

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 6. 7 (수)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

2023년 하반기 전망 시리즈 (해설판)

3. 채권전략_無動力(무동력)

칼럼의 재해석

얼굴 모양에 맞는 눈썹을 제공하는 로레알의 혁신 기술

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 2023년 5월 22일 발간된 [2023년 하반기 전망 시리즈 3 - 채권전략: 無動力(무동력)] 임



▲ 채권/자산 전략
Analyst **윤여삼**
02. 6454-4894
yeosam.yoon@meritz.co.kr

2023년 하반기 전망 시리즈 3 (해설판)

[채권전망] 無動力(무동력)

- ✓ '끈적한 물가 vs 경기둔화' 사이 시장금리 정체구간 당분간 지속되다 펀더멘탈 탄력둔화 감안 금리 하향안정 기조 자체는 유지할 것. 잠재적 금융불안 요인 해소 과정도 소화 필요
- ✓ 남아있는 주요국 통화긴축 부담, 3분기부터 일시정지(pause) 이후 연말 정도 완화기대 전환. 금융시장 변동성 축소 과정에서 미국채10년 상단 3.8%에 연말 타겟 3.0% 전망
- ✓ 국내금리 상대적 대내외 펀더멘탈 둔화 속 일부 공급부담 극복 이후 국고3년 3.0% 타겟

동력 상실, 감속에 따른 금리 하향안정 전망

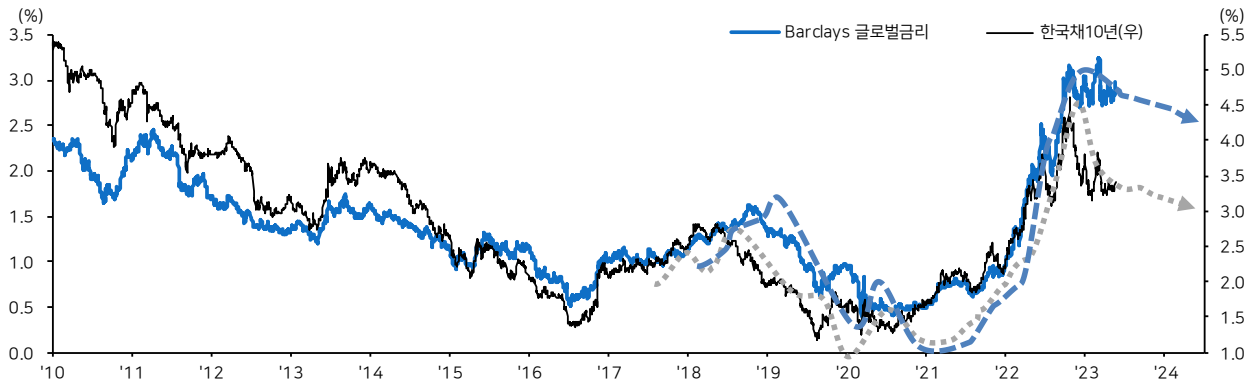
2022년은 새로운 '채권시장 대학살의 해'로 기록될 정도로 역사적 큰 손실을 기록한 한해였다. 2021년까지 주요국 금리가 0% 내외에서 저금리 환경을 유지했지만 이후 300bp 이상 급등하면서 미국채10년 기준 4%대까지 올라갔다.

40년만에 돌아온 고물가를 잡기 위한 강도높은 긴축의 후유증은 경기개선 탄력 둔화와 금융불안 요인을 자극하고 있다. 그럼에도 남은 뜻뜻미지근한 펀더멘탈 환경은 안전자산으로 채권투자의 매력을 더 자극하지 못하고 있다.

금리 하향 안정화 기조는 유지될 것으로 예상

우리는 연내 주요국 통화정책이 완화로 돌아서느냐 마느냐의 기로에 있다고 보고 있다. 심각한 경기침체는 아니겠으나, 현재 경제와 금융시장 동력 상실을 인정하는 수준에서 하향안정 기조는 유지될 것으로 보여 채권투자는 긍정적이다.

그림1 금리정점 확인했지만 끈적한 물가와 경기둔화 사이 금리 하락폭 제한. 그럼에도 2024년까지 감속으로 금리하락 예상



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Tie-up, 끈적한 물가 vs 경기 둔화

애매한 물가와 편더멘탈 기반으로
미국 추가적인 금리하락 제한적

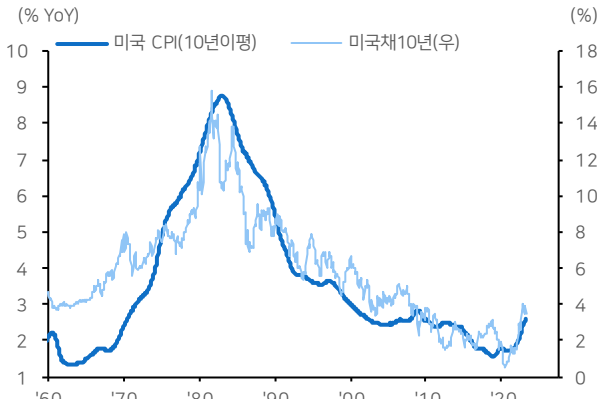
2022년 4분기 정점을 기록한 금리가 애매하게 레벨을 낮추었지만, 추가로 하락이 제한되는 이유는 경기와 물가 기반 편더멘탈 여건이 애매하기 때문이다. 우려했던 하드랜딩은 아니지만, 그렇다고 노랜딩을 이야기할 정도로 강건한 여건도 아니다. 그 사이에서 물가 또한 정점은 기록했지만, 떨어지는 기울기가 완만하다.

명목금리 방향성은 성장보다 물가 추세에 대한 설명력이 높다<그림 2>. 아직 추세 물가가 꺾이지 않은 상황에서 인플레이션을 예단하는 것은 쉽지 않다. 연준 포함 정책당국의 인플레 경계심리는 여전히 높는데 특히 올해까지 근원물가 중심 의식이 높다. 그럼에도 2024년 물가전망은 주요국 대부분 안정 범위인 2%대로 안정 될 것이라는 기대는 고착화(anchoring) 되어있다<그림 3>.

부진한 기업활동 중심의
물가안정화 기초 유효

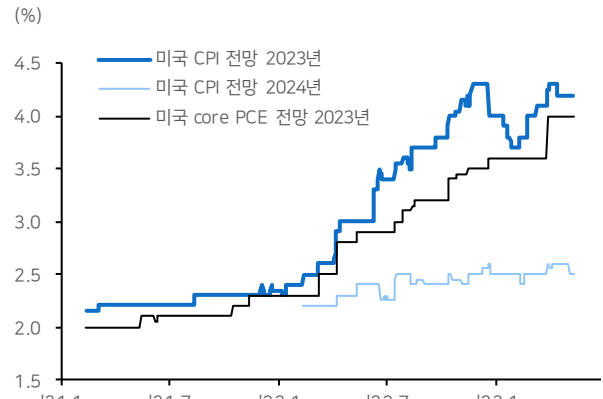
ISM 내에 제조업과 서비스업 기반의 기업활동에서 물가선행성을 점검하면 물가안정 기초는 유효하다<그림 4>. 서베이 인플레기대가 예상보다 견조한 소비여건 기반 올랐으나, 시장이 거래하는 기대인플레(BEI)는 안정적이다<그림 5>.

그림2 금리는 물가 함수? 물가추세와 금리 상관계수 0.788



자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 내년 물가를 반영하려면 올해 물가 부담 넘어서야



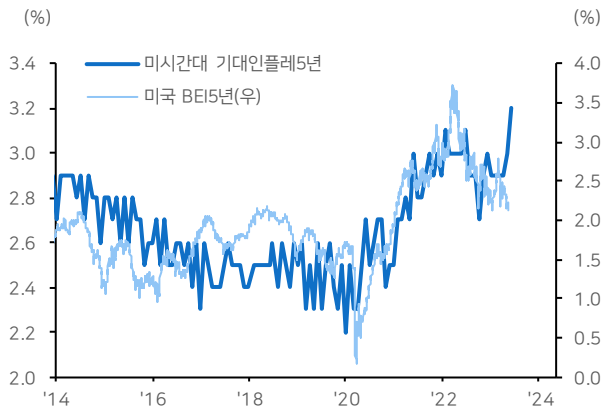
자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림4 제조업과 서비스업 공히 기업활동 물가안정 압력 강화



자료: US BLS, ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림5 서베이 대비 시장거래 기대인플레는 비교적 안정적



자료: UMich, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

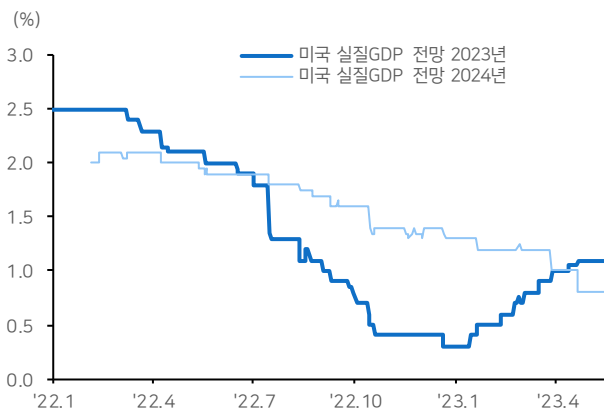
인플레이션은 근원물가 중심 아직 부담이 남아 끈적이고 있지만, 흘러내리는 방향성을 의심할 정도는 아니다. 3분기 이후 서비스업 기반 근원물가 탄력이 둔화되는 시점부터는 통화정책의 초점이 물가에서 경기여건으로 옮겨갈 것이다.

미국의 경우 2023년 성장률 전망은 우려했던 것보다 안정화되면서 1%대로 반등한 반면 2024년은 0%대로 반락했다<그림 6>. 현재 타이트한 고용과 양호한 소비를 기반으로 미국 중심 글로벌 경제는 심각한 경기침체 가능성을 낮추고 있으나, 내년까지 개선에 대한 기대 또한 높지 않다. 현재 누적된 고물가 → 거시경제비용은 기업활동을 올해 내내 힘들게 할 것으로 예상되기 때문이다<그림 7>.

기업 투자 부진→타이트한 고용
여건 완화→소비 둔화 흐름 전망

올해 금리와 원자재, 달러가 반락하면서 기업 원가부담을 낮추고 있다고 하나, 재고조정을 거치면서 투자를 공격적으로 늘릴 정도의 환경으로 복귀하지 못했다. 이는 점차 구인활동 저하로 연결되면서 타이트한 고용 여건을 풀어낼 것인데 실제 기업들의 구인광고 건수는 올해 들어 빠르게 줄고 있다<그림 8>. 그렇게 임금소득이 둔화되면, 안정적인 소비 또한 둔화될 공산이 커 질 것이다<그림 9>.

그림6 미국 올해 성장률 반등대비 내년 성장률 하향 심화



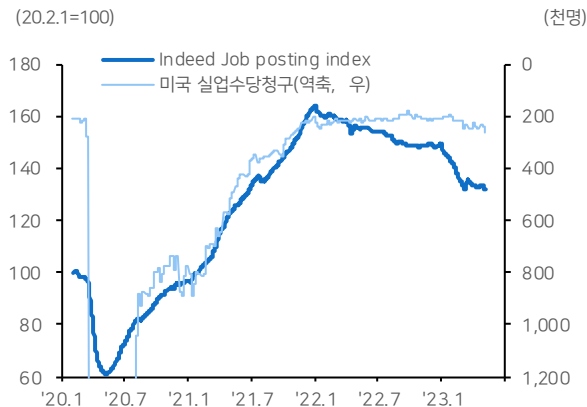
자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림7 누적된 거시경제비용 부담, 미국경제 하락압력 원인



주: Macro cost는 금리와 유가, 달러를 정규화하여 지수로 산정
자료: Bloomberg, ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림8 낮은 실업률대비 기업들의 사람 뽑는 압력 낮아져



자료: Indeed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 가계 카드매출 탄력 낮아지고 있어



자료: US BEA, ISM, 메리츠증권 리서치센터

Mine Sweeping, 드러난 위험 제거하기

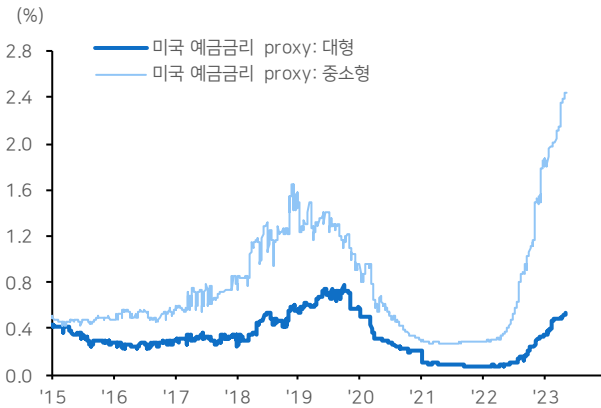
누적된 긴축 부담은 은행, 상업용 부동산 관련 금융불안으로 이어져

펀더멘탈이 애매하게 흘러가는 과정에서 피로가 누적된 '긴축의 부담'은 금융불안 측면에서 안전자산인 채권의 역할을 부각시킬 수 있다. 우리는 이를 '고금리 인계 철선에 걸려있는 지뢰 제거 하기' 과정이라 지칭하고 있다.

대표적으로 올해 3월 SVB 파산을 중심으로 한 중 소형 은행들의 리스크를 들 수 있다. 강력한 긴축부담으로 채권관련 미실현손실이라는 평가손과 함께 은행들의 유동성 부족 문제는 4개나 되는 미국 은행파산으로 연결되었다. 연준의 BTFP를 포함한 발 빠른 대응으로 추가 위험이 확산되지 않았으나, 현재에도 중소은행 예금금리 상승에서 자금유출의 불안은 유지되고 있다<그림 10>.

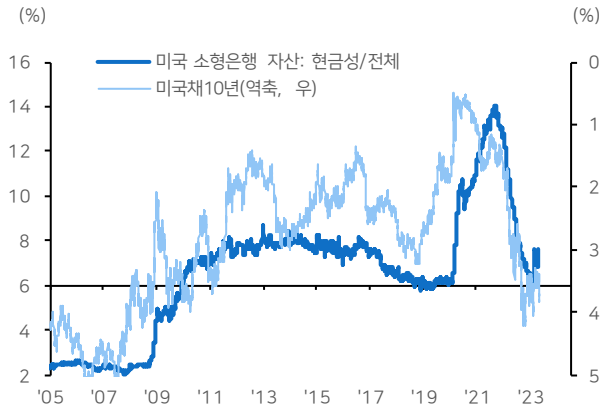
최근 일론 머스크까지 우려를 표명한 상업용 부동산(CRE) 관련된 리스크 또한 주목할 부분이다. 금리가 높아진 만큼 투자목적의 상업용 부동산은 리파이낸싱 위험이 높아지고, 평가상 손실 부담이 누적되었다<그림 12>. 피치를 포함한 신평사들은 올해 CRE관련 연체율과 부실화 우려를 지적하고 있다<그림 13>.

그림10 미국 중소은행 예금금리 우상향 기조 이어지고 있어



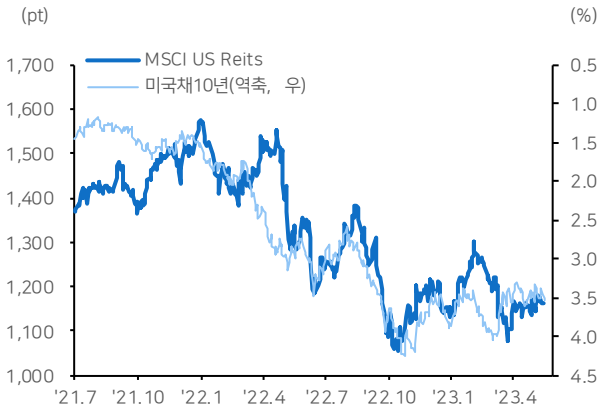
주: 예금금리 proxy는 MMA(money market account) 금리 사용
 자료: Bankate, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 소형은행 현금성 자산 줄면 다시 파산 위험



자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

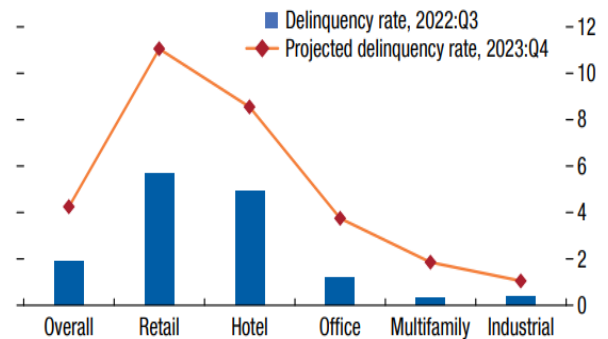
그림12 금리민감도 높은 상업용 부동산 약세 기조 지속



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 올해 연말까지 상업용 부동산 연체율 상승 심화 전망

4. US Commercial Mortgage-Backed Securities' Delinquencies (Percent)



자료: IMF GFSR(23.4)

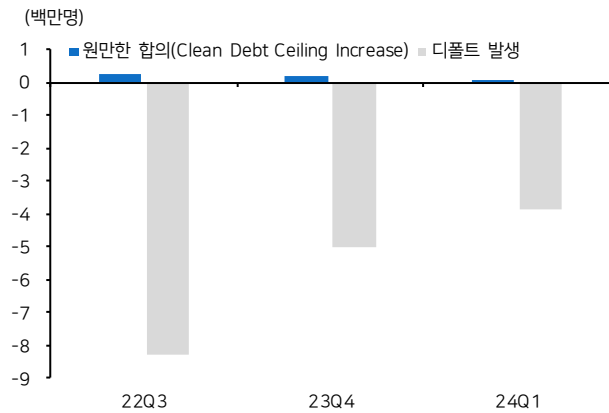
**부채한도협상 이후 단기채 공급
물량 및 재정 축소 부담 점검해야**

은행과산 및 상업용 부동산 관련된 위험이 강도 높은 통화긴축의 취약성이 드러난 부분이라면, 부채한도협상(X-date)은 재정을 중심으로 한 긴축의 약한 고리를 보여주는 사례이다. 현재 하원에서 잠정적 합의안이 통과하여 여파는 제한적일 것으로 보이지만, 단기자금 시장에서 T-bill 공급량이 늘어나는 부담과 전반적인 재정 지출 축소가 야기할 경기탄력 둔화 부담도 점검이 필요하다.

제기한 위험들이 다 노출되어 있어 '알려진 위험은 위험이 아니다'고 지나칠 수도 있다. 그렇지만 전반적으로 위축된 대출 태도는 금융시장의 조달 기능 저하로 이어지면서 실물경제에 부담이다<그림 16>. 주요 정책기관들의 내년 성장률 전망 하향조정 이유로 위축된 대출태도와 후행적으로 올라올 연체율 같은 건전성 지표의 취약성을 지적하고 있다<그림 17>.

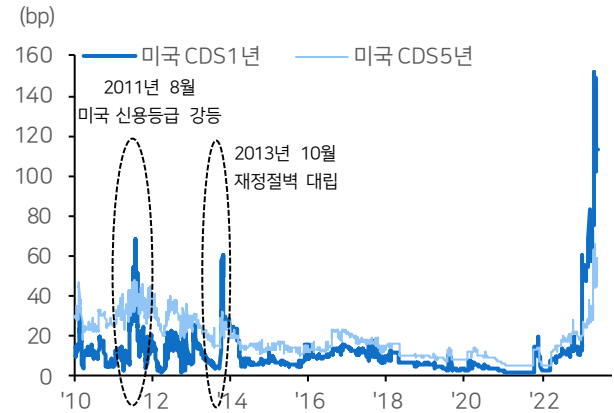
5월 중반 이후 연준의 추가 금리인상에 대한 경계심리가 시장금리 상승을 견인한 부담 요인이라고 하나, 잠재된 금융시장 불안을 다시 자극하여 금리하락을 유도할 수 있는 시소게임의 원동력이라는 점도 명심할 필요가 있겠다.

그림14 X-date 미국 경기에 심각한 리세션 초래할 수 있어



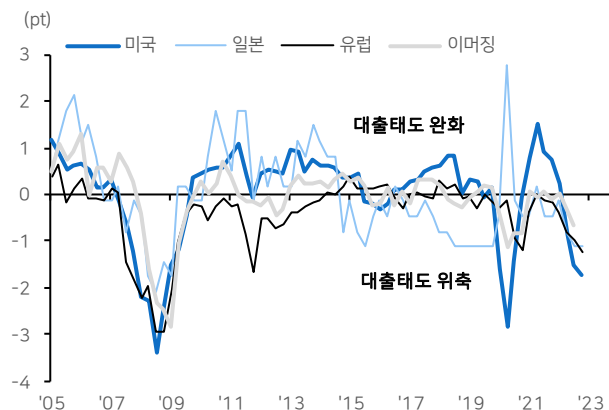
자료: 미국 백악관, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 CDS1년 재정 충격 발생대비 가장 높은 수준



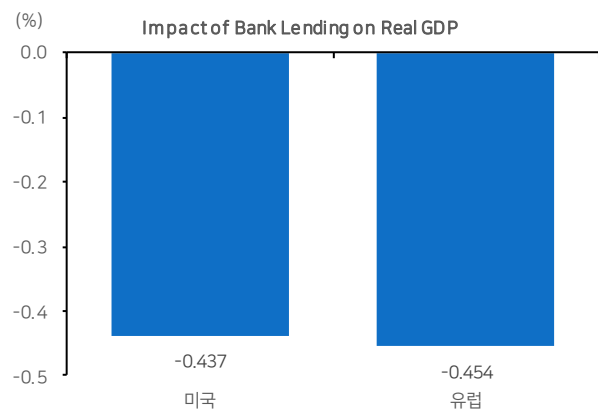
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 주요국 대출태도 위축으로 글로벌 금융시장 부담



자료: IMF GFSR(23.4), 메리츠증권 리서치센터

그림17 대출태도 1% 위축은 성장률 0.4~0.5% 정도 둔화



자료: IMF GFSR(23.4), 메리츠증권 리서치센터

Hold-on, 통화정책 동력 상실

긴축 리스크 늘어나며 연준인사들
금리 인상 유보적 발언 증가

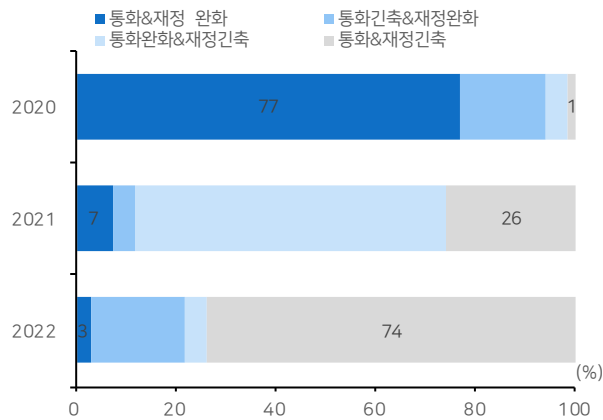
미지근한 펀더멘탈과 금융시장의 잠재적 위험을 고려할 때 미국을 중심으로 한 주요국 통화정책 긴축은 무리하기 힘든 영역으로 진입했다. 연준만 해도 6~7월에 한차례 인상이 가능하다는 우려가 남아있지만, 연준인사들의 의사결정에 유보적인 발언들이 쌓이고 있는 부분이 이를 입증한다.

공격적인 긴축으로 연방기금금리
근원 물가상승률 보다 높아져

<그림 18>에서 보듯 2020년 팬데믹 당시 통화&재정 정책 공히 2차대전 이후 가장 공격적으로 유동성을 풀어낼 상황이었다. 불과 2년만에 물가 안정을 위해 양정책 수단이 공히 긴축으로 전환된 시점에서 경기에 대한 우려는 쌓이고 있다. 일부 IB들은 물가를 누를 수 있는 긴축을 주장해왔는데, 미국은 근원물가(PCE)를 넘어선 연방금리를 근거로 최소 조건은 달성했다<그림 19>.

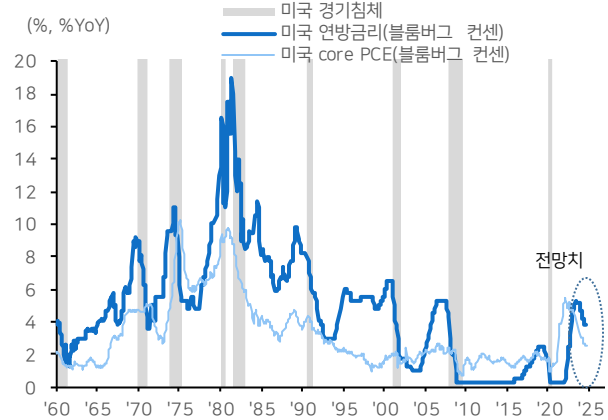
실질금리 마이너스에 대한 부담을 덜어내는데다 중립금리와 실제 연방금리 괴리차만 놓고 보더라도 역사에 손꼽을 정도로 강한 긴축이다<그림 20>. 현재 은행 파산과 상업용 부동산 위험이 불거진 배경이 여기에 있다.

그림18 팬데믹 기간동안 정책기조 완화 → 긴축 급격한 변화



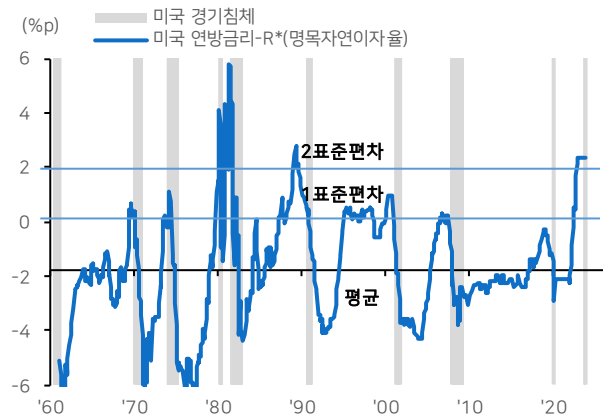
자료: IMF Fiscal Monitor(23.4), 메리츠증권 리서치센터

그림19 근원물가 넘어선 기준금리, 실질금리 플러스 영역



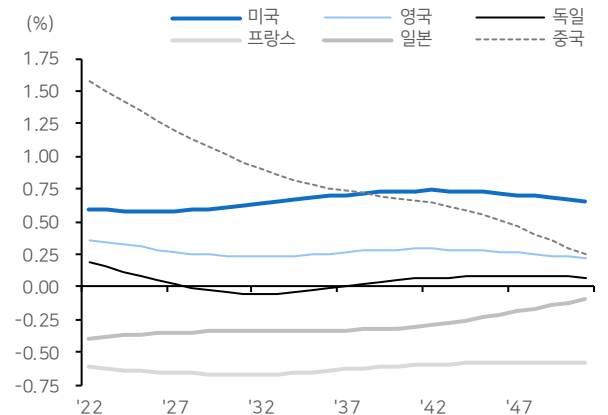
자료: NBER, FRB, US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 중립금리대비 연방금리 괴리차, 무리한 긴축 영역



자료: NBER, FRB, AT Fed, US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 IMF 추정 자연이자율 하향안정 기조 지속될 전망



자료: IMF WEO(23.4), 메리츠증권 리서치센터

성장성 고려한 적정금리는 장기 저금리 환경에서 벗어나지 못해

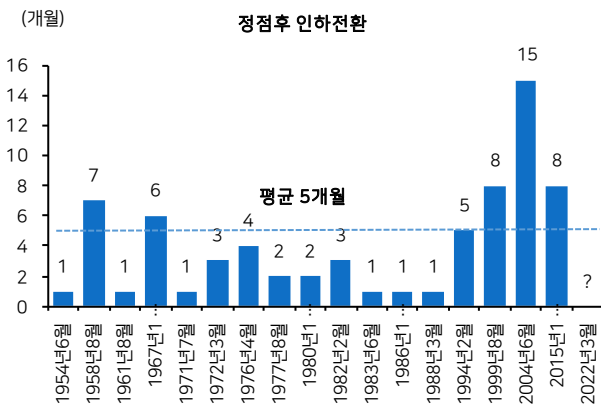
불과 3주전 뉴욕연준 윌리엄스 총재는 본인 추정 자연이자율이 2024년 실질기준 마이너스로 떨어질 것을 경고했다. 현재 물가 때문에 무리한 긴축여건이지 성장성을 고려한 적정금리는 장기 저금리 환경에서 벗어나지 못했다는 IMF의 분석과 같은 의견이다<그림 21>. 성장성 없이 공급요인만으로 물가상승세가 장기화되기 어려운데다 내년까지 미국 경기개선 기대는 높지 않다.

장기적 관점에서 2% 중후반 중립금리 수준의 완화기대 유지

과거 금리인상이 정점을 기록한 이후 연준은 평균 반년 정도면 완화기조로 돌아서곤 했다. 현재 물가안정 기조 확인이 필요하다는 점에서 연내 인하기대가 과도하다는 인식이 높으나, 내년 하반기 혹은 2025년까지 중기적 관점에서 중립금리 2% 중후반 정도 수준을 염두에 둔 긴축강도 완화 기대는 유효하다<그림 23>.

당장 6월 FOMC에서 한 스텝을 더 뺄 수 있을지도 중요하지만 3월 초에 최종 연방금리 기대치 5.75%보다 낮은 현실을 감안할 때 시장금리 상승압력은 높지 않다고 본다<그림 24>. 연준자산 축소 과정까지 수반하는 긴축의 압박은 이제 올해 하반기를 거치면서 점차 누그러질 것으로 전망한다.

그림22 금리인상 정점 기록 이후 생각보다 빠른 인하 전환



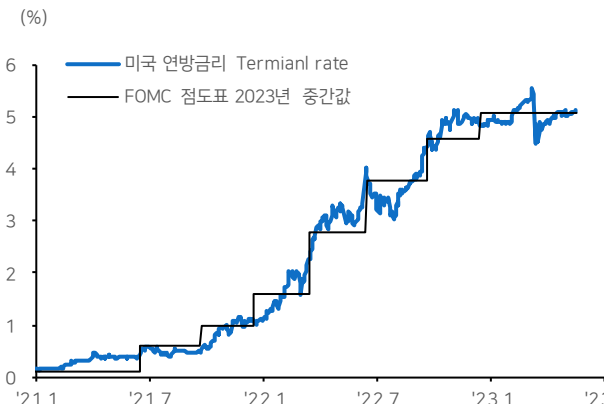
자료: FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림23 중기 통화정책 기대를 쫓아 다니는 미국채10년



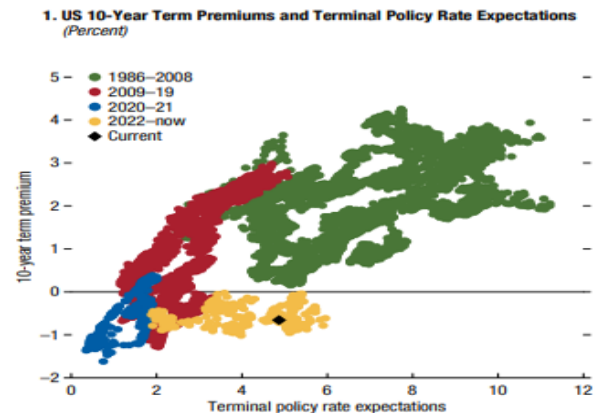
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 6~7월 점도표 상향 위험 있어도 거기까지 일 것



자료: Bloomberg, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림25 QT 실시에도 연준자산 영향 기간 프리미엄 유지



자료: IMF GFRS(23.4)

Stalled Volatility, 골디락스 아닌 무기력

금융환경 완화는 위험자산 지지하는 요인

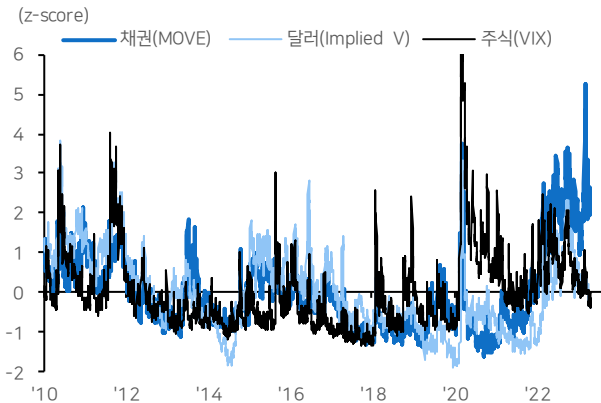
경기와 물가, 통화정책 여건을 종합하면 침체를 우려할 정도는 아니지만, 무리한 긴축을 되돌릴 수 있는 수준에서 금리 하향안정을 기대하는 것이다. 때문에 적당한 금리하락은 채권투자의 기회도 될 수 있으나, 전반적으로 위축되었던 금융환경 자체의 완화라는 점에서 위험자산에도 긍정적 환경으로 본다.

전반적인 가격지표 변동성 점차 안정화되고 있어

핵심은 2022년을 거치면서 확대된 가격지표들의 변동성이 점차 안정 흐름을 찾고 있다는 점이다<그림 26>. 안전자산인 채권시장에 남은 변동성이 가장 컸으나, 부채한도협상발 수급여건까지 정리되면 진정될 것이다. TGA 소진에 따른 T-bill 중심 단기채 발행이 불가피해 보여도<그림 27>, 부채한도 협상은 전반적인 재정지출을 줄이는 방향성이라는 점이 핵심이다.

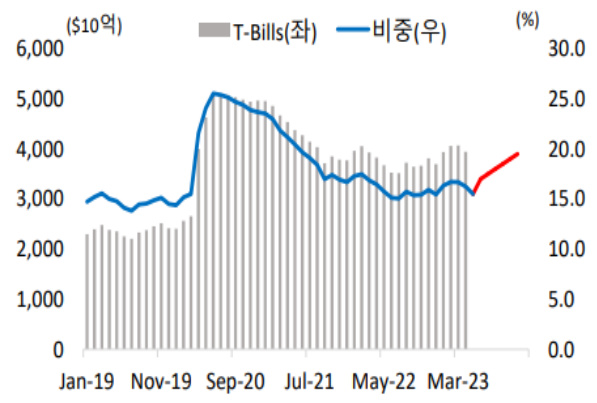
이러한 수급부담을 덜어주기 위해서 2000년 이후 처음으로 재무부 바이백 실시 계획까지 나오면서, 위축된 PD 중심의 조달 여건 개선될 것으로 기대된다<그림 28>. 낮은 미국은행 예금금리로 인한 단기자금시장 유입세도 유지될 것이다.

그림26 주식과 외환변동성 안정에도 채권변동성 높아



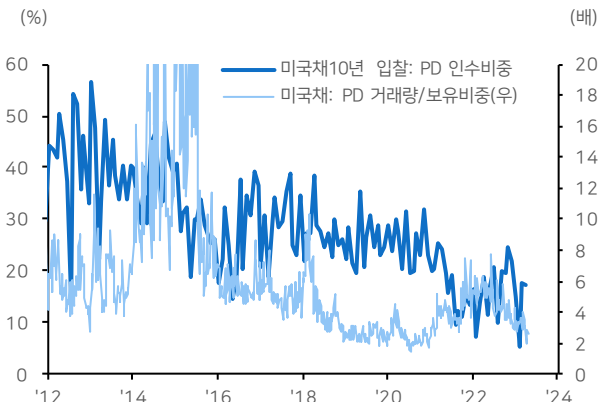
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 부채한도 협상 이후 단기물 중심 발행 증가 부담?



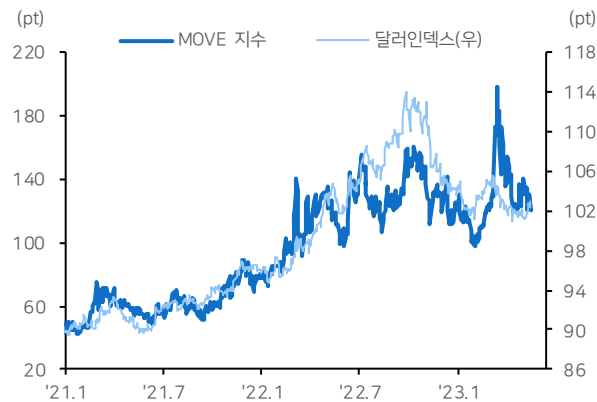
자료: US Treasury, 국제금융센터 재인용

그림28 미국채 인수단 영향력 감소, 바이백 실시 배경



자료: US Treasury, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림29 금리변동성에 연동되어 움직이는 달러지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

금리 변동성 안정은 달러 약세로 이어질 것

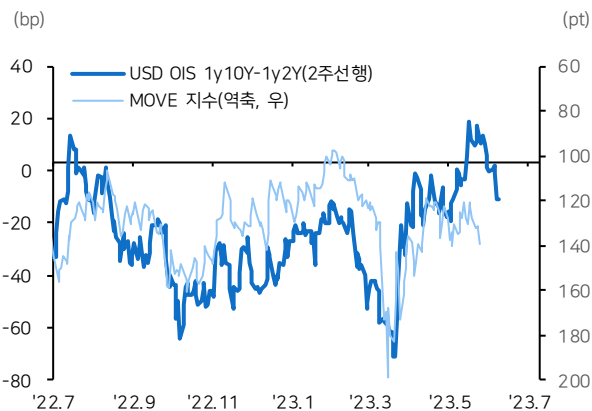
미국 통화정책의 높은 불확실성이 금리변동성을 높이면서, 달러강세를 유발하는 측면도 강했다<그림 29>. 금리변동성 안정 → 달러가치 하향이 진행되면 하반기 전반적인 금융시장 투자여건이 나쁘지 않은 배경 중 하나로 꼽고 있다.

현재 미국의 장단기금리 역전은 향후 어려워질 경기여건을 감안한 현상이기도 하나 무리한 긴축의 여파로 해석된다. 내년까지 침체를 방어하기 위해 중립금리 수준 아래인 완화적 환경까지 금리인하를 기대하는 것은 과도하나, 무리한 긴축 수준을 되돌리는 정도에서 3%대까지 낮출 것은 무리하지 않다는 생각이다. 1년 뒤 장단기금리차가 선행적으로 플러스 영역으로 넘어서는 이유도 같다<그림 30>.

미국채 10년 3분기 3%중반 내외 연말 3% 전망

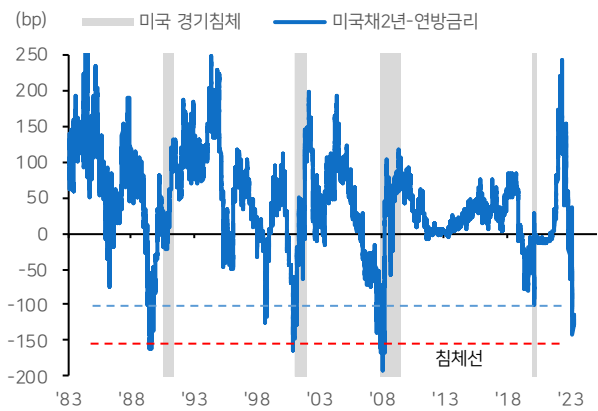
연방금리와 미국채2년 금리차가 150bp 이상 역전은 당장 인하해야 하는 심각한 상황으로 평가되는데, 현재는 100bp 내외 수준으로 그 정도는 아니다<그림 31>. 우리는 올해 연내 미국이 금리인하를 단행하지 못하더라도 중기적으로 3% 중반 이내까지 금리를 낮출 것이라는 믿음이 흔들리지 않을 것으로 보고 있다. 미국채 10년은 3분까지 3%중반 내외 등락, 연말 3.0%를 전망한다<그림 32, 33>.

그림30 미래 장단기금리차 방향과 금리변동성에 선행지표



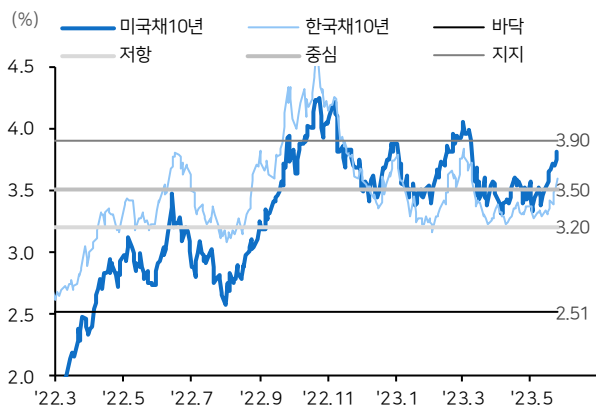
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림31 장단기금리 역전폭, 침체 아니지만 둔화는 인정



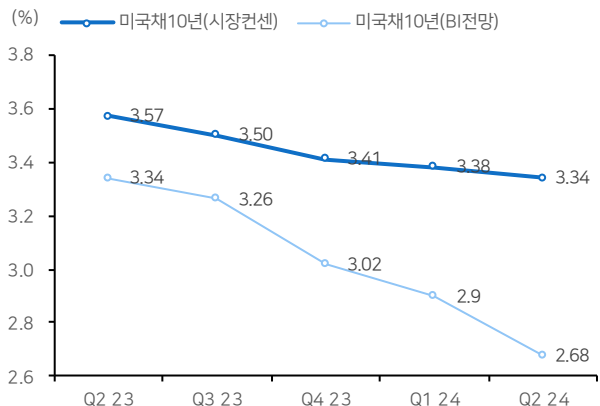
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림32 미국과 한국금리 박스원 상단 진입, 매수 기회



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림33 미국금리 컨센서스 대비 시장금리 안정 가능성



자료: Bloomberg Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

한국 긴축의 산 넘어 완만한 내리막

국내, 대외보다 금리 안정
기대감 더 높게 형성

남은 기준금리 인상부담에도 글로벌 증장기금리는 선제적으로 반락했는데, 한국은 시장금리 하향안정 기대감이 좀 더 높은 편이다. 국내는 대외보다도 경기와 물가, 통화정책에 대한 부담이 높지 않은데다 금융안정을 위한 부담까지 남아있어 시장금리 안정 기대감이 좀 더 높게 형성되고 있다.

국내 올해 성장률 하향조정
이어지고 있어

우선 미국과 유럽, 중국 등 주요국 올해 성장률 전망이 상향조정을 나타내는 것 대비 한국은 1% 초반대로 하향 기조가 이어지고 있다. 한은과 IMF 같은 기관들은 실질 GDP가 전년대비 1% 중반 정도 성장률을 이야기하고 있으나, 민간에서는 자칫 올해 1%에도 미치지 못할 위험을 언급한다.

물가 상승 압력 또한 상대적으로
낮아

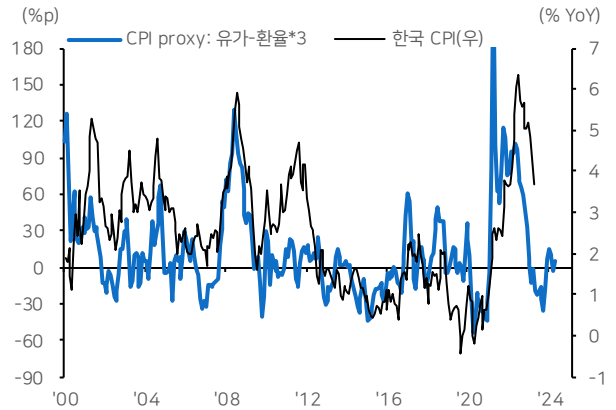
게다가 물가는 주요국 중 헤드라인이 가장 먼저 3%대 진입하여 5월에는 전년대비로 3.3%까지 낮아졌다. 환율이 다소 불안하다고 하나 에너지 가격안정을 중심으로 올해 3분기 중에는 전년대비 2%대까지 안정될 것으로 예상된다<그림 35>. 이를 감안하여 올해 펀더멘탈 모멘텀은 금리반락을 견인하고 있다<그림 36>.

그림34 2022년대비 2023년 펀더멘탈 금리 견인력 약화



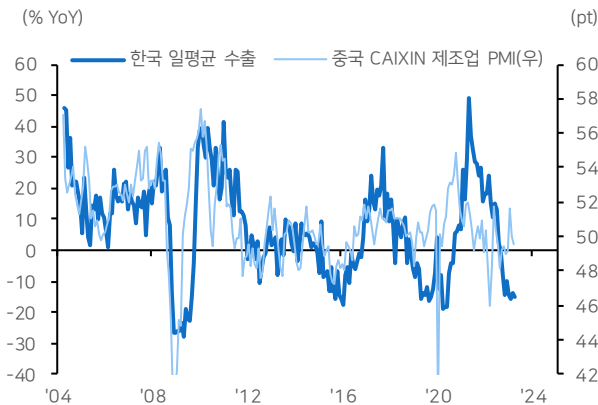
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림35 환율 부담에도 에너지안정으로 물가 하향전망 유지



자료: 통계청, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림36 중국 경제반등 한국 수출 수혜 연결고리 깨져



자료: 관세청, S&P, 메리츠증권 리서치센터

그림37 가계부채 축소 흐름 쫓아 내수경기 둔화 가능성



자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

한국 경제는 안팎으로 어려움이 가중되고 있는데, 중국 경기개선이 미진한데다 일부 살아날 조짐이 있었을 때도 국내 수출개선에 일조하지 못할 것이라는 기대가 높아진 부분이 문제다<그림 36>. 이는 반도체 판매가 일시적으로 부진한 수준에 그치지 않고 구조적인 문제가 될 공산이 있다.

내수는 금융안정 측면에서 부동산 구조조정과 가계부채 증가세가 주춤해지면서 탄력이 둔화될 위험이 크다<그림 37, 38>. 서울을 중심으로 일부 지역에서 부동산 경기가 살아날 조짐을 보이고 있다고 하나, 지방 건설사를 중심으로 한 구조조정의 압력은 높아지고 있다. 시장의 통화정책 완화기대가 과도하다고 하나 금융안정을 위한 예금금리가 기준금리와 역전이 될 정도이다<그림 39>.

**국내 2% 중반 중립금리 고려
시장 기대 과도한 측면 있어**

5월 금통위 중 한은총재는 성장률 전망을 낮추고, 심지어 내년 물가 전망도 낮추면서 기준금리보다 낮은 단기금리를 지적, 통화정책의 유효성을 지적했다. 때문에 6월 초 들어와 단기금리는 다시 기준금리를 상회할 수준으로 올라섰으나 한국 중립금리 2% 중반 정도를 감안, 시장 기대가 과도한지 점검이 필요하다.

그림38 고금리에 따른 부동산 구조조정 압력 높아져



자료: KB은행, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림39 금융안정 측면에서 예금금리 기준금리 하회



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림40 한국 연내 인하기대 후퇴에도 기조는 유지



자료: 금융투자협회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림41 한국 중립금리 2% 중반 감안한 투자 기조 유지



자료: 한국은행, 통계청, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

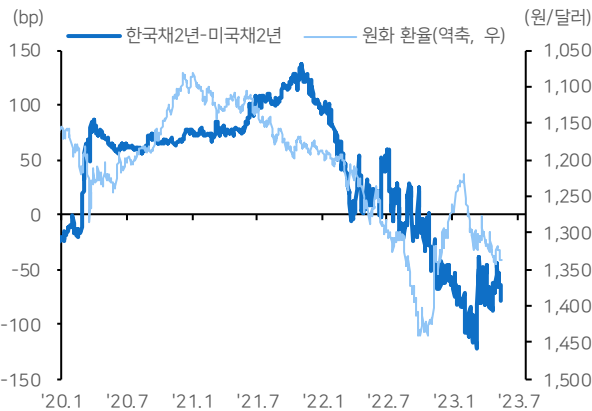
**물가 안정화 기조 확인하며
내년 기준금리 2.75% 수준 예상**

우리 또한 연내 인하에 대해서는 '다툼의 여지'가 있다고 판단, 여름까지 한미 금리 공히 박스권 트레이딩을 주장했지만, 내년까지 물가가 안정된다면 경기 지원 등을 감안하여 2.75% 정도의 기준금리를 낮추는 수준은 가능할 것이다<그림 40>. 때문에 연말까지 국고3년 금리가 기준금리 2.75%에 30bp 내외 감안 3.0%까지 하락할 수 있다는 전망을 제시 중이다.

대외금리차 역전에 따른 부담은 한은총재도 강조했듯이 환율 변동성이 높지 않은 한 기계적으로 '200bp면 위험하다'고 말할 수 없다<그림 42>. 현재 비정상적일 정도로 타이트한 일드커브 여건이 물가와 경기안정을 확인한 이후 제약적인 수준에서 풀려나갈 때 정상화가 진행될 것이다<그림 43>.

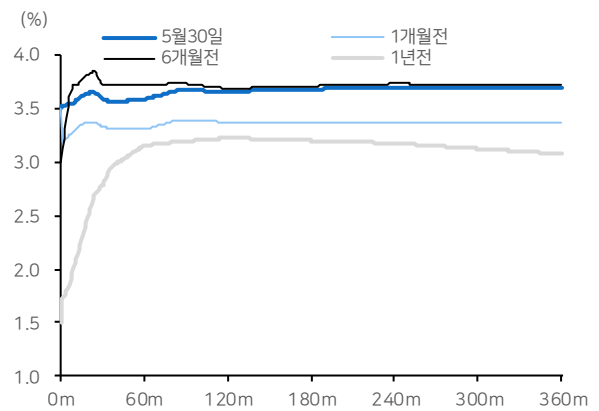
부동산 PF 관련 구조조정이 본격화되면 자칫 지난해 4분기 레고랜드 때와 같은 불안이 재현되지 않을까 염려가 있으나 정책당국의 기민한 대응으로 가능성은 낮다는 판단이다. 하반기에도 기준금리보다 낮은 국고금리 부담을 감안할 때 현재 금리 여건은 큰 돈 벌 기회는 아니라고 해도 채권투자에 긍정적 타이밍이다.

그림42 대외금리차 역전 심화, 환율에 기계적이지 않아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림43 타이트한 일드커브 해소를 위한 노력 진행



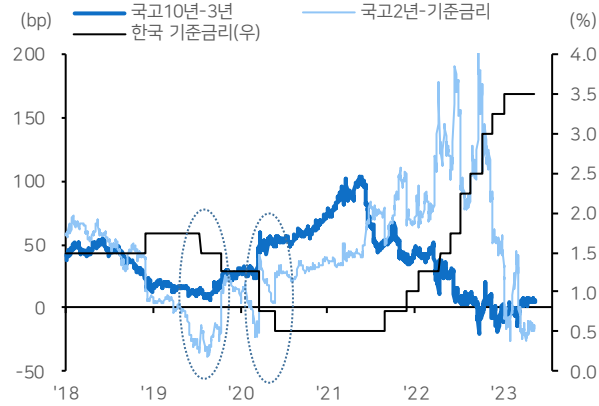
자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림44 부동산 구조조정에도 크레딧 시장 기회 있을 것



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림45 장단기금리차 점차 확대 시도 전환될 전망



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석 하누리 연구위원

얼굴 모양에 맞는 눈썹을 제공하는 로레알의 혁신 기술 (Business Plus)

인공지능이 개인의 피부나 헤어 상태를 체크한 후 그에 맞는 화장품이나 미용 제품을 추천하는 개인화 맞춤형 뷰티 시장이 성장 중이다. 시장조사기관 인사이트에이스 애널리틱스의 최근 연구에 따르면 전 세계 AI 뷰티·코스메틱 시장은 2021년에서 2030년 사이에 19.7%의 연평균성장률(CAGR)을 기록하며 빠르게 성장할 것으로 예측된다.

화장품부터 미용(뷰티 디바이스)·진단 기기, 설문상담 앱에 이르기까지 생활 속 뷰티 제품들이 인공지능과 만나 맞춤형 서비스로 변화하고 있다. 기존에는 제조된 제품 중 자신에게 맞는 제품을 찾는 과정이 수반되었지만 앞으로 정확한 피부 진단을 거쳐 회사가 개인별로 차별화된 화장품을 제조·판매하는 방식으로 변화해갈 것으로 전망된다.

글로벌 뷰티 1위 업체인 로레알은 CES 2023에서 '로레알 브로우 매직'이라는 가정용 디지털 눈썹 프린팅 기기를 선보이고 혁신상을 수상했다. 또 다른 제품 '합타는 휴대용 로봇 메이크업 기기'로 움직임이 불편한 사람도 안정적인 화장이 가능하게 한다. 맞춤형 뷰티 시장에서 한국은 시작 단계이다. 국내 대표적인 업체들이 뷰티 시장의 AI 트렌드를 따라가기 위해 힘쓰고 있지만 성과는 아직 미비하다. 뷰티 선진국 이름에 걸맞는 혁신과 행보를 기대해본다.

AI와 화장품

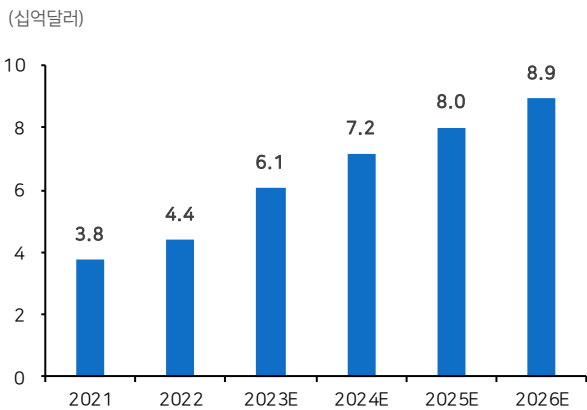
AI 뷰티 시장의 성장세

인공지능이 개인의 피부나 헤어 상태를 체크한 후 그에 맞는 화장품이나 미용 제품을 추천하는 개인화 맞춤형 뷰티 시장이 성장 중이다. 시장조사기관 인사이트에이스 애널리틱스의 연구에 따르면 전 세계 AI 뷰티·코스메틱 시장은 2021년에서 2030년 사이에 19.7%의 연평균성장률(CAGR)을 기록하며 빠르게 성장할 것으로 예측된다.

**개인이 제품을 찾는 방식에서
제품이 개인에게 맞추는 방식으로**

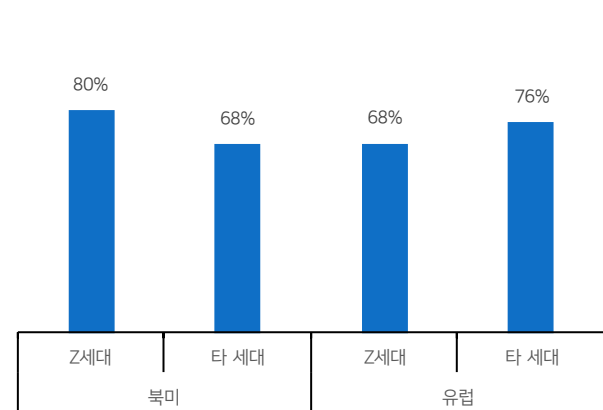
화장품부터 미용(뷰티 디바이스)·진단 기기, 설문상담 앱에 이르기까지 생활 속 뷰티 제품들이 인공지능과 만나 맞춤형 서비스로 변화하고 있다. 기존에는 제조된 제품 중 자신에게 맞는 제품을 찾는 과정이 수반되었지만 앞으로 정확한 피부 진단을 거쳐 회사가 개인별로 차별화된 화장품을 제조·판매하는 방식으로 변화해갈 것으로 전망된다. Revieve의 시장 조사에 따르면 Z세대뿐 아니라 다른 세대에서도 맞춤형 화장품 AI에 대한 신뢰도가 50%를 상회하는 것으로 확인된다.

그림1 뷰티 테크 시장 성장 추이



자료: Statista, 메리츠증권 리서치센터

그림2 지역별 맞춤형 화장품 AI 신뢰도



자료: Revieve, 메리츠증권 리서치센터

로레알의 혁신 기술

로레알 브로우 매직 -
눈썹 자동 완성 기술

글로벌 뷰티 1위 업체인 로레알은 CES 2023에서 ‘로레알 브로우 매직(L’Oréal Brow Magic)’이라는 가정용 디지털 눈썹 프린팅 기기를 선보이고 혁신상을 수상했다. 1회용 문신 프린팅 디바이스를 제조하고 있는 스타트업 컴퍼니 프링커(Prinker)와 제휴해 개발한 것이다. AR기술과 AI기술을 접목한 제품으로 원하는 눈썹 모양을 고른 후 눈썹을 쓸어 넘기면 몇 초 만에 이용자가 희망하는 자연스러운 눈썹이 완성된다.

합타 - 움직임이 불편한 사람을
위한 메이크업 로봇

로레알의 또 다른 제품 ‘합타(HAPTA)’는 휴대용 로봇 메이크업 기기로 움직임이 불편한 사람도 안정적인 화장이 가능하게 한다. 여기에는 팔의 움직임이 제한적인 사람들의 식사를 돕기 위한 기술이 적용됐다. 단순한 스킨케어 제품 바르기가 아닌 마스크라나 립스틱 등의 색조 제품을 열고 바르는 섬세한 동작이 가능하다. 또한 이 디바이스는 인공지능(AI) 시스템이 사용자의 동작과 사용 패턴을 학습해 사용횟수가 증가할수록 디테일적인 부분을 최적화해 줄 것이라고 한다.

국내 수준 및 방향

맞춤형 뷰티 시장에서 한국은 시작 단계이다. 2021년 기준 한국의 맞춤형 화장품(디바이스 제외) 시장 규모는 3,543만 달러(약 436억 원)로 추정되며 글로벌 전체에서 한국이 차지하는 비중은 3% 정도이다. 국내 대표적인 업체들이 뷰티 시장의 AI 트렌드를 따라가기 위해 힘쓰고 있지만 성과는 아직 미비하다. 뷰티 선진국 이름에 걸맞는 혁신과 행보를 기대해본다.

그림3 로레알 브로우 매직 (L’Oréal Brow Magic)



자료: L’Oréal, 메리츠증권 리서치센터

그림4 합타 (HAPTA)



자료: L’Oréal, 메리츠증권 리서치센터

원문: Business Plus - L’Oréal Innovation Gives Users Bespoke Brows For Their Face Shape