

# Strategy Idea



▲ 경제분석  
Analyst 이승훈  
02. 6454-4891  
seunghoon.lee@meritz.co.kr

## 미국 금리인상의 파급 효과: 기업투자와 한국 수출 시사점

- ✓ 미 금리인상은 주거용/비주거용 투자 및 금융부문으로 그 효과가 파급. 소비 영향은 제한적
- ✓ 미국 투자 사이클 회복 지연 위험: 은행 규제강화/위험관리로 대출태도 추가 악화 가능성
- ✓ 한국 수출의 저점도 기준 2분기에서 3분기로 지연되고 경기하강 골이 좀 더 깊을 수 있음

금리인상은 어떻게 총수요를 자극하는가?

### 금리인상의 파급경로: 이론적 검토

미 연준은 2022년 3월 금리인상에 착수한 이후 정확히 1년만에 연방기금금리를 475bp 인상하였다. 물가상승률이 40년래 가장 높았던 만큼, 금리인상 속도도 1980년대 초반 이후 가장 빨랐다. 인플레이션은 수요와 공급측 측면에서 공히 발생하지만, 금리인상은 대표적으로 수요를 건드리는 정책이다. 총수요를 억제하면서, 그 수요 요인으로부터 비롯된 인플레이션을 꺼뜨리는 데에 목적이 있다.

금리인상이 총수요 억제(즉, 실물경기 둔화/위축)와 물가안정에 이르는 경로는 실로 다양하며, 학생용 교육자료로 고안된 다음 페이지 그림 1이 이를 잘 보여준다. 약간의 해설을 붙이자면 다음과 같다.

- **금리 경로:** 정책금리가 인상되면 시중금리가 오르고 가계와 기업의 이자부담이 늘어난다. 이자부담 가중으로 가계소비와 기업투자가 감소하여 총수요에 영향을 주는 경로이다.
- **자산 경로:** 정책금리 인상은 채권가격 하락(금리 상승)뿐 아니라 주식/부동산 가격의 하락으로 귀결된다. 경기하강에 따른 기업매출/이익 신장세 둔화(혹은 역성장), 그리고 모기지 금리부담에 따른 주택수요 감소이다. 이는 부(-)의 자산효과로 작용, 소비에 부정적 영향을 준다.

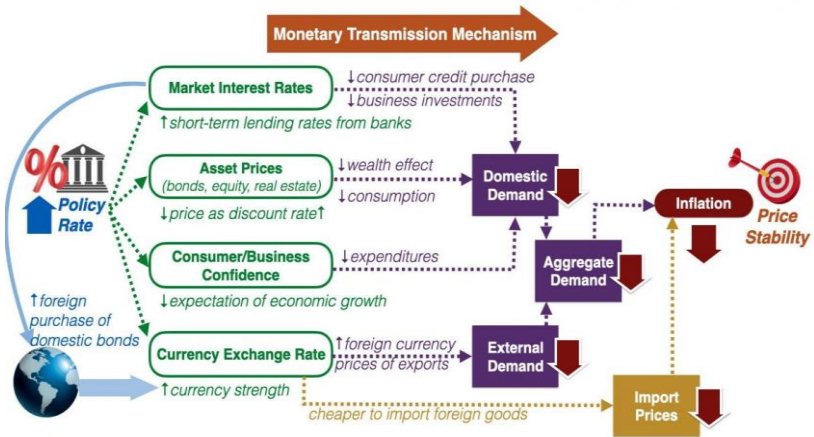
- **심리 경로:** 경기가 하강할 수 있다는 우려는, 지출여력이 있더라도 가계와 기업의 지출을 줄이는 요인으로 작용한다. 다른 한편에서는 금융시장과 금융기관의 risk-off(안전자산 선호) 현상으로도 파급될 수 있다.

예를 들어 미 국채에 투자하더라도 연간 4~5% 수익률을 기대할 수 있는데, 굳이 위험을 감수하려 들지 않는다. 자금조달이 절실한 소기업/스타트업은 따라서 더욱 어려워질 수 있다. 금융기관의 경우 경기하강으로 인해 차주 부실 위험 내지는 자산평가 손실 위험이 커질 수 있다는 걱정을 할 수 있다. 이 경우 이들의 대출 심사는 더욱 까다로워진다. 대출 문턱이 높아진다는 것이다.

- **환율 경로:** 다른 나라 통화정책에 변화가 없다면 금리인상은 내외금리차 확대로 연결되면서 통화강세를 유발한다. 이는 수입물가 압력을 경감시키면서 인플레이션 억제에 일조한다.

이론적인 부분이 이러하다면, 이제부터는 실제로 미국 경제가 부문별로 어떻게 영향을 받고 있는가를 살필 차례다. 이하에서는 투자, 소비 영향과 정책금리의 방향을 다룬 이후 기업투자 전반과 한국 수출 시사점으로 마무리한다.

그림1 금리인상의 파급경로 (Transmission Mechanism)



자료: <https://prepnuggets.com/glossary/monetary-transmission-mechanism/>

### 1. 영향 점검 (1): 투자

투자는 대표적으로 금리상승에 민감한 부문이다. 이를 주거용과 비주거용으로 나누어 살펴 본다.

#### 1-1. 주택시장과 주거용 투자

모기지 금리 상승과 주택매매 수요 위축

주지하다시피, 30년물 모기지 고정금리는 10년물 국채금리에 연동되어 움직인다. 금리인상 이전(2022년 2월) 대비 미 국채금리는 140bp 상승했고, 30년 모기지 고정금리는 3월 23일 기준 6.42%로 동 기간 중 270bp 상승했다.

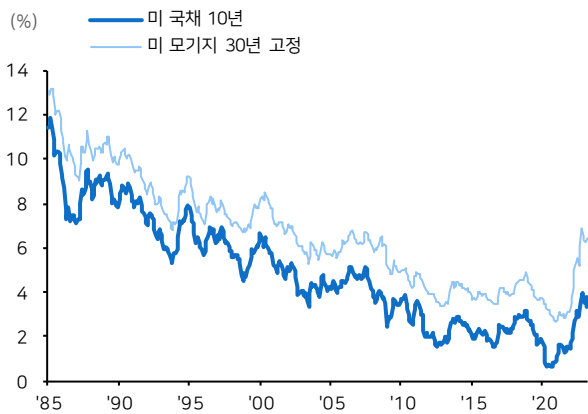
그간 주택가격의 조정이 크게 이루어지지 않은 탓에, 중위소득자가 현재의 모기지 금리로 기존주택을 매수하고자 할 때 부담해야 하는 소득대비 모기지 원리금 상환 부담은 매우 커졌다. 2022년 2월의 경우 19.3%에 불과하던 비율은 2022년 11월 27.4%까지 상승했으며, 2023년 1월 들어 금리가 조정되며 23.8%로 내려온 상태이다. 그러다 보니, 현재 이 높은 금리를 감내하면서까지 주택을 사려하지 않는다. 기존과 신규주택판매의 동반 하락이 이를 잘 보여 준다.

주거용 투자 감소. 현재는 다가구 수요로 건설업자 일감 생성 중

주거용 투자를 보자. 기본적으로 신축주택에 대한 수요가 있어야 새 집을 지을 유인이 생긴다. 그러나 신규 단독주택 판매 건수가 늘려 있다는 것은 새 집에 대한 수요가 많지 않다는 것이다. 자연스럽게 단독주택 건설 허가신청 건수도 하향 안정화되는 흐름이다. 금리인상이 주택수요와 주택건설에 영향을 미치고 있다.

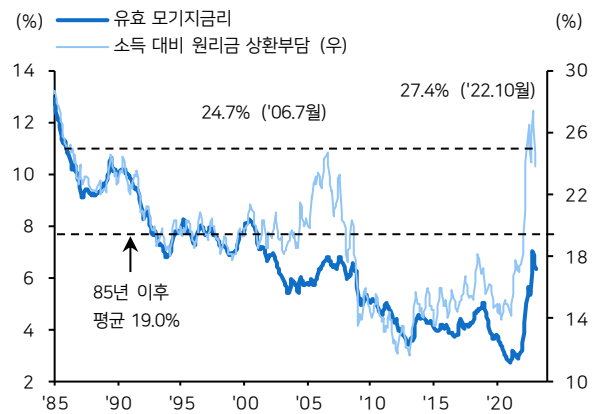
모기지 금리가 고점(10월 6.9%) 대비 소폭 낮은 수준이지만 여전히 고공행진 중이다. 유의미한 주택매매 수요 회복이 없지만, 건설업자들의 일감은 늘어나고 있다. 이는 단독주택보다 임대 목적의 주택수요 때문이며, 실제 다가구 주택허가와 착공이 늘고 있다. 2월 기준 주택허가건수는 연율 기준 155만 호였다. 이 중 단독주택을 제외한 건수가 76.4만 호로 전체의 49.3%에 달한다. 1985년 이후 이러한 모습은 찾아보기 힘들 정도로 이례적이다.

그림2 미 국채 10년 수익률과 30년물 모기지 고정금리



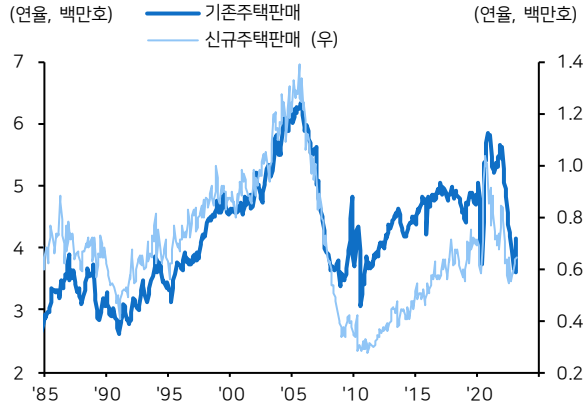
자료: Federal Reserve, Freddie Mac, 메리츠증권 리서치센터

그림3 모기지금리와 중위소득자의 잠재 원리금 상환부담



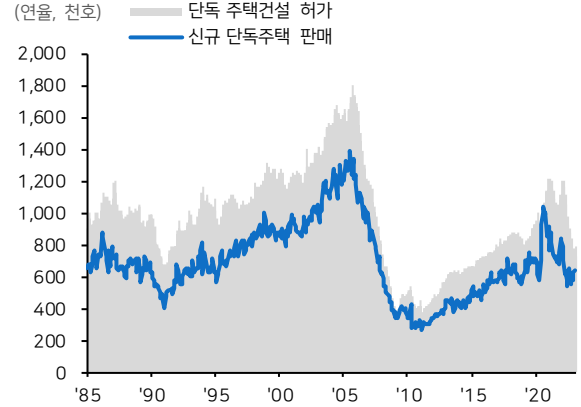
자료: US National Association of Realtors(NAR), 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 기존주택판매와 신규주택판매 (단독주택 기준)



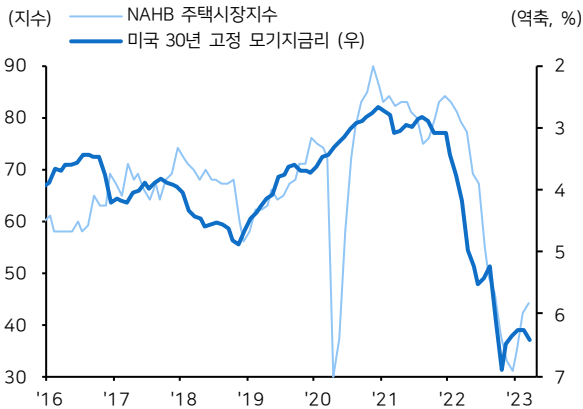
자료: US NAR, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 단독주택 건설허가와 신규 단독주택판매 건수



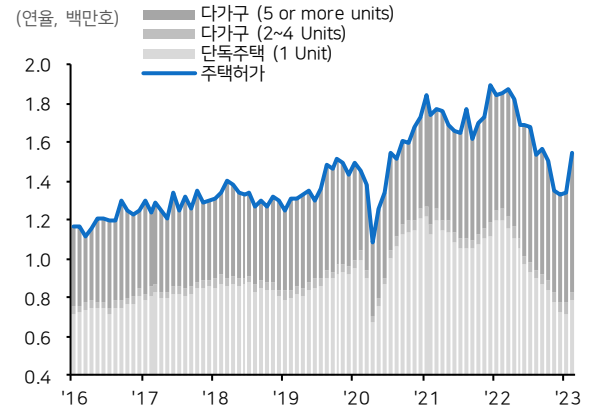
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 NAHB 주택시장지수와 30년 모기지금리



자료: National Association of Home Builders, Freddie Mac, 메리츠 리서치

그림7 미국 공종별 주택허가건수 추이



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

1-2. 비주거용 투자(=기업투자)

주택시장만큼은 아니지만 기업투자도 냉각되고 있다. 현재 기업투자를 가장 크게 제약하는 요인은 자금조달 문제이다.

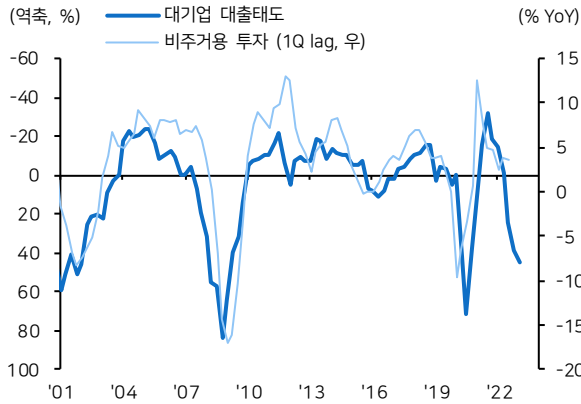
기업투자 제약 요인 두 가지

- 1) 높아진 대출 문턱
- 2) 높은 조달비용

전술한 대로 상업은행들이 대출심사를 까다롭게 하면서 대출 문턱을 높이고 있다. 2023년 1분기(2월 6일 발표) 대기업 대출 태도 지수는 +44.8인데, 이는 대출 태도가 긴축적이라는 응답에서 완화적이라는 응답비율을 차감한 것으로, 은행 전반의 대출 태도가 과거 리세션에 준하는 수준까지 악화되고 있음을 보여 준다.

대출 문턱을 넘었다면 이제는 조달비용을 고려해야 한다. 현재 대형 은행이 최우량 고객에게 제시하는 대출금리(Prime rate)는 8%이다. 현재가치로 환산한 투자의 기대수익률이 낮아질 수 밖에 없다. 그나마 회사채 발행을 통해 자금조달이 가능한 우량기업들은 사정이 나은 편이다. BAA등급 회사채 금리는 6%, AAA등급은 5%를 하회하고 있기 때문이다.

그림8 미국 상업은행 대기업 대출태도와 실질 비주거용 투자



자료: Federal Reserve, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 최우량 대출금리와 회사채 수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기업들의 소극적인 capex 투자로 귀결되는 그림

상황이 이렇다 보니, 지금 당장 capex를 집행하고 있다 하더라도 향후 기업투자에는 소극적일 수 밖에 없다. 각 지역 연은 서베이에서 향후 6개월 capex 전망이 계속 악화되는 이유이며, 이는 시차를 두고 자본재 주문 감소로도 연결되고 있다.

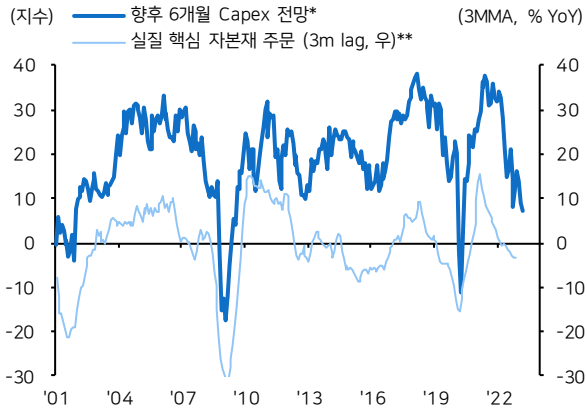
어떤 방식으로 대출 태도가 악화되고 있을까? 대출행태 서베이의 세부 사항을 보면, 가장 눈에 띄는 것은 대출 한도의 축소이다(그림 11). 예전 같으면 4억원을 대출받았을 기업이 3억원 정도로 한도가 줄어든다는 이야기이다. 자금운용에는 제약 요인이다. 이와 더불어 대출금리를 올리고(37.9%), 만기를 단축한다(21.2%).

무엇 때문에 은행들이 이런 선택을 하는가?

은행 대출태도 긴축의 이유:  
 1) 경기불확실성, 2) 자본훼손 우려, 그리고 3) liquidity risk

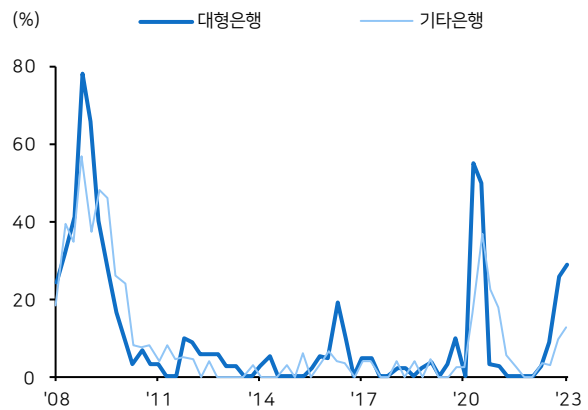
경기 불확실성 확대에 따른 차주 부실 위험이 가장 크다. 그러나 다른 한편에서는 자본훼손 및 유동성 확보의 어려움을 토로하는 은행들도 존재한다(그림 12~13). 이 문제는 대형은행 보다는 중소형은행의 문제이다. 특히, 유통시장에서의 유동성 감소를 지적하는 은행들의 비율이 전체의 절반이라는 조사결과는 이 문제를 가볍게 짚고 넘어가기 어려움을 보여 준다.

그림10 지역연은 서베이 capex 전망 vs 실질 자본재 주문



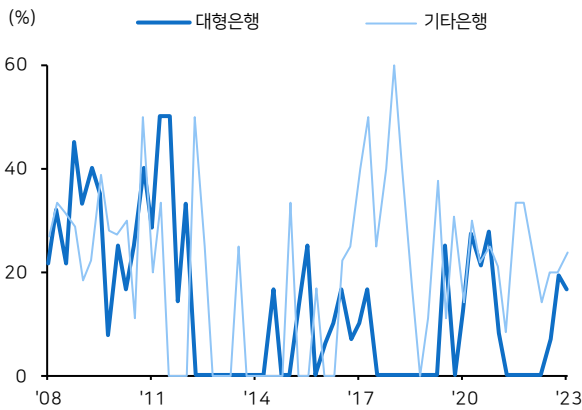
주: \* 뉴욕, 필라델피아, 리치몬드, 캔자스, 달라스, \*\* 기계장비 PPI로 확인  
 자료: 각 지역연은, US Census Bureau, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 대기업 대출태도: 최대 credit line의 축소 여부



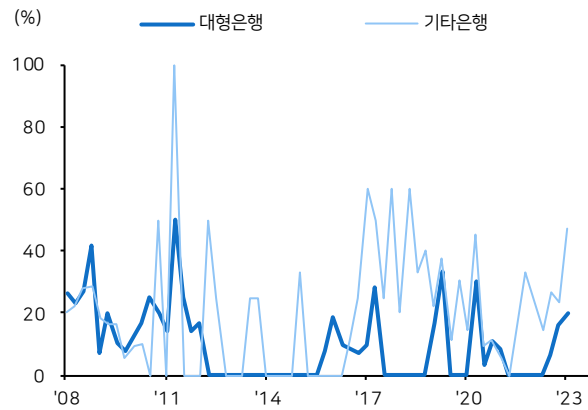
주: Tightened considerably + Tightened somewhat 응답비율의 합  
 자료: Federal Reserve Senior Loan Officer Survey, 메리츠증권 리서치센터

그림12 긴축적 대출태도의 이유: 자본훼손 우려



주: 동 문제가 Very Important + Somewhat Important 이라는 응답비율의 합  
 자료: Federal Reserve Senior Loan Officer Survey, 메리츠증권 리서치센터

그림13 긴축적 대출태도의 이유: 유동성 확보 문제



주: 동 문제가 Very Important + Somewhat Important 이라는 응답비율의 합  
 자료: Federal Reserve Senior Loan Officer Survey, 메리츠증권 리서치센터

**1-3. 대출태도 추가 악화 위험**

이미 긴축적인 대출태도가 추가 악화될 위험 존재

문제는 이미 긴축적인 대출태도가 다음 두 가지 이유로 추가 악화될 가능성이 더욱 높아 보인다는 것이다.

1) 감독당국 은행규제 강화: 유동자산 확보, 자본확충 압력

첫째, 감독당국의 은행규제 강화가 특히 중소형 은행의 대출을 더욱 제약할 가능성이 크기 때문이다. 연준에서 규제를 담당하고 SVB에 대한 감사를 총괄하는 William Barr 부의장은 최근 의회 증언에서 SVB의 관리감독 소홀을 지적하는 동시에, 은행의 자산규모를 기준으로 차등화된 규제를 하는 것이 좋은 방법이 아닐 수 있음을 지적하였다<sup>1</sup>.

자산규모가 작은 은행들은 자본이나 유동성 규제가 시스템적으로 중요한 은행(G-SIBs)에 비해 엄격하지 않기 때문에<sup>2</sup>, 그들의 자산에서 현금 등 유동자산 비중을 낮게 가져가도 전혀 문제될 것이 없었다(그림 14~15). 그런데 유동자산 보유부족에서 문제가 생긴 것이기에, 감사결과와 규제 방안이 발표되는 5월 1일 이후 중소형 은행들의 유동자산 보유와 관련된 규제가 강화될 가능성이 커 보인다.

한편, 차주 부실이 아니었지만, bank run 확산과 예금 지급분 총당과정에서 자본 훼손으로 금융기관이 파산한 것이기에 자본확충 요구도 커질 것이다. 2023년 은행 스트레스 테스트 결과도 여기에 힘을 실어줄 수 있다. 예년과 같이 금융위기에 준하는 충격을 부여했을 때 나타날 수 있는 여신 손실과 필요 자본도 계산되지만, 올해는 인플레이션이 높은 상태를 유지했을 때의 충격(exploratory market shock component<sup>3</sup>)도 함께 고려한다. 차변이 아닌 대변에서 문제가 생겼을 때의 위험도 고려하겠다는 의미이다.

2) 상업용 부동산 위험에 따른 은행 자체 위험관리 강화

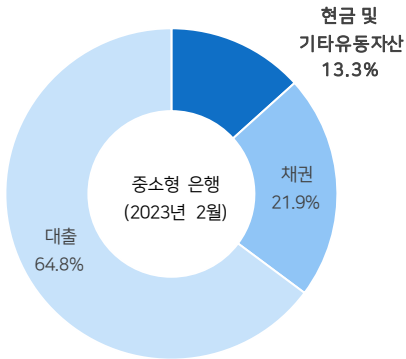
둘째, 규제 강화가 아니더라도 중소형 은행 차주 부실이 확대될 소지가 있기 때문이다. 최근 기업들의 사업환경 악화와 맞물려 상업용 부동산(commercial real estate) 가격 하락(담보가치 하락) 및 CMBS 부실 가능성이 제기되고 있다. 대형 은행과 달리 중소형 은행의 대출 포트폴리오 중 43.6%가 상업용 부동산에 대한 익스포저이며, 은행권을 모두 합칠 경우 상업용 부동산 익스포저의 69.8%가 중소형 은행이다(그림 16~17). 중소형 은행대출은 더욱 제약될 가능성이 있으며, 간접 금융에 의존하는 기업투자 관점에서는 공히 부정적이다.

<sup>1</sup> Testimony: Bank Oversight, Vice Chair for Supervision Michael S. Barr (Mar 2023), 관련 언급: "While the Federal Reserve's framework focuses on size thresholds, size is not always a good proxy for risk, particularly when a bank has a non-traditional business model." ([중언 서문 링크](#))

<sup>2</sup> Requirements for Domestic and Foreign Banking Organizations (Oct 2019), Federal Reserve. 예를 들어 SVB처럼 Category IV에 해당되는 은행의 경우, 월간으로 LCR(유동성 커버리지 비율: 고유동성자산을 1개월 순현금유출로 나눈 비율)과 NSFR(순안정자금조달비율: 1년 내 유출 가능성이 큰 부채규모 대비 장기 안정적 조달자금 보유비율)이 70%를 초과하면 됨. G-SIB의 경우 매일 LCR, NSFR이 100%를 넘어야 함 ([관련 문헌 링크](#))

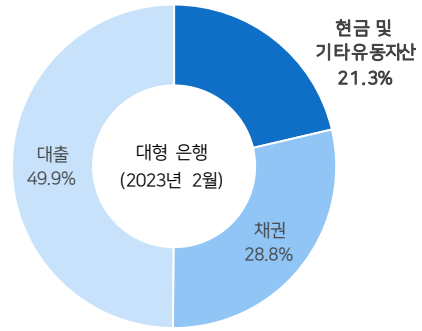
<sup>3</sup> 2023 Stress Test Scenarios, Federal Reserve, Box 1. Exploratory Market Shock Component ([관련 문헌 링크](#))

그림14 중소형 은행의 자산구성 (2023년 2월)



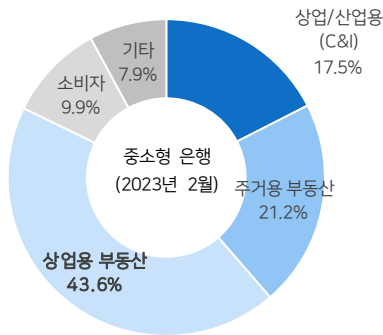
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림15 대형 은행의 자산구성 (2023년 2월)



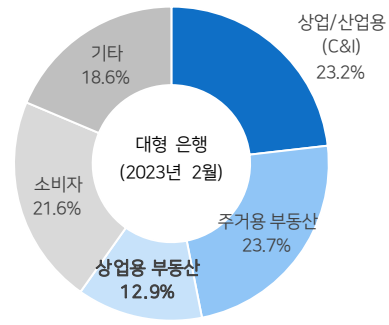
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림16 중소형 은행의 대출구성 (2023년 2월)



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림17 대형 은행의 대출구성 (2023년 2월)



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

## 2. 영향 점검 (2): 민간소비와 소비자물가 인플레이션

### 2-1. 민간소비

시중금리 상승은 소비에 이렇다 할 영향을 미치지 못하고 있음

지금까지 시중금리 상승 여파가 주거용 투자, 비주거용 투자, 그리고 금융부문에 영향을 미치고 있음을 살펴 보았다. 원래는 금리가 상승하면 가계 이자부담 확대에 따른 소비계약 경로가 작동해야 정상이다. 그런데, 가파른 금리 상승에도 불구하고 2022년 말 가계의 가처분소득 대비 원리금 상환부담 비율은 9.7%에 불과하다. 역사적 평균도 하회하고 있다. 이유는 가계의 이자 지급성 부채의 68%(2022년 말 기준)가 고정금리를 적용 받는 모기지이기 때문이다(그림 18~19).

최근 신용카드 등 소비자신용에 해당되는 금리 급등 영향은 들어오고 있으나, 정착 모기지 원리금 상환부담은 하향 안정화된 상태를 유지 중이다. 미국 가계가 빚을 갚는다고 소비를 못하는 상황과는 거리가 큰 것이다.



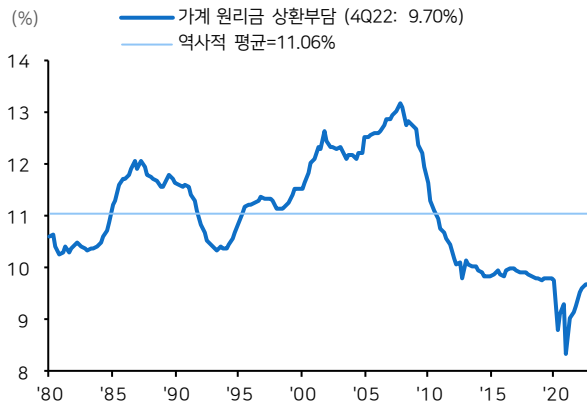
**소비를 지탱할 수 있는 여러 Buffer들의 존재도 소비위축을 방어하는 모습**

여기에, 소비를 지탱할 수 있는 여러 buffer가 존재하고 있다는 점도 금리인상의 소비충격을 극히 제한시키는 요인이 되고 있다. 2020~21년에 걸친 3차례 부양책의 결과물인 누적 초과저축액은 2023년 1월 말 기준 1.3조 달러로 추정되고 있고, 소비자물가 상승률이 정점을 기록한 작년 6월 이후 생산직/비관리직의 실질 근로소득 여건의 악화가 멈추면서 일단 소득만 가지고도 소비가 "버틸 수 있게" 되었다(그림 20~21). 앞으로 저소득층의 소비자신용 부담 등을 고려하면 초과저축이 점차 소진될 것이나, 당장 소비절벽을 유발할 정도는 아닐 것으로 판단한다 (이에 대해서는 추후 자세히 다룰 예정임).

**소비를 통해 인플레이션을 잡아야 하는데 애꿎은 투자만 잡는 영국임**

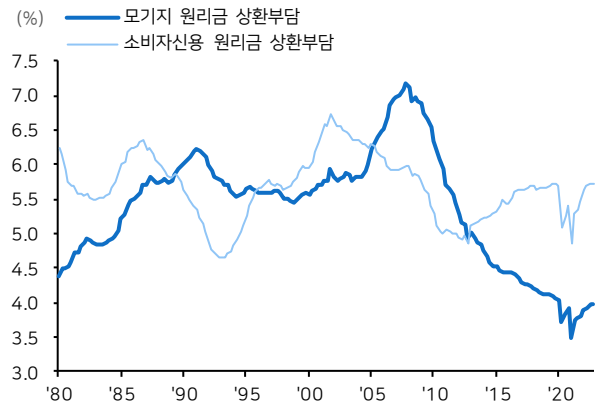
딜레마이다. 금리인상을 통해 이자부담이 오르고 소비여력이 제한되어야 수요측 소비자물가 압력이 억제될 텐데 정작 소비는 계속 늘어나고 애꿎은 투자만 잡는 모습이다. 인플레이션은 과연 잡을 수 있을까? 인플레이션을 잡아야 적어도 금리 인상 중단 및 시중금리 하락이라도 기대해 볼 수 있을 텐데, 현재의 구도에서는 이마저도 요원해 보일 수 있다. 그렇다면 인플레이션을 진단해 보자.

**그림18 미국 가계 원리금 상환부담 비율**



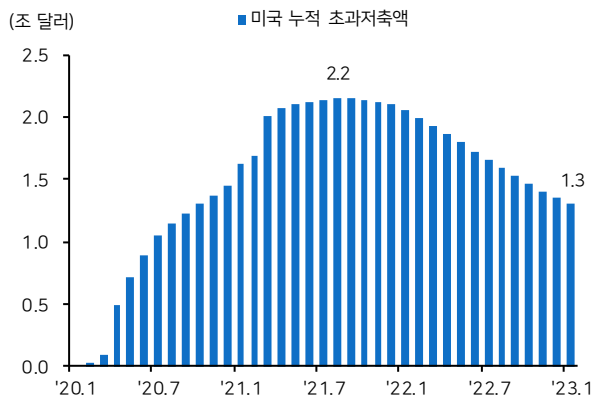
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

**그림19 가계 원리금 상환부담 분해: 모기지 vs 소비자신용**



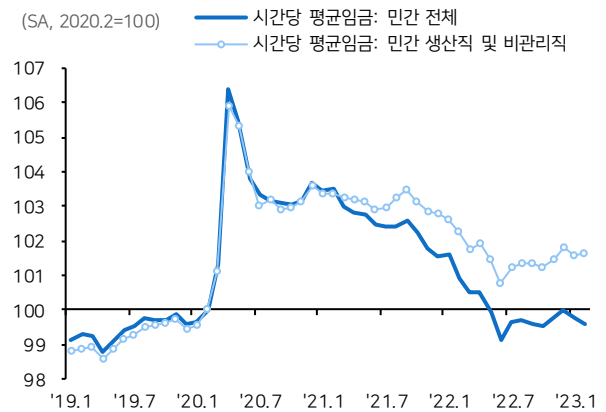
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

**그림20 미국 누적 초과저축액 추산**



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터 추정

**그림21 미국 실질 시간당 평균임금 (CPI 할인)**



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

### 2-2. 인플레이션

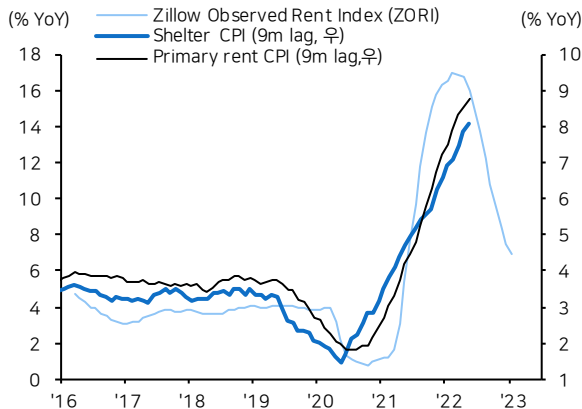
현재는 재화 중심으로만  
디스인플레이션이 진행 중이나...

당장 보이는 디스인플레이션(물가상승률 둔화)은 재화(goods)에서 이루어지고 있다. 재화에 대한 초과수요 소멸과 공급망 교란 해소는 글로벌 공급체인 압력의 완화 및 공급자배송시간 단축으로 연결되고 있으며, 파월 의장도 재화 인플레이션 압력 완화를 반기는 모습이다. 이에 반해 서비스 물가는 아직 꺾이지 않고 있다. 주거비와 이를 제외한 핵심 서비스 물가상승률은 여전히 우상향 내지는 횡보이다.

이 흐름은 곧 서비스 부문으로  
확산될 것: 임금상승률 둔화와  
노동시장 균형 인식도 한 몫

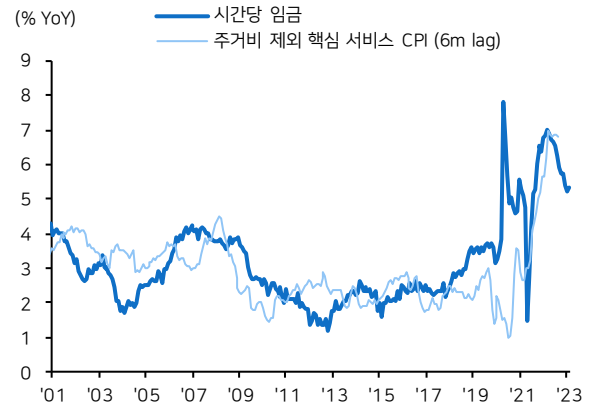
그러나 서비스 물가에 앞서 움직이는 지표들과 물가지표 간의 상관관계가 깨진 것이 아닌 시차의 문제일 가능성이 높기에 결과적으로 서비스 부문의 디스인플레이션은 2분기부터 가시화될 것으로 예상된다. 먼저, 주거비 물가는 낮은 가격으로 임대차 계약이 갱신되면서 전국 단위 주거비 경감이라는 흐름으로 귀결될 것이다. 다음으로, 주거비를 제외한 서비스 물가는 구매력의 함수이다. 시간당 평균임금 상승률이 둔화되고 있으며, 앞으로도 임금 수준이 낮은 업종에서 취업자수 증가가 두드러질 가능성을 고려한다면 더욱 그러하다. 파월 의장이 노동시장 균형 근접을 언급한 것은 다름 아닌 임금상승률의 둔화 때문인 것으로 보인다.

그림22 미국 집세 실거래가와 집세 CPI



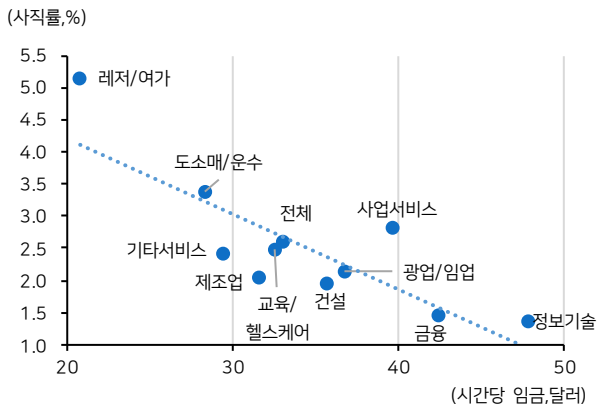
자료: Zillow.com, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림23 미국 시간당 평균임금과 주거비 제외 서비스 CPI



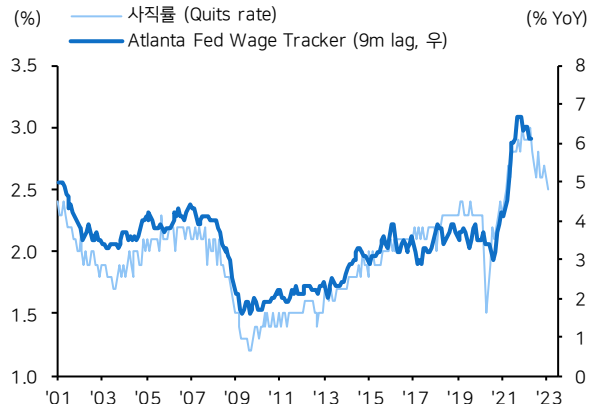
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림24 미국 사직률과 시간당 임금의 역상관관계



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림25 미국 사직률과 Atlanta Fed Wage Tracker



자료: US BLS, Atlanta Fed, 메리츠증권 리서치센터

### 3. 미국 정책금리와 투자사이클 시사점

이제는 한 번 더 올리고  
기다리겠다는 인식 확산  
금리인상 중단은 명목/실질금리  
하락 유발 요인임

이 때문에 전방위적인 디스인플레이션 압력이 아직 관찰되지 않음에도 불구하고, 연준은 3월 FOMC에서 앞으로 한 차례 정도의 추가 인상(2분기 5.25%)이면 적절한 종착점에 도달한다는 전망을 내놓은 것으로 보인다. 수 개월 전에는 디스인플레이션을 눈으로 확인할 때까지 가파른 금리인상을 고수했다면 이제는 금리를 5.25%까지 올려놓고 기다리겠다는 것으로 이해된다(물론, 금융불안이 금리인상에 준하는 효과를 낸 점도 있음). 경기하강기에서 연준의 금리인상 중단은 시중금리 하향 안정화를 유발하게 될 것이고, 기대인플레이션의 하락을 전제로 한 것이기에 명목 금리뿐 아니라 실질 금리도 하락할 것이다.

중기적 시계에서는 리세션  
없더라도 금리인하 이루어질 것

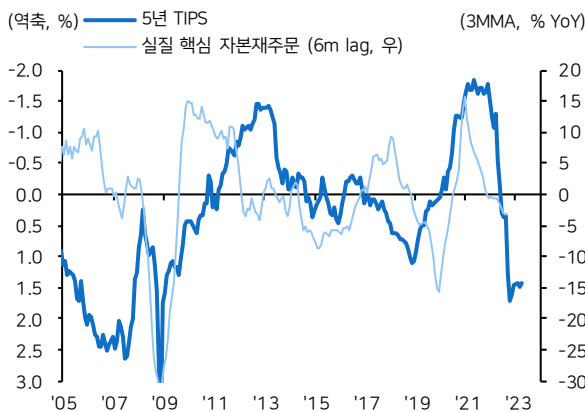
중기적 시계에서는 금리가 인하될 것이다. 리세션이 찾아오지 않더라도 금리인하가 가능하다고 보는 이유는, 물가가 제자리를 찾아가는 과정에서 정책금리도 장기 균형에 수렴하는 것이 적절하기 때문이다. 이러한 시각은 3월 FOMC에서 공개된 경제전망(Summary of Economic Projections)에서도 확인된다. 연준은 올해 4분기 Core PCE물가가 3.6%까지 내려와도, 금리인하가 선부르다고 생각하고 있다. 반면 2024년 2.6%를 향해 가는 과정에서는 75bp 내외, 2025년에는 125bp 내외의 인하가 적절하다고 보고 있다.

우리는 2분기부터 본격화되는 디스인플레이션으로 Core PCE물가가 올해 4분기 3.2% 내외에 도달할 것으로 예상하며, 이에 따라 현재 연준의 예상보다 앞선 시점인 올해 말 전후 금리인하가 시작될 것으로 보고 있다. 이는 실질 금리의 하락을 추가적으로 수반하면서 내년 투자사이클의 회복을 견인할 요인이 될 것이다.

기업투자 향방은 향후 2개 분기  
부진 이후 4분기 회복 궤적

그렇다면 기업투자의 향방은 어떻게 예상해야 할까? 향후 2개 분기 정도는 대출 태도 악화 및 소극적 capex 전망의 영향권에 놓일 것으로 보인다. 마지막 금리인상(5월)으로부터 6개월 정도가 경과하여 실질금리 하락에 시차를 두고 주문이 반응할 올해 4분기가 회복이 완만히 재개되는 시점일 가능성이 크다는 생각이다.

그림26 미국 실질금리와 실질 자본재 주문



자료: Bloomberg, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림27 2023년 3월 FOMC 경제전망 요약 (Median)

(4Q/4Q, %)	2023	2024	2025	장기
GDP	0.4	1.2	1.9	1.8
실업률 (4Q)	4.5	4.6	4.6	4.0
PCE inflation	3.3	2.5	2.1	2.0
Core PCE inflation	3.6	2.6	2.1	-
FFR (4Q)	5.1	4.3	3.1	2.5
12월 전망	5.1	4.1	3.1	2.5

자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

### 4. 한국 수출 시사점

우리나라 수출 사이클 바닥 지연. 그 과정에서 하강의 골이 좀 더 깊을 것으로 예상

우리나라 수출에 대한 시사점으로 마무리한다. 우리나라 경기 및 수출 사이클에서 가장 중요한 지표는 미국 ISM제조업 지수이다. 미국 제조업 지수이지만, 글로벌 제조업이 서로 연동되어 있어 글로벌 제조업 투자사이클의 proxy 역할을 해 주기 때문이다. 글로벌 제조업 PMI와도 유사한 흐름을 보인다.

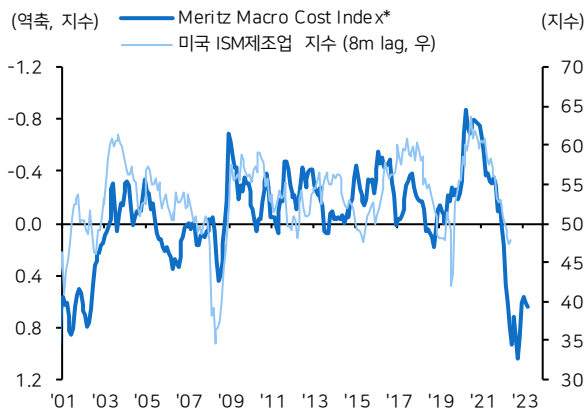
현재 미국 제조업은 악화된 금융여건 및 제반 거시경제 비용의 상승에 시차를 두고 추가적으로 하방 압력에 놓인 상태이다. 현재까지 누증된 거시경제비용에 8개월 시차를 두고 움직인다고 할 때, 제조업의 바닥은 6월일 것으로 추산되었으나, 미국 대출태도의 추가 악화라는 새로운 악재가 제조업 바닥을 한 개 분기 정도 추가 지연시킬 가능성이 커졌다.

한국 수출도 4분기부터 감소폭을 점차 줄이며 회복하는 그림

한국의 주력 수출품목은 B2B이다. 생산을 위한 중간재와 투자를 위한 자본재 수출이 전체 수출의 87%를 점할 정도로 압도적이다. 제조업 업황이 먼저 돌고 이들 중간재/자본재에 대한 주문으로 귀결되어야 시차를 두고 수출이 회복하는 구조이다. 그 중심에 반도체를 위시한 IT산업이 자리하고 있다.

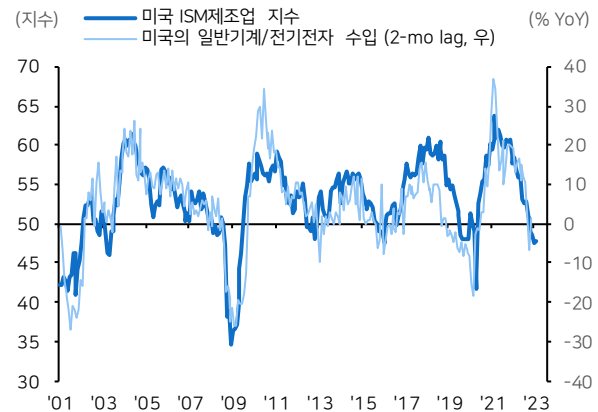
미국 투자 회복이 지연되는 만큼 우리나라 수출사이클의 바닥도 기존 2분기가 아닌 3분기일 공산이 커졌고, 이 과정에서 경기하강의 골은 좀 더 깊을 것으로 보인다. 3월 20일까지 일평균 수출이 전년대비 23.1% 감소한 점이, 그 골이 깊다는 것의 증거이다.

그림28 메리츠 거시경제비용 지수와 미국 ISM제조업



주: \* 달러화, 미 10년 국채금리, WTI를 정규화한 후 각 지수를 단순평균  
 자료: Bloomberg, US ISM, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림29 미국 ISM제조업 지수와 기계/전자류 수입



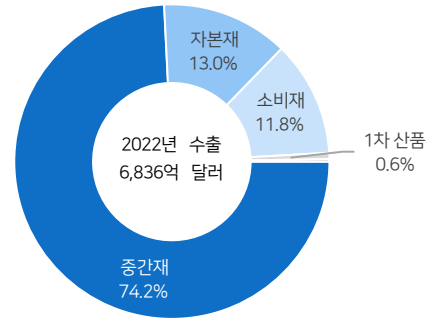
자료: US ISM, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림30 미국 ISM제조업 지수와 한국 일평균 수출



자료: US ISM, 한국무역협회, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림31 한국 상품성질별 수출구조 (2022년)



자료: 한국무역협회, 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 하시기를 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.