



세계 재보험시장 연성화 동향

송윤아 연구위원, 권오경 연구원, 마지혜 연구원

- 최근 헤지펀드, 투자은행, 연기금 등의 투자자본이 재보험시장에 유입되어 재보험담보 공급이 늘어난 반면, 2011년 이후 4년 연속 대재해로 인한 보험가입 손해액이 감소하여 재보험담보 수요는 감소함.
 - 2008년 금융위기 이후 저성장·저금리 기조가 장기화되자 금융시장과 상관관계가 낮은 대체투자 자산에 대한 수요가 증가함.
 - 2011년 일본·뉴질랜드 지진과 태국 홍수 이후, 지난 4년 동안 대재해로 인한 보험가입 손해액이 감소하고 있음.
- 이처럼 세계 재보험시장에 담보력 공급이 원활해지자 다음과 같은 현상이 나타남.
 - 첫째, 재보험요율이 하락하고 대재해 이후에도 재보험요율 인상폭이 줄어들어 재보험요율이 대체로 안정적임.
 - 둘째, 재보험사 간 경쟁 심화 및 요율 인하로 재보험 수익이 줄어들자 재보험사 간 M&A가 증가함.
 - 셋째, 재보험사의 원보험 영업 비중이 증가함.
- 재보험요율이 세계 재보험 담보력 시장에서의 공급 및 수요에 영향을 받고 출재사(원보험사) 입장에서 재보험요율이 위험전가에 대한 비용이라는 점을 감안하면, 보험회사는 세계 재보험시장 변화에 상응한 재보험 전략을 마련할 필요가 있음.
 - 구체적으로, 첫째 재보험 담보력의 초과공급으로 인해 재보험사가 요율 인하 및 수익 악화의 상황에 놓일 수 있으므로 원보험사는 요율뿐만 아니라 재보험사 신용상황을 충분히 고려하여 재보험사를 선택할 필요가 있음.
 - 둘째, 비록 최근 4년 동안 대재해 손해액이 감소하기는 하였으나, 전례 없는 대재해가 발생할 가능성과 금리 인상으로 인해 재보험시장이 경성화될 가능성을 배제할 수 없기 때문에 원보험사는 언더라이팅 사이클을 고려한 출재전략을 마련할 필요가 있음.

1. 검토배경



■ 과거 재보험시장은 전통적 재보험 자본¹⁾의 높은 조달비용으로 인해 경성시장과 연성시장을 오가는 언더라이팅 사이클 발생이 필연적임.²⁾

- 재보험거래의 복잡성과 불투명성은 재보험사와 자본시장 간 정보비대칭과 대리인비용 문제, 그리고 규제 · 회계 · 세제와 같은 마찰비용을 초래하며, 이는 재보험사의 적시 자본조달을 어렵게 함.
 - 재보험 거래에 수반된 높은 대리인비용과 마찰비용 때문에 자본시장 참여자는 재보험사의 주식을 매입하거나 재보험사를 설립하는 방식의 투자에 소극적인 경향이 있었음.
- 이에 대재해 이후 재보험 수요에 비해 재보험사의 담보력(capacity)이 부족하여 인수기준이 엄격하고 요율이 높아지는 등 재보험시장이 경성화(hard market)되는 경향이 있었음.

■ 그런데 1992년 미국에서 발생한 허리케인 Andrew 이후에는 언더라이팅 사이클 진폭이 축소되어 대재해 발생 이후에도 재보험요율이 대체로 안정적인 것으로 나타나며, 2011년 이후부터는 재보험요율이 하락하는 경향을 보임.

■ 본고에서는 최근 세계 재보험시장 연성화의 원인과 그 영향을 살펴보고, 세계 재보험시장 변화에 대한 원보험사의 대응을 모색하고자 함.

- 재보험은 국경 간 거래로서 국내 보험회사와 해외 재보험사와의 거래가 활발히 이루어지고 있으며, 국내 보험회사에 적용되는 재보험요율은 세계 재보험 담보력 시장에서의 공급 및 수요에 영향을 받음.
 - 국내 일반 손해보험회사(13개)의 출재보험료는 2015년 기준 6조 3,031억 원에 이름.³⁾
- 또한, 출재사(원보험사) 입장에서 재보험료가 위험전가에 대한 비용이라는 점을 감안하면, 보험회사는 세계 재보험시장의 언더라이팅 사이클을 주시할 필요가 있음.

1) 본고에서 ‘전통적 재보험 자본’이란 재보험사의 자본금을 의미하며, 대재해채권, 담보재보험, 사이드카 등을 통해 재보험시장에 유입된 ‘대체자본’과 구분하여 사용됨.

2) 재보험사의 담보력이 충분하여 인수기준이 더 엄격해지고 요율이 낮아지는 등 출재사(재보험 구매자)가 우위에 있는 시장을 연성시장(soft market)이라 하며, 재보험시장이 경성화와 연성화를 반복하는 것을 언더라이팅 사이클이라 함.

3) 금융감독원 금융통계정보시스템.

2. 세계 재보험시장 환경 변화



가. 자본 유입 증가

- 2008년 금융위기 이후 세계적으로 저성장·저금리 기조가 장기화되자 금융시장과 상관관계가 낮은 대체투자 수요가 증가함.

- 2008년 금융위기 이후 주요국 국채 금리는 하락세를 보여 왔음(〈그림 1〉 참조).
- 대체투자란 주식, 채권과 같은 전통적 투자자산이 아닌 새로운 자산에 투자하는 것으로, 효과적인 분산투자와 함께 잠재적인 수익률 제고의 기회를 제공함.

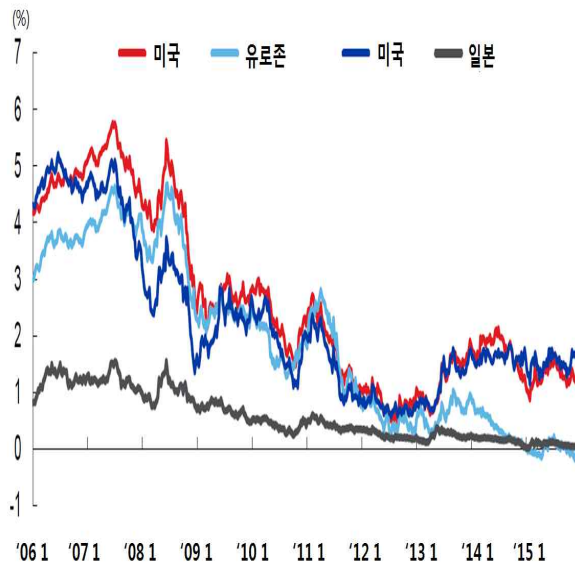
- 이에 따라 헤지펀드, 투자은행, 연기금 등의 투자자본이 대재해채권, 담보재보험, 사이드카 등 보험연계 증권을 통해 세계 재보험시장에 유입되고 있음.

- 자본시장 투자자들은 자연재해로부터 발생하는 보험리스크를 자본시장에 전가하는 대재해채권(Cat Bond)의 투자자로 참여함.
- 또한, 투자자들은 재보험 가입금액과 재보험료의 차액에 상당하는 담보를 제공함으로써 신용등급 없이도 재보험영업을 수행하는데, 이를 담보재보험(Collateralized reinsurance)이라 함.
- 사모펀드, 헤지펀드, 재보험사 등은 사이드카(Side car)라는 비영구 SPV(Special Purpose Vehicle)에 자본을 투자하기도 하는데, 투자자 관점에서 사이드카는 진입 및 퇴출이 비교적 용이하기 때문에 기존 재보험사에 투자하거나 재보험사를 설립하는 것보다 더 유연한 투자수단임.
 - 대재해채권은 장기자본의 성격을 갖는 반면, 사이드카는 경성시장에서 1~3년 동안 사용되는 단기 긴급자본의 성격을 가짐.
- 전술한 대체투자 방식은 다른 투자수단에 비해 안정적이고 높은 수익률을 제공하는 동시에 금융시장 위험과 상관관계가 낮아 투자 포트폴리오의 분산효과를 누릴 수 있어 투자자들에게 매력적인 투자대상임.

- 보험연계증권을 통해 재보험시장에 유입된 대체자본은 2015년 3/4분기 기준 690억 달러로, 전체 재보험 자본의 12%를 차지하며,⁴⁾ 전통적 재보험 자본을 대체 또는 보완하고 있음(〈그림 2〉 참조).⁵⁾

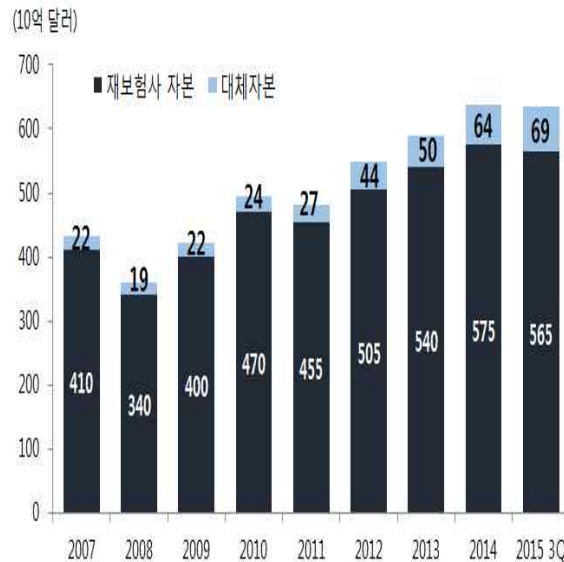
4) ‘전체 재보험 자본’이란 재보험사의 자본금과 대체자본의 합을 의미함.

〈그림 1〉 지역별 5년 국채 수익률



자료: Aon Bonfield(2016), "Reinsurance Market Outlook".

〈그림 2〉 세계 재보험시장 자본



주: 대체자본은 대재해채권, 담보재보험, 사이드카 등을 통해 재보험시장에 유입된 자본으로 재보험사의 자본과 구분됨.
자료: Aon Bonfield(2016), "Reinsurance Market Outlook".

나. 대재해 손해액 감소

- 2011년 일본·뉴질랜드 지진과 태국 홍수 이후 지난 4년 동안 대재해로 인한 보험가입 손해액이 감소하고 있음(〈그림 3〉 참조).

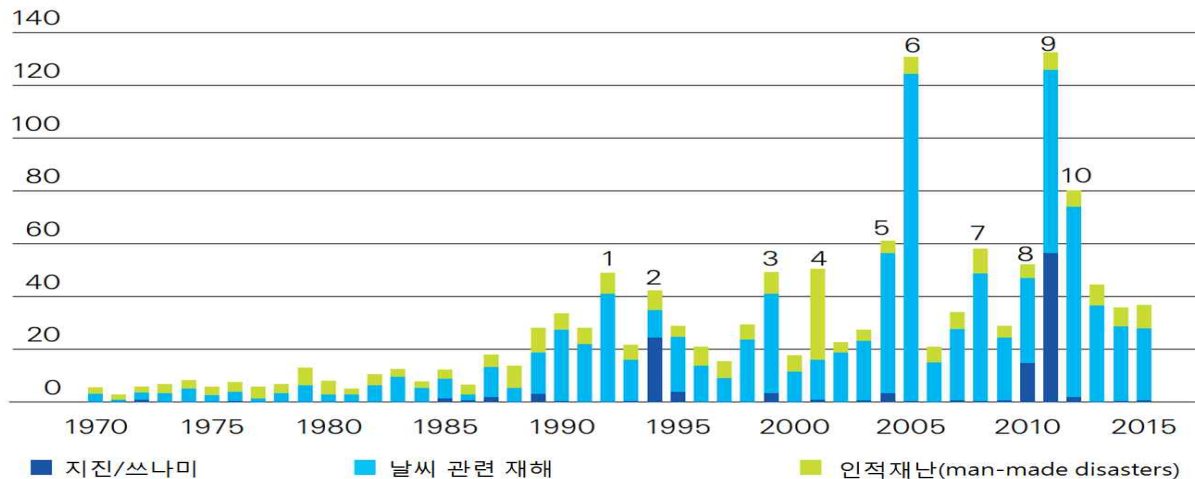
- 대재해로 인한 지급보험금은 2014년과 2015년 각각 280억 달러와 230억 달러로, 이는 지난 10년 평균 지급보험금(550억 달러)의 절반 수준에 불과함.⁵⁾
- 1992년 허리케인 Andrew는 전례 없는 지급보험금(170억 달러)을 초래함으로써 약 12개의 보험회사가 지급불능에 처하였으며, 이후에도 보험회사의 지급여력을 위협하는 대재해가 빈발함.
 - 1992년 허리케인 Andrew 이후, 1994년 Northbridge 지진, 1999년 Lothar 겨울 폭풍, 2001년 9/11 테러, 2004년 허리케인 Ivan·Charley·Frances, 2005년 허리케인 Katrina·Rita·Wilma, 2008년 허리케인 Ike·Gustav, 2010년 칠레·뉴질랜드 지진, 2011년 일본·뉴질랜드 지진과 태국 홍수, 2012년 허리케인 Sandy 등이 발생함.

5) Aon Bonfield(2016), "Reinsurance Market Outlook".

6) IAIS(2016), "2015 Global Insurance Market Report".

〈그림 3〉 대재해 보험가입 손해액(Insured Catastrophe Losses)(1970~2015년)

(단위: 10억 달러, 2015년 물가기준)



주: 1. 1992년 허리케인 Andrew, 2. 1994년 Northridge 지진, 3. 1999년 Lothar 겨울 폭풍, 4. 2001년 9/11 테러, 5. 2004년 허리케인 Ivan · Charley · Frances, 6. 2005년 허리케인 Katrina · Rita · Wilma, 7. 2008년 허리케인 Ike · Gustav, 8. 2010년 칠레 · 뉴질랜드 지진, 9. 2011년 일본 · 뉴질랜드 지진과 태국 홍수, 10. 2012년 허리케인 Sandy.

자료: Swiss Re(2016), "Natural Catastrophes and Man-made Disasters in 2015: Asia Suffers Substantial Losses".

3. 세계 재보험시장 영향



가. 재보험요율 안정

■ 대체자본의 유입 및 축적은 대재해 이후 재보험 담보력과 재보험요율을 안정시킴으로써 시장이 극도로 경성화되는 것을 막음.

- 과거 재보험시장은 전통적 재보험 자본의 높은 조달비용으로 인해 경성시장과 연성시장을 오가는 언더라이팅 사이클 발생이 필연적임.
- 1994년 Hanover Re가 처음 대재해채권을 발행한 이후 대체자본이 전통적 재보험 자본을 대체 또는 보완함.
 - 대재해 이후 재보험시장에 유입된 자본의 형태를 보면 허리케인 Andrew의 경우 대재해채권이 나 사이드카를 통한 자본유입이 없었던 반면, 9/11테러의 경우 신규자본의 4%, 허리케인

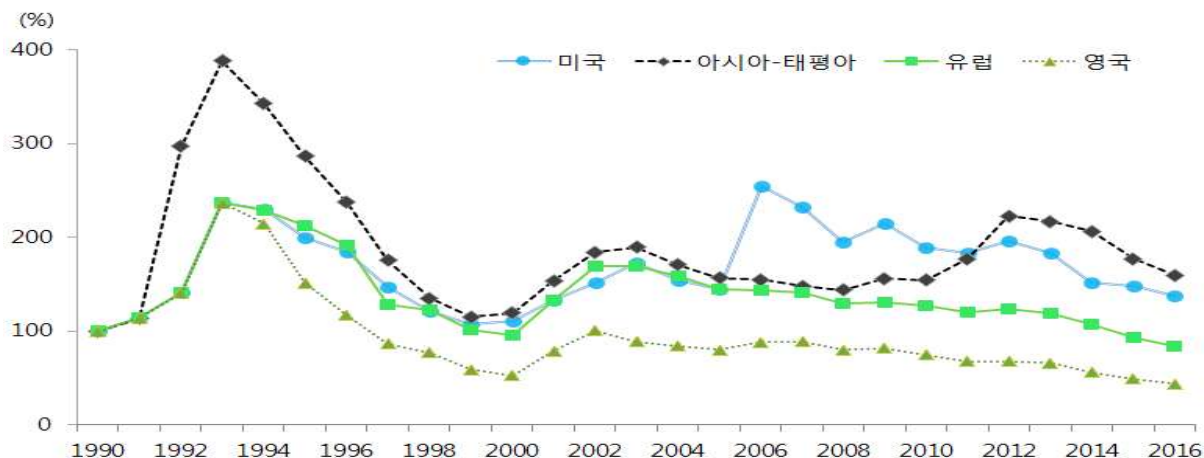
KRW의 경우 신규자본의 20%가 대체자본으로 구성됨.⁷⁾

● 대체자본의 유입 및 축적은 대재해 이후 요율인상을 억제하는 경향이 있음.

- 2011년 일본과 뉴질랜드의 지진, 그리고 태국의 홍수로 인한 손해액이 1,300억 달러에 이르지만, 이듬해인 2012년 지역별 재보험요율은 전년대비 미국이 7.0%, 아시아-태평양이 25.7%, 유럽이 2.5% 상승하는 데 그침(〈그림 4〉 참조).
- 반면, 1992년 허리케인 Andrew로 인한 손해액은 50억 달러에 불과하지만, 이듬해인 1993년 지역별 재보험요율은 전년대비 미국이 68.2%, 아시아-태평양이 30.7%, 유럽이 68.5%, 영국이 68.3% 상승하였음.

■ 대체자본 유입에 더해, 지난 4년 동안 대재해로 인한 지급보험금 감소는 2012년 이후 모든 지역에서 재보험요율 하락을 초래함(〈그림 4〉 참조).

〈그림 4〉 지역별 대재해 Rate-On-Line Index(1990=100 기준)



주: Rate-On-Line Index는 재보험계약의 최대가능지급액 대비 재보험료의 비율로 재보험 가격을 의미함.

자료: Guy Carpenter(2015), "Chart: Regional Property Catastrophe ROL Index, 1990 To 2015", <http://www.gccapitalideas.com/2015/01/08/chart-regional-property-catastrophe-rol-index-1990-to-2015/>.

나. M&A 증가

■ 재보험영업환경과 투자환경이 모두 우호적이지 않은 상황에서 재보험사는 규모 및 범위의 경제를 실현

7) 송윤아·전성주(2013), 「전통적 재보험의 한계와 보험연계증권의 성장」, 『보험동향』, 2013년 봄호, 보험연구원 참조.

하기 위해 인수합병을 추진할 유인을 가짐.

- 재보험사는 대체자본의 대량 유입에 따른 경쟁 심화로 인해 높은 재보험영업마진을 기대하기 힘들 뿐만 아니라 세계적인 저금리 기조 장기화로 투자수익도 좋지 않은 상황에 직면해 있음.
- 투자환경이 좋을 때 재보험사는 보험영업 손실을 투자수익으로 상당부분 보전하였으나, 투자환경이 악화된 경우에는 투자수익으로 보험영업 손실을 보전할 수 없기 때문에 M&A를 통한 비용효율성 제고와 리스크 경감의 유인이 커짐.
- 재보험사는 M&A를 통해 보유위험을 지역적으로 또는 위험종류별로 다각화함으로써 리스크를 줄이고, 보유위험 대형화로 고정비용을 분산함으로써 규모의 경제를 실현할 수 있음.⁸⁾
 - 재보험사는 M&A를 통해 생산 및 판매와 관련된 고정생산비와 유통경비, 판매관리 등 각종 경비를 줄일 수 있음.

■ 2006년 이후 세계 재보험요율이 점진적으로 감소하면서 재보험사 간 M&A 건수가 증가함(그림 6) 참조).

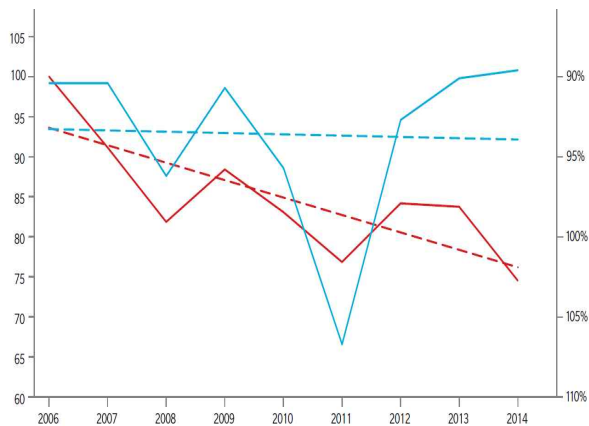
- 재보험요율이 낮아질수록 재보험사의 합산비율이 높아져 재보험영업수익은 낮아짐(그림 5) 참조).
- 출재사가 우위에 있는 연성시장에서는 재보험사의 요율 및 마진이 낮기 때문에 재보험사는 M&A를 통해 비용효율성을 제고하고 보유위험의 다각화를 추구할 유인이 있음.⁹⁾
 - 반면, 재보험사가 우위에 있는 경성시장에서는 재보험 담보력이 부족하여 재보험사가 비교적 높은 요율 및 마진을 취할 수 있기 때문에 M&A의 유인이 상대적으로 약함.
- 최근 성사된 재보험사 M&A는 시장지배력 확대의 목적이라기보다는 시장의 지역적 확대와 규모 및 범위의 경제적 효과를 위한 것으로 볼 수 있음(표 1) 참조).
 - 세계 재보험시장은 2007년 보유보험료 기준 상위 3개사가 50%를 점유할 정도로 집중도가 높은 편으로, 2000년대 이후 집중도에 큰 변화가 없음.¹⁰⁾

8) Biener, C., Eling, M., Jia, R.(2016), "The Structure of the Global Reinsurance Market: An Analysis of Efficiency, Scale, and Scope", *University of St. Gallen, School of Finance Research Paper*, No. 2016/3.

9) Guy Carpenter(2015), "The Reinsurance Landscape".

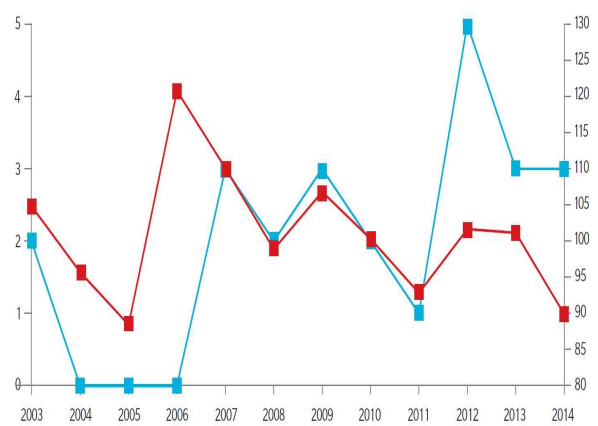
10) 보유보험료 기준 상위 3개 재보험사의 시장점유율은 90년 중반까지 30% 미만이었으며, 2000년대 들어서 40~50% 수준에 이름; Outreville, J. F.(2012), 『Theory and Practice of Insurance』, Kluwer Academic Publishers.

〈그림 5〉 재보험사 합산비율과 Rate-On-Line Index(2006=100)



주: 좌측 축과 빨간 선은 세계 대재해 Rate-On-Line Index, 우측 축과 파란 선은 재보험사 합산비율임.
자료: Guy Carpenter(2015), "The Reinsurance Landscape".

〈그림 6〉 재보험사 M&A 건수와 대재해 Rate-On-Line Index(2006=100)



주: 좌측 축과 파란 선은 재보험사 M&A 건수, 우측 축과 빨간 선은 세계 대재해 Rate-On-Line Index를 나타냄.
자료: Guy Carpenter(2015), "The Reinsurance Landscape".

〈표 1〉 최근 재보험사 M&A 사례

공표일	인수주체		인수대상		가격 (백만 달러)
	재보험사	소재지	재보험사	소재지	
2014.07	Validus	버뮤다	Western World Insurance	미국	690
2014.08	Allied World	버뮤다	Hong Kong operation of RSA	홍콩	215
2014.11	RenRe	버뮤다	Platinum Underwriters	버뮤다	1,900
2015.01	XL Group	아일랜드	Catlin Group Limited	버뮤다	4,100
2015.02	Fairfax	캐나다	Brit	영국	1,880
2015.03	Endurance	버뮤다	Montpelier Re	버뮤다	1,830
2015.05	Fosun International Ltd	중국	Ironshore	버뮤다	2,304
2015.07	ACE	스위스	Chubb	미국	28,300
2015.07	CM International Holding PTE Ltd	중국	Sirius International Insurance Group, Ltd	버뮤다	2,235
2015.08	EXOR	이탈리아	PartnerRe	버뮤다	6,900

자료: A.M. Best(2015), "It Is Not Your Father's Reinsurance Market Anymore - The New Reality", Best's Special Report.

다. 재보험사의 원수보험 영업 증가

■ 재보험사들은 손해율과 요율 측면에서 재보험보다 더 안정적인 원보험 영업의 비중을 확대함.

- 버뮤다시장과 유럽 상위 4개 재보험사의 총영업보험료 중 원보험료 비중이 2004년 32%에서 2014년 40%로 8%p 증가함.¹¹⁾

- 재보험은 위험의 최종 인수단계로 원보험에 비해 손해율 변동성이 더 크고, 요율이 시장 담보력에 즉시적으로 영향을 받기 때문에 원보험에 비해 요율 변동성이 더 큼.
- 따라서 대체자본 유입과 대재해로 인한 발생손해액 감소에 의해 재보험 요율이 지속적으로 하락한다면 향후 재보험사의 원보험 영업이 증가할 개연성이 있음.

4. 결론



- 재보험요율이 세계 재보험 담보력 시장에서의 공급 및 수요에 영향을 받고 출재사(원보험사) 입장에서 재보험요율이 위험전가에 대한 비용이라는 점을 감안하면, 보험회사는 세계 재보험시장의 변화에 상응한 재보험전략을 마련할 필요가 있음.
- 구체적으로, 첫째 재보험 담보력의 초과공급으로 인해 재보험사가 요율 인하 및 수익 악화의 상황에 놓일 수 있으므로 원보험사는 요율뿐만 아니라 재보험사의 신용상황을 충분히 고려하여 재보험사를 선택할 필요가 있음.
- 둘째, 비록 최근 4년 동안 대재해 손해액이 감소하기는 하였으나, 전례 없는 대재해가 발생할 가능성과 금리 인상으로 인해 재보험시장이 경성화될 가능성을 배제할 수 없기 때문에, 원보험사는 언더라이팅 사이클을 고려한 출재전략을 마련할 필요가 있음.
- 미국연방준비제도는 올해 마지막 FOMC 회의에서 금리를 0.25%p 인상하기로 결정했으며, 2017년도에는 3차례 금리가 인상될 것임을 시사함.¹²⁾
 - 저금리 기조 장기화로 재보험시장에 유입되었던 자본이 미국의 금리인상으로 인해 향후 재보험 시장에서 이탈할 가능성이 있음.
- 2012년 이후 대재해로 인한 경제적 손실 총액은 최근 10년 평균보다 낮지만, 1979~2015년 기간 동안 대재해로 인한 경제적 손실 총액의 과거 10년 평균은 대체로 증가하는 경향을 보임(〈그림 7〉)

11) A.M. Best(2015), "It Is Not Your Father's Reinsurance Market Anymore - The New Reality", *Best's Special Report*.

12) Transcript of Chair Yellen's Press Conference December 14, 2016, <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20161214.pdf>.

참조).

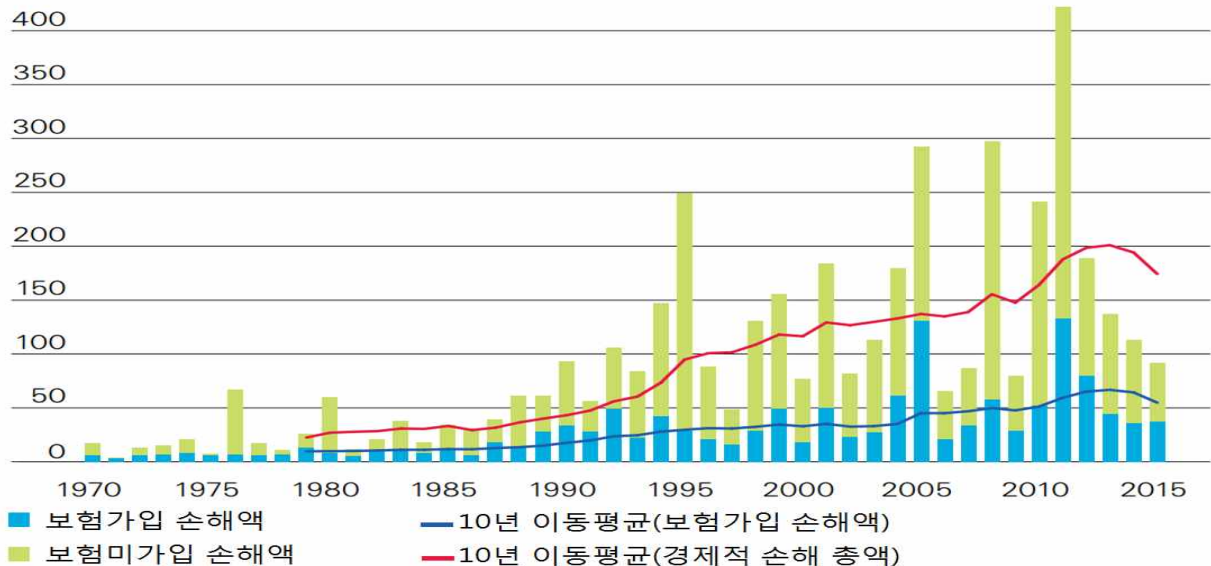
- 지난 35년 동안 대재해로 인한 경제적 손실 총액은 10.4% 증가하였고, 이 중 보험가입 손해액은 10% 증가하였음.

● 더욱이, 대재해로 인한 손실위험을 보험가입을 통해 관리하고자 하는 유인이 커짐에 따라 향후 재보험 수요는 더 커질 수 있음.

- 1979~2015년 기간 동안 대재해로 인한 보험미가입 손해액(uninsured loss)의 비중이 보험가입 손해액(insured loss)에 비해 더 높게 나타나며, 보험미가입 손해액이 보험가입 손해액보다 더 빠른 속도로 증가함. **kiri**

〈그림 7〉 보험가입 vs. 보험미가입 손해액(Insured vs. Uninsured Losses)(1970~2015년)

(단위: 10억 달러, 2015년 가격 기준)



자료: Swiss Re(2016), "Natural Catastrophes and Man-made Disasters in 2015: Asia Suffers Substantial Losses".