

I. 테마진단

◆ 일본 보험산업의 저금리 경험과 시사점

김해식 연구위원

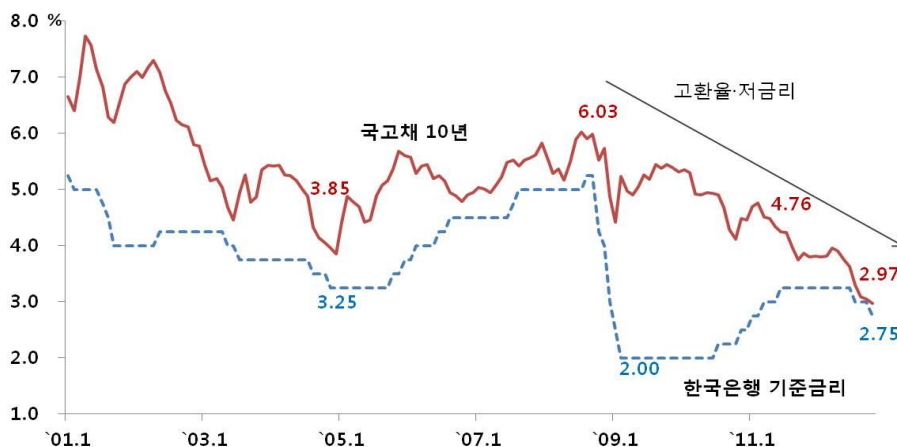
1. 검토 배경

■ 올해 상반기 기준금리의 추가 인하 가능성이 예상되고 있어 장기금리의 하락 추세는 단기 반등 가능성에도 불구하고 상당 기간 지속될 것으로 전망됨.

○ 글로벌 금융위기 이후 시중금리(국채 10년)는 6%대에서 2%대로 하락한 반면, 환율은 소규모 경제의 특성상 위기 후 상승하다가 최근 들어 하락 추세로 반전됨.

○ 경제성장 전망의 하향 조정으로 인한 세수 감소와 재정지출수요 증가, 환율 하락 등으로 기준금리 추가 인하 가능성이 높아 저금리가 지속될 것으로 예상됨.

<그림 1> 기준금리 및 장기 시중금리 추이



자료: 한국은행 ECOS.

■ 최근의 국내 경제 상황은 1990년대 이후 전개된 일본의 경제 상황과 유사하여 일본 보험 산업이 경험한 저금리 영향이 국내 보험산업에도 재현될 수 있다는 우려가 제기됨.

- 이에 일부에서는 장기 저성장 국면을 맞이하여 국내 보험시장에서도 저금리로 인한 자산 운용수익률 하락과 이차역마진으로 부실한 보험회사가 발생할 수 있다는 우려를 보임.
- 실제로 일본 보험산업은 1990년 이후 전개된 저금리 영향으로 1997년부터 2001년까지 5년간 7개 생명보험회사와 1개 손해보험회사가 파산함.

■ 본고는 일본에서 전개된 저금리 환경과 일본 보험회사들의 저금리 대응을 살펴봄으로써 국내 보험회사의 저금리 대응에 대한 시사점을 도출하고자 함.

- 먼저 일본 경제의 저금리와 자산 버블을 초래한 1980년대 당시의 세계 경제 및 일본 경제를 살펴보고,
- 이후 일본 보험회사들의 저금리 대응이 어떻게 이루어졌으며, 파산 보험회사와 생존 보험회사 간의 저금리 대응의 차이를 살펴보고자 함.

2. 일본의 저환율·저금리 환경

가. 플라자 합의와 엔-달러 환율 하락

■ 세계대전과 베트남전쟁을 거치면서 각국 중앙은행이 화폐를 금으로 교환해주는 금본위제나 미국의 금태환 체제가 모두 중단되면서 인플레이션과 경기침체에 대응하는 수단으로서 금리정책은 재정정책과 함께 중요한 정책수단이 되어 왔음.

- 1970년대 세계 경제는 오일쇼크로 불리는 두 차례의 원유가 급등으로 경기침체 속에서도 물가가 상승하는 스태그플레이션(stagflation)을 경험함.
- 당시 미국은 유가 급등에 따른 공급 측면의 물가상승에 대응하여 정책금리를 두 자리수까지 높이는 고금리 정책으로 대응하는 한편, 물가가 안정되기 시작한 1980년대 후반부터는 금리 인하로 경기침체에 대응함.
- 다른 한편으로 미국은 재정 및 무역 부문의 쌍둥이 적자에 대응하여 1985년 다른 선진

국들과 함께 무역흑자국인 일본에 일방적으로 엔화 절상을 요구하는 플라자 합의¹⁾를 성사시킴.

<그림 2> 미국의 장기금리(국채 10년) 추이와 주요 경제사건



자료: Swiss Re(2012) 수정 인용.

나. 일본의 저금리 정책과 자산 버블 형성

■ 1985년 일본의 엔화 가치가 모든 통화에 대해 일방적으로 절상되는 플라자 합의로 인해 엔-달러 환율은 플라자 합의 이전 수준의 50%에 불과한 수준으로 급락함.

○ 엔-달러 환율은 1985년 달러당 260엔에서 1987년 말에는 달러당 123엔 수준으로 빠르게 하락하면서²⁾ 일본은 구조조정 대신 저금리 정책으로 엔-달러 환율 급락에 대응함.

■ 플라자 합의 이전에도 일본의 시중금리는 하락 추이를 이어왔으나 엔화 강세를 계기로 일본은 저금리 정책을 통해 서비스업 등 내수산업의 성장을 촉진함.

○ 엔-달러 환율의 급락으로 해외투자자산의 가치는 하락하였고 수출이 차지하는 경제 내 비중도 감소하자 일본은 저금리 정책으로 내수경기 활성화를 도모함.

1) 1985년 9월 22일 미국, 프랑스, 영국, 독일, 일본의 5개국(G5) 재무장관 및 중앙은행총재가 모여 일본 엔화의 절상을 미국 플라자호텔에서 합의함.

2) 박성욱(2001).

- 막대한 무역흑자와 저금리로 풍부해진 유동성이 내수시장의 성장을 견인하면서 서비스업 등 내수부문이 외형적으로 급성장함.
- 한편, 해외투자를 대신한 국내 투자가 늘면서 자산의 가격도 동반 상승하기 시작하여 플라자 합의 이후의 제1차 저금리 기간(1985년부터 1989년) 동안 주가와 부동산 가격이 급등하였고 시장에서는 부동산 불패 신화와 고위험 대출 및 투기가 성행함.

<그림 3> 플라자 합의 이후 일본의 자산가격 급등



자료: 박상현(2010).

■ 그러나 1990년 주가 급락과 함께 1991년 기습적으로 발표된 금리 인상으로 인하여 금융기관의 자금공급 축소와 대출 회수에 따른 부동산 투매로 자산 가격이 급락하였고, 이후 일본 경제는 디플레이션과 저금리가 반복되는 악순환에 빠짐.³⁾

- 주가지수는 1989년 34,059에서 1991년 24,298, 1995년에는 17,355로 하락함.
- 부동산 가치는 1989년에서 2006년까지 최대 80%의 하락 폭을 보이면서 담보 부동산 가치의 80%에서 100%까지 제공된 대출은 부동산 가격의 하락 폭만큼 고스란히 금융기관이 보유한 대출자산의 부실로 이어짐.

3) 박성욱(2001); Kato(2012).

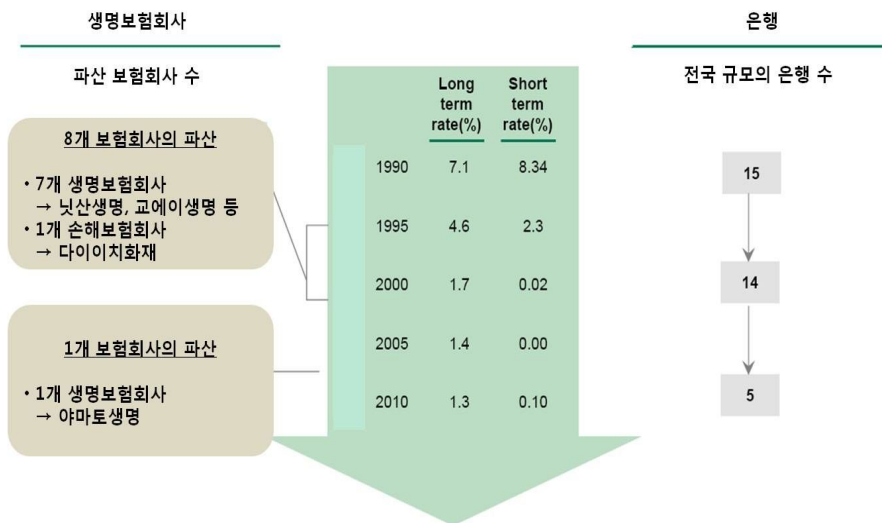
3. 저금리와 보험회사 파산

가. 낙관적 시나리오에 기초한 외형성장전략

■ 1991년 버블 붕괴 이후 제2차 저금리 기간을 거치면서 1997년 닛산생명을 시작으로 2001년 도쿄생명에 이르기까지 8개 보험회사가 연이어 파산하게 됨.

- 버블 붕괴 이후 제로 수준의 단기금리와 2% 이하의 장기금리가 지속되는 제2차 저금리 환경에서 생명보험 7개사와 손해보험 1개사가 파산함.
- 2008년 글로벌 금융위기 직후에는 야마토 생명이 해외자산의 부실로 파산함.

<그림 4> 일본의 장단기 금리 추이와 보험회사의 파산

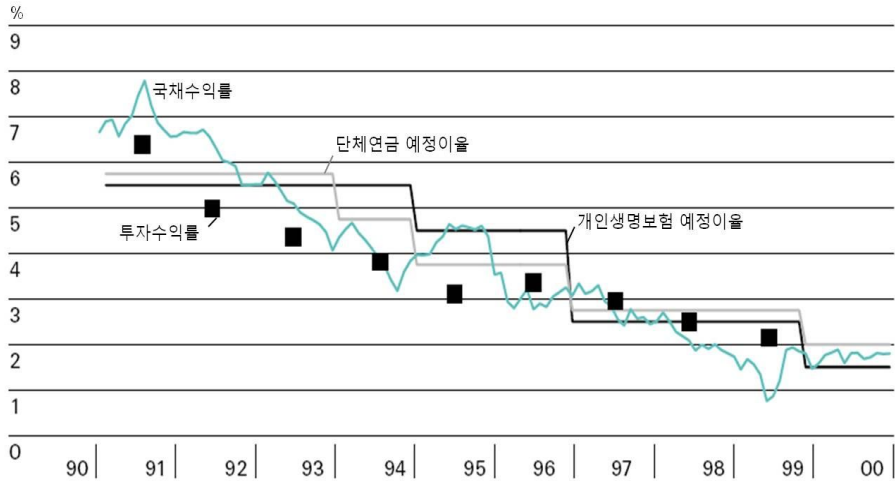


자료: Kato(2012).

■ 일본 보험회사의 파산을 초래한 외형상 원인은 이차역마진과 부실이 드러난 보험회사의 해지율 급등으로 인한 유동성 부족임.

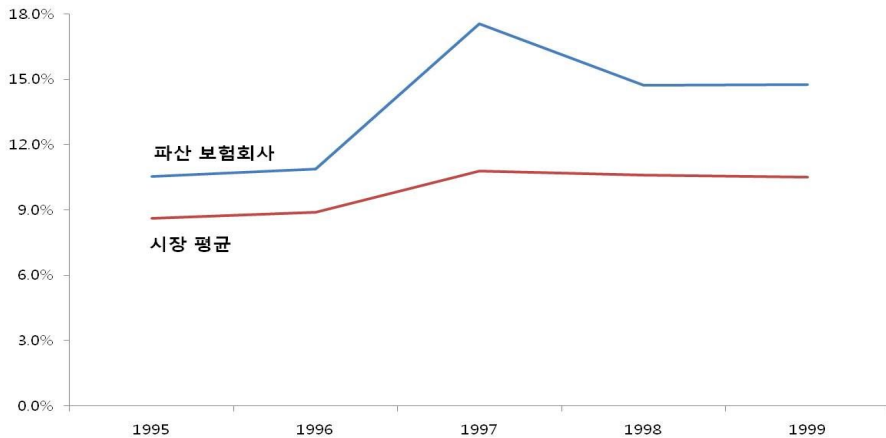
- 고금리 정책이 시행된 자산 버블 붕괴기 이후의 저금리 기간에 보험회사들은 이차역마진을 경험하면서 재무건전성이 악화됨.
- 한편, 닛산생명의 파산 이후 부실 보험회사에 대한 해지쇄도로 인한 해지율 급등과 유동성 부족도 파산을 초래한 원인의 하나로 나타남.

<그림 5> 일본 생명보험의 이차역마진: 예정이율과 자산운용수익률



자료: Swiss Re(2000).

<그림 6> 일본 생명보험(개인보험)의 해지율 추이



자료: 박성욱(2001).

■ 그러나 파산 보험회사의 부실은 근본적으로 낙관적 시나리오에 기초한 외형성장전략과 자산운용에 치중한 저금리 대응에서 비롯된 것이라고 할 수 있음.

○ 1980년대 저금리 여건이 조성되고 있었음에도 파산 보험회사들은 저축성상품 판매를 통한 외형성장전략을 유지함.

○ 닛산생명(1997)과 다이이치화재(2000)의 파산은 외형의 급성장이 저금리기에 파산으

로 이어지는 전형적인 사례에 속함.⁴⁾

- 더구나 닛산생명과 다이이치화재는 확정 이자를 지급하는 저축성보험(연금이나 적립형 손해보험) 중심의 외형성장전략으로 나타난 저축성상품에 집중된 상품구성이 저금리기에 위험자산에 대한 투자 유인으로 작용한 대표적인 사례임.

<표 1> 닛산생명과 다이이치화재의 외형성장전략과 상품구성

구분	성장률	상품구성
닛산생명 (1988)	119.5%	72.1% (개인연금)
생명보험시장 평균	21.4%	9.6%
다이이치화재 (1992)	12.2%	66.6% (적립형 장기)
손해보험시장 평균	1.5%	26.5%

주: 1) 생명보험 성장률은 보험가입금액 기준, 상품구성비는 금리확정형 연금보험의 보험료 비중임.

2) 손해보험 성장률은 보험료 기준, 상품구성비는 적립형 장기보험의 보험료 비중임.

자료: 박성욱(2001).

나. 자산운용 중심의 이차역마진 대응

■ 일본의 자산운용(투자)을 통한 저금리 대응은 불가피한 측면이 있었지만 부채(상품구성)의 조정 없는 단기적인 대응은 한계가 있을 수밖에 없으며, 불리한 시나리오를 상정한 위험관리가 없는 상황에서는 이차역마진이 파산으로 이어질 수밖에 없는 구조임.

- 자산 버블 붕괴 이후 자산시장이 회복되지 못하면서 그동안 쌓아두었던 자산 평가의 이 훼손되는 것은 물론이고 투자수익률이 예정이율보다 낮아지면서 이차역마진 손실은 불가피함.
- 문제는 부채의 조정 없이 자산운용으로 대응하는 데에는 한계가 있고, 더구나 일부 파산 보험회사에서는 위험자산투자로 인한 자산운용 부문의 부실을 은폐할 목적으로 자산매각을 가장한 자금차입계약이 이뤄지는 등 불투명한 회계도 나타남.⁵⁾

4) 닛산생명은 1987년 창업 80주년을 계기로 적극적인 시장점유율 순위 상승을 추구함. 박성욱(2001).

5) 당시 회계관행이 거래의 실질이 아니라 형식을 갖추면 동일한 회계처리를 인정해주는 점을 이용해 보험회사들은 부실채권을 매각하고 만기에 이를 되사주는 계약, 이른바 손실선송상품을 통해 부실자산을 은닉한 것으로 나타남.

- 이차역마진의 근본적인 해결은 자산운용과 더불어 상품구성의 재조정에 있으나 파산 보험회사들은 이러한 자산과 부채의 종합적 대응이 부족했거나 시기적으로 대응이 늦었던 것으로 나타남.

<표 2> 일본 보험회사¹⁾의 파산 원인

보험회사	파산 시기	이차 역마진	해지율 급등	계열사 지원	대출 부정 등	계약이전 / 매각	참고
닛산생명	1997	○	○			Aoba	
도호생명	1999	○	○		○	GE Edison	
다이어치화재	2000	○	○		○	청산	· 상호출자협정 ¹⁾ · 부실 은닉 ²⁾
다이하쿠생명	2000	○	○		○	Manulife	· 부실 은닉 ²⁾
다이쇼생명	2000	○	○	○	○	Yamato	· Yamato 파산
치요다생명	2000	○	○	○	○	AIG	
교에이생명	2000	○	○	○		Prudential	· 상호출자협정 ³⁾ · 부실 은닉 ²⁾
도쿄생명	2001	○	○			T&D ⁴⁾	

주: 1) 2001년 타이세이화재도 파산했으나 저금리가 아닌 9.11테러에 의한 항공재보험이 원인.

2) 주로 손실선송상품이라 불리는 거래를 통해 부실채권을 은닉.

3) 다이어치화재와 교에이생명은 모두 상호회사로서 상호출자협정을 통해 재무건전성을 유지하였으나, 다이어치화재의 파산으로 교에이생명의 재무건전성도 부실해짐.

4) Taiyo & Daido.

자료: 박성욱(2001), Kato(2012), 이기형 외(2012) 참고.

4. 일본 생존 보험회사의 저금리 대응

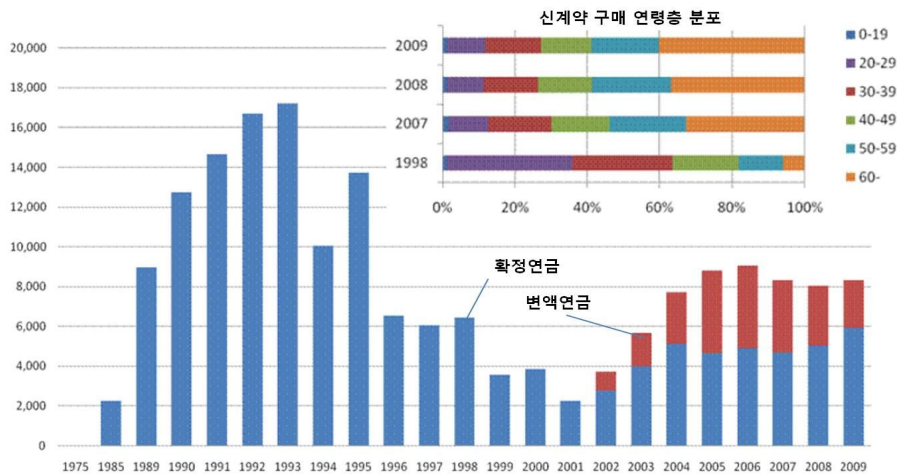
가. 상품구성 변화

■ 1990년 이후 이차역마진이 발생하면서 예정이율 인하를 통해 대응하기 시작했으나 신계약 판매를 통해서 준비금의 평균적립이율을 낮추는 데에는 상당한 시간이 필요하므로 1995년 이후에는 기존 보유계약을 보장성보험으로 전환하는 프로그램을 전개함.

○ 신계약의 예정이율을 지속적으로 낮춰 저금리 기조에 대응함.

- 신계약 중 보장성상품의 비중을 지속적으로 확대하는 한편,
- 저축성보험에서도 금리확정형 양로보험 및 연금보험의 판매는 줄고 변액보험의 판매는 증가하는 형태로 상품구성이 변화됨.

<그림 7> 일본 연금보험의 구성 및 연금구매 연령층의 구성비 변화



자료: 안치홍(2012).

○ 그러나 준비금의 평균적립이율을 낮추는 데에는 상당한 시간 소요되며, 이는 닛세이 생명 사례를 통해 확인할 수 있음.

- 일본 금융당국은 기존 보유계약에 대한 예정이율 인하 조치를 도입하였으나,
- 보험회사들은 소비자들에게 부실 신호를 제공할 우려가 있는 예정이율 인하보다는 기존 보유계약을 보장성보험으로 전환해주는 프로그램을 적극 시행함.

<그림 8> 일본 생명보험의 보험계약전환 프로그램 시행: 닛세이생명보험 사례

판매 연도	보증이율 (%)	보증이율별 준비금 구성비			
		2005(%)	2010(%)	변화율(%pt)	
~ 1990	~ 6.00	37.1	30.6	- 6.5	• 2005년 현재 - 보유계약의 40% 평균적립이율 5% - 장기국채수익률 1.4%
1991 ~ 95	2.75 ~ 5.50	24.6	24.4	- 0.2	
1996 ~ 00	1.50 ~ 2.75	19.6	12.8	- 6.8	• 신상품 사례 - 보장담보를 늘리고 이율보증 축소 - 첫날부터 입원비 지급 보장상품
2001 ~ 05	1.00 ~ 1.50	18.7	14.5	- 4.2	
2006 ~ 09	1.10 ~ 1.50	-	17.7	+ 17.7	• 채널과의 연계성에 따라 판매 좌우 - 스미토모생명은 대표적 성공사례 - 닛세이는 스미토모와 비교해 채널연계성 부족으로 부분적 성공
평균적립이율		3.9	3.5	- 0.4	

주: 평균적립이율은 연도별 보증이율 구간의 중간 값을 적용하여 산출.
 자료: Kato(2012) 수정 인용.

나. 상품개발 및 판매채널 혁신

■ 저금리가 지속됨에 따라 일본 금융당국은 위험률에 대해 충분한 마진 설정을 허용하는 등 상품규제를 완화하는 정책을 시행함.

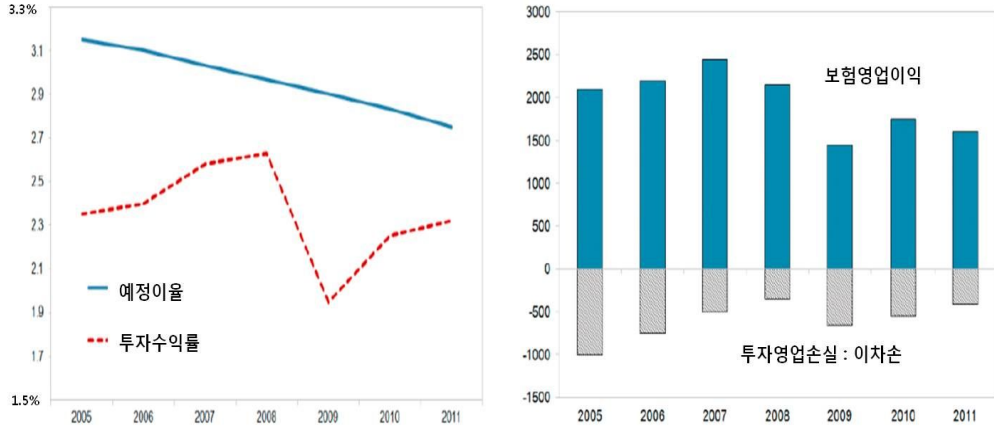
- 일본 보험회사의 수익구조는 지금까지도 이차역마진으로 인하여 이차손이 발생하고 있으며 이를 보험영업이익으로 보전하는 상황임.
- 이에 따라 보장성상품에서는 위험률차익(사차익) 마진을 충분히 설정할 수 있는 상품 개발이 시장의 주된 흐름이 되고 있음.
 - 30% 내외의 안정적인 위험률차익을 확보하여 재무건전성 향상에 기여함.
 - 이차역마진을 완화하기 위한 금리연동형이나 무해지환급금⁶⁾ 보험이 도입되었고, 수익성을 갖춘 다양한 정기보험과 건강보험 도입으로 새로운 수익 영역을 개척함.
- 그 결과, 일본 보험시장은 보험회사 간 상품개발과 판매채널에 대한 경쟁은 높아졌으나, 상대적으로 가격경쟁은 완화되는 양상을 보임.⁷⁾

6) 해지환급금이 없는 보험상품에 대해서는 채희성(2011) 참조.

7) 안치홍(2012).

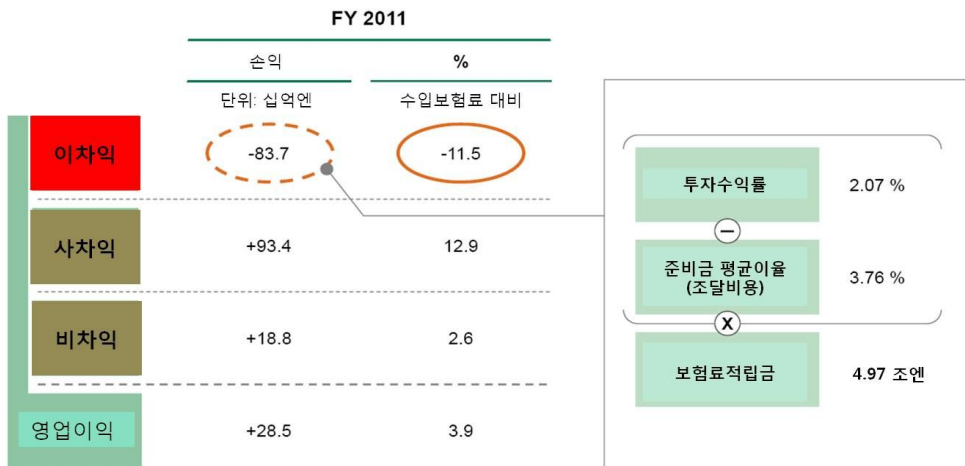
<그림 9> 일본 생명보험의 이차역마진 및 수익구조 현황

(단위: 십억엔)



자료: IMF(2012).

<그림 10> 일본 보험회사 수익 구조: 아사히생명 사례



자료: Kato(2012).

한편, 판매채널에서는 사업비를 낮추기 위한 시스템투자와 고객정보 DB화를 통해 고객군을 세분화하여 판매 및 언더라이팅에 활용하기 시작함.

○ 시장에 새로 진입한 외국계 회사를 중심으로 CM, DM, TM 등의 신채널이 도입되었고, 자회사 방식에 의한 생손보 겸영이나 금융그룹을 통한 제휴마케팅이 전개됨.

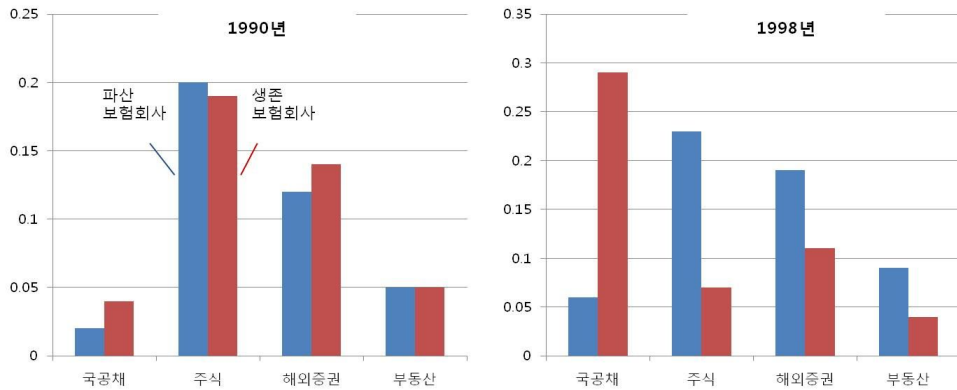
○ 고객 정보를 데이터베이스화하고 종합구좌제도를 통해 금융업권간 교차판매를 시도함.⁸⁾

다. 부채중심의 자산구성

■ 대다수 보험회사들은 장기채권의 비중을 늘리고 위험자산의 비중을 줄여 자산·부채종합관리(ALM)를 강화하는 방향으로 자산구성을 조정하여 저금리에 대응함.

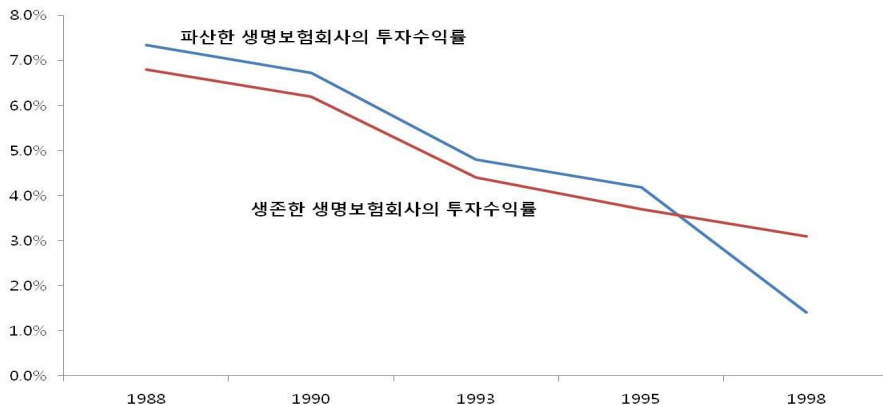
○ 반면, 파산한 보험회사들은 오히려 위험자산의 비중을 늘리는 방식으로 대응하여 투자수익률을 높이는 데는 일시적으로 성공했으나 결국은 이차역마진으로 파산함.

<그림 11> 파산한 보험회사와 생존한 보험회사의 주요 자산 구성비 비교



자료: 한승희·장보람(2012).

<그림 12> 파산한 보험회사와 생존한 보험회사의 투자수익률 비교

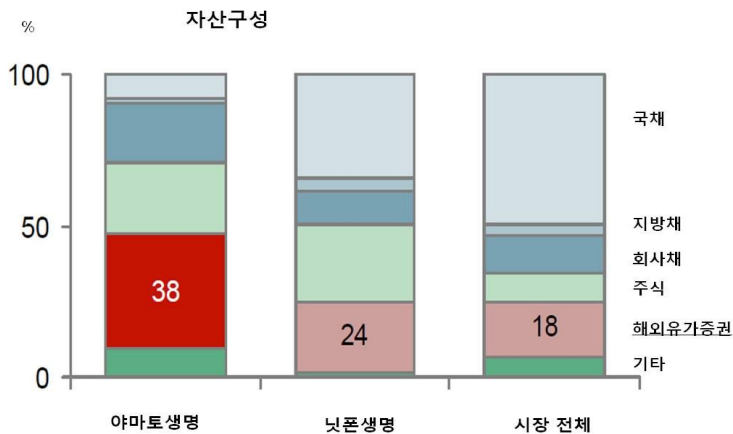


자료: 박성욱(2001).

■ 야마토생명⁹⁾의 사례 역시 자산부채종합관리에서 벗어난 고위험자산군 중심의 자산구성이 저금리 환경에 매우 취약함을 보여줌.¹⁰⁾

- 야마토생명은 투자수익률 제고를 위해 해외투자비중을 2005년 18%에서 2007년 38%까지 확대하고, 해외투자 및 기타투자의 대부분은 고수익을 얻을 수 있는 대출담보부증권 등 구조화금융과 헤지펀드 및 부동산신탁 등으로 구성함.
- 반면, 보험영업에서는 낮은 인지도와 높은 실효해약률을 보이면서 보험영업에서 안정적인 수익이 창출되지 못하는 불균형한 사업구조를 유지함.
- 글로벌 금융위기가 발생하면서 해외투자의 평가손 등이 발생하면서 2008년 야마토생명의 지급여력비율은 26.9%까지 급락하면서 파산에 이름.

<그림 13> 글로벌 금융위기로 파산한 야마토생명의 사례



자료: Kato(2012).

라. 재무건전성 강화와 수익성 중시 경영

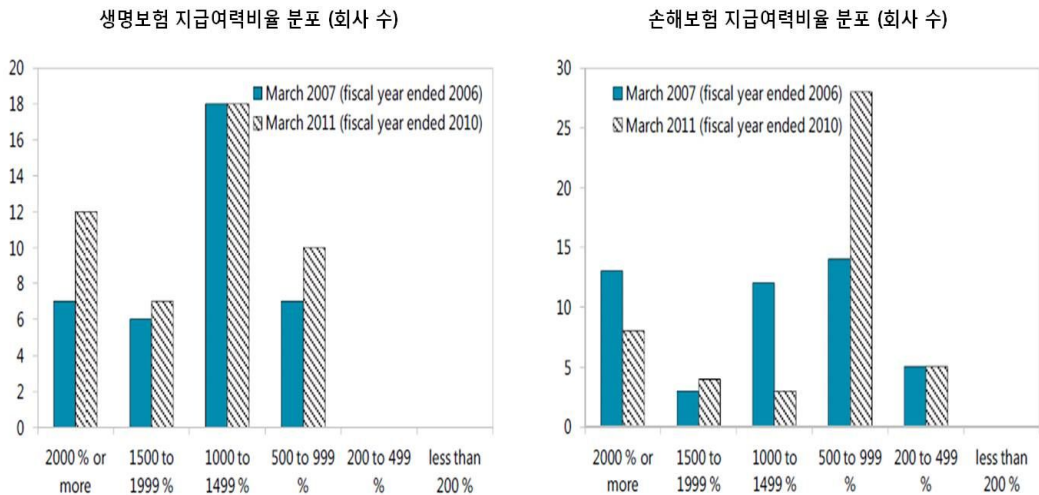
■ 생존한 보험회사들의 또 다른 공통점 중의 하나는 이익에 집중한 재무정보를 적극적으로 생산하여 성과지표와 연계하고 있는 것임.

9) 2000년 파산한 다이쇼생명을 인수한 보험회사.

10) 이상우(2008).

- 다이도생명, 애플락(Aflac)생명, 프루덴셜(prudential)생명 등은 보유계약의 장기 수익 정보에 대한 정기적인 보고를 통해 위험관리와 수익경영을 도모함.¹¹⁾

<그림 14> 일본 보험회사의 지급여력비율 분포



자료: IMF(2012).

■ 국제통화기금(IMF)은 일본 보험시장에 대하여 양호한 재무건전성을 유지하고 있으나, 생명보험의 경우 위기상황이 발생할 경우 상당한 자본 손실이 있을 수 있는 것으로 나타나¹²⁾ 위기상황에 대한 대비가 필요한 것으로 나타남.

- 글로벌 경기침체나 더블딥 시나리오에서는 지급여력(자본)이 2년에 걸쳐 17~20% 감소하여 산업 전체적으로는 큰 영향이 없을 것이나, 개별 회사에는 상당한 영향이 있을 수 있다고 평가함.

- 특히, 생명보험의 경우 30~50%까지 자본이 감소할 수 있다고 평가함.
- 반면, 손해보험의 경우 현행 투자평가이익으로 손실을 보전할 수 있을 것으로 평가함.

11) 안치홍(2012). 상품개발이나 성과보고 단계에서 매출이익률, 내부수익률, 내재가치 등 각종 수익성지표가 활용되고 있으며, 특히 보유계약의 장기 수익성과 관련된 가치(내재가치)가 별도로 보고되고 있어 단기성과에 치우친 상품 판매를 견제함. 김해식 외(2012).

12) IMF(2012). IMF는 주기적으로 각국의 금융부문을 평가하는 프로그램(FSAP: Financial Stability Assessment Program)을 시행 중에 있으며, 2012년에는 일본을 대상으로 실시한 바 있음.

- IMF의 일본 보험산업 평가는 생존 보험회사에게도 비관적 시나리오를 전제한 위험관리가 필요함을 보여줌.

5. 시사점 및 결론

■ 1980년대 이후 일본은 저금리를 계기로 수출주도형에서 내수기반 경제구조로 전환하였으나 구조적 개선이 뒷받침되지 않을 경우 파국을 초래할 수 있음을 보여줌.

- 수출주도형 전략을 추구하던 일본에 저환율·저금리 환경은 내수시장을 키우는 계기가 된 반면,
- 저금리로 구조조정이 지연되면서 보험시장 내 불합리한 요소들이 정리되지 않은 채 외형성장이 지속되다가 결국 8개 보험회사의 파산을 가져옴.

■ 1990년대 일본 보험산업은 “서서히 데워지는 물 안의 개구리 현상(Boiled Frog Phenomenon)”을 그대로 보여주는 사례임.

- 플라자 합의 이후 생성된 자산 버블 붕괴의 영향은 단기적인 대응으로 가능한 반면, 저금리는 파산 보험회사가 발생하기 전까지 10여 년에 걸쳐 진행되면서 구조적 대응이 필요했으나 단기간 대응으로 일관하다 실패한 사례임.
- 파산한 보험회사들이 자산운용 측면의 대응에 그친 사례가 많은 반면, 생존한 보험회사들은 금리위험에 대응할 수 있는 상품구성의 변화와 부채중심 자산구성으로 저금리에 대응한 사례에서 전사적 관점의 대응이 저금리에 효과적임을 알 수 있음.

■ 최근 IMF가 실시한 일본 보험산업에 대한 평가는 지난 20년간 저금리기를 견뎌내 온 일본 보험회사들에 비관적 시나리오에 기초한 위험관리가 여전히 필수적임을 상기시킴.

- 전반적으로 일본 보험산업은 다양한 위기상황에 대한 대응력이 충분함을 보여주고 있으나, 상당한 자본 감소가 발생할 수 있는 여지도 있는 것으로 평가됨.
- 따라서 저금리에 대한 대응은 충분한 시간을 가지고 구조적으로 대응해야 함은 물론 비관적 시나리오를 반영한 위험관리가 수반되어야 함을 보여줌.

<참 고 문 헌>

김해식·김석영·김세영·이혜은(2012), 『현금흐름방식 보험료 산출의 시행과 과제』, 경영 보고서 2012-3, 보험연구원.

박상현(2010), 『플라자 합의 사례와 위안화 절상』, HI Economy Brief, 하이투자증권.

박성욱(2001), 『위기의 보험산업: 파산과 생존이 주는 전략적 교훈』, 보험개발원.

안치홍(2012), “미국/일본 보험사의 저금리 영향과 대응사례”, 『정책세미나: 저금리시대, 보험산업 영향과 과제』, 보험연구원.

이기형·변혜원·정인영(2012), 『보험산업 진입 및 퇴출에 관한 연구』, 보험연구원.

이상우(2008), 「일본 야마토 생명의 파산 원인과 시사점」, KiRi Weekly, 보험연구원.

채희성(2011), 「무해지환급금 보험상품 도입에 관한 논의」, 월간생명보험 1월호, 생명보험협회.

한승희·장보람(2012), 『같지만 다른 한국 손해보험 스타일』, 우리투자증권.

International Monetary Fund(2012), "Japan: Financial Sector Stability Assessment Update", IMF Country Report, No. 12/210.

Kato, K(2012), "Strategy of Japanese Insurance Players to Cope With Economic Factors", BCG-보험개발원 세미나.

Swiss Re(2001), "Japan's Insurance Markets – A Sea Change", Sigma, 8/2001.

Swiss Re(2012), "Facing the Interest Rate Challenge", Sigma, 5/2012.