

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 2. 10 (수)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

우주 산업, 아폴로에서 아르테미스로

오늘의 차트

생각보다 양호한 4Q20 실적, 이익전망치 상향조정 지속

칼럼의 재해석

한가지 더 궁금한 연준의 행보

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



▲ 투자전략

RA 박범지

02. 6454-4904

beomji.park@meritz.co.kr

우주 산업, 아폴로에서 아르테미스로

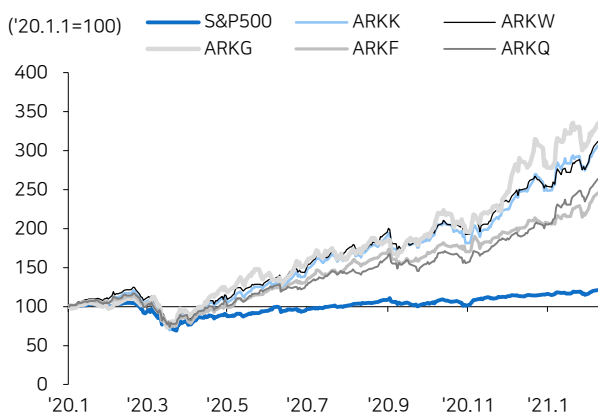
- ✓ ARK Space Exploration ETF(ARKX) 상장 계획 발표로 우주 산업에 대한 관심 급증
- ✓ NASA의 유인 달 착륙 프로젝트 '아르테미스'에 민간 기업 참여. 과거와 달라진 우주 산업 트렌드의 핵심은 1) 민간 기업 주도, 2) 상업성
- ✓ 2021년 급증하는 위성 발사 계획, 위성 통신 서비스 상용화 등 산업의 변곡점일 가능성

ARK로 각광받기 시작한 우주 산업

ARK Invest의 우주 ETF 상장
소식에 관련 기업 주가 급등

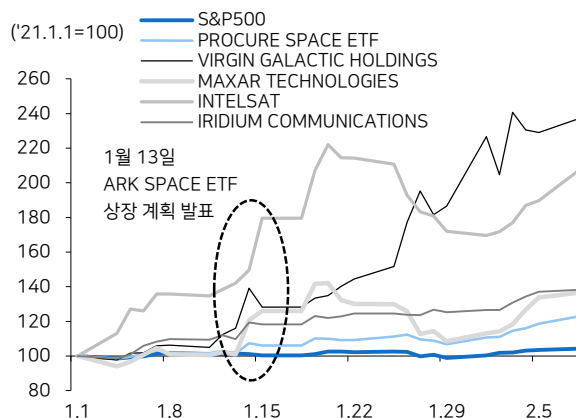
1월 13일, 글로벌 ETF 운용사 ARK Invest에서 미국 증권거래위원회(SEC)에 Space Exploration ETF(ARKX) 상장 계획서를 제출했다. 이러한 소식이 전해지면서 Procure Space ETF, Virgin Galactic Holdings, Maxar Technologies, IntelSat, Iridium Communications 등 우주 산업 관련 ETF와 기업들의 주가는 당일에만 5.3%~19.8%까지 급등했으며, 2월 8일 기준으로는 21.0~104.1% 상승률을 기록 중이다. 국내에서도 우주 관련 기업들에 대한 관심이 급증하고 있다. 단순히 새로운 ETF 출시만으로 나타난 현상으로 보기에는 선뜻 이해하기 어려운 부분이 있다. ARK Invest라는 특수성이 한몫을 했다고 볼 수도 있지만, 이러한 흐름이 지속 가능할 것인지 가늠하기 위해서는 우주 산업 내의 변화에 대한 고민도 필요할 듯하다.

그림1 2020년 이후 ARK Invest의 5개 ETF 성과



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림2 ARK의 SPACE ETF 발표 이후 관련 종목 주가 급등



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

ARK의 상징성이 주가 상승의 배경

ARK Invest는 2014년 설립 직후 테슬라에 집중 투자하는 등 '파괴적 혁신' 기업을 발굴하는 액티브 ETF로 유명하다. 대표 ETF인 ARK Innovation(ARKK)의 경우 지난해에만 148.7% 상승했으며, ARK Next Generation Internet(ARKW), ARK Genomic Revolution(ARKG), ARK Fintech Innovation(ARKF), ARK Autonomous Technology & Robotics(ARKQ) 등 나머지 ETF도 전부 100%가 넘는 수익률을 기록했다. 1년 전만해도 운용자산이 35억 달러에 불과했으나, 올해 초 기준 415억 달러의 자금을 운용하고 있다. 시장에서 ARK가 가지고 있는 상징성의 배경이다.

ARK ETF 편입 종목의 수익률은 대체로 우수

실제로 ARK ETF에 편입되는 종목들의 성과는 좋은 편이다. 모바일게임 플랫폼 업체인 Skillz(SKILZ)는 1월 5일 ARKW에 편입되면서 21% 급등했으며, 온라인 스포츠 베팅 업체 Draftkings(DKNG)도 2월 1일 ARKW에 편입되면서 10% 이상 상승했다. 운용 자산 규모가 크다는 점에서 ETF에 편입되는 종목은 수급 측면에서 긍정적이다. 게다가 ARK ETF의 경우 보유 종목 매매 내역이 공개되기 때문에 ARK의 종목 선정, 즉 기업의 펀더멘털, 성장성에 대한 평가를 신뢰하는 투자자들이 따라서 매매를 하는 영향도 있다.

수급적 요인은 일시적이며 결국 펀더멘털로 귀결

항상 ARK의 선택이 맞는 것은 아니다. Teledyne(TDY)의 경우 1월 11일부터 ARKQ에 편입되기 시작했지만 주가는 큰 변화를 보이지 않았다. 결국 ETF 편입은 수급적인 측면에서 긍정적인 것은 맞지만 그 자체로는 일시적 요인에 가깝고, 지속가능 여부는 결국 펀더멘털로 귀결되는 듯하다. Skillz의 주가 상승도 내셔널 풋볼 리그(NFL)과의 장기간 파트너십 계약(2/4일)이라는 기업 개별적인 호재가 더 큰 영향을 미쳤다고 볼 수도 있다.

그림3 ARK ETF의 보유 종목 매매 내역 공개(Cathie's Ark)

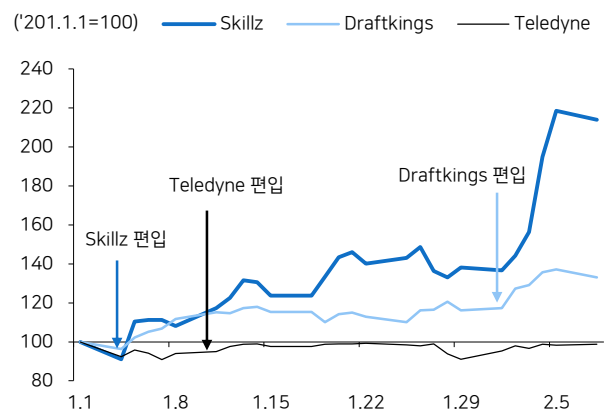
ARKK ETF Trades
Updated daily, these are the positions, trades, and weight of all companies in ARKK

Holdings Trades Weight Rankings Trends Performance

Ticker	Date	Direction	Shares	Fund Weight	Fund
PSTG	February 8, 2021	SELL	688067	0.0719%	ARKK
MTLS	February 8, 2021	SELL	71300	0.0211%	ARKK
SPRK	February 8, 2021	SELL	73201	0.0479%	ARKK
NVIS	February 8, 2021	BUY	15467	0.0054%	ARKK
CRVO	February 8, 2021	SELL	160518	0.0109%	ARKK
UI	February 8, 2021	BUY	419100	0.3365%	ARKK
PSTG	February 5, 2021	SELL	289400	0.0253%	ARKK

자료: Cathie's Ark(<https://cathiesark.com>), 메리츠증권 리서치센터

그림4 ARK ETF 편입이 항상 주가에 긍정적인 것은 아님



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

특히 우주 관련 산업은 복잡하고 전문적인 지식이 요구되기 때문에 투자 관점에서 접근하기에는 어려움이 많은 분야이다. 게다가 언제 상용화될지 알 수 없는 먼 미래의 일로 받아들여졌기 때문에 최근 우주 관련 기업들의 주가 상승이 지나친 낙관이라고 보는 우려의 시각도 따른다. 그런데 과거와 달라진 산업 내의 트렌드 변화가 있고 상용화가 생각보다 머지 않은 일이라면 다르게 볼 수 있지 않을까.

1960년대 아폴로 vs. 2020년대 아르테미스

올드스페이스와 뉴스페이스의 가장 큰 차이점은 개발 주체

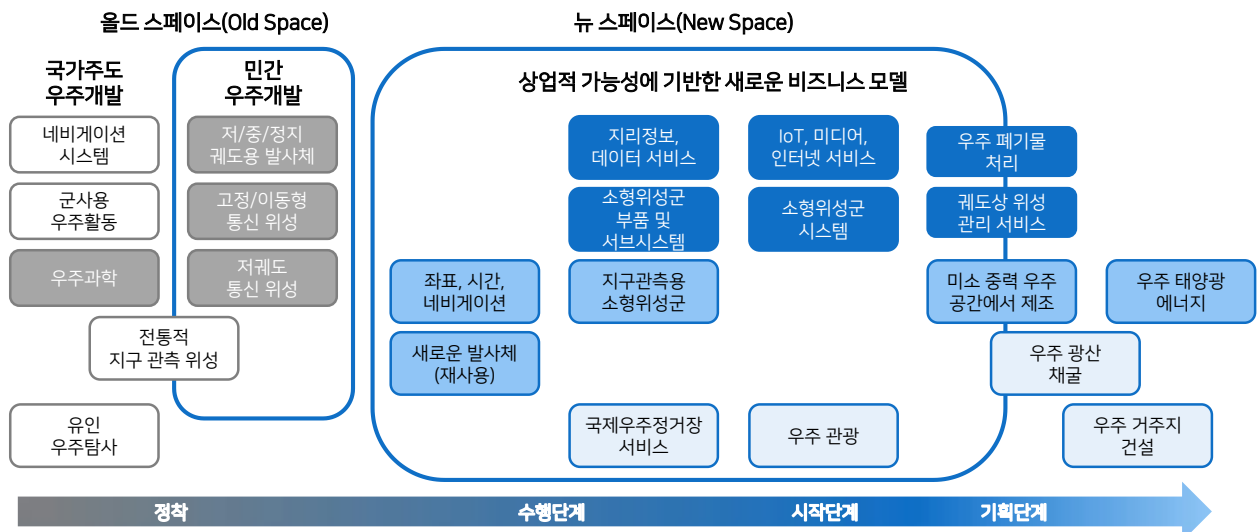
최근 우주 산업에서 주목할 점은 과거 정부 주도의 군사, 안보, 연구 목적의 개발과는 다르게 상업적 목적으로 민간 기업에 의해 주도되고 있다는 것이다. 올드스페이스(Old Space)와 뉴스페이스(New Space)를 구분하기도 하는데, 뉴스페이스의 경우 민간 자본을 바탕으로 자율 경쟁을 하기 때문에 혁신적이고 위험을 감수하며 개발 속도가 빠르다는 점이 특징이다. 정부 주도의 올드스페이스는 보수적이며 위험을 회피하고 신뢰성이 중요하기 때문에 기술 개발에 많은 시간이 소요된 것과 대비된다. Space X, Blue Origin처럼 대기업 자본을 바탕으로 탄생한 기업들이 뉴스페이스의 대표적인 예이다.

표1 올드스페이스와 뉴스페이스 비교

구분	올드스페이스(Old Space)	뉴스페이스(New Space)
목표	국가적 목표 (군사, 안보, 경제, 과학지식, 국가위상 제고)	상업적 목표 (시장 개척)
개발 기간	장기	단기
개발 주체	국가연구기관, 대기업	중소기업, 스타트업, 벤처
개발 비용	고비용	저비용
주요 자금 출처	정부(공공 자본)	민간 (상업 자본)
관리 방식	정부 주도	자율 경쟁
특징	보수적, 위험회피, 신뢰성	혁신성, 위험 감수, 고위험
대표 사례	아폴로 프로젝트, 우주왕복선	Space X, Rocket Lab, One Web

자료: 안형준 외(2018), 과학기술정책연구원, 메리츠증권 리서치센터

그림5 올드스페이스와 뉴스페이스의 사업 영역 비교



자료: SpaceTec Partners(2016), 안형준 외(2019) 재인용, 메리츠증권 리서치센터

우주에 대한 정부의 정책 변화도 관찰되고 있다. 2017년 트럼프 대통령이 1972년 아폴로 17호 이후 중단됐던 NASA의 유인 달 착륙을 승인하는 우주정책 지침 1호를 승인하면서 1993년에 폐지됐던 국가우주위원회가 부활했다. 이어 2019년 3월 국가우주위원회 위원장 펜스 부통령이 유인 달 착륙의 기한을 2024년으로 발표하고, 같은 해 5월 NASA에서 달 착륙 프로젝트의 공식 명칭을 '아르테미스 프로그램'이라고 발표했다.

아르테미스 프로그램의 가장 큰 특징은 민간 기업의 참여

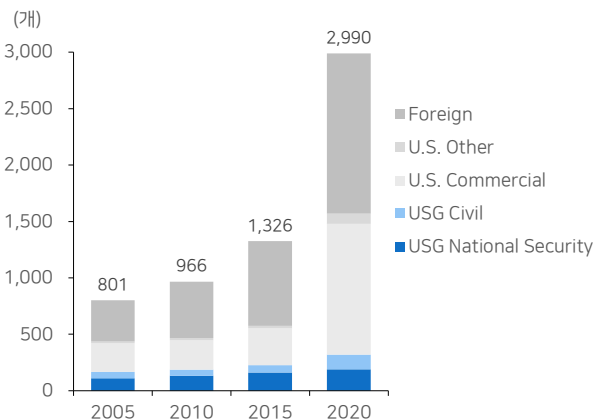
과거 아폴로 프로젝트와 가장 큰 차이점은 민간 기업의 참여이다. 우주정거장까지는 NASA 우주선을 이용하지만 우주정거장에서 달까지 가는 것은 민간기업의 우주선을 이용한다. 지난해 9월 상원 우주위원회에서 NASA 국장은 가격과 혁신, 안전성을 두고 경쟁할 다수의 공급자를 원한다고 밝혔다. Space X, Blue Origin, Dynetics(미국 방산업체 Leidos의 자회사) 등 3개의 후보 기업은 NASA에서 각각 9억6700만 달러를 투자 받아 달 착륙선 개발을 진행 중이다. 국가 차원의 프로젝트에도 민간 기업의 참여를 장려하고 있는 것이다. 반대로 해석하면 국가의 도움으로 민간 기업들의 기술 개발이 가속화될 수 있다. 예를 들어 Space X와 Blue Origin의 우주 관광 및 우주 자원 개발 사업이 현실화되는 날이 예상보다 가까워질 수 있다는 의미다.

위성 산업으로 투자가 집중되는 배경은 '상업성'

우주 산업 내 밸류 체인의 변화: 민간 수요의 영향력 확대

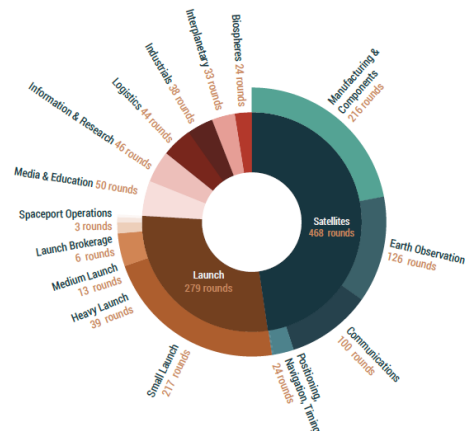
공급(Upstream) 중심의 산업 구도에서 수요(Downstream)의 영향이 확대되고 있다는 점에도 주목해야 한다. 이전의 우주 산업에서는 기술의 공급이 선행되고 이를 적용할 수 있는 분야에서 수요가 발생했다면, 최근에는 늘어나고 있는 민간 수요를 충족시키기 위한 기술 및 디바이스 개발이 중심이 되고 있다. 상업용 위성 중심으로 위성 수가 확대되고 있는 것과 인프라 중에서도 소형 위성과 발사체 분야에 투자가 집중되고 있는 점도 같은 맥락이다. GPS, 지구 관측, 원격 센싱, 데이터 통신 등 위성을 기반으로 하는 어플리케이션 수요가 높기 때문이다.

그림6 전체 위성 중 상업용 비중 확대



자료: AeroSpace, Space Agenda 2021, 메리츠증권 리서치센터

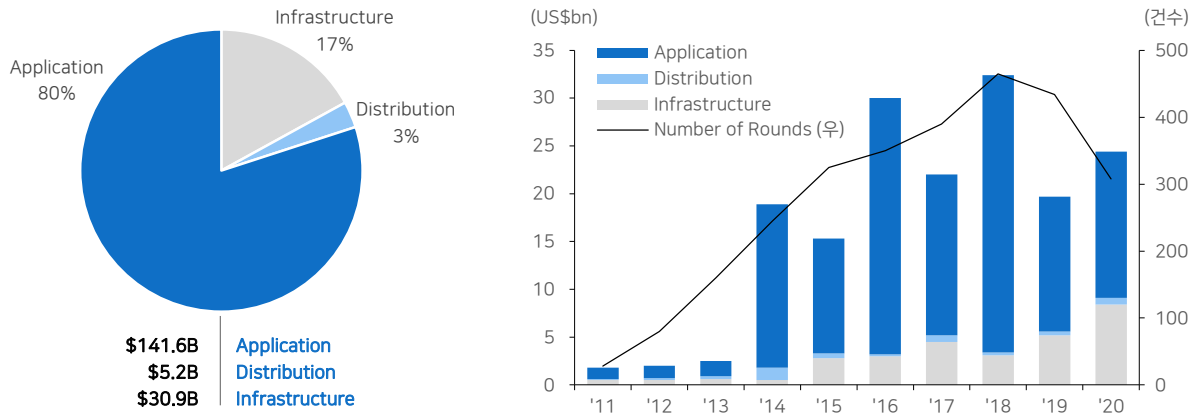
그림7 우주 산업 내 인프라 투자는 위성과 발사체에 집중



주: 2011년 이후 누적 투자 건수 기준

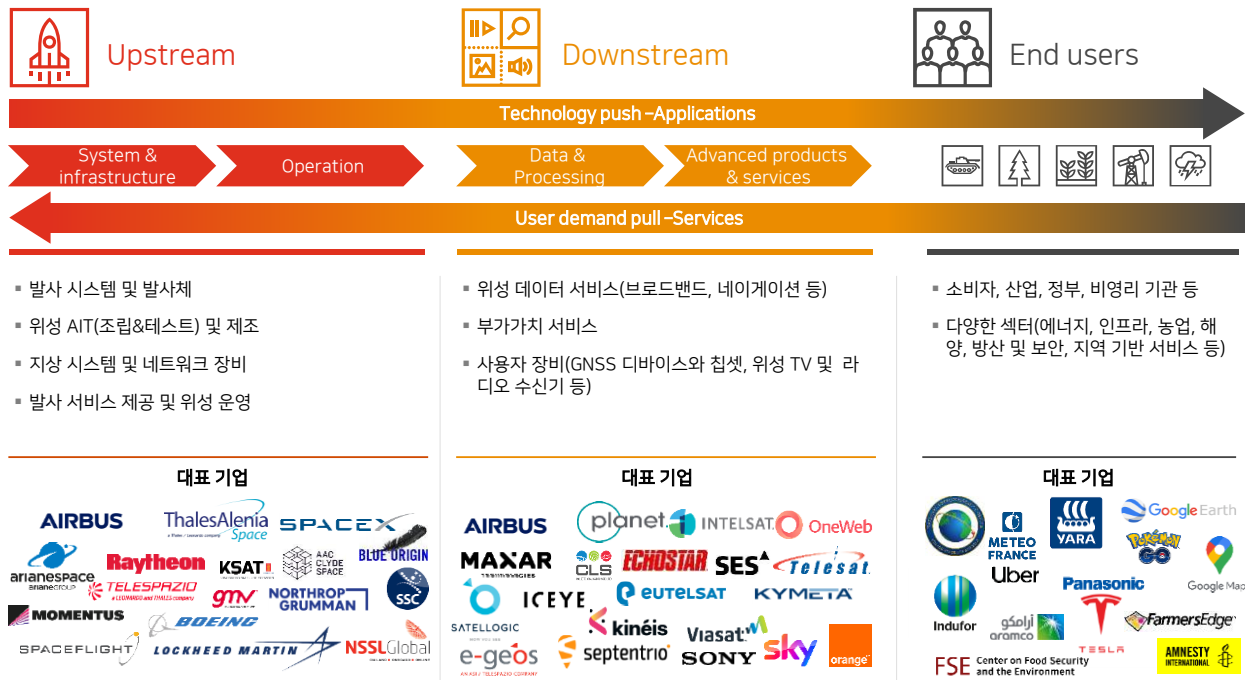
자료: Space Capital, 메리츠증권 리서치센터

그림8 우주 산업 내 전체 기업 투자 금액 비중 및 추이: 어플리케이션 분야에 선제적 투자 및 2020년 인프라 투자 확대



자료: Space Capital, 메리츠증권 리서치센터

그림9 우주 산업 밸류 체인: 전통적인 '기술 개발 → 어플리케이션 적용' 중심에서 '시장 수요 → 새로운 서비스 개발'로 변화 중



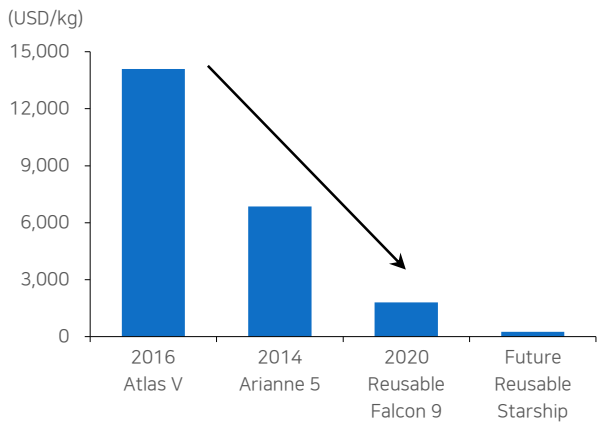
자료: PWC 'Main Trends & Challenges in the Space Sector', 메리츠증권 리서치센터

민간 주도의 핵심은 상업성. 우주 여행, 위성 산업이 주목 받는 배경

결국 민간이 주도하고 있기 때문에 상업성, 즉 수익 창출이 가능한 분야를 중심으로 변화가 나타나고 있는 것이 핵심이다. 정부와 다르게 기업의 주된 목적은 이익 창출에 있기 때문이다. 기업들은 미래의 시장을 선점하기 위해 서로 경쟁하며 위험을 감수하더라도 혁신적인 기술에 도전한다. 우주에 관련된 다양한 산업 중에서도 위성 산업이 주목 받고 있는 배경도 상업성이 가장 높기 때문이다. 우주 여행 사업에 대한 시장의 반응이 뜨거운 것도 마찬가지다.

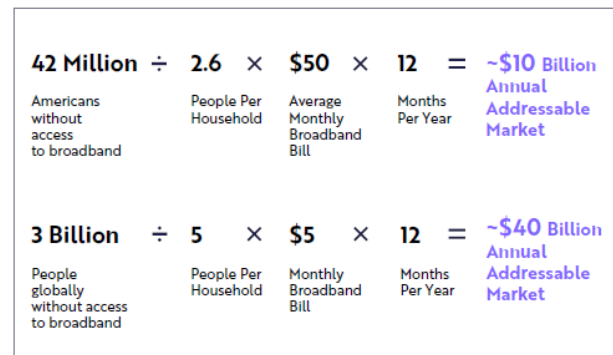
ARK Invest에서 올해 발간한 'Big Ideas 2021'에서도 15가지 유망 산업 중 유일하게 소개된 우주 산업은 바로 '궤도 위성(Orbital Aerospace)'이다. 구체적으로 전세계의 인터넷 연결을 목적으로 하는 저궤도 위성(LEO) 사업을 제시하고 있다. ARK에서 추정한 위성 통신 서비스 시장 규모는 연간 400억 달러 규모인데, Space X의 로켓 재사용과 같은 혁신 기술로 위성을 발사하는 데 드는 비용이 급격하게 감소하면서 기업이 돈을 벌 수 있는 산업으로 변모한 것이다.

그림10 기업의 혁신 기술(로켓 재사용)로 발사 비용 급감



자료: ARK 'Big Ideas 2021', 메리츠증권 리서치센터

그림11 ARK의 위성 통신 산업 매출 추정 논리

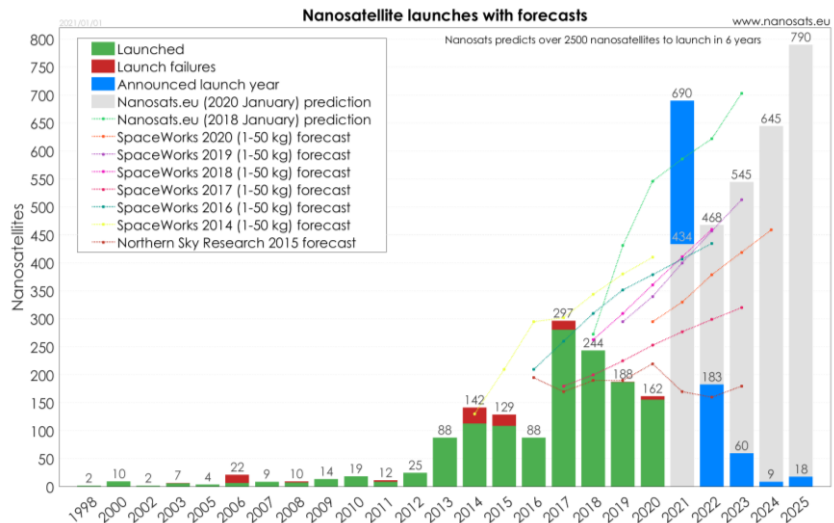


자료: ARK 'Big Ideas 2021', 메리츠증권 리서치센터

2021년이 우주 산업의 변곡점일 가능성

기업들의 투자가 확대되면서 머지않아 발진이 가속화되는 변곡점을 맞이할 것으로 기대된다. 그동안 소형위성의 발사 개체 수는 이전의 전망치에 미치지 못한 반면, 2021년에는 다른 모습이 기대되기 때문이다. 2021년에 발사될 것으로 밝혀진 위성 수는 2020년의 전망치를 크게 상회하고 있다는 점에서다. Space X의 위성 통신 서비스 상용화, Virgin Galactic의 우주 여행 상용화 시점도 2021년이다.

그림12 과거 소형위성 발사 전망 변화: 2021년 이미 밝혀진 계획이 2020년 전망을 상회



자료: Nanosats Database, 메리츠증권 리서치센터

증장기적 방향성 유효, 시간이 필요한 우주

ARKX 3월 29일 출시 예정

3월 29일 출시 예정인 ARKX(ARK Space Exploration ETF)에는 1) 위성 발사, 제조, 서비스, 운영 등 위성 기업(Orbital Aerospace Companies), 2) 드론, 항공 택시, 전기 항공기 등 준궤도 비행체 기업(Suborbital Aerospace Companies), 3) 인공지능, 로봇, 3D프린팅, 에너지 저장 등 우주 산업에 적용가능한 기술 기업(Enabling Technologies Companies), 4) 우주 활동, 농업, 인터넷, GPS, 이미지 등 관련 기술 수혜 기업(Aerospace Beneficiary Companies) 등이 포함될 예정이다.

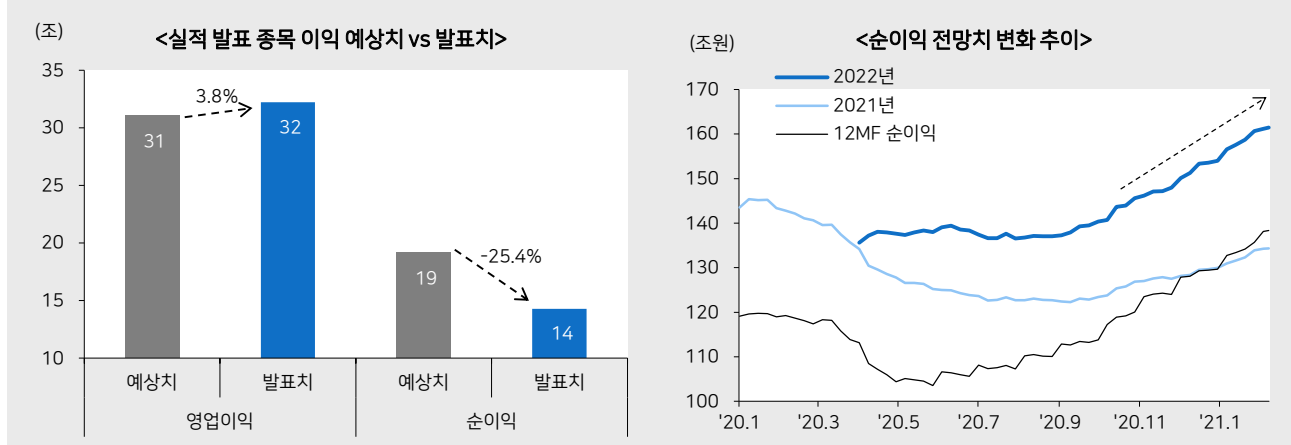
아직 공개 시장 내 투자 가능한 기업은 제한적. 투자 기회는 점차 확대될 것

문제는 Space X, Blue Origin 등 주요 기업뿐만 아니라 우주 관련 기업은 비상장 기업이 대부분이며 투자할 수 있는 방법이 극히 제한적이라는 점이다. Space X도 수년 내 상장할 것이라는 이야기만 회자될 뿐이다. 때문에 상장된 기업들 중에서도 실질적인 수혜가 가능한 종목에 대한 판단이 필요하다. 긍정적인 점은 Momentus, AST&Science 등 일부 기업들의 SPAC 합병을 통한 상장 계획에 관한 소식이 들리기 시작했다는 점이다. 시간이 필요하겠지만 점차 투자 기회는 확대될 것으로 기대된다. 우주 산업에 대한 지속적인 관심이 필요할 듯하다.

오늘의 차트

이정연 연구원

생각보다 양호한 4Q20 실적, 이익전망치 상향조정 지속



주: 4Q20 예상치, 발표치는 컨센서스 존재 종목 합산 기준

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

코스피 실적발표 86% 진행
영업이익 예상치대비 3.8% 상회
순이익 예상치대비 25.4% 하회

시총기준 86% 종목들이 실적발표를 마치며 국내 4분기 실적시즌이 마무리되고 있다. 2월 9일까지 실적발표 종목 합산기준 영업이익은 32조원(컨센서스 31조원)으로 컨센서스 대비 3.8% 상회했으며, 순이익은 14조원(컨센서스 19조원)으로 컨센서스 대비 25.4% 하회했다. 현재까지의 4분기 실적 흐름으로 보았을 때 지난해 연간 영업이익은 145조원, 순이익은 85조원 수준에서 마감될 전망이다.

4분기 실적 계절적 요인으로 부진
한점 고려시 4Q20 실적 발표치
양호한 수준

통상적으로 기업들이 4분기 실적에 일회성비용을 반영하면서 실적 발표치가 컨센서스를 크게 하회한다(최근 5년 기준 컨센서스 대비 발표치 괴리율: 영업이익 -10~-20%, 순이익 -30~-40%). 다만 이번 4분기 실적은 과거 대비 컨센서스와 발표치 괴리율(영업이익 3.8%, 순이익 -25.4%)이 높지 않음에 따라 질적으로 본다면 상당히 선전한 수준이다.

이익 비중 큰 대형 업종들이 예상
치에 부합한 실적을 발표

업종별로 살펴보면 조선, 화학, 소매(유통), 에너지 등 시클릭업종의 4분기 이익이 예상치를 밑돌았으나, 이익 비중이 큰 반도체, 자동차, 은행 업종이 예상치에 부합한 실적을 발표하면서 코스피 전반적으로 양호한 실적을 기록했다(4Q20 순이익 컨센서스 대비 발표치 괴리율: 반도체 4.1%(7.9조원 → 8.2조원), 자동차 -10.1%(3.3조원 → 3.0조원, 은행 -3.4%(2.0조원 → 2.0조원)).

업종 전반적으로 2022년도 이익전
망치 상향조정 가파르게 진행

양호한 실적에 힘입어 이익전망치 개선세는 지속될 것으로 보인다. 특히 2022년도에 대한 이익전망치 상향조정이 가파르게 진행됨에 따라 12개월 선행 EPS(순이익) 상승 기울기는 더욱 가팔라질 가능성이 있다(최근 1개월 순이익 전망치 변화율: 2021년 2.6%, 2022년 3.2%). 반도체, 자동차, 2차전지 등 기존 이익 증가 주도 업종뿐만 아니라 에너지, 철강, 운송 등 경기민감주의 올해, 내년 이익 전망 상향조정이 지속되고 있다. 이러한 코스피 전반의 펀더멘탈 개선세가 밸류에이션 부담 요인을 상쇄시킬지 주목되는 부분이다.

칼럼의 재해석

윤여삼 연구위원

한가지 더 궁금한 연준의 행보 (Treasury Borrowing Advisory Committee)

연준의 대규모 자산매입(Large scale asset purchases)은 재무부 국채 발행에 호의적인 여건을 조성했다. LSAP는 다시금 연준의 준비금 잔액의 급증을 일으켰고, 준비금 잔액 증가는 2021년에도 이어질 것으로 보인다. 자산매입을 통한 준비금 증가는 화폐승수 효과로 더 큰 상업은행 예금잔액의 증가를 불러온다. 이에 은행의 국채수요는 증가하는데, 이 같은 은행들의 대차대조표상 초과 유동성(excess liquidity)은 역사적으로 낮은 국채수익률(yield)과 신용 스프레드를 야기했다. 2021년 기본 시나리오에서 연준의 준비금 증가는 약 2.1조 달러에 달할 전망이다. 이에 연동되어 은행들의 중/단기 국채 매입량도 크게 증가할 것으로 예상된다. 아울러 연준의 LSAP는 비-은행부문(Non-bank private)이 연준에 현재 가진 국채를 매도해 국채 매수 자금을 형성할 수 있도록 해 국채에 대한 수요는 더욱 견고해지고, 이 덕에 국채 기간프리미엄(Term premium)은 역사적으로 낮은 수준이 유지되고 있다.

지금의 자금순환구조는 적어도 현재 상황에선 향후 예상될 국채 증분에 대한 걱정을 덜게 하는 요소다. 그러나, 연준이 지난해 4월 도입한 SLR(Supplementary Leverage Ratio)에 대한 규제완화가 3월 31일 만료된다. 감독규제 완화의 만료는 은행의 대차대조표에서 제약으로 작용할 가능성이 있다. 물론 은행들의 현재 자본비율은 높은 수준이고 국채시장에서 차지하는 비중도 높지 않다. 그러나 시장에는 향후 예상되는 국채의 수요자 중 일부가 이탈한다는 우려가 생길 수 있다. 미국의 몇몇 IB들은 이 SLR 규제완화의 영향을 전망하고 있는데, 3월말 이의 연장여부는 앞으로 중앙은행의 정책 스탠스를 확인할 수 있는 계기가 될 것 같다.

연준의 현 통화정책 기조는 유지, 한가지 더 궁금한 행보 = 감독 규제

연준, 통화정책 스탠스 변화는
경제의 항구적 변화가 존재해야
그러나, 감독규제 정상화는?

시장은 연준이 언급하는 한 마디, 한 단어에 촉각을 곤두세우고 있다. 그만큼 현재 경제상황이 복잡하고 불확실성이 높아 시장 참가자들의 의견이 다양하게 갈리고 있다는 의미다. 그러나, 파월의장의 여러 인터뷰나 1월 FOMC에서 언급한대로 항구적(persistent)인 경제상황의 변화가 없는 한 자산매입 규모와 속도 같은 주요 통화정책 관련 집행기조는 유지될 것으로 예상된다. 그런데 3월 연준의 행보 중 생각할 거리는 한 가지 더 존재한다. 바로 감독규제다.

파월 의장은 1월 FOMC에서 자산과열 대응에는 통화정책 수단보다 거시건전성 정책(macprudential policy)사용이 적절함을 언급하였다. 다만 다양한 감독규제 안 중 연준이 단독으로 진행할 수 있는 규제는 적고, 연준의 금융안정보고서 상 현 금융시장을 취약하다 인식하고 있는 것 같지는 않아 새로운 건전성 정책이 발표될 가능성도 낮아 보인다. 그러나, 코로나19 대응 차 완화되었던 규제가 정상화되는가는 다른 문제다.

표1 코로나19 대응 연준의 주요 감독 규제 부문 조치 내용

날짜	주요 조치 내용
2020.3.23	G-SIB에 적용되는 총손실흡수능력 규제의 자본배분 가능금액 계산시 새로운 적격유보이익을 적용
2020.3.26	소형금융기관에 대한 보고부담을 경감
2020.3.31	은행 지주회사 등에서 다른 금융기관의 지배여부 결정하는 절차 변경시기를 연기
2020.4.1	SLR (Supplementary Leverage Ratio) 규제 완화
2020.4.24	Saving Deposit의 정의에 부합하기 위한 조건에서 한 달에 6번을 초과하여 거래할 수 없다는 내용을 삭제

주: 주관기관이 FRB 단독인 조치만 정리

자료: FRB, 메리츠증권 리서치센터

코로나19 대응 차 완화됐던 규제의 복귀여부는 불투명

연준은 코로나19 대응을 위해

- 1) TLAC 완화
- 2) SLR 완화 등의 감독규제 완화

TLAC는 4월 새로 시행되나
SLR 관련 언급은 없는 상황

연준은 지난해 초 글로벌 주요 은행(Global Systemically Important Bank)의 총 손실흡수능력(Total loss-absorbing capacity, TLAC), 보완 레버리지 비율(Supplementary Leverage Ratio, SLR)에 대한 규제를 완화했다. 은행의 자본확충 부담을 덜어 시중에 원활한 자금 공급을 가능케 하겠다는 취지였다. TLAC 규제는 지난 10월 최종안을 다시금 확정해 올 4월 적용예정으로 명확한 방향점이 존재하나, 3월 31일 만료 예정인 SLR 관련 이야기는 아직 부각되지 않고 있다.

SLR은 은행의 총 레버리지 익스포저 대비 필요한 일정수준의 요구 자본량을 유지토록 하는 규제다. 은행이 여러 부채(대표적으로 예금)를 통해 자산을 구축하면, 자산가격 하락으로 인한 위험을 대비하기 위해 일정부분의 자기자본을 보유하여야 한다는 것이다. 이는 총자산 2,500억 달러 이상의 대형은행에게 적용되는데 일반적으로 3%, JP Morgan Chase, Citi, BNY Mellon, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Bank of America, Wells Fargo, State Street 와 같은 GSIB의 경우 5% 이상을 유지해야 한다.

그림1 TLAC 최종안

바젤III와TLAC 규제 체계를 적용한 대형은행 자본구조(FSB)

CET1 (보통주 자본)	AT1 (기타 기본 자본)	Tier2 (보완 자본)	TLAC버퍼 (적격수단 등)	CCB (자본 보전 완충 자본)	CCB (경기 대응 완충 자본)	G-SIB 버퍼 (G-SIB 완충자본)
4.5%	1.5%	2.0%	8~10%	2.5%	0~2.5%	1~3.5%

자료: 국제금융센터, 메리츠증권 리서치센터

표2 SLR 도출 예시

항목	(백만달러)
Tier 1 Capital	171,364
Average Total Assets	1,944,250
(-) Tier 1 Capital에 해당하지 않은 자본	29,309
Total adjusted average assets → 1	1,914,941
Supplement	
파생상품 익스포저	67,889
(+) 레포 거래	5,193
(+) 대차대조표 외 거래	257,363
Total adjustments → 2	330,445
Total leverage exposure (1+2)	2,245,386
Supplementary leverage ratio (%)	7.63

주: Tier1 Capital은 보통주 자본, 이익잉여금, 비상환/비누적 우선주 등
자료: CLARUS, 메리츠증권 리서치센터

SLR과 시장 연결고리, 연준 대차대조표 확장 = 은행 대차대조표 확대

SLR과 시장 연결고리

- 1) 총자산 계산 (위험자산가중X)
 - 2) 연준 자산매입
- 은행 자산 확대

SLR과 시장의 연결고리는 1) SLR이 다른 리스크 지표와 달리 은행의 평균 총자산을 기반으로 계산한다는 점, 2) 연준의 대차대조표 확장이 은행 자산을 확장시킨다는 것에서 시작된다.

일반적인 리스크 지표는 은행의 자산 별 위험 가중치를 가산해 도출한다. 자산 위험의 크기만큼 자본확충 의무를 부여하겠다는 것인데, SLR의 경우 자본확충부담과 자산유형은 큰 관계가 없다. 그리고 은행의 대차대조표는 1) 공개시장조작을 통해 지준금의 형태로 들어온 자금이 화폐승수 효과로 은행의 자산을 높이는 경로, 2) 양적완화(QE)를 통한 비 은행부문 보유 자산매입이 비 은행부문의 은행예금을 증가시키는 두 경로를 따라 확대된다.

연준의 자산매입이 늘어나면
은행의 자본충당 부담이 증가
→ SLR 규제 완화

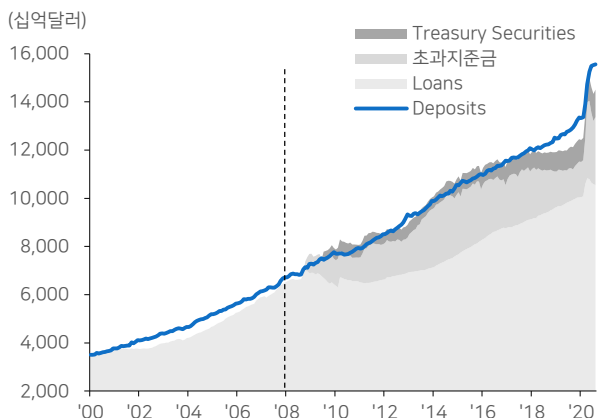
SLR 규제에 따라 은행은 평균 총자산이 늘어난 만큼 자본충당에 대한 부담을 안게 된다. 따라서 연준은 대량 자산매입 이후 늘어난 은행의 부담을 낮춰주기 위해, 지난 4월 분모인 총 익스포저에서 안전자산으로 볼 수 있는 국채와 지급준비금을 제외해 은행의 비율 준수 부담을 낮춰준 것이다.

이에 은행들은 늘어난 예금을 바탕으로 국채매입을 늘렸고 MBS를 제외한 은행의 국채보유 잔액은 2020년 연초대비 3,073억 달러 늘어난 1.2조달러에 도달했다.

은행 예금 특성상 만기가 짧아
듀레이션 짧은 자산매입.
기관 예금의 증가로 대출보다
단기 국채 수요 증가

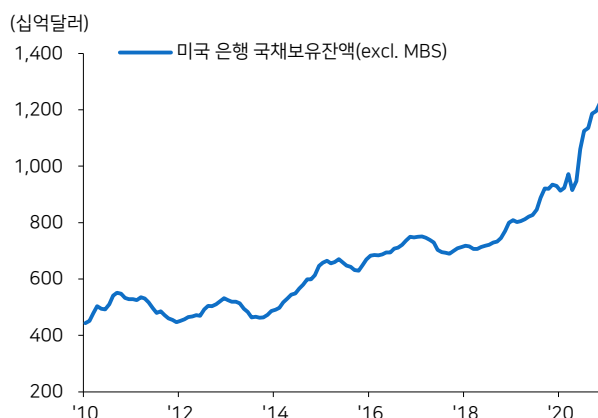
중요한 점은 은행이 5년 미만 단기국채의 주요 수요자라는 것이다. 예금의 듀레이션이 짧기 때문이다. 일반적인 리테일 예금(Core deposit)의 경우 듀레이션은 3~7년, 기관 예금(Non-core deposit)의 경우는 2년 정도다. 연준의 자산매입 확대에 의해 증가되는 예금은 듀레이션이 짧은 기관예금이 주를 이룬다. 자산-부채간 만기 관리를 통해 이자수익의 변동성을 줄이기 위해서는 단기자산 보유 확대가 필수적인 것이다. 이에 은행은 연준의 대량자산매입이 시작된 08년부터 대출뿐 아니라 초과지준금과 단기국채 같은 고유동성 자산에 대한 수요를 높였고, 그 결과 현재 GSIB의 총 국채 보유잔액 중 5년이하 채권의 비중은 75%에 달한다.

그림2 2008년부터 시작된 예금-대출 디커플링



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 은행 국채보유잔액 증가



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 미국 GSIB의 국채보유 중 75% 이상이 만기 5년 미만

	=< 1Y	> 1Y =< 3Y	> 5Y =< 10Y	> 10 Y	Estimated WAL (년)
가중만기수명 추정치	0.5	3.0	7.5	12.0	3.6
Total (%)	21.9	55.6	19.5	3.1	100.0
Total (십억달러)	155.4	394.7	138.6	21.7	710.3

자료: US GSIB 10K/10Q Report, TBAC, 메리츠증권 리서치센터

SLR 완화 규제 만료가 미칠 수 있는 영향

은행의 대차대조표
확대환경은 지속

2021년 연준의 자산매입 기조가 유지된다고 가정하면, 은행의 대차대조표는 지속적으로 확대될 것으로 예상된다. 미 재무부 차입자문위는 21년 연준의 자산이 1.4조 달러 증가하고, 예금 잔액이 앞서 언급한 경로를 통해 약 2.6조 달러 증가할 것이라 예상하며, 미국 은행 시스템 내 국채, 파생상품 등 3년 등가물에 대한 수요는 약 1.3~2조 달러 정도 발생할 수 있다고 전망했다.

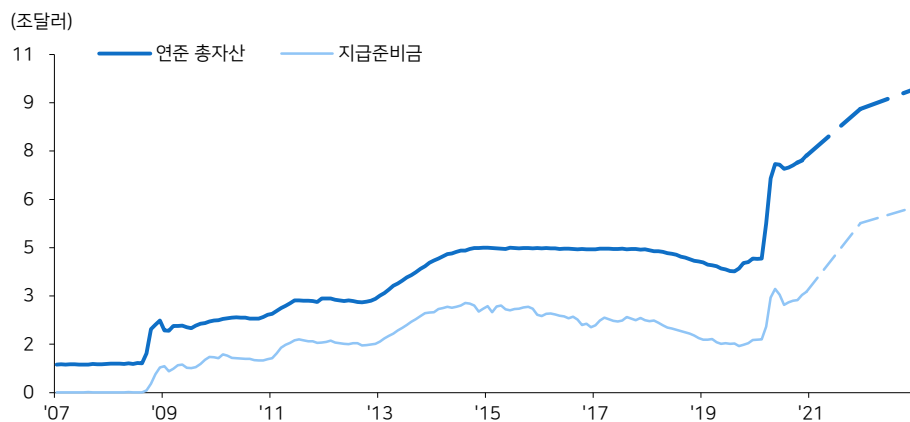
미 대형은행은 SLR 정상화 후
60bp의 SLR 감소 전망
자본확충 부담이 늘어나는 것을
의미 → 대차대조표 제약 요인

그러나, SLR의 규제정상화는 은행의 자산확대의 부담요인이다. 재무부 차입자문위는 규제정상화로 인해 대형 은행들의 평균 SLR이 60bp 떨어질 수 있다 경고한다. 은행들은 현재 자본기준을 초과해 보유 중이나 구조적인 연준 자산 증가 구간에서 은행들은 비율을 맞추기 위해 예금을 상환하거나, 자사주매입 등 주주환원의 이연 혹은 비상환/비누적 우선주 발행으로 자기자본을 확충 해야 하는 상황에 놓일 수 있다. 그리고 자본조달 수요가 높아짐에 따라 조달비용이 더 높아지면, 결국 예금자나 단기 자금 거래자들에게 비용이 전가될 우려가 존재한다.

극단적인 시나리오 하
1) 예금 조기상환
2) 주주환원 이연
3) 자본조달비용 증가 단기국채
매입 동기 약화 가능성도 존재

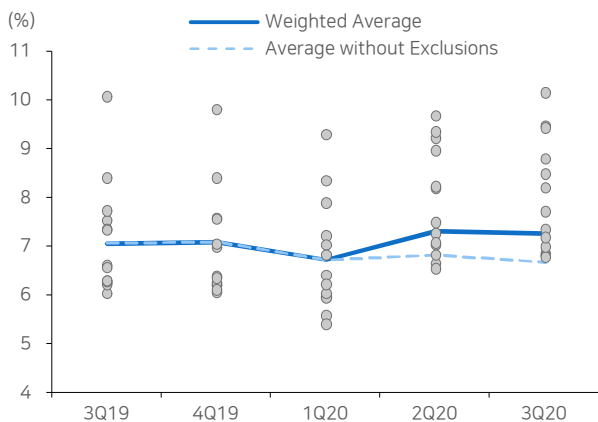
한편, 비율 규제는 은행의 국채매입 동기나 위험자산 익스포저 보유심리를 낮출 수도 있다. 특히 2020년 재정확대 기조 하 Treasury Bill의 발행증가가 두드러진 상황에서 대표적인 단기채 시장 수요자의 매입동기가 낮아지면 단기금리 측면에서 수급부담이 일어날 수도 있다.

그림4 연준 자산 확대는 지속될 전망 - 은행 대차대조표 확대도 마찬가지



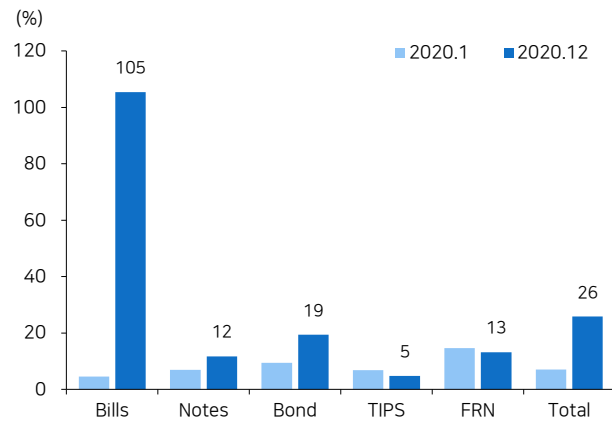
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림5 은행 SLR 부담 - 대차대조표에 제약



자료: TALC, 메리츠증권 리서치센터

그림6 재정조달은 단기채 위주로 진행



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

추세를 바꿀 이슈는 아니나, 향후 연준 행보에 추가적인 관전포인트

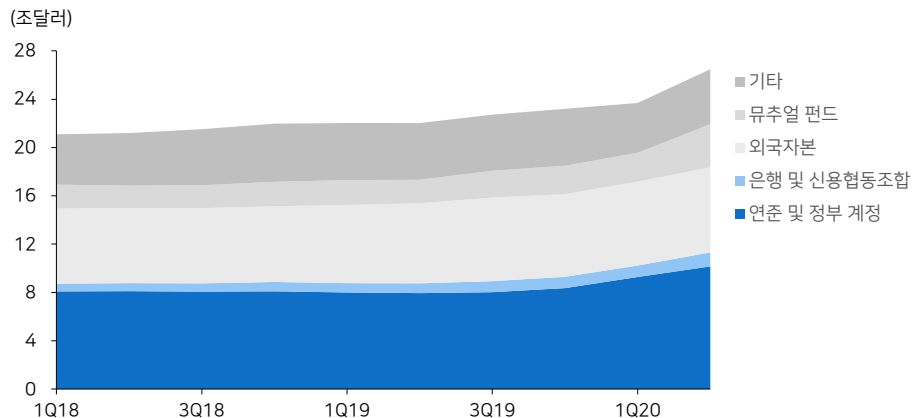
다만 정상화 되더라도 추세
바꿀 이슈 아냐. 은행의 국채시장
영향력은 6% 남짓

그러나, 이 같은 규제가 현 시장의 추세를 바꿀 수 있는 이슈는 아니라는 판단이다. 은행 감독규제 정상화가 시장이 우려하는 단기금리 급등이나 위험자산 회피 심리 부각을 불러일으킬만한 이슈는 아니다. 미국 국채 시장은 정부/연준, 외국인이 50% 이상을 차지하고 있고, 은행의 비중은 08년 이후 성장했음에도 불구하고 아직 6% 정도로 낮은 수준이다. 아울러 일각의 미국 IB들은 동 제도의 연장을 전망하고 있는 상황이다.

시장의 확대 해석에 유의
연준 행보의 관전포인트 추가

다만 IB들의 전망과 달리 동 규제가 정상화 된다면, 시장이 이를 은행을 통한 유동성 속도조절로 해석할 가능성이 있다. 연준의 행보 하나하나가 시장의 주목을 받는 가운데, 시장이 연준의 감독 규제 정상화가 실제 유동성 환경에 미치는 영향을 보다 확대해석할 가능성을 유의할 필요가 있겠다.

그림7 은행 등 예금기관의 국채보유잔액 비중은 6% 남짓



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

원문: Treasury Borrowing Advisory Committee - February 2, 2021