

보험회사 자산운용 기반 강화를 위한 제도 검토: 자금조달계약

조영현 연구위원, 박희우 연구위원

요약

- 보험영업의 성장성·수익성 확대에 어려움을 겪고 있는 보험산업은 투자영업을 통한 수익원 다변화의 필요성이 커지고 있지만, 개인 보험상품 판매에 의존하는 자금조달 구조로 인해 투자영업 확대가 쉽지 않음
- 미국의 경우 대형 생명보험회사가 개인 보험상품 이외에도 자금조달계약(Funding Agreement; FA)을 발행(체결)하여 자산 기반 성장을 추구하고 추가적인 스프레드 수익을 확보하며, 그 자금을 회사 채·사모신용의 형태로 투자함으로써 다양한 산업에 자금을 공급하고 있음
- 국내에서도 보험회사에 새로운 도매 자금조달 수단을 도입하여 투자영업 경쟁력을 강화하고 생산적 금융 참여 여력을 제고하는 방안을 모색할 필요가 있음. 이에 보고는 FA의 운영 현황과 특징을 살펴 보고 국내 도입 시 검토 사항과 기대 효과를 논의함
- FA는 수취한 자금에 대해 약정 기간 동안 이자를 지급하고 만기에 원금을 상환하는 일반계정 부채이며, 보험상품과 동일한 변제순위를 가지므로 낮은 조달비용으로 스프레드 수익을 확보하고 자산 기반의 성장을 도모할 수 있음
- 다만, FA에는 운용자산 수익이 조달비용을 하회하는 역마진 위험, 만기 집중으로 인한 유동성 위험, ALM 위험 등 일반적인 스프레드 사업의 리스크가 존재함
- 국내 보험회사는 FA 도입을 통해 ① 신성장 동력 확보 및 생산적 금융 참여 여력 확대, ② 산업 경쟁력 강화, ③ 자본시장 발전 기여 등의 효과를 기대할 수 있음. 다만 국내에서 보험회사가 FA를 발행하기 위해서는 보험업법에서 FA의 정의, 변제순위, 예금자 보호 여부 등에 대한 논의가 선행되어야 할 것임

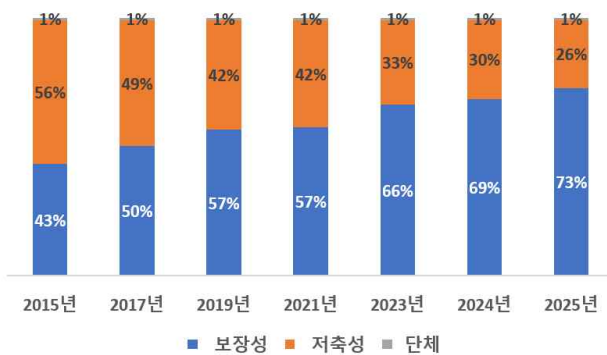
1. 검토배경

○ 보험산업은 보험영업 부문의 성장성·수익성 확대에 어려움을 겪고 있으며, 투자영업 부문을 통한 수익원 다변화의 필요성이 높아짐

- 보장성 상품 중심의 경쟁으로(〈그림 1〉 참조) 보험산업의 수익원이 단순해지고 시장 포화가 가속화되고 있으며, 이에 따라 보험산업은 수익 기반을 다양화할 필요성이 높아짐
- 2025년 보험산업의 보험손익은 전년보다 3.0조 원 감소한 반면, 투자손익은 0.6조 원 증가에 그쳐 영업이익이 감소하였으며, 투자손익의 절대 규모를 확대하는 것이 수익성 제고의 과제로 부각되고 있음(〈그림 2〉 참조)

〈그림 1〉 생명보험 일반계정 수입보험료 비중

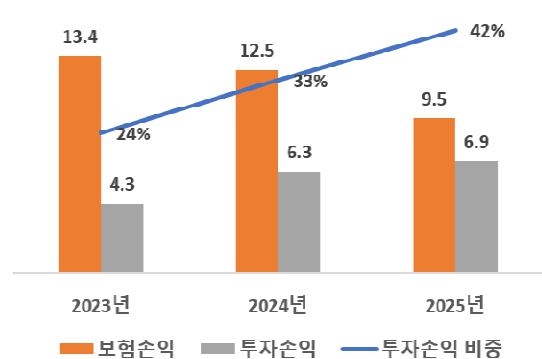
(단위: %)



자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

〈그림 2〉 보험산업 영업이익 구성

(단위: 조 원, %)



자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

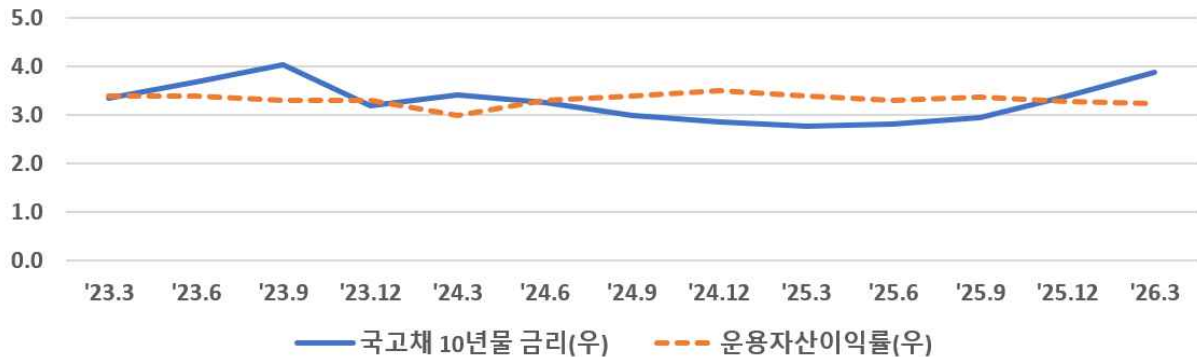
○ 그러나 보험회사는 운용재원 규모 및 운용수익률 관리의 구조적 제약으로 인해 투자영업을 확대하기가 쉽지 않으며, 그 제약의 근원에는 개인 보험상품에 의존하는 자금조달 구조가 있음

- (운용재원 규모) 보험회사의 운용재원(부채)은 주로 보험영업을 통해 형성되는 구조이며, 보험영업이 정체되면 투자영업의 성장도 함께 정체됨
- (운용수익률) 보험회사는 장기 보험부채에 대한 ALM을 위해 장기 국공채 등 안전자산 중심으로 자산운용을 하며, 그 결과 운용자산이익률은 국고채 10년물과 유사한 수준에 머물러 있음(〈그림 3〉 참조)
- 보험회사는 주로 개인 보험상품 판매로 조달한 자금을 운용하여 스프레드 수익¹⁾을 얻고 있는데, 개인 보험상품을 통해 조달한 자금은 ① 높은 사업비, ② 조달 금액·시점의 불확실성, ③ 해약 가능성에 따른 만기 불확정성 등의 한계점을 갖고 있음

1) 낮은 금리로 자금을 조달하여 높은 금리로 운용하는 투자 영업을 스프레드 사업(Spread business)라고 칭하며, 스프레드 사업을 통해 얻은 수익을 스프레드 수익이라고 칭함

〈그림 3〉 국고채 10년물 금리, 생명보험 운용자산이익률 추이

(단위: %)



주: 국고채 금리는 분기말 시점임

자료: 한국은행, 생명보험협회

- 미국의 경우 대형 생명보험회사가 개인 보험상품 이외에도 자금조달계약(Funding Agreement; FA)을 발행(체결)하여 자산 기반 성장을 도모하고 추가적인 스프레드 수익을 확보하며, 그 자금을 회사채·사모신용의 형태로 투자함으로써 다양한 산업에 자금을 공급하고 있음

- FA는 보험회사가 발행 시점에 부채의 만기와 규모를 확정하여 선택할 수 있는 도매 자금조달 수단임

- 국내에서도 보험회사에 새로운 도매 자금조달 수단을 도입하여 투자영업 경쟁력을 강화하고 생산적 금융 참여 여력을 제고하는 방안의 모색이 필요하며, 이에 본고는 FA 운영 현황과 특징을 살펴보고 국내 도입 시 검토 사항과 기대 효과를 논의함

- 보험산업은 신계약 판매가 아닌 자본시장에서 자금을 조달하여 자산 기반의 신성장 동력을 확보함으로써 성장 한계를 극복하고 산업 경쟁력을 강화할 수 있음

- FA와 같이 만기와 규모를 발행 시점에 선택할 수 있는 도매 자금조달 수단은 보험영업과 무관한 운용자원 확보를 가능하게 하고, 매칭 운용을 전제하면 금리위험을 최소화하면서 신용스프레드 수익을 확보할 수 있게 함

- 정부는 생산적 금융 대전환을 추진하며 보험업권의 역할을 강조하고 있으나, 논의가 위험계수 조정·매칭조정 도입 등 운용 측 인센티브에 집중되어 있어 자원 확충 방안에 대한 추가적인 논의가 필요함

- 생산적 금융 자원 마련에는 두 경로가 있는데, 기존 일반계정 자산을 재배분하는 방식은 기존 보험부채를 뒷받침하는 자산의 위험 프로필을 바꾸어 요구자본 증가와 지급여력 부담으로 이어지며, 그 부담은 기존 보험계약자에게 귀착될 수 있음

- 반면, FA로 조달한 도매 자금은 기존 포트폴리오를 유지한 채 추가 재원으로 참여하는 경로로, 신규 위험이 신규 스프레드 수익과 별도 관리체계에 대응된다는 점에서 기존 계약자에 미치는 영향을 상대적으로 줄일 수 있음

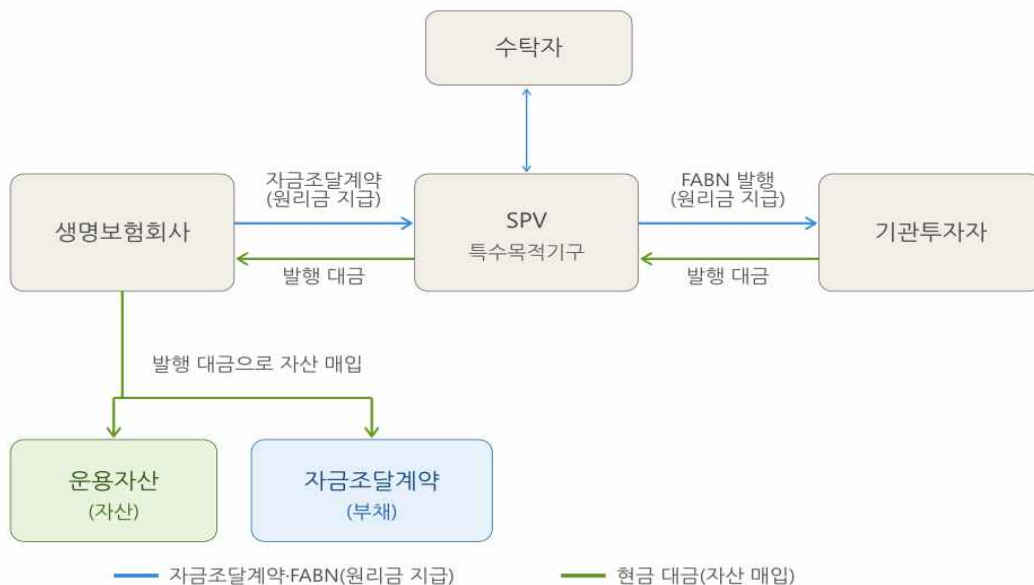
- 다만 FA는 보험계약자와 동순위이고 요구자본은 회사 전체 자본에서 총당되므로 완전한 절연은 아니며, 매칭 검증·발행 한도·만기 분산 등 관리체계가 전제되어야 함

2. 자금조달계약(FA)

가. 정의 및 구조

- FA는 미국 생명보험회사가 발행하는 예금형 계약(Deposit-type contract)으로, 수취한 자금에 대해 약정 기간 동안 확정 또는 변동 금리를 지급하고 만기에 원금을 상환할 것을 약속하는 일반계정 부채임²⁾
 - 사망·질병 등 보험사고의 우발성과 계약자 행동(해약) 위험이 없는 순수 원리금 지급 약정이라는 점에서 전통적 생명보험 부채와 구별됨
- FA 자체는 유가증권이 아닌 계약이므로 채권시장에서 직접 유통되지 않으며, 기관투자자가 투자하기 위해서는 특수목적기구(SPV)를 통한 증권화가 필요함
 - 보험회사는 FA를 SPV에 발행하고, SPV는 이를 기초자산으로 FABN(Funding Agreement-Backed Notes) 등의 유가증권을 발행해 기관투자자에게 판매하는 방식으로 자금을 조달함

〈그림 4〉 FABN 발행 구조



자료: NAIC(2026), "Funding Agreement-Backed Notes", Primer, Capital Markets Bureau

- 보험회사는 FA를 기초자산으로 다양한 조건의 유가증권(Funding Agreement-Backed Securities; FABS)을 발행하여 자금조달이 가능하며, FABN이 가장 일반적인 형태임
 - FABN은 FA와 금리·만기·원금이 일치하도록 발행하는 것이 일반적이며, 통상 만기 3~5년으로 발행됨

2) NAIC(2026), "Funding Agreement-Backed Notes", Primer, Capital Markets Bureau

- 이외에도 FABCP(Funding Agreement-Backed Commercial Paper, 기업어음), FABR(Funding Agreement-Backed Repurchase Agreements, Repo), FXFABN(Foreign Currency Funding Agreement-Backed Notes, 외화), FABL(Funding Agreement-Backed Loans, 은행대출), FABMB(Funding Agreement-Backed Municipal gas and electric prepayment Bonds, 지방 가스·전력 선납채권) 등을 활용하여 다양한 구조의 자금조달이 가능함

나. 주요 특징 및 발행 현황

- (변제순위) 보험회사 도산 시 FA는 다른 보험상품과 동순위(Pari passu)로 변제받을 수 있으며 일반채권자에 우선함
 - 뉴욕주 보험법은 제7435조에서 보험증권·연금계약·FA 청구권을 제4순위(Class 4)로 동일하게 규정함
 - 이 보험계약자와 동일한 변제순위가 FA 기반 조달수단의 신용도와 낮은 조달비용의 원천임
- (회계적 분류) 미국 감독회계(SAP)상 차입금(Debt)이 아닌 일반계정 부채로 계상됨
 - FA는 일반 기업 용도가 아닌 스프레드 수익 창출 목적으로 발행되므로 재무레버리지(Financial leverage)가 아닌 운영레버리지(Operational leverage)로 취급됨
 - 신용평가 실무에서 재무레버리지는 운영자금·자본 확충·주주환원 등 일반 기업 목적으로 조달되어 회사 전체의 이익과 현금흐름으로 상환해야 하는 부채를, 운영레버리지는 조달자금이 매칭된 운용자산에 투자되어 해당 자산의 현금흐름으로 원리금이 상환되는 스프레드 사업 목적의 부채를 지칭함
 - 주요 신용평가사는 매칭 운용과 운용자산의 건전성을 전제로 운영레버리지를 재무레버리지 비율 산정에서 제외 하되, 운영레버리지의 과도한 확대 자체는 별도의 신용 부담 요인으로 평가함
- (풋옵션, 신용등급) FABN은 통상 조기상환 요구권이 없으며, 신용등급이 일반적으로 발행 보험회사의 재무 건전성 등급 또는 채무이행 등급과 동일함
- (발행 실적) 미국 생명보험회사의 FA 기반 유가증권(FABS) 발행 잔액은 2018년말 약 875억 달러에서 2025년말 2,808억 달러로 3배 이상 증가함³⁾
 - 2025년말 기준 FABS 발행 잔액은 미국 생명보험회사 운용자산 6조 968억 달러⁴⁾ 대비 약 4.6%임
 - 2025년말 FABS 발행 잔액 2,808억 달러 중 FABN은 2,399억 달러(85.4%), FABCP는 194억 달러(6.9%), FABR은 215억 달러(7.7%)임
 - 주요 발행사는 Athene, New York Life, Pacific Life 등이며, 이들의 2025년말 FABN(혹은 FA) 발행 잔액⁵⁾은 각각 346억 달러⁶⁾, 384억 달러⁷⁾, 227억 달러⁸⁾로 모두 일반계정 운용자산의 10%를 상회함

3) <https://www.federalreserve.gov/releases/efa/efa-project-funding-agreement-backed-securities.htm>

4) NAIC(2026), "U.S. Insurance Industry's Cash and Invested Assets Grow to \$9.6 Trillion as of Year-End 2025", Capital Markets Special Report

5) 회사별로 기준이 상이하여 수치를 직접 비교하는 것에 한계가 있지만, FABN 금액은 FA 금액과 큰 차이가 나지 않을 것으로 보임

- Athene, New York Life, Pacific Life의 2025년말 일반계정 운용자산은 각각 3,361억 달러⁹⁾, 2,352억 달러, 1,761억 달러임
- 2025년의 경우 26개 회사가 795억 달러의 FABN을 발행했으며, 그중 25%는 유로, 캐나다 달러 등 외화로 발행됨¹⁰⁾

다. 활용 목적과 효과

○ 보험회사가 FA를 활용하는 주된 목적은 스프레드 수익 확보이며, 이는 FA의 낮은 조달비용과 매칭 용이성에 기반함

- (낮은 조달비용) FA는 보험계약자와 동일한 변제순위를 가지므로, 이를 기초로 발행되는 FABN은 일반적으로 발행 보험회사의 재무건전성 등급과 동일한 등급을 부여받음
 - 재무건전성이 갖추어진 보험회사는 높은 신용도를 바탕으로 낮은 비용으로 기관 자금을 조달할 수 있고, 조달 비용 이상의 자산운용수익을 얻을 수 있음
 - 또한 미국 감독회계상 FA는 차입금이 아닌 일반계정 부채로 계상되고 신용평가사의 재무레버리지 비율 산정에서 제외되므로(운영레버리지 취급), 발행 확대가 등급에 미치는 부담이 상대적으로 적음
- (매칭 용이성) 사망·해약 위험이 없는 확정만기 부채이므로 조달-운용 간 만기·금리 매칭이 용이하며, 매칭 운용을 전제하면 금리위험 부담을 최소화하면서 회사채·모기지·사모신용 등의 신용스프레드 수익을 선택적으로 확보할 수 있음

○ 보험회사는 FA를 활용하여 도매 자금 채널을 확보하고 자산 기반 성장을 도모할 수 있으며, 회사채·사모신용의 형태로 다양한 산업에 자금 공급이 가능함

- 보험료 수입(소매)에 의존하는 전통적 조달 구조에 기관투자자 대상 도매 채널을 추가함으로써, 신계약 판매와 무관한 자산 기반 성장이 가능함
- Pacific Life의 사모신용 포트폴리오(290억 달러)는 유틸리티(전력·가스·수도), 금융, 소비재, 천연자원, 통신 인프라, 중견기업 대출 등을 포함함¹¹⁾

라. 리스크

○ FA에는 역마진 위험, 유동성 위험, ALM 위험 등 일반적인 스프레드 사업의 리스크가 존재함¹²⁾

- (역마진 위험) 운용자산 수익이 조달비용을 하회할 위험은 보험회사가 부담함
- (유동성 위험) 풋옵션 부채로 만기 전 상환 요구 위험은 없으나, 만기 집중 시 차환·상환 부담이 발생할 수 있음

6) Athene의 SEC Filings 중 2025년말 10-K. <https://ir.athene.com/sec-filings/10-k>

7) <https://www.newyorklife.com/assets/docs/pdfs/financial-info/2025/2025-NYLIC-Stat-Audited-Financial-Statements.pdf>

8) https://www.pacificlife.com/content/dam/pacilife/crp/public/financials/PMHC_GAAPFinancials_2025.pdf

9) Athen 지주회사 10-K 재무상태표의 Total investments와 Cash and cash equivalents를 합한 금액임

10) <https://www.fitchratings.com/research/insurance/record-issuance-in-2025-fabn-market-to-remain-robust-in-2026-06-02-2026>

11) <https://www.pacificlife.com/content/dam/pacilife/crp/public/ir/FABN%20Investor%20Presentation%202025-Q4.pdf>

12) NAIC(2026), "Funding Agreement-Backed Notes", Primer, Capital Markets Bureau

- (ALM 위험) 생명보험회사의 전통적 장기부채와 달리 FA는 3~5년 중심의 상대적으로 단기부채이므로, 장기·저유동성 자산을 중심으로 운용 시 미스매치가 발생함
- (스프레드 수익 집중화) FA 시장 확대에 따라 보험회사의 FA 자금조달 의존도 심화와 스프레드 수익 집중화가 리스크 요인으로 지적됨
- (불투명성) 보험회사의 FABN 법정 보고가 존재하지 않아 전체 익스포저와 자산·부채 매칭 적정성 평가가 곤란함
 - 현행 보고는 전체 목적 FA 발행 총액과 FHLB(Federal Home Loan Banks) 차입 관련 FA 공시에 한정됨
 - 미국 보험감독자협의회(NAIC) Macroprudential (E) Working Group은 FABN을 뒷받침하는 FA에 대한 연차보고서 공시 기준 강화안을 제안하였으며, 관련 리스크를 ‘숨은 레버리지’ 관점에서 분석하고 있음¹³⁾

3. 검토 사항 및 기대 효과

- 금융당국은 보험산업의 자산운용 기반 및 경쟁력 강화를 위해 충분한 지급여력과 리스크관리 역량을 갖춘 보험 회사에 한해 FA 제도를 도입하는 방안을 검토할 수 있음
 - 증권업의 경우 글로벌 경쟁력 강화를 도모하기 위해 2013년 금융당국이 종합금융투자사업자(종투사) 제도를 도입하고, 자기자본 규모별로 영위할 수 있는 업무를 구분한 바 있음¹⁴⁾
 - 자기자본 3조 원 이상은 기업신용공여, 전담중개, 내부주문집행, 4조 원 이상은 발행어음, 8조 원 이상은 종합 투자계좌(IMA) 업무를 영위할 수 있음
- 국내에서 보험회사가 FA를 발행하기 위해서는 보험업법에서 FA의 정의, 변제순위, 예금자 보호 여부 등에 대한 논의가 선행되어야 함
 - 미국 주 보험법은 FA를 ‘보험상품’으로 정의한 것이 아니라, 보험계약 정의를 그대로 둔 채 FA 발행이라는 ‘행위’를 보험업 영위로 간주해 편입함
 - 뉴욕 보험법은 제1101조에서 ‘보험계약’과 ‘보험업 영위’를 정의하고, 제1113조에서 인가 대상 ‘보험 종목 (Kinds of insurance)’을 열거하는데, FA는 두 조항에 모두 해당하지 않는 상품임
 - 뉴욕 보험법은 제3222조¹⁵⁾에 FA 발행을 별도로 수권하고, FA 발행을 보험업 영위로 간주함
 - 국내 보험업법도 위험보장이 없는 FA는 보험상품에 해당하지 않아¹⁶⁾ 보험회사가 발행하기 어려우므로, 별도 조

13) https://content.naic.org/sites/default/files/national_meeting/Materials%20-%20Joint%20FSTF_MWG%20121025_3.pdf

14) 금융위원회·금융감독원·금융투자협회(2025. 4), 「종합금융투자사업자 제도개선을 중심으로 한 증권업 기업금융 경쟁력 제고방안」

15) 제3222조 (a)의 원문은 아래와 같으며, 이 조문에서 ‘주내에서 연금계약을 발행할 권한이 있는 보험회사는 하나 이상의 자금조달계약을 발행할 수 있음’을 명시함.

(a) Any insurer authorized to deliver or issue for delivery annuity contracts in the state may deliver or issue for delivery one or more funding agreements. The issuance or delivery of such funding agreements shall not be deemed to be doing a kind of business specifically authorized by § 1113 (Kinds of insurance authorized) or engaging in any business authorized by § 1714 (Authority to conduct certain business directly instead of through subsidiary). Notwithstanding the definition of “insurance contract” in paragraph one of subsection (a) of § 1101 (Definitions), the issuance or delivery of a funding agreement by an insurer in this state shall constitute doing an insurance business herein.

16) 보험업법 제2조 제1호: “보험상품”이란 위험보장을 목적으로 우연한 사건 발생에 관하여 금전 및 그 밖의 급여를 지급할 것을 약정하고 대가를 수수(授受)하는 계약으로서 ~.

향으로 FA 발행에 대해 규정하는 것을 검토할 수 있음

- 또한 미국에서는 FA가 스프레드 수익을 위한 조달 수단으로서 실효성을 갖기 위해 보험계약자와 동일한 변제순위를 갖되 예금보호대상은 아님을 명시하고 있어 국내에서도 이에 대한 검토가 필요함

○ 또한, FA 도입은 발행 규모, 만기·유동성, 자산·부채 매칭, 상호보유 등을 인가·감독 조건으로 명시하는 것을 전제로 추진할 필요가 있음

- (발행 규모 및 증가 한도) 일반계정 자산 대비 발행 한도와 연간 증가 한도를 설정하고, 준수 현황을 정기보고하도록 할 필요가 있음
 - 미국 주요 발행사의 일반계정 자산 대비 발행 비중(약 10~15%)을 참고하여 한도를 설정할 수 있음
- (만기·유동성) 만기 분산 요건과 차환 계획을 마련하고, 유동성 스트레스 테스트 요건을 충족하도록 할 필요가 있음
- (자산·부채 매칭) 조달 부채와 운용자산 간 만기·유동성 매칭 현황을 정기적으로 검증하고 감독당국에 보고하도록 할 필요가 있음
- (상호보유) 보험회사 간 FABN 상호보유에 대해 보유 한도를 설정하거나 보고의무를 부과하여, 업권 내 상호연계 리스크를 차단할 필요가 있음

○ 보험회사는 FA 도입으로 ① 신성장 동력 확보 및 생산적 금융 참여 여력 확대, ② 산업 경쟁력 강화, ③ 자본시장 발전 기여 등을 기대할 수 있음

- 보험회사는 보험료 수입(소매)에 의존하는 전통적 조달 구조에 기관투자자 대상 도매 채널을 추가함으로써 신계약 판매와 무관한 자산 기반 성장이 가능하며, 기존 계약자에 미치는 영향을 상대적으로 줄이는 방식으로 생산적 금융에 참여할 수 있음
- New York Life, Athene, Pacific Life 등 미국 대형 보험회사는 FA를 통해 일반계정 자산의 10% 이상의 규모로 자금을 조달하여 자산운용 경쟁력과 스프레드 수익을 확보하고 있음
- FABN은 채권시장의 발행주체·신용 스펙트럼·유동화 상품군을 다변화하는 경로로 자본시장 발전에 기여할 수 있음
 - 우량등급 금융채 시장에 은행·여전사 신용과 구별되는 보험회사 신용이 추가되어 기관투자자의 분산 선택지가 넓어지고, 현재 시장가격이 부채한 보험회사 선순위 신용의 가격이 형성되어 시장규율과 감독의 보완정보로 기능할 수 있음
 - FABN 투자자의 우량등급 수요가 보험회사의 신용증개를 거쳐 A등급 이하 회사채·사모신용 수요로 전환되므로, 국내 회사채 시장의 만성적 비우량물 수요 공백을 보완하는 경로가 추가됨
 - 부동산 PF에 편중된 국내 유동화시장에 비부동산 우량등급 상품군이 더해지고, 외화 FABN(FXFABN) 발행 시 한국물 채권시장의 발행주체 다변화에도 기여함
 - 다만 국내 기관투자자의 수요 기반과 요구 수익률이 불확실하며, 보험회사 간 FABN 상호 보유가 확산될 경우 업권 내 상호연계 리스크가 커질 수 있으므로, 초기 수요 기반 확인과 상호 보유 모니터링이 병행될 필요가 있음