

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 2. 8 (수)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

금리와 나스닥, 그리고 재고

칼럼의 재해석

식품업체, 원가 부담 완화 국면 진입

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

금리와 나스닥, 그리고 재고

- ✓ 2023년 연초 예상보다 강한 위험 선호, 연준 통화긴축 우려 완화와 금리하락의 기여
- ✓ 예상보다 양호한 미국 경제지표 영향 금리하락 주춤해지면서 위험선호 되돌림. 심각한 침체 우려 덜었다고 하나 경기둔화 국면 유지, 남아있는 거시경제비용 부담 및 재고 이슈 주목
- ✓ 연내 과도한 인하기대 경계해야 하나 금리 하향안정 기조의 변화 걱정할 정도는 아냐

2023년 패자부활전? 연초 예상보다 강한 나스닥

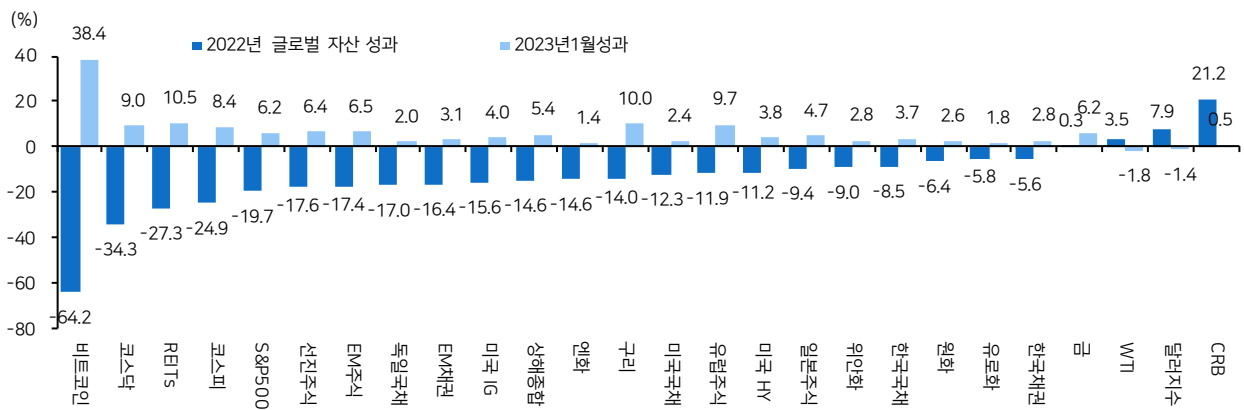
작년 부진했던 자산시장
 연초 위험선호 중심 강세 전환

알려졌듯이 시장의 속성은 '공포와 탐욕(greed & fear)'이다. 2022년은 40년래 최대 인플레이션으로 유발된 급격한 긴축의 공포가 달러를 제외한 대부분 자산수익률을 마이너스로 이끌 정도로 공포가 지배한 한 해였다.

반면, 2023년 1월 출발만 보면 '패자부활전'을 연상하게 한다<그림 1>. 주요국 중앙은행이 긴축의 압박 수위만 낮춘 수준에서도 금리가 하락하고 위험선호가 큰 폭으로 나타났다. 지난해 금리상승에 취약했던 비트코인과 리츠상승이 두드러졌다.

미국증시에서도 유의미한 변화를 살펴보면 나스닥의 선전을 들 수 있다. 연초부터 'chatGPT' 이슈와 함께 비메모리 반도체관련 주가들이 급등했다고 하나, 금리민감도가 높은 나스닥의 강세는 금리 덕(?)을 봤다고 해야 할 것이다.

그림1 승자가 없었던 2022년 자산시장대비 2023년은 1월부터 패자부활전, 어떤 방향이든 변동성과 민감도 매우 높아



자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터(1월 성과는 31일까지 성과)

**금리하락에 따른 나스닥 강세
앞서갔다는 인식에도 기대 유효**

2021년 하반기 미국금리가 바닥을 다지면서 나스닥 정점을 확인했고, 2022년은 연간으로 금리부담을 반영하면서 무너졌다<그림 2>. 당장 실적보다 미래의 기대를 반영하는 성장주의 밸류에이션은 금리 레벨에 따른 비용(cost)과 레버리지 한계를 인정하면서 30%가 넘는 약세를 기록했다.

2023년이 시작되자 물가정점 → 연준 긴축의 속도조정 → 금리변동성 축소 → 유동성의 불확실성 완화 → 위험선호 개선의 흐름이 연초 연출되었다<그림 3>. 특히 지난해 연간으로 선방했던 가치주 중심의 수주&전통 산업이 다수인 다우존스대비 나스닥의 강세가 두드러졌으나, 예상보다 양호한 1월 지표 확인과 함께 이번 주 일부 되돌림이 진행되었다<그림 4>.

주식 스타일투자의 중심인 '가치주 vs 성장주' 싸움은 다시금 연내 금리가 추가로 하락할 수 있을까 여부로 이어진다<그림 5>. 금리에 따른 성장주 스토리는 단순하게 이해되는 부분이 있으나, 반대로 지난해 사실상 조정이 거의 없었던 다우존스 구성 종목들은 올해 경기연착륙과 함께 무탈할 수 있을까도 고민이다.

그림2 미국금리 반락하자 나스닥 반등, 2월에는 일부 되돌림



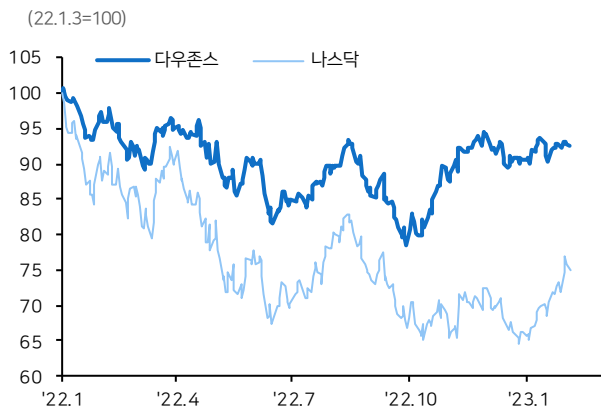
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 '금리변동성 축소=금융환경 위축 완화', 위험선호 일조



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 다우존스(value)대비 약했던 나스닥(growth)의 반전



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 1월 나스닥 강세는 본편이 아닌 시사회로 판단



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 증시, 유동성 기대를 넘어 경기둔화의 부담까지 다 덜었을까?

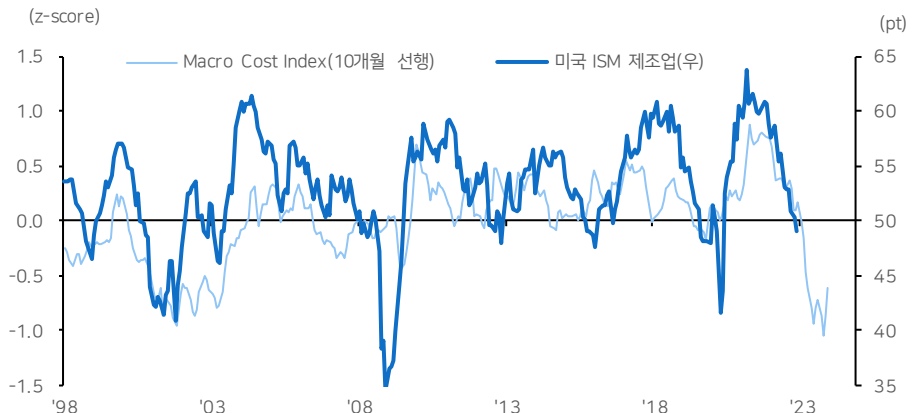
미국 양호한 경기지표의 후행성
높은 비용과 실적부담 해소 필요

연초 non-US 지역의 선전 이후 1월 미국의 양호한 고용과 서비스업 기반으로 실물경제를 둘러싼 침체 우려는 한 풀 꺾인 모습이다. 물가의 하향 안정도 중요하겠으나 주요국의 성장률 전망이 최근 상향되는 등 올해 연착륙을 언급하는 목소리가 높고 있다. 혹자는 미국 경제는 아예 '착륙'을 하지 않을 수 있다고도 한다.

그렇다면 미국까지 가세하여 올해 글로벌경제는 '나쁘지도 않다' 정도일까? 현재 양호한 미국의 소비와 서비스, 고용은 과도했던 정책지원이 만든 시차로 인한 오해가 있다는 생각이다. 팬데믹에도 막대한 재정과 통화정책 지원은 2조달러가 넘는 과잉저축을 만들었고, 미국 가계의 소득은 충격이 아닌 잉여를 들고 왔다.

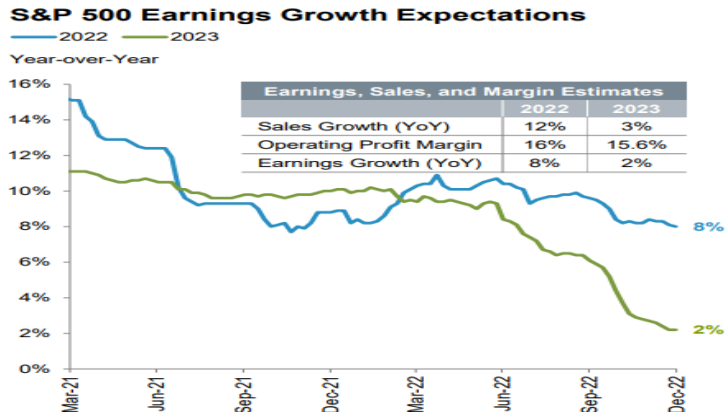
기업들의 구인난에도 일자리를 찾지 않고, 견고한 소비여건을 유지해왔으나 최근 과잉저축 소진과 함께 미국 가계의 일자리를 찾는 노력이 늘고 있다. 사상 최저인 실업수당청구가 양호한 고용도 대변하나, 경제활동참여율 증가와 함께 임금상승 탄력 둔화로 이어지며 노동공급이 늘고 있다는 것으로 해석할 수 있다.

그림6 아직 재고사이클 상 누적된 거시경제비용이 기업활동 위축을 야기하는 구간



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 기업실적 하향조정 압력은 아직 높게 진행 중



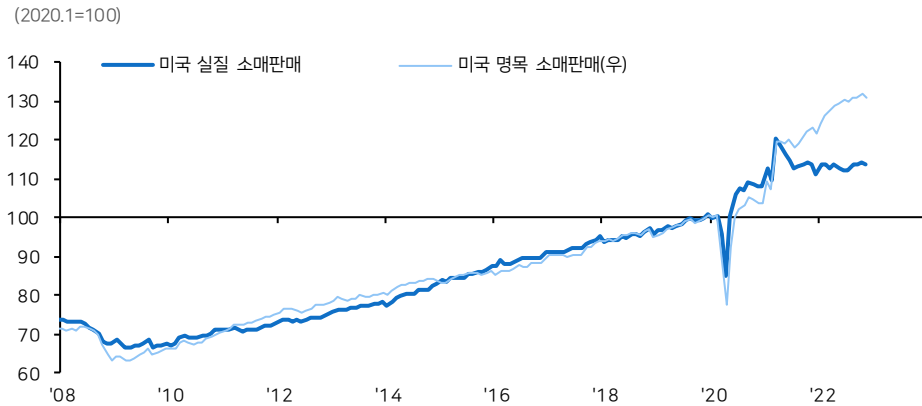
자료: Fidelity 재인용, 메리츠증권 리서치센터

지난해까지 사람을 구하느라 고생한 제조업과 서비스업 기반 기업들은 '재고용'의 어려움을 인식하여 사람을 해고하지 못하고 있다. 반면, 지난해 수익과 주가의 어려움을 겪은 빅테크 기업들과 올해 리스크를 선제적으로 대응한 금융기관의 감원 소식은 연일 뉴스를 자극하고 있다. 막대한 정책지원이 유발한 소득유지의 시차는 가계중심의 미국경제를 지지하고 있으나 기업들의 사정은 달라지고 있다.

우리가 강조해온 기업들의 거시경제부담(금리+원자재+달러)은 재고사이클 감안 올해 상반기 기업활동 위축을 야기할 것이다<그림 6>. 이를 반영하여 미국 기업이 이익(EPS) 전망은 올해 하향조정이 지속되고 있고, 이미 작년 4분기 실적도 서프라이즈 비율이 낮아지고 있다<그림 7>.

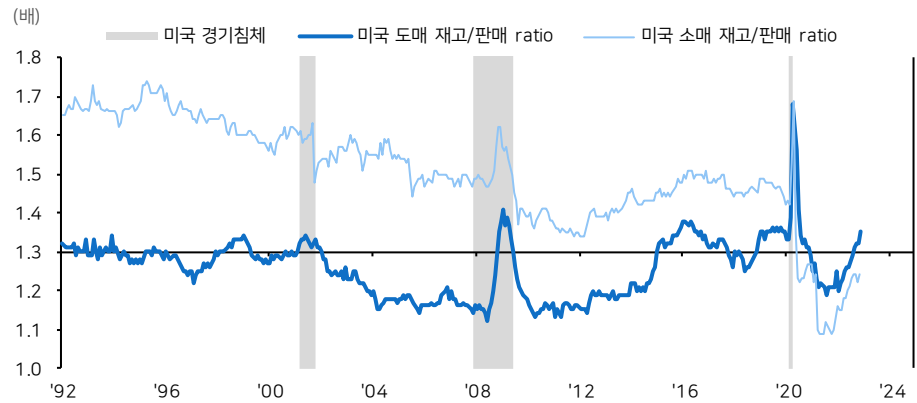
지난해 나스닥의 상대적 약세는 현재 실적을 입증하지 못하는 기업들의 내동댕이로 볼 수 있으며, 다우존스는 당장 이익을 보여줄 있는 기업들의 안정성을 입증했다. 그렇다면 선제적으로 조정을 받은 나스닥대비 견고했던 방어주 성격의 다우존스 편입종목들은 올해 좋을 수 있을지 살펴볼 부분이 있다.

그림8 미국 명목소비는 여러사정으로 높은 편이나 실질소비 강도는 정체



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림9 쌓이고 있는 도매재고부담은 타이트했던 소매재고 증대로 이어질 것



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

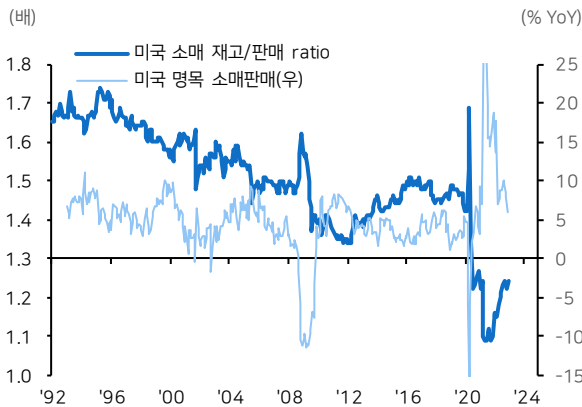
미국 도매재고 상승 또한 재고 사 이클 측면에서 부담요인

미국 소매판매는 높아진 물가여파로 명목상승세는 지속된 반면, 내구재 교체수요가 마무리된 이후 실질기준 소매판매는 지수가 정체된 흐름을 나타냈다<그림 8>. 이는 재화중심의 물가안정과도 연관된 것으로 해석된다.

양호한 소비여건 기반으로 리테일 재고는 1990년대 이후 가장 낮은 수준까지 내려왔다가 최근 바닥을 치고 회복하고 있는 것과 달리 물량기준 소비가 정체되는 현상은 도매업체 중심으로 재고가 쌓이고 있다는 것으로 연결된다<그림 9>. 지난해 높았던 금리와 원자재, 달러강세 부담으로 생산도 부담인데 늘어난 재고를 관리하기 위해서 제조업 기반 기업활동의 위축은 추가로 이어질 수 있다.

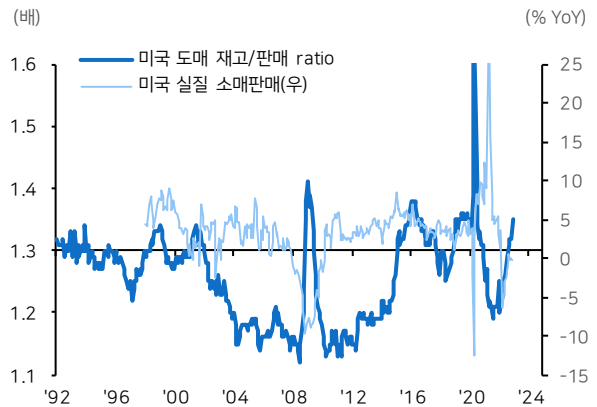
명목 소매판매 증가율 절대 수준이 높은 것은 리테일 재고와 연동되나, 이미 위축된 실질 소매판매는 도매재고의 부담과 무관하지 않을 것이다<그림 11, 12>. 지난해 상반기 월마트와 같은 유통업체들의 재고 부담이 하반기 내구재 업종이 중심이 되는 자유소비재(consumer discretionary) 약세에 영향을 미쳤을 것이다<그림 12>. 이는 재화를 운반하는 컨테이너 운임과 같은 흐름이기도 하다.

그림10 소매재고 부담 적고 명목 소비도 아직은 양호한 편



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림11 도매재고 누적과 실질 소비는 둔화 부담



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림12 2022년 상반기는 유통, 하반기는 자유소비재 약세, 내구재 중심 재화소비 압력 다시 높아지기 쉽지 않을 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연내 미국금리 추가 안정 확인되어야 진짜 성장주 강세

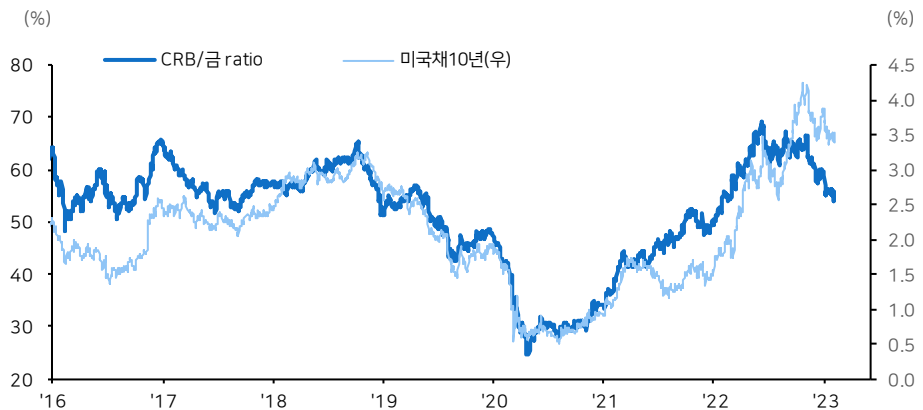
상반기 경기둔화 부담 덜어내고
하반기 유동성 개선 기대

상기한 내용의 결론은 올해 심각한 경기침체가 아니라는 점에서 주식을 중심으로 한 위험자산의 바닥은 확인한 점은 인정하나 최근 과도한 경기개선 기대를 기반으로 한 위험 선호 지속 기대도 경계할 부분을 정리한 것이다. 금리하락에 따른 나스닥반전보다 비용과 재고부담 속에 지난해 양호한 업종이 좋을지 고민이다.

1월 반짝했던 나스닥의 강세를 필자는 영화의 '예고편' 정도로 판단한다. 상반기까지 남아있는 기업활동 위축 → 소비와 고용 둔화 과정에서 연초 반짝했던 위험 선호가 다소 쉬었다가 하반기 기회를 엿볼 수 있는 여지이다. 아직 미국금리 인상이 마무리되지 않을 상황에서 금리인하 기대를 반영한 선부른 기대일 수 있으나 채권 전문가로써 하반기 미국채10년 3.0%까지 추가하락률을 예상하고 있다.

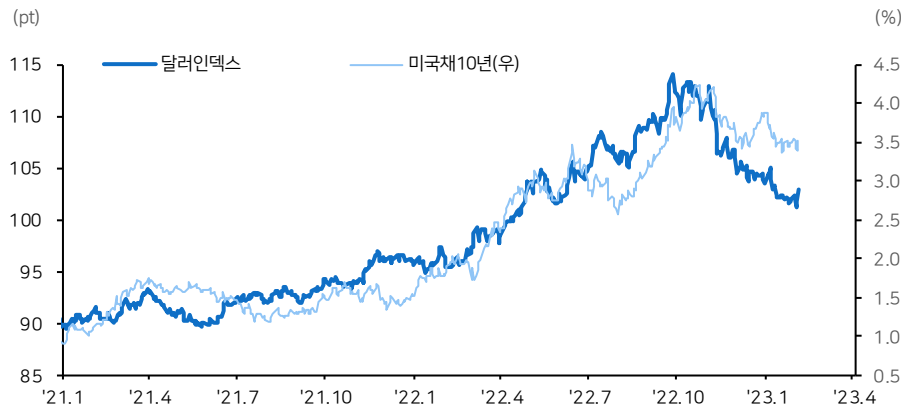
중국 리오프닝으로 글로벌 경제가 양호해지면 다시 인플레이션 부담이 늘고, 글로벌금리 하락은 기대에 그칠 수 있다. 그렇지만 최근 CRB(원자재)/금 ratio에 담긴 기대는 중국 수요로 인한 원자재가격 상승기대는 높지 않다<그림 13>.

그림13 금대비 원자재 약세, 펀더멘탈 상 금리 더 안정될 수 있는 여지 찾기



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 반면 달러강세 주춤, 연준 통화정책 기대 소화거쳐야 추가 하락률 확보할 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

인플레이션 통제되면 미국채10년 3.0%대 반락, 나스닥 상승 지원

양호한 미국 고용과 경기여건이 연준의 정책기대를 일부 자극하면서 미국채2년 금리가 4.0%대에서 4.4%대까지 오르고 달러가 강세를 나타내는 부담이 채권뿐만 아니라 1월에 강했던 위험자산 기대를 조정시켰다<그림 14>.

우리는 올해 3월 연준이 5.00%까지 연방금리를 올린 이후 추가인상은 신중할 것으로 보고 있으나 data-dependent하게 유연성을 가지고 대응할 필요가 있다. 그렇지만 양호한 경기지표가 유발하는 긴축의 강도가 인플레이션 기대를 과거 5년 중기물 기준으로 상단 수준이었던 2.0% 아래로 끌어내린다면, 미국채10년 금리 또한 현재 저항선으로 여겨지는 10년 3.2%를 하회하도록 할 것이다<그림 15>.

주요국 중앙은행들의 긴축이 끝나지 않은 상황에서 완화를 기대하면서 금리가 하락하고 그 기반에 성장주 중심의 위험선호를 이야기하는 것은 앞서간 이야기일 수 있다. 그렇지만 1월 강렬했던 유동성 민감 자산들의 반응은 하반기까지 추가금리 하향안정 기대에 맞춰 다시 강세를 보일 수 있을지가 중요하다.

필자가 자산배분 파트도 겸직하고 있지만 채권전문가 입장에서 단기간 금리하락이 과도한 측면 대비 최근 다시 경기개선 기대도 'too rosy'한 것이 아닐지 경계할 부분이 있다. 올해는 이렇게 남은 인플레이션과 통화긴축의 강도대비 완화에 대한 기대와 금리하락, 성장주 중심의 위험선호가 살아날 수 있을지가 중요하다.

그림15 인플레이션 통제되면 미국채10년 3.0%대 반락, 나스닥 상승 지원



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석 이성우 연구원

식품업체, 원가 부담 완화 국면 진입 (THE WALL STREET JOURNAL)

미국의 슈퍼마켓 체인점인 홀 푸드 마켓은 최근 공급업체들에게 식료품 납품 단가 인하를 요구했다. 미국 인플레이션 상승세가 22년 6월을 기점으로 둔화됐기 때문이다. 코로나 이후 누적된 가격 인상으로 소비자들은 구매를 줄이고, 더 저렴한 상품을 많이 구매했으며, 가격 할인 행사에 민감하게 반응했다.

식료품 가격 상승 폭 둔화의 가장 큰 이유는 원가 부담 완화이다. 흑해 지역 곡물 수출에 대한 일부 노이즈가 있으나, 수출 물량은 정상적으로 진행됨에 따라 곡물 수급 여건이 개선됐기 때문이다. 또한 지금까지 식품 회사와 식당들은 높은 인플레이션에도 불구하고 가격을 인상할 수 있었는데, 소비자들의 저축 및 신용 상황을 고려해보았을 때, 소비 여력이 남아있었기 때문이다. 하지만 최근 들어 미국 소매 판매 성장률이 둔화되고 있으며, 개인저축률은 코로나 이전 수준을 하회하고 있고, 신용카드 연체율은 상승세를 보이고 있다.

다만 필수소비재인 식품업체들의 경우, 이러한 매크로 환경에서 상대적으로 안정적인 투자 대안이 될 수 있을 것으로 판단한다. 미국 경기가 침체 국면에 진입함에 따라 식품업체들의 추가적인 가격 인상은 제한적인 상황이나, 원가율 하락에 힘입어 매출총이익률 개선세가 부각되고 있다. 이러한 트렌드는 곡물 수급 환경 안정화에 따라 23년 연간으로 지속될 것으로 판단한다.

식품업체, 원가 부담 완화 국면 진입

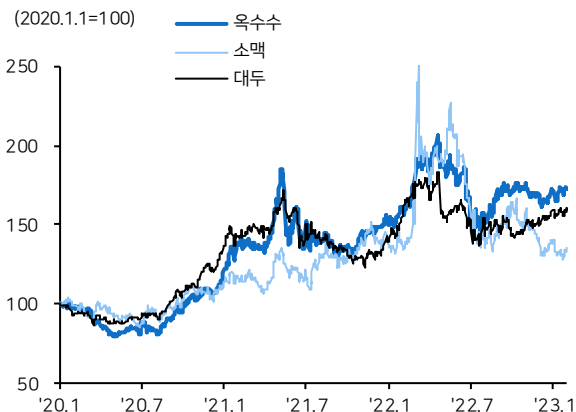
홀 푸드 마켓, 식품 공급업체에게 식료품 단가 인하 요구

미국의 슈퍼마켓 체인점인 홀 푸드 마켓은 최근 공급업체들에게 식료품 납품 단가 인하를 요구했다. 미국 인플레이션 상승세가 22년 6월을 기점으로 둔화됨에 따라 납품 단가 인하를 요구한 것이다. 그동안 식품업체들은 운송비, 인건비, 생산 비용 증가 등을 이유로 도매 가격 인상을 추진해왔고, 이는 소매 가격 인상으로 귀결됐다. 코로나 이후 누적된 가격 인상으로 소비자들은 구매를 줄이고, 더 저렴한 상품을 많이 구매했으며, 가격 할인 행사에 더 민감하게 반응했다.

미국 경기 냉각 국면 진입

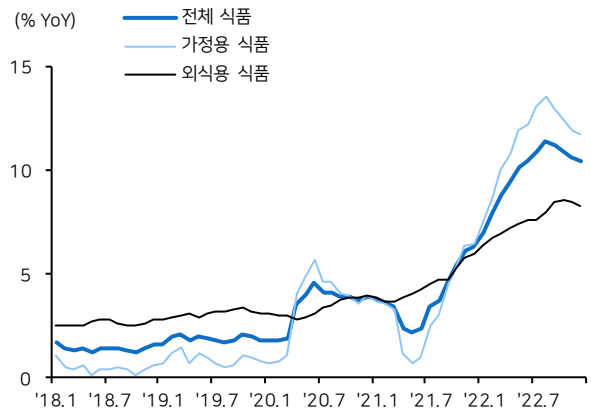
하지만 연준의 지속된 금리 인상으로 인플레이션이 둔화되기 시작했으며 미국 경제가 냉각의 조짐을 보이고 있는 상황이다. 식료품 가격은 여전히 오르고 있는 상황이나 10월 +12.4%, 11월 +12.0%, 12월 11.8% YoY 상승으로 증가율 강도는 둔화되고 있다.

그림1 주요 곡물 가격 22년 하반기 이후 안정화됨에 따라



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 식료품 가격 인상 속도는 둔화 국면 진입



자료: U.S Bureau of Labor Statistics, 메리츠증권 리서치센터

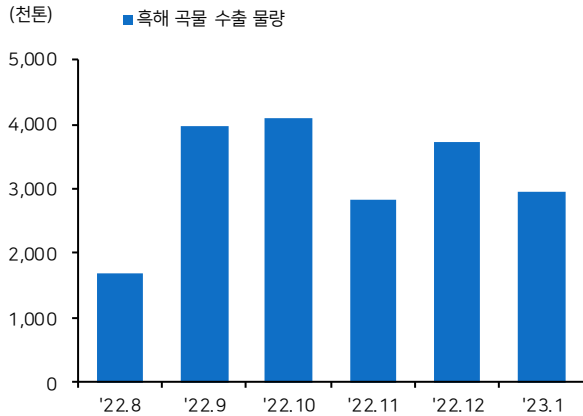
식료품 가격 둔화 중,
곡물가 하락으로 원가 부담 완화

식료품 가격 둔화의 가장 큰 이유는 원가 부담 완화이다. 주요 곡물 가격이 하락세를 지속하고 있는 상황이며, 물류 비용도 감소함에 따라 식품업체들의 전반적인 원가부담이 완화되고 있다. 흑해 지역 곡물 수출에 대한 일부 노이즈가 있으나, 수출 자체는 원활히 진행되고 있는 상황이다.

추가적인 식품 가격 인상은
제한적인 상황

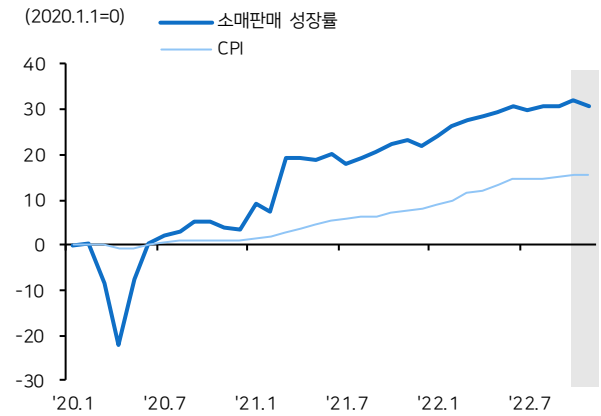
또한 지금까지 식품 회사와 식당은 대부분의 소비자들이 식품 가격이 1년 전보다 더 비싸다는 사실에도 불구하고 기꺼이 지불했기 때문에 가격을 인상할 수 있었다. 인플레이션에도 불구하고, 정부 부양책에 따른 높은 저축률과 값싼 신용을 활용한 소비 여력이 남아있었기 때문이다. 하지만 최근 들어 미국 소매 판매 성장률이 둔화되고, 개인저축률은 코로나 이전 수준을 하회하고 있으며, 신용카드 연체율은 상승세를 보이고 있다.

그림3 흑해 지역 곡물 수출은 협정 이후 원활히 진행 중



자료: UN Black Sea Grain Initiative, 메리츠증권 리서치센터

그림4 CPI 상승 지속됨에 따라 소매판매 성장률 둔화 시작



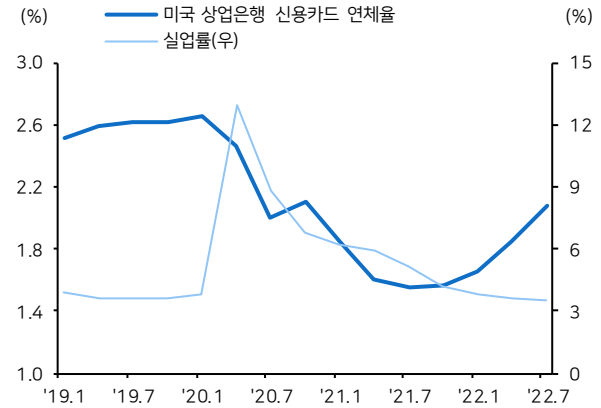
자료: U.S. Census Bureau, U.S. Bureau of Labor Statistics, 메리츠증권 리서치센터

그림5 저축률은 코로나 이전 수준을 하회



자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 신용카드 연체율은 21년 하반기 상승세 전환



자료: U.S. Bureau of economic analysis, 메리츠증권 리서치센터

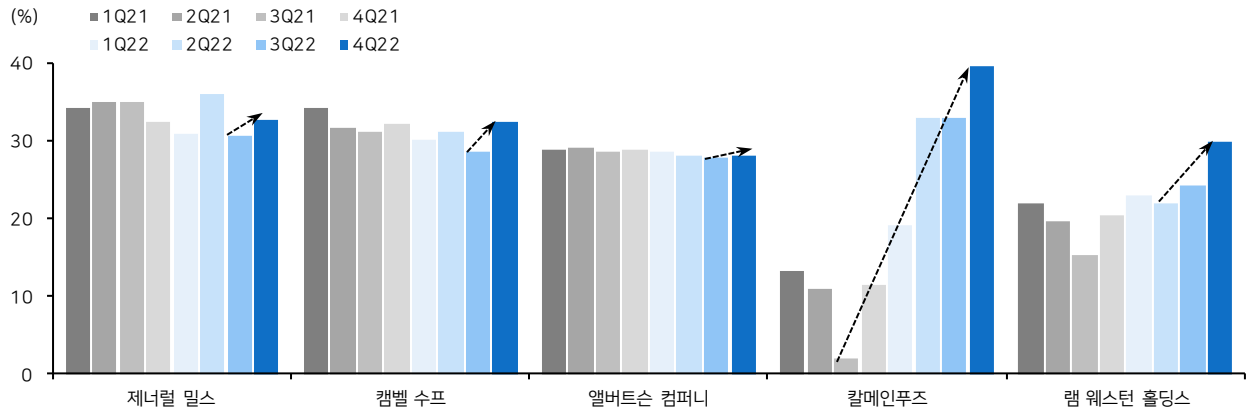
저소득층 중심,
구매력 약화 부각 전망

이러한 소득 위축 국면은 소득수준이 낮을수록 강하게 다가오고 있는 상황이다. 이에 따라 저소득층 중심으로 구매력이 크게 약화됨에 따라 미국 소비 둔화 국면은 당분간 지속될 것으로 판단한다.

필수소비재, 경기 둔화 국면
매력도 상승 판단

다만 필수소비재인 식품업체들의 경우, 이러한 매크로 환경에서 상대적으로 안정적인 투자 대안이 될 수 있을 것으로 판단한다. 미국 경기가 침체 국면에 진입함에 따라 추가적인 가격 인상은 제한적인 상황이나, 원가율 하락에 힘입어 주요 식품 업체 중심 매출총이익률 개선세가 부각되고 있다. 곡물 수급 환경 안정화에 이러한 트렌드는 23년 연간으로 지속될 것으로 판단한다.

그림7 미국 식품 업체들 중 4분기 실적 발표한 F&B 업체들, GPM 개선 추이 뚜렷



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: Whole Foods Asks Suppliers to Lower Prices(The Wall Street Journal)