

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2024. 1. 2 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

골디락스를 반영하는 미국채 금리

오늘의 차트

국제 유가 상승을 제약할 요인 점검

칼럼의 재해석

중국 직구 확대에 따른 항공업 수혜

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



▲ 해외채권/크레딧

Analyst 임제혁

02. 6454-4898

jeyhyuk.im@meritz.co.kr

골디락스를 반영하는 미국채 금리

- ✓ 급격한 미국채 금리 하락, 리세션 프라이싱이 아닌 디스인플레이에 기반한 연준의 정상화 반영
- ✓ 제한적인 실업률 상승에도 지속될 미국 고용시장 정상화 기조
- ✓ 긴축 효과 반영하며 수요측 물가 압력도 둔화 중, 연준의 금리 인하 뒷받침

강한 경기에도 하락하는 미국채 금리

미국의 디스인플레이션 기조와 마지막 FOMC에서의 연준의 도비시한 스탠스를 확인하며 미국채 금리가 2023년의 금리 상승분을 대부분 되돌렸다. 2022년 연말 대비 미국채 2년 금리는 -0.14bp 하락, 10년 금리는 +17bp 상승했다.

미국채 시장, 견조한 경기에서
디스인플레이로 방점 이동

지난해 2~3분기 미국채 금리의 상승을 견인했던 주요한 요인은 예상보다 강한 소비지표였다<그림 1>. 물가는 전반적으로 시장의 예상치를 하회하며 둔화세를 확인하고 있었으나, 견조한 소비가 지속되며 시장은 인플레이의 재발 우려와 이에 기반한 연준의 매파적인 스탠스를 반영했었다.

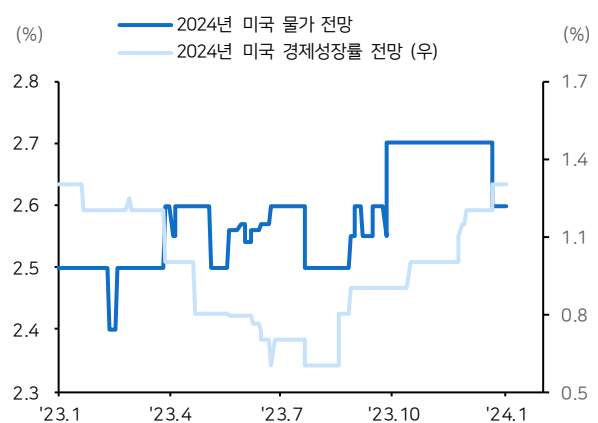
그러나 12월 연준이 현재 고용여건과 물가추이에 자신감을 내비쳤고, 리세션 대응이 아닌 정상화 차원에서의 금리 인하를 강조하며 금리는 추가적으로 하락했다.

그림1 물가 예상보다 강한 디스인플레이 압력 확인 중



자료: Citi, 메리츠증권 리서치센터

그림2 경제성장률 상향조정&안정적인 물가 전망의 조합



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2023년의 복기, 견조한 경기에도 하락한 물가

인플레이션대&공급망 충격 하향
안정화

인플레이션 요인은 크게 3가지 1) 인플레이션 기대 2) 공급측 충격 3) 주로 실업률갭(실업률-자연실업률)으로 표시되는 수요 요인으로 나뉘볼 수 있다. 가게들의 인플레이션 기대는 하향 안정화 추이가 지속되고 있고, 코비드 때의 공급망충격은 상당부분 정상화되었다<그림 3,4>. 유가도 70불 수준으로 안정화되었다.

특히 공급망 충격의 완화가 재화 수요의 위축과 더불어 재화 물가의 빠른 안정화로 이어졌다<그림 5>. 서비스 물가도 고점에서 둔화되고 있으나, 마지막 2%대의 안정화에는 큰 폭의 실업률 상승이 필요하다는 주장이 제기되고 있다.

2023년의 흐름을 살펴보면 실업률은 11월 3.7%를 기록하며 저점 대비 상승폭이 제한되었으나, 물가의 안정화 추이는 지속되었다. 물가와 실업률 간의 상관관계를 나타내는 필립스 커브를 보면 코로나 이후로 기울기가 수직에 가깝게 가팔라졌다. 작은 실업률의 상승에도 물가가 민감하게 반응하는 관계가 유지된 것이다.

그림3 미국 가게의 인플레이션대는 안정화 중



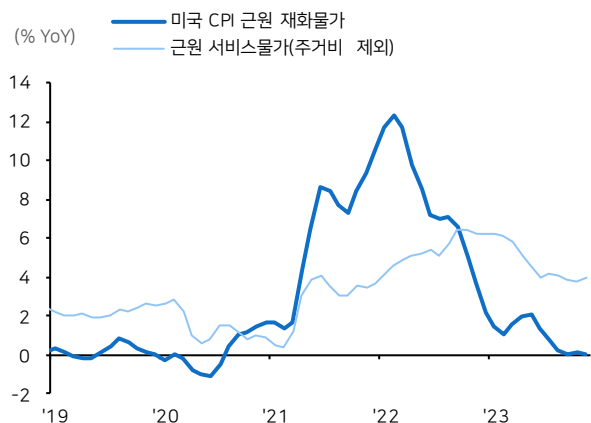
자료: FED, U.MICH, 메리츠증권 리서치센터

그림4 공급망충격도 정상화



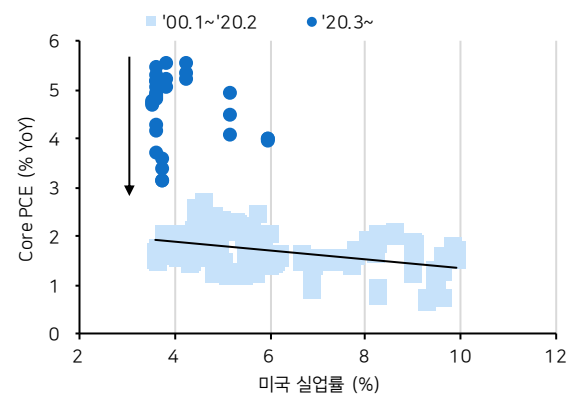
자료: FED, ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림5 제한적인 실업률 상승에도 재화/서비스 물가 안정화



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 기울기가 가팔라진 필립스 커브



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

초과 고용수요 여건에서 실업률 상승 없이 공급-수요 미스매치 완화

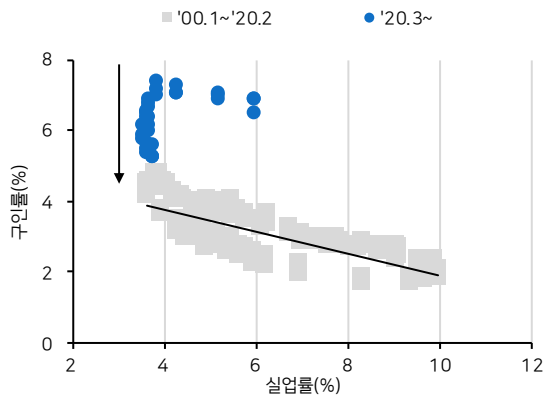
이는 노동시장의 공급-수요 간의 미스매치를 나타내는 실업자/구인건수 배율에서 이유를 찾아볼 수 있다. 구인률은 실업률과 반대로 움직이는 경향이 강한 지표다. 다만 이번 국면에서는 고용 초과 수요 여건이 유지되면서 구인률은 하락했지만 실업률은 오르지 않았다<그림 7>. 실업률이 상승하지 않았음에도 과열되었던 노동 시장이 완화된 것이다.

초과 고용수요 상황에서 물가와 고용여건 간의 민감도 높아져

특히 샌프란시스코 연준의 페이퍼에서 과거 2018-2019년과 실업자/구인건수 배율이 1.0을 밑도는 환경에서 인플레이와 실직자/구인건수의 역의 상관관계가 더 높아지는 측면을 확인할 수 있다<그림 8>. 이번 국면에서도 타이트한 고용여건 하에서 실업자/구인건수 배율의 증가폭 대비해서 인플레이션은 빠르게 둔화되었다.

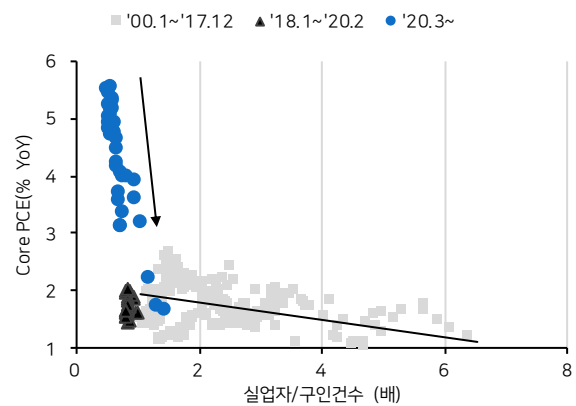
과거와 다른 실업률-인플레이의 관계를 기반으로 연준은 2025년까지의 중장기적 실업률을 4.1% 수준으로 낮게 반영하고 있으나, 인플레이의 하향 안정화를 전망하고 있다<그림 9>.

그림7 노동시장 초과수요 줄어들며 정성화 진행



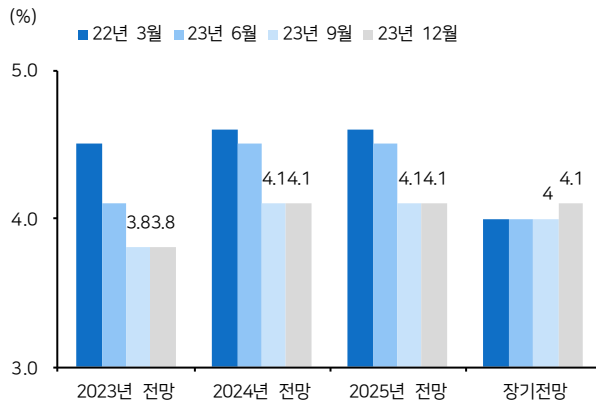
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 초과수요 여건하에서 고용여건-물가 간 민감도 높아져



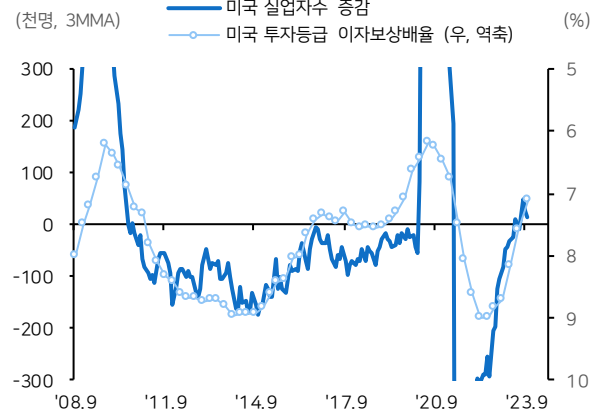
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 연준, 제한적인 실업률 상승에도 디스인플레이 전망



자료: FED, 메리츠증권 리서치센터

그림10 기업의 추가적인 고용수요 감소도 확인할 것



주: 이자보상배율 = EBITDA/이자비용
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

고용 초과수요 버퍼로 작용하며
고용시장 정상화 국면에서도
실업률 상승 제한적일 것

2023년 하반기의 구인건수 감소 추이가 지속된다고 가정하면 실업률이 4.1%까지 상승하더라도 구인건수/실업률 비율은 1.29배 수준으로 코로나 이전수준을 소폭 웃돌게 된다. 고용 초과수요가 버퍼역할을 하며 실업률은 4%에서 크지 오르지 것으로 보이지만, 노동공급-수요간의 미스매치가 해소되며 추가적인 서비스 인플레이 압력의 둔화도 확인할 것으로 예상된다.

현재 공식적인 지표인 BLS의 Job openings와 상관관계가 높은 indeed.com의 구인건수가 다소 완만하게 하락하고 있으나, 2024년 상반기에는 기업의 부채부담을 본격적으로 반영하며 구인건수의 하락속도는 더 빨라질 것으로 예상된다<그림 10>. 이에 하반기에 있을 연준의 인하를 뒷받침할만한 고용여건의 정상화를 확인할 것으로 보인다.

수요측 인플레이 압력도 둔화 중

통화정책이 수요견인 인플레이를 둔화시키지 못하고 있어, 마지막 2%대로 물가가 안정화되기 위해서는 강한 경기위축이 필요하다는 의견이 있으나, 현재 수요측 인플레이션의 둔화도 확대되고 있는 것으로 판단한다<그림 11>.

수요 인플레이 - P와Q 방향 동일
공급 인플레이 - P와Q 방향 반대

샌프란시스코 연은의 Shapiro(2022), IMF Firat(2023)의 연구자료에서는 인플레이 압력의 요인을 공급측/수요측 유인으로 나누어 설명한다. 해당 자료에서는 1)수요 견인 인플레이의 경우 소비되는 재화의 P와 Q의 방향이 같고, 2) 공급측 요인인 경우에는 P와 Q의 방향이 반대라고 가정한다.

예를 들어 다른 측면은 일정하다고 가정, 공급망 충격으로 재화 생산이 줄어드는 경우(Q의 감소)에는 물가의 상방 압력이 강화되고(P의 상승), 재화 수요가 줄어드는 경우(Q의 감소) 재화 물가의 하방 압력이 확대된다(P의 하락).

코로나 초기 국면에서는 수요 견인 인플레이 압력이 급감하였으나, 재정과 고용시장의 빠른 회복으로 수요 견인 인플레이 압력이 2022년부터 재차 확대되는 것을 확인할 수 있다. 이후 공급측 요인의 파급효과도 2022년 하반기부터 축소되는 가운데, 수요 견인 인플레이 압력도 둔화되는 것을 확인할 수 있다<그림 11>.

같은 방법론을 PCE 서비스 항목에도 적용해 보았는데, P와 Q의 방향성은 1년 전 대비 상승/하락률의 증감으로 산정했다. 예를 들어 특정 서비스 항목의 물가 상승세가 2022년 11월 2.5%에서 2023년 11월 2.3%로 둔화되었으면, P가 하락한 것으로 계산했다.

수요 견인 서비스 물가 압력도
둔화 중인 것으로 판단

그 결과 올해 4분기부터 서비스 항목 중 물가가 둔화되는 항목의 비중이 더 높아졌고, 물가가 둔화되는 서비스 항목의 40%가 수요견인 인플레이였다<그림 12,13>. 물가 압력이 확대되는 항목의 경우에는 수요 견인 인플레이 항목이 최근 늘어났으나, 증가폭은 제한적이었다<그림 14>.

약해진 기업 전가력과 높아진 소비자 가격 민감도

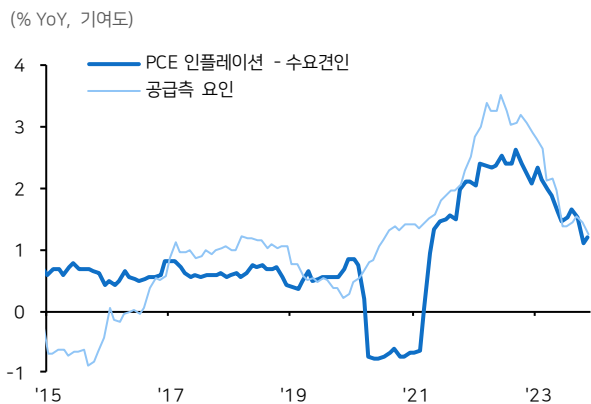
미국의 서비스 소비가 강하지만 추가적인 인플레이션 압력의 확대로 이어지고 있지는 않다고 해석할 수 있는데, 이는 1) 서비스의 비용인 임금 상승세가 둔화하는 측면과 2) 기업의 가격전가력이 약화된 부분이 반영된 것으로 예상된다.

NFIB 소기업 서베이에서의 기업의 가격인상 계획은 부진하고, 실제 가격 인상 또한 제한적이다. 또한 연말 세일행사에서도 확인한 것처럼 소비자들의 가격 민감도가 점차 높아지며 기업의 가격 인상 유인이 낮아진 영향이 작용한 것으로 보인다.

향후 기업의 고용수요가 더 빠르게 축소되는 국면에서 소비 또한 둔화세가 확대될 것이고, 공급측 요인 뿐만 아니라 수요측 요인 인플레이션 또한 추가적으로 안정화될 것으로 전망한다.

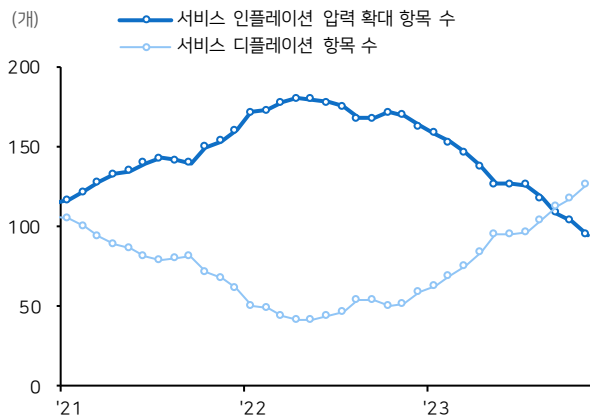
최근 강한 소비 추이가 하드 데이터인 실질 소득의 신장세 개선보다 소프트 데이터인 높아진 소비 심리에 의해 유지되고 있는 측면 또한 소비가 더 강해지기 어려운 부분이다.

그림11 수요견인 인플레이션 압력도 완화 중



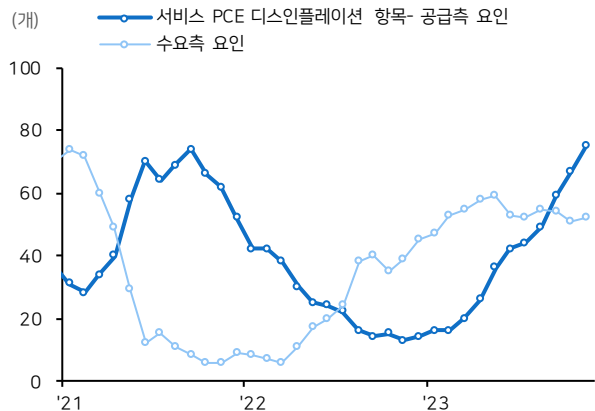
자료: SF FED, 메리츠증권 리서치센터

그림12 서비스업, 디스인플레이션 압력 확대 확인



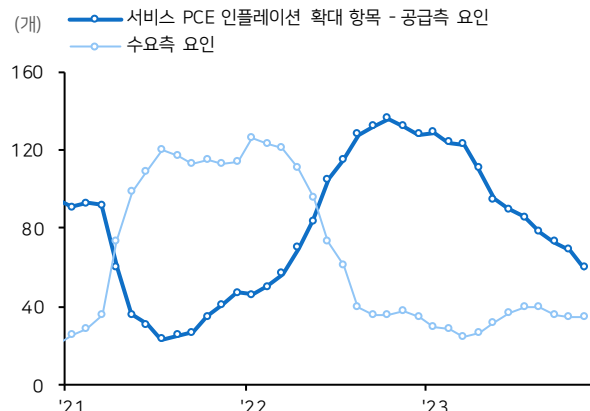
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림13 수요측 요인 디스인플레이션 압력 확대



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림14 수요견인 서비스 인플레이션 압력 크지 않아



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

경기 민감 섹터에서의 물가 안정화 추이 지속

산업별로 보더라도 경기에 민감한 섹터에서의 디스인플레이 압력이 확대되고 있다. 경기에 민감한 섹터는 실업률갭(실업률-자연실업률)이 줄어드는 국면에서 물가 압력이 확대되는 섹터를 의미한다(SF FED).

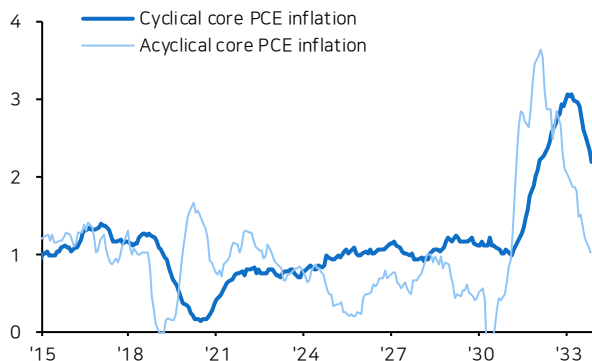
여전히 비농업 고용자수가 평년 수준을 웃돌고 있으나, 대부분의 고용 수요는 사이클에 민감하지 않은 헬스케어, 그리고 정부 부문에서 나오고 있다. 레저 섹터의 경우에도 구인건수가 줄어드는 가운데 고용 미스매치가 해소되고 있다. 현재의 건조한 고용이 산업 전반의 경기를 반영하고 있는 것은 아니다.

미국채 금리, 디스인플레이 기반 연준 통화정책 완화 기대 반영

미국채 금리는 예상치를 다시 웃돈 11월 소매판매 결과를 확인하고도 조정폭이 제한적이었다. 건조한 경기보다 디스인플레이션, 그리고 이에 기반한 연준의 긴축적인 통화정책 정상화에 시선이 옮겨가며 금리의 하향 안정화 추이가 이어질 것으로 예상된다.

그림15 경기 민감한 업종에서 디스인플레이 압력 확인 중

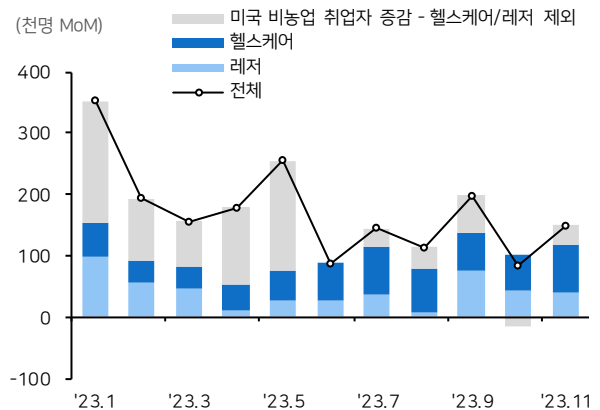
(% YoY, 기여도)



자료: SF FED, 메리츠증권 리서치센터

그림16 고용 수요, 일부 섹터에 편중

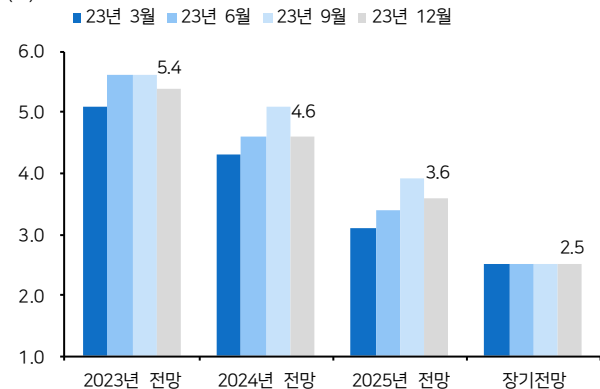
(천명 MoM)



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림17 연준 12월 FOMC 점도표 -연방기금금리

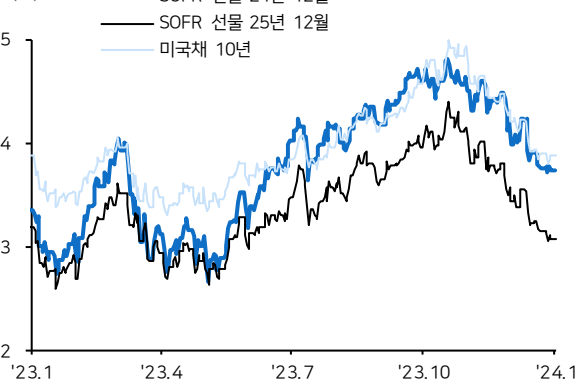
(%)



자료: FED, 메리츠증권 리서치센터

그림18 미국 금리, 2025년 기대 반영하며 완만한 하락 예상

(%)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

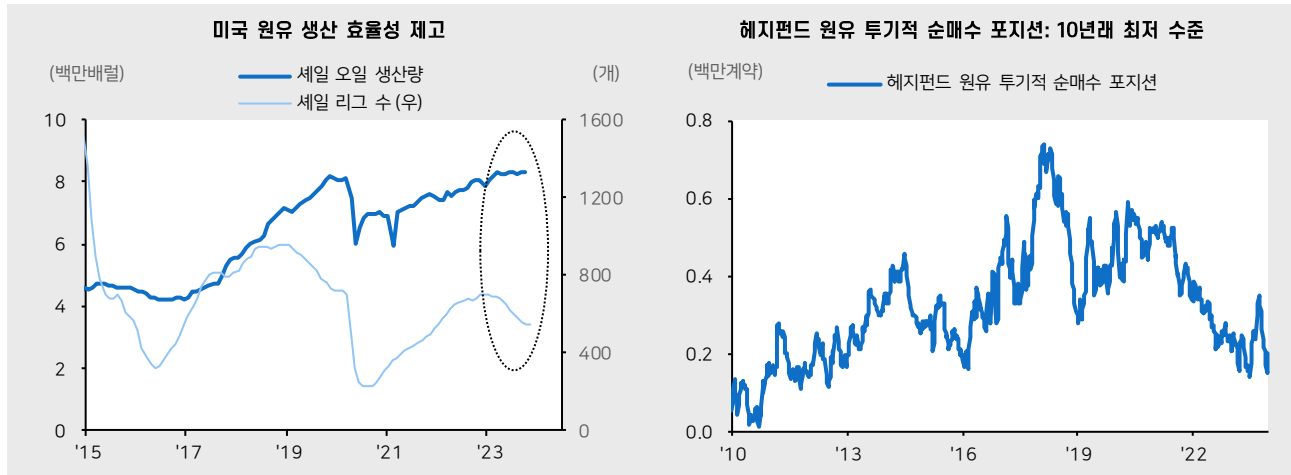
올해 상반기, 미국채 금리 2025년
기대 반영하며 완만한 하락 예상

현재 선물시장이 반영하고 있는 2024년의 인하기대는 1.6%p 정도로 연준이 시사한 인하 기대보다 과도한 측면이 있는 것은 사실이다. 다만 지난해 시장이 2024년의 인하 기대에 민감하게 움직인 것과 비슷하게, 추가적인 펀더멘탈의 둔화세가 확인되는 경우 2025년의 기대를 미리 앞당겨 반영하기 시작할 것이다.

오늘의 차트

이승훈 연구위원

국제 유가 상승을 제약할 요인 점검



자료: U.S. EIA, CFTC, 메리츠증권 리서치센터

국제유가(WTI) 상승세 제약

국제 유가(WTI)는 작년 9월 말 90달러/배럴을 상회하며 강세를 보였으나 1) 글로벌 경기 둔화에 따른 수요 감소 우려, 2) 중동 지정학적 갈등의 영향 반감, 3) 미국 원유 생산량 증가로 최근 12월 중순 68달러/배럴까지 하락했다. 특히 국제 에너지기구(IEA)의 Oil market report는 미국, 브라질, 이란의 생산 급증은 OPEC의 일간 100만 배럴 추가 감산에도 불구하고 세계 연간 원유 생산량을 작년 9,990만 배럴에서 올해 1억 190만 배럴로 증가시켰다고 적고 있다.

공급 증가 둔화, 설비투자 감소는 유가 상승 지지 요인

공급 확대에 따른 유가 하락이었던 만큼, 공급이 줄면 유가는 오를 수 있다. IEA는 2024년 비 OPEC 국가들의 공급 증가세가 약화될 것으로 예상하고 있다. 여기에 더해, 1) 친환경 에너지 전환, 2) 고금리, 3) 중국 경기회복 지연 등으로 원유 생산기업의 capex가 축소되고 있는 점(1Q23 82억→3Q23 75억 달러, 석유/가스 시설투자, BEA 기준)도 유가가 재상승할 수 있는 환경을 조성할 수 있다.

그럼에도 유가 반등은 어려울 것

그러나, 설비투자 감소에도 불구하고 유가의 큰 폭 상승은 어려울 수 있다는 생각이다. 우선 투자액이 줄어들었음에도 투자의 효율성이 증대된다면 원유 공급은 계속 늘어날 수 있다. 최근 리그 수 감소에도 세일오일 증산이 이루어지고 있는 것이 대표적인 사례이다. 여기에, 주요국의 디스인플레이션에 힘입은 인건비나 장비 구입 비용의 경감도 향후 투자 효율의 추가 개선 요인이 될 수 있다.

투기 수요 감소, 대선, 온난화가 그 근거

추가 근거로는 1) 최근 헤지펀드의 유가 선물 순매수 포지션 감소, 2) 2024년 미국 대선, 3) 엘니뇨 현상 발생 등을 고려할 수 있다. 순매수 포지션은 2019년 이후 계속 낮아지며 10년래 최저 수준으로 하락했다. 이는 유가 하락 가능성을 높게 평가하는 투자자가 많아졌음을 시사한다. 그리고 대선은 집권당에 무관하게 물가 안정을 위해 유가 하락을 유발할 수 있는 이벤트이며, 온난화로 난방유 수요가 감소하는 경우 역시 배제할 수 없는 요인이다.

칼럼의 재해석

오정하 연구원

중국 직구 확대에 따른 항공업 수혜 (Financial Times)

미국 및 유럽의 중국 직구 물량 확대가 항공화물시장에 신규 수요로 등장했다. 이커머스 업체들은 기존 운임 대비 약 두배를 지불하면서도 배송일정을 맞추려는 상황이다. 팬데믹 이후 해상운임은 하향안정화된 한편 항공화물운임은 상승세를 보인 점에서 고무적이다. 상하이발 북미노선 항공운임은 12월 전년동기대비 12.2% 상승한 반면 컨테이너선 해상운임인 SCFI는 8.6% 하락한 바 있다.

직구 물량발 수요로 화주들의 운임 협상력이 줄어들었다. 일부 대형 이커머스사는 자체적으로 화물기를 도입하거나 전세 항공사와 계약을 맺는 등 자체적인 운송 시스템을 갖추고 있다.

화물시장 공급부족은 미중노선의 회복 속도에도 관련이 있다. 지난 11월 미국과 중국은 추가 증편에 합의했지만, 2019년 주 300편 운항과 비교하면 회복률은 25%에도 미치지 못하는 상황이다. 미중노선 공급 부족으로 물류업체들은 인근 아시아 국가로 선박으로 이동한 뒤 항공기로 운송하는 대안을 채택해 아시아 지역 항공사들의 수혜가 예상된다.

항공화물시장, 중국 직구 수요와 마주하다

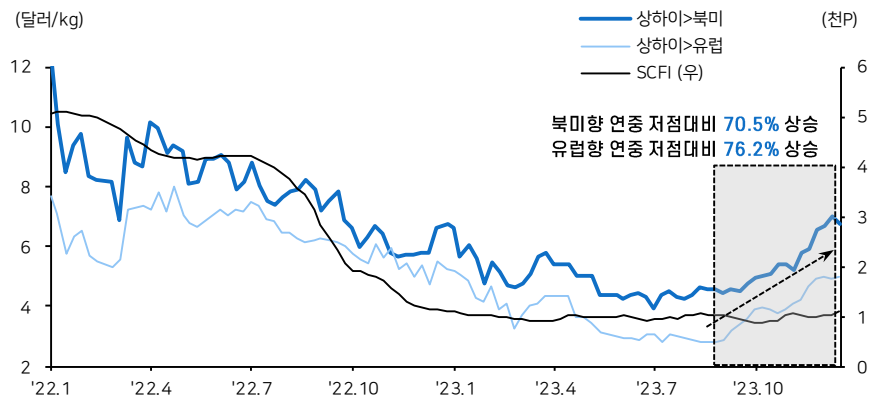
중국 직구 물량, 항공화물업계
신규 수요로 등장

서구권의 중국 패스트 패션 및 이커머스 상품 직구 수요로 항공 운임이 상승했고, 아시아 물류업체 간 경쟁을 불러일으키고 있다. 미국과 유럽의 소비자들은 팬데믹 기간 중국 이커머스 플랫폼 구매가 익숙해졌는데, 상품이 일주일 내로 배송되면서 직구 수요가 유지되었고, 항공화물 시장에 활기를 불러일으켰다.

대표적인 중국 이커머스 플랫폼인 테무(잡화)·위인(의류)은 미국 내 최다 다운로드 된 앱 중 하나로 성장했는데, 주목할 점은 상품들이 모두 항공으로 운송된다는 점이다. 직구 물량 급증으로 일부 이커머스 플랫폼은 기존 운임 대비 약 두 배를 주고서도 타이트한 배송일정을 맞추려는 상황이다.

2023년 하반기부터 급등한 항공운임은 중국 직구 물량과 연관이 있다. 중국 남부 발 노선이 강세인데, 물동량 중 40~50%, 일부 노선은 최대 70%까지 이커머스 물량으로 알려졌다. 상하이발 항공운임은 연말 성수기 동안 상승세가 지속되었고 12월 전년동기대비 북미노선 운임은 12.2% 상승했다. 팬데믹 급등 이후 하락한 해상운임과 대조적인데, 컨테이너선 운임은 12월 전년동기대비 8.6% 하락했다.

그림1 해상 및 항공 운임 추이



자료: Eikon, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

항공화물 공급 부족

직구 물량발 신규 수요로 중국 화주들은 운임 협상력이 제한되었다. 물류업체 Unique Logistics에 따르면, 항공사에 운임 문의 시 선복이 이미 가득 찼다는 답변을 받기 일쑤라고 한다. 이에 일부 중국 이커머스 업체는 자체 항공운송 시스템을 구축하고 있다. 징둥닷컴은 항공기 최소 5대를 운영 중이고, 중국의 전세항공사 Central Airlines는 이커머스 물류 업체인 YunExpress와 계약을 맺고 선전에서 파리까지 주 6회 운항 중이다. 항공사들도 이커머스발 수요에 대응하기 위해 투자를 지속하고 있다.

미중노선 운항 회복률은 25% 미만

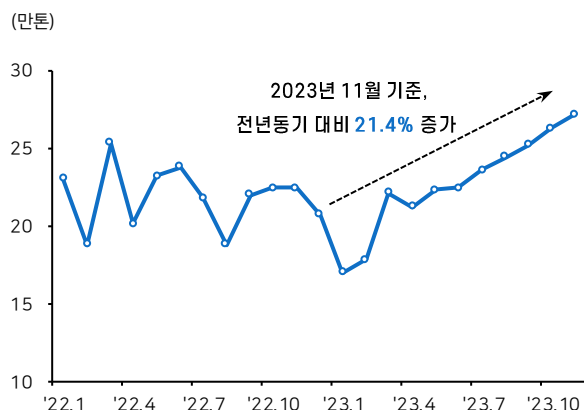
한편, 미중노선이 정상화되지 않으면서 이어진 미국향 항공편 공급이 부족한 상황은 아시아 권역 항공사에 호재이다. 지난 11월, 미국과 중국이 추가 증편에 합의했지만 여전히 팬데믹 이전 대비 적다. 기존 48편에서 확대해 주 70편 운항에 합의했다. 9월 주 36편에 비해 크게 증가했으나, 2019년에 주 300편 이상이 운항된 점을 고려하면 회복률은 25%도 되지 않는다. 공급 부족으로 아시아 권역 항공사에 손해가 있다고 판단한다. 선박으로 화물을 인근 국가로 운송한 뒤 항공편을 이용하는 방식이다.

중국 직구 수요 지속 여부

중국 직구 수요 지속의 관건은 미중관계

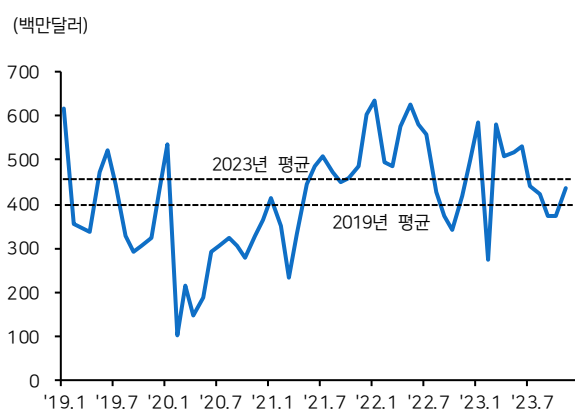
중국 이커머스 물량에 대한 의존도가 높아질수록 미중관계에 대한 우려가 제기된다. 트럼프 전 대통령은 2021년 중국 동영상, 채팅 서비스 플랫폼인 틱톡과 위챗을 사용 금지시킨 바 있다. 그러나 DHL CEO에 따르면, 이커머스 상품에 대한 인기가 지속되며 2024년 항공화물 시장 수요는 지속될 전망이다.

그림2 중국 국제선 화물 수송량 추이



자료: 중국민용항공국, 메리츠증권 리서치센터

그림3 중국의 미국향 여성의류 수출액



주: HS Code 6204(여성의류)를 사용. 2023년 11월 기준

자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

미중노선 정상화까지는 시일 소요 미중 항공편 정상화도 봄 시즌을 넘길 전망이다. 중국민용항공국은 봄 시즌(~3월 30일)까지 국제선은 2019년 수준의 70%를 회복할 전망으로 발표했다. 65개국 노선이 주 13,004편 운항될 계획으로 발표했으나, 미중 항공편 증편 내용은 발표되지 않았다. 미중노선 정상화에 시일이 걸리면서 한국 등 아시아 항공사의 화물 수요도 연장될 것으로 전망된다.

원문: *West's love for Shein and Temu drives ecommerce boom for air freighters (Financial Times)*