

요약

사모자본계 보험·재보험회사가 기존 보험회사의 생명·연금 부채를 이전받아 사모신용 등 고수익 장기자산에 운용하는 사업모델이 미국을 중심으로 확산되고 있음. 관련 운용자산은 2025년 약 1.5조 달러에 이르렀으며, 영국과 일본으로도 확대되고 있음. 다만 역외 재보험, 비유동 자산, 거래상대방 및 회수 위험에 대한 우려로 각국의 감독도 강화되고 있음

- 사모자본 기반 보험·재보험회사가 기존 보험회사의 장기 보험·연금 부채를 인수하거나 재보험을 통해 이전받아 고수익 장기자산으로 운용하는 사업모델이 미국 생명보험 시장에서 확산되고 있음¹⁾
 - 이 모델은 2008년 글로벌 금융위기 이후 지속된 저금리 환경과 전통 생명보험회사의 자본 부담을 배경으로, 과거 고금리기에 판매된 보증계약 등 수익성이 낮은 레거시 부채²⁾를 정리하려는 수요가 증가하면서 등장하였음
 - 이러한 장기 부채의 인수·이전을 주도하는 사모자본은 Apollo와 KKR 등 미국의 대형 자산운용사로, 이들은 Athene, Global Atlantic 등 보험·재보험회사를 각각 운용하는 방식으로 시장에 진입하였음
 - 그 결과 기존 보험회사는 자본여력 확보 수단을, 사모자본은 예측 가능한 장기 운용자금을 각각 확보하는 상호보완 구조가 자리 잡으면서, 보험과 자산운용의 이해관계가 맞물리는 새로운 성장 기반이 형성되고 있음
- 미국에서는 보험회사가 장기 부채를 사모신용 등 고수익 자산에 투자하고, 그 초과수익으로 다시 자본과 부채를 늘려가는 자기강화 순환 구조를 통해 이 모델이 빠르게 성장해 왔음³⁾
 - Morgan Stanley에 따르면 미국 사모신용 시장은 2020년 약 2조 달러에서 2025년 초 약 3조 달러로 성장했으며, 은행 대출 규제 강화와 기관투자자 수요 확대에 힘입어 2029년에는 약 5조 달러에 이를 것으로 전망됨
 - 이러한 성장 속에서 보험회사는 장기 부채로 확보한 운용자금을 바탕으로 사모신용 시장의 주요 자금공급자로 부상했으며, 특히 사모자본이 소유·투자하는 보험회사가 이 흐름을 적극적으로 주도하고 있음
 - McKinsey에 따르면 사모자본이 소유·투자하는 미국 보험회사의 총 운용자산은 2025년 약 1조 5,000억 달러로 최근 10년간 연 20% 이상 성장하며, 사모자본과 생명보험 결합 모델을 뒷받침하는 핵심 자본 기반으로 자리잡았음
- 미국에서 성장한 이 모델은 버뮤다를 중심으로 발전한 역외 생명재보험 구조를 기반으로 영국의 연금위험이전 시장과 일본의 자산집약형 재보험 시장으로 확산되고 있으며, 두 시장은 향후 주요 성장처로 주목받고 있음⁴⁾

1) McKinsey & Company(2026. 4. 15.), "Beyond \$1 trillion: The next chapter for private capital in insurance"; ABF Journal(2026. 4. 13.), "The Rise of Insurance-Linked Capital in Private Credit"

2) 레거시 부채(Legacy liabilities)는 과거에 판매되어 현재 보유 중인 보험·연금 계약 묶음으로, 특히 고금리기에 판매된 고보증·저수익 구계약을 가리킴

3) ABF Journal(2026. 4. 13.), "The Rise of Insurance-Linked Capital in Private Credit"; McKinsey & Company(2026. 4. 15.), "Beyond \$1 trillion: The next chapter for private capital in insurance"; Morgan Stanley Investment Management(2025. 10. 3.), "Understanding Private Credit's Rapid Growth"

- 영국에서는 확정급여형(DB) 연금의 부채를 보험회사로 이전하는 연금위험이전(PRT) 시장이 빠르게 성장하고 있는데, 글로벌 컨설팅회사인 WTW는 2026년 시장 규모가 전년 대비 약 15% 늘어난 700억 파운드에 이를 것으로 전망함
 - 이 시장에는 Apollo, Brookfield, Blackstone 등 북미 사모자본과 연계된 버뮤다 소재 재보험회사가 자산 집약형 재보험⁵⁾ 방식으로 참여해 영국 DB 연금 부채 관련 자산을 이전받아 운용하고 있음
- 일본에서는 신지급여력제도(J-ICS) 도입을 계기로 보험회사의 자본관리 수요가 증가하면서 2024년 약 200~300억 달러였던 자산집약형 재보험 시장이 향후 5년간 최대 3,000억 달러 규모로 확대될 것으로 전망되고 있음
 - 일본 보험회사의 자산집약형 재보험 거래도 사모자본과 연계된 버뮤다 역외 재보험회사를 중심으로 이루어지고 있으며, 2025년 Taiyo Life가 Fortitude Re에 약 40억 달러 규모의 보험 부채를 이전한 사례가 대표적인

○ 다만 2026년 들어 미국·영국·일본 감독당국이 사모자본계 보험회사와 역외 재보험 거래에 대한 감독을 동시에 강화하면서, 사모자본과 생명보험의 결합 모델은 새로운 규제환경에 직면하고 있음⁶⁾

- 미국에서는 재무부와 전미보험감독자협의회(NAIC)가 2026년 5월 버뮤다를 경유해 이전되는 미국 생명보험 연금 부채의 사모신용 노출 확대 문제를 논의하였으며, NAIC는 생명보험 재보험회사의 투자관행과 자산집약형 재보험을 2026년 주요 감독과제로 다루고 있음
 - 이러한 감독 강화는 사모자본이 운용한 보험회사가 보유한 CLO⁷⁾ 중 안전한 투자등급 자산의 비중이 2024년 말 기준 65%로 업계 평균인 80%를 하회하는 등 비유동·저신용 자산에 대한 노출이 확대되고 있다는 우려를 배경으로 함
- 아울러 NAIC는 보험회사의 자산적정성 테스트⁸⁾와 자산집약형 연금재보험에 대한 공시 요건을 강화하고, 2026 보고연도부터 사모부채와 비공개 신용등급⁹⁾ 등 평가가 어려운 복잡한 자산에 대한 세부 공시를 요구함
- 일본 금융청(FSA)은 2026년 4월 재보험계약의 법적 형식보다 위험과 경제적 손익을 실질적으로 부담하는 주체를 기준으로 책임준비금 감축 여부를 판단하고, 복수의 재보험계약이 동시에 환수되는 상황을 스트레스테스트에 반영하도록 감독지침 개정을 추진함
- 영국 건전성감독청(PRA)은 자산집약형 재보험 거래를 대상으로 재보험 거래상대방의 부실 가능성과 집중, 담보자산의 유동성·회수 가능성 등을 점검해 왔으며, 2026년 4월에는 관련 자본요건을 대폭 강화하는 협의문서를 발표함
- 이처럼 각국 감독당국은 역외 재보험을 통한 규제·자본 차익, 사모신용 등 비유동·저신용 자산의 가치평가와 투명성, 특정 재보험회사에 대한 거래상대방 집중과 부실, 재보험 회수위험을 쟁점으로 주목하고 있음

4) WTW(2026. 2. 10.), "WTW forecasts a £70bn UK pension risk transfer market in 2026"; Royal Gazette(2026. 5. 1.), "UK regulator moves to curb flow of Bermuda life sector deals"; Insurance Business(2026. 4. 27.), "Japan's FSA moves to tighten grip on offshore reinsurance boom"; Freshfields(2025. 12.), "Asset intensive reinsurance in Japan - a structuring guide for Japanese cedants navigating J-ICS"

5) 자산집약형 재보험(Asset-intensive)은 사망률 등 보험위험보다 저축성 계약의 자산운용(투자)위험 이전이 주된 목적인 재보험으로, 부채와 이를 뒷받침하는 자산을 함께 이전하며 다수 계약을 묶음(블록) 단위로 넘기는 경우가 많음

6) ABF Journal(2026. 4. 13), "The Rise of Insurance-Linked Capital in Private Credit"; Skadden, Arps, Slate, Meagher and Flom LLP(2026. 5. 11.), "Japan Proposes Amendments to Supervisory Guidelines Concerning Reinsurance"; Skadden, Arps, Slate, Meagher and Flom LLP(2026. 4. 30.), "PRA Proposes Funded Reinsurance Reform"

7) CLO(대출채권담보부증권)는 여러 기업대출을 묶어 유동화한 증권으로, 위험도에 따라 여러 계층(Tranche)으로 나누어 발행됨

8) 자산적정성 테스트는 보유 자산의 현금흐름이 미래 보험금·급부를 감당하기에 충분한지를 검증하는 감독 절차임

9) 비공개 신용등급(Private letter rating)은 평가사가 공개하지 않고 발행사에만 부여하는 등급으로 공개등급보다 투명성이 낮음