

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 3. 16 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

중요한 것은 쓸리지 않는 마음

오늘의 차트

원화는 왜 1,300원을 깨지 못할까

칼럼의 재해석

플로리다에는 더 이상 오렌지가 없습니다

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

중요한 것은 쏘리지 않는 마음

- ✓ 미국 경기 및 물가 진단에 따라 미국의 통화정책 기대가 분기도 월간도 아닌 주간 단위로 급변. 통화정책의 높은 불확실성 및 과도한 긴축우려가 수면아래 금융불안을 증대 시킴
- ✓ No landing을 근거로 이달 50bp 인상 및 터미널 레이트 5.75% 이상 전망도 과한 부분이 있었으나 SVB 파산으로 이달 동결 및 6월 피벗 기대 또한 과한 부분 존재. 현재는 실물경제 견실함과 금융불안 사이에서 정책대응의 신중성에 맞춰 중심을 잡고 가야할 시점
- ✓ 3월 FOMC 25bp 인상 및 터미널 레이트 5.5% 전제 하에 금리변동성 축소 주목해야

SVB 파산, 시스템 리스크보다는 잠재된 금융불안 정도의 확인

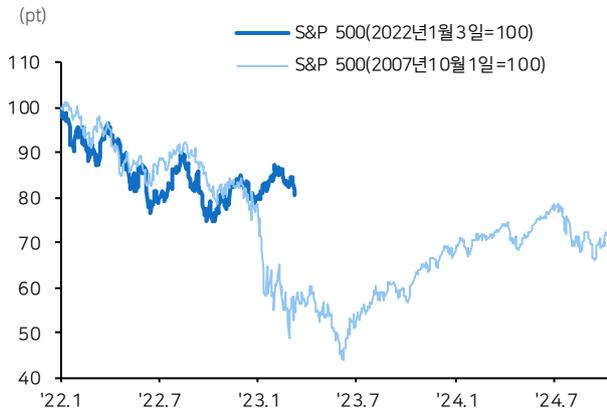
금융시장 변동성 확대

필자는 북(book)을 보유한, 다른 말로 시가에 노출된 사람은 아님에도 현재 시장 상황에 적잖이 당황스럽다. 올해는 작년처럼 일방향적으로 터지는 시장은 아닌 대신 '레인지 장세' 속에 왕복 달리기 or 시소게임을 잘해야 한다고 주장했다. 그런데 현재 금융시장 변동성은 투자자들이 대응할 수 있는 수준을 넘어서고 있다.

통화정책 전망 또한 뒤바뀔 심해

불과 1분기 전인 작년 4분기만 해도 올해 hard landing을 걱정하면서 긴축 여건 완화를 기대했던 금융시장이다. 올해 1분기에 들어와서는 양호한 미국경제 지표를 두고 no landing을 언급 추가 긴축부담을 호소했다. 그러더니 이제 실리콘밸리 뱅크(SVB) 파산을 두고 다시 통화정책 기조 완화를 이야기한다. 분기도 아니고 월간을 넘어서서 이제는 주간단위로 매크로 상황이 변하고 있다.

그림1 2008년 금융위기 전까지 주가패턴과 이번국면 달라



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 저신용 채권 위험도 올라도 시스템 걱정할 단계 아냐



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

말그대로 매크로(macro)는 경기의 큰 틀로 펀더멘탈로도 불리는데, 이러한 경제 근간이 이리 쉽게 흔들리는 국면에서 투자를 한다는 것이 쉽지 않다. 안전자산인 채권부터 높은 변동성 속에 흔들리고 있고, SVB 파산의 원인이 채권에서 발생한 '미실현 증권손실'이라는 점은 시사하는 바가 크다.

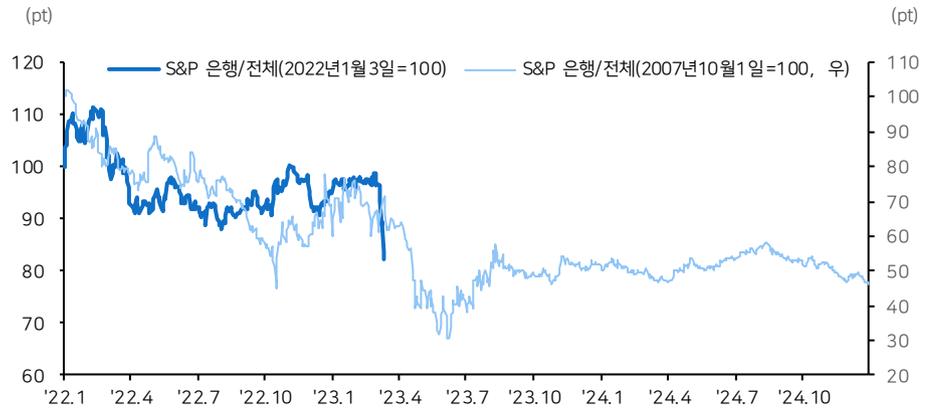
**SVB파산으로 인한 시스템 리스크
당장 걱정할 수준은 아니나**

상당한 긴축이 진행된 이후 금융시장의 패턴만 놓고 보면, 일각에서는 현재 위험이 2008년과 유사할 수 있다는 우려를 하는 듯 보인다. 그렇지만 <그림 1, 2>에서 보면 대표적인 위험자산인 주가와 하이일드 스프레드의 수준은 전반적인 시스템 위기를 걱정할 수준은 아니다. 그렇다면 안심할 수 있는가?

**향후 금융기관의 유동성 문제
극복 여부 살펴볼 필요**

당장 금융기관은 안전하다고 여겨진 채권에서 발생한 평가손실과 유동성 문제를 어떻게 극복할 수 있을지와 추가전이 여부를 따져야 한다. 당장 미국 증시가 반등했다고 하나 금융주의 상대적 약세는 소형은행 중심 심화되고 있다<그림 3~5>. 하루 자산가격 반응만 두고 예단할 수 있는 영역이 아니다. 이번 국면이 2008년과 유사하면서도 다른 점들을 점검해 나갈 필요가 있다.

그림3 그러나 문제의 발단인 금융기관에 대한 신뢰성 회복은 시간이 필요할 것



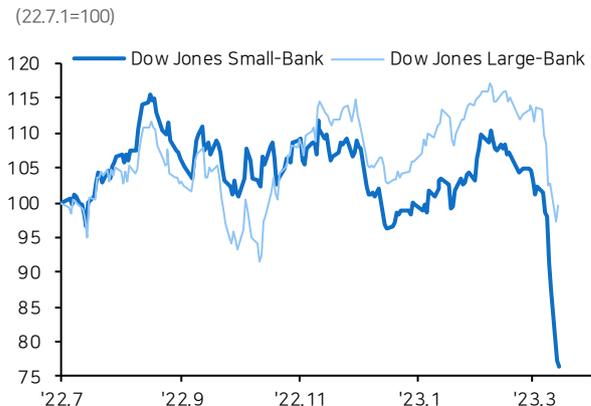
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 금리방향에 민감한 은행 주가, 금리임계치에서 총격



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 대형은행보다 소형 은행 리스크 높게 평가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이번 국면이 2008년과 유사하면서도 다른 여건 점검

금융위기 당시 환경과 유사한 측면 있어

SVB 파산 소식을 듣자마자 많은 분들이 떠올린 단어는 '리먼브라더스 파산'일 것이다. 사이즈나 사태의 심각성을 놓고 보면 비교할 수준일까 싶지만, 현재 주어진 환경의 일부가 당시와 유사성이 존재하기에 투자자들의 예민함은 높다.

장기간의 저금리 환경 지속 및 가계부채 확대된 점 유사

2008년 금융위기 이전 핵심 출발은 2000년 닷컴버블 붕괴 이후 2003년 차이나 쇼크까지 미국이 장기간 저금리 환경을 유지했고, 부동산 중심 가계부채의 확장이 컸다는 것이다. 때문에 당시 연준의장인 그린스펀은 연방금리를 2004년 6월 시작해서 2006년 7월까지 1.00% → 5.25%로 인상했다.

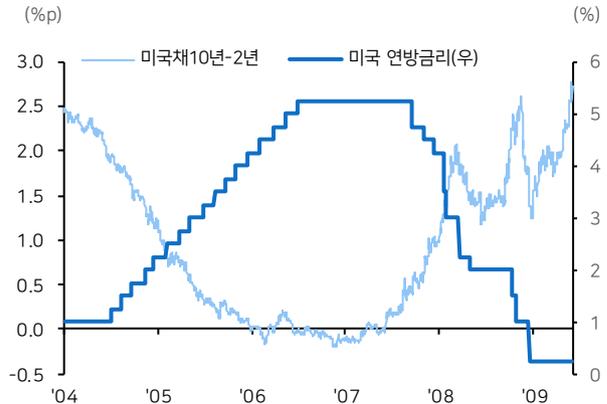
단기금리는 통화정책을 따라 움직였으나 10년 국채금리를 중심으로 장기금리는 미국 성장성 등을 고려해서 저금리 구간에서도 레벨을 지키면서 통화정책 충격이 상대적으로 제한적이었다. 장단기금리차는 점진적으로 줄었고, 연준의 베이스스텝은 주식시장에 미치는 부담도 제한적인 듯 보였다. 금융환경도 긴축기간 완화적 환경이 잘 유지되었다. 적어도 2006년 버냉키 취임까지는 그랬다.

그림6 2008년 위기 이전에 연준은 금리를 선제적 낮추었다



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 통화정책 전환에 따른 장단기금리차 확대에도 충격



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 증시는 통화정책 민감하지만 정책의 본질은 아닌 듯



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 핵심은 금융환경의 위축 여부, 이번 국면도 중요



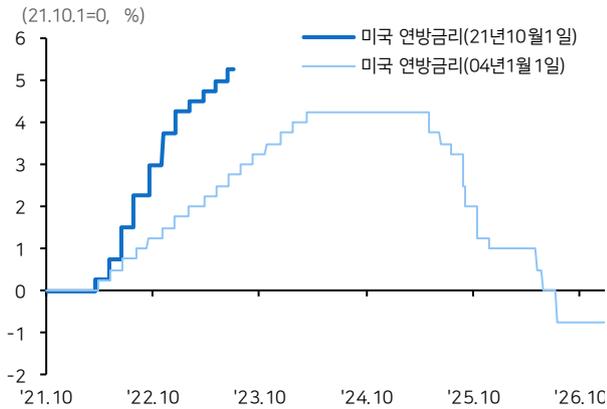
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**'07년, 높은 연방금리 지속되며
가계 신용에서 문제 발생**

2007년까지 5%대 높은 연방금리를 1년 정도 유지하는 기간에 모기지를 중심으로 한 가계 신용에 문제가 발생하기 시작했다. 2007년 4월에 뉴센츄리 파이낸셜의 파산을 시작으로 하반기에는 비엔피 파라마 펀드환매 중단과 컨트리와이드 파이낸셜 등 중견 금융기관의 파산이 이어졌다. 연준이 생각보다 빠른 2007년 하반기부터 금리인하 시작해서 베어스탠스 파산 확인까지 5.25% → 2.00%까지 낮추었음에도 그해 9월 리먼은 파산했고 금융환경은 급격히 위축되었다.

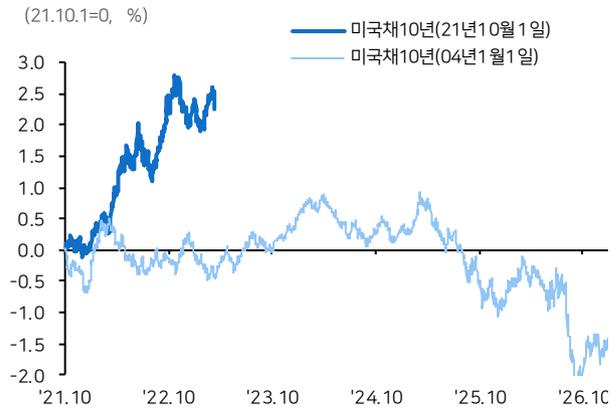
사실 이번 국면에서 가장 큰 유사점은 연준의 통화긴축 부분일 것인데 펜데믹 당시 완화정도가 과도했다고 하나 2004년 인상기는 2년간 베이비 스텝으로 400bp를 올렸던 것 대비 이번은 1년간 500bp 가량을 높였다는 점에서 긴축의 강도가 과하다<그림 10>. 시장금리 또한 연방금리를 쫓아 미국채10년이 0.5%까지 하락했다가 4%대까지 올라왔으니 안전한 국채라고 해도 평가손에 따른 부담이 2008년 위기 국면과는 다르다<그림 11>. 주식시장은 강한 긴축으로 인해 약세 흐름이 이전보다 선제적으로 진행중이며<그림 12>, 장단기금리차 축소를 넘어 역전의 강도 또한 2008년 금융위기와 유사한 듯 보이지만 다른 점이다<그림 13>.

그림10 2008년 위기국면보다 빠르게 강한 통화정책 부담



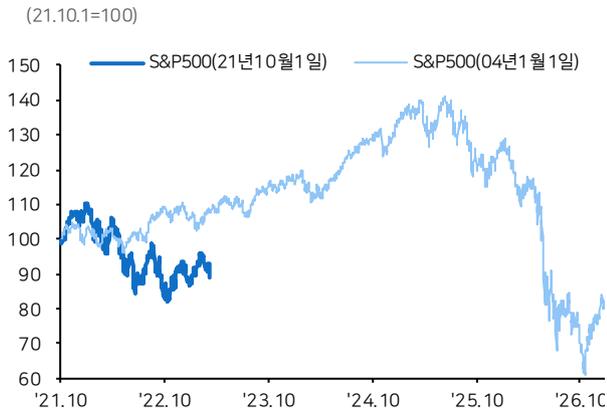
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 인상시작 후 시장금리 상승부담 2008년보다 높아



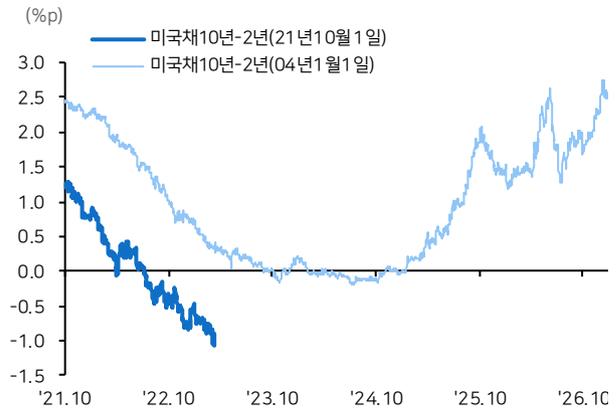
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 강한 긴축 부담으로 주식시장 약세 역시 빨라



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 장단기금리차 역전 속도나 폭이 깊다는 점도 고려



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

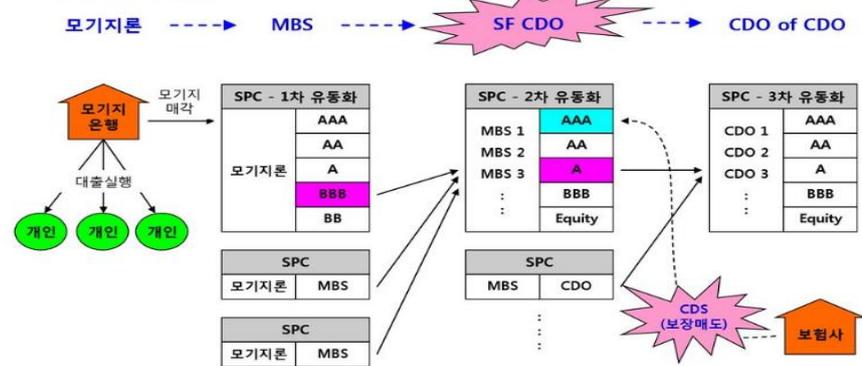
팬데믹으로 과도하게 유입된 유동성의 부작용이 자산가격 상승을 넘어 전반적인 물가상승으로 이어지면서 연준의 통화정책은 진퇴양난에 빠진 듯 보인다. 이는 케이스에 따라 다른데 1980년대는 물가를 잡기 위해 경기를 희생했지만, 2008년에는 금융안정을 위해 당시 중국 수요로 유가 150달러 미국 물가가 5%를 넘어섰음에도 금리를 낮추었다. 현재 공급문제로 인한 충격이라면 연준의 대응이 2008년보다 1980년대와 유사해야 한다는 주장도 있지만 이미 SVB 파산에서 연준의 신중한 대응이 요구되는 상황이다.

현재 금융 리스크의 원인인 채권 평가손실, 통제 가능한 변수

그럼에도 이번 국면이 2008년과 달리 시스템 위험에 빠질 가능성이 낮다는 평가에는 부실의 원인이 '채권의 손실'이라는 점도 자리하고 있다. 2008년 당시에도 모기지 부실에 따른 채권시장 평가손실이 컸지만, 당시는 <그림 14, 15>에서 볼 수 있듯이 CDO와 CDS같은 레버리지 파생의 영향이 컸다는 점이 차이가 있다. 당시 그림자금융(shadow bank)으로 전염범위와 손실규모가 추정되지 않을 정도의 불안이 컸지만, 이번은 미실현 평가손실은 금융기관별로 통제되는 변수이다.

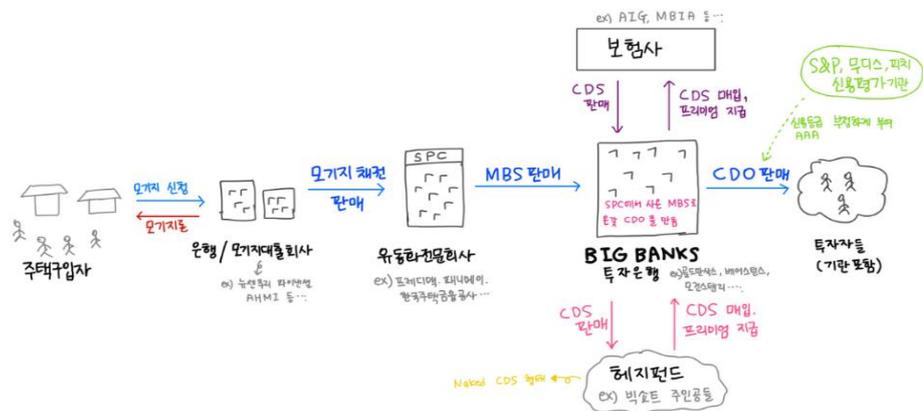
그림14 2008년 금융위기 레버리지 확산 전개도(기관투자자 중심 정리)

□ 손실 전이과정



자료: 한국 기업평가 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림15 2008년 금융위기 레버리지 확산 전개도(개인투자자 중심 정리)



자료: Blog 'Bird's Life Hacks' 재인용, 메리츠증권 리서치센터

주택시장의 담보력이 낮아지는 단계는 진입하지 않아

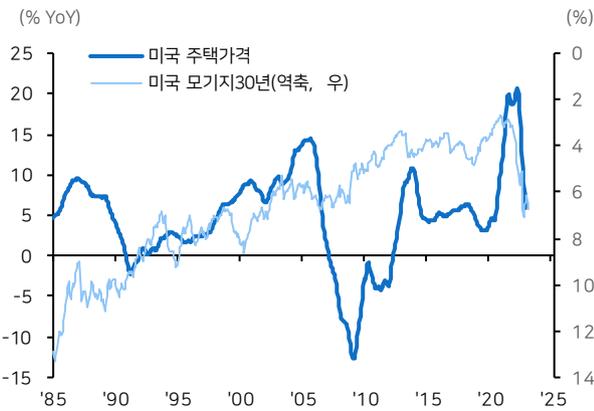
최근에도 미국 주택시장이 과열이 식고 둔화 흐름을 보이고 있으나 아직은 주택가격의 절대적인 손실영역은 아니다<그림 16>. 모기지 금리상승에 따른 채권평가손실 구간이지 주택이나 부동산 충격이 담보력 자체를 낮추는 단계까지 진입하지 않았다. 현재 올라온 금리를 쫓아 향후 미국 부동산시장 냉각 심화되는 정도에 따른 추가적인 리스크를 따져야겠으나 정책당국의 관심은 높아졌다<그림 17>.

SVB 파산으로 인한 실물경제 부담은 추가적인 확인 필요

여기에 SVB가 가진 지역은행 및 벤처&VC 전용은행이라는 특수성이 해당 실물경제에 미칠 수 있는 부정적 영향도 점검이 필요하겠다. 현재 VC 캐피탈 규모만 보면 염려할 정도는 아닐 수 있으나 실버게이트와 시그니처 뱅크 파산에 연결된 가상자산 영역까지 혁신산업의 부정적 여파도 점검이 필요하다<그림 18, 19>.

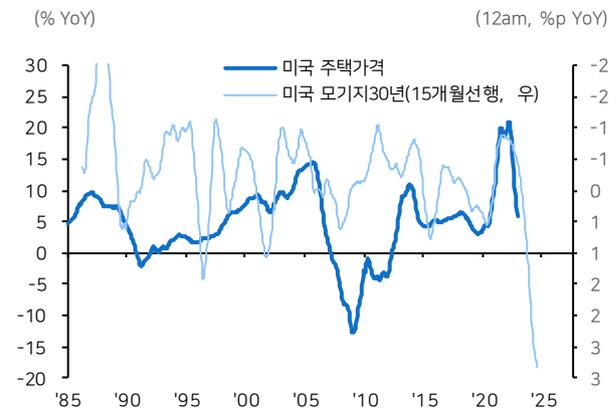
현재 확인된 정보만 놓고 보면 긴축의 강도와 시장금리 상승에 따른 부담은 2008년 금융위기와 유사 또는 부담이 더 큰 측면이 있으나, 부동산과 실물경제에 미치는 부담은 좀 더 확인이 필요하고 2008년 당시보다 파생상품 같은 레버리지 장치들이 보이지 않는 점은 그나마 긍정적 부분이다.

그림16 미국 주택시장 둔화, 그래도 아직 2008년 수준 아냐



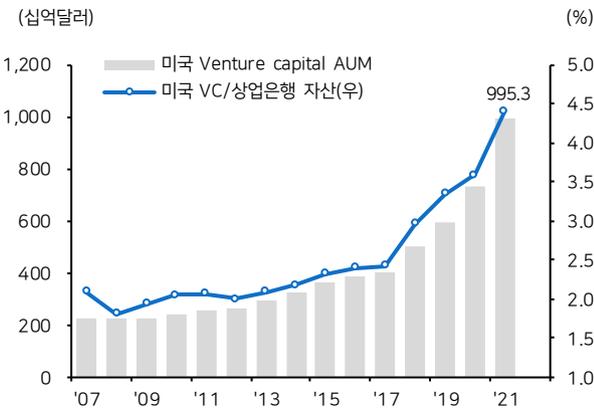
자료: S&P, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 높아진 금리스트레스가 추가로 유입될 우려 높아



자료: S&P, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 벤처&스타트업 규모는 크지 않지만 취약성의 출발점



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 규모가 줄었다고 하나 가상화폐 시장도 불안 요인



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

금융당국, 빠르게 유동성 공급하며 불안심리 해소 노력

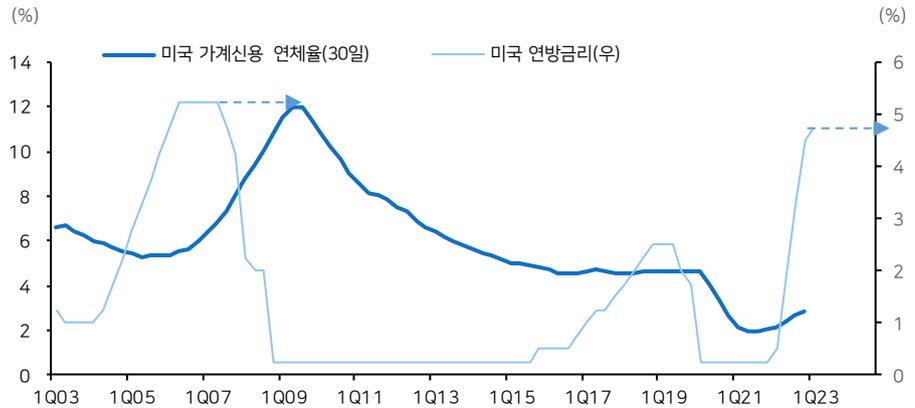
금융위기의 학습효과는 이번 SVB 파산에서 금융당국의 빠른 예금자보호 및 연준의 유동성 공급(Banking Term Funding Program: BTFP)으로 불안심리를 낮추었다. 일각에서는 연준이 채권을 담보로 유동성을 제공하면서 시가가 아닌 장부가로 처리하는 것을 QT 중단으로 연결 짓고 있으나 그 정도는 아니다. 이는 작년 4분기 국내 '레고랜드 사태' 당시 국내 금융당국이 실시한 정책과 유사한 것이다.

연체율&상각율, 시스템 리스크 판별을 위해 확인해야 하는 지표

한가지 더 깊고 갈 부분은 시스템 리스크로 확산되기 전 후행적이긴 하지만 연체 & 상각율 같은 데이터 확인이다<그림 20~22>. 작년 하반기부터 미국 가계신용 연체율이 오르기 시작했으나 역사적 저점수준까지 낮아진 상황에서 반등이라는 점에서 우려할 정도는 아니다. 그러나 금리가 급격하게 인상된 만큼 후행적으로 연체부담이 높아질 위험성은 분명해 보여 향후 발표될 때마다 기울기가 중요하다.

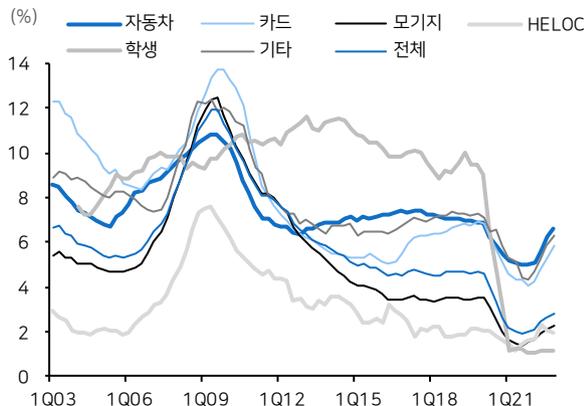
아직도 과잉저축 기반 타이트한 고용여건을 기반으로 미국 경제가 양호한 것은 표면적 팩트이지만, 이미 자동차와 카드 중심으로 연체율이 오르기 시작했다는 점은 소비가 계속 좋을 것이라는 기대도 점점이 필요하다는 증거이다.

그림20 미국 가계신용 연체율 역사적 저점 찍고 금리상승 쫓아 반등세 전환



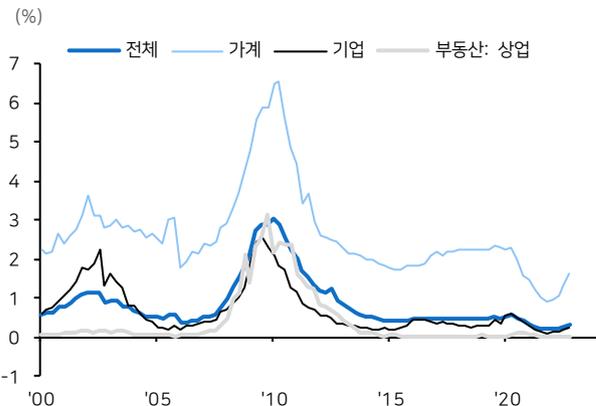
자료: NY Fed, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림21 자동차, 카드 같은 소비 연체율(30일) 오르고 있어



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림22 확실한 위험인 상각율은 아직 우려할 정도 아냐



자료: FRB, 메리츠증권 리서치센터

중요한 것은 금리변동성, 달러, 임계치 수준에서 연준의 선택

현재 금융시장 반응은 격렬하게 진행 중이며, 불과 1주일도 안된 파월의장 의회보고 당시와 월요일 SVB 파산 직후 반응, 2월 CPI 확인 이후 반응이 또 다르다. 전형적인 일회일비 시장으로 현재는 일방향적인 투자보다는 중심을 잡고 위아래 높은 변동성 구간에서 본인이 생각한 포지션을 구축해 가는 정도일 것이다.

지난 연간전망에서 연방금리 임계치 5.25%로 제시

안전하다가 여겼던 채권을 보유했음에도 은행이 파산하는 국면에서 연준의 통화정책 임계치에 대한 고민이 다시 커졌다. 우리는 작년 10월말에 발간한 연간전망에서 미국의 중립금리(2.8% 추정)와 통화정책 변동성을 감안한 2표준편차 정도 상단으로 긴축의 임계치 수준을 5.25% 정도로 제시했었다<그림 23>.

과도한 긴축으로 금융시장 불안 확대된 점 인정할 필요

그럼에도 다수 시장참가자들은 현재 높은 물가수준과 파월의장의 의회보고를 기반으로 불과 지난주까지만 해도 터미널 레이트 기대치를 5.75%에서 6%대까지 올렸었다. 그렇지만 과도한 긴축의 결과가 실물경제에 부정적 영향을 미치기 이전에 금융시장에서 수면 아래 불안을 끌어올린 정도는 인정해야 한다.

그림23 미국 통화정책 임계치 5.25% 추정, 향후 핵심은 금융환경의 위축 심화되는 상황



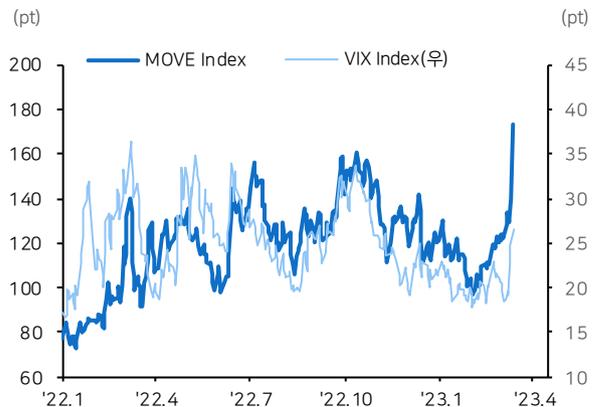
자료: FRB, AT Fed, CH Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림24 2008년 금리변동성이 주식보다 민감도 높았는데



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 현재도 통화정책 불확실성으로 금리변동성 선행적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

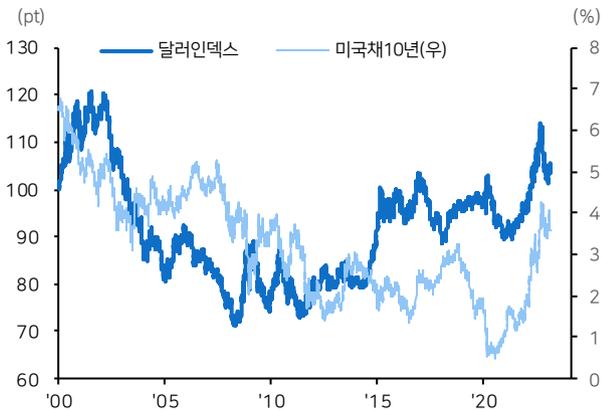
채권 변동성 축소, 금융시장 긴장감 완화에 선행할 것

상기한 여건을 고려한다면 연준은 통화긴축의 강도를 신중하게 결정해야 한다. 그 과정에서 현재 투자자들이 가장 주목해야 하는 것은 채권변동성이다. 작년부터 필자가 가장 강조한 부분이기도 한데 안전자산부터 그 지위를 회복하지 못한 상황에서 위험값을 높이는 투자를 고려하는 것은 실패 확률이 높다고 본다. 2008년에도 그랬지만 위험구간에서는 MOVE 지수가 VIX보다 앞서는 경향이 있다<그림 24>. 이번에도 이러한 경향이 강한테 적어도 채권변동성이 140은 하회하는 정도부터 현재 금융시장 긴장감이 완화될 것으로 본다<그림 25>.

금리 하락&달러 강세 안전자산 선호 국면 유의할 필요

또 한가지 주목하는 부분은 완전한 안전자산으로 쏠림 부분이다. 이는 금리와 달러의 상관관계에서 엿볼 수 있다. 금리와 환율의 관계가 밀접하다고 하나 그 상관관계가 꼭 일치하는 것은 아니다<그림 26>. 현재는 팬데믹 이후 과도한 유동성 효과로 인해 경기와 통화정책이 같은 방향으로 움직이면서 달러와 미국채 방향성이 함께해 왔다<그림 27>. 현재도 연준의 긴축기대가 누그러지면서 금리하락과 달러약세가 동행하고 있다. 그러나 문제는 금리가 하락해도 달러가 강해지는 극단적 안전선호 국면으로 넘어가면 위험투자는 주의가 필요하다<그림 28, 29>.

그림26 달러와 금리가 꼭 같은 방향인 것은 아니나



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 현재 양호한 경기와 통화정책 기대로 정상관 관계



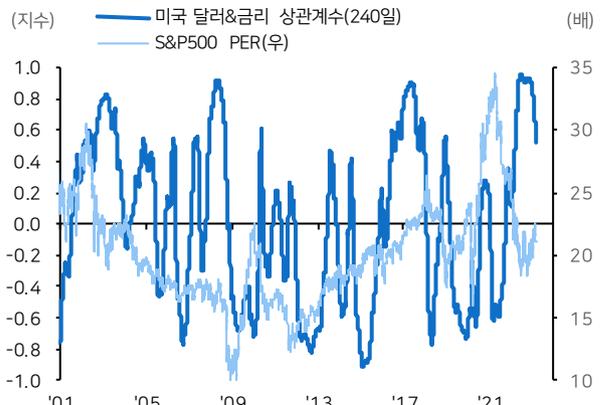
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 달러와 금리 상관관계와 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림29 금리가 하락할 때 달러가 강세면 위험자산 유의



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

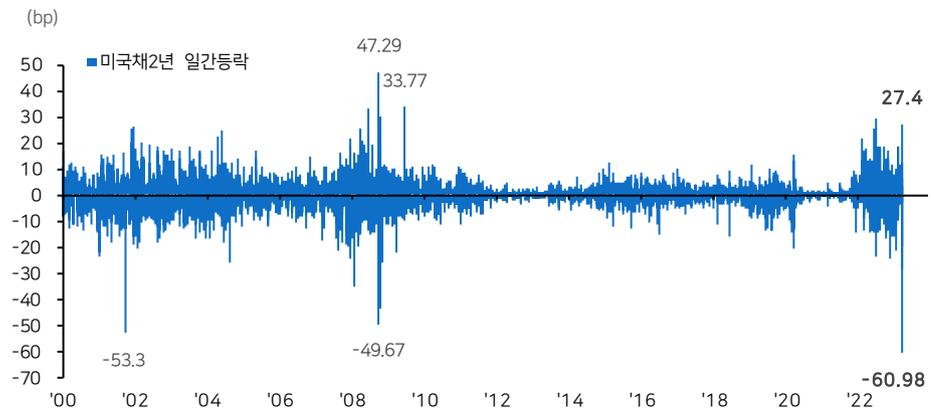
3월 13일 미국채2년 금리가 4.59%에서 3.98%까지 하루에 61bp가 하락했다. 2월 한달간 높아진 연준 긴축우려로 100bp 가량 높아진 2년 금리가 불과 3영업일 동안 그 수준을 다 되돌린 것이다. 한 달간 100bp가 오른 것도 과했지만 3일만에 100bp가 하락한 것 또한 과하다<그림 30>.

3월 13일자 주간보고서 '세계 제로, 기존 전망 유지'를 통해 밝혔지만 우리는 이번 FOMC에서 연준이 25bp 인상을 단행하고 6월까지 5.50%를 가느냐 마느냐 정도의 싸움일 것으로 미국 통화정책 전망을 유지하고 있다. 한 회사가 한 주 사이 50bp 전망에서 25bp 인하까지 의견을 변경할 정도로 예측하기 어려운 시장이라고 하나 때문에 중심을 잘 잡는 것이 중요하다<그림 31>.

미국채 2년 4.25~4.50% 레인지
미국채 10년 3.7% 중심 라인

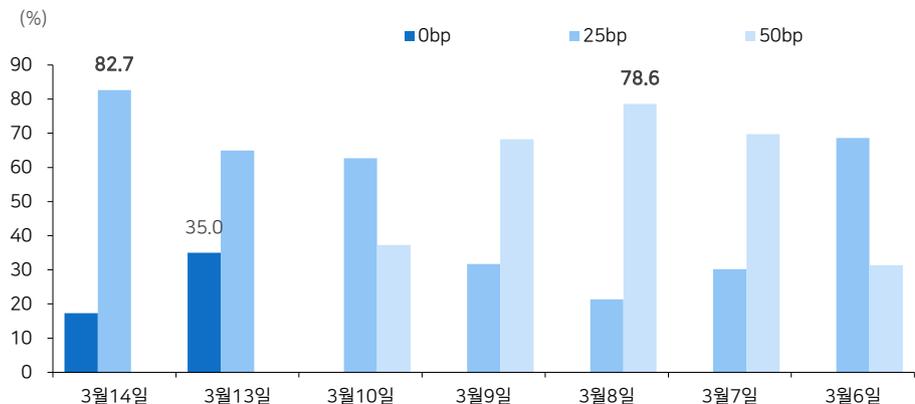
현재 SVB 사태가 시스템 위기로 확산되지 않는다면 미국 연방금리 기대를 중심으로 미국채2년 4.25~4.50% 사이가 유력하고 미국채10년 3.7% 중심 라인에서 30bp 정도 움직임을 예상하는 것이 적절하다. 지금은 과도한 불안이나 낙관에 쫓리지 않고 투자기회를 찾는 것이 중요한 시점이다.

그림30 미국채 2년 60bp 하락은 하루 등락을 역사적으로 꼽을 수준



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

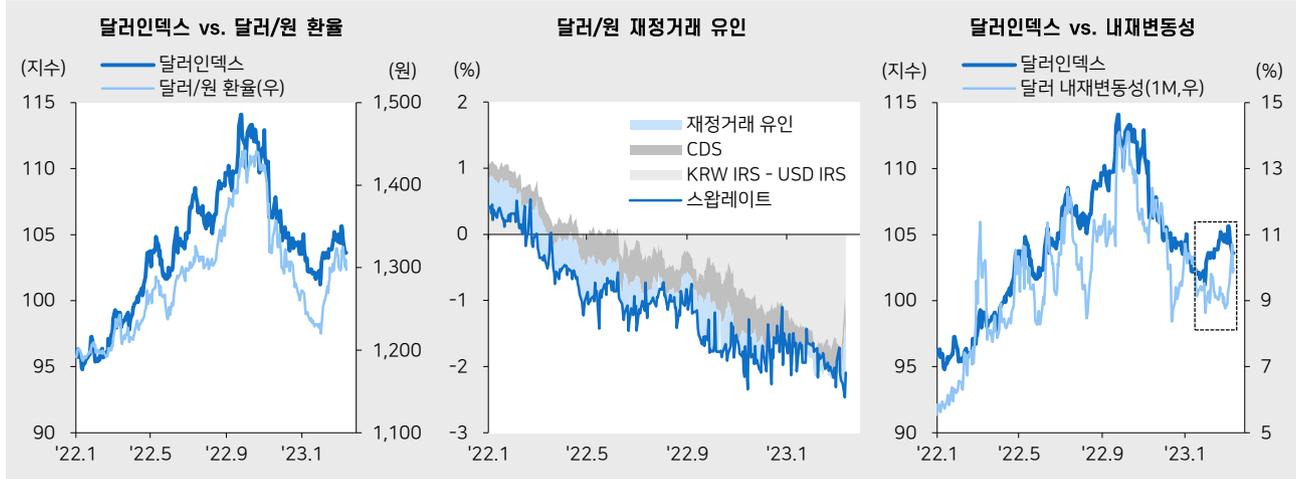
그림31 연준의 통화정책 기대 1주일 사이 50bp에서 동결까지 드라마틱한 변화



자료: CME Fedwatch Tool, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 박수연 연구원

원화는 왜 1,300원을 깨지 못할까



자료: Bloomberg, 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

연초부터 외환시장 변동성 큼

연초부터 외환시장 변동성이 크다. 매크로 불확실성으로 인한 당연한 결과다. 경기 판단은 어렵고, 정책 불확실성은 여전하며, 지난주에는 SVB가 파산했다. 그 결과 달러인덱스는 2월 1일 101.2에서 3월 8일 105.7까지 상승했으나, 불과 일주일만인 3월 14일 103.6까지 되돌림이 나타났다.

달러인덱스가 하락했으나, 원화는 1,300원 하향돌파 못함

달러인덱스가 하락했음에도 불구하고, 원화는 크게 절상되지 않고 있다. 현재와 달러인덱스 수준이 비슷했던 1월과 2월에는 달러/원 환율이 각각 1,240원, 1,280원 대였으나, 아직까지도 1,300원을 중심으로 등락한다. 지난 2월 여타국대비 원화의 절하폭이 컸음에도 되돌림이 나타나지 못했던 요인이 지속되는 듯하다.

이유:

- 1) 외국인 증시자금 유입 축소
- 2) 원화 재정거래 유인 축소
- 3) 달러 내재변동성 확대

이유는 크게 세 가지다. 첫째, 외국인 증시자금 유입 규모가 축소되었다. 1월에는 외국인 주식 순매수가 6.5조원이었으나, 2월 1.1조원으로 축소된 후, 3월 1~14일까지 1.2조원 순매도로 바뀌었다. 둘째, 원화 재정거래 유인이 축소되었다. 한에 비해 여전히 연준의 인상 속도가 빨라, 내외금리차가 지속 확대되었다. 마지막으로, 그간 외환시장은 금리인상 지속을 큰 리스크로 반영하지 않았다. 파월 의장의 반기 의회 보고 이후에도 달러의 내재변동성이 상승하지 않았기 때문이다. 하지만 SVB 파산이라는 새로운 리스크의 등장으로 공장 상승했다. 원화가 대표적인 위험자산 proxy라는 점에서 3월 이후 절하압력이 제한되었다는 생각이다.

추세가 확실해지기 전까지 달러/원 환율 횡보할 가능성

현재 달러인덱스는 상하방 위험이 다 열려있다. 리스크가 추가적으로 확산한다는 움직임이 포착되면 상승하겠으나, 반대로 금리인상 중단 시그널에 더 크게 반응할 수도 있다. 추세가 확실해지면 원화가 1,300원 초반에서 벗어날 수 있겠으나, 그 전까지는 횡보할 가능성이 크다고 판단한다.

칼럼의 재해석 이성우 연구원

플로리다에는 더 이상 오렌지가 없습니다 (THE WALL STREET JOURNAL)

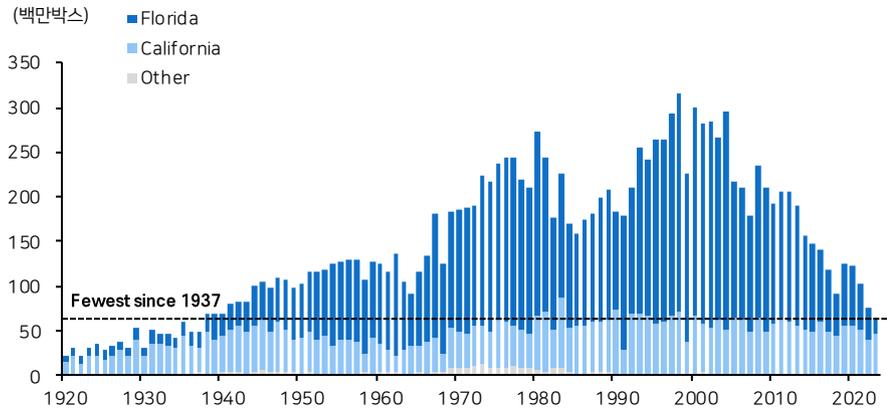
오렌지 가격이 끊임없이 오르고 있다. 플로리다 지역을 중심으로 한 오렌지 공급량 감소 때문이다. 플로리다 지역의 올해 오렌지 수확량은 1,800만톤으로 예상되는데, 이는 1998년 대비 93% 감소한 수준이다. 플로리다의 오렌지 생산량 감소는 최근 들어 가속화되고 있는데, 주요 원인은 2004년 플로리다로 유입된 감귤녹화병(Citrus greening) 때문이다. 1919년 중국 남부 지방에서 최초 보고된 감귤녹화병은 아시아 시트러스 필리드라는 해충에 의해 전파되는 질병으로, 해충이 나무에서 수액을 빨아먹을 때 전염된다. 감귤녹화병에 감염된 오렌지 나무는 영양분과 물 흡수가 차단되어 성장에 필요한 에너지를 공급받을 수 없게 된다. 이로 인해 상품성이 없는 오렌지가 생산되며, 오렌지 나무 또한 폐기해야 한다. 이로 인해 플로리다 지역의 오렌지 가공공장 수는 한 때 50개에 달했으나, 2000년대 이후 7개로 감소했다. 다만 건강을 중요시하는 소비자들의 취향 변화로 오렌지 주스 소비도 감소하여, 생산량 감소에도 불구하고 오렌지 주스 선물 가격은 보험권을 유지해왔다. 하지만 코로나 이후 기상악화 및 부적절한 오렌지 관리가 중첩되면서 최근 오렌지 주스 선물 가격 상승세가 지속되고 있다. 이로 인해 주요 글로벌 음료 업체들은 수익성이 부진한 주스 비중을 줄이고 탄산음료의 매출 비중을 확대해 나가고 있는 상황이다. 일반적으로 탄산음료는 음료회사들의 주요 고마진 카테고리인 향후 음료 회사들의 주력 성장 동력원으로 작용할 전망이다.

플로리다에는 더 이상 오렌지가 없습니다

플로리다 23년 오렌지 수확량
98년 대비 93% 감소 전망

오렌지 가격이 끊임없이 오르고 있다. 플로리다 지역을 중심으로 한 오렌지 공급량 감소 때문이다. 플로리다 지역 농부들은 올해 1,800만톤의 오렌지를 수확할 것으로 전망했다. 이는 90년 만에 가장 적은 수준으로 1998년 대비 93% 감소한 수준이다. 또한 수확된 오렌지 과일들의 알맹이의 작은 사이즈로 인해 오렌지 주스를 만드는 데 있어 이전보다 더 많은 오렌지가 필요하여 오렌지 주스 생산량 감소도 불가피한 상황이다.

그림1 플로리다 지역을 중심으로 오렌지 생산량 지속적으로 감소



자료: WSA, USDA, 메리츠증권 리서치센터

감귤녹화병으로 오렌지 생산량 급감

플로리다의 오렌지 생산량 감소는 최근 들어 가속화되고 있다. 이는 2004년 플로리다로 유입된 감귤녹화병(Citrus greening) 때문이다. 1919년 중국 남부 지방에서 최초 보고된 감귤녹화병은 아시아 시트러스 필리드라는 해충에 의해 전파되는 질병으로, 해충이 나무에서 수액을 빨아먹을 때 전염된다. 감귤녹화병에 감염된 오렌지 나무는 영양분과 물 흡수가 차단되어 성장에 필요한 에너지를 공급받을 수 없게 된다. 이로 인해 상품성이 없는 오렌지가 생산되며, 오렌지 나무 또한 폐기해야 한다. 이로 인해 플로리다 지역의 오렌지 가공공장 수는 한 때 50개에 달했으나, 2000년대 이후 7개로 줄어들었다.

부진한 오렌지 수요로 가격 보험권 유지했으나, 22년부터 상승 반전

다만 건강을 중요시하는 소비자들의 취향 변화로 오렌지 주스 소비도 감소하여, 생산량 감소에도 불구하고 오렌지 선물 가격은 보험권을 유지했었다. 하지만 코로나 이후 기상악화 및 부적절한 오렌지 관리가 중첩되면서 오렌지 가격이 상승한 것이다. 이로 인해 오렌지 주스 생산량 감소도 불가피한 상황이다.

그림2 감귤녹화병에 감염된 나무에서 자란 오렌지



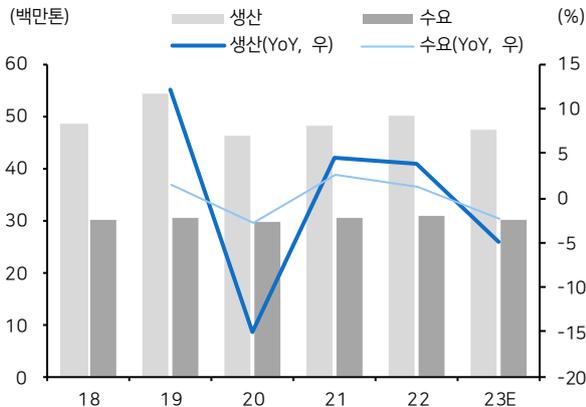
자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림3 오렌지 주스 선물 가격 +19.8% YTD, 76.4% YoY



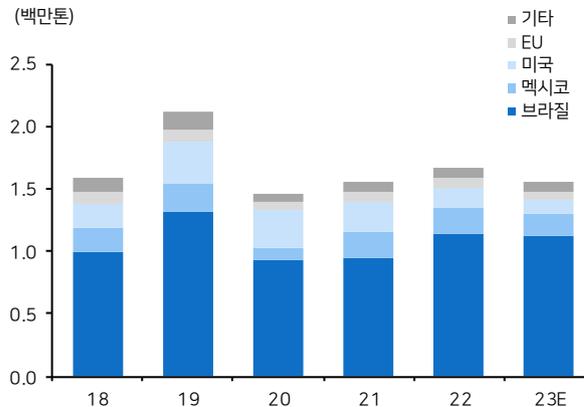
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 글로벌 오렌지 수급, 생산 -4.9% YoY, 수요 -2.3% YoY



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

그림5 오렌지 주스 생산량 -6.7% YoY 감소 예상

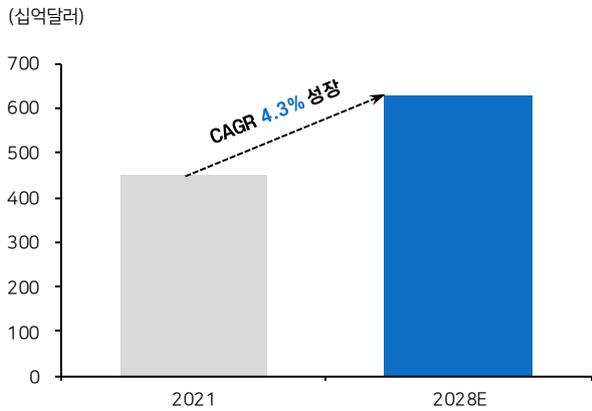


자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

주요 음료 업체들은 수익성이 뛰어난 탄산 매출 비중 확대 노력

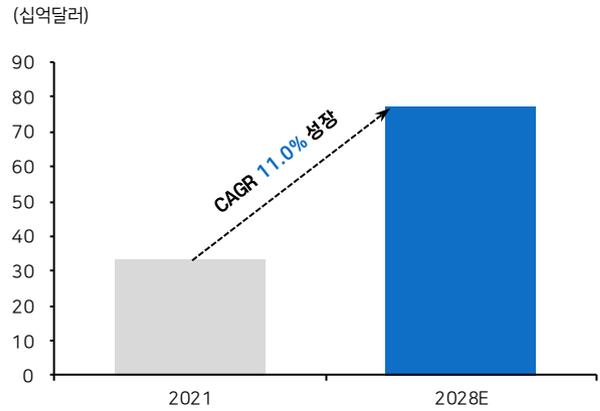
이로 인해 주요 글로벌 음료 업체들은 수익성이 부진한 주스 비중을 탄산음료 매출 확대에 집중하고 있는 상황이다. 특히 저당 제품 소비 트렌드 확산에 제로 슈거 탄산 제품 수요도 가시적으로 성장하고 있는 상황이다. 그랜드뷰리서치 전망 자료에 따르면, 글로벌 탄산음료 시장 규모는 2028년까지 연평균 4.3% 성장할 것으로 전망되는 반면, 제로 탄산을 포함하는 탄산수 시장의 경우, 2028년까지 연평균 11.0% 성장할 것으로 전망하고 있다. 탄산음료가 음료회사들의 고마진 카테고리라는 점을 고려해 봤을 때 제로 슈거 탄산 카테고리는 향후 음료 회사들의 주력 성장 카테고리로 작용할 전망이다.

그림6 세계 탄산음료 시장 규모 연평균 4.3% 성장하는 반면



자료: 그랜드뷰리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림7 탄산수 시장은 연평균 11.0% 성장으로 고성장 예상



자료: 그랜드뷰리서치, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Why Orange Juice is so expensive right now (The Wall Street Journal)*