

경영세미나
경영환경 변화와
보험회사 자산운용

본 자료는 2018년 5월 9일 코리안리빌딩 강당에서 개최된 심포지엄 『경영환경 변화와 보험회사 자산운용』에서 논의된 내용을 정리한 것입니다.

CONTENTS

경영세미나

경영환경 변화와 보험회사 자산운용

I. 개최 취지 5

II. 금리인상 기조하에서 보험회사의 지급능력 관리 7

발표자: 임준환 (보험연구원 선임연구위원)

III. 보험회사 해외채권 투자와 환헤지 9

발표자: 황인창 (보험연구원 연구위원)

IV. 보험회사 대출채권 운용의 특징 및 시사점 12

발표자: 조영현 (보험연구원 연구위원)

CONTENTS

경영세미나

경영환경 변화와 보험회사 자산운용

V. 토론내용 요약 16

「김석중」 (현대해상보험 자산운용부문 부문장)	16
「문홍철」 (DB금융투자 연구위원)	18
「김한수」 (자본시장연구원 연구위원)	19
「권세훈」 (상명대학교 경영학부 교수)	19
「김범」 (송실대학교 금융학부 교수)	20
「박종수」 (금융감독원 보험리스크제도실 실장)	21
「임준환」 (보험연구원 선임연구위원)	23
「황인창」 (보험연구원 연구위원)	24
「조영현」 (보험연구원 연구위원)	25

I. 개최 취지

- 현재 우리나라 보험산업은 미국 통화정책의 정상화, 새로운 회계제도(IFRS9·17)와 신지급여력제도(K-ICS) 도입 등 새로운 환경에 직면하고 있음
 - 최근 세계 경제가 회복세를 이어감에 따라 주요국 중앙은행들은 2008년 글로벌 금융위기 이후 유지된 저금리 기조에서 벗어나 통화정책 정상화에 나서고 있음
 - 2021년 부채사가평가를 기반으로 하는 새로운 회계제도 및 지급여력제도를 도입할 예정임
- 주요국의 통화정책 정상화는 글로벌 경제와의 상호 연계성에 기반해 우리나라를 포함한 신흥국 경제에 큰 영향을 미칠 것으로 예상됨
 - 과거 미국의 금리인상기 동안 국내 시중금리는 상승하고 환율은 하락하며 주가의 경우 혼조 양상을 보인 바 있음
 - 2008년 글로벌 금융위기 이후 세계 금융시장 연계성이 강화되었다는 점에서 주요국의 통화정책 정상화로 인한 국내 금융시장의 불확실성 증가는 예전보다 더욱 클 것으로 예상됨
- 이러한 환경변화에 대응하기 위해서는 과거 어느 때보다 자산부채관리의 중요성이 강조되는 한편, 투자수익률 제고와 투자위험관리 강화에 노력을 기울여야 함
 - 자본규제 강화와 경제적 불확실성 증가는 보험회사의 수익성 확보와 자본관리에 대한 부담을 한층 가중시킬 것으로 보임
 - 보험회사는 상품개발 및 판매, 자산운용, 리스크관리 등 경영 전반에 대한 변화를 통해 새로운 환경에 대비해야 함

표 1-1 주제발표 구성



■ 이에 본 심포지엄은 경제 및 규제 환경 변화에 대비하기 위해 금리위험 관리, 해외채권 투자, 대출채권 운용 등을 통한 보험산업의 경쟁력 강화 방안을 모색하기 위해 개최됨

- 제1주제 『금리인상 기초하에서 보험회사의 지급능력 관리』에서는 보험회사의 재무건전성을 강화하기 위해 다양한 자본변동성 관리기법을 지금부터 적극적으로 활용할 필요가 있다고 주장함
- 제2주제 『보험회사 해외채권 투자와 환헤지』에서는 보험회사의 해외채권 투자 시 해외투자 목적·통화 종류·기존 투자포트폴리오 자산구성 등을 반영한 환헤지 전략이 필요하다고 주장함
- 제3주제 『보험회사 대출채권 운용의 특징 및 시사점』에서는 자본관리 최적화 관점에서 비약관 대출채권의 투자비중이 부채사가평가제도 대응에 적절한 수준인지 검토할 필요가 있다고 주장함
- 주제발표와 관련된 다양한 현안들에 대해 각계 전문가들을 초청해 심도 있는 토론을 진행함

II. 금리인상 기조하에서 보험회사의 지급능력 관리

발표자: 임준환 (보험연구원 선임연구위원)

1. 검토배경

- 2021년 새로운 회계제도 및 신지급여력제도 도입과 미국의 통화정책 정상화는 금융 및 규제 환경 변화를 통해 국내 보험회사의 재무건전성에 상당한 영향을 미칠 것으로 예상됨
 - 현행 RBC 제도하에서 저금리의 장기화로 실제 보험부채가 과소 계상되어 잠재 손실(경제적 기준의 보험부채 현재가치와 원가기준의 보험부채 현재가치 간 차이)이 내재됨
 - 2021년 새로운 회계제도가 도입되면 잠재손실이 실제로 손실화되어 자본이 축소될 것임
 - 동시에 K-ICS 제도 도입은 금리위험에 대한 측정기준의 강화 및 측정 방식의 정교화로 금리위험액이 확대되어 지급여력비율이 하락할 것으로 예상됨
 - 이러한 가운데 주요국 통화정책 정상화로 인한 금리상승은 자산 및 부채 듀레이션 갭 축소로 재무건전성을 개선시키지만, 다른 한편으로 해지율의 증가를 통해 이익 감소와 유동성 압박 문제를 초래할 수 있음

2. 금리변동이 보험회사 지급능력에 미치는 영향

- 제도·규제 환경 변화와 금리상승이 보험산업의 재무안정성에 얼마나 영향을 미치는지는 금리기간구조에 대한 변화(추세, 수준, 기울기)와 금리상승 관련 해지율 증가, 그리고 보험회사의 위험관리 능력에 달려있음
 - 단기금리 상승 및 중장기금리 하락은 중장기 만기에 자산과 부채 간 현금흐름 익스포저가 집중된 경우 금리위험을 증가시킬 수 있음

- 금리급등은 보험계약자의 해지를 유발해 보험이익 및 투자이익의 감소와 유동성 문제를 초래해 보험회사의 지급능력을 악화시킬 수 있음
- 따라서 보험회사가 금리환경 변화가능성에 대비하기 위해서는 다양한 금리위험 관리기법을 활용하여 재무건전성을 강화할 필요가 있음

3. 금리위험 관리 방안

■ 금리위험 관리기법으로 자산·부채 듀레이션 갭 관리와 금리위험 경감기법이 있음

- 자산·부채 듀레이션 갭 관리의 금리부 보험부채 듀레이션과 금리부 자산 듀레이션 간의 불일치를 관리하는 기법임
 - 장기국채 매입을 통한 자산 듀레이션 확대는 채권의 공급과 수익성 문제로 어려움이 있음
 - 금리연동형 및 보장성상품 비중 확대 등 보험상품 믹스를 통한 보험부채 듀레이션 축소는 신상품에만 적용되어 실효적인 효과를 얻기 위해서는 장기간이 소요된다는 문제점을 안고 있음
- 금리위험 경감기법으로 금융차입 확대를 통한 장기 우량채권 매입, 파생금융상품(금리스왑, 장기 채권선도) 활용 등이 있음

■ 보험회사의 재무건전성 제고라는 목표를 달성하기 위해서는 금융차입을 통한 장기 우량채권 매입 허용, 보험회사가 매입한 QIB(국내 전문투자자들이 거래하는 시장)채권의 유가증권 인정 등의 정책적 고려도 검토해 볼 필요가 있음

- 단기 또는 중·장기 자금차입을 통한 장기 우량채권 매입은 자금차입으로 총부채(보험부채와 금융부채를 포함)의 전체 듀레이션을 축소시키고 동 자금으로 장기국채를 매입함으로써 자산 듀레이션을 높일 수 있음
 - 금융차입에 대한 현행 규제는 후순위 차입만 허용되어 있고 선순위 차입은 제한함
- 보험회사들이 외국기업의 국내발행 채권에 활발히 투자할 수 있도록 준공모형식의 QIB채권을 유가증권으로 인정할 필요가 있음

III. 보험회사 해외채권 투자와 환헤지

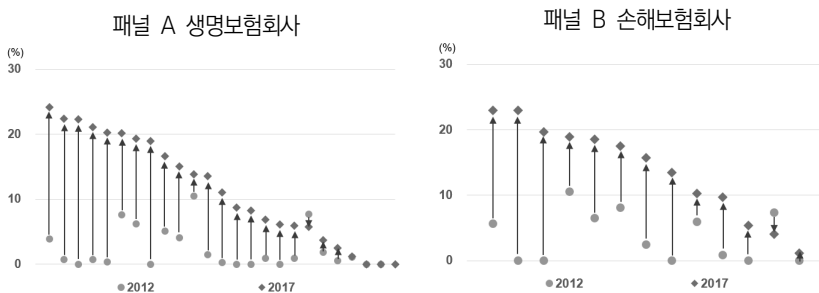
발표자: 황인창 (보험연구원 연구위원)

1. 검토배경

■ 최근 5년간 보험회사의 해외투자는 해외채권을 중심으로 큰 폭으로 증가함

- 2017년 말 보험회사의 해외 외화증권 투자잔액은 790억 달러로 2012년 말(214억 달러)에 비해 3배 이상 증가함
- 전체 기관투자자의 해외채권 및 Korean paper 투자 중 보험회사가 차지하는 비중은 약 45%로 보험회사의 해외투자는 해외채권을 중심으로 이루어짐
 - Korean paper는 거주자(한국 정부, 금융기관, 기업 등)가 외화 조달을 위해 해외 금융 시장에서 발행한 외화표시증권을 의미함
- 최근 5년간 해외투자 비중이 10% 이상인 보험회사의 수는 20개 증가(2개 → 22개)하고, 해외투자 비중이 20% 이상인 보험회사의 수도 8개 증가함(0개 → 8개)

그림 III-1 보험회사별 해외투자 비중 변화(2012→2017)



■ 보험회사의 해외투자 확대는 경제적·규제적 환경 변화에 따라 투자 다각화를 통해 수익률을 제고하거나 위험을 감소시키기 위해서임

- 2008년 글로벌 금융위기 이후 고착화된 저금리 환경은 보험회사 운용자산이익률 하락으로 이어져 보험회사들의 수익률 제고 유인이 증가함

- 2000년대 이후 자산운용 규제 완화로 보험회사 해외투자의 자율성이 점차 확대되는 와중에 향후 2021년 새롭게 도입되는 IFRS 9·17 및 K-ICS로 인해 보험회사의 장기자산(특히 채권) 편입 유인이 증가함
 - 국내 장기자산시장의 규모는 제한적임

■ 본 발표에서는 해외채권 투자에 대한 환헤지 영향 분석을 바탕으로 시사점을 도출하고자 함

- 해외투자 시 중요한 투자의사결정 중 하나는 환헤지 전략임
 - 기존 투자포트폴리오(국내자산)에 신규자산(해외채권)을 편입함으로써 전체 투자포트폴리오의 기대수익률을 제고시키거나 위험을 감소시킬 수 있는데, 환헤지는 전체 투자포트폴리오의 기대수익률과 위험에 영향을 미침

2. 분석자료 및 연구방법

■ 분석대상 국가는 채권시장 규모와 통화 종류를 고려하여 미국, 일본, 영국, 독일, 호주로 한정함

- 분석대상 투자자산은 보험회사 자산운용의 장기성을 고려하여 국가별 만기 10년 국채로 한정함
- 분석기간은 자료 가용성을 고려하여 2006년 4월~2017년12월로 선정함

■ 보험회사가 해외채권을 투자할 때 얻는 수익률을 환헤지 여부에 따라 구분하여 비교분석을 수행함

- 보험회사가 해외채권을 투자할 때 얻는 투자수익률은 해외채권에 대한 수익률과 해외통화에 대한 수익률로 나뉘짐
- 환헤지 시 해외채권 투자수익률은 해외채권수익률, 환노출 관련 해외통화수익률, 환헤지 관련 해외통화수익률로 나뉘짐
 - 환헤지 전략은 해외채권수익률과 해외통화수익률 간 상관관계에 큰 영향을 받음

3. 분석결과 및 시사점

그림 III-2 환헤지가 해외채권 투자에 미치는 영향

	미국	일본	영국	독일	호주		시사점
기대 수익률	↑	↑	↑↑	↑	↓↓	➡	캐리트레이드(carry trade)
위험	↓↓	↓↓	↓↓	↓↓	↓	➡	부분헤지
국내자산과의 상관관계	↑↑	↑	↑↑	↑↑	↑↑	➡	변동성·상관관계 간 트레이드오프
투자기간 (5년 이내)	변화 없음	변화 없음	변화 없음	변화 없음	변화 없음	➡	5년 초과 장기투자에 대한 분석

■ 환헤지가 해외채권 투자에 미치는 영향분석 결과를 토대로 보험회사 자산운용에 주는 시사점을 도출하면 다음과 같음

- 캐리트레이드: 통화 종류에 따라 환노출을 통해 추가적인 투자수익률을 기대함
- 부분헤지: 통화 종류에 따라 완전헤지보다 부분헤지가 해외채권 투자포트폴리오의 위험을 최소화할 수 있음
- 변동성·상관관계 간 트레이드오프: 환헤지는 해외투자수익률의 변동성 자체를 낮춰 전체 투자위험을 감소시키는 효과가 있지만, 동시에 위험분산효과를 낮춰 위험을 증가시키는 효과도 있음
- 5년 초과 장기투자에 대한 분석: 자료 가용성으로 인해 5년 이내 투자기간에 대한 분석만 수행했지만, 보험회사의 투자기간을 고려해 볼 때 5년 초과 장기투자에 대한 분석이 필요함

■ 보험회사의 해외채권 투자 시 해외투자 목적·해외채권의 통화종류·기존 투자 포트폴리오 자산구성 등을 반영한 환헤지 전략이 필요함

- 현재 대부분의 보험회사들은 적정투자한도 및 손실허용한도 등을 설정하여 시장위험을 관리하고, 해외투자로 인해 발생하는 환위험을 회피하기 위해 외화자산에 대해 100% 환헤지를 원칙으로 함
- 실제 환헤지 전략 수립 시 본 분석에서 고려한 요인 외에 추가로 헤지수단에 따른 헤지비용 등을 반영해야 함

IV. 보험회사 대출채권 운용의 특징 및 시사점

발표자: 조영현 (보험연구원 연구위원)

1. 검토배경

- 대출채권은 수익률이 높은 반면 리스크는 작은 편이어서 보험회사가 선호하는 자산인데, 이는 보험계약대출(약관대출)의 비중이 높기 때문으로 보임
 - 2017년 말 기준 운용자산 중 대출채권이 차지하는 비중은 생명보험회사 19.1%, 손해보험회사 28.2%이고, 대출 중 보험계약대출 비중은 생명보험회사 34%, 손해보험회사 19%임
 - 보험계약대출은 신용위험이 없으며, 담보로 제공된 보험계약의 듀레이션을 그대로 인정받아 지급여력제도상 금리리스크가 없음
 - 예정(공시)이율에 가산금리를 더하는 방식으로 대출금리를 산정하기 때문에 조달비용을 고려한 투자이익이 양(+)이라는 장점도 있음
- 약관대출을 제외한 대출채권(이하 비약관 대출채권)은 리스크가 있으며 수익성이 약관대출에 비해 낮기 때문에 리스크 대비 수익성을 면밀히 검토할 필요가 있음
 - 대출채권의 듀레이션은 3~4.5년 정도로, 듀레이션이 긴 약관대출을 제외할 경우 비약관 대출채권의 듀레이션은 이보다 짧음
 - 최근 보험회사의 대출채권 중 저신용등급 비중이 확대되고 있으며, 채권에 비해 그 비중이 높은 것을 확인할 수 있음
- 본 발표는 보험회사 비약관 대출채권의 리스크와 수익성에 대해 분석함
 - 보험회사 비약관 대출채권 운용의 효율성을 평가하고, 향후 시행될 회계제도에 대응한 보험회사의 대출채권 운용에 대한 시사점을 제공함

2. 보험회사의 대출채권 현황 및 특징

■ 보험회사는 가계대출 비중을 축소하고 기업대출 특히, 중소기업 대출을 확대함

- 가계대출은 보험계약대출 비중이 높지만, 기업대출은 신용대출과 기타대출 비중이 높음
- 손해보험회사 기업대출의 66%를 차지하는 기타대출은 사모사채나 PF 대출 등으로 대체투자와 관련된 대출채권임
 - 높은 기타대출 비중은 보험회사가 저금리 환경에서 수익률을 제고시키고자 대체투자 비중을 확대한 결과로 해석할 수 있음

■ 일부 회사들은 보험계약대출을 중심으로 대출채권을 운용하며, 이들은 운용자산 중 대출채권 비중이 10% 미만으로 낮음

- 비약관 대출을 생손보로 나누어 보면, 손해보험회사는 회사별 비약관 대출 비중에 큰 차이가 없는 반면, 생명보험회사는 큰 차이가 발견됨

■ 비약관 대출 비중별로 생명보험회사를 세 개의 그룹으로 나누어 보면, 비약관 대출 비중이 낮은 회사들은 규모가 상대적으로 작고 수익성 및 건전성이 높으며, 기업대출 특히, 중소기업 대출 비중이 낮음

- 비약관 대출 비중이 낮은 회사들은 주로 외국계 보험회사이고, 비약관 대출 비중이 높은 그룹은 산업계 대형사 중심이며, 중간 그룹은 금융계 중형사들이 중심임

■ 비약관 대출 비중이 낮은 생명보험회사들은 대출채권 전체의 수익률이 다소 높고 듀레이션이 길며, 신용위험이 낮음

- 이는 수익률이 상대적으로 높고 듀레이션이 길며 신용위험이 낮은 약관대출의 비중이 높기 때문임
- 이들은 금리확정형 부채 비중이 높고 부채듀레이션이 김
 - 이러한 특징은 금리리스크 부담이 큰 비약관 대출 비중 확대를 억제하는 요인으로 작용했을 것으로 보임

3. 비약관 대출채권의 리스크와 수익성

- 많은 생명보험회사들이 비약관 대출과 유가증권의 신용위험계수 차이가 큼
 - 손해보험회사의 경우 비약관 대출채권 신용위험계수가 생명보험회사와 유사하지만, 유가증권 신용위험계수가 생명보험회사에 비해 높음
 - 손해보험회사는 주식과 수익증권 등의 비중이 생명보험회사보다 높아 유가증권 신용위험계수가 높음
- 상당수 보험회사의 비약관 대출채권 듀레이션이 유가증권 듀레이션에 비해 현저히 짧고, 이러한 차이는 손해보험회사에서 더 크게 나타남
- 생명보험회사는 비약관 대출의 신용위험액 부담도가 상당히 높음
 - 본 분석에서 사용한 리스크 부담도는 다른 자산 대비 비약관 대출의 상대적 리스크 부담 정도를 나타냄
 - 손해보험회사는 신용위험액 부담도가 생명보험회사에 비해 낮는데, 이는 손해보험회사가 상대적으로 대출채권 이외의 자산에서 신용위험을 더 많이 부담하기 때문임
 - 한편, 생손보 모두 비약관 대출의 금리민감액 부담도가 낮아 비약관 대출이 금리리스크 축소에 기여하는 정도가 낮음
- 비약관 대출 비중이 중간인 생명보험회사들은 비약관 대출의 신용위험계수 및 신용위험 부담도가 가장 높음
 - 비약관 대출 비중이 높은 생명보험회사들은 비약관 대출채권의 신용위험 부담을 낮춰 운용함
- 비약관 대출채권의 2017년 초과수익률은 생명보험회사의 경우 평균 0.8~1.8%, 손해보험회사의 경우 평균 1.1~1.6%인 것으로 추정됨
 - 약관대출 수익률을 5, 6, 7%로 가정하여 각각의 가정하에 비약관 대출의 수익률을 추정하고, 여기에 대출채권 이외의 자산 수익률을 빼어 초과수익률을 산출함

- 일부 생명보험회사들은 초과수익률이 저조하며, 손해보험회사의 경우 2개사를 제외하면 전반적으로 초과수익률이 저조한 것으로 보임
- 손해보험회사의 경우 5~6개사가 부담한 리스크에 비해 비약관 대출채권의 수익성이 낮은 것으로 보임
- 생명보험회사의 경우 3~4개의 회사가 부담한 리스크 대비 비약관 대출채권의 수익성이 낮은 것으로 보임
- 비약관 대출채권 비중이 중간인 생명보험회사들은 비약관 대출채권의 리스크 대비 수익성이 높지 않은 것으로 보임
- 반면, 비약관 대출채권 비중이 높은 생명보험회사들은 비약관 대출채권의 위험조정 수익률이 양호한 것으로 보임

4. 결론 및 시사점

- 일부 보험회사들은 비약관 대출채권에서 높은 리스크를 부담함에도 불구하고 초과수익률이 저조함
- 특히, 상당수 손해보험회사들은 비약관 대출채권의 리스크 대비 초과수익률이 낮은 것으로 보여 비약관 대출채권 투자전략에 수정이 필요한 것으로 보임
- 비약관 대출채권의 위험조정수익률이 낮은 보험회사는 투자 비중 축소를 검토할 필요가 있음
- 이들은 자본관리 최적화를 위해 리스크 대비 수익률이 낮은 비약관 대출채권 비중을 줄일 필요가 있음
- 현재 비약관 대출채권의 위험조정수익률이 우수한 보험회사들도 비약관 대출채권 비중이 부채시가평가제도 대응에 적절한 수준인지 검토할 필요가 있음
 - 실질적인 금리리스크 수준을 고려하여 비약관 대출채권 비중 조정이 필요함

V. 토론내용 요약

「김석중」 (현대해상보험 자산운용부문 부문장)

- 첫 번째 주제발표에서 외부차입을 통한 장기자산운용의 실현가능성과 아리랑본드 발행 활성화와 관련한 기업의 입장을 신중히 검토할 필요가 있음
 - 외부차입을 통한 장기자산운용은 현행 법규상 보험회사의 자본확충 수단이 후순위채 또는 신종자본증권으로 제한되어 있어 장기적 관점에서 선진국 사례를 반영한 정책과제로 채택할 필요가 있음
 - 다만, 정책적으로 외부차입이 허용된다고 하더라도 금리상승기에 단기차입을 통한 장기자산운용은 리스크가 높아 현실성이 떨어지는 것으로 보임
 - 아리랑본드 활성화의 경우 아이디어는 좋으나 신용등급이 높은 외국 금융기관 및 기업이 국내에서 채권을 발행할만한 경제적 이유가 있는지를 검토할 필요가 있음
 - 현재 차주 입장에서는 조달금리가 높아 국내에서 아리랑본드를 발행할 이유가 있는 지 검토할 필요가 있으나 기업의 입장에 따라 아리랑본드 발행 유인이 있을 수 있음
- 두 번째 주제발표와 관련하여 대만의 제도적 요인 분석이 추가로 필요해 보이며 국내 보험회사의 해외채권 투자 시 부분헤지는 현실적으로 어려울 수 있음
 - 대만 생명보험회사의 해외투자 비중이 우리나라 생명보험회사에 비해 상당히 높는데 이는 대만 금융당국의 해외투자 규제를 완화하였기 때문임
 - 대만의 경제·금융 환경이 우리나라와 상이할 수 있으나, 대만의 제도적 요인을 분석 하여 제시하였다면 본 세미나 참석자에게 더 좋은 자료가 되었을 것으로 생각함
 - 보험회사의 당기순익 인식에 있어 자본이익보다는 이자수익과 환리스크를 중심으로 하기 때문에 원칙적으로 100% 환헤지를 하고 있으며 캐리트레이드나 부분헤지는 현실적으로 어려울 수 있음
- 세 번째 주제발표에서는 중소기업 대출 비중 확대 추세 중 PF 비중 확대를 고려한 대안 제시가 필요하며, 비약관 대출 수익성 분석 시 사용한 약관대출 수익률 가정은 손해보험회사의 경우 지나치게 높음

- 유형별 대출채권 현황에서 중소기업 대출 비중 확대에 따라 신용위험 관리의 필요성을 주장할 수 있으나 부동산 PF 대출이 확대되고 있으므로 비약관 대출의 신용위험 관리를 강조할 정도로 우려되는 상황인지 다시 한 번 검토할 필요가 있음
 - 비약관 대출 초과수익률 추정을 위해 약관대출 수익률을 5~7%로 가정하였는데, 이는 회사에 따라 차이는 있지만 현실성이 떨어지는 것으로 보임
 - 생명보험회사에 비해 손해보험회사는 예정(공시)이율이 낮기 때문에 약관대출 수익률이 상대적으로 낮음
- 보험회사 자산운용과 관련하여 해외채권 포트폴리오 리밸런싱 강화, 해외 인프라투자 매력도 하락, 해외 선진국 사모대출펀드 관심 증가 등이 전망됨
- 해외채권 포트폴리오 리밸런싱이 강화될 수밖에 없음
 - 스왑시장이 악화되고 있어 달러자산에 비해 비달러자산(예, 유로화 등)의 비중이 확대되고 있음
 - 보험회사 입장에서 지급여력비율에 영향을 줄 수 있지만 위험부담(Risk taking) 전략을 적극적으로 수행하여 레버리지가 들어간 수익원 추구를 다양하게 구사할 수밖에 없을 것으로 전망함
 - 해외 인프라 투자가 매력적인 상황이지만 유로화 자산으로 수익률을 산출한다고 해도 대부분의 수익률이 5% 중반이며 단기적으로 스왑시장이 악화될 경우 투자 매력도 함께 상실될 전망이다
 - 손해보험회사 입장에서 보았을 때, 상대적으로 해외 선진국의 사모대출펀드(PDF)에 대한 관심이 높아졌으나 최근 대출조건이 악화되고 있음
 - 전략에 따라서 여전히 8~10% 정도의 수익을 낼 수 있기 때문에 해외 선진국의 사모대출펀드에 대한 익스포저는 높아질 것으로 전망됨
- 금융당국에 대해 자산-부채 듀레이션 매칭 목적 보유채권 인정, 해외대체투자 관련 규제 완화, 대만의 사례를 참고한 탄력적 대응 등을 건의함
- 지급여력비율 산정 시 자산-부채 듀레이션 매칭 목적의 보유채권 가치 변동 인정이 필요함
 - 현행 제도하에서는 자산은 시가평가, 부채는 원가평가를 하므로 금리상승 시 평가손실 발생으로 가용자본이 훼손되는 결과를 초래하고 있음
 - 지급여력비율 산정 시 해외 블라인드 펀드에 대한 요구자본이 높아 해외대체투자에

제약이 되고 있음

- 우리나라는 GDP 대비 경상수지 흑자규모가 크고, 금리정책 방향이 미국과는 상반되므로 스왑시장 악화 추세가 단기적으로 해결되기는 어려운 상황이며 이에 대해 대만의 사례를 참고하여 탄력적으로 대응하는 것이 필요함

「문홍철」 (DB금융투자 연구위원)

- 대만은 경제성장 추세와 보험회사가 당면한 문제점이 우리나라와 비슷하여 참고할 수 있는 사례가 많은데, 특히 포모사채권(Formosa bond) 관련 규제 완화를 통한 시장 활성화 사례를 참고할 수 있음

- 대만 금융당국은 보험회사의 자산운용 수요 대비 제한적인 대만 채권시장의 규모를 보완하기 위해 포모사 시장 관련 규제를 완화하였음
 - 포모사채권은 대만 자본시장에서 외국 금융회사나 기관이 대만달러가 아닌 기타 통화로 발행하는 채권을 말함
- 포모사채권 발행시장은 대만 채권 발행시장의 30~40%를 차지할 정도로 그 규모가 확대되었는데 우리나라 금융당국이 참고할만한 사례라 생각됨

- 보험회사 자산운용 측면에서 새로운 회계제도(IFRS9·17)와 신지급여력제도(K-ICS) 도입에 대한 가장 효과적인 대응책은 장기채권 물량 확보이며 이를 위해 적격기관투자자(이하 QIB) 시장 확대 및 관련 규제 완화가 필요함

- 현재 보험회사들이 자산운용 수익 제고와 장기채권 물량 확보를 위해 해외채권 투자를 확대하고 있으나 발행시장이 아닌 유통시장을 통해서는 충분한 물량 및 투자매력도 확보가 어려움
- 국내 QIB 제도는 2012년 5월에 도입되었으나 QIB 시장 내 발행 채권이 대출로 분류되어 있어 국내 보험회사의 투자 유인이 낮음
- 금융당국이 QIB 시장 내 발행 채권을 유가증권으로 간주하는 내용을 감독규정상 명문화하는 등 관련 규제를 완화한다면 대만의 사례처럼 QIB 시장이 활성화 될 것으로 생각됨

- IFRS 도입 시 환손실과 순이익 공개와 관련한 규정의 경우 환손실예

다른 불이익이 순이익에 따른 이점보다 더 크다는 점을 감안하여 보험산업에 한정하여 수정 도입할 필요가 있을 것으로 생각됨

- 일본의 경우 Policy matching bond가 있는데, 부채와 매칭이 되는 자산이 있다면 동시에 시가평가에서 제외해주며, 유럽의 경우에도 채권선도거래가 자산거래로 인정되는 등 듀레이션 헤지 수단을 인정하고 있음

「김한수」(자본시장연구원 연구위원)

- 국내 보험회사의 해외채권 투자 규모 확대는 보험회사의 운용자산 확대와 국내 자본시장의 제한적인 규모로 인해 장기적으로 지속될 것으로 보임
 - 제2주제발표에서 설명한 것과 같이 한국의 해외유가증권 투자는 2000년 이후 가파르게 증가하고 있으며 특히 보험회사의 해외채권 투자가 빠르게 증가함
- 보험회사는 부채를 기반으로 투자를 수행하고 채권의 경우 100% 환헤지를 원칙으로 하고 있는데 현재와 같은 스왑시장 상황이 지속된다면 통화오버레이 전략 도입 등 환헤지 전략에 대한 대폭 수정이 필요함
 - 통화오버레이 전략은 자산배분 변화 및 국가별 투자 비중 변화 등과 같은 모든 투자결정으로부터 통화 관련 요인을 분리시킨 후 그 통화요인들만을 통합해 포트폴리오 전체 입장에서 통합된 통화 포지션을 관리하는 것을 의미함
 - 동 전략은 금융위기 시에도 포트폴리오 비중 조정을 통해 위험조정 및 수익제고 효과가 있을 것으로 생각됨

「권세훈」(상명대학교 경영학부 교수)

- 금융기관 경영의 핵심적인 요소는 안정성과 수익성의 상충적인 부분을 어떻게 관리하는가인데, 시스템적·장기적 시각에서 보면 두 요소는 보완적인 요소가 될 수 있음
- 규제가 강화되고 있는 가운데 경제·금융 환경의 객관적 위험 확대 및 고령화와

불경기에 따른 경제주체의 위험회피도 증가는 금융기관의 위험관리 고도화를 요구하고 있음

- 금융기관의 위험관리(금리, 환율, 대출 관련) 고도화는 장외파생상품 활용 제고가 핵심적인 요소이나 우리나라는 장외파생상품 시장이 활성화되어 있다고 볼 수 없으며 시장 활성화를 위해 초기에는 국가 주도의 시장 활성화 대책이 필요할 것으로 보임
 - 장외파생상품 활성화를 위한 시장 조성을 위해 공공기관 주도의 장외파생거래 주선, 국가기관의 보증 제공 등이 필요할 것으로 보임
- 약관대출을 활용하여 보험회사의 수익을 제고하면서도 금융소비자의 편의를 높일 수 있는 신상품 개발 등이 필요함
 - 보험회사 입장에서는 약관대출이 저위험 고수익이라는 좋은 전략일 수 있으나 금융소비자에게는 고금리 대출상품이 될 수 있음
 - 보험회사의 수익을 낮추고 대출 규모 및 빈도를 확대한다면 보험회사의 수익을 보전하면서 금융소비자의 편의도 제고할 수 있을 것으로 생각됨
 - 타 금융기관과의 업무협약을 통해 보험 약관이 있다면 대출금리를 낮춰주는 등 신상품 개발 측면에서 대출자산 활용이 필요해 보임

「김범」 (숭실대학교 금융학부 교수)

- 오늘 심포지엄은 보험회사의 자산운용에 대한 일반적인 논의가 되고 있다는 점도 중요하지만 신지급여력제도에 맞춰 보험회사가 자산운용을 어떻게 해야 할 것인가에 대해 새롭게 논의를 시작한다는 측면에서도 의미가 있음
 - 금리 움직임의 방향성이 바뀔에 따라 보험회사의 위험관리가 시의적절해야 하며 감독기관의 감독정책도 함께 조절되어야 한다고 생각함
- 첫 번째 주제발표와 관련하여 발표내용에 대부분 동의하나 보험회사 외부차입의 경우 신중히 검토할 필요가 있음

- 국내 보험산업 규제와 관련하여 IFRS17, K-ICS 등 국제적 정합성이 높아짐에 따라 보험상품이 간소화되면서 언변들링의 가능성도 높은 것으로 생각됨
 - 언변들링은 이용자에게 일괄로 제공될 수 있는 상품이나 서비스 등을 부분적으로 분해하여 제공하는 형태를 일컫는 말로, 4차 산업혁명 시대의 금융산업은 P2P 대출, 해외송금 등 하나의 서비스만 특화한 스타트업들의 경쟁이 치열해질 전망이다
 - 향후 파생상품이나 재보험 등을 고려한 위험경감효과를 인정하는 것은 굉장히 고무적이라고 생각됨
 - 보험회사 외부차입과 관련하여 은행의 과도한 차입투자(Leverage investment)로 인해 산업 전체 위험이 심각한 수준에 이를 수 있다는 우려와 함께 지적되는 이슈인 도매자금(Wholesale funding)을 주목할 필요가 있음
- 환헤지와 관련하여 주식과 달리 채권에만 100% 환헤지가 이루어지고 있다는 점, 환헤지 비용, 환차손에 대한 책임 이슈에 대한 논의가 필요함
- 연기금이 해외채권에 대해 100% 환헤지를 유지해야 한다고 생각하고 있는 것 같지는 않으며 이 부분에 대한 보험회사와 학계의 지속적인 연구가 필요함
 - 해외투자자와 관련한 환헤지는 포트폴리오 측면에서 위험이 클에도 분산효과는 반드시 나타날 수 있으며, 제2주제발표에서 언급한 바와 같이 투자기간에 따라 그 효과가 달라질 수 있음
- 대출채권과 관련하여 기존의 제조업 방식의 자본관리에서 벗어나 자본시장에 친화적인 방법으로 위험관리가 이루어져야 하는 시점이라고 생각함
- 시기상조일 수는 있으나 팩토링(Factoring), 유동화 등을 통한 대출채권 위험관리 기법에 대한 실무적·제도적 검토가 필요해 보임
 - 팩토링이란 팩토링 회사들이 기업으로부터 외상매출채권(상업어음, 외상매출증서 등)을 매입하고 이를 바탕으로 기업에 자금을 빌려주는 제도로, 팩토링 회사는 기업을 대신하여 대금회수, 매출채권관리, 부실채권 보호, 금융 제공 등의 혜택을 부여함

「박종수」 (금융감독원 보험리스크제도실 실장)

- 실제로 도입될 수 있는지 여부와는 별개로 금융당국이 생각하지 못했던 새로운 아이디어들이 다수 제시된 의미 있는 자리였음

- 단기차입을 통해 듀레이션을 낮추는 것은 보험회사 파산 시 채무 상황이 먼저 이루어져야 한다는 점에서 보험계약자 보호에 큰 약점이 될 수 있음
 - 단기차입 시 보험회사에 분명히 신용리스크나 유동성리스크가 존재하고 보험업법에서 보험회사의 차입을 금지하고 있는 이유는 계약자 보호 때문임
 - 듀레이션 축소를 위한 단기차입은 ‘보험회사는 보험계약자에 대한 지불능력을 확보한다’라는 보험업법이나 금융감독원의 기본적인 입장에 상반됨

- QIB 시장 활성화와 관련하여 금융위원회가 개선책을 마련하고 있음
 - 국내에 QIB 시장이 도입된 이후 금융당국은 동 시장의 활성화를 위해 꾸준히 노력하고 있음

- 금리상승에 의한 효과가 자산평가에만 반영되어 RBC 비율이 하락한다는 문제점과 관련하여 향후 제도적 방안을 마련할 것이지만, 보험회사의 리스크관리가 전사적이고 장기적인 관점에서 이루어지고 있는지에 대해 고민할 필요가 있음
 - 금리하락기에 금융당국은 듀레이션 매칭 채권 도입을 논의하였으나 당시에 보험회사는 채권평가이익이 나고 있어 도입을 반대한 사례가 있음
 - 파생상품을 활용한 듀레이션 매칭의 경우 현행 RBC 제도에서는 반영하지 않지만 향후 신지급여력제도(K-ICS)에서는 반영될 것으로 생각됨

- IFRS 도입 시 환차손 및 환차익 회계처리와 관련하여 보험산업에 국한하여 수정 도입을 하자고 제안한 의견은 우리나라가 IFRS를 전산업에 전면 도입을 하고 있다는 점에서 실현가능성이 낮다고 생각됨
 - 환차손에 따른 불이익이 환차익에 대한 이익보다 훨씬 크다는 점은 성과보상체계가 제대로 이루어졌는지에 대해 보험회사가 먼저 검토해야 할 필요가 있음

「임준환」 (보험연구원 선임연구위원)

■ 포트폴리오 관점에서 적정수준의 단기차입은 보험회사의 지급능력을 개선할 수 있음

- 단기차입(RP매도를 통한 담보부 차입)을 하더라도 수익추구가 주목적이지 아니며, 금리상승기에는 보험부채 듀레이션 갭이 줄어들어 이에 따른 이익이 더 클 것으로 생각됨
 - 금리상승으로 단기금리가 장기채권 매입 당시의 장기금리보다 높을 경우, 금리상승에 따른 보유채권의 수익률 하락과 자금조달 증가에 따른 투자손실이 발생하나, 자산 및 부채 듀레이션 갭 축소에 따른 이득이 발생함
 - 금리상승에 따른 채권투자 손실과 듀레이션 갭 축소에 따른 이득을 비교할 필요가 있는데, 단기차입이 부재한 상태에서 듀레이션 갭 개선효과가 채권투자 손실을 압도하므로 전체적으로 금리가 상승하더라도 보험회사의 지급능력을 개선시키는 효과는 클 것으로 여겨짐
- 금융당국에서 우려하는 부분은 포트폴리오상 지나친 규모의 단기차입이 이루어진 경우로, 지금까지 보험회사의 단기차입 사례가 없고 단기차입의 기회가 제공되지 않는 상태에서 과도한 단기차입을 우려하는 것은 지나친 기우라고 판단됨
- 신지급여력제도가 적용되는 시점에서 금리스왑계약이 금리위험 경감수단으로 허용될 예정인데, 금리스왑은 허용되고 단기차입을 제한한다는 것은 이해하기가 어려움
 - 금리스왑은 단기로 차입하여 장기로 운영하는 거래들의 묶음과 동일한 현금흐름을 가짐
 - 단기차입을 제한하고 금리스왑계약만을 허용한다면 장기금리스왑 시장에서 가격이 무위험 차익거래가 아니라 수요와 공급에 의해 결정되는데, 이러한 시장에서 고정금리를 수취하는 보험회사의 수요가 고정금리를 제공하는 거래상대방(은행)의 공급에 비해 압도적으로 크게 되어 장기 고정금리가 낮아 수익성이 크게 하락하는 문제가 발생함
 - 이러한 현상은 해외채권 투자 시 환헤지 수단으로 이용되는 이종통화스왑을 통한 환헤지 부담비용이 장기일수록 높아지는 현상과 동일한 원리임
 - 따라서 보험회사에 대한 자금차입 허용이 장기금리스왑에 미치는 긍정적인 면을 동시에 검토할 필요가 있음

■ 환헤지 비용부담은 근본적으로 원화가 국제화되어 있지 않은 상태에서 글로벌 금융위기로 도입된 국내 외환시장의 건전성 규제 및 선진국의 은행규제 강화

(유동성 비율 도입, 장외파생거래에 대한 거래상대방 위험 프리미엄 반영) 등으로 발생하는 현상으로 우리나라에서만 발생하는 특별한 문제가 아닌 것으로 보임

- 환헤지 비용 문제는 일본, 대만, 미국 등에서도 발생하고 있음
- 원화는 현재 달러가격에 비해 중장기적으로 강세를 보일 수밖에 없으나 동시에 단기적으로 환율 움직임에 대한 불확실성도 높은 상태이며 보험회사의 해외투자 시 환헤지는 필수적인 상황임
 - 장기 금리차에만 주목하면 단기적으로 환위험뿐만 아니라 중장기적으로 금리차위험에 노출될 수 있어 해외투자 시 환헤지 방식의 선택은 보험회사의 위험성향, 자기자본 규모, 회사 해외투자전략에 따라 달라짐
 - 듀레이션 매칭을 위한 해외채권 투자는 투자시점의 금액뿐만 아니라 투자(예상)회수 시점의 금액 측면에서 완전헤지 방식에 기반을 두어야 한다고 생각됨
 - 원화가 장기적으로 강세를 보일 것이라고 예상하는 것은 경상수지 흑자기조가 유지되어 향후 외환시장 개입에 관한 정보 공시로 현물환율이 경제적 펀더멘털(경상수지 흑자)에 보다 민감하게 반응할 것으로 예상되기 때문임
 - 누적된 경상수지 흑자는 해외투자로 연결될 수밖에 없는데 그 동안은 외환당국의 외환시장 개입을 통한 외환보유고가 주류였으나 향후 민간 금융기관, 특히 보험회사의 해외투자가 증가될 것으로 예상됨

「황인창」 (보험연구원 연구위원)

- 전체 포트폴리오 위험관리 관점에서 부분헤지가 유리한 상황이 있을 수 있다는 점을 강조하고 싶음
- 과거에는 보험회사가 채권투자 시 이자수익에만 관심을 기울였지만 향후 재무정보 산출 관점에서 시가평가 비중이 증가하므로 자본이익에 대한 주의도 같이 기울여야 할 것임
- 해외 사례와 관련하여 대만이나 일본의 사례를 벤치마크 하기는 어려울 것으로 판단되고, 대신 개선방향으로 K-ICS 도입 시 우리나라의 상황을 제대로 반영하는 것을 제언함
 - 대만·일본 보험산업의 사례는 원가평가를 중심으로 한 제도에서 보완책을 마련했다는

점에서 시가평가를 중심으로 하는 IFRS17과 K-ICS의 도입을 결정한 우리나라와는 출발점에 상당한 차이가 있음

- 향후 K-ICS 도입 시 보험회사는 장기적 관점에서 패시브 투자(Passive investment)를 한다는 점을 반영할 필요가 있고, 개별 자산리스크 간의 상관관계를 보다 잘 반영할 수 있도록 제도를 설계할 필요가 있음
 - 현재 금융당국이 제시한 K-ICS 요구자본 산출안은 1년 99.5% VaR를 중심으로 함

「조영현」 (보험연구원 연구위원)

- 비약관 대출의 초과수익률 산출을 위한 약관대출 수익률 가정(5~7%)이 손해보험회사의 경우 높다는 지적과 관련하여 약관대출 수익률을 4%로 가정하더라도 결과는 크게 달라지지 않음
- 다만 산출결과는 2017년의 결과뿐이어서 강건성이 떨어질 수 있으므로 향후 4~5년 기간을 대상으로 분석하도록 하겠음

경영세미나

경영환경 변화와 보험회사 자산운용

발행일 | 2018년 6월

발행인 | 한기정

발행처 | 보험연구원

주 소 | 서울시 영등포구 국제금융로 6길 38 (여의도동 35-4)

연락처 | 02-3775-9000

인쇄처 | 경성문화사 / 02-786-2999

Copyright@Korea Insurance Research Institute. All Rights Reserved.

