FI/FX 1월 수제비

연 혁 법노트

조정주의보

1. **1월의 Kick**: 유가 바겐세일 마감 임박
2. **FI**: 마지막 언덕
3. **FX**: 약달러배 미인대회

meritz 메리츠증권

FI/FX 1월

수제비

연혁 법노트

조정주의보

해외채권/크레딧
Analyst **임제혁**
02. 6454-4898
jeyhyuk.im@meritz.co.kr

FX/원자재
Economist **박수연**
02. 6454-4897
soo-yeon.park@meritz.co.kr

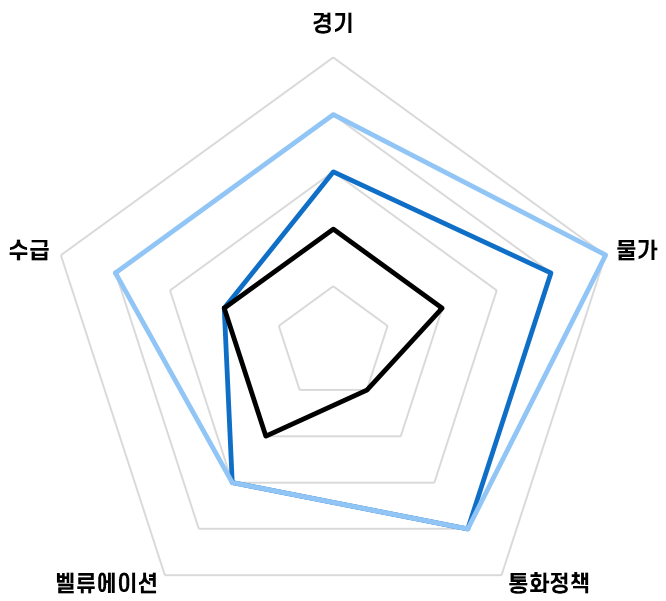
Contents

Part I	1월의 Kick: 유가 바겐세일 마감 임박	04
Part II	FI: 마지막 언덕	15
Part III	FX: 약달러배 미인대회	41

Summary

향후 3개월 FI 매력도

메리츠 5개 요소별 FI 매력도 비교



종합 의견 벨류에이션 부담 상존. 단기는 독일채, 중장기는 미국채

미국 마지막 언덕 - 방향은 맞으나 확인이 필요한 미국채 금리
단기) 견조한 고용&소비 지표 확인하며 금리 인하 기대 일부 되돌릴 것
3개월) 상반기까는 기업의 부채부담→고용수요 위축 확인하며
미국채 10년 기준 3% 중반대까지 하락 룸 남아있다는 판단

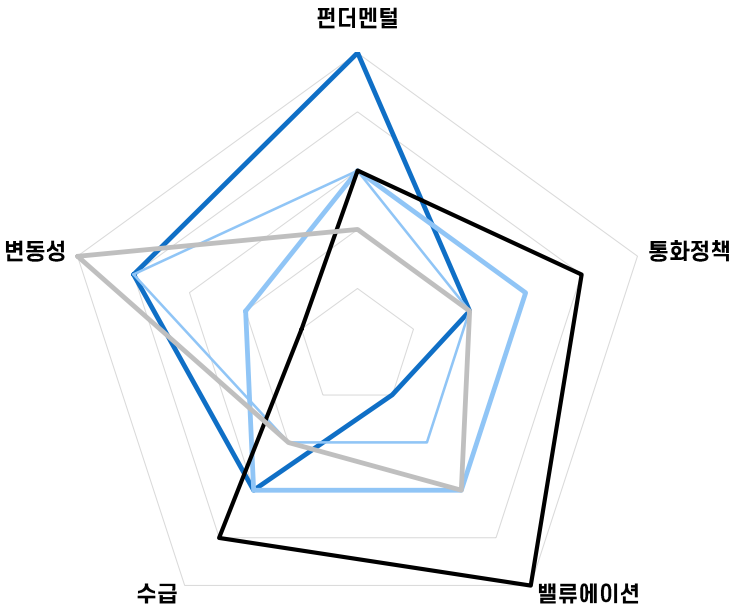
독일 안전한 선택지 - 펀더멘탈, 수급 요인 모두 금리에 우호적
단기) 미국채 금리에 연동되는 부분 있겠으나 민감도 높지 않을 것
조정폭 또한 주요국 중 가장 작을 가능성
3개월) 가장 먼저 금리 인하를 달성할 여건 갖춰질 것. 다만 상당부분
선반영되어 있다는 측면 고려, 추가적인 하락룸 크지 않음

일본 정상화는 아직 – 정상화, 춘투(춘계 노사협상) 이후인 4월 예상
단기) BOJ 기존의 입장 반복 예상. 금리 좁은 범위에서 약보합 전망
중장기) 1분기 중 실질임금 (+) 전환 가시화될 것. 견조한 소비
뒷받침되며 4월 정상화 예상. 경기 상황에 따라 지연될 리스크는 고려

Summary

향후 3개월 FX 매력도

메리츠 5개 요소별 FX 매력도 비교



종합 의견 무난한 USD, 싼 JPY 매수 추천. 다른 통화는 시기상조

USD 과도한 연준 인하 기대가 되돌려진다면 이후에는 약달러 재개될 전망. 그러나 절하폭은 작을 것. 1) 지정학적 리스크는 커지고, 2) 미국 경기는 여전히 강하기 때문. 3) 수급상 고밸류는 맞으나, 12월 이후 순매수 포지션도 이미 크게 줄어들었음

KRW 대내 이벤트 부재하여 달러에 좌우될 전망. 반도체 사이클 회복은 초입에 불과하여 원화 매력도를 높이지는 않음. 반면, 북한 미사일 도발, 국내 증시 조정, 부동산 PF 우려로 변동성을 확대. 수급상 대내 달러 유동성이 풍부한 점은 긍정적

EUR 유로존 펀더멘털이 약해서 ECB가 연준보다 먼저 인하할 것으로 기대. 내외금리차 역전폭은 축소되나, 오히려 연준 인하 기대가 확대되며 유로화 절상 전망. 다만, 최근 유로화 순매수 포지션이 크게 늘었기에 절상폭이 크지는 않을 것

JPY 올해 슌토 확인 후 4월에 BOJ가 정상화에 나설 것으로 예상. 그러나 1) 일본 3Q GDP의 하향조정(-2.1% YoY → -2.9% YoY), 2) 노토 강진으로 인해 정상화 시점이 뒤로 밀릴 수 있음. 저가 매력이 돋보이나, 정책 불확실성으로 인한 변동성 확대에 유의

CNY 중국 정부의 추가 부양책 없이 위안화 추세적 절상을 기대하기는 어려움. 인민은행이 고시환율을 낮게 제시하여(위안화 절상) 절하를 막고 있어 변동성이 작다는 것은 긍정적. 하지만 이외의 매력도는 높지 않음

FI/FX 1월 수제비

연 혁 법노트

Part I

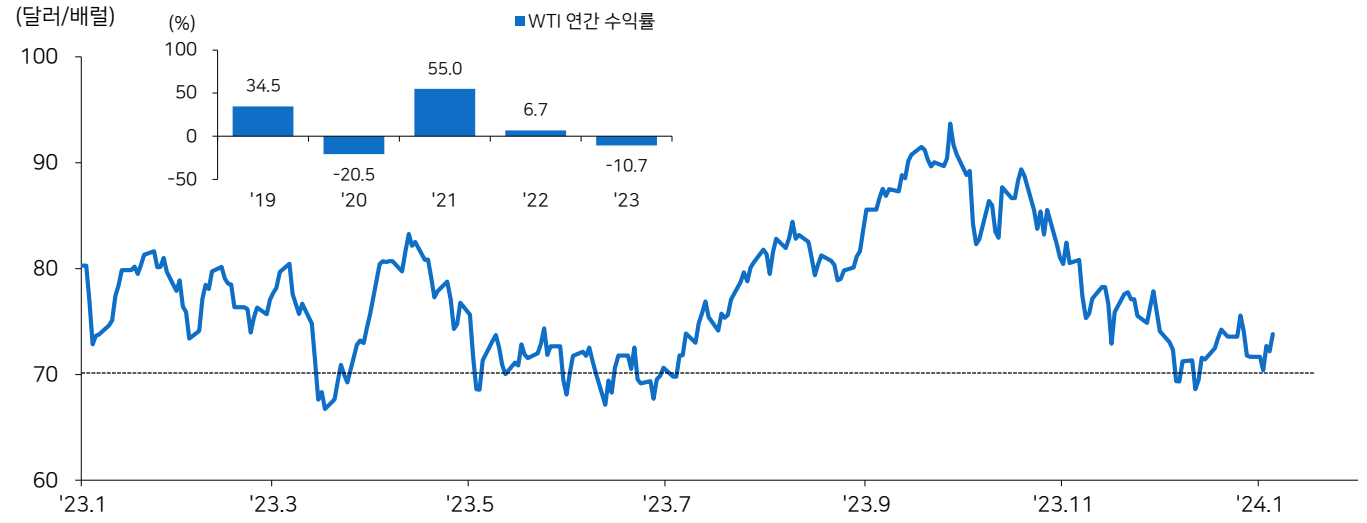
1월의 Kick: 유가 바겐세일 마감 임박

[동향] 싸다 싸, 유가

1월의 Kick:
유가 바겐세일 마감 임박

- WTI 2023년 12월 71.65달러/배럴 마감 (-5.67% MoM)
  - 주요 기술적 지지선인 70달러/배럴에서 하단 지지력 테스트 중
  - 50일 이평선이 200일 이평선을 하향돌파하는 데드크로스 발생 (12월 26일)
- 2023년 국제유가 연간 수익률은 2020년 팬데믹 이후 처음으로 (-) 기록

국제유가(WTI) 추이



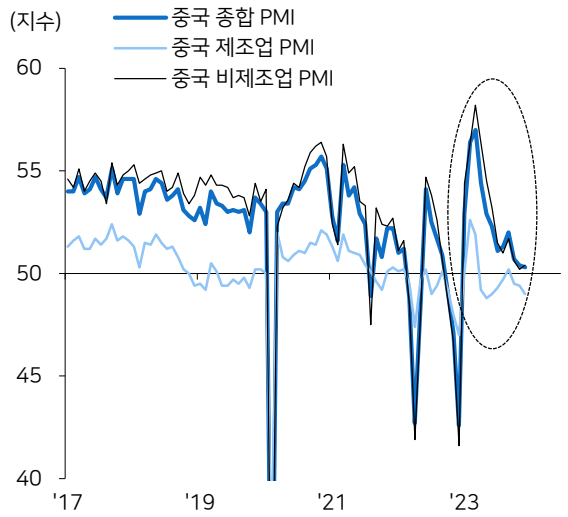
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[동향] 불확실할 때는 펀더멘털

1월의 Kick:
유가 바겐세일 마감 임박

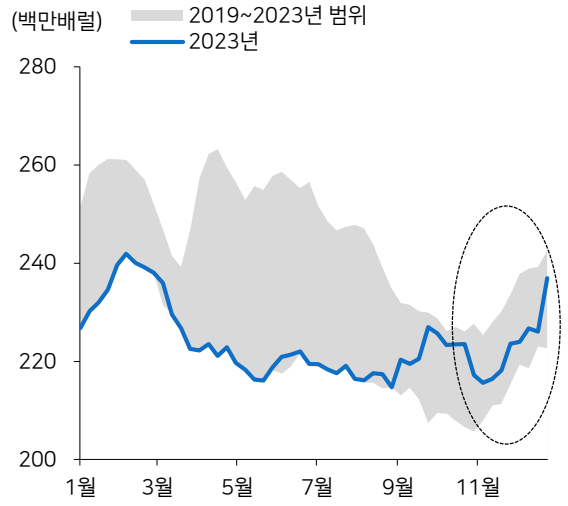
- 하반기 유가 하락은 펀더멘털이 주도. 즉, 원유 초과 공급이 전망되었기 때문
  - 수요: 미진한 중국 경기 회복세, 미국 석유제품 재고 증가
  - 공급: OPEC+ 추가 감산 이행에 대한 의구심, 미국 등 Non-OPEC 국가의 추가 생산

중국 국가통계국 PMI



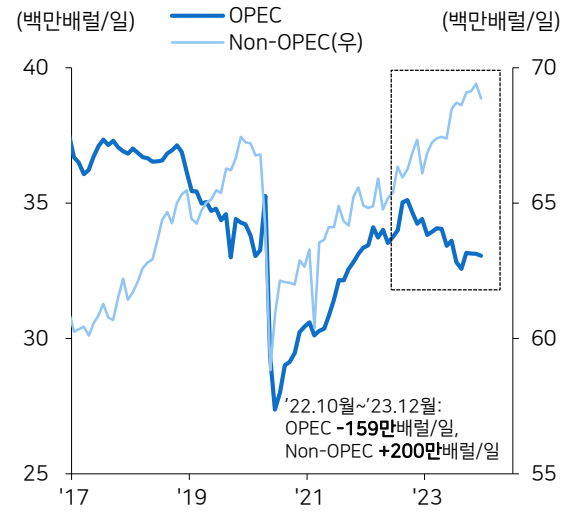
자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

미국 주간 휘발유 재고



자료: US EIA, 메리츠증권 리서치센터

OPEC vs. Non-OPEC 원유 생산량



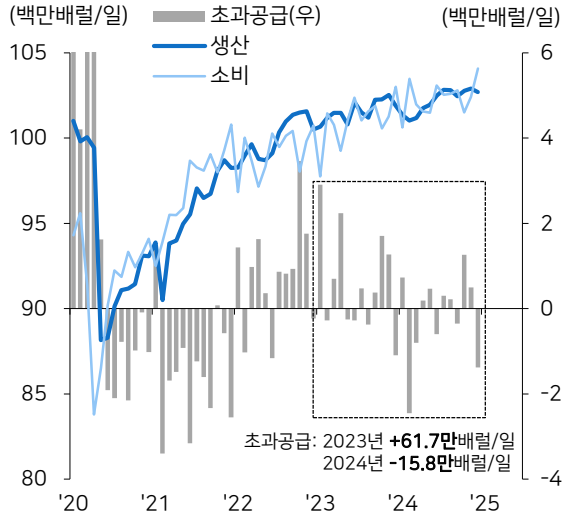
자료: US EIA, 메리츠증권 리서치센터

[펀더멘털] 원유 초과 공급이 계속되기는 어려워

1월의 Kick:
유가 바겐세일 마감 임박

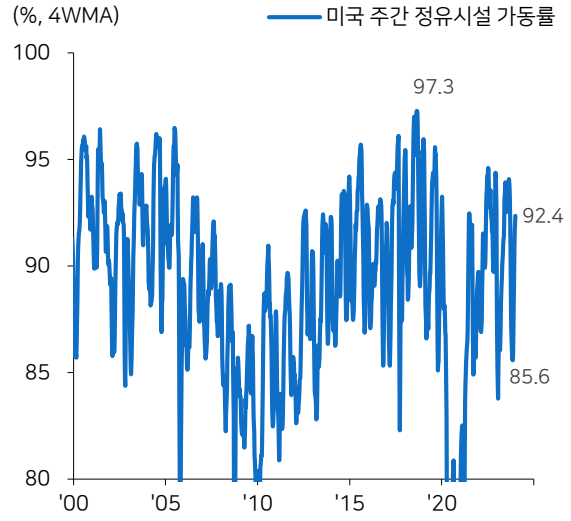
- 유가가 더 낮아지려면 원유 초과 공급이 계속되어야 함. 그러나 가능성 낮음
- EIA는 2024년에 원유가 초과 수요로 전환될 것이라 전망
  - 글로벌 경기 회복으로 수요는 완만히 증가하나, OPEC+ 중심의 공급 감소 우려
- 미국 추가 공급도 어려움: 1) 정유시설 가동률 92.4% (vs. 2000년 이후 최대 97.3%, 평균 88.9%)
  2) 전략적 비축유 재매입 (현재 재고 20일 vs. IEA 권고 적정 재고 90일)

EIA 원유 수요/공급 전망



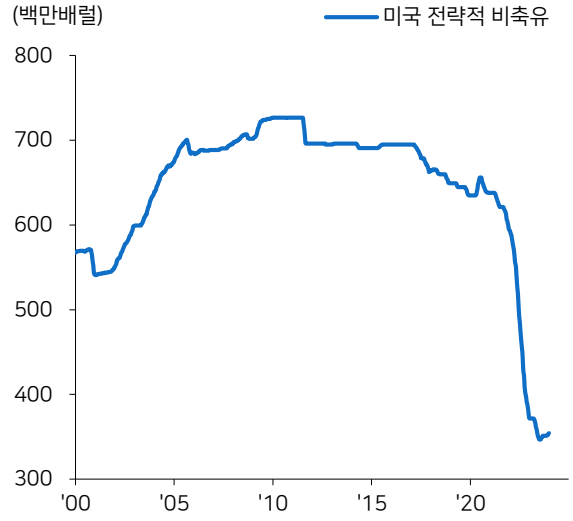
자료: US EIA, 메리츠증권 리서치센터

미국 주간 정유시설 가동률



자료: US EIA, 메리츠증권 리서치센터

미국 전략적 비축유



자료: US EIA, 메리츠증권 리서치센터

[전쟁] 놀라울 만큼 무시된 중동 전쟁

1월의 Kick:
유가 바겐세일 마감 임박

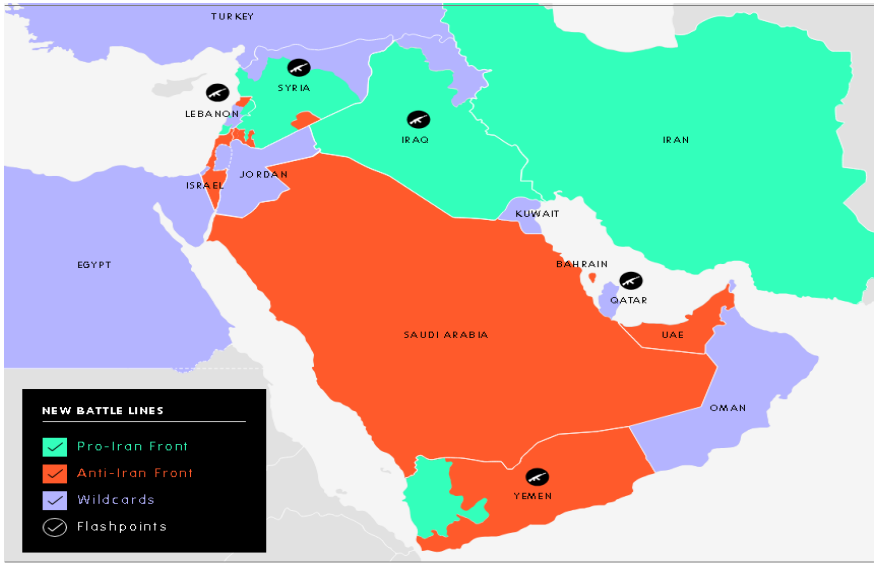
- 2023년 10월 7일, 이스라엘-하마스 전쟁 발발. 주요 원유 생산지역이 아니었기에 유가 이내 하락
- 당시 시장에서 가정한 시나리오는 세 가지. 그 중 Worse-Worst 시나리오가 전개되는 중

  1) Base (Best): 이스라엘-하마스 양자간 분쟁에 국한

  2) Worse: 접경국가까지 무력충돌 전선 확대

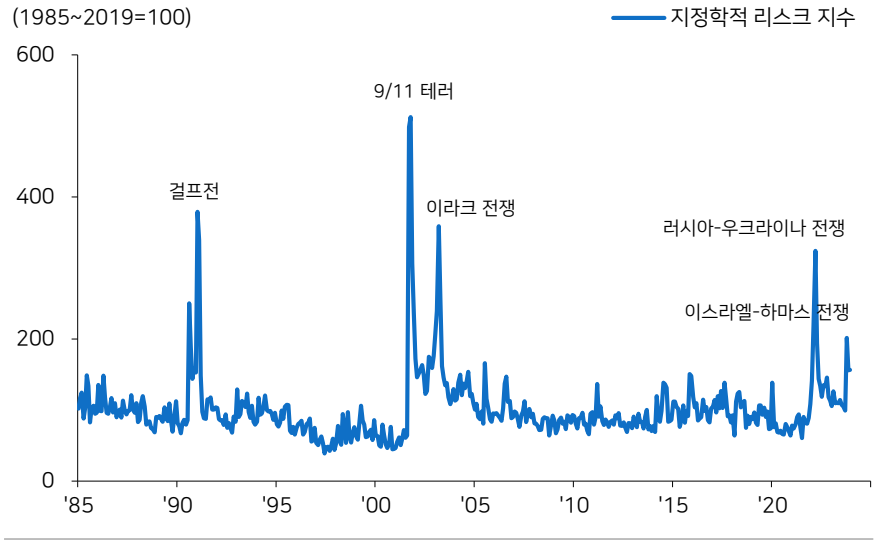
  3) Worst: 미국 vs. 이란 대결구도로 바뀌며 중동 지역 전면전으로 확대

중동 지역 외교적 구도



자료: European Council on Foreign Relations

지정학적 리스크 지수



자료: Dario Caldara and Matteo Iacoviello, 메리츠증권 리서치센터

[전쟁] 예멘 후티 반군 홍해 봉쇄

1월의 Kick:
유가 바겐세일 마감 임박

- 당장 가장 우려되는 것은 예멘 후티 반군(親이란)의 홍해 봉쇄
  - 세계 석유 물동량 12%, LNG 8%가 바브엘만데브 해협 통과 (EIA, 2023)
- Maersk 등 일부 선사는 홍해를 통과하는 유조선 파견을 중단. 미국은 '번영 수호자 작전'으로 무력 대응
- 선박의 항로 변경은 여행 지연과 추가 비용을 증가 → 운임비를 높여 유가 상승 압력으로 작용

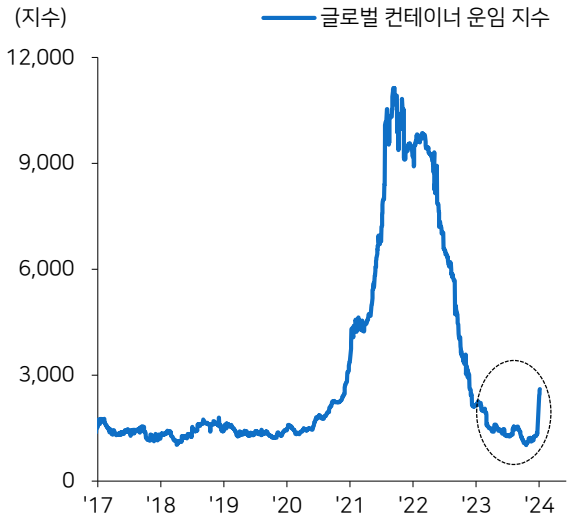
후티 반군 봉쇄 지역

자료: 연합뉴스

글로벌 공급망 압력 지수

자료: Federal Reserve Bank of New York,
메리츠증권 리서치센터

글로벌 컨테이너 운임 지수



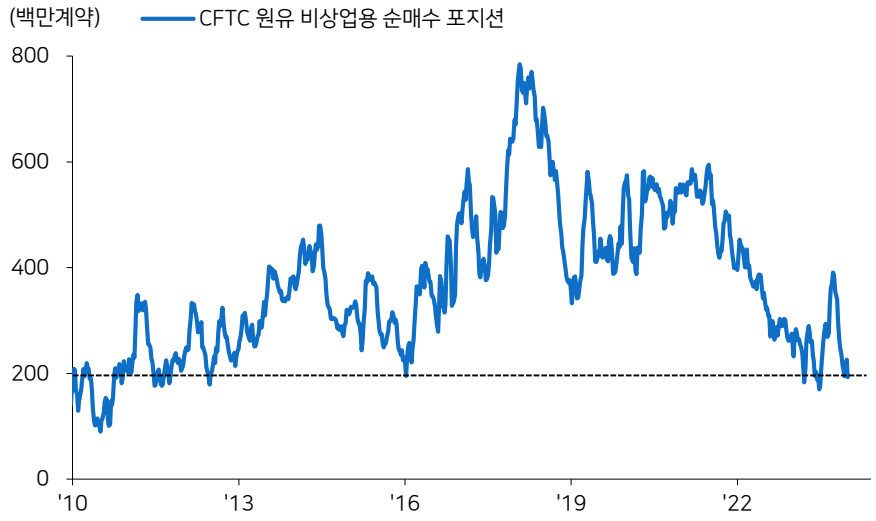
자료: Baltic Exchange Information Services Limited,
메리츠증권 리서치센터

[수급] 현재 원유 투자 수요 바닥

1월의 Kick:
유가 바겐세일 마감 임박

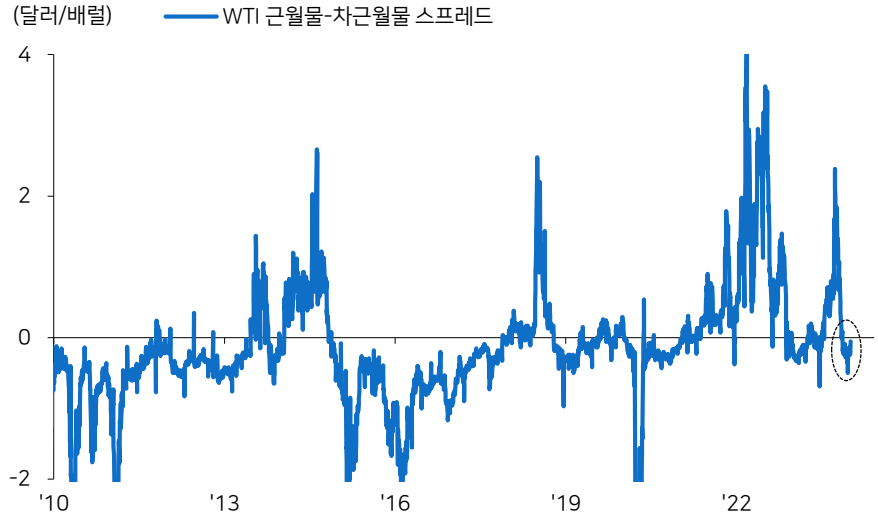
- 원유 투기적 포지션은 역사적으로 바닥. 즉, 수급상 원유 투자 수요가 더 줄어들기 어려움
  - CFTC 원유 비상업용 순매수 포지션 2010년 이후의 최저 수준까지 하락
- WTI 근월물-차근월물 스프레드도 콘탱고 → 백워데이션 변화 조짐
- 미국 vs. 이란 전면전이 현실화된 것은 아님. 그러나 향후 이벤트 발생 시 유가 일시에 상승할 가능성 大
  - WTI 기준 피보나치 되돌림 50% 수준인 80달러/배럴 내외까지 상승 여력 있음

CFTC 원유 비상업용 순매수 포지션



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

WTI 근월물-차근월물 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[통화정책] 연준까지 고려한다면?

1월의 Kick:
유가 바겐세일 마감 임박

- 유가는 기대인플레이션과 직결되기 때문에 중앙은행 결정에 영향을 미침
- 게임이론 측면에서 최적 (연준, 산유국) 결정 조합은 (비둘기, 증산) or (매, 감산)
  - 연준: 산유국 증산(감산) 시 유가 하락(상승) → 물가 우려 감소(증가) → 비둘기(매)
  - 산유국: 연준 동결(인하) 시 경기 하강(회복) → 원유 수요 감소(증가) → 감산(증산)
- 현재 시장은 연준 인하 기대가 큼. 중동 리스크 부각될 경우 산유국에 초점 맞춰질 것
  → (비둘기, 증산)에서 (매, 감산)으로 기대 변화

연준 vs. 산유국 게임이론 의사결정 분석

		산유국	
		증산	감산
연준	매	(물가↓, Q↑)	(물가↓, P↑)
	비둘기	(경기↑, Q↑)	(경기↑, P↑)

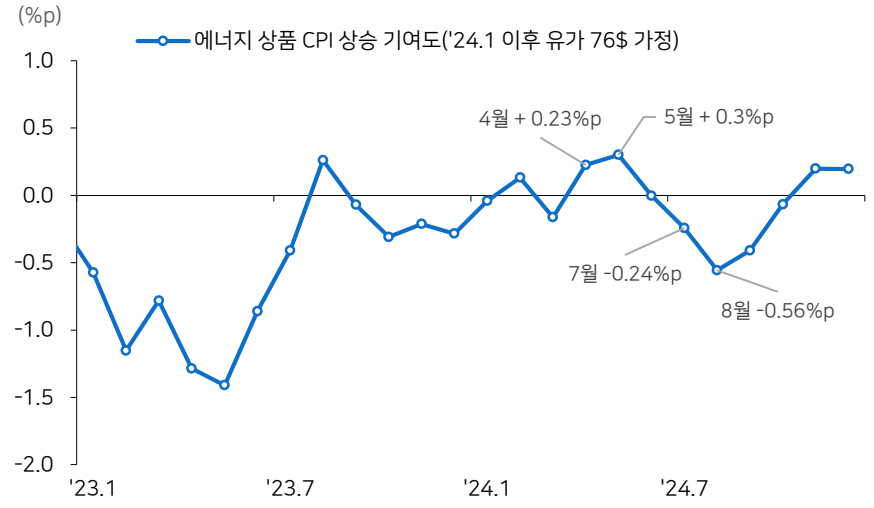
자료: 메리츠증권 리서치센터

[통화정책] 기저 고려 유가가 통화정책에 미치는 영향 제한적

1월의 Kick:
유가 바겐세일 마감 임박

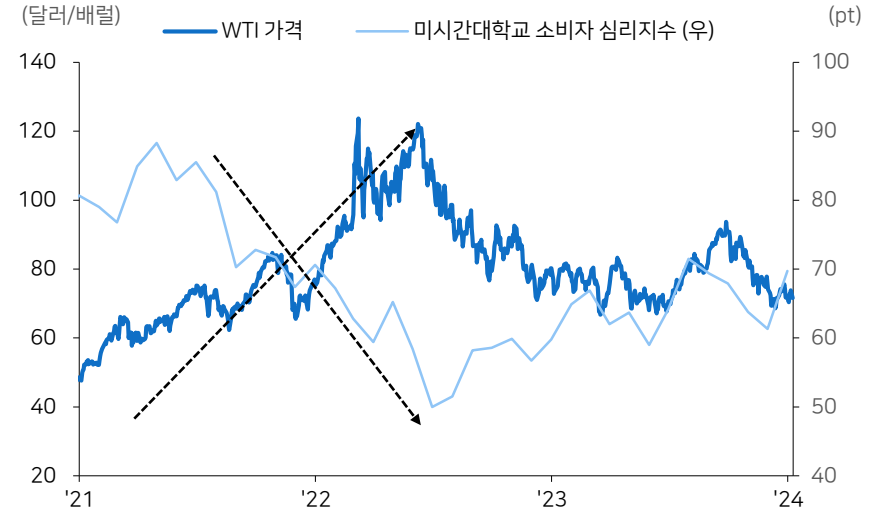
- 유가 상단 80달러, 월평균 76달러 수준에서 움직인다고 가정할 경우
  - 에너지 상품항목, 헤드라인 CPI 기준 4월과 +0.23%p, 5월 +0.3%p 기여
  - 다만 2023년 높았던 기저 고려 하반기 (-) 전환하면서 통화정책에 미치는 영향력은 제한적
- 유가가 일정 수준 이상 상승 시 소비자 심리 위축으로 이어질 가능성 고려할 필요

유가 76달러 가정 시 에너지 상품의 CPI 상승 기여도



자료:US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

유가 상승이 소비자 심리에 미치는 영향 고려해야



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

FI/FX 1월 수제비

연혁 법노트

Part II

FI: 마지막 언덕

[미국] 견조한 경기가 야기한 2022년 미국채 약세장

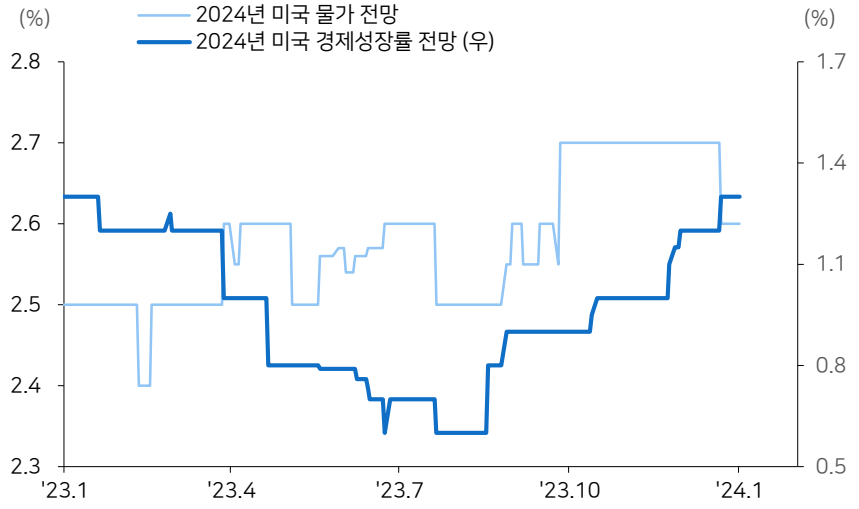
미국채 금리:
마지막 언덕

- 2023년 하반기 미국채 약세장은 예상보다 견조한 경기가 야기
  - 디스인플레 지속에도 강한 경기가 결국 인플레 재확산으로 이어질 수 있다는 우려에 기반
- 2023년 경기전망과 함께 2024년 전망치도 1%대 중반대까지 상향 조정
  - 2024년 물가 전망은 2%대 중반에서 유지
- 일본, 유로존 등 주요국 금리는 자국 내 펀더멘탈보다 미국채 약세장에 연동되는 흐름 보였음

미국 물가 예상치 하회 지속, 반면 경기는 예상보다 견조

자료: Citi, 메리츠증권 리서치센터

2024년 물가 전망은 2%대 중반에서 안정적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[미국] 조정 재료 1) 여전히 강한 미국 경기

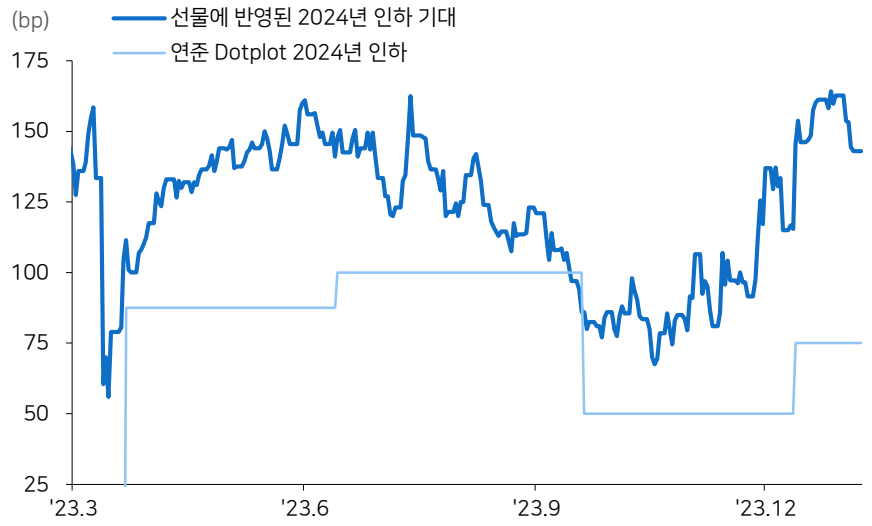
미국채 금리:
마지막 언덕

- 12월 FOMC의 주요 포인트는 경기와 물가의 분리
  - 파월 의장은 여전히 견조한 고용 여건에도 디스인플레 흐름에 자신감을 내비쳤음
  - 파월이 입으로 강한 경기→물가 재확산의 연결고리를 끊어낸 것
- <u>그러나 금리 인하를 위해서는 여전히 경직적인 서비스/임금 물가의 안정화 확인이 필요한 상황</u>
  - 시장은 강한 경기 → 물가의 재확산 연결고리에 다시 주목하기 시작할 것
- 3월, 5월의 금리 인하 기대도 반영한 채권시장, 한 차례 이상의 금리 인하 기대가 조정될 것으로 예상

연초 이후 금리 인하 기대 축소되었으나 여전히 5번(143bp) 이상

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연준 SEP 전망에 시장의 인하 기대 일부 조정되는 흐름 예상



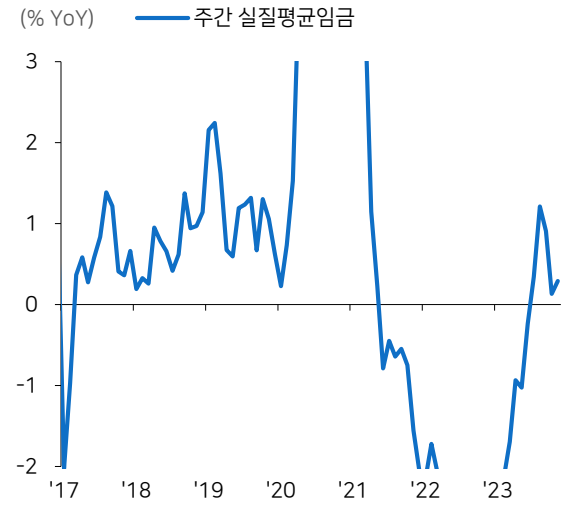
자료: FED, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[미국] 재정자극 약화를 실질임금 개선이 Make up

미국채 금리:
마지막 언덕

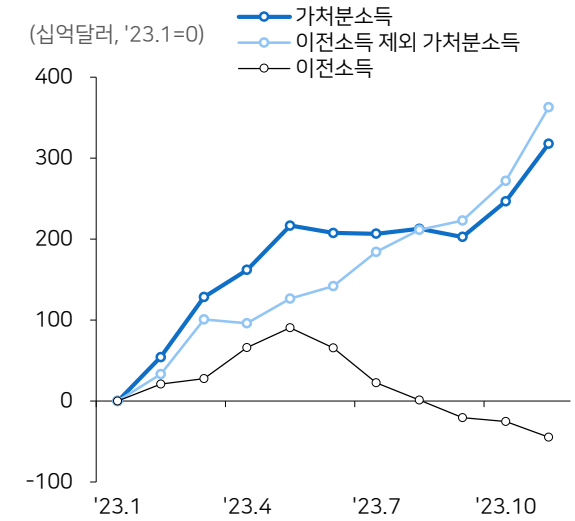
- 10월 실질 임금 증가세, 평년 대비 강하지는 않으나 (+) 전환
- 재정자극이 약화되며 가처분소득 3분기 전월대비 (-) 지속되었으나, 4분기 (+) 전환
- 가계에 남아있는 현금성자산+실질임금 (+) 전환은 양호한 미국 소비 뒷받침해주는 요인

실질임금 상승폭 크지는 않지만 (+) 전환



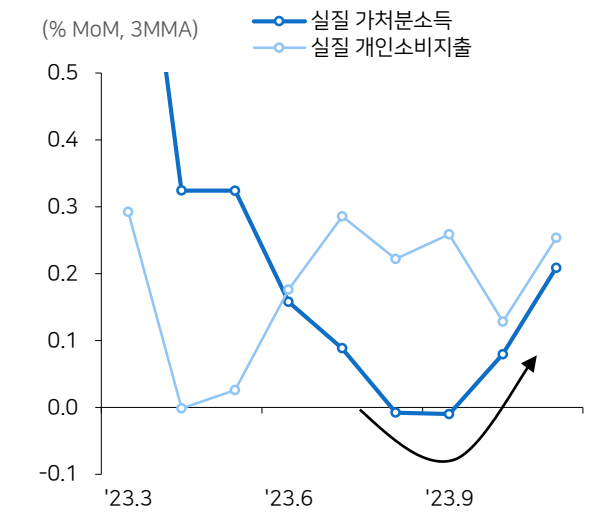
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

실질임금이 재정자극 약화 make up



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

개인소비지출도 양호한 추이 지속



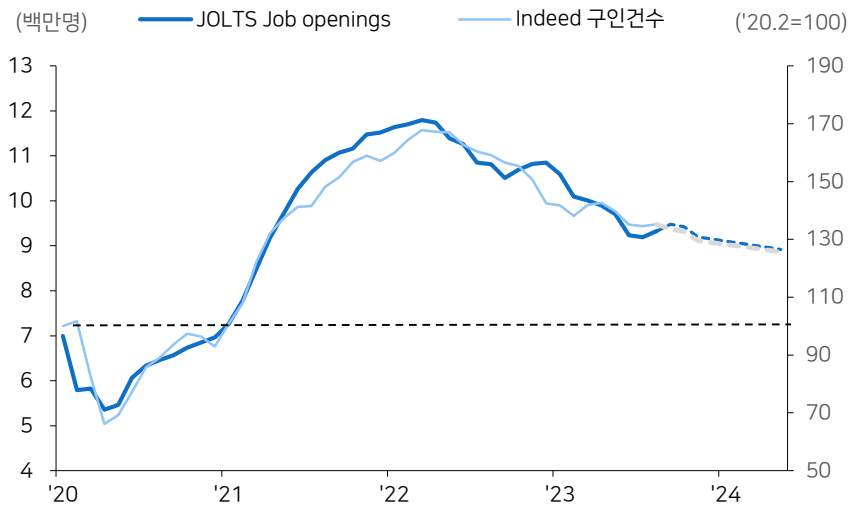
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

[미국] 고용 여건 여전히 타이트

미국채 금리:
마지막 언덕

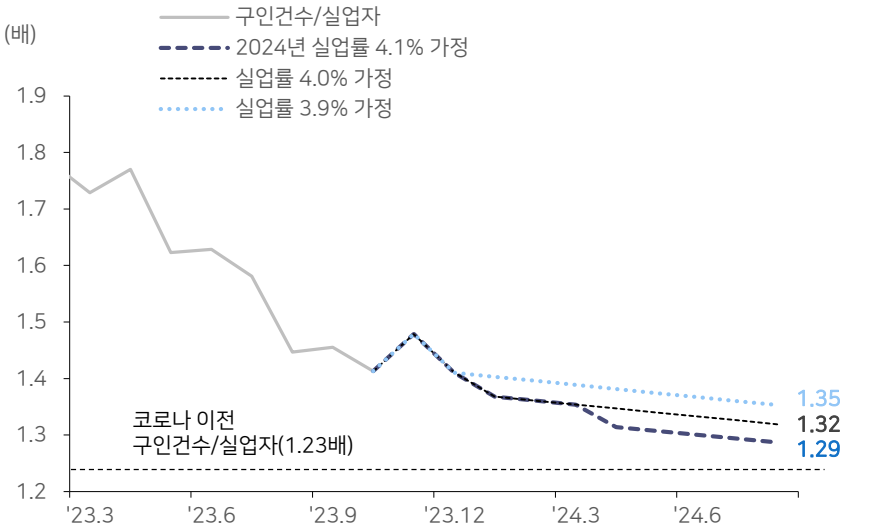
- 고용여건도 완화되고 있으나, 구인건수 감소세 더딘 측면
- 지난해 하반기 노동수요 축소 기울기 지속된다고 가정 시,
  6월 실업률 4.1%까지 상승하더라도 구인건수/ 실업률 배율 코로나 이전 수준 상회
- 추가적인 임금 물가 하락을 위해서는 노동수요 감소 기울기 가팔라질 필요

구인건수 감소하고 있지만 기울기 완만해



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

'23년 하반기 기울기 유지 시, 실업률 상승해도 코로나 전 대비 고용시장 타이트



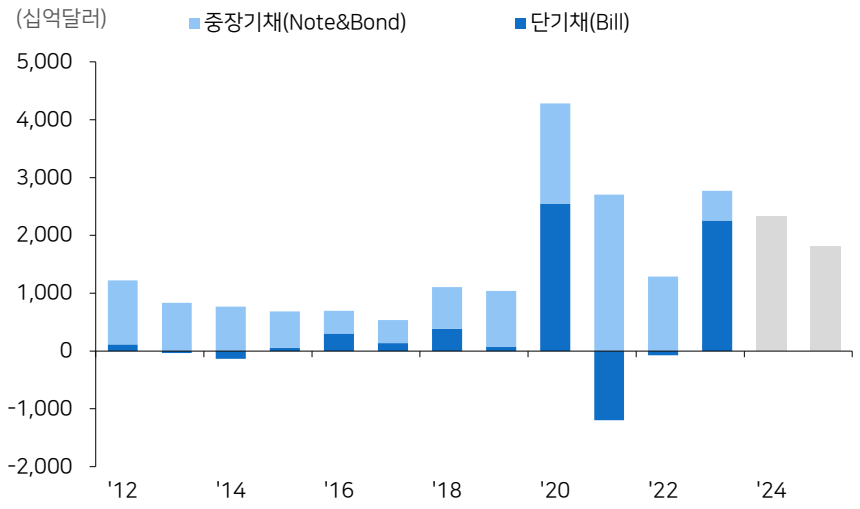
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

[미국] 조정 재료 2) 재무부 분기별 펀딩계획

미국채 금리:
마지막 언덕

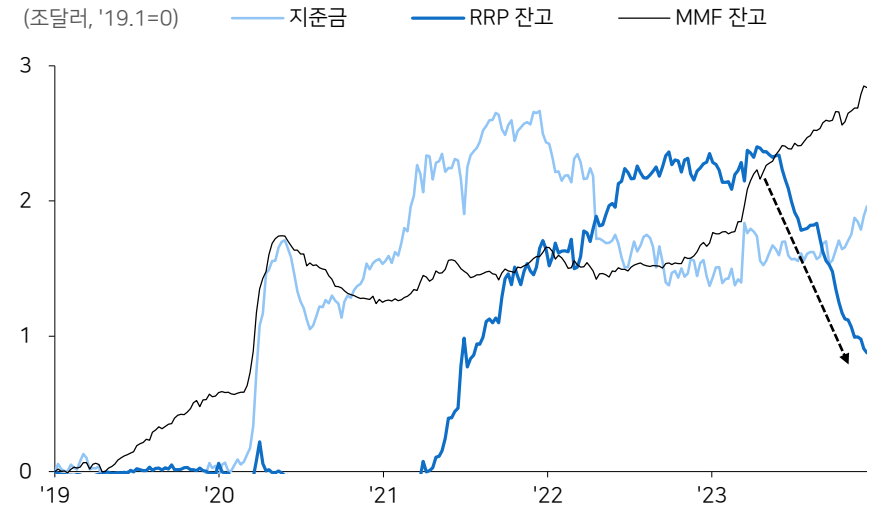
- 당사는 지난해 미국채의 발행물량 우려가 과대평가 되어있다고 주장해왔음
- 이는 1)미국채 수요가 예상보다 탄력적이고 2) 만기별 비중을 재무부가 정할 수 있기 때문
  - 재무부는 시장의 수요를 고려 재정증권 비중을 크게 늘렸음
- QE국면에서 확대된 RRP는 재정증권의 수요처로 작용
  - 다만 최근 RRP 잔고 재정증권 발행 소화하며 빠르게 감소, 4월 내 소진 예상
- 2분기 발행계획에서 재정증권 발행 비중 소폭 낮아질 것으로 예상, 단기적으로 금리 조정 재료

발행물량 증가에도 재정증권(단기채) 비중 높아 부담 크지 않았음



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

단기채 받아주던 RRP 잔고 4월 내 소진 예상



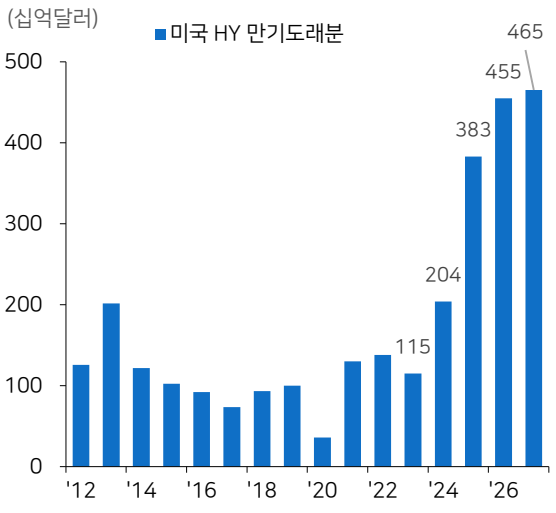
자료: FED, ICI, 메리츠증권 리서치센터

[미국] 조정 이후 하락 재료 1) 기업의 부채부담 본격화

미국채 금리: 마지막 언덕

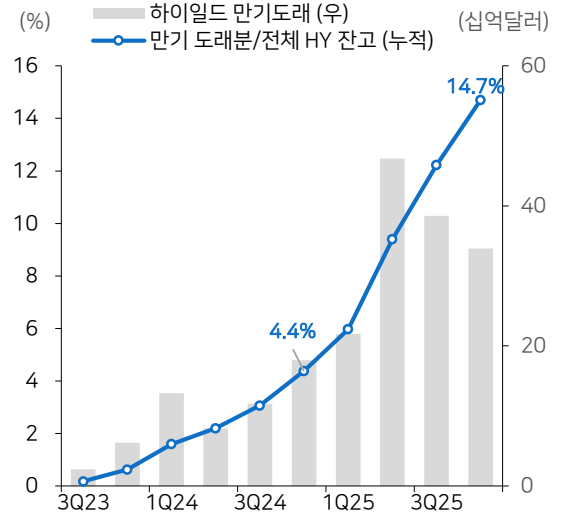
- 미국 기업, 코로나 국면의 저금리 활용하며 고금리 부채 부담 우회
  - '22~'23년, 발행량 크게 감소, 만기도래분도 제한적
- 2024년부터 회사채 만기도래 본격화, 발행 당시 조달금리 대비 4%p 가량 금리 높아진 상황
- IG의 경우에도 2024년에 전년대비 700억달러 가량 만기도래분 증가('23년 만기도래 4,000억달러)

하이일드 만기도래분 올해 '23년 대비 2배 증가



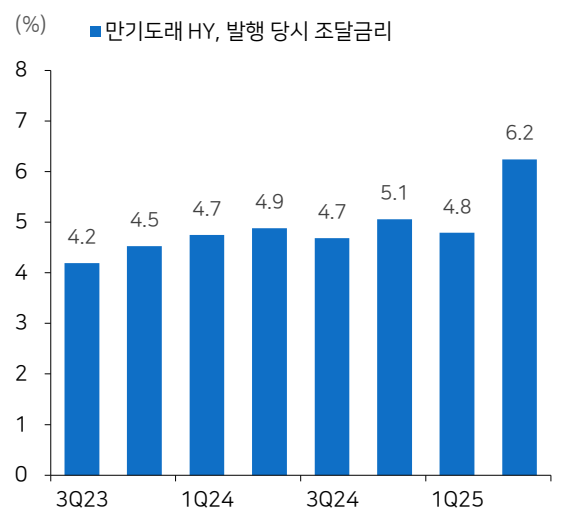
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

HY 만기도래 분기별 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

올해 만기도래하는 HY 발행 당시 조달금리



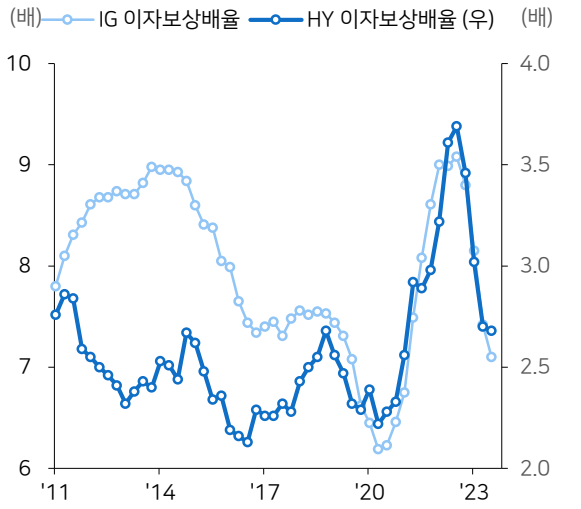
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[미국] 기업 마진 악화 → 실업자 증가로 이어질 것

미국채 금리:
마지막 언덕

- 상대적으로 만기도래분 균등하게 돌아온 IG의 경우 이자보상배율 평년 수준 하회 중
- HY의 경우에도 빠르게 이자보상배율 하락하고 있음
- 기업, 조달금리 상승&마진 축소 국면에서 비용지출 줄이려는 노력 이어질 것
  - 과거에도 이자보상배율 높아지는 국면에서 실업자 동반 증가
- 기업 디폴트에 선행하는 성향이 있는 선별적 디폴트(SD)는 최근 빠르게 늘어나고 있음

IG/HY 이자보상배율 빠르게 하락 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기업들의 마진 악화, 실업자수 증가로 이어져

자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

전체 채권 종목 대비 파산, 코로나 이전 수준 웃돌아

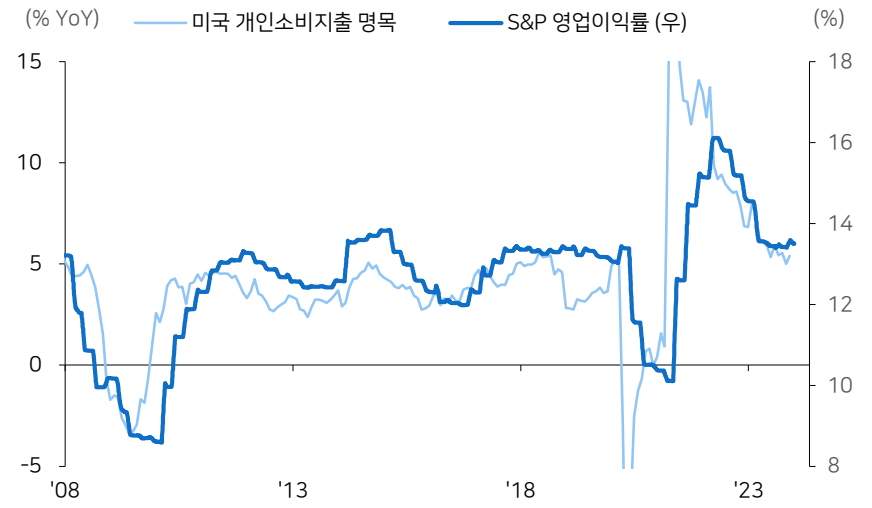
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[미국] 하락 재료 2) 기업의 약해진 가격 전가력

미국채 금리:
마지막 언덕

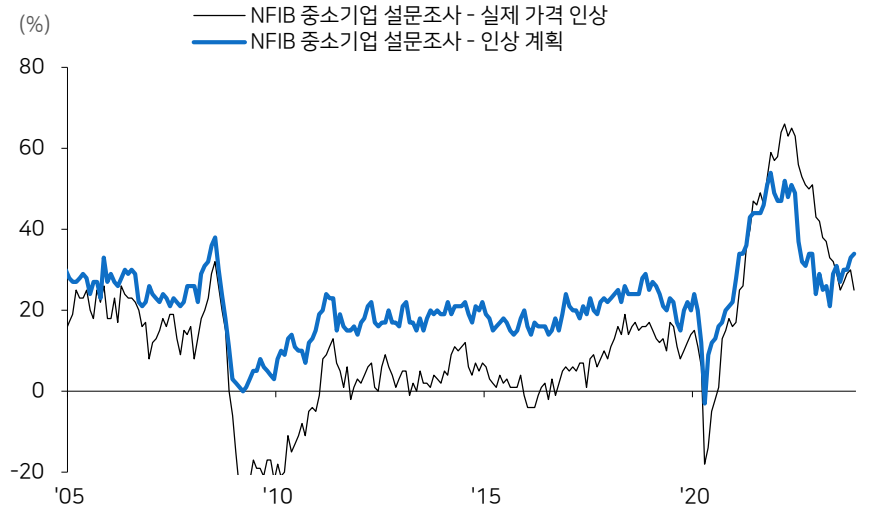
- 기업의 마진율, 비용보다 수요가 중요
  - 비용 부담이 높아지더라도 수요가 강하지 않으면 가격을 전가할 수 없기 때문
- 미국 소비지출 전년동기대비 기준으로도 들릴만큼 강한 상황은 아님
  - 마진율 코로나 이후 평년수준까지 내려온 상황
- NFIB 설문조사에서 인상 계획 → 실제 가격 인상으로 이어지지는 않고 있음
- 이는 미국 소비자들의 가격 민감도가 높아져 가격을 전가하기 쉽지 않기 때문

미국 소비지출, 기업 마진율 들어올릴만큼 강하지 않음



자료: US BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

중소기업 실제 가격 인상에 나서고 있지는 못함



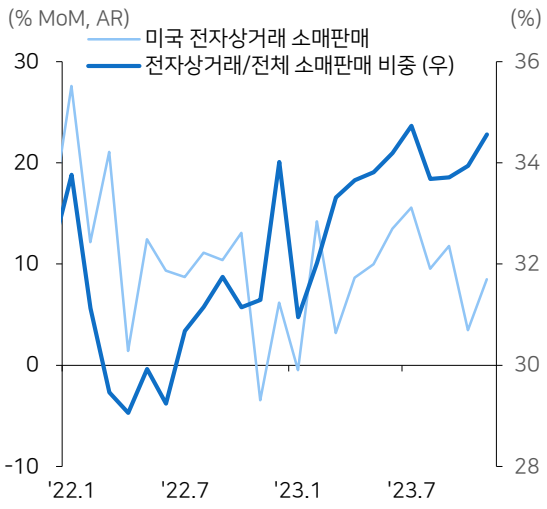
자료: NFIB, 메리츠증권 리서치센터

[미국] 미국 소비자, 높아진 가격민감도

미국채 금리:
마지막 언덕

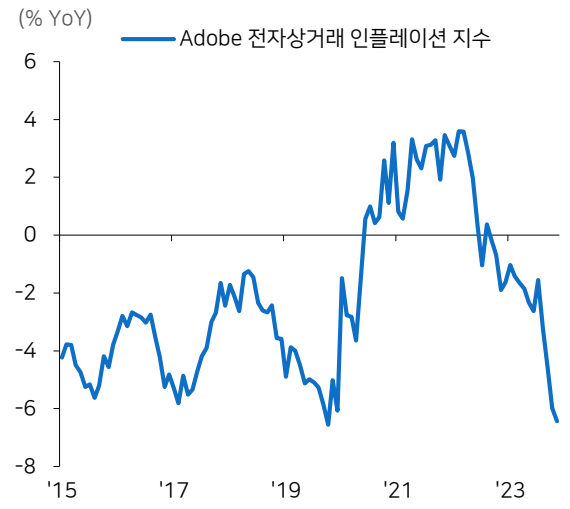
- 미국 소매판매 중 상대적으로 저렴한 전자상거래의 비중은 지속적으로 높아지고 있음
- 매우 강한 전자상거래 소비 증가세에도 전자상거래 인플레는 빠르게 안정화 중
  - 일부 전년동기대비 물가상승률이 (+) 기록한 품목들은 의료기구 등 필수재 중심
- 여러 소비심리에서 확인되듯, 미국 소비자 물가가 너무 높다는 인식→높아진 가격민감도로 이어짐

가격이 상대적으로 저렴한 전자상거래 소비 증가



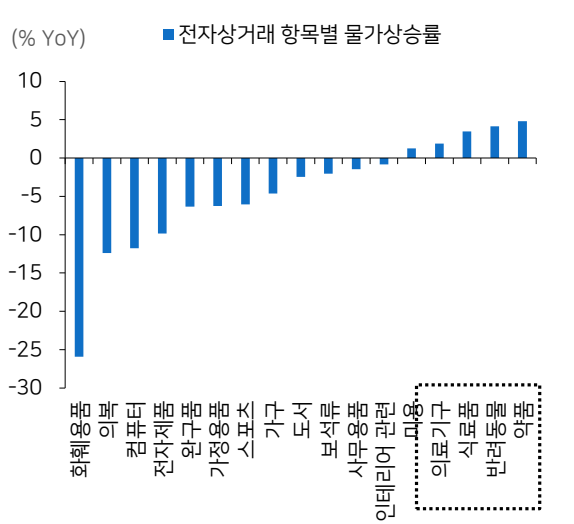
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

전자상거래 인플레 지수는 빠르게 하락



자료: Adobe Analytics, 메리츠증권 리서치센터

필수재 제외 항목에서 디플레이션 확인하고 있음



자료: Adobe Analytics, 메리츠증권 리서치센터

[미국] 강한 소비, 인플레 압력으로 이어지지 않아

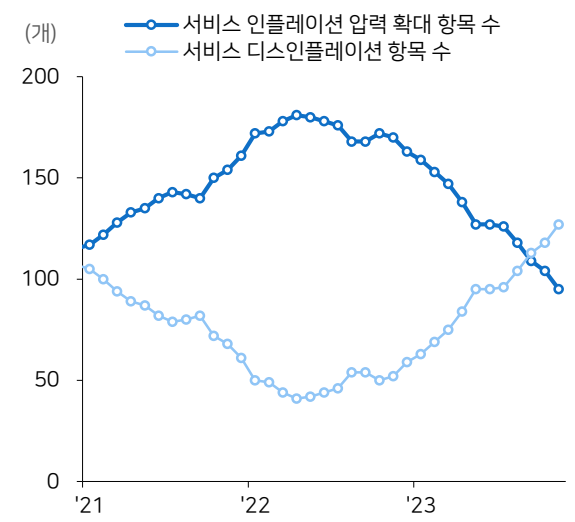
미국채 금리:
마지막 언덕

- 물가 = ① 비용+ ② 비용 위에 얹어지는 기업들의 마진율
  - 비용) 현재 문제가 되는 서비스업의 경우, 고용시장 정상화에 따른 임금물가 하향안정화 진행
    마진율) 기업들의 약해진 가격 전가력으로 강한 소비가 인플레 확대로 이어지지 못함
  - 향후 기업들의 부채부담 본격화되면서 임금 물가 하향, 수요 둔화→낮은 마진 유지될 것
- AT FED의 모델에 따르면 수요견인 인플레 요인도 이미 크게 완화
  - 수요 견인 인플레- P와Q의 방향이 동일 / 공급 인플레 - P와Q의 방향이 반대인 성질 이용
-

수요가 견인하는 인플레 요인도 완화 중

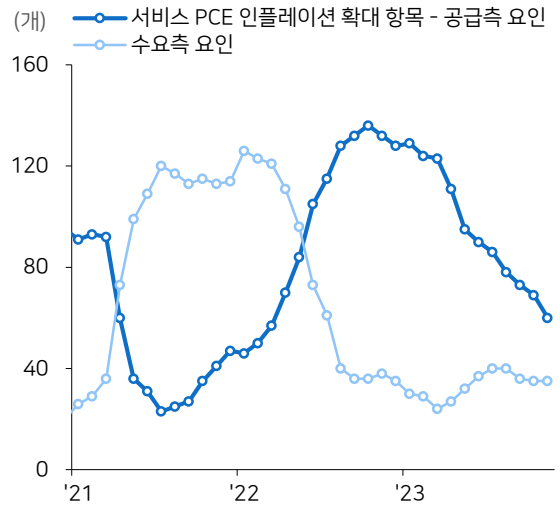
자료: AT FED, 메리츠증권 리서치센터

서비스 디스인플레이션 압력 확대 중



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

서비스 항목의 물가 견인력 제한적



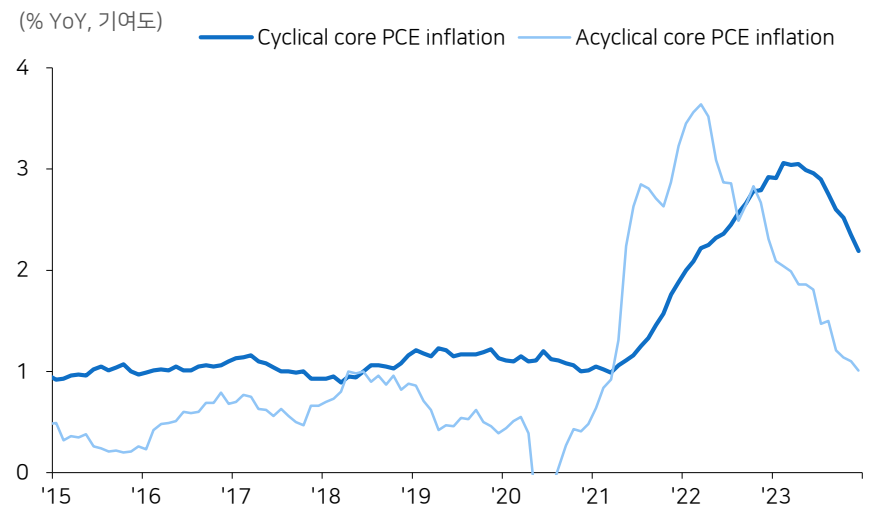
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

[미국] 경기민감 산업 노동수요 제한적

미국채 금리:
마지막 언덕

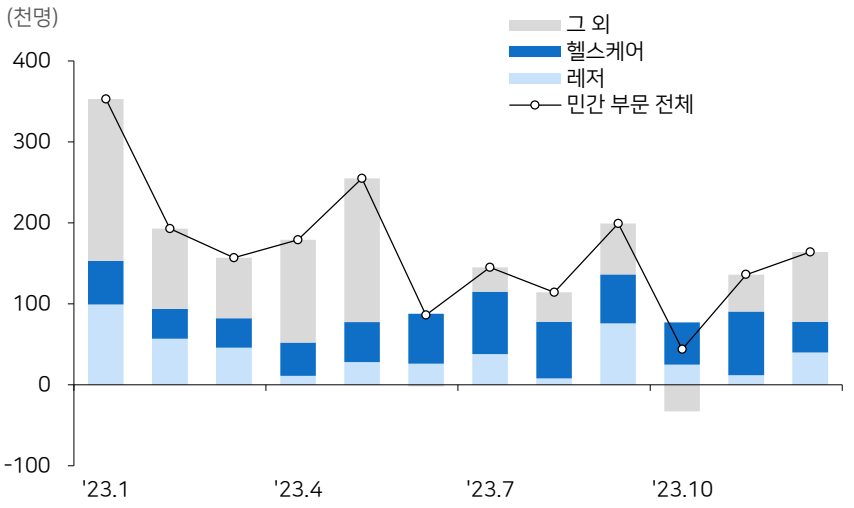
- 경기민감한 산업의 인플레 압력도 완화 중, 전반적인 산업의 탄력은 둔화
- 최근 비농업 취업자에서도 경기에 둔감한 헬스케어가 차지하는 비중이 높음
- 코로나 이전 대비 늘어난 초과 Job openings도 헬스케어가 36.7%로 가장 높음
  - 그 외에는 전문서비스 21%, 레저 14%로 일부 산업군에 편중

경기에 민감한 산업에서 디스인플레이션 압력 확대



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

고용 증가는 경기에 민감하지 않은 헬스케어 부분 비중 높아



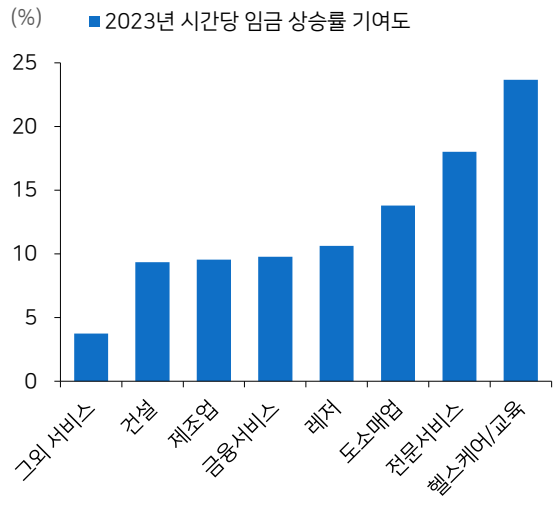
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

[미국] 고용 여건 정상화 이어지고 있어

미국채 금리:
마지막 언덕

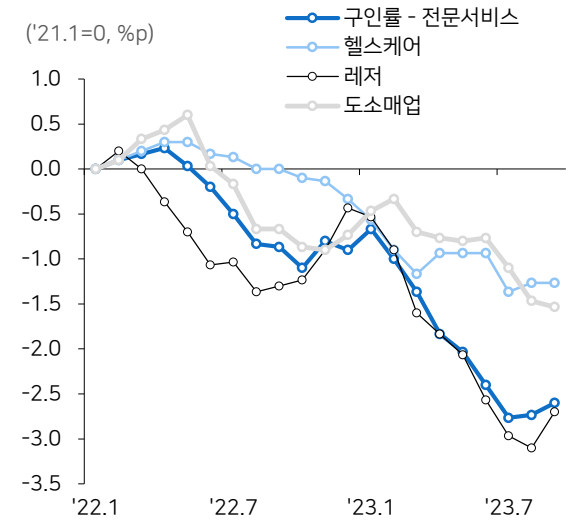
- 임금 상승 기여도가 높은 상위 4개 항목의 구인률 하락세 지속
- 코로나 이전 대비 구인건수 레벨이 아직 큰 폭으로 높은 레저는 구인률 가파르게 하락
- 헬스케어의 경우 최근 구인률 하락 기울기 더딘 측면 있으나, 임금물가가 2%대로 빠르게 안정화

산업별 시간당 임금 상승률 기여도



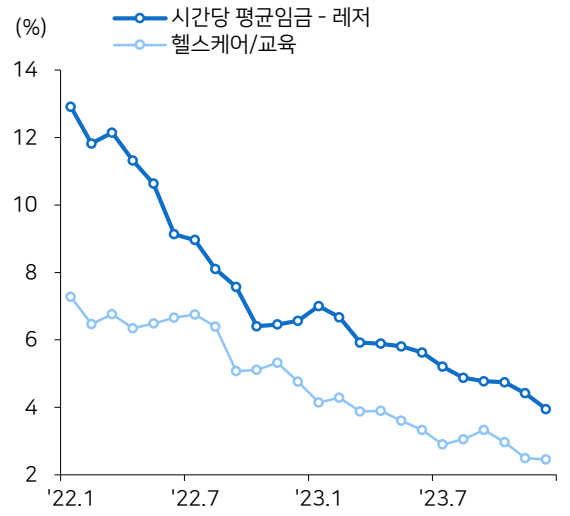
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

주요 산업에서 구인률 하락 확인



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

초과수요 많은 헬스케어,레저 임금 빠르게 둔화



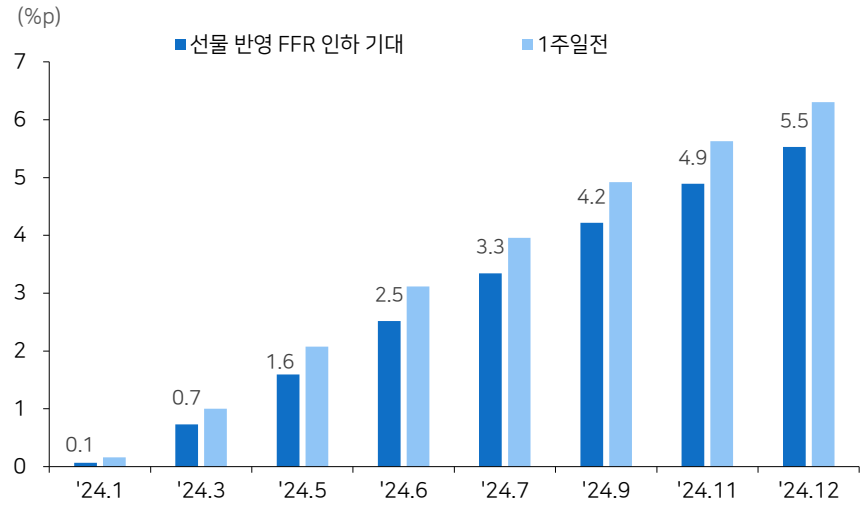
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

[미국] 방향은 맞지만 앞서나간 미국채 금리

미국채 금리:
마지막 언덕

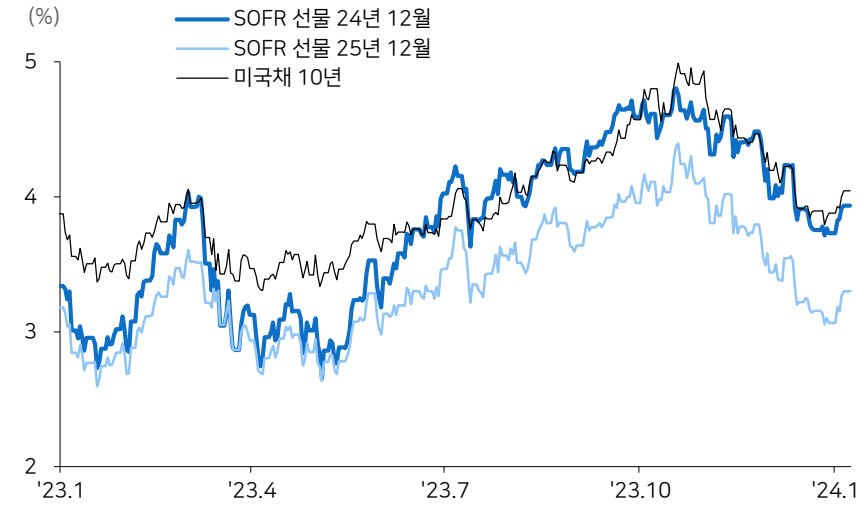
- 미국채 금리는 1~2개월내에 1) 공급물량 부담 2) 견조한 경기 기반 조정이 불가피할 것으로 예상
- 여전히 선물시장은 3월 인하기대를 70% 가량, 5월 인하 기대는 90% 가량 반영하고 있음
- 3월, 5월 인하기대는 여전히 강한 경기를 반영하면서 일부 되돌릴 가능성에 무게
- 상반기까지의 시계내에서는 하락 룸 있는 것으로 판단
  - 지난해 2024년의 인하 기대 선반영한 것과 같이 2025년의 인하 기대 반영해나가기 시작할 것
- - 미국채 10년 기준 상반기 3.7%, 연내 3.3% 수준 타겟. 1~2월 조정 상단은 4.4% 예상

3,5월 인하 기대는 앞서나간 측면, 조정요인으로 작용할 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

올해 상반기 지나면서 2025년 인하기대까지 프라이싱할 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[미국] 물가 안정화만으로 정당화되는 금리 레벨

미국채 금리:
마지막 언덕

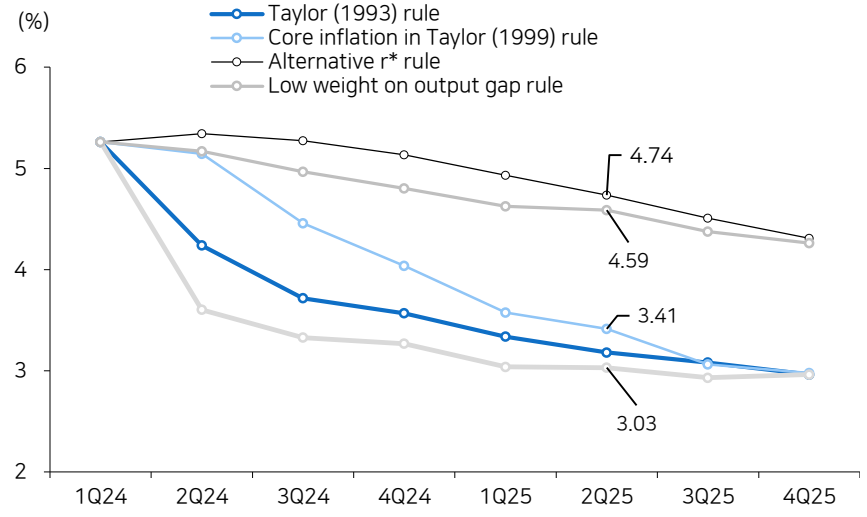
- 적정 기준금리를 측정하는 여러 모델을 활용, 내년 75bp 이상의 금리 인하는 정당화될 수 있는 범위
  - 2024년까지 연방금리 4.1%, 근원 물가 2.7%, 헤드라인 2.5%로 보수적인 가정 적용
- 높아진 R* 반영(1.04%, SEP 기준 0.5%) 한 Alternative R* 모델 – 4.74%
  전통적인 Taylor Rule 대비 실업률갭에 가중치가 2배인 Core Inflation Taylor Rule – 3.4%
- 경기에 보수적인 모델에 기반해도 75bp 이상의 금리인하 정당화

모델 추정치 테이블

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PCE (% YoY)	2.8	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4
근원 PCE (% YoY)	3.2	3.0	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4
실업률 (%)	3.9	4.0	4.1	4.1	4.2	4.2	4.2	4.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

주요 모델 적정 연방기금금리 추이



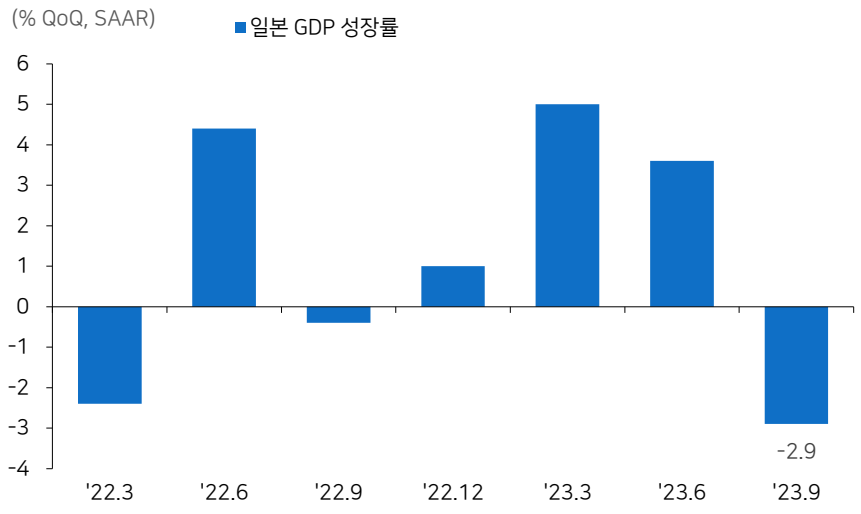
자료: Cleveland FED, 메리츠증권 리서치센터

[일본] 정상화는 아직

일본채 금리:
정상화는 아직

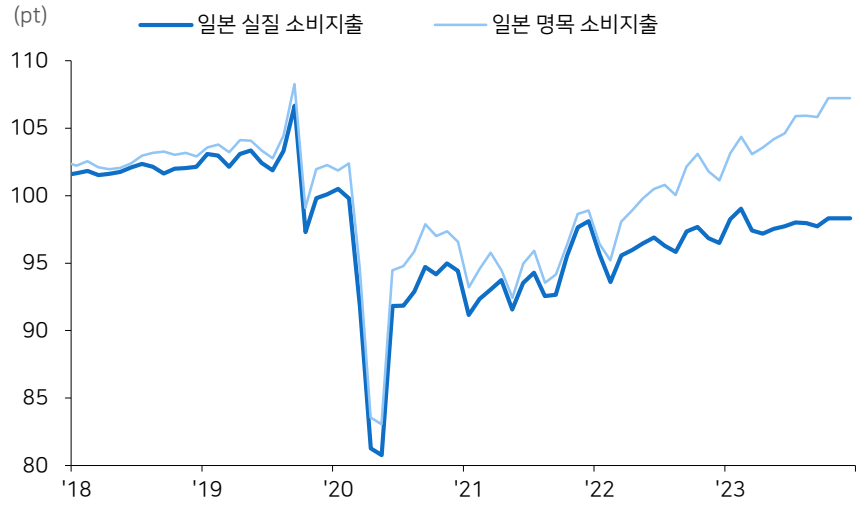
- 일본, 정책 정상화 시점은 대기업 춘투(춘계 노사협상) 결과를 확인하는 4월 이후
  - 앞당겨질 리스크 보다는 뒤로 밀릴 가능성이 더 높은 것으로 판단
- 2% 인플레 목표는 달성해나가고 있으나, 임금상승-소비확대의 선순환 확인해야할 필요
- 3분기 GDP -2.9% QoQ(연율화) 기록, 소비도 -0.8% 감소

일본 3분기 GDP 부진, 소비도 -0.8% QoQ(연율화) 기록



자료: BOJ, 메리츠증권 리서치센터

일본 실질/명목 소비지출 추이



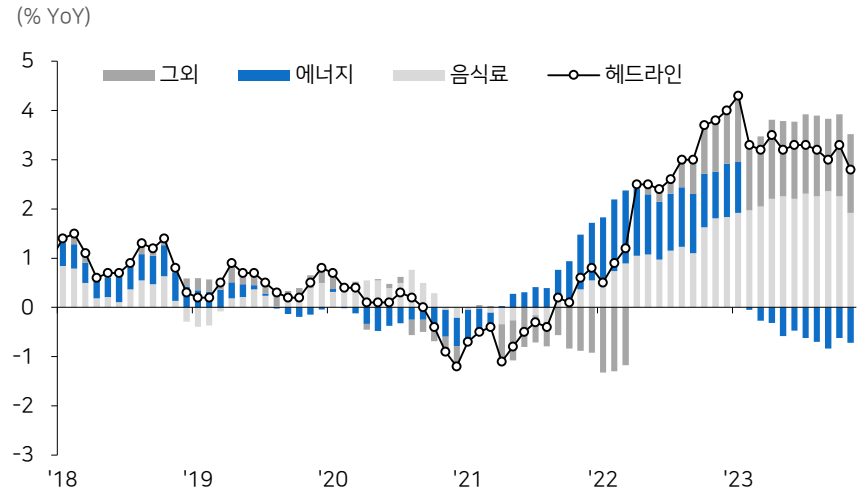
자료: BOJ, 메리츠증권 리서치센터

[일본] 2% 목표에 가까워지는 일본 물가

일본채 금리:
정상화는 아직

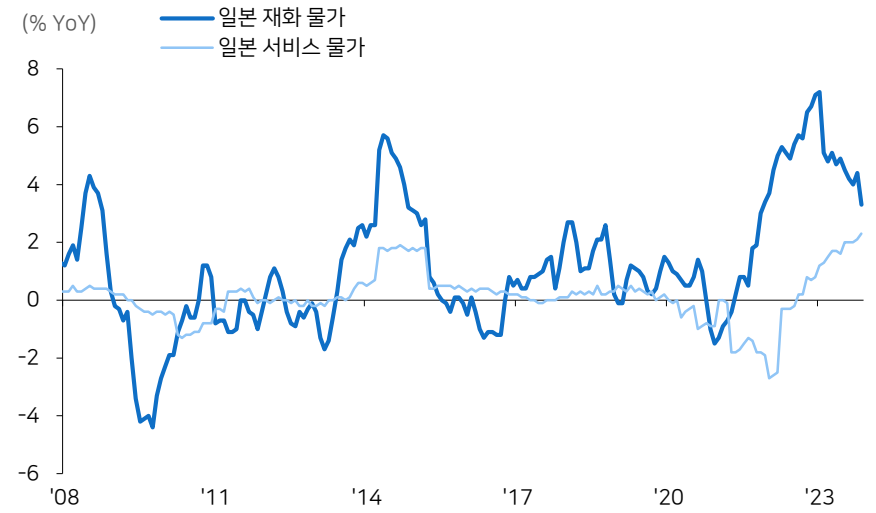
- 일본 물가, 에너지/음식료 등 공급측 파급효과 요인들 점차 완화 중
- 재화 물가 빠르게 안정화되는 가운데 서비스 물가는 2% 수준까지 상승

공급측 물가의 파급효과 점차 완화 중



자료: 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

서비스 물가는 2% 목표에 가까워지고 있음



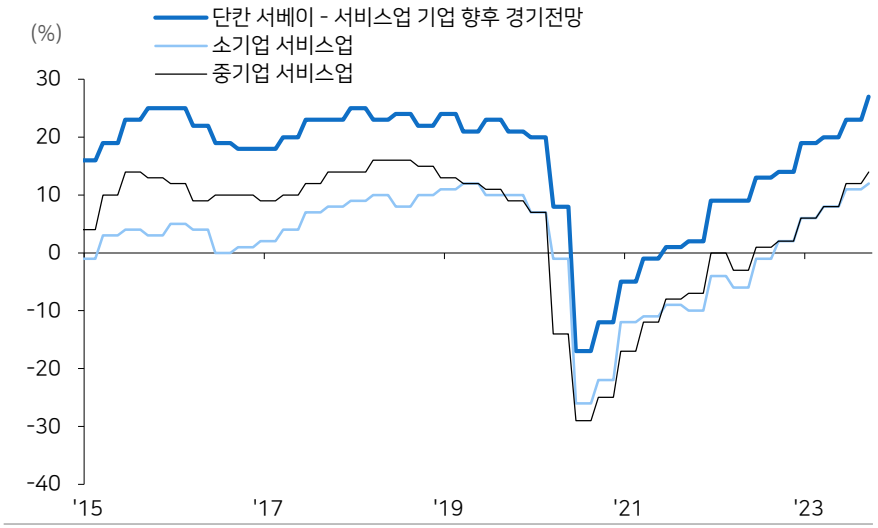
자료: 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

[일본] 임금을 올려줄 여유가 있는 일본 기업

일본채 금리:
정상화는 아직

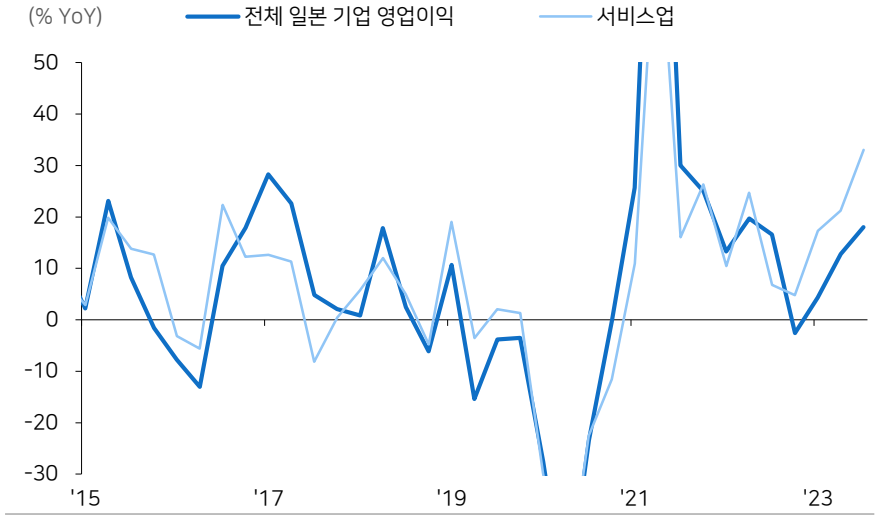
- 일본 기업들 향후 경기전망 개선되고 있음
  - 비용 부담 줄어가는 가운데, 양호한 내수 확인하고 있기 때문
- 일본 기업의 영업이익도 서비스 산업을 중심으로 개선 중

양호한 소비 기반 기업들의 경기전망 기대 높아져



자료: BOJ, 메리츠증권 리서치센터

서비스업 중심으로 일본 기업 영업이익의 견조한 개선 확인



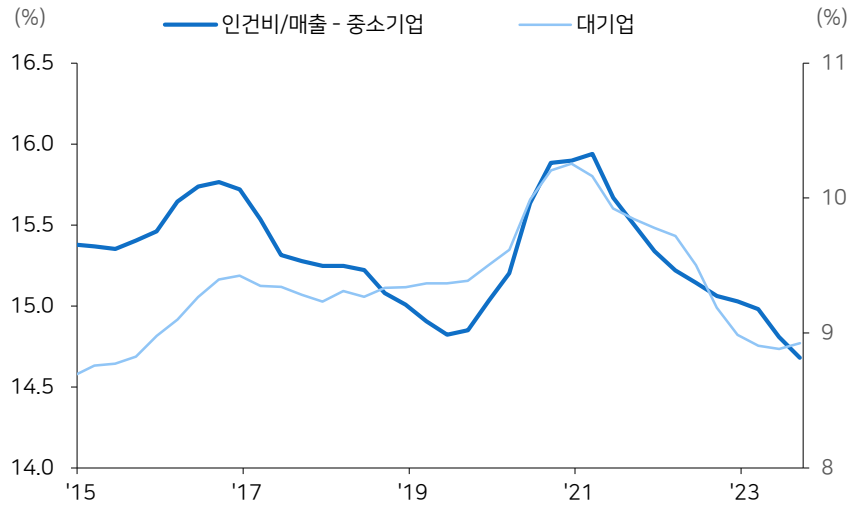
자료: 일본 재무성, 메리츠증권 리서치센터

[일본] 임금을 올려줄 여유가 있는 일본 기업

일본채 금리:
정상화는 아직

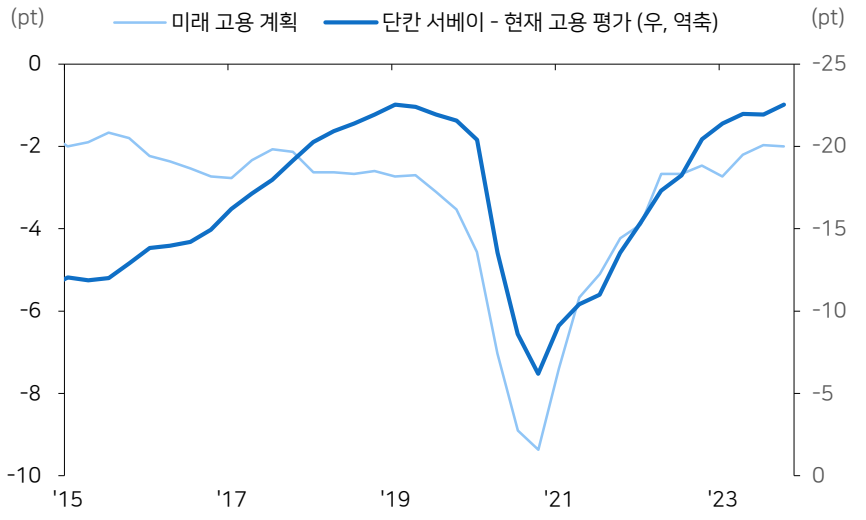
- 매출이 빠르게 증가하면서 인건비/매출 비중은 평년 수준을 밑돌고 있음
- 이에 기반해 미래 고용 계획에 긍정적인 응답 증가 중 (단칸 서베이)
  - 현재 고용여건 타이트하다는 응답 또한 여전히 높아

인건비가 매출에서 차지하는 비중 줄어들고 있음



자료: 일본 재무성, 메리츠증권 리서치센터

일본 기업, 향후 고용 확대할 의사 확대 중



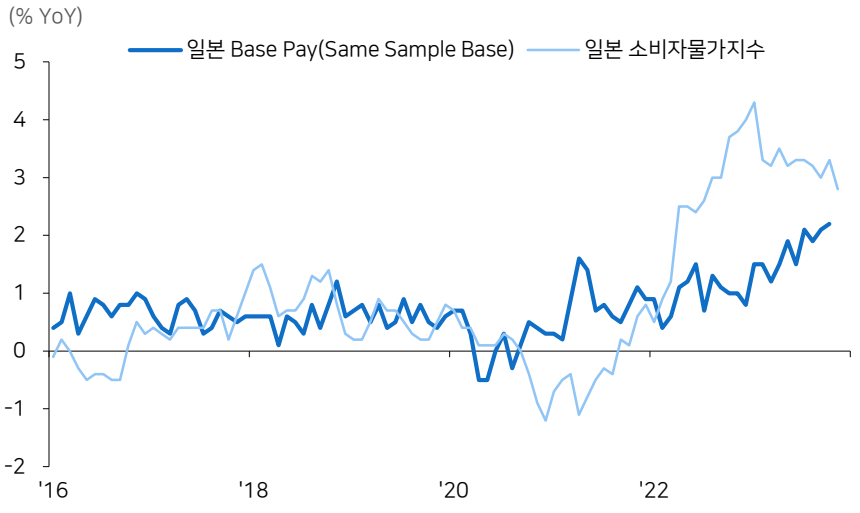
자료: BOJ, 메리츠증권 리서치센터

[일본] 1분기 지나며 일본 실질임금 (+) 가시화 예상

일본채 금리:
정상화는 아직

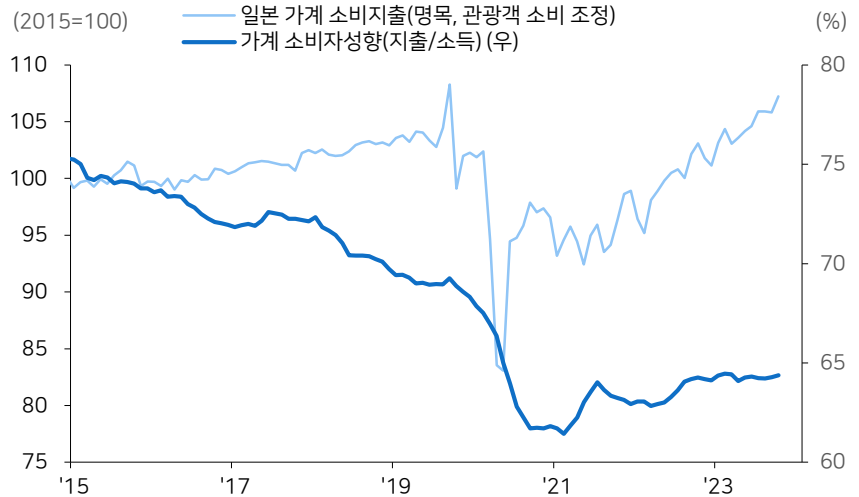
- 같은 표본을 대상으로 하는 임금 상승세는 춘투 결과를 반영 상승세 지속
- 내년 2분기 중 실질 임금의 (+) 전환 확인할 수 있을 것으로 예상
- 일본 가계, 코로나 이전 대비해서도 소비자심리 눌려있음
  - 이는 전례없는 임금 상승세에도 실질임금이 (-) 이기 때문
  - 2024년 춘투 결과 가시화되는 4월 전후로 실질임금 (+)전환 가시화될 것

근원적인 성격의 Base Pay 성공적인 춘투 이후 2% 부근까지 상승



자료: 일본 후생노동성, 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

실질임금 (+) 전환, 가계의 소비자심리 개선으로 이어질 것



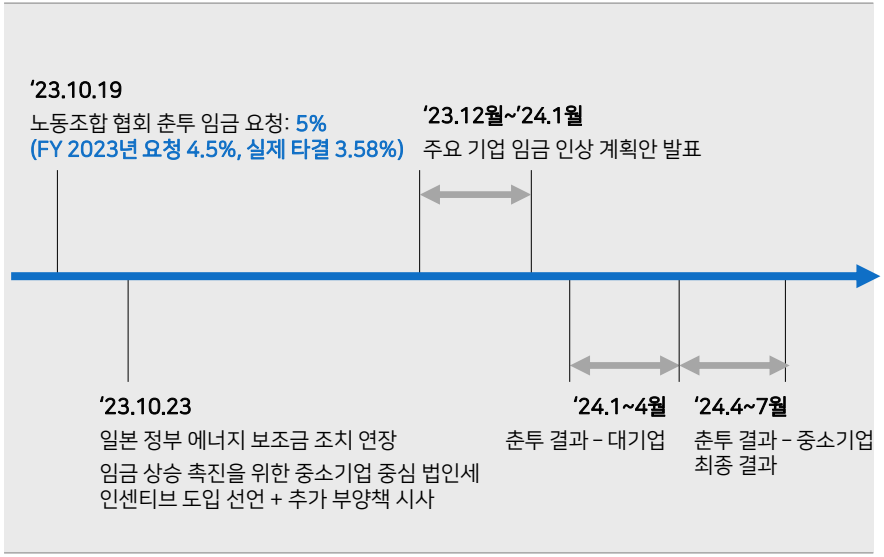
자료: 일본 후생노동성, 메리츠증권 리서치센터

[일본] 1분기 지나며 일본 실질임금 (+) 가시화 예상

일본채 금리:
정상화는 아직

- 1) 춘투 결과의 불확실성 2) 여전히 부진한 소비심리 고려, 4월보다 이른 정상화 가능성 제한적
- 통화정책 정상화 시기 춘투 결과 확인하는 4월이 적기인 것으로 판단
  - 하반기 글로벌 통화정책 완화 국면에서 긴축을 단행하기에는 부담이 높음
  - 다만 글로벌 경기, 소비심리 위축 정도에 따라 하반기로 밀릴 리스크는 고려할 필요
- 지난 금정위에서의 채권 매입 속도 조절에서도 일본의 정상화 의지 확인
- 일본채 10년 1월 정상화 기대 제한적인 상황에서 약보합 흐름 예상. 0.55~0.70% 레인지 제시

4월 춘투로 인한 임금 상승 압력 확인하며 통화정책 조정 예상



자료: 메리츠증권 리서치센터

일본 채권 매입 속도 조절

만기	1Q24		'23.12	
	매입규모 (월간, 십억엔)	횟수	매입규모 (월간, 십억엔)	횟수
<1	150	1	150	1
1~3	300~650	4	400~650	4
3~5	350~750	4	450~750	4
5~10	400~900	4	450~900	4
10~15	100~500	3	100~500	4
15<	50~350	2	50~350	3

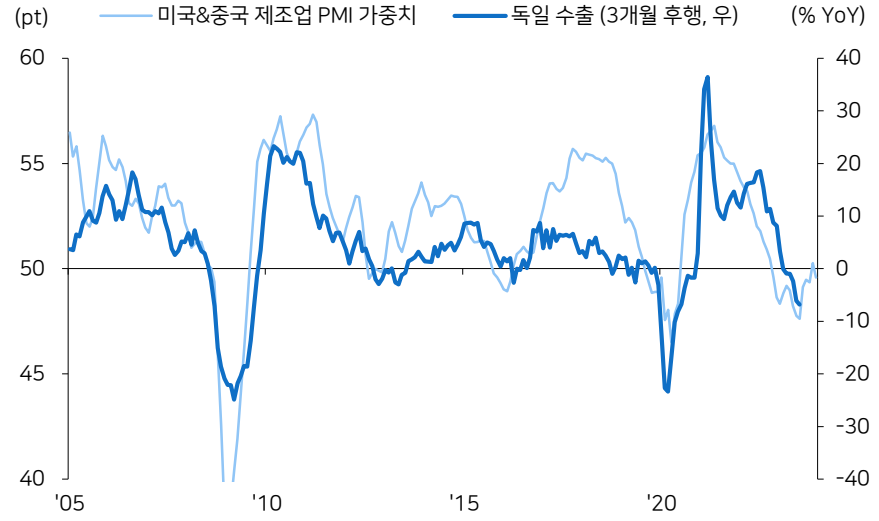
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[유로존] 안전한 선택지 – 부진한 펀더멘탈

독일채 금리:
안전한 선택지

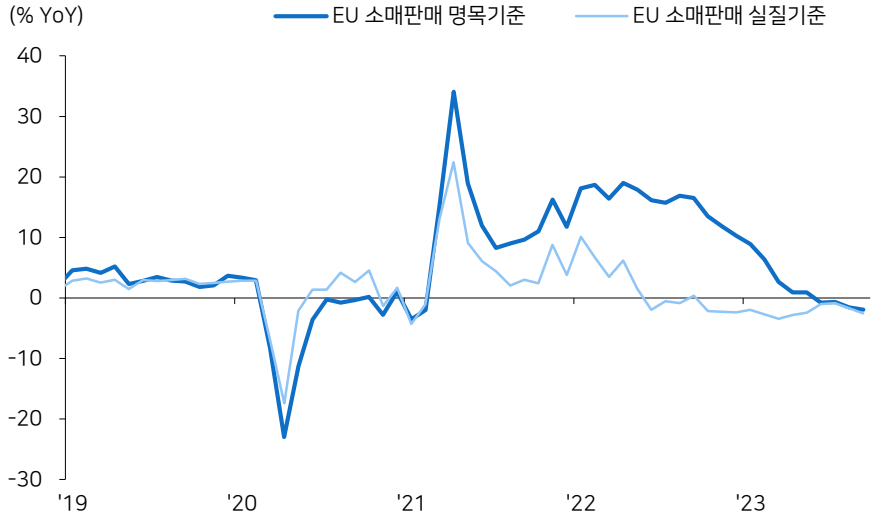
- 유로존 수출 부진한 가운데 소비 여건 또한 위축
- 독일, 부진한 재화 수요로 인해 수출 역성장 지속
  - 최근 중국/미국 제조업 PMI 일부 회복에도 기준선 50pt 하회
- 유로존의 소매판매는 실질 기준으로 2022년 하반기부터 역성장 지속
  - 높은 물가로 인한 구매력 훼손과 제한적인 재정자극의 영향

부진한 유럽 수출 경기



자료: S&P Global, Caixin, Destatis, 메리츠증권 리서치센터

내수 또한 위축 심화



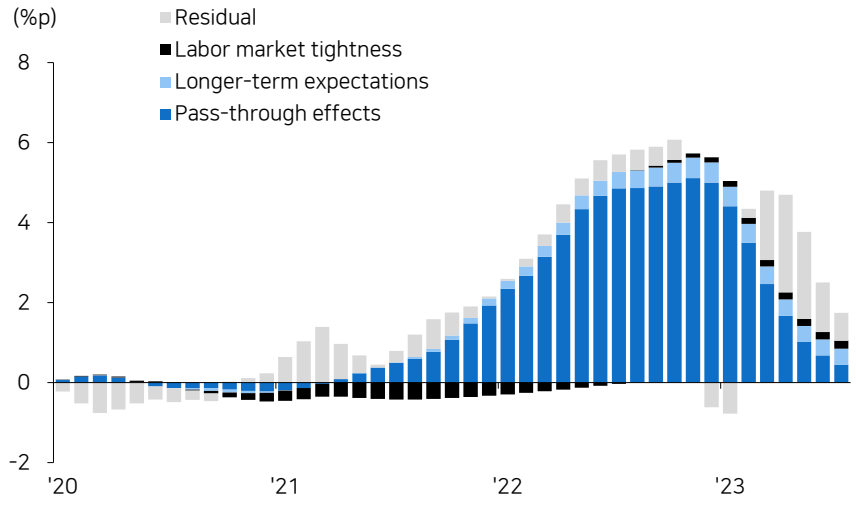
자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

[유로존] 물가는 부진한 수요 기반 안정화 중

독일채 금리:
안전한 선택지

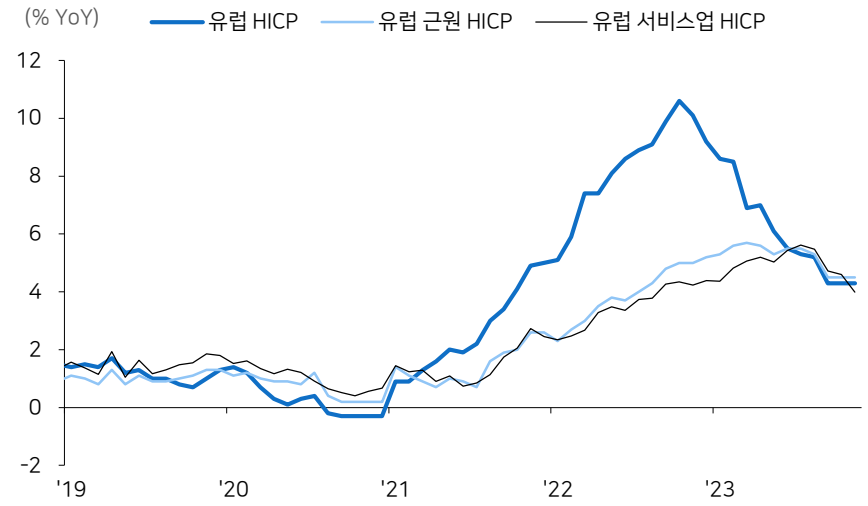
- 부진한 대내외 수요를 반영하며 유럽의 인플레이션은 빠르게 완화 중
  - 대부분 물가 상승 압력이 에너지 가격 등 공급측 요인으로 인한 파급효과가 컸음
- 그럼에도 불구하고 라가르드는 지난 ECB회의에서도 금리 인하에는 선을 긋는 모습
  - 여전히 임금 물가 상승 압력이 강하기 때문

공급측 물가의 파급효과 빠르게 둔화 중



자료: ECB, 메리츠증권 리서치센터

헤드라인 뿐만 아니라 근원 물가도 하향 안정화 확인



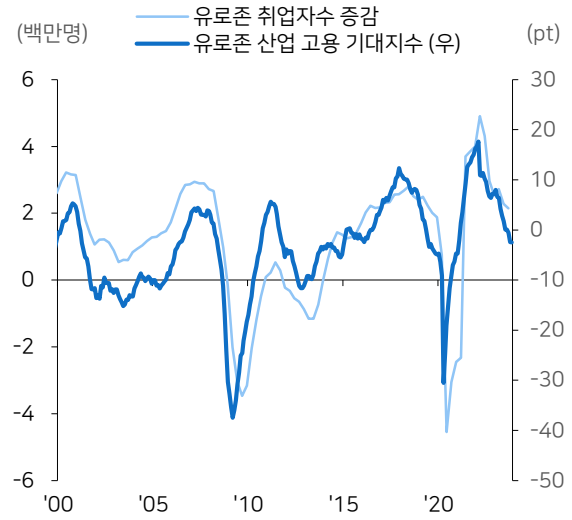
자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

[유로존] 문제인 임금물가도 하향 안정화될 것

독일채 금리:
안전한 선택지

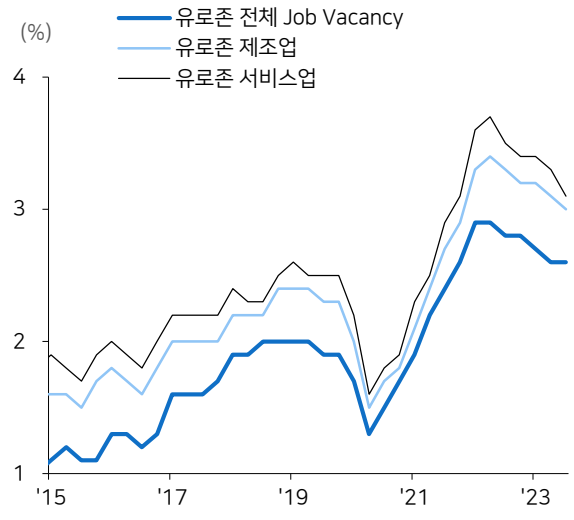
- 부진한 경기 상황에서의 높은 임금물가, 기업들에게 부담 요인으로 작용
  → 기업들의 고용 관련 서베이는 고용 인력 감축을 시사
- 이에 서비스업을 비롯한 빈 일자리수도 하락 중
- 고용 시장 정상화&부진한 내수는 임금의 하향 안정화로 이어지고 있음
  - High frequency 데이터인 Indeed 유로존 임금은 지난해 6월 4.5% → 12월 3.7%로 하락

기업들의 고용 의사는 축소 중



자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

빈 일자리 안정적으로 줄어들고 있어



자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

유로존 임금도 추가적인 하향 안정화 시사

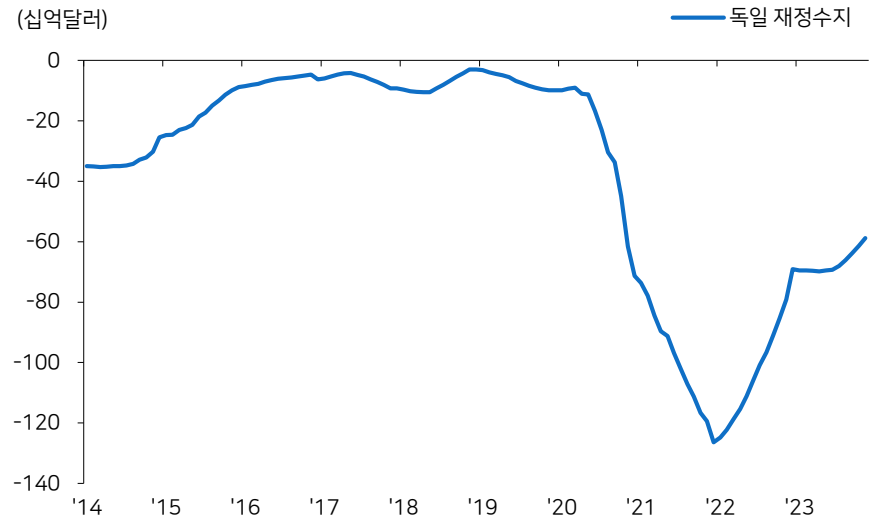
주: 협상임금은 3Q23기준
자료: Eurostat, Indeed, 메리츠증권 리서치센터

[유로존] 채권 공급물량 부담도 제한적인 유로존

독일채 금리:
안전한 선택지

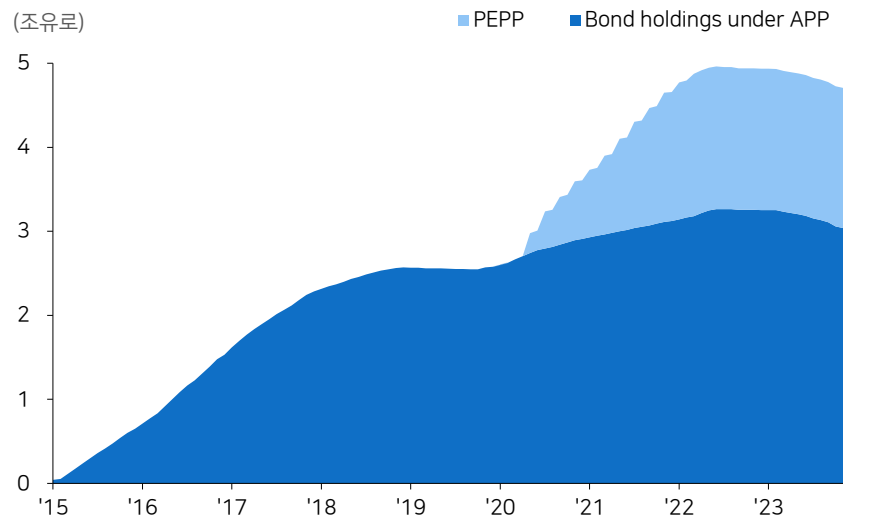
- 독일은 재정 측면에서도 보수적인 입장 재확인
  - 지난 11월 독일 헌법재판소는 예산불용액을 신규사업에 투입하기로 한 결정이 위헌이라고 판결
  - 독일 정부는 이에 부채한도를 유예하지 않고, 일부 세율 인상/일부 투자 감축
- 이는 1) 추가적인 경기모멘텀 기대를 어렵게 하는 요인. 2) 채권 공급물량 부담도 제한적
- 12월 라가르드는 PEPP(펜데믹 긴급 자산매입정책) 자산규모를 내년 상반기까지 유지하기로 결정
  - 일부 우려와 달리 하반기부터 PEPP 축소가 시작되면서 상반기 수급 우려 완화

독일, 재정에 보수적인 입장 재확인



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

PEPP 재투자 중단도 올해 하반기부터 시작



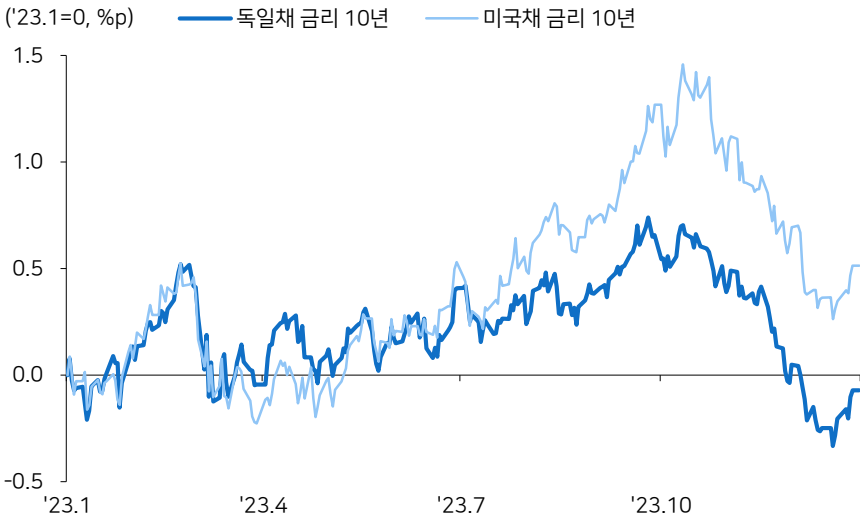
자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

[유로존] 가장 먼저 내릴 ECB

독일채 금리:
안전한 선택지

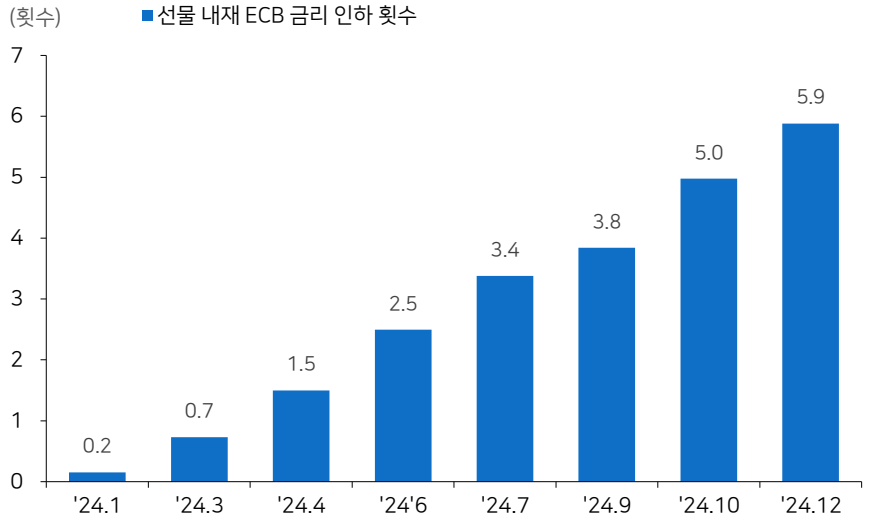
- ECB는 경기 여건의 회복이 더딘 가운데, 임금물가의 하향 안정화 추이 확인해나갈 것
- 2Q중 첫번째 인하 개시할 것으로 예상하며 금리 인하 횟수는 최소 4번으로 예상
  - 주요국 중 단기 조정폭 가장 제한적일 것
- 미국채 금리 상방 열려있어 독일채 금리도 일부 연동되겠으나, 자국내 여건 고려 민감도 낮출 것
- 독일채 금리 1월 레인지 2.05~2.30% 예상

독일채 금리, 미국채 대비 민감도 낮춰갈 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

인하 기대 일부 되돌리겠으나, 위축된 펀더 고려 조정폭 제한적일 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

FI/FX 1월 수제비

연 혁 법노트

Part III

FX: 약달러배 미인대회

[12월 리뷰] 12월 FOMC 이후 약달러 전환

FX: 약달러배 미인대회

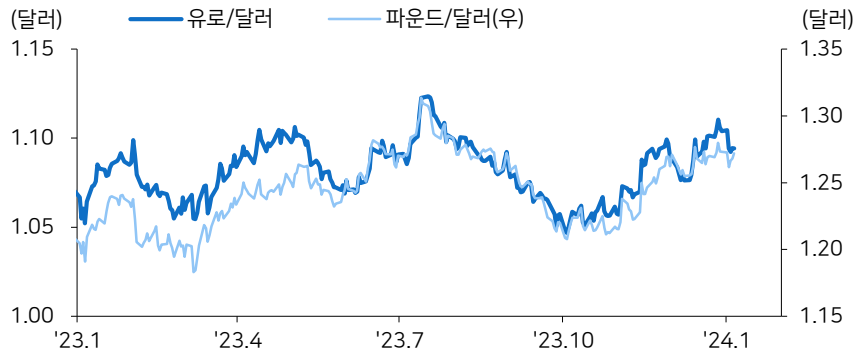
- 12월말 기준 환율: 1) DXY 101.33 (-2.09% MoM), 2) KRW 1,288.10 (+0.16% MoM)
  1) DXY: 12월 FOMC 이후 위험자산 선호 증가. 주식, 채권 시장 강세와 더불어 약달러 전환
  2) KRW: 1,300원 아래에서의 연말 달러 결제 수요와 11월의 과도했던 절상 부담으로 강보합에 그침

달러인덱스 vs. 달러/원 환율 추이

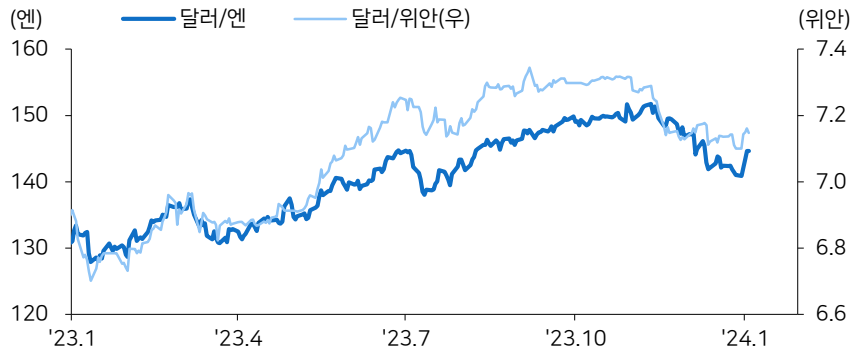
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[12월 리뷰] 12월 FOMC 이후 약달러 전환

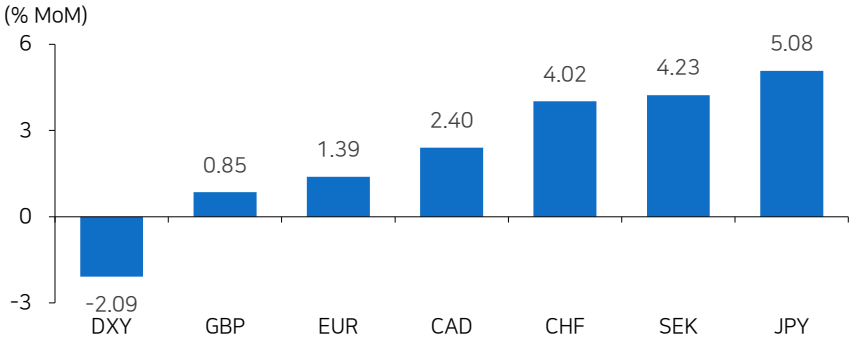
유로/달러 vs. 파운드/달러



달러/엔 vs. 달러/위안

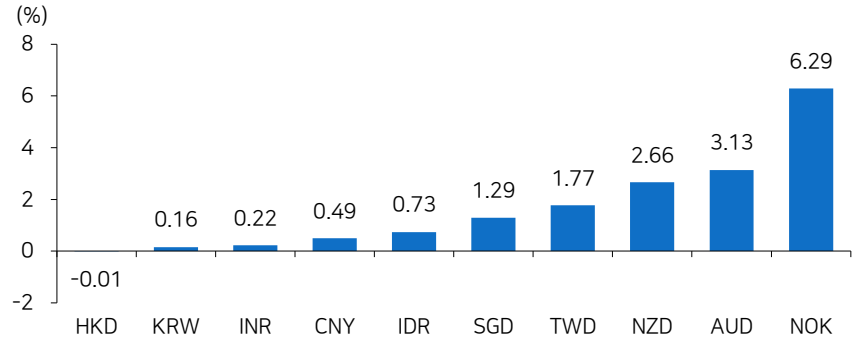


12월 G10 통화가치 달러대비 절상률



주: DXY는 지수 상승률로 계산
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

12월 EM 통화가치 달러대비 절상률



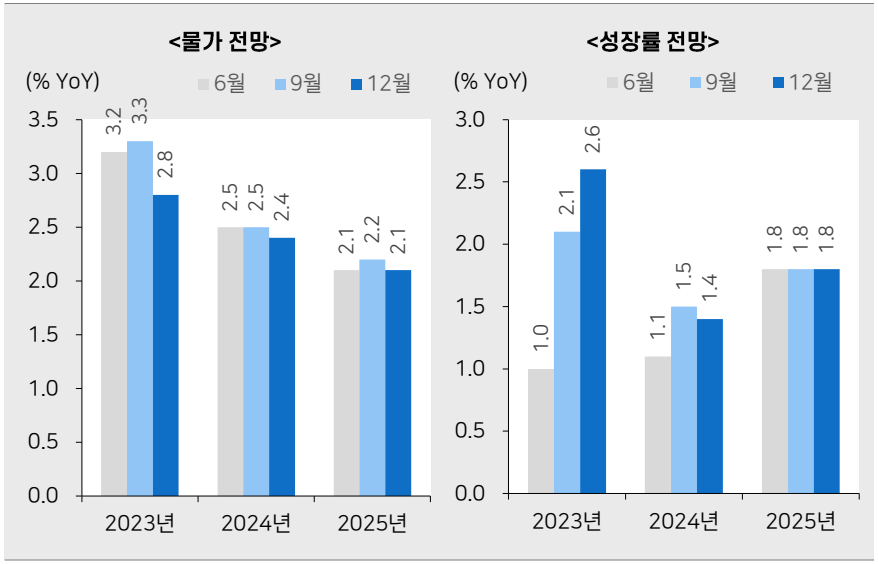
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[12월 리뷰] 바뀐 건 파월 뿐

FX: 약달러배 미인대회

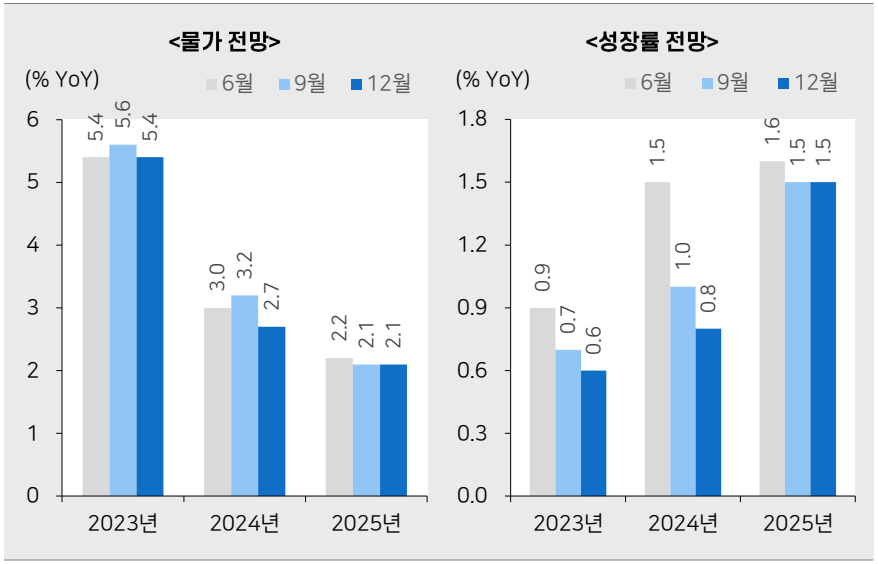
- 약달러로 반전된 이유는 단 하나, 파월의 완화적인 기자회견
  - 파월의 적정 인하 시점 관련 언급: “When will it become appropriate to begin dialing back?”
- 연준의 2024년 물가/성장 전망치는 오히려 ECB보다 낮은 물가/강한 성장 시사
  - 물가: 연준 2.4% (9월 대비 -0.1%p) < ECB 2.7% (-0.5%p)
  - 성장: 연준 1.4% (-0.1%p) > ECB 0.8% (-0.2%p)

연준의 물가 및 성장률 전망



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

ECB의 물가 및 성장률 전망



자료: ECB, 메리츠증권 리서치센터

[12월 리뷰] 매크로 상황은 그대로

FX: 약달러배 미인대회

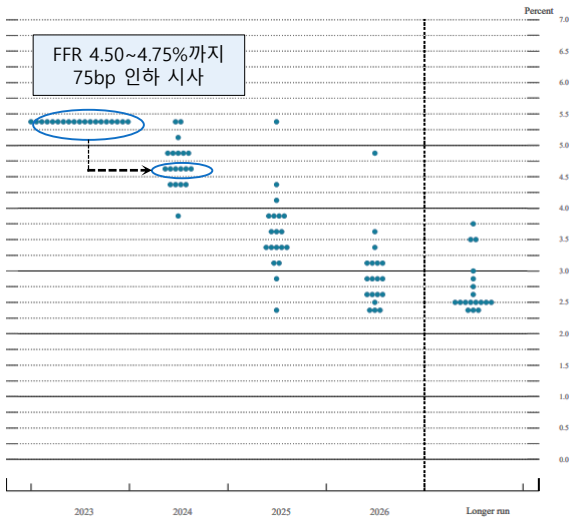
- 이외의 매크로 상황은 크게 변하지 않았음

  1) 점도표: 2024년 연준 75bp 인하 시사. 시장 예상에 부합하는 수준

  2) 경기/물가: 미국 노동시장 과열 완화, 디스인플레이션 추세 지속

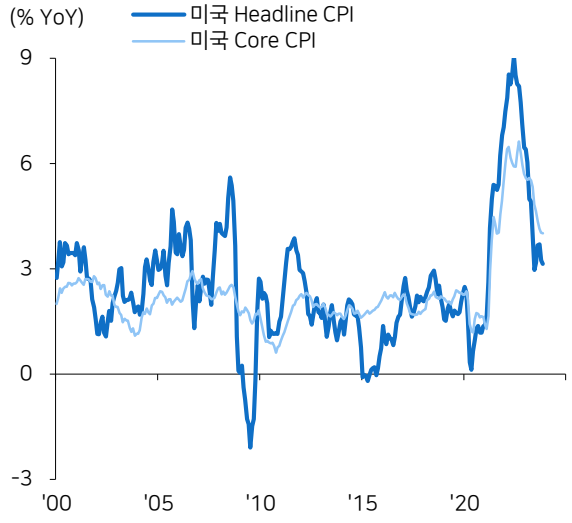
  3) 지정학: 러시아-우크라이나 전쟁, 이스라엘-하마스 전쟁, 예멘 후티 반군 홍해 봉쇄

12월 FOMC 점도표



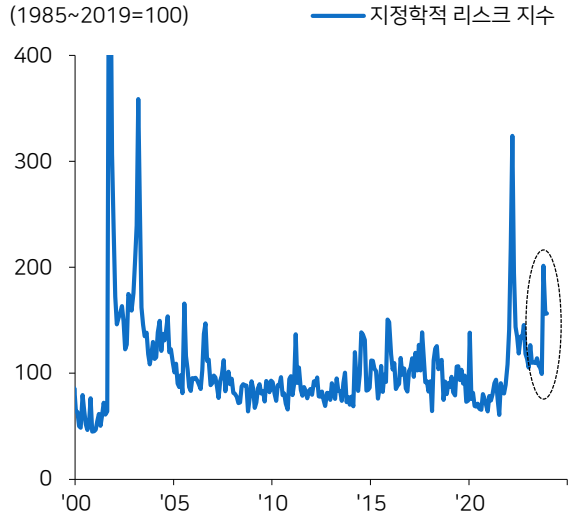
자료: Federal Reserve Board, 메리츠증권 리서치센터

미국 CPI 상승률



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

지정학적 리스크 지수(Geopolitical Risk Index)



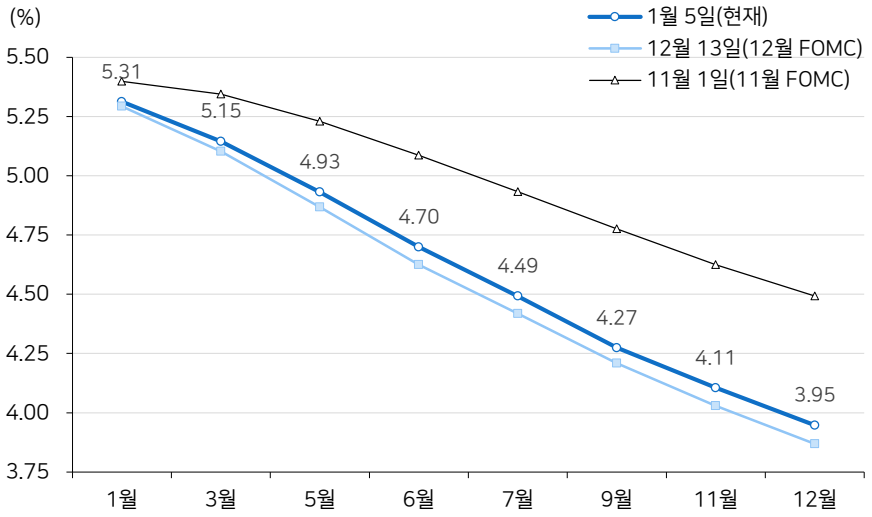
자료: Dario Caldara and Matteo Iacoviello, 메리츠증권 리서치센터

[12월 리뷰] 그러나 150bp 인하를 반영

FX: 약달러배 미인대회

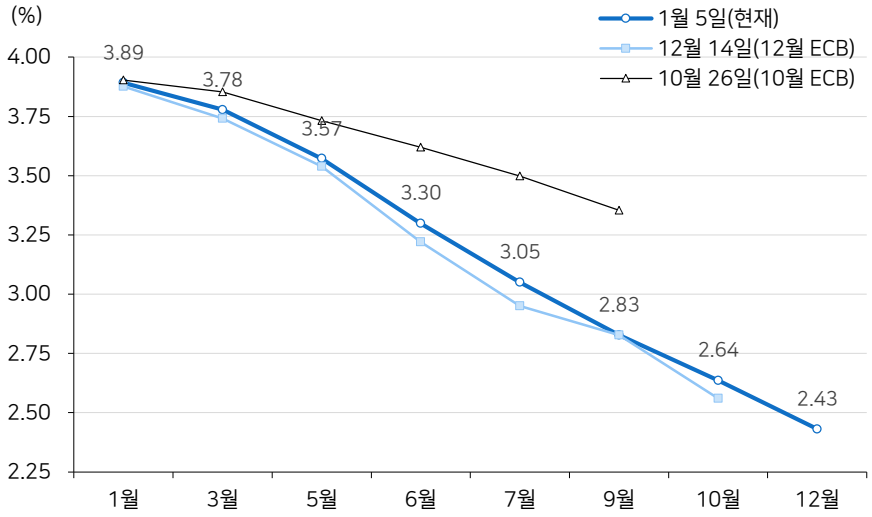
- 그러나 12월 FOMC 이후 시장은 이미 2024년 3월부터 150bp 인하 반영
  - CME FedWatch 기준 3월 25bp 인하 확률 62.3% (1월 7일)
  - 선물시장에서 2024년 말까지 FFR 5.5번, ECB 5.8번 인하 반영 (1월 5일)
- 이에 선반영이 과했다는 인식 확산. 1월 첫째주 FOMC 의사록, 미국 12월 고용 발표 전후 기술적 반등

선물시장에 반영된 FFR 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

OIS에 반영된 ECB Deposit rate



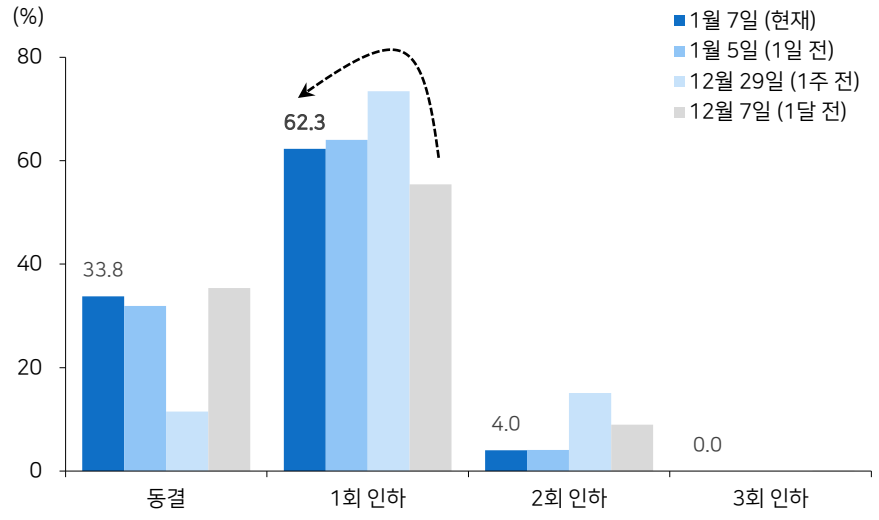
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[1월 전망] 시장의 고민은 두 가지

FX: 약달러배 미인대회

- 현재 외환시장의 고민은 두 가지:
  1) 과하게 반영된 인하 기대가 되돌려질까? 그렇다면 '어떤 이벤트'가 계기일까?
  2) 달러/금리가 진정된 지금 '어떤 통화'를 사는 것이 좋을까?
- 즉, 정책 불확실성 vs. FX 포트폴리오 다변화 필요성 사이 줄다리기 진행 중. 환율 변동성 확대는 불가피

CME FedWatch 연준 3월 금리 결정



자료: CME FedWatch, 메리츠증권 리서치센터

달러인덱스 내재변동성

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[고민1] 인하 조건을 먼저 충족한 ECB

FX: 약달러배 미인대회

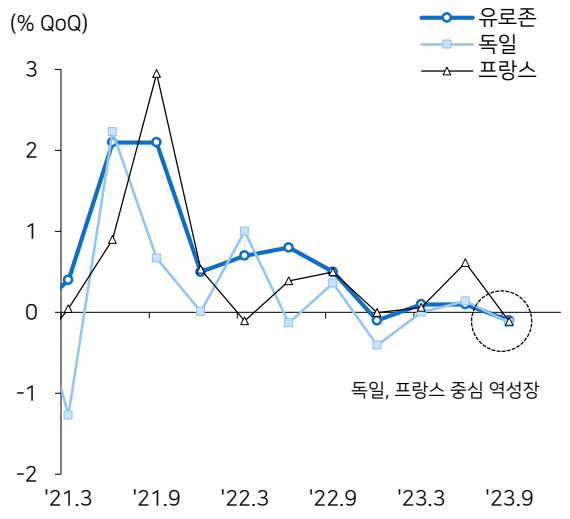
- 이례적으로 ECB가 연준보다 먼저 인하를 단행할 것으로 예상. 인하에 필요한 조건이 충족됨

  1) 경기: 독일, 프랑스 중심 GDP 역성장, PMI 기준선(50) 하회

  2) 물가: 유로존 12월 Headline CPI(2.9%) 기록 (vs. 11월 2.4%, ECB 2024년 물가상승률 전망치 2.7%)

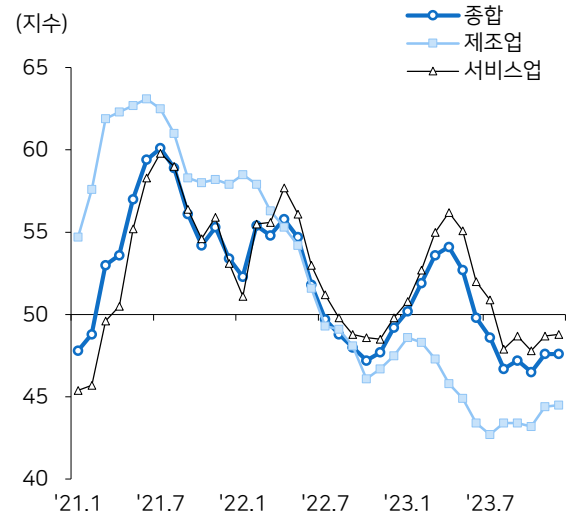
  - 2022년 12월 독일 정부는 일부 가계, 기업에 가스 요금 일회성 전액 상환. 해당 기저효과로 일시적 반등

유로존 GDP 성장률



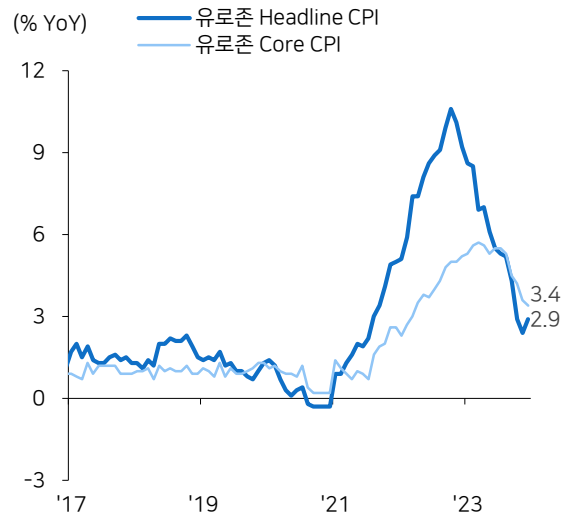
자료: Eurostat, 각국 통계청, 메리츠증권 리서치센터

유로존 S&P Global PMI



자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

유로존 CPI 상승률



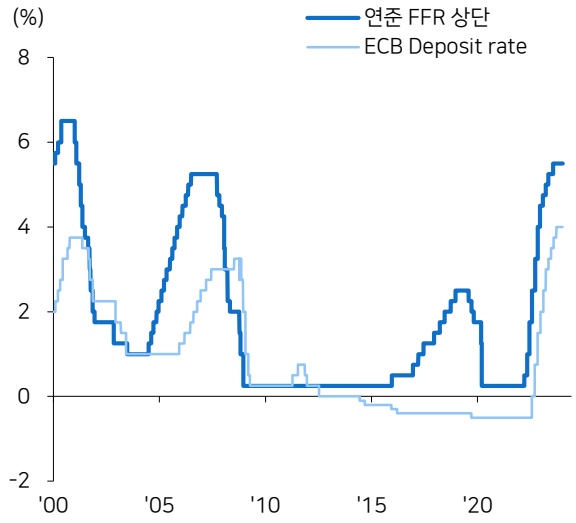
자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

[고민1] ECB 2Q24 인하 개시 전망

FX: 약달러배 미인대회

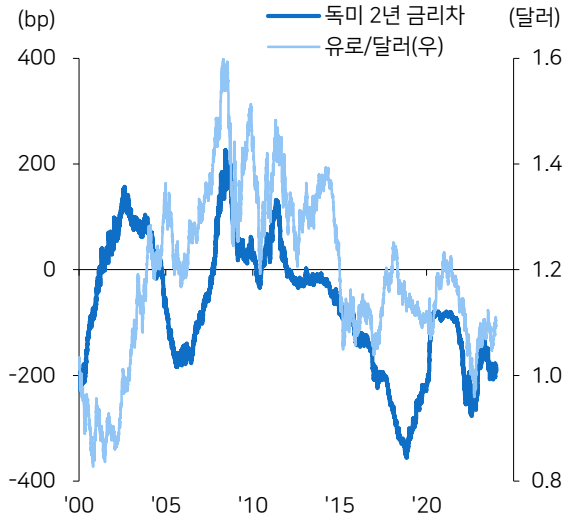
- 2024년 정책금리 하우스뷰:
  1) 연준: 3Q24부터 100bp 인하, 2) ECB: 2Q24부터 100bp 이상의 인하
- 상반기 ECB 회의에서 인하가 언급되면 내외금리차가 축소되며 일시적인 유로 절하-달러인덱스 상승
  - 유로존 임금상승률이 peak-out 하지 않았기 때문에 1월 회의는 매파적일 전망

Fed FFR 상단 vs. ECB Deposit rate



자료: FRB, ECB, 메리츠증권 리서치센터

독미 2년 금리차 vs. 유로/달러 환율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

유로존 협상임금상승률

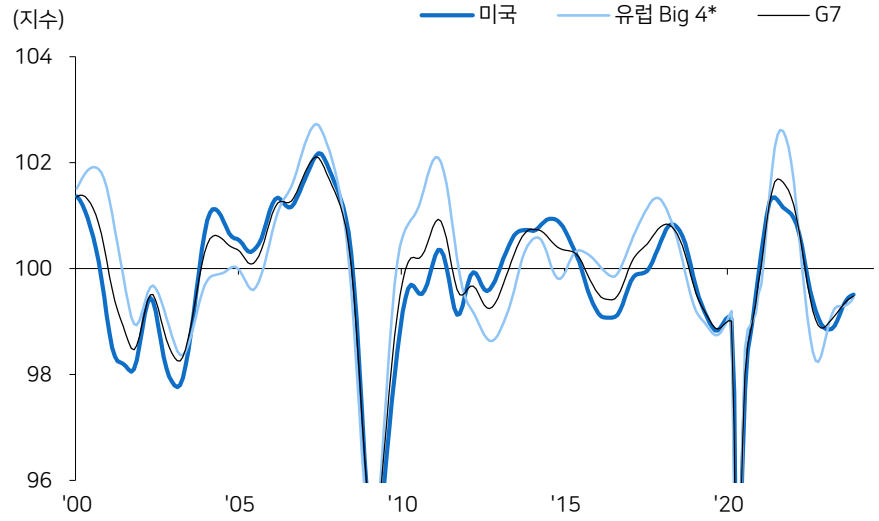
자료: ECB, 메리츠증권 리서치센터

[고민1] ECB 인하는 연준 인하 기대를 자극

FX: 약달러배 미인대회

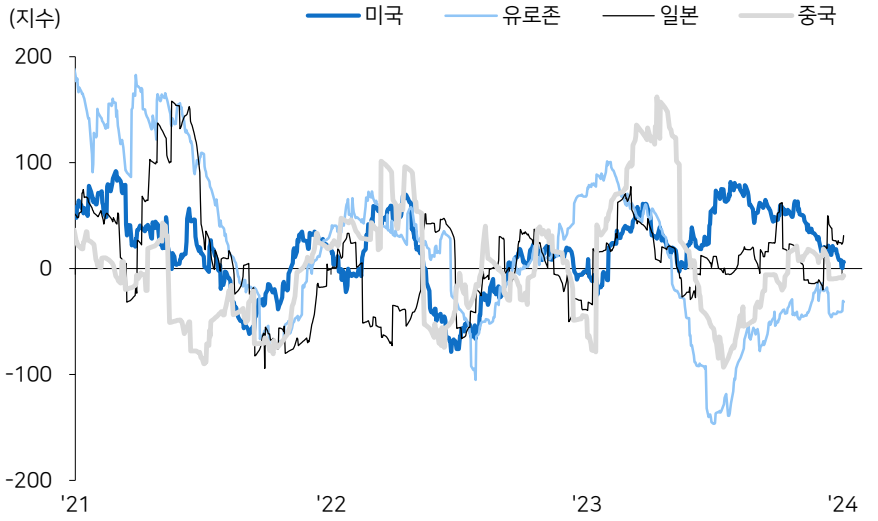
- 그러나 약달러가 반전될 요인은 아님. ECB 인하 결정이 연준의 인하 기대를 자극할 수 있기 때문
- 전제는 글로벌 디커플링 완화. 서비스업 → 제조업으로 경기의 축이 바뀌고 있음
  - 제조업 업황은 동조화의 73%를 설명 (Beck, 2021)
  - 유로존 CITI 경기 서프라이즈 지수도 상승
- 경기 모멘텀이 동조화되는 상황에서 ECB가 선제적 인하를 하면 연준 인하 기대도 커질 수밖에 없음

OECD 경기선행지수



주: *영국, 독일, 프랑스, 이탈리아
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

CITI 경기 서프라이즈 지수



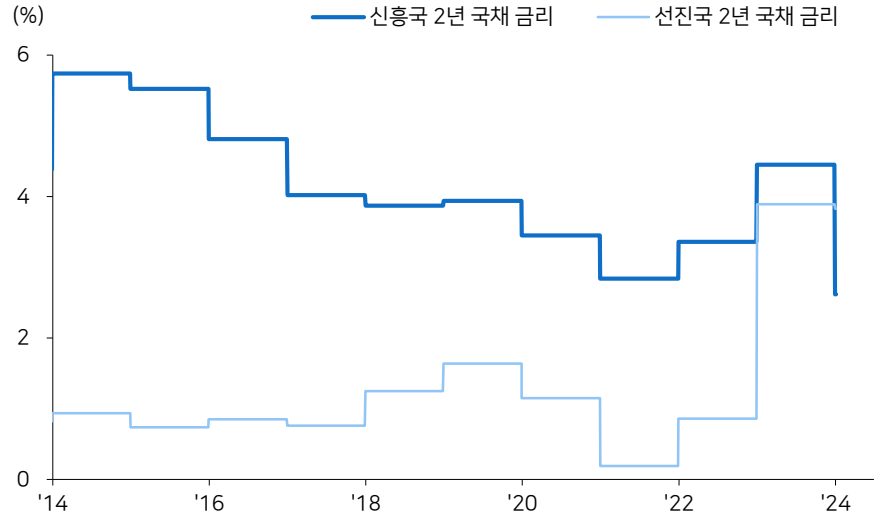
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[고민1] 내외금리차 영향력은 줄어들어

FX: 약달러배 미인대회

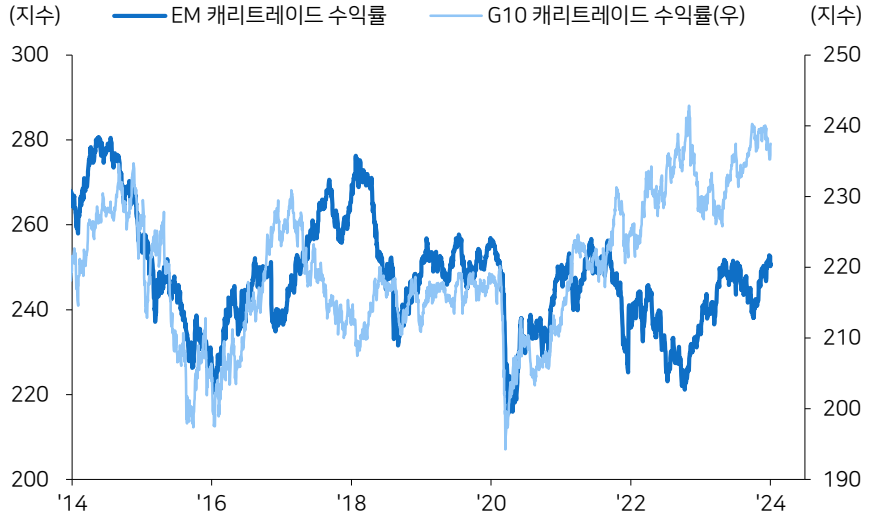
- 게다가 글로벌 인하 사이클에서 내외금리차가 환율에 미치는 영향은 제한적
  - 내외금리차가 축소되면서 캐리트레이드 수익률 하락
  - 여타국 대비 향후 연준 인하 여력이 더 크다는 점도 강달러를 막는 요인
- 결과적으로 상반기 동안 약달러 추세 자체가 반전되기는 어려움. 1월 기술적 반등에 그칠 것

글로벌 금리 평균: 신흥국 vs. 선진국



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

캐리트레이드 수익률



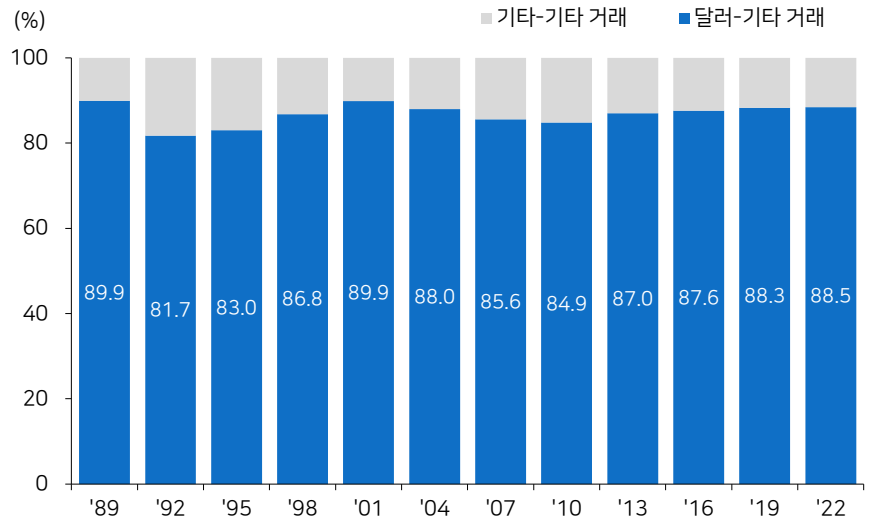
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[고민2] 강달러가 진정됐다

FX: 약달러배 미인대회

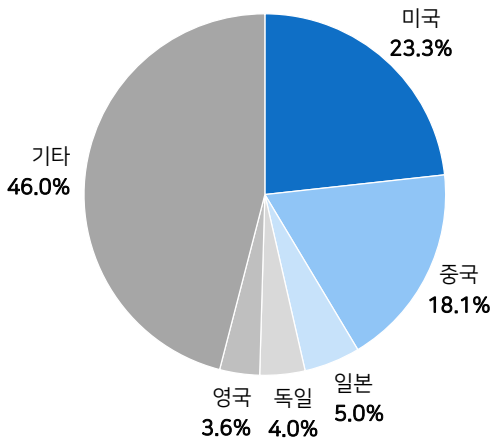
- 외환시장에서 달러 지위는 절대적: 1) 기축통화로써 압도적인 거래량, 2) G1인 미국 경제 영향력
- 따라서 달러 강세 시기에는 달러 외의 대안이 없음. 그러나 11월 이후 강세 일변도가 진정됨
- 시장에서는 1) 매크로 불확실성 하 안전자산인 달러를 다시 매수할지,
  2) 포트폴리오 다변화를 위해 다른 통화를 매수할지 결정할 시기

외환시장 통화별 거래 비중



자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

국가별 GDP 비중 (2022년)



자료: World Bank, 메리츠증권 리서치센터

[고민2] 시선이 미국 밖으로

FX: 약달러배 미인대회

- 실제로 11월 이후 약달러와 함께 시장은 미국 외 국가에 주목
  1) 유로화: 1월 5일, 유로존 12월 CPI 2.9% YoY (vs. 예상 3.0%)
  2) 엔화: 12월 BOJ 인사들 “마이너스 정책금리 이후를 고려 중”
  3) 위안화: 인민은행 산하 외환교역거래센터 9월 이후 위안화 고시환율 절상 고시

유로/달러 환율 vs. 달러/엔 환율

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

달러/위안 환율 vs. 위안화 고시환율

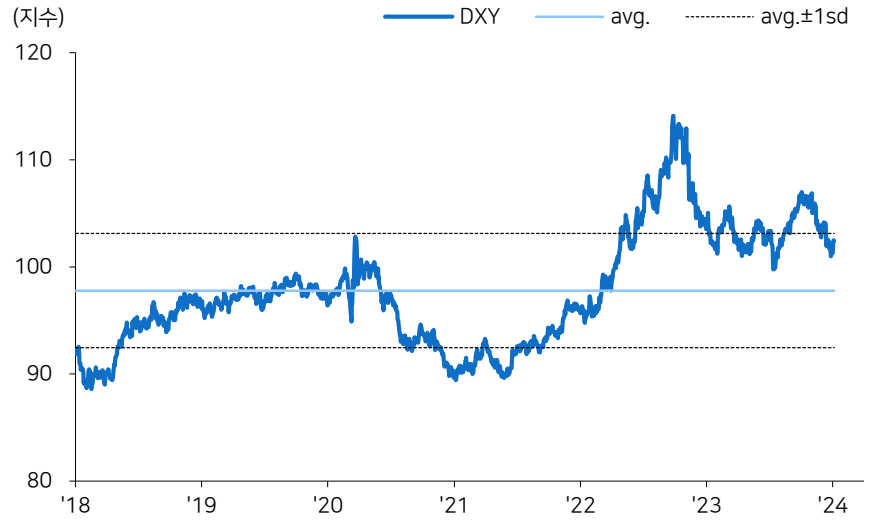
자료: 중국 외환교역거래센터, 메리츠증권 리서치센터

[고민2] 달러가 비싼 것이 문제

FX: 약달러배 미인대회

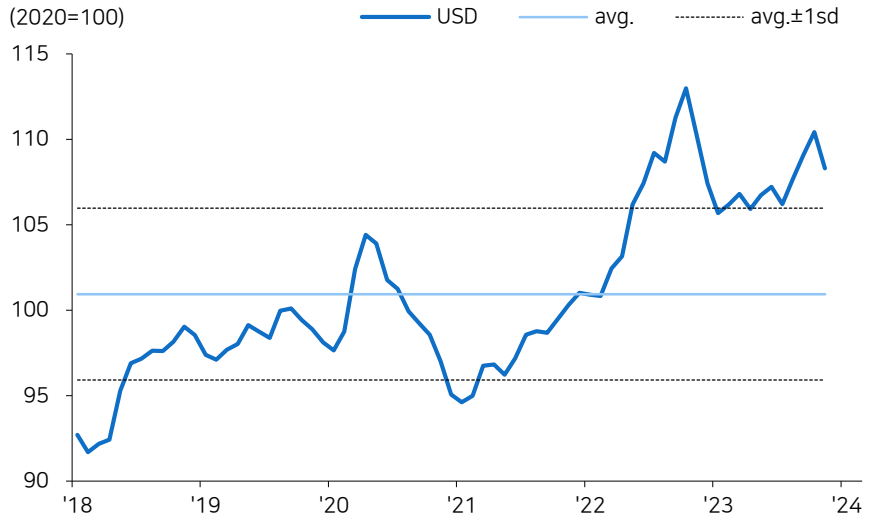
- 그 이유는 달러의 밸류에이션 매력이 낮아졌기 때문. 즉, 과거보다 비쌈
  - 달러인덱스 1월 5일 102.41 (vs. 2018년 이후 평균 97.79, 평균+1sd 103.13)
  - 2023년 11월 실질실효환율 108.3 (vs. 2018년 이후 평균 100.9, 평균+1sd 106.0)
- 비싸진 달러보다는 저평가된 통화에 대한 매력도가 커졌음

달러인덱스 추이 (2018년~)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

달러 실질실효환율 추이 (2018년~)



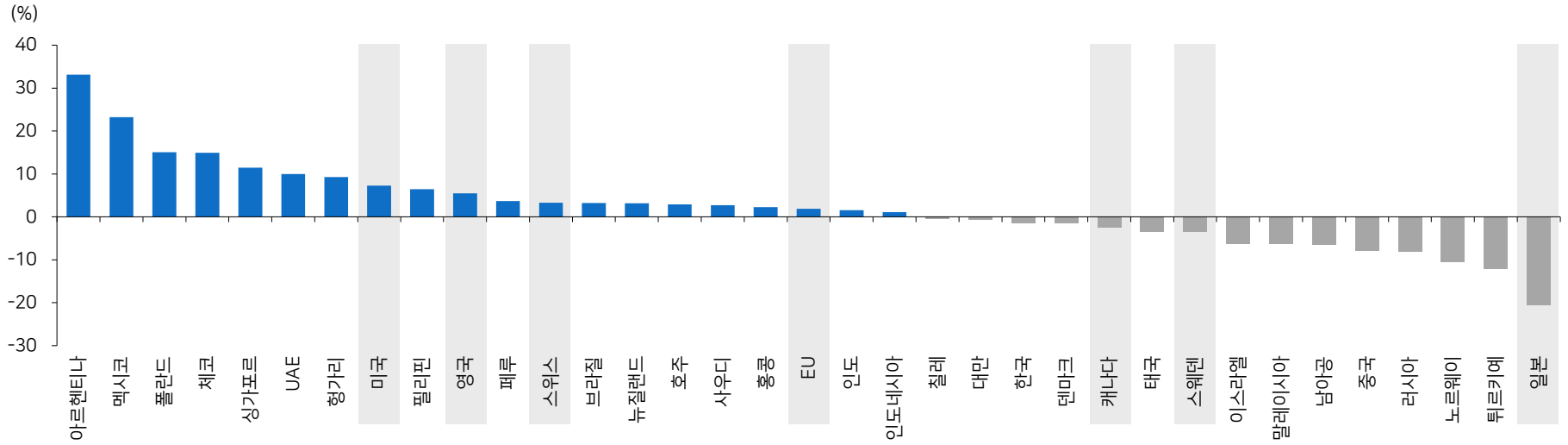
자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

[고민2] 전망이 불투명할 때는 밸류에이션

FX: 약달러배 미인대회

- 전망이 불투명할 때는 당장의 밸류에이션이 가장 확실한 기준
  1) 실질실효환율이 지난 5년 평균을 상회하는 경우가 더 많음. 즉, 강달러에도 통화가치 방어됨
  2) 'G10 vs. EM' 구도가 아닌, 개별 국가 펀더멘털에 따라 밸류에이션이 나뉨
  - 절하 이유: ① 저금리(일본), ② 내정 불안 (튀르키예, 러시아), ③ 저성장 (캐나다, 스웨덴, 중국)

주요국 실질실효환율 지난 5년 평균대비 상회율 (2023년 11월)



주: 사각형은 G10 통화
자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

[전략] 1월 선택지는 두 가지

FX: 약달러배 미인대회

- 결국 1월 선택지는 두 가지:
  1) 달러 반등에 편승: 달러, 페그제 통화(SGD, HKD), 2) 객관적으로 저평가된 통화: 엔화
- 달러/원도 1월 중 상승 압력 우위. 대외 달러 반등과 더불어 대내 부동산 PF 우려 점증
  - 반면, 아직 반도체 사이클은 초입 (한국 '23.12월 반도체 수출 +21.8% YoY vs. '22.12월 -29.11% YoY)

메리츠 2024년 환율 전망 업데이트

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
달러인덱스	밴드	100~104	99~103	101~104	103~105
	기말	102	101	102	104
달러/원	밴드	1,280~1,330	1,270~1,310	1,280~1,320	1,290~1,340
	기말	1,310	1,290	1,300	1,320
유로/달러	밴드	1.06~1.13	1.07~1.15	1.06~1.10	1.04~1.08
	기말	1.07	1.10	1.08	1.06
달러/엔	밴드	138~148	130~148	125~137	126~135
	기말	146	135	127	130
달러/위안	밴드	7.05~7.20	6.95~7.15	7.00~7.25	7.10~7.25
	기말	7.10	7.05	7.10	7.15

자료: 메리츠증권 리서치센터 전망

Compliance Notice

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.