

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 5. 31 (화)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

2022년 하반기 전망 시리즈 (해설판)

1. 경제전망_Avoiding Recession

오늘의 차트

비가 오지 않아요: 지난 10년 85mm vs. 2022년 5mm

칼럼의 재해석

미국 소비에 대한 기업들의 엇갈린 메시지

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 5월 23일 발간된
[2022년 하반기 전망 시리즈 1 – 주식전략: 'Re:] 임



▲ 경제분석
Analyst 이승훈
02. 6454-4891
seunghoon.lee@meritz.co.kr

2022년 하반기 전망 시리즈 1 (해설판)

[경제전망] Avoiding recession

- ✓ 글로벌 경기우려가 크지만, 당사는 "Slowdown but no recession" 을 상정 중
- ✓ 연준은 중립이상 금리인상에도 침체를 피할 수 있을 것: High frequency data의 도움
- ✓ Recession 아닌 상태에서 글로벌 매크로 불안 요인 완화되며 달러 강세도 소폭 완화될 것

1. Global view

1-1. 총론

지난 6개월 간 달라진 것들

우리는 작년 11월 발간된 '2022년 경제전망'을 통해 올해 세계 경제가 각국의 잠재성장률을 훌쩍 뛰어넘는 4% 이상의 성장세를 시현할 것으로 예상하였다. 재정 자극이 약화되고 통화정책이 정상화되는 과정에서도, 가계와 기업으로 대표되는 민간 부문의 자생력이 회복을 추가 견인할 것으로 보았기 때문이다.

그러나 지난 6개월 간 많은 변화가 있었다. 코로나19로부터의 빠른 정상화와 인플레이션의 가속화는 주요국이 재정정책을 빠르게 거두어 들이는 계기가 되었을 뿐 아니라, 통화정책 정상화의 속도 역시 가속화시켰다. 올해 초 만 해도 연준이 50bp 금리인상에 그칠 것이라는 전망이 지배적이었으나, 불과 6개월 만에 250bp 인상으로 바뀌었다. 금융환경이 타이트해 지면서 내구체 수요나 기업투자를 중심으로 한 수요회복세가 약화될 가능성이 더욱 커진 것이다.

이 뿐만이 아니다. 2월 말 전격적인 러시아의 우크라이나 침공과 예상보다 길어지는 전쟁, 그리고 4월 이후 상해 지역을 중심으로 한 중국의 봉쇄는 식료품, 에너지, 제조업 전반에 걸친 공급망 충격을 증폭시키고 있다. 상술한 변수들은 글로벌 경기확장을 모두 제약하는 요인들이다. 이에 따라, 우리는 올해 세계 경제성장률 전망을 3.3%로 하향 조정하게 되었다. 주요국은 잠재성장률을 웃도는 성장세를 시현할 것이나, 성장의 강도는 연초 전망 대비 현저히 약화될 것이다.

경제전망의 주요 가정

전망의 가정은 1) 러시아-우크라이나 전쟁이 3개월 내 종결되고, 2) 유로존이 러시아산 원유와 가스를 계속 수입하며, 3) 상반기 중 중국의 봉쇄가 정점을 지난 이후 하반기 중 정부 주도의 부양이 강화되는 것이다. 그리고 논쟁의 여지가 있지만, 4) 미국 연준이 금리인상을 강행하는 가운데 침체 위험을 결국 막아낼 것이라는 가정도 들어 있다. 4)에 대해서는 2-2절에서 자세히 다루기로 한다.

1-2. 지역별 경제전망

당사의 기본 가정을 고려한 지역별 경제전망 요지는 아래와 같다.

미국은 소비 중심 내수 확장

미국: 소비 중심의 내수확장이 지속될 것으로 예상하고 있다. 근로소득으로 대변되는 항상소득 증가세가 이어지는 가운데, 소비자들의 과잉저축과 주택/주식 등 자산가격 상승에 따른 가계 순자산 증대 등이 민간소비의 다양한 재원으로 쓰일 전망이다. 주택시장은 모기지 금리 상승에 따른 판매량 감소가 불가피하지만, 공급부족에 따른 가격 급등이 이어지고 있음을 고려한다면 주거용 건물 건설은 계속 증가할 가능성이 크다. 설비투자는 연준의 통화정책 정상화 및 은행 기업대출 태도의 악화로 모멘텀이 이미 정점을 지나고 있으나, 기업들의 초과수요 환경을 고려한다면 당장 위축되기 어려울 것으로 예상한다.

유럽은 제조업 위축 위험

유로존: Reopening에 따른 서비스업과 관광업의 개선이 예상되나, 다른 한편에서 에너지 비용부담 급증에 따른 제조업 타격이 우려되는 상황이다. 특히 유럽 내 대표적으로 제조업을 영위하는 독일과 이탈리아는 러시아산 에너지 의존도가 높아 가격과 러시아산 에너지 수급상황에 특히 민감하다. 유로존 스스로 러시아산 에너지 수입을 중단하거나 러시아가 수출을 중단할 경우 이를 국가의 리세션에 불가피해질 위험에 처해 있다. 다만 이는 당사의 기본 가정은 아니다.

중국은 봉쇄 완화 이후 적극적 경기부양 선택

중국: 3~4월 지역봉쇄로 인해 4월 월간 GDP성장률이 전년대비 -5%까지 이미 내려온 것으로 추정된다. 사실상의 리세션인 것이다. 그러나 앞으로는 유연한 제로 코로나 정책의 용인과 하반기 재정/통화정책, 미시적 정책이 총망라된 공격적 내수부양을 통해 연간 성장률을 3.5% 내외까지 들어올릴 것으로 예상한다.

이러한 기본 가정 하에서 국제유가(WTI)는 연말 100달러/배럴로 수렴하며, 주요국 통화의 달러대비 약세 압력이 다소 잦아들 것으로 예상하고 있다.

표1 메리츠 글로벌 경제전망 요약

(% YoY)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
GDP성장률	World	2.9	(3.1)	6.1	3.3
	선진국	1.7	(4.5)	5.2	3.0
	미국	2.3	(3.5)	5.7	3.0
	유로존	1.3	(6.7)	5.2	2.6
	일본	(0.2)	(4.5)	1.7	1.6
	신흥국	3.7	(2.0)	6.8	3.6
CPI상승률	중국	6.1	2.3	8.1	3.5
	한국	2.0	(1.0)	4.0	2.5
	World	3.5	3.2	4.7	7.6
	미국	1.8	1.2	4.7	6.9
	유로존	1.2	0.3	2.6	6.5
	일본	0.5	0.0	(0.2)	1.6
환율(기밀)	중국	2.9	2.5	1.0	2.1
	한국	0.4	0.5	2.5	1.9
	달러/유로	1.12	1.22	1.14	1.09
	엔/달러	108.6	103.2	115.0	125.0
원/달러	위안/달러	6.96	6.53	6.36	6.60
	원/달러	1,156	1,086	1,189	1,220
WTI (달러/배럴, 기밀)	61.1	48.5	75.2	100.0	90.0

자료: IMF, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림1 주요 가정과 지역별 전망

주요 가정	지역별 전망 요지
<ul style="list-style-type: none"> 러시아-우크라이나 전쟁 3개월 내 종결 러시아 가스수입 용인, 원유 관세부과로 선회 중국 상반기 중 지역봉쇄 완화와 하반기 부양 강화 미 연준 금리인상 과정에서 리세션 방어 	
	<ul style="list-style-type: none"> 미국: 소비 중심 확장 지속 <ul style="list-style-type: none"> 항상소득 증가, 소비자들의 과잉저축 일부 소진, Net worth 효과 유통재고 사이클 유효, 건설투자 완만한 증가. 반면 capex는 peak-out 유로존: Reopening 수혜보다는 제조업 신장세 둔화가 걱정 <ul style="list-style-type: none"> Reopening에 따른 관광산업 부흥은 긍정적 에너지 가격상승과 러시아산 에너지 의존도 축소 과정에서 제조업 둔화 중국: 민간 자생력 부재 속 하반기 정부정책 대응 강화 <ul style="list-style-type: none"> 정부/지방 특별국채 추가 발행과 지준율 인하, 신용확대 채택 한국: 수출 경기둔화로 2.5% 성장에 그칠 것, 한은 2.25%까지 인상 <ul style="list-style-type: none"> 민간소비, 건설투자 회복하나, EM 중심 수출신장세 둔화 상쇄 어려워

자료: 메리츠증권 리서치센터

1-3. 당사 전망의 리스크 요인과 시사점

당사의 기본 가정과 다른 양상
전개시, 강달러 압력 심화 예상

그러나 당사가 도입한 기본 가정에서 어느 하나라도 반대 방향의 힘이 작용할 경우 글로벌 경제의 위험은 커질 수 밖에 없다. 전쟁이 장기화된다면 식료품과 에너지를 중심으로 한 공급망 교란이 심화될 것이며, 러시아 가스/원유수입 중단은 에너지와 제조업에 부담이다. 이 경우, 전쟁과 러시아 이슈에 특히 민감한 유로존의 스태그플레이션이 현실화될 수 있다. 이 때 ECB의 금리인상은 무산될 것이다.

한편, 중국 락다운이 장기화되면 제조업 중간재/최종재 수급이 어려워 지면서 중국뿐 아니라 글로벌 생산자물가의 추가 상승이 불가피해질 것이다. 중국의 경기위축 심화로 중국인민은행의 추가 통화 완화가 진행될 것이다. 이 경우 위안화를 비롯한 아시아 역내 통화의 약세 압력이 커질 것이다.

전술한 3가지 대안 시나리오 모두는 달러화 강세를 심화시킬 요인이다. 따라서 기본 가정 하에서의 '달러화 강세 압력 약화-점진적인 Risk-on 부각' 가능성과 대조적으로 '강달러 심화-Risk-off 장기화'의 조합이 현실화될 공산이 커질 것이다. 그리고 복합 충격의 경우 그 강도는 더욱 클 것이다.

그림2 당사 경제전망 기본가정과 Alternative scenario 하의 변수 영향

		Baseline					Alternative					
주요 가정	경제 및 금융시장 전망			전쟁 장기화	Inflation	Growth	통화정책	Currency				
		러시아-우크라이나 전쟁 3개월 내 종결	러시아 가스수입 용인, 원유 관세부과로 선회	↑ (Food, energy)	↑	↓ (특히 EU)	FRB>>ECB	USD ↑				
		중국 상반기 중 지역봉쇄 완화와 하반기 부양 강화	미 연준 금리인상 과정에서 리세션 방어	↑ (Energy / EU Mfg)	↑ (EU)	↓ (특히 EU)	FRB>>ECB	USD ↑				
		Global GDP 3.3%, Slowdown but no recession	Inflation 정점 1H22	↑ (Mfg)	↑ (PPI)	↓ (중국 및 교역국)	FRB>>PBC	USD ↑ (vs EM)				
		QoQ 성장 모멘텀은 상반기 대비 하반기 소폭 개선	연말 WTI 100달러/배럴	-	↓	↓	-	상황에 따라 가변적				
		연말 원/달러 강세 완화, 연말 원/달러 1,220원	하반기 달러 강세 완화, 연말 원/달러 1,220원	Global GDP 3% 하회	Inflation 정점 하반기 이후로 자연 및 인플레이션을 추가 상승	QoQ 성장 모멘텀 둔화 심화	Europe Stagflation, ECB 정상화 무산	하반기 달러 강세 심화와 Risk-off 확대 (복합충격의 경우 더 심할 수 있음)				

자료: 메리츠증권 리서치센터

1-4. 한국 경제전망 요지

글로벌 성장을 전망 하향 조정에
따른 한국 수출전망 하향 조정

올해 한국 경제성장을 전망은 기준 2.6%에서 2.5%로 추가 하향조정하며, 소비자물가 상승률 전망은 기준 4.1%에서 4.3%로 상향 조정한다. 주요국 내수회복 모멘텀의 약화는 한국 수출에 부정적이다. 미국 내수확장으로 인해 대미 수출은 지지될 수 있을 것이나, 우리 수출의 미국 이외 지역 수출의존도가 높아 전체 수출 경기하강은 불가피해 보인다. 5월 1~20일까지 수출이 24.1% 증가했으나 일평균을 기준으로 보면 7.6%로 신장세가 둔화되기 시작했다는 점이 증거일 것이다.

한국 소비자물가는 올해 2분기 4.9%를 정점으로 예상하며, 10월 이후에야 4%대를 벗어나게 될 것으로 예상한다. 그러나 수입 농산물 가격의 고공행진이 외식/가공식품 등 경직적인 항목을 자극할 경우 정점이 지연되거나 상향 조정될 가능성도 있다. 이러한 위험이 한국은행의 5월 수정 경제전망에 반영된 것으로 판단한다.

한은 기준금리는 연말 2.50%까지 인상될 전망

올해 10월까지는 연속적 금리인상을 기본 시나리오로 상정해야 할 것으로 보이며, 이에 따라 5월 금통위 직후 당사는 올해 말 기준금리 전망을 2.50%로 재차 상향 조정했다.

그림3 메리츠 한국경제 전망 요약

(% YoY)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	2021	2022	2023
GDP	4.0	4.2	3.1	2.6	2.5	1.9	2.1	2.4	4.0	2.5	2.4
(q-q)	0.3	1.2	0.7	0.3	0.3	0.6	1.0	0.6	-	-	-
민간소비	3.3	6.3	4.5	2.4	2.9	1.5	2.2	2.3	3.6	2.8	2.3
정부지출	6.5	8.3	6.5	4.8	3.7	3.2	3.2	3.2	5.5	4.6	3.2
건설투자	(1.2)	(1.7)	(5.3)	(1.7)	1.9	2.3	2.6	2.5	(1.5)	(0.5)	2.5
설비투자	4.2	4.0	(6.0)	(3.0)	1.0	2.1	2.1	2.0	8.3	(1.5)	1.9
수출	24.7	21.7	18.6	8.0	5.5	5.0	2.0	3.0	25.8	8.9	3.2
수입	35.1	39.7	28.4	18.0	16.7	10.7	5.8	(2.8)	32.0	17.9	0.3
소비자물가	2.5	3.5	3.8	4.9	4.8	3.6	2.6	1.4	2.5	4.3	1.9
기준금리	0.75	1.00	1.25	1.75	2.25	2.50	2.50	2.50	1.00	2.50	2.50
원/달러	1,184	1,189	1,212	1,260	1,240	1,220	1,200	1,190	1,189	1,220	1,180

자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림4 한국 소비자물가 상승률 추이/전망



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

2. 인플레이션 대응: How to avoid recession

2-1. 인플레이션의 기원과 전개, 그리고 통화정책 대응

인플레이션의 전개 3단계

인플레이션은 어찌다 여기까지 오게 되었을까? 우리는 3단계 과정을 거쳤다고 생각한다. 이번 인플레이션 사이클의 1단계는 경기침체 상황에서의 공격적 부양(재정/통화정책)이 공급이 고정인 상태에서 수요를 진작하여 발생한 것이다. 미국 소비자물가 상승률이 2020년 4월 0.1%까지 내려 왔다가 2021년 3월 2.6%까지 올라간 것이 이러한 힘에서 비롯되었다는 생각이다.

2단계는 예상치 못한 델타변이의 확산과 글로벌 제조업 기지들의 락다운으로 공급망 문제가 증폭된 것이다. 원자재/중간재 조달 차질이 심화되면서 공급이 늘어나도 모자랄 판에 오히려 감소했다. 선진국(특히 미국)에서는 재정부양/보조금 지급이 노동자들의 조업장 복귀를 지연시켰고, 노동 초과수요에 따른 임금 상승은 비용상승형 인플레이션 압력을 증폭시켰다. 전세계적인 생산자물가 급등이 유발된 것이다.

3단계는 소비자 구매력이 개선된 국가를 중심으로 공급측 물가압력이 소비자들에게 전이된 것이다. 이에 따라 생산자물가 상승에 뒤이어 일부 국가에서는 소비자물가의 급등이 수반되었는데, 이들은 1) 2021년 내수 체력이 COVID-19 이전에 비해 크게 개선되었거나, 2) 2020~21년 막대한 재정정책을 통해 소비자들의 구매력에 크게 증대되었던 곳들이다.

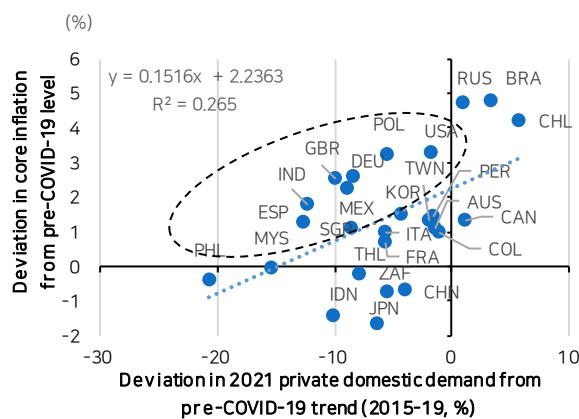
대표적으로는 영국과 미국, 캐나다, 독일 등이 여기에 해당된다. 유로존 전체적으로 보면 수요측 압력에 기반한 물가상승이라 보기 어렵다.

수요측 물가압력 불거진 지역들은
통화정책 역할이 부상하는 중

재정정책이 수요측 압력을 자극시켜 핵심물가 상승률을 들어올렸다는 점은 그림 6을 통해 설명된다. 그림의 우상단에 위치한 미국, 영국, 캐나다 등은 지난 2년간 적계는 GDP의 8%, 많게는 10%에 준하는 기초재정적자(이자부담 제외한 신규 재정자극)을 부여했다. 구매력 증대가 높아진 비용상승형 인플레를 소비자가 떠안을 수 있는 체력을 마련한 것이다.

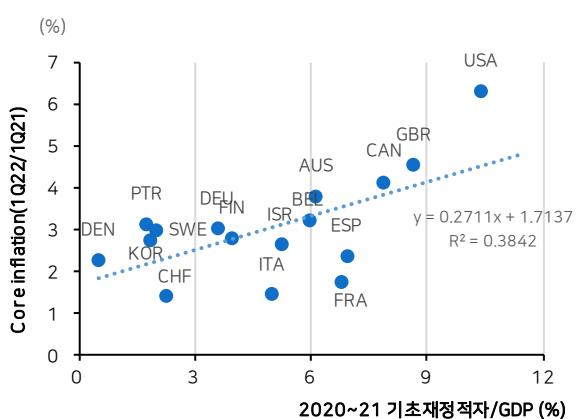
다른 한편에서는, 현재 소비자물가 상승률 중에서 식료품과 에너지를 제외한 핵심 물가 기여도가 높은 곳이 이러한 잣대에 해당되는 지역이라 볼 수 있다(그림 8). 2022년 3월 소비자물가 상승률을 분해했을 때, 미국은 8.5% 중 4.7%포인트가 핵심물가 기여도이며, 영국은 7.1% 중 5.5%포인트에 달한다. 반면 유로존은 7.4% 중 에너지 기여도가 4.9%포인트이기에 수요보다는 공급측 인플레로 해석함이 타당하다.

그림5 Pre-COVID 추세 대비'21년 민간 내수와 인플레 괴리



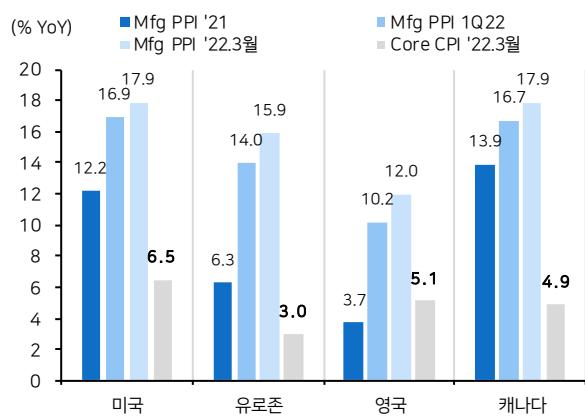
자료: IMF WEO (Apr 2022), Figure 1.12

그림6 '20~21년 기초재정적자/GDP와 1Q22 핵심물가



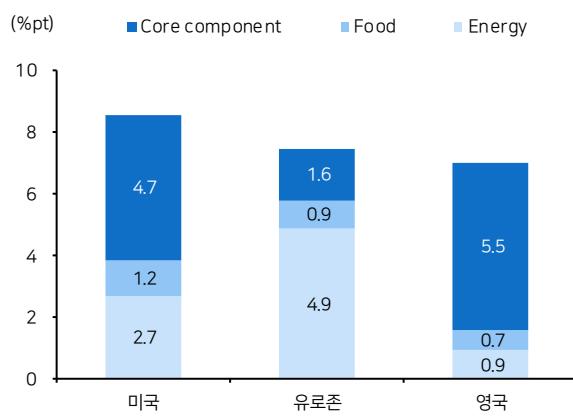
자료: IMF WEO Apr 2022 Database, OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림7 주요 선진국 PPI 압력의 CPI 전이 정도는?



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국, 유로존, 영국 물가상승률 분해 (2022년 3월)



자료: US BLS, Eurostat, UK ONS, 메리츠증권 리서치센터 계산

인플레 성격에 따라 주요국 통화 정책도 차별화

인플레이션의 성격에 따라 각국의 통화정책도 차별화될 수 밖에 없다. 주요국 중 미국 연준, 유럽중앙은행, 한국은행은 정상화를 선택하는 반면, 일본은행과 중국인민은행은 완화기조를 유지하거나 강화하는 모양새일 것이다.

Fed 전망

정상화를 진행하는 지역 중에서도 인플레이션 강도와 성격에 따라 금리인상의 폭과 빈도가 각기 다르다. 연준은 7월까지 빅스텝(50bp) 인상을 이어가는 한편 6월부터는 B/S 축소에 나설 전망이다. 연말 소비자물가가 4%대 후반에 머무를 것이기에, 올해 말 중립금리(2.4%)를 넘긴 2.75%로 인상한 이후에도 내년 상반기까지 추가 금리인상을 이어갈 것이다.

BOK, ECB 전망

한국은행도 높은 물가압력에 대응하려는 모습이다. 한국도 4월 균원물가 상승률이 3.6%에 달하고 수 개월 내 4%를 상회할 가능성이 있다는 점에서 추가 금리인상은 정당화된다. 단, 최근 균원물가 상승이 수입물가 발 'cost-push inflation'이라는 점에서 실제 기준금리가 중립수준을 크게 상회하기는 어려울 것이다. ECB는 최근 협상임금 상승률이 2%를 마침내 상회하고 핵심물가가 3%를 넘기 시작하면서 금리인상에 적극적인 행보를 보이기 시작했다. 다만 여전히 공급측 압력이 우위이기에 우리나라에 비해서도 정상화가 더딜 것이다.

BOJ, PBOC 전망

완화기조를 유지하거나 강화하는 중앙은행 중 일본은행은 최근 소비자물가 2% 상회에도 이를 계기로 경제주체들의 기대인플레이션 변화를 유발하기 위한 방법으로 통화정책 정상화를 유보하고 있으며, 이는 엔화 약세를 지속시키는 요인도 되고 있다. 중국인민은행은 제로 코로나 정책과 미약한 민간 구매력이 맞물리면서, 당장의 경기하방 위험에 대응해야 하는 상황이다.

그림9 주요국 중앙은행 통화정책 전망

	1H22	2H22E	2023E
FRB	<ul style="list-style-type: none"> 3월 초 테이퍼링 종료 3월 25bp, 5~6월 50bp 금리인상 자산축소 (6월~, 초반 3개월은 Max 495억\$/월) 	<ul style="list-style-type: none"> 7월 50bp, 9~12월 25bp 인상 (연말 2.75%) 매월 국채 600억, MBS 350억\$ 자산축소 (9월~) - 실제 월간 축소액은 80억\$ 내외로 추산 	<ul style="list-style-type: none"> 소비자물가 2.5% 급점 때까지 금리인상 상반기 중 추가 50bp 인상 이후 종료 (3.25%) 필요시 경기침체 방어 위한 예방적 인하 모색
ECB	<ul style="list-style-type: none"> 3월 PEPP 종료, 2Q 중 APP 매입규모 축소 6월 APP 프로그램 종료 6월 수정 경제전망 제시와 함께 7월 인상 시사 	<ul style="list-style-type: none"> 7월 Deposit rate, Refinancing rate 인상 개시 마이너스 예금금리 연말 0% Refinancing rate는 연말 0.5%로 느린 인상 	<ul style="list-style-type: none"> ECB 예치금리 연말 0.5% ECB Refinancing rate 연말 1.0%까지 인상
BOJ	<ul style="list-style-type: none"> 단기금리 -0.1% 10년물 JGB 0.25% 넘지 않도록 무제한 국채매입 J-REITs (연 120조엔) 및 ETF (1,800억엔) 매입 	<ul style="list-style-type: none"> 단기금리 -0.1% 10년물 JGB 0.25% 넘지 않도록 무제한 국채매입 J-REITs (연 120조엔) 및 ETF (1,800억엔) 매입 	<ul style="list-style-type: none"> 단기금리 -0.1% 23년 CPI 2% 상회시 10년물 상단 조정 '23년 CPI 2% 상회시 자산매입 속도조절
PBOC	<ul style="list-style-type: none"> 지준율 인하('21.12월 -50bp, '22.4월 -25bp) LPR 금리인하 (1Y-10bp, 5Y-15bp) 모기지 금리 하단을 기준금리-20bp로 설정 	<ul style="list-style-type: none"> 지준율 추가 인하 MLF/LPR은 동결, 재대출 등 신용지원 특히 확대 아울러 기업, 가계대상 신용정책 완화기조 전환 	<ul style="list-style-type: none"> 연준 인상 사이클 종료 이후에도 경기회복 미진할 경우 지준율, 정책금리 추가 인하 중앙은행 OMO + 유동성 공급 지속
BOK	<ul style="list-style-type: none"> 1월, 4월, 5월 연쇄적 금리인상 (각 25bp) 	<ul style="list-style-type: none"> 기준금리 인상 (7월, 10월: 연말 2.25%) 11월 이후 물가 4% 상회시 추가 인상 가능성 필요시 취약계층 대상 신용정책 동원 	<ul style="list-style-type: none"> 1분기 물가 2%대 수렴 전제로 기준금리 동결 (Baseline) 1분기까지 물가 3%대 유지시 인상

자료: 메리츠증권 리서치센터

이제 논의를 미국 인플레이션 전망으로 옮겨 진행하고자 한다.

미국 인플레 논점 (1)

정점은 지난봄

우리는 올해 3월 미국 인플레이션율이 정점을 형성했다고 보고 있다. 서비스 물가 상승 압력이 존재하지만, 1) 그간 인플레 급등을 유발했던 중고차 가격은 하락하고 있고, 2) Core PPI 압력이 작년 4분기부터 원자재/중간재 부문에서 완화되고 있으며, 3) 경제활동참가율 상승 등 잠재적 노동공급 확충과, 노동생산성을 크게 뛰어넘는 시간당 보상의 낮은 지속 가능성 등에 힘입어 임금상승세도 둔화될 공산이 크기 때문이다. 이에 대해서는 이미 이전 자료들에서 자세히 다룬 바 있다.

미국 인플레 논점 (2)

'22년 말 4.8%, 연준이 만족하는 수준에는 '23년 상반기 말 수렴

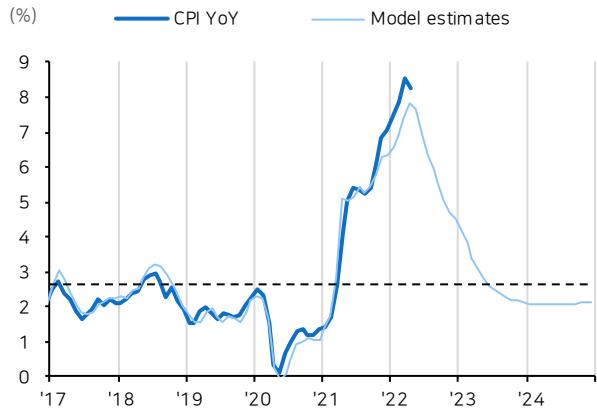
앞으로 인플레이션 궤적은 그림 10과 같이 추정한다. 동 모형은 1) 전기 인플레이션율, 2) 소비자 인플레이션 기대(미시건대 1년), 3) 국제유가, 그리고 4) 실업률을 이용하여 2001~2019년 추세를 따른다고 보고, 추정한 것이다. 2001~19년 추세가 여전히 유효하다고 보는 이유는, 그간의 필립스곡선 평탄화를 유발한 1) 기술진보, 2) 공급망 기반 생산비 절감, 3) 유통비 하락 등이 여전히 존재한다고 보기 때문이다.

여기에서 소비자 인플레이션 기대는 적응적 기대(adaptive inflation)를 가정하고, 국제유가와 실업률은 외생변수로 당사의 전망치(유가는 2022~23년 말 100달러, 90달러/배럴 수렴, 실업률은 2023년 말까지 3.5% 유지)를 대입하였다. 모형에 따르면 올해 말 미국 Headline CPI는 4.8%까지 내려오고, 내년 상반기 말 2.5%를 하회하기 시작할 것으로 추정된다.

연준 금리인상 종착점은 내년
상반기 말 3.25%

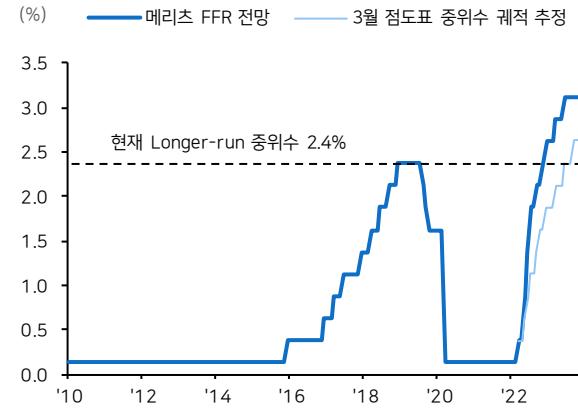
연준 정책에의 시사점은, 1) 물가압력이 두드러지는 금리인상 초입에 인상 압력을 집중해야 하며, 2) 연준이 생각하는 안정 범위로 들어오는 내년 상반기 말 이후로는 금리인상 필요성이 낮아질 가능성이 크다는 것이다. 우리는 내년 상반기 말 금리인상의 종착점이 3.25%일 것으로 예상하고 있다. 그 이후로는 경기충격 징후 발생시 침체를 막기 위한 예방적 인하를 검토해야 한다.

그림10 미국 CPI 상승률 추이 및 향후 궤적 전망



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림11 미국 연방기금금리 전망



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터 추정

2-2. 연준은 침체를 어떻게 피할 수 있을까?

대가 없는 인플레 잡기는 가능한가?

문제는, 대가 없이 인플레 억제가 되지 못했던 사례가 대부분이라는 것이다. 인플레이션의 고공행진을 막기 위한 금리인상은 약 62%의 확률로 경기침체를 유발했다. 그리고 실제 경기침체가 찾아오기 전 장단기 금리역전과 같은 위험 신호들이 발생하곤 했다. 여기에서 유념해야 할 사항은, 연준이 경기침체를 유발할 목적으로 금리를 올린 적은 없었다는 것이며, 금리인상 끝에 찾아왔던 리세션은 '연준의 실책' 이었을 가능성이 크다는 것이다.

금리인상 이후의 리세션은 사실상 연준의 실수

전문가 집단으로 구성된 연준이 실수를 반복하는 이유는 무엇일까? 우리는 통화정책 효과의 시차 때문이라고 생각하고 있다. 연준은 과거 데이터에 기반(data-dependent)하여 금리를 결정한다. 인상된 단기금리는 장기금리를 자극하게 되고, 경제주체들은 높아진 장기금리라는 새로운 정보집합을 반영하여 미래 의사결정을 내리게 된다. 미래에 어떤 의사결정이 수반될 지는 불확실성의 영역이다.

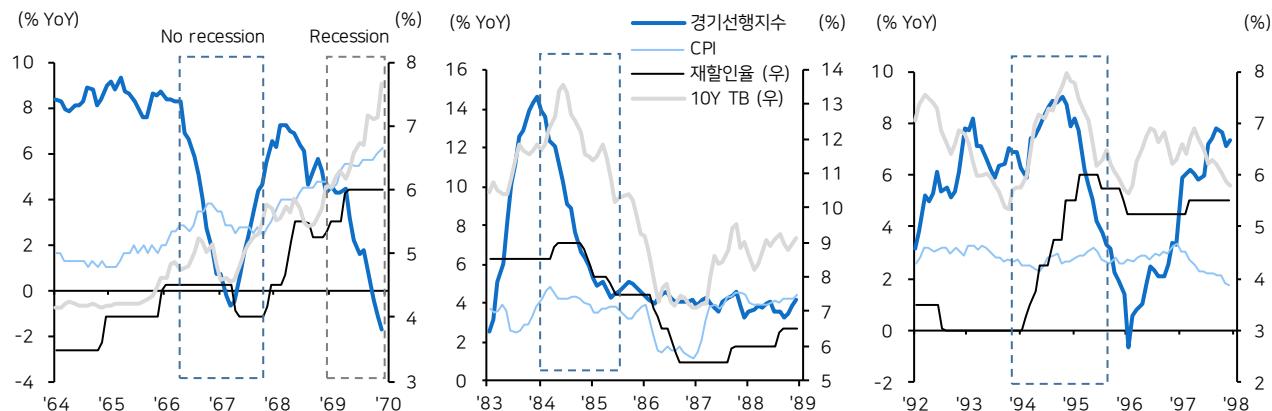
연준이 경기하강 징후를 재빨리 포착한 경우는 리세션을 피했음

즉, 결정 당시의 전망과 달리 그 이후의 경제주체 행동이 그들의 예상과 상이할 경우가 있고, 실제 그 증거가 되는 데이터는 시차를 두고 집계되기에 연준이 침체 징후를 알아차렸을 경우는 이미 늦었던 때가 대부분이라는 의미이다. 그러나 다행스러운 점은, 연준이 침체 징후를 재빨리 알아차리고 '기민하게' 행동해서 침체를 피해갔던 사례들이 있었다는 사실일 것이다. 이는 파월 연준 의장이 전미기업경제학회(NABE) 연설에서 언급했던 1967년, 1984년, 1995년의 사례들이다.

1967, 1984, 1995년의 공통점

이들 구간의 공통점은 정책금리 인상 시점으로부터 이르면 5개월, 늦어도 12개월 내에 침체를 피할 수 있도록 정책금리가 재조정(예방적 인하)되었다는 점이다. 하지만 모든 환경에서 침체를 피해갈 수 있는 것도 아니었다. 이것이 가능했던 환경의 공통점은 1) 경기가 견고하게 확장하던 상태에서 금리인상(기초체력)을 했고, 2) 금리인상 과정에서 선행지수 급락과 동시에 물가상승률이 안정화된 것이다. 예를 들면, 1969년은 경기둔화 심화에도 불구하고 인플레 압력이 고조되었던 시기였기에, 예방적 인하를 할 수 없었고 결국 경기는 침체에 진입하게 되었다.

그림12 미국 경제가 금리인상의 끝에 리세션을 피해 갔던 경험: 1967, 1984, 1995년



주: 90년대 정책금리는 연방기금금리임.

자료: The Conference Board, US BLS, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

**현재 상황에의 적용 (1)
물가상승률은 하향 안정화될 것**

예방적 인하의 경험은 현재 상황에도 적용해 볼 수 있다. 우선, 경기의 견고한 확장 상태에서 금리인상이 시작되었다. 특히 노동시장은 구인건수/실업자수 배율이 역사상 최고치인 1.94배에 달할 정도의 파열을 경험 중이다. 물가상승률도 2022년 3월을 정점으로 점차 안정화될 가능성이 크다. 연준이 금리인상을 마무리할 시점에는 안정 범위 내로 들어와 있을 공산이 크다.

**현재 상황에의 적용 (2)
경기하강 징후의 조기 포착 여부**

남은 것은, "연준이 침체 징후를 재빨리 알아차리고 기민하게 행동할 수 있겠는가"에 달려 있다. 우리는 가능성이 적지 않다고 보는데, 결정적인 이유는 코로나19 이후 대중화되고 보편화된 High Frequency Data 덕분이다. 과거에는 경기상황을 파악하는 데 적계는 한 달, 많게는 한 분기의 시간이 걸렸으나, 빅데이터와 정보수집 기술의 발전으로 실시간, 일간 데이터 집계가 가능해졌다는 것이 차이이다. 통화정책 효과를 조속히 파악할 수 있는 길이 열렸다는 것이다.

NY Fed의 Weekly economic Index를 주목하고 있음

아래 그림 13은 뉴욕 연은이 집계하는 Weekly Economic Index(이하 WEI)이다. 동 지표는 1) 신규실업수당 청구건수, 2) 연방정부 세금 원천 징수분, 3) 레드북 주간 동일점 매출, 4) Rasmussen Consumer Index(일간, 전화조사), 5) 선철 생산량, 6) 미국 철도 traffic, 7) 전력생산량 등 10개로 구성되며, 13주(3개월) 이동 평균치가 당해 분기 GDP 성장률에 연동되어 움직이도록 설계되어 있다.

실제 기민한 통화정책 대응의 가능자 역할을 해 왔기 때문

우리가 이 지표에 주목하는 이유는 2020년 3월 3일 전격적 금리인하 경험이 때문이다. 당시 미국에 코로나19가 상륙했지만, 2월까지의 경기지표는 너무나 양호했다. 따라서 전통적인 과거 데이터에 기반한 연준 결정이었다면 그 날의 금리인하는 설명될 수 없다. 그런데 3월 첫째 주 WEI가 급격히 악화되면서 연준의 기민한 대응을 불러 왔다. 이를 2019년 예방적 인하에도 적용해 볼 수 있다. 당시 무역분쟁 심화로 제조업 리세션이나타나는 등 경기악화 일로에 있었다. 당시 WEI가 연준의 잠재성장을 전망 1.8%를 하회하고 장단기 금리역전이 발생하자 연준이 기민한 대응에 나선 것이다. 이러한 장치가 마련되어 있는 한, 경기악화 징후를 뒤늦게 알아차려 경기를 침체로 보내는 실수는 하지 않을 가능성이 크다는 생각이다.

그림13 NY Fed Weekly economic index와 연방기금금리



자료: New York Fed, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

3. 유가와 환율 전망

3-1. 유가 전망

연말 WTI 유가 전망
100달러/배럴로 상향 조정

러시아 발 공급 충격을 어떻게
완충할 것인가가 핵심

당장은 전략비축유 방출에 의존
하고 있으나…

결국은 증산이 수반되어야 할 것.
단기간 내 공격적 증산 어려움

우리는 당초 연말 WTI 국제유가가 90달러/배럴에 수렴할 것으로 전망해 왔으나, 이를 100달러/배럴로 상향조정한다. 유가가 90달러를 향해 수렴하는 시점은 올해가 아닌 내년일 가능성이 크다는 생각이다.

유가의 급등은 러시아-우크라이나 전쟁 이후 서방 선진국들의 제재에서 비롯되었다. 러시아산 원유를 받지 않겠다는 지역들이 생겼고, 전체 글로벌 생산에서 약 300만 배럴/일(글로벌 전체 생산량의 3% 내외)이 사라질 수 있다는 우려로 귀결되었다. 이러한 공급 충격은 OPEC의 잉여생산능력의 활용(276만 배럴/일)이나 이란/베네수엘라 제재 완화로 완충할 수 있으나, 1) 산유국 카르텔의 중요한 축이 러시아이기에 사우디나 UAE가 적극적 증산에 나설 가능성이 낮고, 2) 이란 역시 핵협상에 소극적이다.

따라서 현재로서는 미국 등 IEA회원국의 전략비축유 방출을 통한 공급 충격 완충이 진행 중이다(미국 혼자 100만 배럴, 회원국 합산 140만 배럴/일). 문제는 전략비축유 방출 외의 다른 힘이 작용해야 유가의 본격적 하향 안정화를 논할 수 있다는 것이다. 미국 정부가 공언한 대로 하루에 100만 배럴씩 전략비축유를 방출하고 나면, 올해 10월 말 비축량은 3.6억 배럴로 1983년 이후 최저치에 수렴하여 더 이상의 방출이 어려워 진다.

한 가지 방법은 러시아산 원유도입을 완전히 금지하지는 않는 것이다. 선진국 중심으로 수입금지보다는 관세를 통한 방법이 거론되는 이유이기도 하다. 또 다른 방법은 미국이 셰일오일 증산을 확대하는 것인데, 단기간 내 대규모 증산을 기대하기 어렵다는 것이 문제이다. 아래의 이유 때문이며, 결과적으로 유가가 연내 100달러/배럴을 하회하기 쉽지 않은 환경일 것으로 예상한다.

- 첫째, 현재 시추를 개시한 유정수가 늘어나고는 있으나 속도가 더디며, 신규 rig 당 생산량은 감소 중이다. 즉, 셰일오일 개발 초기에 비해 현재 생산성은 후퇴하고 있다. 또한 잠재적으로 시추를 할 수 있는 Drilled(구멍은 뚫었음) but completed (시추장비를 놓지 않았음) 유정수는 2020년 6월 8,809개를 정점으로 '22.4월 4,223개로 급감한 상태이기에 잠재적인 생산여력이 당장은 크지 않다. EIA는 미국의 연간 원유 증산량을 73만 배럴/일로 추정하고 있으나 당사는 여기에 못 미친 60만 배럴/일을 가정하고 있다.

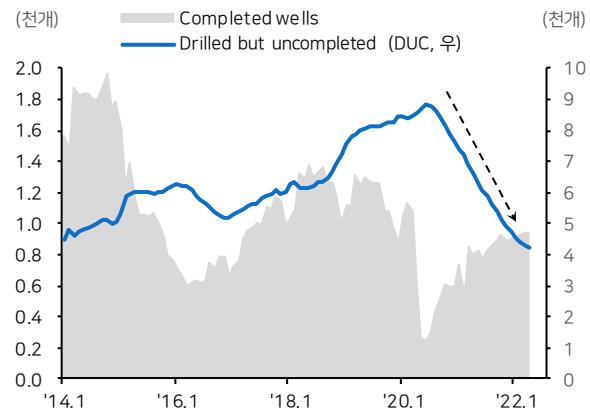
- 둘째, 유가 상승에 시차를 두고 시설투자는 올라오겠지만, 과거에 비해 유가의 투자탄력성이 현저히 낮을 가능성이 우려된다. 기업들의 잉여현금흐름이 개선되었으나 부채상환, 주주환원 소요로 재투자율은 38%(1Q~3Q21)에 불과하다. 여기에 ESG, Net zero 등 친환경 에너지로의 전환 움직임도 공격적 투자를 제한하는 요인으로 작용하고 있다.

그림14 미국 전략비축유(SPR) 보유량 및 전망



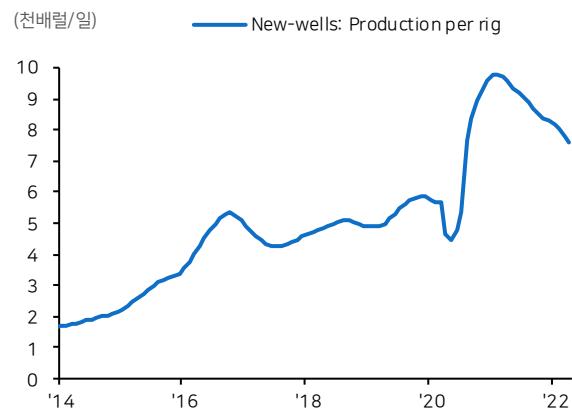
자료: US EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 세일오일 유정수: 시추 개시 vs 미개시 (DUC)



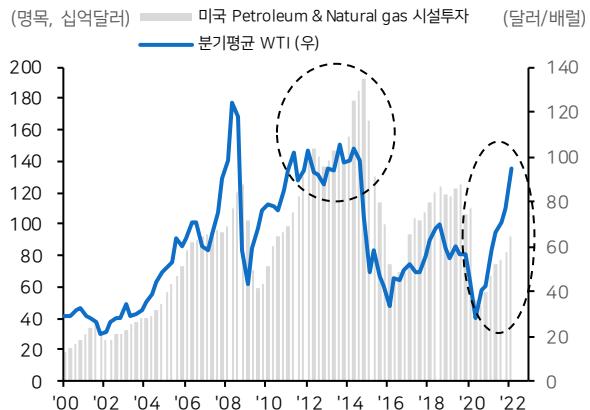
자료: US EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림16 미국 세일오일 신규 rig 당 생산량



자료: US EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림17 WTI 국제유가와 미국 석유/가스 시설투자액 (명목)



자료: US EIA, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

3-2. 환율 전망

강달러의 원인

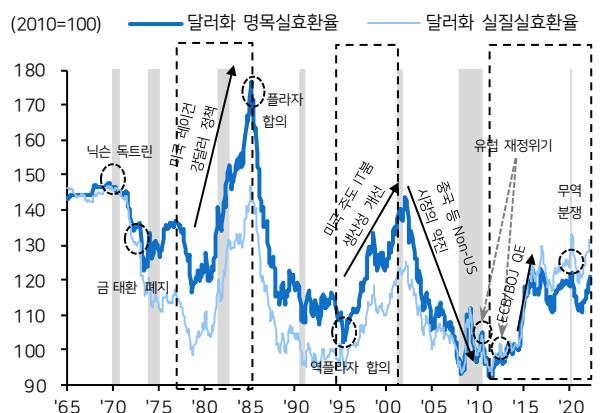
달러화 전망: 과거 강달러는 1) 미국 중심의 성장세 강화(1995년 이후 미국 주도 IT붐, 2011년 유럽 재정위기 이후), 2) 미국과 여타 지역의 금리차 확대(1980년 대 강달러 정책, 2014년 이후 중앙은행 정책 차별화), 그리고 3) Recession 혹은 경기둔화/하강 징후 발생시 경기역행적 통화(counter-cyclical currency)의 성격이 발휘(2018~19년 무역분쟁 등)되며 나타난 바 있었다.

현재의 달러화 초강세도 위의 경우의 수를 벗어나지 않고 있다. 먼저, 1) 2021년 9월 이후 글로벌 성장전망 하향 조정으로 대변되는 경기둔화 우려가 불거지며 달러화가 강세 전환되었고, 여기에 2) 전쟁으로 인한 불확실성(risk-off 심화)과 유로존 경기전망 급격한 악화가 달러화의 2차 랠리를 유발하였다. 이러한 가운데, 3) 작년 11월 이후 연준의 "pivot to inflation" 및 지난 6개월 간 매파 성향의 급격한 강화도 통화정책 차별화 심화에 기반한 달러 희소성 배가 요인으로 작용했다.

무엇이 달라질 수 있나?

언급한 3가지 요인 중, 1) 선진국 대비 미국 성장세 우위 기조에는 변화가 없을 것으로 본다. 결국, 2) 주요국 중앙은행 통화정책 간극을 메울 수 있는 ECB 정상화 동참(7월 금리인상 가시화)이나 3) 러시아-우크라이나 전쟁 종결 등이 앞으로의 강달러 약화 요인일 것으로 예상한다. 달러화의 급격한 약세보다는 2), 3) 요인 완화에 따른 일부 되돌림 정도를 생각하며, 연말 달러화 지수(DXY) 기준 100을 소폭 하회하는 수준에 수렴할 것으로 본다.

그림18 달러화 명목실효환율과 실질실효환율



자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

그림19 미국과 유로존 2022년 경제전망 차별화



자료: Bloomberg <ECFC>, 메리츠증권 리서치센터

위안화 약세의 원인

위안화 전망: 현재 위안화는 강세보다는 약세 압력이 우위에 있다. 중국 수출주문 지수 하락에 시차를 두고 위안화 표시 수출증가율 둔화될 가능성이 크다. 상해지역 봉쇄가 해제된다 하더라도 당장 수 개월 전의 두 자리 수 증가세 복귀는 어렵다. 이는 한편에서 경상수지 악화 요인이 될 수 있다. 상해 락다운으로 인한 중국 경기의 침체와 불가피한 통화정책 대응이 3년 만에 중국-미국 국채 2년물 금리역전 유발한 것도 위안화 측면에서는 약세 압력이다.

무엇이 달라질 수 있나?

다만, 1) 3~4월 방식의 봉쇄 장기화보다는 유연한 제로 코로나 정책으로의 전환, 그리고 2) 정부 정책대응에 힘입은 하반기 경기반등이 중국 2년물 금리 상승을 유발하면서 위안화 가치의 반등을 이끌 가능성이 있다고 본다. 우리는 중국 국채금리가 중국 경기에 좌우되며, 제조업과 비제조업 PMI를 4:6으로 가중평균한 값에 1~2개월 후행하는 함수로 본다. 연말 중국 종합 PMI의 proxy를 52 내외로 가정하며, 이에 상응한 중국 국채금리 반등을 기대하고 있다.

달러대비 위안화 가치는 상반기 중 6.8 내외를 바닥으로 연말에는 6.60에 수렴할 것으로 예상한다. 이 과정에서 매크로 위험 증대 및 강달러 심화 등으로 일시적인 위안화 약세 솔림이 나타날 경우 외화지준율 조정 등으로 대응할 것으로 본다. 한편, 현재로서는 2016~17년과 같은 역외 환율의 일방적 절하 압력은 부재하다. 이러한 현상이 재현될 가능성이 낮다고 보지만 표면화될 경우 그 당시와 같은 CNH HIBOR 금리급등 유발로 외환시장 불안을 진정시킬 수 있다고 판단한다.

그림20 중-미 국채금리차와 위안/달러 환율



자료: 중국 NIBFC, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 중국 PMI proxy와 중국 국채 2년 수익률



자료: 중국 물류구매연합회, 중국 NIBFC, 메리츠증권 리서치센터

원화 약세의 원인

원화 전망: 전술한 달러 고유의 강세 요인과 위안화 약세 요인 외에 원화 강세를 제약하는 국내 요인으로는 1) 외국인 투자자의 국내주식 순매도와 내국인의 해외 주식 순매수 기조에 따른 증권투자수지의 악화, 그리고 2) 에너지 가격 고공행진에 따른 무역적자 전환 및 경상수지 흑자폭의 축소 등을 들 수 있다.

연말 원/달러 1,220원 전망

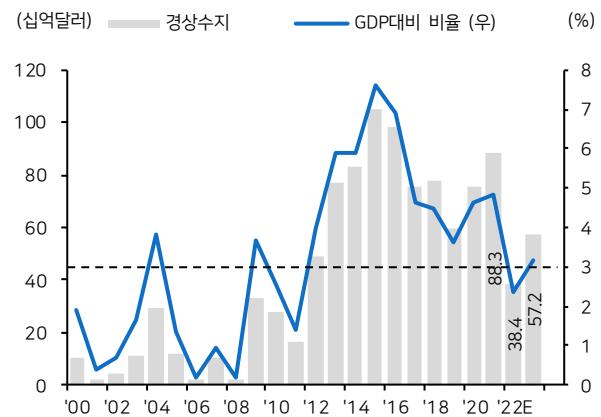
1)은 추세 변화 여부가 불확실하나, 2)는 국제유가의 점진적 안정화가 수반된다면 무역흑자 전환이 가능하다. 유가 안정이 달러화/위안화 방향 전환과 맞물리면서 당사는 올 연말 원/달러 환율이 1,220원에 수렴할 것으로 전망하고 있다.

한국 원화가 장기 변동범위
이탈할 가능성은?

일부에서는 외환시장의 regime change 가능성을 언급하면서, 원/달러 환율의 변동 범위가 지난 수 년간의 1,050~1,250원에서 상향 이탈할 소지를 문의한다. 여기에 대해 판단을 내리기는 어렵다. 우선 당장 달러화에 대해서도 경제-군사 linkage에 따른 위상 강화 주장과 외환보유 통화 다변화에 따른 약화 주장이 공존하고 있기 때문이다.

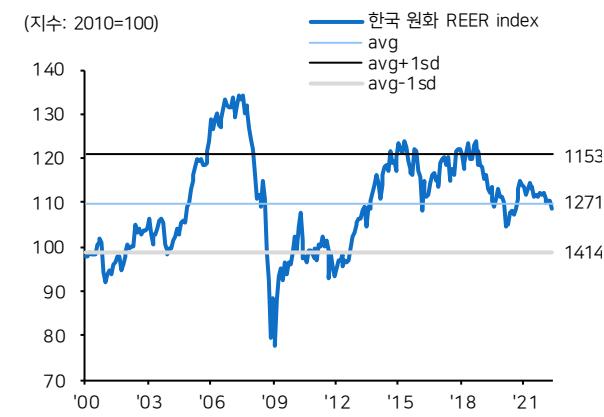
원화만 놓고 본다면 그림 22~23을 비교해서 보는 것이 효과적일 듯 하다. 한국의 경상흑자/GDP가 3%를 상회한 2012년 이후 현재의 박스권이 형성된 것으로 보이며, 올해는 에너지 가격 급등으로 그 수준을 하회할 것으로 예상된다. 우리는 2023년에 다시 우리나라 경상흑자가 GDP대비 3%를 초과할 것으로 본다. 다만 당사 전망과 달리 경상흑자/GDP가 3%를 밑도는 그림이 장기화될 경우라면 이야기는 달라질 수 있겠다.

그림22 한국 경상수지 및 GDP대비 비율



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림23 한국 원화의 실질실효환율 (교역국 18개국 대상)



강달러 심화로 외채위험 직면한 국가들 screening

끝으로, 최근 달러화 강세 심화로 신흥국 외채위험 현실화 가능성에 꾸준히 제기되고 있어 우리의 판단기준을 담은 표를 제시한다. 위험 국가를 나누는 우리의 기준은 이미 1) 단기외채 비중이 높고, 2) 최근 국채금리가 급등(1년간 200bp 이상)하였으며, 3) 통화가치가 1년간 10% 이상 절하된 국가로 본다. 이러한 접근 방법은 “러시아 디폴트를 보는 관점”이라는 경제주보에서 제시한 바 있었다.

3개 이상 기준을 만족하는 국가는 칠레, 폴란드, 터키, 헝가리이다. 반면 한국, 중국 등 구조적 경상흑자국의 경우 신흥국 외환위기 내지는 외채위험에서 비교적 자유로운 편이다.

표2 Country Dashboard: 외채 위험에 노출된 국가들은?

	경상수지/GDP (%)		단기외채/준비자산(%) End-2021	국채금리(10년)			환율		
	2021	2022E		현재 Level	3-mo 증감(bp)	1-yr 증감(bp)	현재 Level	3-mo 증감(%)	1-yr 증감(%)
한국	4.9	2.2	35.98	3.2	49.5	107.5	1,284	-6.64	-12.03
중국	1.8	1.1	39.89	2.8	3.1	-31.6	6.789	-6.40	-4.97
인도	-1.5	-2.9	18.09	7.3	62.0	130.9	77.45	-2.67	-5.19
브라질	-1.7	-1.5	21.74	12.7	110.9	325.9	5.06	3.71	4.91
멕시코	-0.4	-0.6	23.88	8.8	105.3	191.5	20.11	2.14	-0.85
칠레	-6.7	-4.5	40.77	5.9	0.0	231.0	860.6	-6.04	-17.74
콜롬비아	-5.7	-3.3	26.64	11.2	205.8	451.4	4,111	-4.46	-9.38
인도네시아	0.3	4.5	33.55	7.4	86.1	95.2	14,613	-1.82	-2.84
말레이시아	3.5	3.9	80.6	4.5	74.3	130.5	4,399	-4.75	-6.22
태국	-2.1	-0.1	25.6	3.3	110.1	150.6	34.74	-5.75	-9.81
필리핀	-1.8	-2.7	13.87	5.4	7.3	145.3	52.46	-2.15	-8.76
폴란드	-0.8	-2.9	36.82	6.8	283.6	492.8	4,498	-10.48	-16.69
터키	-1.8	-5.7	109.34	9.6	176.0	294.7	15.48	-12.86	-45.06
헝가리	-0.9	-1.3	58.93	7.4	263.8	434.3	370.6	-15.27	-20.30
남아공	3.6	1.3	47.15	10.4	78.8	126.3	16.17	-5.90	-12.67

주: 국채금리와 환율은 2022년 5월 13일 기준임

자료: IMF, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

참고사항: 지금까지 기술한 것은 메리츠 2022년 하반기 전망 시리즈 1. 주식전략, “Re:” 의 pp 69~127에 수록된 내용을 요약한 것이다. 원본에서는 요약본에 없는 1) 지역별 경제전망 각론과 2) 1967년, 1984년, 1995년 사례에서 어떤 계기들로 연준의 태도가 변했는 지에 대한 심층분석 내용이 수록되어 있다.

글로벌 매크로 변수가 다양하여 원본에서도 깊게 다루지 못한 내용들이 많다. 특히 미국의 연준 B/S 축소, 적정재고 논쟁, 주택시장에 깊게 할애하지 못한 점이 아쉽다. 동 사안에 대한 심층논의를 원하시는 독자는 아래를 참고하시기를 권한다.

“22년 연준 B/S 축소에 대한 생각 (해설)”, 2022년 1월 13일, 전략공감2.0

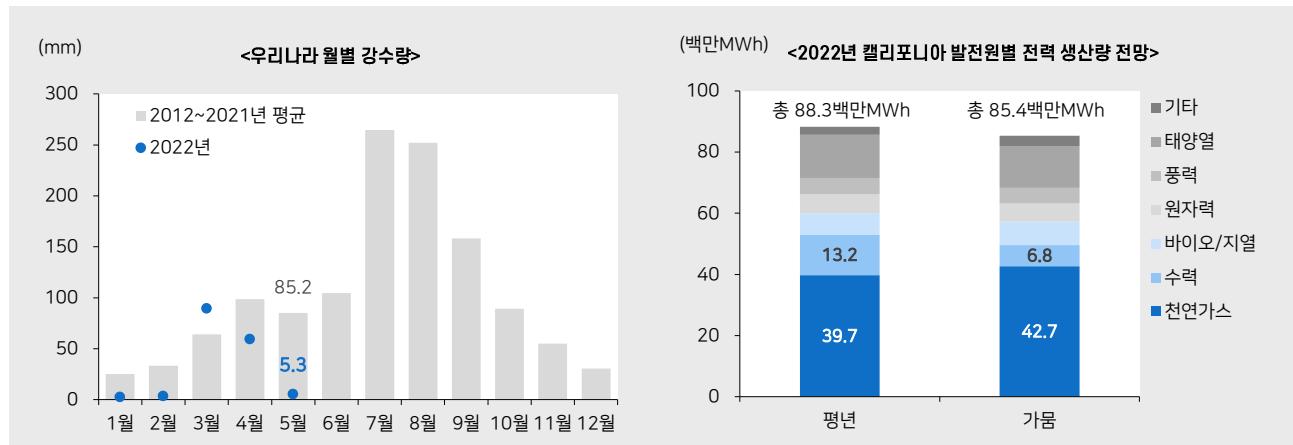
“미국 소매유통 적정재고 논쟁”, 2022년 3월 21일, Weekly 경제맥

“미국 주택시장 업데이트”, 2022년 4월 26일, Weekly 경제맥

오늘의 차트

박수연 연구원

비가 오지 않아요: 지난 10년 85mm vs. 2022년 5mm



자료: 기상청, EIA, 메리츠증권 리서치센터

연초 이후 가뭄 지속. 인플레이션 상승 야기되나, 현재는 압력 완화
방법 부재

비가 오지 않고 있다. 2012~2021년 5월 전국 강수량은 평균 85.2mm였으나, 올해 5월은 단 5.3mm에 그쳤다. 지난 1~4월 역시 '겨울 가뭄' 수준으로 비가 오지 않아 대형 산불이 발생했다는 사실은 이번 가뭄의 심각성을 염볼 수 있는 대목이다. 기상이변은 그 자체로도 큰 문제이나, 나아가 경제 관점에는 인플레이션 상승 요인이기에 유의할 필요가 있다. 다만 문제는 현재 가뭄으로 인한 물가상승 압력을 완화시킬 방법이 거의 없다는 점이다.

경로1) 작황 부진으로 인한 농산물 가격 상승

일차적으로 가뭄은 작황 부진을 야기하여 농산물 가격을 상승시킨다. 가격 안정을 위해서는 1) 기존 저수량을 이용하여 작황을 이어가거나 2) 수입에 의존할 수밖에 없다. 현재는 두 가지 방법 모두 녹록치 않은 상황이다. 우선 1) 5월 들어 저수율이 지속 하락하면서 5월 30일 기준(59.3%) 전년(75.8%) 대비 78.2% 수준을 기록하고 있다. 한편 2) 인도 등 주요 농산물 수출국이 자국 식량안보 차원에서 농산물 수출을 금지하고 있는 점은 농산물 수입물가 추가 상승 요인이다.

경로2) 수력 발전량 감소로 인한 에너지 가격 상승

게다가 가뭄이 발생할 경우 수력 발전량이 감소하여 에너지 가격이 상승하게 된다. EIA(2022)가 캘리포니아를 대상으로 추산한 결과에 따르면, 가뭄일 때 수력 발전량은 평년대비 48.4% 감소하며, 감소분은 천연가스로 대체되었다. 2020년 기준 우리나라의 수력발전 의존도는 1.14%에 불과하다. 하지만 연초 이후 에너지원 가격이 고공행진하는 상황에서 추가 에너지 수입 압력은 물가안정 부담요인일 수밖에 없다.

이번 가뭄의 시사점:

- 1) 단기: 인플레이션 상승 압력
- 2) 장기: 인프라 효용 감소

이번 가뭄은 기후변화로 인해 단기 인플레이션이 상승할 수 있음을 보여준다. 하지만 보다 중요한 것은 장기적 시계에서의 제반 인프라 효용 감소를 시사한다는 것이다. 기후재난 빈도가 늘어나는 상황에서 사용 제한 인프라가 늘어난다는 사실은 생산 효율성의 구조적인 감소 요인이기 때문이다.

칼럼의 재해석

이진우 연구위원

미국 소비에 대한 기업들의 엇갈린 메시지 (Financial Times)

매크로 우려가 지속되며 증시는 약세 흐름을 지속하고 있다. 공급 차질, 금리 인상 등 우려 속 주식시장은 1분기 기업실적에 대한 민감도가 높아진 모습을 보였다. 주목할 만한 부분은 경기전망에 대한 힌트를 얻을 수 있는 일부 기업들의 전망이 상반됐다는 점이다. 월마트, 타겟은 높아진 재고와 향후 소비에 대한 불확실성을 언급한 반면, JP Morgan은 투자자의 날 행사에서 경기에 대한 자신감을 피력했다.

이들의 상반된 실적 전망은 소비 구성 변화의 결과로 판단된다. 1) 연준의 본격적인 금리인상(6월, 7월 각각 50bp)이 기대되는 가운데, 2) 실질임금 감소에도 불구하고 저축률이 낮아지며 소비 레벨이 견조한 수준을 유지했으나, 3) 음식료, 에너지, 주거비 상승으로 소비심리가 위축되며 내구재 소비가 줄었다. 저소득층의 소비부담 증가로 인한 저가 제품(달러제너럴, 달러트리) 판매 업체의 실적호조와 내구재를 중심으로 증가한 월마트의 재고도 같은 맥락에서 설명 가능하다.

전술한 요소들이 향후 소비 위축을 야기할 가능성을 배제할 순 없으나, 현 상황에서 소비 감소에 대한 우려는 이른 듯 하다. 다만 실질임금, 물가상승률 등 관련 지표를 통해 소비 둔화 가능성을 체크해나갈 필요는 있겠다.

경기침체 우려와 관련된 기업들의 엇갈린 메시지

연초 이후 주식시장 투자심리는 냉각된 상태를 유지하고 있다. VIX지수는 5월 평균 29.6를 기록하며 장기 평균 수준(18.3)을 크게 상회하고 있고, S&P500 지수는 최근 고점대비 13.3% 하락했다.

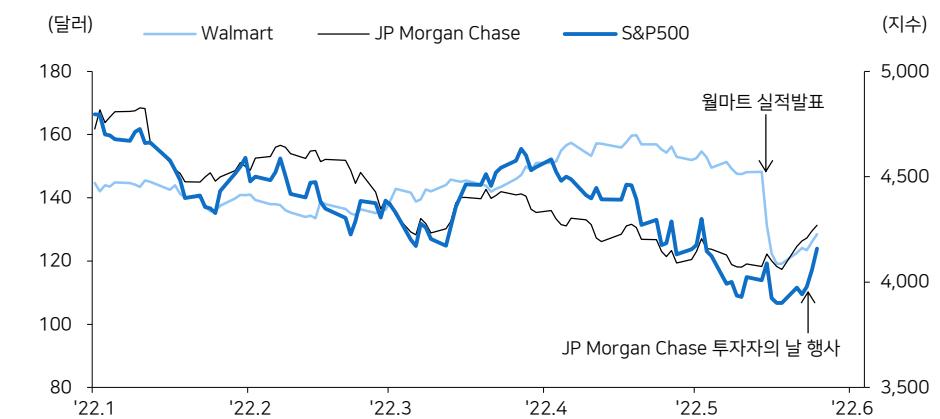
기업실적에 대한 주식시장 민감도 증가

아직 현재의 비우호적 매크로 환경이 기업실적에 어느 정도 수준의 영향을 미칠 것인가는 확실하지 않다. 이에 최근 주식시장 투자심리는 향후 미국 소비가 감소할 것인지와, 나아가 경기 침체/둔화 가능성을 가늠하기 위해 월마트, JP Morgan 등 기업들의 실적과 언급에 다소 민감하게 반응했다.

기업들의 엇갈린 전망과 경기 판단

주목할 점은 최근 높아진 재고로 투자심리를 냉각시킨 월마트와 이후 경기에 대한 긍정적인 전망을 제시한 JP Morgan Chase처럼 경기 판단에 있어 기업들이 서로 다른 시그널을 보내고 있다는 점이다.

그림1 기업실적에 대한 주식시장 민감도 증가



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

소비에 대한 기업들의 관점

Walmart는 1Q22 실적 발표를 통해 1) 가격 인상에 대한 소비자의 동의가 이뤄질 수 없을 가능성, 2) 원자재/운임료 인상에 따른 비용 부담 증가, 3) 향후 소비에 대한 높은 불확실성과 이에 따른 재고 관리 부담에 대해 언급했다.

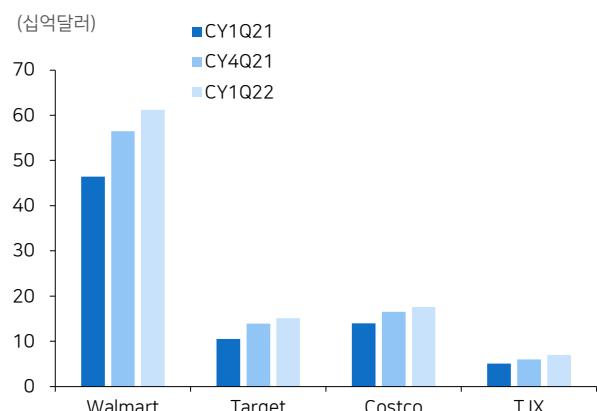
월마트의 재고 증가와 경기 침체
우려

주목할 부분은 재고이다. 1Q22 기준 Walmart와 Target의 재고는 전년동기 대비 각각 31.9%, 43.8% 증가했다. 미국 소비의 Proxy로도 볼 수 있는 이들 소매업체의 재고 증가와 일반상품(General Merchandise) 판매액 감소가 수요 위축에 대한 우려를 불러일으켰고, 지수 하락으로 이어졌다. 과거 소매 재고 급증은 소비자 지출 감소로 인한 공급과잉, 즉 경기침체로 이어졌기 때문이다.

JP모건은 소비에 대한 긍정적
견해 제시

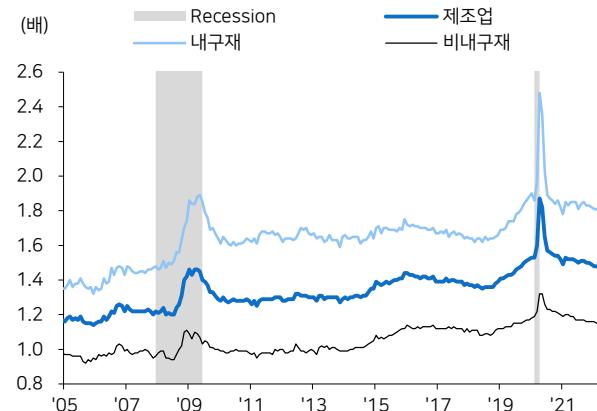
반면, JP Morgan의 CEO인 Jamie Dimon은 투자자의 날 행사에서 미국 소비에 대한 긍정적 전망을 내놓았다. 1) 카드부문 대손상각률이 팬데믹 이전의 절반 수준을 유지 중이고, 2) 뚜렷한 소비 감소 징후도 확인되지 않기 때문이다.

그림2 월마트, 타겟 등 소매업체 재고 추이



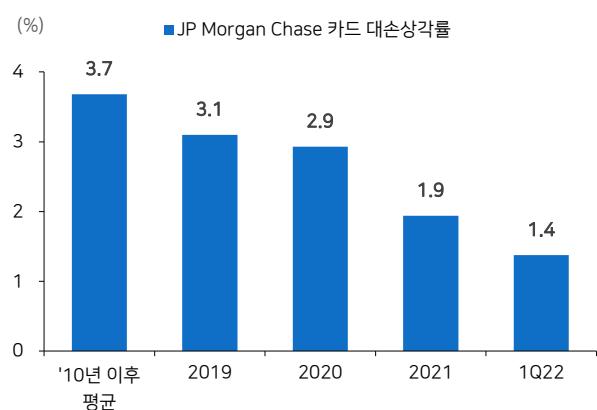
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 과거 재고/출하 비율 급증은 리세션으로



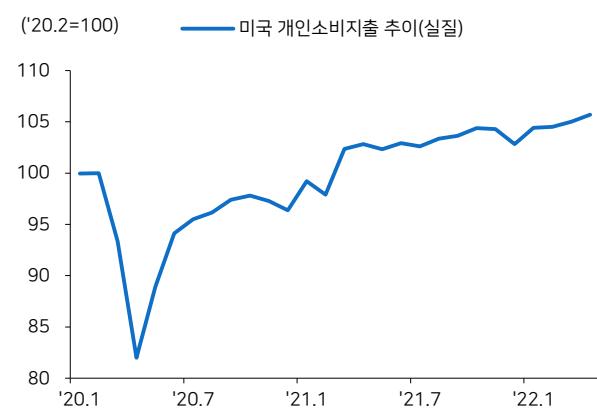
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림4 JP Morgan Chase의 카드 대손상각률은 낮은 수준



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 실질 개인소비지출 상승세 지속



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

소비 위축의 전조로 보는 것이 타당할까?

견조한 실질소비와 금융사들의 긍정적 경기 전망, 그리고 일부 소매업체들의 늘어난 재고는 소비 전반에 걸친 위축보다는 가계 소비 비중의 변화 과정으로 보는 것이 타당해 보인다. 달러트리, 메이시스 등 여타 소매업체들의 예상을 상회한 실적과 이로 인한 소매업체 주가 차별화가 근거가 될 수 있다.

실질소비는 위축되지 않음

- 1) 연준 금리인상 기조
- 2) 소비 레벨 안정적
- 3) 소비심리 위축
에 따른 소비구조 변화

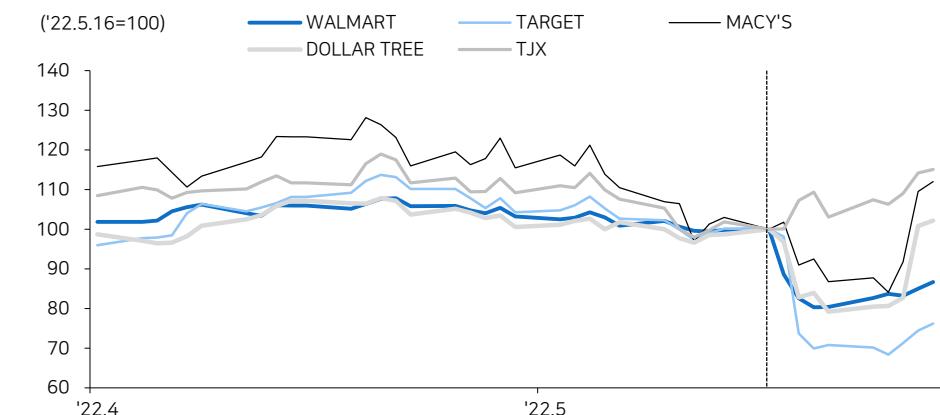
향후 소비 위축 가능성은

배제하기 어려움
관련 지표 체크해나가야

1) 연준의 본격적인 금리인상(6월, 7월 각각 50bp)이 기대되는 가운데, 2) 실질임금 감소에도 불구하고 저축률이 낮아지며 소비 레벨이 견조한 수준을 유지했으나, 3) 음식료, 에너지, 주거비 상승으로 소비심리가 위축되며 내구재 소비가 줄었다. 저소득층의 소비부담 증가로 인한 저가 제품(달러제너럴, 달러트리) 판매 업체의 실적 호조와 내구재를 중심으로 증가한 월마트의 재고도 같은 맥락에서 설명 가능하다.

전술한 세 가지 요소들이 향후 소비 위축을 야기할 가능성은 배제할 순 없으나, 월마트, 타겟의 재고 증가를 통해 소비 감소에 대한 전망을 내놓기에는 다소 미심쩍은 부분이 있다. 다만, 향후 실질임금 증감과 물가상승률 등 관련 지표에 대한 모니터링을 통해 소비 둔화 가능성을 체크해나갈 필요가 있다.

그림6 소매업체 주가 차별화: 소비 자체의 위축으로 보기는 어려운 이유



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

원문: Are Consumers...just fine? (Financial Times)