

보험

RBC 듀레이션, Apple-to-apple 비교

□ Investment Points

보험사들의 RBC비율 기준, 각사마다 다르게 적용: 신지급여력제도(K-ICS) 시행 이전까지 단계적으로 RBC제도가 강화되고 있는데, 2017년 6월부터는 각사별로 강화된 제도를 선택적으로 적용 가능하기 때문에 RBC비율의 단순 비교가 어렵다. 보험부채의 잔존만기 확대와 연동형 최저보증 금리리스크 현실화가 3단계에 걸쳐 추진되는데, 이를 통해 부채듀레이션이 크게 늘어날 것으로 예상된다. 각 보험사는 6월부터 부채 구조와 자산듀레이션 수준에 따라 각기 다르게 제도를 적용하고 있다.

적용 구간 앞쪽에서는 손보 부담이 크고, 뒤쪽으로 갈수록 생보 부담이 커진다: 15개 주요 생보사 적용 현황을 살펴보면, '20년 이상~25년 미만' 구간에서는 거의 듀레이션이 늘어나지 않지만 '25년 이상~30년 미만'과 '30년 이상' 구간을 적용하고 연동형에 대한 최종규정을 모두 적용하면 듀레이션이 추가적으로 5년 가까이 늘어날 것으로 추정된다. 8개 주요 손보사의 경우, '20년 이상~25년 미만'과 '25년 이상~30년 미만' 구간을 적용할 때 각각 1년 정도씩 듀레이션이 증가하고, 이후에는 듀레이션 증가가 그렇게 크지 않을 것으로 추정된다. 종신 보험 등 장기상품 비중이 상대적으로 높은 생보의 특성을 고려할 때, 부채 듀레이션 확대가 향후 RBC비율관리 및 K-ICS 대응에 큰 부담이 될 가능성이 높다.

□ Action

외국계 생보사 따라하기: 관련 규정을 모두 적용한 ING생명, 푸르덴셜, 메트라이프 3사는 모두 외국계회사이거나 외국계 회사로서 글로벌 기준에 부합하는 자본관리를 시행해왔다는 공통점이 있다. 이들의 경우 금리부자산/부채 비율이 국내사보다 월등히 높고, 상대적으로 금리위험이 잘 통제되고 있다. 결국 국제 기준의 자본규제를 충족하기 위해서는 위험자산의 감축과 금리부 안전자산의 증가가 불가피하다. 따라서 향후 보험사들의 자산운용이익률은 점진적으로 하락할 가능성이 높아 보인다. 향후 듀레이션 추가 하락폭이 작은 손보사들의 자본관리가 보다 용이할 것이며, 생보사의 경우 외국계의 높은 자본적정성 관리 특성에 가까울수록 안정적인 투자가 가능할 것이다.

2017. 09. 20

Analyst
이병건
02 369 3381
pyrrhon72@dongbuhappy.com

부채듀레이션 관련 RBC 강화, 선택적/단계적으로 반영

부채 듀레이션 관련 RBC제도 강화, 회사별로 선택적으로 단계적 적용 가능

신지급여력제도(K-ICS) 시행 이전까지 충격 완화를 위해 단계적으로 RBC제도가 강화되고 있는데, 보험부채의 잔존만기 확대와 연동형 최저보증 금리리스크 현실화의 경우 아래와 같이 총 3단계의 과정을 회사별로 선택적으로 적용할 수 있다. 그 영향이 매우 크고, 회사별로 부채 구조와 자산 듀레이션 수준이 크게 다르다는 점을 인정했기 때문이다. 하지만 이로 인해, 선택적 적용이 시행되는 2017.6월부터는 각보험사의 RBC비율을 단순 비교할 수 없게 되었다.

도표 1. RBC 위험액 산출 시 보험부채 잔존만기 확대와 금리차 산정방식별 만기불일치위험액 계산 적용 단계

잔존만기		금리차 산정방식별 만기불일치위험액 계산 (연동형 최저보증 금리리스크 현실화)	
1단계	20년 이상 ~ 25년 미만	경과규정1	금리차 = 공시기준이율 - 최저보증이율 → 만기불일치위험액 계산
2단계	25년 이상 ~ 30년 미만	경과규정2	'최종규정' 만기불일치위험액 - ('최종규정' 만기불일치위험액 - '경과규정1' 만기불일치위험액)/2
3단계	30년 이상	최종규정	금리차 = (공시기준이율 - 산업위험스프레드의 35%) - 최저보증이율 → 만기불일치위험액 계산

자료: 금감원, 동부 리서치

모든 규정을 한꺼번에 적용한 회사가, 최소한 듀레이션 및 금리위험 측면에서는 K-ICS에 잘 준비되어 있다

중요한 것은 회사별로 선택적으로 규정을 적용하게 됨에 따라 부채 듀레이션이 다르게 산출된다는 것이다. 잔존만기를 '20년 이상 ~ 25년 미만'으로, 그리고 금리차 산정방식 관련 '경과규정1'을 적용할 경우 부채 듀레이션이 짧게 산출된다. 반대로 관련 규정을 빨리 적용할수록 부채 듀레이션은 길어지게 된다. 현재 보험사들의 자산 듀레이션은 회사별로 큰 차이를 보이고 있는데, 자산 듀레이션이 이미 충분히 길거나 빨리 듀레이션을 늘릴 수 있는 회사들은 제도 도입을 서두르고 있다. 따라서 모든 규정을 한꺼번에 적용한 회사가, 최소한 듀레이션 및 금리위험 측면에서는 K-ICS에 잘 준비되어 있다고 평가할 수 있다.

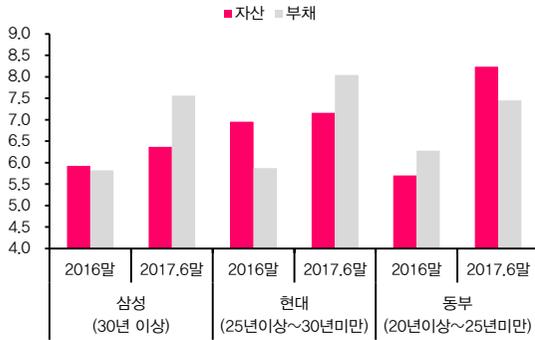
회사별 전략에 따라제도 도입 일정이 차이를 보이게 됨

여기에 회사별로 취하고 있는 전략에 따라제도 도입의 차이가 발생하게 된다. 2016년말 20년을 한도로 산출된 부채 듀레이션이 각각 5.8, 5.9, 6.30이었던 삼성화재, 현대해상, 동부화재의 경우 6월말부터 각기 다른 테이블을 사용하고 있다. 동부화재의 경우 향후 제도 강화에 따라 부채 듀레이션이 늘어나더라도 일시적으로는 RBC비율이 개선되는 효과도 발생할 수 있을 것으로 예상된다.

손보사들, 자산부채 갭을 ±1 범위로 관리

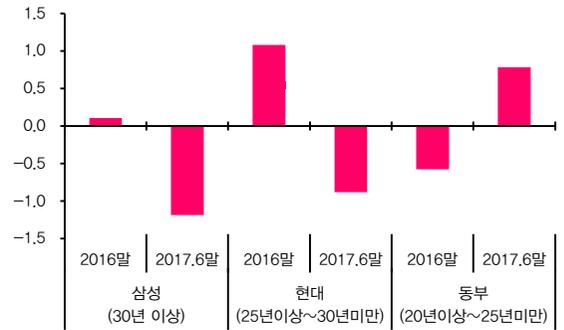
그런데 의미심장한 것은 이들 모두 금리위험 산출의 기준이 되는 자산-부채 갭을 ±1 범위로 관리하고 있다는 점이다. 손보사의 경우 향후 자산-부채 듀레이션은 현실적으로 ±1 범위를 목표로 관리될 가능성이 높아 보인다.

도표 2. 부채 잔존만기 선택에 따른 부채 듀레이션 변화



자료: 공시자료, 동부 리서치

도표 3. 손보 3사, 자산-부채 듀레이션 갭 ±1 범위로 관리



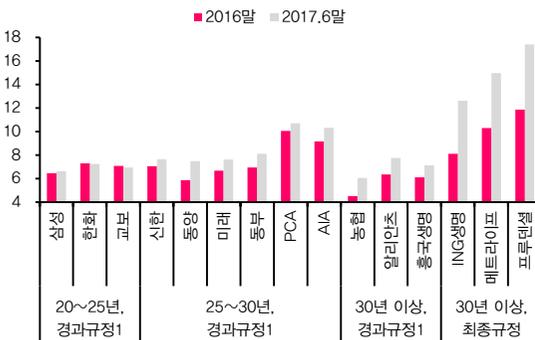
자료: 공시자료, 동부 리서치

빅3. 부채 듀레이션 확대 지연
자산 듀레이션 확대의 애로 반영

15개 주요 생보사의 기준 적용 현황을 살펴보면 (생보사의 경우 큰 영향이 없는 것으로 알려진) ‘20년 이상~25년 미만’ 구간까지만 부채 듀레이션을 확대한 회사는 삼성, 한화, 교보의 빅3뿐이었다. 대부분의 회사들은 ‘25년 이상~30년 미만’이나 ‘30년 이상’구간의 적용을 선택했고, ‘30년 이상’구간에 ‘금리차 산정방식별 만기불일치위험액 계산’의 최종규정까지를 모두 적용한 회사들은 그동안 국내사와는 다른 행보를 보였던 ING생명, 프루덴셜, 메트라이프 3사뿐이었다.

제도 도입 이전인 2016년말과 순차적 도입이 시작된 2017.6월말의 부채듀레이션을 비교해 보면 생보사들의 경우 ‘20년 이상~25년 미만’구간의 경우 기존 듀레이션 산출방식과 큰 차이가 없는 것으로 추정된다. 그러나 그 이상으로 듀레이션을 확대할 경우 부채 듀레이션이 1~2년가량 늘어나게 되며, 모든 규정변경 내용을 적용할 경우 최종적으로 듀레이션은 5년 이상 늘어날 가능성이 높다.

도표 4. 규정 선택적 적용에 따른 생보사 부채듀레이션 변화



자료: 공시자료, 동부 리서치

도표 5. 생보사 부채듀레이션 변동폭 (17.6월, 16말 대비)



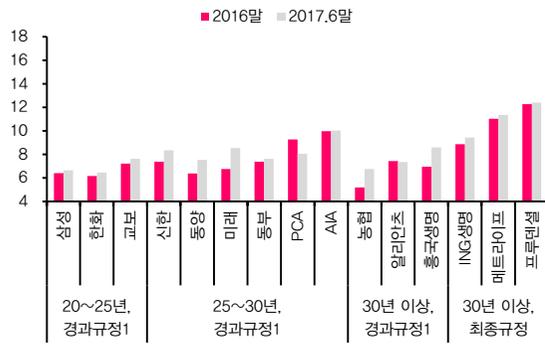
자료: 공시자료, 동부 리서치

각사별로 규정 적용 차이가 나타난 것은 전체적인 회사의 규모와 자산듀레이션 차이 때문인 것으로 분석된다. 부채듀레이션을 거의 손대지 않은 빅3의 경우 6개월간 자산듀레이션 확대폭이 0.3내외에 머물렀다. 그러나 부채듀레이션을 보다 적극적으로 확대했던 회사들은, 자산듀레이션이 이미 10년에 근접했었거나 6개월간 자산듀레이션을 1이상 확대한 회사들이었다.

지금까지보다 더 적극적인
자산 듀레이션 확대 움직임
현실화 될 것

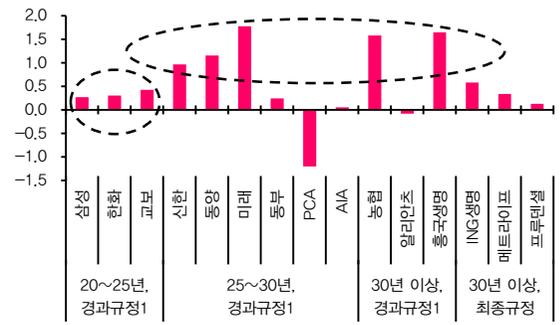
삼성, 한화, 교보의 빅3의 경우 타사들과 비교할 수 없을 정도로 자산규모가 크기 때문에 자산듀레이션 확대가 쉽지 않은 것이 현실이다. 따라서 이들 3사의 경우 2018년말까지인 부채듀레이션 확대 유예 기간을 최대한 활용할 것이며 동시에 지금까지보다 더 적극적인 자산듀레이션 장기화 전략에 나설 것으로 예상된다. 동시에 아직 ‘25년 이상~30년 미만’ 구간까지만 반영한데다 여전히 자산듀레이션이 부채듀레이션보다 짧은 신한, 동양, 미래, 동부, AIA 등의 회사들은 거의 현재와 같은 속도로 적극적인 자산듀레이션 확대 전략을 펼 가능성이 높다.

도표 6. 생보사 자산듀레이션 추이



자료: 공시자료, 동부 리서치

도표 7. 생보사 자산듀레이션 확대폭 (17.6월, 16말 대비)



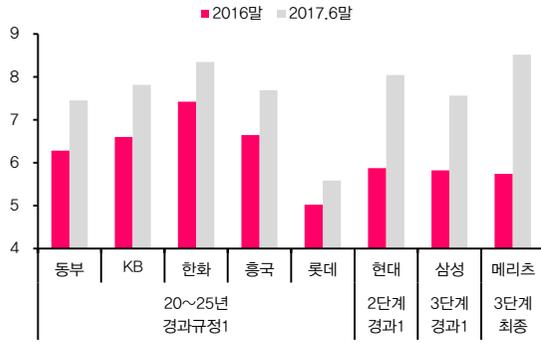
자료: 공시자료, 동부 리서치

손보사의 경우,
전략적인 차이가 더 큰 영향을
미쳤음

종신보험이 주력인 생보사와는 달리 손보사들의 경우 잔존만기 확대 3단계 중 첫 단계인 ‘20년 이상~25년 미만’ 구간의 영향이 상대적으로 큰 것으로 알려지고 있다. 손보사들의 경우 ‘20년 이상~25년 미만’ 구간까지만 부채 듀레이션을 확대한 회사가 대부분이다. 현 대상이 ‘25년 이상~30년 미만’ 구간까지 적용했고, ‘30년 이상’ 구간까지 적용한 회사는 삼성화재와 메리츠화재이다. 그리고 ‘금리차 산정방식별 만기불일치위험액 계산’ 최종 조항까지 모든 단계를 적용한 회사는 메리츠화재뿐이었다.

삼성, 현대, 동부의 행보가 같긴 것은 ① 생보에 비해 적용단계에 따른 영향 차가 크지 않기 때문이기도 하지만, ② 앞서 3p. [도표 3]에서 살펴본 바와 같이 자산듀레이션을 고려한 듀레이션 갭관리 전략 때문으로 판단한다. 동부화재의 경우 자산듀레이션이 부채듀레이션보다 이미 긴 상황이므로, 향후 부채듀레이션 확대 시 RBC비율이 개선되는 효과도 일부 누릴 수 있을 것으로 예상된다.

도표 8. 규정 선택적 적용에 따른 손보사 부채듀레이션 변화



자료: 공시자료, 동부 리서치

도표 9. 손보사 부채듀레이션 변동폭 (17.6월, 16말 대비)



자료: 공시자료, 동부 리서치

주요 보험사들의 대응을 요약해보면 시사점은 다음과 같다.

대형 생보사들이 더 힘들고

첫째, 대형 생보사들이 상대적으로 자본수준이 높다는 점은 분명하지만, 이들의 경우 자산 듀레이션 확대 전략에는 한계가 있어 향후 K-ICS 대응에 상당한 부담이 있을 것이라는 점이다.

자산 듀레이션 확대 노력 본격화가 예상되며,

둘째, 대형 생보사들뿐만 아니라 전 보험사들의 자산듀레이션 확대가 본격화될 것으로 예상하며, 이로 인해 장기채에 대한 수요가 더욱 타이트해질 가능성이 있다는 점이다. 그동안 부채 듀레이션이 짧기 때문에 자산 듀레이션만 늘리면 오히려 RBC비율이 떨어진다. 이 보험사들이 자산 듀레이션을 늘리지 않는 명분으로 작용했었다. 그러나 제도 변화가 시작되었으므로 자산 듀레이션 확대가 본격화되고, 이에 따라 보험사 자본규제 강화에 따른 장기채 수요가 장기금리 상승에 제약을 가하는 환경이 지속될 가능성이 높다.

손보사들의 대응 여력이 그나마 조금이라도 높다

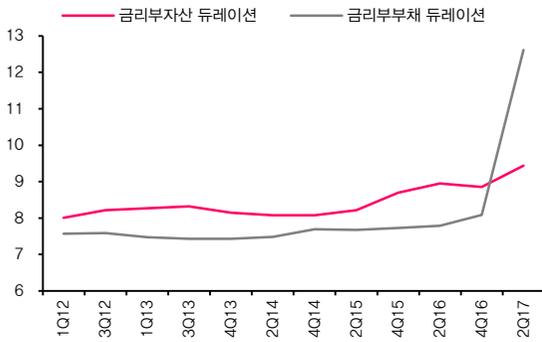
셋째, 부채듀레이션 확대의 영향이 상대적으로 먼저 반영된 손보사들이 생보사들보다는 대응 여지가 높을 가능성이 있다.

외국계 생보사 따라하기

외국계 3사의 차별화된 힘보

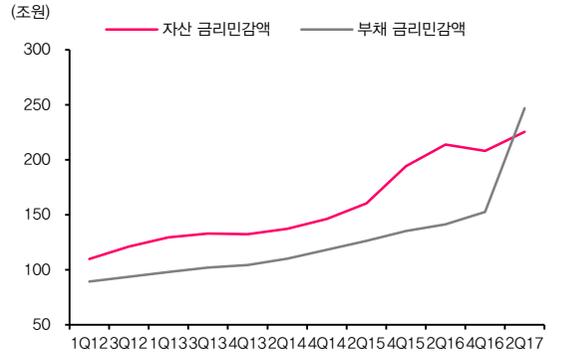
3p. [도표 4]에 나타난 것처럼 외국계 3사의 경우 부채듀레이션이 크게 늘어났으며 이로 인해 자산-부채 듀레이션 갭은 크게 확대되었다. 그럼에도 불구하고 이들 회사들의 RBC금리우험액은 오히려 감소했고 이로 인해 RBC비율은 크게 개선되었다. 2016년말 319.2%였던 ING생명 RBC비율은 2017.6월말 522.6%로 개선되었으며, 같은 기간 프루덴셜생명의 RBC비율도 304.9%에서 450.2%로 개선되었다. 이것은 이 회사들이 금리부부채 대비 자산의 비중을 높게 가져가, 금약과 듀레이션의 곱으로 정의되는 자산과 부채의 금리민감액을 일치시키는 전략을 취하고 있기 때문이다.

도표 10. ING생명의 자산, 부채 듀레이션 추이



자료: 공시자료, 동부 리서치

도표 11. ING생명의 자산, 부채 금리민감액 추이

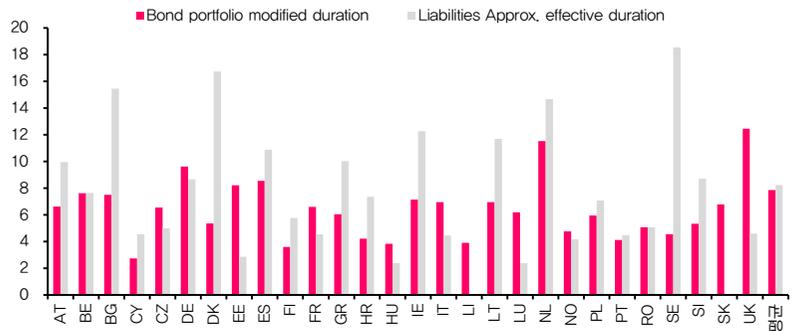


자료: 공시자료, 동부 리서치

유럽 사례를 보더라도 자산과 부채의 듀레이션 갭을 맞추기는 쉽지 않아

실제로 Solvency II를 적용하고 있는 유럽 사례를 보더라도, 10년이 훨씬 넘는 보험사 부채의 듀레이션을 고려하면 생보사의 자산-부채 듀레이션은 4~5년 정도로 벌어질 수밖에 없다. 따라서 현실적으로는 금리부자산-부채 갭을 관리하는 것도 하나의 방법이다.

도표 12. 유럽 주요 국가별 보험사 자산-부채 듀레이션 (2016 Stress Test)

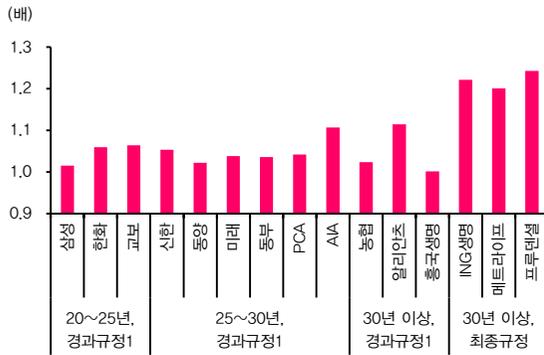


자료: EOPA, 동부 리서치

듀레이션보다 금리부자산-부채 갭 관리가 현실적 대안

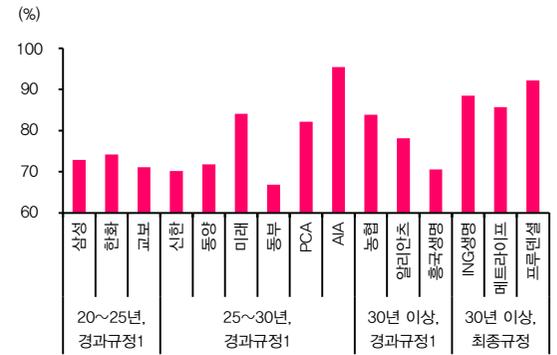
금리부자산을 늘려 금리부자산이 금리부부채보다 20% 이상 많게 되면 금리민감액을 통해 금리 변동에 따른 순자산가치의 위험을 최소화할 수 있게 되는 것이다. 실제로 해외 본사의 타이트한 자본규제를 적용받아온 외국계 3사는 모두 금리부자산/부채 배수가 1.2내외이며 금리부자산의 90% 이상을 채권으로 배분하고 있다.

도표 13. 주요 생보사 금리부자산/부채 배수 비교



자료: 공시자료, 동부 리서치

도표 14. 주요 생보사 금리부자산 중 채권 비중



자료: 공시자료, 동부 리서치

금리민감액 차이 최소화 위해서는 외국계 3사 전략을 카피할 필요가 있음

현재 추진 중인 RBC제도 강화는 결국 향후 시행 예정인 K-ICS를 준비하는 것이며, 국제 보험 자본적정성 제도인 ICS와 유럽의 Solvency II 와 그 기본 취지는 같다. 스트레스 상황에서 순자산가치의 감소를 최소화하는 것이 목적이기 때문에, 자본적정성 규제를 충족하려면 향후 자산과 부채의 금리민감액 차이를 최소화하려는 노력이 현실화될 수밖에 없다. 따라서 결국 국내사들도, 특히 생보사들의 경우 이들 외국계 3사의 자산운용 및 리스크관리 구조와 비슷한 방향으로 움직일 수밖에 없다.

시장에 던지는 함의

장기채권 수요 만성적 초과 예상

채권시장 관점에서 보면, 자산 듀레이션을 10년 이상으로 늘리는 것은 어려울지라도 금리 부자산-부채 갭을 확대시키려는 보험사들의 노력이 장기채 편입 시도로 현실화될 수 밖에 없기 때문에, 시간이 지날수록 장기채에 대한 수요초과 현상은 심화될 가능성이 높다는 점에 주의할 필요가 있다.

타이트한 자본 관리 이전에 역력이 높은 회사가 고배당 가능

주식시장 관점에서 보면, 일단은 타이트하게 자본관리를 해가면서 규제당국의 제도 변화에 맞춰나가는 회사가 보다 높은 ROE를 실현할 가능성이 높은 것이 사실이다. 하지만 배당 관점에서 보면, 이미 높은 자본력을 확보해 글로벌 수준의 배당을 유지할 수 있는 회사에도 관심이 필요해 보인다.

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익 비율 (2017-06-30 기준) - 매수(67.1%) 중립(32.9%) 매도(0.0%)

기업 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만