



금리 하락이 보험산업에 미치는 영향과 과제

조영현 연구위원

- 최근 경기 둔화와 대외 여건의 불확실성 확대로 인하여 시장금리가 역대 최저 수준으로 급락함
 - 장단기 금리가 모두 기준금리를 하회하며, 장단기 금리차가 매우 작음
- 금리가 하락하면 보험산업의 자본이 감소될 뿐만 아니라, 금리리스크(듀레이션 갭)가 더욱 확대됨
 - 금리 하락에 의한 듀레이션 갭 확대에 대응하기 위해 보험회사는 초장기채 매입을 확대하며, 이는 장기 금리를 더욱 하락시킬 수 있음
 - 보험산업은 금리 하락으로 인해 책임준비금과 변액보험 보증준비금을 추가 적립할 수 있음
 - 금리하락으로 인한 재무건전성 악화에 대응하기 위해 보험산업의 자본성증권(후순위채 및 신종자본증권) 발행이 더욱 확대될 수 있으며, 이로 인해 향후 발행여건이 악화될 수 있음
- 금리 하락으로 인해 보험산업의 성장성과 수익성이 더욱 악화될 것으로 보임
 - 저축성보험의 경우 공시이율 하락으로 판매유인이 더욱 감소할 것이며, 보장성 보험의 경우 예정이율 인하에 의한 보험료 상승으로 인해 장기적으로 판매가 감소할 가능성이 있음
 - 금리가 하락하면 이차역마진 확대, 책임준비금 및 변액보험 보증준비금 추가 적립 확대 이외에도 자본성증권 발행 확대로 인해 보험산업의 수익성 악화가 불가피함
- 보험산업은 2000년대부터 저축성보험을 금리연동형 중심으로 전환하고 자산 듀레이션을 확대하는 등 금리 하락에 대응하는 노력을 해왔지만, 예상을 뛰어넘는 시장금리 하락 속도로 인해 재무건전성, 성장성, 수익성 악화 부담이 매우 높은 상황임
 - 대외 불확실성이 장기화될 경우, 인구고령화에 의한 잠재성장률 저하와 맞물려 장기 금리 1%대 이하의 초저금리가 고착화될 가능성이 있다는 점은 보험산업에 더 큰 과제를 안겨주고 있음
- 보험회사는 초저금리 환경에 대비한 리스크관리 및 사업모형 전환을 추진하고, 금융당국은 보험회사의 자구적 리스크관리를 유인하는 제도 및 산업 성장을 촉진하는 정책을 마련할 필요가 있음

1. 금리 현황



■ 최근 경기 둔화와 대외 여건의 불확실성 확대에 인하여 시장금리가 역대 최저 수준으로 급락함

- 수출·투자 부진 등에 의한 성장세 둔화와 물가 하방 압력 확대에 인하여 7월 18일 기준금리가 기존 1.75%에서 1.5%로 인하되었으며, 추가로 인하될 필요성이 높은 것으로 보임
 - 7월 소비자물가 상승률은 0.6%(전년동월 대비)에 불과하며, 미·중 무역 분쟁 및 한·일 갈등의 심화로 경기하방리스크가 확대되고 있음
- 8월 22일 기준으로 국고채 1년, 10년, 30년 금리는 각각 1.108%, 1.229%, 1.242%로 모두 기준금리보다 낮은 상태임

〈그림 1〉 국고채 금리 추이



자료: 한국은행, ECOS

■ 본고는 금리 하락이 보험산업의 재무건전성, 성장성, 수익성에 미치는 영향과 시사점에 대해 논의함

2. 금리 하락이 보험산업에 미치는 영향

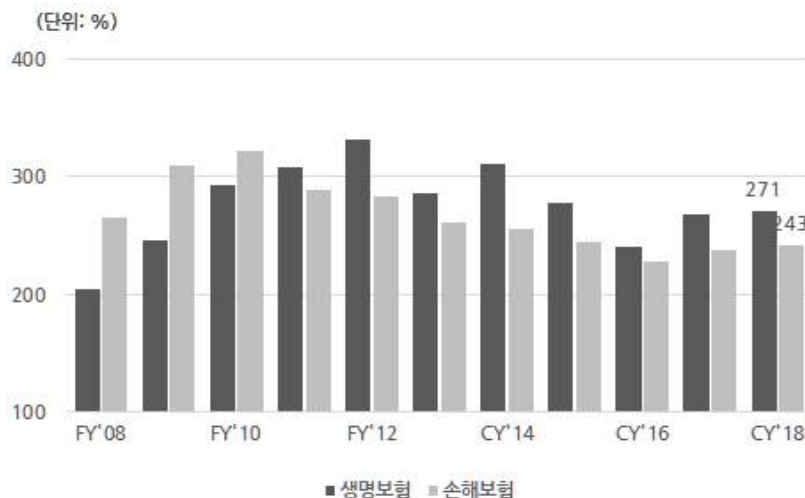


가. 재무건전성

■ **[RBC 비율]** 현행 회계제도의 자산과 부채 간 평가 불일치로 인하여 금리가 하락하면 통상 보험산업의 RBC 비율이 상승함

- 자산의 상당부분은 시가평가 되지만, 보험부채는 원가평가 되어 금리하락에 의해 가용자본이 증가함
- 단, 금리 하락으로 책임준비금 적정성 평가(LAT: Liability Adequacy Test)에 의한 추가 적립이 발생할 경우 가용자본이 감소함
- 2018년 말 기준 RBC 비율은 생명보험 271%, 손해보험 243%로 양호함

〈그림 2〉 보험산업 RBC 비율



자료: 금융감독원

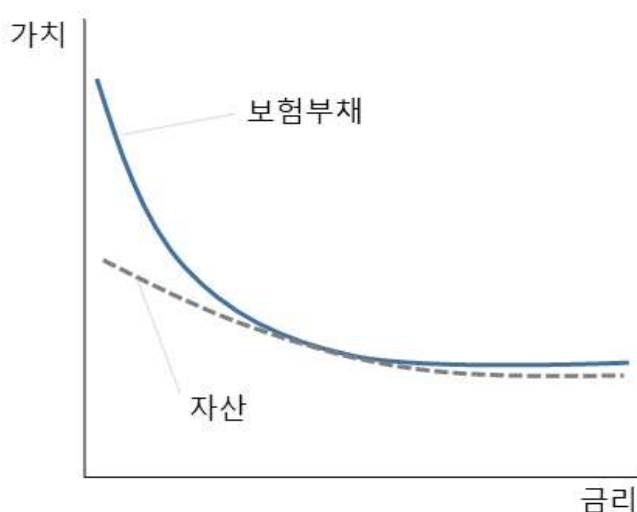
■ **[실질 자본]** 그러나 자산과 부채를 모두 시가로 평가할 경우 금리가 하락하면 보험산업의 자본이 감소됨

- 보험산업의 자산 듀레이션이 부채 듀레이션에 비해 짧아 금리 하락에 의해 자산보다 부채의 가치가 더 크게 증가하기 때문임

■ **[듀레이션 갭]** 금리가 하락하면 보험산업의 자본이 감소할 뿐만 아니라, 듀레이션 갭 자체가 더욱 확대됨

- 금리와 보험회사 부채 가치 간의 높은 볼록성(Convexity)으로 인해 시장금리 하락 시 자산 듀레이션의 확대보다 부채 듀레이션 확대가 더 큼
 - 보험회사의 부채는 최저보증이율로 인하여 금리 하락 시 듀레이션이 크게 늘어남
 - <그림 3>은 금리와 보험회사 자산 및 부채 가치 간 관계를 나타낸 그림으로 곡선의 기울기가 듀레이션임

<그림 3> 금리와 보험회사의 자산·부채 가치의 관계



■ **[초장기채 수요]** 금리 하락에 의한 듀레이션 갭 확대에 대응하기 위해 보험회사는 초장기채 매입을 확대하며, 이는 장기금리를 더욱 하락시킬 수 있음

- 보험회사의 전략에 의한 초장기채 금리 하락이 예상될 경우 다른 기관투자자들도 초장기채 매입을 확대할 수 있으며, 이는 장기금리의 하락을 더욱 확대시킬 수 있음
- 부족한 국내 장기채 공급으로 인해 보험회사는 해외 장기채 매입을 더욱 확대할 수도 있으며, 이 경우 환헤지로 인해 통화파생상품시장에도 큰 영향을 미침

■ **[부채 추가 적립]** 보험산업은 금리 하락으로 인해 책임준비금과 변액보험 보증준비금을 추가 적립할 수 있음

- 2017년부터 진행된 책임준비금 적정성 평가 강화 정책에도 불구하고 보험회사의 추가 적립이 거의 없었는데, 올해 금리의 급격한 하락으로 인해 추가 적립 부담이 클 것으로 예상됨
 - 당국은 2017년부터 책임준비금 적정성 평가 시 할인율을 “무위험수익률 + 유동성프리미엄(단계적 강화)” 방식으로 개선하였는데 2016년에 비해 2017, 2018년에 무위험수익률이 상승함
 - 올해는 무위험수익률이 크게 하락하고 유동성프리미엄도 축소되어 LAT에 의한 추가 적립 부담이 상

당할 것으로 예상됨

- 또한, 할인율 하락에 의해 생명보험산업의 변액보험 보증준비금 추가 적립 부담도 커짐

■ [자본성증권 발행] 금리하락으로 인한 재무건전성 약화에 대응하기 위해 보험산업의 자본성증권(후순위채 및 신종자본증권) 발행이 더욱 확대될 수 있으며, 이로 인해 향후 발행여건이 악화될 수 있음

- 보험부채를 시가 평가하여 재무건전성을 평가하는 신지급여력제도(K-ICS)에 대응하기 위해 보험회사들은 2016년부터 후순위채와 신종자본증권 발행을 확대하고 있음
- 향후, 공급 증가와 금리 하락에 의한 보험회사의 신용등급 하락 가능성 등으로 인해 발행 시 가산금리가 높아질 수 있음

나. 성장성 및 수익성

■ [저축성보험 성장성] 저축성보험의 경우 공시이율 하락으로 판매유인이 더욱 감소할 것으로 보임

- 공시이율이 은행의 예금보다는 서서히 하락하여 수요 확대 여지는 있으나, 공시이율 인하로 인한 수익성 악화 및 사업비 지출 감소로 인하여 판매유인이 감소할 것으로 보임
 - 저축성보험의 경우 생존 시 지급하는 보험금은 이미 납입한 보험료를 초과해야 하며, 평균공시이율을 부리아이율로 계산한 순보험료식 보험료적립금이 납입 완료 시점(납입기간이 7년 이상인 경우 7년, 일시납의 경우 15개월)에 이미 납입한 보험료를 초과해야 함¹⁾
- 초저금리 환경이 지속될 경우 최저보증이율 인하도 불가피할 것으로 보임

■ [보장성보험 성장성] 보장성보험의 경우 예정이율 인하에 의한 보험료 상승 가능성이 높아지며, 이로 인해 장기적으로 판매가 감소할 가능성이 있음

- 보험회사가 단기적인 금리 변화만으로 예정이율을 조정하지는 않으나, 초저금리 환경이 지속될 경우 예정이율 인하가 불가피할 것으로 보임
- 보험료가 상승할 경우 장기적으로는 보장성보험의 수요가 감소할 가능성이 높음
 - 다만, 단기적으로는 가격이 오르기 전 마케팅에 의한 판매 확대가 일어날 수도 있음

■ [전체 성장성] 따라서, 금리 하락으로 인해 보험산업의 성장성은 더욱 악화될 것으로 보임

- 보험산업 수입(원수)보험료는 저축성보험 매출 감소 및 보장성보험 성장 둔화로 인하여 2017년부터 2년

1) 보험업감독규정 제7-60조, 2017년 1월 개정

연속 역성장하고 있는 상태임

■ **[수익성]** 금리가 하락하면 이차역마진 확대, 책임준비금 및 변액보험 보증준비금 추가 적립 확대 이외에도 자본성증권 발행 확대에 의해 보험산업의 수익성 악화가 불가피함

- 2018년 말 12개 생명보험회사의 자본성증권 평균 발행금리는 4.58%인 데 비해 운용자산이익률은 3.42%로 1.16%p의 금리역마진이 발생함²⁾
- 최근 손해율 상승으로 인해 악화되고 있는 보험산업의 수익성은 2019년 금리 하락에 의해 더욱 악화될 것으로 예상됨
 - 손해보험산업의 경우 실손의료보험 및 자동차보험의 손해율 상승으로 인하여 합산비율이 2017년 101.3%에서 2019년 1/4분기 105.8%로 급등함

3. 보험산업의 과제



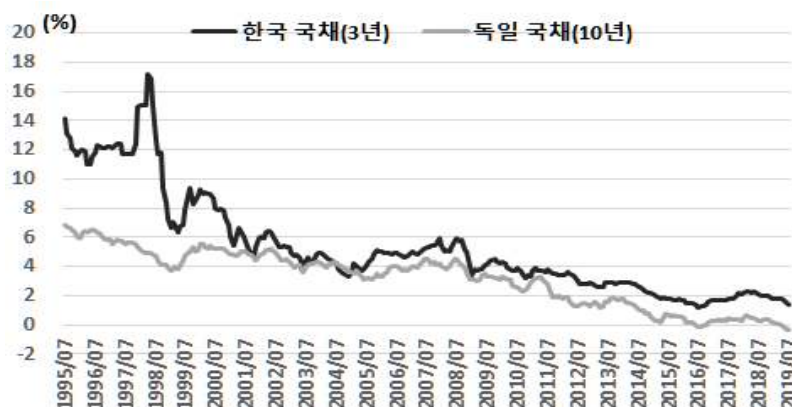
■ 보험산업은 2000년대부터 저축성보험을 금리연동형 중심으로 전환하고 자산 듀레이션을 확대하는 등 금리 하락에 대응하는 노력을 해왔지만, 예상을 뛰어넘는 시장금리 하락 속도로 인해 재무건전성, 성장성, 수익성 악화 부담이 매우 높은 상황임

- 특히, 생명보험산업은 저축성 부채의 만기가 매우 길어서 구조를 전환하는 데 많은 시간이 필요함
- 우리나라보다 앞서 저금리 환경을 겪었으며, 리스크관리가 선진화된 것으로 알려진 독일, 노르웨이, 네덜란드 등 주요 유럽 국가 생명보험산업도 금리 하락에 의한 부담이 여전히 큼³⁾
 - 은행 중심의 금융시스템을 가진 국가의 생명보험산업은 고금리 시절 은행과의 저축상품 경쟁으로 인해 금리확정형 상품을 중심으로 판매했기 때문으로 보임

2) 이승철(2019), 「최근 생명보험회사의 자본성증권 발행 현황 및 리스크 요인」, 『금융리스크리뷰』, 제15권, 제4호

3) S&P Global Ratings(2018), “European Life Insurers Are Playing The Long Game With Product Shifts”

〈그림 4〉 한국과 독일 국채 금리 추이



자료: 한국은행, FRED

■ 대외 불확실성이 장기화될 경우, 인구고령화에 의한 잠재성장률 저하와 맞물려 장기 금리 1%대 이하의 초저금리가 고착화될 가능성이 있다는 점은 보험산업에 더 큰 과제를 안겨주고 있음

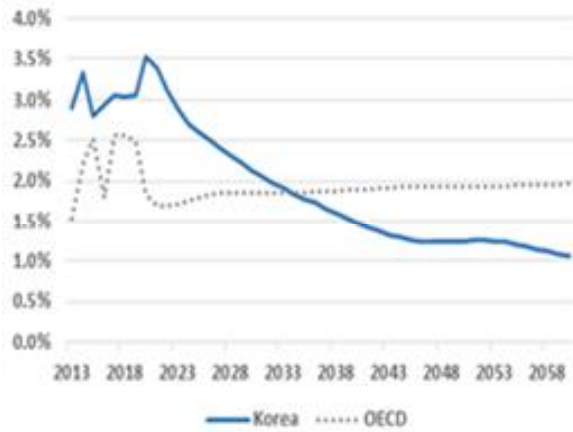
- 자국우선주의 및 무역분쟁 확산에 의한 대외여건 악화가 단기에 해소되기는 어려워 보이며, 개방경제인 우리나라는 대외여건 악화의 부정적 영향이 큼
 - 세계 교역성장세 둔화 속에서 우리나라의 5, 6, 7월 수출 증가율은 전년동월 대비 각각 -9.7, -13.7, -11.0%를 기록함⁴⁾
- 대외여건의 악화가 없더라도 우리나라는 인구고령화에 의한 생산성 둔화로 2020년대부터 경제성장률이 추세적으로 하락한다는 전망이 우세함
 - 안병권·김기호·육승환(2017)은 인구고령화로 인해 우리나라의 경제성장률이 2016~2025년 1.9%, 2026~2035년 0.4%가 될 것으로 전망함⁵⁾
 - 권규호(2019)는 2020년대 우리나라의 생산성이 2010년대 수준으로 지속될 경우 2020년대 경제성장률은 연평균 1%대 후반에 머물 것으로 전망함⁶⁾
 - OECD는 우리나라의 성장률이 2033년부터 2% 미만이 되어 OECD 평균 성장률을 밑돌 것으로 전망함
- 대외 불확실성이 장기화될 경우 우리나라 경제성장률의 추세적 하락 및 초저금리 시대 진입이 앞당겨질 것으로 보임
 - 장기적으로 명목금리는 경제성장률 및 물가와 유사한 추세를 보임(〈그림 6〉 참조)

4) 산업통상자원부 보도자료(2019. 8. 1), “2019년 7월 수출입 동향”

5) 안병권·김기호·육승환(2017), 「인구고령화가 경제성장률에 미치는 영향」, 『경제분석』

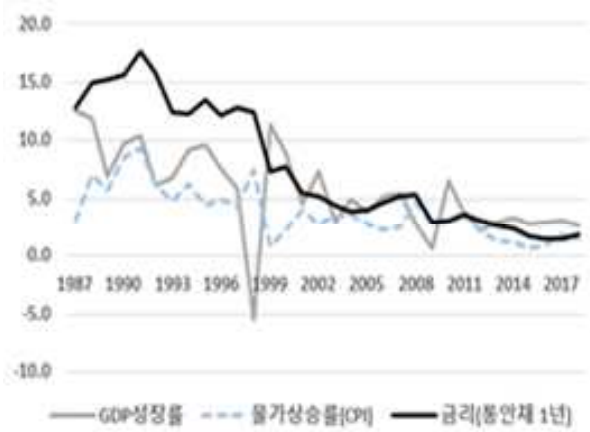
6) 권규호(2019), “글로벌 금융위기 이후 우리 경제의 성장률 둔화와 장기전망”, KDI 경제전망 2019 상반기

〈그림 5〉 장기 경제성장률 전망



자료: OECD, Economic Outlook 2019

〈그림 6〉 물가, 경제성장률 및 금리 추이



자료: 한국은행

■ **보험회사는 초저금리 환경에 대비한 리스크관리 및 사업모형 전환을 추진하고, 금융당국은 보험회사의 자구적 리스크관리를 유인하는 제도 및 산업 성장을 촉진하는 정책을 마련할 필요가 있음**

- 초저금리 고착을 가정하여 적극적인 부채 구조조정을 실행할 필요가 있는 것으로 보임
 - 이를 위해서는 계약이전(Run-off 거래), 계약 변경 등과 관련된 합리적 제도 마련이 필요함
- 보험회사는 해외 진출과 신사업 추진 등 성장성 및 수익성 제고를 위한 다각적 노력을 기울여야 함
- 초저금리 시대에 적합한 연금 상품의 구조와 판매에 대해 고민해 볼 필요가 있음 [kiri](#)