



2022. 11. 2 (수)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

2023년 전망 시리즈 (해설판)

1. 주식전략 (1): "No Fear"

칼럼의 재해석

낮아지고 있는 애플의 중국 의존도

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

본 자료의 원본은 2022년 10월 31일 발간된
[2023년 전망 시리즈 1 – 주식전략: No Fear] 입



▲ 투자전략
Analyst 이진우
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

2023년 전망 시리즈 1 (해설판)

[주식전략] “No Fear” – (1)

- ✓ 2023년 Keyword: 부채(Debt)와 전쟁(분쟁)
- ✓ 분쟁곡선, 긴축곡선, 실적곡선을 조합해 보면, 내년 ‘1분기’가 지표 변곡점
- ✓ 베타(β)전략 → 핵심 포트폴리오: 2차전지, 반도체, 자동차부품, 태양광, CMO

“No Fear”

로이스터 전 롯데 감독이 부임 당시 선수들에게 강조한 말입니다. 팀 전체적으로 무기력함이 만연해 있었기 때문입니다.

자신감을 잃은 한국시장에게도 적용될 수 있는 말일 듯 합니다. 부채위기와 국가 간 다툼이 격화되고 있지만 시장이 파괴적으로 훌러갈 것으로 예상하지는 않습니다. 내년은 Fear (공포) 속 기회가 있을 것으로 판단합니다.’

(요약)

2023년 주식시장 전망 요약

내년은 '부채'와 '국가충돌'이 핵심 변수라 판단한다. 이번 부채 위기가 과거와 다른 점은 민간이 아닌 정부부채의 문제이고, 관건은 국가부채의 컨트롤(Control), 즉 어떻게 관리할 것인가의 문제라 본다. 인플레이션 압력이 진정된다면, 결국 부채 해소 방법은 1940년 이후 진행되었던 '금융억압(Financial Repression) 정책'으로 회귀할 것으로 예상한다.

반면 국가 충돌은 한 층 더 분명해지고 거칠어질 것으로 전망된다. 이번 미국과 중국의 충돌 대척점은 '기술(R&D)'이다. 미국의 기술 견제 방법은 두 가지로 압축된다. 1) 기술표준의 분리, 2) R&D 여건의 제약이다. 전자는 과거 트럼프 대통령 재임시절 본격화되었던 5G 기술 통제가 해당되고, 후자는 최근 반도체 생산 통제가 그것이다.

과거 충돌의 역사를 보면, 분쟁이 본격화될 경우 구조적인 공급망의 변화를 가속화시켰다. 국내 기업의 투자는 이미 재편을 시작한 듯 하다. 이 중 성과를 내고 있는 산업은 2차전지, 자동차부품, 반도체, 태양광, CMO(바이오위탁생산)이다. 한국의 수출 공급망 중심축이자 포트폴리오의 중심, 베타(β)섹터로 판단한다.

문제는 타이밍이다. 세밀하게 접근해 보면 지표의 변곡점은 '내년 1분기'로 전망한다. 분쟁(정책), 매크로(연준, 재고, 에너지), 기업실적의 함수로 접근한 결과다.

분쟁, 즉 정책의 방향성은 올해 10월 이후 또렷해지고 있고, 지금은 터닝포인트를 지나고 있다. 과거 미국의 중국에 대한 견제가 모호했다면(최대 고객이기 때문), 현재는 견제에 모호성은 없다. 규제 일변도다. 매크로 변곡점은 내년 1분기에 맞물린다. 연준은 2월 FOMC 이후 긴축을 멈출 가능성이 높고, 국내 기업의 재고조정은 1분기에 일단락 될 듯 하다. 유럽발 에너지 불확실성 역시 마지막 늦추위가 지나는 3월 이후 숨통이 트일 수 있을 것으로 본다.

기업실적 전망은 내년 4월 정도에 하향 조정이 마무리 될 것으로 전망한다. 실적 하향 조정의 패턴을 추정해 보면 현재 진행률 50%이다. 다만 주가는 실적보다 6개월 가량 선행하기에, 주가는 이미 저점을 통과하고 있을 가능성이 높다. 알파(α) 전략 차원에서 현금성자산과 부채수준을 고려한 지표, EV/EBITDA 매력이 높은 기업을 선호한다.

무슨 일이 일어나고 있는 걸까? 전통투자 방식에도 의문

문제의 핵심은 무엇인가

올해 무슨 일이 일어나고 있는 것일까? 연준의 금리인상 속도는 1970~80년대의 긴축 기조에 버금갈 정도로 가파르며(1년 간 450bp 이상), 안전성이 높았던 선진국 통화 역시 달러대비 30% 가량 절하되고 있다. 강도 높은 긴축, 강달러 환경은 채권시장 패닉(금리 급등)으로 연결되고 있다.

전통 투자자산의 상식도 혼들리고 있다. 안전자산(국채)은 안전하지 않고, 위험자산은 투자매력이 높지 않다. 채권 가격은 주식처럼 하락하고, 주식의 배당수익률은 예금금리에도 못 미치는 상황이다. 문제의 '본질'을 찾아내는 것이 중요하다는 의미다. 우리는 이러한 대혼란의 기저에는 '부채(Debt)' 문제가 자리 잡고 있다고 본다. 시작은 인플레이션이었지만, 고금리와 정책 대응의 문제가 결국 부채 문제를 자극했기 때문이다.

그림1 역대 연준의 금리 인상 속도: 현재는 역대급

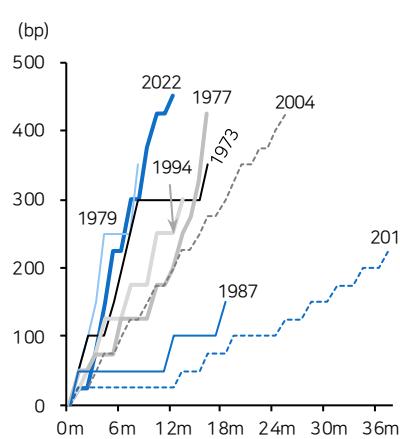


그림2 주요국 달러대비 통화가치

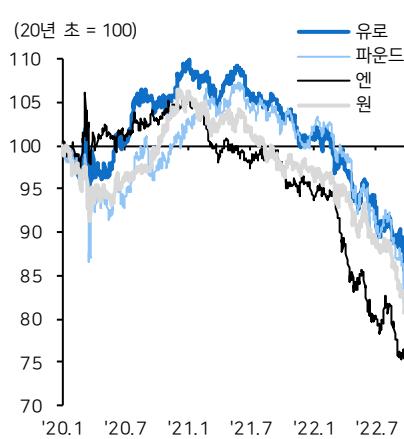
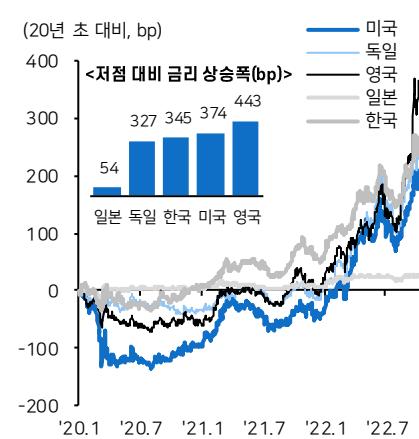


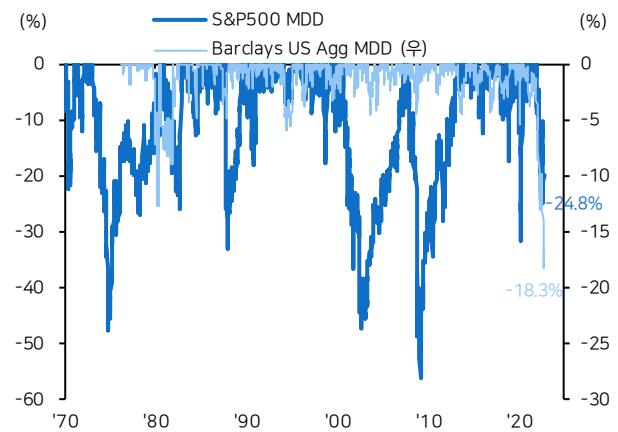
그림3 주요국 10년물 변화: 연초 이후 평균 300bp↑



주: 1993년 7월 이전은 재할인율, 이후는 연방기금금리
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 주식, 채권 MDD(고점대비 최대 낙폭): 채권 부진 강도는 주식과 유사



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 한국: 투자의 시대에서 저축의 시대로? 예금금리가 배당수익률을 다시 역전



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

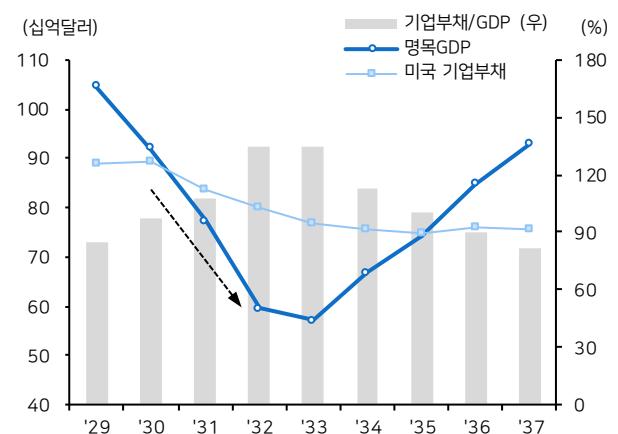
부채 문제, 어떻게 봐야하나? 인플레이션이 잡히면 결국 '금융억압(Financial Repression)'으로 회귀 할 것

국가부채, 어떻게 컨트롤하나

부채 문제는 부채 비율(부채/GDP)의 기여도를 구분해서 봐야한다. 경기충격(GDP)과 부채 디레버징 강도에 따라 달라지기 때문이다. 대공황의 경우 '기업'의 부채가 과도했던 것이 문제였다. 1930년 이후 기업부채 감소(De - Leveraging)와 더불어 GDP 위축이 더 빠르게 진행 됐다. 경기충격이 부채 충격을 더 중폭시켰던 사례(기업부채 비율: '29년: 85% → '32년 134%)이다.

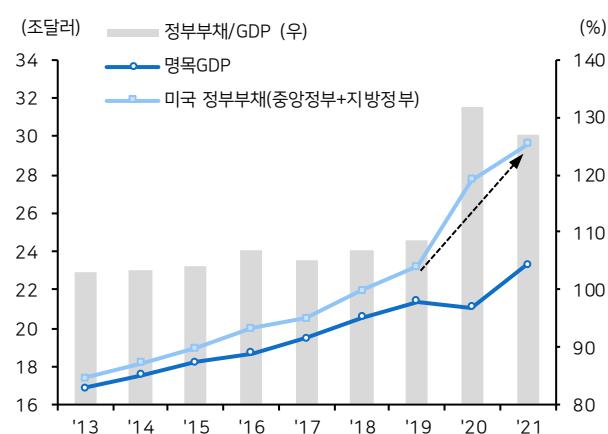
반면 지금은 기업 등 민간이 아닌 '정부부채' 자체가 빠르게 급증한 것이 차이점이고, GDP 충격은 제한적이다. 깊은 경기침체가 아니라면 국가부채 컨트롤이 중요해졌다는 의미다.

그림6 미국 대공황 전후 기업부채 및 부채비율 변화



자료: US Census, "From Colonial Times to 1970", US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 COVID-19 전후 정부부채 및 부채비율 변화



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

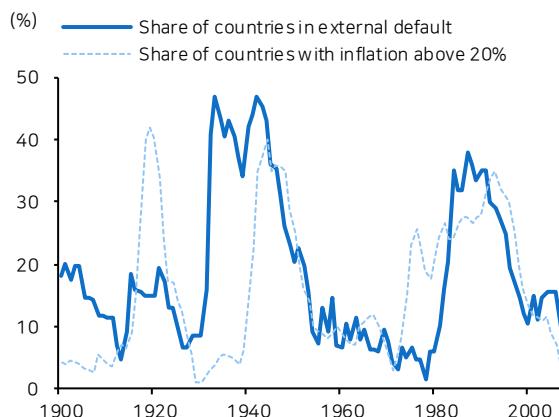
부채의 화폐화(Financial Repression)

그렇다면 국가 부채는 어떻게 해결할 수 있고, 어디가 해결점일까? Carmen M. Reinhart에 따르면 GDP 대비 부채비율은 줄이는 방법은 5가지이다. 1) 경제성장 ($g > r$), 2) 진축재정, 3) 디폴트 및 부채조정, 4) 高 인플레이션, 5) 점진적 금융압박(Financial Repression, 실질 이자율 마이너스(-) 유지를 통한 부채의 화폐화)이다.

이 중 1)은 상대적으로 어렵고, 2)는 선호되지 않음. 역사적으로는 3)이 의외로 빈번하며(2차 세계 대전 이후 국가 채무 불이행 빈번). 현실적으로는 5)의 옵션이 성공확률이 높았다. 과거의 경험(2차 세계 대전 이후)에 비춰보면 주요 선진국의 경우 5)의 옵션을 선택할 가능성이 높다고 본다. 국가부채 자체를 줄이기는 매우 어렵기 때문이다.

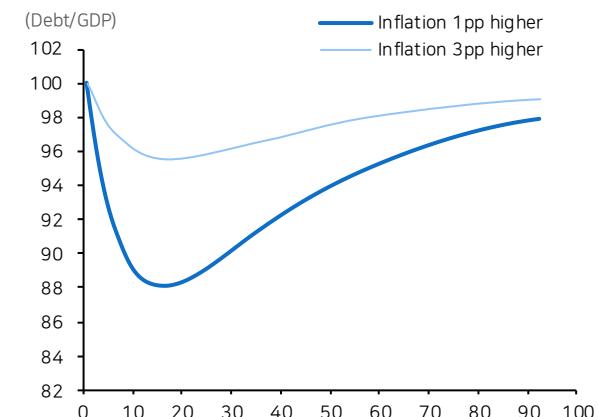
전제 조건은 인플레이션의 안정이다. 물가 안정 이후 국가 부채는 Financial Repression 정책으로 회귀할 것으로 전망하며, 일정수준의 인플레이션 수준을 안정적으로 관리하면서 부채의 화폐화를 유도할 것으로 기대한다. 이런 시나리오라면 부채 공포는 내년 상반기에는 진정되는 사안일 듯 하다.

그림8 인플레이션이 국가 재정(부채)와 밀접한 이유



자료: Carmen M. Reinhart (2009), 메리츠증권 리서치센터

그림9 인플레이션 변화에 따른 '부채'의 화폐화 시나리오



자료: BOE(2020), 메리츠증권 리서치센터

국가 총돌의 시대: '경제' 보다는 '억압'으로 진화 중

분쟁이 아닌 총돌의 시대

미·중간의 분쟁은 어제 오늘의 일은 아니지만, 앞으로는 단순한 경제의 시대는 아닌 듯 하다. 미국의 대중국 경제정책은 완화되기 보다는 더욱 강도 높게 진행될 것으로 본다. 바이든 대통령의 대중국 정책(ex. 국가안보 전략: National Security Strategy Document)이 'Little Obama, More Trump'라 평가될 정도로 강한 대응을 예고하고 있기 때문이다. 특히 기술 분야에 있어 중국에 대한 단순 경쟁 우위 전략이 아닌 '기술 성장 억제 및 고립' 전략이 병행될 것으로 예상한다.

대척점은 '기술(R&D)'이다. 과거 소련과의 냉전시대에는 군비경쟁이 치열했지만 지금 중국과는 군사비 지출을 비교할 수는 없는 수준이다. 중국은 미국의 1/3에

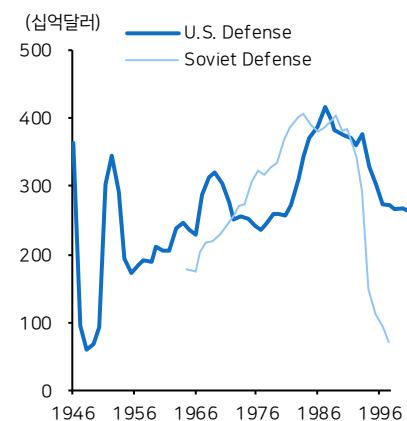
R&D를 견제하는 방법

불과하다. 반면 R&D는 중국이 미국의 85% 수준까지 근접했다. 해당분야의 경쟁이 이미 본격화 됨을 시사한다.

그렇다면 경쟁 국가의 R&D를 견제 방법은 무엇인가? 크게 두 가지이다. 1) 기술 표준을 분리하던가(Tech Decoupling), 2) R&D 자체를 못하게 하거나(반도체 통제)이다. 전자는 이미 진행 중이고, 후자는 새롭게 추가됐다.

반도체 통제가 진행된 이유는 그 중심에 'Chip'이 있기 때문이다. 과거 1,2차 세계 대전은 강철과 알루미늄의 싸움이었다면 'Chip War(반도체 전쟁)'이다. 중국이 수립에 가장 무게를 두고 있는 것도 반도체이다. 원유보다 반도체 수입량이 많다. 한 때 원자재 블랙홀로 알려진 중국이 이제는 반도체의 블랙홀로 바뀌고 있는 셈이다. 반도체 통제는 중국 내 R&D에 영향을 줄 수 밖에 없는 구조이다.

그림10 미국과 소련의 국방비 지출



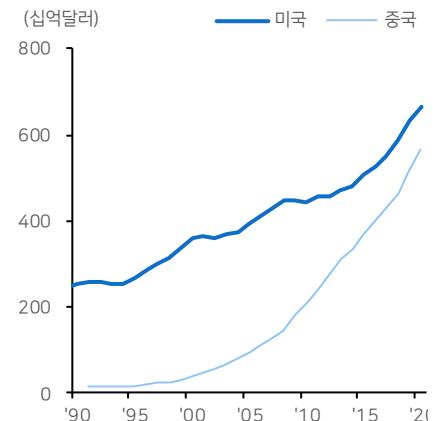
자료: Harrison(2003), 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국과 중국 국방비 지출



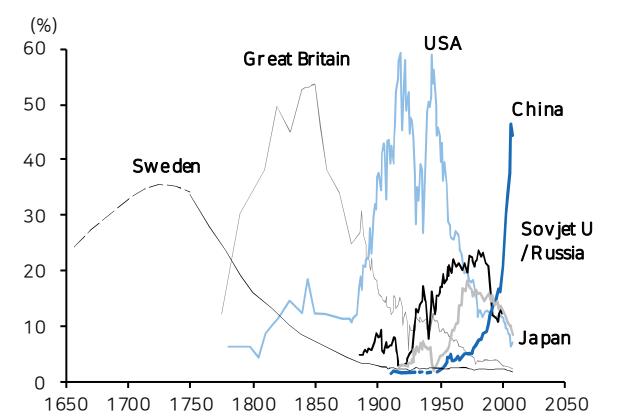
자료: 중국 재정부, 미국 관리예산처, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국과 중국 R&D 지출



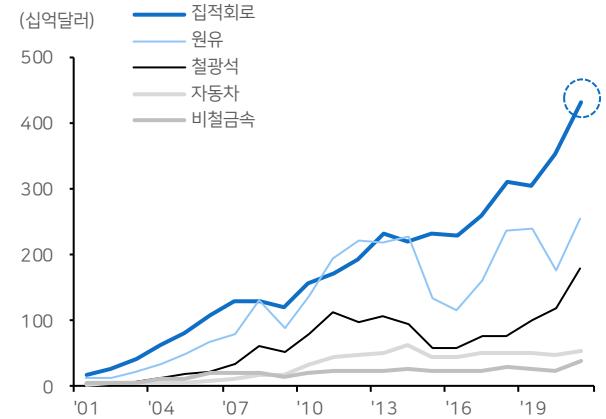
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림13 주요국 철강 생산량 비중 추이: 얼마나 생산할 수 있느냐가 강대국의 지위



자료: Swedish Iron and Steel Makers Association(2019), 메리츠증권 리서치센터

그림14 중국 품목별 수입 : 원유보다 집적회로(ex. 반도체) 수입 비중이 압도



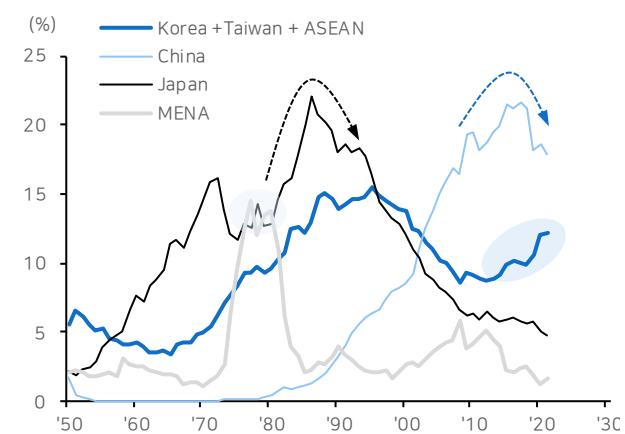
자료: 중국 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

정책의 변화는 필연적으로 공급망 변화로 연결

분쟁이 주식시장에게 주는 시사점

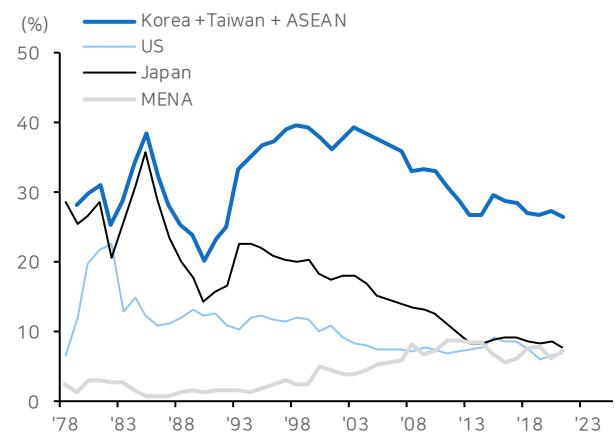
이러한 국가 충돌의 본격화가 시사하는 바는 '공급망'의 변화 가속화이다. 1970년대 일본과의 마찰은 미국의 일본 수입 비중 감소로 연결됐고, 그 자리는 중국이 이어 받았다. 지금은 또 다른 변화가 진행 중이다. 중국 수입 비중이 줄고, '한국+대만+아세안' 지역에 대한 수입 비중이 확대 중이다. 새로운 미국 공급망이다.

그림15 미국의 주요국 수입 비중: 1980년대 일본, 2010년대 중국, 지금은?



자료: IMF Direction of Trade Statistics (DOTS), 메리츠증권 리서치센터

그림16 중국의 주요국 수입 비중: 특정 국가에 대한 편중 없음. 자립경제 본격화?



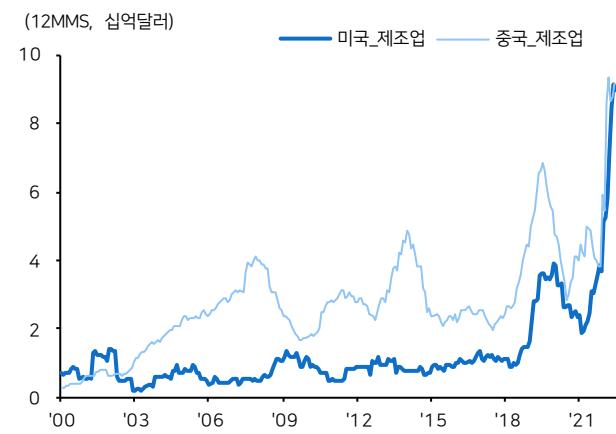
자료: IMF Direction of Trade Statistics (DOTS), 메리츠증권 리서치센터

기업은 이미 빠르게 움직이고 있다. 작년과 같은 주저함은 없다. 국내 대미 투자가 빠르게 확대 중이다. 2015년 이후 중국보다 미국에 대한 투자를 늘리기 시작한 이후 작년부터는 급격히 확대 중(반도체, 자동차, 2차전지 등 영향)이다. 2003년 ~2006년의 경우 한국 전체 투자금액 중 절반 가까이 중국에 집중되었다는 것을 본다면 전혀 달라진 패턴이다.

제조업 부문만 놓고 봐도 마찬가지이다. 제조업의 탈중국화가 뚜렷하다. 절대 투자금액에서 미국형 제조업(설비)투자 금액은 중국을 앞서고 있으며, 전체 제조업 투자 중 미국 투자 비중이 2000년 이후 처음으로 넘어설 전망이다.

업종별로 보면, 2차전지, 자동차 부품이 투자확대 & 수출확대(매출)가 동시에 진행되고 있으며, 반도체는 최근 투자가 진행 중. 태양광은 꾸준히 대미 투자를 늘려왔지만 최근 수출 급증이 관찰된다. 이러한 추세라면 이들 산업은 한국 수출 공급망 중심축이자 투자 포트폴리오의 중심, 베타(β) 섹터로 판단한다.

그림17 한국 주요국 제조업 투자 금액(ODI)



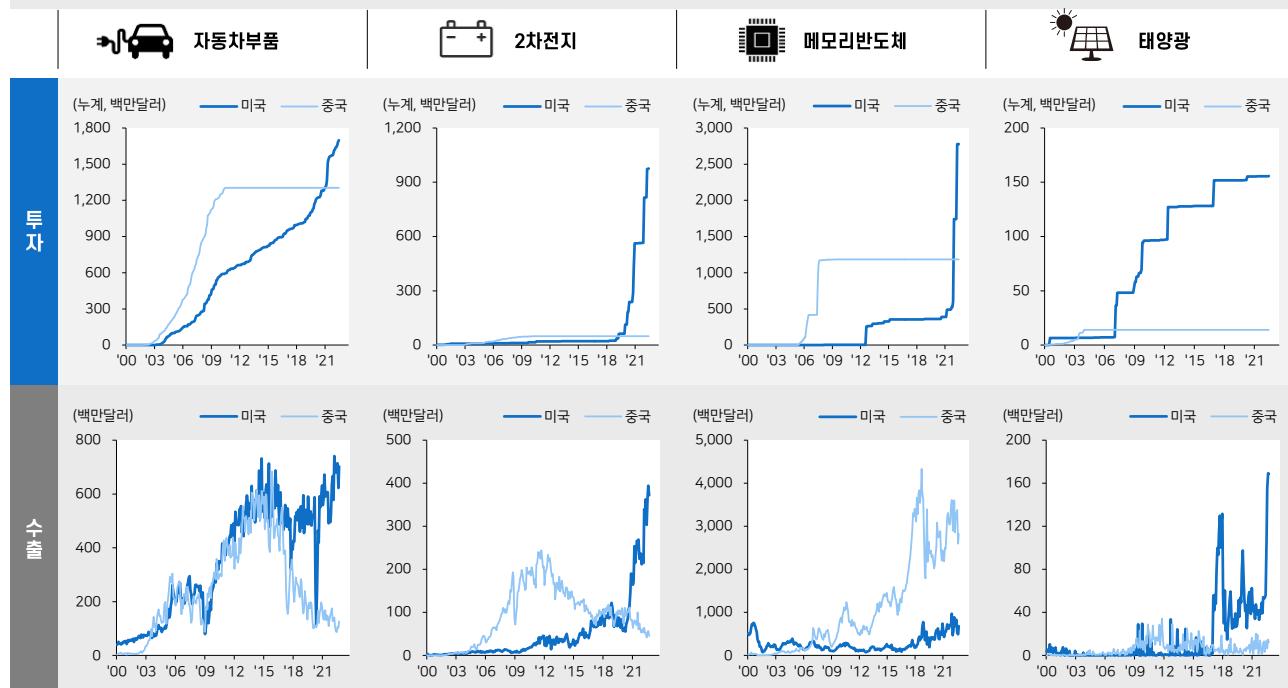
자료: 한국수출입은행, 메리츠증권 리서치센터

그림18 한국 주요국 제조업 투자 금액 비중(ODI)



자료: 한국수출입은행, 메리츠증권 리서치센터

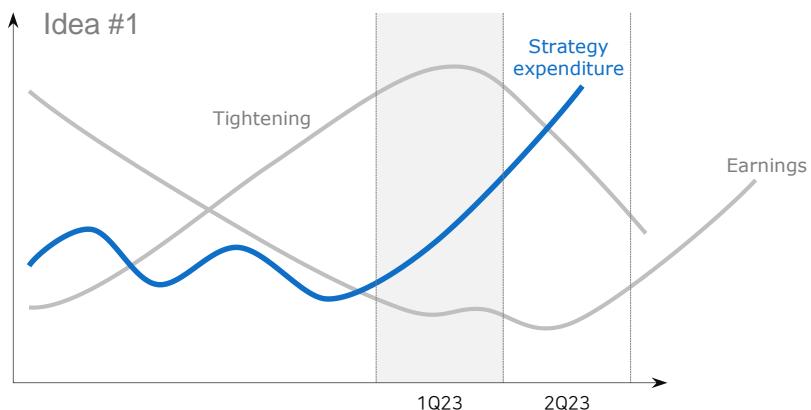
그림19 미국 공급망 투자에 속도를 높이거나 성과를 내는 업종은?



자료: 한국수출입은행, 무역협회, 메리츠증권 리서치센터

남은 문제는 타이밍이다. 향후 시장의 변곡점은 어디일까. 우리는 3가지 기준으로 접근했다. 1) 분쟁(정책), 2) 매크로(연준, 재고, 에너지), 3) 기업실적이다. 결론적으로 지표의 변곡점은 '내년 1분기'로 판단한다. 분쟁 곡선은 이미 방향을 전환했으며, 매크로 & 기업실적의 변곡점이 맞물리는 시기이기 때문이다.

그림20 도식화 표



자료: 메리츠증권 리서치센터

마지막으로 3가지 변수 중 첫 번째인 '분쟁(정책)'에 대한 내용을 일부 소개한다 (이후 내용은 전략공감 시리즈를 통해 소개 예정). 그 첫 질문은 이렇다.

국가 분쟁(다툼)의 본격화는 금융시장에 부정적인가?

Paradox of War

전쟁의 역설

"대포소리에 사고, 나팔소리에 팔아라 ("Buy on the sound of the cannon, sell on the sound of the trumpet" – Nathan Rothschild)

'예고된 분쟁'이라면 국가간 충돌 본격화는 꼭 금융시장의 폐닉을 의미하지는 않는다. 냉전시기나, 물리적 전쟁이 진행됐던 시기의 공통적 현상이기도 하다. 이유는 전쟁(분쟁)이 본격화되면 국가 정책 전환이 시작되기 때문이다. 그 경쟁의 중심에 있는 산업은 정책지원 수혜를 받기도 한다.

물리적인 전쟁이 아닌 기술 및 산업 전쟁도 크게 다르지 않다. 분쟁기간 중 산업 및 주가 변곡점은 다음과 같이 정리된다. 기술 및 산업 전쟁의 핵심은 '생산량' 통제였다.

- 1) 분쟁의 본격화= 정책지원 가속화, 2) 전쟁 이후: 승자독식 뚜렷, 3) 경제적 경제의 경우: 생산량에 영향 주는 규제 및 이벤트가 주가 분기점 작용(ex. 일본의 자동차 생산기지 이전 등)

표1 주식시장 분쟁 매뉴얼 : 분쟁의 종류 및 단계에 따른 주가 반응

분쟁의 종류	진행 단계	Stock market reaction to:		
		정책 및 규제안	세부 내용 및 영향	주가 반응
Wars	전쟁 및 분쟁 본격화	정부 지출(국방비, 핵심 기술 R&D) 지출확대	핵심 산업에 대한 투자 강화	↗
	냉전 혹은 전쟁 기간	수출 규제 및 핵심사업 통제	Ex. COCOM(대공산권수출통제 위원회) IIEPA(국제비상경제권법)	↔ Winner / Loser Pricing
	전쟁 종료	- Rebuilding & Reconstructing, 부채 재조정 - 전후 산업 경쟁 본격화	- Marshall Plan / Financial Repression - 산업 재편 및 신기술 대중화	↗ (승전국) ↘ (패전국 혹은 디플트 국가)
Trade War (ex. 자동차)	가격 규제	반덤핑 / 과징금 / 관세	행정명령 등 조치	↘ (경쟁 국가)
	총량 규제	수출(수입)쿼터 제한	생산기지 이전 자극	↘↘ (경쟁 국가)
Technology War (ex. 반도체)	산업 팽창기 (ex. 1970's)	정부지원 부재 기술표준 부재	수요 > 공급 정부는 구매자 역할/ 경쟁자와의 공존 가능	↗ (경쟁 국가)
	산업 경쟁기 (ex. 1980's)	- 경쟁열위 시 정부 지원(규제)시작 - 수출제한(총량규제) / 반덤핑 & 과징금 (가격 규제)	- 반도체협회 및 컨소시엄 결성 (SIA, SEMATECH) - 무역협정 진행	↘ (경쟁 국가) ↗ (반사이익 국가)
	기술 표준시대 (ex. 1990's)	- '산업' 중심에서 '과학정책' 중심으로 전환 - 기술표준 채택	- 산업 생태계 조정 시작 - 기업은 생산성 향상(Cost 절감) 추구 → GVC	↗ 승자 독식
	기술 성숙기 (ex. 2010's)	- 핵심 기술 리더십의 초월적 격차 추구 - 생산의 효율화/ 분업화 극대화 - 차세대 기술 견제	- 텁커스 기업의 성장 - R&D 및 오프쇼어링에 집중 - 수출제한 품목 부활	기술 우위 기업 중심으로 차별화

자료: 메리츠증권 리서치센터

반도체의 변곡점?

그런 맥락에서 보면 최근 미·중 반도체 규제는 생산량 규제 성격이 크다. 향후 궁극적인 생산량 감소 및 차질로 결국 이어진다면 반도체 산업 내 주가 변곡점으로 작용할 가능성이 높다.

"신(God)은 석유 매장지를 결정하셨고, 우리는 패(Fab: 반도체 공장)이 어디에 있는지 결정하게 되었다"

1990년대 일본과의 치열한 반도체 경쟁을 '기술표준(마이크로프로세서)'으로 끝낸 인텔 CEO의 발언이 새삼 떠 오르는 시점이다.

칼럼의 재해석

김선우 연구위원

낫아지고 있는 애플의 중국 의존도 (The Economist)

애플의 지난 20년 간의 성장에는 중국의 역할이 지대한 영향을 미쳤다. 중국은 현재까지도 애플 제품 생산의 90% 이상을 담당하는 주요 생산지이면서 동시에 주요 소비국이다. 150개에 이르는 중국 공급업체들이 현재도 관련 부품 생산 및 조립 사업을 영위하고 있으며 FY2022 기준 전체 매출액의 19%를 차지하고 있기도 하다.

하지만 최근 애플의 생산지 다변화 움직임이 펼쳐지고 있다. 유력한 후보로는 인도와 베트남이 거론되고 있다. 팬데믹을 거치며 공급망이 집중에 따른 리스크에 대한 경계심이 확대되고 있다. 중국 봉쇄로 인한 IT 제품 생산 및 출하 차질은 이를 더욱 가속화시켰다. 또한 중국의 평균 임금은 인도와 베트남 대비 2배 가까운 수준까지 상승하여 비용 효율성에 대한 개선 필요성이 대두되었다. 무엇보다 미국 정부의 중국 반도체 산업에 대한 수출 규제 등 미·중 간 패권 경쟁 심화가 중국 의존도 하락을 부추기고 있는 상황이다.

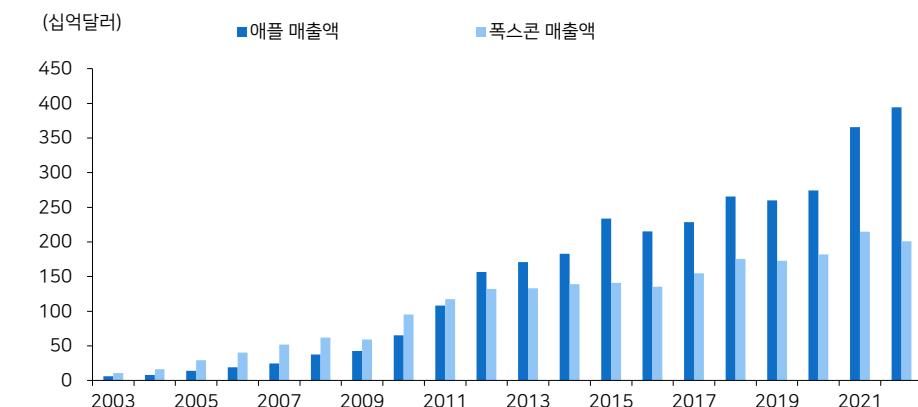
세계의 공장 역할을 수행한 중국의 제조 경험과 효율성이 단기간 내 완전히 대체되기는 어려울 전망이다. 하지만 애플을 비롯한 해외 IT 기업 유통에 대한 베트남, 인도 등 신흥국 정부의 의지가 지속되고 있다. 또한 강대국 간 패권 경쟁 또한 단기간 내 종료될 가능성도 높지 않다. 따라서 장기적으로 이러한 변화의 흐름은 지속될 가능성이 높다.

애플의 중국 중심 공급망에 생기는 변화

애플 제품의 생산·소비에서 가장 중요한 국가, 중국

애플의 성장은 중국의 역할을 빼놓고 설명할 수 없다. 중국은 애플 제품의 주요 제조국으로 현재까지도 90% 이상의 애플 제품이 중국에서 제조되고 있다. 다른 한편 중국은 애플 전체 매출액의 최대 25%를 담당한 주요 소비국이기도 하다. 하지만 최근 심화되는 미·중 간 지정학적 갈등과 견제, 팬데믹을 거치며 공급망 관리의 중요성이 대두되며 중국에 대한 애플의 태도 변화가 나타나고 있다.

그림1 애플과 폭스콘의 장기 동반 성장

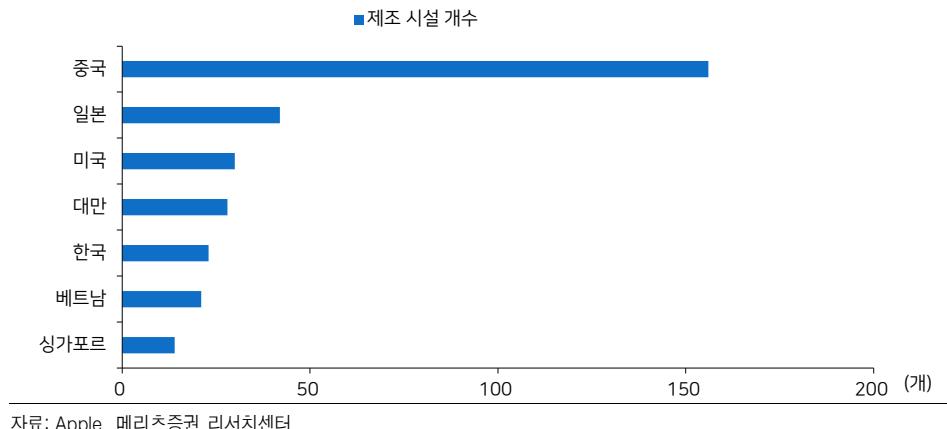


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

중국과의 협력 관계를 위해
과거부터 노력한 애플

애플 제품은 중국에서 중남미에 이르기까지 전세계에 위치한 공급업체들과 협력하여 생산된다. 이 기업들이 위치한 국가 중 핵심은 중국으로 150개에 이르는 공급업체들이 관련 부품 생산과 제품 조립 등을 위한 제조 시설을 운영하고 있다. 현재 애플의 CEO인 팀쿡은 CEO 취임 전 공급망 관리를 담당하였다. 그 과정에서 중국 당국이 요구하는 자국 내 중국 데이터 보관, 일부 앱 삭제 등의 요구를 수용하며 중국과의 관계 정립을 위해 노력하기도 하였다.

그림2 애플 공급업체는 중국에 가장 많은 제조 시설 운영 중



생산지 다변화는 베트남과 인도를 중심으로

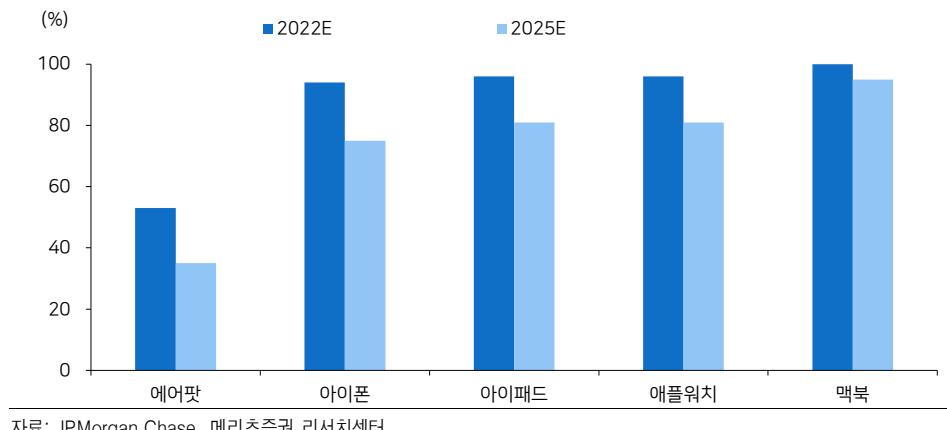
**베트남과 인도가 유력한
생산지 다변화 국가**

애플의 생산지 다변화 후보지로는 베트남과 인도가 유력하다. 지난 5월, 팜민찐 베트남 총리는 미국 캘리포니아 애플 캠퍼스에 방문해 팀쿡 CEO와 회동을 가졌다. 이 자리에서 팀쿡은 베트남 내 애플 공급망을 확대시키길 원한다고 언급했다. 이후 언론에 따르면, 애플은 중국에 위치한 태블릿 생산라인 일부를 베트남으로 이전 완료했다. 한편 내년 애플은 인도에 첫 현지 애플스토어를 개장할 예정이다.

**비 중국 생산 비중은 지속적으로
증가할 것으로 전망**

애플이 매년 발표하는 협력사 리스트에서 인도 및 베트남 공급업체는 2017년 총 18개에서 2021년 37개까지 증가했다. 한편 애플은 구형 모델 아이폰만을 생산하던 인도에서 지난 9월부터 신제품인 아이폰 14를 생산하기 시작했다. 또한 애플이 곧 베트남에서 자사의 맥북을 생산할 예정이라는 언론 보도가 이어지기도 했다. 이미 애플의 무선 이어폰인 '에어팟'은 절반 정도가 베트남에서 생산되고 있으며 JP모건은 2025년까지 베트남 비중이 2/3까지 증가할 것으로 전망했다.

그림3 중국 생산 비중은 2025년까지 전 제품에서 하락할 전망



리스크 관리와 비용 효율화를 위한 생산지 다변화

1) 운영 상의 리스크 분산

이러한 생산지 다변화의 목적으로는 운영 상의 리스크 분산이 있다. 펜데믹 상황을 겪으며 IT 기업들은 공급망이 집중되어 있을 때 발생할 수 있는 위험을 경험했다. 중국 정부의 제로 코로나 정책으로 인한 상하이 시 봉쇄 조치로 맥북 제조업체들이 공장 가동에 차질을 겪기도 했다. 이로 인해 애플은 물론 관련 공급망에 있는 기업들의 동반적인 실적 감소 또한 이어졌다.

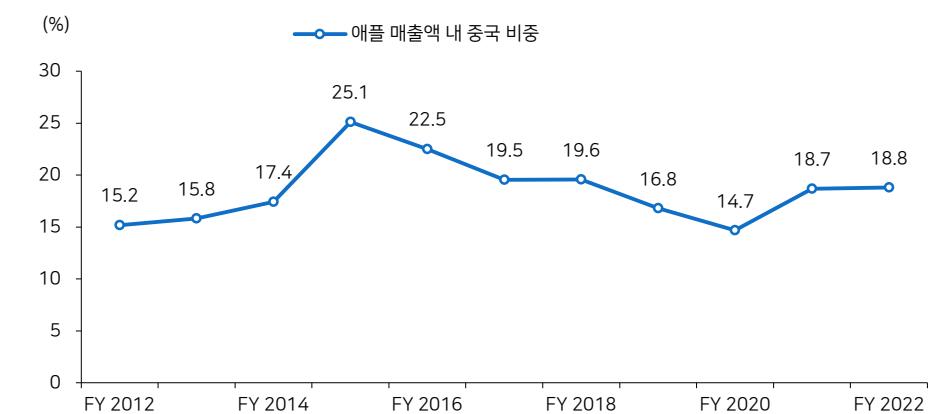
2) 인건비 등 운영 비용 절감

또 다른 이유는 비용 감소에 있다. 지난 10년 간 중국의 평균 임금 수준은 두 배로 상승했다. 일본의 연구기관 Jetro에 따르면 2020년 기준 중국의 생산직 노동자 평균 임금은 월 530달러 수준으로 인도나 베트남 대비 두 배 정도 수준이다. 기존까지는 도로망, 전력망 등 인프라 부족이 인도의 발목을 잡았지만 이러한 조건 또한 빠르게 개선되고 있다. 이와 함께 각국 정부의 지원 사격 또한 이어지고 있다. 인도 정부는 생산 공장에 보조금을 지급하고 있고 베트남은 세액 공제, EU 와체결한 FTA 등이 해외 IT 기업들의 자국 내 진출을 유도하고 있다.

세계에서 두번째로 큰 스마트폰 시장인 인도에서의 실적 성장

애플의 인도·베트남 등으로의 생산지 진출은 또한 잠재적 고객 확보의 의미가 있다. 인도는 세계에서 두번째로 큰 스마트폰 시장이다. 과거 소득 수준 대비 애플 제품의 가격이 높아 많은 판매량을 기록하기 어려웠지만 빠른 속도로 실적이 성장하고 있다. 지난 10월 실적발표를 통해 애플은 인도의 매출액이 두자릿수대의 고성장을 기록했다고 밝히기도 하였다. 이와 동시에 2015년 25%에 달했던 중국 매출 비중은 2022년 기준 19%까지 감소하였다.

그림4 애플 매출액 내 중국 비중은 2015년부터 하향 안정화



자료: Apple, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

지정학적 리스크 심화에 따른 탈중국 필요성 대두

미중 간 갈등 심화로 미국 기업들의 운영에도 변화가 감지

앞서 언급한 펜데믹으로 인한 공급망 다변화 필요성, 비용 절감 효과보다도 최근 가장 두드러지는 애플의 탈중국 요인은 미국과 중국의 패권 다툼이라는 지정학적 요소이다. 미국과 중국의 높아지는 긴장도는 이미 애플의 사업에 변화를 가져왔다. 지난 8월 애플은 대만 협력사에 '대만산' 표기가 아닌 '중국 대만', '중국 타이베이' 표기를 요청하기도 하였다.

애플은 중국산 NAND 채택 계획을 폐기

미국 상무부가 10월 초 중국에 대한 전방위적 반도체 수출 규제를 발표하며 상황은 심화되었다. 여러 언론 보도에 따르면, 애플은 당초 중국 내 아이폰 제품에 중국의 메모리 업체 YMTC가 생산한 NAND Flash를 탑재할 계획이었다. 하지만 미·중 간 갈등 심화에 따라 이 계획을 폐기하였다.

각국 정부의 노력과 생산지 다변화 필요성은 지속될 전망

현재로서는 당장 중국의 생산력이 완전히 인도·베트남 등 제3국으로 대체될 가능성은 낮다. 상기 서술한 장점에도 불구하고 여전히 중국 노동자들은 경험과 숙련도, 효율성 등에서 강점이 있기 때문이다. 하지만 지정학적 리스크의 심화와 인도 등 신흥국 정부의 제조 역량 강화에 대한 의지가 지속될 경우 장기적인 변화 가능성은 높다. 인도의 대규모 기업 그룹 Tata는 대만 IT 생산업체 Wistron과 인도 내 아이폰 생산에 대한 논의를 거친 것으로 알려져 있다.

애플 외 IT 산업의 전반적인 지형도 변화에 주목할 필요

동시에 애플의 이러한 변화는 IT 산업 전체의 변화와 무관하지 않을 것으로 보인다. 애플 외에도 PC, 서버, 스마트폰 등을 생산하는 여러 기업들이 중화권 서플라이체인에 크게 의존하고 있다. 급변하는 지정학적 상황 속에서 나타나는 기업마다의 차별화된 공급망 관리 전략에 지속적인 관심을 갖는 것이 필요하다.

원문: *The end of Apple's affair with China (The Economist)*