

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 10. 11 (수)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

한/미 인플레이션 전망과 통화정책 논점

칼럼의 재해석

고금리, 전쟁에 따른 탱커시장 영향 분석

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



▲ 경제분석

Economist 이승훈
02. 6454-4891
seunghoon.lee@meritz.co.kr

한/미 인플레이션 전망과 통화정책 논점

- ✓ 한국과 미국 공히 광범위한 디스인플레이션 경로를 예상
- ✓ 디스인플레 진행과 함께 정책금리도 조정되어야 적절하게 제약적인 통화정책이 가능
- ✓ 중기적으로는 중립금리 상회하는 수준에서 금리인하 사이클 마무리될 것

금리가 15년 만에 가장 높아진 이유: 본질은 인플레이와 통화긴축이다

최근 금융시장의 화두는 고금리

최근 글로벌 금융시장의 화두는 단연 금리이다. 특히 미국 10년물 국채금리가 2007년 이후 가장 높은 수준인 4.9%에 근접하면서, 일부에서는 1) 미국을 위시한 전세계 경제가 고금리를 감내하지 못하고 경착륙할 수 있다는 우려와 동시에 2) 주식시장 내에서 성장주 조정의 빌미가 되고 있다.

인플레이션을 잡기 위한
공격적 통화정책의 결과물

금리가 이렇게까지 오른 배경은 1) 양호한 미국 경제가 고금리를 감내할 수 있다는 인식도 물론 있었겠지만, 2) 공급망 교란과 결국은 과잉으로 판명 난 코로나19 직후의 정책대응으로 발생한 인플레이션을 주된 요인이었다. 공급측 인플레이션이 수요측 인플레이션으로 진화하면서, 그 압력을 억제하기 위해 연준을 위시한 주요국 중앙은행이 "공격적" 금리인상을 단행했기 때문이다.

코로나19가 가져온 왜곡이 통화
정책 시차 불확실성 키워; 데이터
에 의존할 수 밖에 없는 환경조성

코로나19가 가져 온 거시경제와 금융시장의 왜곡, 그리고 40년 만에 가장 높은 인플레이션의 출현은 통화정책 시차의 불확실성을 더욱 키웠다. 때문에 중앙은행은 금리인상을 통해 물가를 잡는다는 전통적인 통화정책 대응 방식을 사용하면서도, 입수되는 데이터에 의존하여 정책금리 수준의 적절성을 가늠하고 있다. 그들이 데이터를 보는 만큼, 중앙은행의 주요 판단 잣대가 되는 고용과 물가 지표에 시장의 관심이 집중되는 것은 어찌 보면 당연하다.

때마침 10월 12일(목요일)에 미국 9월 CPI 발표를 앞두고 있고, 우리나라에서도 9월 CPI가 다시 전년대비 3.7%까지 오르면서 인플레이션에 대한 관심이 커진 상태이다. 오늘 전략공감2.0에서는 우리의 인플레이션 진단과 전망을 제시하고, 이에 따른 통화정책 시사점을 도출한다.

미국 인플레이션 동향과 전망

미국 인플레이션의 원인

미국 인플레이션의 발생 원인은 1) 코로나19 초기 공급망 충격과 원자재/중간재 조달 비용 상승에 따른 생산자물가의 급등, 2) 재정정책을 기반으로 한 소비자 구매력 확대에 의한 생산자물가의 소비자물가 전이, 3) 임금 및 주택가격 상승에 시차를 두고 나타나는 제반 임대료의 상승 등으로 요약할 수 있다.

최근 동향: 전 부문에 걸친 디스인플레이션 가시화

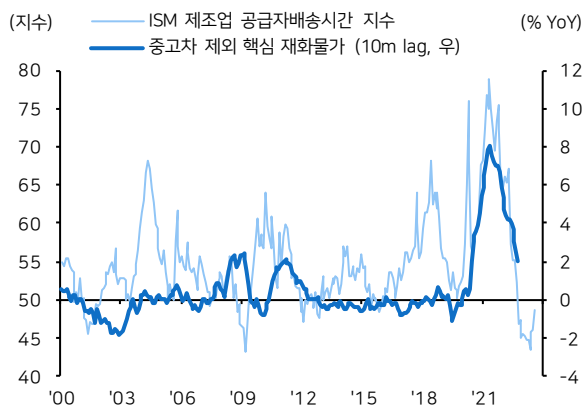
2022년 2~3분기까지 계속 높아져 오던 미국 인플레이션 압력은 Core CPI 기준 작년 9월을 기점으로 점차 완화되고 있다. 인플레이션 압력의 둔화가 두드러지는 것은 재화물가이다. 완성품의 인도 시간 지연이 시차를 두고 재화 인플레이션을 유발했고, 이제는 정반대의 궤적을 시현 중이다. 중고차 제외 핵심 CPI의 전년 대비 상승률은 작년 상반기 7~8%대에서 8월에는 2.0%로 내려 왔다 (그림 1)

그 다음은 주거비이다. 금리인상 여파로 주택가격 상승세가 둔화되고, 급등했던 임대료 실거래가 상승폭이 약화되면서 이에 시차를 두고 실제 임대료 비용과 가상임대료(자가인 주택을 임대로 살 경우 들어갈 수 있는 잠재비용)도 함께 내려 오고 있다(그림 3~4).

마지막으로 주거비를 제외한 서비스 물가는 임금 상승률의 함수이다. 소비의 대부분이 서비스라는 특징도 있지만 이들 개인서비스는 대체로 노동집약적이기에 인건비가 많이 들면 서비스를 생산하는 데에 들어가는 비용이 커지고 소비자로 전가되기 때문이다. 이 역시 올해 2~3월을 정점으로 하향 안정화되고 있다 (그림 2). 우리는 사직률의 하락이 임금 상승률의 추세적인 둔화를 유발하고, 결국 이것이 가장 경직적인 서비스 물가의 하향 안정화로 귀결될 것으로 예상하고 있다.

전년대비 상승률을 보면 핵심물가를 구성하는 모든 부문에서 물가상승률 둔화(디스인플레이션, disinflation)이 관찰되고 있다. 공격적 금리인상에도 효과가 부재하여 현 수준에서 금리를 더욱 공격적으로 인상할 명분은 없는 것이다.

그림1 미국 ISM 공급자배송시간 지수 vs 핵심 재화물가



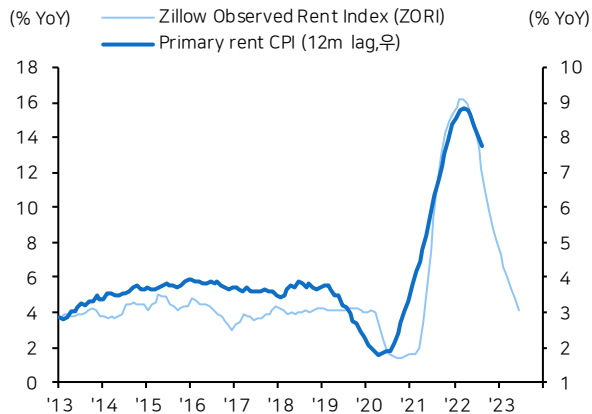
자료: US ISM, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 AT Fed Wage Tracker vs 핵심 서비스 물가



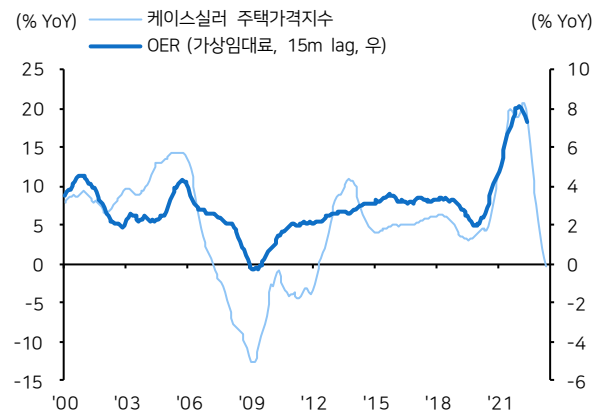
자료: Atlanta Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 임대료 실거래가와 임대료 CPI



자료: Zillow.com, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 케이스실러 주택가격 vs 가상임대료 CPI



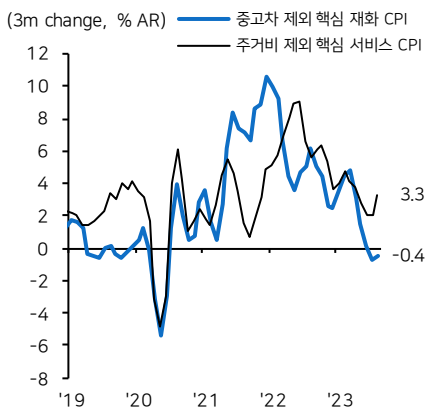
자료: S&P Global, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

새로이 들어 오는 인플레이션 압력도 제한적

물가상승 압력을 볼 때는 보통 전년대비 값(12개월 전 대비 변화율)을 많이 보지만, 새로운 인플레이션이 물가압력을 더욱 키우는 지 여부도 확인해야 한다. 이러한 관점에서 파월 의장을 위시한 연준은 소비자물가의 3개월 전과 6개월 전 대비 변화분을 연율화하여 이를 측정한다. 아래 그림 5~7은 핵심 물가를 구성하는 여러 항목들의 물가 상승률을 3개월 전 대비 연율 기준으로 환산한 것이다.

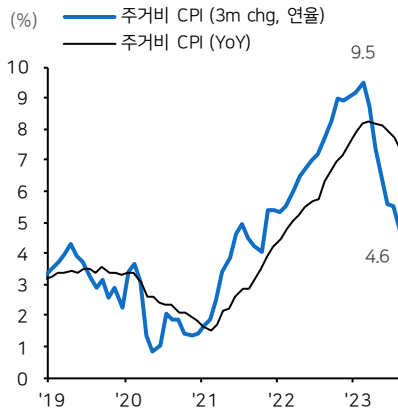
이를 토대로 보면, 핵심 재화물가는 (-)의 영역에 진입해 있고, 주거비 물가상승세도 3월 이후 큰 폭으로 둔화되었다. 주거비 제외 핵심 서비스 물가상승률의 둔화 속도가 더딘데, 3개월 전 대비 연율 기준으로 보면 3.3%이다. 이 기준 하에서도 디스인플레이션은 광범위하게 나타나고 있음이 확인된다.

그림5 미국 핵심 재화/서비스 물가



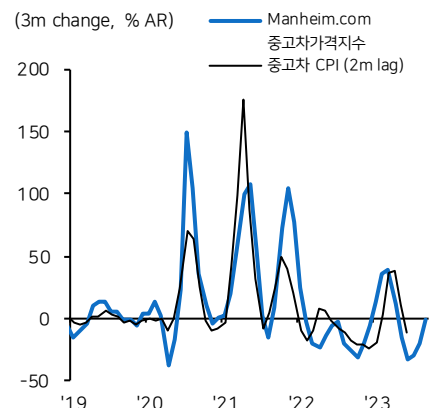
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 주거비 물가



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 중고차 물가



자료: Manheim.com, US BLS, 메리츠증권 리서치

유가 상승으로 Headline CPI가 4%에 육박할 수 있지만, Core CPI 상승률은 지속 둔화 예상

연준과 시장 참여자들이 공히 목도하게 될 미국의 예상 소비자물가 궤적은 그림 8에 도해하였다. Headline CPI는 최근의 국제유가 상승을 반영하여 높게는 3.8~3.9%까지 상승할 수 있을 것이나, 수요측 압력이 주로 작용하여 연준이 중요시 하는 Core CPI는 내년 3분기까지 계속 내려갈 것으로 예상하고 있다. 9월 Core CPI는 전년대비 4.1%, 4분기 3%대로 하향 안정화되는 수순이다. 이를 기반으로 우리는 올해와 내년 미국 CPI 상승률을 각각 4.2%와 2.6%로 전망한다.

Higher for longer = 실질금리 (+) 상태를 유지한다는 뜻

한편, 인플레이션 압력이 재발하는 것을 방지하기 위해 연준은 장기간 높은 정책금리 (Higher for longer) 전략을 채택하려 하고 있다. 취지는 결국 물가상승률보다 높은 정책금리 환경을 만들어, 정책금리를 물가상승률로 차감한 실질금리를 정(+)의 값으로 돌려 놓는 것이다. 이를 나타낸 것이 그림 9이다.

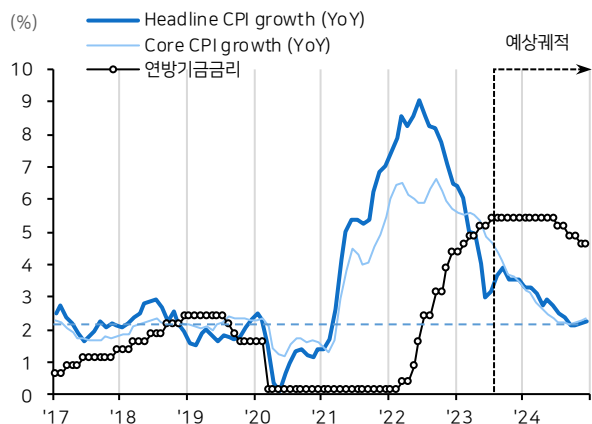
물가상승세가 둔화되는데 금리가 계속 높은 수준에 머물러 있으면 긴축 효과는 더욱 커짐

물가상승세가 둔화되는데 높은 수준에 금리가 머물러 있으면 실질금리는 계속 상승하여 통화긴축 효과가 더욱 커진다. 이렇게 계산한 실질금리는 Core CPI(핵심물가) 기준 올해 6월부터 (+)의 값으로 전환되었고 (8월: 1.03%), 우리가 연준의 금리인하 직전 시점으로 예상하는 내년 6월의 경우 3.05%까지 상승한다. 2000년대 이후 Core CPI를 차감한 실질금리가 3%대에 진입했던 경험은 2007년 8월이 마지막이었으며, 그 해 9월부터 리세션 징후가 커지면서 빠르게 금리인하 사이클에 진입한다.

인플레 약화에 맞춰 정책금리도 조정 필요

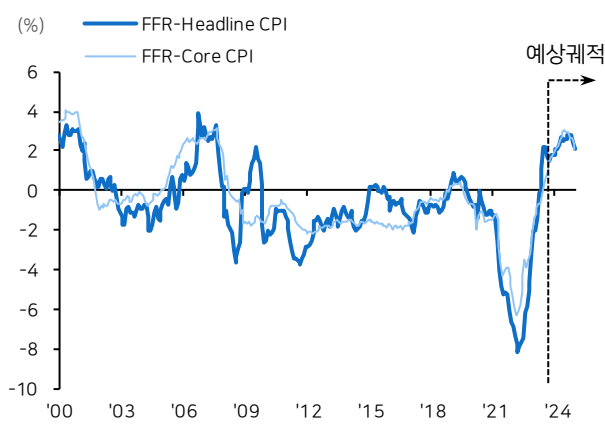
우리 예상대로 연준이 내년 하반기 중 75~100bp 인하를 단행할 경우 내년 말 Core CPI 기준 실질금리는 2.0~2.2%대로 내려 온다. 9월 FOMC 점도표 중위수가 시사하는 대로 올해 25bp 추가 인상 이후 내년 말까지 50bp를 인하하는 그림이라면, 같은 기준의 실질금리는 내년 말 2.7%으로 상당히 제약적이다. 디스인플레이션이 빠르게 진행된다면 이에 비례해서 적극적으로 금리를 낮추는 것이 경착륙을 방지하는 방법일 수 있다.

그림8 미국 Headline, Core CPI 및 연방기금금리 전망



자료: US BLS, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림9 미국 실질 연방기금금리 추이 및 예상궤적



자료: US BLS, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터 추정

한국 인플레이션 동향과 전망

한국 인플레이션의 원인

한국의 인플레이션은 미국과 성격이 다소 다르다. 공급망 충격으로 생산자물가 압력이 커진 것은 사실이지만, 이것이 구매력에 기반하여 수요측 물가압력으로 확대된 것 보다는, 수입물가 압력의 증폭이 근원물가(여기에서는 농산물, 석유류 제외 기준)에 포함된 가공식품과 외식 물가를 자극하고, 잇따른 공공요금 인상(전기료, 가스 요금, 교통 요금)이 잇따르면서 근원물가 압력이 커진 것으로 해석한다.

소비자물가 전망 소폭 상향

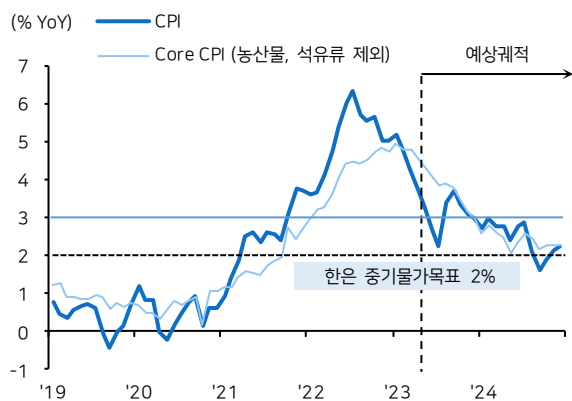
우리는 올해와 내년 한국 CPI 상승률을 각각 3.6%와 2.4%로 전망한다. 하반기 전망 당시 제시했던 3.4%와 2.3%에 비해서는 소폭 상향 조정된 것이다. 올해의 경우 집중호우 등 기상이변으로 인한 농산물 가격 급등과 최근 상승한 국제유가의 영향이 크다. 기존 예상에 비해 약세인 원/달러 환율도 수입물가 증폭에 기여했다.

한국 소비자물가 전망의 전제

올해와 내년 물가 전망에 도입한 주요 가정들은 표 1과 같다. 우리는 올해와 내년 말 원/달러 환율을 각각 1,300원과 1,250원으로 가정하였으며, 사우디/러시아의 공급 축소와 이스라엘 전쟁 변수(단기전 가정)를 고려해 두바이유가 올해 4분기 배럴당 92달러를 정점으로 내년 말 90달러로 안정화되는 궤적을 상정하였다. 농산물의 경우는 3분기 급등이 4분기 이후 가격 급락을 동반했던 경험을 준용하여 이후 빠르게 안정화되는 경로를 상정하였다(10~11월 농산물 -6~-7% MoM).

이러한 환경 속에서, 작년과 올해 국내 물가 급등을 유발했던 요인들이 일제히 디스인플레이션 흐름으로 전환된다는 것이 한국 물가 전망의 핵심 축이다.

그림10 한국 소비자물가 상승률 추이 및 전망



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

표1 소비자물가 전망의 주요 가정

소비자물가 주요 가정

(%)	Headline (YoY)	Core (YoY)	원/달러 (분기평균)	두바이유 (USD/bbl)	원유도입단가 (USD/bbl)
1Q23	4.7	4.9	1,274.6	80.3	84.7
2Q23	3.2	4.3	1,315.0	77.8	83.0
3Q23	3.1	3.9	1,311.4	86.7	82.8
4Q23E	3.2	3.2	1,320.0	92.2	95.5
1Q24E	2.8	2.7	1,295.8	91.4	94.6
2Q24E	2.7	2.3	1,283.3	91.0	94.1
3Q24E	2.2	2.4	1,270.8	90.5	93.6
4Q24E	2.1	2.3	1,258.3	90.0	93.1

관리물가/공공요금 인상 주요 가정

Category	전철	전기료	가스요금
CPI 내 비중 (%)	0.28	1.55	1.27
인상폭 (%)	12	5	5
CPI 상승 영향	0.034	0.078	0.064
실제 영향 추정	0.017 (50%)	0.078	0.064
비고	서울 (23.10월)	전국 (24.6월)	전국 (24.6월)

자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

전기료/가스: 24년 6월 5% 인상 가정

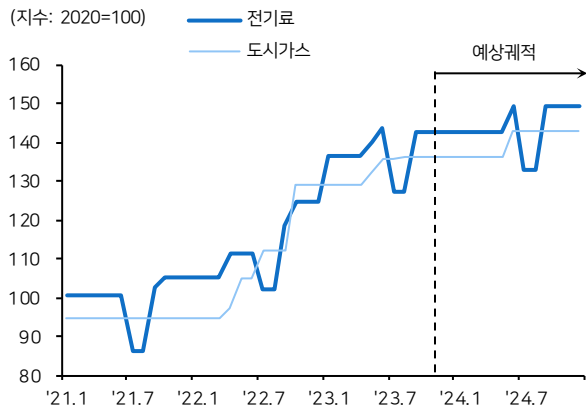
전기료/도시가스 요금에 대해서는 내년 6월, 두바이유가 90달러를 상회한다는 전제 하에 5% 인상을 상정하였다. 당사 유틸리티 애널리스트에 따르면, 내년 한전체 발행이 어렵고, 유가가 고공 행진할 위험 때문에 인상이 조기화될 가능성이 제기되고 있다(11월 중순 전후 결정, 12월 적용). 이 경우 내년 6월로 가정했던 전기료 인상이 앞당겨 지는 그림이 될 것이다.

가스공사는 10~15% 정도의 추가 요금 인상이 있어야 적자 기조를 벗어날 것으로 예상되는 바, 전기료 인상과 가스요금 인상이 동반될가능성이 비교적 큰 것으로 예상된다. 이러한 시나리오가 현실화되면, 올해와 내년 소비자물가 상승률은 각각 3.6%와 2.5%가 되지만, 내년 말 Headline과 Core(근원물가)가 공히 2%에 수렴하는 궤적에는 큰 변화가 없다. 결국 시기의 문제이자, 국제유가의 함수이며, 인상 사이클이 마무리되어 간다는 견해에는 변함이 없다.

집세 CPI는 전세 실거래가에 후행하는 지표

집세 CPI는 전세가격 실거래가 지수에 12개월 시차를 두고 움직이는 함수이다. 이는 우리나라 전세 계약의 만기가 통상 2년이기에 절반 정도가 지난 시점부터는 새로이 형성된 계약 가격으로 물 오버하는 세입자들이 많아짐을 고려한 것이다. 미국 주거비 물가 전망과 유사한 방식이다.

그림11 한국 전기료 및 도시가스 요금 추이 및 예상궤적



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림12 한국 전세가격 지수와 집세 CPI



자료: KB부동산, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

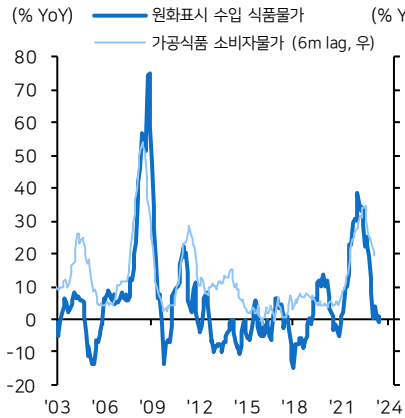
수입물가 압력 증폭에 따른 가공식품, 외식 CPI 안정화

작년에 유독 근원물가 압력을 키웠던 수입 식품물가 압력은 크게 경감되었고, 가공식품과 외식 CPI도 시차를 두고 그 흐름을 따라 가고 있다. 외식비의 경우는 동산업의 노동집약적 특성을 고려시, 원재료에 더해 인건비 부담이 가중된 경우로 판단한다. 명목임금 상승률이 향후 둔화될 가능성이 크다고 판단하여 우하향 흐름이 가속화될 가능성을 높게 본다.

개인서비스 물가상승률도 둔화

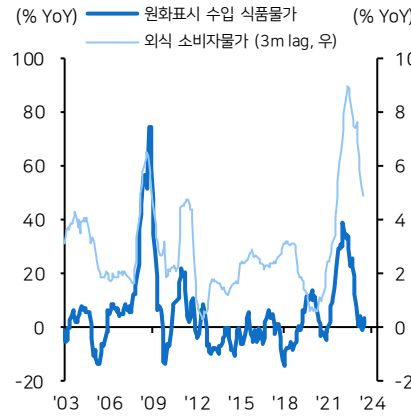
끝으로 외식을 제외한 개인서비스는 경기의 함수이다. 작년까지는 기존 확장 사이클에 시차를 두고 개인서비스 물가상승세가 확대되었다면, 내년까지의 시계에서는 반대의 흐름이 전개될 것으로 본다.

그림13 한국 수입 식품물가 vs 가공식품 CPI



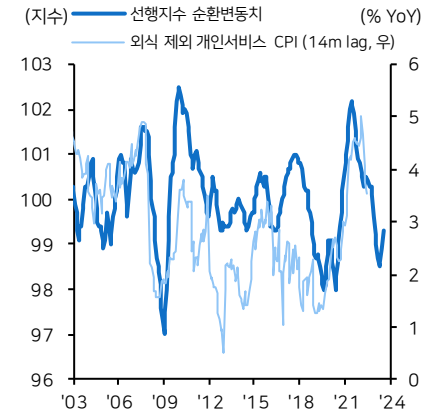
자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림14 한국 수입 식품물가 vs 외식 CPI



자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림15 한국 선행지수 vs 개인서비스 CPI



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

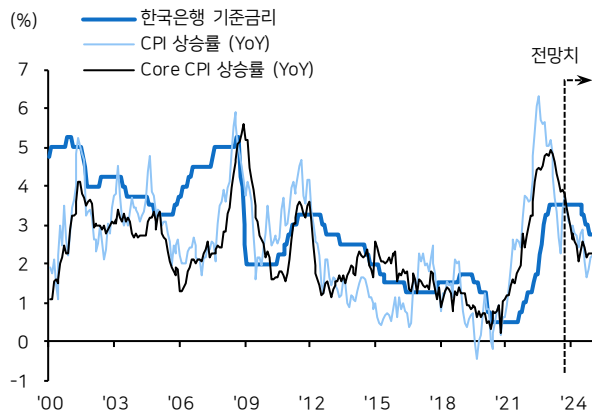
한국은행도 인플레이 억제 차원에서 금리인상에 적극적이었음

한국은행의 경우, 이번 금리인상의 초반부는 주택가격 급등과 같은 금융불균형을 타개하기 위해 미국 연준에 비해 먼저 인상을 시작하였다. 이후 우리나라에서도 인플레이 압력이 가속화되자, 이를 억제하기 위한 중앙은행 본연의 임무로 선회한다. 우리나라의 경우 올해 10월이 되면 Core CPI로 차감한 실질금리가 정(+)의 영역에 진입한다.

근원물가 2.5% 하회가 금리인하 선회의 분기점 될 것

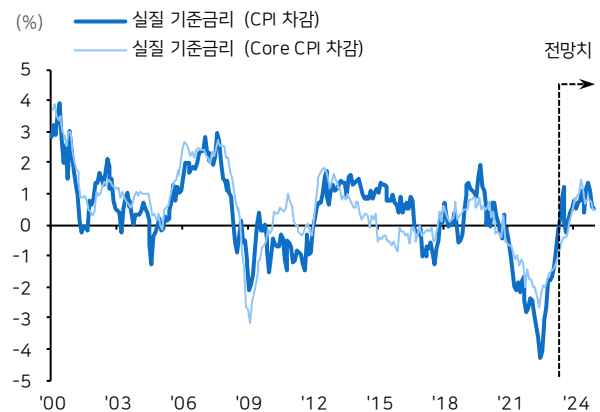
한국은행은 소비자물가 상승률이 2%에 도달하지 않더라도, 이에 수렴하는 궤적이 명확하다고 판단될 경우 덜 제약적인 수준으로 금리를 조정할 유인이 생길 것으로 예상된다. 그 기준점으로 보는 것이 근원물가의 2.5% 하회이다. 2분기에 이를 확인한 이후 연준의 인하 개시와 함께 3분기에 금리인하를 시작하여, 내년 말까지 75bp 인하를 한다는 것이 우리의 기본 시나리오이다. 그렇다 하더라도 실질금리는 정(+)의 영역에 머물러 있을 것이다.

그림16 한국 소비자물가 상승률과 한은 기준금리



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림17 한국의 실질 기준금리 추이 및 전망



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

양국 통화정책의 중기 고려사항: 금융안정/거시건전성

금융안정을 위한 중앙은행의 역할
: 최종대부자 임무에 충실

보다 중기적인 관점에서 미국과 한국의 중앙은행들이 고려할 사안은 금융안정 내지는 거시건전성의 문제일 것이다. 양국 모두 금융불안에 따라 시스템 위험이 부상하는 경우에는 적극적인 구제에 나섬으로써, 통화정책과 금융안정이라는 두 가지 명제가 양립할 수 있음을 보여준 바 있었다. 미국의 경우는 SVB를 위시한 일부 은행의 파산, 한국의 경우는 금리인상 과정에서 나타난 레고랜드 및 새마을금고 사태 등이 대표적인 사례이다. 금융안정을 위한 금리정책은 어떻게 펴야 할까?

미국: R**

금융안정 측면의 통화정책: R**
금융불안 야기하지 않는 금리보다
낮은 수준으로 가야

뉴욕 연은이 2022년 10월에 발간한 보고서, "The Financial (In)Stability Real Interest Rate, R**"에 따르면, 미국에서 신용계약이나 부채 디플레이션, 자산매각 등의 금융불안이 발생하지 않는 마지노선인 실질 금융안정 균형금리(r^{**}) 추정치(녹색 선)는 IT버블, 금융위기, 코로나19 등 금융 스트레스 확대 구간(financial stress periods)을 제외하면 항상 실질 정책금리(파란색 선) 수준을 상회했다. 여기에는 두 가지 의미가 있겠다.

- 첫째, 앞으로의 금리인하 사이클에서 당장 정책금리가 중립금리(r^*)에 수렴하지 않더라도, 금융안정을 자칫 저해할 수 있는 고금리를 탈피하는 수준으로 내려와야 함을 시사한다. 한편에서는 종착점에 영원히 머무를 수 없다는 의미도 된다.
- 둘째, 물가가 완벽하게 목표치 2%로 수렴하지 않는 상태라면 금융안정을 저해하지 않는 수준까지만 금리를 인하한 이후 유지하는 것도 방법이다. 9월 FOMC 점도표 중위수 기준 2024~26년 말 적정 FFR이 각각 5.1%, 3.9%, 2.9%로 중립금리 추정치 2.5%를 넘고 있다는 것이 여기에 부합하는 바일 수 있다.

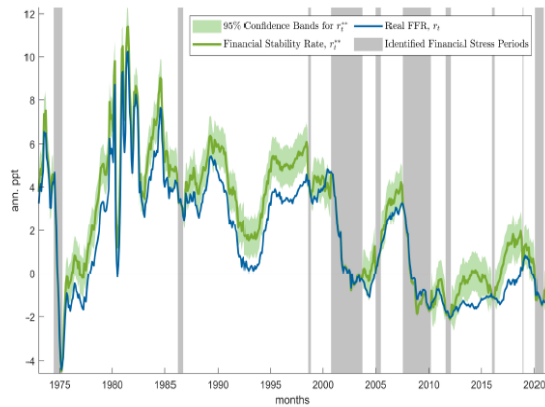
R**는 일반적으로 실질 정책금리를 상회. 중립까지 가지 않는 수준에서 인하 사이클 종료

한국: 거시건전성과 통화정책의 양립이란?

한국은행도 사실상 중립 이상에서
금리인하 마무리될 것임을 시사

한국도 우회적으로나마 금리인하 사이클의 종착점이 중립 수준을 상회할 수 있음을 시사하고 있다. 한국은행의 9월 통화신용정책보고서에서는 "최근 금융불균형 상황 점검 및 정책적 시사점"이라는 별도의 섹션을 할애하여 거시건전성 정책기조(MPP 기조)와 통화정책 기조가 한 방향으로 가야 건전성을 제고하는 효과가 있음을 통계적으로 입증했다.

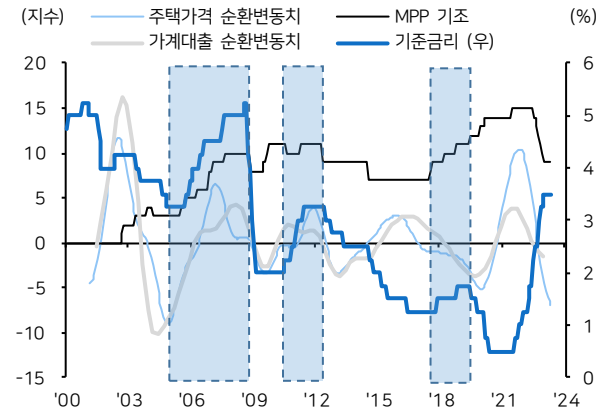
더불어, 부동산을 중심으로 한 금융불균형 누증 문제가 장기 시계에서 일관되게 수렴되어야 한다는 언급은, 주택가격 상승과 가계대출 증가가 동반될 경우 거시건전성 정책과 통화정책이 모두 긴축기조에 머물러 있어야 함을 시사해 준다고 본다. 내년은 건설투자가 위축되는 한편, 주택공급이 올해에 비해 적어질 공산이 큰 해라는 점에서 금리인하를 물가안정에 맞추어 하되, 중립 이상에서 마무리하는 그림이 유력할 것으로 보인다. 이에 대한 자세한 논의는 수 주 내로 발간될 예정인 2024년 경제전망에서 다루도록 하겠다.

그림18 미국 실질 정책금리와 r^{**} (금융안정 균형 금리)

주: Fig. 13, p 29

자료: "The Financial (In)Stability Real Interest Rate, R^{**} ", FRBNY (Oct 2022)

그림19 한국의 거시건전성 기초와 기준금리



주: 하늘색 음영은 거시건전성 기초와 금리정책의 동반 긴축 구간을 의미

자료: 한국은행 통화신용정책보고서 (2023년 9월), 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

오정하 연구원

고금리, 전쟁에 따른 탱커시장 영향 분석 (Tradewinds)

선박브로커 Gibsons는 미국 중앙은행의 긴축정책에 따른 탱커시장 영향을 분석했다. 고금리가 유지되며 1) 달러화 강세가 이어지면 석유 수입국은 부담을 느끼게 되고, 보관비용도 상승하며 재고 비축 수요가 약화될 수 있다. 연준은 지난 18개월 동안 5.25%의 금리를 인상했으나, 여전히 목표치 2.0%를 상회하는 3.7% 수준으로 추가 금리인상이 예상된다고 설명했다.

10월 7일 발발한 이스라엘-하마스 전쟁은 국제유가의 새로운 변수로 떠올랐다. 1973년에 4차 중동전쟁이 일어난 지 50년만에 일어난 아랍 세력의 최대 규모 이스라엘 선제공격이다. Bloomberg에 따르면, 동맹국들의 참전 여부, 지속기간이 관건인데, 다른 중동 국가로 확산되지 않으면 실제 영향은 제한적일 전망이다.

전쟁, 통화정책 등으로 인한 변동성이 확대될 수는 있지만, 탱커시장 수급을 살펴보면 장기적인 탱커시장 전망은 여전히 긍정적이다. 타이트한 수급은 운임의 하방을 지지할 전망이고, 2023~24년 석유 공급 증가도 긍정적인 요인이다.

연준 고금리 영향

연내 추가 금리인상 전망

- 보관비용 증가로 원유 수요 감소

선박브로커 Gibsons는 미국 연준의 고금리 정책이 석유 및 탱커 수요 약화의 연쇄 작용을 일으킬 수 있다고 전망했다. 1) 미국의 높은 금리는 달러화 강세를 지지하는데, 미국 밖 수입국들은 가격부담을 느껴 수요가 제한될 개연성이 있다.

2) 고금리 유지 속 보관비용도 비싸지며 재고 비축 수요를 약화시킨다. 고금리와 급격한 백워데이션에 장거리 원유 수입(long-haul) 수요도 저하된다. 원유 수요 약세(P↓)에 OPEC+ 감산 등 물동량 감소(Q↓)가 맞물리면 탱커시장 수익성에 영향을 미칠 수 있다.

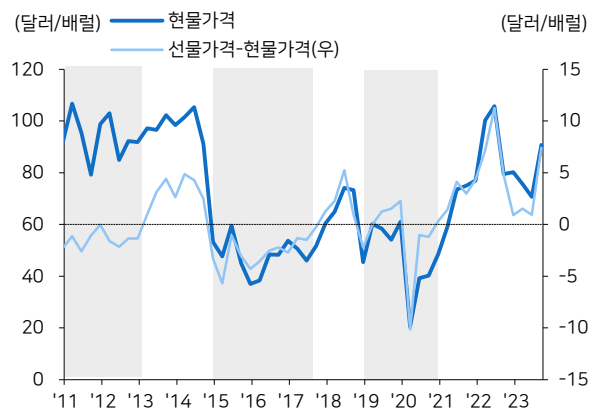
연준의 연내 추가 금리인상이 예상된다고 언급되었다. 인플레이션율이 2022년 9%에서 최근 3.7%까지 하락했지만, 여전히 목표치 2.0%대를 상회하기 때문이다. 긴축 기조 유지와 함께 석유 공급 축소 및 수요 증가가 맞물리면, 인플레이션 해소를 위한 추가 금리 인상의 배경이 될 수 있다.

그림1 미국 연준 중앙금리 및 달러화 지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 WTI 현물가격 VS 선물가격



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이스라엘-팔레스타인 전쟁 영향

지금은 그때(1973년)와 다르다
- 중동 국가로 확산되지 않으면
영향은 제한적

10월 7일, 이스라엘과 팔레스타인 전쟁이 발발하며 국제유가 변동의 새로운 변수로 등장했다. 1973년에 4차 중동전쟁이 일어난 지 50년만에 일어난 아랍 세력의 최대 규모 이스라엘 선제공격이다. 전쟁의 규모와 동맹국들의 참전 여부, 지속기간이 관건이다. 다른 중동 국가로 확산되지 않으면 실제 영향은 제한적일 전망이다. 블룸버그에 따르면, 1973년 10월 석유파동과는 다른 양상이다.

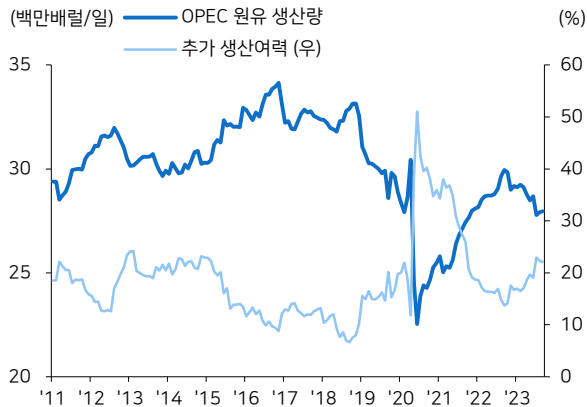
1) 1973년 당시에는 사우디아라비아와 이집트 등 주요 아랍 국가들이 일제히 이스라엘에 대한 공격을 지지하며 강력한 석유 감산에 나섰지만, 이번에는 그런 움직임이 전혀 없다. 2) 1973년에는 석유 수요가 급등하는 반면 생산 설비가 부족했다. 그러나 현재는 석유 수요 성장세가 둔화되었고, 전기차로의 전환으로 수요가 급등할 개연성이 적다. 또, 사우디아라비아와 UAE 등 국가는 가격상승을 억제할 추가 생산여력이 충분하다.

3) OPEC 국가들은 국제유가를 크게 인상할 의지를 보이지 않고 있다. 현재 80달러 중반 수준에서 약 10~20% 수준의 인상만을 염두에 두고 있다. 반면, 1973년 석유파동 직전 OPEC은 유가를 약 70% 인상한 200달러/배럴에 판매한 바 있다.

4) 미국이 보유한 전략적 비축유는 유가 급등을 제한할 수 있는 요인이다. 현재 9월말 기준 3.5억배럴으로, 비상사태에 대응 가능하다.

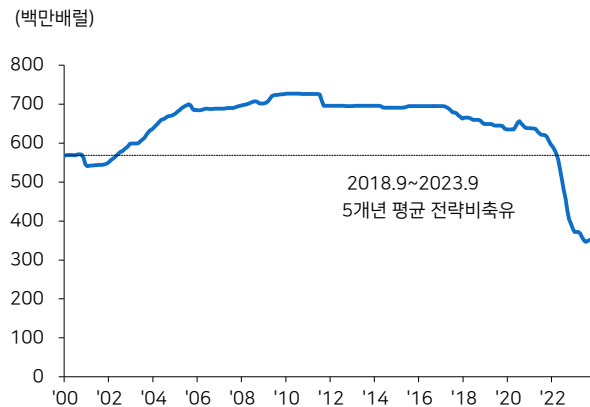
이스라엘-팔레스타인 전쟁은 최근 국제유가에 영향을 미치고 있지만, 1) 중동 주변 국가들의 움직임, 2) 석유 수요 성장세 둔화, 3) OPEC의 유가 인상 추이, 4) 미국의 전략적 비축유 마련 등을 보았을 때 1973년과는 다른 환경으로 이번 전쟁이 당시의 석유 위기를 재현할 가능성은 제한적이라고 판단한다.

그림3 OPEC 생산량 및 추가 생산여력 추정치



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 전략적 비축유 추이



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

장기 탱커시장 전망은 긍정적

타이트한 탱커시장 수급이 수익성
하방 지지

단기적으로 전쟁, 통화정책 등으로 인한 변동성이 확대될 수는 있지만, 탱커시장 수급을 살펴보면 장기적인 탱커시장 전망은 여전히 긍정적이다. VLCC, Suezmax, Aframax의 전선형에서 수급지표는 상승세를 보이고 있다. 수급지표는 ‘주요 항구별 원유 수출량/2개년 평균 선복량’으로 계산했다. 타이트한 수급은 운임의 하방을 지지할 전망이다.

또한, 2024년 석유 공급 증가도 긍정적인 요인이다. 2024년 OPEC의 감산에도 미국, 브라질, 캐나다, 가이아나와 노르웨이가 생산량을 확대하며 원유 생산량은 성장세를 보일 전망이다. 미국 EIA는 OPEC+ 감산을 고려했을 때, 전세계 생산량 2023년 1.4MBPD, 2024년 1.7MBPD 증가를 예상했다.

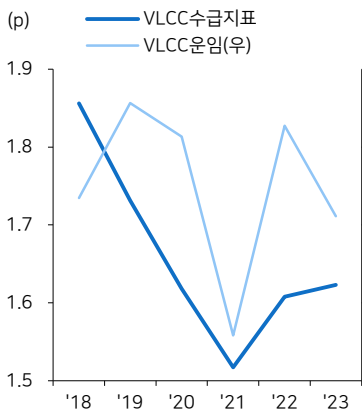
미국 Core PCE 디스인플레이션이
이어지며 물가압력 축소 기대

미국 Core PCE 디스인플레이션 흐름도 이어지고 있다. 8월 Core PCE물가 상승률은 3.9%로 7월 4.3% 대비 축소됐다. 8월 Core PCE물가 상승률 3.9%는 연준이 전망하고 있는 2023년 4분기 전망치 3.7%에 근접한 숫자로 연준이 생각하는 것보다 빠르게 물가압력이 낮아질 것으로 예상된다. 당사 이승훈 연구위원의 10월 4일 경제 脈, “글로벌 제조업과 한국수출은 회복 중”에서 다룬 바 있다.

하마스의 배후가 이란이라는 보도가 나오며 서방의 대이란 제재가 강화될 가능성이 있다는 주장도 제기되었다. 그러나 서방이 이란 제재를 강화하면 수혜자는 러시아가 된다. 중동산 석유 제재 속 러시아는 자국 제품의 시장점유율 확대 및 유가상승을 누리게 되어, 서방의 이란 제재 강화 가능성은 제한적이다.

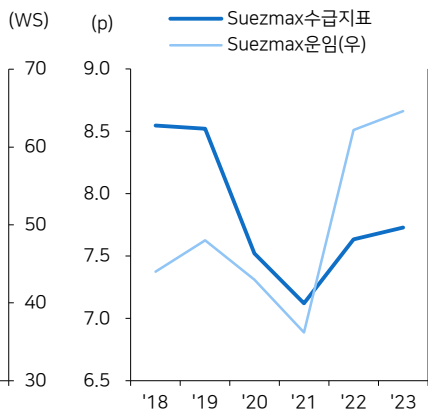
미국 경기 디스인플레이션, 각국정부와 기구 등의 입장 그리고 양호한 탱커시장의 수급지표를 보았을 때, 장기적인 탱커시장 전망은 낙관적으로 판단한다. 향후 연준의 통화정책과 국제정세, 국제유가 변동 등에 주목할 필요가 있다.

그림5 VLCC 수급지표 vs 운임



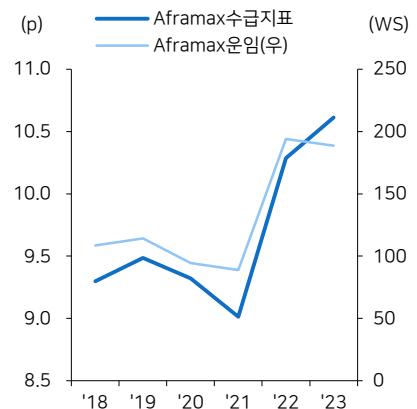
자료: Refinitiv, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Suezmax 수급지표 vs 운임



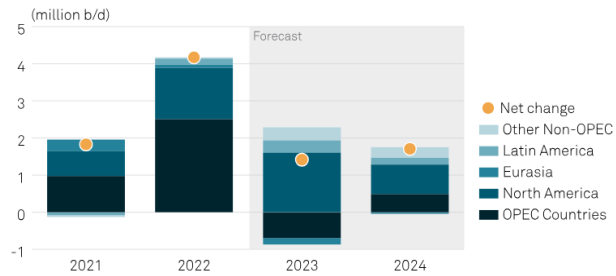
자료: Refinitiv, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Aframax 수급지표 vs 운임



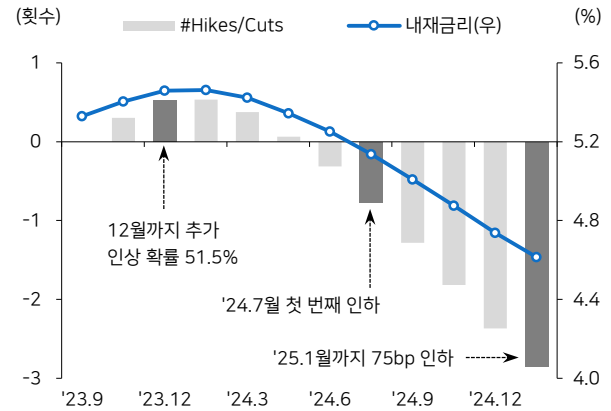
자료: Refinitiv, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림8 비OPEC 국가 주도 하 글로벌 원유 생산량 증가 전망



자료: 미국 EIA

그림9 선물시장에 반영된 FFR 궤적 (10월 3일)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: Higher for longer interest rates may hurt tanker rally, warns Gibson (Tradewinds)

For oil, it's not 1973 again – but it could still turn ugly (Washington Post)