

# 보험

## 장단기 금리차 반등 시작. 생명보험 매수기회

### 4분기 순익 4,097억원(YoY -22.8%) 예상. 컨센서스 하회

보험 8사 합산 순익은 4,097억원으로 전년동기 대비 22.8% 감소, 전분기 대비 58.9% 감소할 전망이다. 손보 5사 합산 순익은 1,951억원으로 전년 동기 대비 23.3% 감소하고, 생보 3사 합산 순익은 2,146억원으로 전년 동기 대비 22.4% 감소 추정된다. 컨센서스에 비하면 손보는 33.4%, 생보는 42.8% 하회할 것으로 보인다. 손보는 세법개정에 따른 비상위험준비금 이연법인세 조정과 삼성화재의 미국법인 일반보험 관련 비용 반영, 생보는 삼성생명 중심의 변액보증준비금 추가 적립과 사업비 증가, 투자 감액손이 실적 하회의 주요인이다.

### 상대적으로 높여있던 장기금리의 반등. 생보 주가 반등 예상

전년 4분기 미 10년 금리의 가파른 하락에서 비롯된 국내 장기금리의 동조화로 생명보험주에 대한センチ먼트가 급속 악화되었다. 기준금리 인상을 통해 단기금리가 상승하여도 운용자산 측면에서 보다 중요한 장기금리는 상승세가 제한되어 펀더멘탈 변화가 미미할 수 있다는 우려였다. 그러나 연초 이후 미국 세법 개정안 통과와 인프라투자 기대감이 재차 고조되며 성장률 및 물가 기대가 상향되었고 유가 또한 상승세를 이어가며 글로벌 전반의 인플레이 기대감이 확산되었다. BOJ 및 ECB 등 선진국 중앙은행들의 통화정책 정상화 또한 인위적으로 짓눌려있던 장기금리의 정상화를 부추겼다. 공급 측면 뿐만 아니라 국내외 수요측면의 물가압력 또한 누적되고 있으므로 올 상반기 국내 채권시장 금리커브는 점차 정상화될 것으로 예상된다.

### 삼성생명, 한화손보 최선호. 생보업종 펀더멘탈 개선 전망

장단기 금리차의 축소가 금융업종 내 생명보험업종 주가 소외를 견인하였으나, 구조적인 증장기 금리 인상 방향성은 변함이 없고 최근 인플레이 상승 기대감이 재차 고조되고 있다는 점에서 생명보험에 대한 관심을 지속 권한다. 최선호주로 그룹의 주주환원에 따른 추가적 수혜가 가능한 삼성생명, 손보업종 내에선 실적 개선여력이 가장 큰 한화손보를 유지한다.

### Earnings Preview

## Overweight

#### Top picks

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(1월12일)
삼성생명	BUY	165,000원	124,500원
한화손보	BUY	11,000원	8,560원



Analyst 오진원  
02-3771-7525  
jv.oh@hanafn.com



채권 이미선  
02-3771-7724  
Miseon.lee@hanafn.com

RA 박은규  
02-3771-8532  
ek.p@hanafn.com

RA 윤정수  
02-3771-7496  
Na616@hanafn.com

## 4분기 Preview

### 순익 4,097억원(YoY -22.8%) 예상. 컨센서스 대비 38.7% 하회

보험업종 4분기 순익 4,097억원으로 전년 동기 대비 22.8% 감소하며 컨센서스 하회 추정. 실적 하회는 세법개정안에 따른 이연법인세 증가와 삼성생명 변액보증준비금 영향

8사 합산 순익은 4,097억원으로 전년 동기 대비 22.8% 감소할 전망이다. 손보 5사 합산 순익은 1,951억원으로 전년 동기 대비 23.3% 감소하며, 컨센서스 대비 33.4% 부진할 전망이다. 컨센서스 대비 실적 하회는 계절적 손해를 상승과 더불어, 세법개정 관련 비상위험준비금 이연법인세 증가와 현대해상의 인력효율화 비용, DB손보의 브랜드비용 등이 영향을 주었다. 생보 3사 합산 순익은 2,146억원으로 전년 동기 대비 22.4% 감소하며, 컨센서스 대비 42.8% 하회할 것으로 추정된다. 삼성생명의 변액준비금 추가 적립 2,400억원(4Q16 4,400억원), 투자 감액손 500억원 등 비용 반영이 실적 하회의 주 요인이다.

컨센서스와 괴리가 큰 회사는 삼성화재, 현대해상, 삼성생명

컨센서스와의 괴리가 큰 회사는 손보업계 내 삼성화재, 현대해상, 생보업계 내 삼성생명을 꼽을 수 있다. 삼성화재는 세법개정 관련 약 450억원 이연법인세 증가와 미국지점 일반보험 관련 비용 1,200억원 반영으로 분기 적자전환이 예상된다. 현대해상은 인력효율화 비용 약 150억원 반영과 추가상각에 따른 사업비율 상승이 실적을 끌어내렸다. 삼성생명은 변액보증준비금의 추가 적립 폭이 업계 대비 상대적으로 크고 투자 감액손 또한 영향을 주었다.

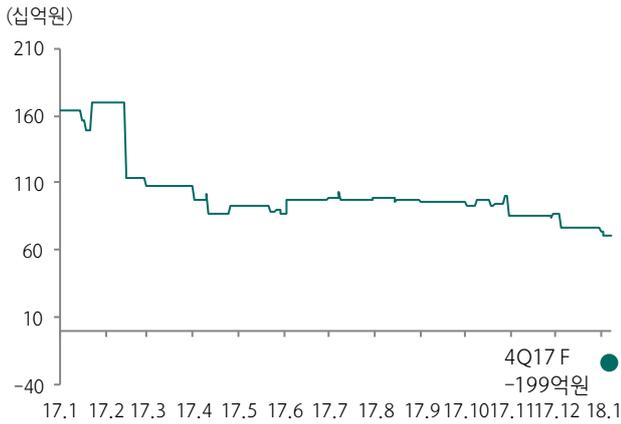
표 1. 4분기 보험 커버리지 8사 실적 추정 요약

(단위: 십억원, 원, %)

			실적 추정 요약				비고
			4Q17F	Differ.	YoY	QoQ	
손보	삼성화재 000810	경과보험료	4,467	0.6%	1.3%	-0.1%	▶ 펀더멘탈보다 주주환원 여지가 추가 방향성의 키. 주가는 단기 밴드 하단권 - 4Q 컨센 하회 전망. 비상위험준비금 이연법인세 추가적립, 미국법인 일반보험 비용 영향 - 18년 펀더멘탈 개선 여지 크지않으나, 주가 밴드 하단으로 추가 하락 여지 제한적
		영업이익	(11)	적전	적전	적전	
		순이익	(20)	적전	적전	적전	
	현대해상 001450	경과보험료	2,984	0.6%	5.1%	1.0%	▶ 12월 인력 효율화 비용 반영으로 컨센서스 하회 추정 - 4Q 컨센 하회 전망. 컨센서스와의 갭은 주로 인력효율화 비용 영향 - 18년 상반기 위험손해를 중심의 실적 개선 전망. 연간 이익증가율은 둔화 불가피
		영업이익	80	-18.1%	-11.6%	-51.5%	
		순이익	53	-32.4%	-15.0%	-56.9%	
동부화재 05830	경과보험료	2,818	-3.1%	-0.2%	-2.0%	▶ 업종 내 상대적 주가 부진 심화. 올 상반기 주가 반등여력 존재 - 4Q 컨센 부합. 브랜드비용 반영 예상되나 그 규모는 분기 200억원 미만 - 업종 내 상대적인 주가 부진 심화로 올 상반기 주가 반등여력 존재	
	영업이익	140	20.3%	49.1%	-35.6%		
	순이익	84	-1.4%	65.6%	-45.8%		
한화손해보험 000370	경과보험료	1,101	7.0%	6.8%	5.4%	▶ 2018년 주가 상승여력 가장 충분한 손보사 - 4Q 컨센 부합. 연간 세전익 2천억원 가이던스 부합할 전망 - 장기위험손해를 개선에 따른 이익 증가여력 가장 큰 손보사	
	영업이익	39	25.9%	147.2%	-24.4%		
	순이익	23	12.3%	20.4%	-42.3%		
메리츠화재 000060	경과보험료	1,496	2.1%	4.1%	-1.5%	▶ GA 중심 신계약 고성장 구도 이탈 전망 - 4Q 컨센 부합. 이연법인세 영향 미미. 신계약비 부담도 점진적 안정화 예상 - 2018년 투자이익률 하락으로 연간 순익 증가 여력 제한적	
	영업이익	81	5.6%	46.5%	-36.6%		
	순이익	54	-0.8%	50.2%	-42.1%		
생보	삼성생명 032830	수입보험료	4,650	-14.8%	9.2%	10.2%	▶ 대규모 주주환원 여력, 펀더멘탈 개선 방향성 고려시 매수 기회 - 4Q 컨센 하회. 투자 감액손 500억원, 변액준비금 2,400억원 영향(전년동기 4,400억원) - 삼성그룹 계열사별 주주환원책 발표. RBC상 여유 및 펀더멘탈 개선 방향성 고려시 매수기회
		세전이익	113				
		순이익	86	-57.9%	흑전	-73.2%	
	아이엔지생명 079440	수입보험료	863	5.9%	4.0%	5.8%	▶ 4분기 회성 비용 반영 제외 펀더멘탈 변화 요인 제한적 - 4Q 컨센 하회. 변액준비금 환입 약 110억원(전년동기 400억원 적립). 사업비 증가 영향 - 2018년 보장성 신계약 두자리수 성장 지속. 이익 성장률은 한자리수로 둔화 예상
		세전이익	95				
		순이익	72	-11.0%	20.0%	-22.0%	
한화생명 088350	수입보험료	2,415	-9.9%	-2.1%	0.9%	▶ 장단기 금리차 축소 및 예보 오버행 관련 우려 기반 - 4Q 컨센 하회. 투자 감액손 영향 - 2분기 기준금리 기대감 서서히 반영될 전망. 상반기 손해를 또한 안정화 전망	
	세전이익	57					
	순이익	57	-36.9%	-73.9%	-67.0%		

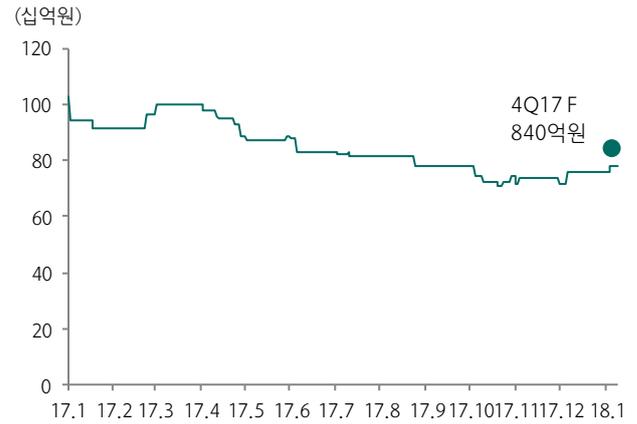
자료: 각사, 하나금융투자

그림 1. 삼성화재 4분기 순익 컨센서스와 당사 추정치 비교



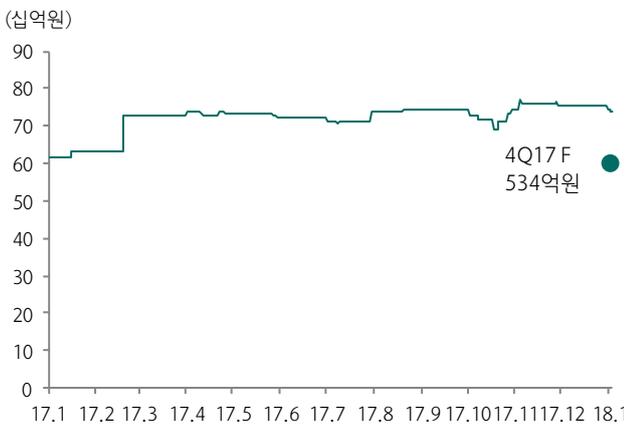
자료: 각사, Dataguide, 하나금융투자

그림 2. DB손해보험 4분기 순익 컨센서스와 당사 추정치 비교



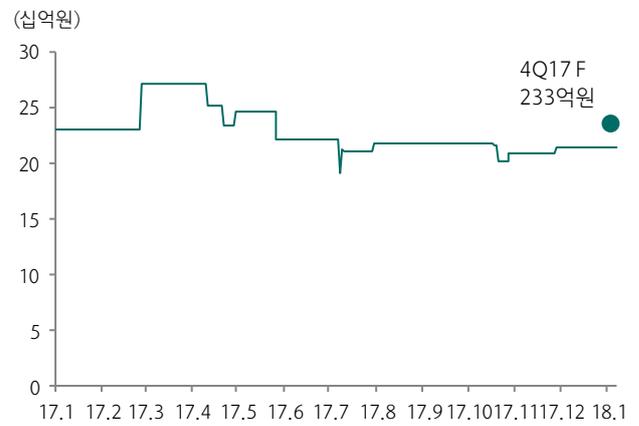
자료: 각사, Dataguide, 하나금융투자

그림 3. 현대해상 4분기 순익 컨센서스와 당사 추정치 비교



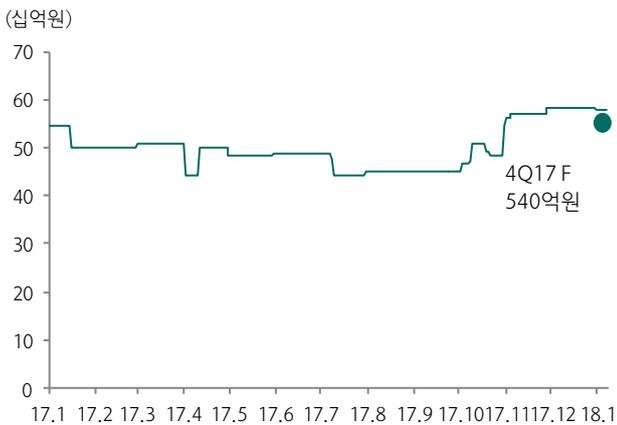
자료: 각사, Dataguide, 하나금융투자

그림 4. 한화손보 4분기 순익 컨센서스와 당사 추정치 비교



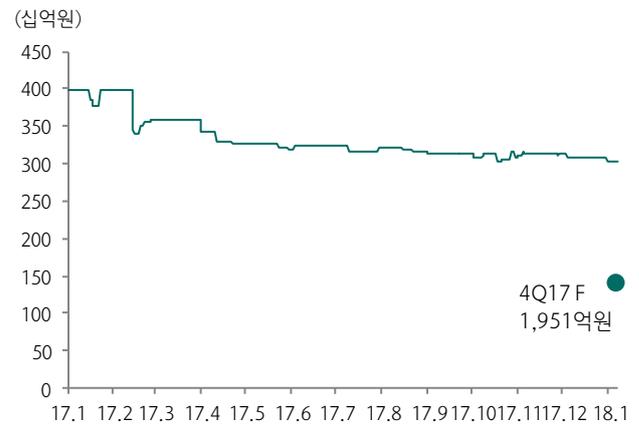
자료: 각사, Dataguide, 하나금융투자

그림 5. 메리츠화재 4분기 순익 컨센서스와 당사 추정치 비교



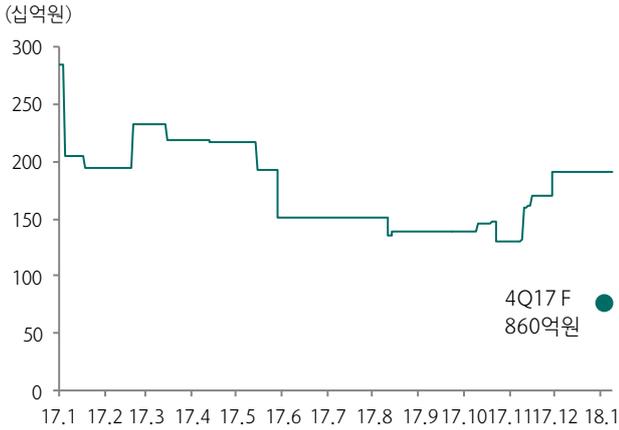
자료: 각사, Dataguide, 하나금융투자

그림 6. 손보 5사 합산 4분기 순익 컨센서스와 당사 추정치 비교



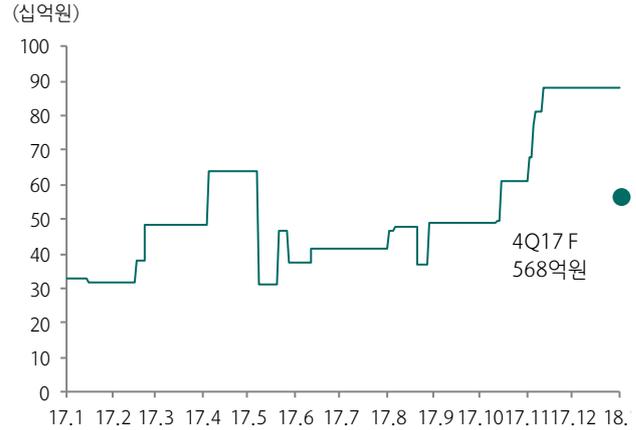
자료: 각사, Dataguide, 하나금융투자

그림 7. 삼성생명 4분기 순익 컨센서스와 당사 추정치 비교



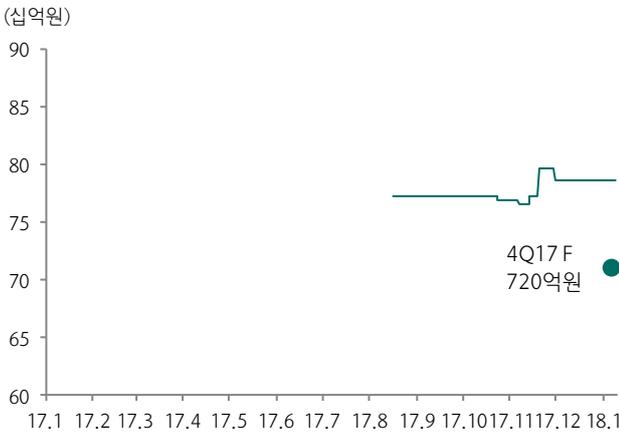
자료: 각사, Dataguide, 하나금융투자

그림 8. 한화생명 4분기 순익 컨센서스와 당사 추정치 비교



자료: 각사, Dataguide, 하나금융투자

그림 9. ING생명 4분기 순익 컨센서스와 당사 추정치 비교



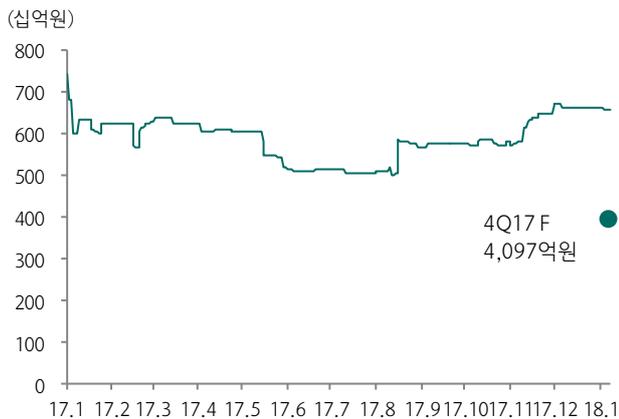
자료: 각사, Dataguide, 하나금융투자

그림 10. 생보 3사 합산 4분기 순익 컨센서스와 당사 추정치 비교



자료: 각사, Dataguide, 하나금융투자

그림 11. 보험 8사 합산 4분기 순익 컨센서스와 당사 추정치 비교



자료: 각사, Dataguide, 하나금융투자

표 2. 보험사 4분기 실적 발표 일정 요약

구분	회사	일자	공시방법
손보	삼성화재	2월 21일 16:00	컨퍼런스콜
	현대해상	2월 23일 10:00	컨퍼런스콜
	DB손보	2월 22일 13:30	컨퍼런스콜
	메리츠화재	2월 말	전자공시
	한화손보	2월 말 - 3월 초	전자공시
생보	코리안리	1월 말	전자공시
	삼성생명	2월 22일 16:00	컨퍼런스콜
	한화생명	2월 23일 시간미정	컨퍼런스콜
	아이엔지생명	2월 26일 16:00	컨퍼런스콜

자료: 각사, 하나금융투자

표 3. 회사별 순익 전망 및 손해율

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
<b>손보업계</b>							
<b>순익</b>							
삼성화재	760.5	505.2	796.6	782.7	840.9	984.5	1,019.3
DB손보	413.0	306.0	400.3	412.7	470.2	609.5	627.1
현대해상	333.4	191.5	233.3	203.3	399.7	459.4	500.0
메리츠화재	130.7	135.3	112.7	171.3	257.8	350.9	341.8
한화손보	23.1	-	43.6	95.3	112.2	157.5	194.9
<b>순익 증가율</b>							
삼성화재	-3.1%	-33.6%	57.7%	-1.7%	7.4%	17.1%	3.5%
DB손보	2.4%	-25.9%	30.8%	3.1%	13.9%	29.6%	2.9%
현대해상	-16.5%	-42.6%	21.8%	-12.9%	96.6%	14.9%	8.8%
메리츠화재	-20.6%	3.5%	-16.7%	52.0%	50.5%	36.1%	-2.6%
한화손보	-42.7%	적자전환	흑자전환	485.9%	17.8%	40.3%	23.7%
<b>경과 손해율</b>							
삼성화재	85.2%	85.3%	85.5%	84.8%	84.0%	83.7%	83.3%
DB손보	83.8%	84.3%	86.8%	86.0%	84.6%	83.0%	83.5%
현대해상	83.1%	84.4%	86.2%	87.0%	84.6%	83.4%	84.1%
메리츠화재	80.6%	81.6%	85.0%	84.5%	82.9%	81.6%	82.1%
한화손보	85.8%	86.1%	85.6%	84.6%	84.2%	82.9%	82.9%
<b>일반 손해율</b>							
삼성화재	64.8%	58.8%	62.9%	63.7%	73.7%	81.2%	66.0%
DB손보	66.9%	61.2%	70.6%	72.5%	76.5%	64.8%	65.1%
현대해상	69.8%	65.2%	71.6%	72.6%	65.2%	66.3%	68.4%
메리츠화재	71.9%	63.1%	71.6%	62.7%	68.7%	63.2%	68.5%
한화손보	73.3%	64.5%	62.1%	64.6%	67.4%	67.3%	66.8%
<b>자동차 손해율</b>							
삼성화재	81.3%	84.8%	83.0%	82.4%	80.9%	79.6%	80.0%
DB손보	82.7%	86.6%	88.7%	87.5%	81.6%	80.6%	81.0%
현대해상	83.4%	86.9%	88.1%	89.7%	81.8%	79.1%	79.6%
메리츠화재	86.4%	90.7%	94.8%	93.0%	84.1%	79.1%	80.3%
한화손보	90.1%	93.4%	91.4%	91.7%	84.8%	80.4%	81.5%
<b>장기 손해율</b>							
삼성화재	88.0%	87.8%	88.4%	87.6%	86.3%	85.5%	86.3%
DB손보	85.0%	85.1%	87.3%	86.9%	86.1%	85.0%	85.8%
현대해상	83.7%	84.8%	86.6%	87.0%	86.7%	86.0%	86.6%
메리츠화재	79.7%	80.5%	83.9%	84.1%	83.4%	82.8%	83.0%
한화손보	85.6%	85.7%	85.5%	84.2%	84.9%	84.1%	84.0%
<b>운용자산이익률</b>							
삼성화재	4.1%	3.8%	3.7%	3.3%	3.0%	3.2%	3.0%
DB손보	4.4%	3.9%	4.3%	4.0%	3.6%	3.4%	3.5%
현대해상	4.6%	3.7%	3.8%	3.5%	3.4%	3.3%	3.4%
메리츠화재	4.7%	4.6%	4.3%	5.0%	4.4%	4.6%	4.6%
한화손보	4.9%	4.3%	4.2%	4.2%	4.0%	3.9%	3.9%
<b>생보업계</b>							
<b>연결 순익</b>							
삼성생명	1,006.2	584.4	1,336.6	1,211.2	2,054.3	1,352.9	1,667.9
한화생명	490.9	355.2	405.4	530.0	795.3	715.0	751.4
ING생명	199.3	187.8	223.5	304.8	240.7	345.4	364.4
<b>순익 증가율</b>							
삼성생명	6.2%	-41.9%	128.7%	-9.4%	69.6%	-34.1%	23.3%
한화생명	-4.1%	-27.6%	14.1%	30.7%	50.1%	-10.1%	5.1%
ING생명	-22.0%	-5.8%	19.0%	36.4%	-21.0%	43.5%	5.5%
<b>위험손해율</b>							
삼성생명	85.6%	86.2%	84.4%	76.7%	82.1%	78.6%	76.6%
한화생명	84.3%	80.6%	80.4%	79.3%	79.0%	76.7%	75.7%
ING생명			86.4%	78.8%	84.8%	76.6%	76.4%
<b>운용자산이익률</b>							
삼성생명	4.2%	3.0%	4.2%	3.6%	4.0%	3.2%	3.4%
한화생명	5.2%	3.7%	4.9%	4.4%	4.0%	3.9%	3.8%
ING생명	4.7%	3.5%	4.4%	4.0%	3.6%	3.5%	3.6%

자료: 각사, 하나금융투자

표 4. Valuation Summary

(단위: 원, %, 십억원, 배)

		삼성화재	동부화재	현대해상	한화손보	메리츠화재	삼성생명	한화생명	ING생명
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	Neutral	BUY	BUY	BUY
목표주가(원)		360,000	91,000	52,000	11,000	24,000	165,000	10,000	56,000
현재주가(1/12, 원)		278,500	71,600	46,050	8,560	23,650	124,500	7,150	54,900
상승여력(%)		29.3%	27.1%	12.9%	28.5%	1.5%	32.5%	39.9%	2.0%
시가총액(십억원)		13,767	5,069	4,117	999	2,609	24,900	6,210	4,502
절대수익률(%)	1M	4.7%	1.8%	-0.3%	-0.8%	-0.4%	-0.4%	-1.4%	4.4%
	3M	-3.3%	-5.9%	-3.5%	6.1%	-8.0%	2.0%	-1.9%	11.1%
	6M	-4.5%	-8.7%	2.4%	-12.5%	9.2%	3.3%	-3.0%	NA
	1Y	4.1%	17.4%	49.8%	21.6%	53.1%	12.2%	10.0%	NA
상대수익률(%)	1M	4.1%	1.2%	-1.0%	-1.5%	-1.1%	-1.0%	-2.0%	3.7%
	3M	-4.2%	-6.8%	-4.4%	5.2%	-8.9%	1.1%	-2.8%	10.2%
	6M	-7.8%	-12.1%	-0.9%	-15.9%	5.9%	-0.1%	-6.4%	NA
	1Y	-15.5%	-2.2%	30.1%	2.0%	33.5%	-7.4%	-9.6%	NA
P/E(배)	2016	13.57	8.41	6.28	5.84	6.52	9.83	6.70	NA
	2017F	12.03	7.44	7.99	6.35	7.41	16.53	8.16	13.03
	2018F	11.61	7.23	7.34	5.13	7.61	13.40	7.78	12.35
P/B(배)	2016	1.05	1.00	0.91	0.74	1.03	0.69	0.65	-
	2017F	0.96	1.02	1.18	0.79	1.43	0.66	0.63	1.16
	2018F	0.91	0.92	1.05	0.69	1.26	0.61	0.59	1.04
ROE(%)	2016	8.1%	12.3%	15.4%	12.9%	16.6%	7.7%	9.5%	5.7%
	2017F	8.5%	14.5%	15.6%	14.7%	20.3%	4.3%	8.2%	8.6%
	2018F	8.1%	13.3%	15.1%	14.4%	17.6%	4.7%	7.8%	8.9%
EPS Growth(%)	2016	9.1%	13.9%	96.6%	17.8%	44.5%	74.3%	50.1%	-92.1%
	2017F	17.1%	29.6%	14.9%	9.0%	36.1%	-34.1%	-10.1%	43.5%
	2018F	3.5%	2.9%	8.8%	23.7%	-2.6%	23.3%	5.0%	5.5%
BPS Growth(%)	2016	10.8%	7.6%	13.3%	2.8%	7.0%	22.6%	-4.9%	-90.3%
	2017F	13.1%	12.4%	13.1%	10.9%	11.3%	16.4%	13.3%	-6.2%
	2018F	5.5%	11.0%	12.2%	14.3%	12.7%	8.6%	7.4%	11.5%
ROA(%)	2016	1.3%	1.5%	1.2%	0.9%	1.7%	0.8%	0.8%	0.8%
	2017F	1.4%	1.7%	1.2%	1.1%	2.0%	0.5%	0.7%	1.1%
	2018F	1.3%	1.6%	1.2%	1.2%	1.8%	0.6%	0.6%	1.1%
배당성장(%)	2016	30.1%	19.9%	26.3%	8.1%	35.4%	10.5%	8.2%	69.4%
	2017F	33.9%	21.6%	25.5%	8.9%	31.3%	26.5%	12.6%	52.2%
	2018F	32.8%	20.7%	23.5%	9.0%	32.2%	32.3%	13.1%	49.5%
DPS(원)	2016	6,100	1,650	1,350	100	830	1,200	80	2,037
	2017F	8,100	2,150	1,500	120	1,000	2,000	110	2,200
	2018F	8,100	2,150	1,500	150	1,000	3,000	120	2,200
배당수익률(%)	2016	2.3%	2.6%	4.3%	1.4%	5.4%	1.1%	1.2%	NA
	2017F	2.9%	3.0%	3.3%	1.4%	4.2%	1.6%	1.5%	4.0%
	2018F	2.9%	3.0%	3.3%	1.8%	4.2%	2.4%	1.7%	4.0%

자료: 하나금융투자

## 장단기 금리차 축소 탈피 시작

### 연초 이후 국내외 장기금리가 상승하기 시작한 배경

'17년말 하락했던  
장기금리 연초 이후 반등 시작

연초 이후 장기금리의 방향이 달라지고 있다. 작년 4분기의 경우 미10년 금리가 가파르게 하락하면서 국내 금리도 동조하며 큰 폭 하락한 바 있다. 미10년 금리는 작년 11월 2.46%에서 2.30%까지 큰 폭 하락했고 연말까지 내내 2.30~2.40%의 좁은 박스권이 유지되었다.

전년 4분기 장기금리 하락은  
미국의 안전자산 선호,  
보험사 실수요에 따른 수급 영향

작년 4분기 미국 장기금리가 큰 폭 하락했던 이유는 트럼프 대선캠프 선대본부장에 대한 특검 기소 뉴스가 전해지며 안전자산 선호가 힘을 받았고, 연말을 맞아 미국 연금 및 기금의 미 국채 매수가 집중되었기 때문이다. 한국 역시 미국과의 동조화, 11월 한국은행 기준금리 이후 경제감 해소로 인한 금리 반락, 12월 국고30년 입찰에서 보험사의 실수요가 집중된 영향 등으로 연말 장기금리가 하락했다.

연초이후 미국 성장률 및 물가  
기대 상향,  
유가 상승으로 인플레이 기대감 형성,  
해외 중앙은행들의 통화정책 정상화

연초 이후 국내외 장기금리가 상승한 이유는 1) 미국 세법개정 통과와 인프라투자 기대 등으로 미국 성장률과 물가에 대한 기대가 상향되었고, 2) 유가가 예상외로 상승세를 이어가면서 글로벌 인플레이에 대한 기대가 높아졌으며 3) BOJ와 ECB 등 여타 선진국 중앙은행들의 통화정책 정상화도 예상보다 빨라질 수 있다는 기대가 복합적으로 작용했기 때문이다.

### 세법개정과 인프라투자 미국 성장률 0.3% 높이는 효과. 미 장기금리 상승요인

트럼프 세제개혁  
통과로 친 성장정책  
실현 가능성 고조

정치적 난항에 얽혀있던 트럼프의 세제개혁이 국회의 문턱을 넘음에 따라 향후 트럼프의 친 성장정책 실현 가능성도 더욱 높아졌다. 트럼프의 세제개혁은 올해 미국 대부분 산업의 이익 개선에 즉각적으로 반영될 것으로 여겨지며 이는 2018년 미국 경제성장률을 0.3%p 이상 끌어올릴 것이라는 의견이 지배적이다.

미 연준 역시  
2018년 FOMC부터  
매파적 성향 강화될  
소지 중대

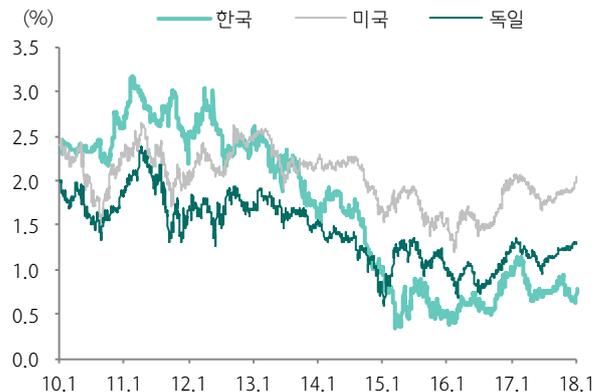
완화적인 색깔로 일관했던 연준 역시 2018년 FOMC 부터는 2017년에 비해 매파적인 성향이 강화될 소지가 커졌다. 올해 연준은 기준금리를 3월과 6월, 하반기 총 3번 인상해 2018년 말 미 기준금리는 2.25%에 다다를 전망이다. 기준금리가 꾸준히 인상되는 여건 하에서 미10년 금리가 추세적으로 2.40 이하로 하락하기는 어려울 전망이다. 인프라투자 확대, 물가상승률 개선, BOJ와 ECB의 자산매입 축소 등이 더해짐에 따라 미10년 금리는 상반기 중 2.70%까지 상승할 것으로 예상된다.

그림 12. 연초 이후 한국 및 미국 장기금리 상승



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 13. 기대인플레이션을 반영하는 BEI, 주요국에서 동반 확대



자료: Bloomberg, 하나금융투자

## ECB 자산매입 올해 종료, BOJ는 상반기 중 통화정책 변경 예상

전세계적으로  
물가에 대한 기대심리 확산

전세계적으로 물가에 대한 기대가 높아지는 점도 장기금리의 상승요인으로 작용하고 있다. 중국의 재고조정이 마무리되고 유가하락이 진정되면서 글로벌 물가상승률은 2016년 하반기부터 하락세를 멈추고 상승세로 전환되었다. 향후 물가에 대한 기대를 나타내는 BEI(Breakeven Inflation rate, 명목10년 금리 - 물가연동국채10년 금리)는 작년 하반기부터 한국, 미국, 독일 등 주요국에서 모두 확대되고 있다.

유가 등 공급 측면 이외에도  
수요 측 물가압력 또한 누적

유가 등 공급 측면뿐만 아니라 수요 측 물가압력도 누적 중이다. 개인소비와 기업의 고정투자가 늘어나면서 한국을 비롯한 주요 선진국들의 올해 성장률은 잠재성장률을 상회할 전망이다. 일반적으로 아웃풋 갭(+)이 (+)로 돌아선 이후부터는 수요 측 물가압력이 높아지고, 중앙은행은 완화적인 정책을 줄여나가는 기점이 된다.

유럽, 일본 자산매입 프로그램 종료

미국은 2018년부터 아웃풋 갭(실제성장률-잠재성장률)이 (+)로 돌아설 전망이고 일본은 2016년 하반기부터, 한국은 2017년부터 아웃풋 갭이 (+)로 전환되었다. 유로지역 역시 2018년 중 (-)아웃풋 갭이 상당부분 축소될 전망이다. 이를 바탕으로 ECB 역시 올해 9월 이후부터는 자산매입 프로그램을 종료할 가능성이 높다. BOJ는 올해 상반기 중 현재 10년 금리를 0%에서 유지시키는 정책을 변경할 것으로 예상된다.

## BOJ 정책에 의해 인위적으로 눌러있던 장기금리는 정상화 될 것

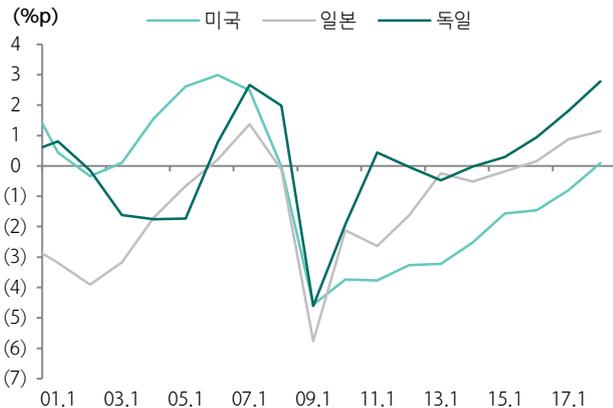
일본은행 정책에 의해  
인위적으로 눌러있던  
장기금리의 정상화

최근 BOJ 구로다 총재는 장기금리가 장기간 낮은 상태를 유지할 경우 은행, 보험 등의 자산 운용 수익성이 훼손되고, 금융기관의 중개 기능이 약화될 수 있다는 언급을 했다. 완화적인 정책의 부정적인 영향에 대한 언급이 최근 잦아지면서 채권시장은 BOJ의 통화정책 변화의 시그널로 받아들였고 주요국 장기금리는 큰 폭 상승했다.

일본경제 펀더멘탈 감안시  
금리 정책 변경 예상

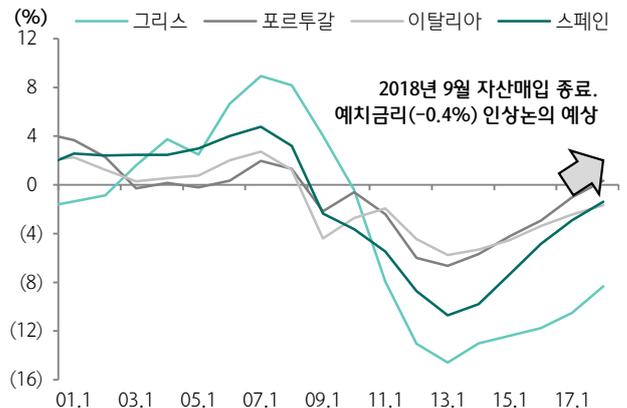
일본경제는 7개 분기 연속 상승세가 이어지고 있으며 고용, 소비, 기업이익 모두 호조를 보이고 있다. 일본 경제의 펀더멘탈을 감안하면 올해 상반기 중 BOJ는 10년 타게팅 레벨을 현재 0%보다 높이거나, 10년 타게팅을 풀고 5년 금리를 0%로 고정시키는 방식 등으로 변경할 가능성이 높다. 일본의 10년 이상 장기금리의 상승 요인이다. 현재 일본10년 및 10년 이상 장기금리는 BOJ의 인위적인 채권매입으로 인해 과도하게 눌러있는 상태이기 때문에 BOJ 정책이 변경된다면 10년 이상 영역의 금리가 상당 폭 상승할 것으로 예상된다.

그림 14. 주요 선진국 GDP 갭 추이: 미국 올해부터 (+)전환 예상



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 15. 올해 남유럽 GDP갭 상당부분 해소. ECB QE 올해 종료 예상



자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 국내 내부의 요인들도 물가상승에 기여할 전망

국내 여건 또한  
물가 상승 시그널 감지

국내 내부의 요인들도 물가상승에 기여할 것으로 예상된다. 올해부터 최저임금이 법적으로 16% 인상되기 시작했고, 이에 대한 기대가 작년 하반기부터 외식, 개인서비스 업종 인건비에 반영되기 시작했다. 서비스 가격 상승과 더불어 최근에는 소비심리가 개선되면서 의류 등 재량적 지출 품목의 가격도 반등이 나타나고 있다. 임금 상승 및 수요 압력이 올해 국내 소비자물가 상승을 견인할 것으로 예상된다.

시간당 임금상승률 인상  
공공부문 고용 증가,  
올림픽 수요 등

한국의 시간당 임금상승률은 약 8개월의 시차를 두고 Core CPI에 영향을 주는 것으로 나타났다. 한국의 최저임금 인상이 2017년 하반기부터 부분적으로 시작되었고 최근 비정규직의 정규직 전환에 따른 임금상승, 공공부문의 고용 증가, 평창올림픽 수요 등이 수요 측 물가에 영향을 미쳐 빠르면 올해 1분기부터 Core CPI의 반등이 나타날 전망이다.

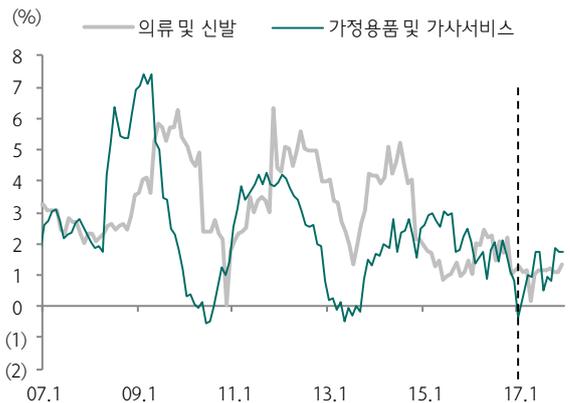
올해 국내경제는 3.1%의 성장 호조가 이어질 전망이며 물가는 저물가 기조를 탈피하여 2.2~2.3%의 상승이 예상된다. 인플레이션 기대가 높아지고, 주요국 중앙은행들의 인위적인 저금리 정책이 퇴장함에 따라 국내외 채권시장 금리커브는 점차 정상화될 것으로 예상된다. 올해 국고3년과 10년 금리는 각각 2.40%, 2.80%까지 상승할 전망이다.

그림 16. 국내 헤드라인 물가 하락에도 외식업종 물가지수 빠르게 반등 중



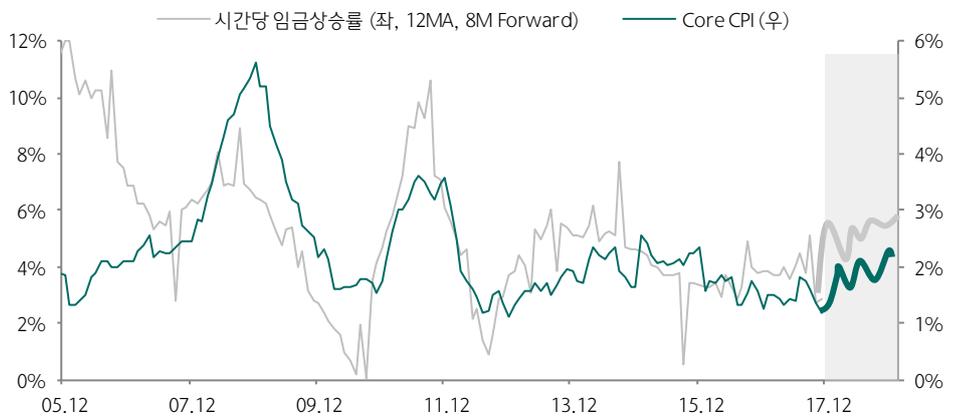
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 17. 소비심리 개선으로 재량지출 품목의 가격도 반등



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 18. 한국의 시간당 임금상승률은 8개월 시차를 두고 Core CPI에 영향



자료: Bloomberg, IMF, 하나금융투자  
주: 제조업 시간당 임금상승률

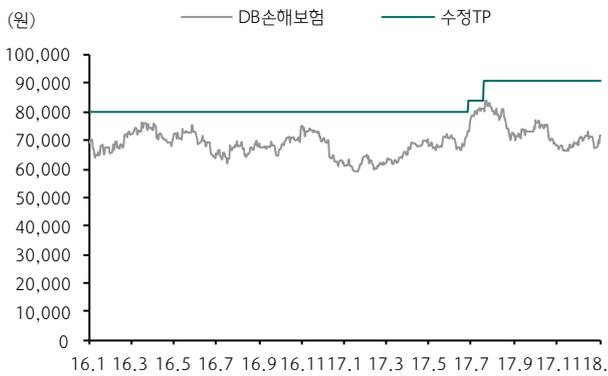
투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성화재



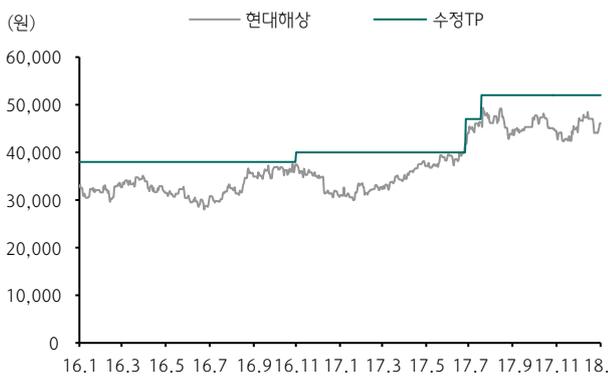
날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.1.18	1년 경과			
16.1.17	BUY	360,000	-20.79%	-11.81%

동부화재



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.7.31	BUY	91,000		
17.7.9	BUY	84,000	-5.50%	-3.33%
17.1.18	1년 경과		-17.95%	-8.63%
16.1.17	BUY	80,000	-13.74%	-4.75%
15.12.2	BUY	73,000	-6.92%	-1.51%

현대해상



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.7.31	BUY	52,000		
17.7.9	BUY	47,000	-4.01%	-1.38%
16.11.13	BUY	40,000	-12.79%	4.50%
16.1.17	BUY	38,000	-13.64%	-0.92%
15.9.29	BUY	36,000	-7.12%	0.42%

한화손해보험



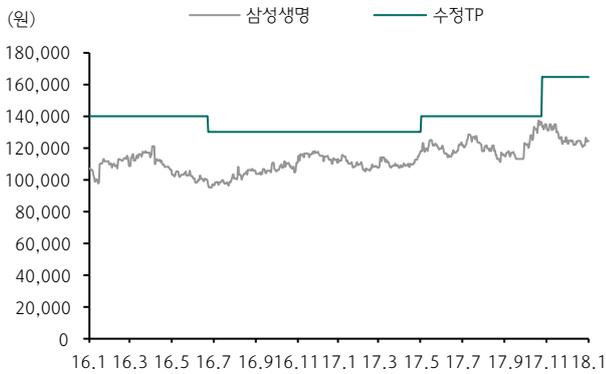
날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.10.30	BUY	11,000		

### 메리츠화재



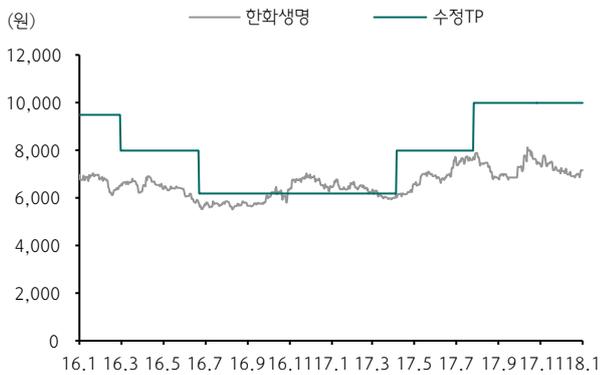
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.10.11	Neutral	24,000		
17.7.9	Neutral	20,000	19.27%	26.50%
17.1.18	1년 경과		0.88%	20.88%
16.1.17	Neutral	17,000	-8.03%	-0.88%
15.9.29	Neutral	16,000	-2.69%	1.56%

### 삼성생명



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.11.7	BUY	165,000		
17.5.14	BUY	140,000	-13.73%	-1.79%
16.7.6	BUY	130,000	-16.78%	-9.23%
16.1.17	BUY	140,000	-22.78%	-13.57%
15.5.10	BUY	130,000	-19.40%	-9.23%

### 한화생명



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.8.9	BUY	10,000		
17.4.19	BUY	8,000	-13.22%	-3.50%
16.7.6	Neutral	6,200	-0.34%	13.23%
16.3.14	BUY	8,000	-19.62%	-13.75%
16.1.17	BUY	9,500	-29.78%	-26.11%
15.12.2	BUY	10,000	-26.12%	-22.00%

### 아이엔지생명



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.11.7	BUY	56,000		

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비공개

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### • 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### • 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.0%	8.3%	0.7%	100.0%

\* 기준일: 2018년 1월 12일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 1월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 1월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.