



2023. 8. 24 (목)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

미국금리 급등, 진단과 전망 (1) 예상보다 강한 Fiscal Impact

오늘의 차트

독일 경제: 제조업 개선 난망

칼럼의 재해석

Arm IPO 투자설명서 제출, 차이나 리스크 부각

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



▲ 채권/자산배분
Analyst 윤여삼
02. 6454-4894
yeosam.yoon@meritz.co.kr

미국금리 급등, 진단과 전망 (1) 예상보다 강한 Fiscal Impact

- ✓ 미국채10년 지난해 4.3% 고점을 넘어서 2008년 금융위기 이후 최고치를 기록 중
- ✓ 통화긴축 마무리와 함께 안정될 것으로 기대했던 미국 금리경로, 올해 2분기 바닥으로 다시 상승추세 전환. 양호한 경기여건과 늘어난 미국채 공급의 이면에 급증한 재정적자 효과 있어
- ✓ 미국 재정이슈는 정치적 쟁점과 부채&이자 부담 점검 필요한 영역 진입. 다만, 단기채 중심발행에 따른 듀레이션 확대 아니라면 채권시장 부담 압력 점차 완화될 것

미국채10년 하향안정이 아닌 전고점을 넘어 상승추세로 전환

미국채10년 금리는 지난 해 10월 고점인 4.3% 돌파

다시 보기 힘들 것이라고 생각했던 지난해 10월 고점인 미국채10년 장중 4.3%를 넘어서셨다. 2분기 3.3% 정도에서 바닥을 확인한 10년 금리가 여름까지의 반등여력을 인정해도 우리가 예상했던 상단은 3.8% 정도였다.

미국금리 급등을 두고 시장의 표면적 평가는 1) 예상보다 양호한 경기, 2) 인플레이션에 대한 높은 불확실성, 3) 미국채 공급증대에 따른 수급불안 등을 거론한다. 작년의 물가주도 금리상승과는 달리 종합적인 분석이 필요해졌다.

더 높은 수준의 미국채 금리가 이어질 것이라는 전망도 제기

최근 금리가 급등하자 10년 금리는 4% 중반(빌 그로스, 주요 IB), 아니 5%대(빌 애크먼), 심지어 6%까지 오를 수 있다는 전망까지 나오고 있다. 금리상승 위험을 경계해온 부분이 있지만, 2분기까지는 찾아보기 힘들었던 의견들이다.

그림1 미국금리 급등, 금융위기 이후 미국채 4%대 훈하지 않은 영역 진입



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

양호한 경기 반영된 실질금리
상승이 최근 금리 급등의 원인

더불어 미국채 수급 우려 반영
하는 기간 프리미엄도 고려해야

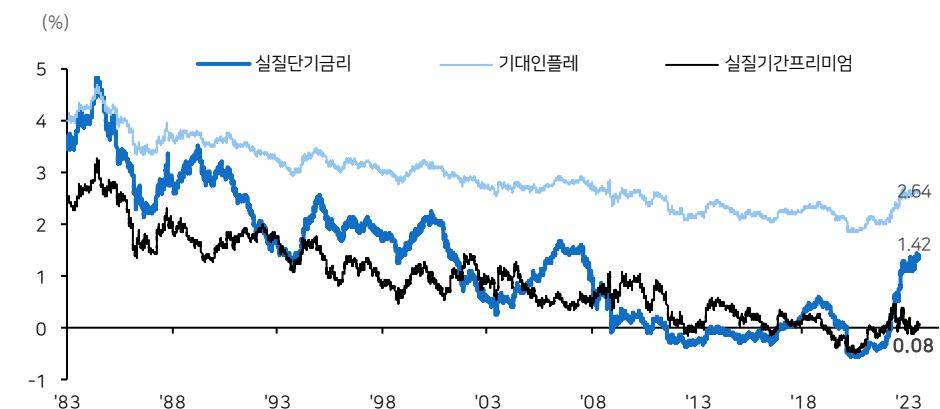
장기금리 상승이 견인하는 미국
장단기금리차 축소는 설명이 필요

금리상승 원인 분석을 위해 연준의 DKW 모델을 보았다<그림 2>. 중장기 기대인플레도 반등한 부분이 있으나, 실물경기를 대표하는 실질금리 상승은 그만큼 경기가 좋다는 반증이기도 하다. 현재 1.4% 실질금리에 기대인플레 2.6%만 해도 미국채10년 4%대가 설명된다. 수급여진 민감도가 높은 기간프리미엄이 확대될 것이라는 우려가 높아 미국금리 레벨이 추가로 높아질 우려가 높다.

경기와 기준금리를 추종하는 실질 단기금리가 추가인상으로 1.6%대, 기대인플레가 유가를 추종해 100달러 내외 정도를 반영하면 2.8%대, 기간프리미엄의 경우 현재 미국채 공급 불안을 반영 0.4%까지만 올라와도 4.8%이다. 여기서 비교적 예측이 명확한 단기실질금리와 기대인플레대비 기간프리미엄 추정이 중요하다.

양호한 미국경기가 최근 베어스텝을 견인할 정도의 힘을 보여주고 있으나, 일반적으로 통화긴축기에 스텝은 장기화가 어렵다. 100bp 넘게 역전되어 있는 장단기금리차를 장기금리 상승으로 정상화 시키는 것은 1) 이를 감당할 정도의 성장동력을 확보하거나 2) 채권시장 수급이 망가지는 것 이외에 설명이 어렵다.

그림2 기대인플레도 높지만, 실질금리 상승에 반영된 편더멘탈 개선의 압력



자료: FRB-DKW Model, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국경제가 진짜라면 장단기금리 역전 해소, 미국채10년 5.5% 이상 반등?



자료: NBER, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

예상을 상회하는 미국경제, 재정적자의 높은 기여도 주목할 부분

최근 미국 금리 급등세를 견인한 주된 원인은 양호한 경기

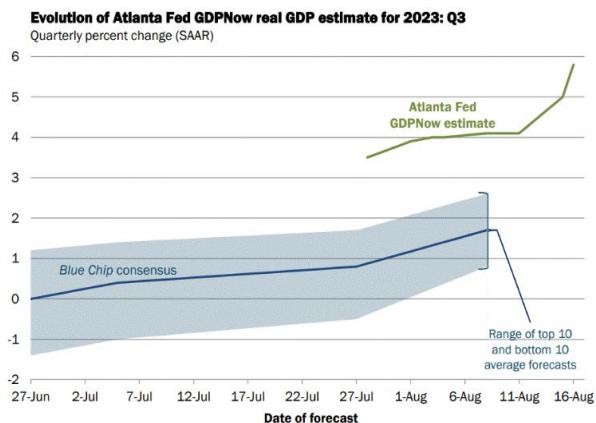
상기했듯이 미국금리가 올라가는 이유가 다양하게 제기되고 있으나 7월 이후 가장 핵심팩터는 양호한 경기이다. 필자는 5~6월경 전망을 하면서 여름 정도인 8월까지는 미국지표들이 양호할 것이라고 예상했다. 이를 감안 3분기 미국금리가 반등할 여지를 감안하여 미국채10년 3.8% 정도까지는 상단 열어두었다.

2분기까지 실질GDP는 예상을 상회, 3분기 추정치도 높은 수준

그렇지만 8월 현재까지 확인된 미국지표는 우리뿐만 아니라 시장 다수가 생각한 수준을 넘어섰다. 당장 1~2분기 미국 실질GDP가 전기비연율 2%대로 예상을 상회했고, 3분기는 GDPNow 추정 5%대 후반까지 제시되고 있다<그림 4>. 최근 미국 물가전망은 더 높아지지 않고 있으나, 실질GDP 전망은 6월 1%초반 대에서 최근 2.0%까지 상향되어 금리상승을 주도했다<그림 5>.

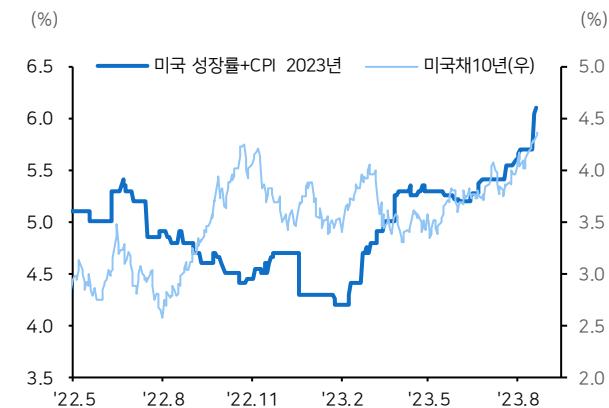
우리는 올해 경기침체까지는 아니지만 3분기 후반부터 경기가 식으면서, 연착륙 즉 내년 금리인하의 배경 정도는 마련될 것으로 보았다. 미국 가계의 초과저축은 고정자산을 제외하면 대부분 소진된 영역에 들어왔다<그림 6>.

그림4 3Q23 GDPNow 추정 미국 성장을 5.8%



자료: AT Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림5 올해 성장을 컨센서스 2%로 상향, 금리상승 견인



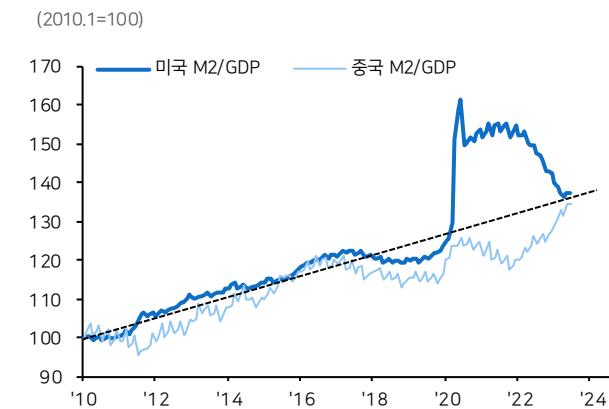
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 초과저축에 따른 양호한 소비는 마무리 구간



자료: US BEA, FRB, Wells Fargo 재인용

그림7 미국 성장대비 줄어들던 유동성 다시 늘어나기 시작



자료: FRB, US BEA, 중국 통계국, 메리츠증권 리서치센터

성장대비 유동성이 다시 증가하는 배경에는 확장적 재정이 작용

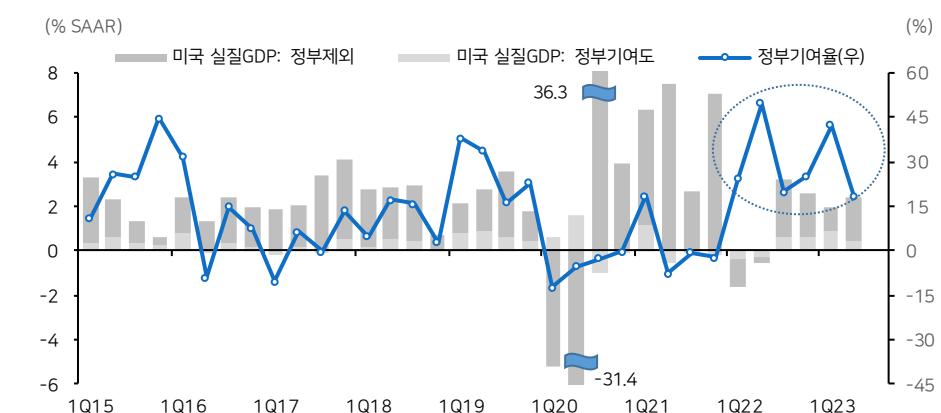
미국경제를 견인하고 있는 양호한 소비여건은 초과저축의 기여도가 높다는 판단하에 힘이 빠지는 3분기 후반부터 경기둔화를 예상한 것이다. 실제 미국 GDP대비 M2증가율 또한 통화긴축 여전에 맞춰 줄어왔으나 올해 2분기 들어와 다시 유동성 지표가 고개를 들기 시작했다<그림 7>. 통화긴축에도 다시 소득대비 늘어나는 유동성의 원천, 올해 미국경제가 예상보다 좋은 이유는 확장적 재정에 있다.

웬데믹 과정에서 GDP의 15%가 넘는 재정적자는 경기를 지지했지만, 연준의 완화정책과 더불어 인플레이션을 유발한 원인으로 지목되었다. 2022년 본격적 재정적자를 줄이는 과정에서 상반기 성장까지 일부 둔화되는 과정을 겪었다.

미국 재정의 성장 기여도는 예상과 달리 높은 비중까지 확대

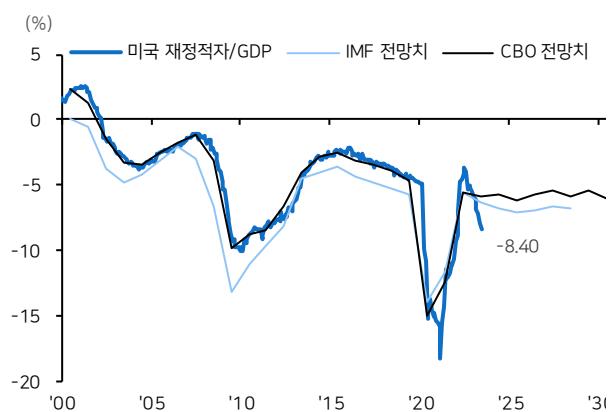
그런데 2022년 하반기부터 예상과 달리 재정의 성장기여도가 높아지더니, 기여율로는 지난 4분기 평균 27% 수준으로 과거대비 높다<그림 8>. IMF나 CBO는 미국의 재정적자 전망을 올해 5~6% 사이 정도로 추정했는데, 올해 6월까지 12개월 재정지출 규모는 GDP의 8.4%까지 확대되었다<그림 9>. 브루킹스 연구소 재정충격 지표에서 성장기여도 역시 작년 하반기 빠르게 회복되었다<그림 10>.

그림8 2022년부터 미국 재정의 성장기여율 매우 높은 비중을 차지



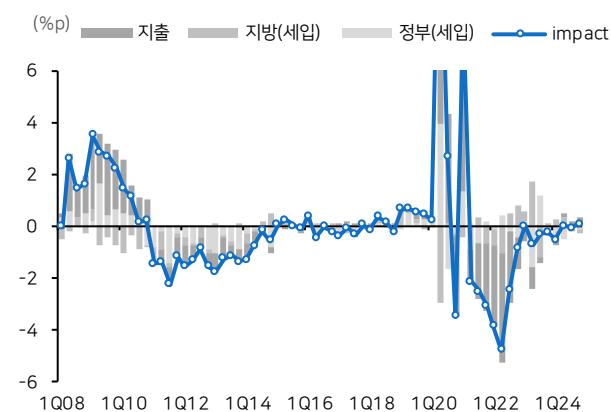
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림9 IMF나 CBO 예상보다 대폭 늘어난 미국 재정적자



자료: US BEA, IMF, CBO, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 재정의 성장기여도 2022년 이후 빠르게 회복



자료: Brookings Hutchins Centers, 메리츠증권 리서치센터

양호한 경기여건 이면에는
급증한 재정적자의 효과가 작용

우리뿐만 아니라 다수의 전문가들이 미국 경제전망이 크게 빛나간 기저에는 통화 긴축을 커버할 정도의 재정적자가 역할을 했다. 6월 부채한도 협상까지 재정의 역할이 위축되어 있을 것으로 생각했지만, 1분기 미국 가계가 중고차와 다수의 내구재, 그리고 양호한 주택시장을 지지할 수 있는 힘을 정부가 제공했다.

바이든 행정부의 소득세 감면에
따른 가계의 소비여력 확대

브루킹스 재정충격 지표의 세부내역을 보면 지방정부 세입부분이 3Q22부터 4분기 누적 GDP의 4%정도 준 것으로 분석되었다. 바이든 행정부의 공약이행을 위해 지방소득세 감면이 진행되었고, 이는 미국 연방정부 총 세입감소에 직결되었다. <그림 12>에서 보듯 펜데믹 직후 소득이 급증한 가계의 세수가 2021년 이후 급증했다가 2023년 시작과 함께 빠르게 줄어든 것이 확인된다.

세입감소 대비 지출은 큰 폭 증가,
특히 정부의 이자부담액 급증

줄어든 세수대비 지출은 큰 폭으로 늘었다. 세출항목은 펜데믹 이후 늘어난 보건(health) 관련된 비용이 여전히 높은 수준을 유지하는 가운데, 글로벌 외교분쟁에 따라 국방비도 증가했다. 그중 가장 눈에 띄는 부분은 정부의 이자비용이 유통(marketable) 채권 이자비용만 6천억 달러를 넘어선 것이다<그림 13>.

그림11 2022년부터 줄이던 지출은 늘리고, 세입은 감소



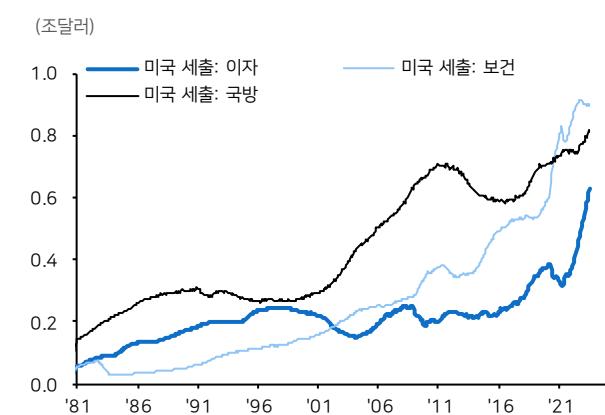
자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림12 가계 (지방)소득세 큰 폭으로 감면 소비여력 높여



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림13 정부부채 증가와 금리상승으로 정부 이자부담액 급증



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

6월에 논란이 커던 부채한도 협상 과정을 겪으면서도 미국정부는 재정의 브레이크를 잡지 않고 있다. CBO는 올해 재정적자 규모를 상반기 추정보다 하반기 2천억 달러 정도 늘어날 것으로 전망을 수정했다. 아무리 공약이행 때문이라고 하나 세입은 줄이고 세출을 늘리면서 재정적자를 확대한 이유는 무엇일까?

내년 미국 대선을 앞두고 경제를 지지하려던 미 정부의 과잉대응

백악관 산하 예산관리실(OMB)의 재정관련 중기전망을 담은 'US Mid-Session Review(MSR)'를 보면, 올해와 내년에 걸쳐서 2022년 단행했던 재정적자 축소를 일부 늘릴 것이라는 계획 정도는 확인이 된다<그림 14>. 지난해 연말부터 올해 1분기까지 주요기관들의 미국 경제전망, 특히 성장률은 0%대로 염려될 수준이었다. 내년 대선을 앞두고 올해 경기를 지지할 방안이 필요했을 것이다.

재정적자의 급증은 경기기대 개선 및 미국채 금리 급등으로 이어져

양호한 고용여건으로 임금소득이 지지되는 상황에서 소득세 감면효과까지 가세하자 미국의 소비와 성장은 좋지 않은 것이 이상해진 상황이다. 올해 예상보다 GDP의 2%정도 재정적자가 늘어난만큼 공교롭게 미국의 성장을 전망이 상향된 것이다. 그에 대한 대가는 OMB 조차 MSR에 예상했던 미국채10년 금리 3%대에서 안정화 경로가 4%대로 올라선 것으로 이어진다.

그림14 미국 백악관 중기 재정지출 계획, 2023년 비관적 경기 시각에 과잉대응 나선 것으로 판단

Table 1. CHANGES IN DEFICITS FROM THE BUDGET

(In billions of dollars)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2024–2028	2024–2033
2024 Budget deficit	1,569	1,846	1,671	1,521	1,509	1,604	1,536	1,686	1,776	1,871	2,035		
Percent of GDP	6.0%	6.8%	5.9%	5.1%	4.9%	5.0%	4.6%	4.8%	4.9%	4.9%	5.1%		

Table 3. COMPARISON OF ECONOMIC ASSUMPTIONS

(Calendar Years)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Real GDP (Fourth-Quarter-over-Fourth-Quarter growth rates):											
2024 MSR											
2024 Budget	0.4	1.8	2.4	2.0	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
CBO	0.4	2.1	2.4	2.0	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
Blue Chip	0.1	2.5	2.6	2.4	2.1	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7
Federal Reserve (FOMC)	0.2	1.5	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Real GDP (Fourth-Quarter-over-Fourth-Quarter growth rates):											
2024 MSR	3.3	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
2024 Budget	3.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
CBO	4.0	2.4	2.1	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Blue Chip	3.2	2.3	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Federal Reserve (FOMC) ¹	3.3	2.5	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Consumer Price Index (Fourth-Quarter-over-Fourth-Quarter growth rates):											
2024 MSR	3.3	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
2024 Budget	3.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
CBO	4.0	2.4	2.1	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Blue Chip	3.2	2.3	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Federal Reserve (FOMC) ¹	3.3	2.5	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Unemployment Rate (annual average):											
2024 MSR	3.8	4.4	4.2	4.1	4.1	4.1	4.0	3.9	3.8	3.8	3.8
2024 Budget	4.3	4.6	4.4	4.3	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	3.8	3.8
CBO	4.7	4.9	4.7	4.6	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
Blue Chip	3.8	4.6	4.2	4.1	4.1	4.0	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
Federal Reserve (FOMC) ³	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Interest Rates (annual average):											
91-Day Treasury Bills (discount basis):											
2024 MSR	5.0	4.1	3.2	2.7	2.4	2.3	2.3	2.3	2.4	2.5	2.5
2024 Budget	4.9	3.8	3.0	2.5	2.3	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5	2.5
CBO	4.5	3.2	2.5	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Blue Chip	4.9	3.8	3.0	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
10-Year Treasury Notes:											
2024 MSR	3.7	3.7	3.5	3.4	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
2024 Budget	3.8	3.6	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
CBO	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
Blue Chip	3.6	3.3	3.3	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2

Sources: Administration; CBO, The Budget and Economic Outlook: 2023 to 2033, February 2022; March 2023 and May 2023 Blue Chip Economic Indicators, Aspen Publishers, Inc.; Federal Reserve Open Market Committee, March 22, 2023.

미국 재정적자는 채권공급의 구축효과 유발 우려 자극

미국 재정적자 급증은
미국채 공급우려를 야기

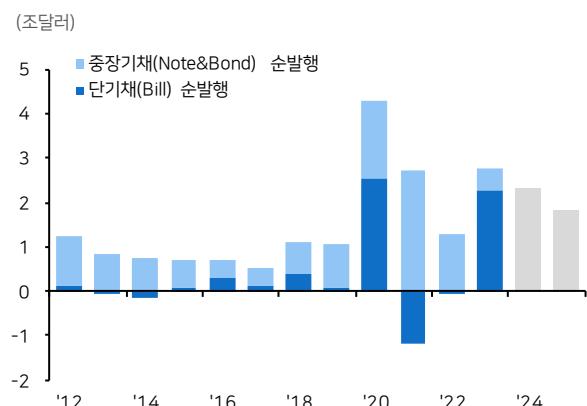
재정적자 확대로 인한 높은 성장률과 물가하락의 지연효과는 펀더멘탈 요인으로 채권시장에 부담이 된 것 이외에 또 다른 고충은 '구축효과(crowding effect)'이다. 세금을 덜 걷고, 이자는 더 지불하기 위해서 정부는 부채를 늘릴 수 밖에 없다. 부채한도 협상 이후 미국채 공급우려로 직결되었다.

현재 시장에 풀려있는 유동성은 연준의 역레포(RRP)와 MMF와 같은 단기자금시장의 여력으로 단기채(bill) 중심으로 늘어나는 수급부담은 크지 않을 것으로 보았다. 그럼에도 절대규모 측면에서 펜데믹 이전수준까지 미국채 순발행이 줄었던 2022년대비 올해는 2021년보다 순발행이 늘어난 수준이다<그림 15>.

미국채 발행 속도 점차 빨라져,
단기채 중심이나 일부는 장기채

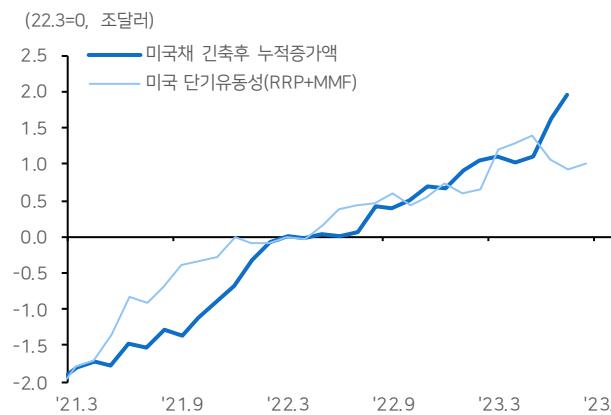
미국 금리인상이 단행된 2022년 3월을 제로베이스로 미국의 국채발행 속도는 시장의 단기유동성 확대 속도와 유사한 수준이었으나 2023년 2분기부터 채권공급 대비 잉여유동성 증가속도가 멀어지고 있다<그림 16>. 물론 현재까지 절대 발행 비중은 단기(bill) 위주이고, 일부 장기(bond)가 섞인 정도다<그림 17, 18>.

그림15 늘어난 재정부담은 곧 미국채 발행으로 연결



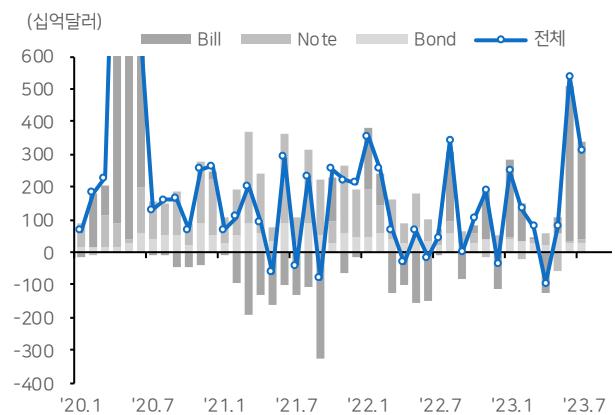
자료: US Treasury, OMB, 메리츠증권 리서치센터

그림16 긴축 이후 올해 2분기부터 미국채 발행 급증



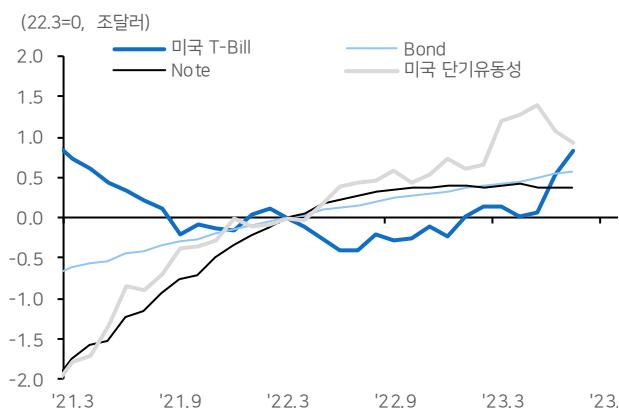
자료: US Treasury, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림17 월간 미국채 순발행, 일단 단기채 중심으로 늘어



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림18 발행도 바벨? 단기 중심에 장기 발행 섞어서 늘려



자료: US Treasury, FRB, 메리츠증권 리서치센터

높은 금리변동성 및 현재 아무리 중립금리가 올랐다고 해도 긴축영역임을 감안할 때 절대발행물량이 많았던 중기(note)보다는 단기와 장기를 섞어서 발행하는 바벨(barbell) 전략을 미국 정부도 택하고 있는 것으로 풀이된다.

최근 미국채 장기물 입찰결과는 상대적으로 양호한 모습

핵심은 현재 쿠폰채보다 단기채 위주로 발행을 하고 있고, 당시 임제혁 연구원이 8월 16일 작성한 '전략공감 2.0: 주인 없는 미국채' 내용에서도 수요부족으로 미국 채권시장이 크게 망가질 정도는 아니라는 것은 동의하는 바이다. 8월에 있었던 미국채 10년과 30년 같이 현재 약세를 기록하는 채권들의 입찰결과 세부내역이 그렇게 나쁘지 않았다. 심리가 취약해진 시장의 공포가 지배적이다.

내년까지 미국 재정이슈 이어지며 정부의 이자부담 점검 필요한 시점

2024년 예정된 대선까지 미국의 확장적 재정정책이 이어질 위험을 현재 채권시장은 반영중인 셈이다. 올해보다 줄겠으나 OMB 전망으로 2025년까지 순발행 물량이 적지 않은 상황이다. 그러나 비유통(non-marketable)부채 이자비용까지 감안한 미국정부 이자부담액은 올해 2분기 1조달러를 넘어서면서, GDP의 3.5%까지 늘었다<그림 19>. GDP대비 정부부채 비율은 다시 고개를 들 것이다.

그림19 미국 정부는 급증한 이자부담에 정부부채 규모를 어떻게 통제할지 관건



자료: US BEA, US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림20 9월 예산결정 앞두고 12개 하원법안 통과 제한될 경우 다시 셧다운 리스크 불거질 수 있어

BROOKINGS

U.S. Economy

U.S. Government & Politics

Why does a shutdown look likely in the fall of 2023?

COMMENTARY

What is a government shutdown? And why are we likely to have another one?

David Wessel
July 31, 2023

In June 2023, with the backing of Republican leaders in the House and Senate, Congress passed and President Biden signed the [Fiscal Responsibility Act](#), which lifted the ceiling on the federal debt and set limits on annual appropriated spending—one for defense, one for non-defense—for the fiscal years 2024 (which begins October 1, 2023) and 2024. At the same, the expectations were that this settled the overall size of the appropriations bills, and Congress would pass 12 bills that added up to the agreed-upon levels. The Senate Appropriations Committee has followed that path and has passed all 12 appropriations bills with bipartisan support. But House Republicans, unhappy with the agreement Speaker Kevin McCarthy struck with the White House, want to spend less than the levels specified in the Fiscal Responsibility Act—much to the consternation of Democrats and the [White House, which says](#) President Biden would veto the appropriations bills that are pending in the House. The House bills also include provisions on abortion, contraception, regulation of tobacco, and healthcare for trans persons that aren't likely to pass the Senate.

자료: 메리츠증권 리서치센터

9월 예산결정 앞두고 다시
셧다운 리스크 불거질 가능성

통화긴축과 동시에 정부의
재정적자 급증은 일반적이지 않아

이자부담이 크고 부채증가가 부담스러워도 내년 대선까지 포퓰리즘에 가까운 미국의 재정적자 기조가 이어질 수 있다는 공포가 크다. 이를 제어할 수 있는 계기는 9월 새로운 예산회기를 앞두고 하원에서 통과해야 할 12개 법안이 정체되면 '셧다운' 이슈가 불거질 수 있다는 점이다<그림 20>. 그렇게 9월 예산회기가 미국 확대 재정의 브레이크 역할을 하지 못한다면, 금리는 떨어지기 어렵다.

'통화긴축&재정적자'의 어색한 동거 해소되어야 금리안정

역사적으로 재정적자와 연방금리는 상관계수가 0.4에 이를 정도로 정상관성이 높은 지표이다. 올해처럼 통화긴축이 진행중인데, 정부가 재정적자를 공격적으로 늘린 연도는 찾기 어렵다<그림 22>. 덕분에 양호한 경기와 물량부담이라는 이중으로 채권시장은 다시 충격이 진행 중이다.

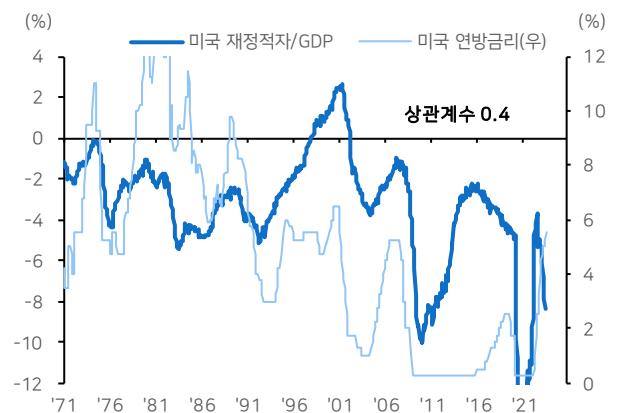
상기했지만, 올해 경기둔화에 대한 우려와 함께 3월 SVB 파산같은 이슈 속에 경기둔화 공포에 사로잡힌 정부 인식이 지배적이었을 것이다. 덕분에 연준은 금리인상뿐만 아니라 자산축소(QT)까지 계획대로 진행해 채권투자는 어렵다.

그림21 재정&통화 정책의 기조자체가 긴축적인 상황은 분명하나...



자료: US Treasury, FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 통화정책은 긴축, 재정은 완화인 경우 혼치 않아



자료: US Treasury, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림23 연준자산 축소라는 수요부담까지 가세한 상황



자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

현재 양호한 경기가 유지될 수 있을 것인가에 대한 재판단 필요

전 뉴욕연은 총재는 미국채10년 4.5%의 적정성을 강조

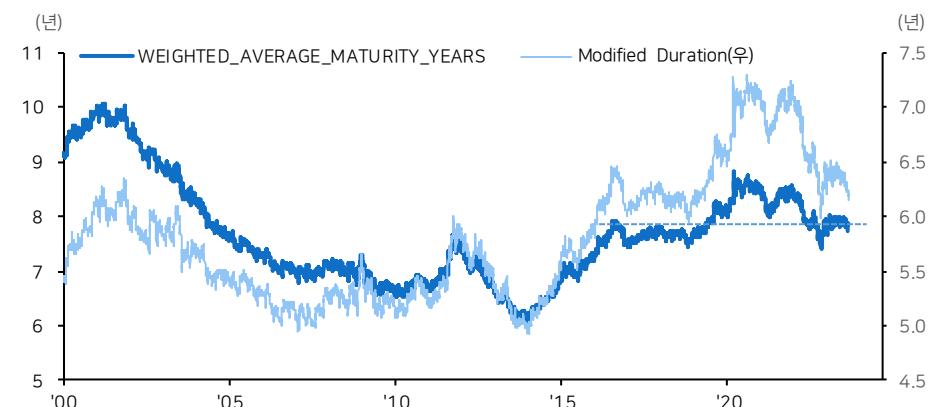
동시에 미 정부의 재정적자 급증에 따른 위험 또한 경고

연방금리 인상폭보다 GDP대비 재정적자 압력이 늘어난 효과로 실물경제는 좋았고, 위험선호도 살았지만 반대급부로 시장금리는 많이 올랐다. 현재 양호한 경기가 유지된다면 금리 오른 것이 문제가 되지 않겠으나, 올해 9월 이후부터 현 금리수준에 대한 금융시장과 실물경기의 재판단이 필요할 것이다.

더들리 전 뉴욕연준 의장은 워싱턴포스트 기고: Goodbye to the bull market for US Treasury Market을 통해 '1%(실질 단기금리)+2.5%(중장기 인플레이션)+1%(기간 프리미엄)'을 통해 미국채10년 4.5%의 적정성을 강조했다. 빌 그로스가 이야기한 높아진 명목 중립금리 3% 초반에 역사적 미국채10년 135bp를 더한 4.5%의 적정성과 유사성이 있다.

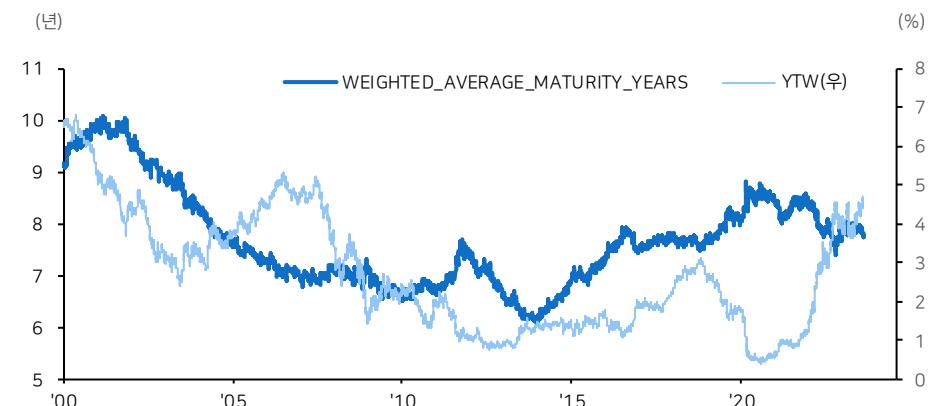
그럼에도 더들리와 그로스 동시에 추가적인 미국금리 상승을 경고하는데 그에 더해 미국 재정적자 급증의 위험도 경고하고 있다. 재정만 써서 모든 것이 좋아진다면 문제가 없겠으나 높아진 이자부담이 고금리와 악순환을 이어간다면, 최근 미국 지방은행 신용등급 강등이 아니라 미국 신용등급에 대한 추가 부담이 될 수 있다.

그림24 Bloomberg 미국채지수, 발행이 늘어도 평균만기는 소폭이나마 줄고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 평균만기대비 높은 금리여건 감안, 2005년보다 채권투자 매력 높아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

더들리나 그로스가 이야기하는 적정금리는 금융위기 이후에도 시장금리보다 한참 위에 존재했다. 현재는 양호한 경기, 고물가의 불확실성, 채권 공급부담 같은 재료들이 더해져 적정금리보다 시장금리가 높아진 상황이다. 이와 관련해 (2)인플레이션 대비 (3)중립금리 상향같은 미국금리 급등관련 내용을 추가로 정리할 계획이다. 7월 이후 양호한 경기와 수급부담의 원인이 된 미국 (1)재정여건을 점검하는 것이 우선이라는 점에서 해당자료를 작성했다.

양호한 경기여건 및 현 정책기조 유지 시 금리하락 제한될 가능성

현재 정책기조가 그대로 이어진다면 심각한 경기침체가 발생하지 않는 한 금리하락은 기대하기 어려울 수 있다. 최근 부채한도 협상 이후 어려울 것으로 예상했던 '학자금 대출 탕감 정책' 또한 바이든 대통령 시행령으로 처리([\\$39 billion in student loan borrowers finally receive relief in US](#))한다는 소식까지 전해질 정도로 부담은 여전하다. 그럼에도 2024년 대선은 민주당만 치루는 것이 아니라는 점에서 공화당 하원의장인 매카시 역시 9월 예산결정 과정에서 가만있지는 않을 것이다. 현재 노출된 재정계획에 따른 시장의 수급민감도가 유입되는 상황이고, 연준의 통화긴축 또한 향후 1차례 정도를 각오한 사정이라면, 미국 중장기금리가 현재 단기금리 수준까지 오를 수 있다는 주장도 점검할 필요가 있다.

평균만기 대비 높은 금리여건 감안할 때 채권투자 매력도 높아

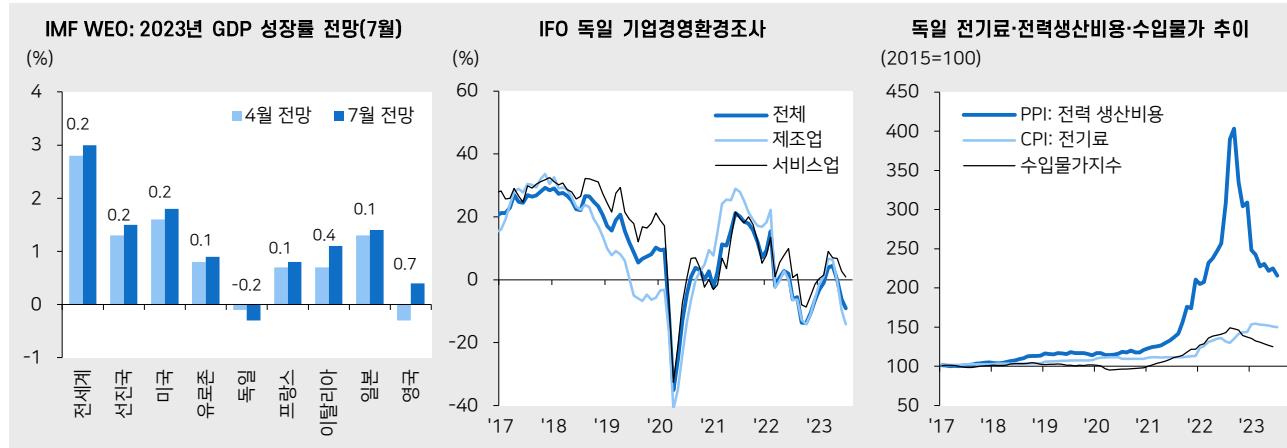
무엇보다 발행이 늘지만 단기채 위주여서 미국의 듀레이션(금리가 오르면 하락)뿐만 아니라, 평균 발행만기도 줄고 있다는 점은 채권시장이 높은 금리대비 만기가 늘어나는 부담을 가지지 않아도 된다는 이야기다<그림 24, 25>. 한마디로 채권투자의 위험값이 금리대비 늘지 않는다는 점에서 평가부담이 적은 개인 투자자들의 채권투자는 나쁘지 않은 환경이라는 의미이다.

당장 이번 주 예정된 잭슨홀 컨퍼런스에서 중립금리 상향 같은 이슈에 관심이 높겠으나, 이는 금리하방이 높아지는 이슈이지 추가로 금리를 더 급격하게 끌어올릴 재료는 아니라고 생각한다. 9월은 미국 예산결정을 두고 재정관련 논의가 어떻게 진행될지에 따라 미국금리 안정경로를 다시 한번 진단할 수 있도록 하겠다.

오늘의 차트

이승훈 연구위원

독일 경제: 제조업 개선 난망



독일 기술적 경기침체,
2023년 역성장 전망

IMF의 7월 세계 경제 전망에서는 유럽의 2023년 GDP 성장률이 여타 선진국 대비 부진할 것으로 예상되고 있다. 그 중 독일은 올해 역성장할 것으로 전망되며, 전망치는 4월 -0.1%에서 7월 -0.3%으로 악화되었다. 독일 GDP 성장률은 작년 4분기 (-0.4% QoQ)와 올해 1분기 역성장 (-0.3%) 한데 이어, 2분기 0%로 기술적 침체를 경험 중이다.

IFO 독일 기업경영환경 전망 악화

IFO 독일 기업경영환경(Business climate) 지수는 최근 3개월 연속 하락하였다. 현 상황 평가지수와 경기기대지수 모두 '21년 하반기 이후 줄곧 기준선 100을 하회하며 기업경기 위축을 시사 중이다. 7월에는 제조업 (-14.2) 환경지수가 '20년 4월 이후 최저치를 기록하였다. 제조업 경기 불안은 구조적 요인(고금리, 고세율) 외에 공급망 재편에 영향을 받았다. 그 중에서도 두 가지 특징이 눈에 띤다.

전기차 중심 자동차 산업 개편
: 2022년 자동차 수출대수
중국이 독일을 역전

먼저, 독일은 지난 7월 EU의 중국 '디리스킹' 동참 의사를 밝혔다. 전기차 중심 자동차 산업 개편으로 독일은 중국을 '경제적 경쟁자'로 간주하게 된 것이다. '22년 기준 중국 자동차 수출은(311만 대) 독일(261만 대)을 제쳤다(중국 관세청). 이는 중국의 전기차 판매 실적 호조 영향으로, 작년 기준 전기차 판매 상위 10개 기업 내 중국 3사(BYD, SAIC, Geely) 합산 판매량(349.4만 대)이 독일 2사(VW, Daimler) 합산(112.8만 대)을 넘어섰다(SNE 리서치).

글로벌 공급망 혼란 속 무기를
잃은 독일 제조업

독일 제조업은 글로벌 공급망 혼란 속에서 1) 러시아산 저렴한 천연가스, 2) 원전을 이용한 저렴한 전력 생산 비용이라는 무기를 잃었다. 수입 물가와 전력 생산비용은 러시아 제재와 탈원전 정책으로 폭발적으로 증가하였다. 이는 '22년 8월 고점으로 peak-out한 상황이나, 여전히 높은 수준을 유지하고 있다. 러-우 전쟁 장기화와 탈원전에 따른 전력 수입 증가로 독일의 높은 수입물가 고착화에 대한 불안은 점증되고 있다. 이 역시 제조업에는 부담이다.

칼럼의 재해석

이상현 연구원

Arm IPO 투자설명서 제출, 차이나 리스크 부각 (Financial Times)

Arm은 신규 나스닥 상장 관련하여 8월 21일 미국 증권거래소(SEC)에 외국 발행인이 증권을 등록하기 위해 제출해야 하는 투자 설명서(F-1 Filing)을 제출하였다. Arm 투자 설명서에 기재되어 있는 재무적 성과 및 향후 시장 성장 전망, 중국 리스크 관련하여 시장의 우려가 제기되고 있다. 특히 Nvidia가 주도하는 AI 반도체 설계 부문에서 제외되어 있다는 점, Arm의 매출 중 상당 부분 차지하는 모바일 및 가전 시장의 성장이 타 부문 대비 둔화되고 있다는 점은 Arm의 향후 수익성 악화에 대한 우려를 부각시키고 있다. 이와 더불어 중국향 매출이 24%에 달하며 큰 비중을 차지하고 있는데, 미-중 갈등으로 인한 반도체 수출 제한 등 지정학적 이슈에 따른 매출 악화 우려까지 더해지며 Arm 신규 상장을 앞두고 리스크가 부각되고 있다.

Arm, IPO 투자설명서 제출

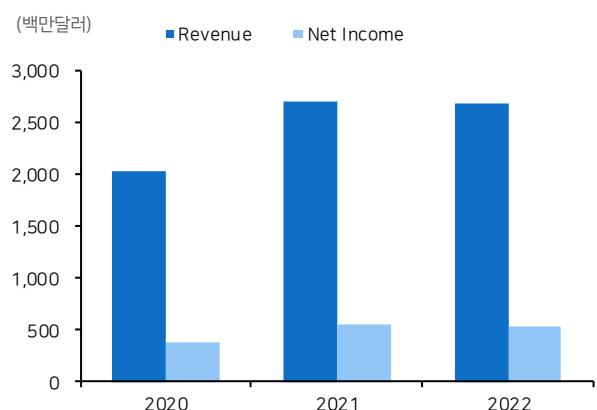
Arm, F-1 서류 제출

Arm Holdings Limited(이하 Arm)은 Nasdaq Global Select Market에 티커 "ARM"으로 상장을 신청하는 것과 관련하여 8월 21일 미국 증권거래소(SEC)에 F-1 투자 설명서를 공개적으로 제출했다. SEC 양식 "F-1"은 외국 발행인이 특정 증권을 등록하기 위해 SEC에 제출해야 하는 서류이다.는 1933년 증권거래법에 의하여 요구되는데 외국 발행인은 증권 등록 시 사기를 최소화하거나 방지하기 위하여 회사의 중요한 정보를 공개하기 위하여 "F-1"을 제출하여야 한다.

투자 설명서 내용과 관련하여 향후 성장 여력에 대한 우려 부각

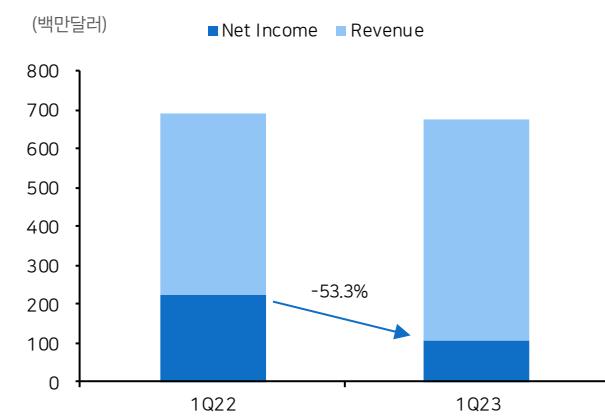
아직 신주 발행 규모나 공모가액이 결정되지 않았으나, 시장에서는 기업가치가 600억달러 가량에 이를 것으로 예상하며 이번 이벤트가 IPO 시장에 활력을 불어 넣어줄 수 있을지에 대하여 기대가 커지고 있다. 다만 이번 IPO 투자설명서에서 공개된 Arm의 재무 성과에 대하여 걱정 섞인 시선이 대두되고 있다. Arm의 향후 성장 잠재력과 관련하여 1) 모바일 시장의 성장률 둔화와 2) 미-중 갈등 및 핵심 산업 수출 규제 환경에서 중국 익스포저에 대한 우려이다.

그림1 Arm 연간 매출 및 순이익 추이



자료: Arm, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Arm 1Q23 매출 및 순이익



주: 1분기 회계 기준 4월~6월

자료: Arm, 메리츠증권 리서치센터

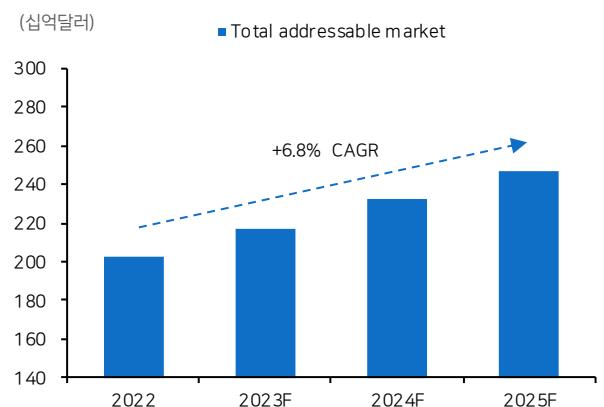
모바일 및 가전 시장 성장 둔화에 대한 우려

모바일 및 가전 시장 성장 둔화에 대한 우려

Arm의 투자 설명서에 따르면 Arm의 사업이 적용가능한 총 시장 규모(Total Addressable Market)은 2022년말 기준 2,025억달러로 모바일 및 가전 시장은 이의 37.9%에 해당하는 768억달러에 이른다. 다만 Arm의 매출에 상당부분 기여도가 있음에도 각 부문의 2025년까지 잠재 성장률은 모바일 AP +6.4%, CE +4.3%로 자동차(+15.7%), 클라우드 컴퓨팅(+16.6%) 대비 저조한 모습을 보인다(CAGR 기준).

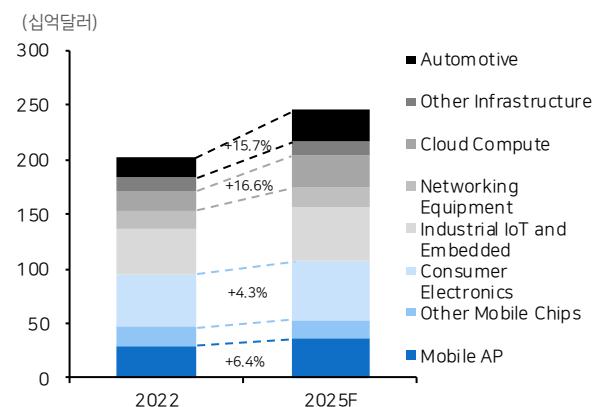
Arm은 1Q23에 순이익 5.7억달러 기록하며 전분기 대비 -53.3% 감소하였다. 모바일 및 가전제품에서 이미 상당한 점유율을 달성한 이상 추가적인 급격한 성장을 기대하기는 어렵고, Nvidia가 주도하는 AI 반도체 설계에서 제외되었다는 점을 감안할 때 자동차 혹은 클라우드 컴퓨팅 부문에서 향후 팔목할 만한 성장을 보여주지 못한다면 Arm의 향후 성장률 전망은 다소 어두울 수 있다는 우려가 대두된다.

그림3 적용가능한 총 시장 규모(TAM) 추정



자료: Arm, 메리츠증권 리서치센터

그림4 부문별 TAM 성장 추정



자료: Arm, 메리츠증권 리서치센터

Arm 투자설명서에도 기재되어 있는 차이나 리스크

차이나 리스크 부각

이번에 제출된 Arm 투자 설명서에서도 "중국 시장에 수익이 집중되어 있기 때문에 중국에 영향을 미치는 경제적, 정치적 위험에 특히 취약합니다. 이는 무역과 국가 안보로 인한 미국 또는 영국과 중국 간의 긴장으로 인해 악화될 수 있습니다"라고 차이나 리스크에 대한 우려를 표하고 있다.

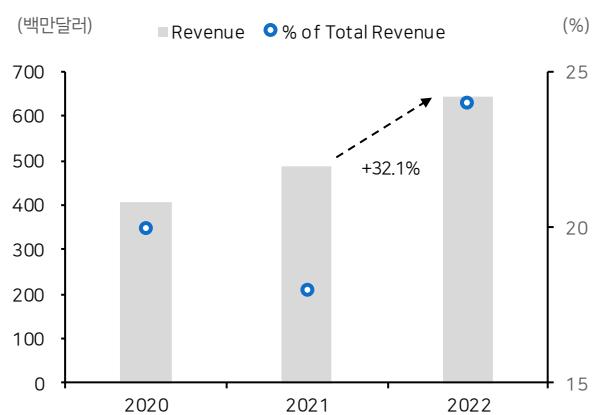
2022년 연간 매출 중 중국향 매출 비중이 24%를 기록했다는 점을 감안한다면 이러한 차이나 리스크는 예비 투자자들에게 큰 리스크 요인으로 인식될 가능성이 높다. 또한 Arm의 중국향 매출이 중국 법인 Arm China에 크게 의존하고 있음에

도 Arm China이 Arm과는 재무적으로 독립적으로 운영된다는 점은 Arm China에 대한 경영 간섭 등이 불가함을 나타낸다.

1Q23 Arm 중국향 매출 전년동기 대비 -16.1% 감소

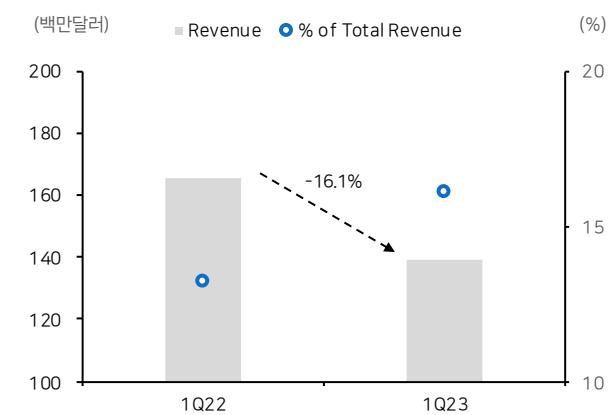
재무 성과에서도 이러한 차이나 리스크는 극명하게 드러난다. 바이든의 핵심 산업 수출 규제 행정명령 등이 발표됨에 따라 미-중 간 긴장이 고조되고 있는 가운데 중국 반도체 기업은 미국의 수출 통제를 우려하여 Arm이 아닌 다른 경쟁 저가형 설계를 이용하여 반도체를 생산하고자 한다. 이에 따른 결과로 Arm의 중국향 1Q23 매출은 전년 동기 대비 16.1% 감소한 1억 3900만 달러를 기록했다.

그림5 Arm 중국향 연간 매출 및 전체 매출 대비 비중



자료: Arm, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Arm 중국향 1Q23 매출 및 전체 매출 대비 비중



자료: Arm, 메리츠증권 리서치센터

핵심 산업 관련한 미-중 간 갈등 및 이에 따른 중국 반도체 기업들의 이탈 우려가 지속되는 가운데 향후 전장 및 클라우드 컴퓨팅 등 신성장 산업에서의 매출 성장 기대감이 부각되지 않는다면 Arm의 신규 상장에도 불구하고 시장의 관심에서 소외될 가능성에 대하여 관심을 갖을 필요가 있을 것이다.

원문: *Investors sound alarm over Arm's exposure to China (Financial Times)*