



2023. 11. 9 (목)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

2024년 전망 시리즈 (해설판)

2. 채권전략_TOY Story

칼럼의 재해석

할로윈 시즌 캔디 가격 상승

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

2024년 전망 시리즈 2 (해설판)

[채권전략] “TOY Story”

- ✓ 물가가 아닌 뜨거운 미국경제, 글로벌금리 상승 주도. 그렇지만 재정의 높은 성장기여도 부담, 높아진 정부&가계&기업 부채의 위험성을 자극. 고금리 장기화 부메랑 우려 증대
- ✓ 2024년 경기침체 우려 높지 않으나 물가 하향안정 경로 유지, 주요국 통화긴축 마무리되며 소폭이나마 인하로 돌아설 전망. 미국채 높은 수급부담 극복하면서, 금리안정 흐름 이어갈 것
- ✓ 국내금리 경기와 통화정책, 수급부담 높지 않아 대외금리 민감도 낮춰 갈 전망

TOY Story, 고금리(Top of the Yield)에서 살아남기

웬데믹 극복 과정에서 역사상 가장 낮은 금리를 기록한 이후 2022년 파이유동성이 촉발한 인플레이션 압력은 주요국 금리를 매우 가파르게 상승시켰다. 2023년 경기와 물가가 안정되면서, 금리상승세도 진정될 것으로 보았다.

양호한 경기기대+인플레 불확실성
고금리 장기화 우려에 금리 상승

2023년 상반기까지 미국과 한국 공히 10년 국채금리가 3%대 중반 수준이었으나, 10월 들어와 미국은 5.0%, 한국은 4.3%대로 레벨이 높아졌다. 양호한 경기와 인플레이션 불확실성은 ‘고금리 장기화’라는 우려를 낳았다.

2024년 금리 급락은 아니나
적정수준 감안 안정될 것

2024년에도 금리가 쉽게 떨어지지 않을 것이라는 의견이 지배적이다. 그럼에도 예상보다 높아진 금리는 물가뿐만 아니라 경기까지 부담되는 영역이다. 경기침체로 금리가 급락하지는 않겠으나, 올해 추가로 올라간 수준을 되돌릴 것이다.

그림1 미국주도 아직도 잡히지 않은 금리고점, 고금리 장기화(higher for longer) 부담 누적으로 금리레벨 다시 낮아질 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Only US, 실제+인위 = 금리급등

2022년 금리상승을 주도했던
원동력은 고물가 부담

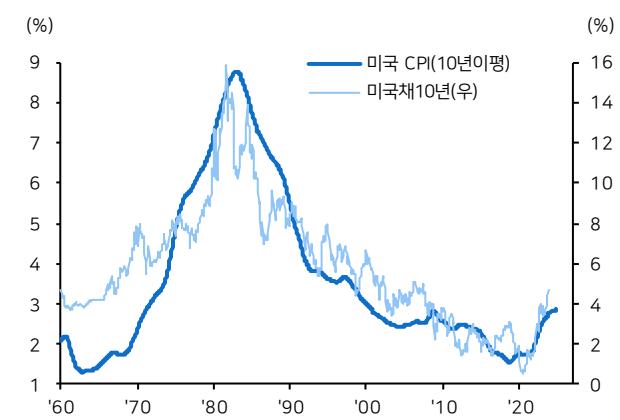
일반적으로 금리를 결정하는 핵심변수는 경기와 물가(펀더멘탈), 그리고 수급이다. 2022년 금리상승을 주도했던 물가는 올해에도 높은 불확실성을 근거로 채권시장의 부담이 되고 있다. 특히 장기적인 물가추세가 올라와서 아래로 꺾이지 않았는데 금리가 하향안정 될 수 있을까 의문이 크다<그림 2, 3>.

2023년 3분기 금리상승을 주도한
원동력은 양호한 미국 경제

그럼에도 2023년 3분기에 집중된 미국주도 금리상승은 물가가 메인이 아니다. 올해도 고물가 논란이 있지만, 절대물가 전망은 큰 변화가 없다<그림 4>. 엘런 미국 재무장관이 강조했듯이 '미국금리 상승은 막대한 재정적자에 따른 국채공급보다 좋은 미국경제가 주도했다'라는 의견에 동의한다<그림 5>.

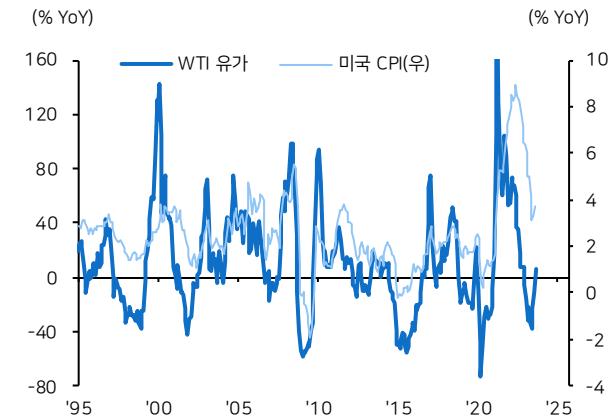
2023년 1분기까지만 해도 올해 성장을 전망 컨센서스는 0%대였다. 심지어 연준 조차 수정경제숫자를 그렇게 제시했다. 2022년부터 통화진축의 속도는 역대급이었고, 펜데믹 과정에서 과도했던 재정정책 또한 균형을 찾으면서, 2023년은 가계와 기업이 자생적으로 돌아가야 한다는 두려움이 지배했었다.

그림2 물가상승 추세가 꺾이기 전에 금리안정 쉽지 않아



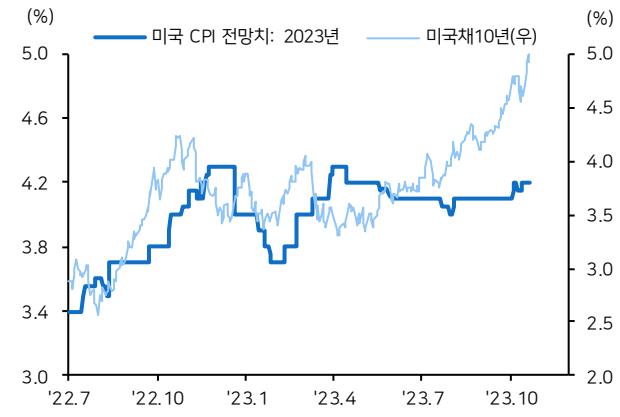
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 지정학적 리스크에 따른 유가상승, 인플레 부담



자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2023년 3분기 금리상승, 인플레이션 주도 아냐



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 당장 양호한 미국경제가 금리상승 핵심 견인



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

3분기 미국의 양호한 성장률,
대규모 재정적자 기여 판단

예상치 2%p 상회한 적자규모,
미국채 공급 우려감도 증대

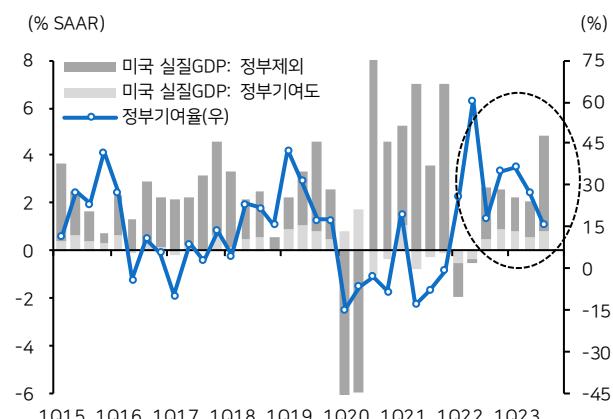
11월 17일 본예산 결정, 확장적
재정정책 지속성 여부에 중요

그렇지만 상반기까지는 가계에 남아있는 초과저축이 일부 성장을 지지했다고 하나 '광란'의 3분기 전기비연율 4.9%는 타이트한 고용과 양호한 소비만으로는 설명력이 떨어진다. 엘런 재무장관도 인정한 양호한 미국경제 이면에는 올해 대규모 감세 및 가계지원을 기반으로 한 재정적자가 큰 기여를 했다고 본다<그림 6, 7>. 실제 기관들이 예상한 GDP의 5~6%를 초과한 8%대 적자가 결정적이었다.

1월 지방소득세 감면으로 시작된 재정의 승수효과는 6월 부채한도 협상 이후 확대된 재정여력으로 3분기 성장을 개선을 지원했다. 예상보다 GDP의 2%p만큼 더 적자를 썼더니 미국 성장을 전망이 0%대에서 2%대로 올라선 것은 공교롭다. 3분기에만 1조달러가 넘는 미국채 대규모 발행이 부담이었다고 하나<그림 8>, 만기가 짧은 채권 위주였으며 가계를 중심으로 수요 여건은 나쁘지 않았다.

현 미국경제는 재정의 견인력이 높았지만, GDP의 8%대 적자는 래리 서머스 주장처럼 부담이 크다. 11월 17일 예정된 미국의 2024년 본예산 결정은 마찰이 커질 수 있어 확장적 재정정책의 브레이크가 될 가능성성이 높아졌다<그림 9>.

그림6 미국 양호한 성장률 이면, 재정의 높은 성장 기여도



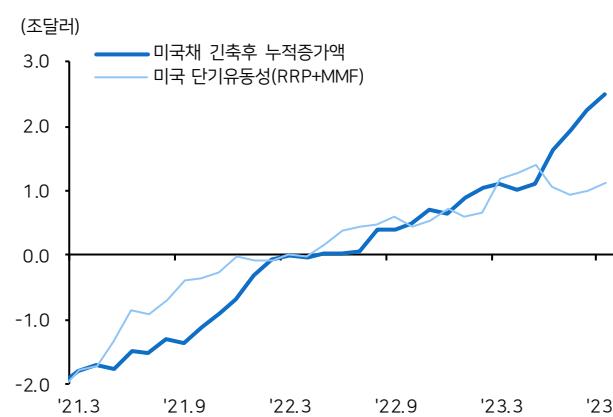
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림7 GDP대비 재정적자, 예상보다 2%p 이상 확대



자료: US Treasury, US BEA, IMF, CBO, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국채 절대공급 부담 노이즈도 채권투자 불안 요인



자료: US Treasury, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 부채한도 합의 내용, 11월 17일 예산 결정 주목

분야	상세 내용
부채한도	<ul style="list-style-type: none"> '하기 두 선택지 중 먼저 도래하는 것을 적용 1) 부채한도 1조5000억 달러 인상 2) 2024년 3월 31일까지 부채한도 적용 유예
재량지출 한도 적용	<ul style="list-style-type: none"> '24 회계연도 재량지출 수준을 '22년 수준으로 회귀 향후 10년간 재량지출 인상폭을 1%로 제한 재량지출 삭감 항목은 추후 지정
저소득층 복지프로그램 의무근로요건 강화	<ul style="list-style-type: none"> 자녀가 없는 메디케이드 수혜자에 근로요건 적용 저소득층 영양 보조 프로그램(SNAP) 수혜 위한 근로대상자 연령 연장 빈곤층 일시부조 제도(TANF) 수정
에너지	<ul style="list-style-type: none"> 화석 연료 생산 법안 통과 청정에너지 및 전기차 세액공제 혜택 종료
기타	<ul style="list-style-type: none"> IRA로 국세청(IRS)에 편성된 예산(800억 달러) 삭감 미사용 코로나19 긴급 구호 자금 환수 학자금 상환 유예 조치 취소 등

자료: US House, KOTRA, 메리츠증권 리서치센터

Debt Trap, 고금리의 부메랑

미국 재정적자 확대로 올해 2%대 성장을 얻었지만, 그 대가로 미국채 금리 5%까지 레벨을 높였다는 점에서 정책당국자들의 고민이 깊어졌다. 재정만 다시 일부 균형을 회복한다고 하면, 2023년 성장을 전망 하향 압력이 높았던 패턴이 내년 상반기 유사하게 나타날 수 있기 때문이다<그림 10>.

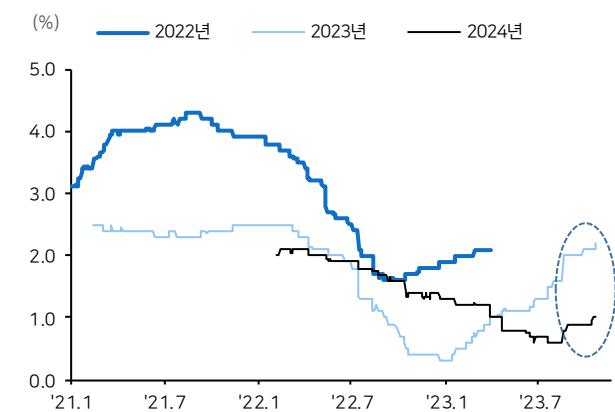
**2024년 1%대 성장을 감안
실질금리 지지역 둔화될 전망**

일부 학자들이 주장하듯 펜데믹 이후 막대한 정책지원으로 실질 성장이 3%내외, 물가가 4% 내외까지 올라왔으면, 미국 명목채 금리가 5% 정도는 감당할 수 있다고 한다. 그렇지만 2024년 미국의 성장을 전망만 녹여도 단기(short run) 성장이 실질금리를 끌어올릴 수 있었던 힘은 대부분 소진된다<그림 11>.

**미국 정부부채 급증하며
1980년대 이후 최고 수준**

경기탄력 이외에 현재 대부분 경제주체들의 늘어나 있는 부채부담은 성장에 저해 요인이 될 수 밖에 없다. 최근 미국 신용평가사들이 미국신용등급 강등과 관련하여 주목하는 지표가 GDP대비 미국정부 이자부담액인데, 금리가 70~80년대보다 낮지만 절대부채 기준 사상 최고수준으로 치솟고 있다<그림 12>.

그림10 2024년 미국 성장을 전망 하향조정, 채권투자 신호



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 short-run 양호한 미국경제, 2024년 추세 꺾일 것



주: 미국 실질GDP 3년 이동평균은 2024년 전망치까지 감안한 숫자

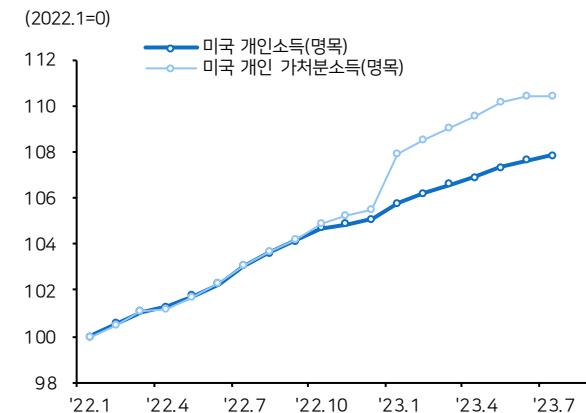
자료: US BEA, UMich, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 정부부채 사상 최고치, 이자부담액도 급증



자료: US Treasury, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림13 양호한 미국 소비를 위해 정부지원(이전소득) 급증



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

가계의 소득 대비 이자부담 역시
1980년대 수준으로 급증

고금리+고유가+강달러 → 기업
투자사이클 위축 우려 다시 확대

펜데믹 과정에서 정책의 수혜자였던 가계는 올해도 실제 소득보다 정부 이전소득 영향으로 가처분소득이 높아 강한 소비를 유지할 수 있었다<그림 13>. 그렇지만 금융위기 이후 디레버리징을 했다는 가계조차도 현재 올라온 금리수준에서 이자부담액이 사상 최고수준인 것은 정부와 유사하다<그림 14>. 때문에 모기지 중심 가계부채 증가속도는 올해 2분기 급감한 것을 확인할 수 있다<그림 15>.

기업 역시 높아진 금리로 인해 보유현금대비 이자지급액을 표시하는 이자보상배율이 펜데믹 이전수준 바닥 정도로 낮춰졌다<그림 16>. 고금리+고유가+강달러라는 기업활동의 공통적 비용(macro cost)은 올해 상반기 기업들의 투자사이클 반등을 지원했던 여건에서 다시 위축될 위험을 높이는 방향으로 움직였다<그림 17>.

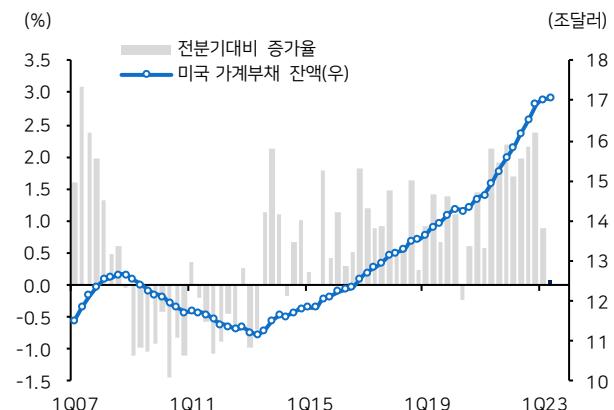
9월 FOMC 이후 미국채10년이 4% 중반을 넘어 5% 부근까지 올라오자 주택심리지표와 주식시장이 혼들리기 시작했다. 모기지금리 8%와 하이일드 9%의 절대 금리 부담은 위험자산의 기대수익률을 위협할 정도의 수준이다. 미국 중시에서 다우존스보다 러셀2000의 상대적 약세 또한 현재 고금리 부담을 설명한다.

그림14 가계 역시 소득대비 이자부담 역사적 수준으로 상향



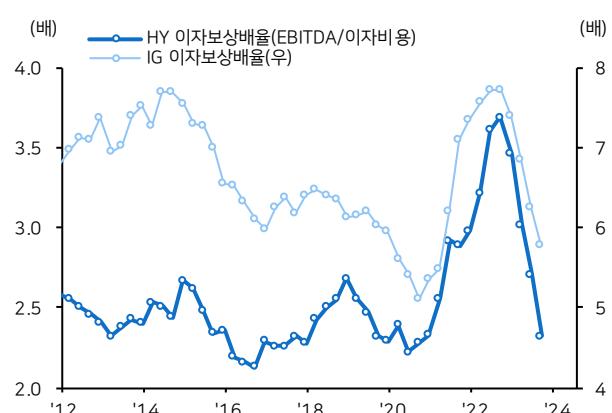
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림15 소비를 위해 빚을 내기 힘들어지는 미국 가계



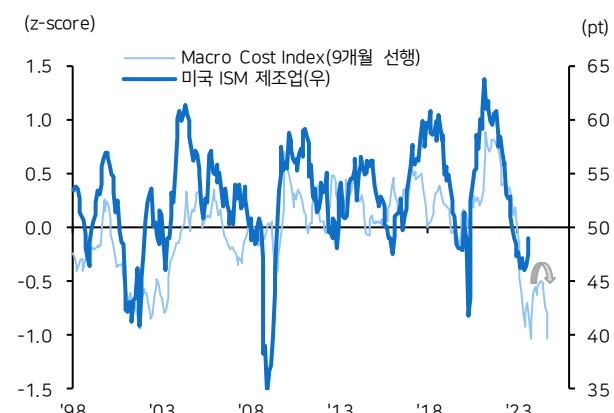
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림16 기업들의 고금리 부담 역시 펜데믹 이전 회귀



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 고금리, 고유가, 강달러의 기업활동 부담 다시 확대



자료: Bloomberg, ISM, 메리츠증권 리서치센터

Higher Forever? 물가안정을 쫓을 것

2023년 3분기 미국금리 상승을 주도한 힘이 양호한 경기였다면, 반대급부로 물가는 여전히 높아 중앙은행들의 골치거리이기는 하지만 주목도는 떨어지고 있다. 저물가 시대의 종료로 인해 저금리로 회귀도 어려울 것이라는 전망에도 말이다.

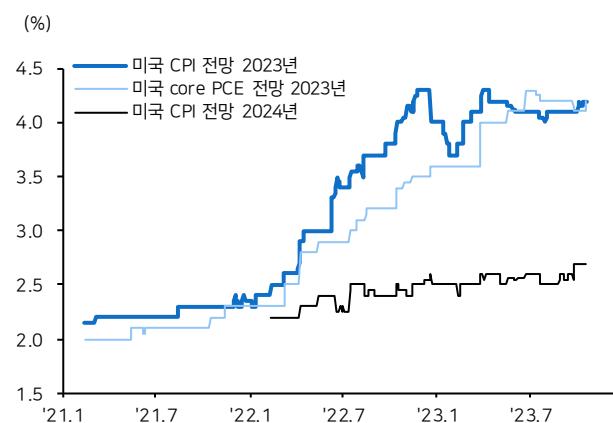
2024년 물가전망 비교적 안정적, 주거비 하향 안정기조 이어질 전망

전쟁 리스크로 고유가 불안이 남았음에도 2023년에 이어 2024년 미국 중심 글로벌 물가전망<그림 18>은 큰 변화가 없이 안정 범위인 2%대로 떨어질 것으로 예상된다. 미국 CPI의 40%, PCE의 18% 정도로 몸통 역할인 주거비가 안정되고 있기 때문이다. 실제 미국 주거비 선행지표인 월세(rent)는 8월과 9월 전월대비 마이너스를 기록했는데 고금리 부담이 유입된 것으로 평가된다<그림 19>.

확장적 재정정책 브레이크 & 물가안정, 통화진축 강도 낮출 것

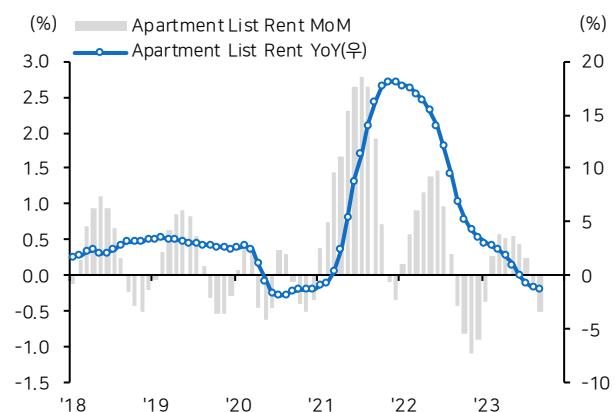
'무리한 재정정책 브레이크 & 물가 안정범위 회귀' 조합은 2024년 통화진축 강도를 낮출 것이다. 현재 점도표 상 2024년 연방금리 인하기대는 100bp에서 50bp로 축소되었지만<그림 20>, 연간전망 발간한 이후 확인된 11월 FOMC 파월의장은 불과 2개월도 안되어 점도표 의미가 퇴색(decay)했다고 밝혔다.

그림18 유가불안에도 올해와 내년 물가전망 비교적 안정적



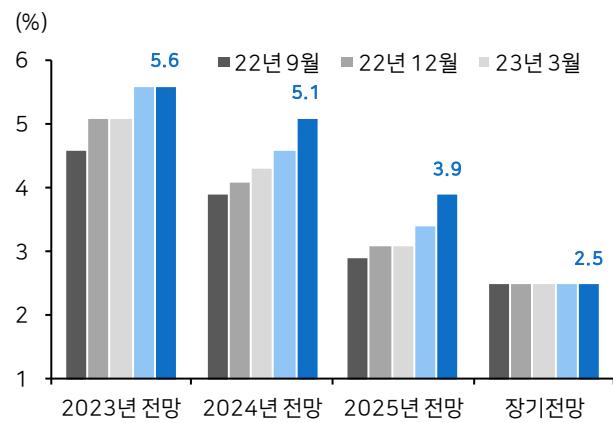
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 미국 물가의 몸통인 주거비(rent) 안정 흐름 유지



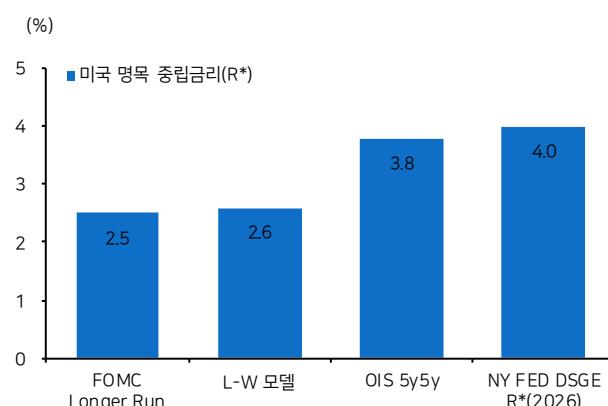
자료: Apartment List, 메리츠증권 리서치센터

그림20 2024년 고금리 장기화 약속, 이어질 수 있을까?



자료: Fed SEP, 메리츠증권 리서치센터

그림21 미국 중립금리, 단기 좋은 여건 반영해서 4% 내외



자료: Fed, NY Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연준의 통화정책 기대는 여전히(data)에 맞춰(dependent) 움직인다고 했다. 중립금리기준 장기(long run)가 여전히 2%대 중반 내외이고, 양호한 경기와 고물가를 반영한 단기(short run) 적정금리 또한 4% 내외라는 점에서 현재 4% 후반대 장기금리 부담이 크게 다가올 수 밖에 없다<그림 21>.

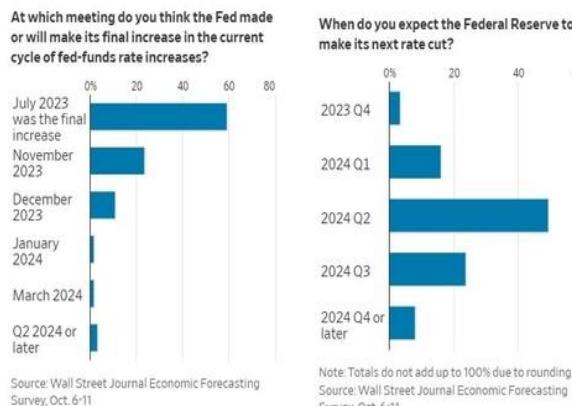
당사는 미국과 한국 금리 인하 시점을 2024년 3분기로 전망

금리상승 우려 덜어내면 미국채10년 금리 하락할 것

10월 이후 미국 주요 위험자산 가격의 하락에는 금리레벨 부담이 반영된 상황이라는 점에서 시장의 인하기대 시점은 연준이 점도표로 제시한 시점보다 빠른 2024년 2분기가 다수다<그림 22>. 우리는 미국과 한국 공히 2024년 3분기에는 인하에 나설 것으로 전망하고 있으며, 인하폭은 75bp 내외 정도로 추정 중이다.

내년 실제 금리인하 기대가 유입된다면 미국채10년 금리가 올해 상반기 탐색했던 3%중반으로 다시 돌아갈 수 있을 것이다<그림 23>. 이번 금리급등 구간에서 미국채2년 금리가 5.1%에서 강건하게 벗어난 점도 5%대에서 미국의 장단기금리 정상화가 쉽지 않을 것이라는 근거로 판단한다. 2024년 주요국 정치적 이벤트가 산재한 가운데 '포퓰리즘 vs 마찰' 사이 금융안정은 중요할 것이다.

그림22 시장 금리인하 기대시점, 2024년 2분기



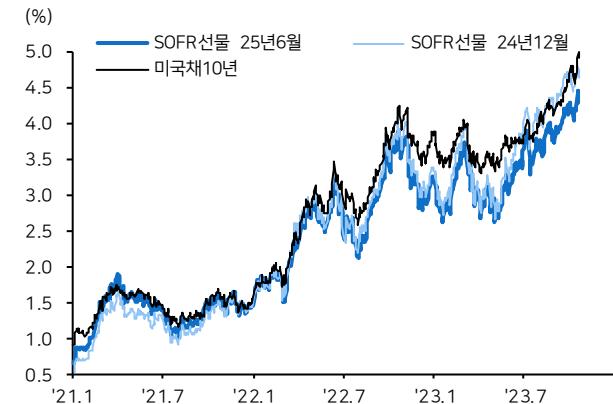
자료: WSJ

그림24 미국채2년 5%대를 장기금리 넘어서기 쉽지 않아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 올 상반기 정책기대 감안 수준 미국10년 하락할 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 2024년 주요국 정치적 이벤트: 대만, 한국, 미국

국가	선거	날짜
뉴질랜드	총선	2023.10.14
폴란드	총선	2023.10.15
아르헨티나	대선	2023.10.22
대만	총선	2024.01.13
이집트	대선	2024.02.01
인도네시아	총선	2024.02.14
러시아	대선	2024.03.17
인도	총선	2024.4~5월
대한민국	총선	2024.04.01
남아공	총선	2024.05.01
유로존	총선	2024.06.01
멕시코	총선	2024.06.02
스페인	지방선거: 바스크, 간시아	2024.08.01
독일	지방선거: 브란덴부르크, 셋소니, 튜링겐	2024.09.01
캐나다	지방선거: BC, NB, SK	2024.10.01
호주	지방선거: ACT, 퀸즐랜드	2024.10.01
브라질	지방선거	2024.10.06
우루과이	총선	2024.10.27
미국	대선, 하원, 상원: 하원 435석, 상원 34석	2024.11.05
영국	총선	2024. 4Q 예정*

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

GO금리, 이제 투자를 GO할 시점

장기금리 중심 현재 고금리 부담이 높음에도 여전히 재정정책과 물가에 대한 불확실성은 미국금리가 추가로 더 오를 수 있다는 우려를 이어가게 한다. 기술적으로 2007년 금융위기 이전 미국채10년 고점이 5.3% 내외로 현 연방금리 5.5%까지 추가 상승이 가능하다는 시각도 존재한다.

헷지펀드의 대규모 매도 포지션도
미국채 투자심리 악화에 기여

그렇지만 상기했듯이 우리는 현재 주요국 장기금리는 현 경제가 감당하기 쉽지 않은 오버슈팅 영역으로 평가하고 있다. 이는 수급적으로도 미국채 공급이 많아서 소화가 어렵다는 인식도 있지만, 일부 자경단(vigilante) 역할을 하고 있는 헷지펀드의 매도공세도 큰 역할을 하고 있는 것으로 보인다<그림 27>.

공급충격에도 2023년 하반기
미국채 응찰률은 평균 수준 이상

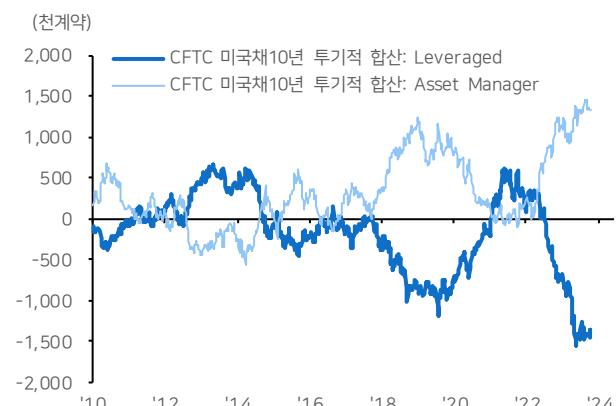
늘어난 국채발행에 연준의 QT까지 더해져 미국 채권시장 공급부담이 큰 것은 현실이지만, 절대물량 부담은 2021년과 견주어서 올해가 그렇게 높지 않았다<그림 28>. 금리가 급등한 3분기 미국채 입찰만 봐도 10월 30년 정도를 제외하고 대부분 만기에서 응찰률은 평균수준을 상회했다<그림 29>.

그림26 미국채10년 2006년 정점 5.3%까지 리스크 거론



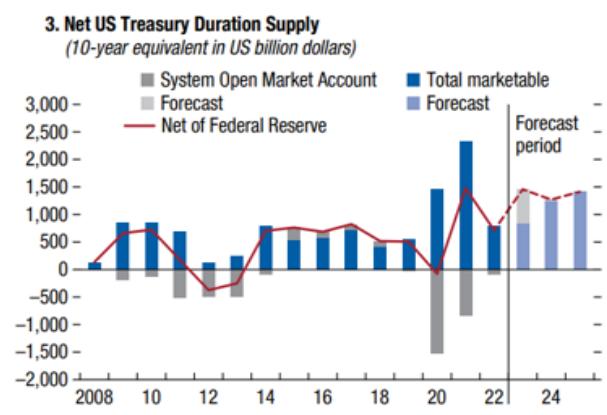
자료: Bloomberg

그림27 헷지펀드 대규모 매도포지션 청산, 수급전환의 단초



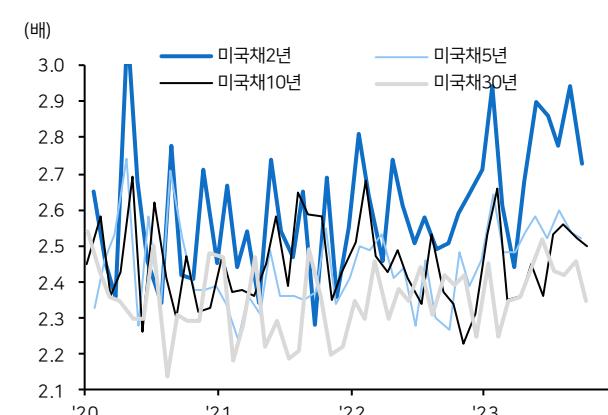
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 미국채 공급+연준 QT 부담 높다고 해도...



자료: IMF GFSR(23.10)

그림29 미국채 응찰률, 생각보다 견고하게 벼텨주고 있어



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

미 재무부, 3분기 대비 4분기
발행 물량과 드레이션 모두 축소

막대한 재정적자 효과를 경기개선보다는 공급확대쪽에 무게를 둔 것 대비 시장은 '소화불량'에 걸릴 정도는 아니었다. 미국채2년 금리가 5.1%에서 상단이 단단했다. 이는 기간 프리미엄이 수급과 관련이 깊지만, 5%대에서 장단기금리차가 정상화될 정도가 아니라면, 기간 프리미엄 확대도 제한적일 것이다<그림 30>. 여기에 미국 재무부는 3분기대비 4분기 발행 물량과 드레이션을 모두 줄였다.

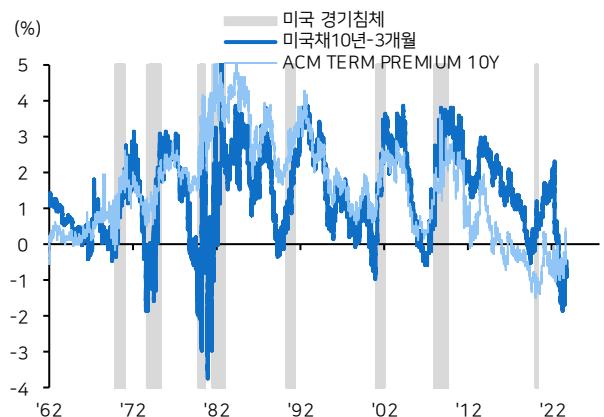
글로벌 전반의 유동성 위축 환경,
주식 중심 위험자산에 부담

주요국 중앙은행들의 긴축기조 지속으로 금리도 급등했지만, 위축된 유동성 환경은 부동산과 위험자산 투자에 부담이 되고 있다. 실제 2023년 상반기 미국 재정 확대로 늘었던 글로벌 유동성 여건이 하반기 들어와 다시 줄어들면서 글로벌 증시의 약세분위기가 확산되었다<그림 31>. 향후 1년 이후 금리하락을 전망하는 투자자가 서베이 이후 가장 많이 비중을 차지한 데는 이유가 있겠다.

현 금리는 오버슈팅 영역, 미국채
10년 금리 다시 3%대 회귀할 것

2023년 경기와 물가둔화 기반 금리가 안정될 것이라는 전망은 하반기 들어와 틀어졌다. 그렇지만 현재 금리는 미국 재정지원이 없었다면 유지 가능 영역이 아니라고 판단, 올해 상반기 하단 탐색 경로로 복귀할 것으로 전망한다<그림 33>.

그림30 기간 프리미엄, 장단기금리차 정상화 감안 확대 제한



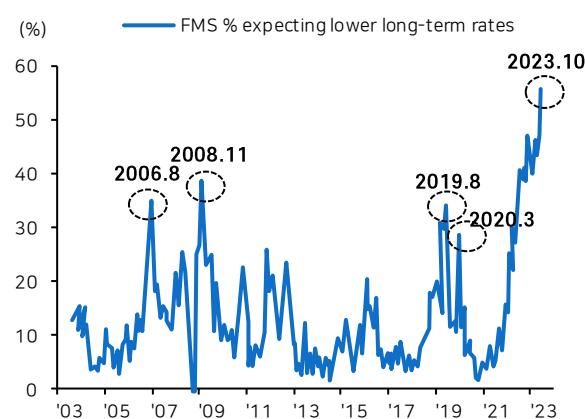
자료: Bloomberg, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림31 글로벌 긴축=유동성 축소로 위험자산 부담



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림32 향후 1년 뒤에 금리 하락 기대 역사상 최고 수준



자료: BofA GFSR(23.10), 메리츠증권 리서치센터

그림33 미국채10년 금리 올해 상반기 수준 회복할 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국 금리, 대외 민감도 낮추며 안정

미국채10년 금리 급등하며
국고채10년 금리도 상승 흐름

2023년 미국채10년과 한국채10년은 3.8% 내외 유사한 수준에서 출발했다. 미국 연방금리는 5.5%까지 인상했지만, 한국 기준금리는 3.5%였음에도 3분기 미국채 10년 금리가 오르자 한국금리 또한 상승 흐름은 유사했다. 한은총재조차 한국 장기금리가 미국을 추종하는 것을 설명하기 어려운 부분이 있다고 할 정도였다.

그러나 한국 채권시장 환경 감안
민감도는 낮은 편

그렇지만 3분기 미국 장기금리가 100bp 가량 올랐음에도 국내는 10년 기준 50bp 수준으로 절반 정도를 추정했다<그림 34>. 연간전망 자료 벌간 이후 미국 경제 지표가 다소 식는 과정에서 미국금리가 50bp 가까이 떨어질 때 국내는 하락 강도도 절반 수준으로 민감도가 낮은 편이다.

2024년 국내 펀더멘탈 여건
금리상승 견인력 높지 않을 것

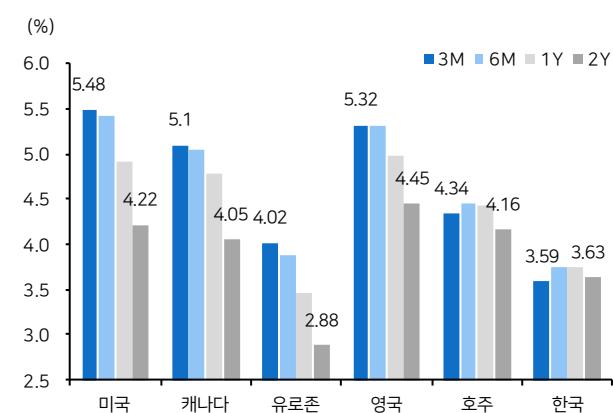
주요국 통화긴축 강도를 보면 한국은 주요국 중 낮은 편이다<그림 35>. 향후 인하에 대한 기대치 반영도도 낮지만, 절대 긴축 강도가 낮다. 미국 중심 글로벌 경기와 물가 모멘텀이 강한 것 대비 한국의 펀더멘탈 모멘텀은 올해 1%대 성장과 3%대 물가, 내년은 2% 성장과 2%대 성장으로 높지 않다<그림 36>.

그림34 미국금리 상승충격, 한국은 절반정도만 흡수



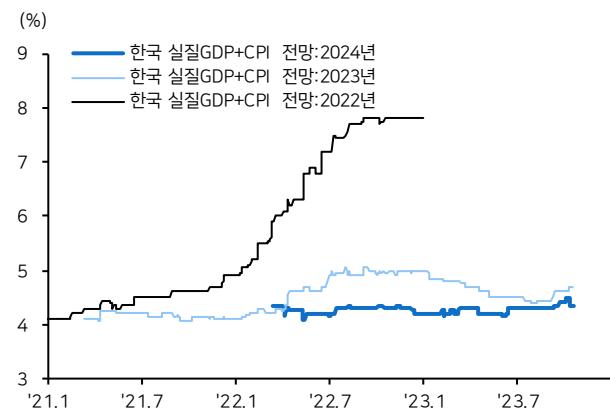
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림35 주요국 중 통화정책 부담 한국이 낮은 편



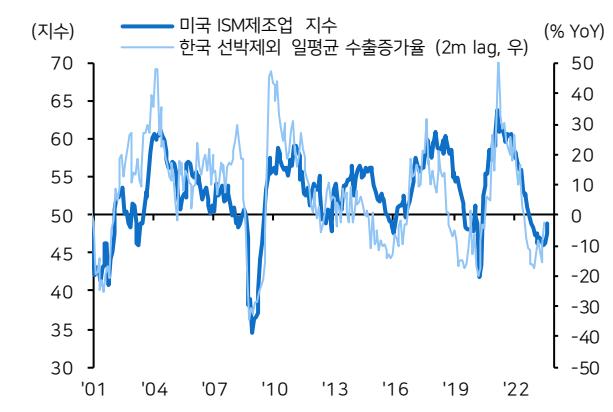
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림36 펀더멘탈 모멘텀, 2024년에도 금리견인력 높지 않아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림37 수출 반등 기대, 장기간 이어지기 쉽지 않을 것



자료: ISM, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

**민간소비와 수출 중심 내수경기
안정 주도력은 약화**

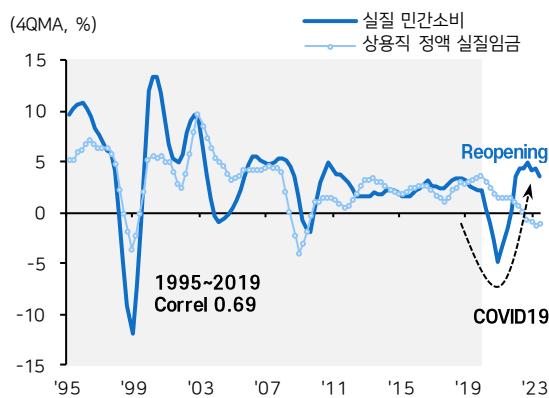
최근 한국 수출경기가 반등하면서 2024년 성장을 전망 반등을 주도할 것으로 보고 있으나, 높아진 금리와 유가, 달러 강세는 국내 수출 개선 기대를 누를 위험이 크다<그림 37>. 여기에 높은 고물가로 인한 가계 실질소득은 감소세가 이어지는 만큼 내수경기 안정 주도력이 약화되었다<그림 38>.

다시 높아진 은행들의 조달금리 부담은 주택담보대출 금리부담으로 이어져, 부동산시장 연착륙 기대를 제약할 수 있다<그림 39>. 주택보다 상업용 부동산 PF 리스크는 현재 진행형이라는 점에서 정책당국의 부담이 높다. 가계부채 증가는 금리보다 정부의 미시규제가 제약하고 있는 것이 핵심이다.

**한국 인플레이션, 근원물가 중심
하향 기조 지속 전망**

3분기 유가와 환율상승으로 수입물가 부담이 늘어나자 물가하향 경로가 일부 어긋났으나, 2024년 2%대 안정범위 하락 기대가 바뀔 정도는 아니다<그림 40>. 한은 총재도 인정하는 한국 통화정책 긴축여건을 감안할 때 2024년 2%대 성장을 기록해도 물가가 2%대로 낮춰지면 금리인하를 단행할 수 있을 것이다. 우리는 미국과 한국 공히 2024년 하반기 인하를 실시할 것으로 본다<그림 41>.

그림38 가계 실질임금 하락에 따른 내수견인력 약화



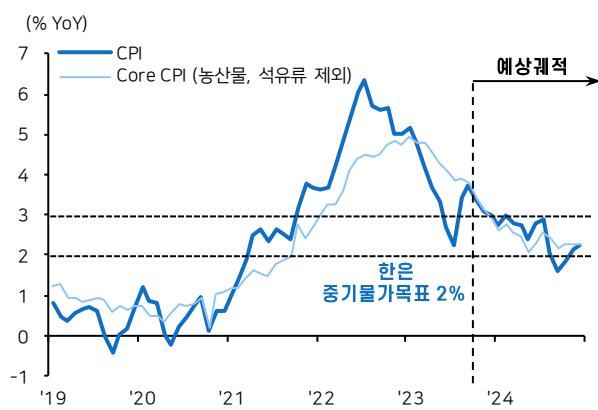
자료: 고용노동부, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림39 은행 조달금리 상승으로 부동산 경기둔화 압력



자료: KB은행, 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림40 한국 물가, 유가우려에도 하향 기조 지속될 것



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림41 미국과 한국 공히 2024년 하반기에 금리인하 전망



자료: Fed, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 추정

미국 충격으로 금리 급등한 3분기 은행채 공급부담까지 더해져

2023년 미국 대비 국내금리 상승이 과도했다는 것은 펀더멘탈 이외에 수급적으로도 확인된다. 3분기 은행채 발행이 금리급등 시기와 맞물려 부담이 되었다고 하나 미국처럼 국채 중심 공급우려가 높지 않았다. 심지어 2024년까지 국고채 순발행은 펜데믹 이전과 유사한 수준으로 낮아져 절대적인 공급 부담은 높지 않다.

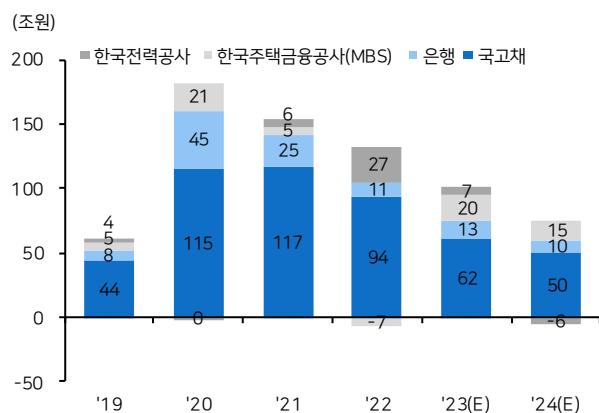
국내 채권시장 수급은 공급보다 약화된 기관 수요가 문제

오히려 채권시장 수요를 책임져온 기관들의 매수여력 약화가 현재 주요 장단기와 신용 스프레드 확대를 넓히는 재료로 판단된다<그림 43>. 늘어난 개인 수요는 절대금리를 추종 전략적 투자는 제한적이나 벌어진 스프레드를 활용해야 하는 기관들의 자금유입이 약화된 점이 원인이라 정책적 관심이 필요한 부분이다.

통화정책 긴축과 과도한 커브 스티프닝 되돌려질 전망

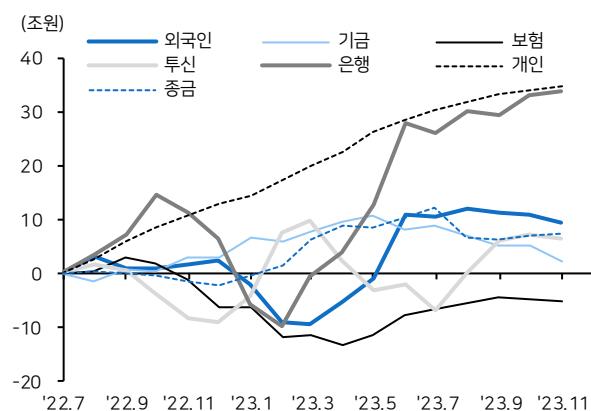
부동산 PF 구조조정 불확실성으로 2023년 4분기 신용 리스크가 있는 투자는 위축이 심화되고 있다<그림 44>. 현재 통화긴축기임에도 확대된 장단기금리차는 향후 대외 금리상승 재료가 소진되면, 채권투자자들의 수익을 높일 원천이 될 것이다. 지난 2년 힘들었지만, 금리의 정점에서 투자기회는 늘어가고 있다.

그림42 주요 채권 순공급, 2024년에도 부담되지 않을 것



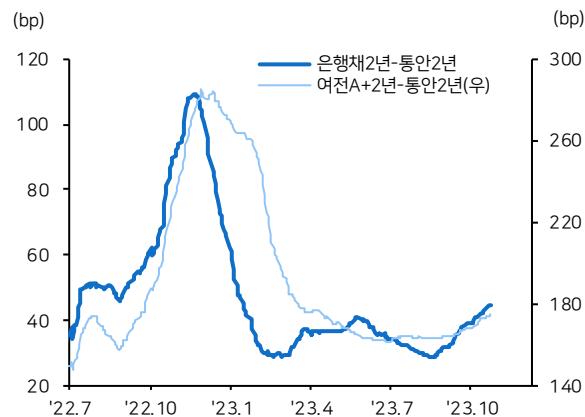
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림43 채권 수요: 개인 매수 확대 vs 기관 여력 약화



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림44 확대되는 크레딧 스프레드, 위험값 높이기 부담



자료: 민생 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림45 통화긴축 대비 장기금리 오버슈팅 영역 판단



자료: 금융투자협회, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

김정욱 연구위원

할로윈 시즌 캔디 가격 상승 (Bloomberg)

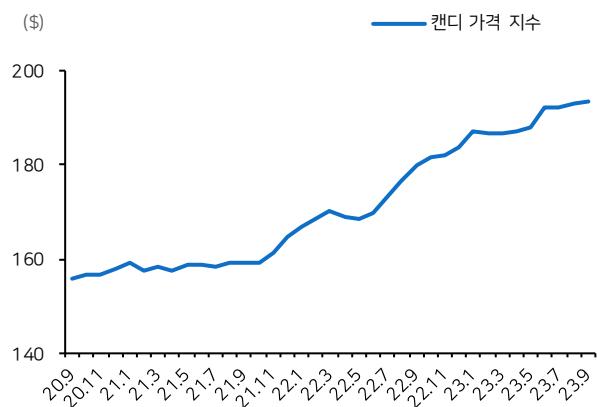
올해 할로윈 시즌 캔디 가격이 급등하면서 미국인들의 사탕 지출액이 전년비 16% 증가한 36억 달러를 기록할 것으로 예상된다. 주요 원자료인 원당 가격은 최근 10년 만에 최고 수준으로 치솟았으며, 코코아 선물 가격은 역대 최고치를 기록했다. 인도 정부의 원당 수출 금지 조치 시행 예고에 따른 추가적인 전망치 하향 조정과 23/24시즌까지 세 시즌 연속 코코아 공급 부족 전망에 따라 가격 상승은 당분간 이어질 수 있다. 하반기 엘니뇨 현상 또한 소프트 가격 상승의 추가적인 트리거로 작용할 수 있다. 원자재 가격이 판가에 반영되는 래깅 타임 고려 시, 설탕과 코코아 가격 인상 체감은 내년 이후 본격화될 것으로 보인다.

올해 캔디 가격 +9.2% 상승 예상

캔디 가격상승 배경: 원당, 코코아

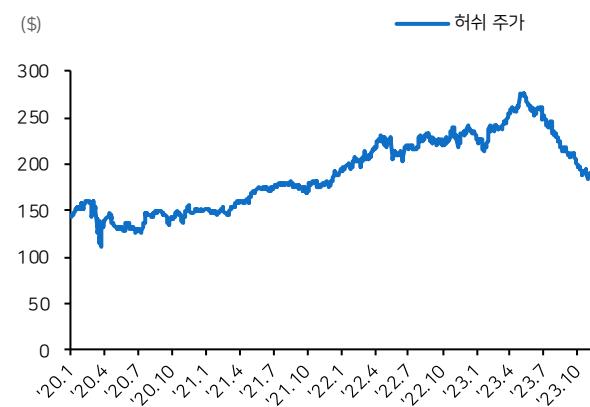
올해 할로윈 시즌 캔디 가격이 급등하면서 미국인들의 사탕 지출액이 전년비 16% 증가한 36억 달러를 기록할 것으로 예상된다. 서아프리카부터 인도까지 악천후로 인해 설탕과 코코아의 공급 부족 현상이 나타나고 있기 때문이다. 미국 내 캔디 가격은 전체 식료품 가격 상승의 두 배인 9.2% 상승할 것으로 예상된다. 공급망 중단과 러우 전쟁으로 운송비부터 원당까지 모든 가격이 상승했고, 허쉬, 네슬레를 비롯한 글로벌 초콜릿 기업은 제품 가격을 인상을 단행했다. 2020년 이후 무려 8번의 가격 인상을 겪으면서 소비자들은 더 높은 이자율과 식료품 가격으로 어려움을 겪었고, 값비싼 초콜릿이나 사탕 구매를 줄이기 시작한 것이다. 실제로 허쉬는 제품 가격 상승에 힘입어 매분기 실적 예상치를 상회하였으나, 북미 제과 판매량이 7~9월 기간 동안 1% 감소하면서 주가 하락 추세가 이어졌다.

그림1 2020.9~2023.9 캔디 가격 지수



자료: Instacart

그림2 허쉬 주가 추이



자료: KREI, 메리츠증권 리서치센터

할로윈 시즌, 초콜릿 캔디가 인기

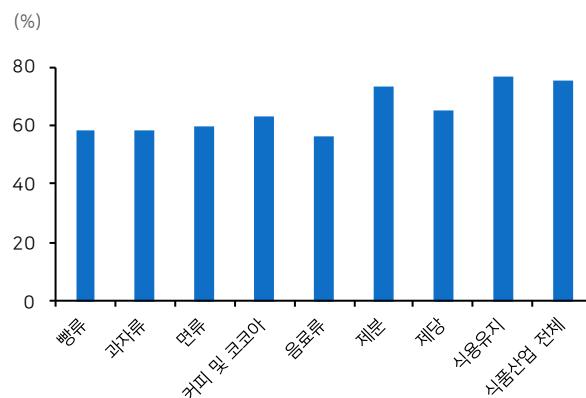
TruView에 따르면 2022년 캔디 매출의 11.9%가 10월에, 12%가 12월에 발생했다. 특히 할로윈데이에 초콜릿 캔디의 인기가 높아, 다른 달 대비 10월 매출이 1.7배 증가하면서 10월 사탕 매출의 절반 이상을 차지했다. 실제로 Instacart 캔디 판매량 상위 10개 품목은 주로 초콜릿 과자류였다

그림3 2022년 10월 기준 인스타카트 판매 상위 10개 캔디



자료: Instacart

그림4 음식료 업종 제조원가 대비 원재료비 비중

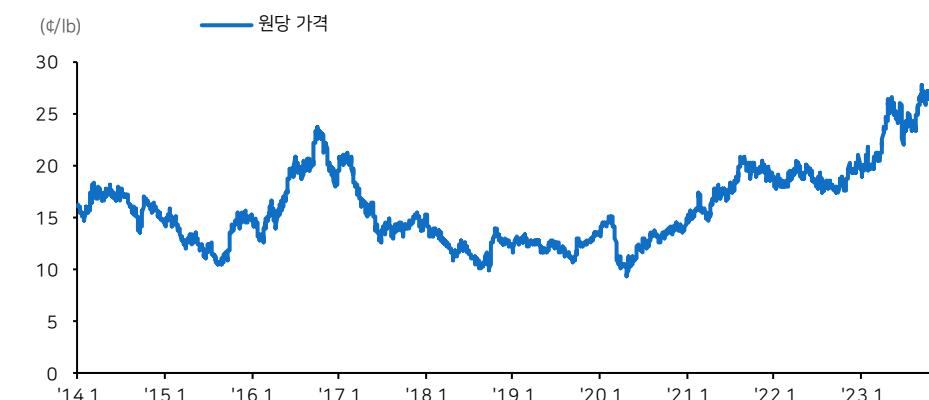


자료: KREI, 메리츠증권 리서치센터

배경 1) 원당 가격 상승

원당 가격은 최근 10년 만에 최고 수준으로 치솟았다. 인도 정부가 10월 이후 원당 수출 금지 조치를 시행하겠다고 밝히면서 인도 원당 수출 전망치의 추가 하향 조정이 이루어졌다.

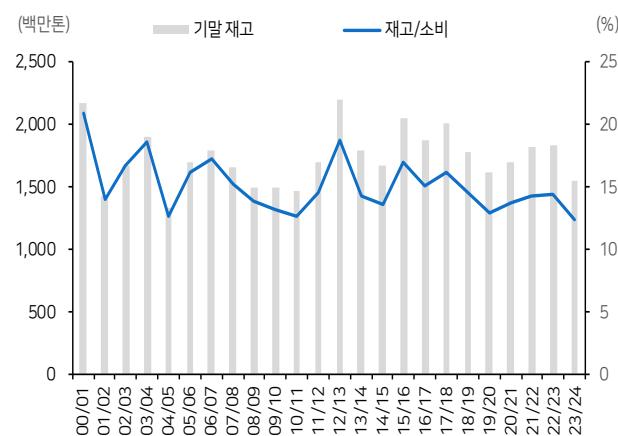
그림5 원당 가격: 재상승 국면 진입



자료: FAO, 메리츠증권 리서치센터

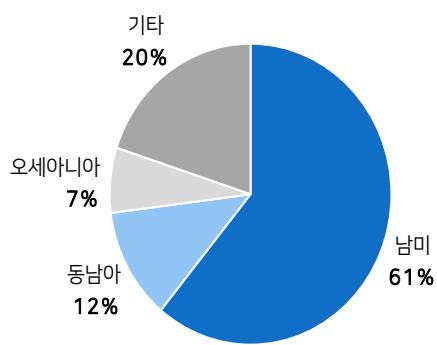
원당 수출 생산 비중이 높은 국가는 브라질/인도/EU 순이다. 브라질은 연초 생산 호조 전망이 유지되고 있는 상황이나 인도의 경우 원당 생산/수출 전망치가 지속적으로 하향 조정되고 있다. 2023–24 시즌 인도의 원당 생산량은 전년 동기 대비 -1.2% 감소한 1억 7,480만톤으로 210만톤의 공급 부족을 기록할 전망이다. 태국 또한 전년 동기 대비 15% 감소한 940만톤을 생산할 전망이다. 한편 브라질 2023–24 시즌 누적 원당 생산량 전망치는 전년 동기 대비 23.7% 증가한 3,458만 톤으로 생산 호조를 보일 것으로 예상된다. 하지만 인도 식품부 장관은 인도 원당 부족이 나타날 것 같지 않다면 수출 재개 가능성에 열려있다는 입장을 표명했다. 추후 사탕수수 생산량을 평가한 후 원당 수출 여부를 결정할 예정이다.

그림6 글로벌 원당 기밀재고 추이



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

그림7 국가별 원당 생산 M/S



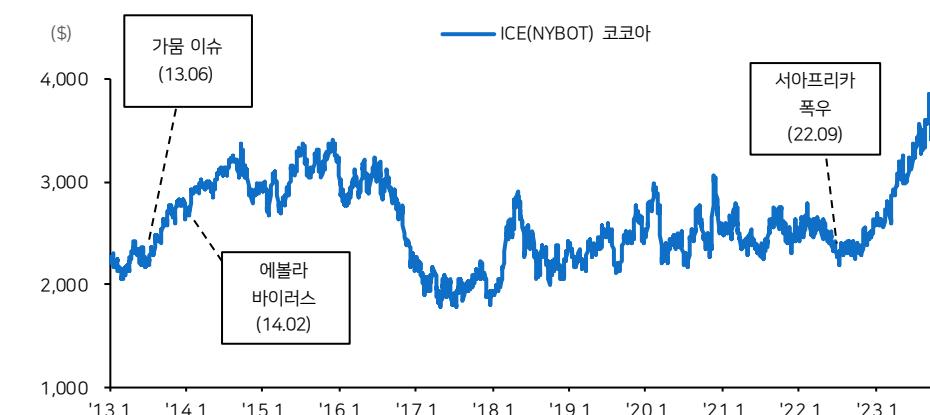
자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

배경 2) 코코아 가격 상승

코코아 선물 가격은 역대 최고치를 기록했다. 코코아는 23/24시즌까지 세 시즌 연속 공급 부족이 나타날 것으로 예상되고 있다. 유럽 3분기 그라인딩 물량은 전년 동기 대비 0.9% 감소한 36만 6,298톤을 기록했다. 2분기 그라인딩 물량이 전년 동기 대비 5.7% 감소한 것과 비교해 감소폭이 줄면서 유럽 코코아 수요가 개선되었다. 공급 측면에서는 2022년 10월에서 2023년 7월까지 아이보리 코스트 코코아 원두 수출량은 지난 시즌 동기 대비 10% 감소한 것으로 나타났다.

과거 코코아 가격 추이를 보면 2013년 중순 가뭄 우려감으로 상승하기 시작했으며 2014년 2월 에볼라 발생 이후 급등했었다. 2014년 10월 이후 에볼라 이슈 희석되며 상승폭을 일부 반납했고, 2015년 1월 말부터 코코아 수요가 급감한 것이 확인되며 2차 하락하였다.

그림8 코코아 가격 44년만에 최고치 기록



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

또한 최근 서아프리카에 내린 폭우로 인해 검은무늬병이 확산되면서 코코아 작물의 품질과 생산량이 감소하고 있다. 또한 코코아 가지 팽창 바이러스병의 확산도 코트디부아르 코코아 작황을 위협하고 있는데, 현재 약 20%의 코트디부아르 코코아가 이 바이러스에 감염된 것으로 추정된다.

그림9 코코아 검은 무늬 질병



자료: Flickr, 메리츠증권 리서치센터

그림10 전세계 SST 분포

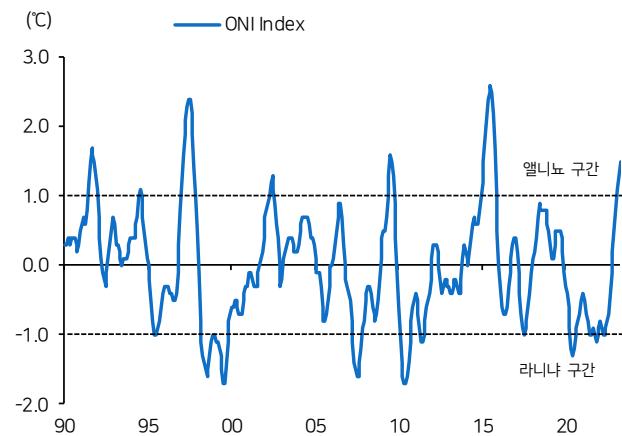


자료: NOAA, 메리츠증권 리서치센터

하반기 엘니뇨 현상 가능성 RISK

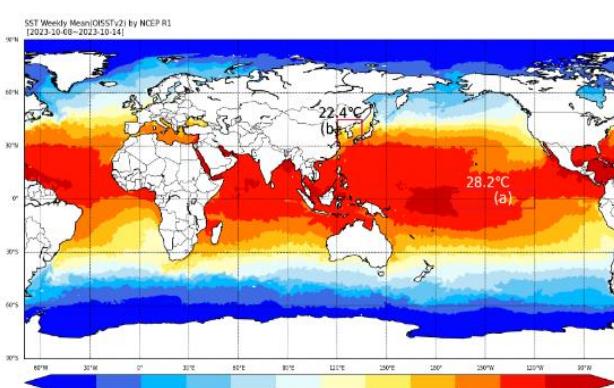
하반기 엘니뇨 현상은 소프트 가격 상승의 추가적인 트리거로 작용할 수 있다. 미국 해양대기청에 따르면 세계 전망기간(23.11~24.1) 엘니뇨 감시구역의 해수면 온도는 평년보다 높아 2023년 5월부터 발달한 엘니뇨 상태가 지속될 것으로 전망된다. 엘니뇨 시기 동남아시아, 인도, 호주 등 서태평양 지역에서는 건조 기후 속 가뭄 피해가 속출하기 때문에 소프트 시장의 공급 불확실성을 확대할 수 있다. 내년 상반기까지 엘니뇨가 지속된다면, 원당과 코코아의 공급 정상화까지는 시차가 존재할 수밖에 없다. 또한 원자재 가격이 판가에 반영되는 래깅 타임 고려 시, 설탕과 코코아 가격 인상 체감은 내년 이후 본격화될 것으로 보인다.

그림11 하반기 엘니뇨 지속 전망



자료: NOAA, 메리츠증권 리서치센터

그림12 전세계 SST 분포



자료: NOAA, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Halloween Candy Costs Are Surging This Year (Bloomberg)*