

전략공감 2.0

Strategy Idea

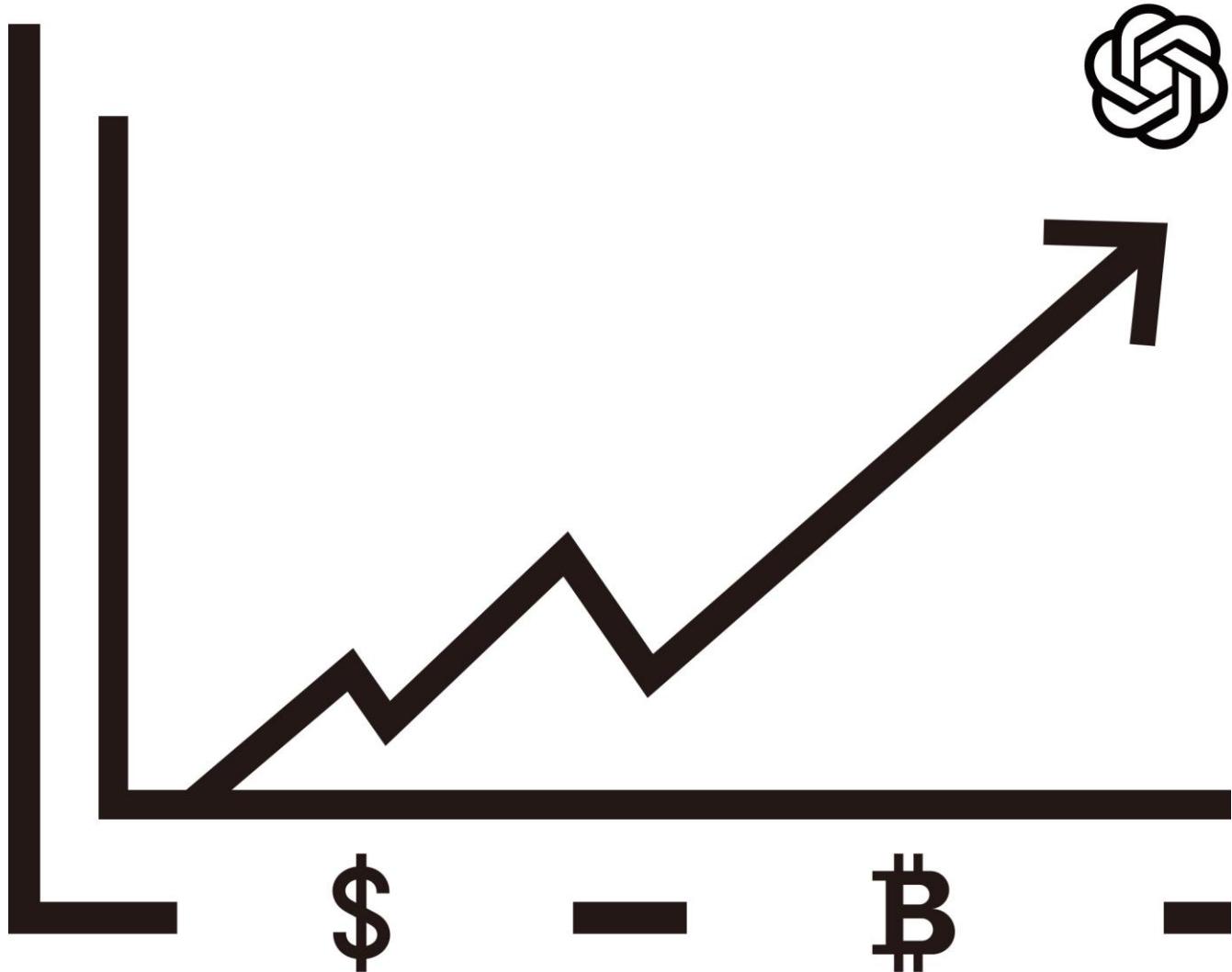
일본 초장기 채권은 누가 사주나?

오늘의 차트

홈빌더, 또 한 번의 선반영

칼럼의 재해석

두 비만 대장주가 마주한 변곡점



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



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

일본 초장기 채권은 누가 사주나?

- ✓ 금융위기 아니 2000년대 이후 주요 선진국 초장기금리 최고점 경신 사례 증가. 펜데믹 과정에서 과도한 정책대응으로 선진국 1)정부부채 신뢰성 문제와 동시에 2)과잉 유동성에 따른 인플레이션, 3)후행적인 긴축 통화정책으로 금리상승 압력은 공통적 현상
- ✓ 미국채 기간프리미엄 과정에서 설명했지만, 단기적 금리인하 실시에도 장기물 중심 더딘 금리하락 진행. 트럼프 행정부 정책불확실성 역시 해소해야 할 문제. 미국보다 초장기 금리 상승세가 심각한 일본은 수요 주체 부채까지 더해져 구조적 문제 고민. 정부부채 규모가 늘어난 주요 선진국 부채 관리의 중요성을 선제적으로 보여주는 일본채30년 금리

분명 기준금리를 인하했는데, 30년 이상 초장기금리는 오른다

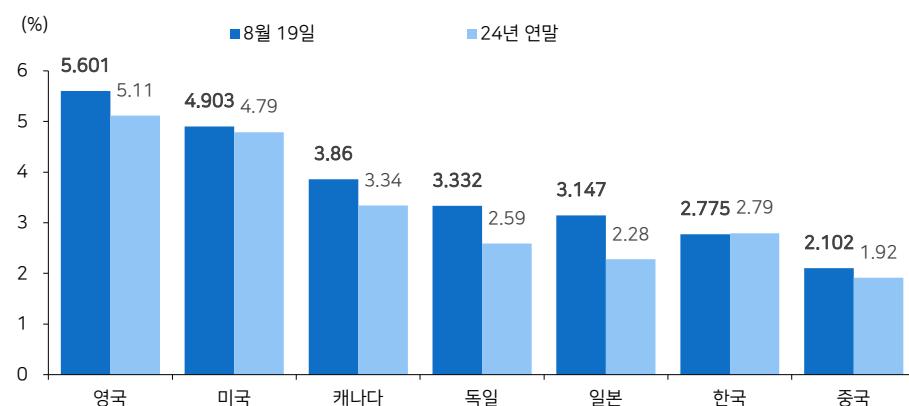
지난 주 예상보다 관세 우려가 높아진 미국 물가 사정을 보고도 미국채10년 금리는 4.3%로 연초 4.5%보다 20bp 가량이 낮다. 올 상반기 트럼프 정책 불확실성으로 멈춘 연의 통화완화가 9월부터 시작될 가능성은 유효하기 때문이다.

중단기물 금리와 방향이 엇갈린
미국채 초장기물 금리

이를 반영하여 미국채2년 금리는 지난해 연말 4.2%대에서 현재 3.7%대로 1년내 3차례 정도는 인하할 수 있다는 기대를 반영하고 있다. 그러나 중단기물 금리가 하락세를 나타낸 것대비 미국채30년 금리는 연초 4.8% 아래에 있었으나 현재는 4.9%대로 15bp 가량 상승했다.

이는 당장 미국만의 이슈가 아니다. 미국의 통화정책이 휴지기인 동안 꾸준히 금리를 낮춘 영국포함 유럽권과 심지어 아시아 국가에서도 일어나는 현상이다.

그림1 2025년 선진국 중 일본을 제외 기준금리 인하를 실시했음에도 초장기금리가 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

인하에도 불구 재정우려가 지속되자 초장기물 금리가 상승한 영국

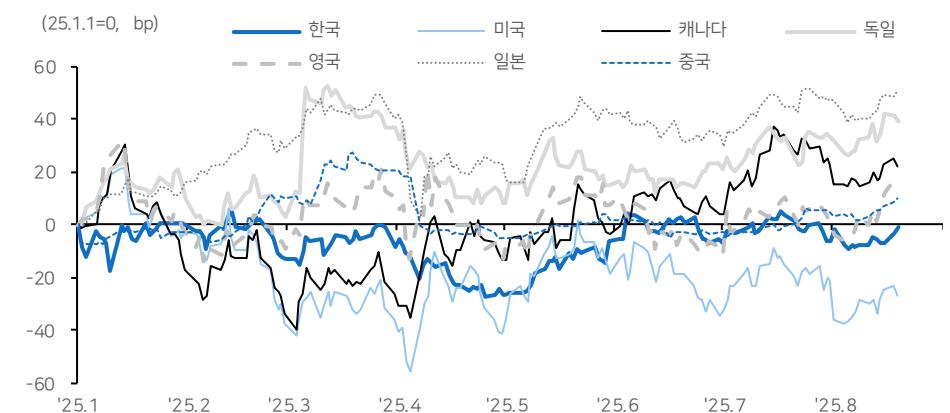
<그림 1>에서 30년 금리가 가장 높은 영국의 경우 올해에만 3번 금리인하를 단행했다. 2년 금리는 연초 4.5% 부근에서 현재 3.9%대까지 레벨을 낮추었지만, 30년 금리는 반대로 50bp 이상 급등 1990년대 후반 이후 30년래 가장 높은 수준인 5.6%대까지 치솟았다. 트러스 총리 선임 당시 겪었던 재정의 신뢰성 문제가 아직도 현재진행형인 것이다.

각국에서 공통적으로 나타나고 있는 초장기물 약세 현상

이는 비단 다른 선진국에도 다르지 않다. 후행적 통화긴축이 진행 중인 일본을 제외하고 올해 금리인하를 단행한 주요국들은 대부분 10년물 장기금리가 상승했고 <그림 2>, 30년물 초장기는 10년보다 거의 곱절에 가까울 정도로 충격이 발생했다 <그림 3>. 그중 한국은 그래도 보험사들의 수급 덕분에 확장적 재정정책에도 시장금리가 비교적 안정적 흐름을 이어가는 편이다.

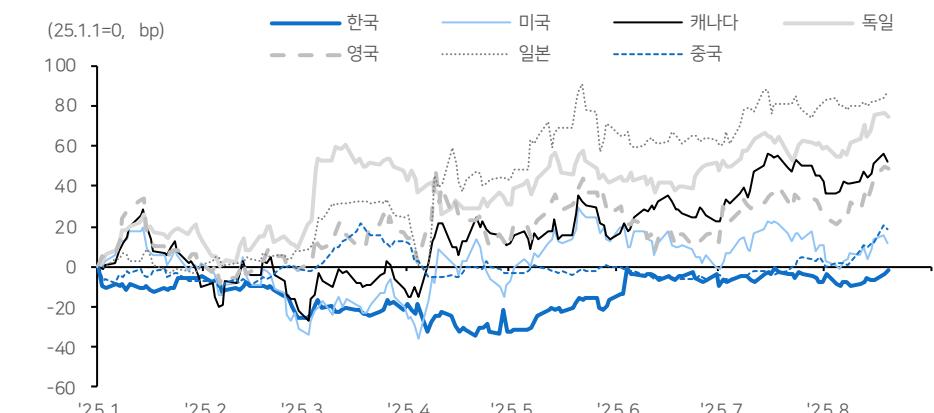
절대금리 수준으로 영국이 논란이나 최근 재정건전성 및 정부부채 부담이 낮다고 평가된 독일채30년 금리가 일본 다음으로 상승 강도가 강한 상황이다. 독일은 성장과 안보를 위해 방위비 중심 확대재정 부담이 높아졌다.

그림2 10년만기 국채금리 추이, 연초보다 높다고 해도 그렇게 우려할 정도는 아니나



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 30년만기 국채금리 추이, 연초대비 50bp 이상 매우 큰 폭의 상승세를 기록



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

통화정책 재료가 소멸되는 와중에 재정문제까지 부각

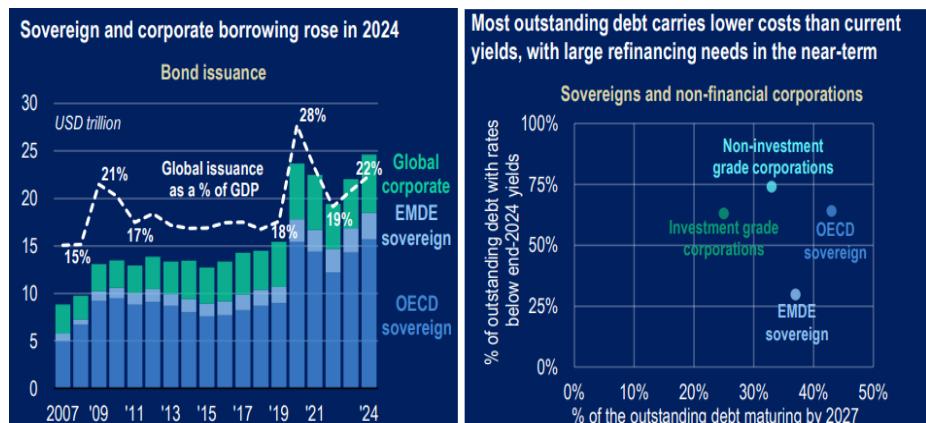
초장기물 금리가 상승한 국가의 공통적 특징은 높아진 정부부채

장기물 중심 글로벌금리 상승배경에는 고공행진 중인 미국채 금리대비 상대가치 측면에서 문제를 지적하는 시각도 있다. 다른 국가들은 미국보다 앞서 금리인하+ 확장적 재정정책이 더해져 경기안정과 위험선호가 강화된 상황에서 채권투자 매력도가 미국채대비 하락한 부분을 말하는 것이다.

독일이나 캐나다의 경우 상기한 내용이 일정부분 설명력을 가지고 일본과 영국의 경우 설명력이 떨어진다. 주요국 초장기 금리상승의 가장 근본적인 원인은 펜데믹 과정에서 과도하게 증가한 주요국 정부부채로 보아야 한다. OECD는 펜데믹 과정에서 들어난 발행물량에 높아진 금리부담으로 향후 몇 년간 롤오버 리스크 또한 높아진 부분을 지적하고 있다<그림 4>.

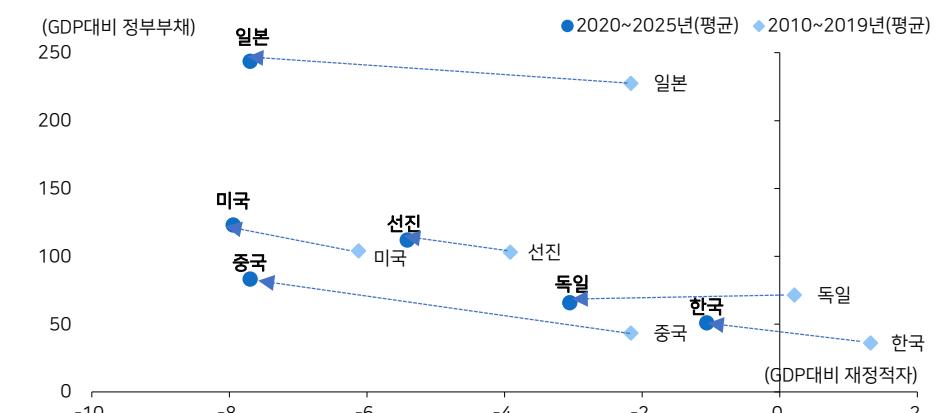
트러스 모먼트를 영국만 걱정할 사정이 아니다. 영국은 현재 GDP의 100% 정도 수준의 부채에도 무리한 재정적자 염려가 커 있으나 선진국 평균 정부부채는 이미 GDP의 110%에 육박하고 있다. 물론 미국과 일본은 절대적 재정적자 규모나 정부부채 양에서도 선진국 평균보다 높다<그림 5>.

그림4 펜데믹 과정에서 급증한 정부부채, 주요국 재정의 신뢰성에 큰 타격



자료: OECD

그림5 주요국 재정적자와 부채관계, 펜데믹 이전 10년대비 이후 5년간 대부분 악화



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

미국채30년 금리, 연준의 인하 강도에 맞춰 안정될 것

미국채30년의 현 투자여건

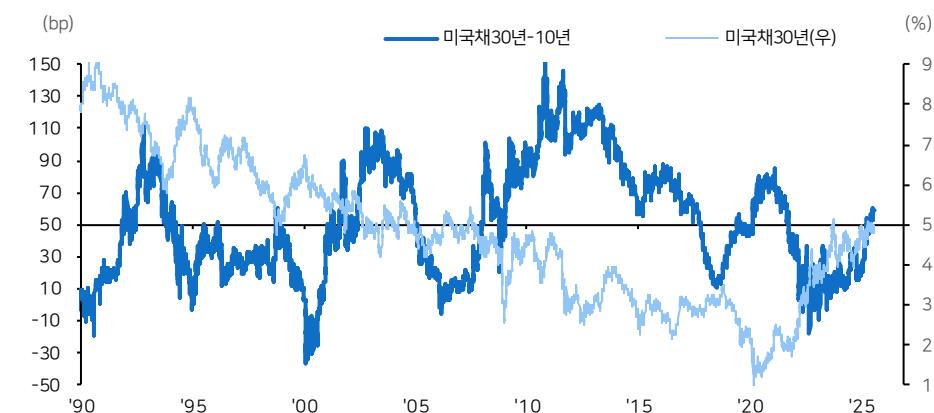
글로벌 초장기금리 상승, 즉 장기채권 가격하락(약세) 국면에서 미국은 상대적으로 정도가 덜하다고 하나 같이 긴장하고 있다. 특히 한국 개인 투자자들 다수가 미국채를 투자할 때 30년에 집중했다는 점에서 연초대비 15bp가 오른 현재 상황은 긍정적 환경이라고 말하기 어렵다. 미국은 현재 30년 금리가 10년보다 60bp 가량 높은 4.9%대로 금융위기 이후 절대금리는 최고 수준이다<그림 6>.

미국채30년 투자에 앞서 구조적 요인들을 살펴볼 필요

10년대비 스프레드 기준 90년대 이후 평균인 50bp보다 좀 더 벌어져 있어 초장기채 상대적 약세가 두드러졌다. 30년 이상 초장기채권 투자자는 먼 미래 상황에 대한 민감도가 높아야 하기 때문에 구조적인 성장과 물가 사정에 민감도가 높다. 여기에 확대재정과 통화정책 영향까지 구조적인 변화를 잘 관찰해야 한다.

관련해서 [7월 29일자 전략공감: 기간 프리미엄, 정점을 만들고 있다](#)를 통해 일부 설명했듯이 현재 연준이 신중하게 진행중이긴 하나 금리인하가 단행 중인 상황에서 장단기금리차 확대는 불가피하다<그림 8>.

그림6 미국채30년 5% 부근에 붙잡혀 있지만, 10년대비 30년 금리차 역사적 수준 아니야



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 기간프리미엄 정점을 형성하고 있어



자료: NY Fed, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림8 초장기 금리차, 연준 금리인하 강도에 맞춰 움직일 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

인하 강도를 온전히 반영한 단기 물과 상황을 선반영하는 장기물

높은 장기 기대인플레으로 인해 미국 초장기채 금리하단은 견고

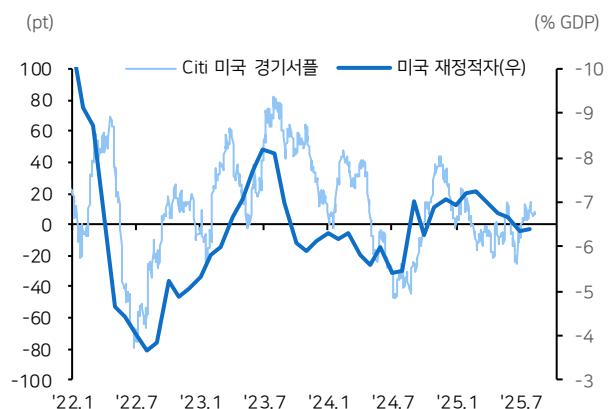
향후 미국 경제지표에서 경기둔화 신호가 포착되는지 관건

사실 금리인하기 인하를 실시하기 전 경기와 물가상장을 반영, 장기금리가 선제적으로 하락하여 장단기금리 역전 현상이 발생한다. 현재까지도 미국채10년은 연방금리 상단 4.5%보다 소폭 낮다. 이후 실제 금리인하가 단행되면 미래에 대한 리스크가 적은 단기채권은 금리인하 강도를 그대로 반영한다.

현 미국채2년 3.7%는 연방금리가 여기까지 갈 것이라는 믿음에 확보한 영역이고, 장기채는 인하의 효과가 경기부양과 물가에 미칠 영향을 점검하면서 점진적으로 하락하는 것이다. 현재 확대재정 부담은 OBBBA 통과 이후 그나마 통제<그림 9>되고 있다고 하나 관세부과에 따른 장기적 기대인플레는 높은 수준에 머물고 있어 미국 초장기채 투자에 부담인 상황이다<그림 10>.

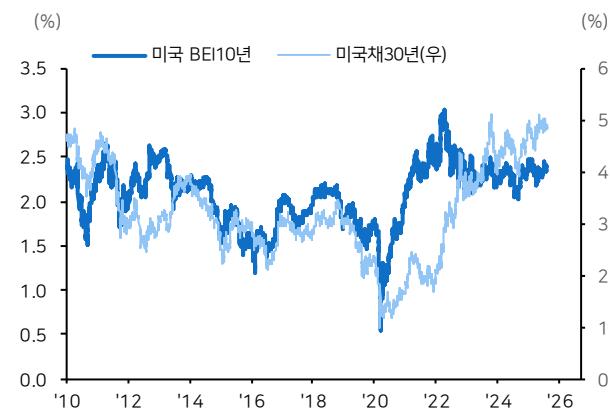
올해 2차례를 할지 1차례 그칠지 혹 3번을 다할 것인지 FOMC 불확실성이 높다. 경기와 물가관련 불확실성에도 불구하고, 미국의 초장기채 약세는 그나마 양호한 편으로 평가된다. 다시 미국 금리인하가 단행되고, 미국 경제가 적당히 식을 것이라는 증거가 확인되면 30년 금리는 4% 중반으로 반락할 것이다.

그림9 미국 재정적자, OBBBA 통과 이후 아직은 무난한 수준



자료: Bloomberg, UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 장기기대 인플레 정체, 초장기 하락의 제한



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 트럼프 정책불확실성 완화가 시장금리에 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 연준 금리인하 강도에 맞춰 그래도 금리하락 가능성



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

초장기 금리 가장 불안한 일본, 구조적 문제들 산재

과거와 다르게 금리가 상승하고 있는 일본 상황

투자자들의 관심이 많은 미국채30년보다 이번 자료에서 핵심으로 다룰 부분은 일본채30년이다. 일본은 잊어버린 30년을 겪으면서 낮아진 성장성과 디플레이션 환경에 전세계에서 금리가 낮은 대표국이 되었다. 아시아권에서 유일하게 마이너스 금리를 기록한 일본이다. 그런 일본이 최근 큰 폭의 금리상승을 기록 중이다.

재정문제가 불거졌던 영국보다 더 가파른 속도로 초장기채 금리상승

일본채30년 금리는 절대수준 3.1%대로 연초대비 무려 87bp나 급등, 올해 주요국 금리 중 가장 큰 폭의 상승세를 보였다. 게다가 10년금리와 스프레드가 150bp 이상, 일본 30년이 발행된 1999년 이후 절대수준보다 10년과 금리차 기준 최대치를 경신했다<그림 13>. 주요국 중 최대차로 영국조차 87bp 정도이다.

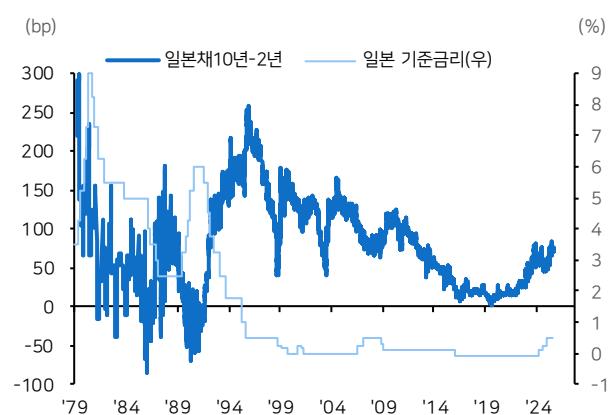
일본금리가 상승한 핵심 동력은 펜데믹 과정에서 과도하게 공급한 유동성이 경기 뿐만 아니라 지독했던 디플레이션을 뚫고 상당한 인플레이션 자극을 동원했기에 가능했다. 글로벌 공급망 충격 당시에도 일시적으로 헤드라인 물가가 4%, 근원물가도 3%대를 기록한 일본이 최근 쌀값 불안을 기반으로 다시 물가가 올랐다.

그림13 금융위기 이후 3.1%대 고점 기록한 일본채30년, 10년대비 스프레드는 사상 최고치



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 일본은 금리인상 중심에도 장단기금리차 확대



자료: Bloomberg, BOJ, 메리츠증권 리서치센터

그림15 선도금리상 통화정책 부담 아주 높지 않은 편



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

구조적 인플레 상승 압력이 부각
되자 일본은 기준금리 인상 단행

이미 통화정책 리스크는
일본 채권시장에 투영된 상황

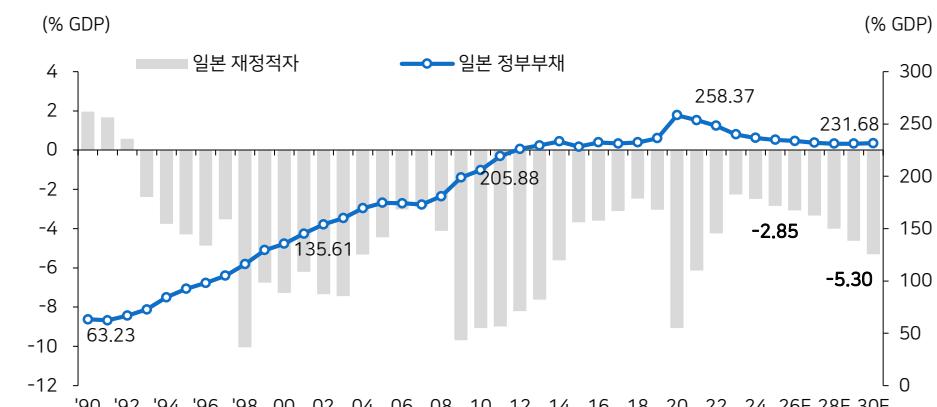
일본 초장기채 약세 배경은 정부
부채으로 인한 재정 신뢰성 문제

게다가 춘투로 유명한 일본의 임금협상이 역대 최대수준으로 인상되면서, 일본의 인플레이션 압력은 단기에 그치지 않을 것이라는 전망이 부각되었다. 주요국 중 가장 후행적이긴 하지만 일본도 24년 3월 -0.1%에서 첫 인상을 실시, 이후 7월 서프라이즈 인상을 올해 1월 0.5%까지 3차례 인상이 단행되었다.

올해에도 10월 정도에 추가 인상이 거론되고 있고, 당사 이코노미스트는 내년까지 비교적 양호한 경기와 높은 물가수준을 감안 1.5%까지 일본 기준금리가 인상될 가능성을 제시하고 있다. 일본은 저금리 시대 장기화 영향으로 통화정책과 장단기 금리차의 역상관관계가 다른 선진국보다 높지 않은 편이다<그림 14>. 선도금리에는 향후 1년 뒤 금리인상 압력은 일본 시장금리에 그대로 반영되었다<그림 15>.

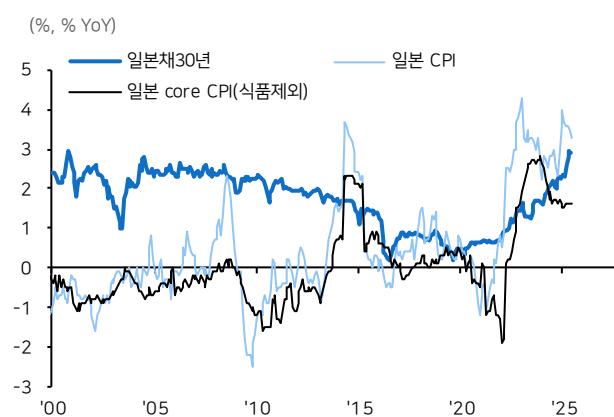
인플레이션에 취약한 초장기 채권의 상대적 약세는 인정한다고 해도 물가 사정은 미국이나 영국도 일본 못지 않다. 그럼에도 일본 초장기채권이 약한 이면에는 오랜 기간 누적되어 온 재정의 신뢰성 문제가 거론되고 있다. 전세계에서 GDP 대비 정부부채 1위 국가의 부담을 무시하지 못하는 것이다<그림 16>.

그림16 잃어버린 30년 과정에서 급증한 일본 정부부채 vs 낮아진 재정 신뢰성



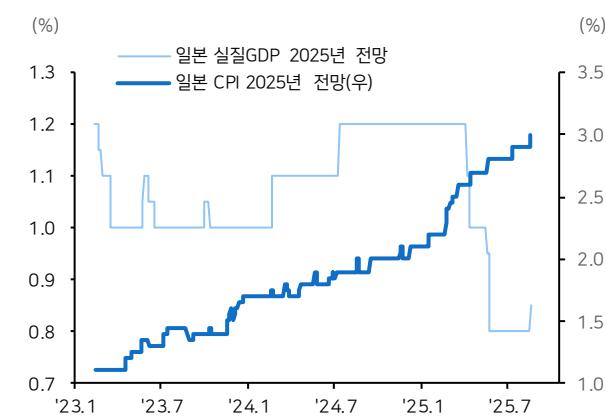
자료: 일본 내각부, IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림17 일본 쌀가격+춘투(임금) 인플레이션, 금리에는 부담



자료: Bloomberg, 일본 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림18 성장을 기대는 다시 반등, 물가 기대 통제가 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**일본의 국채 발행 구성에서
초장기물 비중 확대**

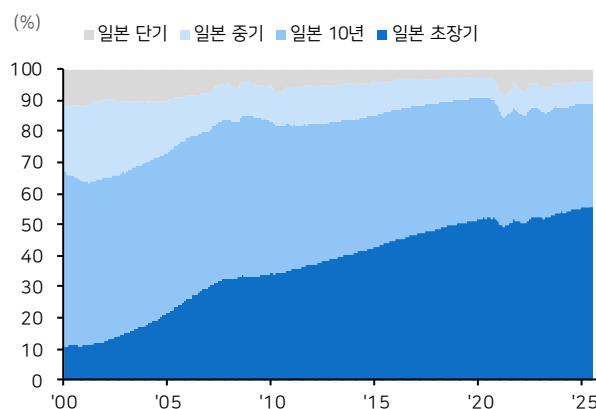
**초장기물 발행 추세가 지속되자
재정건전성 우려↑, 투자심리↓**

글로벌 순자산이 2조달러가 넘는 엔캐리의 국가인 일본의 정부부채는 GDP 6조달러의 230%로 절대규모도 미국 다음 규모이다. 게다가 금융위기 이후 저금리 환경이 일조했겠지만 GDP의 150% 수준의 정부부채가 200%를 넘어서면서 급증하는 과정에서 만기구성 역시나 10년이 넘는 초장기 채권 중심으로 늘려왔다<그림 19>. 이는 금리가 낮을 때는 전혀 부담이 없는 오히려 긍정적 선택이었다.

그렇지만 2023년부터 일본도 경기와 물가감안 금리정상화 압력이 높아진데다, 재정건전성을 염려한 신평사들이 A+등급까지 하락한 신용도의 추가하락을 검토하는 지경에 이르렀다. 절대발행 물량이 많아 이표채에서 장기채 거래가 큰 폭으로 급증했었으나 지난해 하반기부터는 거래마저 크게 축소되고 있다<그림 20>.

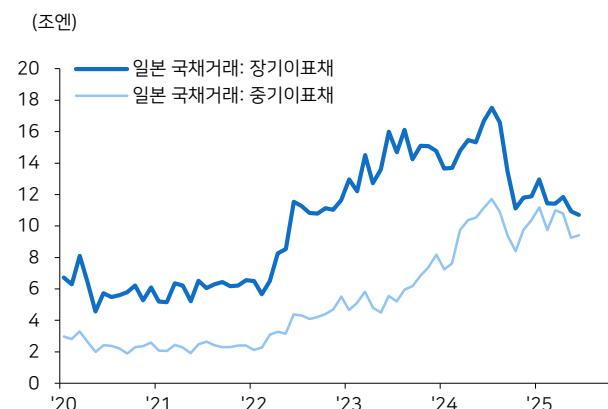
일본은 높은 대외자산 비중을 감안 엔화도 안전자산으로 지위를 유지하고 있으나 미국과 대외금리차 확대과정에서 엔화약세도 심화되었다. 엔화약세는 일부 일본기업들의 이익개선으로 연결 주가에는 긍정적이었으나 일본의 채권투자에는 일부 부담 재료가 되었다. 전반적인 일본채 응찰률이 낮아지기 시작했다<그림 21>.

그림19 금융위기 이후 일본 초장기물 발행 비중 계속 급증



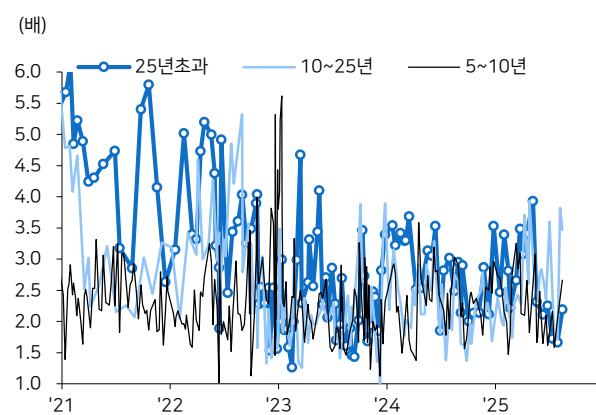
자료: JSDA, 메리츠증권 리서치센터

그림20 금리 급등에 장기물 거래까지 위축되는 상황



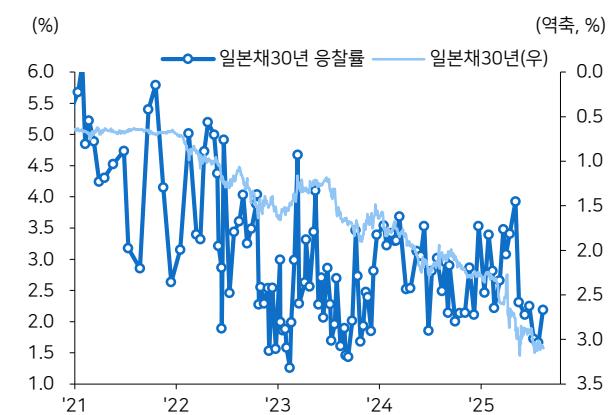
자료: JSDA, 메리츠증권 리서치센터

그림21 일본채 응찰률, 30년 바닥수준을 기록하고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 절대금리 매력보다 수요의 안정성을 고민하는 시장



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

수급 여건이 악화되고 있는 일본
초장기채

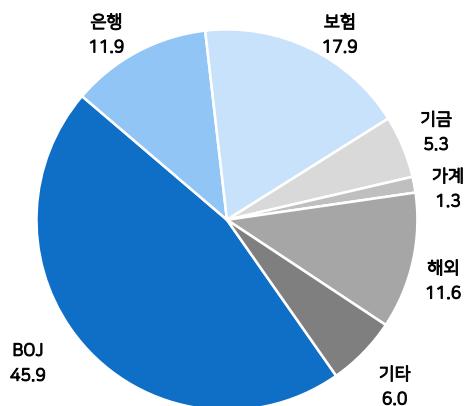
일본 재정신뢰도에 타격이 없는 순수한 경기와 물가상승에 기인한 금리상승이었다면, 일본채30년 응찰률 부진과 동시에 10년과 스프레드도 이정도 벌어지지 않았을 것이다<그림 22>. 이제는 '일본채30년은 누가 사줄까'를 걱정하는 단계이다.

이표채 기준 1천2백조엔 규모 일본 국채투자자 비중은 BOJ가 46%, 보험과 연금이 23%, 은행 12%와 해외 12% 수준이다<그림 23>. 아베노믹스 과정에서 BOJ의 유동성 공급은 국채투자규모를 시장의 10% 내외에서 50%에 육박할 정도로 끌어올렸으나 최근 QT를 실시하면서, 비중을 줄여나가고 있다. 반대급부로 40%가 넘는 일본 은행들은 국채 이외의 투자를 늘렸다<그림 24>.

주요 투자 주체의 매수 여력 감소

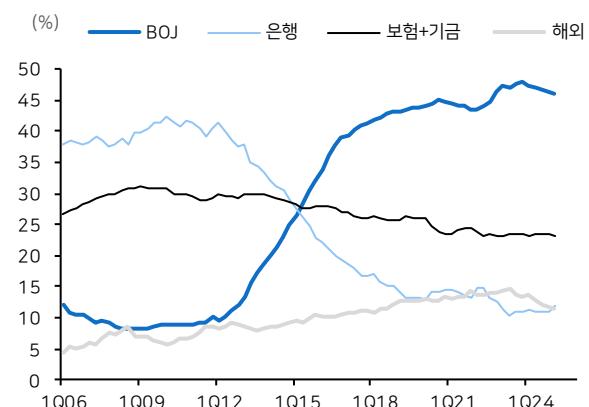
초장기채를 중심적으로 투자할 보험과 기금의 매수 여력이 줄어드는 것을 주목한다. 일본 보험사와 연기금은 2000년대 자산 증가가 정체에 빠졌다가 역시나 아베노믹스 효과로 일부 자산이 증가하는 구간이 있었으나, 일본 정부부채 늘어나는 속도대비 낮은 편이다<그림 25>. 그나마 장투기관 자산이 늘어나는 구간에서 금리 안정에 일조했으나 최근 긴축여파로 자산이 줄기 시작했다<그림 26>.

그림23 일본 국채 보유기관 비중, BOJ 다음 장투기관



자료: 일본 재무성, 메리츠증권 리서치센터

그림24 BOJ는 QT & 외국인 감소 vs 은행과 기타기관 매수



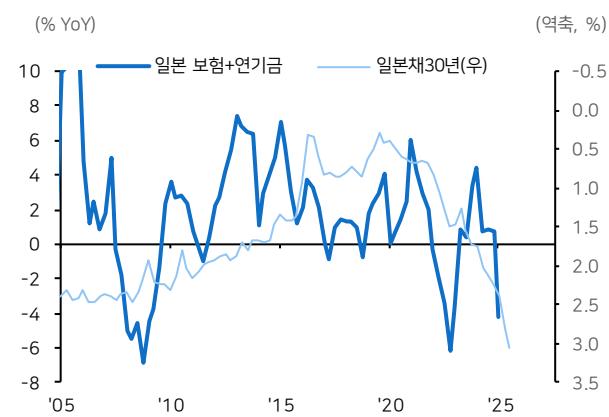
자료: 일본 재무성, 메리츠증권 리서치센터

그림25 일본 정부부채 급증대비 장투기관 자산 증가 느려



자료: BOJ, 메리츠증권 리서치센터

그림26 장투기관들의 자산증가세 감소, 초장기 수요 악화



자료: BOJ, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

일본 보험과 연기금은 금융위기 이후 본격적 유동성이 공급되는 2013년부터 메인 투자처인 국채보다 해외투자로 눈을 돌리기 시작했다<그림 27>. 그조차도 일본 긴축이 시작, 전체 자산이 줄자 정체되던 국채투자는 감소하고 해외투자도 주춤하다. 일본 초장기채권은 다시 유동성이 풀리기 전에 일본내 은행들이 소화해줄 수 있을까 싶지만, 은행들의 투자 만기가 그렇게 길지 않다.

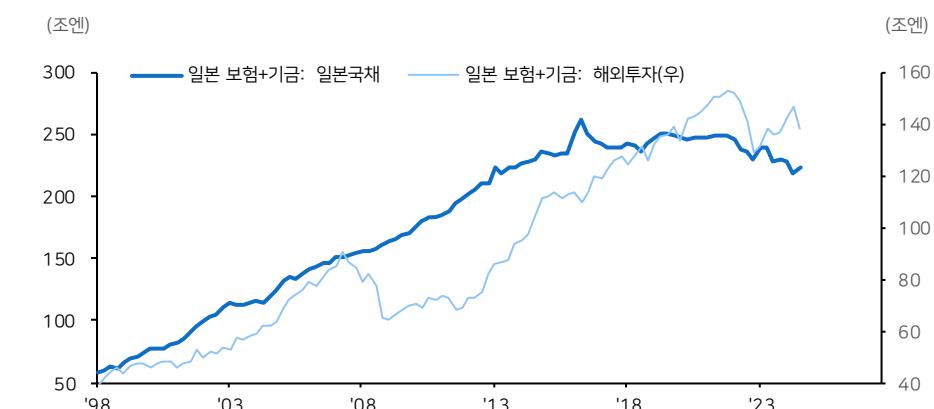
외국인 투자자마저 일본 채권시장에서 이탈하고 있어

절대금리 레벨만 놓고 보면
매수를 할 만한 영역이라는 생각

그렇다면 외국인 투자자라도 유입이되어야 하는데, 1990년대 말 이후 가장 높은 일본채30년 금리에도 해외투자자 역시 일본 채권잔고를 줄이고 있다는 부분이 꼽힐 부분이다. 2022년 14%대로, 2023년 12%대로 낮아진 된 일본 국채 외국인 투자비중은 2025년 1분기 기준 11.5%로 낮아지는 상황이다.

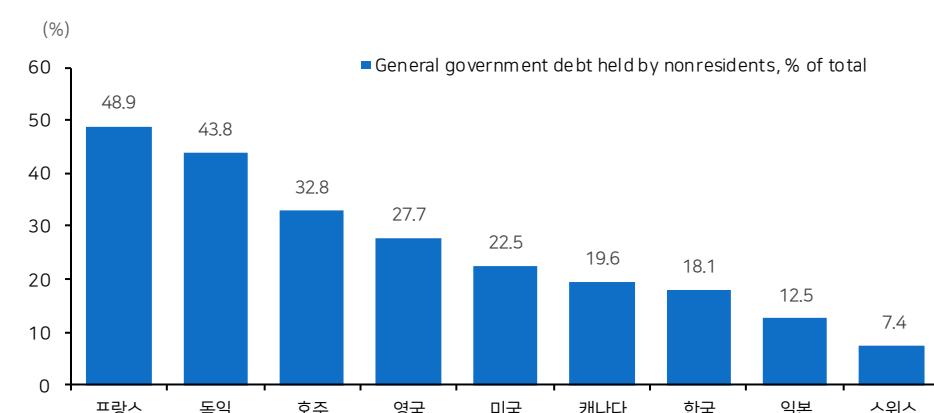
당장 긴축과정에서 일본 금융기관들의 수요여력이 약한 가운데 아직 인플레이션은 잡히지 않았고, 내년까지 일본의 금리인상 단행이 불가피한 조건까지 일본채30년 금리가 왜 인기가 없는지 원인을 분해해봤다. 이며징도 아니고 일본채30년 3.1% 대와 영국채30년 5.6% 사불만한 영역 같은데 인기가 높지 않다.

그림27 일본 보험과 연기금 해외투자로 수익성 추가하는 동안 국채투자 정체



자료: BOJ, 메리츠증권 리서치센터

그림28 낮은 외국인 일본채 투자비중, 일본정부가 매력도를 높일 수 있을까?



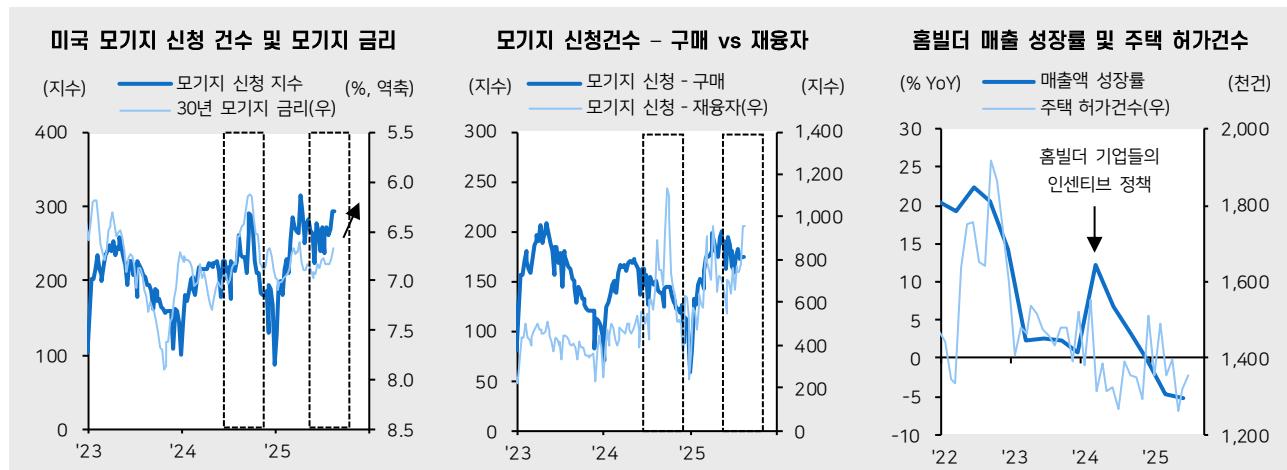
자료: IMF(2023년 기준), 메리츠증권 리서치센터

	주요 선진국들의 초장기채 기피(?) 현상이 진정되기 위해서는 거대담론 측면에서 어설프지만 분위기 반전을 위한 조건을 몇가지 추려보겠다.
초장기채 분위기 반전 조건은 일본 정부의 부채관리 의지일 것	일단 펜데믹 과정에서 과도하게 늘어난 정부부채 관리가 중요해졌다. 일본은 통화 뿐만 아니라 재정적자도 GDP 2%대까지 낮추면서 노력하고 있지만, 절대부채 규모는 보다 뼈를 깎는 노력을 요구하고 있다. 일본보다 재무 건전성이 높은 독일조차 초장기채 투자에 부담을 겪고 있다.
	물론 여기에는 트럼프 행정부가 유발한 OBBBA의 감세정책 및 지정학적 긴장에 따른 방위비 부담, 관세로 인한 미국발 인플레이션 불확실성이 미국 통화완화를 제약하는 요인까지 광범위하게 해석할 수 있다.
기축통화국도 피해갈 수 없었던 초장기채 수급 문제	그렇지만 일본채30년만 놓고보면 향후 주요 선진국, 특히 아직은 초장기채 수요에 문제가 없는 한국 같은 국가에 시사점이 크다. 고령화와 과도한 부채문제가 결부되면, 기축통화인 엔을 보유한 일본이라도 초장기채 수요자를 찾기 어려워질 수 있다는 점이다.
	보험사와 연금은 고령화로 점차 자산이 줄어갈 수밖에 없다. 일본은 그 부분이 가장 심화된 경제로 정책이 공급하는 유동성이 위축되자 금융기관들의 여력이 축소되는 것이 이번 30년금리 급등으로 연결된 것이다. BOJ의 역할이 줄어든 만큼 일본 시중은행들이 그 빈자리를 일부 메운다고 하더라도 일반 은행들이 30년 만기의 채권을 소화할 정도의 투자 구조는 아닐 것이다.
먼 미래 한국에서도 일본과 비슷한 상황이 재현될 가능성 존재	우리도 보험과 기금의 자산증가세가 현격히 줄어들기 시작하는 시점에서 30년 금리가 지금처럼 10년보다 낮게 유지될 수 있을지 자신할 수 없다. 다소 먼 이야기라고 치부할 수 있겠으나 일본과 우리의 경제차는 20년이내 고령화 속도를 고려하면 향후 10년 이후부터 고민해야 할 일이 될 수 있다.

오늘의 차트

박보경 연구원

홈빌더, 또 한 번의 선반영



자료: MBA, US Census Bureau 메리츠증권 리서치센터

월가 Guru들의 선택을 받은
주택 건설 기업들

금리 인하 시, 신규주택으로
수요가 몰릴 것이라는 기대 작용

다만 모기지 수요는 여전히
재융자 중심, 3Q24와 유사

실제 신규주택 구매가 이뤄졌던
시기는 체감금리가 낮았던 1Q24

Tipping Point는 6%, 도달까지
시간 소요될 것으로 예상

7월 이후 미국 Homebuilder 지수가 +14.8% 상승하며 S&P500(+3.9%)를 아웃퍼폼하고 있는 가운데, 워렌 버핏과 드러켄 밀러가 홈빌더 기업 비중을 확대했다는 것이 13F 공시를 통해 밝혀졌다. 모기지 금리 하락에 따라 신청 건수도 반등을 시도하고 있는 만큼, 금리 인하에 따른 주택 수요 확대 기대가 작용 중이다.

특히 기존주택 공급 제한으로 인해 신규주택 수요가 더 클 것으로 기대되고 있다. 미국 주택 소유자 중 70%가 5% 미만의 금리로 대출을 받은 상황이다. 이는 금리가 5% 이상으로 유지될 시, 주택 보유자의 재융자 유인이 약해 기존주택의 매물이 잡길 수 있음을 의미한다. 즉 선택지가 신규주택 밖에 남지 않는 것이다.

이러한 기대는 3Q24에도 한차례 반영된 적이 있으나, 이내 부진한 실적발표에 주가 상승분을 반납했다. 당시 모기지 신청 지수를 견인했던 건 신규 구매가 아닌 재융자였다. 즉 6% 중반의 금리 수준은 신규주택 수요를 유발하기에는 여전히 높았다는 것이다. 이에 주택 허가건수와 매출액 성장률은 부진했다. 현재도 유사하게 모기지 신청은 재융자 중심으로 상승하고 있고, 허가건수는 반등하지 못하고 있다.

한편 매출 성장률이 컸던 시기는 오히려 모기지 금리가 7%를 넘겼던 1Q24이다. 이는 당시 기업들이 모기지 이자 대리 지급 등의 강력한 인센티브 정책을 시행함에 따라 주택 구매자들의 체감금리를 낮췄기 때문이다. 결국 인하 기대보다는 체감금리가 홈빌더 기업들의 실적에 더 큰 영향을 주는 것이다.

NAR, NAHB는 신규주택 수요가 분격화되는 금리 수준을 6%로 추산하고 있으며, '26년 말에 달성할 수 있을 것으로 예상하고 있다. 이 외에도 계약-착공 시차 등을 고려했을 때 주택 수요 확대가 매출에 반영되기까지는 시간이 소요될 것으로 예상된다. 이미 주가에는 금리 인하 기대가 선반영된 가운데, 상승세가 지속되기 위해서는 실적 개선이 우선적으로 확인되어야 할 것이다.

칼럼의 재해석

김준영 수석연구원

두 비만 대장주가 마주한 변곡점 (Financial Times)

노보 노디스크와 일라이 릴리가 올 2분기에 시가총액 2,500억 달러 이상을 잃었다. 노보 노디스크는 2024년 6월 고점 이후 기업가치가 3,670억 달러 증발했고, 일라이 릴리도 고점 대비 29% 떨어져 2,500억 달러가 사라졌다. 이 영향으로 미국·유럽 상위 10대 제약사들이 올해만 1,280억 달러의 시가총액을 잃었다.

위고비, 오젬피, 젠바운드, 마운자로 등이 한때 성장 동력으로 주목받았으나, 복제약 등장 우려, 차세대 약물 임상 실망 등이 투자 심리를 위축시켰다. 또한 전문가들은 트럼프의 '최혜국 대우(MFN)' 약가 정책과 관세 정책이 제약업계 수익 구조를 훼손할 수 있어 투자자들이 제약주 대신 AI 등 성장주로 이동하고 있다고 분석했다.

다만 비만 치료제 시장의 성장세가 견조함에 따라 반전 신호도 보인다. 릴리 경영진과 이사들이 3년 만에 처음으로 자사주를 매수했고, CEO 데이브 릭스는 1,100만 달러 규모를 사들였다. 이는 내부적으로 현 주가 하락이 과도하다고 판단했음을 보여주며, 주가 회복 가능성은 시사한다.

일라이 릴리와 노보 노디스크 2,500억 달러 시총 증발

지난 2분기, 글로벌 제약시장에서 가장 주목받던 두 기업인 일라이 릴리와 노보 노디스크의 주가가 급락했다. 비만 치료제 시장의 성장성을 기반으로 수년간 최고 가를 경신하던 두 기업은 불과 몇 달 사이 합산 2,500억 달러에 달하는 시가총액을 잃었다. 2025년 8월 18일 종가 기준 일라이 릴리의 주가는 최근 1년 동안 24%, 노보 노디스크는 62% 하락했다. 단기 실적 부진이 아닌 구조적 불확실성이 반영되면서 투자심리가 위축된 결과다.

노보 노디스크 Semaglutide 매출둔화 및 특허권 만료일 도래

경쟁 심화로 비만 시장의 독점 구도가 깨지다

노보 노디스크의 주가 하락 원인은 실적 부진과 특히 만료 리스크에 있다. 노보 노디스크의 지난 1분기 실적 하락으로 실적 전망을 하향 조정했음에도, 2분기 매출과 영업이익이 각각 116.8억 달러, 50.8억 달러로 컨센서스 대비 1.8%, 2.5% 하회했다. 이는 비만 시장의 경쟁이 심화되면서 일라이 릴리의 Tirzepatide 매출이 2024년 4분기부터 빠르게 성장해 2025년 1분기부터 Semaglutide를 앞지르

그림1 노보 노디스크, 일라이 릴리 시가총액 변동 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

면서 매출이 둔화된 영향이다. 신규 처방 건수에서도 하락세로 접어들며 Tirzepatide가 우위를 확보했다. 이 같은 구도 전환은 비만치료제 시장의 독주 체제가 흔들리고 있음을 시사한다.

Semaglutide의 물질 특허권 만료가 다가온 점도 불안 요인이다. Semaglutide 제품군은 위고비, 오젬피, 리벨서스로 2025 상반기 전체 매출의 72.8%을 차지했으나, 2026년 유럽 물질 특허권 만료를 시작으로 2028년 일본과 한국, 2031년 미국 특허권 만료가 예정되어 있다. Semaglutide와 Cagrilintide 복합제인 Cagrisema 출시를 추진하고 있으나, 올해 3월 발표된 임상 3상 탑라인 결과 (REDEFINE-2, 당뇨 동반 비만 환자)에서는 체중 감소율이 15.7%에 그쳤으며, 6월 공개된 전체 데이터 (REDEFINE-1, 비당뇨 비만 환자)에서도 치료 완료자 기준 22.7%으로 목표치인 25%에 못 미쳤다. 이는 Semaglutide 16.1% 대비 높은 수치였으나, Zepbound 결과인 20.2% 대비 우위를 입증하지 못했다는 평가를 받았다.

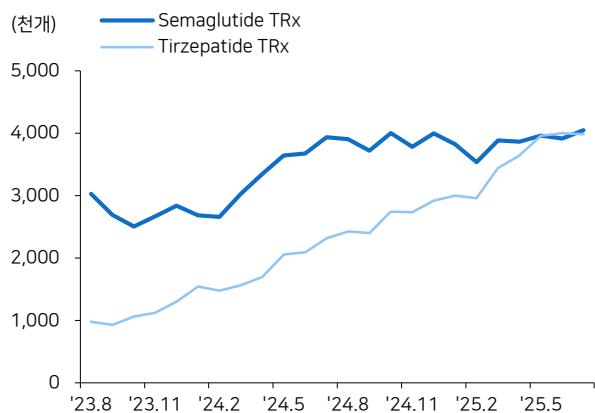
일라이 릴리 Orforglipron 임상 3상 결과 기대치 하회

경구제로의 기전 변화

일라이 릴리의 경우 매출액 155.6억 달러, 영업이익 68.7억 달러로 컨센서스를 각각 5.8%, 11.3% 상회하는 서프라이즈를 달성했다. 그러나 기대를 모았던 경구용 GLP-1 후보물질 Orforglipron의 임상 3상 결과가 시장 기대에 미치지 못하면서 주가는 오히려 하락했다.

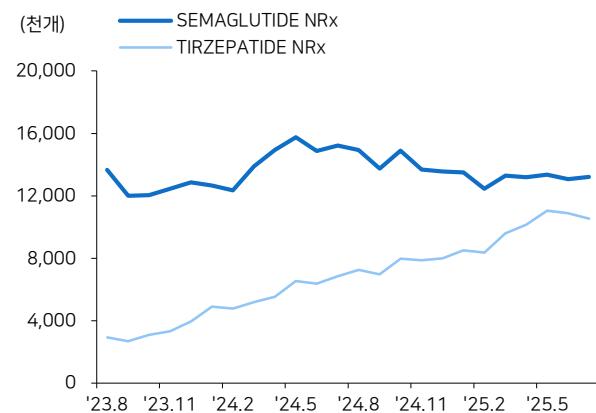
최근 비만 치료제 시장은 주사제 중심에서 경구제로의 전환 움직임이 본격화되고 있다. 경구제는 높은 복용 및 처방 편의성으로 향후 시장 확대의 핵심 축으로 주목받고 있으며, 글로벌 제약사들도 앞다투어 경구제 개발에 착수하고 있다. 노보노디스크는 오럴 위고비 25mg 임상 진행과 동시에, GLP-1과 아밀린 이중 작용제를 하나의 분자로 구현한 Amycretin을 주사제와 경구제로 병행 개발 중이다. 스트릭쳐 테라퓨틱스도 GSBR-1290의 2a상에서 긍정적 결과를 보고했고, 아스트라제네카, 로슈, 머크도 초기 단계 경구제 파이프라인을 확보하고 있다. 다만 해당 기업들은 아직 초기 개발 단계에 머물러 있다.

그림2 Semaglutide와 Tirzepatide의 총 처방전 수 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Semaglutide와 Tirzepatide의 신규 처방전 수 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

또한 최근 화이자의 경구용 GLP-1 작용제 Danuglipron가 간 독성과 내약성 문제로 개발 중단을 결정했고, 바이킹테라퓨틱스의 GLP-1/GIP 이중작용 경구제 VK2735가 높은 임상 중단율을 발표했다. 이러한 상황에서 대규모 3상까지 진입한 유일한 경구 GLP-1 후보인 Orfoglipron에 시장의 이목이 집중되었다.

그러나 최근 공개된 임상 결과에서 체중 감소율이 72주차 11.5%에 그쳐 기대치를 밀돌았고, 부작용 발생률도 7.7%로 Semaglutide의 4% 대비 높게 나타나 실망감을 안겼다. 이는 곧 경구제 전환 기대감에 제동을 거는 요인으로 작용해 주가 하락으로 이어졌다.

트럼프의 약가 인하 및 고율 관

세 압박으로 섹터 변동성 확대

섹터 전체를 흔드는 트럼프 리스크

2025년부터 이어진 트럼프 대통령의 압박도 섹터 주가 전반에 변동성을 증폭시키고 있다. 트럼프 대통령은 2025년 5월 약가를 선진국 최저 수준으로 맞추는 최혜국 가격제 행정명령을 발표했고, 7월에는 글로벌 제약사 17곳에 약가 인하를 요구하는 서한을 발송했다. 불응 시 150~250% 수준의 수입 의약품 관세 부과를 경고하면서 제약사 주가는 크게 흔들렸다.

그림4 일라이 릴리의 경구제 임상 발표에 따른 주가 변동



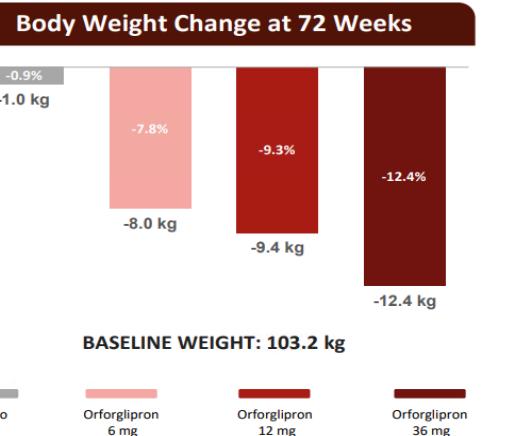
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 제약사들의 비만 경구제 개발 현황

기업 명	약물명	기전	임상 단계	체중 감소율
Eli Lilly	Orfoglipron	저분자 GLP-1 수용체 작용제	Phase 3	12.4% (72주, 비당뇨 환자)
Novo Nordisk	Semaglutide (Oral Wegovy)	펩타이드 GLP-1 수용체 작용제	Phase 3	15.1% (68주)
	Amyretin	펩타이드 GLP-1 + 아밀린 이중 작용제	Phase 1b/2a 완료, 2026년 Phase 3 예정	13.1% (주사제)
Structure Therapeutics	GSBR-1290	저분자 GLP-1 수용체 작용제	Phase 2a	6.2% (12주)
Viking Therapeutics	VK2735	저분자 펩타이드 GLP-1 + GIP 이중작용제	Phase 2a	12.2% (13주, 중단율 높음)
Pfizer	Danuglipron	저분자 GLP-1 수용체 작용제	중단	
AstraZeneca	ECC5004 등	저분자 GLP-1 수용체 작용제	초기	5.8% (4주)
Roche	CT-966	저분자 GLP-1 수용체 작용제	초기	6.1% (4주)
Merck	HS-10535	저분자 GLP-1 수용체 작용제	초기	

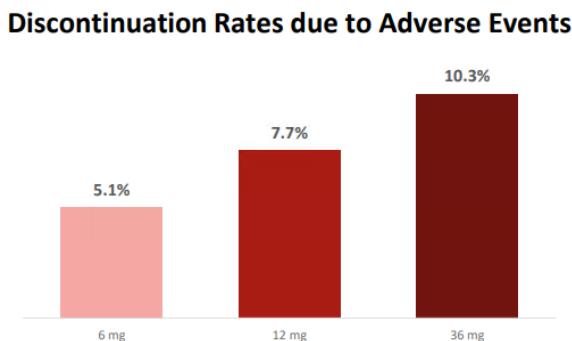
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Orforglipron ATTAIN-1 탑라인 결과



자료: Ely Lilly, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Orforglipron ATTAIN-1 안정성



자료: Ely Lilly, 메리츠증권 리서치센터

이에 대응해 글로벌 빅파마들은 미국 제조 기반 확보를 위해 적극적인 투자 계획을 발표하고 있다. 존슨앤존슨, 로슈, 아스트라제네카 등은 각각 500억 달러가 넘는 대규모 투자 계획을 공개했으며, 일라이 릴리도 2030년까지 270억 달러를 투입해 미국 내 신규 공장 4곳(API 3곳, Injectable Drugs 1곳)을 건설하겠다는 계획을 밝힌 바 있다.

그럼에도 시장의 구조적 성장성 및 두 기업의 향후 모멘텀 잔존

그럼에도 비만 치료제 시장의 장기적 성장성은 여전하다

두 기업의 최근 주가 하락에도 불구하고 비만 치료제 시장의 구조적 성장성은 여전히 유효하다. 세계비만연맹(World Obesity Federation)에 따르면 2025년 3월 기준 비만(BMI 30 이상) 인구는 이미 11.3억 명을 돌파했으며, 올해 안에 전세계 성인 5명 중 1명이 비만 상태에 이를 것으로 전망된다. 이와 같은 추세는 비만이 전 지구적 보건 과제로 부상했음을 보여주며 시장의 장기 성장성을 뒷받침한다.

두 기업의 임상 모멘텀과 성장 동력도 남아있다. 일라이 릴리의 경우 Tirzepatide의 성장세가 당분간 이어질 전망이며, 올해 인도, 브라질, 멕시코로 시장 확대를 시작한다. 지난해 진입한 중국 시장 매출도 점차 가시화되고 있다. Orforglipron 임상 3상 결과는 비록 기대에 미치지 못했으나 여전히 저분자 경구 치료제 시장의 선두주자이며, 삼중작용제 Retatrutide 임상 3상도 진행 중이다. 노보 노디스크의 Semaglutide 실적 부진은 장기화될 우려가 있으나, 2026년 Cagrisema를 비롯한 후속 파이프라인 임상 발표가 다수 예정되어 있는 만큼 향후 경쟁력 회복 여부를 지켜볼 필요가 있다.

원문: *Weight-loss weariness and Trump threats wipe \$250bn off Novo Nordisk and Eli Lilly (Financial Times)*