



2022. 3. 24 (목)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

중국, 행동으로 증명할 때

오늘의 차트

Carbon Reducer ETF, KGHG

칼럼의 재해석

차량용 반도체, 전쟁이 끝난 뒤에는?

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-신흥국
Analyst 최설화
02. 6454-4883
xuehua.cui@meritz.co.kr

중국, 행동으로 증명할 때

- ✓ 양회 이후 중국 주식시장 툴러코스트, 경기/정책의 지속성에 대한 시장의 신뢰 부재 때문
- ✓ 최근 류허 부총리를 비롯한 정부부처의 질서 있는 대응은 유의미한 변화. 이제는 행동으로 변화를 증명할 때. 방역/부동산/빅테크에 대한 규제 완화가 투자심리 개선에 효과적일 것
- ✓ 과매도에도 불구하고, 지표 개선에 따른 신뢰 회복까지 박스권 등락 예상

3월 중국시장 툴러코스트, 정책에 대한 신뢰 부재가 근본원인

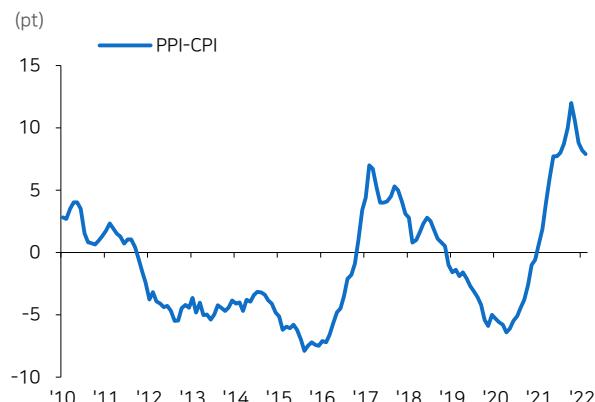
양회 이후 중국 주식시장은 툴러코스트 장세로, 해외 시장대비 부진하다. 1~2월의 양호한 경제지표와 전인대에서 5.5%의 높은 성장률 목표 제시가 무색할 정도다.

중국 조정장의 근본적 원인:
정책/경기 지속성에 대한
신뢰 부재

이번 조정장의 표면적 이유는 러시아를 둘러싼 미중 갈등 확대와 오미크론 확산에 따른 도시 락다운에서 찾아볼 수 있다. 그러나 우-러 지정학적 리스크에 점차 무뎌지는 해외시장에 비해 중국시장의 낙폭은 과한 것은, 근본적으로 정부 부양책, 경기 회복 지속성에 대한 신뢰가 부재하기 때문일 것이다.

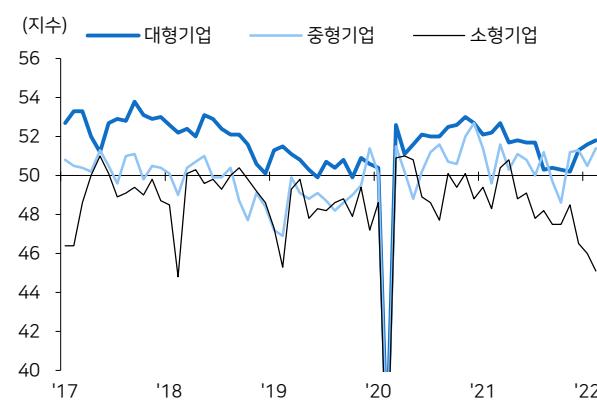
우선 경기에 대한 기업간 디커플링이 심하다. 공급망 충격에 PPI와 CPI 스프레드 확대에 전후방 산업간 경기가 다르고, 대형기업과 소형기업간 디커플링 심화는 확대되고 있다. 오미크론까지 덮치며 경기 회복 지속성에 대한 기업의 걱정이 크다.

그림1 중국 PPI와 CPI 스프레드 확대에 산업간 체감경기 상이



자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림2 CFLP 기업별 PMI: 소형기업의 체감 경기 악화



자료: CFLP, 메리츠증권 리서치센터

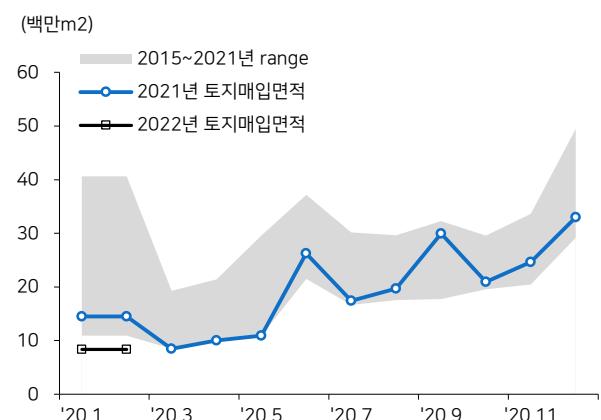
무질서한 규제의 반작용에 관한 우려 증가

둘째, 부동산과 지방정부 디폴트에 대한 우려도 지속된다. 부동산에 관한 의도된 구조조정의 의지는 공감하나, 예상보다 길어지는 구조조정에 경기 위축과 크레딧 리스크 확대는 물론, 토지양도시장까지 냉각되며 토지양도수입에 의존했던 지방정부의 디폴트 가능성이 높아졌다(그림 3, 5). 심지어 통화완화 기조에도 불구하고 2월 가계의 신규 모기지가 처음으로 감소해 정책 실효성에 대한 의구심이 늘었다(그림 4)

셋째, 공동부유라는 중장기 정책의 시행 과정에서 각 산업에 대한 무질서한 규제에 투자심리가 악화되고 있다. 작년의 플랫폼 규제에 이어, 최근 영리성 의료 상장 기업에 대한 규제 가능성, 텐센트의 돈세탁 위법에 따른 벌금 부과 소식들이 규제의 종점이 어딘지에 대한 의구심을 들게 한다. 여기에 미국의 상장폐지 제재까지 이어지면서 홍콩시장 변동성은 '20년 2월 코로나19 발생 이후 두번째로 높았다.

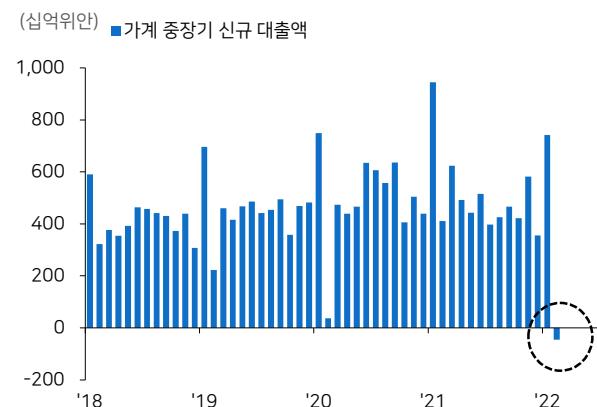
결국 작년 12월부터 중국은 경기 안정화에 나서겠다고 했지만 아직 개선된 것은 없었다. 설상가상으로 오미크론과 지정학적 리스크까지 겹치며 상황이 악화됐다.

그림3 '22년 토지매입면적은 사상 최저 수준



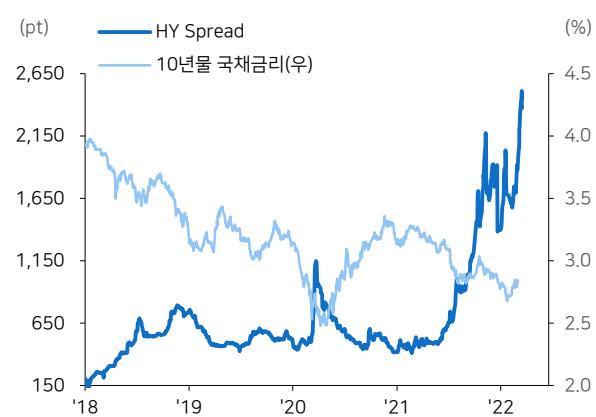
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2월 가계 중장기 신규 대출, 처음으로マイ너ス 기록



자료: 인민은행, 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국 부동산 건설사 달러채 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 홍콩 항셍지수 변동성(VIX) 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

유의미한 변화: 질서있는 정부부처의 발언

류허 부총리, 급한 불을 끄다

이런 시장 우려로 금융시장이 불안해지자, 지난 3월 16일 류허 부총리가 주재한 금융위원회 회의에서 여러 쟁점에 관한 긍정적인 지원 발언을 내놓았다. <표 1>에서 볼 수 있듯이 경기 부양, 부동산, 해외 상장 중국기업, 홍콩 금융시장 지위 등 핵심 이슈가 모두 포함되었다. 곧바로 인민은행, 증권감독관리위원회, 은행보험감독관리위원회 등 정부 부처의 세부 입장까지 발표했다.

오랫 만에 나타난 질서있고 유기적인 정부의 공동 대처에 주식시장은 긍정적으로 해석했다. 특히 시진핑 주석의 책사로 불리는 류허 부총리의 발언은 곧 자본시장에 관한 정부의 긍정적인 의지 전환으로 해석했다. 취약했던 투자심리가 개선되며 본토와 홍콩시장 모두 급격한 하락세에서 진정됐다.

표1 류허 부총리가 주재한 국무원 금융위원회 주요 지시사항 및 각 정부부처의 후속 입장

국무원 금융위원회 지시 사항	주요 쟁점	정부 부처 후속 입장
<ul style="list-style-type: none"> 1분기 경기 확실하게 진작 적극적인 통화정책으로 대응 신용 대출 적절히 늘릴 것 	통화정책	<ul style="list-style-type: none"> 인민은행: 적극적 통화정책, 신규 대출 적절히 늘릴 것
<ul style="list-style-type: none"> 부동산 리스크 방지 솔루션 제시 새로운 성장 모델에 대한 제반 조치 발표 	부동산	<ul style="list-style-type: none"> 인민은행: 부동산 리스크 해소에 주력 은보감회: 금융기관들이 점진적으로 M&A 대출 늘리는 것을 격려 증감회: 각 부처들과 함께 부동산 리스크 해소에 적극 협조 재정부: 올해 안에 부동산 보유세 도입 조건 미비
<ul style="list-style-type: none"> 미국과 관련 이슈 계속 소통 중 구체적인 합의안을 도출할 수 있도록 노력 중국기업의 해외상장을 계속 지지 " 	해외상장 중국기업	<ul style="list-style-type: none"> 증감회: 기업의 해외상장 관련 정책을 빠른 시일 내 발표, 다양한 중국기업의 해외상장을 지지
<ul style="list-style-type: none"> 자본시장과 관련된 모든 중대한 정책은 부처간 사전 조율함으로써, 정책의 안정성과 일치성을 유지 	자본시장 투자심리	<ul style="list-style-type: none"> 인민은행: 시장의 관심 이슈에 적극 응답 은보감회: 각 부처와의 소통을 적극적으로 진행 증감회: 정책의 안정성과 일치성을 유지 "
<ul style="list-style-type: none"> 본토와 홍콩 금융기관의 소통 및 협력 강화 	홍콩 금융시장 지위	<ul style="list-style-type: none"> 은보감회, 증감회: 대외개방 계속 추진, 홍콩시장과의 협력 강화, 홍콩 금융시장의 안정적인 발전 도모

자료: 국무원, 인민은행, 은보감회, 증감회, 재정부, 메리츠증권 리서치센터

이제 행동으로 증명할 때

이제 행동으로 증명할 때

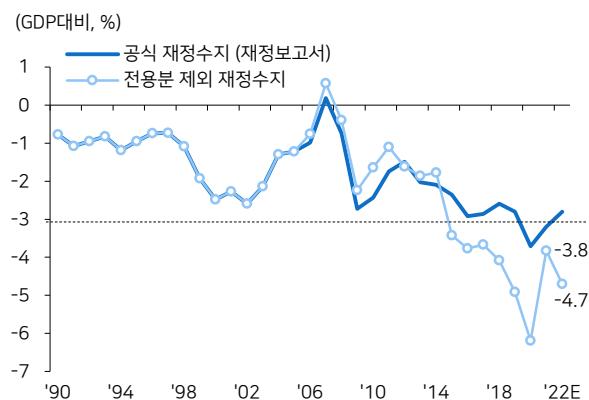
앞으로 중요한 것은 말보다 행동이 되겠다. 여태 제시했던 정책 목표와 방향을 본격적으로 시행함으로 실질적 변화가 나타난다면 신뢰 회복이 가능하다.

투자는 빠르게 집행 중

현재 중국 경기에서 고정자산투자가 가장 빠르게 개선되는 영역이다. 지난 전인대에서 중국은 사실상 확장 재정을 시사했다(그림 7). 또한 인프라투자의 재원으로 알려진 지방정부 특별채권도 빠르게 발행 중이다. 이에 1~2월 인프라투자도 전년 동기대비 8.6% 상승했다. 오미크론 확산으로 건설에도 차질이 일부 있을 수 있겠지만 일시적이고, 중국은 상반기 대부분의 투자를 집중 시행하면서 경기 하방을 방어하려고 할 것이다. 올해 주식시장 부진에도 전통 인프라지수가 연초대비 플러스 수익률을 기록하고 있는 것도 이런 변화를 간접적으로 반영하고 있다(그림 10).

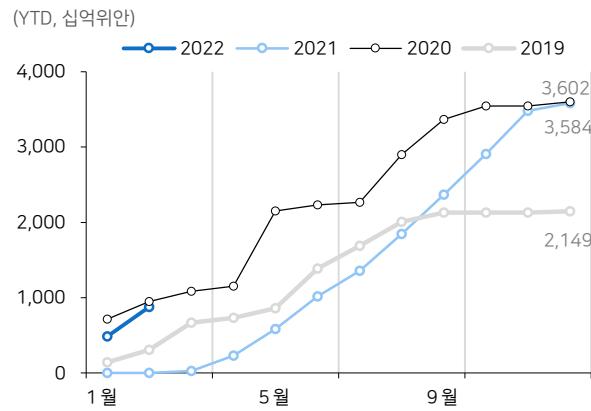
그 외, '20년 코로나 발생 당시와 같은, 2.5조 위안에 달하는 감세 정책도 중소기업들의 부담을 덜어줄 것으로 예상된다.

그림7 중국 공식 재정수지와 전용분 제외 재정수지 비교



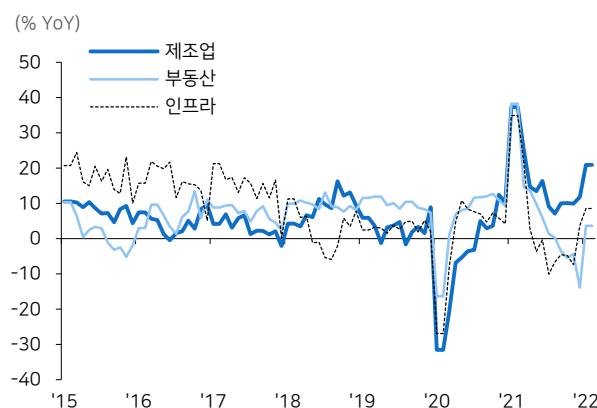
자료: 중국 재정부, 2022년 재정보고서, 메리츠증권 리서치센터

그림8 지방정부 특별채 발행진도 (2019~22): 가속화



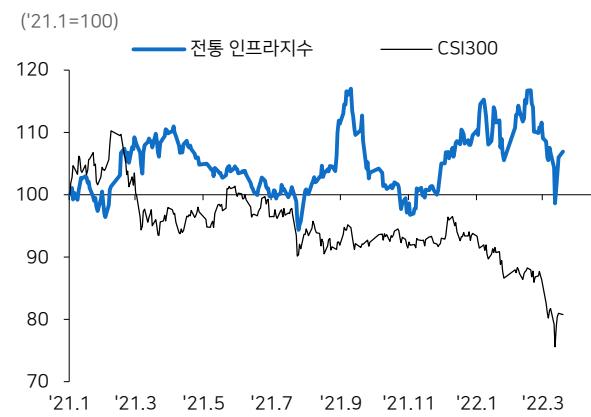
자료: 재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림9 항목별 고정자산투자 증가율: 제조업과 인프라 반등



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국 주식시장 인프라지수, 시장 대비 아웃퍼폼



자료: WIND, 메리츠증권 리서치센터

오미크론 확산에 소비 개선 지연

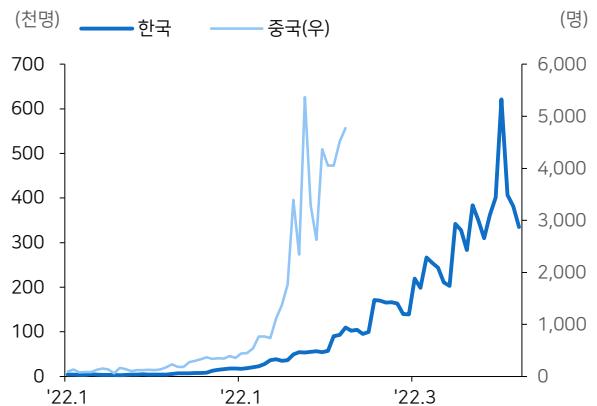
소비는 '제로 코로나' 기조 유지로 회복이 예상보다 지연될 가능성이 높다. 3월부터 시작된 오미크론 확산은 아직 진행 형이다. 한국을 비롯한 해외의 경험을 감안하면 이번 사태가 진정되기까지 적어도 1개월의 시간이 소요될 것이다. 중국 내 사망률이 3.5%로 해외보다 높다. 3차 부스터샷 접종률(40%)이 낮고, ICU 등 인프라 부족 때문으로 과악되며, 이 때문에 '제로 코로나' 기조가 풀리기도 어렵다.

단 향후 방역정책 정밀화 예상

불행 중 다행인 것은, 중국 방역정책이 보다 정밀화되고 있다는 점이다. 지난 3월 14일 코로나 발생 2년 만에 '코로나 치료 개정안'을 발표했다. 즉 오미크론의 빠른 확산과 경미한 증상 특성을 감안해 1) 격리 장소를 병원에서 격리 시설로 변경, 2) 격리 해제 요건을 낮추었으며, 3) 추가 재택 격리기간도 14일에 7일로 단축, 4) 화이자 Paxlovid를 포함한 2개의 치료제를 추가 승인했다(표 2).

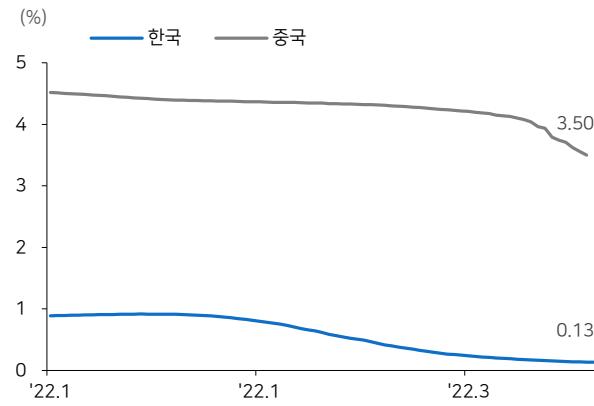
한편 시진핑 주석은 경기에 최소 부담을 줄 수 있도록 방역 정책을 시행할 것을 요구했다. 해외에 비해 완화 강도는 적겠지만, 날씨가 따뜻해지고 이번 확산이 진정되고 나면 방역 정책도 홍콩처럼 점차 완화될 것이다. 중국 소비는 2분기 후반 혹은 3분기부터 점진적인 개선이 기대된다.

그림11 중국과 한국의 신규 오미크론 확진자 추이



자료: 중국위생건강위원회, 한국질병통제센터, 메리츠증권 리서치센터

그림12 중국과 한국의 사망률 추이 비교



자료: 중국위생건강위원회, 한국질병통제센터, 메리츠증권 리서치센터

표2 중국 코로나 치료 개정안(2022. 3. 14)

구분	기준	개정안	변화 및 효과
격리 장소	지정 병원	지정 격리시설 종종 환자만 병원에 이송	병원 부담 완화
격리해제 기준	Ct≥40	Ct≥35(해외와 비슷)	격리 해제 요건 완화
추가 재택 격리기간	14일	7일	7일 단축
치료제		화이자 Paxlovid 승인, 국산약 BRIL_196 승인	국내외 치료제 승인

자료: 국가위생건강위원회, 메리츠증권 리서치센터

무엇보다 규제 완화가
민간경기 개선에 가장 효과적

필자는 어쩌면 부동산, 빅테크 규제가 일부 완화가 시장의 신뢰 회복에 더욱 효과적일 것이라고 생각한다. 대외적으로 지정학적 리스크, 대내적으로는 오미크론의 확산으로 경기둔화 압력이 커지는 상황에서 지속가능성이 낮은 대규모의 경기부양보다는, 과도하게 진행되고 있는 규제의 합리적인 완화가 민간 경제의 자생적인 회복에 더욱 중요하기 때문이다. 관련하여 아직 뚜렷한 전환은 없지만, 미세한 변화들이 나타나고 있다.

부동산은 도시별 완화책이 발표되고 있다. 올해에 이미 30여개의 도시에서 보조금 지급, 주택 공적금 사용 요건 완화, 호구 요건 완화, 계약금 비율 인하 등의 방식으로 실수요를 개선시키고 있다(표 3). 기타 도시에서도 비슷한 움직임이 있을 것으로 기대되며, 이에 부동산 경기 지수, 거래액, 모기지 평균 가중금리 하락 등 지표의 개선 여부를 지켜보는 것이 중요하다.

빅테크 규제도 긍정적인 변화들이 나타난다. 외신에 따르면 중국 정부는 민감하지 않는 정보에 대해 미국 감사기관의 감사를 허용하는 방안을 고안 중에 있다. 류허 부총리도 앞으로 투자심리를 위축시키는 정책은 신중하게 발표하겠다고 밝혔다.

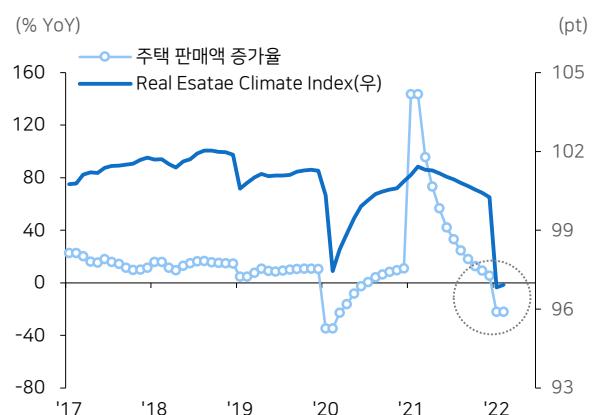
정책은 예측력이 낮기 때문에 향후 세부 조치들의 발표와 효과를 지켜보아야 하겠지만, 지난 1년간 억눌림이 커 소폭의 규제 완화도 긍정적으로 작용할 것이다.

표3 '22년 중국 주요 도시들의 주택구매 규제 완화 정책 정리

구분	지역	내용
보조금 지급	허페이 등 11곳	고급인력, 농민공, 신시민 등에게 주택 구입 시 보조금 혜택 부여
주택 공적금 사용 요건 완화	난징 등 4곳	공적금 사용 요건 완화, 대출 상한 상향 등
호구 요건 완화	주하이 등 4곳	석사 이상의 고학력자에 현지 호구 발급, 400~4,000만원 상당의 주택보조금 지급
계약금 비율 인하	충칭 등 11곳	계약금 비율을 30%에서 20%로 인하
판자촌 건설	정저우시	2024년까지 3년간 판자촌 건설 대폭 강화

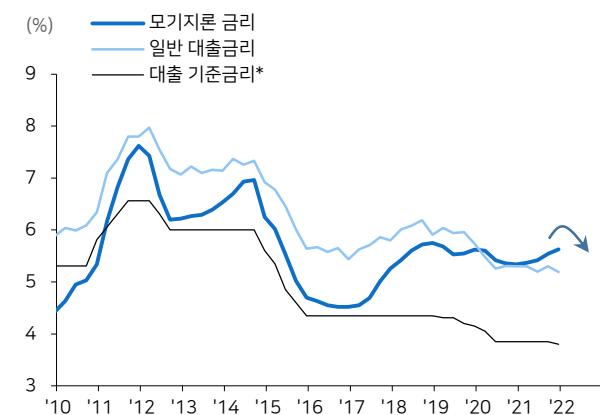
자료: 중국부동산지수연구원, 현지 언론, 메리츠증권 리서치센터

그림13 규제 완화와 함께 주택 판매액 반등 기대



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림14 모기지론 금리의 점진적인 하락 기대



자료: 인민은행, 메리츠증권 리서치센터

중국 주식시장 전망: 신뢰 회복까지 박스권 등락 예상

과매도에도 불구하고, 실질적인 변화를 행동으로 증명할 때까지 박스권 장세 예상

만약 위에서 언급한 내용들이 잘 집행된다면 중국 경제는 올해 연간 5% 이상의 성장률을 달성할 수 있을 전망이다. 그러나 지난 1년간 늘 기대와 달리 큰 변화가 없었기 때문에 행동으로 증명될 때까지 지켜보아야 할 것이다. 이런 맥락에서 중국 주식시장은 현재 매우 낮은 밸류에이션(MSCI China의 12개월 예상 PBR는 1.0배)에도 불구하고 당분간 박스권 등락이 이어질 전망이다.

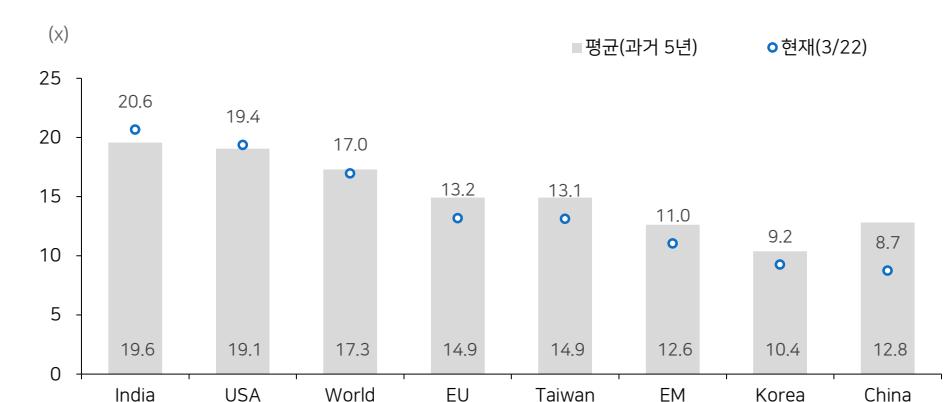
그러나 미중 패권전쟁이 더 격화되지 않는다면 지금 매도 실익도 없다. 지난주 롤러코스트 장세에서 많은 악재가 반영된데다가 정책당국의 시장 안정화 노력이 강구될 것이기 때문이다. 또한 시진핑 3기 연임을 앞두고 부양 강도를 높인다면 중국 경기의 상방 리스크가 더 크다. 현재 경기와 주식시장은 새벽 3시이다. 어둠을 통과하고 동 트기까지의 기다림이 필요하다.

그림15 MSCI CHINA 지수의 12개월 PBR 1.0배로 사상 최저 수준



자료: IBES, 매리츠증권 리서치센터

그림16 MSCI CHINA의 12개월 예상 PER 8.7배, 주요국 중 가장 낮아



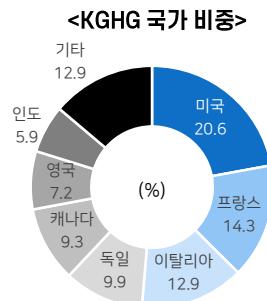
자료: IBES, 매리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이정연 수석연구원

Carbon Reducer ETF, KGHG

분류	Global Carbon Transformation ETF
티커	KGHG
기초지수	N/A
AUM	2.6백만달러
거래대금	N/A
상장일	2022년 3월 16일
운용보수	0.89%



구성종목	국가	업종	비중 (%)
Contact Energy	뉴질랜드	유틸리티	3.5
Reliance	인도	에너지	3.2
Fortescue Metals	호주	소재	3.1
Relex	프랑스	산업재	3.1
Linde	영국	소재	3.1
Quanta	미국	산업재	3.1
ENI	이탈리아	에너지	3.0
Air Liquide	프랑스	소재	3.0
ATCO	캐나다	유틸리티	3.0
Enel	독일	유틸리티	3.0

자료: Bloomberg, KraneShares, ETF.com, 메리츠증권 리서치센터

Carbon Reducer, KGHG 출시

3월 16일, 글로벌 탄소배출권 ETF를 운용하는 Kraneshares에서 탄소배출량 저감 ETF KGHG를 출시했다. 이 ETF는 전통적인 고탄소배출 산업 내에서 신재생 에너지 전환을 선도하며 탄소배출량을 저감하는 종목으로 구성된다. 액티브 ETF로 추종하는 지수는 없고 펀드 매니저가 1) 산업 내 기업의 위치, 2) 탈탄소 관련 투자의 기간 및 금액 기준으로 종목을 선정한다.

기존 탄소ETF들과의 차이점:
고탄소배출 산업 내 종목 투자

CRBN, LCTU와 같이 이미 상장된 탄소관련 ETF도 존재한다. 하지만 이들은 단순히 시총 상위 종목 중 탄소배출량이 낮은 종목들에 투자한다. 탄소배출량이 낮은 벅테크 기업들이 포진해 있어 SPY 등 대표지수 ETF와 비슷한 구성을 가진다. 이에 비해 KGHG는 탄소배출량이 높은 산업군에서 적극적으로 탄소배출을 줄이기 위해 노력하는 기업들로 구성된다는 점에서 차이가 있다.

지역 비중: 북미, 유럽, 아시아
Contact Energy
Reliance

구성 종목들을 살펴보자. 유럽 비중이 50%로 가장 높고 북미(미국+캐나다), 아시아 순이다. Contact Energy는 뉴질랜드의 에너지 회사로 탄소배출량을 2012년 대비 57% 감축했으며 발전량의 80% 이상을 신재생에너지로 전환하는 데에 성공했다. Reliance는 인도의 시가총액 1위 에너지 회사로 탈탄소화에 3년 내 80억 달러를 투자하겠다는 계획을 밝혔다.

탄소배출 감시 구체화 상황
기존 ETF 대비 차별점 보유

KGHG의 차별화되는 투자 포인트는 두 가지다. 첫 번째는 미국 비중이 60% 이상인 기존 ETF와 달리 친환경 관련 논의가 보다 활발히 진행되는 유럽 비중이 높다는 것이다. 두 번째로는 고탄소배출 산업 내 동종 기업에 비해 규제 측면에서 자유로운 종목들로 구성돼있기 때문에, 탄소배출 규제가 구체화되는 현 상황에서 반사수혜를 입을 수 있다는 점이다.

칼럼의 재해석

장재혁 연구원

차량용 반도체, 전쟁이 끝난 뒤에는? (SEMI Engineering)

최근 우크라이나 전쟁으로 인한 원자재 가격 상승, 부품 수급 및 공급망 차질과 반도체 공급부족을 이유로 2023년까지의 완성차 생산 전망치가 하향 조정 중이다. 이로 인해 내년에도 완성차 생산은 COVID19 이전 수준인 연간 9,000만대 규모를 넘지 못할 것으로 예상한다. 또한, 지난해 차량용반도체 공급부족으로 인한 생산차질 물량은 약 1,100만대 규모이며, 올해 1월 이후 3월 중순 까지의 총 생산차질 물량은 약 190만대로 추정한다. 이러한 반도체 공급 부족의 핵심 원인은 차량용반도체가 주로 생산되는 200mm 공정 Capacity가 부족하기 때문이며, 이를 해소하기 위해서는 신규 Capa 증설 또는 300mm 공정으로의 수요 이전을 고려할 수 있다. 그러나 장기적 수요 전망이 어려운 노후화된 200mm의 수요 전망이 불분명하기에 파운드리 업체는 현재의 수요 초과로 인한 높은 이익률을 누리는 것이 덜 부담스러운 선택이다. 완성차 업체 역시 원가 부담과 재설계·재인증 시간 소요로 단기간 내 수요 이전이 힘들기에 안전에 관한 중요한 기능을 제외한 나머지 기능을 빼고 차량을 출시하는 중이다. 생산업체가 증설할 유인은 적고, 수요는 여전히 높게 유지되는 불균형적인 상황이 내년까지 지속될 것으로 예상한다.

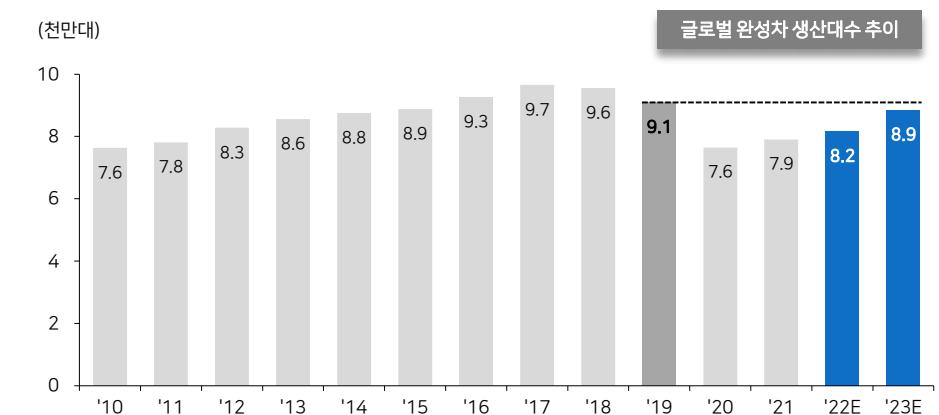
더욱 높아지는 원자재 가격과 반도체 가격은 완성차 가격 상승 압력을 심화시킴과 동시에, 현 시점의 신차 출고 부족은 2~3년 뒤의 중고차 공급부족을 의미하기에 향후 한 차례의 중고차·신차 가격 상승이 추가로 발생할 가능성이 존재한다. 그러나 최근 COVID 이후 회복 중이던 소비심리지수의 하락세 전환 움직임이 발견된 만큼, 완성차 업체는 P 또는 Q 중 어느 하나를 희생해야만 하는 상황이 올 가능성이 높기에 투자에 주의가 필요하다.

글로벌 완성차 생산 물량의 하향 조정 심화

연간 완성차 생산대수,
260만대 조정되어
2022년 8,160만대 · 2023년
8,850만대

완성차 생산과 판매 전망치가 하향 조정 중이다. S&P Mobility는 최근 반도체 공급부족과 우크라이나 전쟁으로 인한 부품 수급 및 공급망 차질을 이유로 2022년 · 2023년 2년간의 완성차 생산 예측을 520만대 하향 조정했다. 주목할 점은 하향 조정 폭이 클 뿐만 아니라, 최악의 경우(우크라이나산 와이어링하니스 공급부족 심화, 러시아산 팔라듐 공급부족 심화, 네온가스 수급 차질 심화) 800만대 규모의 차질 가능성을 제시했다는 점이다. 이로 인해 2022년 완성차 생산은 2021년 대비 크게 늘지 않은 8,160만대, 2023년에는 COVID 이전 수준에 미치지 못하는 8,850만대를 기록할 것으로 전망된다. 이에 지속되는 반도체 공급부족으로 인한 생산차질을 점검하고 완성차 산업에 미치는 영향을 분석하고자 한다.

그림1 글로벌 완성차 생산, 2023년에도 COVID 이전 수준의 생산 회복 불가능 전망



자료: Marklines, S&P Global Mobility, 메리츠증권 리서치센터

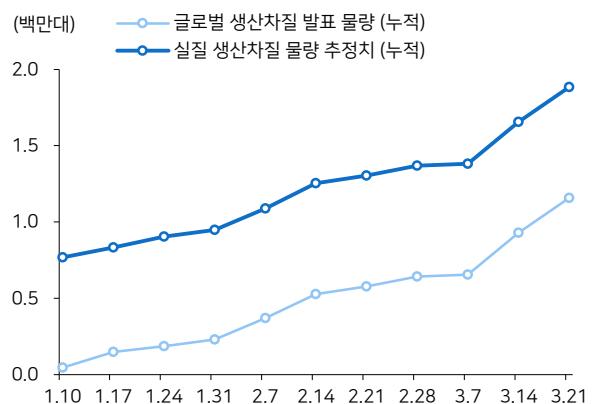
반도체 업체, 차량용반도체 수급 불균형 해소 시점을 '24년 이후로 전망'

글로벌 완성차 업체는 종합적인 공급망 차질 문제가 '22년 하반기 완화되기 시작해 '23년 중 해소될 것으로 전망했다. 그러나 반도체 업종에서는 이보다 더딘 정상화를 전망했다. 차량용반도체 생산업체는 STMicroelectronics는 품절된 차량용반도체 부품군이 많으며 유의미한 공급부족 해소 시점은 '24년 이후라고 밝혔고, NXP 역시 '23년까지 반도체 공급부족이 지속될 것이라고 언급했다. Gartner는 '25년까지 200mm 파운드리 생산능력 부족이 지속될 것으로 전망하기도 했다. 실제로 '22년 1분기 중 주요 차량용반도체 공급업체인 NXP, Renesas, STMicro, Qualcomm 등의 MCU와 전력관리 IC의 리드타임이 8~12주 늘어나 다시 26~52주를 기록 중이다.

현재까지의 완성차 생산차질 물량, 지난해와 동일한 수준

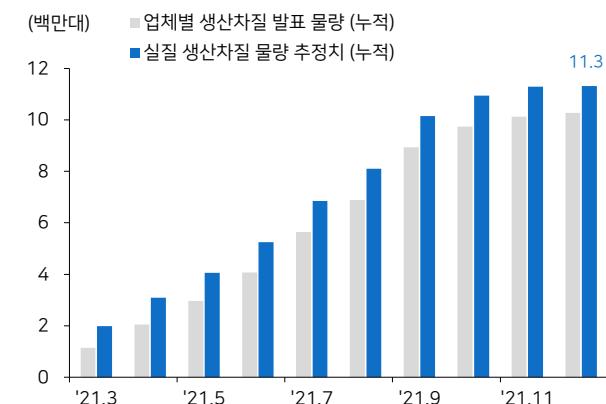
글로벌 완성차 업체들의 생산차질 역시 '21년 말 주춤하는 듯 했으나 올해 들어 꾸준한 증가세를 보여주는 중이다. 지난해 차량용반도체 공급부족으로 인한 생산차질 물량은 약 1,130만대로 추정되며, 올해 1월 이후 3월 중순까지의 총 생산차질 물량은 약 190만대로 예상된다. 최근 러시아-우크라이나 전쟁 발발 이후 공급망 차질이 심화됨에 따라 폭스바겐이 가이던스에 대한 우려를 표명했으며 이에 따르는 완성차 업체들의 실적 및 판매 가이던스 하향이 예상된다.

그림2 2022 생산차질, 3월 들어 추가 상승 중



자료: Auto Forecast Solutions, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2021 생산차질 물량은 1,130만대 수준



자료: Auto Forecast Solutions, 메리츠증권 리서치센터

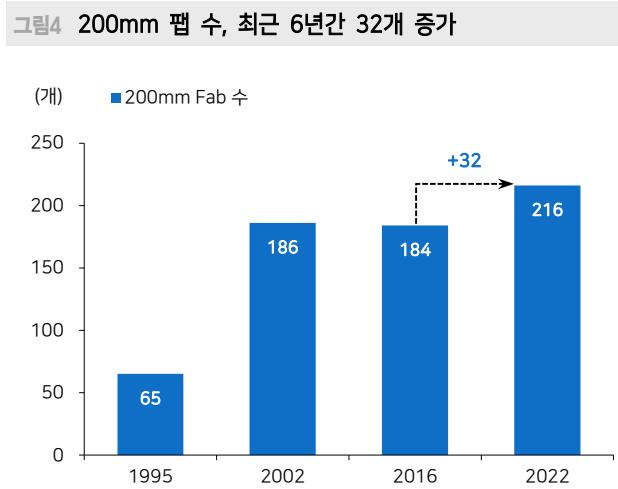
반도체 공급부족의 핵심, 200mm Capa 부족

일부 반도체 업체의 생산능력 투자에도 불구하고, 차량용반도체 생산 Capa는 부족

차량용반도체(차량 전력제어용 마이크로 컨트롤 유닛, MCU)의 대부분은 200mm 펩에서 만들어진다. 200mm 펩은 '90년대 등장한 이후 '00년대 300mm 공정이 등장하기 이전까지 최첨단 공정으로 간주되었으나, 300mm 펩이 구축된 이후 '15년 까지 뒤쳐진 기술 취급을 받았다. 그러나 저성능 반도체를 필요로 하는 여러 산업의 성장에 따라 PMIC, 디스플레이 드라이버 IC, MCU 등의 수요가 크게 증가해 '16년부터 '21년까지 200mm 펩의 가동률은 100%를 넘어서게 되었다. '22년 1월 기준, '22년 가동 예정인 200mm 펩의 개수는 216개이며, 기존의 펩에서 추가로 가동이 예상되는 생산라인은 17개이다. 공급 부족을 커버하기엔 충분하지 않다. '21~'22년 추가로 건설 중인 펩은 현재까지 5개로 알려졌지만, 증설된 펩의 높은 가동률 달성을 예상되는 2~3년이 더 소요된다. 결국 현재 수준의 생산능력이 여전히 수요를 충족하지 못하는 수준이므로 반도체 공급부족이 지속 중인 것이다.

주요 업체	현재 리드타임	1분기 리드타임 증가분
NXP	26~52주	8~12주
Renesas	26~52주	8~12주
STMicroelectronics	26~52주	8~12주
Microchip	16~40주	8~12주
Qualcomm	26~52주	8~12주
Nuvoton	26~52주	8~12주

자료: CNX Software, 메리츠증권 리서치센터



자료: SEMI, 메리츠증권 리서치센터

차량용반도체, 수요 여전하나
공급량 증가는 요원

이러한 공급부족을 해소하기 위해서는 공급 증가 또는 수요 이전, 두 가지 접근이 유효하다.

1) 신규 200mm 공급량 증가 (팹 · 라인 증설)

단순히 200mm 생산시설을 증설하여 공급량을 늘리는 방법이 있다. 그러나 반도체 공장의 신규 투자는 비용 부담이 크다. 200mm가 최신 공정이던 1990년 당시, 200mm 팹 하나의 건설에만 약 10억달러가 소요되었다. 현재의 파운드리 업체 입장에서는 200mm 수요초과로 인한 높은 이익률을 누리면서, 향후 언제 수요가 감소할지 모르는 90년대 공정 생산설비를 리스크를 떠안으며 투자할 유인이 적다. 게다가 200mm 공정은 노후화된 공정이기에, 생산장비 역시 공급부족 상황이라 가격이 비싸게 형성되어 있다. 향후 수요나 투자비용 측면에서 봤을 때 투자 유인이 떨어지는 것이 분명하다.

2) 200mm 칩 수요 일부를 300mm로 이전

완성차 업체 입장에서는, 200mm 공정의 반도체 일부를 300mm 공정으로 이전하는 옵션이 존재한다. 300mm 팹은 글로벌 주요 파운드리 업체의 투자가 활발하며, 200mm 공정에 비해 수급 불균형 완화 시기도 빠를 것으로 전망된다. 그러나 이는 단품종 소량 생산이라는 차량용반도체의 특징 때문에 더욱 높은 비용과 재인증 시간이 필요하기에, 역시 단기간에 소화할 수 있는 선택지가 아니다. 10%에 미치지 못하는 낮은 이익률을 그나마 최대화해야 하는 완성차 업체 입장에서는 부담스러운 선택인 것이다.

결론적으로, 업계의 반도체 공급부족에 대한 시각은 점차 비관적으로 변해가고 있다. 작년에만 하더라도 '22년 하반기 정상화를 바라봤지만, 이제는 2025년을 정상화 시점으로 지목하기도 한다. 현재, MCU가 필요한 주요기능을 뺀 상태에서도 완성차 출하량은 감소한 상태이다. 생산업체가 증설할 유인은 적고, 수요는 여전히 높게 유지되는 불균형적인 상황이 지속되는 중이다. 반도체 공급업체와 완성차 업체들 중 사정이 급한 쪽은 완성차 업체이기에 불균형이 해소되는 방향은 신규 200mm 공급량 증가보다는 완성차 업체의 수요 이전이 더 우세할 것으로 전망하며, 완성차 생산이 COVID19 이전 수준으로 회복하는 것은 2024년 이후로 전망한다.

신차·중고차 인플레이션 지속 전망

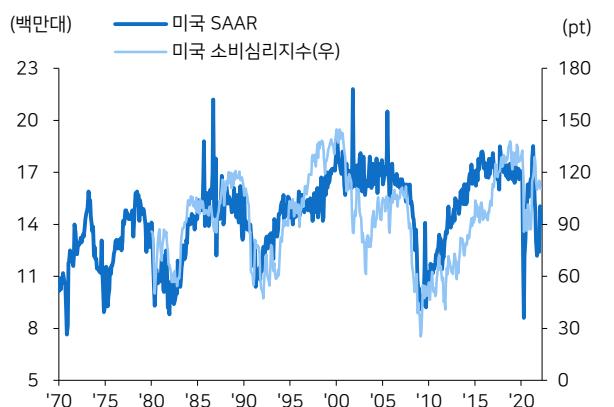
신차 공급부족은 2~3년 이후의
중고차 공급부족을 의미하며,
향후 신차·중고차 동반
인플레이션 가능성 존재

인플레이션과 수요 감소 동시에
발생할 경우, 완성차 업체의 실적
개선 어려울 전망

최근 우크라이나 전쟁으로 원자재 가격 상승 충격이 오면서 신차 가격 상승이 더욱 빨라졌으며, 반도체 공급부족으로 신차 생산차질 지속 가능성 역시 높아진 상황이다. 신차 공급부족은 당해 년도뿐 아니라 2~3년 뒤 중고차 공급의 감소를 의미한다. 따라서 '20~'23년에 지속됐던 신차 공급부족은 이후 중고차 공급부족 현상을 야기해 '09년 8월 ~ '12년 8월 3년간 그랬던 것처럼 한 차례의 추가적인 가격 상승을 유발할 가능성이 존재한다.

그간 완성차 업체는 공급부족으로 인한 판매량 감소에도 불구하고 높은 가격을 부과하여 이익률을 개선시키며 실적을 방어해왔다. 그러나 역사적으로 자동차 판매와 오랜 기간 동행해왔던 소비심리지수가 최근 하락세 전환에 접어들었다. 이는 곧 판매량의 감소를 의미하며, 완성차 업체의 가격 상승이 더 이상 지속되기 힘들 수 있다는 신호이기도 하다. 소비심리 하락과 높은 가격은 동시에 유지될 수 없다. 반도체 공급부족, 원자재 가격 상승, 물류 차질, 수많은 경쟁업체의 등장으로 완성차 산업의 투자심리는 더 이상 나빠질 수 없을 정도로 좋지 않은 상황이다. 그렇기에 텐어라운드를 기대하는 일부 투자자들이 존재하나, 현재 상황에서 추가로 P 또는 Q를 희생시켜야 하는 완성차 업체의 실적은 당분간 개선되기 힘들 전망이다.

그림5 역사적으로 소비심리지수와 자동차 판매량은 동행



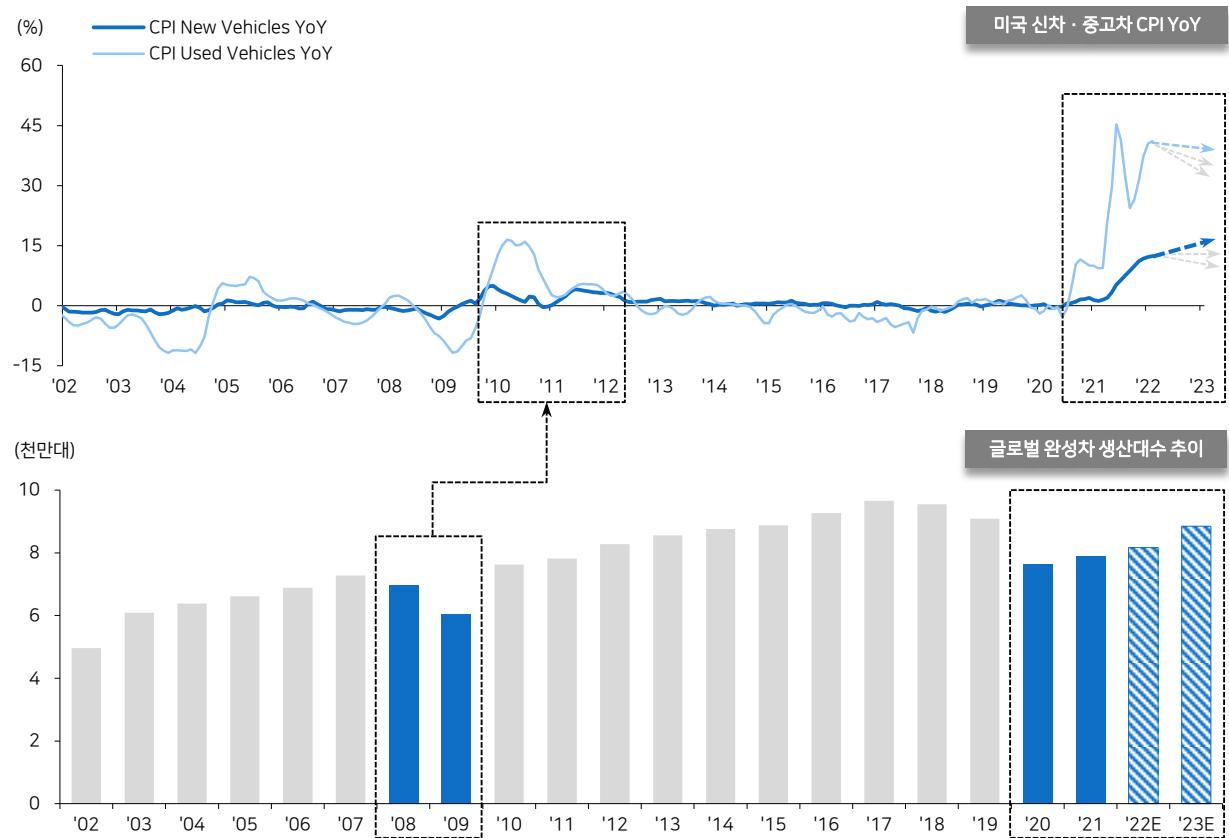
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 COVID 이후 회복되었던 소비심리지수의 하락 전환



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2008~2009년 생산차질로 인한 2년 간의 신차 공급 감소, 2010~2012년 신차·중고차 가격 상승을 유발
2020~2023년 공급 감소 역시 향후 장기적 신차·중고차 가격 상승 유발 가능



주: CPI New Vehicles = All Urban Consumers: New Vehicles in U.S. City Average, CPI Used Vehicles = All Urban Consumers: Used Cars and Trucks in U.S. City Average
자료: Bloomberg, Markliens, S&P Global Mobility, 메리츠증권 리서치센터

원문: *200mm Shortages May Persist For Years (Semiconductor Engineering)*