

Econ Guide

경제

2023. 06. 26

침체가 오지 않는 이유

- ▶ 전미경제연구소(NBER)의 경기 주기 판단 지표는 침체가 가까이 있지 않음을 시사
- ▶ 과거 사이클보다 현저하게 길어진 긴축의 파급 시차. 시차의 문제일 뿐 침체 위험 잔존
- ▶ 신용 긴축은 진행중. 저신용 기업의 조달 수단인 하이일드 및 레버리지론 부실에도 주목할 필요

전미경제연구소(NBER)의 경기 주기 판단 지표는 침체가 가까이 있지 않음을 시사: 전미경제연구소(NBER)가 정의하는 침체는 경제 전반에 걸쳐 몇 달 이상 지속되는 경제활동의 현저한 감소다. 절대적 기준은 없지만 NBER에 따르면 비농업 일자리(기업조사), 비농업 일자리(가계조사), 실질소비지출, 실질소득(이전소득 제외), 실질GDP, 실질GDI, 실질 제조업 판매 7가지를 주요 지표로 활용할 수 있다[도표 1]. 해당 지표의 현재 국면을 살펴보면 가구조사 일자리, 실질소득, 제조업 활동, GDI는 정체 또는 하락 중인 반면 기업조사 일자리 및 소비지출, GDP는 여전히 증가하고 있다[도표2]. 미 연방기금금리 목표 범위가 5.00~5.25%까지 인상되었음에도 신용 긴축의 실물경제 파급이 제한적으로만 진행되고 있다.

과거 사이클보다 현저하게 길어진 긴축의 파급 시차. 시차의 문제일 뿐 침체 위험 잔존: 이는 통화 긴축의 파급 시차가 과거 사이클보다 현저하게 늘어났기 때문이다. 2020~2021년 중 1)실물경제에서 역대급으로 화폐가 폭증했고 2)기업은 낮은 이자율로 대규모 장기 자금 조달이 가능했으며 3)고용시장은 극도로 뻥뻥해진 이례적인 환경이 조성되었다. 이는 통화 긴축이 소비지출 및 고용 악화를 포함하는 광범위한 경제활동을 현저하게 악화시키는 데 필요한 시간을 매우 길게 만들었을 수 있다. 결국 신용 긴축과 실물 긴축 간 시차의 문제일 뿐 고강도 통화긴축은 실물경제에 언젠가 악영향을 미칠 것으로 본다. 미국 경제는 당분간 긴축을 버텨내는 흐름이 예상되나 침체 위험은 여전히 적지 않다고 판단된다. 역사적으로도 시차는 매번 가변적이었으나 수익률 곡선은 경기 침체를 가장 잘 예측했다. 장단기 금리 역전 이후 후행적으로 고용시장의 약세가 나타났으며 이번 사이클에서도 다르지 않을 것이다[도표3]. 현저한 경기 하강 도래 시점이 지연될수록 연준이 고금리를 오랫동안 유지시킬 위험은 커지고 그럴 경우 경기 낙폭은 더욱 커질 수 있다.

신용 긴축은 진행중. 저신용 기업의 조달 수단인 하이일드 및 레버리지론 부실에도 주목할 필요: 높은 기준금리가 이어지는 가운데 은행의 대출 조건 강화, QT 및 연방정부 국채 발행으로 압박 받는 시장 유동성 환경은 앞으로 지속될 가능성이 크다. 이러한 가운데 저신용 기업의 조달 수단인 투기등급 회사채와 레버리지론 부실 위험에도 주목해야 할 것으로 본다. 무디스는 글로벌 투기등급 회사채 디폴트 비율이 올해 연말 장기평균 4.1%를 상회하는 4.6%까지 상승하고 2024년 4월 5%까지 높아질 것으로 전망했다. 만약 연준의 "higher for longer"가 예상보다 강할 경우 부도율은 더욱 상승할 것이다. 또한 낮은 신용등급 기업의 회사채 발행 대안 수단인 레버리지론 시장은 신용 환경이 매우 완화적이었던 2021년 급성장 후 2023년 들어 크게 위축되었다[도표4]. 올해 미국 내 레버리지론을 통한 자금조달 규모는 약 313억 달러로 금융위기 시기인 2009년 이후 최저다. 레버리지론 부도율은 아직 장기평균 약 2%를 밑돌고 있으나 Leveraged Commentary & Data에 따르면 2024년 1분기 3% 부근까지 상승할 것으로 예상된다[도표5]. 한편 올해까지는 하이일드 및 레버리지론 만기 도래 물량이 제한적이지만 내년부터는 본격적으로 차환 리스크가 커지게 된다[도표6]. 특히 2024년에는 낮은 신용등급 기업의 레버리지론 만기 도래 물량 비중이 높은 편이라 부실 위험이 높은 시기가 될 수 있다[도표7].

도표 1. 전미경제연구소(NBER)에서 경기 국면 판단을 위해 사용하는 주요 경제지표

Business Cycle Dating Procedure: Frequently Asked Questions

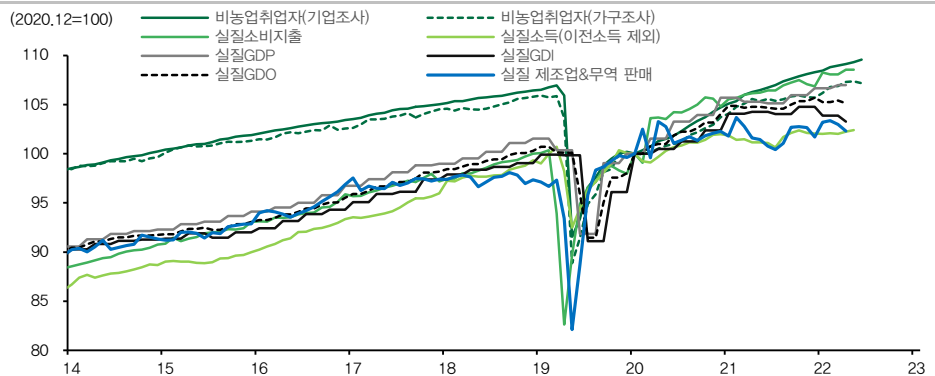
Q: 위원회는 경기 정점 및 저점 날짜를 결정하기 위해 어떤 지표를 사용합니까?

경기 최고점과 최저점 달의 결정은 연방 통계 기관에서 발표한 실물 경제 활동의 월간 측정 범위를 기반으로 합니다. 여기에는 **이전소득을 제외한 실질 개인 소득(PILT)**, **비농업 고용**, **실질 개인 소비 지출**, **가격 변동에 따라 조정된 도소매 판매**, **가계 조사로 측정된 고용 및 산업 생산이 포함됩니다**. 어떤 지표가 경기 국면 결정에 주된 정보를 제공하는지 또는 결정 시 가중치가 어떻게 부여되는지에 대한 일관된 규칙은 없습니다.

분기별 최고점과 최저점을 결정하는 데 있어 매우 중요하지만 매월 사용할 수는 없는 통계지표인 실질국내총생산의 지출 및 소득 측면 추정치도 고려합니다(**실질GDP 및 실질GDI**).

자료: NBER, DB금융투자

도표 2. 전미경제연구소(NBER)에서 경기 국면 판단을 위해 사용하는 경제지표의 추세



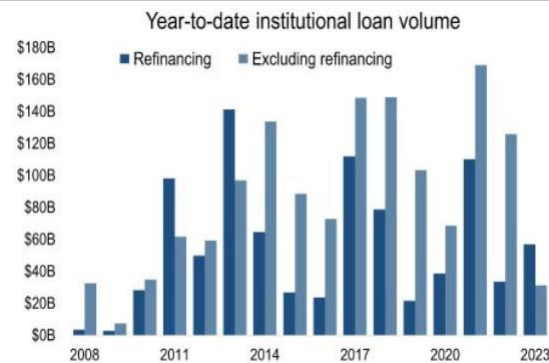
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 3. 시차의 문제일 뿐 장단기 금리 역전 이후 후행적으로 고용시장 악화가 진행



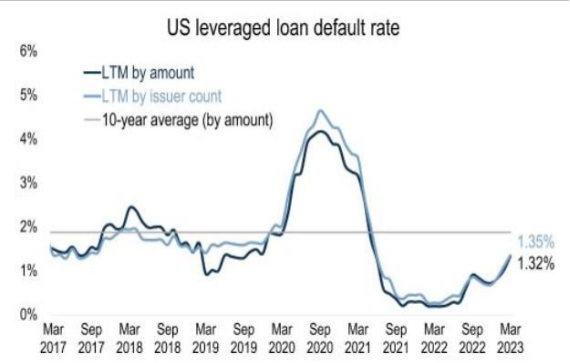
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 4. 연간 미국 레버리지론 발행 규모



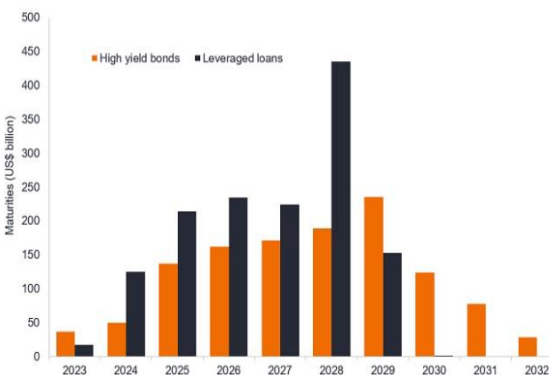
자료: PitchBook / LCD

도표 5. 미국 레버리지론 부도율



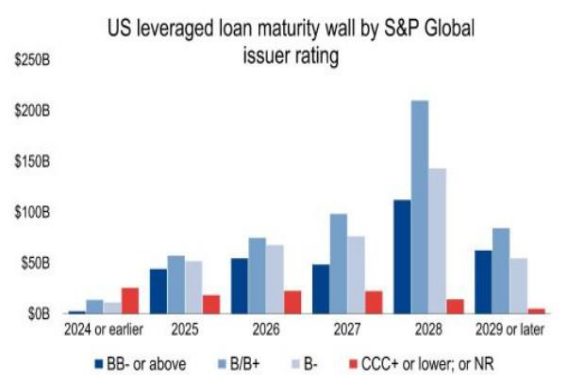
자료: PitchBook / LCD

도표 6. 하이일드채권 및 레버리지론 만기 규모



자료: BoA

도표 7. 신용등급 별 미국 레버리지론 만기 도래 물량



자료: PitchBook / LCD

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.