



보험회사의 해외투자 급증과 과제

조영현 연구위원, 이해은 연구원

- 최근 보험회사의 해외투자가 급증하고 있음.
 - 2016년 들어 보험회사의 외화증권 투자가 주요 기관투자자 중 가장 큰 폭으로 증가함.

- 보험회사는 저금리와 부채시가평가제도 도입에 대응하기 위해 해외투자를 확대하는 것으로 보임.
 - 보험회사는 저금리에 의한 금리역마진 확대와 부채시가평가제도에 의한 자본감소에 대응하기 위해 자산운용수익률 제고와 요구자본 경감이라는 상충되는 두 목표를 동시에 추구해야 할 상황임.
 - 투자리스크를 경감시키면서도 수익률을 제고시키기 위해서는 안전하고 수익률이 높은 장기 금리부자산 비중을 확대할 필요가 있는데, 국내 장기 자산만으로는 이러한 운용이 어려움.

- 실제로 보험회사는 투자리스크를 축소 혹은 일정 수준에서 관리하면서 해외투자를 확대하고 있는 것으로 보이며, 이는 해외투자 확대가 리스크관리 없이 수익률만을 추구하는 행위가 아님을 시사함.
 - 보험회사는 대체로 금리·신용리스크를 경감시키거나, 일정 수준에서 관리하고 있음.

- 보험회사는 다양한 해외투자 관련 리스크를 더욱 철저하게 관리해야 하며, 환리스크를 효과적으로 관리함으로써 투자성과를 제고하는 노력도 기울여야 함.
 - 보험회사는 환율 전망을 바탕으로 헤지비용과 헤지만기를 조절함으로써 수익을 제고하고 리스크를 관리하는 역량을 배양할 필요가 있음.

- 아울러 금융당국은 지급여력제도를 더욱 정교하게 만들어 해외투자 리스크에 대해 적절한 요구자본을 산출함으로써 보험회사의 자율적 환리스크 관리 역량 제고를 유도할 필요가 있음.

1. 검토배경



- 2016년 상반기에 보험회사의 외화증권 투자가 136.3억 달러 늘어서, 주요 기관투자자 중 가장 큰 폭으로 증가함.¹⁾

〈표 1〉 기관투자자별 외화증권 투자 잔액¹⁾

(단위: 억 달러, %)

구분	2014		2015		2016.2Q		
	잔액	잔액	증가폭	증가율	잔액	증가폭	증가율
보험회사	336.8	426.0	89.2	26.5	562.3	136.3	32.0
자산운용사	485.5	601.5	116.0	23.9	660.7	59.2	9.8
외국환은행 ²⁾	72.3	107.8	35.5	49.1	163.1	55.3	51.3
증권사	49.9	79.9	30.0	60.1	99.7	19.8	24.8
합계	944.5	1,215.2	270.7	28.7	1,485.9	270.7	22.3

주: 1) 시가기준 기말잔액이며, 자산운용사는 고유 및 위탁계정, 보험사·외국환은행·증권사는 고유계정 기준임.

2) 종금사를 포함함.

자료: 한국은행 보도자료(2016. 8. 26).

- 일각에서는 보험회사의 해외투자 확대를 저금리에 의한 손실만회를 위한 수익률 추구행위(searching for yield)로 여기며, 향후 손실이 발생할 가능성에 대해 우려하고 있음.²⁾

- 보험회사의 해외투자 확대에 대한 리스크관리가 되지 않는 상태에서 더 높은 수익률만을 추구하는 전략이라면 이러한 우려는 타당함.
- 실제로 일본 아마토생명은 수익률 추구 목적으로 해외투자비중을 급격히 늘렸으나 위험관리가 되지 않아 글로벌 금융위기 발생으로 2008년 파산에 이름.³⁾

- 본고는 보험회사의 해외투자 및 리스크관리 현황에 대해 분석하고, 이에 따른 시사점을 논의하고자 함.

1) 한국은행 보도자료(2016. 8. 26), “2016년 2/4분기중 주요 기관투자자의 외화증권투자 동향”.

2) Economy Chosun(2016. 7), “국내 보험사 생존전략”, 158호 참조.

3) 김해식(2013), 「일본 보험산업의 저금리 경험과 시사점」, 『보험동향』, 제64호 2012년 겨울호, 보험연구원.

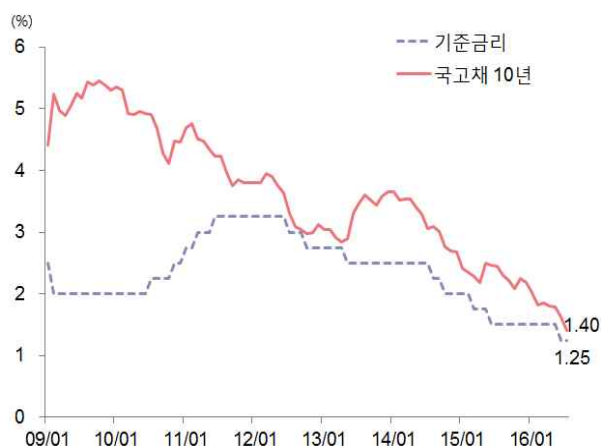
2. 보험회사의 자산운용 환경과 현안



■ 시장금리 급락에 의해 보험회사의 금리역마진이 확대될 가능성이 높아지고 있음.

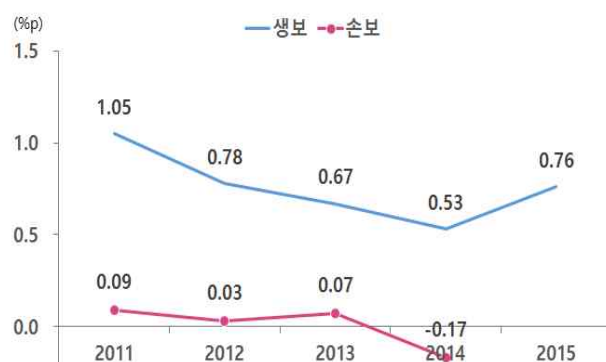
- 시장금리의 급격한 하락으로 최저보증이율 적용대상 부채 비중이 증가하고 있음.
 - 실질적 금리확정형 부채 비중(2016. 3)⁴⁾은 생명보험회사 58.6%, 손해보험회사 57%임.
- 이에 보험부채 부리이율 하락보다 자산운용 수익률의 하락이 더 커져 금리역마진율⁵⁾이 더욱 확대될 가능성이 있음.
 - 2014년에 비해 0.23%p 상승한 2015년 생명보험회사의 금리역마진율은 이러한 상황을 반영하는 것으로 보임.

〈그림 1〉 기준금리 및 국고채 10년물 금리



자료: ECOS.

〈그림 2〉 보험회사 금리역마진율



자료: 금융감독원 보도자료; 예금보험공사 보험회사 경영정보.

■ 또한 향후 보험부채 시가평가제도 도입에 의한 보험회사의 대규모 (가용)자본 감소 및 지급여력평가제도 강화에 의한 요구자본 증가가 예상되고 있음.

- 일부 연구에 의하면 IFRS 4 Phase 2 방식으로 부채를 평가할 경우 생명보험회사의 자본이 43조 원 감소하는 것으로 추정됨.⁶⁾

4) 예금보험공사(2016), 「리스크리뷰」, 『금융리스크리뷰』, 제13권 제2호, 계간 KDIC.

5) 금리역마진율 = 보험부채 부리이율 - 자산운용 수익률

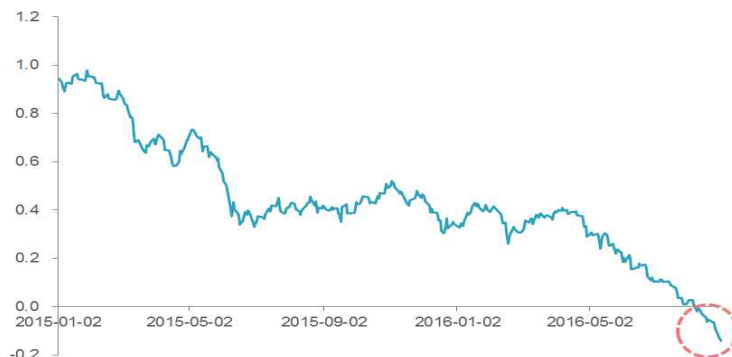
6) 조재린·황인창·이경아(2016), 『가용자본 산출 방식에 따른 국내 보험회사 지급여력 비교』, 조사보고서, 보험연구원.

- 지급여력평가제도 강화 중 특히 금리리스크 산출을 위한 보험부채듀레이션 확대(20년→30년)는 보험회사의 금리리스크를 대폭 확대시킬 것으로 보임.
- 보험회사는 이러한 시장 및 제도 환경의 대응을 위해 자산운용수익률 제고와 요구자본 경감이라는 상충되는 두 목표를 동시에 추구해야 할 상황임.
 - 금리역마진을 완화시키기 위해서는 자산운용수익률 제고가 필요함.
 - 반면, 지급여력비율을 증가시키기 위해서는 투자리스크(금리, 신용리스크 등) 경감 노력이 필요함.
 - 금리리스크를 경감시키기 위해서는 장기 금리부자산 비중을 확대해야 하며, 신용리스크를 경감시키기 위해서는 신용도가 높은 자산을 중심으로 투자해야 함.
- 투자리스크를 경감시키면서도 수익률을 제고하기 위해서는 안전하고 수익률이 높은 장기 금리부자산 비중을 확대할 필요가 있는데, 국내 장기 자산만으로는 이러한 운용이 어려움.
 - 국내 장기 금리부자산은 대부분 국채이며, 초과수요로 수익률이 낮은 상황임.
- 이러한 자산운용 현안 해결을 위해 보험회사는 해외투자를 확대시키고 있는 것으로 보임.
 - 미국의 경우 장기 국채 금리가 우리나라보다 높으며⁷⁾, 다양한 우량 장기 회사채가 발행되어 투자 매력도가 높음.
 - 단, 최근 1년 만기 이상 스왑레이트⁸⁾가 음(-)으로 전환하여 만기 1년 이상의 선물환으로 환헤지할 때 비용이 발생한 점은 투자매력 감소 요인임.
 - 보험회사가 투자리스크를 일정 수준에서 관리하면서 해외투자를 확대한다면, 이는 단순한 수익률 추구행위가 아니며 현안을 해결하기 위한 합리적인 자산운용전략으로 평가받을 수 있음.

7) 국채 30년물 수익률(2016. 8. 29): 한국 1.52%, 미국 2.21%.

8) 스왑레이트(swap rate)는 $\frac{\text{선물환율} - \text{현물환율}}{\text{현물환율}}$ 이며, 이론상 양 통화 간 금리차와 일치함. 이것이 의미하는 바를 단순한 예로 설명하자면, 12개월 스왑레이트가 1%인 경우, 투자자 A가 금리 2% 1년 만기 미국채 매입과 동시에 환헤지를 위해 12개월 선물환을 원리금만큼 매도했다면, 만기 시 투자자 A의 원화 표시 수익률은 3%(= 2% + 1%)가 됨. 즉, 헤지한 해외투자의 원화표시 수익률은 해외통화 표시 수익률에 스왑레이트를 더한 것임.

〈그림 3〉 12개월 스왑레이트



자료: 연합인포맥스.

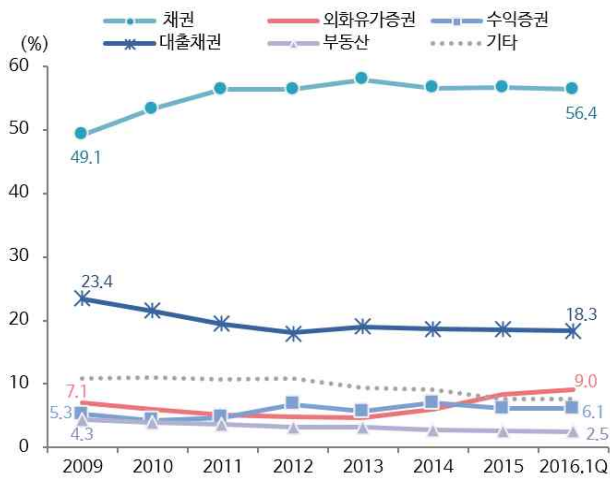
3. 보험회사의 해외투자 및 리스크관리 현황



가. 해외투자 추이

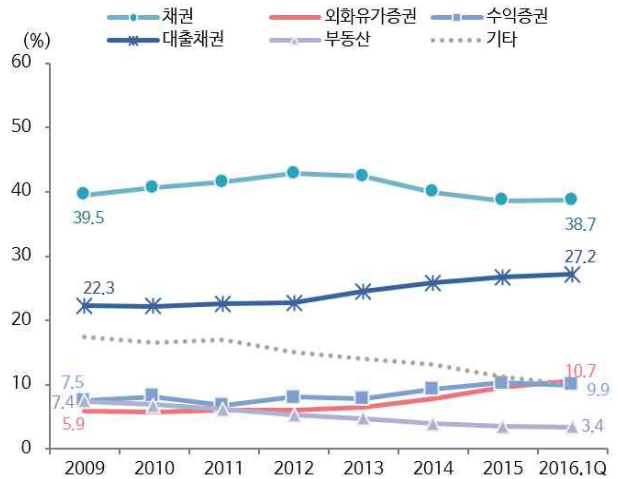
- 보험회사는 글로벌 금융위기 이후 부동산 비중을 축소하고 수익증권 및 외화유가증권의 비중을 확대하였으며, 2016년 3월 말 기준 외화유가증권의 비중은 생·손보 각각 9.0%, 10.7%를 차지함.
 - 해외투자는 유가증권 이외에도 대출채권 형태로도 이루어지므로 실제 해외투자 비중은 이보다 높음.
 - 생명보험회사는 채권 비중을 확대하고 대출채권 비중을 축소시킨 반면, 손해보험회사는 이와 반대의 전략을 구사한 것이 특징적임.
 - 손해보험회사는 자동차 및 일반손해보험 비중이 약 30%여서 채권에 비해 만기는 짧지만 기대 수익률이 높은 대출채권 비중 확대가 가능했던 것으로 보임.

〈그림 4〉 생보사 일반계정 운용자산



자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템.

〈그림 5〉 손보사 일반계정 운용자산

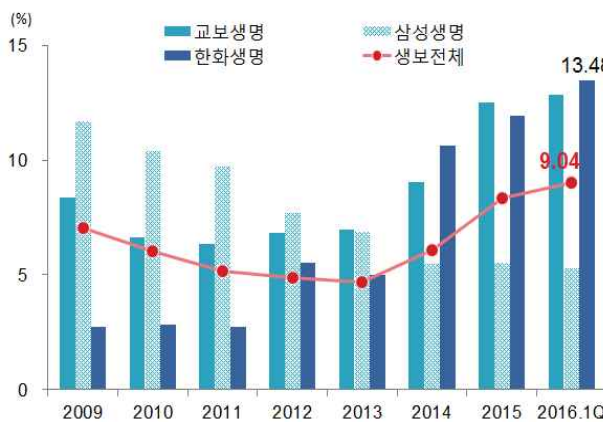


자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템.

■ 대형 보험회사들은 대체로 2013년 이후 운용자산 중 외화유가증권 비중을 급증시키고 있음.

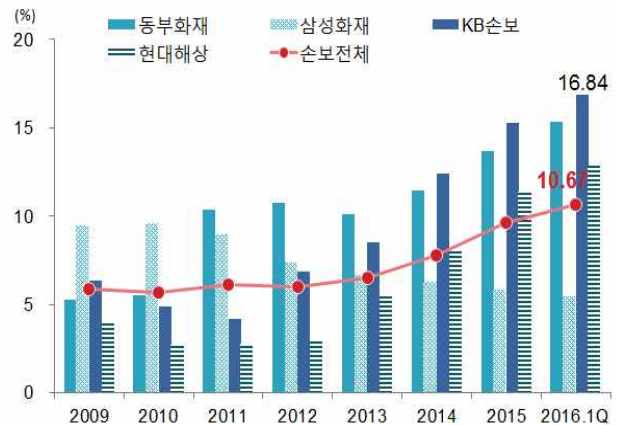
- 대형사 중에는 삼성 계열사만 외화유가증권 비중이 감소했으며, 산업 평균 미만의 비중임.

〈그림 6〉 생보사 외화유가증권 비중



자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템.

〈그림 7〉 손보사 외화유가증권 비중



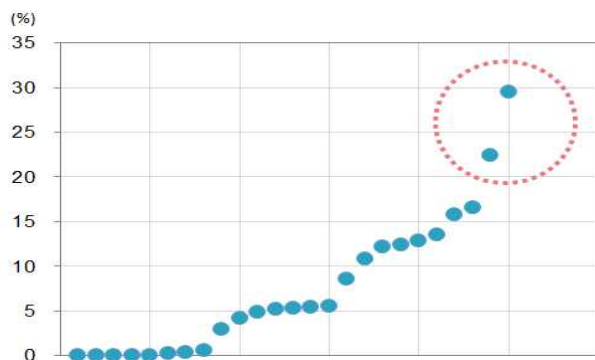
자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템.

■ 일반계정 운용자산 중 외화유가증권 비중만 20%를 넘는 보험회사가 3개사에 이룸.

- 동부생명, 미래에셋생명, MG손해보험의 외화유가증권 비중이 각각 29.5%, 22.4%, 25.0%이며, 이들 모두 최근 2~3년 동안 외화유가증권 비중을 급격하게 확대시킨 것을 확인할 수 있음.
- 공시되지 않은 외화대출채권까지 고려하면 3사의 해외투자 비중은 기존 한도인 총자산의 30%에

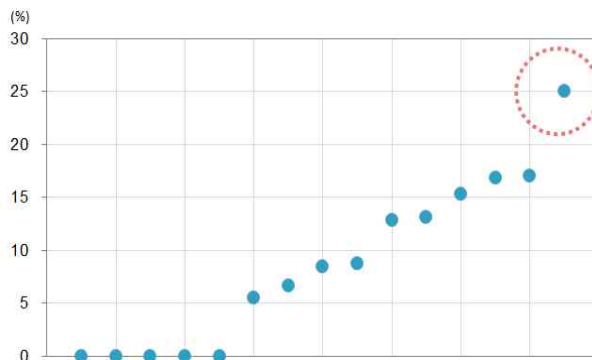
근접한 것으로 보임.

〈그림 8〉 회사별 외화유가증권 비중(생보)



주: 2016년 3월 말 기준, 오름차순으로 정렬.
자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템.

〈그림 9〉 회사별 외화유가증권 비중(손보)



주: 2016년 3월 말 기준, 오름차순으로 정렬.
자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템.

■ 한편, 보험회사는 과거와 다르게 KP(Korean Paper)⁹⁾ 이외의 외화채권 투자를 대폭 확대함.

- 과거 해외투자는 KP 중심으로 이루어졌으나, 최근에는 장기 국채와 우량 회사채를 중심으로 투자 하는 것으로 보임.
 - 해외 국채와 회사채 투자는 KP에 비해 국내 보험회사가 신속하게 파악하기 어려운 리스크가 있을 수 있으므로 높은 리스크관리 역량이 필요함.

〈표 2〉 보험회사의 외화증권 종류별 투자 잔액

(단위: 억 달러, %)

구분	2014		2015		2016.2Q		
	잔액	잔액	증가폭	증가율	잔액	증가폭	증가율
주식	31.5	24.4	-7.1	-22.5	30.2	5.8	23.8
채권	166.0	248.9	82.9	49.9	346.2	97.3	39.1
KP	139.3	152.8	13.5	9.7	185.9	33.1	21.7
합계	335.8	425.1	89.3	26.5	562.3	136.2	32.0

주: 시가기준 기말잔액임.
자료: 한국은행 보도자료(2016. 8. 26).

9) 한국 기업이 해외에서 발행하는 달러표시 채권임.

나. 금리·신용리스크 관리 현황

■ 대형 보험회사들은 대체적으로 자산듀레이션을 빠르게 확대시키고 있어 금리리스크 경감을 위해 노력하고 있는 것으로 보임.

- 다만, 해외투자 비중을 급증시키는 회사들 중 한화생명(한화생명)은 자산듀레이션 증가가 더딘 반면 교보생명(교보생명), KB손보, 현대해상 등은 자산듀레이션도 빠르게 증가하여 이들 회사 간 해외투자 전략이 다소 다른 것으로 추정됨.
 - 해외투자 비중을 줄이고 있는 삼성 계열사는 국내 장기 자산을 중심으로 자산듀레이션을 확대하는 전략을 구사하는 것으로 보임.

〈그림 10〉 생보 대형사 자산듀레이션



자료: 각사 경영공시 및 IR자료.

〈그림 11〉 손보 대형사 자산듀레이션



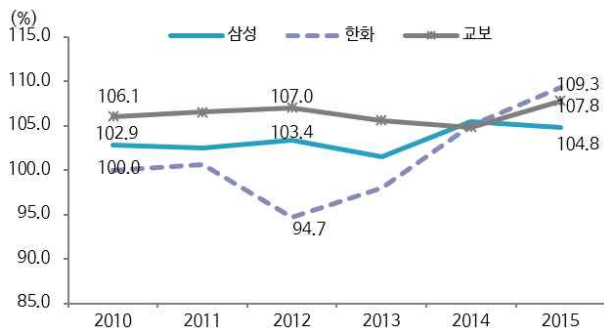
자료: 각사 경영공시 및 IR자료.

■ 다수의 대형 보험사는 금리부부채 대비 금리부자산 비중도 확대시킴으로써 금리리스크를 경감시키고 있음.¹⁰⁾

- 한화생명은 상대적으로 자산듀레이션 확대보다는 금리부자산 비중(익스포저)을 증대시키는 방향으로 금리리스크를 관리하고 있음.
- 삼성화재는 자산듀레이션과 금리부자산 비중을 모두 빠르게 증가시킴으로써 가장 보수적인 금리리스크 관리를 하고 있음.

10) 대다수의 대형사가 금리부부채민감액보다 금리부자산민감액이 적은 상황이므로, 금리리스크 경감을 위해서는 금리부자산민감액(= 금리부자산익스포저 × 듀레이션)을 확대시켜야 하며, 이는 금리부자산익스포저(규모) 혹은 듀레이션을 확대시킴으로써 달성할 수 있음. 단, 삼성화재는 금리부자산민감액이 금리부부채민감액보다 더 큼에도 불구하고 금리부자산민감액을 더욱 확대시키고 있음. 이는 강화되는 지급여력제도에 선제적으로 대비하기 위한 전략으로 볼 수 있음.

〈그림 12〉 생보 대형사 금리부부채 대비 금리부자산



자료: 각사 경영공시자료.

〈그림 13〉 손보 대형사 금리부부채 대비 금리부자산



자료: 각사 경영공시자료.

■ 해외투자가 급증한 2013년 이후 대형 보험회사들은 대체로 위험가중자산 비율을 다소 낮추며 안정적으로 관리한 것으로 보임.¹¹⁾

- 이는 해외투자 확대가 보험회사의 신용리스크를 높인 것은 아님을 보여줌.
- 보험산업 전체적으로도 신용리스크는 일정 수준에서 관리되고 있는 모습임.

〈그림 14〉 생보 대형사 위험가중자산 비율



자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템.

〈그림 15〉 손보 대형사 위험가중자산 비율



자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템.

11) 신용리스크는 위험가중자산 비율보다는 지급여력제도상의 신용위험액 변화를 살피는 것이 더욱 정확하나 최근 신뢰수준 상향 조정에 의한 증가 효과가 커서 분석에서 제외함.

4. 결론 및 시사점



- 전반적으로 보험회사는 투자리스크를 일정 수준에서 관리하면서 해외투자를 확대하고 있는 것으로 보이며, 이는 해외투자 확대가 리스크관리 없이 수익률만을 추구하는 행위가 아님을 시사함.
 - 보험회사는 악화된 경영환경에 대응하기 위한 두 목표, 즉 자산운용수익률 제고와 요구자본 경감을 해외투자 확대를 통해 달성하고자 하는 것으로 보임.
- 다만, 보험회사는 다양한 해외투자 관련 리스크를 더욱 철저하게 관리해야 함.
 - 해외투자 확대는 필연적으로 국가 채무불이행 위험(sov​er​eign risk), 신용위험, 환위험 등 관리해야 할 리스크의 범위와 양을 증가시키므로, 보험회사는 체계적이고 정교한 리스크관리가 필요함.
 - 과거 KP 중심의 해외투자는 이러한 리스크관리의 중요성이 작았음.
 - 효과적인 리스크관리를 위해서는 국가·시장·산업에 대한 심층적 분석과 연구, 정교한 모니터링 시스템 및 사후관리체계 구축이 필요함.
- 아울러 보험회사는 환리스크를 효과적으로 관리함으로써 투자성과를 제고하는 노력도 기울여야 함.
 - 보험회사는 환율 전망을 바탕으로 헤지비용과 헤지만기를 조절함으로써 수익을 제고하고 리스크를 관리하는 역량을 배양할 필요가 있음.
 - 일본과 대만 보험회사들은 헤지비용을 탄력적으로 조절함으로써 수익 제고 및 환리스크 관리를 하고 있으며¹²⁾, 최근 국민연금도 2018년까지 해외채권에 대한 환헤지 비율을 0%로 낮추기로 했음.
 - 단, 대만이 비교적 우리나라와 비슷한 경제상황이긴 하지만 환율제도가 다르며, 국민연금은 해외 주식 비중도 높아 해외 포트폴리오 차원의 환리스크 관리가 일부 가능함.
 - 국내 보험회사의 환헤지 전략과 리스크, 투자성과 간의 관계에 대한 심층적인 연구가 필요함.
- 금융당국은 지급여력제도를 더욱 정교하게 만들어 해외투자 리스크에 대해 적정한 요구자본을 산출함으로써 보험회사의 자율적 환리스크 관리 역량 제고를 유도할 필요가 있음.

12) 일본과 대만 보험회사의 해외투자 환헤지와 관련해서는 동부증권의 두 보고서를 참조; 문홍철(2015. 2. 11), “대만의 해외투자 환경 답사기”; 문홍철(2015. 12. 7), “일본출장기: 모습을 바꿔 성장한 일본의 FI산업”.

- 예를 들어, 금리리스크 산정 시 만기 1년 이상의 헤지 수단으로 헤지한 채권에 대해서만 원래의 듀레이션(달러 기준 듀레이션)을 인정하는 제도에 대한 개선이 필요한 것으로 보임.
 - 보험회사가 채권에 대해 1년 만기 이상의 헤지수단(선물환 등)을 이용하여 100% 헤지하는 것은 이 제도의 영향이 큼.
 - 일본과 대만 보험회사의 경우 일반적으로 3~6개월의 단기 헤지 수단으로 헤지하는 것으로 알려져 있음.¹³⁾
 - 단, 합리적인 제도 변경을 위해서는 헤지 수단의 만기와 원화 기준 듀레이션 간의 관계에 대한 심층적 연구가 필요함. **kiri**

13) 각주 12)의 동부증권 보고서 참조.