

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

2022. 9. 29 (목)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

최근 미국 금리 결정 패턴이 주는 시사점

### 오늘의 차트

중시 불확실성 확대국면, 신흥국 > 선진국 이유는?

### 칼럼의 재해석

식물성 단백질 시장에 뒤덮힌 그림자

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



▲ 글로벌 투자전략 - 선진국

Analyst 황수욱

02. 6454-4896

soowook.hwang@meritz.co.kr

## 최근 미국 금리 결정 패턴이 주는 시사점

- ✓ 신뢰를 잃은 연준이 할 수 있는 최적 전략은 '했던 말을 지키는 것'
- ✓ 인플레이 기대를 안정화시키기 위해선 최소한 시장기대에 부합하는 정책 발표를 이어가야 함
- ✓ 문제: 보고 대응하겠다는 연준은 정책 결정시 민간의 '기대 변화'를 따라갈 수 밖에 없음
- ✓ 향후 금리 궤적 상방 불확실성 잔존, 경기 관점에서 적정수준도 넘어설 가능성 높다는 견해

### 연준의 신뢰 상실

#### 미국 연준 신뢰의 상실

지난주 세계지식포럼에서 전 뉴욕 연은 금융시장 조사국장 윌리엄 리는 미국 연준의 통화정책이 신뢰(Credibility)를 잃었다고 평가했다. 6월 FOMC에서 연준의 경험은 긴축을 한다고 해도 실제로는 긴축을 하지 않을 것이라고 시장이 생각했다는 것이다. 7월 FOMC에서는 파월의장의 통화정책 기조전환(pivot)을 의미한 발언이 인플레이 기대를 다시 자극시키기도 했다.

이러한 교훈을 바탕으로 8월 잭슨홀 회의에서 파월의장은 과거 연설과 다르게 분명한 목적의식을 가지고 시장에 연준의 긴축 의지를 분명히 전달했다. 윌리엄 리는 연준이 시장의 신뢰를 잃었기 때문에 실제 강도 높은 긴축이 이어지기 전까지는 기대를 컨트롤하기 어려울 가능성이 높다고 평가했다. 그 근거로 BEI 지표가 하락하고 있긴 하나 변동성이 높은 이유라고 설명했다. 그는 향후 긴축 기조를 강화할 것이라는 기대 경로가 작동하지 않는 상황에서 연준이 실제로 긴축을 과도하게 해버리는 것을 우려했다.

#### 연준의 신뢰와 기대의 중요성

우리가 계속 강조해왔던 것처럼, 연준이 시장에 기대를 형성하여 정책 효과를 보기 위해서는 연준의 '신뢰'가 가장 중요하다. 시장의 기대를 형성하여 정책 효과를 누리려면 시장 참여자들의 연준에 대한 믿음이 있어야 하기 때문이다. 시장이 연준의 발언을 믿어야 하는데, 작년 11월 이후 여러가지 이유로 연준은 계속 신뢰를 잃어왔다. 인플레이션이 일시적이라는 연준의 예측이 틀렸던 것, 연준의 예측치가 계속 빗나갔던 것, 그 과정에서 통화정책 기제가 변화한 것 등이 그 이유다.

## 최근 FOMC에서 연준은 신뢰 회복을 위해 노력 지속

최근 FOMC의 정책금리 결정과정에서 연준은 이러한 신뢰 회복을 위해 노력 중인 것으로 보인다. 그런데 신뢰 회복을 위해 정책금리 궤적이 점점 높아지면서 이전에 연준이 생각했던 적정 수준의 금리도 넘어서는 것이 아닌가라는 고민이 들었다. 이번 전략공감에서는 최근 FOMC와 물가지표 발표 이후 나타난 현상에 대하여 '기대 형성'이라는 관점에서 연준의 전략과 시장 참여자의 반응에 대한 생각을 정리했다.

## 통화정책에 관한 중요한 두 가지 기대와 신뢰 지키기 위한 연준의 전략

### (1) 인플레이션 기대

#### 인플레 기대 형성만으로 통화정책 의 실물경제 파급효과 낼 수 있음

연준 정책 결정 과정에서 두 종류의 '기대'가 중요해 보인다. 인플레이션 기대와 통화정책 경로에 대한 기대다. 인플레 기대는 향후 실제 인플레이션에 대한 주요 변수임과 동시에 통화정책이 실물 경제에 파급되는 주요 전달 경로의 핵심이다.

'먼델-토빈 효과'로 나타나는 이 경로는, 명목금리가 실질금리와 인플레 기대로 이루어져있다는 피셔 방정식을 전제로 하는데, 예를 들어 단기에 명목금리가 경직적인 상황에서 인플레 기대 하락하면 실질금리가 상승하여 소비와 투자 과열을 진정시킨다는 것이다. 그리고 당장 연준 입장에서는 실제 인플레이션을 안정시키기 위한 선결조건으로 인플레 기대를 안정시키는 것을 매우 중요하게 생각하고 있다.

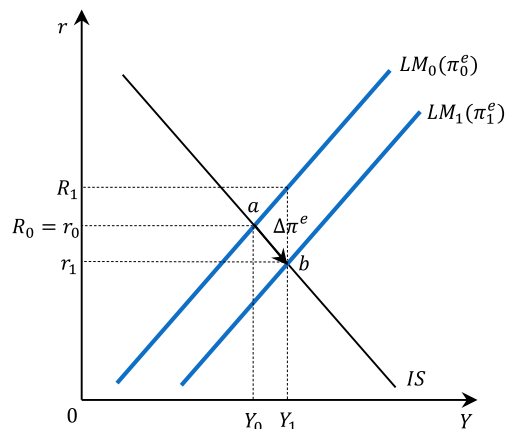
우리는 여러가지 인플레 기대 지표를 관찰하고 있다. 시장에 테일리로 반영되는 BEI라는 지표는 앞서 언급한 피셔 방정식과 연관이 있는 지표로 명목금리가 실질금리와 인플레 기대로 이루어져있다는 데에서 명목 시장금리와 실질금리의 proxy인 TIPS 금리의 차이와 거의 유사하게 움직이는 지표다. 직접 조사되는 지표 중에는 지역 연은이나, 컨퍼런스보드, 미시건대와 같은 기관의 서베이에 포함된 인플레 기대 지표를 본다. 한가지 더 있는데, 블룸버그 등 기관이 집계하는 물가지표 전망치의 '컨센서스'도 여기에 해당한다고 보아야 할 것이다.

그림1 통화정책 전달경로

| 경로        | 내용                                             |
|-----------|------------------------------------------------|
| 금리 경로     | 통화량 증가 - 단기시장금리 인하, 예대금리 인하 - 장기 금리 인하 - 투자 증가 |
| 자산가격 경로   | 통화량 증가 - 실질자산가치 상승 - 가계 부 증가 - 소비 증가           |
| 환율 경로     | 통화량 증가 - 금리 하락 - 외화자산 유출 - 환율 상승 - 순수출 증가      |
| 은행대출 경로   | 통화량 증가 - 은행의 대출 여력 증가 - 대출 증가                  |
| 대차대조표 경로  | 통화량 증가 - 자금수요자 대차대조표 (명목자산 증가) - 은행 대출태도 완화    |
| 기대경로      | 인플레이션 기대 변경 - 이자율, 금융자산 가격, 총수요 물가 등에 영향 미침    |
| 리스크 추구 경로 | 완화적 통화정책이 금융기관 위험 추구 촉진(금융기관의 대출 태도 완화)        |

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 먼델-토빈효과: 기대 인플레가 소비, 투자 자극



자료: 메리츠증권 리서치센터

## (2) 통화정책 경로에 대한 기대

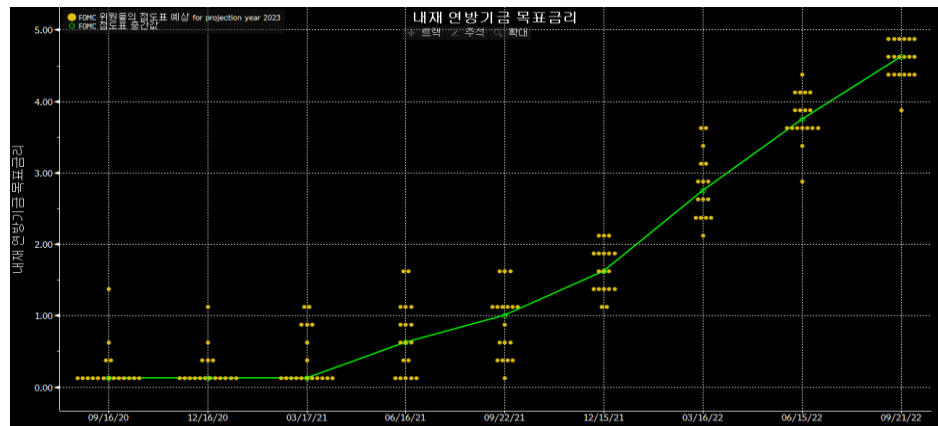
통화정책 기대는 시장 참여자들의 의사결정에 영향을 줌

시장은 중앙은행의 의사소통으로 향후 어떻게 정책을 이어나갈지 '기대'한다. 그리고 이 기대에 입각하여 의사결정을 하게 된다. 시장이 갖는 통화정책 경로에 대한 기대가 중요한 이유는 중앙은행이 의도적으로 이러한 민간의 기대 기능을 활용하여 현재 시점에 정책 여력이 부족할 때 실제로 액션 없이 정책 효과를 내기도 하기 때문이다. 예를 들어 당장 오늘 중앙은행이 금리인상을 하지 않더라도 곧 하겠다는 의지를 피력하면, 시장은 금리인상을 예상하여 현재의 소비와 투자를 줄인다.

정책 기대가 올바르게 작동하려면 중앙은행 신뢰 필요. 지금의 연준은 계속 신뢰를 잃어옴

연준이 기대를 활용하여 정책 효과를 낼 때는 FOMC 기자회견 등을 활용한 의사소통이 민간의 기대 경로를 만들어나간다. 그 기저에는 연준에 대한 '신뢰'가 바탕이 되어야 한다. 그런데 지금은 서두에서 언급했듯 지금 시장에는 연준에 대한 불신이 더 크다. 연준이 의도한 정책 효과가 올바르게 작동하기 위해서는 신뢰 회복이 매우 중요하다. 통화정책이 실물시장에 파급되는 전달 경로 중 기대 경로를 활용하기 위해 신뢰라는 선결조건이 매우 긴밀하게 연결되어 있기도 하며, 신뢰 회복 그 자체적으로도 연준 입장에서 지금 당면한 최대 과제다.

그림3 연속적인 점도표 상황: 계속 바뀌는 연준의 전망, 연준 소통에 대한 불신도 같이 확대



자료: Bloomberg, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

### 최근 미국 통화정책 결정 과정에서 나타난 연준의 한계: '시장 기대에 맞춰'

문제는 연준이 신뢰 회복을 위해 시장의 기대를 형성하는 게 아닌 쫓아가는 것처럼 보인다는 것

연준은 지금 시장 기대를 형성해 나가는 것이 아니라, 신뢰 회복을 위해 시장의 통화정책 기대에 실제 정책을 맞추고 있는 것처럼 보인다. 최근 금리 결정 과정에서 나타나는 문제는 연준이 시장의 기대를 맞춰나간다는 것이다. 연준이 시장참여자들을 기대에 의존하게 만들었는데, 작년 12월부터 재조명되며 최근 강조하고 있는 'data dependent' 때문이다. 이것이 불확실성을 조성하는데, 필자가 해석하기로는 '(우리도 데이터가 어떻게 나올지 잘 모르겠는데) 인플레이션 데이터에 따라 맞춰 대응하겠다'로 보인다.

물가지표의 컨센서스 상/하회 여부가 인플레 기대를 바꿈

시장도 새로 발표되는 데이터에 맞춰 '인플레이션 기대'를 형성한다. 최근 FOMC 금리 결정에 영향을 주었던 요인은 직전 발표되었던 CPI의 '컨센서스 상/하회 여부'였다. 6월 FOMC 직전 발표된 5월 CPI는 헤드라인 지표가 전고점과 컨센서스를 넘어서며 인플레 기대를 자극했다. 9월 FOMC 직전 발표된 8월 CPI는 Core 물가지표가 전월치와 컨센서스를 동시에 상회하며 인플레 기대를 자극했다.

바뀐 인플레 기대가 data dependent한 통화정책 기대도 바꿈

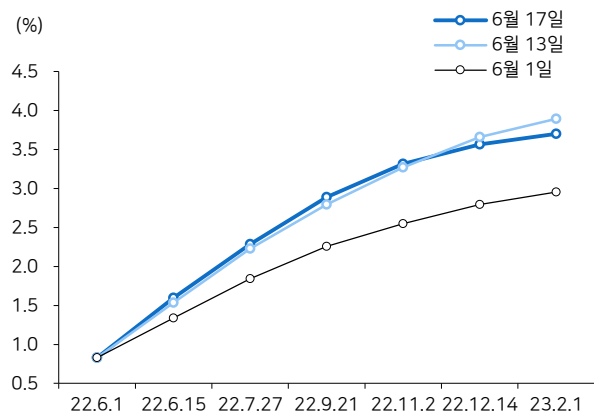
이렇게 자극된 인플레 기대가 통화정책 기대도 바꾼다. 6월 FOMC와 9월 FOMC를 앞두고 발표된 CPI 지표 전후 연방기금금리 선물시장에 반영된 금리 궤적을 보면 CPI 지표가 시장기대를 상회하면서 사람들의 인플레 기대를 자극하고, 이것이 선물곡선 상향이라는 결과로 이어졌다. FOMC 이후 선물곡선의 변화는 FOMC의 결과를 반영한 금리 궤적이라고 보면 되는데, 물가지표가 발표된 이후 곡선과 유사하거나 상회한다. 이는 FOMC가 시장 기대에 부합하거나 더 긴축적인 통화정책 의도를 시장에 전달한 것으로 해석해야 한다.

표1 올해 CPI와 Core CPI 예상치(Bloomberg 컨센서스) 및 실제치 비교

| (% YoY) |    | CPI |     |              | Core CPI |     |              |
|---------|----|-----|-----|--------------|----------|-----|--------------|
|         |    | 예상치 | 실제치 | 비고           | 예상치      | 실제치 | 비고           |
| 1.12    | 1월 | 7.3 | 7.5 |              | 5.9      | 6.0 |              |
| 3.10    | 2월 | 7.9 | 7.9 |              | 5.9      | 6.4 |              |
| 4.12    | 3월 | 8.4 | 8.5 |              | 6.6      | 6.5 |              |
| 5.11    | 4월 | 8.1 | 8.3 |              | 6.0      | 6.2 |              |
| 6.10    | 5월 | 8.3 | 8.6 | 전고점/기대 상회    | 5.9      | 6.0 | 전고점 하회/기대 상회 |
| 7.13    | 6월 | 8.8 | 9.1 | 전고점/기대 상회    | 5.7      | 5.9 | 전고점 하회/기대 상회 |
| 8.10    | 7월 | 8.7 | 8.5 | 전고점/기대 하회    | 6.1      | 5.9 | 전고점/기대 하회    |
| 9.13    | 8월 | 8.1 | 8.3 | 전고점 하회/기대 상회 | 6.1      | 6.3 | 전고점 하회/기대 상회 |

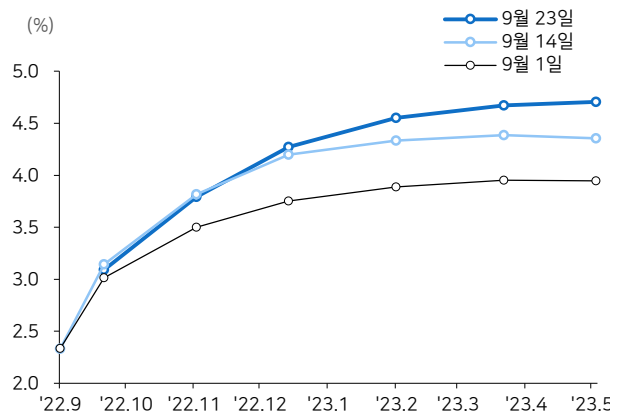
자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 연방기금금리 선물곡선: 6월 FOMC 전후



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 연방기금금리 선물곡선: 9월 FOMC 전후



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연준 신뢰 회복을 위해 위해서 최소한 시장이 기대하는 긴축 강도를 충족해야 함

연방기금금리 선물 곡선이 변화하는 궤적에서 드러나는 것처럼, 연준은 신뢰회복을 위해서 최소한 시장이 기대하는 긴축 스탠스를 맞춰 나가고 있다. 8월 잭슨홀 회의 이후 연준은 물가 잡기 의도를 일관적으로 시장에 피력하고 있다. 이것은 인플레이 기대가 통제되지 않는 상황에서 신뢰를 잃은 연준이 할 수 있는 최적전략이다. 연준의 의도가 시장에 지속적으로 전달되기 위해서는 최소한 시장이 기대하는 통화 긴축 스탠스를 맞춰나가야 한다. 만약 시장에 기대에 미달된 금리 인상을 단행하면 연준의 의도와 달리 긴축 의지가 약해진 것으로 해석될 여지가 있다.

그 과정에서 나타나는 긴축 강도 심화는 '적정' 수준일지

중립 금리를 넘어선 수준에서의 금리 인상은 분명히 긴축 강도를 강화해나가는 것이다. 최근 미국 금리인상 결정 과정을 보면 7월 FOMC에서 이미 중립금리를 달성했고, 9월 FOMC에서 50bp, 75bp 모두 분명히 역사적으로 볼 때 평소(25bp)보다 강하고 빠른 통화 긴축이다. 그런데 이번 9월 FOMC에서 75bp 금리인상이 결정되기 이전 과정을 보면, 물가지표 발표 이전에는 시장 참여자의 기대는 50bp 인상 가능성까지 보다가, 물가지표가 컨센서스를 상회한 이후에는 75bp를 넘어 100bp 인상 가능성까지 '기대'하게 되었다.

연준이 금리 인상 방향을 제시하는 9월 FOMC 직전의 점도표(6월)에 따르면, 9월 FOMC에서 연준은 50bp 인상이 적절하다는 의견이 중위수였다. 그런데 연준은 9월 FOMC에서 시장기대에 맞춰 75bp 금리인상을 할 수밖에 없었을 것이다. 이전 물가지표 발표 이후 조정된 시장 기대 영향으로 시장의 기대를 충족하지 못하는 수준의 금리 결정은 완화적 스탠스라는 해석 여지가 있기 때문이다. 50bp 금리인상을 했다면 시장은 기대보다 완화적인 시그널이라고 여겨 연준의 신뢰 회복에 부정적인 영향을 미쳤을 것이다.

## 예측의 어려움이 주는 금리 종착점에 대한 불확실성 잔재

물가지표 컨센 상/하회에 따라 변하는 통화정책 기대 변화를 미리 예측하는 것은 어려움

위 과정에 드러난 문제는 인플레이 기대와 통화정책 경로를 예측하기가 어렵다는 것이다. 최근 물가지표 발표와 정책금리 결정 과정의 결론은, 물가지표 컨센서스 상/하회 여부로 변하는 인플레이 기대를 따라 시장의 통화정책 기대가 바뀐다는 것이다. 예측이 어려운 이유는 물가지표의 컨센서스가 그 기준이 되기 때문이다. 최근 정책 결정 과정을 돌이켜보면 위와 같은 기대들의 작용 사이에서 금리 결정 궤적을 예측하기 위해선 물가지표 발표 때마다 컨센서스 상/하회 여부를 예측해야 한다. 지표 발표 직전까지 형성된 컨센서스 숫자에 시장이 반응하기 때문에, 3개월, 6개월 뒤 궤적을 당장 오늘 예측하기 어려운 이유가 된다.

금리 종착점 상향에 대한 불확실성은 남아있음

예측이 어렵다는 것도 문제지만, 기준금리 종착점의 상단에 대한 불확실성만 남아 있다. 연준이 계속 이야기하고 있는 물가안정을 위한 최선의 노력 지속(higher for longer) 때문에 물가지표가 충분히 안정되는 시점까지 중대한 경기 침체가 없다면 완화 기조로 돌아서기는 어려워 보이고, 물가지표가 컨센서스를 상회하면 또다시 높아지는 통화정책 기대를 충족하기 위해 terminal rate이 높아져야 할 가능성은 남아있다.

## 높아진 금리 수준이 경기에 주는 부담 우려

이미 정책 금리 수준은 상당히 높아져 있고, 앞으로도 높아질 것으로 예상되는데, 지금 금리 수준이 '적정'일지는 앞으로도 노이즈가 될 수 있을 것 같다. 1) 현재 물가 추세를 잡기 위해 적절한 긴축 강도인건지, 2) 현재 경기 수준이 감내할 수 있는 수준인건지 두 측면 모두에서 논쟁이 나타날 수 있다. 통화정책 효과가 시차를 두고 시장에 나타난다는 점을 감안할 때 지금 금리 인상 궤적이 적절한지는 당장 판단하기는 어려워 보인다.

시장기대 충족을 위해 높아진 금리 궤적이라면 이미 적정을 넘었거나 앞으로 넘길 가능성

적정 수준을 고려하기 보다는 시장 기대를 충족하기 위해 높아진 금리 궤적이라고 한다면, 금리 수준은 이미 적정을 넘었거나 앞으로 넘게될 가능성이 더 높다. 여기에 앞으로 물가지표의 컨센서스 미스가 또다시 반복되어 금리 상단이 높아진다면 이미 시장에서 어느정도 받아들이고 있지만, 과도하게 높은 금리가 경제를 앞으로 위축시킬 가능성이 더 높아지고 있는 것을 인정해야겠다.

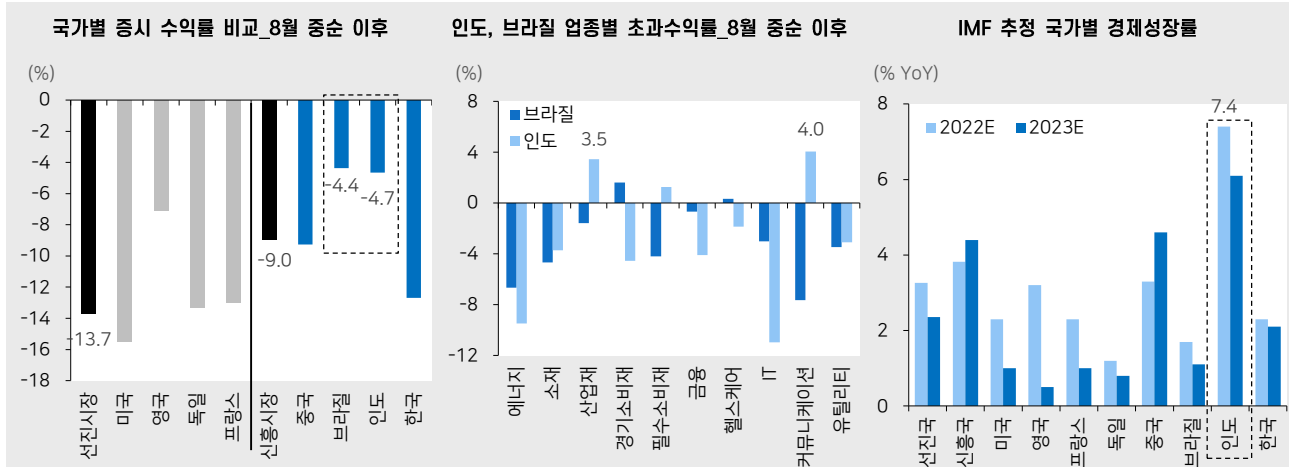
연준 정책 결정 과정에서 경기 및 정책 경로 불확실성 해소 안됨. 보수적 대응이 적절하다는 의견

투자전략 관점에서는, 5월 발간한 글로벌 전략 하반기 전망 자료에서 하반기 증시 반등 트리거를 통화정책 기조전환으로 제시했었다. 7월 FOMC에서 그 가능성이 보였으나, 지금 연준의 행보는 7월 회의에서의 언급이 인플레이 기대 관리가 되지 않았기 때문에 실수 정도로 여기는 것으로 보인다. 여기에 더해 9월 FOMC에서 확인된 향후 긴축 강도의 상방 불확실성과 이미 높아진 금리 수준이 실물 경제에 줄 부담을 고려할 때, 보수적인 대응을 해야한다는 의견이다.

## 오늘의 차트

최병욱 연구원

## 증시 불확실성 확대국면, 신흥국 &gt; 선진국 이유는?



자료: Refinitiv, IMF, 메리츠증권 리서치센터

신흥국 선진국 대비 주가 하락폭  
납음. 인도, 브라질 선전 영향

글로벌 증시(MSCI ACWI Index)는 6월 중순 이후 두 달간 인플레이션 정점 기대에 12.8% 상승하며 연초 이후 하락폭을 일부 되돌렸다. 하지만 8월 이후 긴축 우려가 재부각되면서 연저점을 갱신 중이다. 이런 불확실성 확대국면에 위험자산으로 간주되는 신흥국 증시가 동기간 -9.0%를 기록하며 -13.7%를 기록한 선진국 대비 오히려 하락폭이 작았다. 이 중 한 가지 이유는 신흥국 내 인도(-4.7%), 브라질(-4.4%)가 상대적으로 선전했기 때문이다. 두 국가를 살펴보고자 한다.

인도 1) 경제성장률, 2) 중국 대안  
시장으로서의 지위로 추가방어

먼저 MSCI EM 지수의 14.5%를 차지하는 인도다. 업종 중 두 번째로 큰 비중을 차지하는 산업재가 3.5% 상승, 이외에도 필수소비재(1.3%), 커뮤니케이션(4.0%) 등 업종이 (+) 수익률을 기록했다. 글로벌 경기둔화 전망 가운데 7.4%로 높은 2022년 경제성장률 예상치(IMF 예상), 경기침체 우려가 지속되는 중국의 대안시장으로서의 지위 등이 주가에 긍정적인 영향을 미친 것으로 보인다.

브라질 선제적인 금리 인상 조치로  
글로벌 인플레이션 우려 국면 상  
대적으로 적은 영향

두 번째로 EM 지수 내 5.3% 비중의 브라질이다. 브라질은 가장 비중이 큰 금융 업종 수익률이 -0.7%로 양호하다. 업종 전반적으로 살펴봐도 에너지(-6.7%), 커뮤니케이션(-7.6%)를 제외한 업종들은 하락폭이 -5% 수준에서 제한되며 업종 전반적으로 주가 하락폭이 크지 않은 모습이다. 브라질은 2021년 3월부터 금리 인상을 시작했다. 작년에 주가가 긴축에 의한 하락을 미리 반영한 점이 현재 글로벌 인플레이션 우려 부각 국면에서 긍정적인 재료로 작용했다고 판단한다.

개별적 이슈.  
신흥국 전반에는  
신중한 접근 필요

하지만 신흥국 전반적으로 봤을 때는 아직 위험이 잔존해있다. 지속되는 달러 강세는 환율에 상대적으로 더 민감한 신흥국 부담을 증가시키며, 중국, 한국, 대만 등 국가들의 2023년 전망치는 지속적으로 하향조정이 이뤄지고 있다. 최근 인도, 브라질 두 국가의 영향으로 양호한 수익률을 기록했으나, 국가 개별 이슈에 따른 것으로 신흥국 전반적으로는 아직 신중한 접근이 필요하다는 생각이다.

## 칼럼의 재해석

이성우 연구원

## 식물성 단백질 시장에 뒤덮힌 그림자 (Financial times)

2020년부터 주목받기 시작한 대체육 시장은 최근 인플레이션으로 성장률이 크게 위축된 상황이다. 시장 조사기관 Kantar에 따르면, 영국의 올해 대체육 8월 누적 성장률은 +2.5%인데, 이는 2020년 +40% 성장, 2021년 +14% 성장을 고려해 봤을 때 성장 속도가 크게 위축된 상황이다. 미국도 마찬가지인데, 올해 8월 누적 성장률은 -0.4% 수준으로 20년 +46%, 21년 -0.5%로 영국보다 1년 앞서 성장 속도가 둔화되고 있다. 식물성 단백질 시장 성장 둔화의 가장 큰 이유는 맛에 대한 부분이었다. 여전히 많은 사람들이 식물성 고기의 맛이 동물성 고기의 맛을 따라잡지 못한다고 판단하고 있었다. 가격 역시 문제가 되고 있었는데, 식물성 단백질 제품의 경우 동물성 고기 제품보다 프리미엄 단가에 팔리고 있었다.

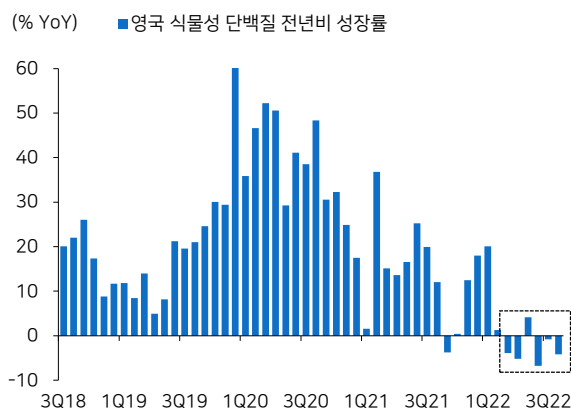
이에 따라 일각에서는 식물성 단백질 시장 성장 자체에 대한 의구심을 보이고 있는 상황이다. 식습관이라는 특성상 급격하게 패턴을 바꾸기 어렵기 때문이다. 즉 소비자들이 식물성 단백질 제품을 처음에는 호기심으로 섭취해봤지만, 맛과 가격에 대한 거부감으로 기존의 식습관으로 돌아간 것이다. 하지만 식물성 단백질 시장의 부진은 일시적일 뿐이라는 견해에도 무게가 실리고 있는 상황이다. 기후변화에 따른 환경문제 가속화, 개인의 건강과 윤리적 소비에 대한 관심도 확대 때문이다. 다만 식물성 단백질 시장의 지속적인 성장을 위해선 맛과 가격에서 개선이 필요하다는 점을 강조하고 있다. 인플레이션이 완화되고 소비자들의 예산에 다시 여력이 생긴다면 식물성 단백질 시장은 연평균 +10~15%로 성장할 것으로 전망된다.

## 식물성 단백질 시장에 뒤덮힌 그림자

## 식물성 단백질 성장 위축

음식료 섹터의 경우 일반적으로 인플레이션 방어에 뛰어난 업종이다. 필수소비재 특성상 가격 민감도가 떨어지기 때문에 원재료 가격 인상분을 소비자 가격에 반영하기가 수월하기 때문이다. 하지만 2020년부터 주목받기 시작한 대체육 시장의 경우 인플레이션으로 인해 성장률이 크게 위축된 상황이다. 시장 조사기관 Kantar에 따르면, 영국 대체육 시장의 2022년 1월 ~ 8월 전년비 성장률은 +2.5%인데, 이는 2020년 +40%, 2021년 +14%를 고려해 봤을 때, 그 속도가 크게 둔화되었다. 미국의 경우 좀 더 상황이 심각한데, 2022년 1월 ~ 8월 성장률은 -0.4% 수준으로 20년 +46%, 21년 -0.5%로 역성장이 2021년부터 지속되고 있다.

그림1 영국 식물성 단백질 시장 성장률 최근 마이너스로 전환



자료: SPINS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 고점 대비 -93.8% 하락한 비온드미트 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 식물성 단백질 성장 둔화의 이유

### 맛에 대한 문제

식물성 단백질 시장 성장 둔화의 가장 큰 이유는 맛에 대한 부분이었다. 여전히 많은 사람들이 식물성 고기의 맛이 신선육의 풍미를 따라잡지 못한다고 판단하고 있었다. 또한 식물성 단백질의 경우 식물성 소재를 사용하여 건강할 것이라는 일반적인 인식과 달리, 고기 맛을 구현하기 위해 신선육 대비 나트륨 함유량이 8배 가량 높은 점도 약점으로 작용했다.

### 가격에 대한 문제

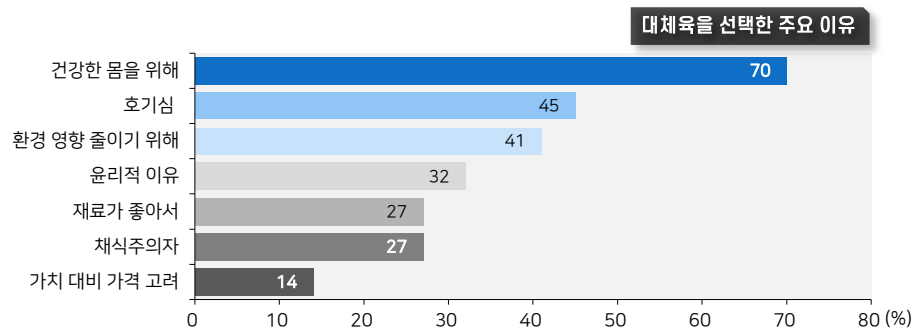
가격 역시 문제가 되고 있었는데 식물성 단백질 제품의 경우 신선육보다 프리미엄 단가에 팔리고 있었다. 미국의 경우, 비온드미트 제품의 1파운드 가격이 8.4달러 인 반면, 신선육은 4.9달러 수준으로 +71.4% 프리미엄이 반영된 가격에 판매되고 있었다.

표2 일반 소고기 대비 나트륨 함유량이 높은 대체육 제품들

|          | 소고기(한우 안심 기준 100g) | 비온드미트(1회 섭취량 113g) | 임파서블 푸드(100g) |
|----------|--------------------|--------------------|---------------|
| 열량(kcal) | 193                | 270                | 240           |
| 나트륨(mg)  | 45                 | 380                | 370           |
| 단백질(g)   | 19.17              | 5                  | 8             |
| 포화지방(g)  | 5.42               | 20                 | 19            |

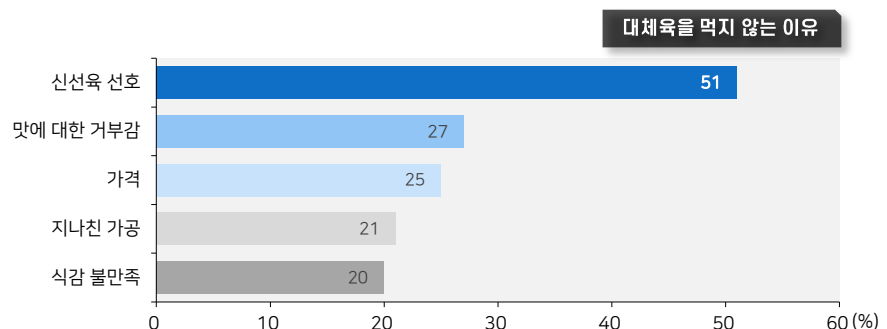
자료: 식품안전정보원, 비온드미트, 임파서블푸드, 메리츠증권 리서치센터

그림3 대체육 선택한 이유, 건강과 호기심 상위 랭크



자료: Good Food Institute, 메리츠증권 리서치센터

그림4 대체육 섭취하지 않는 가장 큰 이유, 맛에 대한 거부감



자료: Good Food Institute, 메리츠증권 리서치센터

## 식물성 단백질 시장 성장은 일시적 유행이었을까

식물성 단백질,  
호기심으로 섭취했으나  
지속성은 떨어지는 상황

이에 따라 일각에서는 식물성 단백질 시장 성장 자체에 대한 의구심을 보이고 있는 상황이다. 사람들이 식습관을 급격하게 변화시키는 것에는 한계가 있기 때문이다. 특히 미국의 경우, 인플레이션과 경기 침체가 부각되기 이전부터 식물성 단백질 시장 성장이 둔화되고 있는 상황이었다. 즉 소비자들이 식물성 단백질 제품을 처음에는 호기심으로 섭취해봤지만, 맛과 가격에 대한 거부감으로 기존의 식습관으로 돌아간 것이다.

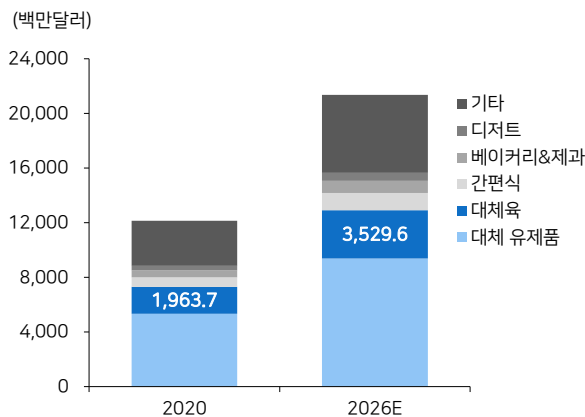
기업들의 투자 감소

캐나다 육류 그룹인 메이플 리프 푸드(Maple Leaf Foods) 또한 지난 8월 식물성 단백질 사업 예산을 25% 삭감했다. 코로나 발생 이후, 소비자 행동의 급격한 변화를 가정해 식물성 단백질 사업 모델을 구축했지만 예상 대비 수요가 부진했기 때문이다.

식물성 단백질 시장 위축  
일시적 부진일 뿐,  
성장 가능성 높다는 평가

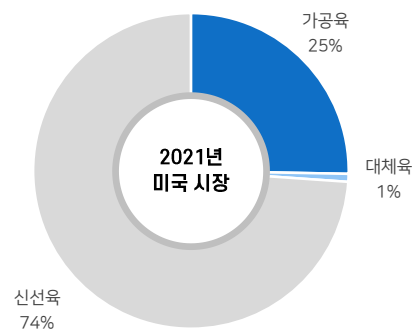
하지만 식물성 단백질 시장의 부진은 일시적일 뿐이라는 견해에도 무게가 실리고 있는 상황이다. 기후변화에 따른 환경문제 가속화, 개인의 건강과 윤리적 소비에 대한 관심도 확대 때문이다. 다만 식물성 단백질 시장의 지속적인 성장을 위해선 맛과 가격에서 개선이 필요하다는 점을 강조하고 있다. 인플레이션이 완화되고 소비자들의 예산에 다시 여력이 생긴다면 식물성 단백질 시장은 연평균 +10~15%로 성장할 것으로 전망하고 있는 상황이다.

그림5 연평균 +10.3% 성장이 전망되는 식물성 단백질 시장



자료: MRFR, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 시장 대체육 침투율 1%로 성장 가능성 높음



자료: Statista, 메리츠증권 리서치센터

## 한국 기업도 식물성 단백질 시장 진출

CJ제일제당, 식물성 단백질  
신성장 동력원으로 채택

한국 기업들도 최근 들어 신성장 동력원으로 식물성 단백질을 선정하고 투자 여력을 집중하고 있는 상황이다. CJ제일제당의 경우 이번 2Q22 실적 발표를 통해 식품 신성장 동력으로 식물성 기반 식품을 채택했으며, 25년까지 매출액을 2,000억 원 확대를 목표로 하고 있다. 현재 식물성 식품 전문 브랜드 '플랜테이블'을 론칭하여 미국, 일본, 호주 등 20개국 이상으로 수출을 확대해 나가고 있는 상황이다.

신세계푸드,  
베러미트 미국 법인 설립, 식물성  
단백질 글로벌 경쟁력 강화

신세계푸드는 대체육 브랜드 '베러미트'를 론칭하며 대체육 포트폴리오를 확대해 나가고 있는 상황이다. 또한 지난 7월 미국에 대체육 전문 자회사 '베러푸드(Better Foods)'를 설립을 발표하며, 대체육 시장에서 글로벌 경쟁력 강화를 위한 초석을 다지고 있다. 예상 대비 부진한 식물성 단백질 수요와 식품업체들의 공격적인 투자 사이의 괴리가 좁혀질지 관심을 가질 필요가 있다.

원문: *Inflation kills off hopes for return of plant-based meat boom(Financial Times)*