



저금리와 금융회사의 수익추구 관련 연구

황인창 연구위원

최근 저금리 환경이 지속되면서 기관투자자의 수익추구(search-for-yield)에 관한 연구가 활발히 진행됨. 전통적 포트폴리오 배분 모형에 따르면 금리 하락은 안전 자산에서 보다 위험한 자산으로 포트폴리오가 조정되며 투자자의 위험추구를 높임. 장기부채·단기자산을 보유하고 있는 보험회사의 경우, 금리가 하락하면 이자마진이 축소되어 보험계약을 이행하는데 어려움을 겪을 수 있기 때문에 보다 높은 수익률을 얻기 위해 위험자산 투자를 확대할 수 있음. 최근 보험회사의 자산포트폴리오 구성 및 회사채 투자 추이를 살펴보면 보험회사의 위험추구 행위와 관련된 추세를 발견할 수 있으나, 재무건전성 규제 등으로 인해 위험추구 행위는 아직까지 적극적이지 않음

■ 최근 저금리 환경이 지속되면서 Ammer et al.(2018)과 같이 기관투자자의 수익추구(search-for-yield)에 관한 연구가 활발히 진행됨

- 2008~2009년 글로벌 금융위기, 2010~2012년 유럽재정위기 이후 경기부양을 위한 저금리 기조로 인해 최근 10년간 전 세계적으로 저금리 환경이 지속됨
- 저금리 정책은 경기 회복에 긍정적 영향을 미치나 투자자의 위험추구(risk-taking) 유인으로 작용할 수 있다는 우려가 지속적으로 제기됨
- 저금리 환경에서 투자자들은 안전자산에 대한 낮은 수익률을 벌충하기 위해 수익추구 행위를 보일 수 있음
 - 수익추구 행위는 전체 포트폴리오를 보다 높은 위험에 노출되도록 조정하거나 신규 투자 시 위험도가 높은 자산에 대한 투자를 통해 이루어짐

■ 전통적 포트폴리오 배분 모형에 따르면 금리 하락은 투자자의 위험추구 유인을 높임(Fishburn and Porter 1976)

- 만약 금융기관을 운영하는 데 고정 비용이 발생한다면, 안전 자산에 대한 수익률이 낮아지거나 음

(-)이 될 때 높은 기대수익률을 가지는 자산으로의 포트폴리오 조정 유인은 더 커질 수 있음

■ 저금리 또는 금리 하락에 따른 투자자의 위험추구에 대한 연구는 주로 은행을 중심으로 이루어짐

- 저금리는 은행의 순이자마진과 수익성을 하락시킴(Borio, Gambacorta, and Hofmann 2017; Claessens, Coleman, and Donnelly 2017 등)
- 이러한 수익성 하락을 상쇄하기 위해 은행은 위험추구 유인을 갖게 되는데, 실증적으로 금리가 낮을 때 은행은 대출기준을 완화하여 보다 위험한 대출을 실시함(Maddaloni and Peydro 2011; Ioannidou, Ongena, and Peydro 2015)
- 또한 저금리에 따른 은행의 위험추구 유인은 은행의 자기자본 규모와 개별 국가의 상황에 따라 달라짐
 - 예를 들어 미국의 경우 자기자본이 적은 은행일수록 저금리에 따른 위험추구 효과가 낮았지만, 스페인의 경우 자기자본이 적은 은행일수록 위험추구 효과가 높음(Jimenez et al. 2014; Dell’Ariccia, Laeven and Suarez 2017)

■ 은행과 마찬가지로 보험회사(특히 장기부채, 단기자산을 가지고 있는 생명보험회사)도 저금리 환경에서 위험추구 유인이 발생함(Domanski, Shin, and Sushko 2017)

- 전통적 포트폴리오 배분 모형에 따르면 모든 자산 수익률의 분포가 동일하게 하향 이동한다면, 채권투자자의 위험추구 유인은 발생하지 않음
- 그러나 장기부채, 단기자산을 보유하고 있는 보험회사의 경우, 금리가 하락하면 이자마진이 감소하여 보험계약을 이행하는데 어려움을 겪을 수 있음
- 따라서 보험회사는 보다 높은 수익률을 얻기 위해 위험자산 투자를 늘리고자 할 수 있는데, 이러한 효과는 자본이 적은 회사일수록 뚜렷할 것임

■ 최근 보험회사의 자산포트폴리오 구성 및 회사채 투자 추이를 살펴보면 보험회사의 위험추구 행위와 관련된 추세를 발견할 수 있음(표 1, 2) 참조)

- 특히 유럽 보험회사의 경우 위험추구 행위와 관련된 추세가 두드러짐(EIOPA 2017)
 - 채권포트폴리오의 평균 신용등급이 하락하고 만기가 길어짐
 - 비상장주식, 채권 등 유동성이 낮은 자산에 대한 투자가 늘어남

〈표 1〉 미국, 유럽*, 아시아 보험회사의 자산유형별 투자비중 추이(2013~2016년)

(단위: %)

패널 A: 미국 생명보험회사				
구분	2013	2014	2015	2016
국채	18.2	17.8	17.6	17.5
민간구조화	7.0	6.8	6.5	6.3
하이브리드증권	0.7	0.7	0.6	0.5
회사채	51.7	51.6	52.1	52.2
우선주	0.2	0.3	0.3	0.3
보통주	1.0	1.1	0.9	0.9
상업모기지	10.5	10.6	11.2	11.6
메자닌 대출	0.2	0.2	0.2	0.3
부동산	0.7	0.7	0.7	0.7
기타	9.8	10.4	9.9	9.9
패널 B: 미국 손해보험회사				
구분	2013	2014	2015	2016
국채	41.2	39.2	39.0	38.1
민간구조화	3.9	4.2	4.2	4.0
하이브리드증권	0.1	0.2	0.2	0.2
회사채	24.4	24.9	25.9	25.9
우선주	0.8	1.0	1.0	0.7
보통주	18.8	19.3	18.6	19.3
상업모기지	0.6	0.7	0.9	1.0
부동산	0.8	0.7	0.8	0.9
기타	9.5	9.8	9.4	9.8
패널 C: 유럽 보험회사				
구분	2013	2014	2015	2016
국채	26.4	28.6	27.1	26.8
회사채	24.3	23.4	23.4	23.8
주식	5.5	5.4	5.9	6.0
부동산	2.8	2.9	2.7	2.7
기타	41.0	39.7	40.9	40.6
패널 D: 아시아 보험회사				
구분	2013	2014	2015	2016
국채	7.5	14.0	14.0	14.5
회사채	42.2	41.8	38.8	37.7
주식	9.8	10.7	12.6	11.7
부동산	1.6	1.5	1.4	1.4
기타	31.2	32.0	33.2	34.6

주: *유럽 보험회사는 상위 30개사(총자산 기준)를 대상으로 함
자료: IAIS(2018)

〈표 2〉 미국, 유럽* 보험회사의 회사채 신용등급별 투자비중 추이(2013~2016년)

(단위: %)

패널 A: 미국 생명보험회사				
구분	2013	2014	2015	2016
AAA-A	64.5	64.7	63.6	63.2
BBB	26.8	26.5	27.6	27.7
BB 이하	8.8	8.8	8.8	9.1
패널 B: 미국 손해보험회사				
구분	2013	2014	2015	2016
AAA-A	81.8	81.4	79.4	79.1
BBB	12.4	12.1	13.8	13.8
BB 이하	5.8	6.4	6.8	7.1
패널 C: 유럽 보험회사				
구분	2013	2014	2015	2016
AAA-A	74.7	75.2	72.6	70.8
BBB	22.3	21.9	23.4	25.3
BB 이하	3.0	3.0	4.0	3.9

주: *유럽 보험회사는 상위 30개사(총자산 기준)를 대상으로 함
 자료: IAIS(2018)

■ 위와 같이 보험회사의 위험추구 행위와 관련된 자산포트폴리오 변화가 관찰되긴 하지만 위험추구는 아직까지 적극적이지 않은 것으로 평가됨(Löfvendahl and Yong 2017)

- 재무건전성 규제를 반영하여 투자수익률을 산출하였을 때 충분히 매력적인 자산이 많지 않음
 - 위험이 높은 자산일수록 높은 수익률을 기대할 수 있지만 요구자본도 동시에 늘어남
- 보험회사의 낮은 위험선호도(risk appetite)도 보험회사의 위험추구 행위를 제한함

참고문헌

- Ammer J., S. Claessens, A. Tabova, and C. Wroblewski (2018), "Searching for Yield Abroad: Risk-Taking through Foreign Investment in U.S. Bonds", BIS Working Papers No 687
- Borio, C., L. Gambacorta, and B. Hofmann (2017), "The Influence of Monetary Policy on Bank Profitability", *International Finance* 20(1), pp. 48~63
- Claessens, S., N. Coleman, and M. Donnelly (2017), "'Low-For-Long' Interest Rates and Banks' Interest Margins and Profitability: Cross-Country Evidence", *Journal of Financial Intermediation*(forthcoming)

- Dell’Ariccia, G., L. Laeven, and G. Suarez (2017), “Bank Leverage and Monetary Policy’s Risk-Taking Channel: Evidence from the United States”, *Journal of Finance* 72(2), pp. 613~654
- Domanski, D., H. S. Shin, and V. Sushko(2017), “The Hunt for Yield: Not Waving but Drowning?”, *IMF Economic Review* 65(1), pp. 113~153
- European Insurance and Occupational Pensions Authority(EIOPA)(2017), *Investment Behaviour Report*, EIOPA-BoS-17/230
- Fishburn, P. C. and R. B. Porter(1976), “Optimal Portfolios with One Safe and One Risky Asset: Effects of Changes in Rate of Return and Risk”, *Management Science* 22(10), pp. 1064~1073
- International Association of Insurance Supervisors(IAIS)(2018), *IAIS Global Insurance Market Report(GIMAR) 2017*
- Ioannidou, V., S. Ongena, and J. Peydro (2015), “Monetary Policy, Risk-Taking, and Pricing: Evidence from a Quasi-Natural Experiment”, *Review of Finance* 19(1), pp.95~144
- Jimenez, G., S. Ongena, J. Peydro, and J. Saurina(2014), “Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say about the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?”, *Econometrica* 82(2), pp. 463~505
- Löfvendahl G. and J. Yong(2017), “Insurance Supervisory Strategies for a Low Interest Rate Environment”, *FSI Insights on Policy Implementation* No 4
- Maddaloni, A. and J. Peydro(2011), “Bank Risk-Taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence from the Euro Area and U.S. Lending Standards”, *Review of Financial Studies* 24(6), pp. 2121~2165