

# kiri Weekly

2012.11.5 제206호

## 이슈

국내 생명보험회사의 부동산 투자 현황과 시사점

## 포커스

재난지역 선포 및 지원 제도의 정치적 남용과 사마리아인 딜레마

## 금융보험 해설

손해보험의 이해 12: 화재보험 개념 및 종류

## 국내금융 뉴스

금융위, 퇴직연금 가입자 보호 강화  
보험회사 주택담보대출 연체율 증가

## 해외금융 뉴스

북미 \_ 미국 3/4분기 GDP 2.0% 증가  
유럽 \_ 유럽, 금융규제 강화 조짐  
일본 \_ 일본은행, 11조 엔의 추가금융완화  
중국 \_ 생명보험 상위보험회사 3/4분기 경영실적 악화

## 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)



# 국내 생명보험회사의 부동산 투자 현황과 시사점

박선영 연구위원, 이해은 연구원

## 요약

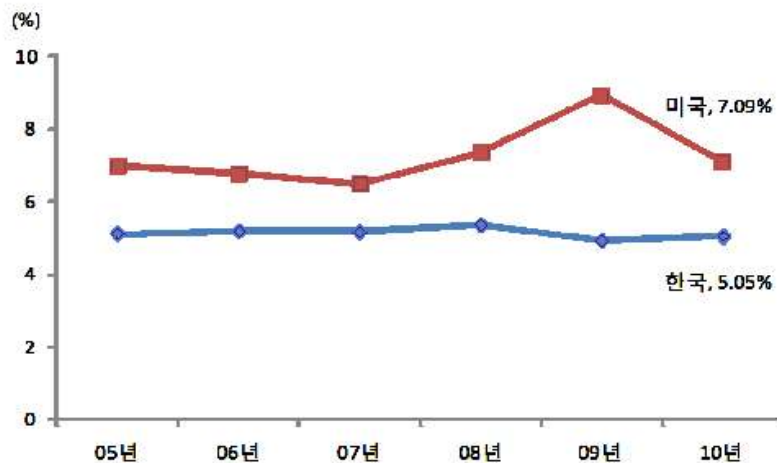
- 저금리 장기화로 인해 일부 상품에서 역마진을 겪고 있는 생명보험회사의 경우 자산운용 수익률 제고와 대체 투자처 발굴을 위해 다양한 노력을 하고 있음. 가계연체율 증가로 침체기를 겪고 있는 주택시장과는 달리 상업용 부동산 시장은 상대적으로 안정적인 임대 수익을 올리면서 대체투자처로서 기관투자자의 관심을 모으고 있음. 본고는 생명보험회사의 부동산 투자 현황을 살펴보고 생명보험회사의 자산운용에 있어 부동산 투자가 갖는 시사점을 도출함.
- 현재 우리나라 생명보험회사의 부동산 투자는 운용자산 대비 3.60% 수준으로 보수적인 차원에 머물러 있음. 부동산 투자 이익률도 유가증권 및 대출채권 수익률보다 낮은 3.5%에 불과한데, 이는 오피스시장 평균 수익률 6.97%에 비해 낮은 수준임. 보험사별로는 그룹 계열사를 거느린 대형보험회사와는 달리 중소형 보험회사의 경우 부동산 투자 이익률의 변동폭이 상대적으로 컸음.
- 생명보험회사가 시장평균을 밑도는 낮은 부동산 투자 이익률을 기록한데는 투자용 부동산과 영업용 부동산이 혼재되어 투자이익률의 개념이 희석되고 시가평가가 제대로 이뤄지지 못해 자본수익률이 제대로 반영되지 못한 측면이 큰 것으로 분석됨. 또한 부동산의 특성상 유동성이 떨어지고 가치의 변동성이 커 자본 위험 분류 시 채권보다는 고위험군으로 분류되기 때문에 보험회사가 공격적인 투자보다는 보수적인 투자 전략에 머무르고 있기 때문인 것으로 분석됨.
- 주식, 채권 등 기초자산과의 상관관계가 낮은 부동산은 포트폴리오 다각화 측면에서 효과적인 자산운용 수단으로서의 활용도가 높음. 다만, 보험회사 특유의 자산부채관리(ALM, Asset Liability Management) 차원에서의 종합적인 위험관리가 더불어 요구된다. 따라서 위험·수익군별로 핵심(Core), 가치성장(Value-added), 기회(Opportunistic) 자산 등으로 부동산을 세분화하고 이에 따른 선별적이고 전문적인 투자접근방법이 요구되고 있음. 또한 부동산 투자관련 전문 인력을 양성하고 해외 부동산 투자의 탈규제라는 국제화 추세와 맞물려 해외 투자의 장애로 지적되고 있는 부동산 투자 자회사 설립의 승인절차를 완화할 필요가 있음.

## 1. 검토배경



- 저금리 시대에 경영성과를 제고하기 위해 보험회사의 경우 대체 투자 수익원 발굴에 주력하는 가운데 부동산 시장은 자산포트폴리오 다변화(Portfolio Diversification)와 안정적인 현금흐름 창출의 장점을 앞세워 대체 투자시장으로서의 관심을 지속적으로 받고 있음.
- 가계대출 연체율 상승과 전반적인 주택경기 침체 양상에도 불구하고 상업용 부동산 시장은 대체적으로 안정적인 임대료 수익을 올리고 있음.
  - 부동산 시장의 투자동향을 가늠하는 바로미터인 자본환원율(Cap Rate)로 해석되는 소득수익률 추세를 보면 2008년 글로벌 금융위기 이후 국내외 오피스 시장은 5~7% 전후의 안정적인 임대 수익을 올리고 있음.

〈그림 1〉 한국과 미국 오피스 시장 소득수익률 추이



주: 1) 소득수익률 = 순영업소득(임대료 등 수입 - 영업경비)/기초자산가격

2) 미국은 매년 12월 monthly closed cap rate 기준.

자료: 국토해양부, Real Capital Analytics.

- 보험회사를 비롯해 대체 투자처 발굴에 나선 기관투자자를 중심으로 국내외 부동산 매물에 대한 관심이 높아지고 있음.
  - 한화생명 (구 대한생명)은 지난 8월 영국 런던 금융업무지구인 씨티의 우드스트리트에 있는 국제 법률회사 에버쉐즈의 본사건물을 2,500억 원에 매입

- 삼성생명은 삼성물산과 협력하여 중국 베이징 중심상업지역 건축부지에 57층짜리 랜드마크 빌딩 건립을 계획

- 본고는 저금리 시대에 대체투자 발굴에 주력하고 있는 국내 생명보험회사의 부동산 투자현황을 분석·점검하고 부동산 투자 및 향후전략에 대한 시사점을 도출하였음.

## 2. 국내 생명보험회사의 부동산 투자현황



- 생명보험회사의 부동산 투자는 경제발전 및 정부정책에 민감하게 반응하면서 2000년대 이후 대폭 축소되는 양상을 보여 전체 운용자산 대비 투자비중이 지속적인 하락세를 보임.

- 운용자산규모는 최근 10년 새 빠른 속도로 증가한 반면 부동산 투자액은 소폭 증가세를 보이면서 비중이 축소
  - 국내 생명보험 운용자산 규모는 FY2000 100조 원에서 FY2011 383조 원으로 3배 이상 급성장
  - 운용자산 가운데 부동산 투자는 동기간 9조 5,000억 원에서 13조 8,000억 원으로 완만한 상승세를 보임.
  - 운용자산 중 부동산이 차지하는 비중은 FY2000 9.52%에서 지속적인 감소세를 보이면서 FY2011 3.60%까지 떨어졌음.

〈그림 2〉 생명보험회사의 운용자산 대비 부동산 투자 비중

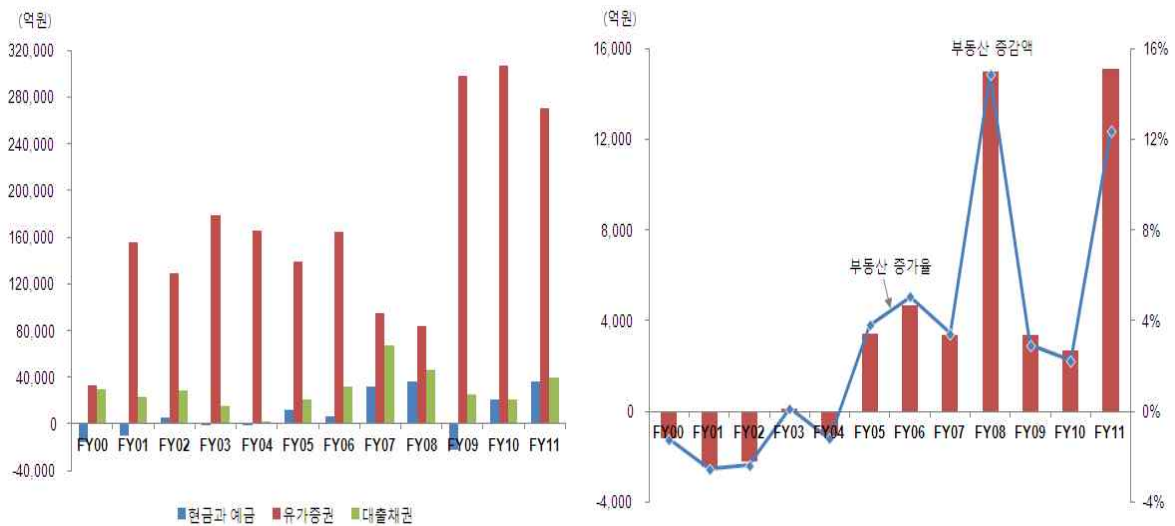


자료: 생명보험협회.

■ 국내 생명보험회사의 부동산 투자규모는 최근 들어 대출채권과 함께 증가하는 모습을 보이고 있음.

- 카드대란을 겪었던 2004년까지 부동산 투자는 감소세를 보이다가 글로벌 금융위기 직전인 FY2008 1조 5,000억 원 가량 늘어남.
  - 이후 글로벌 금융위기로 감소세로 돌아선 뒤 FY2011 1조 5,000억 원 규모의 증가세를 보이면서 금융위기 직전 수준으로 회복

〈그림 3〉 운용자산별 증감액과 부동산 자산 증가율 추이



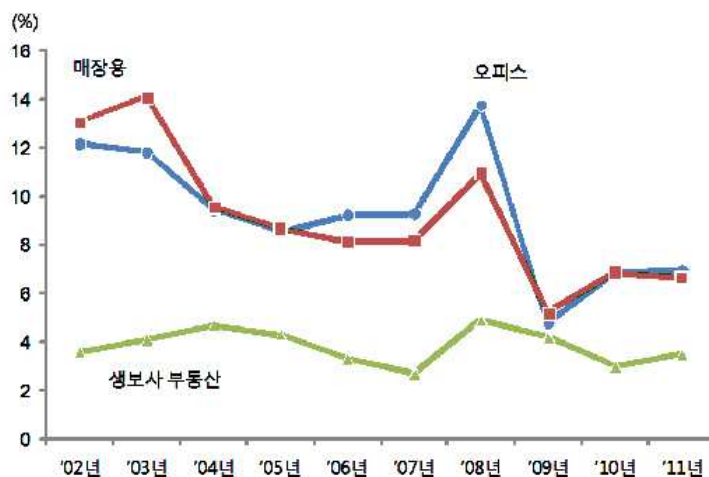
자료: 생명보험협회.

■ 생명보험회사는 부동산을 적극적인 투자보다는 인플레이션 헤지를 위해 최소한의 투자수익을 방어하는 보수적인 수단으로 운영하는 성향을 보임.

■ 생명보험회사의 평균 부동산 투자 이익률은 오피스시장 평균 수익률과 괴리를 보이고 있음.

- 2011년 상업용 부동산 오피스 투자수익률은 6.97%, 매장용 투자수익률은 6.66%를 기록한데 반해 생명보험회사의 부동산 투자이익률은 3.50%에 불과한 것으로 나타남.

〈그림 4〉 생보사 부동산 투자와 오피스·매장용 부동산 시장평균 수익률 비교



주: 1) 오피스·매장용 투자 수익률 = 소득수익률 + 자본수익률  
 소득수익률 = 순영업소득(임대료 등 수입 - 영업경비)/기초자산가액  
 자본수익률 = 자산가격변동액/기초자산액  
 2) 생보사 부동산 투자 이익률 = 투자이익 ÷ (연초자산 + 연말자산 - 투자이익) × 1/2 × 100  
 자료: 국토해양부, 생명보험협회.

■ 생명보험회사의 부동산 투자가 오피스시장 평균 수익률을 밑도는 이유는 자산분류상 투자용 부동산과 업무용 부동산이 혼재되어 수익률의 공시가 명확하지 않기 때문인 것으로 분석됨.

- 재무제표 상 부동산은 현재 업무시설용과 투자사업용이 혼재되어 있고 업무시설용은 자가사용분이 임대수익에서 누락되면서 전체 부동산 자산의 소득수익률이 낮게 나타남.
- 부동산의 상당수가 장부가 평가방식에 머무르고 시가평가가 제대로 이뤄지지 않아 부동산 자산의 자본수익률 부분이 제대로 계상되지 않은데 따른 결과로 분석됨.

■ 그룹 계열사를 거느린 대형 보험회사의 경우 부동산 투자 이익률의 변동폭이 크지 않고 안정적인데 반해 중소형 보험회사의 경우 변동폭이 큰 것으로 나타남.

- 그룹 계열사를 거느리고 있는 삼성생명과 한화생명(구 대한생명)은 3~5% 전후의 완만한 부동산 투자 이익률을 유지하면서 FY2011 각각 4.08%와 2.79%를 기록함.
- 반면에 교보생명, 미래에셋생명, 알리안츠생명은 계열사를 보유한 대형 보험회사보다는 이익률 변동폭이 큼.
  - FY2011 교보생명은 3.45%, 미래에셋생명은 2.24% 그리고 알리안츠생명은 2.79%를 기록함.
  - 미래에셋(FY2009)과 알리안츠(FY2002)의 경우 투자용 토지의 지가상승분이 반영되면서 이례적으로 높은 투자이익률을 기록했음.

〈표 1〉 주요 생명보험회사별 부동산 투자 이익률 추이

구분	FY02	FY03	FY04	FY05	FY06	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11	평균 수익률
삼성	3.42	3.62	5.73	3.68	4.08	2.89	5.61	5.37	3.77	4.08	4.23 (0.99)
한화	2.31	2.32	2.88	2.29	1.35	0.65	2.06	3.14	3.26	2.79	2.31 (0.81)
교보	2.89	6.19	3.6	6.77	1.81	3.52	1.49	1.81	1.16	3.45	3.27 (1.92)
미래에셋	0.12	3.83	7.26	3.62	2.71	1.96	1.99	21.16	2.40	2.24	4.73 (6.06)
알리안츠	11.74	2.68	3.15	2.88	4.60	2.18	5.04	5.16	2.47	2.79	4.27 (2.84)

주: 1) 생보사 부동산 투자이익률 = 투자이익 ÷ (연초자산 + 연말자산 - 투자이익) × 1/2 × 100

2) ( )안은 표준편차를 의미함.

자료: 국토해양부, 생명보험협회.

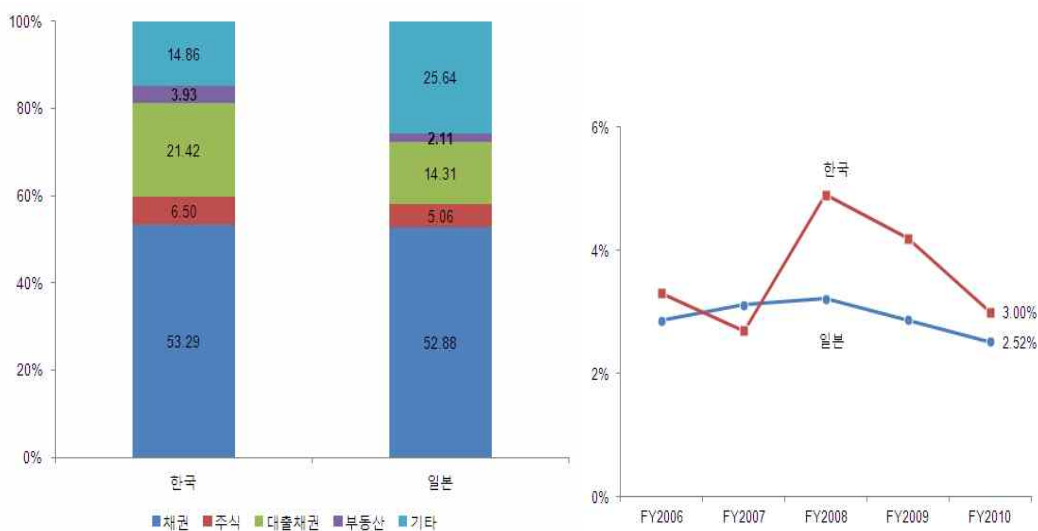
### 3. 외국사례



■ 국내 생명보험회사의 경우 부동산 투자비중과 투자이익률 면에서 일본을 앞서고 있는 것으로 나타났음.

● 일본의 부동산 투자 비중은 FY2010 2.11%로 한국(3.93%)에 비해 낮고 부동산 투자이익률 면에서도 일본(2.52%)이 한국(3%)보다 낮게 나타났음.

〈그림 5〉 한국과 일본 생명보험회사의 자산구성 현황과 부동산 이익률



자료: 생명보험협회.

■ **일본 금융청은 2010년 10월 보험회사의 해외부동산 투자를 촉진시키기 위하여 관련 규제를 완화한다고 밝혔음.**

- 지금까지 일본 금융청은 해외부동산에 투자하는 보험회사의 현지법인에 대하여 전액출자를 의무화 해왔지만, 이번 규제 완화로 인해 앞으로는 의결권의 과반수를 확보하고, 전체 자금조달액의 50% 이상만 출자하면 자회사를 통한 해외부동산 투자가 가능해짐.
- 한편, 47개 일본 생명보험회사의 2010년 9월 말 기준 자산운용상황에 따르면, 국내외 부동산 투자액은 6조 5,790억 엔으로 전체의 2.1%에 불과함.
  - 일본 생보사들은 이번 규제 완화를 배경으로 신흥국 부동산에 대한 투자를 확대하고, 해외부동산 투자전문회사 및 합작회사의 설립을 가속화할 것으로 전망됨.

■ **중국 정부가 보험회사의 상업용 부동산에 대한 투자를 허용함에 따라, 기관투자가 대상 부동산 수요가 증가하고 있음.**

- 중국 정부는 2010년 9월 보험회사의 부동산 및 부동산 관련 금융상품에 대한 투자를 총자산의 10%까지 허용한다고 공표한 바 있음.
  - 이에 따라 중국 보험회사의 상업용 부동산 및 보험사업 관련 부동산 등에 대한 투자가 가능해진 반면, 부동산 개발사업 참여나 주거용 부동산 및 비상장 부동산에 대한 투자는 금지
- 한편, 중국 보험회사들의 경우 부동산 투자를 위한 전문 관리팀을 구성하고 투자를 확대함에 따라 상업용 부동산 프로젝트가 증가하는 추세임.
  - 다만, 현재 중국에는 보험회사를 포함한 기관 투자가가 구입할 수 있는 부동산이 충분하지 않아 수요 증가에 한계가 있을 것으로 예상됨.

■ **미국 2위 생명보험그룹인 프루덴셜 파이낸셜은 2010년 6월에 1억 5,000만 파운드(2억 2,500만 달러)를 유럽 상업용 부동산에 투자한다고 발표함.**

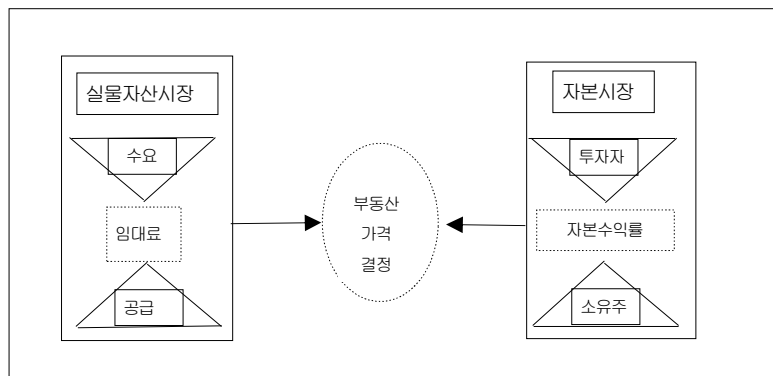
- 다른 금융권이 이에 대한 투자를 축소하려는 것과 비교되는 움직임이라는 평가가 있음.
- 잭 테일러 프루덴셜 부동산 투자 부문 대표는 "상업용 부동산 시장의 극심한 자금 부족 현상으로 인해 투자 자금을 빌리기 원하는 수요가 분명히 창출되고 있다"고 말함.
  - 미국 최대 보험사인 메트라이프 역시 상업용 부동산 가치가 최고점에서 부터 40%까지 폭락한 이후 회복될 조짐을 보이고 있다고 주장함.

## 4. 부동산 투자 시 고려사항과 규제 현황



- 부동산 가치는 실물자산시장과 자본시장의 상호작용을 통해 결정되며 임대료 수익과 자본수익률 두 가지 요인이 투자수익을 결정함.

〈그림 6〉 부동산 가격결정 채널



자료: Galtner and Miller(2007), "Commercial Real Estate Analysis & Investments" 재정리.

- 부동산 투자에 따른 편익과 위험은 크게 다음과 같이 요약됨.
  - 편익측면에서 부동산은 주식·채권과의 상관관계가 낮아 포트폴리오 분산투자 효과를 노릴 수 있고 장기 투자 시 실물자산 특유의 인플레이션 헤지가 가능해 고정적인 임대수입을 확보할 수 있다는 장점이 있음.
  - 위험측면에서 부동산은 가치의 변동성이 커 대체로 위험자산으로 분류되며 현금화가 즉시 이뤄지지 않아 유동성 위험(liquidity risk)이 상존하며, 특히 실물 부동산(사모형 부동산, private real estate market) 시장은 분산화(segmentation)된 시장으로 소유주와 투자자 사이에 정보비대칭성이 강하고 지역성이 강해 부동산 규제와 조세정책에 직접적으로 노출되는 위험이 따름.
- 주식, 채권 등 기타 자산과의 상관관계가 낮은 부동산은 투자 포트폴리오 다변화 (portfolio diversification) 차원에서 기여도가 높은 것으로 알려짐.
- UBS real estate research(2004)의 조사연구에 따르면 부동산을 편입했을 때 포트폴리오의 평균 수익률이 0.2%p~0.5%p 정도 개선되는 효과가 있음.

- 다만, 보험회사 특유의 자산부채관리(ALM, Asset Liability Management) 차원에서 부동산 자산의 위험요인 증가를 고려할 필요가 있음.

〈표 2〉 1978년~2004년 미국 시장 부동산 투자의 포트폴리오 개선효과

자산군	부동산 제외	실물부동산 편입	REITs 편입
채권전체	39.7%	22.1%	20%
해외주식	7.5%	5.7%	5%
국내 대형주	45.3%	49.8%	47.6%
국내 소형주	7.5%	7.5%	7.5%
부동산	-	15%	12.4%
REITs	-	-	7.5%
포트폴리오 평균	12.8%	13.0%	13.3%
포트폴리오 표준편차	10.3%	10.3%	10.3%

주: 실물부동산은 NCREIF property index, REITs는 NAREIT Equity Index.

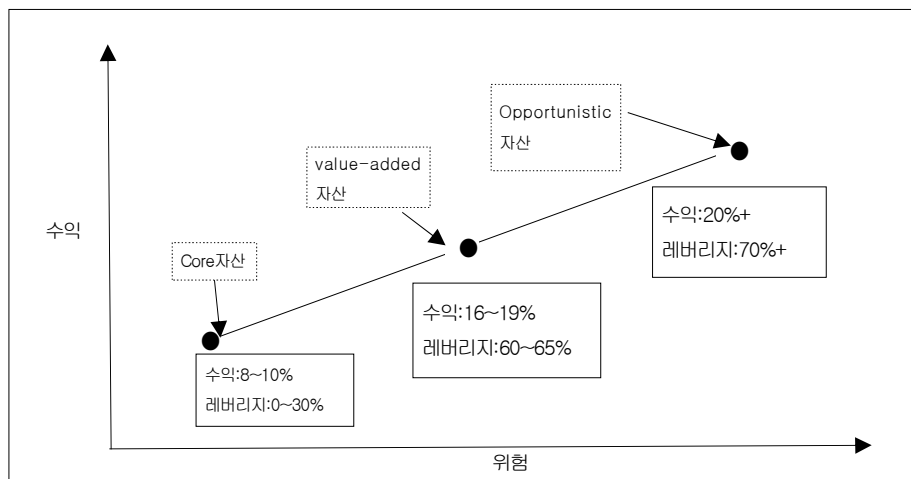
채권 및 주식은 각각 Lehman Aggregate Bond Index, EAFE International Index, S&P500 Stock Index.

자료: UBS real estate research(2004) 재정리.

#### ■ 부동산의 위험·수익 분류에 따르면 핵심(Core), 가치성장(Value-added), 기회(Opportunistic) 자산 등 세 가지 유형이 존재하며 각 위험군별로 선별적이고 전문화된 투자 접근법이 요구됨.

- Core 자산은 입지, 시설 용도 및 입주자 수준 등에서 높은 등급의 상업용 부동산으로 장기적으로 임대료 상승과 자산가치의 증대가 기대되는 자산을 의미함.
  - 장기간 동안 건물 재건축가치(replacement cost)의 증대 및 임대료의 상승 등으로 기타 자산군에 비해 우수한 장기적 인플레이션 헤지 기능을 제공함.
- Value-added 자산은 용도 및 시장성 측면에서 현재 상태로는 가치가 낮으나 신축 재개발 혹은 임차인 갱신을 통해 잠재적 가치를 창출할 경우 Core 자산으로서의 위상을 획득할 가능성이 있는 자산을 의미함.
  - Value-added 자산은 Core 자산에 비해 변동성이 높고 투자의 불확실성이 상대적으로 높지만 창의성 있는 전문역량의 투입을 통해 투자성과의 극대화가 기대됨.
- Opportunistic 자산은 주로 구조조정 대상기업의 보유 부동산이나 부실채권에 대한 투자를 의미하며 투자의 핵심은 효과적인 가치평가로 저가 부동산을 인수, 재개발과 창의적 자산관리를 통해 자산가치를 증가시키는데 역점을 두고 있음.

〈그림 7〉 부동산 위험·수익 유형별 분류



자료: Martin Hoesli & Cloin Lizieri(2007), "Real Estate in the Investment Portfolio".

■ 보험업법상 보험회사의 부동산 투자는 업무시설용과 투자사업용 모두가 가능하며 위험기준지급여력제도 (RBC)상 부동산의 위험계수는 채권과 주식 중간 정도의 위험군으로 분류됨.

- 보험업법 시행령 (2012. 9. 10) 제 49조 1항에 따르면 업무시설용 부동산은 연면적의 100분의 10 이상을 보험회사가 직접 사용하는 영업장, 연수시설, 임원 또는 직원의 복리후생 시설 및 그 부대시설이 속함.
- 투자사업용 부동산은 주택사업, 부동산임대사업, 장묘사업 등 사회복지사업, 도시재개발사업, 사회기반시설사업 등 공공성 사업과 해외부동산업을 위한 토지·건물 및 부대시설을 통칭함.
  - 2007년 개선된 시행령 상에서는 부동산의 소유를 총자산의 15%, 투자 사업용 부동산은 총자산의 10%, 부동산 건당 총자산의 2%로 제한토록 규정함.
- RBC 제도상 부동산의 위험계수는 채권과 주식의 중간정도인 6%가 적용됨.
  - 기타 자산의 위험계수는 채권과 장외파생금융거래 (신용등급별로 0.8~6%), 주식(유동성 및 분산도 충족 시 8% 또는 미충족 시 12%), 소매대출(3%), 주택담보대출(1.4%) 등으로 요약됨.

## 5. 결론 및 시사점



- 부동산 자산은 주식, 채권 등 기타 자산과의 상관관계가 낮아 포트폴리오 다변화(Portfolio Diversification)와 수익률 개선 차원에서 생명보험회사가 저금리 시대에 대체투자처로서 주목해야할 대상임.
- 국내 생명보험회사의 부동산 투자 이익률은 오피스 시장평균 수익률과 괴리를 보이고 있는데 이에 대한 원인으로는 재무제표 상 자산분류 시 투자용 부동산과 임대용 부동산이 혼재되어 있고 생명보험회사가 부동산 투자를 적극적인 투자수단으로 활용하지 못한데 따른 결과로 분석됨.
- 핵심(Core), 가치성장(Value-added), 기회(Opportunistic)자산 등 부동산의 위험·수익 유형에 따른 전문화된 위험관리가 요구되며, 이를 위한 전문인력 발굴과 해외 부동산 전문채널과의 교류 협력 등 다각화된 부동산 투자방식이 요구됨.
- 주요국들이 해외 부동산 투자를 활성화하기 위해 법적 제도를 완화하고 있으며, 이러한 국제 시류에 발맞춰 국내 생명보험회사의 해외부동산 자회사 설립에 대한 승인절차를 완화하는 방안을 검토할 필요성이 대두됨. [kiri](#)