

보험 Neutral



보험/증권

Analyst 김고은

02. 6454-4871

goenkim@meritz.co.kr

초저금리 시대, 글로벌 보험사는 어떻게 운용하나?

Part I 저금리 상황의 해외생명보험사 운용 현황

Part II 국내 생명보험사의 규제와 운용 현황



Contents

Part I	저금리 상황의 해외생명보험사 운용 현황	7
Part II	국내 생명보험사의 규제와 운용 현황	25
Part III	생명보험사 valuation	34

초저금리 시대, 글로벌 보험사는 어떻게 운용하나?

I 저금리 상황의 해외생명보험사 운용 현황

- 일본 생보사 국채 및 해외 비중이 동시에 증가하는 모습. 자산 듀레이션 확대를 위해 장기 국채 편입하고 수익률 추구 위해 해외 투자 확대
- 일본 생보사 운용자산 수익률은 약 2% 수준, '15년 이전에는 해외자산 수익률 3~4%로 높아 운용수익률 제고에 기여했으나
- '16년 이후 헤지 비용 상승, 엔화 강세 등으로 관련 수익률 하락, 이에 따라 환헤지 비율을 60~70% 에서 조정하며 대응 중
- 대만 또한 2000년 부터 저금리 정책으로 역마진 발생, 자국 내 채권 시장이 협소하여 적극적인 해외 투자, 최근 비중 60% 이상으로 확대
- 채권 투자 중 90% 이상이 회사채 및 금융채로 구성되어 있어 적극적인 신용리스크 부담, 50% 이상의 자산이 미국에 투자되어 있음
- 대만 역시 최근 환헤지 비용이 증가 하고 FX 손실이 발생하고 있으나 '12년 외환충당금 제도 도입, 관리변동환율제로 손익 변동성 제한
- 유럽 기반의 생명보험사의 경우 자국 내 직접 투자가 용이해 글로벌 다각화된 채권 투자, 회사채 투자로 대응
- 또한 자국 내에서만 보험 영업을 하지 않고 전 세계적인 영업을 하고 있어 아시아 보험사 대비 외환 리스크에 대한 노출 크지 않음

II 국내 생명보험사의 규제와 운용 현황

- 2년간 RBC 비율의 잔존만기 구간 확대, 연동형 최저보증 금리리스크 요구자본 증가 등으로 장기채 편입 수요가 상당해
- 자산 듀레이션 확대 및 초과수익률 추구 위해 해외채권 비중이 상승했으나 헤지 비용 상승하며 운용수익률에 부담으로 작용
- 최근 금융당국 1년 미만의 파생상품에 대해 시장위험액 확대안을 발표했고 해외투자 전체 한도 폐지 법안은 통과되지 않는 상황
- 국내 시장 금리의 절대 수준이 독일/일본/대만보다 높지만 국내 생보사 상황이 보다 심각하다고 판단
- 초저금리 시대를 먼저 겪고 있는 일본, 독일의 경우 예정이율 인하 및 계약 전환을 유도해 현재 이차 부문 마진이 발생하고 있는 상황이나
- 국내 생보사의 경우 역마진 수준이 상당하고 적극적으로 공시이율을 인하하는 경우 RBC 하락 요인이 될 수 있다는 점 또한 부담
- 높은 부담금리, 협소한 국내 채권, 회사채 시장, 외화 투자 규제, 외환 리스크 등으로 쉽지 않은 상황
- 금융당국은 자본 충격을 최소화 하기 위해 LAT 규제 완화 및 K-ICS 경과 조치 충분히 가져갈 예정이나 손익에 대해 대안 제시는 어려움



MERITZ

보험

Part I

저금리 상황의 해외생명보험사 운용 현황



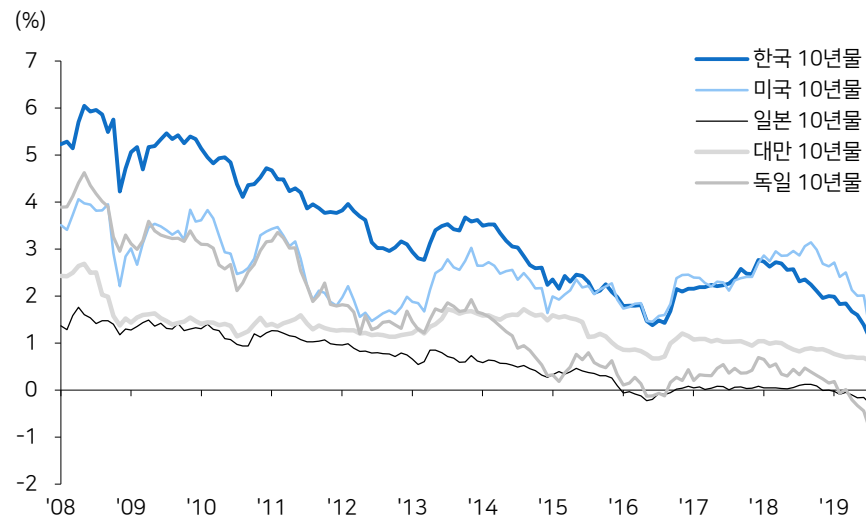
글로벌 저금리 심화되고 있어 보험사 운용 환경 악화 중

Industry Indepth
보험

글로벌 저금리 가속화

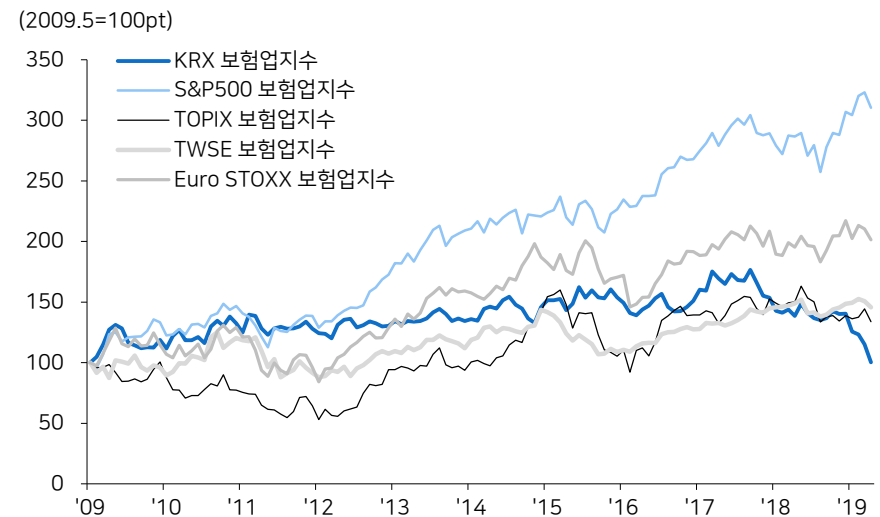
- 보험사, 특히 생명보험사는 IFRS17 및 K-ICS의 도입과 더불어 시장금리 하락에 대응해야 하는 상황
- 일본, 독일은 마이너스 금리 시대로 진입하는 등 글로벌 저금리 환경 또한 심화 중
- 비교적 먼저 저금리 상황에 대해 대응하기 시작한 해외보험사의 운용 현황에 대해 알아보고자 함

글로벌 국고채 10년 금리 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 보험 Index 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

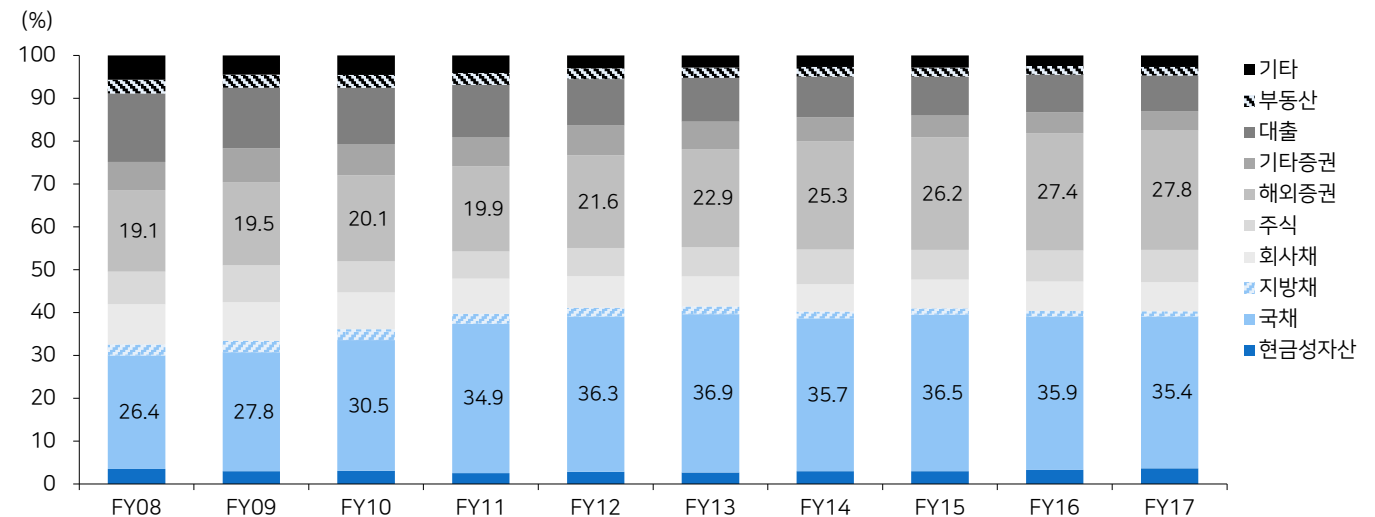
일본 생명보험사 저금리 대응 위해 운용자산 변화

Industry Indepth
보험

일본 보험사 운용 현황

- 국내보다 이른 시기부터 장기간 지속되고 있는 초저금리 상황의 일본 생명보험사
- 저축성 보험 축소, 보장성 보험 증가와 같은 판매 전략 변화와 더불어 운용 자산 부문에도 많은 변화
- 일본국채 및 해외채권 비중이 동시에 증가
- 자산 듀레이션 확대를 위해 장기 국채 편입하고 하고 있으며
- 국고채 마이너스 금리~0%대 유지되고 있어 수익률 추구 위해 해외 채권 비중 늘리는 중

일본 생명보험사 운용자산 변화



자료: 일본생명보험협회, 메리츠증권증권 리서치센터

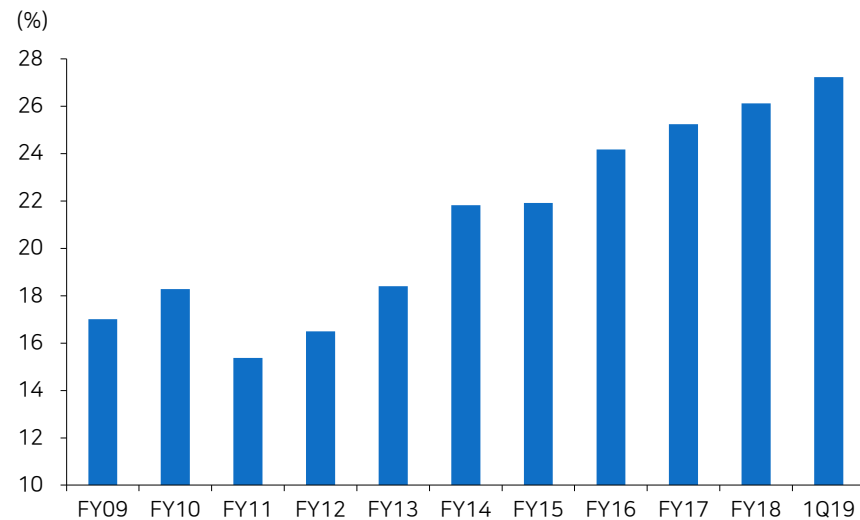
아베노믹스 영향으로 해외투자 비중 급격히 증가

Industry InDepth
보험

일본 보험사 운용 현황

- 아베노믹스로 국채 금리 하락, 엔저 추세가 가속화되면서 '13년 이후 해외투자 비중이 급격히 증가
- 기존에는 미국국채 위주의 투자가 이뤄지다 최근 헤지 비용이 증가하면서
- 미국 회사채, MBS, 유로 채권 등의 편입이 증가하고 있음
- 해외 저금리 상황도 가속화되면서 SOC 등 대체 투자 확대에 대응 중

다이이치생명 해외자산 비중



자료: 다이이치생명, 메리츠증권증권 리서치센터

달러/엔 환율 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

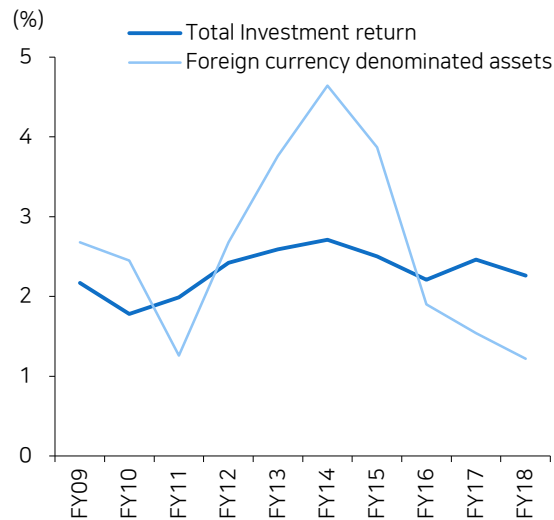
'16년 이후 환헤지 비용 증가로 해외채권 수익률 하락세이나

Industry Indepth
보험

일본 보험사 운용 현황

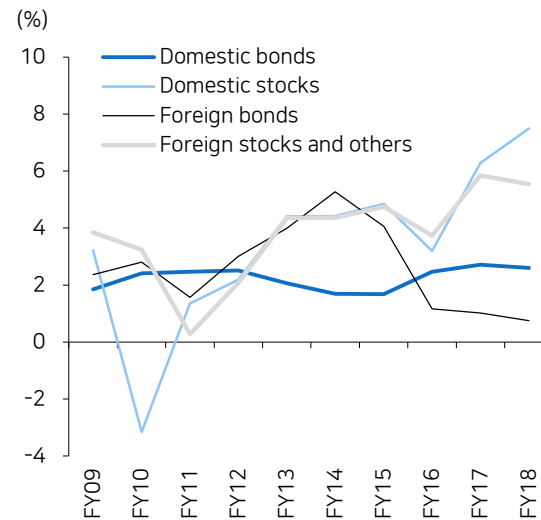
- 일본생명보험사 운용자산 수익률은 약 2% 수준
- '15년 이전에는 해외투자 자산 수익률이 3~4% 수준으로 이익 기여도가 높았으나
- '16년 이후 환헤지 비용 증가, 엔화 강세 등으로 현재 해외 자산이 일본 내 자산 수익률 대비 낮은 수준

다이이치생명 운용수익률



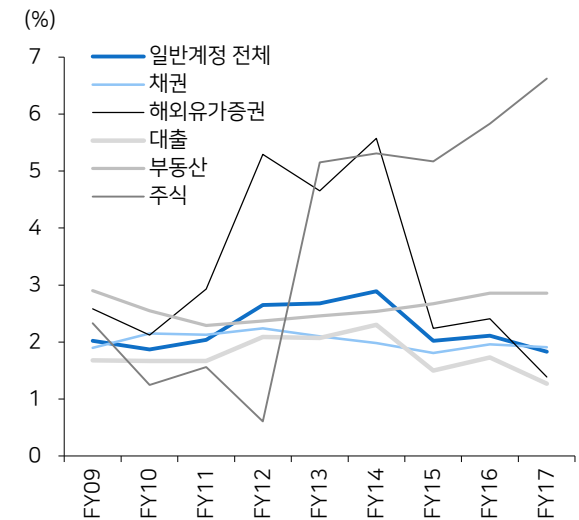
자료: 다이이치생명, 메리츠증권증권 리서치센터

다이이치생명 자산별 운용수익률



자료: 다이이치생명, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 생명보험사 자산별 수익률



자료: 일본생명보험협회, 메리츠증권증권 리서치센터

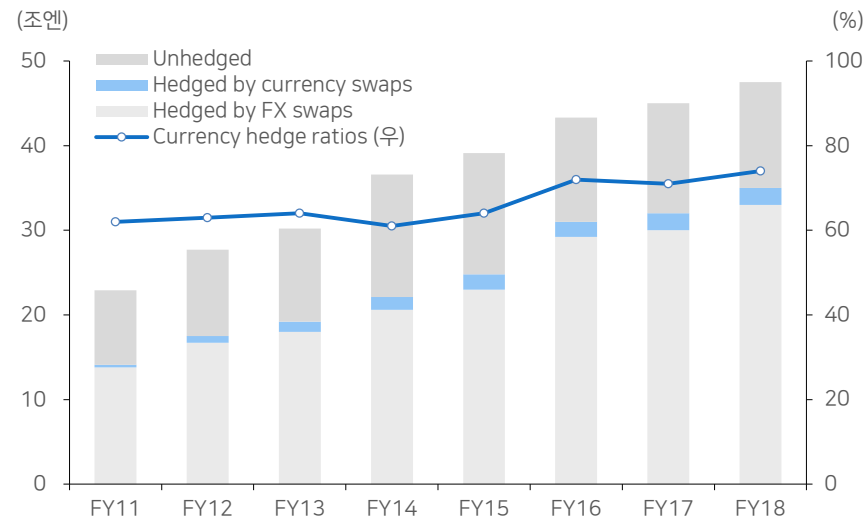
환헤지 비율 60~70%에서 조정하며 대응 중

Industry InDepth
보험

일본 보험사 운용 현황

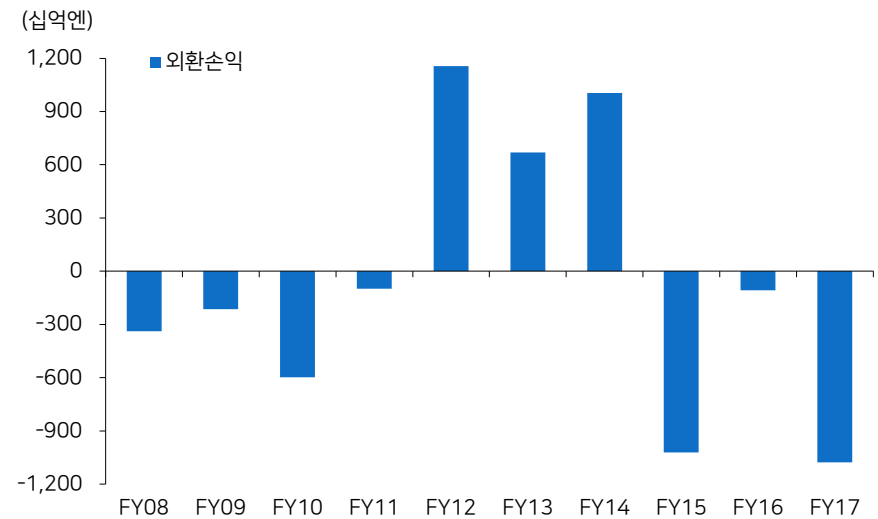
- 외환 환경 좋지 않아 일본 생명보험사 해외자산 비중은 계속해서 증가 중
- 미국 국채 편입 축소하고 유로 채권 편입 하며 대응하는 모습
- 엔화 강세 추세에서 헤지 비율 높이고 반대 경우 헤지 비율 낮추며 환헤지 비중 60~70%에서 조정

일본생보사 해외증권 환헤지 추이



자료: BOJ, 메리츠증권증권 리서치센터

일본생보사 외환관련 손익



자료: 일본생명보험협회, 메리츠증권증권 리서치센터

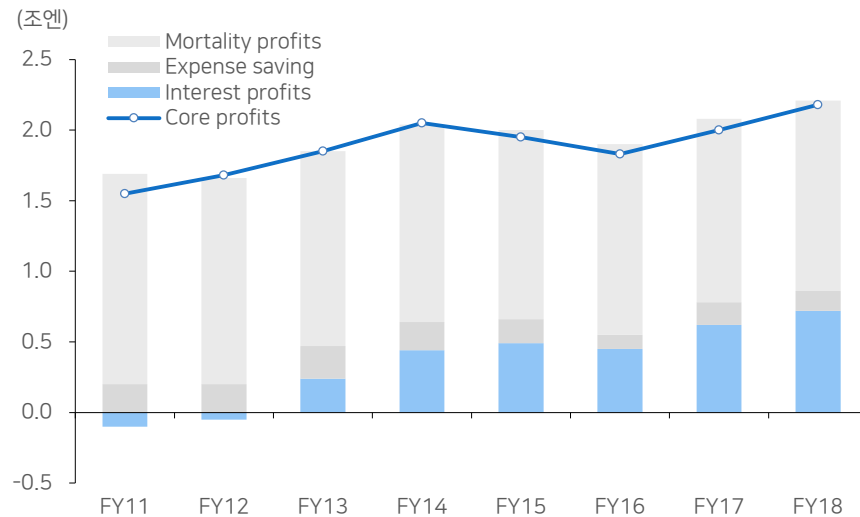
'12년 이후 이차마진 흑자로 전환되어 무리한 운용 하지 않음

Industry InDepth
보험

일본 보험사 운용 현황

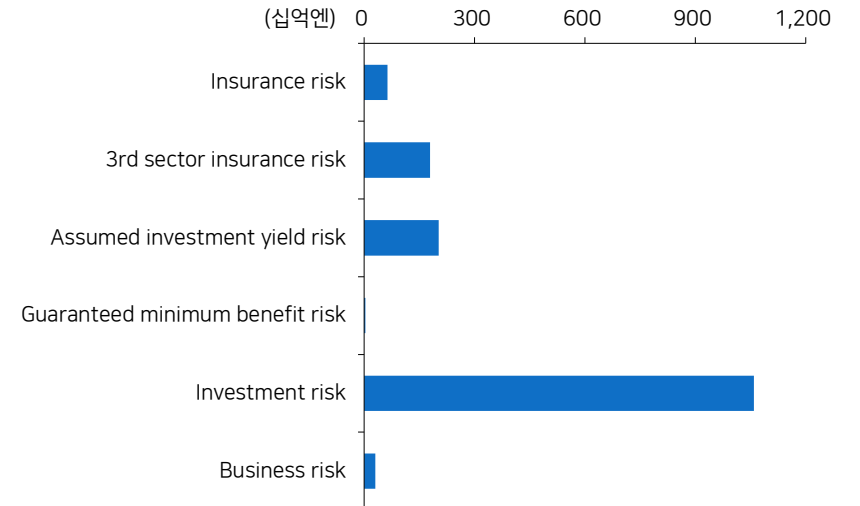
- 일본은 이차마진이 '12년 이후 흑자로 돌아섰고
- 사차익 규모가 커 운용에 있어 무리한 위험부담을 하고 있지 않음
- 저축성 보험은 주로 달러, 호주달러 보험 판매되며 환리스크를 계약자와 함께 부담
- 다만, 최근에는 엔화 강세 되면서 민원이 증가
- IFRS17 및 ICS 도입 국가가 아니며 Solvency margin ratio 가 900~1,000% 수준으로 높은 편

일본생명보험사 30이원 손익



자료: BOJ, 메리츠증권증권 리서치센터

다이이치생명 분류별 리스크량(2018)



자료: 다이이치생명, 메리츠증권증권 리서치센터

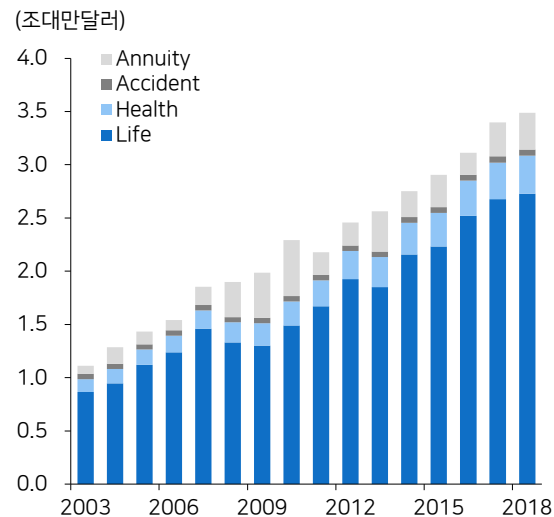
대만 생명보험사 저금리에도 자산 성장을 높아 부담

Industry Indepth
보험

대만 보험사 운용 현황

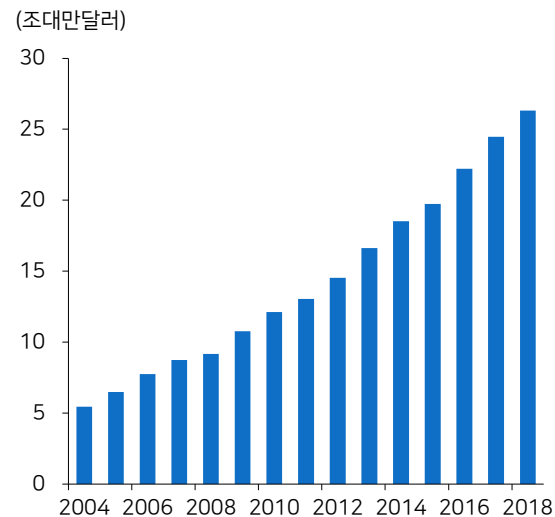
- 대만의 경우 2000년대 저금리 시작되며 역마진 발생
- 보험차익에 대해 전면 비과세 하고 있고 저금리 상황으로 인해 보험 수요 늘어나
- 보험료 유입 및 자산 규모가 급격히 성장해왔음

대만생명보험사 보험료



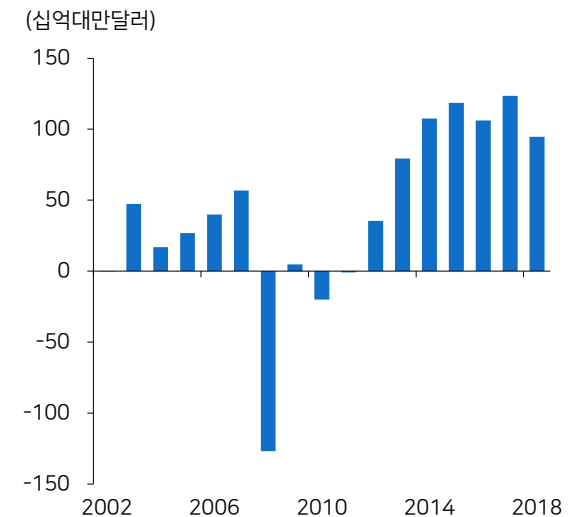
자료: 대만생명보험협회, 메리츠증권증권 리서치센터

대만생명보험사 자산규모



자료: 대만생명보험협회, 메리츠증권증권 리서치센터

대만생명보험사 손익



자료: 대만생명보험협회, 메리츠증권증권 리서치센터

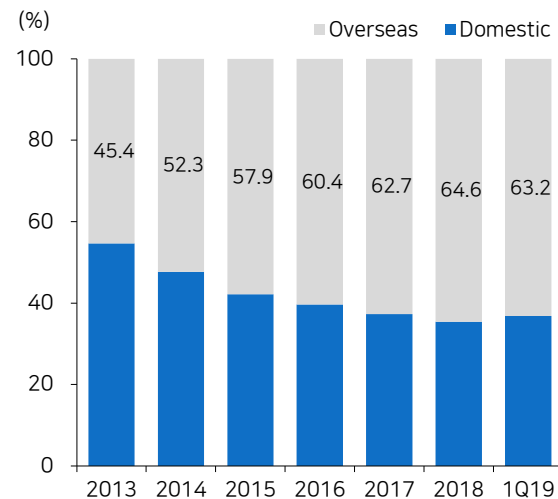
제도의 도움으로 적극적인 해외투자 가능

Industry Indepth
보험

대만 보험사 운용 현황

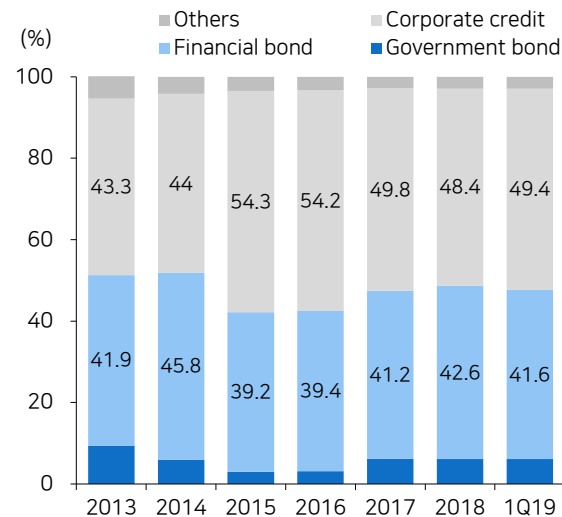
- 자국 내 채권 시장이 작은 대만의 경우 해외 투자를 위한 제도 완화로 비중이 60% 이상
- 대만의 대표적인 생명보험사 푸본생명의 경우 1Q19 기준 해외투자 비중이 63.2%이며
- 약 90% 가량이 회사채 및 금융채로 구성되어 있어 신용리스크 부담에 적극적
- 50% 이상의 해외자산이 미국에 투자되어 있음

푸본생명 해외자산 비중



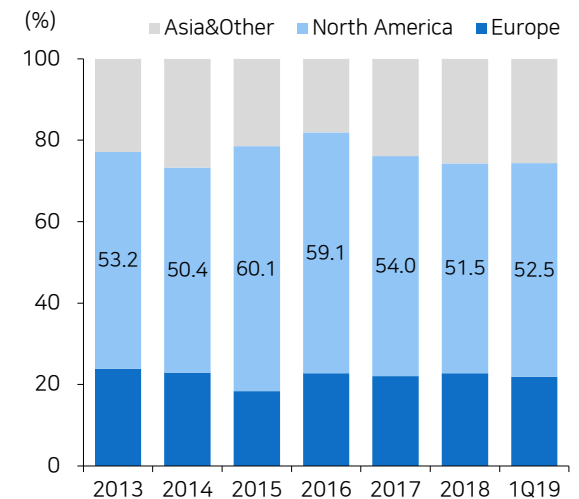
자료: 푸본생명, 메리츠증권증권 리서치센터

푸본생명 해외채권 종류별 비중



자료: 푸본생명, 메리츠증권증권 리서치센터

푸본생명 해외자산 국가별 비중



자료: 푸본생명, 메리츠증권증권 리서치센터

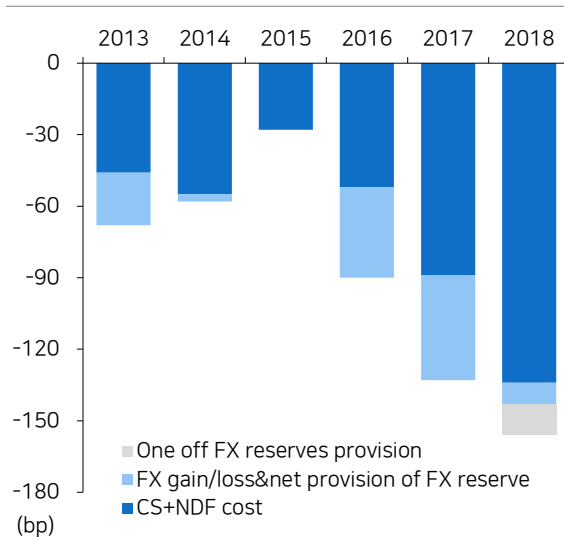
최근 환헤지 비용 증가해 환노출 포지션 늘리며 대응

Industry Indepth
보험

대만 보험사 운용 현황

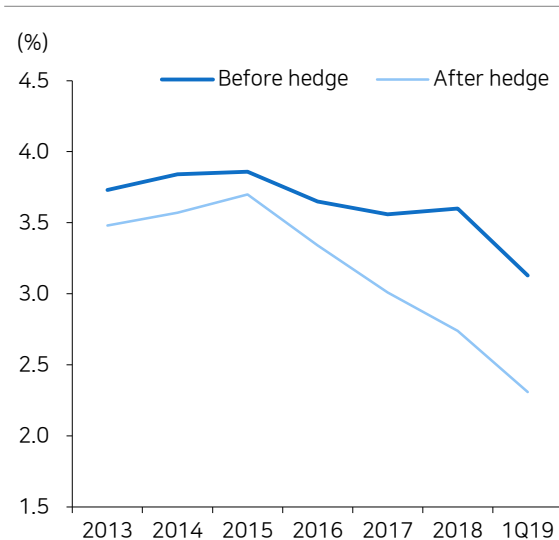
- 대만 역시 최근 외환 환경이 좋지 않아 환헤지 비용이 증가하고 FX 손실이 발생
- 헤지 전후 수익률의 차이가 악화되고 있는 상황
- 이에 대해 일본과 같이 미국 채권 편입을 줄이고 유럽 채권이나 회사채 편입을 늘리고 있음
- 그 외에도 환노출 포지션 비중을 늘리는 방식으로 대응 중

환헤지 비용 & FX 손익



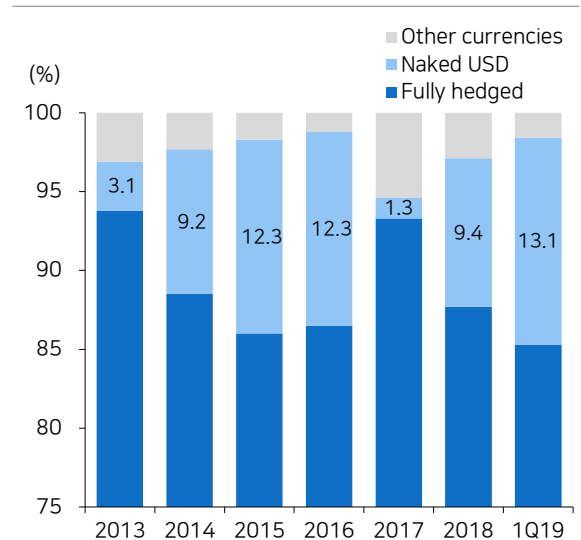
자료: 푸본생명, 메리츠증권증권 리서치센터

헤지 전후 운용수익률



자료: 푸본생명, 메리츠증권증권 리서치센터

FX 포지션



자료: 푸본생명, 메리츠증권증권 리서치센터

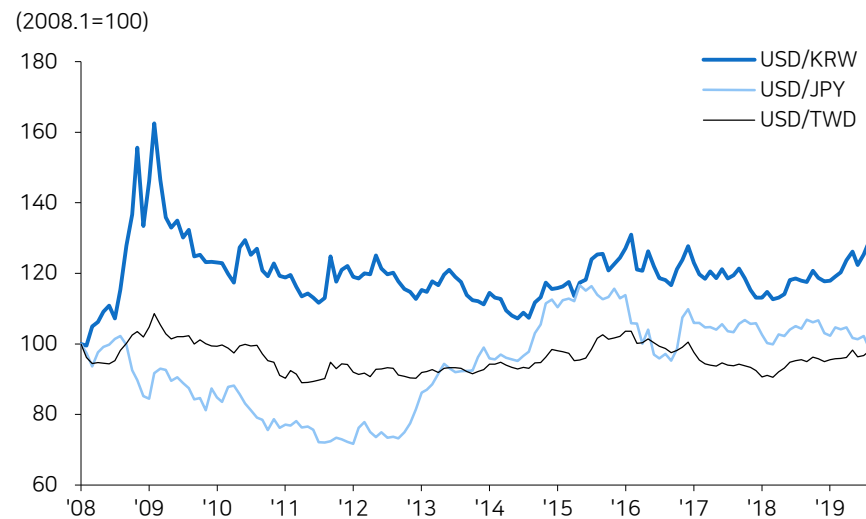
외환충당금제도, 관리변동 환율제로 손익 민감도 제한

Industry Indepth
보험

대만 보험사 운용 현황

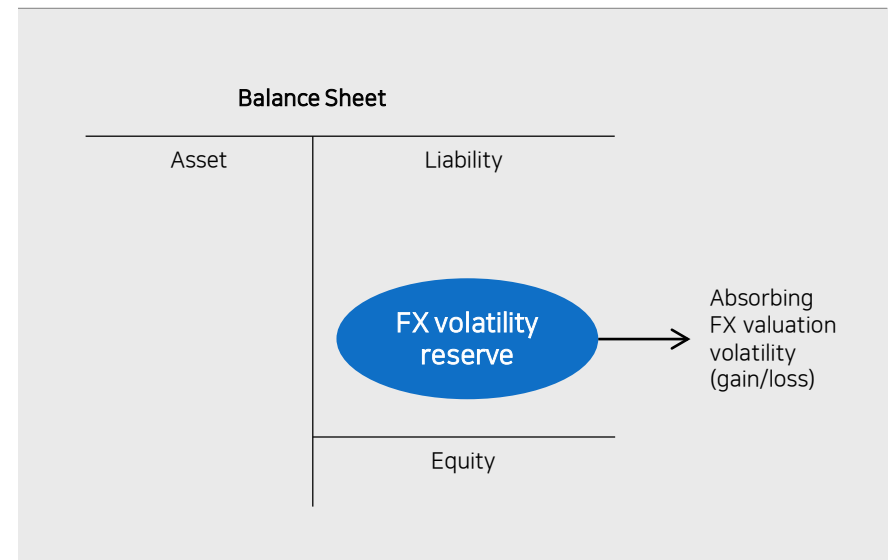
- 대만 생명보험사가 해외투자에 적극적인 이유는 정부 정책 상 여유가 있기 때문
- '03년 해외투자 한도가 35%로, 07년에는 해외투자 한도가 45%로 확대되었고
- '12년 외환충당금 제도가 도입, FX노출 자산의 9.5% 한도에서 FX 손익의 50%는 충당금 내에서 변동
- 또한 관리변동 환율제를 적용하고 있어 환율 변동성이 국내 대비 낮은 편

외환시장 변동성 (08년 01월 기준)



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

대만 외환충당금제도



자료: 보험연구원, 메리츠증권증권 리서치센터

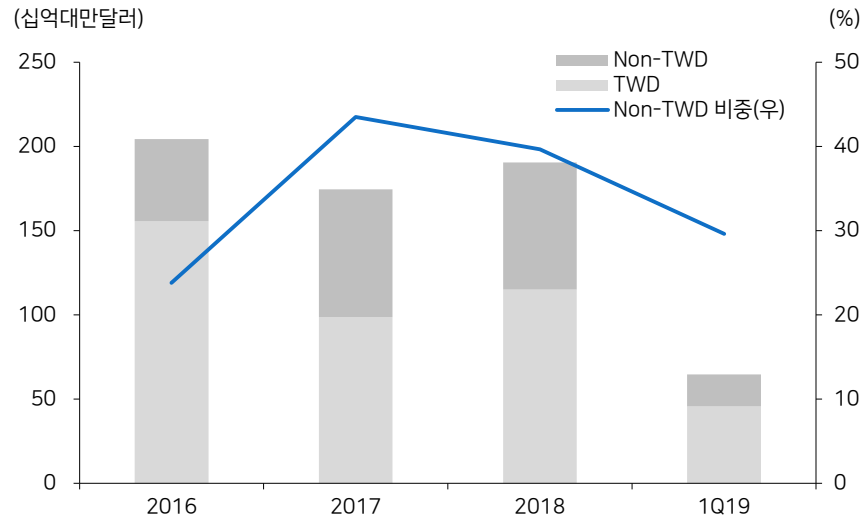
외화로 조달되는 보험료도 상당해 리스크 헤지 가능

Industry Indepth
보험

대만 보험사 운용 현황

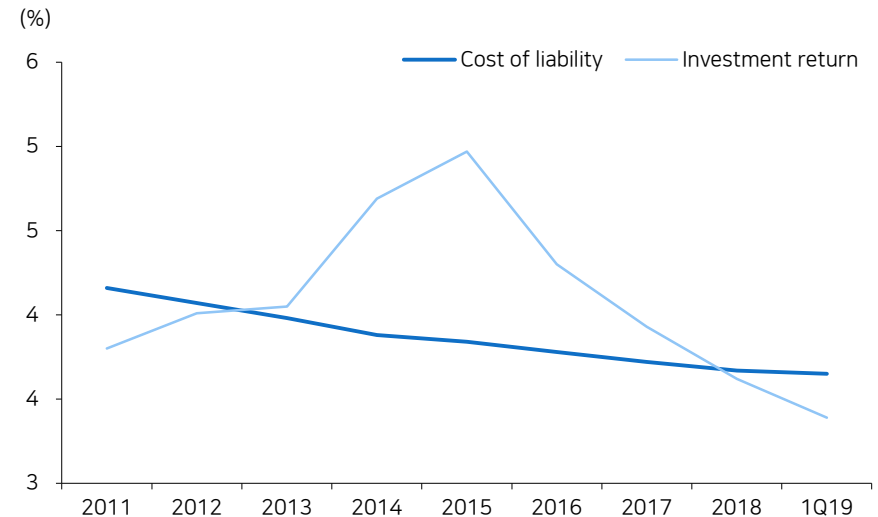
- 외환으로 조달되는 보험료에 대해서는 해외투자 한도 적용이 제외 되고
- '14년에는 대만 내에서 발행되는 외화표시 채권(포모사채권)에 대해 한도 적용 예외
- 최근 해외투자 환경이 대만 생명보험사에게도 녹록치 않은 점이 사실이나
- 부채부담 금리 수준이 국내 상위 생보사보다 낮아 이차역마진 수준은 크지 않은 편
- 또한 외화 보험 비중이 약 30% 수준으로 환리스크 일부 헤지가 가능

초년도 보험료 외환 비중



자료: 푸본생명, 메리츠증권증권 리서치센터

푸본생명 운용수익률 및 부채부담 금리



자료: 푸본생명, 메리츠증권증권 리서치센터

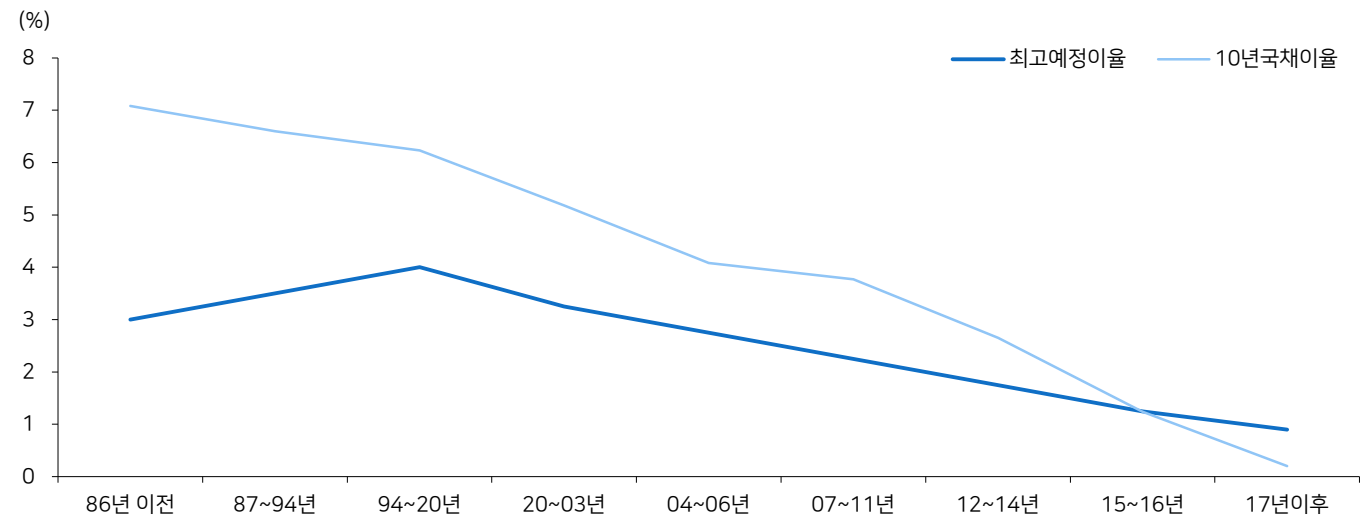
독일 금융당국 최고예정이율 인하, 보험계약 전환 등으로 대응

Industry Indepth
보험

독일 보험사 운용 현황

- 독일 금융당국은 저금리가 지속됨에 따라 책임준비금 평가에 사용되는 최고예정이율을 인하하고
- 예정기초율 변경과 관련해 보험계약법 상 전환 법규를 두어 조건에 맞는 경우 전환 가능하게 함
- '11년 예정이율이 높은 상품으로 인한 손실 즉시 인식해 준비금 적립하는 ZZR 제도 도입

독일 생명보험 계약 최고예정이율 및 10년 국채이율



자료: 보험연구원, 메리츠증권증권 리서치센터

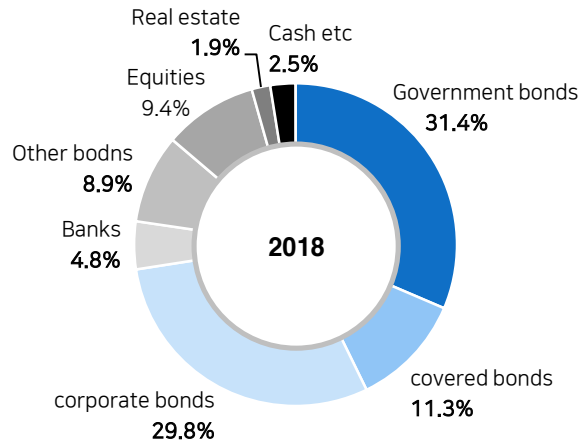
큰채권 시장을 기반으로 하고 있어 초과수익률 추구 가능

Industry Indepth
보험

독일 보험사 운용 현황

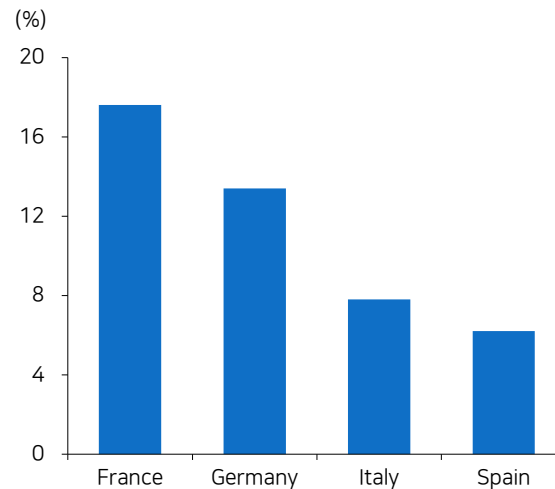
- 유럽 기반의 생명보험사의 경우 자국 내 직접투자, 채권 시장이 비교적 적은 아시아 국가와 달리
- EU 및 미국 기반의 채권 투자가 용이해 초과수익률 추구가 가능
- 독일의 대표적인 보험사인 알리안츠생명의 경우 다양한 국가의 국채 및 회사채 투자하고 있음

알리안츠보험 운용자산 비중



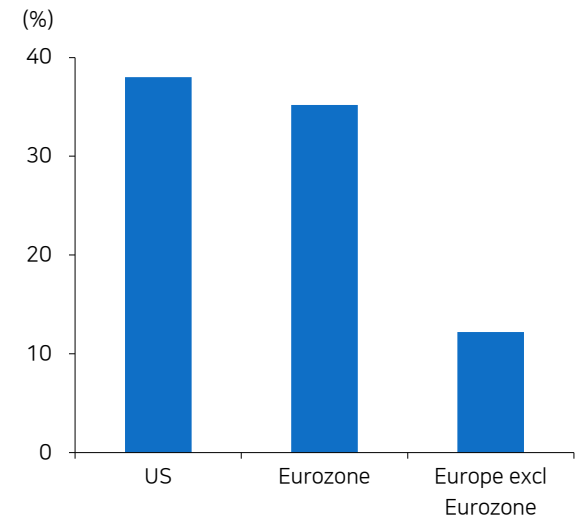
자료: 알리안츠생명, 메리츠증권증권 리서치센터

알리안츠보험 국채 내 국가 비중(2018)



자료: 알리안츠생명, 메리츠증권증권 리서치센터

알리안츠보험 회사채 내 국가 비중(2018)



자료: 알리안츠생명, 메리츠증권증권 리서치센터

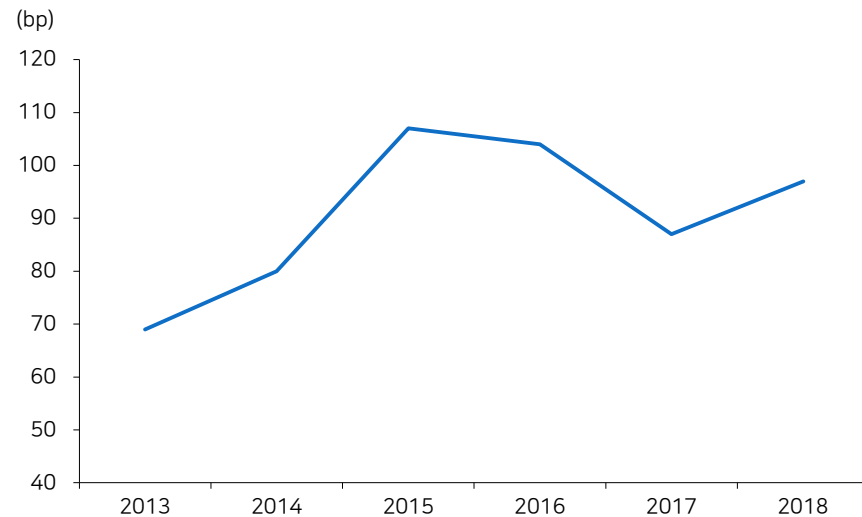
글로벌 보험 영업하고 있어 운용 전략 유연성에 기여

Industry Indepth
보험

독일 보험사 운용 현황

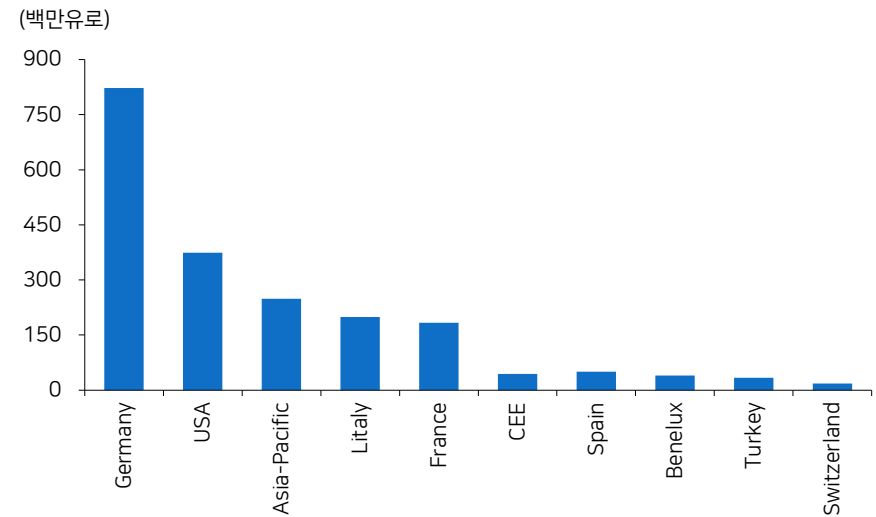
- IFRS17 및 Solveny2 도입에 장기간 준비해와 보험계약 변화가 이루어져 왔고
- 적극적인 회사채 투자 및 글로벌 투자를 통해 투자 마진이 상승하는 모습
- 또한 유럽 보험사의 경우 자국 내에서만 영업을 하지 않고 글로벌 다각화 되어 있어
- 일본 또는 대만 보험사와 달리 외환 리스크에 대한 노출이 크지 않다고 판단됨

알리안츠 investment margin



자료: 알리안츠생명, 메리츠증권증권 리서치센터

알리안츠 지역별 신계약가치(2018)



자료: 알리안츠생명, 메리츠증권증권 리서치센터

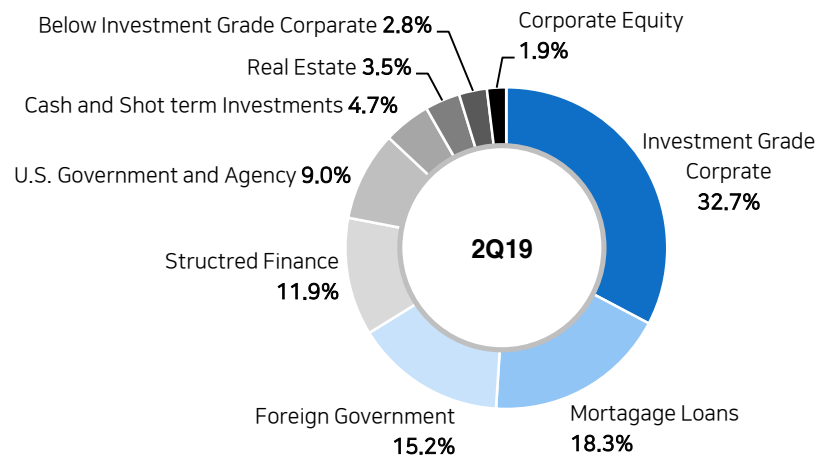
미국보험사 자국내 채권 시장이 커 적극적 투자 가능

Industry Indepth
보험

미국 보험사 운용 현황

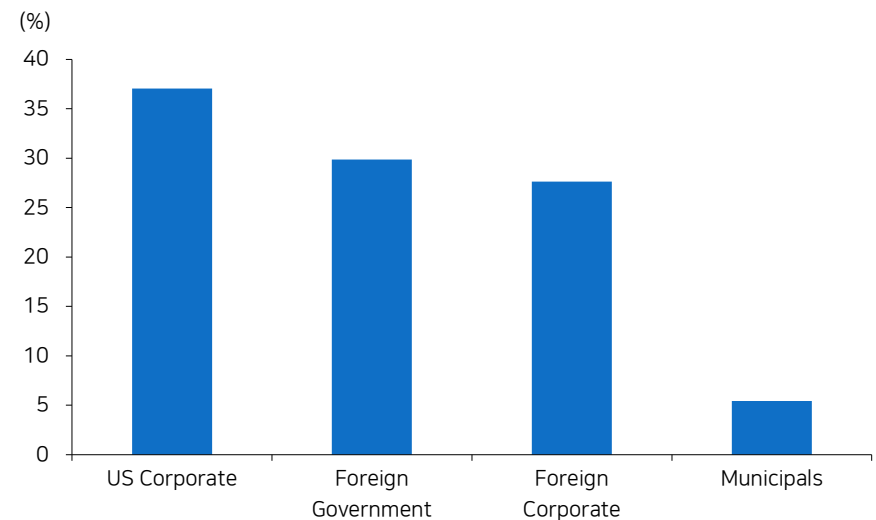
- 전세계 중 가장 크고 활발한 채권 시장을 보유한 미국의 경우 적극적인 회사채 투자가 이뤄지고 있음
- 미국의 메트라이프 국채 비중 10% 미만이며 회사채 모기지 등 적극적으로 신용리스크 부담

메트라이프 일반계정 운용자산 비중



자료: 메트라이프, 메리츠증권증권 리서치센터

메트라이프 회사채&해외채권 포트폴리오(2Q19)

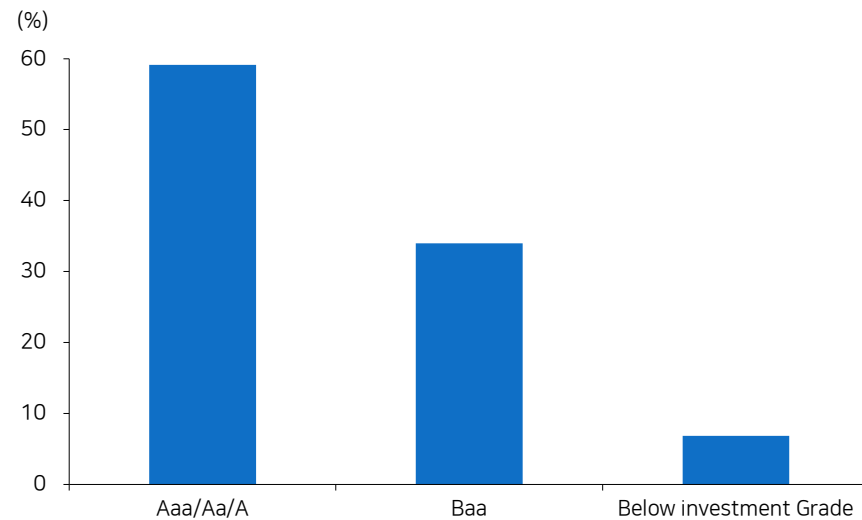


자료: 메트라이프, 메리츠증권증권 리서치센터

미국 보험사 운용 현황

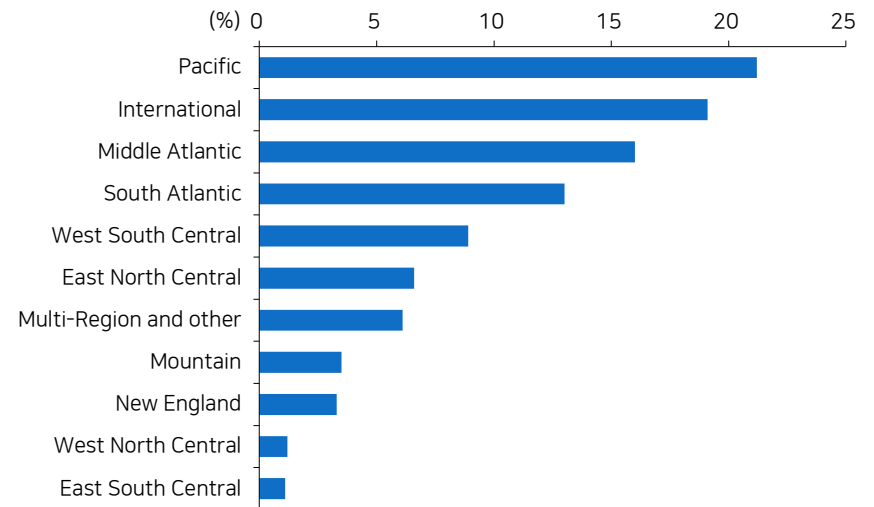
- A 이상의 안전성 높은 투자가 주로 이뤄지지만 B 이하 혹은 투자등급 이하의 투자도 이행
- 뿐만 아니라 전세계 다양한 국가에 투자 자산 다각화하고 있음

메트라이프 채권 등급별 비중(2Q19)



자료: 메트라이프, 메리츠증권증권 리서치센터

메트라이프 투자 지역별 비중(2Q19)



자료: 메트라이프, 메리츠증권증권 리서치센터

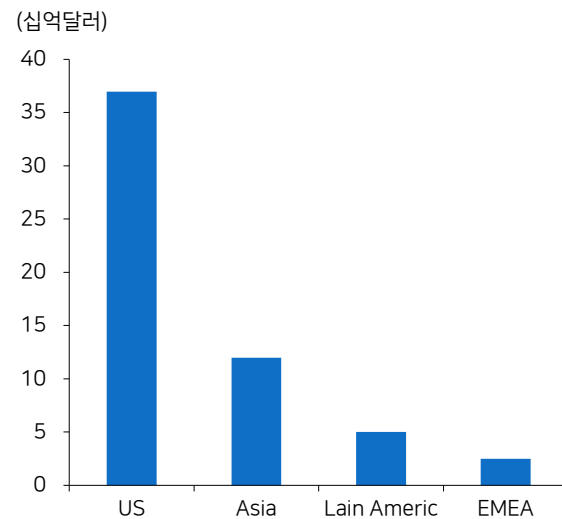
보험영업 또한 글로벌화, 보증리스크 헤지에도 적극적

Industry Indepth
보험

미국 보험사 운용 현황

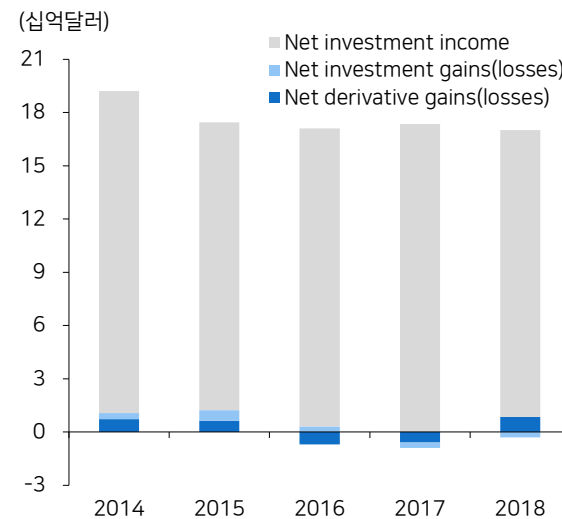
- 자국 내 뿐 아니라 전세계에서 보험 영업 하고 있어 보험료 또한 다각화 되어 있으며
- 특별계정 비중이 높아 적극적으로 헤지 포지션 가져가는 모습

국가별 매출 비중(2018)



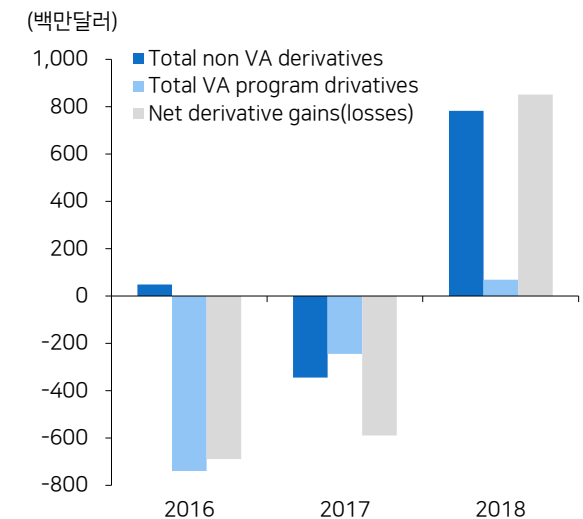
자료: 메트라이프, 메리츠증권증권 리서치센터

메트라이프 투자 관련 손익



자료: 메트라이프, 메리츠증권증권 리서치센터

메트라이프 헤지 관련 손익



자료: 메트라이프, 메리츠증권증권 리서치센터



MERITZ
보험

Part II

국내 생명보험사의 규제와 운용 현황



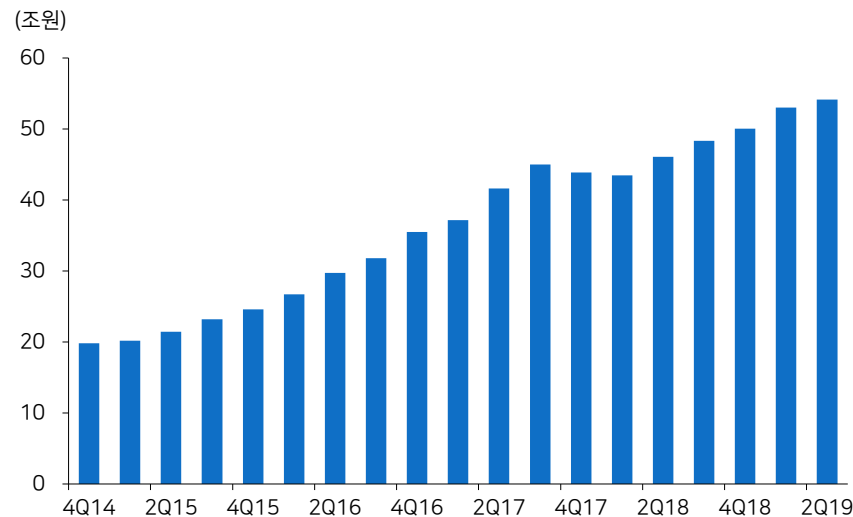
국내 보험사 해외 채권 비중 늘리며 자산 듀레이션 확대

Industry Indepth
보험

국내 보험사 운용 현황

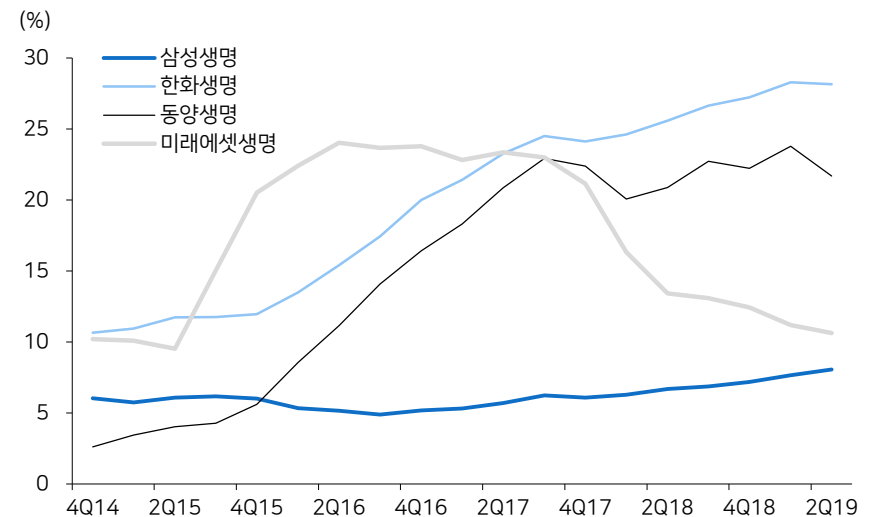
- RBC 제도 강화로 부채 듀레이션 확대에 대응하기 위해 국내 생보사 해외채권 비중 늘려왔음
- 주로 미국 국채가 편입되었으나 최근 헤지 비용 증가로 운용수익률에 부담
- 국내 생보사 또한 일본/대만과 유사하게 미국 채권 비중을 줄이고 유럽 채권을 늘리는 것으로 파악됨

커버리지 생명보험사 해외유가증권 추이



자료: 삼성생명, 한화생명, 동양생명, 미래에셋생명, 메리츠증권증권 리서치센터

회사별 해외유가증권 비중



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

최근 2년간 RBC비율 강화로 장기채 수요가 많았음

Industry Indepth
보험

국내 보험사 운용 현황

- 최근 2년 동안 RBC 비율 규제 강화로 인한 금리 위험액 확대로 장기채 편입 수요가 컸음
- ('17년) 잔존만기 구간 25년으로 확대, ('18년) 잔존만기 구간 30년으로 확대
- ('19년) 연동형 최저보증 금리리스크 요구자본 증가액 50% 반영 ('20년) 요구자본 증가액 100% 반영
- IFRS17 및 K-ICS 도입 때 까지 장기채 계속 늘려야 하지만 당장의 이슈는 어느 정도 해소

RBC와 K-ICS 자산/부채 듀레이션

	자산 듀레이션	부채 듀레이션	부채듀레이션 산정 기준
RBC	7.7	7.9	최대 만기 30년
K-ICS	7.7	16.6	실질만기 적용

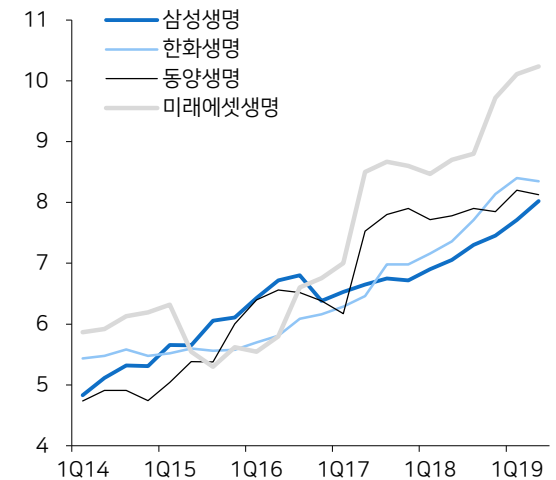
자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

외화자산 듀레이션 해지 요건 완화

구분	비고
2013.10 이전	환헤지 기간까지만 투자자산 듀레이션 인정
2013.10 이후	1년 이상 환헤지시 투자자산 잔존만기 전체 듀레이션 인정
2017.06 이후	투자자산 잔존만기 전체 듀레이션 인정

자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

생명보험사 자산 듀레이션 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

감독당국 1년 미만의 환헤지에 대해 규제 강화안 발표

Industry Indepth
보험

국내 보험사 운용 현황

- 저금리 환경 대응 및 해외 채권 규제 완화로 국내 생보사 해외자산 비중이 많이 늘었으나
- 최근 금융당국이 보험사의 외화자산 운용에 대해 관리 감독 강화안을 발표
- 1년 미만의 파생상품에 대해 시장위험액을 계상해 RBC 하락 요인이 될 수 있음
- 해외 투자에 대한 전체 한도 폐지 법안은 국회에 올라가 있으나 통과가 안되고 있음
- 직접 규제 폐지 및 간접 규제 방향 유지되고 있으나 직접 규제 폐지는 지연되고 간접 규제 추가 중

보험사 외화자산 환헤지 만기 편중되지 않도록 규제 개선

◇ 차환리스크의 요구자본(시장리스크) 적용(안)

- '계약만기 1년 미만 파생상품(롤오버 필요) 익스포저 x 0.8%*'를 시장위험액으로 계상

* 위험계수는 점진적으로 저정 [예시: (현재) 0% → ('19말) 0.4% ('20말) 0.6% ('21말) 0.8%]

* 필요시 6개월 미만 파생상품 익스포저는 1.6%, 6개월 이상 ~ 1년 미만은 0.8% 적용

◇ 외환위험 경감효과 반영(안)

▶ (현행) 헤지목적인 경우 잔존만기에 관계없이 외환익스포저 전액 차감

▶ (개선) 헤지목적이라도 잔존만기에 따라 외환익스포저 차감비율 차등화

① 통화관련 파생금융거래의 잔존만기가 1년 이상인 경우: 100%

② 통화관련 파생금융거래의 잔존만기가 1년 미만인 경우: 잔존만기비율 + (1 - 잔존만기비율) x 80%
단, 통화관련 파생금융거래의 원만기가 3개월 미만인 경우: 잔존만기비율*

* 잔존만기비율 = 파생금융거래의 계약만기 / 12개월 → 3개월은 25%

③ ②에도 불구하고 통화관련 파생금융거래의 잔존만기가 외화자산의 잔존만기가 보다 같거나 긴 경우: 100%

자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

보험사 외화자산 운용 관리 감독 강화

→ 제도개선 연착륙을 위해 순차적으로 대응방안 시행

○ 환헤지 만기 편중 관리 방안중 ①을 우선 도입하고
시장여건, 정책효과 등을 감안하여
필요시 ②를 추가 도입

○ 보험사의 외환투자 관련 추가 개선의견 지속 검토

* (예) 신종자본증권 발행시 외환포지션(외화 부채
항목에 추가 요청) 관련 등

자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

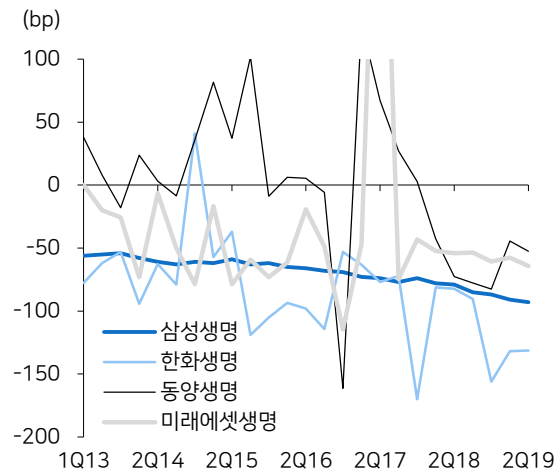
국내 역마진 상당해 해외보험사보다 심각한 상황

Industry Indepth
보험

국내 보험사 운용 현황

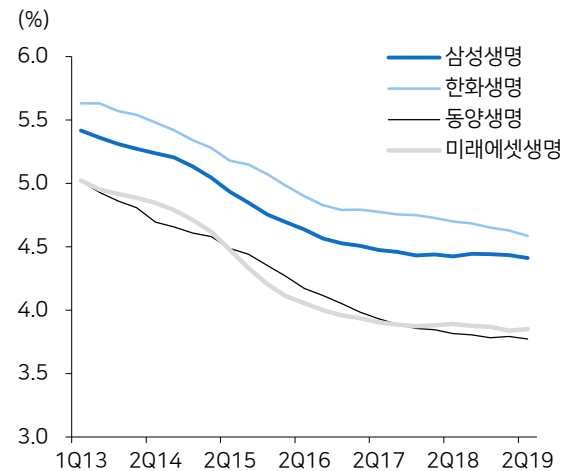
- 현재 국내 금리의 절대 수준이 독일/일본/대만 보다 높다고 해도 국내 생보사 상황은 보다 심각
- 국내는 역마진이 수준이 상당하고 최근 판매 둔화로 부담금리 하락 추이가 더디기 때문
- 적극적으로 공시이율 인하 시 금리연동형 금리위험액이 증가할 수 있는 점도 부담
- 부채 구조 개선이 어렵다면 적극적인 운용전략으로 초과수익률을 추구해야 하는데
- K-ICS 도입 시 자본비율 하락이 예상되는 생명보험사가 위험부담을 가져가는 운용전략도 어려움
- 특히 협소한 국내의 직접금융, 채권, 회사채 시장이 외환리스크를 질 수 밖에 없게끔 하는 요소

국내 생명보험사 이차마진 추이



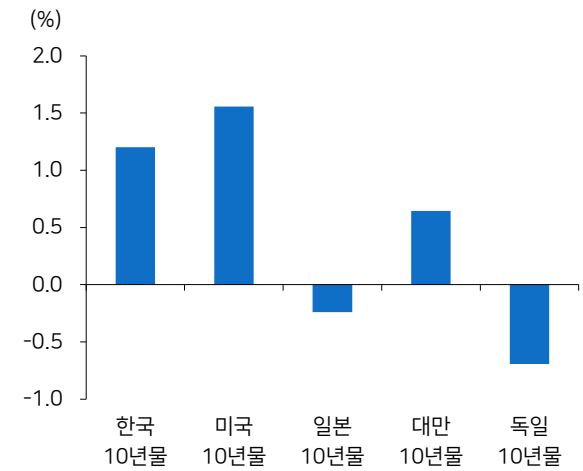
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 생명보험사 부담금리 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

국가별 10년물 금리(19.08.20)



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

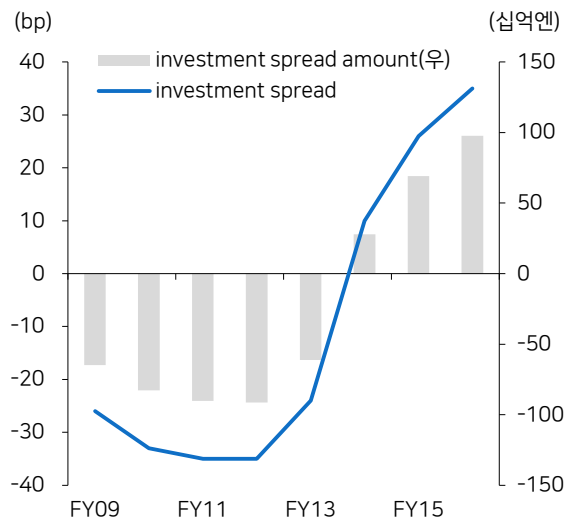
해외보험사 부채 구조 변화, 초과수익률 추구로 이차역마진 해소

Industry Indepth
보험

국내 보험사 운용 현황

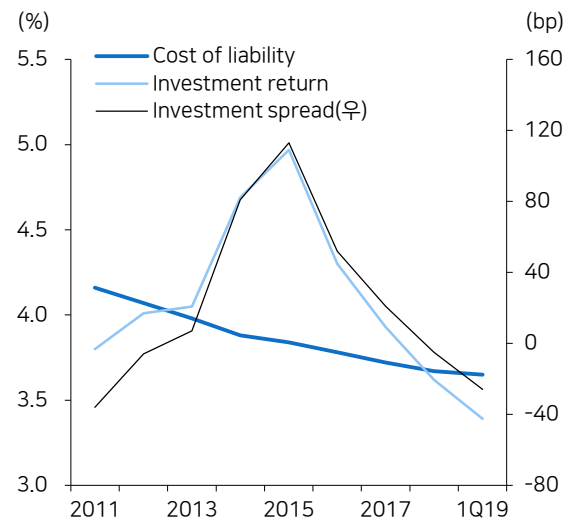
- 초저금리 시대를 먼저 겪고 있는 일본, 독일의 경우 예정이율 인하 및 계약 전환을 유도해
- 부채 구조가 변화되어 부담금리가 3% 초중반 수준이며
- 운용 부분에서도 해외 투자, 환리스크 노출, 회사채 편입 등 초과수익률 추구해 이차역마진이 발생함
- 국내는 높은 부담금리, 협소한 채권시장, 외화투자 한도 규제, 환리스크 등으로 쉽지 않은 환경

다이이치생명 이차역마진



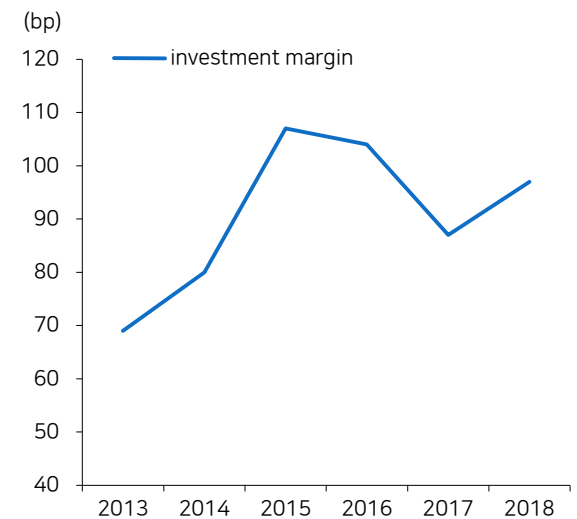
자료: 다이이치생명, 메리츠증권증권 리서치센터

푸본생명 이차역마진



자료: 푸본생명, 메리츠증권증권 리서치센터

알리안츠생명 이차역마진



자료: 알리안츠생명, 메리츠증권증권 리서치센터

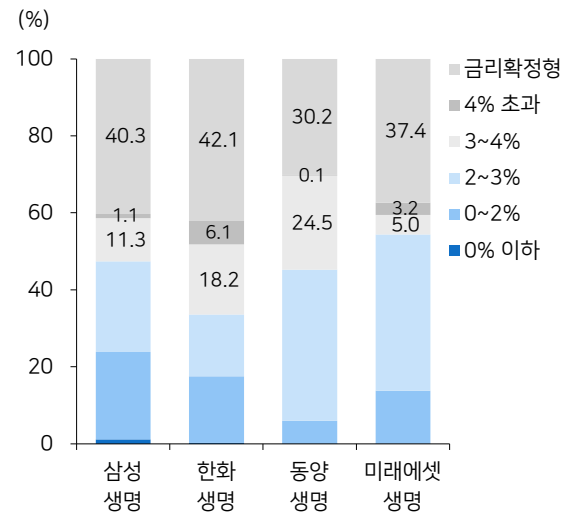
기존 대비 완화된 LAT 규제 검토되고 있으나

Industry Indepth
보험

국내 보험사 운용 현황

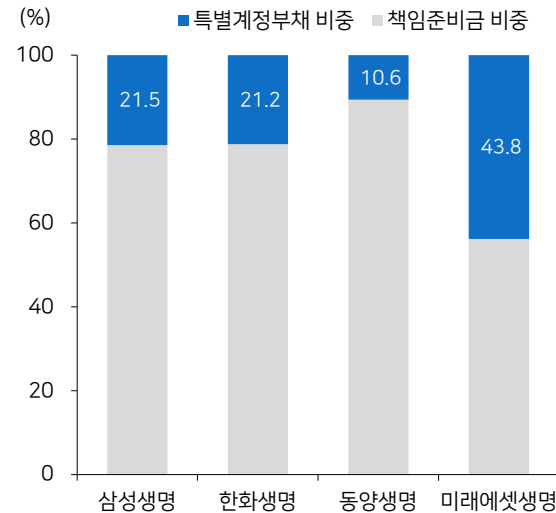
- 고금리 부채 비중이 높고 특별계정 부채가 적은 대형 생보사일수록 더 많은 부담
- 금리 확정형 비중 40% 이상, 6% 이상 확정 금리 비중 20% 이상으로 금리 하락에 민감하기 때문
- 다만, 최근 IFRS17 도입이 기존 대비 1년 유예 됨에 따라 LAT 규제 강화 역시 유예 및 완화 검토됨

최저보증이율별 금리부 부채 비중(2018)



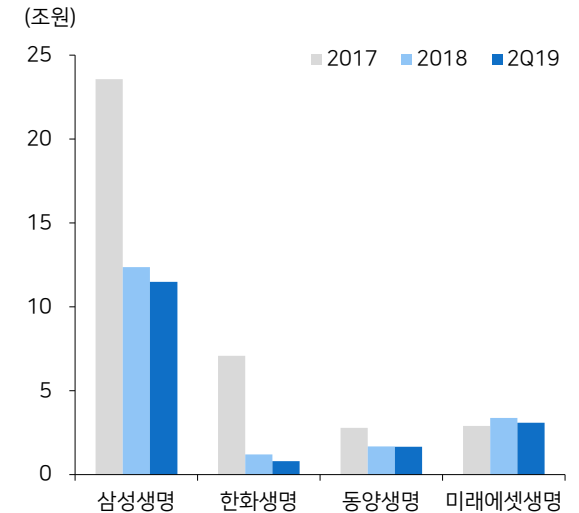
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

생명보험사 특별계정 비중(2019)



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

생명보험사 LAT 잉여금액



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

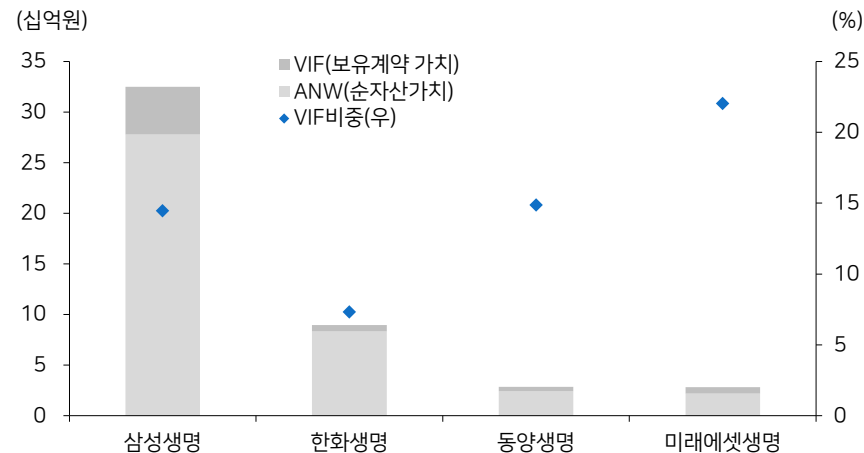
감독당국 자본 규제 완화 가능해도 손익 부담에는 대안 어려움

Industry Indepth
보험

국내 보험사 운용 현황

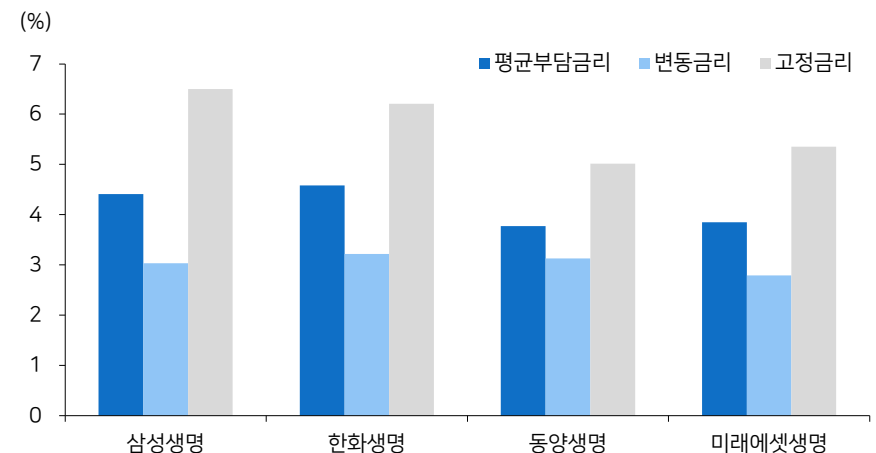
- '17년도 LAT 규제 강화 도입 시 자본 및 RBC 비율 부담을 줄이기 위해 LAT에 의해 보험부채 적립 시
- 일부를 가용자본으로 인정('17년 90%, '18년 80%, '19년 70%, '20년 60%)하고
- 추가 적립에 의해 RBC가 100% 미만이 될 경우 해당 보험회사의 추가적립을 1년간 면제하기로 함
- '19년 6월 금융감독원은 K-ICS의 경우 Solvency2 참고하여 충분한 경과기간을 가져가겠다고 발표
- 이렇듯 자본비율에 대해서는 감독당국이 충분한 유예와 경과조치를 취할 가능성이 크나
- 중장기적 부채 적립 자체, 손익 감소에 대해서는 감독당국이 대안을 제시하기 어려움

EV 내 VIF 비중(2018)



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

생보사 부담금리(2019)



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 보험사 운용 현황

- 일본은 '90년대 이후 상품 전환을 통해 새로운 보장을 제공하고 예정이율이 낮은 상품으로 전환 유도함
- 고금리 상품에게 새로운 보장 니즈 제공해야 하기 때문에 고령화에 따른 보장 니즈 제공을 많이 함
- 제일생명의 경우 04년 신규계약 가운데 전환 계약이 건수 기준 30%, 계약고 기준 45%를 차지
- '03년 보험업법 개정으로 기존 계약에 대한 계약 조건도 변경 가능하게 되었으나
- 주주총회, 내각총리대신 승인, 계약자의 90% 이상 찬성 등 조건이 까다로워 파산 직전에 시도 가능

역마진 대응 방안에 대한 국내 적용 가능성

제도 내용	적용가능성
전환(신규 보장상품으로)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 소비자니즈변화에 맞는 상품서비스 제공가능 ▪ 계약자에 대한 충분한 설명 필요
상품구조변경 - 갱신행 - 무해약환급금형 등	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 갱신행 상품구조는 장기고정리스크를 헷지하기 위한 좋은 방법임 ▪ 무해약환급금형은 ALM관리를 할 수 있는 좋은 제도이나, 신계약비상각 때문에 계약초기 해약시 해약환급금이 작아 분쟁이 발생하는 현실점도 고려해야 함
ALM매칭	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 최적의 금리리스크 헷지방법이나 대부분의 국채가 3~5년 만기 상품으로 장기인 부채와 매칭이 어려운 국내 자산운용 상황상 완벽한 매칭은 한계가 있음 ▪ 월납, 연납보험료에 정확히 같은 가치를 가지는 운용자산을 매치하는 데 한계 ▪ 기존 고금리상품의 부채를 보장하기 위해서는 고수익 자산에 투자 불가피
최저보증이율 하향 조정	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 전 보험회사가 동일기준을 적용받기 때문에 보험산업 내 문제는 없으나 타 금융권과의 제도 비교 필요
사용 기초율의 조정	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 보험회사에 대한 신뢰도 하락으로 보험산업 경쟁력에 치명적임
실적배당형 보험상품 판매 - 금리변동형 - 변액, 유니버설 등	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 현재 많이 시행되고 있음

자료: 보험개발원, 메리츠증권증권 리서치센터

Valuation

- 손보사의 경우 부담금리 낮고 LAT 이슈 없어 해외 채권 투자 적게 가져가 헤지 이슈 또한 제한적
- 고금리 부채 비중이 크고 상품 특성상 부채 만기가 긴 생명보험사가 직접적인 영향을 받을 전망
- 저금리 가속화로 운용수익률 하락, LAT 이슈, 중장기 RBC 및 K-ICS에 대한 우려가 큰
- 커버리지 생명보험사의 PBR Discount 5%p 확대 적용해 적정주가 하향 조정
- 다만, 미래에셋생명의 경우 변액 보험 위주의 부채구조 가져가고 있어 생보업 내에서 가장 나은 상황

생명보험사 Valuation

(%)	미래에셋생명	삼성생명	한화생명	동양생명
2019 ROE	4.1	3.4	1.4	3.8
Growth Rate	1.0	1.0	-1.0	1.0
Cost of Equity	6.0	4.4	4.8	6.9
Risk Free Rate	1.5	1.5	1.5	1.5
Risk Premium	6.3	6.3	6.3	6.3
Beta	0.72	0.46	0.53	0.86
이론 PBR (배)	0.61	0.65	0.42	0.52
PBR Discount	-35%	-35%	-45%	-45%
적정 PBR (배)	0.40	0.45	0.23	0.26
2019 BPS (원)	14,057	185,018	11,894	17,272
이론 주가 (원)	5,577	84,178	2,728	4,486
적정주가 (원)	5,500	84,000	2,750	4,400
	11.3% 하향	14.3% 하향	14.1% 하향	13.7% 하향

주: 동양생명 19E ROE는 동양자산 매각익 제외한 추정치
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Coverage Valuation Table

Industry Indepth
보험

		관심종목			
		미래에셋생명	삼성생명	한화생명	동양생명
Code No.		085620KS	032830KS	088350KS	082640KS
투자의견		Buy	Buy	Hold	Trading Buy
적정주가(원)		5,500	84,000	2,750	4,400
현재가(8/27, 원)		3,895	66,400	2,345	3,540
상승여력(%)		41.2	26.5	17.3	24.3
당기순이익 (십억원)	2017	79.1	1,263.2	525.5	184.4
	2018	75.0	1,733.7	359.3	51.3
	2019E	90.4	1,105.0	197.0	132.4
	2020E	103.8	1,201.3	230.8	80.3
ROE(%)	2017	4.0	4.3	6.2	9.9
	2018	3.6	5.6	3.8	2.5
	2019E	4.1	3.4	1.4	5.7
	2020E	4.5	3.4	1.8	3.3
ROA(%)	2017	0.1	0.8	0.3	0.0
	2018	0.3	0.4	0.5	0.6
	2019E	0.2	0.6	0.3	0.2
	2020E	0.3	0.4	0.2	0.4
BPS(원)	2017	11,278	163,491	11,274	15,297
	2018	12,654	160,947	13,126	14,336
	2019E	14,057	185,018	11,894	17,272
	2020E	14,506	189,032	12,040	17,684
EPS(원)	2017	447	6,494	699	1,183
	2018	433	9,268	478	329
	2019E	545	5,868	262	850
	2020E	642	6,392	307	515
PBR(배)	2017	0.76	0.61	0.50	0.47
	2018	0.51	0.32	0.33	0.36
	2019E	0.36	0.20	0.20	0.28
	2020E	0.35	0.19	0.20	0.27
PER(배)	2017	19.2	9.9	6.4	11.7
	2018	8.8	8.8	14.5	10.6
	2019E	11.3	8.9	4.2	7.1
	2020E	10.4	7.6	6.9	6.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 8월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니 다. 당사는 2019년 8월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 8월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김고은)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

미래에셋생명 (085620) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자이견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.16	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-27.5	-16.3	
2017.11.29	산업분석	Buy	7,500	김고은	-27.5	-16.3	
2018.01.22	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-28.6	-16.3	
2018.04.20	산업브리프	Buy	7,500	김고은	-28.2	-16.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	7,500	김고은	-27.6	-16.3	
2018.07.18	1년 경과				-32.6	-26.3	
2018.11.15	산업분석	Buy	6,200	김고은	-28.5	-22.0	
2019.01.21	산업브리프	Buy	6,200	김고은	-26.8	-20.2	
2019.02.13	산업분석	Buy	6,200	김고은	-23.1	-12.9	
2019.04.10	산업브리프	Buy	6,200	김고은	-21.6	-12.9	
2019.05.30	산업분석	Buy	6,200	김고은	-22.8	-12.9	
2019.07.16	산업브리프	Buy	6,200	김고은	-24.6	-12.9	
2019.08.28	산업분석	Buy	5,500	김고은	-	-	

삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자이견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.16	산업브리프	Buy	152,000	김고은	-13.8	-9.5	
2017.11.29	산업분석	Buy	163,000	김고은	-23.2	-18.1	
2018.01.22	산업브리프	Buy	163,000	김고은	-25.1	-18.1	
2018.04.20	산업브리프	Buy	163,000	김고은	-26.5	-18.1	
2018.06.04	산업분석	Buy	163,000	김고은	-33.6	-18.1	
2018.11.15	산업분석	Buy	115,000	김고은	-26.2	-20.3	
2019.01.21	산업브리프	Buy	107,000	김고은	-17.9	-12.9	
2019.04.10	산업브리프	Buy	107,000	김고은	-19.7	-12.9	
2019.05.30	산업분석	Buy	98,000	김고은	-16.0	-14.0	
2019.07.16	산업브리프	Buy	98,000	김고은	-20.7	-14.0	
2019.08.28	산업분석	Buy	84,000	김고은	-	-	

한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.16	산업브리프	Trading Buy	8,500	김고은	-11.3	-4.8	
2017.11.29	산업분석	Trading Buy	8,500	김고은	-13.8	-4.8	
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	8,500	김고은	-18.1	-4.8	
2018.04.20	산업브리프	Trading Buy	8,500	김고은	-20.1	-4.8	
2018.06.04	산업분석	Trading Buy	7,500	김고은	-33.1	-23.5	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	5,400	김고은	-20.0	-14.8	
2019.01.21	산업브리프	Trading Buy	5,000	김고은	-16.8	-13.3	
2019.04.10	산업브리프	Trading Buy	4,600	김고은	-18.7	-12.2	
2019.05.30	산업분석	Trading Buy	4,000	김고은	-20.3	-17.0	
2019.07.16	산업브리프	Hold	3,200	김고은	-22.6	-11.1	
2019.08.28	산업분석	Hold	2,750	김고은	-	-	

동양생명 (082640) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.16	산업브리프	Hold	9,500	김고은	-12.4	-6.7	
2017.11.29	산업분석	Hold	9,500	김고은	-15.7	-6.7	
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	9,500	김고은	-17.5	-6.7	
2018.04.20	산업브리프	Trading Buy	9,500	김고은	-17.7	-6.7	
2018.06.04	산업분석	Trading Buy	9,500	김고은	-20.9	-6.7	
2018.10.16		1년 경과			-37.6	-35.3	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	6,500	김고은	-19.9	-9.2	
2019.01.21	산업브리프	Trading Buy	5,900	김고은	-17.9	-12.5	
2019.04.10	산업브리프	Trading Buy	5,900	김고은	-21.0	-12.5	
2019.05.30	산업분석	Trading Buy	5,900	김고은	-23.2	-12.5	
2019.07.16	산업브리프	Trading Buy	5,100	김고은	-25.4	-15.8	
2019.08.28	산업분석	Trading Buy	4,400	김고은	-	-	