

I. 테마진단

◆ 글로벌 금융위기 전후 금융업권별 성과비교와 시사점

전용식 연구위원, 채원영 연구원

글로벌 금융위기 이후 보험업의 수익성 회복속도가 은행업보다 빠른 것으로 나타남. 2008년 금융위기로 전세계 보험업 수익성이 은행권에 비해 크게 감소하였으나 은행업과 보험업의 2009년에서 2012년 평균 수익성은 2006~2007년 평균 수익성의 58% 수준으로 나타났음. 이는 보험업에 미친 금융위기의 영향이 변액연금, 금융보증 등 일부 사업에 국한되었고 운용자산 중 주식 비중이 크지 않았기 때문에 금융위기의 충격에서 빠르게 회복했기 때문임. 신흥국과 우리나라의 경우 보험업의 주가순자산비율(PBR)과 자본수익률(ROE)은 전산업 수준보다는 낮으나 은행업에 비해서는 양호한 것으로 나타났음. 반면 은행업의 경우, 저성장·저금리 장기화와 글로벌 자본규제 강화로 수익성 둔화와 투자심리 악화 가능성이 상대적으로 높은 것으로 보임. 우리나라 보험업의 경우 경기변동의 영향이 은행업보다 적어 은행업에 비해 투자심리가 상대적으로 우호적인 것으로 보이거나 장기보험 등 성장동력 소진, 규제강화 등에 따른 수익성 둔화는 불가피할 것으로 보여, 신성장동력 확보가 시급한 것으로 판단됨.

1. 은행업과 보험업의 수익성 추이

■ 글로벌 금융위기가 발생했던 2008년 보험업의 수익성은 ROE기준으로 -8.7%, ROA기준으로 -0.6%로 급락하였음.

○ ROA와 ROE로 평가한 수익성은 2006년과 2007년 상업은행과 보험업간에 큰 차이를 보이지 않았으나 2008년에는 은행업보다 보험업 수익성이 더욱 악화되었음.

- 2006~2007년 평균 수익성은 ROA기준으로 은행 0.7%, 보험업 1.0%였고 ROE기준으로 은행 15.8%, 보험업 14.1% 수준이었음.

■ 그러나 2008년 이후 수익성 회복 속도는 보험업이 더 빠른 것으로 나타났음.

- 2009~2012년 전세계 은행업과 보험업의 평균 ROE는 금융위기 이전인 2006~2007년 평균 ROE의 58% 수준까지 회복하였음.
- 그러나 2008년 당시 보험업권의 수익성 하락폭이 은행권에 비해 더 컸기 때문에 회복 속도는 더 빠른 것으로 판단됨.

〈표 1〉 전세계 업권별 ROA, ROE 추이

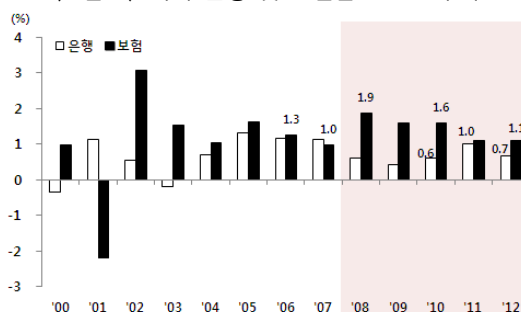
(단위: %)

구분		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
MSCI 금융	ROA	1.0	0.7	-0.2	0.4	0.6	0.5	0.6
	ROE	16.9	12.7	-3.1	5.9	9.3	7.4	8.2
MSCI 상업은행	ROA	0.8	0.7	0.1	0.3	0.5	0.6	0.5
	ROE	17.8	13.9	2.5	7.3	10.3	10.3	9.0
MSCI 보험	ROA	1.1	1.0	-0.6	0.6	0.8	0.7	0.7
	ROE	14.7	13.4	-8.7	7.7	9.0	7.9	8.0

자료: Bloomberg.

■ 국내 금융산업의 경우 은행업이 글로벌 금융위기의 영향을 더 받은 것으로 나타났고 2008년 이후 보험업의 수익성이 은행업의 수익성보다 높아졌음.

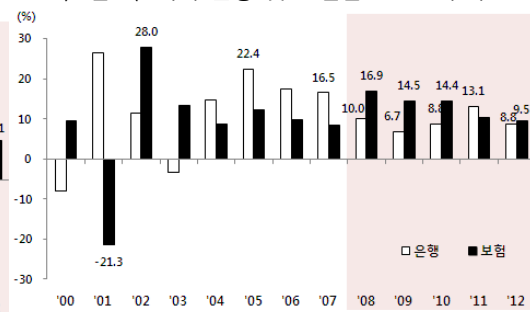
〈그림 1〉 국내 은행 및 보험업 ROA¹⁾ 추이



주: 1) MKF 2000 은행, 보험 섹터의 ROA임.

자료: Fnguide.

〈그림 2〉 국내 은행 및 보험업 ROE¹⁾ 추이



주: 1) MKF 2000 은행, 보험 섹터의 ROE임.

자료: Fnguide.

- 은행업의 수익성은 2005년 이후 감소하기 시작하였으며 2009년 글로벌 금융위기의 영향으로 크게 둔화된 것으로 나타났음.
- 보험업의 경우 2008년 ROA는 1.9%로 전년대비 0.9%p 상승하였으며 금융위기 이전

수준보다 높은 수준을 유지하고 있음.

- 2004~2007년 평균 ROA(ROE)는 은행 1.1%(17.8%), 보험업 1.2%(9.8%)였으나
2009~2012년 평균 ROA(ROE)는 은행 0.7%(9.4%), 보험업 1.3%(12.2%)로 나타났음.

■ 본 연구에서는 글로벌 금융위기 이후 나타난 은행업과 보험업의 수익성과 주가순자산비율(PBR) 회복 속도의 차이를 살펴보고 시사점을 제시하고자 함.

- 주가순자산비율(PBR)은 자본시장의 투자심리를 반영하고 수익성은 자본수익률(ROE)로 평가하였음.

2. 글로벌 금융위기 이후 업권별 수익성에 대한 평가

가. 보험업

■ 글로벌 보험업의 수익성이 2008년 급격히 하락했던 원인은 순이익 감소로 인한 자본 약화와 미실현 손실의 증가 등임.

- 2008년 글로벌 금융위기 당시 발생한 미국¹⁾ 생명보험산업의 실현손실 규모는 596억 달러로 2008년 522억 달러의 당기순손실 발생의 원인이었고 미실현손실 638억 달러와 더불어 미국 생명보험산업 총자본²⁾의 6%(약 2,530억 달러)를 감소시켰음.
- 596억 달러의 실현손실은 주로 주택저당채권(MBS) 등 장기채권 가치하락과 주가하락으로 손실을 기록한 채권 및 주식매도가 원인이었음.
- 미실현손실의 대부분은 보통주 가치 감소와 JV 등 기타 투자가치 감소로 나타나 제한적인 영향을 미친 것으로 평가됨.
- 미국 손해보험산업의 경우 2008년 당기순이익은 2007년 당기순이익에 비해 94% 감소한 37억 달러였고, 자본규모는 2007년 대비 12% 감소한 4,666억 달러를 기록하였음.

1) OECD와 블룸버그에 따르면 2010년 1월 기준으로 글로벌 보험회사들의 상각과 채권가치 손실(Write Down and Credit Losses)은 약 2,610억 달러 규모이며 이 중 미국 보험회사의 손실이 1,890억 달러임. 미국 보험산업에 대한 분석이 전세계 보험산업 분석결과와 정확히 일치하지는 않을 것이나 유사성은 클 것으로 판단하여 미국 보험산업을 분석하였음.

2) 총자본은 기본자본과 이익잉여금의 합계로 정의함.

- 미실현손실 856억 달러, 실현손실 255억 달러, 보험영업손실 196억 달러이며 이익의 급격한 감소를 겪은 손해보험회사들은 주로 금융보증, 주택저당채권 보증 회사 등임.

■ 보험업의 수익성이 은행업에 비해 빠르게 회복세를 보였던 원인은 상대적으로 적은 부실자산, 부실자산에 대한 노출 정도, 일부 보험회사에 집중된 손실 그리고 생명보험산업의 보험영업이익 개선 등을 들 수 있음.

- 부실자산 상각과 (채권)투자손실 규모는 2010년 1월 기준으로 미국 1,889억 달러, 유럽 623억 달러, 기타 국가 31억 달러인 총 2,543억 달러 규모임.
- 반면 은행과 증권업의 경우 미국 6,788억 달러, 유럽 4,890억 달러, 기타 국가 623억 달러 규모인 총 1조 2,301억 달러임.³⁾
- AIG, ING, Ambac Financial Group, Aegon 등 4개 회사가 전체 부실자산의 54%를 차지하고 있는 것으로 나타나, 그 충격은 광범위하게 확산되지 않은 것으로 보임.
- 자본감소는 주식 및 채권발행, 지주회사의 지분출자, 공적자금 지원 등으로 회복되었음.
- 미국의 경우 TARP, Commerical Paper Funding Facility 등으로 보험회사의 유동성 및 자본부족을 지원하였음.
- 2009년 생명보험산업 당기순이익은 보험영업이익 개선으로 흑자로 전환하였음.
- 2009년 당기순이익은 214억 달러를 기록하였는데 이는 2007년 당기순이익 319억 달러보다 100억 달러 낮은 수준이나, 2008년 당기순손실 522억 달러에서 약 700억 달러 회복한 수준임.

■ 글로벌 금융위기의 충격은 주식, 구조화채권 등을 통해 전달되었는데, 특히 서브프라임 모기지, 부채담보부증권(CDO)과 같은 파생상품에 대한 노출이 보험권에서는 상대적으로 크지 않았음.⁴⁾

- 미국 보험산업의 투자상품별 투자손익 비중 추이를 보면 파생상품 투자는 2006년부터 2009년까지 손실을 기록했으나 수익비중은 미미하였음.

3) OECD(2010).

4) 글로벌 금융위기의 보험영업측면에 대한 영향도 그렇게 크지 않았던 것으로 평가됨(US Government Accountability Office 2013,6).

- 주택저당채권(MBS)의 비중은 2002년부터 2011년간 생명보험산업 인정자산의 15~18% 수준이며, 손해보험산업 인정자산의 10~13% 수준으로, 채권비중에 포함되어 있음.

〈표 2〉 생·손보사의 투자상품별 투자 수익 비중

(단위: %)

구분		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
부동산	생보	15.4	14.7	14.3	13.6	13.1	12.8	13.5	13.5	12.5	12.3
	손보	4.2	4.2	4.0	3.3	3.1	3.2	3.5	3.8	3.7	3.7
주식	생보	2.8	2.6	2.8	3.1	3.4	4.7	3.6	2.1	2.2	2.2
	손보	15.3	14.6	12.8	12.9	12.8	12.3	13.3	12.6	11.8	12.2
채권	생보	73.8	74.3	74.3	73.5	72.1	70.6	73.3	77.7	76.5	75.7
	손보	72.7	70.1	71.5	64.3	66.6	67.0	71.5	76.5	74.3	69.8
파생 상품	생보	-0.6	-0.3	-0.2	-0.3	0.8	0.3	-1.2	-1.7	0.4	0.9
	손보	0.2	0.4	0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0
기타	생보	8.5	8.7	8.8	10.1	10.5	11.6	10.8	8.3	8.3	8.9
	손보	7.6	10.7	11.5	19.4	17.6	17.4	11.8	7.2	10.2	14.3

자료: GAO(2013.6)를 재인용함.

■ 글로벌 주식시장의 변동성은 최저보증옵션을 제공하는 변액연금 판매비중이 높은 보험 회사들에게는 상당한 충격을 미쳤고, 손해보험의 경우에는 부동산시장 급락으로 금융보증이나 주택담보대출 보증 사업을 하던 보험회사들의 자본손실이 상대적으로 컸던 것으로 나타남.

- 미국 생명보험산업에서 개인연금의 비중은 약 32% 수준임.

〈표 3〉 변액연금과 최저보증옵션 특약 상품

(단위: 십억 달러, %)

연도	변액연금 신규 판매액	최저보증옵션을 제공하는 변액연금 비중	최저보증옵션을 선택한 계약자 비중
2006	160.4	86	76
2007	184.0	91	77
2008	155.7	91	83
2009	128.0	90	89
2010	140.5	89	88
2011	157.9	90	88
2012	147.4	85	88

자료: LIMRA, GAO(2013.6)를 재인용함.

- 최저보증위험관리를 위한 헤징프로그램을 운영하던 보험회사들의 경우에도 2007년 후반 주식시장이 급락하기 시작하면서 그 영향을 상당히 받았던 것으로 나타났음.
- 2006년 판매된 변액연금상품 중 최저보증옵션을 특약으로 갖고 있는 상품 비중이 86% 수준이었고 2012년까지 그 판매규모는 증가세를 이어감.
- 금융보증과 주택담보대출 보증사업을 수행하는 손해보험회사들의 합산비율은 2008년 이후 100%를 초과하는 것으로 나타났음.

〈표 4〉 금융보증 보험사 및 주택담보대출보증 보험사의 평균 손해율 및 합산비율 추이

(단위: %)

구분		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
금융보증	손해율	89	77	75	83	65	69	90	77	83	80
	합산비율	118	104	101	111	92	97	118	105	113	109
주택담보대출보증	손해율	84	72	79	88	68	82	102	105	110	103
	합산비율	110	96	103	112	93	103	123	123	135	135

주: 1) 2002~2011년간 금융보증과 주택담보대출보증 보험에서 순수입보험료(net written premiums)가 양수인 기업을 대상으로 함.

2) 손해율과 합산비율은 회사별 손해율 및 합산비율의 평균으로 구하지 않고, 산업 전체의 손해율 및 합산비율을 구함.

자료: GAO(2013.6)를 재인용함.

■ 글로벌 금융위기의 보험산업에 대한 충격은 최저보증옵션부 변액연금, 금융보증, 주택담보대출보증과 같은 일부 사업에 영향을 미쳤고 다른 보험사업부문으로 전이가 크지 않아 보험산업의 손실은 제한적이었던 것으로 평가됨.⁵⁾

- 리스크 전이를 차단하기 위해서 주감독당국과 전미보험감독자협의회(NAIC)는 정보공유를 통해 리스크 요인을 식별하는데 상당한 노력을 했던 것으로 평가됨.
- 특히 금융보증 사업의 리스크 전이에 대한 감독을 강화함.
- 보험회사의 유동성 제약의 원인으로 평가되었던 주식대차거래(Security Lending) 사업 비중을 생명보험회사 준비금의 10%로 제한함.
- 보험회사가 보유하고 있던 유동화기관 없이 발행된 주택저당증권(Non Agency RMBS)의 위험기준자기자본(RBC) 위험계수를 낮춰 보험회사의 자기자본규제 부담을 완화하였음.⁶⁾

5) US Government Accountability Office(2013.6), 『Impacts and Regulatory Response to 2007-2008 Financial Crisis』.

나. 은행업⁷⁾

■ 2008년 글로벌 금융위기 이후 글로벌 은행산업은 디레버리징을 지속하고 있음.

- 전세계 평균 자기자본비율(Tier 1)은 2007년 8.2%에서 2011년 11.7%로 개선되었는데, 특히 미국의 자기자본비율은 2007년 7.5%에서 2011년 12.7%로 크게 개선되었음.
- 레버리지비율은 2008년 이전 평균 21배에서 2011년 17배로 둔화되었음.

■ 은행업의 수익성 회복세는 미약한 것으로 나타났는데 특히 부진했던 비용효율성 개선이 원인인 것으로 보임.

- 2000~2010년 은행업 매출액 증가율은 연평균 5% 수준인 것으로 나타났으나 2010~2011년 매출액 증가율은 연평균 3% 수준으로 둔화되었음.
- 특히 선진국의 매출액 증가율이 크게 둔화되었는데 미국의 경우 2000년대 10년간 2%에서 2010~2011년간 1%로 감소하였고, 유럽의 경우 0%에서 -1%로 감소하였음.
- 비용효율성 측면에서는 평균영업비용이 악화되었는데, 수익대비 영업비용(Cost to Income ratio) 비율이 2010년 58.3%에서 2011년 59.8%로 악화되었고, 자산대비 영업비용 비율도 2007년 1.8%에서 2011년에도 1.8% 수준을 유지하는 것으로 나타났음.

■ 은행업 성장성의 지역별 격차가 유지될 것으로 보이고 투자자들의 은행업에 대한 가치평가는 전세계적으로 하락하고 있는 것으로 나타나 향후 은행업의 성장 전망에 대한 근본적인 회의(Fundamental Skepticism)가 확산되고 있는 것으로 보임.

- 주가순자산비율(PBR)은 2012년 2분기 선진국 0.8배, 신흥국 1.5배로 나타나 2007년 3.8배(신흥국), 1.6배(선진국)의 절반으로 하락하였음.
- 2012년 2분기 현재 선진국과 신흥국의 100개 은행을 대상으로 조사한 결과 PBR이 1 이하인 은행의 비중이 선진국의 경우 66개, 신흥국의 경우 41개인 것으로 나타났음.

6) 유동화기관 없이 발행된 주택저당증권(Non-Agency RMBS)은 정부기관인 페디메, 프레디메 등이 유동화 기관으로 참여하지 않고 민간 금융기관이 특수목적회사(SPC)를 통해 유동화한 주택저당증권임. 신용도가 낮아 보험회사의 자본부담이 컸던 것으로 평가됨.

7) 맥킨지사(2012.10), "The Triple Transformation, 2nd McKinsey Annual Review on the Banking Industry"의 내용을 발췌, 요약하였음.

- 2배 이상을 기록한 은행들은 선진국의 경우 7개, 신흥국의 경우 20개로 조사되었음.
- 주가순자산비율(PBR) 하락의 원인은 수익성 악화, 자본증가에 따른 주주가치 희석(Dilution)에 대한 우려, 거시경제 불확실성, 추가적인 부실자산 상각 우려 등임.

■ 그리고 수익성 악화추세는 글로벌 자본 규제 강화로 더욱 악화될 것으로 전망됨.

- G-SIFI에 대한 자본 및 리스크관리 규제와 은행권에 대한 글로벌 규제인 바젤 III, 그리고 미국의 도드-프랭크법과 영국의 링-펜스법 등 각국별 규제 강화로 영향을 미칠 것으로 보임.
- 바젤 III 도입은 주요국 상업은행 수익성을 악화시킬 것으로 조사되었음.
 - 2010년 ROE기준으로 프랑스 2.9%p(13.5%), 영국 2.8%p(13.6%), 독일 2.1%p(6.6%) 하락하였음.

3. 금융업권별 회복속도에 대한 평가

■ 본장에서는 우리나라와 전세계, 신흥국의 보험업과 은행업의 자본수익률(ROE)과 주가순자산비율(PBR)을 시기별로 비교하여 금융위기 이후 상대적인 회복속도를 평가해보고자 함.

- ROE로 측정한 자본수익성은 은행 및 보험사의 자기자본 활용도를 나타내기 때문에 주주 및 투자자의 입장에서 중요한 투자 판단의 지표로 활용되고 있음.
- 금융회사의 경우 자산이 수익원이고, 자산의 대부분이 금융자산이기 때문에 장부가치와 순자산가치의 차이가 크지 않아 PBR을 기업가치 평가지표로 활용하고 있음.
 - 보험업의 경우 PBR은 보험상품의 장기계약 및 수익의 이원적 구조(보험영업수익 및 투자수익)를 완전히 반영하지 못하는 한계가 있으나 은행업과의 비교를 위해 사용하였음.
- 업권별 ROE-PBR 평면분석으로 투자자의 가치평가 추이를 살펴보고자 함.⁸⁾

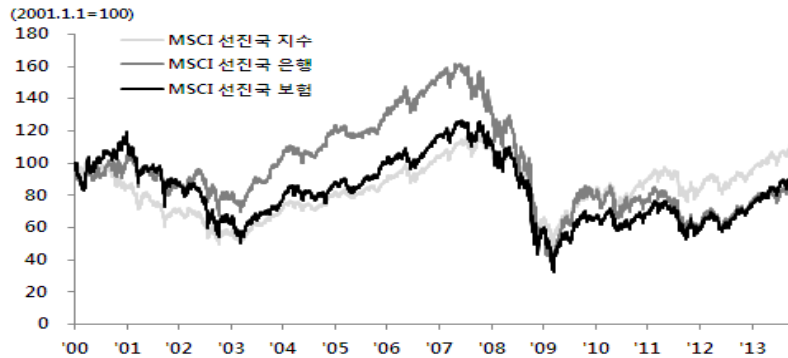
8) ROE-PBR 조합 분석은 투자의사결정에 영향을 미치는 기업의 수익성(ROE)과 주가순자산비율(PBR)을 비교하여 주가상승 여부를 전망하는데 활용되고 있음. 수익성이 높고 시장에서 저평가된 주식은 향후 기업의 수익성에 맞게 주가가 상승할 것이라고 판단하는 경향이 있음.

가. 선진국

■ 글로벌 금융위기로 선진국 MSCI⁹⁾은행업 지수는 보험업 지수보다 큰 폭으로 하락하였으며 유럽 재정위기 이후에도 보험업보다 낮은 수익률을 보이고 있음.

○ 2008~2009년 MSCI 은행업 지수는 보험업 지수보다 더 큰 폭으로 하락하였으며 최근에도 2000년 초반 대비 수익률은 보험업보다 더 낮은 수준을 보이고 있음.

〈그림 3〉 선진국 은행업 및 보험업 주가지수 추이



자료: Bloomberg.

■ 이러한 추세를 반영하여 전세계 은행업과 보험업의 PBR도 2000년대 초반에 비해 큰 폭으로 하락하였음.

○ 선진국 은행업의 최근 ROE는 2000년 초반 수준에 미치지 못하고 있으며, PBR도 절반에 그쳐 업권의 가치평가와 성장 기대감도 하락한 것으로 보임.

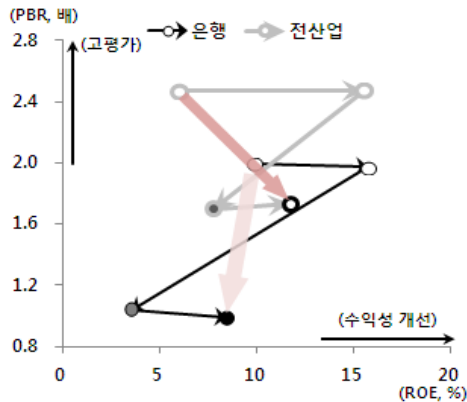
- 2001~2003년과 2010~2012년 평균 ROE는 9.9%, 8.5%로 소폭 둔화되었고, PBR은 같은 기간 2.0배에서 1.1배로 하락하였음.

○ 보험업의 경우, 수익성은 2000년 초반에 비해 개선되었으나 금융위기 이후 하락한 PBR도 낮은 수준으로 유지되고 있음.

9) Morgan Stanley Capital Index의 약자로 글로벌 상장기업의 유통주식기준 시가총액 가중평균 주가지수(Free Float Adjusted Market Capitalization Weighted Index)임. 국가별, 지역별, 업종별로 구분하여 발표되고 있으며 주식시장의 성과를 반영함. 전세계 지수(MSCI World Index)는 미국, 영국, 독일, 일본 등 24개 주요 선진국을 포함하고 있고 본고에서는 전세계 지수를 사용하였음.

- 2001~2003년과 2010~2012년 평균 ROE는 각각 5.7%, 8.0%로 2.3%p 상승하였으나 PBR은 같은 기간 1.8배에서 1.0배로 하락하였음.

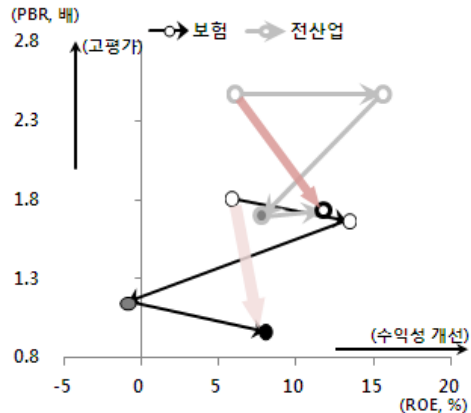
〈그림 4〉 선진국 은행업의 ROE-PBR matrix



주: 화살표의 시작은 2001~2003년, 2004~2007년, 2008~2009년, 화살표의 끝점은 2010~2012년 평균 ROE와 PBR를 나타내고, 회색점은 금융위기기간을 나타냄.

자료: Bloomberg.

〈그림 5〉 선진국 보험업의 ROE-PBR matrix



자료: Bloomberg.

■ 금융위기 이후 업권별 ROE와 PBR을 2001~2012년 평균 수준과 비교해 보면, PBR은 두 업권 모두 기간 평균수준을 하회하지만 ROE의 경우, 보험업이 기간 평균을 소폭 상회함.

- 금융위기 이후 은행업의 ROE 8.5%는 2001~2012년 평균 ROE 10.4% 수준에 미치지 못하고, 보험업의 ROE 8.0%는 평균수준인 7.7%를 웃돌고 있어 보험업 수익성의 추세회복 속도가 상대적으로 빠른 것으로 보임.

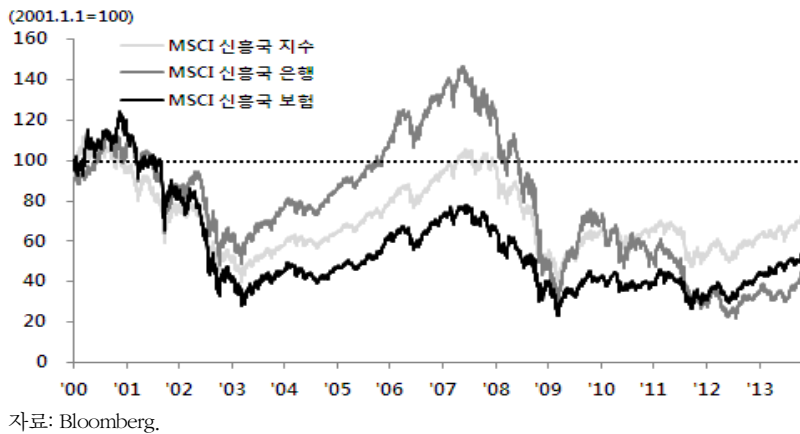
■ 전산업과 비교할 경우 은행업과 보험업 모두 전산업 ROE와 PBR을 하회하고 있으며 전산업에 비해 수익성 개선폭은 더 큰 반면, PBR 하락폭은 더 큰 것으로 나타남.

- 2010~2012년 전산업 ROE와 PBR은 소폭 회복하는 것으로 나타났으나 은행업과 보험업의 경우 ROE는 개선되었으나 PBR은 하락하였음.

나. 신흥국

- 신흥국¹⁰⁾의 경우도 선진국의 경우와 유사하며, 보험업 주가지수의 2000년 대비 수익률은 전업종 지수보다 낮은 반면, 은행업보다는 높고 2012년 이후 지속적으로 상승하고 있음.

〈그림 6〉 신흥국 은행업 및 보험업 주가지수 추이



- 2000년대 초반에 비해 글로벌 금융위기 이후 은행업과 보험업에 대한 투자자들의 평가는 크게 악화되었음.

○ 신흥국 은행업의 2010~2012년 평균 ROE는 3.7%로 2000년 초반의 9.7%에 비해 큰 폭으로 하락하였고 PBR도 1.6배에서 0.6배로 하락하였음.

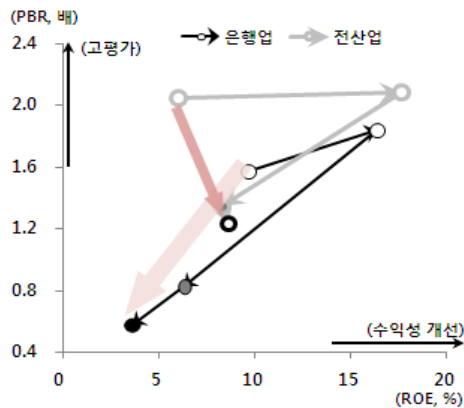
- 금융위기 이후 선진국 은행업의 수익성 개선과 반대 현상을 보임.

- 선진국 은행업의 ROE는 2008~2009년 평균 3.6%를 기록하였으나 2010~2012년 평균 8.5%로 상승한 반면 신흥국 은행업의 ROE는 같은 기간 6.4%에서 3.7%로 하락하였음.

10) MSCI Emerging Market Index를 사용하였음. 이 지수에는 한국, 중국, 브라질, 인도, 동남아시아 국가 등 21개 신흥국가가 포함됨. 신흥국지수에 포함된 우리나라 기업들은 2012년 12월 기준으로 105개 회사이고 그 중 보험회사는 삼성생명, 한화생명, 동부화재, 삼성화재, 현대해상 등이고 은행 및 금융그룹은 우리금융지주, 하나금융지주, KB금융지주, 외환은행, 기업은행, BS금융지주, DGB금융지주 등임.

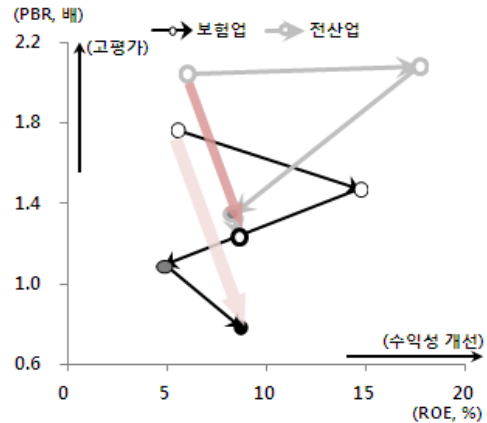
- 보험업의 경우, 선진국 보험업과 마찬가지로 2010~2012년 ROE는 8.7%로 2001~2003년 5.5%에 비해 개선되었으나, PBR은 1.8배에서 0.8배로 크게 둔화되었음.

〈그림 7〉 신흥국 은행업의 ROE-PBR matrix



자료: Bloomberg.

〈그림 8〉 신흥국 보험업의 ROE-PBR matrix



자료: Bloomberg.

- 신흥국 은행업의 경우 선진국에 비해 ROE와 PBR이 모두 하락하고 있고 보험업의 경우 수익성은 개선되고 있는 것으로 나타나 글로벌 금융위기의 영향이 은행업에서 더 큰 것으로 보임.

- 신흥국 은행업의 ROE, PBR이 모두 2003년 닷컴버블 붕괴 이후 하락하고 있음.

- 신흥국 보험업은 전산업에 비해 수익성이 개선되고 PBR 감소 크기도 제한적인 것으로 나타남.

- 전산업 ROE와 PBR 감소크기보다 은행업의 ROE, PBR이 더 크게 줄어들었고 보험업의 경우 수익성은 전산업에 비해 개선되었고 PBR 감소 크기도 상대적으로 적은 것으로 나타남.

다. 우리나라

■ 국내 은행업과 보험업의 주가지수 수익률은 전업종 지수에 비해 높은 수익률을 보이고 있음.¹¹⁾

○ MKF2000 은행업지수는 2001년 1월초에 비해 다섯 배 증가하였고 보험업지수는 6배가 증가하였는데, 이는 각 업종의 시가총액이 다섯 배, 그리고 여섯 배 증가하였다는 것을 의미함.

- 2010년 말에 비해 우리나라 주식시장의 시가총액은 5.0% 증가하였고 보험업의 시가총액은 4.0% 증가하였으나 은행업의 시가총액은 24% 감소하였음.¹²⁾

- 은행업 시가총액이 감소한 원인은 저축은행의 상장폐지, 외환은행과 하나은행의 인수합병 등인 것으로 보임.

○ 2005년 이후 보험업 지수가 상승한 원인은 저축성보험의 증가와 실손보험 등 장기보험 판매가 증가하면서 손해보험회사들의 주가가 상승하였기 때문이며 2009년 이후에는 삼성생명, 동양생명, 한화생명의 상장으로 보험업의 시가총액이 성장하였기 때문임.

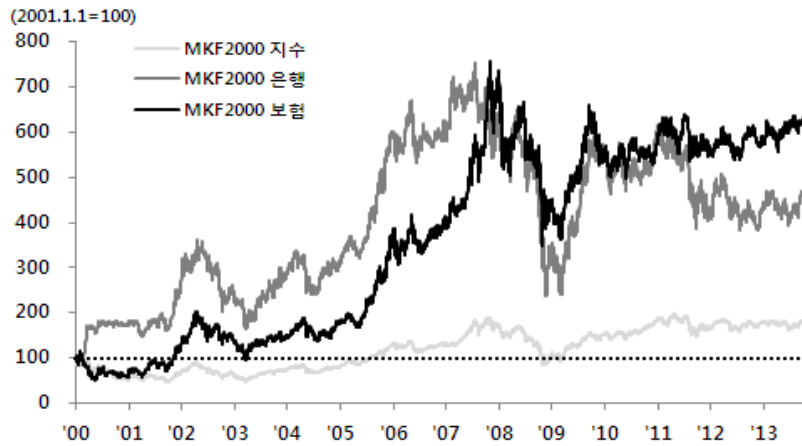
- 시가총액 비중의 경우 은행업은 2000년 초 30% 수준에서 최근 10% 수준으로 감소하였고 보험업의 경우 2000년 초 1% 수준에서 4% 내외 수준임.

- 또한 보험업과 은행업의 주가지수 수익률 차이는 전세계적으로 2013년 10월 평균 9.6%p인 반면 우리나라의 경우 140.4%p로 나타났음.

11) 본고에서는 매일경제가 발표하는 MKF2000 지수를 사용하였는데 이는 MSCI가 발표하는 Korea Index와 증권거래소가 발표하는 보험업종 지수가 2010년 이후부터 가능하다는 한계가 있기 때문임. MKF지수는 기준 시점(2000년 1월 4일도)의 시가총액을 비교시점의 시가총액으로 나누어 지수화한 것이며 시가총액 산출 시 유통주식수(자사주 제외)를 적용하여 계산함. 보험업의 경우 상장주식수는 2000년 초 269,822,004주에서 현재 2,000,127,596주로 641% 증가하였고 가격지수는 768포인트에서 6,274.3포인트로 716% 증가하였음. 반면에 은행업의 경우 상장주식수는 2000년 초 3,866,461,548주에서 24% 감소한 2,938,124,676주이며 가격지수는 1807.93포인트에서 4,768.01포인트로 163.7% 증가하였음. 전업종 지수는 유통주식수가 118.4% 증가하였고 가격은 193.8% 증가하였음.

12) 2013년 11월 15일 기준 은행업 시가총액은 70조 9,000억 원, 보험업 시가총액은 51조 9,000억 원, 그리고 전업종의 시가총액은 1,263조 원 수준임.

〈그림 9〉 전세계 은행업 및 보험업 MKF2000 주가지수 추이



자료: FnGuide.

■ 우리나라 은행업의 ROE-PBR 추이는 선진국 은행업과 비슷한 반면, 보험업의 경우 2001년부터 금융위기 이전까지 수익성과 주가 모두 상승하는 모습을 보이고 있음.

〈표 5〉 우리나라 은행업·보험업·전산업의 PBR, ROE 추이

(단위: 배, %)

구분		2001~2003	2004~2007	2008~2009	2010~2012	평균
은행업	PBR	1.1	1.4	0.8	0.7	1.0
	ROE	11.5	17.8	8.4	10.2	12.0
보험업	PBR	1.1	1.7	2.2	1.4	1.6
	ROE	6.7	9.8	15.7	11.4	10.9
전산업 ¹⁾	PBR	1.0	1.4	1.1	1.2	1.2
	ROE	5.8	12.6	6.4	10.0	8.7

주: 1) MKF2000 지수에 편입된 모든 업종임.

자료: FnGuide.

○ 신흥국의 경우와 다르게 글로벌 금융위기 이후 은행업의 수익성이 소폭 개선됨.

- 2001~2003년과 2010~2012년 평균 ROE는 각각 11.5%, 10.2%로 1.3%p 하락하였으며 PBR은 같은 기간 1.1배에서 0.7배로 하락하였음.

- 그러나 글로벌 금융위기 이후 은행업 수익성은 전산업 수익성 개선과 같은 추세를 보이고 있으나, 개선 크기는 상대적으로 둔화된 것으로 나타남.

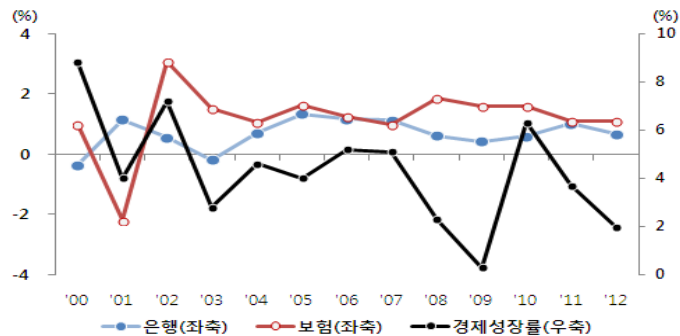
○ 반면 보험업의 경우, 2000년 중반 이후 저축성보험 판매 증가로 ROE-PBR 모두 증가하여 전산업에 비해 높았고, 글로벌 금융위기로 ROE와 PBR이 모두 하락하였으나 2000년 초에 비하면 ROE와 PBR이 모두 상승하였음.

- 2001~2003년과 2010~2012년 평균 ROE는 각각 6.7%, 11.4%로 4.7%p 상승하였으며 PBR도 같은 기간 1.1배에서 1.4배로 상승하였음.

■ 우리나라의 경우 보험업의 PBR은 2010~2012년 평균 1.4배로 2001~2003년 평균 PBR 2.2배에서 크게 둔화되었으나 국내 은행업 PBR 0.9배, 선진국 보험업 PBR 1.0배, 신흥국 보험업 PBR 0.8배 대비 높은 수준을 유지하고 있음.

○ 연금 및 장기보험의 성장으로 글로벌 금융위기와 경기변동의 영향이 크지 않았던 것으로 보임.

〈그림 10〉 우리나라 실질경제성장률과 은행업 및 보험업 ROA¹⁾ 추이



주: 1) MKF2000 은행, 보험 섹터의 ROA임.

자료: Fnguide, 한국은행.

○ 그러나 2010년 회계연도 이후 생명보험산업의 당기순이익이 둔화되고 있고 손해보험 산업도 유사하게 둔화되고 있어 ROE와 PBR 둔화추세는 지속될 우려가 있음.

- 저금리로 인한 보증준비금 증가에 따른 당기순이익 감소, 자동차보험 경영수지 악화, 부채적정성평가(LAT) 도입 등이 보험업 경영성과에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상됨.

4. 결론 및 시사점

■ 글로벌 금융위기 이후 보험업의 수익성 회복속도가 은행업보다 빠른 것으로 나타남.

- 2009~2012년 전세계 상업은행과 보험업의 평균 ROA, ROE는 글로벌 금융위기 이전의 58% 수준이나 2008년 보험업의 수익성 감소 크기가 컸던 점을 고려하면 보험업의 수익성 회복 속도가 빨랐던 것으로 나타남.
- 우리나라의 경우에도 2008년 이후 보험업의 수익성은 은행업에 비해 양호한 수준을 유지하고 있음.

■ 2008년 금융위기가 선진국 보험업에 일시적으로 큰 영향을 미쳤으나 변액연금, 금융보증 등 일부 사업에 국한되었고 운용자산 중 주식 비중이 크지 않아 금융위기의 영향은 제한적이었던 것으로 판단됨.

- 주가지수를 비교할 경우 2002년 닷컴버블 붕괴 이전에는 은행업과 보험업의 주가수준이 유사한 추세를 보였으나 닷컴버블 붕괴 이후 2008년 이전까지는 은행업의 주가수준이 보험업보다 더 높았었음.
- 그러나 2008년 이후에는 은행업과 보험업 모두 전산업 주가지수를 하회하고 있으며 2012년 이후에는 보험업의 주가지수가 은행업보다 높은 수준으로 전환되었고 상승속도도 빠른 것으로 나타남.
 - 저성장·저금리 장기화가 지속될 것으로 전망되고 글로벌 자본규제가 강화될 것으로 보여 은행업의 수익성 둔화와 투자심리 악화 가능성이 높은 것으로 보임.
- 우리나라의 경우에서도 이와 유사한 추세가 나타나고 있으나 2008년 금융위기 이후 은행, 보험업 주가지수가 모두 빠르게 반등하였고, 보험업 주가의 상승속도는 은행업의 상승속도보다 빠르게 나타남.

■ PBR과 ROE로 은행업과 보험업의 회복속도를 평가한 결과, 신흥국의 보험업 수익성 회복속도가 빠른 것으로 나타났고 우리나라의 경우 보험업의 수익성과 투자자들의 평가가 은행업이나 전산업에 비해 양호한 것으로 나타났음.

- 신흥국의 경우 은행업의 수익성은 2000년대 중반 이후 계속 둔화되는 것으로 나타났으나 보험업의 경우 글로벌 금융위기 이후 ROE가 5%에서 8.7% 수준으로 개선되었음.

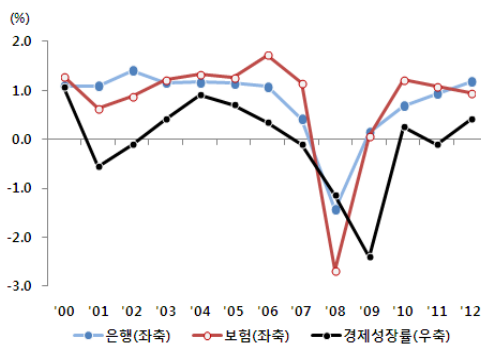
- 신흥국 보험업의 ROE는 신흥국 전산업의 ROE와 동일한 8.7%를 유지하고 있으며 PBR도 전산업 PBR 1.2배에 비해 소폭 낮은 0.8배로 은행업의 0.6배에 비해 양호한 것으로 나타났음.
- 우리나라의 경우 2010~2012년 평균 보험업 PBR은 1.4배, ROE는 11.4% 수준으로 은행업과 전산업에 비해 수익성과 투자심리 측면에서 양호한 것으로 나타남.

■ 우리나라 보험업의 경우 경기변동의 영향이 은행업보다 적어 은행업에 비해 투자심리가 상대적으로 우호적인 것으로 보이나 성장동력 소진, 자본규제 강화 등에 따른 수익성 둔화는 불가피할 것으로 보임.

- 2000년대 중반 이후 연금, 장기보험 등이 보험업의 성장세를 주도하며 경기변동의 영향을 줄여온 것으로 판단됨.
- 미국과 일본의 경우 은행업과 보험업의 자산수익성은 경제성장률과 유사한 추세를 보이고 있고 일본의 경우 보험업의 자산수익성이 은행업의 자산수익성을 후행하는 모습을 보임.
- 우리나라의 경우 2002년 이후 보험업의 자산수익성(ROA)이 은행업보다 소폭 높은 수준을 유지하고 있고 미국이나 일본에 비해 경기변동의 영향이 적은 것으로 나타남.

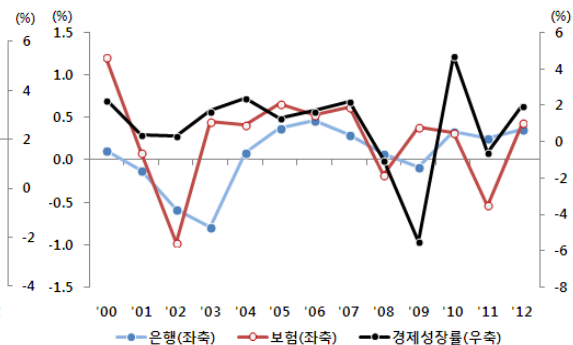
〈그림 11〉 실질경제성장률과 은행업 및 보험업 ROA¹⁾ 추이

〈그림 11-1〉 미국



주: 1) S&P500 은행, 보험 섹터의 ROA임.
자료: Bloomberg.

〈그림 11-2〉 일본



주: 1) TOPIX 은행, 보험 섹터의 ROA임.
자료: Bloomberg.

■ 새로운 성장동력 발굴이 지연될 경우 저성장·저금리로 보험영업수익 둔화는 불가피할 것이고 투자영업수익도 악화될 가능성이 높아 신성장동력 발굴이 시급한 것으로 보임.

〈참 고 문 헌〉

McKinsey(2012. 10), “The Tripple Transformation”, 2nd McKinsey Annual Review on the Banking Industry.

OECD, 「Global Insurance Market Trends 2012」.

US Government Accountability Office(2013. 6), 「Impacts and Regulatory Response to 2007-2008 Financial Crisis」.