

전략공감 2.0

Strategy Idea

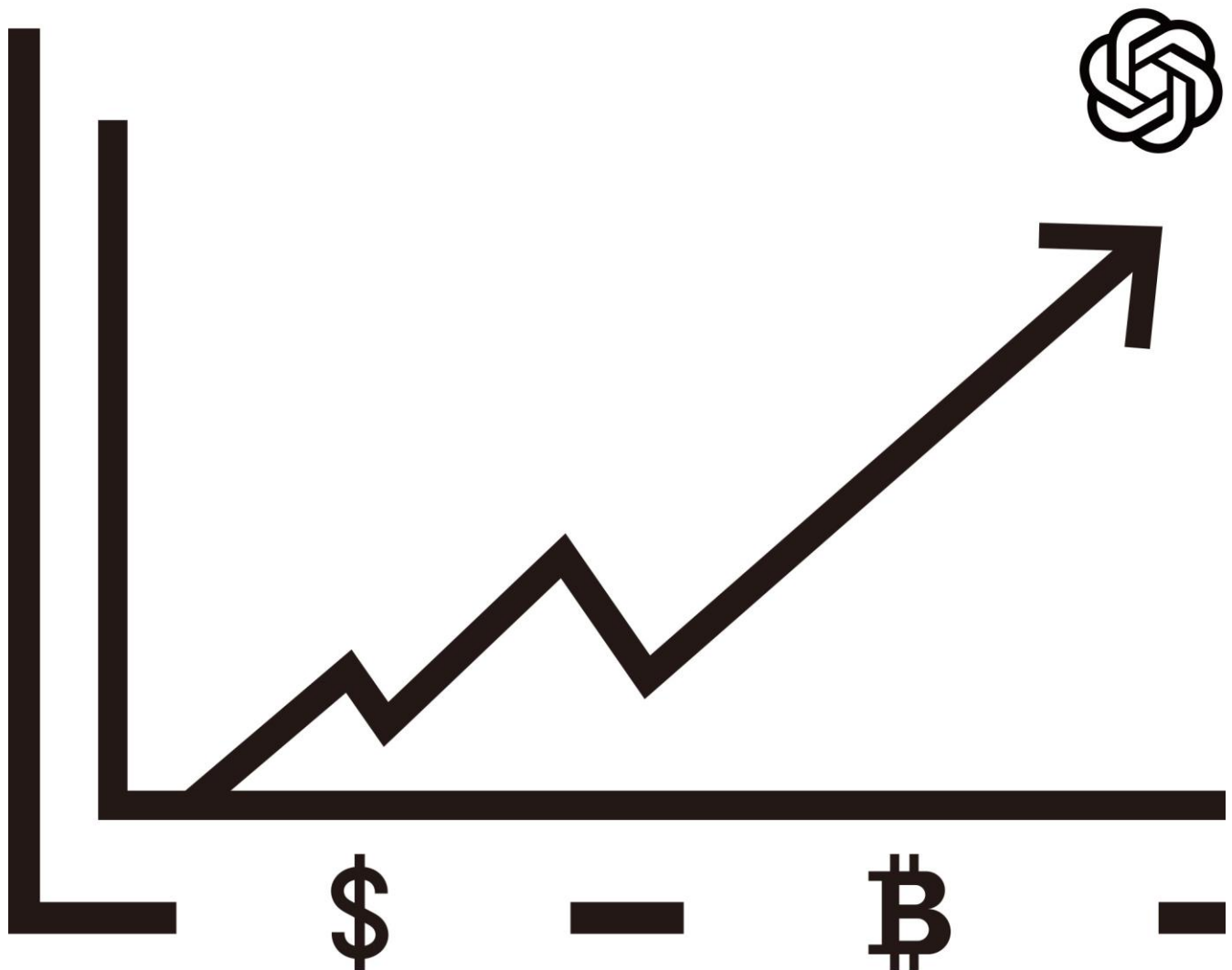
기간 프리미엄, 정점을 만들고 있다

오늘의 차트

Figma(NYSE: FIG) IPO

칼럼의 재해석

Boeing, 무역협상의 승자



본 조사분석자료는 제 3 자에게 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

기간 프리미엄, 정점을 만들고 있다

- ✓ 양호한 경기와 물가 우려 vs 연준인하 기대는 미국의 장단기 금리차 확대에 연결
- ✓ 장단기금리차보다 구조적 & 미래기대를 반영하는 기간 프리미엄 역시 확대되고 있어 미국채 수익률 고공행진에 기여. 연준이 금리를 낮춰도 단기적 기간프리미엄 확대가 장기금리 하락을 저해할 위험성이 있으나 시차를 두고 금리인하 기조를 쫓아 장기금리도 안정되는 경향
- ✓ 미국채30년 5%에 붙어 있는 기간 프리미엄 리스크, 9월부터 연준 금리인하 시작하면 올해 연말부터는 채권시장에 우호적인 재료로 돌아설 전망

장단기금리차 확대가 기간 프리미엄으로 이어질 것이라는 우려

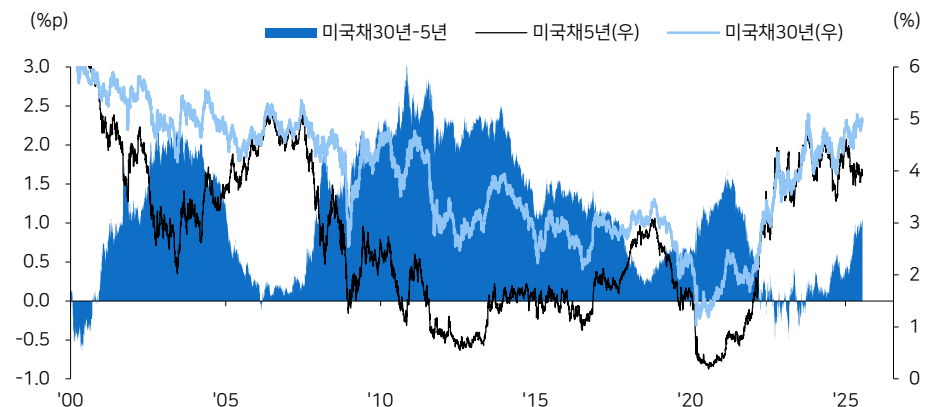
올해도 금융시장의 예측은 많은 부분에서 빗나가고 있지만, 필자에게 가장 아픈 손가락은 미국금리이다. 미국채10년 기준 지난 연말 중가가 4.58% → 현재 4.4% 내외이고 10년 이하 단기 구간도 대부분 금리가 하락했다.

만기구간별로 엇갈린 미국채 금리

문제는 국내 개인들이 가장 많이 투자한 가격민감도(듀레이션)가 제일 높은 미국채30년 금리는 지난해 연말 4.79%보다 현재 높은 4.94%, 5% 부근으로 올라왔다는 점이다. 올해 예상보다 미국 경제는 트럼프 정책 불확실성에도 비교적 잘 버티는 가운데, 관세발 인플레이션 우려가 장기채에 보다 부담 요인이 되었다.

2024년 9월 빅컷을 시작으로 100bp를 인하한 FOMC는 올해 트럼프의 압력에도 불구하고 상반기 동결기조를 유지하면서 정책 신중성을 높여왔다.

그림1 미국 장기금리 고공행진하는 반면, 단기금리는 연준의 인하기대 반영 반락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 초장기물에 비우호적인 여건

그럼에도 연내 2차례 정도는 인하할 수 있다는 믿음이 10년 이하 단기영역을 중심으로 금리를 낮추는 배경이 되었으나 장기쪽은 사정이 다르다. 트럼프의 금리인하 압박이 현실화될 경우 관세부담+자산인플레이가 심화되면서 장기채권은 더 악화될 여지가 있다. 여기에 7월 OBBBA를 통해 확장적 재정정책에 대한 우려는 덜어냈다고 하나 공급부담 역시 가격민감도가 높은 초장기채 부담이 크다.

채권의 기간 프리미엄 개념

이러한 현실이 30년 금리와 5년, 3년 금리차가 금리인상기 이후 최대치이고, 추가 확대(steeptening) 관련 논의가 확대되고 있다. 장단기금리차와 유사하나 채권 가격측면에서 좀 더 중요도 있게 거론되는 부분이 '기간 프리미엄(term-premium)'이다. 기간 프리미엄이란 투자자가 장기 채권을 보유하는 대가(유동성&디폴트 리스크)로 단기 채권 대비 추가적으로 요구하는 수익률을 의미한다.

프리미엄의 크기는 경기&금융 환경에 따라 결정된다<그림 2>. 장단기금리차와 움직임이 유사하나 기간 프리미엄은 보다 구조적 요인, 즉 단기보다 중장기적인 성장과 물가수준으로 장단기금리차보다 민감도가 낮은 지표이다<그림 3>.

그림2 기간 프리미엄에 영향을 미치는 주요 변수, 현재는 대부분 확대 쪽으로 영향

변수	주요 영향 방식 및 예시
인플레이션 기대	기대 상승 시 프리미엄↑
경제성장 전망	성장 기대 시 장기 금리·프리미엄↑
통화정책 방향	금리 인상기 대체로 프리미엄↑
시장 유동성	유동성 악화 시 프리미엄↑
위험 회피 성향	불확실성 증가→위험회피↑→프리미엄↑
수요-공급	공급↑→프리미엄↑/수요↑→프리미엄↓

자료: Perplexity, 메리츠증권 리서치센터

그림3 장단기금리차와 기간프리미엄 높은 상관성 존재하나 구조적 성장과 물가 영향도 중요



자료: Bloomberg, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

기간 프리미엄 결정 요인 정리, 결국 통화 완화가 가장 중요

기간 프리미엄 상승에 시장금리 하단이 견고해졌다는 의견 늘어

장기간 미국채를 보유하는 기간의 위험성 보상으로 프리미엄이 오르고 있어, 미국 채권 금리가 쉽사리 하락하지 못할 것이라는 의견이 늘고 있다. 필자 역시 연준이 인하를 시작해도 30년 금리가 상대적으로 하락을 쫓아가지 못할 위험을 본다.

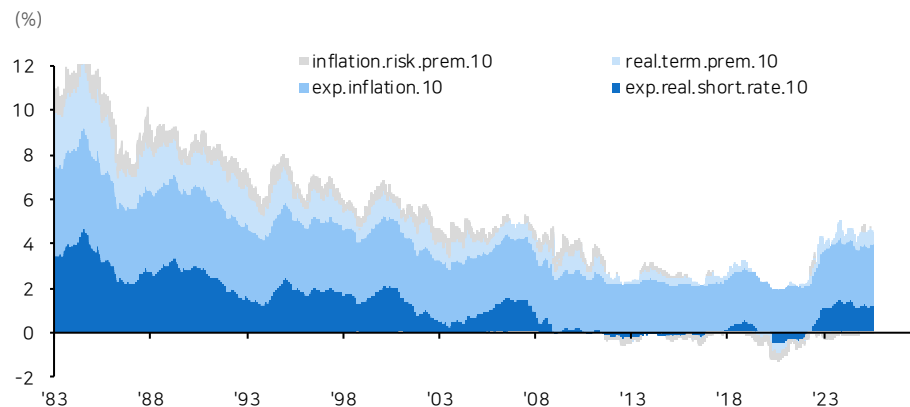
DKW 모델을 활용한 시장금리의 구성요소 분해

미국채 요인 분석에 많이 활용하는 뉴욕연준의 DKW 모델이 적절한 설명을 제공한다. 지표물인 10년 기준 미국채는 4가지 요인 '기대 단기실질금리+기대 인플레이션+실질 기간 프리미엄+인플레이션 리스크'로 구성된다<그림 4>. 단기실질금리는 성장의 대응치, 기대인플레이션은 물가의 대응치, 이외에 장기간 불확실성 재료에 따른 내용이 기간 프리미엄과 인플레이션 리스크 팩터에 반영된다.

모델이 상이하더라도 계산된 기간 프리미엄 값은 유사해

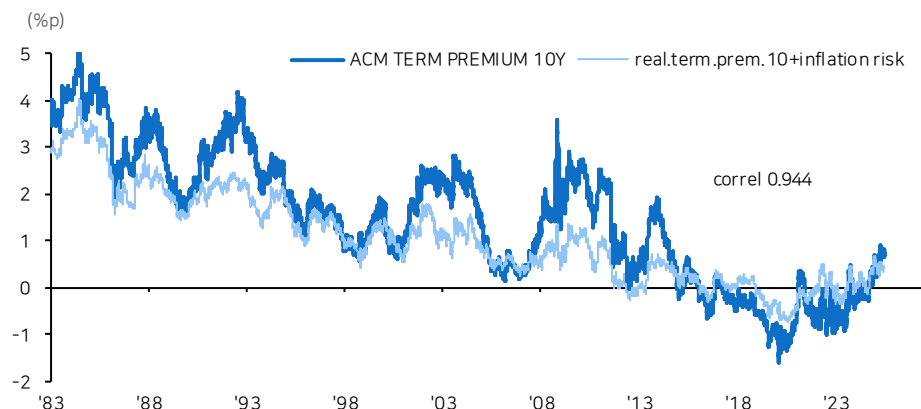
뉴욕 연준의 Adrian, Crump, and Moench(ACM)와 일부 레벨의 차이는 있어도 인플레이션리스크 감안 유사하게 움직이는 것을 확인할 수 있다<그림 5>. 기간 프리미엄의 결정 변수를 상기했듯이 향후 기대 성장과 물가가 재차 영향을 미치며, 수급(제정)과 유동성(통화) 변수까지 더해져 기간 프리미엄이 결정된다.

그림4 DKW 모델, 미국채 요인별 분해 설명력이 가장 높은 지표



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림5 뉴욕연준 ACM 기간 프리미엄과 DKW 실질 기간프리미엄+인플레이션 리스크 거의 같아



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

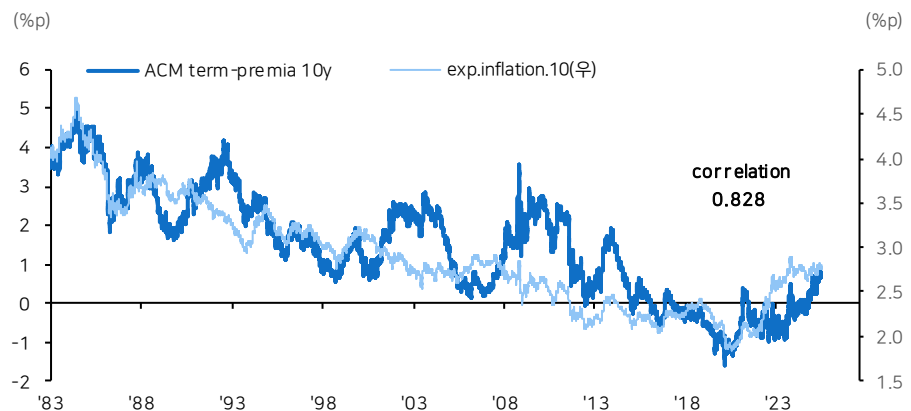
상승보다는 하락 가능성이 더
우세한 걸로 평가되는 기대인플레

기간 프리미엄에 주요한 영향을 미치는 변수 중 가장 상관관계가 높은 부분은 기대인플레이션이다<그림 6>. 장기적 추세 및 레벨에 대한 설명력도 가장 높은 편이다. 펜데믹 이후 기대인플레이션이 반등, 10년이상 장기적으로 3%에 육박할 정도의 부담이 확인되자 기간 프리미엄 역시 방향을 같이했다. 공급망 충격이 정점을 지난 2023년 이후 금리에 반영된 장기 기대인플레이션은 추가로 더 레벨을 높이지 않고 있다. 트럼프가 부과한 관세 리스크가 있다고 하나 BEI 등 반영된 시장 거래 기대인플레이션조차 더 오르지 않는 않고 있다. 관건은 더 오르지 않는 것이 아니라 반락할 수 있을지 여부인데 이는 정책과 경기 여건에 달렸다.

미국의 성장 둔화가 예상돼 기대
단기금리를 통한 경로도 제한적

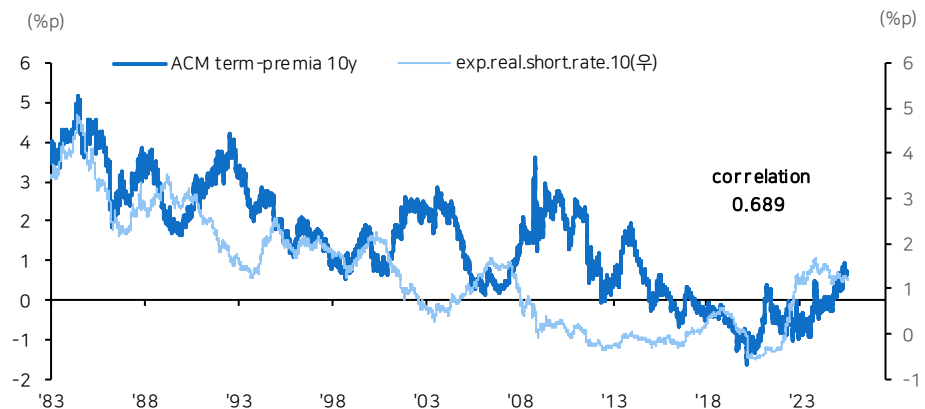
물가보다 상관계수가 떨어진다고 하나 0.69에 이르는 성장 역시 기대인플레이션과 다르지 않다<그림 7>. 펜데믹 이전에도 성장성 둔화는 저물가에도 지대한 영향을 끼친 변수이다. 최근 확장적 재정정책 등의 영향으로 성장성이 일부 회복되었다고 보나 올해와 내년 미국은 1% 중반대로 잠재성장률을 하회하는 경기둔화가 예상된다. 그래도 물가대비 성장성은 소폭이나마 반락세로 돌아서면서, 기간 프리미엄을 더 자극하는 방향은 아니다.

그림6 펀더멘탈에서 기간 프리미엄은 기대인플레의 결정요인이 가장 큰 것으로 판단



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림7 성장 proxy 단기금리, 추세 유사하나 '경기둔화<유동성 공급' 프리미엄과 상관관계 낮아



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

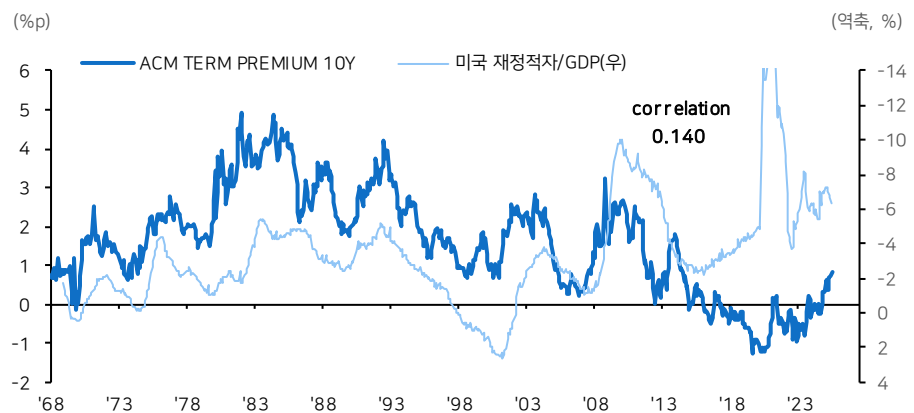
재정적자와 기간 프리미엄의 관계 성은 이전보다 모호해지고 있어

이전에 버냉키가 기간 프리미엄에 가장 중요도가 높은 변수로 제시했던 재정적자는 미국채 수급여건에서 매우 중요한 비중을 차지하고 있다<그림 8>. 큰 흐름에서 상관관계 자체는 높은 것으로 확인되나 2013년 이후 재정적자와 기간 프리미엄의 상관관계가 많이 낮아졌다. 트럼프 1기 당시에도 확대재정 구간에서 성장성과 물가우려가 높지 않자 시장금리는 단기적으로 올라도 기간 프리미엄은 확대되지 않았다. 펜데믹 과정에서 과도한 재정확대 과정에서도 민감도는 낮았다. 최근 OBBBA 통과로 일부 공급부담이 늘 수 있으나 설명력은 높지 않다.

화폐유통속도와 기간 프리미엄간 연관성 포착

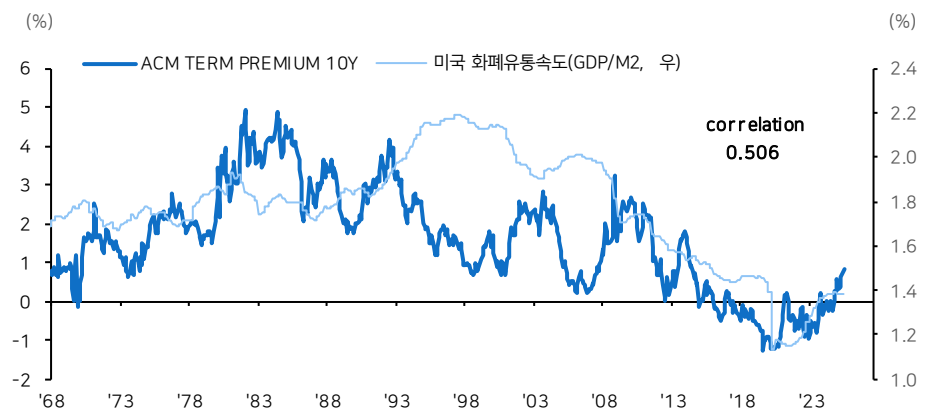
오히려 재정보다는 통화완화에 따른 유동성 공급 구간에서 기간 프리미엄 민감도가 좀 더 높았다는 정도를 확인할 수 있다<그림 9>. 화폐유통속도는 유동성대비 실물경제 영향력으로 화폐유통속도가 빠를 경우 유동성이 생산적인 곳에 쓰이는 것으로 볼 수 있는 반면, 유통속도가 떨어지는 구간에서는 잉여유동성이 남아 자산시장에 영향을 미칠 공산이 커진다고 볼 수 있다. 때문에 화폐유통속도가 높은 구간에서 상관관계보다 하락 구간에서 기간 프리미엄이 안정되는 것을 확인할 수 있어 유의성이 있다고 하겠다.

그림8 수급 측면에서 재정적자 역시 프리미엄과 높은 (역)상관관계, 펜데믹 이후 약화



자료: NY Fed, UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림9 90년대 약했던 잉여유동성(화폐유통속도), 최근에 오히려 설명력 높아



자료: NY Fed, SL Fed, 메리츠증권 리서치센터

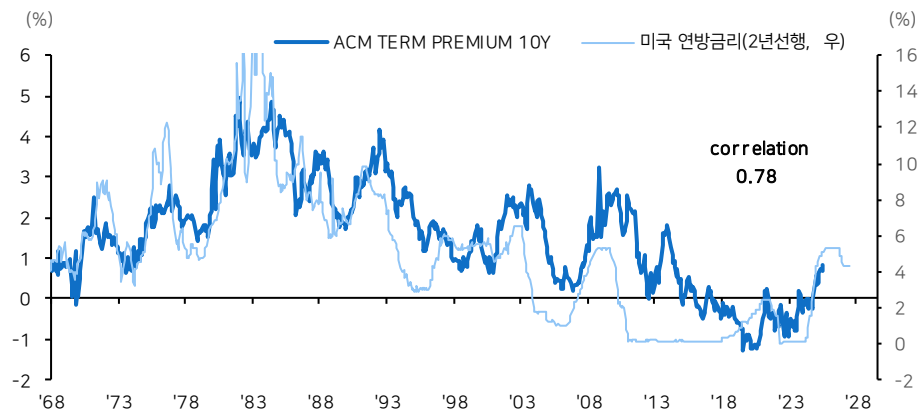
이상 물가, 성장률, 수급(재정), 유동성(화폐유통속도) 등을 통해 기간 프리미엄이 영향을 받는다는 것을 정리했다. 그러나 장기 물가와 성장의 구조적 부분을 인정해도 전망으로 연결은 쉬운 과정이 아니다. 하물며 수급과 유동성은 더 예측이 어려운 부분이다. 이는 곧 금리전망과 동일할 정도로 쉽지 않은 과정이다.

통화정책 변화를 유발한 상황은
시차를 두고 기간 프리미엄에 반영

그런데 기간 프리미엄에서 재미있는 부분은 장기 물가와 성장의 전망을 반영하여 기간 프리미엄이 움직이는 후행성과 유동성 측면에서 금리인하기 확대와 인상기 축소 과정은 2년 정도의 시차를 두고 움직인다<그림 10>. 즉, 당장의 물가와 성장, 수급, 유동성을 공히 고려하여 움직인 기준금리가 구조적 과정을 거친 기대 물가와 기대 성장 등에 반영되는데 2년 정도가 걸린다는 것이다.

즉 금리를 올리면 당장 기간 프리미엄이 확대되는 것이 아니라 금리를 인상할 정도의 물가와 성장, 이와 관련된 정책의 수급+유동성에 미치는 효과가 시차가 걸리는 것이다. 2022~23년까지 공격적인 금리인상의 결과가 2024년부터 기간 프리미엄 확대로 연결된 것이다. 이는 아직까지는 진행형으로 보인다.

그림10 결국 경기+물가+재정+유동성 고려한 통화정책 결과 2년 선행, 기간 프리미엄 영향



자료: NY Fed, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림11 중립금리의 경기사이클 설명력 역시 다시 기간 프리미엄 정점일 가능성 제시



자료: NY Fed, Fed, 메리츠증권 리서치센터

기간 프리미엄이 걱정되는 구간이
나 계속해서 오를 가능성은 낮아

현재 시장은 아직 물가우려와 양호한 경기를 기반으로 연준이 금리인하에 나서도 장기채는 기간 프리미엄 영향으로 단기만큼 하락하지 못하는 것을 걱정하는 것이 맞다. 그렇지만 연준이 금리는 낮추는 과정은 물가와 경기에 대한 안정성을 일부 전제하에 낮춘다는 점에서 시차를 두고 기간 프리미엄은 줄어든 수 밖에 없다.

금리인하 재개 시점에서 피크아웃
을 공고히 하는 계기가 마련될 것

당장 기간 프리미엄이 더 하락하지는 않겠으나 2023년 5.5%까지 올렸던 연방금리의 선행성은 현재 기간 프리미엄 확대에 상당부분 반영된 구간으로 판단된다. 우리는 올해 연준이 금리인하를 2차례 이상 단행하는 구간에서 기간 프리미엄의 확대는 2023년 연방금리 유사성을 감안 더 오르지 않을 가능성을 보고 있다.

그렇게 금리인하가 적정수준에서 마무리되면, 다시금 기대 물가와 경기 경로를 추정하여 확보한 기간 프리미엄을 활용하는 투자가 늘어날 수밖에 없다. 미국채30년 투자자들이 연준의 금리인하에도 금리가 하락하지 않아 조바심이 날 수 있으나, 시차의 문제이지 초장기금리도 적절한 물가와 경기, 수급, 유동성을 고려한 연방금리 수준에 맞춰 하락하는 것이 맞다.

이는 보다 더 구조적인 중립금리(r^*)에서는 연방금리보다 좀 더 선행적으로 확인할 수 있다<그림 11>. 걱정(중립)금리가 상향될 정도의 구조적 변화는 시차를 두고 기간 프리미엄을 끌어올려 왔지만, 미국의 걱정금리는 물가충격 고점에서 피크아웃하면서 되려 하락하고 있다는 점 역시 참고할 부분이다.

미국 금융시장 growth보다 liquidity가 더 중요할 수 있어

보고서를 작성하게 된 배경

필자가 기간 프리미엄 관련해서 보고서를 작성한 이유는 당사 이코노미스트와 보험사 투자자의 의문에서 출발했다. '물가 우려가 상존하고, 재정 불확실성이 줄었다고 해도 수급여건 또한 기간 프리미엄에 악재인 상황이다. 연준이 금리를 낮추더라도 미국 장기금리 하락은 어렵지 않겠나?'는 질문이다.

단기물이 세지며 소외되고 있는
초장기물이지만

인플레이션 상관관계를 보면 올해 기간 프리미엄이 축소되는 것은 쉽지 않다. 하물며 연준의 금리인하도 장단기금리차 확대에서 직관적으로 알 수 있듯이 단기에만 유리한 쪽으로 해석되고 있다. 미국채30년 투자자들의 고민 포인트다.

장기 투자자라면 긴 호흡으로
임해야 할 필요

그렇지만 장기 채권투자는 보다 긴 호흡으로 올해 재료만에 함몰되어선 안된다. 때문에 DKW 안에서도 물가와 성장의 대응치는 지금이 아닌 장기적, 다른 말로는 구조적이라고 할 수 있을 정도의 확인을 기반으로 기간 프리미엄을 추정할 수 있는 것이다. 이 모든 고민을 통해 의사결정에 나서는 기관이 바로 연준이다.

연준의 결정은 결국 2년의 시차를 거쳐서 기간 프리미엄의 방향성에 영향을 미친다. 올해 그렇게 기간 프리미엄은 벌어지고 있지만, 짧고 굵었던 긴축의 영향은 기간 프리미엄 확대기간에도 같은 방식으로 적용될 것이다. 현재 미국 ACM 기간 프리미엄 0.82%p는 역사적 평균 1.45%p보다 낮은 편이나 순환적으로 바닥에서 2%p 이상 벌어진 구간이 금융위기 이외에 없다는 점에서 공격적 금리인하가 없다면 현 수준에서 더 확대되지는 않을 것으로 본다.

경기침체에 준할 정도의 경기충격이 발생하여 공격적인 금리인하가 단행된다면, 단기영역이 급격하게 하락하면서 장단기금리차 확대 및 기간 프리미엄 확대로 연결될 수 있으나 그 징후 과정에서 금리인하 단행 전까지는 오히려 안전 선호 급증으로 장기금리가 급락, 커브 플랫과 기간 프리미엄 축소가 선행된다.

당사는 내년까지 5차례 인하 예상

우리는 내년까지 미국 연방금리는 3.25% 정도를 터미널 레이트로 총 5차례를 6분기 동안 나눠서 점진적으로 인하할 것으로 예상하고 있다. 적당히 완화적 통화정책은 경기와 인플레이 기대를 지지하면서 장기금리 하락을 제한하고, 완만한 커브스텝 및 기간 프리미엄 확대로 연결될 것이다. 현시점이 그 중심이라 하겠다.

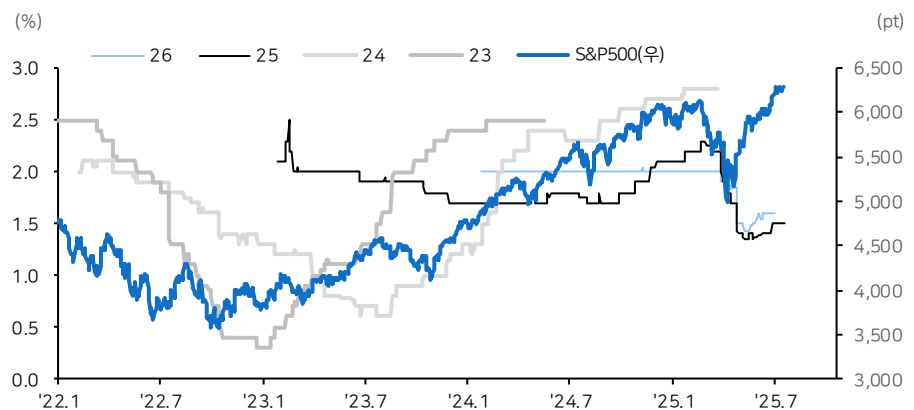
기준금리 3%대 진입해도 완화적인 영역은 아니라는 판단

그러나 실제 미국 연방금리가 3%대 진입하고, 통화완화 기대가 마지막 정도라는 인식이 들기 시작하는 시점부터는 경기와 물가 다음 스텝이 기간 프리미엄에 미치는 영향이 중요할 것이다. 연방금리가 3.25%까지 인하된다고 하더라도 미국 중립금리가 3% 내외라면, 그렇게 완화적인 수준이 아니다. 통화정책이 완화적이지 않다는 말을 뒤집으면, 긴축이라는 의미이다.

내년에도 기간 프리미엄은 하락하는 방향에 무게

통화정책이 긴축이면 경기와 인플레이 추세는 하락할 것이다. 그러면 상기한 연방금리와 중립금리 선행경로대로 기간 프리미엄은 다시 줄 수밖에 없을 것이다. 마지막으로 기간 프리미엄 확대는 주식시장에도 중요하다. 올해와 내년 1% 중반대 성장률이 예상되는 바, growth가 뒷받침 되지 않는 위험선호는 연준의 liquidity가 더 절실했을 것이다<그림 12>. 하반기 금리인하는 여러모로 절실했고 있다.

그림12 미국 성장률 컨센서스 2023년과 2024년대비 올해와 내년 처질 수 있어

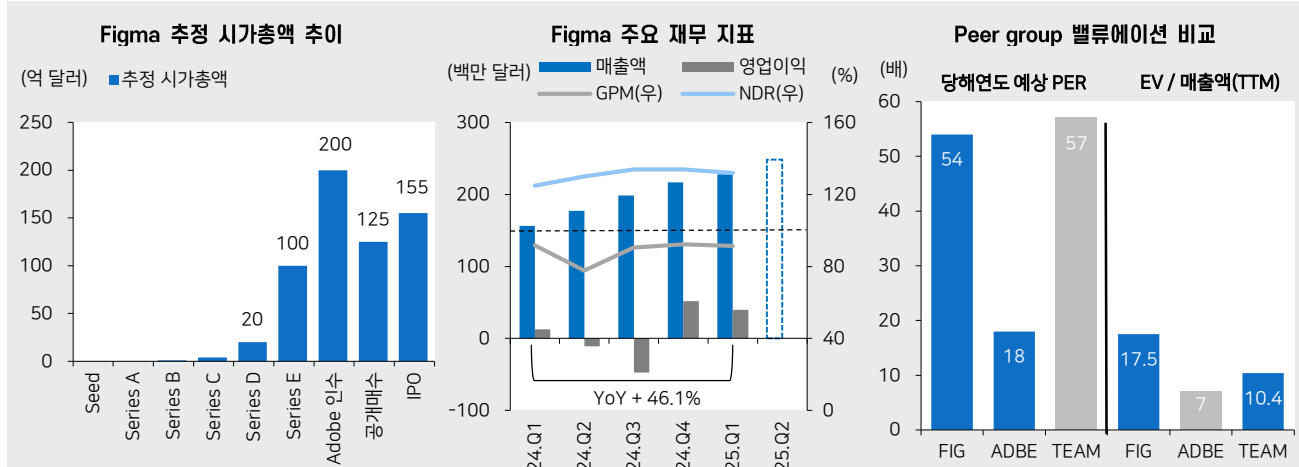


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이수정 연구위원

Figma(NYSE: FIG) IPO



주1: 24년 2분기 영업이익은 일회성 비용(주식보상비용) 제외한 수치

주2: NDR(Net Dollar Retention): (기초 QRR + 확장 QRR - 축소 QRR - 이탈 QRR) / 기초 QRR * 100, QRR(Quarterly Recurring Revenue, 분기반복수익)

주3: FIG의 당해연도 예상 PER은 최근 2개 분기 당기순이익을 연평균하여 도출

자료: Bloomberg, EDGAR, 메리츠증권 리서치센터

피그마 현지시간 기준 7월 31일
상장 예정

Figma(NYSE: FIG)는 뉴욕증권거래소에 현지시간 기준 7월 31일 상장 예정이다. 공모가액은 25~28달러, 공모주식수는 36,937,080주(신주발행: 12,472,657주, 구주매출: 24,464,423주)로 최대 10억 3천만 달러를 공모한다. 공모가 28달러 기준 예상되는 시가총액은 164억 달러이다. 피그마는 디자인 및 제품 개발 과정에서 협업 툴을 제공하는 서비스형 소프트웨어(SaaS) 기업이다.

어도비, 피그마 인수금액으로 200억
달러 제시

2022년 9월 어도비의 인수 시도 당시, 어도비는 피그마 인수금액으로 200억 달러를 제시했다. 당시 SaaS 시장에서 일반적인 ARR(연간반복수익) 대비 기업가치 배수는 10~20배 수준이었음에도 불구하고, Adobe는 약 50배에 달하는 인수 가격을 제시했다. 시장은 Adobe가 경쟁 제거 및 미래 디자인 툴 시장 장악을 위해 프리미엄을 얹었다고 해석했다. EU 규제 당국은 해당 인수가 디자인 협업 시장 경쟁을 저해할 우려가 있다고 판단해 인수 무산으로 이어졌다.

25년 1분기 매출액 전년 동기
대비 46.1% 증가

피그마의 주요 재무 지표를 살펴보면, 25년 1분기 매출액은 2억 2,800만 달러로 전년 동기 대비 46.1% 증가했다. 영업이익은 3,975만 달러를 기록해 2개 분기 연속 흑자이다. 매출총이익률은 91.5%로 24년 2분기를 제외한 모든 분기에서 90%를 넘어섰다. 향후 매출 성장에 따른 높은 영업 레버리지를 기대할 수 있는 부분이다.

피그마 당해연도 예상 PER 54배
EV / 매출액 17.5배

사업 영역과 비즈니스 모델 측면에서 피그마의 Peer로 각각 어도비(ADBE)와 아틀라시안(TEAM)을 삼을 수 있다. 당해연도 예상 PER과 매출액 대비 기업가치 지표 비교를 통해 피그마의 밸류에이션 수준을 유추할 수 있다. 최근 강세를 보이고 있는 미국 증시에서 피그마가 성공적인 IPO 성적표를 받을 수 있을지 주목할 필요가 있다.

칼럼의 재해석

박보경 연구원

Boeing, 무역협상의 승자 (Axios)

트럼프 행정부와 관세 협상에서 상대국들이 양보 차원에서 Boeing 항공기 구매 계약을 체결했다. 이는 최근 품질 문제, 법적 분쟁, 노사 갈등, 등으로 인해 경영 및 규제 리스크에 시달리던 Boeing에게 결정적인 전환점으로 작용할 수 있을 지 귀추가 주목되고 있다.

가장 최근에는 일본과의 무역 협상이 있었는데, 일본이 Boeing 항공기 100대를 구매하기로 합의했다고 행정부 관계자가 밝혔다. 이는 하나의 추세를 보여준다. Boeing 항공기 주문은 이미 영국 및 인도네시아와의 무역 협정에도 포함되어있던 만큼, 중국과의 장기 무역 협상에서도 이와 유사한 계약이 포함될 수 있다고 기대되고 있다. 인도 역시 미국과의 협상에서 Boeing 항공기 구매를 협상 수단으로 활용할 수 있다.

한편 항공기 수출은 트럼프 행정부가 무역 불균형을 겨냥한 협상에서 유용한 수단으로 작용하고 있다. 일각에서는 항공기 구매 단가가 높아 무역 통계를 빠르게 바꿀 수 있는 수단이며, 보잉은 이러한 상황에서 '기본값'으로 활용되는 미국의 수출 도구가 되고 있다고 평가하기도 한다.

이러한 신규 계약에 힘입어 4월 저점 이후 현재 +70% 상승했다. 전체 매출은 시간이 지나면서 반영되겠지만, 계약 체결만으로도 선금금과 중도금 등, 당기 유동성을 개선하며 생산 계획 수립에 가시성을 제공할 것으로 예상된다.

트럼프의 Boeing 소매내기

트럼프의 Boeing 판매 전략

8월 1일 상호관세 발효를 앞두고 트럼프는 순차적으로 무역 상대국들과 무역 협상에 나서고 있다. 눈에 띄는 점은 무역 상대국들에게 Boeing 항공기 구매를 요구하고 있다는 것이다.

중동, 인도네시아, 일본 합산
450대 이상 구매 계약 체결

처음 트럼프가 Boeing 항공기 구매를 요구한 것은 영국과의 무역협상이었다. 이후 사우디아라비아, 카타르, UAE에게 각각 30대 이상, 210대, 28대의 Boeing 항공기 구매 약속을 받아냈으며, 인도네시아와 일본도 예외는 아니었다. 현재까지 총 450대 이상의 구매 계약이 체결되었는데, 이는 '24년 인도량 348대를 상회한다.

단순히 정치적 유착관계로
설명할 수 없어

이는 공화당과 Boeing의 정치적 유착관계에서 기인하는 것일 수도 있다. '24년 기준 약 159만 달러를 연방 후보에 기부했는데, 그 중 62%가 공화당 후보에 할당되었다. 다만 Boeing 외에도 AT&T, UPS, 홈디포 등 다양한 산업군에서 공화당 지원금을 마련했다. 그럼에도 트럼프가 Boeing에 집중하는 이유는 무엇일까?

표1 Boeing 항공기 구매 계약 체결 현황

날짜	국가	구매 약속 대수	협상 조건
2025-05-08	영국	30대 이상	미국산 농산물 수출 확대 영국산 자동차 및 철강 관세 인하
2025-05-13	사우디아라비아	30대 이상	6,000억 달러의 투자 패키지 체결
2025-05-14	카타르	210대	대형 외교 및 경제 패키지
2025-05-15	UAE	28대	미국 최첨단 AI 칩 연간 50만개 수입 허용 등
2025-07-15	인도네시아	50대	관세율 32% → 19%로 인하
2025-07-17	바레인	12대	-
2025-07-23	일본	100대	자동차 관세율 25% → 15%로 인하
합계		450대 이상	

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

왜 보잉일까?

I. 단기적: 무역 지표 개선

트럼프의 성과 척도가 될
무역수지 개선

트럼프가 무역 수지를 개선하기 위해서 Boeing 항공기 구매를 유도하고 있는 것이라는 의견이 우세하다. 트럼프는 '16년 대선 때부터 지속적으로 미국이 다른 나라들과의 무역에서 손해를 보고 있으며, 무역적자를 완화할 것을 피력해왔다. 즉 트럼프에게는 무역적자를 축소함으로써 그의 "성과"를 입증하려는 동기가 있다.

항공기가 수출 내 차지하는
비중이 높은 가운데,

이때 수출 개선 성과를 드러내는 데 가장 적합한 품목이 바로 항공기이다. 우선 항공기 수출은 '25년 5월 기준 전체 재화 수출의 약 6%를 차지하며 HS Code 4 Digit 분류 상 1위를 기록했다<표 2>. 즉 비중이 크기 때문에 항공기 수출이 늘어날 시 전체 수출에 대한 영향이 상대적으로 클 것으로 기대되는 것이다.

평균 단가가 가장 높아
수출 개선 가시성이 큼

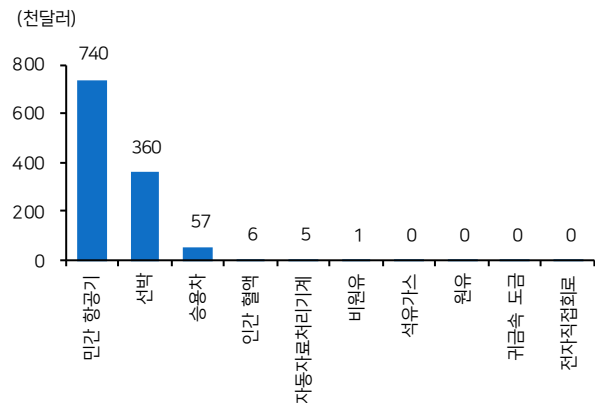
수출 단가가 높다는 점도 수출 개선 가시성을 높이는 요인이다. '24년 민간 항공기의 평균 단가는 74만 달러로, 타 상위 수출 품목들 대비 월등히 높은 수출 가격을 형성하고 있다. 또한 이러한 대규모 금액이 통관 시 한번에 인식된다. 반면 광물성 연료(원유 등), 전자기기는 수출 단가가 상대적으로 낮다<그림 1>. 또한 선적 수백 건에 나눠 통관이 이뤄지며, 지속적인 계약에 기반하여 수출이 이루어지기 때문에 단기적으로 수출 기여도가 커 보이지 않을 수 있다.

표2 HS Code Digit 4 분류별 비중 ('25년 5월 기준)

HS Code	항목명	재화 수출액 대비 비중 (%)
8802	민간 항공기, 엔진 및 부품	6.3
2710	석유 및 역청유에서 생산된 비원유	4.9
7109	귀금속으로 도금된 제품	4.3
2709	석유 및 역청유에서 생산된 원유	4.1
2711	석유가스 및 기타 기체 탄화수소	3.5
3002	인간 혈액	3.0
8901	선박	3.0
8471	자동자료처리기계 (컴퓨팅, 서버 등)	2.7
8703	승용차	2.6
8542	전자 집적회로	2.3

자료: U.S. Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림13 HS Code Digit 4 분류별 단위당 단가 ('24년 기준)



주: Total First Unit of Quantity / Total FAS Value를 통해 산출

자료: USITC DataWeb, 메리츠증권 리서치센터

II. 장기적: 미국 제조업 부흥 시도

Boeing은 "미국 내 제조업 부흥"
슬로건과도 부합

Boeing 항공기 구매 계약은 장기적으로도 트럼프의 "미국 내 제조업 부흥" 슬로건에 부합한다. 현재 Boeing 공급망에 속한 협력사는 총 11,000개 이상, 여객기 한 대당 투입되는 부품 수는 600만 개 이상으로 추정되고 있다. 이는 미국 제조업 산업을 통틀어 최대 수준의 규모로 추정되며, Boeing은 미국 제조업의 위상을 상징하는 기업으로 여겨져 왔다. 즉 트럼프는 Boeing 항공기를 판매함으로써 Make America Great Again을 표방하는 것이다.

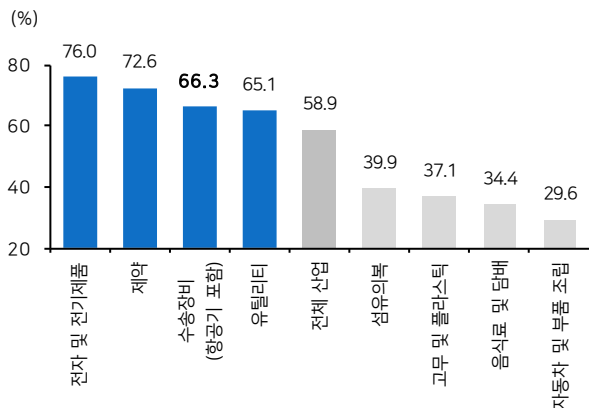
항공기 제조는 미국 내 부가가치 창출 비중이 높은 산업

주목해야 할 부분은 실질적으로도 Boeing 항공기 판매는 높은 비중으로 미국의 이익으로 귀결된다. 실제로 항공기 제조 과정에서 부가가치 창출의 절반 이상이 미국 내에서 진행되고 있다. Domestic Value Added/Gross Export를 통해서 확인 가능하다. 이는 총 수출액 대비 자국 내에서 생산된 부품, 노동, 자본, 기술 등의 기여분을 의미한다. 전체 산업 평균이 58.9인 반면, 항공기가 포함된 수송장비 부문은 약 66.3%에 달한다. 자동차 및 부품 조립이 29.6% 밖에 되지 않는 것과 비교했을 때 항공기 제조의 부가가치 창출이 더 미국 중심적이라고 할 수 있다.

문제는 유럽의 경쟁사 Airbus에 뒤처지고 있다는 점

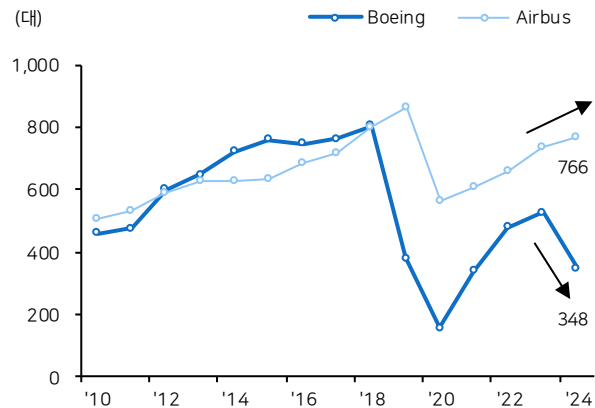
다만 문제는 제조업 내 중요한 위치를 차지하는 Boeing이 유럽의 경쟁사인 Airbus에 뒤처지고 있다는 점이다. '18년 Boeing 737 MAX 사고가 발생한 이후 '19년부터 두 기업의 인도량에 차이가 발생하기 시작했다. 아직까지 Boeing 기체에 대한 신뢰도가 회복되지 못한 영향으로 '24년 Airbus가 766대를 인도하는 동안 Boeing은 348대밖에 인도하지 못했다. 즉 글로벌 항공기 산업에서 Boeing의 입지를 지킴으로써 미국 제조업을 보호하고자 하는 취지가 작용했을 수도 있다.

그림14 산업별 Domestic Value Added/Gross Export



자료: OECD TIVA, 메리츠증권 리서치센터

그림15 Boeing 및 Airbus의 인도량 추이



자료: Boeing, Airbus, 메리츠증권 리서치센터

추가는?

다만 Boeing의 품질 이슈에 따른 인도 지연 우려도 존재

항공기 구매가 외교 협상 수단으로 반복 활용되고 있는 만큼, 무역 협상이 Boeing의 전환점으로 작용할 지 주목되고 있다. 다만 Boeing은 여전히 품질 관리로 인해 생산 능력이 제한되고 있어 인도 지연 우려도 잔존하고 있다. 1Q 기준 5,500대의 미인도 기체가 쌓여 있는 반면, 생산 대수는 월 45대 수준이다.

반면 부품사는 수혜는 받으면서 인도 지연 리스크는 방어 가능

반면 부품사들은 비교적 품질 관리 리스크로부터 자유로우며, 항공기 교체 사이클 도래에 따라 Boeing 의존도를 낮출 것으로 기대되는 상황이다. 즉 부품사들은 Boeing의 수요 회복의 수혜를 받음과 동시에, 인도 지연에 대한 리스크를 방어할 수 있기도 하다. 이를 반영하듯 주가 역시 부품사들이 더 아웃퍼폼하고 있다. 따라서 항공기 제조사 뿐만 아니라 부품사, 소재 기업 등 공급망 전반에서 우선적으로 수혜가 확인되는 기업을 선별할 필요가 있을 것이다.

원문: Why Boeing Keeps Winning in Trump Trade Deals (Axios)