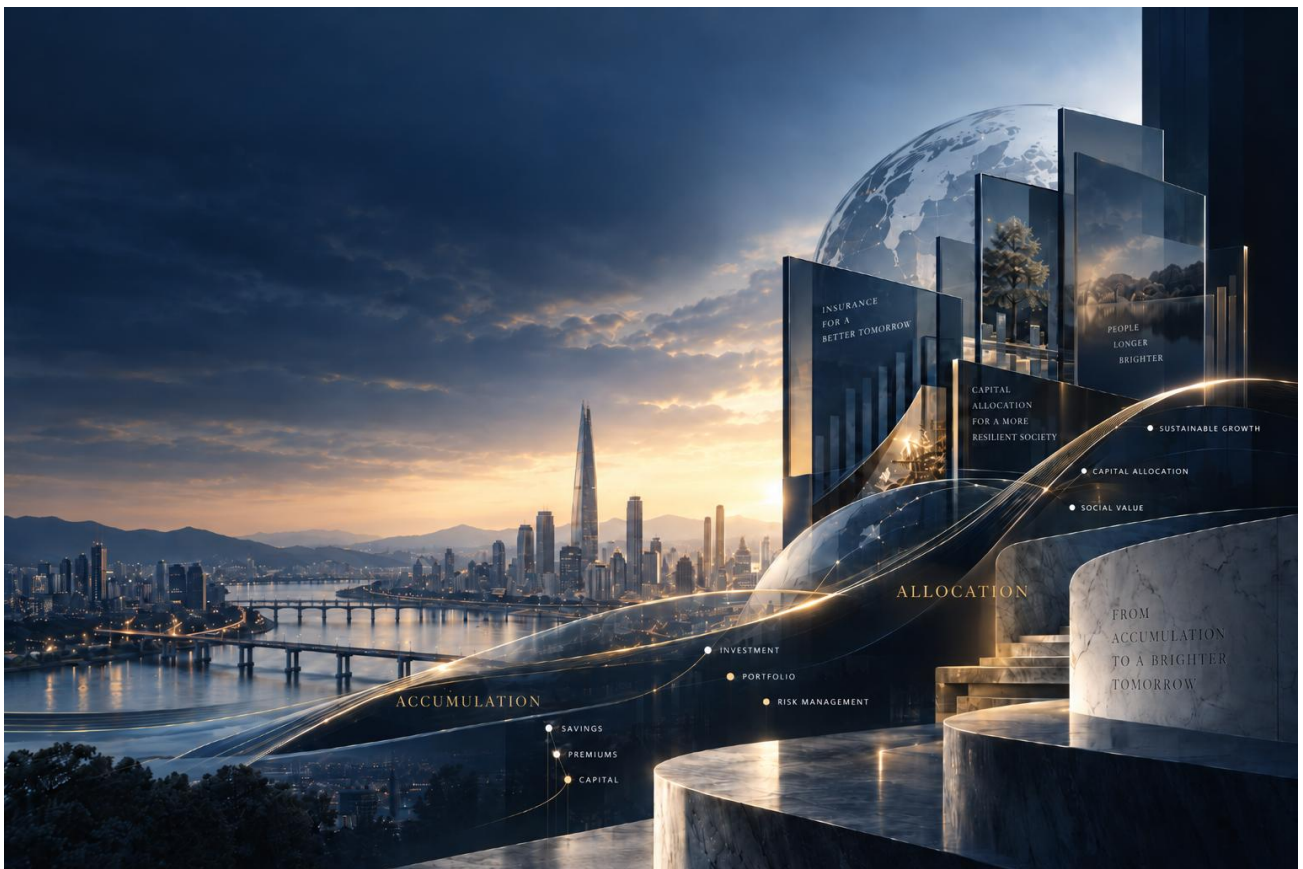




경제·보험 Collaboration In-depth | 2026.09.10

경제·보험

성장의 다음 국면, 축적에서 배분으로



- | 성숙경제, 성장의 기준은 외형에서 자산과 자본의 배분으로 이동
- | 보험업, 신계약의 양보다 CSM Quality와 부채의 안정성이 중요
- | 금리의 방향보다 자산·부채의 순민감도와 자본 지속성에 주목
- | 리레이팅의 조건은 운용 가능한 자본을 ROE와 주주환원으로 연결하는 능력

Chief Economist 정원일 | 경제 02-3779-3140, wijeong@sangsanginib.com

Analyst 김현수 | 금융 02-3779-3969, hyunsoo.kim@sangsanginib.com

CONTENTS

경제·보험 성장의 다음 국면, 축적에서 배분으로

1. 개요

1) Executive Summary	2
2) Focus Chart	4

2. 경제 전략분석

1) 성숙경제, 가계의 선택이 달라진다	7
2) 축적된 자산, 달라지는 자금의 방향	15
3) 기업에서도 이미 같은 변화가 나타난다	22

3. 보험 산업분석

1) 성숙경제에서 금융산업은 무엇으로 성장하는가	26
2) 금리가 오른다고 보험주가 좋아지는 것은 옛 말	33
3) FRS17이 보여준 진짜 문제는 CSM이 아니라 CSM의 변동이다	40
4) 보험손익의 반등과 보험산업의 성장은 다른 이야기	45
5) 보험사의 두 번째 엔진은 결국 자산운용이다	51
6) 움직이는 부채가 운용할 수 있는 자본을 결정한다	58
7) 리레이팅의 조건, 자금조달부터 달라져야 한다	66

4. 기업분석

1) 삼성화재 (BUY/TP 135,000 원)	77
2) DB손해보험 (BUY/TP 78,000 원)	82
3) 현대해상 (BUY/TP 110,000 원)	87

성장의 다음 국면, 축적에서 배분으로

Neutral 유지

보험산업 Recommendation (26.09.09)

삼성화재(000810)	목표주가 800,000원
BUY	현재주가 641,000원
DB손해보험(005830)	목표주가 225,000원
BUY	현재주가 186,100원
현대해상(001450)	목표주가 66,000원
BUY	현재주가 49,000원

축적의 시대에서 배분의 시대로

한국 경제는 잠재성장률 하락과 빠른 고령화를 거치며 더 많은 소득과 자산을 새롭게 만들어내는 것보다 이미 축적된 자산을 어떻게 활용할 것인지가 중요해지는 단계로 이동하고 있다. 가계는 과거 성장과 저축을 통해 상당한 Balance Sheet를 축적했고, 신규 자금 역시 보험과 예금뿐 아니라 금융투자와 부채상환 등 다양한 용도로 배분되고 있다. 기업도 마찬가지다. 외부조달과 설비확대 중심의 성장에서 벗어나 보유 현금과 자본을 금융자산, 전략적 지분, 해외사업과 M&A 등에 배분하는 중요성이 높아지고 있다. 결국 성숙경제에서 금융산업의 역할은 이미 확보된 고객자산과 자기자본의 생산성을 높이는 방향으로 이동할 가능성이 높다.

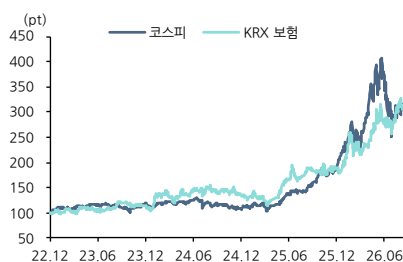
보험의 다음 성장, Quantity보다 Quality와 자산운용

보험산업에서도 같은 변화가 나타나고 있다. IFRS17 이후 신계약 CSM의 양보다 손해율과 유지율, 사업비, 예실차와 가정변경을 거친 이후에도 미래이익이 얼마나 안정적으로 유지되는지가 중요해졌으며, 금리 역시 상승과 하락의 방향보다 자산과 부채의 Net Sensitivity와 ALM 구조를 함께 봐야 한다. 최근 자동차보험과 실손보험 제도 개선, 신계약 경쟁 완화에 따른 보험손익 반등은 긍정적이지만 이는 훼손됐던 마진의 정상화에 가깝고 국내 보험시장의 구조적인 성장률이 다시 높아졌다는 의미는 아니다. 따라서 국내 본업에서는 CSM Quality를 높여 안정적인 이익 기반을 확보하는 한편, 해외에서 새로운 Risk Pool을 확보하고 이미 축적된 대규모 운용자산에서 추가적인 수익을 만들어내는 능력이 중요해진다. 투자손익은 보험손익의 단순한 보완재가 아니라 보험사의 두 번째 성장엔진으로 봐야 한다.

리레이팅의 조건은 자본의 크기가 아니라 자본을 쓰는 능력

다만 보험사는 보유자산을 자유롭게 운용할 수 있는 회사가 아니다. 보험부채의 재평가와 금리·시장위험은 K-ICS의 가용자본과 요구자본을 동시에 움직이기 때문에 현재 자본비율의 Level보다 시장충격 이후에도 이를 유지할 수 있는 Stability와 기본자본의 질이 중요하다. 보험부채를 Matching하는 데 필요한 자산과 규제·Stress Buffer를 감안하고도 남는 Free Capital이 있어야 위험자산 투자와 해외 M&A, 국내 보험성장, 추가 주주환원으로 자본을 배분할 수 있다. 이에 따라 앞으로는 좋은 부채를 확보하고 그 위에서 만들어진 자본을 가장 효율적으로 배분할 수 있는 보험 회사의 차별화가 더욱 커질 전망이다.

보험산업 Relative Performance



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Intro

축적의 시대에서 배분의 시대로

성장이 둔화된 경제에서 금융회사는 무엇으로 성장할 수 있을까. 과거에는 실물경제의 성장 자체가 금융회사의 외형 확대를 이끌었다. 가계의 소득과 기업의 투자가 늘어나면 은행의 대출이 증가했고, 자본시장 거래와 기업의 자금조달이 확대되면 증권사의 수익도 커졌다. 보험 역시 경제활동인구와 소득 증가를 기반으로 신규 계약을 늘릴 수 있었다. 하지만 지금의 한국 경제는 다르다. 성장률은 낮아지고 인구구조는 빠르게 고령화되고 있지만, 지난 성장의 결과로 가계와 기업의 재무상태표에는 상당한 자산과 자본이 이미 축적돼 있다. 경제주체의 선택 역시 '얼마나 더 많이 확보할 것인가'에서 '이미 확보한 것을 어디에 배분할 것인가'로 이동하고 있다.

금융산업도 같은 변화를 맞고 있다. 최근 은행주의 리레이팅은 이를 가장 먼저 보여준다. 은행의 성장률이 다시 높아진 것은 아니지만 CET1을 중심으로 필요한 자본과 초과자본을 구분하고, 남는 자본을 성장과 주주환원에 반복적으로 배분하는 체계가 자리 잡으면서 밸류에이션이 달라졌다. 증권 역시 거래대금보다 자기자본을 신용공여와 기업금융, WM, 해외사업 등에 어떻게 배치해 ROE를 높이는지가 중요해지고 있다. 결국 성숙경제에서 금융회사의 경쟁력은 Balance Sheet의 크기보다 Balance Sheet의 생산성으로 이동하고 있다.

보험은 이러한 변화가 가장 복잡하게 나타나는 산업이다. IFRS17 도입 이후 CSM을 통해 미래이익은 이전보다 잘 보이기 시작했지만, 동시에 그 이익이 손해율과 유지율, 사업비, 경험차와 가정변경에 따라 얼마나 크게 움직일 수 있는지도 드러났다. 최근 자동차보험과 실손보험의 제도 개선, 신계약 경쟁 완화는 보험손익 정상화에 긍정적이지만 이는 새로운 성장동력이 만들어졌다고보다 과거 훼손됐던 수익성이 회복되는 과정에 가깝다. 이에 따라 우리는 '이익의 개선'과 '구조적 성장'을 구분해서 볼 필요가 있다. 결국 국내 보험영업, 해외사업과 M&A, 자산운용, 주주환원은 서로 다른 전략이 아니라 제한된 자본을 어디에 배분할 것인가라는 하나의 문제로 수렴한다.

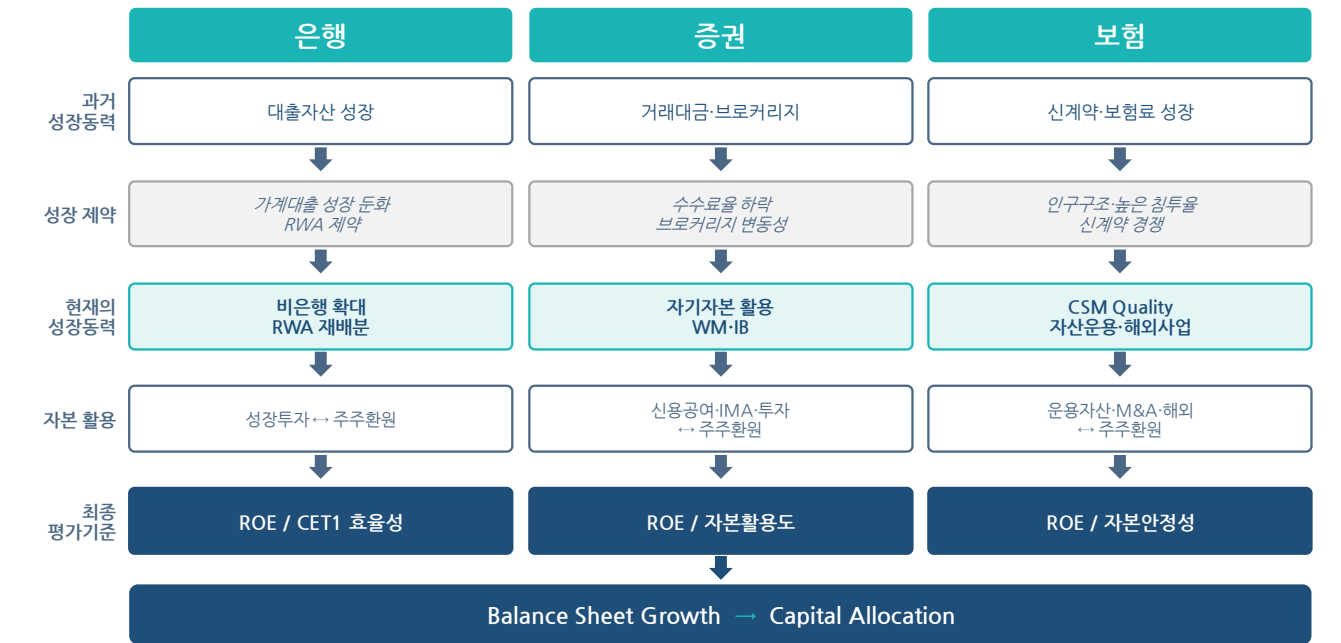
따라서 성숙경제에서 좋은 보험사의 기준도 달라져야 한다. 좋은 보험사는 신계약 CSM이 가장 많은 회사도, K-ICS가 가장 높은 회사도 아니다. 수익성 높은 계약을 확보하고 그 미래이익을 안정적으로 지키며, 금리와 제도 변화에도 자본이 크게 흔들리지 않고, 확보한 여유자본을 가장 높은 리스크조정수익률을 만들 수 있는 곳으로 반복적으로 배분할 수 있는 회사가 좋은 보험사에 가깝다.

우리는 이를 CSM Quality → Liability Quality → Capital Stability → Funding Capacity → Asset Allocation → Sustainable ROE → Shareholder Value의 연결구조로 살펴보고자 한다.

결과적으로 보험업종의 리레이팅은 단순한 이익 회복이 아니라, 이미 확보한 부채와 자본을 더 효율적으로 활용하는 Business Model의 변화에서부터 시작될 것이다.

Focus Chart

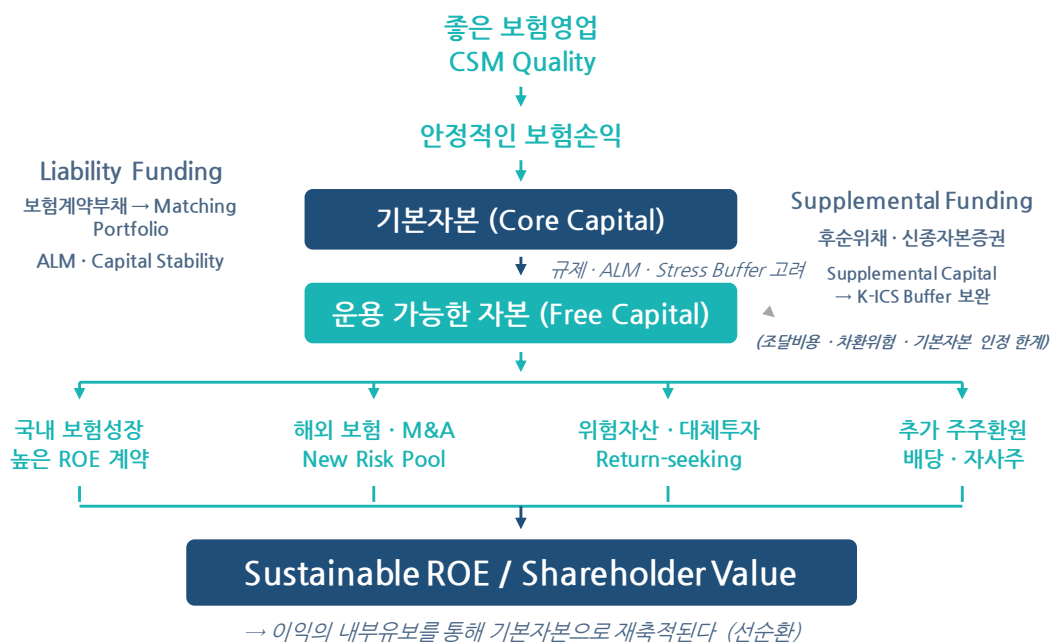
그림 1. 성숙경제, 금융업의 성장축은 외형에서 자본배분으로 이동중



자료: 상상인증권

- 경제의 외형성장이 둔화되면서 금융회사의 경쟁력도 자산을 얼마나 많이 확보하는가보다 이미 확보한 자산과 자본을 얼마나 효율적으로 활용하는가로 이동중. 은행은 CET1, 증권은 자기자본 활용, 보험은 CSM Quality와 자본안정성이 새로운 평가축

그림 2. 좋은 보험영업에서 자본배분까지 이어지는 선순환



자료: 상상인증권

- 보험영업과 자산운용은 별개의 문제가 아님. 좋은 계약에서 발생한 안정적인 이익이 기본자본을 축적하고, 규제와 ALM을 감안한 이후 남는 Free Capital을 어디에 배분하는지가 결국 Sustainable ROE와 주주가치를 결정

그림 3. CSM의 양보다 중요한 것은 미래이익의 지속성

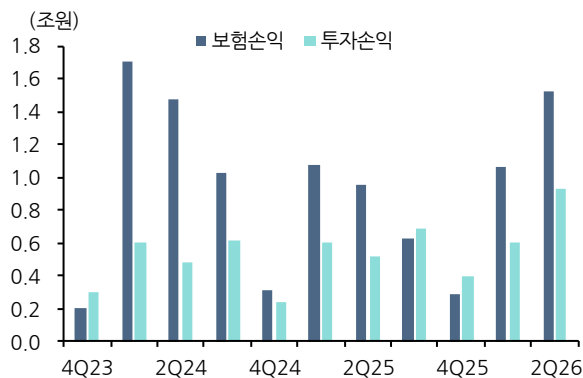


CSM 의 양 → CSM 의 질 → CSM 의 지속가능성

자료: 상상인증권

- 신계약 CSM과 높은 CSM 배수는 미래이익의 출발점일 뿐, 계약의 최종적인 가치를 보장하지는 않는다
- 손해율과 유지율, 사업비, 예상치와 가정변경을 거친 이후에도 CSM이 안정적으로 유지되고 실제 보험손익으로 전환되는지가 더 중요하다
- 결국 IFRS17 이후의 평가는 Quantity → Quality → Persistence로 이동하고 있다

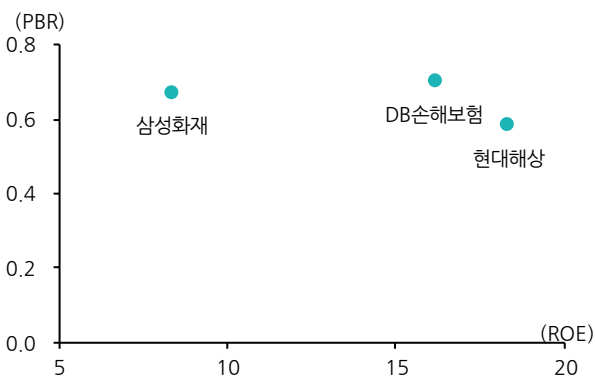
그림 4. 보험사의 두 번째 성장엔진은 결국 자산운용



자료: 상상인증권

- 국내 보험 본업의 구조적 성장률이 낮아질수록 이미 축적된 대규모 운용자산에서 추가적인 수익을 만들어내는 능력이 중요해진다
- 특히 작은 운용수익률 차이도 큰 자산 규모를 통해 의미 있는 이익 격차로 연결될 수 있어, 투자손익은 더 이상 보험손익의 단순한 보완재로 보기 어렵다
- 앞으로는 보험손익과 함께 Investment ROA의 지속성과 질을 함께 봐야 한다

그림 5. 높은 ROE만으로 높은 PBR을 설명할 수 없다



자료: 상상인증권

- 금융업종의 리레이팅은 단순히 현재 ROE가 높다는 사실만으로 지속되기 어렵다
- 은행이 초과자본의 반복적인 환원을 통해 자본배분에 대한 신뢰를 높였듯, 보험 역시 자본의 안정성과 Sustainable ROE, 그리고 남는 자본을 성장과 주주환원으로 연결하는 구조가 확인돼야 한다
- 결국 높은 ROE보다 중요한 것은 그 ROE가 얼마나 지속 가능하고 예측 가능한가다

경제·보험 성장의 다음 국면, 축적에서 배분으로

02

경제 전략분석

성숙경제, 가계의 선택이 달라진다

성장의 기울기가 낮아졌다

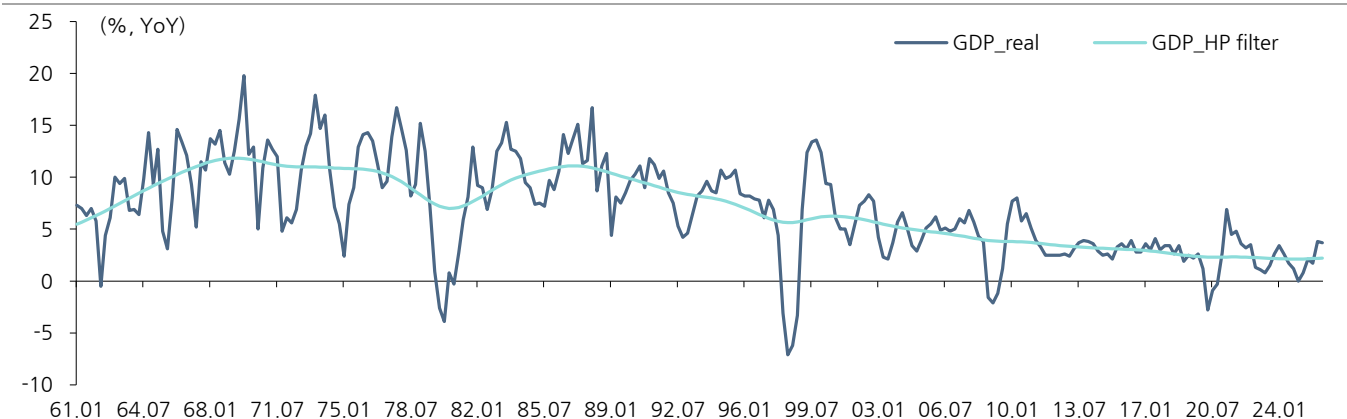
경제주체의 소비와 저축, 투자 결정은 현재소득뿐 아니라 앞으로 기대할 수 있는 소득의 경로에 영향을 받는다. 이를 경제 전체로 확장하면 잠재성장률의 문제로 이어진다. 잠재성장률의 하락은 단순히 당장의 경기 부진을 의미하는 것이 아니라 경제주체가 장기간 기대할 수 있는 소득과 매출의 증가 경로 자체가 완만해졌다는 의미에 가깝다. 한국 경제의 잠재성장률이 2000년대 초반 5% 내외에서 최근 2% 수준으로 낮아졌다는 점 역시 같은 관점에서 볼 필요가 있다.

고성장기에는 경기침체나 실직으로 소득이 일시적으로 감소하더라도 장기적으로 경제와 고용이 회복되고 소득이 다시 증가할 것이라는 기대를 형성하기 상대적으로 쉬웠다. 현재의 소비를 일부 줄이거나 부채를 활용하더라도 향후 소득 증가를 통해 재무상태를 회복할 수 있었고, 기업 역시 미래의 매출과 이익 증가를 전제로 현재의 차입과 투자를 확대할 유인이 컸다. 높은 성장률 자체가 현재의 재무적 부담을 미래의 성장으로 흡수할 수 있는 여지를 제공한 셈이다.

그러나 경제가 충분히 성장해 성숙단계에 진입하면 성장률의 절대 수준은 자연스럽게 낮아진다. 이 경우 일시적인 소득이나 매출 감소가 발생하더라도 과거처럼 높은 성장률을 통해 빠르게 복원하기 어려워진다. 가계에서는 미래소득의 증가 가능성보다 현재의 현금흐름을 얼마나 안정적으로 유지할 수 있는지가 중요해지고, 기업에서도 새로운 부채를 통해 외형을 확대하기보다 현재 보유한 현금과 자산을 어떤 용도로 사용할 것인지가 중요해진다.

결국 잠재성장률 하락은 경제 전체의 외형 성장률만 낮추는 변화가 아니다. 가계에는 미래소득보다 현재의 재무안정성을, 기업에는 신규 자금조달보다 기존 자산과 자본의 배분을 더 중요하게 만드는 변화다. 성숙경제에서 경제주체의 의사결정이 '얼마나 더 많이 확보할 것인가'에서 '이미 확보한 것을 어떻게 활용할 것인가'로 이동하는 출발점이 여기에 있다.

그림 1. HP filter로 추정한 한국의 잠재성장률은 2%대 초반 수렴



자료: HP filter를 활용하여 필자 직접 추정, 상상인증권 리서치센터

초고속으로 진행되는 고령화

한국 경제의 성장경로를 변화시키는 대표적인 구조적 요인은 인구다. 생산가능인구는 이미 감소 국면에 진입한 반면 65세 이상 인구는 빠르게 증가하고 있다. 이는 경제활동을 통해 새롭게 소득을 창출하는 인구가 줄어드는 동시에, 과거에 축적한 자산과 연금을 활용해 소비를 유지해야 하는 인구가 늘어나는 구조로의 전환을 의미한다.

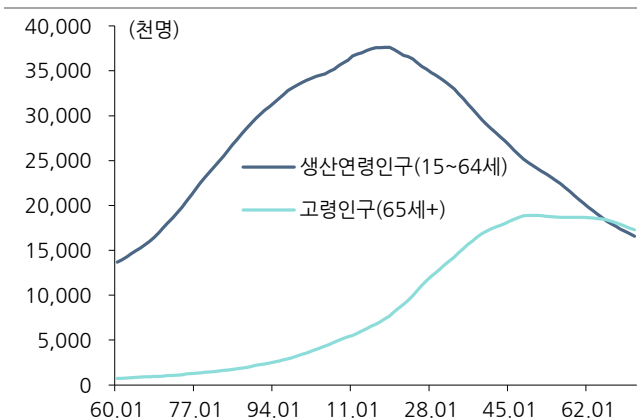
과거에는 취업자와 가구 수의 증가가 소비와 저축, 금융상품 수요의 외형 확대를 자연스럽게 이끌었다. 신규로 노동시장에 진입하고 가구를 형성하는 인구가 꾸준히 늘면서 주택 구입과 대출, 자산 형성, 보험 가입에 대한 수요도 함께 증가할 수 있었다. 인구 증가 자체가 새로운 금융수요의 기반을 넓혀주던 시기였다.

반면 인구 증가가 둔화되거나 감소하는 경제에서는 신규 가구의 유입보다 기존 가계의 연령 상승이 더 중요해진다. 동일한 가계라도 청년기에는 소득과 자산을 늘리는 데 중점을 두고, 중년기에는 부채상환과 노후 준비가 중요해지며, 은퇴 이후에는 청·장년기에 축적한 자산을 통해 안정적인 현금흐름을 확보해야 한다. 경제 전체의 평균연령 상승은 결국 금융상품에 대한 수요의 목적도 변화시킨다.

가계가 관리해야 하는 위험의 성격 역시 달라진다. 실직과 일시적인 소득 중단처럼 단기적인 위험도 여전히 중요하지만, 고령화가 진행될수록 질병과 장수, 노후소득 부족처럼 장기간 관리해야 하는 위험의 비중이 높아진다. 따라서 고령화는 위험 대비의 필요성을 없애는 변화가 아니라 신규 자산을 계속 축적하는 문제에서 이미 확보한 보장과 자산을 장기간 관리하고 활용하는 문제로 금융수요의 중심을 이동시키는 요인이다.

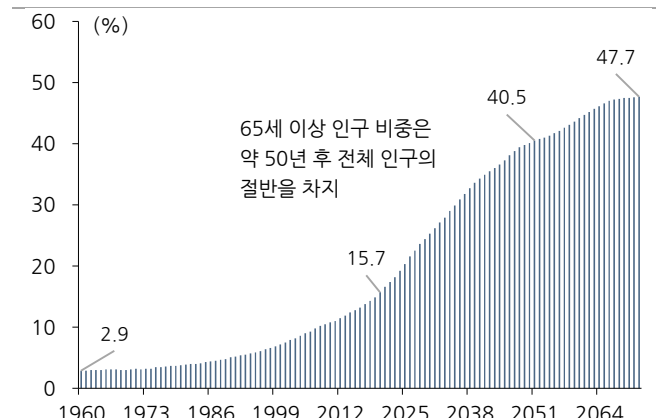
결국 인구구조 변화는 금융수요 자체를 축소시킨다고 단순화하기보다 금융수요의 성격을 바꾼다고 보는 것이 적절하다. 신규 가구의 대출과 보험가입, 자산형성 수요가 자연스럽게 증가하던 시장에서, 기존 가계가 축적한 자산을 관리하고 이를 안정적인 현금흐름으로 전환해야 하는 시장으로 이동하는 것이다.

그림 2. 생산가능인구 감소와 고령인구 증가



자료: 통계청, 상상인증권 리서치센터

그림 3. 약 50년후 고령인구는 전체 인구의 절반



자료: 통계청, 상상인증권 리서치센터

추가되는 소득보다 누적된 자산이 중요

성장률과 소득 증가율이 낮아졌다고 해서 과거 성장의 결과까지 사라지는 것은 아니다. 한국 가계는 오랜 기간의 경제성장과 저축, 자산가격 상승을 거치며 상당한 규모의 자산을 축적해 왔다. 따라서 성숙경제를 이해할 때에는 앞으로 얼마나 많은 소득이 새롭게 발생할 것인지와 함께 이미 가계의 대차대조표에 얼마나 많은 자산이 축적돼 있는지도 봐야 한다.

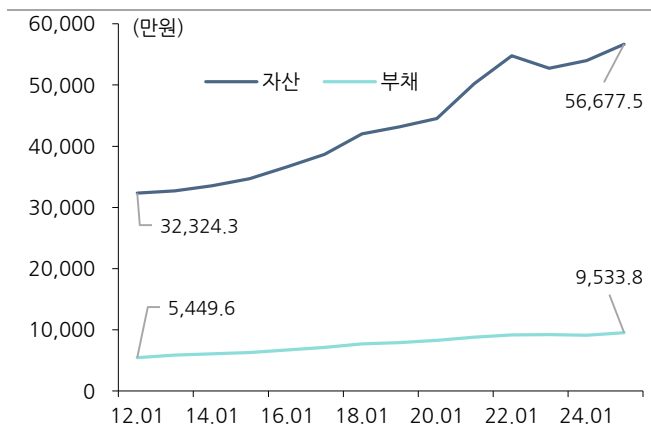
가계금융복지조사에 따르면 가계의 평균 순자산은 2012년 약 2억7천만원에서 2025년 약 4억7천만원으로 증가했다. 추가적인 소득 창출 속도는 과거보다 느려졌지만 현재의 가계 Balance Sheet에는 이전 성장과 저축의 결과가 상당 부분 남아 있는 것이다.

물론 평균자산 증가를 모든 가계의 재무상태 개선으로 해석할 수는 없다. 자산과 소득은 계층별로 크게 다르고 한국 가계의 자산 가운데 상당 부분은 부동산에 집중돼 있다. 주택은 중요한 가치저장 수단이지만 필요한 시점에 일부만 현금화하기 어렵다는 점에서 예금이나 금융투자자산과 동일한 유동성을 제공하지 않는다. 따라서 자산의 절대 규모뿐 아니라 구성과 유동성까지 함께 살펴봐야 한다.

그럼에도 일정 수준 이상의 자산을 보유한 가계가 과거보다 늘어나면서 예상하지 못한 소득 감소와 일시적인 지출에 대응할 수 있는 수단은 다양해졌다. 과거에는 소득 충격 자체가 소비의 급격한 조정으로 이어질 가능성이 높았다면, 이제는 예금과 금융자산을 활용하거나 담보여력을 이용해 일정 부분 충격을 흡수할 수 있다. 현재소득뿐 아니라 이미 축적된 자산의 규모와 유동성이 가계의 소비 유지 능력을 결정하는 변수가 된 것이다.

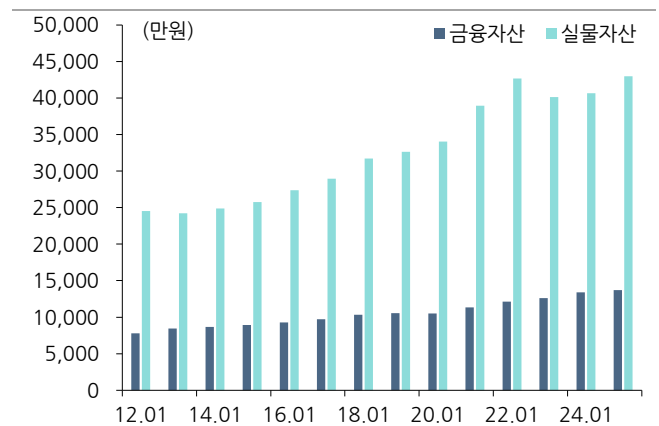
결국 한국 경제는 미래의 높은 소득 증가만을 기대하기보다 이미 확보한 자산을 어떻게 유지하고 활용할 것인지가 중요해지는 단계로 이동하고 있다. 이는 이후 가계의 위험관리와 금융상품 선택이 달라지는 배경이 된다.

그림 4. 가구당 평균부채보다 평균자산이 빠르게 증가



자료: 통계청, 상상인증권 리서치센터

그림 5. 실물자산 비율이 높으나 지속적으로 증가하는 중



자료: 통계청, 상상인증권 리서치센터

보험은 부족한 자산을 보완해왔다

보험의 경제적 기능은 가계가 자체적으로 감당하기 어려운 위험을 다수의 가입자에게 이전하고 분산하는 데 있다. 미래에 손실이 발생할 가능성과 시점을 정확히 알 수 없더라도 일정한 보험료를 지급함으로써 불확실한 대규모 손실을 예측 가능한 비용으로 바꿀 수 있다. 특히 충분한 자산이 없는 가계일수록 이러한 위험 이전의 경제적 가치는 크다.

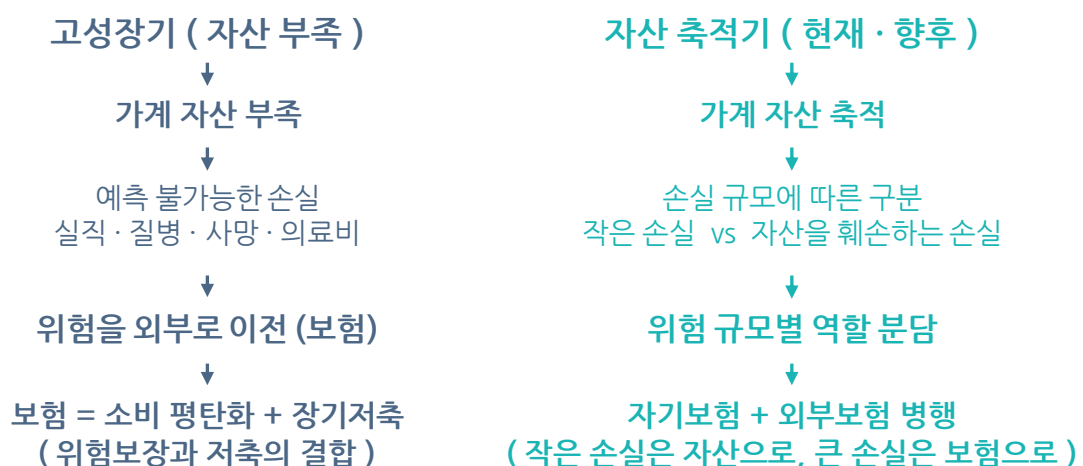
고성장기 한국 가계에서는 가장의 실직이나 질병, 사망과 같은 충격이 생활수준을 크게 훼손할 수 있었다. 소득과 금융자산이 충분하지 않은 상황에서 큰 의료비나 소득 중단이 발생하면 현재 소비를 급격히 줄이거나 보유자산을 처분해야 했고, 경우에 따라서는 교육과 주거처럼 장기간에 걸친 지출계획까지 조정해야 했다.

보험은 이러한 불확실한 손실을 정기적인 보험료 지출로 전환함으로써 가계의 소비를 평탄화하는 기능을 수행했다. 발생 확률은 낮지만 손실규모가 큰 위험을 가계가 직접 부담하지 않아도 된다는 점에서 보험은 부족한 자산을 보완하는 대표적인 금융수단이었다.

동시에 보험은 장기간의 보험료 납입을 통해 자산을 형성하는 수단으로도 활용됐다. 자본시장 접근성이 낮고 선택 가능한 금융상품이 많지 않았던 시기에는 위험보장과 장기저축을 하나의 계약에서 확보할 유인이 컸다. 보험은 위험을 이전하는 동시에 미래를 위해 자금을 규칙적으로 축적하는 기능까지 수행했던 것이다.

다만 가계의 자산이 축적되면서 보험이 담당해야 하는 역할도 점차 달라질 수 있다. 비교적 작은 손실은 보유한 금융자산으로 흡수하고, 자산 자체를 크게 훼손할 수 있는 위험은 보험을 통해 이전하는 식으로 자기보험과 외부보험의 역할을 구분할 여지가 커지기 때문이다. 보험의 필요성이 사라지는 것이 아니라 보험이 담당하는 위험의 범위가 달라지는 것이다.

그림 6. 보험은 부족한 자산을 보완



보험의 필요성과 실제 가입능력은 다르다

가계의 자산이 증가하면 모든 위험을 보험으로 이전해야 할 필요성은 낮아질 수 있다. 상대적으로 자주 발생하지만 손실규모가 크지 않은 위험은 예금이나 금융자산을 통해 직접 감당하고, 발생 가능성은 낮지만 자산 전체를 크게 훼손할 수 있는 위험은 별도의 보장을 유지하는 방식이 가능하기 때문이다. 자산축적은 보험의 필요성을 없애기보다 가계가 선택할 수 있는 위험관리 수단을 다양하게 만든다.

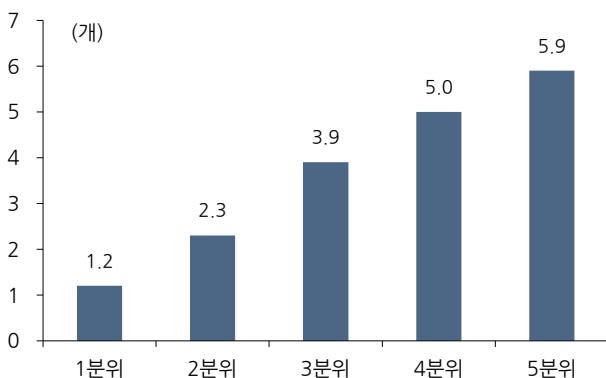
다만 보험의 필요성과 실제 가입 여부는 동일한 문제도 아니다. 민간의료보험 가입 개수와 보험료는 대체로 소득수준이 높을수록 증가하는데, 이를 고소득 가계가 더 큰 위험에 노출돼 있기 때문이라고 해석하기는 어렵다. 장기간 보험료를 납입할 수 있는 경제적 능력이 실제 가입과 유지 여부에 함께 영향을 미치기 때문이다.

오히려 위험에 대비해야 할 필요성만 놓고 보면 저소득 가계에서 보험의 경제적 가치가 더 높을 수 있다. 금융자산이 적고 필수소비 비중이 높은 가계에서는 작은 소득 충격이나 의료비 증가도 생활수준을 크게 낮출 가능성이 있다. 그러나 현재소득과 유동자산이 부족하거나 원리금 상환부담이 높다면 이러한 필요성이 실제 보험가입으로 이어지기 어렵다.

장기보험은 가입 시점의 보험료뿐 아니라 앞으로 수년에서 수십 년 동안 보험료를 계속 낼 수 있는지를 함께 고려해야 하는 계약이다. 따라서 불확실성이 커지고 위험에 대한 인식이 높아진다고 해서 보험수요가 자동적으로 증가하는 것은 아니다. 경기 둔화로 미래 위험에 대한 우려가 높아지는 동시에 가계의 지급여력이 약화되면 위험 대비의 필요성과 실제 가입능력은 오히려 반대 방향으로 움직일 수 있다.

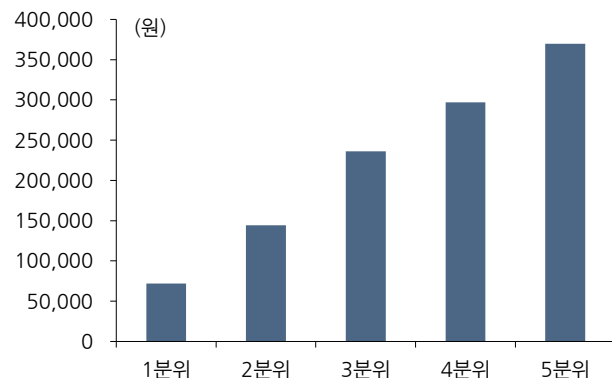
결국 보험수요를 판단할 때에는 위험의 크기만이 아니라 현재소득, 유동자산, 부채상환 부담과 같은 가계의 Initial Condition을 함께 봐야 한다. 성숙경제에서는 보험을 필요로 하는가보다 그 보험료를 장기간 감당할 수 있는가가 실제 신규수요를 결정하는 중요한 변수로 작용할 가능성이 높다.

그림 7. 소득수준별 민간의료보험 가입 개수



자료: 한국의료패널조사(2023), 상상인증권 리서치센터

그림 8. 소득수준별 평균 민간의료보험 납입금액



자료: 한국의료패널조사(2023), 상상인증권 리서치센터

신규 가입과 기존 계약 유지는 다른 문제

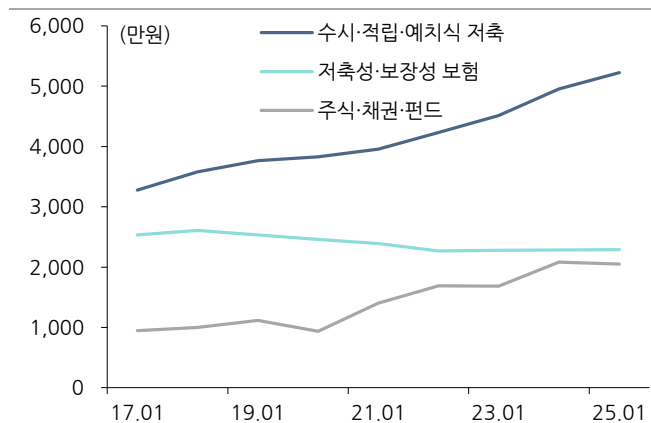
성숙경제에서 보험수요를 해석할 때에는 신규 가입과 기존 계약의 유지를 구분할 필요가 있다. 과거 가계의 여유자금은 미래 불확실성에 대비하기 위한 예금과 장기저축에 우선적으로 배분되는 경우가 많았다. 자산이 충분하지 않았던 상황에서는 높은 수익률을 추구하기보다 원금을 보전하고 미래의 생활비와 위험에 대비하는 것이 중요했기 때문이다.

그러나 일정 수준의 자산과 보장을 이미 확보한 가계에서는 새롭게 발생한 자금의 사용처가 달라질 수 있다. 기존 보험을 통해 기본적인 위험에 대비하고 있다면 추가적인 여유자금을 다시 같은 목적의 장기계약에 모두 배분하기보다 소비와 부채상환, 예금, 주식·펀드 등 여러 선택지 사이에서 유동성과 기대수익률을 비교할 수 있다.

이러한 변화는 전체 금융자산의 잔액보다 신규 자금의 흐름에서 먼저 나타날 가능성이 높다. 기존 보험계약과 예금은 과거의 선택이 오랜 기간 누적된 결과이기 때문에 최근의 선호가 바뀌더라도 전체 잔액은 계속 증가할 수 있다. 반면 새롭게 취득하는 금융자산의 구성은 현재의 소득과 금리, 기대수익률에 보다 빠르게 반응한다.

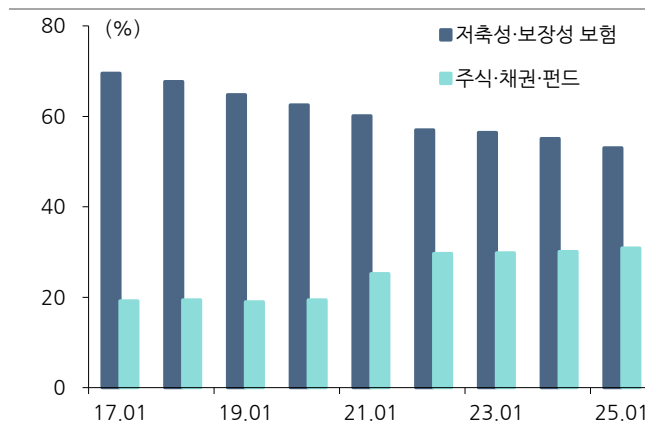
따라서 보험과 금융투자를 단순한 대체관계로 볼 필요는 없다. 가계는 필요한 보장은 계속 유지하면서 새롭게 발생한 자금을 직접 운용할 수 있다. 변화의 핵심은 기존 안전장치가 일괄적으로 축소되는 것이 아니라 신규 자금의 목적이 위험 대비에서 유동성 관리와 수익 추구까지 넓어지는 것이다.

그림 9. 가계의 여유자금 배분방식의 변화



자료: 통계청, 상상인증권 리서치센터

그림 10. 가계 자산보유비율은 보험에서 투자자산으로 이동



자료: 통계청, 상상인증권 리서치센터

보험수요는 필요보다 유지능력의 문제

보험계약은 신규 가입뿐 아니라 장기간 유지될 수 있는지를 함께 봐야 한다. 민인식(2025)의 생존분석에서는 고연령층과 고소득층, 만성질환 보유자의 보험 해지 가능성이 상대적으로 낮게 나타난다. 신규 가입에서는 현재의 보험료 부담과 보장 필요성이 중요하지만, 유지 결정에는 기존 계약을 해지할 경우 포기해야 하는 보장의 가치와 재가입 비용까지 함께 반영되기 때문이다.

특히 연령이 높거나 건강위험이 커진 가입자는 기존 계약을 해지한 뒤 동일한 조건으로 다시 가입하기 어렵다. 실제 의료비 지출이 발생할 가능성도 높아지기 때문에 이미 보유한 보장의 효용은 오히려 높아질 수 있다. 따라서 추가적인 보험 가입은 둔화되더라도 기존 계약이 장기간 유지되는 현상이 동시에 나타날 수 있다.

그림 11. 보험계약 유지에 대한 다수준 생존분석 모형 추정 결과

		와이블 분포 모형		로그-로지스틱 분포 모형 추정계수: β
		β	$\exp(\beta)$	
가구특성	reg3 기타 광역시	-0.352*** (0.106)	0.702*** (0.074)	0.195*** (0.057)
	reg3 기타 시도	0.485*** (0.101)	0.615*** (0.062)	0.264*** (0.055)
	log(income)	-1.168*** (0.074)	0.310*** (0.023)	0.631*** (0.041)
개인 특성	age	-0.037*** (0.004)	0.962*** (0.004)	0.019*** (0.0002)
	male	0.454*** (0.107)	1.575*** (0.170)	-0.232*** (0.059)
	edu 고졸	-0.366*** (0.118)	0.693*** (0.081)	0.177*** (0.064)
	edu 대졸이상	-0.834*** (0.143)	0.434*** (0.062)	0.421*** (0.077)
	head 가구주	-0.193*(0.112)	0.824*(0.092)	0.100(0.061)
	labor 일자리 있음	0.300*** (0.095)	1.349*** (0.128)	-0.159*** (0.051)
	hins 건강보험 가입	-0.525** (0.252)	0.591** (0.149)	0.273*(0.142)
	disable 장애 있음	-0.062(0.190)	0.939(0.178)	0.022(0.103)
	cd 만성질환 있음	-0.648*** (0.100)	0.522*** (0.052)	0.335*** (0.053)
보험 특성	보험유형 실손형	0.075(0.091)	1.078(0.098)	-0.053(0.051)
	보험유형 혼합형	-0.318*** (0.073)	0.726*** (0.053)	0.189*** (0.040)
분포모수	p	1.866		
	γ			0.464
확률효과	σ_u^2	3.672		1.035
log L		-13,466.464		-13,493.269
obs		16,560		16,560
가설검정 $H_0: \sigma_u^2 = 0$ 카이제곱 통계량(p-value)		1,058(0.000)		995(0.000)

자료: 상생인증권

반면 보험의 필요성이 높더라도 현재의 재무상태가 취약하면 계약을 유지하기 어렵다. 송윤아(2026)의 분석에서는 비은행대출과 연체 경험 등이 보험계약의 해지위험을 높이는 것으로 나타난다. 이는 보험계약의 유지가 장기적인 보장 필요성뿐 아니라 현재소득과 유동성, 부채상환 부담의 영향을 동시에 받는다는 의미다.

결국 성숙경제에서 보험수요는 단순히 위험에 대한 인식만으로 결정되지 않는다. 한쪽에서는 고령화와 재가입 비용 상승으로 기존 보장의 가치가 높아지는 반면, 다른 한쪽에서는 저성장과 재무제약으로 보험료를 장기간 부담할 수 있는 능력이 제약될 수 있다. 따라서 앞으로 보험수요를 판단할 때에는 신규 가입과 기존 계약의 유지, 위험의 필요성과 지급여력을 각각 구분해서 볼 필요가 있다.

이러한 변화는 가계의 위험관리 방식이 보험 중심에서 금융자산 중심으로 완전히 이동한다는 의미도 아니다. 기존의 핵심 보장은 유지하되 비교적 작은 위험은 보유자산으로 흡수하고, 추가적인 여유자금은 예금과 금융투자, 부채상환 등으로 나눠 배분하는 방식으로 위험관리 수단이 다양해지는 과정에 가깝다.

그림 12. 신용상태가 보험계약 해지에 미치는 영향

	(1) Pooled	(2) Shared Frailty	(3) Shared Frailty & Mundlak
Bank loan (t-1)	0.987(0.001)***	0.991(0.001)***	0.998(0.001)
Non-bank loan (t-1)	1.037(0.001)***	1.019(0.001)***	1.004(0.001)***
Delinquent amt. (t-1)	1.092(0.003)***	1.072(0.004)***	1.020(0.005)***
Card utilization (t-1)	2.078(0.153)***	1.043(0.100)	0.738(0.088)**
Bank loan ($\bar{x}$)	-	-	0.975(0.004)***
Non-bank loan ($\bar{x}$)	-	-	1.129(0.003)***
Delinquent amount ($\bar{x}$)	-	-	1.120(0.007)***
Card utilization ($\bar{x}$)	-	-	2.210(0.395)***
Policy duration	0.993(0.000)***	0.997(0.000)***	0.997(0.000)***
Policy duration ²	0.998(0.000)***	0.997(0.000)***	0.997(0.000)***
Health insurance	0.852(0.010)***	0.841(0.011)***	0.839(0.010)***
Children insurance	0.665(0.012)***	0.688(0.012)***	0.689(0.012)***
Saving-type insurance	1.404(0.024)***	1.601(0.029)***	1.627(0.030)***
Other	1.216(0.017)***	1.383(0.021)***	1.385(0.021)***
Premium	0.896(0.004)***	0.878(0.004)***	0.877(0.004)***
General agencies	0.978(0.008)***	0.995(0.008)	0.996(0.008)
TM·Online	0.941(0.009)***	0.927(0.010)***	0.928(0.010)***
Bancassurance, etc.	0.685(0.010)***	0.731(0.012)***	0.735(0.012)***
Age	1.004(0.000)***	0.999(0.000)*	1.000(0.000)
Female	0.873(0.007)***	0.676(0.007)***	0.703(0.008)***
Metro	0.956(0.008)***	0.990(0.010)	1.008(0.010)
In-force contracts(t-1)	1.005(0.001)***	1.058(0.002)***	1.053(0.002)***
Total premium (t-1)	0.949(0.005)***	0.962(0.006)***	0.974(0.006)***
Product diversification (t-1)	1.037(0.022)*	1.697(0.046)***	1.654(0.045)***
6-month time dummies	Yes	Yes	Yes
σ_e^2	-	1.763(0.026)	1.703(0.025)
Obs.(contract-month)	21,861,282	21,861,282	21,861,282
Log-likelihood	-967,654.9	-934,391.4	-932,800.7

자료: 상상인증권

축적된 자산, 달라지는 자금의 방향

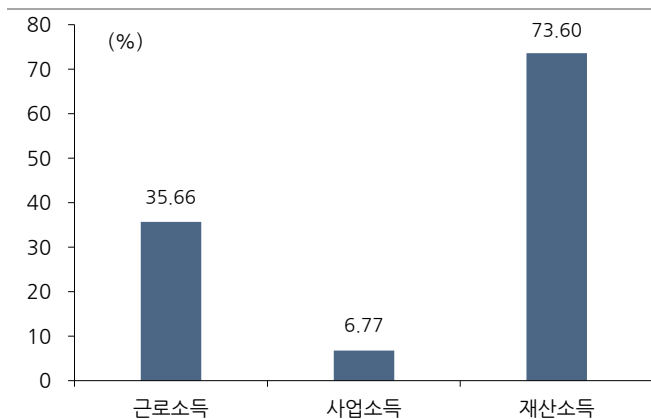
가계 소득의 원천도 달라지고 있다

가계의 소비와 저축은 현재소득뿐 아니라 생애주기에 따라 예상되는 장기적인 소득 흐름에도 영향을 받는다. 노동시장에 참여하는 기간에는 근로소득을 바탕으로 소비가 유지되고 자산이 축적되지만, 은퇴 이후에는 연금과 재산소득, 이전소득 등 비근로소득의 역할이 커질 수밖에 없다. 따라서 고령화는 가계의 소득 수준뿐 아니라 소득의 구성 자체를 변화시킨다.

최근 소득 흐름에서도 이러한 변화가 나타나고 있다. 2026년 2분기 가구당 월평균 소득은 전년동기대비 4.5% 증가했지만 근로소득 증가율은 0.8%에 그친 반면 재산소득과 이전소득은 상대적으로 크게 늘었다. 전체소득만 보면 가계의 현금흐름이 개선된 것처럼 보이지만, 소득의 원천을 분해하면 노동을 통해 새롭게 창출된 소득보다 기존 자산과 이전체계를 통해 보완된 부분의 중요성이 커지고 있음을 확인할 수 있다.

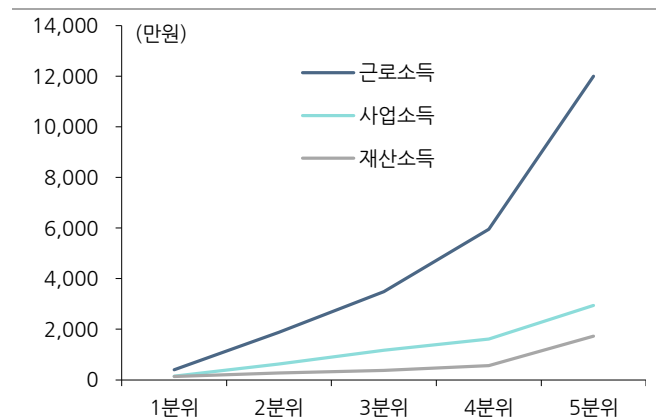
결국 고령화와 자산축적이 진행될수록 가계의 재무의사결정은 당해연도의 임금 변화만으로 설명하기 어려워진다. 새롭게 벌어들이는 소득과 이미 축적한 자산에서 발생하는 소득이 함께 가계의 소비와 자산배분을 결정하는 구조로 이동하고 있는 것이다.

그림 13. 최근 10년간 소득항목별 증가율



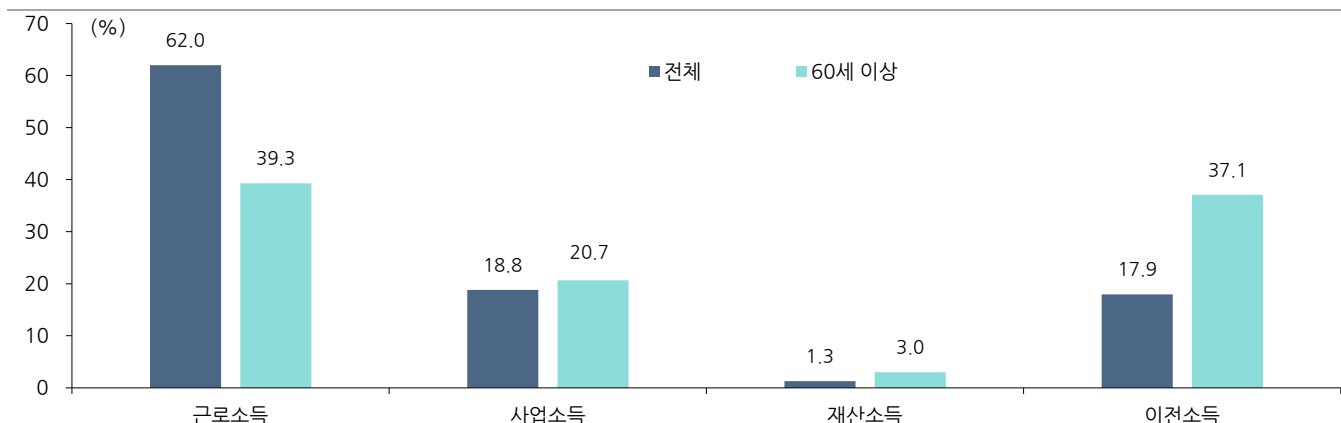
자료: 통계청, 상생인증권 리서치센터

그림 14. 소득수준별 소득항목 구성



자료: 통계청, 상생인증권 리서치센터

그림 15. 가구주 연령별 소득원천 구성비율 차이



자료: 통계청, 상생인증권 리서치센터

새로 발생한 돈은 어디로 가는가

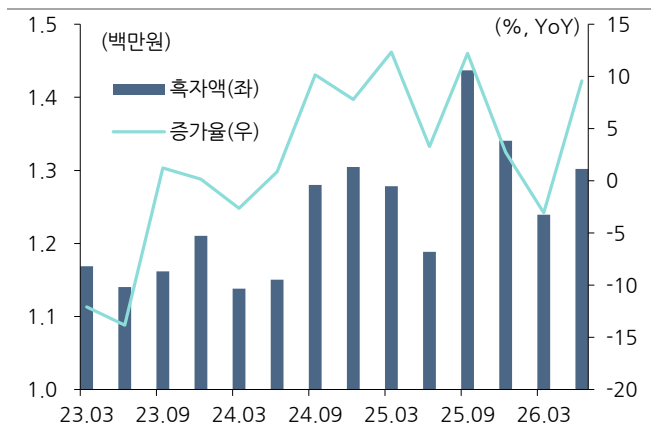
소비 평탄화의 관점에서는 소득이 일시적으로 증가하거나 감소하더라도 소비가 같은 폭으로 조정되기보다 저축과 차입을 통해 일정 수준에서 유지되는 경향이 나타난다. 따라서 소득 증가가 곧바로 소비 확대나 특정 금융상품의 매입으로 연결된다고 보기보다, 소비 이후 실제로 얼마의 자금이 남았고 그 자금이 어디에 사용되는지를 함께 볼 필요가 있다.

2026년 2분기 가구당 월평균 처분가능소득은 423만5천원, 소비지출은 293만2천원으로 집계됐으며 소비 이후 남은 흑자액은 130만2천원으로 전년동기대비 9.6% 증가했다. 평균적인 가계가 소비 이외의 용도로 활용할 수 있는 자금여력이 이전보다 개선된 셈이다.

그러나 늘어난 흑자가 모두 같은 방향으로 이동하는 것은 아니다. 예금과 장기저축에 배분될 수도 있고, 주식과 펀드 등 금융자산을 새롭게 취득하거나 기존 대출을 상환하는 데 사용될 수도 있다. 일부는 향후 소비를 위한 유동성으로 남겨질 수 있다. 따라서 흑자의 증가를 특정 금융상품에 대한 선호 변화로 곧바로 해석하기보다 다양한 재무목표 사이에서 추가자금의 사용처가 어떻게 달라졌는지를 봐야 한다.

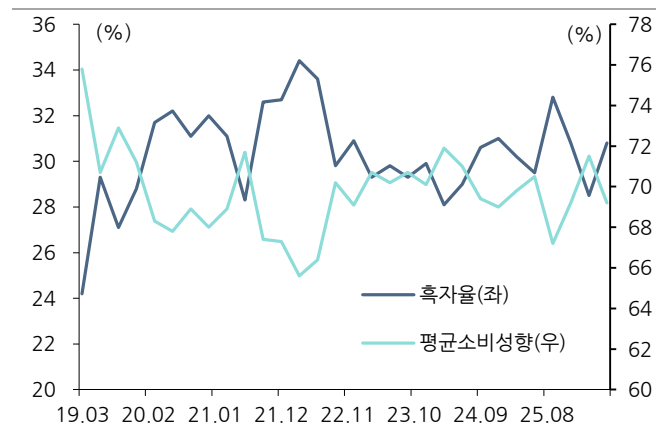
결국 성숙경제에서 가계의 자금흐름을 판단할 때 중요한 것은 소득의 증가율만이 아니다. 소비 이후 남은 신규 자금이 위험 대비, 유동성 확보, 수익 추구하고 부채축소 가운데 어디로 이동하는가가 최근 금융행동의 변화를 더 직접적으로 보여준다.

그림 16. 가계에 누적되는 흑자는 1분기 대비 증가



자료: 통계청, 상상인증권 리서치센터

그림 17. 평균소비성향과 흑자율은 반비례



자료: 통계청, 상상인증권 리서치센터

금융자산은 잔액보다 신규자금을 봐야 한다

가계가 보유한 금융자산 잔액에는 과거부터 축적된 예금과 보험·연금, 주식과 펀드가 모두 포함돼 있으며 기존 계약에 따른 납입뿐 아니라 자산가격의 등락과 운용수익도 함께 반영된다. 따라서 잔액은 가계의 현재 재무상태를 보여주는 중요한 지표지만 최근의 금융상품 선호를 직접 보여주는 지표와는 구분할 필요가 있다.

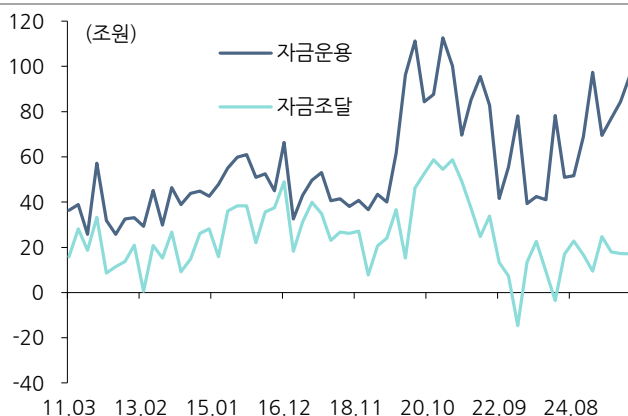
반면 자금순환표의 금융자산 순취득은 일정 기간 가계가 새롭게 어느 금융상품에 자금을 투입했는지를 거래 기준으로 보여준다. 예금 증가와 보험·연금 납입, 주식과 펀드의 신규 매입을 동일한 기준에서 비교할 수 있고, 자산가격 상승으로 잔액이 증가한 부분과 실제 신규자금이 들어온 부분을 구분할 수 있다는 점에서 최근의 한계적인 자금배분을 파악하는 데 더 직접적이다.

보험·연금의 경우 기존 장기계약에 따른 납입이 지속되고 운용자산의 가치가 상승하면 신규 보험수요가 둔화되더라도 전체 잔액은 계속 증가할 수 있다. 반대로 주식과 펀드는 기존 잔액이 작더라도 순취득이 빠르게 확대된다면 최근 가계의 자금배분이 변화하고 있음을 먼저 보여줄 수 있다. 결국 Stock에는 과거의 선택이, Flow에는 현재의 선택이 보다 빠르게 반영된다.

실제로 2025년 가계의 신규 금융자금은 어느 하나의 자산으로 일방적으로 이동하지 않았다. 현금·예금의 순취득이 가장 큰 가운데 주식·펀드에도 상당한 자금이 유입됐고, 보험·연금 역시 기존 계약을 기반으로 꾸준한 신규 납입이 이어졌다. 보험·연금준비금의 잔액도 여전히 큰 규모를 유지하고 있다. 이는 장기 위험 대비와 유동성 확보, 직접 자산운용이 동시에 이루어지고 있음을 의미한다.

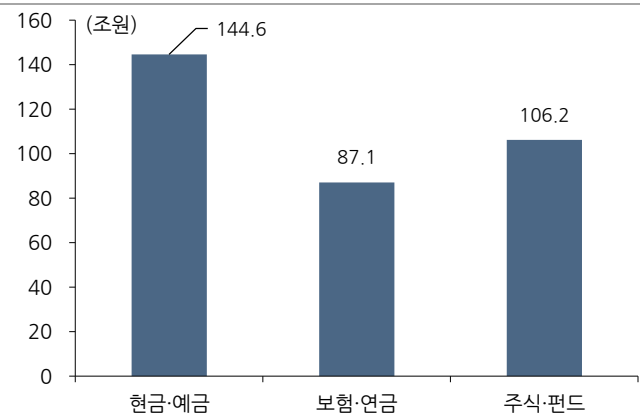
따라서 최근 가계의 자금흐름을 보험에서 투자자산으로의 단순한 이동으로 해석하는 것은 적절하지 않다. 기존 보험과 장기 금융자산은 유지되지만 새롭게 발생한 자금의 사용처가 과거보다 다양해지면서 Stock과 Marginal Flow 사이에 차이가 커지는 과정으로 보는 것이 더 적절하다.

그림 18. 운용은 자산, 조달은 대출로 보면 자산증가 속도가 상승



자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

그림 19. 2025년 기준 가계의 금융자산 순취득 구성



자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

자산운용 접근성이 높아졌다

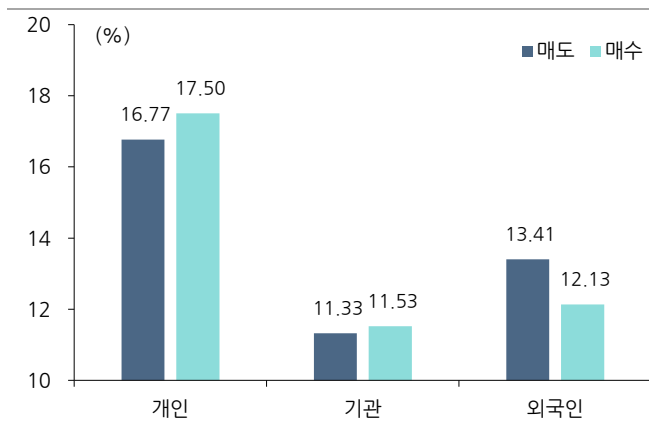
과거에는 가계가 주식과 펀드에 직접 투자하기 위해 일정 수준의 금융지식과 거래비용이 필요했고, 투자 가능한 상품에 대한 정보도 제한적이었다. 소액 자금을 여러 금융자산으로 분산하기 어려웠기 때문에 장기간 자산을 축적하려는 가계에서는 예금과 정기적인 납입 구조를 가진 금융상품이 주요 수단으로 활용됐고, 위험보장과 자산형성 역시 하나의 장기상품 안에서 함께 이루어지는 경우가 많았다.

최근에는 모바일 거래와 ETF, 연금계좌의 확산을 통해 직접 자산운용의 진입비용이 크게 낮아졌다. 소액으로도 국내외 주식과 채권, 다양한 지수에 분산투자할 수 있고, 상품별 수익률과 비용, 투자성과도 쉽게 비교할 수 있게 됐다. 가계가 금융기관에 자산배분을 전적으로 맡기기보다 직접 포트폴리오를 구성할 수 있는 범위가 넓어진 것이다.

이러한 접근성 확대는 위험보장과 자산증식의 기능을 서로 다른 금융수단으로 나눌 수 있게 한다. 손실규모가 큰 위험에 대해서는 보험을 유지하면서 추가적인 자산증식은 ETF와 펀드 등을 통해 별도로 추구할 수 있다. 하나의 장기상품이 보장과 저축, 자산운용 기능을 모두 담당해야 할 필요성이 낮아지고 금융상품별 역할이 보다 분명하게 구분되는 것이다.

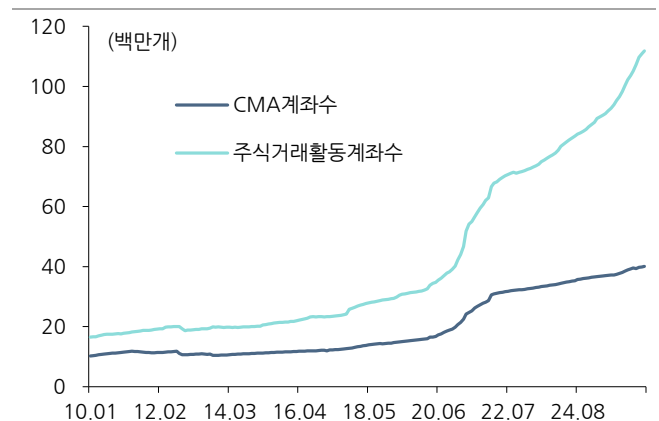
결국 최근 가계 금융행동의 변화는 보험과 투자상품 가운데 어느 한쪽이 다른 쪽을 완전히 대체하는 과정이 아니다. 보험은 보장, 예금은 유동성, 금융투자는 수익 추구처럼 각 금융상품의 기능이 분화되고 이를 가계가 목적에 따라 조합하는 방향으로 이동하고 있다고 보는 것이 적절하다.

그림 20. 최근 20년간 연평균 거래대금 증가율은 개인이 가장 높음



자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

그림 21. 자산운용 측면에서 주식거래 계좌 개수 급증



자료: 금융투자협회, 상상인증권 리서치센터

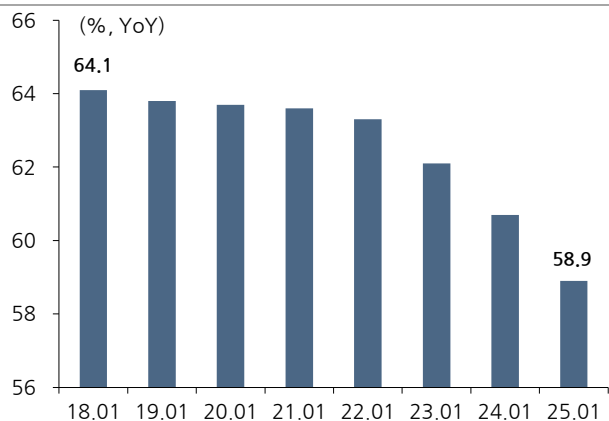
부채상환도 자산배분이다

가계 대차대조표의 관점에서 부채상환 역시 하나의 자금배분으로 볼 수 있다. 기존 대출을 상환하면 금융자산 잔액이 직접 증가하지는 않지만 대출금리에 해당하는 이자비용을 줄이고 미래의 가치분소득과 현금흐름을 개선할 수 있다. 일정한 비용을 확정적으로 줄인다는 점에서 부채상환은 일종의 확정수익을 확보하는 선택과 유사하게 평가될 수 있다.

따라서 소비 이후 남은 자금이 증가하더라도 이를 모두 예금이나 금융투자로 이동한다고 볼 수는 없다. 대출금리가 높거나 원리금 상환부담이 큰 가계에서는 금융자산의 기대수익률과 차입비용을 함께 비교하게 되고, 위험을 고려한 투자수익률이 대출금리보다 낮다고 판단하면 신규 금융상품을 매입하기보다 기존 부채를 줄이는 선택이 우선될 수 있다.

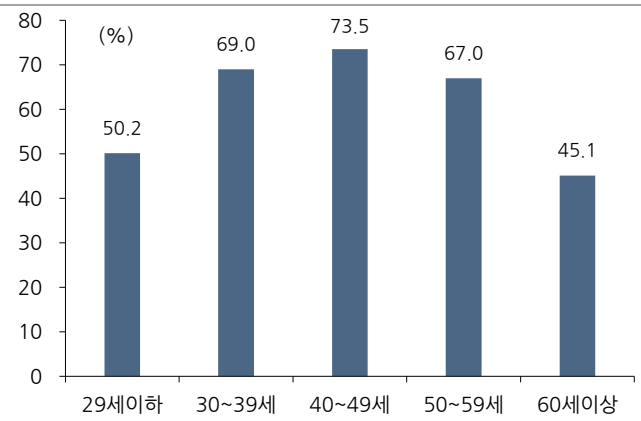
최근 전체 가계신용 잔액이 증가하는 가운데 부채를 보유한 가구의 비율은 장기적으로 낮아지는 모습이 함께 관찰되고 있다. 이는 일부 차주의 대출규모가 확대되는 동시에 다른 가계에서는 디레버리징이 진행되는 상반된 움직임이 동시에 존재할 가능성을 보여준다. 평균적인 대출잔액만으로 가계 전체의 행동을 판단하기 어려운 이유다.

그림 22. 부채보유비율의 감소



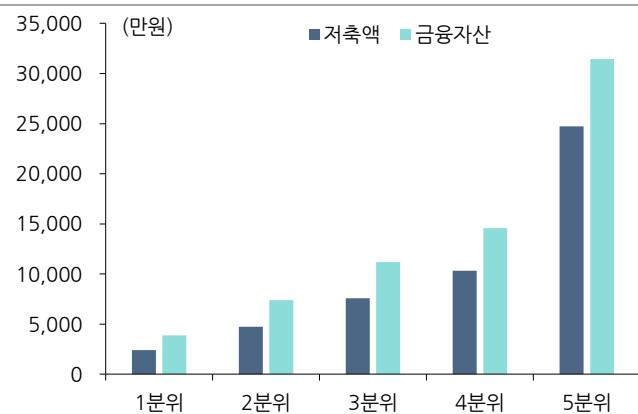
자료: 통계청, 상생인증권 리서치센터

그림 23. 연령대별 부채보유비율



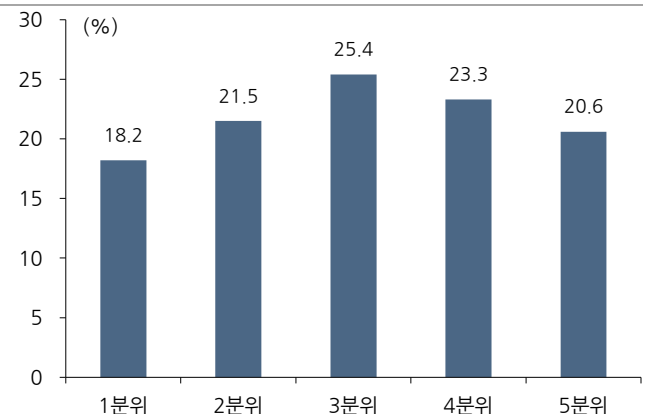
자료: 통계청, 상생인증권 리서치센터

그림 24. 소득분위별 저축과 자산은 5분위에 집중



자료: 통계청, 상생인증권 리서치센터

그림 25. 소득분위별 상환액/가치분소득(원리금 상환부담)



자료: 통계청, 상생인증권 리서치센터

결국 가계의 신규 자금흐름은 금융자산 순취득뿐 아니라 금융부채의 증가와 상환을 함께 봐야 한다. 부채상환은 금융자산을 늘리지는 않지만 순자산과 향후 현금흐름을 개선하고, 이후 소비와 저축·투자에 사용할 수 있는 여력을 높인다는 점에서 성숙경제의 중요한 자산배분 수단 중 하나다.

자산배분 변화는 모든 가계에 동일하지 않다

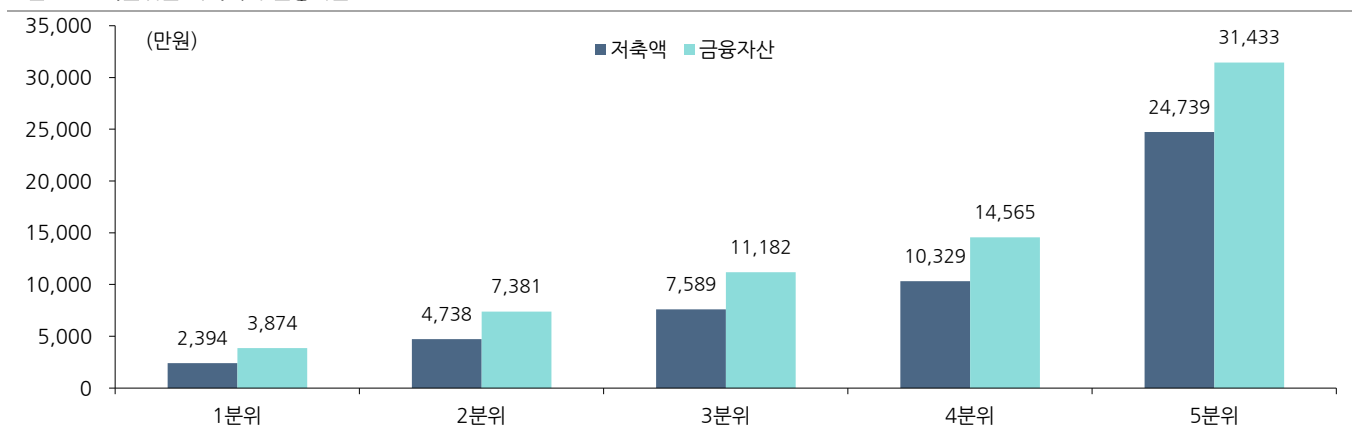
가계소득이 같은 폭으로 증가하더라도 추가소득의 사용처는 동일하지 않다. 기존의 소득과 자산 수준, 필수소비 부담, 부채상환 여력 등이 서로 다르기 때문이다. 기본적인 소비와 위험 대비가 이미 확보된 가계에서는 신규 소득이 저축과 금융투자로 이동할 가능성이 높은 반면, 현금흐름 제약이 큰 가계에서는 당장의 소비와 부채상환에 우선적으로 사용될 수 있다.

고소득·고자산 가계에는 예금과 부동산뿐 아니라 주식과 펀드 등 다양한 금융자산이 이미 축적돼 있다. 여기에서 발생하는 이자와 배당은 다시 재산소득으로 유입될 수 있고, 이를 다시 금융자산에 투자하면서 자산과 소득이 서로 확대되는 순환이 형성될 수 있다. 직접 자산운용에 사용할 수 있는 추가적인 여력도 상대적으로 크다.

반대로 저소득·저자산 가계에서는 미래 위험에 대비해야 할 필요성이 더 크게 인식되더라도 장기적인 보험료 납입과 금융투자를 동시에 확대할 수 있는 재정적 여력이 부족할 수 있다. 추가소득 역시 필수소비를 보완하거나 기존 대출을 상환하는 데 우선적으로 사용될 가능성이 높다.

따라서 직접 자산운용 수요의 확대는 모든 가계에서 동일하게 나타나기보다 소득과 금융자산이 충분히 축적된 계층에서 먼저 나타날 가능성이 높다. 평균적인 금융자산 구성만으로는 이러한 차이를 충분히 설명하기 어렵기 때문에 성숙경제의 자금배분 변화 역시 가계별 Initial Condition의 차이를 함께 고려해야 한다.

그림 26. 소득분위별 저축액과 금융자산



자료: 통계청, 상상인증권 리서치센터

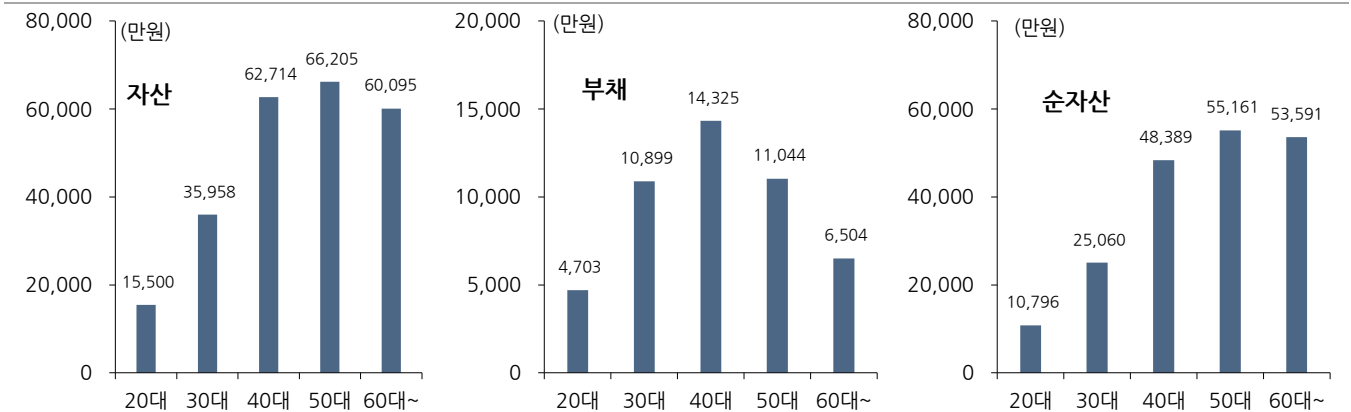
고령화는 축적에서 인출·운용으로 바뀐다

고령가계에서는 은퇴와 함께 근로소득이 감소하지만 과거에 축적한 주택과 금융자산은 상당 부분 남는다. 따라서 금융의사결정의 중심도 새로운 자산을 계속 늘리는 과정에서 이미 확보한 자산을 활용해 생활비와 안정적인 현금흐름을 확보하는 방향으로 이동한다.

한국의 고령가계는 실물자산 비중이 높은 반면 당장의 생활비로 사용할 금융자산과 소득은 상대적으로 부족한 경우가 많다. 따라서 재무여력을 평가할 때에도 얼마나 많은 자산을 보유하고 있는가뿐 아니라 필요한 시점에 그 자산을 현금흐름으로 전환할 수 있는지를 함께 봐야 한다. 고령층에서는 의료비와 장수위험이 동시에 커지는 반면 기존 보험계약을 해지한 뒤 동일한 조건으로 다시 가입하기는 어려워질 수 있다. 이에 따라 이미 확보한 위험보장은 유지하면서 예금과 연금, 금융투자자산의 운용 및 인출방식을 조정하는 형태가 나타날 가능성이 높다. 큰 손실에 대비하는 보험과 일상적인 소비를 지원하는 자산의 역할이 보다 분명하게 나뉘는 것이다.

결국 고령사회에서 자산배분의 핵심은 단순히 더 많은 자산을 축적하는 데 있지 않다. 기존 보장을 유지하고 이미 축적한 자산에서 안정적인 현금흐름을 만들어내는 것이 더 중요해진다. 장기저축의 단순한 감소라기보다 생애주기의 변화에 맞춰 자산의 역할이 축적에서 활용으로 이동하는 과정에 가깝다.

그림 27. 연령별 자산, 부채, 순자산 규모 비교



자료: 통계청, 상상인증권 리서치센터

그림 28. 고령사회로의 이행에 따른 보험요율 변화 시나리오별 자산보유탄력성

보험요율	2010년		2050년	
	자산보유	보험요율의 자산보유탄력성 24)	자산보유	보험요율의 자산보유탄력성
0.1	2.0893	-0.019	1.8417	-0.037
0.3	1.9904	-0.064	1.5217	-0.011
0.5	1.9051	-0.110	1.5109	-0.002
0.7	1.8211	-0.194	1.5099	-0.000
0.9	1.7199		1.5098	

자료: 상상인증권

기업에서도 이미 같은 변화가 나타난다

기업도 Balance Sheet이 커졌다

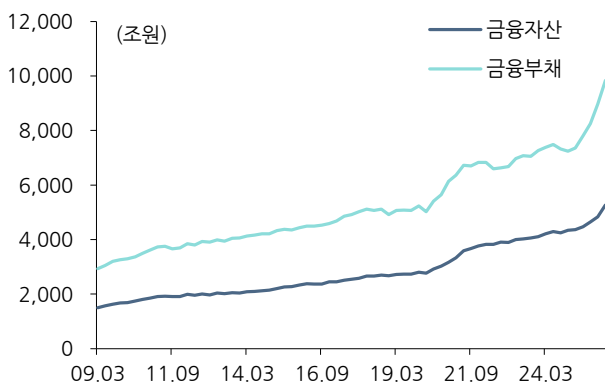
성숙경제에서 축적의 결과는 가계에만 나타나는 것이 아니다. 기업 역시 장기간의 경제성장과 이익축적을 거치면서 과거보다 훨씬 큰 Balance Sheet를 보유하게 됐다. 경제 규모가 확대되는 과정에서 기업의 금융부채가 증가한 동시에 금융자산도 함께 축적됐고, 기업의 재무의사결정은 단순히 필요한 자금을 외부에서 조달하는 문제를 넘어 보유한 현금과 금융자산을 어떻게 활용할 것인지의 문제로 확대되고 있다.

고성장기에는 증가하는 수요에 대응하기 위해 설비와 생산능력을 빠르게 확대할 필요가 있었고, 이를 위한 대출과 회사채 등 외부자금 조달도 자연스럽게 늘어났다. 향후 매출과 이익이 높은 속도로 증가할 수 있다면 현재의 부채를 이용해 자산을 확대하는 전략이 충분히 합리적일 수 있기 때문이다.

반면 성장률과 신규 투자수요가 낮아지는 성숙경제에서는 모든 잉여자금을 다시 국내의 유형자산 확대에 투입할 유인이 줄어든다. 기업은 기존 사업에서 발생한 현금을 내부에 축적하거나 금융자산으로 보유하고, 신규사업과 해외투자, 지분투자, M&A 등 서로 다른 사용처의 기대수익률을 비교할 필요가 커진다.

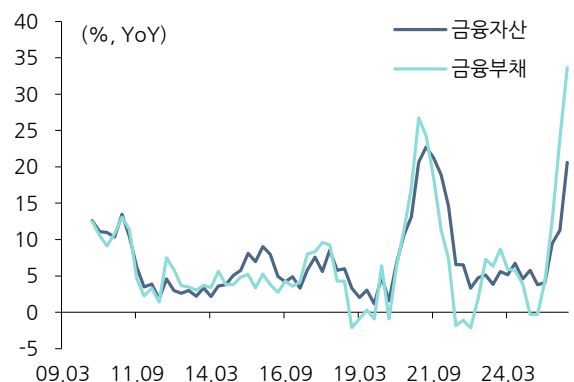
따라서 기업의 금융자산 증가 자체를 단순한 현금축적으로 볼 필요는 없다. 기업의 Balance Sheet가 커질수록 중요한 것은 자산의 절대 규모보다 현재 보유한 자금이 어느 사업과 자산에 배분되고, 그 결과 얼마의 수익률을 만들어내는가다. 가계에서 신규 소득보다 기존 자산의 활용이 중요해진 것처럼 기업에서도 조달 규모보다 자본의 사용처가 점차 중요한 의사결정으로 이동하고 있다.

그림 29. 기업의 Balance Sheet는 꾸준히 확대



자료: 상상인증권 리서치센터

그림 30. 최근 기업 금융자산·부채 증가세가 다시 확대



자료: 상상인증권 리서치센터

기업의 자금사용처도 바뀌고 있다

기업의 재무활동에서도 변화는 단순한 Balance Sheet 규모보다 구성에서 더 뚜렷하게 나타날 수 있다. 고성장기에는 대출과 채권을 통해 외부자금을 조달하고 이를 설비와 사업확대에 사용하는 방식이 기업 성장의 대표적인 경로였다. 매출과 투자수요가 빠르게 증가하는 경제에서는 추가적인 부채를 활용해 자산을 확대하더라도 향후 영업현금흐름이 이를 감당할 가능성이 높았기 때문이다.

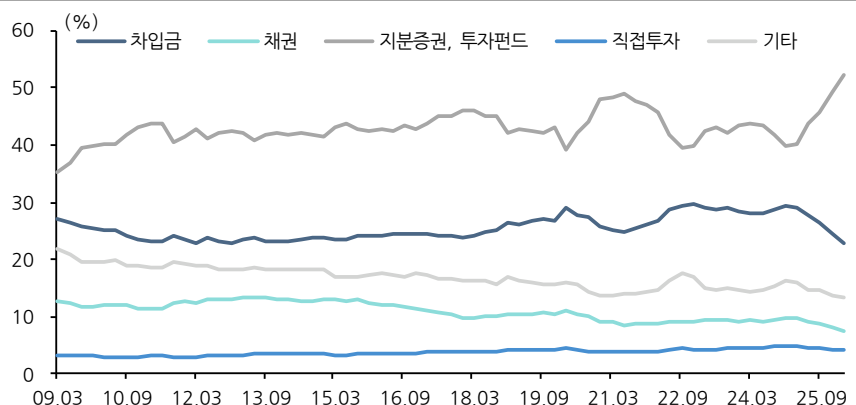
그러나 경제의 성장률이 낮아지고 기업 내부에 이미 상당한 현금과 자산이 축적되면 신규 차입의 상대적인 필요성은 낮아질 수 있다. 동시에 기업은 기존 사업에서 발생한 자금을 국내 설비투자뿐 아니라 금융자산과 전략적 지분, 해외사업 등 다양한 사용처에 배분하게 된다. 실제로도 기업의 차입의 상대적 비중은 낮아지는 반면 지분증권·투자펀드와 직접투자의 비중이 확대되는 흐름이 나타나고 있다.

이를 기업이 더 이상 차입하지 않는다는 의미로 해석할 필요는 없다. 운전자금과 설비투자, M&A 등을 위한 부채조달은 여전히 중요한 금융수단이다. 다만 기업의 성장방식을 설명할 때 과거처럼 차입 → 설비확대 → 매출증가라는 하나의 경로만으로는 충분하지 않다는 점이 중요하다. 설비에 추가로 투자할 것인지, 해외법인과 신규사업을 확대할 것인지, 전략적 지분을 확보할 것인지, 혹은 금융자산으로 보유할 것인지가 모두 같은 배분 문제로 연결되기 때문이다.

특히 지분증권·투자펀드와 직접투자의 비중 확대는 기업의 성장수단이 유형자산의 직접적인 확대에서 다양한 형태의 자본투입으로 넓어지고 있음을 시사한다. 기업 역시 더 많은 자금을 조달하는 것보다 현재 보유한 자본을 가장 높은 기대수익률을 낼 수 있는 곳으로 이동시키는 능력이 중요해지고 있는 것이다.

이러한 흐름은 가계에서 나타난 변화와 방향이 크게 다르지 않다. 가계는 과거 소득을 통해 축적한 자산을 보험과 예금, 금융투자, 부채상환 사이에 배분하고, 기업은 영업을 통해 축적한 현금, 자본을 설비투자와 금융자산, 지분투자, 해외사업 사이에 배분한다. 결국 성숙경제에서는 가계와 기업 모두에서 신규 자금의 양보다 그 자금의 사용처가 중요해지고 있다.

그림 31. 기업 금융거래의 자금조달·투자 구성 변화



자료: 상상인증권

기업의 자금배분도 실물투자에서
금융·지분투자로 이동

가계와 기업이 동시에 바뀌면 금융산업도 바뀐다

성숙경제에서 나타나는 변화는 가계와 기업의 의사결정을 하나의 방향으로 수렴시키고 있다. 가계에서는 미래소득의 증가보다 과거에 축적한 자산의 중요성이 높아지고 있으며, 새롭게 발생한 여유자금은 보험과 예금뿐 아니라 금융투자와 부채상환 등 다양한 목적으로 배분되고 있다. 기업 역시 신규 차입과 설비 확대만으로 성장하기보다 기존 사업에서 축적한 현금과 자본을 금융자산과 지분투자, 해외사업 등 다양한 사용처에 배분하는 비중이 높아지고 있다.

따라서 성숙경제를 단순히 성장률이 낮아지는 경제로만 볼 필요는 없다. 새로운 소득과 자금의 증가율은 과거보다 낮아지지만 오랜 성장과정을 통해 가계와 기업의 Balance Sheet에는 상당한 규모의 자산이 이미 축적돼 있다. 경제주체의 핵심 의사결정 역시 얼마나 많은 자산을 새롭게 확보할 것인가에서 이미 확보한 자산과 새롭게 발생한 현금흐름을 어디에 배분할 것인가로 이동한다.

이 변화는 금융산업의 역할에도 직접적인 영향을 미친다. 성장경제에서는 가계와 기업의 새로운 자금수요를 얼마나 원활하게 공급하고 중개할 수 있는지가 금융회사의 중요한 경쟁력이었다. 가계대출과 기업대출이 늘어나고 자본시장 거래와 신규 보험계약이 함께 증가하는 구조에서는 실물경제의 외형성장이 곧 금융산업의 외형성장으로 연결될 수 있었다.

반면 성숙경제에서는 경제주체가 이미 상당한 자산을 보유하고 있기 때문에 금융회사가 제공해야 하는 기능도 달라진다. 가계에는 축적한 자산을 장기간 관리하고 운용하는 기능이 중요해지고, 기업에는 다양한 자본조달과 함께 기존 자본을 효율적으로 배분할 수 있도록 지원하는 기능이 중요해진다. 금융회사 역시 신규자산을 얼마나 많이 확보했는가만으로 경쟁력을 설명하기 어려워지고, 이미 확보한 고객자산과 자기자본을 얼마나 효율적으로 활용할 수 있는지가 새로운 평가기준으로 자리 잡게 된다.

결국 가계와 기업에서 시작된 변화는 금융회사에도 같은 질문을 던진다. 성숙경제에서 금융회사는 더 많은 자금을 중개하는 것만으로 성장할 수 있는가, 아니면 이미 확보한 자산과 자본의 생산성을 높이는 방식으로 성장해야 하는가. 이 질문에 대한 답은 은행과 증권, 보험에서 서로 다른 형태로 나타나고 있으며, 특히 대규모 장기자산을 이미 보유하고 있는 보험산업에서 가장 직접적으로 드러날 가능성이 높다.

경제·보험 성장의 다음 국면, 축적에서 배분으로

03

보험 산업분석

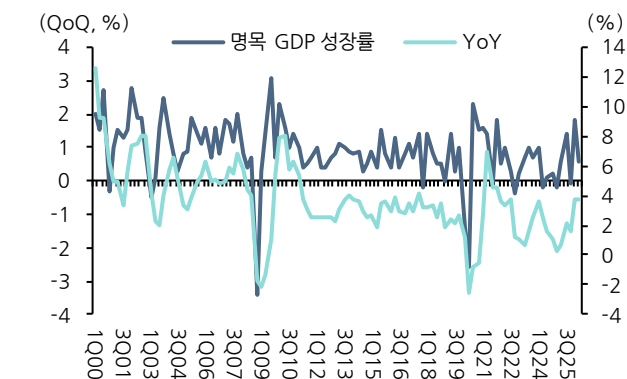
보험 산업분석

성숙경제에서 금융회사는 무엇으로 성장하는가

경제가 성장하는 과정에서 금융산업의 역할은 비교적 명확하다. 기업의 수가 늘고 설비투자과 가계소비가 확대되는 시기에는 은행이 필요한 자금을 대출로 공급하고, 증권사는 기업의 자금조달을 중개하며, 보험사는 증가하는 경제활동인구와 소득을 기반으로 신규 계약을 확보한다. 실물경제가 커지는 만큼 금융회사가 보유한 자산과 고객 역시 자연스럽게 증가하는 구조다. 따라서 성장경제에서 금융회사의 경쟁력은 상당 부분 외형으로 설명할 수 있었다. 은행은 얼마나 많은 대출자산을 늘렸는지, 증권사는 얼마나 많은 거래와 자금조달을 중개했는지, 보험사는 얼마나 많은 신규 계약을 확보했는지가 결국 이익 성장으로 연결됐다.

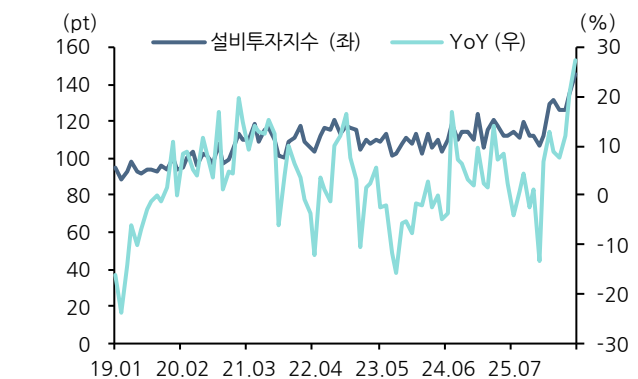
그러나 경제가 성숙 단계에 진입하면 이러한 연결고리는 점차 약해진다. 경제성장률이 낮아지고 인구 증가가 둔화되면 가계와 기업 모두에서 새로운 자금수요가 과거만큼 빠르게 증가하기 어렵다. 기업은 축적된 현금과 내부유보를 활용할 수 있고, 신규 설비투자 역시 줄어든다. 가계에서도 인구와 소득 증가율이 둔화되면 주택대출과 소비금융, 보험상품의 신규 수요가 높은 증가율을 유지하기 어렵다. 금융회사가 실물경제의 외형 성장에 기대어 자산을 확대하던 방식의 한계가 나타나는 것이다. 이 시점부터 금융산업의 경쟁력은 얼마나 많은 자산을 확보하는가에서, 이미 확보한 자산과 자본을 얼마나 효율적으로 사용하는가로 이동한다.

그림 32. 명목 GDP 성장률 추이



자료: ECOS, 상상인증권

그림 33. 설비투자지수 증가율 추이



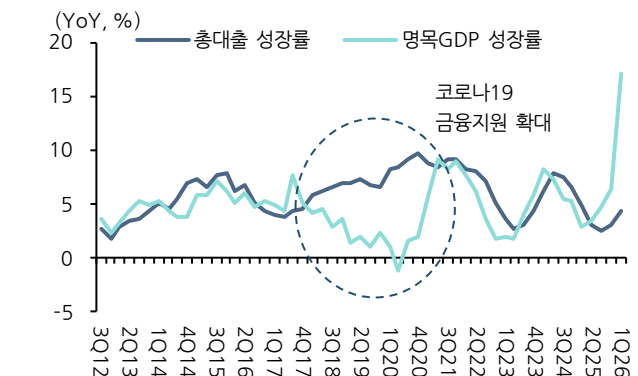
자료: ECOS, 상상인증권

그림 34. M2 편잔 및 소비자물가 상승률 추이



자료: ECOS, 상상인증권

그림 35. 총대출 성장률 및 명목 GDP 성장률 추이



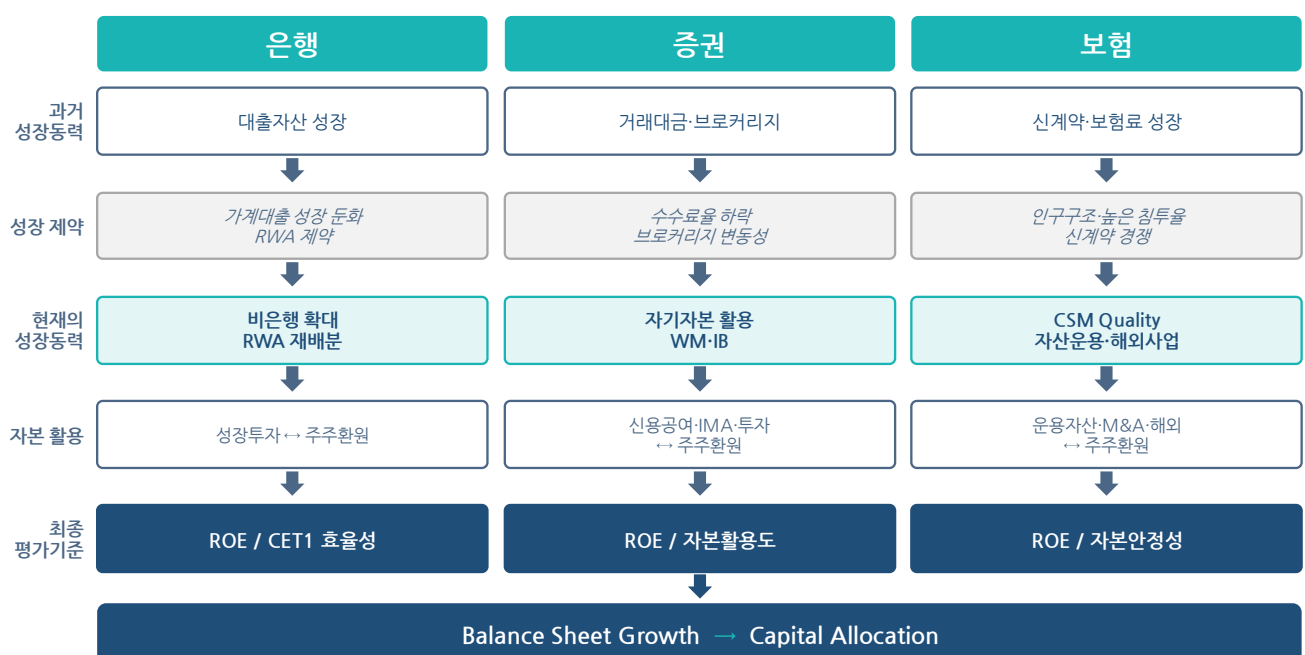
자료: ECOS, FISIS, 상상인증권

이러한 변화는 금융업종별로 이미 다른 형태로 나타나고 있다. 은행에서는 대출성장을 자체보다 제한된 RWA를 어느 사업에 배분할 것인지가 중요해지고 있다. 대출을 늘리는 것만으로 ROE를 높이기 어렵다면 비은행 이익을 확대하고, 수익성이 낮은 자산의 증가를 억제하며, 초과자본을 배당과 자사주 매입·소각으로 환원하는 것이 보다 중요한 전략이 된다. 결국 은행의 경쟁력은 자산의 절대 규모보다 일정한 CET1 비율을 유지하면서 동일한 자본에서 얼마나 높은 이익을 만들고, 그 이익을 다시 어떻게 배분하는가로 이동하고 있다.

증권업도 비슷하다. 과거 브로커리지 중심의 사업모델에서는 거래대금 증가가 수익 확대의 가장 직접적인 변수였다. 하지만 자본시장이 성숙할수록 거래수수료만으로 차별화된 수익성을 유지하기 어렵고, 대형 증권사를 중심으로 자기자본을 어떻게 활용하는지가 중요해진다. 신용공여, 기업금융, 발행어음, IMA, 자기자본 투자, 해외법인, WM 등으로 자본의 사용처가 확대되면서 같은 규모의 자기자본을 보유하더라도 어떤 사업에 자본을 배분했는지에 따라 ROE의 차이가 커질 수 있다. 즉 증권사 역시 거래를 중개하는 회사에서 자본을 활용해 수익을 창출하는 회사로 성격이 조금씩 바뀌고 있다.

최근 금융주의 주가 흐름도 이러한 변화 속에서 해석할 필요가 있다. 기준금리 상승이나 시장금리 변화는 여전히 금융회사의 수익성에 영향을 미치는 중요한 변수지만, 최근 주가의 방향을 결정하는 것은 금리 하나만이 아니다. 은행주는 CET1을 기준으로 자본을 얼마나 효율적으로 배분하고 이를 주주환원으로 연결하는지가 중요해졌고, 증권주는 높아진 거래대금 자체보다 증가한 자기자본을 어떻게 배치해 ROE를 높일 것인지가 중요한 평가기준이 되고 있다. 보험사 역시 기업가치 제고계획에서 단순 보험 판매 확대가 아니라 자산운용 포트폴리오 다변화, 해외사업 확대, 초과자본 활용 등을 성장전략으로 제시하기 시작했다.

그림 36. 금융업종별 성장동력 및 자본활용 구조 변화

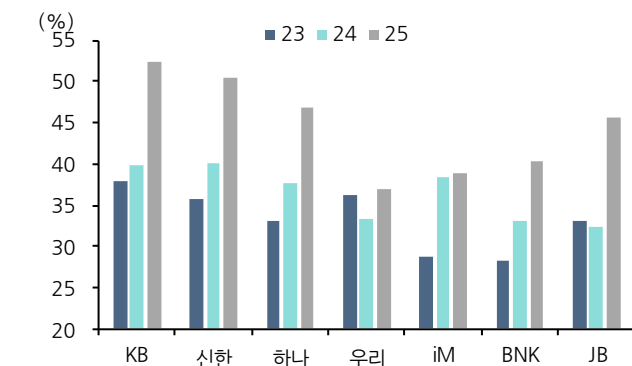


자료: 상상인증권

은행주의 최근 리레이팅은 이러한 변화가 실제 밸류에이션으로 연결될 수 있음을 가장 먼저 보여준 사례다. 과거 은행주는 성장성이 낮은 전형적인 저PBR 업종으로 평가받았다. 그러나 최근에는 CET1 비율을 일정 수준 이상 유지하면서 발생하는 초과자본을 자사주 매입과 소각으로 환원하는 체계가 자리 잡기 시작했다. 결국 은행주의 변화는 이익 자체가 갑자기 크게 늘어났기 때문이라기보다, 이익을 창출하는 자본과 그 자본을 다시 어디에 배치할 것인지에 대한 시장의 신뢰가 높아진 결과에 가깝다. 성숙산업에서도 자산 증가율이 낮다는 이유만으로 밸류에이션이 계속 낮아질 필요는 없다는 점을 금융주 가운데 은행이 먼저 보여준 셈이다.

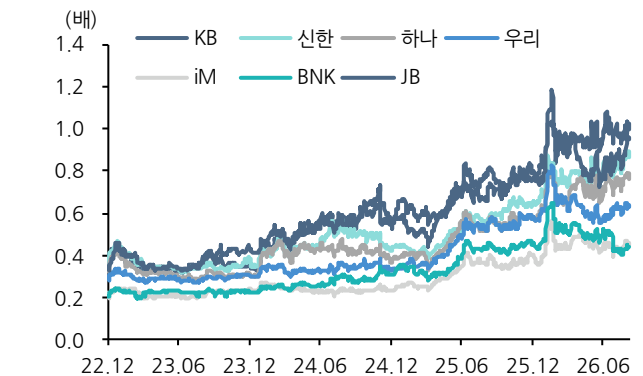
여기에 최근 국내 증시의 수급 환경도 금융주의 상대적 매력을 높이는 요인으로 작용하고 있다. 한국은 여전히 글로벌 투자자의 관점에서 EM 포트폴리오의 일부로 편입되는 성격이 강하다. 글로벌 신흥국 자금이 유입될 때 외국인 투자자는 개별기업만을 Bottom-up 방식으로 접근하기보다 국가와 업종의 비중을 먼저 결정한 뒤 대형주와 유동성이 높은 종목을 중심으로 포트폴리오를 구성하는 경우가 많다. 이 과정에서 은행과 보험 등 금융주는 낮은 PBR, 높은 배당수익률, 상대적으로 높은 시가총액과 유동성을 동시에 갖추고 있다는 점에서 포트폴리오 편입의 후보가 될 수 있다. 특히 기존 주도주의 밸류에이션 부담이 커지거나 상승 탄력이 둔화되는 시기에는 저PBR 금융주의 상대적인 가격 매력이 부각될 가능성이 높다.

그림 37. 은행지주사 연도별 총주주환원율 추이



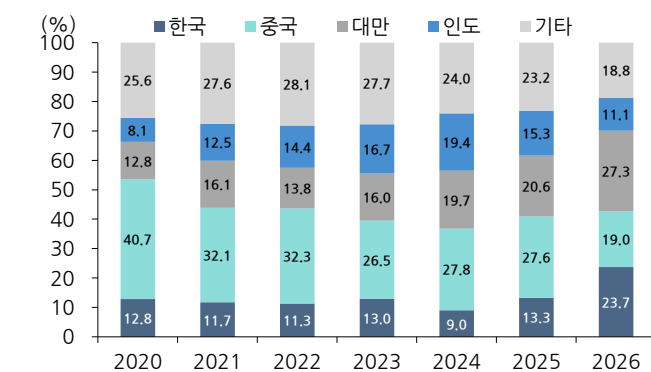
자료: 상상인증권

그림 38. 은행지주사 P/B(TTM) 추이



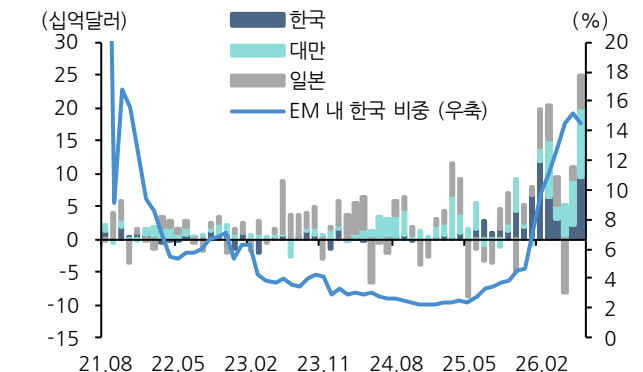
자료: Quantwise, 상상인증권

그림 39. MSCI EM 국가 내 한국 비중 변화



자료: MSCI, 상상인증권

그림 40. 글로벌 펀드 플로우 및 한국 비중 변화



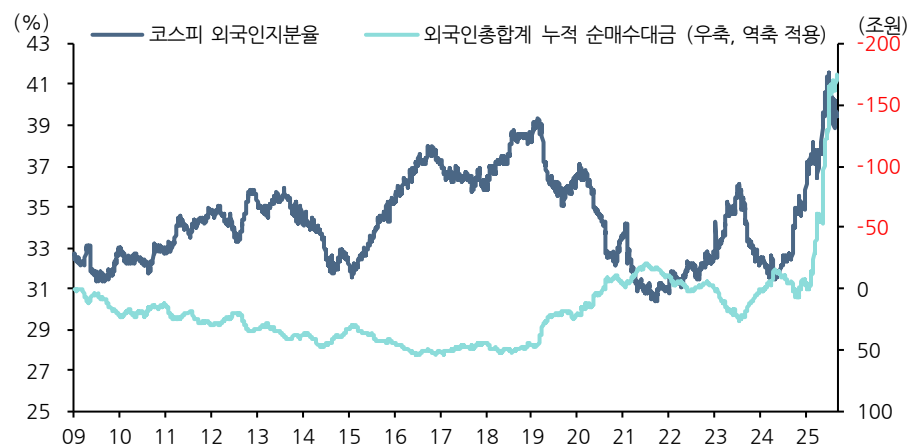
자료: Bloomberg, 상상인증권

다만 금융주가 항상 외국인 자금의 최우선 선택지는 아니다. 국내 증시에서 외국인 수급이 강하게 유입되는 시기의 대부분은 반도체 등 지수 대형주가 동시에 상승하는 구간과 겹친다. 이 경우 제한된 포트폴리오 안에서 성장성이 상대적으로 낮은 금융주는 시장 전체가 상승하더라도 상대수익률은 오히려 부진할 수 있다. 반대로 반도체 등 기존 주도주의 상승 탄력이 둔화되고 시장 전체의 유동성이 유지되는 상황에서는 이미 가격 부담이 높아진 주도주에서 금융주와 같은 저PBR 업종으로 자금이 확산될 수 있다. 따라서 금융업의 수급은 단순히 외국인이 한국 주식을 얼마나 많이 샀는지보다 외국인이 한국시장 안에서 어떤 산업을 우선적으로 보유하고 있고, 주도주와 금융주 사이에서 포트폴리오 비중이 어떻게 이동하는가를 함께 봐야 한다.

이러한 점에서 금융주의 강세는 시장이 약할 때 나타나는 방어주 효과만으로 설명하기 어렵다. 오히려 증시로 충분한 유동성이 유입된 이후 기존 주도주에서 다른 업종으로 수익률이 확산되는 과정에서 금융주가 선택되는 경우가 많다. 이는 보험업종에서 더욱 뚜렷하다. 보험주는 은행이나 증권보다 거래대금과 지수 내 비중이 작고 개별기업별 유동성 차이도 크기 때문에, 시장의 주도 업종이 강한 시기에는 상대적으로 관심에서 벗어나기 쉽다. 반대로 외국인 매도 강도가 완화되고 저PBR 금융주 전반으로 자금이 확산되는 시기에는 작은 수급 변화만으로도 주가 탄력성이 커질 수 있다.

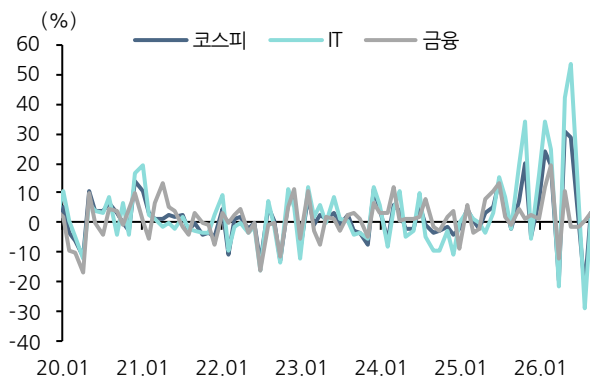
그림 41. 코스피 외국인 순매수 및 지분율 추이

외국인 지분율과 누적 순매수가 동시에 확대



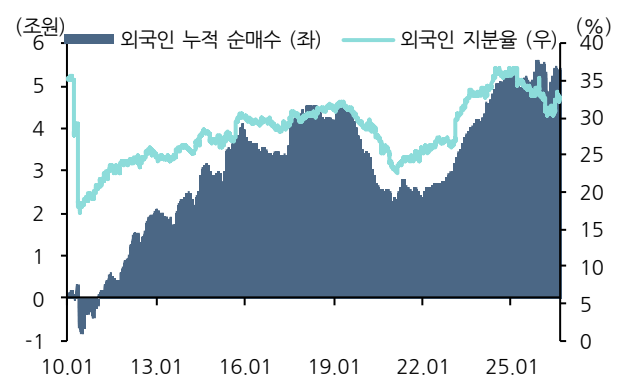
자료: 상상인증권

그림 42. 코스피 및 IT, 금융 월간수익률 추이



자료: Quantwise, 상상인증권

그림 43. 보험업종 외국인 누적순매수 및 지분율 추이

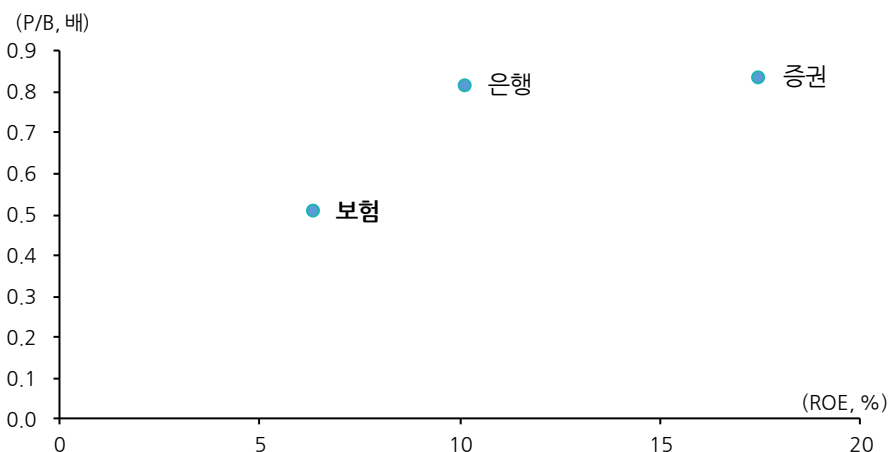


자료: Quantwise, 상상인증권

하지만 이러한 수급 이동만으로 금융업종의 구조적인 리레이팅을 설명하기에는 부족하다. 저PBR이라는 이유로 들어온 자금은 다른 업종의 기대수익률이 높아지면 언제든 빠져나갈 수 있기 때문이다. 결국 지속적인 리레이팅을 위해 필요한 것은 단순히 낮은 가격이 아니라, 낮은 가격을 바꿀 수 있는 구조다. 최근 은행주에서 나타난 변화가 대표적이다. 은행은 대출성장률 자체가 높아지지 않더라도 CET1을 일정 수준 이상 유지하면서 발생하는 초과자본을 배당과 자사주 매입·소각으로 환원하는 체계를 구축하기 시작했고, 시장은 이를 단순 저평가 해소가 아니라 자본배분 정책의 변화로 받아들이기 시작했다. 증권 역시 자본시장 활성화 속에서 브로커리지 수익의 증가보다 자기자본을 신용공여와 기업금융, IMA, WM, 해외사업 등에 어떻게 배분해 ROE를 높이는지가 점차 중요해지고 있다. 결국 금융업종의 리레이팅은 수급의 유입보다 보유한 자본에서 얼마의 수익을 만들고, 그 수익을 다시 성장과 주주환원 가운데 어떻게 배분하는가에 대한 신뢰가 형성될 때 지속될 수 있다. 보험 역시 결국 같은 질문에 직면하게 된다. 이미 보유하고 있는 자산과 자본을 지금보다 더 높은 효율로 운용할 수 있는가의 문제다.

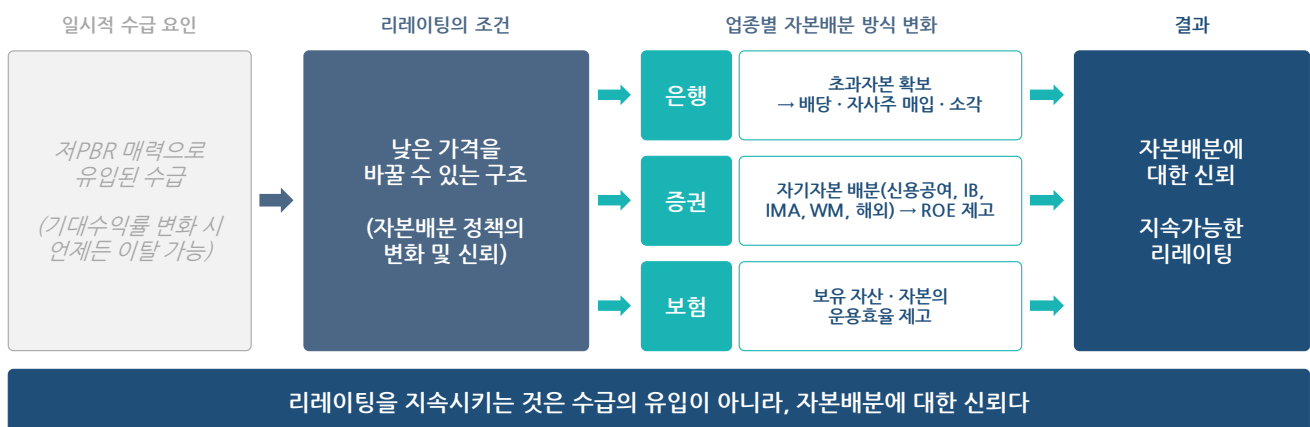
그림 44. 금융업종별 ROE-PBR 비교

12개월 TTM 기준, 금융업종 중
보험업종이 ROE와 P/Bratio가 가장
낮은 상황



자료: 상상인증권

그림 45. 금융업종별 자본활용 구조 변화



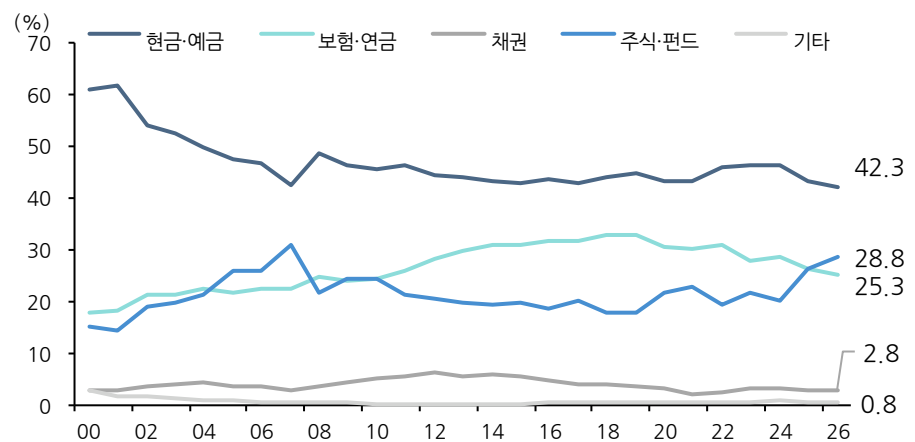
자료: 상상인증권

이러한 변화는 금융회사의 자본뿐 아니라 가계가 금융을 이용하는 방식에서도 나타나고 있다. 퇴직연금의 성장은 이를 보여주는 대표적인 사례다. 고령화가 진행될수록 가계의 금융수요는 대출과 단기저축 중심에서 장기간 축적된 자산을 어떻게 관리하고 운용할 것인지로 이동한다. 금융회사 입장에서도 새로운 고객을 계속 확보하는 것만큼 기존 고객의 자산을 장기간 관리하면서 안정적인 수익을 제공하는 능력이 중요해진다. 성장경제에서 금융회사의 역할이 새로운 자금을 공급하고 중개하는 데 있었다면, 성숙경제에서는 이미 축적된 자금을 효율적으로 배분하고 운용하는 기능의 중요성이 높아지는 것이다. 실제 퇴직연금 시장에서도 적립금 규모가 지속적으로 증가하는 가운데 DC형과 개인형 IRP의 비중이 확대되고, 실적배당형 상품의 비중 역시 높아지고 있다. 이는 단순히 연금 규모가 커지고 있다는 의미를 넘어, 가계 금융자산이 예금 중심의 축적에서 장기 운용 중심으로 이동하고 있음을 보여준다.

가계의 금융수요 변화는 금융업종 전반의 사업모델 변화와도 같은 방향이다. 은행에서는 대출자산 성장의 한계를 보완하기 위해 비이자이익과 자산관리, 자본배분의 중요성이 높아지고 있고, 증권에서는 WM과 자기자본 운용을 통해 고객자산과 자체 자본에서 발생하는 수익을 확대하려는 움직임이 나타나고 있다. 결국 성숙경제에서 금융회사의 성장동력은 신규 금융수요보다 이미 축적된 자산을 얼마나 효율적으로 운용할 수 있는가로 이동하고 있다.

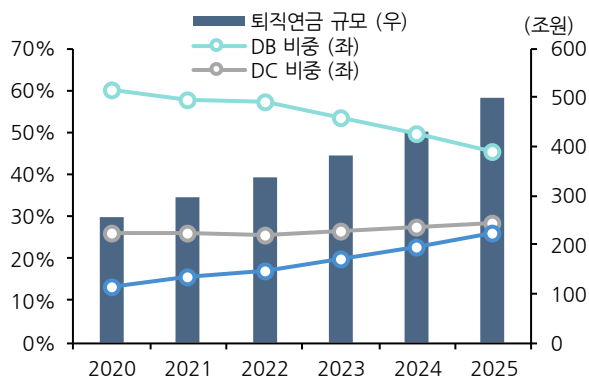
그림 46. 가계 및 비영리단체 금융자산 구성 변화

현금 및 예금의 비중은 줄어듦
주식 및 펀드의 비중은 늘어나는 중



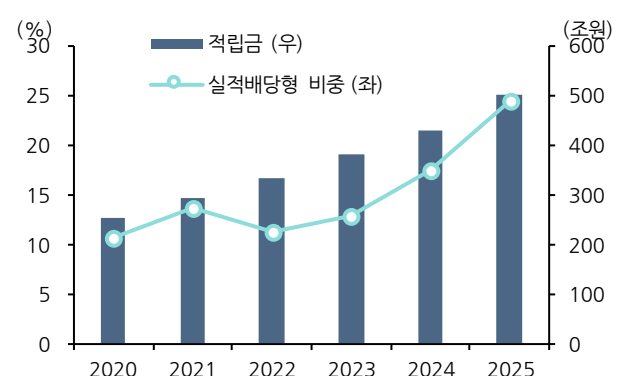
자료: 상상인증권

그림 47. 퇴직연금 규모 및 유형별 비중 추이



자료: 고용노동부, 자본시장연구원, 상상인증권

그림 48. 퇴직연금 규모 및 실적배당형 비중 추이



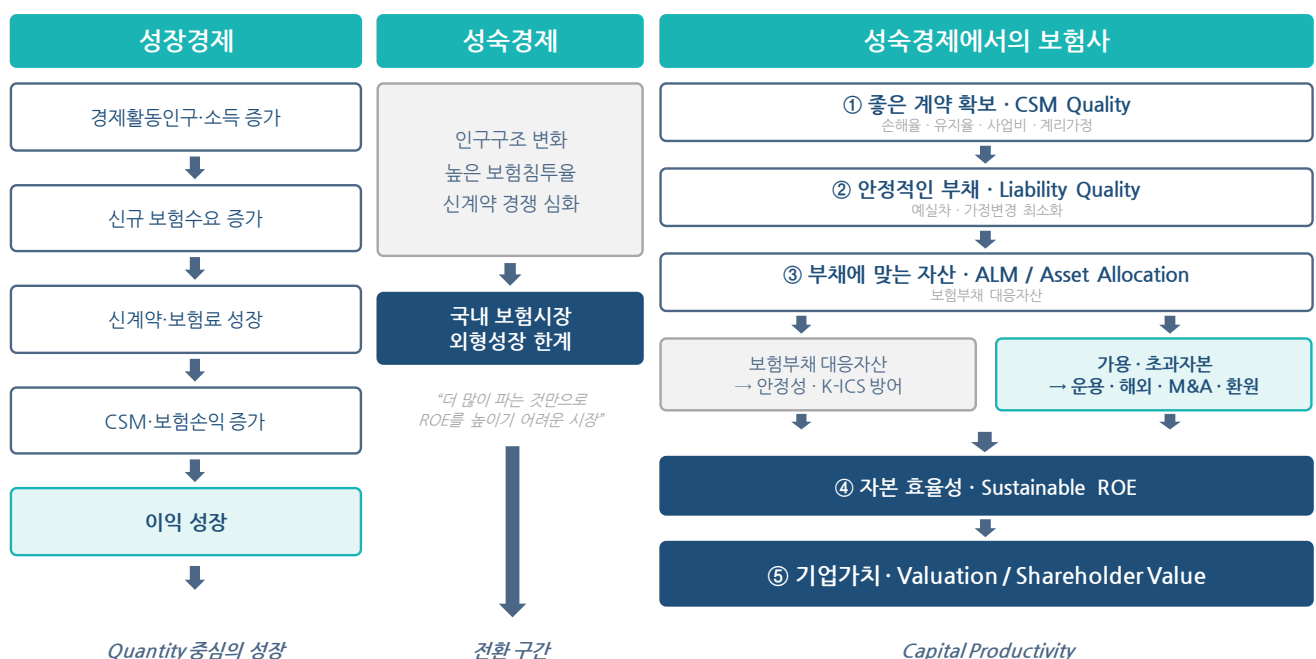
자료: 고용노동부, 자본시장연구원, 상상인증권

이러한 흐름이 가장 직접적으로 나타날 수 있는 금융업종이 보험이다. 보험사는 이미 장기간 축적된 대규모 운용자산을 보유하고 있으며, 보험료를 먼저 받고 보험금을 수십 년에 걸쳐 지급한다는 사업구조상 본질적으로 장기 자산운용 기능을 내재하고 있다. 과거에는 신규 계약과 보험료 증가가 성장을 설명하는 핵심 변수였지만, 국내 보험시장의 양적 성장 한계가 분명해질수록 기존 계약과 운용자산에서 얼마나 안정적인 이익을 만들어내는지가 중요해질 수밖에 없다.

신계약을 통해 얼마의 CSM을 확보하는지도 여전히 중요하지만, 앞으로는 이미 보유한 자산과 자본을 얼마나 효율적으로 활용할 수 있는지가 기업가치를 좌우하는 핵심 변수로 자리 잡을 가능성이 높다. 실제 글로벌 보험사의 밸류에이션 역시 보험 본업의 수익성뿐 아니라 자본 안정성, 자산운용 능력, 주주환원, 해외사업의 성장성을 함께 반영한다. 반면 국내 보험사는 일부 손해보험사를 중심으로 높은 ROE를 기록하고 있음에도 제한적인 성장성과 낮은 주주환원, 자본 활용에 대한 불확실성이 할인요인으로 작용해 왔다.

결국 성숙경제에서 보험사의 경쟁력은 신계약의 양보다 어떤 계약을 확보해 얼마나 안정적인 부채를 만들고, 그 부채에 대응하는 자산과 남는 자본을 얼마나 효율적으로 운용할 수 있는가에서 결정될 가능성이 높다. 성장경제에서 좋은 금융회사가 많은 자산을 확보하는 회사였다면, 성숙경제에서는 한정된 자산과 자본에서 더 높은 지속가능 ROE를 만들어내는 회사가 좋은 금융회사에 가까워질 것이다.

그림 49. 성숙 경제 속 보험사의 전략



자료: 상생인증권

금리가 오른다고 보험주가 좋아지는 것은 옛말

보험주는 오랫동안 다른 금융업종과 마찬가지로 금리 민감주로 인식돼 왔다. 보험사가 대규모 운용자산을 보유하고 있고, 그 자산의 상당 부분이 채권 중심으로 구성돼 있다는 점에서 이러한 인식은 일정 부분 타당하다. 금리가 상승하면 신규로 편입하는 채권의 수익률이 높아지면서 재투자수익률이 개선되고, 반대로 금리가 하락하면 낮은 금리의 자산으로 교체되면서 장기적으로 운용수익률이 낮아진다는 설명은 오랫동안 보험주를 해석하는 가장 익숙한 방식이었다. 그러나 장기 시계열을 보면 보험업지수와 금리는 항상 같은 방향으로 움직이지 않았다. 금리 상승기에도 보험주가 부진한 구간이 있었고, 하락기에도 보험주가 강세를 보인 시점이 존재한다. 특히 최근으로 올수록 금리와 보험주의 관계는 과거보다 훨씬 불규칙해졌다.

최근 금융주로의 순환매와 기준금리 상승 역시 같은 관점에서 볼 필요가 있다. 기준금리 상승은 전통적인 금리 민감주에 대한 관심을 높이는 계기가 될 수 있다. 다만 실제로 중요한 금리는 기준금리가 아니라 할인율에 영향을 주는 중장기 금리다. 기준금리가 올라가더라도 장기금리는 동일한 폭으로 상승하지 않을 수 있고, 이미 장기금리가 정책금리 경로를 충분히 선반영했다면 추가 상승폭은 제한될 수 있다. 따라서 최근 기준금리 인상과 금융주 순환매가 단기 주가 모멘텀이 될 수는 있지만, 기준금리 상승이 시장금리 상승으로 반드시 이어지는 것은 아니다.

그림 50. 보험 주가지수 및 기준금리, 국고채 10년물 금리 추이

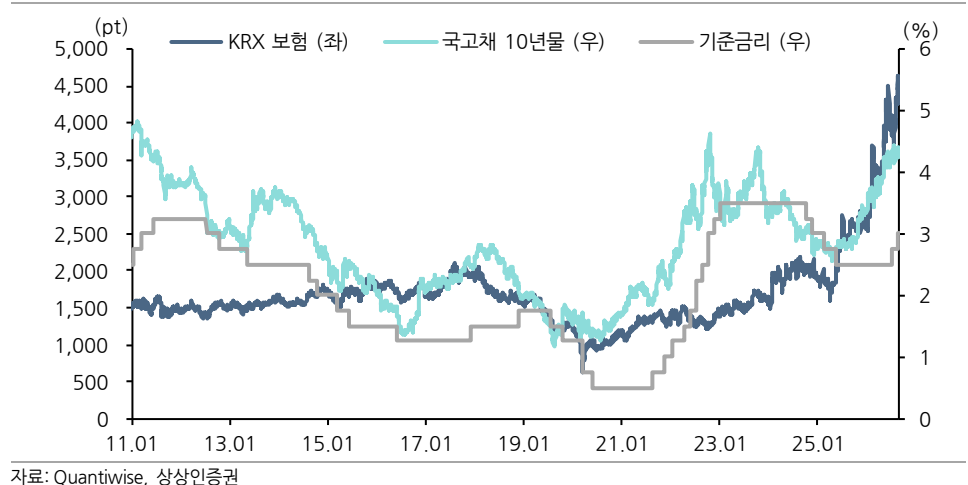


그림 51. 코스피 및 금융지수, 기준금리 추이

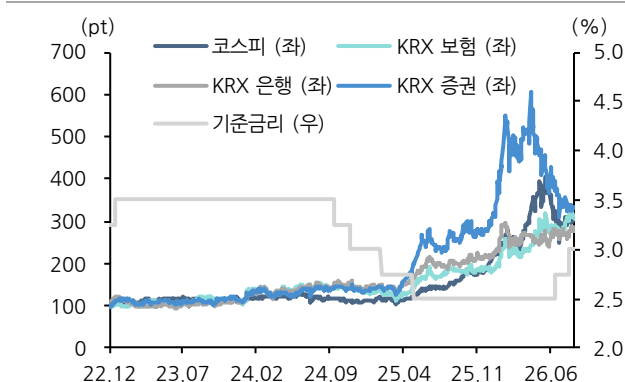
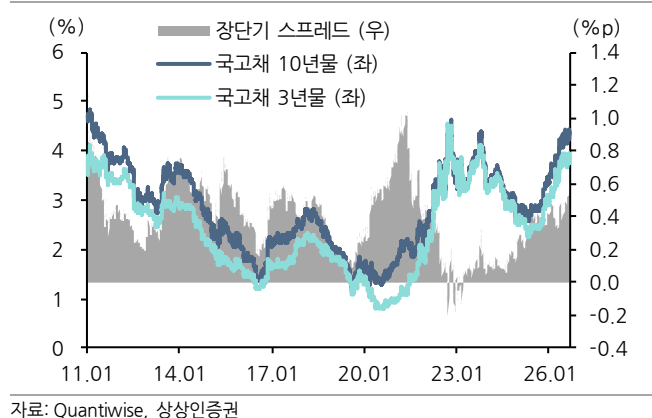


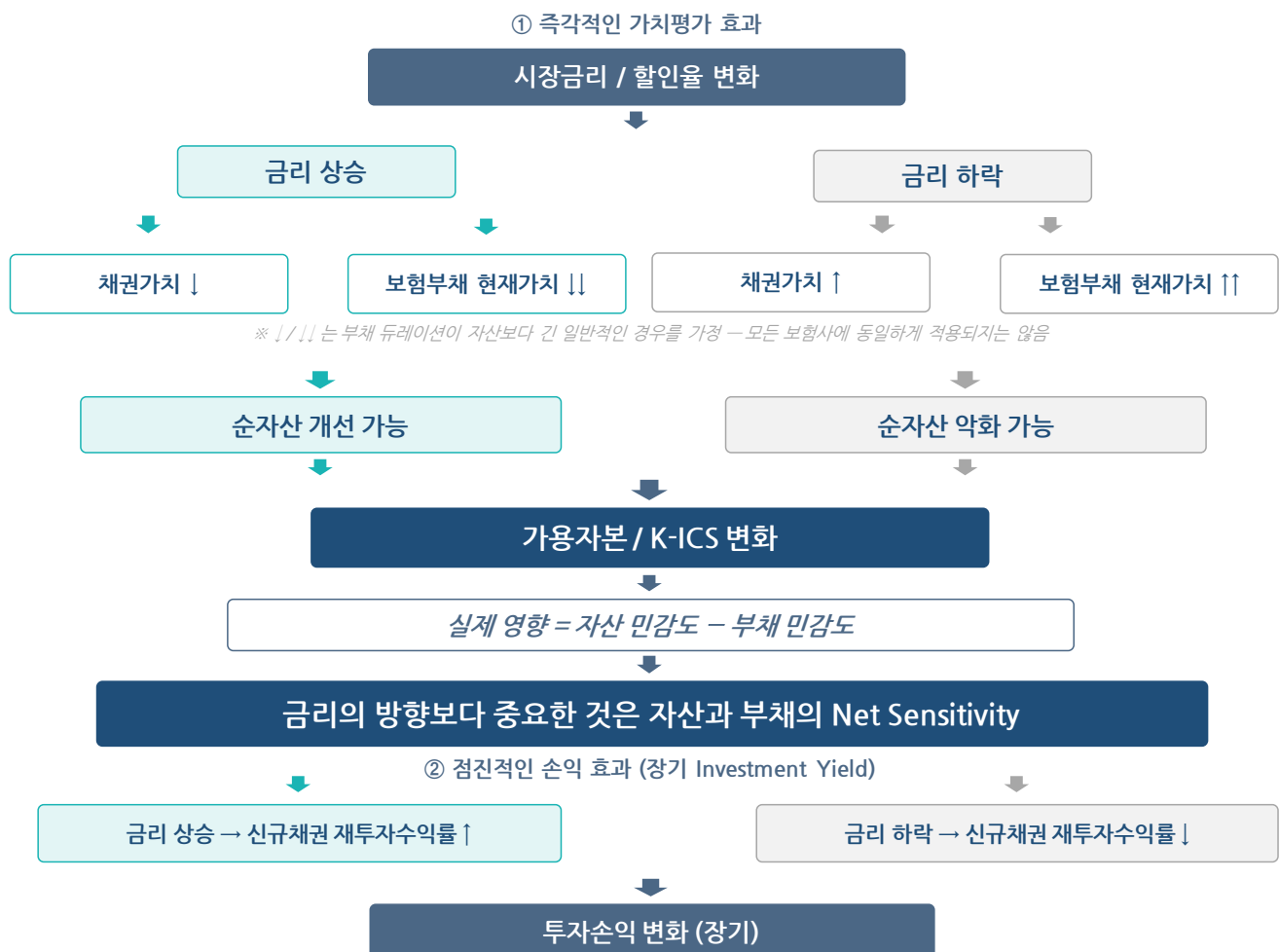
그림 52. 국고채 10년-3년 스프레드 추이



따라서 보험업에서 금리가 중요한 이유부터 다시 볼 필요가 있다. 은행의 금리 민감도가 대출과 예금의 금리차, 즉 NIM을 통해 비교적 직관적으로 손익계산서에 나타나는 것과 달리 보험사의 금리 민감도는 훨씬 복잡적이다. 보험사는 현재 받은 보험료를 장기간 운용하는 동시에 수십 년 뒤 지급해야 하는 보험금을 부채로 보유한다. IFRS17에서는 이러한 미래 보험금 지급의무를 현재가치로 환산해 보험계약부채를 측정하기 때문에 시장금리와 연동된 할인율이 변할 때 부채의 현재가치도 함께 움직인다. 금리가 상승하면 일반적으로 미래 현금흐름의 현재가치는 낮아져 보험부채가 감소하고, 금리가 하락하면 반대로 보험부채의 현재가치는 증가한다.

문제는 자산도 동시에 움직인다는 점이다. 보험사가 보유한 채권의 가치는 금리가 상승하면 하락하고, 금리가 하락하면 상승한다. 따라서 금리가 오를 때 부채만 감소하는 것도 아니고, 금리가 내릴 때 부채만 증가하는 것도 아니다. 보험사의 실제 순자산 변화는 자산과 부채가 어느 정도의 민감도로 움직이는지에 따라 결정된다. IFRS17 이후 금리는 더 이상 운용수익률만 바꾸는 변수가 아니라 보험계약부채의 현재가치, 순자산, 가용자본과 K-ICS를 동시에 변화시키는 변수가 됐다.

그림 53. 금리 변화가 보험사 자산, 부채 및 자본에 미치는 영향



자료: 상상인증권

이 과정에서 자산과 부채의 금리 민감도를 결정하는 핵심이 듀레이션이다. 보험사는 보장성보험을 중심으로 수십 년에 걸쳐 현금이 지급되는 장기 보험부채를 보유하고 있으며, 자산과 부채의 듀레이션이 일치하지 않으면 금리 변화에 따라 양쪽의 가치가 서로 다른 폭으로 움직인다. 결국 같은 금리 변화에도 보험사별 순자산과 자본 영향이 다르게 나타나는 이유는 금리의 방향 자체보다 자산과 부채가 금리에 얼마나 민감하게 반응하는지, 그리고 그 민감도 사이에 어느 정도의 차이가 존재하는지에 있다.

금리 변화가 보험사의 자본에 미치는 영향 역시 반드시 한 방향으로 결정되지 않는다. 일반적으로 금리가 하락하면 금리부 자산의 가치는 상승하고 보험부채의 현재가치도 증가한다. 이때 부채의 금리 민감도가 자산보다 크다면 부채 증가폭이 자산 증가폭을 상회하면서 순자산이 감소한다. 반대로 자산의 금리 민감도가 부채보다 크다면 같은 금리 하락에서도 자산 증가폭이 더 커 순자산은 오히려 증가할 수 있다. 금리가 상승하면 이러한 관계는 반대로 작동한다. 즉 동일한 금리 변화라도 자산과 부채의 상대적인 민감도에 따라 자본에 미치는 영향의 방향 자체가 달라질 수 있다.

따라서 보험사에 일률적으로 유리한 금리 방향을 정의하기는 어렵다. 부채 민감도가 더 높은 회사에는 금리 상승이 자본 측면에서 우호적일 수 있지만, 자산 민감도가 더 높은 회사에는 같은 금리 상승이 오히려 순자산 감소로 이어질 수 있다. 반면 자산과 부채의 민감도가 유사한 회사는 어느 방향으로 금리가 움직이더라도 순자산 변동폭이 상대적으로 제한된다. 결국 ALM의 목적은 금리 방향을 맞추는 것이 아니라 자산과 부채의 금리 민감도를 최대한 가까이 맞춰 시장금리 변화가 자본에 전달되는 폭을 줄이는 것에 있다.

이러한 차이를 요약해서 보여주는 개념이 듀레이션 갭이다. 자산과 부채의 듀레이션이 유사할수록 금리 변화에 따른 가치변동의 차이는 줄어드는 반면, 규모를 감안한 듀레이션 갭의 절대값이 클수록 순자산의 금리 민감도는 높아질 가능성이 있다. 다만 듀레이션 갭 자체가 보험사의 자본체력을 모두 설명하는 것은 아니다. 실제 영향은 자산과 부채의 규모와 현금흐름 구조, 금리곡선의 변화, 헤지 여부 등에 따라 달라질 수 있다. 따라서 중요한 것은 듀레이션 갭이라는 숫자 자체보다 보험사가 금리 변화에 대해 어느 정도의 순민감도(Net Sensitivity)를 가지고 있는가다.

그림 54. 보험손익 정상화 요인 정리

구 분	부채 민감도 > 자산 민감도	자산·부채 민감도 유사	자산 민감도 > 부채 민감도
금리 하락	자산 ↑ / 부채 ↑↑ 순자산 ↓	자산 ↑ / 부채 ↑ 순자산 변화 제한	자산 ↑↑ / 부채 ↑ 순자산 ↑
금리 상승	자산 ↓ / 부채 ↓↓ 순자산 ↑	자산 ↓ / 부채 ↓ 순자산 변화 제한	자산 ↓↓ / 부채 ↓ 순자산 ↓
자본 민감도	높음	낮음	높음
핵심 과제	자산 듀레이션 확대	Matching 유지	부채·자산구조 재조정

자료: 상상인증권

그림 55. 금리 변화가 보험사 자산, 부채 및 자본에 미치는 영향



자산의 금리민감도 - 부채의 금리민감도 = 순자산의 금리민감도

- FVPL → 평가변동 → 투자손익
- FVOCI → 평가변동 → OCI·자본
- 보험부채 → 보험금융손익 또는 OCI 등

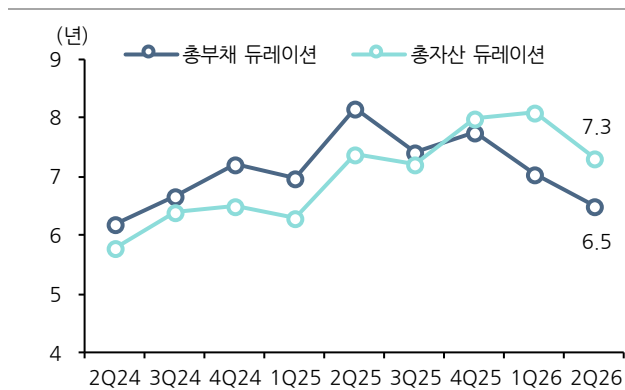
자료: 상상인증권

그림 56. 듀레이션 갭 개념 및 구조

구분	내용	영향
듀레이션 정의	금리 $\pm 1\%p$ 변동 시 건전성회계 상 금리부 자산·부채 가치의 변동비율 (유효듀레이션)	금리 민감도 지표
듀레이션 갭 정의	자산듀레이션 - 부채듀레이션 $\times$ [금리부부채/금리부자산] / 음수(-) → 부채 듀레이션 > 자산	갭 클수록 순자산 변동폭 확대 → 요구자본↑ → K-ICS↓
국내 특성	해외 대비 장기상품 비중 높아 부채·자산 듀레이션 모두 길게 관리	갭 평균은 해외와 유사. 다만, 편차가 큼 / 알리안츠·다이이치는 0.1년 수준으로 관리
구조적 취약점	IFRS17 하 시가평가 → 금리 하락 시 부채 증가폭 > 자산 증가폭	기타포괄손익 감소 → 자기자본 직접 차감

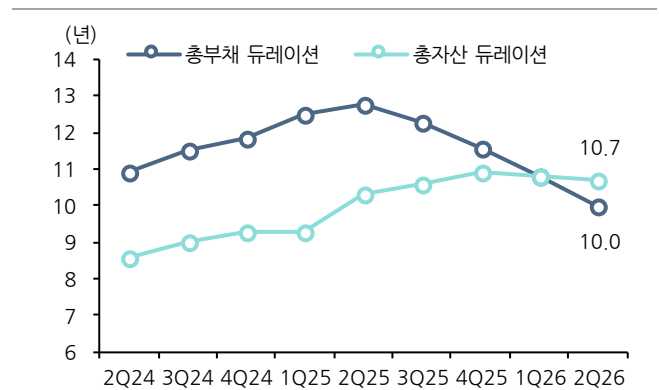
자료: 상상인증권

그림 57. DB손해보험 자산·부채 듀레이션 추이



자료: 상상인증권

그림 58. 현대해상 자산·부채 듀레이션 추이



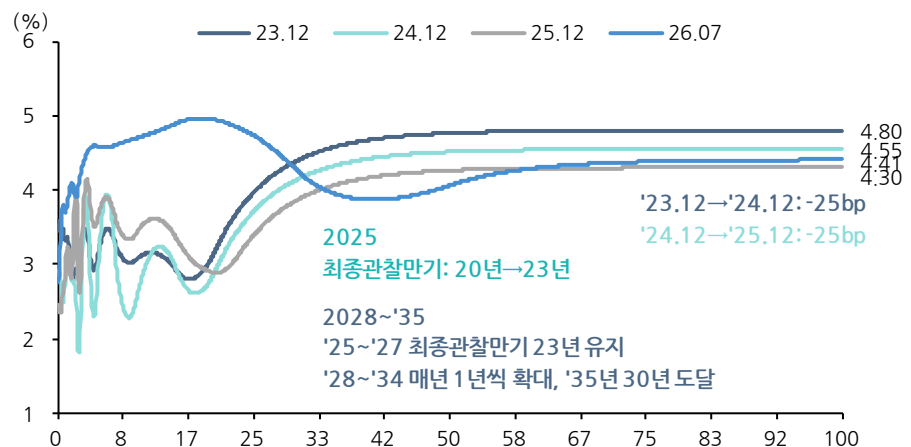
자료: 상상인증권

여기에 한 가지를 더 봐야 한다. 보험부채의 금리 민감도는 시장금리만으로 결정되지 않는다. IFRS17에서 장기 보험부채에 적용되는 할인율은 시장금리를 기초로 하지만, 최종관찰만기 (LOT)와 장기선도금리(LTFR) 등 장기구간의 할인율 체계에도 영향을 받는다. 최근에는 장기선도금리 하향과 최종관찰만기 확대를 통해 부채 할인율이 단계적으로 현실화되고 있어, 실제 보험금 지급 전망이 달라지지 않더라도 적용 할인율 변화만으로 BEL과 순자산, 자본이 움직일 수 있다. 결국 보험사의 금리 민감도를 볼 때에는 시장금리의 방향뿐 아니라 보험부채에 실제 적용되는 할인율이 어떻게 변화하는지도 함께 봐야 한다.

따라서 보험업종을 바라볼 때 중요한 것은 특정 분기의 금리 상승이나 하락이 보험사에 유리했는지를 단순히 판단하는 것이 아니다. 보험사의 재무제표에는 손해율과 유지율 등 본업에서 발생한 펀더멘털 변화와 함께 시장금리 및 할인율 체계 변화에 따른 자산·부채의 평가변동이 동시에 나타난다. 할인율 하락으로 보험부채의 현재가치가 증가하더라도 시장금리 하락에 따른 장기채 평가이익이 이를 일부 상쇄할 수 있고, 그 정도는 자산과 부채의 듀레이션 및 ALM 구조에 따라 달라진다. 결국 중요한 것은 금리와 할인율 변화가 자산과 부채를 통과한 뒤 최종적으로 남기는 순효과다.

그림 59. 보험업종 지수와 국고채 3·10년물 금리 추이

관찰구간 → 국고채 시장금리
 보간·외삽 → Smith-Wilson
 수렴구간 → LTFR 목표 수렴
 최종관찰만기 단계적 확대
 LTFR=실질금리+기대인플레이션



자료: Quantivise, 상상인증권

그림 60. 보험사 재무제표의 변화, 펀더멘털과 평가변동



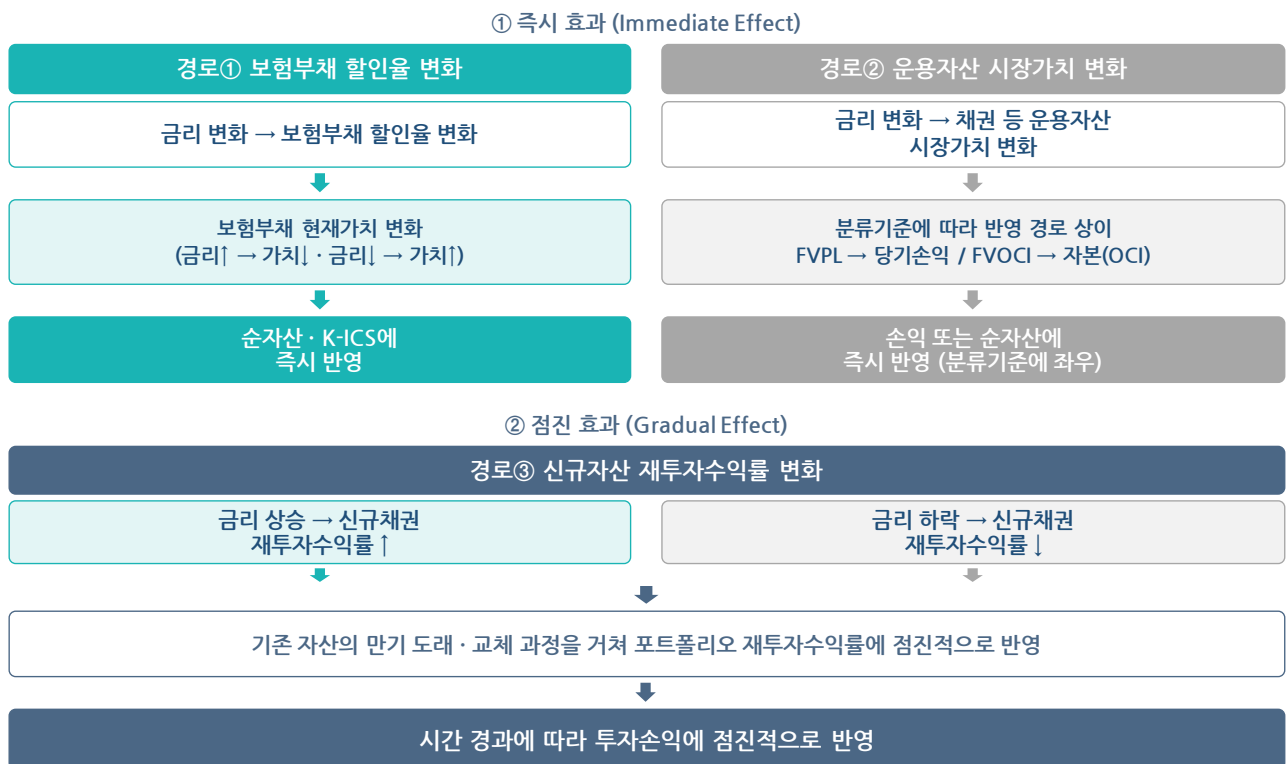
자료: 상상인증권

여기에 금리 영향이 재무제표에 반영되는 시점과 경로도 구분해서 볼 필요가 있다. 보험부채와 기존 보유채권의 가치 변화는 금리 변동에 비교적 빠르게 반응하는 반면, 신규 채권의 채투자수익률 변화는 기존 자산의 만기와 교체를 거쳐 장기간에 걸쳐 나타난다. 또한 운용자산이 FVPL과 FVOCI 가운데 어디에 분류돼 있는지에 따라 동일한 시장가격 변화도 당기손익과 OCI-자본에 반영되는 경로가 달라진다. 결국 같은 금리 변화라도 영향의 방향뿐 아니라 반영되는 위치와 시점도 서로 다르다.

결국 보험사의 금리 민감도는 크게 세 가지 경로로 나뉘 볼 필요가 있다. 첫째는 보험부채 할인을 변화에 따른 부채 현재가치와 순자산의 변화, 둘째는 운용자산의 시장가치 변화, 셋째는 시간이 지나면서 신규자산에 반영되는 채투자수익률의 변화다. 앞의 두 경로는 비교적 빠르게 재무제표에 나타나는 반면, 채투자수익률은 기존 자산의 만기와 교체를 거쳐 점진적으로 손익에 반영된다. 즉 보험사에 대한 금리 영향은 방향뿐 아니라 회계상 반영 위치와 시간축까지 서로 다르다.

따라서 같은 금리환경에서도 보험사별 결과는 달라질 수 있다. 장기채와 FVOCI 비중이 높은 보험사, FVPL과 위험자산 비중이 높은 보험사, 헤지를 적극적으로 활용하는 보험사는 금리 변화가 손익과 자본에 전달되는 경로가 서로 다르다. 결국 보험주의 금리 민감도는 하나의 숫자로 설명되는 것이 아니라 해당 보험사의 Balance Sheet가 금리 변화를 어떤 경로와 속도로 흡수하는지를 함께 봐야 한다.

그림 61. 보험사의 금리 민감도 3가지 경로



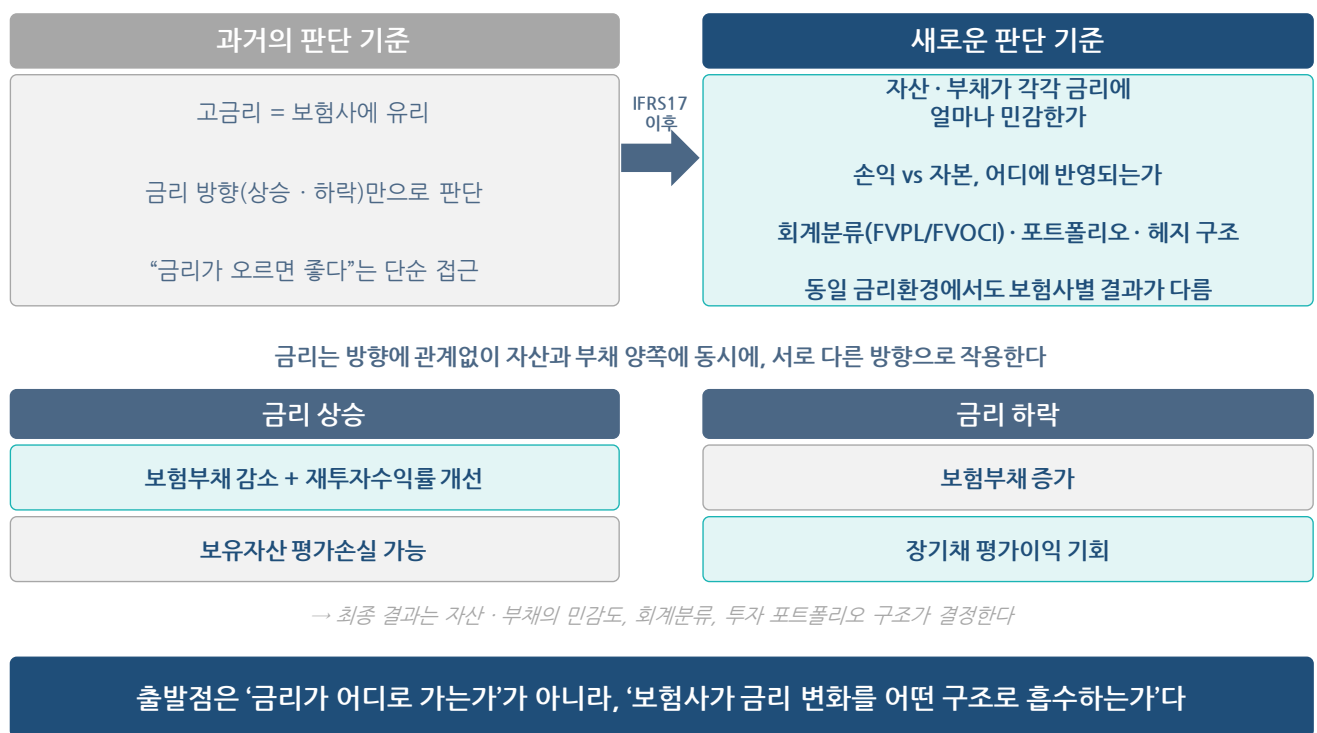
자료: 상상인증권

이에 따라 보험주의 금리 수혜를 판단하는 기준 역시 달라져야 한다. 과거에는 고금리 자체가 보험사에 유리하다는 점이 투자논리였다면, 이제는 어느 금리환경에서 자산과 부채가 각각 어떻게 움직이고 그 결과 손익과 순자산이 어느 정도 영향을 받는지를 함께 봐야 한다. 금리가 오른다고 보험주가 자동적으로 좋아지는 것이 아니라, 같은 금리환경에서도 Balance Sheet를 어떻게 구성하고 관리했는지에 따라 결과가 달라지는 산업에 가까워졌기 때문이다.

결국 보험주를 다시 평가하게 만드는 변수는 금리 자체가 아니다. 금리는 여전히 중요한 외생변수지만 보험사의 기업가치는 그 금리를 어떤 Balance Sheet로 받아들이는가에 따라 달라진다. 금리 상승은 보험부채 감소와 재투자수익률 개선을 가져올 수 있지만 동시에 보유자산의 평가손실을 발생시키고, 금리 하락은 보험부채 증가를 초래하지만 기존 장기채에서는 평가이익의 기회를 만들 수 있다. 어느 한 방향의 금리가 보험사에 일방적으로 유리한 것이 아니라 자산과 부채의 민감도, 회계분류와 투자 포트폴리오가 최종적인 결과를 결정한다.

앞으로 보험업종을 바라보는 출발점은 ‘금리가 어디로 갈 것인가’보다 ‘보험사가 금리 변화를 어떤 구조로 흡수하는가’가 되어야 한다. IFRS17 이후 보험주는 단순한 금리 민감주에서 자산과 부채를 함께 관리하는 능력을 평가하는 업종으로 바뀌고 있다. 그리고 이러한 변화는 자연스럽게 다음 질문으로 이어진다. 자산과 부채를 안정적으로 관리하더라도 보험사의 미래이익까지 안정적인 것은 아니다. IFRS17이 보여준 또 다른 특징은 미래이익으로 인식되는 CSM 역시 계속 움직이는 숫자라는 점이다.

그림 62. 보험주 금리 민감도 평가 패러다임의 전환



자료: 상상인증권

IFRS17이 보여준 진짜 문제는 CSM0이 아니라 CSM의 변동이다

IFRS17 도입 이후 보험업을 이해하는 가장 중요한 지표로 CSM이 자리 잡았다. CSM은 보험계약에서 앞으로 인식할 미래이익의 현재가치라는 점에서, 과거 보험료나 당기순이익보다 보험사의 장기 수익성을 더 직접적으로 보여주는 지표다. IFRS17 도입 초기 시장의 관심이 CSM의 절대 규모와 신계약 CSM 성장률에 집중된 것도 자연스러운 일이었다. 신계약을 통해 얼마나 많은 CSM이 새롭게 유입되는지가 미래 이익의 저장고를 얼마나 빠르게 채우는지를 보여주기 때문이다. 실제로 IFRS17 이후 보험사들은 높은 CSM을 확보하기 위해 보장성보험 판매를 확대했고, 시장 역시 신계약 CSM 증가를 성장의 핵심 지표로 받아들였다.

하지만 시간이 지나면서 CSM의 절대 규모만으로 보험사의 펀더멘털을 설명하기 어렵다는 점이 분명해지고 있다. CSM은 한 번 쌓이면 그대로 유지되는 숫자가 아니다. 기초 CSM에 신계약 CSM이 더해지고, 할인효과 해소에 따른 이자부리가 발생하며, 계리적 가정의 변경과 경험차이가 반영되고, 이후 보험서비스 제공에 따라 상각되면서 기말 CSM이 결정된다. 이를 단순화하면 ‘기초 CSM + 신계약 CSM + 이자부리 ± 가정변경 ± 경험조정 - CSM 상각 = 기말 CSM’으로 볼 수 있다. 결국 보험사의 미래이익은 신계약을 얼마나 많이 확보했는지만으로 결정되는 것이 아니라, 기존 CSM이 얼마나 훼손되지 않고 유지되는지에 따라 달라진다.

그림 63. CSM Roll-forward: 기말 CSM은 어떻게 결정되는가



자료: 상상인증권

이 점에서 IFRS17이 보여준 진짜 문제는 CSM의 크기보다 CSM의 변동성에 있다. 신계약 판매를 통해 미래이익을 지속적으로 추가하더라도 기존 계약에서 반복적인 음의 조정이 발생한다면 기말 CSM의 성장률은 제한될 수밖에 없다. 실제 보유 CSM 성장률은 2023년 6.5%에서 2024년 1.0%, 2025년 1.1%로 크게 둔화됐다. 2026년에는 다시 3.7% 수준의 성장이 전망되지만, 이 역시 실손 위험액 산출기준 변경에 따른 CSM 조정 환입 효과가 일부 포함된 결과다. 즉 신계약 CSM 유입 자체는 지속됐지만 가정변경과 경험조정이 기존 미래이익을 계속 깎아내면서 보유 CSM 성장은 생각보다 제한적인 상황이다.

이러한 구조는 CSM을 단순한 성장지표가 아니라 ‘예상과 실제의 차이’를 계속 검증받는 숫자로 봐야 하는 이유다. 보험사는 상품을 판매하는 시점에 미래 손해율과 해지율, 사업비, 유지율 등을 추정해 CSM을 산출한다. 그러나 장기보험 계약은 수십 년에 걸쳐 유지되기 때문에 최초 가정과 실제 경험이 완전히 일치하기는 어렵다. 실제 보험금 지급이 예상보다 많아지거나, 사업비가 계획보다 높아지고, 해지율과 유지율이 가정과 다르게 움직이면 미래 현금흐름은 다시 평가된다. 그 결과 기존에 미래이익으로 인식했던 CSM 역시 감소하거나 증가하게 된다. 결국 CSM은 미래이익의 양을 보여주는 동시에 과거에 설정한 가정이 현실에서 얼마나 정확했는지를 계속 검증받는 숫자다.

이 과정에서 예실차는 CSM의 질을 판단하는 가장 직접적인 지표 중 하나다. 예실차는 예상했던 보험금과 실제 발생한 보험금 사이의 차이다. 실제 보험금이 예상보다 많으면 당기 보험손익이 악화될 뿐 아니라, 이러한 경험이 반복될 경우 보험사는 미래 손해를 가정을 높여야 한다. 결국 BEL이 증가하고 기존 CSM이 조정되면서 미래 손익까지 낮아질 수 있다. 반대로 실제 보험금이 예상보다 적으면 당기 예실차 이익이 발생하고, 시간이 지나 경험통계가 충분히 쌓이면 미래 가정 역시 개선될 수 있다. 따라서 예실차는 단기 손익의 문제가 아니라 미래 CSM의 방향을 선행해서 보여주는 지표에 가깝다.

그림 64. CSM 성장 구조도



자료: 상상인증권

최근 4Q25와 1Q26 그리고 2Q26 실적은 이러한 CSM의 변동성을 다시 한 번 보여줬다. 4Q25에는 실손 위험액 산출기준이 보수적으로 적용되면서 손실부담계약비용이 증가하고 CSM의 음의 조정도 확대됐다. 반대로 1Q26에는 산출기준이 일부 완화되면서 손실부담계약비용 환입과 CSM의 양의 조정이 나타났다. 불과 한 분기 사이에도 보험계약 자체의 현금흐름이 근본적으로 달라졌다고보다 평가기준과 가정의 변화가 CSM과 손익을 크게 바꾼 것이다. 이런 현상은 IFRS17이 보험사의 미래이익을 더 투명하게 보여주는 동시에, 그 이익이 가정과 제도 변화에 얼마나 민감한지를 함께 드러냈다는 의미다.

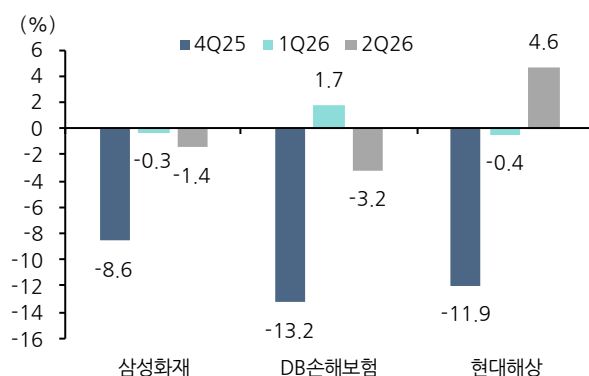
따라서 앞으로 CSM을 볼 때는 단순 신계약 CSM보다 CSM Movement 전체를 함께 봐야 한다. 예를 들어 신계약 CSM이 크게 증가했다더라도 기존 계약의 CSM 조정과 상각이 이를 대부분 상쇄한다면 실질적인 미래이익 저장고는 크게 늘지 않은 것이다. 반대로 신계약 CSM 증가율이 낮아도 기존 CSM의 음의 조정이 줄어들고 유지율이 개선된다면 기말 CSM의 질은 오히려 좋아질 수 있다. 최근 일부 보험사가 신계약 경쟁을 의도적으로 줄이고 유지율과 CSM 조정 관리에 집중하는 것도 같은 이유다. 과거에는 신계약 CSM의 양을 빠르게 늘리는 것이 중요했다면, 이제는 이미 확보한 CSM이 얼마나 안정적으로 유지되는지가 더 중요해지고 있다.

그림 65. 커버리지 손해보험사 CSM Movement 추이

구분	삼성화재			DB 손해보험			현대해상		
	4Q25	1Q26	2Q26	4Q25	1Q26	2Q26	4Q25	1Q26	2Q26
기초 CSM	15,008	14,168	14,469	13,464	12,205	12,822	9,628	8,902	9,170
신계약 CSM	710	627	616	709	625	586	571	470	480
이자부리	129	119	121	114	101	105	83	76	78
CSM 조정	-1,287	-44	-208	-1,775	213	-404	-1,149	-40	424
CSM 상각	-392	-400	-403	-306	-322	-315	-231	-238	-257
기말 CSM	14,168	14,469	14,595	12,205	12,822	12,794	8,902	9,170	9,894
CSM 배수 (배)	13.9	14.1	13.6	15.8	13.2	13.1	17.3	16.6	17.2
CSM 상각률 (%)	2.5	2.7	2.7	2.2	2.5	2.4	2.3	2.5	2.7

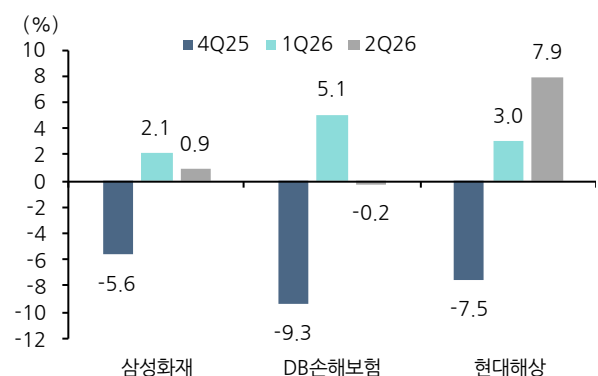
자료: 상상인증권

그림 66. 보험사별 CSM 조정률 추이



자료: FISIS, 상상인증권

그림 67. 보험사별 보유 CSM 증감률 추이



자료: FISIS, 상상인증권

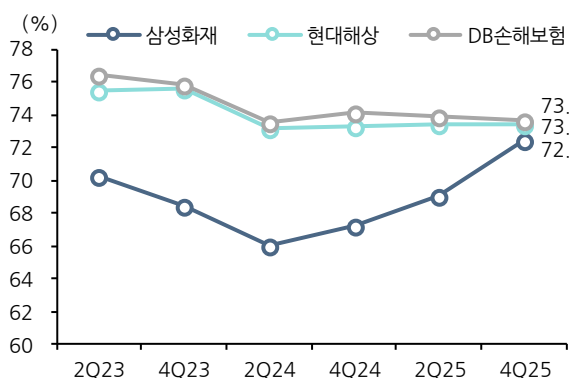
여기서 다시 Quantity와 Quality의 구분이 중요해진다. 신계약 CSM은 미래이익 저장고를 새로 채우는 항목이고, CSM 배수는 같은 보험료를 얼마나 높은 미래이익으로 전환했는지를 보여준다. 그러나 이 두 지표만으로 계약의 최종적인 가치를 확정할 수는 없다. 높은 CSM 배수를 기록한 계약이라도 이후 실제 손해율이 예상보다 높아지고 해지율과 사업비가 악화되면 기존 CSM은 결국 조정될 수 있기 때문이다. 따라서 CSM의 질은 최초 인식 시점의 수익성뿐 아니라 손해율 안정성, 유지율, 사업비 구조, 경험차이와 가정변경까지 포함해 봐야 한다.

신계약 경쟁이 지나치게 강해질수록 이러한 문제는 더 커진다. 제한된 국내 보장성보험 시장에서 보험사들이 신계약을 확보하기 위해 높은 수수료와 시책을 지급하면 계약 획득비용이 증가한다. 동시에 경쟁사의 상품을 따라가기 위해 담보 범위를 넓히거나 위험률을 공격적으로 적용하면 초기 CSM은 확보할 수 있어도 장기적으로 손해율이 예상보다 높아질 가능성이 커진다. 여기에 승환계약이 늘어나면 기존 계약 해지가 증가하고 유지율이 악화되면서 보유 CSM에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 결국 신계약 경쟁은 당장의 CSM 유입을 늘리지만 동시에 사업비, 손해율, 유지율을 통해 미래 CSM을 훼손할 수 있는 구조다.

최근 신계약 경쟁 완화가 오히려 긍정적인 이유다. 신계약 판매량이 줄면 단기적으로 신규 CSM 유입은 둔화될 수 있다. 하지만 판매수수료와 시책 경쟁이 완화되면 신계약의 단위 수익성이 개선될 수 있고, 무리한 승환계약이 줄어들면서 유지율도 개선될 가능성이 높다. 이 경우 기존 계약의 CSM 조정이 줄어들고 해약환급금준비금 부담 역시 완화될 수 있다. 이제는 신계약이 줄었다는 사실 자체보다 신계약 감소 이후 어떤 비용과 손해율, 유지율 변화가 나타나는지가 더 중요하다.

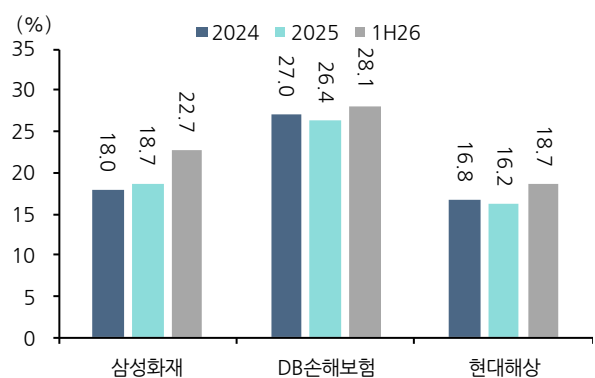
이러한 관점에서 CSM의 성장률도 단순히 기말 CSM이 전년 대비 증가했다는 것만으로 편편멘털이 좋아졌다고 판단해서는 안 된다. 신계약 CSM이 얼마나 유입됐는지, 그 과정에서 기존 CSM이 얼마나 조정됐는지, 상각률은 어느 수준인지, 그리고 음의 조정이 일시적인 제도 변화 때문인지 구조적인 경험 악화 때문인지를 구분해야 한다. 특히 보유 CSM 대비 조정률이 지속적으로 높거나 신계약 CSM 대비 조정액이 큰 회사는 미래이익의 예측 가능성이 낮다고 볼 수 있다. 반대로 신계약 CSM의 성장률이 높지 않더라도 조정률이 낮고 예상치가 안정적인 회사는 더 높은 CSM Quality를 갖고 있다고 평가할 수 있다.

그림 68. 커버리지 손해보험사 25회차 계약유지율 추이



자료: FISIS, 상상인증권

그림 69. 보험사별 미래보험료 현가 대비 보험취득현금흐름 비율



자료: FISIS, 상상인증권

결국 IFRS17 이후 보험사의 경쟁력은 CSM을 빠르게 늘리는 능력에서 CSM을 지키는 능력으로 이동하고 있다. 신계약 CSM은 여전히 중요하지만 그것만으로는 충분하지 않다. 실제로 중요한 것은 신규 계약을 통해 쌓은 미래이익이 시간이 지나면서 얼마나 적은 조정으로 유지되고, 그 CSM이 안정적으로 상각되며 실제 보험손익으로 전환되는지다. 다시 말해 시장이 평가해야 하는 것은 CSM의 규모 자체가 아니라 CSM의 지속성이다.

이 점은 성숙경제에서 보험산업을 바라보는 관점과도 연결된다. 시장 자체가 빠르게 성장하지 않는 상황에서는 보험사가 매년 더 많은 신계약을 판매해 CSM을 확대하는 방식의 성장에는 한계가 있다. 결국 기존 계약의 손해율과 유지율을 개선하고 사업비를 효율적으로 관리해 이미 확보한 CSM을 안정적으로 보존하는 것이 더 중요해진다. 외형 성장률이 낮아질수록 미래이익의 변동성을 낮추는 능력이 기업가치에서 차지하는 비중은 오히려 높아진다.

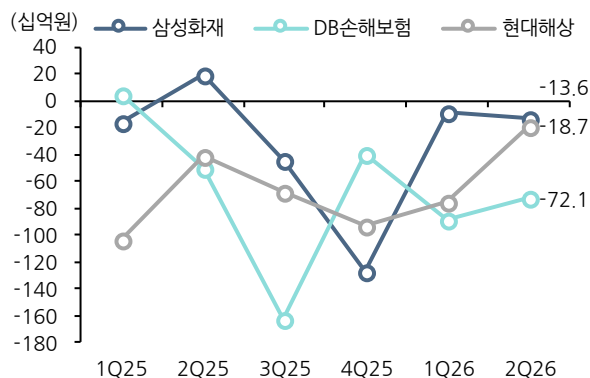
따라서 좋은 보험사는 신계약 CSM이 가장 많은 회사가 아니라, 신계약을 통해 확보한 미래이익을 예실차와 가정변경 속에서도 가장 안정적으로 유지하고 실제 이익으로 전환할 수 있는 회사에 가깝다. 보험사의 가치평가 역시 CSM의 양에서 CSM의 질로, 다시 CSM의 질에서 CSM의 지속 가능성으로 한 단계 더 이동해야 한다.

그림 70. IFRS17 이후 CSM 평가 기준의 변화



자료: 상상인증권

그림 71. 커버리지 보험사 분기별 예실차 추이



자료: 상상인증권

그림 72. 1H26 커버리지 보험사 CSM 상각액 및 장기보험손익 비교

(단위: 십억원)	CSM 상각액	장기보험손익	비CSM 손익
삼성화재	802.9	880.4	77.4
DB손해보험	635.9	775.7	139.9
현대해상	495.0	613.9	118.8

자료: 상상인증권

보험손익의 반등과 보험산업의 성장은 다른 이야기

최근 손해보험업을 둘러싼 환경은 분명 과거보다 나아지고 있다. 자동차보험에서는 보험료 인상과 경상환자 장기치료 관리 강화가 동시에 나타나고 있고, 실손보험에서는 도수치료 관리급여 적용을 비롯한 비급여 관리가 본격화되고 있다. 신계약 경쟁 역시 과거보다 완화되면서 사업비와 유지율 측면의 부담이 낮아질 가능성이 높아졌다. 실제 보험금 예실차 악화 속도도 둔화되고 있으며, 일부 보험사의 장기보험과 자동차보험 손익에서는 이미 개선 신호가 관찰되고 있다. 최근 시장에서 보험손익 사이클의 변곡점을 이야기하기 시작한 것도 이러한 변화 때문이다.

특히 2026년 들어 나타난 변화는 단순 기대에 그치지 않는다. 일부 손해보험사의 위험손해율이 하락하기 시작했고, 도수치료 관리급여 적용 이후 실제 청구금액도 감소하는 모습이 확인되고 있다. 자동차보험에서는 보험료 인상 효과가 경과보험료로 점진적으로 반영되고 있으며 경상환자 치료 관련 제도 개선도 추가적인 손해율 개선 요인으로 작용할 가능성이 높다. 장기보험에서도 신계약 경쟁이 완화되면서 CSM 조정액이 축소되고 예실차 개선 가능성이 높아지고 있다. 따라서 보험손익의 방향만 놓고 보면 2024~2025년의 악화 국면에서 벗어나 정상화되는 구간에 진입하고 있다고 판단할 여지가 충분하다.

그러나 보험손익의 반등과 보험산업의 구조적인 성장은 구분해서 봐야 한다. 손해율이 하락하고 예실차가 개선되는 것은 분명 이익 증가에 긍정적이지만, 그것이 보험시장의 전체 파이가 다시 빠르게 성장한다는 의미는 아니다. 자동차보험료 인상과 실손 제도개선은 과거 악화됐던 마진을 정상화시키는 요인이고, 신계약 경쟁 완화 역시 지나치게 높아졌던 사업비와 손해율을 안정시키는 과정에 가깝다. 즉 현재 나타나는 변화의 상당 부분은 새로운 성장동력이 만들어졌다고보다 과거 훼손됐던 수익성이 회복되는 과정으로 볼 필요가 있다.

그림 73. 보험손익의 회복과 보험산업의 성장은 다르다



자료: 상상인증권

보다 중요한 문제는 보험손익 자체의 구조적 성장성이다. 한국 보험산업은 이미 양적 성장의 한계에 가까워지고 있다. 저출산과 고령화는 보험상품을 구매할 신규 인구의 절대 규모를 감소시키고 있으며, 경제활동인구 감소는 장기간에 걸쳐 보장성보험의 신규 수요를 제약한다. 새로운 고객층이 늘어나지 않는 상황에서 보험사들이 외형을 유지하기 위해 경쟁하면 결국 기존 고객을 서로 빼앗는 경쟁으로 이어지기 쉽다.

국내 보험시장이 이미 높은 침투율을 기록하고 있다는 점도 이러한 한계를 강화한다. 보험침투율이 낮은 국가에서는 경제성장과 소득 증가가 새로운 보험가입으로 연결될 수 있지만, 국내처럼 이미 상당수 가계가 보험상품을 보유한 시장에서는 추가적인 성장이 새로운 고객 확보보다 기존 고객의 보장 확대와 계약 교체에서 발생한다. 물론 유병자보험, 간병보험, 치료·통원 담보 등 새로운 수요는 계속 만들어질 수 있다. 하지만 이러한 상품 혁신만으로 산업 전체의 계약자 기반을 장기간 빠르게 늘리기는 어렵다. 결국 국내 보험시장은 신규 수요의 성장보다 기존 고객의 Wallet Share를 확보하는 경쟁으로 이동할 가능성이 높다.

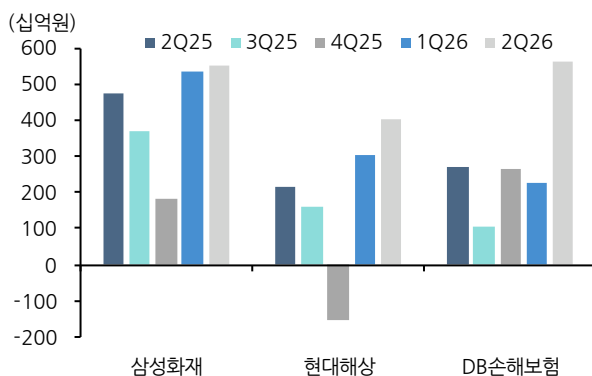
이러한 환경에서는 보험사의 신계약 경쟁이 성장으로 보이더라도 실제 가치는 다를 수 있다. GA를 중심으로 판매채널의 영향력이 커지면서 보험사가 더 많은 신계약을 확보하기 위해 높은 판매수수료와 시책을 지급하면 사업비 부담이 함께 증가한다. 신계약 판매량이 증가하더라도 계약 획득비용이 동시에 상승하면 실제 경제적 가치는 크게 개선되지 않을 수 있다. 특히 보험사들이 유사한 담보와 상품을 반복적으로 출시하며 기존 고객의 계약을 서로 이전시키는 경쟁이 심화되면 업계 전체의 외형은 늘어도 실제 시장의 파이는 거의 변하지 않는다.

그림 74. 보험손익 정상화 요인 정리

구 분	변화	손익 전달경로	예상 효과	성격
자동차보험	보험료 인상	경과보험료 증가 → 손해율 개선	자동차보험손익 개선	마진 정상화
자동차보험	경상환자 장기치료 관리 강화	과잉진료 보험금 지급 감소	손해율 개선	마진 정상화
실손보험	도수치료 관리급여 등	청구금액 발생손해액 감소	위험손해율예실차 개선	마진 정상화
장기보험	신계약 경쟁 완화	시책 수수료 부담완화	사업비 안정	마진 정상화
장기보험	승환·과당경쟁 완화	유지율 개선 CSM 조정축소	미래이익 안정성 개선	Quaility 개선

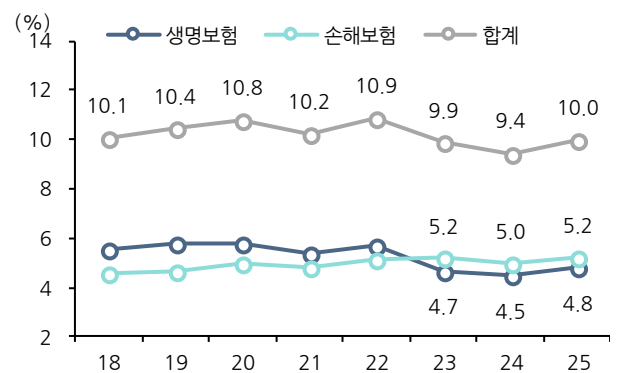
자료: 상상인증권

그림 75. 커버리지 보험사 분기별 보험손익 추이



자료: 상상인증권

그림 76. 국내 보험침투도(국내총생산 대비 수입보험료 규모) 추이



자료: begin, 상상인증권

IFRS17 이후 이러한 경쟁의 경제성은 과거보다 더 명확하게 드러난다. 외형상 신계약이 증가하더라도 높은 판매수수료와 사업비가 함께 증가하거나 수익성이 낮은 담보 판매가 확대된다면 실제로 확보되는 미래이익은 제한될 수 있다. 결국 보장성보험 시장에서 중요한 것은 신계약의 절대 규모가 아니라 신규 계약 한 단위에서 얼마나 높은 마진을 확보할 수 있는가다. 시장점유율 확대를 위해 과도한 비용을 지출해야 하는 시장에서는 “많이 파는 것”과 “많이 버는 것”이 더 이상 같은 의미가 아니다.

보다 구조적인 제약은 보험금 원가가 상승하더라도 이를 보험료에 즉각 전가하기 어렵다는 데 있다. 자동차보험은 대표적인 정책성 상품이고 실손보험 역시 국민 의료비 부담과 소비자보호 이슈와 밀접하게 연결돼 있다. 의료비와 정비비, 인건비가 상승하더라도 보험료 인상에는 일정한 제약이 존재하기 때문에 비용 상승이 지속될 경우 손해율은 다시 높아질 수 있다. 장기 보험상품은 이러한 위험을 수십 년 동안 감당해야 한다는 점에서 불확실성이 더 크다.

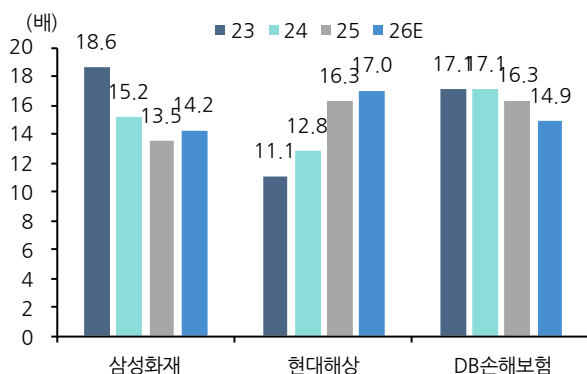
결국 국내 보험 본업의 구조적인 성장률을 높이기 위해서는 신계약 판매량뿐 아니라 가격결정력과 언더라이팅, 사업비 효율성이 함께 개선돼야 한다. 최근 제도개선과 경쟁 완화는 과거 훼손됐던 마진을 회복시키는 데에는 분명 긍정적이지만, 새로운 가입자와 위험 풀이 빠르게 증가하는 구조를 만드는 것은 아니다. 보험손익의 반등과 보험산업의 성장을 구분해야 하는 이유가 여기에 있다.

그림 77. IFRS17 이후 CSM 평가 기준의 변화



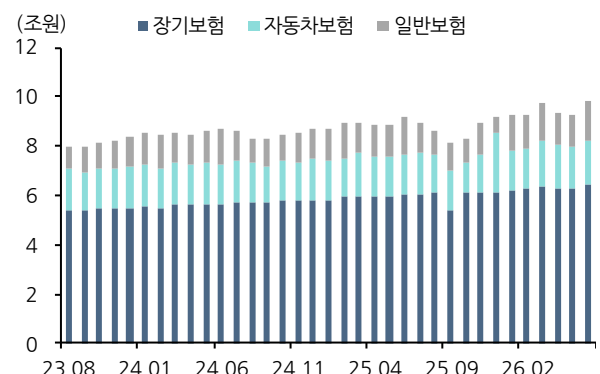
자료: 상상인증권

그림 78. 커버리지 보험사 CSM 배수 추이 및 전망



자료: 상상인증권

그림 79. 손해보험사 장기·자동차·일반보험 원수보험료 추이



자료: INCOS, 상상인증권

이런 점에서 최근 보험손익 개선은 분명 긍정적이지만, 구조적인 성장과는 다른 차원의 문제다. 예를 들어 도수치료 관리급여 적용으로 단기 보험금 지급이 감소하면 예실차는 즉시 개선될 수 있다. 이후 충분한 경험통계가 쌓이면 장기 손해를 가정도 낮아지고 BEL 감소와 CSM 증가로 이어질 수 있다. 자동차보험 역시 보험료 인상과 경상환자 제도 개선으로 손해율이 낮아질 수 있다. 하지만 이러한 변화는 기존 상품의 마진을 정상화시키는 것이지 새로운 고객 수요를 만들어내는 것은 아니다. 즉 보험손익의 수익성은 좋아질 수 있지만 보험산업의 외형 성장률 자체는 여전히 낮을 수 있다.

오히려 최근 신계약 경쟁 완화는 이 구조를 잘 보여준다. 과거 보험사들은 CSM 순증을 유지하기 위해 신계약을 공격적으로 확대했다. 그러나 최근에는 신계약 판매를 일부 포기하더라도 유지율을 개선하고 CSM 조정액을 줄이는 방향으로 전략이 바뀌고 있다. 신계약 매출이 감소하는데도 오히려 펀더멘털이 좋아질 수 있다는 것이다. 이는 성숙시장의 특징과도 맞닿아 있다. 시장 전체의 고객 수가 빠르게 증가하지 않는 상황에서는 외형 확대보다 기존 계약의 수익성을 높이고 고객 이탈을 낮추는 것이 더 높은 경제적 가치를 만들 수 있다.

결국 국내 보험산업의 본업 전략은 성장의 양보다 성장의 질에 더욱 집중할 수밖에 없다. 국내에서는 무리한 시장점유율 확대보다 가격 책정과 언더라이팅을 보수적으로 하고, 수익성이 높은 담보와 고객을 선별하며, 유지율과 사업비를 안정적으로 관리하는 것이 중요해진다. 이는 보험손익의 변동성을 낮추고 CSM의 질을 개선하는 데에는 효과적이지만, 동시에 업종 전체의 외형 성장률을 높이는 전략과는 거리가 있다. 즉 국내 보험사의 합리적인 경영전략과 산업 전체의 높은 성장률이 서로 일치하지 않을 수 있는 구간으로 들어서고 있다.

그림 80. 신계약 경쟁 완화가 만드는 두 가지 방향



합리적인 기업전략 ≠ 높은 산업 외형성장

따라서 보험 본업에서 추가적인 구조적 성장을 만들기 위해서는 국내시장 밖을 볼 필요가 있다. 국내에서 동일한 고객을 놓고 경쟁하는 것과 달리, 보험침투율이 낮고 인구와 소득이 증가하는 해외시장에서는 새로운 위험 풀과 고객 기반을 확보할 수 있다. 해외사업은 단순히 지역을 다변화한다는 의미를 넘어 국내 보험시장의 구조적인 성장 한계를 보완하는 수단이다. 특히 국내에서 언더라이팅과 상품개발 역량을 축적한 대형 보험사가 이러한 역량을 해외시장으로 확장할 수 있다면 보험 본업 자체의 성장률을 다시 높일 수 있는 가능성이 생긴다.

다만 해외진출 역시 단순 외형 확대만으로 평가해서는 안 된다. 해외 보험사를 인수하거나 현지 사업을 확대했다라도 해당 시장의 손해율과 규제, 자본 요구 수준을 충분히 감당하지 못하면 오히려 자본효율성이 악화될 수 있다. 결국 국내 신계약과 동일하게 해외에서도 중요한 것은 매출의 크기가 아니라 리스크조정수익률이다. 어떤 가격으로 위험을 인수했고, 해당 사업에서 어느 정도의 ROE를 낼 수 있으며, 그 과정에서 필요한 자본이 얼마나 되는지를 함께 봐야 한다.

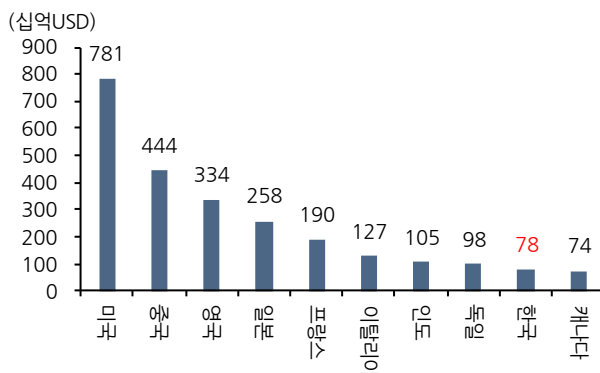
이제는 손익의 개선과 산업의 성장을 분리해서 보는 것이 중요하다. 최근 자동차보험과 실손보험의 제도 개선, 예실차 정상화, 신계약 경쟁 완화는 분명 보험사의 이익에 긍정적이다. 하지만 이 변화만으로 국내 보험산업이 다시 구조적인 고성장 산업으로 바뀌었다고 보기는 어렵다. 오히려 본업의 수익성이 정상화될수록 보험사들은 더 이상 무리하게 외형을 확대할 필요가 없고, 기존 계약의 Quality와 자본효율성을 높이는 쪽으로 이동할 가능성이 높다.

표 81. 보험손익 정상화 요인 정리

구 분	국내 보험 본업	해외 보험 사업
핵심 역할	훼손된 마진 정상화	구조적 성장여력 보완
성장 원천	손해율 개선, 사업비 안정, 제도 개선	신규 고객 기반, 새로운 위험 풀 확보
시장 구조	높은 침투율, 기존 고객 중심 경쟁	낮은 침투율, 인구·소득 증가 가능
수익성 판단 기준	유지율, 손해율, 사업비, CSM Quality	ROE, 손해율, 자본소요, 리스크조정수익률
주요 리스크	가격 전가 제약, 경쟁 재심화	현지 규제, 자본부담, 인수 후 통합 리스크
전략적 의미	이익 안정화	새로운 자본 사용처 확보
밸류에이션 함의	단기 실적 회복	중장기 성장성 재평가 가능성

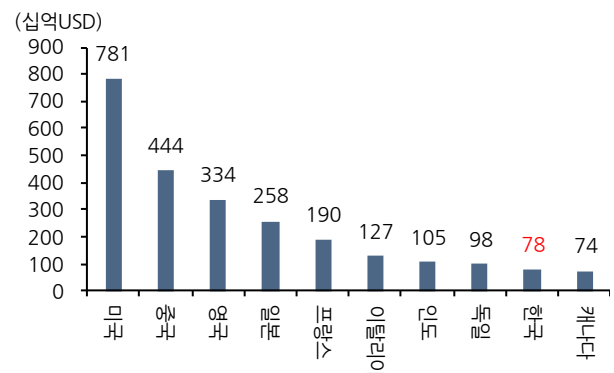
자료: 상상인증권

그림 82. 대한민국 손해보험 수입보험료 글로벌 순위



자료: begin, 상상인증권

그림 83. 대한민국 생명보험 수입보험료 글로벌 순위

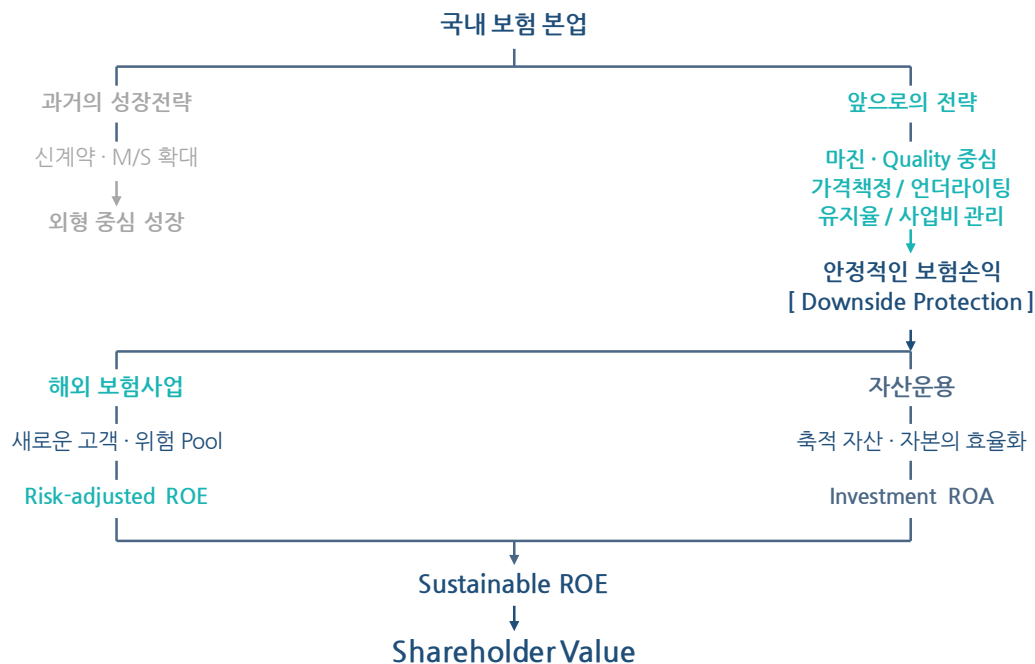


자료: begin, 상상인증권

이 지점에서 성숙경제에서 보험사가 무엇으로 성장해야 하는지가 다시 중요해진다. 국내 보험 본업에서는 높은 성장률보다 안정적인 마진을 확보하고, 추가적인 본업 성장은 해외시장으로 확장해야 한다. 그리고 국내에서 이미 축적된 막대한 자산과 자본은 보다 효율적으로 운용해 전체 ROE를 높여야 한다. 결국 보험손익의 반등은 보험사의 하방을 지켜주는 요인이지만, 산업의 새로운 상방을 만드는 것은 아니다.

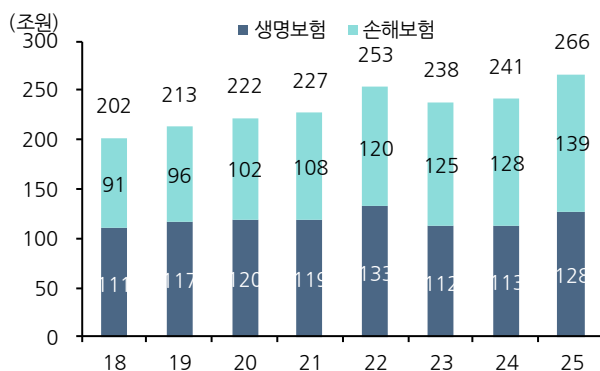
따라서 현재의 보험손익 개선을 업종 전체의 구조적 리레이팅으로 곧바로 연결하기보다는 본업의 정상화와 새로운 성장동력의 형성을 구분해서 볼 필요가 있다. 국내 보험손익이 안정되더라도 인구구조와 높은 시장성숙도라는 제약은 그대로 남는다. 보험사의 다음 성장은 더 많은 국내 신계약에서 나오기보다 해외에서 새로운 위험 풀을 확보하고, 이미 축적된 자산을 보다 높은 효율로 운용하는 데서 나올 가능성이 높다. 이 때문에 보험손익과 함께 보험사의 또 다른 이익 축인 자산운용을 독립적인 성장동력으로 살펴볼 필요가 있다.

그림 84. 보험산업의 성장전략 변화



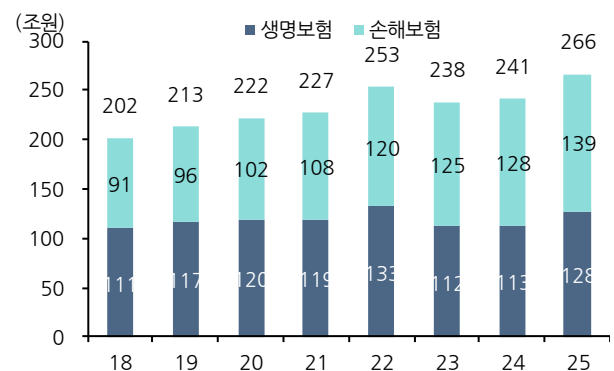
자료: 상상인증권

그림 85. 국내 생명보험과 손해보험 총 수입보험료 추이



자료: begin, 상상인증권

그림 86. 국내 생명보험과 손해보험 총 지급보험금 추이



자료: begin, 상상인증권

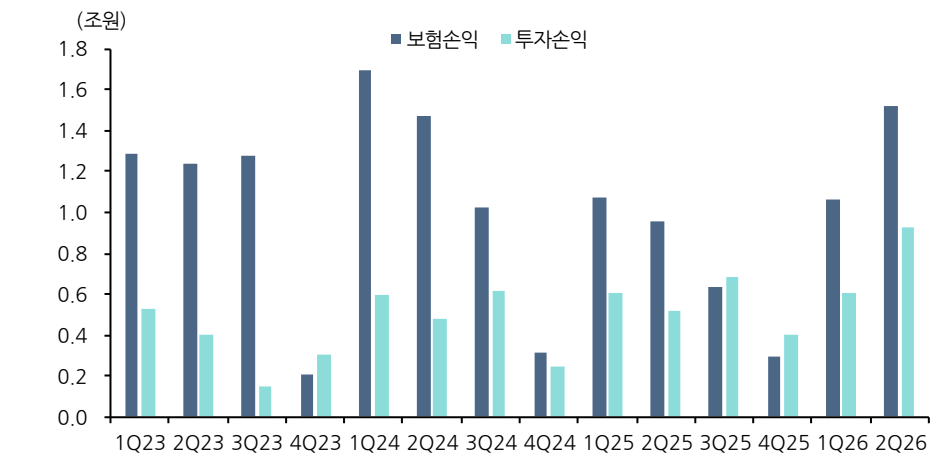
보험사의 두 번째 엔진은 결국 자산운용이다

보험사의 성장성을 설명할 때 가장 먼저 떠올리는 것은 여전히 보험손익이다. 신계약을 얼마나 확보했고, CSM이 얼마나 증가했으며, 손해율과 예상차가 어느 방향으로 움직이는지가 보험사의 장기 이익체력을 설명하는 핵심 변수인 것은 분명하다. 다만 앞서 살펴본 것처럼 국내 보험시장의 구조적인 성장률이 낮아지고, 신계약 경쟁을 통한 외형 확대가 실제 경제적 가치의 증가와 일치하지 않는다면 보험사의 성장동력도 자연스럽게 다른 곳으로 이동할 수밖에 없다. 그 과정에서 중요성해지는 것이 투자손익이다. 보험회사는 본질적으로 위험을 인수하는 회사인 동시에 장기간 축적된 자산을 운용하는 금융회사다. 고객에게 보험료를 먼저 받고 보험금은 미래에 지급하기 때문에, 보험사는 보험계약이 유지되는 기간 동안 대규모 자산을 운용한다. 결국 보험손익과 투자손익은 분리된 사업이 아니라 하나의 계약에서 파생된 다른 수익원이다.

과거에는 투자손익을 보험손익을 보완하는 부수적인 영역으로 보는 경우가 많았다. 보험사가 본업에서 손해율을 관리하고, 축적된 보험료를 채권 중심으로 운용해 안정적인 이자수익을 확보한다는 설명으로도 충분했다. 그러나 IFRS17과 IFRS9 도입 이후 보험부채와 운용자산의 시장가치 변화가 손익과 자본에 보다 직접적으로 반영되면서 자산운용의 역할도 달라졌다. 이제 보험사의 운용전략은 단순히 높은 투자수익률을 확보하는 문제가 아니라 보험부채를 안정적으로 감당하면서 동시에 제한된 자본에서 추가 수익을 만들어내는 문제로 봐야 한다.

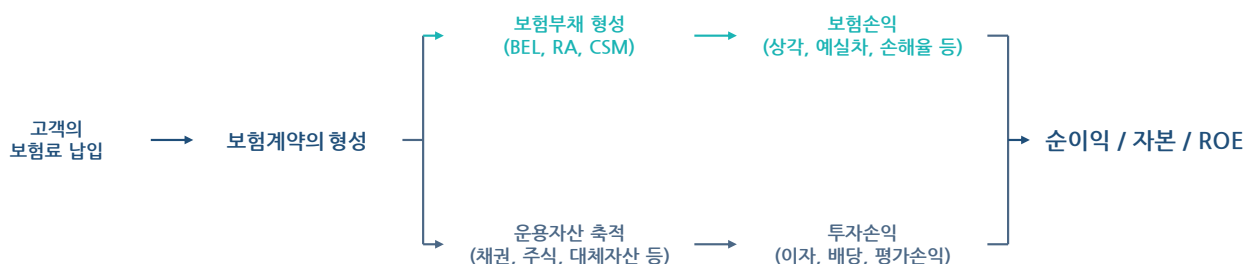
그림 87. 커버리지 보험사 합산 보험손익 및 투자손익 분기별 추이

보험손익 회복되는 가운데,
투자손익 또한 크게 증가



자료: 상상인증권

그림 88. 보험계약 하나에서 나오는 두 개의 수익원



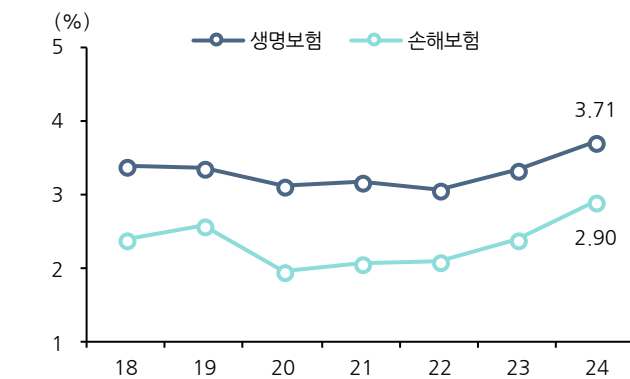
자료: 상상인증권

하지만 성숙경제로 갈수록 이 구조에 변화가 생긴다. 본업의 성장률이 낮아질수록 보험사가 보유한 자산에서 얼마나 높은 수익을 만들어내는지가 중요해진다. 보험손익이 구조적으로 큰 폭으로 성장하기 어렵다면, 보험사가 이미 축적한 대규모 운용자산에서 추가적인 투자수익을 얼마나 만들어낼 수 있는지가 장기적인 이익성장을 좌우할 가능성이 커지기 때문이다. 즉 투자손익은 더 이상 보험손익의 보완재가 아니라 보험사의 두 번째 성장엔진으로 봐야 한다.

이 변화는 손익구조에서도 이미 나타나고 있다. IFRS17 도입 이후 보험손익의 가시성이 높아진 반면, 투자손익의 변동성이 전체 순이익에 미치는 영향도 커졌다. 특히 주식시장 강세, 금리 하락에 따른 채권 평가익, 대체투자 처분이익 등 시장환경 변화가 보험사의 분기 실적을 크게 움직이는 사례가 반복되고 있다. 특히 주식시장 강세에 따른 평가이익과 정상적인 이자배당수익의 증가가 최근 투자손익 개선의 핵심으로 제시됐고, 생명보험사에서는 보험손익보다 투자손익이 실적 개선을 주도하는 구조도 확인됐다.

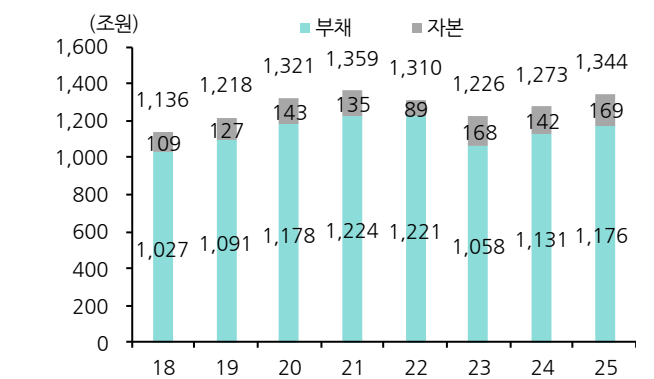
이러한 흐름을 단순히 시장 호조에 따른 일회성 평가익으로만 볼 필요는 없다. 중요한 것은 보험사가 이미 상당한 규모의 운용자산을 축적하고 있다는 점이다. 오랜 기간 보험계약을 통해 쌓인 자산은 작은 수익률 차이만으로도 절대 이익 규모에 의미 있는 격차를 만든다. 결국 성숙경제에서 보험사의 투자경쟁력은 신계약 확보뿐 아니라, 기존 운용자산에서 몇 bp의 추가 수익률을 지속적으로 창출하는 능력으로 이동하고 있다.

그림 89. 전체보험사 연도별 운용자산이익률



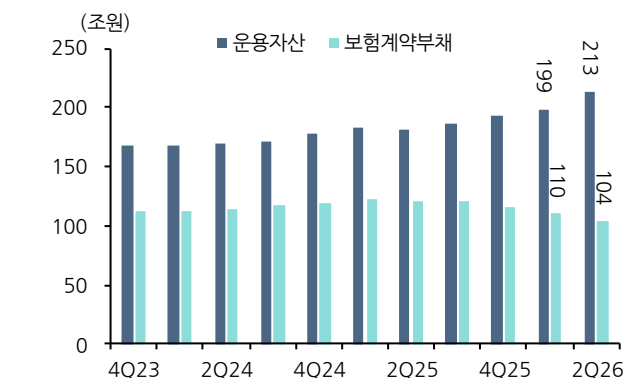
자료: FISIS, 상상인증권

그림 90. 보험산업 연도별 자산·부채·자본 추이



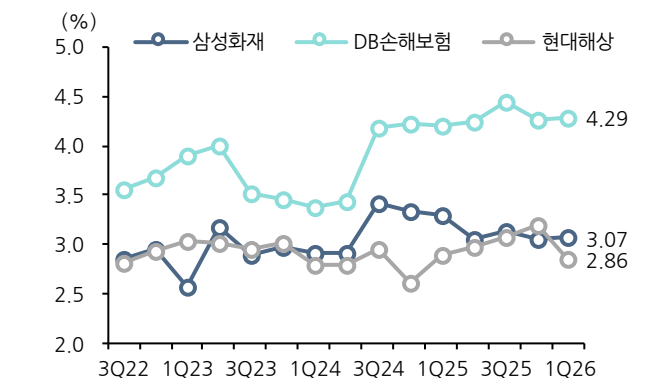
자료: begin, 상상인증권

그림 91. 커버리지 보험사 합산 운용자산 및 보험계약부채 추이



자료: 상상인증권

그림 92. 커버리지 보험사 분기별 운용자산이익률 추이

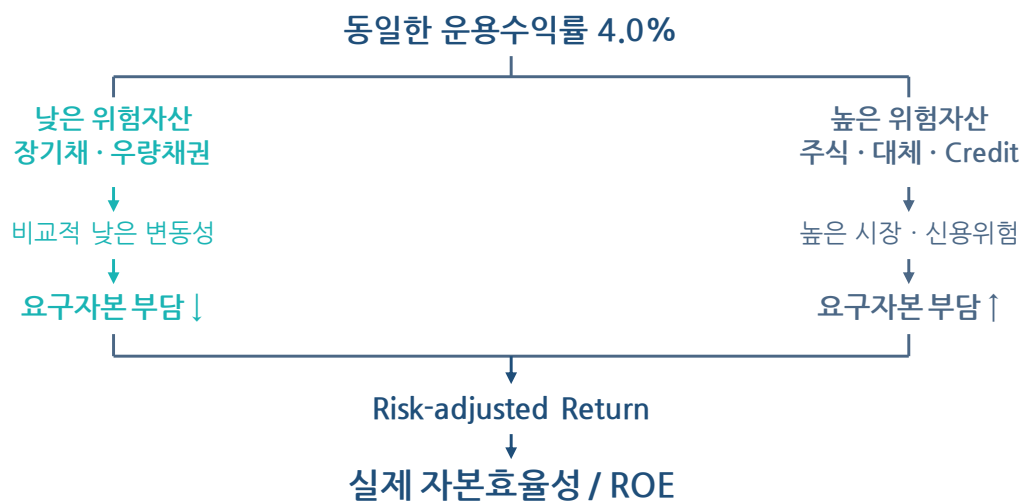


자료: FISIS, 상상인증권

중요한 점은 투자수익률의 절대 수준뿐 아니라 그 수익률을 어떤 방식으로 만들어냈는지다. 단기적으로 주가 상승이나 금리 하락에 따른 평가이익으로 높은 투자수익을 기록할 수는 있다. 하지만 이러한 이익은 시장환경에 따라 다시 반전될 수 있다. 따라서 보험사의 투자역량을 평가할 때는 정상적인 이자·배당수익과 평가 및 처분손익을 구분할 필요가 있다. 장기적으로는 운용자산이익률의 절대 수준보다 변동성을 감안한 리스크조정수익률이 더 중요하다. 높은 투자수익률을 기록했더라도 그 과정에서 시장위험과 신용위험을 과도하게 늘려 요구자본이 크게 증가했다면 실제 자본효율성은 오히려 낮아질 수 있기 때문이다.

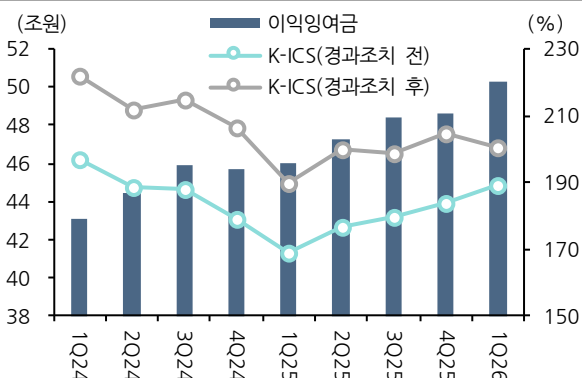
결국 보험사의 자산운용을 평가할 때는 단순한 투자 ROA가 아니라 투자수익과 자본소모를 함께 봐야 한다. 동일한 4%의 운용수익률을 기록하더라도 장기채 중심의 낮은 위험자산에서 발생한 4%와 주식·대체투자 중심의 높은 위험자산에서 발생한 4%는 동일한 가치가 아니다. 후자의 경우 요구자본이 더 많이 증가하고, 시장 충격 시 K-ICS 변동성도 커질 수 있다. 따라서 보험사의 자산운용 경쟁력은 얼마나 높은 수익률을 기록했는가 아니라, 같은 자본위험을 부담하면서 얼마나 높은 수익을 반복적으로 만들어냈는가로 평가할 필요가 있다.

그림 93. 같은 투자수익률, 다른 자본효율성



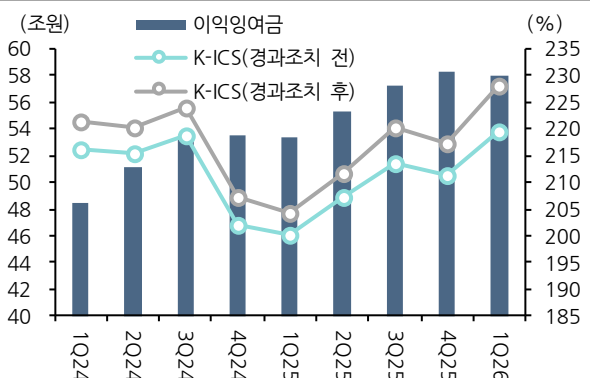
자료: 상상인증권

그림 94. 국내생명보험사 전체 분기별 이익잉여금 및 K-ICS 비율 추이



자료: FISIS, 상상인증권

그림 95. 국내손해보험사 전체 분기별 이익잉여금 및 K-ICS 비율 추이



자료: FISIS, 상상인증권

보험사의 자산배분을 평가할 때 운용수익률만으로는 충분하지 않다. K-ICS의 요구자본은 보험위험뿐 아니라 시장위험과 신용위험을 함께 반영하기 때문에 동일한 투자수익을 기록하더라도 어떤 자산에서 그 수익을 만들었는지에 따라 필요한 자본은 달라질 수 있다. 주식과 해외자산, 대체투자 비중을 확대하면 기대수익률의 상단은 높아질 수 있지만 시장·신용위험에 따른 요구자본 역시 함께 증가한다.

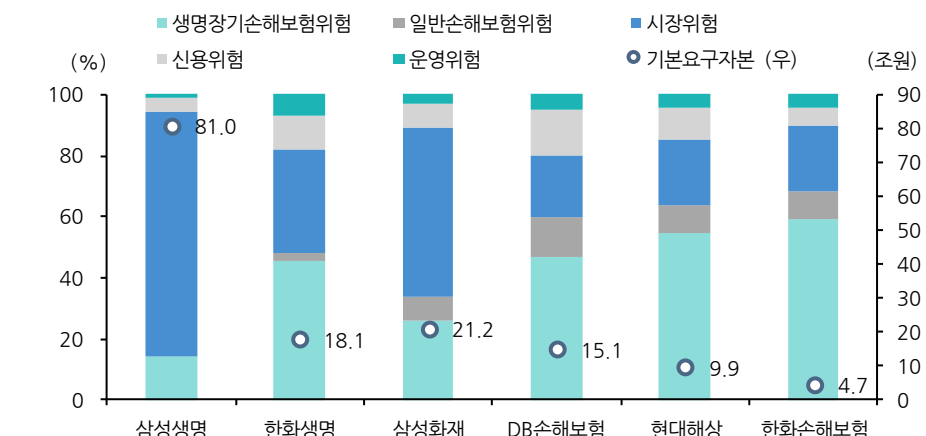
이 관점에서는 운용자산의 확대가 반드시 성장으로 연결되는 것도 아니다. 위험자산에서 추가적인 수익률을 확보하더라도 이를 위해 요구자본이 크게 증가한다면 실제 주주에게 귀속되는 자본수익률 개선은 제한적일 수 있다. 반대로 기대수익률이 상대적으로 낮더라도 보험부채와 안정적으로 매칭되는 자산은 금리위험과 자본변동성을 낮춤으로써 다른 영역에서 사용할 수 있는 자본을 보존하는 역할을 한다.

이러한 구분을 기준으로 보험사의 자산운용은 두 개의 포트폴리오로 나눠서 보는 것이 유용하다. 하나는 보험부채를 감당하기 위한 Liability Matching Portfolio다. 보험계약부채의 듀레이션과 현금흐름을 맞추기 위해 장기채와 우량 크레딧, 대출자산 등을 중심으로 구성되는 포트폴리오로, 목적은 높은 초과수익보다 금리 변화에도 보험부채와 순자산이 크게 흔들리지 않도록 만드는 데 있다. 다른 하나는 초과자본과 상대적으로 자유로운 재원을 활용해 수익을 추구하는 Return-seeking Portfolio다. 주식과 해외자산, 대체투자, 고수익 크레딧, 전략적 지분투자 등이 여기에 포함될 수 있다.

현재 국내 보험사들은 이 두 포트폴리오를 명확하게 구분해 공시하지 않는다. 그러나 투자자의 관점에서는 이 구분이 점차 중요해질 가능성이 높다. 보험사가 장기채 비중을 높여 듀레이션 갭을 줄였다고 해서 그것만으로 높은 벨류에이션을 부여하기는 어렵고, 반대로 위험자산 비중을 확대했다고 해서 그것만으로 성장성이 높다고 평가하기도 어렵다. 핵심은 보험부채를 안정적으로 감당하기 위한 자산과 실제 초과수익을 추구할 수 있는 자산을 구분하고, 후자의 영역에서 발생하는 추가 수익이 자본소모를 감안한 이후에도 충분한 리스크조정수익률을 만들어내는가다.

그림 96. 주요 보험사 2Q26 기본요구자본 및 요구자본 구성비 현황

시장위험 비중이 높아진 상황

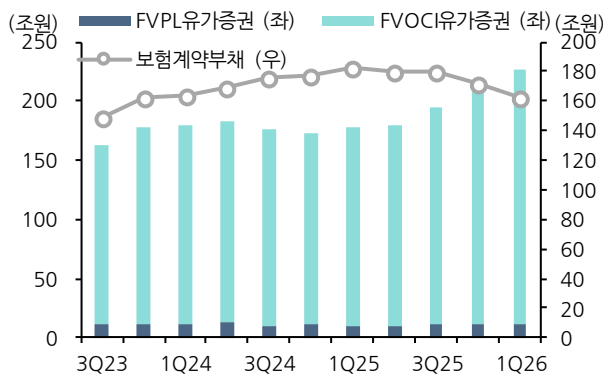


자료: 상상인증권

회사별 차이도 이러한 자산배분과 손익·자본의 전달경로에서 나타난다. 손해보험사들의 자산구성을 보면 보험계약부채가 확대되는 동안 금리 민감 자산 역시 함께 증가했지만, 그 구성에는 차이가 있다. 삼성화재는 상대적으로 FVOCI 비중이 높은 유가증권 구조를 유지해온 반면, DB손해보험과 현대해상은 FVPL 비중이 상대적으로 높아지는 흐름이 나타났다. 같은 보험계약부채를 보유하고 있더라도 어떤 자산을 보유하고 이를 어떤 계정으로 분류했는지에 따라 시장금리와 자산가격 변화가 당기손익과 자본에 전달되는 경로는 달라질 수 있다.

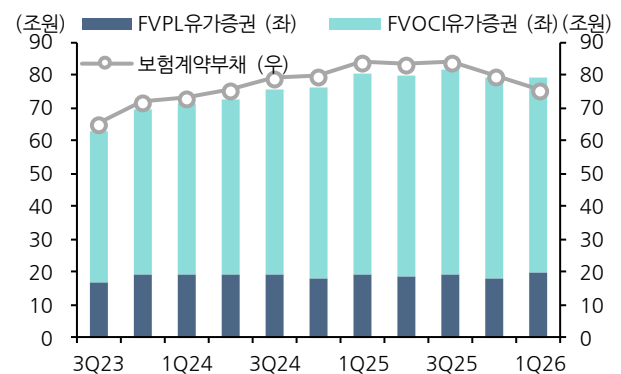
다만 FVPL과 FVOCI의 비중 자체를 자산의 위험도나 운용전략과 동일시해서는 안 된다. 두 계정은 우선적으로 평가변동이 당기손익과 OCI 가운데 어디에 반영되는지를 보여주는 회계적 분류다. 실제 자본 안정성은 해당 자산의 듀레이션과 신용위험, 시장위험, 그리고 보험부채의 금리 민감도와 어떻게 결합되는지에 따라 결정된다. 따라서 투자자가 확인해야 할 것은 FVPL과 FVOCI의 비중 자체보다 그 자산구조가 보험부채와 결합된 이후 손익과 순자산, 요구자본을 얼마나 안정적으로 유지할 수 있는가다.

그림 97. 삼성생명 운용자산 및 보험계약부채 추이



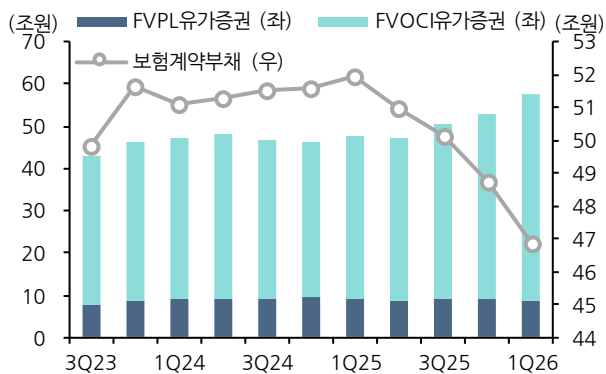
자료: FISIS, 상상인증권

그림 98. 한화생명 운용자산 및 보험계약부채 추이



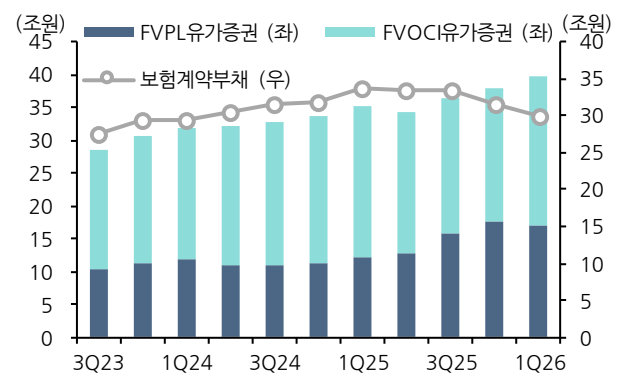
자료: FISIS, 상상인증권

그림 99. 삼성화재 운용자산 및 보험계약부채 추이



자료: FISIS, 상상인증권

그림 100. DB손해보험 운용자산 및 보험계약부채 추이



자료: FISIS, 상상인증권

성숙경제에서 보험사의 역할이 바뀐다는 것은 결국 이 두 번째 포트폴리오의 중요성이 높아진다는 의미다. 본업에서 외형성장을 추구하기 어렵다면, 남은 자본을 어디에 배분할지가 ROE를 결정하는 핵심 변수로 이동한다. 국내에서 추가적인 신계약을 확보하기 위해 높은 사업비를 지출할 것인지, 해외 보험사를 인수해 새로운 Risk Pool을 확보할 것인지, 주식 등 고수의 자산을 확대할 것인지, 아니면 주주환원을 할 것인지가 모두 같은 자본배분 문제다.

보험사 관점에서 금리 민감도가 높은 자산이 반드시 더 위험한 자산인 것은 아니다. 초장기채는 독립적으로 보면 금리 변화에 따른 가격변동이 큰 자산이지만, 장기 보험부채와 함께 보유하면 오히려 부채의 금리 민감도를 상쇄해 순자산과 K-ICS의 변동성을 낮출 수 있다. 반대로 단기채는 개별 자산의 가격변동성은 낮지만 초장기 보험부채에 비해 듀레이션이 지나치게 짧다면 금리 하락 시 부채 증가를 충분히 상쇄하지 못해 자본위험은 오히려 커질 수 있다.

따라서 보험사의 자산배분을 일반적인 자산운용사와 동일한 기준으로 평가해서는 안 된다. 자산 하나의 기대수익률과 변동성을 보는 것이 아니라 해당 자산이 보험부채와 결합된 이후 Balance Sheet 전체의 수익률과 자본 민감도를 어떻게 변화시키는지 봐야 한다. 장기채의 역할은 단순히 낮은 위험에서 이자를 벌기 위한 것이 아니라 보험부채의 민감도를 헤지함으로써 다른 영역에서 위험을 부담할 수 있는 자본여력을 확보하는 데에도 있다.

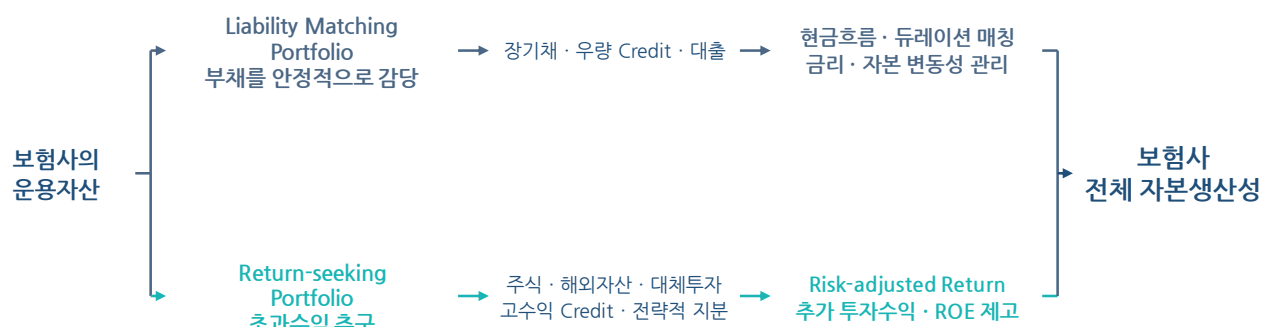
그림 101. 자산의 개별 위험과 보험사 전체의 자본위험은 다르다

낮은 자산변동성 ≠
낮은 보험사 자본변동성



자료: 금융감독원, 상상인증권

그림 102. 보험사의 자산운용 포트폴리오 구분



자료: 상상인증권

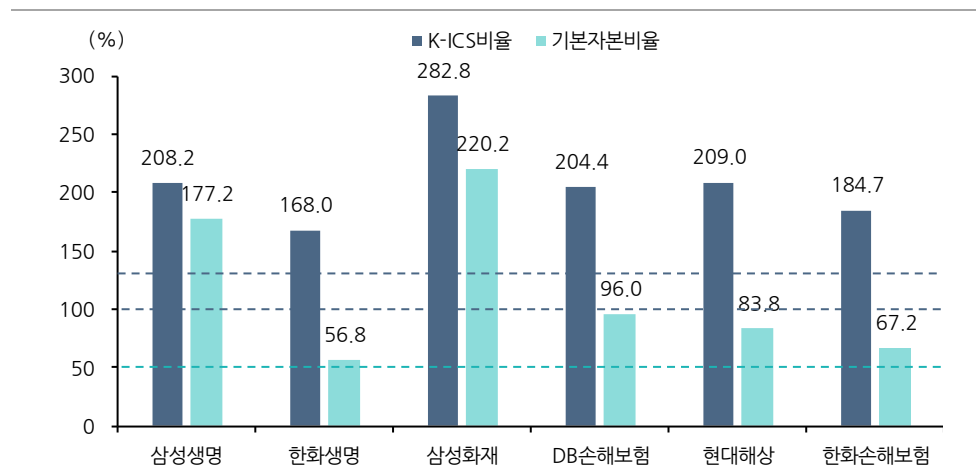
이 점에서 해외사업도 자산운용과 분리해서 보기 어렵다. 해외 보험사를 인수하는 것은 보험손익의 외연 확장이지만 동시에 자본을 새로운 지역과 사업에 배분하는 행위다. DB손해보험의 포테그라 인수 역시 국내 신계약 경쟁에서 벗어나 상대적으로 높은 ROE를 창출하는 해외 보험사업에 자본을 투입했다는 점에서 보험 본업과 자본운용 전략이 동시에 결합된 사례로 볼 수 있다. 결국 보험사의 미래 성장은 보험손익과 투자손익을 완전히 분리해서 볼 것이 아니라, 어느 사업과 자산에 자본을 배치할 것인지를 하나의 질문으로 수렴한다.

따라서 앞으로 보험사의 기업가치를 평가할 때는 보험손익과 투자손익의 단순 합계보다 두 부문에 배분된 자본의 효율성을 함께 봐야 한다. 국내 보험영업에서 높은 ROE를 유지할 수 있다면 신계약과 상품개발에 자본을 투입하는 것이 합리적이고, 국내 시장의 한계수익률이 떨어진다면 해외사업이나 자산운용으로 자본을 이동해야 한다. 반대로 어떤 투자처에서도 자본비용 이상의 수익률을 확보하기 어렵다면 배당과 자사주 소각을 통해 자본을 주주에게 돌려주는 것이 오히려 기업가치를 높일 수 있다.

결국 보험사의 두 번째 엔진은 자산운용이지만, 이 말의 의미는 단순히 위험자산을 늘려 투자수익을 높이려는 것이 아니다. 보험사의 경쟁력은 보험부채를 안정적으로 감당하면서도 남는 자본을 가장 높은 한계수익률을 창출할 수 있는 곳에 배분하는 능력에 있다. 성장경제에서는 더 많은 계약을 확보하는 것이 성장의 핵심이었다면, 성숙경제에서는 이미 확보한 보험부채와 자본을 어디에 배치할 것인지가 성장의 핵심으로 이동한다.

다만 바로 여기에서 보험산업의 가장 큰 제약이 나타난다. 보험사는 일반적인 자산운용회사처럼 보유자산 전체를 자유롭게 운용할 수 있는 회사가 아니다. 보험사가 운용하는 자금의 상당 부분은 계약자에게 미래에 돌려줘야 할 보험계약부채에서 출발하고, IFRS17과 K-ICS는 그 부채와 자산의 변동을 자본에 즉각 반영한다. 결국 보험사가 더 높은 투자수익을 원한다고 해서 원하는 만큼 위험을 확대할 수는 없다. 보험사의 두 번째 엔진이 자산운용이라면, 다음 질문은 자연스럽다. 도대체 보험사는 얼마만큼의 자본을 실제로 운용할 수 있는가.

그림 103. 주요 보험사 2Q26 K-ICS 비율 및 기본자본비율 현황



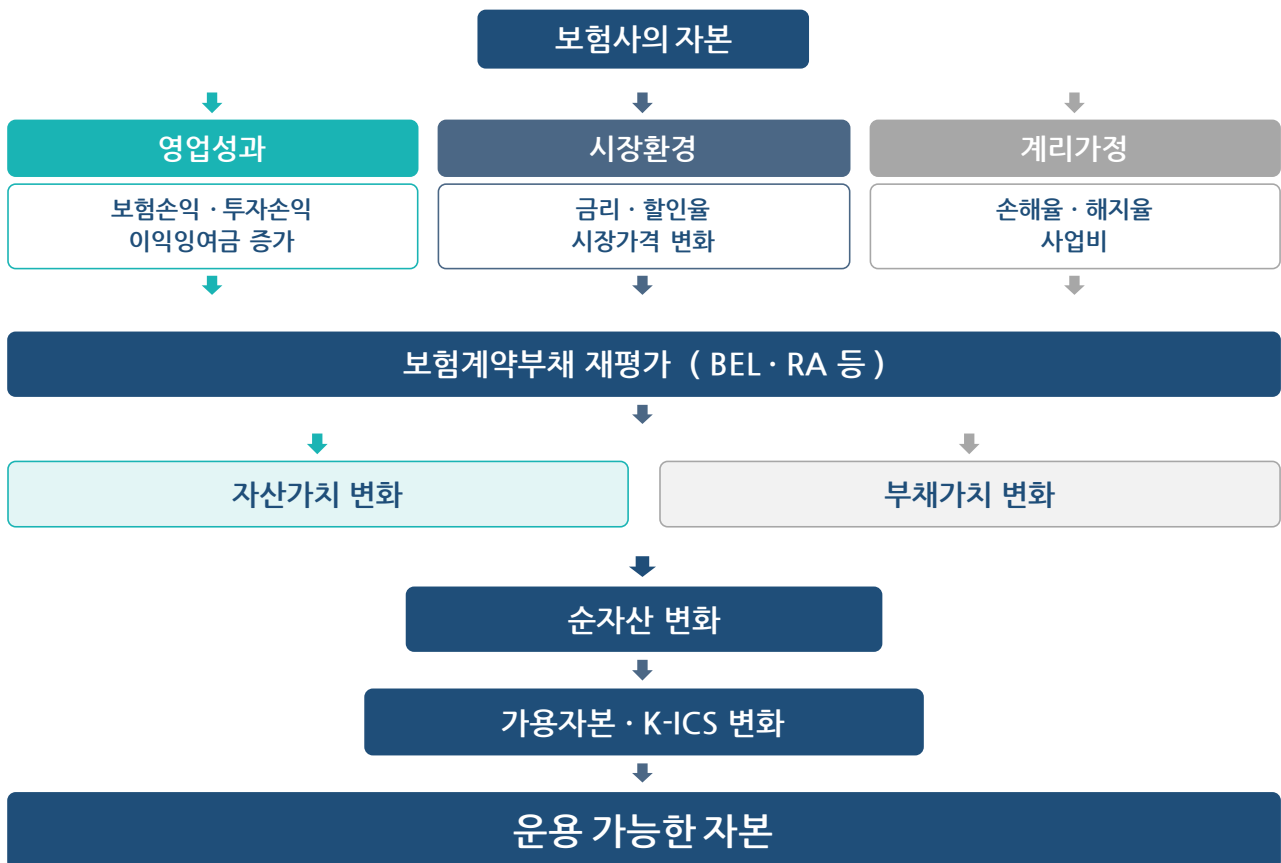
자료: 상상인증권

움직이는 부채가 운용할 수 있는 자본을 결정한다

보험사가 자산운용을 통해 새로운 성장동력을 확보하기 위해서는 먼저 보험사의 자본이 다른 금융회사와 어떻게 다른지 이해할 필요가 있다. 보험사의 자본은 단순히 이익을 벌어들여 쌓아가는 숫자가 아니다. IFRS17 도입 이후 보험계약부채가 현재가치로 평가되면서 보험사의 자본은 매 결산 시점마다 금리와 할인율, 손해율, 해지율, 사업비 등의 변화에 따라 다시 평가된다. 따라서 보험사가 순이익을 많이 내더라도 보험부채가 더 큰 폭으로 증가하면 순자산과 K-ICS는 오히려 하락할 수 있다. 실제 IFRS17 전환 이후에는 이익잉여금이 증가했음에도 시장금리 하락과 할인율 현실화 영향으로 전체 자본과 K-ICS가 악화되는 사례가 나타났다.

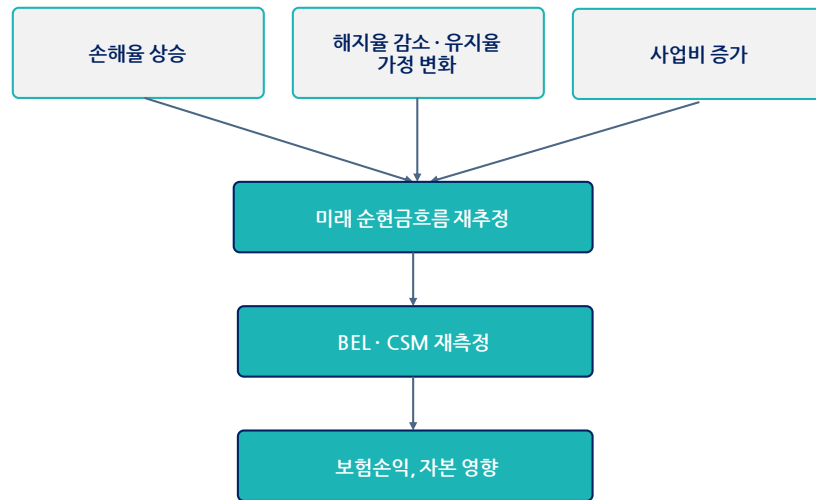
이 구조는 보험사의 자본을 은행이나 증권사의 자본과 다르게 만든다. 은행 역시 금리와 신용비용의 영향을 받고 증권사도 시장가격 변화에 따른 자본 변동성을 가지고 있지만, 보험사는 장기 보험계약이라는 매우 긴 만기의 부채를 보유한다. 이 부채는 미래에 지급할 보험금과 사업비, 해약환급금 등을 추정하고 이를 할인율로 현재가치화해 계산한다. 따라서 실제 현금흐름이 당장 바뀌지 않더라도 금리가 하락하거나 할인율 체계가 보수적으로 바뀌면 보험부채가 증가할 수 있다. 결국 보험사의 자본은 영업성과와 시장환경, 계리적 가정이 동시에 만들어내는 결과다.

그림 105. IFRS17 이후 보험사 자본의 변동 구조



자료: 상상인증권

그림 106. 계리적 가정 변화가 자본에 영향을 주는 경로



자료: 금융감독원, 상상인증권

이 때문에 보험사의 자본체력을 평가할 때 현재 K-ICS 수준만 보는 것은 충분하지 않다. K-ICS는 보험사가 보유한 위험에 비해 얼마나 많은 손실흡수자본을 가지고 있는지를 보여주는 지표지만, 분자인 가용자본과 분모인 요구자본이 모두 계속 움직인다. 가용자본은 순이익과 이익잉여금뿐 아니라 보험부채와 금융자산의 평가변동, 기타포괄손익, CSM과 자본성증권의 영향을 받는다. 요구자본 역시 보험위험과 금리위험, 시장위험, 신용위험 등 보험사가 어떤 사업과 자산을 보유하고 있는지에 따라 달라진다. 결국 K-ICS는 고정된 자본비율이라기보다 특정 시점의 자산·부채·위험구조를 하나의 숫자로 압축한 결과에 가깝다.

실제 K-ICS의 변화를 분해하면 더욱 명확해진다. 당기순이익은 가용자본을 늘리는 방향으로 작용하지만, 같은 기간 주가와 금리 변화에 따른 기타포괄손익, CSM 변화, 시장위험액과 금리위험액의 변화가 동시에 반영된다. 따라서 이익이 증가했다고 K-ICS가 같은 폭으로 상승하는 것도 아니고, K-ICS가 개선됐다고 이를 온전히 영업성과의 결과로 해석할 수도 없다.

그림 107. K-ICS 비율 구조도



자료: 금융감독원, 상상인증권

특히 자산가격 상승은 한쪽에서는 OCI 등을 통해 가용자본에 긍정적으로 작용하면서도, 보유 위험이 확대될 경우 주식위험액 등 요구자본을 증가시킬 수 있다. 반대로 ALM 개선과 듀레이션 갭 축소는 당장의 손익을 크게 늘리지 않더라도 금리위험액을 낮춰 K-ICS 안정성에 기여할 수 있다. 결국 보험사의 자본관리를 평가할 때 중요한 것은 분기 말 K-ICS 숫자 자체보다 가용자본과 요구자본 가운데 어느 쪽에서 변화가 발생했고, 그 개선이 얼마나 반복 가능한지를 구분하는 것이다.

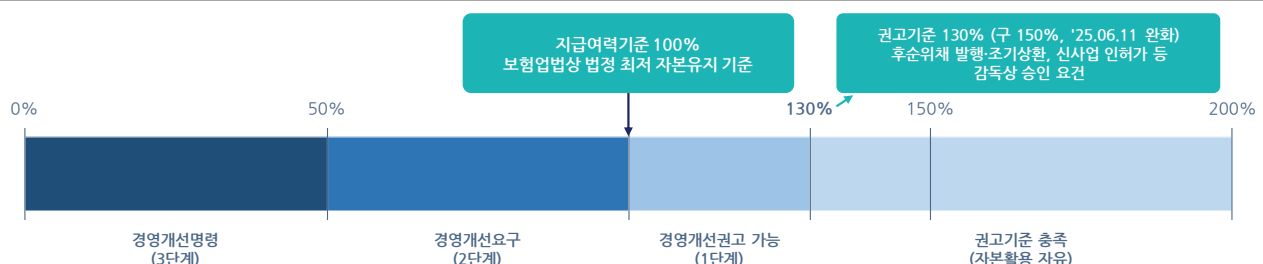
따라서 같은 K-ICS 200%라도 실제 자본체력은 다를 수 있다. 한 보험사는 금리가 50bp 하락해도 K-ICS가 5%p만 낮아질 수 있지만, 다른 보험사는 같은 환경에서 20%p 이상 하락할 수 있다. 현재 자본비율은 같더라도 후자의 자본구조는 시장환경 변화에 훨씬 취약하다. 이 점에서 보험사의 자본은 Level보다 Stability가 중요하다. 높은 K-ICS 자체보다 금리와 시장환경이 바뀌어도 일정 수준 이상의 자본비율을 유지할 수 있는지가 더 중요하다는 의미다.

금리 변화가 K-ICS에 미치는 영향은 순자산 변화에서 끝나지 않는다. 자산과 부채의 가치 차이는 경제적 순자산을 통해 가용자본에 영향을 주지만, 동시에 자산과 부채의 금리 민감도 차이가 커지면 금리위험에 대한 요구자본 부담도 높아질 수 있다. 따라서 자산과 부채의 금리 민감도 차이가 큰 보험사는 금리 충격 시 가용자본의 변동폭이 확대되고 금리위험에 따른 요구자본 부담 역시 커질 가능성이 있다. 반대로 자산과 부채의 민감도를 안정적으로 맞춘 보험사는 동일한 금리 충격에서도 순자산과 금리위험액의 변동을 함께 제한할 수 있다.

이 때문에 K-ICS의 안정성은 단순히 현재 자본 Buffer가 얼마나 큰가의 문제가 아니다. 높은 K-ICS를 보유하고 있더라도 시장충격에 대한 민감도가 높다면 실제 운용 가능한 자본은 제한될 수 있다. 반대로 현재 비율이 상대적으로 낮더라도 자산과 부채가 충분히 매칭돼 스트레스 이후에도 비율이 안정적으로 유지된다면 자본배분 여력은 더 클 수 있다. 결국 Level과 Sensitivity를 함께 봐야 Stability를 판단할 수 있다.

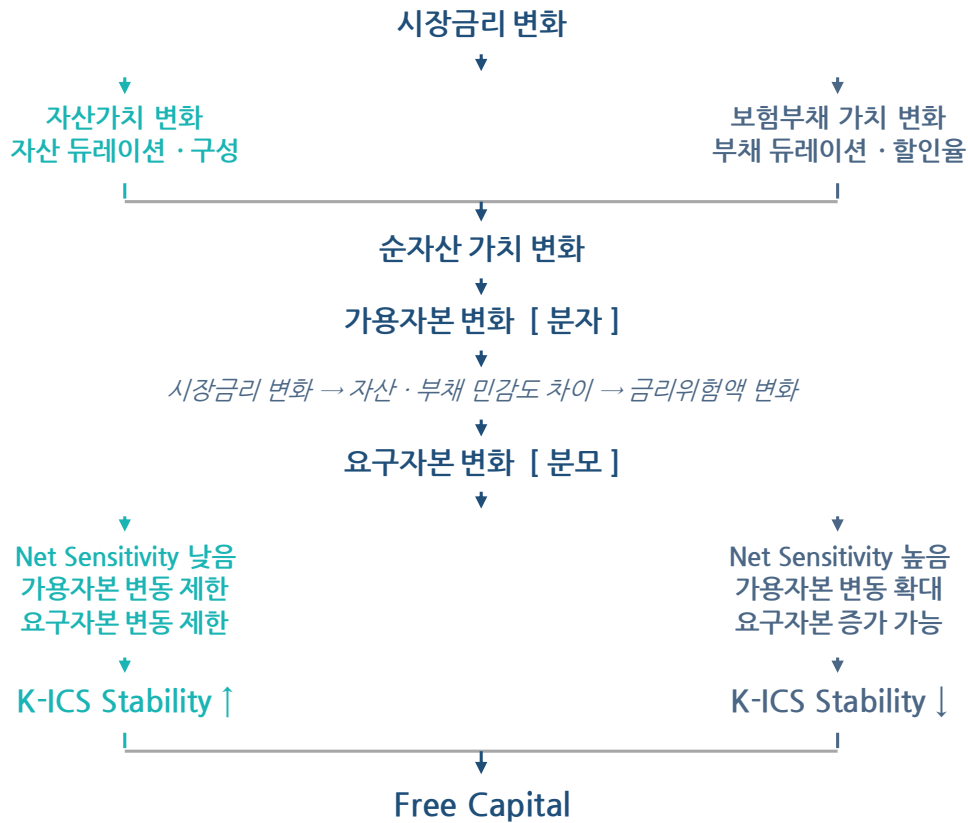
이러한 안정성을 결정하는 핵심 관리변수 가운데 하나가 듀레이션 갭이다. 앞서 살펴본 것처럼 자산과 부채의 금리 민감도 차이가 클수록 동일한 시장금리 변화에서도 순자산의 변동폭이 확대될 수 있고, 이는 가용자본뿐 아니라 금리위험에 따른 요구자본에도 영향을 줄 수 있다. 따라서 듀레이션 갭을 줄이는 것은 특정 금리 방향에서 이익을 얻기 위한 전략이라기보다 금리 변화가 K-ICS의 분자와 분모에 전달되는 폭을 낮추는 자본관리 수단에 가깝다.

그림 108. K-ICS 규제 기준선: 지급여력기준(100%)과 권고기준(130%), 실제열



자료: 금융위원회, 상상인증권

그림 109. 금리 충격이 K-ICS로 전달되는 두 개의 경로



자료: 상상인증권

그림 110. 같은 K-ICS, 다른 자본 안정성



자료: 상상인증권

최근 금융당국이 듀레이션 갭을 별도의 관리대상으로 끌어올리는 것도 같은 맥락이다. 기존 K-ICS에서도 금리위험은 요구자본에 반영되고 있었지만, 듀레이션 갭을 보다 직접적으로 관리함으로써 금리 변화에 대한 자산과 부채의 민감도 차이를 줄이려는 방향으로 규제가 강화되고 있다. 최근 감독방향은 단순한 총 K-ICS의 높고 낮음보다 기본자본, 할인을 현실화, ALM 강화라는 세 축을 더욱 중요하게 보는 방향으로 이동하고 있다. 이는 후순위채와 신종자본증권 발행을 통해 단기적으로 K-ICS만 높이기보다 자산과 부채의 구조 자체를 안정시키고 손실흡수력이 높은 자본을 축적하도록 유도하는 변화다.

이러한 규제 방향은 건전성 측면에서 합리적이다. 보험회사의 가장 중요한 의무는 계약자가 보험금을 청구했을 때 약속한 금액을 지급하는 것이다. 보험사는 일반적인 자산운용회사처럼 투자자가 투자손실을 직접 부담하는 구조가 아니다. 보험사가 자산운용에서 손실을 입더라도 보험계약자에게 약속한 보험금 지급의무는 대부분 그대로 남는다. 따라서 운용자산의 변동성이 지나치게 높아지면 그 손실은 결국 보험사의 자기자본과 지급여력을 훼손한다. 금융당국이 보험사의 ALM과 자본비율을 엄격하게 관리할 수밖에 없는 이유다.

그림 111. 최근 보험업 자본규제 및 감독방향 변화

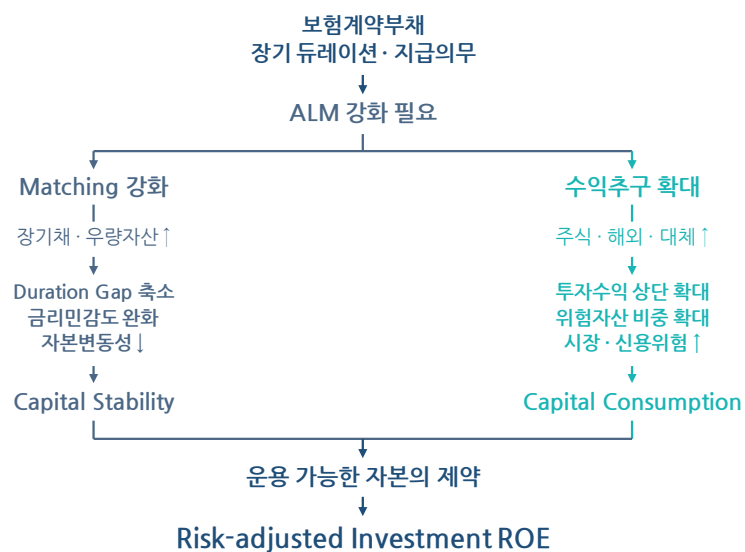
구 분	주요 내용	시행·적용 시점	자본·운용 측면의 의미
기본자본 규제	기본자본비율을 별도 의무 준수기준으로 도입, 기준비율 50% 설정	2027년 시행, 적기시정조치는 2035년말까지 경과조치	후순위채 등 보완자본에 의존한 총 K-ICS 관리보다 손실흡수력이 높은 기본자본 축적 중요성 확대
할인을 현실화	보험부채 할인율의 최종관찰만기를 단계적으로 30년까지 확대	2026~2035년 단계적 적용	장기 시장금리의 보험부채 반영도가 높아지며 부채평가와 자본의 금리민감도 관리 중요성 확대
듀레이션 갭 규제	듀레이션·듀레이션갭을 공시하고, 경영실태평가의 금리리스크 항목에 직접 반영	정의·공시는 2026년, 경영실태평가는 2027년 반영	단순 K-ICS 수준보다 자산·부채의 금리민감도 매칭과 ALM 안정성을 직접 관리
취약사 ALM 관리	듀레이션갭 악화 회사에 대해 경영진 면담·개선계획 징구 등 별도 관리	2025년 대책 발표 이후 즉시	장기채 매입 등 단순 대응보다 지속적인 듀레이션 관리체계 요구
계리가정 감독 강화	손해율·사업비 가정의 보수성·비교가능성 강화, 계리가정 문서화 및 감독체계 정비	주요 가이드라인 2Q26부터 적용	낙관적 가정을 통한 보험부채·CSM 과대평가를 제한하고 부채의 질과 자본의 신뢰성 강화

자료: 상상인증권

문제는 이러한 안정성이 보험사의 운용 자유도와 상충할 수 있다는 점이다. 장기 보험부채에 대응해 자산 듀레이션을 늘려야 할수록 보험사는 장기채와 장기 크레딧 등 금리 민감 자산의 비중을 높일 필요가 있다. 이들 자산은 보험부채의 금리 민감도를 헤지하고 자본변동성을 낮추는 데 효과적이지만, 동시에 상당한 규모의 운용자산을 장기간 부채 매칭 목적으로 활용하게 만든다. 듀레이션 갭을 빠르게 축소할수록 자본의 안정성은 높아질 수 있지만, 시장환경 변화에 따라 자산배분을 조정하거나 위험자산에 추가 자본을 투입해 초과수익을 추구할 수 있는 여지는 상대적으로 줄어들 수 있다.

이를 보험산업의 ALM 역설이라고 볼 수 있다. 자산과 부채의 금리 민감도를 충분히 맞추면 시장금리 변화에 따른 순자산과 자본비율의 변동을 줄일 수 있다. 그러나 운용자산의 상당 부분이 보험부채를 매칭하기 위한 장기채와 안정자산에 배분될수록 투자수익률의 상단은 제한되고 Return-seeking 영역에 투입할 수 있는 자본 역시 줄어든다. 반대로 주식과 해외자산, 대체투자 등으로 운용 범위를 넓히면 추가적인 투자수익을 창출할 가능성은 높아지지만 시장위험과 신용위험에 따른 요구자본 부담과 자본변동성도 함께 커질 수 있다. 결국 보험사는 부채를 안정적으로 감당해야 한다는 목적과 남은 자본을 효율적으로 운용해야 한다는 목적을 동시에 충족해야 하는 산업이다.

그림 112. 보험사의 ALM 역설: 안정성과 수익성의 Trade-off



자료: 상상인증권

결국 이러한 상충관계에서 운용의 자유도를 결정하는 것은 자본의 절대적인 규모뿐 아니라 자본의 질이다. 보험부채를 안정적으로 매칭한 이후에도 손실흡수력이 높은 자본이 충분히 남아 있어야 위험자산 투자와 해외확장, 추가적인 성장에 자본을 배분할 수 있기 때문이다. 이 점에서 기본자본 규제의 중요성이 높아지고 있다. K-ICS에서는 후순위채와 신종자본증권 등 일정 요건을 충족하는 보완자본도 가용자본으로 인정되기 때문에 보험사는 자본성증권 발행을 통해 전체 지급여력비율을 보완할 수 있다. 그러나 규제의 방향이 손실흡수력이 높은 기본자본을 보다 중시하는 쪽으로 이동하면서 단순히 전체 K-ICS를 높이는 것만으로는 충분한 자본여력을 설명하기 어려워지고 있다.

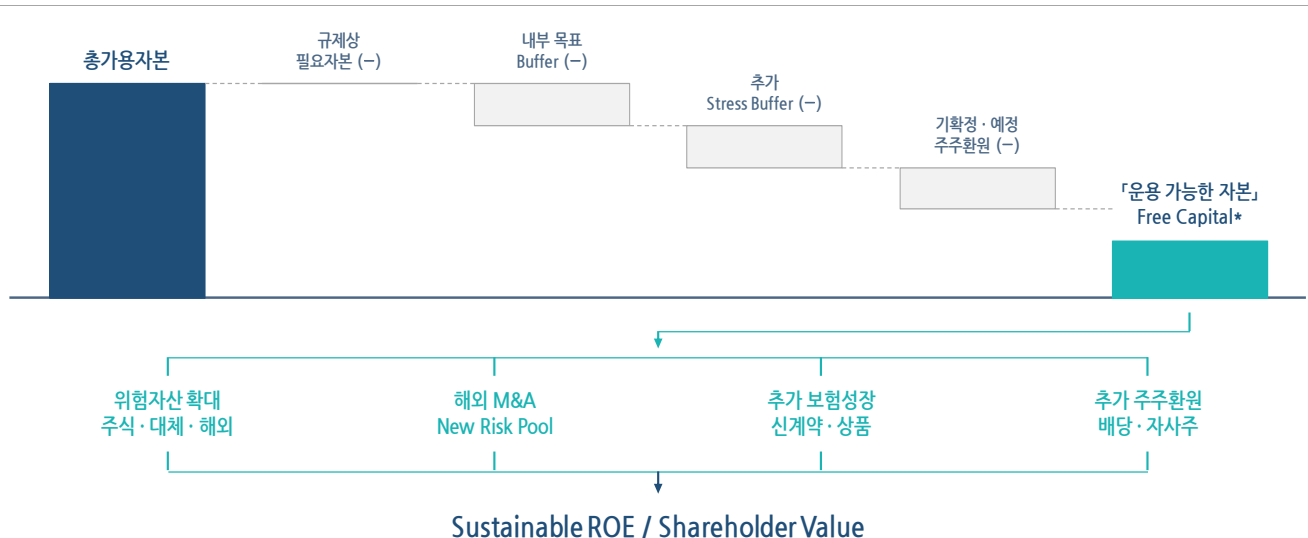
회사별로 보면 전체 K-ICS와 기본자본비율 사이에도 적지 않은 차이가 나타난다. 전체 K-ICS가 충분히 높더라도 기본자본비율이 상대적으로 낮다면 높은 자본비율 가운데 손실흡수력이 높은 자본이 차지하는 비중이 제한적일 가능성을 살펴볼 필요가 있다. 전체 K-ICS와 기본자본비율의 격차는 보완자본 활용 정도와 자본의 질을 판단하는 하나의 단서가 될 수 있다. 기본자본 중심의 규제가 강화되는 환경에서는 결국 전체 지급여력비율뿐 아니라 얼마나 질 높은 자본을 보유하고 있으며, 그 자본 가운데 실제 성장과 주주환원에 배분할 수 있는 여력이 얼마나 남아 있는가가 더욱 중요해질 전망이다.

이 변화는 보험사의 성장전략에도 직접적인 영향을 준다. 높은 수익률을 기대할 수 있는 자산에 투자하면 잠재적인 투자손익은 증가할 수 있지만 요구자본도 함께 증가한다. 새로운 보험계약을 많이 인수하면 CSM을 확보할 수 있지만 보험위험과 금리위험 역시 확대될 수 있다. 해외 보험사를 인수하면 새로운 성장동력을 확보할 수 있지만 인수대금뿐 아니라 추가적인 요구자본까지 필요하다. 주주환원을 확대하면 주주가치는 높아질 수 있지만 기본자본 Buffer는 줄어든다. 결국 보험사가 어떤 전략을 선택하더라도 자본비율과 분리해서 볼 수 없다.

따라서 보험사의 실제 성장여력을 평가할 때는 단순 K-ICS 이상의 개념이 필요하다. 예를 들어 K-ICS가 250%인 보험사라고 해도 규제상 요구되는 자본여력과 내부 관리목표, 금리 하락 스트레스, 예정된 주주환원과 신규 투자까지 고려하면 실제 자유롭게 사용할 수 있는 자본은 훨씬 적을 수 있다. 반대로 K-ICS가 상대적으로 낮아도 듀레이션 갭이 작고 기본자본의 질이 높으며 손익변동성이 낮다면 실제 자본운용의 자유도는 예상보다 높을 수 있다.

결국 보험사에서 중요한 것은 총자본이 아니라 운용 가능한 자본이다. 총 가용자본 가운데 규제상 요구되는 자본여력과 내부 관리 Buffer, 시장·금리 스트레스에 대비한 여유자본, 예정된 주주환원 등을 감안한 이후 실제 추가적인 위험을 부담할 수 있는 자본이 얼마인지 판단해야 한다. 이것이 보험사가 위험자산 투자와 해외 M&A, 신규 보험성장과 추가 주주환원 등 보다 적극적인 자본배분에 사용할 수 있는 실질적인 재원이다.

그림 113. 보험사의 총 가용자본과 실제 운용 가능한 자본



자료: 상생인증권

이 관점에서 보험사의 자본체력은 세 단계로 볼 수 있다. 첫 번째는 전체 K-ICS다. 보험사가 보유한 위험 대비 총 가용자본이 충분한지를 보여준다. 두 번째는 기본자본이다. 전체 자본 가운데 실제 손실을 우선적으로 흡수할 수 있는 질 높은 자본이 얼마나 있는지를 보여준다. 세 번째는 이러한 자본 가운데 규제와 ALM, 시장 스트레스, 주주환원 등을 고려한 이후에도 실제 추가 위험을 부담할 수 있는 자본이다. 결국 보험사의 성장 가능성을 결정하는 것은 세 번째 영역이다.

이렇게 보면 왜 일부 보험사가 높은 K-ICS를 보유하고 있음에도 공격적인 자산운용이나 대형 M&A에 나서지 않는지도 이해할 수 있다. 현재의 높은 K-ICS는 향후 금리 하락이나 할인율 현실화, 기본자본 규제 강화, 배당 확대를 모두 감당해야 하는 Buffer일 수 있다. 따라서 표면적으로는 초과자본처럼 보이는 자본도 실제로는 자유롭게 사용할 수 없는 경우가 많다. 반대로 자본변동성을 충분히 낮추고 기본자본을 안정적으로 축적하며 내부적으로 필요한 Buffer 이상의 자본을 확보한 보험사만이 보다 적극적인 투자와 해외확장에 나설 수 있다.

결국 보험사의 운용 자유도를 결정하는 것은 운용역량 이전에 부채와 자본의 구조다. 자산운용 조직이 아무리 높은 수익률을 만들어낼 능력을 갖고 있어도 그 위험을 감당할 자본이 없다면 적극적으로 운용할 수 없다. 반대로 충분한 기본자본과 안정적인 ALM 구조를 갖춘 보험사는 동일한 시장환경에서도 더 많은 위험을 감내하고 높은 수익을 추구할 수 있다. 따라서 성숙경제에서 보험사의 경쟁력은 단순한 운용수익률이 아니라 얼마나 안정적인 부채구조를 만들고, 그 부채를 감당한 뒤에도 얼마의 자본을 자유롭게 사용할 수 있는가로 이동한다.

현재 보험사의 운용재원은 보험계약부채를 기반으로 한 자산과 자기자본, 일부 자본성증권으로 구성돼 있다. 그러나 보험계약부채를 뒷받침하는 자산은 장기 지급의무와 ALM-K-ICS 제약 때문에 위험자산에 무제한 배분하기 어렵고, 후순위채와 신종자본증권 역시 기본자본 중심의 규제가 강화될수록 활용에 한계가 있다. 그렇다면 보험사가 실제 운용 가능한 자본을 늘리기 위해서는 무엇이 달라져야 하는가. 결국 다음 단계의 핵심은 자산배분뿐 아니라 자금조달과 자본구조까지 달라지는 것이다.

그림 114. 보험사의 3단계 자본체력



자료: 상상인증권

리레이팅의 조건, 자금조달부터 달라져야 한다

앞서 살펴본 것처럼 보험사가 새로운 성장동력을 만들기 위해 사용할 수 있는 자본은 표면적인 K-ICS보다 훨씬 제한적이다. 보험계약부채를 안정적으로 감당하기 위한 자본과 규제 Buffer를 제외하고도 충분한 여유가 있어야 자산운용과 해외사업, 주주환원에 추가적인 자본을 배분할 수 있기 때문이다. 그렇다면 다음 질문은 자연스럽다. 보험사가 실제 운용 가능한 자본을 늘리기 위해서는 어떤 성격의 자금을 확보해야 하는가. 이 지점부터는 자산배분뿐 아니라 자금조달 구조를 함께 볼 필요가 있다.

보험사의 조달구조는 다른 금융회사와 비교해 독특하다. 은행은 예금과 시장성 조달, 자기자본을 활용해 대출과 유가증권에 자금을 공급하고, 증권사는 자기자본과 RP·발행어음 등 다양한 시장성 조달수단을 활용해 사업을 확대한다. 반면 보험사의 가장 중요한 자금원은 보험계약 그 자체다. 고객에게 받은 보험료는 장기간 운용할 수 있다는 점에서 안정적인 자금이지만, 동시에 언젠가 보험금으로 지급해야 하는 계약자의 자금이다. 보험계약부채는 긴 만기와 상대적으로 낮은 유동성이라는 장점을 갖지만 사용 목적에서는 오히려 가장 큰 제약을 가진 자금이다.

따라서 보험사의 Funding을 단순히 표면적인 조달비용만으로 평가해서는 안 된다. 보험계약부채는 장기간 활용할 수 있는 안정적인 재원이지만 이를 이용해 위험자산을 확대하면 시장·신용위험에 대한 요구자본이 증가한다. 반대로 자본성증권과 같은 시장성 조달은 운용의 여지를 보완할 수 있지만 이자비용과 차환위험을 수반한다. 결국 보험사의 조달경쟁력은 조달금리뿐 아니라 해당 자금을 운용하는 데 필요한 규제자본과 위험비용까지 포함한 경제적 비용으로 평가할 필요가 있다.

그림 115. 최근 보험업 자본규제 및 감독방향 변화

구 분	은행	증권	보험
핵심 Funding	예금	자기자본, RP, 발행어음 등	보험계약부채
조달 특성	대규모, 상대적으로 안정적	시장성 조달 활용도 높음	장기·저유동성 자금
주요 운용처	대출, 유가증권	신용공여, IB, Trading	채권, 대출, 주식, 대체 등
자금 사용 제약	유동성, RWA 규제	NCR, 레버리지 규제	ALM, K-ICS, 계약지급의무
성장의 핵심	예금 → RWA 배분	자본·조달 → 수익자산 확대	부채를 감당하고 남는 자본의 배분
Funding 평가기준	조달금리, 유동성	조달비용, 레버리지	조달비용 + 요구자본 + ALM 비용

자료: 상상인증권

이 점에서 보험계약부채는 보험사에 가장 큰 경쟁력이면서 동시에 가장 큰 제약이다. 장기간 안정적인 자금을 제공하기 때문에 보험사는 수십 년의 투자기간을 확보할 수 있지만, 그 자금이 계약자의 권리와 연결돼 있기 때문에 적극적인 위험부담에는 한계가 있다. 따라서 성숙경제에서 보험사가 자산운용 기능을 강화하려면 모든 보험계약부채를 동일한 방식으로 운용하기보다 부채의 성격에 따라 운용 목적을 구분할 필요가 있다. 장기 보험계약에서 발생하는 부채에 대해서는 지금처럼 충분한 ALM과 유동성 관리를 통해 보험금 지급능력을 우선해야 하지만, 그 밖의 재원은 높은 수익률을 추구하는 방향으로 활용할 수 있어야 한다.

이러한 관점에서는 보험사의 자산을 두 개의 포트폴리오로 나누는 것만큼 자금 역시 두 개의 층위로 나눠 볼 필요가 있다. 첫 번째는 보험부채를 감당하기 위한 Liability Funding이다. 장기 보험계약에서 발생하는 현금흐름을 안정적으로 충당하기 위한 재원으로, 높은 유동성과 낮은 신용위험, 충분한 듀레이션 매칭이 중요하다. 두 번째는 초과수익을 추구할 수 있는 Growth Funding이다. 자기자본과 일정 수준 이상의 초과자본, 그리고 성격이 명확한 시장성 조달을 통해 확보된 재원으로 보다 적극적인 자산운용과 해외사업, M&A 등에 활용할 수 있다.

그림 116. 보험사의 Funding 구조



자료: 상상인증권

그림 117. Liability Funding과 Growth Funding 비교

구 분	Liability Funding	Growth Funding
목적	보험부채 안정적 충당	추가 ROE 창출
주요 재원	보험계약부채	기본자본, 초과자본, 시장성 조달
운용 우선순위	ALM, 현금흐름 매칭	리스크조정수익률
주요 운용처	장기채, 우량 Credit, 대출	주식, 대체, 해외, M&A
핵심 제약	지급의무, 듀레이션, K-ICS	자본소모, 조달비용, 시장위험
평가기준	Capital Stability	Capital Productivity

자료: 상상인증권

현재 국내 보험사의 문제는 이 두 영역이 충분히 분리되어 있지 않다는 점이다. 총자산과 가용자본은 크지만 실제로 새로운 위험을 부담할 수 있는 자원은 제한적이다. K-ICS가 높다고 해서 그 차이를 모두 해외투자나 위험자산 확대에 사용할 수 있는 것도 아니다. 향후 금리 하락과 할인을 현실화, 기본자본 규제, 예정된 배당과 자사주 소각, 잠재적인 보험금 증가를 모두 고려하면 표면적으로 보이는 초과자본의 상당 부분은 사실상 Buffer에 가깝다. 결국 보험사의 자본력을 제대로 평가하기 위해서는 전체 K-ICS에서 출발하되, 기본자본과 스트레스 이후 자본비율을 거쳐 실제 사용할 수 있는 자본까지 좁혀 들어갈 필요가 있다.

후순위채와 신종자본증권 등 자본성 조달수단의 역할도 같은 관점에서 볼 필요가 있다. 이러한 증권은 일정 범위 내에서 가용자본으로 인정되기 때문에 자본비율을 방어하는 데 유용하지만, 조달금리와 차환위험이 존재한다는 점에서 내부에서 축적된 자기자본과 동일한 성격의 자금은 아니다. 특히 기본자본의 중요성이 높아질수록 보완자본 발행만으로 장기간 운용여력을 확대하는 데에는 한계가 있다.

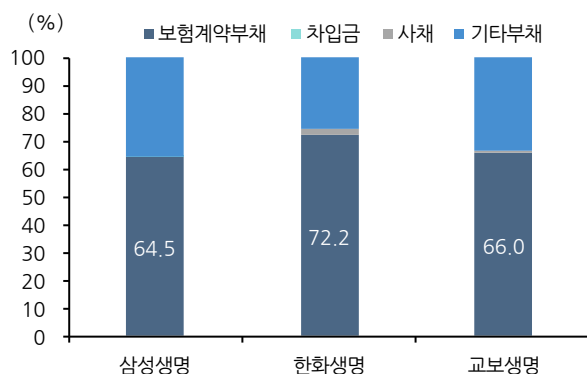
더 중요한 것은 조달한 자본의 수익성이다. 높은 금리로 자본성증권을 발행한 뒤 해당 자금을 낮은 수익률의 장기채에 운용한다면 K-ICS에는 도움이 될 수 있어도 주주 관점의 ROE는 오히려 낮아질 수 있다. 반대로 조달비용 이상의 수익률을 확보하기 위해 위험자산을 크게 늘리면 요구자본이 다시 증가한다. 결국 자본성 조달은 단순한 자본비율 방어수단이 아니라 조달비용과 추가적인 투자수익률의 차이를 함께 판단해야 하는 자본배분 문제다.

그림 118. 기본자본과 보완자본 비교

구 분	기본자본	보완자본
주요 구성	보통주자본, 이익잉여금 등	후순위채, 일부 자본성증권 등
손실흡수력	높음	상대적으로 제한
K-ICS 기여	가용자본 확대	일정 범위 내 가용자본 보완
조달비용	내부유보는 직접 이자비용 없음	이자비용 발생
차환위험	낮음	만기, 차환위험 존재
기본자본 규제 대응	직접적	제한적
성장자원으로서의 의미	장기적인 위험부담 능력의 기반	자본비율 방어, 보완 기능

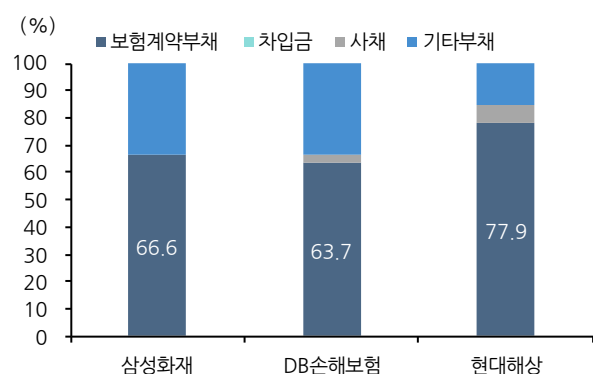
자료: 상상인증권

그림 119. 주요 생명보험사 부채 비중('25년 기준)



자료: Quantwise, 상상인증권

그림 120. 주요 손해보험사 부채 비중('25년 기준)



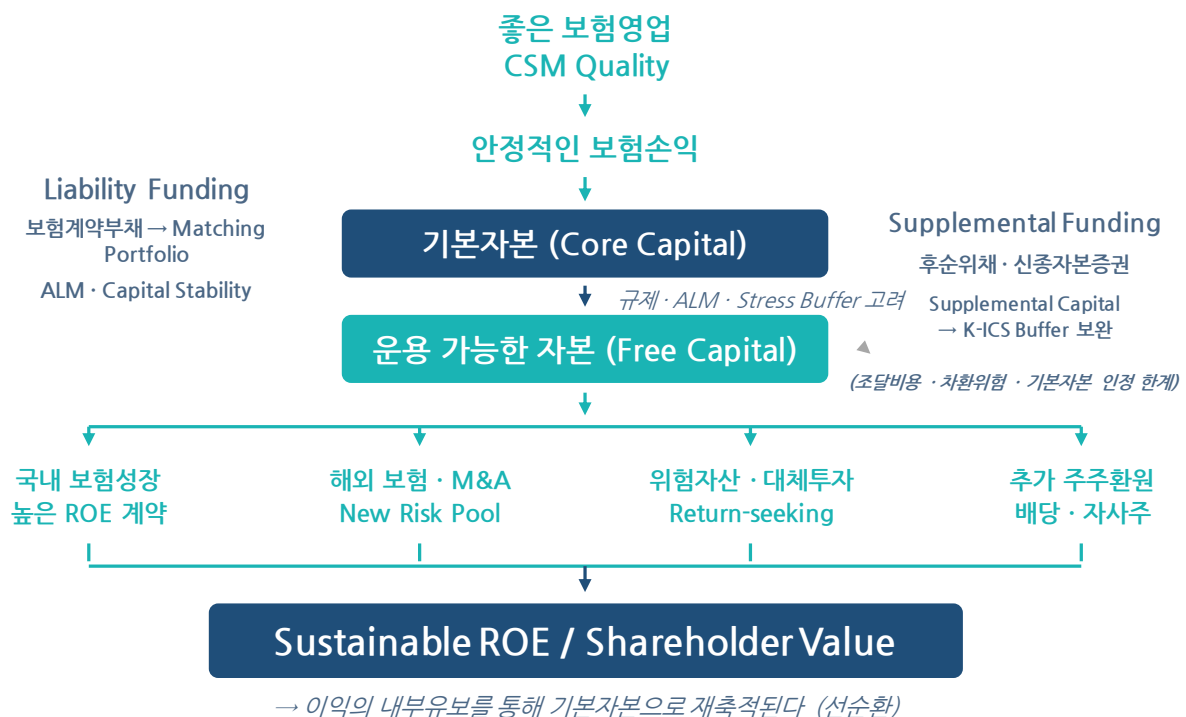
자료: Quantwise, 상상인증권

따라서 보험사의 자금조달 전략은 앞으로 '얼마나 많이 조달하느냐'보다 '어떤 위험을 부담할 자금을 어떻게 조달하느냐'로 이동할 필요가 있다. 장기 보험부채와 이에 대응하는 자산은 안정적으로 매칭하고, 해외 M&A나 위험자산 확대 등 추가적인 성장전략은 가능한 한 자기자본과 충분한 초과자본을 기반으로 해야 한다. 이를 위해서는 우선 기존 보험사업에서 안정적인 이익을 축적해 기본자본을 늘리는 것이 가장 중요하다. 결국 보험사가 지속적으로 높은 ROE를 유지하면서 이익잉여금을 축적하는 것이 가장 질 높은 Funding이 된다.

이 점에서 CSM Quality와 자금조달은 별개의 문제가 아니다. 수익성이 높은 계약을 확보하고 예실차와 가정변경을 안정적으로 관리하면 보험손익의 예측 가능성이 높아지고, 이익의 지속적인 축적은 결국 기본자본을 강화한다. 반대로 무리한 신계약 확대 이후 손해율과 유지율이 악화되면 미래이익뿐 아니라 자본의 안정성까지 훼손될 수 있다. 결국 보험사가 추가적인 운용여력을 확보하기 위해서도 출발점은 좋은 보험계약이다. 좋은 보험영업이 안정적인 이익을 만들고, 안정적인 이익이 자본을 축적하며, 그 자본이 다시 성장투자과 자산운용의 기반이 되는 구조다.

기존에는 보험사의 경쟁력을 보험영업과 자산운용이라는 두 영역으로 나눠 보는 경우가 많았다. 그러나 성숙경제에서는 두 영역을 하나의 자본순환 과정으로 볼 필요가 있다. 보험영업에서 만들어낸 이익을 어느 정도 내부에 축적하고, 어느 정도를 새로운 사업과 자산에 재투자하며, 어느 정도를 주주에게 환원할 것인가가 결국 하나의 자본배분 문제로 연결되기 때문이다.

그림 121. 보험사의 자본순환 구조



자료: 상상인증권

주주환원 역시 자본배분의 한 축으로 봐야 한다. 보험사가 충분한 기본자본을 확보했지만 국내외에서 자본비용 이상의 수익을 낼 수 있는 투자처가 없다면, 그 자본을 계속 보유하는 것은 반드시 최선의 선택이 아니다. 초과자본을 배당과 자사주 소각으로 주주에게 돌려주는 것이 오히려 ROE와 기업가치를 높일 수 있다. 반대로 해외시장이나 자산운용에서 높은 리스크조정수익률을 확보할 수 있다면 단기적인 주주환원을 일부 낮추더라도 성장에 자본을 재투자하는 것이 장기 주주가치에 더 유리할 수 있다. 결국 중요한 것은 배당성향 자체가 아니라 자본이 가장 높은 한계수익률을 얻을 수 있는 곳으로 이동하고 있는가다.

은행주의 최근 리레이팅이 시사하는 바도 여기에 있다. 은행의 성장률 자체가 크게 높아진 것은 아니지만 CET1을 중심으로 필요한 자본과 초과자본을 구분하고, 초과자본을 반복적으로 주주에게 환원하는 정책에 대한 신뢰가 높아지면서 밸류에이션이 변화했다. 보험사 역시 장기적으로 같은 질문을 받게 될 것이다. K-ICS와 기본자본을 어느 수준까지 유지할 것인지, 그 이상의 자본을 주주환원과 성장투자에 어떻게 배분할 것인지, 그리고 성장투자의 기대수익률이 실제 자본비용을 상회하는지를 시장에 명확하게 보여줘야 한다.

다만 보험은 은행보다 이 과정이 훨씬 어렵다. 보험부채가 금리와 계리적 가정에 따라 움직이고 K-ICS 역시 시장환경 변화에 민감하기 때문이다. 오늘의 초과자본이 내일도 초과자본일 것이라는 보장이 없다. 할인율이 낮아지거나 손해율 가정이 보수적으로 바뀌면 보험부채가 증가하면서 여유자본이 빠르게 줄어들 수 있다. 따라서 보험사의 자본정책에는 은행보다 더 큰 Buffer가 필요하고, 주주환원과 성장투자 역시 장기간의 스트레스 상황을 감안해 결정해야 한다. K-ICS의 절대 수준보다 안정성이 중요한 이유도 여기에 있다.

그림 122. 은행과 보험의 자본관리 구조 비교

구 분	은행	보험
핵심 자본지표	CET1	K-ICS, 기본자본
필요자본 판단	RWA 대비 자본	자산, 부채, 요구자본 동시 고려
초과자본 가시성	상대적으로 높음	금리, 계리가정에 따라 변동
주요 자본충격	대손비용, RWA 증가	금리, 할인율, 손해율, 시장위험
자산배분	대출성장, 비은행 투자, 주주환원	보험성장, 해외 M&A, 자산운용, 주주환원
주주환원 조건	CET1 Buffer 이상	기본자본 + ALM + Stress Buffer 이상
리레이팅 조건	초과자본의 반복적 환원	안정적 자본 + 예측 가능한 자본배분

자료: 상상인증권

그렇기 때문에 보험업종의 구조적인 리레이팅은 단순한 규제 완화만으로 만들어지기 어렵다. 할인을 현실화의 속도가 늦춰지거나 K-ICS 규제 기준이 일부 낮아지면 단기적으로 자본부담은 완화될 수 있다. 하지만 이는 보험사의 운용경쟁력이 높아졌다는 의미는 아니다. 오히려 규제 완화로 확보된 여유자본을 다시 무리한 신계약 경쟁이나 낮은 수익성의 자산에 투입한다면 장기 기업가치는 개선되지 않는다. 최근 감독당국이 일부 자본규제 부담을 완화하는 동시에 기본자본과 ALM 규제를 강화하고 있는 것도 같은 맥락으로 볼 수 있다. 단순히 더 많은 자본을 보유하게 하는 것이 아니라, 자본을 보다 안정적으로 유지하도록 경영구조를 바꾸는 방향이다.

결국 보험사의 자금조달 다변화가 필요하다는 주장 역시 무조건적인 레버리지 확대를 의미해서는 안 된다. 보험사가 은행이나 증권사처럼 단기 시장성 조달을 크게 늘리는 것은 오히려 유동성위험을 키울 수 있다. 보험업의 장점은 장기부채를 기반으로 장기투자가 가능하다는 데 있기 때문이다. 따라서 필요한 것은 보험계약부채의 장점을 버리는 것이 아니라, 장기 보험부채와 다른 성격의 위험을 부담할 수 있는 재원을 보완적으로 확보하는 것이다. 자금의 만기와 사용 목적을 맞추고, 조달원별로 위험한도를 구분하는 방향이 보다 현실적이다.

예를 들어 보험계약부채에 대응하는 포트폴리오는 장기채와 우량 크레딧 중심으로 ALM을 유지하고, 자기자본과 충분한 초과자본은 주식이나 해외자산, 대체투자, 전략적 지분투자에 활용할 수 있다. 해외 보험사 M&A도 보험계약부채를 직접적으로 활용하기보다 자본과 장기적인 이익창출 능력을 바탕으로 접근해야 한다. 이 경우 보험사의 자산운용을 단순한 자산별 비중이 아니라 Funding-Asset Matching의 관점에서 분석할 필요가 생긴다. 어떤 돈으로 어떤 자산을 샀는지를 함께 봐야 한다는 의미다.

그림 123. 보험사의 자금원천별 목적 및 자산배분

구 분	자금의 성격	우선 목적	적합한 운용	핵심 관리지표
보험계약부채	장기, 계약지급의무	Liability Matching	장기채, 우량 Credit, 대출	듀레이션갭, 유동성, K-ICS
기본자본	손실흡수력 높은 자기자본	성장 + 위험흡수	보험성장, 대체 등 투자	Risk-adjusted ROE
초과자본	Buffer 초과 잉여재원	높은 한계수익률 추구	전략적 투자, 위험자산	ROE vs COE
보완자본/시장성 조달	비용, 차환위험 존재	자본 Buffer 보완	목적과 만기에 맞는 활용	조달비용, 차환위험

자료: 상상인증권

이러한 구조가 자리 잡으면 보험사의 밸류에이션 기준도 바뀔 수 있다. 과거 보험주의 저평가는 본업 성장성 부족, 금리 민감도, 복잡한 회계구조, 낮은 주주환원 등이 복합적으로 작용한 결과였다. IFRS17 도입 이후 미래이익은 CSM으로 보다 명확하게 보이기 시작했지만, CSM이 가정과 경험차이에 따라 크게 움직이고 자본 역시 시장금리에 따라 재평가되면서 불확실성은 완전히 사라지지 않았다. 결국 구조적인 리레이팅을 위해 필요한 것은 단순히 숫자가 잘 보이는 것이 아니라 그 숫자가 얼마나 안정적으로 유지되고, 그 자본이 실제 주주가치로 연결되는지가 확인되는 것이다.

해외 보험사와 비교해도 이 점은 분명하다. 국내 보험사는 일부 손해보험사를 중심으로 높은 ROE를 기록하고 있음에도 글로벌 보험사 대비 밸류에이션 할인 폭이 존재한다. 특히 국내 보험사는 제한적인 성장성과 낮은 총주주환원율이 할인요인으로 작용하고 있다. 결국 시장이 ROE 개선에도 보험사에 프리미엄을 부여하지 않는 이유는 그 ROE가 얼마나 지속가능하고, 확보된 자본을 앞으로 어디에 사용할 것인지에 대한 신뢰까지 필요하기 때문이다.

국내 보험업의 다음 단계는 단순히 보험을 더 많이 판매하는 것이 아니다. 국내 본업에서는 신계약의 양보다 계약의 질과 유지율, 손해율을 안정적으로 관리해 좋은 보험부채를 확보해야 한다. 동시에 자산에서는 장기부채에 대응하는 ALM 포트폴리오와 초과수익을 추구하는 운용 포트폴리오를 구분하고, 이를 뒷받침할 기본자본과 별도의 성장재원을 확보해야 한다. 해외사업 역시 외형 확대보다 해당 투자에서 발생하는 ROE와 자본소모를 함께 봐야 한다. 그리고 이러한 모든 선택의 마지막에는 배당과 자사주 소각을 포함한 주주환원이 존재한다.

그림 124. 달라지는 보험사의 평가기준

기존 평가 기준	변화된 평가 기준
신계약 성장률	CSM Quality, 지속성
당기 ROE	Sustainable ROE
K-ICS Level	Capital Stability, 기본자본
투자수익률	Risk-adjusted Return
자산규모	Free Capital, Capital Productivity
배당성향	성장투자와 환원을 포함한 Capital Allocation

자료: 상상인증권

결국 보험사의 자본배분은 세 가지 선택지로 단순화할 수 있다. 보험 본업에 재투자할 것인가, 새로운 자산과 해외사업에 투자할 것인가, 아니면 주주에게 돌려줄 것인가. 어떤 선택이 항상 옳은 것은 아니다. 중요한 것은 각 선택에서 기대되는 수익률과 필요한 자본을 비교해 가장 높은 리스크조정수익률을 만들어내는 방향으로 자본이 이동하는 것이다. 성숙경제에서 보험사의 경쟁력은 더 이상 얼마의 보험료를 받았는가가 아니라, 이러한 자본배분을 얼마나 일관되고 효율적으로 수행하는가에서 결정될 가능성이 높다.

이 기준에서 보면 보험업종의 최근 펀더멘털 개선을 그대로 산업 전체의 리레이팅으로 연결하기에는 아직 이른다. 자동차보험과 실손보험 제도 개선으로 보험손익은 반등할 수 있고, 신계약 경쟁 완화는 CSM Quality와 기본자본에 긍정적인 영향을 줄 수 있다. 시장금리 수준 역시 일부 보험사의 K-ICS와 순자산 부담을 낮추고 있다. 그러나 이러한 변화는 아직 대부분 기존에 악화됐던 손익과 자본을 정상화시키는 과정이다. 보험산업이 새로운 성장산업으로 전환됐다고 평가하기 위해서는 그 이후의 자본 활용까지 확인할 필요가 있다.

결국 보험업종의 진정한 리레이팅은 Earnings Recovery가 아니라 Business Model의 변화에서 나와야 한다. 본업의 마진을 정상화하는 것을 넘어 국내에서 확보한 자본을 해외보험, 자산운용, 신규사업과 주주환원 가운데 가장 효율적인 곳으로 재배치하고, 그 결과 지속가능 ROE가 구조적으로 높아져야 한다. 그리고 이러한 성장을 뒷받침하기 위해 보험계약부채와 초과자본을 구분하고, 각각의 성격에 맞는 자산운용 전략을 구축할 필요가 있다.

그림 125. 보험사의 자본배분과 리레이팅 조건



자료: 상상인증권

성숙경제에서 좋은 보험사의 기준도 결국 달라질 것이다. 좋은 보험사는 신계약 CSM이 가장 많은 회사도, K-ICS가 가장 높은 회사도, 한 해 투자손익이 가장 큰 회사도 아니다. 수익성 높은 계약을 확보하고, 그 계약에서 만들어진 미래이익을 안정적으로 지키며, 금리와 제도 변화에도 자본이 크게 흔들리지 않고, 그 과정에서 확보한 초과자본을 가장 높은 수익률을 낼 수 있는 곳에 재배치하는 회사가 좋은 보험사에 가깝다.

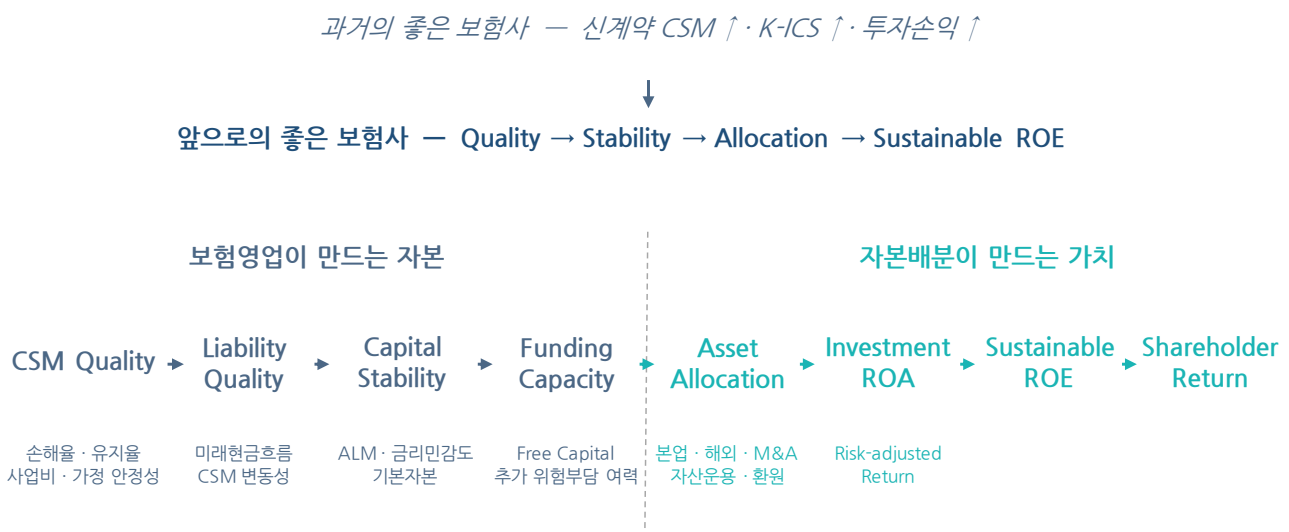
이러한 흐름을 하나로 연결하면 보험사의 기업가치는 결국 다음과 같은 구조로 수렴한다.

CSM Quality → Liability Quality → Capital Stability → Funding Capacity → Asset Allocation
→ Investment ROA → Sustainable ROE → Shareholder Return

IFRS17이 보험산업에 가져온 가장 큰 변화는 단순히 CSM이라는 새로운 숫자를 만들어낸 것이 아니다. 보험계약에서 시작된 미래 현금흐름이 보험부채가 되고, 그 부채가 자산배분을 결정하며, 자산과 부채의 차이가 자본을 흔들고, 그 자본의 여유가 다시 성장과 주주환원의 범위를 결정한다는 사실을 보다 명확하게 보여줬다는 데 의미가 있다. 결국 보험사의 영업, 운용, 자본정책은 서로 분리된 의사결정이 아니라 하나의 연결된 구조다.

성숙경제에서 보험산업이 살아남는 방식 역시 이 연결고리 안에서 찾아야 한다. 국내 보험 본업이 더 이상 높은 외형성장을 보장하지 않는다면 신계약 경쟁을 통해 성장을 억지로 만들어낼 필요는 없다. 좋은 계약을 선별하고, 안정적인 보험부채를 확보하며, 그 부채를 감당하는 데 필요한 자본을 최소화하고, 남은 자본은 국내외에서 가장 높은 리스크조정수익률을 만들 수 있는 곳에 배분해야 한다. 투자할 곳이 없다면 주주에게 돌려주는 것 역시 하나의 자본운용이다.

그림 126. 보험사의 가치창출 구조



자료: 상상인증권

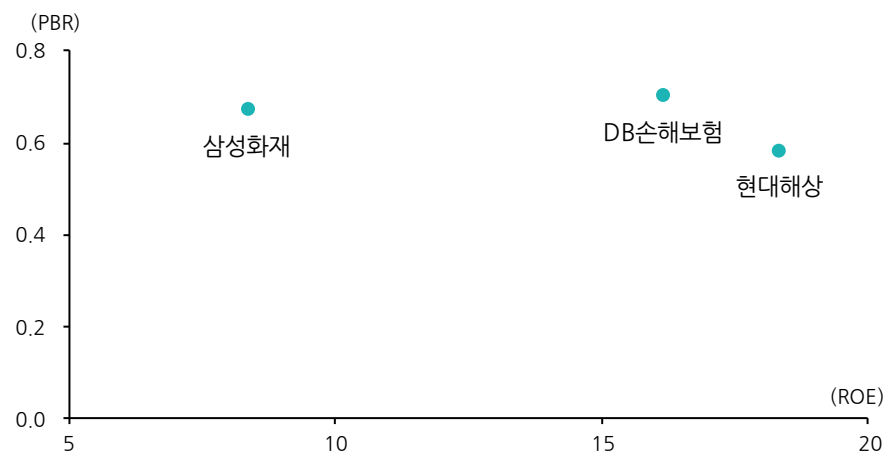
따라서 우리가 말하고자 하는 방향은 보험업이 자산운용업으로 바뀌어야 한다는 단순한 주장과는 다르다. 보험사의 본질인 위험인수와 계약자 보호를 유지하면서도, 그 위에서 확보된 자본의 생산성을 지금보다 높여야 한다는 의미에 가깝다. 보험영업과 자산운용 중 하나를 선택하는 것이 아니라 좋은 보험영업이 좋은 자본을 만들고, 좋은 자본이 더 높은 운용수익과 성장으로 연결되는 구조를 만들어야 한다.

결국 성숙경제에서 보험사의 다음 성장은 더 많은 보험료에서 나오기보다 더 좋은 부채, 더 안정적인 자본, 더 효율적인 자본배분에서 나올 가능성이 높다. 보험손익의 반등은 이 과정의 출발점일 뿐이다. 시장이 보험사에 새로운 밸류에이션을 부여하기 위해서는 그 반등으로 확보한 자본이 실제로 ROE의 구조적 상승과 주주가치 제고로 연결되는 것을 확인해야 한다.

그래서 보험업종의 리레이팅은 아직 멀었다. 다만 방향은 이전보다 분명해지고 있다. 보험을 얼마나 많이 파느냐가 아니라, 좋은 부채를 얼마나 확보하고 그 위에서 만들어진 자본을 얼마나 잘 쓰느냐. 앞으로 보험사의 경쟁력은 결국 그 질문에 대한 답으로 결정될 것이다.

그림 127. 커버리지 보험사 2026E ROE-PBR 산점도

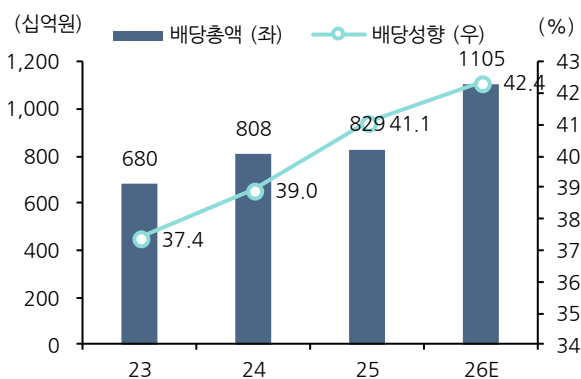
높은 ROE만으로는 충분하지 않고,
자본안정성과 지속가능성이 PBR
차별화를 결정



주: 2026년 9월 9일 종가 기준

자료: 상상인증권

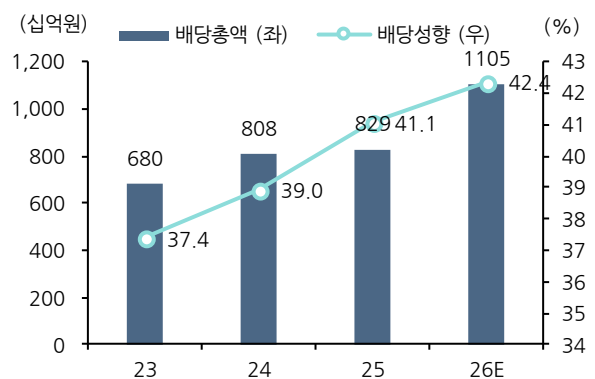
그림 128. 삼성화재 배당총액·배당성향 추이 및 전망



주: 우선주배당 포함

자료: 상상인증권

그림 129. DB손해보험 배당총액·배당성향 추이 및 전망



주: 우선주배당 포함

자료: 상상인증권

경제·보험 성장의 다음 국면, 축적에서 배분으로

04

기업분석

| 삼성화재 BUY, 목표주가 800,000 원

| DB손해보험 BUY, 목표주가 225,000 원

| 현대해상 Hold, 목표주가 66,000 원

삼성화재 000810

Analyst 김현수 | 금융

02-3779-3969, hyunsoo.kim@sangsanginib.com

쌓인 자본, 이제는 배분으로 증명할 차례

BUY 유지

목표주가 유지 800,000원

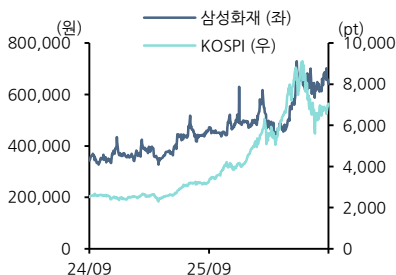
증가(26.09.09) 641,000원

상승여력 24.8%

Stock Data

KOSPI(09/09)	7,051.6pt
시가총액	286,190억원
액면가	500원
52 주 최고가	730,000원
52 주 최저가	436,500원
외국인지분율	57.7%
90 일 일평균거래대금	834억원
주요주주지분율	
삼성생명보험 (외 6 인)	19.6%
유동주식비율	69.6%

Stock Price



Quantity보다 Quality, 본업의 회복

2026년 보험손익은 1.90조원으로 전년 대비 24.7% 증가할 것으로 전망한다. 다만 이를 보험 본업의 구조적인 성장률 상승으로 해석하기보다는 지난해 훼손됐던 손익의 정상화 과정으로 볼 필요가 있다. 장기보험손익은 1.57조원으로 4.3% 증가하는 데 그치고 CSM 상각익도 전년 대비 소폭 감소하는 반면, 자동차보험의 흑자전환과 일반보험의 이익 확대가 전체 보험손익 개선을 이끌 전망이다.

투자손익이 만드는 두 번째 성장축

본업이 정상화되는 동안 삼성화재의 추가 이익성장은 자산운용과 해외보험에서 나타날 가능성이 높다. 특히 캐노피우스 지분 확대는 단순 금융자산 투자와 달리 새로운 해외 Risk Pool에서 반복적인 보험이익을 확보할 수 있다는 점에서 의미가 있다. 동시에 삼성전자 지분가치 상승은 투자손익보다는 우선 OCI와 자본을 크게 확대시키는 요인이라는 점을 구분해서 볼 필요가 있다. 보유자산의 가치가 높아졌다는 사실보다 이를 배당수익, 자산운용 등으로 얼마나 전환할 수 있는지가 다음 이익성장을 결정할 전망이다.

높아진 자본, 중요한 것은 활용

삼성화재의 가장 큰 강점은 이제 자본의 부족이 아니라 자본배분의 선택지가 넓다는 데 있다. 삼성전자 지분가치 상승을 반영해 당사는 2026년 지배주주자본을 37.8조원, BPS를 949,913원으로 전망하지만, 급격한 자본 증가로 ROE는 오히려 8.3%까지 낮아질 것으로 추정한다. 향후에는 충분한 자본안정성을 유지한 가운데 해외보험과 자산운용에 자본을 재투자할 것인지, 또는 배당과 자사주 소각을 확대할 것인지에 대한 선택이 중요하며, 향후 추가 리레이팅의 조건은 자본의 크기보다 ROE를 회사가 제시한 중장기 11~13% 수준으로 다시 끌어올릴 수 있는 자본 활용 전략의 구체화라고 판단한다.



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	DPS (원)	배당수익률 (%)
2024	N/A	2,735	2,074	50,783	390,812	7.1	0.9	19,000	5.3
2025	N/A	2,773	2,018	49,362	533,694	10.1	0.9	19,500	3.9
2026E	N/A	3,664	2,609	63,746	949,913	10.1	0.7	26,000	4.1
2027E	N/A	4,058	2,880	70,163	1,016,401	9.1	0.6	32,000	5.0
2028E	N/A	4,216	2,981	72,418	1,079,899	8.9	0.6	36,000	5.6

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

표 1. 삼성화재 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구 분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26F	2025	2026E	2027F
보험손익	499	472	369	180	535	553	445	363	1,520	1,895	1,921
장기보험손익	419	414	384	291	440	440	383	310	1,508	1,573	1,612
CSM 상각	406	406	416	392	400	403	379	394	1,621	1,577	1,531
RA 변동	45	47	52	55	54	59	57	57	199	227	233
예실차	-16	19	-45	-127	-9	-14	-15	-68	-169	-105	-24
기타	-15	-58	-40	-30	-4	-8	-38	-74	-143	-125	-127
자동차보험손익	30	1	-65	-125	-10	30	15	30	-159	66	85
일반보험손익	50	57	50	14	105	83	47	22	171	256	224
투자손익	291	355	332	235	362	426	511	433	1,213	1,732	2,099
영업이익	816	835	702	420	914	989	956	805	2,773	3,664	4,058
영업외손익	6	8	5	-9	-56	4	4	-4	10	-52	-21
세전이익	822	843	708	411	858	993	961	800	2,783	3,612	4,037
법인세비용	213	204	169	176	223	254	303	222	763	1,001	1,154
당기순이익	609	638	538	234	635	739	658	579	2,020	2,611	2,883
지배주주순이익	608	637	538	235	635	738	658	578	2,018	2,609	2,880

자료: 상상인증권

표 2. 삼성화재 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)		
Cost of Equity (A)	9.69	중목 조정 +3.3%
Risk-free rate	3.91	국고채(3 년물) 수익률
Market risk premium	7.09	시장 기대수익률 - 국고채(3 년물) 수익률
Beta	0.35	삼성화재 52 주 베타
ROE (B)	8.34	2026E ROE
Growth Rate (C)	1.00	
Target P/B (E)	0.84	$E = [(B-C)/(A-C)]$
BPS (원)	949,913	2026E BPS
Target Price (원)	800,000	
현 주가 (원)	641,000	
상승여력 (%)	24.8	

자료: 상상인증권

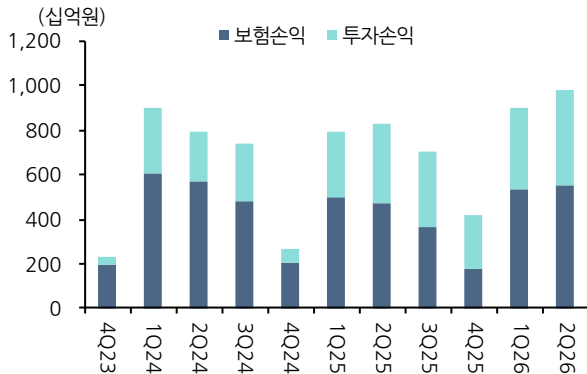
표 3. 삼성화재 CSM Movement

(단위: 십억원, 배, %)

구 분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
기초 CSM	14,074	14,333	14,578	15,008	14,168	14,469	14,595	14,858	14,074	14,168	14,050
신계약 CSM	702	720	767	710	627	616	652	630	2,898	2,524	2,539
이자부리	122	125	126	129	119	121	121	130	14,168	14,050	14,126
CSM 조정	-159	-194	-47	-1,287	-44	-208	-130	-1,174	-1,686	-1,556	-1,422
CSM 상각	-406	-406	-416	-392	-400	-403	-379	-394	-1,621	-1,577	-1,531
기말 CSM	14,333	14,578	15,008	14,168	14,469	14,595	14,858	14,050	14,168	14,050	14,126
CSM 배수 (배)	11.8	13.7	14.9	13.9	14.1	13.6	15.1	14.2	13.5	14.2	14.1
CSM 상각률 (%)	2.7	2.7	2.7	2.5	2.7	2.7	2.5	2.5	10.6	10.4	10.2

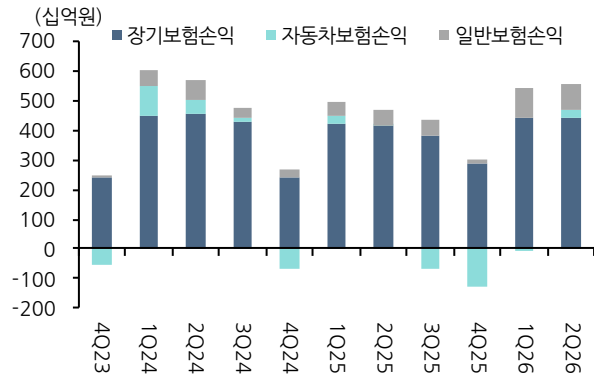
자료: 상상인증권

그림 1. 삼성화재 분기별 영업이익 추이



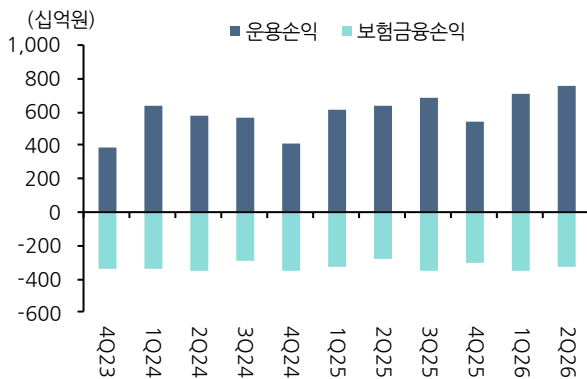
자료: 상상인증권

그림 2. 삼성화재 종류별 보험손익 추이



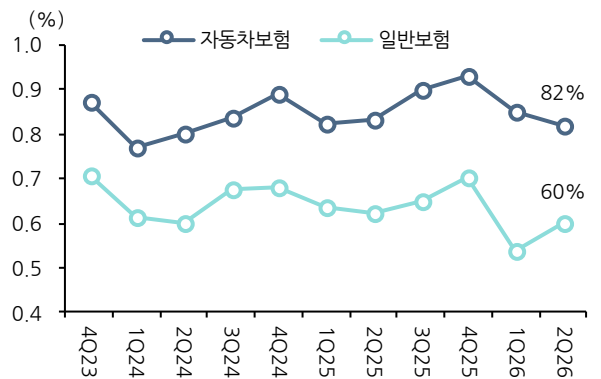
자료: 상상인증권

그림 3. 삼성화재 분기별 투자손익 추이



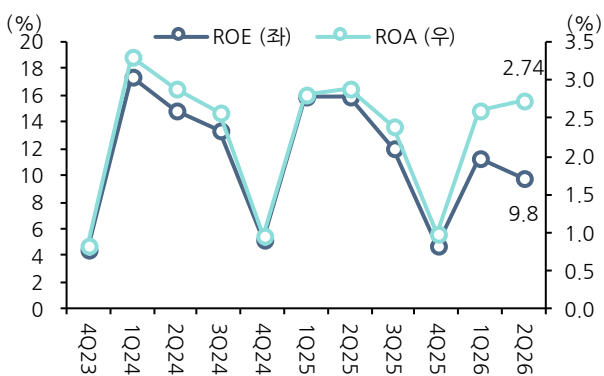
자료: 상상인증권

그림 4. 삼성화재 분기별 위험손해율 추이



자료: 상상인증권

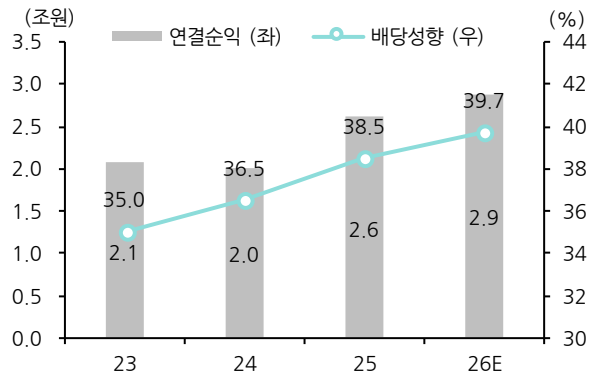
그림 5. 삼성화재 분기별 ROE 및 ROA 추이



주: 분기 평잔 기준

자료: 상상인증권

그림 6. 삼성화재 연결손익과 배당성향 추이 및 전망



자료: 상상인증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	1,889	1,560	1,931	1,959	2,042
장기보험손익	1,578	1,508	1,573	1,612	1,690
CSM 상각	1,612	1,621	1,577	1,531	1,569
신계약	48	40	36	37	39
보유계약	1,564	1,581	1,540	1,494	1,531
RA 변동	165	199	227	233	239
예실차	81	-169	-105	-24	1
보험금 예실차	146	-125	-40	51	79
사업비 예실차	-66	-44	-65	-75	-77
기타보험손익	-281	-143	-125	-127	-120
자동차보험손익	96	-159	66	85	74
자동차보험수익	5,619	5,565	5,430	5,317	5,302
자동차보험비용	5,524	5,724	5,364	5,232	5,227
일반보험손익	176	171	256	224	241
일반보험수익	1,638	1,738	1,907	1,906	1,901
일반보험비용	1,462	1,567	1,650	1,682	1,660
기타연결보험손익	40	40	36	38	37
투자손익	845	1,213	1,732	2,099	2,174
보험금융손익	2,183	2,474	3,040	3,397	3,536
기타금융손익	-1,337	-1,261	-1,307	-1,298	-1,362
영업이익	2,735	2,773	3,664	4,058	4,216
영업외손익	10	10	-52	-21	-36
세전이익	2,745	2,783	3,612	4,037	4,179
법인세비용	668	763	1,001	1,154	1,196
당기순이익	2,077	2,020	2,611	2,883	2,983
지배주주순이익	2,074	2,018	2,609	2,880	2,981

주요 재무지표

(단위:십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업이익 비중 (%)					
보험손익	69.1	56.2	52.7	48.3	48.4
장기보험손익	57.7	54.4	42.9	39.7	40.1
자동차보험손익	3.5	-5.7	1.8	2.1	1.8
일반보험손익	6.4	6.2	7.0	5.5	5.7
투자손익	30.9	43.8	47.3	51.7	51.6

성장성 (%)

보험손익	-4.4	-17.4	23.8	1.4	4.2
투자손익	101.8	43.5	42.8	21.2	3.6
영업이익	12.6	1.4	32.1	10.8	3.9
순이익	14.0	-2.7	29.2	10.4	3.5
자산총계	2.6	10.5	21.7	4.1	3.7
부채총계	4.1	4.9	5.8	2.7	2.5

CSM 지표

신계약 CSM (십억원)	3,451	2,898	2,524	2,539	2,685
CSM 전환배수 (배)	11.0	10.6	10.4	10.2	10.3
CSM 상각률 (%)	9.0	10.4	9.7	9.7	9.9

재무상태표

(단위:십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	83,836	92,487	112,830	117,454	121,804
현금 및 예치금	3,103	3,410	2,641	2,662	2,683
유가증권	50,826	58,880	80,245	84,057	87,651
대출채권	27,068	27,758	27,489	28,280	29,015
부동산	2,840	2,438	2,455	2,455	2,455
비운용자산	3,342	3,827	4,543	4,682	4,865
특별계정자산	91	136	228	237	247
자산총계	87,268	96,450	117,373	122,135	126,669
책임준비금	65,327	66,540	64,782	66,645	68,378
보험계약부채	51,788	49,050	45,758	47,155	48,366
BEL	31,408	28,495	25,449	26,549	27,249
RA	1,942	2,111	2,014	2,106	2,215
CSM	14,074	14,168	14,050	14,126	14,416
PAA	4,363	4,276	4,244	4,374	4,486
재보험계약부채	0	0	0	0	0
투자계약부채	13,540	17,490	19,024	19,490	20,011
기타부채	6,247	8,480	14,478	14,717	14,977
차입금	313	313	317	317	317
사채	0	0	0	0	0
특별계정부채	92	138	229	239	248
부채총계	71,666	75,158	79,489	81,601	83,603
자본금	26	26	26	26	26
보통주자본금	25	25	25	25	25
자본잉여금	939	939	939	939	939
이익잉여금	13,670	14,643	16,313	17,820	19,172
해약환급금준비금	2,213	4,130	5,532	6,180	6,859
자본조정	-1,487	-1,219	-951	-683	-415
자기주식	-1,484	-1,215	-947	-679	-412
기타포괄손익누계액	2,418	6,868	21,507	22,381	23,289
비지배주주지분	35	35	48	51	54
자본총계	15,602	21,292	37,884	40,534	43,067
지배주주지분	15,567	21,258	37,835	40,483	43,012

주요 투자지표

(단위:십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
수익성 지표 (%)					
ROE	12.8	11.5	8.3	7.4	7.2
ROA	2.4	2.2	2.4	2.4	2.4
주당지표 (원)					
EPS	50,783	49,362	63,746	70,163	72,418
BPS	390,812	533,694	949,913	1,016,401	1,079,899
DPS	19,000	19,500	26,000	32,000	36,000
투자지표 (배)					
P/E	7.1	10.1	10.1	9.1	8.9
P/B	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
배당성향 (%)	36.5	38.5	39.7	44.2	48.1
총주주환원율 (%)	36.5	38.5	39.7	44.2	48.1
배당수익률 (%)	5.3	3.9	4.1	5.0	5.6

삼성화재 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김현수)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

DB손해보험 005830

Analyst 김현수 | 금융

02-3779-3969, hyunsoo.kim@sangsanginib.com

외형보다 자본효율, 성장의 기준을 바꾼다

BUY 유지

목표주가 상향 225,000원

증가(26.09.09) 186,100원

상승여력 20.9%

Stock Data

KOSPI(09/09) 7,051.6pt

시가총액 121,896억원

액면가 500원

52 주 최고가 205,500원

52 주 최저가 119,300원

외국인지분율 43.5%

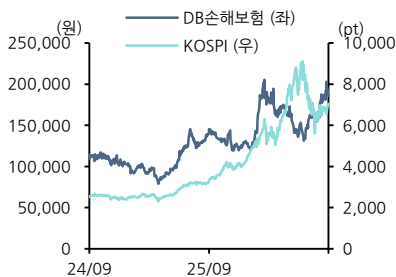
90 일 일평균거래대금 379억원

주요주주지분율

김남호 (외 15인) 27.6%

유동주식비율 65.0%

Stock Price



신계약 감소보다 중요한 CSM의 잔존가치

2026년 보험손익은 1.42조원으로 전년 대비 37.3% 증가할 전망이다, 2분기 가정변경에 따른 손실부담계약 환입이 포함된 만큼 단기 이익 증가율보다는 이후의 경상 수익성 회복을 확인할 필요가 있다. 신계약 CSM은 2.67조원으로 전년 대비 감소할 것으로 예상되지만, 지난해 2.12조원에 달했던 CSM 조정액은 올해 1.34조원으로 축소될 전망이다. 신계약의 양을 무리하게 늘리기보다 손해율유지율과 해지에 따른 기존 CSM 훼손을 줄이는 전략이 중요해진 것이다. DB손해보험의 본업은 이제 CSM을 얼마나 많이 확보하느냐보다 확보한 CSM을 얼마나 안정적으로 남길 수 있는가가 핵심이다.

포테그라, 자본을 사용한 성장의 첫 시험대

국내 보험영업의 성장 한계를 넘어서는 두 번째 축은 자산운용과 해외보험이다. 포테그라가 3분기부터 연결되면서 새로운 Risk Pool과 이익 성장 기반이 더해질 전망이다. 다만 인수 영향으로 2분기 K-ICS가 204.3%까지 하락했고 포테그라만 약 23%p의 하락 요인으로 작용한 만큼, 향후 관건은 연결이익 증가 자체보다 투입한 자본 이상의 Risk-adjusted Return과 실제 모회사 배당재원을 만들어낼 수 있는가에 있다.

Value-up 2.0, 배당보다 중요한 것은 자본배분의 원칙

최근 발표한 Value-up 2.0은 DB손해보험의 투자포인트를 단순 고배당에서 자본효율 중심의 성장으로 확장시켰다. 회사는 2030년 주주환원율을 연결 40%, 별도 50%로 높이고 DPS를 매년 10% 이상 확대하는 한편, K-ICS 180%와 DCR 200%를 Safety Floor로 설정했다. 목표주가 225,000원은 2026E BPS 189,825원에 Target P/B 1.19배를 적용한 것으로, 추가 리레이팅을 위해서는 포테그라와 자산운용을 포함한 성장투자가 현재의 높은 ROE를 훼손하지 않고 배당가능이익으로 이어지는지를 증명하는 과정이 필요하다.



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	DPS (원)	배당수익률 (%)
2024	N/A	2,363	1,772	29,516	140,165	3.5	0.7	6,800	6.6
2025	N/A	2,114	1,535	25,272	148,242	5.2	0.9	7,600	5.8
2026E	N/A	2,778	1,891	31,151	189,825	6.0	1.0	10,000	5.4
2027E	N/A	3,201	2,198	36,210	216,038	5.1	0.9	13,000	7.0
2028E	N/A	3,522	2,412	39,733	242,743	4.7	0.8	15,000	8.1

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

표 1. DB손해보험 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구 분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
보험손익	403	268	102	263	227	562	285	349	1,036	1,422	1,599
장기보험손익	394	257	149	275	265	510	264	284	1,076	1,324	1,429
CSM 상각	323	327	330	306	322	313	317	326	1,287	1,279	1,322
RA 변동	37	37	40	41	43	47	44	51	155	185	207
예실차	5	-51	-162	-40	-88	-72	-32	-43	-247	-236	-89
기타	28	-56	-59	-31	-12	223	-65	-50	-119	96	-11
자동차보험손익	46	32	-56	-77	9	6	26	17	-55	58	90
일반보험손익	-37	-21	9	65	-47	45	-6	47	15	39	80
투자손익	244	345	301	188	236	402	352	366	1,078	1,356	1,602
영업이익	647	612	403	451	463	964	636	715	2,114	2,778	3,201
영업외손익	-3	5	-6	-1	-3	4	-5	-1	-6	-5	-5
세전이익	643	617	397	450	460	968	632	714	2,108	2,773	3,196
법인세비용	196	157	104	116	191	257	197	236	573	881	997
당기순이익	447	460	293	335	269	711	434	477	1,535	1,891	2,198

자료: 상상인증권

표 2. DB손해보험 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)		
Cost of Equity (A)	13.76	종목 조정 +17.0%
Risk-free rate	3.91	국고채(3년물) 수익률
Market risk premium	7.09	시장 기대수익률 - 국고채(3년물) 수익률
Beta	0.19	DB 손해보험 52 주 베타
ROE (B)	16.13	2026E ROE
Growth Rate (C)	1.00	
Target P/B (E)	1.19	$E = [(B-C)/(A-C)]$
BPS (원)	189,825	2026E BPS
Target Price (원)	225,000	
현 주가 (원)	186,100	
상승여력 (%)	20.9	

자료: 상상인증권

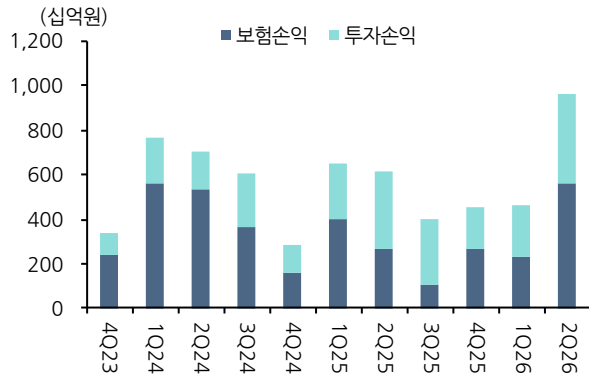
표 3. DB손해보험 CSM Movement

(단위: 십억원, 배, %)

구 분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
기초 CSM	12,232	12,869	13,231	13,464	12,205	12,822	12,794	13,206	12,232	12,205	12,671
신계약 CSM	707	793	724	709	625	586	732	722	2,933	2,665	2,849
이자부리	106	111	113	114	101	105	105	113	11,537	12,671	13,573
CSM 조정	147	-216	-274	-1,775	213	-404	-108	-1,045	-2,117	-1,343	-1,068
CSM 상각	-323	-326	-330	-306	-322	-315	-317	-326	-1,285	-1,280	-1,322
기말 CSM	12,869	13,231	13,464	12,205	12,822	12,794	13,206	12,671	12,205	12,671	13,573
CSM 배수 (배)	14.9	17.7	17.0	15.8	13.2	13.1	17.2	16.4	16.3	14.9	16.7
CSM 상각률 (%)	2.5	2.4	2.4	2.2	2.5	2.4	2.3	2.3	9.4	9.5	9.5

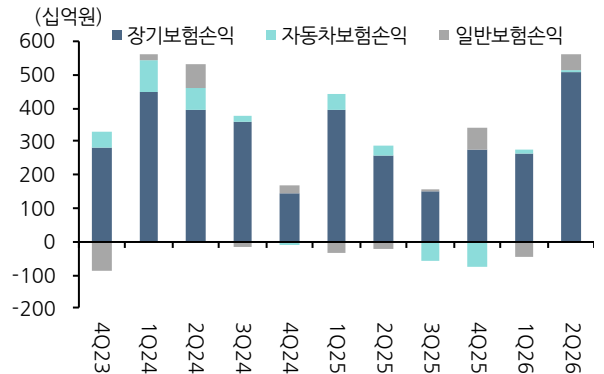
자료: 상상인증권

그림 1. DB손해보험 분기별 영업이익 추이



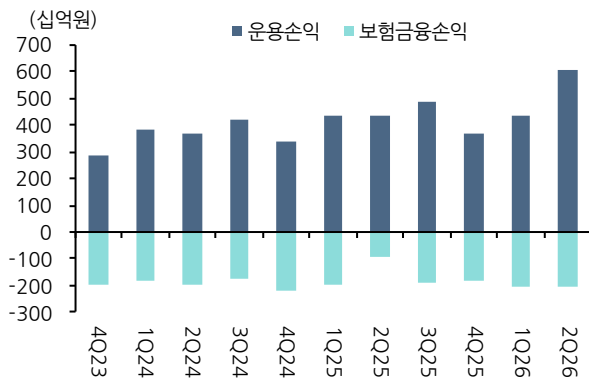
자료: 상상인증권

그림 2. DB손해보험 종류별 보험손익 추이



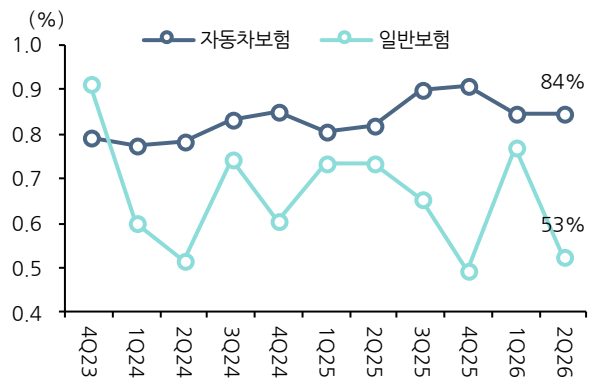
자료: 상상인증권

그림 3. DB손해보험 분기별 투자손익 추이



자료: 상상인증권

그림 4. DB손해보험 분기별 위험손해율 추이



자료: 상상인증권

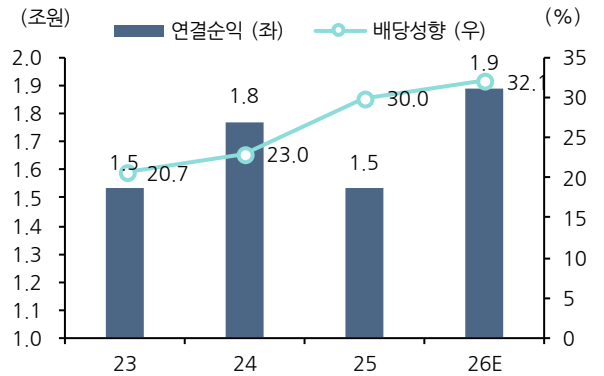
그림 5. DB손해보험 분기별 ROE 및 ROA 추이



주: 분기 평잔 기준

자료: 상상인증권

그림 6. DB손해보험 연결손익과 배당성향 추이 및 전망



자료: 상상인증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	1,619	1,036	1,422	1,599	1,935
장기보험손익	1,346	1,076	1,324	1,429	1,675
CSM 상각	1,287	1,287	1,279	1,322	1,426
RA 변동	132	155	185	207	214
예실차	55	-247	-236	-89	-5
보험금 예실차	69	-241	-280	-119	-35
사업비 예실차	-14	-7	45	30	30
기타보험손익	-128	-119	96	-11	40
자동차보험손익	171	-55	58	90	194
자동차보험수익	4,212	4,078	4,139	4,520	5,012
자동차보험비용	4,041	4,133	4,081	4,430	4,817
일반보험손익	103	15	39	80	66
일반보험수익	1,373	1,532	1,559	1,658	1,617
일반보험비용	1,270	1,517	1,519	1,578	1,551
투자손익	744	1,078	1,356	1,602	1,587
보험금융손익	1,514	1,734	2,143	2,328	2,375
기타금융손익	-770	-656	-787	-726	-788
영업이익	2,363	2,114	2,778	3,201	3,522
영업외손익	3	-6	-5	-5	-5
세전이익	2,366	2,108	2,773	3,196	3,516
법인세비용	594	573	881	997	1,104
당기순이익	1,772	1,535	1,891	2,198	2,412

주요 재무지표

(단위:십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업이익 비중 (%)					
보험손익	68.5	49.0	51.2	49.9	54.9
장기보험손익	57.0	50.9	47.7	44.6	47.6
자동차보험손익	7.2	-2.6	2.1	2.8	5.5
일반보험손익	4.3	0.7	1.4	2.5	1.9
투자손익	31.5	51.0	48.8	50.1	45.1

성장성 (%)

보험손익	4.5	-36.0	37.3	12.4	21.0
투자손익	59.3	44.9	25.8	18.1	-1.0
영업이익	17.2	-10.5	31.4	15.2	10.0
순이익	15.3	-13.4	23.2	16.2	9.7
자산총계	9.0	12.4	11.7	1.7	2.2
부채총계	11.6	11.5	7.2	-0.8	-0.2

CSM 지표

신계약 CSM (십억원)	3,078	2,933	2,665	2,849	2,887
CSM 전환배수 (배)	9.6	9.4	9.5	9.5	9.6
CSM 상각률 (%)	7.7	8.3	7.5	7.8	7.9

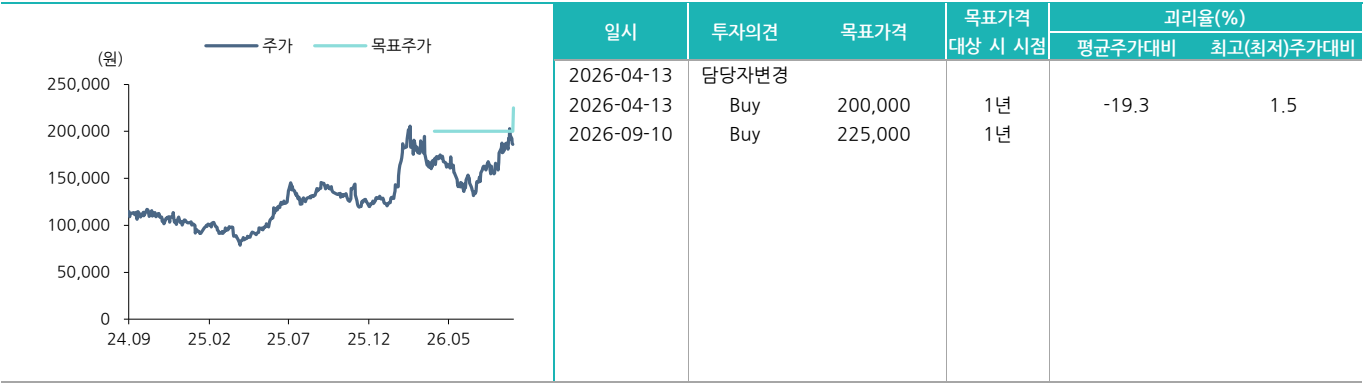
재무상태표

(단위:십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	49,627	56,076	62,373	63,420	64,836
현금 및 예치금	750	1,112	571	575	580
유가증권	34,652	38,915	45,243	46,091	47,223
대출채권	13,022	14,807	16,559	16,754	17,033
부동산	1,203	1,242	0	0	0
비운용자산	3,219	3,315	3,983	4,085	4,166
특별계정자산	13	17	25	26	27
자산총계	52,859	59,409	66,356	67,505	69,002
책임준비금	41,063	44,530	45,012	45,541	46,300
보험계약부채	31,937	31,580	32,061	32,282	32,687
BEL	15,467	14,986	14,121	13,270	12,456
RA	1,884	1,970	1,433	1,577	1,698
CSM	11,516	11,537	12,671	13,573	14,622
PAA	3,071	3,088	3,836	3,862	3,910
재보험계약부채	1	0	0	0	0
투자계약부채	9,125	12,950	12,951	13,259	13,613
기타부채	3,366	5,006	8,061	7,091	6,208
특별계정부채	13	18	26	27	28
부채총계	44,443	49,554	53,099	52,658	52,536
자본금	35	35	35	35	35
보통주자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	38	107	88	88	88
이익잉여금	10,105	11,201	12,573	14,208	15,875
해약환급금준비금	3,239	4,541	5,548	6,097	6,640
자본조정	-152	-124	-69	-69	-69
자기주식	-152	-124	-69	-69	-69
기타포괄손익누계액	-1,609	-2,229	-1,116	-1,162	-1,209
자본총계	8,416	9,855	13,257	14,847	16,466

주요 투자지표

(단위:십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
수익성 지표 (%)					
ROE	20.7	17.8	16.1	15.9	15.7
ROA	3.5	2.7	3.0	3.3	3.5
주당지표 (원)					
EPS	29,516	25,272	31,151	36,210	39,733
BPS	140,165	148,242	189,825	216,038	242,743
DPS	6,800	7,600	10,000	13,000	15,000
투자지표 (배)					
P/E	3.5	5.2	6.0	5.1	4.7
P/B	0.7	0.9	1.0	0.9	0.8
배당성향 (%)	23.0	30.0	32.1	35.9	37.7
총주주환원율 (%)	23.0	30.0	32.1	35.9	37.7
배당수익률 (%)	6.6	5.8	5.4	7.0	8.1

DB손해보험 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김현수)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자등급 기준 및 기간	투자등급	투자등급 비율	비고	구분	투자등급 기준 및 기간	투자등급	투자등급 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

자본의 제약이 풀리는 중

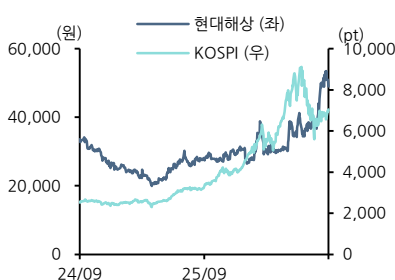
BUY 상황

목표주가 상향	66,000원
증가(26.09.09)	49,000원
상승여력	34.7%

Stock Data

KOSPI(09/09)	7,051.6pt
시가총액	41,772억원
액면가	500원
52 주 최고가	53,500원
52 주 최저가	26,450원
외국인지분율	38.8%
90 일 일평균거래대금	234억원
주요주주지분율	
정몽윤 (외 7 인)	24.0%
유동주식비율	69.0%

Stock Price



신계약의 양보다 좋아지는 CSM의 질

2026년 보험손익은 1.09조원으로 전년 대비 174.6% 증가할 전망이다. 장기보험손익이 3,380억원에서 8,650억원으로 회복되는 가운데 예실차 적자는 3,060억원에서 1,940억원으로 축소되고, CSM 상각익도 1.02조원까지 증가할 것으로 예상된다. 외형 성장을 다시 높이는 것보다 손해율과 유지율 개선을 통해 기존 CSM의 훼손을 줄이는 과정이 현대해상 이익 정상화의 핵심이라고 판단한다.

ALM 정상화, 이제는 운용의 여력이 생긴다

현대해상의 변화에서 보험손익만큼 중요한 부분은 자본 안정성의 개선이다. 2분기 K-ICS 비율은 209.0%, 기본자본비율은 83.8%까지 상승했고, 듀레이션 갭도 약 +0.7년으로 축소되면서 시장금리가 50bp 변동하더라도 K-ICS 영향이 1%p 미만으로 낮아졌다. 과거에는 자본비율 방어를 위해 국고채 중심의 ALM에 우선순위를 둘 수밖에 없었지만, 금리 민감도가 안정화되면서 향후에는 기업대출과 대출형 대체투자 등 중위험·중수익 자산으로 포트폴리오를 점진적으로 확장할 여지가 커졌다.

배당 재개의 전제는 '배당 가능한 자본'

현대해상의 가장 큰 할인요인은 이익 부족보다 회계상 이익을 실제 주주환원으로 연결하기 어려웠던 자본구조에 있었다. 2분기 말 K-ICS와 기본자본비율이 개선되고 배당가능이익도 -6,600억원까지 회복된 가운데, 해약환급금준비금 제도 완화는 배당 재개 시점을 앞당길 수 있는 핵심 변수다. 적립률 10%p 완화 시 약 4,500~5,000억원의 배당여력이 추가될 수 있어 제도 변화에 대한 민감도도 업종 내 높은 편이다. 보험손익 정상화와 자본 안정성 개선, 향후 배당 재개 가능성을 반영해 현대해상에 대한 투자 의견을 기존 'Hold'에서 'BUY'로 상향하고 목표주가 또한 66,000원으로 상향한다.



QR코드로 간편하게

상상인증권

더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	DPS (원)	배당수익률 (%)
2024	N/A	1,395	1,031	13,144	62,835	1.9	0.4	0	0.0
2025	N/A	726	561	7,156	62,278	4.3	0.5	0	0.0
2026E	N/A	1,411	1,078	13,598	83,454	3.6	0.6	0	0.0
2027E	N/A	1,537	1,144	14,424	90,605	3.4	0.5	0	0.0
2028E	N/A	1,892	1,403	17,687	99,168	2.8	0.5	2,000	4.1

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

표 1. 현대해상 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구 분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
보험손익	176	213	161	-154	302	404	272	110	396	1,088	1,174
장기보험손익	114	184	182	-142	266	348	222	29	338	865	875
CSM 상각	234	240	246	231	238	257	257	272	951	1,024	1,122
RA 변동	31	33	37	36	38	42	40	40	136	160	162
예실차	-103	-41	-68	-94	-75	-19	-44	-57	-306	-194	-140
기타	-47	-47	-33	-316	65	67	-31	-227	-443	-125	-270
자동차보험손익	16	1	-55	-52	-14	4	15	38	-91	43	102
일반보험손익	46	28	35	40	50	52	34	43	149	180	198
투자손익	107	129	89	4	6	100	97	121	330	323	363
영업이익	283	342	251	-149	308	503	368	231	726	1,411	1,537
영업외손익	-11	-10	-6	-6	-9	-10	-6	-7	-32	-32	-31
세전이익	272	333	245	-155	299	493	363	225	694	1,380	1,506
법인세비용	69	85	62	-82	76	101	74	50	133	301	363
당기순이익	203	248	183	-73	223	392	288	175	561	1,078	1,144

자료: 상상인증권

표 2. 현대해상 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)		
Cost of Equity (A)	22.59	종목 조정 +8.5%
Risk-free rate	3.91	국고채(3년물) 수익률
Market risk premium	7.09	시장 기대수익률 - 국고채(3년물) 수익률
Beta	0.24	현대해상 52 주 베타
ROE (B)	18.30	2026E ROE
Growth Rate (C)	1.00	
Target P/B (E)	0.80	$E = [(B-C)/(A-C)]$
BPS (원)	83,454	2026E BPS
Target Price (원)	66,000	
현 주가 (원)	49,000	
상승여력 (%)	34.7	

자료: 상상인증권

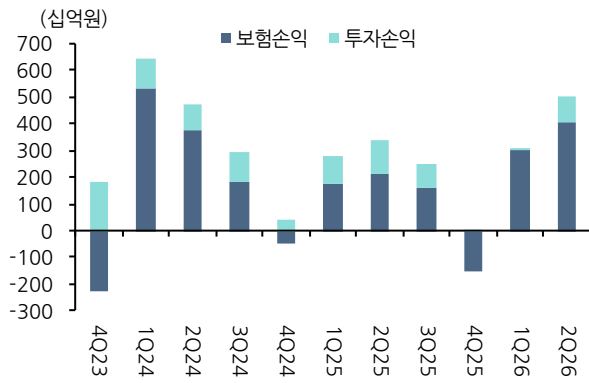
표 3. 현대해상 CSM Movement

(단위: 십억원, 배, %)

구 분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
기초 CSM	8,248	9,108	9,376	9,628	8,902	9,170	9,894	10,124	8,248	8,902	9,846
신계약 CSM	478	526	514	571	470	480	506	509	2,089	1,965	2,148
이자부리	73	80	81	83	76	78	81	88	8,978	9,846	11,070
CSM 조정	543	-97	-97	-1,149	-40	424	-100	-604	-800	-320	-159
CSM 상각	-234	-240	-246	-231	-238	-257	-257	-272	-951	-1,024	-1,122
기말 CSM	9,108	9,376	9,628	8,902	9,170	9,894	10,124	9,846	8,902	9,846	11,070
CSM 배수 (배)	14.1	17.4	16.5	17.3	16.6	17.2	17.0	17.0	16.3	17.0	17.0
CSM 상각률 (%)	2.7	2.5	2.5	2.3	2.5	2.7	2.5	2.6	9.9	10.2	10.1

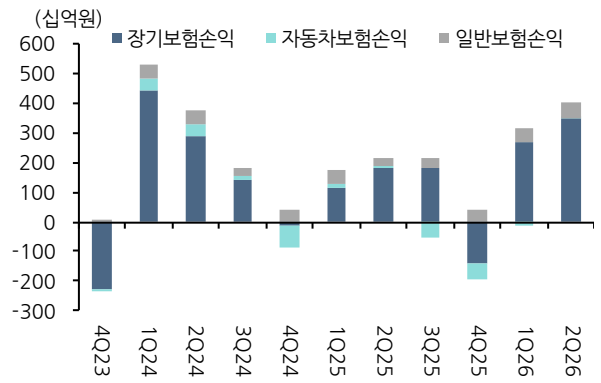
자료: 상상인증권

그림 1. 현대해상 분기별 영업이익 추이



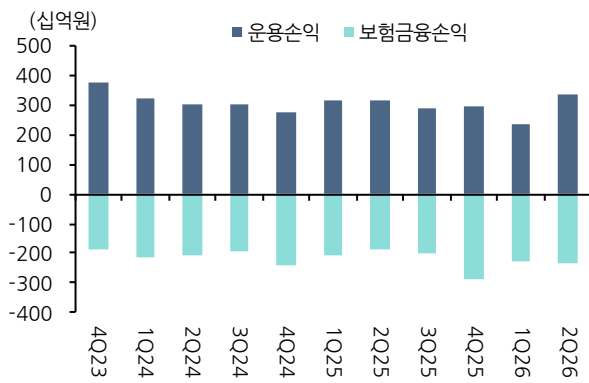
자료: 상상인증권

그림 2. 현대해상 종류별 보험손익 추이



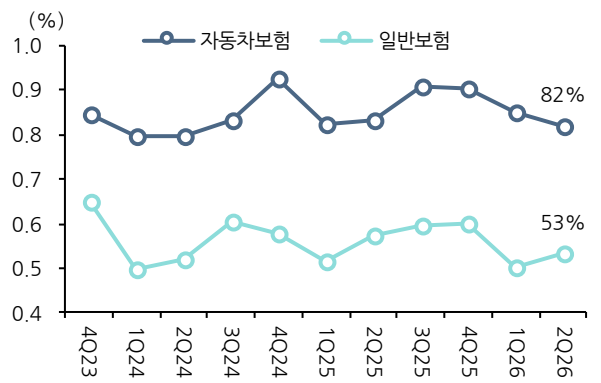
자료: 상상인증권

그림 3. 현대해상 분기별 투자손익 추이



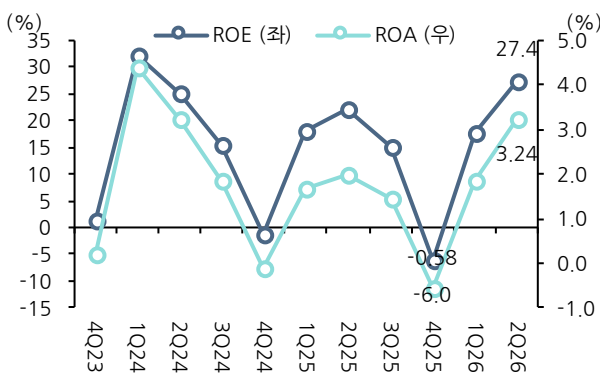
자료: 상상인증권

그림 4. 현대해상 분기별 위험손해율 추이



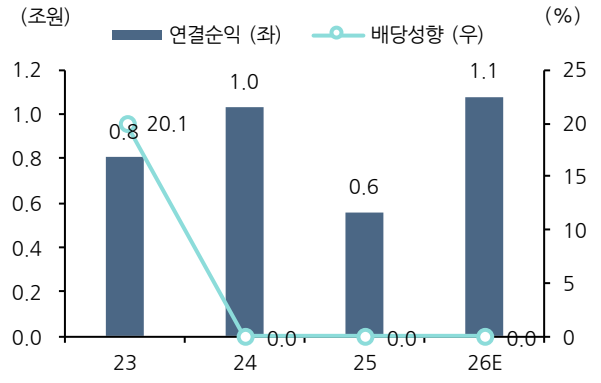
자료: 상상인증권

그림 5. 현대해상 분기별 ROE 및 ROA 추이



주: 분기 평잔 기준
자료: 상상인증권

그림 6. 현대해상 연결손익과 배당성향 추이 및 전망



자료: 상상인증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	1,043	396	1,088	1,174	1,530
장기보험손익	865	338	865	875	1,134
CSM 상각	933	951	1,024	1,122	1,246
RA 변동	132	136	160	162	164
예실차	-212	-306	-194	-140	-88
보험금 예실차	-188	-350	-185	-147	-98
사업비 예실차	-24	44	-10	8	10
기타보험손익	12	-443	-125	-270	-188
자동차보험손익	19	-91	43	102	137
자동차보험수익	4,172	3,894	3,723	3,540	3,349
자동차보험비용	4,152	3,985	3,680	3,438	3,212
일반보험손익	159	149	180	198	258
일반보험수익	1,085	1,130	1,224	1,421	1,745
일반보험비용	927	981	1,045	1,223	1,486
투자손익	352	330	323	363	362
보험금융손익	1,208	1,218	1,160	1,133	1,174
기타금융손익	-856	-888	-837	-770	-812
영업이익	1,395	726	1,411	1,537	1,892
영업외손익	-29	-32	-32	-31	-31
세전이익	1,366	694	1,380	1,506	1,861
법인세비용	336	133	301	363	458
당기순이익	1,031	561	1,078	1,144	1,403

주요 재무지표

(단위:십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업이익 비중 (%)					
보험손익	74.8	54.5	77.1	76.4	80.8
장기보험손익	62.0	46.5	61.3	56.9	59.9
자동차보험손익	1.4	-12.5	3.1	6.6	7.3
일반보험손익	11.4	20.5	12.7	12.9	13.6
투자손익	25.2	45.5	22.9	23.6	19.2

성장성 (%)

보험손익	98.1	-62.0	174.6	7.9	30.3
투자손익	-29.0	-6.2	-2.1	12.3	-0.2
영업이익	36.5	-47.9	94.3	8.9	23.1
순이익	27.9	-45.6	92.2	6.1	22.6
자산총계	9.6	3.5	-2.8	3.5	-0.2
부채총계	14.4	4.0	-7.0	2.7	-1.8

CSM 지표

신계약 CSM (십억원)	1,821	2,089	1,965	2,148	2,075
CSM 전환배수 (배)	9.7	9.9	10.2	10.1	10.2
CSM 상각률 (%)	7.1	7.6	7.8	7.5	7.6

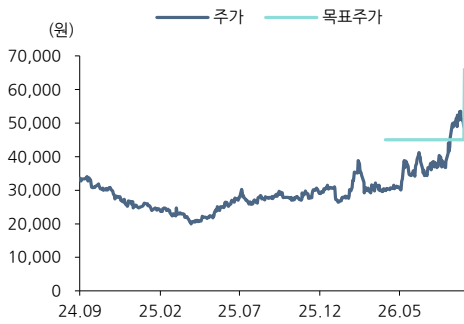
재무상태표

(단위:십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	45,787	47,016	45,670	47,273	47,193
현금 및 예치금	2,119	1,647	1,804	1,819	1,833
유가증권	32,189	34,596	33,064	34,409	34,403
대출채권	10,246	9,568	9,585	9,828	9,739
부동산	1,234	1,205	1,217	1,217	1,217
비운용자산	2,168	2,596	2,570	2,675	2,668
특별계정자산	23	34	61	63	66
자산총계	47,978	49,646	48,241	49,949	49,861
책임준비금	38,302	39,452	35,577	36,479	36,148
보험계약부채	34,802	34,853	30,805	31,598	31,138
BEL	16,462	15,522	11,883	13,416	14,621
RA	1,908	1,888	1,823	2,001	2,177
CSM	8,305	8,978	9,846	11,070	12,115
PAA	3,490	3,477	3,699	3,938	4,244
재보험계약부채	0	0	0	0	0
투자계약부채	3,500	4,599	4,772	4,880	5,011
기타부채	4,727	5,276	5,984	6,220	5,782
특별계정부채	22	35	61	64	66
부채총계	43,051	44,762	41,622	42,763	41,996
자본금	45	45	45	45	45
보통주자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	60	60	60
이익잉여금	7,391	7,953	9,075	9,744	10,530
해약환급금준비금	4,018	3,917	4,192	3,837	3,493
자본조정	-68	-68	-37	-37	-37
자기주식	-68	-68	0	0	0
기타포괄손익누계액	-2,554	-3,159	-2,524	-2,627	-2,733
자본총계	4,927	4,883	6,619	7,186	7,865

주요 투자지표

(단위:십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
수익성 지표 (%)					
ROE	18.6	11.9	18.3	16.4	18.4
ROA	2.3	1.1	2.2	2.3	2.8
주당지표 (원)					
EPS	13,144	7,156	13,598	14,424	17,687
BPS	62,835	62,278	83,454	90,605	99,168
DPS	0	0	0	0	2,000
투자지표 (배)					
P/E	1.9	4.3	3.6	3.4	2.8
P/B	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	11.3
총주주환원율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	11.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	4.1

현대해상 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	과리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-13	담당자변경				
2026-04-13	Hold	45,000	1년	-14.9	18.9
2026-09-10	Buy	66,000	1년		

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김현수)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

여백페이지 입니다

