



2022. 11. 10 (목)

**meritz Strategy Daily**

# 전략공감 2.0

## Strategy Idea

2023년 전망 시리즈 (해설판)

3. 채권전망: Era of Un-, 안전자산의 가치

## 오늘의 차트

인도, 새롭게 각광받는 투자처

## 칼럼의 재해석

Bima Sugam은 인도 보험시장에 효과적일까?

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

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

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

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

## Strategy Idea

본 자료의 원본은 2022년 10월 31일 발간된

[2023년 전망 시리즈 3 – 채권전략: 'Era of Un-, 안전자산의 가치']입니다



▲ 채권/자산 전략  
Analyst 윤여삼  
02. 6454-4894  
yeosam.yoon@meritz.co.kr

## 2023년 전망 시리즈 3 (해설판)

## [채권전망] Era of Un-, 안전자산의 가치

- ✓ 남아있는 고물가에 대한 부담으로 통화정책 긴축의 부담 상존. 예단하지 않고 인플레기대를 통제하는 것도 중요하지만, 통화정책의 제약적(restrictive) 구간 진입도 인정해야
- ✓ 고물가 부담을 덜어낸 이후 구조적 침체는 아니라고 해도 상당한 경기둔화의 부담을 견뎌야 하는 상황. 유동성 축소에 따른 금융불안은 안전자산인 채권부터 정상화에서 출발
- ✓ 국내 펀더멘탈 대비 신용리스크 고려한 통화긴축 신중론 부각, 시장금리 정점 형성 중

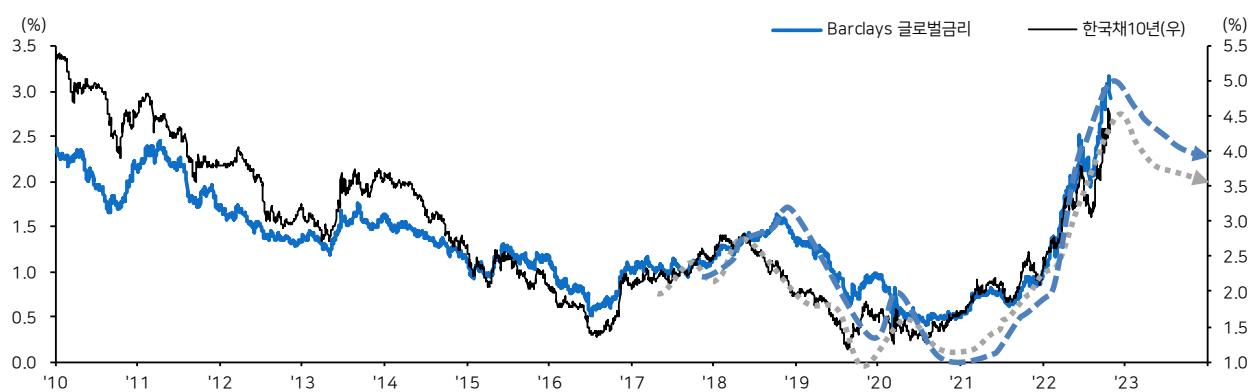
### Un- 불안정의 시대, 다시 안전자산의 역할 필요

고물가와 긴축으로 금융시장  
역사적인 약세장 지나는 중

2022년은 금융시장 역사에 남을 한해가 될 것이다. 펀더멘탈은 2020년 팬데믹 당시가 어려웠지만, 과도한 정책의 유동성 조치로 금융시장은 2021년 말까지 긍정적인 분위기였다. 2022년 들어와 그 반대급부로 고물가 부담이 커지면서 급격히 진행된 긴축정책은 위험&안전자산 할 것 없이 수익성을 악화시켰다.

주식과 채권이 동시에 두 자릿수 마이너스를 기록한 경험은 대공황 이후 처음일 정도로 투자자들에게는 죄악의 한해였다. 그럼에도 아직 남은 물가와 사투와 긴축 정책에 대한 공포는 아직도 남아있다. 여기서 우리가 주목하는 있는 점은 과도한 긴축으로 안전자산인 채권이 제 역할을 하지 못했다는 점이다. 이제 글로벌 평균 무위험 수익률은 3%를 넘어섰다. 금융위기 이후 최고 수준이다.

그림1 역사적 채권 약세, 저물가 시대 종료 및 정책 불확실성 높다고 하지만 안전자산의 필요성은 더욱 높아지고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## Undergo Inflation 고물가 부담 극복하기

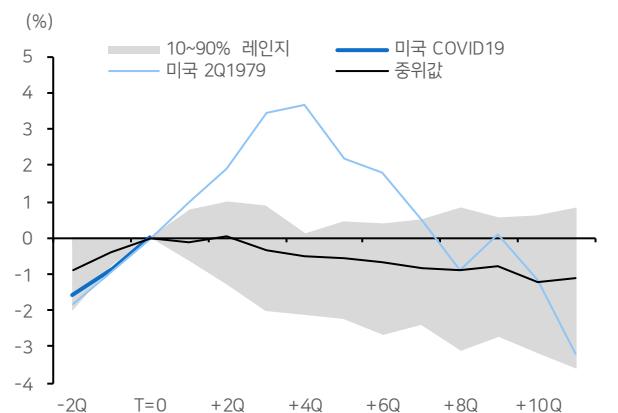
일시적(temporary) 일 것으로 판단했던 물가상승은 1980년 오일쇼크 이후 역사적 수준을 기록했다. 미국은 6월 전년대비 9%에서 정점은 확인한 듯 보이지만 이후에도 8%대에서 예상보다 높은 수준을 유지하고 있고, 에너지와 전기료 등 공급 물가 충격이 큰 유럽은 아직 전년대비 10%대로 상승 중이다.

### 물가 경로 불확실성 지속 중

IMF를 비롯한 다양한 연구기관들은 현재 물가패턴이 자칫 1980년대와 같이 통제되지 않은 경로를 갈 수 있는 위험을 가늠하고 있다. 실제 지난해부터 제시했던 물가전망 경로는 올해 들어와 매우 가파른 경로로 상향되었고, 정점은 확인했다고 하기에 'higher for longer'라는 말이 나올 정도로 하락 경로도 자신이 없다.

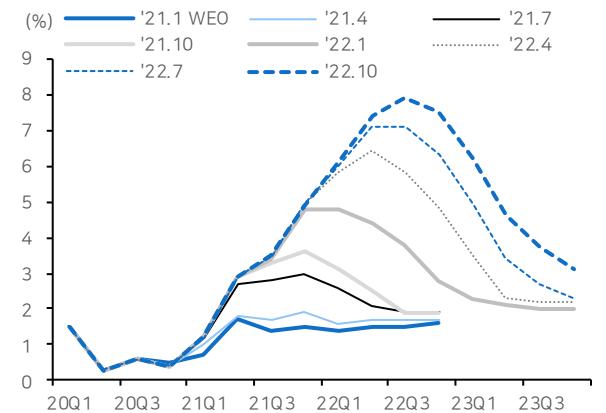
올해 3분기 정도에 물가정점을 타진하면서 통화정책 피봇(pivot)을 기대하며 금리가 반락하기도 했지만 아직도 올해 물가전망조차 상승이 끝나지 않았다<그림 3>. 파월 의장이 물가전망을 예단(forward)하지 않고 신중하게(backward) 바라보겠다고 한 것은 추세물가의 반전 정도는 확인하겠다는 의미이다<그림 4>.

그림2 1979년 인플레이션 폭발 시기와 이번 국면의 유사성



자료: IMF WEO(22.10), 메리츠증권 리서치센터

그림3 IMF 글로벌 물가전망, 반기마다 큰 폭 상향조정 실시



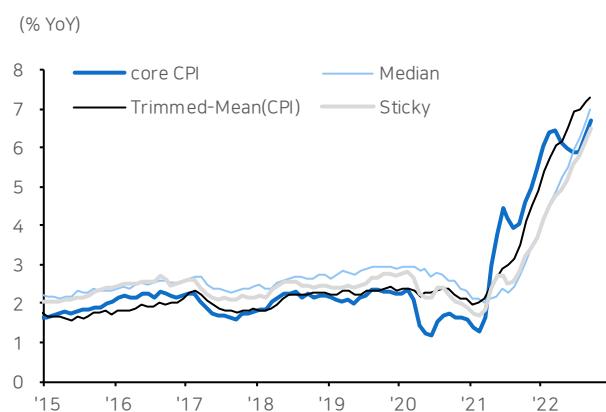
자료: IMF WEO(22.10), 메리츠증권 리서치센터

그림4 2022년 물가 전망에 그대로 끌려 올라간 글로벌금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Backward looking, 후행적인 트렌드 물가지표의 하락



자료: AT Fed Inflation Dashboard, FRB, 메리츠증권 리서치센터

사실 2023년 1분기까지 물가안정 범위상단으로 여겨지는 4%대까지 반락을 자신하지 못하는 가운데 실제 물가에 선행하는 시장거래 기대인플레이인 BEI 조차 최근 5년 중기물이 다시 2% 중반을 넘어섰다. 적어도 2023년 1분기까지 고물가 부담에서 통화긴축 부담 → 채권 및 금융시장 위축 부담은 남아있다.

### 물가압력 둔화의 신호들은 포착되고 있어

그럼에도 현재 전망(forward) 관련 물가가 주는 정보는 하락 방향은 비교적 명확하게 가리키고 있다. 1)긴축 정책에 의한 유동성 축소로 인한 인플레 총알은 줄고 있고, 2)높은 임금상승세는 기업들이 지지하기 어려워 향후 줄일 수 밖에 없다는 조사가 늘고 있다<그림 7>. 3)주택경기 둔화 속도가 빨라지는 만큼 서비스 물가 상승을 주도하는 주거비 상승부담도 정점은 지난 것으로 평가된다<그림 8>.

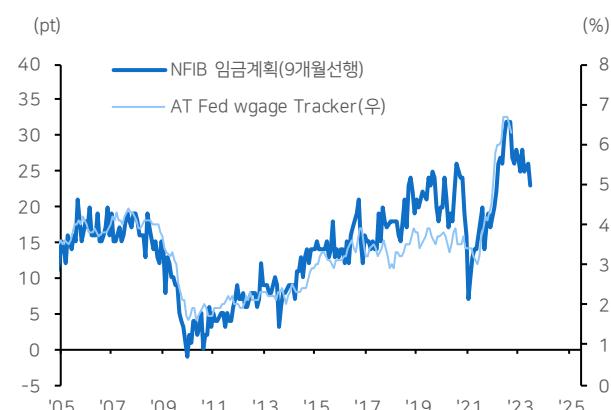
재화 중 4)식품과 신차는 재고가 늘기 시작하면서 상승세는 이미 꺾인 상황이고, 5)이를 실어 나르는 컨테이너 운임이 2021년 수준보다 낮아지면서 공급망 충격 우려도 낮아졌다. 한번 불은 인플레이션의 불길을 잡기 위해 과도한 대응이 당연시되고 있지만, 이제는 그 열기가 견딜 수 있는 영역으로 진입하고 있다.

그림6 Forward looking, 물가선행지표 BEI 하락 중요



자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 기업들 임금인상에 대한 부담 누적되고 있어



자료: NFIIB, AT Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림8 물가상승 주도하는 주거비, 주택가격 하락 쫓을 것



자료: US NAR, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 공급망 충격 완화, 재화수요 둔화 반영하여 운임 하락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## Uncertainty Policy, 정책&적정의 한계

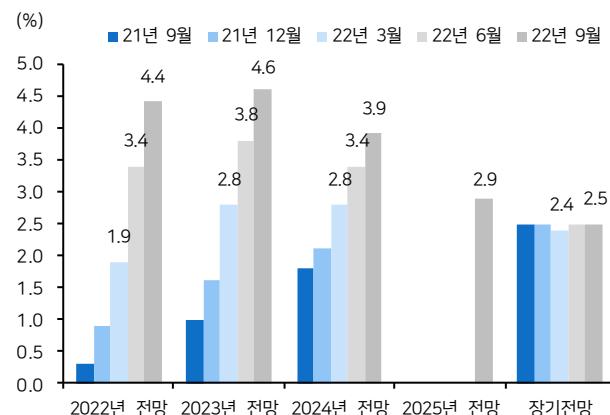
물가상승을 예측하지 못한 금융시장과 통화정책 당국의 올해 행보는 '고난의 행군' 그 자체였다. 연준은 매 분기 제시하는 점도표에서 급격한 상향조정을 실시해야 할 정도로 정책신뢰성을 쳐버렸다<그림 10>. 심지어 11월 FOMC에 파월 의장은 '지난 9월에 제시한 전망보다 더 높아질 것'이라는 매파 발언을 내놓았다.

현재 시장이 반영하고 있는 미국 연방금리의 최종값은 5% 내외로 5.25% 상단 정도에 대한 가능성 정도는 일부 반영 중이다. 노무라같은 IB는 5%대 중반, 전 템플턴 아시아지역 회장인 모비우스 같은 이는 7%대 연방금리를 제시하지만, 물가안정을 전망하는 우리는 이는 과도한 추정으로 판단하고 있다.

연방금리 임계치는 5.25%

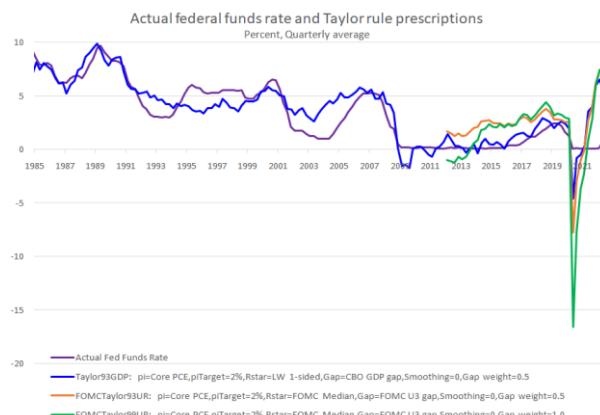
애틀란타 연준이 추정하는 테일러 준칙 기준 연방금리는 5%정도로 추정되고 있으 며<그림 11>, 현재 균원물가가 높지만 내년에는 4% 아래로 떨어질 수 있는 경로 를 고려할 때 5% 내외면 충분하다<그림 12>. 중립금리인 자연이자율과 괴리를 감안해도 적정의 임계치는 5.25% 정도로 추정된다<그림 13>.

그림10 연준 점도표 1년 전부터 매우 가파른 상향조정



자료: FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림11 AT Fed 추정 테일러 룰, 5% 초반 수준 평가



자료: AT Fed Taylor rule utilities

그림12 미국 균원물가 하락을 견인한 수준으로 5% 내외



자료: NBER, FRB, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림13 중립금리 2표준편차 괴리, 연방금리 5.25% 임계치



자료: NBER, FRB, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

연준 통화정책 불확실성이 상방쪽인 것은 현실이나 핵심 IB들의 전망이 5% 내외에서 크게 변하지 않는 부분도 고려할 필요가 있다. 우리는 상기한 툴을 기반으로 미국 연방금리가 5% 내외 수준에서 적정의 한계수준임을 추정하는 것이다. 때문에 현재 채권시장의 기대도 현 수준에서 추가 반영은 제한될 것으로 본다.

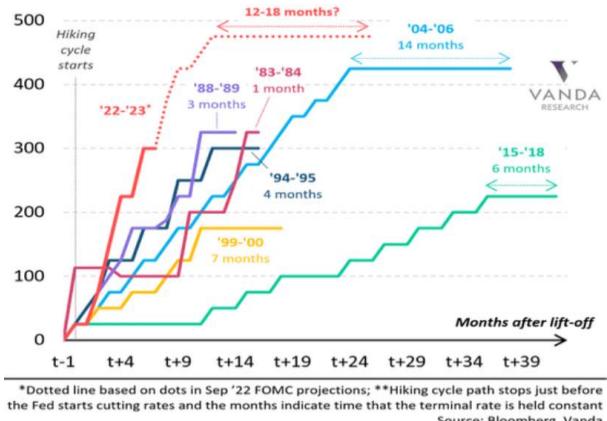
역사적으로 긴축에서 기조전환은  
5~6개월 소요

그리고 당장은 기대인플레 통제로 금리인상이 종료된 이후 통화정책 완화로 전환에 시간이 오래 걸릴 것으로 추정되나 역사적으로 5~6개월이면 기조가 전환되었다<그림 14>. 양적축소와 같은 직접 유동성 환수가 이전과 달리 안전자산 선호에 따른 금리상승을 억제한 것과 달리 금리를 높였다는 점도 고려되어야 한다.

물가가 경기에 미치는 영향도  
고려할 필요

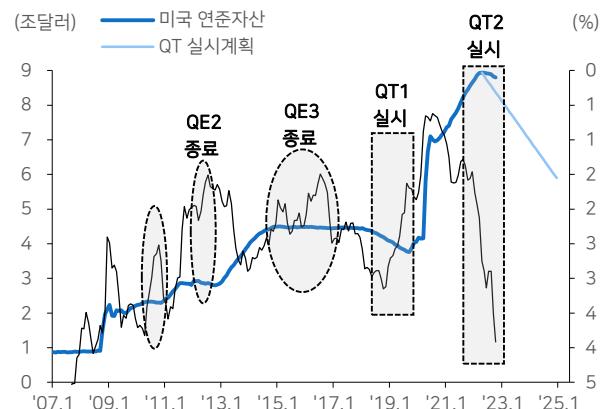
미국의 통화정책 변화만 드라마틱한 것이 아닌 글로벌 주요국들의 금리인상 기대 또한 급격하게 상향되면서 유발된 금융시장 부담이 크다<그림 16>. 탈세계화로 인해 '저물가 시대는 끝났다'는 주장<그림 17>이 다수 존재하나 러-우 전쟁과 미 중 갈등, 중동 문제 등이 물가에 미치는 영향을 넘어 이제 실물경제 위축에 미치는 영향이 더 커지는 영역이라는 점도 명심해야 한다.

그림14 미국 연방금리 인상 이후 휴지기 길어질까?



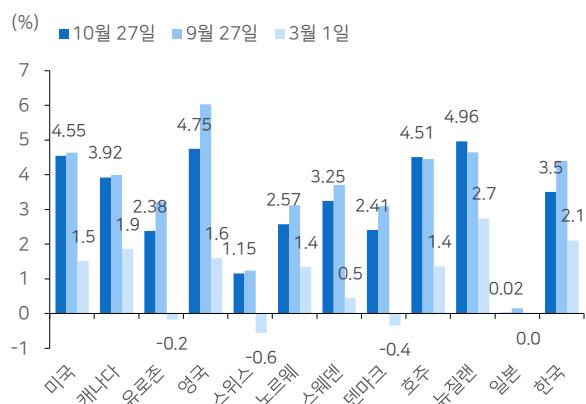
자료: VANDA 재인용, FRB

그림15 양적축소의 금리부담, 물가정점 확인 이후 달라질 것



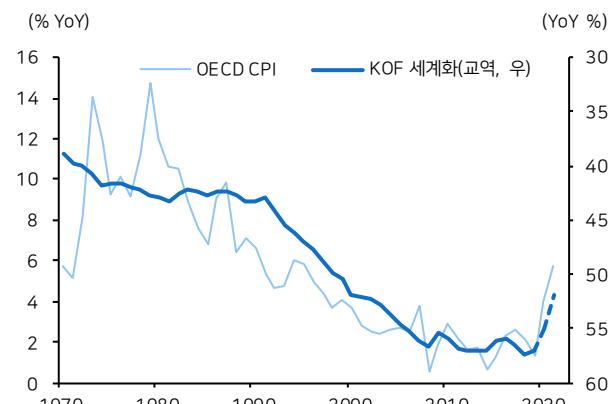
자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 선진국 1년 이내 긴축의 기대치 대규모로 상향



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 탈세계화의 정치적 문제, 물가만 아닌 경기에도 영향



자료: OCED, KOF Swiss, 메리츠증권 리서치센터

## Unhappy Economy, 경기침체의 그림자

주요국 긴축&고물가로 인한  
경기둔화 우려 큰 상황

고물가와 고강도 긴축정책 여파로 금융시장이 먼저 타격을 받았지만 2023년은 실물경제 둔화 우려가 만연하다. 주요 기관들의 글로벌 & 주요국 성장전망은 침체까지는 아니지만, 미국과 유럽 0% 내외의 부진한 성장을 전망하고 있다. 피델리티 추정 글로벌 경기사이클은 대부분 부진 영역에 진입했다<그림 18>.

이번 고물가 국면을 가장 잘 예측한 것으로 알려진 래리 서머스는 현재 경기 연착륙이 아닌 경착륙 전망을 고수 중이다. 그와 함께 연준의 실기를 비판하던 입장에서 최근 들어 '5%대 연방금리 기대를 반영한 상황이라면 충분하다'라는 의견을 피력하면서 긴축정책의 피로도가 정점에 이른 것을 시사했다<그림 19>.

기업을 중심으로 경제여건에  
균열 발생할 것

우리는 올해 글로벌 경제방향성을 점검하는 잣대로 거시경제비용(macro cost)를 제시해왔다<그림 20>. 금리와 유가(원자재), 달러 등 기업활동에 원가인 해당 지표들의 부담이 2000년 이래 가장 크게 쌓임으로 인해서 아직까지 양호해 보이는 경제여건에 균열(crack)이 발생할 것으로 보고 있다.

그림18 글로벌 경기사이클, 대부분 위축 국면으로 진입



자료: Fidelity 재인용

그림19 서머스, 경기우려 & 금리인상 기대 충분하다고 발언



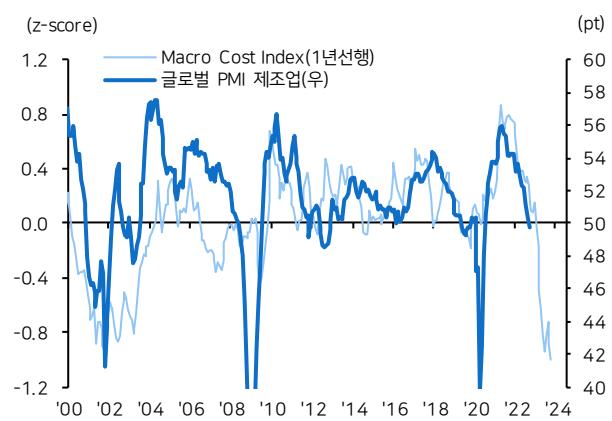
Lawrence H. Summers  
@LHSummers  
The terminal rate, according to  
Fed funds futures, has just risen  
above 5. This is a kind of  
milestone. I think it is more likely  
than not to rise more. But the  
increase already of more than  
400bps in 18 month is surely  
most of the increase we will see in  
this cycle.

트윗 번역하기

2022년 10월 20일 · 11:04 오후 · 에

자료: Twitter 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림20 글로벌 거시경제비용 부담, 실물경제 악재 작용



자료: Bloomberg, Markit, 메리츠증권 리서치센터

그림21 비용상승 & 수주둔화, 기업활동 부담 위축 시작



자료: FRB, ISM, 메리츠증권 리서치센터

줄어드는 기업 수주, 생산위축으로  
이어질 것

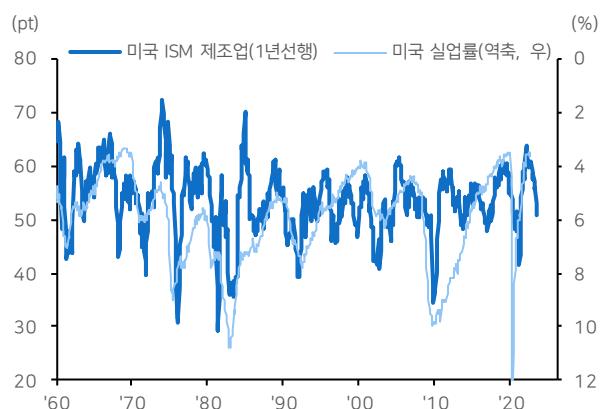
기업활동 위축, 고용여건 둔화를  
통해 소비 감소로 이어질 전망

실제로 미국 ISM 제조업 지수의 경우 기준선인 50pt에 걸려있지만, 이미 하락하고 있는 수주(order)를 보면 향후 생산위축은 불가피하다<그림 21>. 때문에 3분기까지 버티고 있는 기업실적 또한 4분기부터 위축이 심화될 것으로 보고 있다. 이익이 줄면 기업은 다른 원가보다 고용에 대한 부담이 커질 것이고, 시차를 두고 실업률 상승으로 연결될 것이다<그림 22>.

실업률이 오르면 임금 소득이 줄면서 펜데믹 구간 들어난 파이저축을 생각하면서 벼텨온 양호한 소비 여건도 위축될 것이다. 단가상승 영향을 제거한 실질 소비는 횡보 중이다<그림 23>. 재화소비는 내구재(중고차 및 가전) 중심으로 감소, 리오프닝에 따른 서비스업의 주도력도 주택경기와 함께 정점은 지난 듯 보인다.

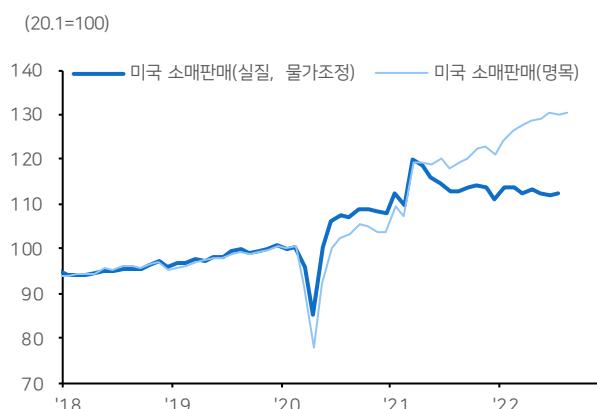
기업활동 위축 → 타이트한 고용 여건의 완화 → 소비 둔화의 실물경기 연결고리에 실물자산의 핵심인 부동산 경기가 글로벌하게 위축되는 부분도 '행복하지 않은 경기'의 한 축이 될 것이다. 호주와 같은 일부 국가는 벌써 부동산 시장 위축과 과도한 변동금리 대출 부담으로 통화긴축에 신중해야 할 상황이 되었다.

그림22 기업활동이 둔화되면 타이트한 고용여건도 풀리 것



자료: ISM, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림23 실업률이 오르면 임금소득 기반 소비여건도 약화



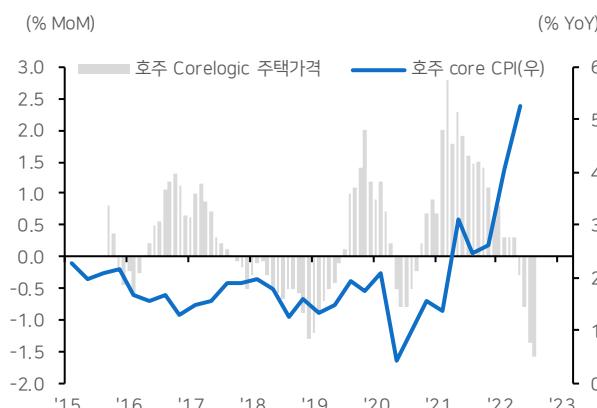
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림24 모기지금리 급등으로 부동산 경기위축 심화될 것



자료: S&P, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 RBA 고물가 부담에도 부동산 우려로 빅스텝 신종



자료: CoreLogic, 호주 통계청, 메리츠증권 리서치센터

## Unwinding Liquidity, 안전자산 지위 회복

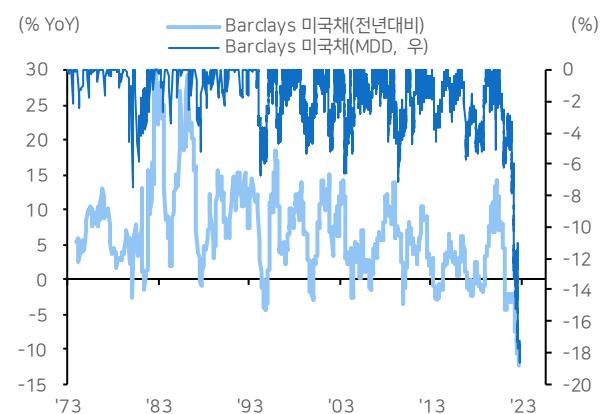
완화되는 유동성 여건 바탕  
채권시장 안정 도모할 것

물가는 예단해서는 안되지만 하향 기조가 이어지고, 통화정책은 임계치 수준에서 추가적인 부담이 없다면 이제 정책의 초점은 경기둔화 혹은 침체에 맞춰져야 한다. 2023년 그렇게 감기던 유동성의 여건은 다시 조금씩 풀리는 방향으로 전개될 것이며, 높아진 이자수익을 기반으로 채권시장 안정을 도모할 것이다.

역사적으로 채권시장이 이렇게 손실을 기록한 적이 없다<그림 26>. 그럼에도 남아있는 인플레이션 부담과 위험자산(주식)이 피벗기대에 연동되어 움직인다는 점에서 전향적인 정책기조 전환을 기대하는 것은 이르다<그림 27>. 과도한 연준의 긴축은 물가기대를 통제하고 과도했던 위험추구 현상을 통제하는 것이 중요하겠으나 금융시장에 안전자산인 국채마저 기회하게 할 정도로 과도했다.

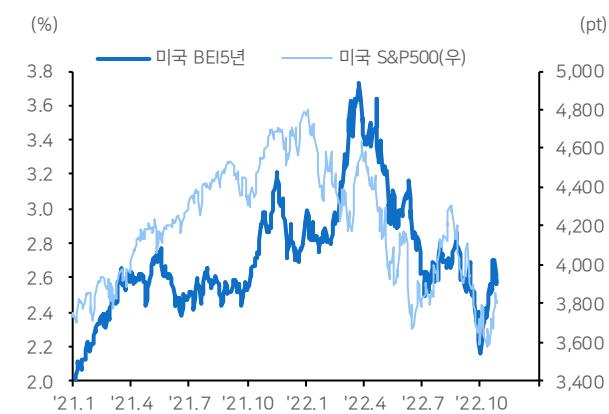
물가예측 실패 → 과도한 긴축 → 달러강세 유발로 외국인들이 미국채 매수를 꺼리게 되었다<그림 28>. 은행들의 건전성 규제(SLR)은 미국내 채권 매수를 줄이도록 만들어 금융시장에 피난처가 없는 환경을 만들었다<그림 29>.

그림26 역사적 채권시장 손실, 높아진 이자수익 활용할 때



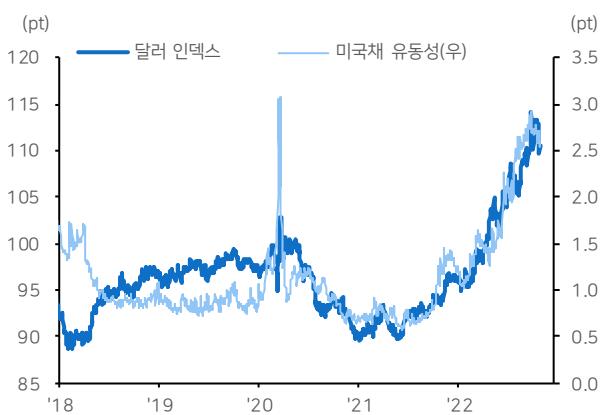
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 연준의 완화기대, 인플레와 주가 동시 상승의 부담



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 과도한 긴축은 달러강세와 미국채 유동성 저하 유발



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림29 미국 은행 자본건전성 규율 강화로 채권매수 줄어



자료: FRB, 메리츠증권 리서치센터

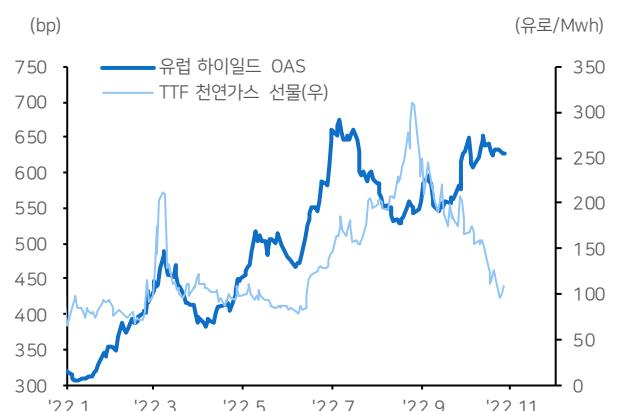
미국 재무장관조차 미국채 유동성을 걱정하는 상황에서 유럽의 금리 또한 미국보다는 낮지만 영국 길트채 금리급등에서 보이듯 신뢰성 문제가 부각되었다. 정치적으로 이탈리아 국채문제는 안정적이나 최근 에너지 불안이 완화되었음에도 실물경제 우려로 유럽 하이일드 스프레드는 높게 유지 중이다<그림 30>.

### 정책여력은 빠르게 소진

2023년 1분기 글로벌 물가안정 및 경기둔화가 명확해지기 전까지 통화정책 기대 전환은 어려울 것으로 보이나 파월의장도 강조했던 선도금리(18m3m)에 반영된 연준의 정책 여력은 이미 대부분 소진되었다<그림 31>. 상기했듯이 연방금리는 5% 내외에서 그 종착지가 결정될 것으로 보는 것이 합리적이다.

금리인상 끝에는 일드커브 역전이 연출되었다. 10년과 연방금리 역전폭은 일반적으로 100bp 정도 역전되는 것이 이례적인 것이 아니었다<그림 32>. 이를 감안 우리는 연방금리 5.25%를 반영하여 미국채10년 상단 4.3% 정도를 제시하고 있다. 이후 경로는 블룸버그 시나리오 분석에도 나오지만, 적어도 내년 하반기까지 중립금리인 2% 중반을 향해 시장금리는 안정 경로를 찾을 것이다<그림 33>.

그림30 유럽 에너지 우려 완화에도 하이일드 스프레드 확대



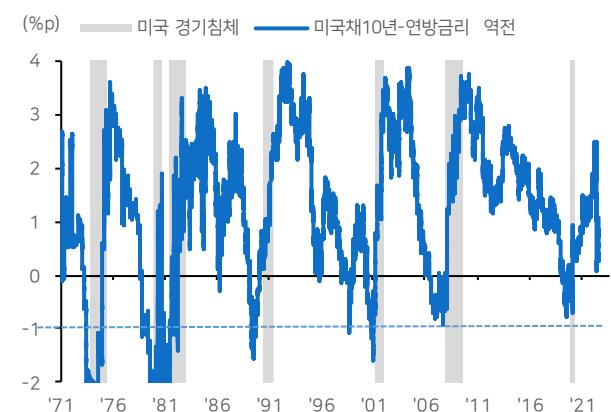
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림31 연준 정책여력 대부분 소진, 미래 유동성 기대 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림32 미국채10년 연방금리와 역전 100bp 이례적 아냐



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Base-Case and Risk-Case Scenarios for Yields

(9/30/2023)	Base Case	High Inflation, Good Growth	Recession, Inflation Slows
2s	2.91%	4.85%	2.55%
5s	2.86%	4.73%	2.57%
10s	2.89%	4.66%	2.66%
30s	2.99%	4.33%	2.77%

Source: Bloomberg Intelligence

자료: Bloomberg Intelligence 재인용, 메리츠증권 리서치센터

## 언(냉각) 한국 채권시장, 해동 시작

금리인상, 외생 변수보다  
국내 불안요인에 초점 맞춰야

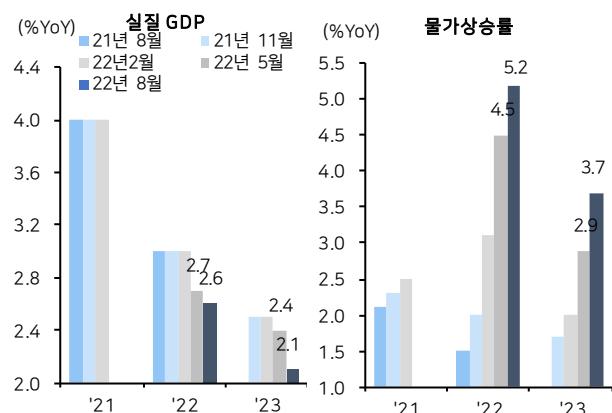
글로벌 금리가 급등하는 경로에서 한국 역시 자유롭지 않았으며 역사적인 채권시장 소요를 겪었다. 남아있는 물가압력과 대외금리차의 부담 속에 11월에도 50bp 빅스텝이 필요하다는 주장이 다수 있다. 그렇지만 내생변수인 금리는 물가와 환율의 대외요인보다는 국내 불안요인을 좀 더 주목할 필요가 있다는 생각이다.

2023년에도 국내 물가는 정책기관들 추정 3% 중후반 수준이 예측되고 있고, 현재 원화약세로 내년 1분기까지 전년대비 5%대 물가를 볼 위험도 존재한다<그림 35>. 그렇지만 성장둔화 우려는 높아져 기존 2%대 예상보다 낮은 1% 중후반(당사 1.7%) 정도로 위험성이 커질 전망이다.

경제심리 지표 위축, 수출도 YoY  
기준 (-) 기록하며 빠르게 둔화

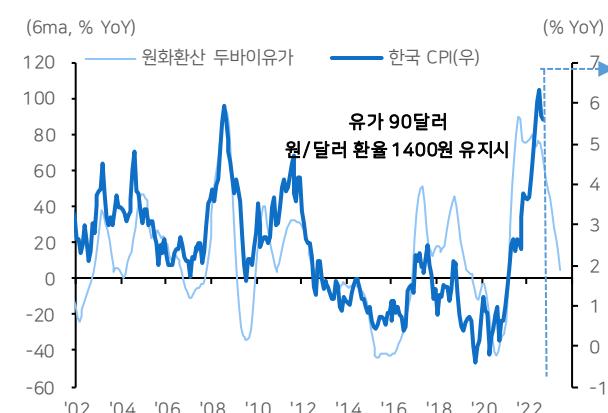
리오프닝 효과로 2분기에 이어 3분기까지 성장세가 양호했으나, PMI와 ESI같은 경제심리 지표는 올해 하반기에 기준선 아래로 위축되었다<그림 36>. 글로벌 제조업황의 선행지표이자 한국경제의 심장 같은 수출은 10월에 전년대비 마이너스를 기록하면서 향후 경기여건의 어려움을 입증하고 있다<그림 37>.

그림34 한은 경제전망, 물가부담 만큼 성장 어려움 인정해야



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림35 원화약세로 물가 내년 초까지 높은 수준 부담



자료: Bloomberg, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림36 국내 경제관련 심리지표, 기준선 아래로 하강



자료: Markit, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림37 수출증가율 마이너스 진입, 경기둔화 주도



자료: KRX, 관세청, 메리츠증권 리서치센터

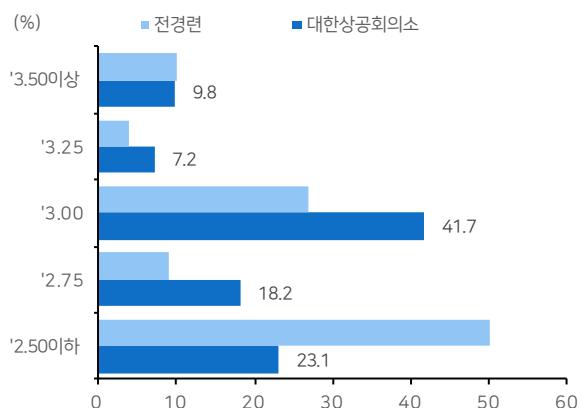
## 금리에 민감한 부채구조 고려할 필요

물가의 후행성에 대한 부담에도 경기둔화가 심화될 경우 국내 통화정책 및 시장금리 상방 압력은 누그러질 것이다. 여기에 최근 불거지고 있는 과도한 긴축에 따른 민간경제의 부담까지 감안할 때 신중함이 요구되는 시점이다. 이미 기업과 가계는 1년이 좀 넘는 기간 동안 기준금리만 250bp가 넘는 인상의 부담으로 자금운영에 어려움을 겪고 있다는 기사가 경제면을 매일 채우고 있다<그림 38>. 가계 DSR 및 부동산 경기둔화에 따른 내수 위축이 염려되고 있는데, 글로벌 부동산 둔화 속도 못지 않게 한국 주택경기 냉각도 빠른 편이다<그림 39>.

## 국내 터미널레이트 3.5%로 전망

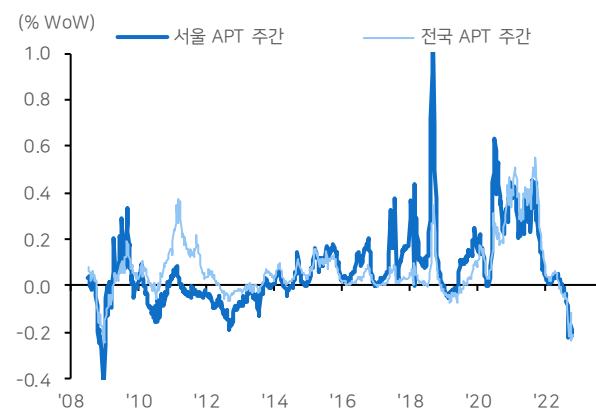
이를 종합할 때 한국의 터미널 레이트는 3.50% 정도로 추정한다. 10월 금통위에서 한은 총재가 언급한 레벨이기도 하다. 현재 우리가 중립금리 대비 변동성을 고려한 기준금리 임계치가 4.00%라는 점에서 1표준편차를 넘어선 3.5%대부터 금리인상에 신중해야 할 것으로 판단한다<그림 40>. 국내 물가와 고용기반 수정 테일러준칙 기준으로 적정 기준금리 또한 3.5% 내외로 추정된다. 현재 FRA 반영 선도금리 1년뒤 기준금리 기대 또한 10월 중 4%까지 프라이싱 했다가 최근에는 3.5% 내외로 수렴하는 등 적정금리에 논란은 가중되고 있다.

그림38 금리인상에 따른 기업체무 부담, 3%부터 임계치



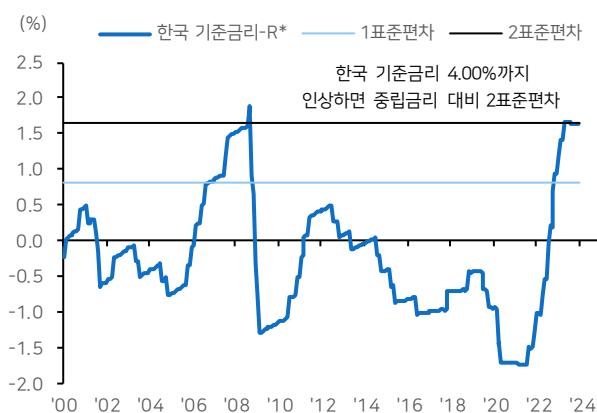
자료: 전경련, 대한상공회의소, 메리츠증권 리서치센터

그림39 국내 주택가격 하락 속도 과도하게 빨라



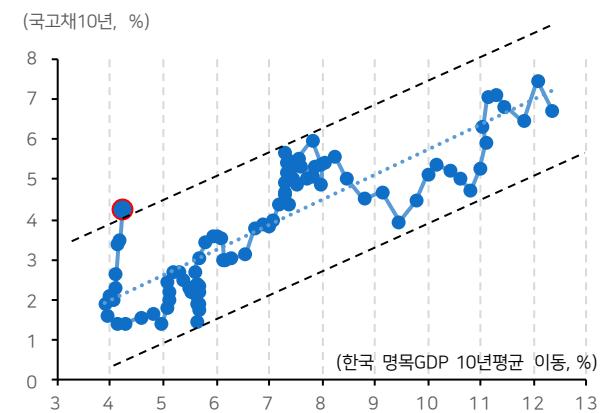
자료: KB은행, 메리츠증권 리서치센터

그림40 국내 중립대비 기준금리 괴리도 4% 내외 임계치



자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림41 한국 성장성대비 절대금리 매력도 높은 수준



자료: 한국은행, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

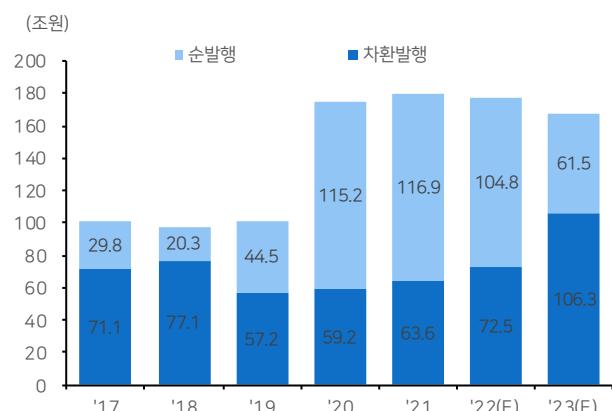
## 신용리스크 불거지며 통화긴축 부작용 확인 중

레고랜드 사태 이후 보험사 신종자본증권 콜옵션 미상환까지 빠른 통화긴축의 부작용이 국내에서도 확인되고 있다. 아직은 물가안정 및 가계부채 등의 통제를 위해 긴축기조를 선불리 선회해도 안 되겠으나 속도조절이 필요한 단계라는 판단이다. 때문에 우리는 11월 50bp 빅스텝 인상은 신중해야 한다는 입장이다.

긴축재정으로 2023년 국고채 발행 부담이 큰 폭으로 줄어드나<그림 42> 단기자금시장 위축과 보험사들의 자산감소 같은 수요약화 요인이 부담이다<그림 43>. 때문에 현재는 큰 틀의 통화정책은 내년 1분기까지 인상기조를 이어가되 속도조절 및 자금시장 충격여부는 점검하면서 대응해야 한다. 10월 이후 정책당국의 미시조치에도 아직 CP시장과 A급 여전채 스프레드 확대는 멈추지 않고 있다.

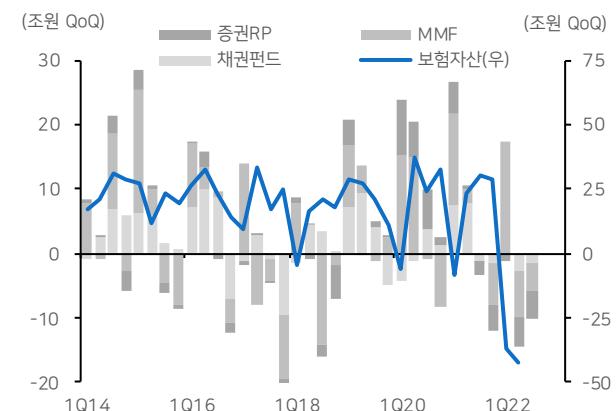
역사적인 저금리와 완화적 통화정책을 겪고 그 반대급부로 급격한 긴축이 진행되는 채권시장에 찾기 힘든 금리변동성 구간이다. 모든 것이 적정이 있고 그 임계치를 감안할 때 2023년은 우선 안전자산인 채권부터 그 지위를 회복하는 것이 우선이라는 생각이다. 우리는 지금을 정점으로 금리하향 안정을 전망한다.

그림42 2023년 국고채 발행물량은 큰 폭으로 감소



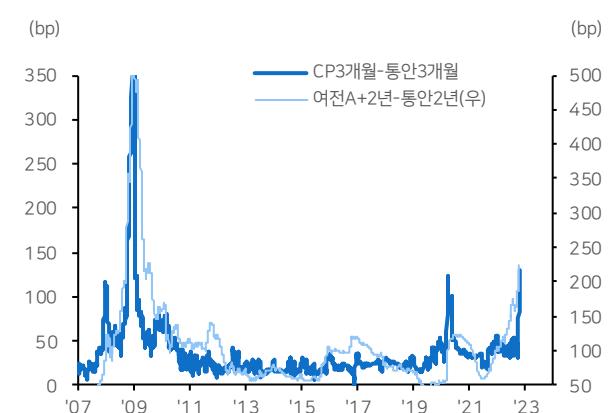
자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림43 단기자금 이탈 및 보험자산 감소 수요 위축



자료: 금융투자협회, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림44 신용스프레드 확대 진정세 확인이 중요



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림45 장단기금리차 축소 압력 좀 더 지속될 전망

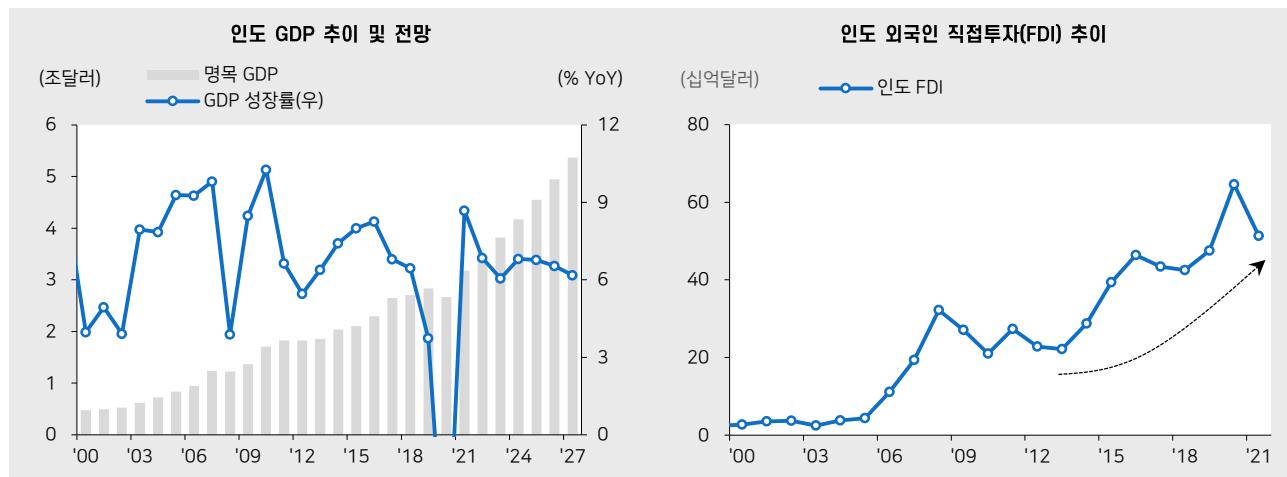


자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

## 오늘의 차트

박수연 연구원

## 인도, 새롭게 각광받는 투자처



주: 원쪽 그래프에서 2023년 이후는 전망치

자료: IMF WEO(Oct. 2022), 인도 산업 및 내부 무역 진흥부(DPIIT), 메리츠증권 리서치센터

## IMF, 인도 2027년 세계 경제규모 3위 전망

격화되는 미중 무역분쟁 가운데 새로운 투자처로 각광받는 나라가 있다. 바로 인도다. IMF는 인도가 향후 5년간 꾸준히 6%대 고성장을 기록하면서, 2027년에는 일본, 독일, 영국을 제치고 세계 경제규모 3위 국가가 될 것으로 전망했다. 모건 스탠리는 커지는 인도의 경제규모만큼 2023년 수출액이 2021년 대비 185% 늘어날 것이라 예상하기도 했다.

인도가 대안으로 각광받은 이유:  
외교정책과 Make in India 정책

인도가 대안으로 떠오른 가장 큰 이유는 외교정책에 있다. 전통적으로 비동맹 원칙과 전략적 자율성 추구라는 외교정책을 고수했기 때문에 미국과 중국 양쪽으로부터 자유로울 수 있었다. 그러나 단순한 대안 이상으로 주목받은 데에는 인도 모디 총리가 펼친 'Make in India' 정책 영향이 크다. 성장성이 높고 고용창출이 많은 5개 제조업종(가죽, 섬유, 엔지니어링, 자동차, 제약)을 선별하여 집중 육성하겠다는 것이다.

## 성장을 우선하는 제도 개편:

- 1) 대내: 간접세 통합
- 2) 대외: 외국인 투자 유치

그 과정에서 재분배보다 성장을 우선하는 제도 개편이 이루어졌다. 대내적으로는 중앙세(Center)와 주세(State)로 나뉘었던 간접세를 통합하여 이중과세 문제를 해결했다. 대외적으로는 외국인 투자를 유치하기 위해 법인세를 인하하고, 일부 업종에 대해 외국인 투자금지 조항을 폐지했다. 이에 인도로의 외국인 직접투자(Foreign Direct Investment, FDI) 규모는 2021년 51.3억 달러로, 2014년 모디 총리 부임 시기의 1.8배까지 늘어났다.

정부 역할이 커져가는 세계에서 시장 자율성을 높이는 전략이 유효했던 인도는 많은 시사점을 주는 듯하다. 한국무역협회(2022) 설문조사에서 글로벌 기업이 아시아 거점을 결정하는 주요 요인으로 세금 제도와 정치 및 경제 불안정성이 꼽힌 것도 일맥상통한다는 생각이다.

## 칼럼의 재해석

김지원 연구원

## Bima Sugam은 인도 보험시장에 효과적일까? (BQ Prime)

인도 보험 규제 및 개발당국(Insurance Regulatory and Development Authority of India; 이하 IRDAI)은 지난 10월 온라인 보험 플랫폼 Bima Sugam을 승인했다.

Bima Sugam은 생명 및 일반보장보험 판매에 그치지 않고 자동차, 건강보험까지 판매하는 것을 목표로 한다. 또한 보험사들의 진입을 용이하게 하기 위해 요구자본 수준도 낮출 예정이다. IRDAI는 현재 최소 요구자본 기준인 10억 루피를 완화해달라고 정부에 요청한 상태다. 당국은 모든 보험사들에게 2023년 1월까지 해당 플랫폼에 진입할 것을 촉구했다.

플랫폼 구축을 통해 당국이 기대하는 효과는 3가지이다. 첫째, 모든 보험사들의 온라인 경쟁 영역을 평준화하는 것이다. 둘째, 금융 소비자들에 대한 불완전 판매 가능성을 낮추고자 한다. 셋째, 유통채널 관련 마진을 줄여 더 저렴한 보험료로 고객들에게 제공하려 한다.

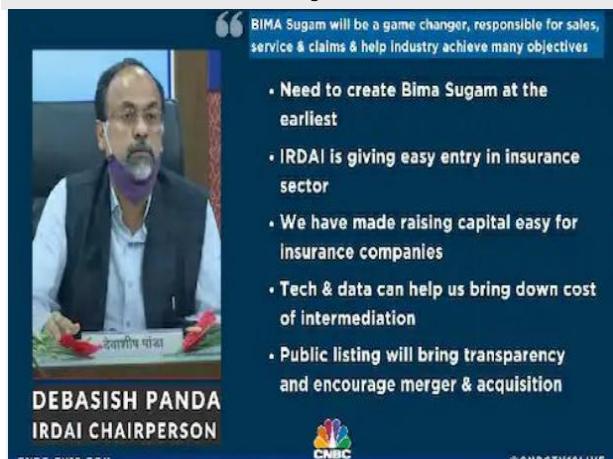
다만 모든 정책이 그렇듯, 단점들도 고려해야 한다. 첫째, 기존 유통 채널을 교란시킬 위험이 있다. 둘째, 기존 에그리게이터(aggregator)들의 마진이 감소할 위험이 있다.

## 온라인 보험 플랫폼 Bima Sugam 승인

IRDAI의  
국영 온라인 보험 플랫폼  
Bima Sugam 승인

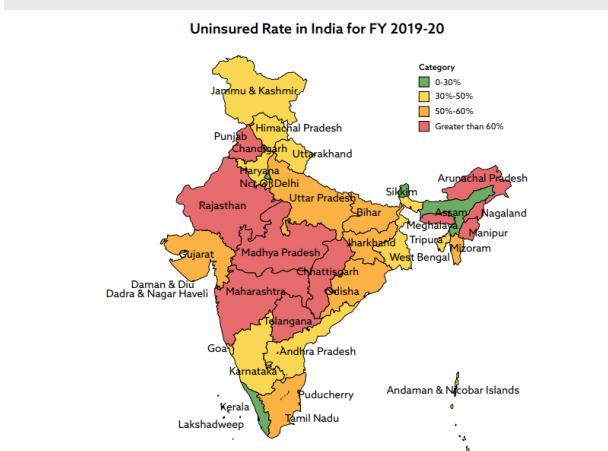
인도 보험 규제 및 개발 당국(Insurance Regulatory and Development Authority of India; 이하 IRDAI)은 지난 10월 온라인 보험 플랫폼 Bima Sugam을 승인했다. Debasish Panda IRDAI 의장은 2047년까지 인도가 완전히 보장되는 것을 목표로 한다고 언급했다. 인도 내 다수 지역이 50% 이상의 비율로 자동차보험에 들지 않은 상태이며, 부동산 관련 보험은 충분치 않고, 유통 관련 효율적인 채널이 필요하다고 지적하며 이러한 행보의 일환으로 Bima Sugam을 승인했다.

그림46 IRDAI 의장의 Bima Sugam 승인 관련 발표



자료: CNBC, 메리츠증권 리서치센터

그림47 인도 자동차 보험 미가입률 현황 (2019-20년 기준)



자료: Insurance Information Bureau of India, 메리츠증권 리서치센터

**진입 최소 요구자본 기준  
완화 요구와 모든 보험사들의  
플랫폼 진입 촉구**

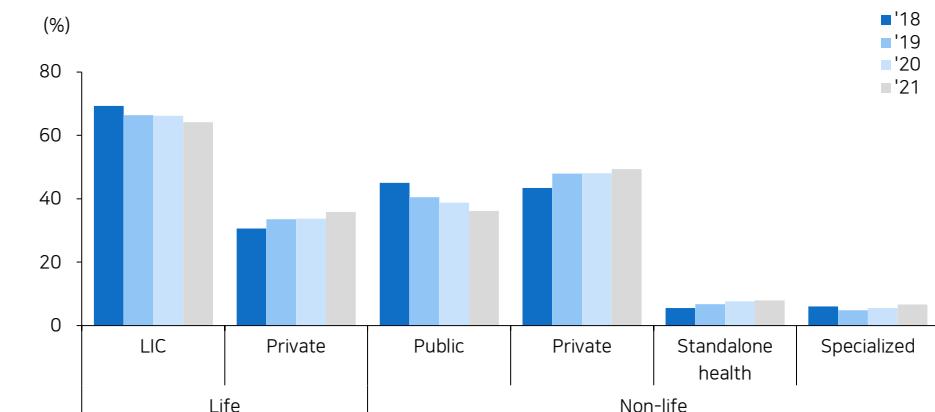
Bima Sugam은 Amazon 같이 생명 및 일반보장보험 판매에 그치지 않고 자동차, 건강보험까지 판매하는 것을 목표로 한다. 또한 보험사들의 진입을 용이하게 하기 위해 요구자본 수준도 낮출 예정이다. IRDAI는 현재 최소 요구자본 기준인 10억 루피를 완화해달라고 정부에 요청한 상태다. 당국은 모든 보험사들에게 2023년 1월까지 해당 플랫폼에 진입할 것을 촉구했다.

### 보험당국이 기대하는 효과와 예상되는 부작용

**기대효과1:  
모든 보험사들의 온라인 경쟁  
평준화**

플랫폼 구축을 통해 당국이 기대하는 효과는 3가지이다. 첫째, 모든 보험사들의 온라인 경쟁 영역을 평준화하는 것이다. 기존 국영보험사뿐만 아니라 민영보험사, 스타트업들에게도 기회를 제공할 수 있다. 또한 이를 통해 인슈어테크(Insurtech) 시장이 성장할 수 있다. 현재 인도 보험시장은 생명보험 부문에서는 국영 생보사인 LIC(Life Insurance Corporation)가 2021년 수입보험료 기준 약 64%를 차지하고 있고, 비생명(Non-life)보험 부문에서는 Public이 약 36%를 차지하고 있다. 1999년부터 민영보험사 진출 허용 후 시간이 흐른 지금도 여전히 신규 경쟁자의 진입이 용이하지 않은 측면이 있다.

그림48 인도 보험시장 점유율 현황



주: 수입보험료 기준  
자료: IRDAI, Statista, 메리츠증권 리서치센터

**기대효과2:  
금융소비자 불완전 판매 방지**

둘째, 금융소비자들에 대한 불완전 판매 가능성을 낮추고자 한다. 보험상품은 타 금융상품 대비 복잡하다는 특징이 있다. 이러한 복잡함은 판매원이 보험상품의 정책 약관을 잘못 이해하고, 고객들은 잘못된 내용을 전달받을 가능성이 있다. 따라서 중앙 집중적 온라인 플랫폼인 Bima Sugam을 통해서 해결하고자 한다. IRDAI 자료에 따르면, 방카슈랑스와 브로커 채널이 직판 및 독립 대리인 대비 2배 이상의 불완전판매 건수를 보이고 있다.

**기대효과3:**  
보다 저렴한 보험료 제공

셋째, 유통채널 관련 마진을 줄여 더 저렴한 보험료로 고객들에게 제공하려고 한다. 수입보험료의 약 25~40%의 기준 수수료 비율을 획기적으로 낮출 것으로 기대된다. 직판, 독립 중개인, 브로커 대비 에그리케이터 등 온라인 플랫폼을 통하면 2021년 수수료 기준으로 1/7 수준으로 감소한다. Bima Sugam은 이보다 더 낮아질 것으로 예상되고 있다.

그림49 채널별 불완전판매 건수



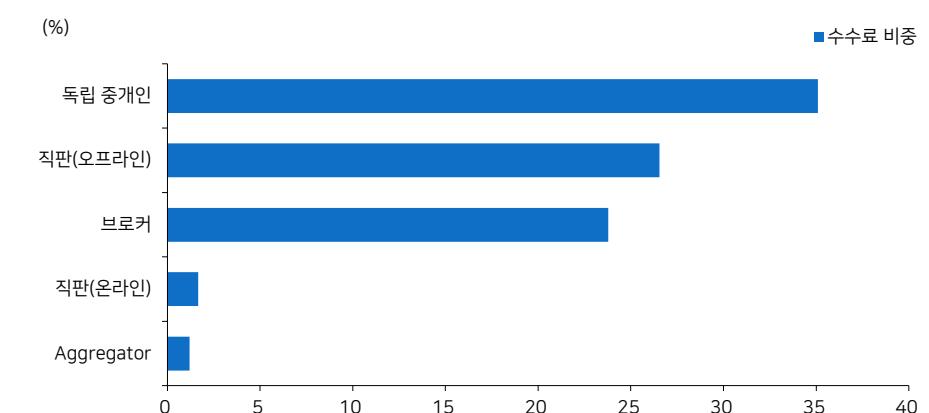
자료: IRDAI, 메리츠증권 리서치센터

표1 보험사 및 중개인 수수료 수입 구조 (2021년 기준)

(천루피)	Processing Fee	Registration Fee	Renewal Fee	Renewal Periodicity
Insurer	0	500	min 500	매년
3rd Party Administrator	100	200	150	3년
Brokers	75	250	500	3년
Corporate Agents	10	25	25	3년
Aggregators	10	25	25	3년

자료: IRDAI, 메리츠증권 리서치센터

그림50 채널별 수입보험료 대비 수수료 비중



자료: IRDAI, 메리츠증권 리서치센터

**부작용1:**  
기존 유통 채널 교란 위험

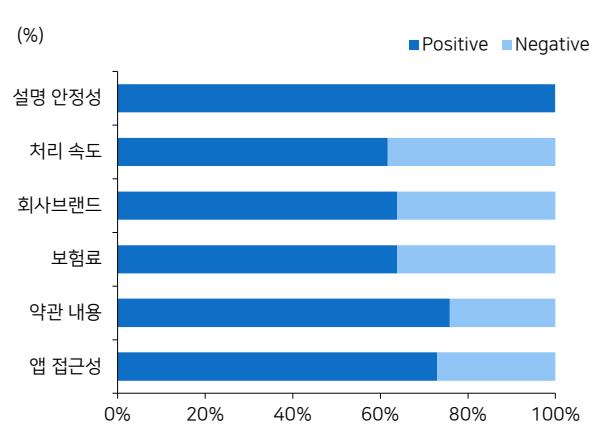
다만 모든 정책이 그렇듯, 단점들도 고려해야 한다. 첫째, 기존 유통 채널을 교란 시킬 위험이 있다. 최근 언론 설문조사에 따르면, 초년도 계약 시 여전히 많은 사람들이 온라인 보다는 오프라인 채널을 사용한다고 한다. 또한 자동차, 여행자보험 등 비생명(non-life)보험들은 온라인 채널이 편리할 수 있으나, 생명보험 상품은 여전히 고객들이 오프라인 채널을 통해 꼼꼼한 설명을 듣기를 원하는 경향이 있다.

## 부작용2:

기존 에그리게이터  
마진 감소 위험

둘째, 기존 에그리게이터(aggregator)들의 마진이 감소할 위험이 있다. 인도의 대표적인 에그리게이터로 Policybazaar, Commet, PolicyX 등을 포함해 2021년 기준 22개의 에그리게이터가 존재한다. 인도는 그간 고유의 지리적 특성으로 에그리게이터를 통해 보험보급률을 높여왔는데, Bima Sugam으로 중앙화 된다면 이들의 이용률과 수수료 수입 감소가 우려된다.

그림51 생명보험 가입 관련 항목별 응답률



자료: Clootrack, 메리츠증권 리서치센터

표2 인도의 보험 Aggregator Top 10

1	Commet Insurance Web Aggregator
2	PolicyX.com Insurance Web Aggregator
3	OA Insurance Web Aggregator
4	Fingoole Insurance Web Aggregator
5	Easy Policy Insurance Web Aggregator
6	PolicyBazaar Insurance Web Aggregator
7	MyInsurance Web Aggregator
8	Great India Insurance Web Aggregator
9	Boon Insurance Web Aggregator
10	Compare Policy Insurance Web Aggregator

자료: IRDAI, 메리츠증권 리서치센터

이번 Bima Sugam 승인으로 인도 보험시장에 적지 않은 영향을 줄 것으로 예상된다. 중앙집중화된 온라인 플랫폼으로 인한 유통채널 변화가 인도 보험시장에 어떤 변화를 줄지 귀추가 주목된다.

원문: *IRDAI's Bima Sugam Plan Could Disrupt Insurance Distribution*