

산학세미나

# 보험회사 대체투자 현황과 과제

박희우(보험연구원 연구위원)

2021.06.25.

# 목 차

## I. 서론

## II. 보험회사 대체투자 현황

1. 대체투자의 개념
2. 우리나라
3. 미국
4. 유럽
5. 비교 및 특징

## III. 향후 과제

1. 그린뉴딜 관련 투자처 검토
2. 투자운용체계 개선

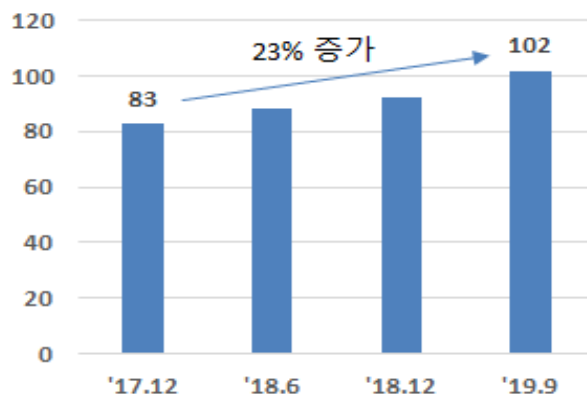
## IV. 요약 및 결론

# 1. 연구의 배경

- 우리나라 보험회사는 대체투자 규모를 빠르게 확대하였음
  - 보험회사는 저금리 장기화로 인한 수익률 제고, 포트폴리오 다각화, 장기부채 매칭(ALM)을 위한 장기투자 수요 증가 등으로 대체투자를 확대해왔음
  - 특히 해외대체투자를 중심으로 규모를 빠르게 확대하였는데, 국내대체투자는 투자처가 부족하고 해외에 비해 수익률 측면에서 메리트가 부족하기 때문임

생명보험회사 대체투자 추이

(단위:조 원)



자료: 예금보험공사

## 2. 연구의 필요성

- 한편 코로나19로 인한 자산 수요 회복 둔화로 인해 대체투자 부실 가능성에 대한 우려가 제기되고 있으며, 감독당국의 모니터링도 강화되고 있음
- 우리나라 보험회사가 보유 중인 대체투자 익스포저는 만기 도달까지 시간이 남아있지만, 대체투자의 비유동성을 고려할 때 보험회사 대체투자에 대한 논의가 필요한 시점임
  - 우리나라 보험회사가 대체투자 규모를 빠르게 확대한 시점은 오래되지 않았고, 만기가 오래 남은 자산이 많기 때문에 보험회사 대체투자의 현황과 특징에 대한 논의는 최근에 시작되고 있음
  - 하지만 대체투자는 일반적으로 만기가 길고 유동성이 낮아 위기 발생 시 신속한 자산 매각 등의 대처가 어렵기 때문에 보험회사의 리스크 관리를 위해 보험회사 대체투자의 정의, 현황, 특징 등을 선제적으로 파악할 필요가 있음

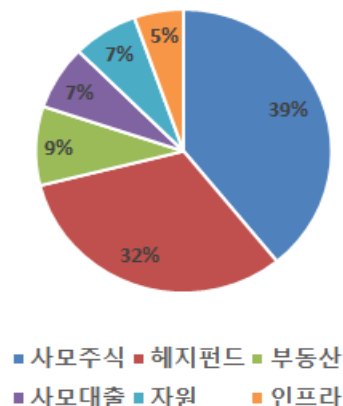
## 3. 연구의 내용

- 우리나라, 미국, 유럽에서 보험회사 대체투자를 어떻게 정의하는지 이해한 뒤 특징을 비교하여 우리나라 보험회사 대체투자의 현황과 이에 따른 향후 과제를 생각해볼 것임
  - 대체투자의 정의는 회사별, 국가별로 상이하기 때문에 우리나라, 미국, 유럽 보험 감독당국의 대체투자 정의를 비교하여 알아보고자 함
  - 이어서 우리나라 보험회사의 운용자산 대비 대체투자 비중과 대체투자 유형별 구성비를 미국, 유럽 보험회사와 비교 분석하여 우리나라 보험회사 대체투자의 특징을 파악할 것임
  - 마지막으로 보험회사의 성공적인 대체투자를 위한 향후 과제를 간략히 살펴볼 것임

# 1. 대체투자의 개념

- 대체투자는 주식, 채권 등 전통적인 투자 자산군에 포함되지 않는 투자를 의미하며, 사모주식, 헤지펀드, 부동산, 인프라 등으로 구분함
  - 대체투자란 통상 주식, 채권 등 전통적인 투자 자산군에 포함되지 않는 대상에 대한 투자를 포괄하는 의미로 사용되며, 채권보다 수익률이 높고 주식보다 변동성이 낮은 특징이 있음
  - 대체투자를 분류하는 통일적 견해는 존재하지 않지만, 일반적으로 사모주식(Private Equity), 헤지펀드(Hedge Fund), 부동산(Real Estate), 인프라(Infrastructure), 상품(Commodity) 등으로 분류함
  - 글로벌 대체투자 리서치 기관인 Preqin은 2020년 6월 기준 전 세계 대체투자시장 규모를 11조 4,500억 달러로 추정하였으며, 사모주식과 헤지펀드가 70% 이상의 비중을 차지함

글로벌 대체투자시장 유형별 비중



자료: Preqin

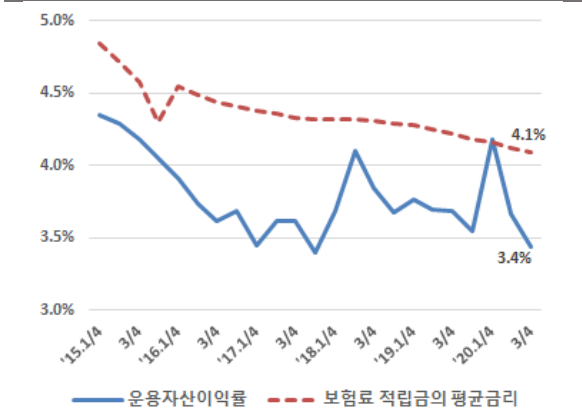
# 1. 대체투자의 개념

- 대체투자는 높은 위험조정 수익률, 낮은 상관관계, 장기투자, 비유동성, 불투명성 등의 특징이 있음
  - 대체투자는 채권에 비해 높은 수익률과 주식에 비해 낮은 변동성으로 인한 높은 위험조정 수익률, 전통 자산군과의 낮은 상관관계로 인한 효율적 투자선(Efficient Frontier)의 상향 조정 효과, 절대수익률의 제공, 인플레이션 헤지 효과 등의 편익을 갖는 투자수단으로 평가됨
  - 반면 대체투자는 일반적으로 공개시장에서 거래되지 않아 유동성이 낮고 만기가 길며, 투자대상의 개별성·불투명성으로 투자위험을 정형화하기 어려워 경제여건 급변 시 손실이 장기화되는 등 다양한 위험요인도 존재하고 있음

# 1. 대체투자의 개념

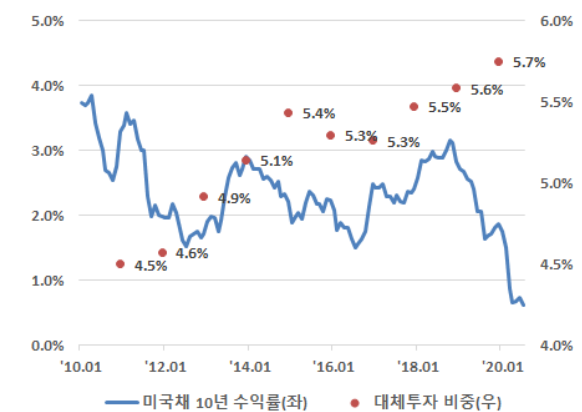
- 보험회사는 ALM을 위한 장기자산 투자, 저금리로 인한 수익률 제고, 포트폴리오 분산 효과 등을 위해 대체투자를 확대해 왔음
  - 보험회사는 2023년 도입 예정인 IFRS17과 K-ICS 하에서 부채를 시가로 평가해야 하기 때문에 장기부채의 듀레이션 매칭을 위해 만기가 긴 자산에 대한 투자 유인이 있음
  - 장기화되는 저금리로 채권 투자를 통해서 자산운용 수익률 개선에 한계가 있으므로 대체투자 비중을 확대함
  - 대체투자자산은 보험회사가 기존에 운용자산으로 보유하고 있던 주식, 채권 등 전통자산과의 상관관계가 낮으므로 포트폴리오 분산효과도 기대할 수 있음

생명보험회사 운용자산이익률과 보험료 적립금의 평균금리 추이



자료: 보험회사 업무보고서

미국 보험회사 대체투자 추이



주: 대체투자 비중은 운용자산 중 대체투자(Schedule BA) 비중임  
 자료: Fred, NAIC



# 1. 대체투자의 개념

- 이어서 우리나라, 미국, 유럽 보험회사 감독당국이 어떻게 대체투자를 정의하는지 파악하고, 우리나라 보험회사 대체투자의 특징을 이해하고자 함
  - 대체투자의 정의는 목적에 따라 업권별, 회사별로 기준이 다양하여 비교가 쉽지 않기 때문에 보험회사의 대체투자 현황을 파악하기 위해서는 먼저 대체투자의 정의에 대한 이해가 필요함
  - 보험회사별 대체투자 현황은 공시되는 정보가 제한적이므로 국가별 감독당국의 기준을 준용하여 우리나라, 미국, 유럽의 대체투자 정의를 살펴본 후 우리나라 기준으로 보험회사의 운용 자산 대비 대체투자 비중과 대체투자 규모 중 유형별 구성비를 비교 분석할 것임

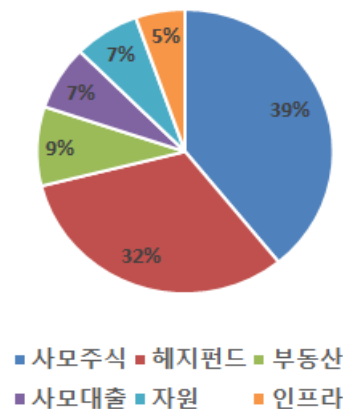
## 2. 우리나라

- (정의) 우리나라 감독당국은 보험회사의 대체투자를 별도의 업무보고서를 통해 자세하게 정의함
  - 금융감독원은 주식, 채권, 대출, 수익증권 등이 대체투자에 해당하면 회계적 구분에 상관없이 모두 대체투자로 정의하도록 명시하고 있음
  - 대체투자는 사모펀드, 헤지펀드, 부동산, 상품, 구조화 상품 및 기타 신종투자상품으로 분류됨
  - 한편 금융감독원이 공시하는 보험회사 재무상태표는 주식, 채권, 수익증권, 대출채권 등 운용 자산에 대체투자 익스포저를 포함하기 때문에 이를 통해 보험회사 대체투자 현황을 파악하기 어려움
- (운용자산 중 비중) 우리나라 보험회사의 운용자산 중 대체투자 비중은 2020년 9월 말 13.1%~16.8%로 추측됨

## 2. 우리나라

- (유형별 구성비) 우리나라 보험회사의 해외대체투자는 부동산, SOC 등 비교적 리스크가 낮은 자산의 비중이 높음
  - 우리나라 보험회사 전체 대체투자의 유형별 구성비는 공시된 자료가 없기 때문에 해외대체투자 비중을 살펴봄
  - 우리나라 보험회사 해외대체투자 자산의 대부분(62%)을 차지하는 부동산과 SOC는 일반적으로 고정적인 현금흐름 창출이 가능하고 자산 가치 변동이 크지 않은 중·저위험 자산으로 평가되어 우리나라 보험회사 대체투자의 부실 가능성이 높다고는 할 수 없음
  - 하지만 일부 보험회사의 해외대체투자에서는 손실 혹은 부실징후가 보고되어 코로나19의 장기화로 부동산 및 항공기 등의 수요 회복 속도가 더딜 경우 보험회사의 추가적인 손실이 발생할 가능성이 있음

우리나라 보험회사의 해외대체투자 유형별 구성비



주: 2020년 9월 말 기준임  
자료: 금융감독원

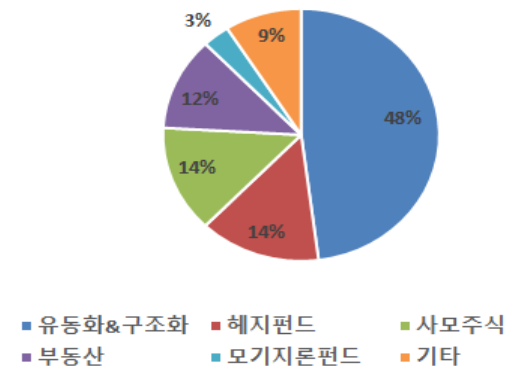
### 3. 미국

- **(정의) 미국 감독당국은 보험회사 대체투자를 전통 투자자산군에 포함되지 않는 장기투자 자산으로 정의함**
  - 미국보험감독자협의회(NAIC)는 보험회사 대체투자 자산을 전통 투자자산군에 명확히 포함되지 않는 장기투자 자산으로 정의하며, Schedule BA 항목에 기입하도록 하고 있음
  - 대체투자에는 사모주식, 헤지펀드, 부동산펀드, 교통시설 등이 있으며, 모기지, 부동산 실물자산 직접 매입, ABS 및 구조화상품 등 기존 운용자산에서 분류할 수 있는 경우 대체투자 항목에 포함하지 않음
  - 보험회사 운용자산을 분류할 때 대체투자(Schedule BA)가 별도의 항목으로 정의되기 때문에 전체 운용자산 중 채권, 주식 등 기존에 정의된 전통 투자자산군의 규모를 차감하면 대체투자 규모를 알 수 있음
- **(운용자산 중 비중) 2019년 말 기준 미국 보험회사의 운용자산 중 대체투자(Schedule BA) 비중은 5.8%이며, 우리나라와 유사하게 대체투자를 정의하여 비교할 경우 대체투자 비중은 12.3% 수준으로 우리나라에 비해 낮음**
  - 미국의 경우 우리나라와는 달리 투자 목적의 부동산, ABS 및 구조화상품을 대체투자에 포함하지 않기 때문임

### 3. 미국

- (유형별 구성비) 미국 보험회사는 상대적으로 고위험·고수익 대체투자자산의 비중이 높기 때문에 우리나라에 비해 높은 부실 발생 가능성을 내재하는 것으로 판단됨
  - 미국 보험회사의 대체투자 유형별 구성비는 유동화&구조화상품이 48%로 가장 높고, 이어서 헤지펀드(14%), 사모주식(14%), 부동산(12%), 모기지론펀드(3%), 기타(9%) 순임
  - 유동화&구조화상품의 경우 원금이 보장되는 상품부터 금리, 신용, 주가, 환율 등 여러 가지 기초자산 가격에 연동되는 상품까지 상품의 종류와 기대수익률, 리스크가 다양하여 평가에 제약이 있음
  - 헤지펀드, 사모주식 등 기업투자는 부동산 및 SOC 투자에 비해 고위험·고수익 투자자산으로 평가받음
  - 미국 보험회사의 경우 우리나라에 비해 운용자산에서 대체투자가 차지하는 비중은 낮지만 고위험·고수익 투자자산의 비중이 높기 때문에 손실 발생 가능성은 비교적 높은 수준으로 판단됨

미국 보험회사의 대체투자 유형별 구성비



주: 1) 2019년 12월 말 기준임  
 2) 우리나라 대체투자 정의 기준과 유사하게 NAIC가 대체투자로 정의하는 Schedule BA 외 부동산, ABS 및 구조화상품을 포함한 구성비임  
 자료: NAIC

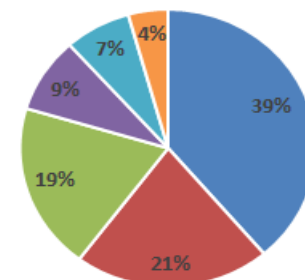
## 4. 유럽

- (정의) 유럽에서는 보험회사 운용자산 통계를 수집하는 EIOPA와는 별도로 ECB에서 대체 투자를 6가지 유형으로 분류하여 정의함
  - EU의 경우 유럽중앙은행(ECB)이 유럽보험연금감독청(EIOPA)이 수집하여 공개하는 보험 통계 중 자산 익스포져정보를 활용하여 보험회사 대체투자 자산을 정의함
  - ECB는 보험회사의 대체투자 자산을 부동산, 인프라펀드, 대체투자펀드, 사모펀드, 대출, 담보 부증권 등 6가지 유형으로 분류함
  - 유럽은 우리나라와 미국에 비해 부동산으로 분류되는 범위가 넓은 편으로 부동산관련회사 주식, 투자 목적의 부동산, 모기지 등이 부동산 항목으로써 대체투자에 포함됨
- (운용자산 중 비중) 유럽 보험회사 대체투자는 ECB의 기준을 준용할 경우 운용자산에서 10.3%를 차지하며, 우리나라와 유사하게 대체투자를 정의할 경우 대체투자 비중은 8.2%로 우리나라 보험회사에 비해 낮음
  - 유럽의 경우 우리나라와 다르게 모기지와 부동산관련회사 주식을 포함하고, 구조화채권을 제외하여 대체투자를 정의함

## 4. 유럽

- (유형별 구성비) 유럽 보험회사는 부동산, 담보부증권, 대출 등에 대한 대체투자 비중이 높으며, 주로 부동산을 보유하여 안정성을 중시한 대체투자를 집행하였다고 추측됨
  - EIOPA와 ECB에 따르면 유럽 보험회사의 대체투자 유형별 구성비는 부동산이 39%로 가장 높고, 이어서 담보부증권(21%), 대출(19%), 대체투자펀드(9%), 사모펀드(7%), 인프라펀드(4%) 순임
  - 유럽 보험회사는 담보부증권 및 대출에 포함되는 자산이 다양하고 펀드의 비중이 높아 정확한 현황 파악이 어렵지만, 부동산 비중이 높기 때문에 안정성을 중시하여 대체투자를 집행 중인 것으로 판단할 수 있음

유럽 보험회사의 대체투자 유형별 구성비



■ 부동산 ■ 담보부증권 ■ 대출  
■ 대체투자펀드 ■ 사모펀드 ■ 인프라펀드

주: 1) 2020년 9월 말 기준임

2) 우리나라 대체투자 정의의 기준과 유사하게 ECB의 대체투자 정의에서 모기지와 부동산관련회사 주식을 제외하고 구조화 채권을 포함한 구성비임

자료: EIOPA, ECB

## 5. 비교 및 특징

- 우리나라, 미국, 유럽 감독당국이 보험회사 대체투자를 정의하는 기준은 다양함

	우리나라	미국	유럽
대체투자 정의 방식	별도의 업무보고서를 수집하여 정의	기존 운용자산과 구별하여 정의	기존 운용자산 중 정의
사모주식(펀드)	포함	포함	포함
헤지펀드	포함	포함	포함
부동산펀드	포함	포함	포함
SOC(인프라)	포함	포함	포함
부동산관련회사 주식	미포함 (주식으로 분류)	미포함 (주식으로 분류)	포함
업무 목적의 부동산	미포함 (부동산으로 분류)	미포함 (부동산으로 분류)	미포함 (부동산으로 분류)
투자 목적의 부동산	포함	미포함 (부동산으로 분류)	포함
부동산담보대출(모기지)	미포함 (부동산담보대출로 분류)	미포함 (모기지로 분류)	포함
ABS 및 구조화상품	포함	미포함 (채권으로 분류)	일부 포함



## 5. 비교 및 특징

- 우리나라 보험회사의 대체투자 규모는 미국, 유럽 보험회사에 비해 큰 편지만, SOC, 부동산 등 저위험 대체투자 구성비가 높기 때문에 부실 가능성은 상대적으로 낮음

우리나라, 미국, 유럽 보험회사의 운용자산 유형별 비중

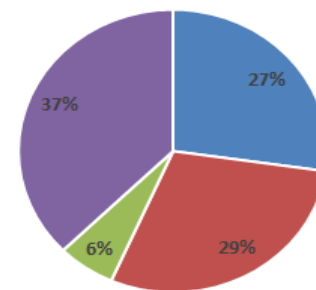
	우리나라	미국	유럽
대체투자 (우리나라 기준 정의)	13.1%~16.8%	12.3%	8.2%
대체투자 (국가별 감독당국 정의)	13.1%~16.8%	5.9%	10.3%
채권	45.5%	63.7%	42.9%
주식	4.0%	13.3%	12.6%
주택담보대출(모기지)	7.3%	8.6%	2.2%
부동산	1.8%	0.6%	1.7%
기타	41.5%	7.9%	40.6%

주: 우리나라는 2020년 9월 말, 미국은 2019년 12월 말, 유럽은 2020년 9월 말 기준임  
 자료: 우리나라는 금융감독원, 미국은 NAIC, 유럽은 EIOPA와 ECB

## 5. 비교 및 특징

- 우리나라 보험회사가 집중하고 있는 부동산, SOC에 대한 추가적인 특징 파악이 필요함
- (부동산) 보험회사는 주로 선순위, 대도시 위주로 부동산 투자를 진행하여 큰 손실이 보고 되지 않았지만, 일부 보험회사에서 손실이 발생하여 리스크 확대에 대한 우려가 있음
  - 보험회사의 부동산 투자는 주로 대도시 오피스빌딩을 선순위 대출채권 매입의 형태로 이루어 졌기 때문에 아직까지 큰 손실이 보고된 바는 없음
  - 수익률은 선순위·중순위에 따라 소폭 차이가 있지만 4% 초반에서 5% 중반 수준으로 알려졌고, 투자 기간은 보통 10년 이상임
  - 대내외 경제여건의 악화와 코로나19의 충격으로 일부 보험회사의 해외부동산 손실 사례가 보고되었으며, 부동산 수익률 하락에 대한 투자자 전망이 확대되어 투자여건 악화에 대한 우려가 있음

우리나라 보험회사의 해외부동산 투자 순위 구성



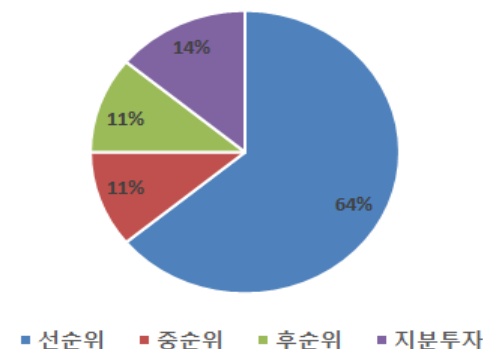
■ 선순위 ■ 중순위 ■ 후순위 ■ 지분투자

주: 2019년 6월 말 기준임  
자료: 한국신용평가

## 5. 비교 및 특징

- (SOC) 보험회사 SOC 투자에서 큰 손실이 보고된 사례는 없으나, SOC 투자는 위기 발생 시 시장에서 빠른 매각이 어렵기 때문에 잠재 리스크는 상존함
  - 일반적으로 SOC는 안정적인 투자처로 평가받으며, 보험회사의 SOC 투자는 선순위 비중이 높기 때문에 위험도가 상대적으로 낮고 큰 손실이 보고된 바 없음
  - 보험회사의 투자 방식은 주로 선순위 위주로 이루어졌고, 기대수익률(IRR)은 4~6% 수준임
  - SOC 투자는 만기가 길고 투자 규모가 크기 때문에 비유동성·신용집중위험으로 인한 리스크 확대 요인은 상존하고 있음
  - 펀드를 통한 SOC 투자는 규모가 크고 만기가 20~40년으로 길다는 특징이 있으며, 부동산 투자와 마찬가지로 단일 회사의 단독 투자보다는 여러 기관투자자들이 나누어 투자하는 형식으로 이루어짐

우리나라 보험회사의 해외 SOC 투자 순위 구성



주: 2019년 6월 말 기준임  
자료: 한국신용평가

# 1. 그린뉴딜 관련 투자처 검토

- 보험회사는 저금리 고착화에 대한 대응으로 수익률 확보를 위한 대체투자 확대 노력을 지속할 것으로 예상됨
- 최근 세계 각국 정부는 그린뉴딜을 적극적으로 추진하고 있는데, 대체투자 확대를 도모하고 있는 보험회사에게 새로운 투자 기회가 될 수 있음
- 보험회사는 안정적인 대체투자 방안으로서 국내 그린뉴딜 투자를 고려할 수 있으며, 향후 해외대체투자 집행절차가 정상화되면 그린뉴딜 관련 해외대체투자도 확대할 수 있을 것임
  - 우리나라 보험회사는 미국, 유럽에 비해 운용자산에서 대체투자가 차지하는 비중이 높은 수준으로 시장상황이 악화될 경우 손실 규모가 커질 가능성이 있어 신규 대체투자 집행 시 안정성을 중시할 필요가 있음
  - 보험회사는 안정적인 대체투자로서 국내대체투자, 특히 우리나라 정부가 추진하고 있는 국내 그린뉴딜 관련 투자를 검토할 수 있음
  - 또한, 국제적으로도 그린뉴딜이 강조되고 있는 만큼 향후 코로나19가 종식되어 해외대체투자의 집행절차가 정상화되면 그린뉴딜 관련 해외대체투자도 확대될 수 있음

## 2. 투자운용체계 개선

- 대체투자는 사전적인 검토가 매우 중요하기 때문에 보험회사는 심사·평가를 위한 프로세스를 갖출 필요가 있음
  - 대체투자는 정보비대칭이 높고, 개별 딜마다 특성이 모두 다르며 장기투자·비유동성의 특징이 있기 때문에 사전적인 검토가 매우 중요함
- 보험회사는 대체투자로 인한 리스크를 최소화하고 수익성을 극대화하기 위해서 내부 투자 인력의 양성 혹은 외부 위탁운용의 전문화가 필요함
  - 보험회사의 대체투자 운용체계가 미흡하여 사전 심사·평가가 정밀하게 이루어지지 않을 경우 대체투자로 인한 대규모 손실이 발생할 수 있음
  - 보험회사는 내부 대체투자인력과 프로세스 구축을 위해서 장기적인 안목에서 내부 투자인력 양성이 필요함
  - 한편, 중소형사의 경우 규모의 경제 측면에서 대체투자 조직체계 구성을 통한 편익보다 비용이 더 커질 수 있으므로 대체투자에 대한 전문성이 뛰어난 외부 운용사에게 운용자산을 위탁하고, 이를 적절히 관리할 경우 수익성 확보와 위험관리가 체계적으로 이루어질 수 있음

## 요약 및 결론

- 보험회사 대체투자는 규모가 빠르게 증가하여 부실 발생에 대한 우려가 높아지고 있으므로 본고에서는 보험회사 대체투자의 현주소를 파악하기 위한 분석을 진행함
- 우리나라, 미국, 유럽 감독당국의 보험회사 대체투자 정의 기준은 모두 다르기 때문에 기준을 통일하여 비교 분석함
- 우리나라 보험회사는 미국, 유럽에 비해 운용자산 대비 대체투자 비중이 높지만, 부동산, SOC 등 안정적인 대체투자 구성비가 높아 부실 가능성은 비교적 낮은 것으로 보임
- 향후 보험회사는 그린뉴딜 관련 투자처 모색, 투자운용체계 개선 등을 위한 고민이 필요함
- 코로나19의 확산 이후 대체투자시장의 불확실성이 높아지고 있으므로 보험회사는 체계적인 리스크 관리 전략의 강화가 요구됨

감사합니다.