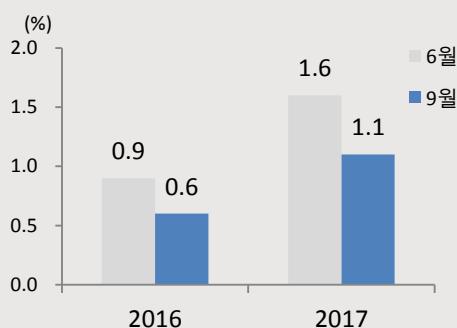


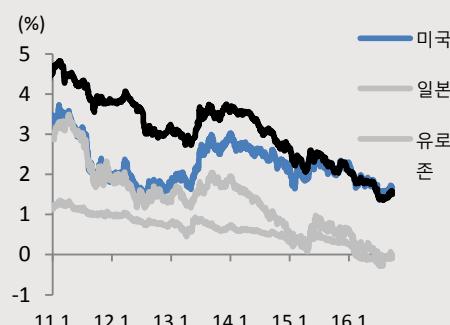
## Overweight (Maintain)

**보험**  
Analyst 김태현  
02) 3787-4904 thkim@kiwoom.com

### Projected Federal Funds Rate



### 글로벌 국채(10년물) 금리 추이



- 당사는 9월 26일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 보험

### 9월 FOMC와 BOJ 이후 보험주 투자전략



전주에 열린 미국과 일본에서 통화정책 회의는 향후 금리 추세를 예측하고 보험주 투자전략 수립에 중요한 이벤트였습니다. 통화정책 회의를 통해서 확인된 점은 주요 국은 장기적으로 완화적 통화정책 기조는 유지된다는 것이었습니다. 이는 보험사들의 장기 경영수립에 부담요인으로 작용할 전망이나, 단기적으로 연내 미국 기준금리 인상이 예상된다는 점에서 보험주에 대한 Trading 관점에서의 접근은 가능합니다.

#### >>> 9월 FOMC와 BOJ를 통해 확인된 완화적 통화정책 기조

전주 열린 9월 FOMC에서 연준은 기준금리를 동결했다. 사전에 연준의원들의 매파적 발언으로 논란의 여지가 많았던 회의였으나, 금융시장이 예상한 결과였다. 성명서 발표를 통해 연내 기준금리 강화 의지를 피력함으로 인해 연말 기준금리 인상 가능성은 높아졌으나, 이 역시 시장 예상치 범위 내에 있다.

금번 FOMC에서 새로운 정보는 점도표(dot plot)에서 제공됐다. 연준의원들의 장기균형점을 하향조정하며 완화적인 통화정책 의지를 드러냈다. 2016년과 2017년 연말 연방금리 중간값은 0.9%, 1.6%에서 0.6%, 1.1%로 낮아졌고 장기목표도 3.0%에서 2.9%로 하향됐다.

일본은행은 9월 통화정책회의에서 연간 양적완화 규모(80조엔)은 유지하면서 새로운 정책 수단을 제시했다. 새로운 정책수단은 '장단기금리조작(Yield Curve 제어)'이다. 이외 1) 마이너스 정책금리 추가인하, 2) 장기금리조작 목표 인하, 3) 자산매입규모 확대, 4) 본원통화 공급 확대속도 가속 등 추가 완화 가능방안도 열어 놓았다. 베냉키 의장은 BOJ의 새로운 정책을 넓은 의미의 "헬리콥터 머니"라고 평가했고, 시장에선 정책과 관련된 논란과 의구심을 일으켰다. 10년물 국채금리 0%는 현재 장단기금리가 flattening한 상황에서 steeping을 의미한다는 차원에서 통화정책회의 결과 발표 당일 일본 은행주는 급등했다.

#### >>> 장기적으로 보험주에 부정적

금번 미국과 일본의 통화정책 결과는 장기적으로 보험주에 부정적이다. 미국은 작년 12월 기준금리를 인상하며 통화정책 방향을 선회했으나 장기 균형점을 낮추면서 금리 인상 속도를 더욱더 완만하게 할 의지를 표명했고, 일본은 장단기금리의 steeping을 언급했으나 전체적인 골자는 강화된 통화완화정책이기 때문이다.

현재 한국 시장금리는 1.3~1.5% 수준이다(국고채 5년물 1.33%, 국고채 10년물 1.50%, 9월 23일 기준) 보험사들의 부채부담이율은 3%중반(손보사)~4% 후반(생보사)이다. 생보사를 기준으로 시장금리가 이미 임계치 이하로 하락한 상황에서 미국과 일본의 장기 통화완화적 스탠스는 보험사들의 중장기 경영전략 수립을 더욱 힘들게 할 것이다.

## 단기적으로 Trading관점으로 접근 가능

단기적으로 보험주에 대한 관심은 유효하다. 연내 미국 기준금리 인상에 대한 기대가 크기 때문이다. 특히 손보사들은 보험료 인상과 제도 개선, 날씨 등의 영향으로 자동차보험 손해율 개선 폭이 예상대비 커서 실적 개선세가 이어지고 있다는 점이 주가에 강한 하방 경직성을 제공하고 있다. 게다가 IFRS4 Phase2와 신지급여력비율 제도안 확정도 내년에 예정되어 있어, 올해엔 배당주 컨셉도 유효할 가능성이 크다. 다만, 생보사들은 금융당국의 LAT평가 강화안(할인율 조정) 도입 시기에 따라 배당에 대한 스탠스가 변화될 여지가 아직 남아 있다.

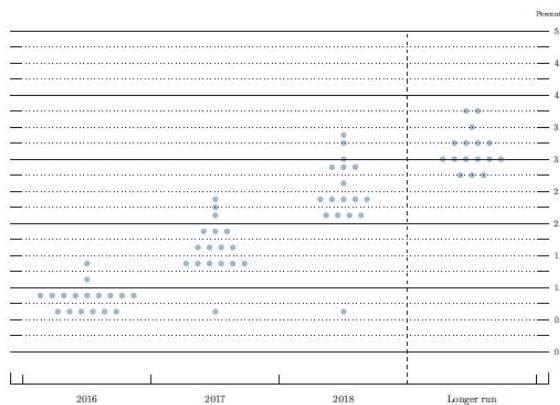
업종 Top Picks으로 삼성화재와 동부화재를 유지한다. 1) 자동차보험료 인상(4월)에 따른 하반기 실적 개선이 기대되고 2) 업계 내에서 자본여력이 우위에 있기 때문이다. 현대해상은 전년동기비 큰 실적 개선 폭과 KOSPI200지수 편입 기대에 따른 수급이 주가에 강한 하방경직성을 제공해 줄 수 있다. 생보업종 내에선 삼성생명에 대한 투자가 유효하다. 저금리 부담에도 불구하고 이에 대응할 수 있는 재원이 상대적으로 풍부하며, 그룹 지배구조 변화 수혜 기대도 있기 때문이다.

## 보험사 자본규제, 장기적으로 중요한 것은 방향성. 속도는 단기 투자 전략에 참고 사항

금리 상승기 대표적인 수혜주는 보험주와 은행주이다. 드레이션갭 차이에 의해 전통적으로 금리 상승 시 보험사가 은행 대비 더 큰 수혜를 입었다. 그런데 현재 시장의 관심은 은행에 편중되어 있다. 이와 같은 차이를 일으키는 요인은 금융당국의 자본규제 스탠스이다. 2009년부터 시작된 은행의 자본규제는 막바지 국면에 진입하고 있고, 국내 보험사 규제는 이제 시작되고 있다.

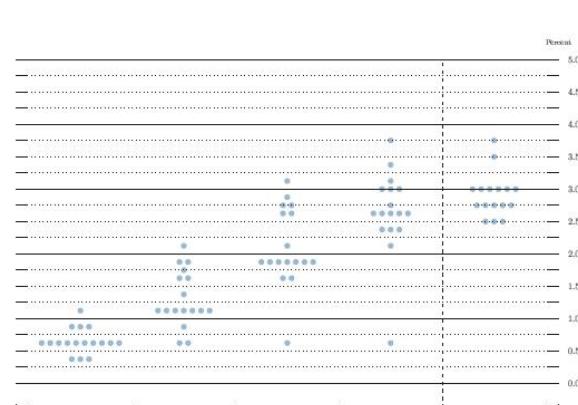
보험사들은 2020년~2021년을 기점으로 IFRS4 Phase2와 신지급여력비율 제도 도입이 예정되어 있다. 현재 금감원이 제시한 신지급여력비율 초안을 당장 도입한다면, 업계 혼란은 자명해 보인다. 금융당국의 설립 목적이 금융시장의 안정을 도모한다는 측면에서 엄격한 초안은 단기적으로 완화될 여지도 있다. 그러나 글로벌 패러다임이 변하지 않는 한 국내 금융당국은 장기 방향성을 변화할 개연성이 크지 않다. 2009년 어느 정도 윤곽이 드러난 바젤3 도입은 10년이 지나서야 마무리 국면에 진입해 있다.

### 6월 FOMC 점도표



자료: Federal Reserve, 키움증권

### 9월 FOMC 점도표



자료: Federal Reserve, 키움증권

### Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank

Variable	2016	2017	2018	2019	Longer run
Change in real GDP	1.8	2.0	2.0	1.8	1.8
June projection	2.0	2.0	2.0	n.a	2.0
Unemployment rate	4.8	4.6	4.5	4.6	4.8
June projection	4.7	4.6	4.6	n.a	4.8
PCE inflation	1.3	1.9	2.0	2.0	2.0
June projection	1.4	1.9	2.0	n.a	2.0
Core PCE inflation	1.7	1.8	2.0	2.0	
June projection	1.7	1.9	2.0	n.a	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	0.6	1.1	1.9	1.6	2.9
June projection	0.9	1.6	2.4	n.a	3.0

자료: Federal Reserve, 키움증권

### IASB Chairman Speech

“The one remaining major project on our agenda is to finish the new accounting Standard for insurance contracts. We finished our deliberations recently and our staff are very busy drafting the Standard. Given the complexity of many insurance contracts, this is no easy task and our staff are carefully testing that the wording is accurate and workable, using input from the industry.

We have been working on the new insurance Standard for many years and its publication will not come a day too soon.”

“Once the insurance project is out of the way, should we conclude that we are done? I know some of our constituents would like us to come to that conclusion, as they have been struggling to keep up with constant change. Yet I believe there are reasons for us to not become complacent. There is still a lot of work to do. But our focus will not be so much on creating more big new Standards as on improving the presentation of the information that we already require.”

- Hans Hoogervorst, ISAB Chairman “Insurance Accounting must reflect economic reality”(2016.9.8)

자료: IASB, 키움증권

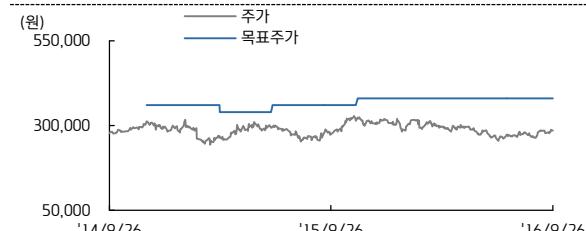
## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
삼성화재 (000810)	2014/11/27	BUY(Reinitiate)	360,000원
	2015/01/02	BUY(Maintain)	360,000원
	2015/01/12	BUY(Maintain)	360,000원
	2015/02/17	BUY(Maintain)	360,000원
	2015/03/27	BUY(Maintain)	340,000원
	2015/04/01	BUY(Maintain)	340,000원
	2015/05/04	BUY(Maintain)	340,000원
	2015/06/01	BUY(Maintain)	340,000원
	2015/06/22	BUY(Maintain)	360,000원
	2015/07/09	BUY(Maintain)	360,000원
	2015/08/03	BUY(Maintain)	360,000원
	2015/10/01	BUY(Maintain)	360,000원
	2015/10/13	BUY(Maintain)	360,000원
	2015/10/28	BUY(Maintain)	360,000원
	2015/11/09	BUY(Maintain)	380,000원
	2015/11/24	BUY(Maintain)	380,000원
	2016/01/29	BUY(Maintain)	380,000원
	2016/02/29	BUY(Maintain)	380,000원
	2016/04/01	BUY(Maintain)	380,000원
	2016/05/02	BUY(Maintain)	380,000원
	2016/07/19	BUY(Maintain)	380,000원
	2016/08/01	BUY(Maintain)	380,000원
	2016/09/01	BUY(Maintain)	380,000원
	2016/09/27	BUY(Maintain)	380,000원
동부화재 (005830)	2014/11/27	BUY(Reinitiate)	70,000원
	2015/01/02	BUY(Maintain)	70,000원
	2012/01/12	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/02/26	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/04/01	BUY(Maintain)	67,000원
	2015/05/04	BUY(Maintain)	67,000원
	2015/06/01	BUY(Maintain)	67,000원
	2015/07/09	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/08/03	BUY(Maintain)	75,000원
	2015/09/24	BUY(Maintain)	75,000원
	2015/10/01	BUY(Maintain)	75,000원
	2015/10/13	BUY(Maintain)	75,000원
	2015/11/24	BUY(Maintain)	80,000원
	2016/01/29	BUY(Maintain)	80,000원
	2016/04/01	BUY(Maintain)	86,000원
	2016/04/12	BUY(Maintain)	86,000원
	2016/05/27	BUY(Maintain)	86,000원
	2016/07/01	BUY(Maintain)	86,000원
	2016/07/19	BUY(Maintain)	86,000원
	2016/08/01	BUY(Maintain)	86,000원
	2016/09/01	BUY(Maintain)	86,000원

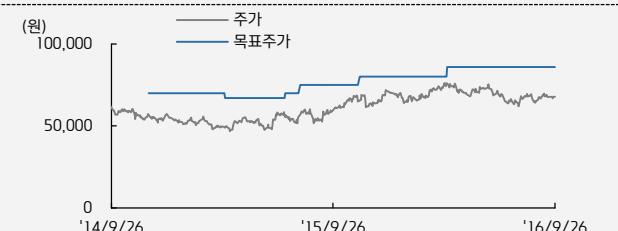
종목명	일자	투자의견	목표주가
현대해상 (001450)	2014/11/27	BUY(Maintain)	33,000원
	2015/01/02	BUY(Maintain)	33,000원
	2012/01/12	BUY(Maintain)	33,000원
	2015/02/25	BUY(Maintain)	33,000원
	2015/04/01	BUY(Maintain)	33,000원
	2015/05/04	BUY(Maintain)	33,000원
	2015/06/01	BUY(Maintain)	33,000원
	2015/07/09	BUY(Maintain)	36,000원
	2015/08/03	BUY(Maintain)	36,000원
	2015/10/01	BUY(Maintain)	36,000원
	2015/10/13	BUY(Maintain)	36,000원
	2016/01/29	BUY(Maintain)	36,000원
	2016/04/01	BUY(Maintain)	36,000원
	2016/05/02	BUY(Maintain)	40,000원
	2016/07/01	BUY(Maintain)	40,000원
	2016/07/19	BUY(Maintain)	40,000원
	2016/08/01	BUY(Maintain)	40,000원
	2016/09/01	BUY(Maintain)	40,000원
	2016/09/27	BUY(Maintain)	40,000원
삼성생명 (032830)	2014/11/27	BUY(initiate)	140,000원
	2015/04/01	BUY(Maintain)	130,000원
	2015/05/13	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/06/29	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/07/09	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/07/15	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/08/17	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/10/13	BUY(Maintain)	142,000원
	2015/11/13	BUY(Maintain)	142,000원
	2016/01/29	BUY(Maintain)	142,000원
	2016/05/16	BUY(Maintain)	142,000원
	2016/07/19	BUY(Maintain)	130,000원
	2016/08/11	BUY(Maintain)	130,000원

## 목표주가추이(2개년)

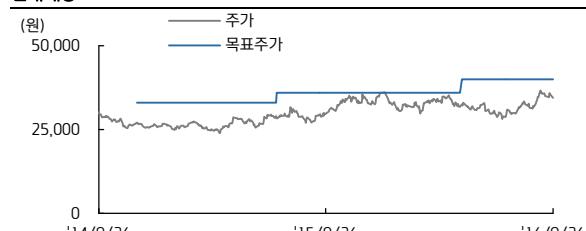
삼성화재



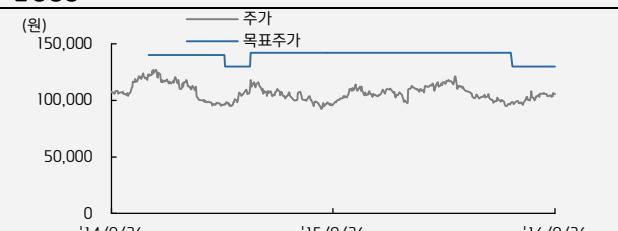
동부화재



현대해상



삼성생명



## 투자의견및적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20%주가상승예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10%주가변동예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20%주가하락예상
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Neutral(중립)	시장대비+10~-10%변동예상
Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상

## 투자등급 비율 통계 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%