

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 11. 14 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

2024년 전망 시리즈 (해설판)

3. 경제전망_Offbeat

칼럼의 재해석

“젤다의 전설” 실사판 영화화 계획 발표

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

본 자료의 원본은 2023년 10월 31일 발간된
[2024년 전망 시리즈 3 - 경제전망: Offbeat] 임



▲ 경제분석

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

2024년 전망 시리즈 3 (해설판)

[경제전망] Offbeat

- ✓ 2023년, 재정과 통화정책의 엇박자가 금리인상에도 불구하고 미국 경제성장세 강화로 귀결
- ✓ 2024년에 볼 수 있는 세계 경제의 4가지 Offbeat(엇박자): 1) 세계 경기둔화와 한국 경기회복, 2) 미국 소비모멘텀 둔화와 투자 약진, 3) 중국 부동산 하방 위험과 제조업 지지, 4) 한국 수출주도 경기회복과 한국은행 금리인하의 양립

서론: 코로나 이후 발생한 이상 현상들, 그리고 2023년의 정책 엇박자

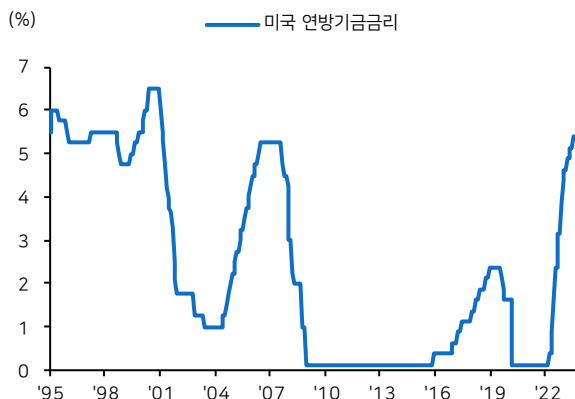
코로나 19 이후의 이상 현상들:
값지만 짧은 침체, 40년 만의
인플레이션과 공격적 금리인상

코로나19가 전세계를 휩쓸고 지나간 지도 어느덧 4년이 다 되어 간다. 팬데믹의 충격과, 그 충격에서 조속히 벗어나고자 선택된 재정과 통화정책은 결국 과잉 대응으로 판명되면서 전 세계적인 인플레이션을 유발했다. 그리고 40년 만에 가장 높아진 인플레이션율을 꺼뜨리기 위해 전세계 중앙은행들은 과감한 긴축을 단행했다.

2023년의 대표적인 이상 현상은
통화정책과 재정정책의 엇박자

연준은 1년이 조금 넘는 기간 동안 정책금리를 525bp나 인상했다. 이는 1980년 이후 가장 빠른 속도의 긴축이다. 이쯤 되면 물가가 이미 안정되어 있거나 경기가 후퇴 했어야 정상이었지만, 2023년 미국 경제의 성장세는 2022년에 비해 더욱 강해져 있다. 사실은 재정자극이 가세했기 때문이다. 연방정부 재정적자 확대의 이면에는 1) 소비자들의 가처분소득 증가와, 2) 반도체/2차 전지 기업들을 중심으로 한 미국 리쇼어링 가속화와 제조업 투자확대가 자리하고 있다.

그림1 미국 연방기금금리 추이



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 연방정부 기초재정수지 (재정수지-이자비용)



자료: Bureau of Fiscal Service, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

이론적으로 보면, LM곡선의 좌측 이동 효과를 IS곡선의 우측 이동 효과가 상쇄하고도 남음

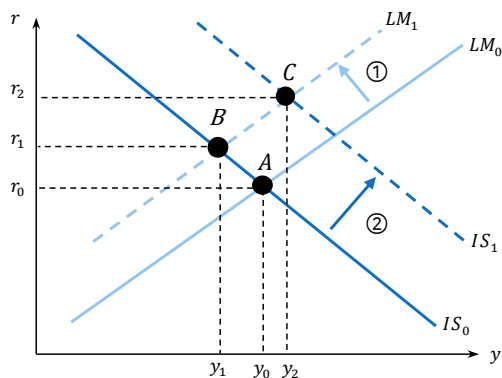
이를 이론적으로 설명하면 다음과 같다. 먼저 IS-LM 평면을 통해 보면, 중앙은행은 경기둔화를 통한 수요측 인플레이 억제에 위해 금리인상과 보유채권 축소 전략을 선택하였다. 이는 LM곡선의 좌측 이동 요인이다. 중앙은행은 균형점을 A에서 B로 이동시키려 한 것인데, 이동 과정에서 Output(Y)은 줄고 금리(r)는 상승한다.

그러나 그렇게 되지 않았다. 정부의 재정적자 확대는 IS곡선을 우측으로 이동시켰고, 미국 경제성장세가 개선되었다는 것은 Output이 줄기는커녕 오히려 늘었음을 의미한다. 통화긴축의 효과를 상쇄하고도 남음이 있었다는 것이다. 재정자극의 가세로 B에 있어야 했을 균형점이 C로 이동하였고, 이 과정에서 금리는 더욱 큰 폭으로 상승했다 ($r_1 < r_2$).

결국은 예상보다 금리가 더 오르고 물가안정이 지연되었음

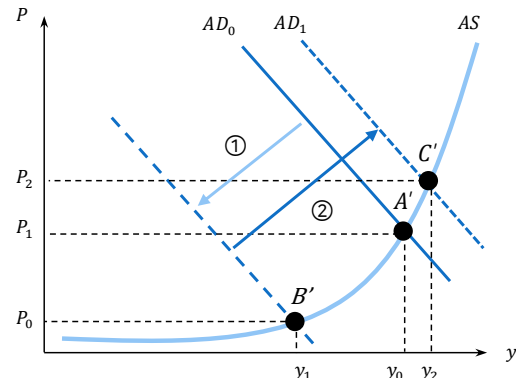
AD(총수요)-AS(총공급) 평면을 보자. 현재 미국 연준은 그들의 경제가 총공급 곡선이 노동시장 과열로 가팔라진 구간과 총수요곡선이 교차하는 상태에 있다¹는 주장을 지지한다(A'). 그런데 통화긴축 효과보다 강한 재정정책이 총수요(AD)곡선을 오히려 우측으로 이동시키게 되었다. 원래 통화정책의 취지가 Output의 감소($y_0 \rightarrow y_1$)를 통한 물가안정($P_1 \rightarrow P_0$)였으나(B'로의 이동), 균형점이 C'로 가면서 물가안정(=물가상승률의 둔화)이 지연된 것이다.

그림3 IS-LM 평면



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 AD-AS 평면



자료: 메리츠증권 리서치센터

¹ Pierpaolo Benigno and Gauti B. Eggertsson, "It's Baaack: The Surge in Inflation in the 2020s and the Return of the Non-Linear Phillips Curve", NBER (April 2023)

금리의 하향 안정화 조건은 핵심 인플레이션 압력의 완화

투자자들이 기다리는 것은 금리의 추세적 하향 안정화이다. 이것이 현실화하려면 앞으로 인플레이션 압력이 완화되면서, 적어도 주요국 중앙은행들의 추가적인 통화긴축이 없어야 한다. 금리를 올려서 물가를 잡는다는 것은 수요측 인플레이션, 다시 말해 식료품과 에너지 등 공급 요인을 제외한 핵심 물가의 안정화를 도모함을 의미한다.

EU는 농산물, 에너지 추가 충격 없다면 물가 하향 안정화 가능

아래는 IMF World Economic Outlook (2023년 10월)에 언급된 미국과 EU의 핵심 인플레이션 유발 요인들이다. 미국의 경우 노동시장의 타이트함(labor market tightness)이, EU의 경우 Pass-through effect(초기 충격의 전이)가 각 지역 핵심물가 상승의 주된 요인들로 지목되고 있다. EU는 러시아-우크라이나 전쟁으로 급등한 농산물과 에너지(가스) 가격이 핵심물가로 전이된 부분이 크다. 다시 말하여 추가적인 비용상승 충격이 발생하지 않는다면 인플레이션은 통화긴축의 효과를 반영하면서 하향 안정화될 가능성이 크다고 볼 수 있다.

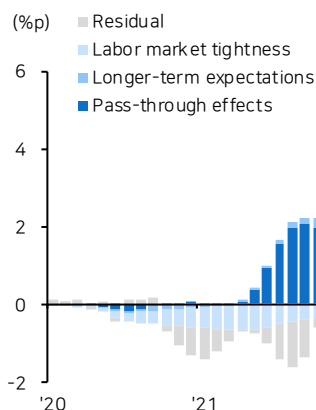
미국은 노동 초과수요를 재정 발 경기확장이 지탱

미국 노동시장의 타이트함이란, 초과 노동수요를 의미한다. 최초의 초과 노동수요는, 1) 베이비부머들의 조기 은퇴, 2) 이민자 유입 제한, 3) 코로나19로 인한 질병/사망에서 비롯되었다. 그러나 다른 한편에서 초과 노동수요가 '장기화' 된 것은 경기확장의 장기화로부터 유발되었다고 볼 수도 있다. 수요가 팽창하기에 인력 소요가 계속 존재했다는 것이다. 여기에는 재정자극 확대가 기여했을 가능성이 있다.

결국 향후 재정자극이 약화되어야 미국 인플레이션 추세적 안정 도모할 수 있을 것

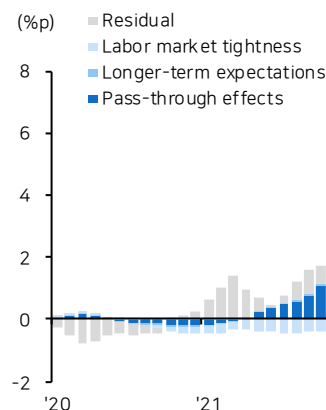
결국 물가안정 및 금리의 하향 안정화를 위해서는 재정자극의 약화가 필수적이라는 논의로 압축된다. 2023년의 재정적자 확대가 이례적이고 2024~25년에 걸쳐 재정자극이 약화된다는 예상이 맞다면, 내년 이후의 시계에서 인플레이션율과 시중금리가 동반 하락한다는 주장도 설득력을 얻을 수 있을 것이다. 우리의 기본 시나리오이기도 하다.

그림5 핵심 (core) 인플레이션을 유발했던 변수들: 미국



자료: IMF WEO (Oct 2023), 메리츠증권 리서치센터

그림6 핵심 (core) 인플레이션을 유발했던 변수들: EU



자료: IMF WEO (Oct 2023), 메리츠증권 리서치센터

재정자극의 측정 방법: 경기조정 기초재정수지

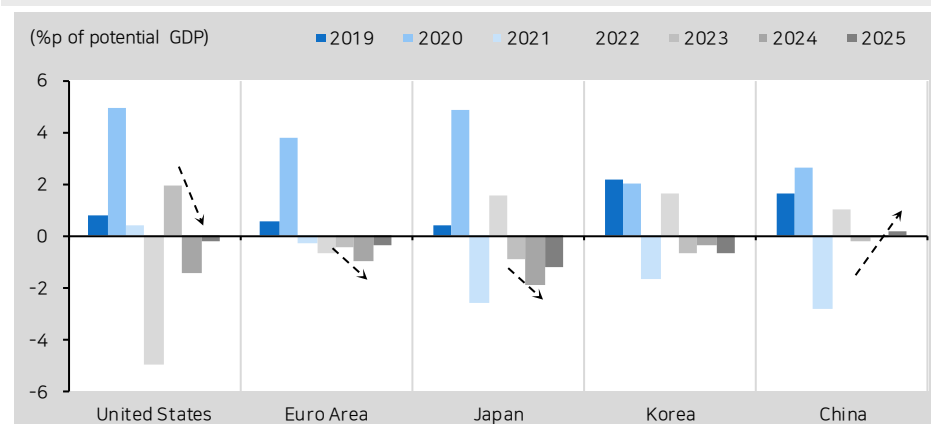
재정자극은 fiscal impulse라는 수단으로 측정한다. Fiscal impulse는 GDP대비 경기조정 기초재정수지(Cyclical adjusted government primary balance)의 전년차를 의미한다. GDP대비 재정수지의 전년차를 쓰지 않고 이 기준을 재정자극 측정 수단으로 사용하는 이유는, 1) 이자비용을 제외하고 (기초재정수지), 2) 경기불황기에 나타나는 재정의 자동 안정화(automatic stabilizer) 기능을 배제(경기조정)하여, 인위적으로 재정적자를 확대한 경우만을 산정하기 위해서이다.

재정의 자동 안정화 기능이 발동되는 대표적인 사례로는, 경기불황기에 세수가 줄고 실업급여 청구가 늘어나서(지출 확대) 재정적자가 '자동적으로' 늘어날 때를 들 수 있다.

IMF는 중국을 제외한 대부분 국가의 재정자극 약화를 전망. 우리 견해도 이와 다르지 않음

아래 그림 7은 IMF Fiscal Monitor에서 추계한 각국의 fiscal impulse이다. 원래는 마이너스 폭이 확대될수록 재정자극이 커지는 것이 정상이나 부호를 바꾸어(+)의 값이 클 때가 재정자극 확대를 의미하도록 그렸다. 2024~25년의 경우, 중앙정부 차원의 부양이 절실한 중국을 제외하고 주요 선진국의 재정자극이 축소되는 방향일 것으로 전망되고 있다. 미국의 재정자극 축소에 대해서는 2장 끝부분에 자세히 다루도록 한다.

그림7 주요국의 Fiscal impulse*



주: * 경기조정 기초재정수지 (Cyclical adjusted government primary balance) / GDP의 전년차.

* 숫자가 클 수록 재정자극 확대 시사하도록 계산

자료: IMF Fiscal Monitor (Oct 2023), 메리츠증권 리서치센터

2024년 경제전망의 문제 의식은 엇박자의 재현 여부에 있음

지금까지 코로나19 이후 발생한 세계 경제의 여러 가지 이상 현상과 더불어 2023년에 미국에서 나타난 재정/통화정책의 엇박자가 어떠한 결과를 잉태했는지를 다루었다. 우리는 2024년 경제전망을 하면서, 언뜻 말이 안돼 보이는 이러한 장면들이 내년이라고 관찰되지 않는다는 보장이 있을까라는 의문에서 출발했고, 실제 여러 가지의 엇박자가 내년 중 출현할 가능성에 방점을 두게 되었다.

내년 세계 경제의 4가지 엇박자들 (Offbeat): 본고에서는 1), 2), 4)의 변수만을 다룰 것임

이들은 1) 세계 경제 성장률 둔화(2023~24년 3.1%→2.9%)와 한국 수출의 회복, 2) 미국 소비모멘텀 약화와 투자의 약진, 3) 중국 부동산 하방 압력과 연착륙/제조업 개선, 4) 한국 경기회복(2024년 GDP 2.3%)과 한국은행의 금리인하 (하반기 75bp) 등으로 요약된다.

4가지 Offbeat(엇박자) 중 3)은 당사 최철화 연구위원의 신흥국 투자전략, "2024 전망 시리즈 6권: 돌아온 탕자" 및 해설판에서 다룰 주제이기에 본고에서는 생략하고, 1), 2), 4)를 중심으로 기술한다.

그림8 2024년 세계 경제의 4가지 Offbeat (오프비트)

- Offbeat 1. 미국, 일본, 중국 성장률 둔화 vs 유로존, 한국 성장률의 반등
- Offbeat 2. 미국 소비 모멘텀 둔화 vs 투자 사이클 반등
- Offbeat 3. 중국 부동산 하방 위험 심화 vs 제조업 개선과 정부 부양기조 선회
- Offbeat 4. 한국 수출 주도 경기회복 vs 한국은행 금리인하 선택

주: Offbeat의 사전적 의미 - 1) 일반적이지 않아 주목을 끄는, 2) (음악) 엇박자
자료: 메리츠증권 리서치센터

1. 글로벌 경기 둔화에도 한국 성장률이 반등하는 이유

세계 경제 성장률은 둔화;
미국과 중국 성장세 공히
낮아질 것

세계 경제 성장률은 2023년 3.1%에서 2024년 2.9%로 둔화될 것으로 전망하며, 이 중 미국과 중국의 경제성장률 둔화 영향이 크다. 양국은 성장세 둔화라는 공통 분모를 지니지만 사정은 각기 다르다. 미국은 GDP의 20% 내외에 해당하는 민간 투자 사이클이 회복하는 반면, 통화정책 시차가 비로소 GDP의 70%를 설명하는 소비에 영향을 앞으로 미치기 시작하면서 경기둔화가 가시화될 것이라 예상한다. 중국은 부동산 하방 위험이 상당하지만, 이러한 위험을 정부의 적극적 재정정책 선회로 완충하는 그림이다.

제조업이 금리에 민감한 까닭에
금리인상 사이클에서 먼저 하강;
반대로 인상 종료되며 먼저 반등.
독일/한국 성장률도 같은 수준

반면, 수출 기반 경제인 유럽(특히 독일)과 한국은 개선될 것으로 전망한다. 일반적으로 금리에 민감한 주택시장과 제조업은 금리인상 초기부터 하강 사이클을 경험하며, 금리인상이 마무리되고 시중금리가 하락할 때부터 반등하는 특징을 지닌다. 이에 더해 이번 사이클에서는 각국 투자 수요도 존재한다. 미국은 리쇼어링 투자 수요가 있으며, 중국도 부동산 문제를 타개하는 가운데에서도 제조업을 생산성 제고 차원에서 계속 육성해 나갈 것이기 때문이다. 특히 미국 시설투자 확대에 뒤이어 자동화 장비를 위시한 일반기계 및 전기장비 회복이 나타날 가능성이 있다.

이 때문에 제조업이 부진했던 올해 유로존(독일)과 한국의 성장률이 특히 낮았던 것과 다르게 내년에는 회복 가능성이 크다는 것이다. 다음으로는 실제 미국의 제조업 사이클이 바닥을 통과했는 지 확인할 차례이다.

표1 글로벌 경제전망 요약

(% YoY)		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
GDP성장률	World	2.8	(2.8)	6.2	3.4	3.1	2.9	3.0
	선진국	1.7	(4.1)	5.6	2.7	1.6	1.3	1.5
	미국	2.5	(2.2)	5.8	1.9	2.5	1.5	1.3
	유로존	1.6	(6.2)	5.5	3.4	0.6	0.9	1.5
	일본	(0.4)	(4.3)	2.3	1.0	1.8	1.1	1.3
	신흥국	3.6	(1.8)	6.9	4.1	4.2	4.1	4.0
CPI상승률	중국	6.1	2.3	8.1	3.0	5.2	4.7	4.5
	한국	2.2	(0.7)	4.3	2.6	1.3	2.3	2.2
	World	3.5	3.2	4.7	8.7	5.9	4.6	4.0
	미국	1.8	1.2	4.7	8.0	4.2	2.6	2.3
	유로존	1.2	0.3	2.6	8.4	5.6	2.7	2.3
	일본	0.5	0.0	(0.2)	2.5	3.1	1.7	1.5
환율(기말)	중국	2.9	2.5	0.9	2.0	0.7	1.9	2.1
	한국	0.4	0.5	2.5	5.1	3.6	2.4	2.1
	달러/유로	1.12	1.22	1.14	1.07	1.07	1.06	1.12
	엔/달러	108.6	103.2	115.0	131.1	148.0	136.0	130.0
	위안/달러	6.96	6.53	6.36	6.90	7.30	7.15	6.80
	원/달러	1,156	1,086	1,189	1,265	1,320	1,310	1,250
WTI (달러/배럴, 기말)		61.1	48.5	75.2	80.3	87.0	80.0	85.0

자료: IMF, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림9 주요 가정 및 지역별 전망 요지

주요 가정	<ul style="list-style-type: none"> 미국 상업용 부동산 롤오버 위험 상존; 대규모 디폴트/은행부실 가능성 ↓ 중국 부동산 위축은 장기화되나, 시스템 위험으로 전이될 가능성 낮음 확전만 아니라면 전쟁의 영향은 제한적; 미 대선은 24년보다는 25년 이슈
지역별 전망 요지	<ul style="list-style-type: none"> 미국: 모멘텀 둔화, 소비(GDP의 70%) ↓ vs 민간투자(20%) ↑ <ul style="list-style-type: none"> - 전략산업 중심으로 제조업 시설투자 확대. 이후 설비투자 모멘텀 강화 - 소비/고용 신장세 둔화; 서비스들이 disinflation. 하반기연준 인하 개시 유로존: 소비와 수출의 회복 사이클. 단, 24년 성장률은 1% 미만 <ul style="list-style-type: none"> - 관광산업 정상화에 실질임금(+) 전환, 글로벌 제조업 회복(수출)이 가세 - 미국 대비 타이탄한 재정/금융환경이 회복세를 제약; 일방적 약달러 난망 중국: 부동산/지방정부 부실에 따른 하방 vs 정부의 부양기조 전환 <ul style="list-style-type: none"> - 부동산은 경기하방 요인이나, 재정/통화정책 대응 강화로 4.7% 성장 한국: Tech 주도 수출 개선 vs 내수 부진. 성장률 개선 vs 물가압력 완화 <ul style="list-style-type: none"> - 연간 2.3% 성장률(-) 산출결정; 물가압력 둔화는 한은 인하 조건

자료: 메리츠증권 리서치센터

2. 미국의 투자 사이클 회복 vs 민간소비/인플레이션 모멘텀 둔화

투자 사이클의 회복: 시설투자에서 설비투자로 모멘텀 이어갈 것

미국은 제조업 주도로 시설투자
회복 중

2022년 4분기를 기점으로 미국의 비주거용 시설투자가 빠르게 회복하고 있다. 비주거용 시설투자란, 비주거용 건물의 건설을 의미하며, 대개 미국에서는 상업용 부동산(오피스 등)이 시설투자의 상당 부분을 담당해 왔다. 그런데 오피스 시장의 하강이 이어지면서 지난 2년간 상업/보건에 해당되는 건물 건설 규모는 축소되었다. 반면 제조업 시설투자는 빠르게 증가하고 있다.

미국 본토 내 전략산업 유치 위한
입법화 노력 덕분

반도체와 2차 전지를 포괄하는 “컴퓨터, 전자, 전기” 업종이 제조업 시설투자 증분의 대부분을 설명하며, 이는 Chips Act, IRA 등 미국 내 전략산업 유치를 위한 각종 법안의 입법화와 무관하지 않다. 미국 기업뿐 아니라 삼성전자, LG에너지솔루션 등 국내 유수의 기업들도 제조업 공장건설에 동참하고 있다.

왕성하게 제조업 공장이 지어지고
있다는 것은 일어나고 있는 일;
그 다음 수순은 생산을 위한
설비를 투입하는 것

현재는 제조업 공장 건설이 미국 투자 개선의 주된 동력이지만, 한국 관점에서는 다음 수순을 생각해야 한다. 공장이 완공된 이후 실제 생산을 위해 설비를 투입할 시점에 한국의 수혜가 기대된다는 것이다. 과거 흐름을 보면 제조업 시설투자가 급증했던 60년대 후반, 80년대 초반, 90년대 중후반과 2010년대 중반에 시차를 두고 산업기계 설비투자 사이클이 수반된 경험이었다. 이번도 크게 다르지 않을 것이라 생각하고 있다. 다만 금리 등 비용부담을 이유로 설비투자 집행이 지연될 수 있다는 우려가 존재하는 것이 사실이다.

거시경제비용이 다시 늘어나며
제조업 회복이 단기에 그칠 것이
라는 우려가 있으나...

금리를 비롯한 제반 거시경제비용의 누증은 2021년 이후 제조업 업황이 하강하는 데에 상당한 영향을 주었다. 지난 2년간 미 국채 10년물 수익률은 1%에서 5%까지 상승했고, 달러화 강세와 상품가격 상승이 수반되었다. 제조업 입장에서는 원가 부담, 이자비용, 수요 위축(강달러=교역부진)이라는 3중고에 시달렸던 것이다.

올해 3분기(7~9월) 미국 제조업 업황의 온도를 나타내는 ISM제조업 지수가 3개월 연속 상승한 것은 이러한 거시경제비용의 경감과도 무관하지 않다. 그러나 최근 들어 달러화 강세의 재현, 미 국채금리 재상승, 국제유가 상승이 다시금 제조업 경기를 아래 방향으로 밀어 내릴 것이라는 우려가 존재한다.

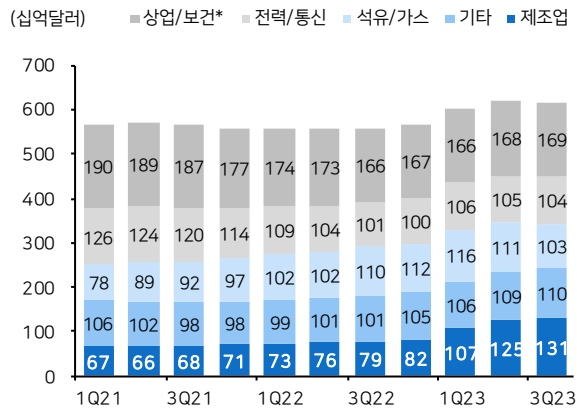
중기적 관점에서는 업황 위축보다
회복에 무게가 실리며...

당사의 거시경제비용 지수를 ISM제조업 지수가 그대로 추종한다면, 내년 2분기 중 제조업 업황이 일시적으로 주춤할 가능성이 있다. 그러나 달러화 지수가 다시 105 내외로 안정화되었고, 미국 10년 국채 금리도 4.5% 내외로 내려온 것을 고려한다면 거시경제비용은 다시금 경감되고 있다고 봐야 할 것이다. 보다 중기적인 시계에서 인플레이션 안정을 확인한 연준이 내년 하반기 금리인하에 나선다면, 지금보다 달러화 지수가 상승해 있을 가능성은 낮으며, 시중금리도 현 수준보다는 내려와 있을 공산이 크다. 제조업의 중기적인 회복을 지지할 수 있는 요인이다.

제조업 업황 회복은 설비투자
사이클을 수반할 것으로 전망

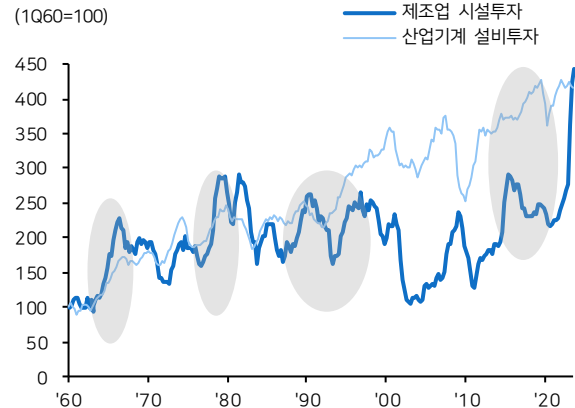
그리고 이렇게 제조업 업황이 다시 회복될 때 설비투자 사이클이 가시화될 것이라 예상한다. 미국 ISM제조업 지수와 설비투자의 선행지표인 실질 핵심 자본재 주문(IT, 기계류 등)이 지난 20년간 동행해 왔다는 점도 이를 방증한다. 중기적인 시계에서 한국 수출에는 우호적인 환경으로 사료된다.

그림10 미국 실질 시설투자 (structures investment)



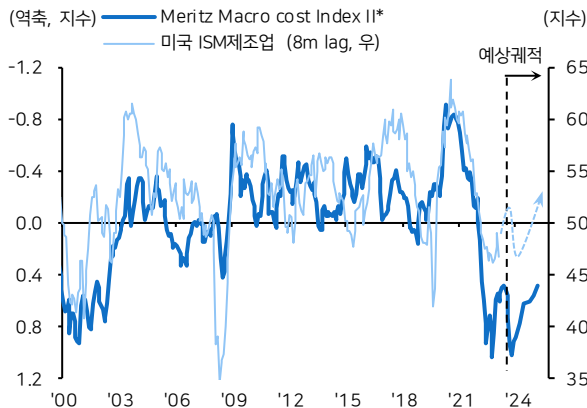
주: 2017년 불변가격. * 오피스, 물류창고, 대형 병원 등을 포함
자료: US Bureau of Economic Analysis (BEA), 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 실질 제조업 시설투자과 산업기계 설비투자



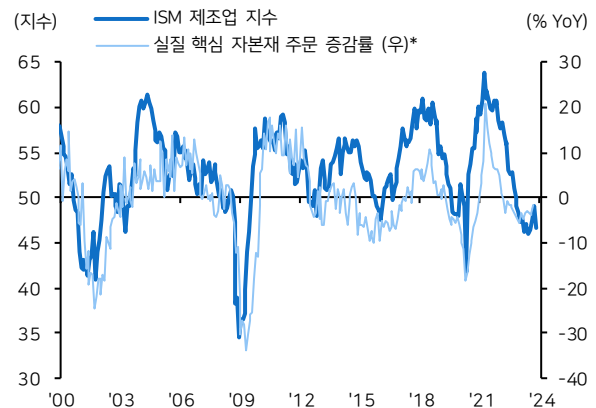
주: 2017년 불변가격
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림12 메리츠 거시경제비용 지수와 미국 ISM제조업 지수



주: * 97년 이후 DXY, 미 10년 국채금리, WTI를 표준화한 후 변수를 단순평균
자료: Refinitiv Workspace, US Institute of Supply Management (ISM), 메리츠증권 리서치센터 추정

그림13 미국 ISM 제조업 지수와 실질 핵심 자본재 주문



주: * 디플레이터로 Private Capital Equipment (finished goods) PPI를 사용
자료: US ISM, US Census Bureau, US Bureau of Labor Statistics (BLS), 메리츠증권 리서치센터

소비 모멘텀 약화

소비 데이터에서 관찰되는
몇 가지 파열음

제조업 업황이 바닥을 통과하고 있고 투자 사이클이 회복하고 있지만, 미국 경제의 70%를 차지하는 소비 모멘텀 둔화는 이제 시작이다. 견고했던 소비 신장세가 주춤해질 몇 가지 징후가 있다. 일단 소비자들이 과거 수 개월 전에 비해 신용카드를 덜 쓰기 시작했다는 것이다. 그리고 올해 8월, 리세션이 아닌 구간에서 이례적으로 소비자신용 잔액이 전월대비 감소했다는 것이다.

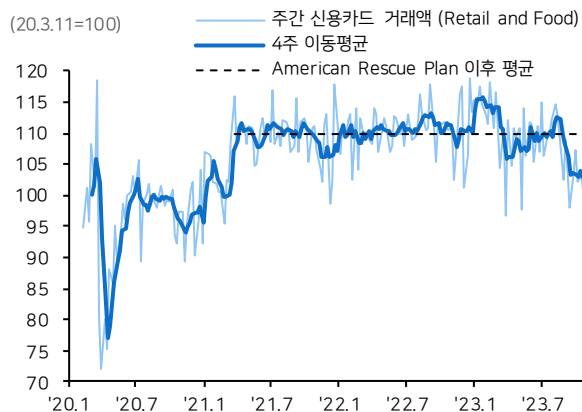
특히 고금리 부담으로 소비자신용
이례적인 순상환 경험

소비자신용 잔액의 감소는 신용대출의 순상환을 의미한다. 보통은 차환을 통해 레버리지를 끌고 가는 것과는 다른 양상이다. 이는 높아진 금리부담 때문이다. 연준에 따르면, 올해 3분기 개인 신용대출 금리(personal lending rate)는 무려 13%에 달했다. 빚을 낼 수 밖에 없었던 저소득 계층이건, 내일이 없이 소비를 했던 사람이건 지금의 금리는 레버리지를 계속 지고 가기에 부담스러운 수준임은 분명하다. 차입에 의존한 소비신장은 정점을 지나고 있다는 생각이다.

구조적인 소비 모멘텀 둔화를
보는 이유는 고용환경 변화 때문

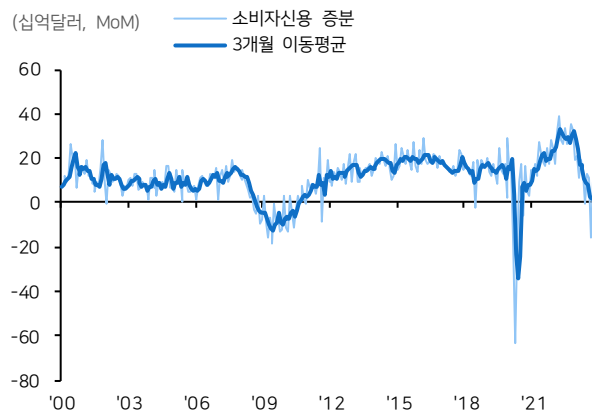
그러나 이러한 데이터들은 미국 소비모멘텀이 둔화될 수 있다는 초기 징후에 불과하다. 소비 신장세가 향후 추세적으로 약해질 수 있다고 주장하려면 보다 구조적인 이유를 대야 한다. 우리는 이를 고용에서 찾고자 한다.

그림14 미국 주간 신용카드 거래액 추이



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 소비자신용 (consumer credit)의 전월비 증분



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

기업들은 2020~21년 이익 확대에
힘입어...

다음 페이지 그림 16은 미국과 유로존 인플레이션 요인을 비용과 이익 측면으로 나누어 본 IMF의 분석이다. 미국 노동시장 합의가 적지 않아 인용해 보았다. 미국의 2020~21년의 경우, 연평균 소비자물가 상승률이 5.23%에 달했다. 이 때는 인건비(labor share) 부담이 소비자물가로 전가된 부분이 2.51%포인트, 그리고 기업들의 의도적인 업셀링(upselling: 구매력이 있음을 인지하고 가격을 인상하는 것)에 따른 기업이익 확대가 2.72%포인트를 설명한다.

막대한 재정자극으로 인한 개인 가처분 소득 급증(이전소득) 및 급격한 저축의 누적이 있었기에 소비자들은 기업들이 비싸게 물건을 팔아도 그대로 사줄 수 있었던 것이다.

2022~23년 왕성한 채용에 나섬
Labor shortage 해소 목적도
있었음

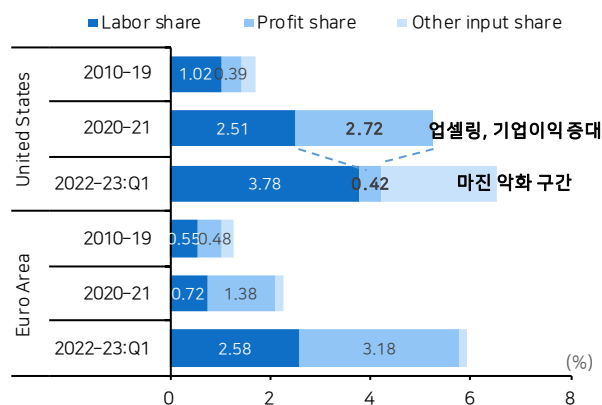
2022년으로 오게 되면, 기존의 기업마진 확대와 노동력 부족(labor shortage)이 맞물리면서 기업들의 인건비 부담이 증가하게 된다. 그리고 2022년 3월부터 인플레이션을 잡기 위해 연준이 공격적 금리인상에 나선 결과로 이자비용 혹은 원리금 상환부담(other input share로 추정)도 증가했다. 이 구간에서 기업마진은 악화되고 있었다.

그러나 당장 사업을 영위하기 위해 사람이 필요했기에 경영진들의 추가 채용의지는 충만했다. 2021~22년 동안 향후 6개월 내로 고용을 어떻게 할 것인가에 대한 설문에 대부분 CEO들은 추가로 사람을 채용할 것이라 응답했다.

그러나 마진 악화와 충분한 채용
으로 노동수요는 예전 같지 않음.
고용증가폭이 축소될 환경임을
시사

그러나 올해 3분기에 와서는 앞으로 6개월간 고용을 늘리겠다는 비율(27%)을 줄이겠다는 비율(32%)이 넘어서기 시작했다. 노동공급이 확충되면서 필요한 인력을 구하기도 했고, 마진이 악화되는 구간에서 과거처럼 왕성히 헤드카운트를 늘리기 쉽지 않은 환경이기 때문이다. 이는 월간 고용증가폭이 현행 20만 명 전후에서 균형인 10만 명(코로나19 이전 월평균 경제활동인구 증분) 혹은 그 이하로 축소될 가능성이 크다는 점과, 앞으로 노동시장 균형 수렴의 동인이 노동공급이 아닌 노동수요가 될 가능성을 보여 준다².

그림16 미국과 유로존 인플레이션 요인 분해: 비용 vs 이익



자료: IMF WEO (Oct 2023), 메리츠증권 리서치센터

그림17 미국 CEO 고용서베이 vs 가계조사 고용증감



자료: Business Roundtable, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

노동수요 위축 = 임금 협상력
약화. 총노동소득 = 고용 x 임금.
양 변수 증가율 둔화로 소비
신장세 약화될 전망

노동수요 위축은 구직자 입장에서 임금 협상력의 약화를 의미한다. 더 좋은 일자리를 찾아 자발적으로 사직하는 사람들의 비율(사직률)은 2022년 4월(3.0%)을 정점으로 현재는 2.3%로 내려와 있다. 향후 노동수요 약화 영향으로 사직률의 추가 하락과 이에 시차를 둔 임금 상승률의 추세적인 둔화를 예상한다. 소비는 고용 증가폭 축소와 임금 상승률 둔화의 영향을 함께 받게 될 것이다.

² 최근 미국 노동시장 동향은 이승훈의 경제맥, "[Totality of data \(1\) 미국 10월 고용: 명백한 괴멸 완화](#)"를 참고

추세적 임금 상승률 둔화 =
서비스 물가 하향 안정화 요인

전방위적 디스인플레이션의 완성 가능성, 그리고 연준의 fine tuning

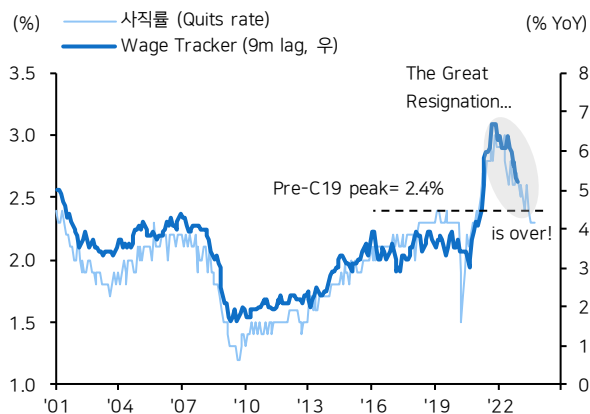
한편, 임금 상승률 둔화는 전방위적 디스인플레이션(=물가상승률 둔화)이라는 퍼즐을 완성시켜 줄 동인이 될 것이다. 미국의 인플레이션을 유발한 요인들 중 1) 재화 물가는 공급망 교란이 완화되면서 사실상 압력이 소멸되었고, 2) 주거비 물가는 실거래 임대료 상승률 둔화에 12개월 시차를 두고 하향 안정화되고 있다. 유독 3) 주거비를 제외한 핵심 서비스 물가 상승률 만이 경직적인 형태를 띠며 좀처럼 내려오지 못하고 있다.

이는 노동집약적인 성격을 띠는 서비스업 생산의 특성상 임금 상승률의 영향을 받기 때문이다. 임금 상승률이 충분히 내려오지 못했기에 핵심 서비스 물가의 하향 안정화도 지연되고 있다는 생각이다. 인건비 부담이 가중되면 서비스 제공가격에 전가될 뿐 아니라, 우리 소비의 70%가 서비스라는 점을 고려한다면 임금 상승률은 서비스 제공 비용과 구매력 상승 정도에 영향을 미치는 변수라 볼 수 있다.

연준의 추가 인상 유인 제한적.
내년 하반기에는 인하에 착수할
전망

임금 상승률 둔화-서비스 물가 하향 안정화가 앞으로의 추세라면, 통화정책 결정 시 데이터에 의존하는 미 연준이 보게 될 데이터도 핵심 물가의 추세적 안정일 가능성이 높다. 우리는 연준의 7월 금리인상이 마지막이었다고 보며, 연방기금금리(5.25~5.50%)가 내년 상반기까지 동결되었다가, 핵심물가가 2%대에 진입하는 것을 확인한 내년 하반기에 연준이 금리인하에 착수할 것으로 예상하고 있다. 인하폭은 75~100bp를 전망한다.

그림18 미국 사직률과 Atlanta Fed Wage growth tracker



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림19 미국 Wage growth tracker vs Super-core CPI



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

미국 시중금리 정점 여부에 대한 견해

미국 시중금리는 정점을 찍었는가?

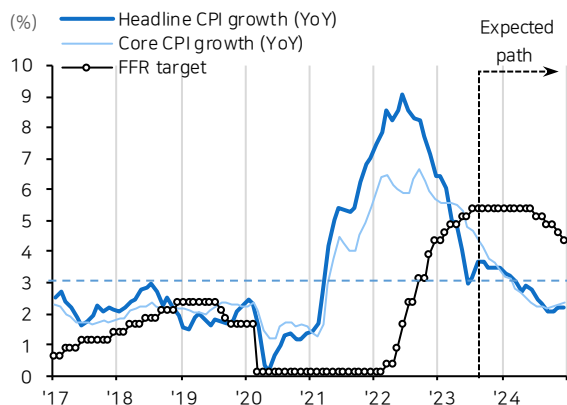
미 연준이 금리인하에 착수하게 될 시점은 수 분기 이후일 것이고, 그 사이에 상당한 불확실성이 존재하는 것이 사실이기에, 투자자들의 관심은 다소 먼 미래의 금리인하 기대보다는 당장 미 국채금리가 추가적으로 상승할 지, 하향 안정화될 지에 집중되어 있는 것 같다. 본절에서는 이 부분을 다룬다.

장기금리 결정의 이론적 접근

경제학 교과서에서 장기금리 결정 요인을 다룬 내용을 보면, 1) 명목 금리를 실질 금리와 기대 인플레이션의 합($R = r + \pi^e$)로 보는 방법과 2) 단기금리(=정책금리)의 경로(미 10년 만기 국채이면 10년) 기대값에 기간 프리미엄을 가산하는 방법으로 나누어 볼 수 있다.

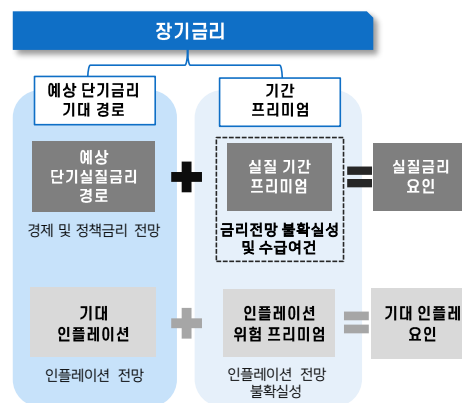
실질 금리는 예상 단기 실질금리 경로와 실질 기간 프리미엄으로, 기대 인플레이션 요인은 기대 인플레이션 자체와 인플레이션 위험 프리미엄으로 다시 나눌 수 있다. 4가지를 모두 분해하여 각 요인별로 나누어 제시한 연구(DKW model)³도 있지만, 데이터가 1개월 시차를 두고 공개되기에 당장의 금리 변동 요인을 보기에는 일부 한계가 존재한다.

그림20 미국 Headline, Core CPI 상승률과 연방기금금리



자료: Federal Reserve, US BLS, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림21 장기금리 결정 요인 분해



자료: 메리츠증권 리서치센터

방법은 보다 적시성 있는 데이터를 이용하여 공통분모를 잡아내는 것이다. 다음 페이지 그림 22는 블룸버그에서 제공하는 TIPS금리(실질금리)와 기대인플레이션(breakeven inflation)을 통해 1)의 방법으로 미 국채 10년물 금리 변동분을 나눈 것이고, 그림 23은 뉴욕 연에서 발표한 ACM 모형을 통해 금리를 단기금리 기대경로(Short-term rate expectation)와 기간 프리미엄으로 분해한 것이다.

³ Kim, Don, Cait Walsh, and Min Wei (2019). "Tips from TIPS: Update and Discussions," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, May 21, 2019, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.2355>.

실질 기간 프리미엄의 상승이 국채금리 상승의 주범

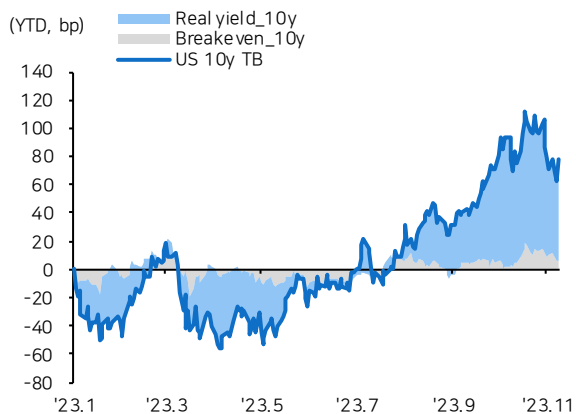
올 초 이후 11월 9일까지 미 국채 10년 금리는 78bp 상승했는데, 이 중 실질금리 증분이 71bp를 설명한다. ACM 모형은 실제 금리에 모형을 맞춘 금리(fitted yield)를 사용하는 데, Fitted yield가 87bp 오른 사이 기간 프리미엄이 79bp 상승한 것으로 추정하고 있다. 실질금리와 기간 프리미엄이 금리 상승의 주된 요인이라는 점에 착안하여 공통분모를 추려 보면, 4가지 변동 요인 중 “실질 기간 프리미엄”이 핵심임을 알 수 있다. 교과서에서는 실질 기간 프리미엄 결정 요인을 금리 ‘전망’ 불확실성과 수급 여건이라 이야기하고 있다.

금리 전망 불확실성은 정점을 지난 것으로 판단

금리 전망 불확실성은 어떤 때 발생하는가? 9월 FOMC 때처럼 금리는 동결하지만 향후 추가 금리인상 가능성이 열려 있고, 2024년의 금리인하 예상폭이 시장의 기대를 밑돌 때 발생한다. 이러한 불안(?)은 2024년 12월과 2025년 12월에 3개월 물 금리가 어디에 가 있을 지에 대한 기대를 높이며 연준이 장기간 높은 수준(higher for longer)의 금리를 유지할 가능성을 높였다.

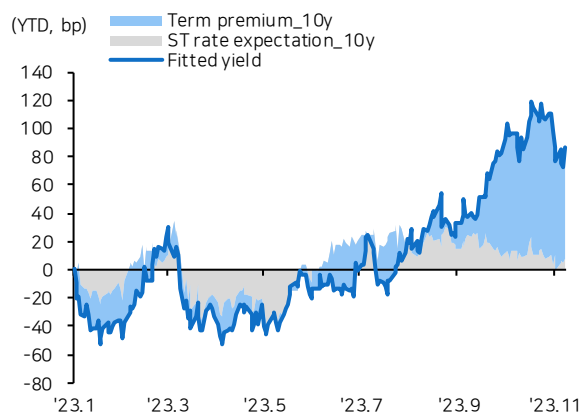
최근 들어 미 국채 10년물 금리의 하락이 이들 금리선물 하락을 동반한 것은 11월 FOMC에서 9월 전망의 유효성이 반감되었다고 시사한 파월 의장의 발언 덕분이었다. 앞으로 보게 될 데이터가 디스인플레이션 추세임을 고려한다면 적어도 금리 전망 불확실성으로 시중금리가 추가 상승할 위험은 과거 수 개월 전에 비해 경감될 가능성이 높겠다.

그림22 연초 이후 미 국채 10년 금리 변동 요인 분해 (1)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 연초 이후 미 국채 10년 금리 변동 요인 분해 (2)



주: Adrian, Crump, and Moench (ACM) model (원자료: New York Fed)
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

남은 변수는 수급. 재정적자 확대 된다면 우려가 현실화될 수 있음

남은 변수는 수급이다. 국채시장에서의 수급 불안이란, 주식시장에서의 오버행(물량 부담)처럼 발행 물량 증가에 따른 가격 하락(=즉, 금리 상승) 압력을 의미한다. 국채가 많이 발행된다는 것은 적자국채 발행이 늘어난다는 이야기로, 미국 연방정부가 재정적자를 많이 용인하는 경우에 나타날 수 있는 걱정이다. 2024년 11월에 대통령 선거가 있다는 점에서, 정부 여당은 재정적자 확대를 통한 경기진작 유인이 있을 수 있다.

7월에 공개된 백악관 반기 보고서
가 이러한 우려를 키웠으나...

실제, 이러한 우려를 키운 것이 2023년 7월 백악관 내 Office of Management and Budget에서 발표한 "Mid-Session Review, Budget of the U.S. Government" 문건이다. 우리 말로 번역하면 반기 보고서에 해당하는 것이다. 백악관 내에 존재하는 예산처의 추계에 따르면, GDP대비 재정적자는 회기연도 2023년(FY23: 2022년 10월~2023년 9월) 5.81%에서 회기연도 2024(FY24)년에는 6.84%로 늘어 난다. 재정적자 규모도 1.54조 달러에서 1.88조 달러로 늘어 난다는 전망이다. 이 추정이 맞다면 물량부담에 따른 금리 상승 압력은 존재한다고 봐야 한다.

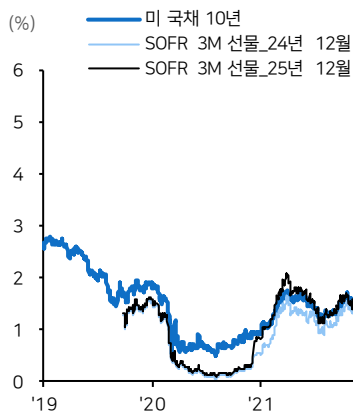
실현 가능성이 낮아 보이는
몇 가지 항목을 제외하고 보면...

그런데 백악관의 예산 추계는 행정부의 공약을 전제로 하고 있다. 세부 내용을 분해해 보니, 내년 재정수입 확대는 올해의 소득세 감면이 일시적임을 고려하고 있고, 지출 확대에는 1) 아동수당의 전면 확대, 2) EITC와 유급 휴가 확대에 정부 재원을 사용하는 것이 전제로 되어 있다. 연방정부 차원의 아동수당 프로그램이 이미 종료되어 있는 등, 공약 상의 지출 확대 사안들은 의회 동의를 필요로 하는 것이기에 관철되기 어렵다고 판단하여 지출 추계에서 제외하여 계산했고, 재정수입 중에서 고소득자 과세 확대(최고 소득세율 37% → 39.6%)도 실현 가능성이 낮은 것으로 보아 제외하였다.

재정적자의 절대 규모나 GDP대비
비율이 더 커질 가능성 낮아

이를 고려하여 우리가 재계산한 것이 표 2에 나와 있는 Baseline이다. 2023년은 확정치가 나왔기에 이를 대입하여 2개년을 비교해 보면, 재정적자는 FY23과 FY24가 1.7조 달러로 대동소이하고, GDP대비 재정적자 비율은 FY23 6.4%에서 FY24 6.2%, FY25에는 5.9%로 하향 안정화되는 양상이다. 이러한 계산 하에서는 물량 부담이 백악관 문건에 제시된 것만큼 크지 않다. 따라서 그 우려로 시중금리가 상승한 부분이 있다면 되돌려지는 것이 합리적이다. 우리는 미 국채 10년물이 장중 5%를 형성한 이후 하향 안정화되는 수순에 있다고 판단한다. 1장에서 언급한대로 금리 부담은 점차 약화된다는 주장을 지지한다.

그림24 미 국채 10년 수익률 vs SOFR 3개월물 선물 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 미국 재정수지 추계 (각 연도는 fiscal year 기준)

(십억달러)	2022A	2023A	2024E	2025E
OMB (7월)				
재정수입	4,897	4,587	5,028	5,414
재정지출	6,273	6,130	6,905	7,111
재정수지	-1,376	-1,543	-1,877	-1,697
명목 GDP	25,016	26,549	27,436	28,646
재정수지/GDP	-5.50	-5.81	-6.84	-5.92
Baseline (OMB + 조정항목)				
재정수입	4,896	4,439	4,945	5,336
재정지출	6,271	6,134	6,631	7,014
재정수지	-1,375	-1,695	-1,687	-1,678
재정수지/GDP	-5.50	-6.38	-6.15	-5.86
지출에서 차감				
Child credit 확대	0.0	6.0	257.7	72.3
EITC 확대	0.0	0.4	13.8	14.8
유급휴가 확대	0.0	0.0	2.0	10.0
수입에서 차감				
고소득자 과세 확대	0	8.4	83.2	77.9

자료: Office of Management and Budget, 메리츠증권 리서치센터 추정

3. 한국 수출 주도 경기회복과 한국은행의 금리인하

수출 주도의 회복: 2024년 한국 GDP 2.3% 성장 전망

미국 투자 사이클 및 제조업 환경
회복 가능성은 한국 수출에
우호적

미국의 투자 사이클과 제조업 환경이 회복하는 것은 한국 수출에 우호적인 환경을 조성한다. 이미 올해 10월 통관기준 수출이 전년대비 5.1% 증가한 데 이어 11월 1~10일까지의 수출도 3.2% 늘어나면서 수출이 증가하고 있음을 확인시켜 주고 있다. 우리 수출이 B2B 중심 구조를 지니고 있으며 미국 ISM제조업 지수에 오랜 기간 연동된 흐름이 이번에도 재현될 것으로 보고 있다. 회복의 중심에는 반도체 등 범 IT, 기계류, 중전기(발전기, 변압기)가 자리할 것으로 본다.

한국의 대중 수출 개선에도
일조하는 요인임에 주목

특이한 것은 미국 제조업의 회복이 우리나라의 대중 수출 개선에도 일조한다는 사실이다. 중국이 우리나라로부터 수입을 많이 하게 될 때는 그들이 해외에 컴퓨터, 통신, 전자(주로 조립가공) 등 Tech 제품을 수출할 때이다. 그리고 중국의 Tech 수출은 선진국 수요의 함수이자, ISM제조업 지수에 연동되는 흐름을 보여 왔다. 이는 우리나라 대중 수출의 33%가 반도체인 것과는 무관하지 않다. 우리나라에서 반도체를 중국에 수출하면 중국은 이를 최종재 생산에 쓰거나, 후공정 작업을 하게 된다. 최종수요처가 미국 등 선진국이라는 이야기이다.

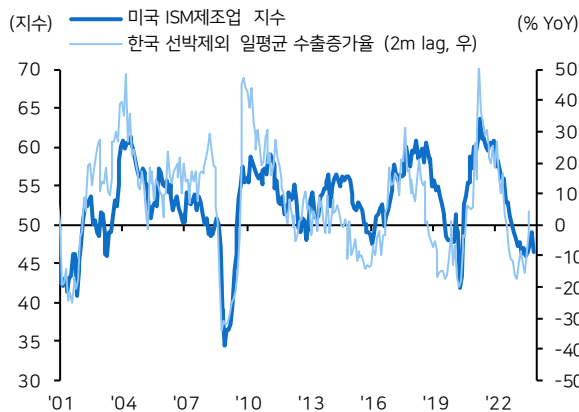
최종수요 측면에서 미국의
영향이 커지고 있음

최종수요 관점에서 미국의 영향력이 커지고 있다는 점도 주목할 부분이다. 국제수지 기준 수출의 경우, 2022년 대미 수출 의존도가 20.2%로 대중 수출 의존도 17.8%를 넘어 섰다. 국제수지 기준은 우리 영토에서 생산하여 세관선을 통과한 제품과 해외 현지법인의 생산/수출을 포괄하는 개념이다. 미국 공급망 재편의 영향이 커지고 있음을 보여 주는 대목이다.

수출이 국내 경기에 미치는
파급효과도 고려해야

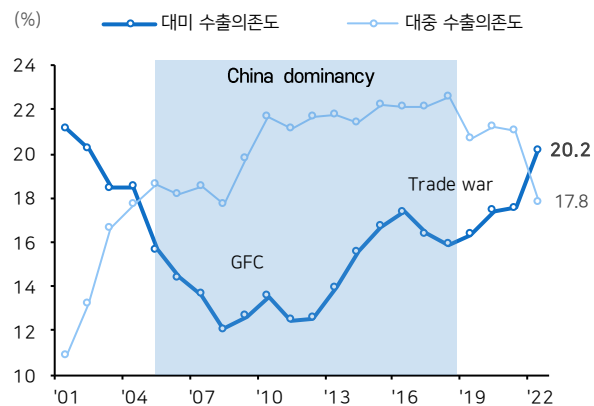
수출은 우리나라에서 파급효과가 큰 영역이다. 국내 설비투자 사이클을 견인하고, 수출기업 이익 증가를 통해 주식시장 환경이 좋아지면 소비심리 개선으로도 연결된다. 내년 한국 GDP성장률이 2%를 상회한다는 것은 수출과 그 파급효과의 영향 때문이다.

그림25 미국 ISM제조업 지수와 한국 선박제의 일평균 수출



자료: US ISM, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림26 한국 국제수지 기준 대미, 대중 수출의존도 추이



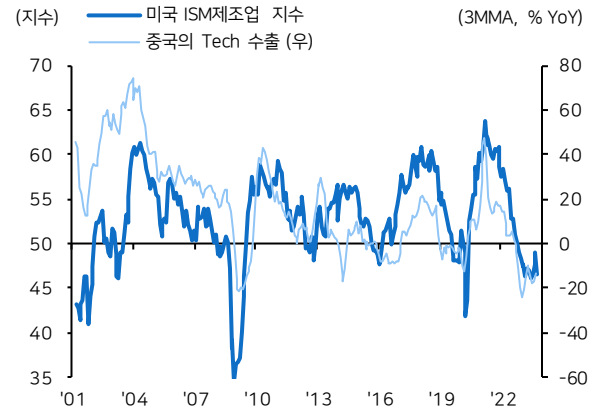
자료: 한국은행, "지역별 경상수지", 메리츠증권 리서치센터

그림27 중국의 Tech 수출과 한국으로부터의 수입



주: Tech 수출 = 컴퓨터, 통신, 전자
 자료: 중국 해관, 메리츠증권 리서치센터

그림28 미국 ISM제조업 지수와 중국의 Tech 수출



주: Tech 수출 = 컴퓨터, 통신, 전자
 자료: US ISM, 중국 해관, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국 경제전망 요약 (2023~25E)

(% YoY)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
GDP	0.9	0.9	1.4	2.1	2.2	2.4	2.3	2.2	2.6	1.3	2.3	2.2
민간소비	4.6	1.6	0.3	0.9	1.1	1.8	2.0	2.4	4.1	1.8	1.8	2.1
건설투자	1.9	1.7	4.0	1.9	0.4	-0.6	-3.1	-3.3	-2.8	1.3	-1.8	-2.2
설비투자	5.9	4.7	-4.7	-3.0	0.4	2.4	5.3	6.4	-0.9	1.7	3.6	3.9
수출금액 (USD, BoP)	-11.4	-13.0	-9.0	4.5	6.0	5.0	9.0	9.5	6.3	-7.5	7.4	7.8
수입금액 (USD, BoP)	0.8	-12.4	-13.6	-3.2	-0.3	1.7	3.4	6.6	17.7	-7.1	2.8	6.0
CPI*	4.7	3.2	3.1	3.4	3.0	2.7	2.2	1.9	5.1	3.6	2.4	2.1
한은 기준금리 (EoP, %)	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.00	2.75	3.25	3.50	2.75	2.75
원/달러 환율 (EoP, KRW)	1,240	1,316	1,349	1,320	1,320	1,280	1,300	1,310	1,265	1,320	1,310	1,250

주: * 10월 소비자물가(11월 2일) 이후 꺾적을 다시 추정함
 자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

한국은행의 금리인하 가능성이 큰 이유

수출 주도 경기회복에도 불구하고
 한은 금리인하 가능성이 크다고
 보는 이유

국내 경제가 수출 주도로 회복함에도 불구하고, 한국은행은 내년 하반기 금리인하에 나설 가능성이 크다. 한국은행이 통화정책 결정을 할 때 인플레이션 못지 않게 성장률 변수를 중요하게 보아 왔던 것을 감안한다면 다소 이례적인 행보라 해석하는 투자자들도 적지 않을 것이다. 경기회복이 한국은행의 금리인하와 양립이 가능한 것은 다음의 이유들 때문이다.

1. 전방위적 인플레이션 (2022) → 전방위적 디스인플레이션 (2023년 하반기~2024년)

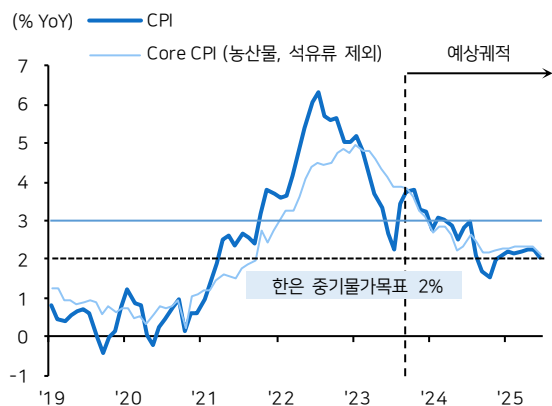
첫째, 한국은행도 미 연준과 마찬가지로 2022년 3월부터는 물가안정을 도모하기 위해 가파른 금리인상을 결정했다. 2021~22년 우리나라의 인플레이션이 전방위적이었기 때문이다. 2022년까지 주택임대료 물가상승세가 확대되는 한편, 러시아-우크라이나 전쟁 발 수입 식료품 가격 급등이 가공식품과 외식 물가에 영향을 미쳤다. 개인서비스 물가는 2021년까지의 경기회복에 시차를 두고 상승했다. 전기료와 가스 요금도 인상되었다.

2023년 3분기를 기점으로 전방위적인 디스인플레이션이 현실화되고 있다. 전기료/가스 요금은 내년 6월이 전망 시계 내 마지막 인상(5%)일 것으로 예상하고 있다. 주택임대료 물가는 실거래가 하락에 시차를 두고 하향 안정화되고 있으며, 수입물가 압력도 거의 소멸되었다. 최근 소비자물가 상승률이 예상을 상회한 것은 농산물 가격의 급등 때문이며, 근원물가를 자극하는 사안은 아니다. 우리는 소비자물가(헤드라인)과 근원소비자물가(농산물, 석유류 제외) 상승률이 공히 2.5%를 밑도는 내년 3분기에 한국은행 금리인하 사이클이 개시될 것으로 예상하고 있다.

2. 한국 경기회복에도 Output Gap 마이너스 상태 유지

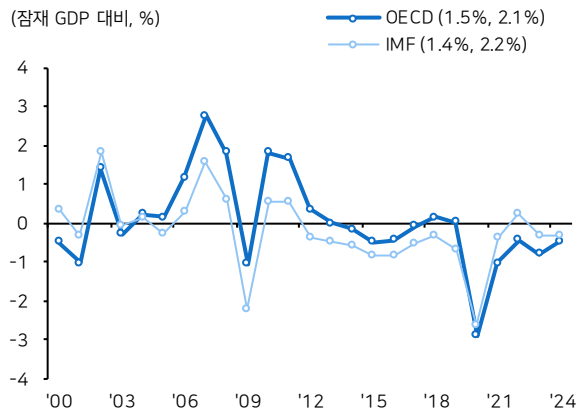
둘째, 한국 경제가 수출 주도로 순환적 회복을 한다 하더라도, 잠재 GDP와 실제 GDP의 차이를 나타내는 산출갭(output gap)은 내년에도 마이너스 영역에 머물러 있을 가능성이 크다. 실제로 우리와 유사한 성장 궤적을 추정하는 IMF도 내년 output gap을 마이너스로 전망하고 있다. 인플레이션이라는 변수가 소멸되고 나면 한국은행이 성장 지원에 방점을 둘 가능성을 높이는 요인이다. 그러나 output gap은 어디까지나 추정에 불과하여 이것만으로는 설득력이 떨어질 수 있다.

그림29 한국 소비자물가 상승률 추이 및 전망



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림30 한국의 Output gap 추정



자료: IMF (Oct 2023), OECD (Jul 2023), 메리츠증권 리서치센터

3. 내년 하반기로 예상되는 PF 구조조정 가속화 과정에서의 연착륙 필요성

셋째, PF 구조조정 과정에서 연착륙을 도모할 필요성이 있다고 보기 때문이다. 다음 페이지 그림 31은 금융업권별 PF대출의 용도별 비중이다. 2022년 상반기 기준의 분포에서 크게 변하지 않았다고 가정했을 때, 전체 PF 익스포저의 49.1%는 아파트, 16.2%가 기타 주거시설로 주거용 건물에 대한 PF 익스포저가 총 65.3%에 달한다.

주택시장이 과열로 가는 것은 가계부채 급증을 유발할 것이기에 정책당국이 이를 원하지는 않을 것이다. 다만 구조조정이 가속화될 가능성이 높은 올해 하반기 주택시장을 둘러싼 신용위험을 낮추는 측면에서 실수요자 중심의 주택구매 여건 개선은 어느 정도 필요하다는 생각이다. Output gap이 마이너스 상태에 머물러 있다는 것보다는 PF 구조조정 연착륙 필요성이 금리인하의 합리적 명분이 될 수 있다고 생각한다.

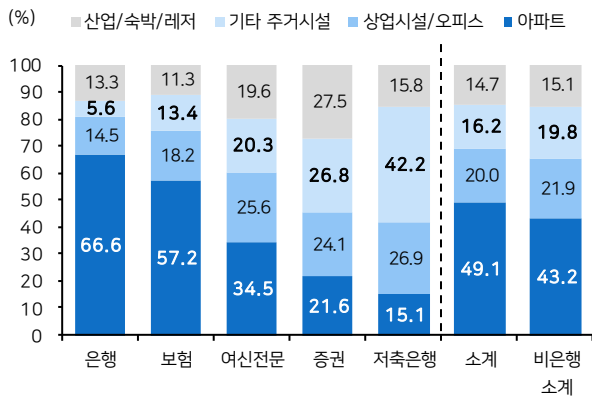
금리인하를 하더라도 통화정책의
기조는 제약적인 영역에 머무를
것임

한국은행이 금리를 인하 하더라도 그 폭은 내년 말까지 75bp에 그칠 가능성이 크
다. 현재 기준금리가 3.50%이니 2.75%까지 낮춘다는 전망이다, 우리가 추정하는
우리나라 중립금리 2.3%보다는 높은 수준이다. 한국은행이 지금보다는 덜 제약적
인 (less restrictive) 방향으로 움직인다는 것이며, 통화정책 '기조'의 관점에서 본
다면 제약적인 영역에 머물러 있다는 의미이다.

중장기적인 가계부채 안정화
노력을 기울일 가능성 때문

이는 국내 가계부채 안정화에 대한 한국은행의 인식 및 방법론과도 다르지 않다.
한국은행은 올해 9월 발간된 통화신용정책 보고서를 통해, 통화정책(Monetary
Policy: MP)과 거시건전성 정책(Macro-Prudential Policy: MPP)이 함께 긴축적
인 영역에 있어야 가계대출 증가율을 원활히 둔화시킬 수 있다는 경험을 제시했
다. 이는 덜 제약적인 수준으로 금리를 인하한 이후에는 중장기적인 가계부채 안
정화 노력을 기울일 유인이 커질 것임을 시사해 준다.

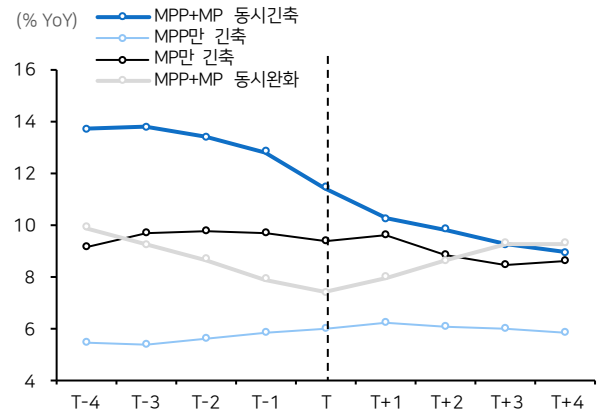
그림31 한국 금융업권별 PF대출 용도별 비중



주: 2022년 상반기 말 기준

자료: 한국은행 금융안정보고서(2022년 12월), 메리츠증권 리서치센터

그림32 통화/거시건전성 정책조합에 따른 가계대출 변화



자료: 한국은행 통화신용정책보고서 (2023년 9월)

이번 경제전망 해설판에서는 2024년 세계 경제에서 발생할 수 있는 이상현상 및
엇박자(Offbeat)에 대한 논점 만을 주로 다루었다. 외환시장 전망은 당사 2024년
전망 시리즈 4 FICC: "시차" 와 전략공감 해설판을 통해 박수연 수석연구원이 자
세히 다루는 영역이기에 본고에서는 생략하였다. 함께 참고하시길 권한다.

칼럼의 재해석

이상현 연구원

“젤다의 전설” 실사판 영화화 계획 발표 (Bloomberg)

지난 11월 8일 닌텐도는 “젤다의 전설” 실사판 영화화 계획을 발표하였다. 닌텐도는 지난 4월 개봉한 “슈퍼 마리오 브라더스” 흥행에 이어 인기 캐릭터를 스크린으로 가져오려는 노력을 확대하고 있다. Microsoft의 Xbox Series(2020.11), Sony의 PS5(2020.11) 등 타 경쟁업체가 콘솔 기기 신제품을 출시한 것과 달리 닌텐도는 닌텐도 스위치(2017.3) 출시 이후 다른 신제품을 보이지 않고 있는데, 이에 따른 주가 부침이 연초 이후 계속되고 있다. 다만 모바일 및 IP 부문 매출이 올해 고무적으로 증가할 것으로 기대된다. “젤다의 전설” 등 기존 IP의 활용이 지속적으로 긍정적인 결과를 가져온다면 일시적 매출 증가가 아닌 레벨 업으로 인식되어 밸류에이션 향상에 기여할 것으로 보인다.

“젤다의 전설” 실사판 영화화 계획 발표

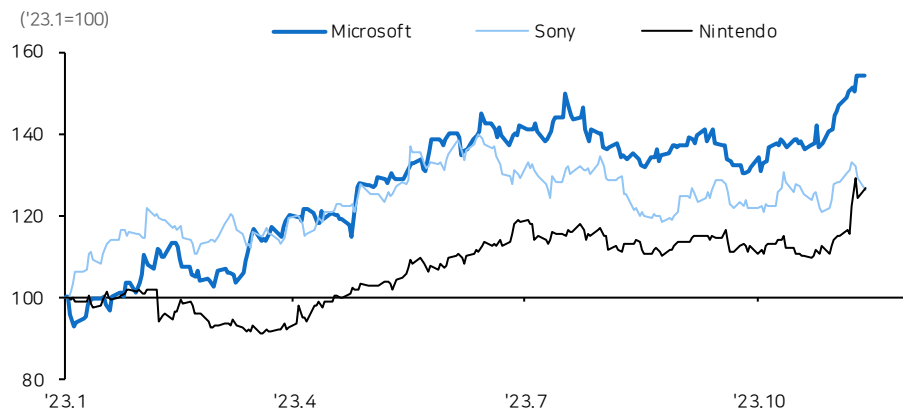
“젤다의 전설” 영화화 계획 발표

지난 11월 8일 닌텐도는 “젤다의 전설” 실사판 영화화 계획을 발표하였다. 닌텐도는 지난 4월 개봉한 “슈퍼 마리오 브라더스” 흥행에 이어 인기 캐릭터를 스크린으로 가져오려는 노력을 확대하고 있다. 지난 “슈퍼 마리오 브라더스”는 전세계적으로 13.6억만달러의 티켓 판매를 기록하며 9월 워너브라더스의 “바비”가 이를 추월할 때까지 올해 최고 수익을 올린 영화였다.

닌텐도는 “젤다의 전설” 영화화 발표 이전까지 YTD +15.4% 수익률을 기록하며 Microsoft(+50.3%), Sony(+31.1%) 등 게임 콘솔 경쟁사 대비 낮은 수익률을 보였다. Microsoft의 Xbox Series(2020.11), Sony의 PS5(2020.11) 등 타 경쟁업체가 콘솔 기기 신제품을 출시한 것과 달리 닌텐도는 닌텐도 스위치(2017.3) 출시 이후 다른 신제품을 보이지 않고 있다.

Sony의 경우 게임 부문 매출 뿐만 아니라 음악, 영화 부문의 매출 비중도 낮지 않아 사업 포트폴리오 측면에서 다양하나 닌텐도는 대부분의 매출이 닌텐도 스위치 등 게임 플랫폼에서 나오고 있어 포트폴리오 측면에서 단순하다.

그림1 글로벌 게임 콘솔 업체 주가 추이

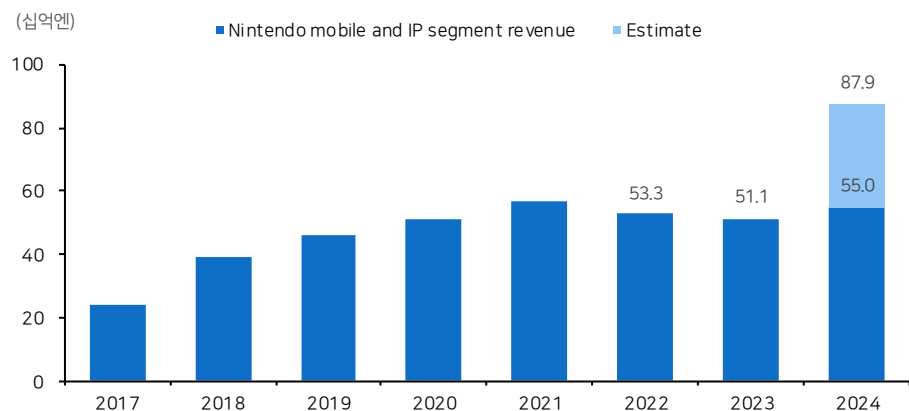


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

닌텐도 Mobile 및 IP 부문 매출 증가

다만 고무적인 것은 게임 플랫폼을 제외한 Mobile 및 IP 부문 매출이 올해 크게 늘 것으로 예상되는 점이다. Bloomberg에 따르면 닌텐도 Mobile 및 IP 부문 매출은 올해 879억원 달성하며 전년대비 +72.1% 증가할 것으로 기대된다. 올해 개봉한 "슈퍼 마리오 브라더스"의 흥행 등으로 2분기 실적발표에서 FY24 연간 가이던스가 상향된 점 또한 긍정적인 결과이다.

그림2 닌텐도 모바일 및 IP 부문 매출 추이 및 '24년 예상치



주: 2024년의 경우 2분기(4월~9월)까지의 매출. 예상치는 연간 예상치에서 2분기까지 매출을 제외한 것
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 닌텐도 FY24 연간 가이던스 상향

(bn yen)	Previous	Modified	Comparison
Net sales	1,450	1,580	9.0%
Operating profit	450	500	11.1%
Ordinary profit	480	600	25.0%
Net profit	340	420	23.5%
Exchange rate(yen)	Previous	Modified	Comparison
USD	130	140	7.7%
Euro	135	150	11.1%
Nintendo Switch(mil units)	Previous	Modified	Comparison
Hardware	15	15	-
Software	180	185	2.8%
Dividend(yen)	Previous	Modified	Comparison
Annual dividend	147	181	23.1%

자료: Nintendo, 메리츠증권 리서치센터

젤다의 전설 캐릭터의 특징 = 무성

다만 IP를 활용한 실사판 영화화에 다소 걱정어린 시선이 존재한다. "젤다의 전설" 대표 캐릭터인 "링크"가 당초 말을 하지 않는 캐릭터로 계획되었다는 점이다. 젤다의 프로듀서인 아오누마 에이지는 젤다 시리즈의 가장 중요한 점은 플레이어가 링크가 된다는 점이고 만약 링크가 목소리를 갖게 된다면 단절이 발생하고 몰입을 방해할 수 있다고 언급하였다.

그림3 젤다의 전설 "링크"



자료: Destructoid, 메리츠증권 리서치센터

그림4 슈퍼 소닉 "소닉"



자료: Paramount, 메리츠증권 리서치센터

IP 활용에 있어 캐릭터 표현에 팬들의 이목이 쏠릴 것

이로 인해 팬들은 다가오는 "젤다의 전설" 실사판 영화에서 "링크" 캐릭터에 대해 어떻게 접근할 것인지에 대해 주목하고 있다. 2020년 개봉하였던 세가의 인기 캐릭터를 활용한 영화 "슈퍼 소닉"은 개봉을 앞두고 공개한 예고편에서 시청자들의 불만이 이어지자 개봉을 연기하고 캐릭터를 재정비한 바 있다. 이번 "젤다의 전설" 실사판 영화에서 기존 팬들의 기대를 충족시키고 "슈퍼 마리오 브라더스"에 이어 IP를 활용한 사업 확장에 성공할 수 있을지 귀추가 주목된다.

원문: Nintendo Has a Silent Problem With 'Zelda' Film