

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 10. 5 (목)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

고금리가 바꾼 원자재 시장

칼럼의 재해석

인도 시장으로 진출하는 글로벌 브랜드들

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 추천 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



▲ FX/원자재
Economist 박수연
02. 6454-4897
soo-yeon.park@meritz.co.kr

고금리가 바꾼 원자재 시장

- ✓ 원자재 투자에는 보관비용 발생. 장기 수익률을 낮추기 때문에 가격에 펀더멘털 반영 小
- ✓ 금리 상승은 보관비용 증대를 의미. 1) 베이시스와 2) 근월물 가격 변동성 확대 요인
- ✓ 금리 하락이 에너지 ↓, 비에너지 ↑ 변곡점으로 작용할 가능성

원자재 장기투자가 없는 이유, 보관비용

주식과 원자재의 차이점은
보관비용

주식 투자와 원자재 투자의 가장 큰 차이가 무엇일까?

바로 보관비용 여부다. 주식은 보관비용이 없다. 기회비용이 발생할 수는 있으나 매수 이후 지출해야 하는 회계적인 비용은 따로 없다. 그래서 투자 수익률은 온전히 가격 등락과 배당금에서 나온다. 반면, 원자재는 보관비용이 있다. 실물자산이기 때문에 일단 매수하면 인도, 롤오버 과정에서 비용이 발생한다.

보관비용은 원자재 가격 전망의
불확실성을 확대시킴

원자재 가격 전망의 불확실성은 바로 이 보관비용에서 발생한다. 주식은 보관비용이 없기 때문에 기대를 앞당겨서 선반영하는 경향이 있다. 장기적으로 보유해도 비용이 추가되지 않으니, 기대를 선반영하는 데 대한 부담이 적기 때문이다. 그러나 원자재는 장기 펀더멘털보다는 당장의 이슈에 크게 등락한다. 특정 원자재 가격이 상승할 것으로 전망되어도 보관비용이 예상 이익의 일부를 상쇄하기 때문이다. 다시 말해, 펀더멘털을 반영하여 가격이 형성될 유인이 상대적으로 작다.

그래서 원자재 선물가격 결정식에는 다음과 같이 보관비용이 반영된다.

그림1 원자재 선물가격 결정식

$$F = (S + U) \times e^{\frac{rT}{365}}$$

F : 선물가격, S : 현물가격

U : 보관비용의 현재가치

r : 금리, T : 만기일까지의 일수

이제는 무시 못할 금리 수준

원자재 선물가격은 1) 현물가격, 2) 보관비용, 3) 금리에 비례

위의 식을 통해 도출할 수 있는 결론은 단순하다. 원자재 선물가격은 1) 현물가격, 2) 보관비용, 3) 금리가 높을수록 상승한다는 것이다.

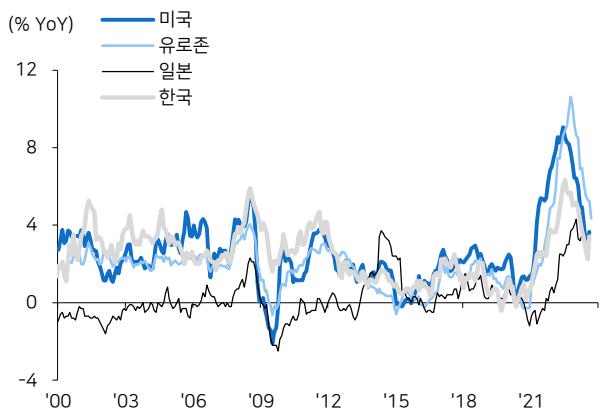
앞서 언급한 1) 현물가격, 2) 보관비용, 3) 금리 중에서 대체적으로는 현물가격이 원자재 선물가격 변동의 대부분을 설명해왔다. 수년간 물가상승률도, 금리도 낮았기 때문에 보관비용과 금리의 영향력이 제한될 수밖에 없었다.

이전과 달리 대두되는 금리 부담

그런데 팬데믹 이후 매크로 환경은 변했다. 대규모 공급 차질 때문에 물가상승률이 전 세계적으로 고공행진했다. 특히 미국은 2022년 6월 CPI가 9.1% YoY, 유로존은 같은 해 10월 10.6% YoY까지 상승했다. 당연하게도 각국 중앙은행은 물가안정을 위해 인상 사이클에 돌입했고, 이 때문에 금리 또한 십수년간의 하락세를 멈추고 반등하기 시작했다. 특히 미국채 10년은 2020년 8월 4일 0.51%를 역사적 저점으로, 2023년 10월 3일 기준 4.80%까지 428.86bp 상승했다.

물가상승률은 잇따른 금리인상 여파, 그리고 경기둔화 우려가 커지면서 지난해 이후 둔화되고 있다. 그러나 금리는 여전히 상승 중이다. 원자재 현물가격 방향이 가장 중요하기는 하나 원자재 투자를 결정함에 있어 고금리 상황을 고려할 수밖에 없어진 것이다.

그림2 글로벌 물가상승률 추이



자료: 각국 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국채 금리 및 연방기금금리 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

고금리가 야기한 두 가지 변화

고금리가 야기한 두 가지 변화

그렇다면 원자재 시장 전망에 앞서 고금리가 만든 변화를 살펴보아야 할 것이다. 이를 위해 그림1의 원자재 선물가격 결정식으로 돌아가보면 크게 두 가지 결론을 도출할 수 있다. 바로 1) 베이시스 확대와 2) 현물가격 변동성 확대다.

1) 베이시스 확대

변화1: 베이시스 확대
= 원자재 가격 하방압력

선물시장에서 베이시스란 선물가격과 현물가격의 차이를 말한다. 베이시스는 일반적으로 현물과 선물간 차익거래 방향을 결정짓기 때문에 주목된다. 가격을 전망할 때도 중요하다. 선물가격에 비해 현물가격의 변동성이 크다는 특징 때문에 시장의 과열 여부를 가늠하는 잣대로 활용된다.

예를 들어, 특정 원자재 수요가 증가할 경우 선물가격에 비해 현물가격이 크게 상승한다. 다시 말해 베이시스가 축소된다. 반대로 수요가 감소하면 선물에 비해 현물가격이 크게 하락하며 베이시스가 확대된다. 여기서 **핵심은 베이시스 확대가 원자재 시장 하방압력을 의미한다는 것이다.**

금리 상승 → 보관비용 증가 → 원자재 수요 감소 → 재고 증가 → 베이시스 확대 & 가격 하락

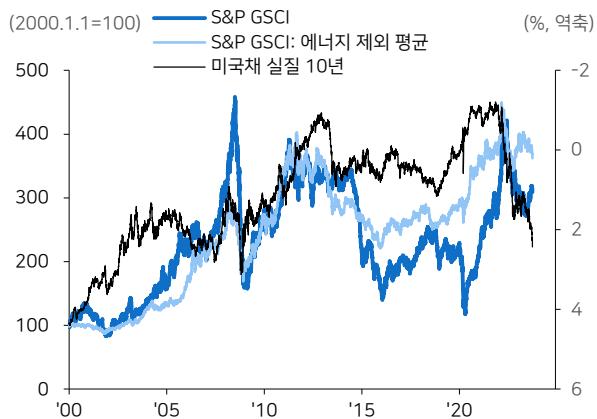
이때, **금리 상승은 베이시스 확대 요인이다.** 금리는 사실상 모든 매크로 비용의 근간을 이룬다고 보아도 무방하다. 때문에 금리 상승은 곧 보관비용의 증가를 의미한다. 보관비용 증가는 곧 원자재 투자 수익률의 하락으로 이어지기 때문에 원자재 수요가 감소함에 따라 재고가 늘어나게 된다. 즉, 원자재 가격 하락 압력이다. 앞서 설명했듯 원자재는 근월물 가격의 변동성이 크기 때문에 선물가격에 비해 현물가격의 하락폭이 크다. 이는 곧 베이시스 확대, **나아가 원자재 가격 하락을 의미한다.**

금리-원자재 반비례 관계는 실증적으로 성립

금리와 원자재 가격 간 반비례 관계는 장기적으로 성립한다. 그림4~5에 나타나 있듯, 미국채 실질금리가 하락하면 원자재 가격은 상승하고 반대로 금리가 상승하면 원자재 가격이 하락하는 상관관계를 보인다. 특히 에너지를 제외한 산업금속, 귀금속, 농산물 가격지수 평균과의 상관관계가 더 크다. 그 이유는 전체 S&P GSCI 지수 내에서 에너지 구성비중이 50% 이상이나, 에너지의 경우 OPEC이라는 카르텔로 인해 금리 영향력에서 상대적으로 자유롭기 때문이다.

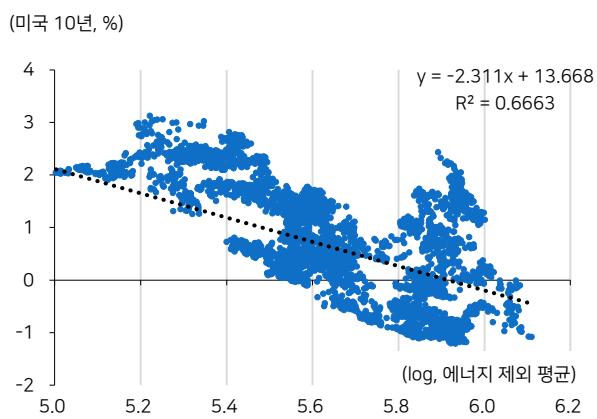
특히 최근 시계에서 공급 차질이 두드러지지 않은 구리와 옥수수로 한정하여 살펴보면, 재고는 증가하고 베이시스는 확대되었으며 이 때문에 가격 하방 압력이 컸음을 알 수 있다.

그림4 S&P GSCI vs. 미국채 실질 10년



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 S&P GSCI 에너지 제외 vs. 미국채 실질 10년



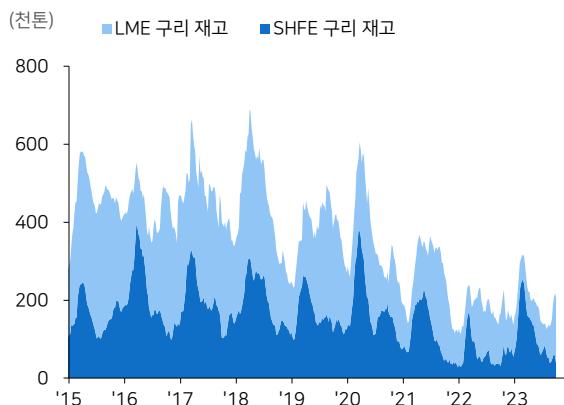
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 구리* 가격 vs. 베이시스



주*: S&P GSCI 구성 부자금 속 중 비중이 가장 큼
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 구리 재고: LME & SHFE



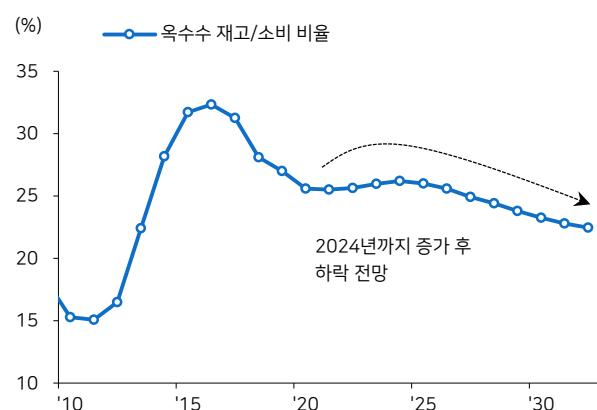
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 옥수수* 가격 vs. 베이시스



주*: S&P GSCI 구성 농산물 속 중 비중이 가장 큼
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 옥수수 재고(stocks to usage ratio)



자료: U.S. Department of Agriculture, 메리츠증권 리서치센터

2) 현물가격 변동성 확대

변화2: 현물가격 변동성 확대

한편, 금리 상승은 현물가격 변동성 확대에도 기여했을 수 있다. 금리 상승 때문에 보관비용이 커졌다는 것은 원자재 장기투자 유인이 추가 축소되었음을 의미한다. 이는 곧 원자재 가격이 펀더멘털에 좌우되기보다는 특정 이벤트에 따른 움직임이 확대되었음을 뜻한다.

금리-원자재 변동성 상관관계는 실증적으로 입증됨

관련된 실증분석 연구도 있다. 연준은 2012년에 Gruber & Vigfusson의 "Interest Rates and the Volatility and Correlation of Commodity Prices"라는 제목의 논문을 게재했다. 해당 논문에서는 실질금리 상승이 원자재 항목간 상관관계와 가격 변동성에 미치는 영향을 분석했다. 그리고 계량적으로 금리가 상승할수록 원자재 가격 변동성이 커진다는 것을 계량적으로 입증했다(그림10).

구조적 변화와 동시에 발생하여 추가 변동성 확대 요인

문제는 금리 외에도 지정학, 산업, 이상기후로 인해 원자재 가격 변동성이 구조적으로 확대되었다는 점이다. 특히 펜데믹과 러시아-우크라이나 전쟁을 계기로 나타난 탈세계화 가속화가 가장 두드러진다. IMF에 따르면 2022년 전체 무역 규제는 미중갈등이 확대되던 2016~2019년에 비해 3.5배 증가했다. 그러나 이를 원자재로 한정할 경우, 항목 전반에 걸쳐 5~6배 가량 규제가 늘어났음을 알 수 있다. 즉, 무역규제가 원자재에 항목에 집중된 것이다.

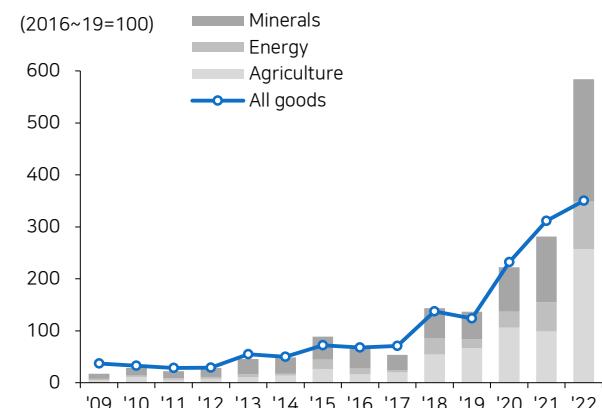
각국의 자국우선주의 무역정책이 지속되고 있는 바, 무역 규제 횟수는 점차 늘어날 가능성이 크다. 특히 인도에서 쌀, 밀, 설탕에 이어 철강까지 수출 규제에 나섰다는 점이 주목된다. 무역 규제 발생 가능성 커졌고 금리까지 상승하면서 원자재 가격 변동성은 중기적으로 확대될 수밖에 없다.

그림10 실질금리 상승과 원자재 가격 변동성



자료: Gruber, Joseph W., and Robert J. Vigfusson. "Interest Rates and the Volatility and Correlation of Commodity Prices." (2012).

그림11 원자재 무역 규제 횟수 추이



자료: IMF WEO(Oct 2023), 메리츠증권 리서치센터

금리 하락 시 비에너지 가격 상승 가능성

단기적으로 원자재 선별적 투자

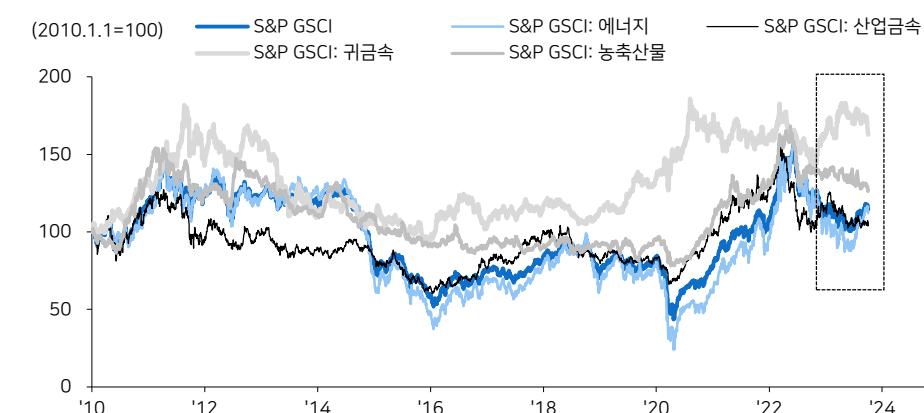
상기한 논의를 통해 내릴 수 있는 결론은 두 가지다. 지금까지 1) 고금리 환경이 원자재 가격 하방 압력으로 작용하는 한편, 2) 개별 이벤트에 따른 가격 변동성을 확대했다는 사실이다. 그리고 금리 하락 반전이 나타나지 않는 한, 단기적으로 무역 규제나 친환경 인프라 투자에 활용되는 원자재에 선별적으로 투자 매력도가 높음을 의미한다.

중장기적으로 원자재 투자 매력↑ & 에너지/비에너지 수익률 격차↓

중장기적으로는 여전히 금리 하락 반전 가능성을 크게 본다. 미국 연준의 인상 사이클 종료가 확실시되고 인하 사이클에 대한 논의가 확대될 경우(하우스류 기준 2H24 인하 시작) 이에 연동되어 금리 또한 안정화될 것이기 때문이다. 이때 원자재 가격은 금리 측면에서만 보면, 1) 상방 압력이며, 2) 가격 변동성이 소폭이나마 완화될 수 있다.

물론 그때의 경기 사이클 영향에서 자유로울 수 없고 매크로 불확실성이 여전히 큰 것도 사실이다. 하지만 적어도 현재 원자재 시장에서 나타나고 있는 에너지로의 가격 쏠림이 완화됨과 동시에 다른 원자재로의 수급 이동을 기대할 수 있을 것으로 판단한다.

그림12 S&P GSCI 지수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

하누리 연구위원

인도 시장으로 진출하는 글로벌 브랜드들 (Inventiva)

글로벌 명품 브랜드들이 앞다투어 인도 시장 진출을 서두르고 있다. 인도 명품 시장의 성장성에 대한 이야기가 나온 것은 사실 꽤 오래된 이야기다. 소비의 원천인 인구 수에서 오는 잠재력이 크기 때문이다. 그러나 최근 대형사들이 함께 인도 진출을 실행에 옮기는 것은 그 잠재성의 폭발이 실제로 다가오고 있음을 의미하는 듯 하다. 또한 팬데믹 이후 중국의 소비가 주춤하고 있는 것이 그들을 움직였을지도 모른다.

인도의 대형 유통 기업들이 명품 브랜드들 유치에 사활을 걸며 시장에 대한 기대감은 계속해서 커지고 있다. 연내 오픈 예정인 루마이의 럭셔리 쇼핑몰 지오월드프라자(Jio World Plaza)는 인도 최대 재벌 릴라이언스 그룹 소유로 일반 축구장의 12배에 달하는 규모를 자랑한다. LVMH, 캐링 그룹, 리치몬트, 버버리 등 명품 그룹들을 필두로, 루이비통, 디올, 구찌, 까르띠에, 불가리, IWC샤프하우젠, 리모와 등이 임대 계약을 체결했다. 루이비통은 월 매출의 4~12%를 임대료를 지불하는 조건으로 알려졌다.

또 다른 인도 재벌 아디티아비를라그룹(Aditya Birla Group)은 프랑스 백화점 체인 갤러리 라파예트와 파트너십 계약을 체결하며 루마이와 델리에 백화점을 오픈할 예정이다. 여기서 취급하는 명품 브랜드만 해도 200개가 넘을 것으로 보도됐다. 이밖에 스위스 시계 및 주얼리 체인도 타타그룹과 손잡고 까르띠에, IWC샤프하우젠, 예거, 피아제 등 다양한 스위스 명품 시계를 인도 시장에 선보이기로 했다.

루마이 지역에서 1000평방피트(약 28평)를 임대하는 비용은 월 6,044달러(약 800만원)에서 7,250달러(약 960만원) 가량이다. 명품업체의 수요 증가, 제한된 부동산 공급으로 인해 임대료가 치솟자 은행, 뮤추얼 펀드 등은 루마이 북쪽 교외 지역의 금융 지구로 이전하고 그 자리를 명품 업체들이 채우고 있다.

인도 성장의 가시화

인도 명품 시장 성장 목전

글로벌 명품 브랜드들이 앞다투어 인도 시장 진출을 서두르고 있다. 인도 명품 시장의 성장성에 대한 이야기가 나온 것은 사실 꽤 오래된 이야기다. 소비의 원천인 인구 수에서 오는 잠재력이 크기 때문이다. 그러나 최근 대형사들이 함께 인도 진출을 실행에 옮기는 것은 그 잠재성의 폭발이 실제로 다가오고 있음을 의미하는 듯 하다. 또한 팬데믹 이후 중국의 소비가 주춤하고 있는 것이 그들을 움직였을지도 모른다.

대형 기업들의 명품 브랜드 유치

인도의 대형 유통 기업들이 명품 브랜드들 유치에 사활을 걸며 시장에 대한 기대감은 계속해서 커지고 있다. 연내 오픈 예정인 루마이의 럭셔리 쇼핑몰 지오월드프라자(Jio World Plaza)는 인도 최대 재벌 릴라이언스 그룹 소유로 일반 축구장의 12배에 달하는 규모를 자랑한다. LVMH, 캐링 그룹, 리치몬트, 버버리 등 명품 그룹들을 필두로, 루이비통, 디올, 구찌, 까르띠에, 불가리, IWC샤프하우젠, 리모와 등이 임대 계약을 체결했다. 루이비통은 월 매출의 4~12%를 임대료를 지불하는 조건으로 알려졌다.

또 다른 인도 재벌 아디티아비를라그룹(Aditya Birla Group)은 프랑스 백화점 체인 갤러리 라파예트와 파트너십 계약을 체결하며 루마이와 델리에 백화점을 오픈할 예정이다. 여기서 취급하는 명품 브랜드만 해도 200개가 넘을 것으로 보도됐다. 이밖에 스위스 시계 및 주얼리 체인도 타타그룹과 손잡고 까르띠에, 예거, 피아제 등 다양한 스위스 명품 시계를 인도 시장에 선보이기로 했다.

명품 매장의 뮤바이 중심지 확산

에르메스는 늘어나는 인도의 부유층을 타겟하고 높은 임대료를 무릅쓰고 인도 뮤바이 현지에 지속적으로 매장을 열고 있다. 뮤바이 지역에서 1000평방피트(약 28 평)를 임대하는 비용은 월 6,044달러(약 800만원)에서 7,250달러(약 960만원) 가량이다. 명품업체의 수요 증가, 제한된 부동산 공급으로 인해 임대료가 치솟자 은행, 뮤추얼 펀드 등은 뮤바이 북쪽 교외 지역의 금융 지구로 이전하고 그 자리 를 명품 업체들이 채우고 있다. 인도 금융산업의 본거지였던 뮤바이 남부에 가장 최근 들어선 것은 명품 업체로 럭셔리 브랜드들이 중산층에 대한 접근성을 높이기 위해 임대료를 기꺼이 감당하고 매장을 열고 있는 것이다.

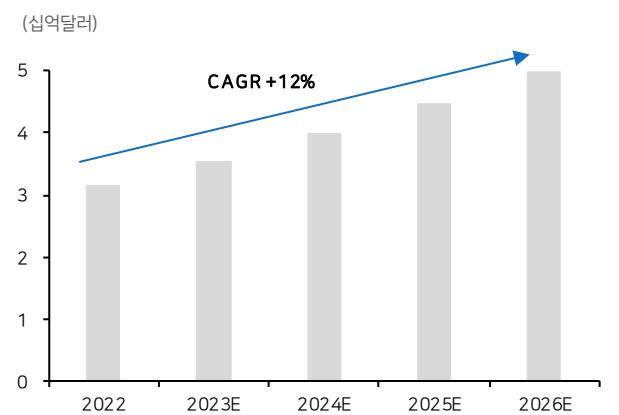
LVMH의 디올은 인도 뮤바이의 상징인 ‘케이트웨이 오브 인디아’에서 첫 패션 쇼를 열었다. 당시 디올은 인도 시장을 겨냥해 인도 바느질 장식을 한 재킷과 스커트·가방을 선보였다. 럭셔리 뷰티 브랜드 기업 또한 다르지 않다. 로레알은 최근 인도와 동남아시아 전역의 소비자 브랜드 전문 벤처캐피탈 회사인 DSG 컨슈머 파트너스에 전략적 투자를 했다. CEO는 인도의 중산층 인구가 향후 5~10년 내에 두 배 증가함에 따라 로레알의 다음 10억달러 시장이 될 수 있다고 말했다.

중산층 증가 전망

베인앤컴퍼니는 인도에 고액 자산가들이 늘면서 명품업체가 몰려들고 있다며 팬데믹으로 해외 여행이 제한되면서 개인 사치품에 대한 욕구가 커진 이들이 인도 안에서 명품을 구매하고 있다고 분석했다. 영국 컨설팅업체인 나이트프랭크에 따르면 2027년까지 인도에서 1000만달러 이상의 순자산을 보유한 이들은 166만명으로 늘 것으로 보인다. 3000만달러 이상의 순자산을 보유한 부유층은 2022년부터 5년 동안 약 60% 증가할 전망이다.

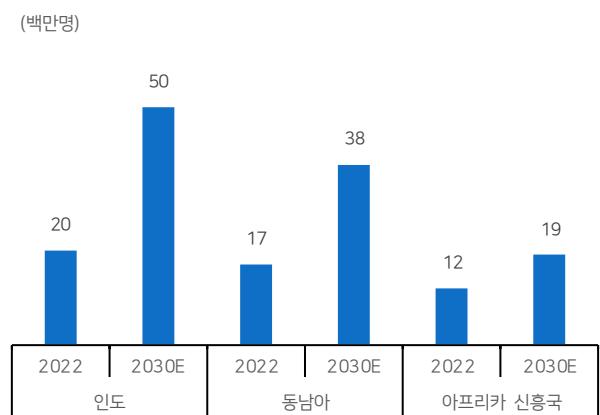
유로모니터 인터내셔널에 따르면 인도 명품 시장은 연 12% 성장으로 오는 2026년 50억달러 규모에 달할 것으로 예측된다. 국내에 대비해 작지만 글로벌 기업들이 성장성을 보고 움직이는 만큼 국내 기업들 또한 포화 시장이 아닌 곳을 공략하고 새로운 먹거리를 찾아 빠르게 움직여야 하겠다.

그림1 인도 명품 시장 규모



자료: 유로모니터, 메리츠증권 리서치센터

그림2 신흥국 중산층 증가 전망



자료: Bain&Company, 메리츠증권 리서치센터

원문: LVMH, Gucci to expand In India with new outlets in Reliance's luxury mall (Best Stocks)