

Strategy Idea



▲ **채권전략**
Analyst **윤여삼**
02. 6454-4894
yeosam.yoon@meritz.co.kr

내년에는 인플레이션이 올까요?

- ✓ 실물경기 불확실성 높지만 풍부한 유동성이 만들어낸 위험선호로 금융불안 완화
- ✓ 2분기까지 실물경기 충격과 유가 등 원자재 가격하락으로 디플레이션을 걱정했던 것과는 달리 '실물경제 회복 & 돈의 가치 하락'에 따른 인플레이션 발생 가능성이 부각
- ✓ 물가상승의 구조적인 제약 요인이 있지만 내년까지 정책노력의 일환으로 물가는 반등할 것

디플레이션의 공포를 지나 인플레이션으로 복귀 전망

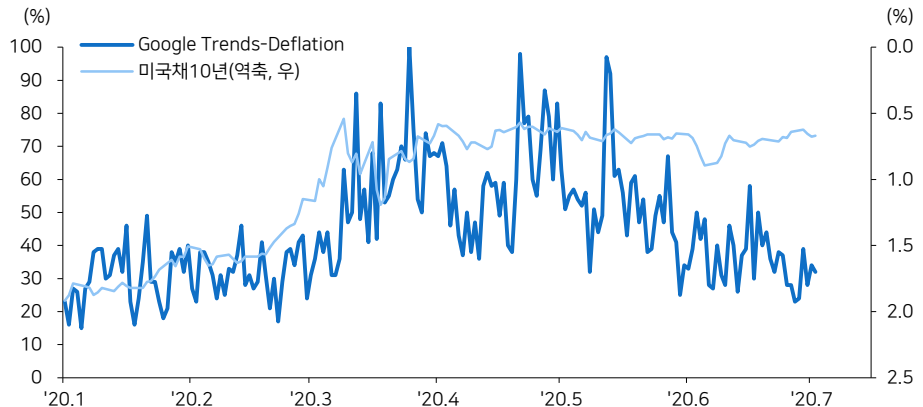
COVID-19의 충격이 금융시장을 뒤흔들고 이후 단기간 빠르게 안정세를 찾았지만 실물경제와 기업실적은 아직 충격적인 숫자를 확인도 하지 못했다. 그 과정 중 4월 말까지 유가가 급락하자 일각에서는 디플레이션 우려를 제기했다.

원자재가격 회복과 실물경기 바닥 확인에 디플레이션 논란 진정

실제로 구글 트렌드에서 3월부터 고조된 디플레이션 검색량은 5월 초반까지도 높은 수준을 유지했다. 그렇지만 현재 7월까지도 위험선호가 이어지고 원자재 가격이 일부 충격을 회복하자 디플레이션 논란은 잦아들고 있다<그림 1>.

재차 전염병이 유행할 수 있고 경제회복의 높은 불확실성은 '디플레이션' 논란을 다시 부추길 수 있지만 반대로 실물경제가 최악은 지나면서 점차 물가방향도 정상화 혹은 다소 예상보다 오를 수 있다는 의견도 제기되고 있다.

그림1 구글 트렌드 디플레이션 검색량 감소하면서 저금리 환경 변화도 주목할 필요



자료: Google, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

현재도 혼란스러운 COVID의 시대에 물가에 대한 판단 역시 불확실성이 높다. 유가가 무너지기 시작한 2014년 이후 예상보다 우리는 저물가의 시대를 살고 있다. 저물가와 관련해 고령화 등 인구론적인 관점과 기술혁신의 효율성과 높은 세계화, 규모의 경제 같은 요인들이 산재해 있다고 한다. 실제 아마존 효과로 불리는 기술 혁신은 공산품 단가를 낮추었고, 자동화는 고용을 줄이고 있다.

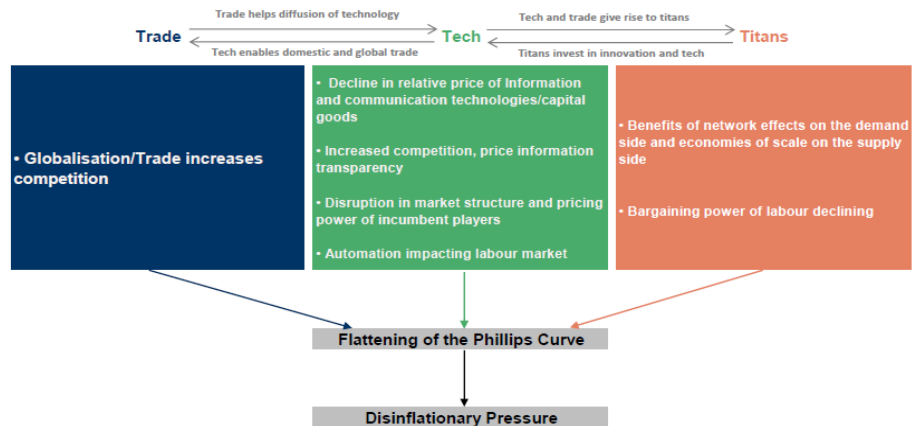
저금리에도 저물가로 인한 양의 실질금리는 채권투자 중요동인

때문에 많은 전문가들은 과거와 같은 높은 물가로 회귀는 쉽지 않을 것이라는 전망을 내놓고 있다. IMF에 따르면 5년 내에 미국과 유럽 물가가 1% 이하일 확률이 50%를 넘는다<그림 3>. 필자 역시 동의하는 부분이며 저금리에도 저물가가 주는 플러스(+) 실질금리는 채권투자의 중요한 동인이라고 판단한다.

성장률 후행하는 물가특성상 올해 경제충격감안 높은 물가압력 제한

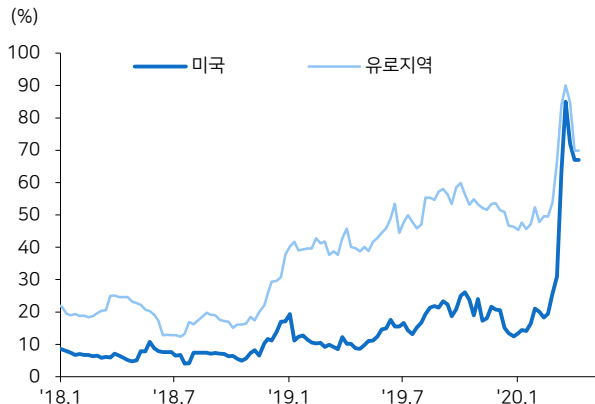
게다가 2008년보다 더 큰 타격을 받은 올해 성장률충격이 후행적으로 물가의 하향압력을 높일 공산이 크다<그림 4>. 때문에 내년까지도 근원물가 반등은 제한적일 수 있으나 이미 노출된 성장률은 급등락은 평균적으로 연내 물가바닥을 확인시켜주고 내년에도 일부 정상화될 여지도 점검할 필요를 준다.

그림2 교역, 기술, 규모의 경제 등 구조적 문제로 물가 하향압력 높음



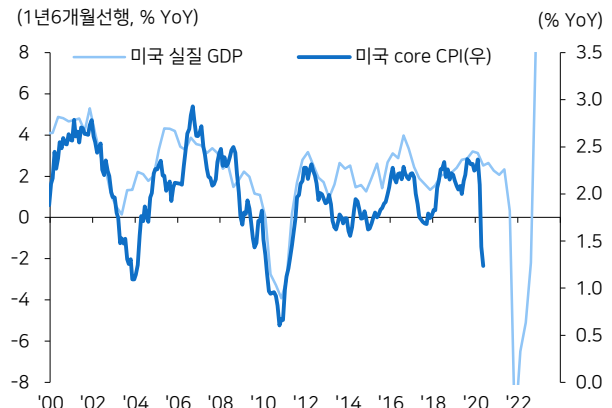
자료: Morgan Stanley, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국과 유럽 향후 5년 내 물가 1% 하회할 확률



자료: IMF GFSR(20.4), 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 성장률 둔화는 근원물가 하락, 내년 반등 고민



자료: US BEA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

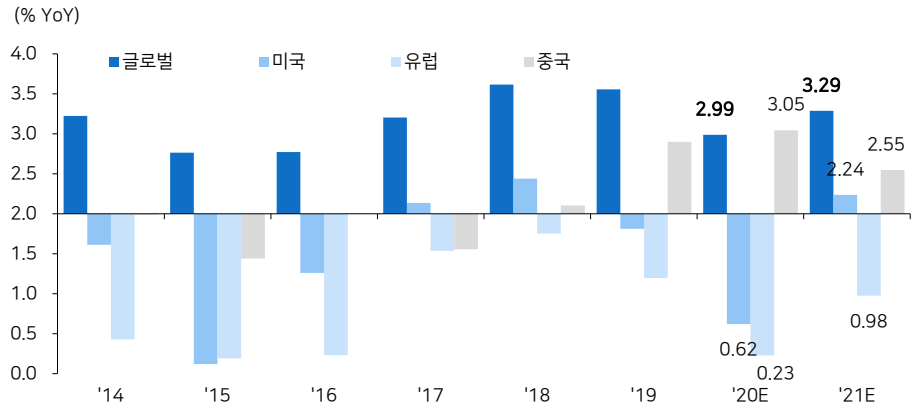
주요 정책기관들이 내놓는 물가전망이 올해 상당히 부진할 것으로 예상하고 있지만 2016년 저물가 우려가 컸던 시기보다 낮은 물가는 아니다. 분명 실물경기 충격은 2016년보다 이번이 큰 편이지만 적극적인 유동성 공급 등 정책효과는 물가를 지속적으로 낮은 수준에 머물게 하지 않을 것이다.

유럽과 한국 등 좀 더 저물가 구조적 요인이 큰 지역은 그렇다고 쳐도 IMF 전망 기준 미국은 올해 소비자물가가 0.6%, 내년은 2.2%이다<그림 5>. 최근 컨퍼런스보드 소비심리 조사 중 향후 물가전망에 대해서는 금융위기 2010년에 버금갈 정도로 물가가 오를 것이라는 전망이 우세해졌다<그림 6>.

실물경기 바닥확인 이후 물가 정상화→위험선호 우세한 환경

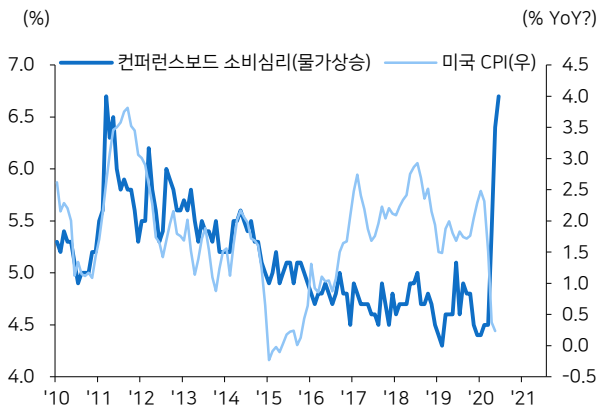
Post COVID보다 With COVID의 시대에 전망을 한다는 것이 쉽지 않다는 것을 새삼 떠올리지만 물가는 현재보다 더 낮아질 가능성은 낮다는 생각이다<그림 7>. 실물경제가 최악을 지났다면 내년까지 선진국을 중심으로 물가 정상화 과정을 거쳐야 하고 저금리 안전자산보다 위험선호가 좀 더 우세한 환경이 남아있겠다.

그림5 그림에도 올해 물가충격 내년에는 회복할 것이라는 전망 우세



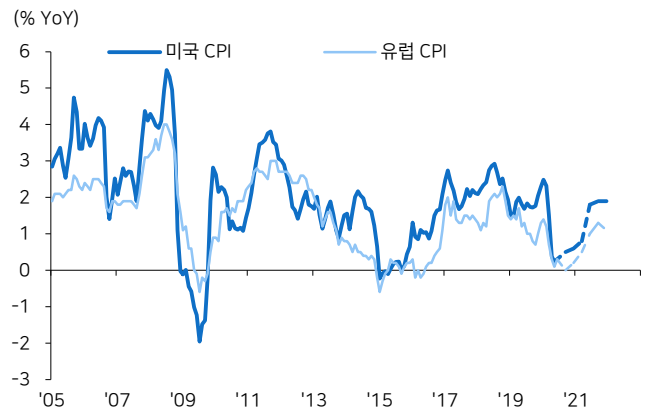
자료: IMF WEO(20.4), 메리츠증권 리서치센터

그림6 현재 낮은 물가기준 물가상승 전망 큰 폭 증가



자료: The Conference Board, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국과 유럽 물가 전망치 2분기 바닥 예상



자료: US BLS, Eurostat, Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

인플레이션이 유발될 것이라는 전망의 근거

1) 완화적 통화정책이 촉발한 유동성 증가

글로벌 유동성 증가율 빠른속도로 올라 물가상승압력 역시 상승

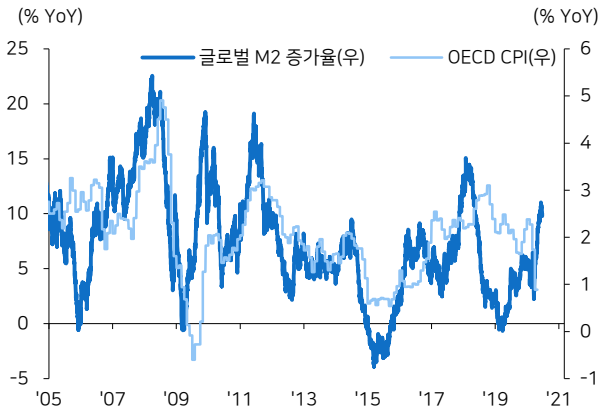
우리가 생각하는 인플레이션 회귀의 첫 번째 조건은 '풍부한 유동성'이다. 올해 전염병의 공포는 역사적 수준의 정책대응을 유발했다. 때문에 글로벌 유동성 증가율은 빠른 속도로 오르고 있고 그만큼 물가상승 압력도 늘고 있다<그림 8>.

주요국 통화완화는 주식 등의 위험선호를 견인하고 있고 일부 실물경기 회복 기대를 자극하고 있다<그림 9>. 특히 유동성이 풍부하다는 것은 '돈의 가치하락' 측면에서 인플레이션을 자극할 수 있다. 때문에 최근 금 가격이 온스당 1800달러까지 올랐으며 향후 추가로 2000달러까지 전망도 제기된다<그림 10>.

풍부한 유동성 환경에 실물자산 가격 상승, 물가전이 살필 필요

저금리에 풍부한 유동성은 주가뿐만 아니라 부동산 같은 실물자산 가격에도 영향을 미치고 있다. 최근 건자재 중 핵심인 목재가격이 오르고 미국 주택가격 전년 대비 증가율이 가팔라지고 있어 물가전이를 살펴볼 필요가 있다<그림 11>.

그림8 글로벌 유동성 증가는 결국 물가상승 압력을 자극



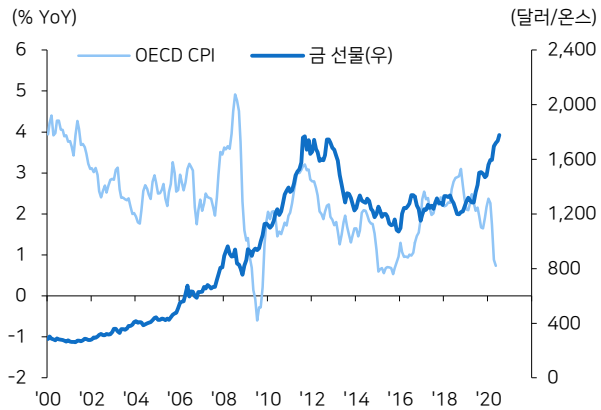
자료: Bloomberg, OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림9 글로벌 중앙은행 자산증가가 위험선호를 견인



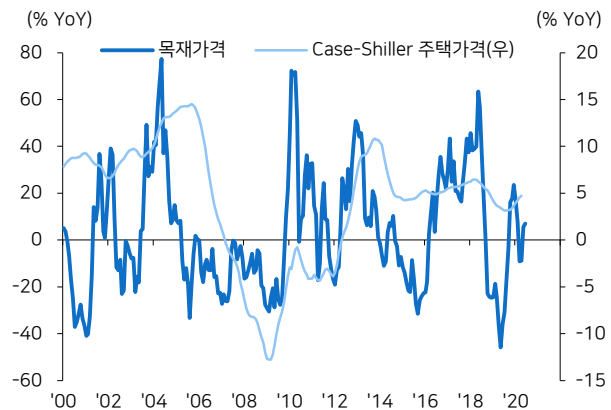
자료: FRB, ECB, BOJ, BOE, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 인플레이션 길잡이인 금 가격 강세 지속



자료: OECD, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 목재가격까지 반등, 부동산 가격 상승세 강화



자료: Bloomberg, S&P, 메리츠증권 리서치센터

2) 살아난 위험선호, 원자재 가격상승으로 연결

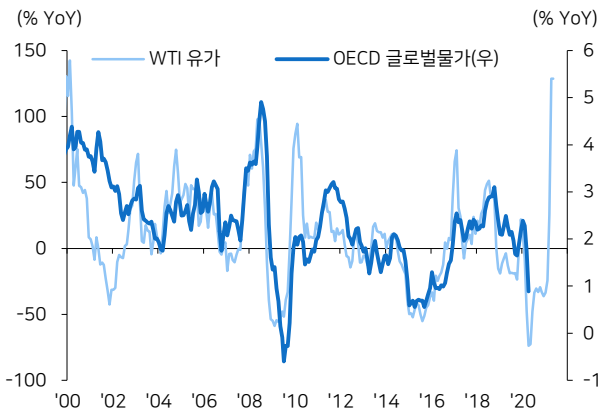
풍부한 유동성이 위험선호를 견인하고 일부 급락했던 원자재 가격도 반등하면서 저물가에 대한 우려 시각이 바뀌고 있다. 애초 우리가 예상한 연말 WTI 38달러는 이미 6월에 회복하고 현재 40달러까지 반등한 상황이다. 이를 기저효과로 내년 상반기까지 유지된다고 전제해도 물가는 반등 기저효과 큰 편이다<그림 12>.

원유뿐만 아니라 구리와 같은 산업재 수요, 정책에 힘입어 회복

최근 원유공급 축소 이슈도 있었지만 구리 등 산업재 수요도 같이 회복되면서 정책효과 및 실물경제가 최악은 지났다는 인식이 높아졌다<그림 13>. 블룸버그 컨센서스 기준으로 현재 가격보다도 3분기 전망치가 낮지만 유가나 구리 등은 가격 상승 전망 경로는 유지되고 있는 상황이다<그림 14>.

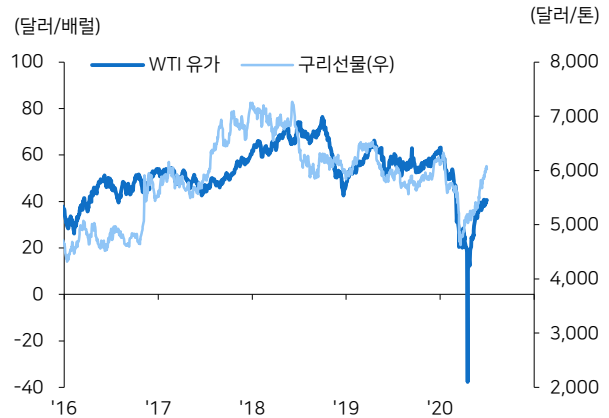
이는 미국 주도 선진국뿐만 아니라 전염병의 공포를 가장 먼저 통제해 중국에서도 확인할 수 있다. 2분기부터 선제적으로 반등하는 중국경제 여건을 반영 철광석 가격이 먼저 올랐고 이를 수송하는 운임(BDI)도 최근 강세다<그림 15>. COVID 이 전보다 낮지만 원자재 가격반등 기조는 물가반등 기대를 지지한다.

그림12 WTI 40달러, 기저효과 감안 내년 상승압력 높음



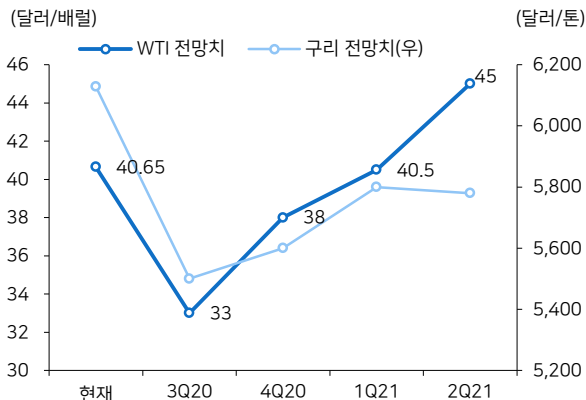
자료: Bloomberg, OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림13 유가 뿐만 아니라 산업재인 구리가격도 강세



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 원유와 구리 가격 전망경로 점검



자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림15 중국 철강가격 반등, 운임까지 동반 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

3)확대 재정에 연동 확대되는 장단기 금리차

이번 경제충격 초기 유동성 공급은 통화정책이 주도했지만 최근은 재정역할이 크게 증가했다. 확장적 재정정책의 영향으로 실물경제 안전판도 마련되지만 장기채 공급증가 등을 통해 장단기 금리차 확대와 같은 인플레이기대 자극요인도 유입되고 있다<그림 16>.

확장 재정정책에 제조업 지수반등
→실물개선 통한 물가상승압력

실제로 M1 증가 정도를 쫓을 정도는 아니나 정책이 적극적으로 대응한 주요국의 장단기 금리차는 확대압력이 높은 편이다<그림 17>. 미국은 30년 금리가 5년대 비 스프레드를 2016년 이후 최고 수준으로 확대되면서 ISM 제조업지수 반등 같은 경제회복 기대를 높이고 있다<그림 18>.

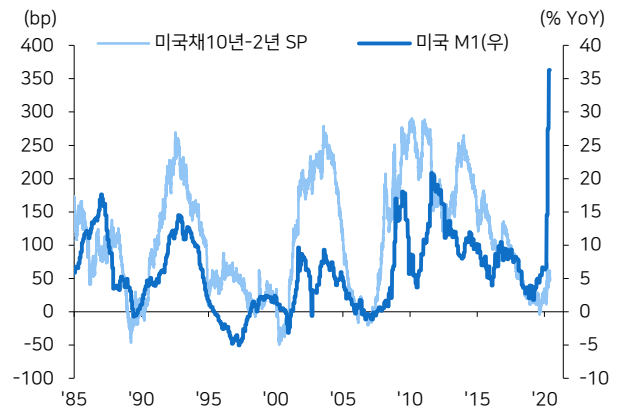
실제 6월 미국 ISM 제조업 지수가 기준선을 넘어 52pt대로 예상을 상회하며 올랐지만 지속성에 대해 확인이 필요하다는 인식이 다수다. 그렇지만 ISM 제조업 지수의 회복은 다시 물가상승으로 연결될 수 있어 정책이 만든 장단기 금리차 확대는 결국 인플레이기대 개선으로 이어질 공산이 크다<그림 19>.

그림16 미국 재정적자 증가는 장단기 금리차 확대 요인



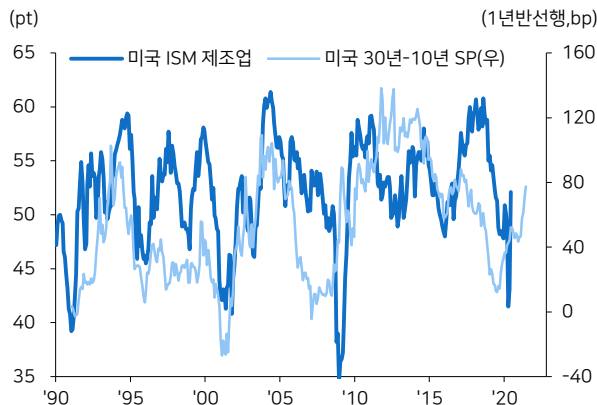
자료: Bloomberg, US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림17 통화&재정 확대로 유동성 증대는 금리차 확대 연결



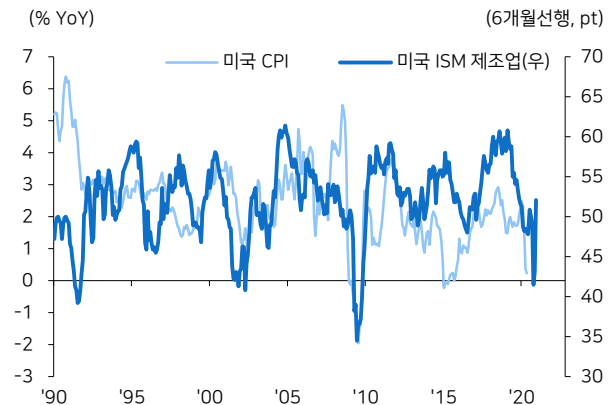
자료: Bloomberg, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림18 금리차 확대는 향후 경제개선 기대를 반영



자료: ISM, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 경기가 개선되면 인플레이압력으로 연결



자료: US BLS, ISM, 메리츠증권 리서치센터

실질적인 인플레이션 대응에 나서는 시장, 3분기 중 확인될 것

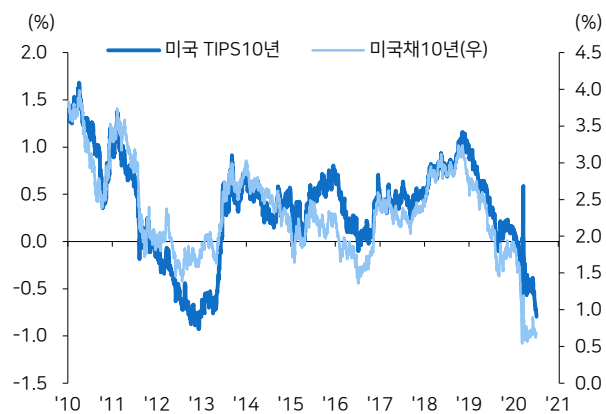
상기한 물가상승 요인은 현재 경제가 최악을 지났다는 가정하에 정책효과의 일부분을 제시한 것이다. 우리 의견과 반대로 일부 글로벌 IB 등에서는 여전히 물가가 낮게 유지될 위험성에 대한 경고의 자료가 나오고 있는 것을 보면 '전망의 불확실성'이 얼마나 높은 시장인지 생각해보게 된다.

그렇지만 실제 물가가 하락하고 있는 것과 달리 물가관련 가격지표들은 향후 인플레이션 기대를 회복할 수 있는 쪽으로 움직임이 진행되고 있다. 미국의 물가채(TIPs)금리는 2012년 이후 최저 수준이다<그림 20>. 마이너스(-) 실질금리는 금리형 투자를 경계하게 하고 실물경제에서 소비와 투자를 자극한다.

물가채 펀드플로우 유입과 ETF
매수흐름→물가상승에 대한 베팅

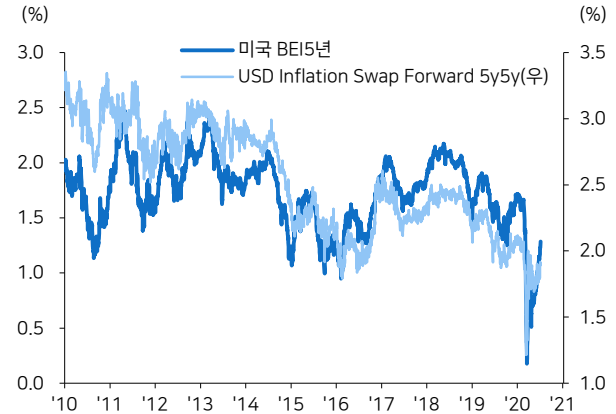
미국의 BEI와 Inflation Swap에 반영된 인플레이션기대가 전염병 확산 이전만큼 회복하지는 못했지만 3월까지 급격히 위축되었던 상당부분을 회복했다<그림 21>. 위험선호에 동행한 정도로 평가할 수 있겠으나 최근 물가채로 펀드플로우 및 ETF 매수세가 유입되는 것은 물가상승에 대한 베팅으로 볼 수 있다<그림 22>.

그림20 미국 물가채 금리 마이너스 확대, 인플레 헷지 고민



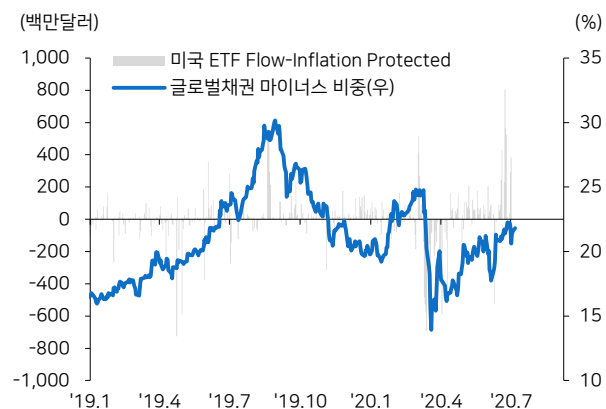
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 기대인플레 지표로 BEI와 인플레 스왑 반등



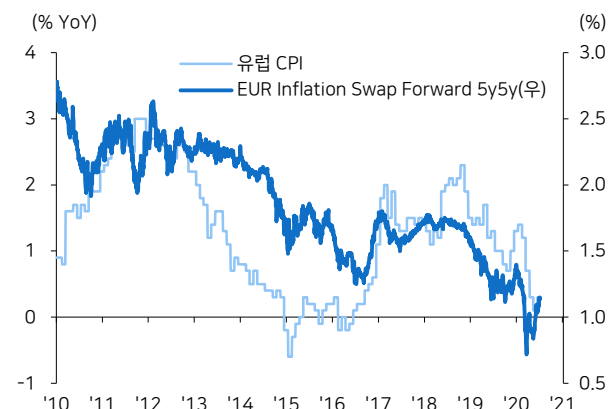
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 실제 6월 중 물가채로 매수자금 유입 강화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 미국보다 어려운 유럽 중장기인플레 기대도 반등



자료: Eurostat, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국보다 구조적인 문제가 산재해 있는 유럽의 경우도 중장기 인플레이션이 회복되는 모습을 나타내고 있다. 일단 1%대로 올라섰고 올해 하반기 중 1% 중반까지 회복할 수 있을 지가 중요하겠다.

3분기 전염병 공포 덜어내고 실물 경기 반등 시 명확한 인플레이션 전환

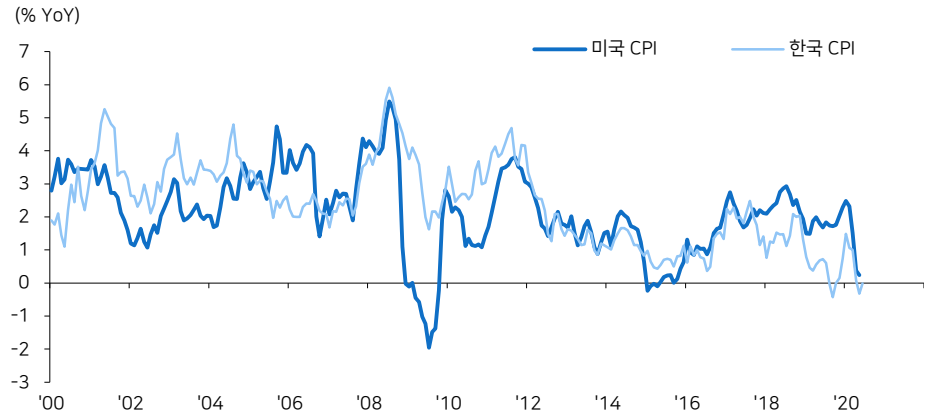
고객 중 일부는 우리가 제시하는 인플레이션 논리를 '너무 먼 나중의 이야기 아니에요'라고 반문하곤 한다. 그렇지만 필자가 벌써 점검하는 내용이 저 정도라면 3분기 중 전염병의 공포만 덜어내면 실물경기 반등과 동시에 물가에 대한 평가도 좀 더 명확하게 인플레이션 발생으로 전환될 것이다.

다소 앞서가는 듯 보이지만 물가관련 가격지표들의 움직임은 선행한 위험신호를 쫓아 움직이기 시작했다. 이러한 배경들을 근거로 우리는 하반기에도 현재 위험자산 상승추세는 이어질 수 있는 반면 바닥을 다진 이후 금리가 반등할 수 있어 채권투자를 서두를 이유가 없다고 주장하고 있다.

국내도 저물가 우려목소리 있지만 3분기 물가하향부담 해소될 것

한국도 저물가에 대한 여러 우려의 목소리가 크고 내년에도 미국보다 물가상승폭이 제한적일 것이라는 전망이 우세하지만 물가하향 부담은 올해 3분기까지 해소될 것으로 예상한다<그림 24>. COVID 시대 뭐든 대단한 반전을 꾀하기 어렵다고 들 하지만 변화는 이미 시작되고 있을지 모른다.

그림24 미국 주도 글로벌 물가 반등하면 한국도 일부 영향 있을 것



자료: US BLS, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

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 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.