



# 브렉시트가 국내 보험회사의 해외 부동산 투자에 주는 시사점

박선영 연구위원, 이선주 연구원

## 요약

- 브렉시트 국민투표 이후 부동산 펀드 환매 중단 조치 등이 잇따라 발표되는 등 영국발 글로벌 부동산 시장의 불확실성이 고조되고 있음.
  - 영국 상업용 부동산 시장을 중심으로 당분간 부동산 거래 침체와 자산 가격 하락이 예상되고 있음.
  - 브렉시트가 글로벌 부동산 시장에 미치는 여파는 개방형 펀드의 단기 유동성 부족 사태와 영국 부동산 시장의 불확실성 확대에 따른 투자심리 위축에서 기인한 것으로 보임.
  - 이번에 문제가 된 개방형 부동산 펀드의 경우 부동산 자산의 현금화가 쉽지 않기 때문에 각 펀드별 현금 유동성 보유 비중에 따라 투자자들의 환매요구가 일시적으로 집중될 수 있음.
- 2008년 금융위기와 2016년 브렉시트의 시장 충격은 근본 원인이 다르다는 점에서 글로벌 부동산 시장에 대한 충격은 단기적 영향에 그칠 것으로 보임.
  - 첫째, 영국 부동산 시장은 실물 부동산 투자 위주여서 미국과는 달리 부동산 담보 구조화 상품에서 비롯되는 투자위험 확대 우려가 상대적으로 적음.
  - 둘째, 영국 런던 시장의 직접적인 타격은 불가피할 것으로 예상되나 파리, 프랑크푸르트 등 유럽 주요 거점 도시의 상업용 부동산 시장은 반사이익을 누릴 것으로 예상됨.
- 부동산 관련 투자 환경이 본격적으로 개선되기까지 국내 보험회사들은 고수익 추구보다는 장기적인 임대수익이 예상되는 안정적인 핵심 부동산 위주의 투자 전략이 요구됨.
  - 단기적으로는 변동성이 커진 유럽시장보다는 미국 및 아시아 지역 중 안전자산 선호 현상으로 주목받을 수 있는 중요 거점 지역의 대도시 지역을 공략해야 할 것으로 보임.
  - 중장기적으로는 브렉시트의 시장 충격이 완화될 것으로 예상되는 만큼, 보험회사의 대체투자 활성화 차원에서 부동산 투자 관련 제도를 지속적으로 개선해 나갈 필요성이 있음.

## 1. 검토배경



- 영국의 유럽연합 탈퇴를 결정한 브렉시트 국민투표 이후 부동산 펀드 환매<sup>1)</sup> 중단 조치 등이 잇따라 발표되는 등 영국발 금융시장의 불확실성이 커지고 있음.
  - 블룸버그 통신에 따르면 영국 상업용 부동산의 가격 하락 우려가 확산되면서 지난 7월 주요 상업용 부동산 펀드의 환매 중단 조치가 있었음.
    - 푸르덴셜 산하 M&G 인베스트먼트는 44억 파운드(6조 6,300억 원) 규모의 부동산 펀드 거래를 중단했고, 스탠더드 라이트 인베스트먼트도 18억 파운드(2조 7,000억 원) 규모의 펀드 거래를 중단한 바 있음.
- 우리나라 보험회사들도 최근 들어 해외 부동산 투자를 지속적으로 늘려오고 있어<sup>2)</sup> 브렉시트 여파가 국내 보험회사들의 해외투자에 영향을 미칠 것으로 보임.
  - 삼성생명은 부동산 전문 자회사인 삼성SRA자산운용을 통해 미국 워싱턴, 이탈리아 밀라노, 독일 프랑크푸르트 등 각종 부동산 펀드에 약 1,500억 원을 투자하고 있는 것으로 알려짐.
  - 한화생명·한화손보는 지난 2012년 런던 오피스 빌딩 등에 약 5,500억 원을 투자함.
  - 동양생명도 미국 부동산 투자회사와 함께 미국 휴스턴의 오피스 빌딩을 인수했으며, 현대해상은 독일 프랑크푸르트, 미국 시카고 건물 등에 약 840억 원 가량을 투입함.
- 본고에서는 브렉시트를 계기로 기관 투자가 입장에서 보험회사의 해외 부동산 투자를 둘러싼 위험요인을 점검해 보고 향후 부동산 투자 관련 시사점을 도출해 보고자 함.

1) 펀드 환매 조치란 펀드 만기 도래 이전에 펀드의 수익률이나 현금 유동성을 보고 투자자들이 중도에 투자자금을 회수하는 것을 말함.

2) 전자신문(2016. 8. 24), “부동산 큰 손, 보험사들, 보험보다 낫다”.

## 2. 부동산 투자의 종류 및 특성



- 부동산 관련 투자는 직접 투자와 간접 투자로 나눌 수 있는데, 이번 브렉시트 사태로 환매조치가 일부 중단된 부동산 펀드의 경우 대표적인 부동산 간접 투자로 일컬어짐.
  - 부동산 직접 투자는 투자자들이 직접 실물 자산인 건물을 보유하여 임대수익을 올리거나 매매각에 따른 평가 차이 등을 주된 목적으로 하는 투자 행위로 정의함.
  - 부동산 간접 투자는 전문(금융)기관을 통해 투자하는 방법으로 부동산 매매에 따른 평가 차이보다는 부동산 자산 연계 금융상품에 투자하고 이에 따른 수익배당을 받는 투자 행위를 일컫음.
    - 부동산 펀드, 리츠(REITs), 상업용 부동산 대출 등이 이에 해당됨.
  
- 부동산 펀드와 리츠는 투자자들로부터 모은 자금을 통해 얻은 수익을 투자자들에게 배당하는 부동산 간접 투자 상품이라는 점에서는 동일하지만 자금모집방식과 적용방식에서 다소 상이함.<sup>3)</sup>
  - 부동산 펀드는 자본시장법상의 부동산 집합투자기구를 의미하며, 집합투자재산의 50%를 초과하여 부동산 또는 부동산을 기초자산으로 하는 파생상품, 부동산 개발과 관련된 법인에 대한 대출, 부동산 관련 증권 등에 투자할 수 있음.
    - 실물투자뿐만 아니라 분양 주택 등 개발사업에 대한 대출사업에도 투자함.

〈표 1〉 리츠와 부동산 펀드의 비교

구분	부동산 투자회사(리츠)			부동산 펀드	
	자기관리	위탁관리	CR(기업구조조정)	회사형	신탁형
근거법률	부동산투자회사법			자본시장법	
최저 자본금	70억 원	50억 원		100억 원	해당 없음
자산관리	직접관리	외부위탁(자산관리회사)		외부위탁(집합투자업자)	
투자대상	총자산의 70% 이상 부동산		총자산의 70% 이상 기업구조조정부동산	부동산 (총자산의 50% 이상 70% 미만)	부동산 (운용비용 제한 없음)
	총자산의 80% 이상 부동산 및 부동산 관련 유가증권 또는 현금			부동산 PF 대출, 부동산 신탁 수익권	

자료: 코람코(<http://www.koramco.co.kr>) 재구성.

3) 일반적으로 외국에서 말하는 부동산 펀드는 리츠와 부동산집 합투자기구, 그리고 외국계 투자펀드를 포괄하는 넓은 의미를 지칭하는 경우가 많음.

- 리츠는 공개시장에서 자본(equity) 투자적 성격을 가진 부동산 투자회사를 말함.
  - 최소 설립자본금 기준이 있으며 국토해양부의 허가를 받아 주식회사 형태로 설립됨.
  - 국내 부동산 투자회사의 경우, 안정적 임대수익을 발생시키는 오피스와 상업시설 등에 장기투자하는 임대형 위주로 발전함.

### 3. 영국 부동산 펀드 환매 중단 조치 및 영향

- 브렉시트에 대한 우려 속에 영국 상업용 부동산 시장의 변동성이 크게 확대되면서 시장 수익률 저하가 초래되었음(〈표 2〉 참조).
  - 영국 중앙은행의 「금융투자안정보고서」<sup>4)</sup>에 따르면 영국 상업용 부동산 시장 거래량이 지난 2016년 1분기에 60억 파운드가 급감해 지난 분기 대비 34% 하락세를 보임.
  - 지난 20년간 영국 상업용 부동산 시장 평균 수익률은 5.4%로 안정적인 수익률을 보였으나, 유럽 경제의 불확실성이 확대되면서 지난 2016년 1분기에는 3%대로 떨어졌음.

〈표 2〉 영국 상업용 부동산 시장 수익률

(단위: %)

구분	1987~2006 평균수익률	2006년	1987년 이후 최저수익률	1987년 이후 최고수익률	2015년 1분기	2016년 1분기
상업용 부동산 시장 수익률	5.4	4.0	3.8	7.3	4.1	3.9

자료: Bank of England(2016).

- 영국 상업용 부동산 시장에서 개방형 부동산 펀드<sup>5)</sup>가 차지하는 비중은 보유자산 기준(Asset Under Management) 350억 파운드 규모로 영국 전체 상업용 부동산 시장의 7%를 차지함.
  - 개방형 부동산 펀드의 경우 부동산 자산이 주식과는 달리 단기간에 현금화되기 쉽지 않기 때문에 통상적으로 환매 대응을 위한 현금보유 비중이 투자지표로서 관건임.

4) Bank of England(2016. 7), *Financial Stability Report*, Issue No. 39.

5) 부동산 펀드는 투자자들로부터 모은 자금을 통해 얻은 수익을 투자자들에게 배당하는 부동산 간접 투자 상품임. 개방형 부동산 펀드의 경우 펀드 만기도래 이전에 펀드의 수익률이나 현금 유동성을 보고 투자자들이 중도에 자금을 회수하는 환매 조치가 가능함.

- 이번에 환매가 중단된 3대 상업용 부동산 펀드인 Standard Life(현금보유 비중 13%), M&G(7%), Aviva(9%) 등은 한꺼번에 쏟아진 환매요청을 모두 충족시키기에는 현금보유 비중이 낮았던 것으로 알려짐.
- 지난 2008년 금융위기 당시에도 영국 부동산 펀드들은 자금 인출을 일시 중단한 바 있음.
- 상업용 부동산 시장의 거래량 대다수가 상업용 부동산 대출 등 레버리지를 이용하고 있다는 점에서 추가적인 부동산 가격 하락으로 이어질 가능성도 배제할 수 없음.

■ 이번 영국 부동산 펀드 환매 사태의 주원인은 개방형 펀드의 단기 유동성 부족과 영국 부동산 시장의 불확실성 확대에 따른 투자심리 위축인 것으로 보임.

- 중도환매가 가능한 개방형 펀드의 경우 순자산가치에 따라 지분가격이 결정되는 구조임.
  - 자산가치의 변동성이 확대될 경우 지분가치 하락을 우려한 투자자들이 한꺼번에 환매를 요청해 펀드 유동성이 급격하게 줄어들 수 있음.
- 영국 부동산 시장의 경우 최근 몇 년간 런던 지역 부동산 가격이 급상승해 고평가된 시장으로 간주되어 왔음.
  - 브렉시트 여파로 대형 금융기관들의 본사 철수가 이어질 경우, 상업용 부동산 시장의 공실률이 급격하게 확대될 수 있다는 우려까지 가세하였음.

■ 그럼에도 불구하고 지난 2008년 미국 서브프라임 모기지 사태 때와는 달리, 이번 브렉시트는 시스템적인 위기 발발까지는 이어지지 않을 것이라는 전망이 지배적임.<sup>6)</sup>

- 이 같은 분석의 배경에는 미국과 영국 부동산 시장 구조의 차이점, 유럽 부동산 시장의 지역별 편차 등을 꼽을 수 있음.
  - 영국 부동산 시장은 실물 부동산 투자 위주여서 부동산 담보 구조화 상품에서 비롯되는 투자위험의 확대 재생산이 사전에 차단될 것으로 보임.
  - 반면에 미국 부동산 시장은 주택담보부증권이 결합된 파생상품(CDO) 위주의 시장으로 구조화 상품의 특성상 위험이 연쇄 도미노 효과를 가져온 바 있음.
  - 이번 브렉시트 사태로 영국 런던 부동산 시장의 타격은 불가피할 것으로 보이나 파리, 프랑크푸르트 등 유럽 주요 거점 지역의 부동산 시장은 런던 시장을 이탈한 상업용 부동산 수요를 흡수하면서 반사이익을 누릴 것으로 예상됨.

6) 김위대(2016. 7. 15), 「영국 부동산 시장 불안의 현황 및 전망」, 『마켓브리프』, 국제금융센터.

- 이에 따라 이번 브렉시트 사태가 영국 부동산 시장에 미치는 영향은 한시적인 거래 침체와 자산 가격 하락 등 단기적 효과에 그칠 것으로 내다 봄.
  - 단기적으로 안전자산 선호 현상(Flight-To-Quality)이 강화되면서 영국이나 유럽 부동산 시장이 아닌 미국이나 아시아 지역의 핵심 부동산으로 자금이 몰릴 것으로 보임.
  - 장기적으로 시장 충격이 진정되고 나면 유럽의 핵심 거점 지역을 중심으로 부동산 자산가치 회복세가 이어질 것으로 전망됨.

#### 4. 우리나라 보험회사의 부동산 투자에 주는 시사점



- 이번 브렉시트 사태는 지역별로 제한적인 리스크를 가져올 것이라는 전망이 지배적인 만큼, 국내 보험회사도 이번 기회를 계기로 해외 부동산 투자의 지역별 위험요인 등을 종합점검해 볼 필요성이 있음.
  - 단기적으로, 영국 부동산 시장의 불확실성이 높아지면서 유럽 지역의 투자자 동향에 주의를 기울여야 함.
  - 중장기적으로는, 유럽 주요 거점 지역의 핵심 자산에 대한 가치 투자는 안정세를 되찾을 것으로 보이므로, 중장기 보유 전략을 유지할 것을 조언함.
- 국내외적으로 부동산 투자 환경이 본격적으로 개선되기 이전까지 국내 보험회사는 고수익 추구보다는 장기적인 임대수익이 예상되는 선진국 거점 도시의 안정적인 핵심 부동산 위주의 투자 전략이 요구됨.
  - 당분간은 변동성이 커진 유럽시장보다는 미국 및 아시아 지역 중 안전자산 선호 현상으로 주목받을 수 있는 중요 거점 지역의 대도시 지역을 공략해야 할 것으로 보임.
  - 해외 부동산 펀드의 경우 벤치마크 지수의 수익률을 수시로 점검하는 한편, 개방형 펀드의 경우 수익률에 따라 환매 시점을 고려해 볼 필요도 있음.
- 중장기적으로 브렉시트의 시장 충격은 조정될 것으로 예상되는 만큼, 보험회사들의 대체투자 일환인 부동산 투자 관련 제도를 지속적으로 개선해 나갈 필요성이 있음.
  - 정책적으로는 보험회사가 선진국 주요 거점 도시에 안정적 장기임대수익을 올릴 수 있는 핵심 부

동산에 투자할 경우, 투자 목표수익률과 물건별 특성에 따른 위험계수 조정을 고려할 필요가 있음.

- 핵심 부동산 자산(Core Asset), 가치창출 부동산 자산(Value-Added Asset) 등 부동산 투자 유형과 위험에 따라 적절한 위험계수가 반영될 수 있어야 함.<sup>7)</sup>
  - 정부의 재무건전성 규제 제도 개선안<sup>8)</sup>에 따르면 상당수 부동산 관련 투자 위험계수가 차등화될 것으로 예상되나 여전히 부동산 담보대출 등의 경우 리스크 측정 기준의 세분화가 요구됨.
  - 업무시설용 부동산에 적용되는 위험계수는 6%, 투자사업용 부동산의 경우 9%를 적용키로 함.
- 추가적으로 부동산 담보대출 관련 위험 측정 시 차주의 신용도뿐 아니라 담보대출 상환일정에 따른 현금흐름 및 부채상환가능비율(DSC) 등을 통해 리스크 측정기준을 보다 세분화할 필요가 있음.
  - 국내와는 대조적으로 미국은 개별 모기지 채권의 상환 스케줄 및 현금흐름 등을 상세하게 반영한 세분화된 위험계수 조정방식을 적용하고 있음. **kiri**

7) 박선영·이선주(2015), 「국내외 생명보험회사 부동산 투자 현황 비교 및 시사점」, 『보험동향』, 2015년 겨울호(제76호), 보험연구원.

8) 2015년 5월 발표된 재무건전성 규제 제도 개선안에 따르면, 그동안 수익증권 투자금액 전체에 대해 12%의 일괄적인 위험계수를 적용했던 방식을 수정해 자산별(채권, 주식 등)로 위험계수를 구분하여 적용키로 하였음; 금융위원회·금융감독원 보도자료(2015. 5. 8), “보험회사 재무건전성 규제 등 관련제도 개선 추진”.