

◆ 국·내외 생명보험회사 부동산 투자 현황 비교 및 시사점

박선영 연구위원 · 이선주 연구원

1. 검토 배경

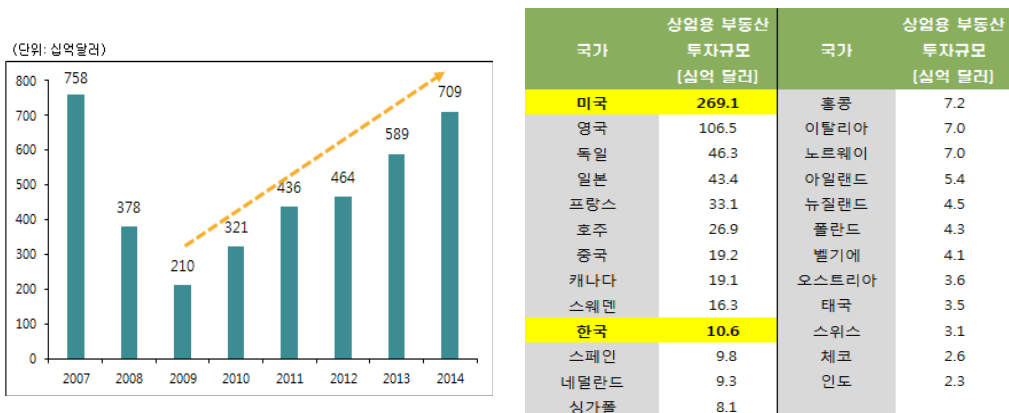
저금리 기조 속에 대체투자 수요 확대로 인해 글로벌 보험회사들의 상업용 부동산 시장 투자 확대가 이어지고 있음. 이같은 글로벌 추세와는 달리 국내에서는 과거 개발 시기 보험회사의 부동산 투자제한 규제 정책이 일부 남아있어 국내 보험회사들의 다양한 수익성 부동산 투자 발굴이 제한적임. 이에 따라 본고는 국내·외 생명보험회사들의 부동산 투자환경 및 현황을 분석하고 국내 부동산 투자 활성화를 위한 시사점을 도출하고자 함.

■ 저금리 기조 속에 기관투자자들의 대체투자 수요가 확대되면서 글로벌 상업용 부동산 시장의 투자 확대가 이어지고 있음.

○ 전세계 상업용 부동산 투자규모는 2014년 기준 7,090억 달러로 2013년 대비 20.4% 증가하였음.

○ 지역별로는 미국이 2014년 기준 2,691억 달러로 최대 규모를 기록한 반면에 한국은 106억 달러에 그쳤음.

〈그림 1〉 전세계 상업용 부동산 투자규모



자료: Jones Lang Lassalle; 안남기 · 김윤선(2015), 「글로벌 상업용 부동산 현황의 배경 및 전망」, 국제금융센터.

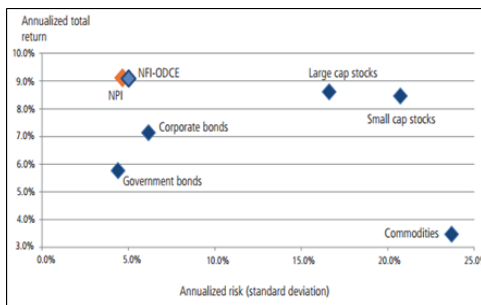
■ 전세계 기관투자자들은 저금리 시대 자산운용 수익률 제고 차원에서 대체투자 확대의 일환으로 부동산 투자에 대한 관심을 확대해 가고 있는 것으로 보임.

○ 부동산 투자의 경우 주요 선진국의 대도시에 위치한 오피스 빌딩 등 안전자산 위주로 투자할 경우 임대수익률이 비교적 안정적으로 보장되어 대체투자 수단으로 각광을 받고 있음.

- 지난 10년간 미국 NCREIF Property Index(NPI)를 분석한 결과 부동산은 주식, 채권 등 전통자산 대비 저위험-고수익 자산군으로 분류됨.

○ 지난 5년간 미국 오피스 시장 투자수익률은 10%에 이르고 우리나라의 경우에도 5% 내외의 안정적인 수익률을 나타냄.

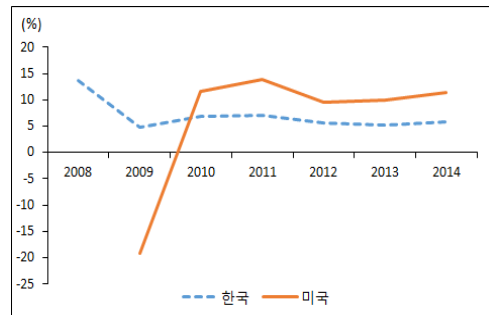
〈그림 2〉 자산 유형별 위험-수익 분포



주: Data from 1993Q3~2013Q2.

자료: Thomson Reuters Datastream; Metlife(2013), "US Core Real Estate: A Past, Present, and Future View", p. 6.

〈그림 3〉 한국과 미국 상업용 오피스 투자수익률 비교



자료: 국토교통부; NCREIF(National Council of Real Estate Investment Fiduciaries).

■ 아시아 국가 중에서는 중국의 부동산 투자 관련 규제완화 움직임이 두드러짐.

○ 중국은 2009년 보험회사들의 국내 부동산 투자, 2012년 10월부터는 해외 부동산 투자를 허가하는 한편 부동산 투자제한 요건도 현행 자산 대비 20%에서 30%로 확대함.

○ 부동산 컨설팅 그룹인 CBRE는 이번 규제 완화로 인해 향후 중국 보험회사의 해외 부동산 투자금액이 144억 달러에 이를 것으로 예상함.⁸⁾

■ 이와 같은 글로벌 부동산 투자 규제 완화 기조와는 달리 우리나라의 경우 과거 부동산 투기 억제 정책으로 일관되었던 규제의 잔재가 남아있어 보험회사의 부동산 투자 관련 규제 정비가 요구되고 있음.

8) CBRE(2013), "Chinese Capital Tapping into Overseas Real Estate Markets".

- 우리나라 보험회사들의 제한적인 부동산 투자는 과거 개발 시기에 보험회사의 부동산 투자를 투기 제한 목적에서 접근한 감독정책에서 비롯된 측면이 있음.
- 1990년 재무부의 금융기관 비업무용 부동산 매각 조치 지시로 2,122억 원 규모의 부동산을 매각한 사례가 있음.

■ 본고는 장기투자가 가능한 기관투자자로서 생명보험회사들의 자본시장에서의 역할 및 위상을 제고하기 위해 해외 보험사와 기관투자자의 사례를 근거로 국내 생명보험회사의 부동산 투자 활성화를 위한 시사점을 도출하고자 함.

- 재무건전성 규제와 수익성 악화로 인해 은행들이 자본시장에서 자금 공급처로서의 역할이 크게 축소된 가운데 비은행계 기관투자자로서 보험회사의 역할 제고 필요성이 국제적인 공감대를 얻고 있음.⁹⁾
- 글로벌 보험회사들의 부동산 투자전략을 점검해보고 해외 사례를 통해 국내 보험회사들에 주는 시사점을 도출하고자 함.
- 국내 부동산 투자환경을 종합적으로 진단하고 이를 바탕으로 제도 개선안을 도출하고자 함.

2. 부동산 투자 현황

■ 부동산 투자는 직접투자와 간접투자로 나뉨.

- 직접투자(Direct Investment)는 투자자들이 직접 실물 자산인 건물을 보유하여 임대수익을 올리거나 매매각에 따른 평가 차익 등을 주된 목적으로 하는 투자 행위로 정의함.
- 간접투자(Indirect Investment)는 전문(금융)기관을 통해 투자하는 방법으로 부동산 매매에 따른 평가 차익보다는 부동산 자산 연계 금융상품에 투자해 이에 따른 수익배당을 주로 받는 투자 행위를 일컫음.
 - 부동산펀드, 리츠(REITs), 상업용 부동산 대출 등이 이에 해당됨.

9) Oliver Wyman(2013), "Funding the future: Insurers' role as institutional investors".

가. 국내 부동산 투자 현황

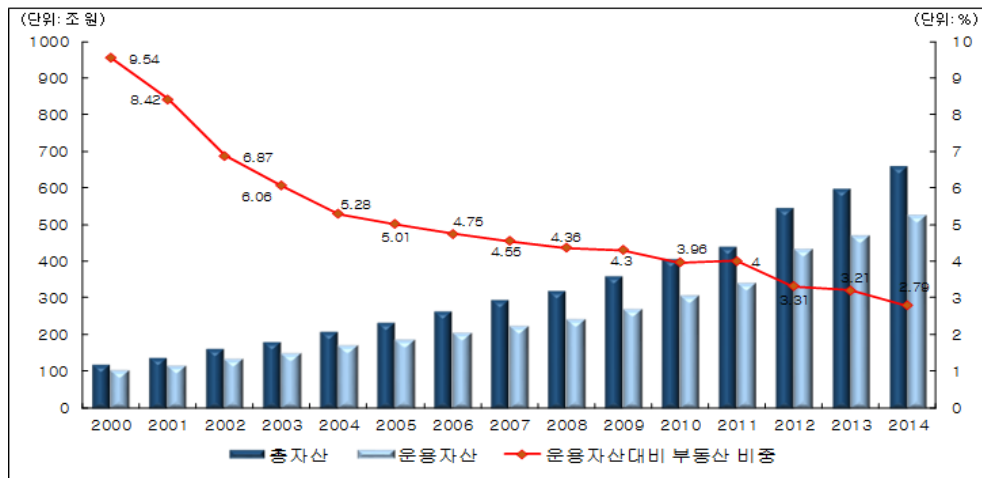
1) 직접투자

■ 국내 보험회사의 운용자산 대비 부동산 직접투자 비중은 높지 않은 편임.

○ 우리나라 생명보험 회사의 부동산 직접투자 비중은 2014년 기준 운용자산 대비 2~3% 수준으로 나타남.

- 지난 10년간 우리나라 보험회사의 총자산과 운용자산의 증가로 인해 운용자산 대비 부동산 직접투자 비중은 지속적인 감소세를 보여 왔음.

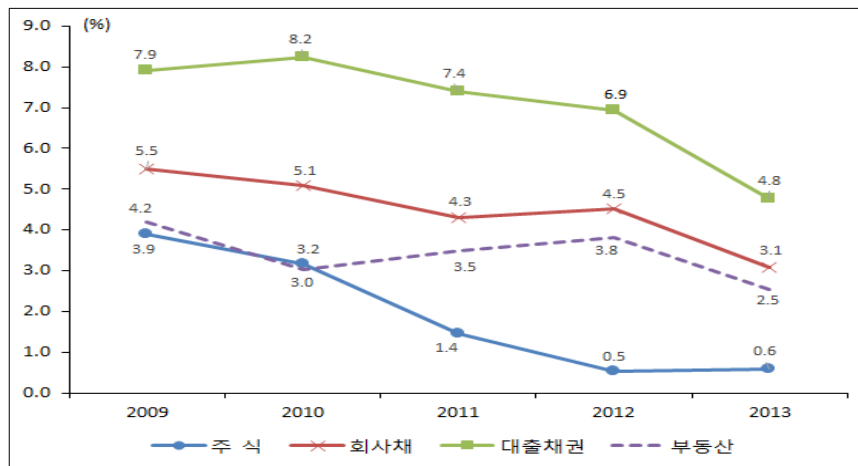
〈그림 4〉 국내 생명보험회사 부동산 투자 추이



자료: 월간생명보험통계.

■ 우리나라 보험업계의 운용자산별 수익률 추세를 보면 부동산은 3% 내외의 안정적인 수익률을 유지하고 있는 데 반해 주식, 회사채, 대출채권은 지속적인 하락세를 보이고 있음.

〈그림 5〉 국내 생명보험회사 운용자산별 수익률 추세



자료: 생명보험협회.

2) 간접투자

■ 최근 들어 저금리 기조 속에 대체투자 발굴에 주력하고 있는 국내 보험회사들이 서서히 부동산 간접투자에 눈을 돌리고 있음.

- 동부화재, 신한생명, 동부생명 등 7개 금융사는 2015년 메자닌금융(Mezzanine) 형태로 2조 4,000억 원 규모의 오피스빌딩 인수에 참여키로 함.¹⁰⁾
- 한화생명은 자산운용 다각화를 위해 2015년 8월 ‘한화 Debt Strategy 사모부동산투자 신탁 6호(가칭)’에 약 3,000억 원을 출자해 미국 우량 인프라 및 수익성 부동산 선순위 대출에 투자함.
- 최근 정부의 ‘기업형 주택임대사업’ 활성화 정책에 힘입어 2014년 일부 국내 보험회사들은 국토부 주선의 임대주택 리츠 사업에 3,100억 원을 투자한 바 있음.¹¹⁾

■ 생명보험회사들이 부동산 간접투자(수익증권, 대출채권)를 고려할 경우 회사채와의 상

10) 지상 41층, 연면적 11만 1,486㎡ 규모인 쓰리 브라이언트 파크는 뉴욕시를 대표하는 랜드마크 건물 중 하나로 메트라이프, 버라이즌 등 글로벌 기업들이 장기 임차하고 있음. 총 투자규모는 전체 거래대금의 약 10%인 2,400억 원이며, 투자기간은 10년, 투자수익률은 운용수수료 등 부대비용을 포함하여 5.15%가 될 전망이다.

11) 서울지역 이외에는 6%대의 수익률을 올리기 힘들 것이라는 전망도 있어 임대주택리츠 사업이 활성화되기에는 아직까지 시기상조라는 분석도 있음.

관성을 고려해야 할 것으로 보임.

○ 국내 생명보험사들의 운용자산별 수익률의 상관관계를 분석한 결과 부동산의 경우 대부분의 자산과 네거티브 상관관계를 보이고 있으나 통계적인 유의성은 없는 것으로 나타남.

- 일반적으로는 실물 부동산의 수익률이 주식, 채권 등 전통자산과는 낮은 상관관계를 보여 포트폴리오 다각화 차원에서 기여도가 높은 것으로 인식되어 왔음.¹²⁾

〈표 1〉 운용자산별 수익률 상관관계 분석

구분	현금 및 예금	주식	국공채	회사채	수익 증권	해외 유가증권	대출 채권	부동산
현금 및 예금	1	—	—	—	—	—	—	—
주식	0.65*	1	—	—	—	—	—	—
국공채	0.87*	0.74*	1	—	—	—	—	—
회사채	0.89*	0.71*	0.95*	1	—	—	—	—
수익증권	0.04	0.24	-0.05	-0.04	1	—	—	—
해외 유가증권	0.43	0.45	0.48	0.56*	-0.19	1	—	—
대출채권	0.74*	0.83*	0.87*	0.79*	0.2	0.38	1	—
부동산	-0.05	-0.11	0.08	-0.03	-0.24	-0.33	0.29	1

주: 2000년~2013년 운용자산별 수익률.

나. 해외 부동산 투자 현황

1) 직접투자

■ 해외의 경우도 부동산 자산 가격 변동성에 대한 우려감으로 인해 생명보험회사 전체 운용자산에서 부동산 직접투자가 차지하는 비중은 다소 낮은 편임.

○ 2013년 기준 생명보험업계 부동산 직접투자 비중은 스위스(12.3%), 호주(10.5%), 영국(4.0%), 프랑스(3.5%), 한국(3.1%), 일본(1.9%) 등으로 나타남.

- 유럽 전체(2011년 기준)로는 유럽 보험사들의 운용자산 중 4%를 부동산 직접투자가 차지함.

12) Galtner et al.(2007), "Commercial Real Estate Analysis & Investments", pp. 134~140.

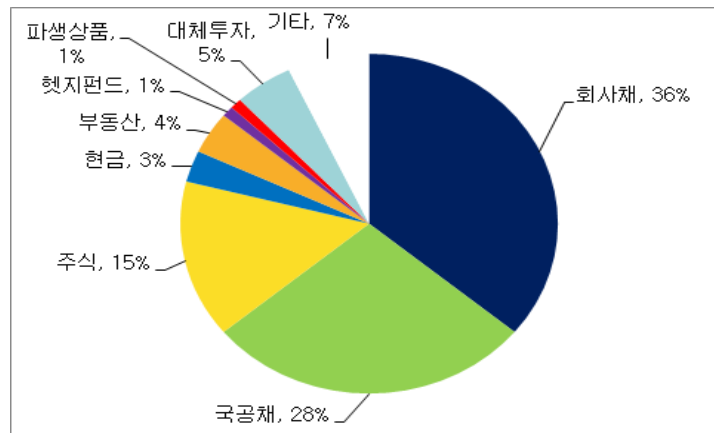
〈표 2〉 주요국 부동산 직접투자 현황

(단위: %)

국가명	채권(%)	주식(%)	부동산(%)	기타(%)
스위스	62.29	1.92	12.34	23.45
노르웨이	64.29	13.08	12.15	10.48
호주	70.89	14.95	10.51	3.65
영국	60.91	14.47	3.96	20.67
프랑스	75.93	19.46	3.47	1.14
핀란드	27.86	16.27	3.14	52.73
한국	55.22	5.10	3.10	36.58
스웨덴	52.31	36.86	2.81	8.02
일본	68.40	6.96	1.86	22.78
그리스	66.61	1.14	1.84	30.41
독일	38.69	3.70	1.84	55.77
네덜란드	36.75	7.40	1.72	54.13
오스트리아	72.93	9.53	1.51	16.03
벨기에	63.79	12.40	1.25	22.56
스페인	75.14	3.39	1.25	20.22
미국	74.00	3.82	0.63	21.55

자료: OECD(2014), "Global Insurance Market Trend".

〈그림 6〉 유럽 보험회사들의 자산운용 현황

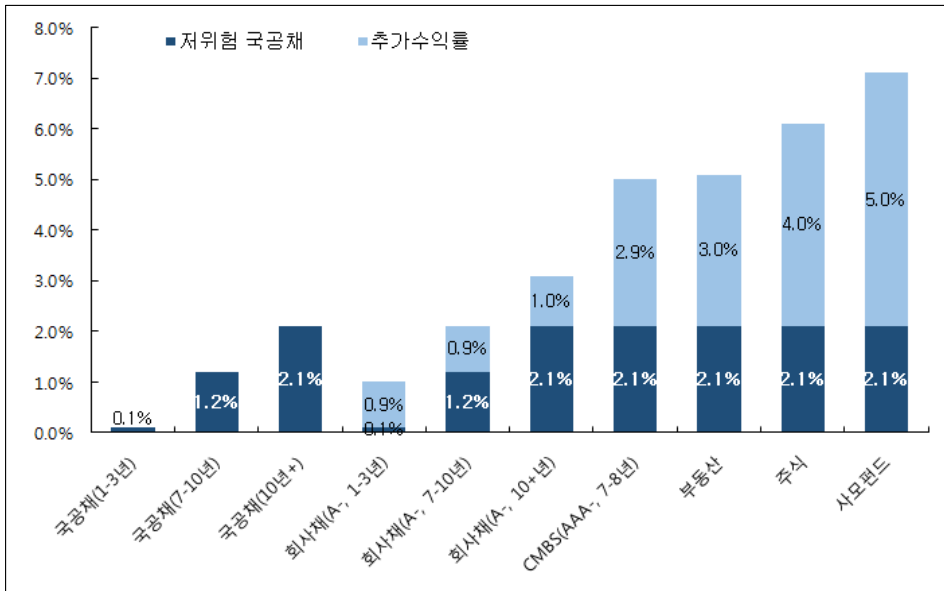


자료: Oliver Wyman(2013), "Funding the future; Insurer's role as institutional investors", pp. 19~21.

■ 수익률 분포(2011년 기준) 측면에서도 부동산 투자는 국공채나 회사채에 비해 양호한 추가 수익률 분포를 보이고 있음.

○ 투자자산 유형별 수익률 분포를 보면 부동산 투자의 경우 3% 가량의 추가수익이 발생한 것으로 분석됨.

〈그림 7〉 자산유형별 투자수익률 비교



자료: Oliver Wyman(2013), "Funding the future; Insurer' role as institutional investors", pp. 19~21.

■ 아시아계 생명보험회사들의 부동산 투자비중도 최근 들어 증가세를 보이는 가운데 2~4% 내외 수준을 나타내고 있음.

○ 2011년 기준 아시아계 생명보험회사들의 운용자산 대비 부동산 직접투자 비중은 대만이 4.7%로 가장 높았고 싱가포르 3.8%, 한국과 일본은 각각 2.8%와 2% 수준이었음.

〈표 3〉 아시아계 보험회사의 부동산 투자 규모

2011년 기준	생명보험업계 운용자산(AUM) (십억 달러)	부동산(직접) 투자 비중(%)	부동산 직접투자 제한(%)	주요투자자
일본	3,257.5	2.0	20	닛세이생명보험, 메이지야쓰다생명, 다이치 생명보험
한국	438.7	2.8	15	삼성생명, 교보생명
대만	381.5	4.7	19	케세이생명보험, 차이나생명보험, 푸본생명, 난산 생명, 신콩생명
싱가포르	106.5	3.8	20	NTUCIncome생명보험, 그레이트이스턴 생명보험

자료: CBRE(2013), "An Expanding Horizon: Chinese Capital Tapping into Overseas Real Estate Markets", p. 12.

2) 간접투자

- 미국, 영국 등은 일찍부터 부동산 자산을 기초로 한 금융시장이 발달한 결과 해외 보험 회사의 부동산 간접투자가 우리나라보다 상대적으로 활발한 편임.

가) 미국

- 미국의 경우 부동산을 기초자산으로 한 파생상품 및 간접투자 상품시장이 발달하면서 직접투자에 비해 상업용 부동산 대출 및 상업용 부동산 저당채권 유동화증권(Commercial Mortgage-Backed Securities, 이하 'CMBS') 시장이 높은 비중을 차지함.
- 미국 전체 부동산 투자 중 부동산 대출이 전체 시장의 57.4%, CMBS(26.2%), REITs, 조인트 벤처 투자 등은 각각 10% 미만을 차지하고 있음.

〈표 4〉 미국 생명보험회사의 상업용 부동산 투자 현황

구분	생명보험(백만 달러)	비중(%)
상업용 부동산 대출	324,390.20	57.40
CMBS	148,159.90	26.22
REITs	39,427.20	6.98
부동산보유	23,935.50	4.24
조인트 벤처투자	29,241.00	5.17
총합	565,153.80	100.0

자료: NAIC(2013), "Capital Markets Special Report: Insurance Industry's Exposure to Commercial Real Estate".

나) 영국

- CMBS 관련 부동산 투자가 발달한 미국과는 달리 영국에서는 상업용 부동산 담보대출(Commercial Real Estate Debt, 이하 'CRE Debt') 시장 중심으로 보험회사의 부동산 투자가 이루어지고 있음.
- 영국 보험회사의 상업용 부동산 담보대출 시장 투자가 증가한 배경은 다음과 같음.
 - 첫째, Basel III 도입 등 은행권 자본규제 강화로 인해 은행의 자금 공급이 위축되면서 이들의 빈자리를 보험회사가 대체하게 됨.

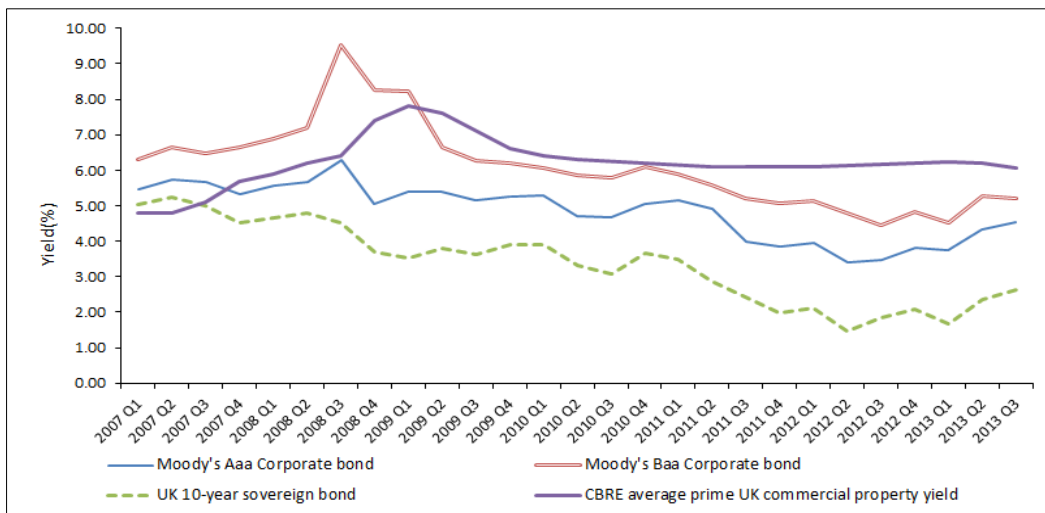
- 둘째, 장기 듀레이션에 노출된 보험회사의 부채 구조는 비유동성 프리미엄을 겨냥한 부동산 투자에 은행산업보다 유리한 조건을 가지고 있음.
- 셋째, 부동산 담보대출(CRE debt)의 경우 급격한 신용위험 하락이 발생하더라도 담보 부동산 매각 등을 통해 자금을 회수할 수 있고 최근 상업용 부동산 담보대출 채권의 투자 프리미엄이 확대된 측면도 수익률 제고에 기여하였음.

■ 최근 영국의 보험회사들은 상업용 부동산 담보대출 시장에 적극적으로 투자하고 있음.

- 2012년 메트라이프는 런던의 2억 6,400만 달러의 Broadgate West office complex를 포함하여 431억 달러를 상업용 부동산에 투자함.
- 2013년 7월 Friend 생명은 상업용 부동산에 투자하기 위해 푸르텐셜 금융과 함께 5억 파운드의 투자지침서를 발표함.
- 2013년 9월 Standard 생명보험은 상업용 부동산에 2억 5,000 파운드를 투자함.

■ DLA 보고서에 따르면 지난 2007년 금융위기 이후 영국 우량 상업용 부동산의 평균수익률은 회사채나 국채보다 우세한 것으로 나타남.

〈그림 8〉 2007년 금융위기 이후 회사채 · 국채 대비 상업용 부동산 투자수익률 추이



주: CBRE average prime UK commercial property yield의 경우 2009년 3분기, 2010년 3, 4분기, 2011년 1분기, 2012년 1, 2, 3분기의 데이터가 없어 추세를 반영하여 연결함.

자료: DLA PIPER(2012), "Searching for Investment: Insurers as Lenders", p. 38;

Board of Governors of the Federal Reserve System(US); CB Richard Ellis; <http://www.investing.com>.

다) 중국

■ 중국의 보험회사들은 정부 규제가 풀린 2012년 이후 미국과 유럽 등 해외 부동산에 투자 규모를 늘리고 있음.

○ 중국보험감독관리위원회(CIRC)는 2012년 보험회사 총자산에서 차지하는 부동산 비중 상한선을 15%에서 30%로 확대하였고, 2014년 2월에는 종목별 해외자산 비중 상한선 규제를 폐지하였음.

○ 중국 보험회사들의 해외 부동산 총 투자규모는 2014년 136억 달러, 2015년 4월 기준 25억 달러에 달함.

- 연합뉴스¹³⁾에 따르면 중국 생명보험과 핑안보험은 미국 부동산 개발업체인 티시먼 스파이어가 추진 중인 보스턴 재개발 사업에 5억 달러를 투자할 예정임.

■ 글로벌 부동산 컨설팅 회사인 존스 랑 라살(JLL)에 따르면 2014년 중국 기업의 해외 부동산 투자규모는 165억 달러(약 18조 3,000억 원)로 그중 70%인 112억 달러는 오피스텔과 호텔 등 수익형 부동산에 투자함.

○ 부동산 컨설팅 자문업체 나이트프랭크(Knight Frank)는 중국의 해외 부동산 투자규모가 2009년 6억 달러에서 2013년 128억 달러로 급증했다고 발표함.

○ 이같이 급격한 해외 부동산 진출 증가의 배경에는 시장 개방으로 인한 해외 투자기회 확대, 상대적으로 안정적인 부동산 투자수익률 등이 손꼽힘.

다. 글로벌 보험회사들의 부동산 투자전략

■ 저금리 시대에 글로벌 보험회사들은 비유동성 프리미엄(illiquidity premium)에 대한 기대감 속에 다양한 수익형 부동산 투자에 나서고 있음.¹⁴⁾

○ 파이낸셜타임스¹⁵⁾에 따르면 유럽의 생명보험회사들은 안정적인 장기임대료 수입을 목적으로 학생기숙사, 건강요양시설 등 수익형 부동산에 투자하고 있음.¹⁶⁾

13) 연합뉴스(2015. 4. 8), “중국 양대보험사들, 미국 부동산 투자 첫발”.

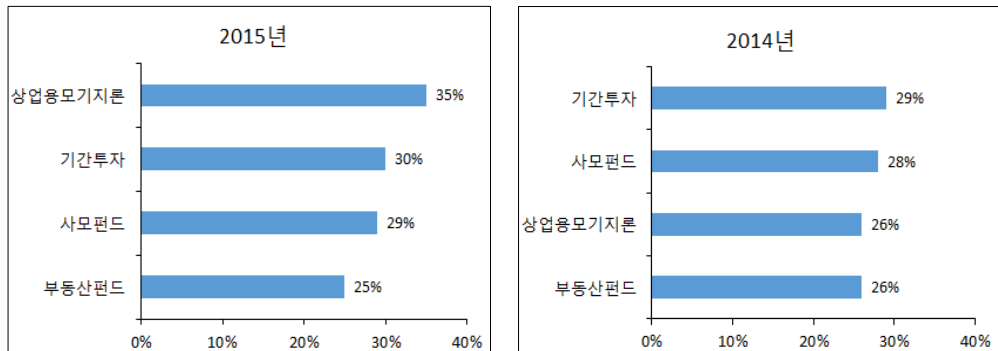
14) 박선영(2015. 3. 2), 「보험회사 부동산 투자 활성화를 위한 제언」, 『KIRI Weekly』, 보험연구원, pp. 3~4.

15) 파이낸셜타임스(2014. 5. 27), “M&G and ING push insurance cash into real estate investment”.

- 독일계 생보사인 알리안츠는 고속도로, 경기장, 대체에너지 개발 등 대체투자 사업에 2013년 이후 4억 달러를 투자했음.

■ 골드만삭스가 2015년 글로벌 보험회사 CFO·CIO 267명을 대상으로 실시한 설문조사에서 향후 대체투자 가운데서도 상업용 모기지론, 부동산 펀드 등 부동산 관련 투자가 확대될 것으로 전망됨.

〈그림 9〉 글로벌 보험회사 대체투자 전망



주: “향후 1년 이내에 해당 자산의 투자 비중을 증가, 감소, 유지하시겠습니까?”라는 질문에 대한 응답 비중 가운데 증가(%)와 감소(%) 응답률 차이.

자료: Siegel M.H. & Athans A.L. (2014), 「Goldman Sachs Asset Management Insurance Survey: Risk On ... Reluctantly」, p. 20 재정리함.

■ 글로벌 보험회사들은 수익률 제고와 대체투자 확대의 일환으로 부동산 펀드에 대한 투자 규모를 점차 늘려가고 있음.

○ Towers Watson의 최근 보고서에 따르면 부동산펀드 상위 투자자 목록에 보험회사 계열 부동산 자회사 및 투자회사들이 상위에 오름.

- 2014년 기준 보험회사 계열 부동산 투자전문 자회사 가운데 AXA Real Estate 경우 부동산펀드 운영자산 규모가 609억 달러, Prudential, Aviva 등도 300억 달러 내외의 부동산펀드를 운영 중에 있음.

- 16) 영국계 프렌셜의 투자운용 자회사인 M&G는 2013년부터 2014년 사이에 장기임대계약 매물에 집중 투자하는 부동산펀드에 총 9억 파운드를 투자해 상업용 오피스에서 상가에 이르기까지 부동산 투자를 다각화하고 있음. 네덜란드계 ING 투자운용은 보험회사 Nationale-Nederlanden 등 기관투자자들을 대상으로 7억 5,000만 유로의 상업용 부동산 펀드를 조성했음.

〈표 5〉 유럽 주요 보험회사 투자규모

순위	투자자	국가	총 운영자산 (AUM) (백만 달러)	자산 유형
5	AXA Real Estate	프랑스	60,936.19	Direct Real Estate Funds
33	Prudential Real Estate Investors	미국	35,774.60	Direct Real Estate Funds
43	Aviva Investors	영국	30,742.61	Direct Real Estate Funds
88	Legal and General Property	영국	19,877.00	Direct Real Estate Funds

자료: Towers Watson(2014), "Global Alternatives Survey 2014", pp. 20~23.

■ 일부 글로벌 보험회사들은 부동산 관련 자회사를 설립해 모회사의 투자용 부동산 관리 뿐 아니라 부동산 관련 해외투자를 지속적으로 추진해 오고 있지만, 보험회사 계열의 부동산 자회사는 보험회사 자산운용상의 특징을 반영해 부동산 전문투자회사와는 차별화된 투자전략이 필요함.¹⁷⁾

○ 글로벌 보험회사의 부동산 자회사들은 핵심자산(Core Asset) 위주로 안정성 위주의 투자전략을 취하는 데 반해 독립된 부동산 전문투자회사들은 향후 부동산 개발이익 창출을 목표로 현재 저평가된 상업용 부동산을 적극 발굴해 고수익을 추구하는 가치 창출자산(Value-Added Asset) 위주의 투자전략을 선보이고 있음.¹⁸⁾

○ 글로벌 보험사인 Prudential과 MassMutual은 업무용 부동산의 경우 In-House 조직에서 관리하는 반면에 투자용 부동산의 경우 부동산 전문 자회사를 설립해 위탁관리 방식으로 운용하고 있으며 최근에는 독자적인 수익창출 기관으로 변모하고 있음.

17) 박선영(2014. 6. 23), 「글로벌 보험회사의 부동산 투자전략과 시사점」, 『KIRI weekly』, 보험연구원, pp. 5~6.

18) 핵심자산(Core Asset)은 장기적인 임대료 상승과 자산 가치 증대를 기대할 수 있는 부동산 자산으로 주로 입지 및 시설용도, 임대수입의 안정성 면에서 높은 등급을 받는 상업용 부동산을 말함. 반면에 가치창출자산(Value-Added Asset)은 용도 및 시장성 측면에서 현재 상태로는 가치가 낮지만 재개발 혹은 임차인 갱신을 통해 잠재적 가치를 창출할 경우 핵심자산으로서의 위상을 획득할 가능성이 있는 자산을 의미함. 일반적으로 가치창출자산은 핵심자산에 비해 변동성이 높고 투자의 불확실성이 상대적으로 높지만 개발 사업이 성공할 경우 고수익을 올릴 수 있음. LaSalle의 "ISA 2013" 보고서에 따르면 핵심자산의 평균 수익률(금융부채 제외)은 6%(표준편차는 2%)인데 반해 가치창출자산의 평균 수익률(금융부채 제외)은 12.4%(표준편차는 7%)였음.

〈표 6〉 보험회사와 독립 부동산 전문 투자회사의 투자전략 비교

비교	보험회사 계열 부동산 자회사	독립 부동산 전문 투자회사
특징	• 핵심자산(Core Asset) 중심 투자 • 고수익보다는 투자 안전성 위주 • 모회사의 자산포트폴리오 운용전략에서 자유롭지 못함	• 가치창출(Value-Added Asset) 중심 투자 • 고수익 추구 가능 • 다양한 투자자의 이익을 대변하고 자유로운 포트폴리오 운용
사례1	• PREI(Prudential Real Estate Investors) - Prudential의 부동산 자회사 - 초기에는 모회사의 투자용 부동산 관리 업무와 모회사의 법인 고객을 대상으로 한 국내외 부동산 자산운용에 대한 전반적인 서비스를 제공 - 최근에는 모기업 위탁운용규모가 전체 운용자산에서 차지하는 비중은 줄고 독자적인 수입 창출 기관으로 모회사 수익증대에 기여	• LaSalle Investment Management - 전세계 18개국에 걸쳐 2013년 3분기 기준 476억 달러 규모의 부동산 펀드 및 부동산 관련 채권 투자 - Real Estate Transparency Index 및 전세계 부동산 투자관련 동향을 정기적으로 발표
사례2	• Cornetstone Real Estate Advisers - MassMutual의 부동산 자회사 - 초기에는 주로 모회사의 투자용 부동산을 관리하는 조직으로 출범하였으나 최근에는 독자적인 수입창출 기관으로서의 견지 확보	• CBRE - 전세계 42개국 진출, 831억 달러 규모의 부동산 임대사업 영위 - 건물임대 관리, 대출 및 대출관련 부대 업무, 부동산 관련 투자 및 자문서비스, 프로젝트 파이낸싱 등 다양한 부동산 투자업무 수행

자료: 박선영(2014, 6. 23), 「글로벌 보험회사의 부동산 투자전략과 시사점」, 『KIRI weekly』, 보험연구원, p. 6.

3. 부동산 투자 관련 규제환경

가. 국내 부동산 투자 규제환경

■ 우리나라의 경우 부동산 직접투자와 관련해서는 보험회사의 투자목적별로 업무시설용과 투자사업용이 엄격하게 구분되어 있음.

○ 우리나라 보험업법 시행령 제49조에 따르면 사회복지사업, 공공성 사업의 경우에만 제한적으로 투자사업용으로 인정돼 보험회사의 투자용 부동산의 경우에도 사실상 공공성 사업으로 제한되어 다양한 수익형 부동산 사업에 투자하기에는 한계가 있음.

■ 부동산 간접투자와 관련해서는 위험기준 자기자본(RBC) 기준상 부동산 투자의 경우 다양한 위험요인별 위험계수가 세분화되어 있지 못해 부동산 간접투자 시 제약요건이 존재함.

- 2015년 5월 발표된 재무건전성 규제 제도 개선안¹⁹⁾에 따르면 그동안 수익증권 투자금액 전체에 대해 12%의 일괄적인 위험계수를 적용했던 방식을 수정해 자산별(채권, 주식 등) 위험계수 구분을 적용키로 하였음.
 - 담보대출의 경우 금융자산의 담보인정금액만큼 차감하고 차주의 위험계수 적용키로 함.
 - 아울러 업무시설용 부동산에 적용되는 위험계수는 6%, 투자사업용 부동산의 경우 9%를 적용키로 함.
- 이번 개선안에도 불구하고 부동산 담보대출 관련 위험 측정 시 보다 다양한 위험측정 지표들을 활용해 여전히 일률적인 위험계수를 보다 전문화하고 세분화할 필요성이 있어 보임.
 - 국내와는 대조적으로 미국은 개별 모지기 채권의 상환 스케줄 및 현금흐름 등을 상세하게 반영한 세분화된 위험계수 조정 방식을 적용하고 있음.

〈그림 10〉 보험회사 부동산 투자 관련 규제 현황

보험업법 시행령 제49조 제1항	RBC 제도(변경안)
<용도에 따른 부동산 구분> ① (업무시설용) - 영업장 - 연수시설 - 임원 또는 직원의 복리후생시설 및 이에 준하는 용도로 사용하고 있거나 사용할 토지·건물과 그 부대시설. ② (투자사업용) - 사회복지사업: 주택사업, 부동산임대사업, 장묘사업 - 공공성 사업: 도시재개발사업, 사회기반시설사업 - 해외부동산업을 위한 토지·건물 및 그 부대시설	<신용리스크> (자산 항목별 신용위험계수) - 부동산: 투자사업용 9%, 업무시설용 6%¹⁾ - 사회기반시설 관련 부동산: 4.5%²⁾ - 사회기반시설 관련 주식: 6% - 부동산프로젝트 관련 주식, 부동산: 12% * 사회기반시설 및 부동산프로젝트에 대하여 주식(equity) 형태로 투자하는 경우에는 위험계수 별도 적용

주: 1) 투자사업용 부동산의 경우 2015. 12. 30까지는 6%, 2015. 12. 31부터 2016. 12. 30까지는 7.5%, 2016. 12. 31부터는 9%의 신용위험계수를 적용하며, 업무시설용 부동산은 2015. 12. 30까지는 4%, 2015. 12. 31부터 2016. 12. 30까지는 5%, 2016. 12. 31부터는 6%를 적용함.

2) 사회기반시설 관련 부동산의 경우 2015. 12. 30까지는 3%, 2015. 12. 31부터 2016. 12. 30까지는 3.75%, 2016. 12. 31부터는 4.5%의 신용위험계수를 적용함.

자료: 보험업감독업무시행세칙.

〈표 7〉 부동산 투자 관련 자산운용 규제완화 비교

구분	개정 이전	개정 이후
한도확대	• 해외투자: 총자산의 20% • 부동산 소유: 총자산의 15% • 선물거래 위탁증거금: 총자산의 3%	• 해외투자: 총자산의 30% • 부동산 소유: 총자산의 25% • 선물거래 위탁증거금: 총자산의 5%

주: 법상 한도를 확대하였으나, 시행령으로 이전과 동일하게 한도 유지.

자료: 생명보험협회(2010), 「생명보험협회 60년사」.

19) 금융위원회·금융감독원 보도자료(2015. 5. 8), “보험회사 재무건전성 규제 등 관련제도 개선 추진”.

나. 해외 주요국의 규제환경

■ 해외 주요국의 부동산 직접투자 관련 규제의 경우 총자산 기준 제한 규정의 존재 유무가 국가별로 상이한 모습을 나타내고 있음.

○ 국가별로는 캐나다(부동산과 주식을 합쳐 25% 이내), 핀란드(40%), 독일(25%), 일본(20%), 네덜란드(10%), 영국(제한한도 없음) 등임.

○ 미국의 경우 주(state) 별로 규정이 상이해 델라웨어주는 부동산 최대 25%, 뉴저지주는 부동산 최대 10%, 부동산담보대출은 10%까지 투자 한도를 제한하고 있음.

〈표 8〉 주요 OECD 국가의 생명보험 자산운용 한도 규제

(단위: %)

국가	채권		주식	모기지	부동산	대출	현금
	회사채	국공채					
한국	100	100	40	100	25	100	100
호주	100	100	100	100	100	100	100
네덜란드	N	N	N	N	10	8	3
영국	N	N	N	N	N	N	3
미국	주별로 상이한 규제를 두고 있으며, 주로 주식, 부동산, 모기지대출에 대해 비율규제 있음						
프랑스	65	100	65	10	40	10	N
독일	50	50	30	50	25	50	N
일본	10	100	30	N	20	10	N
노르웨이	30	100	35	30	100	1	100
폴란드	5	100	30	5	25	N	100
포르투갈	60	60	50	25	45	25	20
스페인	100	100	100	45	45	5	3
스웨덴	50	100	25	25	25	N	3
스위스	N	N	30	N	N	N	
터키	2	N	25	N	15	5	3

주: 1) 음영으로 표시된 국가는 선관주의 방식을 채택하고 있는 국가이며, 나머지 국가는 비율규제를 채택하고 있음.

2) N: 규제 없음, Y: 규제 존재, NA: not available.

자료: OECD Directorate for Financial, Fiscal and Enterprise Affairs Insurance Committee, *Investment Regulation of Insurance Companies and Pension Funds: Issues for Discussion*, 2001. 6, p. 25; 김재현 외(2001), 「생명보험산업의 자산운용규제 개선 방향에 관한 연구」, 보험연구원, p. 33 재인용.

■ 미국은 부동산 금융위기 이후 모기지 채권에 대한 신용위험을 적절하게 반영하기 위해 기존의 평균치 적용 방식의 위험계수 적용 방식을 탈피해 개별 모지기 채권의 상환 및 신용등급 등을 상세하게 반영한 세분화된 위험계수 조정 방식을 적용하고 있음.

- 기존의 방식은 기준 자기자본(RBC) 위험계수에 모기지 경험조정치(MEAF)를 적용해 평균 예상손실이나 극단손실을 예상해 계산됨.
 - 원리금 상황이 제대로 이뤄지는 모기지의 경우 기준 자기자본 위험계수는 2.6%, 경험 조정치는 2008년 이전 모기지는 50~350%, 2009~2012년은 80~175%를 적용함.
- 2000년 이래로 부동산 직접투자에는 15%의 위험계수²⁰⁾가 적용되어 왔으나 최근 들어 NCREIF Property Index(이하 'NPI')를 기준으로 한 과거 부동산 투자수익률을 감안할 때 이같은 위험계수를 8%까지 낮춰야 한다는 논의가 진행되었음.²¹⁾
- 미국 생명보험협회(American Council of Life Insurers)가 2008년부터 2012년까지 지난 5년간 생보업계의 부동산 투자 누적수익률을 조사한 결과 평균 3.5%의 누적손실을 기록해 위험계수 8%보다는 낮은 수치를 기록했음.

- NAIC에 의해 2013년 7월 채택되어 2013년 새로 개편된 방식에서는 회사채와 유사하게 신용도, 부채상환가능비율(Debt Service Coverage, 이하 'DSC'),²²⁾ 담보비율(Loan-To-Value, 이하 'LTV') 등을 고려해 매트릭스를 적용, 위험도에 따라 서로 다른 위험계수를 적용받게 됨.
- 이번 개편안에 따르면 DSC가 높고 LTV가 낮아 건전성이 높고 부도 위험성이 낮은 모기지론의 경우에는 RBC기준 위험계수가 위험도 반영에 따라 낮아짐.

〈표 9〉 DSC-LTV 반영 매트릭스 예시

NAIC	CM	RBC	기준
1	—	0.40%	AAA,AA,A
—	1	0.90%	DSC ≥ 1.5x, LTV < 85%
2	—	1.30%	BBB
—	2	1.75%	0.95x ≤ DSC < 1.5x, LTV < 75%
—	3	3%	DSC < 0.95x, LTV < 85%
3	—	4.6%	BB
—	4	5%	DSC < 1.15x, LTV > 100%
—	5	7.5%	DSC < 0.95x, LTV ≥ 105%
4	—	10%	B

자료: SOA(2013), Annual Meeting 발표자료.

20) 부동산의 경우 일반 주식의 변동성의 60%라는 가정하에 도출됨.

21) 95% 손실가능성을 감안한 누적 수익률, 평균 2.25년의 보유기간 등을 감안하여 계산된 결과임.

22) DSC=Net Operating Income/Debt Services

■ 미국에서는 DSC, LTV에 따른 모기지론의 신용도 계수 차등화로 인해 신용위험에 따른 적절한 리스크 측정이 가능해질 것으로 전망함.

- 평균 위험계수 적용방식과는 달리 개편안의 경우 비즈니스 환경과 거시 경제 변화에 따른 시장 변화를 적시에 반영하며 기타 자산, 특히 회사채 평가기준과 일치하는 일관된 자본요구가 가능해질 것으로 기대하고 있음.

4. 개선방향 및 시사점

국내 생명보험회사들은 부동산 가격 등락에 따른 투자위험이 상대적으로 크고 축적된 투자 노하우를 필요로 하는 직접투자보다는 간접투자를 중심으로 부동산 투자 확대를 검토할 필요성이 있음. 간접투자 확대에 따른 위험관리를 위해 부동산 자산 리스크 측정 기준을 다양화하여 상업용 부동산 투자 관련 위험계수를 보다 세분화하고 전문화할 필요성이 있음. 아울러 보험회사들의 부동산 투자환경 조성을 위해 부동산 투자 수익성을 객관적으로 측정할 수 있도록 상업용 부동산 시장 관련 다양한 수익성 지표 개발에 나서야 함.

■ 미국, 영국 등 선진국의 경우 부동산을 기초자산으로 한 파생상품 및 간접투자 상품시장이 발달하면서 생명보험회사들의 부동산 간접투자가 활발한 편임.

- 미국의 경우 전통적으로 상업용 부동산 저당채권 유동화증권(Commercial Mortgage-Backed Securities, 이하 'CMBS') 시장이 높은 비중을 차지하다가 2008년 금융위기 이후 CMBS 시장이 붕괴되면서 상업용 대출시장이 큰 폭으로 늘었음.
- 영국의 경우 CMBS 시장보다는 상업용 부동산 담보대출(Commercial Real Estate Debt, 이하 'CRE Debt') 시장 중심으로 보험회사의 부동산 투자가 이루어짐.

■ 국내 보험회사들의 경우 글로벌 보험회사들과 같이 다양한 수익형 부동산 사업에 대한 노하우와 전문성이 축적되기 전까지는 부동산 펀드나 상업용 부동산 담보대출 시장 등 부동산 간접투자 중심의 투자 전략에 나서야 함.

- AXA, Prudential, Aviva 등의 경우 부동산 펀드를 통한 간접투자에 활발하게 참여하고 있음.

○ Prudential과 MassMutual은 부동산 전문 자회사를 설립해 운영하고 있음.

■ 직접투자 관련 규제에 대해서는 수익성 제고와 대체투자 활성화 차원에서 보험회사가 다양한 수익형 부동산 사업에 투자할 수 있도록 투자용 부동산의 적용 대상을 확대할 필요가 있음.

○ 미국, 영국의 경우 보험회사들이 주택사업, 신사옥 건설 프로젝트, 요양사업 등 다양한 부동산 수익사업에 투자하고 있음.

■ 간접투자 관련 규제에 대해서는 안정적인 장기임대수익을 올릴 수 있는 핵심 부동산에 투자할 경우 투자 목표 수익률과 물건별 특성에 따른 위험계수 조정이 요구됨.

○ 핵심 부동산 자산(Core Asset), 가치창출 부동산 자산(Value-Added Asset) 등 부동산 투자유형과 위험에 따라 적절한 위험계수가 반영될 수 있도록 조정이 필요해 보임.

- 이번 재무건전성 규제 제도 개선안에 따라 상당수 부동산 관련 투자 위험계수가 차등화될 것으로 예상되나 여전히 부동산 담보대출 등의 경우 리스크 측정 기준의 세분화가 요구되고 있음.

- 차주의 신용도뿐 아니라 담보대출 상환 일정에 따른 현금흐름 및 부채상환가능비율(DSC) 등을 통해 리스크 측정 기준을 보다 세분화할 필요성이 있음.

■ 생명보험회사의 부동산 투자환경 조성을 위해 부동산 투자 수익성을 객관적으로 측정할 수 있도록 상업용 부동산 시장 관련 다양한 수익성 지표 개발에 나서야 함.

○ 미국의 경우 NPI, NCREIF 등 다양한 인덱스가 존재해 부동산 가격 예측성 증대

○ 최근 국내에서 미국의 Case-Shiller Index에 준하는 부동산 거래 지표 개발에 나서기로 한 점 등은 향후 수익률을 예측하고 표준화된 수익성 측정을 통한 성과측정에 민감한 생명보험회사의 부동산 투자 활성화를 가져오는데 고무적인 현상으로 평가됨.

〈참 고 문 헌〉

- 강형구 · 이창민 · 이상엽 (2012), 「영미 선진기업의 부동산투자 사업전략」, 『영미연구』, 제27집.
- 고광수 · 김근수(2005), 『한국 일본 중국의 기관투자자 비교 연구』, 한국증권연구원.
- 금융위원회 · 금융감독원 보도자료(2015. 5. 8), “보험회사 재무건전성 규제 등 관련제도 개선 추진”.
- 김재현 · 이경희(2001), 『생명보험산업의 자산운용규제 개선 방향에 관한 연구』, 보험연구원.
- 남재우 · 조훈(2007), 『국민연금 부동산투자의 공정가산출 및 성과평가방안』, 국민연금연구원.
- 박선영 (2014. 6. 23), 「글로벌 보험회사의 부동산 투자전략과 시사점」, 『KIRI weekly』, 보험연구원.
- _____(2015. 3. 2), 「보험회사 부동산 투자 활성화를 위한 제언」, 『KIRI Weekly』, 보험연구원.
- 생명보험협회(2010), 『생명보험협회 60년사』.
- 안남기 · 김윤선(2015), 『글로벌 상업용 부동산 활황의 배경 및 전망』, 국제금융센터.
- 이투데이(2015. 3. 9), “상업용 부동산, 글로벌 유동성 빨아들이는 블랙홀”.
- Towers Watson(2014), 『우체국예금 해외대체투자 운용 프로세스 개선을 위한 연구용역 보고서』.
- 파이낸셜타임스(2014. 5. 27), “M&G and ING push insurance cash into real estate investment”.
- CBRE(2013), “An Expanding Horizon: Chinese Capital Tapping into Overseas Real Estate Markets”.
- DLA PIPER(2012), “Searching for Investment: Insurers as Lenders”.
- Metlife(2013), “US Core Real Estate: A Past, Present, and Future View”.
- NAIC(2013), “Capital Markets Special Report: Insurance Industry's Exposure to Commercial Real Estate”.
- OECD Directorate for Financial, Fiscal and Enterprise Affairs Insurance Committee(2001. 6),
Investment Regulation of Insurance Companies and Pension Funds: Issues for Discussion.
- OECD(2014), “Global Insurance Market Trend”.
- Oliver Wyman(2013), “Funding the future; Insurer’ role as institutional investors”.
- Siegel M.H. & Athans A.L. (2014), “Goldman Sachs Asset Management Insurance Survey: Risk On Reluctantly”.
- SOA(2013), Annual Meeting 발표자료.
- Towers Watson(2014), “Global Alternatives Survey 2014”.

국토교통부(<http://www.molit.go.kr>).

금융통계정보시스템(<http://fisis.fss.or.kr/fss/fsi/id/fssmain.jsp>).

Bloomberg(<http://www.bloomberg.com>).

Eurostat(<http://ec.europa.eu/eurostat>).

Jones Lang LaSalle(<http://www.us.jll.com/united-states/en-us>).

Macrobond Financial(<https://www.macrobond.com>).

Moody's(<https://www.moodys.com>).

NCREIF(National Council of Real Estate Investment Fiduciaries)(<https://www.ncreif.org>).

Thomson Reuters Datastream(<http://financial.thomsonreuters.com>).