

# kiri Weekly

2012.10.29 제205호

## 이슈

생명보험회사의 자산배분과 투자성과

## 포커스

2012 글로벌 연금지수와 우리나라의 과제

## 금융보험 해설

금융상품의 이해 11: 역모기지(Reverse Mortgage)(3)

## 국내금융 뉴스

금융위, 커버드 본드 발행법 제정(안) 입법예고  
공공기관 보증대출 금리 차등 금지

## 해외금융 뉴스

북미 \_ 재정절벽(Fiscal Cliff) 현실화 시 재정적자 7,200억 달러  
감소 전망  
유럽 \_ GDP대비 재정적자는 감소한 반면 정부부채는 증가  
일본 \_ 日 정부, 일본은행에 20조 엔의 금융완화 요구  
중국 \_ 인보험 회복세 부진, 손해보험 상승세 둔화

## 금융시장 주요지표

**kiri** 보험연구원  
Korea Insurance Research Institute

이슈와 포커스는 연구자 개인의 의견이며, 보험연구원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.  
서울시 영등포구 여의도동 35-4 8층 보험연구원 (문의: 김세환 부장 / 02-3775-9051)



# 생명보험회사의 자산배분과 투자성과

조영현 연구위원, 이해은 연구원

## 요약

- 글로벌 경기 둔화와 금융시장 불안에 따른 저금리 환경이 세계적으로 상당 기간 지속될 것으로 예상되어 보험회사 자산운용에 큰 부담이 되고 있음. 이러한 저금리 환경에서 자산운용수익 제고와 리스크 관리의 목표를 동시에 달성할 수 있는 방안이 필요함. 본고는 미국 생보사와 국내 생보사의 자산배분과 투자성과 간의 관계를 비교 분석함으로써 운용자산 다변화에 대한 시사점을 도출하고자 함.
- 미국 생명보험회사의 자산운용 성과는 국내 보험사에 비해 위험 대비 초과수익률이 높았음. 미국 생보사는 국공채 등 무위험 자산의 비중이 낮고 채권 위주의 투자를 하는 것이 특징임. 특히, 미국 생보사는 보유채권 중 BBB/Baa 이하의 채권 비중이 35%에 이르는데, 이러한 비중은 시장상황과 무관하게 지속적으로 유지되는 것이 관찰되었음. 미국 생보사는 채권투자 시 다양한 등급에 투자를 함으로써 위험조정 수익률을 제고하는 것으로 보임.
- 국내 생보사는 전체적으로 보면, 금융위기 이후 안정성을 더욱 강화하는 방향으로 자산배분이 이루어지는 것으로 나타났음. 대형사, 중소형사, 외국사 모두 국공채와 특수채의 비중을 확대하였으며, 특히 중소형사의 비중 증가가 두드러졌음. 투자성과를 보면, 금융위기 이후에는 위험가중자산비율이 가장 낮은 외국사의 위험조정 수익률이 가장 높은 것으로 나타났음. 반면에 보다 긴 기간의 성과를 비교할 경우, 위험가중자산비율이 가장 높았던 중소형사가 가장 높은 위험조정 수익률을 달성한 것이 관찰되었음. 즉, 국내 생보사의 성과를 관찰한 결과, 자산배분이 투자성과에 미치는 영향은 시기에 따라 다르다고 할 수 있음.
- 결론적으로, 위험자산의 비중을 증가시키는 자산의 다변화가 반드시 투자성과를 제고시키는 것은 아닌 것으로 보임. 경기의 불확실성이 크고 채권시장의 다양성과 유동성이 낮은 경우에 안정성 위주의 채권투자가 효율적일 수 있음. 금융위기 이후 국내 생보사의 투자성과가 그러함. 그럼에도 불구하고 채권 투자 시 일정 수준의 신용위험을 지속적으로 부담함으로써 높은 위험조정 투자성과를 달성하는 미국 생보사의 자산배분 전략은 국내 보험사에도 시사하는 바가 있음. 국내 생보사는 경기가 회복기이거나 호황기일 때도 지나치게 보수적으로 자산배분을 하여 효율적으로 투자수익을 제고시킬 수 있는 기회를 놓친 것은 아닌지 생각해 볼 필요가 있음. 향후 미국 생보사와 유사한 수준으로 채권투자를 다각화하기 위해서는 채권시장의 발달과 보험사의 투자 능력 제고가 선행될 필요가 있음.

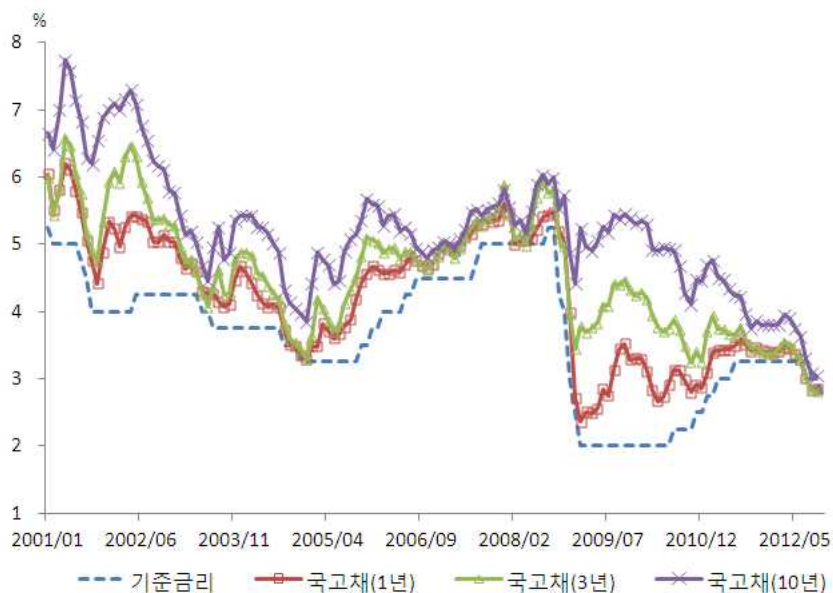
## 1. 검토배경



■ 글로벌 경기 둔화와 금융시장 불안에 따른 저금리 환경이 세계적으로 상당 기간 지속될 것으로 예상되어 보험회사 자산운용에 큰 부담이 되고 있음.

- 실제로 국내 보험회사의 운용자산 중 가장 큰 비중을 차지하는 국공채의 수익률은 사상 최저 수준으로 하락하였으며 장단기 금리차가 매우 줄어든 상황
- 2012년 10월 기준금리가 2.75%로 인하되었으며, 10월 24일 현재 10년 만기 국고채 금리는 연 3.01%로써 1년 만기 국고채와의 금리차가 21bp에 불과

〈그림 1〉 기준금리와 국고채 금리



자료: 한국은행.

■ 저금리 환경에서 국내 보험회사는 운용자산의 다변화를 통하여 자산운용성과를 개선하려는 것으로 알려짐.

- 생명보험 대형 3사는 구체적으로 해외부동산, 해외채권 투자 및 채권투자 다변화에 관심을 갖고 있는 것으로 알려짐.<sup>1)</sup>

- 투자성과를 제고하는 것은 유사 상품을 제공하는 타금융회사와의 경쟁을 위해서도 필수적
- 위험조정 수익률을 제고시킬 수 있는 자산배분에 대해 고민하는 것이 필요한 상황
- 지속적인 저금리 환경에서는 투자성과 제고 이외에도 상품의 조정을 통해 조달비용(funding cost)을 낮추는 것도 중요

■ 본고는 미국 생보사와 국내 생보사의 자산배분과 투자성과 간의 관계를 비교 분석함으로써 운용자산 다변화에 대한 시사점을 도출하고자 함.

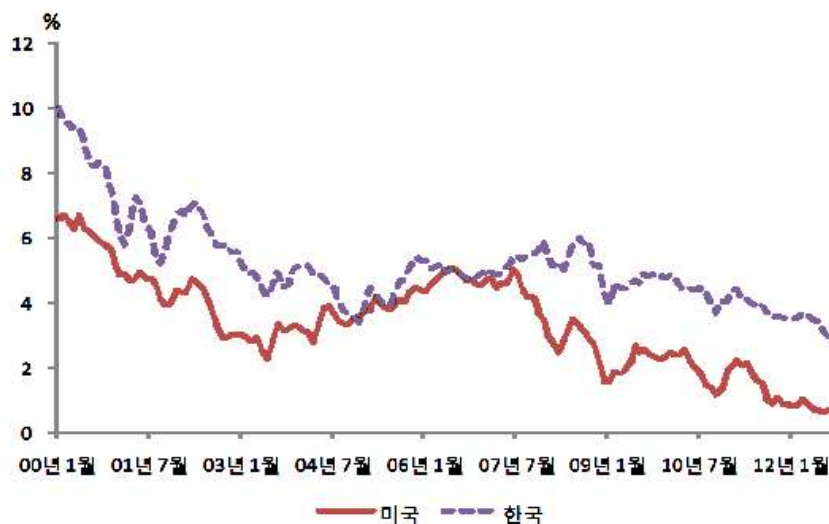
## 2. 미국 생명보험회사의 자산배분과 성과



■ 미국 생명보험회사의 금리 환경은 국내 생보사와 유사함.

- 최근 10여 년간 미국의 국고채 금리 변동은 우리와 유사하며 금리 수준은 다소 낮음.

〈그림 2〉 5년 만기 국고채 금리



자료: 한국은행, Federal Reserve Economic Data.

1) 매일경제 (2012. 8. 24), 「저금리시대 고수익·고위험 포트폴리오는 필패」.

■ 미국 생명보험회사의 자산운용 성과는 국내 생보사에 비해 위험대비 초과수익률이 높음.

- 국내 생보사들의 초과수익률은 2000년대 들어서 변동성이 낮아지고 평균이 높아졌으나 여전히 미국에 비해 다소 낮은 샤프비율을 보임.

〈표 1〉 미국과 한국 생명보험회사의 자산운용성과

(단위: %)

구분	운용수익률		국고채 수익률(1년)	초과수익률		샤프 비율	
	평균	표준편차		평균	표준편차		
1990~2010	미국	7.08	1.21	4.00	3.07	1.36	2.26
	한국	9.42	2.85	8.76	0.67	2.60	0.26
2000~2010	미국	6.12	0.68	2.77	3.36	1.56	2.15
	한국	6.96	1.35	4.68	2.27	1.17	1.94

주: 초과수익률은 운용수익률-국고채 수익률, 샤프비율은 초과수익률의 평균을 표준편차로 나눈 값.  
 자료: ACLI, 생명보험협회.

■ 미국 생보사들은 국공채 등 무위험 자산의 비중이 낮고 채권 위주의 투자를 하는 것이 특징

- 이에 비해 국내 생보사는 40% 가량이 국공채로써 안정성을 중시하는 자산배분
  - 물론 이러한 차이는 채권시장의 발달 정도와도 연관이 있음.
- 미국 생보사의 경우도 주식과 부동산에 대한 투자 비중은 낮은 것을 관찰할 수 있음.
  - 주식의 경우 국내 생보사는 관계사 주식 보유로 인하여 비중이 높은 것이 특징

〈표 2〉 미국과 한국 생명보험회사의 자산구성

(단위: %)

구분	채권			주식	대출	부동산	기타운용 자산	비운용 자산
	국공채	회사채	기타					
미국	10.6	46.6	15.2	2.39	12.83	0.58	7.15	4.64
한국	40.9	6.7	11.3	6.09	20.13	3.66	3.68	7.55

주: 2010년 말 기준, 일반계정, 총자산대비 비중, 미국 국공채에는 해외국채 포함.  
 자료: ACLI, 금융감독원.

■ 미국 생보사들의 보유채권 중 BBB/Baa 이하 채권의 비중이 35%에 이르는데 이러한 비중은 시장상황과 무관하게 지속적으로 유지되는 것이 관찰됨.

● 국내 생보사들은 대부분 AA 등급 이상의 채권에 투자

〈표 3〉 미국 생명보험회사 보유 채권의 등급별 비중

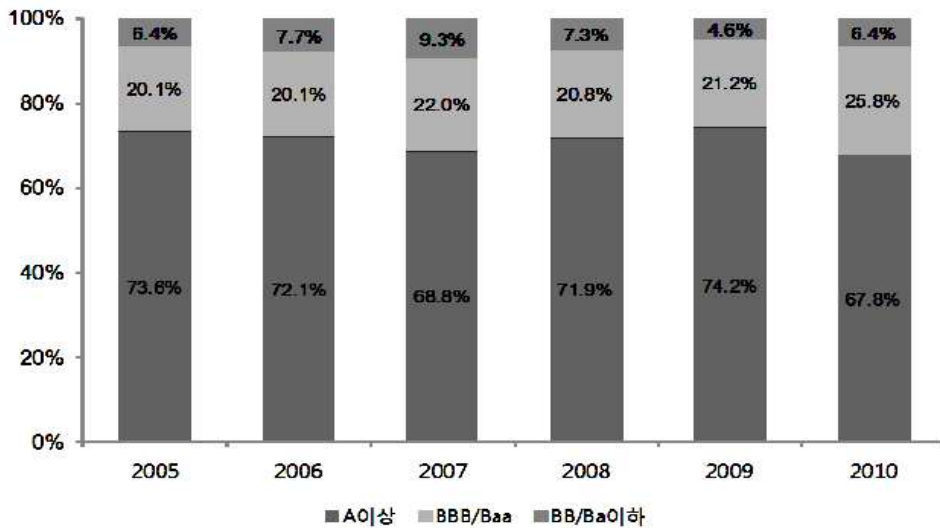
(단위: %)

연도	A이상	BBB/Baa	BB/Ba	B	CCC이하
2000	64.3	28.3	4.0	2.7	0.7
2007	69.3	25.0	3.4	1.7	0.7
2008	67.7	26.0	3.6	1.7	1.0
2009	65.6	26.9	4.3	2.1	1.1
2010	65.8	27.3	4.0	1.9	1.0

주: 일반계정.  
자료: ACLI.

● 미국 생보사가 매년 새로 구매하는 채권 중 30% 가량은 BBB/Baa 이하 등급  
- 전략적으로 낮은 등급의 채권을 매수

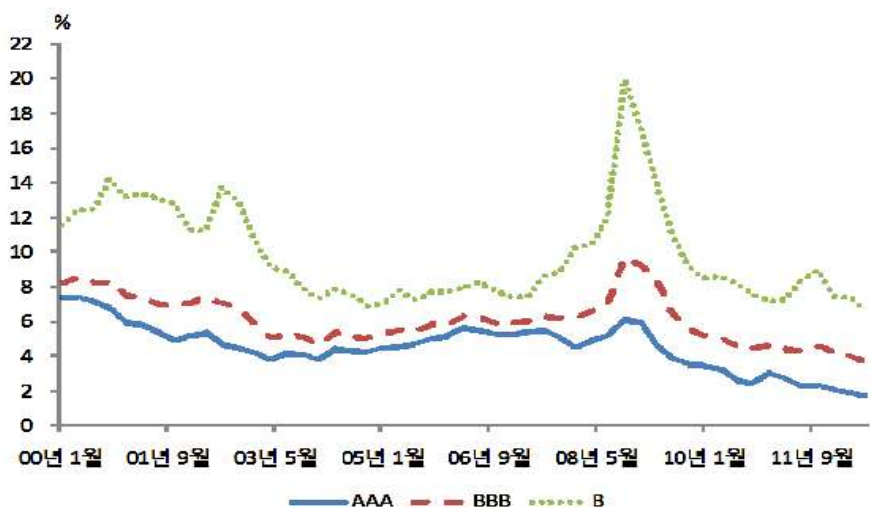
〈그림 3〉 미국 생명보험회사 신규 구매채권의 등급 분포



자료: BlackRock(2011), "Insurance company investing in a low interest rate environment".

■ 미국 생보사는 채권투자 시 다양한 등급에 투자를 함으로써 위험조정 수익률을 제고하는 것으로 보임.

〈그림 4〉 미국 회사채 수익률



자료: Federal Reserve Economic Data.

### 3. 국내 생명보험회사의 자산배분과 투자성과



■ 금융위기 이후 안정성을 더욱 강화하는 방향으로 자산배분이 이루어지고 있어 위험가중자산비율은 낮아지고 있음.

- 안전자산인 국공채와 특수채의 비중이 증가
  - 대부분의 특수채는 국공채와 마찬가지로 무위험자산으로 분류
- 회사채와 금융채의 비중은 증가하였으나 외화유가증권, 대출채권, 부동산의 비중은 꾸준히 감소

〈표 4〉 생명보험회사 운용자산 구성비와 위험가중자산비율

(단위: %)

구분	09Q1	10Q1	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
현금과예치금	4.8	3.5	3.8	4.4	4.1	4.4	4.0	4.2
주식	5.3	6.0	6.5	5.9	5.4	5.9	5.8	5.6
국·공채	23.5	25.0	26.1	25.7	25.6	25.4	23.8	23.5
특수채	14.0	17.0	19.5	20.2	20.8	21.2	22.4	23.0
금융채	3.2	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1	4.5	4.2
회사채	4.2	4.1	4.6	4.6	4.8	5.2	5.6	5.4
수익증권	4.8	5.3	4.3	4.3	4.0	3.4	4.7	5.0
외화유가증권	9.0	7.1	6.0	5.8	6.1	5.7	5.2	5.2
대출채권	25.3	23.4	21.4	20.9	21.0	20.8	19.5	19.3
부동산	4.7	4.3	3.9	4.0	3.9	4.0	3.6	3.5
위험가중자산비율	39.3	37.9	35.6	34.8	34.2	34.5	34.8	34.8

자료: 금융감독원.

■ 회사그룹별로 보면 금융위기 이후 대형사, 중소형사, 외국사 모두 국공채와 특수채의 비중을 확대하였으며, 특히 중소형사의 비중 증가가 두드러짐.

- 2012년 기준으로 대형사에 비해 중소형사는 국공채와 특수채의 비중이 낮고, 외국사는 국공채와 특수채의 비중이 2/3 이상인 것이 뚜렷한 차이점
- 외국사는 위험가중자산비율이 낮아 수익성보다는 안정성을 추구하는 것으로 판단됨.
- 금융위기 이후 중소형사는 위험가중자산비율을 대폭 낮춤으로써 안정성을 높이는데 주력

〈표 5〉 생명보험회사 유형별 운용자산 구성비

(단위: %)

구분	대형사		중소형사		외국사	
	09Q1	12Q2	09Q1	12Q2	09Q1	12Q2
현금과예치금	4.7	3.2	5.6	9.4	4.8	3.3
주식	6.3	8.4	4.1	1.7	1.2	1.6
국·공채	22.9	23.5	7.6	15.9	45.7	44.3
특수채	12.6	20.0	14.5	22.1	21.0	24.5
금융채	2.2	1.7	5.9	5.4	5.2	4.1
회사채	3.6	4.0	7.6	7.8	3.8	8.2
수익증권	3.9	3.6	11.9	9.2	1.3	0.8
외화유가증권	10.9	7.4	5.5	3.0	2.9	1.6
대출채권	27.0	22.7	28.8	19.4	11.5	10.3
부동산	5.3	4.9	4.7	2.8	1.6	0.8
위험가중자산비율	37.0	34.9	45.6	34.5	19.4	19.4

주: 1) 대형사는 삼성, 교보, 한화.

2) 위험가중자산비율은 각 회사의 위험가중자산비율을 단순평균.

자료: 금융감독원.

#### ■ 금융위기 이후에는 위험가중자산비율이 가장 낮은 외국사의 위험조정 수익률이 가장 높은 것으로 나타남.

- 국공채와 특수채의 비중이 가장 높은 외국계 생보사의 운용수익률 변동성이 가장 안정적
- 중소형사는 자산배분을 빠르게 변화시킴으로써 안정성을 높이며 초과수익을 확보하여 샤프비율이 대형사에 비해 다소 높음.

〈표 6〉 생명보험회사 유형별 운용성과 1

(단위: %)

구분	운용수익률		국고채(1년) 수익률 평균	초과수익률		샤프 비율
	평균	표준편차		평균	표준편차	
대형사	5.62	0.35	3.14	2.49	0.56	4.45
중소형사	5.48	0.32		2.34	0.48	4.92
외국사	5.22	0.26		2.09	0.41	5.08

주: 1) 초과수익률은 운용수익률-국고채 수익률, 샤프비율은 초과수익률의 평균을 표준편차로 나눈 값.

2) 2009년 1분기부터 2012년 2분기까지의 성과.

자료: 한국은행, 업무보고서.

#### ■ 보다 긴 기간의 성과를 비교할 경우 위험가중자산 비율이 가장 높았던 중소형사가 가장 높은 위험조정 수익률을 달성함.

- 2005년 이후 중소형사의 자산배분은 평균적으로 대형사나 외국사에 비해 국공채와 특수채의 비중이 낮으며 위험가중자산의 비중이 높았으며, 외국사는 위험가중자산의 비율이 가장 낮았음.
- <표 7>의 결과는 시기에 따라서 위험가중자산의 비중을 높이는 것이 효율적인 전략이 될 수도 있음을 보여줌.
  - 초과수익률의 표준편차가 위험가중자산비중과 반비례하는 것은 다소 의외의 결과

〈표 7〉 생명보험회사 유형별 운용성과 2

(단위: %)

구분	운용수익률		국고채(1년) 수익률 평균	초과수익률		샤프 비율
	평균	표준편차		평균	표준편차	
대형사	5.80	0.33	3.99	1.81	0.86	2.11
중소형사	5.88	0.49		1.89	0.67	2.81
외국사	5.03	0.46		1.04	1.15	0.91

주: 1) 초과수익률은 운용수익률-국고채 수익률, 샤프비율은 초과수익률의 평균을 표준편차로 나눈 값.

2) 2005년 1분기부터 2012년 2분기까지의 성과.

자료: 한국은행, 업무보고서.

- 국내 생보사의 성과를 관찰한 결과, 자산배분이 투자성과에 미치는 영향은 시기에 따라 다르다고 할 수 있음.

## 4. 결론 및 시사점



- 위험자산의 비중을 증가시키는 자산의 다변화가 반드시 투자성과를 제고시키는 것은 아님.
  - 자산시장의 발달정도와 투자시기에 따라 실현된 위험조정수익률은 달라짐.
- 경기의 불확실성이 크고 채권시장의 다양성과 유동성이 낮은 경우에는 안정성 위주의 채권투자가 효율적일 수 있음.
  - 금융위기 이후 국내 생보사의 투자 성과도 이와 일치

- 그럼에도 불구하고 채권 투자 시 일정 수준의 신용위험을 지속적으로 부담함으로써 높은 위험조정 투자 성과를 달성하는 미국 생보사의 자산배분 전략은 국내 보험사에도 시사하는 바가 있음.
  - 미국 생보사의 경우 시장 상황에 무관하게 1/3정도의 채권을 BBB 이하의 등급으로 보유
    - 단, 5년 누적 부도율로 볼 때 미국의 BBB등급 채권은 국내의 A등급 채권과 유사하며, 미국의 BB등급이 국내의 BBB등급과 유사함은 주의해야 할 점임.<sup>2)</sup>
  - 국내 생보사는 경기가 회복기이거나 호황기일 때도 지나치게 보수적으로 자산배분을 하여 효율적으로 투자수익을 제고시킬 수 있는 기회를 놓친 것은 아닌지 생각해 볼 필요가 있음.
  
- 향후 미국 생보사와 유사한 수준으로 채권투자를 다각화하기 위해서는 채권시장의 발달과 보험사의 투자 능력 제고가 선행될 필요가 있음.
  - 국내에서는 BBB등급 이하의 채권 발행이 미미한 수준<sup>3)</sup>으로 투자에 어려움이 있음.
    - 보험사나 연기금과 같은 장기 기관투자자들이 투자를 회피하기에 비우량채권시장이 활성화되지 못한 면도 있음.
  - A등급 이하의 채권에 대한 위험계수가 4~6%에 이르는 것도 보험회사가 투자하기에 부담이 되는 요소
    - A등급과 BBB등급의 위험계수를 차별화 하는 것도 검토할 필요가 있는 것으로 보임.
  - A등급 이하의 채권에 대한 선별 능력을 키우는 것도 선결과제 **kiri**

2) 금융투자협회 (2012. 3), 「부도율 및 회수율 분석 보고서」, 〈표 11, 12〉 참조.

3) 2009. 3~2011. 2 기간에 BBB등급 이하의 회사채 발행액은 15조 원 정도로서 전체 회사채 발행규모의 12% 가량. 임형준(2011), 「비우량 회사채시장 활성화 방안」 참조.