

요약

- 최근 보험산업은 자산·부채관리(ALM) 목적의 장기국채 매입을 확대하고 있으나, 이로 인해 보험회사의 장기 기관투자자로서의 역할이 약화될 우려가 있어 국채 투자의 대안으로서 해외투자를 검토함
- 보험회사의 해외투자 비중은 2010년대 초반부터 크게 확대되기 시작하여 2019년 정점을 기록한 이후 감소세로 전환되었으며, 2024년 들어 다시 증가세를 보였으나 여전히 2019년 정점 수준에는 미치지 못하고 있음
- 2010년대 보험회사의 해외투자를 확대시킨 주요 요인으로는 ① 글로벌 금융위기 이후 저금리 장기화에 따른 고수익 해외투자 수요 확대, ② 2023년 신제도(IFRS17/K-ICS) 도입으로 인한 ALM 관리 필요성 증대, 그리고 ③ 금융당국의 해외투자 활성화 정책 추진이 있음
- 반면 팬데믹 이후 ① 한·미 금리차 확대에 따른 환헤지 비용 상승, ② 글로벌 금융시장 변동성 증가로 인한 해외 채권 및 상업용 부동산 평가손실 확대는 보험회사의 해외투자를 위축시켰으며, 최근 ③ 보험수지차가 악화되는 가운데 통화정책 전환으로 ALM 관리를 위한 보험회사의 국채 매입이 확대되면서 해외투자 여력이 축소된 것으로 나타남
- 향후 저금리 기조가 지속되는 상황에서 환위험관리에 대한 유연성 제고 등 금융당국의 추가적인 제도적 지원이 이루어질 경우 보험회사의 해외투자에 긍정적으로 작용할 수 있으나, K-ICS 체계에서는 부채평가 할인율이 하락할수록 ALM 관리를 위해 장기국채 매입 유인이 커져 해외투자 확대는 제한적일 수 있음

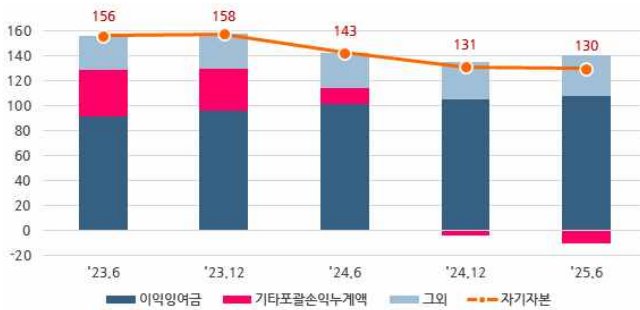
1. 검토배경

○ 최근 보험산업은 금리 하락에 따른 자본 축소에 대응하기 위해 자산·부채관리(ALM) 목적의 장기국채 매입을 확대하고 있음

- 대부분의 보험회사는 보험부채 만기에 비해 상대적으로 짧은 만기의 자산에 투자하고 있어, 동일한 금리 변화에도 부채 가치 변동폭이 자산가치 변동폭보다 크게 나타나 자본 변동으로 이어짐
- 특히 2024년 금융당국의 할인을 현실화 방안 시행과 시장금리 하락이 맞물리며, 기타포괄손익누계액이 음(-)으로 전환되고 자본이 크게 감소함
- 이에 따라 보험회사는 자산과 부채 간 금리 민감도 차이를 축소하기 위해 장기국채 매입을 지속적으로 확대하고 있으며, 2025년 6월 말 기준 전체 운용자산 중 국·공채 비중은 29%에 달함

〈그림 1〉 보험산업 자기자본 및 기타포괄손익누계액

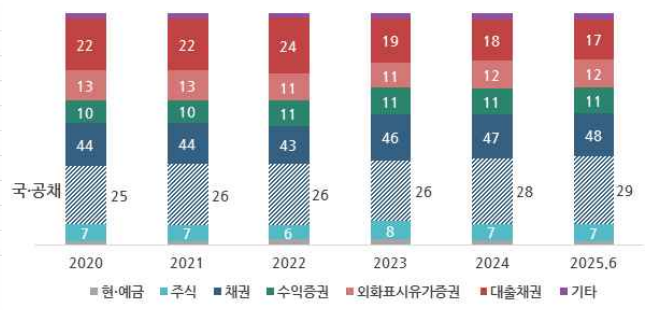
(단위: 조 원)



주: 보증·재보험회사는 분석 제외함
자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템

〈그림 2〉 보험산업 운용자산 구성

(단위: %)



주: 보증·재보험회사는 분석 제외하였으며, 2020~2022년은 IAS39 /IFRS4 기준, 2023년 이후는 IFRS9/17 기준임
자료: 보험회사, 「업무보고서」

○ 보험회사의 장기국채 보유 확대는 금리 위험관리와 정부 조달비용 절감 측면에서 긍정적이지만, 장기금리를 왜곡시켜 보험부채 할인율을 추가로 낮춤으로써 보험회사의 장기 기관투자자 역할을 약화시킬 우려가 큼

- 한국 채권시장에서 장기물이 국채 중심으로 형성된 상황에서, 금리 하락에 대응한 보험회사의 장기채 수요 증가는 금리 기간구조의 평탄화를 심화시키고, 그 결과 부채 증가에 따른 보험회사의 자본 감소를 더욱 가중시킬 수 있음
- 이러한 순환 구조는 보험회사의 생산적 부문에 대한 자금 공급 여력을 축소시키고 투자수익률을 하락시켜, 연금 및 저축성보험의 경쟁력을 약화시키며, 결과적으로 보험산업의 노후소득 보장 기능까지 저하시킬 가능성이 있음

○ 이에 본고에서는 국채 투자의 대안으로서 해외투자에 대한 최근 10년간 보험회사의 동향을 살펴보고 해외투자 확대 및 축소 요인을 분석하고자 함

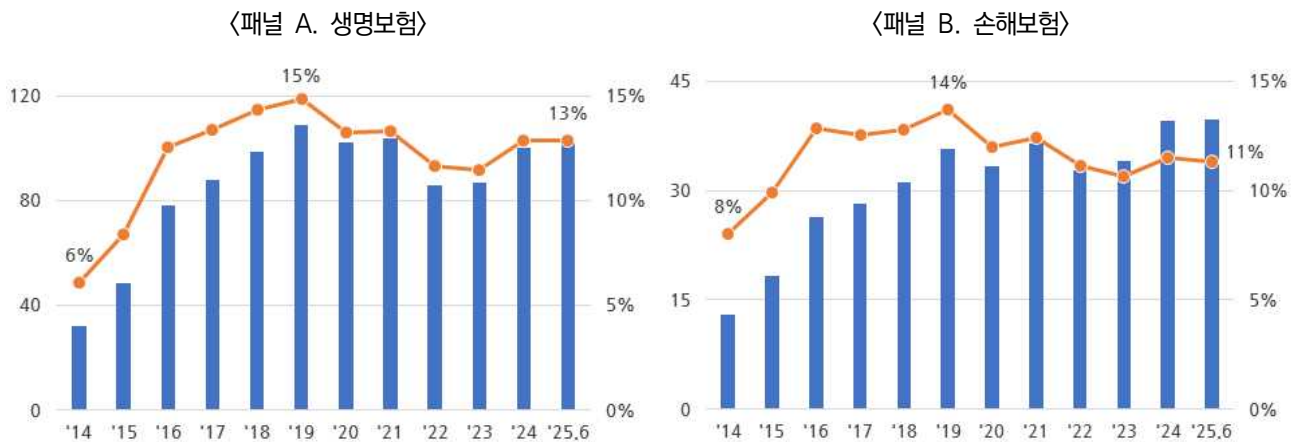
- 해외 장기투자시장은 회사채뿐만 아니라 인프라·부동산·사모 등 대체투자가 국내보다 상대적으로 발달해 있으며, 해외투자는 수급 불균형으로 인한 국내 장기금리 왜곡 현상을 완화시킬 수 있음

2. 보험회사 해외투자 동향

- 보험회사의 해외투자 비중은 2010년대 초반부터 확대되다가 2019년 정점을 기록한 이후 감소세로 전환됨
 - 생명보험회사의 해외투자는 2014년 말 32조 원에서 2019년 말 109조 원으로 증가하며 전체 운용자산 비중도 6%에서 15%로 상승하였으나, 이후 하락세를 보여 2023년 말에는 87조 원, 비중은 11% 수준으로 축소됨
 - 손해보험회사의 해외투자 역시 2014년 말 13조 원에서 2019년 말 36조 원으로 확대되며 비중이 8%에서 14% 까지 상승하였으나, 이후 감소하여 2023년 말에는 34조 원, 비중은 11%로 낮아짐
 - 2024년 들어 해외투자 규모가 다시 증가세를 보였으나, 투자 비중은 여전히 2019년 정점 수준에는 미치지 못함

〈그림 3〉 국내 보험회사 해외투자 규모 및 비중 추이

(단위: 조 원)



주: 해외투자 비중 = (해외제예금 + 외화유가증권 + 해외부동산) / 운용자산

자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템

3. 보험회사 해외투자 확대 및 축소 요인

- 2010년대 보험회사의 해외투자 확대 요인으로는 ① 저금리 장기화에 따른 대체투자 수요 확대, ② 신제도 (IFRS17/K-ICS) 도입에 따른 자산·부채 듀레이션 갭 축소 필요, ③ 정부의 해외투자 활성화 정책 추진 등이 있음
- 글로벌 금융위기 이후 저금리 기조가 지속되면서 보험회사의 투자수익률 제고를 위한 고수익 해외투자 수요가 확대됨
 - 2019년 기준 생명보험회사의 보험료 적립금 평균이율은 4.18%였으나, 운용자산이익률은 3.55%에 불과하여 이자 역마진 구조가 고착화됨

- 특히 당시 환헤지 비용이 큰 폭의 마이너스 구간에 머물면서, 환헤지 후 미국 국채 매입이 한국 국채보다 수익률 측면에서 유리하게 작용함

〈그림 4〉 생명보험회사의 투자수익률과 부채적립이율

(단위: %)



자료: 생명보험회사, 업무보고서

〈그림 5〉 한국 및 미국 10년물 국채 수익률

(단위: %)



자료: FRED, 연합뉴스

○ 2023년 부채시가평가를 기반으로 한 회계제도(IFRS17)와 자본규제(K-ICS)가 도입되면서 보험회사는 자산·부채 듀레이션 갭 축소를 통한 자본관리 필요성이 커짐

- 저금리 환경에서 보험회사는 자산·부채 간 듀레이션 갭을 줄이기 위해 장기채권 투자를 확대해야 했으나, 보험산업의 자산규모에 비해 국내 장기채권 시장은 매우 협소하여 충분한 투자처를 확보하기 어려웠음
- 예를 들어, 2019년에 발행된 채권 중 만기 20년 이상 물량은 54조 원으로 보험산업 운용자산의 약 5%에 해당하며, 대부분 국·공채로 이루어져 평균 발행금리가 1.7%로 낮았음

〈그림 6〉 채권 종류별 발행 규모

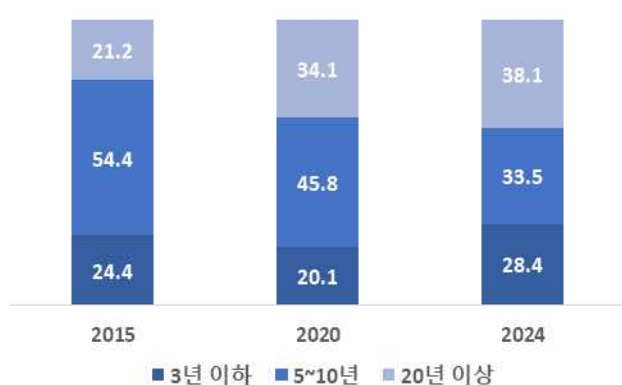
(단위: 조 원)



자료: 기획재정부, 국채시장 통계

〈그림 7〉 만기별 국고채 발행 비중

(단위: %)



자료: 기획재정부, 국채시장 통계

- 또한 정책당국은 보험회사의 해외투자 한도를 상향하고, 투자대상 범위를 확대하며, 환위험관리에 대한 유연성을 제고하는 등 규제 개선을 통해 해외투자를 촉진함
 - 2005년 외화자산 투자한도를 총자산의 20%에서 30%로 확대하였고, 2020년 다시 50%로 상향하여 해외투자 여력을 크게 넓힘
 - 외화대출 취급 허용 및 내국인 발행 외화증권에 대한 국내 신용평가기관의 신용등급 인정(2006년), 우수 신용등급(A- 이상)을 지닌 비금융기관 보증 외화증권 투자 허용(2014년), 해외 감독당국이 지정한 신용평가기관의 신용등급 인정(2016년) 등을 통해 보험회사가 투자할 수 있는 외화자산의 범위를 단계적으로 확대함
 - K-ICS 도입 전 RBC 제도하에서 해외채권 듀레이션 인정 기준을 완화하여, 2013년에는 1년 이상 환헤지 시 해외채권의 잔존만기 듀레이션을 인정하였고, 2017년에는 환헤지 여부와 관계없이 해외채권 듀레이션을 인정함

- 반면 2020년대 보험회사의 해외투자 축소 요인으로는 ① 환헤지 비용 증가로 인한 기대수익률 하락, ② 해외투자 자산의 평가손실 확대, ③ 보험수지차 악화 및 국채 매입 확대에 의한 해외투자 여력 감소 등이 있음

- 팬데믹 이후 고물가에 대응한 주요국의 금리 인상 기조로 한·미 금리차가 크게 확대되었고, 이에 따라 환헤지 비용이 급격히 상승하면서 해외투자의 기대수익률은 국내투자 대비 매력이 떨어지게 됨
 - 미국은 물가 압력에 대응해 공격적으로 기준금리를 인상한 반면, 한국은 경기 둔화 우려로 동일한 수준의 인상을 단행하지 못해 양국 간 금리차가 약 150~200bp 수준으로 상당히 큰 폭으로 유지됨
 - 한·미 금리차 확대는 환헤지 비용 상승으로 연결되어, 특히 보험회사의 해외채권 수요를 감소시키는 요인으로 작용함

- 금리 상승과 글로벌 금융시장의 변동성 확대는 보험회사가 보유한 해외투자 자산, 특히 해외 채권과 상업용 부동산의 평가손실을 확대시켜 결과적으로 보험회사의 해외투자 선호를 위축시키는 요인으로 작용함
 - 금리 상승은 해외 채권의 평가가치를 직접적으로 낮추는 요인으로 작용하였으며, 국내외 금리의 동조성이 약화되면서 금리 변화에 대한 자본의 취약성이 더욱 두드러짐
 - 아울러 금융시장 변동성 확대, 금리 인상에 따른 금융비용 부담 증가, 근무·소비 패턴 변화에 따른 수요 약화 등으로 해외 상업용 부동산을 비롯한 해외 대체투자 자산의 평가손실이 확대됨

- 한편 보험수지차가 악화되는 가운데 최근 통화정책 전환으로 금리가 하락하면서 ALM 관리를 위한 보험회사의 국채 매입이 확대되었고, 이로 인해 해외투자 여력이 축소됨
 - 보험료 수입에 비해 사업비 지출이 빠르게 증가하여 신규 투자재원이 부족한 상황에서 신규 투자는 주로 기존 보유자산의 만기도래 자금을 중심으로 이루어짐
 - 이러한 여건에서 금리 하락으로 ALM 관리의 중요성이 부각되자 보험회사는 국채 매입을 확대할 수밖에 없었고, 결과적으로 해외투자에 배분할 수 있는 자금 여력이 더욱 제한됨

〈표 1〉 보험회사 해외투자 동향 및 주요 요인

구분	2010년대	2020년대
해외투자	확대	축소 또는 정체
주요 요인	① 저금리 장기화에 따른 대체투자 수요 확대 ② 신제도 도입에 따른 ALM 관리 필요성 증대 ③ 금융당국의 해외투자 활성화 정책 추진	① 환헤지 비용 증가로 인한 기대수익률 하락 ② 해외투자 자산의 평가손실 확대 ③ 보험수지차 악화 및 국채 매입 확대에 의한 해외투자 여력 감소

4. 시사점

- 보험회사의 해외투자에 영향을 미치는 주요 요인은 투자매력도로, 향후 저금리 기조가 지속될 경우 해외투자 유인이 확대될 가능성이 있음
 - 실제로 2024년 통화정책 전환으로 금리 인하가 이루어지면서 보험회사의 해외투자 규모와 비중이 다소 증가함
- 또한 환위험관리에 대한 유연성 제고 등 금융당국의 추가적인 제도적 지원이 이루어질 경우 보험회사의 해외투자 확대에 긍정적으로 작용할 수 있음
 - 대만¹⁾은 2012년 외환변동성준비금(FX Volatility Reserve)을 도입하여 환노출 포지션에 따른 손익 변동을 완화하고, 보험회사들이 해외투자 시 환헤지 비용을 탄력적으로 조절할 수 있는 여건을 마련함
 - 다만 이러한 환헤지 전략은 보험회사의 해외투자를 촉진하는 데 효과적이지만, 환율이 급격히 변동할 경우 보험회사의 재무건전성 악화와 경기순행적 투자행위로 인한 외환시장 변동성 확대 위험이 존재함
 - 실제로 대만은 2008년 글로벌 금융위기와 2025년 상반기처럼 대만 통화 가치가 급등한 시기에는 대규모 손실 발생하여 보험회사의 건전성이 악화되었을 뿐만 아니라, 보험회사의 위험 회피를 위한 미달려화 매도가 대만 통화 가치 상승을 더욱 부추김
- 다만 해외투자의 매력도와 별개로 K-ICS하에서 보험회사는 부채평가 할인율이 하락할수록 ALM 관리를 위해 장기국채 매입을 확대할 유인이 커지며, 이로 인해 해외투자 확대는 제한적일 수 있음
 - 금리 하락기에 장기국채 매입이 확대되면 장기금리가 추가로 하락할 뿐만 아니라 보험산업 전체의 투자수익률도 낮아져 변동성 조정까지 하락하게 되며, 이는 다시 장기국채 매입 유인으로 이어지는 악순환을 초래함
 - 따라서 개별 보험회사의 투자수익률이 보험부채 할인율에 직접적으로 반영되지 않는 한, 보험회사의 해외투자 여력을 충분히 확보하는 데에는 제도적 한계가 존재할 것으로 판단됨

1) 대만 사례에 대한 자세한 내용은 황인창·이규성(2020. 1. 6.), 「대만 생명보험회사 해외투자 평가와 시사점」, 『KIRI리포트』를 참고 바람