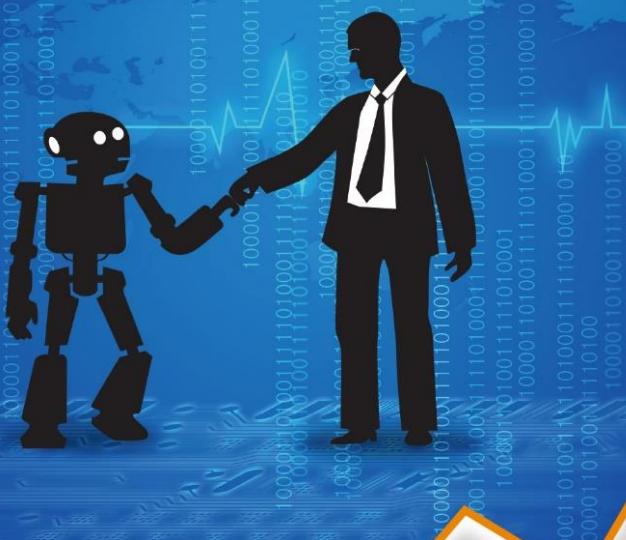


Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?



2023. 12. 20 (수)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

12월 BOJ: 급할 것 없다

칼럼의 재해석

K-Pop의 글로벌 확장은 이제 시작이다

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

12월 BOJ: 급할 것 없다

- ✓ BOJ 12월 금정위에서 기존 정책(단기 -0.1%, 10년물 상단 1.0%) 유지키로 결정
- ✓ BOJ는 정상화가 시급하지 않지만 비전통적 통화정책이 장기화되는 부담에서 벗어나고 싶어
- ✓ 4월 정상화 단행 전망 유지. 내년 춘추 임금 협상 결과 확인 필요

12월 BOJ Review: 일단 Stay

12월 BOJ: 기존 정책 유지.
대외 불확실성 확인하기 위함

BOJ는 12월 금융정책위원회에서 만장일치로 기존 정책(단기 -0.1%, 10년물 상단 1.0%)을 유지하기로 결정했다.

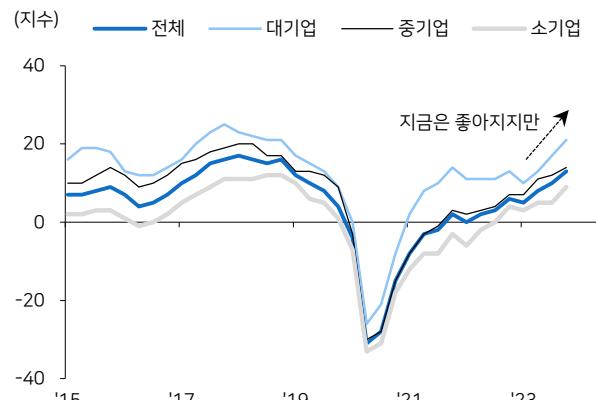
성명문에서 BOJ는 대내 경제가 완만하게(moderately) 성장할 것으로 기대했다. 주거용 투자가 약하기는 하나, 임금-소비 간 상관관계가 강해지면서 잠재성장을 이상의 성장을 이어나갈 것으로 기대했다.

물가상승률도 정부의 에너지 보조금 정책 때문에 peak-out했지만 잔존하는 수입 물가 상승 영향으로 2024년까지 2%를 상회할 것으로 전망했다. 이후에는 물가 상승이 둔화될 수 있겠으나, 잠재성장률을 뛰어넘는 성장과 높아진 기대인플레이션과 임금상승률이 목표(2%) 수준을 유지토록 할 것으로 보았다.

대내 경제 여건만 보면 BOJ가 정상화하기 충분해 보이나, 높아진 대외 매크로 불확실성, 원자재 가격, 임금-가격 결정 매커니즘 등을 우려한다고 덧붙임으로써 정상화를 미룬 이유를 설명했다. 결국 일단은 상황을 지켜보겠다는 것이다.

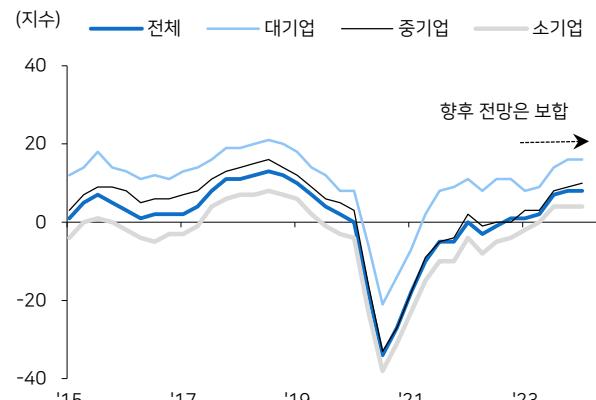
정책 변화가 없다는 BOJ 성명문을 확인한 후, 달러/엔 환율은 곧장 200일 이동평균선을 상향돌파하며 144엔까지 상승(엔화 절하), 일본 10년물 금리는 0.64% 미만까지 하락했다.

그림1 단칸 서베이: 현재 사업환경



자료: Bank of Japan, 메리츠증권 리서치센터

그림2 단칸 서베이: 미래 사업환경 전망



자료: Bank of Japan, 메리츠증권 리서치센터

그렇다면 BOJ가 정상화를 언급하는 이유는?

단기적인 경제 상황은 정상화를 뒷받침하지 못해

경제 상황만 놓고 보면 BOJ는 정상화하지 않는 것이 바람직

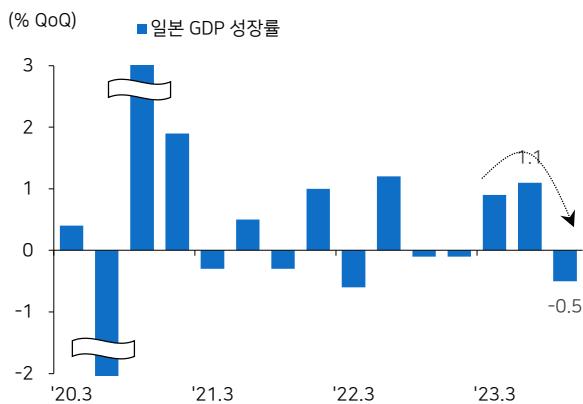
성명문에도 나타났듯 지금의 일본 경제 상황만 놓고 보면 BOJ의 정상화 유인은 크지 않다. 정상화라는 말이 긴축으로의 전환을 의미한다면 더욱 그렇다. 금리 인상은 일반적으로 경기 과열을 완화시키고자 할 때 펼친다. 금리라는 제반 매크로 비용이 상승함으로써 경기 확장세가 둔화되기 때문이다.

그런데 지금 일본은 BOJ가 완화적(moderately)이라 표현했다시피 경기도, 물가도 크게 강하지 않다. 일본 GDP 성장률은 3분기 -0.5% 로 역성장 전환되었다. 물가상승률도 마찬가지다. 국제유가 하락과 일본 정부의 에너지 보조금 정책 영향으로 전년대비 물가상승률은 peak-out했다. 아직까지 3.0% 내외의 상승률을 유지한다는 점은 고물가 고착화에 대한 불안을 자극하나, 장기간 디플레이션에 몸살을 앓았다는 점을 감안하면 크게 문제되는 수준은 아니다. 단기적인 시계에서 경기만 놓고 보았을 때 정상화 유인이 잘 보이지 않는 이유다.

그럼에도 재차 정상화 언급

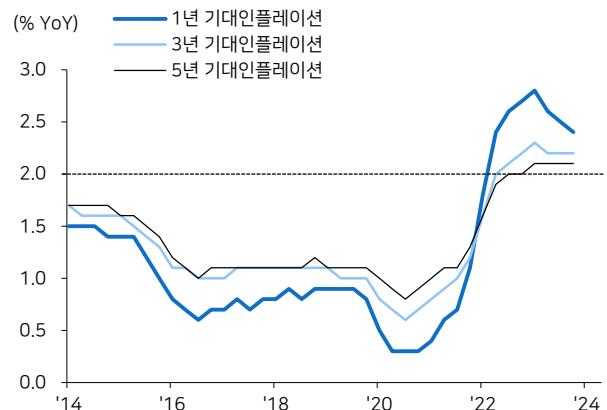
그럼에도 BOJ 총재와 부총재는 12월 들어 정상화 기대감을 높였다. 12월 6일, 히미노 부총재는 BOJ의 정상화가 일본 경제에 도움이 될 것이라 언급했다. 다음날인 12월 7일, 우에다 총재는 마이너스 정책금리 이후 어떤 금리를 타개팅할지 아직 정하지 않았다고 말했다. 당장은 아니더라도 언젠가 정상화를 하겠다는 의지가 담긴 발언들임은 분명하다.

그림3 일본 GDP 성장률



자료: ESRI, 메리츠증권 리서치센터

그림4 일본 기대인플레이션



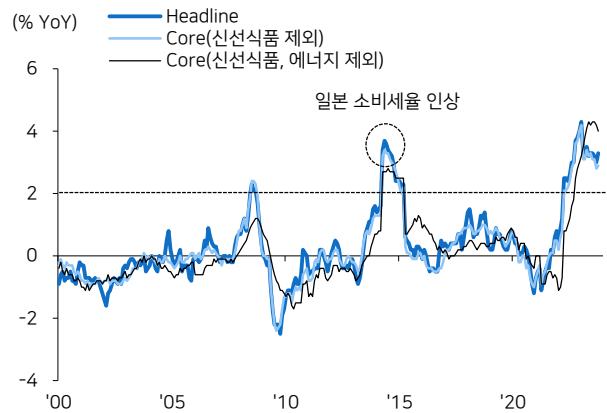
자료: Bank of Japan, 메리츠증권 리서치센터

그림5 일본 수입물가 상승률



자료: Bank of Japan, 메리츠증권 리서치센터

그림6 일본 물가상승률



자료: 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

정상화 이유1: 중장기 tail-risk를 의식

정상화의 이유가 경제상황이
아닐 수 있음

결국 BOJ는 정책 전환을 꿰하고 있고, 그것이 경기 외의 무언가임은 분명해 보인다. 그리고 그것이 무엇인지를 알아보기 위해 발상의 전환을 꾀하고자 한다. 일반적으로 떠올리는 정상화를 단행했을 때 얻을 수 있는 것이 아니라, 정상화를 하지 않았을 때 잘못될 것이 무엇인지에 주목하고자 한다. 당장 정책 변화를 통해 얻을 이익이 크지 않음에도 불구하고 변화하기를 원하는 이유는 지금의 상황이 비정상적이라 인식하기 때문일 테니 말이다.

이유1: 비전통적 통화정책
tail risk 우려

떠올릴 수 있는 이유는 두 가지다. 첫째, 비전통적 통화정책을 오랫동안 펼치고 있는 데 대한 부담이다. BOJ는 그간 숱한 비전통적 통화정책의 선두주자였다. 1999년 디플레이션 우려가 없어질 때까지 제로금리를 유지하겠다던 포워드 가이던스를 시작으로, 2001년과 2010년에는 양적완화 정책을 펼쳤다. 그리고 지금까지 2013년 무제한 양적·질적 완화 정책, 2016년 마이너스 금리 정책과 수익률곡선 관리 정책은 지금까지 7년 넘게 이어지고 있다.

BOJ만큼 오랜 기간 비전통적 통화정책을 펼친 기관은 없다. 따라서 비전통적 통화정책의 부작용을 구체적으로 추정하기는 어렵다. 하지만 이론적으로 언급되는 부작용은 중장기적 경제 구조 관점에서의 꼬리 위험(tail risk)이다. 1) 한계기업 증가로 인한 구조개혁 지연, 2) 일본은행의 일본 국채 보유 비중 확대에 따른 민간 금융기관의 시장 참여 저하, 3) 다른 자산 가격의 기준이 되는 금리 수준을 통제하는 데 따른 시장 기능 저하가 여기에 해당한다.

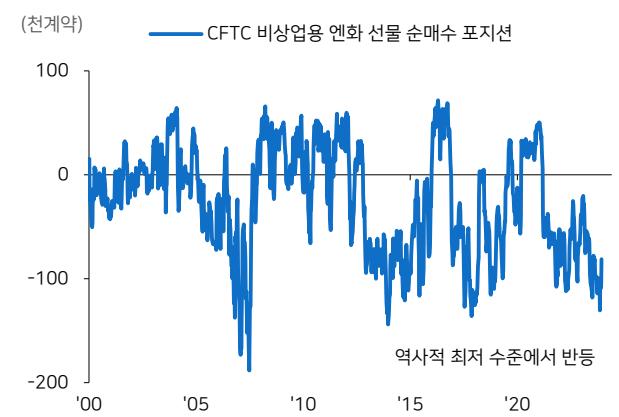
중장기적으로 우려되는 내용은 맞지만, 사실 당장 해결해야 할 큰 문제도 아니고 언제 문제가 불거질지도 분명하지 않다. 정책기관 입장에서 어디까지나 예방 차원에서의 정상화를 하고 싶게 만드는 요인이다. 장단기 목표 간 상충으로 인해 통화정책의 비일관성이 두드러지는 대목이다.

그림7 일본 GDP 대비 BOJ 자산 비중



자료: Bank of Japan, ESRI, 메리츠증권 리서치센터

그림8 CFTC 비상업용 엔화 선물 순매수 포지션



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

정상화 이유2: 비전통적 통화정책에 대한 확신 저하

이유2: 비전통적 통화정책 효과에 대한 의문

둘째, 비전통적 통화정책 효과에 대한 의문이다. 완화적 통화정책은 낮은 금리를 이용해 경기를 부양시키고 물가를 높이기 위해 활용된다. 하지만 일본의 오랜 비전통적 통화정책이 이에 기여했다고 보기是很 어렵다. 그간의 일본 경기와 물가가 글로벌 추세에서 독립적으로 강하지 않았기 때문이다.

2016년부터 초완화적 통화정책 스탠스를 유지하고 있지만 주요국 OECD 경기선 행지수상 일본은 미국, 유럽, 한국 등 다른 국가들과 비슷한 궤적을 그리고 있다. 지난해부터 일본 물가가 상승한 이유도 통화정책 때문으로 보기에는 석연치 않다. 물가 상승은 일본에서만 나타난 것이 아닌, 전 세계적인 현상이었다. 코로나19, 러시아-우크라이나 전쟁 등으로 원자재 공급 차질이 발생했고, 이로 인해 공급측 인플레이션이 대두되었다. 오히려 통화정책이 가장 완화적이었던 일본은 물가상승률이 주요국 중 가장 낮았다.

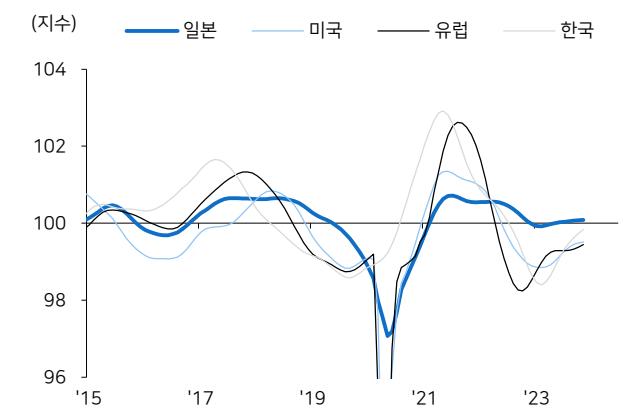
과거 우에다 총재가 발표한 논문(Japan's Deflation and the Bank of Japan's Experience with Nontraditional Monetary Policy, 2012)에도 일본은행의 비전통적 통화정책에 대한 의구심이 녹아있다. 비전통적 통화정책이 금리 인하와 자산 가격 부양 등에 일부 효과가 있었음을 인정하지만 일본 경제를 디플레이션 함정에서 탈출시키는 데는 실패했다는 것이 해당 논문의 요지다.

결국, tail risk ↑, 효과 ↓.

다만 정상화가 시급하지는 않음

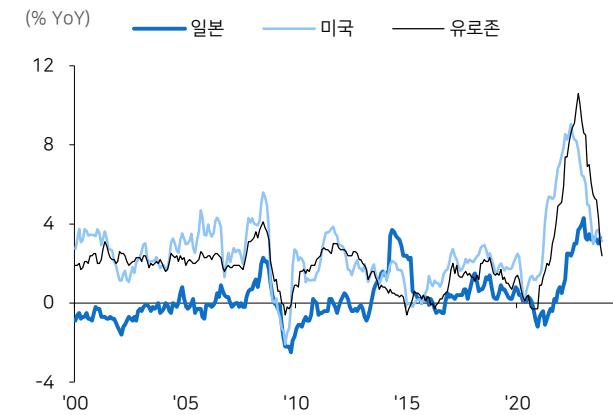
결국 BOJ 입장에서는 1) 지속할수록 정책의 tail risk는 확대되지만 2) 큰 효과가 없는 현재의 정책을 탈피하려는 것으로 보인다. 다만 당장 경제상황만 두고 보면 정상화가 시급하지 않기 때문에 충분히 판단할 시간을 가질 것으로 예상한다.

그림9 주요국 OECD 경기선행지수



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림10 주요국 물가상승률



자료: 각국 통계청, 메리츠증권 리서치센터

BOJ 정상화도, 엔화 매수도 4월 이후

일차적인 판단 기준은 춘투

그리고 그 일차적인 판단 기준은 내년 춘투(春鬪)다. 춘투는 매년 초 이루어지는 일본 재계와 노동계의 임금협상이다. 2023년에는 고물가 상황과 맞물리며 임금 인상률이 평균 3.58%를 기록했다. 30년만에 처음으로 3%를 웃둔 것이다. 이번 춘투에서도 예년과 같은 수준의 임금상승률이 결정된다면 물가상승 압력을 확인한 BOJ가 4월에 정상화를 단행하기 용이해진다.

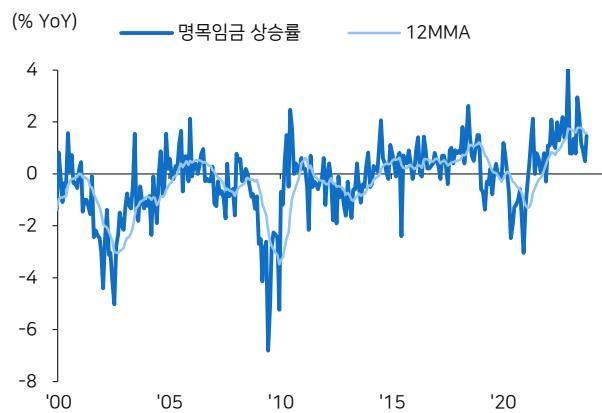
내년 4월 금정위 확인 이후
엔화 매수 추천

그러나 여전히 고려할 점은 BOJ에 대한 신뢰도가 낮다는 것이다. 당장 정상화가 시급하지 않으니 BOJ는 4월 이후로 정상화를 미룰 유인이 충분하다. 따라서 엔화 또한 선제적으로 매수하기보다는 BOJ가 실제로 정상화를 단행하는지 확인한 후 매수하는 것이 바람직하겠다.

보다 단기적으로는 약달러 시
엔화 매수 추천

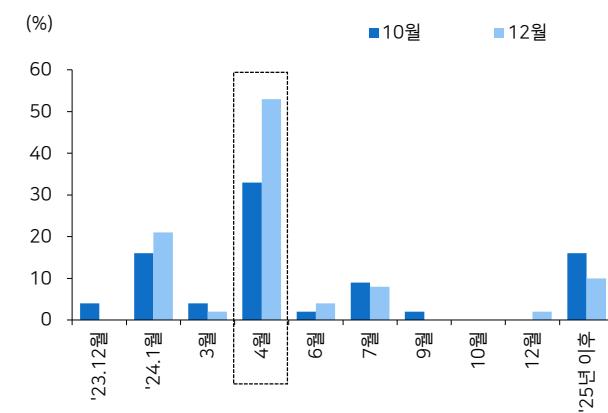
보다 단기적인 엔화 매수의 경우, 달러가 결정하겠다. 다른 아시아 통화들이 일제히 2022년 역사적 고점까지 절하되었던 것과 달리 원화는 통화가치가 일정 수준 방어되었다. 바꿔 말하면 엔화를 비롯한 여타 통화가 충분히 절하된 만큼 앞으로의 절상폭 또한 더 클 것으로 보인다. 따라서 약달러가 전개될 때, 엔/원 환율 상승을 전망한다.

그림11 일본 임금상승률



자료: 일본 후생노동성, 메리츠증권 리서치센터

그림12 BOJ 정상화 시기 관련 블룸버그 서베이 결과



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 달러/엔 vs. 엔/원



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

김민영 연구원

K-Pop 의 글로벌 확장은 이제 시작이다 (RouteNote)

2023년 글로벌 주당 음악 청취 시간은 20.7시간으로 2018년(17.8시간) 이후 꾸준히 증가하고 있고, 청취자들의 소비 방식도 다양해지고 있다. 구독 스트리밍 서비스 이용자의 60%를 차지하는 16~24세 소비자 중 82%는 TikTok과 같은 속풀 동영상 앱을 통해 새로운 트랙이나 아티스트를 발견한다고 응답했다. 이러한 TikTok 내 2023년 주목받은 글로벌 아티스트 Top10 중 5팀이 K-Pop 그룹으로, K-Pop 트렌드의 글로벌 강세가 두드러졌다. TikTok이 아티스트와 글로벌 청취자들을 연결하는 플랫폼이 되고 있는 상황에서 TikTok 내 K-Pop 트렌드 강세는 K-Pop의 글로벌 진출 가속화에 기여할 전망이다.

빌보드에서 공개한 글로벌 투어 매출 Top100 중 K-Pop 점유율 역시 BTS의 완전체 활동 부재에도 불구하고 23년 5.1%를 달성하며 최고치를 기록했다. 투어 공연 분야 내 지배적인 점유율을 차지하던 팝(Pop)과 록(Rock)장르 점유율 하락(19년 69%→23년 48%(E))의 원인으로 볼 수 있는 K-Pop과 라틴 등 다양한 장르의 아티스트 성장에 주목할 시점이다. BTS 완전체 활동은 2025년부터 시작될 예정이나, 2024년에도 세븐틴, 엔하이픈, 트와이스 등 다양한 K-Pop 아티스트들의 음반 및 투어 활동이 지속될 전망이다. 따라서, 2023년 K-Pop이 달성한 성과는 일시적인 현상이 아니며, 향후 음악 시장 재편의 중심이 될 수 있다는 판단이다.

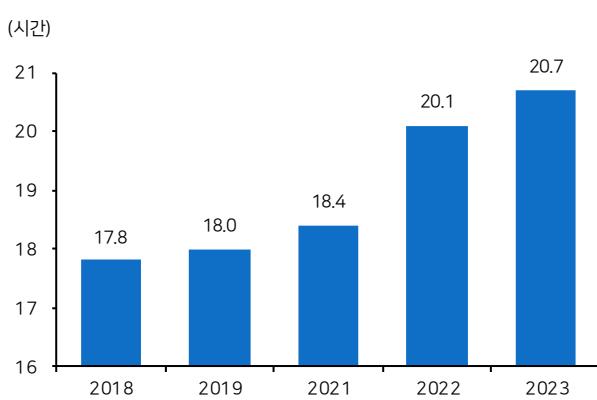
증가하는 음악 소비와 다양해지는 감상 수단

2023년 글로벌 주당 음악 청취 시간은 20.7시간으로 2018년(17.8시간) 이후 꾸준히 증가하고 있다. 소비자들의 음악 청취 시간은 점점 증가하고 있고, 소비 방식도 다양해지고 있다. 국제음반산업협회(IFPI, International Federation of the Phonographic Industry)에 따르면, 평균적으로 소비자들은 오디오 스트리밍(Spotify, Apple Music 등), 비디오 스트리밍(Youtube, TikTok 등), 라디오, 음반(CD, LP 등) 등 7가지 방식으로 음악을 청취한다.

젊은 청취자들이 선호하는
TikTok

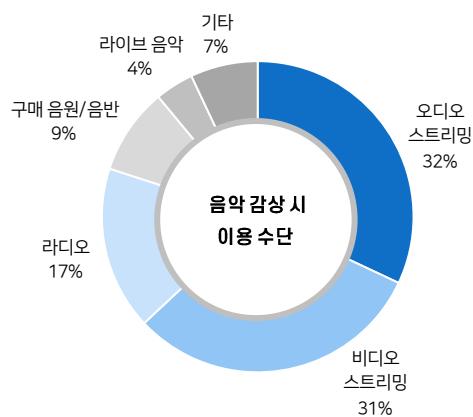
특히, 구독 스트리밍 서비스 이용자의 60%에 해당하는 16~24세 소비자 중 82%는 TikTok과 같은 속풀 동영상 앱을 통해 새로운 트랙이나 아티스트를 발견한다고 응답했다. 이는 오디오 스트리밍(72%), 비디오 스트리밍(68%)보다 높은 수준으로 16~24세 소비자에게 가장 매력 있는 음악 청취 수단임을 의미한다.

그림1 글로벌 주당 음악 청취 시간 추이



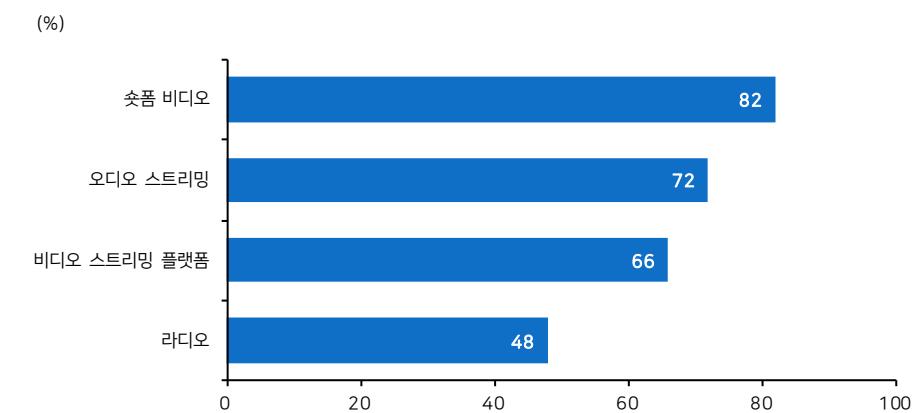
주: 2023년 12월 기준, 26개국 4.3만명 대상
자료: IFPI, 메리츠증권 리서치센터

그림2 음악 감상 시 이용 수단



주: 2023년 12월 기준, 26개국 4.3만명 대상
자료: IFPI, 메리츠증권 리서치센터

그림3 16~24세 청취자들이 새로운 트랙이나 아티스트를 발견하는 경로



주: 2023년 12월 기준, 26개국 4.3만명 대상

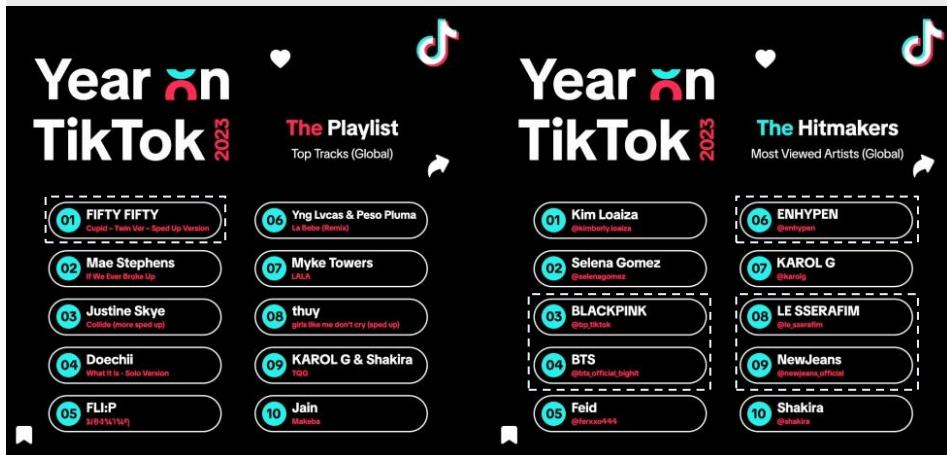
자료: IFPI, 메리츠증권 리서치센터

2023년 TikTok의 히트메이커 Top10 중 K-Pop 그룹 5팀

TikTok에서 발표한 2023년 3대 트렌드를 살펴보면, 1) 다양한 사용자층 확대, 2) 엔데믹 효과로 자기계발과 여행 콘텐츠 증가, 3) K-콘텐츠의 글로벌 강세다. 특히, 2023년 TikTok 글로벌에서 공개한 가장 주목받은 아티스트 Top10 중 5팀 (블랙핑크, 방탄소년단, 엔하이픈, 르세라핌, 뉴진스)이 K-Pop 그룹이며, 이 중 4 팀이 하이브 소속 아티스트라는 점은 주목할 만 하다.

TikTok은 이용자의 62%가 유료 음악 스트리밍 서비스를 이용하고 있으며, 미국 사용자 중 46%, 영국 이용자 중 77%가 해외 음악을 청취한다고 발표한 바 있다. 즉, TikTok이 아티스트와 글로벌 청취자들을 연결하는 플랫폼이 되고 있음을 알 수 있다. TikTok 내 K-Pop 트렌드 강세가 2024년에도 지속된다면, K-Pop의 글로벌 진출 가속화에 기여할 수 있다는 판단이다.

그림4 2023년 TikTok 글로벌 Top 10 음원/아티스트 내 K-Pop



자료: TikTok, 메리츠증권 리서치센터

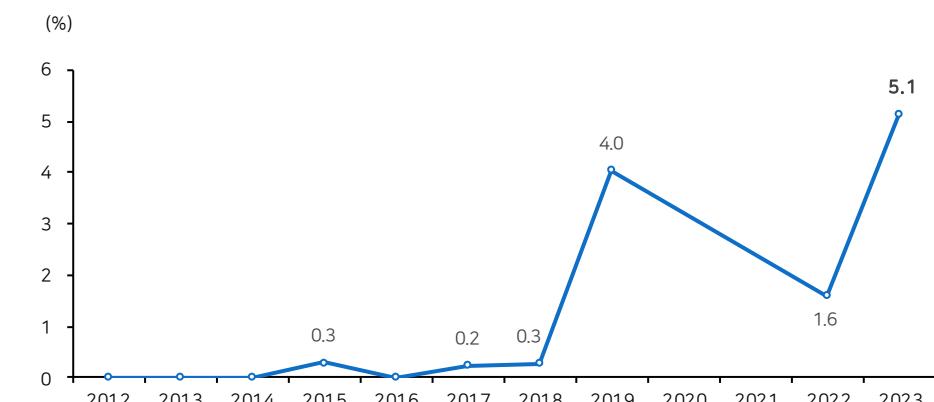
글로벌 투어 매출 'Top100' 내 K-Pop 점유율 최고치 달성

글로벌 투어 매출 Top100

점유율은 22년 1.6%→23년 5.1%

빌보드에서 공개한 연말 박스스코어 차트를 보면, K-Pop은 글로벌 박스오피스 내에서 비교적 최신 장르로 볼 수 있다. 지난 10년간(20~21년 제외) 데이터를 보면, 2012~2014년과 2016년에는 전체 100위권 내에 K팝 아티스트는 없었고, 그 외 3개 연도에는 전체 매출 중 K-Pop 아티스트가 차지하는 비중이 1% 미만이었다. 2019년 방탄소년단(BTS)의 영향으로 점유율이 0.3%에서 4.0%로 증가했으나, 멤버들의 군 복무 영향으로 그룹 활동이 중단된 2022년 점유율은 다시 1.6%로 하락한 바 있다. 2023년에는 K-Pop 아티스트들이 아시아, 유럽, 라틴 아메리카, 미국에서 공연장을 매진시키며 상위 100위권에서의 K-Pop 점유율은 사상 최고치인 5.1%를 기록했다.

그림5 글로벌 투어 매출 상위 100위권 내 K-Pop 점유율



자료: Billboard, 메리츠증권 리서치센터

투어 매출 Top100 내 K-Pop 그룹은 6팀

전 세계 걸그룹 역사상 단일 투어로는 최대 투어 매출을 기록한 블랙핑크(10위)를 제외하더라도, BTS 슈가(37위), 트와이스(41위), 투모로우바이투게더(54위), 세븐틴(58위), 엔하이픈(81위)이 투어 매출 상위 100위권 내 순위를 기록했다. 이 중 하이브 소속 아티스트의 투어 매출 비중은 47.1%로, ‘완전체 BTS’가 없음에도 불구하고 의미있는 성과를 기록했다.

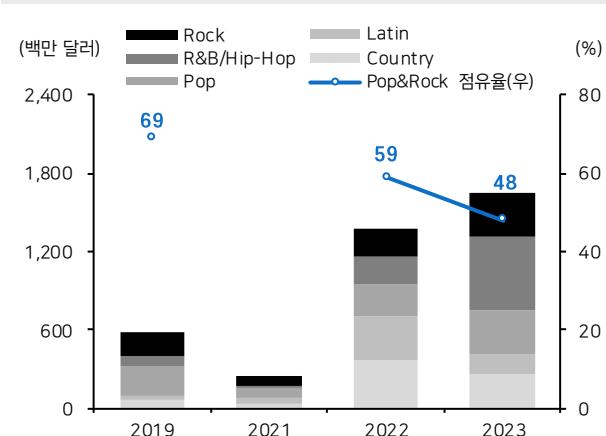
특히, 오랜 기간동안 투어 공연 분야 내 지배적인 점유율을 차지하던 팝(Pop)과 록(Rock) 장르의 점유율은 2019년 69%에서 2023년 48%까지 하락할 전망이다. 빌보드는 이러한 변화의 원인을 K-Pop과 라틴 등 다양한 장르 및 아티스트들의 성장으로 보고 있다. BTS 완전체 활동은 2025년부터 시작될 예정이나, 2024년에도 세븐틴, 엔하이픈, 트와이스 등 다양한 아티스트들의 음반 및 투어 활동이 지속될 전망이다. 따라서, 2023년 K-Pop이 달성한 성과는 일시적인 현상이 아니며, 향후 음악 시장 재편의 중심이 될 수 있다는 판단이다.

그림6 글로벌 투어 매출 Top100 내 K-Pop 그룹

아티스트명	공연 횟수 (번)	관객 수 (만명)	투어 매출 (백만 달러)	소속사
블랙핑크	29	70.3	148.3	YG
슈가(BTS)	26	31.8	57.1	HYBE
트와이스	18	34.5	54.2	JYP
TXT	27	37.9	46.8	HYBE
세븐틴	12	44.0	43.3	HYBE
엔하이픈	19	33.6	33.0	HYBE

자료: Billboard, 메리츠증권 리서치센터

그림7 장르별 Top 투어 매출 및 팝(Pop)&록(Rock) 점유율



자료: Billboard, 메리츠증권 리서치센터

원문: IFPI reveal more people listen to music than ever before(RouteNote)