

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 5. 26 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

2020 하반기 주식시장 전망 해설편(3) Risk 요인 점검

오늘의 차트

얼어붙은 IPO 시장에도 봄은 오는가?

칼럼의 재해석

마이크로소프트의 양자컴퓨팅 Preview

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 해당 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



▲ 주식시황
Analyst 하인환
02. 6454-4893
Inhwan.ha@meritz.co.kr

2020 하반기 주식시장 전망 해설판(3) Risk 요인 점검

- ✓ 상반기에 확인된, 하반기에 나타날 수 있는 Risk 점검 : 실물경제 3가지, 금융시장 2가지
- ✓ 5가지 중 4가지는 걱정하지 않아도 된다는 것이 결론, 남은 1개는 계속 고민해야 할 이슈
- ✓ 고민해야 할 이슈는 미·중 갈등. 다만 갈등의 중심은 무역분쟁에서 '기술패권'으로 바뀔 것

상반기에 확인된, 하반기에 나타날 수 있는 Risk를 모두 점검해보았다.

오늘 전략공감은 지난주 월요일에 발간된 『2020 하반기 주식시장 전망』 중 Risk 요인 점검 Part에 대한 해설판이다. 이번 자료는 2월 증시가 하락하기 시작한 시점부터 점검해온, 그리고 증시가 반등하는 과정에서 혹시나 문제가 될 소지가 있는 Risk 요인들을 점검하면서 쓴 자료라고 얘기하고 싶다. 그만큼 여러 가지 관점에서, 오랫동안 고민한 문제들이 실제로 Risk로 이어질지 고민한 자료다.

여러 가지 Risk 요인들 중, 금융시장에서 상반기 중 가장 많이 걱정했던 요인들과 지금 걱정하고 있는 요인들을 5가지만 추렸다. 아마 한 번쯤은 고민해봤을 문제일 것이고, 또는 지금 고민하고 있을 문제일 것이다.

3가지는 실물경제와 관련된 Risk인데, ① 미·중 갈등, ② 저유가의 장기화, ③ 신흥국 리스크 등이다. 그리고 2가지는 금융시장과 관련된 Risk인데, ① 레버리지론, ② 글로벌 파생시장(OTC) 등이다.

5가지 중 대부분은 더 이상 걱정하지 않아도 된다는 것이 결론이다. 다만 한 가지는 하반기 내내 경계해야 할 변수가 될 것이다. 바로 미·중 갈등이다. 미·중 갈등의 경우, 갈등의 중심이 '무역분쟁'에서 '기술패권'으로 바뀔 것으로 예상된다. 그런데 한 가지 주의할 점은 갈등의 중심이 변하기 때문에, 이전과는 다른 관점으로 접근해야 한다는 것이다. 기본적으로는 'Risk' 요인으로 보지만, 한편으로는 '기회'가 될 가능성도 생각해 볼 수 있다.

1. 미·중 갈등 : 제 2라운드의 시작, 위기일까 기회일까

메리츠증권 투자전략팀이 정리한 5가지 Risk 요인 중 가장 눈여겨보는 부분이다. 그리고 단순히 'Risk' 요인으로만 고려하는 것이 아니라, 오히려 '기회'가 될 가능성까지도 대응 시나리오에 추가해야 할 이벤트라고 생각한다. 2019년까지의 미중 갈등과는 그 흐름이 달라질 가능성이 높기 때문이다.

1) 미국이 중국을 다시 압박하는 이유 3가지

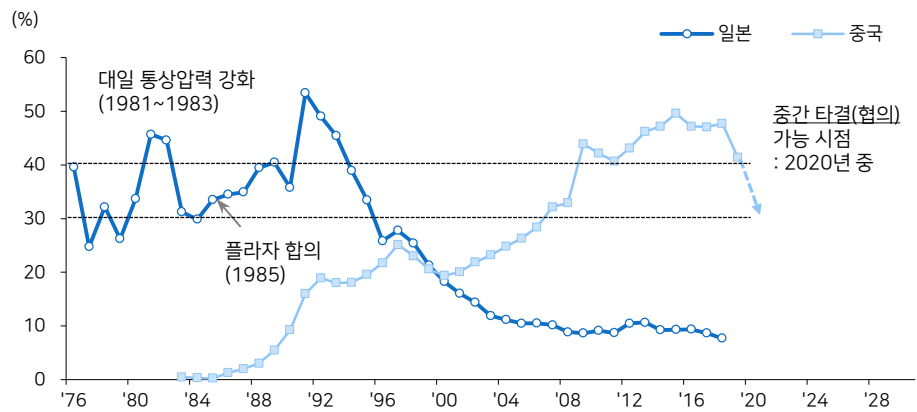
먼저 왜 미국이 다시 중국을 압박하는지 이유부터 살펴보자. 이유는 3가지다.

- 미국이 중국을 압박하는 이유
- 패권 싸움의 재개
 - 1차 무역합의 불성실한 이행
 - 코로나19 책임론 극복

첫째, 2018년부터 이어지고 있는 패권 싸움의 재개다. 상반기에는 코로나19로 인한 충격에서 벗어나는 것이 급선무였기 때문에 잠시 중단된 것처럼 보였으나, 결국은 승자와 패자가 확실히 나올 때까지는 끝나지 않을 싸움이였다. 잠시 중단됐던 것이 재개되는 것일 뿐이다.

다시 한번 왜 미국이 중국을 압박하는지 살펴보면, 과거 일본과의 분쟁을 참고할 수 있다. 과거 일본이 미국 무역적자 중 40%를 차지했을 때, 미국은 일본을 제재하기 시작했다<그림1>. 그리고 지금은 중국이 그 기준(40%)을 넘겼던 것이고, 따라서 중국을 제재하고 있는 것이다. 이러한 기준을 고려할 경우, 중국에 대한 제재는 한동안 지속될 가능성이 높다. 1차 무역합의만으로는 부족할 수 있기 때문이다.

그림1 미국 무역적자 중 일본, 중국 비중: 일본은 40% 수준이 임계점이었던 경험



자료: World Bank, 메리츠증권 리서치센터

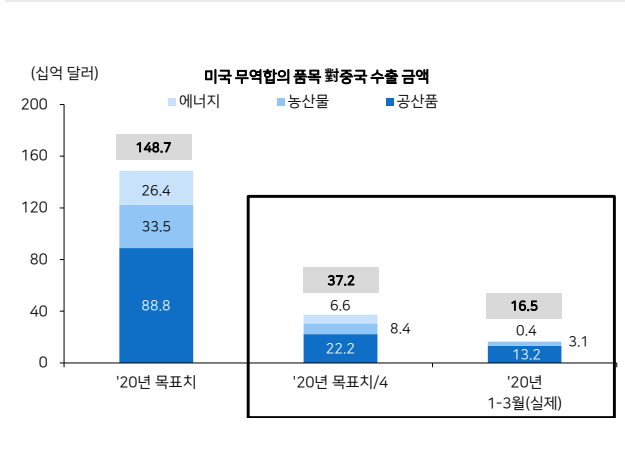
둘째, 1차 무역합의만으로는 부족할 수 있다고 언급했는데, 실제 1차 무역합의마저 중국은 제대로 이행하지 않는 것으로 확인된다. 트럼프 대통령이 최근 중국의 무역협상 내용 이행을 강요한 것은 Fact에 기반한 요구였음을 확인할 수 있다<그림2>. 트럼프 대통령 입장에서 또다시 중국을 압박할 수 있는 명분이 생긴 셈이다.

표1 미중 1차 무역협상 내용

구분	내용
대미 수입 확대 (2017년 대비 추가 확대)	농산물 \$320억: 2020년 \$125억 → 2021년 \$195억
	에너지 \$524억: 2020년 \$185억 → 2021년 \$339억
	제조업 \$777억: 2020년 \$329억 → 2021년 \$448억
지적재산권 보호 강화	서비스 \$379억: 2020년 \$128억 → 2021년 \$251억
	중국 내 미국 기업들이 기술 이전에 대한 부담없이 '개방적이고 자유롭게 활동'
금융서비스 시장개방 확대	미 금융서비스 기업의 중국시장 참여 제한 완화
환율조작 중단	중국은 위안화 평가절하 및 시장개입 하지 않을 것

자료: USTR, 메리츠증권 리서치센터

그림2 1차 무역협상 목표치 vs 이행 현황

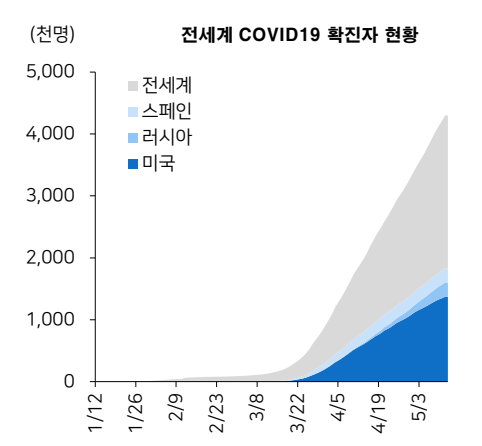


자료: 무역협회, 메리츠증권 리서치센터

셋째, 코로나19 책임론이 부각될 가능성 때문이다. 트럼프 대통령이 굳이 지금 중국을 압박하는 이유는 세 번째 이유 때문이라고 생각한다. 현재 전세계 코로나19 확진자는 500만명을 넘어섰다. 그런데 이중 30%가 미국에 해당한다<그림3>. 지금은 코로나19로 인한 충격을 극복하는 것이 우선이겠지만, 극복한 후에는 대통령에게 책임론이 제기될 수 있다는 판단이다. 그렇다면 트럼프 대통령 입장에서는 그 책임을 누군가에게 떠넘겨야 한다. 중국에 책임을 떠넘기는 것만이 본인이 살 길이다.

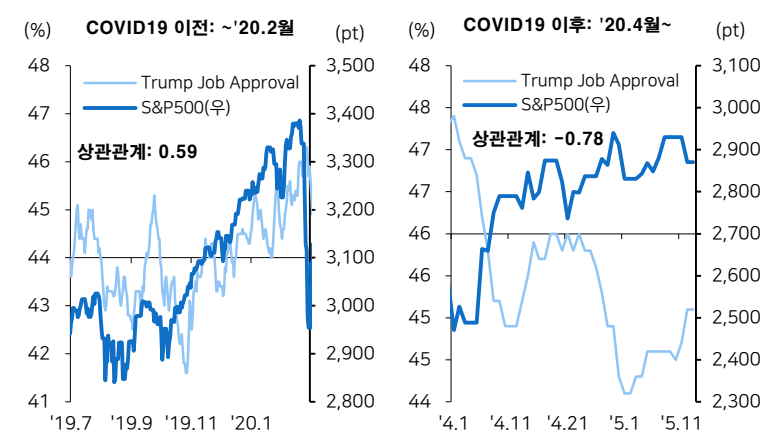
이와 관련해서 흥미로운 것은 <그림4>다. 코로나19 이전에는 미국 증시가 상승하면 트럼프 대통령 지지율도 상승했다. 트럼프 대통령이 주가에 그토록 집착한 이유다. 그런데 코로나19 이후에는 주가와 지지율이 다르게 움직이고 있다. 이제 더 이상 주가를 상승시키는 것만으로는 부족하다는 것을 의미하고, 또 한편으로는 지지율을 높이기 위해 주가가 아닌 '중국 압박' 카드를 꺼내든 이유이기도 하다.

그림3 코로나19 전세계 확진자 중 미국 비중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 트럼프 대통령 지지율: COVID19 이후부터 주가와 어긋나기 시작



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

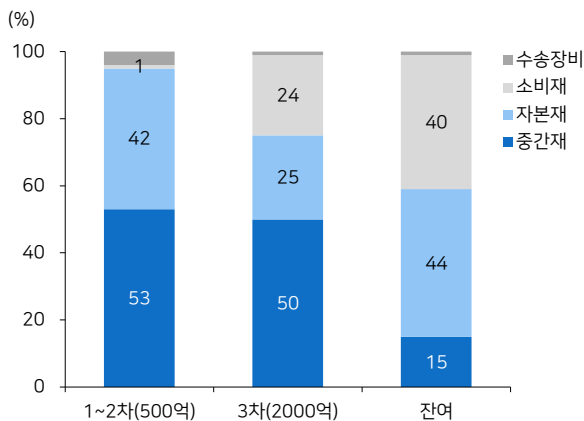
2) 미·중 갈등 : 무역분쟁 → 기술패권

그렇다면 다시 '무역'분쟁이 재개되는 것일까? 2018~2019년 경험했던 것처럼 또 다시 관세부과, 관세율 인상과 같은 뉴스가 증시를 흔들까?

2020년 미·중 갈등의 전개방향
: 무역분쟁 → 기술패권

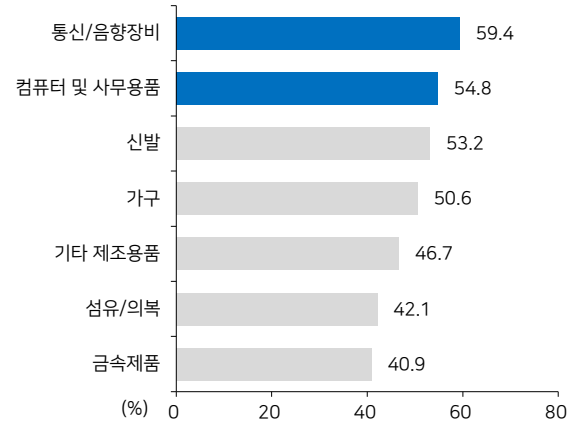
이제는 2018~2019년과는 그 흐름이 달라질 것으로 예상된다. 이미 2019년 8월부터 관세부과가 유예되고, 결국 12월에는 무역협상 합의를 한 것에서 결정된 결과다. 현상황에서 추가 관세부과의 방식으로 미·중 갈등이 진행될 가능성은 매우 낮다고 판단한다. 추가 관세부과는 주로 소비재 품목에 해당돼 미국 경제에도 부담이 될 수 있기 때문이다. 실업률이 4%를 밑돌던 2019년에도 못하던 것(소비재 품목에 대한 관세부과)을 실업률이 20%에 가까워진 시점에서 할 수 있을까?

그림5 관세 부과 대상: 품목성질별 분류



주) 2019년 하반기 기준
자료: PIIE, 국제무역연구원 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림6 품목군별 미국 수입의 중국산 의존도



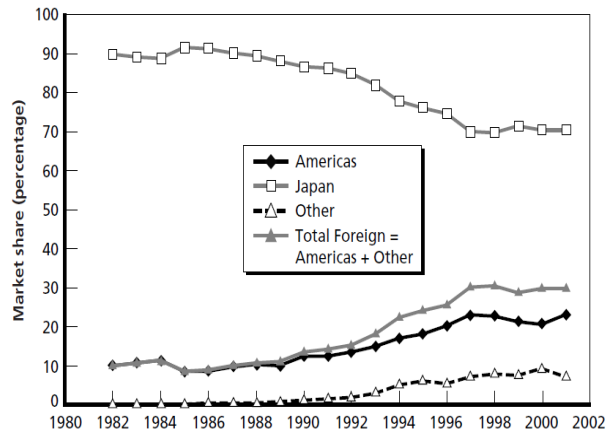
주) 2019년 하반기 기준
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

표2 반도체 관련 미일 무역분쟁 Timeline

구분	반도체 관련
1985년	▪ SIA가 일본 반도체를 통상법 30조 제소
1986년	▪ 제1차 미일 반도체 협정 성립
1987년	▪ 반도체 협정 위반을 이유로 미국이 일본에 3억 달러의 보복 관세 결정 ▪ 미국, 정부와 민간 합동으로 'SEMATECH' 설립
1991년	▪ 제2차 미일 반도체 협정 개정, 반덤핑 조항 철폐 및 일본 내 외국 반도체 점유율 목표 20% 공식화
1992년	▪ 일본 반도체 시장 내 외국 반도체 점유율 20% 돌파
1994년	▪ 제2차 미일 반도체 협정 종료

자료: SHMJ, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미일 무역분쟁 중 'Others'의 점유율 상승



자료: SSIA(2002a; 2002b), RAND TR136-3.6, 메리츠증권 리서치센터

앞으로의 미·중 갈등은 제 2라운드로 넘어갈 것이다. 이제는 무역분쟁이 아닌, 기술패권 싸움이다. 중요한 것은 무역분쟁과 기술패권 싸움이 한국 경제에 미치는 영향 측면에서 다를 수 있다는 점이다.

무역분쟁의 경우, 한국 경제에 분명한 악재였다. 한국 경제는 교역에 의존하는 구조인데, 무역분쟁의 경우 글로벌 전체 교역량을 위축시키기 때문이다. 즉, 전체 파이가 줄어드는 이벤트였다. 전체 파이가 줄어들기 때문에 M/S를 높이지 못한다면 수익은 감소할 수밖에 없다.

그런데 기술패권 싸움의 경우, 전체 파이가 '증가'하는 곳에서 누가 시장을 주도할 것인지를 다투는 것이다. 기본적으로 무역분쟁과 차이가 있다. 또한, 반사수혜 가능성도 있다. <그림7>을 보면, 미국과 일본이 반도체 관련 무역분쟁을 하는 동안 미국의 점유율이 높아지고 일본의 점유율이 낮아진 것을 확인할 수 있다. 그런데 자세히 보면 미국의 점유율만 높아진 것이 아니라, 'Others'의 비중도 높아졌다.

미국과 중국의 기술패권 싸움에서 누가 이길 것인지는 예단할 수 없다. 하지만 한국 입장에서는 이를 통해 반사수혜를 입을 가능성이 있다. 그리고 또 한 가지 생각해 볼 수 있는 점은, 중국과의 기술격차가 좁혀져 가던 상황에서 중국의 기술력이 따라오는 속도가 늦춰질 가능성도 있다.

요약하면, 하반기 내내 미·중 갈등에 대해서는 경계감을 가져야 할 것이다. 예상하는 전개 방향은 무역분쟁이 아닌, 기술패권 싸움이다. 기본적으로는 G2 간의 '갈등'이기 때문에 Risk 요인으로 봐야 하지만, 또 한편으로는 한국 경제에 '기회'가 될 가능성도 고려해야 할 이슈다.

2. 레버리지론 : 대응의 시작은 문제 진단부터

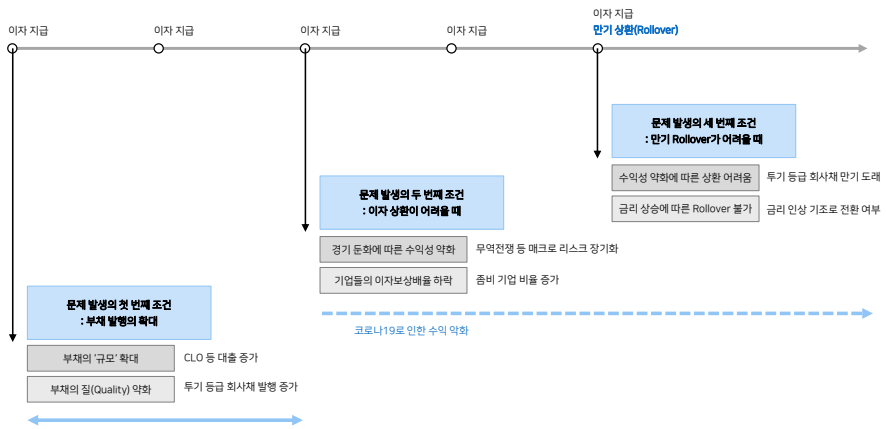
- CLO에 대한 우려 2가지 이유
- CDO와 유사한 구조
 - 증가한 기업부채

이번 하락장에서 Risk 요인으로 가장 많이 언급된 것은 레버리지론이 아닐까 싶다. 필자 또한 지난해 말 발간했던 2020년 연간전망 자료에서부터 CLO(+레버리지론)에 대해 지적한 바 있는데, 코로나19로 인해 에너지 산업 및 여타 산업들의 이익이 급격히 둔화하면서 레버리지론 붕괴에 대한 우려로 확산됐다.

사실 CLO(+레버리지론)에 대한 우려는 필자 뿐만 아니라 여러 기관들이 계속해서 제기했던 문제다. 다만, 금리 인상과 같은 긴축으로 인해 문제가 부각될 것이라고 예상한 것과는 달리 코로나19라는 변수로 인해 문제가 부각된 차이가 있다.

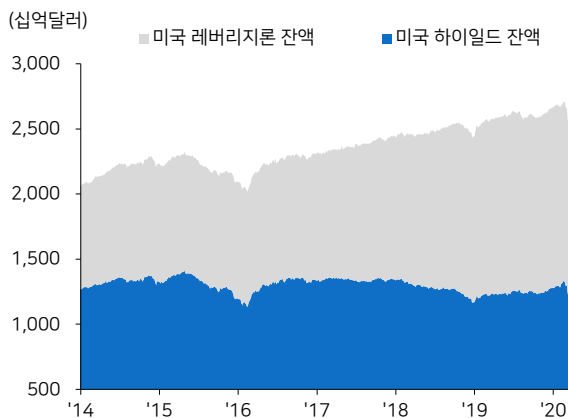
CLO에 대한 우려가 높아진 것은 2가지 이유 때문이다. 첫 번째는 금융위기 때 문제가 됐었던 CDO와 구조가 유사하다는 점, 두 번째는 금융위기 이후 부채 부담이 증가한 주체가 '기업'이었으며 특히 이들 중 신용등급이 낮은 기업들이 주로 레버리지론을 통해 자금을 조달했기 때문이다.

그림8 CLO(+레버리지론), 언제 문제가 될까? - 채권의 기본원리에서 보면...



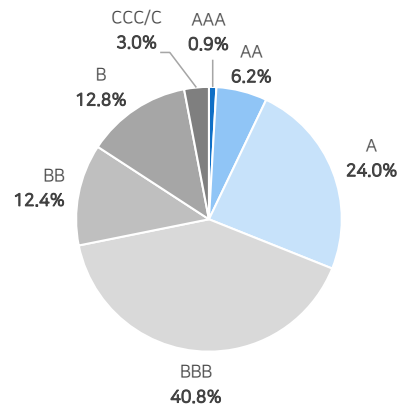
자료: 메리츠증권 리서치센터 『2020년 전망 시리즈 (1) 20%』 인용(2019.10.30)

그림9 2010년 이후 레버리지론 발행 큰 폭으로 증가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 하이일드/레버리지론 대상 등급의 회사채 시장내 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

레버리지론, 리스크 제한적인 이유
- 문제를 진단할 수 있기 때문에 대응도 가능해짐

하지만 지금까지 상황만 보면 우려와는 달리 레버리지론이 금융시스템 붕괴로 이어지진 않았다. 그리고 향후에도 시장을 붕괴할 리스크가 될 가능성은 낮다고 본다. 이유는 금융위기 때와는 달리, 규모 파악이 되기 때문이다. 문제를 제대로 진단할 수 없을 때에는 대응도 쉽지 않다. 하지만 문제를 제대로 진단할 수 있다면, 대응은 의외로 쉬워진다. 지금은 후자에 해당한다.

서브프라임 당시에는 <그림12>에서 볼 수 있듯이, 손실추정액이 2년간 9배나 증가했다. 이는 즉, 정확한 손실추정이 되지 않았음을 의미한다.

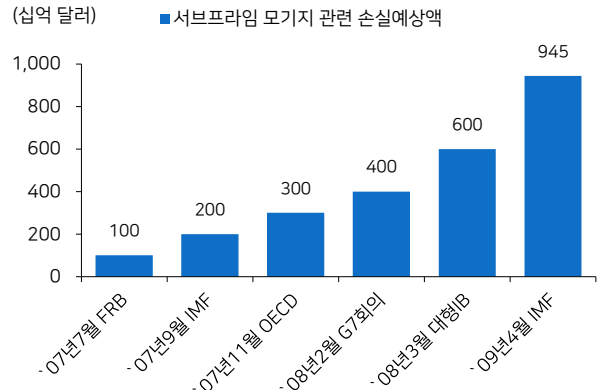
이번에는 저신용채권에 대한 규모 파악이 되고 있으며, 추정되는 규모에 금융위기 당시의 부도율(16%)를 적용해 부도 가능한 금액을 계산할 시 3,840억 달러로 추정된다. 이는 미국 정부의 2.2조 달러 경기부양 패키지 중 소기업 대출분(3,770억 달러)에 상응하는 규모다. 문제가 제대로 진단되고(규모 파악 가능) 그에 상응하는 대응도 나왔기 때문에, 레버리지론이 시스템 붕괴로 이어질 가능성은 낮다.

표3 서브프라임 모기지 vs 레버리지론 비교

구분	서브프라임 모기지	글로벌 레버리지론
기초자산	시장규모	\$1.3조(S&P Index)
	\$1.1조(美 모기지론 13%) 전년대비 증가율 16%	~\$2.2조(광의) * 미국 기업부채의 9%
증권화	약식대출 비중	60%(미국 90%, Covenant-lite)
	은행대출 비중	90% 이상
증권화	증권화 규모	CLO
	\$1조(기초자산 80% 이상)	\$0.8조(기초자산 36%)
단기자금 조달 비중	약 25%	극소수
	은행이 SIV (구조화투자전문회사)를 통해 유동성 공급	
위험보유 의무	없음	EU(o), 미국(일부) * CLO Manager가 5% 의무보유
합성증권	수익률 제고(speculation) 및 차익 거래(arbitrage) 목적으로 실행	일반적이지 않으며 대부분 리스크 관리 목적
증권의 증권화	약 10%(CDO-squared)	1% 미만

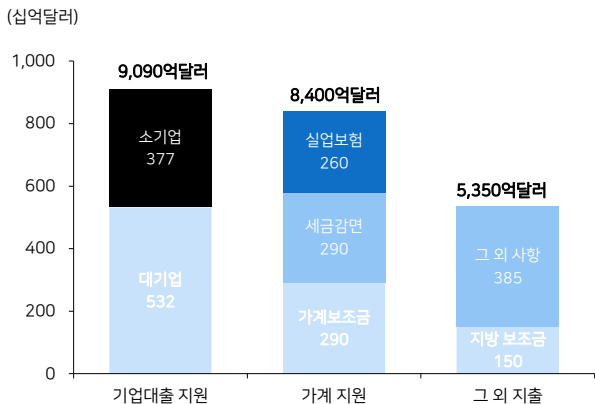
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 손실 추정액 9배 증가. 문제 진단이 안 된 것을 의미



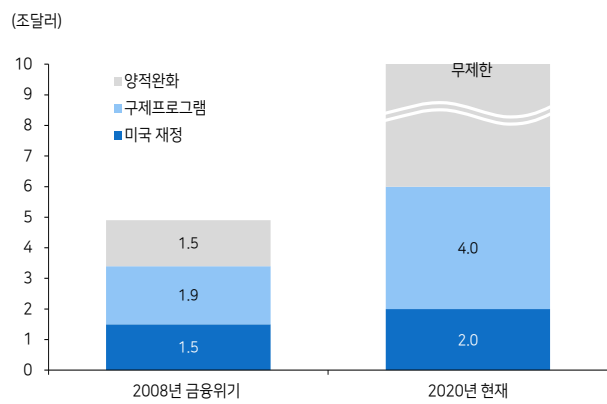
자료: 각 기관 추정, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 2.2조 달러 패키지 중 소기업 대출 : 3,770억\$



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 정책대응 규모 : 2020년 >>> 2008년



자료: US Treasury, FRB, 메리츠증권 리서치센터

3. OTC : 보이는 것에 현혹되면 안된다

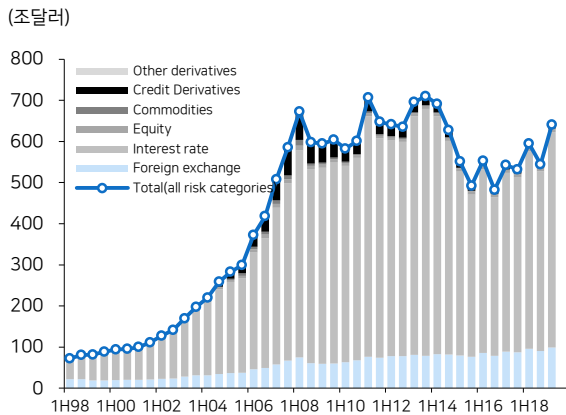
- 글로벌 파생시장 위험 제한적
- 외형적 규모 대비 2%에 불과한 실질규모
 - 실질규모는 08년 대비 1/3 수준

레버리지론에 이어 점검한 Risk 요인은 글로벌 파생시장(OTC)이다. OTC Market도 레버리지론과 마찬가지로 우려가 많이 제기되긴 했으나, 실제 시스템 붕괴로 이어지진 않았다. 왜 문제가 되지 않았을지, 또는 다시 우려가 확대되더라도 왜 시스템 붕괴로 이어지지 않을 것인지는 다음의 2가지로 확인 가능하다.

첫째, 글로벌 파생시장의 경우 외형적으로는 640조 달러가 넘는 파생시장 규모에 불안감이 클 수 있으나, 명목잔액을 상쇄(netting)한 총 시장가치는 12조 달러로 추정된다. 그리고 파생상품의 기초자산이 갖는 신용위험잔액 기준으로는 2.7조 달러로 추정된다. 즉, 실질 규모는 보이는 것에 비해 2%에 불과하기 때문에 문제가 생기더라도 Risk가 확산되는 것은 제한적이다.

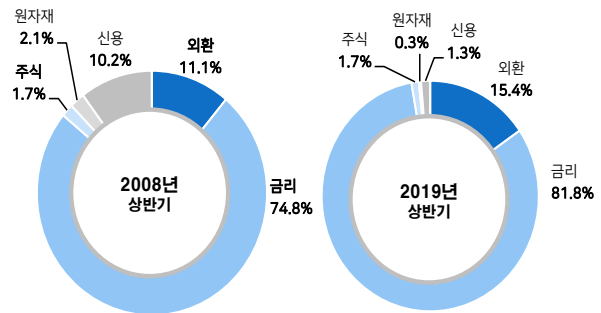
둘째, 명목잔액 기준으로는 글로벌 파생시장의 규모가 2008년 수준을 유지하고 있다. 하지만 명목잔액 netting을 통해 추정된 시장가치는 2008년에 비해 약 1/3로 감소했다.

그림14 글로벌 파생시장 '19년 상반기 명목잔액 640조 달러



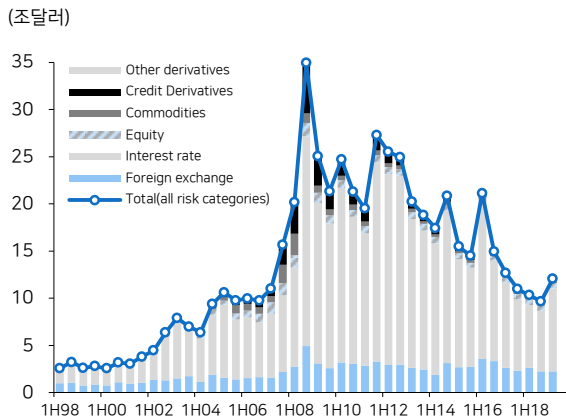
자료: BIS OTC Derivatives Statistics, 메리츠증권 리서치센터

그림15 주요 부문별 파생시장 비중



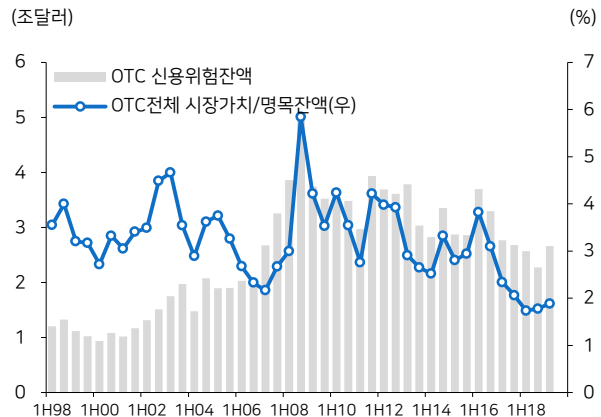
자료: BIS OTC Derivatives Statistics, 메리츠증권 리서치센터

그림16 명목잔액 가감을 통해 추정된 시장가치 12조 달러



자료: BIS OTC Derivatives Statistics, 메리츠증권 리서치센터

그림17 파생상품 전체 시장가치는 명목잔액 2%



자료: BIS OTC Derivatives Statistics, 메리츠증권 리서치센터

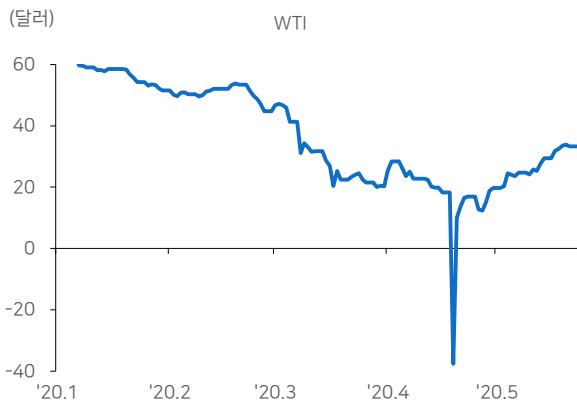
4. 유가 : 저유가의 장기화

- 유가 바닥을 확인한 2가지 시그널
- 콘탱고 심화
 - 에너지 기업 신용위험 정점

2020년 들어 가장 큰 변동성을 보인 자산군은 유가였다. WTI는 처음으로 마이너스 유가를 기록했으며, 이후 다시 급등하면서 현재 30\$대를 회복한 상태다. 유가가 큰 폭으로 급락하고 반등하는 과정에서 미국 셰일업체들의 리스크가 높아졌으며, 일부 원자재 수출 의존도가 높은 국가들에 대한 우려도 제기되고 있다.

유가의 경우 2가지 시그널을 통해 바닥을 확인할 수 있었다. 차근월물과 근월물의 가격 스프레드가 급격히 확대되는 상황(콘탱고)과 에너지 기업들의 신용위험의 정점이 일치하는 시기가 역설적이게도 유가의 바닥을 알리는 신호였던 과거 사례를 참고할 수 있다. 지금은 점점 콘탱고 현상이 완화되고 있고 에너지 기업들의 신용위험이 완화되고 있는 상황을 고려할 시, 유가의 바닥은 확인된 것으로 볼 수 있다. 유가가 또다시 급락할 가능성은 제한적이라고 본다.

그림18 2020년 WTI 추이 : 마이너스 유가 경험



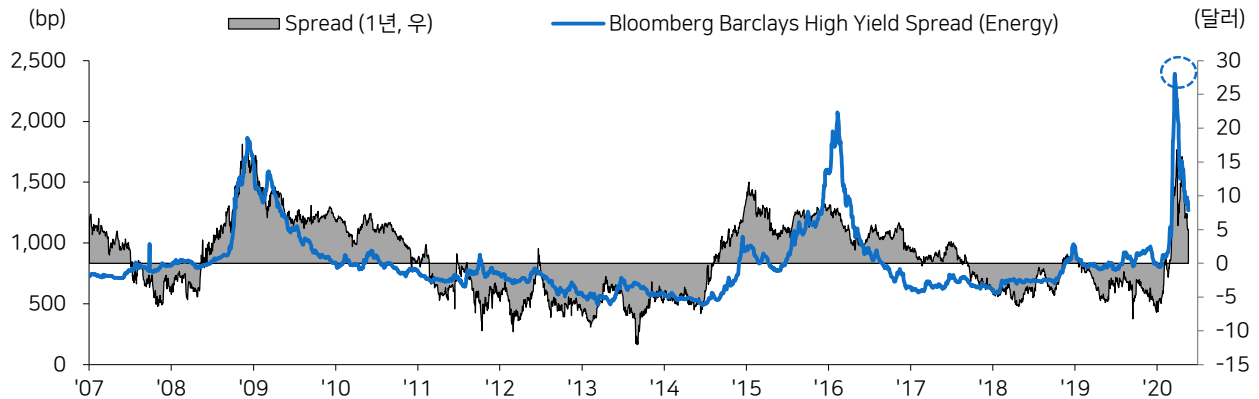
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 미국 원유 재고



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림20 원유 시장 콘탱고 심화(Sprea)와 에너지 기업 신용위험 정점은 일치. 현재는?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

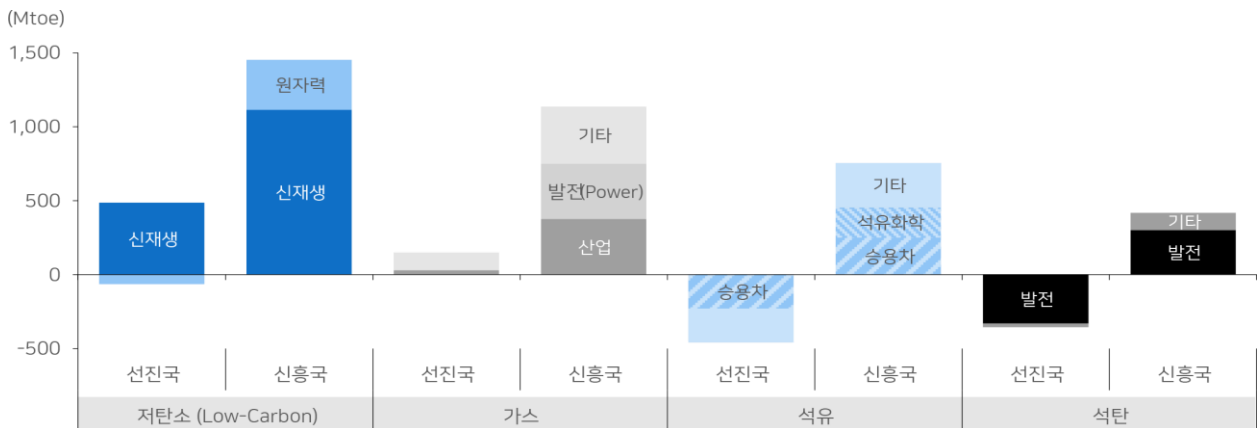
중장기 고려사항 : 저유가 장기화
 - 수요 측면과 공급 측면
 - 대공황 때와 유사한 가격 흐름

다만 중장기적으로 고려해야 할 시나리오는 '저유가의 장기화'다. 이는 수요와 공급 측면으로 나눠서 생각해 볼 수 있으며, 수요와 공급 모두 '저유가의 장기화'를 가리키고 있다.

먼저 수요 측면에서는 코로나19라는 변수가 완화된다고 하더라도, 전기차의 보급 확대와 같은 구조적 변화를 고려해야 한다. 코로나19가 완화되면서 유가가 추가 상승할 수는 있겠으나, 전기차 확대와 같은 구조적 변화가 진행되고 있어 유가는 이전 수준(50~60\$)을 회복하기 어려울 것이다.

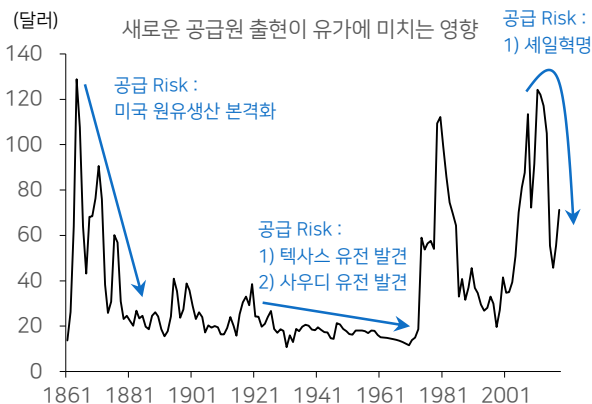
공급 측면에서는 미국의 셰일 오일이 최대 변수다. 이전 시대에는 원유의 최대 공급자가 중동 vs 러시아로 구분됐다면, 이제는 중동 vs 러시아 vs 미국으로 구분될 수 있다. 미국이라는 거대한 공급자가 새롭게 등장한 것은 과거 대공황 때와도 비교해 볼 수 있다. 대공황 때는 미국 텍사스에서 유전이 발견되면서 원유 가격이 하락한 바 있다. 그리고 유가는 대공황 이후 점진적으로 상승하긴 했으나, 이전 수준을 회복하진 못했다. 이번에도 비슷한 흐름을 보일 가능성을 대비해야 한다.

그림21 2017~2040년 주요 에너지 수요 증감 전망



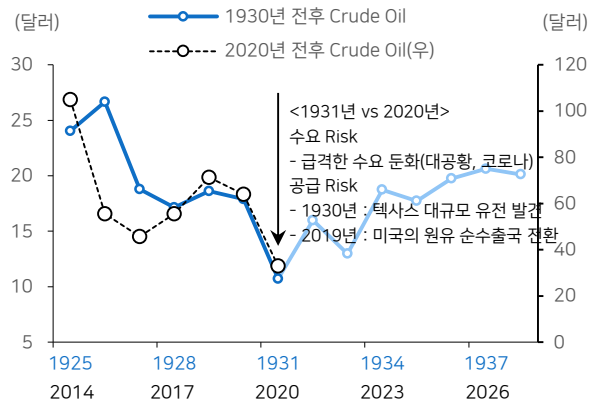
자료: IEA, World Energy Outlook(2018), '석유시대 Peak-Out 그 후...(2018.11.28, 박형렬, 이수정)재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림22 유가 장기 시계열 : 공급이 유가에 미치는 영향



자료: British Petroleum, 메리츠증권 리서치센터

그림23 유가 비교 : 1930년 전후 vs 2020년 전후



자료: British Petroleum, 메리츠증권 리서치센터

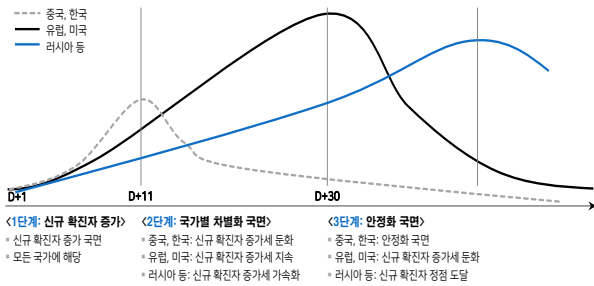
5. 신흥국 리스크

신흥국 리스크에서 중요한 것은 다른 지역으로의 전이 가능성

마지막으로 점검할 Risk는 신흥국 리스크다. 신흥국 리스크의 경우, 실제 문제가 확대될 가능성까지 고려해야 한다. 하지만 중요한 것은 그 위험이 미국 증시, 또는 한국 증시로 전이되는지 여부다. 전이될 가능성은 낮다고 판단하며, 문제가 전이되지 않는다면 미국과 한국 증시의 추세는 바뀌지 않을 것이다.

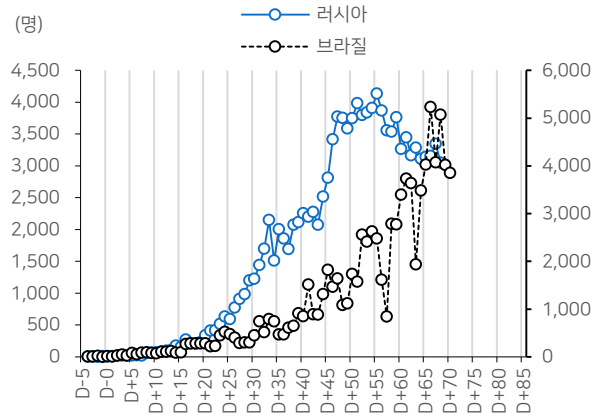
신흥국들 중 남미 국가들과 러시아를 조심할 필요가 있다. 이들 국가는 <한국/중국 → 유럽/미국>에 이어 코로나19 확진자가 가장 오랜 기간 동안 증가하고 있는 국가다. 유럽과 미국이 3월말~4월초에 코로나19 정점을 확인한 것과 달리, 이들 국가의 정점은 최근해야 확인되고 있다. 그만큼 경기에 미친 영향이 길어지고 있는 셈이다. 또한 이들 국가는 원자재 수출 의존도가 높아 최근 원자재 가격 하락의 영향을 받았으며, 이는 부채 리스크로 이어지고 있다.

그림24 코로나19 신규 확진자 추이의 3가지 유형



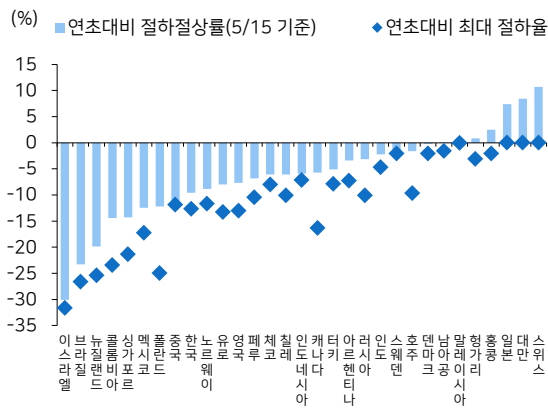
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림25 코로나19 신규 확진자 추이



자료: Worldometer, 메리츠증권 리서치센터

그림26 연초 이후 주요 통화의 달러대비 절상률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 신흥국 취약성의 주요 원인들

	원자재 가격 하락	재정건전성 위험	외채 문제/국가부도
브라질	○	○	
남아공		○	○
멕시코		○	
콜롬비아	○		△
터키			○
칠레	○		△
러시아	○		

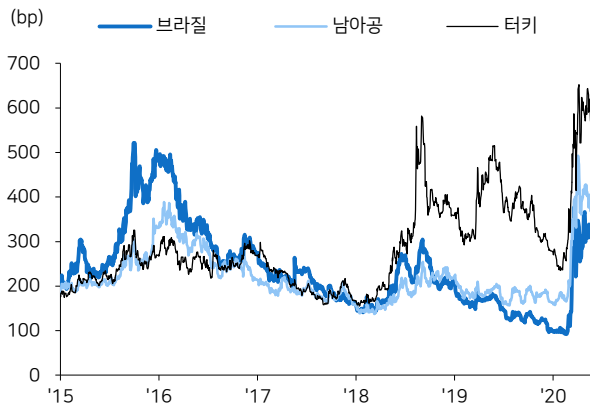
자료: 메리츠증권 리서치센터

일부 신흥국들이 문제가 될 가능성은 있으나, 경상수지 흑자국으로의 전이 가능성은 낮음

브라질, 러시아, 남아공 등 국가들에서 리스크가 확대된다면, 국내 주식투자자 입장에서는 그 리스크가 미국 또는 한국으로 전이되는지 여부를 판단해야 한다. 리스크가 전이되지 않는다면, 신흥국 리스크로 인해 또다시 증시가 급락할 가능성은 낮다.

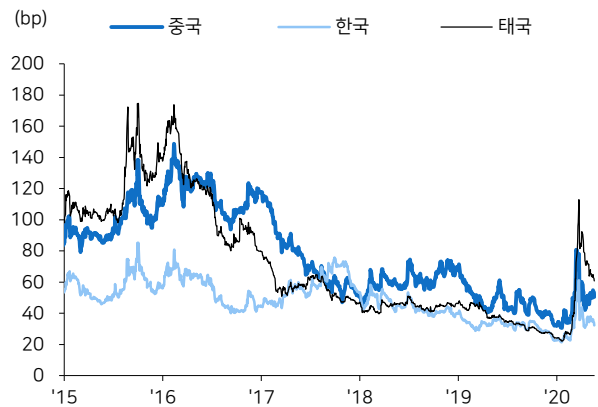
다행히 CDS Premium을 보면, 신흥국 리스크가 한국 금융시장으로 전이될 가능성은 낮다. 리스크의 전이 가능성이 낮은 가장 큰 이유는 한국이 경상수지 흑자국이기 때문이다. 실제로 경상수지 흑자/적자 여부에 따라 통화 가치가 차별화된 흐름을 보이고 있다는 점은 신흥국 리스크의 전이 가능성이 낮다는 것을 보여주는 근거다.

그림27 취약 신흥국의 CDS premium 급등



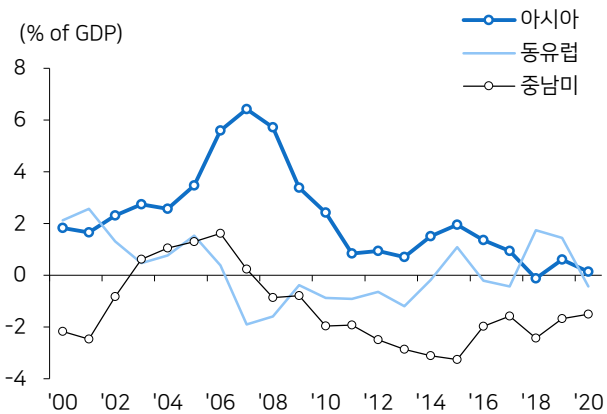
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림28 경상흑자국 CDS로 관련 위험 전염되는 징후는 없음



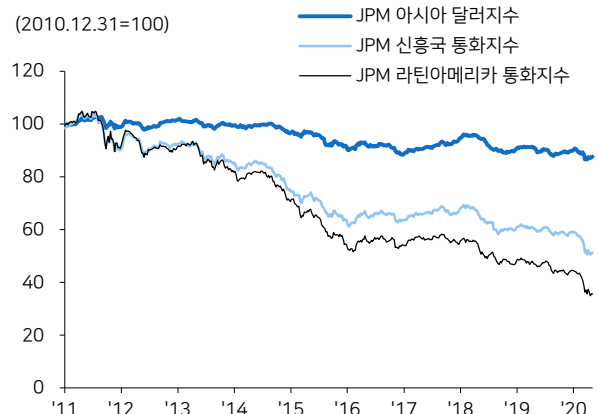
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림29 신흥국 지역별 경상수지 추이



자료: IMF World Economic Outlook, 메리츠증권 리서치센터

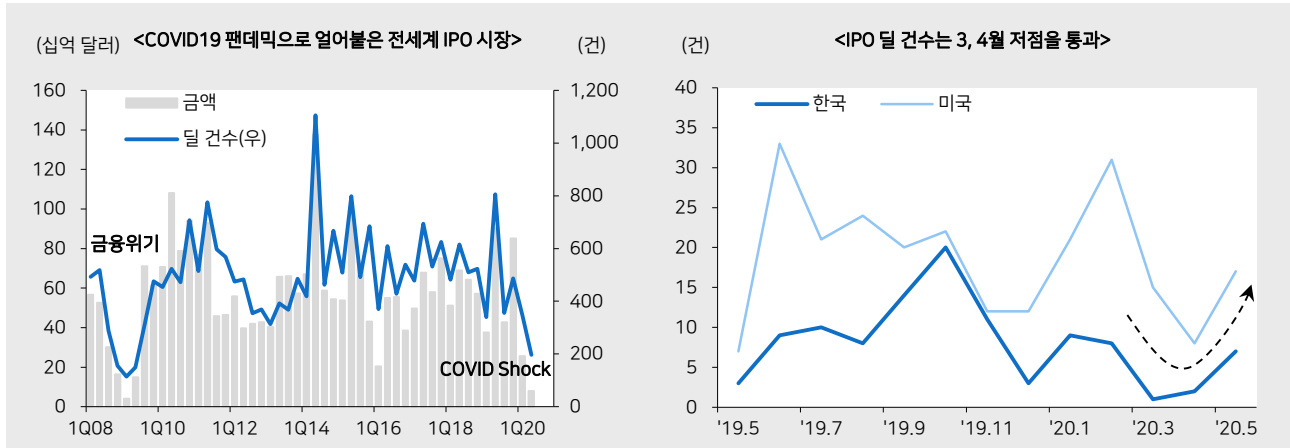
그림30 경상수지 흑자/적자 여부에 따라 통화 가치 차별화



자료: Bloomberg, JPMorgan, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 박범지 연구원

얼어붙은 IPO 시장에도 봄은 오는가?



주: IPO 공시일자 기준(Bloomberg IPO), 2020년 2분기는 5월 22일까지
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

IPO 시장은 증시 상황에 따라 좌우되는 편. 증시 급락으로 IPO 시장도 위축

IPO(Initial Public Offering, 기업공개)는 기업이 발행한 주식을 공개시장에서 거래할 수 있게 상장하는 것을 의미한다. 기업이 IPO를 하는 근본적인 목적은 자금 조달이기 때문에 IPO 시장은 증시 상황에 따라 크게 좌우되는 편이다. 증시가 좋을 때는 같은 주식이라도 더 많은 자금을 조달할 수 있기 때문이다. 반대의 경우도 마찬가지다. 2008년 금융위기 당시 전세계 IPO 시장은 증시와 함께 급격히 얼어붙은 경험이 있다. 그리고 이번 증시 급락은 다시 IPO 시장을 크게 위축시켰다.

계절적 요인도 존재. 1분기 비수기

한편, IPO 시장의 계절적 요인도 한 몫을 한 것으로 보인다. 과거 10년 동안 평균적으로 1분기(9,776억 원/10건)보다 2분기(1조8,552억 원/21건)에 진행된 IPO가 금액과 건수 모두 두 배 가량 된다. 여러 가지 이유가 있지만 지난해 결산 이후 상장 기준을 맞춰 IPO를 진행하는 것이 주된 배경이다. 증시 급락이 IPO 시장 부진의 주된 원인이지만, 계절적으로 비수기였던 영향도 배제할 수 없다.

IPO와 예비심사 청구 건수 모두 반등하는 모습

IPO 시장은 증시 회복을 따라가듯 한국의 경우 3월을 저점으로 IPO 건수가 다시 증가하고 있으며, 미국은 한 달 가량 지연된 4월을 저점으로 5월 들어 반등하는 모습이다. 국내 신규상장 예비심사 청구 건수도 올해 1분기 총 8건에서 4~5월 19건으로 크게 늘었다. 예비심사 승인을 받은 뒤 6개월 내에 상장을 하면 되기 때문에 상장 계획이 있는 기업들이 미리 예비심사를 청구하고 있는 것으로 보인다.

COVID19 사태로 자금조달이 필요한 기업이 많아진 점은 긍정적

증시의 빠른 회복과 계절적 성수기 외에도 이번 COVID19 사태로 인해 자금조달이 필요한 기업이 많아진 점이 IPO 시장 활성화를 자극할 가능성이 높다. 이미 지난 19일 SK바이오팜이 증권신고서를 제출하면서 국내 IPO 시장에 대한 기대감이 높아지고 있다. 얼어붙었던 IPO 시장에 봄은 예상보다 빠르게 찾아올 것으로 판단된다.

칼럼의 재해석 김동희 연구위원

마이크로소프트의 양자컴퓨팅 Preview (*The Wall Street Journal*)

마이크로소프트의 양자컴퓨팅 서비스가 새로운 고객을 유치하고 있다. Toyota Tsusho와 Jij(Japan Infrastructure Initiative Japan, Ltd.)는 Azure Cloud에서 마이크로소프트의 양자 컴퓨팅 서비스를 사용하여 교통 체증과 관련된 문제를 해결하는 방법을 실험하고 있다. Jij에 따르면 기존 컴퓨터에서 실행되는 양자 알고리즘은 적색등에서 정지한 운전자의 대기 시간을 약 20% 단축하여, 각 차량당 평균 5초가량을 절약할 수 있다고 밝혔다. 차량 대기 시간이 감소되면 탄소 배출량 또한 줄어드는 효과가 있다.

마이크로소프트는 지난 11월부터 소프트웨어 개발자를 대상으로 한 양자 컴퓨팅 서비스에 대한 진출을 구체적으로 발표하기 시작했다. 5월 20일, 마이크로소프트 개발자 컨퍼런스 '빌드 2020'에서 개발자들이 마이크로소프트의 양자 컴퓨팅 서비스 'Azure Quantum'으로 마이크로소프트와 파트너인 1QBit, Honeywell, IonQ, QCI의 다양한 양자 소프트웨어, 하드웨어 및 솔루션으로 구성된 개방형 에코 시스템에 액세스할 수 있다고 발표했다. 현재 'Azure Quantum'은 수많은 비공개 고객에게 제공되고 있다. 마이크로소프트는 고객이 서비스 비용을 지불하고 있는지에 대해서는 언급하지 않았지만, 올해 말 모든 Azure Cloud 고객에게 서비스를 제공할 것으로 예상된다고 밝혔다.

'Azure Quantum'의 경쟁 우위는 개발자에게 상용급 양자 컴퓨터를 제공하느냐에 있다. 향후 몇 년 안에 상용급 양자 컴퓨터를 출시할 때, 이를 사용하는 개발자의 수요가 높아질 것이며, 동시다발적 다수 변수간 계산 성능이 좋은 양자 컴퓨팅은 복잡하고 돌발 변수가 많은 산업 현장의 실시간 최적화가 달성 가능하다.

양자컴퓨팅 상용화 첫걸음

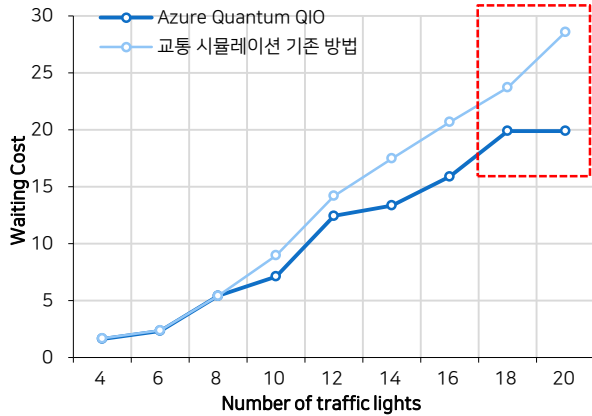
마이크로소프트-Toyota-Jij, 협력 시작

마이크로소프트의 양자컴퓨팅 서비스가 새로운 고객을 유치하고 있다. Toyota Tsusho와 Jij(Japan Infrastructure Initiative Japan, Ltd.)는 Azure Cloud에서 마이크로소프트의 양자 컴퓨팅 서비스를 사용하여 교통 체증과 관련된 문제를 해결하는 방법을 실험하고 있다. Toyota Tsusho의 목표는 양자 컴퓨터가 경로 계획, 차량 관리 및 교통 체증 분석 등 모빌리티 서비스와 관련된 문제에 대한 솔루션의 속도를 높이는 것이다. Toyota Tsusho의 최대주주 D-Wave Systems 등 다른 양자 컴퓨팅 회사와 협력하여, 양자 컴퓨팅 기술을 활용한 모빌리티 문제 해결을 위해 노력하고 있다.

이를 위해 Toyota Tsusho와 Jij는 'Azure Quantum'을 활용하여 교통 최적화 실험을 수행하였다. Jij에 따르면, 기존 컴퓨터에서 실행되는 양자 알고리즘은 적색등에서 정지한 운전자의 대기 시간을 약 20% 단축하여 각 차량당 평균 5초 가량을 절약할 수 있다고 밝혔다. 차량 대기 시간이 감소되면 탄소배출량 또한 줄어드는 효과가 있다.

물리학자들로 구성되어 설립된 Jij는 Toyota Tsusho와 같은 기업 고객이 마이크로소프트 포함, 파트너 업체의 양자 컴퓨팅 서비스를 실험 할 수 있도록 도와준다. OTI Lumionics는 'Azure Quantum'을 사용하여 유기물질 시뮬레이션으로 차세대 OLED 디스플레이 또한 설계했다. QIQ를 사용하여 Ir(ppy)₃이라는 금속-유기 복합체의 사용이 에너지 소비에 미치는 영향을 분석하는 시뮬레이션이 가능해졌다.

그림1 마이크로소프트-Jij, 트래픽 감소 솔루션



자료: 마이크로소프트, Jij, 메리츠증권 리서치센터

표1 기업별 양자컴퓨팅 소프트웨어

서비스명	개발사	내용	출시 시기
QDK(Quantum Development KIT), Topological qubit	Microsoft	양자컴퓨팅 개발 Q#프로그래밍 언어 오픈소스	'17.12
텐서플로우 킴텀(TFQ)	Google	양자컴퓨팅 머신러닝 오픈소스	'19.3
Amazon Bracket	Amazon	양자컴퓨팅 기술 실험서비스	'19.12
IBM Q 익스피리언스	IBM	양자컴퓨팅 프레임워크	'16.5

자료: 마이크로소프트, OTI Lumionics, 메리츠증권 리서치센터

마이크로소프트가 밝힌 양자컴퓨팅의 '프리뷰'

멀지 않은 미래 '양자 컴퓨팅'의 구체화 시작

양자 물리학을 활용함으로써, 양자 컴퓨터는 실시간으로 방대한 수의 가능성을 분류하고 가능한 해결책을 제시하는 잠재력을 가지고 있다. 복잡한 계산을 보다 신속하게 처리할 수 있는 큐비트로 정보를 인코딩한다. 상용화된 양자 컴퓨터는 아직 구축전이지만, 마이크로소프트는 19년 11월 소프트웨어 개발자를 대상으로 한 양자 컴퓨팅 서비스에 대한 진출을 시작으로 구체적인 계획을 발표하기 시작했다.

'Azure Quantum' 프리뷰 출시

'Azure Quantum'은 풀스택(Full-stack), 개방형 클라우드 에코 시스템으로 사전 구축된 솔루션, 시뮬레이터 및 리소스 추정 도구와 같은 양자 개발 도구, 다양한 양자 하드웨어를 한 번에 구축하고 다양한 양자 리소스에 액세스 할 수 있다. 하드웨어와 알고리즘이 발전 할 때 코드를 다시 작성할 필요 없이 양자 컴퓨터를 위한 알고리즘과 응용 프로그램을 개발할 수 있는 온라인 플랫폼을 개발자에게 제공하는 것이 강점이다. 이로써 개발자는 Toyota Tsusho 프로젝트와 같이 기존 시스템에서 양자 알고리즘을 실험 할 수 있으며, 고객들은 다른 공급 업체의 초기 단계 양자 컴퓨팅 하드웨어에 액세스 할 수 있다.

파트너사들의 개방형 에코시스템 액세스 가능

지난 5월 20일, 마이크로소프트 개발자 컨퍼런스 '빌드 2020'에서 개발자들이 Microsoft의 양자 컴퓨팅 서비스 'Azure Quantum'으로 마이크로소프트와 파트너인 1QBit, Honeywell, IonQ, QCI의 다양한 양자 소프트웨어, 하드웨어 및 솔루션으로 구성된 개방형 에코 시스템에 액세스할 수 있다고 발표했다.

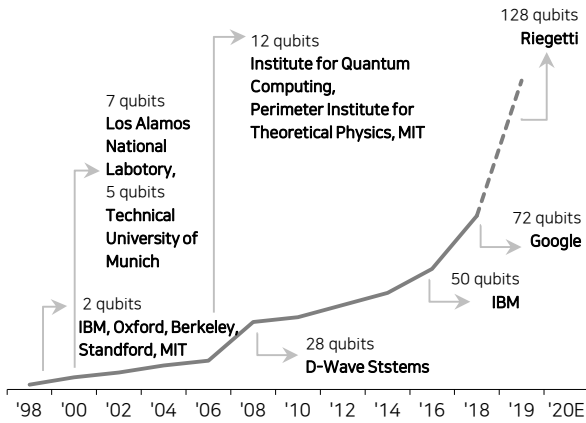
파트너사들의 투자 유치 규모 증가

이러한 양자컴퓨팅 파트너사들은 18년까지 펀딩규모를 누적 7억 달러를 유치하고 있다. 특히 Rigetti, 1QBit, IonQ, D-Wave Systems는 2,000만 달러 이상의 투자를 유치하였다. 스타트업에서 시작한 양자컴퓨팅 파트너사들의 투자 규모와 특허권 보유 증가가 새로운 기회를 열고 있는 것이다. 마이크로소프트의 연구원들은 파트너사와 향후 5년 안에 청정 에너지, 지구 온난화, 재료 설계 등과 같은 분야의 난제를 풀도록 도와주는 양자 컴퓨터를 구축하기 위해 관계를 강화하고 있다.

고객사는 이미 확보

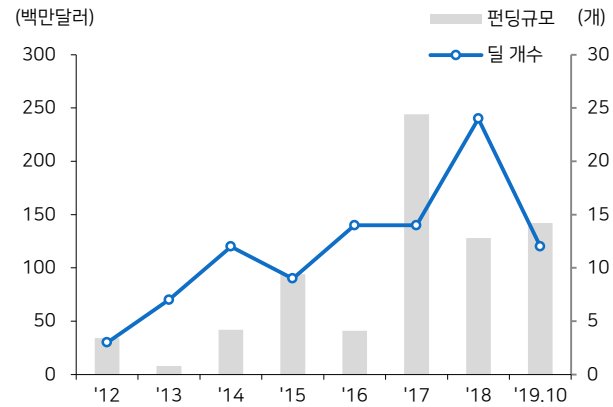
현재 'Azure Quantum'은 수많은 비공개 고객에게 제공되고 있다. 마이크로소프트는 고객이 서비스 비용을 지불하고 있는지에 대해서는 언급하지 않았지만, 올해 말 모든 Azure Cloud 고객에게 서비스를 제공 할 것으로 예상된다고 밝혔다.

그림2 양자컴퓨터 히스토리



자료: MIT, Qubit Counter, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 양자 컴퓨팅 관련 스타트업 딜 규모 추이



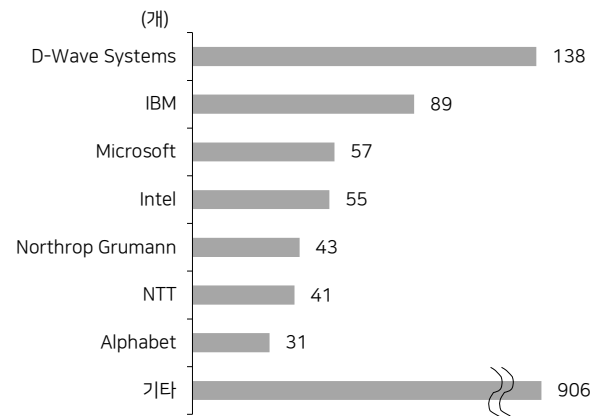
자료: Statista, 메리츠증권 리서치센터

표2 'Azure Quantum' 풀스택 오픈 클라우드 에코시스템

적용범위	최적화, 머신러닝, 양자시스템 시뮬레이션, 암호화
솔루션 서비스	Quantum Solutions, 1QBit, Post-Quantum Crypto Solutions
소프트웨어 도구&서비스	Python/C++/C#/..., Q#, QDK, Simulation, Resource Estimation
기존 하드웨어	Azure
양자 컨트롤	Room Temp Controller, Cryo Controller
양자 기기	IONQ, Honeywell, qei, Microsoft

자료: 마이크로소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림4 양자컴퓨팅 특허 보유현황 - 상위기업이 66% 차지



자료: Derwent Innovation, BCG, 메리츠증권 리서치센터

상용화 속도가 관건

구글, IBM, 마이크로소프트의 경쟁심화

맥킨지에 따르면 2030년까지 양자컴퓨터는 2,000~5,000여대가 운영될 전망이며, 실제 산업별로 고부가가치를 중장기적으로 갖고 있다고 전망했다. 양자컴퓨터와 관련 시스템을 구축하는 비용과 운영 비용의 규모가 크기 때문에 구글, IBM, 마이크로소프트 등 글로벌 선도 기업 중심으로 발전이 예상된다. 2020년대 하이브리드식 접근 단계를 넘어서면 양자 컴퓨팅과 인공지능이 결합하는 양자 인공지능(Quantum AI) 과학기술까지 등장할 전망이다.

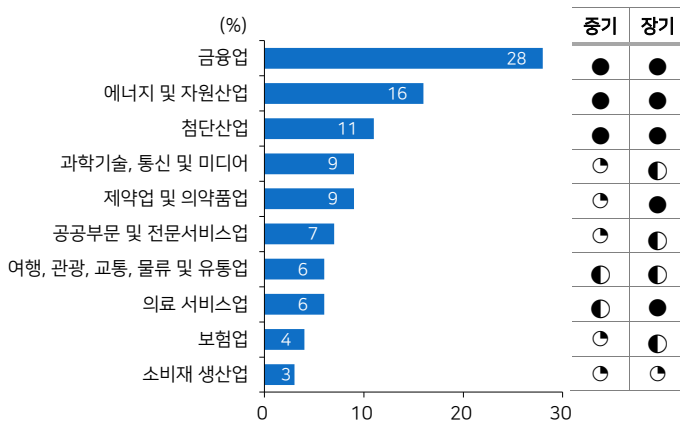
산업별 부가가치의 차이 존재

양자 컴퓨터는 화학·의약품 개발기간 단축, 신속한 최적화, 양자 기반 자율주행차 개발 촉진, 사이버 보안 강화 등에 활용이 가장 높을 전망이다. 기존 컴퓨터로는 수천개의 원자를 시뮬레이션 하는데 비용과 시간이 많이 소모되었으나, 양자컴퓨팅은 원자의 상호작용 자체가 양자 컴퓨팅의 운영원리와 일치하여 화학 및 의약품 개발기간 단축이 예상된다. 동시다발적 다수 변수간 계산 성능이 좋은 양자 컴퓨팅은 복잡하고 돌발 변수가 많은 산업 현장의 실시간 최적화가 달성 가능하다. AI 기반 무인자동차 기술은 신속하고 복잡한 계산 능력이 요구되므로 양자 인공지능(Quantum AI) 형태로 무인 자동차 상용화에 기여할 수 있다. 실제로 포드, GM, 폭스바겐 등 주요 글로벌 자동차 제조사에서 집중 투자 중이다.

개발자에게 상용급 양자 컴퓨터 제공이 관건

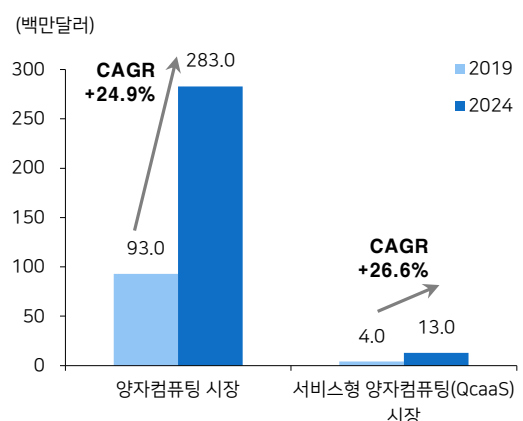
'Azure Quantum'의 경쟁 우위는 개발자에게 상용급 양자 컴퓨터를 제공하느냐에 있다. 향후 몇 년 안에 상용급 양자 컴퓨터를 출시할 때 이를 사용하는 개발자의 수요가 높아질 것이며, 기업들은 이러한 수요를 확보하기 위해 금융 서비스, 자동차 및 제약 분야의 양자 컴퓨팅 실험 속도가 빨라지고 있다.

그림5 산업별 양자 컴퓨터 단기 활용도 및 중장기 부가가치 규모



자료: Mckinsey, 메리츠증권 리서치센터

그림6 양자컴퓨팅 시장 규모 전망



자료:마켓앤드마켓, 메리츠증권 리서치센터

원문: Microsoft's Quantum-Computing Services Attract New Customers - The Wall Street Journal