

미국 생명보험산업의 자산·부채 운용구조 변화와 감독 대응

김혜란 연구원

요약

미국 생명보험산업은 대체투자 중심의 비전통적 자산군 투자 확대, 사모펀드(PE)의 보험시장 진입, 자본시장을 통한 자금조달 및 역외 재보험 활용 등으로 재무구조가 빠르게 변화하고 있음. 이러한 변화는 수익성과 자본효율성을 높이는 반면, 레버리지 왜곡과 유동성 리스크를 내재하고 있음. 이에 감독당국은 투자활동 및 상품 리스크를 지속적으로 점검하고, 역외 재보험 관련 스트레스 테스트 및 투자 공시 등을 강화하고 있음

- 미국 생명보험산업은 최근 비전통적 자산군에 대한 투자 확대, 사모펀드(PE) 시장 진입, 부채구조의 다변화, 역외 재보험 활용 확대 등 자산·부채 운용 전반에 걸쳐 구조적 변화를 겪고 있음¹⁾
 - 과거 생명보험산업은 보험료 수입을 기반으로 한 안정적인 장기 부채와 전통적 채권 투자를 결합하는 보수적인 운용 방식을 유지해 왔음
 - 그러나 저금리 장기화, 지급여력 규제 강화, 새로운 수익원 창출 필요성 등이 맞물리면서 재무구조가 변하고 있음
- 미국 생명보험산업은 수익률 제고를 위해 전통적인 채권 중심의 자산 포트폴리오를 비전통적 자산군으로 다변화하고 있음²⁾
 - 2024년 말 기준 미국 생명보험산업의 총자산은 약 9.04조 달러이며, 평균 순수익률(Net Yield)은 4.57%로 2007년 5.76% 대비 119bp 하락한 수치임
 - 생명보험회사들은 재무상태표 내에서는 사모채권(Private Bond), 사모신용(Private Credit) 대출, 구조화증권을 직접 보유하는 한편, 재무상태표 밖에서는 PE 및 사모신용 펀드에 유한책임출자자(LP)로 참여하거나 직접 대출을 실행하는 방식으로 대체투자 익스포저를 확대하고 있음
 - 사모채권(Private Bond)이 전체 채권 보유액 중 차지하는 비중은 2007년 23%에서 2024년 49.5%로 두 배 이상 높아졌고, 보유 규모도 같은 기간 5,230억 달러에서 1.72조 달러로 3배 이상 증가함
 - 구조화증권은 전체 채권의 25.4%(약 9,510억 달러)를 차지하며, 특히 자산유동화증권(Asset-Backed Securities) 비중은 14.5%로 글로벌 금융위기 이후 최고치를 기록함
 - PE, 헤지펀드, 부동산 등 대체투자자산을 포함하는 기타 장기투자자산(Schedule BA) 비중은 2007년 3.1%에서 2024년 7.4%로 높아졌고, 특히 PE 투자액은 2015년 이후 누적 158% 증가함
 - 반면, 전통적 공모 회사채 중심의 채권 비중은 2011년 77.9%를 정점으로 2024년 69.9%까지 지속적으로 하락하고 있어, 비전통적 자산군으로의 구조적 전환이 가속화되고 있음을 보여줌

1) Financial Stability Oversight Council(2025. 12. 11.), "2025 Annual Report"

2) Milliman(2026. 2.), "Asset Allocations and Investment Strategies of U.S. Life Insurers in an Inflationary Interest Rate Environment"

○ 사모펀드(PE) 소유 생명보험회사는 비전통적 자산 편입 경향이 훨씬 두드러지며, 계열 내 자금 순환 구조를 통해 사모 금융시장과의 연계가 심화되고 있음

- 미국 보험감독관협의회(NAIC)에 따르면 PE 소유 미국 보험회사는 2018년 말 90개에서 2024년 말 기준 137개로 증가하였으며, 이들의 총 투자자산은 미국 보험산업 전체 총 투자자산의 7.8%를 차지하고 있음³⁾
- 2024년 말 PE 소유 생명보험회사의 전체 채권 포트폴리오 내 구조화 증권과 사모채권 비중은 각각 48.6%, 64.2%로 업계 평균 25.4%, 45.9%를 크게 상회하고 있음⁴⁾
- 구체적으로 생명보험회사들은 Apollo 및 KKR 등 PE가 조성한 펀드에 자금을 공급하거나, PE 계열 특수목적법인(SPV)이 발행한 채권을 매입하는 방식으로 사모시장과의 연계를 강화하고 있음⁵⁾
 - Apollo는 Blue Eagle이라는 ABS를 발행하였으며, 이를 Apollo가 소유한 생명보험회사인 Athene에서 매입함

○ 한편, 미국 생명보험회사들은 전통적인 보험료 수입 외에도 FABN(Funding Agreement Backed Notes), FHLB(Federal Home Loan Bank) 차입, 역외 재보험 등 자본시장 기반의 자금조달 수단을 적극 활용하고 있음

- 생명보험회사는 일정 기간 후 원리금 지급을 약속하는 자금조달계약(Funding agreement)을 특수목적기구(SPV)에 발행하고, SPV는 이를 기초자산으로 FABN을 발행하여 기관투자자에게 판매하는 방식으로 자금을 조달함
 - 자금조달계약은 미국 법정회계(SAP)상 차입금이 아닌 보험계약자 부채로 분류되어 일반적으로 신용평가사가 산정하는 재무레버리지 비율에는 반영되지 않으므로, 회사채 발행 대비 재무레버리지 부담을 낮추면서 장기자금을 조달할 수 있음
 - 다만 이러한 회계상 분류가 NAIC RBC 요구자본을 경감하는 것은 아니며, 오히려 감독당국은 FABN을 ‘숨은 레버리지’로 인식하고 있으며, NAIC는 관련 공시 및 모니터링 강화를 논의 중임⁶⁾
- FHLB 차입 역시 상대적으로 낮은 조달 비용으로 안정적인 유동성과 장기 자금을 확보하는 수단으로 활용되고 있으며, 2025년 2분기 기준 잔액은 1,750억 달러로 전년 대비 13% 증가함⁷⁾
- 자산이전형 재보험(Funded Reinsurance)을 통한 역외 출재로 자본효율성을 제고하는 움직임도 확대되고 있음
 - 재보험 출재 준비금은 2019년 1조 4천억 달러에서 2024년 2조 4천억 달러로 70% 이상 증가했으며, 특히 역외 관할권으로의 출재 규모는 같은 기간 두 배 이상 확대됨

○ 이러한 구조적 변화는 수익성과 자본효율성 제고 측면에서 긍정적으로 평가되지만, 실질 레버리지가 재무제표에 온전히 반영되지 않을 수 있고, 비유동 자산 비중이 확대되면서 유동성 리스크가 높아질 수 있어 감독당국은 복합 투자 상품 및 역외 재보험에 대해 위험 기반 감독을 강화하고 있음

- 감독당국은 특정 지배구조 자체보다는 금융시스템의 안정성을 저해할 수 있는 투자활동과 상품의 위험성을 모니터링하고, 역외 재보험과 관련해서는 규제 차이 및 거래 상대방 위험을 감시하기 위해 스트레스 테스트, 상세 투자 공시, 그리고 담보 적합성 분석을 강화하는 등 감독체계를 고도화하고 있음

3) NAIC(2025. 8.), "Private Equity-Owned U.S. Insurer Investments Increased at Year-End 2024"

4) Milliman(2026. 2.), "Asset Allocations and Investment Strategies of U.S. Life Insurers in an Inflationary Interest Rate Environment"

5) Meisenzahl, R. R. et al.(2025), "Life Insurers' Private Credit Investments and Annuity Market Share Capture"

6) NAIC(2026. 2.), "Funding Agreement-Backed Notes"

7) Federal Reserve(2025), "Insurance Companies: FHLB Advances; Liability, Level."