2022. 10. 12 (수)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

금리 하락의 필요조건

칼럼의 재해석

경기 악화로 글로벌 광고 시장 전망 하향 조정 중

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

금리 하락의 필요조건

- ✓ 물가정점 인식에도 안정 범위 진입까지 통화정책 전환(pivot)에 대한 기대 무색
- ✓ 쌓여있는 경제부담 요인 지속되면 기업활동 위축 → 고용 둔화 → 소비 약화로 연결될 것. 2022년 4분기 기업활동 둔화부터 확인된 이후 2023년 1분기 고용로 연결되는 시점부터 근원물가 중심 통화정책 압박이 둔화되고 시장금리 안정 기대 본격화될 것
- ✓ 금리 시나리오 다양하게 제시되나 큰 기조는 2023년 하향 안정될 수 있다는 믿음

'Higher for longer', 물가안정 확인 2023년 1분기 격전

영국채 금리 중심으로 글로벌 금리 상승 압력 지속

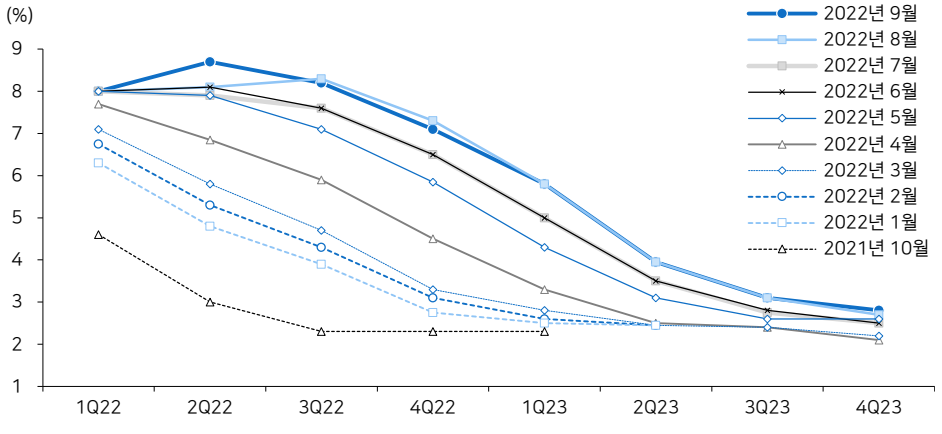
지난 밤 영국채10년 금리는 25bp 가량 급등하면서 4.5% 부근까지 올랐고, 이에 영향을 받은 미국채10년 금리는 지난 주 3.6%까지 하락했다가 11일 아시아 시장에서 3.9%대로 급등했다. 투자자들은 여전히 금리상승 걱정에 여념이 없다.

영국은 10%가 넘은 물가 vs 마이너스를 걱정하는 성장률 사이 엇갈린 통화 vs 재정정책 영향으로 금리가 급등하고 파운드화가 절하되었다. 반면 미국은 아직 양호한 고용과 소비 여건을 기반으로 8% 수준인 CPI를 잡기 위한 노력 중이다.

향후 인플레 경로에 대한 불확실성 여전히 높아

이미 잭슨홀 컨퍼런스와 9월 FOMC를 통해 연준의 길(path)이 확인되었지만 어디까지나 지난해부터 계속 틀려온 인플레이션 경로가 어떻게 진행될지가 관건이다 <그림 1>. 2023년 1분기까지 'higher for longer'를 극복해야 한다.

그림1 미국 CPI 컨센서스, 매월 상향조정 겪다가 3분기 정점 이후 안정 경로 점검



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

물가 안정 쉽지 않지만 점차 누적된 둔화 요인 점검 필요

연방금리, 근원물가 이상으로 올려야 물가통제될 것이라는 주장

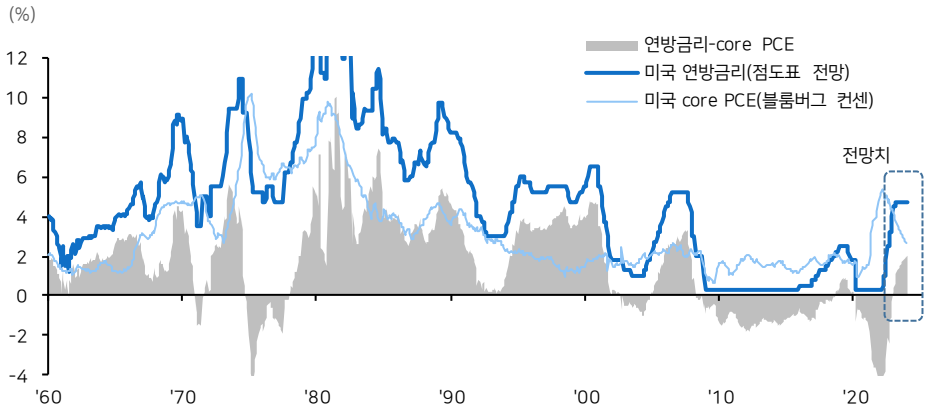
9월 FOMC 이전 미국 연방금리 5%대를 콜했던 도이치뱅크와 같은 IB의 주장은 근원 물가(PCE) 통제를 위해 연방금리가 그 이상 올려야 한다는 주장이었다. 블룸버그 컨센서스 기준으로 내년 1분기까지 core PCE가 4% 내외지만 도이치 추정 4.5% 아래로 내려가는 것이 쉽지 않아 연방금리 5.0%를 제시했다.

10일(월) 시카고 연준총재인 에반스 역시 유사한 아이디어를 언급, 시장 컨센서스에 준해서 내년 초반까지 연방금리는 4.5% 위로 인상을 전망했다. 다만 제한적(restrictive) 수준에서 상당기간 유지해야 한다는 입장에서 10월 초반 다시 불거진 피벗(pivot) 기대는 섣부른 상황이다.

연방금리-근원물가 크로스 내년 1Q에야 현실화될 것

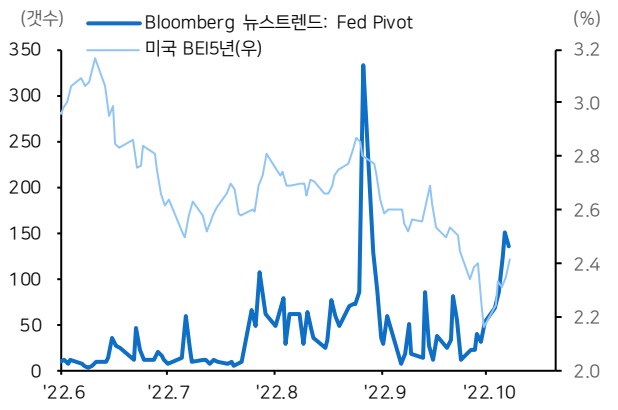
근원물가 하락기조를 유지해도 내년 1분기는 되어야 연방금리와 크로스 가능성이 높아 이전에는 통화정책 방향은 위쪽이 우세할 것이다<그림 2>. 어설픈 통화완화 기대가 자칫 시장이 거래하는 인플레기대(BEI) 상승으로 연결될 수 있어 주식과 같은 위험자산을 희생해서라도 연준은 매파성향을 유지 중이다<그림 3, 4>.

그림2 근원 PCE보다 높은 연방금리 필요성, 2023년 상반기 가능할 것으로 전망



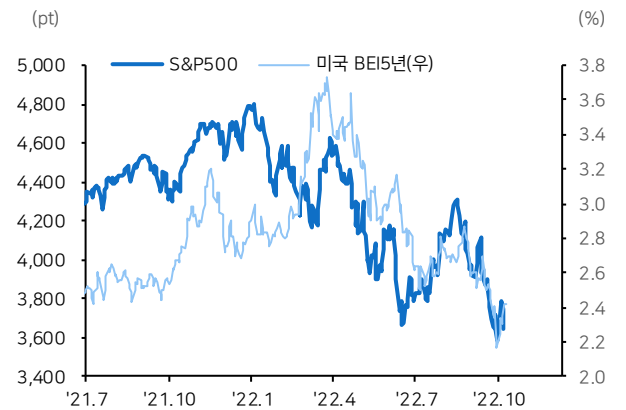
자료: FRB, US BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 인플레기대가 다시 반등하면 연준 피벗은 불가능



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 당분간 인플레기대 통제를 위한 위험선호 희생 불가피



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연준 후행적인 물가에 과도하게 반응하고 있다는 주장도 있어

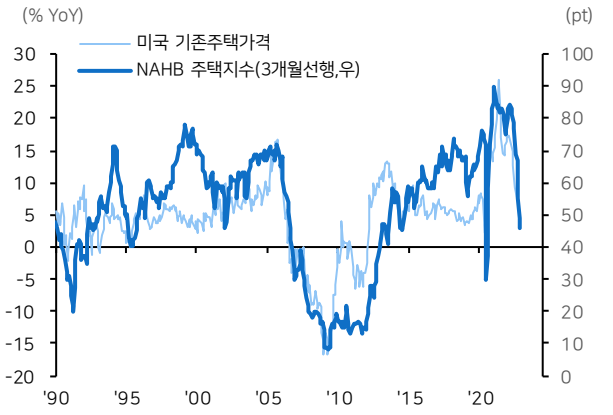
물론 현재 시장에는 연준의 오판을 지적하는 목소리도 적지 않다. 아크의 캐시우드나 일론 머스크 같은 이들의 주장은 아전인수(我田引水)격이라고 해도 와튼 스쿨의 제리미 시겔 같은 석학 또한 연준이 후행적 물가지표만 초점을 맞춰 '백미러를 보고 운전하고 있다'고 비판하기도 했다.

미국 주택경기는 NAHB만 봐도 비싼 가격과 금리급등의 반작용으로 급격히 둔화되고 있고, 주택가격은 1분기 후행 상승이 둔화되고 있다<그림 5>. 미국 CPI 상승을 주도하는 주거비가 주택가격에 1년 가까이 시차가 존재한다고 하나 현재 주택가격 하락 기조와 비교할 때 주거비 상승세도 곧 꺾일 것이다<그림 6>.

연준은 추세적인 물가지표의 안정화 확인까지 긴축 지속할 것

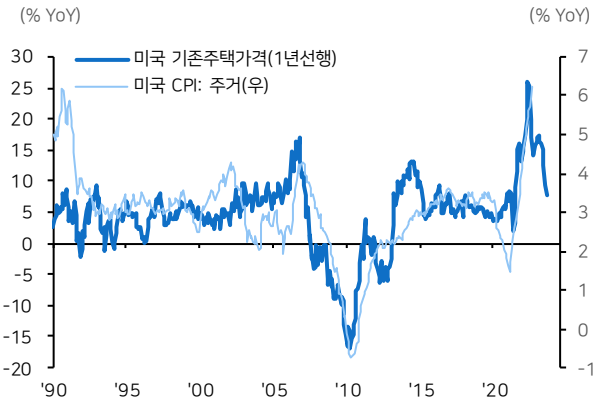
리오프닝 이후 서비스업 호조로 과열되었던 물가압력을 반영한 ISM 서비스업 물가 지수는 실제 CPI 1분기 선행하는데 하락기조가 명확하다<그림 7>. 이렇듯 물가가 안정될 것이라는 신호 기반 통화정책 기조변화를 기대했었지만, 연준은 적어도 median이나 trim-mean 같은 근원물가의 근원물가라는 추세 물가지표가 안정되는 것을 확인하기 전까지 긴축 강도의 끈을 놓지 못할 것이다<그림 8>.

그림5 주택심리지표 위축은 곧 주택가격 하락의 시그널



자료: US NAR, NAHB, 메리츠증권 리서치센터

그림6 주택가격 CPI에 1년 가까이 후행하나 이조차 정점

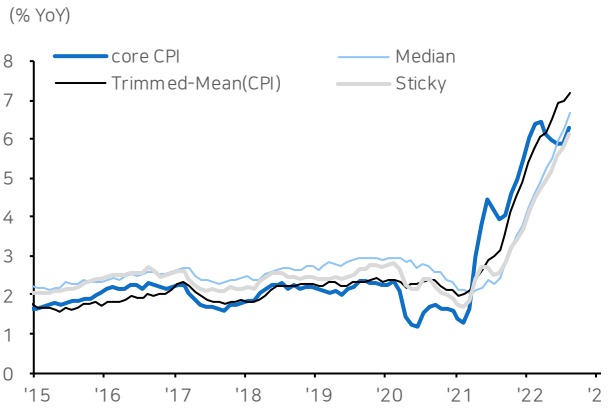


자료: US NAR, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 서베이 경로를 쫓아 실제 물가 안정될지 주목

자료: ISM, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 물가 정점은 트렌드 물가에서 확인되는 것이 중요



자료: AT Fed 'Inflation Dashboard', 메리츠증권 리서치센터

Hard data 둔화 순서는 기업→고용→소비 통해 전이될 것

급등한 물가가 하락할 것이라는 예측은 만유인력 같다고 생각했지만, 일각에서는 지정학적 리스크나 탈세계화 같은 이상기류가 고공행진을 연장시킬 수 있다고 염려한다. 실제로 이번주 러시아와 우크라이나 교전은 더욱 심각해졌고, 유로존 재고량 확보로 안정된 천연가스 가격대비 유가가 다시 오르고 있다.

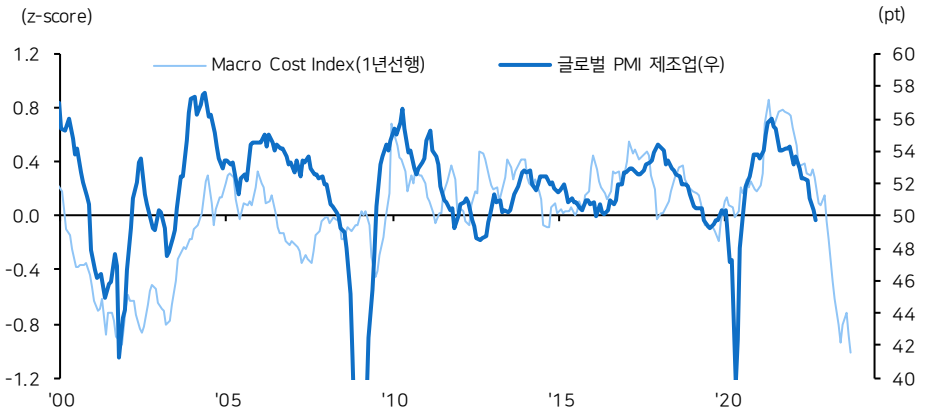
경기침체, 수요 위축으로 이어지며 물가 압력 낮춰줄 것으로 예상

그럼에도 우리는 일부 이상기류에도 경기침체 우려가 수요측면에서 더욱 무겁게 물가상승 압력을 낮춰줄 수 있다는 전망은 유지 중이다. 2분기부터 필자가 '3분기까지 중앙은행이 물가통제력을 확보하고, 통화정책 완화기조 전환(pivot)을 하지 못하면 경기연착륙의 골든타임을 놓칠 것이다'고 주장해왔다.

기업들의 거시적 비용 부담 확대될 것

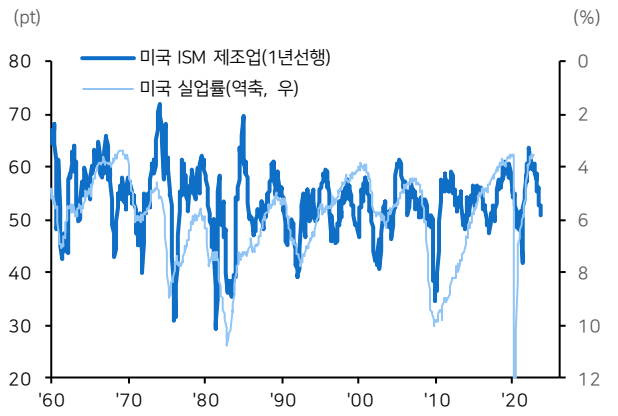
그 주장의 핵심이 <그림 9> '거시적 비용'압력인데, 금리와 원자재, 달러 등 기업활동 중심으로 원가부담이 누적된 부담에 주목했다. 그 동안은 기업들이 보유한 재고와 일부 선물&선도거래로 확보한 원자재로 버텨올 수 있는 구간이었으나, 올해 4분기부터는 이 충격을 기업들이 직접적으로 받게 된다.

그림9 누적된 금리+원자재(유가)+달러의 부담이 기업활동에 타격을 미칠 전망



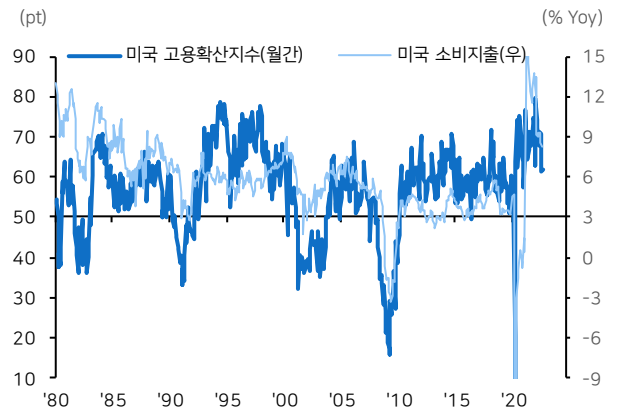
자료: Bloomberg, Markit, 메리츠증권 리서치센터

그림10 기업활동 위축은 시차를 두고 실업률 상승 연결



자료: ISM, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 고용이 뒷받침된 소비 역시나 연결되어 영향



자료: US BLS, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

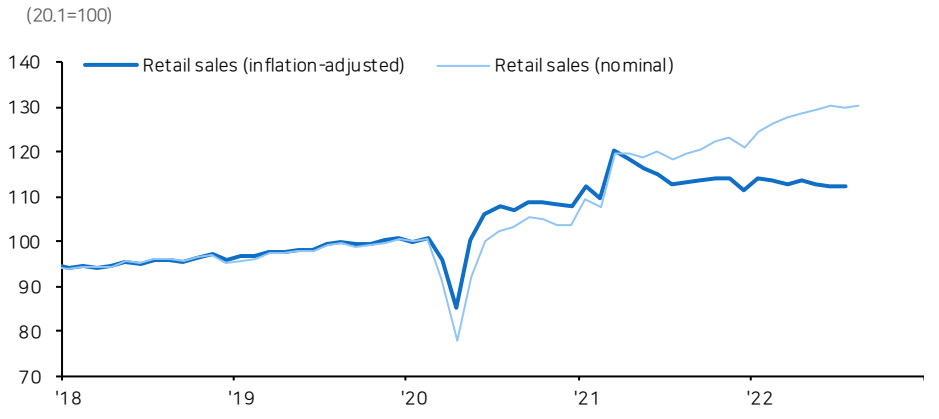
기업→고용→소비 순으로 경기 둔화 가시화될 것

미국 중심 양호한 고용과 소비를 두고 '침체'는 낭설이라는 주장이 있지만, 그 균열의 시작은 원가부담이 높아진 기업활동에서 출발할 것이다. 이후 ISM 제조업 지수 등 지표 하락을 쫓아 현재 타이트한 듯 보이지만 고용활동이 위축될 것이다<그림 10>. 최근 미국 실업률은 다시 낮아졌지만 구인율도 줄고 있다. 빅테크 기업들 중심의 감원이 진행되는 것도 선행성이 있다고 본다.

이렇게 고용여건에 균열이 생기면, 현재 정책이 뿌려준 과잉저축에 기반한 미국 소비 또한 줄어들 수 있다. 고용확산지수와 유사성이 있는 미국 소비지출의 상관성 또한 올해 4분기 기업활동 위축, 내년 1분기 고용지표 둔화를 거치면서 상반기 중 소비약화까지 연결될 수 있다는 판단이다<그림 11>.

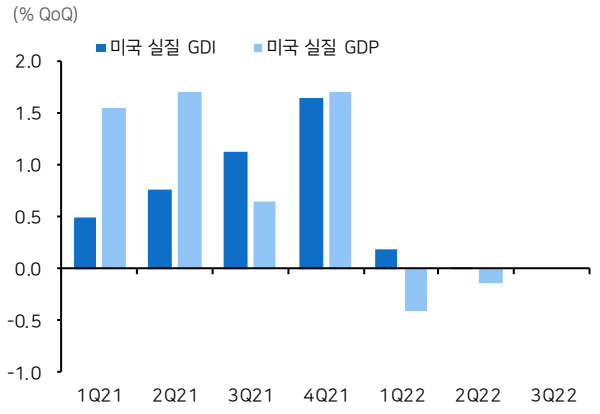
양호한 미국 소매판매는 명목기준으로 가격상승 효과가 더해진 부분이 크며, 물량기준인 가격제외 소비는 2021년 상반기를 정점으로 소폭 위축되는 흐름을 나타내고 있다<그림 12>. 구매력 상향(달러강세)이 교역조건 개선으로 GDI를 지지하고 있어 옐런 재무장관은 GDP보다 GDI를 언급한 적도 있다<그림 13, 14>.

그림12 현재 명목소비 견조하나 실질소비는 이미 고물가 부담 위축되고 있어



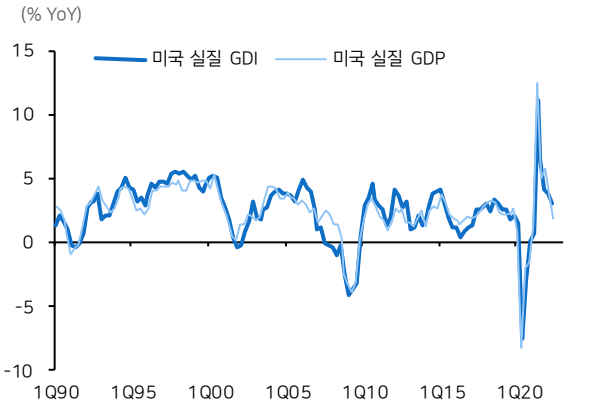
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 긴축영향 달러강세로 교역조건 개선 GDI 양호



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림14 향후 정책효과 감소 등 점검하면 GDI 하락까지 확인



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

미국금리 아직 상단 걱정하고 있지만, 기조는 다시 꺾일 것

최근 글로벌금리 상승 측면에서 미국보다 영국이나 이탈리아 같은 곳이 두드러지나 이들 지역은 정치&정책적 혼란이 가중된 국채의 안전자산 지위까지 우려되는 곳들이다. 순수하게 고물가와 아직 양호한 경기여건을 기반으로 금리상승을 정당화할 수 있는 핵심은 역시 미국이다.

물가의 안정화 혹은 실물경기 둔화 확인해야 금리 추세 바뀔 것

이런 미국 금리상승 기조를 바꾸기 위해 상기 했듯이 1)물가가 최소 안정범위로 여겨지는 4% 내외 수준까지 하락하고, 2)기업활동 위축이 고용을 거쳐 소비까지 전반적인 실물경기(hard data) 둔화로 이어지거나 혹은 침체 위험에 직면해야 할 것이다. 현재까지 쌓여 있는 정보는 물가는 정점을 기록했지만 빠르게 안정되기 쉽지 않다는 점과 경기는 염려보다 잘 버텨가는 정도이다.

이를 기반으로 블룸버그 인텔리전스(이하 BI)는 10월 초 미국 금리 시나리오 분석자료를 내놓았다. 향후 1년 뒤를 전망하여 base와 고물가&양호한 성장 시 vs 침체와 물가하락을 기반으로 숫자를 제시했다<그림 15>.

그림15 블룸버그 인텔리전스: 미국금리 시나리오 분석 향후 1년 뒤 고물가 지속 vs 침체 간에 판단

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%

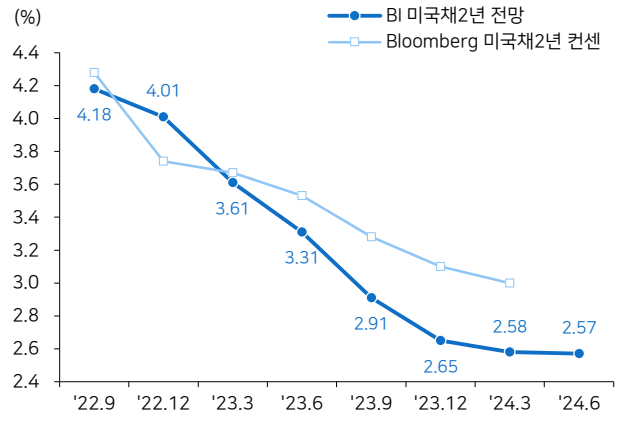
Source: Bloomberg Intelligence

Black-Swan Treasury-Yield Scenarios Seem Base Case for Some

Our model suggests the yield curve would bear flatten and the **10-year yield would be 4.66%** in a year if **GDP runs at 1.8%, CPI at 6%, and the federal funds rate is 5%.**
Conversely, if the economy is in **recession and inflation falls to 2.2% with the Fed cutting to 4% (after reaching 4.75%), the 10-year may rally to 2.66%** as the market prices for additional policy easing. Under this scenario, the yield curve would likely bull-steepen. (10/04/22)

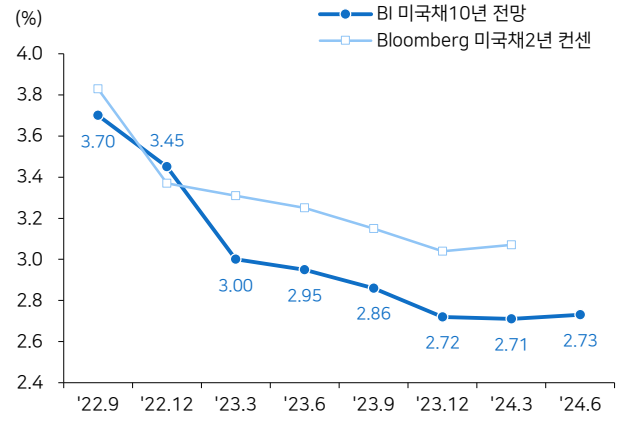
자료: Bloomberg Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

그림16 미국채2년 BI전망 vs 블룸버그 컨센서스



자료: Bloomberg Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

그림17 미국채10년 BI전망 vs 블룸버그 컨센서스



자료: Bloomberg Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

해당 전제조건은 내년까지 1% 후반의 성장과 6%대 물가가 이어질 경우 미국 연방금리는 5.0% 정도로 추정하고 미국채10년 금리는 4.66%로 추정했다. 반면 경기가 침체에 빠져 물가가 2.2%까지 후퇴할 경우 연방금리는 4.75%까지 인상한 이후 하반기에 4.00%까지 인하에 나서면서 미국채10년 금리는 2.66%까지 내려온다는 양단의 시나리오를 제시했다.

필자가 BI 전망 숫자를 언급한 이유는 우리가 보고 있는 시각과 유사성이 높기 때문이다. 글로벌 IP(information product)기관들의 신뢰성은 차치하더라도 해당 전망의 베이스 시나리오인 2.89%의 금리가 가지는 함의에 동의했기 때문이다.

미국의 금리인상이 4.75%에 그칠 경우 일반적 인상 마무리 국면에서 100bp 정도 역전까지 감내 가능했던 경험에 비춰 미국채10년 3.7% 내외면 충분한 수준이다. 그렇지만 미국의 중립금리 2% 중반을 고려할 때 연방금리 4.75%는 제한적 혹은 긴축적 여건으로 경제에 미치는 부담이 크다.

때문에 침체가 와서 미국 물가가 2.2%까지 하락하지 않더라도 연준의 점도표에서 제시되고 있지만 2024년에는 금리인하 사이클로 전환될 것이라는 것이 상식적인 주장이다. 침체보다는 덜해도 우리가 상기한 거시적 비용이 기업활동을 누르고 고용이 위축되고 소비가 줄면 시장금리는 통화정책을 앞서갈 것이다.

중장기적인 금리 하락기조는 유효

이를 감안하여 BI의 향후 2024년까지 2년과 10년 전망치 흐름이 하향기조를 이루고 있고, 블룸버그 컨센서스보다도 낮게 제시되었다. 필자는 채권분석가로 현재 고물가의 어려운 사정 이면에 펼쳐질 그림에 관심이 높다.

당장은 긴축여건으로 여러 어려움이 존재하는 시장이다. 이전부터 강조했듯이 'bad is good'은 피벗과 연계된 기대인 반면 내년 초까지 'bad is bad'인 실물경기 지표의 둔화가 물가안정까지 도모해야 진정한 피벗을 기대할 수 있을 것이다. 이는 우선적으로 채권시장 안정, 금리가 하락해야 가능하다는 점에서 현재 매크로가 좌우하는 시장판에서 위험선호가 살아날 길이다.

칼럼의 재해석

강하라 연구원

경기 악화로 글로벌 광고 시장 전망 하향 조정 중(The Guardian)

경기 둔화에 따른 소비심리 악화와 기업들의 마케팅 비용 감축으로 글로벌 광고 시장에 대한 전망이 하향 조정되고 있다.

글로벌 광고업체 IPG 그룹 산하의 MAGNA는 2022년 글로벌 전체 광고 시장 성장률을 지난 발표 기준 12%에서 2.8%p 낮춘 9.2%로 수정하며, 2023년은 그보다 더 낮은 6.3% 성장할 것이라고 발표했다. 디지털 광고 시장도 17%에서 4.5%p 낮아진 12.5% 성장에 그칠 것으로 전망되는 가운데, 소셜과 비디오 광고의 감소폭이 가장 클 것으로 보인다.

광고 시장 둔화, 각 기업의 광고 전략 변경

경기 둔화에 따른 소비심리 악화와 기업들의 마케팅 비용 감축으로 글로벌 광고 시장에 대한 전망이 하향 조정되고 있다.

2022년 글로벌 광고 시장 성장률 12%에서 9.2%로 수정

글로벌 광고업체 IPG 그룹 산하의 MAGNA는 2022년 글로벌 전체 광고 시장 성장률을 지난 발표 기준 12%에서 2.8%p 낮춘 9.2%로 수정하며, 2023년은 그보다 더 낮은 6.3% 성장할 것이라고 발표했다. 디지털 광고 시장도 17%에서 4.5%p 낮아진 12.5% 성장에 그칠 것으로 전망되는 가운데, 소셜과 비디오 광고의 감소폭이 가장 클 것으로 보인다.

표1 글로벌 광고시장 성장률 전망

(%)	2021	2022	2022 (updated)	%p diff.	2023
Global	**21.7**	**12.0**	**9.2**	**2.8**	**6.3**
EMEA	22.8	12.3	7.5	4.8	5.8
NA	24.6	12.4	10.8	1.6	5.7
LATAM	26.1	10.7	9.6	1.1	6.7
APAC	16.5	11.2	8.4	2.8	7.4
디지털 매체	**31.3**	**17.0**	**12.5**	**4.5**	**10.8**
검색	32.9	17.4	14.8	2.6	11.5
소셜	34.3	18.6	10.6	8.0	11.0
비디오	37.5	22.3	15.8	6.5	15.5
배너, 기타	7	0.7	1.5	-0.8	-1.6
전통 매체	**8.6**	**3.7**	**3.6**	**0.1**	**-2.3**
TV	9.1	3.4	3.9	-0.5	-3.7
라디오	15.6	5.1	3.9	1.2	0.2
인쇄	0.4	-1.6	-2.6	1.0	-4.5
옥외미디어	11.9	10.2	1.4	8.8	5.7
영화	30	68.2	62.4	5.8	15.3

자료: MAGNA, 메리츠증권 리서치센터

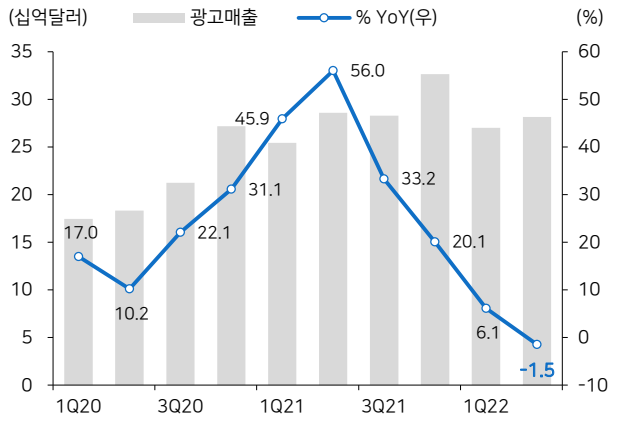
메타, 2분기 매출 전년 동기 대비 처음으로 감소

메타는 지난 2분기 전체 매출 YoY -0.9%, 광고매출은 1.5% 감소한 실적을 발표했다. 이는 분기 기준 전년 동기 첫 매출 하락이었으며 순이익은 3개 분기 연속으로 줄었다. 또한 3분기 매출 가이던스는 전년 동기 대비 -6% 수준인 260-285억 달러로 제시했다. 이러한 매출 감소세를 전환시키기 위해, 메타는 지난 10월 3일 인스타그램과 페이스북에 추가될 새로운 광고지면을 공개했다.

인스타그램과 페이스북에 광고 지면 추가 예정

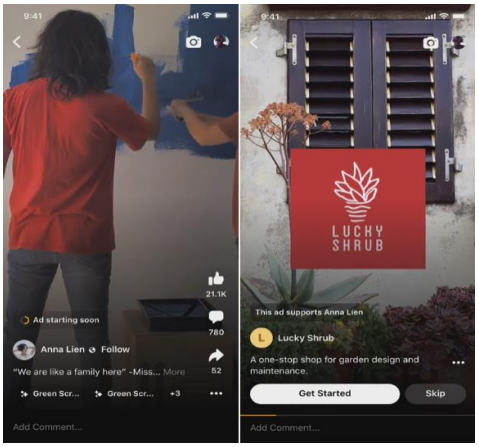
인스타그램의 'discover' 메뉴와 프로필 페이지에 광고가 도입될 예정이며, 숏폼 형태의 페이스북 릴스에도 광고가 시작된다. 릴스 영상 후반부에 광고가 곧 시작될 것이라는 문구가 뜬 다음 광고가 등장하며, 광고가 끝난 이후에 다시 릴스가 재생되는 형식이다. 또한 타겟팅 정교화를 위해, AI 머신러닝 소프트웨어를 이용해 구매 가능성이 높은 이용자에게 도달하도록 설계된 페이스북 맞춤형 광고도 공개되었다.

그림1 META 2Q22 광고매출 YoY -1.5% 기록



자료: META, 메리츠증권 리서치센터

그림2 릴스 도입 예정 광고



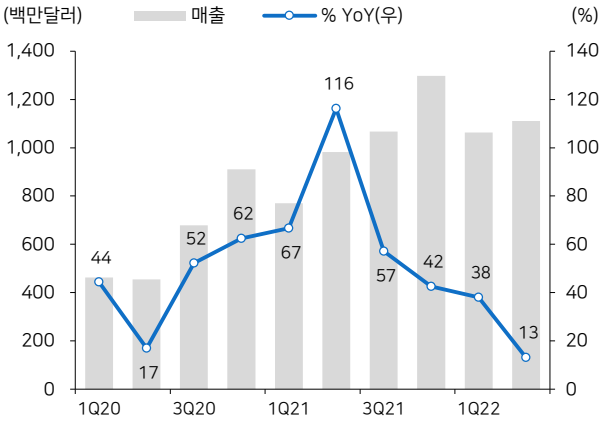
자료: Facebook

스냅의 커머스 광고 확대

AR 렌즈 필터를 활용한 커머스 영역 확장

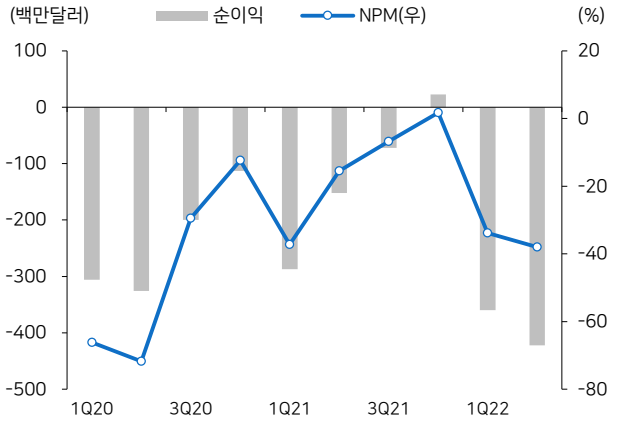
스냅 또한 지난 2분기 실적발표를 통해 매출이 전년 대비 13% 성장에 그쳤다고 밝혔는데, 2021년 연간 성장률 64%였음을 고려했을 때 큰 감소폭이었다. 또한 스냅은 작년 4분기 흑자전환에 성공했으나 다시 적자폭이 증가하며 발표 당일 주가는 25% 급락했다. 지난 8월, 스냅은 비용 감축을 위해 20%의 인원을 해고할 계획을 밝혔으며 픽시 플라잉 카메라 드론 개발 계획도 백지화했다. 성장 하락세를 전환시키기 위해 스냅챗은 최근 커머스 광고에 집중하고 있는 것으로 보인다. 자체 제작 AR 필터 'Snap Lens'를 통해 소비자가 협업 브랜드의 의류, 메이크업 등을 필터로 직접 시현해 볼 수 있게 하거나, 'Snap Ramadan Mall'을 이용해 MENA 지역의 virtual mall을 구경하는 등이 이에 해당한다.

그림3 SNAP 분기 매출 성장률 13%로 하락



자료: Snap, 메리츠증권 리서치센터

그림4 4Q21 흑자전환에 성공했으나 다시 적자 확대



자료: Snap, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Snap Lens

자료: Snapchat

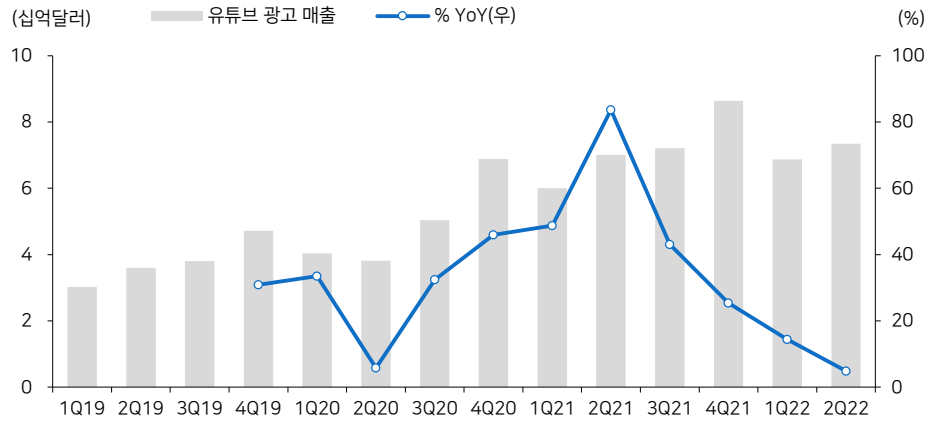
그림6 Snap Ramadan Mall

자료: Snapchat

유튜브 shorts에 광고 도입 예정

유튜브는 지난 9월, 'Made on Youtube' 행사를 통해 내년 초 shorts 영상 사이에 광고를 넣고, 발생하는 광고수익의 최대 45%를 창작자에게 배분하겠다는 계획을 밝혔다(광고수익 분배는 구독자 1천명과 조회 수 1천만회를 달성한 유튜브 파트너 프로그램: YPP에 가입한 크리에이터에 한정). 이는 타 숏폼 플랫폼으로부터 인기 크리에이터들을 유입해 광고 수익을 늘리려는 전략의 일환으로 판단된다.

그림7 **유튜브 광고 매출 성장 정체**



자료: Alphabet, 메리츠증권 리서치센터

경기 둔화로 앞으로의 광고시장이 어두울 것으로 전망되고 있으며, 구글의 서드파티 쿠키 제공 중단과 개인정보를 추적할 때 반드시 이용자 동의를 거쳐야 하는 애플의 앱 추적 투명성 정책(ATT, App Tracking Transparency)으로 유저 타겟팅 광고 시장 전망 또한 흐릿해졌다. 이러한 상황 속에서 기업들은 새로운 광고 전략을 통해 반전을 꾀하고 있어, 각 전략이 향후 긍정적 효과를 가져올지에 대해 지속적으로 관찰할 필요가 있어 보인다.

원문: *Global ad market faces 'car crash' next year amid cost of living crisis(The Guardian)*