

# Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 9. 20 (수)

**meritz** Strategy Daily

## 전략공감 2.0

### Strategy Idea

이미 반영된 FOMC

### 칼럼의 재해석

GA가 대세? GA 중심으로 재편되는 보험 시장

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 추천 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



▲ 해외채권/크레딧  
Analyst 임제혁  
02. 6454-4898  
jeyhyuk.im@meritz.co.kr

## 이미 반영된 FOMC

- ✓ 9월 FOMC, 점도표상 연방금리 전망 변화가 키 포인트. 6월 FOMC 대비 큰 변화는 없을 것
- ✓ 연내 금리 인상 기대는 일부 덜어내겠으나, 내년 금리 인하폭 관련 업사이드 리스크 상존
- ✓ 2026년 기준금리 점도표 2.5% 부근 예상, 중장기 정책 기대 일부 축소될 것

### 상향조정된 경기, 둔화된 물가

#### 물가 둔화 vs 경기전망 상향 조정

7월 FOMC에서 기준금리 인상 이후 2번의 고용과 물가지표를 확인했다. 고용수요가 점차 줄어드는 가운데, 근원 PCE도 전월대비 0.2% 수준으로 상승하며 둔화세가 지속되었다. 물가의 경우 현재의 추이가(0.2% MoM) 이어진다면 6월 SEP에서 전망한 연말 근원 PCE 전망을 0.6%p 하회하게 된다.

#### 점도표 큰 변화 없겠으나 내년 금리 인하폭 관련 리스크 상존

반면에 2분기 경제성장률이 큰 폭으로 예상치를 상회하면서 연말 GDP 실질성장률도 6월 1%에서 2%까지 상향조정될 것으로 전망한다. 예상보다 견조한 경기와 물가 둔화가 서로 상충되면서 향후 통화정책 전망에 대한 셈법도 더 복잡해졌다. 결론적으로 점도표상 연방금리 전망은 큰 변화가 없을 것으로 예상한다. 다만 연내 인상 기대는 도비시한 측면을 확인할 가능성이 더 크고, 내년 금리 인하폭과 관련해서는 금리의 업사이드 리스크가 더 큰 것으로 판단된다.

표1 6월 FOMC 이후 고용&물가 둔화 확인

		6월 FOMC	7월 FOMC	최근
고용	비농업고용자수 (3MMA, 천명)	283	244	150
	실업률 (%)	3.7	3.6	3.8
	Job Openings	10103	9824	8827
물가	근원 CPI (% MoM, 3MMA)	0.4	0.3	0.2
	근원 PCE (% MoM, 3MMA)	0.3	0.3	0.2
	미시간대 인플레이션 (총장기)	3.1	3.0	2.7
주요지표	ISM 제조업지수	46.9	46.0	47.6
	ISM 서비스업지수	50.3	53.9	54.5
	소매판매(에너지 제외) (% MoM, 3MMA)	0.6	0.6	0.3

자료: BLS, BEA, ISM, 메리츠증권 리서치센터

표2 Bloomberg 점도표 컨센서스

(중위값)	2023	2024	2025	2026	Longer Run
연방기금금리	5.6	4.6	3.4	2.5	2.5
GDP	2.0	1.1	1.8	1.8	1.8
실업률	3.9	4.4	4.5	4.2	4.0
PCE	3.2	2.5	2.1	2.0	2.0
Core PCE	3.8	2.6	2.2	2.0	2.0

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 연방금리 점도표 – 추가적인 금리 인상 기대 자극하지 못할 것

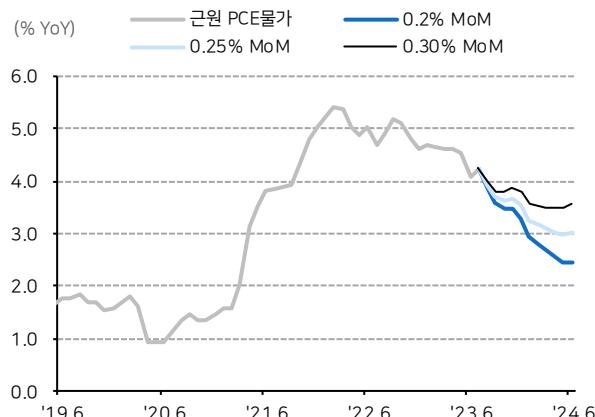
연내 긴축 우려는 점차 덜어낼 것으로 예상

파월 연준 의장은 기자회견에서 7월과 비슷한 스탠스를 유지할 가능성이 높아 시장은 파월의 입보다 점도표의 변화에 관심이 높다. 7월 FOMC 이후 추가적인 물가 둔화세를 확인했지만 여전히 높은 수준이기 때문에 올해 연말 점도표는 지난번과 같이 5.75%의 연방금리를 시사할 것으로 예상한다. 다만 연말 근원 PCE가 지난 6월 SEP 전망을 하회할 가능성이 높아 중위값이 유지되더라도 평균치는 낮아질 것으로 예상한다<그림 1>.

연내 금리 동결 기조 이어질 것

연내 추가적인 금리 인상은 없을 것으로 전망한다. 지난 2번의 물가지표에서 근원 물가 중심의 안정화 경로를 확인했다. 물가 기여도가 높은 주거비는 시장지표에 후행해 둔화세가 이어지고 있고, 재화는 중고차를 중심으로 연말까지 하향 안정화 기조가 이어질 가능성이 높다. 서비스업도 물가 둔화세에 힘입어 상대적으로 더디지만 둔화세를 확인할 것으로 예상한다. 집세(OER)를 제외하는 HICP 기준으로 측정해본다면 미국 물가는 1%대까지 하락했다<그림 2>.

그림1 현재 기조 유지시, 근원 PCE 3.3% YoY까지 하락



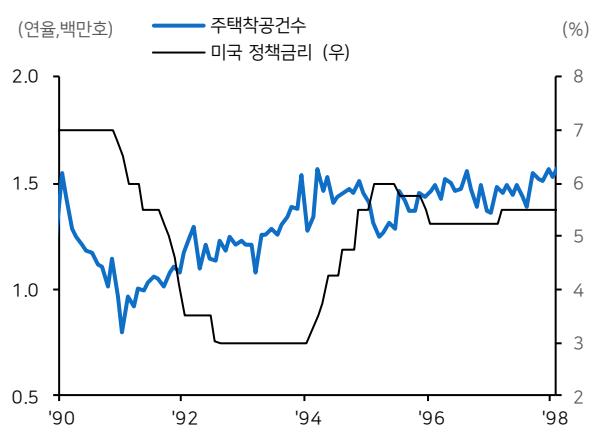
자료: BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 거주비(OER)을 제외하고 측정하는 HICP 기준 물가



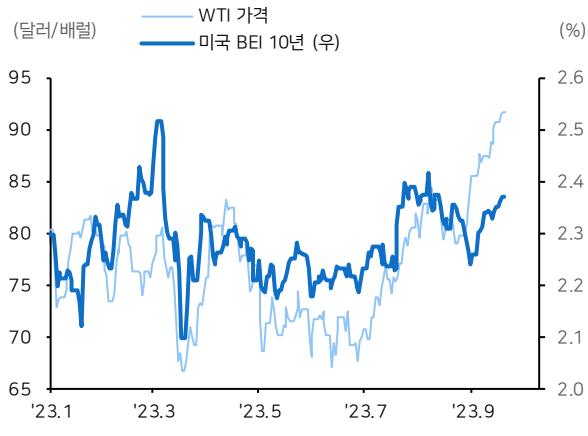
자료: BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 음식료 가격의 상승 기여도는 내년 1분기 0%에 수렴



자료: CRB, BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 유가 상승에도 인플레 기대는 확대 제한적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

최근 되살아나는 물가 경계감은 90불을 넘어선 유가의 영향력이 크다. 헤드라인 기준으로 음식료 가격은 내년 1분기 상승 기여도가 0에 가까울 것으로 예상되지만, 유가의 경우 90불이 유지될 경우 올해 11~12월 평균 전년대비 상승률은 12.4%, 내년 1분기에는 18%까지 상승하게 된다. CPI 기여도로 계산하면 각각 0.8%, 1.2%p에 해당한다.

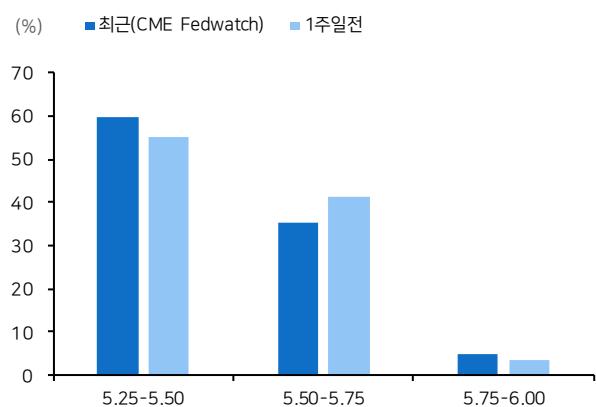
#### 유가 상승에도 균원물가 하락에 힘입어 물가 안정화 경로 유지

그럼에도 불구하고 유가와 인플레기대와의 상관관계는 약화되었는데<그림 4>, 현재의 균원물가의 하향 안정세 정도가 유지된다면 헤드라인 CPI도 9월 상승률의 반등 이후 둔화 추이가 지속되기 때문이다. 최근 미시간 소비자 서베이 조사에서도 단기/중장기 인플레기대는 하락했으며, 유가 상승으로 오히려 소비심리가 일부 악화되는 측면을 확인할 수 있었다. 당사는 내년 1분기 균원 CPI는 3%를 하회하고, 2분기 중에 헤드라인 CPI도 2%대로 안정화될 것으로 전망하고 있다.

연준의 긴축 포커스도 기준금리의 추가적인 인상이 아니라, 현재 높아진 기준금리를 얼마나 오래 유지해야 하는지에 방점이 찍히고 있다. 현재 연방금리 선물에 연내 긴축 우려가 30% 정도 반영되어 있으나, 추가적인 물가 지표를 확인하면서 단기채 금리 중심으로 하방 압력이 강화될 것으로 예상한다<그림 5>.

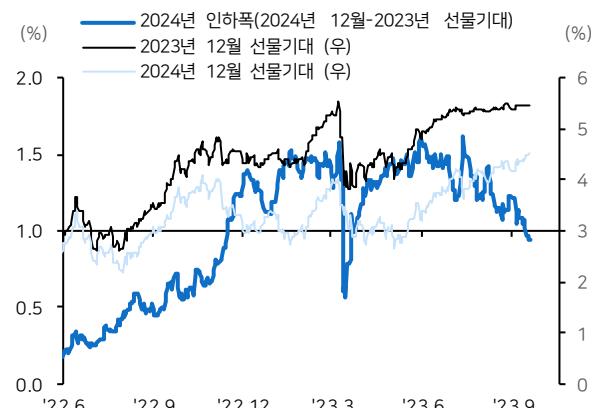
올해 8월 이후에는 공급측 물량 부담과 경기 낙관 기대로 인해 장기채 중심의 약세가 두드러졌다. 9월 FOMC를 앞두고 내년 금리 인하가 75bp로 축소될 수 있다는 우려가 반영되며 선물에 반영된 2024년 금리 인하기대는 100bp를 소폭 하회하고 있다<그림 6>.

그림5 연내 추가적인 긴축 우려 30% 가량 반영 중



자료: CME, 메리츠증권 리서치센터

그림6 내년 금리 인하기대는 100bp 소폭 하회 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 2024년 점도표 – 변동 없겠으나, 상향조정 리스크도 고려해야

연준의 긴축 이후 금융충격이나 리세션 없이 금리를 인하한 경험은 세차례(1965, 1984, 1994년) 정도 밖에 없다. 공식적으로 통화량목표제를 운용하지 않겠다고 선언한 1993년 이후로는 1995년을 제외하고는 긴축 이후 급격한 금리 인하를 경험했다.

연준은 1994년 연방기금금리를 3%에서 6%로 인상한 이후 5개월간 금리를 동결하고, 1995년 7월, 12월, 1996년 1월에 각각 25bp씩 금리 인하를 단행했다. 이는 1995년 초부터 비농업 고용, 주택착공 등 경기지표 하강 압력이 강화되었기 때문이었다. 헤드라인/근원 물가도 연준의 3% 부근에서 안정적인 추이를 유지했었다.

첫번째 금리 인하 이후 미국 경기는 예상보다 빠른 회복 추이를 보였다. 1996년 11월에 연준은 기존 전망보다 강한 노동환경이 유지되고 있고, 경기의 잠재적인 여건이 예상보다 견조하다고 평가했다. 12월 FOMC에도 점진적인(moderate) 경기 성장이 향후 수 분기 동안 유지될 것이라고 언급했다.

경기회복에도 불구하고 '95년 7월  
~'96년 1 세차례 금리 인하

이후 1995년 하반기 근원물가 중심으로 물가의 하향 안정화 추이가 지속되자 연준은 12월, 1996년 1월에 연속적인 금리 인하를 단행했는데, 연준이 경기가 회복 기조에 있다고 판단했음에도 불구하고 금리 인하를 단행했다는 시사점이 있다. 지금도 2024년 경기가 양호한 추이를 보이기는 하지만, 잠재성장률을 밀돌 것으로 예상되는 상황에서 6월 SEP 상의 100bp 인하폭을 유지할 것으로 예상한다.

연준은 물가의 상방 압력이 완화된 가운데 길어진 긴축의 시차로 인해 경기의 하방 압력이 강화될 리스크를 같이 고려하며 중립적인 스탠스가 점차 추가될 것으로 보인다.

6월 SEP 전망 당시만 해도 연준의 경기전망이 시장보다 낙관적이었고, 그 괴리를 줄이는 과정에서 2024년 금리 인하폭이 50bp 가량 빠르게 축소되었다. 올해 블룸버그 서베이 기준으로 시장의 2023년/2024년 경제성장률 전망치가 각각 2%, 내년 1% 정도로 상향조정되면서 9월 FOMC에서 제시될 연준의 전망과 크게 다르지 않을 것으로 예상된다.

지난 6월 점도표에서 내년 금리 기대 전망이 크게 엇갈렸던 상황에서 최소 2명의 조정으로도 중위값이 25bp 상향 조정될 리스크가 있다. 점도표 상향에 따른 장기 채 금리 중심의 20bp 정도의 상방 압력은 남아있지만, 둔화되는 소비와 부채부담의 확대를 확인하면서 추가적인 상승폭은 제한적인 것으로 판단한다.

그림7 강한 긴축 이후 리세션 없는 금리 인하는 1995년 사례 참고할 필요



그림8 금리인하 이후 경기반등에도 추가적인 금리인하 단행

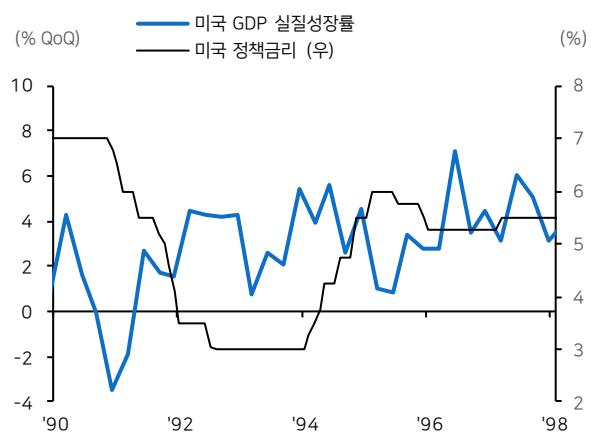


그림9 추가적인 인하 당시 전반적인 고용여건 양호했음

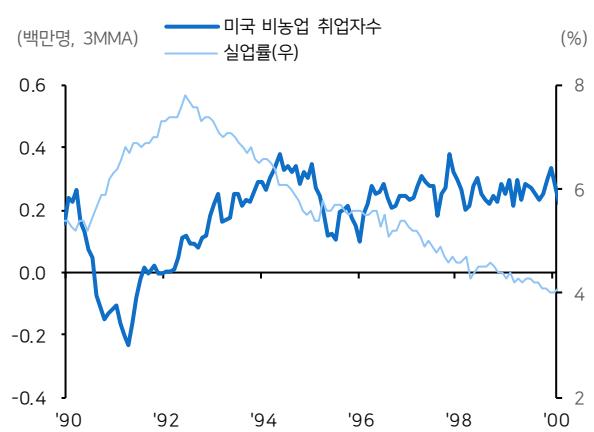


그림10 1995년 금리 인하 당시 주택착공건수 추이

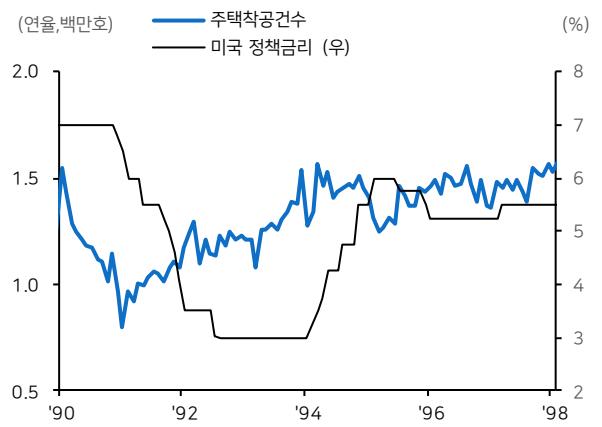
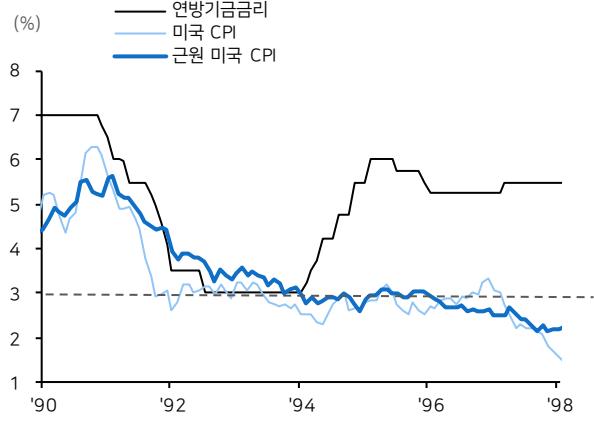


그림11 물가 안정화, 추가적인 금리 인하로 연결



## 기업들의 이자부담 높아지고 있어

기업 중심으로 부채부담이 점차 확대되고 있는데, 올해 제한적인 만기 도래에도 기업들의 이자비용 부담은 높아지고 있다. 1)소비 둔화 → 기업 마진 축소 + 2) 높아진 발행금리 기업 부담 높아져 재정건전성이 상대적으로 높은 IG의 이자보상 배율(EBITDA/이자비용)이 평년수준으로 회귀했다.

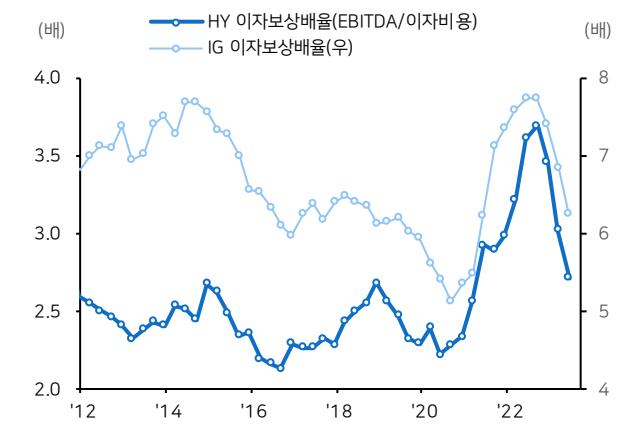
올해 5분기부터는 만기 도래가 점차 확대되는 구간이기 때문에 누적된 긴축이 부담이 점차 부각될 가능성이 높다. 특히 2024년 1분기에는 올해 4분기 만기도래분의 2배가 수준의 120억달러의 회사채 만기가 도래한다. 하이을드 스프레드의 축소여력은 제한적인 상황에서 미국채 금리가 현 수준을 유지할 경우 발행금리는 8% 수준을 넘어서게 된다. 기존의 발행금리가 4% 중반대였다는 점을 고려하면 기업의 부채부담이 빠르게 확대될 수 있다.

## 가계 또한 부채 증가세 주춤

가계 또한 최근 변동금리부 상품인 신용카드론 증가세가 주춤해지는 가운데 연체율이 평년 수준으로 회귀했다. 또한 10월에는 학자금 대출의 상환 유예시기가 돌아오게 된다.

바이든 정부가 SAVE 프로그램을 통해 부채부담을 줄여주면서 급격한 소비위축으로 이어질 가능성은 제한적이나, 미국 금융소비자보호국(CFPB)에 따르면 어려움을 겪을 가능성이 있는 대출자의 수가 590만 명에 다를 것으로 예상하고 있다. 또한 학자금 대출을 받은 사람들 중 학자금 외이 대출에서 이미 연체비율이 이미 상승하고 있어 향후 소비의 제약 요인으로 작용할 가능성이 높다.

그림12 기업들 부채부담 늘고 있어



주: 2023년 2분기 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 가계부담도 확대되는 구간



자료: CFPB, 메리츠증권 리서치센터

## Longer Run

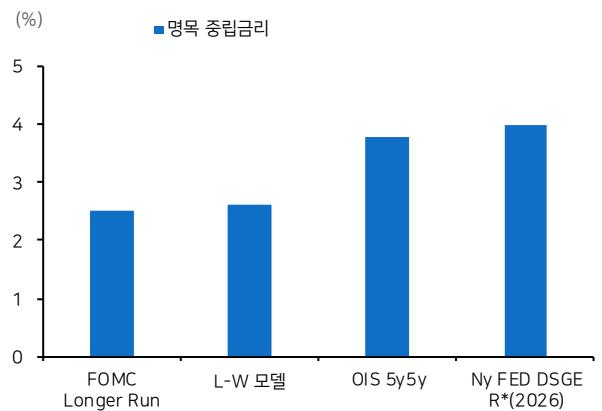
지난 잭슨홀 컨퍼런스에서 연준 의장이 중립금리 상향 조정과 관련된 발언은 나오지 않았지만, 여전히 금리에 반영된 중장기 정책금리 기대는 높은 수준을 유지하고 있다<그림 15>. 중립금리는 관측치가 아닌 이론적인 개념이기 때문에 모델에 따라 추정치가 상이하다. 주요 변수로는 인구구조나 생산구조, 부채와 같은 구조적인 요인들이 활용되며, 코로나 이전에는 하향추세를 지속해왔다.

2026년 연방금리 절도표, 2.5%  
에서 크게 벗어나지 않을 것

중립금리 추정이 가지는 근원적인 불확실성으로 인해 연준 인사들이 중립금리를 어떠한 관점으로 보고 있느냐가 중요한데, 이는 SEP에서 제시되는 연방금리의 longer-run에서 살펴볼 수 있다. 최근 SEP에서 연방금리의 longer-run 전망 변동이 크게 없다.

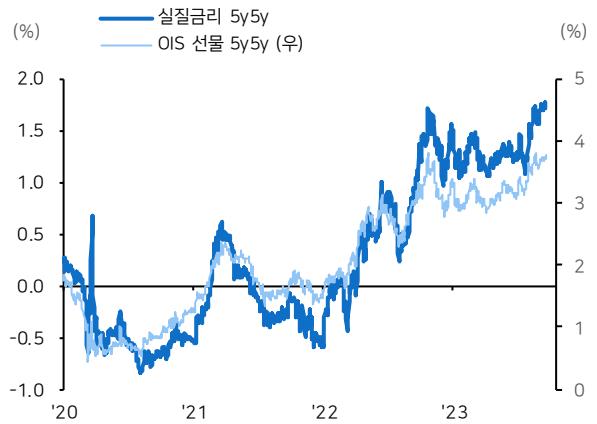
2019년 12월 SEP와 비교해보더라도 중위값인 2.5% 투표자 수는 크게 변동이 없다. 3.63%에 투표수가 2명 늘어났으나, 2019년 대비 2.5%보다 더 낮은 중위값 투표자수 또한 늘어났다. 연준이 바라보는 중립금리의 기준의 뷰는 큰 변동이 없는 것으로 판단되고, 중장기 정책 기대인 2026년의 연방금리 절도표 또한 2.5% 부근일 것으로 예상한다. 이로인해 시장에 반영되어 있는 중장기 정책 기대 일부가 되돌리면서, 장기채 금리의 하방 압력으로 작용할 것으로 전망한다.

그림14 명목 중립금리 추정치



자료: FED, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 시장에 반영된 장기 중립금리 우려 일부 덜어질 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 칼럼의 재해석

조혜빈 연구원

## GA가 대세? GA 중심으로 재편되는 보험 시장 (Clyde &amp; Co)

전세계적으로 여러 보험사의 상품을 판매할 수 있는 장점이 있는 법인보험대리점(GA)이 활성화되는 추세다. 미국의 경우 대리점 설계사 수가 지속적으로 증가하고 있고, 일본에서는 대형 보험사가 시장점유율 확대와 규모의 경제 실현을 위해 M&A와 지분투자가 늘면서 GA가 대형화되고 있다.

국내 보험시장에서도 GA가 주력 채널로 떠오르고 있다. 2020년에 GA 설계사가 전속설계사를 역전하면서 2022년 기준 25만명을 기록했다. GA 채널이 핵심 채널로 자리잡음에 따라 최근에는 보험회사가 직접 자회사 형태로 운영하는 자회사형 GA를 설립하는 추세다. 자회사형 GA의 신계약 건수 비중은 2018년 11%에서 2022년 19%로 증가했고, 설계사 점유율은 2018년 6%에서 2022년 24%로 증가했다. 따라서 자회사형 GA를 중심으로 재편되는 시장 상황을 고려해보면, 향후 자회사 GA를 보유한 보험사 위주로 판매 경쟁력 보유할 것으로 예상한다.

## 보험 시장 내 영향력 커지는 GA

미국 보험 설계사 증감률,  
2022년 기준 대리점 +4% YoY  
vs. 전체 +3% YoY

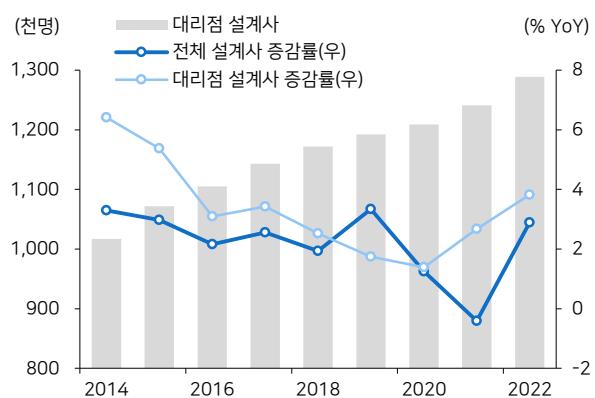
전세계적으로 법인보험대리점(General Agency, 이하 GA)이 활성화되는 추세다. GA는 보험 판매전문점으로 여러 보험사의 상품을 판매할 수 있는 장점이 있다. 미국의 경우 보험회사의 마케팅·판매·고객관리 업무 등을 대행하는 대리점 설계사를 MGA(Managing General Agents)로 지칭하는데, 이들 수가 지속적으로 증가하고 있다(2014년 102만명 → 2022년 129만명).

일본에서는 대형 보험사가 시장점유율 확대와 규모의 경제 실현을 위해 M&A와 지분투자가 늘면서 GA가 대형화되고 있다. 2022년 승합대리점(=GA) 평가 및 판매수수료 공통기준을 도입하며 규제를 강화한 이후 중·소형사가 충분한 수익을 확보하기가 어려워지면서 대형보험회사에 매각하는 사례가 늘어났다.

GA의 영향력 및 규모,  
지속적으로 확장될 것

국내 보험시장에서도 GA가 주력 채널로 떠오르고 있다. 특히, 최근 보험사가 자회사형 GA를 설립하거나 제판분리를 통해 판매조직을 GA로 분리하는 등 GA의 영향력과 규모는 지속적으로 확장될 것으로 전망돼 이에 대해 살펴보고자 한다.

그림1 미국 연평균 대리점 설계사 수 및 증감률



자료: Bureau of Labor Statistics, 메리츠증권 리서치센터

표1 일본의 보험대리점 M&amp;A 및 지분투자 사례

피인수기업(GA)	인수기업	목적	시기
NHS 인슈어런스	아사히생명	영업력 강화	2022
신화실업	총보험서비스	영업력 강화	2021
파이낸셜 재팬	신생은행	개인보험 사업 확대	2019
프로테시모	메트라이프생명	영업력 강화	2019

자료: SUCCEED, 메리츠증권 리서치센터

## 전속에서 GA로, 판매주도권 전환 배경

### GA, 국내 보험 시장의 주류로

국내 보험업계에서 GA는 꾸준히 외연 확장해오며 대면영업의 주류로 올라섰다. GA 수입보험료는 2021년 기준 약 63.1조원을 기록하며 2017년 대비 39.7% 증가(전속: 55.7조원, 2017년 대비 -18.3%). 채널별 비중 또한 GA는 33.6%를 기록하여 전속설계사(29.6%) 등 타 채널대비 높은 비중을 차지했다. 설계사 수에서도 체감할 수 있는데 GA 설계사가 전속설계사를 역전하면서 2022년 기준 25만명을 기록했다(vs. 전속 16만명).

### GA채널 성장의 배경

GA 채널의 성장은 보험상품 구매 전 여러 보험회사의 상품을 비교한 후 선택하는 고객이 증가한 데에 기인한다. 특히, 상품비교 성향은 상품의 유형과는 관계없이 연령이 낮을수록 더 높은 경향을 보이고 있어, 상품비교를 통한 보험상품 가입은 지속적으로 증가할 것으로 예상된다. 이러한 소비 트렌드에 따라 설계사들도 영업 환경에 더 유리한 GA로 옮겨간 것이다.

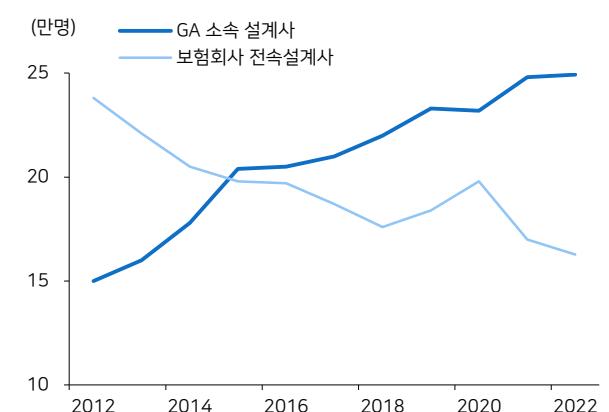
표2 GA 및 전속설계사 보험료 수입 추이

(십억원, %, %p)		2017년	2021년	2017년 대비 증감률
보험료 수입	GA	45,178	63,117	39.7
	전속	68,169	55,661	-18.3
전체 수입 대비 비중	GA	25.9	33.6	7.7
	전속	39	29.6	-9.4

주: 생보의 수입보험료, 손보의 원수보험료 합산

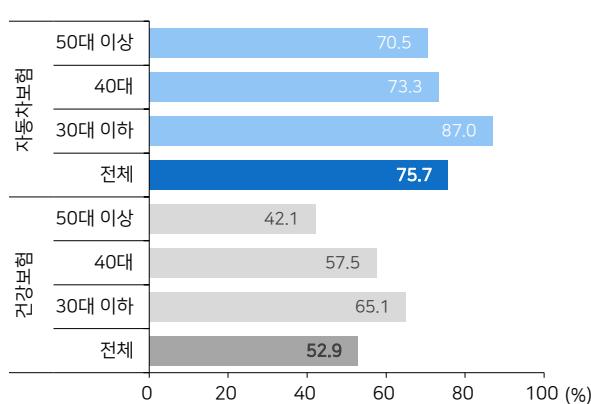
자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림2 GA 소속 설계사와 보험회사 전속설계사 추이



자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

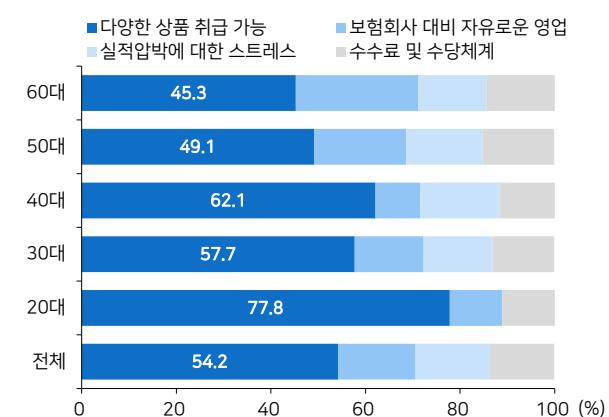
그림3 보험상품 구매 시 상품비교 경험 유무



주: 2020년 설문조사 대상자 중 보험상품 비교경험자의 비중

자료: 보험연구원, 닐슨컴퍼니코리아, 메리츠증권 리서치센터

그림4 보험회사에서 GA로의 이직사유



자료: 보험대리점협회, 메리츠증권 리서치센터

## 자회사형 GA를 중심으로 진행되는 지각변동

### 자회사형 GA의 가파른 성장세

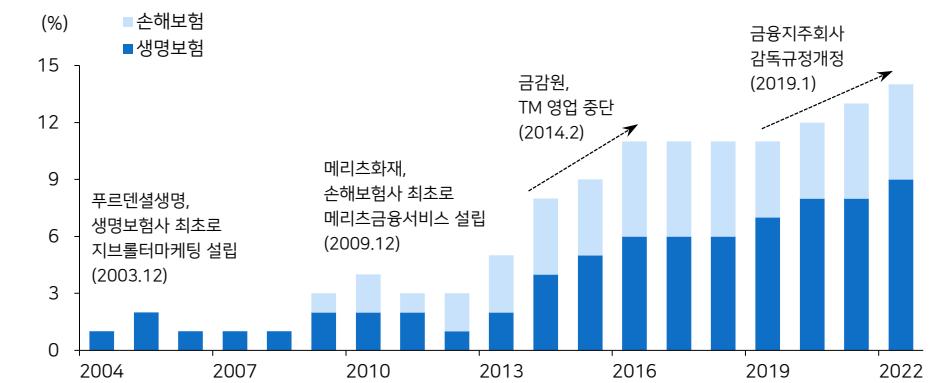
자회사형 GA 수수료 수입,  
2018년 5% → 2022년 21%

GA 채널의 영향력이 확대되는 과정에서 보험사의 경우 기존에는 대형 GA와의 제휴를 통해 매출 확대를 도모해왔다면, 최근에는 보험회사가 수익성을 확보하기 위해 직접 자회사 형태로 운영하는 GA(이하, 자회사형 GA)를 설립하는 추세다.

자회사형 GA가 지속적으로 GA시장 내 시장점유율을 확대해나가고 있다. 신계약 건수 비중은 2018년 11%에서 2022년 19%로 증가했고, 설계사 점유율은 2018년 6%에서 2022년 24%로 증가했다. 이에 따라 자회사형 GA의 수수료 수입은 동기간 중 5%에서 21%로 늘어났다.

따라서 자회사형 GA를 중심으로 재편되고 있는 시장 상황을 고려해보면, 향후 자회사 GA를 보유한 보험사 위주로 판매 경쟁력을 보유할 것으로 예상한다.

그림5 국내 자회사형 GA 설립 추이



자료: 금융감독원 및 언론보도 종합, 메리츠증권 리서치센터

표3 보험사 자회사형 GA 현황(2023.6 기준)

보험사	GA	설계사수(명)
한화생명	한화생명금융서비스	21,307
	한화라이프랩	2,210
삼성화재	삼성화재금융서비스	4,772
신한생명	신한금융플러스	3,441
미래에셋생명	미래에셋금융서비스	3,253
삼성생명	삼성생명금융서비스	1,937
KB라이프생명	KB라이프파트너스	1,440
라이나생명	라이나금융서비스	1,311
메트라이프생명	메트라이프금융서비스	948
ABL생명	ABA금융서비스	746

주: 삼성화재금융서비스의 경우 2022년 말 기준

자료: 법인보험대리점 통합공시조회, 메리츠증권 리서치센터

그림6 GA 유형별 매출 비중 변화



자료: 법인보험대리점 통합공시조회, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Global insurance M&A activity hits 10-year high in 2022(Clyde & Co)*  
*Insurance MGAs: Opportunities and considerations for investors(McKinsey)*