생산적 금융과 리스크관리

— 보험산업과 장기자산 운용 관점에서의 재해석

권 나 연
리스크관리위원회 위원
신협중앙회 리스크관리팀장

Ⅰ. 서론: 생산적 금융은 왜 늘 '리스크 논쟁'의 대상이 되는가

현정부 출범 이후 최근 금융권에서 생산적 금융은 정책적·전략적 핵심 키워드로 반복적으로 언급되고 있다. 혁신기업 지원, 인프라 투자, 신산업 육성, 모험자본 확대 등은 모두 생산적 금융의 대표적 영역이다. 이러한 금융은 단기 수익이나 자산 가격 상승이 아닌, 실물경제의 성장과 중장기 부가가치 창출을 목표로 한다는 점에서 금융 본연의 기능과 맞닿아 있다.

그럼에도 불구하고 생산적 금융은 항상 동일한 질문에 직면한다.

"리스크가 과도하지 않은가? ", "금융기관의 건전성을 훼손하지 않는가? "라는 우려이고, 이러한 질문은 정권 교체에 따라 서로 다른 정책금융 아젠다가 제시될 때 마다 금융업계가 마주하는 딜레마이기도 하다.

또한 이러한 논쟁의 배경에는 생산적 금융이 기존 금융상품과는 다른 리스크 구조를 가진다는 점이 자리하고 있다. 담보 중심이 아닌 사업성 기반 투자, 과거 데이터보다 미래 현금흐름에 대한 판단, 정책·기술·시장 환경 변화에 대한 민감성 등은 객관적인 측정이 가능한 영역이 아니기 때문에 전통적 리스크관리 체계에서 낯선 요소로 인식된다.

다만 금융정책이 가시화되고 있는 상황에서 생산적 금융이 과연 '과도한 리스크' 의 문제인가, 아니면 기존 리스크관리 프레임이 확장되지 못한 문제인지에 대해 각 금융사들의 고민은 더욱 깊어지고 있는 것으로 판단된다.

이에 대해 먼저 리스크관리 패러다임의 문제를 간략하게 살펴보고, 보험사 관점의 자산운용 이슈에 대해 검토하고자 한다.

Ⅱ. 전통적 금융 리스크관리 프레임의 구조적 한계

Ⅱ-1. 사전 심사 중심 리스크관리의 한계

금융기관의 리스크관리는 오랜 기간 사전 심사 중심으로 발전해 왔다. 신용등급, 재무비율, 담보가치, 과거 연체 이력 등은 안정적인 금융 환경에서는 유효한 위험 판단 기준이었다. 그러나 생산적 금융 영역에서는 이러한 기준이 충분하지 않다.

생산적 금융의 핵심 리스크는 과거가 아니라 미래의 사건에 의해 결정된다. 기술의 상용화 여부, 사업 모델의 정착, 시장 수요의 형성, 정책 환경 변화 등은 정형화된 수치로 포착하기 어렵다. 이로 인해 전통적 평가 체계에서는 생산적 금융이 구조적으로 과대 위험으로 인식되는 경향이 나타난다.

Ⅱ-2. 정태적 위험 측정의 한계

또 다른 한계는 리스크를 특정 시점의 고정된 수치로 인식하는 접근이다. 특히 신용리스크 내부모형은 PD, LGD, EAD를 중심으로 위험을 평가하지만, 생산적 금융의 리스크는 시간에 따라 성격이 변화한다.

초기에는 사업·기술 리스크가 지배적이지만, 일정 시점 이후에는 시장·운영 리스크로 전환된다. 즉, 생산적 금융은 경로 의존적이며 동태적인 리스크 구조를 가진다. 이를 반영하지 못할 경우 리스크는 초기 단계에서 과대평가되고, 반대로 성숙 단계에서는 과소평가될 가능성이 존재한다.

이러한 한계는 새로운 리스크관리 패러다임의 필요성을 시사한다.

Ⅲ. 생산적 금융에 적합한 리스크관리 패러다임

Ⅲ-1. 리스크 회피에서 리스크 분해로

보험계리적 사고의 핵심은 리스크를 제거하는 것이 아니라, 분해·계량·관리하는 데 있다. 생산적 금융 역시 동일한 접근이 가능하다. 생산적 금융의 리스크는 단일 요소가 아니라 사업, 기술, 시장, 정책, 재무 리스크의 복합체다.

각 리스크는 서로 다른 관리 수단을 요구한다. 기술 리스크는 외부 전문기관 검증을 통해 완화할 수 있으며, 시장 리스크는 가격연동 구조나 헤지 전략으로 관리 가능하다. 정책 리스크는 계약 구조와 단계별 투자 집행을 통해 통제할 수 있다.

Ⅲ-2. 사후 관리 중심 리스크관리로의 전환

생산적 금융에서는 사전 심사보다 사후 관리의 중요성이 상대적으로 커진다. 이는 보험계약 체결 이후 위험을 지속적으로 관리하는 보험산업의 구조와 유사하다고 볼 수 있고, 투자심사시 보험사 리스크 관리 파트에서 다른 업권보다 경쟁력을 갖출 수 있는 요소라고 보인다. 특히 은행업권에서 장기투자 사후관리의 주요 리스크관리 수단으로 활용하고 있는 신용감리분야의 스트레스 테스트를 정기적으로 실시하여 CFP에 이를 반영한다면 ALM 매칭조정 리스크를 분산하여 관리할 수 있을 것이다.

이러한 리스크관리 아키텍처를 잘 활용한다면 개별 투자 건의 초기 위험이 다소 높더라도, 전체 손실 분포는 관리 가능한 수준 내에 머무를 수 있다.

Ⅲ-3. 포트폴리오 관점의 위험 흡수

개별 투자 기준에서 위험해 보이는 자산도, 포트폴리오 관점에서는 충분히 관리 가능하다. 산업·단계·구조 분산을 통해 기대손실과 변동성을 통제하는 방식은 보험계리에서 이미 익숙한 접근이다.

이제 이러한 패러다임을 보험산업의 장기자산 운용 맥락에서 구체적으로 살펴볼 필요가 있다.

Ⅳ. 보험산업 관점에서 본 국민성장펀드 투자 이슈

– 인프라 자산의 낮은 수익률 논의에 대한 재해석

국민성장펀드는 인프라 자산 비중이 높은 장기 투자 펀드라는 점에서 보험사 자산운용 전략과 구조적 접점을 가진다. 다만 인프라 자산 특성상 명목 기대수익률이 상대적으로 낮게 형성되는 경우가 많아, 보험사 내부에서는 투자 타당성을 둘러싼 논의가 불가피하다. 이 이슈는 자산운용을 총괄하는 CIO 시각과, 자본·부채를 관리하는 계리부서 시각에서 다소 상이하게 인식될 수 있다.

Ⅳ-1. CIO 시각: '낮은 수익률 자산'인가, '포트폴리오 안정 자산'인가

자산운용 책임자인 CIO 관점에서 국민성장펀드의 인프라 자산 투자는 우선 절대수익률 측면의 한계가 명확하다. 인프라 자산은 구조적으로 초과수익을 추구하기보다는, 장기적·안정적 현금흐름을 전제로 설계된다. 이로 인해 사모주식(PE)이나 성장형 대체투자와 비교할 경우 수익률 경쟁력은 낮게 평가될 수 있다.

그러나 보험사 CIO의 역할은 단순히 고수익 자산을 발굴하는 데 있지 않다. 보험사 자산운용은 포트폴리오 전체의 변동성 관리와 장기 수익의 안정성을 동시에 고려해야 한다. 이러한 관점에서 인프라 자산은 다음과 같은 전략적 의미를 가진다.

첫째, 인프라 자산은 금융시장 변동성과의 상관관계가 낮아, 전체 자산 포트폴리오의 변동성을 완화하는 역할을 수행한다.

둘째, 장기 계약 기반의 현금흐름은 금리 변동성 확대 국면에서 안정적인 수익원을 제공한다.

셋째, 장기 보유를 전제로 할 경우 매각 타이밍 리스크가 상대적으로 제한적이다.

즉 CIO 시각에서 국민성장펀드는 수익률을 끌어올리는 자산이라기보다, 포트폴리오의 하방 안정성을 보완하는 자산으로 해석하는 것이 보다 현실적이다.

Ⅳ-2. 계리부서 시각: '수익률'보다 중요한 것은 자본과 현금흐름

반면 계리부서 관점에서 국민성장펀드 투자의 핵심 쟁점은 수익률 그 자체가 아니다. 보다 중요한 것은 해당 자산이 전략적으로 설정한 보험부채 구조와 얼마나 부합하는지, 그리고 자본적정성에 미치는 영향이 관리 가능한지다.

보험부채는 장기·확정적 지급 구조를 가지며, 이는 장기 현금흐름 자산과의 매칭 정합성을 요구한다. 인프라 자산은 장기 사용계약, 수수료 기반 수익, 공공요금 연동 구조 등을 통해 비교적 예측 가능한 현금흐름을 제공한다는 점에서, 부채 현금흐름과의 매칭 측면에서 의미 있는 자산이 될 수 있다.

또한 계리적 관점에서는 인프라 자산의 손실 발생 양상이 중요하다. 인프라 자산은 단기 시장 변동에 따른 평가손실보다는, 구조적 문제 발생 시 점진적으로 손실이 현실화되는 경우가 많다. 이는 보험사가 스트레스 시나리오 하에서 손실을 관리하는 데 있어 상대적으로 예측 가능성을 높여준다.

물론 RBC 및 K-ICS 체계 하에서 인프라·대체자산은 자본 부담이 발생할 수 있다. 그러나 선순위 구조, 장기 계약 기반 수익, 정책적 보완 장치 등이 결합될 경우, 계리부서 관점에서는 '낮은 수익률이지만 자본 안정성이 높은 자산' 으로 재평가될 여지가 존재한다.

Ⅳ-3. CIO와 계리부서 관점의 접점

국민성장펀드 투자는 CIO와 계리부서의 관점이 충돌하는 영역이 아니라, 오히려 조율이 필수적인 영역이다. CIO가 포트폴리오 안정성과 장기 전략을 고려한다면, 계리부서는 자본·부채·현금흐름 관점에서 그 전략이 지속 가능한지 검증하는 역할을 수행한다.

오히려 K-ICS 제도하에서 ALM리스크관리의 난제인 부채가치를 자산에 비해 상대적으로 낮게 평가하여 그 결과 금리 민감도가 실제보다 낮게 나타나게 되는 듀레이션 미스매치 리스크에 대해 장기 ALM관리에 특화된 보험업계가 계리적 관점에서 자산·부채의 현금흐름 매칭 정도에 따라 포트폴리오 관점에서의 매칭 조정에 대한 인사이트를 제공할 수 있다.

이러한 협업이 전제될 경우, 인프라 자산의 낮은 표면 수익률은 보험사에게 단점이 아니라 장기 리스크 관리 전략의 일부로 기능할 수 있다.

V. 결론

생산적 금융과 국민성장펀드를 둘러싼 논의는 종종 '위험하다' 또는 '수익률이 낮다'는 단순한 평가로 귀결될 가능성이 있고, 이러한 문제인식은 각 금융사들이 과거 정책금융 투자에서 수익률과 위험관리 모두 만족스럽지 않았던 경험을 했던 부분에서 기인한다.

국민성장펀드의 인프라 자산 투자는 보험사에게 단기 수익을 극대화하는 자산은 아니다. 그러나 장기 현금흐름의 안정성, 포트폴리오 변동성 완화, 재투자 리스크 감소 측면에서 보험사 장기자산 운용 전략에 의미 있는 역할을 수행할 수 있다. CIO 시각에서는 포트폴리오 안정 자산으로, 계리부서 시각에서는 자본과 현금흐름 관리가 가능한 자산으로 재해석될 여지가 존재한다.

결국 국민성장펀드 투자의 본질은 '얼마나 높은 수익을 낼 수 있는가'가 아니라, 보험사가 감내할 수 있는 리스크를 어떻게 설계하고 관리할 것인가에 있다. 생산적 금융은 보험사에게 부담이 아니라, 장기 리스크관리 역량을 입증할 수 있는 시험대다. 그 과정에서 보험계리와 자산운용의 협업은 선택이 아니라 필수이며, 그 접점에서 보험산업의 새로운 역할이 형성될 것이다.

마지막으로 덧붙여서, 현재까지 정책금융에 대해서는 어쩔 수 없이 참여하지만 내키지는 않는 계륵 같은 존재로 인식되고 있고 대형 금융사일수록 일정부분 국민경제에 기여할 수 밖에 없는 도덕적 프레임에 의해 피할 수 없는 난제이기도 하다. 이러한 상황 속에서 금융사 본연의 주주이익 창출과 라이센스 산업에 속한 금융기관으로서 숙명처럼 부담해야 하는 사회적 의무 가운데 리스크 관리를 중심으로 균형을 잡을 수 있는 좁은 문을 찾을 수 있는 길이 있을 것이라고 생각하며 글을 마친다.