

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 8. 16 (수)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

주인 없는 미국채?

칼럼의 재해석

파나마 가문의 영향

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



▲ 해외채권/크레딧
Analyst **임제혁**
02. 6454-4898
jeyhyuk.im@meritz.co.kr

주인 없는 미국채?

- ✓ 미국채 공급물량 확대에 시장 과도하게 민감한 측면 있음. 최근 텀 프리미엄 상승
- ✓ 일본을 제외한 외국인 투자자들 수요 확대되고 있으며, 은행 또한 미국채 매수 여력 늘어
- ✓ 올해 미국채 입찰 양호한 추이 확인하며 수급 부담 덜어낼 것

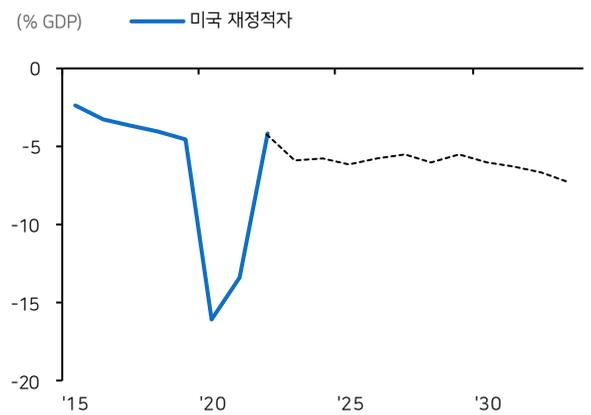
미국 텀프리미엄 정상화 우려

미국채 발행물량 부담, 실질적인 수요처 부재에 대한 우려

상향조정되는 경기 전망과 더불어 미국채 공급물량 부담이 확대되면서 미국채 금리의 상방 압력이 유지되고 있다. 연준의 QT가 지속되는 가운데 일본 중심의 외국인 그리고 은행의 수요가 약화될 것이라는 전망에 힘이 실리면서 늘어난 공급물량을 받아줄 실질적인 수요처가 없다는 우려가 커지고 있다.

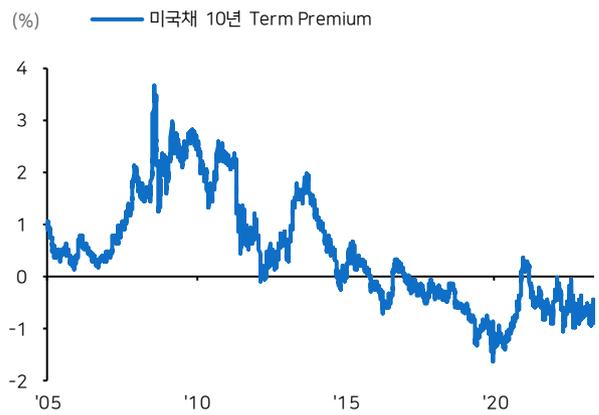
이로 인해 미국채 3년, 10년 입찰은 견조한 입찰 이후, 30년 입찰 또한 평년 대비해서는 양호한 실적을 보였음에도 장기채 금리의 변동성이 확대되었다. 이에 추세적으로 낮아져 온 텀 프리미엄의 정상화 가능성까지 거론되고 있지만, 시장의 반응이 수급에 과도하게 민감한 측면이 있는 것으로 판단된다.

그림1 미국 재정적자 확대 추이 지속 예상



자료: CBO, 메리츠증권 리서치센터

그림2 기간프리미엄의 정상화 가능성?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

누가 늘어난 미국채를 사줄까?

일본 YCC 정책 조정 이후
외국인 수요 부진 가능성 제기

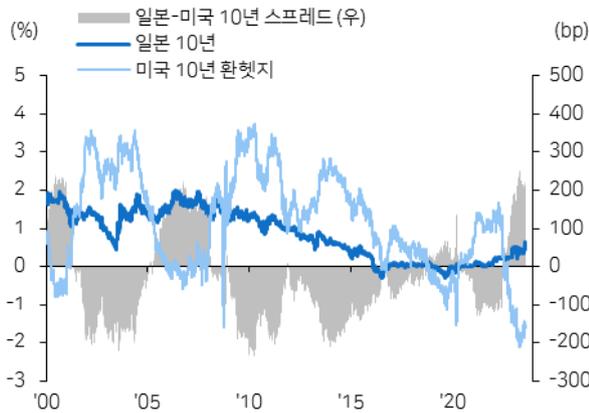
우선 외국인부터 살펴보면 일본의 미국채 수요가 약화된 것은 사실이다. 글로벌 긴축 기조 가운데에서도 완화적인 정책을 유지하면서 엔화가치가 크게 절하되었고, 이로 인해 미국채 투자 과정에서의 환헷지 비용이 급증했다<그림 3>. 지난 7월 YCC 정책의 조정으로 일본 장기채 금리가 상승하면서, 추가적인 이탈 가능성도 부각되고 있다.

미국 상업은행 미국채 투자 부진

또한 미국 은행들을 중심으로 지난해 SLR 규제 정상화에 이어 대출 수요가 반등하며 미국채 잔고가 감소했다<그림 4> 지난 3월 SVB 사태로 인해 중소형 은행들의뱅크런 사태가 불거지면서 추가적인 미국채 매수 여력이 위축되기도 했다.

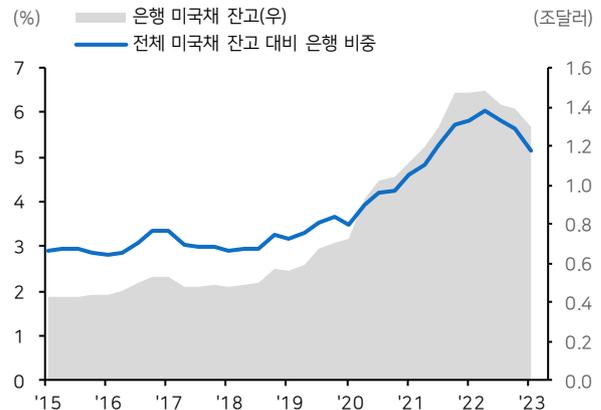
안정적인 투자자인 외국인, 은행의 수요가 약화가 연준의 QT와 맞물리면서 지난해에는 미국채 시장의 유동성 여건이 악화 이슈가 부각되었다.

그림3 낮은 엔화가치로 일본인 투자자들의 환헷지 비용 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

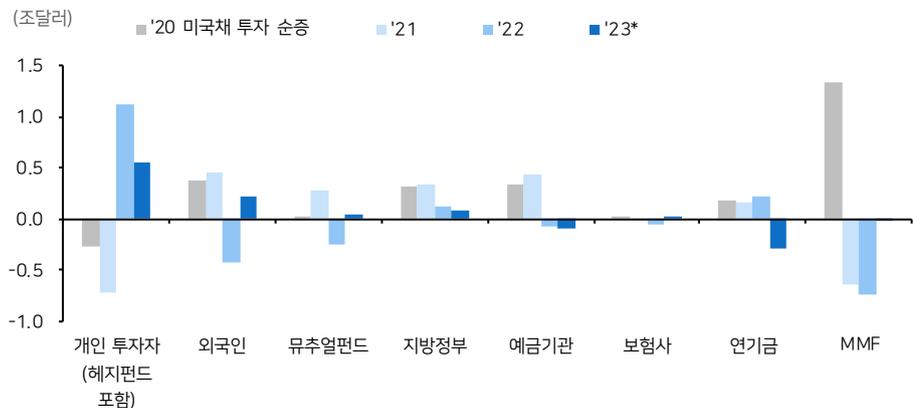
그림4 미국 은행, 올해 3월까지 미국채 잔고 줄어



주: 2023년 3월 기준

자료: Federal Reserve Board, 메리츠증권 리서치센터

그림5 헤지펀드 중심으로 Domestic 수요 견조, 외국인도 일부 회복



주: 2023년은 1분기 기준

자료: Federal Reserve Board, 메리츠증권 리서치센터

펀드 중심의 domestic 수요
뒷받침 되고 있어

우려에도 불구하고, 유동성 리스크는 채권시장의 변동성이 축소되면서 완화되는 흐름을 보였다. 이는 일본을 제외한 외국인의 수요가 되살아나는 가운데, 헤지펀드를 중심으로 domestic 투자자들의 견조한 매수세가 지속된 영향이 컸다.

외환보유고 다시 늘어나면서
미국채 투자 증가될 것

외국인들의 미국채 수요는 글로벌 외환보유고와 연관성이 높다<그림 6>. 지난해 달러가치가 급격하게 절상된 영향으로 통화가치 방어를 위해 외환보유고가 급격하게 줄어들었다. 다만 최근 신흥국을 중심으로 외환보유고가 재차 늘어나고 있는데, 미국의 긴축 기조가 완화되며 달러 강세가 제한적인 흐름을 고려한다면, 외환 보유고의 회복세는 지속될 것으로 보인다.

일본 외 지역에서 미국채 투자
확대

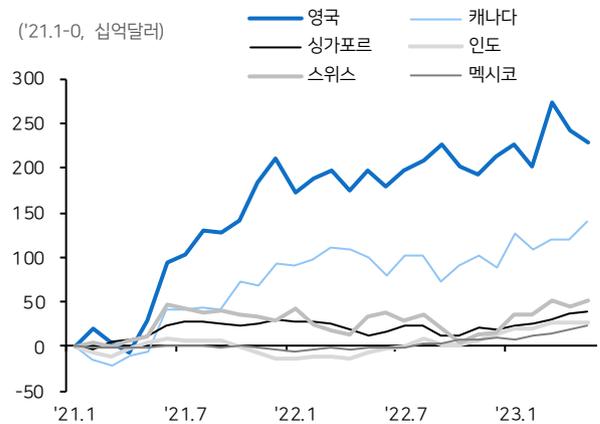
국가별로 보더라도 외환보유고 감소폭이 컸던 싱가포르나 인도 등 일본을 제외한 국가들의 미국채 수요는 올해 회복되고 있다. 이에 더해 통화가치의 절하폭이 상대적으로 적었던 영국이나 유럽을 중심으로 견조한 미국채 수요가 지속되었다<그림 7>.

그림6 글로벌 외환보유고 회복에 따른 미국채 투자 증가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 일본을 제외한 국가들 미국채 수요 유입



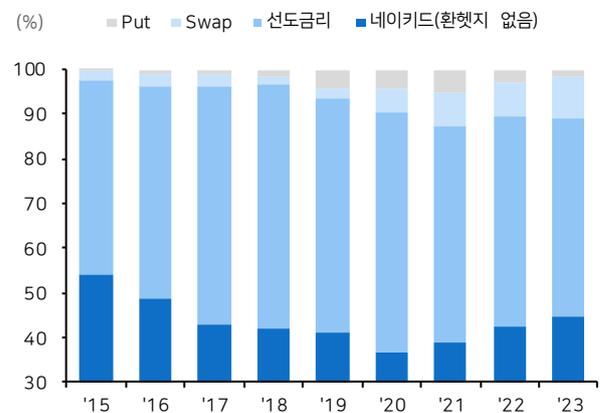
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 일본 미국채 매도세 진정되는 흐름



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림9 환헷하지 않은 일본 투자자들 비중 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

일본, 미국채 매도세 제한적일 것

이에 더해 일본의 추가적인 미국채 매도세도 제한적일 가능성이 높아 보인다. 지난해 환헷지포지션을 청산하면서 미국채 투자가 크게 줄어들었으나, 최근에는 높아진 미국채 금리 매력을 활용하면서 환헷지를 하지 않은 네이키드 포지션이 늘어나고 있다<그림 8, 9>. 그 외에도 변동성이 일부 확대되는 부담이 있으나, 헷지 포지션을 다양화하면서 미국채 매수세가 일부 회복되고 있다.

한편 미국 상업은행은 코로나 국면에서 예금은 빠르게 늘어났으나, 대출 수요가 회복되지 않으며 미국채 투자를 크게 늘렸었다. 그러나 중소형 은행을 중심으로 뱅크런 이슈가 불거지면서 여유 자금이 축소되었고, 이는 부진한 미국채 투자로 이어졌다.

다만 은행의 미국채 매수 여력은 개선된 것으로 판단하는데, 미국 대형은행 중심으로 현금상 자산은 늘어나고 있는 반면에 대출 수요가 부진하기 때문이다<그림 10, 11>. SVB 사태 이후로 대출태도가 긴축된 상황에서, 은행의 미국채 수요는 점차 늘어날 것으로 예상된다.

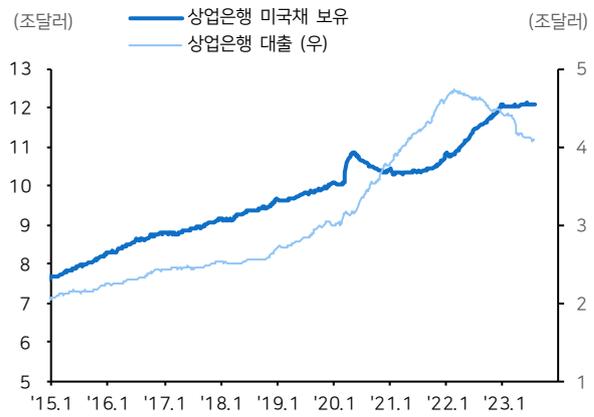
최근 미국채 금리 급등 구간에서 공격적인 투자를 주로 하는 레버리지 펀드의 숏 포지션 확대가 주목을 받고 있다. 이는 미국채 금리의 변동성을 확대할 수 있는 요인이나, 숏 커버링의 영향력 또한 커지며 미국채 금리의 방향이 바뀌는 국면에서 하락폭을 확대하는 요인으로 작용할 수 있다.

그림10 대형은행 중심으로 현금성 자산 회복



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림11 감소하는 대출 여파로 미국채 투자 늘어날 가능성



주: 2023년 3월 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

수급 우려, 올해 단기적인 부담은 우려보다 제한적

올해 이표채 발행물량 부담 크지 않아

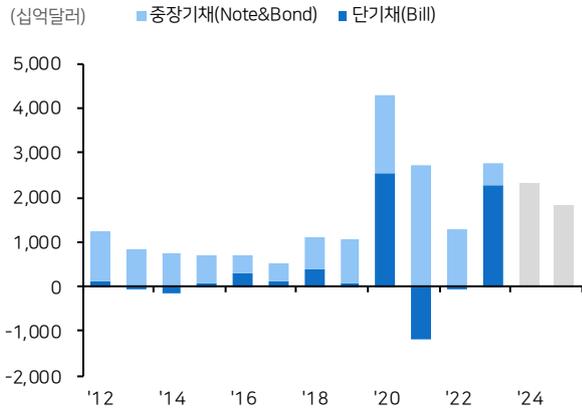
우려가 높았던 8월 미국 이표채 입찰에서 예상보다 견조한 시장의 수요를 확인했다. 이는 단기채 비중(bill) 발행이 높게 유지되며, 올해까지 감내해야 하는 이표채 발행부담은 크지 않기 때문이다<그림 12>. 연간으로 봤을 때, 올해 순발행 예정인 이표채 발행물량은 코로나 이전 평년보다도 더 적은 수준이다.

8월 입찰에서도 응찰률, 외국인 수요 양호한 추이 지속

미국채 30년 입찰도 부진했다기보다 평범한 수준의 입찰 결과를 기록했다. 응찰률은 6~7월보다 다소 낮아지기는 했으나, 평년보다 높은 수준을 유지했다. 외국인 수요의 proxy인 간접낙찰률 또한 2022년 이후의 높아진 수준을 기록했다<그림 14,15>.

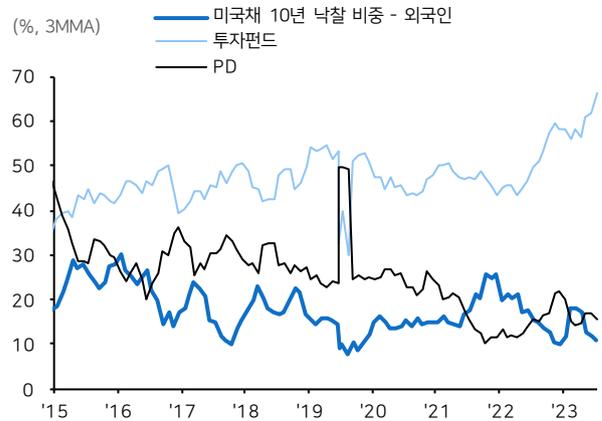
현재 시장이 반영하고 있는 발행물량 부담은 2024년 이후의 우려가 선반영된 측면이 크다. 올해 양호한 입찰성과를 확인하면서 미국의 늘어난 발행물량 부담 우려는 점차 덜어질 가능성에 무게를 둔다.

그림12 연내 증장기채 소화 부담은 높지 않아



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림13 투자펀드 중심으로 입찰 수요 견조해



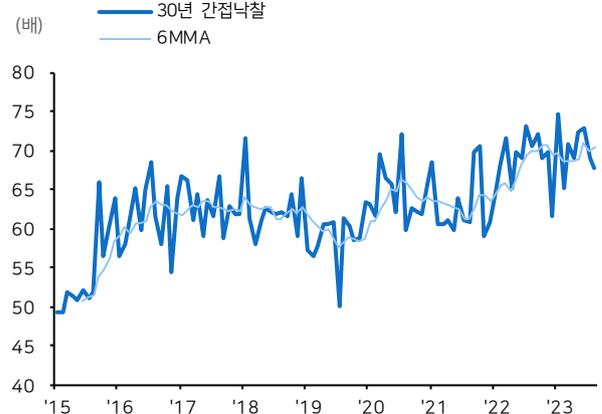
자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림14 30년물 응찰률 또한 양호한 추이



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림15 외국인들 30년 입찰 수요 또한 과거 대비 높은 수준



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

미국채 금리, 수급의 상방압력은 약화될 것

미국채 금리 움직임을 구성요소별로 살펴보면 단기금리경로와 텀 프리미엄으로 구성된다. 텀프리미엄은 단순히 단기채를 긴 기간동안 풀오버하는 대신에 장기채에 투자함으로써 발생하는 리스크의 프리미엄이다. 이는 주로 1) 인플레이 경로에 대한 불확실성 2) 수급적인 요인 3) 그 외에 통화정책의 급변 리스크를 반영한다.

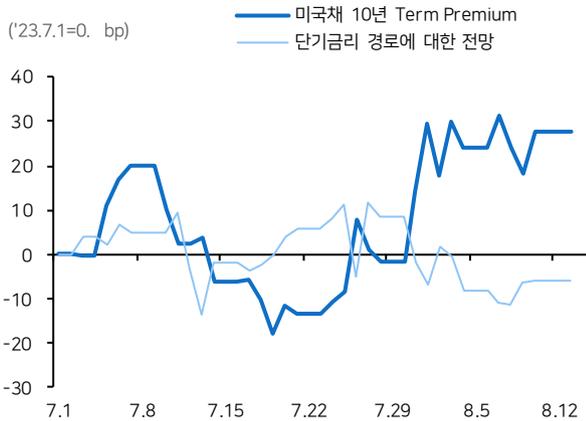
최근 금리 상승 수급 요인 커

최근 텀프리미엄과 단기금리 경로로 본 미국채 금리 상승세는 대부분 수급적인 요인에서 기인한 것으로 판단된다. 인플레이 리스크 프리미엄은 최근 물가 둔화세를 확인하면서 낮은 수준을 유지했을 것으로 예상된다. 통화정책 불확실성도 9월을 끝으로 긴축 사이클이 마무리될 것이라는 기대가 우세해졌기 때문에 추가적인 확대는 제한적이었던 것으로 보인다.

수급의 금리 상방 압력 약화될 것

경기 상향 조정과 맞물리며 시장의 수급 민감도가 높아졌으나, 미국채 시장의 자금유입 흐름을 고려해볼 때 발행물량이 소화되기 어려운 환경은 아닌 것으로 판단한다. 펀더멘탈 둔화와 함께 금리의 상방 압력은 점차 약화될 것으로 예상된다.

그림16 최근 미국채 금리 상승, 발행물량 부담 우려 영향 커



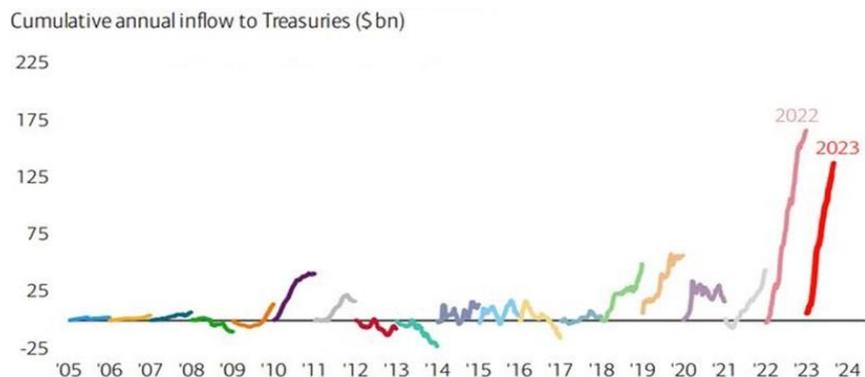
자료: Adrian, Crump et al. (2013), 메리츠증권 리서치센터

그림17 인플레이를 중심으로 통화정책 리스크 완화될 것



자료: 자료: D'Amico et al. (2018), 메리츠증권 리서치센터

그림18 연간 미국채 누적 펀드플로우



자료: Bank of America, EPFR

칼럼의 재해석 오정하 연구원

파나마 가문의 영향 (PHYS ORG)

태평양과 대서양을 잇는 파나마운하 가문이 심각해지며 대기 선박 숫자가 대폭 늘어나고 있다. 이에 파나마운하청(ACP)은 병목현상을 완화하기 위한 통행량 제한, 흘수 제한 등 조치를 실시하고 있다. 지난 8월 10일 Neo-Panamax 선박의 최대 흘수를 13.41m(44피트)로 제한했고, 2024년 9월까지도 유지될 전망이다이라고 발표했다. 통행량은 일일 32척으로 제한했는데, 과거 평균은 일일 36척 수준이다.

이에 선사들은 선적량을 줄이거나 화물 운송 비용을 인상하고 있다. 마젤란해협 등 다른 항로는 통행시간이 추가 23일이상 소요돼 대안이 되기 어렵다. 파나마운하 통행 선종별 비중은 컨테이너선 22%, 벌크선 21%, 유조선 21% 순이다. 2024년까지 제한조치가 유지되며 파나마운하 정체 이슈는 해운업 전선종에서 선박수급, 운임에 지속적으로 영향을 미칠 개연성이 있다.

파나마운하 가문 지속

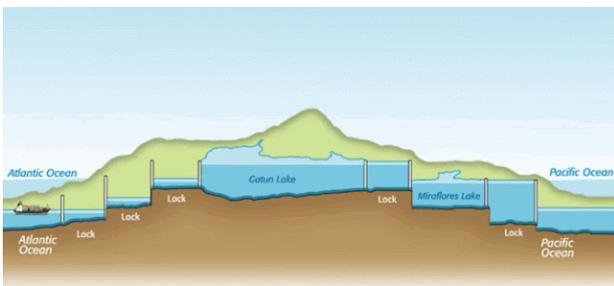
파나마운하는 전세계 교역량의 6%를 담당하는 주요 통로

태평양과 대서양을 잇는 파나마운하가 100년만에 최악의 가뭄을 겪으며 선박운항에 지장을 받고 있다. 파나마운하는 전세계 교역량의 6%를 담당하는 주요 통로다. 미국 전체 컨테이너 물동량의 40%가 파나마운하를 통행한다. 운하 운용에 필요한 물을 공급하는 호수 수위가 강수량 부족으로 최저 수준으로 떨어지며 파나마운하청(ACP)는 대형 선박의 선적량 및 통행량 제한에 들어갔다.

바닷물이 아닌 호수 물을 끌어쓴다

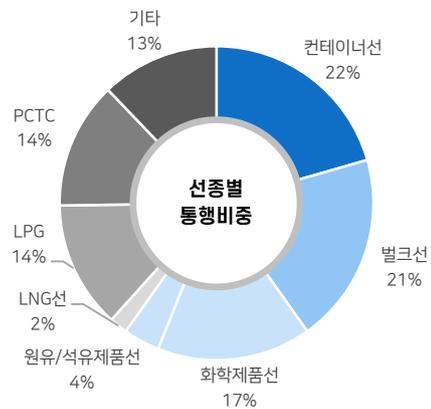
파나마운하는 배가 갑문에 들어서면 문을 닫고, 다음 갑문과 수위를 맞추기 위해 물을 끌어다 넣거나 빼는 방식으로 운영된다. 가튼호를 중심으로 태평양쪽과 대서양쪽에 각각 갑문 3개씩 모두 6개 갑문으로 이뤄져 있는데, 호수 물을 끌어쓴다는 점이 특징이다. 그러나 엘니뇨 현상이 일어날 때마다 강수량이 감소하며 극심한 가뭄을 겪고 있다. 2023년 첫 5개월 간 운하 주변 지역의 누적 강우량은 연평균 대비 47% 낮았다. 파나마운하청에 따르면 지역 강우량은 지난 20년간 감소했다.

그림19 파나마운하 단면도 - 엘리베이터 방식



자료: HMM

그림20 컨테이너선 22%, 벌크선 21%, 유조선 21% 순



주: 2023년 7월말 기준
 자료: 파나마운하청, 메리츠증권 리서치센터

파나마운하청 대응

파나마운하청, 홀수 제한
2024년까지 유지 계획

파나마운하청은 2024년 9월까지 제한조치를 유지한다고 발표했다. 지난 4월부터 선박 좌초를 피하기 위해 선박의 최대 홀수(선박이 물 위에 떠 있을 때 잠기는 선체 깊이)를 제한하는 조치를 내렸다.

선박홀수가 제한되며 대형 컨테이너선들은 낮은 수위의 갑문을 통과하기 위해 적재량을 기존보다 20~40% 줄여야 한다. 선박 회사들은 갑문 앞에서 일부 컨테이너를 기차로 운하 반대편으로 옮긴 뒤 되신는 방식도 쓰고 있다. 매일 운하를 건너는 배의 수도 제한한다. 평시 일일 36척이 통행한 반면 최근 일일 32척으로 제한한다. 8월 8일~21일까지는 'Condition 3' 조치를 도입, 선형별 예약을 제한한다.

정부차원에서 최대 35억달러규모 파나마운하 수자원 프로젝트를 진행 중이다. 저수지 조성, 수처리 시설 건설, 신규 수원 연결, 갑문에 사용된 담수 재활용 등이 포함된다. 2021년 마스터 플랜 수립을 위한 입찰을 실시했고, 2021년 11월 미국 공병대(USACE)가 수주했다. 2024년 1월 마스터 플랜 수립이 완료될 예정이다. 다만, 2024년 5월 대선이 치뤄질 예정으로 현정부가 적극적으로 사업 추진에 나설 가능성은 낮다고 알려졌다.

표1 파나마운하청, 2023년 3월부 통행 제한 조치 시행

일자	조치 내용	비고
2023.03.01	<ul style="list-style-type: none"> 갑문 수심 15.09m(49.5피트)로 낮춤 	<ul style="list-style-type: none"> 기존 선박 수심(홀수) 15.24m(50피트)
2023.04.07	<ul style="list-style-type: none"> 갑문 수심 14.63m(48피트)로 낮춤 	-
2023.04.27	<ul style="list-style-type: none"> 갑문 수심 14.33m(47피트)로 낮춤 	-
2023.05.30	<ul style="list-style-type: none"> 갑문 수심 13.41m(44피트)로 낮춤 	-
2023.06.25	<ul style="list-style-type: none"> 일부 대형 선박 대상 중량 제한. 기존 선박에 컨테이너 추가 시 1,500달러/TEU 컨테이너 이용에 할증료 부과 	-
2023.07.30	<ul style="list-style-type: none"> 통항 선박 총수 평상시 36척/일에서 32척으로 제한 통항 선박 예약 건수 21일까지 일시적 제한 	<ul style="list-style-type: none"> 상한선은 6월 운하 통항량을 기초로 지정 컨테이너선에 예약 우선권 부여
2023.08.11	<ul style="list-style-type: none"> 갑문 수심 13.41m(44피트) 조치 2024년까지 유지 	-

주: Neo-Panamax 기준 홀수조치 기재
자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

해운업계 영향

선종별 통행 비중:
컨테이너선 22%, 벌크선 21%,
유조선 21%

파나마운하 통행 선박의 선종 구성은 2023년 7월말 기준 컨테이너선 22%, 벌크선 21%, 유조선 21%, LPG선 14% 순이다. 8월 10일 보도에 따르면 파나마운하 대기 선박 수는 161척, 대기시간만 약 21일 이상이다. 운송 시간과 에너지 비용 추가, 수급 영향으로 화주 및 소비자에 추가 비용이 전가될 수 있기 때문이다. 전 선종에 걸쳐 영향을 미칠 개연성이 있다.

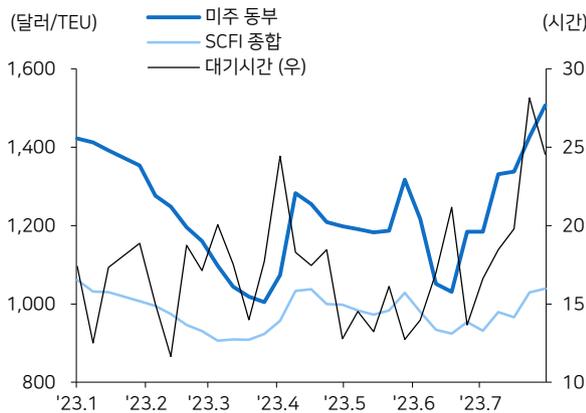
적체 효과:

- 1) 운임 상승
- 2) 선복량 축소
- 3) 운송시간 확대

컨테이너 업계를 살펴보면, 선적량을 줄이거나 화물 운송 비용을 인상하고 있다. 일부 선사는 컨테이너 1개당 평균 600달러를 더 청구한다. 파나마운하 대기시간이 늘어나며 대표적인 운임 지표인 SCFI도 3월 저점대비 종합 14.6%, 미주동부 49.9% 상승했다.

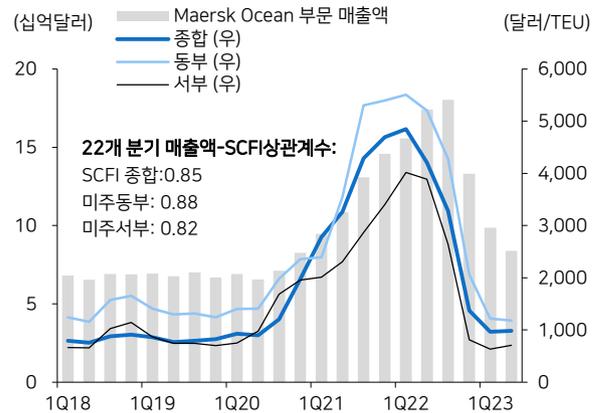
파나마운하청은 선주의 다른 항로 대체를 우려하지만, 마땅한 대안은 없다. 마젤란해협을 포함한 대안 항로 사용 시 최소 23일이 추가된다. 미주 동부 뉴욕&뉴저지항-미주 서부 롱비치항 기준 파나마운하 통과 시 20일가량 소요되는 반면 마젤란해협 통과 시 53일으로 늘어난다. 파나마운하 대기시간이 23일 이상 추가되지 않는 한 대안은 없고, 기후변화로 인한 혼란은 2024년까지도 이어질 전망이다. 파나마운하 정체에 따른 해운업계 수혜가 유지될 것으로 기대된다.

그림21 파나마운하 대기시간 및 SCFI 추이



주: 대기시간은 컨테이너선 7일누계평균 기준
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림22 컨테이너선 부문 SCFI 동부 상관계수는 0.88



자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

표2 경로별 소요 시간 비교

출발지	미주 동부 뉴욕 & 뉴저지항		
목적지	미주 서부 롱비치항		
1) 파나마운하			
거리	4,923NM	시간	20일 12시간
2) 마젤란해협			
거리	12,781NM	시간	53일 6시간
3) 케이프혼			
거리	12,949NM	시간	53일 23시간
4) 수에즈운하			
거리	17,802NM	시간	74일 4시간

주: 선박속도는 10노트로 가정
 자료: Sea Distance, 메리츠증권 리서치센터

그림23 파나마운하와 마젤란해협 항로 비교



자료: Semantic Scholar

원문: Drought-hit Panama Canal must 'adapt or die' as water levels drop (PHYS ORG)

