

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

2020. 6. 9 (화)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

2020년 하반기 전망 시리즈 9

증권/보험\_보이는 것과 보이지 않는 것(해설판)

2020년 하반기 전망 시리즈 10

은행/지주\_패자의 역습(해설판)

### 오늘의 차트

채권시장 내 위험선호 심리 점검

### 칼럼의 재해석

Apple Moonshot, 애플 클래스

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**Strategy Idea**



▲ 증권/보험  
Analyst **김고은**  
02. 6454-4871  
goenkim@meritz.co.kr

## 2020년 하반기 전망 시리즈 9 증권/보험\_보이는 것과 보이지 않는 것 (해설판)

- ✓ **증권:** 향후 증권주 방향성은 1)신용 스프레드 축소와, 2) Euro Stoxx 50지수 방향이 가장 큰 변수. 리테일 호조 지속되나 상당 부분 valuation에 반영. 기업금융에 적극적이고 신용위험 부담하는 대형 증권주 선호. 증권업 Overweight 유지. Top picks: 한국금융지주, NH투자증권
- ✓ **보험:** 21년부터 시행될 사업비 체계 개편, 설계사의 고용보험 적용으로 GA의 채널 영향력이 보험사로 이동하는 계기가 될 듯. 금리 하락 환경에서 충분한 자산 듀레이션을 확보하지 못한 보험사의 경우 RBC 비율 차별화 추정. 손보업 Overweight, 생보업 Neutral 의견. Top picks: 손해율 개선 시기에 이익 민감도 큰 DB손해보험과 채널 영향력 확대되는 메리츠화재

### 증권 대형 증권주 반등의 조건

1H20 Review

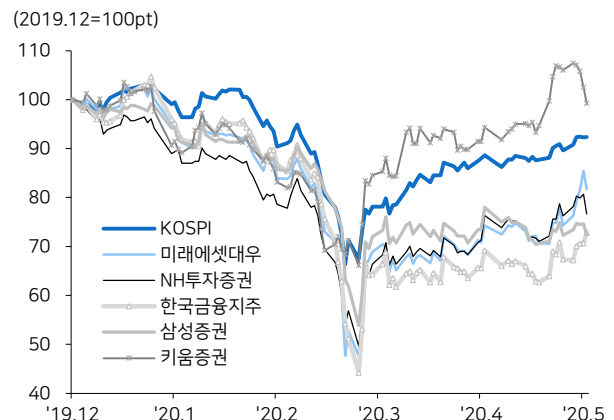
COVID-19 팬데믹 이후 전세계 글로벌 증시 폭락하며 자본 시장 변동성이 확대되었고 이에 따른 ELS 마진콜 및 PF-ABCP 차환 우려로 유동성 리스크가 부각되었다. 이후 한미 통화 스와프, 채권안정펀드, 한국은행의 RP매입 등으로 자본시장 변동성 축소되었으나, 리테일 비중이 높은 키움증권을 제외하고는 지수 반등 속도를 따라가지 못하는 모습이다.

그림1 2020년 상반기 코스피 및 증권업 지수 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2020년 상반기 커버리지 증권사 주가 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

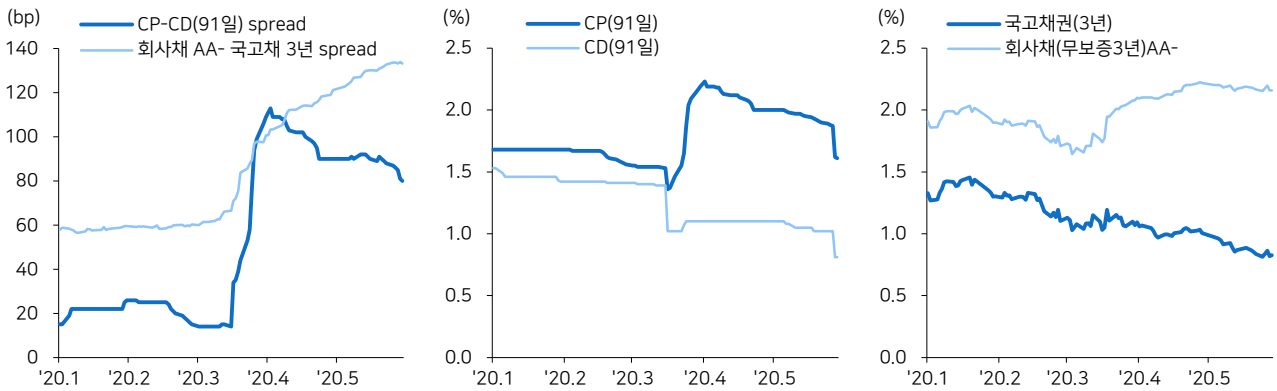
### 신용 스프레드 축소 필요

증권주 상승을 위해서는 신용 스프레드 축소가 전제되어야 함

이는 신용스프레드가 축소되고 있지 않기 때문이다. CD 대비 CP 스프레드는(91일물) 4월 이후 일부 완화되었으나 과거 대비 높은 수준이 유지되고 있으며, 장기물 회사채 스프레드는 지속적으로 확대되고 있다. 신용 스프레드 축소될 때 기업 금융에 대한 우려 완화되며 대형 증권주 추세적인 상승이 가능하다고 판단한다.

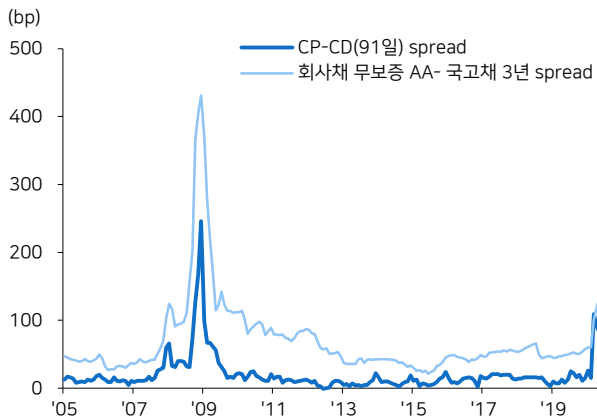
19년 말 기준 국내 증권사 자산 중 신용 위험에 노출된 자산 규모는 127조원(전체 자산의 26.8%)이며, 19년 말 기준 국내 증권사 채무보증 규모 46조원으로 전체 자본의 78.1% 수준이다. 기업 금융 비중이 높은 대형 증권사의 경우 신용 스프레드 축소가 중요한 국면이다.

그림3 일별 신용 스프레드 추이 / CP 및 CD 금리 추이 / 회사채 AA- 및 국고채 3년 금리 추이



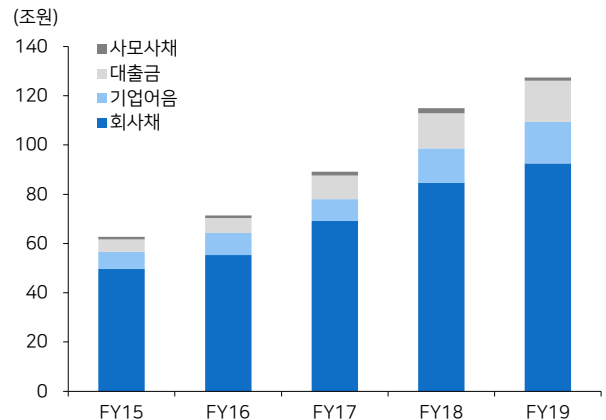
자료: 금투협, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국내증권사 신용 위험 노출 자산



자료: 금투협, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국내 증권사 채무보증 규모



자료: 금투협, 메리츠증권 리서치센터

### 저신용 회사채 지원 방안 발표

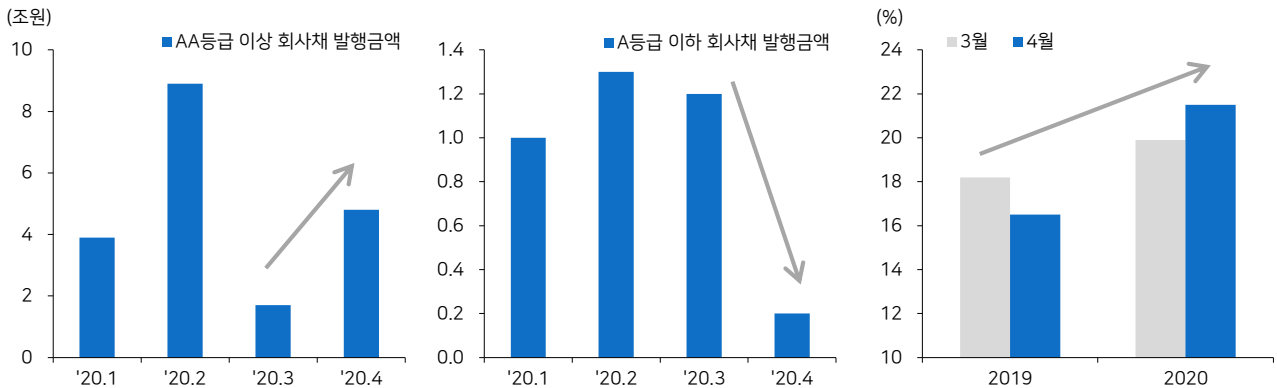
A 등급 이하 비우량채 부진, 단기물 선호 현상 지속

유동성 리스크가 극대화되었던 지난 3월 100조원 규모의 민생/금융안정 패키지로 인해 회사채 시장 여건 일부 개선되었다. 하지만, A 등급 이하 비우량채 시장이 여전히 부진하고 단기물 선호 현상 지속되고 있다.

10조원 규모의 비우량채 매입기구(SPV) 설립

정책 당국 역시 이 문제 해소하기 위해 최근 비우량채 지원 방안을 발표했다. 채안펀드 가동일(4.1)기준 AA- 이상 등급이었으나 이후 A+로 하향 조정된 경우 매입대상으로 편입하고 여전채에 대한 지원 확대(AA- 등급 → A+ 등급 매입)했다. 이 외에도 "저신용등급 포함 회사채, CP매입기구(SPV) 설립방안(5.20)"이 발표되었다. 산업은행 출자 1조원, 후순위 대출 1조원, 한국은행 선순위 대출 8조원을 통해 10조원까지 조성해 6개월간 운영할 계획이다. 정부가 3차 추경으로 통해 0.5조원, 21년 예산 0.5조원을 활용해 산업은행에 1조원을 출자할 계획을 발표해 3차 추경 통과 이후 프로그램이 본격적으로 가동될 것으로 보인다.

그림6 AA등급 이상 회사채 발행금액 / A등급 이하 회사채 발행금액 / 3년 미만 만기 회사채 발행 비중



자료: 금융위, 금투협, 메리츠증권 리서치센터

표1 SPV 매입 대상

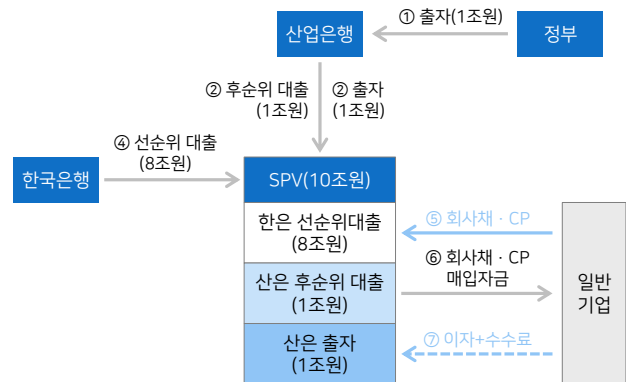
◎ 우량 및 A등급을 주로 매입하되, BBB등급 이하\* 채권도 매입

분류	등급	채안 펀드	회사채		등급	CP	
			코로나 피해대응 P-CBO	SPV		채안 펀드	SPV
투자 등급	우량	AAA~AA	●	●	A1	●	●
	비우량	A~BBB	×	●	A2~A3	×	●
투기 등급	투기	BB	×	× (제한적 매입)	B	×	×

주:\*BB등급은 코로나19 충격으로 신용등급이 투자등급에서 투기등급으로 하락한 경우(fallen angel)로 한정

자료: 금융위, 메리츠증권 리서치센터

그림7 SPV 자원 조달 구조



자료: 금융위, 메리츠증권 리서치센터

### 기업금융 활성화 기초 지속

증권사 신규 취급 기업 대출채권에 대해 NCR 규제 완화

기업 금융 부분 활성화 기초가 지속되고 있다. 먼저 "코로나19 대응을 위한 금융 규제 유연화 방안(4.16)"으로 건전성 규제가 한시적으로 완화되었다. 9월말까지 신규 취급한 기업 대출 채권에 대해 만기까지 위험값이 절반 수준으로 하향되어, 이론적으로 기업 대출 규모 2배로 늘어날 수 있게 되었기 때문이다. 신용 리스크가 대두되지 않는다면 증권사 입장에서 기업금융을 확대하기에 좋은 시기이다.

자산유동화 제도 종합 개선방안 유동화 발행 가능 기업, 자산 ↑ & 구조 다양화

"자산유동화 제도 종합 개선방안(5.18)"이 발표되어 기업금융 유동화 시장이 확대 될 전망이다. ABS 발행이 가능한 기업범위 확대(현행 BB 등급 이상)해 우량자산 보유한 기업의 제도 참여가 가능해졌으며 국가, 지자체, 서민금융기관 등의 ABS 발행이 허용 되었다. 기존 ABS법 상 유동화 대상 자산 중 기타의 재산권에 대해 명확히 했다. 다수 기업이 참여하는 채권 pooling이 가능하도록 명시하여 매출채권, 지식재산권 등의 유동화 기회가 확대될 수 있는 기반을 마련했다.

부동산 외의 담보물 기초한 구조화 금융 시장 활성화 전망

19년 말 발표된 "부동산PF 익스포저 건전성 관리방안"에 따른 개정안이 입법 예고 되었다. 국내 주거용 부동산에 한해서만 자기자본 대비 채무보증금액 100% 반영하고 NCR 산정 시 신규 취급분 100% 차감하는 내용을 담고 있다. 이는 초안 보다는 완화된 수준이나 감독당국이 부동산PF-ABCP 자금 조달 운용의 미스매치 해소를 위한 규제를 준비하고 있어 향후 부동산PF 외의 자산을 기초로 한 기업 금융 구조화 시장이 활성화 될 전망이다.

표2 국가, 지자체 ABS 발행 예시

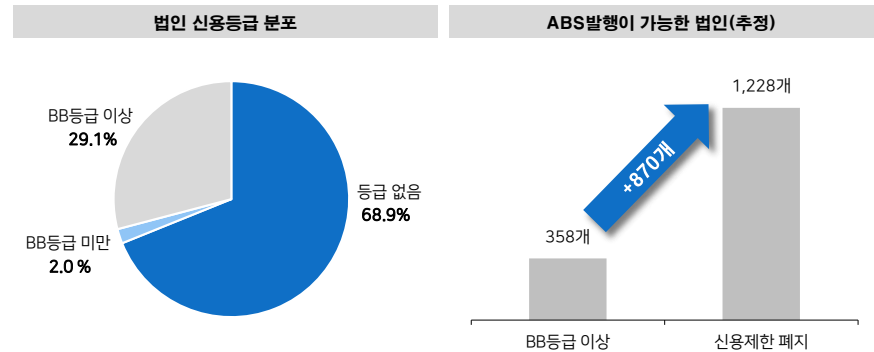
※ (예 : 지자체 수도요금) 환경부는 수질안전성 확보를 위한 [노후 수도 시설 조기정비]를 위해 지자체의 수도요금 채권을 유동화에 제공하는 자원 마련 계획 검토\*  
→ ABS법 개정으로 사업수행을 위한 제도적 기반 구축

\* 지방채 발행과 달리 지방채무 증가 없이 지자체 재정여력 확보 가능

자료: 금융위, 메리츠증권 리서치센터

그림8 ABS 발행이 가능한 기업 범위 확대

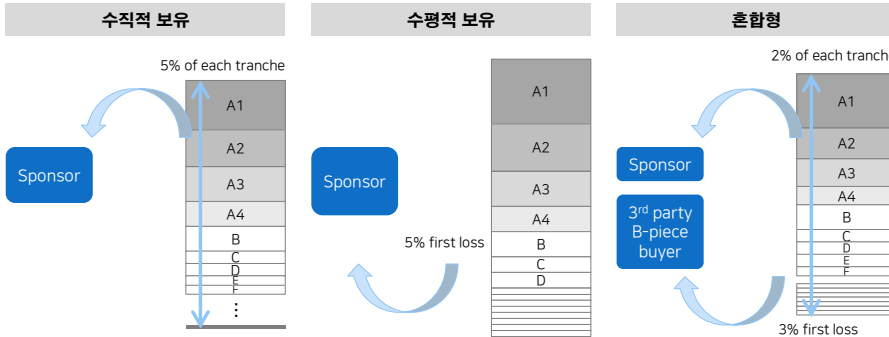
◎ 증권신용등급 보유법인의 법인신용등급 현황(신평가 3사 평균, 2019.12월)



자료: 금융위, 메리츠증권 리서치센터

**그림9 이태상층 방지 위한 위험보유 규제 도입**

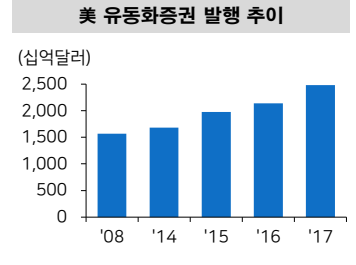
- ① 유동화증권의 모든 트랜치에 대한 5% 이상에 해당하는 증권을 보유
- ② 후순위 증권 매입 등 유동화증권의 최종 손실부분(5% 이상)을 보유
- 예) 모든 트랜치에 대해 2% 증권 보유 + 후순위 증권3% 보유



자료: 금융위, 메리츠증권 리서치센터

**그림10 미국의 위험보유규제 도입 후 시장 활성화 사례**

- ◎ 사례: 미국의 위험보유규제 도입 이후 시장활성화 사례
- ① 금융위기 당시 ABS시장이 큰 폭으로 침체 (2007. 6,040억\$ → 2008. 1,560억\$)
- ② 2014년, 위험보유규제 도입으로 금융위기로 급락한 ABS 시장에 대한 투자자 신뢰회복에 기여했다는 평가
- ③ 이후 ABS 발행규모가 지속 확대

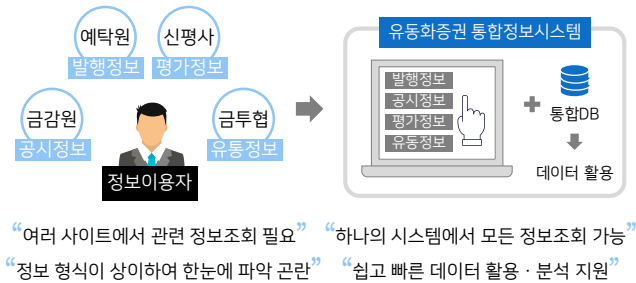


자료: 금융위, 메리츠증권 리서치센터

**그림11 유동화 증권 통합정보시스템 구축**

- ◎ 투자자 등이 정보를 쉽게 검색·활용할 수 있도록 '발행·공시·유통·신용평가 정보' 등을 제공하는 단일 플랫폼 구축(예탁원)

**< 유동화증권 통합시스템 구조(案) >**



자료: 금융위, 메리츠증권 리서치센터

**그림12 비등록 유동화 증권 정보공개 근거/기준 마련**

- ◎ 비등록유동화 증권에 대해 발행정보(발행액, 만기 등), 자금조달 주체, 기초자산, 신용보강 등 핵심정보의 제공을 의무화(증발공 규정)

**< 비등록유동화 핵심정보 개선안(예시) >**

현행 정보항목(예탁원)*	개선안
명목상 거래참여자	실질 자금조달자(자산 원보유자 등)
증권 표면만기(3개월 내외)	기초자산의 원만기(사업스케줄)
기초자산(대분류)	기초자산 세부내역 및 구조
신용보강의 존부(O, X)	신용보강 유형·조건·주체 등
< 신설 >	신용평가정보(등급, 평가내용 등) 트리거 조항 존부 및 내용 유동성 공여 및 공여기관 등

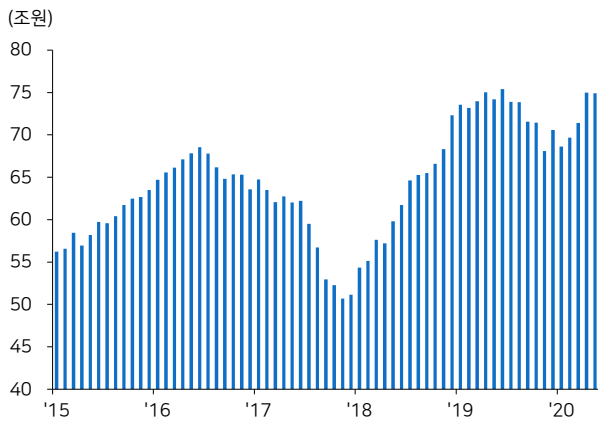
주: \*임의공시에 불과하여 많은 정보가 누락되거나 부정확한 한계점이 있음  
 자료: 금융위, 메리츠증권 리서치센터

### ELS 조기상환 가능성 점검

Euro Stoxx 50 지수  
3,100pt상회, 조기상환 국면

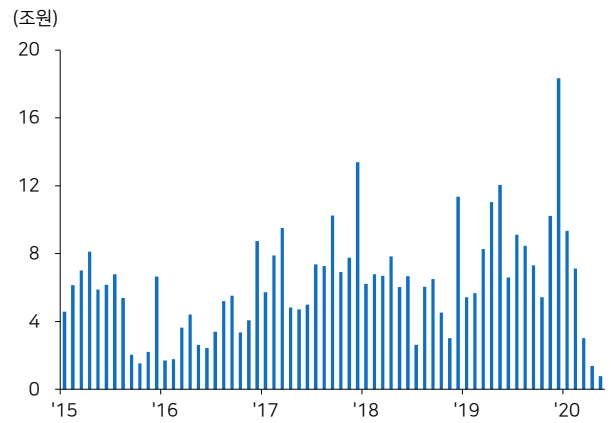
글로벌 주식 시장이 동시 다발적으로 하락하며 ELS 관련 마진콜이 발생했고 이로 인한 달러 수요 증대되며 달러 가치 상승, 단기 자금 경색 우려가 시작되었다. ELS 미상환잔고 중 가장 비중이 높은 기초자산은 Euro Stoxx 50이며 글로벌 지수 중 회복 속도가 가장 느렸었다. 다만, 최근 Euro Stoxx 50이 3,100pt 이상 수준까지 상승하며 ELS 부분은 조기상환 국면으로 진입했다고 판단된다. 향후 글로벌 지수가 다시 폭락하지 않는 경우 관련 손익이 인식될 전망이다.

그림13 ELS/ELB 미상환잔고 추이



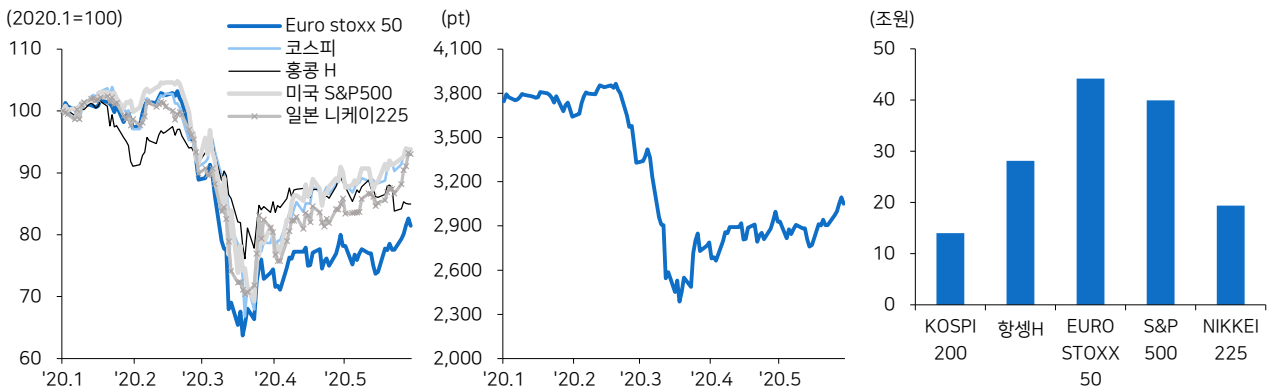
자료: 금투협, 메리츠증권 리서치센터

그림14 ELS/ELB 상환금액 추이



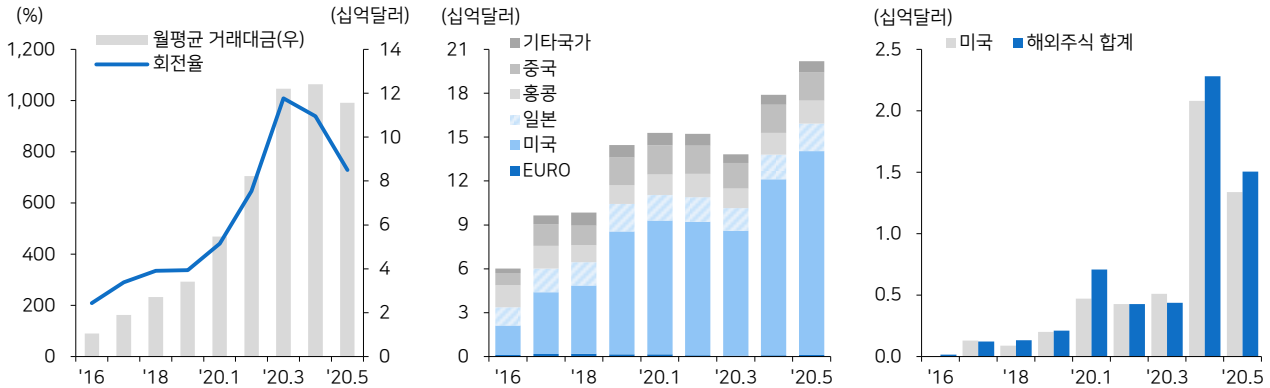
자료: 금투협, 메리츠증권 리서치센터

그림15 ELS 주요 기초자산 추이 / Euro Stoxx 50 지수 추이 / ELS 기초자산 별 미상환잔액(20년 4월말 기준)



자료: Quantwise, Bloomberg, 예탁결제원, 메리츠증권 리서치센터

그림16 해외주식 월평균 거래대금 / 해외주식 예탁잔고 / 해외주식 순매수



자료: 예탁결제원, 메리츠증권 리서치센터

### 리테일 호조 지속

Brokerage 부문  
직접투자, 비대면화,  
해외주식 투자 기조 강화

리테일 호조가 지속되는 가운데 1) 직접 투자, 2) 비대면화, 3) 해외 주식 투자 총 세가지의 특징이 두드러지고 있다. 주식 시장 반등에도 주식형 금융 상품으로의 자금 유입은 미미한 반면, 개인 순매수와 고객예탁금 사상 최대 수준 유지되고 있다. 최근의 시가총액 회전율은 약 350%로 2000년대 초반 수준이다. 중장기 적으로 지속되기는 어려운 수준의 높은 회전율이며 최근 비대면화 가속화 되고 온라인 거래 비중이 늘어나고 있어 향후 정상화 된 이후 평균 수수료를 하락이 전망된다.

해외주식 Brokerage 거래로  
국내 Brokerage 수수료를 하락을  
상쇄해야

이를 상쇄하기 위해서는 해외 주식 거래의 증가가 필요하다. 해외 주식의 경우 5월말 기준 예탁잔고 202.0억 달러로 19년말 대비 39.7% 증가했고, 평균 거래대금은 115.7억 달러로 19년 월평균 거래대금 대비 2.38배에 달한다. 해외 주식 Brokerage는 초기 인프라 투자가 필요해 중소형사가 적극적으로 영업하기 어려운 부분이다. 리테일 부문 역시 대형사로의 MS 확대가 지속될 전망이다.

2H20 Overview

2H20 증권주 방향성은 1) 신용 스프레드 축소와 2) Euro Stoxx 50 지수 방향이 가장 큰 변수다.

정책 지원, 규제 완화 등으로  
신용 스프레드 축소 기대

정부의 저신용 회사채 지원책이 발표되었고 기업 금융 부문 규제 완화 지속되고 있는 점은 긍정적이며, 리테일 부문 호조 지속되고 있으나 상당 부분 이미 valuation에 반영되었다고 판단한다.

기업 금융에 강점 있는 대형  
증권주를 선호

따라서, 기업 금융에 적극적이고 현재 신용 리스크로 디스카운트 받고 있는 한국 금융지주와 NH투자증권을 최선호주로 제시한다.

## 보험 채널 영향력 보험사로 이동 중

### 1H20 Review

1H20 보험주는 19년말 실손보험료 인상 제한으로 투자 심리 위축되었으며, 2월 중순 이후 COVID-19 나타나며 외국인 매도세로 크게 하락했다. 반면 계약자의 활동량이 감소하면서 자동차 사고율이 하락하고 병원 이용량이 줄어들면서 자동차 손해율 및 위험손해율의 하락하며 주가 반등이 나타났다.

### 판매 경쟁 완화와 채널 변화

판매 경쟁 완화 및 COVID-19 영향으로 향후 신계약 성장세 ↓, 사업비 ↓, 이익 ↑

17년부터 19년까지 이어진 손해보험사 신계약 고성장으로 인해 추가 상각 규모 급증했으나, 최근 판매 및 시책 경쟁 완화되며 판매 규모 감소 및 사업비율 하락이 예상된다. 대면 판매 위주의 보험 영업 특성에 따라 COVID-19에 따른 판매 둔화 또한 영향을 받을 전망이다.

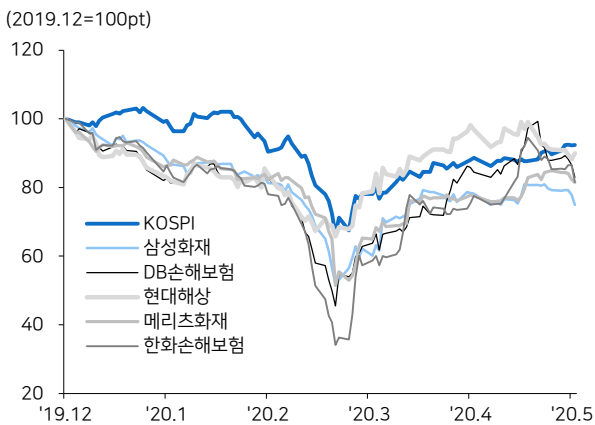
사업비 체계 개편과 보험설계사 고용 보험 적용 예정

이제까지 GA 위주로 확대되었던 채널 영향력이 보험사로 이동할 전망이다. 이는 21년부터 예정되어 있는 1) 사업비 체계 개편 2) 보험설계사의 고용보험 적용되기 때문이다.

선급 수수료 감소  
→ GA 설계사 이탈

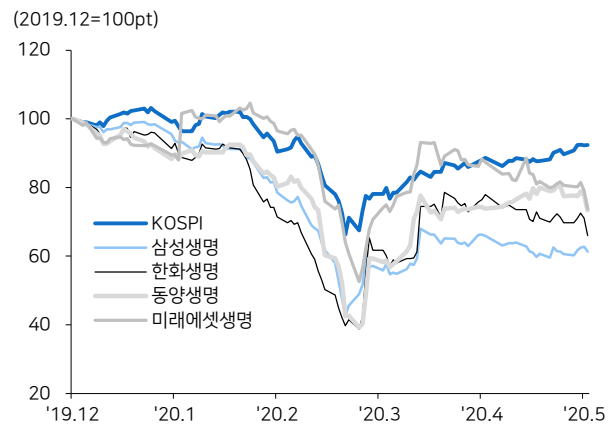
금융위원회가 2019.08 발표한 "보험상품 사업비 모집 수수료 제도" 개선안 21년부터 시행된다. 1) 모집수수료에 의한 작성계약(차익 거래) 유인을 제거하기 위해 분할 지급 방식을 도입, 2) 1차년도에 지급한 모집수수료와 해약환급금의 합계액이 납입보험료 이내로 설정되도록 개선할 예정이다. 이와 함께 21년부터 보험설계사의 고용보험이 적용되는 경우 중소형 GA가 존립하기가 어려워져 대형 GA와 전속설계사로의 이탈 가속화가 추정된다. 보험사 관련 비용이 증가하겠지만 채널 부분의 협상력 우위가 보험사로 이동한다는 점은 긍정적이다.

그림1 커버리지 손해보험사 1H20 주가 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 커버리지 생명보험사 1H20 주가 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

대형GA와 손해보험사의 전속설계사가 늘어나는 추세 가속화

20년 들어 손해보험사 전속설계사는 증가하는 모습이 나타나고 있다. 이미 예정되어 있는 모집수수료 제도 개선으로 대형GA와 손보사 전속 위주로 양분되는 과정으로 해석된다. 고용보험 적용 시 저능률 설계사 줄어들고 전문화, 효율화를 위한 운영 방식은 더욱 중요해질 것이다.

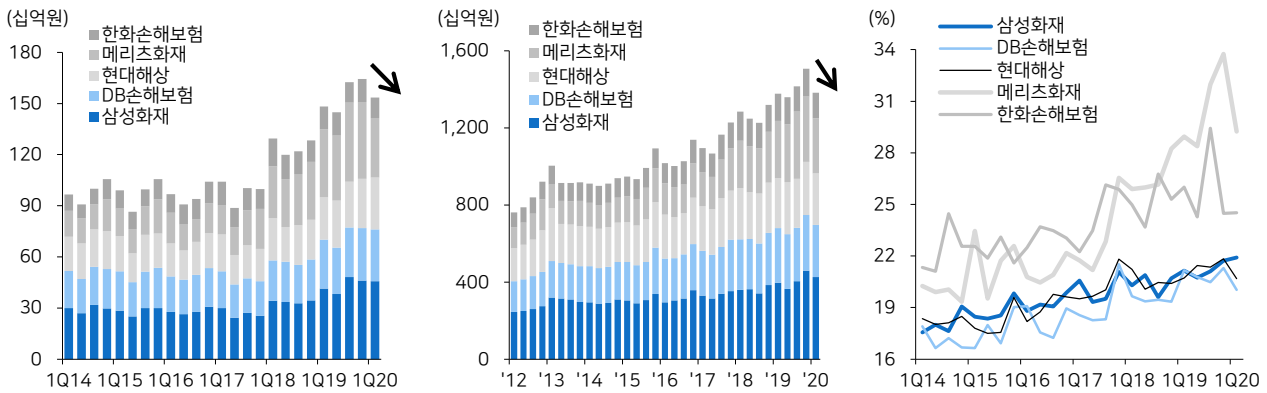
17년 이후의 판매 경쟁으로 유지율에 대한 우려 지속

17년 이후의 채널 및 판매 경쟁으로 기존 계약을 해지하고 신규 가입하는 승환 계약에 대한 우려가 증가해 유지율 하락에 따른 시장 확대가 아닌 출혈 경쟁이 아니냐는 우려 시선도 있었다. 그럼에도 시장 전체 보험료 수입 증가하는 모습 나타나고 있으며 특히 손해보험사 성장세 뚜렷하다.

손해보험사 보장성 인보험 보험료 수입은 계속 성장하는 모습

수익성 및 상품 트렌드에 있어 주요한 기타 보장성 상품의 경우 손보사의 우위는 더욱 명확하게 나타나고 있다. 종신을 제외한 보장성 보험료뿐 아니라 이를 포함한 보장성 보험료의 경우에도 손보사가 생보사를 상회하고 있다. 초회보험료 부분 역시 이와 같은 트렌드 지속되고 있어 향후 매출 격차 지속될 전망이다.

그림3 손해보험사 보장성 인보험 신계약 / 손해보험사 신계약비상각비 / 손해보험사 사업비율




자료: 각사, FISIS, 메리츠증권 리서치센터

표1 모집수수료 분할지급(분급) 방식 도입

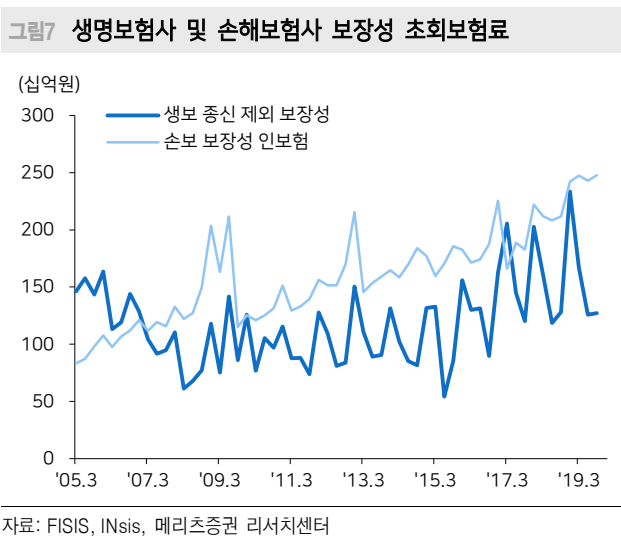
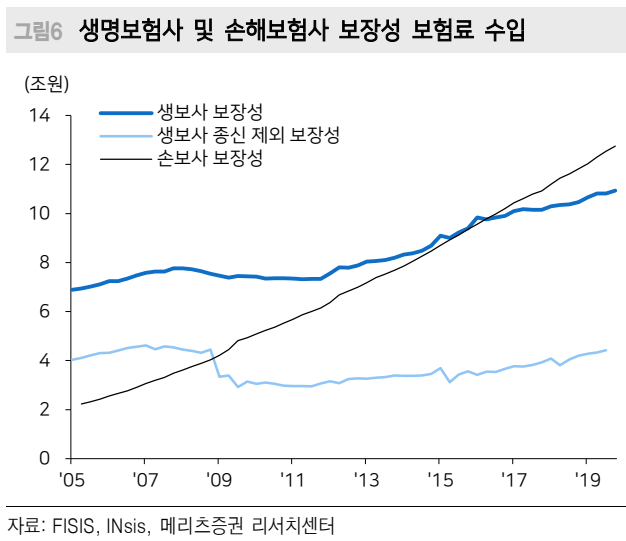
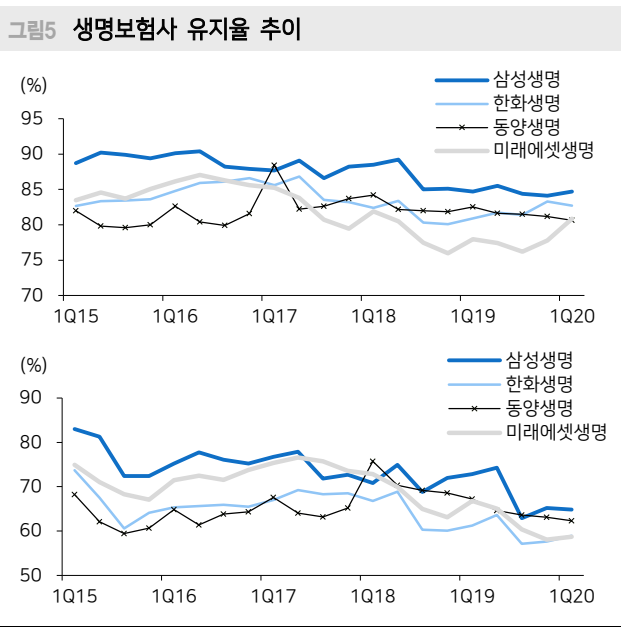
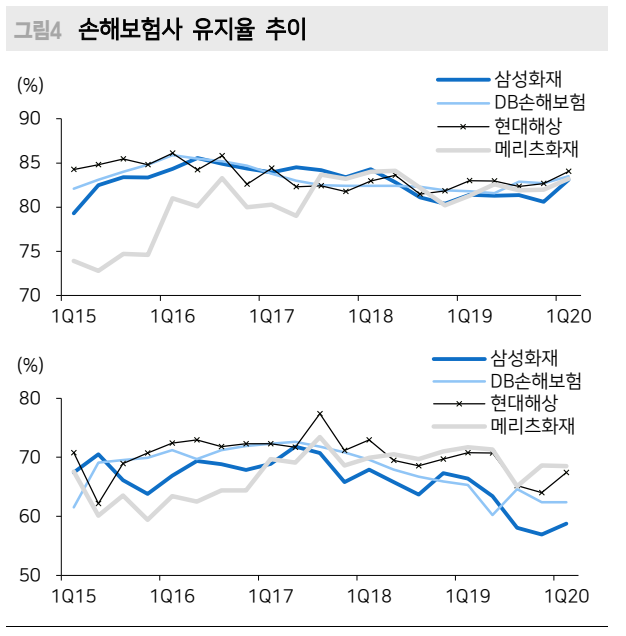
- (개선) 현행 선지급방식 이외 수수료 분급제도를 병행하여 도입
  - 수수료 분급시
  - ① 연간 수수료는 표준계약금액액의 60% 이하,
  - ② 분급 수수료 총액이 선지급방식 총액 대비 5%이상 높게 책정되도록 설계
- \* (예) 선지급 방식: 1차년 900, 2차년 100 → 총액 1,000  
 분할지급 방식: 1차년 600, 2차년 450 → 총액 1,050

자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

표2 더불어민주당 당선자 워크숍에서 논의된 고용보험 확대 로드맵

고용보험 적용	고용보험 가입자	1,353만명	
	미가입자	378만명	
고용보험 제외	문화예술인 및 특수고용직	178만명	문화예술인: 2020년 11월 부터 적용 9개 특수고용직: 2020년 법개정 추진
	자영업·무급 가족종사자 등	680만명	1인 자영업자·프리랜서 등 고용보험 가입 기반 마련 2021년부터 소득파악, 징수체계 개편 검토 후 법개정 추진

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터



**COVID-19가 앞당긴 초저금리 시대 (1)**

COVID-19로 인한 경제 성장률 둔화, 빠르게 초저금리 시대 진입

20년 들어 기준금리가 두 번 인하되어 0.5%까지 하락했다. 19년말 대비 국고채 5년물 금리 74bp 하락해 보험사에게 부담스러운 투자 환경이다. 이는 운용수익률 하락뿐 아니라 자산 부채 듀레이션 갭에도 영향을 주고 있다. 금리 하락은 채권 평가의 발생으로 RBC 비율 개선 요인이나 규제 강화 영향에 따라 있어 복합적으로 작용한다. 국공채를 통해 자산 듀레이션을 확보하고 대출 비중을 늘려 보유이율을 방어하는 것이 중요하다.

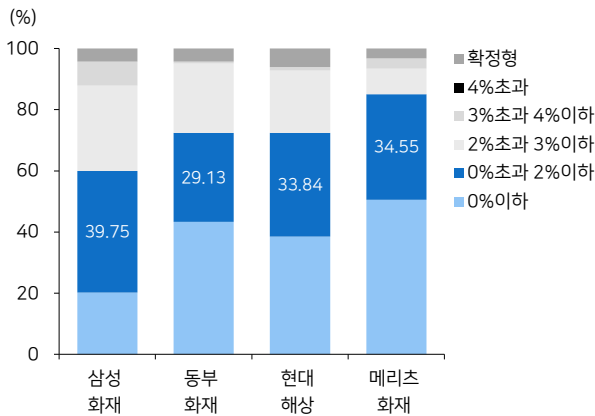
공시기준이율 - 산업위험스프레드  
35% 차감 후 만기 불일치위험액  
100% 반영

20년 말까지 보험사들은 공시이율보다 낮은 최저보증이율의 연동형 부채 듀레이션 확대 영향을 최종적으로 적용해야 한다. 선적용 하지 않은 회사 중 최저보증이율 0~2% 비중이 높은 회사의 금리위험액이 증가할 가능성이 있다.

충분한 자산 듀레이션 확보되지 않는 경우 RBC 비율 하락

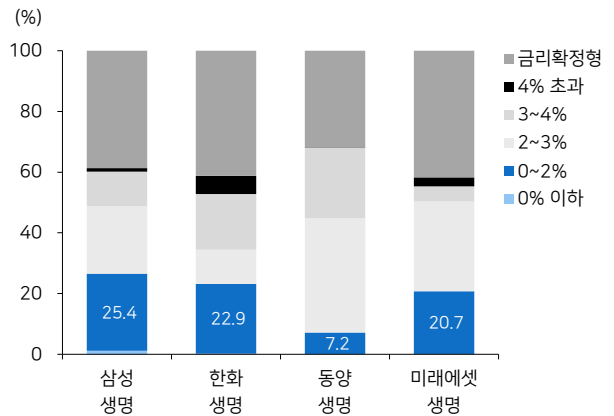
금리가 하락하고 건당 보험료가 적은 보장성 보험 판매가 늘어나는 상황에서 보유한 채권 매각 없이 New money만으로 자산 듀레이션을 충분히 늘리기 쉽지 않은 운용 환경이었다. 그 동안 채권 매각에 가장 보수적이었던 삼성화재는 2위권사 대비 자산 듀레이션이 짧고, 듀레이션 갭이 커 연말 만기불일치 위험액이 최종 반영되는 상황에서 RBC 비율 영향이 비교적 큰 것으로 보여진다.

그림8 손해보험사 최저보증이율별 금리 부채 비중(FY19 기준)



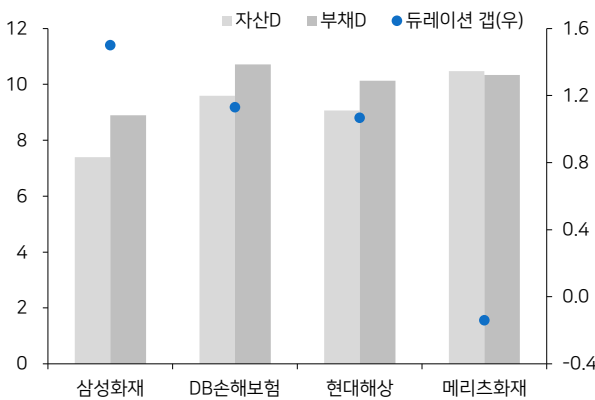
자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

그림9 생명보험사 최저보증이율별 금리 부채 비중(FY19 기준)



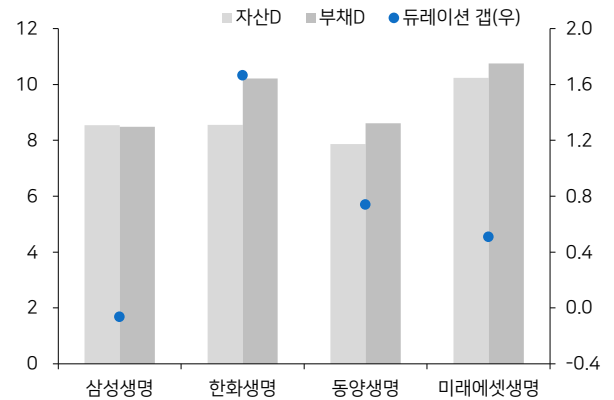
자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

그림10 손해보험사 자산·부채 듀레이션 (1Q20 기준)



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

그림11 생명보험사 자산·부채 듀레이션 (1Q20 기준)



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

### COVID-19가 앞당긴 초저금리 시대 (2)

보유 이원 방어는 대출 자산 비중 늘리는 방식으로 대응

시장 금리 하락이 가파르게 나타나고 있어 대출 비중 확대를 통한 이원 확보가 필요하다. IFRS17 도입 시기가 연기되었으나 중장기적으로 자산 듀레이션을 계속 늘려야 하는 상황이다. 보유이원 하락 속도를 방어하기 위해서 채권 매각을 최소화하는 것도 중요하지만, 충분한 자산 듀레이션을 가지는 경우 대출 비중을 늘릴 수 있어 보유 이원 방어가 가능하다.

생명보험사는 금리 민감도 높아 자산 듀레이션 확보가 보다 중요

생명보험사의 경우 부채 듀레이션이 더 빠르게 늘어나기 때문에 자산 듀레이션 확보가 더욱 중요하다. 헤지 환경이 개선되고 해외 투자 비중 한도가 50%까지 늘어나 해외 채권 투자 늘어날 수 있으며 금리 민감도가 높아 매각의 지속적으로 나타날 가능성이 크다.

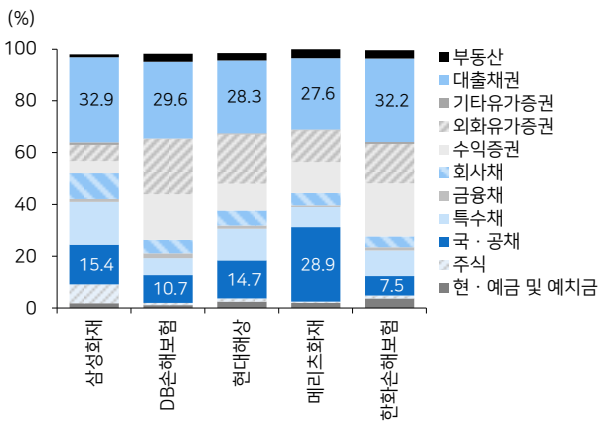
손해율 및 사업비율 개선 가시화 되어 2위권 손해보험사 선호

19년 이후 세번의 보험료 인상으로 2분기 이후부터 자동차 손해율 개선 추정되고, 판매 경쟁 둔화되고 있어 신계약 감소 및 사업비율 하락할 전망이다. 21년 부터 시행 예정인 모집수수료 개편 및 고용 보험 적용으로 판매 채널 영향력 보험사로 이동하고 있고, 금리 하락 환경에서 충분한 자산 듀레이션을 확보하지 못한 보험사의 경우 RBC 비율이 차별화될 수 있다.

2H20 손해보험업 Overweight, 생명보험업 Neutral 의견

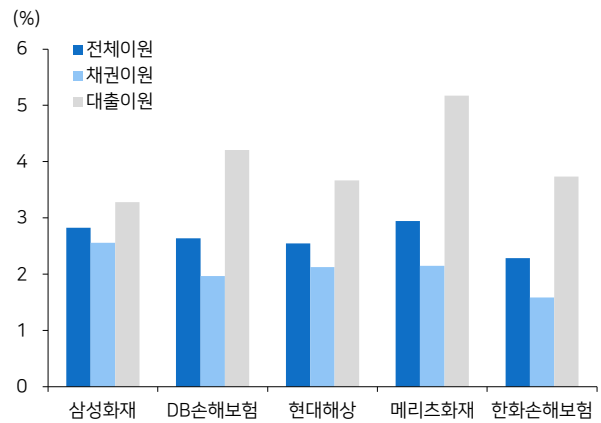
손해율 개선 시기에 이익 민감도가 큰 DB손해보험과 채널 영향력 확대되는 메리츠화재를 최선호주로 추천한다.

그림12 손해보험사 운용자산 비중



자료: FISIS, 메리츠증권 리서치센터

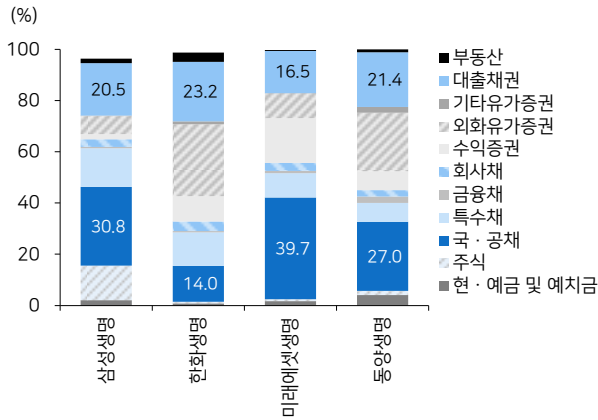
그림13 손해보험사 보유 이원 추정치



주: 채권 이원의 경우 유가증권 중 주식을 제외한 자산 기준 (수익증권, 외화증권 포함)

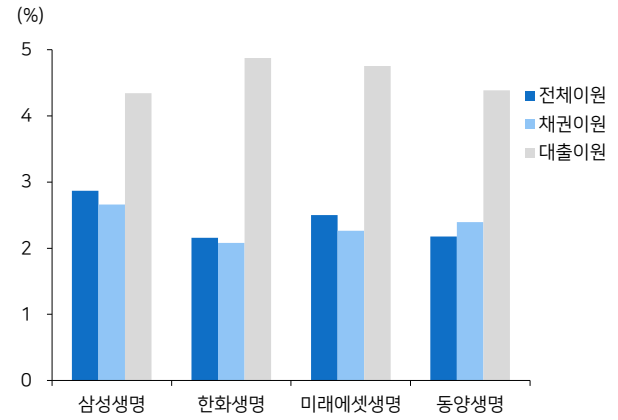
자료: FISIS, 메리츠증권 리서치센터

그림14 생명보험사 운용자산 비중



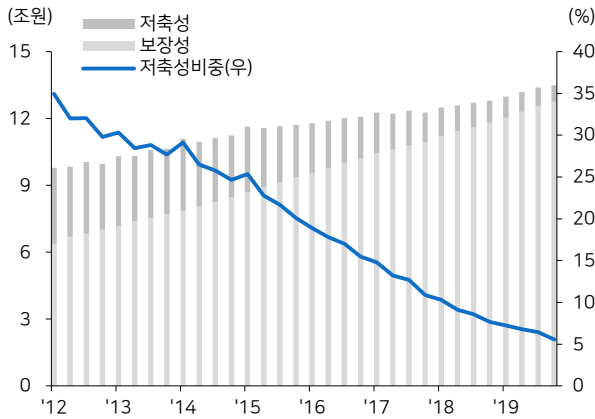
자료: FISIS, 메리츠증권 리서치센터

그림15 생명보험사 보유 이원 추정치



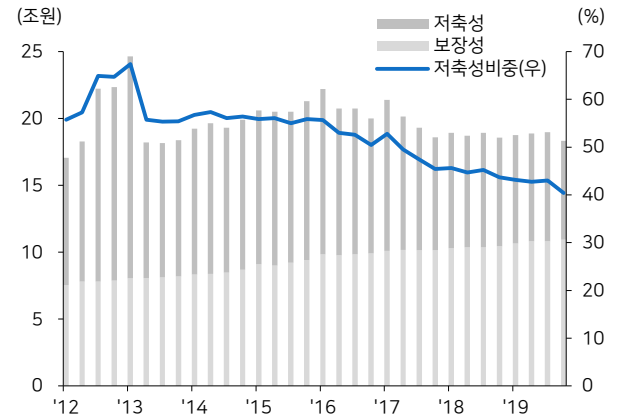
주: 채권 이원의 경우 유가증권 중 주식을 제외한 자산 기준 (수익증권, 외화증권 포함)  
 자료: FISIS, 메리츠증권 리서치센터

그림16 손해보험사 원수보험료 저축성 비중



자료: INsis, 메리츠증권 리서치센터

그림17 생명보험사 일반 보험료 수입 저축성 비중



자료: FISIS, 메리츠증권 리서치센터

본 자료의 원본은 2020년 6월 1일 발간된  
 '2020년 하반기 전망 시리즈 9 - 보이는 것과 보이지 않는 것'임

**Strategy Idea**



▲ 은행/지주  
Analyst **은경완**  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

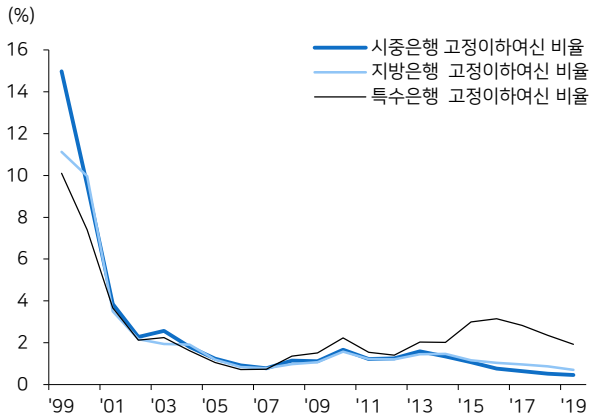
## 2020년 하반기 전망 시리즈 10 은행/지주\_패자의 역습(해설판)

- ✓ 은행: 하반기 내 잠재 신용위험의 현실화 가능성은 제한적이며, 금리는 바닥을 통과 중. 시장에서 우려하는 배당도 정상적으로 지급될 가능성에 무게. 중장기 투자 매력에 높지 않다 해도 현재로서는 유동성/배당 등에 기댄 Trading 관점에서의 매수 전략이 유효한 시점
- ✓ 지주: 코로나19로 지주회사가 가진 사업 포트폴리오 효과 퇴색 및 그룹 컨트롤 타워로서의 역할 축소. 주가 상방 보다 하방 지지가 가능한 종목에 주목. 1) NAV 내 상장 보유 지분 가치가 크고, 2) FY20E 배당수익률이 높은 지주회사 추천

### **은행** 불편한 동행이 주는 투자기회

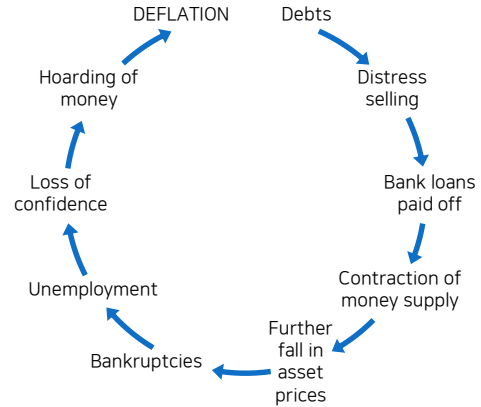
은행주 부진에 대한 판단	코로나19 발병 이후 은행주가 부진했던 이유는 1) 하반기 실적 불확실성, 2) 정부 정책 지원 부담, 3) 주주환원기조 후퇴 가능성, 4) 수급적인 불리함, 5) 저금리 환경 등에 기인한다. 총당금과 저금리는 Sustainable ROE를 공공성과 사회적 책임을 강조하는 규제 강화 스탠스는 Valuation Multiple 하락을 초래했다.
짧지만 강렬했던 초과상승의 경험	전반적으로 부진한 주가 흐름 속에 은행주는 1) 1Q20 호실적 발표, 2) 코로나19 백신 개발 소식, 3) Lockdown 해제 움직임 시점에 강하게 반등했다. 모두 향후 은행권의 신용위험 내지 총당금 부담을 경감시키는 이벤트다.
낙관론 vs. 비관론	Credit risk와 관련해 낙관론과 비관론이 공존하고 있다. 낙관론은 1) 대출 포트폴리오의 변화, 2) 과거대비 높아진 담보 및 보증 비중, 3) 정부의 유동성 지원 등이며, 비관론은 1) 한계차주 디폴트 가능성, 2) 상업용 부동산 침체, 3) 과신용 공급의 후유증 등으로 요약된다.
심증과 물증의 괴리	투자자들의 낙관론과 비관론 사이에서 혼란스러워 하는 이유는 심증과 물증의 괴리 때문이다. 경기 침체가 확실한 상황임에도 은행권은 물론 제2금융권의 자산 건전성 지표도 여전히 안정된 수준을 보이고 있다.
불편한 동행이 주는 투자기회	다만 확실한 건 정부의 유례없는 지원 덕에 적어도 하반기 내 잠재 신용위험이 현실화 될 가능성은 낮다는 것이다. 현재 투자자들 입장에선 실물과 지표간의 불편한 동행을 인정하고 그 안에서 투자 기회를 찾는 것이 최선이다.

그림1 낙관론 → 국내 은행의 높은 자산 건전성 지표



자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

그림2 비관론 → Debt-deflation Theory



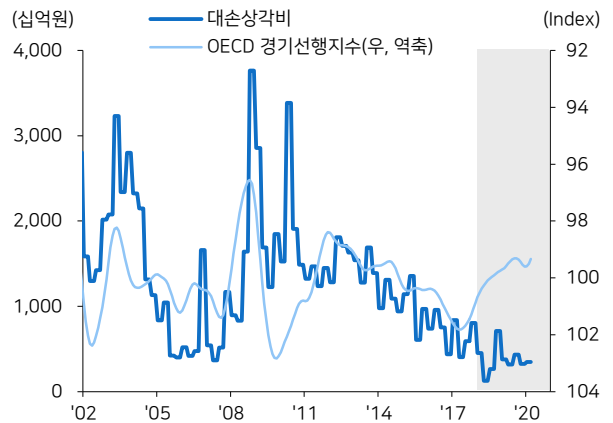
자료: Pete Comley, Inflation Matters, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 - 경기동행지수와 은행 대손비용 추이



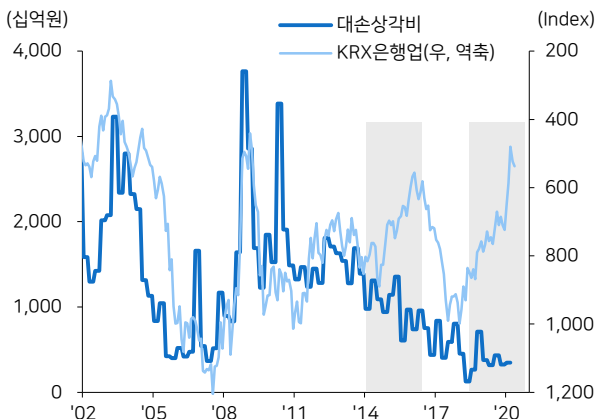
자료: 컨퍼런스보드, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한국 - 경기선행지수와 은행 대손비용 추이



자료: OECD, 금감원, 메리츠증권 리서치센터

그림5 대손비용과 은행주의 De-coupling



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림6 코로나19 피해 중소기업·소상공인 만기연장 및 상환유예 가이드라인

- (지원대상)** 코로나19로 인해 직·간접적 피해가 발생한 중소기업·소상공인으로서, 원리금 연체, 자본잠식, 폐업 등 부실이 없는 경우
- 연매출 1억원 이하 업체는 별도 증빙 없이 피해 업체로 간주
  - 연매출 1억 초과 업체는 원칙적으로 매출 감소를 입증하는 자료 제출 (카드사 매출액 자료, 전자세금계산서, 통장사본 등)
- (적용 대상 대출)** 2020.9.30일까지 상환기한이 도래하는 개인사업자를 포함한 중소기업대출로 보증부대출, 외화대출 등 포함
- 2020.3.31일 이전에 대출 받은 기존 대출에만 적용
  - 정책자금·협약대출은 자금지원기관의 동의가 있는 경우 지원대상에 포함
  - 파생상품(금리·통화스왑 등) 관련 대출도 모든 거래당사자가 동의시 지원대상에 포함

자료: 금융위, 메리츠증권 리서치센터

**잃어버린 자본 활용권**

코로나19로 코스피 내 금융주의 비중이 8% 수준으로 떨어졌다. 전술한 우려 요인에 자본 활용에 대한 결정권마저 상실한 결과물이다.

실제 금융당국의 은행권 외형확대 자제 및 내부유보 확대 주문으로 당분간 거액의 자본이 투입되는 M&A, 자회사 증자, 자사주 매입 및 소각 등에 대해선 소극적 자세가 예상되며, 일정 부분의 DPS 감소도 불가피해 보인다.

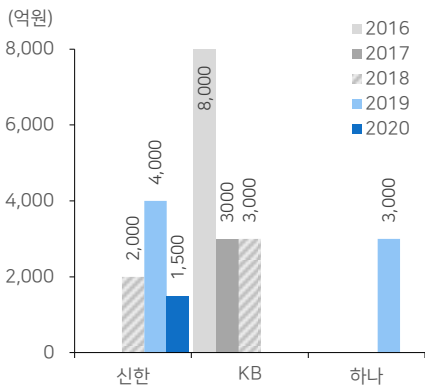
**단, 배당에 대한 우려는 과도**

그렇다고 중간배당 지급 중단, 배당성향 후퇴와 같은 극단적인 비판론은 지양할 필요가 있다. 이는 정책 부담을 전가한 금융당국과 적극적인 주주환원기조를 약속한 경영진 모두에게 부담이기 때문이다.

**하나금융지주 중간배당 지급 예상**

지난 3월 JP모건 CEO의 배당금 지급 중단 검토 발언에도 대부분의 미국 주요 은행이 정상적으로 1Q20 중간배당을 지급했다. 금융당국의 제재 명분이 약해진 만큼 하나금융지주의 중간배당 지급 가능성에 좀 더 무게를 둔다.

**그림7 3대 금융지주 자사주 매입 내역**



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

**그림8 금융감독원장, 금융권에 배당 자제 및 총당금 추가 적립 주문**



2020.4.2 금융권 임원과 주요 부서장이 참석한 '위기대응 총괄회의' 중

“유럽중앙은행(ECB)과 영국 건전성감독청(PRA) 등은 코로나19 충격에 대응하기 위해 은행에 배당금 지급, 자사주 매입, 성과급 지급 중단을 권고하고 글로벌 은행들이 동참하고 있다”

“국내 금융회사들도 해외 사례를 참고해 충분한 손실흡수 능력을 확보하고 실물경제에 대한 원활한 자금공급 역량이 유지될 수 있도록 힘을 필요로 한다”

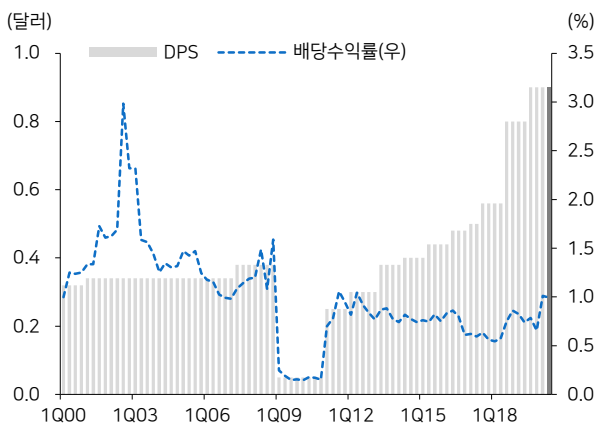
2020.5.22 '2020년도 금융감독자문위원회 전체회의' 중

“코로나19로 실물경제 고충이 장기화될 경우 한계자주의 신용위험이 현재화돼 금융시장 불안으로 이어질 수 있다”

“금융권은 지금부터라도 외형확대를 자제하고 총당금과 내부유보를 늘리는 등 손실흡수 능력을 확보해야 한다”

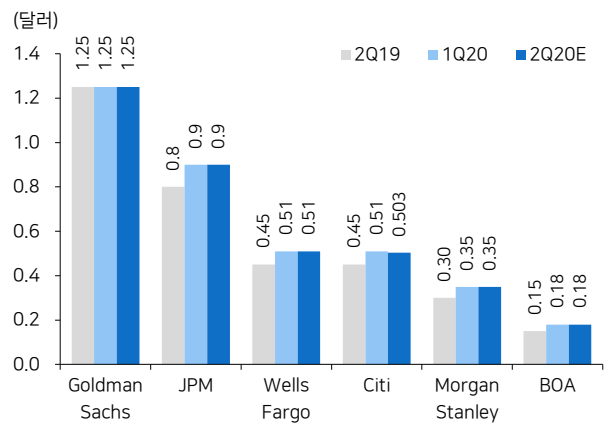
자료: 언론보도종합, 메리츠증권 리서치센터

**그림9 JP모건 분기 DPS 및 배당수익률 추이**



주: 2Q20E DPS값은 Consensus  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림10 미국 주요은행 분기 DPS 추이 및 전망**



주: 2Q20E DPS값은 Consensus  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**은행업 Overweight 투자 의견**

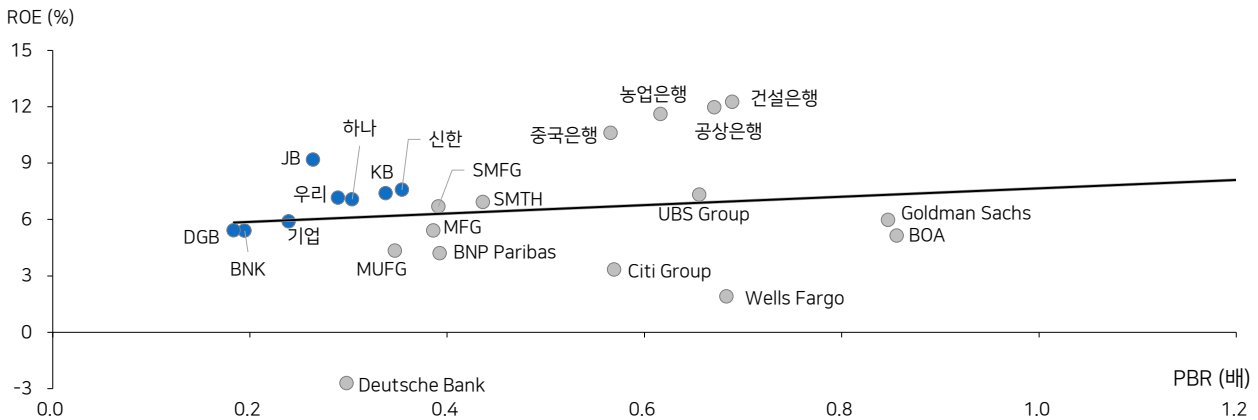
은행주는 원래 과도하게 선반영된 우려를 극복하는 과정에서 상승하기 마련이다. Trailing PBR 0.2배대의 현 주가는 예상 가능한 모든 악재(ex. 신용위험)를 반영한 가격대로 판단한다.

비록 중장기 투자 매력도가 높지 않다 해도 현재로서는 유동성/배당 등에 기반한 Trading 전략이 유효한 시점이다. 국내 은행주 투자의 유일한 시스템 리스크인 금리 역시 바닥을 통과하며 최근 은행주 반등을 지지하고 있다.

**Top picks - KB금융, 하나금융**

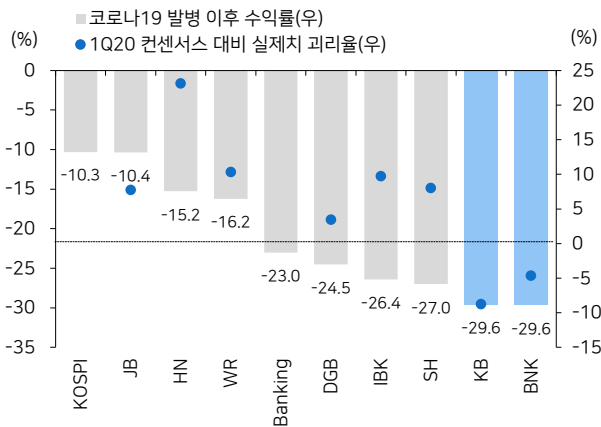
상반기 은행주 수익률은 1Q20 실적이 최악이었다. 반면 하반기는 분기 실적 흐름과 함께 높은 자본비율을 보유한 은행에 좀 더 주목할 필요가 있다. 높은 자본 비율과 하반기 이익 버퍼를 보유한 KB금융과 하나금융지주를 최선호주로 추천한다.

**그림11 글로벌 주요 은행 밸류에이션(FY20E 기준)**



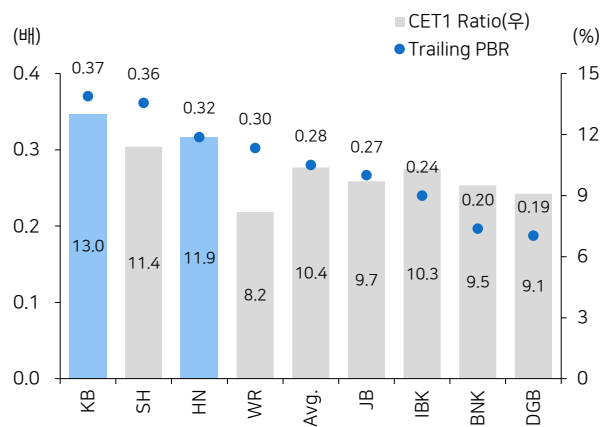
주: ROE는 Consensus 기준  
 자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림12 1Q20 실적이 최악했던 상반기 수익률**



자료: 각사, KRX, 메리츠증권 리서치센터

**그림13 하반기는 상대적으로 자본비율 높은 은행 추천**



자료: 각사, KRX, 메리츠증권 리서치센터

## 지주회사 Bottom Value > Hidden Value

### 1H20 지주회사 Review

상반기 지주회사 주가 부진은 상장 자회사 주가 급락과 함께 지주회사가 가진 사업 포트폴리오 효과가 퇴색(= NAV 할인을 확대)한 영향이다. 최근 주식시장 반등 국면에선 자체 모멘텀이 부재한 가운데 종목간 차별화가 심화되는 모습이다.

### 주식으로서의 지주회사

우리는 투자자들의 이해의 편의를 돕기 위해 주식으로서의 지주회사를 5가지로 정의하고 있다. 현실적으로 2개 이상에 해당되기 마련이나 좀 더 주가 설명력이 높은 범주로 종목들을 분류했다.

그림1 주식으로서의 지주회사 분류

	Key Driver	관련 종목
1. NAV Spread	상장 자회사 주가	LG, CJ, 한화, 두산, 코오롱
2. Hidden Value	비상장 자회사 or 자체 사업	SK, 다우기술
3. Cash Flow	투자현금흐름 or 배당수익률	현대중공업지주, 효성
4. Governance	법 개정 or 대주주 지분 상속/증여 or 경영권 분쟁	삼성, 셀트리온, 롯데지주, 현대차, SK텔레콤
5. Activism	오너↓ + 기관/외국인↑ + 주주환원↓	한진칼, 대림산업

자료: 메리츠증권 리서치센터

### 삼성과 발렌베리

지난 5월 6일, 이재용 부회장의 세습 경영 중단 발언 이후 재계 및 언론에선 스웨덴 발렌베리 가문에 주목하기 시작했다. 발렌베리 가문은 1856년 창업한 이후 5대째 가족 세습 체제를 유지하는 대신 경영은 전문 경영인에게 위임하고 있다.

이는 스웨덴 정부가 자국 산업보호주의적 정책을 바탕으로 상장법인의 차등 의결권을 허용하기에 가능한 구조다. 반면 국내의 경우 공익법인의 의결권 제한은 물론 차등 의결권 제도도 부재하다.

현 정부의 경제 정책 기조인 '소득주도성장, 혁신성장, 공정경제'가 유지되는 이상 관련 규제 완화 기대감을 가지기엔 요원하다. 더불어민주당의 총선 공약 2호인 'K-유니콘 기업 발굴을 위한 복수 의결권 제도를 도입' 역시 비상장벤처기업에 한정된다. 즉, 혁신성과 관련된 부분으로 대기업 또는 재벌 집단에 대해선 공정경제 실현 측면에서 지배구조 규제 강화 스탠스를 유지할 가능성이 높아 보인다.

**그림2 더불어민주당 제21대 총선 정책 공약집 내용 발췌**

**일감몰아주기와 같은 기업의 일탈행위를 개선하도록 하겠습니다.**



**일감몰아주기를 통한 사익편취 규제 적용대상을 확대**

- 재벌 총수 일가의 사적 영리 추구를 위해 기업에 손해를 주면서 중소기업의 경쟁력을 약화시키는 부당한 지원을 방지

**지주회사 보유 주식 한도 확대**

- 지주회사가 총수 일가의 지배 수단으로 악용되지 않도록 최소한으로 보유해야 하는 자회사·손자회사의 주식보유 기준 상향

**재벌의 부당한 지배력 남용과 특혜를 근절시키겠습니다.**



**총수일가의 전횡을 막고 투명하고 건전한 경영문화 확립을 위한 상법 개정안 추진**

- 다중대표소송제·다중 장부 열람권 및 대표소송제도 개선: 모회사의 주주가 자회사의 이사에 대한 책임을 추궁하기 위한 제도적 장치 마련
- 전자투표제·서면투표제를 통해 소수주주의 경영 참여의 편의를 개선
- 집중투표제 의무화 및 감사위원 분리 선출제도 도입을 통하여 소수주주의 경영감시 및 이사의 직무집행에 대한 감시 강화
- 재벌 대주주 일가의 횡령, 배임 등 경제범죄에 대한 처벌 강화

**편법적 지배력 강화를 차단하기 위한 상법개정안 추진**

- 계열공익법인, 자사주, 우회출자 등 법의 사각지대를 악용한 대주주 일가의 지배력 강화 차단 방안 마련

**산업자본의 금융계열사에 대한 의결권 규제 강화 등 금산분리 원칙 준수**

- 금융계열사의 타 계열사 의결권을 제한
- 금융그룹 통합감독시스템 도입(금융그룹통합감독법 제정)

자료: 더불어민주당, 메리츠증권 리서치센터

**ESG 투자**

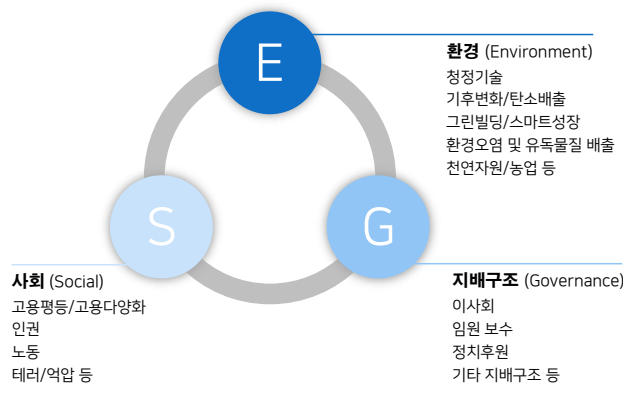
지배구조와 관련해 최근 부각되는 ESG 투자에 대해 살펴볼 필요가 있다. ESG투자는 환경(E)과 사회적(S)으로 긍정적인 영향 또는 지배구조(G)가 우수한 기업에 대한 투자를 일컫는 말로, SRI와 달리 '수익률'에 보다 초점을 두는 전략이다.

과거엔 미국/유럽 중심이었으나 최근 일본을 중심으로 아시아 지역에서도 확대되는 추세다. 국내 역시 연기금을 필두로 ESG 투자에 적극적으로 동참하고 있다.

국내의 경우 주로 'G' 측면에서 투자 기회가 풍부하다. '소유권 vs. 배당권리' 격차에서 발생하는 대리인 문제에 노출도가 높기 때문이다.

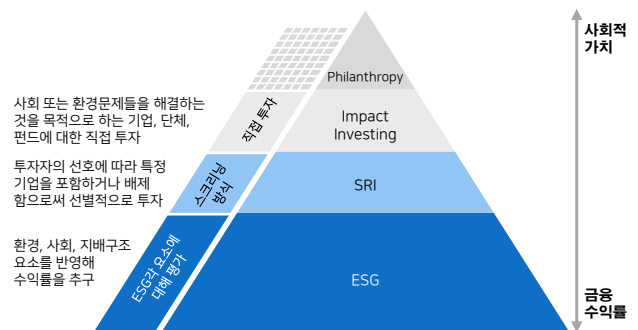
한진칼 사태로 촉발된 주주 행동주의에 대한 관심 증가도 큰 흐름에선 같은 맥락이다. 경제 성장 부진, 후진적 기업 지배구조, 정부의 공정경제 실현 의지 등이 맞물린 결과물로 기존 '오너' 중심에서 '주주' 중심의 지배구조로 변화해 나가는 과정의 일환이다.

**그림3 ESG 구성 요소**



자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림4 ESG vs. SRI vs. Impact 투자**



자료: Fiduciary Trust Company, 메리츠증권 리서치센터

표1 국내 행동주의 펀드 개입 사례			
투자자	대상회사	시기	주요 내용
소버린	SK	2003~2005	<ul style="list-style-type: none"> <li>SK(주) 지분 14.9% 취득 후 경영 개입</li> <li>과감한 개혁 청사진 요구 (사업계획 재조정, 지배구조 개혁 등)</li> </ul>
헤르메스	삼성물산	2003~2004	<ul style="list-style-type: none"> <li>삼성물산 지분 5.0% 매입 후 삼성전자 지분 매각, 우선주 소각 요구</li> </ul>
칼라이칸	KT&G	2005~2006	<ul style="list-style-type: none"> <li>KT&amp;G 지분 6.6% 매입 후 경영 개입</li> <li>공개매수 통한 적대적 M&amp;A 시도</li> </ul>
라자드자산운용	태광산업, 대한화석	2006~2012	<ul style="list-style-type: none"> <li>태광그룹 계열의 대한화석 지분 5.2% 매입한 후, 언론에 기업의 경영상 문제점 등을 밝히고 '주주명부열람' 가처분 소송</li> <li>소액주주 권리 개선, 독립적인 이사회 운영, 계열사 거래 투명성 개선,</li> <li>배당금 증액, 유류자산 매각 등을 회사측에 요구</li> </ul>
엘리엇	삼성물산, 삼성전자	2015~2016	<ul style="list-style-type: none"> <li>삼성물산 지분 7.1% 매입 후, 제일모직-삼성물산 합병 반대</li> <li>삼성전자 인적분할, 배당 요구 등</li> </ul>
머스트자산운용	에이블씨엔씨	2017	<ul style="list-style-type: none"> <li>에이블씨엔씨에 유상증자 목적을 공개질의</li> <li>법원에 신주 발행을 금지해 달라는 내용의 가처분 신청</li> </ul>
VIP자산운용, 달튼인베스트먼트, 밸류파트너스자산운용	현대홈쇼핑	2017~현재	<ul style="list-style-type: none"> <li>합산 6.0% 이상 지분 보유 중, 이사회의 독립성 강화와 자본효율 정상화 등을 촉구</li> <li>주주이익에 반하는 M&amp;A 반대, 배당 확대 및 자사주 매입·소각</li> </ul>
엘리엇	현대차, 현대모비스	2018~2020	<ul style="list-style-type: none"> <li>현대모비스-글로벌비스 분할 합병 반대, 특별 배당 요구</li> </ul>
KCGI	한진칼, (주)한진	2018~현재	<ul style="list-style-type: none"> <li>3자 연합(KCGI, 조현아, 반도건설) 합산 보유지분 42.7% ~ 44.8% 추정</li> <li>그룹 지배구조 개선 및 물의를 빚은 임원 경영 일선에서 배제 요구</li> </ul>
KB자산운용, 한투밸류운용	SM	2019.6~현재	<ul style="list-style-type: none"> <li>공개 주주서한을 통해 1)라이크기회 계약과 관련한 투명한 정보 공개,</li> <li>2)배당을 실시하지 않는 사유 등에 대해 소명과 개선을 요구</li> <li>라이크기회를 무상 증여 형태로 SM에 흡수 합병 요구</li> </ul>
KB자산운용	효성티앤씨	2020~현재	<ul style="list-style-type: none"> <li>2대 주주로 15.6% 소유중, '18년에 1차 주주서한을 발송</li> <li>2차 주주서한을 통해 FCF의 30%를 주주환원에 활용할 것을 요구</li> </ul>

자료: 언론보도종합, 메리츠증권 리서치센터

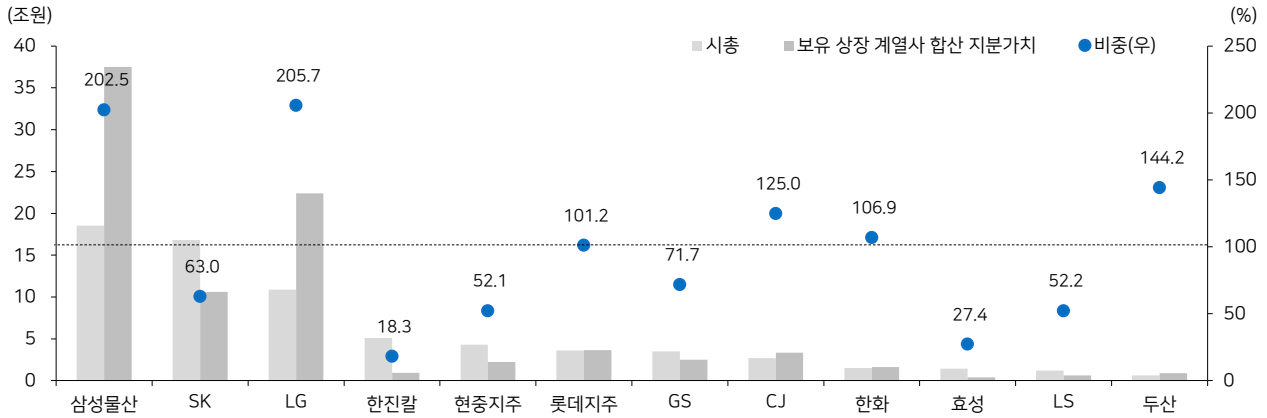
**하반기 지주회사 투자전략**

전술한 ESG 투자를 제외하고 국내 지주회사 업종을 관통하는 투자 Theme은 하반기에도 부재하다. 수익률/변동성 측면에서 기업 지배구조 개편 이벤트가 중요하나 비우호적인 대외여건상 급격한 변화는 어려워 보인다. 특히 삼성그룹 지배구조 관련 노이즈가 잔존하고 있다는 점도 다른 기업들의 소극적 자세를 강제시킬 요인이다.

지주회사 본연의 역할은 그룹의 컨트롤 타워로서 자회사간 시너지 창출 및 장기 성장성을 제시하는 것이다. 기존 사업 확장 또는 신규 사업 진출 등 투자 활동이 활발한 지주회사를 선호했던 것도 같은 이유다.

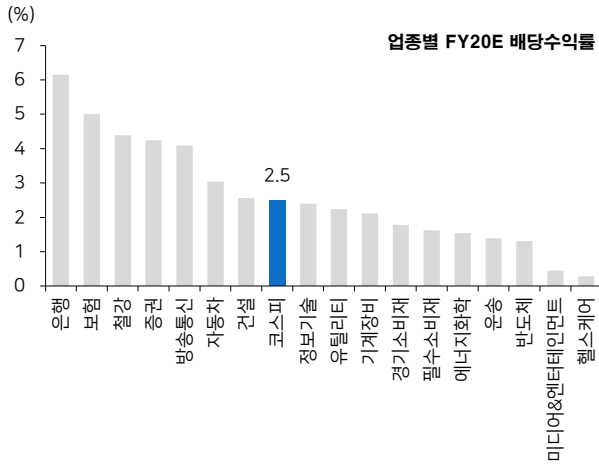
그러나 코로나19로 지주회사 역할의 운신의 폭이 좁아진 만큼 현 시점에서선 주가 상방 보단 하방 지지가 가능한 지주회사에 좀 더 주목할 필요가 있다. 1) NAV 내 상장 보유지분 가치가 크고, 2) FY20E 배당수익률이 높은 종목을 추천한다.

그림5 주요 지주회사 보유 상장 계열사 합산 지분가치



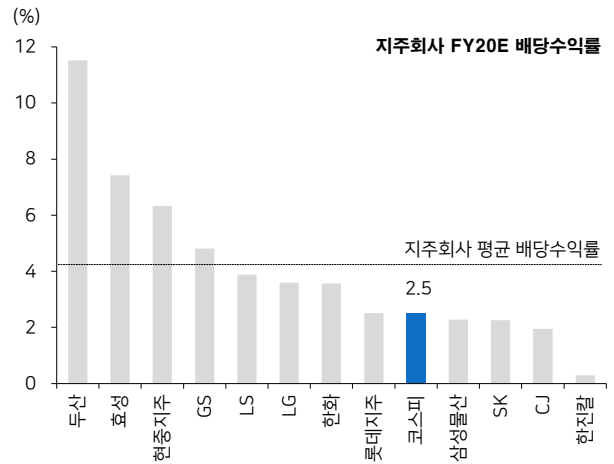
주: 지분율 '20.3월말 기준, 시가총액 '20.5.29일 증가 기준  
 자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 주요 업종별 FY20E 예상 배당수익률



주: Consensus 기준  
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림7 주요 지주회사 FY20E 예상 배당수익률

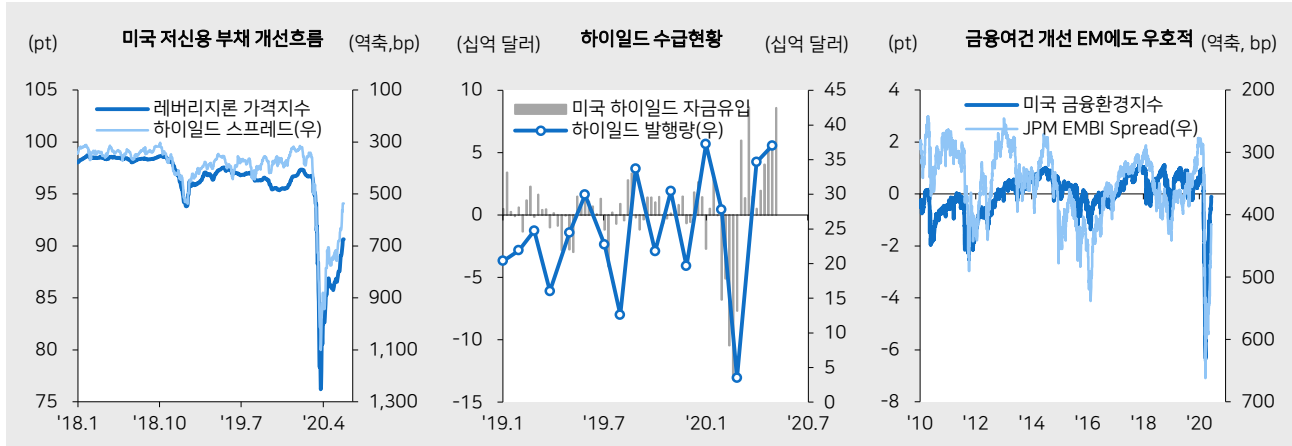


주: Consensus 기준  
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

본 자료의 원본은 2020년 6월 1일 발간된  
 '2020년 하반기 전망 시리즈 10 - 패자의 역습'임

**오늘의 차트** 윤여삼 연구위원

**채권시장 내 위험선호 심리 점검**



자료: EPFR, SIFMA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

3월 말부터 본격적으로 제시된 연준의 금융시장 안정화 정책으로 저신용부채의 가격지수는 상당부분 회복되었다. 3월말일 1100bp에 고점을 기록하던 미국 하이일드 스프레드는 6월 5일 기준 536bp로 빠르게 하락안정화 되었다. 저신용부채의 뇌관으로 지목되던 레버리지론 가격지수는 3월말 저점 대비 약 19% 상승했다.

**미 저신용부채, 가격지수 회복에도 부채 질적 악화에 대한 우려지속**

일각에서는 가격지수의 외형적 안정에도 불구하고 저신용부채의 구조적 취약성이 악화된 점을 지적하기도 한다. 실제 기업실적의 악화로 인해 계약조건을 완화시켜준 레버리지론의 건수(covenant-relief amendments)가 2009년 금융위기 수준으로 급증했다. 또한 레버리지론 계약조건 완화가 급증하자 신용등급 B-이하의 레버리지론 비중 또한 30%가 넘게 증가했다.

그렇지만 연준과 중앙정부의 정책은 시장이 우려하는 저신용 부채의 질적 악화를 커버하기 충분했다고 판단된다. 수급현황을 살펴보면 극단적 안전선호 심리로 3월 중 하이일드 채권의 발행금액은 35억달러 수준에 그쳤다. 연준의 적극적 정책이 제시된 이후 4월 346억달러, 5월 370억달러의 발행을 기록했다.

**하이일드 수요,공급측면 모두 개선 →EM으로 온기 확산 기대**

수요 또한 꾸준하다. 미국 하이일드로의 자금유입은 4월 1째주부터 순유입 전환되었다. 물론 일부 기업의 부도 리스크가 부각되던 4월 마지막 주는 유입흐름이 다소 주춤하긴 하였지만 이후 경제활동 재개 및 경기회복 기대를 반영하며 6월 첫째 주에는 860억달러의 순유입을 기록했다.

미국 하이일드 시장의 위험선호 회복은 신흥국 시장으로 확산될 가능성이 크다. 이전 금융환경이 개선되는 국면에서 신흥국 채권의 수요가 부각되며 EMBI 스프레드가 축소되었다. 이번 코로나 2차 금융충격에서도 연준이 완화적 금융여건을 한동안 유지함에 따라 신흥국 채권에 우호적 투자여건이 유지될 가능성이 크다.

**칼럼의 재해석** 서승연 연구원

**Apple Moonshot, 애플 글래스 (Forbes)**

지난 몇 년간 소문만 무성하던 애플 글래스(Apple Glass) 출시 시기와 스펙이 최근 IT업계에서 또다시 화두가 되고 있다. 당초 시장은 애플 글래스 출시 시점을 2022년 하반기로 예상하고 있었으나 이보다 이른 2021년 4분기~2022년 상반기에 출시될 가능성이 최근 제기되었으며, 출고가 499달러, 양쪽 렌즈의 디스플레이, LiDAR 탑재, 무선충전 지원 등 구체적인 스펙까지 조명되었다.

애플 글래스의 가장 큰 특징을 꼽는다면 단연 'AR(증강현실) 구현'이다. '아이폰'이라는 하드웨어 생명력이 한계에 다다른 애플의 미래 성장동력이 '콘텐츠'로 이동되고 있는 시점에서, AR은 콘텐츠 서비스에 부가가치를 더하는 수단이 될 전망이다. 이를 위해 애플은 5년 전부터 AR/VR/MR 관련 기업들을 인수해왔으며, AR 개발 플랫폼인 'AR Kit'도 발표하며 AR 기술 인프라와 플랫폼 구축해왔다.

AR 구현을 위해 애플은 ToF 기술기반의 LiDAR 센서를 채택했다. LiDAR는 레이저를 이용하여 사물을 감지하고 거리를 측정하는 기술로서 주로 자율주행차에 사용되고 있는 센서이다. 삼성전자, 화웨이에서는 ToF 센서라는 명칭으로 탑재되고 있는 부품이다. 삼성전자와 화웨이는 카메라 이미지 보정을 위해 ToF 센서를 탑재하였지만, 애플은 AR 서비스를 위해 LiDAR 센서를 탑재하였다는 점이 애플과 타사의 차별점이라 볼 수 있다.

애플은 이미 구축한 AR Kit 앱에 LiDAR 센서 데이터를 제공하였으며 개발자들은 앱의 성능을 향상시킬 수 있게 되었다. 이는 향후 LiDAR를 장착한 스마트폰, 글래스 제품이 출시되면 곧바로 사용할 수 있는 앱(콘텐츠 서비스)들을 확보할 수 있기에, 애플은 AR 시장을 선점할 수 있는 기반을 마련해놓은 셈이다. 향후 애플 대부분 하드웨어 제품에는 LiDAR가 탑재될 가능성이 높으며, LiDAR 센서가 탑재된 카메라 모듈 판매량 역시 증가하리라 전망된다.

**가까워지고 있는 출시만큼 기대되는 애플 글래스**

애플 글래스,  
이르면 2021년 말 출시 가능성

지난 몇 년간 소문만 무성하던 애플 글래스(Apple Glass) 출시 시기와 스펙이 최근 IT업계에서 또다시 화두가 되고 있다. 당초 시장은 애플 글래스 출시 시점을 2022년 하반기로 예상하고 있었으나 이보다 이른 2021년 4분기~2022년 상반기에 출시될 가능성이 최근 제기되었으며, 출고가 499달러, 양쪽 렌즈 디스플레이·카메라 없이 LiDAR 탑재, 무선충전 지원 등 구체적인 스펙까지 조명되었다. 여기에, 대만 경제시보를 통해 대만의 한 애플 밸류체인업체가 2021년 상반기 애플 글래스 소량 조립생산을 시작한다는 생산 일정이 공개되며 AR(Augmented Reality, 증강현실) 기반 애플 글래스 출시에 대한 시장 기대감은 한층 높아졌다.

**그림1 애플 글래스 스펙 및 예상도**

**애플 글래스 추정 스펙**

- 가격 499달러  
추가 요금 지불 시 도수 렌즈로 교환 가능
- 양쪽 렌즈 글래스가 스크린처럼 기능하며, 제스처로 조작
- 아이폰 프로4에 탑재된 LiDAR 스캐너 탑재
- 무선 충전 지원
- 오디오 기능 부재. 외부 오디오 기기와 페어링 필요



자료: Techweartrend, 메리츠증권 리서치센터

### Apple Moonshot: 애플의 AR(증강현실) 야심과 전략

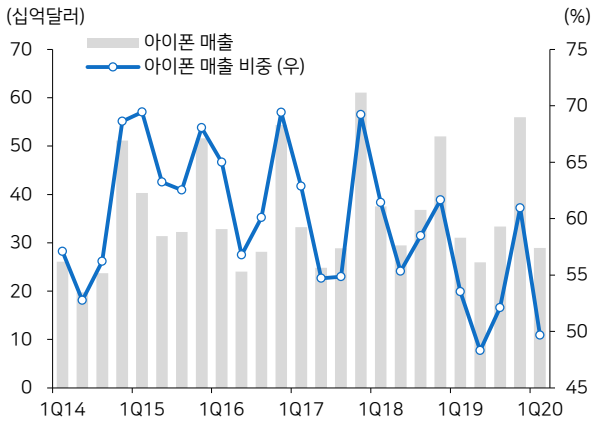
콘텐츠 회사로 변모하고 있는 애플에게 AR(증강현실)은 콘텐츠 부가가치 확대하는 수단일 것

애플 글래스의 가장 큰 특징을 꼽는다면 단연 'AR(증강현실) 구현'이다. '아이폰'이라는 하드웨어 생명력이 한계에 다다른 애플의 미래 성장동력이 '콘텐츠'로 이동되고 있는 시점에서, AR은 콘텐츠 서비스에 부가가치를 더하는 수단이 될 전망이다.

2015년부터 AR 관련 기업들을 인수 및 AR 개발 플랫폼인 AR Kit도 구축

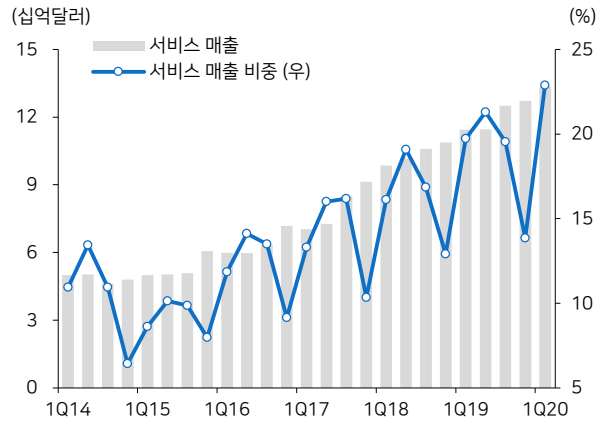
이를 위해 애플은 5년 전부터 AR/VR/MR 관련 기업들을 인수해왔으며, 팀쿡 애플 CEO 역시 AR을 미래 핵심 기술이자 차기 컴퓨터 플랫폼이 될 것이라 언급한 바 있다. 애플은 2015년 독일 AR 소프트웨어 개발사 메타이오(Metaio)를 인수를 시작으로 2017년에는 MR(Mixed Reality, 혼합현실) 헤드셋을 개발한 스타트업체 VR바나(VRVana), 2018년 AR 헤드셋 스타트업체인 아코니아 홀로그래픽스(Akonia Holographics), 최근에는 VR(Reality, 가상현실) 스트리밍 스타트업체인 NextVR 인수했다. 뿐만 아니라 애플은 2017년 AR 개발 플랫폼인 'AR Kit'도 발표하며 AR 기술 인프라와 플랫폼 구축해왔다.

그림2 애플의 미래 성장동력이 아이폰에서...



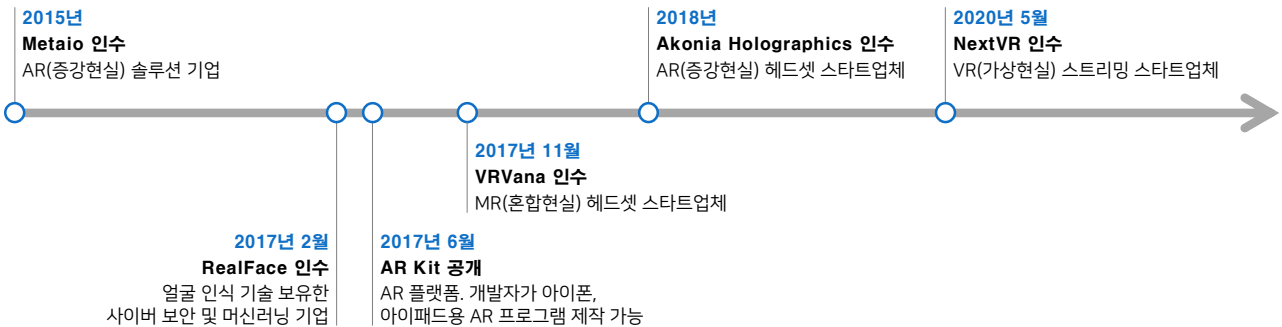
자료: Apple, 메리츠증권 리서치센터

그림3 ...서비스(콘텐츠)로 이동하면서...



자료: Apple, 메리츠증권 리서치센터

그림4 ...애플은 2015년부터 꾸준히 AR/VR/MR 관련 기업들을 인수. 2017년에는 AR 개발 플랫폼인 AR Kit도 구축



자료: 산업자료, 언론자료, 메리츠증권 리서치센터

애플 이전 구글에서 2012년 AR 글래스를 출시한 바 있다. 2012년 많은 이들의 기대 속에 공개된 구글 글래스는 B2C 시장 목표로 출시되었으나 소비자 시장에 적합하지 않은 1,500달러라는 가격과 카메라를 통한 개인 사생활 침해 문제가 논란이 되면서 소비자의 외면을 받고, 출시 2년만에 판매를 중단했다. 그리고 6년이 지난 2019년, 구글 글래스2를 출시했으나 일부 B2B 시장으로 판매 대상이 한정적이다.

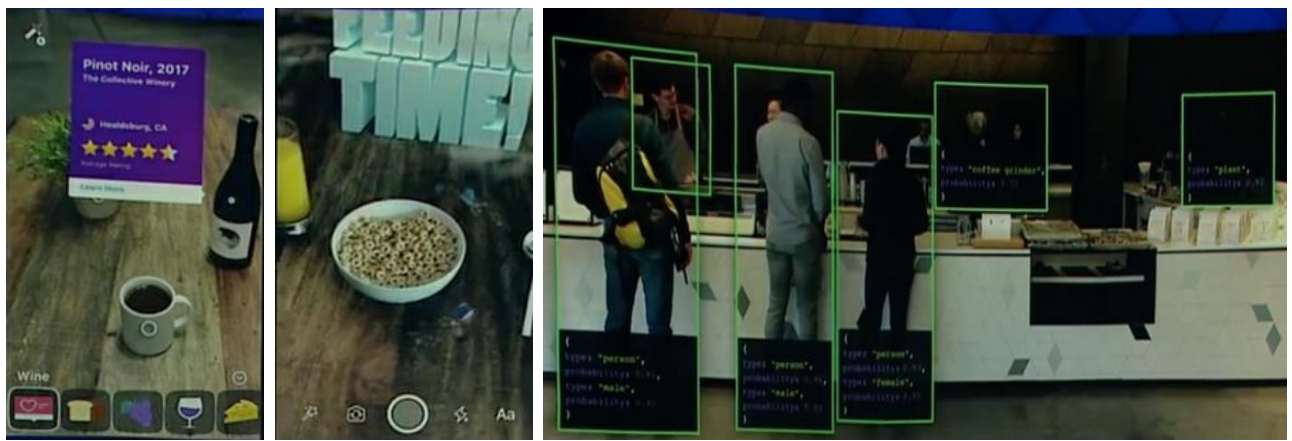
애플은 구글 글래스 사례를 반면 교사 삼아 B2C 시장을 공략하리라 예상

구글 글래스를 반면교사 삼은 애플은 B2C 시장을 타겟으로 하는 동시에, 소비자용 AR 글래스의 가장 큰 문제점인 카메라 사용으로 인한 개인정보 문제를 LiDAR 사용으로 보완하려는 전략이다. 그리고 아이폰에서 연산처리하면서 AR 글래스의 원가절감과 디자인 설계 측면에서 이점을 가질 가능성이 높다.

	구글 글래스	구글 글래스2	홀로렌즈1	홀로렌즈2
기업	Google	Google	Microsoft	Microsoft
출시시기	2012년	2019년	2016년	2019년
가격	1,500달러	999달러	3,000달러	3,500달러
무게	43g	46g	579g	566g
배터리	570mAh	820mAh	-	-
카메라(화소)	500만	800만	240만	800만
디스플레이	640x360	640x360	1440x1440	2048x1080
CPU	OMAP 4430 SoC 1.2Ghz 듀얼코어	퀄컴 XR1 1.7Ghz 쿼드코어	인텔 32-bit 1Ghz	퀄컴 스냅드래곤 850
RAM	1GB	DDR 3GB	2GB	2GB
스토리지	16GB	32GB	64GB	64GB

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 애플 AR 글래스는 B2C 시장을 목표로 출시

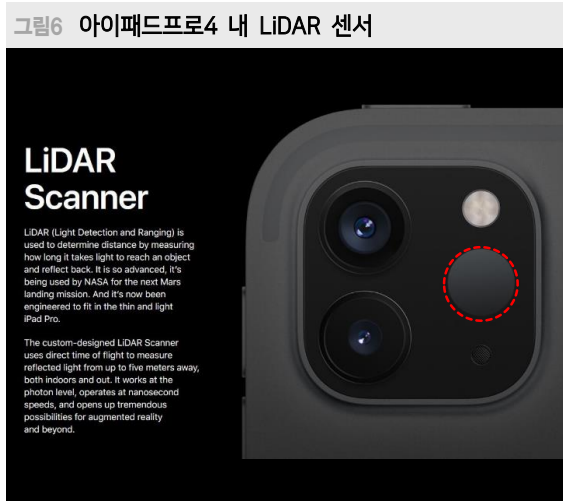


자료: 메리츠증권 리서치센터

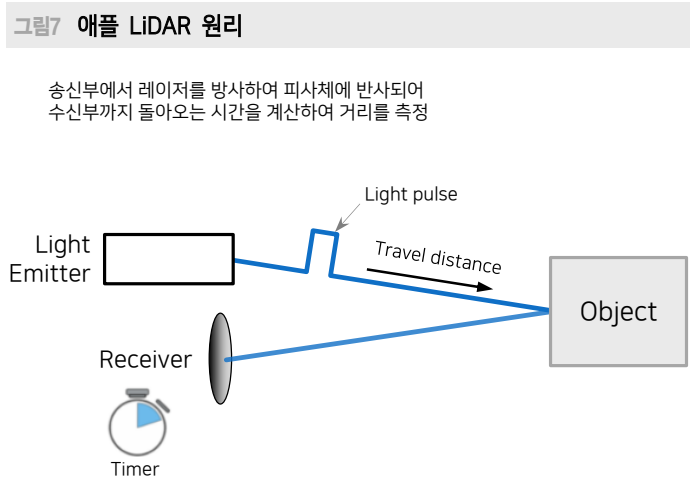
### 애플이 선택한 AR 구현 방식: LiDAR 센서

AR 구현을 위해 애플은 ToF 기술 기반의 LiDAR 센서를 채택

애플은 2020년 3월 출시한 아이패드 프로 4세대 제품에 AR 성능 강화를 위해 라이다(LiDAR) 센서를 탑재했다. 라이다(LiDAR: Light Detection And Ranging, 이하 LiDAR)는 레이저를 이용하여 사물을 감지하고 거리를 측정하는 기술로서 주로 자율주행차에 사용되고 있는 센서이다. 삼성전자, 화웨이에서는 ToF 센서라는 명칭으로 탑재되고 있는 부품이다. 타사와 애플의 차이점은 타사는 카메라 이미지 보정을 위해 ToF 센서를 탑재하였지만, 애플은 AR 서비스만을 위해 LiDAR 센서를 탑재하였다는 점이다.



자료: Apple, 메리츠증권 리서치센터



자료: ToF-Insights, 메리츠증권 리서치센터

애플은 이미 구축한 AR Kit 앱에 LiDAR 센서 데이터를 제공하였으며 개발자들은 앱의 성능을 향상시킬 수 있게 되었다. 이는 향후 LiDAR를 장착한 스마트폰, 글래스 제품이 출시되면 곧바로 사용할 수 있는 앱(콘텐츠 서비스)들을 확보할 수 있기에, 애플은 AR 시장을 선점할 수 있는 기반을 마련해놓은 셈이다.

애플의 사례처럼 AR 개발을 위해서는 LiDAR, ToF 제품 성능이 최우선 과제가 될 것이다. 이에 따라 향후 애플 대부분 하드웨어 제품에는 LiDAR가 탑재될 가능성이 높으며, LiDAR 센서가 탑재된 카메라 모듈 판매량 역시 증가하리라 전망된다.

**표2 ToF 관련 부품별 특성**

구분	특성
<b>Tx</b>	레이저 방사 (송신부)
VCSEL	상부 표면에 수직인 방향으로 레이저를 방출하는 반도체 레이저 다이오드
Diffuser	레이저 확산 굴절 장치
<b>Rx</b>	레이저 수신 (수신부)
ToF 센서	레이저 방사 후 수신부까지 돌아오는 시간 계산 후 거리 측정

자료: 메리츠증권 리서치센터

**표3 애플 · 삼성전자 · 화웨이 ToF 서플라이체인**

기업	구분	ToF 부품	밸류체인 기업
애플	Tx	VCSEL (설계)	Lumentum (LITE US), II-VI (IIVI US)
		VCSEL (생산)	Win Semi (3105 TT), II-VI (IIVI US)
		Diffuser	TBD (ams (AMS SW))
		모듈	LG이노텍 (011070 KS)
	Rx	렌즈	Largan (3008 TT), Genius (3406 TT)
		ToF 센서 필터 모듈	Sony (6758 JP) VIAVI (VOAV US), PTOT LG이노텍 (011070 KS)
삼성전자	Tx	VCSEL	OSRAM (OSR GR), ams (AMS SW)
		Diffuser	RPC Photonics (VIAV US)
		모듈	삼성전기 (009150 KS), 파트론 (091700 KS), Sunny Optical (02382 HK)
	Rx	렌즈 ToF 센서 필터	Largan (3008 TT) 삼성전자 (005930 KS), Sony (6758 JP) VIAVI (VOAV US), PTOT
화웨이	Tx	VCSEL	Lumentum (LITE US), vertillite
		Diffuser	RPC Photonics (VIAV US)
		모듈	Ofilm (002456 CH), Sunny Optical (02382 HK), Q tech (01478 HK), Luxvision
	Rx	렌즈	Sunny Optical (02382 HK), Largan (3008 TT)
		ToF 센서	Sony (6758 JP)
		필터	VIAVI (VOAV US), PTOT

자료: 메리츠증권 리서치센터

원문: *Apple's AR Glasses: Surprise Release - Data Change & New Details Emerge, May. 17*