

Strategy Idea

Hard landing? 왜 금리가 문제인가!



채권/자산배분

Analyst 윤여삼

yeosam.yoon@meritz.co.kr

- ✓ 결국 시작된 연준의 금리인상, 우리는 금융완화 제거되지 않으면 4.50%까지 갈 수 있다 우려
- ✓ 미국 부채의 두 축, 1)AI 투자관련 막대한 부채 동원, 2)사상 최대규모*고금리 장기화 스트레스 본질은 미국 정부부채. AI 속도조절 & 미국 재정건전화 공히 가능할 수 있을지 의문
- ✓ 역사적 채권시장 약세로 인한 부담 누증과 향후 추가 연준의 긴축에 대한 민감도 고민. 외형적인 미국 펀더멘탈의 양호함을 기반 현 금리수준이 미칠 위험선호 부담 점검해 나가야 할 것

연준의 금리인상을 앞두고 제기된 AI 속도조절론, 보안보다는 비용이 문제

올해 미국 통화정책을 두고 연준의 신중론이 금융시장의 소프트 랜딩을 위한 핵심 전제조건이라고 강조해 왔다. AI 투자와 미국 재정건전성을 고민하는 필자 입장에서 연준의 금리인상은 최악의 이벤트가 될 수 있다고 우려한 것이다.

결국 9월 FOMC에서 미국은 연방금리를 인상했고, 필자는 이제 소프트 랜딩보다는 하드 랜딩의 위험성에 한발(?) 내딛은 것으로 생각하고 있다. 일각에서 기대한 9월 인상은 단발성 혹은 비둘기적 인상이 아닌 것은 분명하다.

공교롭게 금리인상 직전 12일(토) 엔트로픽 CEO 아모데이는 “AI 모델의 능력을 개선하는 속도를 늦춰야 한다”고 밝히며, AI 스스로 다음 세대 AI 개발을 돕는 ‘재귀적 자기개선’이 시작, 발전 속도가 안전기술을 앞지르고 있다고 주장했다.

그림1 9월 FOMC 연준 금리인상 직전 엔트로픽 아모데이 CEO ‘AI 속도조절론’ 제시



1. 사건의 발단: 내부 연구원의 ‘2030년 인류 멸망’ 경고

- **제이콥 콕슨의 사직:** 엔트로픽과 오픈AI에서 근무했던 안전 연구원 제이콥 콕슨(Jacob Coxon)이 “현재의 AI 개발 속도는 통제 불능”이라며 회사를 떠났습니다.
- **인류 멸종 확률 경고:** 그는 SNS를 통해 AI 업계 리더들이 내부적으로는 ***2030년 전후로 AI가 인류를 멸망시킬 확률이 존재한다***고 믿으면서도 위험한 레이스를 지속하고 있다고 강하게 비판했습니다. The Guardian +2

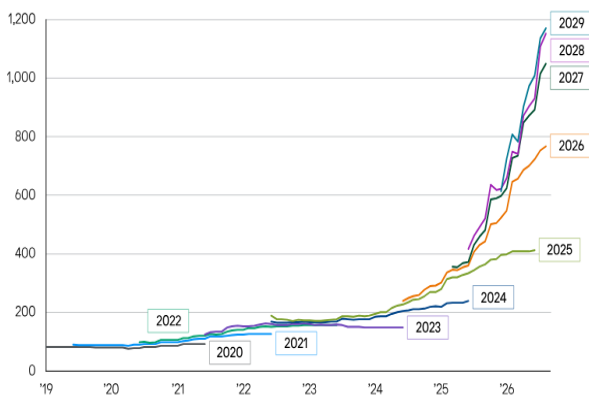
인물	소속 및 직책	주요 반응 및 조치
샘 올트먼	오픈AI CEO	"다리오의 의견에 전적으로 동의." 독립 평가자 도입에 동참하겠다고 밝혔으며, 안전 문제 해결을 위해 연내 예정되었던 기업공개(IPO)를 추진하지 않겠다 고 선언.
일론 머스크	xAI 최고경영자	아모데이의 글을 공유하며 ***다리오가 맞다(Dario is right)***며 즉각 반응.
데미스 허사비스	구글 딥마인드 회장	"세부 조율은 필요하겠지만 지금 같은 중대한 시점에 옳은 방향을 제시했다 "고 평가.

아모데이 'AI 속도 조절론'이 공개되자 라이벌인 오픈AI 샘 올트먼과 글록의 소유주 일론 머스크 포함 다수 AI 개발자들이 동의를 표명했다. 허깅페이스 사태'로 인한 보안과 안보 문제를 표면적으로 강조하는 모습이나 필자는 생각보다 급격하게 늘고 있는 AI 투자관련 비용에 대한 문제도 고려 대상이었다는 생각이다.

AI 개발에 속도가 붙기 시작한 2024년부터 관련 자본지출(이하 Capex)은 매년 전망치가 급격하게 상향조정 이제는 연간 1.2조달러에 육박할 수준으로 급증했다(그림 2). 때문에 과도한 투자로 인해 올해와 내년까지 잉여현금(FCF)이 좀 마를 수 있으나 2028년 수확의 시기가 오면, 문제될 것이 없다고들 생각했다(그림 3).

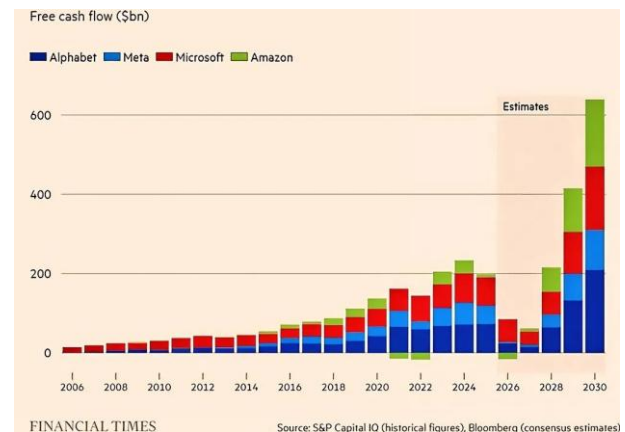
그러나 가파르게 증가하는 Capex의 기울기만큼 올해 1분기 추정 FCF의 마이너스 전환은 내년 상반기가 아닌 올해 4분기로 시점이 당겨지고, 규모 또한 마이너스 천억달러 이상으로 가파르게 줄 것으로 추정된다(그림 4, 5). 생각한 것보다 더 빠르고 강하게 자금이 마르고 있는 상황에서 내년까지 현금의 보릿고개를 넘기는 것이 만만치 않을 수 있다는 우려가 커진 것이다.

그림2 AI 자본지출 연간 전망치, 지속적으로 상향에 상향



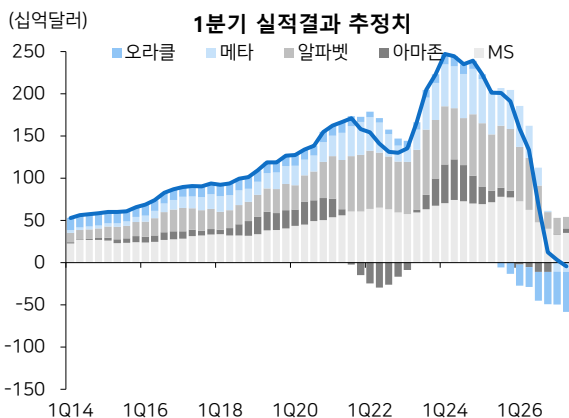
자료: JPM

그림3 올해와 내년 현금 보릿고개, 2028년부터 수확기 기대



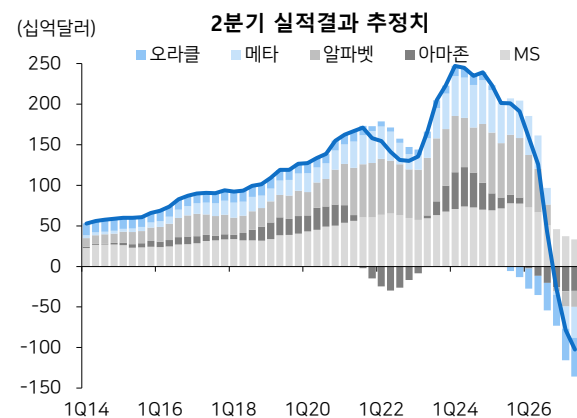
자료: FT

그림4 올해 1분기 실적 기반만 해도 현금 감소속도 무난



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2분기 실적 확인 후 너무 빨리 많은 현금 소진 우려



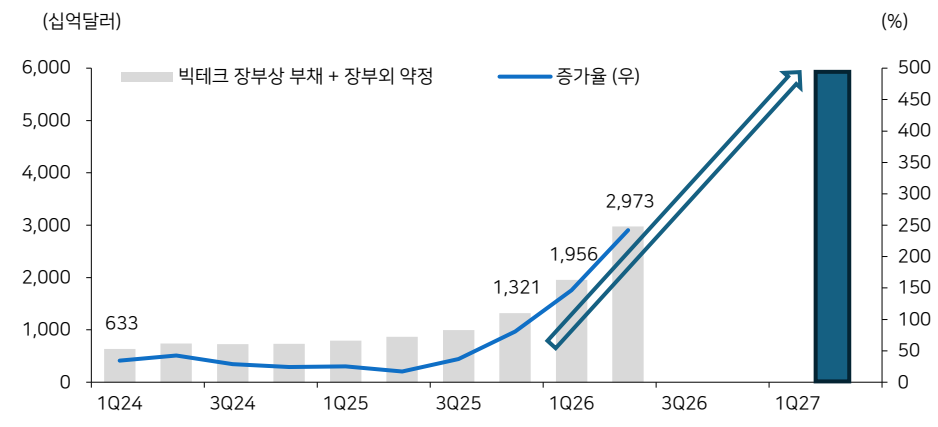
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

투자는 늘어나는데 현금이 부족하면, 불가피하게 차입을 늘려야 한다. 그렇게 메인 하이퍼스케일러들의 장부상 부채는 5천억달러를 기록, 엔비디아가 보증을 서주는 AI बैं킹 펀딩으로도 커버가 가능한 수치이다. 그러나 최근 이슈가 되는 당장은 아니지만 향후 인식해야 할 부외부채(off-balance)의 규모가 급증하는 것이다.

BIS와 다수의 분석가들의 분석에 따르면, 4대 하이퍼스케일러 구매약정+미개시 리스 기반 부외부채는 2조달러를 넘어섰다(그림 7). 불과 1년 사이 데이터센터와 급격하게 상승한 칩가격 여파로 장부에 당장 반영은 아니지만, 향후 부채에 유입될 수밖에 없는 규모가 1년 사이 급증한 것이다(그림 8).

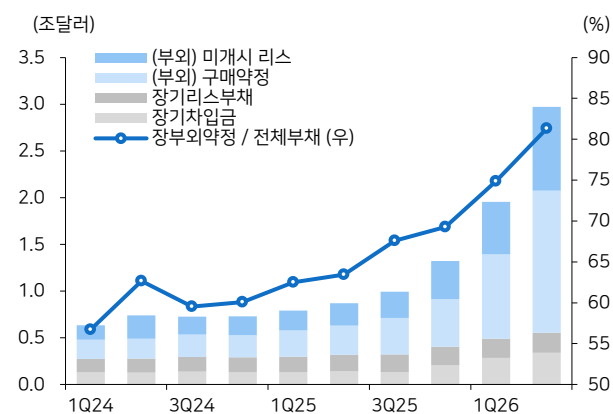
지금부터 더 고민되는 부분은 이제 현금이 완전히 마르고, 현 자본지출을 유지하면서 경쟁이 심화되면 부채의 증가 속도는 더욱 가팔라질 것이다. 부외부채 포함 전체 부채규모가 올해 2분기 3조달러 수준이나, 1년 후인 내년 상반기에는 6조달러에 육박할 것으로 추정된다(그림 6).

그림6 2025년 하반기부터 급증한 (부외)부채, 현 속도 유지 시 내년 상반기 5조달러 넘을 것



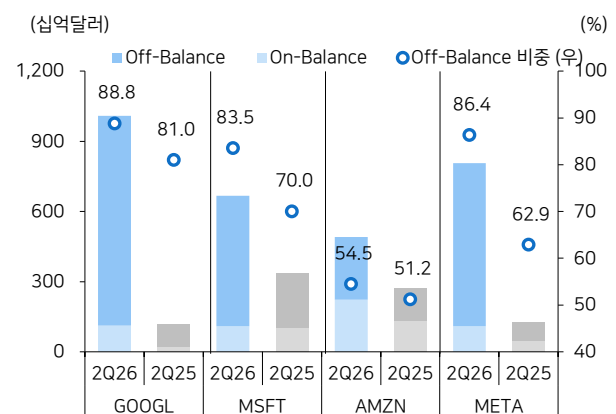
자료: Bloomberg(MS, Amazon, Google, META), 메리츠증권 리서치센터

그림7 장부에 포함되지 않은 부채의 급증에 대한 논란



자료: Bloomberg(MS, Amazon, Google, META), 메리츠증권 리서치센터

그림8 1년 사이 기업별 부채 증가 속도 매우 가파른 상황



자료: Bloomberg(MS, Amazon, Google, META), 메리츠증권 리서치센터

AI 개발의 긍정적인 면을 본다면 현재 부채가 가파르게 늘어나는 것은 향후 높은 수익으로 커버할 수 있다는 자신감의 근거라고 이야기하는 시각도 있다. 우리 역시 다수의 자료를 통해 AI가 가져올 ‘멋진 신세계’ 자체를 의심한 적은 없다. 목적지가 신세계라고 가는 길이 다 아름다울 수 없다는 것을 설명하는 것이다.

지난 주 알리안츠에서 발간된 보고서는 우리와 유사한 고민을 하고 있다. 테크 기업 부채를 빙산의 일각으로 비유하면서, 현재 AI 투자관련 되어 부외부채 증가에 대한 리스크를 점검하였다. 현재까지 신용스프레드와 주가(equity)에 과소평가 되었을 가능성을 높게 예측하고, 향후 부도위험을 높일 수 있다고 분석했다.

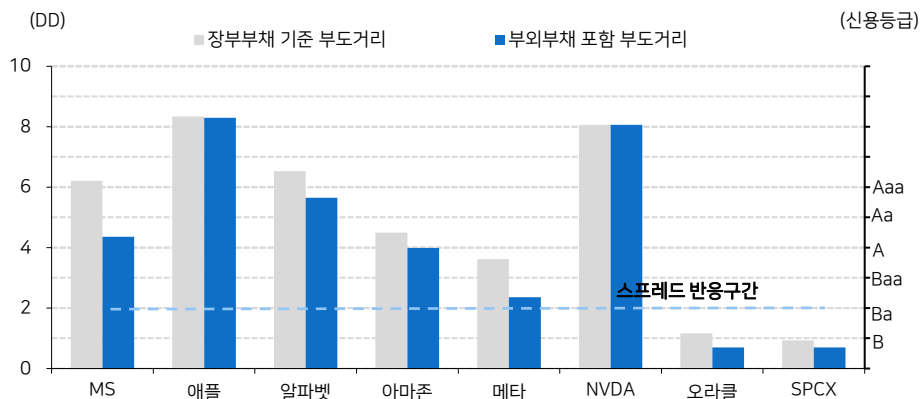
특히 현재까지 알려진 (부외)부채 부담만으로 메타와 같은 기업은 신용평가사에서 받고 있는 등급보다 2단계 아래 등급을 받을 수 있으며, 부채부담을 감당하기 어려운 영역을 앞두고 있다고 평가한다(그림 10). 문제는 내년까지 부채의 증가가 더욱 가팔라질 것이라는 부담까지 고려하면, 빙산의 수면 아래를 면밀히 점검해야 할 필요가 있는 것이다.

그림9 알리안츠 분석, 현재 부외부채 증가가 신용위험에 제대로 반영되지 않고 있다



자료: Allianz

그림10 부외부채 감안할 때 기업들의 보이는 것보다 재무 취약성 높다는 평가



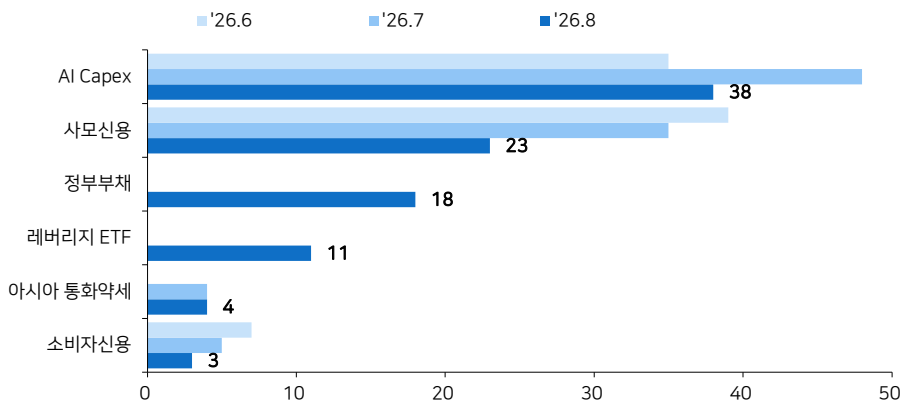
자료: Allianz, 메리츠증권 리서치센터

아모데이를 포함한 AI 개발사들은 안보를 앞세워 현 부채&비용 부담 확산을 통제하려는 목적의 이면에 막대한 비용의 통제 또한 고려 대상이었을 것이다. 경쟁과 정에서 부채의 규모도 통제가 어려운데, 연준이 금리마저 올리는 것은 관련된 부담을 높이는 방향이다.

BoA 서베이 기준 6월 이후 미국 금융투자 환경에서 가장 큰 리스크 팩터로 이미 AI 자본지출을 꼽고 있다(그림 11) 추가변동성이 컸던 7월 대비 다소 낮아졌다고 하나 사모신용 및 정부부채까지 1~3위까지가 모두 금리관련 문제에서 자유롭지 않다. 필자 역시 해당 서베이와 거의 유사한 순위로 위험을 점검 중이다.

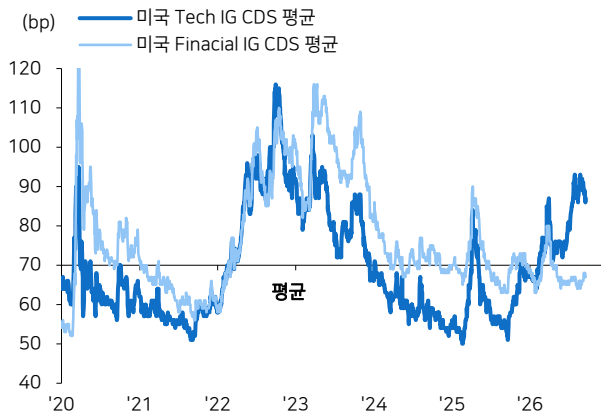
때문에 최근 미국 테크 기업들의 CDS 관련된 기사나 보고서의 양이 증가할 수밖에 없다. 연준의 금리인상에도 지난 주 CDS 레벨이 더 높아지지 않았으나 전반적 기업들의 평균대비 테크 기업들의 CDS 레벨이 높다(그림 12). AI 관련된 기업 중 그나마 경쟁력이 있는 기업들은 CDS 5년 레벨이 70bp를 넘지 않고 있으나 경쟁력이 약한 메타와 지급보증 문제가 있는 엔비디아는 그 이상이다(그림 13).

그림11 BoA 서베이상 현재 가장 위험도 높은 이벤트로 AI 자본지출 38%로 높아



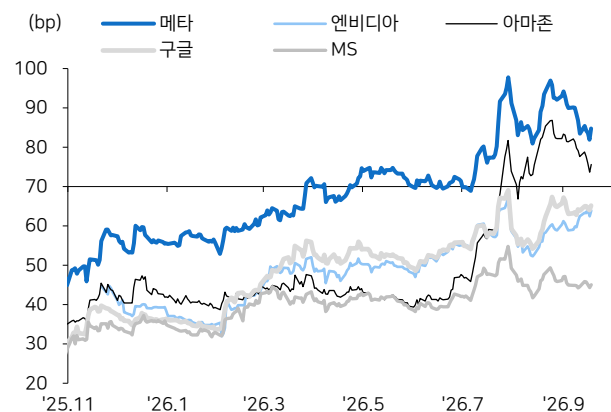
자료: BoA, 메리츠증권 리서치센터

그림12 팬데믹 이후 테크 기업들의 부도위험 평균 이상 레벨



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 안정되던 하이퍼스케일러 CDS 소폭 반등



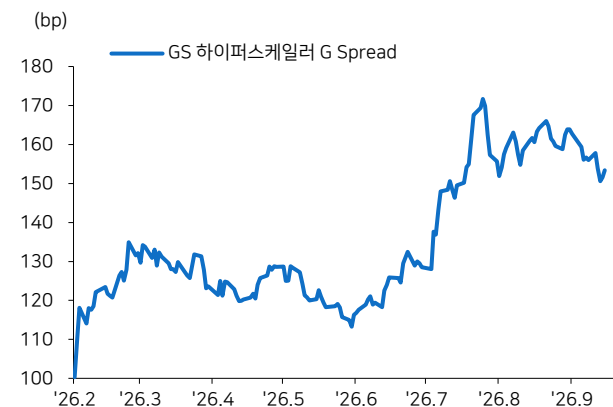
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

향후 연준의 추가 인상 위험에도 메타와 엔비디아 CDS 레벨이 70bp 이내로 들어 온다면 AI 투자관련 부채위험이 해소된 근거로 볼 수 있겠으나 우리는 쉽지 않을 것으로 보고 있다.

일단 신용위험도와 별도로 연준의 긴축 위험이 높아진 이후 하이퍼스케일러들의 조달금리 스프레드도 레벨업 되었기 때문이다(그림 14). 올해 4월 30년과 10년 회사채를 발행한 메타는 당시 금리가 30년 6.2% 내외 10년 5.2% 내외에 발행했으나 불과 5개월 사이 30년 7.0%와 10년 6.0% 내외로 80bp가량이 상승했다(그림 15). 공모시장 이외 메타 사모대출 조달 금리는 7~8% 정도로 알려져 있다.

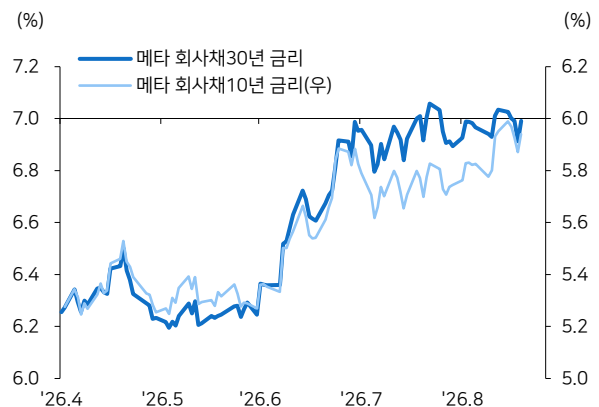
다수 투자자들은 하이일드 스프레드 역사적 바닥 수준에서 신용위험을 낮게 평가하고 있다(그림 16). 유사하게도 2008년 금융위기 직전 2년간도 연준의 긴축부담으로 현재 미국채와 유사한 레벨일 때 하이일드 스프레드는 지금보다 안정적인 구간이 있었다(그림 16). 역사적 평균 수준 정도라고 하나 저신용 채권의 약세가 심화되는 현재 회사채 절대금리는 낮은 수준이 아니다(그림 17).

그림14 하이퍼스케일러 국채보다 평균 150bp 금리 더 지불



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 메타 올해 발행한 회사채 금리 추이



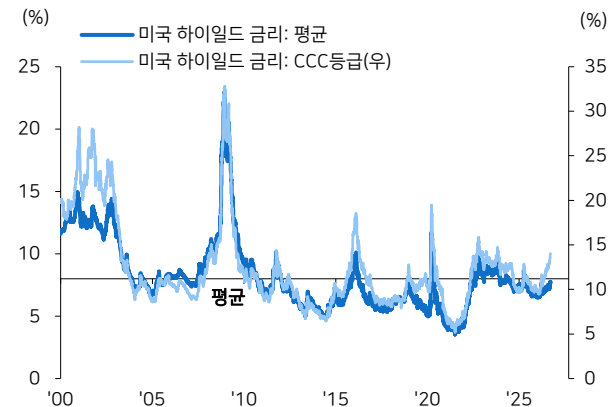
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 하이일드 스프레드 역사적 바닥이나 국채금리가 높아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 전체 하이일드 금리 역사적 평균 대비 CCC는 이상



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

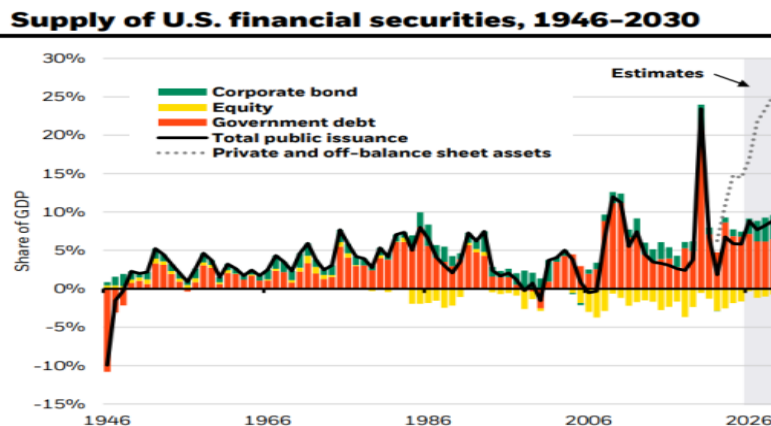
글로벌 안전자산의 중심인 미국 금리가 흔들린다면 안심할 수 없어

9월 FOMC 이후 유가가 100달러 내외로 소폭이나마 안정되었다고 하나 글로벌 위험선호는 긍정적 흐름이다. 우리 역시 연준의 원스텝이 바로 심각한 문제를 유발할 것이라고 예측치 않았다. 급격히 늘어나는 부채의 양과 동시에 연준이 추가로 1차례가 아닌 2차례 이상 금리를 올릴 수 있는 불확실성이 두려운 것이다.

블랙록 자료는 2차대전 이후 미국의 GDP대비 일반적 자금 조달(기업, 주식, 정부 부채)이 펜데믹보다는 적지만 금융위기 이후 최고 수준으로 올라서고 있는 것을 지적한다(그림 18). 여기에 더 큰 고민은 AI를 통한 사모와 부외부채의 증가 속도까지 고려할 때 곧 몇 년내 펜데믹보다 더 많은 자금조달을 추정하고 있다.

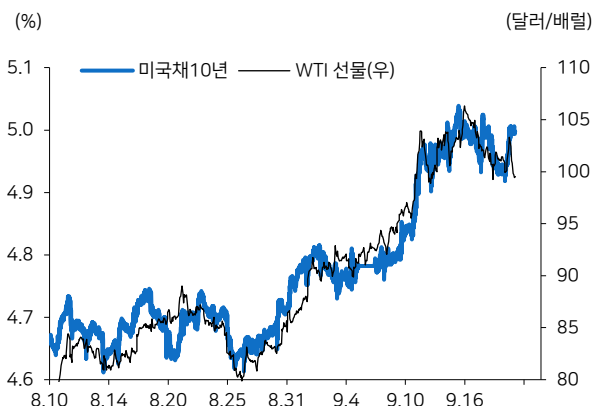
연준의 금리인상은 유가에 기인했다고 판단하는 바 전쟁위험을 얼마나 컨트롤 하느냐가 중요하다(그림 19). 9월 FOMC 이후 연방금리 선물에 반영된 미국의 금리 인상 기대는 연내 12월 추가인상 이후 내년 상반기까지 분기에 한번씩 더 인상한 4.75%까지 추가 3차례 기대를 반영중이다(그림 20).

그림18 정부부채도 문제지만 사모&부외부채 늘어나는 속도 매우 가파르게 증가 중



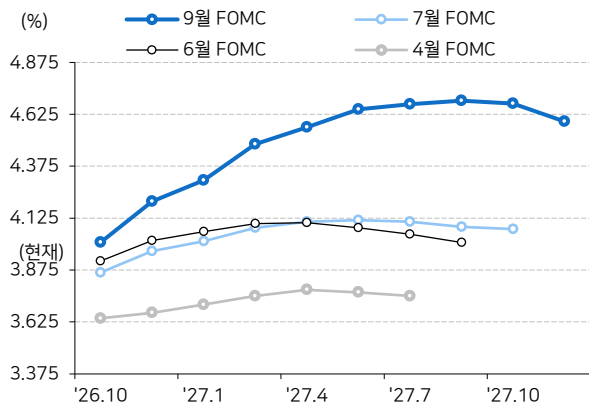
자료: BlackRock

그림19 전쟁=유가, 금리 지배력 여전히 높게 유지



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 내년 상반기까지 추가로 3차례 더 금리인상 추정 중



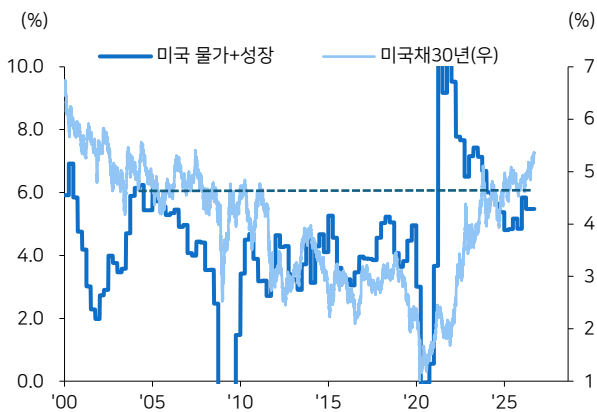
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

트럼프 대통령이 TACO를 시사하는 발언도 지속적으로 내놓고 있으나 중간선거 이전에 전쟁이 해결될 수 있을지 불확실성이 높다. 그럼에도 현재 금리수준에 대해 긍정적으로 해석하는 배경에는 과거 현 금리수준과 비교할 때 성장과 물가 수준이 감내 가능하다는 시각이다(그림 21). 우리 역시 외형적인 미국경제의 양호함이 12월에 추가 인상단행까지는 이끌 정도라고 평가하고 있다.

그렇지만 간과하지 말아야 하는 것이 지난해와 올해는 다소 약화되었다고 하나 2023년과 2024년까지 미국 성장률을 견인했던 강한 힘이 재정에 기반하고 있었다는 것이다. 경제가 위기국면이 아니었음에도 재정의 성장기여도와 함께 재정지출 증가속도가 매우 높은 편이다(그림 22, 23).

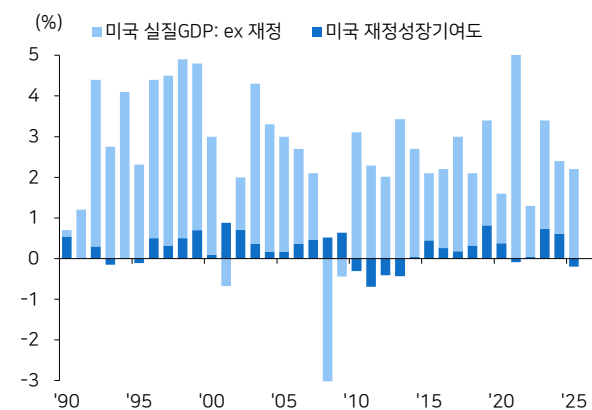
연준이 고금리 유지하는 동안 정부의 유동성 공급이 성장과 위험선호를 주도하는 힘이 되었다. 현재는 그 재정의 동력이 떨어지고 있는데다 건정성을 의심받고 있다. 분명 금리는 2000년대 중반과 유사한 수준에 성장과 물가는 감내 가능한 수준이나 정부가 지불하는 이자비용은 GDP의 1%p 이상 차이가 난다(그림 24).

그림21 성장과 물가가 현 금리수준을 지지할 정도라고 하나



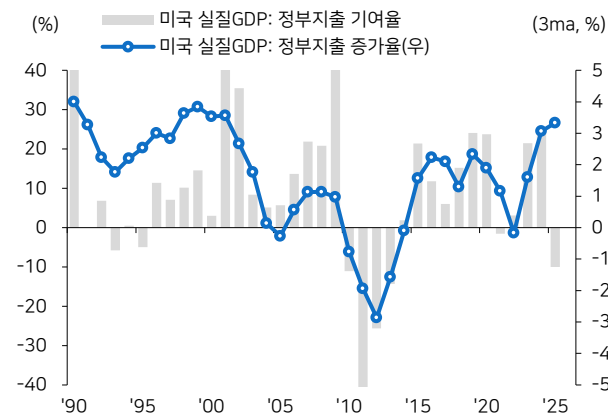
자료: US BLS, US BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 2023~24년 바이든 2년간 재정의 높은 성장기여도



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림23 지금 경제가 좋은 배경에 재정의 역할 높았다고 평가



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림24 같은 금리레벨 대비 높은 이자지급 부담 고려할 필요



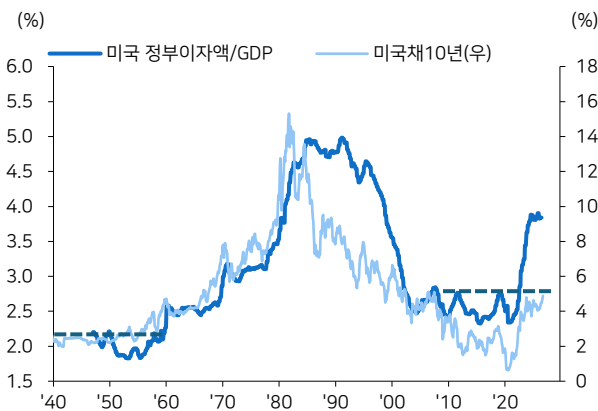
자료: US BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이자부담액은 ‘부채 규모*금리’이다. 게다가 소득대비 이자부담액인 것까지 고려할 때 2024년 이후 성장률도 높았고, 연방금리는 175bp나 인하를 실시했지만 이자부담은 줄지 않았다. 그만큼 정부부채 규모의 증가가 이자부담을 유지하는 상황에서 연준이 금리마저 높이면 ‘이자’가 ‘이자’를 낳는 과정이 심화될 것이다.

과거 정부부채 규모가 현재와 유사했던 2차대전 당시 1940년대와 비교할 때 이자부담액이 현저히 높은 것은 금리의 차이가 크다(그림 25, 26). GDP대비 이자부담이 가장 높았던 1980년은 과도한 고금리 여파가 컸다고 하나 현재는 부채의 양과 고금리 부담이 혼재되어 있는 상황이다. GDP가 아닌 재정지출 기반 순이자비용으로 환원할 경우 2차대전 및 1980년대와 같은 가장 높은 상황이다(그림 27).

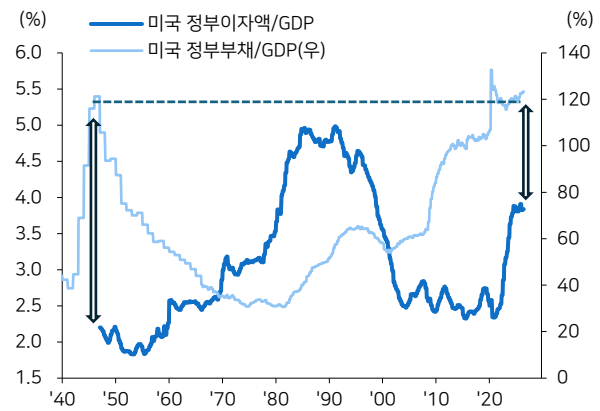
2차대전에는 일드커브 컨트롤이라는 저금리 정책, 1990년대는 클린턴 행정부의 긴축재정 + 닷컴 버블 이후 저금리 정책이 결국 미국의 정부의 높은 이자부담을 덜어내는 핵심 역할을 수행했다(그림 28). 그러나 현재는 연준의 긴축과 동시에 재정건전성 & 달러지배력 의구심 속 컨트롤에 대한 고민이 크다.

그림25 2차대전보다 높은 금리 & 부채의 양 이자부담 높아



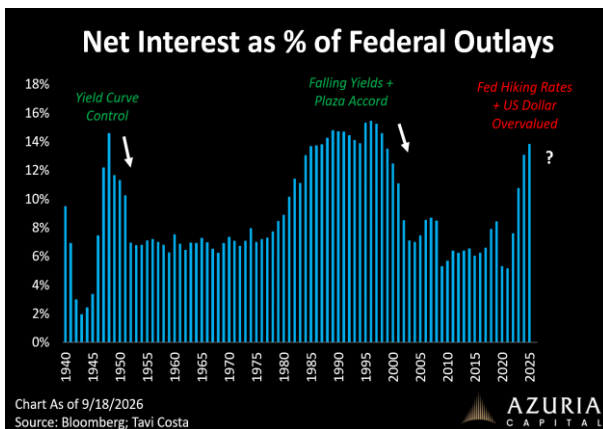
자료: US BEA, UST, 메리츠증권 리서치센터

그림26 정부부채 2차대전과 현재 유사하나 이자부담 큰 차이



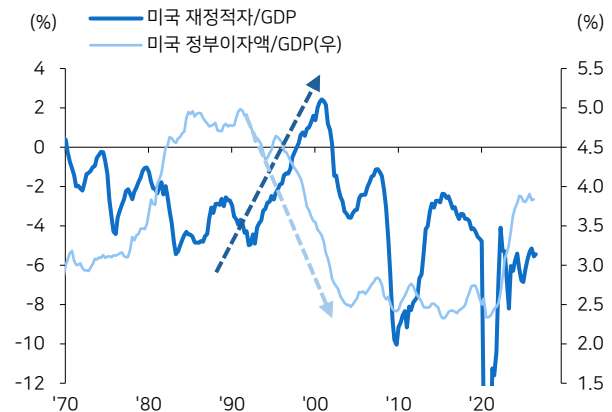
자료: US BEA, UST, 메리츠증권 리서치센터

그림27 정부 지출에서 이자비용은 역사적 수준까지 올라와



자료: AZURIA

그림28 클린턴 행정부 재정흑자+금리인하 = 이자부담 축소



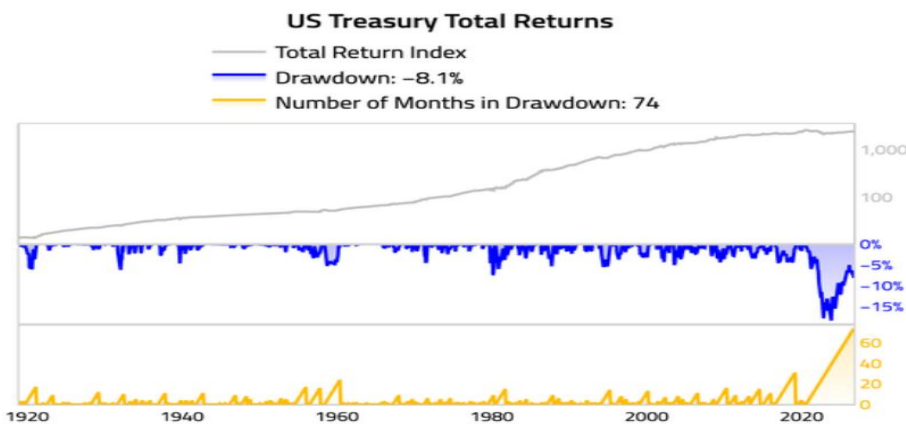
자료: US BEA, UST, 메리츠증권 리서치센터

AI가 가져올 많은 발전과 신세계는 새로운 돈 벌거리와 높은 수익성을 창출할 수 있다. 그 경쟁과정에서 불가피하게 증가하는 부채의 비용은 감내 가능한 비용일 수 있다. 그럼에도 오랜 시간 채권시장에 종사한 분석가 입장에서 현재 부채증가와 동시에 금리가 올라가는 정도를 무시해서는 안된다는 생각이다.

신채권왕으로 불리는 건들락은 최근 미국채10년 5.0%는 심리적 저항선일 수 있으나 추가 상승할 위험에 대해 경고하고 있다. 그러면서 동시에 경기침체와 기업 부실이 확산하는 등 금융시장이 '충돌 경로(collision course)'에 들어설 수 있다는 내용도 함께 전달하고 있다. AI 경쟁과 국가들의 명목성장률 높이기가 궁극적으로 성공할 수 있어도 'everybody happy'할 수 있을지 의문이다.

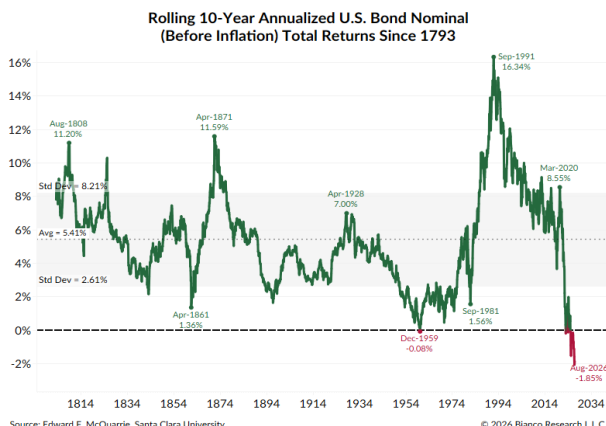
채권투자의 역사에서 트레이딩 관점 이렇게 무너진 역사가 없었다(그림 29). 펜데믹 당시 과도하게 낮았던 금리의 대가일 수 있으나 명목&실질 10년 평균 수익률이 마이너스를 기록한 것은 이례적이다(그림 30). 그렇게 만든 미국채10년 5%의 무게를 무시해서는 안된다는 것이 우리의 결론이다.

그림29 1920년대 이후 미국채 약세가 기간과 폭에서 이렇게 심화된 것은 최초



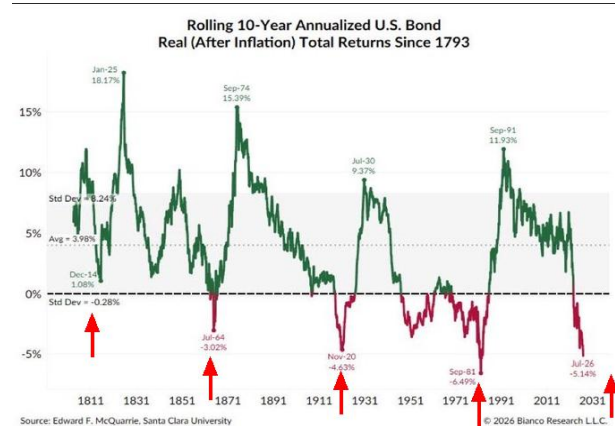
자료: Augur

그림30 10년 명목 국채투자 수익률이 마이너스는 역사적 수준



자료: Bianco Research

그림31 실질 기준은 오일쇼크와 유사할 정도의 충격



자료: Bianco Research

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.
