

보험

Overweight
(Maintain)

2017.5.30

보험주 종목 내 차별화는 가능한가?

단기적으로 보험사 자본규제 우려 완화 국면입니다. 그러나 패러다임 변화는 진행 중이며, 유럽과 같이 중기적으로 보험주 내 종목 차별화 예상됩니다. K-ICS체계 하에선 시중금리 2.5%가 모든 보험주 투자를 용이케 하지는 못합니다. Top Picks로 삼성화재와 삼성생명을 유지합니다.



보험/은행/증권

Analyst 김태현

02) 3787-4904

thkim@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. 위기와 기회의 교차점	3
> 반등한 보험주 주가	3
> 패러다임 변화는 여전히 진행 중	4
> 시종금리 2.5%만으로 안도하기 힘들다	5
> 차별화될 보험주 주가	6
II. 자본 규제 우려 완화 이유	8
> 1/24일 발표한 보험업 감독 업무 시행 세칙변경 예고 주요 내용	8
> 보험사들의 후순위채 및 신종자본증권 발행	19
III. 패러다임 변화는 진행 중	22
> 본격화되는 책임준비금적정성 평가(LAT) 강화	22
IV. IFRS17보단 K-ICS가 중요	25
> 신지급여력제도 도입 관련 공개협약안 (3/20) 주요 이슈	25
> 상품 수익성이 변화한다	31
V. 유럽에서 얻는 힌트	33
> Solvency II 도입은 단계적으로 이뤄졌다	33
> 보험주 주가는 차별화됐다.	34
V. 새 정부의 보험 정책 분석	42
> 17년 장기위험손해율 안정화 예상	42
> 장기위험손해율 추세적 개선세 진입 여부는 미지수	43
> 금리와 정책의 유기적 관계	44

- 당사는 5월 29일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동자료의 금융투자분석서는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

보험주 내 종목 차별화는 가능한가?

>>> 위기와 기회의 교차점

보험주 주가가 반등했다. 상반기 증익 및 금리상승 기대와 및 자본규제 우려 완화에 따른 것이다. 그러나 금융당국의 자본 규제 강화 기조는 이어지고 있고, 보험업계는 단기 수익성 강화를 위해 노력하고 있다. 2021년 IFRS17와 K-ICS실시를 앞두고, 보험사들이 전환시점 자본 이슈 완화와 금리리스크를 헤지하기 위해 부담하는 다른 리스크가 무엇인지 주목해야 한다. **새로운 패러다임 하에서 시종금리 2.5%가 모든 보험주 투자를 용이케 하진 못한다. 유럽 사례처럼 종목별로 보험주 주가는 차별화될 개연성이 높다. 업종 Top Picks로 삼성화재와 삼성생명을 유지한다.**

>>> 패러다임 변화는 진행 중

5월 IASB의 IFRS 17 확정에 이어, 국제보험감독협회 (IAIS)는 6~7월경 ICS(Insurance Capital Standard) 초안을 발표할 예정이다. 이와 맞춰 금융당국은 K-ICS 도입 논의를 진행하고 있다. 2017년에는 RBC비율의 금리 위험액 산출기준 변경과 2) 책임준비금적정성평가(LAT) 강화가 진행된다.

>>> IFRS17보단 K-ICS가 중요

당면한 과제 중 보험업계에 중요한 것은 회계제도변경 (IFRS17)보다 지급여력제도 변화(KICS)이다. 금융당국은 작년 자산부채 시가평가 감독기준 공개협약안에 이어 올해 3월 가용자본과 요구자본 산출 기준이 포함된 신지급여력제도 도입 공개협약안을 발표했다. 업계와 금융당국 간의 가용자본 및 보완자본 인정범위, 요구자본 산출 기준 설정에 대한 첨예한 논의가 진행 중이다. 보험 상품의 수익성이 낮아지는 환경에서 보험사의 브랜드가치와 적절한 Pricing 능력이 보다 중요해질 전망이다.

>>> 문재인 정부의 보험정책 분석

17년 손보사의 장기위험손해율 개선이 예상되나, 추세를 논하긴 이르다. 보험료 가격 자율화에 대한 문재인 정부의 스탠스를 아직 확인하긴 힘드나, 금리 반등과 유기적 관계를 가질 것으로 예상된다.

문재인 정부의 일자리 정책과 보건의료 정책이 구체화 시 보험주엔 긍정적이지만은 않을 것이다.

I. 위기와 기회의 교차점

>>> 반등한 보험주 주가

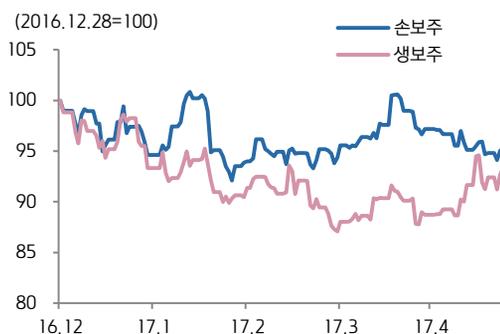
2016년말 자동차보험료 인하와 결산 설명회 시 부각된 자본우려로 급락했던 보험주가 반등했다. 손보주가 먼저 반등했다. 시장 예상대비 큰 자동차보험 손해를 하락폭이 손보주 주가의 점진적 상승을 견인한 가운데, KB금융지주의 KB손해보험 공개매수가 강한 상승 모멘텀으로 작용했다. 최근엔 금리 상승 기대와 맞물려 밸류에이션 매력으로 생보주 주가가 반등하고 있다. 주가 상승 폭이 상대적으로 큰 보험사는 2위권 손보사였다. 단기적으로 자본규제 우려가 완화된 가운데, 증익 기대가 맞물렸기 때문이다. 생보주 내에선 삼성생명의 주가 상승 폭이 컸다. 삼성전자 주가 상승에 따른 가치가 재조명됐다.

연초 이후 보험주 주가 흐름



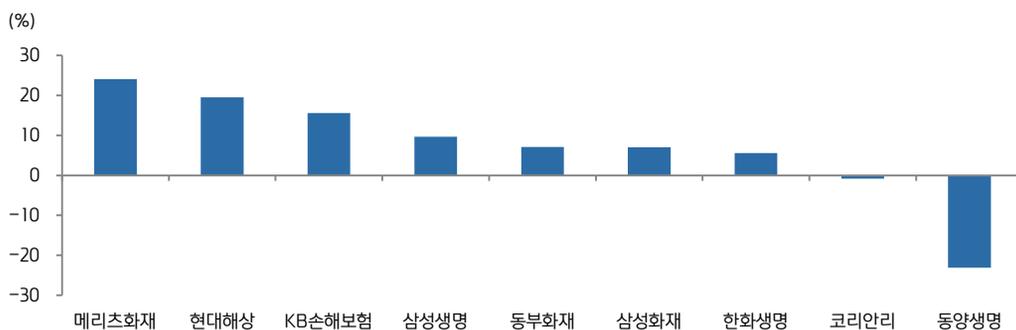
자료: Fnguide, 키움증권

연초 이후 보험주 주가 흐름(상대주가)



주: KOSPI대비 상대주가, 자료: Fnguide, 키움증권

당사 커버리지 종목별 수익률



주: 연초 대비 수익률(5/25일 기준), 자료: Fnguide, 키움증권

>>> 패러다임 변화는 여전히 진행 중

단기적으로 자본규제 우려 완화 국면이다.

그러나 금융당국의 보험업계에 대한 자본 규제 강화 기조는 이어지고 있다.

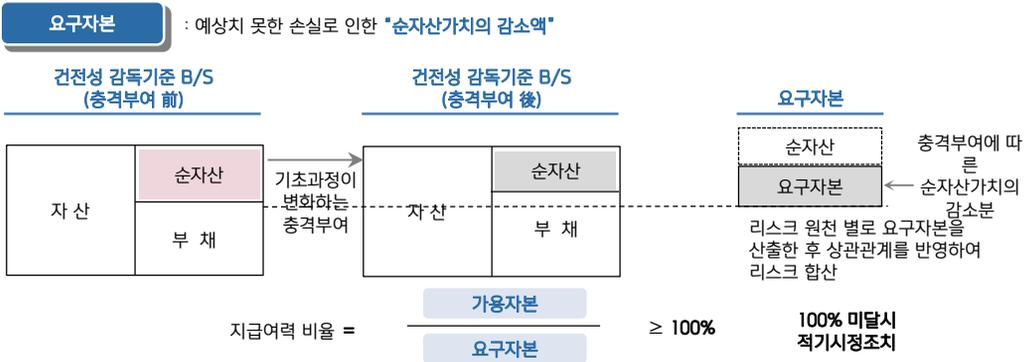
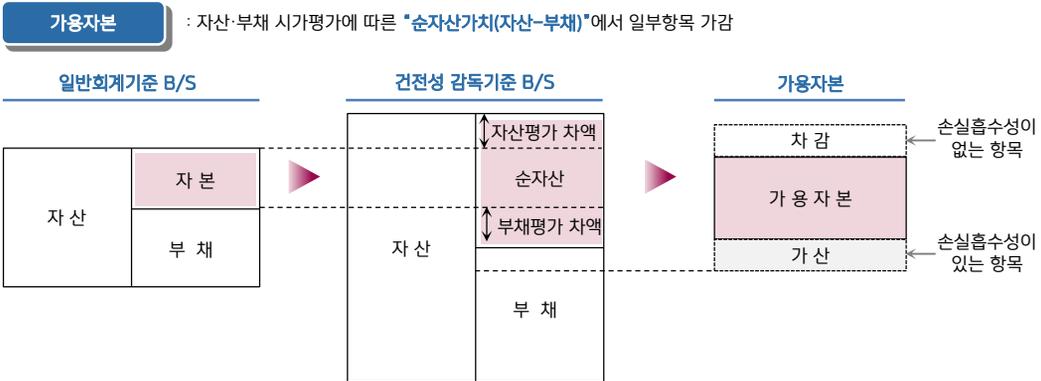
은행업계는 바젤 III 도입이 거의 마무리되는 국면인 반면, 보험업계는 2021년 제도 변경 시행을 앞두고 있기 때문이다. 트럼프 대통령 취임 이후 은행에 대해선 자본규제 불협화음이 발생하고 있으나, 보험업계는 IFRS17시행을 확정하고 ICS(Insurance Capital Standard) 초안 발표를 앞두고 있다. 패러다임 변화가 장기간에 걸쳐 진행될 개연성이 높고 손익에 더디게 반영되는 보험산업 특성으로 인해, 자본규제 우려는 간헐적으로 증폭과 완화를 반복하며 보험주 주가 변동성을 야기할 것이다.

현재 보험업계는 수익성 강화를 위해 노력하고 있다. 당기순이익 증가를 통한 필요한 자본 확충이 자본규제에 대응할 일차적 방법이기 때문이다. IFRS17 및 K-ICS 전환시점에 자본 부족이 예상되는 보험사일수록 전환 시기 이전 이익 극대화 의지는 강할 것이다. 여유가 없는 상황에서 진행하는 이익 극대화 전략은 또 다른 리스크를 수반할 개연성이 높다. 그러나 불행히도 현행 회계와 EV(TEV)는 변화된 프레임 하에서의 리스크와 수익을 담아 내지 못한다. 이는 현재 투자자의 혼란을 야기하는 요인이다.

보험주에 대한 투자 시 단순히 보험사의 증의 폭보다는 이익의 질(Quality)에 주목해야 한다.

저금리 장기화에 따라 부각된 금리리스크를 헤지하기 위해 보험사가 부담하려는 다른 리스크가 무엇인지를 간과해선 안된다.

K-ICS(Insurance Capital Standard)에서 가용자본 및 요구자본의 개념



자료: 금감원, 키움증권

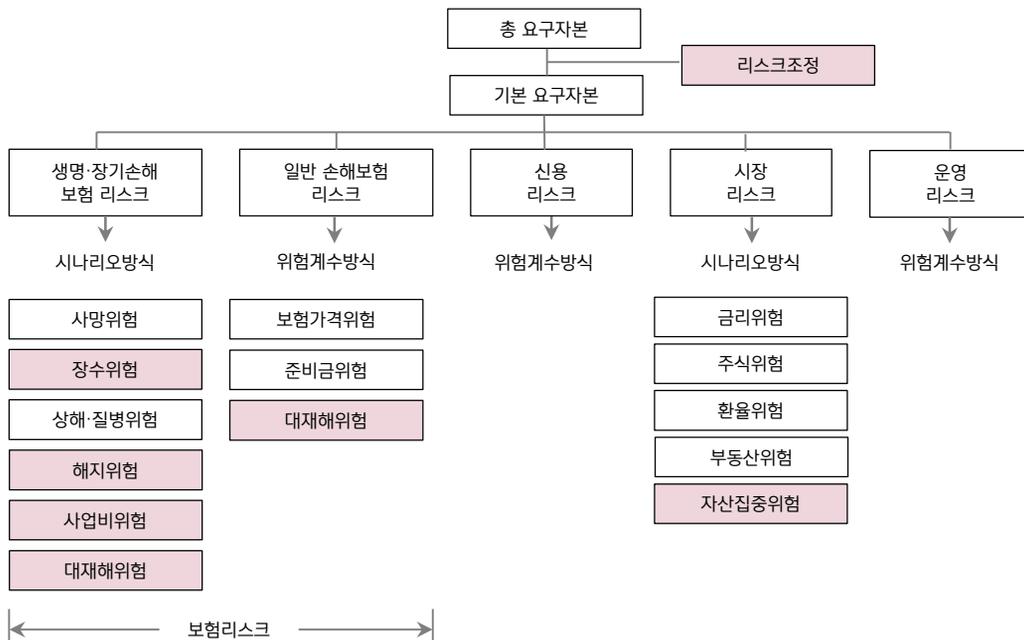
>>> 시중금리 2.5%만으로 안도하기 힘들다

지난 11/16일 '위험과 기회의 교차점'이란 자료를 통해 당사는 보험주에 투자하기 수월한 금리 레벨을 2.5%(국고채 10년물 기준)로 제시했다. 1) 금융당국의 책임준비금 적정성평가(LAT) 강화로 낮아질 할 인율 인하 폭을 다소나마 줄일 수 있고, 2) 주요 생보사들의 이차역마진이 확대되지 않을 것으로 예상 되는 수준이기 때문이다.

그러나 2.5%의 시중금리가 모든 보험주 투자를 용이케 하진 못할 것이다. 새롭게 도입될 K-ICS 체계에 선 지금까지 우리가 간과했거나 인지하지 못했던 리스크가 갑자기 제기될 개연성이 있기 때문이다. 변액 보증준비금 추가 적립 이슈와 같이 말이다. 새롭게 도입될 리스크에 대해 선제적으로 대응, 적극적으로 헤지하는 보험사에게만 시중금리 2.5%가 의미 있을 것이다.

물론 시중금리가 2.5%를 넘었다고 당해에 보험사 순이익의 큰 변화는 없을 것이다. 시중금리가 2.5%를 넘은 상태를 꾸준히 유지 또는 점진적으로 상승할 시 2~3년에 후에야 이익에 서서히 반영될 수 있다.

K-ICS 에서의 리스크 구조



* 신규로 추가되는 리스크

자료: 금감원, 키움증권

>>> 차별화될 보험주 주가

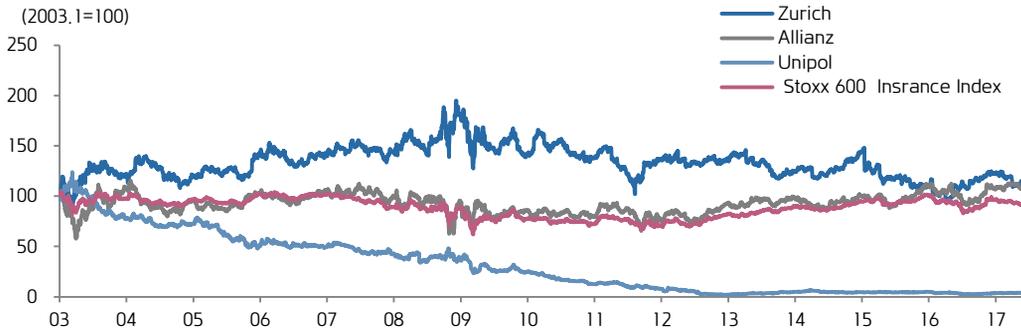
중장기적으로 보험주 주가는 차별화될 것이다.

우리보다 먼저 자본규제 패러다임 변화를 겪은 유럽이 반면교사다.

유럽은 2005년부터 K-ICS와 유사한 Solvency II 논의를 시작했고, 2016년에 도입했다. 유럽 보험주 주가(상대주가 기준)는 도입을 위한 필드테스트가 진행 중 약세를 보였다.

종목내 보험주 주가는 차별화됐다. 변화하는 환경 하에서 선제적으로 자본 및 리스크 관리에 주력하면서 수익성 극대화를 추구한 보험주 주가는 견조한 흐름을 이어갔다. 반면, 변화하는 제도에 대응하기 급급했던 보험주 주가는 쉽게 회복하지 못하고 있다.

유럽 보험주 주가 비교



자료: Bloomberg, 키움증권

한국은 보험업계의 자본 규제 논의가 본격적으로 진행되고 있다.

금리 상승이 보험주 주가 Re-rating으로 이어지기 힘든 이유다. 그렇지만, 중기적으로 일부 보험사 주가는 Re-rating이 가능할 전망이다. 자본 및 리스크 관리를 통해 지속가능한 수익성 강화 전략을 추구할 수 있는 여력이 있는 보험사에 한한다.

당사 커버리지 내 Top Picks로 삼성화재와 삼성생명을 유지한다.

Top Pick 선정을 위해 몇 가지 단일 지표를 제시하며 종목을 축소하고 싶으나, 현행 회계와 보험사가 발표하는 EV(Traditional EV)는 변화하는 프레임을 반영하지 못하고 있다.

RBC비율 및 부채적정성평가(LAT) 강화 과정을 통해 우리는 패러다임에 적절하게 대응하고 있는 보험사를 목도하게 될 것이다.

보험사 주요 지표 및 밸류에이션 (단위: 원, %, 십억원, 배)

		삼성화재	동부화재	현대해상	메리츠화재	삼성생명	한화생명	동양생명
투자조건		BUY	BUY	Outperform	Marketperform	BUY	Marketperform	Marketperform
목표주가		360,000	80,000	40,000	18,000	140,000	7,010	12,000
현주가		292,000	67,900	37,600	18,900	123,500	7,010	11,000
시가총액		13,834	4,807	3,361	2,085	24,700	6,088	1,775
ROE	FY16	8.1	12.3	14.8	16.6	8.2	3.8	0.3
	FY17E	8.5	12.7	14.1	16.4	4.8	5.2	10.2
	FY18E	8.6	12.0	13.5	16.0	4.4	4.8	7.5
당기순이익	FY16	841	470	400	258	2,054	315	5
	FY17E	955	525	410	285	1,393	446	225
	FY18E	1,023	547	435	311	1,421	446	202
자본총계	FY16	10,881	3,964	2,758	1,640	28,308	8,153	1,786
	FY17E	11,475	4,301	3,061	1,834	33,287	9,093	2,616
	FY18E	12,202	4,848	3,402	2,065	34,499	9,373	2,750
자산총계	FY16	67,898	34,209	36,652	16,444	264,654	105,331	26,666
	FY17E	71,643	36,583	39,522	18,077	286,293	112,426	30,702
	FY18E	75,600	39,328	42,569	19,665	304,918	119,563	33,995
PBR	FY16	1.0	1.0	0.9	1.1	0.8	0.6	0.7
	FY17E	1.0	1.0	1.0	1.1	0.7	0.6	0.7
	FY18E	1.0	0.9	0.9	1.0	0.7	0.6	0.6
PER	FY16	12.7	8.4	6.3	6.7	9.5	15.6	238.3
	FY17E	12.2	8.2	7.4	7.3	15.0	11.8	7.6
	FY18E	11.4	7.9	6.9	6.7	14.7	11.8	8.5
BPS	FY16	273,197	62,623	34,299	15,239	146,353	10,850	17,498
	FY17E	288,118	67,952	38,060	16,729	176,162	12,102	16,783
	FY18E	306,373	76,591	42,302	18,841	182,911	12,474	17,646
EPS	FY16	21,113	7,428	4,971	2,396	11,809	419	53
	FY17E	23,971	8,296	5,100	2,602	8,216	594	1,445
	FY18E	25,686	8,639	5,415	2,840	8,381	594	1,296
배당성향	FY16	30.8	22.2	26.9	35.3	10.0	19.1	375.2
	FY17E	31.0	22.0	23.0	28.0	15.0	15.0	30.0
	FY18E	31.0	22.0	23.0	28.0	15.0	15.0	30.0
DPS	FY16	6,100	1,650	1,350	830	1,200	80	200
	FY17E	7,500	1,850	1,150	730	1,150	90	450
	FY18E	8,000	1,900	1,250	800	1,200	90	400
배당수익률	FY16	2.3	2.6	4.3	5.2	1.1	1.2	1.6
	FY17E	2.6	2.7	3.1	3.9	0.9	1.3	4.1
	FY18E	2.7	2.8	3.3	4.2	1.0	1.3	3.6

자료: 보험업계, 키움증권

II. 자본 규제 우려 완화 이유

연초 급격히 부각됐던 보험업계 자본규제 우려가 완화되고 있다.

보험사에 대한 자본 규제 우려 완화엔 1) 1/24일 발표된 금리산출액 산출기준 개선안 완화 예상, 2) 시중금리 하향 안정화에 따른 현RBC체계에서의 부담 완화와 3) 보험사들의 신종자본증권 및 후순위채 발행이 주요한 역할을 했다.

보험사 자본 규제 영향에 대해 보수적이던 KB금융지주의 전격적인 KB손해보험 공개매수 발표도 시장에 긍정적 시그널로 작용했다. KB금융지주에서 시중금리가 상승할 경우 자본 확충 부담이 적어질 개선성이 있고, 필요 시 자본확충도 고려할 것이라 언급을 했음에도 시장은 조건보다는 결론에 집중했다.

>>> 1/24일 발표한 보험업 감독 업무 시행 세칙변경 예고 주요 내용

지난 1월 24일 금감원은 재무건전성을 강화하는 보험업감독업무시행세칙 개정안을 발표했다. 주요 내용은 1) 금리 위험액 산출기준 개선, 2) 변액보험 보증위험액 산출기준 개선, 3) 퇴직연금 특별계정에 대한 리스크 측정범위 조정과 4) 보험회사 자산운용효율성 제고를 위한 리스크 산출기준 개선이다.

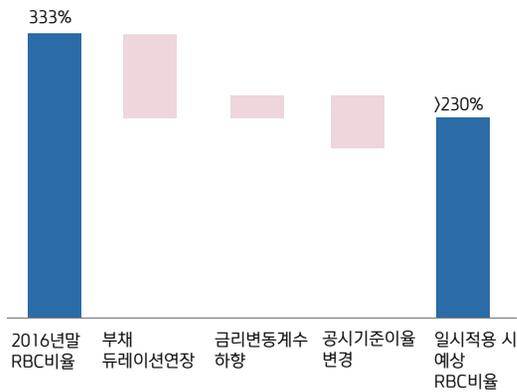
업계에 미치는 파급 효과가 크고 시장에서 이슈화된 규제는 금리위험액 산출기준 개선이다. 삼성화재는 결산설명회에서 이를 적용할 경우 자사의 RBC비율이 대략 100%p 정도 하락할 것이라 언급했다. 금리위험액 산출기준 개선의 세부 항목은 4가지로 구성되어 있다. 보험부채 듀레이션 잔존만기 구간 추가와 금리 연동형 보험 듀레이션 계산시 공시기준이율에서 신용위험스프레드 제거가 강화책이라면, 금리변동계수 조정과 외화자산에 대한 듀레이션 인정요건 완화는 자본 규제 강화에 대비하기 위한 완화책이다.

1/24일 발표된 보험업 감독업무 시행 세칙 변경 예고 주요 내용

구분	주요 내용
금리위험액 산출기준 개선	<ul style="list-style-type: none"> 보험부채 듀레이션 잔존만기 구간 추가 금리연동형보험 듀레이션 계산 시 공시기준이율에서 신용위험스프레드 제거 최근 저금리 상황을 반영하여 금리변동계수 조정 외화자산에 대한 듀레이션 인정요건 완화
변액보험 보증위험액 산출기준 개선	<ul style="list-style-type: none"> 현행 계수방식의 보증위험액 산출 체계를 보증준비금과 같이 다양한 시나리오 반영이 가능한 방식으로 개선 파생상품 헤지 등 이유로 보증준비금을 공정가치 평가한 경우 보증위험액도 공정가치 평가가 가능하도록 개선
퇴직연금 특별계정에 대한 리스크 측정범위 조정	<ul style="list-style-type: none"> 퇴직연금 특별계정 중 원리금보장형에 대해서는 현행 운용위험액 외에도 신용, 시장위험액을 추가 산출토록 개선
보험회사 자산운용 효율성 제고 위한 리스크 산출기준 개선	<ul style="list-style-type: none"> 해외 SOC 투자도 국내 SOC와 동일한 위험계수 적용 헷지목적 파생금융거래 인정기준 개선 적격금융 담보자산 관련 신용위험 경감기법 인정기준 완화 신용파생상품을 신용위험 경감기법으로 추가인정 연체자산에 대한 신용위험계수 개선

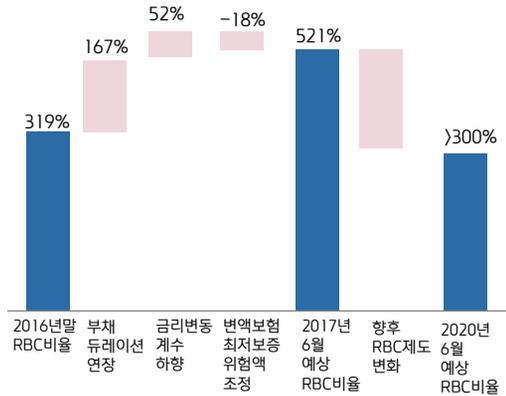
자료: 금감원, 키움증권

삼성화재 RBC비율 변화



자료: 삼성화재, 키움증권

ING생명 RBC비율 변화



주: 2017년 6월 RBC제도 변경 1) 부채 듀레이션 20에서 30으로 연장, 2) 금리위험액 관련 위험계수 인하, 3) 변액보험 최저보증위험액 조정, 자료: ING생명 키움증권

업계 전반적으로 파급력이 큰 규정은 금리연동형보험 듀레이션 계산시 공시기준이율에서 신용위험스프레드를 제거하는 안이다.

2013년 금융당국은 금리연동형 상품 듀레이션 관련 RBC제도 개선방안을 발표했다. 당시 이슈는 저금리 장기화로 공시이율이 최저보증이율 이하로 하락 시 금리 연동형부채가 금리 확정형으로 변하면서 RBC비율이 급락하는 것이었다. 이를 완화하기 위해 금감원은 공시기준이율과 최저보증이율간 Gap 수준에 따라 듀레이션을 점진적으로 증가(Sliding 방식)시키는 개선안을 발표했다.

현재 공시기준이율은 시중금리와 운용자산이익률을 가중 평균해서 구한다. 사별로 운용수익률에 따라 차이는 있으나, 현재 보험사들의 저축성 보험의 공시기준이율(2017.5월 기준)은 2.4%~3.6% 이다.

현행 저축성 보험 공시기준이율 산출식

저축성공시이율 V: 외부지표금리수익률* α + 운용자산이익률*(1- α)

운용자산이익률: 저축성 특별계정의 운용자산 1년 평균 운용자산이익률

(운용자산은 당기손익에 반영되지 않은 운용자산관련 미실현손익을 제외한 금액을 기초로 계산)

지표금리수익률: 국고채(5년) 3개월 가중평균수익률* β 1+회사채(3년, AA-)3개월 가중평균수익률* β 2+ 통안증권(1년) 3개월 가중평균수익률* β 3+양도성예금증서(91일) 3개월 가중평균수익률* β 4

외부지표금리의 가중치(α)=(A/B+C)/(A+C)

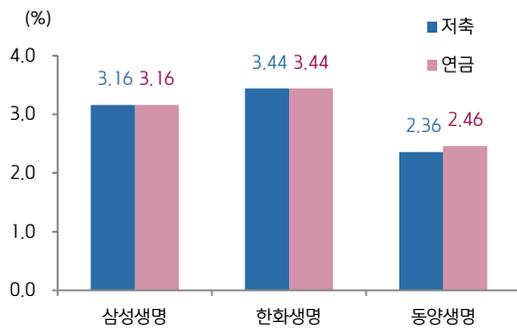
단, A: 직전년도 초 보험료적립금, B:자산의 직전년도말 듀레이션, C:직전년도 수입보험료

국고채 가중치(β 1)=a/(a+b+c+d), 회사채 가중치(β 2)=b/(a+b+c+d), 통안증권 가중치(β 3)=c/(a+b+c+d) 양도성 예금증서 가중치(β 4)=d/(a+b+c+d)

단, a,b,c,d는 보장성 특별계정의 국내 발행 국공채(a), 회사채(b), 통안증권(c), 양도성예금증서(d)의 직전년도 평균잔고를 적용

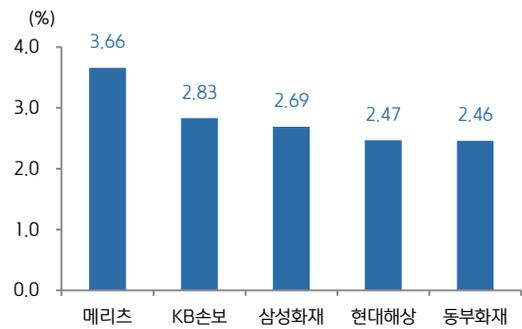
자료: 삼성화재, 키움증권

생보사 저축 및 연금 보험 공시기준이율



주: 2017년 5월 기준, 평균기준 자료: 보험업계, 키움증권

손보사 저축성 보험 공시기준이율



주: 2017년 5월 기준, 단순 평균기준 자료: 보험업계, 키움증권

금번 개편안 초안에선 공시기준이율 산출 시 신용스프레드를 제거, 즉 운용자산수익률을 제외하고 시중금리만을 반영한다. 개편 시 공시기준이율은 시장 금리까지 하락하고 공시기준이율과 최저보증이율 Spread는 확대될 것이다. 부채 듀레이션 확대와 동시에 적용 시 파급효과는 클 수 있으나, 최근 보험업계는 금융당국과 다소나마 효과를 완화하는 안을 논의 중이다. 또한 시행 시기를 감안 시 올해 이슈는 아니다. 그러나, 19년부터 단계적 시행 예정이며 금번 개편안이 2021년 도입 예정인 IFRS17과 신지급여력비율(KICS)의 준비과정임을 감안 시 내년엔 이슈화 가능하다.

더불어 저금리를 반영해 보험부채 금리 민감도 위험계수는 전반적으로 상향된다.

(현행)RBC제도 하에서의 생명보험및 장기손해보험 보험부채 금리민감도

잔존만기		3년미만	3~5년 미만	5~10년 미만	10~15년 미만	15~20년 미만	20년 이상				
생명보험	금리확정형	(1) 보장성사망, 보장성상행, 질병보험	1.4	3.3	5.5	7.6	9.9	13.1			
		(2) 저축성, 교육보험	1.4	2.5	3.5	5.2	7.5	8.3			
		(3) 연금보험	1.4	2.3	4.1	6.2	8.0	9.9			
	금리연동형	(1) 일반 금리차별 구분	1.0% 초과	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0		
			0.75%~1.0% 이하	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3		
			0.5%~0.75% 이하	1.1	1.3	1.4	1.6	1.8	1.9		
			0.25%~0.5% 이하	1.2	1.6	1.9	2.2	2.5	2.9		
			0~0.25% 이하	1.4	2.0	2.5	3.0	3.6	4.4		
			-0.25~0% 이하	1.4	2.3	2.8	3.5	4.3	5.4		
			-0.5~-0.25% 이하	1.4	2.7	3.4	4.3	5.5	7.1		
			-0.75~-0.5% 이하	1.4	3.0	4.0	5.3	7.0	9.0		
		(2) 기타	(1)금리확정형특약	1.4	3.2	5.5	7.6	9.9	13.1		
			(2)금리개정주기 1년초과	1.4	3.2	5.1	7.1	9.6	11.4		
			장기손해보험	금리확정형	(1) 상해, 질병보험	1.4	3.5	5.4	7.7	9.9	3.1
					(2) 저축성,운전자,재물보험	1.4	3.1	4.4	6.5	7.8	9.1
(3) 연금보험	1.4	2.3			4.0	6.1	8.5	10.0			
금리연동형	(1) 일반 금리차별 구분	1.0% 초과	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0			
		0.75%~1.0% 이하	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3			
		0.5%~0.75% 이하	1.1	1.3	1.4	1.6	1.8	1.9			
		0.25%~0.5% 이하	1.2	1.6	1.9	2.2	2.5	2.9			
		0~0.25% 이하	1.4	2.0	2.5	3.0	3.6	4.4			
		-0.25~0% 이하	1.4	2.3	2.8	3.5	4.3	5.4			
		-0.5~-0.25% 이하	1.4	2.7	3.4	4.3	5.5	7.1			
		-0.75~-0.5% 이하	1.4	3.0	4.0	5.3	7.0	9.0			
	(2) 기타	(1)기본계약 보장부분 및 금리확정형 특약	1.4	3.5	5.4	7.7	9.9	13.1			
		(2) 금리 개정주기 1년 초과	1.4	3.4	5.2	7.3	9.6	11.5			

주: 금리차는 공시기준이율에서 최저보증이율을 차감한 값을 말한다. (공시기준이율 및 최저보증이율은 소수 다섯째자리에서 반올림하여 비교함)

자료: 금감원, 키움증권

(개선안)RBC제도 하에서의 생명보험및 장기손해보험 보험부채 금리민감도

		전존만기	3년 미만	3~5년 미만	5~10년 미만	10~15년 미만	15~20년 미만	20년~ 25년미만	25년~ 30년미만	30년 이상	
생명보험	금리확정형	(1) 보장성사망, 보장성상행, 질병보험	1.5	3.7	5.7	8.3	10.8	13.5	15.1	21.4	
		(2) 저축성, 교육보험	1.5	2.8	4.4	6.8	8.2	11.1	13.5	15.3	
		(3) 연금보험	1.5	2.7	4.3	6.0	7.5	9.1	11.6	13.9	
	금리연동형	(1) 일반 1.5%초과	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	
		금리차별 구분	1.25%~1.5%이하	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
			1.0%~1.25%이하	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.5	1.7
			0.75%~1.0% 이하	1.0	1.1	1.5	1.9	2.0	2.3	2.6	3.0
			0.5%~0.75% 이하	1.0	1.1	1.8	2.5	2.9	3.3	3.8	4.2
			0.25%~0.5% 이하	1.0	1.1	2.2	3.2	3.7	4.3	4.9	5.5
			0~0.25% 이하	1.0	1.6	2.9	3.8	4.5	5.2	6.0	6.8
			-0.25~0% 이하	1.0	2.1	3.7	4.5	5.3	6.2	7.2	8.1
			-0.5~-0.25% 이하	1.0	2.6	4.4	5.2	6.2	7.2	8.3	9.4
			-0.75~-0.5% 이하	1.1	2.8	4.8	5.8	7.0	8.2	9.4	10.6
			-1.0~-0.75% 이하	1.2	3.0	5.2	6.5	7.8	9.2	10.6	11.9
		-1.25%~-1.0%이하	1.3	3.3	5.6	7.2	8.7	10.2	11.7	13.2	
		-1.5%~-1.25%이하	1.4	3.4	6.0	7.7	9.1	11.4	12.5	15.5	
		-1.5%이하	1.5	3.5	6.4	8.2	9.5	12.6	13.2	17.8	
		(2) 기타	(1)금리확정형특약	1.5	4.0	6.0	8.4	10.8	13.7	16.0	19.4
		(2)금리개정주기 1년초과	1.5	3.5	6.4	8.2	9.5	12.6	13.2	17.8	
장기 손해보험	금리확정형	(1) 상해, 질병보험	1.5	2.8	4.7	6.6	8.5	9.7	12.9	16.3	
		(2) 저축성,운전자,재물보험	1.5	3.5	5.7	9.9	12.9	16.4	19.7	20.6	
		(3) 연금보험	1.5	2.3	3.4	6.7	9.9	12.7	15.4	17.8	
	금리연동형	(1) 일반 1.5%초과	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	
		금리차별 구분	1.25%~1.5%이하	1.0	1.2	1.3	1.8	2.2	2.6	3.0	3.2
			1.0%~1.25%이하	1.0	1.2	1.5	2.4	3.2	3.9	4.7	5.2
			0.75%~1.0% 이하	1.0	1.3	1.6	3.0	4.1	5.2	6.4	7.2
			0.5%~0.75% 이하	1.0	1.6	2.5	3.9	5.4	6.6	8.6	11.5
			0.25%~0.5% 이하	1.0	2.0	3.4	4.9	6.7	8.0	10.7	15.8
			0~0.25% 이하	1.0	2.4	3.9	6.2	8.0	9.5	12.0	16.9
			-0.25~0% 이하	1.0	2.8	4.3	7.6	9.2	11.1	13.2	18.1
			-0.5~-0.25% 이하	1.0	2.9	4.4	7.7	9.7	11.8	14.0	18.7
			-0.75~-0.5% 이하	1.1	3.0	4.5	7.9	10.3	12.6	14.8	19.3
			-1.0~-0.75% 이하	1.1	3.0	4.7	8.1	10.8	13.3	15.6	19.9
		-1.25%~-1.0%이하	1.1	3.1	4.8	8.2	11.3	14.0	16.4	20.5	
		-1.5%~-1.25%이하	1.2	3.2	4.9	8.4	11.8	14.8	17.2	21.1	
		-1.5%이하	1.2	3.3	5.0	8.6	12.3	15.5	18.0	21.7	
		(2) 기타	(1)기본계약 보장부분 및 금리확정형 특약	1.5	4.0	6.0	8.4	10.8	13.7	16.0	19.4
		(2) 금리 개정주기 1년 초과	1.5	3.5	6.4	8.2	9.5	12.6	13.2	17.8	

주: 금리차는 공시기준이율에서 최저보증이율을 차감한 값을 말한다. 이 때 공시기준이율은 별표 27의 공시기준이율 산출기준에서 객관적인 외부지표금리만을 이용하여 산출한 값을 사용한다

자료: 금감원, 키움증권

RBC제도 단계적 적용 일정

구분	17년	18년	19년	20년
제도개선 사항의 단계적 시행	듀레이션 확대	25년	30년	
	연동형 최저보증금리리스크 반영			50%
	변액보험 최저보증위험	35%	70%	100%
	퇴직연금 리스크 측정범위 조정	35%	70%	100%
금리위험액 효과 완화	금리 변동계수 조정		즉시 시행	
	외화자산 듀레이션 인정요건 완화		즉시 시행	
보험회사 건이사항 수용 등을 통한 자산운용 효율성 제고			즉시 시행	

자료: 금감원, 키움증권

보험부채 듀레이션 잔존만기 구간 추가는 금리확정형 비중이 높은 보험사에 미치는 영향이 크다. 만기 추가 시 금리 연동형보다 금리 확정형 위험계수 상승 폭이 크기 때문이다.

금리 연동형 보험 듀레이션 계산시 공시기준이율에서 신용위험스프레드 제거는 1) 금리 연동형 부채와 높은 최저보증이율 구간의 비중이 높고, 2) 현재 저축성보험의 공시기준이율이 상대적으로 높은 보험사가 타격이 클 수 있다.

물론 자산을 장기로 투자해 듀레이션을 매칭해 놓은 보험사의 영향도는 축소된다.

보험사들의 듀레이션과 금리부 부채 현황 (단위: 십억원, %)

	푸르덴셜	메트라이프	ING생명	알리안츠생명	AIA	현대해상	흥국생명	농협생명	신한생명	동양생명	동부생명	교보생명
자산듀레이션	12.3	11.0	8.9	7.4	10.0	7.0	6.9	5.2	7.4	6.4	7.4	7.2
부채듀레이션	11.9	10.3	8.1	6.4	9.2	5.9	6.1	4.5	7.1	5.8	6.9	7.1
듀레이션갭	3.1	3.0	2.9	2.6	2.4	2.0	1.8	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8
금리부부채	9,473	6,475	18,881	12,702	10,753	22,110	19,061	54,876	20,252	19,902	6,743	59,507
금리확정형	8,716	4,188	8,925	6,172	8,626	1,651	4,883	10,803	6,148	6,162	2,139	28,177
금리연동형	758	2,286	9,955	6,529	2,126	20,459	14,178	44,074	14,105	13,740	4,604	31,329
(비중)												
금리확정형	92.0	64.7	47.3	48.6	80.2	7.5	25.6	19.7	30.4	31.0	31.7	47.4
금리연동형	8.0	35.3	52.7	51.4	19.8	92.5	74.4	80.3	69.6	69.0	68.3	52.6
	메리츠화재	KB생명	삼성화재	미래에셋생명	삼성생명	하나생명	KB손해보험	동부화재	한화손보	한화생명	PCA생명	
자산듀레이션	6.0	3.6	5.9	6.8	6.4	5.3	6.5	5.7	6.5	6.2	8.0	
부채듀레이션	5.7	3.2	5.8	6.7	6.5	5.4	6.6	6.3	7.4	7.3	10.0	
듀레이션갭	0.8	0.7	0.7	0.6	0.1	-0.4	-0.5	-1.4	-1.5	-1.8	-3.7	
금리부부채	10,934	7,029	39,608	15,067	149,892	2,792	18,444	22,081	9,158	68,240	1,091	
금리확정형	379	98	2,170	4,912	55,040	260	639	1,135	470	31,015	729	
금리연동형	10,555	6,931	37,438	10,155	94,852	2,532	17,805	20,947	8,688	37,225	362	
(비중)												
금리확정형	3.5	1.4	5.5	32.6	36.7	9.3	3.5	5.1	5.1	45.4	66.8	
금리연동형	96.5	98.6	94.5	67.4	63.3	90.7	96.5	94.9	94.9	54.6	33.2	

자료: 보험업계, 키움증권

보험사들의 금리 연동형 부채의 최저보증이율 현황

	푸르덴셜	ING생명	알리안츠생명	AIA	현대해상	흥국생명	농협생명	신한생명	동양생명	동부생명	교보생명
0%이하	-	94	411	-	7,427	103	136	142	3	1,008	94
0%초과 2%이하	167	3,130	1,644	1,863	6,993	2,083	13,187	898	125	157	11,019
2%초과 3%이하	311	5,768	3,535	11	4,760	5,416	25,493	9,666	8,114	2,629	9,328
3%초과 4%이하	-	-	872	28	2,599	6,511	5,259	2,209	5,468	696	9,068
4%초과	-	962	67	37	-	64	-	1,189	30	116	1,821
합계	478	9,955	6,529	1,939	21,779	14,178	44,074	14,105	13,740	4,604	31,329
(비중)											
0%이하	-	0.9	6.3	-	34.1	0.7	0.3	1.0	0.0	21.9	0.3
0%초과 2%이하	35.0	31.4	25.2	96.1	32.1	14.7	29.9	6.4	0.9	3.4	35.2
2%초과 3%이하	65.0	57.9	54.1	0.6	21.9	38.2	57.8	68.5	59.1	57.1	29.8
3%초과 4%이하	-	-	13.4	1.5	11.9	45.9	11.9	15.7	39.8	15.1	28.9
4%초과	-	9.7	1.0	1.9	-	0.5	-	8.4	0.2	2.5	5.8
	메리츠화재	KB생명	삼성화재	미래에셋생명	삼성생명	하나생명	KB손해보험	동부화재	한화손보	한화생명	PCA생명
0%이하	4,032	2	7,157	9	11,270	-	6,495	8,903	4,614	4,952	0
0%초과 2%이하	4,290	2,005	10,808	455	21,032	259	4,470	5,586	2,055	10,156	134
2%초과 3%이하	1,062	4,447	13,196	7,833	43,743	1,583	4,307	7,851	1,300	14,100	120
3%초과 4%이하	1,170	1	6,277	1,271	17,079	268	2,533	3,095	662	12,657	65
4%초과	-	476	-	588	1,728	-	-	116	-	3,991	43
합계	10,555	6,931	37,438	10,155	94,852	2,110	17,805	25,551	8,632	45,857	362
(비중)											
0%이하	38.2	0.0	19.1	0.1	11.9	-	36.5	34.8	53.5	10.8	0.1
0%초과 2%이하	40.6	28.9	28.9	4.5	22.2	12.3	25.1	21.9	23.8	22.1	36.9
2%초과 3%이하	10.1	64.2	35.2	77.1	46.1	75.0	24.2	30.7	15.1	30.7	33.0
3%초과 4%이하	11.1	0.0	16.8	12.5	18.0	12.7	14.2	12.1	7.7	27.6	18.0
4%초과	-	6.9	-	5.8	1.8	-	-	0.5	-	8.7	12.0

자료: 보험업계, 키움증권

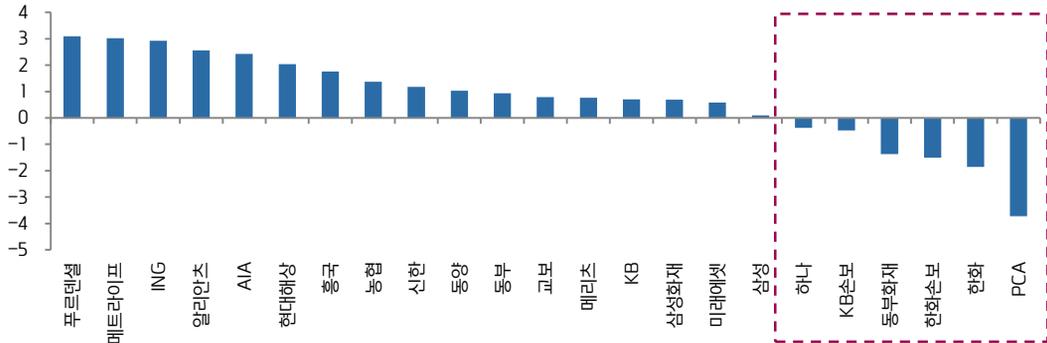
보험사들의 RBC비율과 금리 위험액 현황

	삼성 화재	동부 화재	현대 해상	KB 손해 보험	메리츠 화재	한화 손보	롯데 손보	삼성 생명	한화 생명	교보 생명	농협 생명	미래에 셋생명	PCA 생명
지급여력비율	333.3	173.2	158.3	168.7	188.0	153.1	150.1	302.1	198.7	233.9	186.5	221.0	352.9
가. 지급여력금액(A)	11,222	4,330	3,379	2,774	1,981	1,099	625	33,115	9,458	7,747	3,913	1,930	254
나. 지급여력기준금액(B)	3,367	2,501	2,134	1,645	1,054	717	417	10,960	4,760	3,313	2,098	874	72
1. RBC연결재무제표에 따른 지급여력기준금액	3,367	2,426	2,119	-	1,054	717	-	9,680	4,722	3,230	2,098	874	72
1) 보험위험액	1,466	1,028	1,071	791	575	351	164	1,197	873	553	168	74	15
2) 금리위험액	993	726	573	502	233	237	91	4,537	2,431	1,867	1,379	443	35
3) 신용위험액	1,712	1,237	983	739	484	309	233	5,379	2,189	1,361	843	352	16
4) 시장위험액	70	55	29	47	47	3	3	634	305	183	11	154	15
5) 운영위험액	205	154	144	107	60	49	44	280	201	108	95	59	11
2. 해외 관계 보험회사 지급여력기준금액*지분율	-	40	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3. 국내 비보험금융회사 필요자본량*조정치*지분율	-	35	-	-	-	-	-	1,280	38	83	-	-	-
4. 비금융회사에 대한 필요자본량			15.6										
(비중, 분산 효과 반영 전)													
1) 보험위험액	33.0	32.1	38.3	36.2	41.1	37.0	30.6	10.0	14.6	13.6	6.7	6.8	16.2
2) 금리위험액	22.3	22.7	20.5	23.0	16.7	24.9	17.0	37.7	40.5	45.9	55.3	40.9	38.6
3) 신용위험액	38.5	38.7	35.1	33.8	34.6	32.5	43.5	44.7	36.5	33.4	33.8	32.6	17.6
4) 시장위험액	1.6	1.7	1.0	2.1	3.3	0.3	0.6	5.3	5.1	4.5	0.4	14.2	16.1
5) 운영위험액	4.6	4.8	5.2	4.9	4.3	5.2	8.3	2.3	3.4	2.6	3.8	5.5	11.6
	미래에 셋생명	동양 생명	알리안 츠생명	신한 생명	ING 생명	홍국 생명	동부 생명	KDB 생 명	하나 생명	KB 생명	AIA	푸르 덴셀	메트라 이프
지급여력비율	221.0	182.0	210.8	178.3	319.2	145.4	179.5	125.7	160.2	199.1	217.8	275.7	167.2
가. 지급여력금액(A)	1,930	1,832	1,565	1,797	4,347	2,159	617	785	238	573	1,791	2,313	9,456
나. 지급여력기준금액(B)	874	1,007	742	1,008	1,362	1,485	344	624	149	288	822	839	5,656
1. RBC연결재무제표에 따른 지급여력기준금액	874	993	742	1,008	1,362	1,485	344	624	149	288	822	839	5,656
1) 보험위험액	74	140	109	188	137	274	22	46	3	4	219	90	819
2) 금리위험액	443	579	565	568	1,118	759	193	368	77	149	459	700	4,236
3) 신용위험액	352	397	161	411	229	689	153	265	67	161	297	131	866
4) 시장위험액	154	43	47	51	51	60	24	35	27	9	77	30	529
5) 운영위험액	59	67	17	54	41	90	22	38	6	13	23	20	334
2. 해외 관계 보험회사 지급여력기준금액*지분율	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3. 국내 비보험금융회사 필요자본량*조정치*지분율	-	14	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4. 비금융회사에 대한 필요자본량													
(비중, 분산 효과 반영 전)													
1) 보험위험액	6.8	11.4	12.2	14.8	8.7	14.6	5.2	6.2	1.6	1.1	20.3	9.3	12.1
2) 금리위험액	40.9	47.2	62.9	44.7	70.9	40.6	46.6	48.9	42.9	44.5	42.7	72.1	62.4
3) 신용위험액	32.6	32.4	17.9	32.3	14.6	36.8	37.0	35.2	37.1	47.9	27.6	13.5	12.8
4) 시장위험액	14.2	3.5	5.2	4.0	3.3	3.2	5.9	4.6	14.8	2.6	7.2	3.0	7.8
5) 운영위험액	5.5	5.4	1.9	4.2	2.6	4.8	5.3	5.0	3.6	3.8	2.2	2.1	4.9

자료: 보험업계, 키움증권

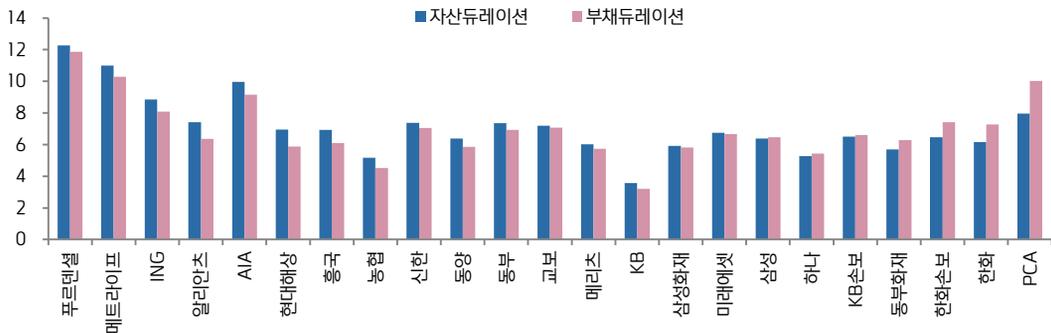
작년말 기준으로 듀레이션 갭(자산-부채) 산출 시, PCA생명, 한화생명, 한화손보, 동부화재의 자산듀레이션은 부채듀레이션보다 1년 이상 짧아, 자산듀레이션을 빠르게 늘려야 하는 부담이 있을 것이다. 반면, 푸르덴셜생명과 메트라이프생명의 자산듀레이션은 부채 대비 3년 이상 길다. 우리보다 저금리 현상을 선제적으로 경험한 외국계 생보사들의 듀레이션 관리가 더 철저한 모습이다. 대부분의 외국계 생보사들은 듀레이션 갭이 커서 금리 위험액 중 만기불일치 리스크가 커질 가능성은 제한적이나, 부채 내 확정형 금리 비중이 높아 저금리 장기화 시 역마진 리스크는 높아질 개연성이 있다.

보험사들의 듀레이션 갭 현황



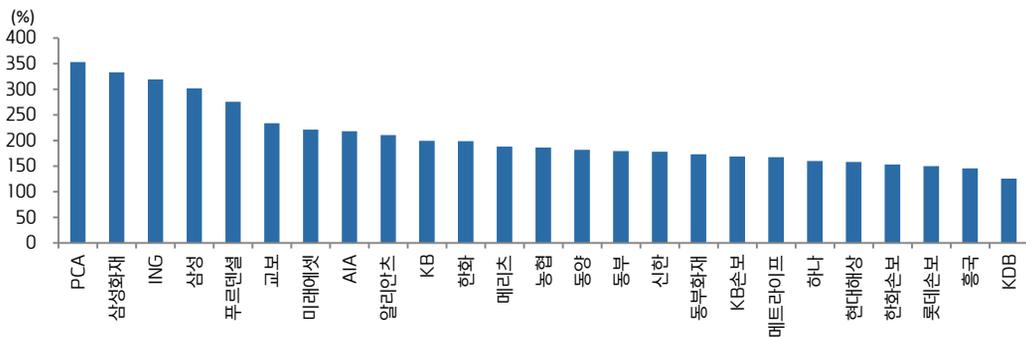
주: 4Q16 기준, RBC기준, 자료: 보험업계, 키움증권

보험사들의 자산 및 부채 듀레이션 현황



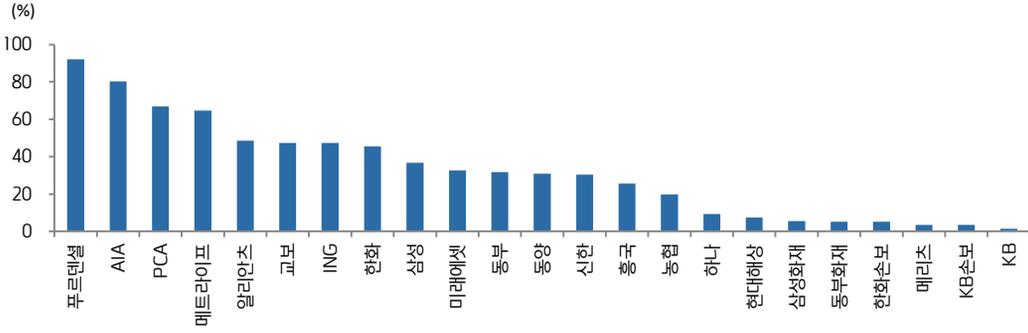
주: 4Q16 기준, RBC기준, 자료: 보험업계, 키움증권

보험사들의 RBC비율 현황



주: 4Q16 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

금리부 부채 중 확정형 비중 현황

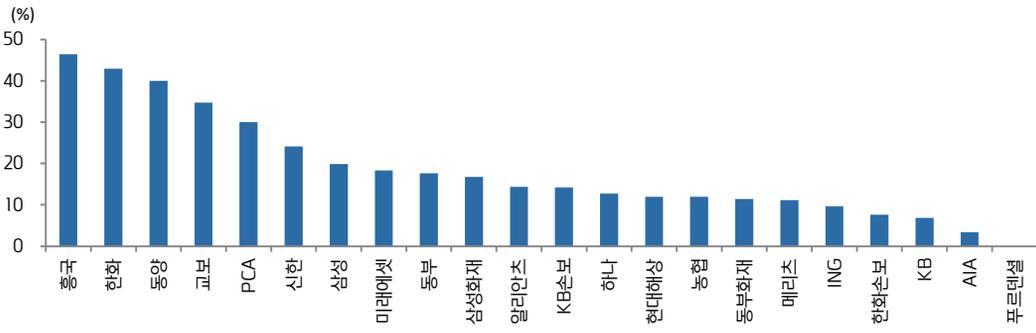


주: 4Q16 기준, RBC기준, 자료: 보험업계, 키움증권

현재 금리 연동형으로 분리된 부채도 실제 확정형 성격을 띠기도 한다. 금리연동형 부채의 최저보증이율 3% 이상의 경우, 금리 연동형으로 분류되나 금리 확정형과 유사하다. 보험사들의 저축성 보험의 공시기준이율(2017.5월 기준)이 2.4%~3.6% 로 최저보증이율을 하회하고 있기 때문이다. 공시기준이율이 최저보증이율을 하회하는 폭이 증대될수록 RBC비율 산출시 위험계수는 점차 증가한다.

공시기준이율에서 신용스프레드를 제외 시 금리 연동형 부채 내 실질적인 금리 확정형 부채 비중은 높아질 수 있다.

보험사들의 금리 연동형 부채 내 최저보증이율 3% 이상 비중



주: 4Q16 기준, RBC기준, 자료: 보험업계, 키움증권

금융당국은 보험사들에게 저금리에 대응할 수단을 제공하기 위해 자산운용 규제를 완화하고 있다. 5월 23일 국회에 상정된 보험업법 개정안에는 해외자산과 부동산, 파생거래와 관련된 운용규제를 폐지하는 안이 포함되어 있다. 또한 1/24일 보험업감독업무시행세칙 개정안에는 외화자산에 대한 듀레이션 인정 요건 완화가 포함되어 헤지 기간이 1년 이하여도 전체 만기를 인정해 주는 안이 추진되고 있다.

최근 저금리를 타개하기 위해 보험사들의 해외자산 투자 비중이 빠르게 증가 중이다. 금융당국도 보험업계의 현실을 감안해, 환헤지기간이 짧더라도 만기를 인정해 주는 안을 추진하는 것이다. 해외 장기채를 적극적으로 매수 시 금리 위험액 산출 기준 제도 개편 영향을 축소시킬 수 있다. 그러나, 적절한 환헤지 등이 수반되지 않을 시, 금리리스크를 환리스크로 대체하는 형국이 벌어질 수 있다.

5월 국회 상정된 보험업법 개정안 주요 내용

구성	주요 내용
불필요한 사전적 자산운용 한도 폐지	<ul style="list-style-type: none"> 자산 유형별로 한도를 정하고 있는 모든 규제를 폐지하고 건전성에 대한 사후감독 체계로 전환 특정자산 쓸림에 따른 리스크는 RBC의 신용위험계수 상향 조정을 통해 사후 감독 강화 *17.5월 중 글로벌 스탠다드에 부합하도록 특정자산 쓸림리스크에 대비하여 신용위험계수 상향 조정 방안 마련 계획 대주주 관련 한도규제 및 은행법, 자본시장법 등 다른 금융권에도 있는 동일인 여신한도 등은 현행 존치
자회사 소유절차 간소화	<p>(현행) 보험회사의 모든 자회사 소유시 금융위 승인, 사전신고로 인해 불필요한 절차적 부담 발생</p> <p>*보험업법에서는 보험회사가 다른회사의 주식 15% 소유 시 자회사로 간주</p> <p>·특히 SOC 투자, 벤처캐피탈, 리츠 등 투자목적 자회사(15% 이상 지분)에 대해서도 사전 신고토록 해 적시성 있는 투자기회를 제약</p> <p>(개정) 투자목적 자회사에 대한 사전신고를 사후보고로 전환하고 금융위로부터 설립 인가 등을 받은 경우에는 별도 승인절차 면제</p> <p>* 자회사 요건은 충족 필요: 절차 간소화 시에도 자회사 소유 시 보험회사 및 자회사가 갖춰야 할요건 지속 충족해야 함</p>
보험상품 자율화 원칙 명확화	<p>불필요한 보험상품 사전 신고 의무를 폐지하는 한편, 자율판매+예외적 신고 또는 사후 감독의 원칙을 명확화</p> <p>*방카슈랑스 보험상품에 대한 사전신고 의무 폐지</p>
경영, 부수업무 신고절차 간소화	별도의 사전신고 필요성이 낮은 경영, 부수업무에 대해서는 사전신고 의무 폐지

자료: 금융위, 키움증권

보험회사 자산운용한도 폐지 현황

현행	개정안
동일 개인·법인 신용공여: 총자산 3%	존치
동일 법인이 발행한 채권·주식 소유: 총자산 7%	존치
동일 차주 신용공여+채권·주식 소유: 총자산 12%	존치
동일 개인·법인 등 거액 신용공여: 총자산 20%	존치
대주주·자회사 신용공여: min(총자산 2%, 자기자본 40%)	존치
대주주·자회사 주식·채권: min(총자산 3%, 자기자본 60%)	존치
자회사 신용공여: 자기자본 10%	존치
부동산: 총자산 15%	폐지
외국환: 총자산 30%	폐지
파생거래 위탁증거금: 총자산 6%	폐지

자료: 금융위, 키움증권

>>> 보험사들의 후순위채 및 신종자본증권 발행

보험사들의 신종자본증권 및 후순위채 발행도 보험사에 대한 단기적 자본 규제 우려 완화 기대와 연결되고 있다.

당사 커버리지 보험사 중 올해 한화생명, 동부화재와 현대해상도 후순위채를 성공적으로 발행했다. 이를 통한 회사별 RBC비율 제고 효과는 10%p~25%p가 될 것으로 추정된다.

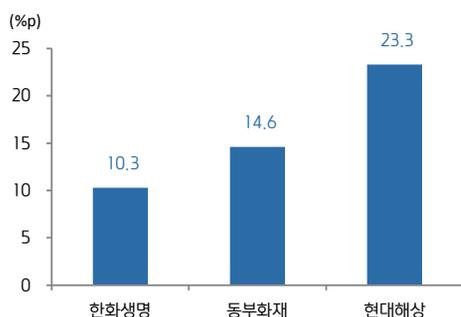
회사 측에서 RBC비율 규제 강화에 대응할 수단으로 순이익 증가와 후순위채 및 신종자본증권을 우선순위에 두고 있다고 지속적으로 강조함에 따라 단기적으로 적극적인 자본확충 개선성은 크지 않아 보인다.

2017년 당사 커버리지 보험사의 신종자본증권 및 후순위채 발행 현황

종류	규모 (억원)	금리	발행일	만기일	비고	
한화생명	신종자본증권	5,000	4.582	2017-04-13	2047-04-13	<ul style="list-style-type: none"> 이자율은 사채발행일로부터 10년째 되는 날의 직후 영업일("재설정일")에 1회에 한하여 조정 재설정일에 재산정된 이자율은 발행금리에 연 1.35%를 가산한 금리
동부화재	무보증후순위사채 1-1	2,020	3.492	2017-05-25	2024-05-25	중도상환권(Call Option)부여
	무보증후순위사채 1-2	1,700	3.845	2017-05-25	2027-05-25	
	무보증후순위사채 1-3	1,270	3.545	2017-05-25	2027-05-25	
현대해상	무보증후순위사채 2-1	1,930	3.547	2017-05-26	2024-05-26	중도상환권(Call Option)부여
	무보증후순위사채 2-2	2,330	3.844	2017-05-26	2027-05-26	
	무보증후순위사채 2-3	740	3.444	2017-05-26	2027-05-26	

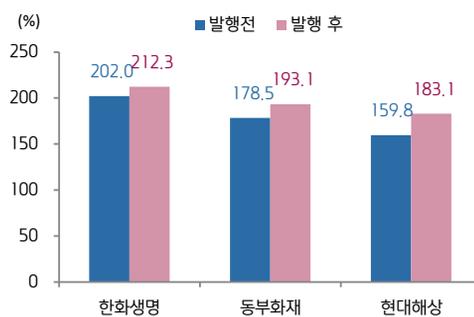
자료: 금감원, 키움증권

신종자본증권 및 후순위채 발행 후 RBC비율 상승 폭



자료: 보험업계, 키움증권

신종자본증권 및 후순위채 발행 전후 RBC비율



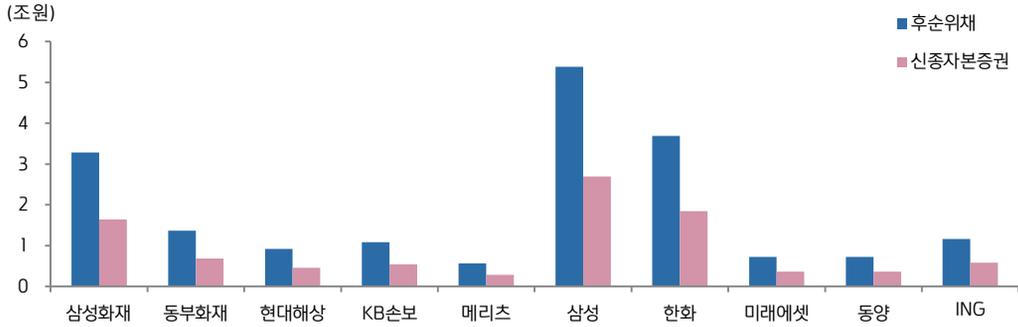
주: 발행전은 1Q17기준, 자료: 보험업계, 키움증권

투자자들에게 단기적으로 후순위채와 신종자본증권 발행이 자본 우려 완화와 연결되고 있는 모양새다. 당장의 급한 불이 꺼졌기 때문이다.

장기 투자 관점에서 유념할 점은 보험사의 후순위채와 신종자본증권은 발행한도가 있고 신지급여력비율 제도를 통해 정교화될 것이란 것이다. 즉, 현재 발행은 중장기 관점에서 한도 소진이다.

자본이 점진적으로 증가함에 따라 한도도 늘어날 수 있으나, 대규모 발행을 통해 현재 메리트화재와 현대해상의 남아 있는 후순위채 발행 한도는 1~2천억 이하로 추정한다.

현행 RBC비율 체계에서 후순위채와 신종자본증권 발행 한도



주: 4Q16 기준, 자료: 보험업계, 금감원, 키움증권

금리의 급격한 반등 또는 방향 불확실성이 보험사 자본비율에 주는 부담은 여전히 상존한다. 금융당국도 금리 상승 시 보험사의 자본여력이 감소하는 것이 실제와 상치하고, 현행 회계상 한계에 따른 모순된 결과임을 인식하고 있다. 그러나, 보험사간 형편이 달라 신지급여력비율 제도 도입 전까지 규제의 일원화는 힘들어 보인다.

보험사들의 RBC비율과 금리 10bp 상승이 자본 및 RBC비율에 미치는 영향 (단위: 억원, %)

	삼성 화재	동부 화재	현대 해상	KB 손보 보험	메리츠 화재	한화 손보	삼성 생명	한화 생명	교보 생명	농협 생명	미래에셋 생명
지급여력비율	333.31	173.16	158.29	168.69	188	153.11	302.14	198.7	233.85	186.46	220.96
가. 지급여력금액(A)	112,218	43,301	33,785	27,740	19,813	10,985	331,146	94,576	77,469	39,127	19,300
나. 지급여력기준금액(B)	33,668	25,007	21,343	16,445	10,539	7,174	109,600	47,601	33,127	20,984	8,735
금리 10bp의 증가 시											
자본변화	-2,300	-1,618	-951	-480	-803	-391	-7,983	-3,207	10	-328	-505
RBC 비율	326.5	166.7	153.8	165.8	180.4	147.7	294.9	191.9	233.9	184.9	215.2
RBC 비율 하락 폭	-6.8	-6.5	-4.4	-2.9	-7.6	-5.4	-7.3	-6.8	0.0	-1.6	-5.8
	PCA 생명	동양 생명	알리안츠 생명	신한 생명	ING 생명	동부 생명	KB 생명	삼성 AIA	푸르 덴셀	메트 라이프	
지급여력비율	352.87	182.02	210.82	178.28	319.2	179.5	199.14	217.79	275.69	167.2	
가. 지급여력금액(A)	2,539	18,322	15,645	17,973	43,468	6,171	5,728	17,907	23133	9,456	
나. 지급여력기준금액(B)	720	10,066	7,421	10,081	13,618	3,437	2,877	8,222	8391	5,656	
금리 10bp의 증가 시											
자본변화	0	-458	-946	-296	-1,419	-425	-107	-328	-540	-272	
RBC 비율	352.6	177.5	198.1	175.4	308.8	167.2	195.4	213.8	269.3	162.4	
RBC 비율 하락 폭	-0.2	-4.5	-12.7	-2.9	-10.4	-12.3	-3.8	-4.0	-6.4	-4.8	

자료: 금감원, 키움증권

보험사들의 자본 구조 (단위:십억원)

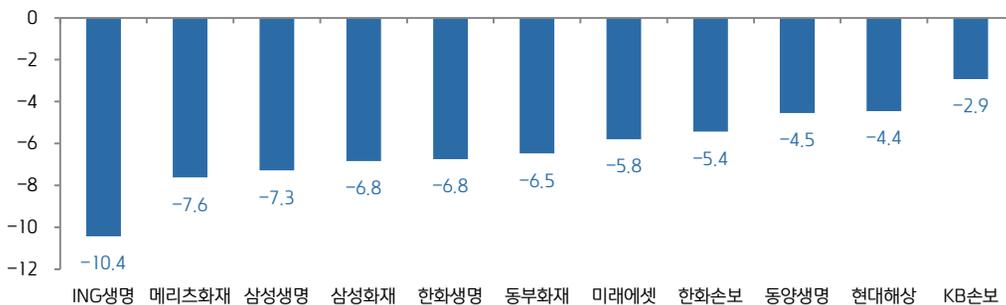
	삼성 화재	동부 화재	현대 해상	KB 손해 보험	메리츠 화재	한화 손보	삼성 생명	한화 생명	교보 생명	농협 생명
자본총계	10,881	3,964	2,758	2,436	1,640	885	24,344	8,153	7,424	3,815
자본금	26	35	45	33	55	454	100	4,343	103	574
자본잉여금	939	38	114	348	437	0	6	485	432	2,592
이익잉여금	7,414	3,403	2,398	1,850	847	264	10,997	2,680	5,925	670
자본조정	-1,484	-30	-37	663	-13	0	-2,110	-924	-9	0
기타포괄손익누계액	3,985	517	238	204	314	167	15,351	1,569	974	-21
매도가능금융+만기보유자산평가이익	3,946	251	109	175	111	182	15,348	1,182	343	-14

	미래에셋 생명	PCA 생명	동양 생명	알리안츠 생명	신한 생명	ING 생명	동부 생명	KB 생명	AIA	푸르 덴셀
자본총계	1,874	274	1,786	1,353	1,692	4,147	1,279	616	549	2,312
자본금	832	234	538	12	200	82	68	193	456	150
자본잉여금	301	4	206	696	0	498	80	65	0	0
이익잉여금	325	7	728	-262	1,443	1,766	753	227	90	1,657
자본조정	-10	0	-61	0	0	0	0	0	0	3
기타포괄손익누계액	427	29	375	906	49	1,801	377	130	4	501
매도가능금융+만기보유자산평가이익	102	29	377	874	61	1,717	295	136	4	511

자료: 금감원, 키움증권

상장사 중 RBC비율의 금리 민감도가 높은 보험사는 ING생명, 메리츠화재, 삼성생명 순이다. 2위권 손보사의 경우 작년 5~8월에 채권 재분류(만기보유증권→매도가능증권)를 실시함에 따른 민감도가 높아졌다. 현행 회계 상 재분류된 채권은 2년 이후 다시 재분류 할 수 있다.

상장 보험사들의 금리 10bp 상승 시 RBC비율 하락 폭



주: 4Q16 기준, RBC기준, 자료: 보험업계, 키움증권

Ⅲ. 패러다임 변화는 진행 중

연초 대비 자본 규제 우려 완화가 진행되고 있으나, 보험업계의 패러다임 변화는 여전히 진행 중이다.

국제회계기준위원회(International Accounting Standard Board(IASB))는 5월 18일 개최된 회의에서 IFRS17(보험계약)을 확정했다. 또한, 국제보험감독협회(International Association of Insurance Supervisors(IAIS))는 6월에 ICS(Insurance Capital Standard) 초안을 발표할 예정이다.

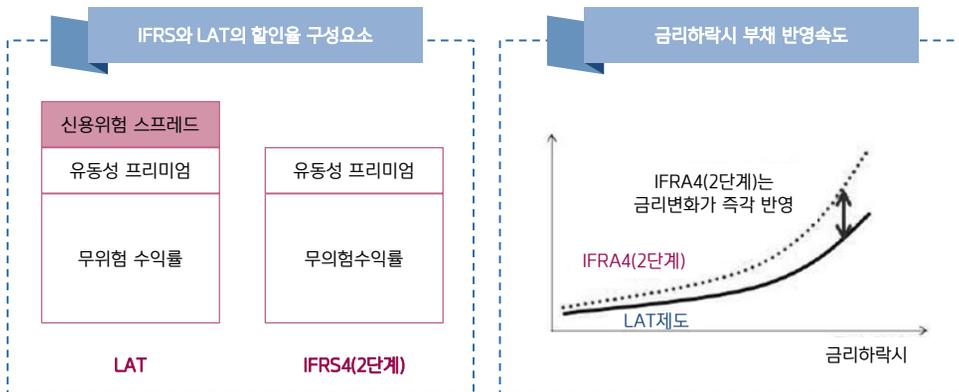
금융당국의 재무건전성 제고 계획 중 2017년 예정되어 있는 구체적 제도 변경 내용은 1) 부채 듀레이션 확대와 2) LAT(부채적정성평가)가 있다.

>>> 본격화되는 책임준비금적정성 평가(LAT) 강화

작년에 미뤄졌던 LAT제도 강화 안은 개정을 통해 올해부터 시행 될 수 있다. 기본 안은 현재 보험사의 미래자산운용수익률을 감안해서 적용하는 할인율을 무위험수익률+유동성프리미엄으로 정의, 모든 회사에 동일하게 적용하겠다는 것이다. 이는 IFRS17에서 적용할 할인율과 유사하다.

업계에 미치는 파장을 감안 시, 현재 단계적으로 할인율을 하향하는 안과 더불어 부채 증가액 중 일부를 RBC비율 산출 시 가용자본으로 인정하는 안이 논의 중이다.

IFRS와 LAT제도 할인율 비교



자료: 금감원, 키움증권

보험사들의 LAT평가 결과는 할인율 기준이 일원화될 시 IFRS17도입 전 보험사들의 비교 자료로 의미가 있을 수 있다.

16년말에 나온 LAT평가 결과는 보험사의 운용자산수익률에 따라 할인율 가정이 각기 달라 Apple to apple 비교는 힘들다. 또한 IFRS17은 회계단위 확대를 인정함에 따라 LAT에서 결손금액 합계가 가지는 의미가 축소됐다. 금융당국은 K-ICS에서 부채 포트폴리오 단위 기준을 LAT보다 더욱 세분화하여 보험업계에 부담을 가중시키는 안을 논의 중이다.

LAT 평가 강화는 손보사보다는 생보사에 미치는 영향이 크다. 또한 현재 삼성생명의 할인율이 업계 내에서 낮고 RBC비율이 높다는 점을 감안하면, 삼성생명은 금리 확정형 부담이 있으나 단기적으로 대응할 수 있는 여력은 경쟁사대비 여유가 있을 것이다.

손보사들의 LAT 평가 결과 (단위: 십억원, %)

구분		삼성화재	동부화재	현대해상	KB 손해보험	메리츠화재	
잉여(결손)금액	장기손해보험 (개인연금포함)	금리확정형 유배당 -60 무배당 -471	-61 3	-401 -183	-4 -40	-7 135	
		금리연동형 유배당 105 무배당 7,897	96 8,960	38 7,846	29 3,232	5 3,267	
	일반손해보험(자동차보험 제외)	277	129	170	69	61	
	자동차보험	366	78	67	46	17	
	합계	8,114	9,207	7,538	3,332	3,479	
	평가대상준비금	장기손해보험 (개인연금포함)	금리확정형 유배당 113 무배당 2,057	303 831	614 1,036	8 621	14 234
			금리연동형 유배당 14,412 무배당 22,964	2,824 16,706	3,875 16,510	3,322 13,199	1,013 9,656
일반손해보험(자동차보험 제외)		816	572	580	349	223	
자동차보험		2,372	1,503	1,582	971	361	
합계		42,733	22,739	24,197	18,470	11,502	
결손금액 합계		-531	-58	-584	-44	129	
잉여금액 합계	8,644	9,264	8,122	3,376	3,350		
할인율 가정	2.14%~5.12%	2.90 ~ 9.56%	1.97% ~ 6.28%	2.07% ~ 12.55%	3.22% ~ 4.09%		
위험율 가정	73.04%	49.5 ~ 104.7%	22% ~ 390%	31.0% ~ 472.0%	74.57%~104.82%		
자본	10,881	3,964	2,758	2,436	1,640		
자본금	27	35	45	33	55		
자본잉여금	939	38	114	348	437		
자본조정	-1,484	-30	-38	0	-14		
기타포괄손익누계액	3,985	518	238	204	314		
이익잉여금	7,414	3,403	2,398	1,850	847		
결손금액 합계/ 평가대상준비금	-1.2%	-0.3%	-2.4%	-0.2%	1.1%		
결손금액 합계/자본	-4.9%	-1.5%	-21.2%	-1.8%	7.9%		
잉여금액 합계/평가대상준비금	20.2%	40.7%	33.6%	18.3%	29.1%		

주: 2016년말 기준, 자료: 키움증권

생보사들의 LAT 평가 결과 (단위: 십억원, %)

	삼성생명			한화생명			ING생명		
	FY14	FY15	FY16	FY14	FY15	FY16	FY14	FY15	FY16
금리확정형									
유배당	-15,006	-19,224	-22,731	-5,644	-6,793	-7,116	-646	-117	-40
무배당	-6,828	-6,928	-7,189	-1,220	-2,972	-2,712	932	1,780	1,482
금리연동형			0						0
유배당	-666	-950	-577	-217	-307	-336	-253	-301	-334
무배당	21,087	22,053	25,470	5,742	6,669	7,386	254	265	478
변액	8,123	9,608	9,192	3,179	4,587	4,650	761	921	1,414
계	6,709	4,559	4,165	1,840	1,184	1,871	1,048	2,548	2,999
결손금액 합계	-22,501	-27,103	-30,498	-7,081	-10,072	-10,164	-899	-418	-374
잉여금액 합계	29,210	31,662	34,662	8,921	11,256	12,036	1,947	2,965	3,374
할인율 가정	2.7~14.4	2.22~8.37 (평균 3.6%)	1.84~15.95	평균 4.26%	평균 3.78%	평균 3.62%	사자사점 : 3.77% 초기 30년 평균 : 3.25% 30년 이후 평균 : 4.72%		
투자수익률	4.26	3.69	4.17	5.21	4.49	4.06	4.52	4.09	3.72
자본	22,840	22,866	24,344	9,311	8,572	8,153	2,826	4,261	4,147
자본금	100	100	100	4,343	4,343	4,313	82	82	82
자본잉여금	6	6	6	485	485	485	497	497	498
자본조정	-1,080	-1,568	-2,110	-404	-924	-924	0	0	0
기타포괄손익누계액	13,040	13,571	15,351	2,372	2,174	1,569	744	1,974	1,801
이익잉여금	10,774	10,757	10,997	2,514	2,494	2,680	1,504	1,708	1,766
평가대상준비금	130,585	140,917	149,510	57,602	63,244	67,804	15,341	17,488	18,713
결손금액									
합계/평가대상준비금	-17.2%	-19.2%	-20.4%	-12.3%	-15.9%	-15.0%	-5.9%	-2.4%	-2.0%
결손금액 합계/자본	-98.5%	-118.5%	-125.3%	-76.1%	-117.5%	-124.7%	-31.8%	-9.8%	-9.0%
잉여금액									
합계/평가대상준비금	22.4%	22.5%	23.2%	15.5%	17.8%	17.8%	12.7%	17.0%	18.0%

	미래에셋생명			동양생명		
	FY14	FY15	FY16	FY14	FY15	FY16
금리확정형						
유배당	-537	-628	-777	-1,006	-1,099	-1,172
무배당	91	-60	-14	428	307	572
금리연동형			0			0
유배당	-7	-7	-4	-13	-21	-9
무배당	901	995	1,195	592	730	1,063
변액	511	756	806	463	498	542
계	959	1,057	1,207	464	415	996
결손금액 합계	-544	-695	-794	-1,019	-1,120	-1,181
잉여금액 합계	1,503	1,752	2,001	1,482	1,535	2,177
할인율 가정	평균 5.07%	평균 3.76%	2.17%~7.67%	평균 3.92%	평균 4.18%	2.30~10.64%
투자수익률	4.31	3.88	3.46	4.96	4.33	2.53
자본	1,530	1,855	1,887	1,758	1,946	1,786
자본금	632	832	832	538	538	538
자본잉여금	208	301	301	206	206	206
자본조정	0	-10	-10	-61	-61	-61
기타포괄손익누계액	487	424	427	385	477	376
이익잉여금	204	309	338	691	786	728
평가대상준비금	12,464	13,947	14,954	14,535	16,146	19,847
결손금액						
합계/평가대상준비금	-4.4%	-5.0%	-5.3%	-7.0%	-6.9%	-5.9%
결손금액 합계/자본	-35.6%	-37.5%	-42.1%	-57.9%	-57.6%	-66.1%
잉여금액						
합계/평가대상준비금	12.1%	12.6%	13.4%	10.2%	9.5%	11.0%

자료: 키움증권

IV. IFRS17보단 K-ICS가 중요

한국 보험업계는 회계제도(IFRS17)와 지급여력비율제도(KICS) 변경이 동시에 일어나면서 고전을 겪고 있다.

금융당국은 1) IFRS17도입을 업계에 채근하고, 2) 국제정합성에 부합하기 위해 K-ICS 도입을 서두르고 있다. 금감원은 작년 4월 14일 자산부채시가평가 감독기준 공개협의를 발표하고 Field Test를 진행한 데 이어, 올해 3월 20일 신지급여력제도 도입 관련 공개협의를(가용자본, 요구자본)을 발표했다. 현재 39개 보험사를 대상으로 8월까지 필드테스트가 진행 중이다. 금융당국은 올해 4분기에 신지급여력제도 감독기준 초안을 마련할 예정이다. K-ICS로 명명된 본 제도는 19년까지 업계와의 논의를 거쳐 확정 및 규정 개정이 이뤄질 계획이다.

K-ICS가 유럽의 Solvency2와 국제보험감독협회(IAIS, International Association of Insurance Supervisors)의 ICS(Insurance Capital Standard)을 준용한다는 측면에서 ICS의 Timetable이 중요하다.

ICS and Field Testing Timetable

Date	Milestone
May-16	Launch of 2016 Quantitative Field Testing
Jul-16	Publication of second ICS CD
Aug-16	Phase 1 Field Testing submissions due
September/October 2016	Phase 2 Field Testing submissions due
Oct-16	Comments due on second ICS CD
Mid- 2017	Adoption of ICS Version 1.0 for confidential reporting Launch of 2017 confidential reporting process
September/October 2017	Data due for 2017 confidential reporting process
May/June 2018	Launch of 2018 confidential reporting process
Mid-2018	Publication of comprehensive ComFrame consultation including ICS Version 2.0
September/October 2018	Data due for 2018 confidential reporting process Comments due on ICS Version 2.0 and ComFrame consultation
April/May 2019	Launch of 2019 confidential reporting process
August/September 2019	Data due for 2018 confidential reporting process
IAIS 2019 General Meeting	Adoption of ComFramc, including ICS Version 2.0

자료: IAIS, 키움증권

>>> 신지급여력제도 도입 관련 공개협약(3/20) 주요 이슈

IFRS17의 주요 내용과 작년 4/14일 발표된 자산부채시가평가 감독기준 공개협약의 주요 내용은 작년 5월 27일에 발간된 '혼돈 속의 투자전략'에서 논의했다.

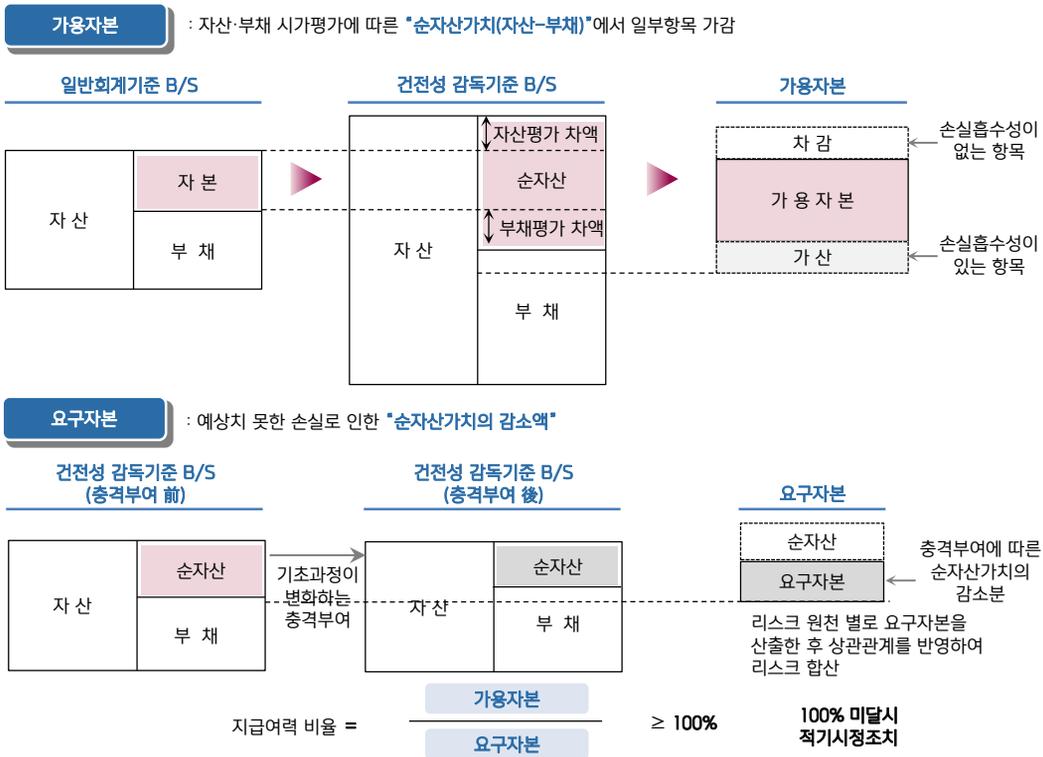
이번 보고서에선 3/20일 발간된 가용자본과 요구자본의 주요 이슈에 대해 살펴보고자 한다.

통상 K-ICS상 순자산은 IFRS17에서의 자본보다 크다. K-ICS에서 RM(Risk Margin)은 IFRS17의 RA(Risk Adjustment)보다 크지만, IFRS17에서 부채로 인식되는 CSM(Contract Service Margin)이 순자산으로 인정되기 때문이다.

가용자본은 순자산에서 '손실흡수성'을 감안해 일부 항목을 가감한 것이다. 손실 흡수성은 1) 계속기업 기준에선 계속 기업을 전제로 회사가 손실액을 해당 가용자본과 즉시 상계하거나 전환을 통해 가용자본을 증가시켜 손실을 흡수하는 것으로 의미하며, 2) 청산 기준에선 기업의 청산(파산 포함) 절차 시 보험계약자 및 기타채권자보다 변제순위가 법적으로 후순위에 해당하여 보험계약자의 손실보전에 우선 사용할 수 있는 것이다. 순자산 내 손실흡수성이 없는 항목의 대표적 예는 주주배당 예정액이며, 순자산은 아니라 손실흡수성이 있어 가용자본으로 가산되는 항목의 예는 후순위채이다.

요구자본은 Stress 상황 발생 시 순자산가치가 감소분을 개념으로 한다. K-ICS 상 지급여력비율은 현행과 같이 가용자본을 요구자본으로 나눠 100% 이상을 기준으로 한다.

가용자본 및 요구자본의 개념



자료: 금감원, 키움증권

가용자본은 현재와 같이 기본자본과 보완자본으로 계층화된다. 기존에 보완자본의 한도는 기본자본을 기준으로 했으나, 경기순응성을 감안해 요구자본을 기준으로 정할 계획이다. 보완자본의 한도가 기본자본이 아닌 요구자본으로 변경됨에 따라 회사의 Size와 부담 리스크가 한도 결정의 주요인일 될 것이다. 4Q16 기준으로 당사가 추정한 보험사들의 보완자본 한도는 1천억원~7조원으로 다양하다. 2위권 손보사의 경우 현행보다 후순위채 발행 한도가 약간 늘어날 수 있으나, 이는 비상위험준비금에 대한 처리와 IFRS9체계에서의 대손준비금 규모에 의해 변화될 수 있다.

가용자본에 대한 품질 기준이 강화되면서 현재 업계에서는 이연법인세자산 및 부채, 계약자지분조정, 현금유입이 불확실한 무형자산 등이 가용자본으로 인정될 수 있는지 여부가 이슈화되고 있다.

가용자본 비교

구분	현행 RBC	Solvency II	ICS	공개협약안
정의	별도의 개념 정의 없이 가용자본 항목을 열거	순자산을 기준으로 손실흡수성을 감안하여 일부항목 가감	자본요건을 갖춘 금융상품 및 기타자본요소	순자산을 기준으로 손실흡수성을 감안하여 일부항목 가감
요건	손실흡수성	손실흡수성	손실흡수성	손실흡수성
품질기준	없음	영구적 이용가능성, 후순위위성, 충분한만기, 상환동기의 부재, 필수 비용과 저당권의 부재	후순위위성, 가용성, 손실흡수능력, 영구성, 기타제한의부재	후순위위성, 가용성, 영구성, 기타제한의 부재
계층분류	2개 기본자본, 보완자본	3개 Tier1, Tier2, Tier3	2개 Tier1, Tier2	2개 기본자본, 보완자본
계층별한도	보완자본≤(기본자본-차감항목)	Tier2+Tier3≤요구자본*50% Tier3 ≤SCR*15%	Tier2 ≤요구자본*50%	보완자본 ≤ 요구자본*50%

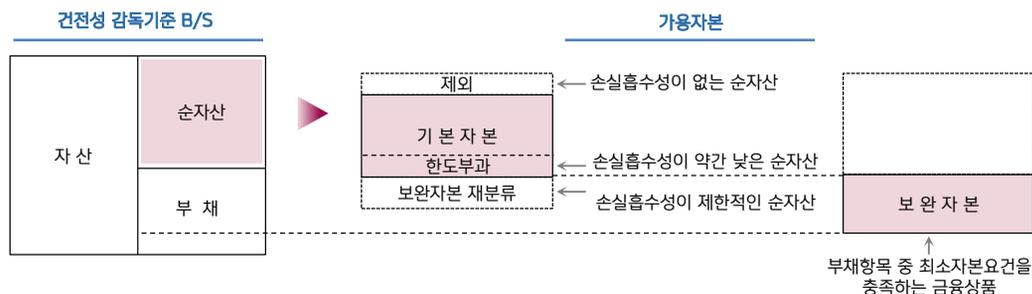
자료: 금감원, 키움증권

가용자본 정의

구분	정의	한도부과
기본자본	순자산을 대상으로 하되, 손실흡수성의 정도에 따라 일부 항목을 조정	기본자본 요건을 충족하나, 보통주보다 손실흡수성이 낮은금융상품(우선주 및 신종자본증권)은 인정한도 부과
보완자본	기본자본에서 재분류된 항목과 부채 중 최소자본요건을 충족하는 금융상품은 보완자본으로 분류	보완자본은 요구자본의 50%(이내)에서만인정

자료: 금감원, 키움증권

가용자본과 보완자본의 개념



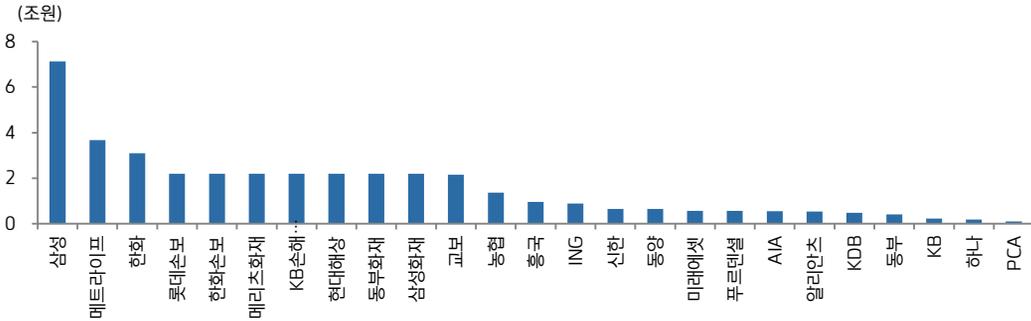
자료: 금감원, 키움증권

가용자본 정리

구분	구성항목
계층자본	순자산금액(건전성 감독기준의 자산-부채) 및 부채 항목 중 손실흡수성이 인정되는 금융상품 ↓(계층화) 자본항목과 금융상품으로 구분하여 품질기준 설정
기본자본	기본자본 요건을 모두 충족하는 금융상품(예시: 보통주 자본금, 기본자본 요건 충족하는우선주, 신종자본증권)등 - 단, 우선주 및신종자본증권은 인정한다 부과 제한 없이 손실흡수가 가능한 자본항목(예시: 처분 전 이익잉여금, 자산-부채 평가차액 등) 순자산을 구성하는 자산 중 향후 실현가능성의 불확실성이 높은 항목을 기본자본에서 차감(예시: 순이연법인세자산, 무형자산, 선급비용 등)
보안자본	최소자본요건을 모두 충족하는 금융상품(예시: 최소요건을 충족하는 우선주, 신종자본증권, 후순위채권 등) -기본자본으로 분류한 우선주 및 신종자본증권 중 인정한다 초과 금액 특정손실보전 목적으로만 사용가능한 법정준비금(비상위험준비금 및 대손준비금) 순자산을 구성하는 자산 중 향후 실현가능성의 불확실성이 높아 기본자본에서 차감한 항목 중 현실화가 가능한 금액

자료: 금감원, 키움증권

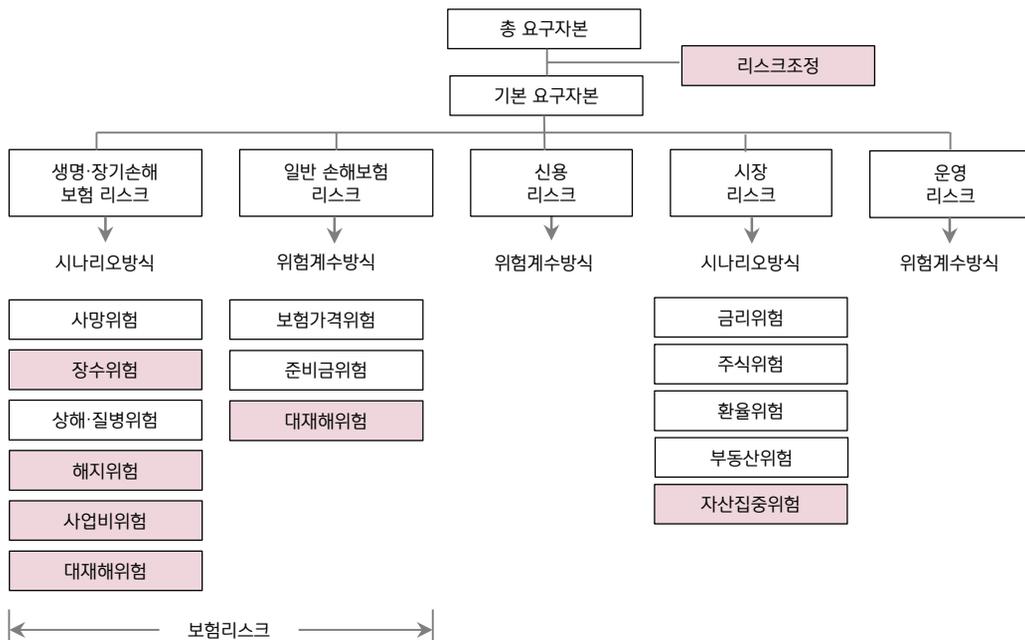
당사 추정 K-ICS상 보험사들의 보안자본 한도



주: 4Q16 기준, 자료: 보험업계, 키움증권

요구자본의 리스크도 세분화되고 산출 기준도 강화된다. 기존에 존재하지 않았던 장수위험, 해지위험, 사업비위험, 대재해 위험, 자산집중위험이 새롭게 등장해서 산출된다. 이 중 초기엔 계약자 행동과 관련해 해지위험의 산출 범위와 기준이 보험사에 미칠 영향이 크다. 국내 보험상품은 다양한 내재 보증 관 옵션을 포함하고 있기 때문이다. 해지위험은 계약의 해지, 갱신, 연금선택 등 보험계약자의 옵션 행사로 인해 예상하지 못한 손실이 발생할 위험을 의미하며, 보험계약자의 옵션 행사율 변화 또는 계약자 집단 해지로 현행 추정부채가 증가할 위험으로 측정한다. 중장기적으론 인구 고령화에 따라 장수위험이 커질 개연성이 있다.

요구자본의 리스크 구조



* 신규로 추가되는 리스크

자료: 금감원, 키움증권

요구자본 비교

구분	현행 RBC	Solvency II	ICS(16년)	공개협약안
측정기준	99.5%VaR(1년)	99.5%VaR(1년)	99.5%VaR(1년)	99.5%VaR(1년)
리스크 종류	5 개리스크 (보험, 금리, 시장, 신용, 운영) 1) 대재해리스크는 미측정	7 개리스크 (생명, 손해, 건강, 시장, 신용, 무형자산, 운영) 1) 금리리스크는 시장에 포함 2) 대재해리스크는 생명, 손해, 건강에 각각 포함	7 개 리스크 (생명, 손해, 건강, 대재해, 시장, 신용 운영) 1) 금리리스크는 시장에 포함	5 개리스크 (생명, 손해, 시장, 신용, 운영) 1) 금리리스크는 시장에 포함 2) 건강리스크는 생명에 포함 2) 대재해리스크는 생명, 손해에 각각 포함
리스크 조정	미반영	준비금 손실흡수, 이연법인세	경영전략 이연법인세	이연법인세
측정방식	위험계수 방식	장기: 시나리오 방식 단기: 위험계수방식	장기: 시나리오 방식 단기: 위험계수방식	장기: 시나리오 방식 단기: 위험계수방식
위험경감	부분인정(재보험은 위험담보에 한해 50%만 인정, 금리리스크 헷지 불인정 등)	전액인정	전액인정	전액인정

자료: 금감원, 키움증권

요구자본의 리스크 종류

리스크종류	정의	하위위험	측정방법
생명, 장기손해 보험리스크	만기가 긴 생명, 장기손해보험에서 기초가정 변화로 발생할 수 있는 손실 위험	사망위험 장수위험 장해/질병위험 재물/기타위험 해지위험 사업비위험 대재해위험	충격시나리오방식
일반손해보험리스크	만기가 짧은 일반손해보험에서 예상치 못한 보험금 지급 등으로 발생할 수 있는 손실 위험	보험가격위험 준비금위험 대재해위험	위험계수방식
시장리스크	시장변수 변화에따른 투자자산 가치하락 등으로 발생할 수 있는 손실위험	금리위험 주식위험 외환위험 부동산위험 자산집중위험	충격시나리오방식
신용리스크	채무자의 채무불이행 또는 신용등급 악화로 발생할 수 있는 손실 위험		위험계수방식
운영리스크	부적절한 내부절차, 인력 및 시스템 또는 외부사건으로 인해 발생할 수 있는 손실 위험		위험계수방식

자료: 금감원, 키움증권

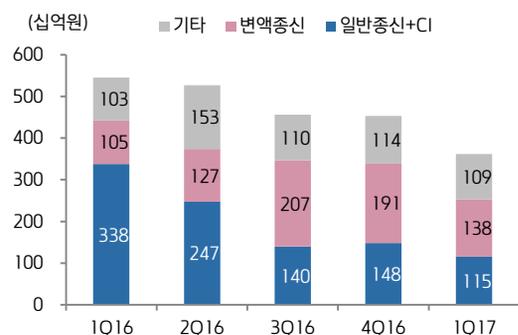
요구자본 산출은 기준 설정에 따라 업계에 미치는 파급 효과가 천차만별일 수 있다. 보험계약 그룹핑 기준, 충격시나리오 적용을 위한 모형 및 충격수준, 계약자 옵션 범위 설정에 따라 영향도는 차별화될 것이다.

금융당국은 장기적으로 글로벌 스탠다드를 추구할 수 있으나, 업계 상황을 감안해 점진적으로 도입하는 방향으로 진행될 것으로 예상된다. 보험사마다 보유 계약과 대응 여력이 차이가 난다는 점을 감안하면, 중장기적으로 진행될 제도 변경은 일부사에겐 기회가, 대다수 보험사엔 위기가 될 수 있다.

>>> 상품 수익성이 변화한다

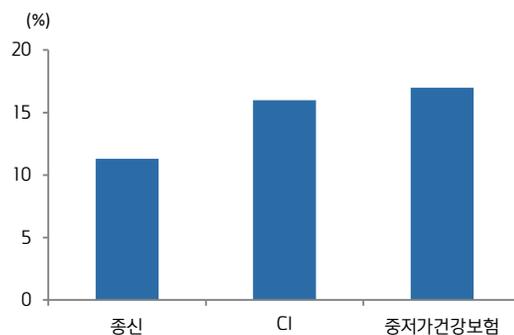
2017년 1분기 생보사 실적 발표회 이후 상품의 마진율이 이슈가 됐다. 삼성생명은 1분기 보장성신계약(APE기준)이 전년동기 대비 32.3% 감소한 반면, 신계약 가치는 6.1% 증가했다고 발표했기 때문이다. 회사 측이 언급한 주요인은 상품 포트폴리오 믹스 변경에 따른 마진율 개선이다. 즉, 기존에 수익성이 낮은 일반종신 상품 대신 변액종신과 중저가 건강보험 판매로 마진이 개선됐다는 것이다. 한화생명도 향후 판매전략 설명 시, 변액종신에 대해선 적극적으로 매출 증대를 취할 것이라 언급했으나, 중저가 건강보험 상품과 관련해선 유보적 태도를 취했다.

삼성생명 보장성 신계약 추이(APE 기준)



자료: 삼성생명, 기금증권

상품별 마진율



주: 1Q17 기준, 수입보험료 현가 대비, 자료: 삼성생명, 기금증권

IFRS17과 K-ICS 제도 도입을 앞두고 보험업계는 상품전략을 기존에 양적 중심에서 질적 중심으로 변경하고 있다. 저금리와 패러다임 변화가 동시에 일어나면서 상품의 수익성이 변하고 있기 때문이다.

보험사에 진정 수익성이 좋은 상품은 무엇일까? 당사는 IFRS17도입 시 상품 수익성 변화에 대해 ‘보험주 Re-rating의 필요조건’(2015.11.9)에서 논의했다.

IFRS17체계 하에선 준비금 적립과 저금리 상황에서 운용마진 축소로 인해 저축성보험의 수익성하락이 두드러진다. 전통형 종신 상품도 만기까지 기간이 길고, 보험기간이 지나감에 따라 금리 리스크 헤지가 힘들다는 점 때문에 수익성이 낮다.

IFRS17제도 하에서 상품의 수익성과 K-ICS상에서의 수익성은 또 다르다.

K-ICS제도의 요구자본에서 보험상품에 내재된 다양한 보증과 옵션에 대한 리스크를 산출함에 따라 자본비용이 증가하기 때문이다. 물론 IFRS17에서의 RA(Risk Adjustment)에서 일부 보험리스크 부분이 포함되나 K-ICS 상 요구하는 리스크 종류는 넓고 측정 강도는 강하다.

상품별 내재 리스크

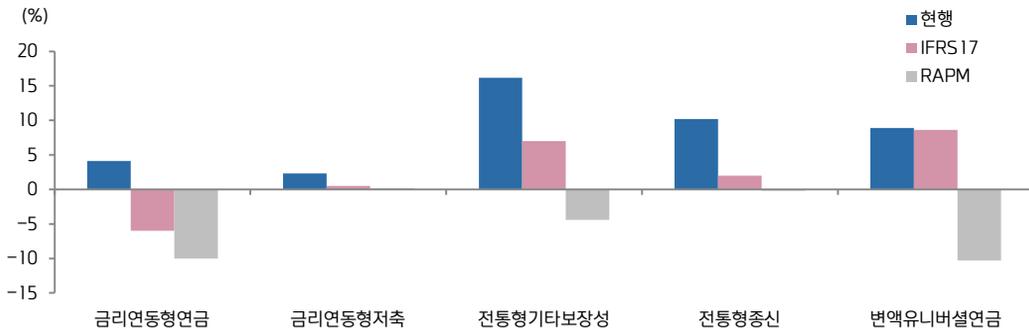
상품유형		Dynamic Lapse	최저보증 이율	최저해약 보증	변액최저 보증	동적연금 선택	연금전환	동적추가 납입
보장 사망 종신	종신	0	0	0			0	0
	변액	0			0			
	CI	0	0	0			0	0
	변액	0			0			
어린이	일반	0	0	0				
	일반	0	0			0		
연금	일반	0	0		0	0		
	일반	0	0					
저축	일반	0	0					
	일반	0	0					

자료: 한국계리사회, 키움증권

아래 그림은 과거 국내에서 팔았던 상품의 수익성을 현행제도, IFRS17와 IFRS17에서 RA를 일부 반영해서 수익성을 비교한 표이다. IFRS17에서 리스크를 일부 반영 시 보험상품에 내재된 옵션에 의해 전통형 기타보장성상품과 변액유니버설상품의 마진율이 급격히 하락하는 것으로 볼 수 있다. 건강보험상품은 질병/기타위험(Morbidity Risk)과 해지위험에 의해 변액유니버설상품은 내재된 옵션에 의해 가치가 크게 하락한다.

보험업계는 이를 반영해 상품의 보장 범위를 축소하거나, 보증 등 옵션에 대한 적절한 Pricing을 통해 수익성 개선을 위해 노력하고 있다. 변화하는 제도 하에선 보험사별 브랜드 가치, 언더라이팅 능력과 Pricing 능력이 보다 중요해질 것이다.

상품 수익성 비교: 현행 vs. IFRS17 vs. IFRS17(RA포함)



자료: 한국계리사회, 키움증권

V. 유럽에서 얻는 힌트

보험주는 금리에 가장 민감한 업종이다. 2008년 금융위기 이후 지속적으로 하락하던 글로벌 금리가 반등하기 시작했다. 미국이 기준금리를 인상하면서 시중금리가 추세 전환하고 있는 것이다. 물론 향후 금리 상승 추세의 기간 지속성에 대한 불확실성은 존재하나, 국내 보험사들이 견디기 힘든 2%이하의 금리 수준을 벗어나고 있다는 것만으로 주가에 긍정적일 수 있다.

그러나 보험주 주가는 금리 상승에도 불구하고 주춤거리고 있다. 현재 투자자 입장에서 보험주에 대한 적극적 투자가 힘든 이유는 패러다임 변화이다. 즉, 2021년에 시행이 예정되어 있는 IFRS17(회계제도)와 K-ICS(감독제도)의 영향도가 불확실하기 때문이다. 중기적으론 자본이, 장기적으론 수익성에 대한 의구심이 존재하기 때문이다.

이에 당사는 먼저 Solvency II를 도입한 유럽 Case를 점검해 보면서 보험주 투자 힌트를 얻고자 한다. 유럽 보험주는 Solvency II 도입을 논의하고 QIS를 실시하는 동안 상대적으로 약세를 보였고, 장기적으론 종목별로 차별화됐다. 변화하는 환경 하에 선제적으로 자본 및 리스크 관리를 하면서 수익성 극대화를 추구한 보험사의 주가 수익률은 견고했다.

>>> Solvency II 도입은 단계적으로 이뤄졌다

EU는 1999년~2005년 중 실시된 ‘금융서비스 실행 계획(Financial Services Action Plan)’ 과제 중 하나로, 2004년부터 새로운 지급여력제도 논의를 시작했다. 유럽위원회(EC)는 유럽보험연금감독위원회(Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisor; CEIOPS)에 새로운 지급여력제도 마련을 요청했다. CEIOPS는 2005년 10월 Solvency II 초안을 유럽위원회에 제출하고, 2012년에 이를 도입할 계획을 세웠다. 그러나 2008년 글로벌 금융위기와 2010년 유럽 재정 위기 등으로 Solvency II는 2016년에 시행됐다.

금융위기가 아니더라도 Solvency II 도입은 5~6년여간의 시간으로 두며 점진적으로 진행됐다. CEIOPS는 2005년 Solvency II 초안을 제출한 이후 5차례의 Field Test를 약 5년간 진행하며 업계에 도입할 시간을 제공했다.

Solvency II 도입 일정

시기	주요 내용
2005년 10월	Solvency II 초안을 마련하고 유럽의회에 제출
2005년 10월	요구자본 변화조사에 중점을 두어 QIS1 실시
2006년 5월	파산확률과 목표요구자본 설계에 중점을 두어 QIS2 실시
2007년 5월	QIS2 결과를 기초로 목표요구자본을 재설계하여 QIS3 실시
2008년 4월	중소형사를 위한 간편법 등에 중점을 두어 QIS4 실시
2010년 6월	최소요구자본 산출방법 개선 등을 중심으로 QIS5 실시
2016년 1월	Solvency II 본격 시행

자료: 금감원, 키움증권

>>> 보험주 주가는 차별화됐다.

Solvency II 도입이 유럽의 보험주 주가에 미치는 영향은 어떠했을까?

Solvency II 도입을 하나의 변수로 주가에 미치는 영향을 확인하기 힘들다 1)주가에 미치는 변수들이 다양하다는 점과 2) 도입을 논의하기 시작한 시점부터 실제 도입까지 10여년간이 걸렸다는 점, 3) 그동안 금융위기와 유럽 재정위기 등 위기가 2~3차례 정도 진행됐다는 점 때문이다. 이런 한계에도 불구하고 유럽 보험주의 상대 주가 흐름을 살펴보면 Solvency II 도입을 처음 논의하고 QIS를 실시하는 동안 약세를 보였고, 이후 금리 하락에도 불구하고 견조한 흐름을 이어간 것을 볼 수 있다. 본격 시행 직후엔 보험주 주가가 잠시 흔들렸다.

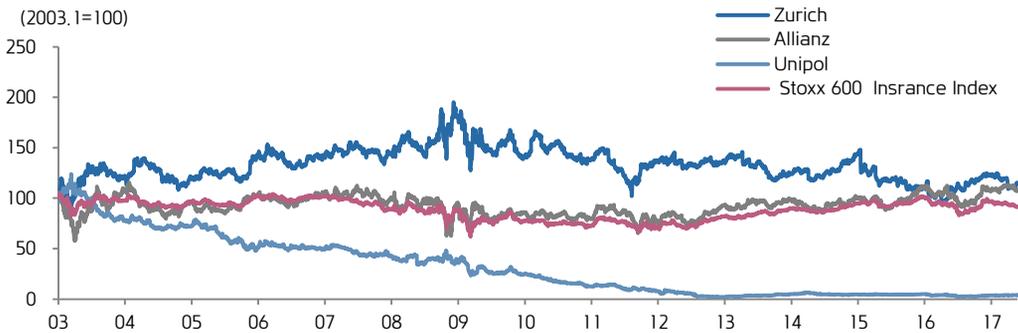
유럽 보험주 상대주가와 금리 추이



주: 다우존스 Stoxx 600 Index 대비 상대주가, 자료: Bloomberg, 키움증권

또한 종목별로 보면 보험주 주가는 차별됐다. 독일의 Allianz 와 스위스의 Zurich는 견고한 주가 흐름을 이어간 반면, 이탈리아의 Unipol 주가는 지속적으로 약세를 이어갔다. 본국의 경제 여건과 영위하는 사업 비즈니스 특성도 영향을 주었으나, 강화되는 자본규제 및 저금리에 대한 대응이 주가 차별화의 주요인이었다. Allianz와 Zurich는 변화하는 환경 하에서 선제적으로 자본 및 리스크 관리에 주력하면서 수익성 극대화를 추구한 반면, Unipol은 당면하는 환경 변화에 대응하기 급급했다.

유럽 보험주 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

Allianz History

시기	내역
1890 년	독일 베를린에서 설립
1893 년	런던 진출
1904 년	미국 및 다른 국가로 시장 진출
~1914 년	네델란드, 이탈리아, 벨기에, 프랑스, 스칸디나비아 국가 등 해외 진출 확대
1949 년	동독과 서독 분리되며 본사를 뮌헨으로 이전
1950 년~1990 년대	해외 진출
2001 년 4 월	Dresdner Bank 지분 80% 인수
2005 년 9 월	지주회사 전환 발표, 이탈리아 자회사 RAS 100% 인수, 2006 년 10 월 지주회사 전환작업 종료
2006 년 6 월	전체 임직원 중 4%인 7,280 명 해고 발표
2008 년 8 월	Commerzbank 에 Dresdner Bank 지분 60.2%를 매각, 2009 년말까지 나머지 지분 모두 매각
현재	보험과 자산관리에 주력 Allianz Global Investors division 은 전세계 5 위 액티브 운용사, PIMCO (bonds), RCM (equities) and Degi (real estate)소유

자료:
키움증권

Unipol History

시기	내역
1962 년	이탈리아 볼로냐에서 설립
1995 년	Casse Emiliano Romagnole 은행그룹과 제휴, 판매채널 확대
1998 년	Unipol Banca 설립 Banca Agricola Mantovana 와 Quadrifoglio Vita 설립
2001 년	Unipol , 9.9% UniSalute 와 20% Linear Assicurazioni 을 Casse Emiliano Romagnole 로부터 재인수. Unipol Banca 매각
2003 년	Reti Bancarie(Banca Popolare Italiana 의 자회사) 청약 참여 Aurora Assicurazioni 의 판매채널 확대
2006 년~2007 년	CEO Giovanni Consorte, bancopoli 스캔으로 사임. 이후 내부거래로 유죄선고 받음
2007 년	대규모 구조조정 Unipol Assicurazioni, Unipol Gruppo Finanziario 로 사명변경. 자회사로 Unipol Assicurazioni 설립
2014 년	Unipol Assicurazioni, Milano Assicurazioni, Premafin 와 Fondiaria-Sai 인수 후 UnipolSai 설립

자료: 키움증권

Allianz 주요 재무지표 (십억 유로,%)

	FY03	FY04	FY05	FY06	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16
Income Statement														
Total revenue	81.4	91.3	89.4	93.1	94.8	76.2	85.2	92.4	90.1	99.0	99.0	100.4	107.1	107.3
Operating Income (Loss)	(0.2)	10.4	12.9	15.9	17.8	7.4	6.9	8.3	6.1	10.1	10.8	9.9	11.1	11.5
Net Income, GAAP	1.9	2.3	4.4	7.0	8.0	(2.4)	4.3	5.1	2.5	5.2	6.0	6.2	6.6	6.9
Balance Sheet														
Total Investments	763	866	855	920	930	436	492	529	545	596	613	700	735	752
Total Assets	936	990	989	1,053	1,061	956	584	625	641	694	712	806	849	884
Total Insurance Reserves	344	368	415	430	437	426	459	498	512	553	570	647	685	711
Short-Term Borrowings	19	24	26	24	19	4	16	16	1	1	1	1	1	5
Long-Term Borrowings	72	47	48	47	53	15	22	22	18	18	19	19	19	21
Total Liabilities	899	953	942	996	1,010	918	542	578	594	641	659	742	783	813
Total Equity	37	38	47	57	51	37	42	47	47	53	53	64	66	70
ROE	7.5	7.7	12.6	15.6	16.2	(6.0)	11.6	11.9	5.7	11.0	11.9	11.2	10.7	10.5

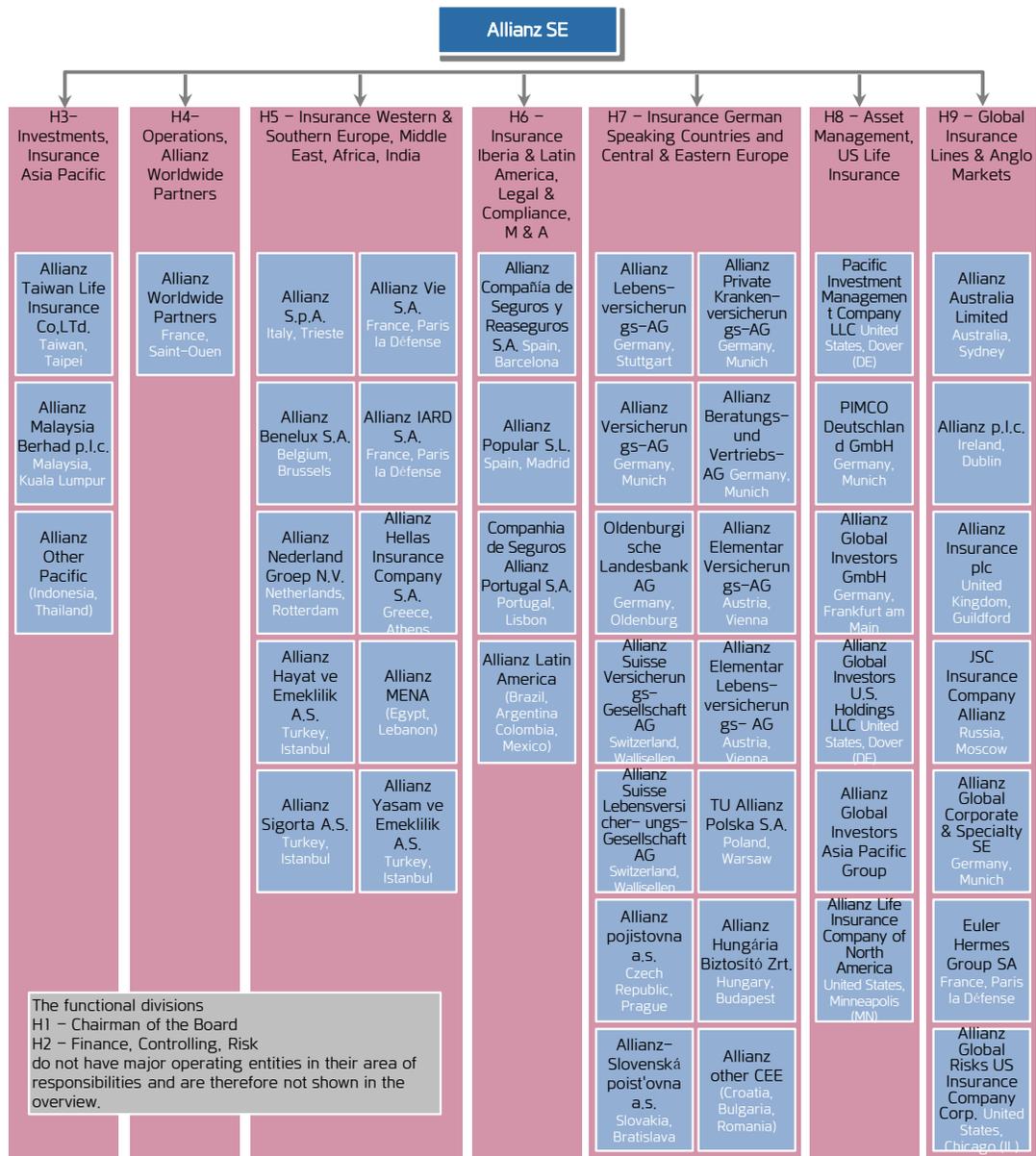
자료: 키움증권

Unipol 주요 재무지표 (십억 유로,%)

	FY03	FY04	FY05	FY06	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16
Income Statement														
Total revenue	7.7	7.4	9.1	9.9	9.0	8.5	10.3	10.4	9.9	14.2	19.5	21.1	18.4	16.4
Operating Income (Loss)	0.2	0.5	0.6	0.8	0.9	0.4	(0.8)	0.4	(0.0)	1.0	0.9	1.1	1.2	0.9
Net Income, GAAP	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.1	(0.8)	0.0	(0.1)	0.3	(0.1)	0.2	0.3	0.3
Balance Sheet														
Total Investments	20	28	35	36	39	35	40	34	33	71	72	78	79	81
Total Assets	30	32	40	42	46	42	46	52	40	84	84	89	90	92
Total Insurance Reserves	26	22	26	27	30	28	30	24	23	59	59	64	66	67
Short-Term Borrowings	0	0	0	0	0	1	1	1	1	2	2	1	1	1
Long-Term Borrowings	1	1	1	1	1	2	4	4	4	5	6	6	7	6
Total Liabilities	27	29	34	36	41	38	42	48	36	76	77	80	81	84
Total Equity	3	3	6	6	5	4	4	4	3	7	7	8	8	8
ROE	7.7	5.9	3.8	3.1	4.6	1.3	(25.3)	1.0	(2.5)	4.1	(0.9)	2.1	4.8	5.9

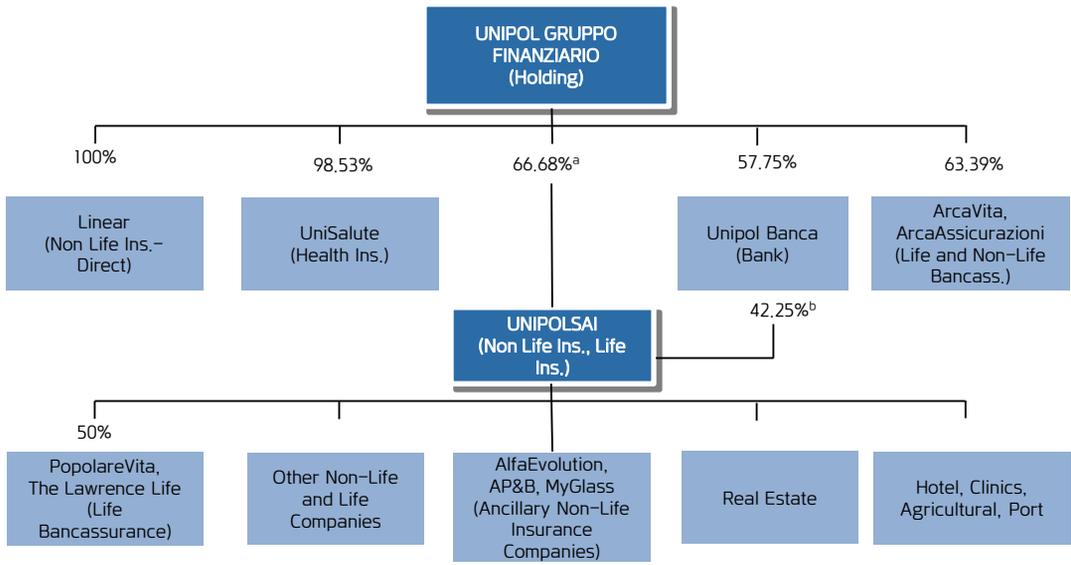
자료: 키움증권

Allianz 지배 구조



자료: Allianz, 키움증권

Unipol Group 지배 구조



* Listed Company

자료: Unipol, 키움증권

Allianz와 Zurich는 Solvency II 도입이 논의되기 시작한 시점부터 내부 리스크 관리 모형 등을 통해 지속가능 성장을 위한 중장기 자본관리 목표를 세워 관리했다. 반면, Unipol은 2005년경에도 회사의 양적 확대에 주력했으며, CEO는 스캔들에 시달렸고 내부거래로 유증선고를 받았다.

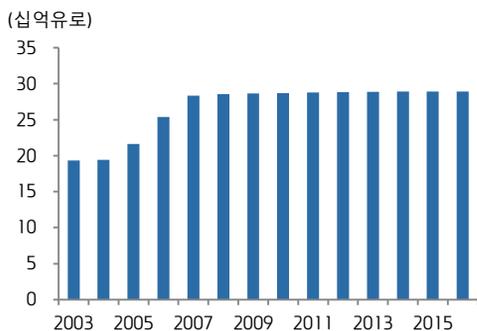
2016년말 Allianz의 지급여력비율은 200%를 상회한 반면, Unipol은 141%에 불과하다. Allianz는 2005년 증자 이후, 대규모 구조조정과 지주회사 전환을 통해 비용을 효율화했고, 은행 지분을 매각하고 보험과 자산운용부분에 주력했다. 동사는 안정적 자본구조를 가져가기 위해 2008년 이후 지속적으로 Leverage 비율을 낮추고 있다. 운용자산 포트폴리오 측면에서도 채권 비중을 증대해 듀레이션갭을 축소시킨 한편 저금리에 대응하기 위해 2010년경부터 대체투자도 확대하고 있다.

유럽 보험사들의 지급여력비율 추이



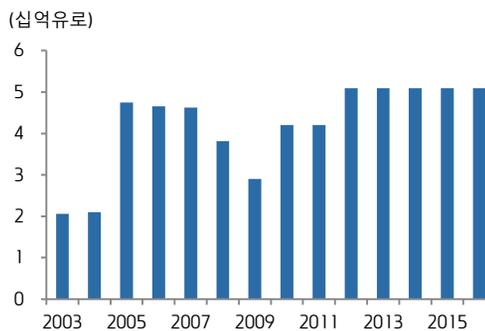
주: Allianz와 Unipol은 SCR는 Solvency Capital Requirement, Zurich는 SST는 Swiss Solvency Test, 자료: Allianz, Unipol, Zurich 키움증권

Allianz의 보통주 자본금 및 주식발행초과금



자료: Bloomberg, 키움증권

Unipol의 보통주 자본금 및 주식발행초과금



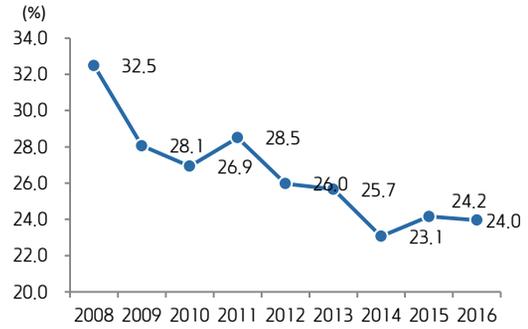
자료: Bloomberg, 키움증권

Allianz의 재무구조



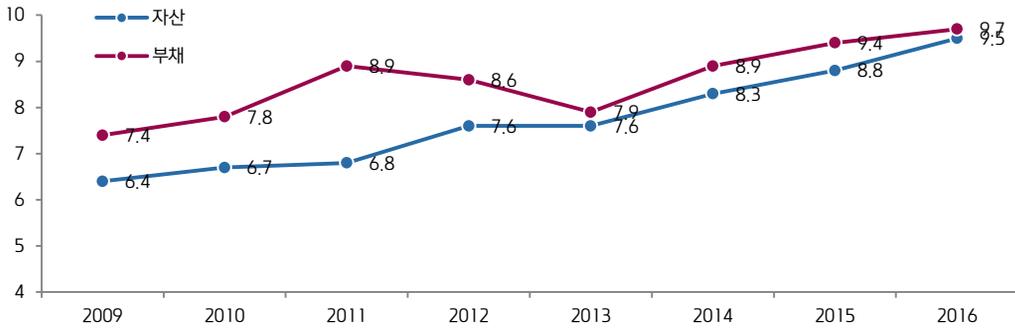
자료: Allianz, 키움증권

Allianz의 Financial Leverage



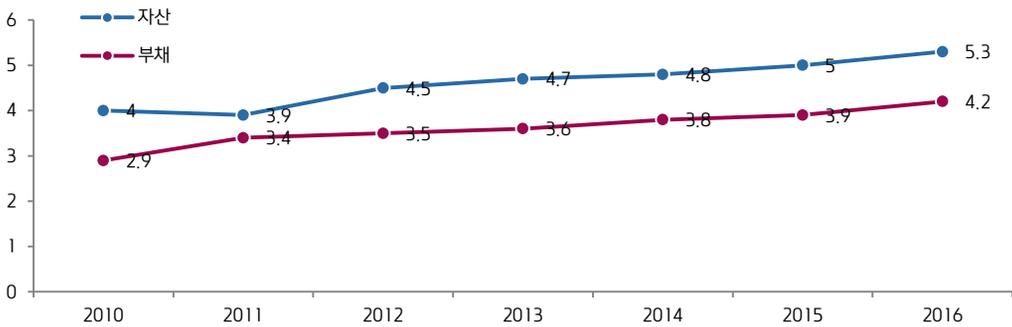
자료: Allianz, 키움증권

Allianz의 생명보험 부분 자산·부채 듀레이션 추이



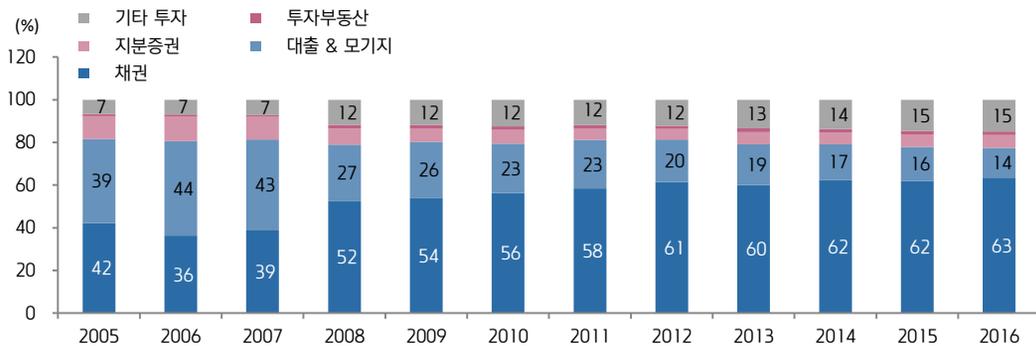
주: 2011년 Swap Rate 100bp 하락, 자료: Allianz, 키움증권

Allianz의 손해보험 부분 자산·부채 듀레이션 추이



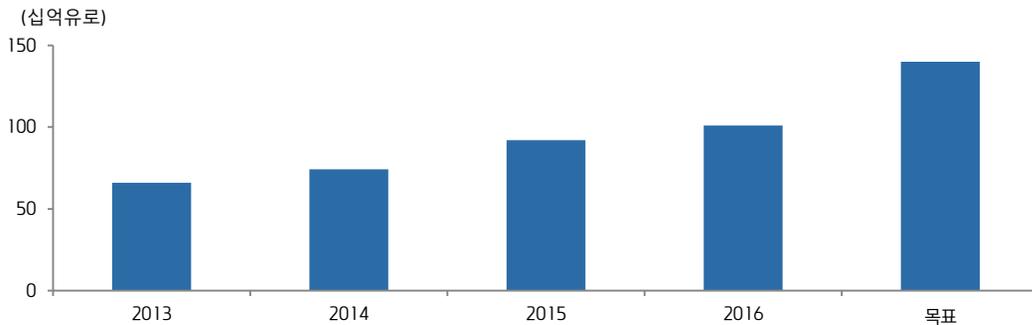
주: 2011년 Swap Rate 100bp 하락, 자료: Allianz, 키움증권

Allianz의 운용자산 내 포트폴리오 비중 추이



자료: Allianz, 키움증권

Allianz의 대체투자 추이와 단기 목표



자료: Allianz, 키움증권

Allianz의 Solvency II 대응 운용전략

	Capital charges	Solvency II framework	Economic implications
Government Bonds	0% for EU member states	<ul style="list-style-type: none"> Sovereign debt crisis not reflected 	<ul style="list-style-type: none"> Sovereigns become preferred asset class
Corporate Bonds and Loans (AAA rating, 1-10yrs. Duration)	0.9%-7.0%	<ul style="list-style-type: none"> Loans treated like bonds Equal treatment of all industry sectors 	<ul style="list-style-type: none"> More limited financing possibilities, esp. for banks <ul style="list-style-type: none"> Increased pressure to shorten liability duration
Covered bonds (AAA rating, 1-10yrs. Duration)	0.7%-6.0%	<ul style="list-style-type: none"> Charges too high compared to corporate bonds 	<ul style="list-style-type: none"> Reduced refinancing possibilities for banks
"Securitization" (AAA rating, Type 1, 1-10yrs. Duration)	2.1%-21%	<ul style="list-style-type: none"> Very high charges for Type 1 Type 2 charges: >4 times higher (up to 100%) 	
Equities	39%-49%	<ul style="list-style-type: none"> In combination with IFRS9, high charges drive insurance sector more and more out of this asset class 	<ul style="list-style-type: none"> Role of insurance industry as equity investor becomes less important Shrinking yields for privately financed pension savings
Real estate	25%	<ul style="list-style-type: none"> Proposed charges calibrated to UK market (traditionally high volatility—unlike many markets in continental Europe) 	<ul style="list-style-type: none"> Attractiveness of real estate investments decreases less inflation protection in private pension savings

자료: Allianz, 키움증권

V. 새 정부의 보험 정책 분석

문재인 정부가 들어선 이후, 금융권에 미치는 영향에 대한 분석이 한창이다.

금융위원장이 아직 선정되지 않은 상황에서 가계부채 이슈가 큰 은행들이 선제적으로 대응하고 있어 아직 보험사들에 대한 영향은 미미해 보인다. 또한 스튜어드십 코드 도입 논의는 대주주가 민간인 보험사에 주주친화정책을 강화할 계기처럼 보여진다. 물론, 자본여력이 충분한 보험사에 한한다.

자본규제 강화에 대응하기 위한 보험료 가격 자율화에 대한 문재인 정부의 스탠스를 아직 확인하긴 힘들다. 다만, 문재인 정부의 일자리 정책과 보건 의료 정책이 구체화 시 보험주엔 긍정적이지만은 않을 것으로 예상된다.

>>> 17년 장기위험손해율 안정화 예상

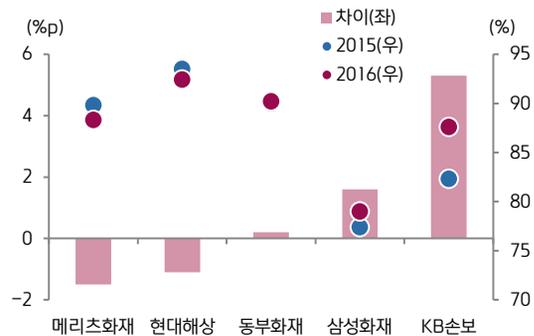
작년부터 손보주 주가 상승을 견인했던 자동차보험 손해율 개선 모멘텀은 하반기로 갈수록 점차적으로 축소될 예정이다. 이를 대신할 수 있을 것으로 기대되는 모멘텀으로 장기위험손해율 개선이 있다. 지난 3년간의 장기위험손해율 인상으로 대부분 손보사들의 장기위험손해율은 작년부터 안정화되는 흐름을 보이고 있다. 3년간 보험료 인상 폭과 갱신 주기 등을 감안 시 올해 장기위험손해율은 1~2%p 개선될 개연성이 높다.

실손의료보험 보험료 인상을 손해율 추이 (단위:%)

	직전 3년간 보험료 인상률(직전년도말 대비)			직전 3년간 손해율		
	2015	2016	2017	2014	2015	2016
삼성화재	17.9	22.6	24.8	104.4	105.8	109.9
동부화재	20.8	24.8	24.8	129.3	130.5	129.7
현대해상	16	27.3	26.9	149.8	153.9	147.7
KB손해보험	15.9	20	26.1	130.5	128.8	134.2
메리츠화재	16	19.5	25.6	138.9	133.7	133.3
한화손보	12.4	17.7	20.4	151.4	148.8	149.7
삼성생명	-1.6	22.7	0	101.1	99.8	110.3
한화생명	-1.9	22.9	0	103.1	96.2	114.5
동양생명	-1.8	15.5	21.7	105.7	103.9	135.4
미래에셋생명	-2.9	21.8	18.3	90	90.4	105.8

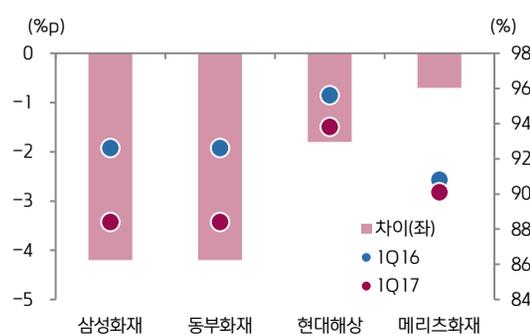
자료: 키움증권

2015년 대비 2016년 위험손해율 증감 현황



주: 메리츠화재와 삼성화재는 K-GAAP 기준, 이외 K-IFRS 기준 자료: 보험업계, 키움증권

1Q16 대비 1Q17 위험손해율 감소 현황



주: 메리츠화재와 삼성화재는 K-GAAP 기준, 이외 K-IFRS 기준 자료: 보험업계, 키움증권

>>> 장기위험손해를 추세적 개선세 진입 여부는 미지수

다만, 장기위험손해율이 추세적인 개선으로 진입했다고 아직 확실하긴 이른다. 문재인 정부의 보건 의료 정책이 박근혜 정부보다 보험사에 비우호적이기 때문이다.

실손보험에 대한 정부의 정책 영향도는 크다.

박근혜 정부가 창조경제라는 미명하에 의료민영화를 추구하고 보험사들의 높은 실손보험손해를 안정화에 초점을 두었다면, 문재인 정부는 건강보험 보장성 강화에 보다 주력하는 모양새이다.

실제 문재인 대통령의 보건 의료 정책 관련 공약의 기본 골자는 18대 대선 때와 유사하다.

18대 대선과 다른 점은 선행과제로 일자리 정책을 두면서, 건강보험 확대 시 예산에 대한 구체적인 계획이 누락되어 있다는 점이다. 따라서 아직까지 건강보험 관련 정책은 선언적 문구에 그치고 있다. 한국 경제 여건 상 당장 문재인 정부가 건강보험 확대에 정부 예산을 집중할 가능성은 크지 않으나, 중기적 실행 과제가 될 수 있다.

문재인 대통령의 보험 및 보건 의료 관련 정책

<사회(고용) 안전망 확대, 강화>

- 보험설계사, 학습지교사, 골프장 캐디, 택배기사, 퀵서비스 기사, 레미콘 기사, 대출모집인, 신용카드모집인 등 특수형태근로자 고용보험 적용

<건강보험 강화>

- 실질적인 본인부담 100만원 상한
 - 소득분위 하위 50%까지는 현행 본인부담 상한 금액을 100만원까지 인하
 - 비보험 진료에 급여화하여 실질적인 본인부담 100만원 상한제 달성
- 고가의 검사비, 신약, 신의료기술 등 건강보험이 적용되지 않는 비급여를 축소하고 건강보험 적용을 대폭 확대
 - 환자간병, 특진비, 상급병실료 등 3대 비급여는 물론 의료적 필요성이 인정되는 미급여의 급여화를 추진하고, 본인부담률 차등 적용
- 치과·한의 치료에 대한 건강보험 적용 대상 및 기준 확대
 - 노인틀니 및 치과 임플란트, 보청기 건강보험 적용 확대, 구강검진 항목 개선
 - 생애주기별 한방 진료에 대한 건강보험 보장성 확대
- 민간 실손보험료 인하 유도
 - 민간 실손보험이 건강보험으로부터 받는 반사이익분만큼 실손보험료 인하 유도

<의료 영리화 막고 공공성 강화>

- 재벌에게 특혜주고 국민에게 부담 주는 의료영리화 정책 저지
 - ‘서비스산업발전기본법’에서 보건 의료 분야 제외
 - 원격의료는 의료인-의료인 사이의 진료 효율화를 위한 수단으로 한정
 - 병원의 영리자법인 설립을 금지하고, 현행 법률에서 허용하고 있는 부대사업의 범위 내에서 경영효율화 추진
 - 대자본에 의한 영리형 체인화의 우려가 높은 법인약국 허용 반대
- 의료의 공공성 강화
 - 지방의료원 등 공공의료기관의 기능과 역할 확대, 공공적 목적을 수행하기 위한 건강한 적자에 대한 지원 확대
 - 지역별로 공공의료기관 및 요양시설 확충
- 필수약품에 대한 공공적 공급체계 구축

자료: 더불어민주당, 키움증권

또한 최근 교보생명의 온라인 청구시스템을 구현은 중장기적으로는 보험사에 데이터 집계를 용이케 한다는 장점이 있으나, 단기적으로 청구량 증가로 장기위험손해율이 악화될 개연성이 있다. 내년 4월 시행 예정인 단독형 상품 판매 의무화도 손보업계엔 부담요인이다.

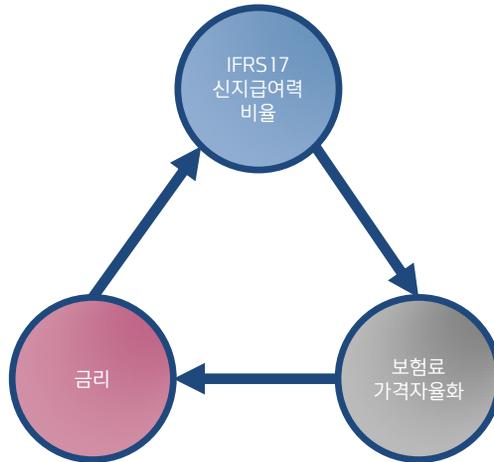
>>> 금리와 정책의 유기적 관계

지속되는 거시경제 불확실성과 강화되는 자본규제 속에서 보험사들은 대응 방안 강구에 주력하고 있다. 작년 하반기를 기점으로 금리가 바닥을 형성한 점은 보험사에게 다행이나, 금리 변동성 확대와 새로 들어설 금융당국의 규제는 여전히 불안한 요인이다.

2015년~2016년 저금리가 심화되면서 회계 및 지급여력제도 변화에 대한 보험사들의 대응 여력이 부족할 때, 금융당국은 보험료 가격 자율화 등 규제 완화를 통해 보험사들의 수익성 개선을 가능케 해주었다. 보험사들의 건전성 관리가 금융소비자 보호와 직결되기 때문이다.

최근 금리 반등은 보험사들의 자본규제에 대한 숨통을 틔어 줄 것이다. 하지만 이는 역으로 금융당국의 보험사에 대한 규제 완화 스탠스를 축소케 할 유인으로 작용할 수 있다.

금리와 정책은 유기적 관계



자료: 키움증권

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
삼성화재 000080 담당자변경	2013-02-01	BUY(Maintain)	267,000원
	2013-03-04	BUY(Maintain)	289,000원
	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
	2016-04-01	BUY(Maintain)	380,000원
	2016-05-02	BUY(Maintain)	380,000원
	2016-05-27	BUY(Maintain)	380,000원
	2016-07-01	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
	2016-10-04	BUY(Maintain)	380,000원
	2016-10-19	BUY(Maintain)	380,000원
	2016-11-01	BUY(Maintain)	380,000원
	2016-12-01	BUY(Maintain)	380,000원
	2016-12-01	BUY(Maintain)	380,000원
	2017-01-02	BUY(Maintain)	380,000원
2017-01-17	BUY(Maintain)	380,000원	
2017-02-16	BUY(Maintain)	380,000원	
2017-03-02	BUY(Maintain)	360,000원	
2017-04-02	BUY(Maintain)	360,000원	
2017-04-28	BUY(Maintain)	360,000원	
2017-05-30	BUY(Maintain)	360,000원	

종목명	일자	투자의견	목표주가
현대해상 001450 담당자변경	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
	2015-11-09	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
	2016-05-27	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
	2016-10-04	BUY(Maintain)	40,000원
	2016-10-19	BUY(Maintain)	40,000원
2016-11-01	BUY(Maintain)	40,000원	
2016-12-01	BUY(Maintain)	40,000원	
2017-01-17	BUY(Maintain)	40,000원	
2017-02-20	BUY(Maintain)	37,000원	
2017-03-02	BUY(Maintain)	37,000원	
2017-04-03	BUY(Maintain)	37,000원	
2017-04-28	BUY(Maintain)	40,000원	
2017-05-30	Outperform(Downgrade)	40,000원	

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
동부화재 005830	담당자변경	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
	2015-11-09	BUY(Maintain)	80,000원
	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
	2016-05-02	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
	2016-09-01	BUY(Maintain)	86,000원
	2016-09-27	BUY(Maintain)	86,000원
	2016-10-04	BUY(Maintain)	86,000원
	2016-10-19	BUY(Maintain)	86,000원
	2016-11-01	BUY(Maintain)	86,000원
	2016-12-01	BUY(Maintain)	86,000원
2017-01-17	BUY(Maintain)	86,000원	
2017-02-23	BUY(Maintain)	86,000원	
2017-03-02	BUY(Maintain)	80,000원	
2017-04-03	BUY(Maintain)	80,000원	
2017-04-28	BUY(Maintain)	80,000원	
2017-05-30	BUY(Maintain)	80,000원	
삼성생명 032830	2014-11-27	BUY(Initiate)	140,000원
	2012-01-12	BUY(Maintain)	140,000원
	2015-02-13	BUY(Maintain)	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
	2016-05-27	BUY(Maintain)	142,000원
	2016-07-19	BUY(Maintain)	130,000원
	2016-08-11	BUY(Maintain)	130,000원
	2016-08-19	BUY(Maintain)	130,000원
	2016-10-19	BUY(Maintain)	130,000원
	2016-11-14	BUY(Maintain)	130,000원
	2017-01-17	BUY(Maintain)	130,000원
2017-02-20	BUY(Maintain)	130,000원	
2017-05-15	BUY(Maintain)	130,000원	
2017-05-30	BUY(Maintain)	140,000원	

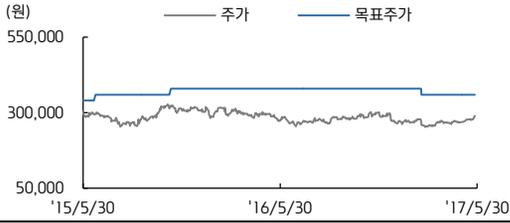
종목명	일자	투자의견	목표주가
메리츠화재 000060	담당자변경	2014-11-27	BUY(Reinitiate) 15,000원
	2015-01-02	BUY(Maintain)	15,000원
	2012-01-12	BUY(Maintain)	15,000원
	2015-04-01	BUY(Maintain)	14,000원
	2015-06-01	Marketperform(Downgrade)	14,000원
	2015-06-08	Marketperform(Maintain)	15,000원
	2015-07-09	Marketperform(Maintain)	16,000원
	2015-08-04	Marketperform(Maintain)	16,000원
	2015-10-01	Marketperform(Maintain)	16,000원
	2015-10-13	Marketperform(Maintain)	16,000원
	2015-11-09	Marketperform(Maintain)	16,000원
	2016-01-29	Marketperform(Maintain)	16,000원
	2016-04-01	Marketperform(Maintain)	16,000원
	2016-04-28	Marketperform(Maintain)	16,500원
	2016-05-27	Marketperform(Maintain)	16,500원
	2016-07-01	Marketperform(Maintain)	16,500원
	2016-07-19	Marketperform(Maintain)	16,500원
	2016-10-04	Marketperform(Maintain)	16,500원
	2016-10-19	Marketperform(Maintain)	16,500원
	2016-10-28	Marketperform(Maintain)	16,500원
2016-12-01	Marketperform(Maintain)	16,500원	
2017-01-17	Marketperform(Maintain)	16,500원	
2017-03-02	Marketperform(Maintain)	16,500원	
2017-04-03	Marketperform(Maintain)	16,500원	
2017-05-02	Marketperform(Maintain)	18,000원	
2017-05-30	Marketperform(Maintain)	18,000원	
한화생명 088350	2014-11-27	Marketperform(Initiate)	8,700원
	2015-02-16	Marketperform(Maintain)	8,700원
	2015-04-01	Marketperform(Maintain)	8,700원
	2015-05-18	Marketperform(Maintain)	8,000원
	2015-07-09	Marketperform(Maintain)	8,700원
	2015-08-17	Marketperform(Maintain)	8,700원
	2015-10-13	Outperform(Upgrade)	9,000원
	2015-11-13	Outperform(Maintain)	9,000원
	2016-01-29	Outperform(Maintain)	9,000원
	2016-05-12	Outperform(Maintain)	8,500원
	2016-05-27	Outperform(Maintain)	8,000원
	2016-07-19	Outperform(Maintain)	8,000원
	2016-08-16	Marketperform(Downgrade)	7,000원
	2016-10-19	Marketperform(Maintain)	7,000원
	2016-11-11	Marketperform(Maintain)	7,000원
2017-01-17	Marketperform(Maintain)	7,000원	
2017-02-24	Marketperform(Maintain)	7,000원	
2017-05-16	Marketperform(Maintain)	7,000원	
2017-05-30	Marketperform(Maintain)	7,000원	

투자의견변동내역(2개년)

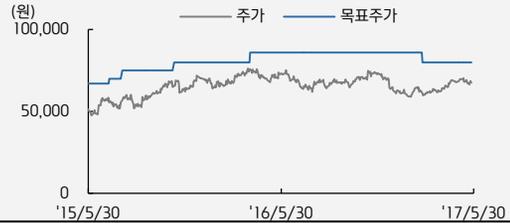
종목명	일자	투자의견	목표주가
동양생명 082640	2015-07-28	BUY(Initiate)	17,000원
	2015-08-17	BUY(Maintain)	17,000원
	2015-10-13	BUY(Maintain)	17,000원
	2015-11-13	BUY(Maintain)	17,000원
	2016-01-29	BUY(Maintain)	14,000원
	2016-04-29	BUY(Maintain)	14,000원
	2016-05-13	Outperform(Downgrade)	13,000원
	2016-05-27	Outperform(Maintain)	13,000원
	2016-07-19	Outperform(Maintain)	13,000원
	2016-08-12	Marketperform(Downgrade)	12,500원
	2016-10-19	Marketperform(Maintain)	12,500원
	2016-11-14	Marketperform(Maintain)	12,500원
	2017-01-17	Marketperform(Maintain)	12,500원
	2017-05-22	Marketperform(Maintain)	12,000원
	2017-05-30	Marketperform(Maintain)	12,000원

목표주가 추이 (2개년)

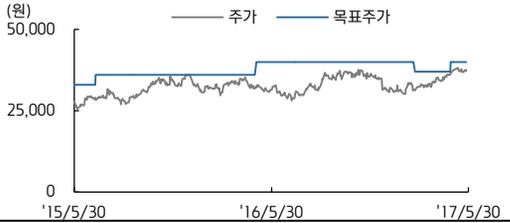
삼성화재(000810)



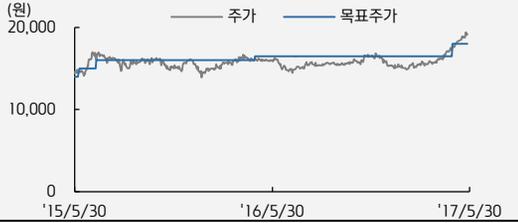
동부화재(005830)



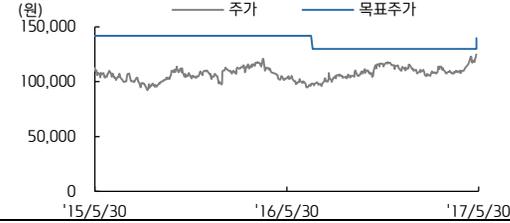
현대해상(001450)



메리츠화재(000060)



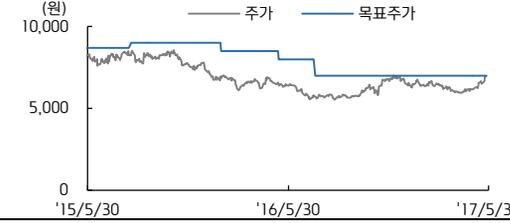
삼성생명(032830)



동양생명(082640)



한화생명(088350)



투자익전 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상	Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20%주가상승예상	Neutral(중립)	시장대비+10~-10%변동예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10%주가변동예상	Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20%주가하락예상		
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상		

투자등급 비율 통계 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%