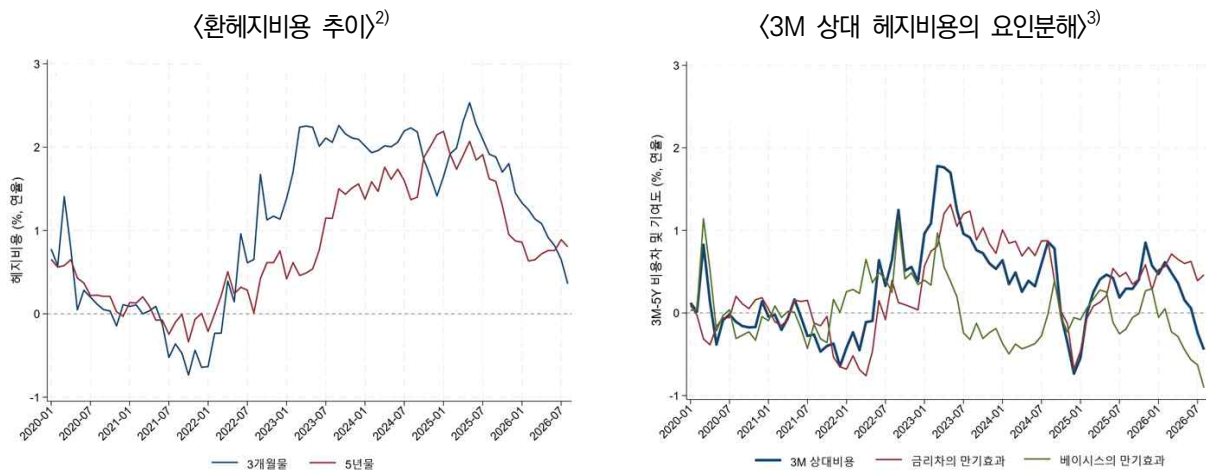
- 5년 만기 통화스왑(CRS/CCS)을 장기 환헤지, 3개월 만기 통화선도(FX forward)를 단기 환헤지의 대리변수로 설정하고, 임준환·최장훈(2019)¹⁾의 방법에 따라 공개자료를 이용하여 비용을 산출함
- 2020년 이후 장단기 헤지비용의 상대적 크기는 한·미 금리차와 외화자금 수급에 따라 변동해 왔음
- 2026년 8월 24일 기준 연율화 헤지비용은 3개월물 0.36%, 5년물 0.81%로 장기물의 비용이 단기물의 비용보다 약 44bp 높았음
 - 장기물은 현재 단기물보다 높은 비용을 부담하는 대신 향후 헤지비용의 변동과 반복적인 계약 갱신에 따른 위험을 줄일 수 있음

○ 최근 단기물의 상대적인 헤지비용 하락에는 3개월물 스왑베이스스 개선의 영향이 컸던 것으로 판단됨

- <그림 2>는 3개월물과 5년물의 비용차를 금리차와 베이스스의 만기효과로 분해한 결과임²⁾
- 반도체 수출 호조에 따른 수출대금 유입과 기업 외화예금 증가는 국내 외화자금 공급여건을 개선하여 단기 스왑 베이스스 개선에 기여한 것으로 볼 수 있음

<그림 2> 환헤지 비용의 추이와 3개월물 상대 헤지비용의 요인분해¹⁾

(단위: %, 연율)



주: 1) 3개월물 비용은 현물환율(S)과 3개월 선물환율(F3M)을 이용하여 $c3M = -4 \times (F3M - S) / S \times 100$ 으로 연율화함. 5년물 비용은 미국 국내 5년 금리($r_{US,5Y}$)와 KDB의 원/달러 5년 통화스왑 금리(CCIRS5Y)를 이용하여 $c5Y = r_{US,5Y} - CCIRS5Y$ 로 산출함. KDB 스왑금리는 매수·매도 호가의 중간값을 사용함

2) 양수: 비용, 음수: 프리미엄

3) 3M 상대비용($c3M - c5Y$)은 금리차의 만기효과와 베이스스의 만기효과로 분해함. 양수는 3개월물 비용상승 요인, 음수는 5년물 비용상승 요인을 의미함

자료: 서울외국환중개, 미국 재무부, FRED, 한국산업은행(KDB, Bondweb 게시)을 참고하여 저자 계산함. 산식은 임준환·최장훈(2019), 「보험회사 환헤지 비용의 특성」을 참조함

1) 임준환·최장훈(2019), 「보험회사 환헤지 비용의 특성」, 「KIRI리포트」, 보험연구원

2) 만기 T의 원/달러 환헤지비용은 $cT = (US\$T - r_{KR,T} \cdot bT)$ 로 표시함 여기서 $r_{US,T}$ 과 $r_{KR,T}$ 는 각각 만기 T의 미국과 한국 금리이며, bT는 호가 기준 원/달러 스왑베이스스임. 3개월물의 경우 직접 이용가능한 3개월 베이스스 호가 없으므로 $b3M = (r_{US,3M} - r_{KR,3M}) - c3M$ 으로 역산함. 5년물의 경우 $r_{KR,5Y}$ 에는 원화 5년 IRS 금리를 사용함. KDB가 제시하는 원/달러 5년 CCIRS 금리는 $CCIRS5Y = IRS5Y + b5Y$ 로 표시되므로, $c5Y = (r_{US,5Y} - IRS5Y) - b5Y = r_{US,5Y} - CCIRS5Y$ 임. 이에 따라 3M-5Y 비용차는 다음과 같이 분해됨. $c3M - c5Y = [(r_{US,3M} - r_{KR,3M}) - (r_{US,5Y} - r_{KR,5Y})] + (b5Y - b3M)$. 첫 번째 항은 한·미 금리차 만기에 따라 다른 데서 발생하는 '금리차의 만기효과', 두 번째 항은 3개월과 5년 스왑베이스스 차에서 발생하는 '베이스스의 만기효과'임

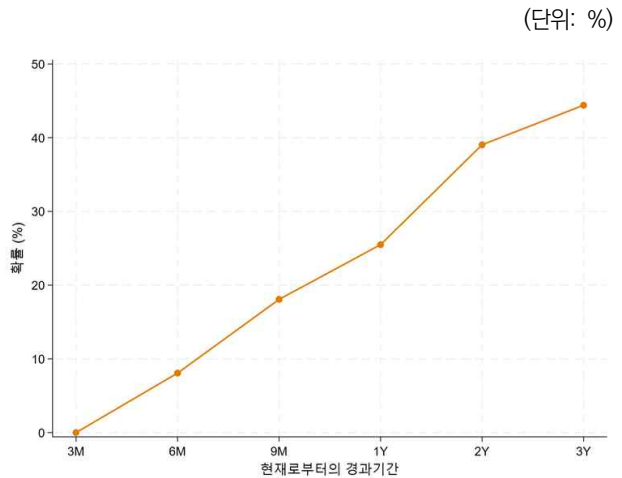
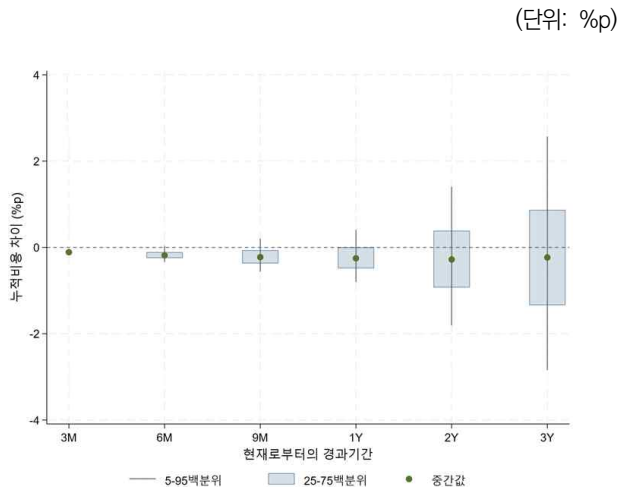
3. 환헤지 전략별 누적비용 비교

- VAR 시뮬레이션에서는 중간값 기준으로 단기 롤오버 전략의 누적비용이 장기전략보다 낮았으나, 장기전략의 비용이 더 낮게 나타나는 확률도 상당히 장기헤지를 전면 축소할 만큼 단기물의 비용우위가 확정적이지는 않았음
 - 2020년 1월~2026년 8월의 월별 자료로 5년물 비용과 금리차·베이스스의 만기효과를 결합한 VAR 모델을 추정하고, 10,000개의 미래 비용경로를 생성함³⁾
 - 3개월물을 반복 갱신하는 전략과 현재의 5년물 비용을 고정하는 전략의 누적비용을 향후 3개월~3년의 평가시점 별로 비교함
 - 단기 롤오버비용에서 5년물 고정비용을 뺀 누적 상대비용의 중간값은 모든 평가시점에서 음수로 나타나, 중간값 기준으로는 단기전략이 유리하였음
 - 다만 5년물 고정전략이 더 저렴할 확률은 평가기간이 길어질수록 높아져 3년 시점에는 약 44%에 이르렀음

〈그림 3〉 VAR 시뮬레이션을 통한 환헤지 전략별 누적비용 비교

〈누적 3M 상대비용 분포〉

〈현재 5Y 고정헤지가 더 저렴할 확률〉



주: 1) 누적 3개월물 상대비용은 3개월물 롤오버 전략의 누적비용에서 현재 5년물 고정전략의 누적비용을 차감한 값임. 양수이면 5년물 고정전략이, 음수이면 3개월물 롤오버 전략이 더 저렴함
 2) 단위는 연율이 아닌 평가시점까지 누적된 비용차(%p)임

자료: 저자 계산함

4. 단기물 비용우위의 지속성 검토

- 본고의 VAR 분석은 최근의 외화자금 수급 개선으로 비용요인의 장기평균이 달라졌다고 전제하지 않고, 과거 자료에서 추정된 평균회귀 과정이 유지되는 것을 기본 시나리오로 설정함

3) 2020년 1월~2026년 8월 자료로 5년물 비용·금리차의 만기효과·베이스스의 만기효과에 대한 VAR(1)을 추정하고 추정잔차를 재표본추출함. 2026년 8월은 24일 관측이며, 3개월물은 분기별로 갱신하고 5년물은 같은 날의 비용으로 고정함

- 다만 최근의 반도체 수출 호조와 이례적인 무역흑자 확대가 지속적인 외화자금 공급으로 이어질 경우, 단기물의 비용우위도 기본 시나리오보다 오래 유지될 수 있음
- 이에 수출입에 따른 외화흐름을 보여주는 상품무역수지와 단기 베이스의 저비용 국면 간 관계를 살펴봄으로써, 최근의 비용 개선을 구조변화로 간주하지 않는 가정의 타당성을 검토함

○ 과거 자료를 보면 무역흑자만으로 단기 스왑베이스의 저비용 국면이 장기간 지속된다고 보기는 어려움

- 2010년 1월부터 2026년 6월까지 단기 베이스 비용이 50bp 이하인 달을 저비용 월로 정의하고, 연속된 저비용 월을 하나의 에피소드로 구분함
 - 2020~2025년에 종료된 9개 에피소드의 평균 지속기간은 2.89개월, 중앙값은 2개월, 최장은 7개월이었음
- 2020~2021년에는 3개월 평균 무역수지가 24개월 연속 흑자를 기록했으나, 저비용 에피소드는 각각 1개월씩 세 차례에 그쳤음
- 2025년 6~10월에는 큰 폭의 무역흑자와 저비용 국면이 5개월간 이어졌으나, 11~12월에는 큰 폭의 무역흑자가 지속되었음에도 베이스 비용이 50bp를 웃돌며 저비용 국면이 종료됨
- 반대로 2023년에는 무역수지가 적자인 시기에도 저비용 국면이 나타나, 무역흑자만으로 저비용 국면의 발생과 지속을 설명하기 어려움을 보여줌

〈표 1〉 2020년 이후 종료된 저비용 베이스 에피소드

(단위: 개월, 억 달러, bp)

저비용 에피소드	지속기간	평균 무역수지	평균 단기 베이스 비용
2020. 11	1	66.5	43.5
2021. 7	1	29.8	11.7
2021. 10	1	25.6	33.6
2023. 1~2	2	-79.0	36.2
2023. 5~8	4	-6.8	32.4
2023. 10	1	20.7	38.8
2024. 1~7	7	36.5	19.1
2024. 11~2025. 2	4	40.8	41.2
2025. 6~10	5	72.9	32.5

주: 무역수지는 해당 에피소드에 속한 각 월의 3개월 이동평균을 다시 평균한 값임. 베이스 비용은 3개월 헤지비용에서 한·미 단기금리차 (미국 3개월 국채금리-국내 CD 91일물 금리)를 뺀 값으로, 낮을수록 헤지에 유리함

자료: OECD·FRED, 상품무역수지

○ 대규모 무역흑자 여부에 따른 저비용 국면의 유지율의 차이도 뚜렷하지 않아, 흑자 규모만으로 저비용 국면의 장기 지속을 전제하기는 어려움

- 대규모 무역흑자는 2010~2025년 3개월 평균 무역수지 분포의 상위 25%에 해당하는 월평균 61.1억 달러 이상으로 정의함
- 2020~2025년 저비용 월의 다음 달 유지율은 대규모 흑자 시 66.7%(4/6), 그 미만에서 65.0%(13/20)로 유사하게 나타남
- 이는 수출기업이 벌어들인 외화를 해외 투자·결제·부채 상환 등에 사용하거나 해외에 유보할 경우, 수출 호조가 국내 외화자금 공급 확대로 직접 이어지지 않을 수 있기 때문임
 - 국내로 유입된 외화도 외화예금 보유와 은행의 자금운용 등에 따라 스왑시장 공급에 미치는 영향이 달라질 수 있음

5. 시사점

- 최근의 비용 개선을 장기적인 구조변화로 반영할 근거가 충분하지 않은 만큼, 평균회귀를 기본 시나리오로 설정하고 우호적인 외화자금 수급의 장기 지속을 대안 시나리오로 검토하는 것이 합리적임
 - 무역흑자만으로 저비용 국면의 지속성을 설명하기 어렵고, 기업별 해외 유보자금이 국내로 유입되는 규모와 시점도 불확실해 수출실적만으로 향후 외화자금 공급을 예단하기에는 한계가 있음
 - 현재의 비용우위가 영구적으로 이어진다고 가정하지 않는 것은 단기물의 장기적인 비용절감 효과를 과대평가하지 않는 보수적인 접근임
 - 다만 이러한 판단은 저비용 국면이 곧 종료됨을 뜻하지 않으며, 단기 스왑베이스스 개선이 예상보다 오래 지속될 가능성도 고려할 필요가 있음
 - 단기 스왑베이스스의 개선이 예상보다 오래 지속될 경우 단기물 헤지전략의 비용효율성은 위 분석의 예측보다 더 커질 수 있음
- 보험회사는 기존 장기헤지의 핵심 비중을 유지하되, 신규 및 만기도래 물량의 만기를 분산하여 비용효율성과 자본·유동성 부담을 함께 관리할 필요가 있음
 - 단기물의 비용우위와 우호적인 외화자금 수급이 지속되는 경우, 신규 및 만기도래 물량 중 단기물 비중을 탄력적으로 확대할 수 있음
 - 단기물 비중은 현재 헤지비용뿐 아니라 K-ICS상 위험경감효과와 자본부담, 갱신 시점의 시장 유동성 등을 종합적으로 고려하여 결정해야 할 것임