

Strategy Idea

연준 금리인상, 생각보다 쉽지 않은 문제



채권/자산배분

Analyst 윤여삼

yeosam.yoon@meritz.co.kr

- ✓ 연내 1.5회, 내년까지 2차례 이상 미국 연준의 금리인상을 프라이싱하고 있는 금융시장
- ✓ 목표수준을 상회하는 물가와 외형적 양호한 미국경제를 고려할 때 1~2차례 금리인상은 감내 가능한 듯 보이나 고금리 장기화에 따른 취약영역 확대를 주의할 필요
- ✓ 우리는 연말 인하 전망이라는 엷지부를 유지하면서도 반대로 연준이 인상을 단행할 경우 발생할 위험성을 하반기 내내 면밀하게 대응해 나갈 것

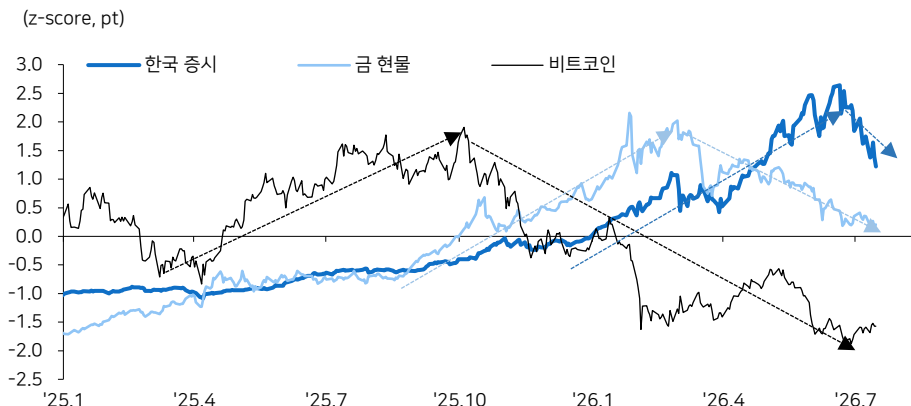
출렁이는 투자심리, 돈을 버는 것은 늘 어렵다

7월 1일 메타(meta)가 남는 컴퓨팅 능력을 대외에 판매하겠다는 소식이 전해진 이후 KOSPI 지수는 8000pt를 하회해서 6500pt까지 내려왔다. AI관련 투자 우려에 중국 AI 기업들의 약진, 다시 불거진 전쟁 위험 등 부정적 재료가 많았다.

메타관련 하이퍼스케일러들의 투자(capex)관련 우려는 너무 앞서간 기우라고 생각한다. 필자가 반기자료에서 AI 투자과열 및 하이퍼스케일러 잉여현금을 걱정했지만, 그 시점은 연애가 아니다. 메타의 잉여 컴퓨팅 능력관련 우려는 새로운 투자를 위한 재배치 개념이지 투자 축소의 시작점은 아니라고 본다.

그럼에도 단기간 과도하게 오른 반도체 기업들의 주가와 일부 오해를 유발할 이슈가 수급적 꼬임으로 연결되면서 한국증시의 조정폭을 키웠다고 본다.

그림1 2025년 3분기까지는 비트코인, 2026년 초반까지는 금, 2026년 중반까지는 한국증시



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2023년부터 2024년까지 서학개미들이 미국증시에 열광한 이후 2025년 상반기 트럼프 취임 이후 미국증시 상승탄력이 둔화되자 후속주자로 비트코인이 부각되었다. 관련 법제와 규제완화, 트럼프 대통령의 지원은 가상자산 강세를 2025년 3분기까지 이끌었지만, 이내 금(gold)에게 그 지위를 넘겨주었다.

관세전쟁사이 달러를 대체할 수혜자산이라고 하는 금의 강세는 3분기정도 이어지다가 2026년 1분기가 지나자 AI 테크 열풍에 자리를 내주었다. 그 중심에 있던 한국증시는 2025년 6월 2500pt에서 출발 1년만에 9000pt를 기록했다. 2025년 이후 1년반 동안 투자의 트렌드가 3번 정도 교체된 셈이다.

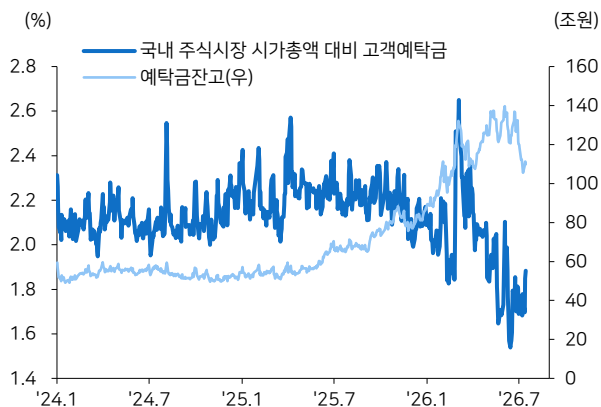
최근 한국증시의 조정폭이 컸다고 하지만 아직 그 흐름이 마무리되었다고 이야기하는 것은 이르다. 당장 이번주 미국 주요 AI 관련 기업들의 실적과 하이퍼스케일러들의 투자계획은 다시금 반도체 주가에 긍정적인 가능성이 높다고 본다. 필자가 자료를 작성 중인 22일 오전 9시 KOSPI는 다시 7150pt를 복원했다. 단기 기술적으로 20일과 60일선이 만나는 7700pt까지 회복이 중요하다(그림 2).

그림2 KOSPI 6500pt에서 지지 이후 반등 가능성, 1차적 7700pt까지 복원 중요



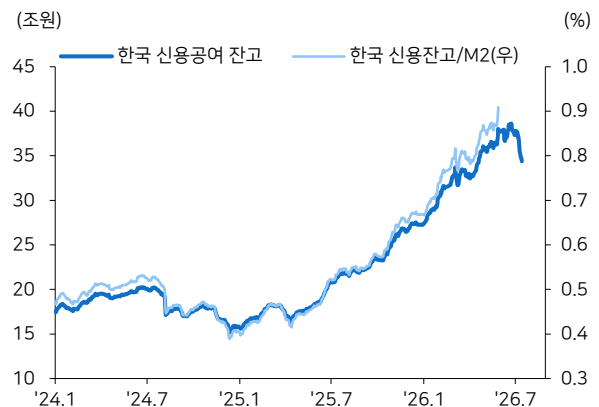
자료: 본드웹, 메리츠증권 리서치센터

그림3 시총대비 위축되었던 예탁금, 바닥에서 돌고 있어



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림4 빠르게 증가했던 신용잔고 역시 과열은 완화



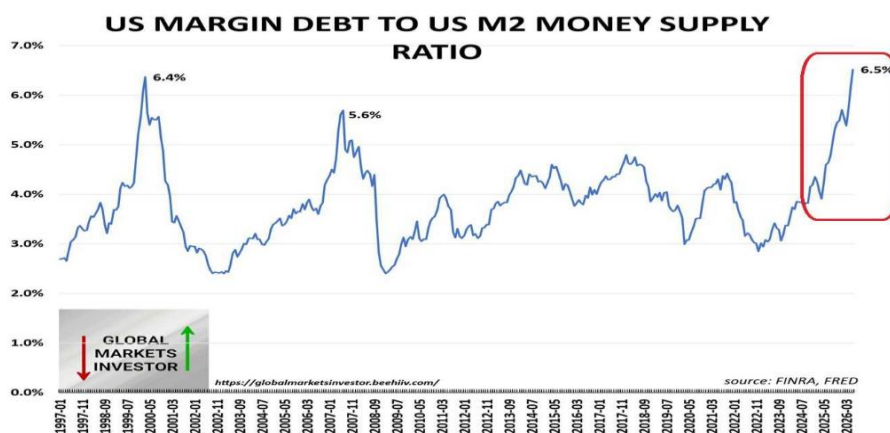
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

국내증시가 강세일 때 신경이 쓰지 않았던 수급 관련 지표들이 최근 관심을 받고 있다. 가장 단순하게 주식예탁금이 시총대비 2.0~2.2%대에서 안정적 유지될 때 후속 유동성여건이 안정적이라고 할 수 있었다(그림 3). 단기간 증시가 급등하면서 해당비율이 1.8%를 하회하자 수급이 약해졌고, 시총대비 문제가 없다고 했던 신용잔고 레벨에 대해서도 빗투라는 말이 많아졌다(그림 4).

현재 예탁금비율은 바닥을 다지고 반등하기 시작했고, 잔액도 유입으로 전환됐다. 신용잔고 역시 과열은 식었다는 정도는 확인된다. 그래도 다시 재정비를 할 정도의 여건은 구축된 것으로 본다. 우리는 이미 한번 흔들림을 경험하면서 이전보다는 의심이 늘어난 만큼 관건은 변동성을 줄여 나가는 것이 중요하다.

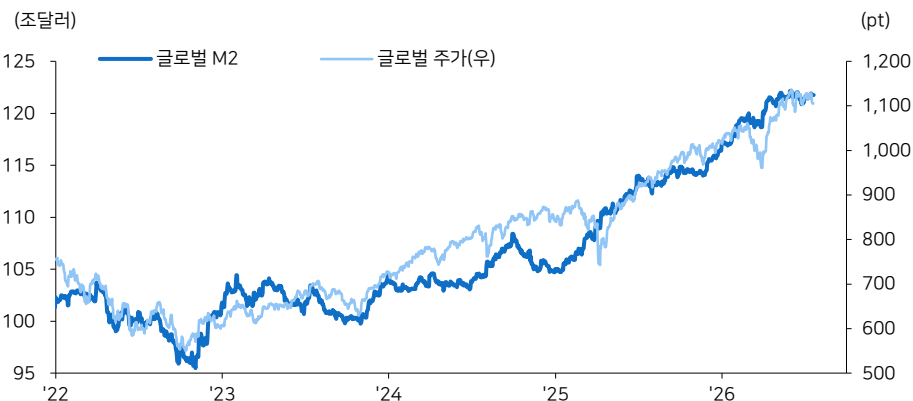
수급적 꼬임의 문제는 비단 한국증시만의 문제는 아니다. 미국 역시 많은 투자자들이 신용잔고(margin debt)가 M2대비 과거 위기국면만큼 늘었다는 것을 경고하고 있다(그림 5). 더해서 최근 글로벌 M2 증가세가 주요국 긴축전환으로 주춤해지고 있다는 점 역시 유동성 & 수급에 부담으로 작동하고 있다(그림 6).

그림5 미국 증시 역시 과도한 레버리지, 신용대출 비중 역사적 수준 기록



자료: Global Markets Investor

그림6 글로벌 M2 증가세 주춤: 1)주요국 중앙은행 금리인상, 2)달러강세, 3)과도한 위험선호



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

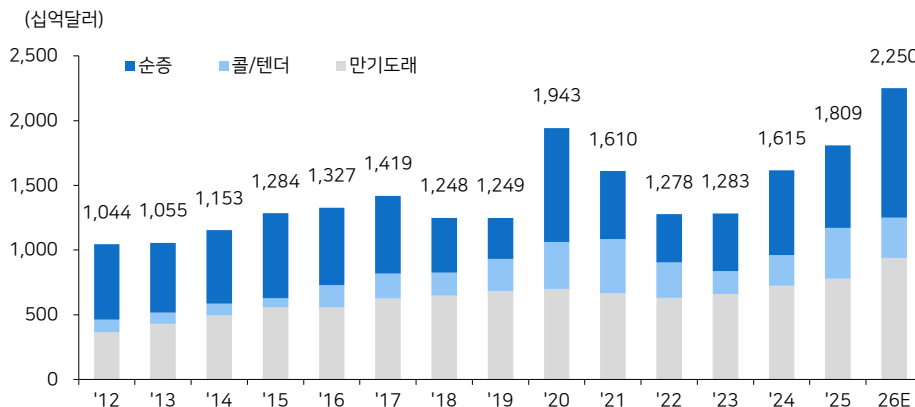
AI 투자 의심과 연준 긴축이 맞물리면 하반기 시장 어려움 지속

23일(목) 구글의 실적과 30일(목) 메타의 실적이 확인되면, 아직 하이퍼스케일러들의 투자사이클은 꺾이지 않았다는 것이 확인될 공산이 크다. 현재 AGI 경쟁이 가장 치열해지는 구간에서 개략적인 순위가 드러나고 있는 듯 보이지만, 역전이 가능할 것이라는 내용이 이번 실적발표에 담길 것이다.

잉여 컴퓨팅 능력판매로 AI 투자우려를 자극한 메타는 최근 뮤즈 스파크라고 하는 AI가 '이미지를 생성하는 단계에 들어왔다'고 공개했다. 다른 AI대비 부진한 것이 아닐까 걱정하는 시각도 있지만, 아직 메타는 AGI 시대를 앞두고 투자를 포기하지 않았다는 반증으로 볼 수 있다.

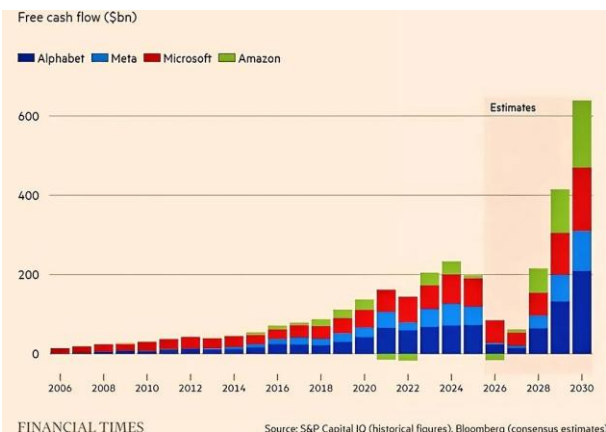
물론 하이퍼스케일러들의 회사채조달만해도 전년대비 투자등급 채권발행량 23% 급증을 주도하는 측면에서 우려의 시각이 많다(그림 7). BIS는 최근 AI 투자관련 대차대조표에 드러나지 않는 그림자부채(shadow debt)의 규모가 생각보다 큰 1.65조 달러에 육박한다고 경고하기도 했다.

그림7 미국 투자등급(IG) 회사채 조달, 전년대비 23% 증가보다 더 늘어날 수 있어



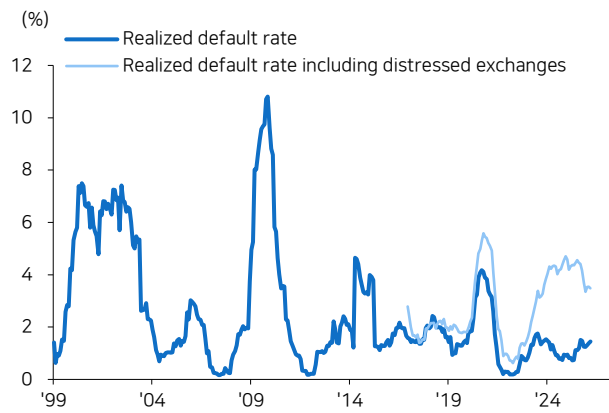
자료: Bloomberg, Dealogic, Morgan Stanley Research, PitchBook, 메리츠증권 리서치센터

그림8 하이퍼스케일러 올해와 내년까지 잉여현금 축소 우려



자료: FT, S&P, Bloomberg

그림9 고금리 장기화로 실제 부도율보다 실질적 부도율 높아



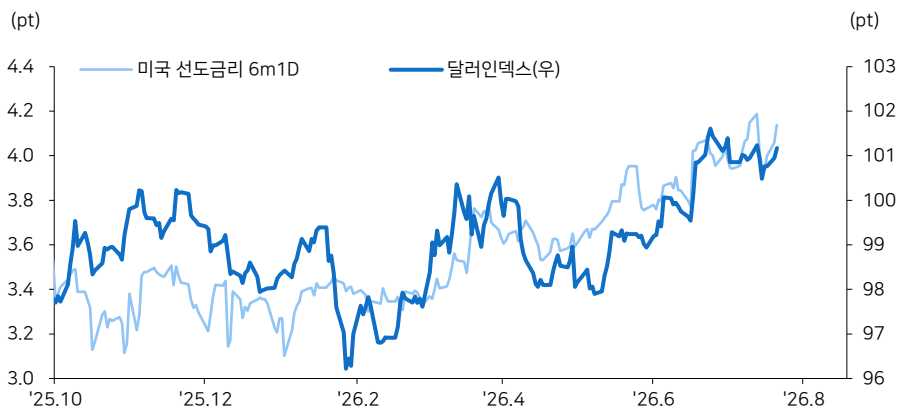
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

우리가 우려했던 하이퍼스케일러들의 잉여현금은 올해와 내년 투자로 어려움은 일시적이라고 한다. 2028년부터 회수기에 들어가면서 폭발적으로 증가할 것이라는 기대가 크지만, 미래는 가봐야 한다는 것이 현재 시장의 현실이다(그림 8).

당장은 우리가 걱정해 온 고금리 장기화(higher for longer)의 부담이 미국의 실제 부도율보다 실질적 부도율(채무탕감 및 만기연장, 현물출자 등)을 팬데믹 수준으로 높게 잡고 있다고 계속 강조하고 있다. 하이퍼스케일러들의 회사 규모를 보면 현재 채권발행 및 유상증자가 그들의 현금동원 능력(EBITDA)대비 아직 안정적 수준인 것은 분명하나 가장 조달부담이 커진 것은 팩트다.

그렇다면 늘어나는 부채의 양만큼 부채의 가격인 금리 역시 중요하다(그림 10). 우리는 AI 투자관련 의심도 문제지만, 하반기 가장 큰 위험요인으로 연준의 금리 인상을 주목하고 있다. 양호한 미국경제 감안 1~2차례 금리인상이 큰 부담이냐는 이야기도 있지만, 고금리 장기화가 하이퍼스케일러들의 투자비용 증대 및 하이일드와 같은 약한 고리를 깨뜨릴 위험성을 주목하고 있다(그림 11, 12).

그림10 올해 연준 1차례 이상 금리인상에 나설 수 있다는 부담, 달러강세까지 견인



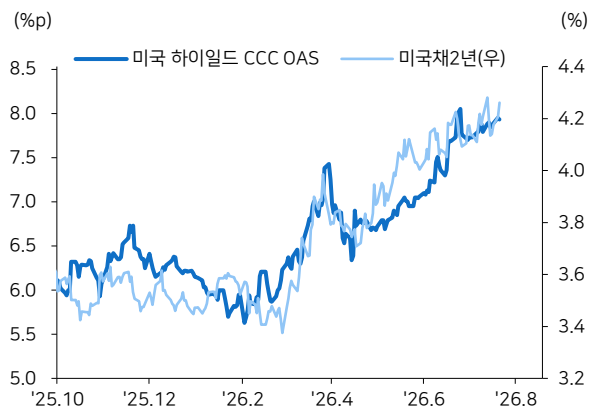
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 반도체 주가가 약해지면 금리도 떨어져야 하는데



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 연준 금리인상, 크레딧 약한 고리 깨질 수 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

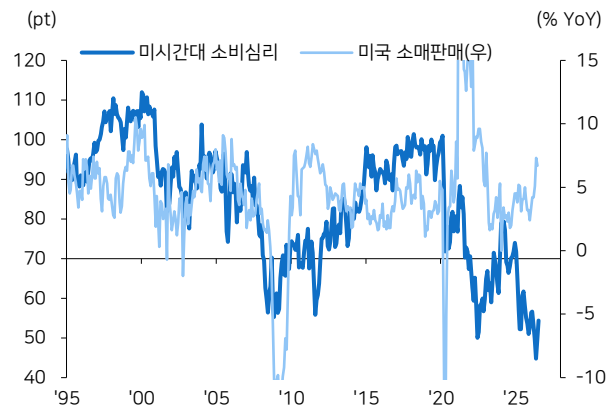
Bad is Good, 미국 소비둔화와 유가 안정이 3분기 핵심 과제

이전에 작성한 자료 등을 통해 현재 미국 가계신용 중 카드와 자동차대출 연체율은 금융위기 수준을 넘어섰고, 사모대출 기초자산은 20~30% 가까이 날라가면서 미국 하위계층 20%가 고금리 부담에 무너지고 있다는 이야기를 전한 적이 있다.

여기에 AI 투자관련 높아진 금리민감도를 고려할 때 연준이 금리를 인상하는 것은 자칫 신용여건에 큰 충격을 유발할 가능성이 높아졌다. 우리는 이전부터 노동여건 위축을 기반으로 미국 소비가 둔화될 것을 전제하에 연말 정도 미국 금리인하 뷰를 견지해왔다. 7월에 확인되는 미국의 주요지표 탄력을 고려하면, 아직 인하까지는 난망이나 연준의 신중성은 남았다는 판단이다.

실제 소비대비 위축된 심리와 소득과 소비의 괴리차가 상당기간 지속되어 왔다는 점은 ‘월드컵 이후 미국 소비 둔화될 것’이라는 우리 주장의 핵심이다(그림 13~14). 5월에 고점을 기록한 미국의 대형 할인마트(월마트, 코스트코, 크루거)의 주가가 약세를 나타내고 있는 점 역시 근거이다(그림 16).

그림13 미국 소비 좋다고 하지만 심리와 괴리차 심해



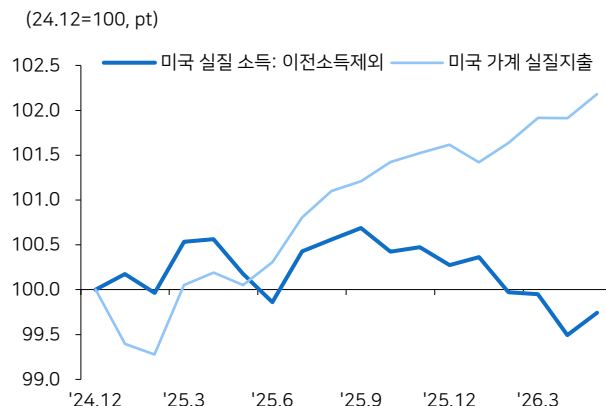
자료: UMich, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림14 실질 소득 증가율 마이너스를 기록하고 있어



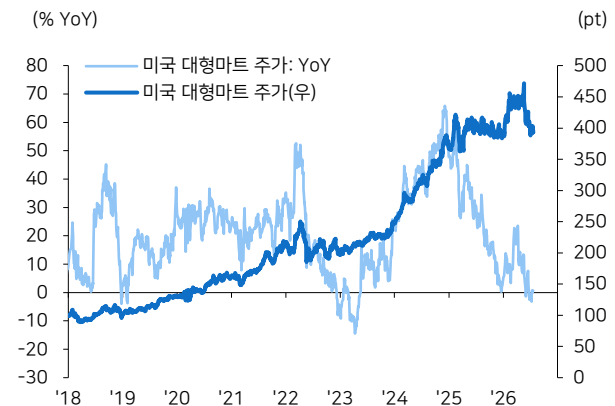
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림15 2025년 중반부터 소득 vs 소비 괴리차 1년이상 확대



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림16 2분기 정점 이후 미국 대형유통업체 주가 약세



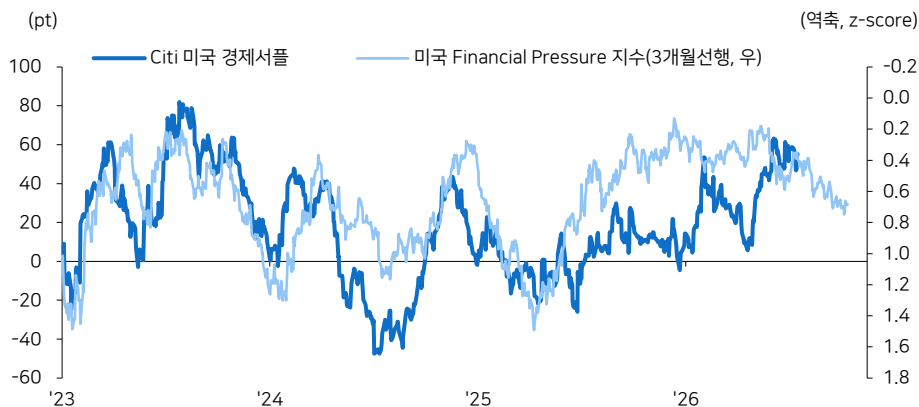
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

소비둔화로 미국경제가 나빠지면, 채권에는 긍정적이지만 위험신호는 악화되는 것이 아닐까 걱정하는 시각도 있을 것이다. 분명한 것은 6월 5일 미국 고용지표가 예상을 큰 폭으로 상회, 양호한 결과가 나오면서 올해 인하기대가 소멸된 그날 나스닥 지수가 -4.18% 하락했다. 'Good is Bad'인 시장이다.

현재 높은 금리와 달러강세의 금융압박(financial pressure) 지수만으로 3분기 미국경제 탄력은 둔화될 가능성이 높다(그림 17). 높아진 물가부담은 내구재 중심 재화수요는 약화, 유통업체 추가흐름대로 소비탄력을 둔화시켜 연준이 적어도 금리인상은 신중하게 접근해야 할 환경을 조성할 것으로 본다.

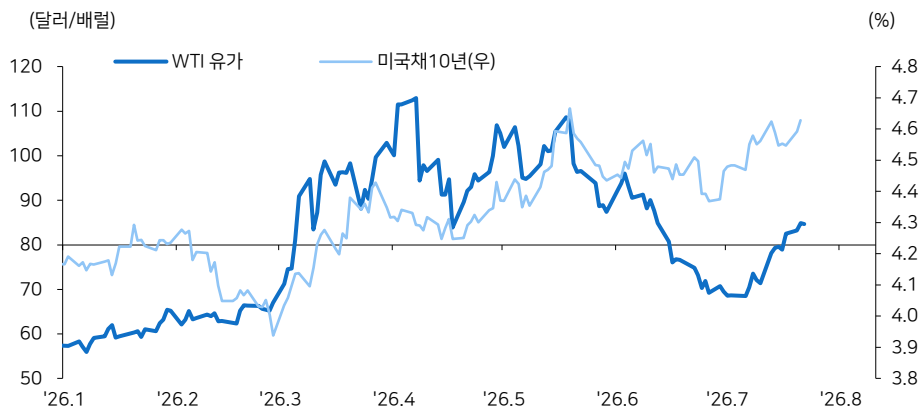
여기서 향후 1주일 내외로 확인되어야 중요한 재료가 한가지 더 있다. 다시 불거진 미-이전쟁 긴장이 유발한 유가가 더 올라가면, 공급물가 부담으로 결국 연준이 울며 겨자 먹기로 인상에 나설 위험이 커진다는 점이다(그림 18). 7월이 마무리되기 전 트럼프 대통령의 TACO가 확인되지 않을 경우 하반기 금융시장은 여러가지로 어려움에 처할 수 있다는 점을 고민해야 한다.

그림17 고금리 강달러 부담만으로 경기모멘텀 둔화 압력 높아진 상황



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 다시 전쟁 우려로 유가가 오르면, 하반기 투자에 최악의 재료 될 수 있어



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 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.
