

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 4. 27 (수)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

대만의 경제 부상과 탈(脫)중국

칼럼의 재해석

더디게 증가하는 미국 시추공 수에 대한 우려

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

대만의 경제 부상과 탈(脫)중국

- ✓ 코로나19 이후 글로벌 공급망 재편의 반사이익에 대만 경제 부상
- ✓ 반도체 수출 호황 외에도, 리쇼어링 전략에 따른 민간투자 증가라는 구조적 변수가 자리
- ✓ 탄탄한 펀더멘털로 대외불안 진정 시 대만증시의 빠른 회복 예상, 공급망 재편 속도에 주목

대만 경제의 빠른 부상

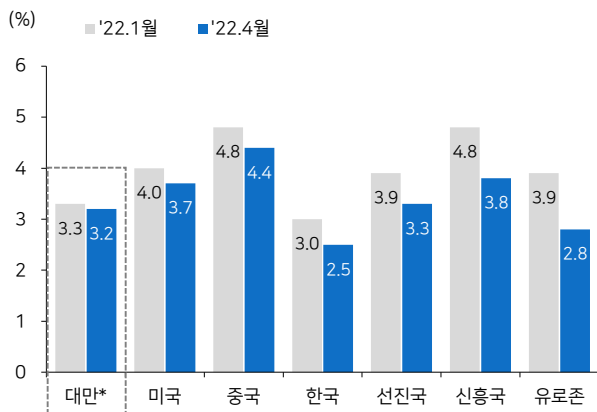
코로나19 이후 대만 경제
빠르게 부상

한 때 경쟁자이던가 한동안 한국의 시야에서 멀어진 대만의 행보가 최근 심상치 않다. '하나의 중국'이라는 관념에서 온통 중국에 집중하다보니 자연스럽게 나타난 현상이기도 하다.

그러나 팬데믹 상황을 거치면서 대만이 글로벌 경제에서 두드러지고 있다. '20년 실질 경제성장률은 중국(2.1%)보다 높은 3.1%를 달성했고, '21년 실질 경제성장률은 6.28%로 시장 예상치(6.0%) 상회하는 물론 10년래 최고치를 기록했다.

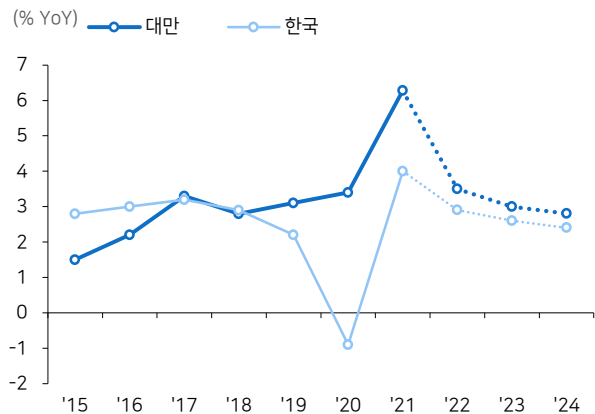
IMF의 '22년 경제성장률 전망치 조정에서도 대만의 성장률 조정폭은 0.1%p에 그쳐 미국(-0.3%p), 한국(-0.5%p) 대비 적다. 또한 향후 3년간 대만의 성장률은 계속 한국을 상회, 인당 GDP가 올해 한국을 넘어설 것으로 전망됐다(그림 1, 2).

그림1 IMF의 '22년 지역별 GDP 전망: 대만의 조정폭 최소



주: 대만의 직전 전망치는 '21년 10월 기준
자료: IMF WEO, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한국과 대만의 경제성장률 비교



주: '22년이후는 Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

반도체가 이끈 수출 호황

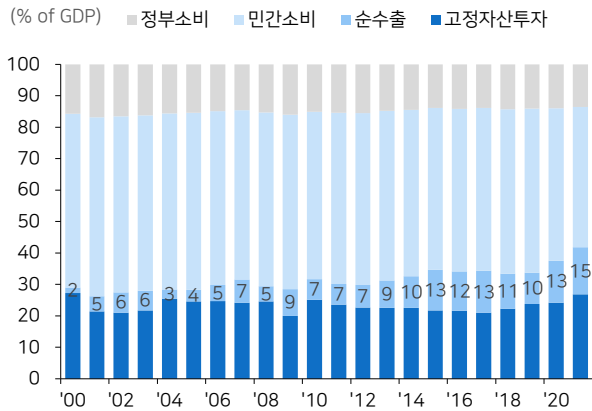
대만 경제 부상 원인 1:
반도체가 이끈 수출 호조,
미국향 수출 비중 상승

이로 인해 대만을 보는 세계의 시선이 과거와 달라지고 있는 모양새다. 미국과 중국의 충돌 격화로 전세계에서 대만의 전략적 중요성이 커지고 있기 때문이다.

대만의 경제 부상의 일등 공신은 단연 반도체 수출 호조다. 세계 1위 파운드리 기업인 TSMC를 필두로 최상위 10개국 중 4개 업체가 대만에 있기 때문이다. 게다가 시스템 반도체 산업의 빠른 성장, 공급발 쇼티지에 따른 반도체 가격 급등으로 '19년부터 대만의 반도체 수출액은 한국을 뚜렷이 능가했다(그림 4).

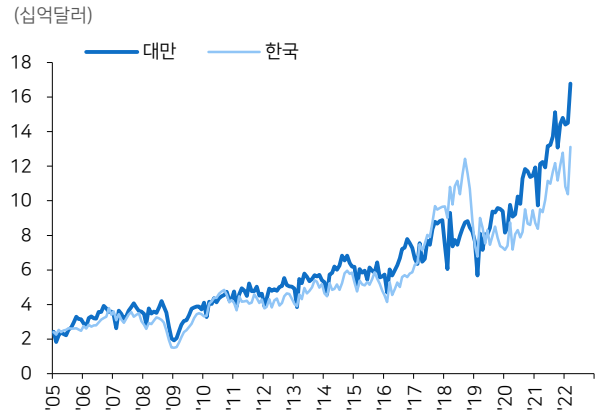
한편 총 수출액에서 대미 수출 비중도 16.7%로 '05년 이후의 최고치를 기록했다. 한국(15%)도 대미 수출 비중이 올라오지만 대만보다 낮다. 팬데믹 전후 글로벌 경기와 투자 사이클을 주도하는 미국의 신 공급망 구축 속에서 대만이 낙수효과를 누리고 있음을 설명한다.

그림3 GDP에서 순수출 비중 상승



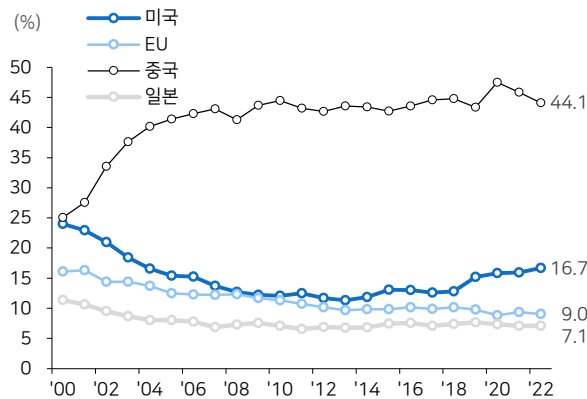
자료: 대만 재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림4 대만과 한국의 반도체 월별 수출 추이



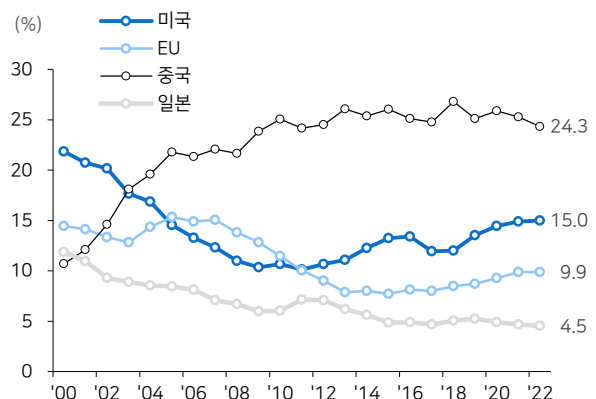
자료: 대만 재정부, 한국 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림5 대만의 국가별 수출 비중 추이: 미국향 16.7%



주: '22년은 1~3월 누적 합계 기준
자료: 대만 재정부 메리츠증권 리서치센터

그림6 한국의 국가별 수출 비중 추이: 미국향 15.0%



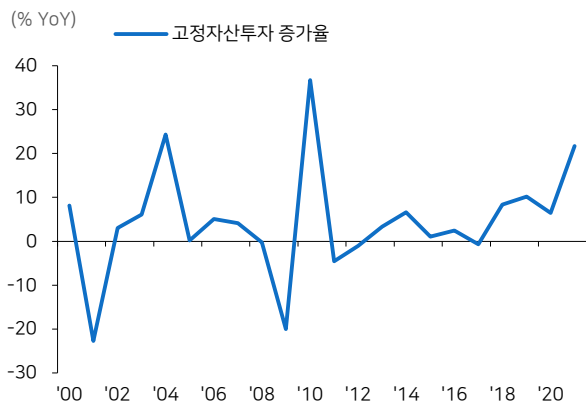
주: '22년은 1~3월 누적 합계 기준
자료: 한국 관세청, 메리츠증권 리서치센터

대만의 리쇼어링 전략 → 투자 확대

대만 경제 부상 원인 2:
대만의 리쇼어링 전략에 따른
민간투자 확대

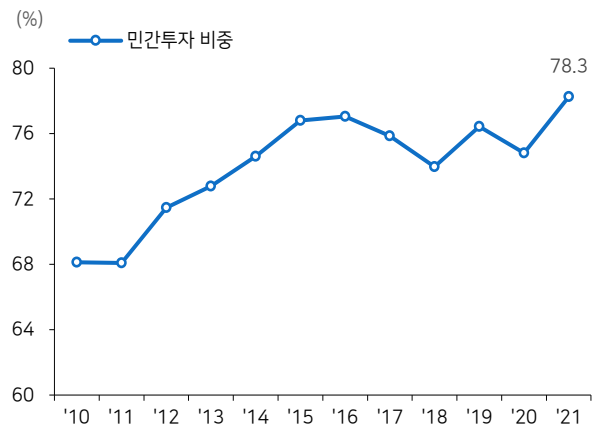
대만 경제 부상의 다른 중요한 원인은 '16년부터 고정자산투자가 늘어났기 때문이다. '21년 대만의 고정자산투자는 전년대비 22% 증가하며, '11년 이후의 최고치를 기록했다 이 중 민간투자가 비중이 전체의 78.3%로 자생적인 회복력을 나타냈다. 이에 따라 '21년 대만의 GDP에서 고정자산투자가 차지하는 비중이 26.8%로 지난 10년간의 평균 수준(21~22%)을 상회하며 성장 기여도가 컸다.

그림7 '21년 대만의 고정자산투자 증가율 +21% YoY



자료: 대만 재정부, 메리츠증권 리서치센터

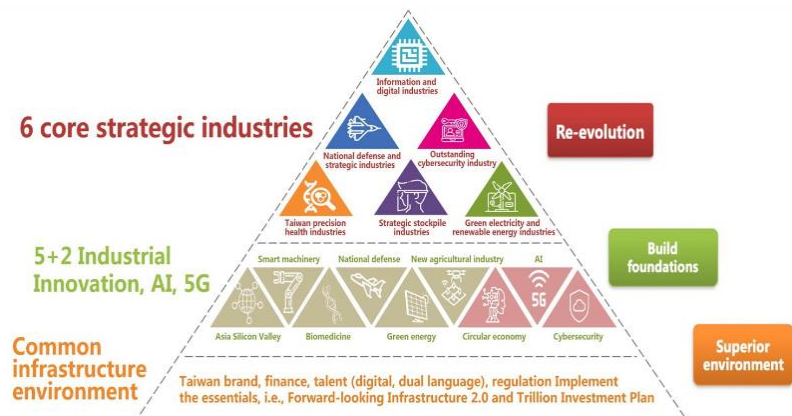
그림8 전체에서 민간투자 비중이 꾸준히 상승



자료: 대만 재정부, 메리츠증권 리서치센터

이런 민간투자 증가의 배후에는 대만의 리쇼어링 정책이 있다. 미국, 일본, EU, 중국 등 주요국이 자국 반도체 산업의 경쟁력을 높이기 위한 미래 전략을 추진하고 있는 가운데, 대만도 코로나19 및 디지털 경제 전환에 따른 단기적 반사 이익뿐만 아니라 장기적으로 각국의 반도체 내재화 움직임에 따른 위협이 예상되어, 이에 대응하고 산업의 비교 우위 유지 및 경쟁력 강화를 위한 전략을 추진했다.

그림9 대만 차이잉원 2기 정부의 6대 핵심 전략 산업: 고부가가치 산업으로 적극 진출



자료: 타이완 국가발전위원회(NDC), 메리츠증권 리서치센터

차이잉원의 기업 친화정책이 효과 발휘

'매운 언니'라는 별칭을 가진 현 대만의 차이잉원(임기는 '24년 5월까지)은 사사건건 중국과 맞서면서도 '기술이 대만의 보장판이다', '민간 기업이 일자리 창출의 주인공이다'라는 구호로 기술 강국을 살려내고 있다.

<그림 9> 그림처럼 차이잉원 총통은 ▲반도체, ▲국방, ▲정보보안, ▲정밀 헬스케어, ▲전략비축물자, ▲친환경/신재생에너지 등 6가지 핵심 산업의 추진을 제시했다. 그리고 2019년 초부터 주로 중국에 진출한 대만기업을 대상으로 금융·세제·인력 지원 등을 묶은 패키지 인센티브를 제공하며 국내로 불러들여 미국 등 서방 진영들과의 공급망 재편을 추진했다. 리쇼어링 기업들은 예컨대 국가 산업단지 지를 최대 2년까지 무상 대여, 저리 사업대출 제공 등의 혜택을 받을 수 있는 것이다<표 1>.

표1 대만 기업의 리쇼어링 투자 장려 행동방안

구분	주요 내용
대상	· 중국에 2년이상 진출한 대만기업 중 미중 무역마찰 충격으로 본국 회귀 혹은 투자 희망 기업 · 제조업 생산라인에 스마트 기술 요소 혹은 스마트화 기능이 구비되어 있어야 함
조건	· '5+2' 산업혁신 영역, 고부가가치 제품 및 관련 소재/부품 산업, GVC 핵심 위치 · 자체 브랜드 국제 판매, 국가 중요 산업정책 관련 사업 투자 등 중 하나에 부합해야 함
대출 한도	· 국가발전기금을 통해 5,000억 NTD('7,000억 NTD 별도 신청)
은행 대출이자 정부 보조	· 중소기업: 1.5% 대출이자 지원, 대출기한 5년 · 대기업: 20억 NTD 이하 0.5%, 20~100억 NTD 0.3%, 100억 NTD 초과는 0.1% 보조, 대출기한 5년
기타 우대혜택	· 1) 외국인 근로자 비율 최대 40%까지 허용, 2) 토지 제공, 3) 안정적 수력/전력 공급, 4) 세무 전담 서비스 제공
목표	· 3년간 9,000억 NTD의 투자 유치, 7만 7천개 일자리 기회 창출

자료: 대만 행정원, KIEP 자료 인용, 메리츠증권 리서치센터

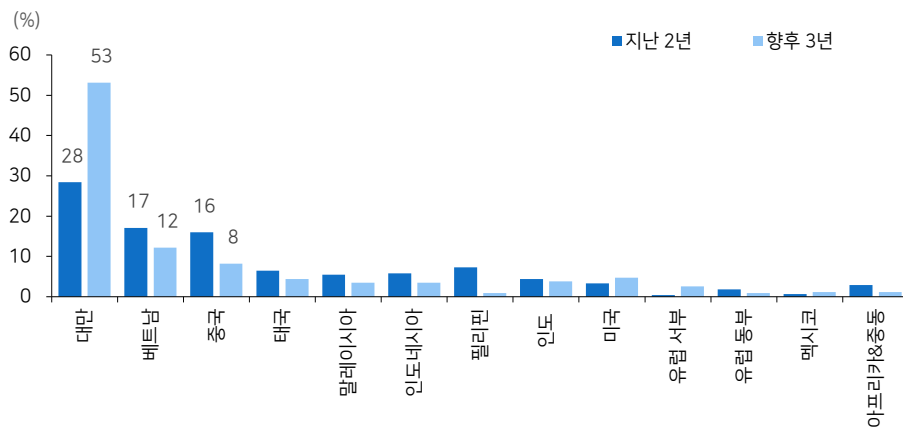
대만기업의 탈중국화

중요한 것은 이런 정책이 효과를 내기 시작한다는 점이다. 중국에 나간 대만 기업들은 1) 중국 내 제반 비용(인건비, 토지)의 상승, 2) 미중 갈등에 따른 수주 감소, 3) TSMC, UMC 등 선두 기업들의 투자 확대 및 대만 정부의 투자 지원책 등 원인으로 탈중국화 움직임이 가시화됐다.

대만무역협회(TAITRA)에서 진행한 '21년 설문 조사에 따르면, 지난 2년간 공급망 재편에서 대만으로 회귀한 기업 수 비중은 28.4%로 가장 높았고, 다음으로 베트남(17%), 중국 잔류(16%)였다. 그러나 향후 3년 공급망 재편 과정에서 대만으로 회귀하겠다는 기업 수는 53%에 달했다. 또한 해외 직접투자에서도 대중국 투자가 줄어드는 반면 아세안과 미국향 투자가 늘리는 등 공급망 다변화를 모색하고 있다(그림 11).

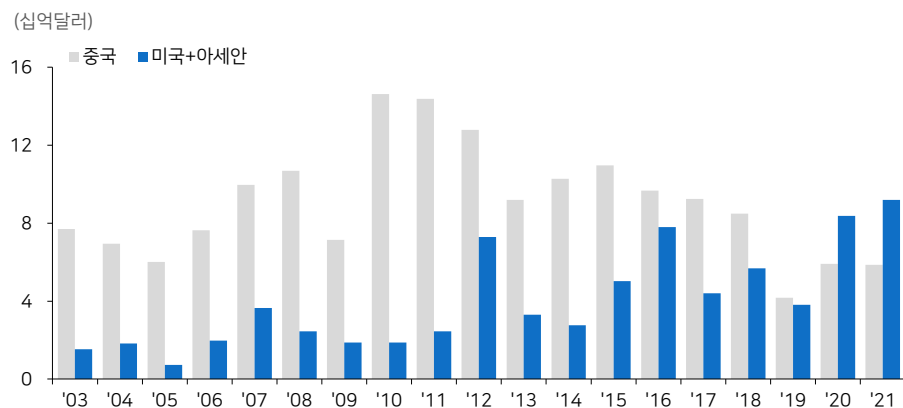
이런 추세는 대만기업들의 공급망 재편이 이제 시작으로 적어도 향후 3년 계속 늘어날 것임을 시사하며, 이런 대만기업들의 리쇼어링으로 설비투자 증가에 따른 대만 경제의 부상은 지속 가능성이 높을 것으로 기대된다.

그림10 대만기업들의 리쇼어링 지역: 향후 3년 대만 회귀가 최선호



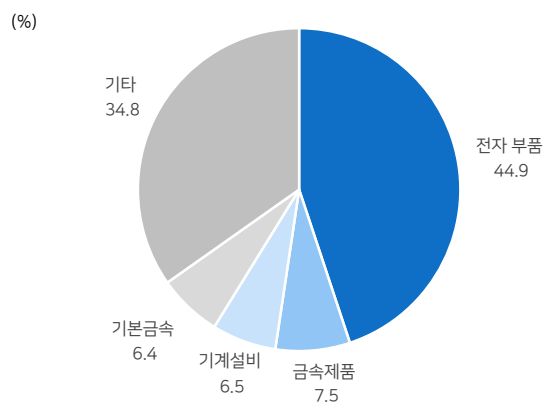
자료: TAITRA, 메리트증권 리서치센터

그림11 대만기업들의 연도별 해외투자: 중국 감소 vs. 아세안과 미국 증가



자료: 대만 투자청, 메리츠증권 리서치센터

그림12 대만으로 리쇼어링 한 기업들의 산업 분포('21년)



자료: InvesTaiwan, 메리츠증권 리서치센터

그림13 대만의 반도체 산업 클러스터 구축 현황('20년 9월)



자료: KIEP 자료 인용, 메리츠증권 리서치센터

대만 주식시장, 탄탄한 펀더멘털로 상대적 선방

대만 증시, 양호한 펀더멘털로
대외불안 진정 시 빠르게 회복

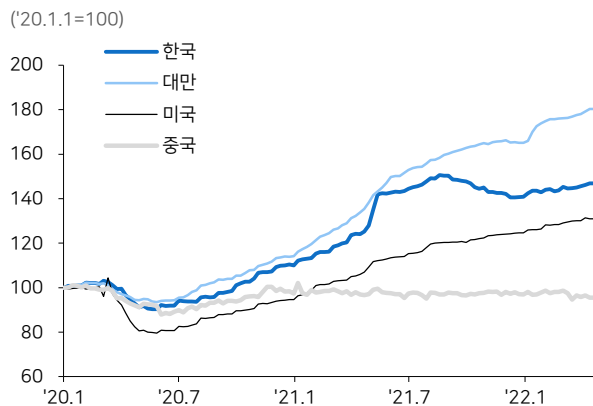
대만 경제가 반도체 중심의 수출 호황과 민간투자 확대에 부상하면서 대만 상장 기업들의 실적도 양호하다. <그림 14>에서 볼 수 있듯이, MSCI 국가별 지수 기준으로 대만의 12개월 예상 EPS는 꾸준한 상승 추세다. 대만의 ROE 역시 한국에 비해 높아, 시스템 반도체의 호황을 반영하고 있는 것으로 보인다.

이런 양호한 펀더멘털에 힘입어 코로나19 이후 대만 주식시장은 한국이나 중국에 비해 상대적으로 선방했다. 물론 올해에 들어 대만 주식시장도 1) 미국의 정책 정상화, 2) 중국 코로나 락다운에 따른 수요 둔화 등 대외 불안요인으로 뒤늦게 가격 조정이 반영되었다. 그러나 이는 내부 요인보다는 외부 변수의 영향이 더욱 큰 것이기에 오히려 대외요인이 진정되면 탄탄한 펀더멘털과 높은 배당수익률 등 메리트에 힘입어 빠른 회복이 기대된다.

대만 공급망의 재편 속도는
추가 모니터링 대상

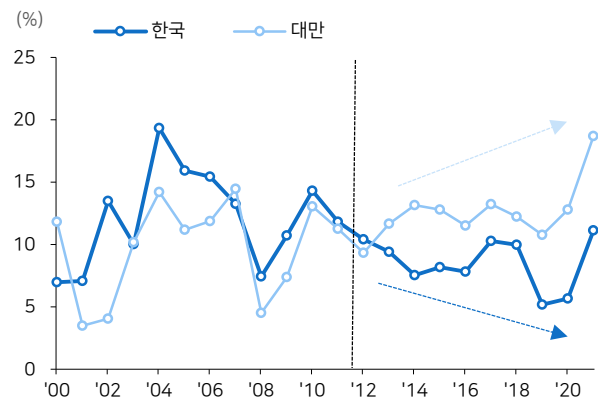
앞으로 대만의 공급망 재편의 속도에 주목해야 할 필요가 있다. 비록 장기적으로 중국과의 충돌 등 극단적인 상황이 전개될 가능성도 배제할 수 없지만, 현재 글로벌 가치사슬 새판 짜기에 대응하면서 미중 갈등에서 냉정하게 자국 이익을 확보하려는 노력은 매우 긍정적이라고 본다. 또한 메타버스, 자율주행, AI 등 미래 산업에서 OEM 전략을 취하는 대만 기업들이 해당 산업을 선도하는 선진국과의 연대 관계 확대는 비슷한 경제 구조를 갖고 있는 한국에게도 시사하는 바가 크다고 생각한다.

그림14 주요 국가들의 12개월 예상 EPS 추이



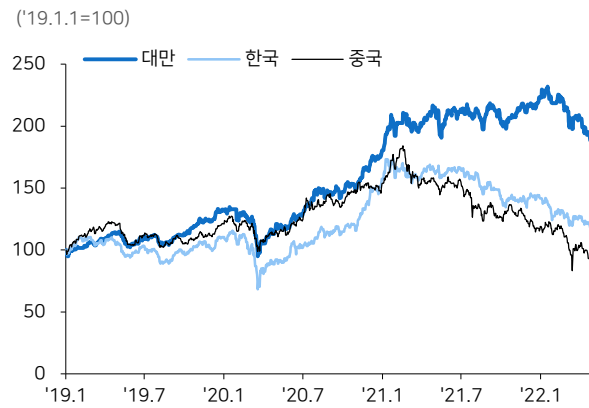
주: MSCI 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림15 대만과 한국의 ROE 비교: 대만 20%에 육박



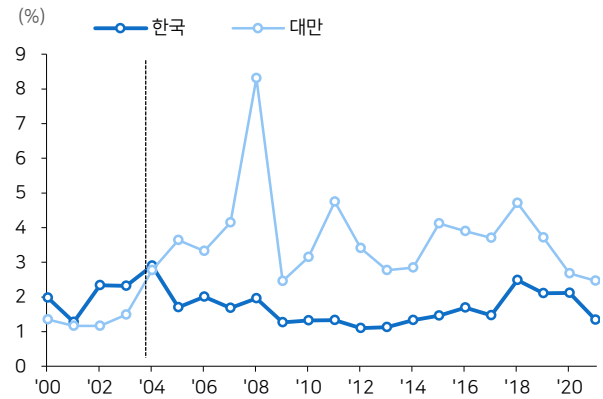
주: MSCI 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림16 MSCI 국가별 주가지수: 대만이 상대적 선방



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 대만, 한국의 배당수익률: '04년부터 줄곧 한국 상회



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

이진우 연구위원

더디게 증가하는 미국 시추공 수에 대한 우려 (Bloomberg Opinion)

러시아산 에너지 의존도가 높은 유럽 지역에서도 러시아산 에너지 금수조치 움직임이 지속되고 있다. 천연가스의 경우 미국의 LNG 수입을 통해 러시아 의존도를 낮추려는 움직임이 지속되고 있다. 이에 미국 또한 자국 내 에너지 수출 증가 및 러시아 경제력 약화를 위해 유럽향 천연가스 비중을 높이고 있다. 겨울철 수요 증가와 더불어 전술한 상황은 미국의 천연가스 재고 수준을 역사적으로 낮은 수준으로 만드는 데에 기여했다.

팬데믹 이후 미국의 원유/가스 시추공 수는 그간 다소 완만한 증가세를 보여 왔다. 이는 그간 바이든 대통령이 그린 트랜지션에 대한 의지를 드러내며 정책적으로 전통 에너지 산업을 압박했고, 2021년 하반기 이후에는 경기 둔화에 대한 우려도 일부 반영되었기 때문이다. 향후 시추공 수의 빠른 증가를 기대하기도 쉽지 않다. 1) 공급 병목, 2) 여름철 가스 수요 감소, 3) 철강가격 상승과 4) 시추인력 부족 때문이다. US Shale Patch이 시추공 수 조정 기간이 최대 1년까지 증가할 수 있다고 전망한 이유이기도 하다(과거 약 3~6개월 소요).

시추공 수 증가가 현재 수준을 유지하는 가운데 유럽의 러시아산 에너지 금수가 지속된다면 재고 비축에 어려움이 생겨 겨울 천연가스 가격의 상승을 유발할 가능성이 있다. 그린 트랜지션에 대한 광범위한 동의가 이루어진 가운데 바이든 행정부가 전통 에너지 산업들에 '비상 사태'라는 표현을 쓰며 원유/가스 생산량 증가를 촉구한 배경이 여기에 있다. 향후 바이든 정부가 셰일 업체들의 생산량 증가를 위한 비용 측면에서의 정책적 유인을 강화할 가능성과, 그린 트랜지션이 다소 늦춰질 가능성을 배제하긴 힘들어 보인다.

유럽의 미국산 LNG 수입 증가, 미국 천연가스 재고 현황은?

유럽의 러시아산 에너지
금수 흐름 지속

미국에 이어 유럽 지역에서도 러시아산 에너지 금수조치 움직임이 지속되고 있다. 4월 7일 EU는 러시아산 석탄 금수조치에 합의했고, 추가적으로 러시아산 원유, 천연가스 수입금지와 관련해서도 논의가 진행되고 있다.

천연가스의 경우, 미국의 LNG를
통한 대체 움직임 지속
미국의 전체 천연가스 수출 중
유럽의 비중도 증가

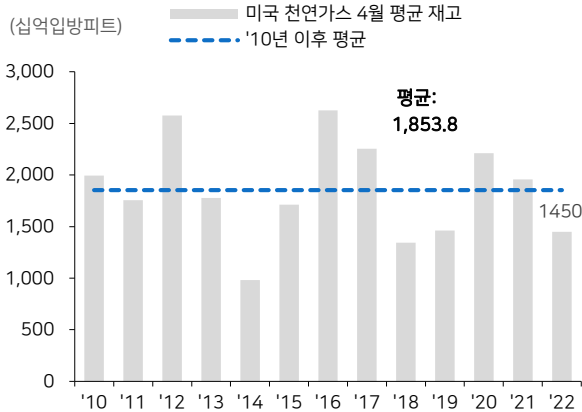
이 중 천연가스의 경우, 미국의 LNG 수입을 통해 대체하려는 움직임이 지속되고 있다. 미국 또한 지정학적 대립 상황에서 1) 주요 에너지 수출국인 러시아의 경제력을 약화시키고, 2) 자국 내 에너지 수출 증가를 이끌 수 있으며, 이를 통한 3) 무역적자 재조정도 일부 가능하기에 유럽향 천연가스 수출 비중을 늘리고 있다.

전술한 과정 속에서 에너지를 중심으로 미국과 유럽의 연결성이 강화되고 있다. 유럽의 LNG 수입량은 연초 이후부터 매 주 과거 5년 최대 수준을 상회하고 있다. 이에 더해 Bloomberg 추산에 의하면 2022년 1월 기준 미국의 가스 수출에서 유럽향 수출액 비중이 약 17%까지 증가했는데, 2월 이후 유럽향 수출 비중이 커졌을 가능성이 높다.

미국의 겨울 천연가스 내수 수요
증가. 이에 재고도 낮은 수준

에너지를 중심으로 미국과 유럽의 연결성이 강화된 데에 더해 내수 시장에서도 겨울철 수요가 증가했다. 이에 미국의 천연가스 재고는 2010년 이후 평균 대비 약 21.8% 낮은 1,450Bcf 수준까지 감소했는데, 2014년(셰일 혁명), 2018년(겨울 한파)년 이후 최저 수준이다.

그림1 '10년 이후 4월 미국 천연가스 재고 추이



자료: US DOE, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국의 유럽향 천연가스 수출비중 추이



자료: EIA, Bloomberg 추정, 메리츠증권 리서치센터

원유/가스 시추공 수 증가율은 이를 따라가지 못하는 상황

저자의 주장에 의하면, 전술한 상황에도 불구하고 미국의 원유/가스 시추공 수 증가는 다소 더딘 상황이다. 원유 시추공 수(2020년 저점 대비 +369개)는 비교적 빠르게 증가했으나, 가스 시추공 수(+75개)는 이에 미치지 못했다.

시추공 수 증가가 완만했던 이유

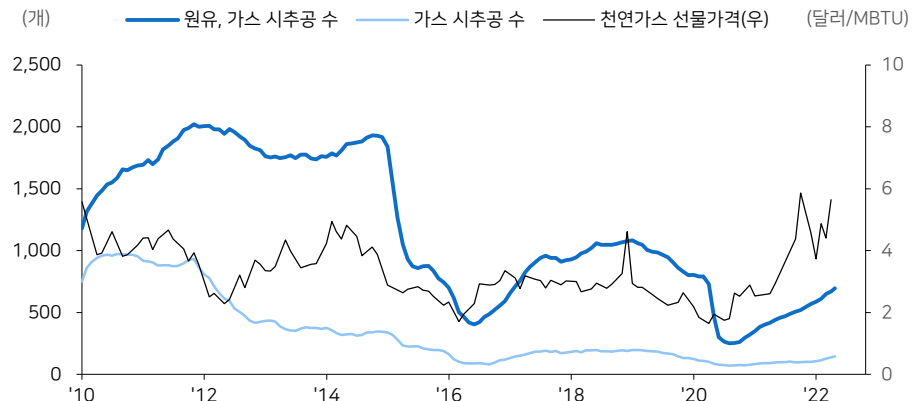
- 1) 그린 트랜지션
- 2) 경기 둔화 우려

수요 증가 기대에도 그간 시추공 수 증가가 더뎠던 이유는 바이든 대통령의 그린 트랜지션 정책이 수익성에 대한 우려를 촉발했기 때문이다. 더불어 2021년 하반기 이후 경기 둔화 우려도 셰일 업체들의 증산 의지 저해 요인으로 작용했다.

향후 시추공 수의 빠른 증가를 기대하기도 어려워

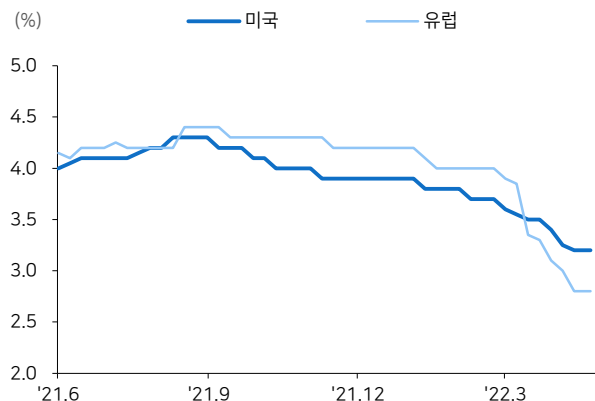
향후 셰일 업체들이 시추공 수를 빠르게 늘리기에 어려움이 있을 것으로 보인다. 1) 공급 병목 지속과 2) 여름철 가스 수요 감소, 3) 유럽의 러시아산 철강 금수조치로 인한 철강가격(원재료) 상승, 4) 시추인력 부족이 생산 증가를 지연시킬 수 있기 때문이다. US Shale Patch는 과거엔 시추공 수 조정에 3~6개월가량이 필요했으나, 현재에는 그 기간이 최대 1년까지 증가할 것으로 전망했다.

그림3 미국 원유, 가스 시추공 수 및 천연가스 선물가격 추이



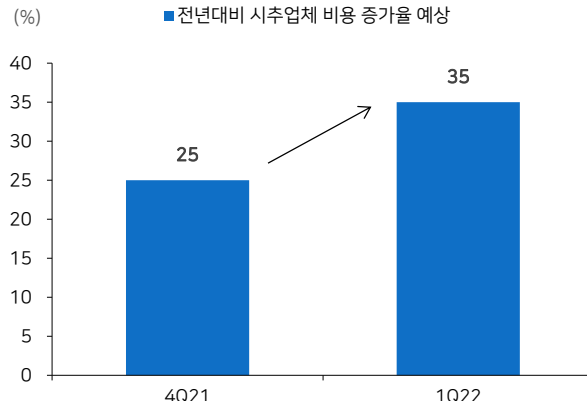
자료: Baker Hughes, NYMEX, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국, 유럽 2022년 GDP 성장률 예상치



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2022년 세일 기업 비용 YoY 증가율 예상치 변화



자료: Halliburton, 메리츠증권 리서치센터

시추공 수 증가 속도가 더딘 수준을 유지한다면?

유럽의 러시아산 에너지 금수조치
지속/확대 → 겨울철 가격 상승
리스크에 직면할 가능성

시추공 수의 증가 속도가 더딘 가운데 시장의 우려대로 유럽의 러시아산 에너지 금수조치가 지속/확대된다면 연내 충분한 가스 재고를 확보하지 못할 가능성이 있다. 이는 천연가스의 계절적 수요가 증가하는 겨울에 추가적인 가격 상승 리스크에 직면할 가능성을 시사한다.

- 1) 향후 바이든 정부가 비용 측면에서 정책유인을 강화할 가능성
- 2) 그린 트랜지션이 다소 늦춰질 가능성

천연가스 가격 상승은 공급이 불안정한 유럽뿐만 아니라 미국에도 악영향을 미칠 수 있다. 다만, 그린 트랜지션의 필요성에 대한 광범위한 동의가 이뤄진 가운데, 에너지 중심의 지정학적 대립 구도에서 우위를 점하기 위해 미국은 유럽 지역으로 LNG 수출을 지속해야 할 필요가 있다. 원유/천연가스 업계에 대해 다소 부정적 시각을 내비쳤던 바이든 행정부가 비상 상황이라는 표현을 이용해 전통 에너지 생산 확대를 촉구한 배경도 여기에 있다. 향후 바이든 정부가 세일 업체들의 생산량 증가를 위한 비용 측면에서의 정책적 유인을 강화할 가능성과, 그린 트랜지션이 다소 늦춰질 가능성을 배제할 수 없는 이유다.

원문: Biden's Gas Exports Create Imported Headaches (Bloomberg Opinion)