

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 7. 11 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

7월 FOMC를 앞두고: 미국 경기/물가 추이와 통화정책 시사점

오늘의 차트

스타벅스 라떼 지수: 구매력 기반 장기 적정환율 산출

칼럼의 재해석

미국 제조업 설비 건설, 아직 더 남았다

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



▲ 경제분석
Economist 이승훈
02. 6454-4891
seunghoon.lee@meritz.co.kr

7월 FOMC를 앞두고: 미국 경기/물가 추이와 통화정책 시사점

- ✓ 미국 경제는 추가 금리인상을 감내할 수 있는 체력
- ✓ 반면 전방위적 디스인플레이가 당장 6월부터 현실화되며 2회 인상 적정론을 희석시킬 것
- ✓ 인플레이에 강경한 연준 입장 고려시 7월 인상은 인정; 그 이후 인상은 불필요하다는 견해

7월 FOMC를 앞두고, 미국 경제 및 인플레이 환경을 다시 점검할 필요

작년 10월에 2023년을 전망했을 당시만 해도 미국 경제와 통화정책 이슈가 7월 까지 금융시장의 화두가 되리라고는 예상하지 못했다. 미국 통화긴축이 막바지에 접어든 것이 기정 사실화되고 있으나, 채권시장에서는 금리인상 발 금리정점이 언제 형성될 지가 관심이고, 이에 연동되는 주식/채권의 상대매력과 자산배분 함의에 대한 관심 역시 커져 있다.

헤드라인 지표를 열거하는 것만으로는 변화의 징후를 알기 어려워, 이번 달 들어 데이터를 해부하는 작업을 진행 중이다. 오늘 전략공감2.0에서는 필자가 지난 주에 발간한 경제맥 보고서들의 연장선상에서, 미국 경제의 체력은 어느 정도이며, 여기에 상응하는 통화정책은 무엇인지를 다루도록 하겠다.

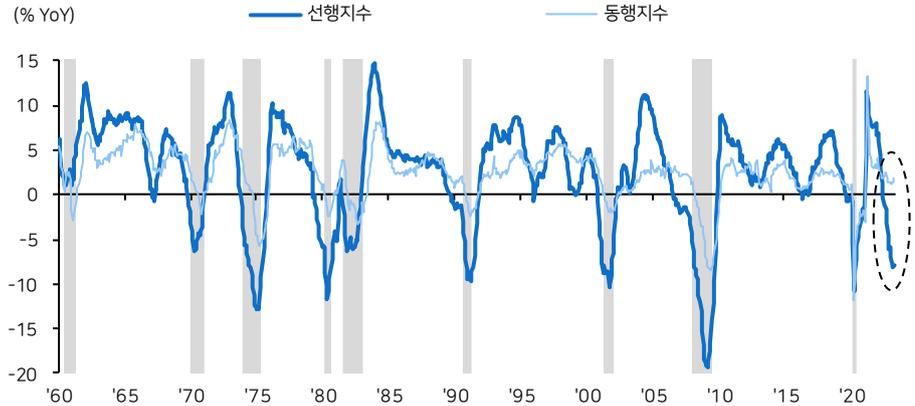
경기점검 1. 선행지수와 동행지수의 괴리

현재 미국 경제에서 나타나는 이례적 현상 중 하나는 경기선행지수와 동행지수의 상당한 디커플링이다. 경기선행지수는 이미 작년 7월 이후 13개월째 전년대비 (-) 구간에 있다. 통상 4~5개월 정도의 시차를 두고 동행지수가 하강하기 마련이지만, 정작 선행지수 상승률이 (-)에 들어간 이후로는 횡보했으며, 올 2월을 기점으로 상승폭이 확대되고 있다. 이에 따라 리세션을 주장하는 진영의 설득력이 약화되면서 올해 미국의 경제전망은 상향 조정되고 있다(6월 컨센서스 기준 2023년 GDP성장률 전망 1.3% vs 작년 말 0.3%, 3월 1.0%).

경기가 선방하고 있는 배경에는 견고한 서비스 수요가 자리하고 있다. 제조업이 하강하고 있는 것과는 달리, 6월 ISM서비스업 지수는 53.9로 5월(50.3) 실질적치를 상회했다. 또한 2분기 들어 나타나는 제반 지표의 예상 상회하는 미국 경기서프라이즈의 지속적인 개선으로 연결되며, 다른 국가와의 차별점으로 자리하고 있다.

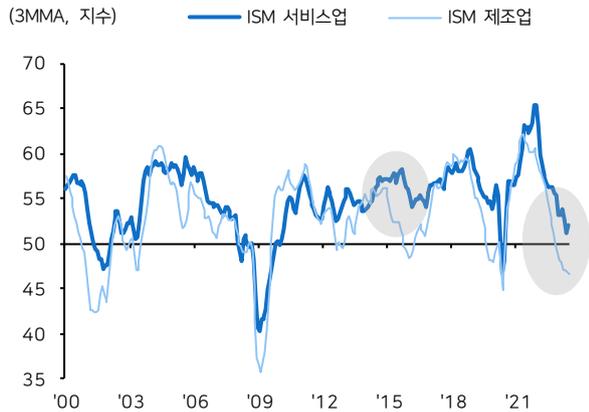
동행지수 선방의 비결은 서비스 수요; 미국 경제전망 상향 조정으로도 연결 중

그림1 미국 컨퍼런스보드 경기선행지수와 경기동행지수 상승률



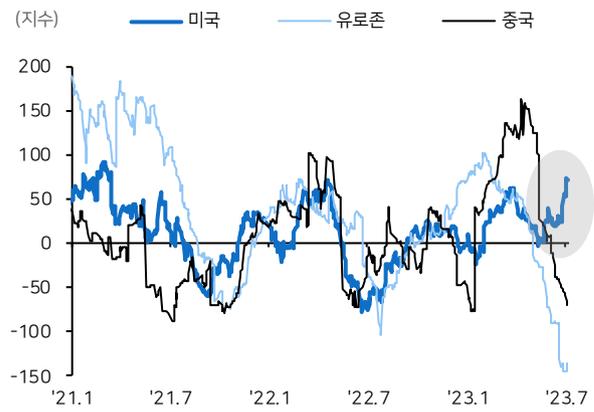
자료: The Conference Board, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 ISM서비스업과 ISM제조업 지수



자료: Institute for Supply Management (ISM), 메리츠증권 리서치센터

그림3 Citi Economic Surprise Index: 미국, 유로존, 중국



자료: Citigroup, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

경기점검 2. 바닥 통과와 징후들: 제조업과 건설투자

동행지수와 ISM서비스업 지수, 경기 서프라이즈 지수는 모두 현재까지 발생한 일에 대한 것이다. 앞으로의 전망이 좋아질 수 있음을 시사하는 데이터 포인트들도 여럿 관찰된다.

제조업 전망 개선뿐 아니라 동행지표인 ISM의 반등 징후도 보임

필자는 7월 3일 경제맥, ["미국 제조업 낙관론과 한국 수출 합의"](#) 를 통해, 1) 지역 연은 서베이에서의 향후 6개월 업황/Capex 전망이 개선되고 있으며, 2) Capex 전망의 개선은 실질 핵심 자본재 주문의 2개월 연속 증가를 수반하고 있음을 보여주었다. 향후 실질금리 부담 경감에 대한 기대와 더불어 경기와 무관한 Tech/AI 관련 투자수요일 수 있겠다.

제조업 동행지표인 ISM제조업 지수도 머지 않아 바닥을 통과할 가능성이 있다는 생각이다. 당초 악재로 생각했던 은행규제 강화에 따른 대출태도 추가 악화-대출 잔액 감소가 발생할 가능성은 줄었다. 대신, 중소형 은행간 합병이나 자산매각 등을 통한 대응이 진행 중이다.

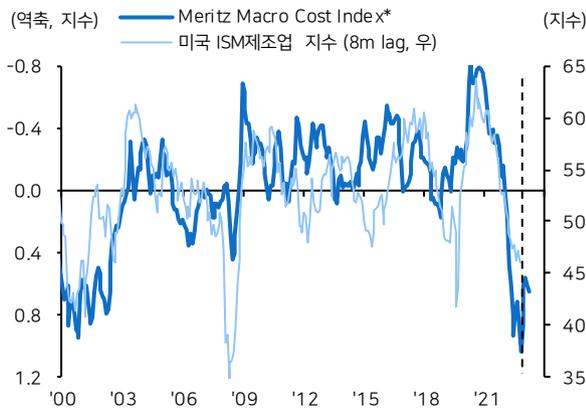
거시경제 비용의 경감 가능성

따라서, ISM제조업 지수도 지금까지 누적된 거시경제비용(강달러, 금리 상승, 원자재 가격 상승)의 영향권에만 머무를 가능성이 커졌다. 시차상관계수의 최대값이 항상 맞다는 보장은 없지만, 당사가 추정하는 거시경제비용 지수에 8개월 시차를 두고 ISM제조업 지수가 대체로 움직여 왔다. 거시경제 비용 압력의 정점이 작년 10월이었으므로, 6월에 기록한 ISM제조업 지수 46.0이 바닥일 가능성이 있다.

고객재고의 peak-out과
신규주문의 반등 가능성

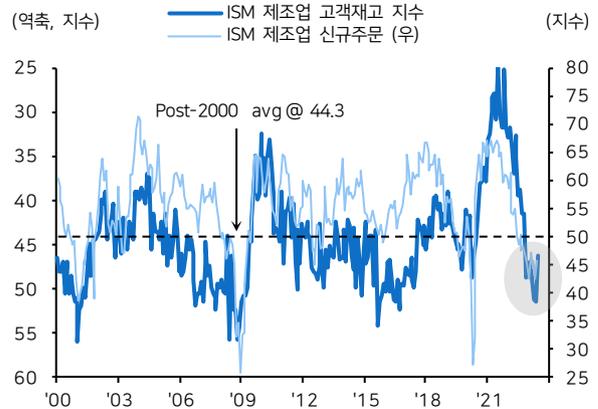
다른 증거는 고객재고 지수와 신규주문 지수의 관계이다(그림 5). 고객재고란, 제조업의 고객인 소비자(B2C)나 기업(B2B)이 보유하고 있는 완성품 재고를 의미한다. 통상 고객의 완성품 재고가 소진되면 신규주문으로 연결된다. 고객재고 지수는 작년 5월 32.7을 저점으로 계속 상승하여 올해 4~5월에는 50을 넘었다(5월 51.4). 사실상 재고과잉 상태였다는 의미이다. 6월 들어 동 지수가 46.2로 빠르게 하락하면서 신규주문 지수의 반등(5월 42.6 → 6월 45.6)을 이끌었다. 이러한 흐름이 7~8월에도 관찰된다면 제조업 경기는 2분기가 저점이었을 가능성이 높다고 볼 수 있을 것이다.

그림4 미국 거시경제비용 지수와 ISM 제조업 지수



주: * 1997년 이후 달러화, 10년 국채금리, CRB지수를 표준화 후 단순평균
자료: US ISM, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 ISM제조업: 고객재고 지수 vs 신규주문 지수



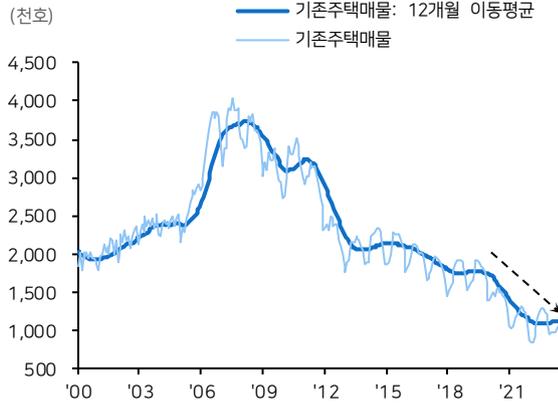
자료: US ISM, 메리츠증권 리서치센터

주거용 건설투자도 앞으로
성장에 긍정적으로 기여할 것

주거용 건설투자도 더 이상 경제성장의 방해 요인으로 작용하지 않을 것으로 본다. 필자가 7월 5일 경제맥, ["미국 주택지표 개선의 배경과 시사점"](#) 에서 다룬 대로, 현재 미국 주택시장은 1) 가파른 금리상승이 매수/매도의 실종을 가져오면서 기존주택 매물이 잠겨 있는 상태이며, 2) 이에 따라 실거주 목적으로 "구매" 할 집이 절대적으로 부족한 상황이다.

주택 과부족이 그간 심화되었던 이유는 건축허가가 떨어진 주택이 건축비 부담을 이유로 착공되지 못했기 때문인데, 최근 수 개월간 건축비가 빠르게 하락하면서 미착공 주택의 착공으로 연결될 공산이 커지고 있다. 주택착공은 곧 주거용 건설 투자와 직결된다. 제조업과 주거용 건설은 대표적으로 금리인상/상승에 민감한 항목들이었다. 이들의 바닥 통과 가능성까지 고려한다면, 올해 미국 성장률 1.5%도 불가능한 숫자는 아닐 것이다.

그림6 미국 기존주택 매물 (Available for sale)



자료: National Association of Realtors, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국의 허가 후 미착공주택수 vs 주거용 건축비



주: * PPI for New Residential Construction Input (Goods)
 자료: US Census Bureau, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

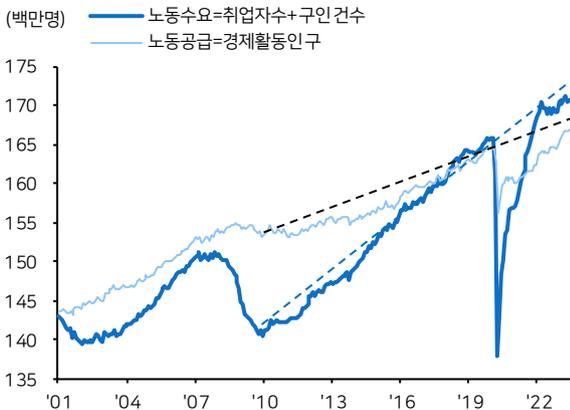
경기점검 3. 노동시장 환경

노동시장 초과수요는 완화 중

다음으로, 노동시장 환경을 살펴 본다. 코로나19 이후 미국 노동시장은 이례적인 초과수요 상태에 있었다. 수요 대비 공급이 턱없이 부족했다는 의미이다. 여기에는 1) 55세 이상 인구의 조기은퇴, 2) 이민자 유입의 제한, 3) 코로나19에 따른 질병/사망 등 복합적 요인들이 거론되어 왔다. 그리고 지난 2년간 노동공급이 빠르게 늘면서 초과수요에서 비롯된 노동시장의 과열은 완화되고 있다.

코로나19 발생 직전인 2020년 2월은 연준이 생각하는 노동시장의 가장 이상적인 지점이다. 당시 노동 초과수요는 129만 명 수준이며, 한 때 605만 명까지 확대되었던 초과수요(2022년 3월)은 6월 현재 367만 명으로 축소된 상태이다. 균형으로 수렴 중이라는 의미이다. 단, 여전히 수요 우위의 환경이고 잠재수요(구인건수)와 잠재공급(실업자수)을 비교해 보면 전자가 후자 대비 1.61배 많아 타이트한 환경이 이어지고 있다는 것으로 해석할 수 있다.

그림8 미국 노동수요와 노동공급



주: 6월 구인건수는 Indeed.com의 Job Posting Index 증분 대입 (-2% MoM)
 자료: US BLS, Indeed.com, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림9 미국 노동의 잠재수요와 공급: 구인건수/실업자 비율



주: 6월 구인건수는 Indeed.com의 Job Posting Index 증분 대입 (-2% MoM)
 자료: US BLS, Indeed.com, 메리츠증권 리서치센터

노동공급이 확충되고 있다는 증거는 경제활동참가율에서 알 수 있다. 경제 전체적으로 본다면 경제활동참가율은 올해 3월 이후 4개월째 62.6%이다. 그러나 55세 이상 연령층을 25~54세의 Prime age가 빠르게 대체하고 있다는 점 역시 고려해야 한다.

임금 상승률은 생산직 및 비관리 부문에서 꾸준히 둔화 중

임금상승률이 좀처럼 꺾이지 않고 있다는 것이 문제일 수 있겠으나, 전체 노동자의 80%를 점하는 생산직/비관리직의 임금상승률이 꾸준히 둔화되어, 올 6월에는 4.7%까지 내려 온 점은 고무적이다(2022년 3월: 7.0%). 그리고 이러한 흐름의 배경에는 서비스 부문의 임금상승률 둔화가 한 몫 하고 있다. 서비스업의 생산직/비관리직 임금상승률은 4.6%로, 5월(4.8%) 실적치는 물론 연초(5.1%) 수준에 비해서도 내려 온 상태이다.

서비스 부문 임금상승률 둔화 중. 적어도 인건비 전가 압력은 이전에 비해 낮아진 것임

재화와 서비스를 "구매" 하는 입장에서는 전산업의 임금 상승률이 물론 중요하다. 그러나 이를 따로 떼어 보는 것의 의미는, 서비스업의 인건비 부담이 소비자들에게 얼마나 "전가" 될 수 있는가의 문제와 직결되기 때문이며 그 압력이 줄고 있다는 증거이기 때문이다. 우리는 임금상승률에 선행하는 사직률, NFIB 임금보상계획지수 등의 추이를 고려시, 임금상승률이 추세적으로 내려올 가능성에 여전한 무게를 두고 있다.

그림10 미국 경제활동참가율: 25~54세(Prime age) vs >55세



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 시간당 임금상승률: 전체 vs 생산직/비관리직



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

소결론

미국 경제는 추가 금리인상을 감내할 수 있는 체력으로 판단

지금까지의 데이터포인트는 미국 경제가 추가적인 금리인상을 감내할 수 있는 체력인가를 다루는 부분이었다. 여기까지의 소결론은 그러하다는 것이며, 실제 경제 전망치도 연준이 지난 6월 수정 경제전망을 통해 제시하였던 올해 4분기 GDP성장률도 전년대비 1.0%에 가까워질 가능성이 커졌다.

그러나 경제가 고금리를 감내할 수 있다는 것이 추가 금리인상을 '반드시' 정상화해 주는 명제는 아니라고 생각한다. 또한 이 정도 체력에서 2차례 인상이 적절한지도 알 수 없다. 5.75%를 건널 수 있다면 6.00%나 6.25%는 왜 안되는가?

따라서 어느 정도의 추가 인상이 "적절" 하고 필요한 지의 여부는 결국 이번 금리 인상 사이클의 본질인 인플레이션에 달렸다는 생각이다. 이제 인플레이션을 보자.

인플레이션

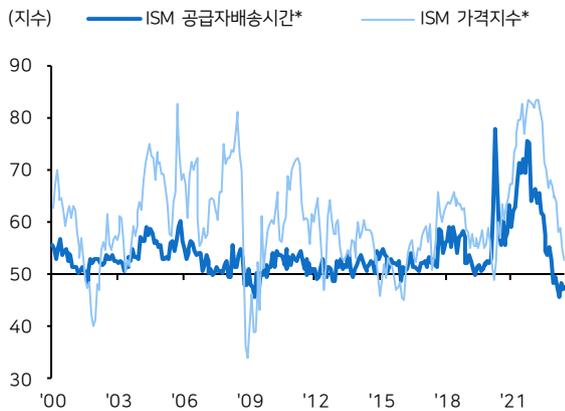
인플레이션에 대한 우리의 기본 견해는 1) 공급망 교란의 소멸로 인해 재화물가 압력은 더 이상 문제가 되지 못할 것이고, 2) 주거비 실거래가에 늦어도 12개월 시차를 두고 주거비 CPI/PCE가 내려올 것이며, 3) 주거비 제외 핵심 서비스 물가가 임금상승률에 시차를 두고 둔화되면서 전방위적 디스인플레이션이 가시화된다는 것이다.

논점: 추가적인 인플레이 부담이 가중되어 하반기 CPI 상승률이 다시 들리는가?

최근 ISM가격지수의 꾸준한 하락은 디스인플레이션에 힘을 실어주고 있음

최근 ISM 공급자배송시간 지수가 수 개월째 기준선을 하회하고 있는 점, 그리고 가격지수가 추세적으로 하락하고 있다는 사실은 향후 인플레이션 압력의 부활보다는 물가상승률 둔화라는 우리 견해에 무게를 실어주고 있다. 그럼에도 불구하고 하반기 들어 기저효과가 반대로 작용하면 (CPI 정점: 2022년 6월 9.1%) 물가상승률이 다시 들릴 수 있다는 의구심은 여전하다. 그리고 이러한 의구심이 연준의 추가 인상 필요성으로도 귀결되고 있는 것으로 보인다.

그림12 미국 ISM공급자배송시간 지수와 가격지수



주: * 제조업(12.4%), 서비스업(87.6%)으로 가중평균
 자료: US ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 ISM가격지수와 CPI 상승률



주: * 제조업(12.4%), 서비스업(87.6%)으로 가중평균
 자료: US ISM, 메리츠증권 리서치센터

추가적인 인플레이 압력이 들어오는 지에 대한 점검 필요:
 3개월 전 대비 변화율의 연율값이 기준이 될 수 있음

그러한 가능성을 판단하는 기준은, 최근 들어 새로이 인플레이션 압력이 가중되고 있는가를 보는 것이다. 그리고 파월 의장이 50~75bp 금리인상 단행시 거론했던 기준인 3개월 전 대비 변화율 (예: 2023년 3~5월 / 2022년 12월~2023년 2월)을 연율화해서 보는 방법이 유용하다. 다음 페이지의 그림 14~17은 그러한 기준에서 CPI의 세부 항목들을 도해한 것이며, 특징을 정리하면 다음과 같다.

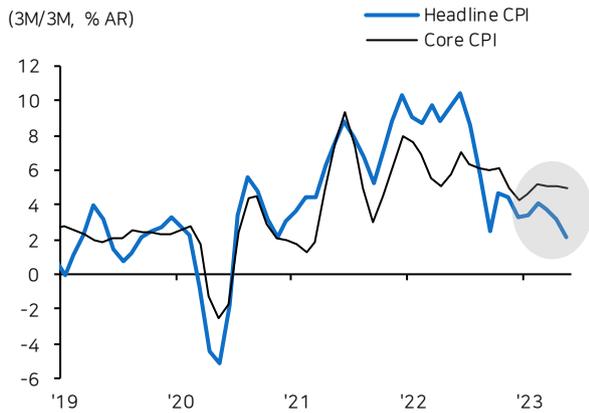
식료품과 에너지를 제외한 Core CPI의 3개월 전 대비 변화율의 연율값은 올해 2월(5.2%)에서 5월(5.0%)으로 내려 왔지만 거의 변한 것이 없다. 이는 인플레이션이 경직적이라는 증거일 수 있으며, 연준의 분명한 우려일 수 있다.

이를 기준으로 보면, 추가적인 인플레이 경감 중임이 확인됨

그러나 좀 더 세부적으로 들어가서, 중고차를 제외한 핵심 재화 CPI와 주거비 제외 핵심 서비스 CPI의 3개월 전 대비 변화율을 연율화하면 각각 1.5%와 2.8%로 낮아진 상태이다. 작년 이맘 때의 숫자가 적절한 비교 대상일 수 있다.

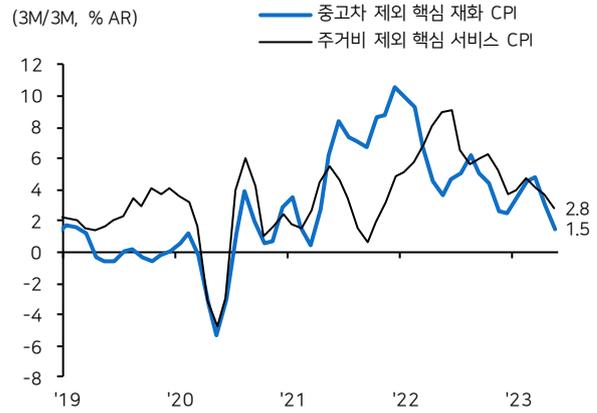
2022년 5~7월까지 중고차 제외 핵심 재화 CPI(3개월 전 대비 연율)는 각각 3.6%, 4.6%, 5.1%이고, 주거비 제외 핵심서비스 CPI는 각각 8.9%, 9.1%, 6.6%에 달했다. 어떤 기준으로든 추가적인 인플레이 압력은 경감되고 있는 것이다.

그림14 미국 Headline, Core CPI 상승률 (3m chg, AR)



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 핵심재화/핵심서비스 CPI 상승률 (3m chg, AR)



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

주거비 CPI를 같은 잣대로 보면 올해 5월 6.5%이며, 불과 3개월 전인 2월에는 9.5%였다. 작년 5~7월은 6.7%, 7.0%, 7.2%로 최근값보다 높다. 그렇다면 핵심 물가(Core CPI)가 좀처럼 꺾이지 않는 이유는 무엇일까? 답은 중고차 물가의 반등 때문이다.

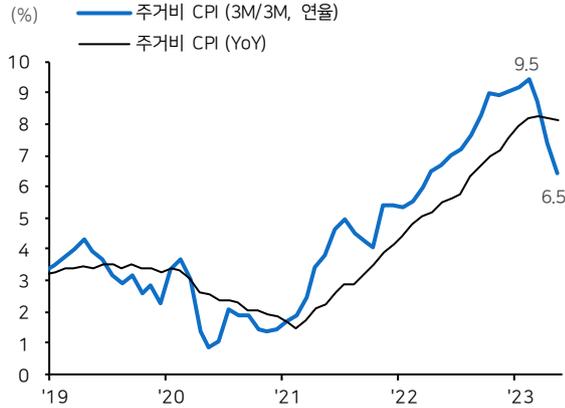
2분기 Core CPI/PCE가 경직적이었던 이유는 중고차 때문

올해 1~3월까지 Manheim.com에서 집계한 중고차 실거래가 지수가 8.5% 상승한 것이 2개월 시차를 두고 4~5월 물가에 집중적으로 반영되었다. 실거래가는 4월부터 반락하여 6월(217.3) 실적치는 연초(224.8) 수준을 하회한다. 6~8월 중고차 CPI가 빠르게 하락할 수 있음을 보여주는 증거이며, 그 하락은 높은 금리부담에서 비롯되는 것으로 이해되기에 지속적인 것으로 보인다.

중고차 실거래가는 반락 중

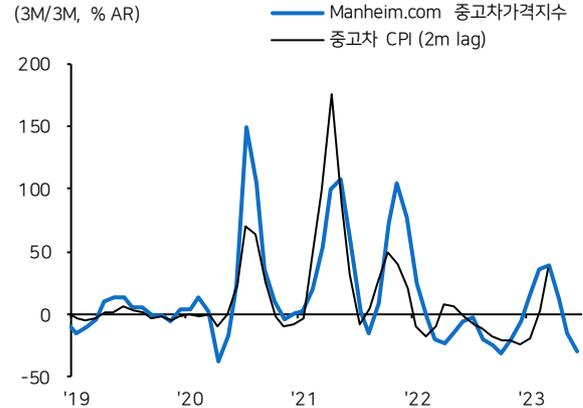
유사한 증거는 Core PCE에서도 관찰할 수 있다. 특히 그림 19번이 중요하다. 중고차를 제외한 Core PCE의 3개월 전 대비 변화율(연율)은 5월 3.7%이다. 작년 6월에 이 숫자는 5.3%이다. 다시 말하면 물가압력의 경감은 CPI/PCE에서 공히 관찰되는 것들이다. 이상은 하반기 들어 Core CPI 상승세가 재차 가속화될 가능성이 낮다는 것을 보여 주는 데이터 포인트이며, 당장 6월 Core CPI가 전년 대비 5.0%로 내려 앉으면서 관련 흐름이 확인될 것으로 예상된다.

그림16 미국 주거비 CPI 상승률 (3m chg, AR vs YoY)



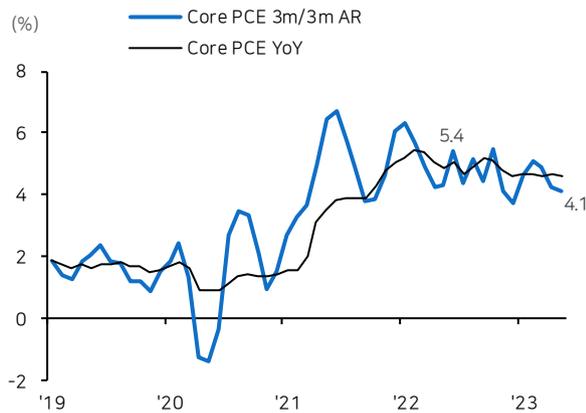
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림17 미국 중고차 실거래가 vs 중고차 CPI (3m chg, AR)



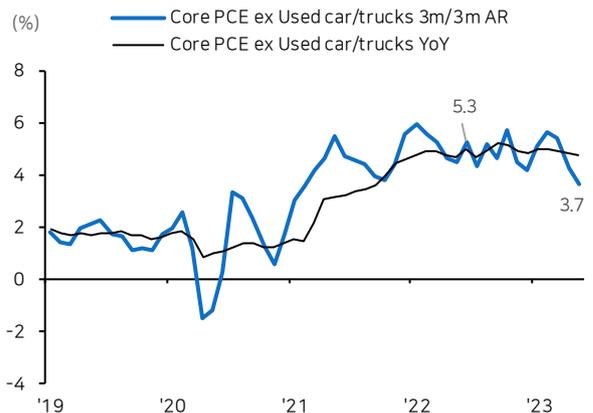
자료: US BLS, Manheim.com, 메리츠증권 리서치센터

그림18 미국 Core PCE 물가 상승률



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림19 미국 Core PCE (중고차 제외) 물가 상승률



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

통화정책 시사점

미국 경제가 추가 금리인상
감내할 수 있지만, 디스인플레
진행 중이기에 추가 인상은
불필요하다는 견해 자체는 유지

지금까지 우리는 1) 미국 경제가 추가적인 금리인상을 감내할 수 있는 체력임을 확인하였고, 2) 연준 금리인상의 목적인 인플레이 억제에 전방위적 디스인플레이션의 현실화로 소기의 성과를 낼 것임도 확인하였다. 6월이면 Core CPI(당사 5.0% 예상)가 연방기금금리(중간값 5.125%)를 밀돌게 되고, 통상 이러한 환경에서 금리인상이 중단되어 왔기에, 역사적인 경험을 준용할 때, 추가 인상은 여전히 불필요하다는 것이 필자의 견해이다.

단, 인플레이션이 여전히 목표치를 상회하고 있고, 클리블랜드 연은의 인플레이션 Nowcast에서 7월 CPI 및 PCE의 재가속 가능성이 "제기" 되고 있다는 사실을 고려해 본다면, 중앙은행 입장에서는 보수적 태도로 일관해야 할 필요성도 있다는 생각이다.

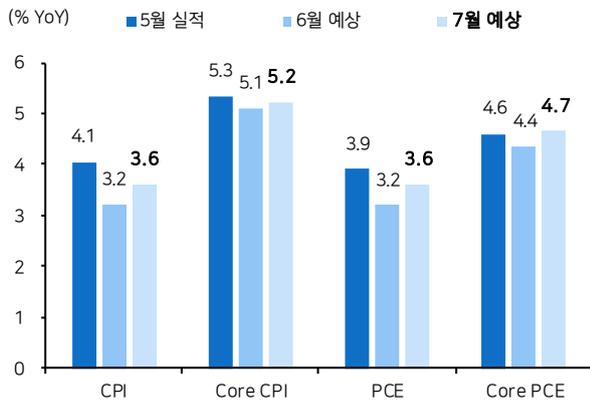
중앙은행의 입장에서 생각해 보면, 그간 발언과의 일관성 측면에서는 7월 인상 정당화 가능

현재 선물시장은 7월 중 25bp 금리인상이 이루어질 확률을 88%로 반영하고 있으며, 파월 의장이 의회 증언과 ECB Sintra Conference 등에서 추가 인상에 방점을 두는 발언을 해 왔다는 점에서 7월에 금리가 되려 동결될 경우 가이던스의 혼란을 유발할 위험도 생겼다. 따라서 인상 사이클이 7월까지의 연장될 수 있다고 생각한다.

그러나 그 이상의 금리인상은 불필요. 시중금리 정점 머지 않았음

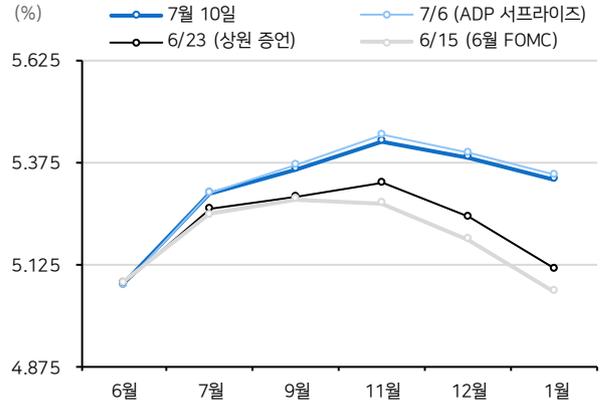
단순히 미국 경제가 추가 금리인상을 감당할 수 있다는 이유로, 또한 물가상승률이 당장 2%대가 아닌 이유로, 연준의 인상 사이클이 7월을 넘어 9월 혹은 11월까지 추가 연장될 가능성은 낮다고 생각한다. 그 때가 되면 디스인플레이션의 추가 진전으로, 금리가 동결되더라도 통화긴축의 강도가 더욱 강해지는 것이기 때문이다 (명목금리-물가상승률로 계산한 실질금리가 높아진다는 뜻임). 연준의 금리 인상이 이끄는 시중금리 정점은 머지 않았다는 생각이다.

그림20 클리블랜드 연은 Inflation Nowcast



자료: Cleveland Fed, 메리츠증권 리서치센터

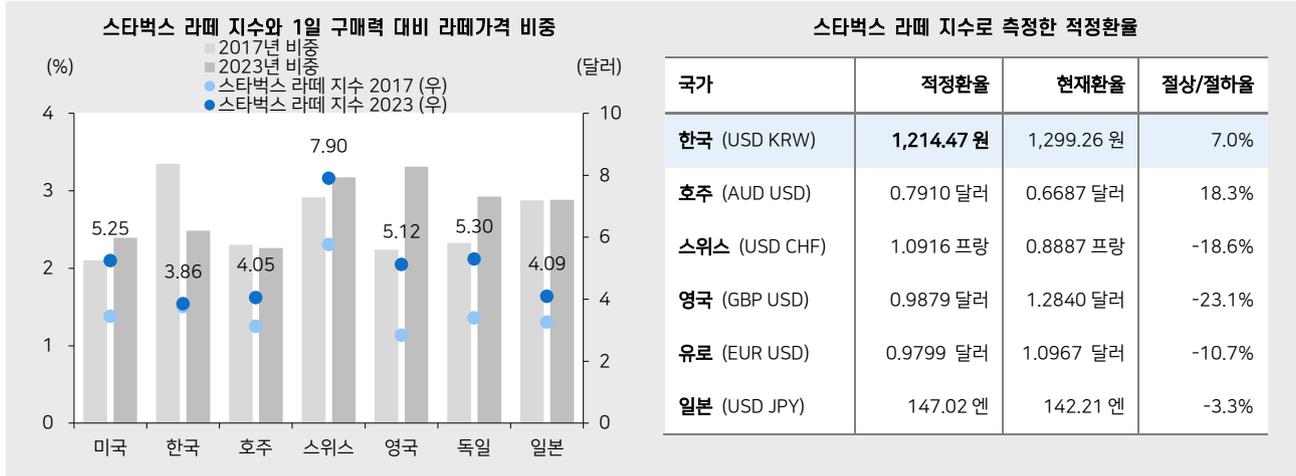
그림21 미국 선물시장에 반영된 FFR 내재금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 이승훈 연구위원

스타벅스 라떼 지수: 구매력 기반 장기 적정환율 산출



주: 1일 구매력=PPP per Capita(IMF)/365 로 계산. 유로존 스타벅스 가격은 독일 라떼가격을 기준으로 계산. 현재환율 23.7.7 증가기준
 자료: IMF, Bloomberg, Uber Eats, WSJ, 메리츠증권 리서치센터

빅맥지수를 대신해 구매력 평가에 사용되는 스타벅스 라떼 지수

'스타벅스 라떼 지수'가 빅맥지수를 대신하여 각국의 실질구매력과 적정환율을 계산하는데 이용되고 있다. 빅맥지수는 1) 빅맥 가격 및 구성의 상이성, 2) 빈번한 가격 인하 및 할인 세트 판매, 3) 정크푸드 기피 현상으로 인한 수요층 축소 영향으로 그 대표성이 떨어졌기 때문이다. 스타벅스 본사는 각 제품값을 라떼가격을 기반으로 산정한다. 따라서 라떼가격이 보다 구매력 측정 기준으로 적절하다.

각국의 구매력 대비 라떼 가격은 일정 수준을 유지

2023년 평균환율을 기준으로 각국의 스타벅스 라떼가격을 달러로 환산한 스타벅스 라떼 지수는 2017년 대비 평균 43.9% 상승했다. 각국의 스타벅스 라떼가격을 실질 구매력을 나타내는 1일 PPP (Purchasing Power Parity) per Capita(1인당 국민소득, GDP 기준)로 나눈 비중으로 라떼의 적정한 상대가격 비중을 구할 수 있다. 1일 PPP 대비 라떼가격의 상대 비중은 2017년 2.54%, 2023년 2.76%으로 실질 구매력 대비 가격은 유사한 수준으로 형성되어 있다.

이를 기반으로 일물일가의 법칙에 따라 실질 구매력 기반의 적정 환율을 계산할 수 있다. 그리고 이는 장기 환율 판단 기준으로 활용된다. 적정 라떼가격은 1일 구매력의 2.65%(2017년과 2023년 평균) 즉, 각국의 평균 구매력을 기준으로 카페라떼 37.7잔을 구매할 수 있도록 하는 가격을 산출하여 계산했다.

구매력 평가, 장기 적정환율 판단 기준으로 활용

적정환율을 계산한 결과 한국(1,214.47 원/달러), 호주(0.7910 달러/호주달러) 절상, 스위스(1.0916 프랑/달러), 영국(0.9879 달러/파운드), 일본(147.02엔), 유로(0.9799 달러/유로) 절하 돼야한다. 각국의 상황에 따라 커피 가격이 다른 물가에 비해 저렴한 경우(일본) 등의 일부 차이는 존재한다. 그럼에도 스타벅스가 가격을 인상하는 2~3년의 시계에서 구매력도 평균 16% 수준으로 성장하는 바를 고려할 때, 장기 시계열 적정환율 판단의 기준으로 활용 가능하다는 판단이다.

칼럼의 재해석 윤동준 연구원

미국 제조업 설비 건설, 아직 더 남았다 (EIG)

미국 내 제조업 설비 건설 지출액이 또 다시 고점을 갱신했다. 올해 들어 가파르게 상승하고 있는 제조업 설비 건설 지출액은 '23년 5월을 기준으로 +77% YoY로 상승세를 이어가고 있다. 아직 Northeast 지역의 경우엔 아직 착공된 프로젝트가 하나도 없는 것으로 보아, Northeast 지역의 제조업 설비 착공이 시작되면 제조업 설비 건설 지출액은 계속해서 고점을 갱신할 전망이다.

Northeast 지역에 실행이 예정되어 있는 대부분의 투자는 New York 주에 대규모 반도체 설비 투자이다. Micron은 한달 전인 6월에 200억 달러 규모 생산 거점 시설 건설을 위한 토지인허가를 마쳤다고 알려졌다. 이 외에도 미국 내 전 지역에서 총합 2,310억 달러 규모의 반도체 생산 설비 건설이 시작되고 있고, 진행되고 있다.

미국 내 반도체 생산 설비 구축엔 미국 내 반도체 장비 수요 증가가 따라올 것이다. 새로운 투자 계획이 계속해서 추가되며 전체 반도체 업체 CAPEX 규모에 대한 불확실성이 해소된다면, 반도체 장비 업체의 투자 매력도 또한 높아질 것으로 보인다.

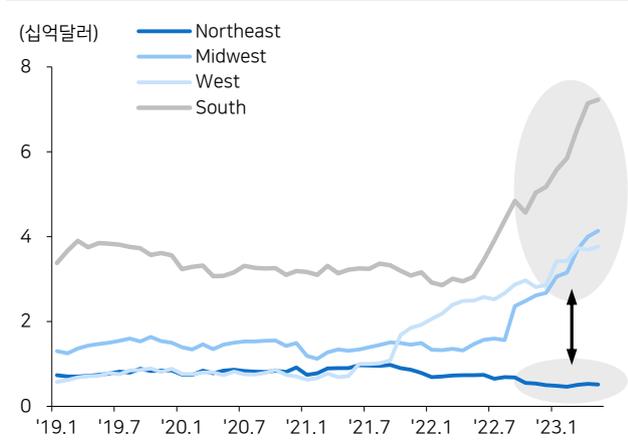
미국 제조업 설비 건설 지출, 지역 간 디커플링 국면

월간 제조업 설비 건설 지출
+77% YoY 상승,
Northeast 지역만 정체 중

미국 내 제조업 설비 건설 지출액이 또 다시 고점을 갱신했다. 올해 들어 가파르게 상승하고 있는 제조업 설비 건설 지출액은 '23년 5월을 기준으로 +77% YoY로 상승세를 이어가고 있다. 미국 정부는 리쇼어링에 대한 의지와 함께 IRA와 CHIPS 법안을 발표, 이에 미국 기업은 물론 해외 기업들 또한 미국 내 생산 설비 구축 투자를 통해 발빠르게 대응하고 있다. 이에 제조업 설비의 착공이 시작되며 리쇼어링이 현실화 되고 있는 것이다.

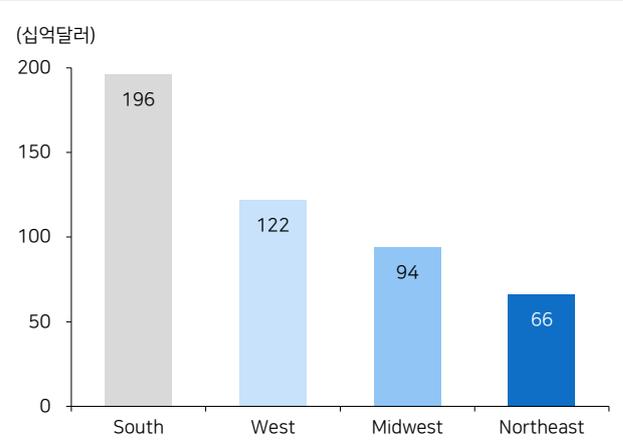
눈여겨 볼 점은 지역(Division)마다의 건설 지출액 상승 추세가 상이하다는 것이다. 연방 정부 차원에서의 동일한 혜택 하에 지역마다 실행될 투자 계획들이 발표되었음에도 불구하고, Northeast 지역의 경우엔 아직 착공된 프로젝트가 하나도 없는 것으로 보인다. Northeast 지역의 제조업 설비 착공이 시작되면 제조업 설비 건설 지출액은 계속해서 고점을 갱신할 전망이다.

그림1 미국 지역별 월간 제조업설비 건설 지출액 추이



자료: U.S. Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 지역별 제조업설비 민간투자 예정 규모



자료: INVEST.GOV, 메리츠증권 리서치센터

지역별 제조업 설비 건설 지출 동향

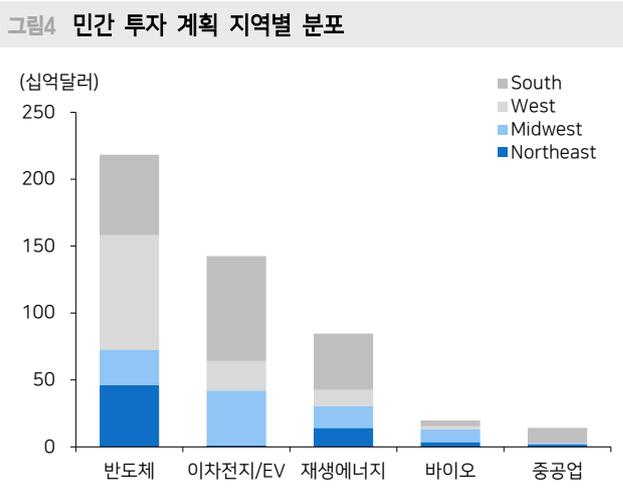
건설이 활발히 진행되고 있는 South와 달리 잠잠한 Northeast

미국은 지리적 구분으로 4개의 지역(Division)으로 나눌 수 있다. 1)California, Nevada, Arizona 등으로 구성된 서쪽 지역 West, 2)Ohio, Michigan 등으로 구성된 중앙 지역 Midwest, 3)Texas, Georgia 등으로 구성된 남쪽 지역 South, 4) New York, Massachusetts 등으로 구성된 동쪽 지역 Northeast가 있다.

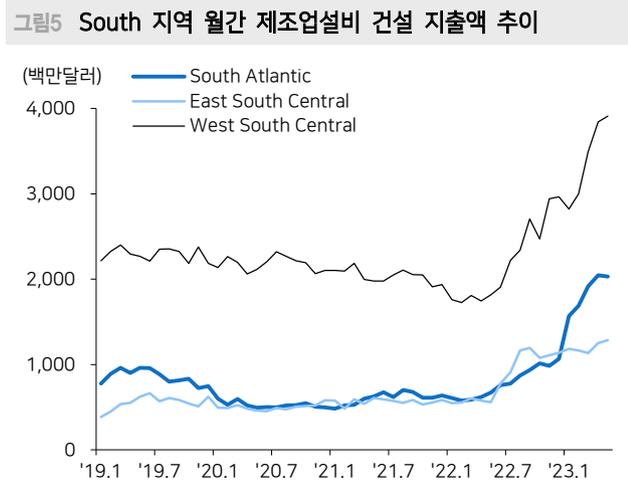
이 중 Northeast 지역은 면적 자체가 가장 작기는 하나, 제조업 설비 건설 지출 금액 상승세를 이어가고 있는 다른 지역에 비해 기존 수준을 유지하고 있다. 이에 비해 South 지역은 가장 가파른 상승세를 이어가고 있다. South 지역은 예전부터 Texas를 중심으로 전통 제조업 설비 건설이 진행되어 왔었으며, 여기에 IRA 통과 이후 이차전지 및 EV, 재생에너지 관련 투자가 실행됨에 따라 제조업 설비 건설 지출 금액이 가파르게 증가해왔다.



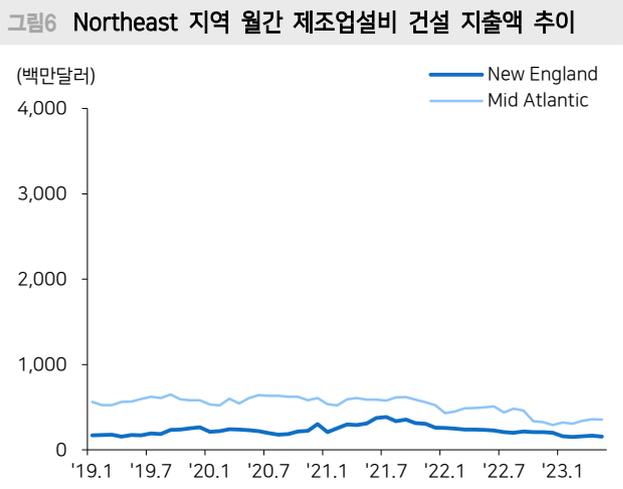
자료: U.S. Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터



자료: INVEST.GOV, 메리츠증권 리서치센터



자료: U.S. Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터



자료: U.S. Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

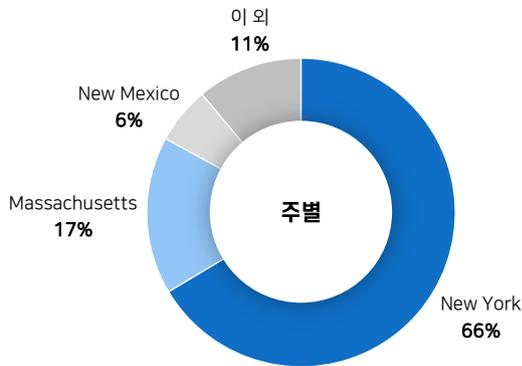
Northeast엔 어떤 투자가 기다리고 있을까

Northeast엔 New York 주를 중심으로 반도체 생산 설비 투자 기다리고 있는 중

Northeast 지역에 실행이 예정되어 있는 대부분의 투자는 New York 주에 대규모 반도체 생산 설비 투자이다. 1)IBM은 양자컴퓨팅 반도체 개발 및 생산을 위한 거점 시설 구축을 위해 200억 달러 규모의 투자 계획을 발표하였으며, 2)Micron은 미국 내 최대 생산 거점 시설을 구축하기 위해 '30년까지 200억 달러, '40년까지 1,000억 달러를 투자하겠다고 발표했다.

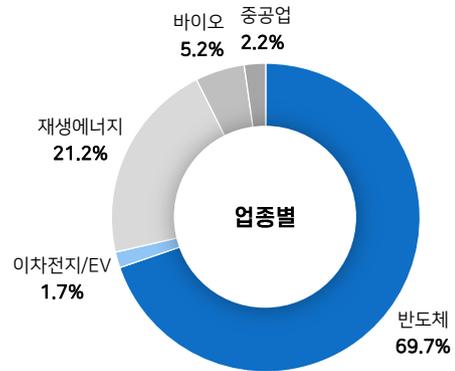
이런 투자 계획들은 곧 실행되며 착공에 이를 것으로 보인다. 반도체 설비 투자는 CHIPS 통과 이후에도 1)업황에 따라 증산 및 증설 지연을 고려했던 점, 2)미국 정부에서 요구하는 조건이 까다로웠던 점 때문에 상대적으로 지연되었던 것으로 풀이된다. 그럼에도 이제는 투자가 실행되어 착공될 것으로 보이며, 실제로 Micron은 한달 전인 6월에 200억 달러 규모 생산 거점 시설 건설을 위한 토지인 허가를 마쳤다고 알려졌다.

그림7 Northeast 지역 주별 제조업설비 민간투자 비중



자료: INVEST.ORG, 메리츠증권 리서치센터

그림8 Northeast 지역 업종별 제조업설비 민간투자 비중



자료: INVEST.ORG, 메리츠증권 리서치센터

표1 Northeast 지역 주별 주요 제조업설비 민간투자 계획 상세

주	투자사	규모 (억 달러)	내용
New York	IBM	200	양자컴퓨팅 시설
	Micron	2030년까지 200 2040년까지 1,000	반도체 제조 시설
	Anovion	2.9	흑연 음극재 제조 시설
Massachusetts	Iberdrola	100	해상풍력 단지
	Avangrid Renewables and Prysman Group	미정	해상풍력 관련 부품 제조 시설
	HYM Investment Group	2.8	바이오 R&D 시설
New Mexico	Intel	35	반도체 제조 시설
	PNM Resources	3.4	전력망 현대화
	Manna Capital and Ball Corp	20	알루미늄 압연 시설

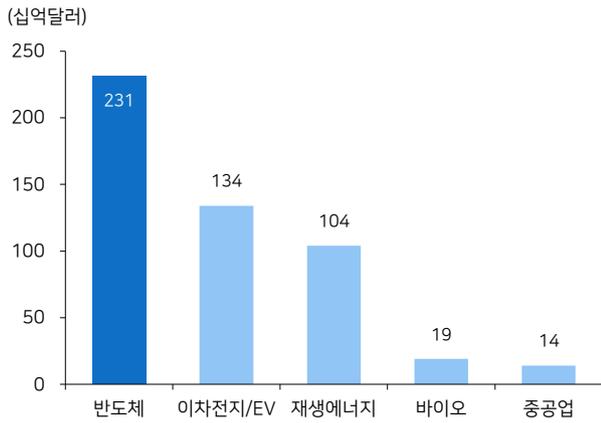
자료: 메리츠증권 리서치센터

Northeast뿐만이 아닌 반도체 설비 건설

Northeast뿐만이 아닌 미국 전역에 실행될 반도체 생산 설비 투자

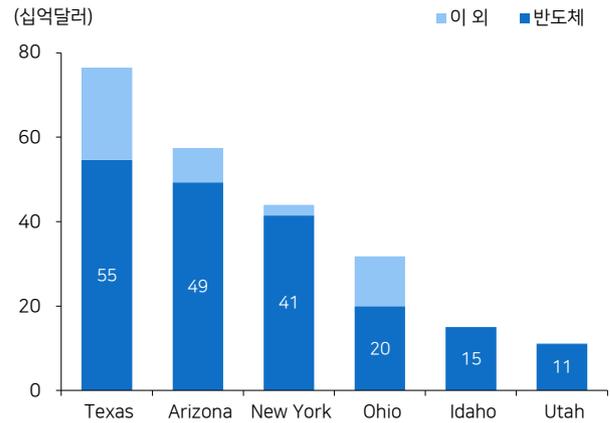
Northeast뿐만이 아니라 미국 내 전 지역에서 반도체 생산 설비 건설이 시작되고 있고, 진행되고 있다. 바이든 행정부가 들어선 이후에 계획 및 진행되고 있는 반도체 생산 설비 투자 금액만 2,310억 달러이며, 이는 반도체 외 다른 업종 모두에서의 투자 금액의 합과 맞먹는다. Texas, Arizona, New York을 중심으로 투자가 계획되어 있으며, 투자사는 Texas Instruments, Micron, TSMC, Intel 등이다.

그림9 바이든 행정부 하 업종별 제조업 간 투자 계획 규모



자료: INVEST.ORG, 메리츠증권 리서치센터

그림10 반도체 관련 제조업 민간 투자 상위 6개 주



자료: INVEST.ORG, 메리츠증권 리서치센터

표2 반도체 관련 제조업 민간 투자 상위 6개 주 주요 투자 계획

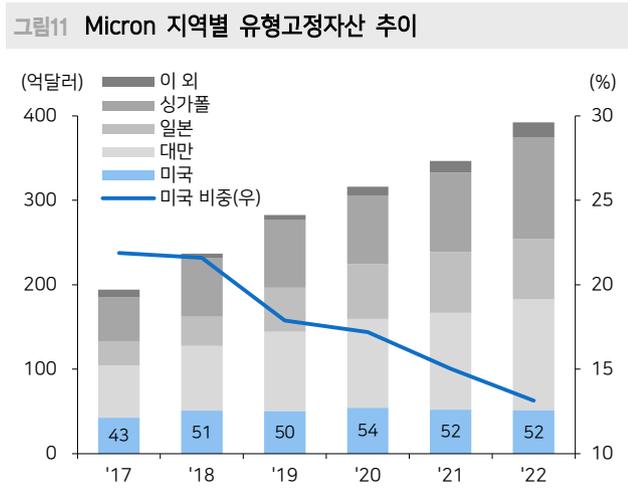
주	지역	투자사	규모 (억 달러)	내용
Texas	South	Texas Instruments	300	반도체 제조 시설
		Samsung	170	반도체 제조 시설
		Tesla	100	Giga-Factory, EV 제조 시설
Arizona	West	TSMC	280	반도체 제조 시설
		ABF	12	이차전지 제조 시설
		LGES	55	이차전지 제조 시설
New York	NorthEast	IBM	200	양자컴퓨팅 시설
		Micron	200	반도체 제조 시설
		Anovion	2.9	흑연 음극재 제조 시설
Ohio	Midwest	Intel	200	반도체 제조 시설
		Honda&LGES	44	EV 및 이차전지 제조 시설
		FirstSolar	30	태양광 패널 제조 시설
Idaho	West	Micron	150	반도체 제조 시설
Utah	West	Texas Instruments	110	반도체 제조 시설
		Thermo Fisher	0.4	바이오 연구 시설

자료: 메리츠증권 리서치센터

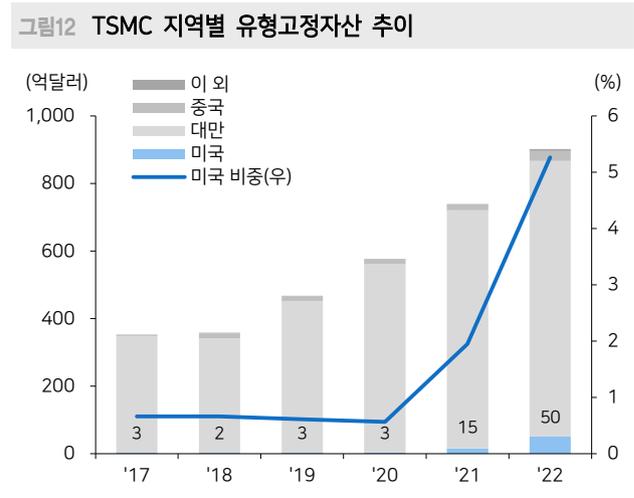
- 1) 해외 생산 중심 업체들
- 2) 기존 미국 생산 중심 업체들
가리지 않고
- 모두 미국 생산 설비 투자 계획

투자사인 Texas Instruments, Micron, TSMC, Intel은 증가해가는 반도체 수요에 맞춰 '17년부터도 꾸준히 투자 통해 생산 설비를 늘려왔었다. 다만 이 네개의 회사는 생산 설비들이 위치한 국가의 비중이 상이하다. 각사의 국가별 생산 설비 규모를 살펴보면 1)대만을 중심 거점으로 두는 Micron과 TSMC, 2)미국을 중심 거점으로 두는 Intel과 Texas Instruments로 나눌 수 있다.

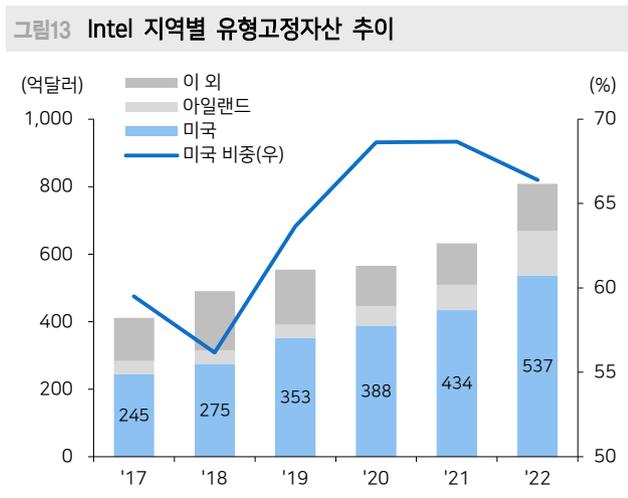
1)Micron과 TSMC의 경우, 이번 생산 설비 투자를 통해 미국 내 기존 유형고정자산의 규모가 유의미하게 증가할 것으로 관측된다. 특히 Micron의 경우엔 발표했던 중장기적 투자 계획인 '40년까지 1,000억 달러의 시설 투자를 실행하게 된다면, 생산 중심 거점이 대만에서 미국으로 옮겨질 것으로 보인다. 2)Intel과 Texas Instruments의 경우엔 기존에도 꾸준히 미국 내 투자를 이어왔기 때문에, 이번 CHIPS 혜택을 통해 기존에 이뤄졌던 투자 대비 더욱 효율적인 투자 실행이 가능해졌다.



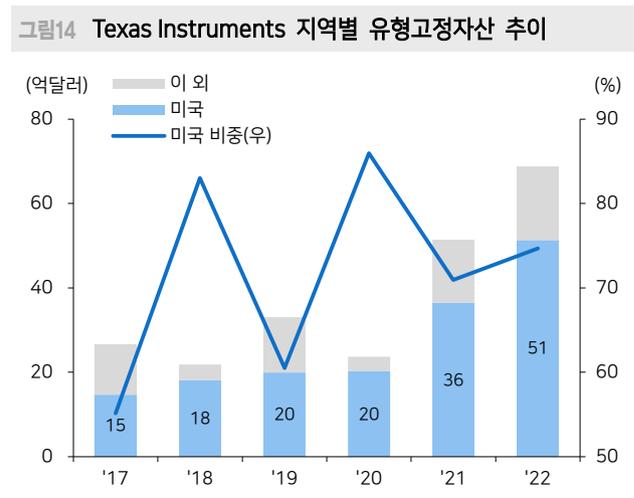
자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: 메리츠증권 리서치센터

당연하게 따라오는 미국 내 반도체 장비 수요

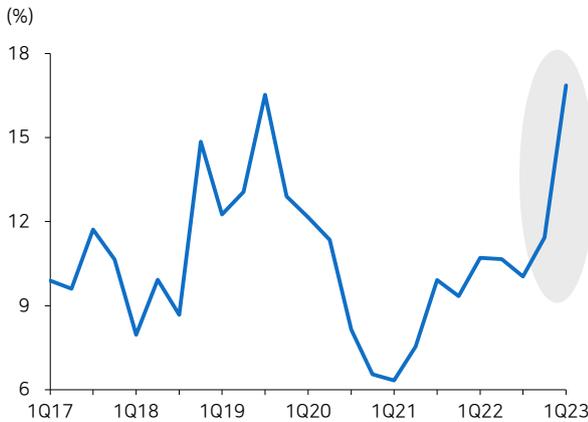
미국 내 반도체 생산 설비 투자에 따라 미국 내 반도체 장비 수요도 증가

미국 내 반도체 생산 설비 구축엔 미국 내 반도체 장비 수요 증가가 따라온다. 대표 반도체 장비 업체인 ASML, Applied Materials, Tokyo Electron, Lam Research의 미국 매출은 계속해서 고점을 갱신, 그리고 미국 매출 비중은 1Q23에 전고점을 갱신했다.

대중국 수출 통제로 중국 매출 타격 있을 것으로 보임

반도체 업체들은 생산 설비 구축에 있어 원가, 노동력, 법인세 혜택이 유리하게 작용했던 대만, 중국 등을 신규 거점으로 투자를 실행해왔다. 이에 미국향 반도체 장비 매출은 감소해왔으며, 매출에서 차지하는 비중 또한 낮게 유지되었다. 하지만 CHIPS 통과 이후 1Q23부터 투자가 실행되고 있고, 미국 반도체 생산 설비 투자량 주문이 고객사로 인도되기 시작하며 가파른 미국향 매출 성장을 보여주고 있다. 이에 반해 중국향 매출 비중은 정체되어있으며, 미국의 대중국 반도체 장비 수출 통제 조치로 인해 감소할 것으로 보인다.

그림15 대표 반도체장비 업체 4개사 미국 매출 비중 추이



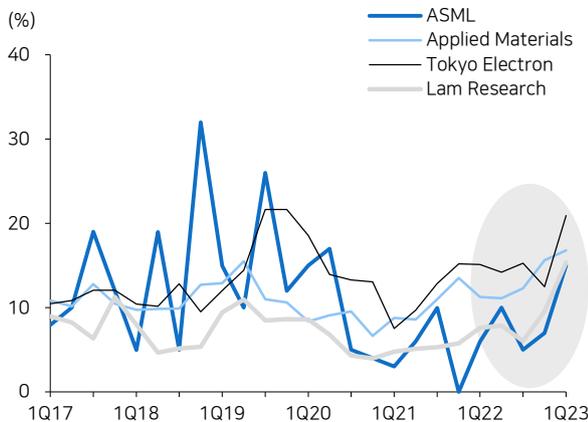
주: ASML, Applied Materials, Tokyo Electron, Lam Research 매출의 합
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 대표 반도체장비 업체 4개사 매출액 추이



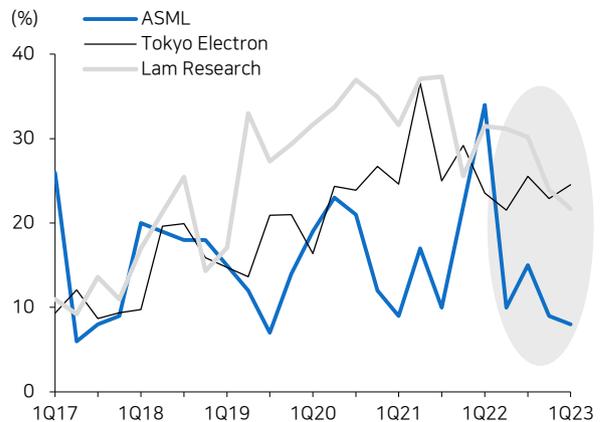
주: ASML, Applied Materials, Tokyo Electron, Lam Research 매출의 합
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 대표 반도체 장비 업체 미국 매출 비중 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 대표 반도체 장비 업체 중국 매출 비중 추이



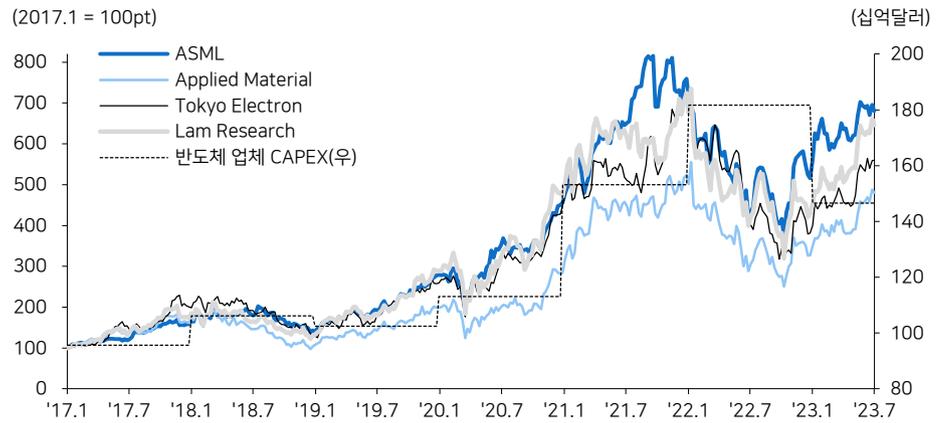
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이 네개의 반도체 장비 업체의 주가는 반도체 업체들의 생산 설비 투자 계획에 따라 움직여왔다. 그리고 실제로 실행되는 반도체 업체의 CAPEX에는 1년 정도 선행하는 모습을 보이고 있다.

미국 CAPEX 증가가 전체 CAPEX 상승을 견인한다면, 반도체 장비 투자 매력 높아질 것

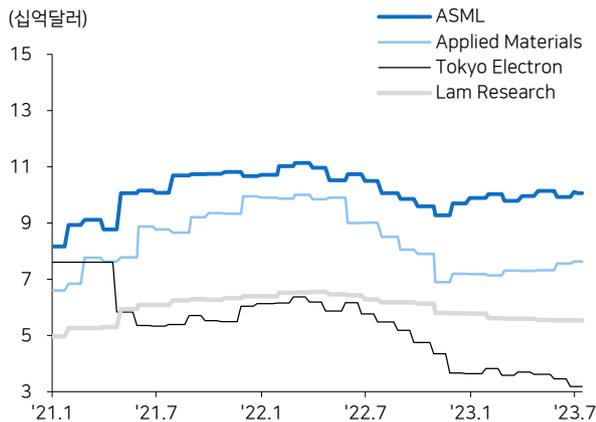
현재 1)반도체 장비에 대한 대중국 수출 규제에 따른 중국 생산 설비 확장 제한, 그리고 2)CHIPS 혜택 하에 미국 생산 설비 확장, 이 두가지 요인이 줄다리기를 하고 있으며, 전체 반도체 업체 CAPEX 규모에 대한 불확실성으로 잔존하고 있다. 미국 내 생산 설비 투자가 실행되고, 이에 이어서 새로운 투자 계획이 계속해서 추가되며 불확실성이 견인한다면, 반도체 장비 업체의 투자매력도 또한 높아질 것으로 보인다.

그림19 대표 반도체 장비 업체 상대주가 및 반도체 업체 CAPEX 추이



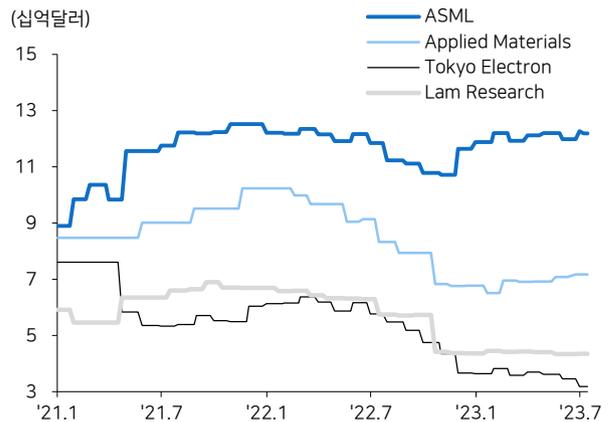
주: 2023년 반도체 업체 CAPEX는 추정치
 자료: Statista, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 대표 반도체 장비 업체 12M FWD EBITDA 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 대표 반도체 장비 업체 24M FWD EBITDA 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: Factory Boom in the Mountain West and Upper Midwest Accelerated into the Spring (EIG)