

# Strategy Idea



▲ **주식시황**  
Analyst **이종빈**  
02. 6454-4893  
jongbin.lee@meritz.co.kr

## 시스템 위기가 아니라면...

- ✓ SVB發 금융시스템 우려는 전염경로에서 신용창출의 경로로 방향성 이전 중. 극단적뱅크런의 지속됨이 보이진 않고, 정책이 자산가치 하단을 보전
- ✓ 현재 시장 동력은 달러 약세(Non-US) + 금융업종 회피 + 경기 무관성(Non-Cyclical)
- ✓ 스타일 변화의 힌트는 신용창출 경로의 제약 수준을 나타내는 하이일드 스프레드

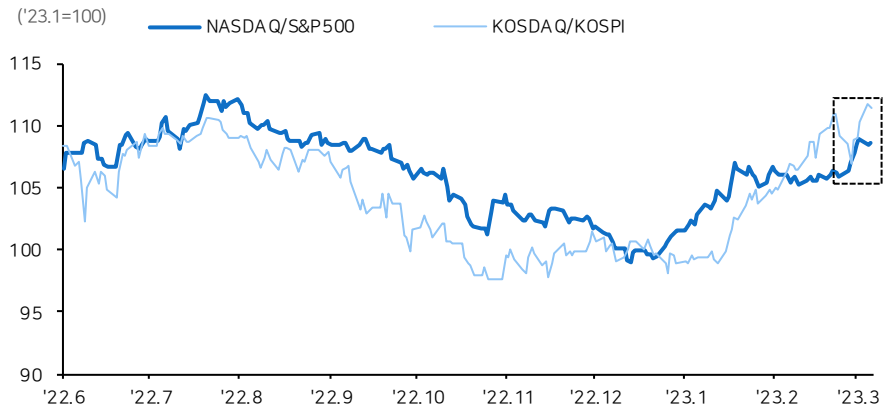
SVB發 우려 시스템 리스크는 가능성은 아직 낮아

### 시장은 시스템 리스크는 아니라는 방향으로...

SVB發 우려에 대해 시장은 일단 시스템적 위기가 아니라는 방향으로 선회 중이다. 우리도 지속적으로 뉴스 플로우를 업데이트 하고 SVB에서부터 CS - UBS AT1 자본 이슈까지 면밀하게 모니터링 하고 있지만 아직 시스템 리스크 전이 가능성은 낮아보인다.

이에 힘입어 한 때 S&P500은 3,900선 아래에서 4,000선을 회복했고 11,000선을 터치했던 나스닥은 어느새 13,000선을 바라보고 있다. 반등에서 특징적인 부분은 NASDAQ과 KOSDAQ이 각각 대표지수인 S&P500과 KOSPI를 아웃퍼폼하는 방향성이 더 뚜렷해졌다는 점이다.

그림1 NASDAQ/S&P500, KOSDAQ/KOSPI 상대강도



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 위기 경로 세가지 업데이트. 1)뱅크런, 2) 자산상각, 3) 은행 간 신뢰도

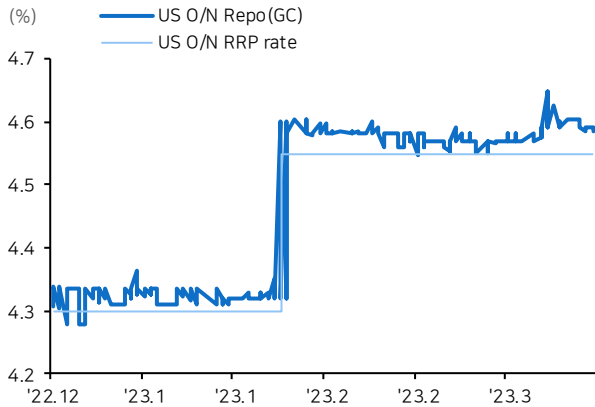
위기 경로 업데이트,  
아직 이상 징후는 없어

우리는 시스템 위기 전이의 경로를 크게 세가지로 봤다. 1) 뱅크런의 지속이나 2) 자산 상각 확대, 3) 은행 간 신뢰도 저하다. 이 측면에서 아직 본격적인 이상 신호는 발견되고 있지 않다. 예금 이탈이 지속되고 있다는 뉴스나 은행 자금 수요 증가로 인한 단기자금시장의 이상징후도 아직 없다.

미국 익일물 단기자금시장 금리는 한 때 변동성을 보였으나 연준에 예치되어 있는 RRP 자금이 높은 금리 매력으로 이전 공급되면서 안정을 찾았다. 시장의 기능이 정상적으로 작동하고 있다는 의미다. 뱅크런은 심리적인 요소가 다분하고 최근 글로벌 은행까지 우려가 커져 예단하기 어렵지만 아직 시그널은 없다.

자산 상각 경로도 결과적으로 연준의 BTFP(Bank Term Funding Program) 과 안전자산 선호로 인한 시장금리 하락이 은행 자산 가격의 하락을 방어해주었다. 금융위기를 돌이켜보면 주택가격의 연쇄적 하락이 문제였지만 이번엔 BTFP에서 역면가를 인정해주는 조항과 안전자산 선호가 만나 상각대상인 매도가능증권들의 채권 금리는 연 저점 부근이다.

그림2 미국 익일물 레포금리: 급등 후 다시 안정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국: 급등 후 안정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

CS에서부터 불거진 은행간 신뢰도 약화나 AT1 자본상각의 파급 가능성 또한 전방위적인 전이 가능성은 낮아보인다. UBS가 CS를 인수하면서 급한 불은 꺼진 양상이고 AT1 자본의 경우도 Bloomberg Intelligence가 정리한 것에 따르면 Permanent Write down 조항이 있는 금융사는 유로존에 CS, UBS 뿐이다. 즉 미시적으로 AT1 자본이라는 상품에 대한 신뢰도가 크게 낮아질 가능성도 낮다

표1 CS AT1 자본상각은 그들만의 예외 조항

Issuer	AT1 Non-Viability Trigger	Loss absorption	Write-up
Barclays	7	Equity Conversion	N/M
BBVA	5.125	Equity Conversion	N/M
BNP	5.125	Temporary Writedown	Yes
CaixaBank	5.125	Equity Conversion	N/M
Commerzbank	5.125	Temporary Writedown	Yes
CredAg Group	5.125	Temporary Writedown	Yes
<b>Credit Suisse</b>	<b>7</b>	<b>Permanent Writedown</b>	<b>No</b>
Danske Bank	7	Equity Conversion	N/M
Deutsche Bank	5.125	Temporary Writedown	Yes
HSBC	7	Equity Conversion	N/M
ING Group	7	Equity Conversion	N/M
Intesa	5.125	Temporary Writedown	Yes
Lloyds	7	Equity Conversion	N/M
NatWest Group	7	Equity Conversion	N/M
Rabobank	5.125	Temporary Writedown	Yes
Sabadell	5.125	Equity Conversion	N/M
Santander	5.125	Equity Conversion	N/M
SocGen	5.125	Temporary Writedown	Yes
StanChart	7	Equity Conversion	N/M
<b>UBS</b>	<b>7</b>	<b>Permanent Writedown</b>	<b>No</b>
UniCredit	5.125	Temporary Writedown	Yes

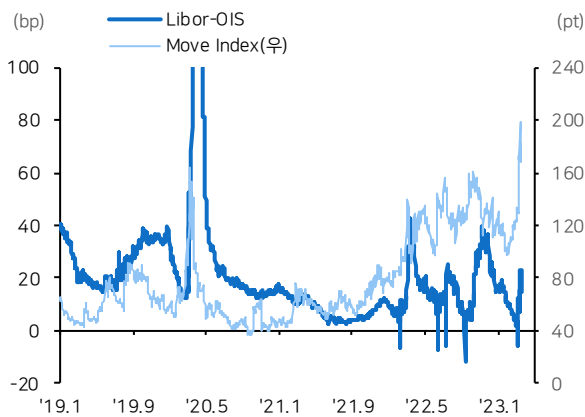
자료: Bloomberg Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

### 대신 은행 업종 개별 이슈와 신용창출 경로(경기)로 방향 전환

시스템 위기에서  
개별 업종과 미국 경기로  
시각 이동

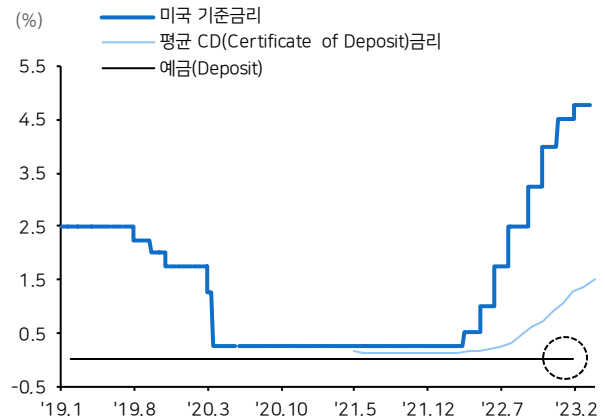
은행 간 신뢰도를 나타내는 Libor-OIS 스프레드도 방향은 꺾인 상태다. 시스템적 위기가 해소되었다고 모든 것이 끝난 것일까? 우리는 변수에 대한 판단(3/12) 자료에서 은행들이 예금 보전을 위해 예금금리 인상 경쟁 등에 나서며 마진에 부정적 영향을 미칠 수 있으며 중소형 은행의 대출태도 변화 등 개별 사안에 대해 주의해야한다 언급했다. 비록 시스템적 위기는 아니나 이러한 은행 업종의 개별 이슈는 현재진행형으로 보인다.

그림4 은행 간 신뢰도나 채권금리 변동성도 방향 전환



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 기준금리 대비 극도로 낮은 시중 예금금리



자료: FDIC, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

무엇보다 중소기업은행의 소극적인 대출태도와 이에 따른 신용창출경로의 약화는 중장기적인 압박요인으로 작용할 공산이 크다. 신용창출경로는 은행이 예금을 받아 대출을 해줌으로써 시중 통화량을 창출하는 경로다. 대출요건이 까다로울수록 발행 통화 대비 시중통화량은 줄어들 것인데 이렇게 되면 중소기업의 자금조달은 점차 어려워지게 된다.

**신용창출 경로의 약화는 불가피**

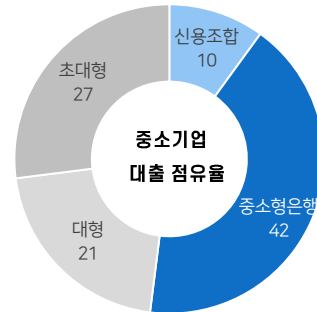
인플레이션 속에서도 소비 버퍼와 견조한 고용 하에서 버텨온 미국경제였지만 높은 금리 외에 이 같은 신용 제약은 압박이다. 중소기업은행은 특히 기업예금보다는 리테일 비중이 높고 중소기업 대출 점유율은 42%에 달하며 최근 대형은행의 대출태도 약화 속에서도 꾸준히 신용을 늘려왔던 기간들이기에 앞으로 경기 부담이 높아질 상황에서 중소기업 은행의 태도 전환은 부담이 더 커질 수 밖에 없다. 대형은행이 태도가 바뀔 가능성도 낮다. 자본규제 때문에 자산 확장에 부담이 있어 예금도 거절하고 있는 상황이기 때문이다(예금금리 0.01%).

**그림6 중소기업 은행이 최근 신용 확장의 중심이었음**



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

**그림7 중소기업 은행(<250bn)의 중소기업 대출 점유율도 높아**

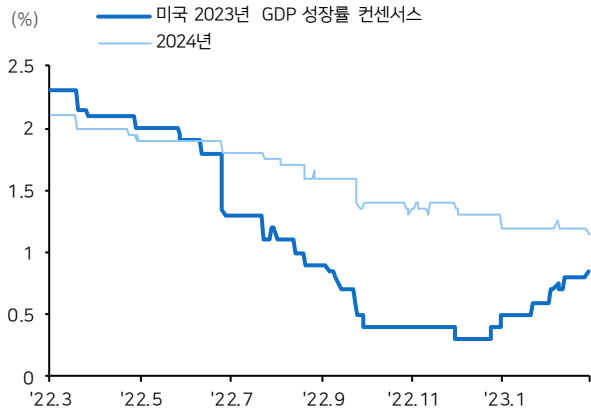


자료: FDIC, National Credit Union Administration, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 IB들 중심으로 미국 경제성장률에 대한 눈높이가 조정되고 있는 것도 같은 맥락이다. 2023년은 시장의 가정(고용)이 어긋나면서 상향되고 있지만 2024년의 눈높이는 낮아지고 있다.

3월 8일 SVB 사태 이후에 업데이트 된 각 기관별 성장률 전망치의 방향성도 2024년의 모멘텀 약화를 가리킨다. 현재 컨센서스 수치는 1% 대를 유지하고 있지만 8일 이후의 기관들의 전망치를 보면 현재 컨센서스 미만의 수치다. BOA나 노무라 등은 역성장 의견을 제시하기도 했다.

그림8 '23년 대비 24년 경제성장률 눈높이 변화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 SVB 이슈 이후 주요기관 미국 GDP Consensus

기관	기준일	2023	2024
Bank of America	2023-03-17	1	-0.1
Barclays	2023-03-17	1.2	0.2
Bereberg Bank	2023-03-17	0.6	0.7
Commerzbank	2023-03-17	1.5	0
JPM	2023-03-17	1.7	0.4
Nomura	2023-03-17	1	-0.2
SC	2023-03-17	-0.2	1.8
UBS	2023-03-17	0.8	0.4
Unicredit	2023-03-17	0.4	0.9
CS	2023-03-16	1	-0.1
Fitch	2023-03-15	1.2	0.2

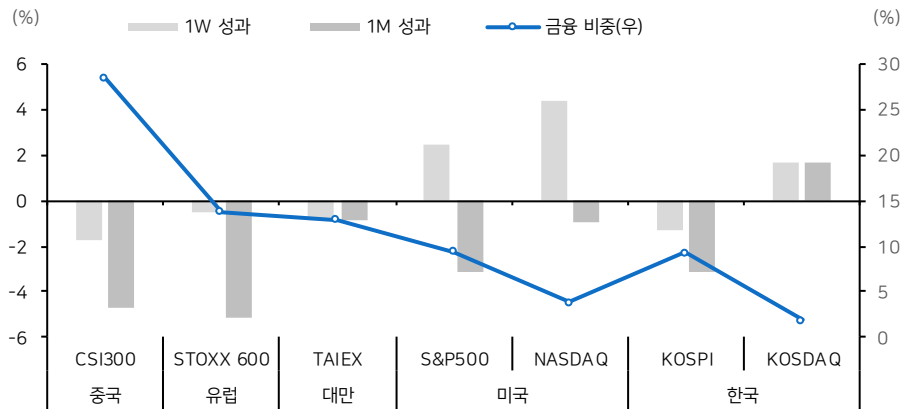
자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

### 금융업종, Non-US, 경기 무관성의 결합이 설명하는 가격

금융, Non-US, 경기무관성이  
시장 주도 스타일을 설명  
테마 전환 신호는 HY Spread

1) 시스템 위기는 아닌 금융업종 단일 이슈, 2) 미국 경기모멘텀의 약화가 달러약세와 성장주 강세, 국가 간의 성과 차별화라는 가격 조합으로 이어진 것으로 보여진다. 금융 업종 비중이 높은 국가와 그렇지 않은 국가 간 성과는 벌어졌고 경기모멘텀의 약화가 곧 달러약세와 매크로 무관성을 쫓는 성장주로 수급이 이어진 것이다.

그림10 국가별 지수의 금융업종 비중과 1W/1M 성과

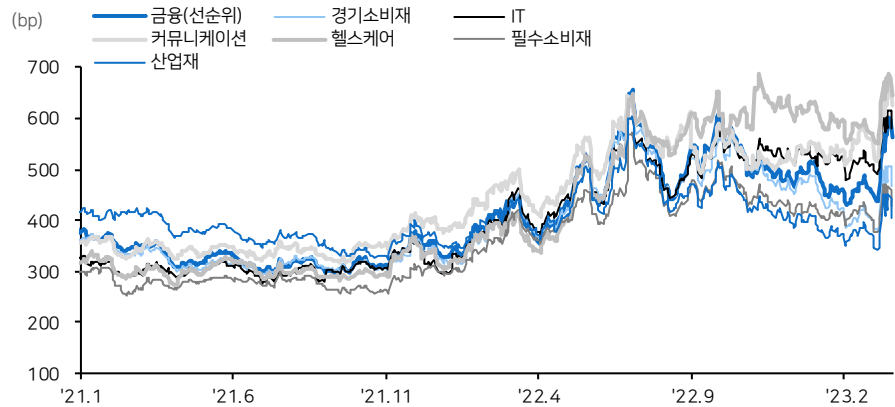


자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

해당 상황은 국내증시에 나쁘지 않다. 금융업종 비중이 상대적으로 높지도 않고 달러 방향성도 우리 시장엔 긍정적이다. 다만 자금조달 환경이 악화될수록 시장은 성장주 전반에서 실질적인 현금흐름이나 실적 성장 여부를 테스트 할 가능성이 높다. 성장성이라는 테마는 유지하더라도 가시성 높은 중대형 종목으로 압축될 수 있다.

스타일 변화의 단서는 하이일드 스프레드, 중소기업 서베이 등에 있을 것이다. 동지표가 곧 신용창출 경로 제약의 강도를 표시하는 지표이기 때문이다. 하이일드 스프레드, NFIB 중소기업 낙관지수 등 중소기업을 대표하는 경제지표 등에 관심이 높아질 국면이다.

그림11 미국 High Yield Spread: 전 업종 자금조달 압박은 반영 중



자료: Bloomberg, 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.