

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 11. 15 (수)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

2024년 전망 시리즈 (해설판)

4-1. 해외채권_누적된 긴축의 반영

칼럼의 재해석

오랜만에 찾아온 PC 프로세서 경쟁

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 추천 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

본 자료의 원본은 2023년 10월 31일 발간된
[2024년 전망 시리즈 4 - FICC: 시차] 임



▲ 해외채권/크레딧

Analyst **임제혁**
02. 6454-4898
jeyhyuk.im@meritz.co.kr

2024년 전망 시리즈 4-1 (해설판)

[해외채권] 누적된 긴축의 반영

- ✓ 미국, 1Q24 본격화되는 기업 이자부담 반영 추가적인 고용수요 둔화 확인할 것. 가계 소비성향 및 소비여건(소득&부채) 위축되며 24년 하반기 4차례 인하, 10년 3.5% 전망
- ✓ 유로존, '24년 내수부진 이어지는 가운데 수출 회복 제한적일 것. 하반기 3차례 인하 전망
- ✓ 일본, '23년의 임금 상승세 이어지며 4월 통화정책 정상화(NIRP 철폐) 예상

[미국] 누적된 긴축의 효과를 확인할 시간

미국채 금리는 올해 매파적인 연준에 시장의 눈높이가 맞추어져가는 패턴이 지속되었다. 올해 상반기에 2024년 5~6번 수준의 금리 인하를 예상하던 시장은 9월 매파적인 FOMC를 확인하며 금리 인하 전망을 큰 폭으로 하향조정했다.

기업 이자부담→소비 위축
미국채 발행부담도 소화될 것

이와 더불어 지속된 재정 또한 소비를 지탱함과 동시에 공급물량 부담으로 작용하며 장기채 중심의 약세로 이어졌다. 미국채는 연말까지의 시계정도에서는 박스권 흐름을 예상하나 1Q24부터 추세적인 하방 압력이 확대될 것으로 전망한다.

주요 근거는 1) 1Q24 본격화되는 기업의 이자부담 → 고용수요 둔화 → 가계들의 높아진 소비성향 하락 및 소비여건 위축(임금소득/부채 증가세 둔화) 2) 수급측면에서는 높아진 재무부의 단기채(bill) 비중 및 양호한 외국인 수요로 요약된다.

표1 주요국 금리 전망 테이블

지표(평균) (%)	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
미국 기준금리	5.25	5.5	5.5	5.5	5.5	5	4.5
미국채 10년	3.84	4.1	4.4	4	3.8	3.6	3.5
유로존 기준금리	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4	3.75
독일채 10년	2.39	2.84	2.7	2.5	2.4	2.3	2.2
일본 기준금리	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0	0	0
일본채 10년	0.4	0.77	0.79	1	1.3	1.4	1.5

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 소비, 소비여건 둔화에도 높아진 소비성향이 지탱

버는 것보다 더 많이 쓴
미국 소비자

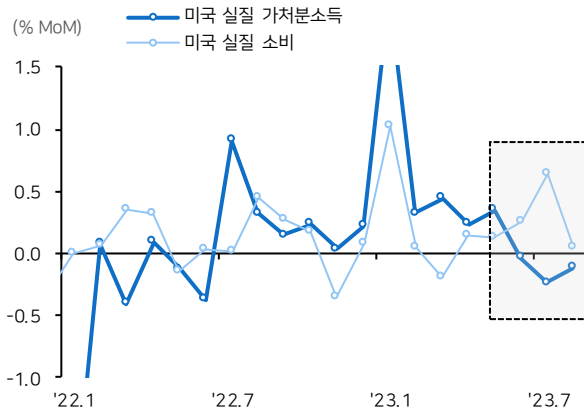
소비는 1) 소득여건(현재소득 및 부채발생)과 2) 소비성향의 함수다. 올해 상반기 소비는 임금과 재정으로 증가한 소득여건의 영향력이 컸다. 다만 하반기에는 실질 가처분소득의 전월대비 역성장이 지속되는 가운데 부채 증가세도 둔화되었으나, 소비성향이 높아지며 소비는 서프라이즈를 시현했다<그림 1,2>.

경직적인 소비성향, 현금성 자산이
뒷받침

경직적인 소비성향을 유지하기 위해 가계는 현금성 자산을 활용하고 있는 것으로 판단한다. 초과저축은 가정에 따라 결과값이 상이하기 때문에, 미국 가계가 실제로 보유하고 있는 현금성 자산에 주목해야 한다. 현금성 자산은 코로나 국면에서 이례적으로 늘어났으며, 올해 하반기 예금을 중심으로 줄어들고 있다<그림 3,4>.

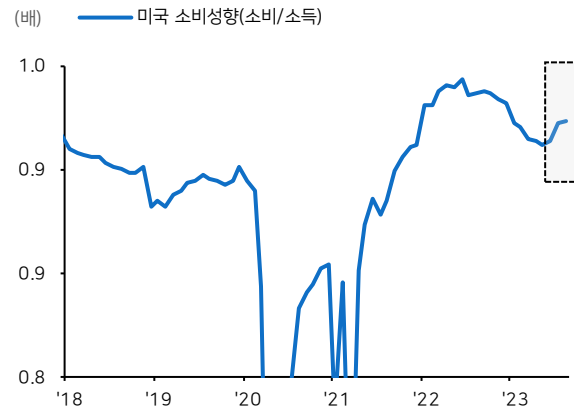
현금성 자산을 활용하는 소비 패턴이 이어질 경우, 소비여건 둔화세에도 예상보다 소비가 견조할 가능성을 고려할 필요가 있다. 소비성향의 하향조정은 향후 가계의 고용여건 불안심리가 중요하게 작용할 것으로 예상한다.

그림1 실질 가처분소득 역성장에도 소비는 고공행진



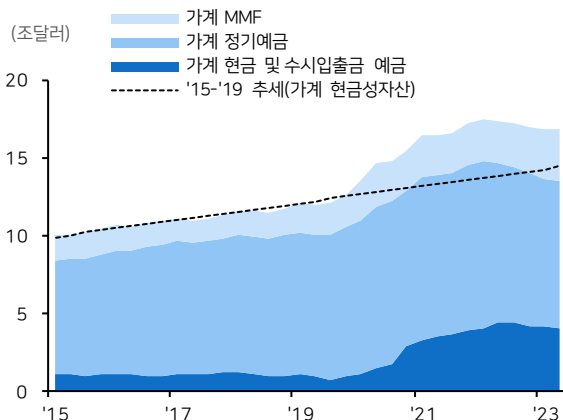
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림2 고금리 부담으로 가계부채 증가세 둔화



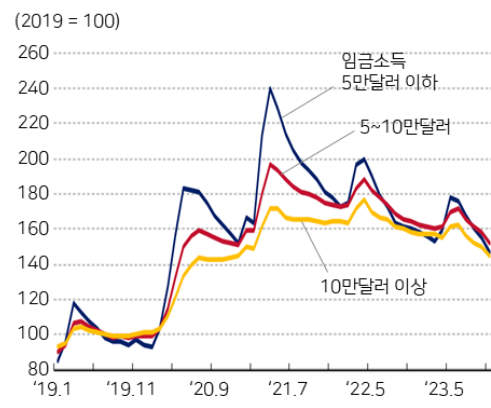
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림3 현금성 높은 가계의 현금성 자산, 소비 지탱하는 요인



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림4 소득별 예금추이, 상위층 포함 모든 계층에서 감소 중



주: BOA 고객 예금계좌 기준
자료: BOA

미국 기업, 2024년 부채부담 본격화

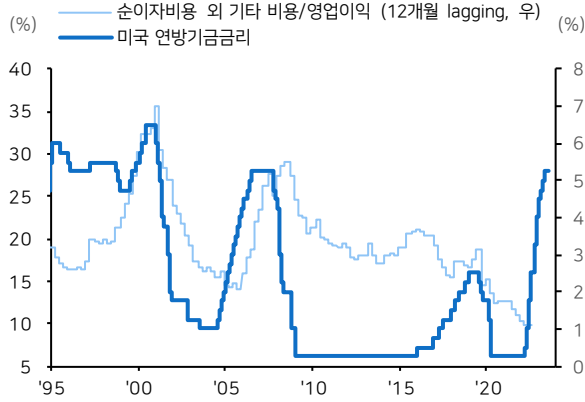
기업 순이자 비용 상승전환 예상

이번 건축 국면에서 기업의 부채부담(순이자비용)은 오히려 감소했다<그림 5>. 이는 2가지 요인이 작용했는데, 1) 기업들은 코로나 국면에서 이자상품 투자를 이례적으로 늘렸고<그림6>, 이번 국면에서는 특히 장단기 금리차 역전이 깊고 시기도 빨랐다<그림 7>. 상대적으로 MMF와 같은 이자상품은 만기가 짧고, 회사채는 만기가 길기 때문에 장단기 금리 역전은 순이자비용의 감소에 기여했다.

2) 두번째 요인은 저금리를 활용한 기업들의 선제적인 자금조달이다. 이로 인해 기업들은 2021~2023년 만기도래분이 적어지며 기업들은 높아진 이자비용을 우회하는 데 성공했다.

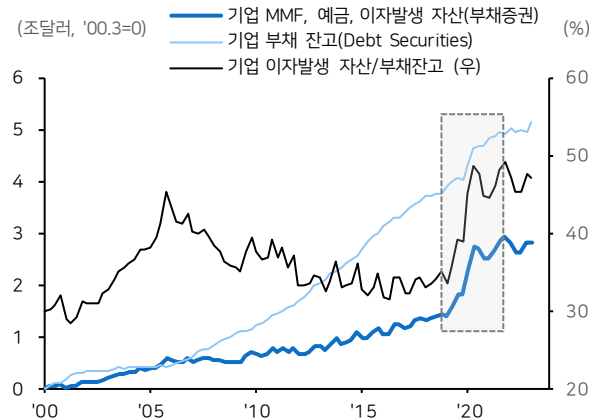
다만 이 2가지 요인 모두 2024년부터 본격적으로 되돌릴 요인들이다. 1) 연준의 중장기 기대 통제가 성공하며 이미 장기금리가 급등했고, 2) 기업들의 선제적인 부채 발생이 컸던 만큼 2024년 이후 도래하는 만기물량도 늘어났다<그림 8>

그림5 금리 인상 → 순이자비용 증가 아직 확인되지 않아



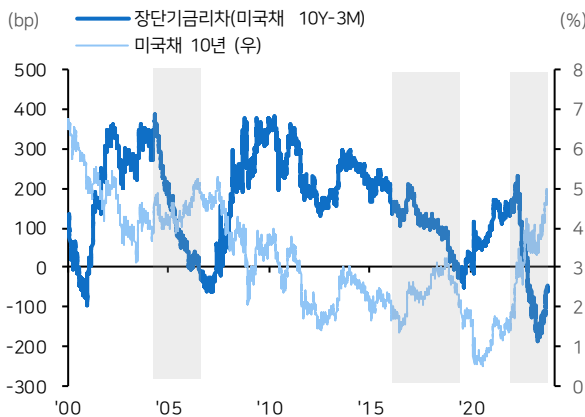
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 기업 이자상품(만기↓) 증가분 > 부채(만기↑) 증가분



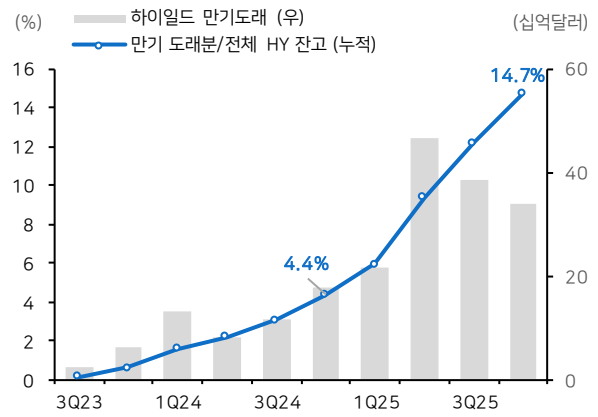
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림7 장단기 금리차 역전 축소 → 순이자비용 증가 요인



주: 음영은 연방기금금리 인상 구간
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 '24년, '23년 대비 4배 규모의 HY 만기 도래



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

24년부터 회사채 만기도래물량 확대, 조달금리도 높아져

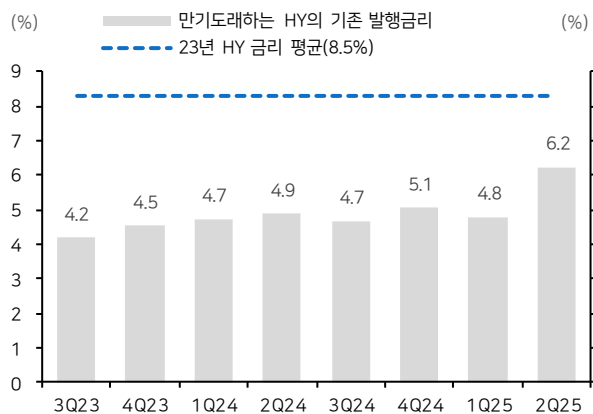
2024년 도래하는 하이일드 만기도래물량은 전체 잔고의 4% 수준으로 2023년 대비 4배 수준에 달한다. 이에 더해 발행 당시 4% 중반대 수준에서 조달한 회사채들의 조달금리는 현재 8.5%를 넘어서고 있다<그림 9>. 투자적격등급(IG) 회사채는 또한 2024년부터 만기도래분이 전년대비 15% 가량 늘어난다<그림 10>.

한편 소비가 점차 둔화됨에 따라 높아졌던 기업들의 EBITDA 마진은 평년수준으로 회귀했다<그림 11>. 향후 추가적인 소비 둔화 및 물가 안정화를 반영하며 기업들의 마진율은 하락세가 유지될 가능성이 높다.

기업 이자보상배율 악화 중

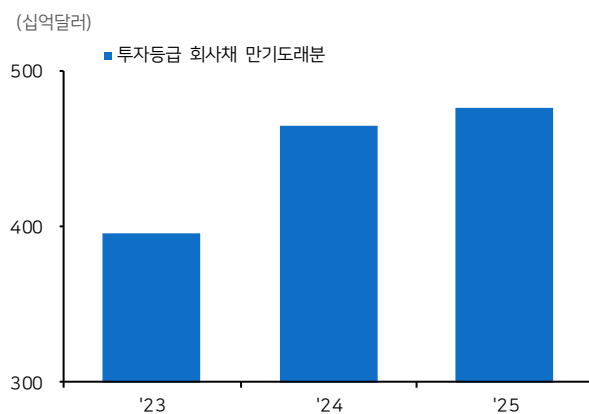
회사채 만기도래에 따른 이자부담이 본격화되지 않았음에도 이자보상배율(EBITDA/이자비용)은 이미 빠르게 하락하고 있다<그림 12>. 상대적으로 회사채의 만기도래가 지속되던 IG의 경우에는 이자보상배율이 평년수준으로 회귀했다.

그림9 발행금리보다 4%p 이상 높아진 현재 HY 조달금리



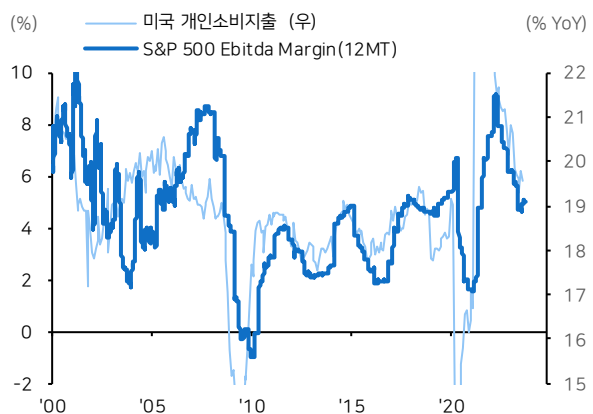
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 IG 만기도래도 2024년 전년대비 증가추이



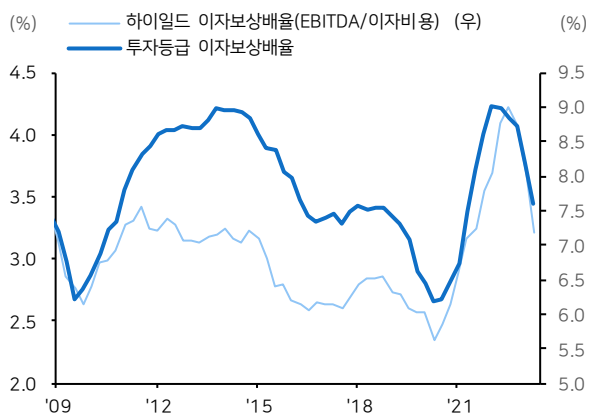
자료: S&P

그림11 기업 마진율, 소비&물가 둔화에 기조에 평년 회귀



자료: US BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 IG, HY 모두 이자보상배율 빠르게 하락 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기업들의 마진압박→고용수요 위축

기업 마진 악화에 대응해
고용수요 줄일 것

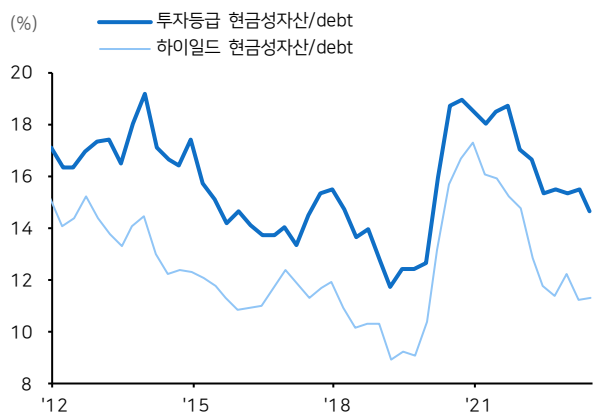
기체는 당장의 소비여건 둔화에도 현금성 자산을 활용하며 소비를 지탱할 수 있겠지만, 기업은 가계보다 미래지향적 주체다. 조달금리 상승&마진 축소 국면에서 기업들은 비용지출을 줄이려는 시도가 늘어날 것이다. 4분기 이후부터 기업부채를 고려한 기업 마진이 평년수준보다 훼손될 것이고, 기업들은 고용수요를 더 빠르게 줄여나가기 시작할 것이다<그림 14>. 실업률 상승이 가계들의 고용 불안심리로 이어지면서, 높은 소비성향에 기반해 강한 소비도 더 빠르게 둔화될 것이다.

높았던 소비성향 조정되는 가운데
임금소득/부채 증가도 둔화 예상

미국의 주된 물가상승 압력은 현재 서비스업에서 기인하고 있는데, 고용과 임금 간의 상관관계는 유지중인 것으로 판단한다<그림 15, 16>. 2024년 1~2분기 기업의 이자부담이 본격화되는 국면에서 고용 수요의 둔화를 확인할 것이고, 이는 추가적인 임금 물가의 하향 안정화에 기여할 것으로 예상된다

2%대의 물가 둔화와 예상보다 강할 수 있는 실질 소비 둔화를 확인하면서 연준은 2024년 하반기 3~4차례의 금리인하를 단행할 것으로 전망한다.

그림13 기업 부채대비 현금성자산 버퍼 크지 않아



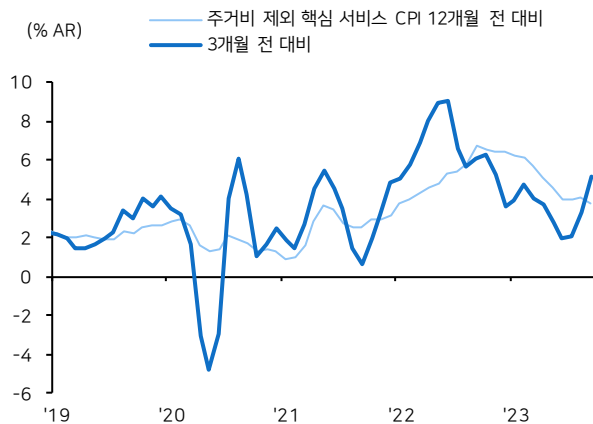
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 마진 악화 → 기업의 고용수요 감소로 이어질 것



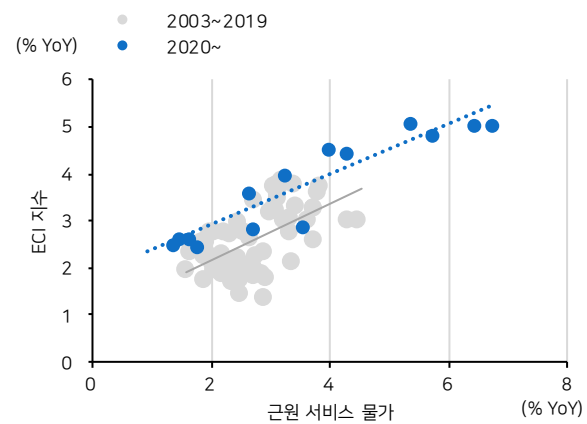
자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 전반적인 물가 둔화 중이나, 서비스물가 경직성 확인



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림16 기업 고용수요↓→임금둔화→서비스업 물가↓ 예상



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

미국 수급부담 우려보다 제한적

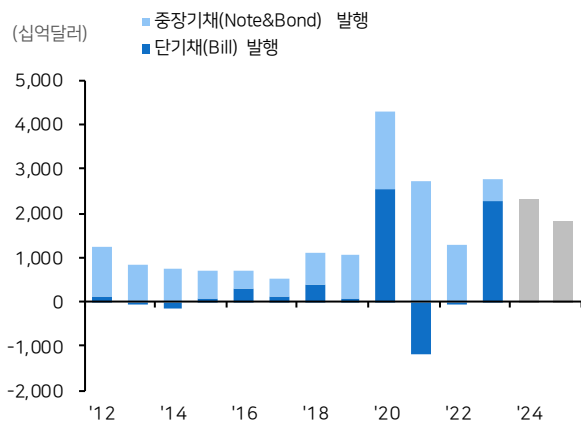
미 재무부, 단기채(bill) 중심 발행 지속 예상

단기채 발행비중을 낮출 이유가 없는 재무부와 연준

2023에도 미국채 발행은 높은 수준을 유지했지만 미 재무부는 단기채 비중을 늘리며 실질적인 미국채 시장의 발행부담은 제한적이었다<그림 17, 18>. 이러한 추이는 유지될 것으로 예상하는데 1) 재무부 입장에서 장기채 발행을 통해 높아진 조달금리를 고정할 유인이 크지 않고 2) 단기채 발행의 확대가 QT의 원활한 운용에 기여하고 있기 때문이다.

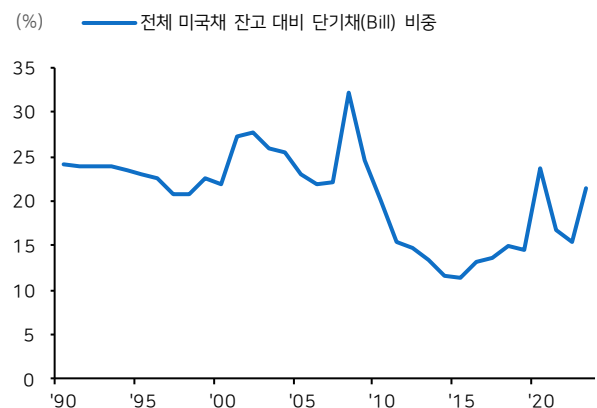
QT 초기에는 RRP에 묶여있는 자금이 풀리지 않으면서 지준금이 빠르게 축소되었었다. 그러나 올해는 단기채 발행이 늘어나고 금리가 오르면서 MMF가 RRP 대신 단기채 투자를 늘리자, RRP가 지준금 대신 감소하면서 버퍼역할을 하고 있다.<그림 19>. 미 재무부 또한 계획 대비 중장기채 발행을 덜 하면서 시장 여건을 살피고 있는 것으로 보인다<그림 20>.

그림17 '24년 상반기에도 단기채(Bill) 중심 발행 예상



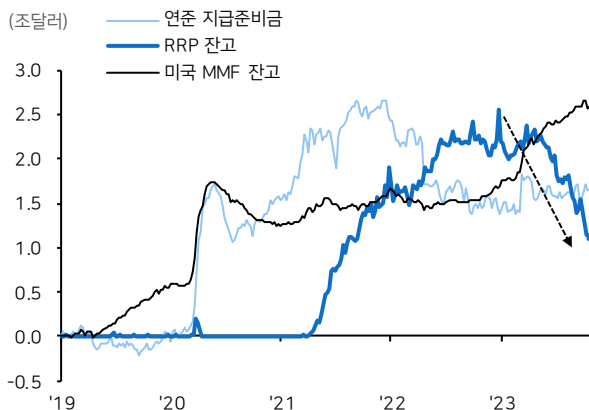
자료: US OMB, 메리츠증권 리서치센터

그림18 2023년, 단기채(Bill) 비중 재차 반등



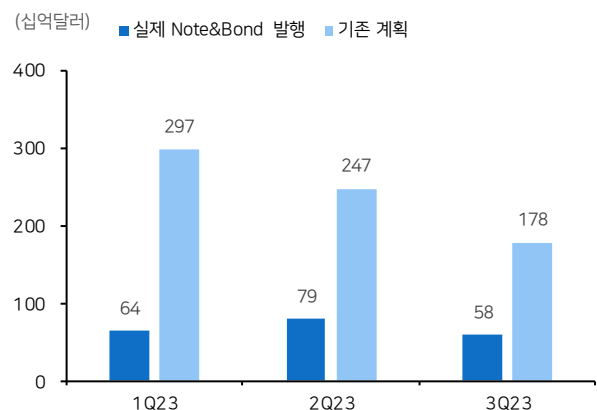
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 단기채 발행 증가, QT의 안정적인 운용에 기여 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 미 재무부, 계획보다 실제 N&B 발행량 적었음



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

외국인의 미국채 투자 회복

탄력적인 미국채 수요 기반

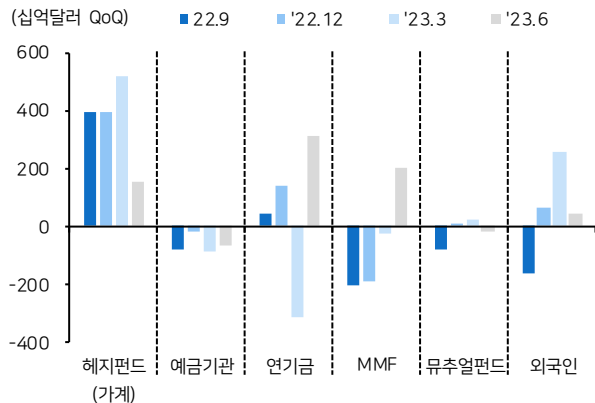
연준, 은행과 같은 흔히 말하는 실수요자들의 미국채 투자가 줄어든 것은 사실이지만, 헷지펀드와 가계의 탄력적인 수요가 확인되고 있고, 단기채의 경우 MMF가 늘어난 단기채 물량을 소화해주고 있다<그림 21>.

외국인들의 양호한 미국채 수요 유지될 것

미국채의 수급에 불안요인으로 언급되던 외국인의 미국채 투자도 오히려 회복되고 있는 모습이다. 특히 일본의 통화정책 정상화 국면에서 일본채 금리가 상승하며 일본인 투자자들의 미국채 이탈할 수 있다는 우려가 부각되었다.

그러나 일본 투자자들의 2022년 대규모 미국채 이탈은 금리레벨보다 급격한 엔저의 영향이 컸다. 미국채-일본채 금리차는 확대되었지만, 일본인들의 선도금리를 활용한 헷지비용이 5%를 넘어서면서 미국채 투자 유인이 줄어들었다<그림 22>. 올해 들어서는 환을 오픈하고 투자하거나, 옵션등을 활용해 헷지수단이 다각화되면서 미국채 투자 잔고가 소폭 증가하는 추이다.

그림21 연준의 빈자리 헤지펀드/가계가 채워줘



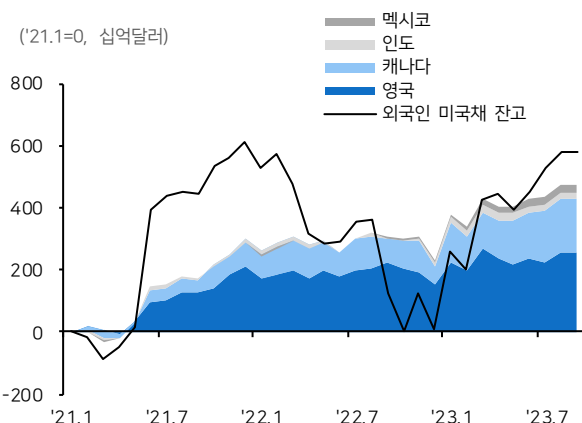
자료: FED, 메리츠증권 리서치센터

그림22 일본의 미국채 매도, 금리 레벨보다 엔저가 중요했음



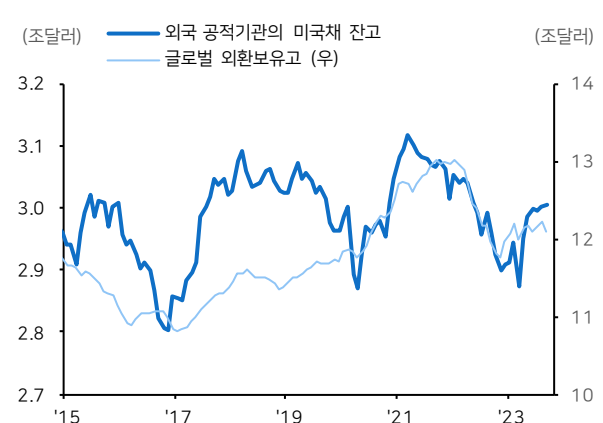
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 미국에 우호적인 국가들 미국채 매수



자료 US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림24 강달러 완화국면, 외환보유고 회복 → 미국채 투자 ↑



자료 US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

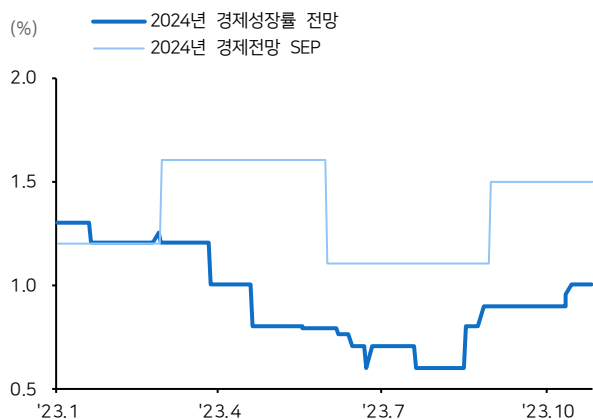
내년 4월로 예상되는 일본의 통화정책 정상화 국면에서도 일본채 금리 상승보다 엔화 강세로 인한 환헷지 비용이 감소하며 미국 투자 매력도가 높아질 것으로 예상된다. 그 외에도 미국과 우호적인 관계를 유지하는 영국이나 일부 신흥국들이 빈 자리를 메꿔주고 있으며, 강달러 완화국면에서 외환보유고가 회복되며 미국채 투자는 확대될 것이다<그림 23, 24>.

2025년 통화정책 기대 반영하며 미국채 금리 추세적인 하락 예상

여전히 내년 경기에 대한 눈높이는 연준과 시장간의 차이가 남아있는 상황이다. 그러나 11월 FOMC에서 언급한 바, 장기채 금리가 가지는 긴축의 효과를 확인하며 연준의 매파성도 누그러질 것으로 예상된다. 내년 1분기 기업의 부채부담을 기반으로 추가적인 소비 및 물가 둔화세를 확인하면서 연준의 9월 점도표 보다 더 많은 금리 인하(3~4번)를 단행할 것으로 예상된다.

올해 2024년 통화정책 기대를 반영하며 미국채 금리가 급등했듯, 내년에는 탄력이 더 둔화될 2025년 통화정책 기대를 미국채 금리가 반영해가기 시작할 것이다. 2024~2025년 인하 기대는 연준이 175bp, 선물시장은 140bp로 오히려 연준이 더 완화적인 상황이다. 2024년 4분기 기준 미국채 10년 기준 3% 중반대까지 레벨을 낮출 것으로 전망한다<그림 26>.

그림25 여전히 2024년 시장&연준과의 눈높이 차이 상존



자료: Bloomberg, FED, 메리츠증권 리서치센터

그림26 '25년 기대는 시장이 연준보다 매파적인 스탠스



자료: Bloomberg, FED, 메리츠증권 리서치센터

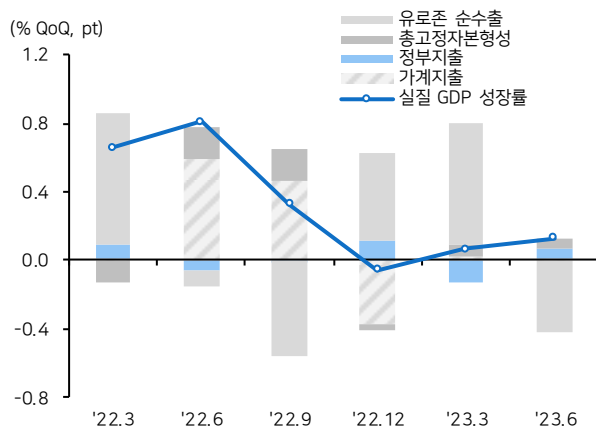
[유로존] 긴축의 효과를 확인중인 유로존

유로존 수출 부진에 이어 버티던
서비스업 소비도 둔화 중

유로존은 올해 1분기 에너지 리스크가 예상보다 영향력이 제한되면서 경기가 버티는 양상을 보였다. 그러나 2분기 들어 독일 중심으로 수출이 위축되는 가운데 최근에는 소비도 악화되고 있다<그림 27>. 재화 소비는 전년동기대비 감소하고 있고, 서비스업 PMI도 기준선을 하회하기 시작하며 업황의 불황을 시사하고 있다<그림 28, 29>.

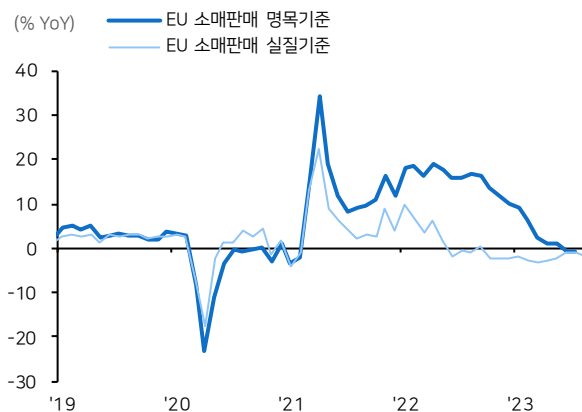
다만 유로존은 아직도 노동여건이 타이트하고 임금 상승세도 지속되고 있다. 미국과 유럽의 내수 모멘텀의 차이는 1) 긴축의 실물경기 영향 정도 2) 부진한 재정 모멘텀 및 초과저축의 구조에 있다. 현재 물가가 빠르게 내려오고는 있으나, 마이너스 실질임금 상승세도 장기간 유지된 점도 영향을 미쳤다.

그림27 유로존, 수출 부진에 경기 하강 압력 확대



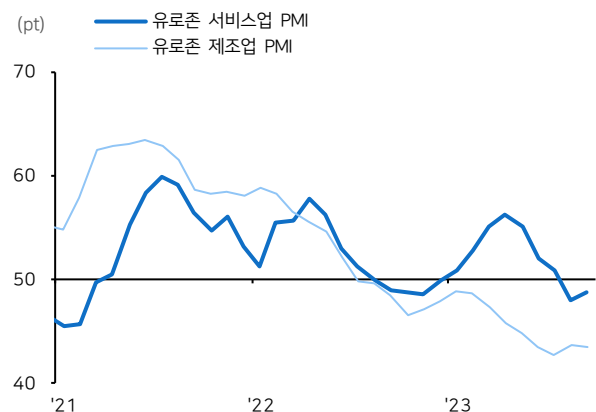
자료: ECB, 메리츠증권 리서치센터

그림28 유로존 재화 소비는 이미 부진



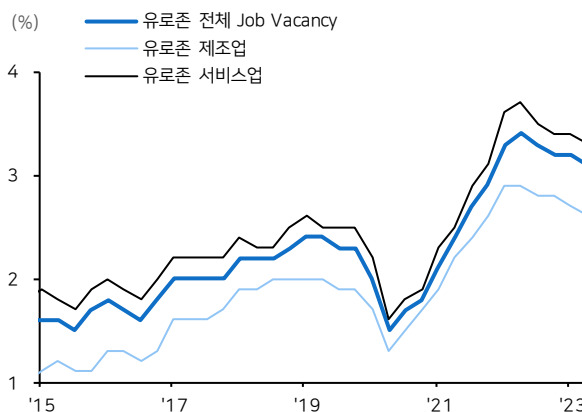
자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림29 버티던 서비스업 업황도 악화 중



자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

그림30 미국과 비슷하게 노동여건은 여전히 타이트



자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

미국과 유럽의 소비 모멘텀 차이

위축되는 유럽 금융환경 여건

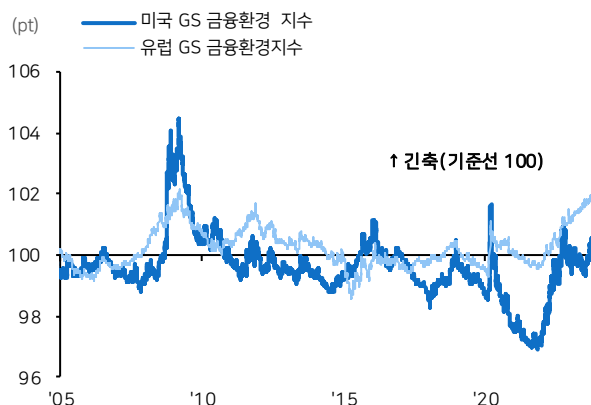
유로존은 강한 긴축의 여파가 실물경제에 상당부분 반영되고 있다. 미국은 가계를 중심으로 대출 증가세가 지속되고 있으나, 유로존은 금융환경과 대출여건이 위축되었다<그림 31>. 유로존의 기업대출은 전년동기대비 (-), 가계대출도 증가세가 빠르게 둔화해 전년동기대비 거의 늘어나지 않았다.

제한적인 재정 모멘텀

이에 더해 유로존은 팬데믹 국면에서 재정의 강도가 상대적으로 더 작았고, 향후 에너지 및 팬데믹 관련 보조금을 점차 줄여나가며 재정준칙의 영향을 더 크게 받을 것으로 예상된다<그림 32>.

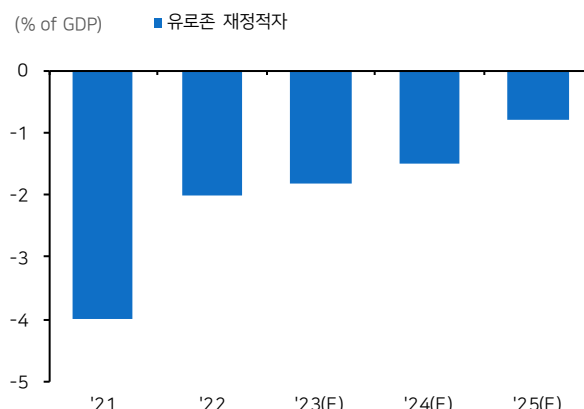
이와 더불어 코로나 국면에서의 재정도 유로존은 대부분 환금성이 떨어지는 자산군에 투자되며 현재 부진한 소비를 지탱할 수 있는 여력이 크지 않다<그림 33>. 이러한 여건을 반영하며 미국은 최근 저축률이 하락(소비성향 상승)하고 있으나, 반대로 유로존은 부진한 경기에 대응해 예비적 저축이 올라오고 있다<그림 34>. 수출 측면에서도 독일을 중심으로 부진한 추이가 지속될 전망이다.

그림31 유로존 긴축, 실물경제에 강하게 반영



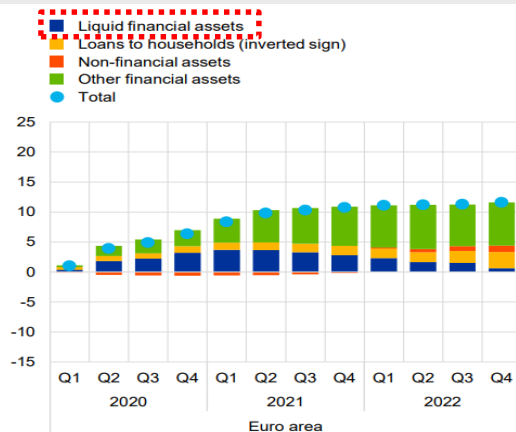
자료: Bloomberg, GS, 메리츠증권 리서치센터

그림32 유로존 향후 재정모멘텀 부재



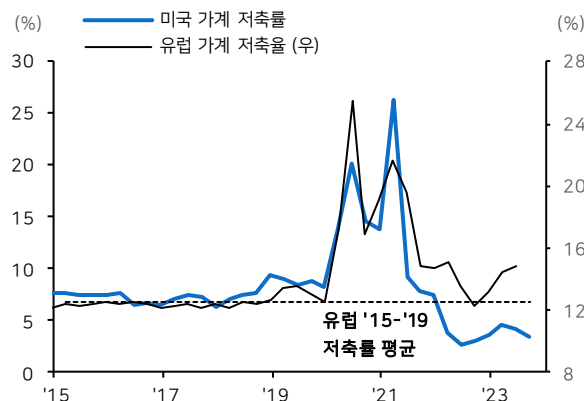
자료: ECB, 메리츠증권 리서치센터

그림33 코로나 지원금도 대부분 환금성 낮은 자산에 투자



자료: ECB

그림34 유로존 가계의 예비적 저축 늘어나고 있어



자료: US BEA, Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

부진한 경기에도 임금 상승세 둔화 확인할 필요

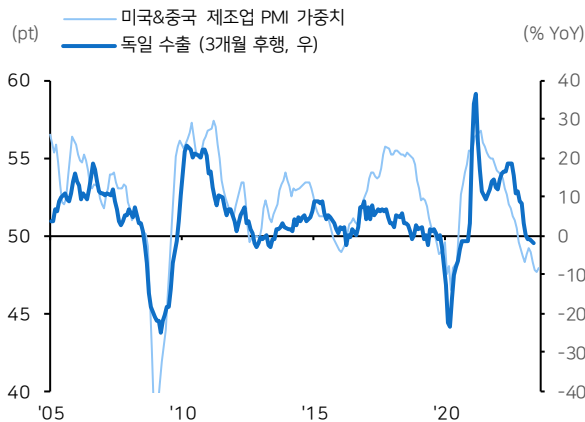
유로존 수출은 미국/중국의 제조업에 후행하는데<그림 35>, 서비스업 중심의 글로벌 수요가 지속되면서 제조업 회복이 더디다. 이에 더해 공급망 충격이 완화되며 예비적인 재고 축적 수요 또한 제한적인 상황이다<그림 36>.

재화 수요가 회복되지 않는 국면에서 제조업 사이클의 반등은 제한적일 것으로 예상된다. 미국의 정책지원을 바탕으로 capex 투자가 미국의 건설업 중심으로 급등하였으나, 최근에는 피크아웃 하는 모습이다.

임금물가 둔화세 확인하며 내년 상반기 세차례 인하 예상

한편 유로존은 후행적 성격이 강한 에너지 과급효과가 축소되며 헤드라인 물가 중심으로 안정화되고 있는 추이다. 다만 여전히 유로존의 노동여건은 타이트하고, 임금 상승세도 높게 유지되고 있다<그림 37>. 향후 서비스업에서의 물가압력 확대를 방지하기 위한 차원에서 부진한 경기에도 기준금리 인하는 내년 3분기까지 지연될 것으로 예상된다. 내년 3분기부터 세차례의 금리 인하 그리고 독일채 10년 금리는 2.2~2.7% 정도의 레인지를 전망한다.

그림35 독일 수출, 부진한 글로벌 제조업 업황에 후행



자료: S&P, Caixin, Destatis, 메리츠증권 리서치센터

그림36 부진한 재화 수요 속에서 예비적 재고 축적 제한적

Worldwide safety stock building

Index (1 = long-run average)



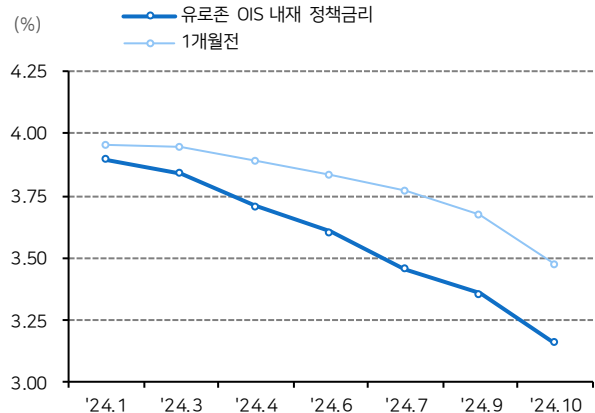
자료: S&P

그림37 유로존 임금상승세는 여전히 높은 수준



자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림38 물가 안정화 확인 이후 3분기부터 금리 인하 예상



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[일본] 변화하는 일본

오랜만에 찾아온 기회

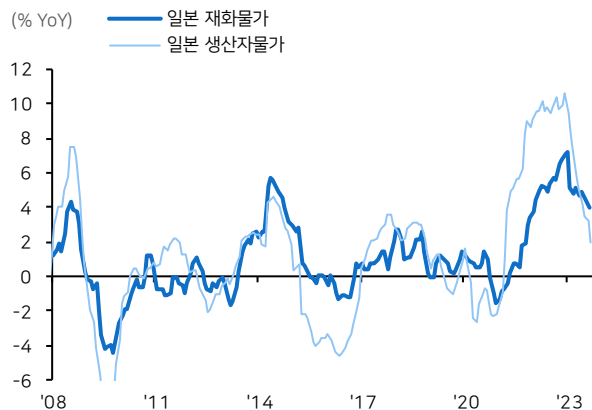
일본은 만성적인 디플레이션의 나라다. 2016년 초과 고용수요의 환경이 지속되었음에도 임금 상승 압력은 제한적이었다. 이는 고질적인 저물가 기대가 만연한 가운데 기업들의 수익성이 개선되지 않았기 때문이었다.

일본에게는 다행스럽게도 코로나 여파로 물가가 목표수준인 2%를 2022년 상반기부터 넘어서고 있다. 항목별로는 서비스물가보다 재화 물가 상승 압력 기여도가 더 높다<그림 39>. 서비스 물가는 전년동기대비 2% 수준이다.

임금 상승 압력의 지속성을 확인해야 할 일본

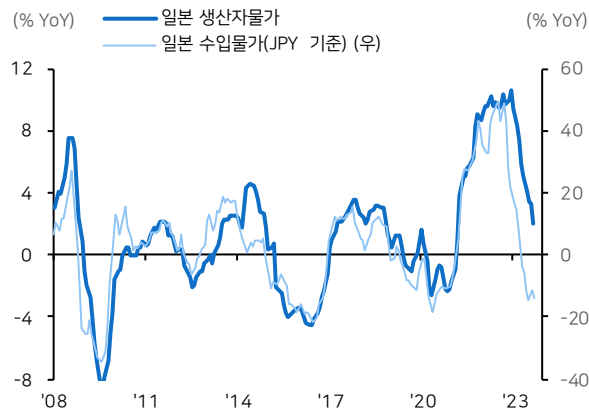
후행적인 성격이 강한 재화물가는 수입물가 하락에 후행해 점차 안정화될 것으로 예상된다<그림 40>. 글로벌 재화물가가 하락하는 가운데 기저를 반영하며 엔화절하의 물가 기여도도 낮아졌기 때문이다. 일본 정부와 BOJ가 기대하는 그림은 임금을 기반으로 서비스물가의 상승세가 유지되는 것이다.

그림39 일본 재화 중심의 물가 압력 강해



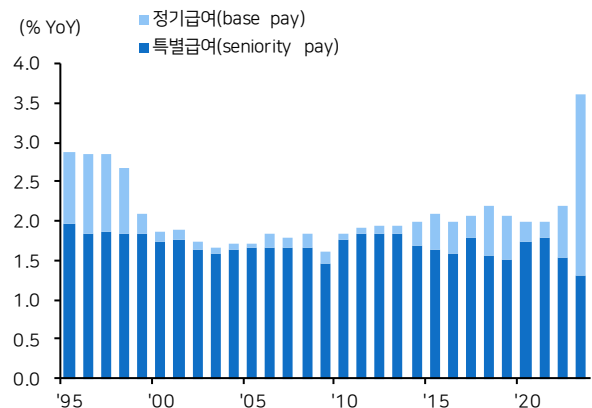
자료: 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림40 수입물가 하락폭 확대 → 생산자물가 안정화



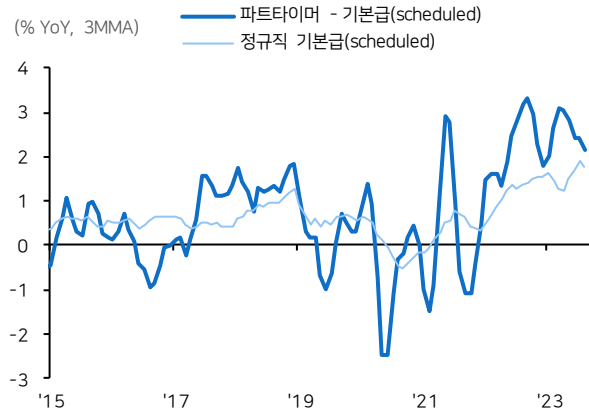
자료: 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림41 1990년 대 이후 가장 강한 임금 인상 확인



자료: 일본 노동조합총연합회, 메리츠증권 리서치센터

그림42 정부 최저임금 상승에 파트타임 기본급도 상승



자료: 일본 후생노동성, 메리츠증권 리서치센터

지난해 춘투(춘계 노사협정)의 결과로 일본은 전국 평균 3.58%의 임금 인상을 확
인했다. 근원적인 성격의 기본급 또한 2.1% 인상되며 1990년 대 이후 가장 높은
수준을 기록했다<그림 41,42>. 당시 노조의 2023년 회계연도 임금 인상 요청은
4.5% 였다.

일본 정부 또한 임금 상승세를 이어가기 위해 최저임금을 지난해 큰 폭으로 인상
했다. 내년에도 최저임금 인상은 이어져 지난해대비 41엔 상승한 시간당 1002엔
으로 인상될 계획이다.

가계의 소비력 지속 및 기업의 임금 인상 여력 확인해야

올해 춘투 임금 요청은 5%로 지난해 대비 0.5%p 높다. 다만 요청이 실제 임금
인상으로 이어질지는 1) 견조한 소비의 지속성 2) 기업의 임금 인상 여력을 확인
할 필요가 있다.

일본 가계, 소비성향 개선되며 견조한 소비 이어질 것

일본은 뒤늦은 코로나 방역조치 이후 서비스업 중심의 펜트업 소비가 확대되고 있
다. 다만 가계의 소비성향(지출/소득)은 물가가 임금 상승세를 상회함에 따라 평
년 대비해서도 매우 낮은 수준이다<그림 43>.

실질임금 개선에 힘입어 소비자들의 소비성향 높아질 것

일본은 재화물가 하락에 힘입어 9월 헤드라인 물가가 3%로 안정화되는 한편, 여
전히 고용시장은 타이트한 여건이 이어지면서 실질임금이 개선될 가능성이 높은
것으로 판단한다. 실질임금 개선은 위축된 소비성향의 개선으로 이어지며 내년 상
반기 견조한 소비로 이어질 것이다. 이에 더해 일본 관광객 또한 빠르게 늘어나며
일본 내 소비에 기여하고 있는 상황이다<그림 44>.

그림43 물가안정&높은 임금 → 소비성향 상승 요인



자료: BOJ, 메리츠증권 리서치센터

그림44 일본 관광객 올해 빠르게 회복 중



자료: 일본정부관광국, 메리츠증권 리서치센터

일본 기업, 임금 인상 여건 마련해나가고 있어

기업들 마진을 개선되며 임금인상
여력 확보

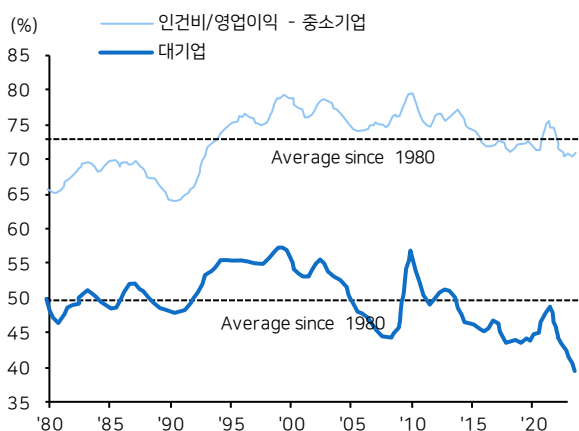
BOJ가 발표하는 단칸 서베이에 따르면 서비스업 기업의 낙관적인 전망은 대기업 뿐만 아니라 중소기업에서도 빠르게 늘어나고 있다. 이에 더해 과거와 달리 기업들의 가격전가력도 높아지며 영업이익률도 개선되었다.

기업들의 마진 개선에 따라 영업이익에서 인건비가 차지하는 비중도 대기업 중심으로 빠르게 하락했다<그림 45>. 중소기업은 인상 여건이 타이트한 측면이 있으나, 중소기업의 일손 부족은 빠르게 심화되고 있다<그림 46>.

이에 더해 기시다 총리는 임금 상승을 촉진하기 위해 중소기업 중심의 법인세 인센티브도 선언했다. 2024년 춘투협상은 대기업 뿐만 아니라 중소기업에서도 전년과 비슷하거나 더 높은 수준의 임금 상승을 예상한다.

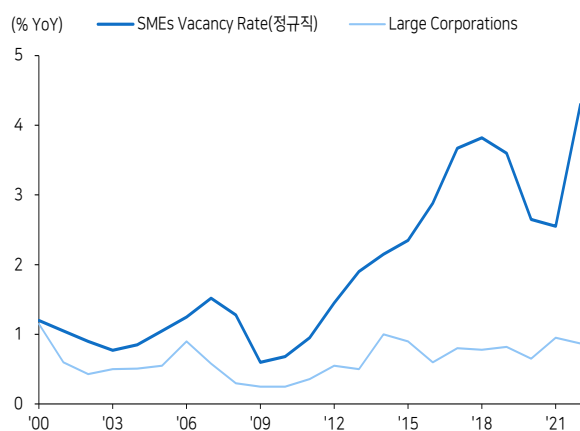
결론적으로 내년 상반기 실질 소득이 개선되는 국면에서 일본의 GDP갭은 (+) 전환될 것으로 예상하고, BOJ가 확인하고 싶은 수요 견인 인플레이 압력은 점차 확대 중인 것으로 판단한다.

그림45 기업의 인건비/영업이익 비중 하락 중



자료: 일본 후생노동성, 메리츠증권 리서치센터

그림46 중소기업 일손부족 대기업에 비해 심해



자료: 일본 후생노동성, 메리츠증권 리서치센터

일본 기업, 임금 인상 여건 마련해나가고 있어

2024년 4월 NIRP 조정할 것으로
예상

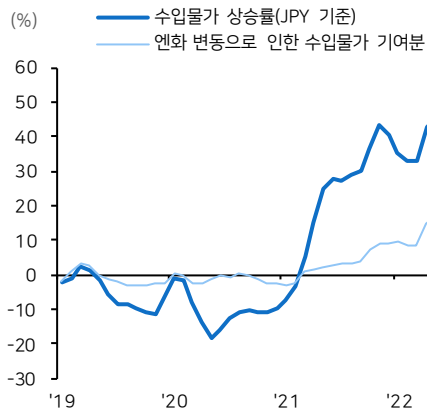
BOJ는 2024년 4월 마이너스 금리정책(NIRP)을 조정하고, 10bp 인상을 단행할 것으로 예상된다. 일각에서는 내년 초 금리 인상 가능성도 언급하고 있으나, 급한 인상의 필요성은 크지 않은 상황이다. 엔저의 문제였던 수입물가가 9월 전년동기 대비 -14% 하락하며 엔저의 수입물가 영향력이 제한적이기 때문이다<그림 47>.

내년 2월 주요 기업의 임금 인상 계획안 및 4월 대기업들의 춘투 결과가 확인되는 시기에 통화정책 정상화가 진행될 것으로 예상된다<그림 49>. 글로벌 금리 인하 사이클이 시작될 하반기에 차별화된 통화정책 단행은 부담이 높을 것이다.

일본채 금리 상승세 완만할 것

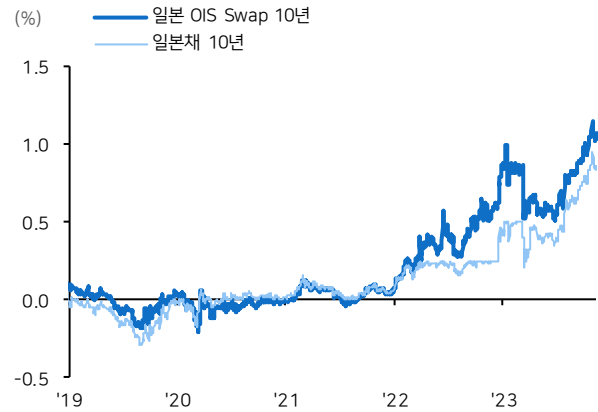
YCC와 관련해서는 BOJ는 이미 시장의 과도한 교란을 줄이기 위한 차원에서 조정을 이어나가고 있다. 10월 금정위에서도 사실상 YCC의 상단을 열었으나, 일본채 금리 상승은 제한적이었다. 일본채 금리는 2% 인플레이 기대를 반영하며 완만하게 상승하며 글로벌 금리 급등에 미치는 영향력도 낮을 것으로 예상된다.

그림47 엔저, 물가 상승 기여도 낮아져



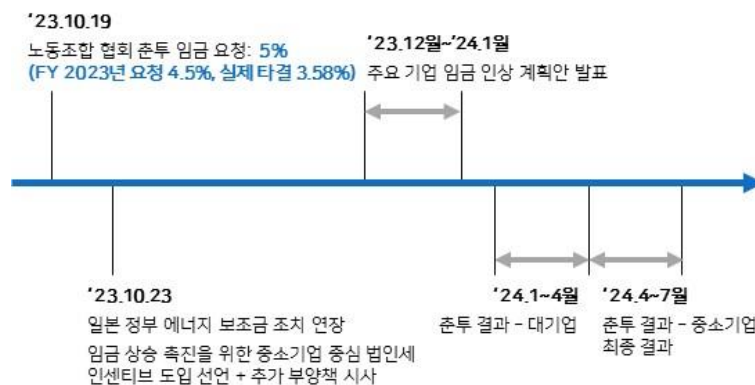
자료: 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림48 일본채 10년 금리와 스왑 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림49 '23년 4월, 임금 인상을 확인 한 이후 통화정책 정상화 진행 예상



자료: 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

김동관 연구원

오랜만에 찾아온 PC 프로세서 경쟁 (Financial Times)

인텔과 AMD, 전통적인 2강 체제가 유지됐던 PC CPU 시장에 새로운 변화가 찾아오고 있다. 이미 애플은 2020년 말부터 자체 CPU 'M1' 출시로 PC CPU 시장에 진출했다. 'M2'를 거쳐 올해 'M3' 시리즈를 발표하며 지속적으로 점유율을 확보하고 있다. 이에 더해 퀄컴, 엔비디아 등 기존에 CPU를 설계하지 않았던 기업들의 PC CPU 시장 진출이 본격화되고 있다. 퀄컴은 24년 중순 CPU 칩셋 출시를 공식화했고 엔비디아의 Arm 기반 CPU는 2025년 출시될 것으로 예상된다.

이에 맞서 인텔은 최초 '인텔4' 공정 기반 'Meteor Lake'를 올해 12월 출시 예정이다. 최초 EUV 적용, AI 연산을 위한 NPU 탑재, 3D 패키징 적용 등 새로운 기술을 도입했다. 퀄컴, 엔비디아 등은 Arm 아키텍처 기반 CPU를 출시할 것으로 예상되고 있다. 현재 Windows OS 대부분의 소프트웨어가 인텔 x86 아키텍처 기반으로 설계된 점은 인텔의 경쟁 우위로서 작용할 전망이다.

향후 PC CPU 시장 경쟁은 PC 판매 전략과 AI PC 수요에 영향을 받을 것이다. PC 업체들은 사실상 최초로 동일 브랜드 내 x86 CPU와 Arm CPU를 함께 판매해야 한다. 다양한 PC 라인업 준비와 칩셋 특성에 맞는 마케팅이 필요할 전망이다. 또한 최근 AI PC에 대한 기업들의 의지가 강력하다. On-Device AI의 필요성은 절감하지만 양질의 AI 서비스가 부족한 만큼 향후 AI 서비스 출시와 시장 반응이 PC 시장에 중요한 영향을 끼칠 전망이다.

반도체 기업들의 PC CPU 시장 침투

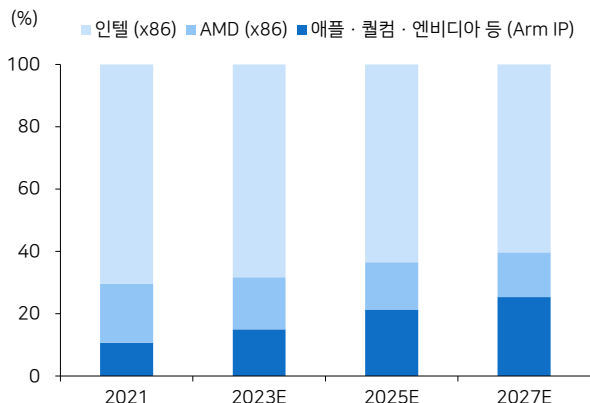
PC CPU 시장 경쟁 심화

PC 연산의 핵심 기능을 담당하는 CPU는 전통적으로 인텔과 AMD가 지배하던 영역이었다. 인텔의 전체 PC CPU 시장 점유율은 2016년 기준 80%를 상회했다. 출하량 성장세가 둔화되며 성숙기에 접어든 PC 시장에 최근 변화가 일어나고 있다. 애플, 퀄컴, 엔비디아와 같은 기업들은 연이어 PC용 CPU를 출시하거나 출시 계획을 발표하며 기존의 인텔·AMD 구도를 흔들고 있다.

애플, M시리즈로 CPU 시장 진출

인텔과 AMD의 2강 체제를 가장 먼저 위협한 기업은 애플이다. 2020년 11월 Arm의 아키텍처를 기반으로 한 CPU 'M1'을 최초 공개한 이후 지속적으로 신제품을 출시하고 있다. 지난 10월 31일에는 CPU 'M3' 시리즈를 탑재한 'MacBook Pro'와 'iMac'을 공개했다. 애플의 CPU는 이전까지 인텔의 x86 아키텍처 기반 CPU가 대부분을 차지하던 시장에 뛰어난 전력효율성을 무기로 침투하고 있다.

그림1 노트북 출하량 기반 업체 별 CPU 점유율



자료: Counterpoint Research, 메리츠증권 리서치센터

그림2 지난달 공개한 애플의 'M3 시리즈'



자료: Apple

퀄컴, 엔비디아 등도 CPU 시장 진출 예정

한편 모바일 AP칩 강자인 퀄컴은 10월말 고성능 PC용 칩셋 '스냅드래곤 X 엘리트'를 공개했다. Arm 기반 자체 설계 '오라이온(Oryon)' CPU를 탑재한 것이 특징이다. 해당 칩은 애플 출신 엔지니어들이 설립하고 2년 전 퀄컴이 인수한 누비아(Nuvia)가 설계했다. 해당 인수 건을 통해 퀄컴이 수 년 전부터 PC CPU 시장 진입을 위해 노력한 모습을 확인할 수 있다. 언론 보도에 따르면 GPU 강자 엔비디아 또한 Arm 기반 PC CPU 개발을 위해 노력하고 있다. 기존 CPU 강자 외에 AP, GPU 선두업체들의 참여로 경쟁이 심화되고 있다.

그림3 퀄컴 스냅드래곤 X 엘리트 주요 특징



자료: Qualcomm

그림4 엔비디아의 PC CPU 출시 보도

Disrupted

Exclusive: Nvidia to make Arm-based PC chips in major new challenge to Intel

By Stephen Nellis and Max A. Cherney

October 24, 2023 10:26 AM GMT+9 · Updated 21 days ago



자료: Reuters

기존 강자 인텔의 반격

인텔의 인지도와 x86 기반 소프트웨어가 경쟁 우위로서 작용

인텔의 지배력 유지를 위한 노력도 이어지고 있다. 퀄컴과 엔비디아가 진입하더라도 PC CPU 시장에서 인텔의 인지도를 단기간에 넘어서는 것은 어려운 일이다. CPU 업체가 다양해질수록 인지도가 높은 제품으로 소비자의 선택이 집중될 가능성이 존재한다. 또한 현재 판매된 Arm 기반 CPU는 대부분 애플의 Mac OS 기반으로 사용되고 있다. 반면 퀄컴과 엔비디아는 Windows OS에서 구동되는 Arm 기반 CPU를 준비하고 있다. 이 경우 대부분 소프트웨어는 Arm 기반에서 구동하기 위해 수정되어야 하며 일정 기간 호환성 문제 등이 불거질 수 있다.

'인텔4' 기반 CPU 신제품 출시로 경쟁 대응

인텔은 다음 달 '인텔4' 공정 기반 모바일 PC CPU 신제품 'Meteor Lake'를 출시할 예정이다. '인텔4' 공정은 '인텔7' 공정 대비 전력효율성 개선이 두드러지며 최초로 EUV 장비를 도입한 공정이다. 또한 인텔 CPU 최초로 신경망처리장치(NPU)를 탑재해 네트워크 연결 없이 자체 AI 연산이 가능한 제품이다. 각종 새로운 기술 및 부품을 도입한 신제품 출시를 통해 애플의 위협과 새로운 강자들의 시장 진입에 대응하려는 모습이다.

그림5 올해 말 본격 출시될 'Meteor Lake' 주요 특징



자료: Intel

성패는 PC 판매와 AI 서비스가 가를 전망

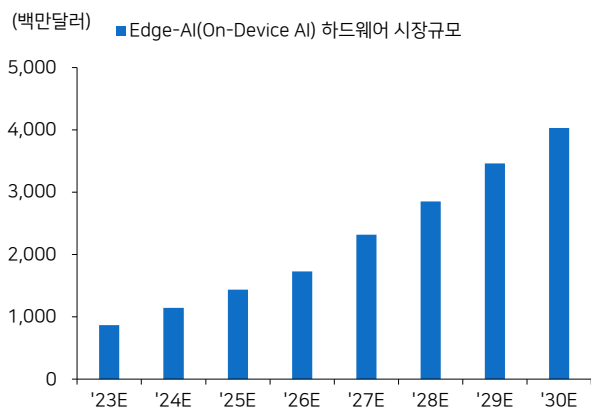
PC 업체들의 판매 전략이 중요

내년 PC 시장에서의 CPU 경쟁 구도는 두 가지 변수가 중요하게 작용할 전망이다. 첫째는 PC 업체들의 대응 전략이다. Dell, HP, Lenovo 등 PC 업체들은 내년 중순 퀄컴의 신규 CPU 출시와 함께 애플과의 경쟁에서 앞서기 위한 전략 수립에 나설 예정이다. 한편 소비자는 최초로 동일 브랜드에서 x86 기반 CPU와 Arm 기반 CPU가 탑재된 제품이 동시에 출시되는 모습을 보게 된다. PC 업체들의 다양한 제품 라인 구성, 제품 특성에 맞는 마케팅 전략 구비가 중요할 전망이다.

On-Device AI 구현이 가능한 새로운 CPU

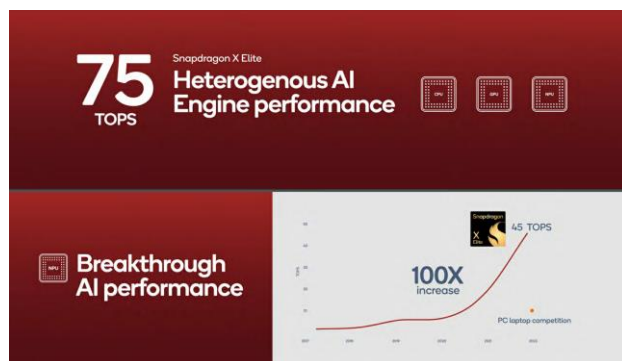
두 번째로 PC 칩 시장의 승자를 결정할 것은 AI 대응 능력이다. 생성형 AI 수요가 폭증하며 빅테크 중심의 AI 서버 투자가 확대됐다. 이와 함께 최근 기업들은 스마트폰·PC 등 개인 기기에서 AI를 구현하는 'On-Device AI' 준비에 돌입했다. 삼성전자, 퀄컴 등은 스마트폰에서의 AI 구현을 가능하게 할 계획을 발표했다. 또한 인텔의 'Meteor Lake', 퀄컴의 '스냅드래곤 X 엘리트' 등 내년에 본격 판매될 주요 CPU들은 모두 NPU를 탑재하며 PC에서도 AI 구현을 가능케 할 예정이다.

그림6 On-Device AI 시장규모 전망



자료: Data Bridge Market Research, 메리츠증권 리서치센터

그림7 NPU 탑재 통해 PC에서 AI 연산 수행



자료: Qualcomm

**On-Device AI의 구체적인 서비스
개발이 필요한 상황**

주요 세트업체와 반도체 업체들이 모두 'On-Device AI' 원년을 맞이 할 준비를 하고 있다. 하지만 아직까지 소비자들을 확실히 이끌어 낼 강력한 AI 서비스가 어떻게 구현될 지는 미지수다. 서버에서의 AI 연산을 개인 기기에서 구현하려는 방향성은 명확하지만 구체적인 실현 방식에서는 불확실성이 존재한다. 기업들이 향후 제공할 PC 내 AI 엔진을 이용한 서비스의 완성도가 AI PC와 NPU를 탑재한 CPU의 성패에 큰 영향을 끼칠 것으로 예상된다. 올해 B2B 영역에서 펼쳐진 AI 경쟁이 내년 B2C 영역으로 확장되는 것에 지속적인 관심을 가질 필요가 있다.

원문: *Chip wars are coming to PCs (Financial Times)*