



초저금리시대의 보험회사 해외투자 한도 규제

문형민

- 금융감독원이 발표한 '2019년 보험회사 경영실적(잠정)'에 따르면 보험회사 당기순이익은 5조 3,367억 원이고, 이는 전년보다 1조 9,496억 원(26.8%)이나 감소한 수치로 2009년 이후 10년 만에 최저 수준임
- 저출산·고령화는 전반적인 경제성장을 둔화와 저금리 기조를 고착화 시켜 보험회사의 수익성을 더 악화시킬 것으로 전망됨
 - 고금리 시대에 판매한 상품의 평균 금리를 못 따라가는 자산운용이익률로 이차역마진 확대가 우려되고 있음
 - 코로나19 팬데믹 이후 미 연방준비제도(연준)를 비롯한 주요국 중앙은행이 정책금리를 0%대로 인하했고, 한국은행도 기준금리를 사상 최저인 0.75%로 낮춰 올해 보험업계는 더욱 어두울 전망이다
- 보험회사의 운용자산 수익률을 높이기 위해서는 해외자산 투자를 확대할 필요가 있음
 - 한국은 전 세계에서 가장 빠른 고령화가 진행되고 성장 잠재력이 급격히 하락하고 있어 자산시장 또한 과거와 같은 고성장을 기대하기는 어려움
 - 한국과 달리 새로운 성장 동력이 나타나고 안전성이 높은 해외자산에 투자를 확대할 필요가 있음
 - 1988년부터 2019년까지의 국민연금기금 운용수익률은 △국내주식 5.59% △해외주식 10.08% △국내채권 4.74% △해외채권 5.14%로 해외자산이 높았음
- 보험회사의 자산운용 방법 및 비율을 규정한 '보험업법 제106조' 개정이 20대 국회에서 사실상 실패했지만 새로 구성될 21대 국회에서 조속히 처리할 필요가 있음
 - 일본은 보험회사의 해외투자 한도 규제를 없앴으며 대만 보험회사는 해외투자 비중이 60% 이상임을 감안하면 우리나라도 해외투자 한도를 더 높이거나 없애는 방향으로 논의되어야 함

1. 검토배경



■ 2019년 보험회사의 당기순이익(5조 3,367억 원)은 전년 대비 1조 9,496억 원으로 이는 36.8% 감소하였으며, 2009년(3조 9,963억 원) 이후 10년 만에 최저 수준임(회계연도 변경한 2013년 제외)

- 보험회사의 급격한 실적 악화는 저성장·저출산·저금리 등 3저 현상에 기인한 것이며, 이는 고령화 과정에서 보험회사의 경영환경이 갈수록 악화될 전망이고 특히 코로나19로 인해 영업위축이 더욱 심화될 우려가 있음

〈표 1〉 2019년 보험회사의 경영실적(당기순이익 기준, 잠정)

(단위: 억 원, %)

구분	'18년 1~12월(A)	'19년 1~12월(B)	증 감 (C=B-A)	증감률 (C/A)
생명보험회사	40,325	31,140	△9,185	△22.8
손해보험회사	32,538	22,227	△10,311	△31.7
계	72,863	53,367	△19,496	△26.8

자료: 금융감독원, 「2019년 보험회사 경영실적(잠정)」

- 수익성 지표인 총자산이익률(ROA)과 자기자본이익률(ROE)은 0.45% 및 4.41%로 전년 대비 각각 0.19%p, 2.25%p 감소함
 - 총자산이익률의 경우 생명보험회사, 손해보험회사가 각각 0.13%p, 0.41%p 감소하였으며 자기자본이익률의 경우 각각 1.68%p, 3.38%p 감소함

〈표 2〉 2019년 보험회사의 수익성지표

(단위: %, %p)

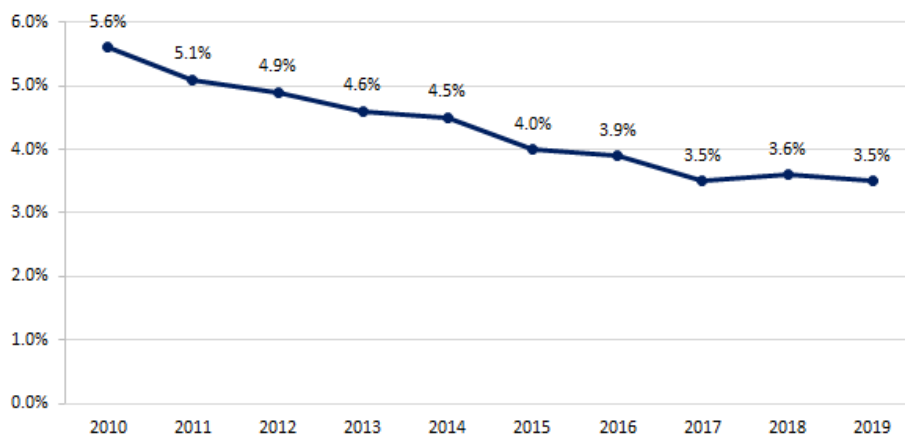
구분		'18년 1~12월(A)	'19년 1~12월(B)	증감(B-A)
총자산이익률 (ROA)	생명보험회사	0.48	0.35	△0.13
	손해보험회사	1.13	0.72	△0.41
	전체	0.64	0.45	△0.19
자기자본이익률 (ROE)	생명보험회사	5.55	3.87	△1.68
	손해보험회사	8.86	5.48	△3.38
	전체	6.66	4.41	△2.25

자료: 금융감독원, 「2019년 보험회사 경영실적(잠정)」

■ 고객에게 받은 수입보험료에 대한 높은 이율보장을 따라가지 못하는 적립금 운용 수익으로 인해 보험회사는 손실이 누적되고 있음

- (이율보장) 생명보험회사는 상대적으로 고금리 시대였던 1990년대 중반부터 2000년대 초반까지 6~8%의 고금리 확정형 상품을 공격적으로 대거 팔았음
- (운용수익) 이에 반해 2010년부터 2019년 3/4분기까지 생명보험회사의 운용자산 수익률은 5.6%에서 3.5%로 하락했고, 금리 하락세가 지속되어 최근 4년간 3%대에 머물고 있음

〈그림 1〉 생명보험회사의 운용자산 수익률 추이



자료: 보험연구원; 생명보험협회

- 한국은행에 따르면 인구 고령화가 지속될 경우 실질 금리는 현 수준에 비해 하락할 가능성이 있는 것으로 진단함
 - 여타 요인들이 변하지 않고 인구 증가율, 기대수명 및 노령인구 부양비율만이 1995년 이후 우리나라 데이터와 매우 유사하게 움직일 경우 2018년까지 약 3%p의 실질 금리가 하락할 것으로 추정된 바 있음⁸⁾

■ 코로나19로 인한 경기 둔화에 대응하기 위해 주요국 중앙은행이 급속히 금리 인하를 단행함에 따라 투자수익률은 악화될 전망이다

- 국제통화기금(IMF)는 4월 14일 발표한 세계경제전망 보고서에서 올해 세계 경제성장률을 1월 전망치 보다 6.3%p 낮은 -3.0%로, 미국 경제 성장률도 2.0%에서 -5.9%로 하향 추산함

8) 권오익·김명현(2020. 1), 「인구고령화가 실질금리에 미치는 영향」, 『BOK 경제연구』, 제2020-1호

- IMF는 “코로나19 충격이 이전 경제위기와 달리 공급 측면에까지 영향을 미치는 점을 고려해 세계 경제성장률 전망치를 큰 폭으로 하향 조정했다”며 “코로나19가 하반기에 어느 정도 진정되는 것을 전제한 수치로 감염병 사태가 길어질 경우 올해 성장률이 더 떨어질 것으로 봤음
- 미 연준이 연방기금금리를 0.0~0.25%로 인하했으며 영국(0.1%), 호주(0.25%), 캐나다(0.25%), 스웨덴(0%), 노르웨이(0.25%), 한국(0.75%) 등 주요국 중앙은행이 릴레이 금리 인하를 단행하였음
- **보험회사의 수익성은 더 악화될 가능성 있어, 투자 수익률을 높일 수 있는 방안을 찾아야 하나 유력한 방법 중 하나인 해외투자 확대가 보험업법 규제로 제한적임**
 - 세계 3대 연기금인 국민연금의 기금운용과 일본 대만 등 해외 사례를 연구함으로써 보험업계의 길을 모색할 필요가 있음
 - 보험업법 개정을 통한 규제 완화 등 다각도의 노력도 진행돼야 할 필요가 있음

2. 한국의 보험업법 규제와 문제점



- **현행 보험업법 제106조는 보험회사 일반계정과 특별계정의 자산 운용 중 해외자산 비중을 각각 30%, 20%로 제한하고 있음**
 - 2003년 5월 보험업법 제106조를 신설하여, 과거 보험업법 시행령 내 내부통제 기준이었던 총자산의 10% 이내에서 해외자산에 투자할 수 있던 것을 20%로 상향하였음
 - 2005년 5월 보험업법 시행령 개정으로 해외자산 투자 한도를 30%로 높였으며, 2010년 7월에는 법개정으로 일반계정과 특별계정으로 나누고 해외자산 투자 한도를 각각 30%, 20%로 규정함

「보험업법」 제106조 (자산운용의 방법 및 비율) ① 보험회사는 일반계정에 속하는 자산과 특별계정에 속하는 자산을 운용할 때 다음 각 호의 비율을 초과할 수 없다.

9. 「외국환거래법」에 따른 외국환이나 외국부동산의 소유(외화표시 보험에 대하여 지급보험금과 같은 외화로 보유하는 자산의 경우에는 금융위원회가 정하는 바에 따라 책임준비금을 한도로 자산운용비율의 산정 대상에 포함하지 아니한다)

가. 일반계정: 총자산의 100분의 30

나. 특별계정: 각 특별계정 자산의 100분의 20

- 유동수 의원의 개정법안의 주요내용은 해외투자 한도를 일반계정, 특별계정 모두 총자산의 50%로 확대하는 것임

- 동 개정법안은 3월 5일 담당 상임위원회(정무위원회)를 통과했으나 해당 법안을 심의하는 법제사법위원회가 열리지 못하면서 본회의에 상정되지 못함
- 이로 인해 동 개정법안은 20대 국회 임기가 5월 말이라는 점을 고려한다면, 4.15 총선 이후 5월에 임시국회가 열릴 것으로 예상되나 이 법안이 상정될지는 불투명한 상황임
- 생명보험업제는 국내 장기채권 공급이 부족한 상황에서 해외 장기채권 투자는 불가피하고, 새 국제보험회계기준(IFRS17) 도입을 앞두고 금리 리스크에 대응하고 자산운용수익률을 높이기 위해서는 해외투자 한도를 높여야 한다는 입장임
 - 보험부채의 특성상 보험회사는 만기 10년 이상 장기채권으로 매칭하는 투자전략을 써야하나 국내 장기채 물량이 부족할 뿐만 아니라 수익률 높이기도 한계가 있음
 - 생명보험협회에 따르면 일반계정을 기준으로 운용자산 대비 외화유가증권의 비율이 20%를 상회하는 보험회사는 한화생명(29.3%), 푸본현대생명(26.2%), 처브라이프생명(24.9%), 교보생명(22.7%), 동양생명(22.4%), 농협생명(21.4%) 등 6곳임
- 이러한 보험업법상 해외투자 규제는 상대적으로 해외투자 규제를 완화하고 있는 국민연금기금이나 해외 관련 기금에 비해 투자수익률이 떨어진 것으로 판단됨
- 이러한 점에서 국내의 대표적 공적기금인 국민연금기금과 일본, 대만의 해외 투자사례를 살펴보고 시사점을 정리하고자 함

3. 국민연금의 투자포트폴리오



- 국민연금기금은 국내와 해외 주식, 채권, 대체투자 등 다양한 포트폴리오 투자를 통해 1988년 설립부터 2019년까지 연평균 5.78%의 수익률(금액가중수익률 기준)을 올렸음
- 1988~2019년 연평균 운용수익률을 보면 국내주식 5.59%, 해외주식 10.08%, 국내채권 4.74%, 해외채권 5.14%로 국내보다 해외 주식과 채권의 수익률이 우수했던 것으로 평가됨
- 2019년 수익률도 연간 11.31%(잠정)였으며, 자산별로 보면 국내주식 12.58%, 해외주식 30.63%, 국내채권 3.61%, 해외채권 11.85%, 대체투자 9.62%를 기록하여 최근의 상황도 해외 투자가 유리했던 것으로 판단됨
 - 2019년 국민연금 기금의 자산배분 포트폴리오는 국내주식 18.0%, 해외주식 22.6%, 국내채권 43.5%, 해외채권 4.1%, 대체투자 11.4%였으며, 대체투자 중 해외투자분을 감안하면 전체 투자자산 중 해외 비중이 약 50%를 차지함

- 국민연금의 고수익률 비결을 포트폴리오로만 따지면 해외주식을 비롯한 해외자산 비중 확대로 볼 수 있음

〈표 3〉 국민연금 운용수익률 현황

(단위: 십억 원, %)

구분	설립 이후부터 (‘88~’19.12)	2019년 현재(12월)		
	연평균 수익률	연간 수익률	평가액	비중
기금자산 계	5.86	11.31	736,654	100.0
금융부문	5.78	11.33	736,079	99.9
국내주식	5.59	12.58	132,261	18.0
해외주식	10.08	30.63	166,528	22.6
국내채권	4.74	3.61	320,751	43.5
해외채권	5.14	11.85	30,462	4.1
대체투자	8.89	9.62	84,295	11.4
단기자금	3.89	1.46	1,782	0.2
공공부문	8.26	-	-	-
복지부문	6.23	-1.08	166	0.0
기타부문	1.64	1.11	408	0.1

주: 금액가중수익률 기준임

자료: 국민연금기금운용본부, 「2020년 1월 국민연금기금 운용수익률」

4. 일본과 대만 보험회사의 해외투자



- 세계에서 가장 높은 국가 일본은 90년대 버블 붕괴 이후 성장률 하락과 다플레이션으로 인한 저금리(1995년 정책금리 0%대 진입)가 고착화 되자 해외투자를 늘임

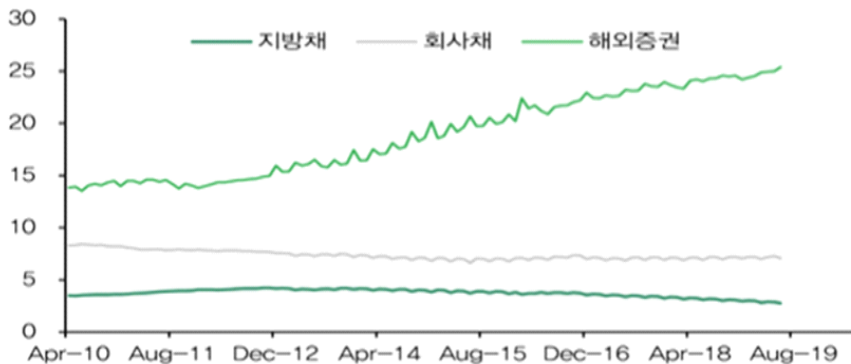
- 이후 일본은 2000년대 초중반 제로금리 도입과 2016년 마이너스 금리 정책이 도입되자 해외투자를 확대 하였으며, 2012년에 보험회사의 외화자산에 대한 투자 한도 규제를 폐지함
- 일본 저성장의 근본 원인은 고령화로 볼 수 있으며,⁹⁾ 1996년부터 생산가능인구가 감소하기 시작해 24년째 지속되고 있으며, 이렇게 장기간 생산가능인구가 감소하는 국가는 일본이 유일함
 - 일본의 인구증가율 감소는 잠재성장률 하락으로 이어지고, 소비 및 투자 감소와 함께 실질금리의 하락을 통해 일본은 경기침체에 빠진 것으로 이해할 수 있음
- 아베노믹스 이후 일본은행의 국채 보유량이 급증(2012년 말 9%에서 2019년 40%)하자 국채의 공급 부족이 발생하고, 민간의 해외채권 투자 확대 요인으로 작용함
- 보험회사도 아베노믹스 이후 해외투자 비중을 크게 늘려왔으며, 보험회사의 해외증권 투자 비중은 2008년

9) 일본은 2006년 전 세계 최초로 초고령사회(65세 이상 인구 비중 20% 이상)에 진입함

17% 수준에서 2018년 30%로 2배 가까이 증가하였음

- 일본 보험회사의 늘어난 해외증권 투자 중 대부분은 해외채권이었으며, 그 잔액은 2010년 약 40조 엔에서 2018년도 약 90조 엔으로 증가함
- 글로벌 금융위기가 있었던 2008년을 제외하면 2008~2018년 해외증권 수익률이 대체로 국내채권 수익률을 상회함

〈그림 2〉 일본 보험회사의 자산별 비중 추이



자료: 일본 생명보험협회; DB금융투자(2020. 2. 16), 『시대에 맞지 않는 해외투자 규제, 이제 그만』

■ 대만 정부는 2003년 보험회사의 해외투자 한도를 20%에서 35%로, 2007년에 45%로 지속적으로 확대했으며 2014년 해외투자 한도에서 외화표시채권을 제외함

- IT업종 중소기업 위주의 대만 경제는 2000년대 초반 글로벌 IT 버블 붕괴로 인한 저금리 기조로 전환함
 - 2001년 대만의 실질 GDP 증가율이 -1.26%로 처음으로 역성장 하자, 대만 중앙은행은 기준금리를 2000년 4.625%에서 2003년 1.375%까지 인하함에 따라 저금리 기조가 시작됨
 - 대만의 채권 공급 규모가 다른 나라에 비해 제한적이어서 대만의 보험회사 등 기관투자자들이 해외 투자로 눈을 돌리게 됨
- 대만 보험회사는 2000년대 초반부터 해외투자 비중을 적극적으로 늘리고 있으며, 2019년 기준 대만 보험회사의 해외투자 비중은 총자산의 60% 이상임
 - 대만 보험회사는 외화 보험을 총판매량의 10~20% 차지할 정도로 적극적으로 판매해 외화 자산과 부채를 상계하면 별도로 환헤지의 필요성은 없을 것으로 이해됨
- 대만 정부의 해외투자 장려 정책도 보험회사의 해외투자 비중 확대의 요인이 됨
 - 대만 증권거래소는 해외채권을 상장시켜 발행 및 거래할 수 있도록 하는 포모사 채권(대만에서 외국 기관이 달러로 발행하는 채권) 시장을 활성화함
 - 포모사 채권 시장의 활성화 원인은 발행 비용을 절감하고자 하는 발행자와 대량의 달러 채권을 확보하려는 보험회사의 이해가 일치한 결과라고 할 수 있음

〈그림 3〉 대만 보험회사의 해외투자 비중 추이



자료: 대만중앙은행; DB금융투자(2020. 2. 16), 『시대에 맞지 않는 해외투자 규제, 이제 그만』

5. 시사점과 전망



■ 신종 코로나바이러스(코로나19)의 전 세계적 확산으로 경기 침체 우려가 커지자 미 연준을 비롯한 주요국 중앙은행이 정책금리를 0%대로 인하했고, 이에 안전자산인 미 10년 만기 국채 금리는 0.65%(3월 30일 기준)로 떨어졌음

- 보험회사의 해외투자 한도를 높이거나 없앴다고 해도 주요국 국채 금리 수준을 감안하면 보험회사의 자산 운용이익률이 제고될 수 있을지에 대한 우려도 있음
- 일본 보험회사는 90년대 시작된 저금리에 따른 수익성 악화를 국공채 비중 축소와 주식 비중 확대라는 위험자산 투자로 극복하고자 했지만 버블 붕괴(자산가격 폭락) 이후 막대한 이차역마진으로 파산한 사례도 있음

■ 보험회사의 건전성 관리 및 환헛지 비용과 해외투자 한도 규제는 별개로 접근해야 할 필요가 있음

- 해외자산 가격이 급락할 때 국내자산 가격 역시 동조화돼 하락했으며, 국내와 해외자산 중 어디에 투자할 것인가는 각 보험회사의 판단에 맡길 필요가 있음
- 해외투자 한도를 늘린다 해도 금융감독원의 보험회사 위험기준 경영실태평가(RAAS) 매뉴얼상 위험계수 가중평가(주가, 금리, 환율 등 시장가격변수 변동에 따른 투자자산의 가치하락으로 인한 손실 위험 평가), 환헛지 위험 측정 등에 의해 보험회사가 무분별하게 해외투자를 늘릴 수 없음
- 보험회사와 자산운용사의 해외자산 투자 경험이 축적되고 리서치 및 운용인력이 육성되고 있어 확실적인

투자 한도 규제의 실효성이 약화되고 있음

- 해외자산 투자 한도를 없앤 일본이나 한도를 높이고 해외자산 투자를 장려하는 정책과 제도를 시행한 대만과 같이 우리나라도 보험회사의 해외투자에 대한 한도 확대 및 자율성을 제고할 필요가 있음
- 국내 금융업권 중 유독 보험회사에만 해외자산 투자 한도 규제가 남아있다는 점도 고려해야 함 **kiri**