

# Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 12. 13 (수)

**meritz** Strategy Daily

## 전략공감 2.0

### Strategy Idea

'Bad is Good', 금리 레벨이 중요

### 칼럼의 재해석

인플레이션에 대한 소비자들의 비합리적인 인식

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/자산배분  
Analyst 윤여삼  
02. 6454-4894  
yeosam.yoon@meritz.co.kr

## 'Bad is Good', 금리 레벨이 중요

- ✓ 3분기까지 양호한 경기기반 위험선호 유입, 4분기는 금리하락 기반 '나쁜 게 좋다'는 시장
- ✓ 금리하락이 타이트한 유동성 여건을 개선시킬 수 있으나, 미국중심 예상보다 실물경제 개선 탄력 둔화가 가져올 부담(Bad is Bad)도 고려할 필요
- ✓ 미국채10년 4%를 깨고 하락하는 과정에서 경기우려 부각되며 위험선호 잠시 주춤하겠으나, 경기침체 정도가 아니라면 다시 금리안정 구간에서 투자기회 엿볼 필요

### 2023년은 전년의 고긴축 우려 되돌리는 수준의 위험선호 유입

2020년 펜데믹 이후 참 다사다난한 과정을 거쳤지만, 올해 금융시장 변동성은 적응이 되지 않는다. 하루에 금리 10bp와 원/달러 환율 10원은 쉽게 움직였다.

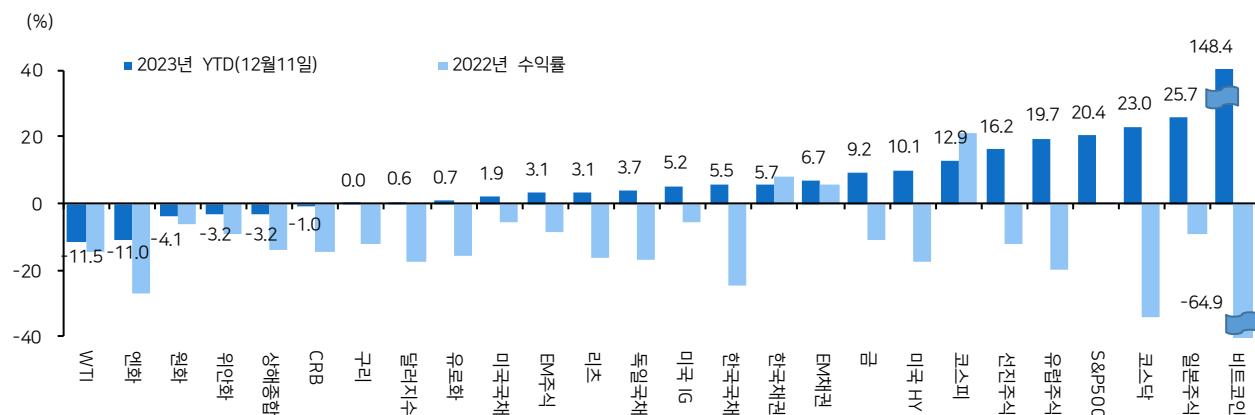
금리 급등에 흔들리던 위험선호,  
4분기 금리반락에 다시 고개 들어

2020년과 2021년 위기에도 과도한 유동성 공급으로 저금리+위험선호가 강했던 편안한 구간을 지나 40년만에 강력한 인플레이션으로 고금리+위험선호가 약화된 작년은 금융시장 충격이 컸다. 2023년은 상반기 금리안정을 기반으로 유입되었던 위험선호가 3분기 금리급등으로 흔들리는 듯 보였다가, 4분기 금리가 반락하자 'bad is good'을 언급하며 다시 고개를 들고 있다.

2023년 위험자산 강세와 함께  
채권까지 플러스 수익률을 기록

올해 자산시장 성과를 보면 비트코인을 필두로 주요국 증시가 상승하며 위험선호가 강했고, 4분기 금리안정으로 채권까지 플러스(+) 수익을 기록했다<그림 1>.

그림1 2023년은 2022년 부진했던 위험자산들의 반전과 함께 타이트했던 금융환경 일부 완화 가능성 확인



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**펀더멘탈과 유동성 환경을 통해  
자산시장 수익률 가능할 수 있어**

단순하게 자산시장의 수익 결정은 '펀더멘탈+유동성'으로 가능할 수 있다. 중앙은행들의 긴축과 유럽/중국의 부진에도 불구하고, 올해 미국주도 경기여건은 미국 정부의 재정적자 확대로 어설픈 양호했다. 유동성 환경도 일시적인 금리급등 구간이 있었으나 이내 반락하면서 어설픈 완화 환경을 가져왔다.

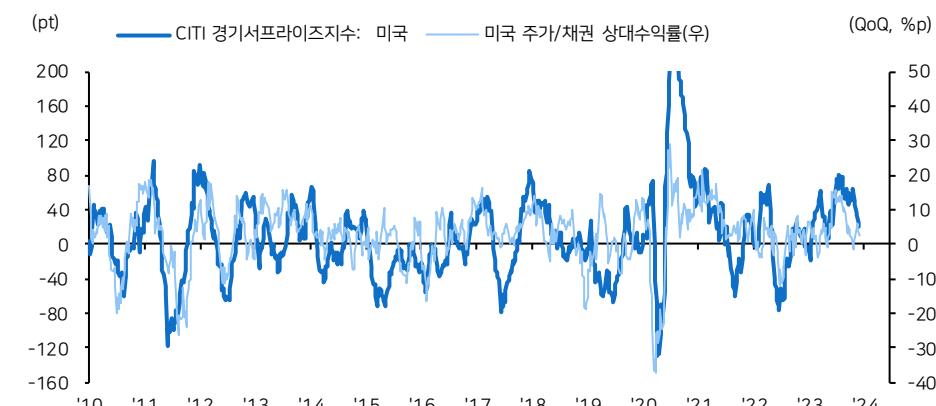
**최근 경기모멘텀 둔화되면서  
위험선호 심리 약화 주춤해져**

경기모멘텀 지표인 서프라이즈지수가 올해 3분기까지 양호한 영역을 지켰음에도 금리가 급등하는 과정에서 유동성 여건이 위축되자 위험선호가 먼저 식었다<그림 2>. 오히려 경기모멘텀이 둔화되자 위험선호 약세가 주춤해지면서, 올해 위험선호를 주도했던 강한 경제에 대한 기대가 식고 있다는 것을 확인할 수 있다.

**경기모멘텀 둔화로 금리 하락하자  
주식시장은 다시 상승 흐름 보여**

<그림 3>에서 확인할 수 있지만, 금리는 경기모멘텀에 비교적 순수한 자산이다. 그에 반해 올해 10월까지 경기모멘텀에 순수해보였던 주식시장은 이후 고금리부담으로 조정 폭이 깊어졌다가 오히려 경기둔화로 금리가 하락하자 다시 8월에 기록한 연고점을 넘나들고 있다<그림 4>.

**그림2 경기모멘텀 양호한 구간에서 위험선호 약화, 둔화되면서 위험선호 약화세 멈춰**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림3 경기모멘텀에 비교적 순수한 채권시장**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림4 경기모멘텀 둔화와 엇갈리며 상승한 주식시장**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 추가 위험선호, '나쁜 것은 나쁘다'는 과정 거쳐야 할 것

2022년 금리가 오르는 대로 주식시장은 하락했다. 연준의 강력한 진축과 동시에 정부마저 균형재정을 펼치며, 민간이 스스로 투자환경을 조성하기 어려웠던 구간에서 전반적인 자산시장은 약세를 기록했다.

**강세를 지속하던 미국 주식시장,  
미국채10년 4% 상회에 조정받아**

2023년 상반기 금리상승이 주춤해지고 일부 반락까지 하자 주식을 중심으로 위험자산 약세는 멈췄다. 3월 SVB 사태 같은 불안재료에도 흔들림이 제한적이었고, 3분기 예상보다 강한 경기개선을 기반으로 금리가 올라도 주가는 연중 최고치를 높였다. 그렇지만 연준의 강한 매파성향을 확인한 9월 FOMC 이전 미국채10년이 4%를 넘어서며 상승세를 이어가자 주가도 조정을 받았다<그림 5>.

**단기 적정금리 감안, 장기금리  
4% 초과부터 금융환경 긴축 여건**

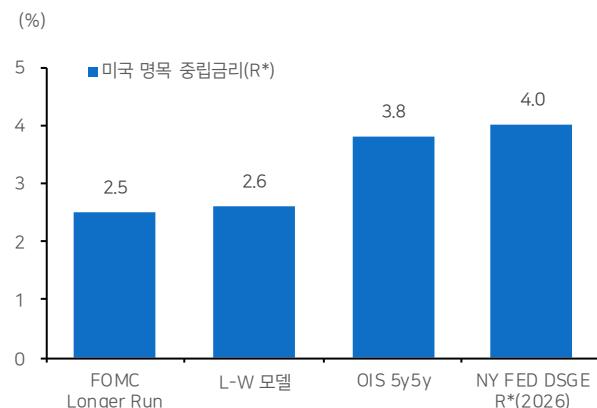
펜데믹 이후 3년간 양호한 경기&물가 여건 감안 단기(short run) 적정금리가 뉴욕 연은 추정(DSGE)으로도 4% 내외 수준이라는 점은 2년이하 단기가 아닌 10년 이상 장기금리가 이를 초과하는 상황부터 금융환경이 강한 진축 여건에 들어선다는 것을 의미한다<그림 6>.

그림5 미국 주가, 장기금리 4%대 이상에서 위축



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 단기(short run) 적정금리, 4% 내외 정도로 추정



자료: Fed, NY Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 물가가 금리상승 주도할 때 위험선호 약화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 반면 성장이 금리상승 주도할 때 주식시장 긍정적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

최근 금리반락에 주가 반등했으나  
추가적인 상승 기대는 쉽지않아

주식시장 강세 위해서는 2024년  
경기모멘텀 둔화 극복 요인 필요

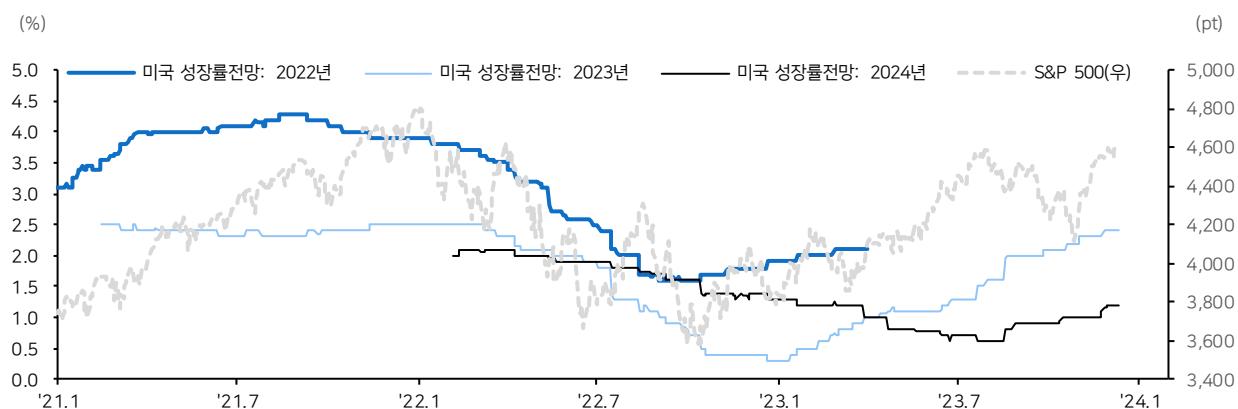
물가 하향 안정화는 긍정적이나  
추가 위험선호 유입 기대 제한적

최근 금리반락으로 S&P500이 이전 고점을 회복한 듯 보이나 현 금리수준에서 추가적인 상승을 주장하기는 쉽지 않다. 2022년은 물가가 금리상승을 주도하면서 통화&재정정책이 모두 긴축여건으로 돌아서며 위험선호가 무너진 반면, 올해는 양호한 경기여건이 일부 금리상승에도 주가상승을 견인했다<그림 7, 8>.

2023년 주식시장이 선방한 배경에 경기가 좋은 이유가 있었다면, 경기모멘텀 둔화에도 주가가 강하게 오를 것이라고 말하기에는 모순이 있다. 물론 2024년에도 경기는 침체 가능성은 낮고 개선 기대감은 남아있으나, 소비를 중심으로 미국경기 탄력이 둔화될 수 있다는 경고의 목소리는 베이지북에만 담긴 것이 아니다. 올해보다 경기모멘텀 자체가 낮은 내년을 극복할 스토리가 필요하다<그림 9>.

그나마 2024년 물가가 안정범위에 들어오면, 다시 금리를 견인할 위험성이 낮아질 수 있다는 점은 긍정적이다<그림 10>. 4분기 미국주도 주요국 금리가 반락하고 달러 강세도 풀리면서 글로벌 유동성 여건이 소폭 개선된 점도 위험선호에 긍정적이나, 전반적 정책이 긴축적 상황에서 추가유입 기대는 제한적이다<그림 11>.

그림9 2023년 강한 경기개선 위험선호 견인, 2024년 경기모멘텀 둔화 우려



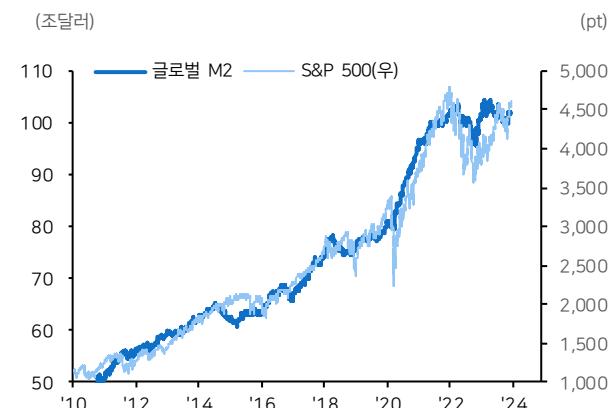
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 물가 금리견인력 높지 않다는 것이 그나마 다행



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 금리반락으로 유동성 여건 소폭 개선, 추가는...



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

금리 민감도 높은 미국 주택시장  
역시 주식시장과 유사하게 반응

3분기 금리 급등에 주택심리지표  
바닥 수준까지 급락하는 모습

고금리에 따른 모기지금리 7%대  
부담 영역인 것은 확실

주식 이외에 금리민감도가 높은 미국의 부동산 관련 경기 또한 유사점이 있다. 2023년 미국 주택거래를 보면 기준주택이 2008년 금융위기만큼 낮아진 것을 확인할 수 있다<그림 12>. 고금리에 따른 금융비용 증대로 저금리에 대출받은 기존 주택보유자가 매물을 내놓지 않아 주택시장이 타이트해졌다.

덕분에 2023년 상반기 금리가 반락하는 구간에서는 NAHB와 같은 주택심리지표가 반등하는 모습을 보이기도 했다. 그러나 3분기 금리급등 이후 다시 주택심리지표는 펜데믹 이후 바닥 수준인 34pt까지 단기간 급락했다<그림 13>. 상업용 부동산의 가늠자인 리츠조차 펜데믹 이후 3분기 바닥 수준을 찍었다가 금리가 안정되면서 낙폭을 되돌린 수준이다<그림 14>.

11월 FOMC에서 파월의장은 '장기금리 상승은 우리가 의도한 부분이 아니다'라는 발언과 동시에 '최근 부동산시장 위험은 우리가 면밀히 검토하고 있어 우려하지 않아도 된다'는 발언까지 꺼낼 정도로 금리민감도가 높았다. 현재 금융환경이 빠르게 완화되는 듯 보이지만, 7%대 모기지금리는 부담영역이다<그림 15>.

그림12 미국 주택시장 거래 위축, 높아진 금리 영향



자료: US Census Bureau, US NAR, 메리츠증권 리서치센터

그림13 3분기 금리급등 이후 주택심리지표 급격히 악화



자료: NAHB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국채 금리에 대한 수익형 부동산 민감도 높아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 금융환경 추가완화 관련 연준인사들의 딜레마



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

높은 실질금리에도 불구하고 최근 금 가격은 신고점 경신하며 상승

원자재 가격 반락에도 안전자산 측면 금 가격 상승 주목할 필요

다만 달러 약세 제한될 경우  
금 가격 상승도 주춤할 것

주가와 부동산 이외에 최근 금 가격이 주목받고 있다. 펜데믹 과정에서 실질금리가 낮았던 시기 최고가를 기록했던 금 현물 가격이 높은 실질금리에도 불구하고 온스당 2천달러를 돌파하며 신고점을 경신했기 때문이다<그림 16>. 금리반락으로 실질금리가 일부 낮아졌다고 하나, 절대수준은 높아 유동성 논리는 제한적이다.

제다가 실질금리 급등에도 (중장기)인플레기대 상승으로 실질가치가 높은 금 가격이 높은 수준을 유지하는 것도 설명이 되었으나, 최근 인플레기대가 반락하는 과정에서 금 가격 강세가 이어질 수 있을지 의문이 커지고 있다<그림 17>. 그리고 금과 다른 원자재 가격이 엇갈리고 있는 상황은 일반적으로 안전자산으로서 금 가치를 반영한다는 점에서 주목할 필요가 있다<그림 18>.

현재 금리하락에 연준의 통화정책 완화기대까지 유입되면서 달러가 약세인 것이 금과 비트코인 상승에 도움을 주고 있다<그림 19>. 우리는 경기침체 우려가 크지 않다면 달러약세가 제한되면서, 금 가격 상승도 주춤할 것으로 본다. 그러나 혹 금과 달러가 동시에 강해지는 국면이 확인되면 안전선호 강화로 봐야 할 것이다.

그림16 금 가격 강세, 실질금리 괴리에도 반락 기대감 유입



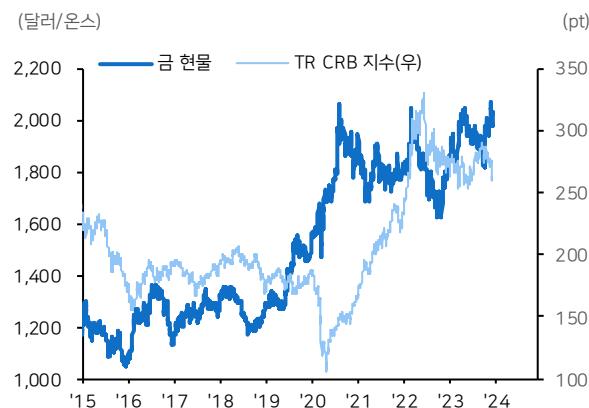
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 높았던 중장기인플레 기대 빠지는 것은 부담



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 원자재 반락에도 금 가격 강세, 안전자산 기대 유입



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 달러약세 기대 제한적, 금의 안전자산 역할 고민



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 미국채10년 현재 적정수준 4.0%를 하회해야 다시 시작

미국채10년 4.0% 하회는 미국 경기 둔화 인정해야 가능할 것

당사는 미국 성장을 전망의 반락 시점을 내년 1분기로 예상

다만 경기모멘텀 둔화에도 위험선호 조정은 제한적일 가능성

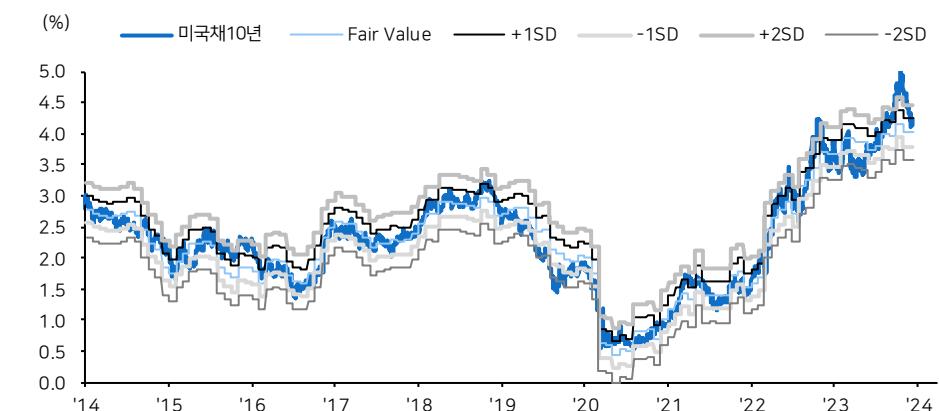
우리는 단기 적정금리 수준을 하회해서 현재 경기 여건상 그나마 완화적으로 해석 하려면 미국채10년 4.0%는 깨고 내려가야 한다고 보고 있다. 그런데 미국채 금리의 추가하락은 경기가 좋지 않다는 것을 인정해야 가능하다.

우리는 2024년 미국경제가 침체에 빠지지 않는다고 보고 있으나, 생각보다 좋았던 2023년 여전의 반작용으로 현재 상향조정이 진행되는 미국 성장을 전망이 반락할 가능성은 높게 보고 있다. 2024년 미국 성장을 전망이 반락하는 타이밍에 미국채10년은 4.0%를 하회할 것이며, 2024년 1분기부터 확인이 유력하다.

경기침체를 우려할 정도가 아니라면, 미국증시는 올해 10월까지 금리급등으로 받았던 조정폭보다도 제한적일 수 있다. 다만, 올해 미국증시 상승을 주도했던 재료가 '좋은 경기에'서 '금리하락'으로 전환된 만큼, 스타일은 전통(legacy)주식보다 다시 미래 성장성을 감안한 주식을 바라볼 수 밖에 없을 것이다.

본 보고서의 결론은 '미국채 10년은 4%를 깨고, 내려갈 것인데 그 과정에서 경기가 안좋다는 것은 인정해야 한다'는 정도이다. 이를 기반으로 위험선호가 조정을 받는 수준은 말그대로 조정 수준일 것이며, 위험선호 추동력이 전환된 만큼 주식 시장의 성격이 바뀔 가능성은 이야기하는 것이다. 현재 주요 가격지표 기반으로 미국의 적정금리는 4.0%라는 점은 참고해야 할 것이다<그림 20>.

그림20 미국채 10년 4.0%에서 Fair Value (유가, BEI, PMI, 주가, 연방금리, 재정지출 적용)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 칼럼의 재해석

이승훈 연구위원

### 인플레이션에 대한 소비자들의 비합리적인 인식(Financial Times)

최근 미국, 유로 지역을 비롯한 세계 각국에서 물가 상승 속도의 둔화가 포착되고 있다. 특히 유로존 11월 소비자물가지수는 전년 대비 2.4% 성장하며 인플레이션 목표치인 2%에 근접하고 있다. 이러한 물가 안정은 경제의 연착륙 가능성을 시사하여 주요국 중앙 은행의 금리 인상 사이클 종료 및 내년 금리 인하 착수를 지지하는 요인이 된다.

하지만 소비자들은 물가 상승 속도가 느려지고 있음에도 이에 대해 인지하지 못하며 오히려 실제보다 더 높은 인플레이션으로 인식하는 경향이 있다. 인플레이션을 과대평가하는 것 외에도 1) 경험에 의존하여 판단, 2) 물가상승률보다 수치 자체에 민감, 3) 자신의 무지에 대해 인지하지 못하는 것, 4) 인플레이션을 기피하며 오히려 경기 침체를 선호하는 등의 비합리적 특성이 드러난다. 위와 같은 인플레이션에 대한 소비자들의 비합리적인 인식은 중앙은행이 통화정책을 펼치는 데에 제약 요인으로 작용한다.

### 소비자들은 인플레이션을 과대평가한다

유로존의 11월 소비자물가지수가 전년 대비 2.4%에 불과했고 미국에서도 10월 Core PCE 물가상승률이 3.5%까지 내려오자 추세적 디스인플레이션이 확인되고 있다는 평가가 나오고 있다. 이는 오바마 행정부 당시 경제자문위원장을 맡은 Jason Furman 교수가 “거의 연착륙에 가까워졌다”고 언급할 정도였다.

#### 소비자들은 인플레이션에 대해서 실제보다 과대평가

그런데 일반 대중들은 이러한 디스인플레이션을 받아들이지 않고 오히려 높은 물가에 대해 분노를 표출한다. 즉 소비자들은 인플레이션을 과대평가하는 경향이 있는데 미국에서는 공식 수치보다 약 0.75~1%p 높게 판단한다. 이는 한국에서도 마찬가지고 유럽에서 특히 잘 드러난다. 유로존 소비자들은 공식 발표치보다 평균적으로 4.9%p나 높게 생각하고 있다.

그림1 미국 소비자물가 상승률과 기대인플레이션



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, Michigan Univ, 메리츠증권 리서치센터

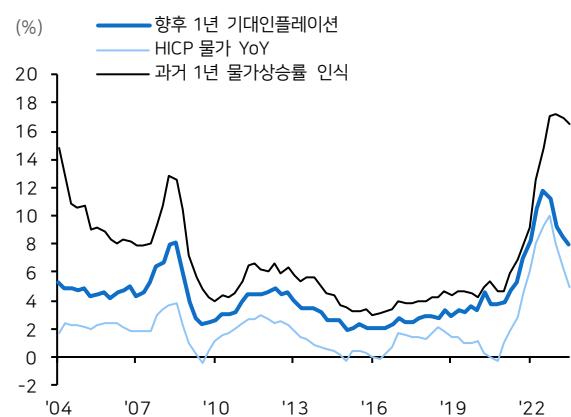
그림2 한국 소비자물가 상승률과 기대인플레이션



자료: 통계청, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

또한 경제학자들은 가격 변화에 대해 살펴볼 때 1년을 기준으로 설정하지만 대부분의 일반 소비자들은 물가상승률에 대해 이야기할 때 기간을 설정하지 않는다. 단지 과거 자신의 소비 경험에 비추어 단순히 가격 상승 여부만 판단할 뿐이다.

그림3 유로존 기대인플레이션과 소비자물가 상승률



자료: ECB, European Commission Consumer Survey, 메리츠증권 리서치센터

인플레이션이 약 3%를 넘어서면  
민감하게 반응한다

소비자들은 자신이 인플레이션에  
대해 무지하다는 것을 모른다

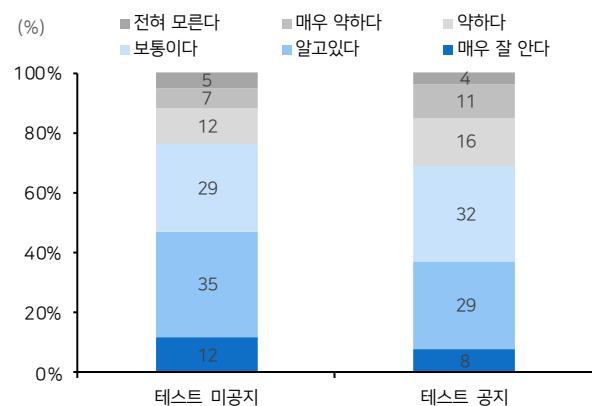
오히려 경기침체를 선호하는 대중

인플레이션에 대한 소비자들의 비합리적 인식과 관련하여 3가지 연구가 있다. 첫 번째는 Korenok, Munro, Chen의 연구로서, 소비자들은 특정 수치를 넘어서면 인플레이션에 민감한 반응을 나타낸다. 실제로 멕시코를 제외한 대부분의 국가에서 물가상승률이 둔화되어도 수치가 3% 정도가 되면 고물가에 불안을 느꼈다.

두 번째는 Nathan Hudson이 대중의 인플레이션 지식에 대해 설문조사한 것이다. 추후 지식 테스트를 실시하겠다고 했음에도 응답자 중 27%만이 인플레이션 지식이 "약하다" 혹은 "매우 약하다"에 응답했다. 그런데 실제로는 물가가 왜 올랐는지, 중앙은행의 인플레이션 목표치가 2%인 이유 등에 대해 거의 알지 못했다.

세 번째는 Robert Shiller 교수의 연구인데, 사람들이 인플레이션보다는 오히려 경기침체를 선호한다는 내용이다. 인플레이션이 임금상승을 유발한 경우 오로지 자신들의 노력에 따른 성과라고 인식하기 때문이다. 이는 최근 Morning Consult 사의 조사에서 응답자의 63%가 소득이 상승하는 것보다 물가 하락으로 구매력이 상승하는 것을 더 선호한다는 결과와 일치한다.

그림4 테스트 공지 여부에 따른 인플레이션 인식 조사



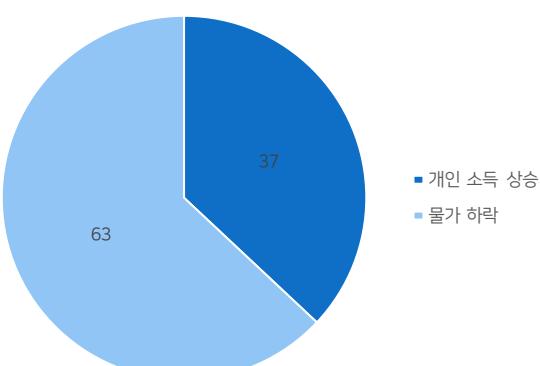
자료: Economic Statistics Centre of Excellence, 메리츠증권 리서치센터

표1 인플레이션 주의 임계치

Country	Twitter	Google
멕시코	6.16	6.16
칠레	4.99	3.80
인도네시아	3.47	5.10
미국	3.39	3.16
캐나다	3.17	3.17
스페인	2.97	2.88
네덜란드	2.88	2.88
영국	2.50	2.30
한국	2.49	2.28
독일	2.17	1.92
프랑스	1.89	2.25

자료: Korenok, Munro &amp; Chen (2022)

그림5 개인 소득 상승과 물가 하락에 대한 선호 비교



자료: Morning Consult, 메리츠증권 리서치센터

## 기대인플레이션에 대한 비합리적 인식은 통화정책을 어렵게한다

중앙은행은 경제 성장을 위해서 물가 안정에 주목한다

인플레이션은 대부분의 중앙은행에게 주요한 사안이며, 실제로 최근 중앙은행들은 완화적 통화정책을 시행하기 전에 디스인플레이션을 확인하려 한다. 인플레이션이 너무 높은 수준으로 유지된다면 구매력 및 실질임금 하락이 나타나고 그렇다고 향후 인플레이션이 너무 낮아지면 소비자들은 현재 시점에 소비하지 않으려 하기에 경제가 성장할 수 없기 때문이다. 이에 미국, 한국, 유럽 등의 주요국 중앙은행은 2%의 인플레이션이 소비자들의 의사결정을 방해하지 않는 수준이라고 판단하고 있다.

고령화는 기대인플레이션 통제를 더욱 어렵게한다

하지만 위와 같이 실제 인플레이션과 소비자들이 인식하는 수준이 다를 경우 중앙은행이 통화정책을 시행하는 데에 어려움이 생긴다. 이는 고령화가 진행될수록 더욱 심각해질 것이다. 소비자들은 과거의 패턴을 관찰한 후 적응적 기대(Adaptive expectations)에 따라 인플레이션을 조정하기에, 과거 경험이 많이 쌓인 노년층은 기대를 크게 움직이지 않는다. 즉 고령화 사회에서 높은 기대인플레이션이 정착되는 순간 이를 되돌리기 더욱 힘들어진다. 따라서 고령화 국가의 중앙은행은 기대인플레이션을 낮추기 위해 더 강력한 커뮤니케이션을 할 필요가 생긴다. 그러므로 고령화 진행 국가의 중앙은행은 Higher for longer를 지속할 것이다.

원문: *The public are clueless about inflation (Financial Times)*