



2022. 1. 20 (목)

**meritz Strategy Daily**

# 전략공감 2.0

## Strategy Idea

너무 두려워진 정상화의 무게

## 오늘의 차트

독일채 금리와 통화정책 정상화 기대

## 칼럼의 재해석

인도네시아 석탄 금수령, 언제까지 기다려야 할까

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



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

## 너무 두려워진 정상화의 무게

- ✓ 지난해 연말대비 불과 3주 간에 글로벌 통화정책 정상화 무게(부담)가 예상보다 매우 커짐
- ✓ 통화정책 직접적 민감도가 높은 채권시장부터 약세가 심화되고 있으나 높아진 금리와 위축되는 유동성은 결국 위험자산 약세 압력을 자극. 미국보다 앞서 통화정책 정상화를 진행한 지역들의 여건을 점검하며 올해 높아진 변동성을 커버하는 대응이 필요
- ✓ 정책무게를 높인 인플레이션 압력을 낮추는 것을 확인하기 전까지 투자는 신중할 필요

### 정책의 정상화가 아닌 실패를 걱정하기 시작하는 시장

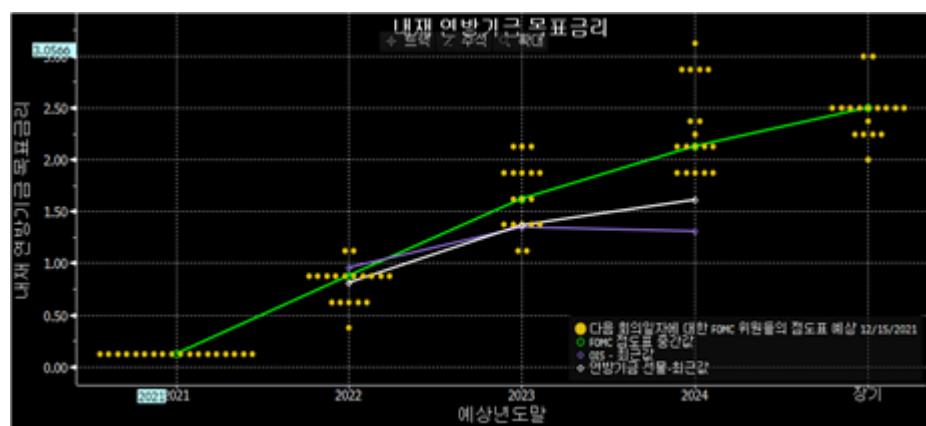
1월 4일자 필자가 작성한 전략공감 제목은 '정상화의 무게, 너무 두려워 말자'였다. 올해 연준 통화정책 정상화 압력이 높아지더라도 2~3차례 기준금리 인상과 이를 진행한 이후 연준자산 축소가 가능할 것으로 전제했었다.

인플레이션 우려 확대되며  
연준 정책부담 가중

그렇지만 불과 2주 밖에 안 지난 현 시점에서 정책기대는 드라마틱하게 바뀌었다. 금융시장 안정을 고려하면서 '밀당'을 전개할 것으로 보았던 연준 스탠스는 높아진 인플레이션 우려로 당기기 없이 밀기만 하는 정책부담을 가중하고 있다.

12월 FOMC에서 연준이 제시한 점도표보다 시장기대가 낮았던 것이 문제였다고 하나<그림 1>, 올해 한 달도 안 되는 기간 동안 연방금리 인상은 4차례 혹은 그 이상을 걱정하고 있고, 연준자산 축소 전망도 3분기 내외로 당겨졌다.

그림1 작년 12월 FOMC 제시된 점도표보다 낮은 금리정상화 기대를 가져간 채권시장



자료: Bloomberg 재인용, FRB, 메리츠증권 리서치센터

## 미국 중심 주요국 물가 우려 확대되고 있어

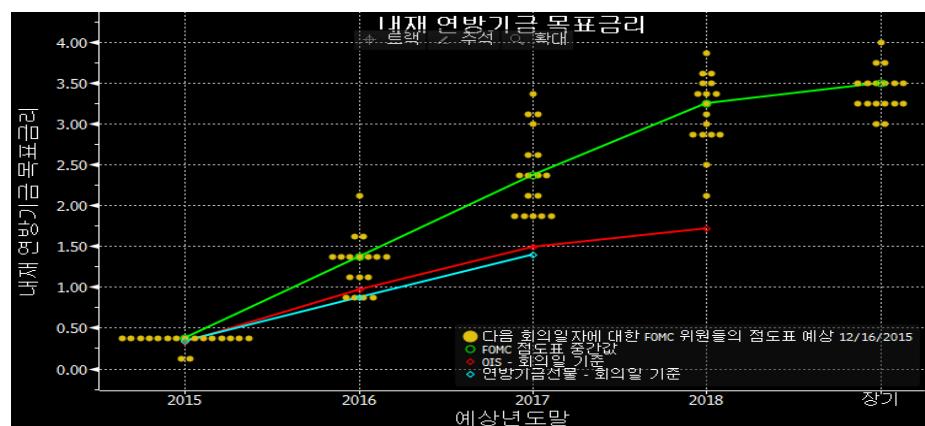
지난 인상 사이클, 점도표 상의 금리 정상화 경로 도달하지 못해

이 짧은 기간 동안 달라진 것은 무엇인가? 자산시장 베를 같은 금융불균형을 걱정했던 시각은 경계감 측면에서 큰 변화가 없었으나 미국을 중심으로 주요국 물가전망은 지속적으로 우려를 더해가고 있다. 12월 FOMC 의사록이 공개되고 물가우려와 연준 정책수단 활용에 대한 고민이 깊어진 것을 확인한 시장은 12월 FOMC 직후 점도표보다 낮았던 시장기대를 끌어올리기에 급급해졌다.

금융위기를 극복하고 2015년 연말 첫 인상을 단행하면서 연준의 점도표는 다음해 4차례 금리인상과 2018년까지 3.25%에 이르는 금리정상화 경로를 제시했었다<그림 2>. 지금과 상황이 다르다고 하나 2016년 브렉시트와 같은 정치적 불확실성 까지 더해져 실제 금리인상은 트럼프 당선 이후 연말 1차례에 그쳤다. 트럼프 재정지원에도 2018년까지 연방금리 정상화는 2.50%에서 멈췄다.

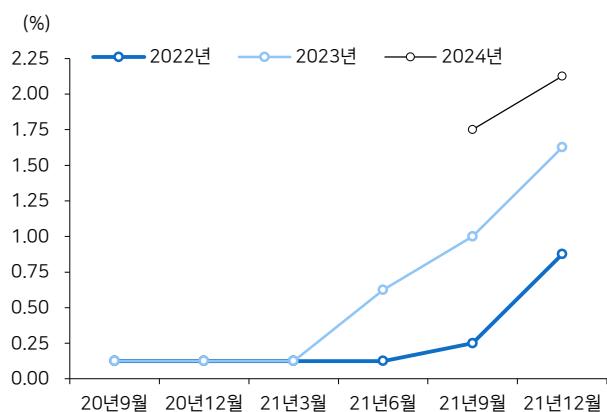
작년 9월 이후 FOMC가 '일시적'이라고 평가했던 물가압력 오판을 인정하고 정책 기대를 당기는 것을 백분 이해하더라도 시장의 '정책실패'에 대한 우려는 심화되고 있다. 아직 첫 인상도 시작도 안 했지만 '이번에는 다를까'하는 이유이다.

그림2 여건이 다르지만 2015년 연말 첫 인상 이후 2016년 4번 인상을 전망한 연준



자료: Bloomberg 재인용, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2021년 9월부터 급격히 전환중인 연준의 점도표



자료: FBR, 메리츠증권 리서치센터

그림4 당겨지는 통화정책 리스크 반영, 급등 중인 시장금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 연준 사정이 달라진 것은 알겠지만 너무 급진적인 정책변화

연초부터 연준이 만들어낸 금융시장 변동성은 멀미를 유발할 정도다. 미국채10년 작년 전망치가 1.5%였으나 올해 전망치는 2.04%로 높은 편이었다. 연초 그 괴리를 메우면서 미국금리가 올랐고 전망치도 2.13%로 상향되었다<그림 5>.

인플레압력 확인하며 통화정책  
정상화 기대 앞당겨져

지난해 12월 FOMC를 거쳐 연말까지만 해도 다수의 투자자들은 올해 연방금리 인상을 빨라야 3월 정도로 보고 올해 2~3차례 정도 인상이 적정하다고 봤다. 뉴욕 연준의 PD 서베이에 반영된 연준자산축소 시점은 2023년 하반기였다. 그렇지만 예상보다 고공행진을 이어가는 미국 물가가 작년 12월 전년대비 7%대를 넘기면서 올해 미국 물가전망은 연으로 4% 중반 수준으로 상향되었다.

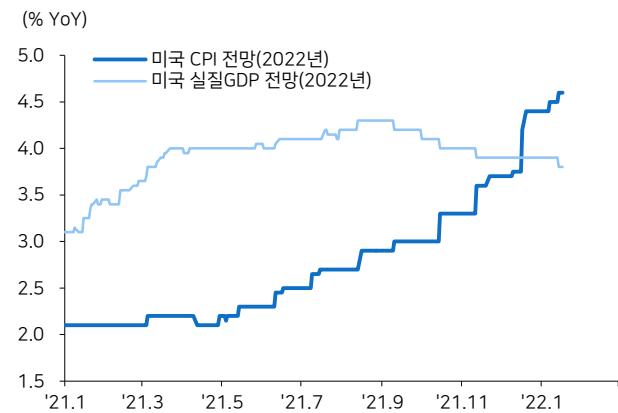
3분기까지만 해도 올해 물가전망이 2%대였던 것 대비 수직적 상승이며 파월 의장 입에서 '물가상승이 일시적이지 않다'를 인정하도록 만들었다<그림 6>. 여기에 자산가격은 주가는 높은 PER과 부동산도 금융위기 이후 실물대비 가격상승 속도가 가팔랐고, 금융환경지표들은 금융위기 이후 가장 완화적 수준이다<그림 8>.

그림5 미국채10년 펜데믹 이전 수준, 올해 2.13% 전망



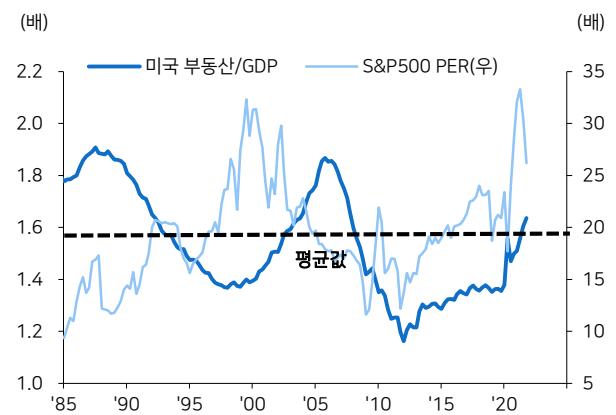
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 올해 물가전망 작년 3분기 이후 가파른 상향



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 높은 자산가격, 부동산과 주식시장 위험도 높아져



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 과도하게 완화적인 금융환경에 대한 경각심 증대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**물가전망 안정 확인 전 정책기조  
풀리기 어렵다는 인식 강해**

증시와 부동산 같은 자산시장 안정도 분명 연준의 통화정책 정상화의 이유 중 하나일 수 있으나 당장 급한 것은 물가전망에 대한 부담이다. 때문에 최근 일부 선행지표들이 경기와 금융시장 불안을 반영하더라도 물가전망이 확실히 안정되기 전 까지 정책기조가 풀리기 어렵다는 인식이 강하다.

때문에 경기와 물가의 연결고리 역할인 임금상승에 대한 기대를 ISM 혹은 NFIB와 같은 서베이 지표에서 먼저 안정화되는 것을 확인하는 것이 중요하다<그림 9>. 이미 글로벌 유동성 증가속도 탄력이 떨어졌기 때문에 물가가 안정될 수 있다는 선행지표는 예단이 아닌 실제 지표문화로 확인되어야 한다<그림 10>.

금리인상 기대는 실질금리 상승을 자극한다<그림 11>. 현재는 실질과 명목금리 자체가 동반 상승 중이나 향후 높아진 실질금리가 시장 인플레기대인 BEI를 떨어뜨리는 시점부터 정책효과가 발휘되는 것으로 이해할 수 있다. 최근 WTI기준 유가 85달러까지 상승에도 미국의 중장기인플레 기대가 반락하는 것은 유가상승의 경기부담을 일부 반영했다는 해석도 있다<그림 12>.

**그림9 경기와 인플레의 연결고리인 임금상승 기대가 중요**



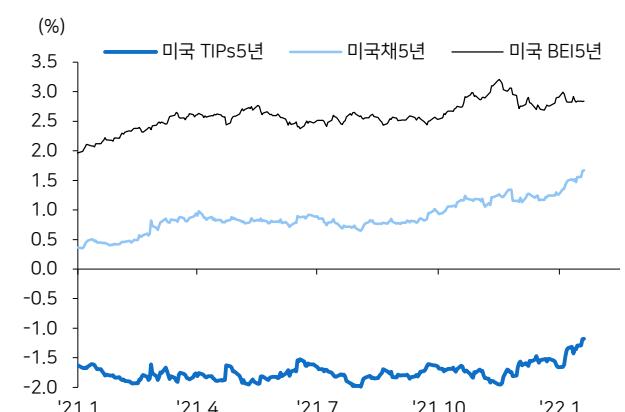
자료: NFIB, 메리츠증권 리서치센터

**그림10 유동성 증가속도 둔화, 향후 물가영향력 점검**



자료: Bloomberg, OECD, 메리츠증권 리서치센터

**그림11 높아지는 실질금리가 인플레기대를 낮추어야**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림12 유가상승에도 중장기 인플레기대는 오히려 반락**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

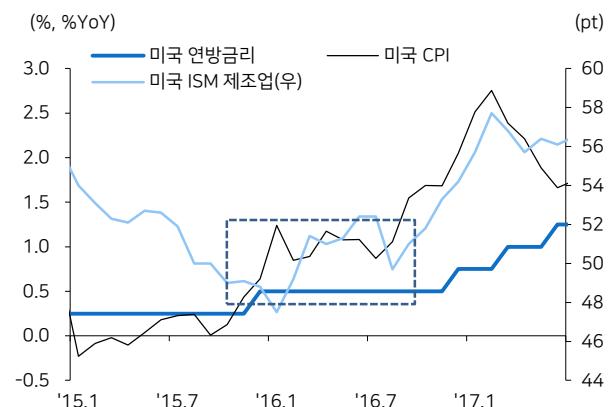
파월의장 포함 연준 인사들의 의견이 시장에 노출될 때마다 변경이 빈번하게 진행되는 상황에서 정책을 예단하는 것은 위험하다. 현재는 위쪽으로 리스크가 높은 것이 분명해 보이나 당겨지는 정책기대만큼 금융시장 변동성은 확대되고 올해 미국 성장률 전망 하향에서 확인되듯 실물경제 부담은 늘고 있다. 상기한 인플레 연관 지표 안정을 확인한 이후에나 정책 리스크를 낮출 수 있을 것이다.

### 과거 금리 인상 사이클, 기대보다 빠르게 통화정책 압력 약화

과거 2015년 연말 연준이 첫 인상 단행하고 2016년 4번의 금리인상을 점도표에서 제시했지만 브렉시트와 예상보다 경기&물가 반등이 뒷받침되지 않으면서 1차례 인상에 그쳤다<그림 13>. 정책부담으로 첫 인상까지 긴장감을 높였던 채권과 주식시장은 연준의 휴지기에 다시 부담을 덜어냈었다<그림 14>.

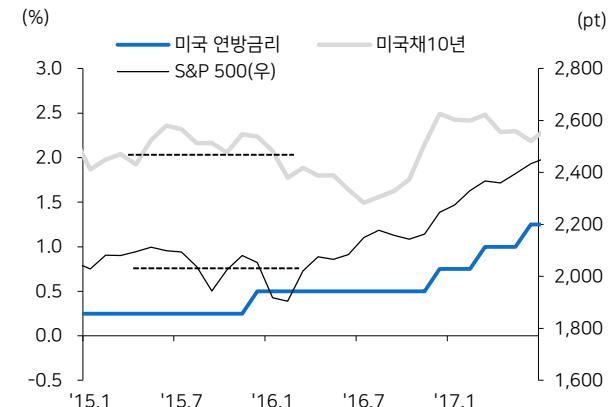
반면 금리인상이 상당부분 진행되었던 2018년의 경우는 경기와 물가는 기준선(목표)을 넘어선 상황에서 완화적 재정정책의 지원이 있었으나 연준자산 축소가 단행되면서 경기와 물가탄력이 빠지자 기대보다 통화정책 압력은 빨리 약화되었다<그림 15>. 그 과정에서 역시나 금리와 주가는 횡보흐름을 보였다<그림 16>.

그림13 2015년 물가와 경기반등 예상보다 더딘 흐름



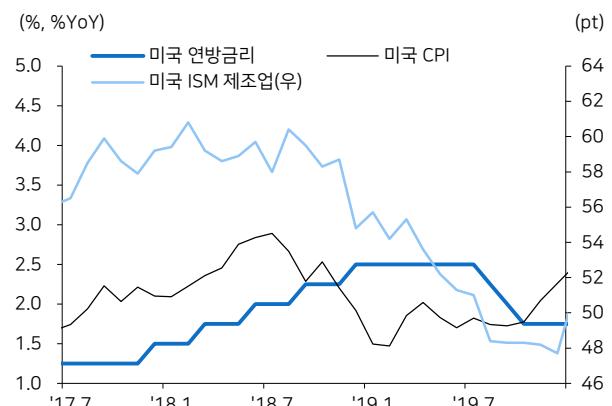
자료: FRB, US BLS, ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림14 금리와 주가 첫 인상 이후 횡보구간 강세 회복



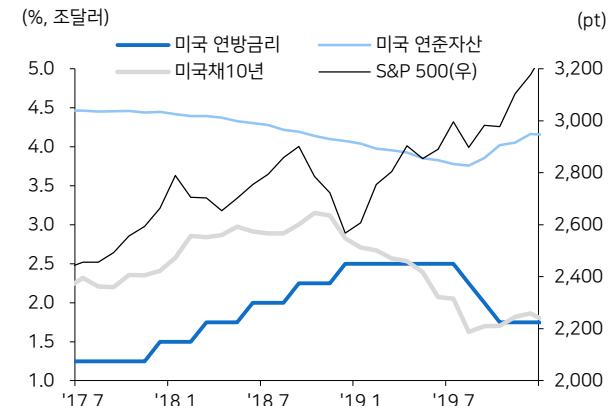
자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 2018년 금리인상과 자산축소 부담, 경기물가 반락



자료: FRB, US BLS, ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림16 연준자산 축소 진행되자 주가와 금리횡보



자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

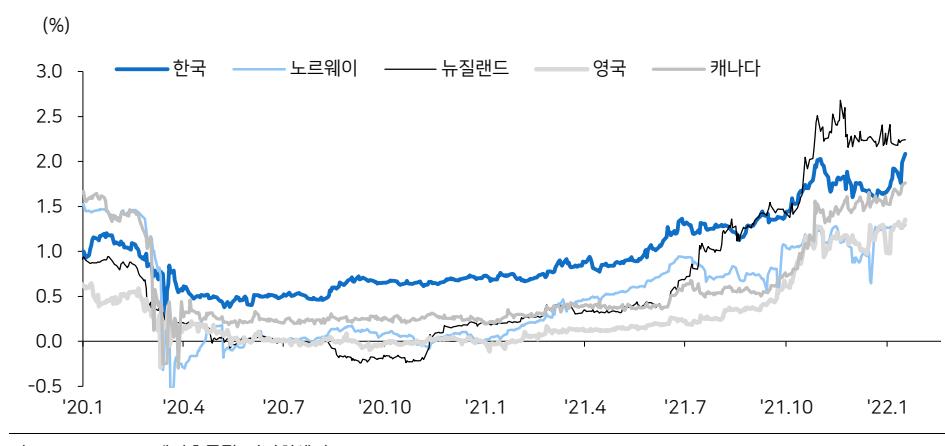
## 미국보다 앞서 정상화(?)에 나선 국가들에서 얻는 함의

미국 자체 역사적 비교로 2015년 연말이나 2018년 3분기와 비교하는 것도 의미가 있겠으나 수평적으로 펜데믹 위기를 극복하고 미국보다 통화정책 정상화(?)를 먼저 단행한 지역에서도 시사점을 얻을 수 있다. 이며징 제외 선진권역에서는 지난해 한국을 시작으로 노르웨이, 뉴질랜드, 영국이 금리인상을 단행했다.

올해 미국 못지않게 정책압박이 높아진 캐나다까지 포함하여 선도금리에 반영된 통화정책 정상화 기대는 지난해 3분기말~4분기 빠르게 확대되었다<그림 17>. 펜데믹 충격이 국가마다 상이하고 정책목적이 다르다고 하나 올해 들어 미국의 정책 민감도가 높아진 것 대비 한국 정도를 제외하고는 오히려 차분한 편이다.

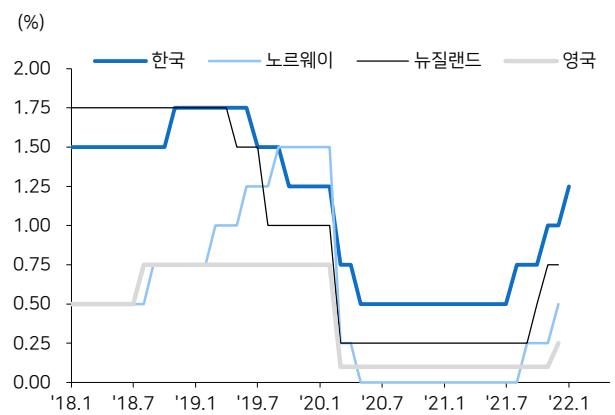
글로벌 중앙은행의 대장 격인 미국의 정책기대가 높아지는 부담을 무시할 수 없다. 그렇지만 선제적으로 통화정책 정상화에 나서면서 소정의 목표들을 수행했다면 미국과 기준금리가 역전될 수 있는 가능성은 인정해도 무리할 이유가 없어 영국이나 노르웨이 등의 최종금리 목표는 미국보다 낮을 수 있다<그림 19>.

그림17 선도금리 반영 1년 이내 기준금리 기대치, 금리인상 단행국가 아직 높은 수준



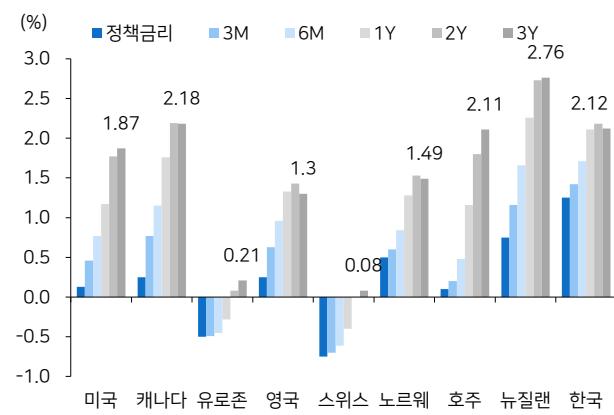
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 한국, 노르웨이, 뉴질랜드, 영국 선제적 인상 단행



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 1월 18일 기준 3년 이내 통화정책 정상화 기대경로



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

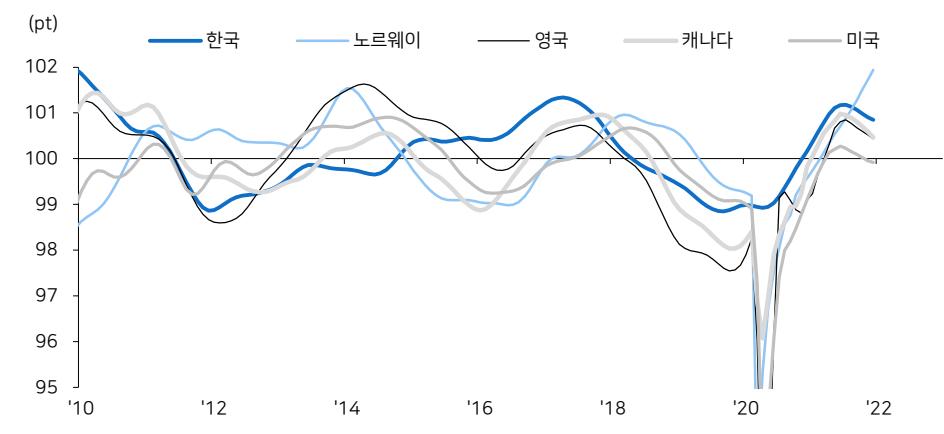
### 선제적 금리인상 단행 나선 국가, 개선탄력 둔화국면으로 진입

선제적 금리인상에 나선 국가들은 펜데믹 충격이 적었거나 극복과정이 빠른 지역들이었다. OECD 선행지수를 보면 해당 국가들은 빠른 재고사이클 복원을 확인할 수 있는데 지난해 4분기부터 소순환 국면이긴 하지만 개선탄력이 둔화국면으로 진입했다<그림 20>.

실제 해당국가들의 올해 성장률 전망은 대부분 3~4%대로 잠재성장률을 넘어서는 정도의 경기자신감 정도는 확보하고 있다. 그렇지만 그 전망의 기대치는 추가로 더 높일 정도까지는 아니라는 점에서 모멘텀 자체는 높지 않다는 판단이다<그림 21>. 실제 금리인상의 원동력은 경기 쪽보다는 물가전망이 미국과 유사하게 상향조정되는 부담이 큰 쪽으로 해석된다<그림 22>.

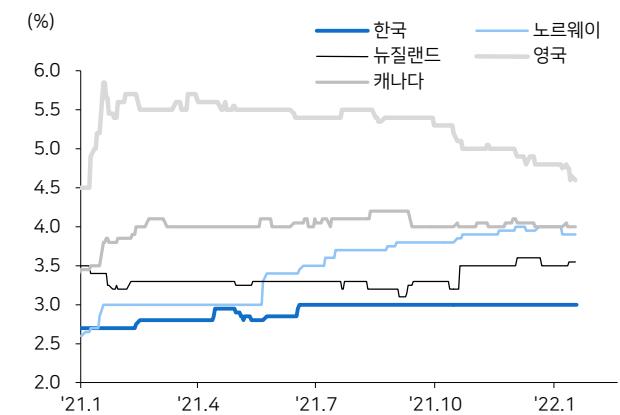
먼저 금리인상을 단행했고 올해도 기조자체는 이어갈 정도이나 예상보다 높은 물가가 정책압력을 높이는 만큼 향후 경제전망에 대한 기대가 나빠질 것인지 주목해야 한다. 이 중 한국은 금리인상을 가장 먼저 시작했고 1월까지 75bp나 높였지만 올해 성장률과 물가전망이 다른 국가보다 낮다는 것도 생각할 부분이다.

그림20 OECD 선행지수 펜데믹 1년 반 동안 개선된 이후 소순환 하향국면으로 전환



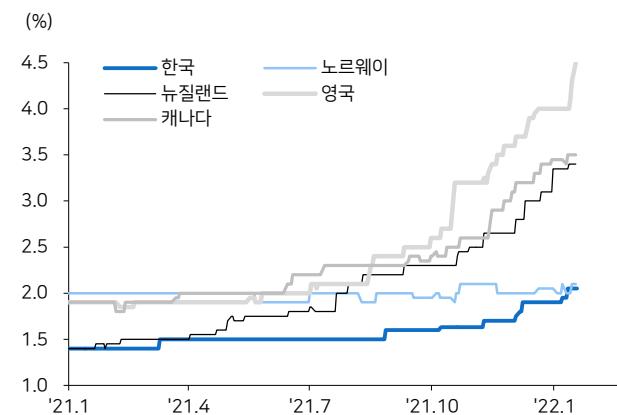
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림21 2022년 실질 GDP전망, 각자 사정이나 무난한 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 2022년 CPI 전망은 대부분 큰 폭으로 상향 조정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

금리 인상 국가, 금융불균형  
우려 안정화될 징후 보여

금리인상 실시와 부담으로 해당지역들의 경우 자산시장에 대한 금융불균형 우려가 미국대비 먼저 안정될 징후도 있다. 저금리로 글로벌 부동산시장이 과열되는 과정에서 해당지역들의 집값 역시 가파른 기울기를 이어왔으나 최근 노르웨이는 반락했고 한국과 뉴질랜드도 기울기가 다소 완만해지고 있다<그림 23>.

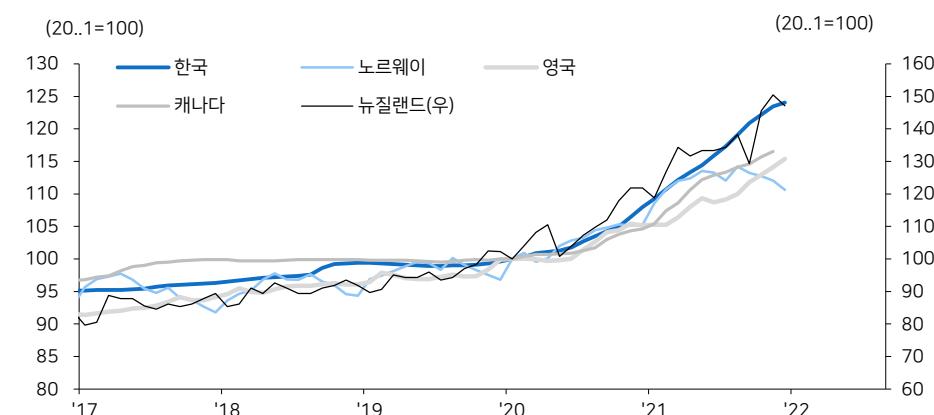
해당 국가들 주식시장 성과는  
정체되는 경향

이제 안정여부를 따지는 부동산보다는 중시의 반응이 더 확연하다<그림 24>. 한국은 반도체 업황을 선반영하여 앞서갔다가 지난해 하반기부터 공교롭게도 금리인상과 대출규제가 강화된 시점부터 탄력이 둔화되었고, 우리보다 정상화 기대가 앞섰던 뉴질랜드도 정체구간이 길다. 상대적 저평가 인식이 높은 영국 정도를 제외하고는 지난해 4분기 해당지역 주식시장 성과는 정체된 편이다<그림 24>.

통화가치 또한 약세 흐름

통화정책 기대가 앞서갔음에도 통화가치 측면 역시 달러대비 약세를 기록한 점도 특징이다<그림 25>. 2021년 상반기까지 달러대비 강세였던 해당지역 통화가치는 금리인상을 단행하고 강한 미국대비 해당지역들의 경기모멘텀이 약화됨에 따라 환율 측면에서도 교과서적인 움직임을 보이지 못했다.

그림23 부동산 가격, 점차 기울기를 낮춰가는 과정



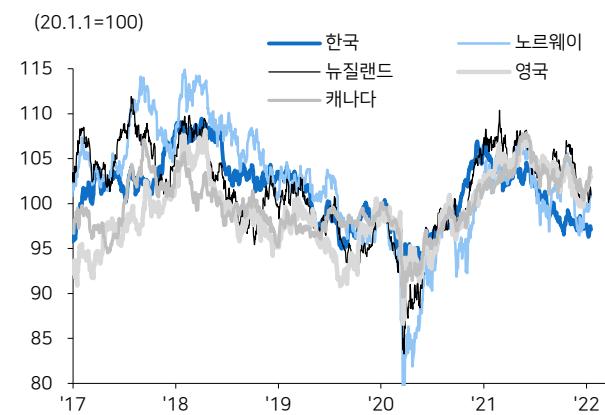
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림24 증시는 부동산보다도 민감도를 좀 더 높인 상황



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 금리를 높였음에도 달러대비 통화가치 대부분 약세



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

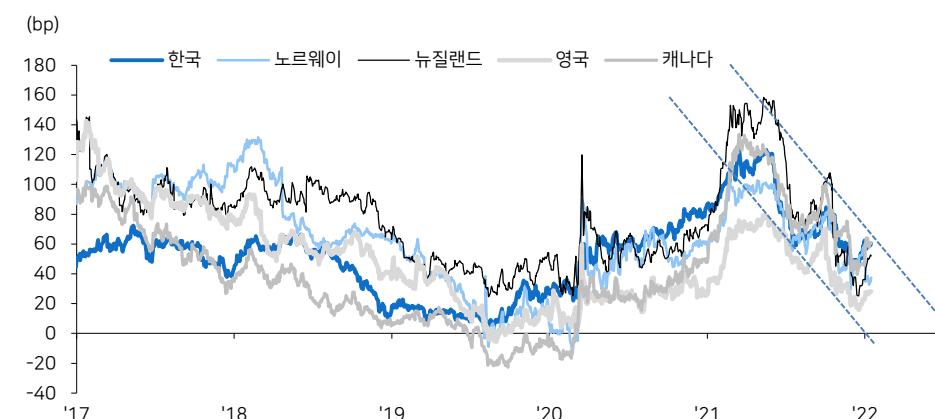
시장금리는 현재 지난해 4분기 미국금리가 1.5% 이하에서 잘 버티는 구간에서 자국 통화정책 기대를 녹이며 장기금리 레벨을 높였던 수준을 연초 미국금리 충격과정에서 다시 테스트하는 과정이다<그림 27>. 남아있는 인상기대는 장기보다도 2년 이하 구간의 압력을 더 높이고 있다<그림 28>.

#### 금리 인상 국가들의 금리차 축소 기조, 금리인상 부담 누적의 증가

지난해 상반기 해당국가들의 장단기금리차는 고점을 형성한 이후 추세는 하향기조를 유지 중이다<그림 26>. 그 과정에서 자국 정책기대 소화와 미국금리 충격으로 일시적 금리차 확대구간이 현재에도 발생하고 있으나 해당 지역들의 금리차 축소 기조가 이어진다면 금리인상의 부담은 누적되는 증거인 셈이다.

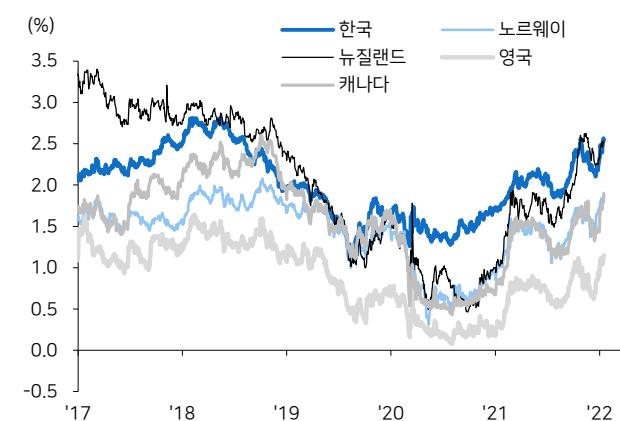
아직 한국을 중심으로 금리인상을 먼저 단행한 선진국들이 경기부담이 누중되고 물가전망이 먼저 안정화된다고 말하기 어렵다. 그렇지만 통화정책 환수에 따른 자산시장의 안정흐름이 선제적으로 확인되고, 금리차 축소와 같은 과정이 이어진다면 미국금리 상승 민감도는 점차 낮춰가는 것이 확인될 것이다. 정책이 앞선 만큼의 여유 정도는 확인될 수 있다는 의미이다.

그림26 장단기금리차 출렁이기는 하지만 추세는 좁혀지는 방향



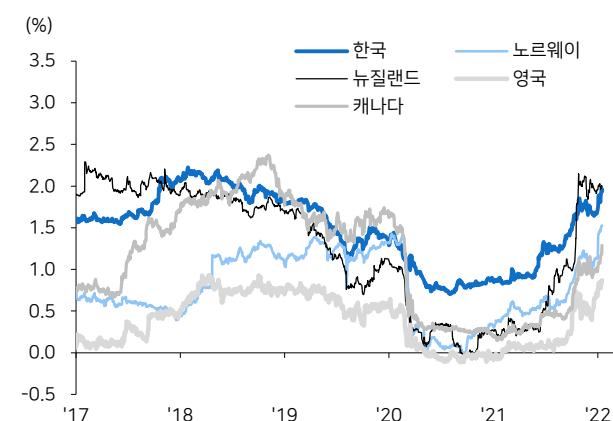
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 10년 국채, 전고점 부근에서 미국금리 부담 반영



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 2년 국채, 인플레와 통화정책 부담 아직 반영 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 정책 민감도, 금융시장 반응은 중국 → 한국 → 미국일 가능성

한국, 노르웨이, 뉴질랜드, 영국, 캐나다 같은 지역들의 경기와 물가, 자신시장 동향 정도를 점검한 궁극적 이유는 이번 팬데믹 국면에서 가장 앞서간 중국까지 연결할 요량이었다. 물론 중국은 팬데믹 충격을 빨리 극복했지만 기업을 중심으로 구조조정을 진행하면서 다른 지역과 경기여건이 다른 상황이다.

때문에 2020년 글로벌 주요 지역 중 금리가 가장 먼저 올랐던 선행성이 2021년 상반기 횡보 이후 하반기부터는 훌러내린 과정을 한국이나 미국으로 그대로 비교하는 것은 쉽지 않다<그림 29>. 분명한 것은 정책지원이 끊기고 일부 유동성여건이 축소되는 국면에서 금융시장과 실물경제 기대는 낮아진다는 점이다.

**유동성 환수 관련 증시 움직임,  
중국의 사례 시사점 있어**

미국금리가 중국보다는 국내외 같이 재차 고점을 높여 2.0% 정도를 트라이하는 과정에서 유동성 환수와 관련해서 증시가 보일 수 있는 유사성은 중국 움직임이 시사점이 있다<그림 30>. 지난해 상반기부터 레벨을 낮춰 쉬어간 중국과 하반기부터 레벨을 낮춘 한국을 올해 미국증시가 무시하기 어려울 것이다.

그림29 중국채10년 지난해 연간으로 하락, 단순히 앞서간다 할 수 있을지 의문



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

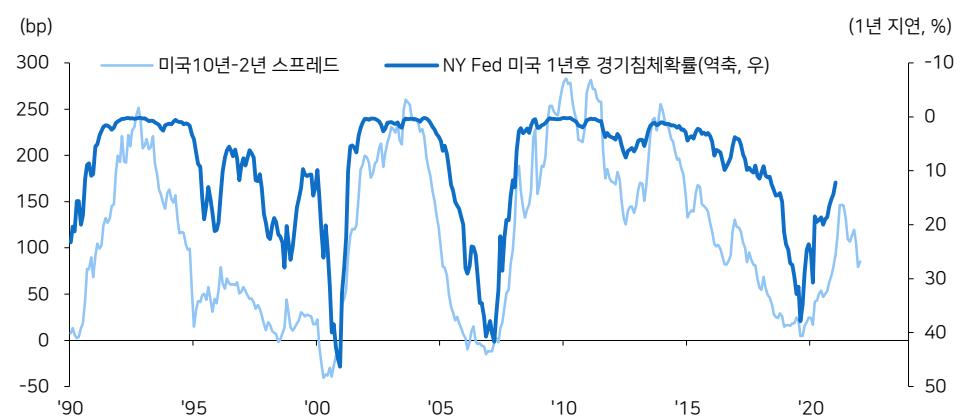
그림30 지난해 연으로 힘들었던 중국, 하반기 힘들었던 한국, 이제는 미국차례?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

올해 미국 성장을 전망이 지난해 중반 4% 중반에서 연말에는 4.0%, 현재는 3.8%로 낮아졌다고 하나 올해 미국경제를 걱정하는 시각은 아직 높지 않다. 그러나 앞서 통화정상화에 나선 국가들의 금리차 축소기조와 유사하게 미국의 장단기 금리차 축소가 지속된다면 경기 리스크는 쌓일 수 밖에 없다<그림 31>. 그 과정에서 아이러니하게도 경기부담이 채권시장 변동성이라도 우선적으로 안정시켜야 위험자산이 숨쉴 수 있는 여유를 만들어낼 수 있을 것이다<그림 32>.

그림31 미국 장단기금리차 축소방향은 경기에 대한 민감도 높이는 이야기



자료: Bloomberg, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림32 채권시장 변동성이라도 안정되어야 미국 성장&amp;기술주 불안 진정될 수 있어

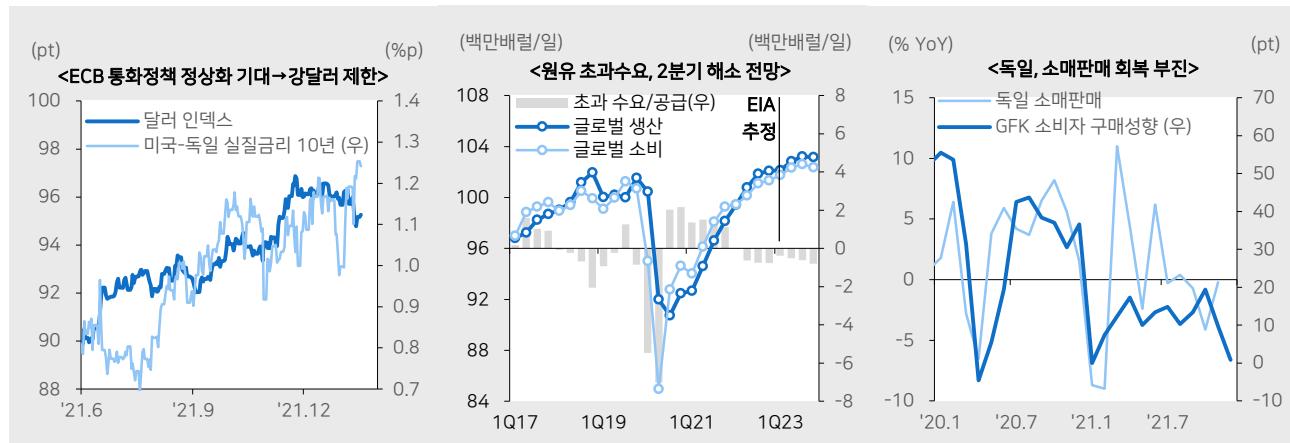


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 오늘의 차트

임제혁 연구원

## 독일채 금리와 통화정책 정상화 기대



자료: Bloomberg, EIA, GFK, 메리츠증권 리서치센터

**독일채 10년금리, 실질금리  
중심으로 상승폭 확대**

**12월 ECB, 물가 전망 상향 조정  
하며 에너지 가격 중심의  
인플레 압력은 고려**

**기조적인 물가 상승 압력 또한  
상대적으로 약해**

**소비 부진한 부분 또한 통화정책  
정상화 부담 요인**

독일채 10년 금리가 코로나19 확산 이후의 전고점을 넘어, (+) 전환을 목전에 두고 있다. 기대인플레를 제외한 실질금리와 통화정책 기대에 민감한 단기금리가 큰 폭으로 상승했다는 점을 고려했을 때, 독일 또한 통화정책 정상화 기대가 확대되고 있는 것으로 보인다. 이는 연준의 매파적인 스탠스에도 제한되는 강달러 흐름에 영향을 주고 있는 것으로 보인다.

독일의 통화정책 정상화 기대는 연초 에너지 품목을 중심으로 확대된 물가 상승 압력이 작용하고 있다. 다만, 장기적인 관점에서는 OPEC 회원국들의 중산이 이어지는 가운데, 미국 내에서도 생산량이 늘어나며 유가가 안정화될 것이라는 전망이 지배적이다. EIA 또한 2분기 이후 초과수요가 해소될 것이라고 분석했다. 지난 12월 ECB 회의에서도 유가 등 에너지물가의 높은 상승세를 경계했으나 연말로 갈수록 점차 안정화될 것이라고 전망했고, 상반기 물가 상승 압력은 반영해 2022년 소비자 물가 상승률을 3.2% YoY로 상향 조정했었다.

또한, 독일은 기조적인 물가 상승 압력이 상대적으로 작다. 소비자 물가지수에서 가장 큰 부분을 차지하는 임대료등가치(OER)의 경우 독일은 2017~2019년 평균 상승률(1.41% YoY) 수준인 1.39%에('21.12 기준) 그쳤으나, 미국은 상승폭이 확대되며 3.3%를 기록했다. 이에 더해 독일은 해고 방지 목적의 실업보조 프로그램을 바탕으로 노동시장이 타이트하지 않아 임금 상승률 또한 제한적이다.

독일은 소비 측면에서도 회복 모멘텀이 약하다. 최근 소비 심리가 크게 부진한 가운데, 소매판매 지표 또한 지난 4분기 부진한 흐름이 지속되며 통화정책 정상화에 부담 요소로 작용하고 있다. 2월 ECB까지 인플레이션 우려가 통화정책 정상화 기대를 자극하며 독일채 금리 상승 압력이 유지될 수는 있겠으나, 2월 ECB에서 신중한 태도를 견지하며 통화정책 운용의 조정이 미세할 가능성성이 높아 보인다.

## 칼럼의 재해석

배기연 수석연구원

### 인도네시아 석탄 금수령, 언제까지 기다려야 할까 (Tradewinds)

전세계 최대 석탄수출국인 인도네시아는 2022년 1월 1일 석탄 수출 금지령을 발표했다. 금지 이유는 자국의 안정적인 전력 생산을 위한 발전 연료 확보이다. 1월 12일, 37척의 선박이 허가를 받고 출항했다. 허가는 자국 내 석탄공급 의무량을 채운 업체에게만 부여됐다. 국영발전사 PLN과의 계약과 의무량을 채우지 못한 기업에게는 벌금이 부과된다. 총 631개 업체 중 490개 업체가 의무량을 채우지 못했다. 한 달간 금수령이 지속된다고 발표했지만, 더딘 진행과정에 지친 교역국 에너지기업들은 다른 수입처를 알아보는 상황이다.

### 1월 1일 인도네시아 석탄 금수령

수출 금지 선언 이유:

- 1) 자국 원자재 유출 감소
- 2) 반제품/ 완제품 중심 수출 구조 변화

인도네시아 정부는 2022년 1월 1일 자국산 발전용 석탄 수출 금지령을 발표했다. 이유는 1) 자국의 원자재 유출을 줄이고, 2) 반제품/완제품 중심의 수출 구조 변화로 경기 성장을 도모하기 위함이다. 정부는 국영발전사인 PLN(Perusahaan Listrik Negara) 산하 20여개 발전소의 연료탄 재고 급감에 따른 대규모 단전사태 예방조치로 설명했다. 실제로, 2021년 중 인도네시아 석탄업체들의 자국 내 공급이 의무량(DMO) 이하로 이행되어 발전소들의 석탄 공급난이 심화되었다.

DMO(Domestic Market Obligation)란 자국 내 석탄의무공급제도이다. 세계 최대 석탄 수출국인 인도네시아는 2018년 자국 내 발전탄의 안정적 공급을 위해 석탄 총 생산량의 25%를 내수시장에 공급하도록 의무화했다. 그럼에도 이행률이 0%인 업체가 절반이 넘을 정도로 이행률은 저조하다. 석탄 열량 등급에 따라 내수 공급가격이 고정되어 국제 연료탄 가격과의 차이에 따라 내수 시장 공급량이 변동된다. 업체들은 국제 가격이 DMO가격보다 높으면 수출량을 증대시키고, 더 낮다면 내수 공급을 확대했다.

2022년 1월 기준 인도네시아산 연료탄 4,200kcal, 5,000kcal, 5,900kcal, 6,322kcal의 수출가격은 각각 톤당 66달러, 93달러, 124달러, 160달러 수준으로, 동일 등급의 DMO 고정가격을 크게 상회하고 있다. 4,500~6,000kcal급 인도네시아 공급가는 43달러, 6,000kcal초과는 70달러에 불과하다. 이에 석탄업체들은 수익성 증대를 위해 수출에 집중하여 내수 공급 부족상황이 야기되었고, 정부는 수출금지령을 내린 상황이 발생했다.

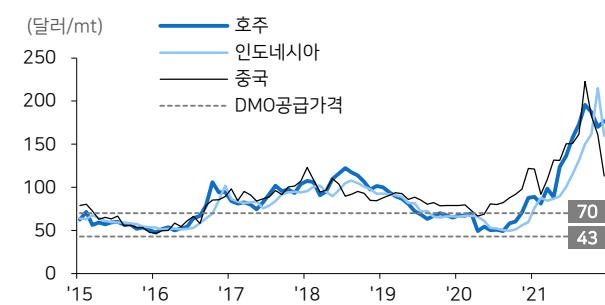
표1 석탄 열량 등급별 DMO 공급가

열량 (kcal/kg GAR)	공급가격 (달러/mt)	등급별 국제가격 (달러/mt)	인니 전력사 전체 석탄 사용량 중 비중
6,000 초과	70	124	0.8%
4,500~6,000	43	93	63.1%
4,500 미만	37	66	36.1%

주: 국제가격은 2021년 12월 기준

자료: Business Indonesia, 메리츠증권 리서치센터

그림1 국제 석탄가격 추이



주: 2021년 12월 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## DMO 이행 상황

예고 없이 벌어진 일은 아니다. 2021년 8월에도 1~7월 기간 DMO를 이행하지 않은 탄광을 대상으로 수출 금지조치를 시행한적이 있다. 당시 수출제한대상 탄광들이 신속히 DMO를 이행하여 수출금지는 단기에 종료되었지만, 대다수가 그 이후로도 DMO를 이행하지 않아 내수 공급 부족은 지속되었다.

2021년 DMO 이행률 46%로  
공급부족 초래

2020년 DMO는 연초 생산 목표치 6.25억톤의 25%인 1.55억톤이었으나, DMO 이행률은 70%에 그쳤다. 그러나 COVID-19로 인한 전력 수요 부진으로 전력 및 연료탄 공급 문제가 표면화되지 않았다. 그러나 팬데믹이 진정된 2021년에는 전력 수요 회복에도 10월까지 DMO 이행률이 46%에 그쳐 4분기 인도네시아 공급 부족이 심화되었다.

인도네시아 석탄협회는 국영 발전사 PLN에 공급여력이 있는 10대 대형 탄광의 석탄 우선 공급을 추진했다. 인도네시아의 월간 석탄 생산 능력이 연간 내수 수요량의 1/3 수준인 약 4,000만톤임을 고려하면 재고확충을 위한 긴급 물량은 수주 내 해결가능할 전망이다. 2021년말 선적된 화물도 출항이 제한되며 일부 석탄업체는 1월 선적분 판매 계약에 대한 불가항력을 선포했다.

그림2 인도네시아 원자재별 수출비중

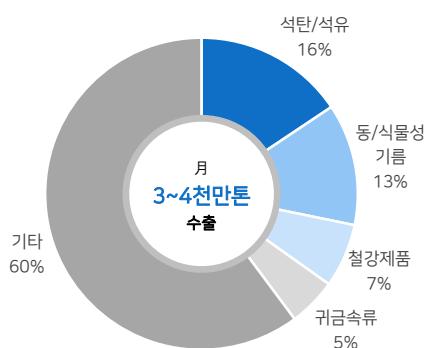
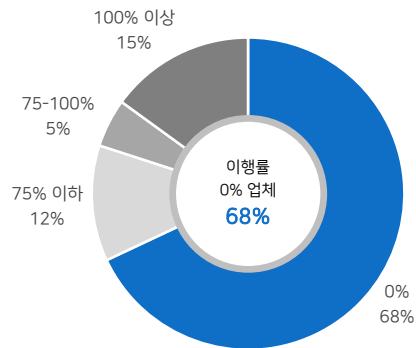


그림3 DMO 이행률



자료: K-Stat, 메리츠증권 리서치센터

주: 2021년 10월 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 전세계 영향 및 진행경과

발표 이후 일본 등 조속히 석탄 수출을 재개해달라는 주요 교역국들의 요청이 이어졌다. 중국의 경우 호주산 석탄 수입 금지 이후 인도네시아산 석탄에 대한 의존도가 높아진 상황이었다. 그러나 2021년 3분기 전력난 이후 자국 내 석탄 생산량을 크게 확장시켜 2021년 12월 기준 중국 석탄 생산량은 +9.3% YoY 증가, 수입량은 -20.8% YoY 감소했다. 이에 중국은 비교적 여유로운 반응을 보일 수 있었다. 석탄수출전면 금지에 따른 경제적 타격 및 대외신뢰도 손상에도 DMO이행을 통한 자국 내 에너지 확보에 중점을 둔 것으로 해석된다.

**DMO를 충족한 기업을 우선으로  
수출 “점진적 재개”할 것**

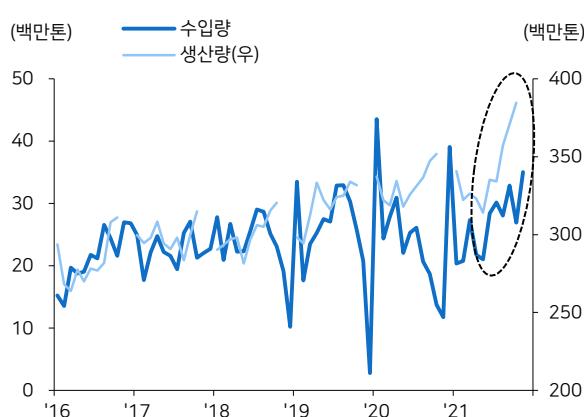
1월 12일 인도네시아 당국은 37척의 선박을 출항 허가하며 완화적인 양상을 보였다. 회의를 통해 DMO를 충족한 기업만 수출 재개를 할 수 있다고 결론지었고, 현재는 DMO이행여부를 확인하는데 시간이 소요되어 지연되고 있다. 자카르타 언론에 따르면 업체 수를 고려하면 정상화까지는 시간이 걸릴 것으로 보도되었다. 1월 17일, 22척의 선박이 출항될 가능성이 있다고 보도되었다. 그러나 56척은 360만톤 가량으로 기존 한달 수출량인 3,000~4,000만톤에 비하면 아주 적은 수준이다.

표2 타임라인

일자	내용
1월 1일	석탄 금수령 발표
1월 5일	정부-석탄업계 회의 연기
1월 6일	석탄회사 석탄금수 해제 요청
1월 10일	인도네시아-일본 경제산업상 화상회담. "며칠 내 결정"으로 응답. 15일치 재고 확보
1월 11일	14척 출항허가. DMO 충족 기업에 우선권 부여.
1월 13일	기존 허가한 14척 포함 37척 출항. "점진적 재개"
1월 18일-20일	11-12월 DMO 이행여부 조사 회의

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

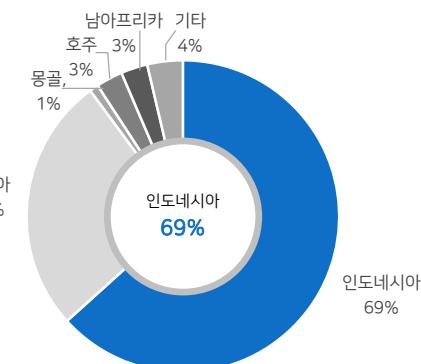
그림4 중국 석탄 생산량 및 수입량 추이



주: 1~2월 생산량은 공개되지 않음

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국의 발전용 석탄 수입 비중



주: 2021년 11월 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 금수령 해제 전망

늦어지는 수출 재개,  
기존 석탄교역국은 대안 물색 중

18일자 보도에 따르면 말레이시아 국영 에너지기업 Tenaga Nasional은 석탄 Spot 계약 입찰을 개시했다. 호주, 남아프리카, 러시아 등지에서 즉시 수송을 받는 조건이다. 말레이시아뿐만 아니라 인도네시아 당국을 기다리는데 지친 각국 기업들이 대안을 물색하고 있다.

한국, 중국, 인도 등 주요 수입국들은 즉시 조달 가능한 공급지 위주로 물량을 탐색 해야 한다. 근거리 공급처였던 인도네시아로부터 수급 난항이 교역거리 증가로 이어질 개연성이 있으나, 운임 상승 가능성은 제한적이다. 인도네시아 금수조치를 접한 선사들의 선제적인 선대 배치가 이루어졌기 때문이다. 최근 BDI가 2,000p를 하회하며 하락하는 모습이 톤마일 증가대비 항로 내 가용가능한 선복량이 증가한 상황을 방증한다.

2월까지 정상화될 가능성은 적다. 1월까지는 수출금지령이 유지되고, DMO를 이행 한 업체의 수가 적어 수출허가를 즉시 받기는 어렵기 때문이다. 그럼에도 교역국들의 압박과 인도네시아 경제에서 석탄 수출이 차지하는 규모를 고려하면 자국 내 긴급 수요가 충족되며 수출 제한은 완화될 것이다. 1월 한달 내내 석탄 수출을 금지할 경우 약 3,800~4,000만톤 석탄수출이 막힌다. 이는 월 약 30억달러 가량의 외화수입 감소를 의미한다. 석탄은 2021년 인도네시아 수출의 14%를 차지했는데, 1월 금수령으로 인한 전체 수출액 40억달러 감소로 무역수지 적자를 기록할 수도 있게 되었다. 1월 18~20일에는 11~12월 DMO 이행여부 확인 회의가 개최된다. 회의 결과에 따라 정상화 속도가 확인될 것이다.

원문: *'Furious' Asian coal buyers seek other sources as Indonesian ban delays drag on (Tradewinds)*