

세미나

# 제로금리시대, 보험산업의 영향과 과제

2020년 11월 16일(월) 14:00~17:00

kiri 보험연구원

# 최근 경제 상황과 향후 통화정책방향

2020. 11. 16

금융통화위원 고 승 범



\* 본 자료는 한국은행이나 금융통화위원회의 공식의견이 아니라 금통위원 개인의견임을 밝힙니다.



# 차례

**I. 최근 경제 상황**

**II. 향후 통화정책방향**



# I. 최근 경제 상황

## 1. 글로벌 경제 상황

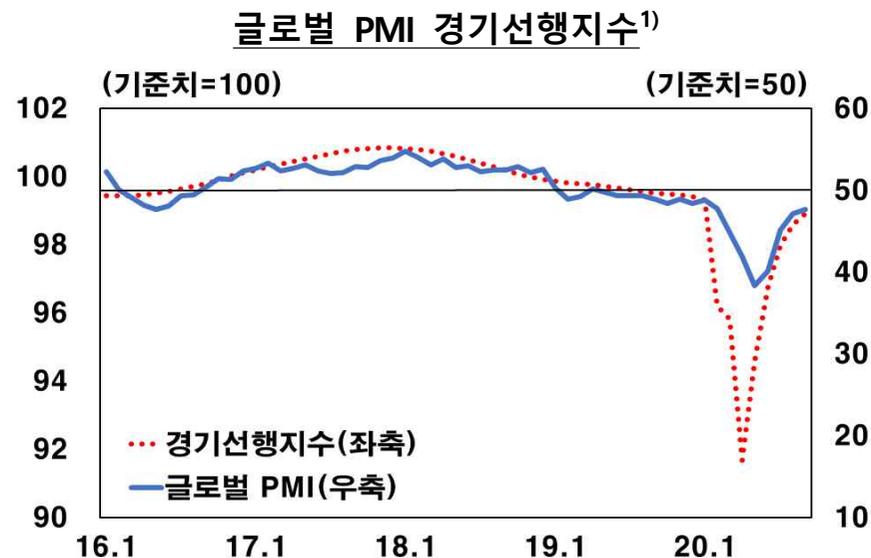
- (1) 세계경제
- (2) 교역
- (3) 국제유가

# 1. 글로벌 경제 상황 - 세계경제

## I. 최근 경제 상황

□ 세계경제는 5월 이후 부진이 점차 완화되었으나 최근 들어 개선속도가 둔화

— 선진국의 소비회복과 중국의 투자확대에 힘입어 당초 예상보다 빠르게 개선되었으나, 최근 미국, 유럽 등 코로나 재확산으로 경기회복 속도가 둔화되는 조짐



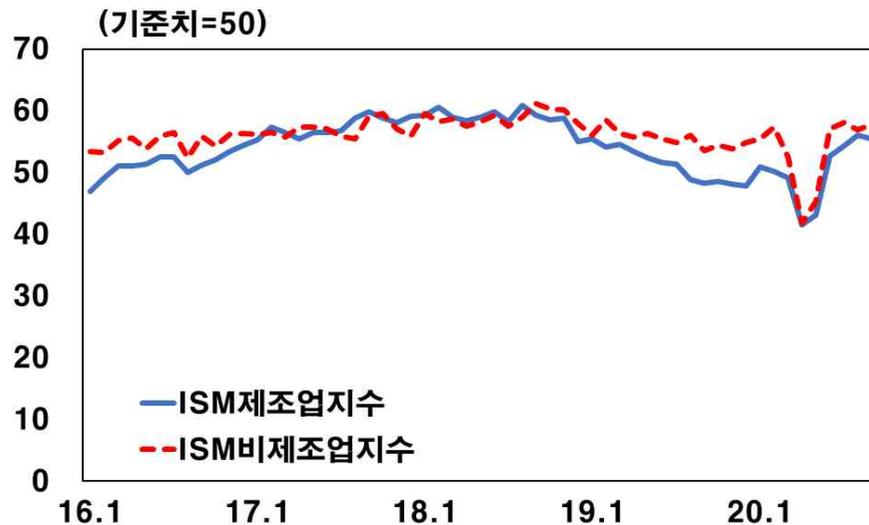
주: 1) 경기선행지수는 OECD 회원국 및 6개 신흥국(중국, 브라질, 인도, 러시아, 인도네시아, 남아공) 기준

자료: JP Morgan, OECD

# 1. 글로벌 경제 상황 - 세계경제

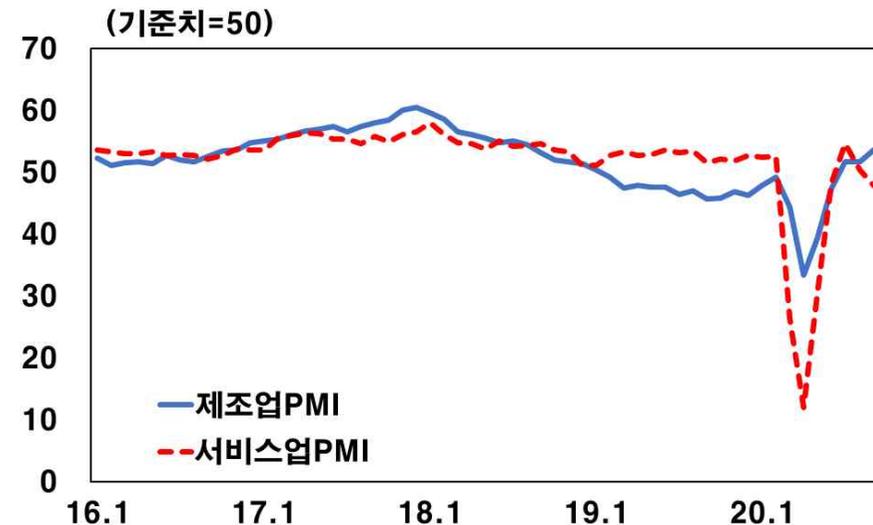
- 미국은 개선흐름이 다소 둔화되는 조짐
  - 서비스지출 및 소매판매는 5월 이후 회복세가 이어졌으나 증가폭은 축소
- 유로지역은 코로나19 재확산 등으로 경기 개선세가 다소 주춤

미국 산업별 ISM<sup>1)</sup>



주: 1) 기준치=50  
자료: ISM

유로지역 산업별 PMI<sup>1)</sup>

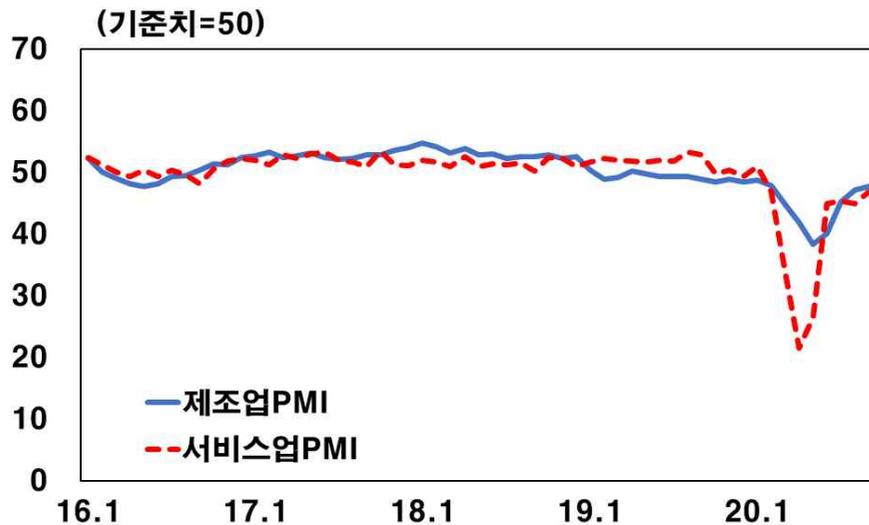


주: 1) 기준치=50  
자료: IHS Markit

# 1. 글로벌 경제 상황 - 세계경제

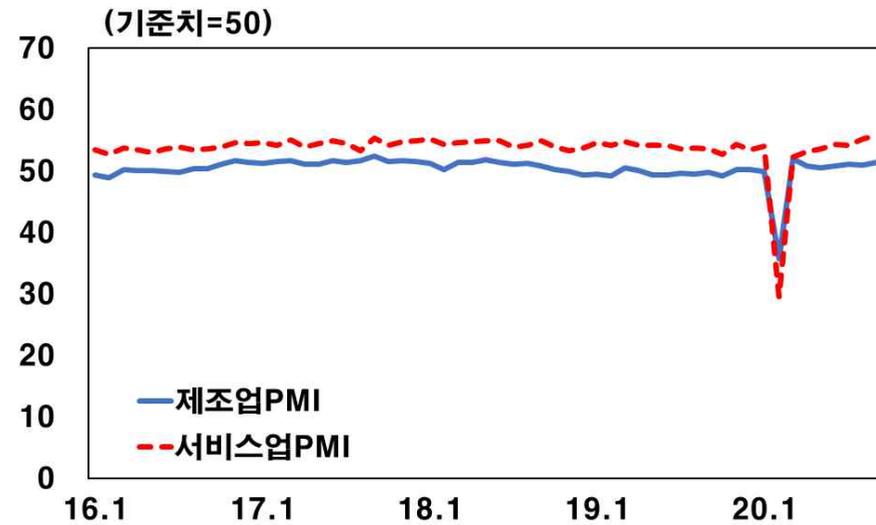
- 일본은 서비스업과 제조업 PMI가 모두 기준치를 하회하며 부진을 지속
- 중국은 내수와 수출 모두 양호한 회복흐름을 지속
  - 8월 수출과 산업생산의 증가폭이 더욱 확대된 가운데 소매판매는 증가 전환

일본 산업별 PMI<sup>1)</sup>



주: 1) 기준치=50  
자료: IHS Markit

중국 산업별 PMI<sup>1)</sup>



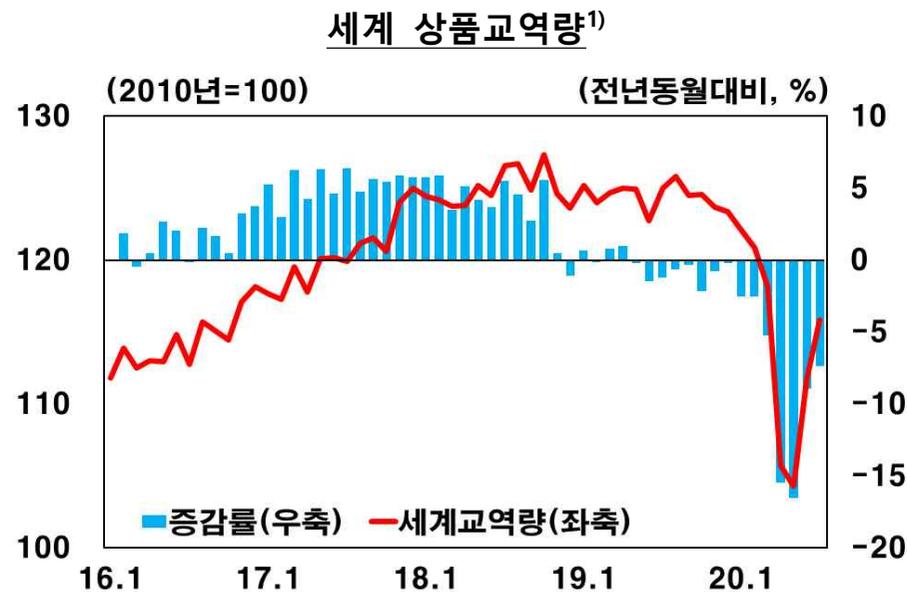
주: 1) 기준치=50  
자료: IHS Markit

# 1. 글로벌 경제 상황 - 교역

## I. 최근 경제 상황

□ 세계교역은 상품교역을 중심으로 부진이 점차 완화

— 상품교역은 감소폭이 축소되었으나, 서비스교역은 위축된 해외여행을 중심으로 부진



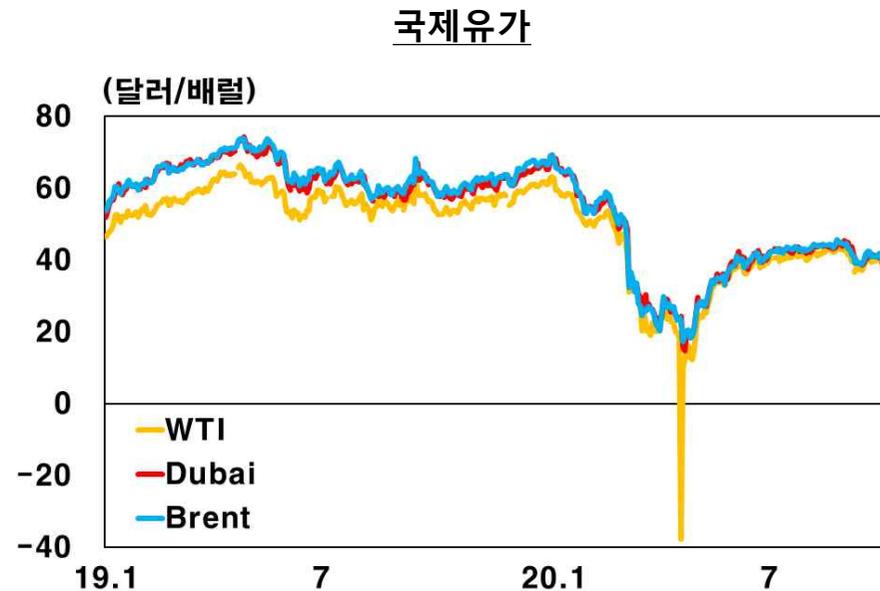
주: 1) 상품수입량 기준  
자료: CPB

# 1. 글로벌 경제 상황 - 국제유가

I. 최근 경제 상황

□ 국제유가(두바이 기준)는 배럴당 40달러 내외 수준에서 등락

— 산유국의 추가 감산 논의 가능성, 미 원유재고 감소 등의 상승요인과 코로나19 재확산에 따른 수요 둔화 우려 등의 하락 요인이 혼재



자료: Bloomberg



# I. 최근 경제 상황

## 2. 국내 경제 상황

- (1) 경제성장
- (2) 고용
- (3) 물가
- (4) 경상수지
- (5) 금융시장

## 2. 국내 경제 상황 - 경제성장

### I. 최근 경제 상황

□ 국내경제는 최근 수출을 중심으로 부진이 완화

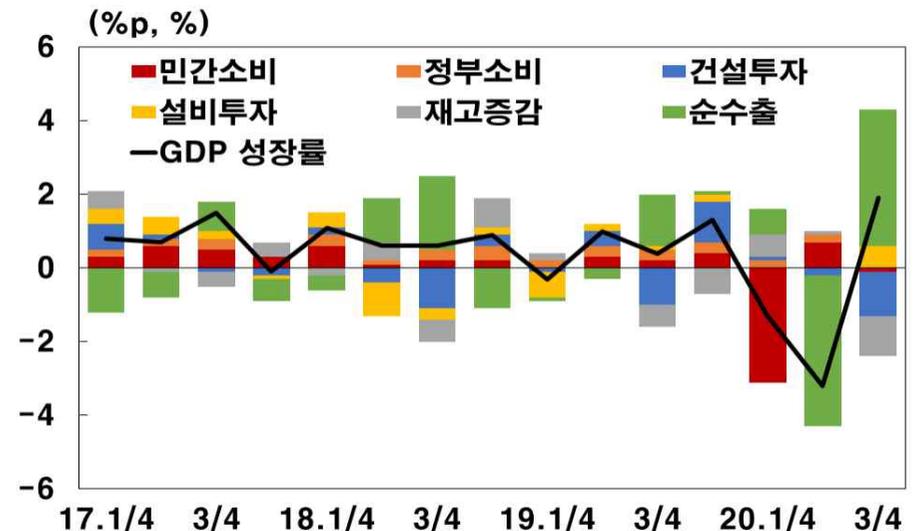
— 수출 감소폭이 크게 축소되었으나, 소비는 여전히 미약한 모습

우리나라 경제성장률<sup>1)</sup>



주: 1) 20년 경제성장률은 20.8월 한국은행 전망 기준  
자료: 한국은행

지출항목별 성장기여도<sup>1)</sup>

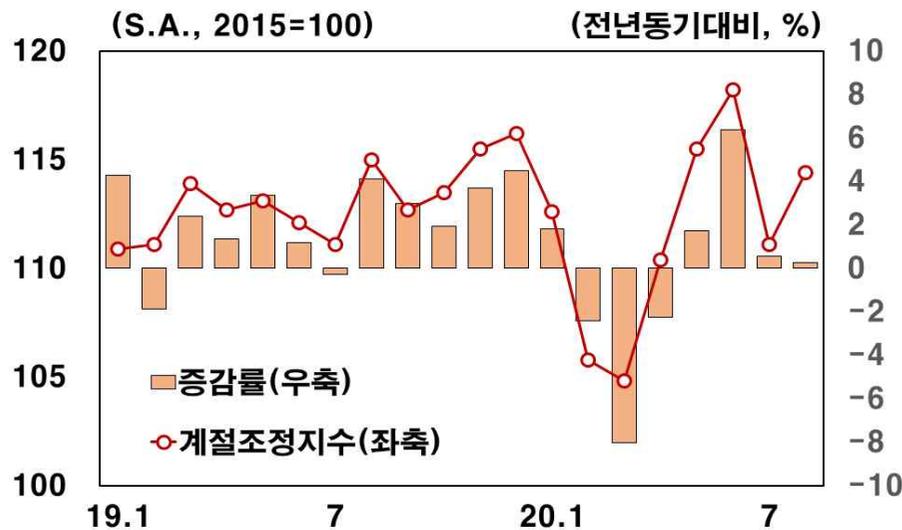


주: 1) 20.3/4분기는 속보치 기준  
자료: 한국은행

## 2. 국내 경제 상황 - 경제성장

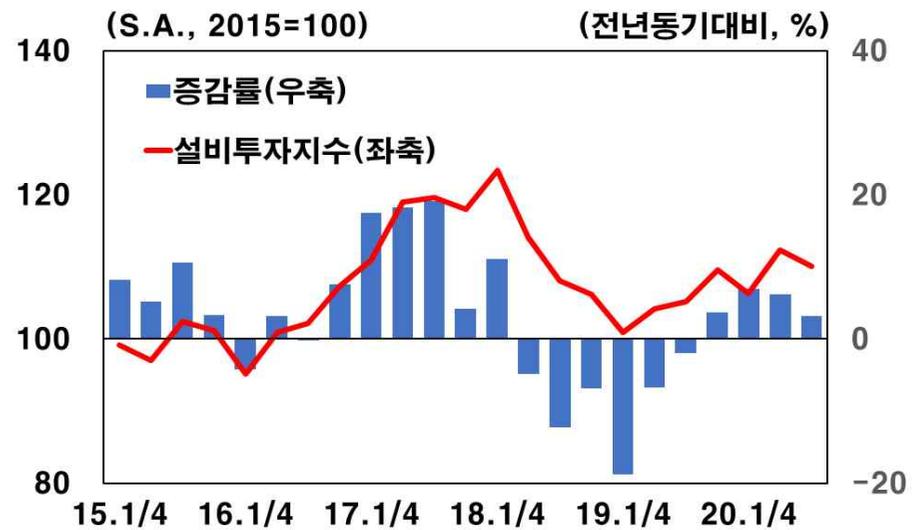
- 민간소비는 3/4분기중 코로나19 재확산 등으로 개선흐름이 약화
- 설비투자는 운송장비가 크게 줄면서 회복이 제약되는 모습

소매판매



자료: 통계청

설비투자지수<sup>1)</sup>



주: 1) 20.3/4분기는 7~8월 평균  
자료: 통계청

## 2. 국내 경제 상황 - 경제성장

□ 건설투자는 조정국면이 이어지며 부진 지속

□ 수출은 3/4분기중 부진이 크게 완화

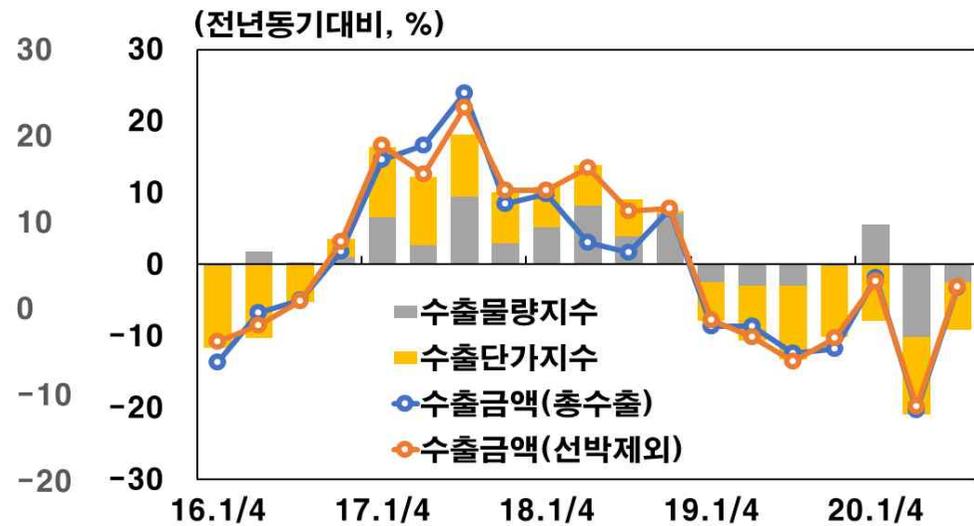
— 주요국 경제활동 재개, 반도체·석유제품의 단가 하락세 둔화 등 영향

건설기성



자료: 통계청

수출 금액·물량<sup>1)</sup>·단가<sup>1)2)</sup>



주: 1) 선박제외(20.3/4분기는 7~8월 기준)

2) 수출금액지수/수출물량지수

자료: 관세청, 한국은행

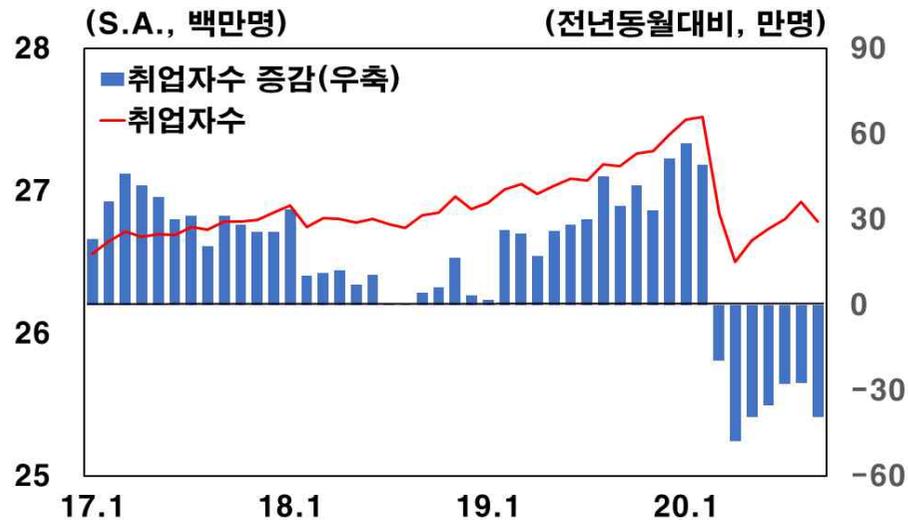
## 2. 국내 경제 상황 - 고용

### I. 최근 경제 상황

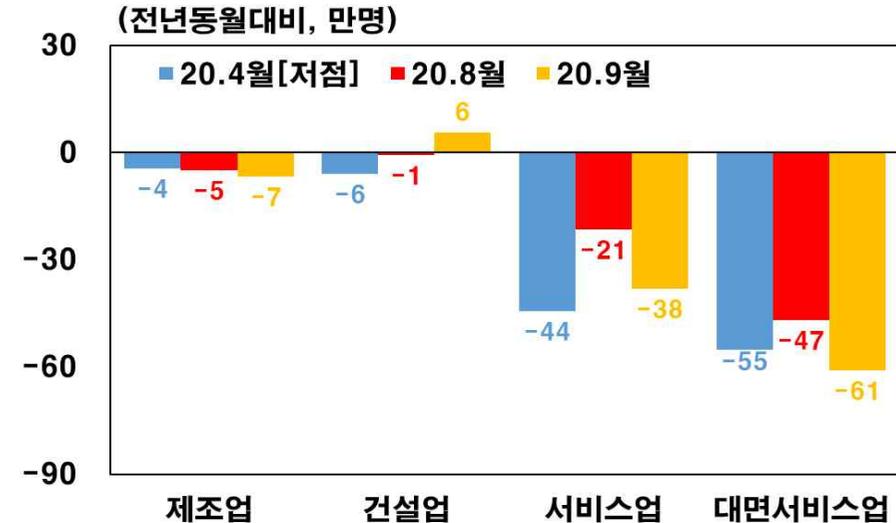
□ 고용상황은 취업자수(전년동월대비)가 감소세를 지속하는 등 부진

— 서비스업 고용은 숙박음식, 도소매, 교육 등 중심으로 감소세 지속

취업자수



주요 산업별 취업자수 증감



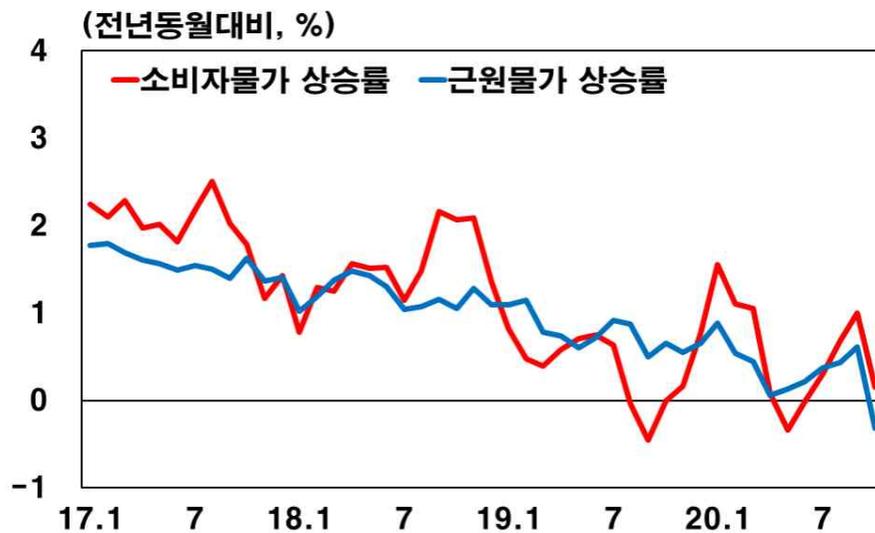
자료: 통계청

주: 1) 숙박음식, 도소매, 교육, 예술·스포츠·여가, 개인서비스 기준  
자료: 통계청

## 2. 국내 경제 상황 - 물가

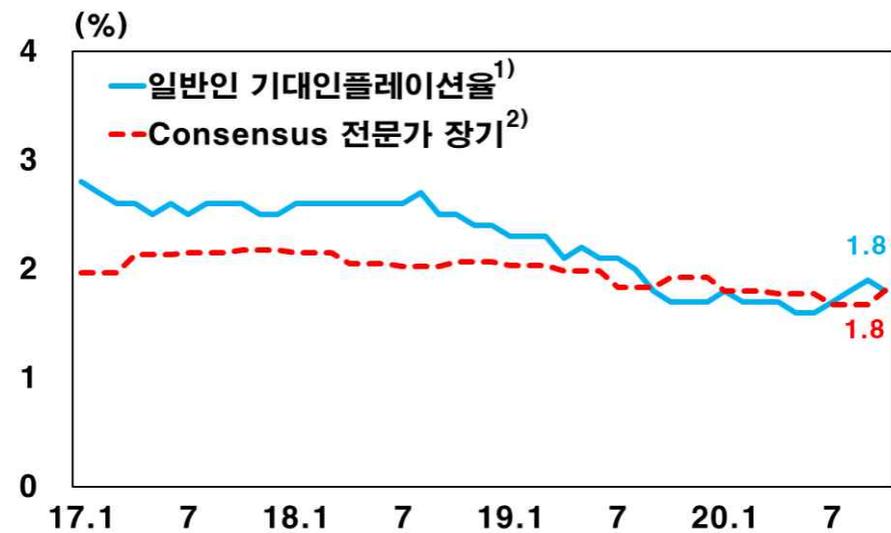
- 소비자물가 및 근원물가상승률은 여전히 낮은 수준 지속
- 일반인 기대인플레이션(1년) 및 전문가 장기 기대인플레이션(5년 앞)은 1% 중후반대에서 등락

소비자물가 및 근원물가 상승률



자료: 통계청

기대 인플레이션



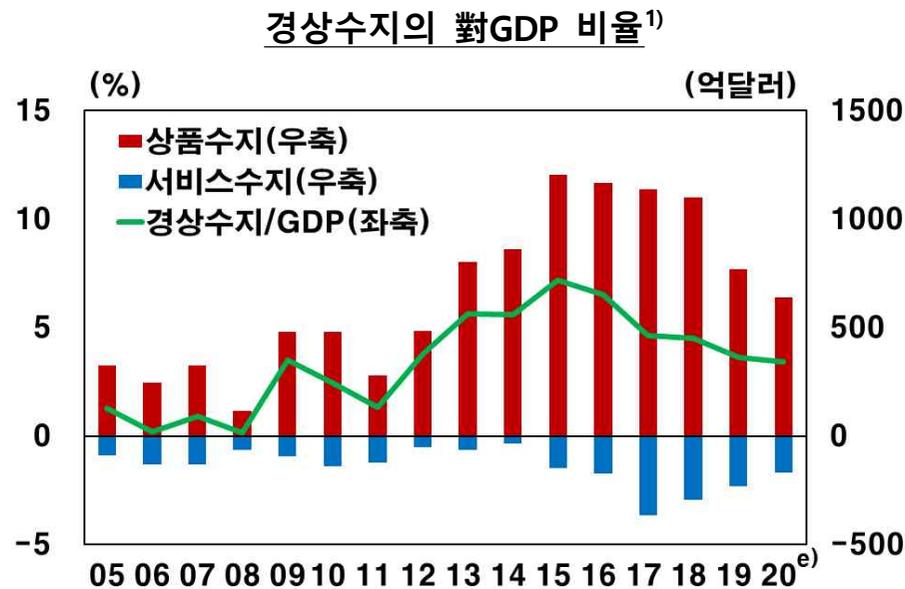
주: 1) 18.9월 이후는 신표본 기준

2) 5년앞 기준

자료: 한국은행, Consensus Economics

## 2. 국내 경제 상황 - 경상수지

- 경상수지는 세계교역 위축으로 상품수지 흑자폭이 크게 줄면서 흑자규모가 축소
  - GDP 대비 경상수지 흑자비율은 2017년 5% 내외에서 2018~2020년 3%대 후반 수준을 기록하며 점진적으로 하락

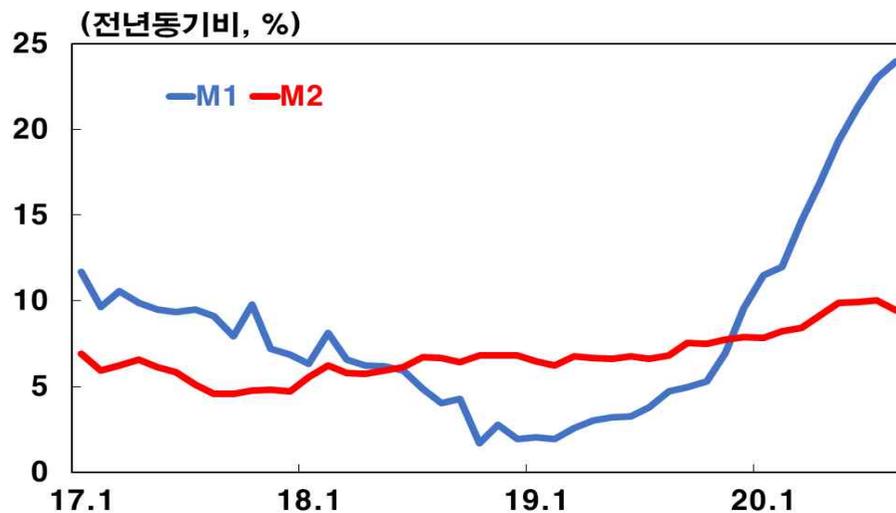


주: 1) 20년 경상수지는 20.8월 한국은행 전망, GDP는 20.10월 IMF 전망 기준  
 자료: 한국은행, IMF WEO

## 2. 국내 경제 상황 - 금융시장

- 코로나19 확산 이후 정부와 한국은행의 시장안정화 조치 등으로 유동성이 빠르게 증가  
— 다만 실물은 크게 부진하여 금융과 실물 간의 괴리가 크게 확대되는 모습

주요 유동성 증가율<sup>1)</sup>



주: 1) 평잔 기준  
자료: 한국은행

M2<sup>1)</sup> 및 명목GDP 증가율



주: 1) 평잔 기준  
자료: 한국은행

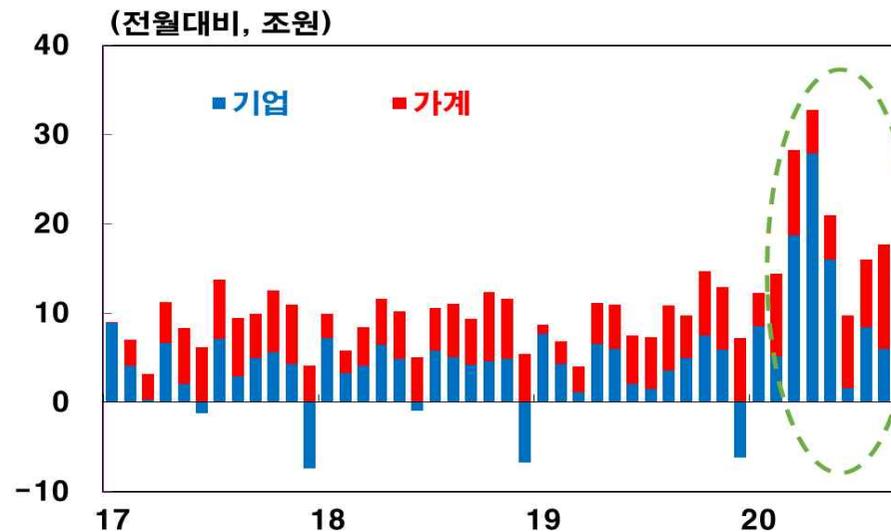
## 2. 국내 경제 상황 - 금융시장

### I. 최근 경제 상황

□ 민간신용의 확대가 유동성 증가에 기여

— 3~5월중에는 기업신용이 증가를 주도하였으나 6월 이후는 가계대출의 증가세가 뚜렷

은행 대출잔액 증감



자료 : 한국은행



## II. 향후 통화정책 방향

1. 코로나19 이후 통화정책 수행상황

2. 향후 통화정책 방향

# 1. 코로나19 이후 통화정책 수행상황

## II. 향후 통화정책 방향

□ 한국은행은 기준금리 및 다양한 정책 수단을 활용하여 코로나19 확산에 대응

— 기준금리를 두 차례 인하하는 한편, 금융시장 안정을 위한 다양한 정책들을 실행

한국은행 기준금리



자료: 한국은행

코로나19 이후 한국은행의 정책대응

- 기준금리 1.25%→0.50%로 75bp 인하
- 600억달러 규모 한미 통화스왑 체결
- 원화유동성 공급
  - 증권금융 및 증권사 RP매입(3.5조원), 전액공급방식 RP매입(19.43조원), 국고채 단순매입(8조원)
- 금융안정특별대출제도 신설
- 회사채·CP 매입기구(SPV)에 대한 대출
- 금융중개지원대출 한도 증액 및 금리 인하
- 공개시장운영 대상증권 및 대상기관 확대
- 한국은행 대출 적격담보증권 확대
- 은행 선물환포지션 한도 25% 확대
- 외환건전성 부담금 납입부담 경감
- 금융기관 담보여력 확충

자료: 한국은행

# 1. 코로나19 이후 통화정책 수행상황

## II. 향후 통화정책 방향

- 현 시점에서의 통화정책은 **코로나19 확산에 따른 경제적 영향을 최소화하기 위한 정책대응에 우선**

### 한국은행법

#### 제1조(목적)

- ① 이 법은 한국은행을 설립하고 효율적인 통화신용정책의 수립과 집행을 통하여 **물가안정을 도모함으로써 국민경제의 건전한 발전에 이바지함을 목적으로 한다.**
- ② 한국은행은 통화신용정책을 수행할 때에는 **금융안정에 유의**해야 한다.

⇒ 정부와 한국은행의 **적극적 대응** → **금융시장 안정과 실물경제 부진 완화에 기여**

— 특히 제조업의 빠른 회복은 IT 중심의 산업구조, 효과적인 방역정책, 자동차 등 비 IT 부문 해외생산 정상화 등에 주로 기인

# 1. 코로나19 이후 통화정책 수행상황

## II. 향후 통화정책 방향

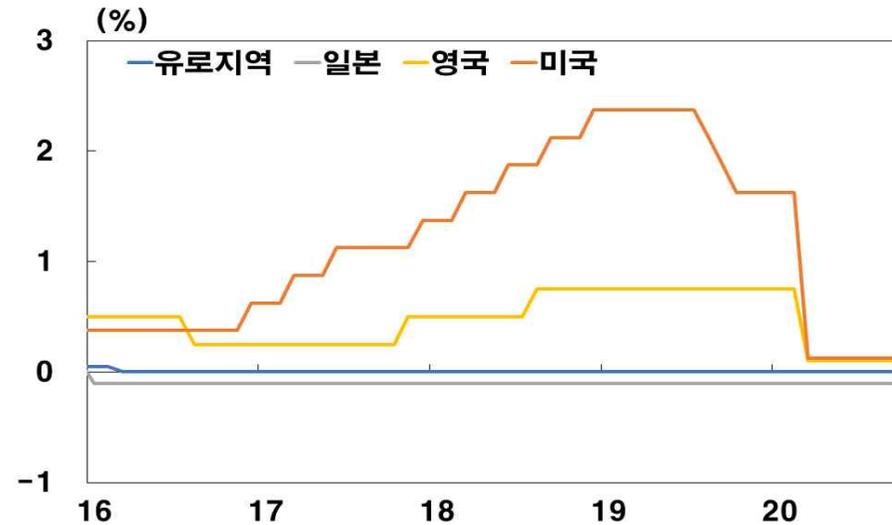
- 주요국의 경우 자산가격이 급등하고 있으나 이에 대응해 통화정책 기조를 변경한 중앙은행은 없는 상황

주요국 주가지수



자료: Bloomberg

주요국 정책금리<sup>1)</sup>



주: 1) 정책금리가 범위일 경우 중간값으로 표시  
자료: 각국 중앙은행

# 1. 코로나19 이후 통화정책 수행상황

## II. 향후 통화정책 방향

- 대부분 중앙은행이 물가, 완전고용 등 정책목표를 달성 시까지 **현 정책금리를 유지** 하겠다는 **포워드 가이드**를 제시
  - 특히 **미 연준**의 경우 지난 8월 발표한 '장기 목표 및 통화정책전략'을 통해 **물가 목표의 makeup 전략**(Average Inflation Targeting; AIT)을 도입하고, 실제 **2023년까지**는 **제로금리를 유지**할 것으로 전망함으로써 **완화적 통화정책의 장기화**를 예고

### 주요국 중앙은행의 정책금리 관련 포워드 가이드 제시

|            |   |
|------------|---|
| <b>연준</b>  | ... it will be appropriate to maintain this target range until labor market conditions have reached levels consistent with the Committee's assessments of maximum employment and inflation has risen to 2 percent and is on track to moderately exceed 2 percent for some time. |
| <b>ECB</b> | The Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at their present or lower levels until it has seen the inflation outlook robustly converge to a level sufficiently close to, but below, 2% ...   |
| <b>BOE</b> | The Committee does not intend to tighten monetary policy until there is clear evidence that significant progress is being made in eliminating spare capacity and achieving the 2% inflation target sustainably.   |
| <b>BOJ</b> | ... and also it expects short- and long-term policy interest rates to remain at their present or lower levels.  |
| <b>RBA</b> | For its part, the Board will not increase the cash rate until actual inflation is sustainably within the 2 to 3 per cent target range. ... Given the outlook, the Board is not expecting to increase the cash rate for at least three years.                                    |

자료: 각국 중앙은행

### <참고> 바이든 당선이 우리 경제에 미치는 영향

#### □ 바이든 당선과 美 경제정책 기조 변화

- [거시] 대규모 재정지출을 통한 경기부양, 중산층 확대정책 추진
- [통상] 다자간 무역질서 회복 추진, 미·중 갈등 해법으로 협상 등 다양한 수단 활용
- [산업] 제조업 기반 강화, 친환경 인프라 투자 추진

⇒ 정책기조 변화로 미국경제에 긍정적 영향을 미치고, 미·중 관계와 글로벌 교역여건도 점차 개선되면서 우리 경제에도 긍정적 영향 예상

미국의 재정지출 확대

→

(실물측면) 성장률 확대 요인,

무역갈등 완화

→

(금융측면) 불확실성 완화로 금융시장 완화 기대

## 2. 향후 통화정책 방향

### II. 향후 통화정책 방향

- 금융통화위원회는 코로나19에 따른 실물경제의 과도한 위축을 완화하기 위하여 통화정책의 완화기조를 유지해 나갈 방침
- 통화정책의 기조는 당분간 완화적으로 유지하되 신용의 양과 자산가격의 과도한 증가 또는 상승 등 금융불균형 누증 상황 변화에 대해서는 지속적으로 모니터링할 것임

통화정책방향 의결문(2020년 10월 14일)

- 금융통화위원회는 앞으로 성장세 회복을 지원하고 중기적 시계에서 물가 상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제의 회복세가 더딜 것으로 예상되는 가운데 수요 측면에서의 물가상승압력도 낮은 수준에 머무를 것으로 전망되므로 통화정책의 완화기조를 유지해 나갈 것이다. 이 과정에서 코로나19의 재확산 정도와 금융·경제에 미치는 영향, 금융안정 상황의 변화, 그간 정책대응의 파급효과 등을 면밀히 점검할 것이다.

자료 : 한국은행

## 2. 향후 통화정책 방향

### II. 향후 통화정책 방향

#### □ 향후 통화정책과 재정정책 간 조화로운 운용의 중요성이 더욱 확대

— 당분간 코로나19 대응을 위해 전세계적으로 확장적 재정운용이 지속될 것으로 보여

① 금융시장 안정화

② 정부 재정부담 완화

등을 위한 통화정책 운영에 대한 요구가 커질 것으로 판단

— 정부와 중앙은행 간 긴밀한 정책 커뮤니케이션이 필요해질 전망

「제로금리시대, 보험산업 영향과 과제」 세미나

# 보험산업의 수익성과 대응방안

2020.11.16(월)

노건엽, 김석영, 손민숙

# 목 차

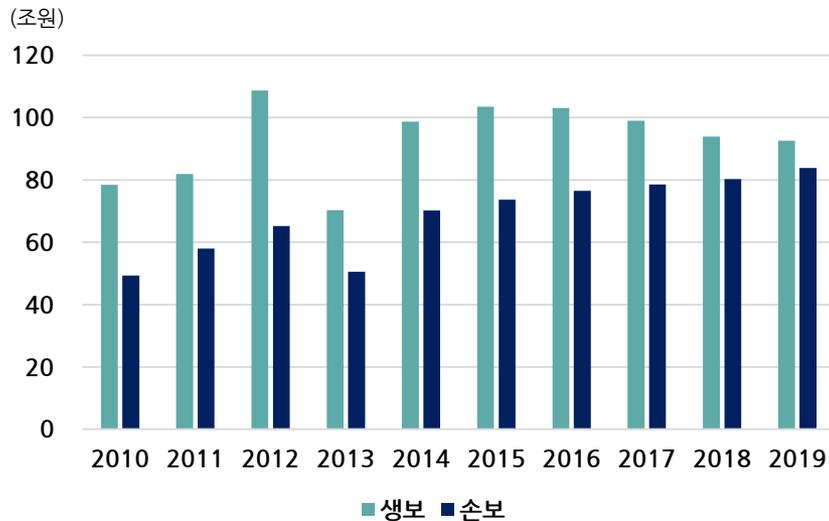
- I. 보험산업 현황
- II. 보험회사 이익
- III. 수익성 분석
- IV. 대응방안
- V. 요약 및 시사점

# I . 보험산업 현황

# 수입보험료, 운용자산이익률

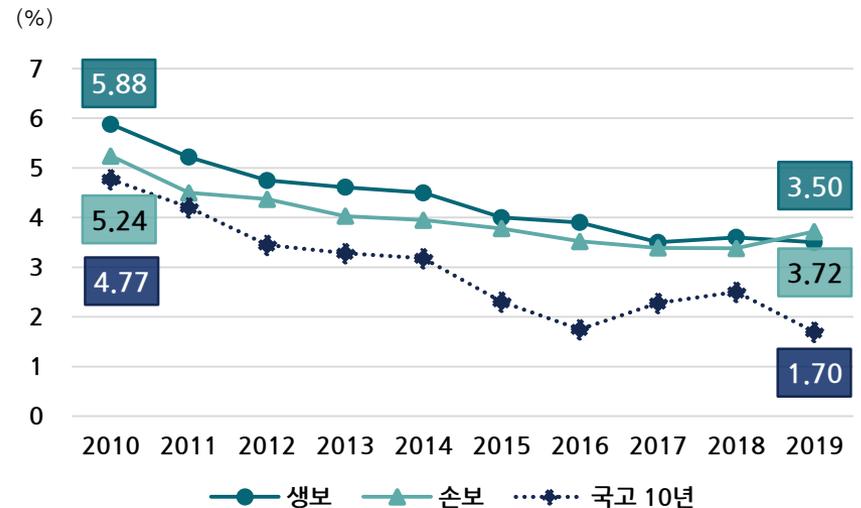
- 손해보험 원수보험료는 2010년 이후 매년 꾸준히 증가하나 생명보험 수입보험료는 2015년 이후 감소(퇴직연금 제외)하여 성장성이 둔화되고 있음
- 운용자산이익률은 국고채 금리 하락에 따라 10년 동안 꾸준히 하락하고 있음
  - 생보 5.88% → 3.5%, 손보 5.24% → 3.72%

## 수입보험료(원수보험료) 추이



주: 2013년은 회계연도 기준변경으로 인해 4~12월 실적임  
자료: 금융통계월보

## 운용자산이익률 추이

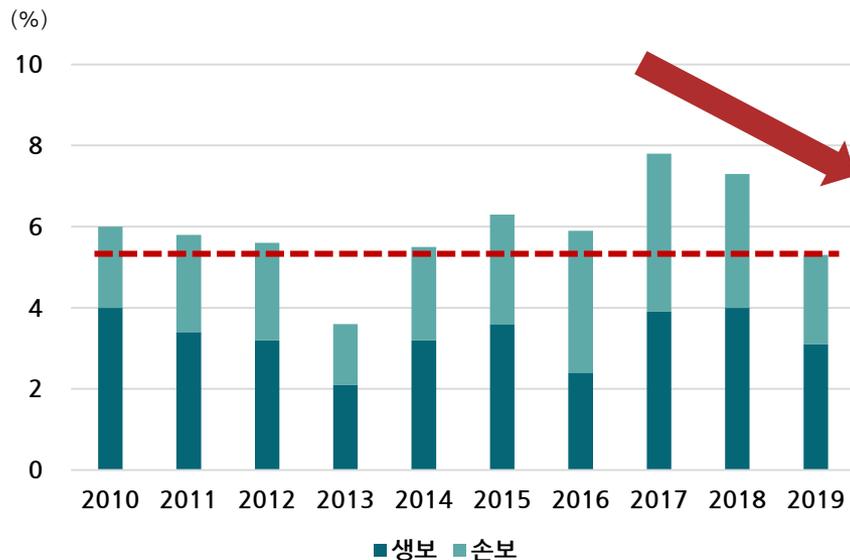


자료: 금융통계월보, 금융투자협회

# 당기순이익, ROE

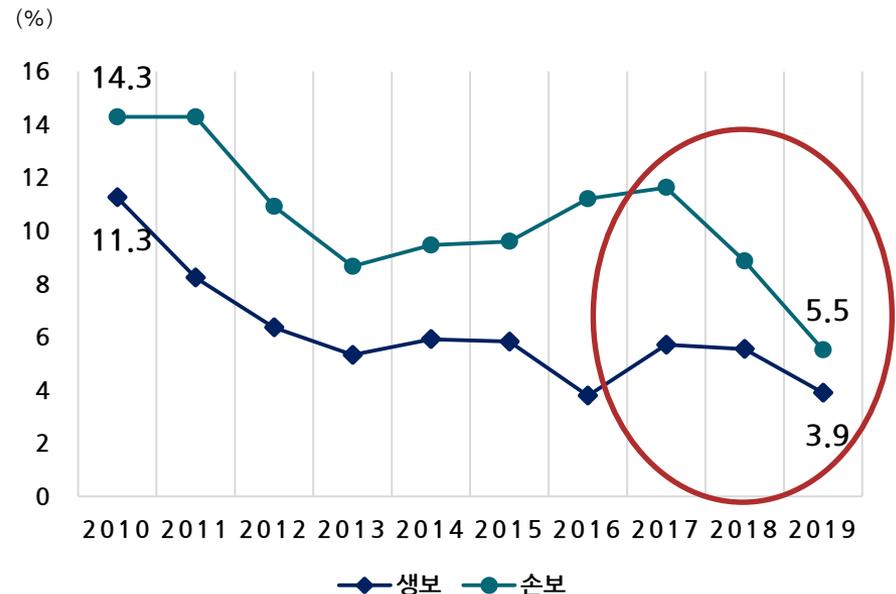
- 보험회사 당기순이익은 최근 10년간 가장 낮은 수준을 나타내며 2017년 이후 하락 추세임
  - 회계연도 기준 변경된 2013년(4월~12월)은 제외하면 최근 10년 동안 최저 수준임
- 또한, 수익성 지표인 자기자본이익률(ROE)은 10년 전에 비해 1/3수준으로 하락하였음
  - 생보 11.3% → 3.9%, 손보 14.3% → 5.5%

## 당기순이익 추이



주: 2013년은 회계기준변경으로 인해 4~12월 실적임  
자료: 금융통계월보

## ROE 추이



자료: 금융통계월보

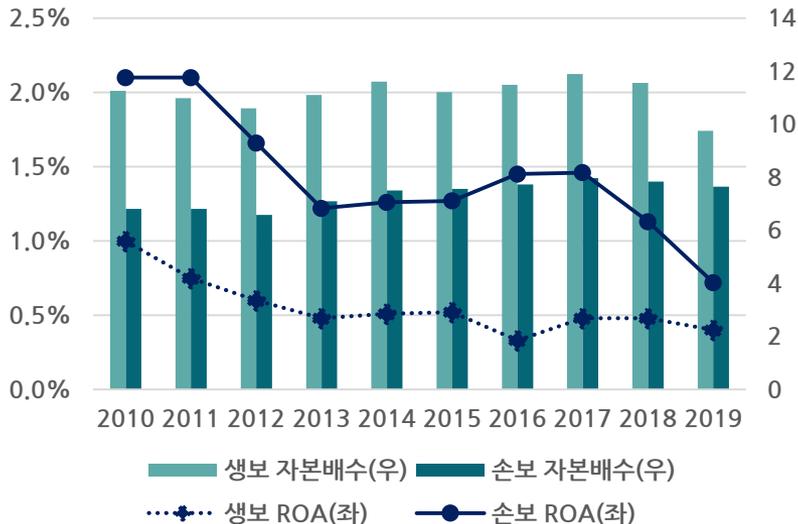
# ROE = ROA × 자본배수

- ROE는 ROA와 자본배수의 곱으로 분해할 수 있음

- ROE = 당기순이익/자본 = (당기순이익/자산) × (자산/자본) = ROA × 자본배수

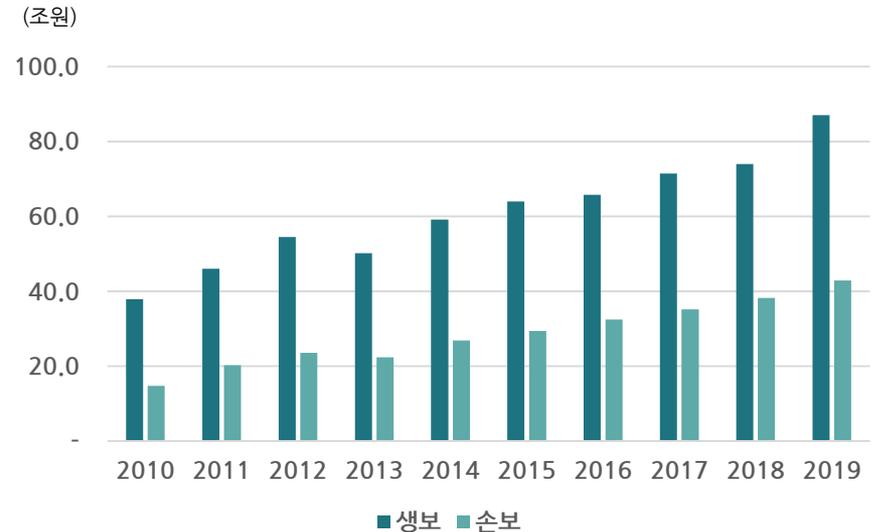
- 손보사는 ROA는 감소하나 자본배수는 일정하므로 이익 감소(손해율 증가 등)에 의한 것이나, 생보사는 ROA는 일정하나 자본배수가 감소하였으므로 자본 증가에 의해 ROE가 감소함

## ROA, 자본배수 추이



자료: 금융통계일보

## 자본 추이



자료: 금융통계일보

# 해외 보험회사 수익성(ROE)

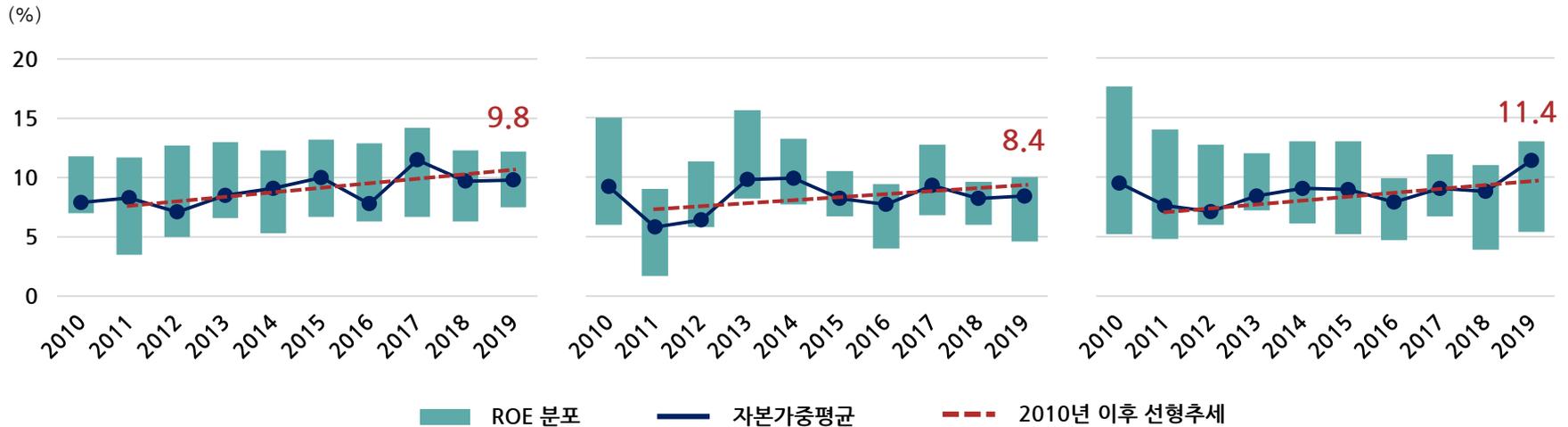
- 해외 생명보험회사도 과거에 비해 최근 ROE가 하락하였으나 국내에 비해서는 여전히 높은 편임  
- 2019년 기준 ROE는 북미 9.8%, 유럽 8.4%, 아시아-태평양 11.4%임
- 국내 보험산업의 수익성에 대한 논의가 필요함

## 해외 생명보험회사 ROE 추이

### 북미(22개사)

### 유럽(26개사)

### 아시아-태평양(29개사)



자료: Sigma (2020)

# Questions

1

보험회사 이익은  
적정한가?

2

적정하지 않다면  
왜 그런가?

3

어떻게 이익을  
확보할 것인가?



## II. 보험회사 이익

# 보험회사 적정 이익

- Q1. 보험회사 이익 수준은 적정한가?
  - A1. 보험산업이 시장의 요구이익을 만족시키기 위해서는 현재보다 1.9배의 이익이 적정해 보이나 추가적인 연구를 통해 정교화할 필요는 있음
    - 2019년 말 당기순이익과 비교하여 생보사는 2.1배, 손보사는 1.5배가 요구됨
- ⇒ 시장 투자자들의 요구 이익을 고려하면 보험회사는 현재보다 높은 이익을 확보해야 하므로 이익 원인을 분석하고 대응방안을 모색하고자 함

## 보험산업 적정 이익

| 구분    | 적정 이익<br>(a=b+c) | 현재 이익<br>(b) | 추가 필요 이익<br>(c) | 적정이익배수<br>(a/b) |
|-------|------------------|--------------|-----------------|-----------------|
| 산업 전체 | 10.1조            | 5.3조         | +4.7조           | 1.9배            |
| 생보사   | 6.7조             | 3.1조         | +3.6조           | 2.1배            |
| 손보사   | 3.4조             | 2.2조         | +1.1조           | 1.5배            |

주: 현재 이익은 2019년말 당기순이익임

# 시장에서 요구하는 보험회사 이익

- 자본비용 산출방식인 CAPM을 활용하여 시장에서 요구하는 보험회사 이익을 추정함
  - 투자자들은 자본 공급 시 그에 상응하는 수익률을 요구하므로 자본비용은 투자자의 요구수익률로 볼 수 있음
  - KOSPI 기대수익률과 보험업 지수(생보 4개사, 손보 8개사로 구성)를 활용하여 추정함
- 해외 제도는 자본비용에서 무위험수익률을 차감한 값으로 ICS 1.0은 5%, Solvency II는 6%를 사용하고, 오창수(2017)는 6.1%로 추정함
- 즉, 무위험수익률 2% 고려 시 자본비용은 7.0 ~ 8.1% 수준임

## CAPM

$$E(r_i) = r_f + \beta_{mi} [E(r_m) - r_f]$$

단,  $E(r_i)$  :  $i$  회사에 대한 자본비용

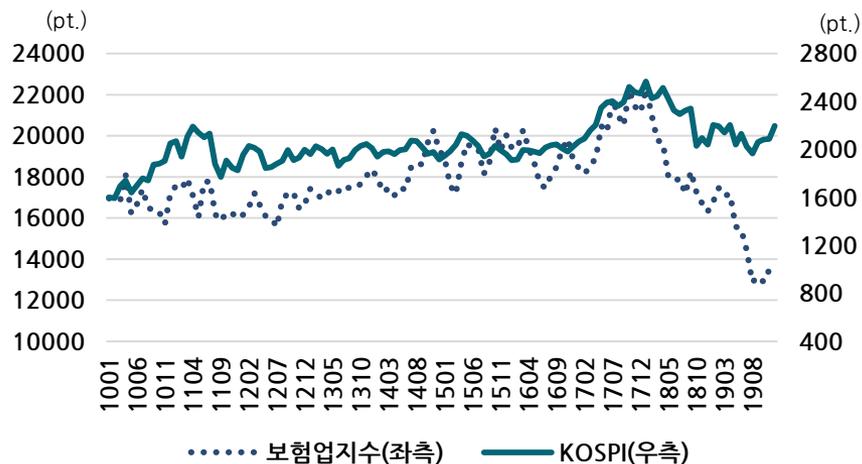
$r_f$  : 무위험수익률

$E(r_m)$  : 시장 포트폴리오에 대한 기대수익률

$E(r_m) - r_f$  : 시장 초과수익률

$\beta_{mi} (= Cov(r_i, r_m) / Var(r_m))$  : 체계적 위험

## KOSPI와 보험업 지수 비교



자료: 연합인포맥스

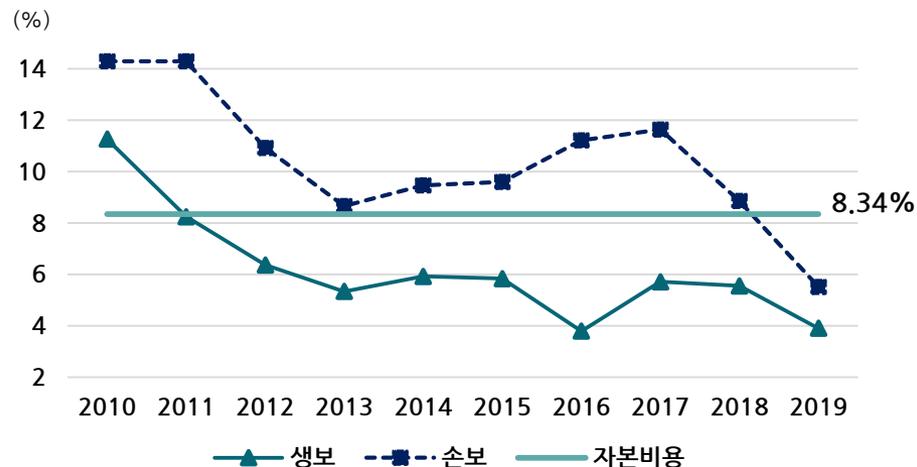
# 시장에서 요구하는 보험회사 이익

- 국내 데이터를 활용하여 자본비용을 추정한 결과 통계기간에 따라 차이가 발생하나 해외 제도 및 국내 연구와 가장 유사한 값인 8.34%를 적용함
  - 자본비용에서 무위험수익률을 차감한 값은 6% 수준으로 비슷하나 무위험수익률에 의해 차이가 발생함
- 생보는 2011년부터 ROE가 자본비용(8.34%)보다 낮으나 손보는 2019년만 낮게 나타남
- 2019년 기준 자본비용과 ROE 차이를 금액으로 환산하면 추가적인 시장 요구이익은 생보 3.6조원, 손보 1.1조원으로 총 4.7조임
  - 3.6조 = (8.34%-3.90%) × 자본, 1.1조 = (8.34%-5.51%) × 자본

## 자본비용 추정

| 통계기간            | 무위험 수익률 (a) | 베타 (b) | 초과수익률 (c) | 무위험 수익률 초과 (d=b*c) | 자본비용 (a+d) |
|-----------------|-------------|--------|-----------|--------------------|------------|
| 10년 (2010~2019) | 2.92%       | 0.63   | 9.98%     | 6.26%              | 9.18%      |
| 5년 (2015~2019)  | 2.09%       | 0.64   | 9.72%     | 6.26%              | 8.35%      |
| 3년 (2017~2019)  | 2.15%       | 0.63   | 9.85%     | 6.19%              | 8.34%      |

## ROE와 자본비용 비교

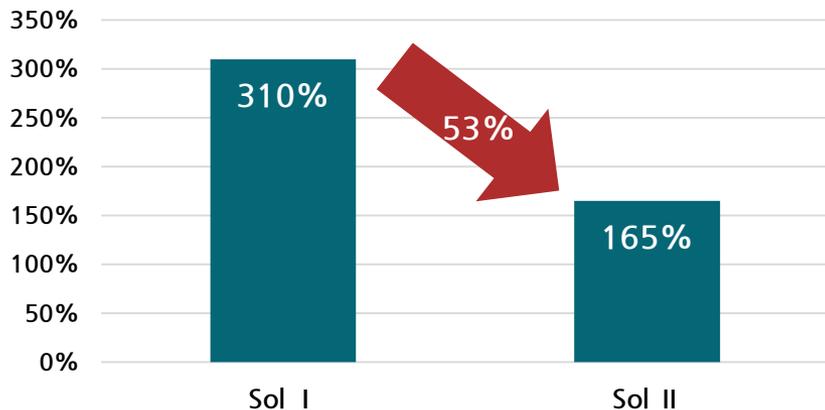


자료: 금융통계월보

# 재무건전성 강화에 따른 필요 이익

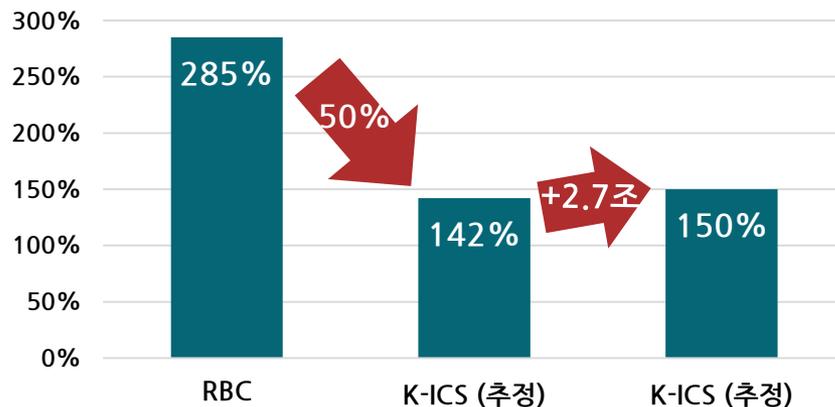
- **현행 RBC 대비 K-ICS 비율의 감소가 예상되어 생보 지급여력비율을 285% → 142%로 추정함**
  - Solvency II QIS 5의 지급여력비율은 Solvency I에 비해 53% 감소한 사례를 바탕으로 K-ICS 지급여력비율을 현행 RBC 대비 50% 감소시켜 추정함
- **재무건전성 유지를 위해 지급여력비율은 150% 수준이 필요하므로 2019년말 당기순이익에서 2.7조원이 추가적으로 증가되어야 지급여력비율 150% 유지가 가능함**
  - 요구자본 2배 증가 후 150% 유지를 위한 가용자본 금액을 산출하였으며, 배당은 고려하지 않았음
  - 손보사는 생보사에 비해 상대적으로 금리에 대한 영향이 적어 K-ICS 비율이 150%를 상회할 것으로 예상됨

## Solvency II QIS 5



자료: EIOPA(2011)

## 생보 RBC 및 K-ICS 비율 (추정)

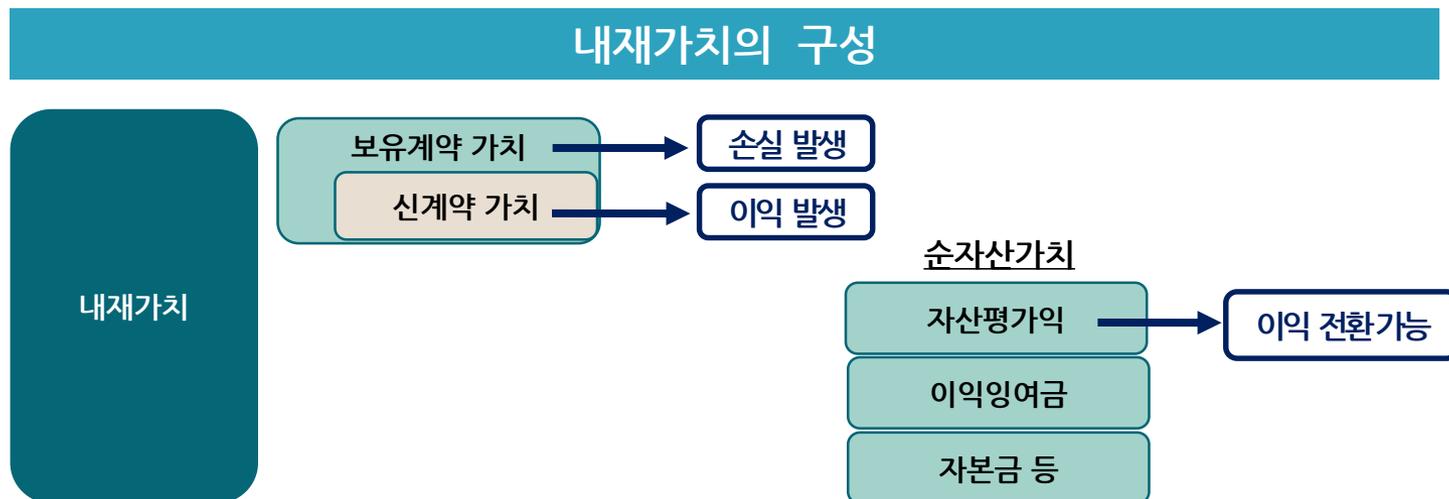


자료: 금융통계정보시스템

## Ⅲ. 수익성 분석

# 내재 가치 분석

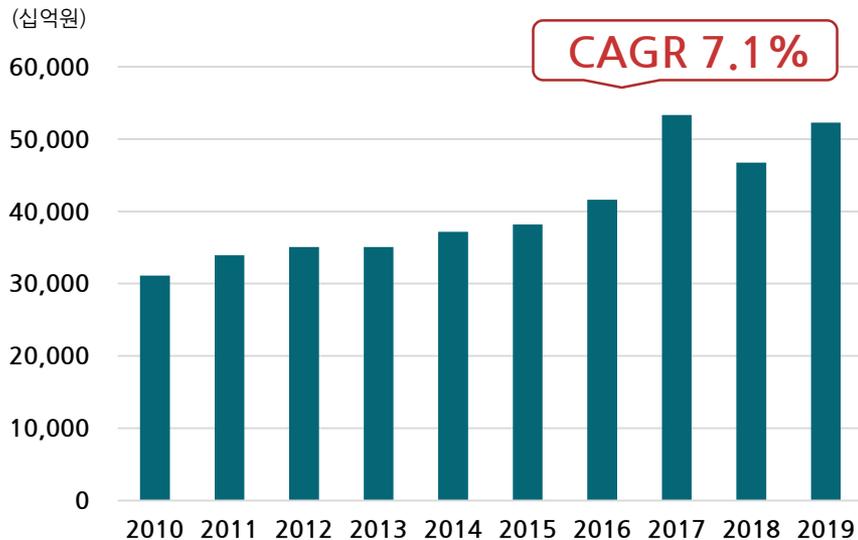
- Q2. 보험회사의 이익이 적정하지 않다면 왜 그런가?
- A2. 보험산업 이익구조는 현행 손익계산서만으로는 파악하기 어려워 “내재가치 (EV; Embedded Value)”를 활용하여 분석함
  - ⇒ 내재가치는 보유계약과 자산 평가익 등을 통해 보험회사 미래 이익과 금리에 따른 가치변화를 파악할 수 있고, “순자산가치”, “보유계약가치”, “신계약가치”로 구분하여 분석함
  - 순자산 가치 : 자본금, 이익잉여금, 자산 평가익(기타포괄손익 누계액) 등으로 구성됨
  - 보유계약가치 : 보유계약에서 발생하는 미래 이익을 현재 가치화한 것으로 자본비용을 차감한 값임
  - 신계약 가치 : 보유계약 중 1년 이내 판매한 계약의 가치임



# 내재 가치(EV) 추이

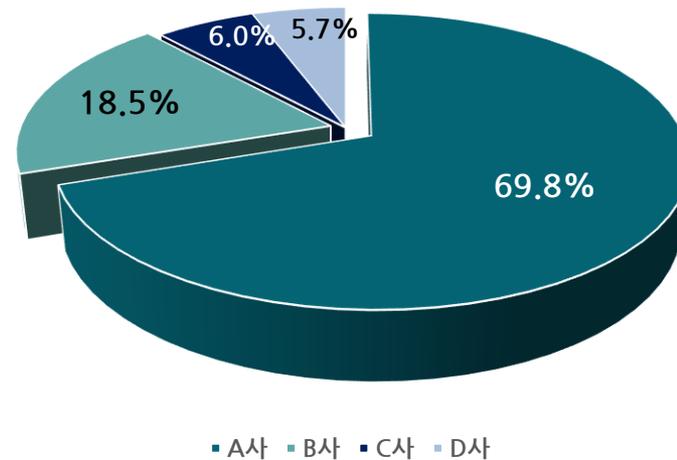
- 상장 생보사(4개사)는 매년 EV를 공시하며 생보 총 자산의 52%를 차지하고 있음
- EV는 연평균 7.1%의 성장률을 보이며 꾸준히 증가하고 있음

## 내재가치 추이



자료: 각사 연간실적발표

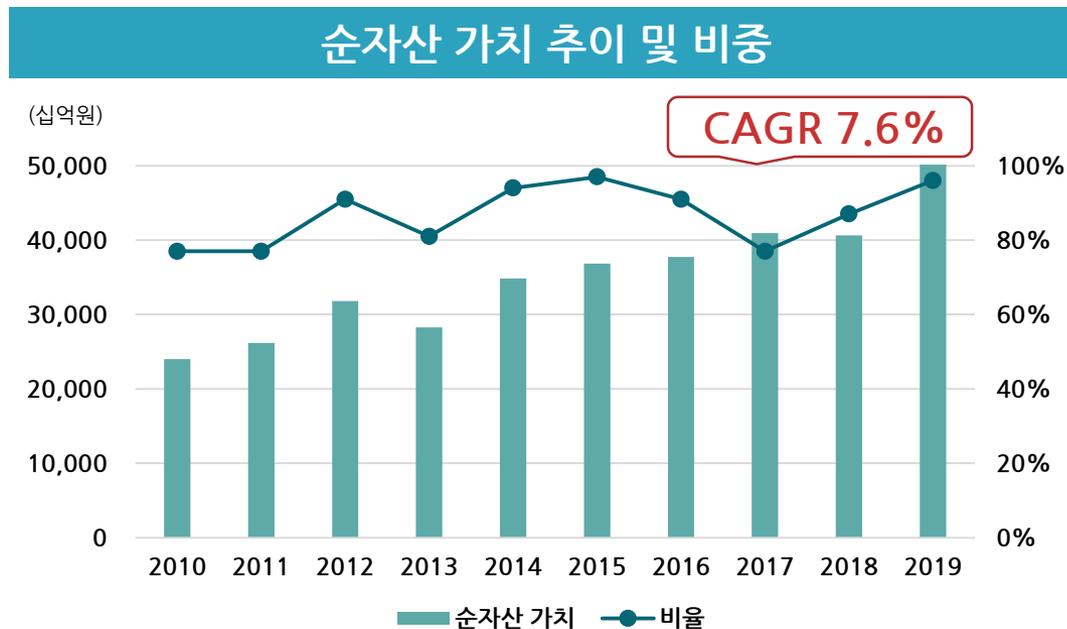
## 회사별 내재가치 비중



자료: 각사 연간실적발표

# 순자산가치

- 순자산가치의 성장률(7.6%)이 내재가치 성장률(7.1%)보다 높아 순자산가치에 의해 내재가치가 성장함을 알 수 있음
- 또한, 순자산가치는 매년 증가하여 내재가치에서 높은 비중(2019년 말 96%)을 차지함
- 순자산가치 구성항목에 채권 평가손익 항목(기타 포괄손익 누계액)이 있음을 감안하면 금리 하락에 따라 채권 가치가 증가하므로 보험회사는 채권 매각에 의해 이익 발생이 가능함
- 실제 채권 처분이익이 당기순이익에서 차지하는 비중을 살펴봄

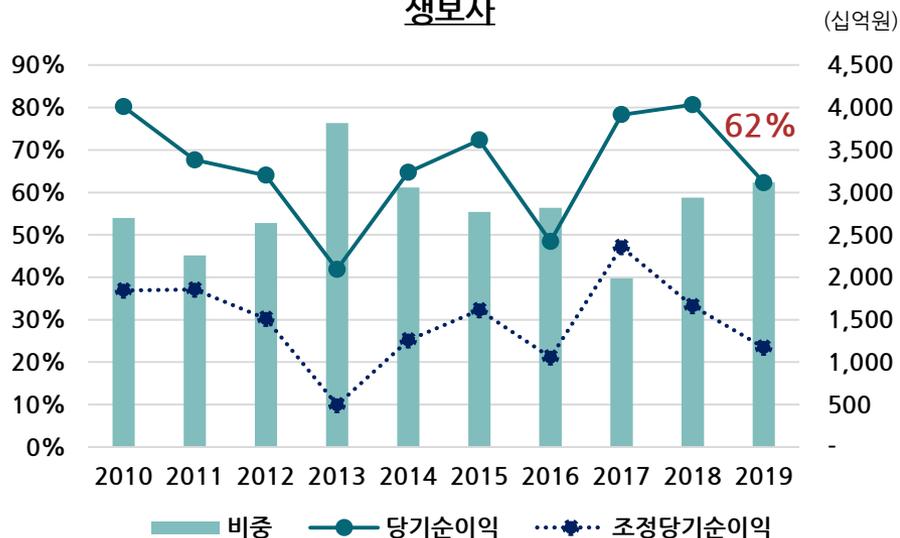


# 채권 처분이익과 당기순이익

- 당기순이익 대비 채권 처분이익은 금리 하락에 따라 급격히 증가하여 2019년 기준 생보 62%, 손보 87%의 비중을 차지함
  - 만약 채권 처분이익 없었다면 생보는 3.1조 → 1.2조, 손보는 2.2조 → 0.3조로 당기순이익이 감소함
- 자산 듀레이션 확대를 위한 채권 교체매매로 채권 처분이익이 증가한 영향도 있으나 이로 인해 보험 영업에서 발생한 손실을 투자영업 이익으로 상쇄하는 효과가 발생함

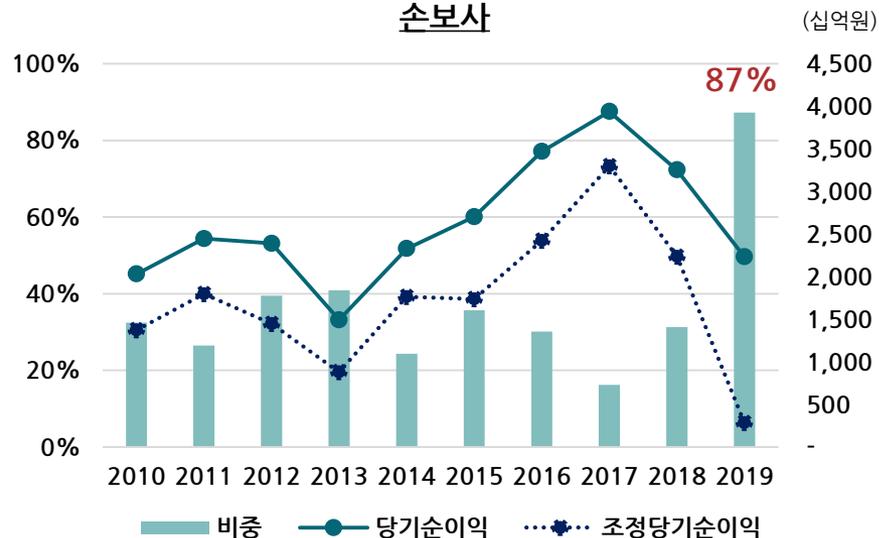
## 당기순이익에서 채권 처분이익 조정

### 생보사



주: 조정당기순이익 = 당기순이익 - 매도가능채권 처분이익  
 자료: 금융통계정보시스템

### 손보사

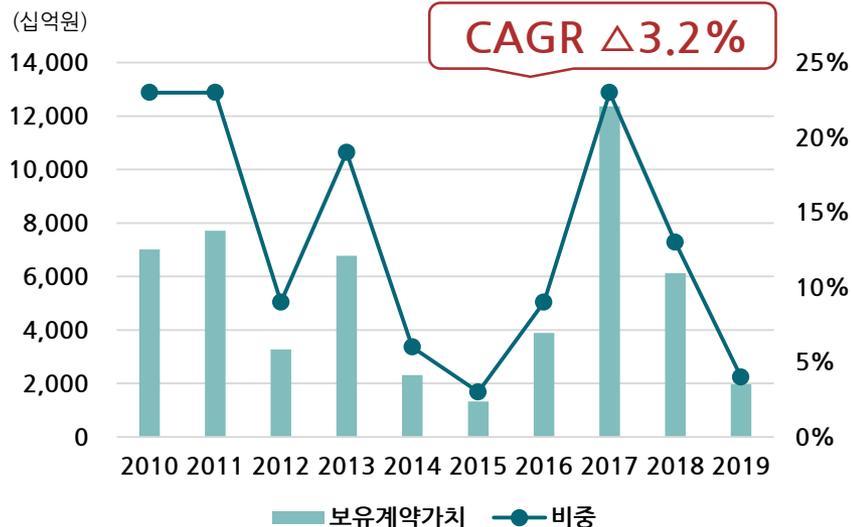


주: 조정당기순이익 = 당기순이익 - 매도가능채권 처분이익  
 자료: 금융통계정보시스템

# 보유계약가치

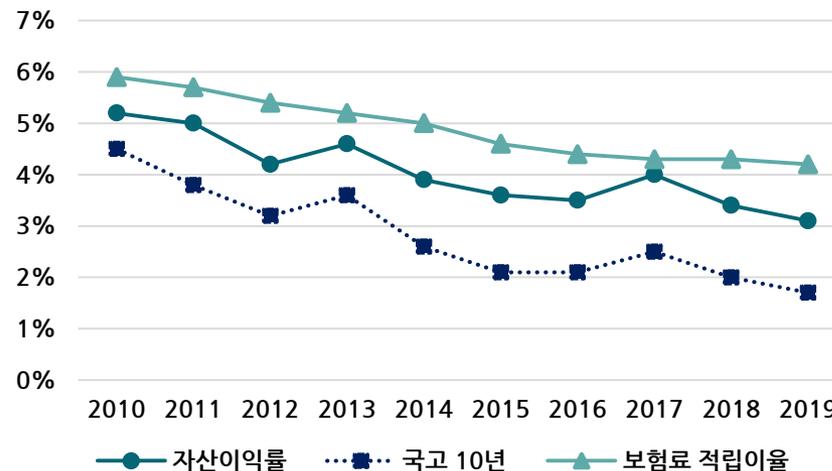
- 금리 하락으로 순자산가치는 증가하였지만 보유계약가치는 감소( $\Delta 3.2\%$ )하여 EV에서 보유계약가치의 비중이 4%까지 축소됨
  - 일부사는 보유계약가치에서 마이너스가치가 발생하여 보유계약에서 손실 발생 가능성이 높아짐
- 자산이익률 가정이 보험료 적립이율보다 낮은 이차역마진 발생으로 보유계약가치가 감소함
  - 한편, 2017년은 금리 상승으로 보험료 적립이율과 자산이익률 가정이 유사하여 보유계약가치가 20% 이상 상승함
- 금리 하락에 따른 당기순이익 감소는 보증준비금을 통해 살펴볼 수 있음

## 보유계약가치 추이 및 비중



자료: 각 사 연간실적발표

## 자산이익률 가정 추이

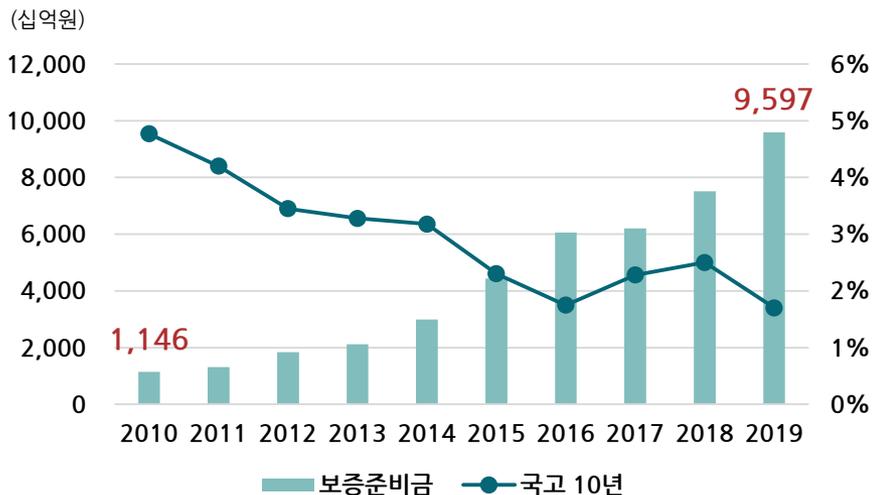


자료: 각 사 연간실적발표, 금융투자협회

# 보증준비금과 당기순이익

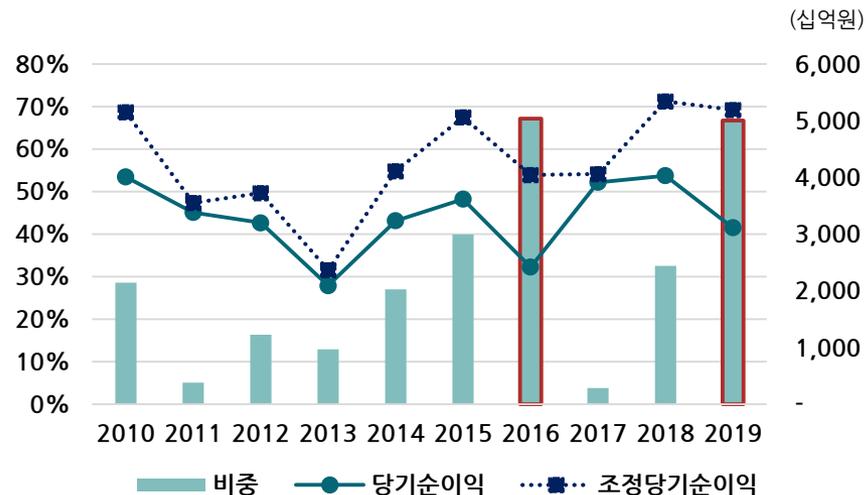
- 보증준비금은 금리 하락의 영향으로 증가하여 생보사 당기순이익에 많은 영향을 미침
  - 보증준비금(변액, 일반)은 2010년 1.1조에서 2019년 9.6조로 10년간 7.4배 증가함
  - 금리가 하락한 2016년과 2019년은 당기순이익에서 보증준비금 변동액이 차지하는 비중(70%)이 높아 생보사 당기순이익에 많은 영향을 미침 (보증준비금 변동이 없었다면 2019년 생보 당기순이익은 3.1조 → 5.2조로 증가)
- 보험계약의 보증 및 옵션을 평가하는 IFRS 17 도입 시 금리 수준에 따라 당기순이익의 변동성이 증가할 것으로 예상됨

## 보증준비금과 금리 비교



자료: 금융통계정보시스템

## 당기순이익에서 보증준비금 변동액 조정

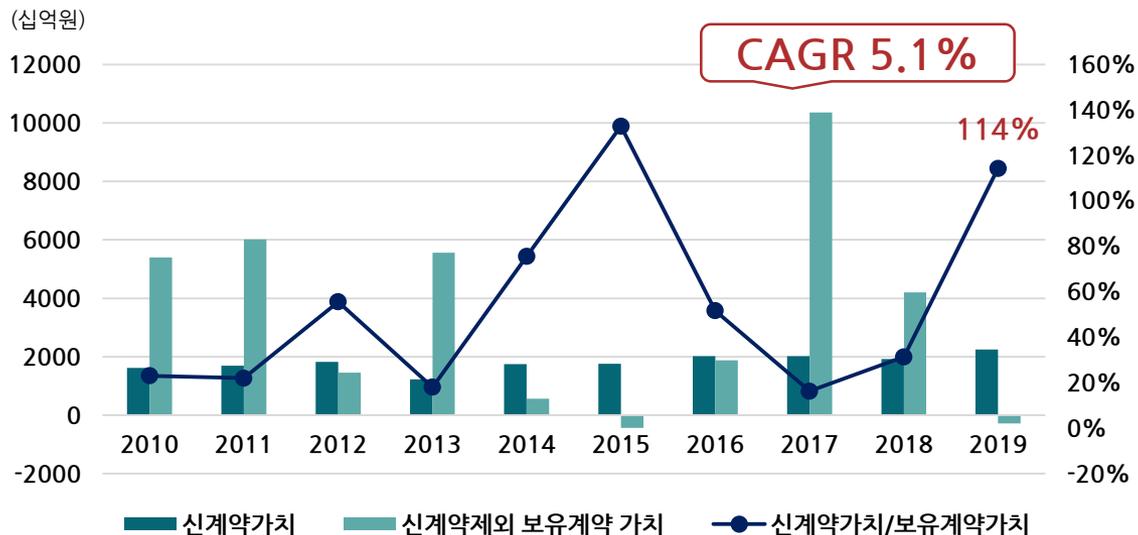


주: 조정당기순이익 = 당기순이익 + 보증준비금 변동액  
 자료: 금융통계정보시스템

# 신계약가치

- 신계약가치는 보유계약가치와 달리 성장(5.1%)하고 있으며 보유계약가치에서 신계약가치가 상당한 비중(2019년 114%)을 차지하고 있어 신계약에 의해 보유계약 가치가 유지됨
  - 신계약은 적립이율이 자산이익률 가정보다 낮아 신계약의 가치는 매년 일정하게 유지됨
  - 한편, 신계약을 제외한 보유계약 가치는 금리하락으로 축소되고 있어 신계약에 의해 보유계약 가치가 유지됨
- 금리 하락으로 인해 보유계약만으로 내재가치를 유지하기 어려우므로 수익성 높은 신계약 증가가 필요함

## 신계약가치 추이 및 보유계약 내 비중



주 : 비중은 보유계약가치 대비 신계약가치임  
 자료: 각사 연간실적발표

# 소결

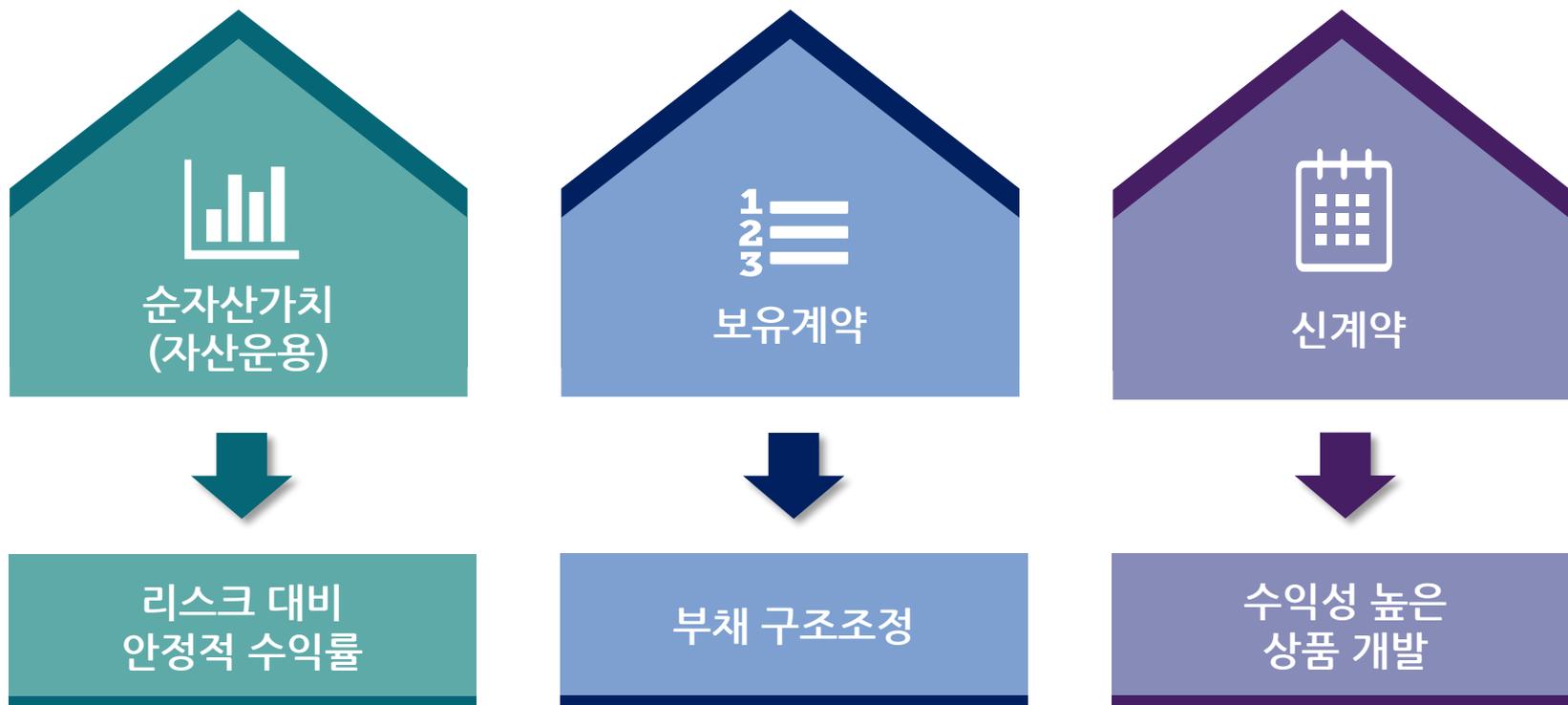
- 금리 하락으로 순자산에서 발생한 가치는 채권 매각을 통해 보험영업에서 발생한 손실을 상쇄시키나, 보유계약은 자산이익률 하락으로 이익이 감소하고 일부사는 마이너스 가치가 발생하기도 함
- 감소된 보유계약가치는 신계약 판매를 통해 유지하고 있어 수익성 높은 신계약 증가가 필요함

| 구 분    | 정 의                        | 금리 하락 시 영향                                | 현 황                                       |
|--------|----------------------------|---|---|
| 순자산가치  | 자산평가손익 누계액, 이익잉여금 등으로 구성   | 채권 평가익 증가로 매각에 따른 이익 발생 가능함               | 당기순이익에서 채권 처분 이익의 비중이 증가하여 보험영업 손실을 상쇄함   |
| 보유계약가치 | 보유계약에서 발생하는 미래 이익          | 자산이익률 가정 하락으로 보유계약가치 감소함                  | 보증준비금 증가로 인해 당기순이익 감소함                    |
| 신계약가치  | 신계약(1년 이내 판매)에서 발생하는 미래 이익 | 자산이익률 가정이 신계약의 보험료 적립이율보다 높아 가치가 일정하게 유지됨 | 신계약에 의해 보유계약 가치가 유지되므로 수익성 높은 신계약 증가가 필요함 |

## IV. 대응방안

# 대응방안

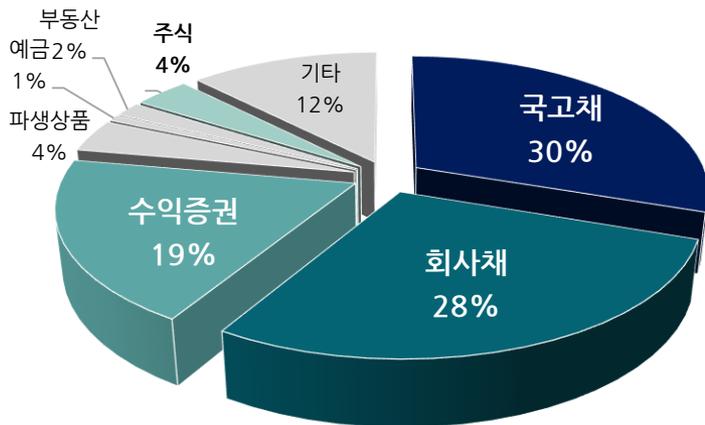
- Q3. 보험회사는 어떻게 이익을 확보할 것인가?
- A3. 내재가치로 분석한 이익 발생 원인별(순자산가치, 보유계약, 신계약)로 대응방안을 제시함



# 순자산 가치 대응방안

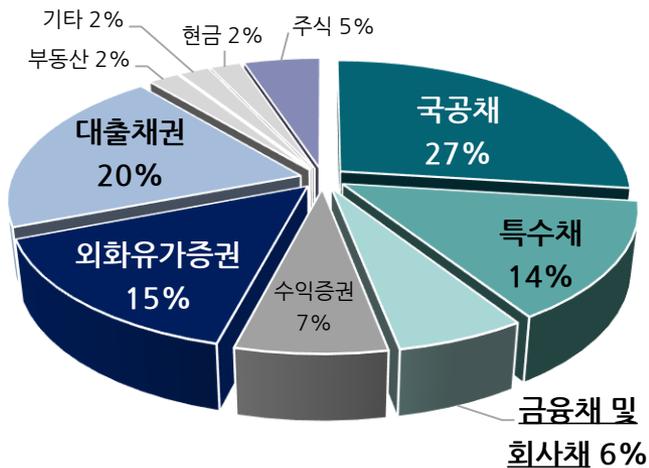
- 국내 생보사는 운용자산이익률보다 보험료 적립이율이 높은 역마진 상태임
- 국내는 유럽에 비해 국공채 및 특수채 비중(41%)이 높고 금융채 및 회사채 비중(6%)이 낮음
- 해외와 국내 자본시장 환경의 차이는 존재하나 국공채 외에 회사채 등 다른 자산의 비중 확대를 고려할 필요가 있음
  - 다만, 안정적인 국공채 외의 자산 비중 증가 시 리스크 증가도 고려해야 함

## 유럽 생보사 자산운용구성



자료: EIOPA(2020)

## 국내 생보사 자산운용구성

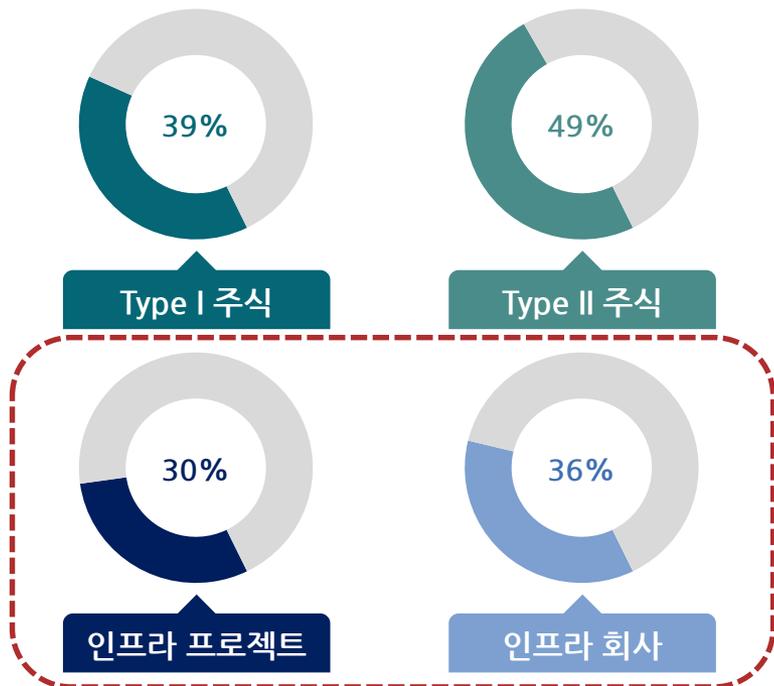


자료: 금융통계정보시스템

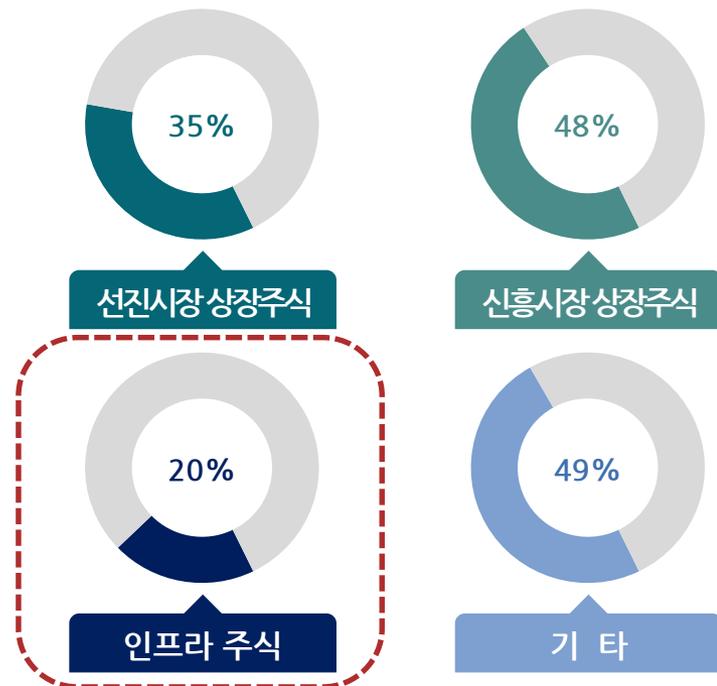
# 순자산 가치 대응방안

- 대체투자는 주식에 비해 상대적으로 낮은 위험계수가 적용되어 투자대상 자산으로 고려할 수 있음
- Solvency II는 인프라 관련 위험계수를 주식에 비해 낮게 설정하였고 K-ICS 3.0도 인프라 주식은 다른 주식에 비해 낮은 위험계수를 적용함
  - 인프라 주식: 도로, 항만, 발전 등 필수 기반시설 및 공공서비스를 위한 사업관련 적격 지분증권

## Solvency II

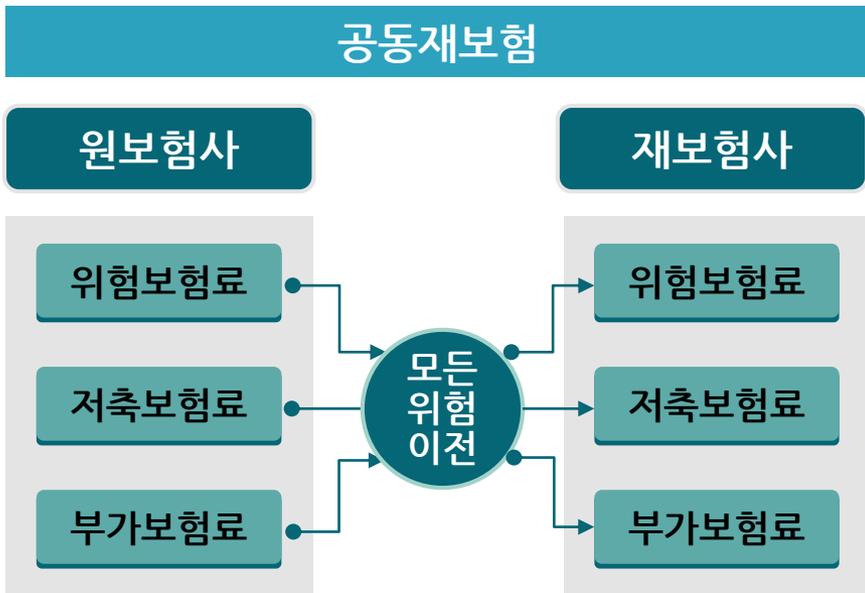


## K-ICS 3.0



# 보유계약 대응방안

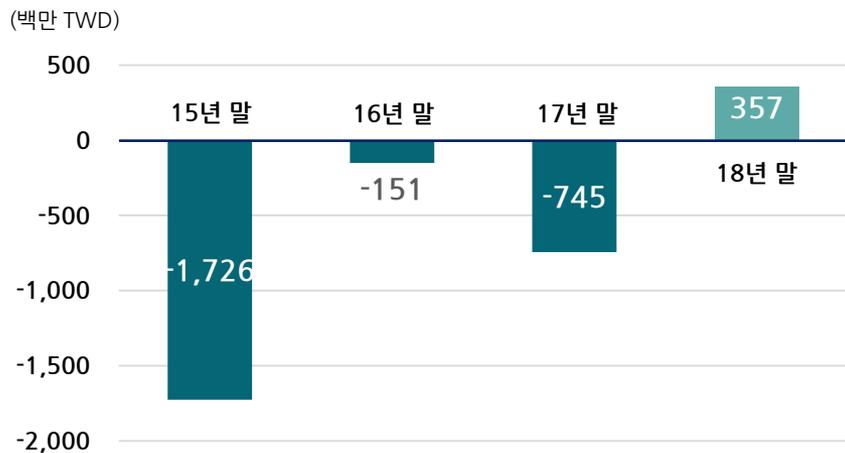
- 공동재보험은 보험위험뿐만 아니라 금리위험 등을 재보험사에게 이전함
  - 최근 감독제도가 개선되어 출재 비율에 따라 위험이 이전되는 비례재보험 방식의 공동재보험이 허용됨
- 계약 이전은 대상 계약의 자산과 부채를 타 보험회사에게 이전하는 것임
  - 대상 계약 계약자 총수의 90% 또는 보험금 총액의 90% 동의 시 가능함
- 계약 재매입은 해약환급금에 프리미엄을 추가로 지불하고 계약을 매입하는 것임
  - 계약 재매입과 관련한 규제 조항을 찾기 어려움



# 보유계약 대응방안 사례: 계약 이전

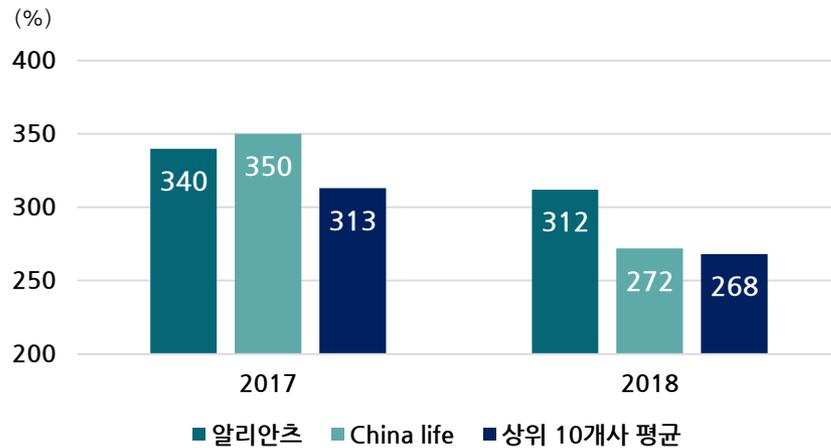
- 대만 알리안츠는 대만 China life에 고금리 계약을 이전함 (2018년 5월)
  - 알리안츠는 자본 관리 및 수년간 지속된 손실에 대한 대응방안이었으며, China Life는 규모 확대 및 리스크 관리가 가능하다는 판단으로 진행되었음
- 계약 이전 후 대만 알리안츠는 영업이익이 증가하였고, China Life는 RBC 비율은 하락하였으나 영업 및 고객 기반 확대에 의해 시장점유율이 상승하였음
  - China Life의 시장점유율은 2017년 6% → 2018년 8.6%로 증가함

## 대만 알리안츠 영업이익 변화



자료: 보험개발원 (2019)

## RBC 비율 비교

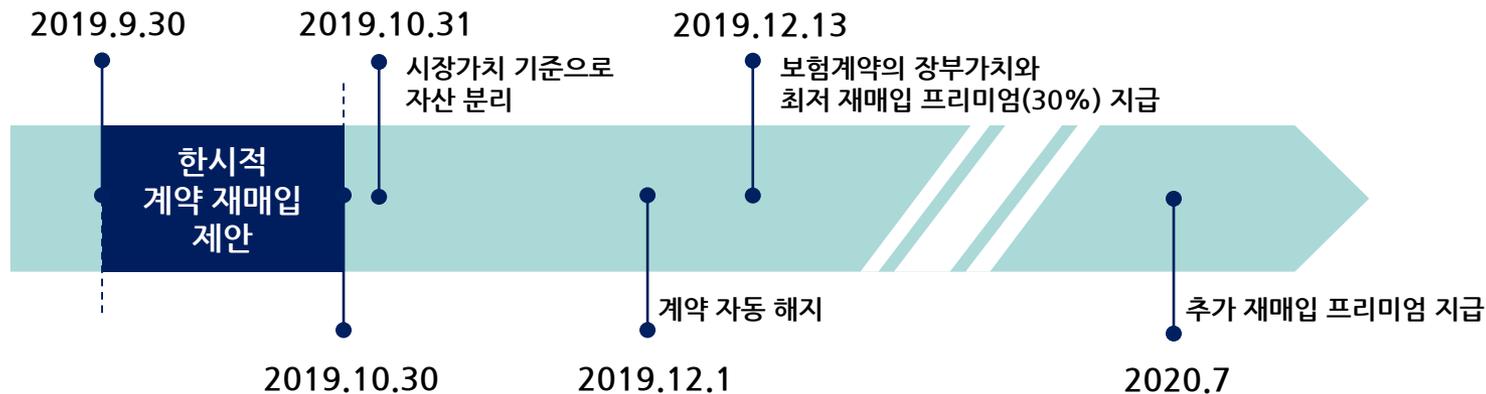


자료: 보험개발원 (2019)

# 보유계약 대응방안 사례: 계약 재매입

- 벨기에 생보사들은 재무건전성 강화를 위해 고금리 보증계약에 대한 계약 재매입을 실시함
  - Etias, Axa Belgium이 2000년대 이전에 판매한 저축성 상품을 대상으로 실시하였고, 해지환급금의 10~30%를 프리미엄으로 제시함
- 계약 재매입은 보험회사가 재매입 프리미엄을 제시한 후 일정기간(1~3개월)동안 보험계약자의 신청을 받는 형식으로 처리됨
  - 관심 있는 보험계약자는 보험모집인에게 연락하고, 보험모집인은 계약 재매입에 대한 자문을 제공함
  - 보험계약자가 계약 재매입에 대한 승인서를 보험회사에 직접 제출하고 제출 후 취소는 불가함

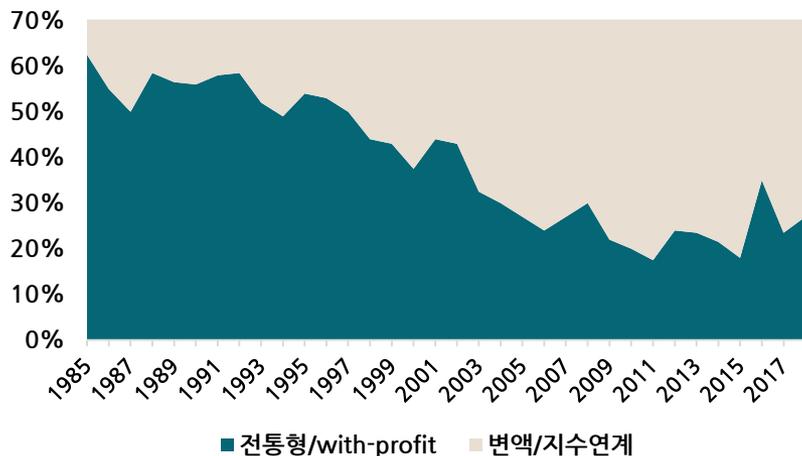
## 계약 재매입 절차 예시 (Axa Belgium)



# 신계약 대응방안

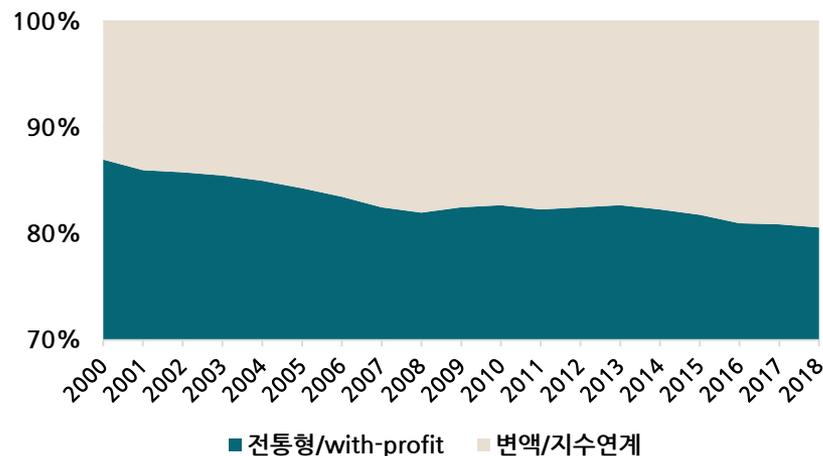
- 영국 및 독일 등 유럽은 저금리가 지속됨에 따라 변액보험(unit-linked, index-linked product) 판매가 증가하고 있음
  - 유럽의 변액보험은 국내와 달리 보증옵션이 많지 않음
- 한편, 국내 변액보험(variable life insurance)은 해외와 달리 다양한 보증옵션이 존재하여 수익성에 영향을 미치므로 보증옵션을 최소화하면서 판매하는 것이 필요함
- 상품 경쟁력을 위해 다양한 보증 옵션 제공 시 위험 관리 전문 인력과 헤지 시스템 구축이 필요함

## 영국 보험상품 구성 추이



자료: IAIS(2020)

## 독일 보험상품 구성 추이



자료: IAIS(2020)

## V. 요약 및 시사점

## 요약 및 시사점

- 보험산업은 시장 요구이익 고려 시 2019년 당기순이익 대비 1.9배의 이익(생보사 2.1배, 손보사 1.5배)이 적정한 것으로 보이나 추가 연구를 통해 적정이익 수준을 정교화할 필요가 있음
- 보험산업의 내재가치(EV)는 순자산가치 비중(96%)이 높아 채권 매각에 의해 일정 부분 이익을 발생시키는 구조가 되었고, 보유계약가치는 신계약에 의해 유지되고 있음
- 해외는 회사채 등 비중이 높으나 국내는 국공채 및 특수채 비중이 높으므로 리스크 대비 안정적 수익률을 위해 회사채, 대체투자 등의 자산 비중 확대를 고려할 필요가 있음
- 보유계약은 해외와 유사하게 계약이전, 계약 재매입 등으로 대응할 수 있고 수익성 높은 신계약으로 보증옵션이 많지 않은 변액보험 판매 확대를 고려할 수 있음
- 현재 보험산업의 이익은 적정 수준보다 낮으므로 수익성 제고를 위한 다양한 노력과 보험산업의 수익 구조 개선을 위한 논의가 필요함

감사합니다.

# 제로금리시대의 영업환경과 상품전략

11/2020

본 자료는 미래에셋생명이 제작한 것이며, 투자권유를 위한 광고물로 활용될 수 없고, 투자자에게 배포될 수 없습니다. 본 자료에 수록된 내용은 신뢰할만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 안정성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# Contents

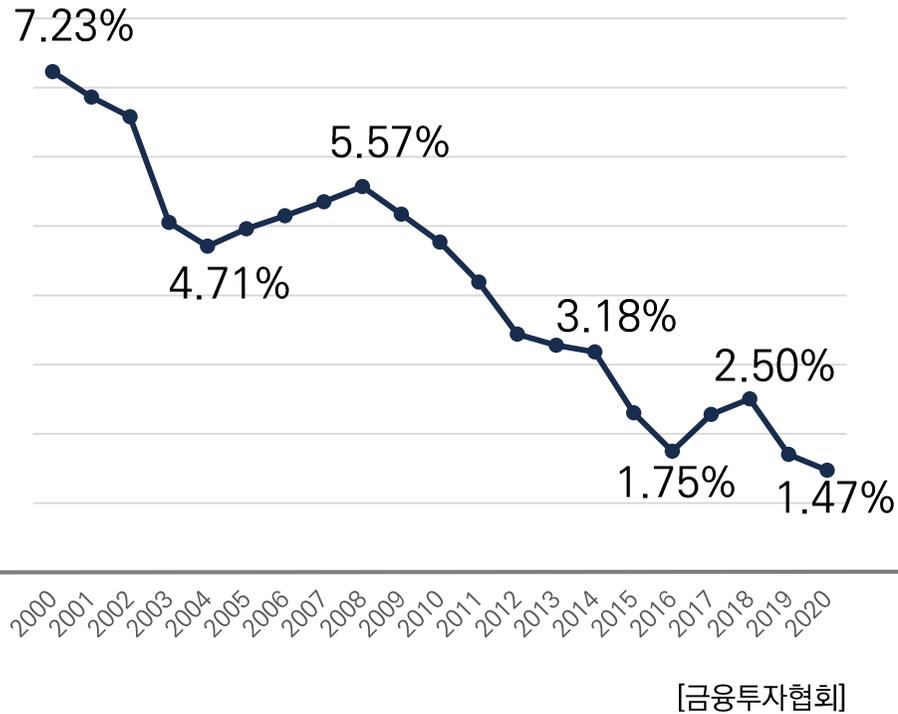
---

1. 제로금리시대 도래
2. 제로금리시대 대응
  - 상품전략을 중심으로
3. 제로금리시대 생각

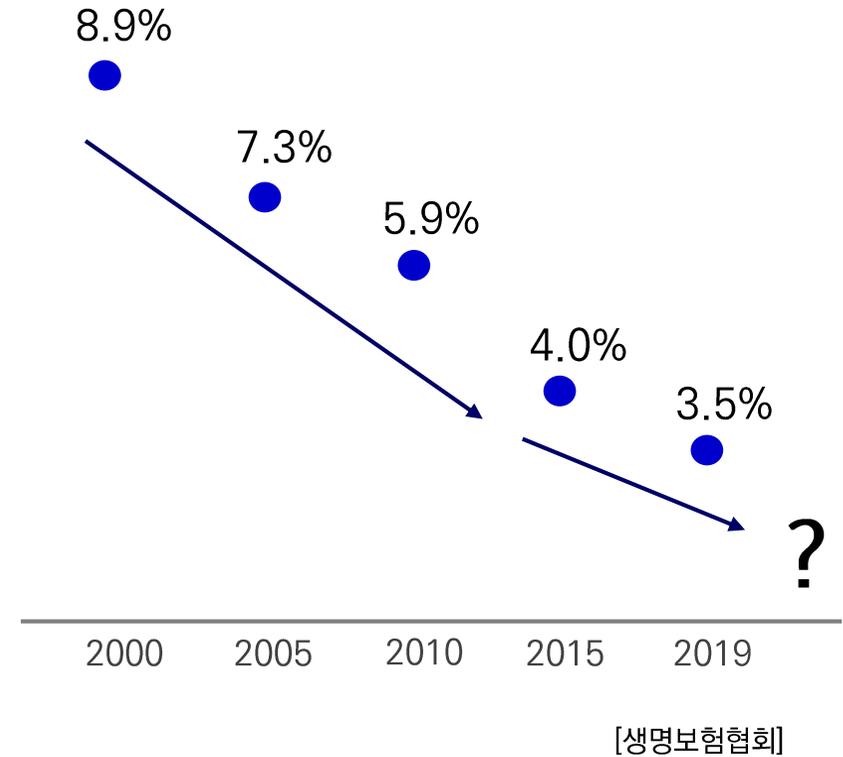
# 제로금리시대 도래

## □ Trend

【 국고채(10년) 수익률 추이 】



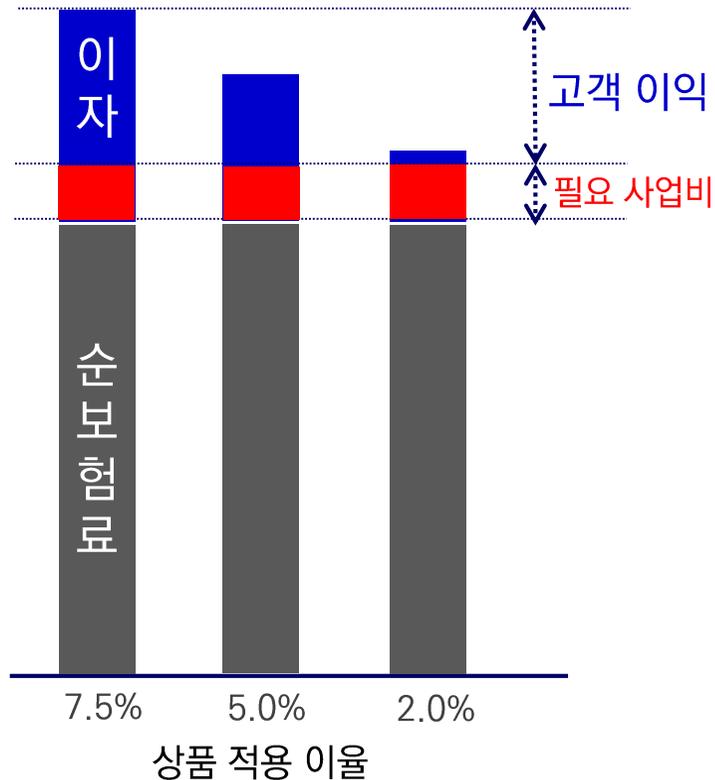
【 생명보험 운용자산이익률 】



# 제로금리시대 도래

## □ 제로금리의 '보험상품적' 해석

- ▶ 최소한의 필요사업비를 차감해야 하는 보험상품의 특성상, 고객관점에서는 이미 '제로금리'에 근접해 있음



## ○ 고객 : Benefit 감소

- ▶ 기대보험차익 축소
- ▶ 보험료 상승
- ▶ 왜 가입을 해야하나?

## ○ 상품개발 : Resource 고갈

- ▶ Product Margin(사업비) 축소 불가피
- ▶ 무엇으로 고객에 어필할까?

# 제로금리시대 대응

---

## □ 제로금리시대 상품전략 방향

### (1) 일반계정에서 벗어나기

- ▷ 변액보험(특별계정)
- ▷ 지수(특정자산)연계보험
- ▷ 외화(달러)보험

### (2) 금리 외 Resource 발굴

- ▷ 위험보장 다양화
- ▷ 해지율 적용
- ▷ 헬스케어서비스 등 New 비즈니스

### (3) 상품 구조적 대응

- ▷ 금리 민감도 낮은 상품구조
  - 단기화
  - '보험기간 = 납입기간'

### (4) 기존 고금리 계약 대책

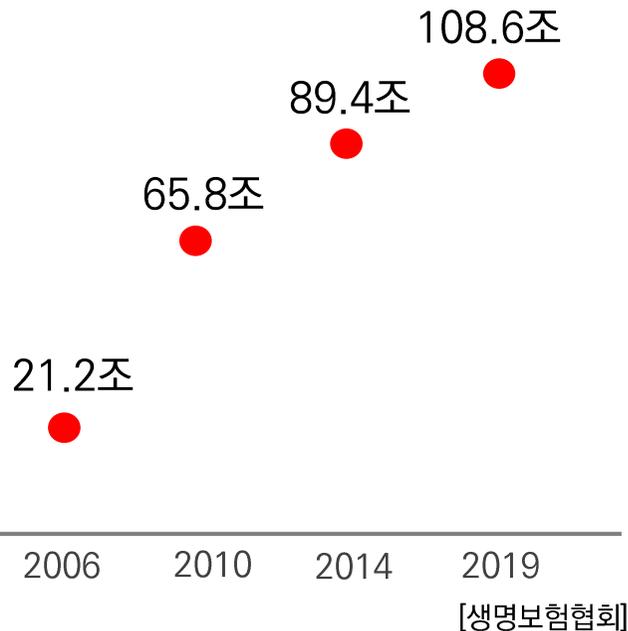
- ▷ 준비금으로 새로운 보장 구입
- ▷ 고객의 새로운 수요에 활용

# (1) 일반계정에서 벗어나기 : 변액보험

## □ 변액보험 확대

- 우리는 이미 변액보험으로 저금리에 대한 대응을 진행해 왔습니다.
- 현재 판매中 보험상품 제공 금리 : 2.0%대 전후, 향후 하락 예상.  
⇒ 장기적으로 고객에게 유리한 자산은?

[ 변액보험 적립금 ]



[ 변액보험 총자산수익률 ]

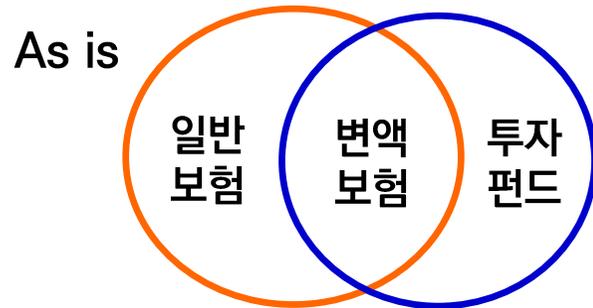


[2020.10.16 기준, 생명보험협회]

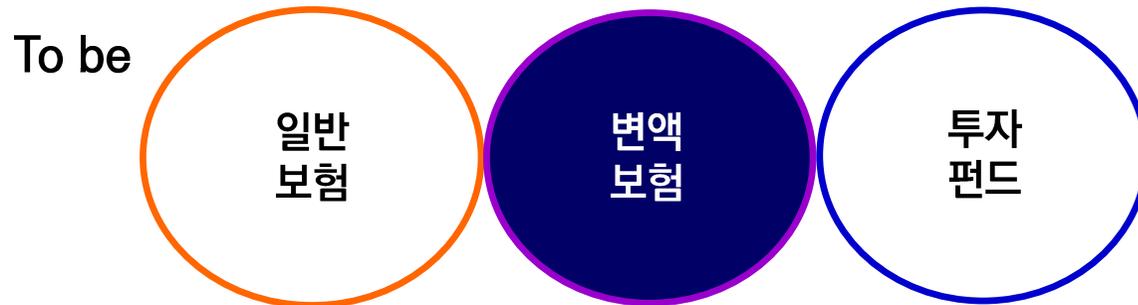
# (1) 일반계정에서 벗어나기 : 변액보험

## □ 변액보험에 대한 관점

- 제로금리 시대에 '변액보험'은 고객과 회사를 위해 가장 확실한 대안이지만, 한 단계 성숙화 여지가 아직 많은 상품입니다.



▷ 지금까지의 변액보험에 대한 관점  
변액보험 도입 → 성장기



▷ 한 단계 성숙한  
'변액보험' 운영 필요

# (1) 일반계정에서 벗어나기 : 변액보험

## □ 변액보험에 대한 관점

### ○ 관점을 바꾸어 보면 변화의 방향이 보입니다.

#### [관점 1] 전통 금리형 상품의 제도 ⇒ 변액보험에도 그대로 적용?

- ▷ ‘평균공시이율’에 연동되는 사업비 한도 규정
  - 만약, 평균공시이율이 ‘0’이 되면, 변액보험도 사업비를 부가 못하게 되는가?
- ▷ ‘종신’까지 지급하지만 ‘종신연금’으로는 인정이 안되는
  - GLWB 변액종신연금 : 사망시 특별계정 적립금을 계약자에게 돌려줘야 하지만, 이로 인하여 ‘종신연금’으로 인정을 못받는다. (사업비 규정, 세법)

#### [관점 2] 보험상품 제도 + 투자상품 제도 (이중)

- ▷ 보험 제도
  - 전건 모니터링 실시, 엄격한 모니터(고객이 사업비 수치를 인지해야)
  - 품질보증해지, 민원해지시 원금 반환 제도
  - 사망시 사망보험금 지급 외 원금 보증 필요
- ▷ 투자상품 제도
  - 적합성 원칙 적용, 非예금상품 모범규준 적용(방카슈랑스)
  - 펀드 사후관리를 판매사가 시행(펀드) vs 제조사가 시행(변액보험)
  - 펀드 추가매수는 판매보수 발생, 변액보험 추가납입은 신계약비 불가 등

# (1) 일반계정에서 벗어나기 : 변액보험

---

## □ 변액보험 관련 이슈

### ○ 최저보증비용 Pricing

- ▷ 최저보증비용 Pricing 시점에서 최저보증준비금 산출시 적용되는 자산시나리오 사용
  - 수지상등 관점에서 적정함
  
- ▷ 이후 기간 경과 보증준비금 산출시 적용되는 자산시나리오 변동(현재 하향 中)
  - 수지상등 불일치, 최저보증비용 Under-pricing 이슈 발생 가능성
  
- ▷ [제언]  
최저보증비용 산정시,  
향후 자산 시나리오의 변동 가능성(특히 수익률 하향 가능성)을 고려한 Pricing 필요

# (1) 일반계정에서 벗어나기 : 변액보험

## □ 변액보험으로 시장 확대

### ○ 지금, 가장 성장률이 높은 연금시장은?

#### (1) 연금저축(세제적격) 펀드

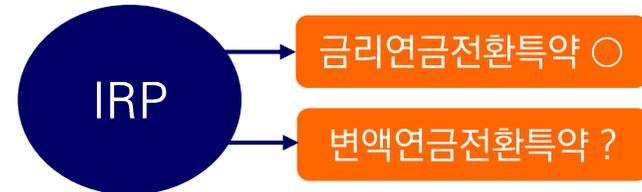
○ 약 14.5조, 성장률 19.6% (2019)

- ▷ 연금저축 펀드와 보험은 있는데, '연금저축 변액보험'은 왜 없을까요?
- ▷ 기존의 프레임에서 변액보험이 생겨난 History
- ▷ [고객 관점]  
연금저축 펀드보다는 최저보증의 안정성을, 연금저축 보험보다는 투자의 장점을 제공할 수 있는  
⇒ '연금저축 변액보험' 필요

#### (2) 퇴직연금

○ 약 221.2조, 성장률 16.4% (2019)

- ▷ 퇴직연금시장 규모는 폭발적으로 성장하고, 곧 연금화 시대 도래 예정
- ▷ 현행 연금화 방법
  - 펀드(신탁)에서 분할 지급
  - 금리형 연금전환특약
- ▷ [고객 관점]



▶ ▶ 연금시장에서만 수십조원 이상의 시장 창출 가능성이 있지 않을까요??

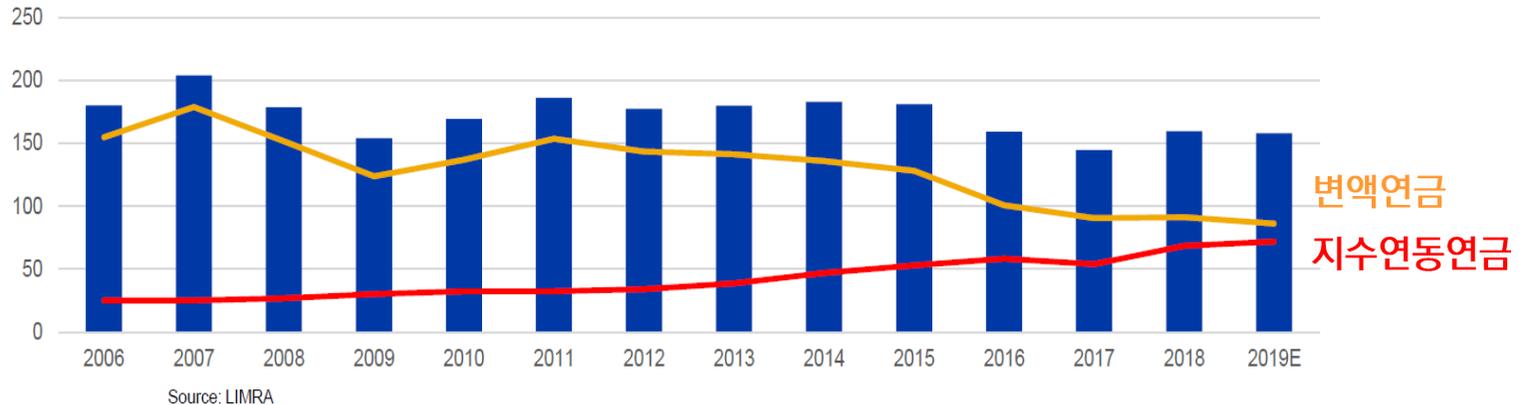
# (1) 일반계정에서 벗어나기 : 지수연계보험 & 외화보험 (Post 변액?)

## □ 지수연계보험

- 미국시장에서 판매 확대 추세, 변액연금 대비 중위험, 중수익 추구

[ 변액연금 vs 지수연동연금 판매 Trend ]

<단위: USD Billions, Source: LIMRA>



## □ 외화(달러)보험

- 일본시장에서 저금리의 대안으로 인기, 변액(연금)보험은 실패 경험, 시장부진으로 감소.
- 환율변동을 고객이 부담? 보험사가 부담?
  - 국내 : 보험사 앱을 통한 은행 환전서비스 신청 허용 예정

## (2) 금리 外 Resource 발굴

### ○ 위험보장 다양화

- ▷ 금리와 더불어 핵심 원천
- ▷ 금리가 내려갈수록 중요
- ▷ 최근 사례 :  
‘표적항암치료보장’ 등
  
- ▷ 제로금리시대
  - 고금리 시대  
: 위험율 제어 해도
  - 제로금리 시대  
: 자율성 최대 확대 필요

### ○ 해지율 적용

- ▷ 새로운 상품개발 이원
- ▷ 최근 금리인하를 대체
- ▷ 이슈 :
  - 해지시 환급금이 작다
  - 해지율이 적정한가?
  
- ▷ 제로금리시대
  - 위 2가지 이슈 해결시  
적극적 확대 필요

### ○ New Business

- ▷ 제로금리시대 :  
책임준비금의 개념 없이,  
서비스 수수료를 취할 수 있는  
비즈니스 포트폴리오 필요
  
- ▷ 헬스케어 서비스
  - 상품개발이 아닌 Business모  
델 구축의 관점이 필요
  - [고객관점]  
서비스의 차별화된 경쟁력이  
있는가?
  - [회사]  
왜 서비스를 하는가?  
내부핵심역량이 있는가?

### (3) 상품 구조적 대응

#### ○ 상품 구조 대응

- ▶ 준비금이 쌓이지 않는 상품구조
  - 단기 만기
  - 보험기간 = 납입기간 (갱신형 등)
- ▶ 환급금이 없으므로 위험보장 경쟁력이 중요

#### ※ 제로금리 시대 상품 Think!

- [고객 관점] 아래 두 가지 상품의 차이는 ?
  - ▶ 적용이율 1.00% 종신보험
  - ▶ 1.00%를 최저보증하는 종신연금보험
- 현행 상품 제도
  - ▶ 보장성과 저축성 이분법 구조
  - ▶ 초저금리 시대에는 개념의 변화가 필요할지도

## (4) 기존 고금리 계약 활용

---

□ 25년전 보험에 가입한 고객의 생각은 지금도 변하지 않았을까요?

▷ (고금리) 종신보험 가입했지만, 생각보다 오래 살아서 연금이 필요해 짐 = 연금化

▷ (고금리) 연금보험 가입했지만, 오래 살다보니 아픈 곳이 많아서 건강보험이 필요해 짐 = 건강化

▷ (고금리) 연금보험 가입했는데, 지금 당장 급하니 연금을 좀 빨리 주시면 안될까요? = 조기 지급

▷ 손주 보험 하나 해주고 싶은데, 생활비도 빠듯해서 기존 보험을 손주보험으로 바꿀 수 없을까요? = 전환

⇒ 세월이 흐르고 시대가 바뀌면, 고객의 생각(수요)도 바뀔 수 있습니다.

⇒ 기존 계약의 준비금으로 고객의 새로운 수요를 충족해 드리면 어떨까요?

※ 단, 중요한 포인트

1. 반드시 고객이 원하는 새로운 수요가 있는 경우에
2. 동종 유형으로의 변경은 지양 : 고객이 이율만 손해보는 상황은 만들지 말아야

# 제로금리시대의 생각

---

## ○ 제로금리시대

- ▶ 전통 보험 비즈니스 마진도 제로화
- ▶ 상품에 대한 고민도 중요하지만 < 비즈니스 프레임에 대한 근본적 고민 필요
- ▶ 기존의 프레임에서 일부 조정 < 프레임을 본질적으로 바꾸려는 생각이 필요

## ○ 저금리/고령화 시대에 우리 보험

- ▶ 국민의 풍요로운 노후와 국가경제 성장을 위해 기여할 수 있는 필수 기간산업
- ▶ 특히 '연금'은 적극적 활성화/지원 필요

감사합니다.

# 제로금리시대의 대체투자 시장현황과 전망

보험연구원 세미나

제로금리시대, 보험산업 영향과 과제

KB자산운용  
인프라운용본부장  
김형윤 전무

2020 11. 12

# Contents

1. 대체투자의 진화
2. 우리나라의 대체투자 현황
3. 코로나19의 영향과 대체투자시장 전망

본 발표자료는 발표자 개인의 의견으로, 소속 회사의 공식적인 의견이 아니며 회사 정책을 반영하는 것이 아닙니다.  
본 발표자료는 세미나 발표 목적으로 작성된 것으로 특정 투자를 권유 또는 유인하는 것이 아닙니다.  
본 발표자료는 공개된 자료를 위주로 작성되었으며, 그 출처를 밝혔습니다만,  
사실 확인 및 판단은 청중 개개인에게 그 책임이 있습니다.

# 대체투자의 진화

# 세마리 토끼 잡기 : 대체투자의 초과수익은 어디서 나오나?



- 대체투자는 높은 수익성 대비 상당수준의 안정성을 견비하고 있음  
대체투자의 초과수익은 유동성 희생의 대가
- 펀드상장, ETF 등으로 유동성 있는 대체상품 개발 확대중이며, 초과수익은 감소하는 추세임
- 시장성 유가증권과 상관관계가 낮음, 포트폴리오의 안정화에 기여  
∴ 비상장 대체투자상품은 취득원가법, 순자산가치법, 가치증가법, DCF 등으로 평가
- Efficient Frontier를 상향시키는 효과  
→ 시장성 유가증권과 분산투자할 경우 동일 리스크 대비 수익률 상승 효과

# 안정성 대비 수익성 (미국 리츠 사례)

20-Year Average Annual Total Return v.  
20-Year Standard Deviation of Annual Total Returns  
August 1999 - August 2020

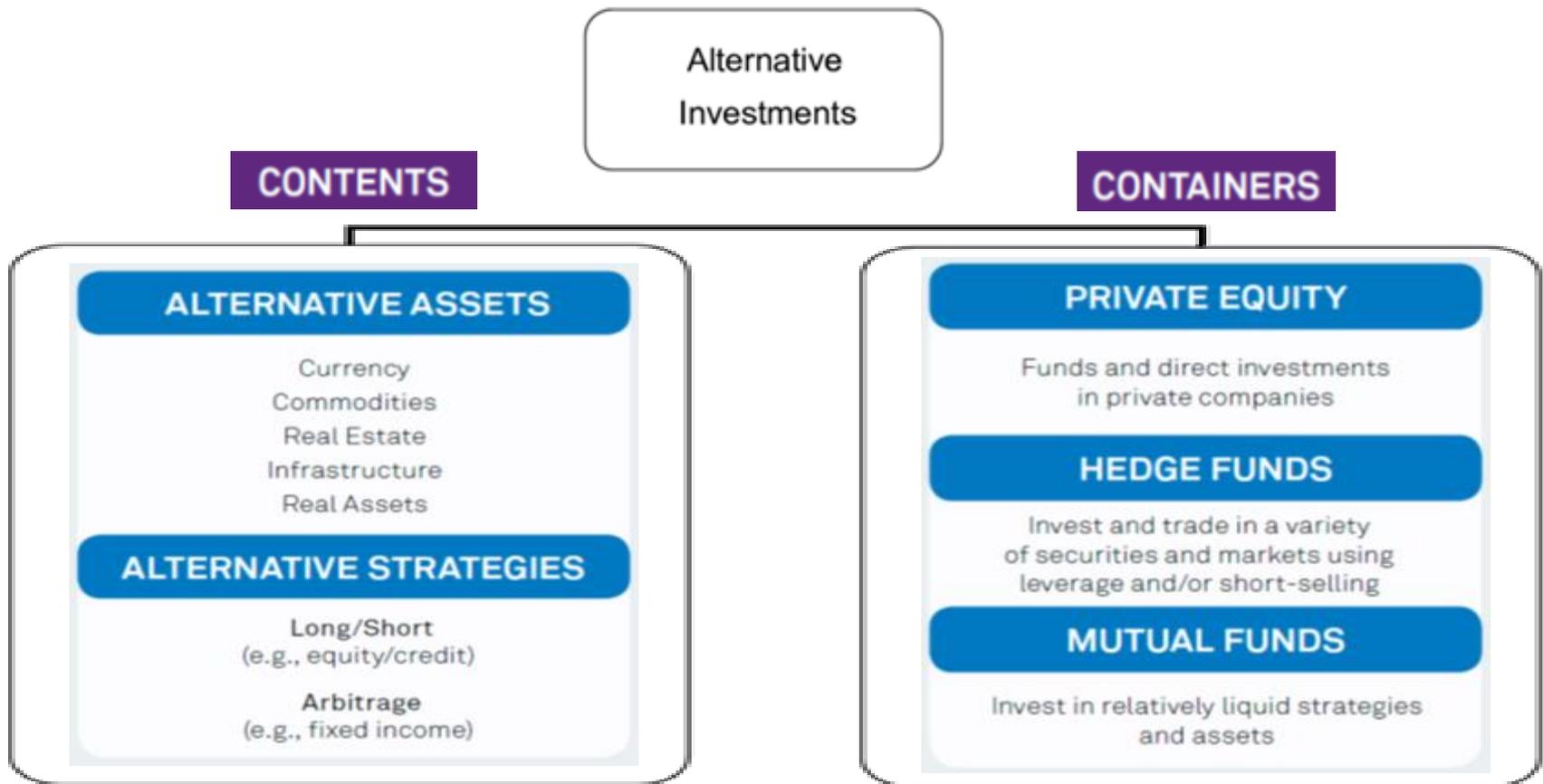


변동성 대비 높은 수익률 시현

<sup>1</sup>Price only returns.  
Source: Nareit®, FactSet.

출처 : National Association of Real Estate Investment Trusts, Reitwatch (2020.9)

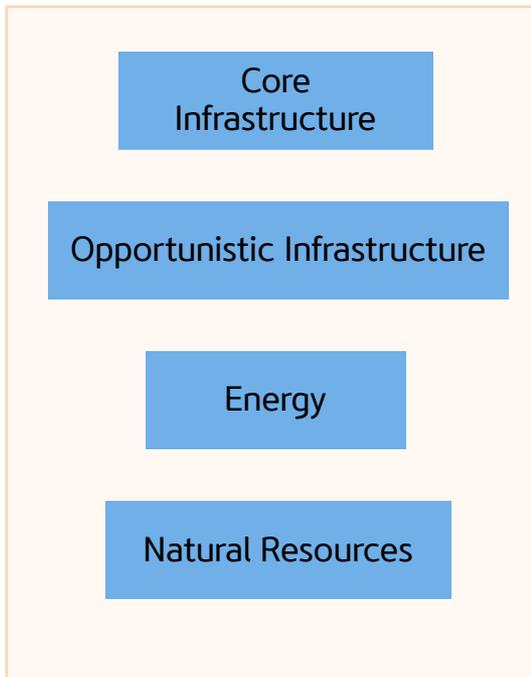
# 대체투자는 무엇을 대체 하는 것인가?



- 투자대상의 대체 : 부동산, 인프라, Commodity ...
- 투자전략의 대체 : Long/Short, Arbitrage ...
- 투자형태의 대체 : Private Equity, 헷지펀드, 뮤추얼펀드 ...

## Alternative Investment

### Infrastructure



### Real Estate



### Private Equity



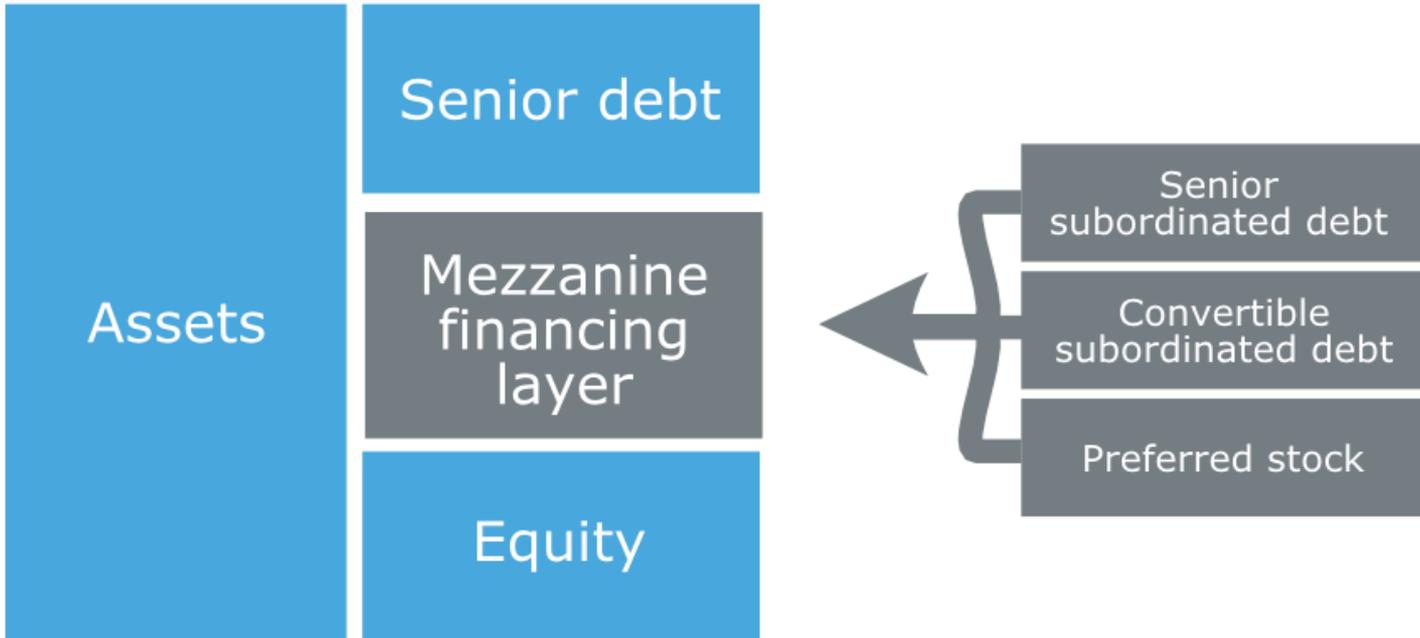
Secondaries

Hedge Funds

Mezzanine

Distressed / Credit

# 대체투자 투자수단 (순위별)



❖ 수익률

Equity > Mezzanine > Senior Debt

# 대체투자 상품의 진화



- ✓ 사모에서 공모로
- ✓ REITs 상장, 인프라펀드, 공모헤지펀드
- ✓ 모기지 등 증권화
- ✓ 지수의 개발 (Indexation)
- ✓ 알파에서 베타로
- ✓ 매니저의 능력에서 시스템으로
- ✓ 대체자산과 전통자산의 융합

# 우리나라의 대체투자 현황

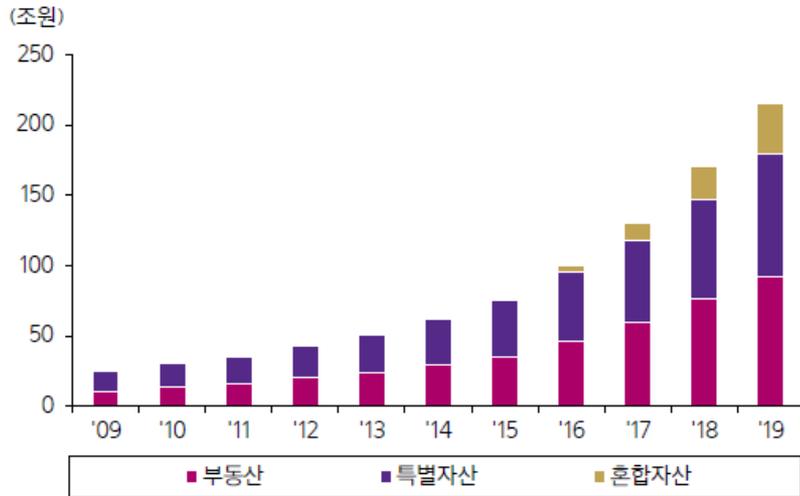
# 우리나라 대체투자의 도입

| 구분            | 시행시기 및 내용  |
|---------------|--|
| 부동산신탁         | 1990년 신탁업법 개정에 따라 부동산신탁회사를 통한 부동산의 매입 개발 관리 가능   |
| 사회기반시설 투융자회사  | 1994년 사회간접자본시설에 대한 민간자본유치촉진법을 통해 도입              |
| 자산유동화증권(ABS)  | 1998년 자산유동화에 관한 법률 제정 후 활성화                      |
| 부동산투자회사       | 2001년 부동산투자회사법 시행으로 부동산투자회사(REITs) 도입            |
| 선박투자회사        | 2002년 선박투자회사법을 제정하여 선박펀드 도입                      |
| 사모M&A펀드       | 2004년 간접투자자산운용업법 개정, 기업인수증권투자회사 도입               |
| <b>특별자산펀드</b> | 2004년 간접투자자산운용업법 개정, 펀드의 투자대상이 <b>특별자산</b> 으로 확대 |
| 사모투자전문회사(PEF) | 2004년 간접투자자산운용업법 개정, GP-LP 구조의 사모투자전문회사 도입       |
| 해외자원개발투자회사    | 2006년 해외자원개발 사업법을 통해 해외자원개발투자회사 도입               |
| 헤지펀드          | 2011년 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 개정을 통해 헤지펀드 제도 도입   |
| 전문투자형 사모펀드    | 2015년 10월 전문투자형과 경영참여형 펀드로 개편                    |

- ✓ 초기에는 자금조달을 위한 정책적 목적으로 도입 (개별법)
  - 금융투자대상으로서 2004년 **특별자산펀드** 도입 (일반법)

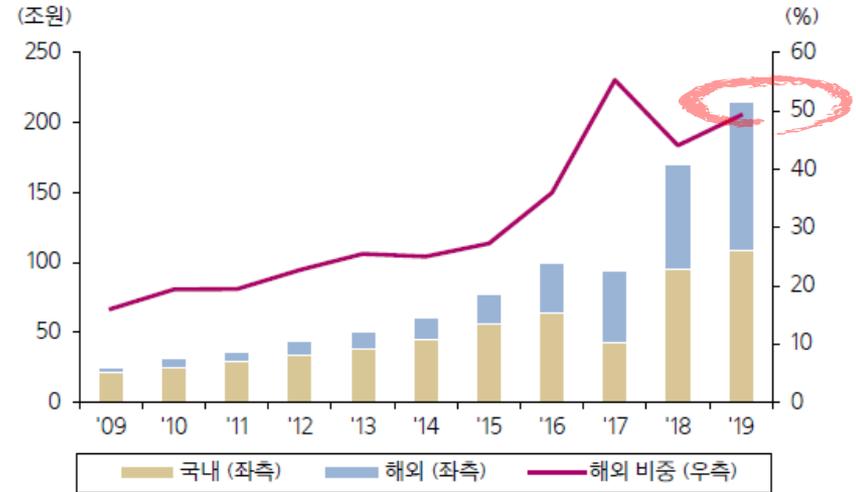
# 국내 기관투자자의 대체투자 (펀드) 현황

국내 대체투자 펀드 규모



자료: 금융투자 협회

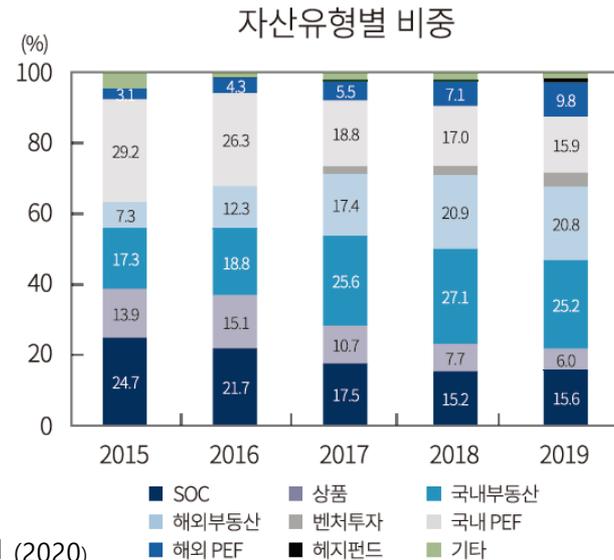
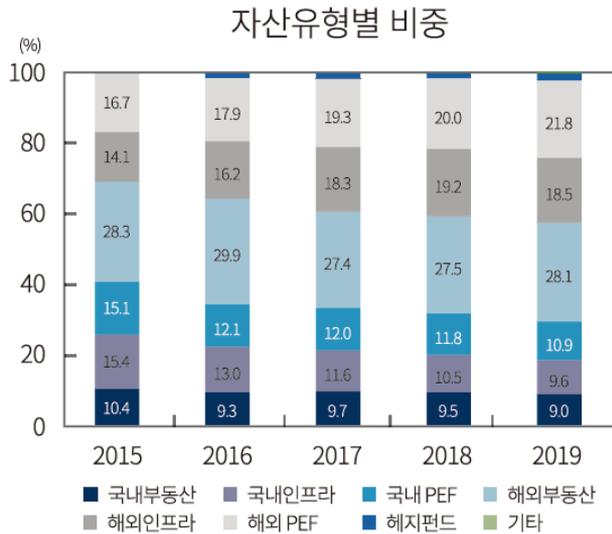
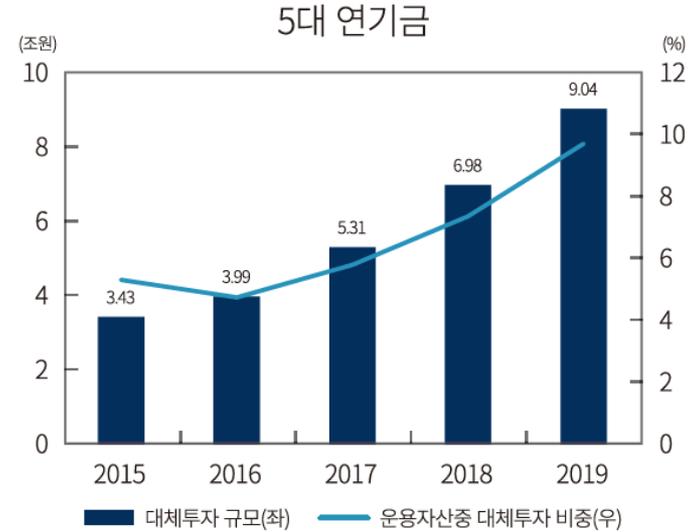
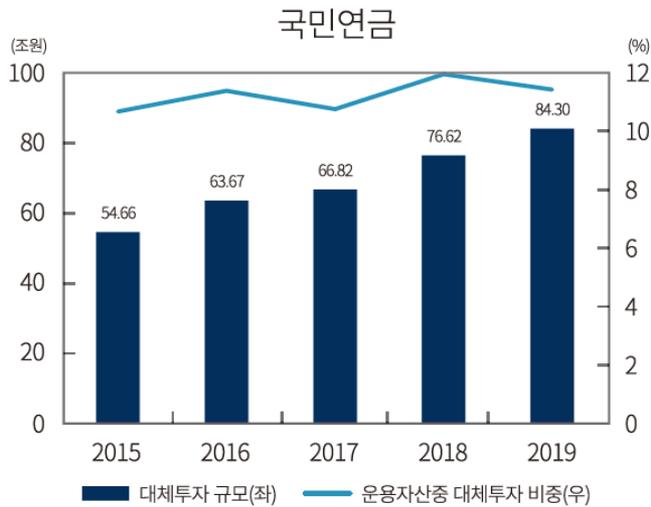
해외 대체투자 자산 비중 확대 지속



자료: 금융투자 협회

- 대체투자 펀드규모는 2009년 27조원에서 2019년말 230조원으로 10년 동안 약 8.5배의 빠른 성장세를 보였음
- 국내 수익형 부동산 및 인프라 자산 등 국내 대체투자 시장 규모가 상대적으로 협소
- 최근에는 해외 대체투자 자산 위주로 성장함 (2019년말 50%대에 육박)

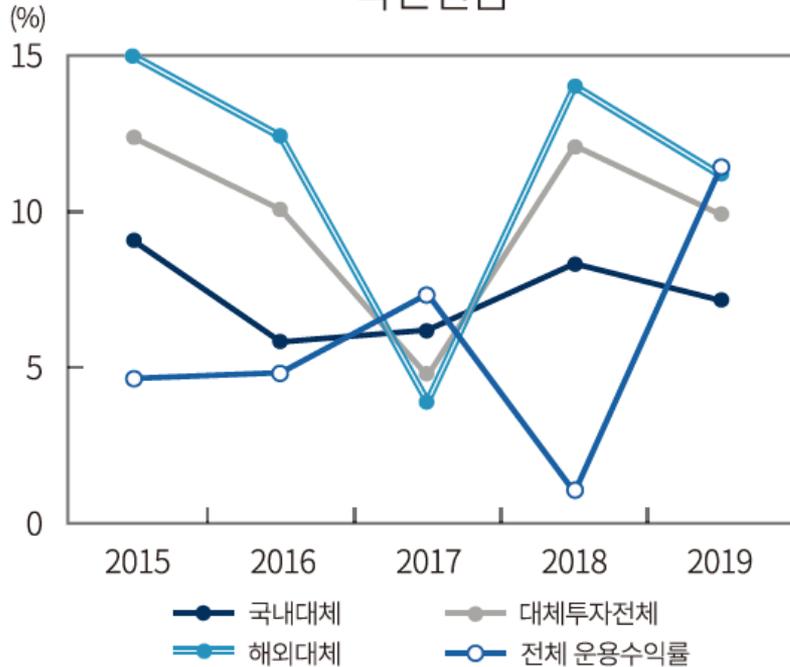
# 국민연금과 5대 연기금의 대체투자 규모와 자산유형



김필규, 코로나19사태에 따른 해외대체투자 위험요인 분석, 자본시장연구원 (2020)

# 국민연금과 5대 연기금의 운용수익률

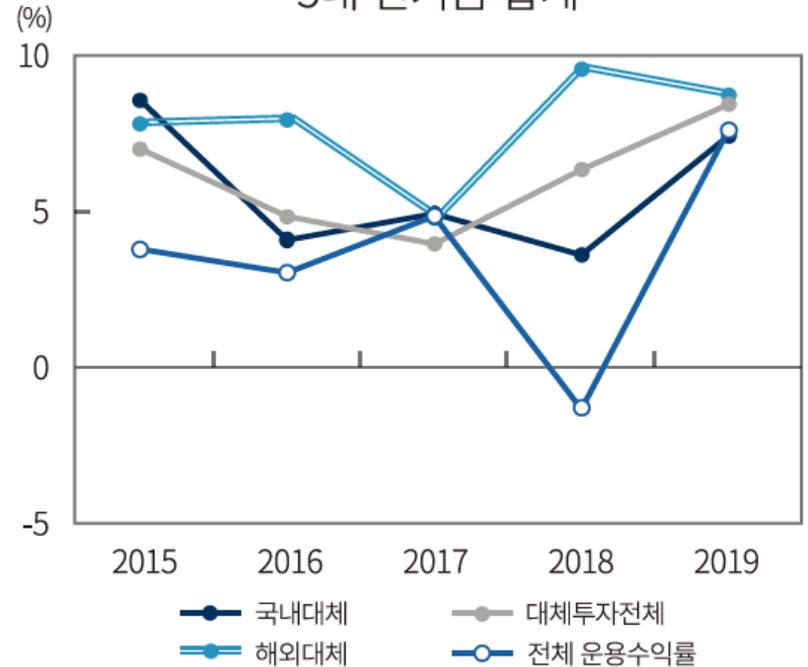
국민연금



❖ 투자수익률

해외대체 > 국내대체

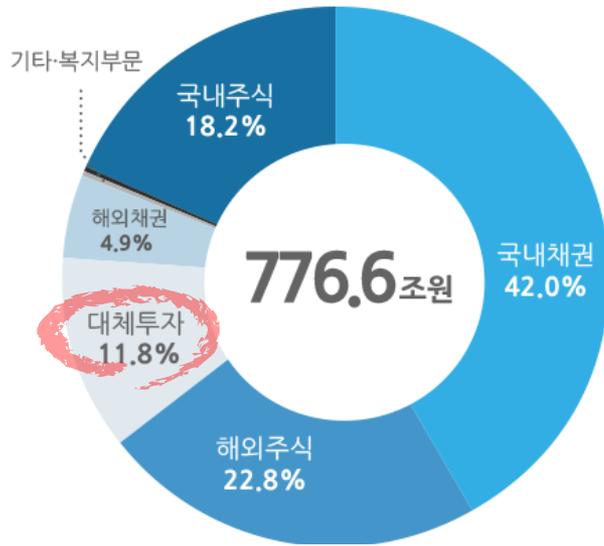
5대 연기금 합계



❖ 수익률의 편차

유가증권(주식) > 대체투자

# 국민연금 대체투자 사례



2020. 7월 말 기준

단위 : 조원

| 부문      | 금액    | 비중    |
|---------|-------|-------|
| 금융부문    | 775.7 | 99.9% |
| ● 국내주식  | 141.0 | 18.2% |
| ● 국내채권  | 325.9 | 42.0% |
| ● 해외주식  | 177.1 | 22.8% |
| ● 해외채권  | 38.3  | 4.9%  |
| ● 대체투자  | 91.3  | 11.8% |
| ● 단기자금  | 2.1   | 0.3%  |
| 기타-복지부문 | 0.9   | 0.1%  |

<국민연금기금의 대체투자금액 추이>

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 2019년   |         | 2018년   |        | 2017년   |        |         |     |
|----|---------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|-----|
|    | 금액      | 비중      | 금액      | 비중     | 금액      | 비중     |         |     |
| 국내 | 부동산     | 75,498  | 9%      | 72,708 | 9%      | 64,595 | 10%     |     |
|    | 인프라     | 80,681  | 10%     | 80,825 | 11%     | 77,797 | 12%     |     |
|    | 기타 대체   | 소계      | 91,815  | 11%    | 90,555  | 12%    | 80,217  | 12% |
|    |         | 벤처투자    | 14,680  | -      | 12,712  | -      | 10,534  | -   |
|    |         | 사모투자    | 77,135  | -      | 77,843  | -      | 69,683  | -   |
|    |         | 구조조정 투자 | -       | -      | -       | -      | -       | -   |
| 계  | 247,994 | 29%     | 244,088 | 32%    | 222,608 | 33%    |         |     |
| 해외 | 부동산     | 원화      | 236,864 | 28%    | 210,650 | 27%    | 183,010 | 27% |
|    |         | 달러      | 20,458  | -      | 18,840  | -      | 17,081  | -   |
|    | 인프라     | 원화      | 155,863 | 18%    | 146,939 | 19%    | 122,455 | 18% |
|    |         | 달러      | 13,462  | -      | 13,141  | -      | 11,429  | -   |
|    | 사모      | 원화      | 183,748 | 22%    | 152,874 | 20%    | 128,815 | 19% |
|    |         | 달러      | 15,870  | -      | 13,673  | -      | 12,023  | -   |
|    | 헤지펀드    | 원화      | 17,719  | 2%     | 11,672  | 2%     | 11,310  | 2%  |
|    |         | 달러      | 1,530   | -      | 1,043   | -      | 1,056   | -   |
|    | 사모대출    | 원화      | 793     | 0%     | -       | -      | -       | -   |
|    |         | 달러      | 68      | -      | -       | -      | -       | -   |
|    | 계       | 원화      | 594,986 | 71%    | 522,135 | 68%    | 445,590 | 67% |
|    |         | 달러      | 51,389  | -      | 46,698  | -      | 41,590  | -   |
| 총계 | 842,980 | 100%    | 766,222 | 100%   | 668,198 | 100%   |         |     |

출처 : 국민연금 홈페이지

# 국민연금 대체투자 투자수익률

<국민연금기금의 대체투자 투자수익률>

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2019년 |       |       | 2018년 |       |       | 3년 평균('17~'19) |       |       | 5년 평균('15~'19) |       |       |       |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|
|    | 기금    | BM    | 차이    | 기금    | BM    | 차이    | 기금             | BM    | 차이    | 기금             | BM    | 차이    |       |
| 계  | 9.82  | 9.70  | 0.13  | 12.05 | 11.28 | 0.77  | 8.80           | 7.62  | 1.18  | 9.73           | 8.50  | 1.22  |       |
| 국내 | 계     | 7.08  | 6.62  | 0.46  | 8.26  | 6.61  | 1.64           | 7.15  | 6.70  | 0.45           | 7.23  | 6.22  | 1.01  |
|    | 부동산   | 8.59  | 7.30  | 1.29  | 7.17  | 5.63  | 1.54           | 7.56  | 6.62  | 0.94           | 7.88  | 6.96  | 0.92  |
|    | SOC   | 6.15  | 6.27  | -0.12 | 9.41  | 8.95  | 0.46           | 6.10  | 6.24  | -0.14          | 5.95  | 6.04  | -0.09 |
|    | 사모 등  | 6.67  | 6.38  | 0.29  | 7.89  | 5.18  | 2.71           | 7.79  | 7.32  | 0.46           | 8.03  | 5.88  | 2.15  |
| 해외 | 계     | 11.09 | 11.10 | -0.01 | 13.95 | 13.65 | 0.29           | 9.53  | 7.97  | 1.56           | 11.15 | 10.02 | 1.12  |
|    | 부동산   | 10.36 | 10.90 | -0.54 | 13.70 | 11.3  | 2.48           | 8.81  | 6.98  | 1.83           | 10.83 | 9.40  | 1.43  |
|    | 인프라   | 11.12 | 10.95 | 0.17  | 13.82 | 12.14 | 1.68           | 9.13  | 5.75  | 3.38           | 11.01 | 6.42  | 4.59  |
|    | 사모    | 12.27 | 11.14 | 1.14  | 15.35 | 19.23 | -3.88          | 11.74 | 11.75 | -0.00          | 12.29 | 14.04 | -1.75 |
|    | 헤지펀드  | 9.81  | 11.31 | -1.50 | 5.33  | 5.51  | -0.19          | 1.84  | 3.54  | -1.69          | -     | -     | -     |
|    | 사모대출  | -0.79 | -0.92 | 0.14  | -     | -     | -              | -     | -     | -              | -     | -     | -     |

❖ 투자수익률

해외대체 > 국내대체

<대체투자의 수익률 분해>

(단위 : %, %p)

| 구분    | 대체전체  |           |          | 국내대체  |           |          | 해외대체  |           |          |
|-------|-------|-----------|----------|-------|-----------|----------|-------|-----------|----------|
|       | 총 수익률 | 배당·이자 수익률 | 가격변동 수익률 | 총 수익률 | 배당·이자 수익률 | 가격변동 수익률 | 총 수익률 | 배당·이자 수익률 | 가격변동 수익률 |
| 2019년 | 9.82  | 3.41      | 6.41     | 7.08  | 4.47      | 2.61     | 11.09 | 2.93      | 8.16     |
| 2018년 | 12.05 | 4.28      | 7.77     | 8.26  | 4.97      | 3.29     | 13.95 | 3.93      | 10.02    |
| 2017년 | 4.65  | 3.75      | 0.90     | 6.13  | 4.43      | 1.70     | 3.82  | 3.39      | 0.42     |

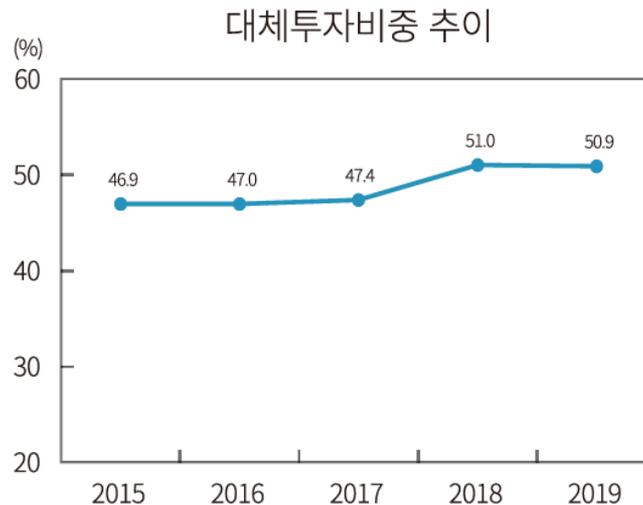
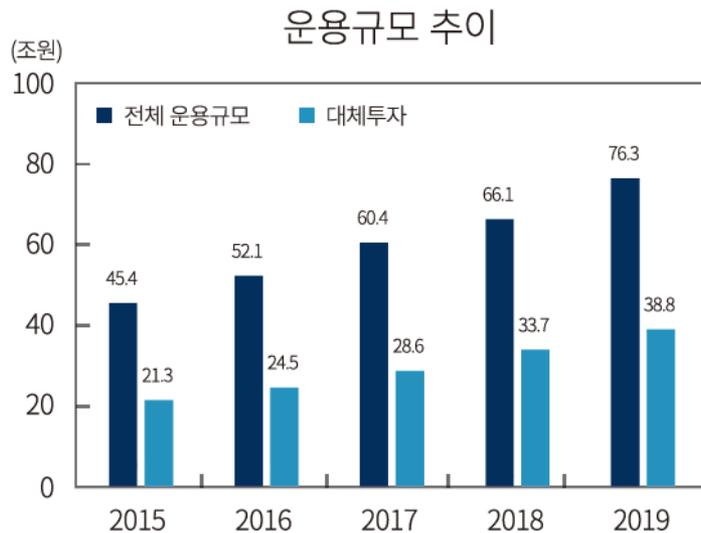
❖ 국내대체

이자+배당 > 가격변동

❖ 해외대체

이자+배당 < 가격변동

# 7대 공제회 운용규모와 대체투자비중



김필규, 코로나19사태에 따른 해외대체투자 위험요인 분석, 자본시장연구원 (2020)

✓ 연기금에 비해 공제회가 대체투자비중이 월등히 높은 편

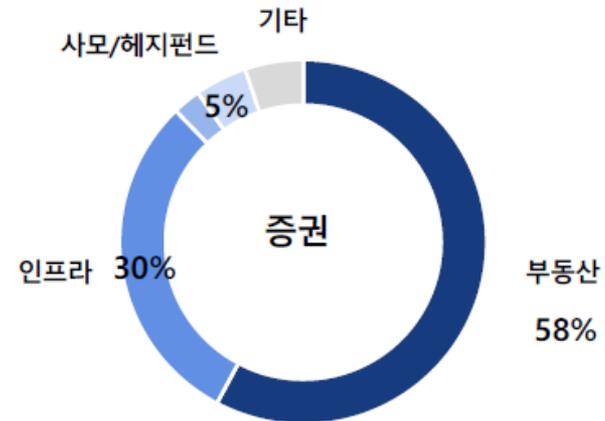
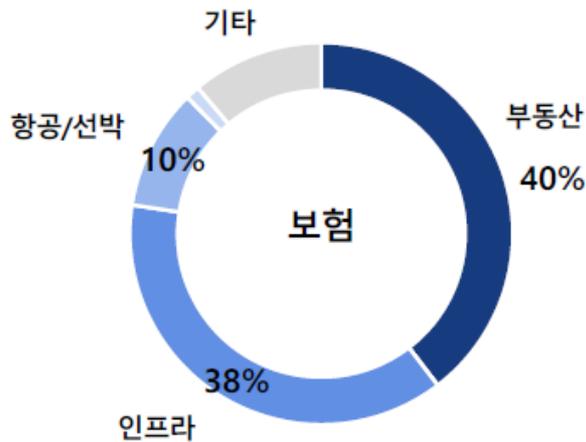
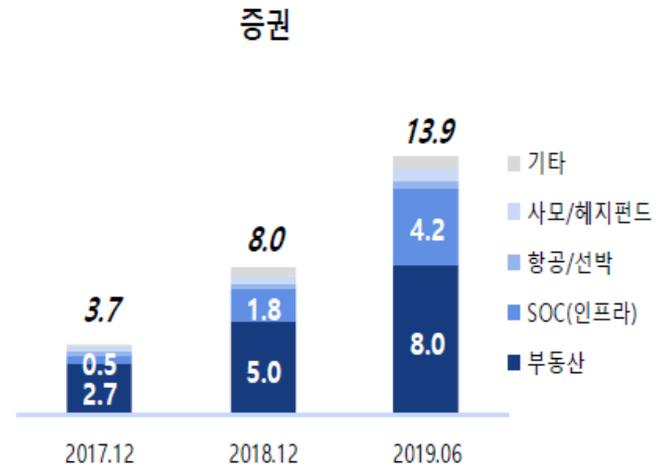
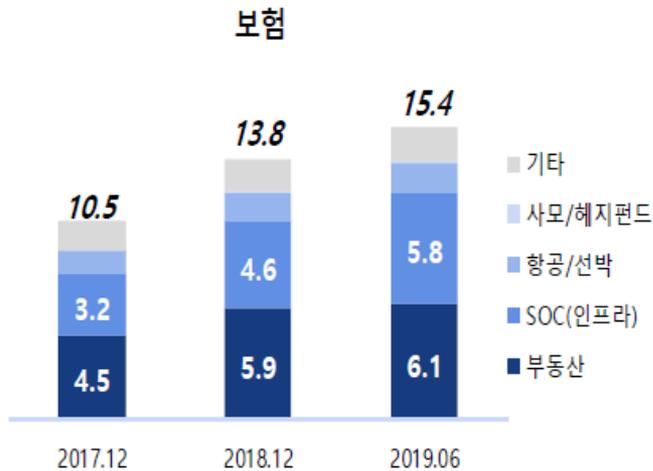
# 교직원공제회 투자 사례

| 구 분     | 2017    |         | 2018    |         | 2019    |         | 2020.6월말 |         |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|
|         | 금액      | 비율      | 금액      | 비율      | 금액      | 비율      | 금액       | 비율      |
| 투자자산 부문 | 255,156 | 78.60%  | 265,312 | 76.70%  | 302,128 | 78.20%  | 331,242  | 80.10%  |
| - 주식    | 48,328  | 14.90%  | 38,248  | 11.10%  | 49,799  | 12.90%  | 55,703   | 13.50%  |
| - 채권    | 77,580  | 23.90%  | 75,352  | 21.80%  | 65,702  | 17.00%  | 68,254   | 16.50%  |
| - 대체투자  | 124,269 | 38.30%  | 148,497 | 42.90%  | 173,577 | 44.90%  | 182,765  | 44.20%  |
| - 단기자금  | 4,979   | 1.50%   | 3,215   | 0.90%   | 13,050  | 3.40%   | 24,520   | 5.90%   |
| 회원대여 부문 | 55,922  | 17.20%  | 66,118  | 19.10%  | 69,766  | 18.00%  | 68,942   | 16.70%  |
| 기타자산 부문 | 13,501  | 4.20%   | 14,669  | 4.20%   | 14,515  | 3.80%   | 13,365   | 3.20%   |
| 합계      | 324,579 | 100.00% | 346,099 | 100.00% | 386,409 | 100.00% | 413,549  | 100.00% |

| 구 분     | 2017   |        | 2018   |         | 2019   |        | 2020.6월말 |        |
|---------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|----------|--------|
|         | 금액     | 수익률    | 금액     | 수익률     | 금액     | 수익률    | 금액       | 수익률    |
| 투자자산 부문 | 18,025 | 7.50%  | 10,531 | 4.00%   | 19,331 | 6.90%  | 9,075    | 5.40%  |
| - 주식    | 8,514  | 21.50% | -7,640 | -16.00% | 6,231  | 14.60% | 1,363    | 2.50%  |
| - 채권    | 2,510  | 3.40%  | 3,668  | 4.90%   | 2,687  | 3.90%  | 1,444    | 4.30%  |
| - 대체투자  | 6,855  | 5.80%  | 14,389 | 11.00%  | 10,217 | 6.50%  | 6,121    | 6.90%  |
| - 단기자금  | 146    | 1.60%  | 114    | 1.90%   | 196    | 1.90%  | 147      | 1.90%  |
| 회원대여 부문 | 1,865  | 3.50%  | 2,123  | 3.50%   | 2,411  | 3.50%  | 1,252    | 3.60%  |
| 기타자산 부문 | 1,978  | 15.20% | 1,886  | 13.40%  | 1,651  | 11.30% | 1,048    | 13.40% |
| 합계      | 21,868 | 7.10%  | 14,540 | 4.30%   | 23,393 | 6.40%  | 11,375   | 5.40%  |

출처 : 교직원공제회 홈페이지

# 보험사 / 증권사 대체투자자산 비교

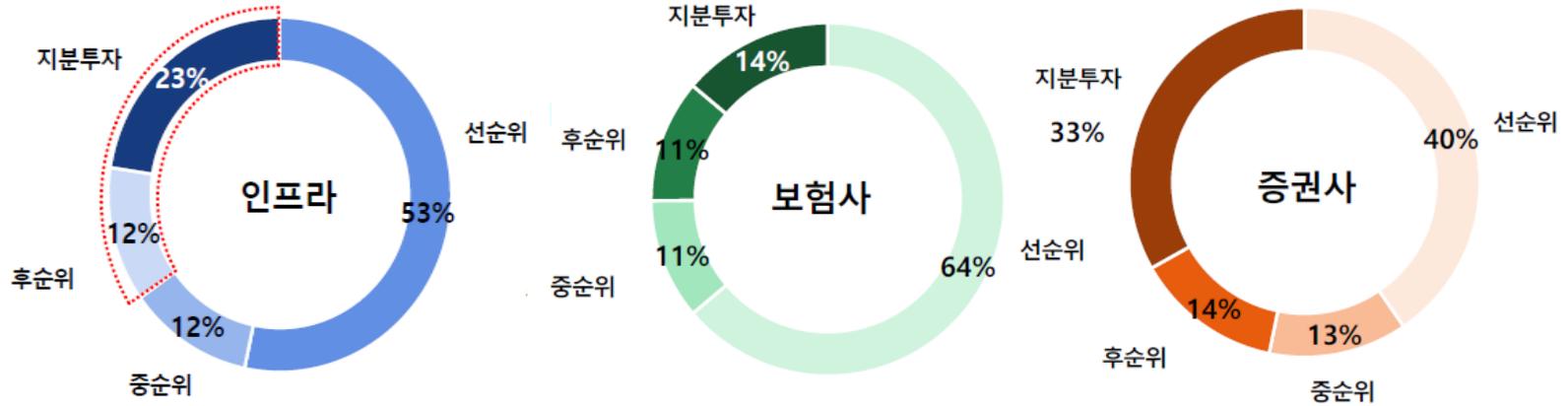


✓ 보험사는 인프라 투자비중이 높은 반면, 증권사는 부동산 비중이 더 높은 편

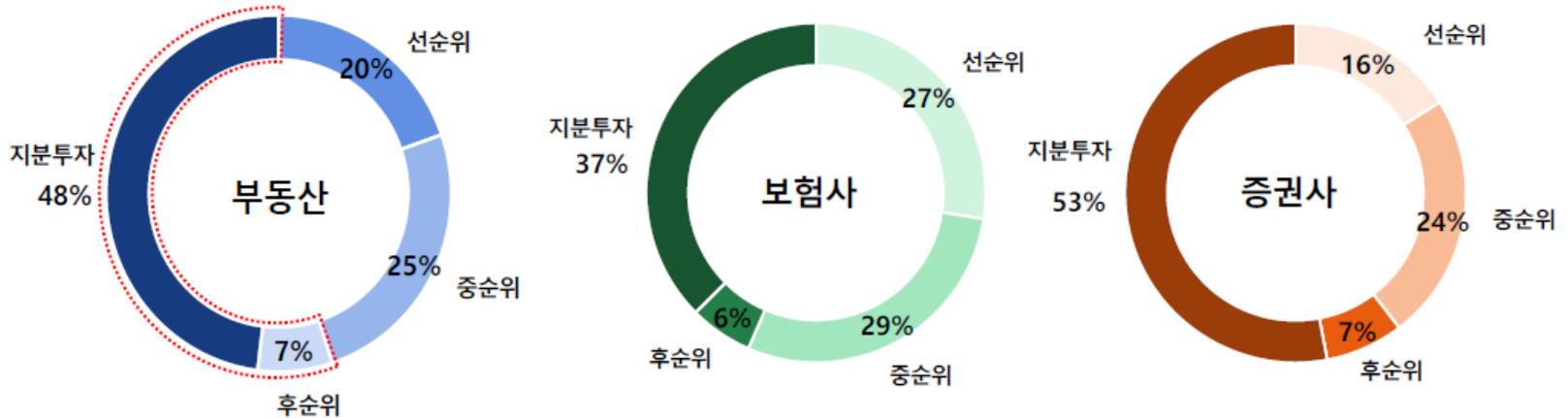
✓ 항공기 선박 (주로 중순위 트렌치)에 보험사들이 투자

이재우 외, 급증하는 해외대체투자, 증권/보험사의 리스크는?, 한국기업평가 (2019.9)

# 보험사 / 증권사 대체투자 순위별 투자현황



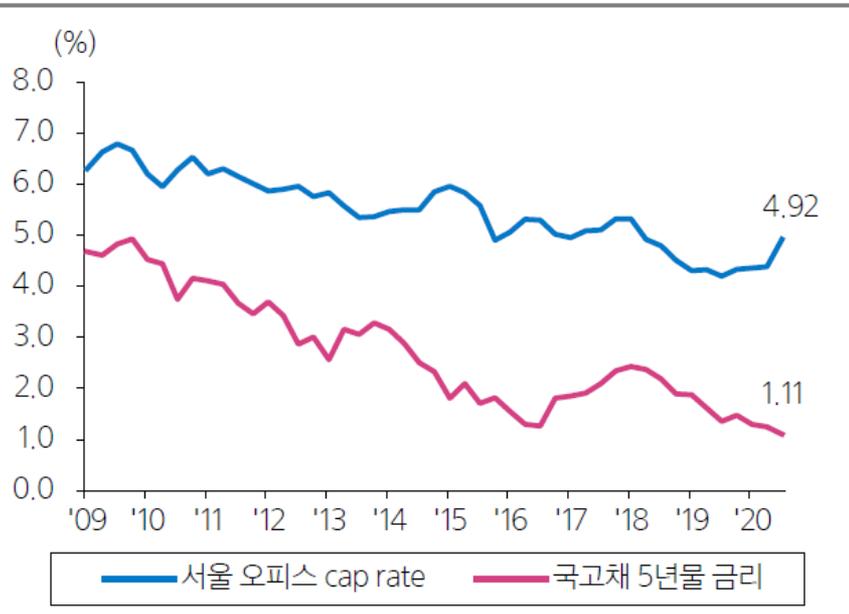
\* 보험사는 안정적 인프라 선순위 선호 / 증권사는 인프라 지분투자에도 적극적



\* 보험사는 부동산 선순위, 중순위, 지분투자 분산 투자 / 증권사는 수익성 높은 지분투자 선호

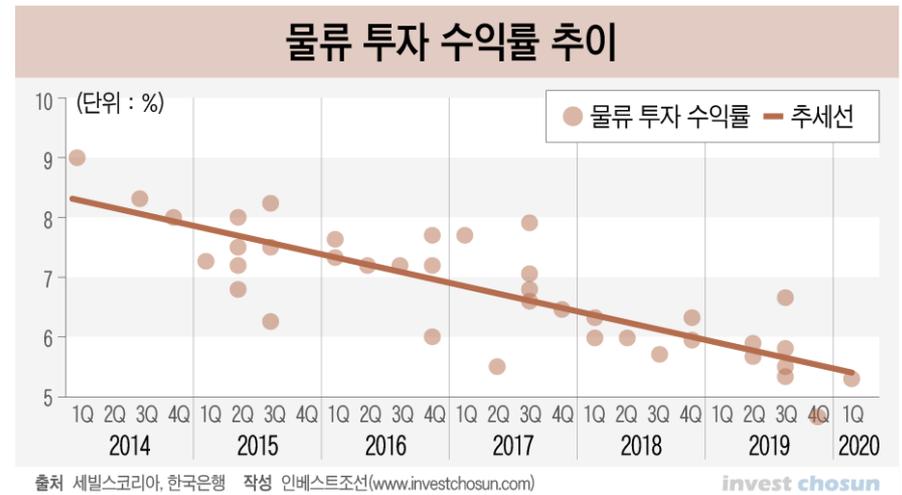
# 대체투자 수익률의 하락추세

## 서울 오피스 Cap. Rate 추이 (2009~2020년 2분기)



자료: Bloomberg, 삼성증권

## 물류투자 수익률 추이 (2014.1분기~2020년 1분기)

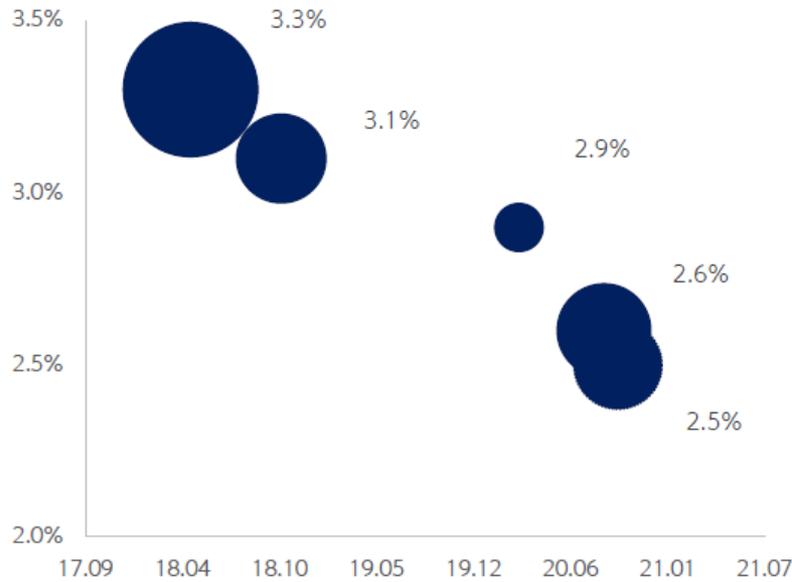


출처 세빌스코리아, 한국은행 작성 인베스트조선([www.investchosun.com](http://www.investchosun.com))

invest chosun

# 대체투자 수익률의 하락추세

## 장기차입금리 하락 추세 (프라임급 빌딩 담보대출)



신한알파리츠, IR자료, 20.10

## 신규대출/리파이낸싱 금리 조정

서울스퀘어  
금리 3.5~3.6%

삼성물산 서초사옥  
금리 3.5% (CD금리+131bp)

강남N타워  
금리 3.6% -> 2.6% (리파이낸싱)

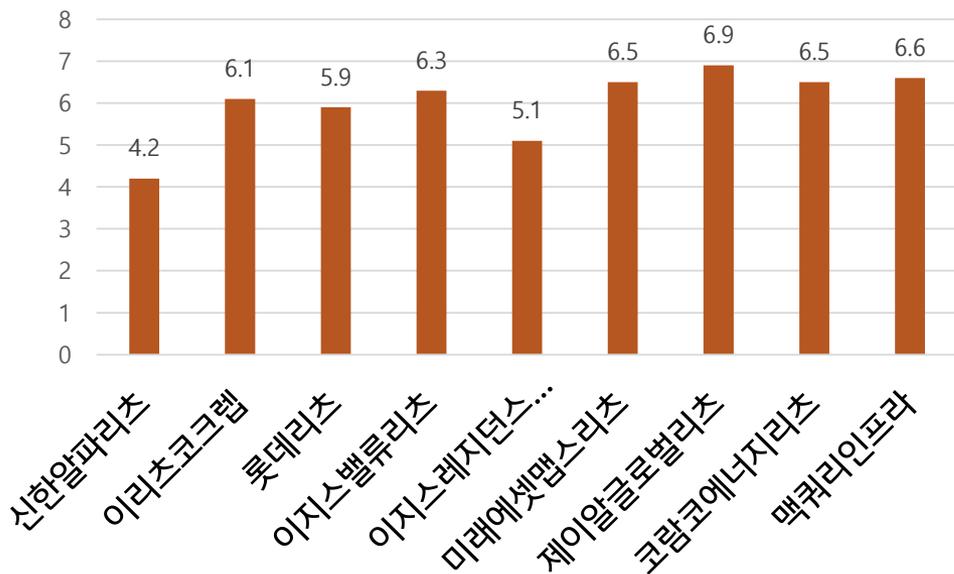
S생명N타워  
선순위대출 금리 2.5%

현대해상 강남사옥, 파인애비뉴B동, CJ제일제당  
센터의 대출 금리는 연 2.6~2.7%

(언론자료 등 참조)

# 여전히 유효한 대체투자

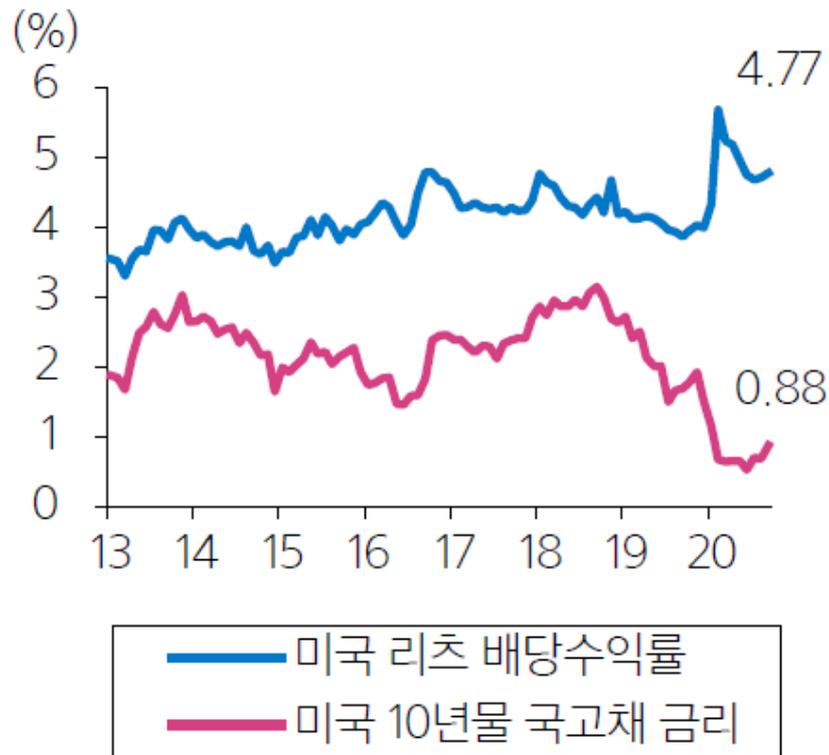
리츠 예상배당율(%)  
2020(F)



20.10.30 종가 기준  
(출처: 삼성증권)

- ✓ 통상 리츠의 배당률은 레버리지 이후의 수익률임 (ROI가 아닌 ROE)
- ✓ 상장 리츠는 시가평가 대상임

미국 리츠 배당수익률



참고: FTSE EPRA/NAREIT 지수 기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

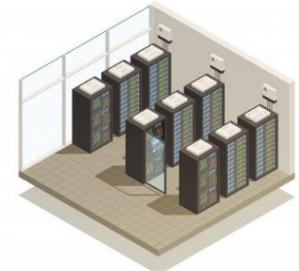
(2020.10)

# 코로나19의 영향과 대체투자시장 전망

# 코로나의 명암

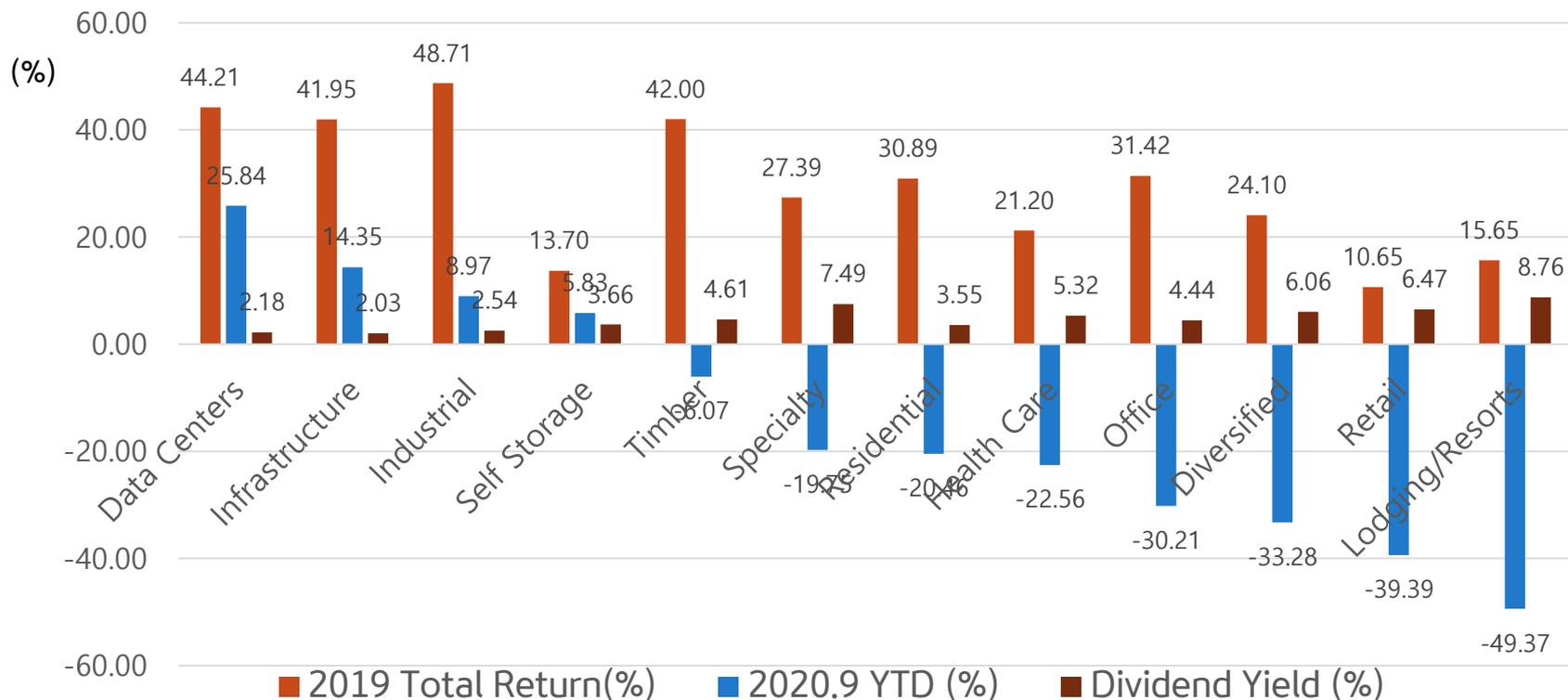
Negative

Positive



DATACENTER

# 리츠 섹터별 성과

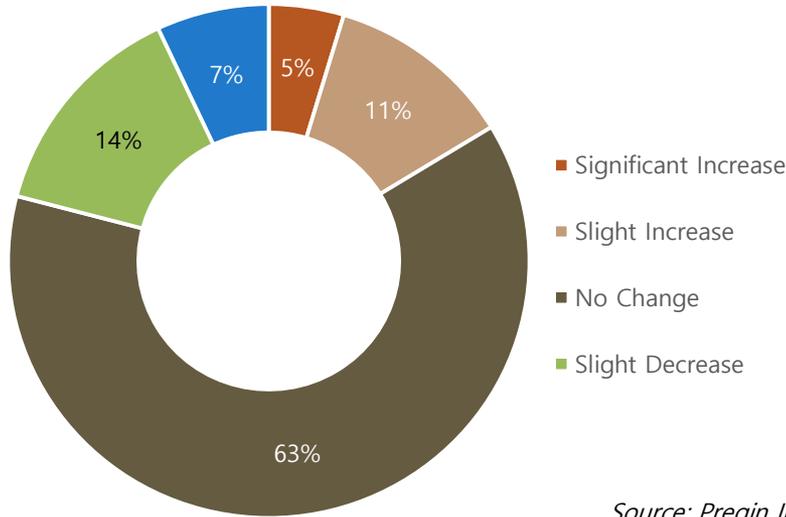


출처 : National Association of Real Estate Investment Trusts

- ✓ 2019년 꾸준한 상승세를 보이던 US Reits는 2020년 3월 코로나 이후 섹터별로 극명한 차이를 보임
- ✓ Data Center, Communication Tower, Logistic는 상승세 시현
- ✓ Retail, Hotel, Resort는 폭락세를, Office, Residence는 하락세를 나타냄
- ✓ 임대료 감면/재조정 등으로 일부 리츠는 배당수익률이 하락하였으나, 전반적으로 정상 배당 지급중

# 코로나의 영향에 대한 해외투자자 서베이

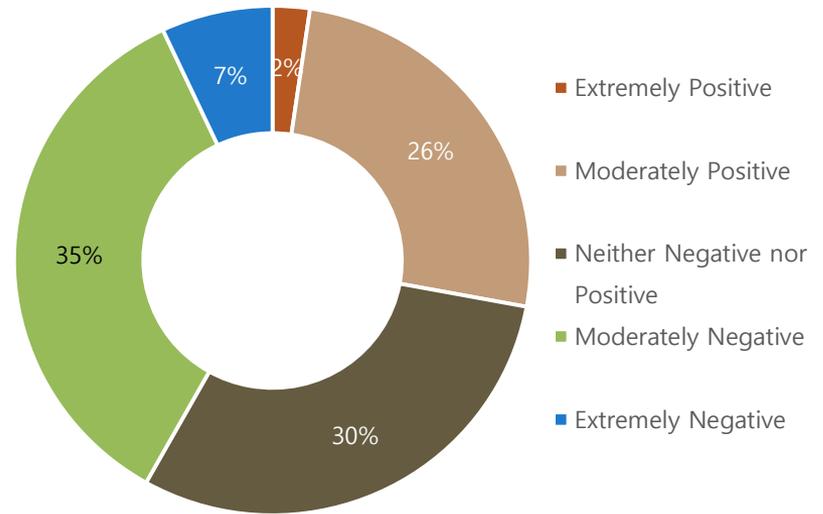
Investor Views on the Impact of COVID-19 on the Size of Their Planned Commitments to Alternatives in 2020



Source: Preqin Investor Interviews, June 2020

- ✓ 63%의 투자자가 계획대로 투자를 집행하겠다고 응답
- ✓ 16%의 투자자는 오히려 투자를 늘리겠다고 답변
- ✓ 20년 하반기 및 21년 투자가 늘어날 수도 있다고 전망

Investor Views on the Long-Term Impact of COVID-19 on the Returns of Their Alternatives Portfolios

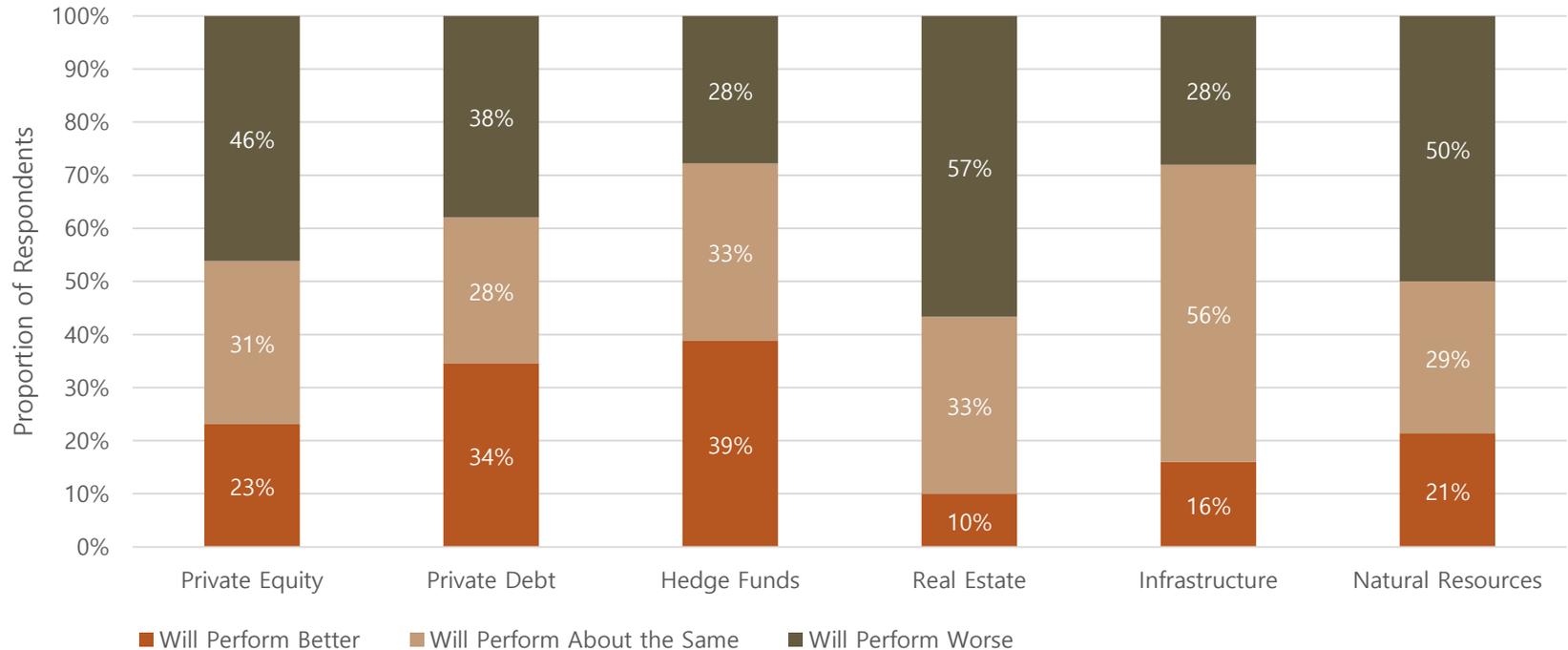


Source: Preqin Investor Interviews, June 2020

- ✓ 코로나가 대체투자성과에는 부정적일 것이라는 반응이 다수
- ✓ 35% 다소 부정적, 7% 매우 부정적, 30%는 중립적으로 답변
- ✓ 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 답변도 28%에 달함

# 코로나의 영향에 대한 해외투자자 서베이

Investors' Expectations for the Performance of Their Investment Portfolios  
in the Next 12 Months Compared with the Previous 12 Months

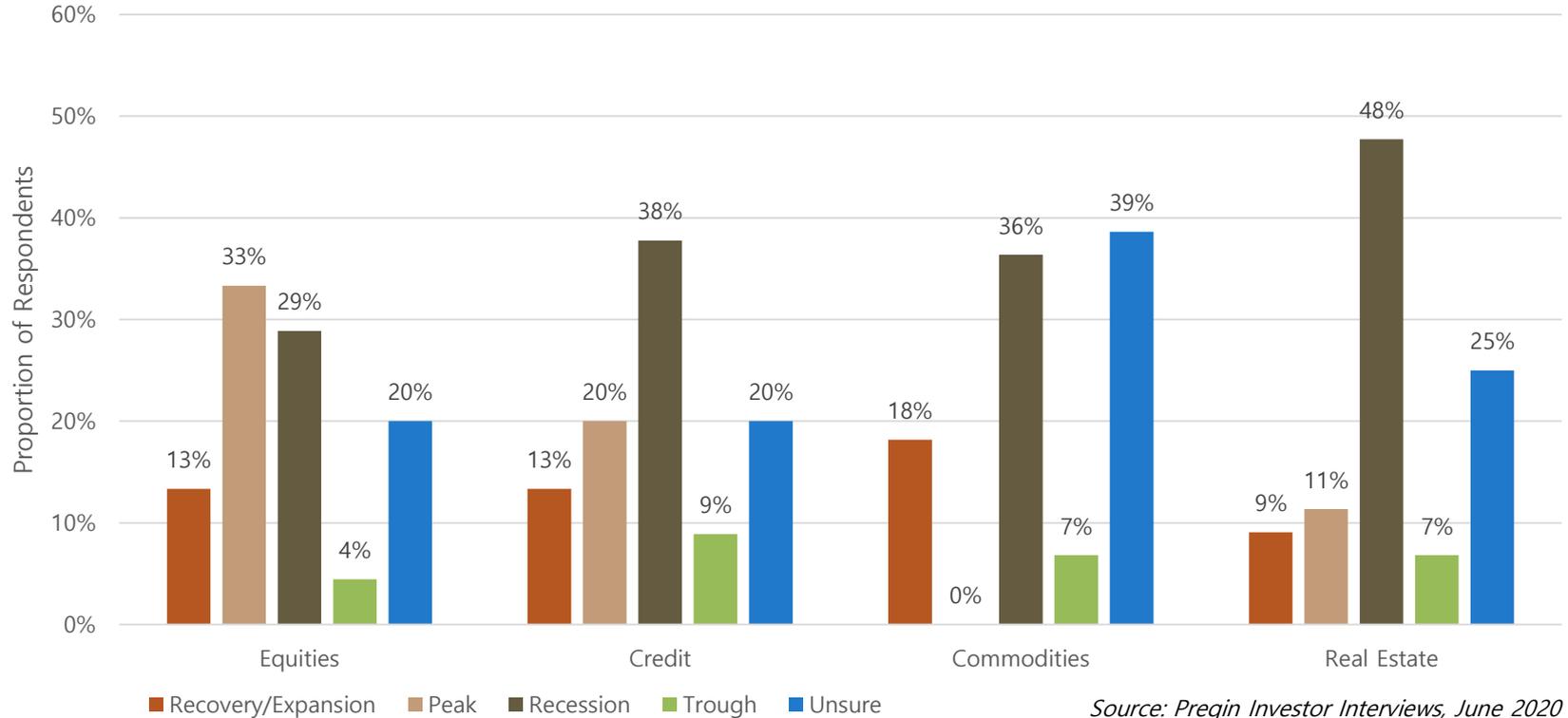


Source: Preqin Investor Interviews, June 2020

- ✓ Private Equity은 46% 투자자가 수익률 하락 예상, Private Debt은 조금 덜 부정적이어서 38% 하락 예상
- ✓ 부동산은 57% 투자자들이 수익률 하락을 우려
- ✓ 자원개발 및 Commodity에 대한 기대도 매우 부정적
- ✓ 인프라는 “안전한 투자처”로 인식, 72% 투자자들이 현상유지 내지 개선으로 전망 (단, 교통분야에 대한 우려 상존)

# 대체투자자 전망 서베이

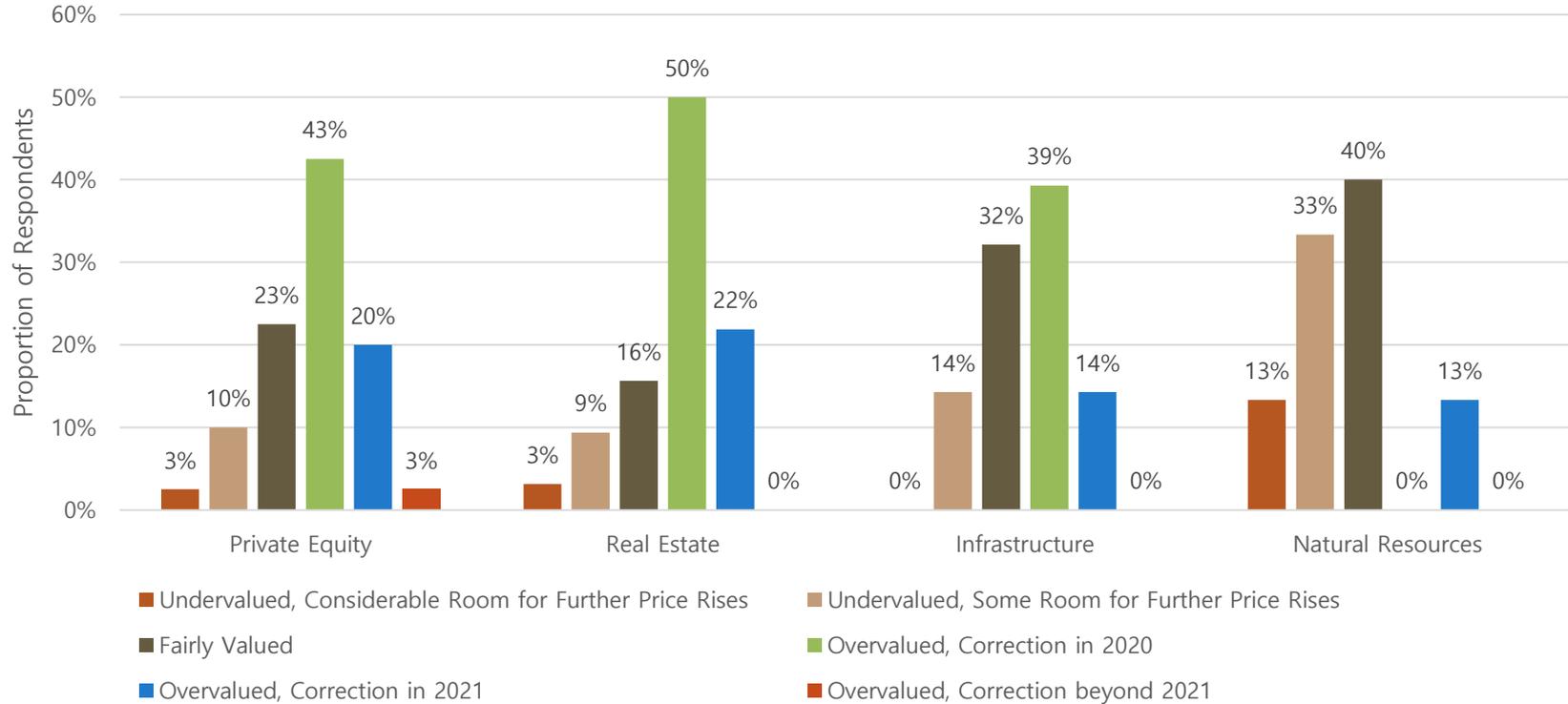
## Investor Views on Where We Are in the Current Equity Market Cycle



- ✓ 투자자의 1/3은 Equity Cycle의 정점에 이르렀다고 전망, 29%는 수축 국면에 돌입했다고 답변
- ✓ Credit 38%, Commodity 36%, 부동산 48%로 각각 수축기에 접어들었다고 답변
- ✓ 긍정적인 답변도 존재  
(Equity 13%, Credit 13%, Commodity 18%, 부동산 9% 응답자가 회복 전망을 피력)

# 대체투자자 전망 서베이

## Investor Views on Portfolio Company/Asset Pricing by Asset Class

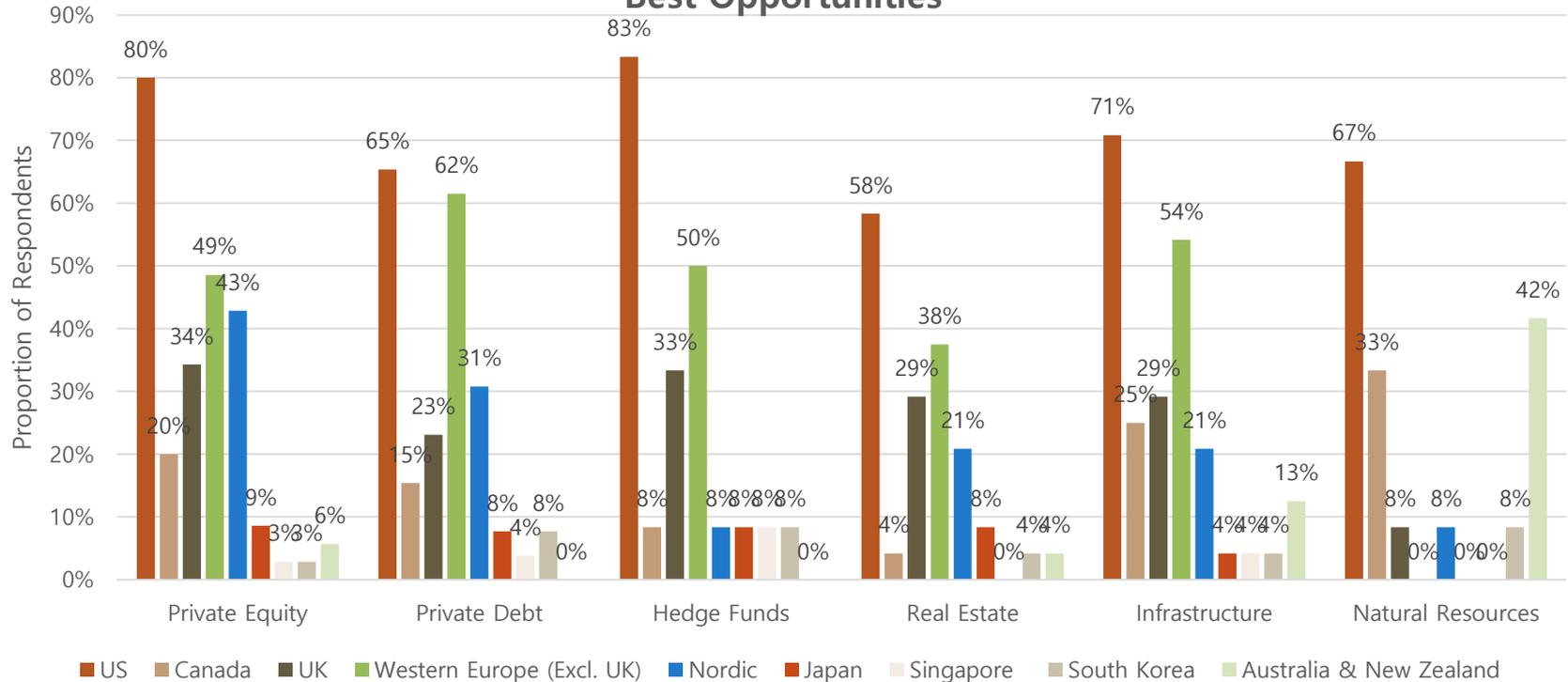


Source: Preqin Investor Interviews, June 2020

- ✓ 천연자원 가격에 대해 86%의 응답자가 적정수준으로 하락하였거나 반등 여지가 있다고 답변
- ✓ Private Equity 43%, 부동산 50%, 인프라 39% 응답자가 금년중 조정이 있을 것으로 예상
- ✓ Private Equity 20%, 부동산 22%, 인프라 14% 응답자가 내년중 조정이 있을 것으로 예상

# 선진국 대체투자 유망지역 서베이

## Investor Views on Which Developed Markets Are Currently Presenting the Best Opportunities

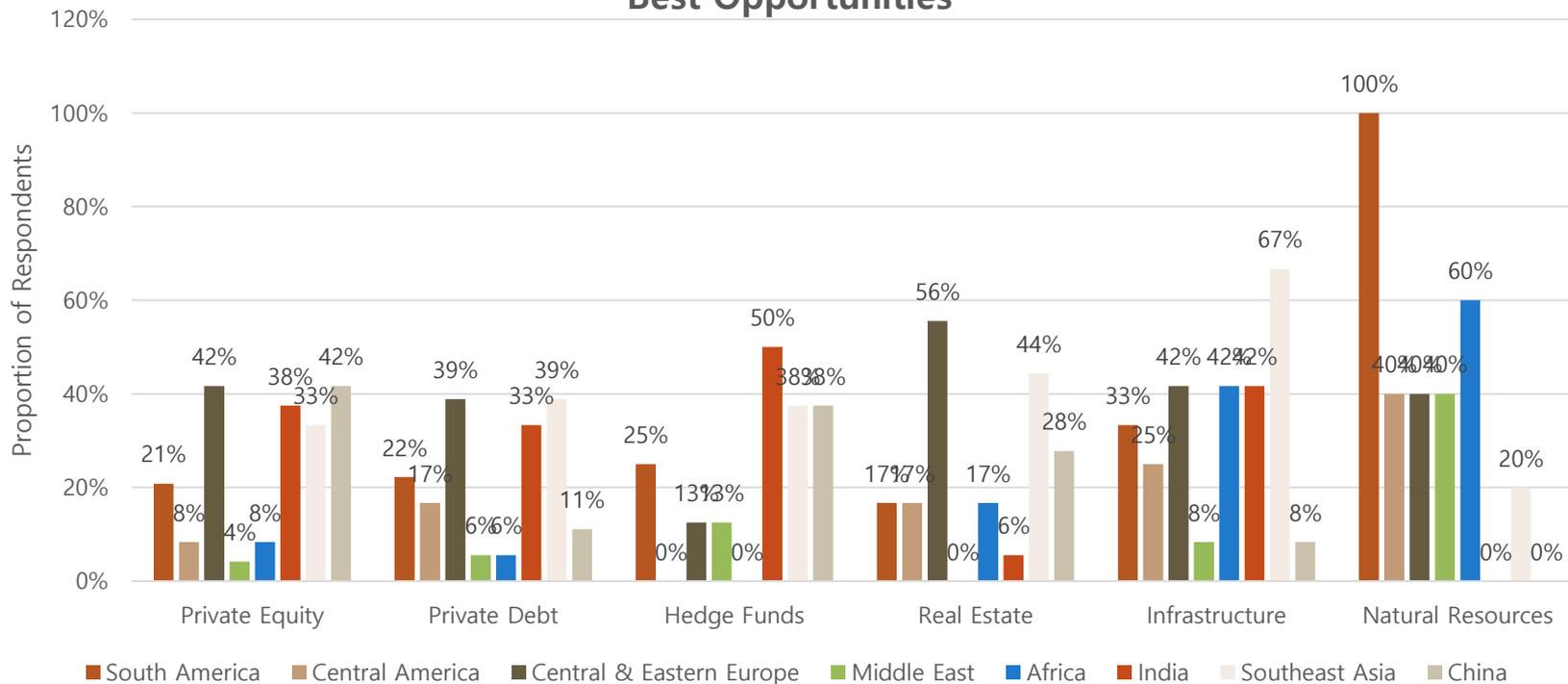


Source: Preqin Investor Interviews, June 2020

- ✓ 전체적으로 미국 시장을 가장 매력적으로 평가, 서유럽, 영국이 그 다음 순
- ✓ 북유럽에 대한 선호가 고르게 분포됨
- ✓ 서유럽에서 Private Debt 펀드에 대한 선호(62%)는 은행의 Lender 역할 축소를 반증
- ✓ 서유럽의 인프라 선호도 54%로 높은 편

# Emerging Market 대체투자 유망지역 서베이

## Investor Views on Which Emerging Markets Are Currently Presenting the Best Opportunities



Source: Preqin Investor Interviews, June 2020

- ✓ 중부유럽과 동유럽에 대한 선호도로 상승 (PE 42%, 부동산 56%, 인프라 42% 등)
- ✓ 중국은 여전히 투자 선호국가 (Private Equity 42%, 부동산 28%, 반면 인프라는 8%에 불과(정치적 리스크))
- ✓ 동남아 인프라에 대해서는 67%가 기회가 많다고 응답 (일대일로 정책의 영향)

## 맺음말 : 보험자산운용에의 시사점

- ✓ 대체투자는 안정성 대비 높은 수익률을 제공한다
- ✓ 대체투자에는 부동산, 인프라, 기업투자 등 다양한 분야가 있고, 선순위, 메자닌, 에퀴티 등이 있다.
- ✓ 대체투자는 유동성이 낮지만, Reits, Fund, ETF, 증권화 등 유동성을 보강한 상품으로 진화하고 있다.

- ✓ 대체투자는 빠른 성장세를 보이고 있고, 특히 해외분야가 가파르게 성장하고 있다.
- ✓ 연기금 보다는 공제회의 대체투자비중이 높다.
- ✓ 보험사는 부동산과 인프라 선순위대출 투자 등 안전자산을 선호하는 경향이 있다.
- ✓ 대체투자의 경쟁강도가 높아짐에 따라 수익률은 하락하고 있지만, 여전히 대체투자 매력도는 높다.

- ✓ 코로나의 영향으로 대체투자에서도 섹터별로 희비가 엇갈리고 있다.
- ✓ 자산가격에 대한 임팩트가 컸으나, 배당수익에 미치는 영향은 제한적이다.
- ✓ 서베이에 의하면, 코로나로 인하여 투자수익률 하락을 예상하고 있으나, 투자를 축소할 의사는 크지 않다.
- ✓ 미국과 서유럽, 영국에 대한 투자선호도는 여전히 높다.
- ✓ 중부 및 동유럽이 주목 받고 있으며, 호주 에너지, 동남아시아 인프라, 중국 부동산에 관심을 갖고 있다.