

CEO Report

금융불균형 완화 정책과 보험산업

조영현



CEO Report

CEO Report는 보험산업과 관련된 현안과제를 집중 분석하여 보험회사 최고경영자의 의사결정에 도움을 드리고자 작성되었습니다.

2020년 3월 코로나19 확산으로 인해 촉발된 금융시장 불안은 중앙은행과 정부의 신속한 정책 대응으로 완화되었음. 전례 없이 과감한 유동성 공급 정책으로 시중 자금흐름은 코로나 이전과 다른 모습을 보이고 있음. 풍부한 유동성과 저금리로 인해 수익률 추구 현상이 심화되었으며, 이로 인해 위험자산 가격이 크게 상승함. 최근 한국은행과 금융당국은 이러한 금융불균형 완화를 위한 정책을 추진하고 있으며, 이로 인해 보험산업의 금융환경이 달라질 것으로 전망됨. 본고는 먼저 코로나19 이후 금융불균형과 자금흐름의 변화를 점검하며, 이후 금융불균형 완화 정책에 의한 금융환경 변화를 전망하고 보험회사에 주는 시사점을 제시함

금융불균형은 통상 경제주체들의 위험선호 강화에 따른 과도한 레버리지 확대 및 자산가격 상승을 의미하며, 이것이 심화되면 경기 변동성이 확대되고 성장 잠재력 및 금융 안정성이 약화될 수 있음. 코로나19 확산 이후 주요 자산가격이 모두 급등하여 역대 최고 수준을 형성한 상황이며, 민간신용도 빠르게 증가하여 명목GDP 대비 210% 규모로 역대 최고 수준임. 한편, 코로나19 이후 시중 자금흐름은 장기 유동성보다 단기 유동성이 더 크게 증가한 특징이 있음. 이에 따라 금융기관유동성(Lf) 증가에 예금은행의 기여도는 확대되었으며, 생명보험회사와 자산운용회사의 기여도는 하락함

금융당국이 가계대출 총량 관리를 추진하고 있으며, 한국은행도 금융불균형 완화에 비중을 두어 기준금리를 단계적으로 인상할 가능성이 높은 것으로 보임. 이로 인해 경제주체의 수익률 추구 현상이 완화될 것으로 보이며, 이에 유동성 증가율 둔화, 자금 단기화 현상 완화, 위험자산 하방리스크 확대 등이 나타날 것으로 판단됨. 기준금리가 단계적으로 인상된다고 하더라도 국고채 10년물 금리는 상승폭이 제한적일 것으로 보이며, 이에 장단기 금리차가 점차 줄어들 것으로 전망됨

향후 예상되는 시중 유동성과 자금흐름을 고려할 때, 저축성보험 수요 변화는 미미하고 변액 보험 수요는 감소할 가능성이 높은 것으로 보임. 자산운용 측면에서는 위험자산 비중을 하향 조정하고 장기 국공채 비중을 확대할 필요가 있음. 가계대출은 신용대출의 리스크를, 기업대출은 취약기업의 상환 능력을 주의 깊게 점검할 필요가 있음. 금리 상승에 의해 RBC비율 하락이 예상되며, 자본성 증권 발행으로 지급여력을 제고할 필요가 있는 회사는 신속하게 발행을 추진하는 것이 유리할 것으로 보임

I

검토 배경

- 2020년 3월 코로나19 확산으로 인해 촉발된 금융시장 불안은 중앙은행과 정부의 신속한 정책 대응으로 완화되었음
 - 한국은행은 기준금리 인하, 한미 통화스왑 체결, 원화유동성 공급 확대, 회사채·CP 매입기구(SPV)에 대한 대출 등으로 유동성을 공급함
 - 정부는 취약부문(소상공인/중소기업) 자금 지원, 기업자금조달 지원 프로그램, 증권 및 채권시장 안정 펀드 조성 등의 조치로 실물부문 안정 및 금융경색 방지를 도모함
- 전례 없이 과감한 유동성 공급 정책으로 인해 금융시장은 안정되었으나, 금융불균형이 심화되고 있음
 - 풍부한 유동성과 저금리로 인해 경제주체들의 수익률 추구 현상이 심화되었으며, 이로 인해 부채가 급증하고 주식과 부동산 등 자산가격이 크게 상승함
- 금융불균형이 심화되면 금융시스템이 대내외 충격에 취약해지므로, 최근 한국은행과 금융당국은 금융불균형 완화를 위한 정책을 추진하고 있음
 - 한국은행은 지난 8월 26일, 1년 3개월 만에 기준금리를 인상(0.5% → 0.75%)함
 - 금융당국은 과도한 대출 증가 억제를 위한 정책을 추진하고 있음
- 금융불균형 완화 정책은 시중 유동성과 자금흐름에 영향을 미치며, 이는 보험 수요와 보험산업의 리스크에 영향을 줄 수 있으므로 점검할 필요가 있음
 - 본고는 먼저 코로나19 이후 금융불균형과 자금흐름의 변화를 점검하며, 이후 금융불균형 완화 정책에 의한 금융환경 변화를 전망하고 보험회사에 주는 시사점을 제시함

II

코로나19 이후 금융환경

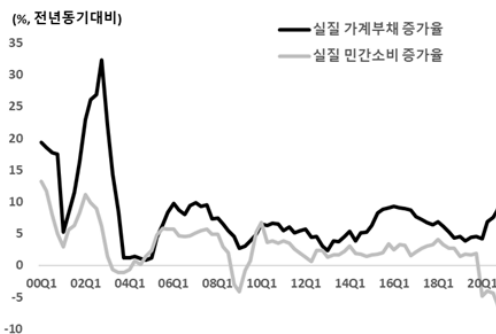
1. 금융불균형¹⁾

가. 의미와 영향

○ 금융불균형은 통상 경제주체들의 위험선호 강화에 따른 과도한 레버리지 확대 및 자산가격 상승을 의미하며, 이것이 심화되면 경기 변동성이 확대되고 성장 잠재력 및 금융 안정성이 악화될 수 있음

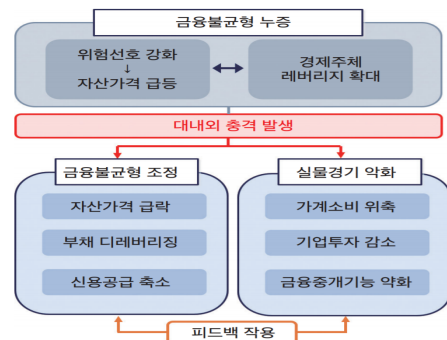
- 적절한 부채는 시점 간 효율적 자원배분을 통해 소비를 확대시키지만, 과도한 부채는 원리금상환 부담 등으로 인해 소비를 감소시킬 수 있음
- 부동산, 주식 등 특정 부문으로 자금이 쏠리면 경기 변동성이 확대될 수 있음
- 금융불균형이 누증된 상태에서 대내외 충격이 발생할 경우, 위험을 선호했던 경제주체가 반대로 위험을 회피하게 되어 자산가격 급락 및 부채 감축(deleveraging)이 일어나고, 이것이 실물경제를 악화시키는 악순환이 발생함
 - 대체로 금융위기 이전에는 자산가격 고평가, 대외 부채 증가, 금융기관의 레버리지 확대, 가계 및 기업의 부채 증가 등이 관찰됨(Lee et al. 2020)

〈그림 II-1〉 가계부채 및 민간소비 증가율



자료: 한국은행(2021. 6a)

〈그림 II-2〉 금융불균형과 실물경제 간 관계



자료: 한국은행(2021. 6b)

1) 본절은 한국은행이 2021년 6월 발간한 『금융안정보고서』와 『통화신용정책보고서』를 주로 참고하여 작성함

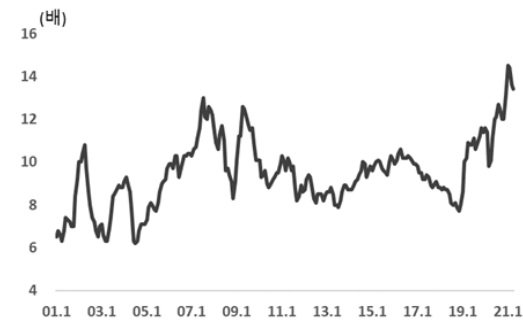
나. 금융불균형 상태 점검

1) 자산시장

○ 코로나19 확산 이후 주요 자산가격이 모두 급등하여 역대 최고 수준을 형성한 상황임

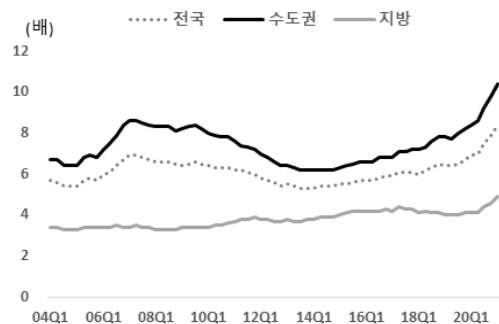
- 12개월 선행 주가수익비율(PER)은 최근 14배 정도로 역대 최고 수준임
- 2016년부터 상승세였던 주택가격은 코로나19 이후 더욱 빠르게 상승하여 역대 가장 높은 소득 대비 주택가격비율(PIR)을 기록함
- 2021년 들어 국고채 대비 회사채 수익률(신용스프레드)은 장기평균을 하회하여 국내 채권투자자의 위험 선호가 커진 것으로 보이며, 비트코인 가격도 역대 최고 수준을 기록하고 있음

〈그림 II-3〉 주가수익비율(PER)



주: 주가를 향후 12개월 예상 주당 순이익으로 나눈 값임
자료: 한국은행(2021. 6a)

〈그림 II-4〉 소득 대비 주택가격비율(PIR)



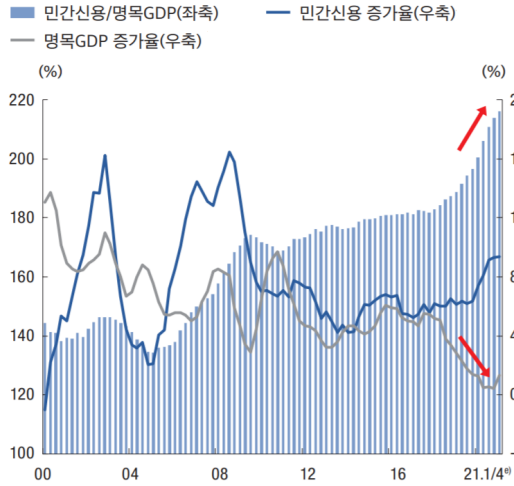
주: 공급면적 109㎡ 기준 평균 아파트 매매가격 ÷ 전국 근로자 가구 평균 연간 소득(수도권은 도시 근로자 가구 소득 기준)
자료: 한국은행(2021. 6a)

2) 신용시장

○ 민간부문의 신용 레버리지(= 민간신용 / 명목GDP)가 210%를 상회하는 높은 수준이며, 코로나19 이후 특히 가계의 신용 증가율이 빠르게 상승함

- 주택 매매 및 전세 관련 대출 증가로 가계신용 증가율이 급등함
 - 2020년 말 기준 우리나라 가계부채 비율은 OECD 37개국 중 6위이며, 2019년 대비 상승률은 노르웨이에 이어 2위임(한국은행 2021. 6a)
- 기업신용은 정책당국의 금융지원 조치와 코로나19 확산에 대응한 자금수요로 증가하고 있으나, 2020년 하반기부터 증가세가 둔화됨

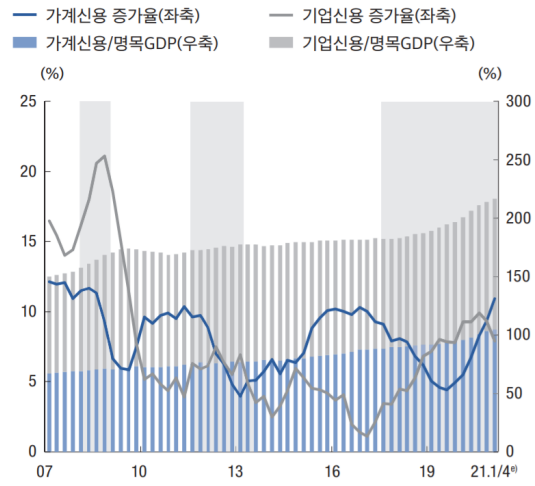
〈그림 II-5〉 민간신용 레버리지



주: 1) 2021년 1/4분기는 추정치임
2) 명목GDP는 해당 분기 및 직전 3분기의 합임
3) 전년 동기 대비 증가율임

자료: 한국은행(2021. 6b)

〈그림 II-6〉 부문별 신용 레버리지 및 신용 증가율



주: 1) 2021년 1/4분기는 추정치임
2) 전년 동기 대비 증가율임
3) 음영부분은 통계청 경기종합지수 기준 경기수축 기간임

자료: 한국은행(2021. 6b)

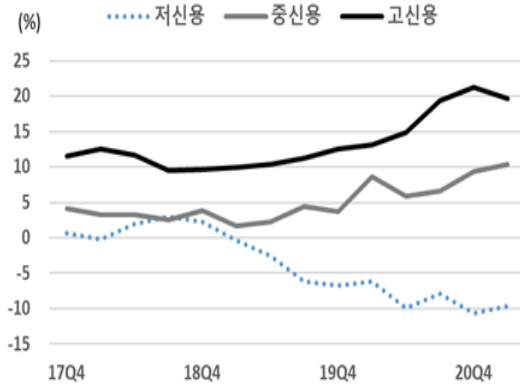
○ 가계대출은 고신용자 및 30대 이하 청년층을 중심으로 급증하고 있으며, 기업대출은 이자지급능력이 취약한 기업의 비중이 증가한 것이 특징임

- 코로나19 이후 고신용자 대출 증가율(전년 동기 대비)은 20%를 상회한 반면, 저신용자 대출 증가율은 -10% 수준임
 - 이러한 현상으로 전체 대출 중 취약차주²⁾ 비중은 하락세이며(6.1%(’19. 12) → 5.3%(’21. 3), 금액 기준), 저신용자 대출시장이 위축되고 있음
- 청년층 가계부채 비중은 코로나19 이후 급등하여 2021년 2/4분기 26.9%를 기록함³⁾
 - 주택구입 및 주식·가상자산 투자 수요 증대로 대출이 증가한 것으로 보임
 - 청년층은 취약차주 비중이 여타 연령층보다 높아(6.8%, ’21. 6월 말) 자산가격 조정 시 충격이 클 수 있음
- 2020년 기업의 이자보상배율(영업이익 / 총 이자비용)은 2019년에 비해 소폭 상승하여 이자지급능력이 평균적으로 향상되었지만, 이자보상배율이 1 미만인 취약 기업의 비중은 2020년 39.7%로 2019년에 비해 4.6%p 증가함
 - 한국은행의 분석 결과, 취약기업의 증가는 차입금의존도나 차입비용의 변동보다는 수익성 악화에 기인하는 것으로 나타남

2) 다중채무자이면서 저소득(하위 30%) 또는 저신용(신용점수 664점 이하)인 차주를 말함

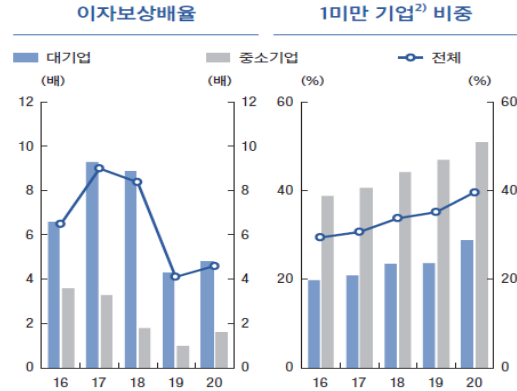
3) 한국은행 보도자료(2021. 9. 24), “금융안정 상황”

〈그림 II-7〉 차주 신용도별 가계신용대출 증가율



주: 전년 동기 대비 증가율임
자료: 한국은행(2021. 6b)

〈그림 II-8〉 기업규모별 이자보상배율¹⁾



주: 1) 영업이익 / 총 이자비용
2) 영업손실기업을 포함함
자료: 한국은행(2021. 6b)

3) 평가

○ 코로나19 이후 전례 없는 유동성 공급 정책으로 인해 자산가격이 급등하고 민간신용이 크게 확대되어 금융불균형이 심화되었음

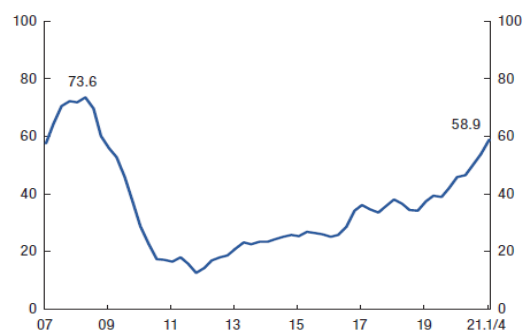
- 주택시장의 공급 우려, 저금리에 의한 수익률 추구 심화 현상이 낮아진 차입비용과 맞물리며 금융 불균형이 누증됨
- 금융안정지수가 낮은 수준으로 금융 안정성은 높아졌으나, 금융취약성지수가 빠르게 상승하여 금융 불균형이 누증되고 금융기관의 복원력은 약화되고 있음

〈그림 II-9〉 금융안정지수(FSI)



주: 금융안정 관련 실물 및 금융 부문의 20개 월별 지표를 표준화 하여 산출한 종합지수(0~100)임
자료: 한국은행(2021. 6b)

〈그림 II-10〉 금융취약성지수(FVI)



주: 3개 평가요소(자산가격, 신용축적 및 금융기관 복원력)와 관련된 39개 지표를 표준화하여 산출한 종합지수(1~100)임
자료: 한국은행(2021. 6b)

○ 한국은행의 분석에 의하면, 현 수준의 금융불균형에서는 실물경제 충격이 있더라도 금융시스템에 미치는 영향은 제한적임(한국은행 2021. 6b)

- 경제성장률을 2021년 하반기 0.1%, 2022년 상반기 -1.7%로 가정하여 분석한 결과, 신용(대출) 손실 24.6조 원, 시장(유가증권) 손실 28.5조 원으로 금융회사가 충분히 흡수할 수 있는 수준임
 - 보험회사는 신용손실 1.3조 원, 시장손실 25조 원이 발생하며, RBC비율은 275%에서 221%로 54%p 감소함

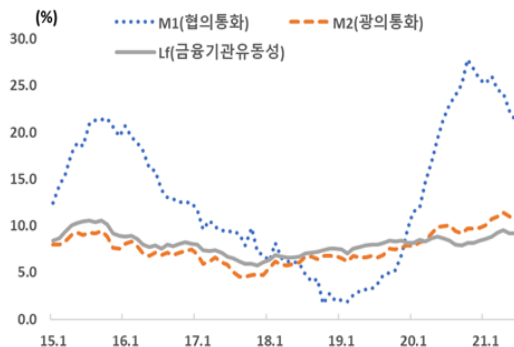
○ 그러나 금융불균형이 더욱 심화된 상태에서 충격이 발생할 경우 금융시스템에 상당한 악영향이 있을 수 있으므로, 금융불균형이 더 이상 악화되지 않도록 당국과 금융기관이 노력할 필요가 있음

2. 자금흐름

○ 시중 자금의 흐름은 통화정책, 자산가격 변동, 경기 전망 등에 의해 영향을 받는데, 코로나19 확산 이후 경기 불확실성 확대로 장기 유동성보다 단기 유동성이 더 크게 증가함

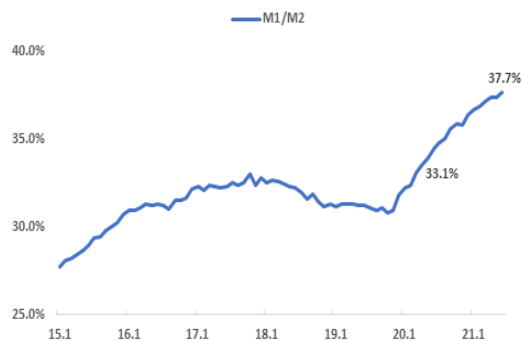
- 단기 유동성을 대표하는 M1의 증가율이 보다 장기의 유동성을 나타내는 M2나 Lf에 비해 크게 증가함
 - M1(협의통화)은 현금, 요구불예금, 수시입출식 저축성예금의 합이며, M2는 M1에 2년 미만 금융상품을 더한 지표임
 - Lf(금융기관유동성)은 M2에 2년 이상 장기금융상품 및 생명보험계약 준비금 등을 더한 지표임
- 경기 불확실성 장기화로 가계와 기업의 예비자금 및 단기 자금수요가 확대되어 자금이 단기화됨

〈그림 II-11〉 유동성 증가율



주: 평잔 기준, 전년 동월 대비 증가율임
자료: 한국은행

〈그림 II-12〉 자금의 단기화 정도

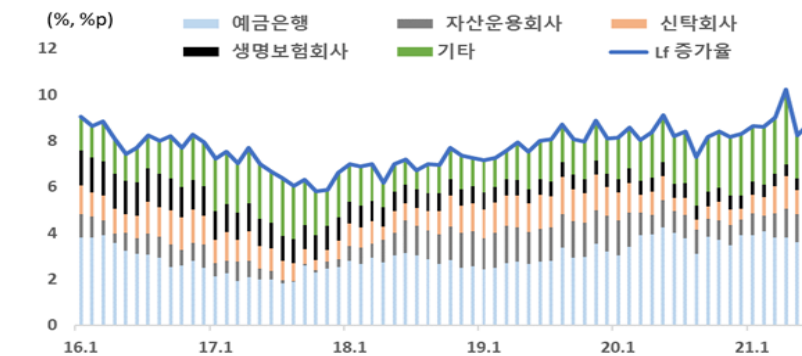


주: 평잔 기준임
자료: 한국은행

○ 자금의 단기화로 인해 금융기관유동성(Lf) 증가에 예금은행의 기여도가 확대되었으며, 생명보험회사와 자산운용회사의 기여도는 하락함

- 예금은행의 상품구성을 보면, 코로나19 이전에 비해 정기예적금 증가율은 급감한 반면 요구불예금과 수시입출식 저축의 증가율은 급등하여, 예금은행의 수신 자체도 더욱 단기화됨
 - (2019. 12 전년 동월 대비 증가율⁴⁾) 요구불예금 11.4%, 수시입출식 저축성 9.4%, 정기예적금 9.4%
 - (2020. 12 전년 동월 대비 증가율⁵⁾) 요구불예금 32.4%, 수시입출식 저축성 24.0%, 정기예적금 0.7%
- 코로나19 이전에 비해 자산운용회사와 생명보험회사의 기여도는 하락함
 - 2021년 4월 Lf는 전년 동월 대비 10.2% 증가했으며, 이 증가율 중 예금은행과 생명보험회사, 자산운용회사가 각각 3.8%p, 0.5%p, 1.2%p를 기여함(2020년 2월 기여도는 각각 3.4%p, 0.6%p, 1.5%p)
 - 자산운용회사의 기여도 약화는 코로나19 이후 개인투자자들이 간접투자(펀드)보다 직접투자를 선호한 현상과 관계가 있음

〈그림 II-13〉 금융기관유동성(Lf) 증가율 및 기여도



주: 1) 말잔 기준, 전년 동월 대비 증가율임

2) 생명보험회사는 우체국보험 포함임

자료: 한국은행

○ 가계부문⁶⁾으로 한정된 자금동향도 동일한 흐름으로, 코로나19 이후 현금 및 예금, 주식 거래가 급증한 반면 펀드, 보험, 연금 거래는 감소세임

- 2019년 전체 금융상품 거래 중 40% 가량 차지하던 보험 및 연금은 2020년 20%, 2021년 1/4분기 14%로 감소함
- 코로나19 이후 가계의 국내외 주식 투자가 급증하여 2021년 1/4분기에는 전체 금융상품 거래 중 51%를 차지함
 - 저금리 환경에서 개인투자자의 수익률 추구 현상이 심화되었음을 방증함

4) 말잔, 원계열 기준임

5) 말잔, 원계열 기준임

6) 가계(소규모 개인사업자 포함) 및 가계에 봉사하는 민간비영리단체임

〈표 II-1〉 가계금융상품거래

(단위: 조 원, %)

구분	현금 및 예금	보험 및 연금		채권	거주자 발행주식 및 지분	비거주자 발행주식	투자펀드	기타	합계
2016	120.3	87.7	(40.8)	-0.4	9.6	0.1	-2.6	0.1	214.8
2017	105.4	83.3	(46.8)	-11.9	0	1.3	-3.6	3.6	178.1
2018	75.3	60.7	(37.8)	0	21.8	1.7	0	1.2	160.7
2019	130.7	72	(39.6)	-17.3	-7.9	2.1	2	0	181.6
2020	189.9	73	(20.1)	10.2	62.2	20.6	-6.6	14.5	363.8
2021 1/4	41.9	13.8	(14.4)	-11.8	36.5	12.5	2.6	0.6	96.1

주: 괄호 안은 전체 거래금액 중 차지하는 비중임
 자료: 한국은행

III

금융환경 전망 및 시사점

1. 금융환경 전망

○ 금융당국이 가계대출 총량 관리를 추진하고 있으며, 한국은행도 금융불균형 완화에 비중을 두어 기준금리를 단계적으로 인상할 가능성이 높은 것으로 보임

- 금융불균형 문제 이외에도 2%대 중반의 소비자물가 상승률, 사상최대 규모의 수출,⁷⁾ 고용증가, 미국의 연내 테이퍼링 개시 가능성 증가, 백신 접종률 상승으로 인한 단계적 일상회복 등으로 연내 추가 기준금리 인상 가능성이 높음
 - 코로나19로 인한 경제활동 제약 해소로 소비가 회복될수록 기준금리 인상 압력이 높아질 것임
 - 또한, 미국이 연내 테이퍼링을 개시하여 2022년 말부터 금리인상을 시작할 것으로 보는 견해가 우세하며, 이에 우리나라는 기준금리 인상으로 자본유출에 선제적으로 대응할 필요성이 커지고 있음
- 다만, 글로벌 공급 병목 현상 및 유가 상승 등 비용 인상의 장기화 가능성은 기준금리 인상의 제약 요인으로 볼 수 있음

〈그림 III-1〉 기준금리와 국고채금리



자료: 한국은행

〈그림 III-2〉 물가 상승률



자료: 한국은행

7) 2021년 3월 이후 6개월 연속으로 해당 월 역대 1위 규모 수출액을 달성하고 있음; 산업통상자원부 보도자료(2021. 9. 1), “2021년 8월 수출입 동향”

- 금융불균형 완화 정책으로 인해 경제주체의 수익률 추구 현상이 완화될 것으로 보이며, 이에 유동성 증가를 둔화, 자금 단기화 현상 완화, 위험자산 하방리스크 확대 등이 나타날 것으로 판단됨
 - 통화정책 정상화 및 대출 제약으로 인해 개인의 주식 투자 및 부동산 매입 수요가 감소할 가능성이 높으며, 이에 주가와 부동산의 하방리스크가 커질 수 있음
 - 유동성 증가는 둔화할 것으로 보이나, 예비적 수요의 단기 자금 중 일부는 장기 자금으로 전환될 것으로 보임
 - 아울러 위험자산 선호 하락에 의한 회사채 신용스프레드 확대, 금리 상승에 의한 대출 연체율 증가가 나타날 것으로 보임
 - 고신용자 비중이 높은 가계대출보다는 취약기업 비중이 높은 기업대출의 연체율 증가폭이 더 클 수 있음
- 기준금리가 인상되더라도 국고채 10년물 금리의 상승폭은 제한적일 것으로 보이며, 이에 장단기 금리차가 점차 줄어들 것으로 전망됨
 - 기준금리 인상에 따른 기대인플레이션 하락, 장기 안전자산 수요 확대 등으로 장기금리 상승이 제한될 가능성이 높음
 - 단, 금융불균형 완화 정책에 의해 경기가 악화되는 것을 방지하기 위해 정부가 더욱 확장적인 재정정책을 추진할 경우, 국채 발행 증가로 장기금리 상승폭이 커질 수도 있음

2. 시사점

- 금융불균형 완화를 위한 금융당국과 한국은행의 정책은 자금흐름과 자산의 가격 및 리스크 변화를 통해 보험회사에 영향을 미칠 수 있음
 - 저축성 및 투자성보험의 수요, 자산운용 및 자본관리 전략에 많은 영향을 줄 수 있음
- 향후 예상되는 시중 유동성과 자금흐름을 고려할 때, 저축성보험 수요 변화는 미미하고 변액보험 수요는 감소할 가능성이 높은 것으로 보이며, 대출 제약에 의해 해지율이 상승할 가능성도 있음
 - 유동성 증가를 둔화는 저축성보험 수요에 부정적 영향을 주겠지만, 예비적 수요의 단기 자금 중 일부가 장기 자금으로 전환될 수 있는 점은 저축성보험 수요에 긍정적 영향을 주는 부분임
 - 수익률 추구 현상 완화 및 주가의 하방리스크 확대는 변액보험 수요에 부정적 영향을 미칠 것으로 판단됨
 - 대출 제약에 의한 해지율 증가가 나타날 수 있는 점에도 유의할 필요가 있음

- 자산운용 측면에서는 위험자산 비중을 하향 조정하고 장기 국공채 비중을 확대할 필요가 있음
 - 최근 수년간 확대되었던 운용자산의 신용리스크를 축소시켜 나아갈 시기로 보임
 - 운용자산 신용위험계수는 생명보험산업의 경우 2018년 말 2.01%에서 2020년 말 2.43%로, 손해 보험산업의 경우 2018년 말 2.62%에서 2020년 말 3.02%로 상승함(보험연구원 2021)
 - 장기 국채 금리의 상승은 제한적일 것으로 보여, 단기보다는 장기 국공채 비중을 점진적으로 확대할 시기로 판단됨
- 가계대출은 신용대출의 리스크를, 기업대출은 취약기업의 상환 능력을 주의 깊게 점검할 필요가 있음
 - 가계대출은 고신용자 비중이 높은 반면, 기업대출은 취약기업 비중이 높기 때문에(〈그림 II-7, 8〉 참조) 가계대출보다는 기업대출의 리스크가 더 크게 확대될 가능성이 있음
 - 단, 자산시장의 충격 발생 시 부실 가계대출 비율이 상승할 수 있으므로, 특히 선제적으로 가계의 신용 대출을 점검할 필요가 있음
- 미국의 통화정책 정상화에 대응하여 해외 대체투자의 리스크도 주의 깊게 점검해야 함
 - 테이퍼링 및 금리 인상에 대한 미국 연방준비위원회의 충분한 소통으로 인해 시장에 충격이 발생할 가능성은 높지 않은 것으로 보이나, 향후 안전자산 선호 현상은 강화될 것으로 판단됨
- 금리 상승에 의해 RBC비율 하락이 예상되며, 자본성 증권 발행으로 지급여력을 제고할 필요가 있는 회사는 신속하게 발행을 추진하는 것이 유리할 것으로 보임
 - 장기 국채 금리 상승 및 신용 스프레드 확대에 따라 후순위채 및 신종자본증권의 발행 조건이 악화될 것으로 예상됨
- 금융불균형 완화 정책은 경기회복 및 금융안정 저해 가능성을 고려하여 적절한 강도와 속도로 추진되어 실물경기 위축을 발생시킬 가능성이 낮은 것으로 기대되지만, 보험회사는 실물경기 위축이나 금융시장 불안이 발생할 경우도 시나리오화하여 대응 전략을 마련해 둘 필요가 있음

참고문헌

보험연구원(2021), 『보험동향』, 제97호

한국은행(2021. 6a), 『통화신용정책보고서』

_____ (2021. 6b), 『금융안정보고서』

Lee S. J., K. E. Posenau, and V. Stebunovs(2020), “The Anatomy of Financial Vulnerabilities and Banking Crisis”, *Journal of Banking and Finance*

저자약력

조영현 고려대학교 경영학 박사 / 연구위원
E-mail : youngcho@kiri.or.kr

CEO Report 2021-11호

금융불균형 완화 정책과 보험산업

발행일 2021년 10월

발행인 안철경

발행처 보험연구원

주 소 서울특별시 영등포구 국제금융로 6길 38 화재보험협회빌딩

인쇄소 경성문화사

