

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

2022. 11. 30 (수)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

2023년 전망 시리즈 (해설판)

15. 반도체/디스플레이\_2Q Samsung Pivot

16. 음식료/유통\_중간은 없다

### 칼럼의 재해석

미국, 확대되는 가계의 이자 부담

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 11월 10일 발간된

[2023년 전망 시리즈 15 - 반도체/디스플레이: 2Q Samsung Pivot] 임



## ▲ 반도체/디스플레이

Analyst 김선우

02. 6454-4862

sunwoo.kim@meritz.co.kr

## 2023년 전망 시리즈 15 (해설판)

## [반도체/디스플레이] 2Q Samsung Pivot

- ✓ 반도체 수요 둔화 불구, 이에 대응하는 공급 조절은 내년 균형점 회복을 견인할 전망. 단 그 전제로 1) 수요 둔화 대비 과감한 투자 축소, 2) 선두업체의 실적 회복 필요성 대두
- ✓ 매크로 불확실성과 지정학적 리스크를 겪으며 세트 수요는 연중 출하량 전망치 하향 조정을 경험. 각종 시장조사기관의 23년 전망치는 극도로 낮아진 상황. 스마트폰 수요는 1Q23 이후 매크로 변수의 상대적 회복→소비 심리 회복→채널 재고 소진에 상응하고 흐름 예상
- ✓ **반도체**: 수익성 둔화 국면에서 공급업체들의 생산 축소 및 투자 감소 계획이 발표됨. 이 흐름에 미동참하는 선두업체의 기조에 2Q23 변화가 나타날 것으로 전망
- ✓ **디스플레이**: 공급업체의 가동률 조정에 따른 평가 하락은 일시적으로 안정화 국면 돌입. 하지만 반등 감안하더라도 수익성 확보 가능성이 낮은 만큼 전략의 대대적 개편 필요

## Part 1 IT 전방시장 - 다양한 역풍 속 난관

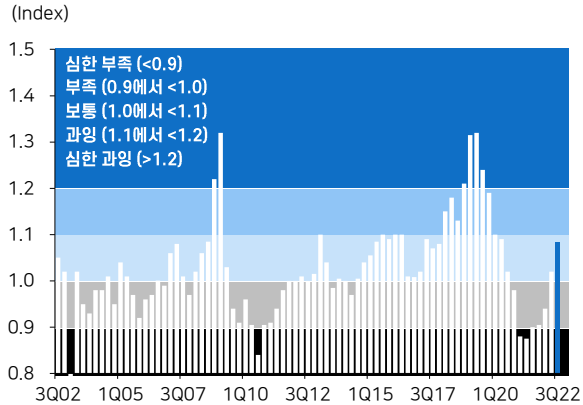
## 전방 수요 - 전방위적인 수요 둔화와 드러나는 파급 효과

지정학적 리스크와 거시 경제 불확실성이 세트 판매 둔화로 이어지고 있다. 핵심 전방시장 중국의 제로 코로나 기조 속 연이은 도시 봉쇄로 TV, 스마트폰 등의 시장이 수요 급락에 직면했다. 세트업체들의 출하량 하향조정이 연이어 이뤄지며 공급망 전반의 재고 부담 또한 증가하고 있다.

2021년부터 1H22까지 이어진 반도체 공급 부족은 2022년 중반부터 빠르게 안정화되었다. 이는 공급사들의 증설과 생산 비중 조절 효과와 전방 시장 수요 둔화가 결부되어 발생한 결과이다. Gartner 반도체 재고 인덱스에 따르면 1Q23부터 반도체 재고는 공급 과잉으로 전환될 전망이다. 증설부터 공급까지 긴 시간이 소요되고 유연한 재고 활용이 가능한 반도체 특성 상 공급 과잉은 2023년 강도 높게 전개될 가능성이 높다.

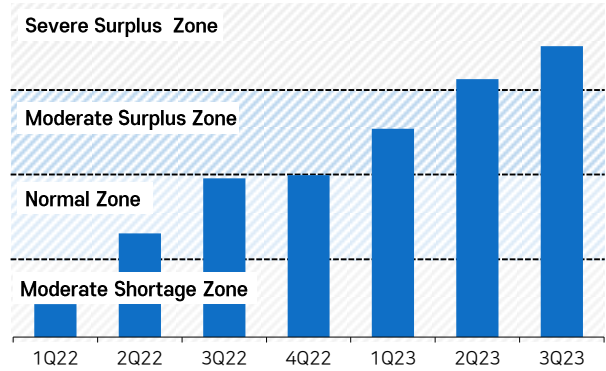
수요 둔화는 2021년부터 급등한 운송비 부담을 빠르게 진정하는 결과를 낳았다. 높은 운임은 기업에 비용 부담과 함께 Sell-in 이후 제품 공급의 적시성을 떨어뜨리는 영향을 낳았다. 작년 대비 큰 폭으로 하락한 운송비는 대형 가전의 수요 회복기까지 지속 완화될 것으로 전망된다.

그림1 3Q02 - 3Q22 반도체 재고 인덱스 추세



자료: Gartner, 메리츠증권 리서치센터

그림2 3Q23까지의 재고 인덱스 전망



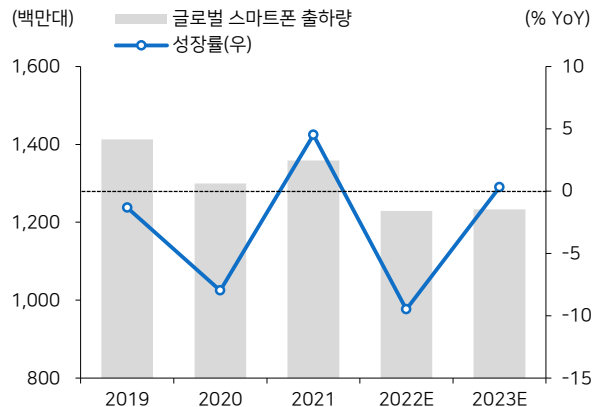
자료: Gartner, 메리츠증권 리서치센터

### 스마트폰 - 재고 정상화 이후 상저하고 흐름 예상

스마트폰 출하량은 중국 시장의 지역 봉쇄 영향으로 부진한 성적이 이어지고 있다. 재고 부담에 직면한 세트업체들이 연이어 출하량 전망치를 하향 조정하며 부품들의 오더컷이 발생했다. 부진한 스마트폰 수요는 1H23까지 이어진 후 매크로 변수의 회복과 재고 정상화, 신모델 출시가 이뤄지는 3Q23부터 유의미한 반등이 관찰될 것으로 예상된다. 또한 세트업체들의 내년 빌드업 계획이 보수적인 만큼 판매량의 소폭 회복만으로도 하반기 스마트폰 부품 재고 수준 정상화는 가속화될 전망이다.

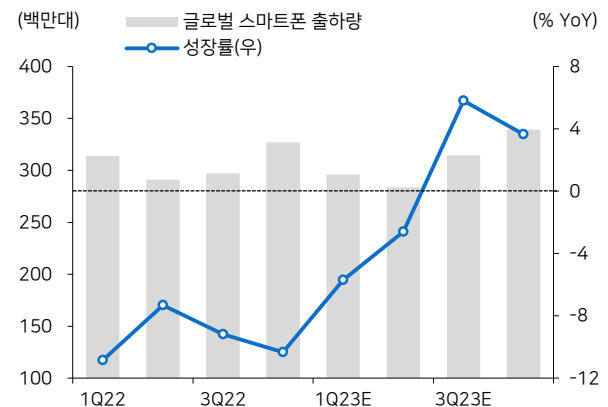
중국의 2023년 GDP 눈높이 하향 조정이 불가피하지만 그 중에서는 소비가 투자, 수출 대비 상대적으로 양호할 전망이다. 이는 낮은 기저 영향에서 기인한다. 중국의 스마트폰과 TV 출하 동행성을 감안 시 중국 스마트폰의 전방 수요 회복은 IT 섹터의 전방위적 반등으로 이어질 수 있을 것이다. 당사는 2023년 글로벌 스마트폰 출하량을 12.3억대로 2022년과 유사한 수준으로 예상하고 있다.

그림3 연도별 스마트폰 출하량



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 분기별 스마트폰 출하량



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 주요 스마트폰 업체별 출하량 전망

(백만대)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
삼성전자	76.4	58.1	69.2	69.0	73.5	62.1	63.7	65.9	65.2	68.5	68.5	71.2	272.6	265.2	273.4
애플	56.7	46.0	45.6	80.1	57.0	47.5	48.5	77.5	56.2	43.2	50.8	78.4	228.4	230.5	228.7
샤오미	48.5	52.8	44.0	45.0	39.0	39.5	40.5	40.5	35.6	39.6	43.4	44.4	190.3	159.5	163.0
오포	38.1	33.2	33.8	30.9	27.2	25.0	25.9	26.6	21.6	25.0	27.0	28.8	136.0	104.7	102.4
비보	36.9	31.5	33.6	28.3	25.4	24.9	26.7	27.1	22.2	25.9	28.2	29.5	130.3	104.1	105.9
아니	6.2	7.3	14.7	15.1	14.2	15.2	14.0	14.7	14.0	14.7	15.5	16.0	43.3	58.1	60.2
화웨이	10.6	5.5	5.3	4.9	6.2	6.1	6.6	6.8	6.0	5.6	5.2	4.8	26.3	25.7	21.6
Total	352.0	314.2	327.3	364.9	313.8	291.2	297.2	327.2	295.9	283.6	314.4	339.1	1,358.4	1,229.4	1,233.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 주요 스마트폰 업체별 출하량 YoY

(백만대)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
삼성전자	31.3	7.2	-12.4	12.9	-3.8	7.0	-7.9	-4.5	-11.3	10.3	7.6	8.1	8.0	-2.7	3.1
애플	44.6	11.9	4.8	-2.0	0.6	3.3	6.4	-3.2	-1.4	-9.0	4.8	1.2	11.1	0.9	-0.8
샤오미	76.4	85.3	-5.8	4.7	-19.6	-25.2	-8.0	-10.1	-8.8	0.2	7.2	9.7	30.6	-16.2	2.2
오포	68.6	31.7	7.6	-11.5	-28.6	-24.7	-23.4	-13.8	-20.5	0.1	4.1	8.0	19.2	-23.0	-2.2
비보	84.5	26.0	4.3	-17.3	-31.2	-21.0	-20.5	-4.1	-12.5	4.1	5.7	8.8	17.0	-20.1	1.7
아니	-	-	-	-	129.0	108.2	-4.8	-2.6	-1.3	-3.3	10.6	8.6	-	34.2	3.5
화웨이	-78.1	-90.1	-89.8	-84.7	-41.5	10.9	24.5	38.0	-3.9	-7.6	-21.9	-28.6	-86.0	-2.4	-15.9
Total	28.1	10.9	-10.8	-2.7	-10.9	-7.3	-9.2	-10.3	-5.7	-2.6	5.8	3.4	4.5	-9.5	0.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

## Part 2 반도체 – 2023 Supply Pivot

### 글로벌 반도체 시장 전망

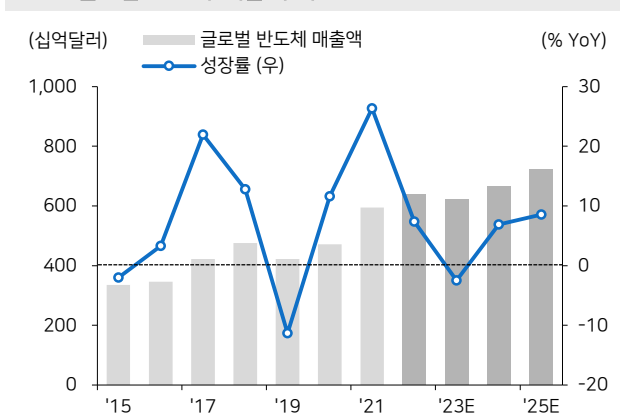
2022년 글로벌 반도체 시장은 성장 기대치가 지속 하향 조정되어 +7% YoY 성장할 전망이다. 반면 2023년 글로벌 반도체 시장은 -3% YoY의 역성장이 예상된다. 이는 메모리 판가 하락 및 수요 둔화와 공급 과잉에 따른 파운드리 매출 부진의 영향이다. 메모리 시장은 내년 가격 하락과 수요 위축으로 큰 폭의 시장규모 감소가 전망된다. 글로벌 반도체 매출액이 배증하는 기간은 과거 6년에서 현재는 10년 이상으로 길어졌다. 이는 전체 시장 내 메모리 비중이 증가하며 가격(P) 변동 영향이 커졌기 때문이다.

표3 반도체 전체 시장 성장 마일스톤

글로벌 반도체 매출액 (십억달러)	달성 시기 (년)	도달 기간 (년)
50	1988	
100	1994	6
200	2000	6
400	2017	17
800	2027-28E	10월 11년

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 글로벌 반도체 매출 추이



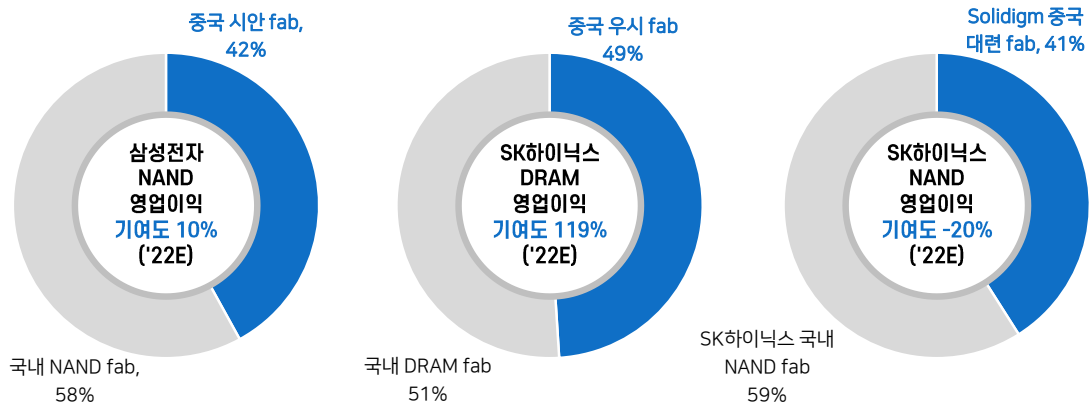
자료: Gartner, 메리츠증권 리서치센터

### 미국의 대중 반도체 수출 규제

지난 10월, 미국 상무부가 발표한 강화된 대중 반도체 수출 규제는 미국이 경쟁국의 기술 '레벨'을 통제하는 모습을 보여준다. 선단 기술이 적용된 반도체 및 반도체 장비의 중국 수출을 사실 상 차단하였다. 반도체 등 분야 전문 인력의 중국 기업 종사에도 제한 조치가 내려졌다. 삼성전자, SK하이닉스 등 중국 내 생산 라인을 보유하고 있는 국내 기업은 1년 간의 유예 조치를 받은 상황이다.

중국 메모리 업체는 수출 규제에 따른 직접적 타격이 불가피하다. 지속적인 선단 공정 전환 노력이 필요한 산업 특성 상 투자의 지속 여부에 대한 전면적인 검토가 필요한 상황이다. 국내 기업 또한 유예 기간 이후의 원가 절감 방안이 불투명할 경우 유지보수 투자 시행 여부에 대해 고민할 필요가 있다. 현재 삼성전자, SK하이닉스는 중국 공장을 통해 약 40%를 상회하는 메모리 반도체를 생산하고 있다. 한편 YMTC로 대변되는 중국 NAND 시장에 대한 미국의 생산 제한이 발생할 경우 NAND 업황의 급격한 반전 또한 가능하다.

그림6 국내 메모리 업체의 DRAM/NAND 별 중국 공장 생산 비중은 모두 40%를 상회



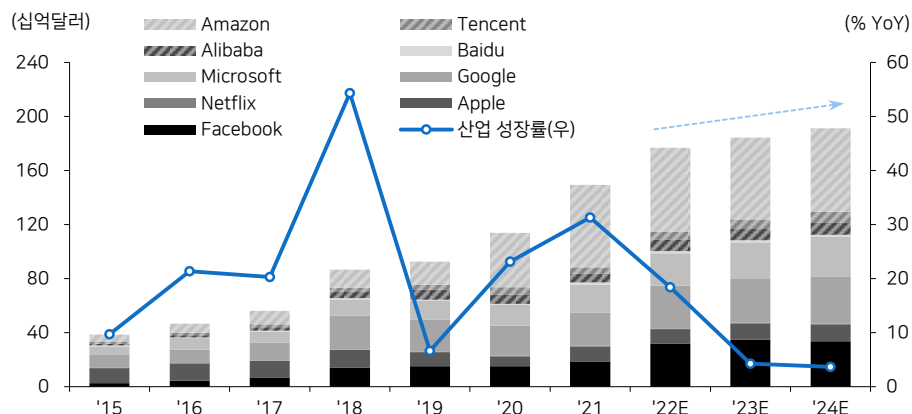
자료: TrendForce, 메리츠증권 리서치센터

### 전방 수요 회복은 요원한 상황

하반기부터 아이폰14 시리즈, 갤럭시Z 시리즈, 중국 스마트폰 신제품 등이 출시되어 공개되었다. 이에 따른 신제품 효과가 기대되지만 수요의 본격적인 안정화는 2Q23부터 나타날 것으로 예상된다. 모바일 수요 회복의 신호는 아직까지 관찰되지 않고 있는 상황이다. 다행인 점은 스마트폰의 유통 재고 수준은 지속된 출하 감소를 거쳐 현재는 떨어져 있는 것으로 판단된다.

최근 수 년간 DRAM 수요 성장의 중심축은 데이터센터의 서버 투자였다. 서버의 경우 핵심 전방시장(미국·중국)의 서버 Capex는 2018년 급등세 이후 완만해진 추세가 지속될 전망이다. 현재는 서버 고객들의 DRAM 선행 구매가 이뤄진 후, 가격 저항을 위한 협상 장기화가 발생하고 있는 상황이다. 이러한 서버 투자는 1) 모바일 수요 회복 2) 서버업체 간 경쟁 부각 시 성장 추세 전환이 가능할 것으로 전망된다.

그림7 데이터센터 업체의 Capex 투자 성장률 안정화



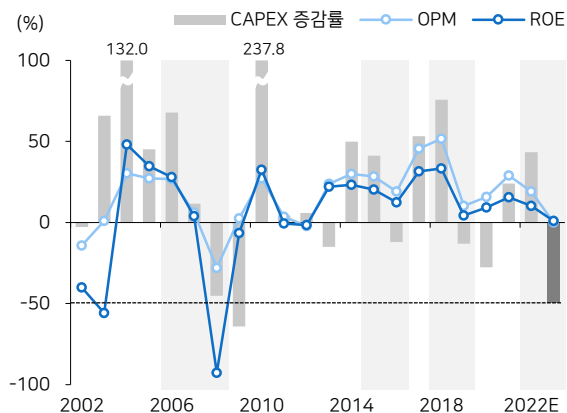
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 업황 하락기에서 오는 투자 감소

커머디티 특성을 지닌 메모리 산업은 업황 둔화기를 맞이하면 업황 반전을 위한 투자 축소가 뒤를 이었다. 거시 경제 충격이 있었던 2008년 하락 사이클에서는 2년 간의 투자 축소 이후에야 업사이클이 도출된 경험이 있다. 2022-23년 메모리 업황 둔화를 앞두고도 SK하이닉스, 마이크론, 키옥시아 등의 업체들이 2023년 투자 축소 및 생산량 감축 계획을 발표했다.

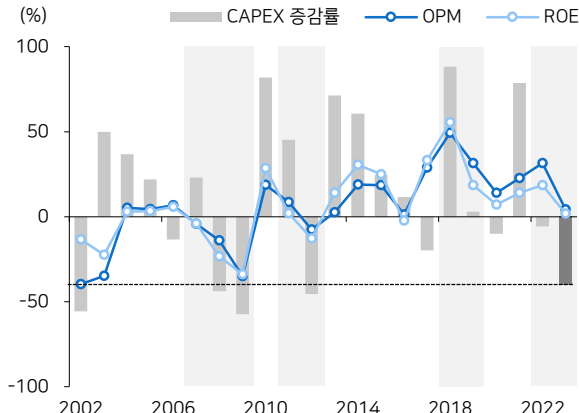
반면 삼성전자는 2023년 투자 확대를 선택하며 경쟁사와의 격차 확대를 도모하고 있다. 업황 둔화기에 돌입하여 경쟁사들의 현금흐름과 재무 상태 등이 악화되고 있는 만큼 선두업체로서 초격차를 확보하고자 하는 전략이다. 구체적으로 삼성전자는 P4 가동(25년) 이전 생산 공간 제약이 예상되어 2023년까지 생산을 극대화하고 이후 재고를 가져가는 전략을 추진하고 있다. 삼성전자의 2023년 DRAM 생산량 증가율은 20% 수준을 목표로 하는 것으로 판단된다. 이러한 선두업체의 투자 감소 비동조로 인해 2위권 업체들의 추가적인 투자 감소가 필요한 상황이다.

그림8 SK하이닉스 투자-ROE 회복 사이클



자료: 메리츠증권 리서치센터

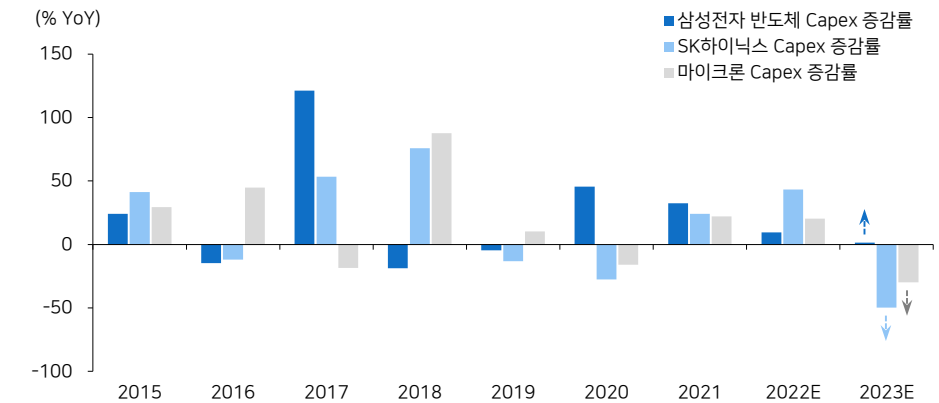
그림9 마이크론 투자-ROE 회복 사이클



자료: TrendForce, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



그림10 선두업체의 독자적인 2023년 YoY 투자 증가 계획



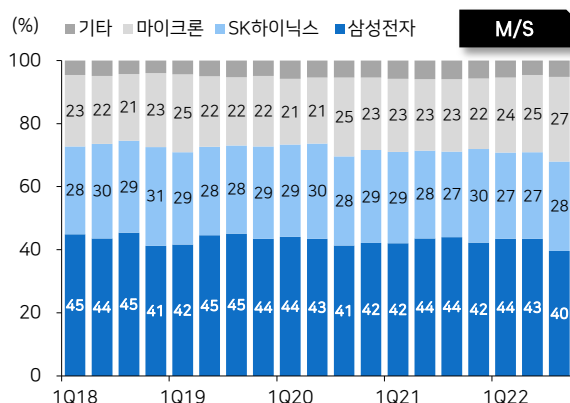
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 2Q23 Samsung Pivot: 선두업체의 태도 변화

SK하이닉스와 마이크론의 2023년 메모리 반도체 설비투자 규모는 -50~-30% YoY 감소할 전망이다. 하지만 선두업체가 이에 반하는 투자 계획을 발표하며 시장에서는 치킨 게임에 대한 우려가 대두되는 등 업황 반등 시점에 대한 불확실성이 확대되었다. 하지만 당사는 2Q23 삼성전자의 투자 속도조절(Samsung Pivot)이 발생하며 하반기 업황 개선세가 이어질 것으로 예상한다. 이를 위해서 필요한 조건은 1) 경쟁사와의 확대된 격차 입증, 2) 실적 회복 필요성, 3) 업황 통제에 대한 필요성이다.

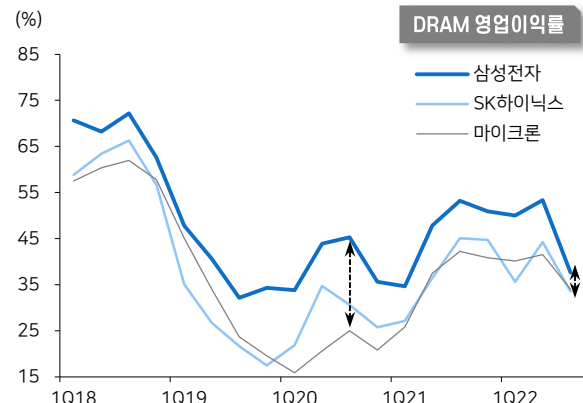
3Q22부터 급격히 악화된 메모리 업황으로 인해 공급업체들의 4Q22 - 1Q23 실적은 크게 악화할 전망이다. 최근 연이은 추정치 하향 조정으로 Bloomberg 기준 SK하이닉스와 마이크론은 적자 전환이 전망되는 상황이다. 하지만 공급 축소를 하지 않는 삼성전자는 같은 기간 경쟁사와의 실적 격차를 확인할 전망이다. 해당 업체의 공격적인 투자 기조가 이익률, 점유율의 격차 축소에서 기인한 부분이 있는 만큼 이러한 격차 확인은 전략의 변화 가능성을 높일 것으로 판단된다.

그림11 DRAM 선두 업체의 점유율 감소가 관찰



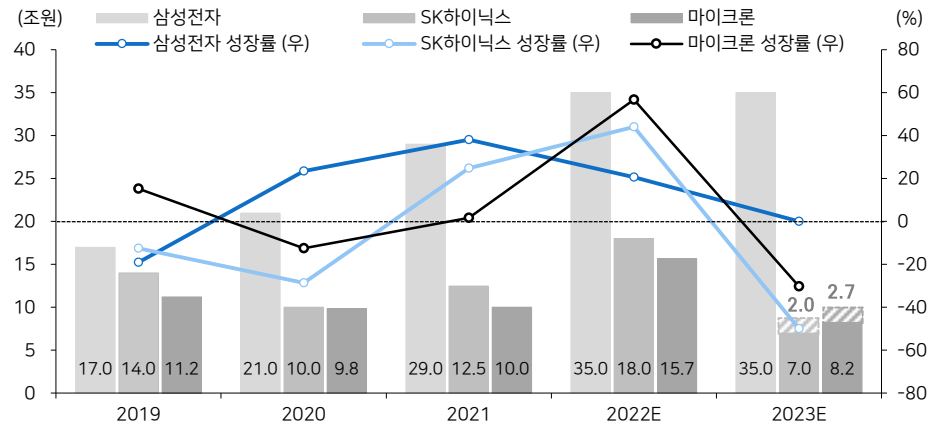
자료: TrendForce, 메리츠증권 리서치센터

그림12 DRAM 이익률 격차 축소



자료: TrendForce, 메리츠증권 리서치센터

그림13 메모리 상위업체 메모리 설비투자 추이 - 선두업체는 유일하게 축소하지 않음



자료: 메리츠증권 리서치센터

한편 삼성전자는 새로운 리더십 형성 이후 실적과 주주 가치 제고에 대한 중요성이 대두될 것으로 예상된다. 삼성전자는 현재 오너 그룹의 계열사 지분 상속 과정에서 상속세 납부 이슈로 현금 여력이 필요한 상황이다. 하지만 2022E, 2023E 실적 둔화로 배당 여력은 빠르게 축소될 예정이다. 2020년과 같은 대규모 특별 배당이 시행될 가능성이 낮은 상태이다. 따라서 현재로서는 보다 빠른 업황 반등과 그에 따른 실적 개선을 도모하는 것이 내부적으로 필요한 상황으로 판단된다.

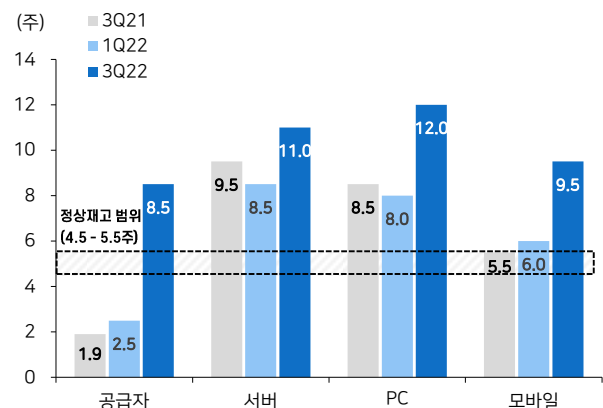
다른 한편 강력한 수요 둔화를 직면하고 있는 NAND 시장은 공급업체들이 Reclaim 매출을 출회하며 업황 하락이 가속화되고 있다. 메모리 업황 반등이 지연될 경우 현재 이미 높은 수준인 재고 압박이 더욱 가중될 전망이다. 이러한 업황 둔화의 배경 속 경쟁사 대비 격차를 확인한 선두업체는 투자 속도 조절로의 전략 선회를 결정하며 업황 반등을 촉발시킬 것으로 예상된다.

표4 실적 훼손으로 인한 특별 배당 재원 고갈

(십억원)	2021	2022E	2023E	21-23E 총계
삼성전자 FCF (㉠)	20,782	18,319	17,693	56,794
주주환원 재원 (㉡ = ㉠ ÷ 2)	10,391	9,159	8,847	28,397
보장 배당금 (㉢)	9,800	9,800	9,800	29,400
특별주주환원 재원 (㉣ = ㉡ - ㉢)	591	-641	-953	-1,003

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 공급자 및 응용처 별 재고 상황 (3Q22 기준)

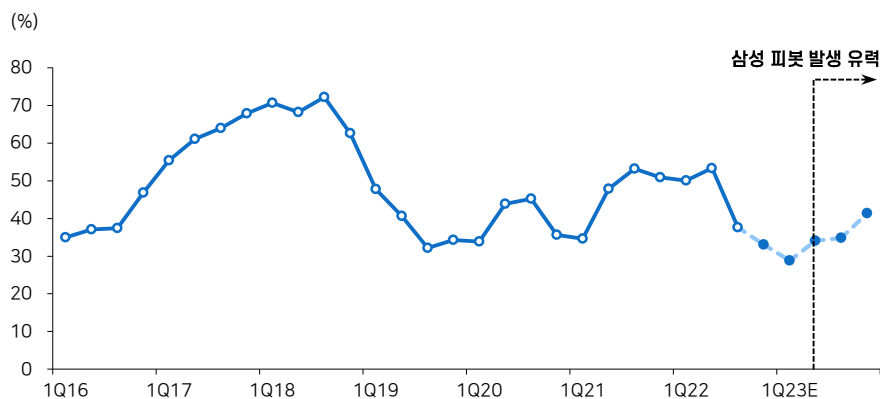


자료: 메리츠증권 리서치센터



종합하자면 내년 상반기까지 전방 수요 부진과 재고 조정이라는 불확실성은 지속될 것이다. 하지만 이에 대한 반작용으로서 공급업체들의 공급 축소 또한 가시화될 예정이다. 당사의 예상처럼 2Q23 선두업체의 투자 속도 조절이 발생할 경우 업황은 하반기 수요 계절성 발현과 함께 개선세로 전환되리라 예상한다.

그림15 DRAM 영업이익률 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

### Part 3 디스플레이 – Restructuring needed

#### LCD 패널 – 어려운 업황 지속

지정학적 리스크, 중국의 지역 봉쇄 등으로 인해 연중 부진한 수준을 기록한 글로벌 TV 수요는 아직까지 수요 회복 신호가 감지되지 않고 있다. 세트업체의 패널 재고 수준이 상승하며 LCD TV 패널 판가는 2Q22 현금원가를 하회하는 수준까지 하락하였다. 이에 따라 패널업체들의 강도 높은 가동률 조절이 발생하며 판가 하락은 잠시 안정화된 상황이다. 반면 IT 패널 수익성은 TV 패널 대비 상대적으로 양호하지만 판가 하락이 지속되며 수익성 훼손이 진행 중인 상황이다.

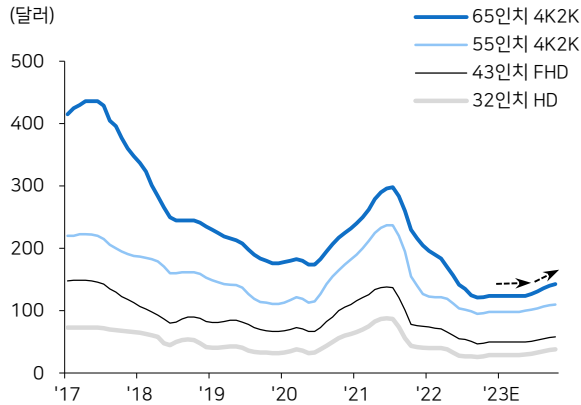
연중 하락한 패널 가격이 반등하더라도 그 실효성에 의문이 제기된다. 2H23 패널 가격의 반등을 가정하더라도 여전히 두자릿수대의 영업 적자가 예상된다. 여기에 비우호적 환율 흐름까지 전개될 경우 더 큰 타격이 불가피하다. 업황 반등에 대한 실효성이 떨어지는 만큼 이제는 탈출 전략을 모색할 단계로 판단된다.

표5 65인치 (4K 60Hz 오픈셀 8세대 원가 추정) – 회복을 전제로도 두 자릿수% 적자 지속

(달러)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
LCD 판가	241	278	271	207	177	141	112	108	109	110	121	123
(% QoQ)		15.7%	-2.8%	-23.5%	-14.5%	-20.2%	-20.8%	-3.3%	0.6%	0.9%	9.7%	1.9%
부품원가	124	129	133	133	130	125	114	109	105	102	100	100
현금원가	156	161	166	167	165	159	150	143	140	136	133	136
총제조원가	159	164	168	170	168	162	153	146	141	137	134	136
영업이익	82	115	102	37	9	-21	-41	-38	-32	-27	-13	-13
영업이익률	34.0%	41.2%	37.8%	17.9%	5.2%	-14.5%	-36.4%	-34.9%	-29.0%	-24.4%	-10.9%	-10.9%

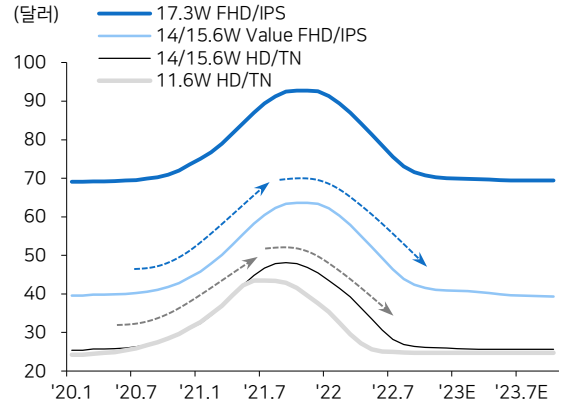
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 TV 패널 판가는 급격한 하락 이후 안정기



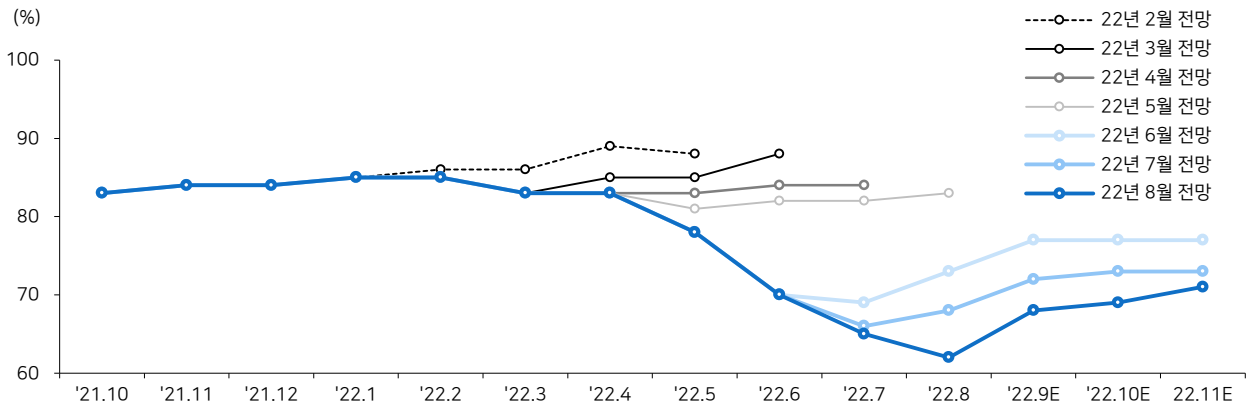
자료: TrendForce, 메리츠증권 리서치센터

그림17 IT 패널 판가는 조정기 돌입



자료: TrendForce, 메리츠증권 리서치센터

그림18 패널업체의 가동률은 3Q22 최저 수준으로 하락



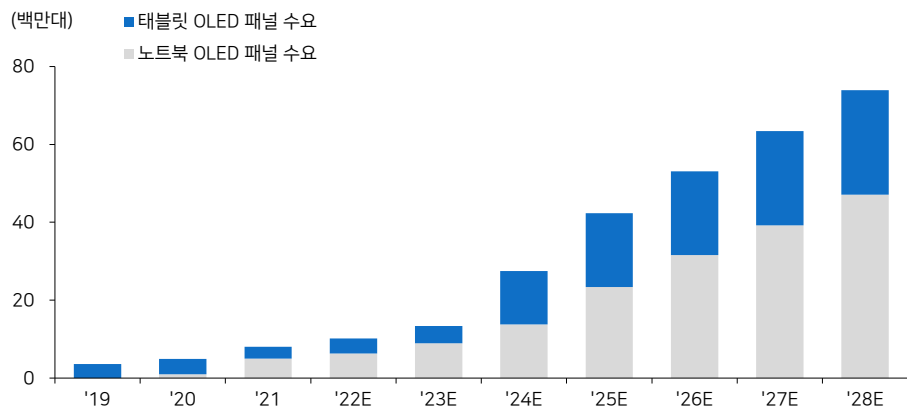
자료: 메리츠증권 리서치센터

### 프리미엄 TV는 난관 봉착, XR 시장 개화에 기대

선두권 TV 업체들은 프리미엄 라인의 비중을 확대하며 수익성과 외형 성장을 도모하고 있다. 국내 패널업체들은 OLED, QLED 등 하이엔드 패널 비중을 높이는 전략을 취하고 있다. 하지만 TV 업체들의 프리미엄 비중 확대 속도가 점차 둔화되고 있는 점은 아쉬운 상황이다. 또한 올해 LCD 패널 가격의 하락으로 하이엔드 패널 판가 또한 하락 압박을 받고 있는 상황이다. 이는 패널 업체 수익성에도 부정적인 영향을 일으킬 전망이다.

한편 OLED 패널은 스마트폰, TV 외 이제는 노트북 영역으로의 침투를 시작했다. 그간 OLED는 대면적 노트북 디스플레이로 사용되기에 수율, 번인 현상, 높은 판가 등의 제약 조건이 있었지만 이제는 비용보다 효용이 큰 구간에 진입했다고 판단된다. 이러한 응용처 다변화는 패널 업체의 추가 투자를 가능케하는 요인으로도 작용할 수 있다. OLED는 LCD 대비 자유로운 폼팩터 구현이 가능하다는 점이 강점이다. 이에 따라 슬라이더블, 스트레처블, 롤러블 등 다양한 폼팩터의 디스플레이가 연구되고 있다.

그림19 태블릿, 노트북용 OLED 출하량 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

한편 모바일 세트 선도 기업 애플의 XR 기기 생산 움직임이 관찰되고 있다. 현재로서 애플의 XR 기기는 2023년 4~5월경 공개가 유력한 상황이다. 선도업체의 시장 진출로 XR 산업의 전반적인 성장이 임박했다고 판단된다. 현재 AR·VR·XR 기기로 개발되는 제품들은 대부분 안면에 착용하는 방식으로 설계되고 있다. XR 산업의 개화에 따라 Near-eye 디스플레이 시장 또한 빠르게 성장할 것으로 전망된다. 시정거리가 가까워지는 상황에서는 높은 해상도가 중요한 가치로 부각된다. 이에 따라 CMOS 반도체 기판 위에 유기물을 증착하는 OLEDoS가 새로운 기술로 자리매김할 전망이다. 애플의 XR 기기 또한 TSMC와 Sony의 밸류체인을 활용할 것으로 예상된다.

## Strategy Idea

본 자료의 원본은 2022년 11월 14일 발간된  
[2023년 전망 시리즈 16 - 음식료/유통: 중간은 없다] 임



## ▲ 음식료/유통

Analyst 김정욱

02. 6454-4874

6414@meritz.co.kr

## 2023년 전망 시리즈 16(해설판)

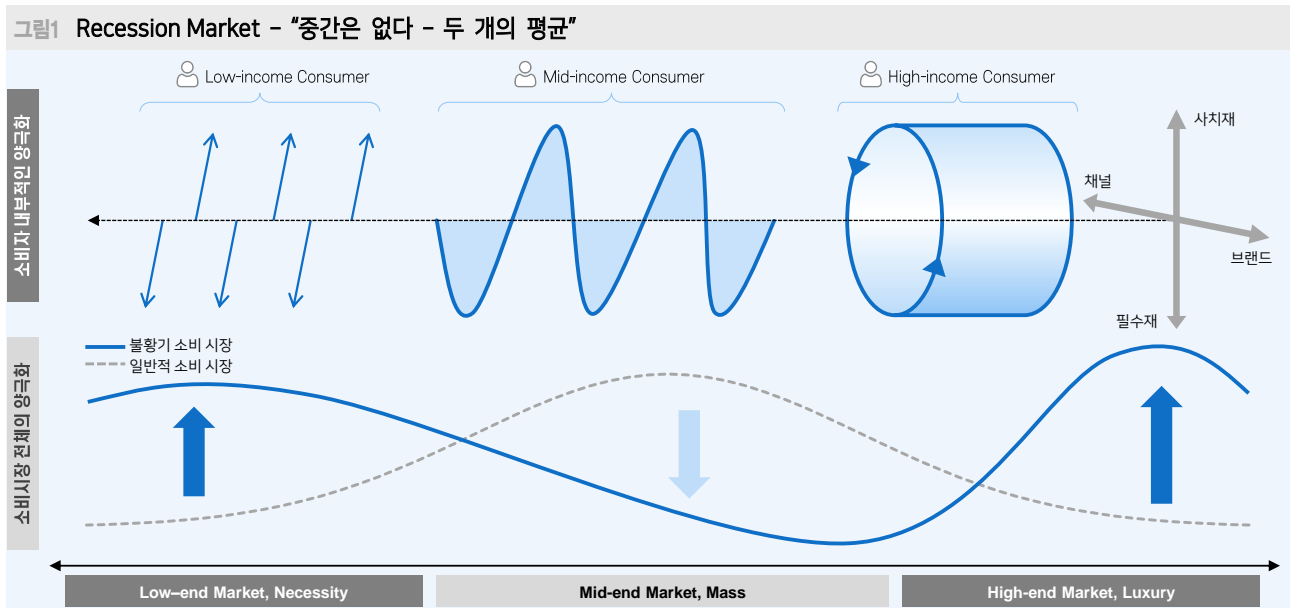
## [음식료/유통] 중간은 없다

- ✓ [중간은 없다 - 두 개의 평균] 불황기 소비 트렌드 계층간 양극화와 개인 소비 내에서의 양극화가 동시에 진행. 중간의 상실, 두 개의 평균 등장
- ✓ [Food Recession Market - 라면/종합식품] 23년 음식료 투자이견 Overweight 제시, 불황형 식품 소비, 내식/외식 공존과 원가 스프레드 개선 기대
- ✓ [Retail Recession Market - 편의점/면세점] 23년 유통 투자이견 Neutral 제시, 불황형 소비 트렌드는 계층 뿐만 아닌 개인 소비 활동 내 양극화

## Part I 중간은 없다 - 두 개의 평균

## 2023년 두 개의 평균 시장 전망

2023년 소비시장은 고물가, 고금리 환경 속 수요 둔화를 전망한다. 특히 저소득층을 중심으로 가치분소득 감소세가 두드러지며 양극화가 가속화되는 가운데, 개인 소비 내에서도 양극화가 나타날 것으로 판단한다. 고소득층의 경우 사치재, 필수재, 채널, 브랜드 측면에서 욕구에 맞는 소비활동을 이어나갈 것으로 보이며, 소득 수준이 낮아질수록 목적 소비가 뚜렷해지는 형태를 보일 것으로 판단한다. 이러한 시장 상황을 종합해 볼 때, 전체 소비 시장은 양극단의 소비가 두터워지는 두 개의 평균을 가진 시장의 형태를 보일 것으로 전망한다.



자료: 메리츠증권 리서치센터

2023년 백화점 실적은 전년도 높은  
기저 효과로 성장 둔화 불가피

2022년 유동성 공급 과잉, 원재료비 상승, 공급망 차질 지속으로 국내 실질 임금  
은 올해 하반기 들어 5개월 연속 감소세로 전환했다. 또한 고물가로 인한 가파른  
금리 인상은 가계 신용 둔화 요인으로 작용했다. 이에 따라 주식, 부동산, 코인 등  
대부분의 자산군들의 가격 하락세가 나타났다. 특이했던 점은 자산 시장 약세에도  
불구하고 올 한해 백화점 실적은 양호했었는데, 소득 기반 매출 성장이 지속되었  
던 것으로 판단한다. 하지만 실질임금 감소세가 지속되는 환경을 고려해 봤을 때,  
2023년 백화점 실적 성장 둔화는 불가피할 것으로 판단한다.

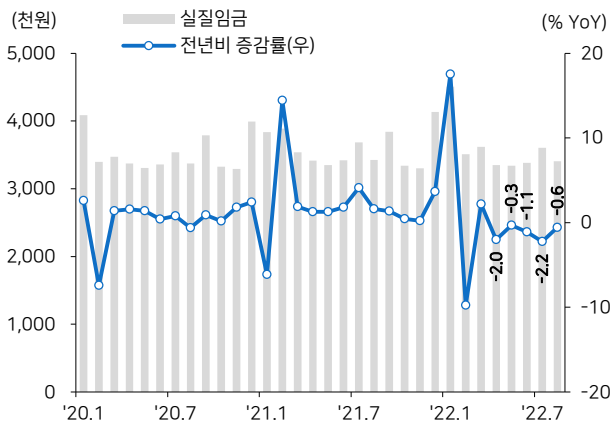
전반적인 소득 수준 약화에도  
불구 FLEX 소비는 유지 중

소득 계층 간의 가처분소득 격차는 확대되었는데, 700만원 이상의 고소득자의 가  
처분소득은 증가세를 이어나간 반면, 100~200만원대의 저소득층 가구의 가처분  
소득은 22년 이후 감소세로 전환했다. 이를 전체 시장 측면에서 살펴보면 상향 평  
준화된 소비 기준의 하향 조정이 불가피함을 시사한다. 그러나 여전히 소득 수준  
이 낮은 20~30대의 FLEX 소비는 지속되고 있다. 네이버 검색 트렌드 기준 '한우  
, '호캉스' 등의 하이엔드 소비는 여전히 20~30대에서 가장 높은 트래픽을 보여주  
고 있다.

중간 위치 소비 축소 및  
극단화된 소비 형태 강화될 것

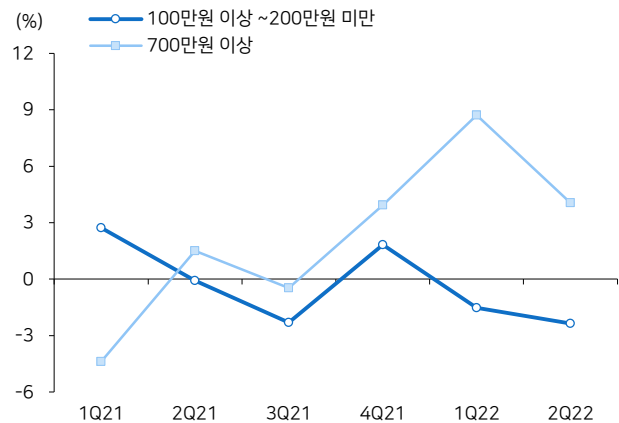
결론적으로 얹어진 지갑에도 불구하고, 상향 평준화된 소비 기준을 충족시키기 위  
해 소비자들은 중간 위치에 있는 소비를 축소하고 극단화된 소비 형태를 강화할  
것으로 예상된다. 이는 유통 채널별 성장률 차이에서도 관찰되고 있는데, 백화점,  
편의점의 매출 성장은 SSM, 대형마트 대비 지속적으로 우위에 있다. 또한 대형마  
트에서도 저가 제품인 PB제품의 경우 다른 상품 대비 높은 매출 성장률을 보이고  
있다.

그림2 국내 실질임금은 5개월 연속 감소 추세



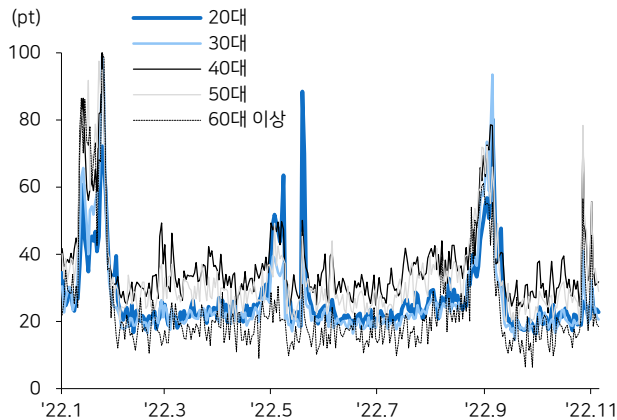
자료: 고용노동부, 메리츠증권 리서치센터

그림3 코로나 기간 동안 가처분소득 증가율 괴리 확대



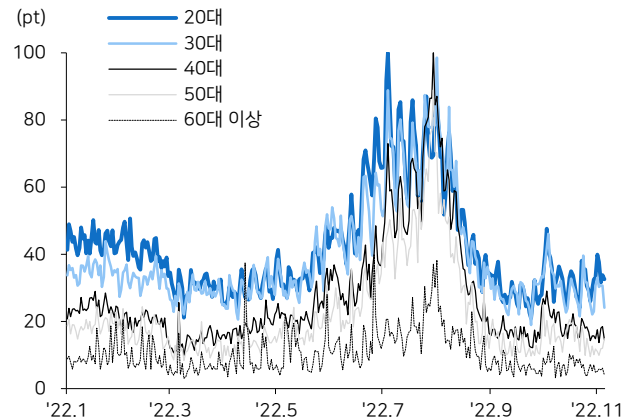
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림4 연령대별 '한우' 네이버 검색 트렌드 20~30대 강세



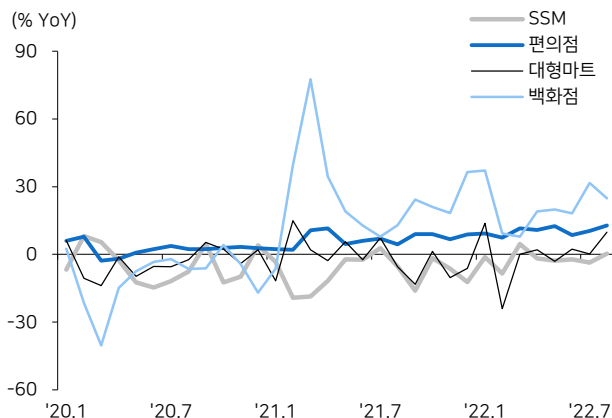
자료: NAVER DataLab, 메리츠증권 리서치센터

그림5 연령대별 '호캉스' 네이버 검색 트렌드 20~30대 강세



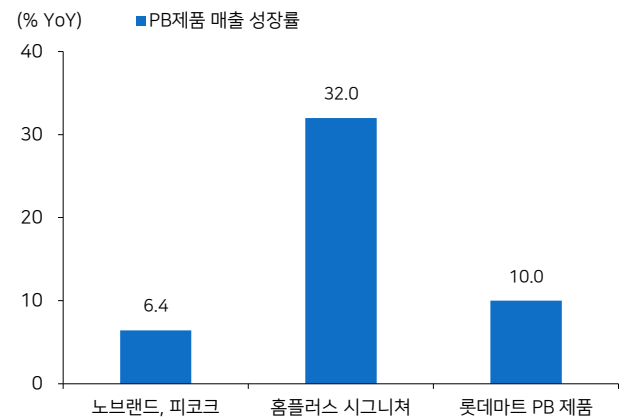
자료: NAVER DataLab, 메리츠증권 리서치센터

그림6 백화점, 편의점 다른 채널 대비 선전



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림7 주요 대형마트 PB제품 매출 성장률 6~30%로 양호



주: 22.1 ~ 22.10 누계 성장률

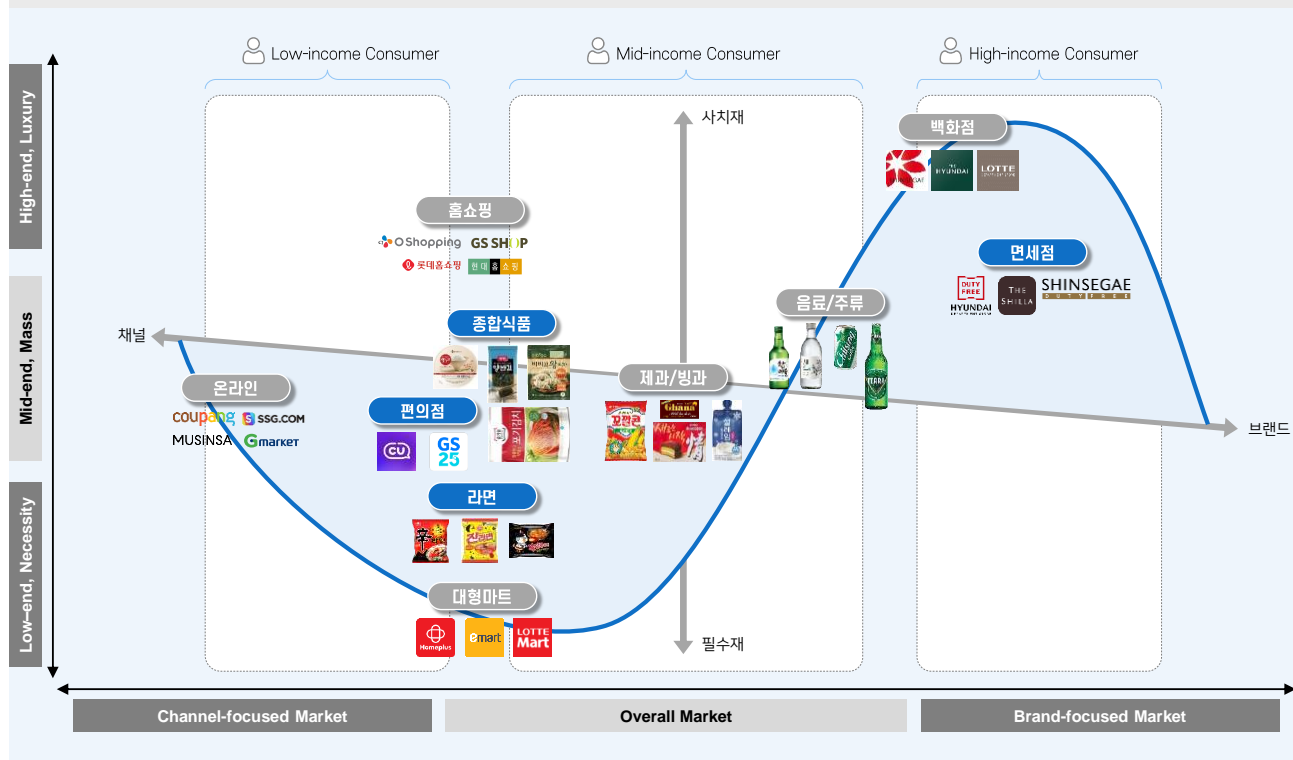
자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

Top Picks, BGF리테일, 호텔신라, CJ제일제당, 농심 제시

이런 트렌드를 종합적으로 고려해볼 때, Top Picks으로 BGF리테일, 호텔신라, CJ제일제당, 농심을 제시한다. 백화점의 경우 전통적으로 불황에 강한 채널이긴 하나, 코로나 기간 동안 유입된 20~30대의 매출 고성장세의 기저효과로 2023년 성장 둔화는 불가피할 것으로 판단한다. 반면에 면세점의 경우 긍정적인 영업환경을 예상한다. 지난 3년간 코로나로 인해 억눌렸던 해외여행 수요를 고려해볼 때, 어려운 경기 환경 속에서도 소비자들의 해외여행 수요는 양호할 것으로 판단한다. 편의점의 경우, 근린형 채널 및 소량 구매 트렌드와 맞물리며 대형마트 역할을 지속적으로 대체할 것으로 판단한다. 음식료의 경우, 라면과 HMR이 외식을 대체할 것으로 판단한다.



그림8 Recession Market – 음식료 라면/종합식품, 유통 편의점/면세점



자료: 메리츠증권 리서치센터

## Part 2 Food Recession Market - 라면/종합식품

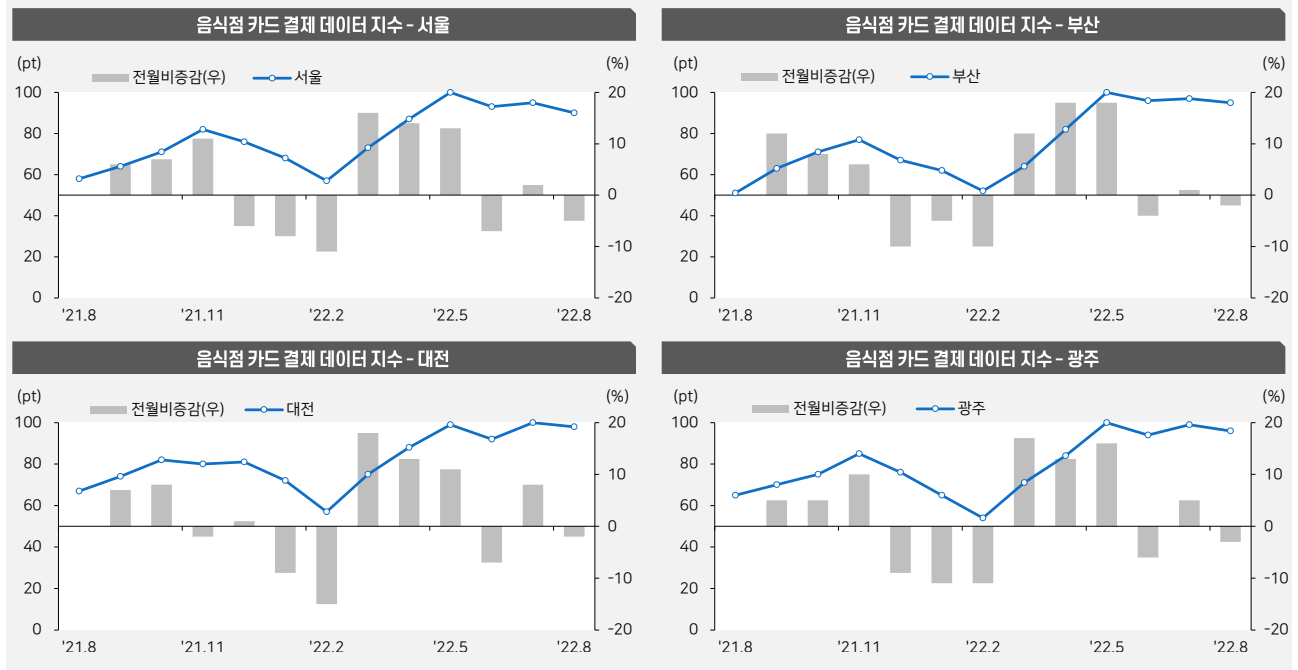
### 2023년 불황형 소비 패턴 부각

식품 시장의 경우, 코로나 발생 이후 배달 시장이 급격하게 성장함에 따라 HMR/내식 실적이 양호했으며, 주류/외식업은 부진한 업황을 경험했다. 백신 보급 이후에는 억눌렸던 주류/외식 수요 부각 및 HMR/내식, 배달 시장이 전년도 높은 기저에 부담을 느끼는 시기였다. 2023년 소비 시장은 불황형 소비 패턴이 부각되며 HMR/내식 수요가 다시 증가할 것으로 예상된다. 다만 고단가의 배달 수요는 둔화되며 HMR/내식 중심의 수요가 양호할 것으로 판단한다.

### 외식에서 HMR/내식으로 수요 이전 부각 예상

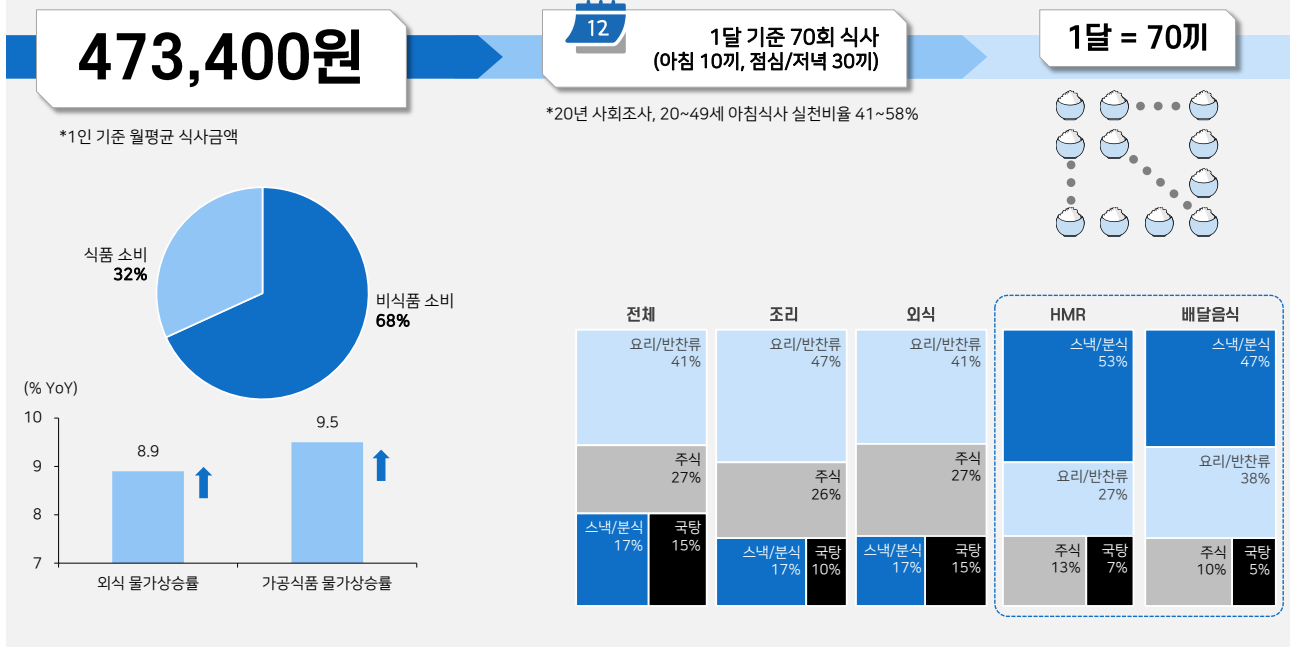
반면 주류/외식 시장은 내식 증가의 반대 급부로 정체된 시장 흐름을 예상한다. 이는 카드 결제 데이터에서도 확인 가능한데, 전국 기준 음식점 카드 결제 금액은 하반기 들어 전월비 성장이 감소세로 전환된 상황이다. 소비자들의 평균 한달 식비가 47만원 수준인 점과 끼니당 평균 물가가 8~9% 상승한 점을 고려 시, 외식에서 HMR/내식으로 이전되는 수요가 부각될 것으로 판단한다.

그림9 지역별 음식점 카드 결제 데이터 지수, 전월비 상승세 지속, 전월비는 정체 국면



자료: NAVER DataLab, 메리츠증권 리서치센터

그림10 가파른 물가 상승, 예산과 끼니 수를 고려한 식품 포트폴리오 구성에 영향



오투기 13년 만에 가격 인상으로  
농심 점유율 하락 우려 해소

라면 시장의 경우 2023년 우호적인 영업환경이 예상되는 가운데, 농심의 경쟁력 부각을 예상한다. 코로나 이후 원부자재 단가의 급격한 상승으로 오투기가 13년 만에 가격 인상을 시행함에 따라 농심과의 가격 격차가 축소됐기 때문이다. 기존에 농심은 경쟁사 대비 높은 제품 가격으로 점유율 하락 우려가 있었으나, 이런 우려가 해소되었다는 점에서 긍정적으로 판단한다.

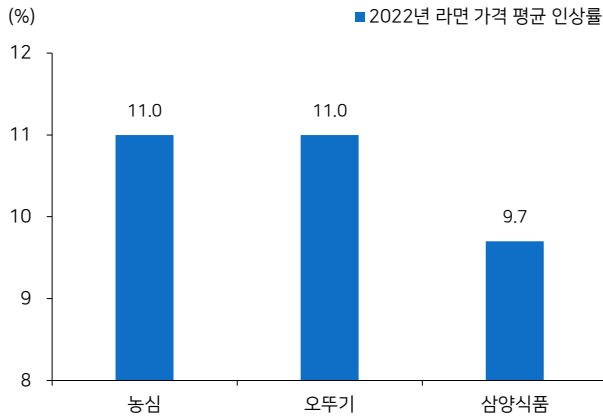
라면 기존 브랜드 라인업 확대 및  
온라인 구매 비중 확대는 상위업  
체에게 유리

라면 시장 경쟁 분위기 변화도 1등 업체인 농심에게 긍정적이라고 판단한다. 코로나 이후 라면 시장 경쟁은 신제품 경쟁에서 기존 브랜드의 라인업을 확대하는 방향으로 전환됐다. 이는 소비자 인지도가 높은 브랜드 포트폴리오를 가지고 있는 농심에게 우호적인 경쟁 환경이다. 또한 라면을 온라인으로 구매하는 비중이 확대되었는데, 온라인 구매의 경우 신제품 구매보다는 기존에 습관적으로 구매한 제품들을 반복적으로 사는 형태가 나타나기 때문에 기존 상위 업체들에게 유리한 상황이라고 판단한다.

내식 수요 확대에 따른 수혜는  
CJ제일제당으로 판단

HMR의 경우 자발적으로 외부활동을 줄이며 내식 수요가 양호할 것으로 예상된다. 맞벌이/1인 가구 증가, MZ세대의 시성비 트렌드도 내식 수요에 우호적 영향을 줄 것으로 판단한다. HMR 내에서 성장성이 기대는 카테고리는 밀키트/간편조리, 국/탕/찌개류이며, 식품업체 중에선 CJ제일제당의 경쟁력이 부각될 것으로 판단한다. 비비고 브랜드 성공 이후, 브랜드 성공 DNA를 다른 카테고리로 확산시키고 있어 성공적인 포트폴리오 확장이 기대된다.

그림11 라면업체들 원가 부담으로 전반적인 가격 인상 단행



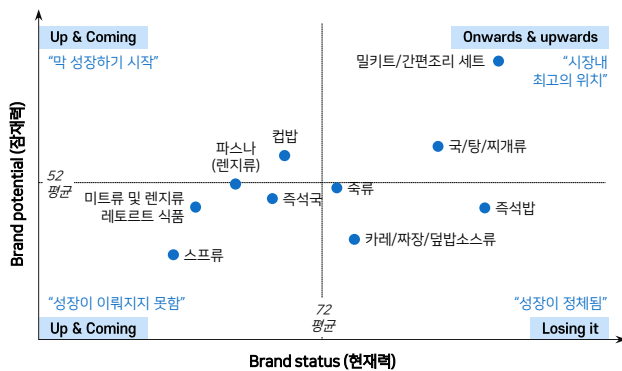
자료: 각 사, 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림12 라면 신제품 경쟁은 기존 브랜드 라인업 확대로 변화



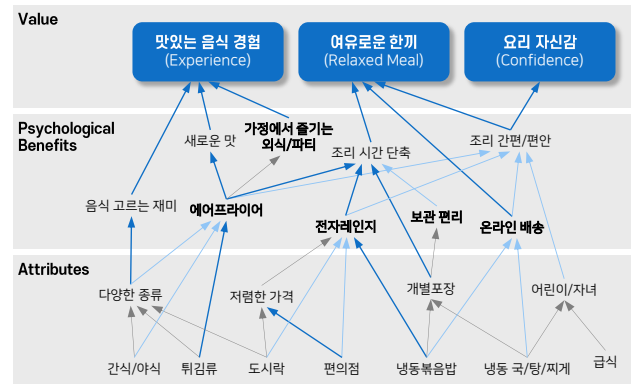
자료: 한국농수산식품유통공사, 메리츠증권 리서치센터

그림13 즉석조리식품 유형별 Life Cycle



자료: 한국농수산식품유통공사, 메리츠증권 리서치센터

그림14 즉석조리식품 조리 시 소비자들 기대 요인



자료: 한국농수산식품유통공사, 메리츠증권 리서치센터

### Part 3 Retail Recession Market - 편의점/면세점

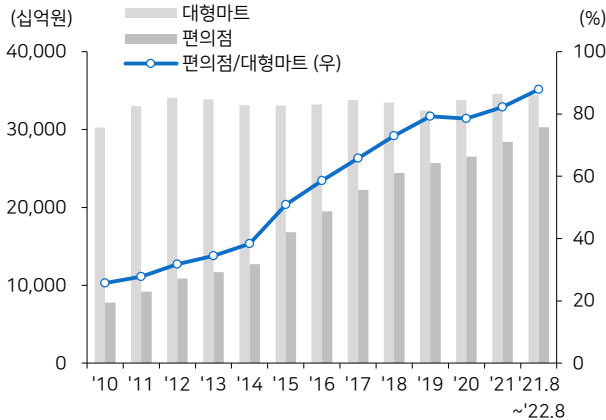
편의점,  
식료품 구매 주 채널로 부각

유통의 경우, 편의점 채널 매출 성장이 지속됨에 따라 2022년 8월 누계 기준 편의점 매출은 대형마트 매출 대비 90% 수준까지 올라온 상황이다. 편의점 구매 건수 또한 SSM과 대형마트의 구매 건수를 지속적으로 상회하고 있다. 이는 장보기 문화의 변화와 관련된 것으로 판단한다. 기존에는 대형마트를 방문해 4인 가족 기준으로 쇼핑하는 문화였다면, 이제는 필요한 물건들을 온라인으로 구매하고 즉시 필요한 물건들은 편의점을 주로 이용하는 형태로 변해가고 있는 상황이다. 이에 따라 편의점이 식료품 구매의 주 채널로서 각광받고 있는 상황이다. 특히 설문조사 결과 연령대가 어릴수록 편의점을 대체할 채널이 없다는 의견이 높았다.

편의점별 소구 상품 차이는  
업체별 차별화 요소로 작용

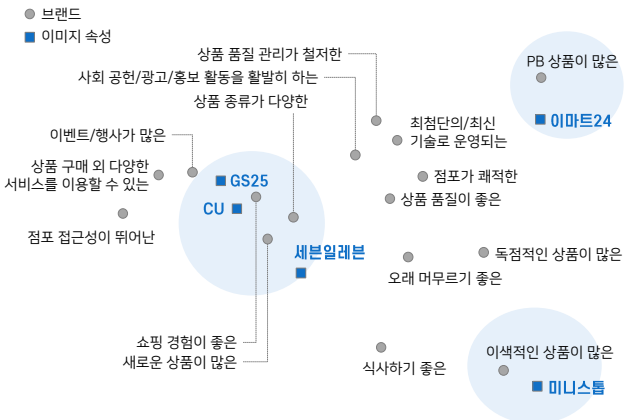
편의점 자체적 경쟁의 경우, CU/GS25의 신제품 경쟁력, 이마트24의 다양한 PB 제품, 미니스톱의 이색적인 상품 경쟁력 등 편의점마다 소비자들이 소구하는 차이점이 있는 상황이다. 편의점 업체마다 소비자들의 요구가 다르기 때문에 업체별 차별화된 경쟁력을 가져갈 수 있을 것으로 판단한다.

그림15 편의점, 장보기 역할 부각되며 대형마트 대체 중



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림16 편의점 업체별, 소비자들의 소구 포인트 차별화



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

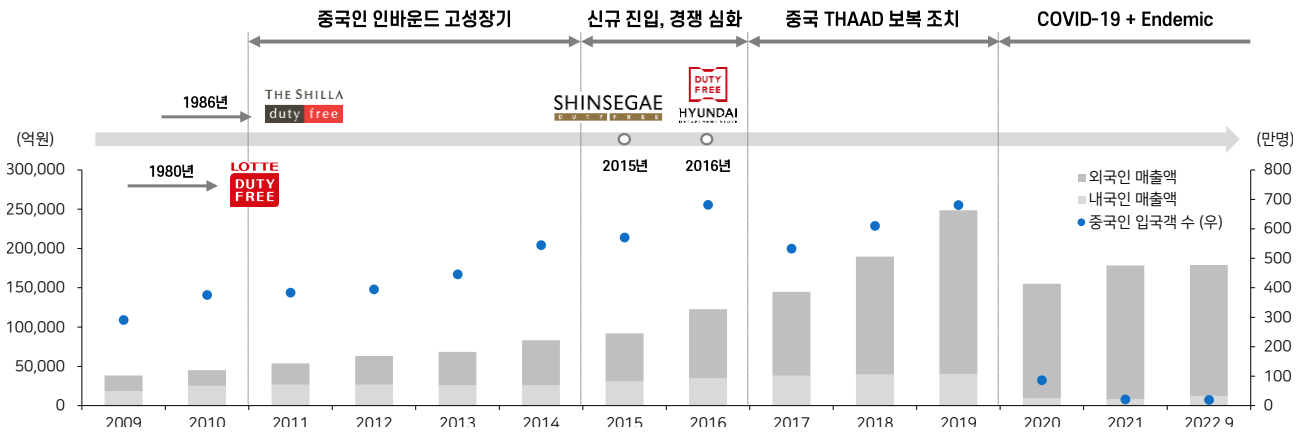
2023년, 면세의 경우  
매출액과 마진을 동반 개선 예상

면세의 경우 국내외 관광객 증가 영향으로 매출액과 마진율이 동시에 개선될 수 있을 것으로 판단한다. 코로나 기간 동안 억눌렸던 수요가 2023년부터는 본격적으로 나타날 것으로 예상된다. 면세업체 내에선 업력이 긴 호텔신라의 경쟁력이 부각될 것으로 판단한다. 2015년부터 신규 경쟁 업체들이 많이 유입되었으나, 2016년 사드사태로 신규 참여자들은 대부분 기업형 다이오 위주의 영업 방식에 특화되어 있는 상황이다. 호텔신라의 경우 초기 면세 사업자로서 개인 고객 영업력에 대한 상대적인 경쟁력이 부각될 것으로 판단한다.

해외 여행 수요는 꾸준히 증가 중

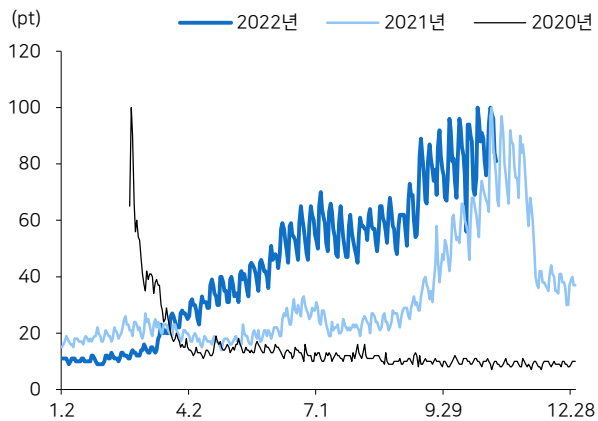
해외 여행 수요의 경우 꾸준히 증가하고 있다. 쇼픽클릭 데이터에서 국내, 해외여행 카테고리 살펴보면, 국내여행은 올해 상반기까지 호조세 이후 약세로 전환한 반면, 해외여행은 빠른 속도로 트래픽이 올라오고 있는 상황이다. 해외여행 항공권 구글 트래픽도 연말까지 계속 올라오고 있는 상황으로 내년 면세 업황의 턴어라운드를 예상한다.

그림17 2023년, 개인 고객 비중 확대 시, 다양한 경쟁 환경 노출 여부에 따라 기업간 경쟁력 차이 부각될 전망



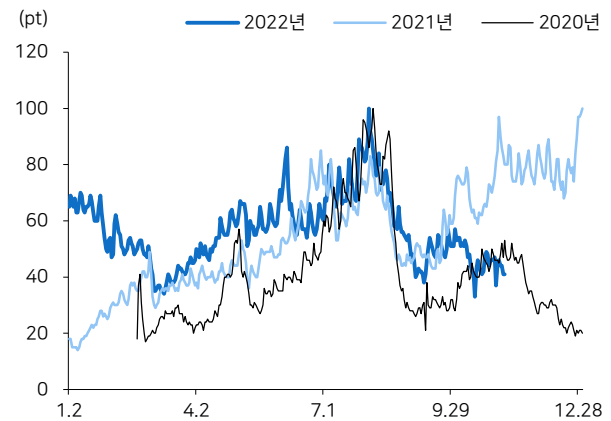
자료: 한국면세점협회, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림18 해외여행 쇼핑클릭 데이터, 22년 상승세 지속



자료: NAVER DataLab, 메리츠증권 리서치센터

그림19 국내여행 쇼핑클릭 데이터, 22년 둔화세 전환



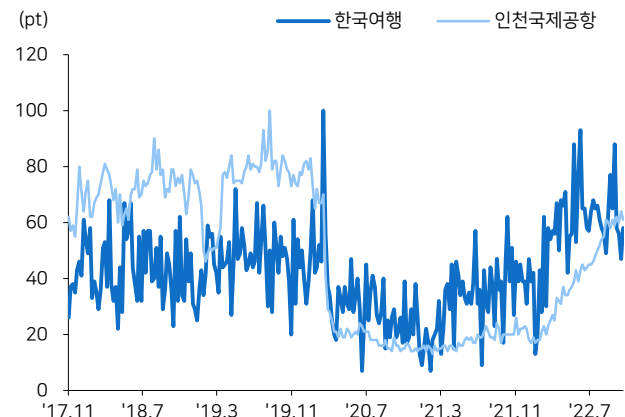
자료: NAVER DataLab, 메리츠증권 리서치센터

그림20 해외여행/항공권 검색 트래픽 뚜렷한 회복세



자료: Google Trends, 메리츠증권 리서치센터

그림21 한국여행/인천국제공항 관련 검색 트래픽 동반 회복



자료: Google Trends, 메리츠증권 리서치센터



## 칼럼의 재해석

임제혁 연구원

## 미국, 확대되는 가계의 이자 부담 (NY Fed)

미국 소비 실질 기준으로도 기존의 추세를 유지하고 있음. 이는 현재 임금 소득 외에도 코로나19 국면에서 축적한 초과저축이 버퍼로 작용하고 있는 가운데, 빠르게 늘어나고 있는 신용카드 리볼빙 대출 등 부채가 소비를 지탱하고 있기 때문. 문제점은 신용카드 대출의 경우 3분기 기준 이자가 16% 수준으로 타 대출에 비해 이자부담이 높고, 변동금리부라는 점

코로나 국면에서 상위층은 소비를 탄력적으로 줄이며 초과저축의 상당부분을 차지. '22년 2분기 기준 중하위 가구는 약 3,500억달러 수준의 초과저축을 보유하고 있는 것으로 추정되는데, 이는 단순 이자비용만 고려해도 내년 상반기 중으로 소진될 가능성. 상위층의 경우에도 초과저축은 지난해 하반기 이후 감소 중. 실직에 대한 우려도 상승하기 시작하며 향후 소비 조절할 것으로 전망

아직까지 초과저축과 견고한 노동시장 바탕 신용대출 연체율은 여전히 낮은 수준. 소비 주축인 상위층의 소비를 바탕으로 전반적인 가미국 소비가 빠르게 위축될 가능성은 제한적. 다만 가계의 높은 이자부담 중하위층의 소비 위축으로 이어지고 있는 것으로 보이며, 긴축 국면에서 상위층으로도 영향력이 확대될 것

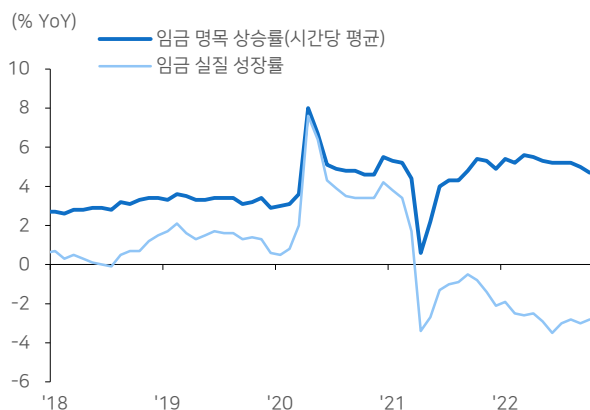
## 미국 높은 물가에도 소비 추세는 유지하고 있어

미국 물가의 하향안정화 기대는 높아졌으나 여전히 7%대로 실물경제에 미치는 부담은 크다. 노동시장은 타이트해 전년동기대비 5%대를 유지하고 있지만 실질 임금 기준으로는 전년대비 줄어들고 있고, 가계의 소비 관련 심리지표들의 위축도 지속되고 있다.

초과 저축과 늘어나는 부채가  
현재의 소비 추이를 뒷받침

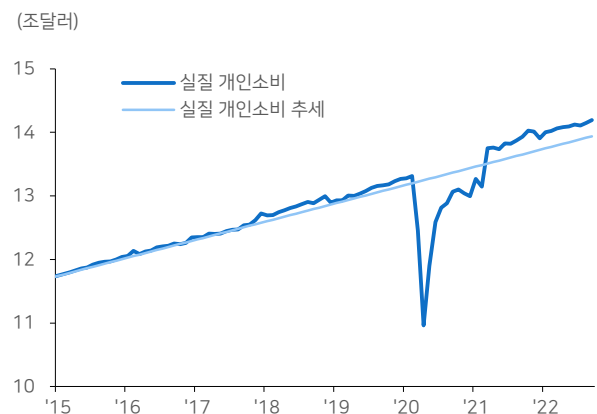
그럼에도 불구하고 미국의 소비는 실질 기준으로도 기존의 추세를 유지하고 있다. 이는 현재 임금 소득 외에도 코로나19 국면에서 축적한 초과저축이 버퍼로 작용하고 있는 가운데, 빠르게 늘어나고 있는 신용카드 리볼빙 대출 등 부채가 소비를 지탱해 주고 있는 것으로 보인다.

그림1 물가, 임금보다 더 빠르게 오르고 있지만



자료: BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 소비는 기존의 추세는 유지



자료: BEA, 메리츠증권 리서치센터

## 소비를 뒷받침하는 대출

리볼빙 신용카드 대출, 소비와  
동행하는 경향

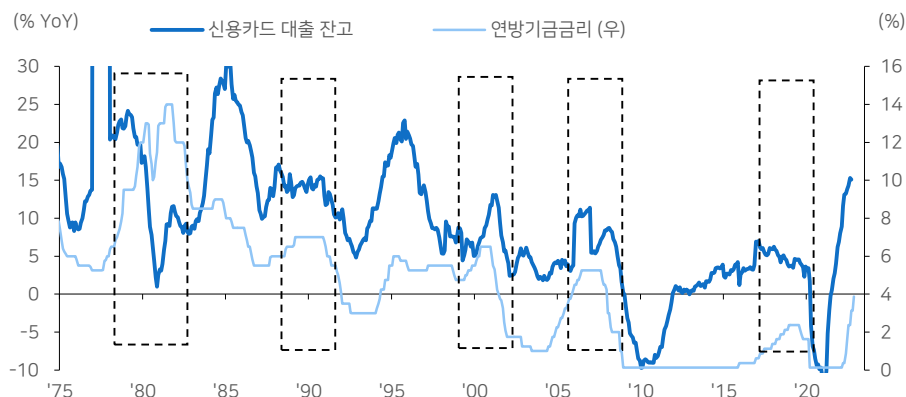
연준의 분기별 신용보고서에 따르면 3분기 신용카드 대출은 전년동기 대비로 15% 늘어나며, 증가세가 가팔라지고 있다. 신용카드 잔액은 새로운 소비를 위한 신규 거래와 상환하지 못해 다음 주기로 이연되는 부채인 리볼빙 대출로 구성되어 있다. 과거 추이를 살펴보면, 금리 인상으로 이자부담이 높아진 상황에서 리볼빙 신용카드 대출의 감소는 소비의 위축과 동행하는 경향을 보인다.

초과 저축, 늘어난 임금 활용하며  
대출 지속적으로 늘어나

이번 코로나 국면에서 가계는 재정을 바탕으로 신용카드 대출을 상환하며 잔고가 빠르게 감소했었다. 이후 재정효과가 줄어들고 물가압력도 높아지자, 3분기 신용카드 대출이 코로나 이전 수준을 넘어서며 재정의 부채를 메꿔주고 있는 것으로 보인다.

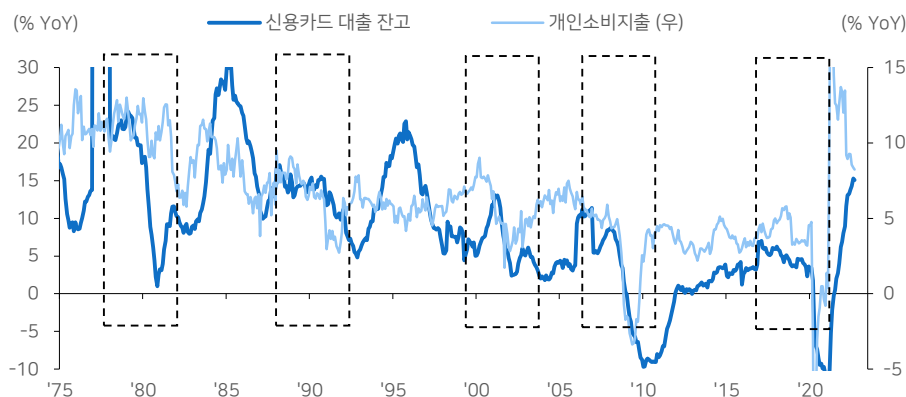
문제점은 신용카드 리볼빙 대출의 경우 3분기 기준 이자가 16% 수준으로 타 대출에 비해 이자부담이 높고, 변동금리부라는 점이다. 높은 이자부담에도 현재까지 대출의 빠르게 증가할 수 있었던 배경으로는 코로나 국면에서 축적한 초과 저축과 견고한 임금소득이 있다.

그림3 긴축 끝자락에서 이자 부담 늘어나며 신용카드 리볼빙 대출 잔고도 줄어



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림4 신용카드 리볼빙 대출의 감소는 개인소비지출과 동행



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

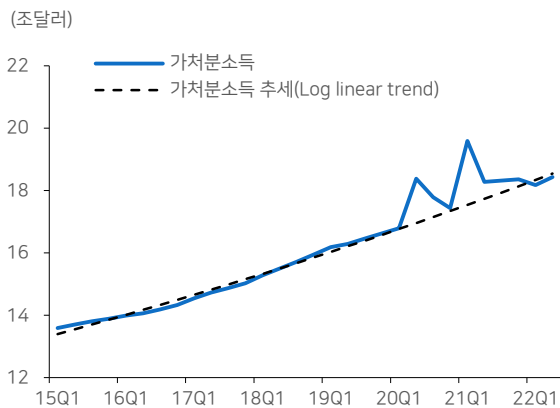
## 쌓아놓은 초과저축으로 대출 유지

코로나 국면에서 정부의 이전소득은 가계의 가처분소득을 증가시켰으며, 반대로 가계 지출은 사회적 거리 두기로 인해 큰 폭으로 줄어들었다. 이로 인해 개인 저축률이 치솟았고, 미국 가계는 2020~2021년 추세를 상회하는 약 2조 2천억 달러의 초과저축을 쌓아놓았다.

### 고소득층 초과저축의 상당부분 차지

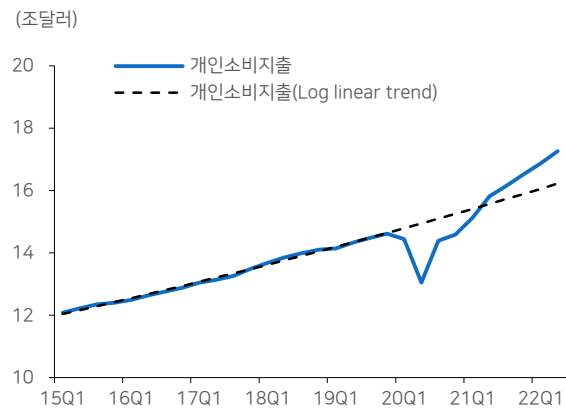
초과저축이 소득분위별로 어떻게 분배되었는지에 따라 소비행태에 미치는 영향이 상이한데, 저소득층의 소비 트렌드가 고소득층보다 여유 재원에 더 민감하게 반응한다. 실제로 코로나 국면에서 이전소득을 바탕으로 저소득층의 소비는 2015~2019년의 기존 트렌드를 상회했었다. 반면 임의소비재 비중이 큰 고소득층은 소비를 탄력적으로 줄였고, 이로 인해 초과저축의 상당부분은 고소득층이 차지하고 있다. 2022년 2분기 기준 중하위 가구는 약 3,500억달러 수준의 초과저축을 보유하고 있는 것으로 추정된다.

그림5 코로나 국면에서 가처분소득 트렌드 상회



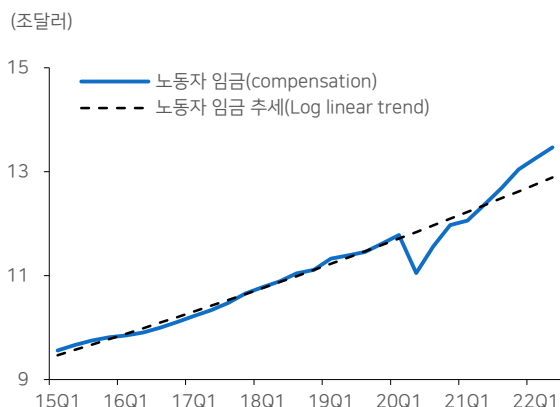
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림6 소비는 줄이며 저축 크게 증가



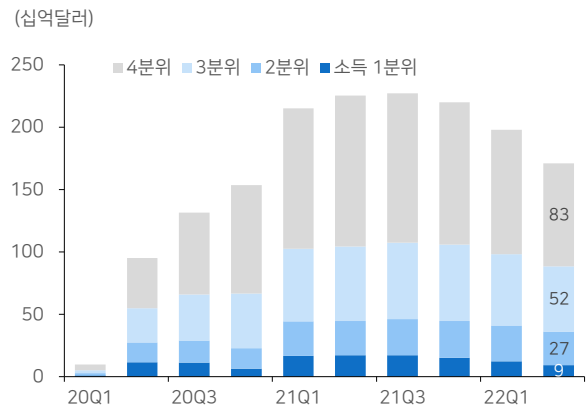
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림7 타이트한 노동여건 바탕 임금 소득은 견조하나



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림8 가파른 물가 상승으로 인해 초과저축 감소 중



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

### 중하위층 중심으로 초과저축 소진되고 있어

이를 가구당 평균으로 계산하면 소득 기준 하위 절반에 속하는 가구는 5,500달러의 초과 저축액을 보유하고 있는 것인데, 리볼빙 잔고는 가구당 평균적으로 2,600달러에 이른다. 이를 바탕으로 3분기 평균 리볼빙 대출 이자비용 16%를 대입해 이자발생 비용만 416달러라고 가정하면, 6월 이후 13~14개월 정도면 초과저축이 소진될 것으로 보인다. 다만 리볼빙 대출 잔고가 빠르게 증가하고 있고, 연준 또한 추가적으로 금리를 올릴 것이라는 점을 감안할 때, 초과저축은 더 빠르게 소진될 가능성이 있다. 또한 소비자 물가 상승률이 임금 상승률을 당분간 상회할 것임을 고려할 때 현재 소비 트렌드 지속될 시 초과저축은 더 빠르게 소진될 가능성이 높다.

현재는 초과저축이 완충재로서의 역할을 하고 있지만 연준의 'higher for longer' 기조 하에서 초과저축이 빠르게 줄어들며 중하위층 중심으로 대출을 늘리기 어려워지고 이는 소비 위축으로 이어질 것으로 보인다.

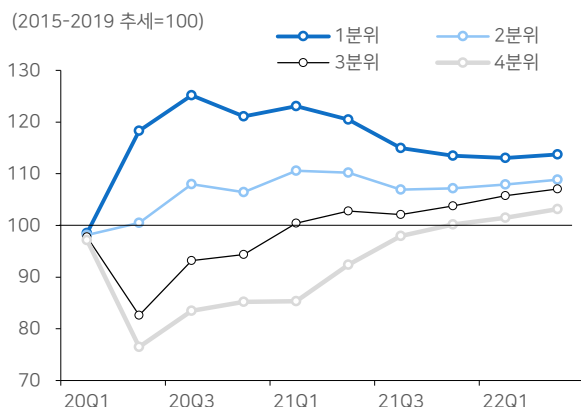
### 이자비용 부담이 덜한 상위층도 초과저축 감소 중

상대적으로 이자비용 부담이 적은 고소득층의 경우에도 높아진 물가에도 소비가 꾸준히 증가하며 초과 저축액은 2분기 기준 996→825억 달러로 전분기 대비 170억달러 줄어들었다. 고소득층 또한 초과저축액이 점차 소진되는 국면에서 임의소비재 소비를 조절해나갈 것으로 예상된다.

### 실직에 대한 우려도 증가

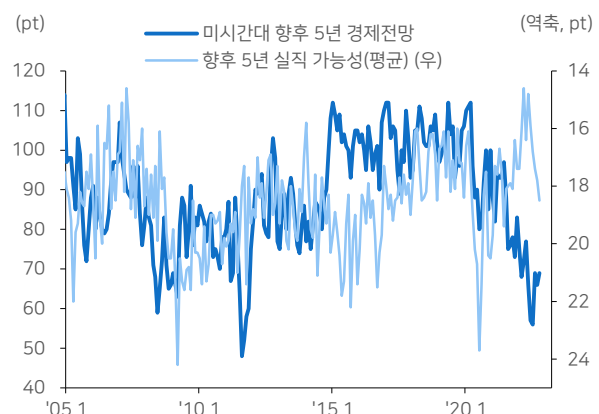
또한 최근 실직에 대한 인식도 점차 변화하고 있는 것으로 보인다. 여전히 노동시장은 타이트하지만 빅테크 기업들 중심으로 구조조정 건수가 늘어나고 있고, 10월 고용에서도 경제활동인구로의 신규/재편입(8.4만 명), 계약종료 및 해고에 따른 실업자 증가분이 16.8 만명을 기록하며 실업률이 3.5%→3.7%로 상승했다. 이를 반영하면서 미시간대학교 소비자 설문조사에도 실직에 대한 우려가 점차 늘어나며 향후 5년 경제전망 지표와의 격차가 점차 좁혀지고 있다. 소진되어가는 초과저축과 실직에 대한 우려는 소비 둔화로 이어질 것으로 예상된다.

그림9 중하위층 중심으로 소비 트렌드 꺾여



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림10 실직에 대한 우려도 점차 커지고 있어



자료: Umich, 메리츠증권 리서치센터

## 아직까지 연체율은 높지 않지만 지켜볼 필요

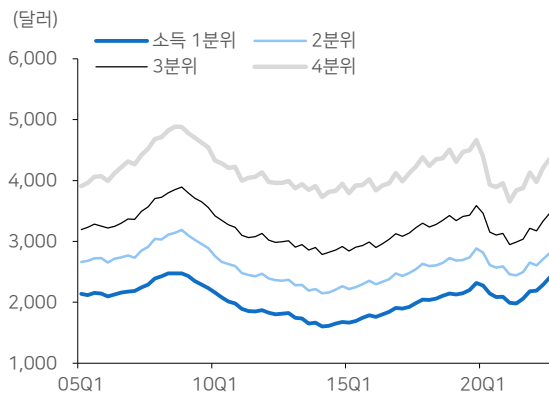
건조한 노동시장, 초과저축 바탕  
연체율은 아직 낮은 수준

이자부담은 늘어나고 있지만, 소득별로 연체율을 살펴보았을 때 저점대비 상승하고는 있기는 하나 과거 추이와 비교 시 여전히 낮은 수준이다. 다만 현재의 증가세가 단순히 과거 수준으로의 회귀인지, 혹은 기존의 수준을 다시 빠르게 상회할 것인지는 추세를 지켜볼 필요가 있을 것으로 보인다.

이자부담 증가하며 상위층의  
소비에도 부담요소로 작용할 것

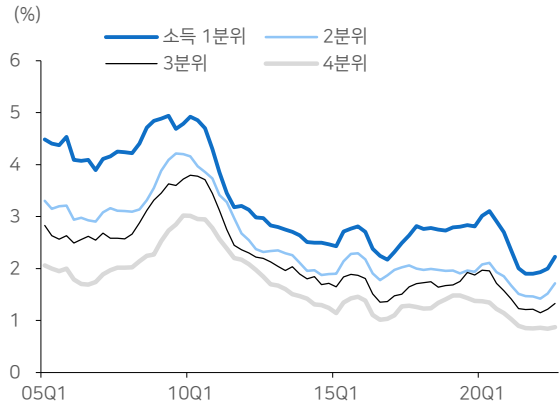
과거 위기국면 대비해서는 여전히 견고한 노동시장과 코로나 국면에서 쌓아놓은 초과저축을 바탕으로 소득 상위층에서의 소비가 지속되며 급격한 소비 위축은 아직 염려할 상황은 아닌 것으로 보인다. 2021년 기준 상위 40% 소득자들은 전체 소비의 61%를 정도를 차지하고 있다. 다만 누적된 부채는 이미 저소득층을 중심으로 소비를 위축시키는 역할을 하고 있는 것으로 보이고, 이자부담이 추가적으로 상승하는 국면에서 상위층으로의 영향력도 점차 확대될 것으로 보인다.

그림11 신용카드 대출 코로나 이전수준으로 회귀 중



자료: Fed, Equifax, 메리츠증권 리서치센터

그림12 소득분위별 연체율은 여전히 낮은 수준



자료: Fed, Equifax, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Balances Are on the Rise—So Who Is Taking on More Credit Card Debt?—NY Fed*