【 주간 이슈 】

생명보험 이자율차 딜레마: 독일 사례와 시사점

김해식 연구위원
김동겸 선임연구원

□ 국내 보험회사는 금리위험 노출을 줄이기 위해 부채 만기에 대응할 안정적인 장기자산이 필요한 반면, 부채의 평균조달비용이 높아 적극적인 자산운용을 통해 투자성과를 개선해야 하는 이자율차 딜레마를 안고 있음.

- o 그동안 보험회사는 금리연동형 상품으로의 전환 등 부채의 구조조정을 통해서 조달비용을 낮추어 왔으나 상품경쟁력 측면에서 한계
- o 이에 따라 보험회사로서는 자산과 부채의 만기 불일치를 최소화하면서도 보다 적극적인 자산운용을 통해 수익성을 높이는 것이 당면과제

□ 독일 생명보험의 경우 금리확정형 양로보험의 비중이 매우 높은 반면 채권 위주의 자산운용 수익률은 부채의 조달비용에 미달하고 있어 국내 보험시장과 유사한 상황

- o 2000~2003년 저금리기를 거치면서 부채 중 금리확정형 비중이 큰 독일 생명보험회사들은 금리보장형 상품의 비중을 축소하려고 노력
- o 그러나 시장경쟁 심화와 공적연금을 보완하는 양로보험의 역할이 부각되면서 보험회사들은 양로보험 비중을 적극적으로 축소하지 못함.
- o 이에 따라 독일 보험시장에서는 2004년 투자규제 완화와 함께 구조화증권, 헤지펀드 등에 대한 투자가 허용됨.

□ 독일 사례는 높은 조달비용을 부담하고 있는 보험회사가 이자율차 딜레마를 벗어나기 위해 헤지펀드 등 자산구성의 변화가 필요함을 보여줌.

- o 전통적인 자산구성으로는 평균조달비용과 투자이익률의 격차를 줄이는 것이 불가능하며, 부채조정과 더불어 자산구성의 변화가 필요함.
- o 최근 파생상품 활용을 확대하는 개정 보험업법 시행과 헤지펀드를 가능하게 하는 일련의 규제완화는 보험회사 자산운용에 긍정적으로 작용할 것이며, 변액보험 등 보험상품의 경쟁력을 높이는 계기가 될 것임.

1. 논의 배경

□ 국내 생명보험업에서 투자영업은 현재 가장 중요한 수익원이나 과거 고금리기에 판매한 금리보장형 상품으로 인한 높은 조달비용이 큰 부담이 되고 있어 투자성과 개선이 요구되는 상황

o 많은 생명보험회사들이 보험영업에서 안정적인 위험률차익을 확보하지 못하고 있어 투자수익에 따라 수익성이 좌우되고 있음.

o 그러나 투자영업에서도 보험계약자로부터 조달한 투자자금의 평균비용이 6.0% 내외인 반면 투자이익률은 평균비용에 미치지 못하는 상황이 발생하고 있어 평균비용을 낮추거나 투자성과를 개선할 필요성이 대두되고 있음.

o 그동안 보험회사들은 보장이율을 인하하고 시장이자율에 연동하는 상품의 비중을 늘리는 부채조정방식으로 평균비용을 낮추는 데 노력을 기울임.

- 다른 대안인 유배당 상품의 확대는 이익배분 등의 제약으로 현실적인 대안이 되지 못하고 있음.

□ 투자영업에서는 부채 만기를 고려하여 자산을 구성하여야 하나 장기 자산이 매우 부족한 국내 상황에서는 자산과 부채의 만기를 일치시키는 자산부채종합관리가 투자성과 개선을 가로막는 요인으로 작용하는 측면도 있음.

o 생명보험업의 경우 자산과 부채의 만기 불일치가 클수록 이자율 변동에 따른 손실 가능성(금리위험)에 크게 노출될 수밖에 없어 부채와 자산의 만기를 일치시키는 자산구성은 생명보험업의 재무건전성 유지에 필수적임[1].

□ 본고는 투자자금의 높은 조달비용 부담 해소와 보험회사가 처한 자산운용의 이자율차 딜레마에 대하여 독일 생명보험회사의 자산운용을 살펴봄으로써 시사점을 얻고자 함.

2. 독일 생명보험의 상품구성과 특징

□ 독일 생명보험시장의 주력 상품인 양로보험은 대표적 금리보장형 상품임.

1) 생명보험회사 지급여력분석에 따르면, 국내 자산시장의 경우 보험부채의 만기에 대응할 장기 자산이 매우 부족하여 생명보험업에서 발생할 수 있는 위험 중 50%가 만기 불일치에 따른 금리위험인 것으로 나타남.

o 독일 생명보험시장에서 양로보험은 2007년 수입보험료 기준으로 38.3%를 차지하고 있는 주력 상품임.

o 양로보험은 사망하면 보험금을, 생존하면 만기적립금을 지급하는 금리보장형 상품으로서 그만큼 금리위험에 노출될 가능성이 큼.

o 그 결과, 2000년대 초 저금리기에 독일 생명보험시장은 주가 급락 등 자산가치 하락과 이에 따른 이차역마진으로 많은 보험회사가 재무적 곤란을 경험

- 만하이머생명(Mannheimer Leben)은 이차역마진으로 파산

□ **독일 생명보험의 경우 공적연금 개혁과 치열한 시장경쟁으로 인해 양로보험의 보장이율 인하를 제외하고는 적극적 부채조정이 없어 한국과 대조적**

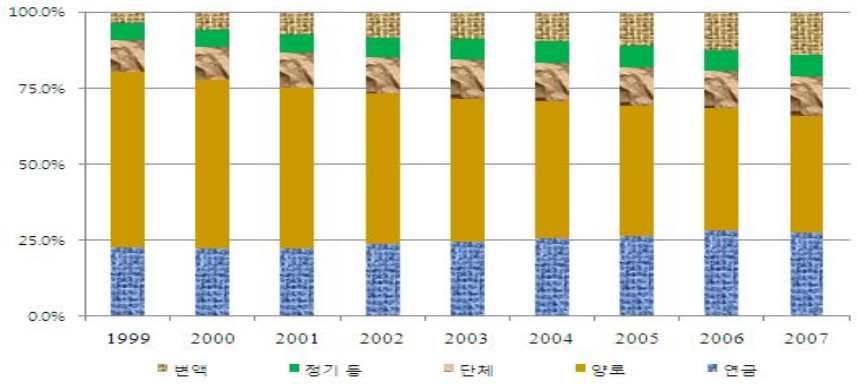
o 독일의 공적연금 개혁으로 양로보험은 공적연금의 줄어든 급부를 보완할 금융상품으로 부상하면서 시장 수요가 급증

- 정부는 45년간 공적연금에 가입한 사람의 직전 소득을 기준으로 연금급부 보장비율을 70%에서 45%로 낮추는 연금개혁을 단행

o 시장점유율을 좌우하는 양로보험을 쉽게 포기할 수 없는 상황

- 100여개가 넘는 생명보험회사들 간의 치열한 경쟁으로 변액보험을 포함한 연금상품과 함께 금리보장형 양로보험을 지속적으로 시장에 제공

<그림 1> 독일 생명보험시장의 수입보험료 구성



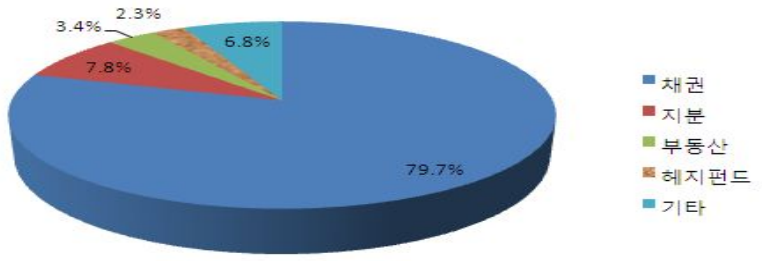
자료: GDV(2008).

3. 독일 생명보험회사의 자산운용

□ **2000~2003년의 저금리기와 2008년 금융위기를 거치면서 독일 생명보험회사 자산운용은 보수적인 투자기조를 유지**

o 국공채, 회사채 등 채권의 비중이 운용자산의 79% 수준을 유지
  - 이 중 금리확정형 채권은 운용자산의 36% 수준이며 대출을 포함
o 주가 급락을 경험하면서 2001년 운용자산의 20%에 달하던 지분투자 비중은 지속적으로 감소
  - 금융위기 이후 지분투자는 2009년 6%까지 하락했으며, 동 기간 커버드본드(covered bonds)에 대한 투자가 급증
  - EU Solvency2의 제5차 계량영향평가는 주식시장의 30% 급락시나리오 테스트를 요구하고 있어 지분투자의 비중은 더욱 하락할 것으로 예상됨.

<그림 2> 독일 생명보험회사의 자산구성(2008년)

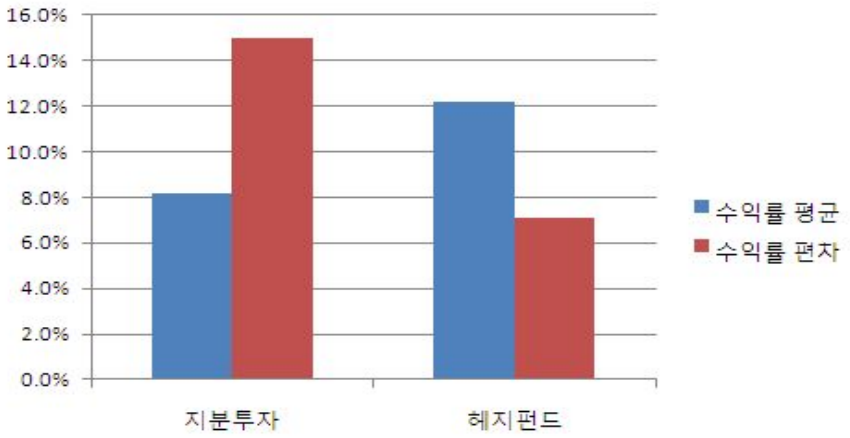


주: 부동산에는 부동산신탁(REITs)을 포함
자료: Dembowski(2009), "German Asset Allocation," Life and Pensions.

□ **부채 조정이 완만하게 이루어진 독일 생명보험의 경우 높은 조달비용에 대응하여 투자성과 개선이 절실한 상황이며, 이에 따라 2004년 투자규제 완화를 계기로 생명보험회사들은 헤지펀드 등 적극적인 투자활동을 증가시킴.**

o 독일 감독기구(BaFin)는 2004년 투자현대화법을 통해 헤지펀드 등 보험회사에게 적극적인 자산운용수단을 허용함.
  - 주식 등 위험자산은 위험기준자본의 35%까지 허용하고,
  - 자산 대비 ABS와 CLN 등 구조화채권은 7.5%, 헤지펀드는 5%까지 투자 허용
o 헤지펀드는 독일 생명보험회사의 지분투자 역할을 대신할 수 있는 투자대안으로 부상
  - HFR(Hedge Fund Research)의 고수익-고위험 지분투자와 비교하여 헤지펀드가 상대적으로 고수익-저위험 투자수단이 될 수 있음을 보여줌.

<그림 3> 지분투자와 헤지펀드 수익성 비교



주: S&P500과 헤지펀드의 1990년 이후 연평균 수익률 비교
자료: 김재칠(2011), "헤지펀드 국내 도입방향과 기대효과"에서 재인용. 원전은 HFR(Hedge Fund Research)

o 2005년 이후 독일 생명보험회사들은 보수적 자산운용 기조를 유지하면서도 초과이익을 추구하는 헤지펀드와 구조화증권의 투자규모를 꾸준히 늘리고 있음.
o 2008년 현재 헤지펀드투자는 운용자산의 2.3% 수준

□ **이러한 노력에도 불구하고 독일 생명보험의 투자성과는 여전히 평균조달비용에 미달하고 있어 자산운용이 보다 적극적으로 이루어질 필요성이 있음.**

o 독일 생명보험회사들은 보험영업에서 건실한 성과를 내고 있으나,
o 투자영업과 관련된 이자율차 부문에서는 투자이익률이 양로보험 등에서 보장한 평균이율보다 낮은 상황이 지속되고 있음.
  - 조달비용은 매년 하락해왔으나 2009년 현재 4.3%로 투자이익률 3.4%를 상회

<표 1> 독일 생명보험시장의 투자성과와 조달비용

	2000	2003	2005	2006	2007	2008	2009
투자이익률	7.7%	5.1%	5.2%	4.8%	4.6%	3.6%	3.4%
국채(10년)수익률	5.2%	4.1%	3.4%	3.8%	4.2%	3.9%	3.2%
평균조달비용	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.4%	4.3%

자료: AXCO Database, Bloomberg Database, Dembowski(2009), Fitch(2009).

4. 보험회사 자산운용에 대한 시사점

□ 독일 사례에 볼 때, 높은 조달비용을 부담하고 있는 보험회사가 이자율차 딜레마를 벗어나기 위해서는 새로운 자산구성이 필요함.

o 채권 위주의 보수적인 자산구성으로는 평균조달비용과 투자이익률의 격차를 줄이는 것은 불가능하며, 부채조정과 더불어 적극적인 자산구성을 시행할 필요가 있음.

o 그런 점에서 독일의 투자규제 완화는 보험회사들에게 헤지펀드 등 다양한 자산운용 경로를 제공하고 있다는 점에서 긍정적이나 보수적인 투자기조를 유지하는 한 이차역마진 구조를 벗어나는데 상당한 기간이 필요함을 보여줌.

□ 국내에서도 사모펀드규제 완화가 발표되면서 헤지펀드 운용 가능성이 논의되고 있는 것은 국내 보험회사에게도 긍정적인 신호라고 할 수 있음.

o 최근 적격투자자 사모펀드에 대한 구조조정대상기업 투자의무가 폐지될 예정이어서 국내에서도 기본적인 헤지펀드 설립이 가능할 것으로 예상됨.
- 물론 상품의 복잡성으로 인하여 위험관리와 운용인력 등 인프라가 뒷받침되려면 헤지펀드 등의 대체투자가 늘어나는 데에는 상당한 시간이 필요할 것임.

o 새로운 자산구성은 변액보험 등 보험상품의 경쟁력을 높이는 계기가 될 것이며, 장기적으로 금융업권간 자금을 조달하는 시스템 차이를 축소시켜 자산운용능력이 금융회사의 경쟁력을 좌우하게 할 것임.
- AXA사례는 자산운용 변화를 통해 신성장의 계기를 만든 대표적인 사례

□ 한편 이자율차 딜레마의 또 다른 대안으로서 파생상품이나 금융재보험이라는 헤지수단의 활용에 대해서도 보다 긍정적인 검토가 필요

o 2011년부터 시행되는 보험업법 개정안은 파생상품 활용 여건을 개선시켰으나(파생상품의 한도를 총자산의 3%에서 장내상품의 경우 6%까지 확대), 파생상품이 적극적으로 활용되기 위해서는 위험관리보다는 비용 항목에 주목하는 인식의 개선이 필요

o 이자율차를 헤지할 수 있는 금융재보험의 도입에 대해서도 긍정적으로 검토할 필요가 있음. KiRi