

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

2022. 3. 23 (수)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

변한 것과 변하지 않은 것의 구분

### 오늘의 차트

미국 리오프닝 기업 주가 횡보, 그 이면에는 인플레이션 우려가

### 칼럼의 재해석

인텔: 대규모 투자가 1등 자리를 보장하는 것은 아니다

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



▲ 글로벌 투자전략 - 선진국

Analyst 황수욱

02. 6454-4896

soowook.hwang@meritz.co.kr

## 변한 것과 변하지 않은 것의 구분

- ✓ 변한 것: 통화정책 불확실성 완화와 금리인상 시작. 우크라 전쟁 불확실성 있으나 합의 진전
- ✓ 변하지 않은 것: 인플레이션과 금리인상, 지역화(탈세계화) 추세
- ✓ 전쟁이 보여준 윤곽: 에너지 무기화에 미국의 대응 여력. 미국 선진국 중 최선호
- ✓ 변한 것으로 단기 변곡점 통과 무게, 변하지 않은 추세에서 미국 성장주 우세

### 지난주 주식시장: 연초부터 주가 하방압력으로 작용했던 변수의 완화

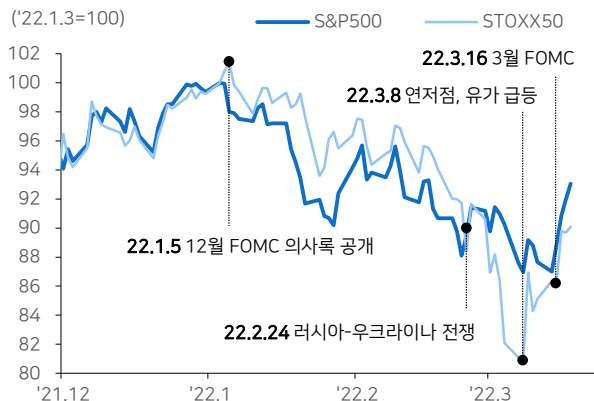
지난주 통화정책 불확실성 완화,  
우크라 전쟁 평화협정 합의 진전

지난주에는 연초부터 주식시장 하방압력으로 작용했던 두 변수의 변화가 있었다. 이전까지는 1) 1월 5일 공개된 12월 FOMC 의사록에서 확인된 연준의 통화정책 가속화 의지는 정책 경로의 불확실성을 키워 왔고, 2) 2월부터 확산된 전쟁 우려는 결국 현실화되며 원자재 시장 교란을 중심으로 글로벌 증시의 부담이 되었다.

연초부터 작용한 증시 하방 요인  
완화, 선진국 증시 유의미한 회복

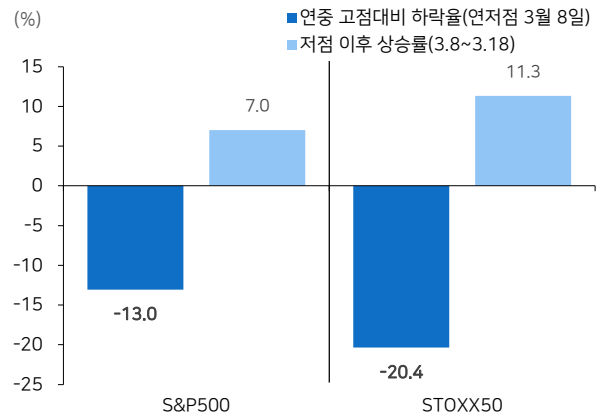
이런 배경에서 3월 FOMC는 기대보다 hawkish한 발표에도 정책 경로의 불확실성 완화와 파월 의장의 경기에 대한 자신감에 무게가 실리며 주가 반등의 주요 변수가 되었다. 같은 날 우크라이나가 NATO 가입 포기를 시사하며 평화협정의 유의미한 진전이 확인되기도 했다. 이에 힘입어 지난주 S&P500은 전주대비 6.2%나 상승하며 2020년 11월 이후 가장 높은 주간 수익률을 기록했다.

그림1 연초 이후 S&amp;P500과 STOXX50 지수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 선진국 주가지수의 연초 이후 수익률 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 향후 추세 고민은 변하지 않은 변수에 주목할 필요

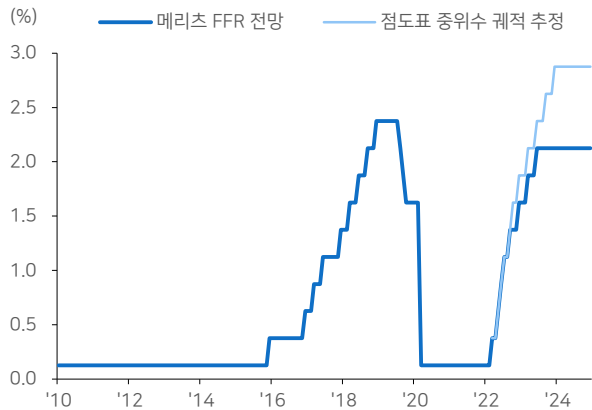
#### 1) 금리인상 사이클 시작. 2% 상회하는 고물가 시대 도래

지난주 중요한 변화로 선진국 증시는 단기 변곡점을 지나고 있다는 데 무게를 둔다. 그런데 향후 추세를 가늠해고자 할 때는 변하지 않은 것들에 대해서 주목할 필요가 있다. 첫번째는 정책 불확실성 완화에도 1) 금리인상이 시작되었다는 것과 2) 오버슈팅이 안정화되어도 물가상승률 2%를 상회하는 인플레이 시대라는 것이다. 파월의장은 21일 연설에서 통화정책이 빠르게 중립수준에 도달해야 하며, 필요한 경우 더 긴축적일 수 있다고 발언하여 5월 50bp 인상 기대를 높였다.

#### 2) 전쟁 끝나더라도 지역화/탈세계화 흐름 이어질 것

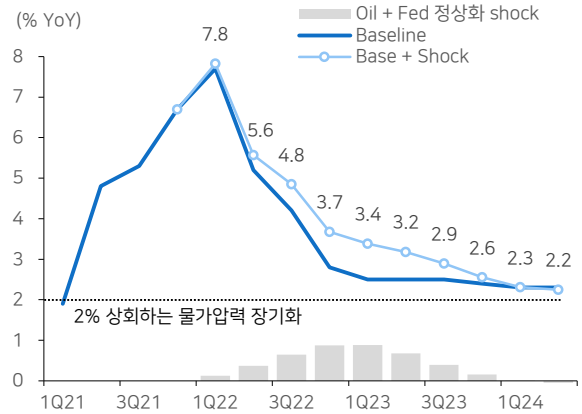
두번째는 글로벌 지역화/탈세계화다. 우크라이나 전쟁은 이전에 논했던 신자원민족주의와 자원무기화(1월 26일자 전략공감 참고)가 배경이 되어 실제 전쟁으로 현실화된 사례다. 서방세계에 대응하는 세력(러시아)이 기후변화대응 과정에서 수요가 증가(천연가스, 니켈 등)하고 공급이 감소(친환경 드라이브에 투자 감소했던 석유)한 데 힘입어 희소성이 커진 자원들을 무기화하여 자국 이권 침해(NATO 동진)를 막기 위해 행동으로 옮긴 것이다. 전쟁 이후에도 서방 국가들의 제재가 이어지는, 세계화에 역행하는 흐름은 이어질 것이다.

그림3 연방기금금리 전망: 당사 vs 점도표 중위수 궤적



주: 3월 21일자 '이승훈의 주간 경제脈' p.20  
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림4 유가 충격 고려한 인플레이션 궤적 추정



주: 3월 21일자 '이승훈의 주간 경제脈' p.19  
자료: Bloomberg <SHOK> 인용, 메리츠증권 리서치센터 추정

표1 서방 세계의 주요 對러시아 제재 및 대응

구분	내용
통상	미국, 러시아 SWIFT 결제망에서 퇴출 결정
	러시아에 대해 FDPR* 적용. *외국 기업이 만든 제품이라도 미국이 통제 대상으로 정한 소프트웨어, 설계 사용시 수출 금지
	FDPR 적용 대상에서 휴대폰, 자동차 등 소비재는 예외로 분류. 러시아 제재 적극 동참한 EU, 호주, 일본, 한국 등 33개국 FDPR 예외 인정
	미국/유럽, 러시아에 대한 최혜국 대우 박탈 추진. 러시아산 수입품에 고관세 부과 가능
에너지	우크라이나, 연말까지 호밀, 수수 등 일부 식품 수출 금지. 러시아, 상반기 주요 곡물 수출 전면 금지
	독일 노드스트림2 사업 중단
	미국/캐나다/영국, 러시아산 원유 수입 금지. EU 러시아산 원유 수입 금지 검토
	EU 집행위, 올해 말까지 러시아산 수입 가스 물량 2/3 축소, 2030년까지 화석연료 독립
	독일, 에너지 기업들과 LNG 터미널 건설 위한 MOU 체결
	EU 집행위, 2027년까지 러시아산 화석연료로부터 독립 추진

자료: 언론 보도 종합, 메리츠증권 리서치센터

## 변하지 않은 첫번째 변수의 시사점: 미국 금리인상기 성장주 아웃퍼폼

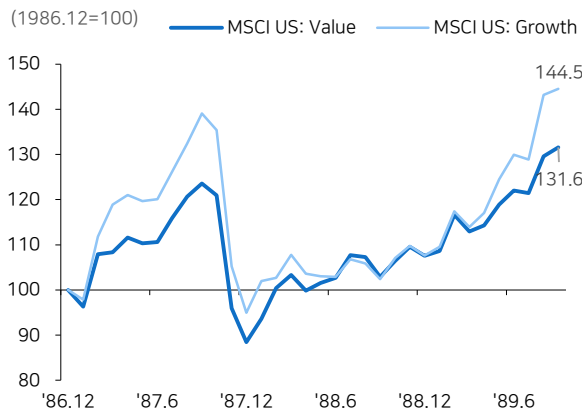
80년대 이후 금리인상/인플레이션 국면에서 성장주가 아웃퍼폼

변하지 않은 첫번째 변수에 대한 의견은, 미국 경제가 침체로 이어질 가능성은 낮다고 보고, 침체가 현실화되지만 않는다면 인플레이션과 금리인상 국면에서도 주가 상승 추세는 이어질 수 있다고 생각한다(2월 23일자 전략공감 참고). 이어지는 고민은 어떤 주식을 사야 할 지다. <그림 5~8>과 같이 80년대 이후 금리인상/인플레이션 기간 동안 2000년대를 제외하고 모두 성장주의 성과가 좋았다.

탈세계화 국면에서 미국의 성장. 이전에 없던 재화/서비스에 관심

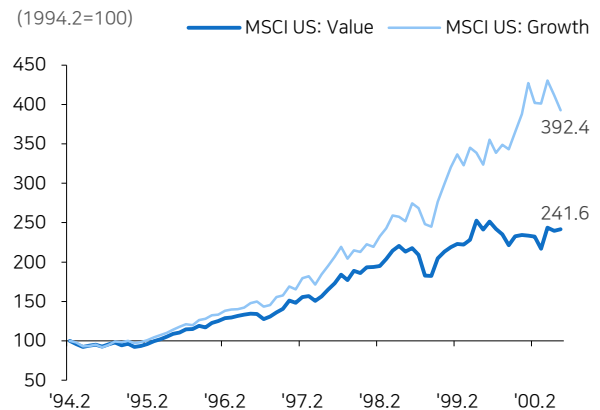
2000년대 가치주가 아웃퍼폼 했던 것은 자유무역의 비교우위/분업 효율화 수혜를 본 업종이 대부분 가치주 범주에 속하기 때문이다. 2000년대 금리인상기를 제외하면, 모두 세계화라는 거리가 있는 국면에서 미국이 글로벌 경쟁 우위를 다지며 확장국면을 이어가던 시기였다. 80년대 플라자 합의, 90년대 냉전 종식과 경쟁국가 모멘텀 둔화(소련 붕괴, 일본 불황), 2010년대는 트럼프의 자국 중심주의가 있었다. 이 시기에 성장주가 아웃퍼폼했던 이유는 경기 확장으로 여력이 생긴 소비자들이 이전에 없던 재화와 서비스에 관심이 커졌을 개연성이 크다.

그림5 1980년대 인플레이션/금리인상기 가치주 vs 성장주



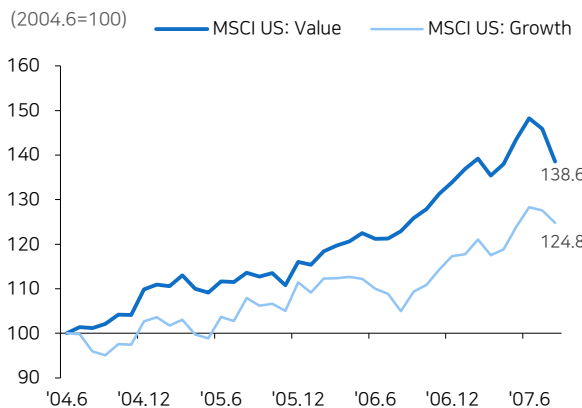
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림6 1990년대 인플레이션/금리인상기 가치주 vs 성장주



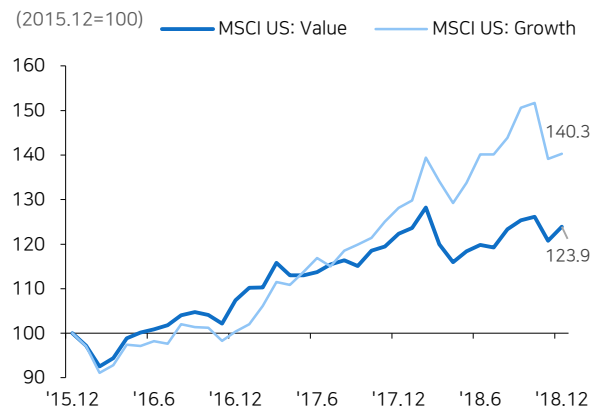
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2000년대 인플레이션/금리인상기 가치주 vs 성장주



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림8 2010년대 인플레이션/금리인상기 가치주 vs 성장주



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

## 변하지 않은 두번째 변수의 시사점: 탈세계화 가운데 미국의 경쟁 우위 미국과 유럽 사이 에너지안보 문제 대응 차별화

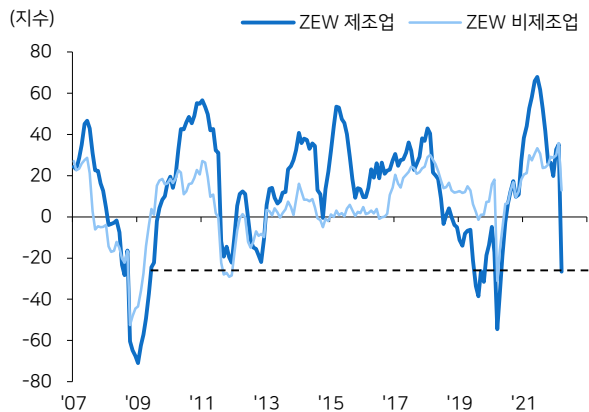
유럽 3월 경제 서베이 지표 부진.  
러시아 전쟁 직접적 영향 반영

지난주 발표된 독일 3월 ZEW 서베이는 컨센서스 하단을 하회할 정도로 부진했다. 제조업, 비제조업 공히 급락했는데 상대적으로 양호한 미국 3월 지표와는 대조적이다. 그 이유는 미국과 유럽의 러시아와 경제적 연관성 차이가 크기 때문이다. 먼저 금융 부문에서 프랑스, 이탈리아, 오스트리아 3개국 은행의 러시아 익스포저는 전체에서 53%나 차지한다. 미국은 15%로 유럽에 비해 상대적으로 적다.

미국에 비해 러시아에 대한  
금융/산업 익스포저 높은 유럽

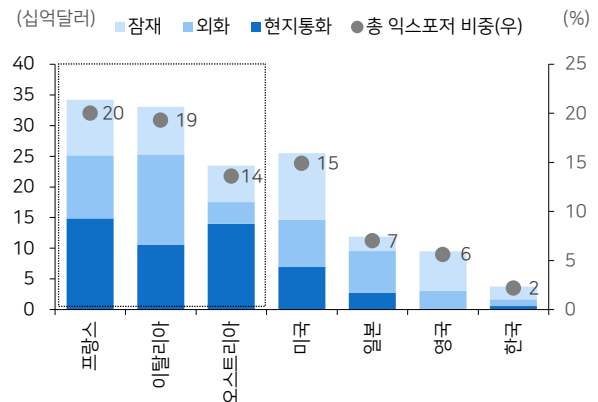
금융 등 비제조업뿐만 아니라 제조업에서도 충격이 큰 이유는 교역 비중 때문이다. 2021년 수입액 기준 미국 전체 수입 중 러시아 의존도는 1.0%인 반면, 유럽의 전체 수입액 중 러시아 수입이 차지하는 비중은 7.5%다. 품목별로는 제조업 의존도가 유럽이 8.5%, 미국은 2.1%이다. 특히 에너지(석유, 석탄, 천연가스) 수입 의존도의 차이가 큰데, 유럽이 26%나 되고 미국은 7.8%이다.

그림9 독일 ZEW 서베이



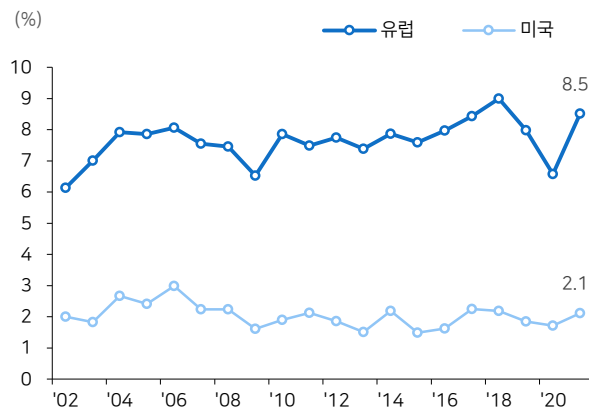
자료: ZEW, 메리츠증권 리서치센터

그림10 주요국 은행의 러시아 익스포저(3Q21년 기준)



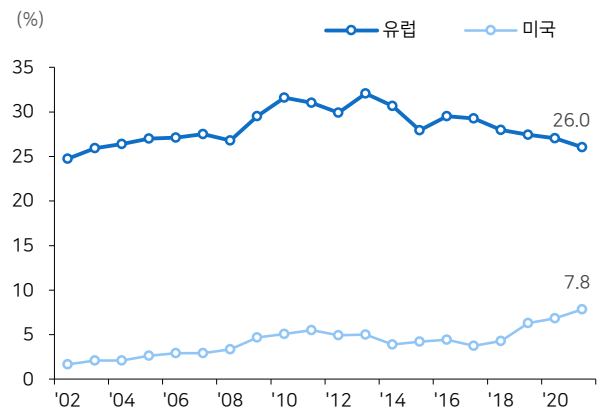
자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국, 유럽 전체 수입 중 러시아 수입 의존도: 제조업



자료: Eurostat, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국, 유럽 전체 수입 중 러시아 수입 의존도: 에너지



주: 에너지는 석유, 석탄, 천연가스

자료: Eurostat, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

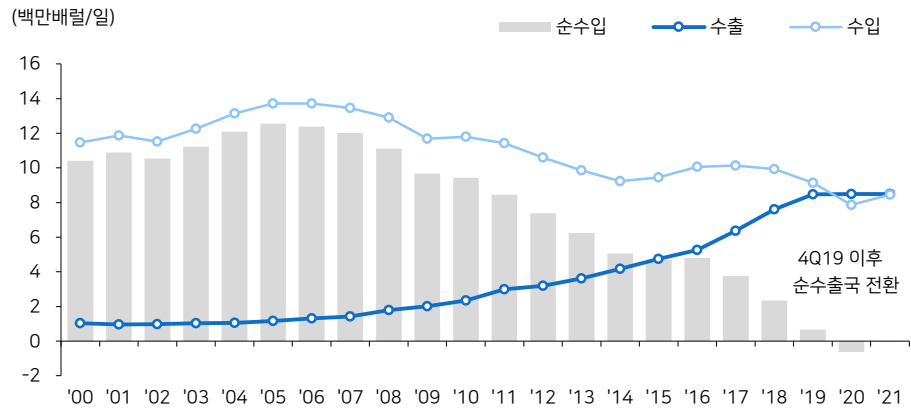
전쟁이 끝나더라도 제재 중심으로  
탈세계화 흐름을 이어질 것.  
제재 피해의 중심은 에너지

전쟁이 단기에 끝나더라도 전쟁의 책임을 묻기 위한 제재는 이어질 가능성이 높다. 또한 이번 전쟁은 탈세계화를 선명하게 드러낸 것으로, 전쟁이 끝나더라도 그 흐름이 전환되기는 어려워 보인다. 제재에 가장 취약한 분야는 에너지이다. 선진국 사이에서 비교하자면, 유럽은 러시아산 에너지 수입 금지 제재에 동참하면서 수입처 다변화를 노력 중이지만, 시간이 걸리는 문제이므로 에너지 분야의 러시아 노출도 차이 때문에 가격 교란 충격은 당분간 미국에 비해 클 수밖에 없다.

에너지 순수출국인 미국은 이번  
충격에서 상대적으로 자유로우며  
자국 중심정책 흐름 지속

미국은 석유 순수출 국가로 탈세계화에서 자국의 에너지 안보 경쟁력을 지킬 수 있다. 한 가지 더 주목할 점은 바이든 행정부에서도 이전 정부와 같이 '미국 우선주의 원칙'을 고수하고 있다는 것이다. 이는 에너지 안보뿐만 아니라 국가 경쟁력 전반의 바탕이 될 것으로 평가되는데, 3월 바이든 연두교서에도 잘 드러난다. 연두교서를 요약하면 오로지 미국인을 위해 일자리를 창출하고, 임금을 낮추는 것이 아니라 사회 제반 비용을 절감하는 투자를 통해 인플레이션에 대응하고 국민의 구매력을 증진시켜 경기부양 하겠다는 것이다.

그림13 미국은 2019년 이후 석유(Petroleum) 순수출국으로 전환



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

표2 3월 바이든 연두교서 주요 포인트와 시사점

구분	내용
Buy American, Build America 재강조	인프라 투자, 생산 밸류체인 내재화 확립, 투자와 혁신으로 미국 내 일자리를 창출하고 구매력을 증진시켜 경기확장 지속 의지 확인 Bipartisan Infrastructure Act(인프라투자법) 사용자 언급하며 Bipartisan Innovation Act 통과 촉구, 연구개발 투자 강조
인플레이션 대응	인플레이션 대응이 올해의 최우선 과제임을 강조 임금을 낮추는 것이 아니라, 비용을 줄이는 방식으로 인플레이션에 대응하겠다고 명시하여 언급 비용 절감 방안으로는 1) 의약품 가격 인하, 2) 에너지 가격 인하, 3) 자녀 돌봄비용 부담 완화, 4) 주거비, Pre-K 지원 가격 불균형 조장하는 불공정한 독점 규제할 것
신재생 에너지	인플레이션 대응 방안 중 에너지 비용 절약에 대해서는 기후변화 대응으로 가구당 1년 에너지 비용을 500달러 이하로 감축할 것 강조 이를 달성하기 위해 신재생 에너지 투자 세제혜택 제공, 풍력/태양광 등 신재생 에너지 생산량을 두 배로 늘릴 것
그 외 주요 포인트	2022년 말까지 바이든 대통령 취임 이전 재정적자의 절반으로 줄이겠다는 구체적인 목표 발표 고소득자에 대한 차별적 증세(연소득 40만 달러 이하 증세 제외 약속), 연간 400억 달러 이상 버는 기업에 대한 15% 최저한세 도입 기타 불합리한 세금 시스템 개편 강조

자료: The White House, 메리츠증권 리서치센터



### 셰일 혁명: 내수 진작의 발판을 마련했던 계기

역사학자 대니얼 예킨의 저서에서  
셰일혁명 평가

미국이 에너지 자립을 이룰 수 있었던 계기는 셰일혁명이다. '황금의 샘' 저자로 알려진 에너지 전문가이자 역사학자 대니얼 예킨은 2020년 'The New Map: Energy, Climate, and the Clash of Nations'이라는 저서에서 기후변화대응으로 변화하는 에너지와 지정학적 판도에 관해 이야기했다. 여기서 셰일혁명을 평가한 부분을 요약하면 아래와 같다.

셰일혁명 파급: 무역수지 적자  
완화, 미국 경쟁력 차별화에 일조

벤 버냉키는 2014년에 셰일혁명을 2008년 금융위기 이후 미국 경제에 불어닥친 가장 유익했던 사건이라고는 할 수 없지만, 그랬던 사건들 중 하나임은 분명하다고 언급했다. 셰일 가스/오일로 촉진된 경제활동이 수입(import) 감소와 겹쳐지면 서, 여기서 발생한 이익이 공급망/금융 연결망을 통해 미국 전반으로 돌아갔다. 이런 현상은 자금이 미국 밖으로 흘러나가 다른 지역 발전을 도와 미국 경제로 돌아오는 것보다 몇 배나 영향력이 크기 때문에 차별화된 결과를 보여준 것이다.

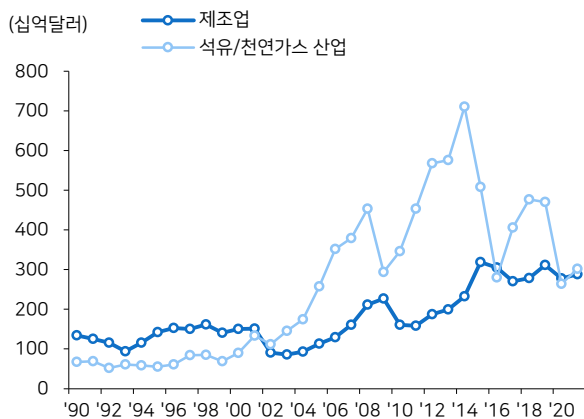
셰일혁명에 따른 투자로 일자리  
창출, 임금의 형태로 미국 전역에  
수혜의 확산

석유와 천연가스 채굴에 대한 고정투자는 2009년 6월부터 2019년까지 미국 산업 분야의 전체 투자액의 3분의 2 이상을 점유했다. 금융위기 이후 석유와 천연가스 생산 증가는 미국 산업생산의 누적성장에서 절반 이상을 차지했다. 이러한 투자를 통해 발생한 수혜는 급여의 형태로 미국 전역으로 흘러 들었다. 셰일 혁명으로 만들어진 일자리는 2019년 무렵 280만개가 넘었다. 셰일 혁명이 없었다면, 미국은 세계 최대 석유 수입국 자리를 유지함은 물론 여타 국가들과 물량확보 경쟁을 하며 LNG를 수입해 더 큰 무역적자를 기록했을 것이다.

2010년대 미국 빅테크 소비에  
일조했다는 견해

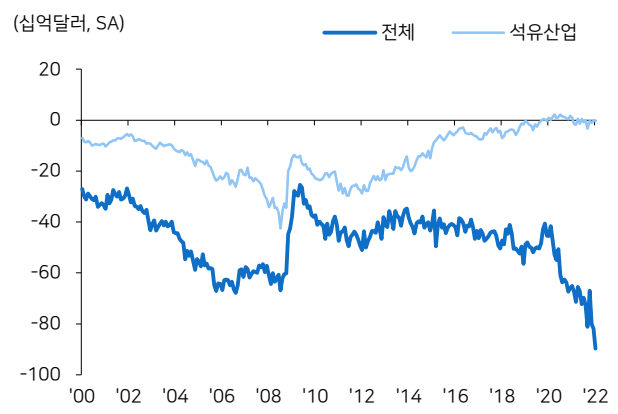
위의 내용에 따르면 셰일 혁명은 에너지 가격을 낮추는 것뿐만 아니라 국내 자본의 해외 유출을 막고 국내에서 순환할 수 있게 했다. 이는 일자리 창출을 통한 국민들의 구매력 증진으로 미국 경제가 글로벌에서 경쟁력을 갖추는데 일조했다. 2010년대 미국 빅테크 기업의 재화와 서비스가 소비될 수 있었던 배경에는 셰일 혁명에 의한 국가 경쟁력, 비용 절감, 경기 진작 효과가 있었던 것으로 본다.

그림14 제조업, 석유/천연가스 산업 고정투자금액



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 무역수지: 전체 무역수지와 석유산업 무역수지



자료: U.S. Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

## 화석/신재생 에너지: 미국, 비용 절감/에너지 안보 경쟁력 확보 용이

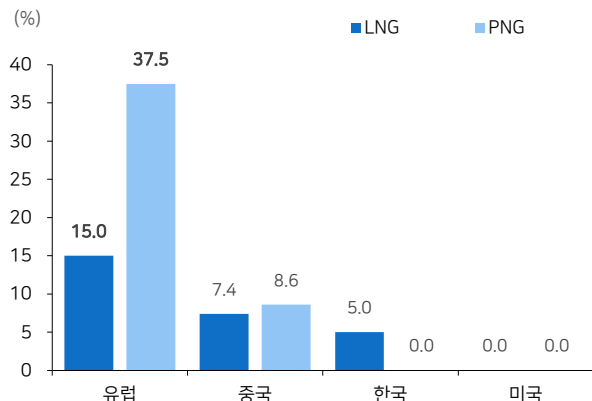
셰일혁명의 영향은  
천연가스에서 특히 차별화

미국과 유럽의 에너지 안보 차별화에서 셰일혁명의 영향은 천연가스에서 두드러진다. 유럽은 러시아의 천연가스 의존도가 높지만, 미국은 전혀 없다. 미국이 변동성 커지는 에너지원을 자급자족할 수 있다는 이점은 다른 국가들, 특히 유럽에 비해 에너지 안보 우려에 대한 충격이 상대적으로 적으며, 탈세계화 시대에 경쟁력을 갖출 수 있는 무기가 된다.

바이든 행정부, 기후변화대응으로  
중단했던 국유지 내 시추  
프로젝트 허가 재개 계획 발표

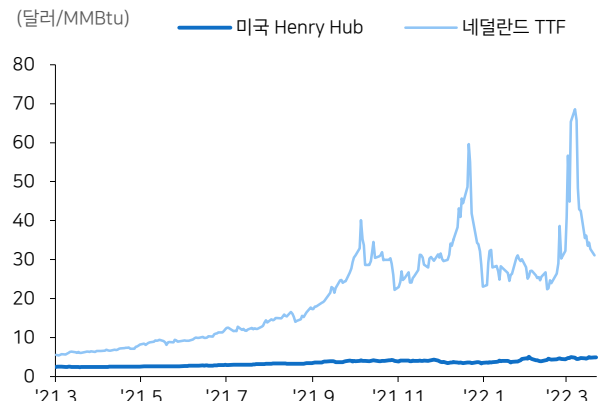
기후변화대응에 힘을 쏟던 바이든 정부의 친환경 에너지 정책은 비용이 상승한 화석 에너지 의존도를 낮추기 위한 전략적 차원의 명분이 보장되었다. 한편에서 미국은 셰일혁명으로 발견한 화석 에너지 잠재력을 활용하지 않을 이유도 없다. 3월 18일 바이든 행정부는 국유지 내 원유, 가스 시추 프로젝트에 대한 허가 재개 계획을 발표했다. 기후변화대응 때문에 제한해왔으나, 부존량이 있어 필요에 의해 개발을 재개할 여력이 국가 경쟁력으로 이어진다는 점에 주목해야 한다. 이러한 투자로 나타난 비용 절감이 경기 안정에 일조하고, 노동시장(임금) 파급경로를 통해 재화와 서비스 소비를 강화시키는 순환이 재현될 수 있다.

그림16 지역별 천연가스 수입의 러시아 의존도



자료: BP PLC, 메리츠증권 리서치센터

그림17 미국 천연가스 가격과 유럽 천연가스 가격



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 바이든 행정부, 국유지 내 시추 프로젝트 허가 재개

Energy

## Biden administration plans to resume plans for federal oil and gas development

Reuters

자료: Reuters, 메리츠증권 리서치센터

표3 Build Back Better에 계획되었던 친환경 세제 혜택

구분	내용
풍력	0.5센트/kWh PTC 지급(보너스 0.25센트/kWh) '31년까지 연장
태양광	0.5센트/kWh의 PTC 지급(보너스 0.25센트/kWh)을 부활 태양광, 지열에 대한 기존 ITC 지급을 2031년까지 연장
원자력	탄소배출 적은 원자력 발전소에 보너스 크레딧 지급
청정수소	10년동안 수소 kg당 0.6달러(or 보너스 최대 3.0달러)의 크레딧 지급 기준은 개질 수소 대비 탄소 배출량을 얼마나 저감했는지
기타	연료전지, 마이크로터빈, 열병합, 소형풍력, 바이오가스, 폐기물, 해상풍력 ITC 지급 2031년까지 연장

자료: 메리츠증권 리서치센터



## 요약 및 시사점

글로벌 경제는 1) 인플레이션, 금리인상과 2) 탈세계화 흐름에 있다. 우리는 미국 경제가 침체에 빠지지 않을 것으로 본다. 스타일별 주가 데이터 관찰이 가능한 세계 안에서 1980년대 이후 인플레이/금리인상기(80년대 쌍둥이적자 사례 제외) 미국 주식은 2000년대를 제외하고 성장주가 가치주에 아웃퍼폼했다. 탈세계화 흐름을 고려할 때, 세계화의 수혜를 받아 가치주가 아웃퍼폼했던 2000년대와 같은 흐름이 다시 나타날 가능성은 높지 않다고 본다.

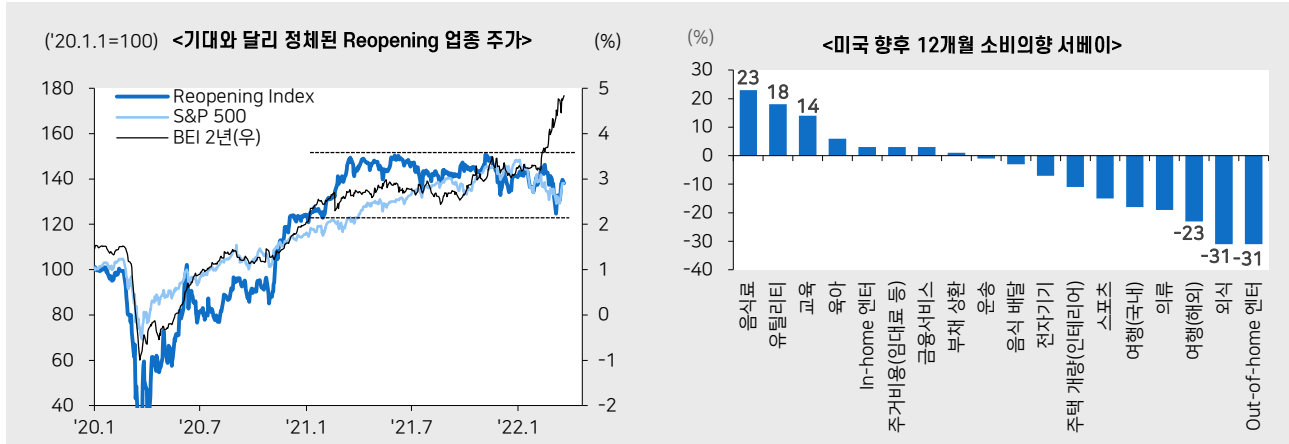
단기 조정 끝나가는 것으로 보이는 시점, 미국 빅테크 성장주 중심 포트폴리오 유효

탈세계화는 에너지 안보 문제를 자극하고 있고, 선진국 중 미국이 여기에 유력한 경쟁력을 확보하고 있다는 점에서 가장 선호한다. 미국에서는 비용 절감 차원에서 신재생 에너지 인프라 확충 노력과 함께, 셰일 혁명으로 확보되어있는 화석에너지의 잠재력에 대한 투자 재개 움직임이 나타나고 있다. 이렇게 확충된 국가 경쟁력은 자국민에게로 환원되어 성장 산업 소비를 다시 촉진시킬 수 있다. 따라서 단기 조정이 마무리되어가는 것으로 보이는 지금 시점에서 우리가 제시해왔던 미국 빅테크 성장주 중심의 포트폴리오는 여전히 유효하다는 의견이다.

## 오늘의 차트

이진우 연구위원

## 미국 리오프닝 기업 주가 정보, 그 이면에는 인플레이션 우려가



주: Reopening Index는 당사 선정 주요 리오프닝 관련 미국 21개 기업(항공/여행, 엔터/레저, 리테일) 주가의 동일가중평균  
 향후 12개월 소비의향 서베이는 품목별로 소비에 대해 More Important, Less Important를 구분해 두 답변의 비중 차를 이용해 계산  
 자료: Refinitiv, St. Louis Fed, NielsenIQ, 메리츠증권 리서치센터

### 선진국 중심 방역정책 완화 본격적인 Endemic 국면 진입

미국/유럽 지역을 중심으로 리오프닝에 대한 완화적 정책흐름이 이어지고 있다. 봉쇄정책 강도를 표현하는 엄격성 지수(Stringency Index)의 하락이 이를 대변한다. 미국 질병통제예방센터(CDC)에 따르면 21일 기준 미국 내 3,224개 카운티 중 1.9%에 해당하는 62개 지역에서만 실내 마스크 착용이 의무화되어 있다.

### 기대감은 이익전망치에 반영, 그러나 리오프닝 기업들의 주가는 형보

그러나 방역조치 완화에 따른 수요 증가 기대에도 불구하고 관련 기업들의 주가는 형보하고 있다. 대표적 기업인 Airbnb의 12개월 선행 EPS가 작년 10월 흑자전환했고, 일부 기업(보잉 - 적자지속, 아메리칸 에어라인스 - 적자지속, 윈 리조트 - 적자전환)을 제외한 리오프닝 관련 기업들의 12개월 선행 EPS가 연초대비 평균적으로 4.0% 상승했음에도 주가가 정체된 데에는 다른 이유가 있는 듯 하다.

### 관련해서, 단기 기대인플레이션과 이에 수반된 소비심리 위축의 양상을 눈여겨볼 필요

최근 지정학 리스크를 반영하며 재차 상승 중인 단기 기대인플레이션(2년)과 이에 수반된 소비심리 위축 양상을 눈여겨볼 필요가 있다. NielsenIQ의 서베이에 따르면, 향후 12개월동안 가계 소비 중 음식료(23%), 유틸리티(18%)에 대한 소비를 증가시킬 의향이 있는 가계의 비중이 높았다. 이외에도 교육(14%), 육아(6%) 등 필수소비재의 성격이 강한 품목을 중심으로 소비 증가 의향이 컸다. 반면, 국내/외 여행(각 -18%, -23%), 외식(-31%) 등 경제 재개와 관련성이 높은 소비 품목에 대해서는 소비 감소 의향이 크다고 답변한 인원의 비중이 높았다. 이는 높은 인플레이션이 공급뿐만 아니라 수요 측면에서도 리오프닝 업종 주가 상승을 제한하고 있음을 시사한다. 소비 감소 의향이 높았던 품목들이 속한 항공/여행 업종의 12개월 선행 매출액이 연초 이후 소폭(0.2%) 감소했다는 점도 이를 방증한다.

### 기대인플레 안정화 시 본격적인 리오프닝 수혜 증가 기대

결론은 간단하다. 정책적 유인에 더해 기대인플레이션의 하향 안정화가 리오프닝 업종 주가에 추가적인 모멘텀을 부여할 수 있을 것으로 보인다.

## 칼럼의 재해석

김선우 연구위원

## 인텔: 대규모 투자가 1 등 자리를 보장하는 것은 아니다 (Financial Times)

3월 15일, 인텔은 향후 10년 간 800억 유로 규모의 EU 반도체 투자의 첫 번째 단계를 공개했다. 170억 유로를 투자해 독일에 첨단 반도체 공장을 신설하고 120억 유로 규모의 아일랜드 공장 증설을 포함한다. 이외에도 후공정 설비투자, R&D 투자 등으로 총 330억 유로 이상의 투자 계획이 발표되었다.

인텔은 이번 투자의 목적을 반도체 생산의 지역적 균형을 되찾기 위한 것이라고 발표했다. 주요 아시아 4국(대만, 한국, 일본, 중국)의 반도체 생산 비중은 75%에 달한다. 글로벌 반도체 공급난을 겪으며 유럽·미국 등은 반도체의 자국 내 생산의 중요성을 절감하고 있다. 한편 인텔은 과거 반도체 1등 기업의 위상을 되찾기 위해 지난 2월 'IDM 2.0' 계획을 발표했다. 이 계획의 일환으로서 대규모의 생산 및 R&D 투자 강화를 통해 기술 및 제품 리더십 확보를 목표로하고 있다.

파운드리 경쟁에서 승패를 가를 것은 기술 경쟁력이 될 것이다. 인텔은 TSMC, 삼성전자 대비 1년 빠른 2nm 양산 시점을 제시하며 시장에 기대감을 주고 있다. 경쟁사 대비 부진했던 주가를 반전시키기 위해서도 선도적인 기술 경쟁력 확보가 우선이다. 향후 수 년 간의 수익성 감소는 불가피할 것으로 예상되는 만큼 투자 및 개발의 진행 과정의 적극적인 소통을 통해 시장 참여자들의 마음을 달랠 수 있어야 할 것이다. 인텔의 투자 및 본격적인 파운드리 진출은 삼성전자와 그 외 국내 반도체 밸류체인에도 미치는 영향이 막대한 만큼 반도체 1위 경쟁에 투자자들의 지속적인 관심이 필요해 보인다.

## 인텔 유럽에 향후 10년 간 800억 유로 규모 투자 계획

인텔, 총 800억 유로 규모 EU  
반도체 투자 계획 발표

3월 15일, 인텔은 향후 10년 간 총 800억 유로(109조 6천억 원)에 달할 EU 반도체 투자의 첫 번째 단계를 발표했다. 본 투자는 R&D부터 반도체 생산, 후공정까지 전 밸류체인을 포함할 예정이다. 인텔은 17억 유로(23.3조 원)를 투자해 독일 마그테부르크에 반도체 공장을 신설할 예정이다. '23년 상반기 공사를 시작하여 '27년부터 양산을 개시할 예정이다.

330억 유로 이상 생산설비 투자와  
R&D 투자 계획

또한 아일랜드 레익슬립에 위치한 반도체 공장의 생산능력을 두 배로 증설하는데 120억 유로(약 16조 원)를 투자할 계획이다. 이외에도 이탈리아에 첨단 후공정 생산 공장에 45억 유로(약 6조 원) 투자 계획을 발표했다. 330억 유로 이상의 생산설비 투자에 더해 파리 R&D센터 신설, 폴란드에 위치한 연구소 규모 50% 추가 확장, 스페인 바르셀로나 슈퍼컴퓨팅 센터와의 공동 연구소 설립 등이 예정되어 있다.

표1 3월 15일 발표된 인텔 유럽 반도체 투자 발표 주요 내용

국가	투자규모	투자 종류	투자 내용
독일	170억 유로 (23조 원)	생산설비 투자	▪ 공장명 Silicon Junction으로 '23년 상반기 착공, '27년 양산 계획. 선단 공정 칩 생산할 예정
아일랜드	120억 유로 (16조 원)	생산설비 투자	▪ 레익슬립 공장 생산능력을 두 배로 확장 ▪ Intel 4 기술 생산능력 확장과 파운드리 캐파 추가 확보
이탈리아	45억 유로 (6조 원)	후공정 생산설비 투자	▪ 이탈리아 정부와 첨단 후공정 생산시설 협상 진행 중 ▪ 양산은 '25~'27년 사이 개시 예상
프랑스	미공개	R&D 투자	▪ '24년까지 유럽 R&D 허브 설립. 고성능 컴퓨팅(HPC), 인공지능(AI) 디자인 분야 유럽 본부로 기능할 계획
폴란드	미공개	R&D 투자	▪ '23년까지 그단스크 연구소 50% 확장. 심층신경망, 오디오, 그래픽, 데이터센터, 클라우드 컴퓨팅 분야 연구
스페인	미공개	R&D 투자	▪ 바르셀로나 슈퍼컴퓨팅 센터와 함께 공동연구소 설립

자료: Intel, 메리츠증권 리서치센터

## 지역 밸런스 맞추는 동시에 과거 1위 자리 되찾기

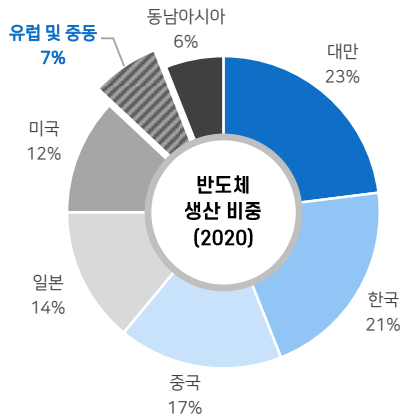
반도체 생산의 지역 균형을 맞추기 위한 목적

이번 대규모 투자는 반도체 공급망의 지역적 균형을 회복하려는 인텔과 EU의 목표가 반영된 결과다. '20년 기준 반도체 글로벌 반도체 생산은 한국 21%, 대만 23% 등으로 아시아 주요 4국 비중이 75%에 달한다. 수 년간 반도체 수급난이 이어지며 미국·유럽 등에서 반도체 생산 시설을 유치하려는 노력이 이어지고 있다. 인텔이 23조 원 규모의 생산 시설을 설립하며 받게 될 보조금의 정확한 금액은 아직 공개되지 않았다. 하지만 최근 독일 정부로부터 받게 되는 보조금의 규모가 최소 50억 유로(6.7조 원)를 상회할 것이라는 외신의 보도가 있었다.

투자의 두 번째 목적은 과거의 영광 되찾기 위함

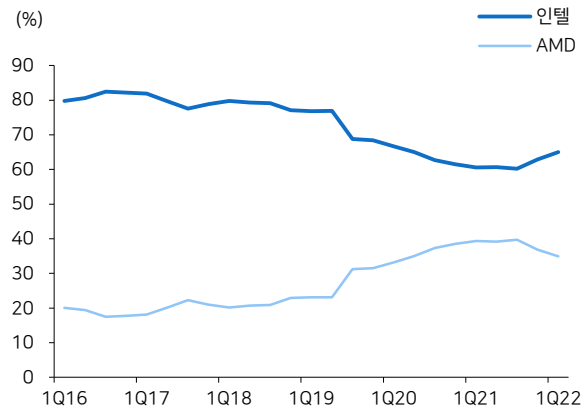
인텔의 또 다른 목표는 과거 반도체 1등 기업의 위상을 회복하는 것이다. '16년 80%를 상회하던 인텔의 x86 CPU 시장 점유율은 '21년 60%대까지 하락했다. 인텔은 과거의 영광을 되찾기 위해 '21년 2월 팻 겔싱어의 CEO 취임에 이어 3월 파운드리 시장 재진출을 포함한 'IDM 2.0' 프로젝트를 공개하였다. 당시 프로젝트를 공개하며 200억 달러(약 23조 원) 규모의 애리조나 반도체 공장 투자 계획을 발표했다. 인텔은 '25년까지 1000억 달러 시장으로 성장할 파운드리 분야에 뛰어들어 향후 지속 가능한 기술 및 제품 리더십을 확보할 계획이다.

그림1 유럽의 반도체 생산 비중은 7%에 불과해 (2020)



자료: 국제반도체장비재료협회(SEMI), 메리츠증권 리서치센터

그림2 인텔의 x86 CPU 시장 점유율은 과거 대비 낮은 수준



자료: PassMark, 메리츠증권 리서치센터

## 승자를 가릴 것은 결국 기술 경쟁력

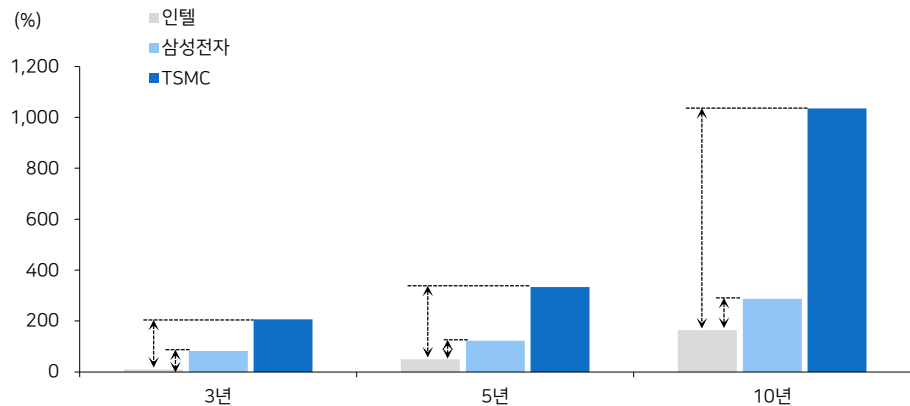
경쟁사 삼성전자, TSMC도 대규모 투자 진행 중

대규모 투자를 통해 성장을 도모하는 반도체 기업은 인텔뿐만이 아니다. 삼성전자는 '30년까지 시스템 LSI 및 파운드리 사업에 대해 총 171조 원을 투자하는 계획을 진행 중이다. 이 계획의 일환으로 170억 달러(약 20조 원)를 투자해 텍사스 테일러시에 파운드리 제2공장을 설립하고 있다. TSMC도 120억 달러를 투자해 애리조나 반도체 공장 건설을 진행 중이고 일본 구마모토현 공장 건설에도 약 10조 원 이상을 투자할 예정이다.

시장의 반응을 반전시키기 위해서  
가장 중요한 것은 기술 경쟁력

인텔의 주가는 삼성전자, TSMC에 비해 부진한 성적을 기록했다. 과거 '12년부터 현재까지 주가 수익률은 인텔 165%, 삼성전자 288%, TSMC 1,035%이다. 3년 전인 '19년 1월과 비교해도 삼성전자가 83%, TSMC가 207% 상승하는 동안 인텔은 10% 상승했을 뿐이다. 그간 시장의 회의적인 시선을 반전시키기 위해서 가장 중요한 것은 경쟁사 대비 우수한 기술 경쟁력이다.

그림3 경쟁사 주가 대비 저조한 상대수익률 기록



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

경쟁사 대비 빠른 기술 로드맵  
제시

인텔은 독일 신공장을 통해 2나노 이하의 첨단 반도체 생산을 목표로 한다. 지난 2월 인베스터데이 행사를 통해 '24년 상반기 2nm 공정(Intel 20A) 양산, '24년 하반기 1nm급(Intel 18A) 공정 양산 시기를 제시했다. 인텔은 작년만 해도 18A 공정 양산 시기를 '25년으로 계획하고 있었다. 한편 삼성전자와 TSMC는 2nm 공정 양산 시점을 '25년으로 잡고 있다. 인텔은 경쟁사 대비 약 1년 앞선 2nm 공정 양산 계획을 제시하고 있다. 향후 생산 수율 확보 등이 미지수이지만 현재로서는 인텔의 계획을 긍정적으로 평가할 수 있다.

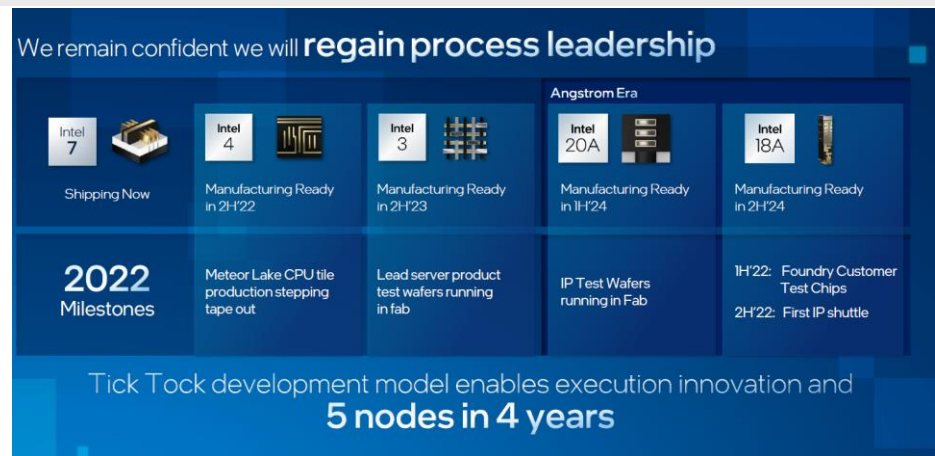
단기적인 수익성 악화로 인해 투  
자의 진행 과정을 시장과 소통할  
필요성 증가

한편 대규모 투자로 인한 단기적인 수익성 훼손은 불가피할 것으로 보인다. '22년 인텔의 잉여현금흐름(FCF) 컨센서스는 2.5억달러로 YoY -97% 감소할 전망이다. '23년 FCF 또한 7.4억 달러로 평균 대비 낮은 수준이다. '22년 매출총이익률도 과거 수준을 밑도는 등 단기적인 비용 증가가 수반될 것으로 보인다. 인텔은 투자가 집행되는 기간 동안 시장참여자의 기대를 유지하기 위해 투자 및 개발의 진행 과정에 대한 지속적인 소통을 펼쳐야 할 것이다.

국내 IT 밸류체인에 미칠 영향에  
투자자들의 관심이 필요

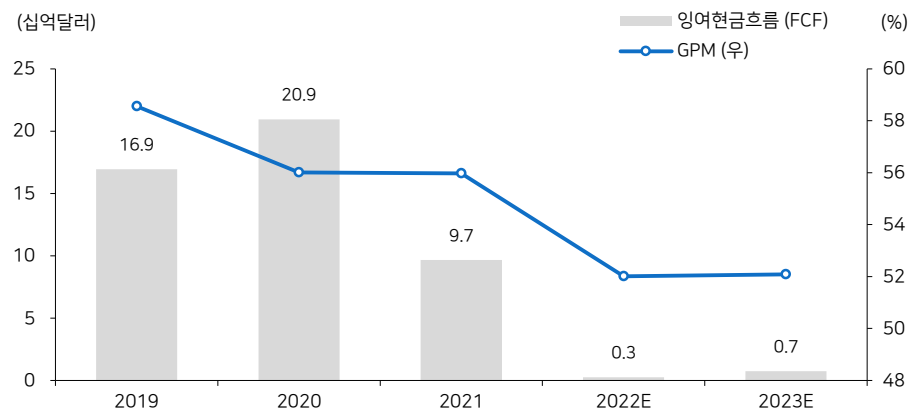
삼성전자가 향후 10년 간 집중 투자할 파운드리 및 시스템 반도체 분야에 인텔의 본격적인 참전 계획이 가시화되고 있다. 인텔, 삼성전자, TSMC 세 강자의 경쟁 구도가 국내 IT 밸류체인에 미칠 영향이 막대한 만큼 투자자들의 지속적인 관심이 필요해 보인다.

그림4 '24년 하반기까지 18A 공정 양산 목표



자료: Intel

그림5 '22년부터 큰 폭의 FCF 감소 및 수익성 하락 예상됨



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: Intel: heavy spending is no guarantee of a return to a leading position - Financial Times