

### Ⅲ. 금리변동에 따른 역마진 효과 분석

#### 1. 시나리오

향후 이차역마진이 어떻게 전개될 것인지를 분석하기 위해서는 먼저 국채 금리가 향후에 어떻게 전개될 것인지를 예측하여야 한다. 그러나 본 보고서는 이차역마진의 향후 예측에 초점이 있기 때문에 금리시나리오 생성모델을 통한 금리시나리오를 생성하지 않고 New York 7과 같은 확정형 금리시나리오를 사용하였다. 현재 금리는 4% 전후에서 계속 유지 혹은 소폭의 상승이 예상되어지고 있다. 이에 따라 4%를 현재 금리로 삼고 향후 10년 동안 5가지 시나리오로 변동한다고 가정하였다. 시나리오는 4%를 그대로 유지하는 것과 점진적으로 상승한 후 일정 수준에서 유지되는 것을 가정하였다. 다른 한편으로는 금리가 상승하였다가 다시 하락할 가능성도 배제할 수 없기 때문에 조금 더 빠른 속도로 금리가 상승한 후 다시 하락하여 4%로 돌아오는 경우를 가정하였다. 다른 한편으로 정반대의 시나리오 가정을 하였다. 즉 금리가 하락한 후 일정 수준에서 계속 유지되는 것과 하락 후 다시 상승하여 4%로 돌아오는 것을 가정하였다.

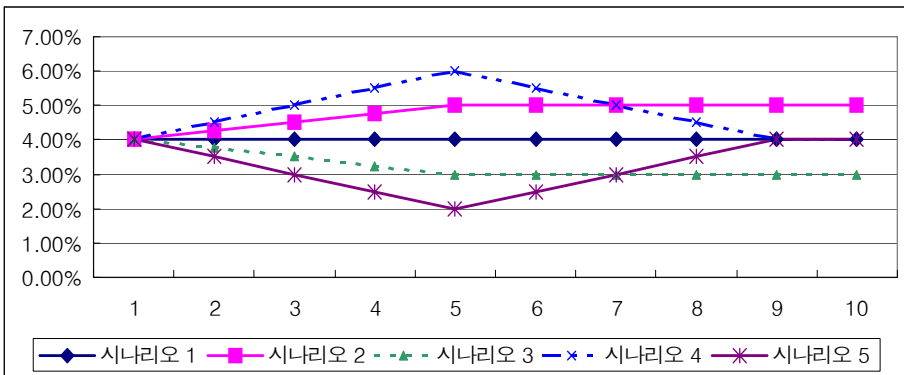
보다 구체적으로 살펴보면 시나리오1은 계속적으로 4%를 유지하는 것이고 시나리오2는 0.25%씩 상승하여 5%에 도달한 후 계속 5%로 유지하는 것이다. 시나리오3은 반대로 0.25%씩 하락하여 3%에 도달한 후 계속 3%로 유지한다. 시나리오4는 0.5%씩 상승하여 6% 도달한 후 다시 0.5%씩 하락하는 것이고 시나리오5는 0.5%씩 하락하여 2%에 도달한 후 다시 0.5%씩 상승하는 것이다.

보험회사의 총자산수익률은 2004년에 6.61%<sup>5)</sup>에서 시작하여 국고채 금리의 변동에 따라서 변할 것으로 전망된다. 국고채 금리 수준이 현재

5) 보험사의 자료를 바탕으로 산출한 것이다.

4% 수준에서 저금리 상황이 계속되어 왔기 때문에 생명보험사의 자산 운용스타일이 채권 등 안전자산을 선호할 것으로 전망된다. 따라서 총자산수익률은 안정자산의 대표격인 국고채 금리보다 1%p 높은 수준에서 도달할 것으로 판단된다.<sup>6)</sup>

<그림 III-1> 국고채 금리 시나리오

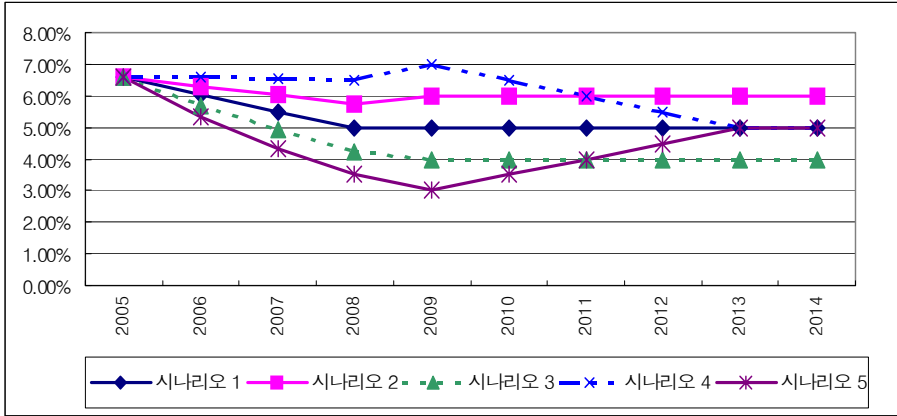


그러므로 현재 국고채 3년의 채권으로 운용자산이 교체될 것을 가정할 때 과거 고금리 시절에 구입한 채권이 3년 후 2008년에 모두 현재 금리 수준의 채권으로 교체된다. 그러므로 총자산 이익률 시나리오는 2008년부터 국채금리 시나리오보다 1%p 높은 수준에서 결정되는 것으로 하며 2008년까지는 점진적으로 변화하는 것으로 가정하였다.

보험회사에 이차역마진 문제를 일으키는 것은 확정형 상품이다. 물론 변동금리형의 상품이라도 최저보장 금리의 수준이 너무 높다면 확정형 상품과 똑같이 이차역마진 문제를 일으킬 수 있다. 그러나 최근에 판매되고 있는 금리연동형 상품들은 과거의 확정형 상품에 비해서 금리 리스크에 훨씬 덜 취약한 것으로 판단된다.<sup>7)</sup>

6) 미국의 경우 30대 생보사 운용자산수익률과 국채금리의 평균스프레드가 약 2%로 나타나고 있다. 따라서 운용자산수익률과 총자산이익률의 차이를 고려하여 보수적인 관점에서 미국의 절반수준인 1% 스프레드를 정하였다.

&lt;그림 III-2&gt; 총자산 이익률 시나리오



따라서 현 시나리오 분석에서는 금리확정형 상품들을 가지고 하였다. 2004년 12월 말 기준으로 평균예정이율대별 잔존기간별로 보험료적립금 규모를 이용하여 산출하였다. 즉 총자산 이익률이 시간이 흐름에 따라 시나리오에 의해서 변해갈 때 잔존기간별 보험료적립금의 평균예정이율과의 비교를 통해서 이차역마진 규모를 산출하여 보았다.<sup>8)</sup> 그리고 평균예정이율이 3% 미만인 경우는 이번 시나리오에서 포함시키지 않았으며 평균예정이율이 10% 이상인 경우는 10%로 가정하였다.

7) 정확한 분석을 위해서는 변동형 상품도 최저보장이율 수준을 감안하여 분석해야 하나 자료의 제약으로 분석하지 못했다. 만일 이를 감안한다면 시나리오 4, 5의 경우에는 좀 더 부정적인 결과가 나올 것이다.

8) 실제 이차손익 산출방법과의 차이로 인해서 시나리오 산출 이차역마진의 규모가 실제와 차이가 날 수 있다.

<표 III-1> 평균예정이율 대 별 보험료적립금 규모

(단위 : 백만원)

평균예정이율	3% 미만	3.25%	3.75%	4.25%	4.75%	5.25%	5.75%	6.25%
적립금	863	1,191	567	5,125	1,340,129	36,450	323,237	52,314
평균예정이율	6.75%	7.25%	7.75%	8.25%	8.75%	9.25%	9.75%	10%
적립금	7,589,413	409,869	46,082,528	1,867,081	44	-	11,202	1,120,177

자료 : 금융감독원

<표 III-2> 잔존만기별 보험료적립금

(단위 : 백만원)

잔존기간	1년 미만	1 ~ 2년	2 ~ 3년	3 ~ 4년	4 ~ 5년	
적립금	1,411,573	884,809	817,447	623,879	703,690	
잔존기간	5 ~ 6년	6 ~ 7년	7 ~ 10년	10 ~ 15년	15 ~ 20년	20년 이상
적립금	765,041	1,162,851	3,763,553	5,598,683	3,241,833	39,866,831

자료 : 금융감독원

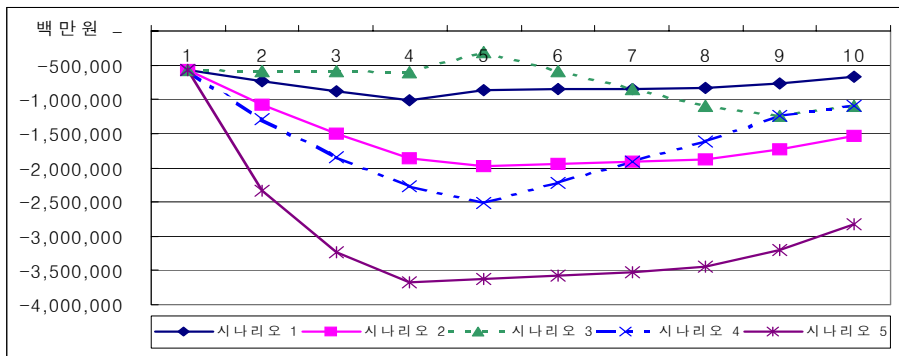
## 2. 시나리오 분석 결과와 시사점

현재의 금리수준에 비해서 총자산수익률이 상대적으로 높게 나오고 있다. 그러나 이것이 3년 안에 현재의 금리수준이 반영된 총자산수익률로 교체된다고 가정한다면 굳이 시나리오 분석을 하지 않더라도 과거의 고금리 상품들이 3년 안에 완전히 사라지지 않을 것이므로 이차역마진은 당연한 결과이다. <표 III-11>에서 알 수 있듯이 잔존만기가 20년 이상인 보유계약이 많은 비중을 차지하고 있는 상황에서 3년 안에 모든 고금리 보유계약이 해소될 수 없는 것이다. 현재 금리가 상승하고 있는 시점에서 어느 정도까지 상승을 한다면 이차역마진이 해소될 것인지는

시나리오를 분석해봐야 알 수 있을 것이다. 그러나 결론적으로 과거에 판매한 고금리 상품의 평균예정이율이 7% 이상이기 때문에 현실적으로 국고채와 총자산수익률이 1% 스프레드를 감안할 때 국고채 금리가 6% 이상으로 올라야만 이차역마진 문제가 발생하지 않는다는 것을 간단히 알 수 있다.

실제로 시나리오 분석 결과 총자산수익률이 6% 이상일 때 손실이 가장 적게 나타나고 있다. 즉 시나리오 4 일 때 가장 적은 손실이 나타나는 것으로 나타났다. 그러므로 총자산수익률이 시나리오 4에서 보여주는 것보다 더 높은 수준이어야만 이차역마진이 발생하지 않는다는 것을 알 수 있다.

<그림 III-3> 이차역마진 시나리오

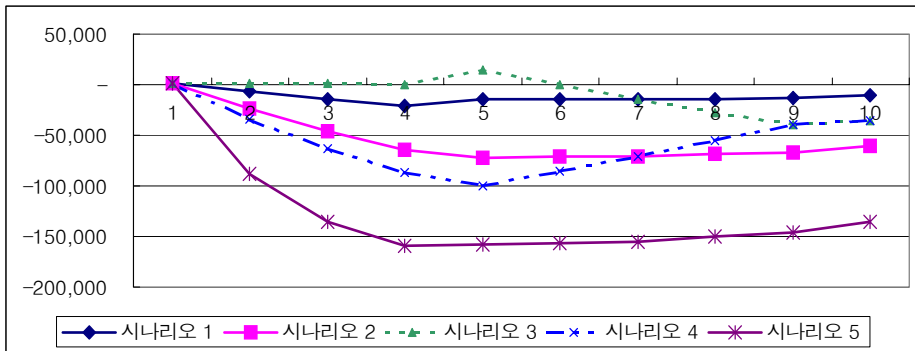


시나리오 4를 제외하고는 5년 후부터는 모두 이차역마진이 개선되는 것을 알 수 있다. 보유계약의 만기도래로 인해서 이차역마진이 개선되는 것으로 파악된다. 따라서 현재의 금리수준에서 금리가 변하지 않고 계속 유지된다면 즉 시나리오 1에 따른다면 앞으로 4년까지 계속 이차역마진이 악화되다가 그 이후부터 점진적으로 개선되는 것을 알 수 있다. 그러므로 현재 금리가 점진적으로 상승하고 있지만 보수적인 측면에서 유지된다고 가정한다면 앞으로 4년이 보험회사들이 이차역마진을

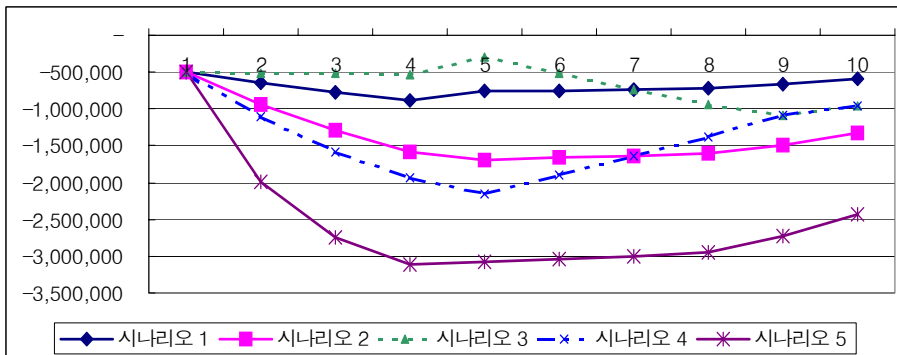
견뎌야 할 가장 어려운 시기가 될 것으로 파악이 된다.

그러나 국내 대형사들의 경우와 외자계의 경우는 다른 양상을 나타내고 있다.

<그림 III-4> 이차역마진 시나리오- 외자계 생보사



<그림 III-5> 이차역마진 시나리오-대형 생보3사



국내 대형사들의 경우는 국내 생보사에서 차지하는 비중으로 인해서 전체 생보사의 경우의 거의 유사한 결과를 나타낸다. 그러나 외자계의 경우는 과거에 판매한 고금리 상품에 대한 부담이 적기 때문에 일부 시나리오에서 이차이익이 발생하는 것을 알 수 있다. 즉 시나리오 4의 경우

에는 이차역마진이 발생하지 않고 이차익이 계속적으로 발생하다가 7년 후 시점 즉 총자산 수익률이 6% 이하로 떨어질 때부터 이차역마진이 발생하는 것으로 나타난다. 그러므로 현재 금리가 상승하고 있는데 어느 정도 상승 후 유지된다면 외자계의 경우는 이차역마진이 없다고 예상할 수 있을 것이다.

현재 금리가 어느 정도 상승하고 있는 것을 고려할 때 시나리오 2번이 가장 유력한 시나리오로 생각할 수 있다고 본다면 생보사들은 시나리오 1번과 마찬가지로 향후 4년 동안 이차역마진이 계속적으로 발생하겠지만 그 이후부터 점진적으로 개선될 것이다.

따라서 향후 금리 상황이 더 이상 악화되지 않는다면 외자계의 경우는 이차역마진의 부담이 적기 때문에 공격적인 경영이 가능할 것으로 예상된다. 그러나 대형사들을 포함한 국내사들은 6~8년 정도가 지나야 이차역마진의 부담이 어느 정도 가벼워 질 것으로 파악된다.