

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 7. 14 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

매크로 변수와 자산배분: 몇 가지 생각

오늘의 차트

외국인 채권시장 재유입 원인

칼럼의 재해석

Apple Silicon: 애플의 인텔 독립선언과 TSMC

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



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

매크로 변수와 자산배분: 몇 가지 생각

- ✓ 투자시계: Recession에서 Recovery로 이행하는 초입 국면. 2009년 경험처럼 위험자산 편입의 적기. 그러나 전통적인 투자시계 상 경기소비재와 금융의 조기편입에는 신중할 필요
- ✓ GDP/CPI 컨센서스 모멘텀 지표: 모든 국가에서 주가와 기업이익을 설명하지 못함을 유의
- ✓ 달러화 약세 = 신흥국 buy / 미국 sell? 신흥국은 취약성 분석 선행할 것을 권고. 아울러, 전통적 환율변수를 압도하는 구조적 변수에 의한 미국 아웃퍼폼 현상 고려 필요

Prologue

중앙은행도, 각종 전망기관, 기업체에서도 경제분석가를 고용하여 쓰지만 각각의 목적은 다른 데 있다. 중앙은행은 통화신용정책 방안 수립의 근거 마련, 기업체들은 사업계획 수립을 위한 근거 마련에 그 목적이 있을 것이다.

그렇다면 자본시장/증권업계에서의 이코노미스트의 역할과 존재의 이유는 무엇일까? 작게는 복잡다단한 매크로 이슈에 대한 이해를 돕기 위함일 것이고, 이를 통해 성장은 나오는지, 글로벌 경기의 변곡점은 언제인지, 그래서 결국 "무엇을 사고 팔아야 하는지" 에 대한 시사점을 얻기 위함일 것이라 생각한다. 투자전략가가 따로 있지만 경제를 분석하는 입장에서라도 가격변수에 대한 나름의 입장은 가지고 있어야 한다는 생각이다. 다수의 국가와 자산을 본다면 선호도 있어야 하겠다.

이따금씩 자산배분 이야기를 해줄 수 있느냐는 투자자들의 요청도 있다. 보통 자산배분은 계량 모델을 통해서 최적함수를 도출하거나, 다수의 매크로 애널리스트 간 협의를 통해 도출되는 경우가 대부분인 듯 하다. 그래서 혼자서는 이야기하기 어렵다. 필자가 이야기할 수 있는 것은 "매크로 변수" 가 어떠한 형태로 자산배분에 사용되는 지, 그리고 거기에서 어떠한 자산배분 시사점을 얻을 수 있는지에 대한 것이다. 오늘 전략공감2.0에서는 이 내용을 다룬다.

매크로 변수의 활용과 자산배분 시사점

1. 투자시계(Investment clock)

투자시계를 활용하는 이유

자산배분 측면에서 가장 빈번하게 사용되는 경기변수는 GDP와 CPI일 것이다. 큰 그림에서는 현재의 경기국면이 어디에 위치해 있고, 경기국면별로 유망한 자산을 발굴해 내기 위한 목적이 클 것이다.

투자시계 활용법과 예시

이러한 목적으로 사용되는 것이 투자시계(investment clock)이다. 경제 성장률의 회복/둔화 여부와 인플레이션율의 상승/하락에 따라 경기국면을 크게 4가지 (Boom, Slowdown, Recession, Recovery)로 구분한 후 해당 경기국면에 아웃퍼폼할 개연성이 큰 자산군 편입을 확대하는 개념이다. 그림 1은 메릴린치가 제시하고 있는 투자시계를 나타낸 것이다. 예를 들어 경기가 둔화 국면을 넘어 침체로 갈 때는 정책금리 인하와 더불어 성장에 대한 기대가 낮아지기에 장기국채를 편입하고, 침체기에는 성장주를 편입했다가, 회복 국면에 진입할수록 회사채나 하이일드채 등 위험자산 비중을 늘리라는 개념이다.

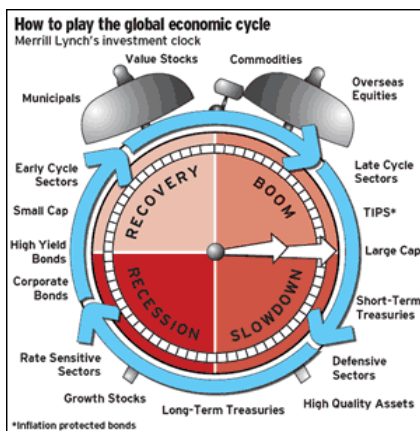
현재 국면에 대입해 보면?

이를 현재 국면에 대입해 보면 그림 2와 같다. CoVID-19로 인해 유발된 리세션은 과거 금융위기와 같이 경기진폭을 극대화시켰고, 경기의 4국면을 가장 뚜렷하게 통과하는 궤적을 만들어 낼 가능성이 크다. 물론 2021년과 2022년 컨센서스 전망이 맞다는 전제 하에서이다. 현재의 위치는 recession이며, 투자시계에 따르면 경기민감 업종 모멘텀이 부재하기에 구조적 성장주가 유망한 구간이다.

자산군 측면에서의 함의

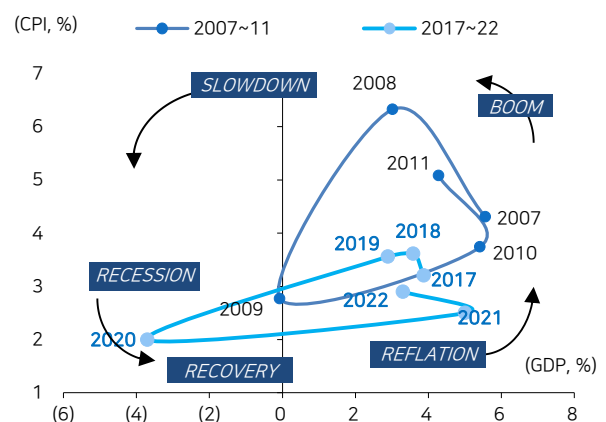
자산군 측면에서는 어떨까? 2000년 이후 자산군별 승자와 패자를 보여 준 것이 다음 페이지 표 1의 내용이다. 주지하다시피 2003~07년 중국 주도의 상품가격 사이클에서는 EM주식과 유가가 승자였으며, 위기 국면에 진입한 2008년에는 채권, 달러, 금과 같은 안전자산이 승자였다. 경기침체는 2009년에 극대화되었지만, 정작 자산군별 퍼포먼스를 보면 EM주식, 유가가 궁극적인 승자였다. 이는 자산군별 성과가 당해년 경기보다는 앞으로의 경기 전개 방향에 좌우됨을 보여 준다.

그림1 메릴린치의 투자시계



자료: Merrill Lynch

그림2 실제 GDP성장률과 CPI 상승률에 기반한 투자시계



자료: IMF, Bloomberg Consensus

표1 연간 자산성과: 승자(зел은 파란음영) vs 패자(열은 파란음영)

	DM 주식	EM 주식	채권	달러	유가	금	비고
2000	-14.1	-31.8	3.2	7.5	4.7	-5.5	■ 미국 IT버블
2001	-17.8	-4.9	1.6	6.6	-26.0	2.5	■ 글로벌 경기침체
2002	-21.1	-8.0	16.5	-12.8	57.3	24.8	■ 금리인하 및 리플레이션 정책
2003	30.8	51.6	12.5	-14.7	4.2	19.4	
2004	12.8	22.4	9.3	-7.0	33.6	5.5	■ 2003~07
2005	7.6	30.3	-4.5	12.8	40.5	17.9	■ 중국/EM 성장 가속화와 상품가격 붐
2006	18.0	29.2	6.6	-8.2	0.0	23.2	
2007	7.1	36.5	9.5	-8.3	57.2	31.0	
2008	-42.1	-54.5	4.8	6.0	-53.5	5.8	■ 글로벌 금융위기
2009	27.0	74.5	6.9	-4.2	77.9	24.4	■ 리플레이션 정책과 회복
2010	9.6	16.4	5.5	1.5	15.1	29.5	■ 리플레이션 정책과 회복
2011	-7.6	-20.4	5.6	1.5	8.2	10.1	■ 유럽 재정위기 부각과 확산
2012	13.2	15.1	4.3	-0.5	-7.1	7.1	
2013	24.1	-5.0	-2.6	0.3	7.2	-28.0	■ 테이퍼 탠트럼 / 중국 SHIBOR 위기
2014	2.9	-4.6	0.6	12.8	-45.9	-1.7	■ 국제유가 등 상품가격 급락
2015	-2.7	-17.0	-3.2	9.3	-30.5	-10.4	■ 글로벌 제조업 공급과잉 심화
2016	5.3	8.6	2.1	3.6	45.0	8.6	■ 글로벌 동반 경기회복
2017	20.1	34.3	7.4	-9.9	12.5	13.1	■ 글로벌 동반 경기회복
2018	-10.4	-16.6	-1.2	4.4	-24.8	-1.6	■ 연준 자산축소 영향
2019	25.2	15.4	6.8	0.2	34.5	18.3	■ 미-중 무역분쟁 격화와 통화완화 전환
1H20	-6.6	-10.7	3.0	1.0	-35.7	17.4	■ CoVID-19와 대규모 부양

주: 채권은 Barclays Global Aggregate Total Return Index 기준 (24개국 투자등급 채권 유니버스)

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

GDP/CPI 전망 모멘텀 활용한 투자시계상 위치

현재의 위치를 세분화하면 어디일까? 이를 가늠해 보기 위해 다른 잣대 하나를 사용한다. 12개월 선행 EPS를 추정하듯, 올해와 내년의 GDP성장률과 CPI상승률 전망을 가중평균 하여 12개월 선행 GDP성장률과 CPI상승률 전망을 하는 것이다. 이를 편의상 GDP성장률과 CPI상승률 전망 모멘텀이라 하겠다.

그림 3~6은 글로벌, 미국, 유로존, 중국의 GDP/CPI 전망 “모멘텀” 을 도해한 것이다. 이를 보면 3월 이후 글로벌 전역이 빠르게 리세션 국면으로 진입했다가 4~5월을 저점으로 경기와 물가가 회복 국면 초입으로 이행하는 중이다. 중국은 궤적이 다소 상이한데, 이는 2019년 돈육가격의 급등이 물가상승률 및 물가전망의 왜곡을 가져 왔기 때문이다.

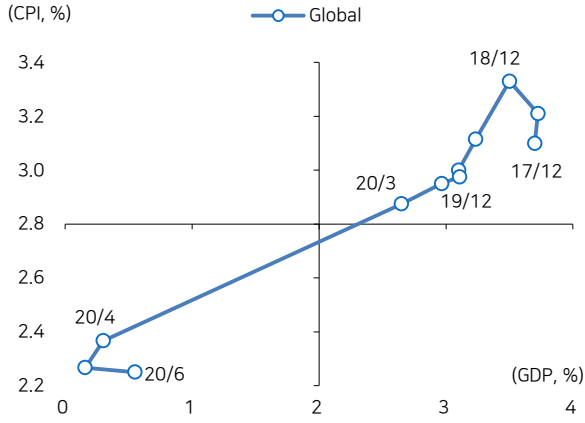
투자시계가 제시하는 자산군과 필자의 견해

전통적인 투자시계 하에서는 향후 Early-cycle과 금리민감주(경기소비재, 금융)에 해당하는 주식 편입을 고려해야 하고, 2008년 금융위기의 궤적을 떠올린다면 올 상반기 “패자” 군에 해당되었던 주식과 원유를 담는 것이 해답일 수 있다.

이에 대한 필자의 생각은 이렇다: 1) 후자는 지금도 유효한 전략이 될 수 있고 2/4분기 중 이미 성과를 내기 시작했다. 그러나 2) 과거 금리인하/인상 사이클이 빈번히 발생하여 해당 금리민감주의 성과가 양호했던 것과는 달리, 현재는 저금리가 장기화될 상황이며, 금융이 규제대상인 국가 일부에서는 투자시계상 전략이 유효하지 않을 수 있음을 유의해야 한다고 본다.

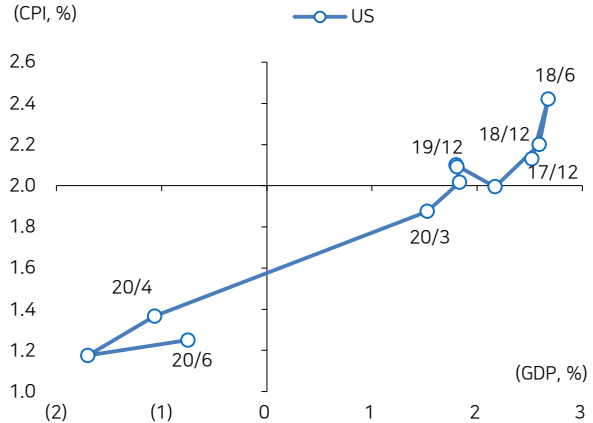
정량적인, 역사적인 관점도 중요하지만 과거와 현재가 어떤 측면에서 다른 지 여부도 살펴야 한다는 것이다. 이에 대해서는 4장에서 자세히 다루도록 한다.

그림3 글로벌 GDP/CPI 전망 모멘텀과 현재 위치



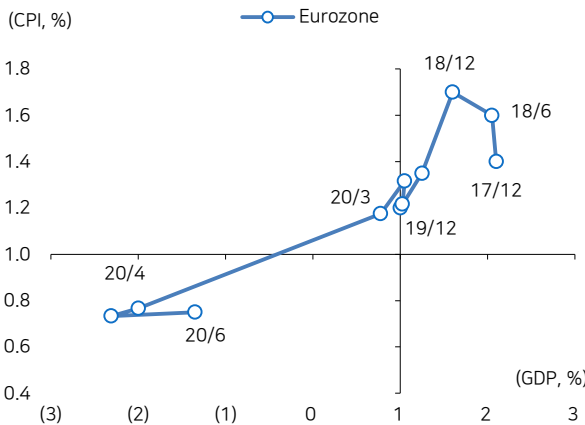
자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 GDP/CPI 전망 모멘텀과 현재 위치



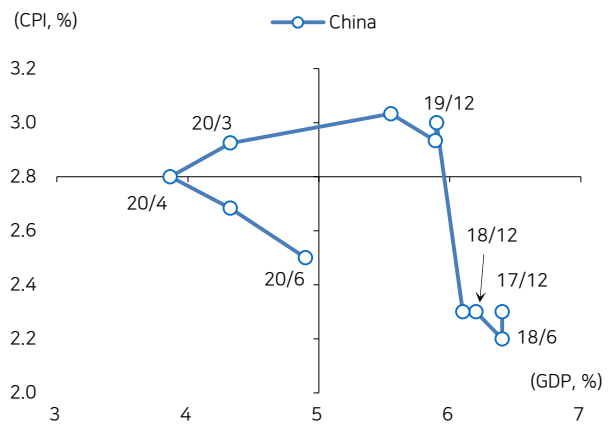
자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림5 유로존 GDP/CPI 전망 모멘텀과 현재 위치



자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 GDP/CPI 전망 모멘텀과 현재 위치



자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

2. GDP/CPI 전망 모멘텀 지표 활용

GDP/CPI 모멘텀을 통해 Top-line growth를 추정

앞서 경기국면을 판단할 때 향후 12개월에 대한 GDP, CPI 전망이 유용하게 활용될 수 있음을 이야기하였다. 이번에는 이 지표의 다른 활용법과 범하게 될 수 있는 오류에 대해 언급하도록 한다. 아래 그림 7~10은 각국의 12개월 선행 실질 GDP성장률과 CPI상승률 전망을 합쳐 명목 GDP와 유사한 개념으로 만들어 본 것이다.

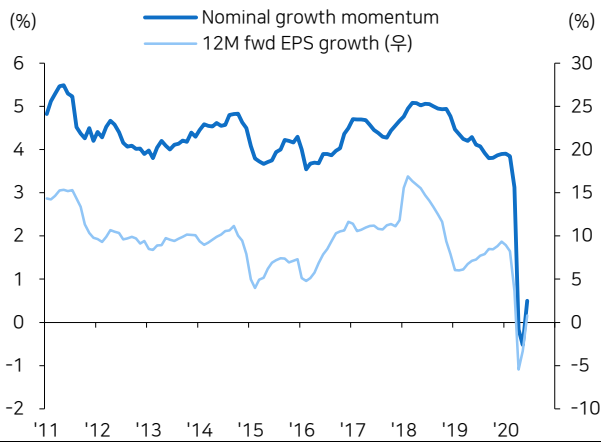
예를 들어 12개월 선행 실질 GDP성장률 전망이 2%, CPI 상승률 전망이 3%라면, 명목 성장률의 12개월 선행치는 5%가 되는 개념이다. 명목 성장률을 자산배분 관점에서 다루는 이유는, 탑다운 관점에서 기업들이 매출과 이익을 더 낼 수 있는 구조인 지 여부를 판단하기 위함이라고 생각한다. 이 때문에 자산배분을 할 때 관성적으로 GDP성장률과 CPI상승률 숫자를 확인하게 된다.

접근은 맞지만 모든 국가에 적용되는 사안이 아님에 유의

틀린 이야기는 아니다. 아래 미국, 유로존, 중국의 경우를 보면, 명목 성장 전망에 대한 기대변화가 주식시장의 12개월 선행 EPS성장률과 상당 부분 동행하기 때문이다. 문제는 이러한 접근법이 모든 국가에 공통적으로 적용되지 않는다는 것이다. 전술한 3개 지역은 국내/역내 수요가 기업의 영업활동에 크게 영향을 미치는 곳인 반면, 대외수요의 영향을 받는 한국은 그렇지 않다.

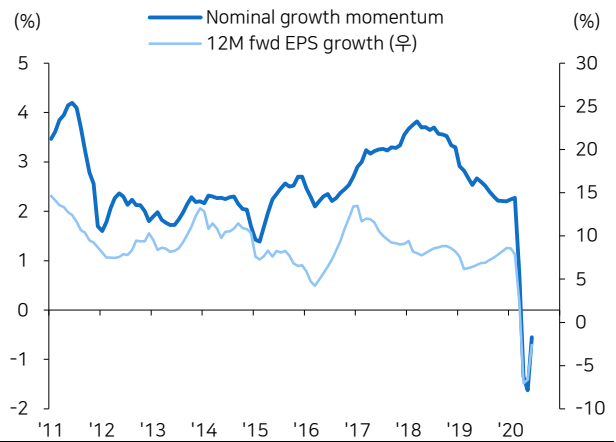
한국에 이 지표를 활용하려면 우리나라 주요 교역국의 성장 모멘텀을 가중평균하여 사용하는 것이 대안일 수 있겠다.

그림7 미국: 명목 성장전망 모멘텀, 12MF EPS 성장률



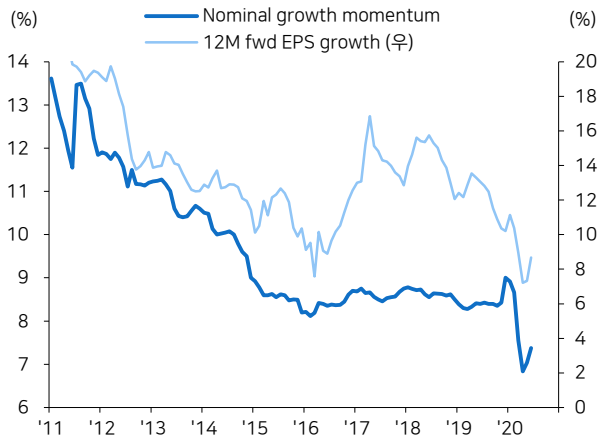
주: S&P 500 기업이익 컨센서스
 자료: Bloomberg Consensus, IBES, 메리츠증권 리서치센터

그림8 유로존: 명목 성장전망 모멘텀, 12MF EPS 성장률



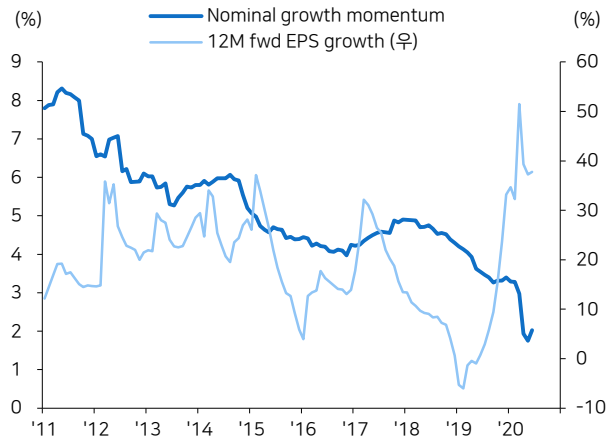
주: DJ Stoxx 기업이익 컨센서스
 자료: Bloomberg Consensus, IBES, 메리츠증권 리서치센터

그림9 중국: 명목 성장전망 모멘텀, 12MF EPS 성장률



주: 상해종합지수 기업이익 컨센서스
 자료: Bloomberg Consensus, IBES, 메리츠증권 리서치센터

그림10 한국: 명목 성장전망 모멘텀, 12MF EPS 성장률



주: KOSPI 기업이익 컨센서스
 자료: Bloomberg Consensus, IBES, 메리츠증권 리서치센터

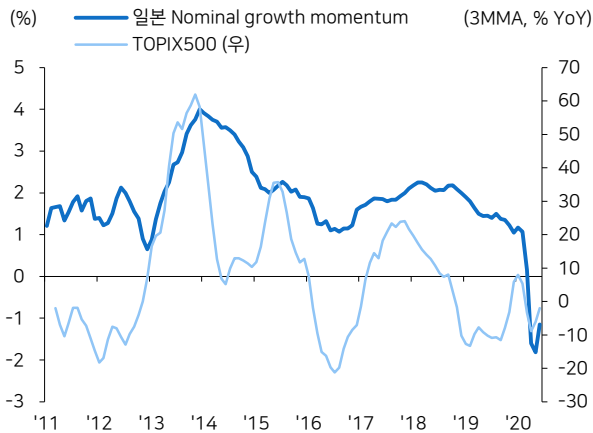
아래 표 2는 전술한 성장 모멘텀과 12개월 선행 EPS, 그리고 주가간 상관관계를 나타낸 것이다(2011년 이후 현재까지). 이를 보면 해당 국가의 성장 모멘텀이 기업이익이나 주가에 영향을 미치는 국가의 수는 손에 꼽을 정도이다. 한편, 일본이나 멕시코의 경우는 명목 성장 모멘텀과 주가간 상관관계수가 0.5를 상회한다. 주의해야 할 것은, 상관관계수가 방향성을 보여 주는 지표이기에 명목성장 모멘텀과 주가 등락폭에는 상당한 차이가 존재한다는 점이다.

표2 명목 성장 모멘텀과 해당국가의 12개월 선행 EPS, 주가상승률과의 상관관계 (2011년 1월 ~ 현재)

	미국	유로존	독일	프랑스	이탈리아	스페인	일본	중국	한국	인도	멕시코	브라질	러시아	인도네시아	태국
Nominal growth momentum vs 12MF EPS growth (각국 대표지수)															
2m lag	0.68	0.51	0.11	0.39	0.19	-0.11	0.08	0.81	0.10	-0.29	0.20	-0.24	0.01	0.73	0.69
1m lag	0.81	0.63	0.22	0.56	0.22	-0.03	0.01	0.80	0.07	-0.19	0.22	-0.20	0.01	0.75	0.75
No lag	0.84	0.67	0.26	0.62	0.24	-0.01	-0.06	0.80	0.05	-0.12	0.24	-0.21	0.01	0.76	0.77
1m lead	0.73	0.57	0.18	0.52	0.18	-0.12	-0.13	0.78	0.07	-0.12	0.23	-0.29	-0.04	0.72	0.76
2m lead	0.61	0.39	0.05	0.33	0.06	-0.28	-0.20	0.76	0.08	-0.09	0.21	-0.37	-0.09	0.67	0.74
Nominal growth momentum vs 주가상승률 (각국 대표지수)															
2m lag	0.27	0.03	0.32	-0.02	0.03	0.15	0.66	-0.31	0.45	0.42	0.51	-0.45	-0.29	0.48	0.68
1m lag	0.38	0.11	0.37	0.06	0.09	0.18	0.64	-0.30	0.45	0.46	0.57	-0.39	-0.23	0.50	0.70
No lag	0.39	0.13	0.36	0.09	0.12	0.18	0.59	-0.29	0.42	0.48	0.61	-0.37	-0.19	0.50	0.69
1m lead	0.34	0.05	0.29	0.02	0.08	0.12	0.53	-0.30	0.37	0.48	0.59	-0.42	-0.17	0.45	0.66
2m lead	0.29	-0.08	0.18	-0.09	0.00	0.02	0.48	-0.31	0.33	0.47	0.57	-0.49	-0.17	0.40	0.64

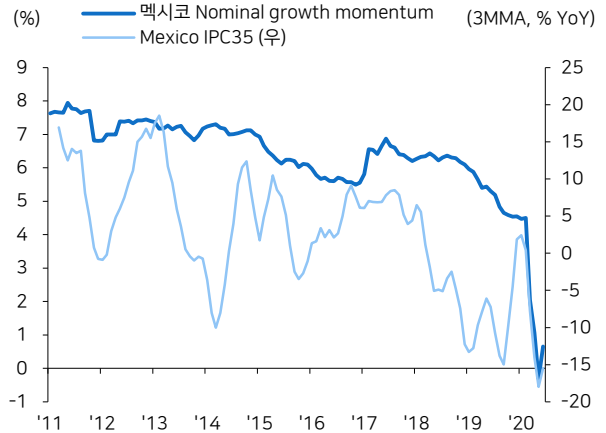
자료: Refinitiv, IBES, 메리츠증권 리서치센터

그림11 일본 명목성장 모멘텀과 주가상승률



자료: Bloomberg, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림12 멕시코 명목성장 모멘텀과 주가상승률



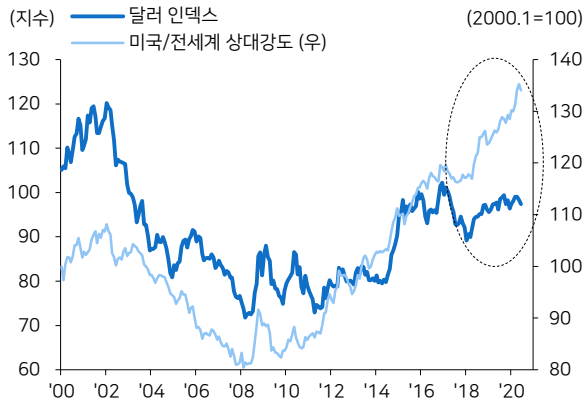
자료: Bloomberg, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

3. 환율, 그리고 신흥국 취약성 검토

달러화 약세는 신흥국 비중 확대를 의미해 왔음

달러화의 경우, 그림 13에서처럼 달러화 강세가 통상 전세계(혹은 선진국) 증시 대비 미국 증시의 outperform으로, EM 대비 DM(선진국) 증시의 outperform으로 해석되어 왔다. 달러화가 강세일 때 신흥국 대비 선진국 성과가 우수하다는 것은 현재에도 유효한 움직임으로 보인다. 그러나, 2018년 이후로는 달러 강세가 멈췄음에도 불구하고 미국 증시가 전세계와 선진국 증시를 공히 아웃퍼폼하고 있다. 이는 다른 구조적인 요인이 작용하고 있을 가능성이 높다는 의미이며, 뒤에서 다루도록 한다.

그림13 달러 인덱스와 미국/전세계 증시 상대강도



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 달러 인덱스와 DM/EM 증시 상대강도

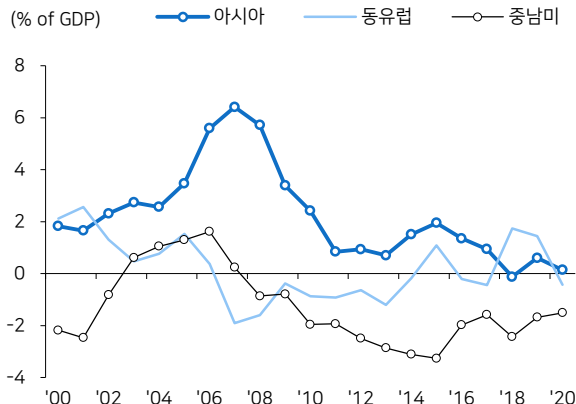


자료: 메리츠증권 리서치센터

그러나 달러 약세를 이유로 EM비중을 똑같이 늘리는 것은 위험

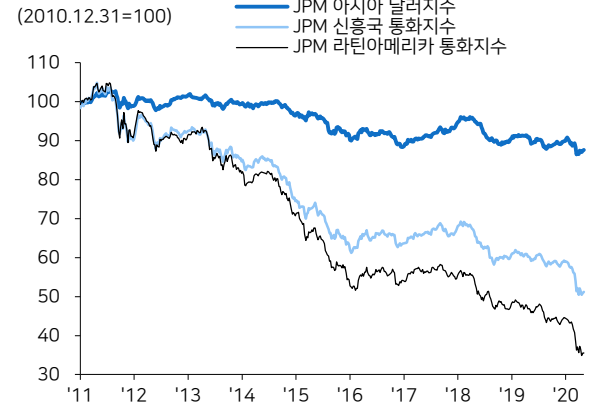
과거의 흐름을 고려하면 달러화가 약세일 때, 신흥국 증시를 편입해야겠으나 환위험에 노출시키는 경우라면 다른 변수도 고려해야 한다. 바로 신흥국의 펀더멘털이다. 신흥국 위기 이슈가 부각될 때마다 이에 취약한 경상적자국의 통화 가치 절하가 심화되며 절하 이후 복원도 거의 이루어지지 않는다. 전술적으로는 주가 조정 폭이 큰 취약국 비중 확대가 대안이 될 수는 있으나 장기적인 관점에서는 위험성이 부각될 소지가 있다.

그림15 신흥국 경상수지 추이



자료: IMF WEO (Apr 2020), 메리츠증권 리서치센터

그림16 신흥국 지역별 통화가치 추이



자료: JPMorgan, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

신흥국의 취약성 유발 검토를 통해 선호 지역 선별

경상수지 흑자 여부에 더해, 개별 신흥국이 지니고 있는 위험인자에 대한 사전 검토도 필요하다. 이러한 접근법이야말로 자본시장의 경제분석가가 수행할 수 있는 유의미한 탐다운 전략 중 하나라 생각한다.

아래 표 3은 우리가 2020년 하반기 주식전략, "Take off the bear mask" 에서 제시한 신흥국 취약성 검토 도표이다. 경상수지 변수와 더불어 1) 국가채무비율의 급증 여부, 2) 수출의 원자재 노출 정도, 3) 고질적인 외채위험 보유 여부 등을 고려하여 매력도를 산출한 것이다. 이러한 잣대 하에서, 한국/대만/중국/태국 등 경상흑자 군이 안전한 대안임을 주장한 바 있었다.

표3 신흥국 취약성 검토 사례

(%)	국가채무/GDP			경상수지/GDP		원자재 수출비중 18A	총외채 /GDP 19년말	단기외채/ 외환보유액 19년말	REER val. vs 역사적평균.	위험인자 Scoring				환율매력 저평가=1	합계
	'19A	'20E	Chg(%pts)	'19E	'20E					경상적자	재정건전성	원자재	외채위험		
중국	54.4	64.9	10.5	1.0	0.6	1.67	14.4	36.9	26.0	0	0	0	0	0	0
인도	71.9	74.3	2.4	(1.1)	(0.6)	7.43	19.8	25.0	5.4	-1	-1	0	0	0	-2
인도네시아	30.4	36.9	6.5	(2.7)	(3.2)	25.45	36.1	38.5	(0.5)	-1	0	-1	0	1	-1
말레이시아	57.2	63.0	5.8	3.3	(0.1)	6.21	63.4	95.0	(12.3)	-1	0	0	-2	1	-2
필리핀	38.6	42.9	4.3	(0.1)	(2.3)	7.28	22.2	22.0	14.4	-1	0	0	0	0	-1
대만	33.6	32.3	-1.3	10.5	8.2	0.55	30.2	36.5	(6.7)	0	0	0	0	1	1
태국	41.1	48.1	7.0	6.9	5.2	5.80	31.6	23.7	11.1	0	0	0	0	0	0
베트남	56.8	68.8	12.0	4.0	0.7	10.25	43.9	35.6	13.9	0	-1	0	0	0	-1
브라질	89.5	98.2	8.7	(2.7)	(1.8)	46.62	36.7	22.9	(21.6)	-1	-2	-1	0	1	-3
칠레	27.9	32.3	4.4	(3.9)	(0.9)	47.21	70.1	49.2	(17.6)	-1	0	-1	-1	1	-2
콜롬비아	52.9	57.8	4.9	(4.3)	(4.7)	58.79	42.7	32.0	(26.7)	-1	0	-1	0	1	-1
러시아	14.0	17.9	3.9	3.8	0.7	39.01	28.8	13.3	(6.8)	0	0	-1	0	1	0
남아공	62.2	77.4	15.2	(3.0)	0.2	28.69	52.7	75.0	(21.9)	-1	-1	0	-2	1	-3
터키	33.1	39.3	6.2	1.1	0.4	6.93	58.0	159.9	(23.0)	0	0	0	-2	1	-1
한국	40.7	46.2	5.5	3.7	4.9	0.62	28.4	33.8	(4.6)	0	0	0	0	1	1

주: 베트남 원자재 수출비중은 2017년 기준. 실질실효환율은 BIS Broad Index 기준(1994~), JPM(베트남), IMF(콜롬비아)

자료: IMF, World Bank SDDS/WITS, 메리츠증권 리서치센터

4. 경기/경제 이슈를 넘어선 사회적 변화

달러화 약세에도 미국 증시가 계속 아웃퍼폼하는 이유?

이 부분은 경제분석가의 영역이 아닐 수 있다. 그러나 앞서 언급한 1) 전통적인 방법론에 더해 과거와 현재의 자산시장 특성이 어떤 측면에서 다른지, 그리고 구체적으로 2) 달러화 약세에도 불구하고 미국 증시의 아웃퍼폼이 지속되고 있는 사안을 설명하기 위해 다룰 필요가 있다는 점에서 추가하였다.

구조적 변수, 사회적 변화 고려

현재는 구조적 성장산업과 4차 산업혁명으로 일컬어 지는 기술발전 등이 주식시장의 중요한 화두이며, 당사 투자전략 이진우 연구위원이 전략공감2.0과 전략에세이를 통해 여러 차례 언급한 대로, CoVID-19 이전의 주도주가 계속 주도주 역할을 하는 한편, 글로벌 주식시장 내 신경제로의 빠른 전환이 이루어지고 있는 상황이다. 표 5는 2020년 6월 말 현재 EM지수의 시총 상위 10개 종목을 나열한 것이다. 우리가 EM이라고 하면 흔히 떠올릴 만한 굴뚝산업은 전무하며, 10개 종목 중 5개가 플랫폼 비즈니스나 E-commerce에 해당되는 회사이다.

이는 전통적인 관점 하에서 시행되고 있는 국가별 자산배분 전략의 유효성이 반감되고 있음도 시사한다. 과거 1년간 한국과 선진시장, 신흥시장 수익률 상관계수가 각각 0.89와 0.92에 달했다는 점의 함의와도 유관하다.

현재 증시 상승을 이끄는 주도주
의 국가별 비중 차이 고려

표 4는 각국 주가지수 내 섹터별 비중을 나타낸 것이다. 최근 주도 업종인 IT, 커뮤니케이션, 헬스케어 업종만의 비중을 계산해 보면 선진국 전체가 44.2%인 반면, 미국은 53.2%에 해당한다. 달러화 약세나 투자시계가 시사하는 것과는 무관하게 미국 증시의 선전이 지속되는 요인을 설명할 수 있다. 이를 EM에 응용해 보면 한국, 대만 등 Tech 국가가 대안일 수 있다는 시사점을 내릴 수 있다.

표4 각국 주가지수 내 섹터별 비중 (2020년 6월 현재)

(%)	EM	KOREA	TAIWAN	DM	US
IT	16.9	46.8	65.5	21.3	27.9
커뮤니케이션	13.5	9.2	3.5	8.8	10.7
헬스케어	4.3	7.0	-	14.1	14.6
소계	34.7	63.0	69.0	44.2	53.2
경기소비재	17.4	8.4	3.1	11.0	11.2
금융	19.1	7.8	15.8	12.7	10.0
산업재	4.7	7.4	1.7	10.1	8.0
소재	6.9	6.2	7.0	4.3	2.5
필수소비재	6.5	5.1	2.6	8.3	6.7
에너지	6.0	1.5	0.5	3.2	2.6
유틸리티	2.3	0.7	-	3.3	3.0
부동산	2.6		0.3	3.0	3.0

자료: MSCI Fact Sheet (accessed from website), 메리츠증권 리서치센터

표5 MSCI EM 구성 상위 10개 종목: 우리가 알던 그 EM?

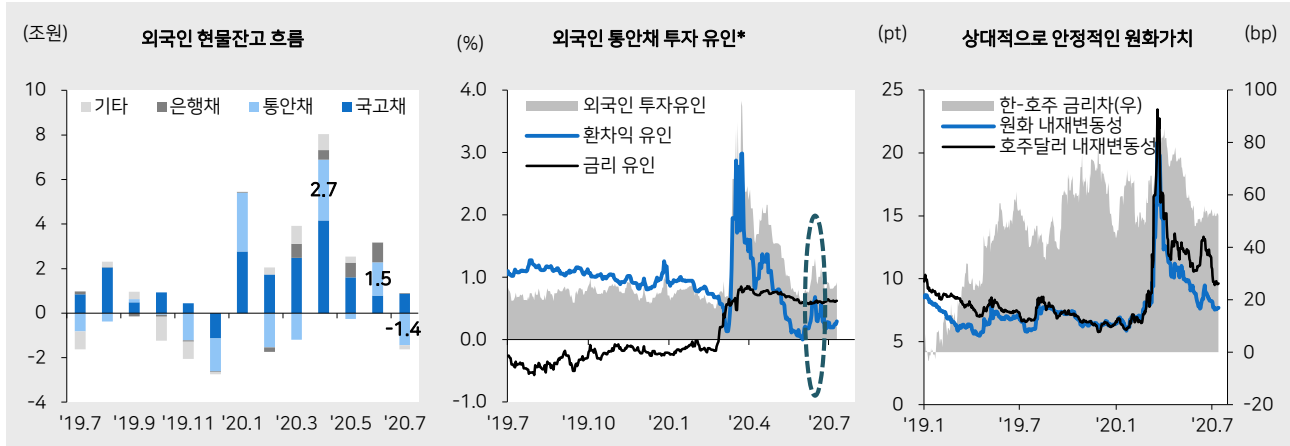
종목	국가	비중 (%)	섹터	비고
Alibaba Group Holding ADR	CN	7.00	경기소비재	플랫폼
Tencent Holdings LI (CN)	CN	6.37	통신서비스	플랫폼
TSMC	TW	4.51	IT	
Samsung Electronics	KR	3.62	IT	
Naspers N	ZA	1.40	경기소비재	플랫폼
Meituan Dianping	CN	1.36	경기소비재	플랫폼
China Construction Bank H	CN	1.34	금융	
Reliance Industries	IN	1.11	에너지	
Ping An Insurance H	CN	1.03	금융	
JD.Com ADR	CN	0.88	경기소비재	플랫폼

주: 2020년 6월

자료: MSCI Fact Sheet (accessed from website), 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 윤여삼 연구위원

외국인의 채권시장 재유입 원인



* 환차익 유인: FX스왑레이트 3개월/ 금리유인: 통안채2년-미국채2년/ 외국인 투자유인: 환차익 유인+금리유인
 자료: 민평3사, Infomax, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

정책노력으로 금융시장이 안정을 찾고 추가적인 통화완화 기대가 약화되었다. 이에 5월 말부터 국내 채권시장은 보험권 움직임을 이어가고 있다. 국고3년금리는 0.8%대를 중심으로 횡보했다. 추가 자본차익 기대가 4월보다 감소해 외국인 현물 잔고는 4월 8조원 증가한 것과 대조적으로 5월은 2.2조원 증가한 것에 그쳤다.

5월보다 자본차익 기대 적은 6월 외국인 현물잔고 증가

6월에도 채권시장은 전반적으로 보험흐름을 이어갔다. 그렇지만 6월 외국인들의 현물잔고 움직임은 5월과는 달랐다. 외국인 투자자들은 6월 한달간 통안채를 중심(+1.5조원)으로 현물 잔고를 늘렸고 5월보다 큰 유입흐름을 기록했다. 또한 단기 물 중심으로 수요가 유입에 6월중 채권 듀레이션은 3.8년 수준으로 축소되었다.

6월중 부각된 환차익 유인에 외국인 투자자 현물잔고 증가

추가 인하기대가 남아있어 자본 차익을 내기 상대적으로 유리한 환경인 5월보다 6월에 외국인 현물 매수가 강했던 이유는 환차익 유인이다. 5월이후 한미 금리차(통안채2년-미국채2년)는 60bp대를 중심으로 횡보했다. 오히려 6월 초부터는 한미 금리차는 57bp로 소폭 하락하며 금리유인은 감소했다. 그렇지만 6월 중순 스왑레이트 역전폭이 일시적으로 -60bp 후반까지 확대돼 환차익 유인이 부각되었다. 실제 6월3째주 한주동안 외국인 현물잔고는 2조원 넘게 증가했고 그 중 통안채는 4100억원 증가했다.

추가적인 외국인 투자유인 확대 기대하기는 어려운 환경

뿐만 아니라 태평양권 국가중 동일하게 준 선진국으로 분류되는 호주와 비교해 보았을때도 한국 채권의 투자매력은 부각된다. 코로나 국면 이후 원화 가치가 상대적으로 안정적인 모습을 보였고 절대금리 매력(통안채2년-호주채2년) 또한 50bp 수준에서 유지되었다.

다만 7월중에도 이전수준 환차익 유인이 유지되기 어렵고 금리 역시 횡보흐름을 이어갈 가능성이 크다. 다른지역 대비 투자매력도가 높은 편이지만 절대 수익 매력이 감소하는 만큼 4~6월 수준의 현물잔고 유입을 기대하기는 쉽지 않아 보인다.

칼럼의 재해석 서승연 연구원

Apple Silicon: 애플의 인텔 독립선언과 TSMC (ZDnet)

지난 6월 애플은 올해 말 출시된 맥(Mac)에 15년 간 인텔 칩을 탑재하는 대신 ARM 아키텍처를 기반으로 한 자체 설계한 칩, '애플 실리콘'을 적용하겠다고 밝혔다. 뿐만 아니라 AMD가 공급하던 맥용 GPU 칩 역시 애플이 직접 개발할 수 있다는 가능성도 시장에서 제기되고 있다.

애플이 자체 설계한 반도체를 자사 제품에 탑재한 건 이번이 처음은 아니다. 현재 아이폰과 아이패드는 ARM 아키텍처 기반으로 자체 설계한 AP를 탑재하고 있다. 아이폰 3GS까지 삼성에서 개발한 칩을 메인 프로세서로 채택했던 애플은 2010년 아이폰 4부터 A4칩을 적용한 이후 아이폰에는 자체 개발한 A시리즈 반도체를 탑재 중이다. 한편 PC의 경우 2006년 인텔 프로세서로 전환해 지금까지 인텔 CPU(PC용 프로세서)를 적용해왔다. 그러나 올해 말 출시하는 맥(Mac) 제품을 시작으로 향후 2년 간 인텔 프로세서를 자체 칩으로 전환할 계획이다. 애플이 반도체 기술을 내재화하는 가장 큰 이유는 '반도체업체로부터 의존도 탈피'를 꾀할 수 있다. 반도체업체들이 애플이 추구하는 성능/속도를 제시기에 구현하지 못하면서, 애플은 스스로 반도체를 디자인하기로 선택한 것이다.

애플이 5nm 공정의 애플실리콘을 제조하는 만큼, 해당 공정을 생산이 가능한 업체는 TSMC가 유력한 상황이다. 삼성전자 역시 5nm 공정 생산이 가능하나, TSMC가 현재 아이폰 AP 물량을 독점적으로 맡고 있으며, 2010년부터 TSMC-ARM 간 장기 전략협약을 맺어 ARM 기반 칩들을 개발해왔다는 점에서 TSMC가 애플실리콘 물량을 차지할 가능성이 높다. 애플 이외에도 아마존, 페이스북, 구글 등 IT 플랫폼업체들도 직접 반도체를 설계하는 사례가 증가하고 있어 선단공정 파운드리 수요는 지속 확대될 전망이다.

애플, 脫 인텔을 선언하다

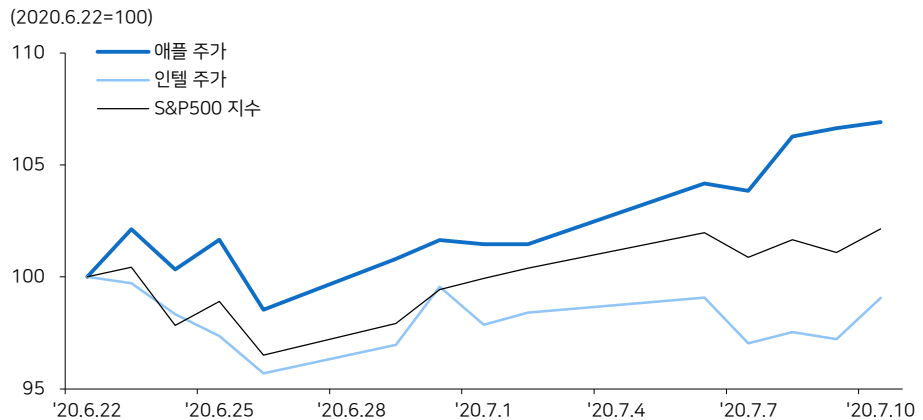
“People who are really serious about software should make their own hardware.”
(소프트웨어를 진정으로 중요하게 여긴다면 자신만의 하드웨어를 만들어야 한다.)

- Alan Kay(앨런 케이), 컴퓨터공학자

애플, 올해 말 출시할 맥(Mac) 제품에 인텔 CPU 아닌 자체 설계 반도체인 '애플실리콘' 탑재할 예정

스티브 잡스가 2007년 애플 아이폰 발표회 당시 위의 앨런 케이 말을 인용했을 만큼, 애플은 하드웨어의 두뇌라 할 수 있는 반도체를 자체 개발하는데 집중해왔다. 그리고 지난 6월, 애플은 올해 말 출시된 맥(Mac)에 15년 간 인텔 칩을 탑재하는 대신 ARM 아키텍처를 기반으로 한 자체 설계한 칩, '애플실리콘(Apple Silicon)'을 적용하겠다고 밝혔다. 뿐만 아니라 AMD가 공급하던 맥용 GPU 칩셋 역시 애플이 직접 개발할 수 있다는 가능성도 시장에서 제기되고 있다.

그림1 애플의 脫 인텔 선언 이후 애플과 인텔 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

완전한 인텔 독립을 꿈꾸는 애플

현재 애플은 아이폰과 아이패드에서 자체 설계한 AP 반도체 적용 중

애플이 자체 설계한 반도체를 자사 제품에 탑재한 건 이번이 처음은 아니다. 현재 모바일기기 (아이폰과 아이패드)는 ARM 아키텍처 기반으로 자체 설계한 AP(모바일용 프로세서)를 탑재하고 있다. 아이폰 3GS까지 삼성에서 개발한 칩을 메인 프로세서로 채택했던 애플은 2010년 아이폰 4부터 A4칩을 적용한 이후 아이폰에는 자체 개발한 A시리즈 반도체를 탑재 중이다.

모바일 AP를 자체 개발한 경험을 바탕으로 PC 제품에도 자체 기술 내재화

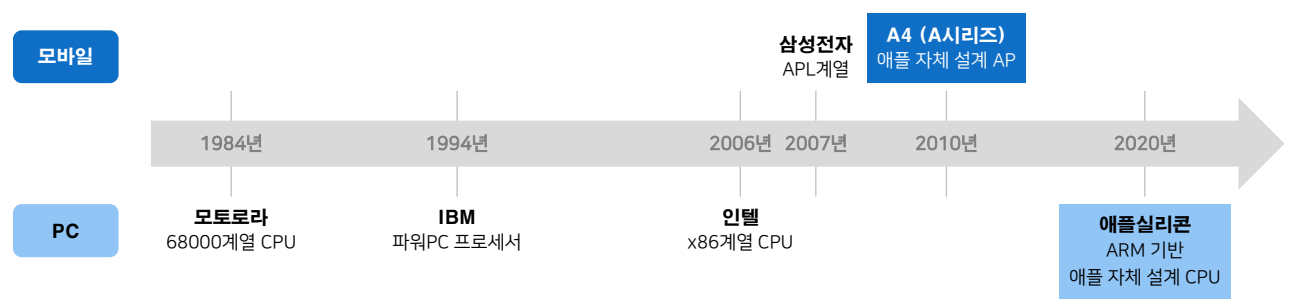
한편 PC의 경우 1984년에는 모토로라 CPU를, 1994년부터는 IBM의 파워PC 프로세서를 사용하다가 2006년 인텔 프로세서로 전환해 지금까지 인텔 CPU(PC용 프로세서)를 적용해왔다. 그러나 올해 말 출시하는 맥(Mac) 제품을 시작으로 향후 2년 간 인텔 프로세서를 자체 칩으로 전환할 계획이다.

애플이 반도체 기술 내재화하는 이유?
→ 반도체업체로부터 의존도 탈피

애플이 반도체 기술을 내재화하는 가장 큰 이유로는 '반도체업체로부터 의존도 탈피'를 꼽을 수 있다. 반도체업체들이 애플이 추구하는 성능/속도를 제시기에 구현하지 못하면서, 애플은 스스로 반도체를 디자인하기로 선택한 것이다.

애플이 공개한 애플실리콘은 5nm 공정 기반으로 생산되리라 예상되는데, 인텔의 공정은 아직도 10nm대에 머물고 있다. 인텔은 10nm 공정 전환이 몇 년간 지연되면서 14nm 기반 CPU만 출시해왔다. 당초 2016년부터 10nm 기반 CPU를 출시할 계획이었으나 매년 연기해왔다. 최근에서야 10nm 기반 프로세서를 출시했으나 일부 모바일 프로세서만 적용됐으며, 아직도 대부분 생산시설은 14nm에 집중되어 있는 상황이다.

그림2 모바일기기를 필두로 PC까지 점차 자체 설계한 반도체를 탑재하려는 애플



자료: 메리츠증권 리서치센터

Apple Silicon으로 웃게 되는 자: TSMC > 삼성전자

TSMC가 5nm 기반 애플실리콘 생산할 가능성 높음

애플이 5nm 공정의 애플실리콘을 제조하는 만큼, 해당 공정을 생산이 가능한 업체는 TSMC가 유력한 상황이다. 삼성전자 역시 5nm 공정 생산이 가능하나, 1) TSMC가 현재 아이폰 AP 물량을 독점적으로 맡고 있으며, 2) 2010년부터 TSMC-ARM 간 장기 전략협약을 맺어 ARM 기반 칩들을 개발해왔다는 점에서 TSMC가 애플실리콘 물량을 차지할 가능성이 높다.

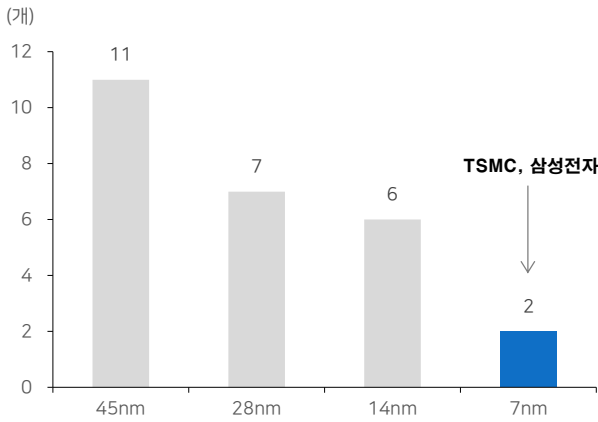
TSMC의 주요 고객사인 화웨이 이탈에 대한 우려는 애플 파운드리 물량으로 불식되리라 예상

일각에서는 TSMC가 미국의 화웨이 제재로 주요 고객사인 화웨이 비중이 축소된 점을 우려하고 있으나 TSMC가 향후 애플실리콘 물량을 수주하게 된다면 화웨이 관련 리스크를 불식시키리라 예상한다.

애플 외 아마존, 페이스북, 구글 등 자체 반도체를 설계하는 추세 → 파운드리업체 수혜 전망

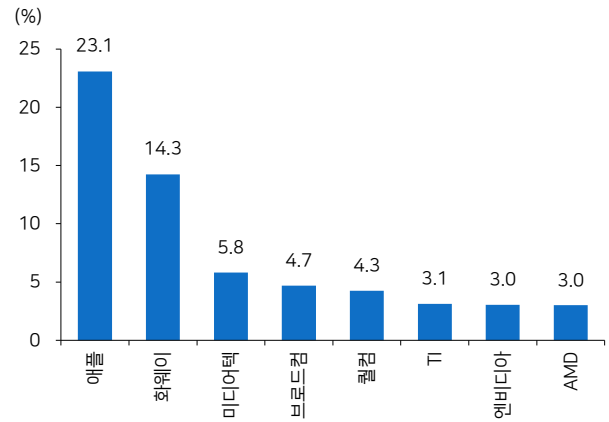
애플 이외에도 아마존, 페이스북, 구글 등 IT 플랫폼업체들도 직접 반도체를 설계하는 사례가 증가하고 있어 선단공정 파운드리 수요는 지속 확대될 전망이다. 7nm 이하의 선단공정을 보유한 업체는 TSMC와 삼성전자뿐인 가운데, TSMC가 애플 물량 생산을 확대 시 TSMC가 기존 고객사의 선단공정 물량을 모두 대응할 수 없기에, 일부 고객사들이 삼성전자 파운드리에 문을 두드릴 가능성이 높다. 향후 삼성전자 파운드리 수주 증가는 국내 비메모리반도체 산업 성장에 주요한 포인트가 될 전망이다.

그림3 7nm 이하 파운드리업체는 TSMC와 삼성전자 뿐



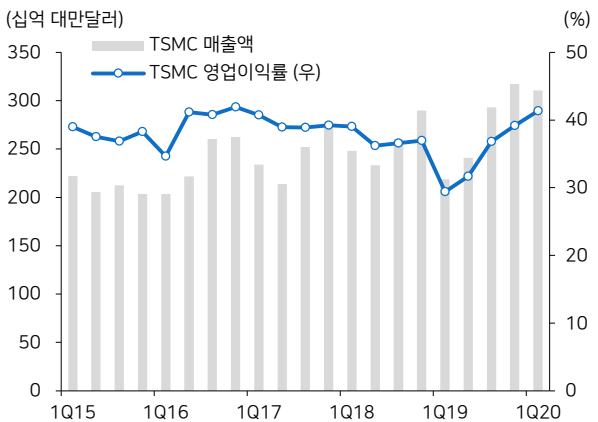
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 TSMC - 주요 고객사별 매출 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 TSMC - 분기별 매출 및 영업이익률



자료: TSMC, 메리츠증권 리서치센터

표1 애플 외 아마존, 구글 등에서도 자체 반도체 개발 중

기업	내용
아마존	▪ '알렉사' 성능 개선하기 위해 자체 반도체 칩 개발 중
페이스북	▪ 2019년부터 자체 AI 반도체 개발 시작
구글	▪ 2017년 '픽셀2' 내 자체 이미지 프로세서 탑재 ▪ 딥러닝 관련 신경회로망용 칩(TPU) 개발
샤오미	▪ 샤오미 자회사인 파인콘이 스마트폰 AP 'Surge S1' 개발. 2017년 미5C에 첫 탑재
오포	▪ 모바일 칩셋 '오포M1' 자체 개발 중 ▪ 모바일 칩셋 개발 위해 향후 3년 간 500억 위안 투자할 계획

자료: 메리츠증권 리서치센터

원문: Apple Silicon: Meet the new Mac, PC of future, June. 23