
테 마 진 단

☐ 생명보험회사의 해외유가증권 투자 성과와 시사점

이경희 전문연구위원, 최 원 선임연구원

1. 문제제기

생명보험회사들이 보유한 부채 특성과 국내 채권시장의 제약, 2000년대 중반 이후 저금리 환경 도래 등 복합적 요인이 작용하여 해외유가증권에 대한 투자 니즈가 증대되었고 향후에도 지속될 것으로 예상됨. 이에 FY2000~FY2009 간 해외유가증권 투자 성과를 수익률, 리스크, 위험조정수익률 및 분산투자 효과 측면에서 살펴보고 시사점을 제시하고자 함.

- 국내 생명보험회사들은 2000년대 초반 저금리, 증시침체 등으로 국내 자산운용 환경이 크게 악화되자 이차역마진을 해소하고, 금리리스크를 관리하기 위한 목적으로 해외투자에 관심을 갖기 시작하였음.
 - 전체 운용자산(현·예금, 유가증권, 대출채권, 부동산) 대비 해외유가증권 비중은 FY2000 3.8%에 불과하였으나, 이후 점차 확대되어 FY2009에는 8.2%로 높아졌으며 전체 유가증권 대비 비중도 동기간 7.9%에서 12.2%로 높아졌음.
 - 생명보험회사의 해외투자는 양적 확대에도 불구하고 2008년 하반기 글로벌 금융위기를 계기로 거액의 투자 손실을 기록함¹⁾에 따라 지급여력비율의 주된 하락 요인으로 작용하였으며 이를 계기로 투자역량 배양의 필요성이 제기됨.
 - 국내 투자에 비해 시장 모니터링 능력이 떨어지므로 해외파생상품, 수익증권 등 고위험 해외자산은 금융위기와 같은 외부충격 시 단기간 내에 손실이 크게 확대될 수 있음.
- 1) 금융감독당국에서는 2010년 1월 특정 보험회사에 대해 해외유가증권 투자 과정에서 나타난 리스크관리 실패에 대한 책임을 물어 기관경고 및 임직원 문책 등 중징계를 내린 바 있음.

- 생명보험업의 장기 보증에 따른 특성과 국내 자산운용 수단의 한계로 인해 해외투자 필요성은 지속적으로 존재할 것이므로 과거 성과를 살펴보고 향후 해외투자에 따른 시사점을 도출하고자 함.
- FY2000~FY2009 해외유가증권 투자 현황을 규모 및 비중, 단순수익률 및 위험 조정수익률, 해외유가증권의 분산투자 효과 측면에서 살펴볼 것임²⁾.
- 전사 및 회사 그룹을 대형사, 중소형사 및 외국사로 분류하여 비교한 후 필요하면 개별사 간 상호 비교를 통해 시사점을 제시하고자 함³⁾.

2. 해외유가증권 투자 필요성

생명보험회사는 금리확정형 장기 부채 비중이 전체 보험 부채의 50%를 초과할 정도로 높은 반면, 이에 대응시킬 수 있는 국내 장기채 시장은 매우 협소함. 특히 금리확정형 비중이 높은 대형사 및 중소형사는 국내 자산운용 수단의 한계로 인해 ALM 측면에서 해외투자의 필요성이 매우 높음.

가. 금리리스크에 대한 노출

- 금리리스크란 시장금리가 변동할 경우 자산과 부채의 가치 변동분이 일치하지 않아 발생하는 리스크로 흔히 ALM(Asset and Liability Management)리스크라고 불림.
- 일반적으로 금리 하락 시 자산의 가치 증가분보다 부채의 가치 증가분이 커서 회사의 순자산 가치가 감소하는 위험을 의미함.
- 금리리스크는 금리 변동에 노출된 자산 및 부채의 규모, 만기, 이자지급주기 등 현금흐름에 영향을 주는 요인들이 일치하지 않아서 발생함.

- 2) 해외유가증권 투자 관련 데이터는 FY1997부터 가용함. 그러나 FY1997~FY1999에는 산업 전체의 투자 규모가 3천억원~2조원 수준이며 전체 운용자산에서 차지하는 비중도 0.4%~2.3%에 불과함. 또한, 수익률의 변동성도 매우 높아 본고의 분석대상에서는 제외시킴.
- 3) 22개 생명보험회사에 대한 회사그룹 구분은 다음과 같음. 대형사(3개): 삼성, 대한, 교보, 중소형사(10개): kdb(구 금호), 흥국, 녹십자, 동부, 동양, 미래에셋, 신한, 우리아비바, KB, 하나HSBC, 외국사(9개): 알리안츠, 메트라이프, 푸르덴셜, PCA, 뉴욕, ING, 라이나, AIA, 카디프.

- 생명보험회사들은 금리변동에 따라 가치가 변하는 자산과 부채 규모⁴⁾ 즉, 금리위험에 대한 익스포저⁵⁾가 크고, 부채 익스포저인 금리부부채와 자산 익스포저인 금리부자산의 크기가 정확히 일치하지 않는 경우가 발생함⁶⁾.
- <표 1>은 대형사, 중소형사 및 외국사 중 대표사 1개를 추출하여 금리 익스포저의 특징을 살펴본 것으로 A사와 B사는 금리민감도가 높은 금리확정형 부채의 비중이 금리연동형 부채 비중보다 크게 높음(A사 73.4%, B사 65.6%).
- 반면, 외국사는 금리민감도가 금리확정형에 비해 상대적으로 낮은 금리연동형 비중이 더 높음.
- 금리부자산은 주로 매도가능증권과 만기보유증권이 해당되며 A사는 대출채권 비중도 상당 수준을 차지함.
- 중소형 B사의 경우 금리부자산보다 금리부부채 규모가 16.8% 큰 것으로 나타나 금리위험에 노출됨.

-
- 4) 현행 회계기준상 자산은 시가평가 하는 데 비해 부채는 시가평가 하지 않으므로 금리부부채의 가치는 금리변동이 아니라 주로 신규계약 및 기간경과에 의한 보험료적립금 규모변동에 의해 발생함. 그러나 보험 부채의 공정가치 평가를 근간으로 하는 국제회계기준 도입 시 금리변동에 따른 부채 가치 변동을 인식해야 함.
 - 5) 각 위험에 대한 노출금액을 의미함.
 - 6) 금리부부채란 보험계약에 의해 보험회사가 지급해야 할 부채에 대한 적립금을 말하며, 금리부자산이란 이자를 수취하는 자산을 의미함.

<표 1> 금리리스크 익스포저 분포 현황(2010년 3월 말)

(단위 : %, 배)

	대형A사	중소형B사	외국C사
금리부부채(가)	100.0	100.0	100.0
금리확정형 비중	73.4	65.6	42.2
금리연동형 비중	26.6	34.4	57.8
금리부자산(나)	100.0	100.0	100.0
예치금 비중	4.8	4.9	3.5
매도가능증권 비중	54.8	41.0	57.8
만기보유증권 비중	6.4	37.0	26.3
대출채권 비중	34.0	17.0	12.4
금리부부채(가)/금리부자산(나)	1.007	1.168	0.905

자료 : 각 사 홈페이지, 경영공시자료

나. 금리리스크 관리

□ 2009년 4월 1일 이후 개정된 위험기준 자기자본제도(RBC: risk based capital)⁷⁾에 의하면 생명보험회사는 금리변동에 따른 자산과 부채의 가치변동분의 차이에 대한 위험량을 측정·관리해야 함.

○ RBC 기준에 의한 금리위험액은 다음과 같이 산출됨.

$$\begin{aligned} \text{금리위험액} &= |\text{금리부자산 금리민감액} - \text{보험부채 금리민감액}| \times \text{금리변동계수} \\ \text{금리부자산 금리민감액} &= \sum_{\text{금리부자산}} (\text{금리부자산 익스포저} \times \text{금리민감도}) \\ \text{보험부채 금리민감액} &= \sum_{\text{보험부채}} (\text{보험부채 익스포저} \times \text{금리민감도}) \end{aligned}$$

7) 보험업감독규정 제7-2조, 보험업감독업무시행세칙 별표22.

- 금리민감액은 각 대상 익스포저에 해당 금리민감도를 곱한 금액으로 자산의 금리민감도는 듀레이션을 사용하며 부채의 민감도는 보험상품의 종류 및 금리 부리방식에 따른 계수를 사용함⁸⁾.
 - 금리변동계수는 금리부자산 금리민감액에서 보험부채 금리민감액을 뺀 금액이 양수인 경우 2.0%, 음수인 경우 1.5%를 적용함.
 - 생명보험회사는 금리리스크 관리를 위해 부채 특성을 반영한 전략적자산배분(SAA: strategic asset allocation)을 수립하고 상품포트폴리오 측면에서도 자산-부채 만기 불일치 현상을 축소시키고자 노력함.
 - 자산운용 측면에서는 부채의 금리와 만기구조를 감안하여 금리확정형 부채와 대응시킬 수 있는 장기 국고채·해외채 등 듀레이션이 큰 장기 안정자산의 편입을 확대하고자 노력함.
 - 상품운용 측면에서는 고금리 금리확정형 상품을 축소시키고 금리연동형 상품 판매를 확대시키기 위해 노력함.
 - 보험회사가 금리리스크를 축소시키기 위해 자산운용 및 상품포트폴리오 측면에서 노력하고 있음에도 불구하고 금리부자산과 금리부부채의 잔존만기 불일치 현상이 일반적임.
 - A사는 금리부자산의 51.5%가 잔존만기 3년 이상으로 분류된 데 비해 금리부부채 중 3년 이상 비중은 71.3%에 달함.
 - 규모 측면에서 볼 때 만기 3년 이상 부채가 3년 이상 자산을 39%나 초과함.
 - B사도 금리부부채가 전체의 97.1%를 차지하는 데 비해 금리부자산은 73.5%를 차지한 것으로 나타났음.
 - 3년 이상 금리부부채 규모가 3년 이상 금리부자산 규모를 54%나 초과함에 따라 금리리스크에 크게 노출됨.
- 8) 보험부채의 금리민감도는 보장성·금리확정형 보험이 저축성·금리연동형보험보다 높음. 예를 들면, 금리확정형인 보장성사망보험 10.6인데 비해 금리연동형 보장성사망보험은 5.9이며, 금리확정형인 저축성보험은 4.4, 금리연동형 저축성보험은 0.4로 낮아짐.

- 이에 비해 C사는 대부분의 금리부자산과 금리부부채가 잔존만기 3년 이상이며 절대 규모 측면에서 3년 이상 금리부자산과 3년 이상 금리부부채 간 거의 유사한 수준임.

<표 2> 잔존만기별 금리부자산·부채 분포 현황

(단위 : %, %p, 배)

		1년 미만	1년이상 3년미만	3년 이상	합 계
대형A사	금리부자산 비중(가)	25.6	22.9	51.5	100.0
	금리부부채 비중(나)	27.3	1.4	71.3	100.0
	차 이(나-가)	1.7	-21.5	19.8	0.0
	금리부부채/금리부자산	1.07	0.06	1.39	1.01
중소형B사	금리부자산 비중(가)	14.0	12.5	73.5	100.0
	금리부부채 비중(나)	1.3	1.6	97.1	100.0
	차 이(나-가)	-12.7	-10.9	23.6	0.0
	금리부부채/금리부자산	0.11	0.15	1.54	1.17
외국C사	금리부자산 비중(가)	1.5	4.6	93.9	100.0
	금리부부채 비중(나)	0.0	0.0	99.9	100.0
	차 이(나-가)	-1.4	-4.6	6.0	0.0
	금리부부채/금리부자산	0.02	0.01	0.96	0.90

자료 : 각 사 홈페이지, 경영공시자료.

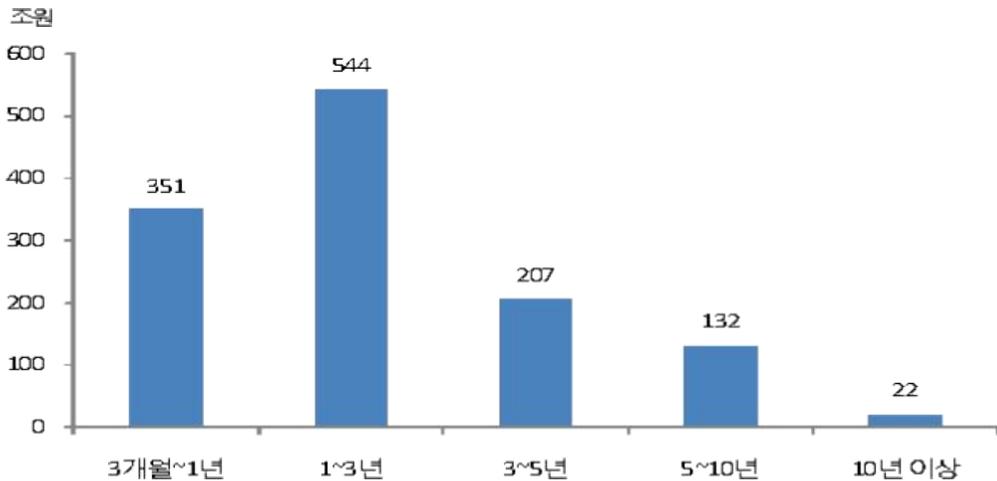
다. 국내 장기 채권 공급 현황

- 생명보험회사들은 금리리스크를 축소시키기 위해 채권에 대한 목표 듀레이션을 설정하고 장기채를 편입시키는 전략을 실시하고 있지만 현실적으로 국내 장기채 공급이 제한되어 있음.
- 2009년 2월 말 기준 전체 발행 채권의 71.3%가 3년 미만이며 3~5년물과 5~10년물도 각각 16.5%, 10.5%에 불과함.
- 생명보험회사의 금리확정형 부채의 만기와 대응될 수 있는 10년물 이상 채권의 발행 규모는 전체 발행금액의 1.7%에 불과한 22조원 수준임⁹⁾.

9) 채권 종류별로는 국고채가 85.6%로 거의 대부분을 차지하며 특수채와 은행채 비중이 각각 9.6%, 4.8%임.

- 특정사의 금리확정형 부채 규모가 49조원(FY2009 기준) 이상인 현실을 감안할 때 생명보험회사가 장기 부채에 대응시킬 수 있는 장기 채권을 국내 금융시장에서 확보하는 데는 큰 어려움이 있음.

<그림 1> 만기별 채권발행금액(2009년 2월 말)



자료 : KIS채권평가사

3. 해외유가증권 투자 성과

가. 투자 현황 및 규모

FY2000 이후 해외유가증권 보유 규모 및 비중이 크게 확대되어 FY2009 기준 자산 규모는 20조원을 초과하였으며 전체 유가증권에서 차지하는 비중도 12.2%로 높아져 자산운용 수단으로서의 역할이 크게 증대되었음.

- 2010년 3월 기준 22개 생명보험회사 중 81.8%에 달하는 18개사가 해외유가증권을 보유하고 있어 대부분의 국내 생명보험회사가 해외유가증권에 투자하는 것으로 나타남.

- FY2000 기준 해외유가증권에 투자한 생명보험회사는 10개사에 불과하였으며 주로 대형사 및 자산 규모가 상대적으로 큰 중소형사 중심으로 이루어졌으나 이후 금리리스크 관리 필요성이 증대되고 새로운 투자 대상으로 부각되면서 꾸준히 늘어난 것임.
- 해외유가증권 투자를 하지 않는 회사의 대부분은 자산 규모가 작은 외국사인 것으로 나타남.

<표 3> 생명보험회사별 해외유가증권 투자 여부 변화

회 사	대형사			중소형사										외국사									전 체	
	1	2	3	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	1	2	3	4	5	6	7	8	9		22
2001.3	√	√	√	√	√		√	√	√				√			√								10
2010.3	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√						18

주 : √는 해외유가증권을 보유하고 있는 회사를 의미함.
 자료 : 생명보험협회, 통계연보, 각 호.

- 경과자산¹⁰⁾ 기준 FY2009 해외유가증권 규모는 FY2000 대비 5.8배 이상 증대된 20조 6천억원에 달하는 것으로 나타났으며 이중 대형사 자산이 85.7%에 달해 거의 대부분의 해외유가증권 투자가 대형사 중심으로 이루어지고 있음.
- 해외유가증권 규모는 FY2000 이후 지속적으로 증대되어 FY2008에 21조 8천억원으로 최고치를 보인 후 글로벌 금융위기 영향으로 FY2009에는 20조 6천억원으로 축소됨.
- 전체 해외유가증권 규모 중 대형사가 차지하는 비중이 85.7%(운용자산 기준 점유비 70.5%)에 달할 정도로 절대적인데 이는 금리확정형 장기 부채를 많이 보유하고 있고 해외투자 관련 인프라 구축이 상대적으로 잘 갖추어져 있기 때문으로 보임.

10) 경과자산($\frac{\text{연초자산} + \text{연말자산} - \text{투자손익}}{2}$) 기준 자산규모임.

- 그러나 비중 추이는 중소형사가 FY2000 6.3%에서 FY2009 9.5%로 높아졌으며, 외국사는 동 기간 중 5.8%에서 4.8%로 낮아지고 대형사도 87.8%에서 85.7%로 낮아짐.

<표 4> 해외유가증권과 운용자산 규모

(단위 : 10억원, %)

구분	FY2000	FY2001	FY2002	FY2003	FY2004	FY2005	FY2006	FY2007	FY2008	FY2009	
해외유가증권	대형3사	3,108	4,837	7,324	7,530	8,362	10,854	13,030	17,130	18,635	17,692
		87.8	87.7	88.4	82.8	83.9	83.6	82.9	83.6	85.5	85.7
	중소형사	222	388	732	907	964	1,107	1,382	1,894	2,036	1,967
		6.3	7.0	8.8	10.0	9.7	8.5	8.8	9.2	9.3	9.5
	외국사	206	293	232	315	639	1,026	1,310	1,460	1,113	991
		5.8	5.3	2.8	3.5	6.4	7.9	8.3	7.1	5.1	4.8
	전사	3,541	5,517	8,287	9,090	9,964	12,988	15,722	20,484	21,785	20,649
		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
운용자산	대형3사	75,078	85,137	98,086	111,026	122,602	132,373	143,653	154,645	165,761	178,486
		80.4	82.2	82.1	81.1	79.2	77.2	75.2	73.5	72.2	70.5
	중소형사	10,764	12,629	13,562	15,534	18,216	21,391	25,460	29,620	34,089	40,696
		11.5	12.2	11.4	11.3	11.8	12.5	13.3	14.1	14.8	16.1
	외국사	4,569	5,868	7,784	10,346	13,918	17,688	21,841	26,240	29,835	33,660
		4.9	5.7	6.5	7.6	9.0	10.3	11.4	12.5	13.0	13.3
	전사	93,333	103,636	119,434	136,957	154,737	171,452	190,953	210,505	229,685	253,290
		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

주 : 1) 일반계정 경과자산 기준임.

2) 상단 수치는 투자자산 규모이며 하단 수치는 전사대비 비중임.

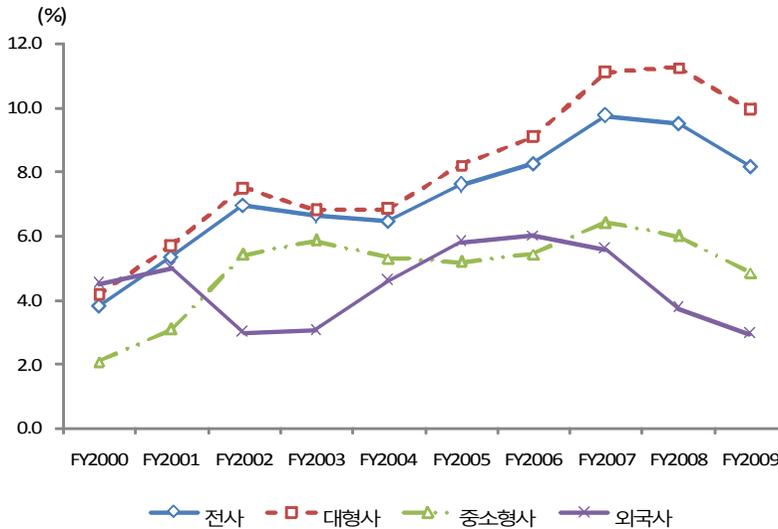
자료 : 생명보험협회, 통계연보, 각 호.

□ 전체 운용자산에서 해외유가증권이 차지하는 비중은 FY2000 3.8%에서 FY2007에는 9.7%까지 높아졌으나 FY2009 들어 8.2% 수준으로 낮아진 것으로 나타남.

○ 글로벌 금융위기를 계기로 해외유가증권 투자 규모뿐만 아니라 전체 운용자산에서 차지하는 비중도 축소됨.

- 금융위기 전인 FY2007 대비 금융위기 후인 FY2009 감소 폭은 대형사 1.2%p(11.1%→9.9%), 중소형사 1.6%p(6.4%→4.8%), 외국사 2.7%p(5.6%→2.9%)로 나타나 외국사의 감소 폭이 두드러짐.

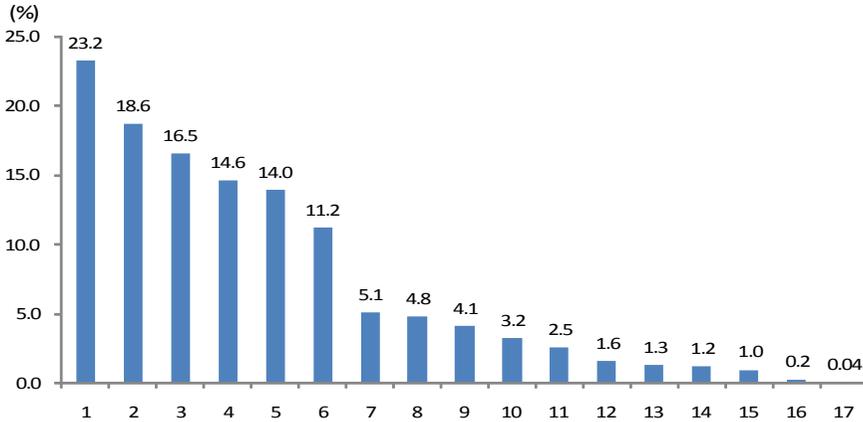
<그림 2> 운용자산 대비 해외유가증권 비중



주 : 대형사, 중소형사 및 외국사 수치는 개별사의 비중을 단순평균한 것임.
 자료 : 생명보험협회, 통계연보, 각 호.

- FY2009 기준 전체 유가증권 중 해외유가증권이 차지하는 비중은 12.2%에 달하는 것으로 나타났는데 이는 금융위기 전인 FY2007 14.4%에 비해 감소된 것임.
- 개별 회사별로 살펴보면 최대 23.2%에 달하는 회사도 있으며 최소 0.04%로 아주 미미한 회사도 있어 매우 다양한 분포를 보임(<그림 3> 참조).
- 10%를 초과하는 회사 1~6은 대부분 대형사, 중소형사인 것으로 나타났는데 이는 외국사에 비해 금리확정형 장기부채 보유가 많은 국내사의 해외투자에 대한 필요성을 보여주는 것임.
- 가장 비중이 높은 회사 1은 전체 유가증권 대비 해외유가증권 비중이 23.2%에 달할 정도로 해외자산 의존도가 높음.

<그림 3> 회사별 전체 유가증권 대비 해외유가증권 비중(FY2009)



주 : 경과자산 기준임.
 자료 : 생명보험협회, 통계연보, 각 호.

나. 지역별 · 자산항목별 투자 내역

해외유가증권의 지역별 · 자산항목별 분포를 보면 미국(38.5%), 채권(80.0%) 중심으로 투자가 이루어지고 있으며 중소형사는 신증유가증권 및 기타유가증권 비중이 타사에 비해 높은 것으로 나타남.

- 국내 생명보험회사들이 보유하고 있는 해외유가증권의 투자 지역 분포는 미국이 38.5%로 가장 높고, 역외지역 37.7%, 유럽 22.3%, 아시아 1.5% 순임.
- 유럽에서는 주로 영국, 프랑스, 네덜란드, 독일 등 선진 시장 위주로 투자하고 있음.
- 이에 비해 높은 투자수익률을 기대할 수 있는 신흥시장(중국, 베트남, 베네수엘라 등)에 대한 투자는 특정사에 국한되어 있어 전사 차원에서는 거의 미미함.
- 케이만제도, 저지아일랜드 등 역외지역이 차지하는 비중도 37.7%에 달함¹¹⁾.

11) 개별 생명보험회사의 공시 내용으로는 구체적인 투자 대상 지역을 파악하기 어려워 역외지역으로 구분하였음.

- 해외유가증권을 주식, 채권, 기타(수익증권, 신종유가증권, 기타유가증권) 등 자산항목별로 구분해서 살펴보면 채권의 투자 비중이 절대적으로 높음.
 - 전체 해외유가증권의 80.0%가 채권에 투자된 것이며, 상대적으로 리스크가 높은 기타자산의 비중은 17.9%, 주식 비중은 1.9%에 불과함.
- 투자 지역별·자산 항목별로 볼 때, 미국·채권 중심의 투자가 이루어지고 있어 전반적으로 생명보험회사의 해외유가증권 투자 목적이 국내 저금리 환경을 극복하기 위한 고수익 추구보다는 자산-부채 매칭을 위한 안정적인 장기채권 확보에 있다고 볼 수 있음.
 - 그러나, 회사 그룹별로 보면 대형사와 중소형사 및 외국사 간 자산항목 측면에서 차이가 존재함.
 - 대형사는 미국·채권 중심의 투자 양상을 보이는 데 비해 중소형사와 외국사는 의 경우 상대적으로 기타유가증권의 비중이 높고 지역적으로도 대형사에 비해 유럽, 아시아 비중이 높은 편임.
 - 이는 일부 중소형사에서 상대적으로 리스크가 높은 해외투자자산을 편입시킨 데 따른 것으로 보임.

<표 5> 투자 대상 지역 · 자산항목별 비중(FY2009)

(단위 : %)

구 분	현금 및 예치금	유가증권			기타자산	계	
		채권	주식	기타*			
전 사	미국	0.0	30.1	0.7	7.6	0.0	38.5
	유럽	0.1	19.5	0.0	2.7	0.0	22.3
	아시아**	0.0	0.1	0.4	1.1	0.0	1.5
	역외***	0.1	30.4	0.9	6.4	0.0	37.7
	계	0.2	80.0	1.9	17.9	0.0	100.0
대형사	미국	0.0	30.2	0.6	7.3	0.0	38.1
	유럽	0.1	19.6	0.0	1.9	0.0	21.5
	아시아	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.4
	역외	0.1	32.8	0.7	6.4	0.0	39.9
	계	0.2	82.5	1.7	15.6	0.0	100.0
중소형사	미국	0.8	27.1	1.0	1.1	0.2	30.2
	유럽	0.0	7.0	0.0	27.1	0.1	34.2
	아시아	0.1	0.0	0.0	2.8	0.0	2.9
	역외	0.0	15.3	8.6	8.7	0.1	32.7
	계	0.8	49.4	9.7	39.7	0.4	100.0
외국사	미국	0.0	30.6	1.1	14.7	0.0	46.4
	유럽	0.0	24.3	0.0	1.4	0.0	25.7
	아시아	0.0	1.2	0.1	13.5	0.0	14.8
	역외	0.0	7.8	0.0	5.3	0.0	13.1
	계	0.0	63.9	1.2	34.9	0.0	100.0

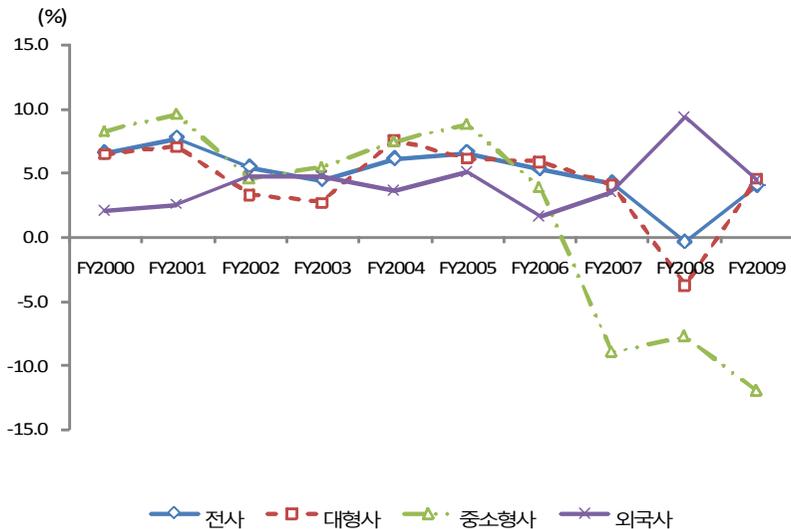
주 : 1) * 수익증권, 신종유가증권, 기타유가증권
 2) ** 국내운용분(한국물) 제외
 3) *** 케이만제도, 저지아일랜드 등
 자료 : 각 사 경영공시자료

다. 투자 수익률

해외투자로 인한 수익률은 FY2000 중반 이후 하락하고 있으며 금융위기 시 마이너스 수익률을 시현하였음. 수익률이 높은 회사는 대체로 리스크도 높은 것으로 나타나며 국내유가증권 투자에 비해 감내한 리스크 대비 수익률은 높지 않음.

- 해외유가증권에 대한 투자 수익률을 연도별로 살펴보면 FY2005 이후 수익률 하락 현상이 두드러지게 나타나며 글로벌 금융위기 시에는 마이너스 수익률을 기록함.
- 생명보험산업 전체적으로는 FY2000과 FY2001에는 6.5%, 7.7%의 높은 이익률을 보였으나 FY2008에는 -0.5%로 폭락하였고 FY2009에도 4.0%에 그침.
- 중소형사는 FY2000~FY2001에는 8~9%의 높은 이익률을 보였으나 FY2007 이후에는 큰 폭의 손실을 기록함(FY2007 -9.0%, FY2008 -7.8%, FY2009 -12.0%).

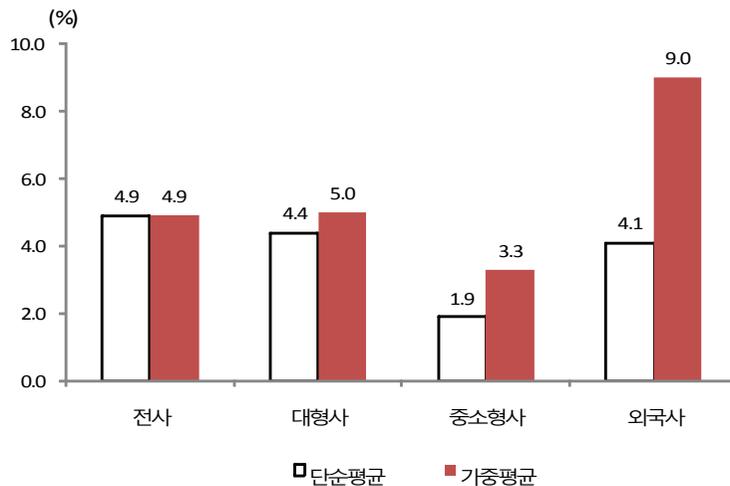
<그림 4> 해외유가증권 투자 수익률 추이



주 : 대형사, 중소형사 및 외국사 수치는 개별 회사의 단순평균임.
 자료 : 생명보험협회, 통계연보, 각 호.

- FY2000~FY2009 연평균 해외유가증권 수익률은 4.9%에 달하지만, 회사 그룹별로 보면 단순평균한 값보다 가중평균한 값이 더 높아 자산 규모가 큰 회사의 수익률이 높은 것으로 나타남.
- 단순평균 기준으로 보면 대형사 4.4%, 중소형사 1.9%, 외국사 4.1%로 나타나지만, 가중평균 기준으로 보면 대형사 5.0%, 중소형사 3.3%, 외국사 9.0%로 더 높게 나타남.
- 이는 해외유가증권 투자 규모가 더 큰 회사의 수익률이 작은 회사의 이익률보다 높기 때문에 나타난 현상임.

<그림 5> 해외유가증권 수익률(FY2000~FY2009 평균)



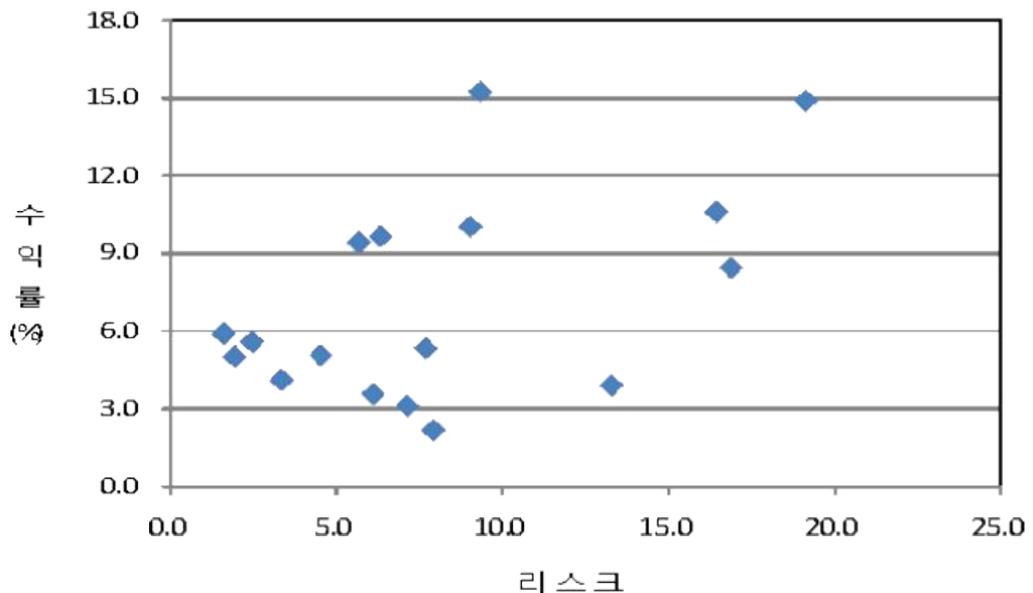
- 해외유가증권 투자성과를 회사별로 살펴보면 개별사 간 편차가 매우 큰 것으로 나타나는데 특히 중소형사에 속한 회사들 간 차이가 큼.
- 단순평균 수익률이 가장 높은 회사는 15.2%에 달하는 반면, 가장 낮은 회사는 -112.2%로 큰 폭의 손실을 기록함¹²⁾.

12) 외화유가증권 투자 규모 40억원 미만인 소형사임.

테마진단

- 해외유가증권 투자에 수반된 리스크¹³⁾를 살펴보면 최대 32.7%¹⁴⁾, 최저 1.6%로 개별사 간 차이가 극명하게 나타남.
- 회사 그룹별로 보면, 대형사의 해외유가증권 투자 수익률 변동성이 3.8%로 가장 낮았으며 그 다음이 외국사 5.5%, 중소형사는 13.2%로 가장 높음.
- 극단값을 제외한 17개 회사별 해외유가증권 수익률과 표준편차를 살펴보면 수익률과 표준편차 간 상관관계가 0.5에 달해 고수익-고위험 현상이 나타남.
- 15.2%로 가장 높은 수익률을 기록한 회사의 표준편차는 9.3%에 달해 평균값보다 훨씬 높음.

<그림 6> 회사별 해외유가증권 수익률과 리스크 간 관계(FY2000~FY2009 평균)



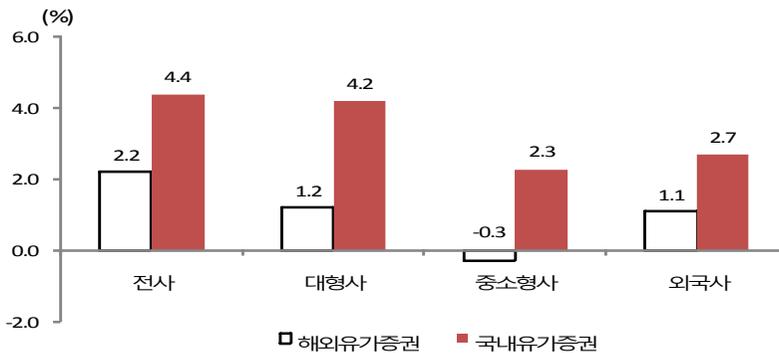
- 해외유가증권 투자에 따른 리스크 대비 실현한 수익률 기준(수익률/표준편차)으로 성과를 평가하면 전사 평균 2.2% 수준으로 나타남.

13) 환율변동 리스크와 이를 헤지하기 위한 헤지전략을 모두 포함한 결과임.

14) 이익률이 가장 낮은 극단값을 갖는 회사의 표준편차임.

- 대형사의 위험조정수익률이 1.2%로 가장 높고 외국사 1.1%, 중소형사 -0.3% 순으로 나타남.
- 중소형사는 해외투자 시 높은 리스크를 감수함에도 불구하고 손실을 기록함에 따라 투자성과가 매우 저조하다고 볼 수 있음.
- 회사별 위험조정수익률은 최대 3.7%, 최저 -3.4% 구간에 분포하며 일부사들은 1% 이하 수준으로 낮음(<부록 표> 참조).
- 이에 비해 국내유가증권 수익률은 해외유가증권보다 1.7%p 높은 6.6%에 달하고, 표준편차도 0.7%p 낮은 1.5%로 나타나 국내투자가 해외투자에 비해 수익은 높고 관련 리스크는 더 낮은 안전 자산으로 나타남.
- 위험을 조정한 국내유가증권 수익률은 대형사가 4.2%로 가장 높고, 외국사 2.7%, 중소형사 2.3% 순으로 나타나 해외유가증권 성과와 유사함.

<그림 7> 해외 및 국내투자에 대한 위험조정수익률

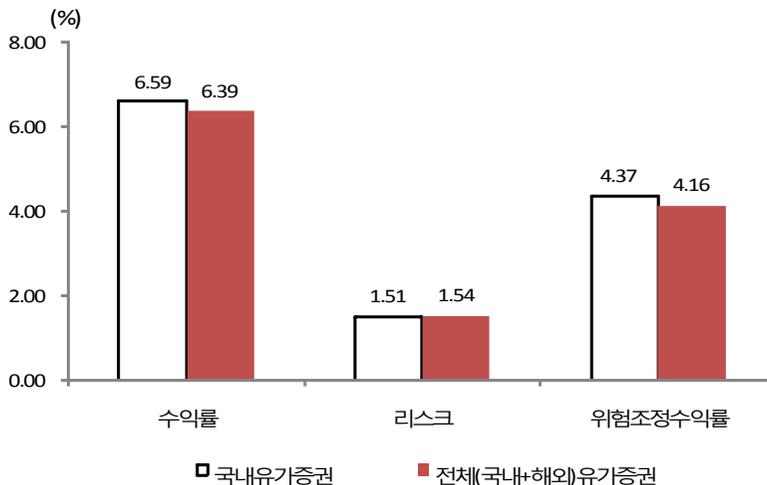


라. 해외분산투자 효과

분석대상 18개 회사 중 절반에 미달하는 8개사에서만 해외분산투자 효과를 향유한 것으로 나타났음. 생명보험산업 전체적인 기준으로 보면 해외투자로 인한 다각화 효과를 발견하기 어려움.

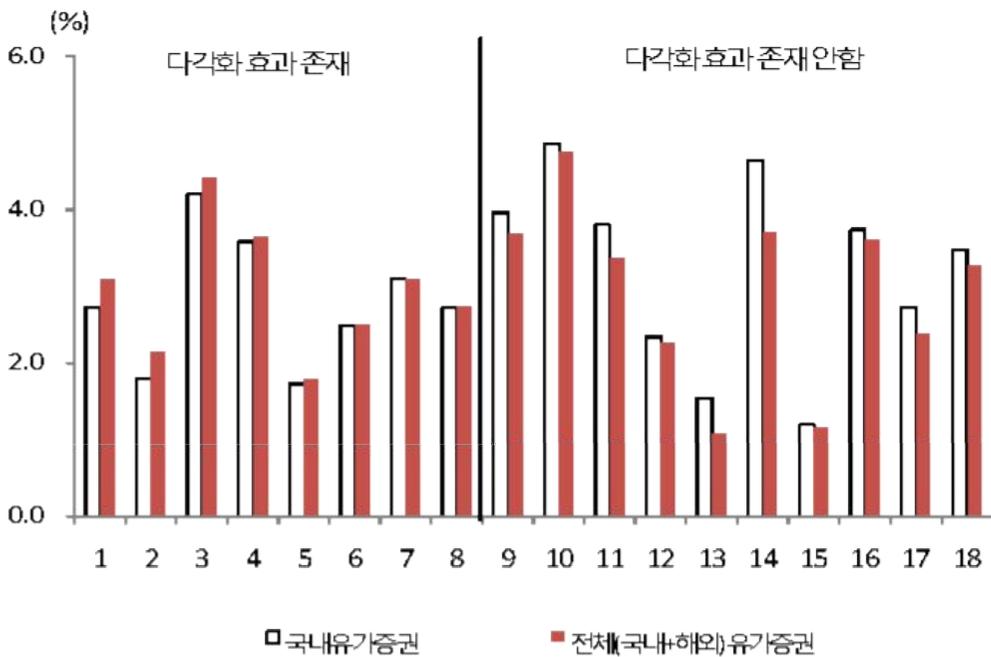
- 해외유가증권 투자를 통해 분산투자(리스크 감소) 효과가 존재하였는지 살펴보기 위해 전체유가증권(국내유가증권+해외유가증권) 성과와 국내유가증권에만 투자했을 경우의 성과를 비교하고자 함.
 - 전체유가증권의 성과가 국내유가증권에만 투자했을 때의 성과보다 양호하다면 해외유가증권 투자를 통해 다각화 효과를 향유하였다고 볼 수 있을 것임.
- FY2000~FY2009 평균 전사 위험조정수익률은 국내유가증권에만 투자했을 경우 4.37%인데 비해 해외유가증권을 편입했을 경우에는 4.16%로 소폭 낮아져 국제분산 투자에 따른 다각화 효과가 나타나지 않은 것으로 해석할 수 있음.
 - 수익률 수준은 국내유가증권 6.59%, 전체유가증권 6.39%로 해외유가증권 편입 시 낮아지고, 리스크 수준은 국내유가증권 1.51%, 전체유가증권 1.54%로 해외유가증권 편입 시 높아지는 것으로 나타남.
 - 회사 그룹별로 살펴보면, 대형사와 중소형사는 해외유가증권 편입 시 위험조정 수익률이 각각 0.2%p씩 낮아진 데 비해 외국사는 0.1%p 높아짐.

<그림 8> 해외투자에 따른 다각화 효과(전사, FY2000~FY2009)



- 해외투자자에 따른 다각화 효과의 존재 여부를 회사별로 살펴보면 해외유가증권을 보유한 18개사 중 절반에 못미치는 8개사에서만 다각화 효과가 존재하는 것으로 나타났다(<부록 표> 참조).
- 다각화 효과가 나타난 8개사의 그룹별 분포는 대형사 1개, 중소형사 4개, 외국사 3개로 나타나 상대적으로 외국사 비중이 높음.

<그림 9> 회사별 다각화 효과 존재 여부(FY2000~FY2009)



5. 요약 및 시사점

ALM 측면에서 생명보험회사의 해외유가증권 투자 필요성은 지속될 것이므로 보험회사들은 국내 투자에 비해 리스크가 높은 해외 투자에 대한 관리 능력을 배양하고 감독당국에서도 관련 정보의 모니터링과 공시 체계를 갖추어야 할 것임.

- 해외유가증권 투자 규모는 과거 10년간 약 5.8배 증가하였으며, 22개 생명보험회사 중 18개사가 해외투자를 하고 있어 규모와 적용대상 측면에서 국내유가증권 투자 못지않게 중요한 자리를 차지함.
 - 금융위기로 인해 투자 규모 및 비중이 축소되었지만 FY2009 기준 20조 6천억 원, 전체 유가증권 대비 12.2%를 차지함.
- 생명보험회사들의 해외유가증권 투자는 국내 장기채 시장의 협소함으로 인해 장기 금리확정형 부채에 대응시킬 수 있는 안정적인 장기채를 확보하기 위함이라고 볼 수 있음.
 - 외화유가증권의 80% 이상이 채권에 투자되었으며 지역적으로는 미국, 유럽 등 선진 시장 중심으로 이루어지고 있음이 이를 반증하는 것임.
 - 그러나 일부 중소형사는 신종유가증권, 기타수익증권 등에 대한 투자 비중도 확대함에 따라 고수익-고위험 추구 전략이 나타남.
- FY2000~FY2009 해외유가증권 투자 실적을 위험조정수익률 개념으로 보면 국내유가증권에만 투자했을 경우 4.37%인데 비해 해외유가증권을 편입하면 4.16%로 낮아져 해외분산투자 효과는 발견할 수 없음.
 - 해외투자 성과가 국내투자에 비해 양호하지 못한 것은 환율변동에 따른 추가비용이 소요되고, 국내투자자와 해외투자자 간 정보의 비대칭성 등 투자에 따른 불확실성이 높기 때문으로 볼 수 있음.
 - 그러나, 일부 회사에서는 해외투자 역량이 축적되지 못한 채 양적 측면에서만만 규모를 확대하는 데 주력하여 글로벌 금융위기와 같은 외부 충격에 취약한 구조를 갖게 됨.

- 2011년 4월부터 RBC제도가 의무 적용되고, 이후 보험부채의 시가평가를 요구하는 국제보험회계기준이 도입될 경우 생명보험회사의 해외유가증권에 대한 투자 필요성도 꾸준히 높아질 것으로 예상됨에 따라 해외투자 관련 역량 제고가 필요함.
 - 해외투자는 제반 제약조건으로 인해 국내투자에 비해 높은 성과를 시현하기 어렵기 때문에 국내유가증권을 보완하는 분산투자 차원에서 접근하는 것이 필요하고, 리스크관리를 위한 ALM 목적으로 활용하는 것이 바람직함.
 - 보험회사는 해외유가증권 투자를 통해 보험부채의 보증금리에 대응하는 수준의 이익을 시현해야 하기 때문에 목표 이익을 달성할 수 있도록 투자 역량의 제고가 필요함.
 - 특히 해외투자과 관련하여 존재하는 정보비대칭성 문제를 줄일 수 있는 방안 마련에 힘써야 할 것임.
 - 해외투자 시 고수익 추구는 매우 위험한 결과를 초래할 수 있으므로 고위험 자산 보유 비중을 줄이고 내부위험관리 기준에 의거하여 해외유가증권을 운용해야 할 것임.
 - 투자 대상 항목으로 내재한 리스크 특성을 정확하게 이해하기 어려운 신종유가증권을 편입하는 것은 바람직하지 않음.
- 정책 및 감독당국에서는 보험회사의 재무건전성 유지 및 보험계약자 보호를 위해 보험회사의 해외투자 현황 및 자금흐름을 모니터링할 수 있는 시스템을 구축하고 관련 정보를 정기적으로 공시하는 것이 바람직함.
 - 해외투자는 국내투자에 비해 관련 정보 파악이 쉽지 않기 때문에 구체적인 정보를 공시하도록 함으로써 시장의 감시기능을 강화해야 할 것임.

<참 고 문 헌>

- 김재현, “자산운용의 양적 규제 완화 연구-효율적 프론티어를 이용한 생명보험사 해외 투자를 중심으로”, 『보험학회지』, 제61집, 2002. 8.
- 생명보험 각 사 홈페이지, 경영공시자료.
- 생명보험협회, 통계연보, 각 호.
- 이경희·최영목, “손해보험회사의 해외유가증권투자 성과평가 및 결정요인 연구”, 『보험학회지』, 제86집, 2010. 8.
- 이데일리 신문, 2010년 1월 28일자.
- KIS채권평가사, 채권발행잔액, 2009. 2. 28.
- Blake, David and Allan Timmermann, “Returns from Active Management in International Equity Markets: Evidence From a Panel of UK Pension Funds,” *Discussion Paper* PI-0011, The Pensions Institute, 2002
- David, Philip, “Pension Fund Management and International Investment-A Global Perspective,” *Discussion Paper* PI-0206, The Pensions Institute, 2002

<부록 표> 회사별 유가증권 투자 성과(FY2000~FY2009)

(단위 : %)

	수익률(A)			리스크(B)			위험조정수익률(A/B)		
	해 외	국 내	전 체	해 외	국 내	전 체	해 외	국 내	전 체
전 사	4.95	6.59	6.39	2.24	1.51	1.54	2.21	4.37	4.16
회사1	5.01	5.85	5.68	1.94	1.21	1.20	2.59	4.85	4.74
회사2	3.11	7.20	7.03	7.13	1.89	2.09	0.44	3.80	3.37
회사3	5.59	7.15	6.87	2.46	1.70	1.55	2.28	4.20	4.43
회사4	5.07	7.58	7.45	4.52	3.25	3.26	1.12	2.33	2.28
회사5	9.65	6.94	6.98	6.32	1.94	1.91	1.53	3.57	3.65
회사6	3.91	9.56	8.34	13.29	6.22	7.78	0.29	1.54	1.07
회사7	8.45	9.88	9.46	16.89	2.13	2.54	0.50	4.64	3.72
회사8	3.57	7.31	7.01	6.11	2.69	2.27	0.58	2.72	3.09
회사9	15.24	7.13	7.18	9.33	2.62	3.01	1.63	2.72	2.38
회사10	10.60	9.46	8.91	16.45	2.72	2.72	0.64	3.47	3.27
회사11	14.90	8.68	8.66	19.14	5.05	4.82	0.78	1.72	1.80
회사12	5.34	7.17	7.15	7.69	2.63	2.63	0.69	2.72	2.72
회사13	-112.19	8.72	8.63	32.66	7.36	7.41	-3.43	1.19	1.16
회사14	4.11	6.53	6.46	3.34	1.75	1.78	1.23	3.73	3.62
회사15	9.43	6.97	7.04	5.69	2.81	2.81	1.66	2.48	2.51
회사16	5.91	7.27	7.27	1.60	2.35	2.35	3.70	3.09	3.10
회사17	10.03	8.20	8.57	9.02	4.61	4.01	1.11	1.78	2.14
회사18	2.18	6.60	6.50	7.92	1.67	1.76	0.27	3.96	3.69