

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 11. 15 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

2023년 전망 시리즈 (해설판)

4-1. 선진국 투자전략: 정부 선택 > 소비자 선택

오늘의 차트

국제유가, 계속되는 수요와 공급의 줄다리기

칼럼의 재해석

MSCI 등 지수제공업체의 불공정 이슈 부각

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 11월 1일 발간된

[2023년 전망 시리즈 4 - 글로벌 전략: Technopolitics Era] 임



▲ 글로벌 투자전략 - 선진국

Analyst 황수욱

02. 6454-4896

soowook.hwang@meritz.co.kr

2023년 전망 시리즈 4-1 (해설판)

[선진국 투자전략]

정부선택 > 소비자선택

- ✓ 미국은 탈냉전 시대 종료 인식, 중국과의 경쟁에서 기술우위로 패권국 지위 회복을 목표
- ✓ 높은 물가 레벨, 상승할 실업률, 안정시대 종료에 소비자선택이 시장을 조성하는 힘의 약화
- ✓ 정부선택 기술에서 투자 기회: 반도체, AI, 양자컴퓨터, 바이오, 고급통신, 신재생에너지

미국이 그리는 그림: 기술 우위로 패권국 지위 회복

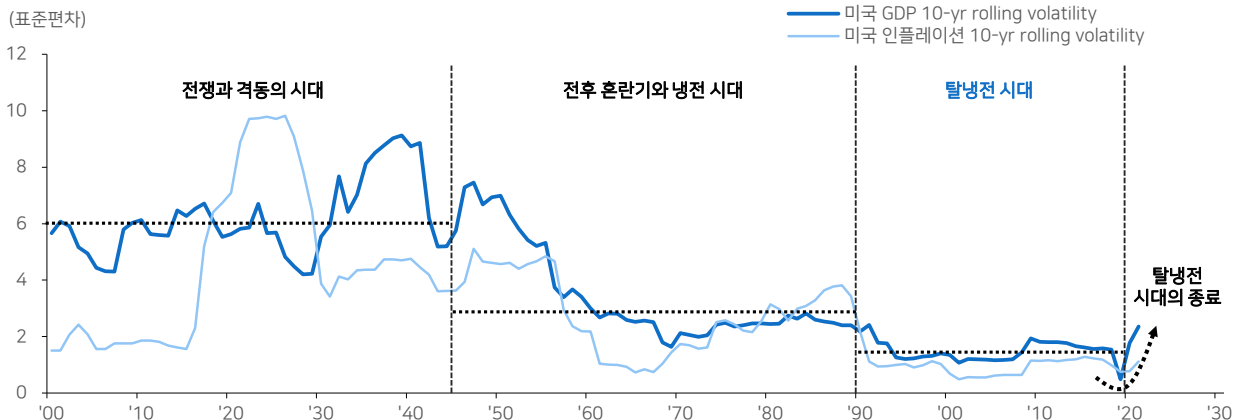
내년의 큰 그림은 안보 관련
첨단기술의 패권 분쟁

2023년 전망자료의 제목을 'Technopolitics Era'로 정한 이유는 내년에 부각될 가장 큰 흐름을 기술패권 분쟁으로 보았기 때문이다. Technopolitics(기술정치학)이란, 기술 우위가 국제정치의 패권을 좌우한다는 관점이다. 메리츠 글로벌 전략은 기술경쟁의 흐름이 부각될 내년 양상에서 미국의 세부적인 움직임을 포착하여 2023년 투자 아이디어를 제시하고자 한다.

하반기 전망에서 우리의 시각은
30년 저변동성 시대 추세의 종료

<그림 1>은 우리가 지난 5월에 발간한 하반기 전망의 서론에서 활용한 차트다. 하반기 전망에서 우리는 전염병과 전쟁으로 다시 변동성이 커졌던 지난 2년의 모습에 주목했다. 전쟁과 격동, 냉전의 변동성 시대는 1990년대 초반 소련 붕괴로 끝났고, 미국 중심의 세계는 WTO 출범과 중국의 디플레이션 수출로 낮은 물가를 유지하며 안정적인 성장이 이어졌다. 우리가 제시한 시각은 현재 이러한 시대가 끝나고 새로운 변동성 국면으로 진입하는 추세의 초입일 수도 있다는 관점이었다.

그림1 미국 물가/경제성장률 변동성 장기 시계열: 30년 동안 안정적으로 이어진 탈냉전 시대 종료. 변동성 다시 커지는 구간?



자료: Maddison Project Database(2020), FRB of Minneapolis, US BEA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

미국의 생각도 유사.
탈냉전 종료와 전략경쟁 시작
미국의 리더십 회복 전략은
자국 투자로 기술 우위 확립

미국은 변화 속 본격적인 전략경쟁 시대 인식. 그 중심에 중국에 대한 시각 변화

미국은 앞서 우리가 제시한 관점과 비슷한 생각을 하고 있는 듯 하다. 2022년 바이든 국가안보전략에서는 탈냉전시대가 종료되었다고 명시하며 세계가 변화 속 결정적인 10년의 초입에 있다고 언급하고 있다. 다음 시대를 위한 강대국 간의 경쟁이 진행 중이라는 것이다. 해당 문건에 드러난 미국의 생각은, 자국 내 투자로 기술우위를 확립하여 그들이 주도하는 리더십을 회복하고 싶어한다.

작년까지 다소 모호했던
중국에 대한 견제 인식 확립

그 중심에는 중국에 대한 인식의 변화가 있다. <표 1>에서 보이듯 작년까지만 해도 미국의 중국에 대한 인식은 다소 모호했다. 가장 견제를 해야 하는 국가이기도 하지만, 가장 중요한 고객이 되는 국가이기 때문이다. 그런데 2022년 바이든 국가안보전략에서는 중국에 대한 대응의 시급성을 강조하면서, '체제 경쟁의 유일한 경쟁자'라고 명시했다. 이전과는 다르게 중국을 명시적으로 견제하겠다는 의지가 드러난 것으로 해석되며, 내년에 양국 사이에 펼쳐질 그림은 화합보다는 경쟁 구도가 심화되는 양상일 가능성이 높아 보인다.

그림2 미국 2022년 국가안보전략(National Security Strategy) 바이든 자필 서문: 미국은 세계가 중대한 변곡점에 있다고 인식

"The world is changing. We're at a significant inflection point in world history. And our country and the world—the United States of America has always been able to chart the future in times of great change. We've been able to constantly renew ourselves. And time and again, we've proven there's not a single thing we cannot do as a nation when we do it together—and I mean that—not a single solitary thing."

자료: The White House, 메리츠증권 리서치센터

표1 국가안보전략 및 국무장관/국방장관 언급에서 드러난 미국의 중국에 대한 시각: 2021년 vs 2022년 변화 부각

구분	내용
Obama National Security Strategy (2010)	"우리는 중국과 긍정적이고, 건설적이고, 포괄적인 관계를 추구하는 것을 이어갈 것이다" "We will continue to pursue a positive, constructive, and comprehensive relationship with China."
Obama National Security Strategy (2015)	"우리가 경계 상태에 있음에도 협력의 범위는 전례가 없다" "The scope of our cooperation is unprecedented even as we remain alert."
Secretary of Defense Ashton Carter(2015)	"이 관계에 대해 '비록' 아무 것도 정해진 것이 없지만, 힘의 경쟁으로 회귀" "A return to great competition, 'though' nothing is preordained about this relationship."
Trump National Security Strategy(2017)	"중국은... 미국의 가치와 이익에 반하는 세계를 만들고 싶어 한다." "China...want(s) to shape a world antithetical to U.S. values and interests"
Secretary of State Mike Pompeo(2020)	"중국 공산당의 행동은 오늘날 자유 세계에 대한 중대한 도전이다." "The Chinese Communist Party's actions are the primary challenge today in the free world."
Secretary of State Atony Blinken(2021)	"중국과 우리의 관계는 그래야 할 때마다 적대적 일수도, 경쟁적 일수도, 협력적 일수도 있다." "Our relationship with China will be competitive when it should be, collaborative when it can be, and adversarial when it must be."
Biden National Security Strategy(2022)	"중국은 세계질서 재편 의도를 지니고 목적을 달성할 수 있는 경제적, 외교적, 군사적, 기술적 능력을 지닌 유일한 경쟁자다." "The PRC is the only competitor with both the intent to reshape the international order and, increasingly, the economic, diplomatic, military, and technological power to advance that objective"

자료: The White House, Navy Times, State Department, 메리츠증권 리서치센터

배경에는 중국의
빠른 과학기술 성장에 있음

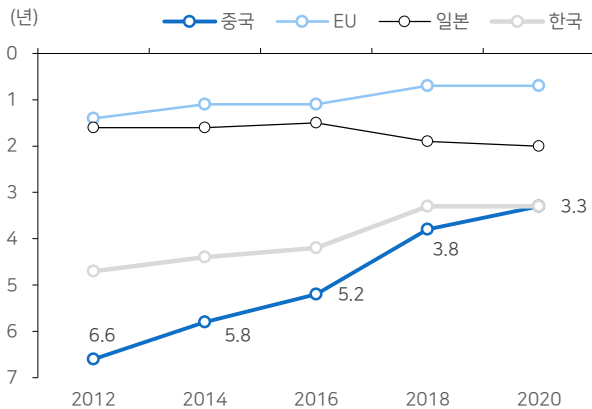
기술패권 장악을 목표로하는 미국에게 중국의 빠른 과학기술 성장은 주요 견제 대상

미국이 중국 견제에 힘을 싣는 이유는 중국의 빠른 과학기술 성장 때문이다. 바이든 국가안보전략 문건에서 드러난 것처럼, 미국이 하고 싶은 것은 기술패권 장악을 통한 글로벌 리더십 회복이다. 그런데 최근 중국과 미국의 과학기술 격차는 빠르게 좁혀지고 있다. 한국과학기술기획평가원에 따르면, 2020년 미국과 중국의 주요 과학기술 격차는 3.3년까지 좁혀진 상태다. 양국의 주요분야에 대한 세계 논문 점유율은 2020년 이미 역전되었다.

안보 관련 첨단 기술 격차는
2년 이내로 매우 좁혀진 상황

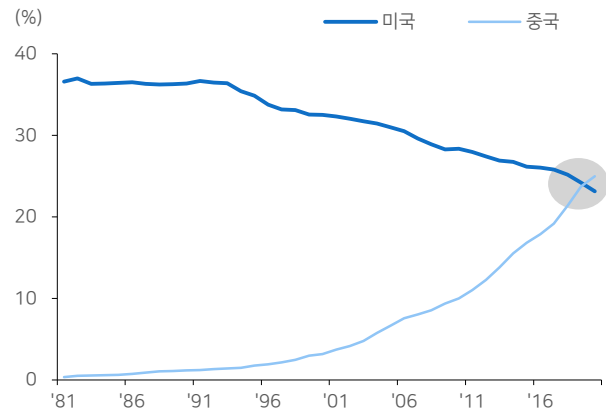
특히 안보관련 기술 격차는 2년 이내로 좁혀진 상태다. 2020년 기준 초저지연 통신 네트워크(0.5년), 인공지능 플랫폼(1.0년), 빅데이터 분석(1.0년), 지식정보보안(1.0년), 양자정보통신(2.0년) 등 주요 안보 관련한 첨단 기술 분야의 기술 격차는 2년 이내로 좁혀진 상태다. 내년에 공개될 2022년 기준 기술수준평가(한국과학기술기획평가원)에서는 이 격차가 좁혀졌을 가능성이 더 높다.

그림3 미국과 중국의 전략기술 격차: 중국의 빠른 추격



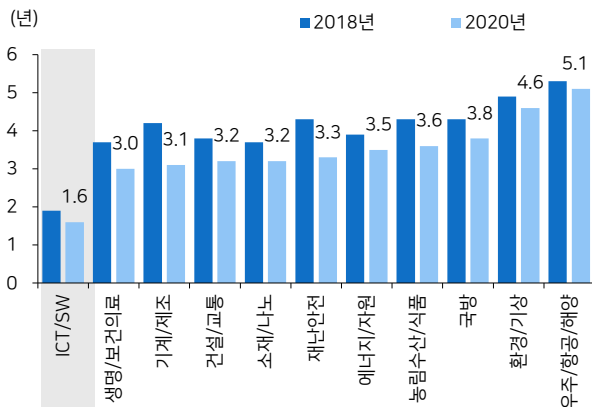
자료: 한국과학기술기획평가원, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국/중국 주요분야 논문 세계점유율: 2020년 역전



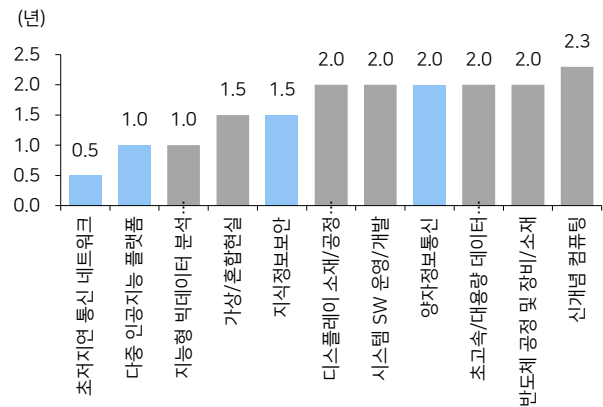
주: *국가별 논문 발표수 합계에 대한 점유율로 국가별 합계는 1편의 논문을 공저한 국가에 각 1편씩 계산한 것으로 실제 세계 총 논문수보다 큼
자료: 한국과학기술기획평가원, 메리츠증권 리서치센터

그림5 11개 중점과학분야 미-중 기술격차 축소



자료: 한국과학기술기획평가원, 메리츠증권 리서치센터

그림6 안보 관련 ICT/SW 세부분야 격차는 2년 이하



자료: 한국과학기술기획평가원, 메리츠증권 리서치센터

기술경쟁 우위로 패권국 지위를 획득했던 역사: 맨하탄 프로젝트, 아폴로 계획

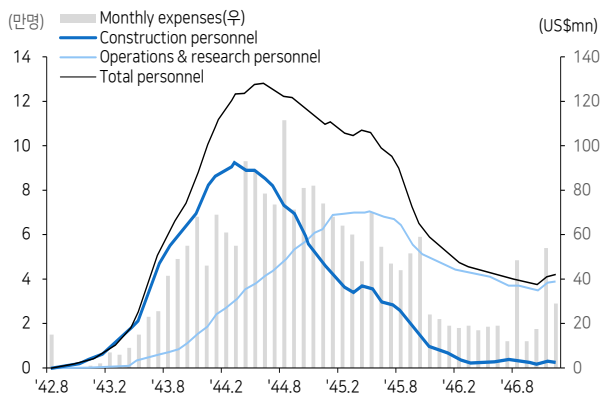
맨하탄 프로젝트:
국가전략에서 과학기술 우위
중요성 인식하게 된 계기

미국이 기술 우위로 패권국 지위를 회복하고 싶어하는 이유는 과거의 경험 때문일 것이다. 2차 세계대전 이전까지 세계 질서는 유럽 중심으로 흘러왔다. 미국이 처음으로 세계 무대의 중심에 등장한 것은 2차 세계대전에서 주요 승전국이었기 때문이다. 전쟁을 종식시키고 승리로 이끈 것은 군사 안보 기술이었으며, 이는 미국이 국가적 역량을 동원했던 '맨하탄 프로젝트'의 결과였다. 맨하탄 프로젝트는 국가전략에서 과학기술의 중요성을 인식하게 된 계기가 되었다.

아폴로 계획:
냉전시대 소련과 과학경쟁에서
우위 가져다 준 경험

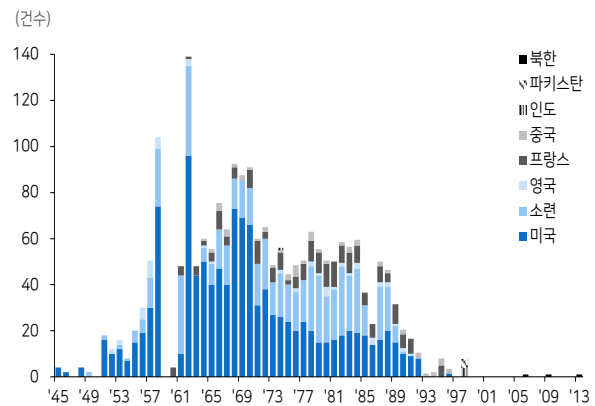
1960년대 아폴로 계획은 냉전시대 소련과 우주경쟁에서 미국에게 승리를 가져다 준 기반이었다. 당시 미국에는 소련이 상대적으로 낮은 군사 기술력을 보유하고 있다는 인식이 지배적이었다. 그런데 1957년 소련에서 먼저 무인 인공위성을 발사하면서 미국 사회에 충격을 주었다(스푸트니크 충격). 이후 2022년 달러 기준 약 3,000억 달러가 투입된 아폴로 계획이 수립되면서 미국 전체 R&D 예산의 70% 이상이 우주 항공 분야에 투입되었다.

그림7 2차 대전 전후 미국 과학기술 투하비용과 고용창출



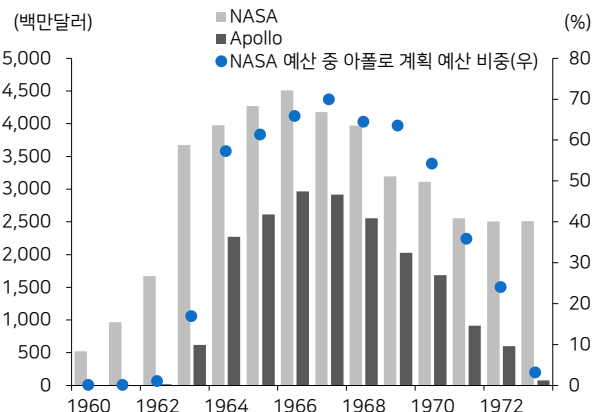
자료: Carnegie Mellon University, 메리츠증권 리서치센터

그림8 1945-2018 전세계 핵실험 건수 추이



자료: Google, 메리츠증권 리서치센터

그림9 아폴로 계획 예산은 전체 NASA 예산의 70% 이상



자료: F.B. Hopson, Administrative and Program Support Directorate, NASA, 메리츠증권 리서치센터

그림10 우주 항공 분야 R&D 예산도 급증



자료: 미국 과학 진흥회(AAAS, 2022.9), 메리츠증권 리서치센터

안보 및 기술 경쟁이 주식시장에 영향을 준 사례

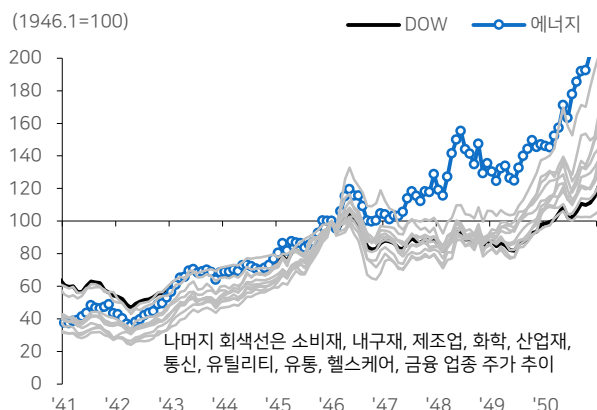
1940년대에는 에너지 안보 관련
주식이 아웃퍼폼

기술안보 경쟁이 부각되던 시절 어떤 주식시장에서도 수혜주가 등장했다. 1940년대에는 안보 관련 주식이 부각되었다. 도로 보급이 가속화되던 2차 세계대전 직후부터 1차 에너지원 중 석유와 석탄의 사용량 비중이 역전되기 시작하면서 석유 자원의 확보가 중요해졌다. 당시 DOW는 1946년 6월 고점 이후 전고점 회복까지 4년 이상(1950년)이 소요되었다. 그 가운데 우상향 주가 추세가 이어진 종목은 Standard Oil Co. of California(현재 셰브론)과 그 자회사인 Texaco가 있었다.

1960년대에는 정부주도 과학성장에
대한 수혜주 등장

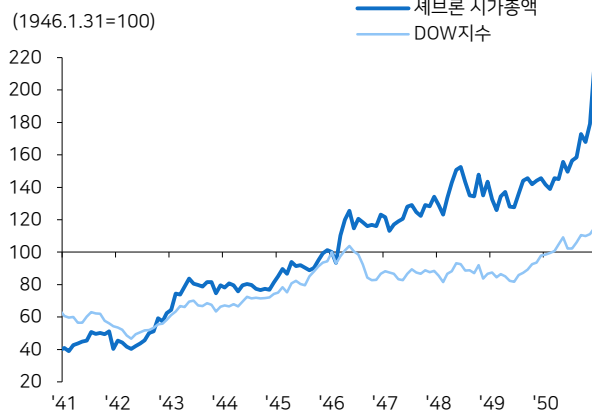
1960년대에는 아폴로 계획에 수혜를 받은 주식이 등장했다. 1961년부터 1968년 12월까지 S&P500이 68% 상승하는 동안 IBM 주가는 241% 상승했다. 당시 IBM은 NASA와 협력하여 아폴로 우주선 내부에 들어갈 컴퓨터를 IBM의 메인 프레임 컴퓨터를 기반으로 개발했으며, 여기에 필요한 소프트웨어도 함께 개발했다. 이처럼 과거 기술경쟁 가운데 정부주도 투자가 나오고, 여기에 수혜를 보았던 주식이 존재했다는 점은 비슷한 양상이 전개될 것으로 예상되는 내년 주식시장의 투자 기회를 시사한다.

그림11 1940년대 미국 업종별 주가 흐름



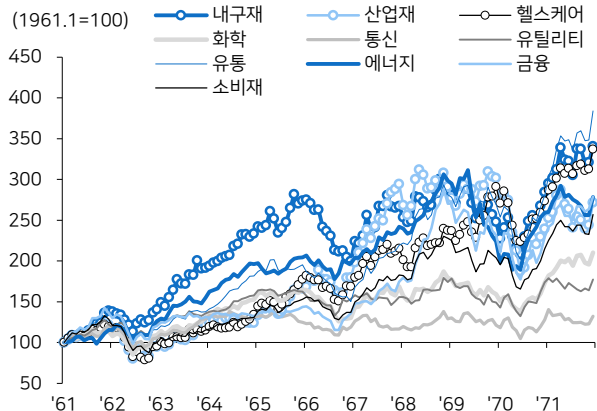
자료: CRSP, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 Standard Oil Co. of California(셰브론) 아웃퍼폼



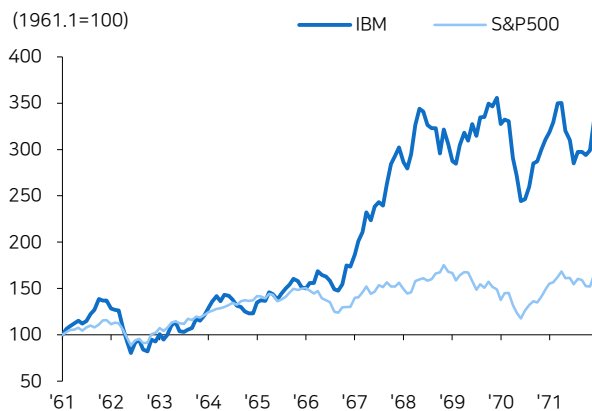
자료: CRSP, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 1960년대 업종별 주가 흐름



자료: CRSP, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 아폴로 계획에 수혜를 받은 IBM 주식 급등



자료: CRSP, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2023년 선진국 투자전략: 정부선택 > 소비자선택

내년에 소비자선택이 주가에 미치는 힘은 약화될 것으로 예상

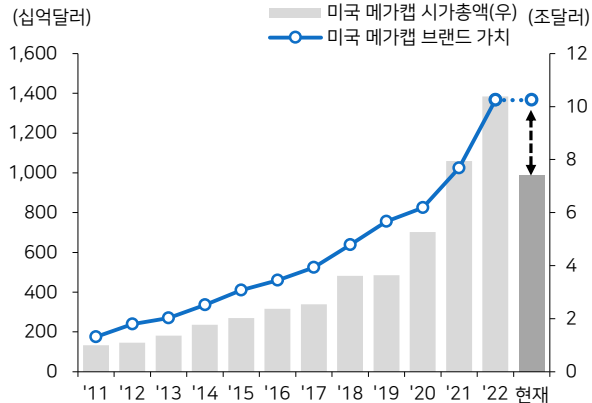
내년은 소비자 선택이 주가에 미치는 힘의 영향력 약화 예상

미국의 인식처럼 탈냉전 시대가 종료되고 다시 변동성이 커지는 흐름이 내년에도 이어진다면, 소비자선택이 주가에 미치는 힘은 약화될 것으로 예상된다. 1990년대 이후 이어진 탈냉전 시대의 낮은 물가와 변동성은 소비자선택으로 새로운 시장이 개화(IT 붐, 빅테크 주식 성장)하는데 중요한 배경이었다고 본다. 그런데 소비자선택의 크기를 브랜드 가치라고 한다면, <그림 16>처럼 이미 2020년 이후 소비자선택의 주가 설명력은 약해지는 것처럼 보인다.

작년보다 높은 실질금리와
인플레이션 수준은 소비에 부정적

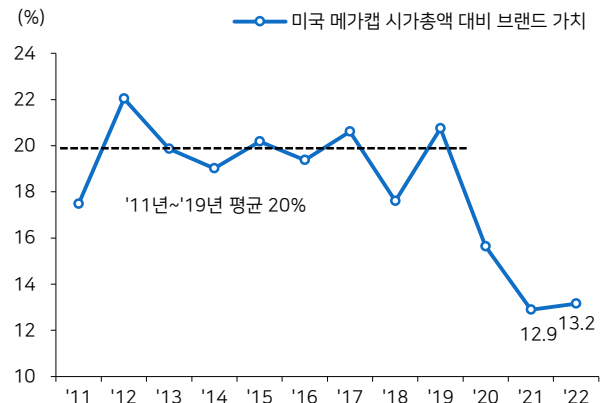
또한 내년은 높아진 명목금리 레벨 유지 가운데 인플레이션 기대는 점차 약화될 전망이다. 이 영향으로 실질금리가 높게 유지된다면, 이는 실질금리의 역의 함수인 실질 소비에는 부정적이다(그림 17). 또한 내년에 높아질 실업률을 감안하고, 물가 상승률이 하락하는 추세이기는 하나 최근 10년 평균보다 높은 물가상승률이 연말까지 이어질 환경(내년 물가전망 3.9%)은 소비심리에도 부정적이다(그림 18).

그림15 미국 메가캡 브랜드 가치, 시가총액 추이(연초 기준)



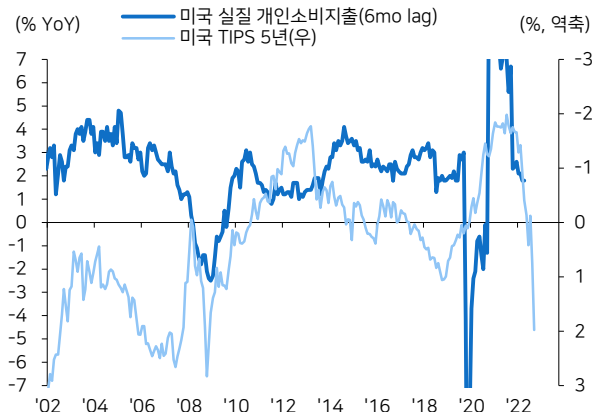
주: 애플, 아마존, 메타, 구글, MS, 월마트의 브랜드 가치와 시가총액 합 비교
자료: Brandirectory, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 미국 메가캡 시가총액 대비 브랜드 가치(연초 기준)



주: 애플, 아마존, 메타, 구글, MS, 월마트의 브랜드 가치와 시가총액 합 비교
자료: Brandirectory, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 실질금리 상승은 시차를 두고 소비감소로 이어질 것



자료: US BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 높은 물가/실업률 상승은 소비심리에 부정적



주: *고통지수는 미국 계절조정실업률+소비자물가지수 전년 대비 상승률의 합
자료: US BLS, Conference Board, 메리츠증권 리서치센터

기회는 정부선택 기술/산업에서 모색: FY2023 R&D 예산안 분석

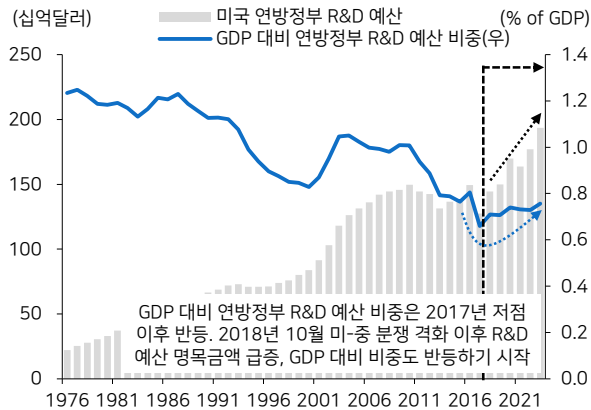
소비자선택보다는 정부가
선택하는 산업에서 기회 모색

따라서 내년은 소비자선택 산업에서 기회보다는 정부가 선택하는 기술 혹은 산업에서 투자 기회를 찾아야 한다는 의견이다. 정부가 선택하는 기술은 정부의 R&D 투자가 어디로 향하고 있는지를 통해 파악할 수 있을 것이다. 이미 미국은 2018년 중국과 분쟁이 격화되기 시작한 이후 연방 정부 예산 내 R&D 예산 비중이 늘어나기 시작했다. FY2023 부처별 R&D 예산안에 따르면, 국방부, 보건복지부, 에너지부에 R&D 예산이 집중되어 있고, 전년대비 증가율도 높은 것으로 나타났다.

R&D 투자가 집중되는 산업이
정부선택 산업일 것. 최근
일반과학 분야 모멘텀 주목

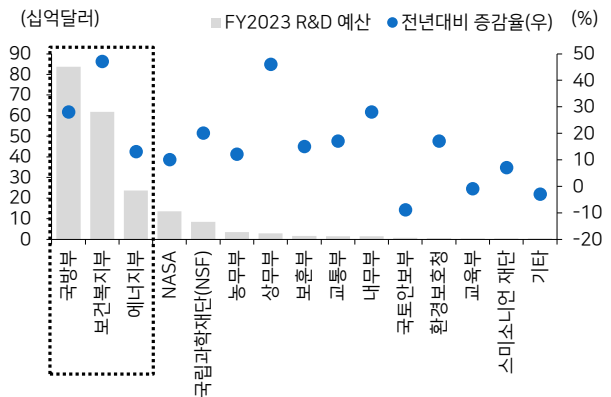
분야별 R&D 예산안을 봐도 비슷한 맥락이다. 헬스케어, 방위산업 R&D 예산은 증가 추세에 있다. 다만 주목하는 것은 일반과학 분야의 예산 증가 속도다. FY2021 이후 일반과학 분야 R&D 예산안 증가 속도는 과거 아폴로 계획을 떠올리게 만든다. 아폴로 계획이 본격화된 FY1962 우주항공분야 R&D 예산은 전년대비 70% 증가했다. FY2021 일반과학 분야의 R&D 예산도 전년대비 58.8% 증가했다. 일반과학분야의 세부 분야 중 새로 예산이 책정되거나 증가한 분야가 미국 정부가 '선택'한 산업, 혹은 기술이라고 볼 수 있을 것이다.

그림19 중국과 경쟁 심화 이후 정부 R&D 예산 추세 변화



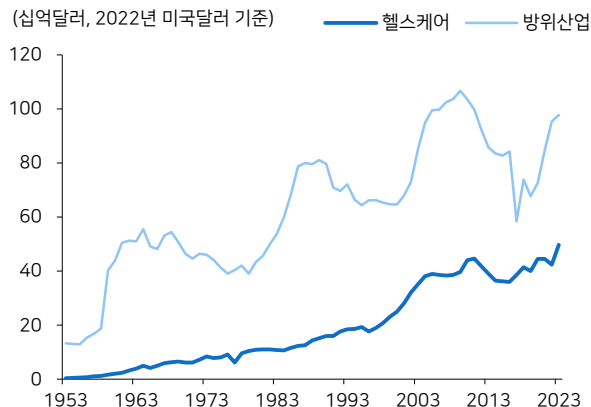
자료: 미국 과학진흥회(AAAS, 2022.9), 메리츠증권 리서치센터

그림20 부처별 R&D 예산 규모 및 FY2022대비 증감율



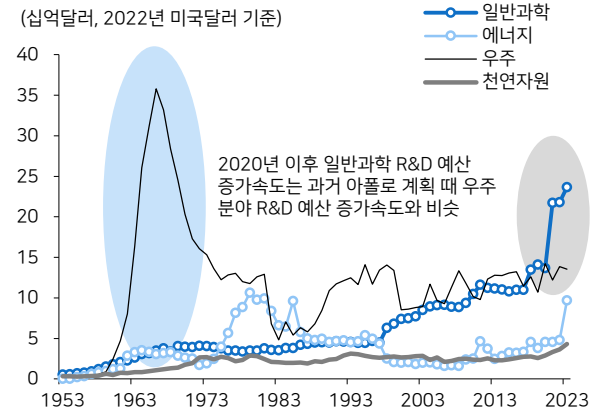
자료: CRS, The White House, 메리츠증권 리서치센터

그림21 분야별 R&D 예산 변화: 헬스케어, 방위산업



자료: 미국 과학진흥회(AAAS, 2022.9), 메리츠증권 리서치센터

그림22 일반과학 분야 R&D 예산 증가 속도에 주목



자료: 미국 과학진흥회(AAAS, 2022.9), 메리츠증권 리서치센터

새롭게 R&D 예산이 구분되어 예산이 편성되기 시작한 주요 안보 기술산업

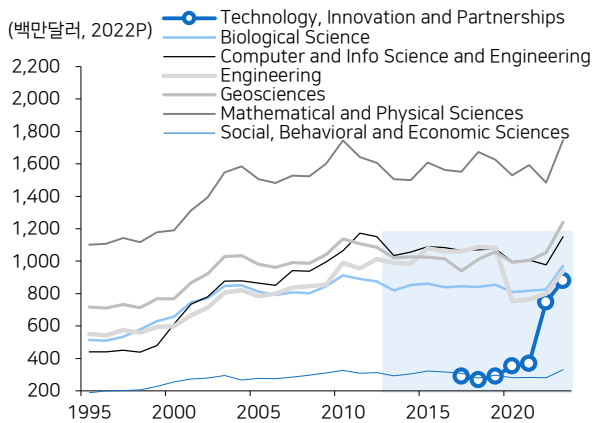
최근 수년간 새로 R&D 예산이 투입되는 산업 등장

미국의 국립과학재단(National Science Foundation, NSF)는 미국 백악관 산하 독립 정부 기관으로 일부 일반과학 분야의 70%의 예산을 할당 받는다. NSF는 FY2019부터 Emerging Industries for U.S. Competitiveness 예산을 따로 명시하여 할당 중이다. '2022-2026 Strategic Plan'에서도 일부 분야를 Opportunities and Grand Challenges라고 명시하고 있다. 해당 분야는 <그림 24>에 명시되어 있다: 반도체, 양자정보과학, 생명공학, 인공지능, 무선통신.

예산안뿐만 아니라, 작년, 올해 공개된 주요 문건에서 반복/강조

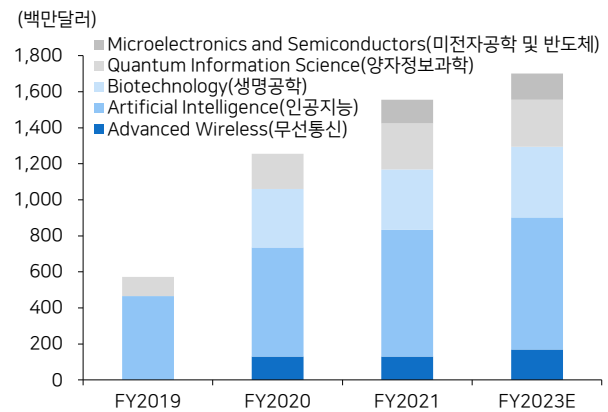
이 분야를 전략적으로 육성하려는 미국의 의지는 예산안뿐만 아니라 최근 공개된 주요 문건들에서도 반복적으로 드러난다. 2022년 바이든 국가안보전략에도 안보 관점에서 해당 분야를 육성하는 것이 필요하다고 명시하고 있으며(그림 25), FY2023 R&D 예산안 연구 문서에도 같은 분야를 언급하고 있다(그림 26).

그림23 NSF는 2017년부터 이미 기술/혁신 R&D 편성 시작



주: '22년 분야별 데이터는 누락(집계 중), 총 예산에 대한 2023년 예산 요구치에 비례하여 추산
자료: 미국 과학진흥회(AAAS, 2022.9), 메리츠증권 리서치센터

그림24 새로 편성된 안보경쟁 관련 첨단 산업분야 R&D



주: 2022년 분야별 데이터 누락(회계연도 종료 이후 집행금액 집계 중에 있음)
자료: National Science Foundation, 메리츠증권 리서치센터

그림25 바이든 국가안보전략에 명시된 미국 전략투자산업

These investments will enable the United States to anchor an allied techno-industrial base that will safeguard our shared security, prosperity and values. This means working with allies and partners to harness and scale new technologies, and promote the foundational technologies of the 21st century, especially microelectronics, advanced computing and quantum technologies, artificial intelligence, biotechnology and biomufacturing, advanced telecommunications, and clean energy technologies. We also will partner with like-minded nations to co-develop and deploy technologies in a way that benefits all, not only the powerful, and build robust and durable supply chains so that countries cannot use economic warfare to coerce others.

We are already rallying like-minded actors to advance an international technology ecosystem that protects the integrity of international standards development and promotes the free flow of data and ideas with trust, while protecting our security, privacy, and human rights, and enhancing our competitiveness. That includes work through the U.S.-EU Trade and Technology Council to foster transatlantic coordination on semiconductor and critical mineral supply chains, trustworthy artificial intelligence, disinformation, the misuse of technology threatening security and human rights, export controls, and investment screening, as well as through the Indo-Pacific Quad on critical and emerging technologies, open, next-generation digital infrastructure, and people-to-people exchanges. Across this work, we seek to bolster U.S. and allied technology leadership, advance inclusive and responsible technology development, close regulatory and legal gaps, strengthen supply chain security, and enhance cooperation on privacy, data sharing, and digital trade.

자료: The White House, 메리츠증권 리서치센터

그림26 FY2023 R&D 예산 관련 연구 문서에도 등장

Catalyze research and innovation in critical and emerging technologies. Agencies should collaborate to promote world-leading research and innovation boosting American industries and quality American jobs in critical and emerging technologies, including artificial intelligence (AI), quantum information science (QIS), advanced communications technologies, microelectronics, high-performance computing, biotechnology, robotics, and space technologies. Agencies should coordinate to leverage these technologies to ensure the sharing and use of the vast troves of Federal Government datasets to enable large-scale data analysis, and high-fidelity, high-resolution modeling and simulation to address critical challenges in public health, climate science, and disaster resilience. Agencies should actively pursue public-private partnerships, as allowable, that will expedite American leadership in these technologies to grow our inclusive 21st-

주: MEMORANDUM FOR THE HEADS OF EXECUTIVE DEPARTMENTS AND AGENCIES, Multi-Agency Research and Development Priorities for the FY 2023 Budget(2021.8.27)

자료: The White House, 메리츠증권 리서치센터

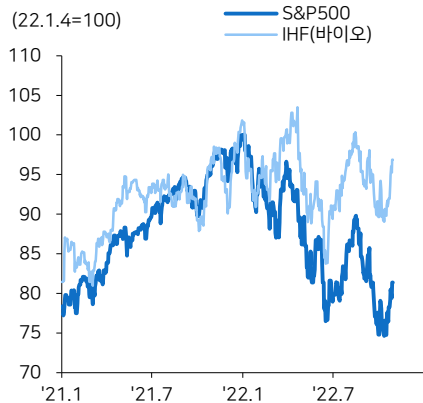
바이오, 방산, 신재생 산업 추세 예상. 기술주 선택시 정부선택 기술 익스포저 고려

아이디어1: 올해 이미 모멘텀
나타난 바이오, 방산, 신재생 산업
은 내년에도 추세 예상

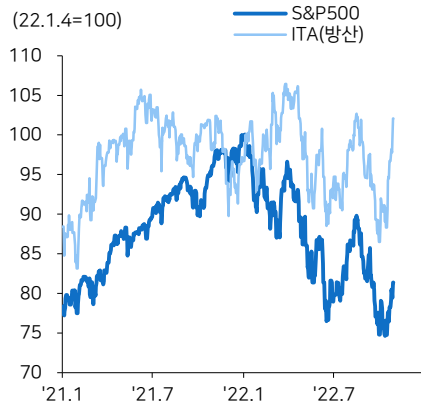
앞서 정리한 내용을 토대로 내년 투자 아이디어를 고려한다면, 먼저 바이오, 방산, 신재생에너지 산업은 내년에도 주목할 필요가 있다. 해당 산업은 이미 현상으로 나타난 전쟁과 에너지 전환 정책의 수혜를 받아 이미 주가가 반응하고 있다. 현상에 대한 반응에 그치는 것이 아닌, 내년에도 갈등이 지속된다는 점, 미국이 헤게모니를 가져오고 싶어하는 산업이어서 정부 주도 투자가 이어진다는 점을 고려할 때, 해당 산업의 상승 추세가 내년에도 이어질 가능성에 무게를 둔다.

아이디어2: 기술주 선택에는
소비자선택 vs 생산자선택 기술
익스포저 고려 필요

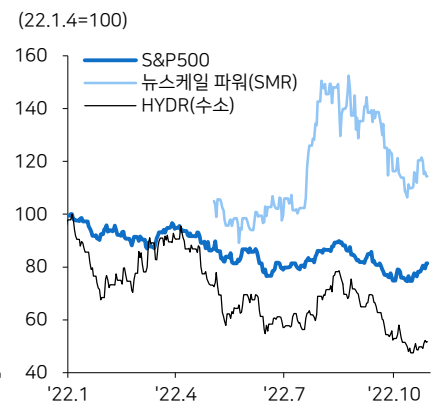
내년 시장에서 결국 시장 반등이 나타나기 시작하면, 낙폭이 컸던 기술주 비중을 확대하는 전략이 유효할 것으로 본다. 그 때는 종목을 선택하는데 있어서 정부선택 기술과 소비자선택 기술의 익스포저를 고려해야 할 것이다. 예를 들어 애플과 테슬라를 비교한다면, 다음 먹거리 기술에 대해 AR/VR 산업 벨류에이션을 받아 온 애플보다는, AI 익스포저가 높은 테슬라를 선호한다. 메타와 구글을 비교하더라도, 메타버스는 소비자선택 기술보다는 AI, 양자기술에 더 많이 투자해 온 구글을 선호한다는 시각이다.

그림27 정책수혜+방어주: 바이오테크

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 갈등이 추세라면? 방산주 관심

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림29 신재생 산업: SMR, 수소 주목

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 주도주 선택시 정부선택 기술 vs 소비자선택 기술 익스포저 고려 필요

정부선택 하이테크 기술: 반도체, AI, 고급통신, 양자컴퓨터		소비자선택 신기술: VR/AR, 메타버스	
반도체	엔비디아, 마이크론, 퀄컴, AMD, 인텔, 자일링스, NXP, 마이크로칩테크놀로지, 애널리로그 디바이시스	메타버스	로블록스, 유니티, 스냅챗, 구글, 메타, 엔비디아, 애플, 퀄컴, 마이크로소프트, 어도비, 아마존
AI	테슬라, 구글, 아마존, IBM, 마이크로소프트, 애플, 페이스북, 뉴앙스 커뮤니케이션즈, 인투잇, 모바일 아이, C3AI		
고급 통신	AT&T, 버라이즌 커뮤니케이션즈, US Cellular, 세년도어, 알티스, 시에나, 루멘텀 홀딩스, 시스코	VR/AR	메타, 소니, 마이크로소프트, 구글, 애플
양자컴퓨터	IBM, 구글, 마이크로소프트, Intel, NTT, 허니웰, 아이온Q, 리케티, D웨이브, QuEra Computing(스타트업)		

자료: 메리츠증권 리서치센터

내년에 안보기술 경쟁이 심화된다면 주목 받을 산업은 양자 컴퓨터

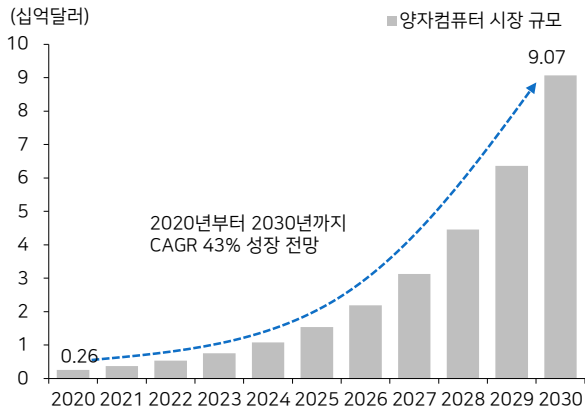
아이디어3: 안보경쟁 부각되면
주목할 산업은 양자컴퓨터

미국의 생각처럼 글로벌 리더십 회복을 위한 패권경쟁이 이어지는 가운데 내년에 미-중 안보기술 경쟁이라는 구도가 주목 받게 되면, '양자 컴퓨터' 산업에 관심 가질 필요가 있다. 양자 컴퓨터 기술은 일정 수준에 도달하게 되면 현존하는 모든 보안 시스템을 무력화시킬 수 있다고 알려져 있어 안보 기술의 종착지라고 볼 수 있다. 이미 미국은 2018년 12월에 초기산업 주도를 위해 국가 퀀텀이니셔티브 법(National Quantum Initiative Act, NQIA)를 제정하여 예산을 할당하고 있다.

양자컴퓨터 산업은 미국이 선도
하는 가운데 중국이 빠르게 추격

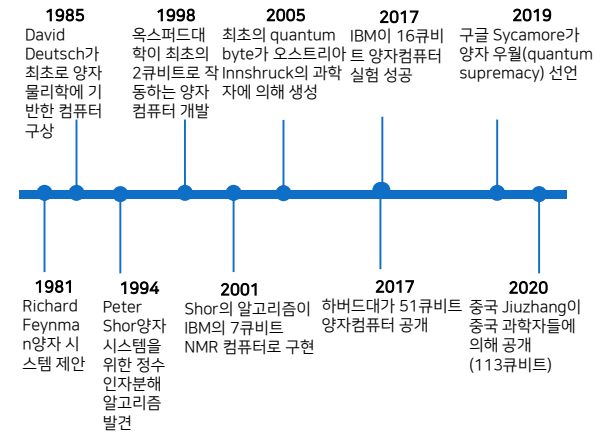
글로벌에서 양자 컴퓨터 기술을 주도하고 있는 국가는 미국이다. 그런데 안보기술 경쟁 구도에서 이 기술에 관심이 가져야 하는 이유는 중국이 빠르게 미국을 쫓아오는 산업이기 때문이다. Patinformatix에 따르면 양자컴퓨터 관련 특허건수는 미국이 193개, 중국이 63개로 미국이 우위에 있는 상황이다. 그러나 현재까지 개발된 양자컴퓨터 성능이 최근 10년동안 중국이 빠르게 미국을 뒤쫓고 있는 점은 미국이 국가 주도로 민-관 합동 연구 센터를 설립하고 예산을 배분하는 배경이 되었다.

그림30 글로벌 양자컴퓨터 시장 성장 예상 속도



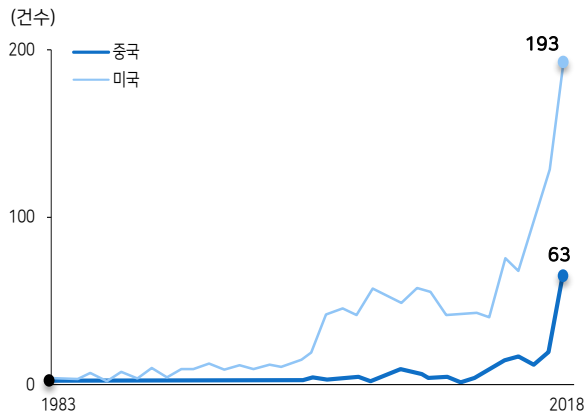
자료: Statista Digital Economy Compass 2021, 메리츠증권 리서치센터

그림31 양자컴퓨터 산업 타임라인



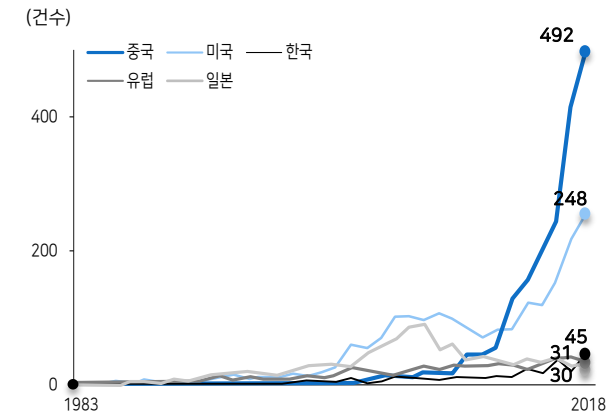
자료: Indiana University, ScienceNode, 메리츠증권 리서치센터

그림32 미국 양자컴퓨터 특허건수는 중국에 우위



자료: Patinformatix LLC, 메리츠증권 리서치센터

그림33 양자 기술 특허건수는 중국이 앞지르고 있음



자료: Patinformatix LLC, 메리츠증권 리서치센터

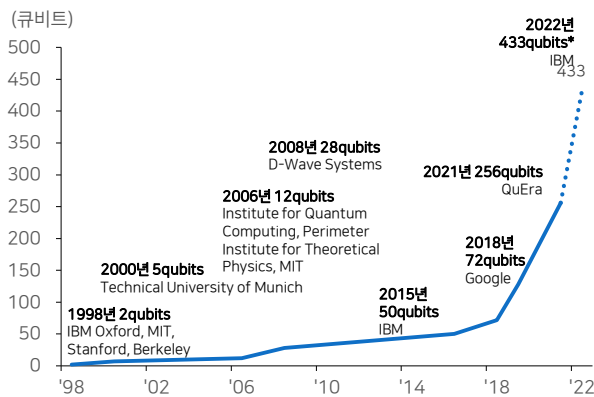
일정 수준 이상이 되면
현존하는 모든 암호체계 무력화

양자 컴퓨터의 기술력을 가늠할 수 있는 단위는 큐비트(Quantum bit)다. 50 큐비트가 되면 현존하는 컴퓨터 역량을 능가하고, 1만 큐비트가 되면 현존하는 암호 체계를 무력화할 수 있다고 알려져 있다. 예를들어 2021년 개발된 중국의 Jiuzhang(113 큐비트)라는 컴퓨터는 현존하는 가장 빠른 슈퍼컴퓨터가 25억년 걸처 해결할 문제를 200초만에 계산한다.

양자컴퓨터 산업 선도기업은
IBM

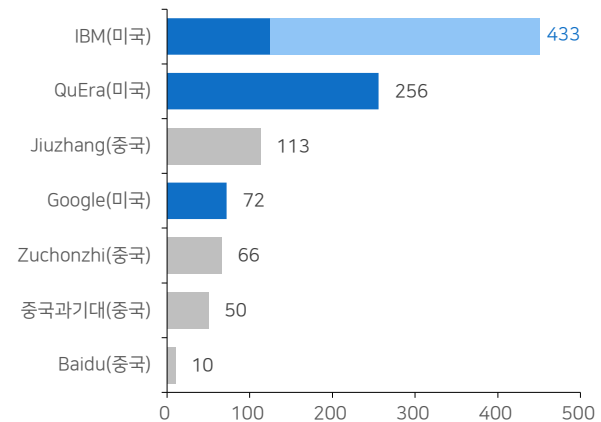
내년에 양자컴퓨터 산업이 주목 받는다고 하면 관심 가질 기업은 선도기업인 IBM이다. IBM은 2020년 양자 로드맵 발표 이후 지속적으로 개발 목표를 달성해왔다. 올해 5월에는 대규모 양자컴퓨터 실용화 로드맵을 발표하며 올해말 433큐비트 성능의 양자컴퓨터를 발표할 예정이고, 2025년까지 4,000큐비트 이상의 성능을 달성할 목표를 공개했다. 한편 5월에 대통령 명령으로 양자컴퓨터 연구를 위한 민간 합동 협의체를 출범시키기도 했는데, 그 전후로 해서 IBM의 주가는 양자 기술 관련 다른 경쟁기업(구글, 인텔, MS 등) 및 시장을 아웃퍼폼하기 시작했다.

그림34 2018년 이후 양자컴퓨터 발전속도 가속화



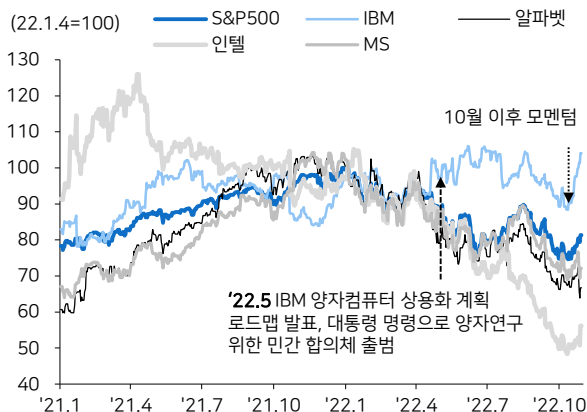
주: *2022년 말 IBM 새 프로세서 발표 예상
자료: MIT, Qubit Counter, 메리츠증권 리서치센터

그림35 양자컴퓨터 성능 비교: 미국 우위 가운데 중국 추격



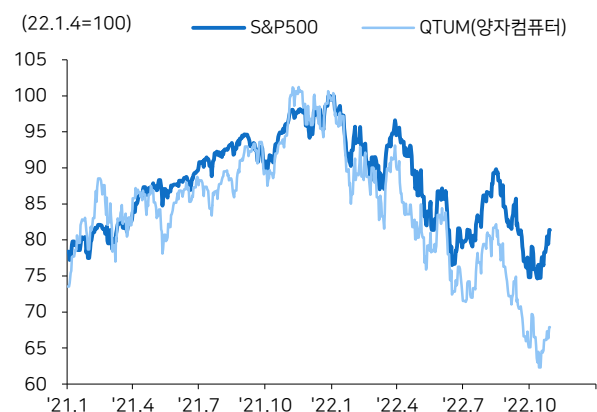
주: 2022년 말 IBM 새 프로세서 발표 예상
자료: Qubit Counter, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림36 양자 선도기업 IBM 주가는 5월 이후 차별화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림37 양자컴퓨터 테마 ETF: QTUM ETF



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

상저하고 가운데 정부선택 기술을 기준으로 하는 선별투자 전략

우리는 내년 증시 반등 시점을 1분기 말~2분기 초 사이로 보고 있다(2023년 전망시리즈 1 참고). 그전까지는 올해 모멘텀 나타났지만 내년에도 상승 예상되는 헬스케어, 방산, 신재생 업종 중심으로 투자하는 전략이 유효하다는 견해다. 이후에는 낙폭이 컸던 기술주 중심의 비중을 확대하는데, 종목 선택시 정부선택 기술의 익스포저를 고려하는 기준이 필요하다는 의견이다.

중장기적인 시각에서 새로운 기술에 투자한다면, 양자컴퓨터 산업에 관심 가질 필요가 있으며, 소비자선택 모멘텀이 지연될 것을 고려한다면 메타버스, AR/VR 모멘텀은 지연될 가능성도 염두에 두어야 할 것이다.

표3 2023년 연말까지 2024년 EPS 예상 성장률(8.9%) 반영 및 5년 평균 PER(18.6배) 회복 가정할 때 지수 상단은 4,440pt

(pt)		12MF PER(배)										
		14.5	15.0	15.5	16.0	16.5	17.0	17.5	18.0	18.5	19.0	19.5
12MF EPS (pt)	205	2,973	3,075	3,178	3,280	3,383	3,485	3,588	3,690	3,793	3,895	3,998
	210	3,045	3,150	3,255	3,360	3,465	3,570	3,675	3,780	3,885	3,990	4,095
	215	3,118	3,225	3,333	3,440	3,548	3,655	3,763	3,870	3,978	4,085	4,193
	220	3,190	3,300	3,410	3,520	3,630	3,740	3,850	3,960	4,070	4,180	4,290
	225	3,263	3,375	3,488	3,600	3,713	3,825	3,938	4,050	4,163	4,275	4,388
	230	3,335	3,450	3,565	3,680	3,795	3,910	4,025	4,140	4,255	4,370	4,485
	235	3,408	3,525	3,643	3,760	3,878	3,995	4,113	4,230	4,348	4,465	4,583
	240	3,480	3,600	3,720	3,840	3,960	4,080	4,200	4,320	4,440	4,560	4,680
	245	3,553	3,675	3,798	3,920	4,043	4,165	4,288	4,410	4,533	4,655	4,778
	250	3,625	3,750	3,875	4,000	4,125	4,250	4,375	4,500	4,625	4,750	4,875

주: 10월 28일 S&P500 지수 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 2023년 ETF 포트폴리오: 정부선택 기술

대분류	소분류	티커	이름	투자포인트	AUM (백만달러)	일평균 거래대금 (백만달러)
정부선택 기술	바이오 헬스케어 장비 및 용품	IBB	iShares Biotechnology ETF	미국 바이오기술 관련 종목에 투자하는 ETF '국가 생명공학 및 바이오제조 이니셔티브' 행정명령 서명 이후 미국 내 바이오 산업 관련 투자 증진	7,920	215
		IHF	iShares U.S. Healthcare Providers ETF	미국 내 헬스케어, 의료 설비, 보험 종목에 투자	1,630	11
	신재생	ACES	ALPS Clean Energy ETF	IRA법안 통과 이후 보험료 보조금 수혜대상 및 지원규모를 2025년까지 연장 적용 ACES는 친환경 사업을 영위하는 북미 상장 종목으로만 구성	673	5
		HYDR	Global X Hydrogen ETF	글로벌 수소 에너지 산업에 투자하는 ETF	32	1
	방위산업	ITA	iShares U.S. Aerospace & Defense ETF	중국과의 전략경쟁 긴장감 지속 가운데 물리적 안보 및 관련 기술 투자 가속화 가능성 최근 대만 해협, 중국해 등 아시아 지역 유사 사태 위험에 미국, 중국, 일본 등 군비 지출 확대	3,840	39
	반도체	SOXX	iShares Semiconductor ETF	미국 내 반도체 시총 상위 30개 종목에 투자 1) 반도체 제조사 2) 반도체 관련 서비스 제공 종목으로 구성	5,550	355
	양자컴퓨터	QTUM	Defiance Quantum ETF	양자 컴퓨터 및 머신러닝 기술 관련 산업에 투자하는 ETF 양자 컴퓨터를 구성하는 하드웨어, 소프트웨어, 부품 지원 등 광범위한 분야를 포함	102	0.4
	5G	FIVG	Defiance Next Gen Connectivity ETF	5G 네트워크 및 통신 기술 개발 종목에 투자하는 최초의 ETF Analog Devices, Keysight Technologies 등 통신 위성 장비 종목들 다수 보유	744	2
	AI	AIQ	Global X Artificial Intelligence & Technology	AI를 활용한 빅데이터 분석, 데이터 가공 및 프로세스 관련 산업에 투자하는 ETF 소프트웨어뿐만 아니라 반도체, 집적 회로, 컨트롤러 등 하드웨어 분야도 포함	130	0.3
		THNQ	ROBO Global Artificial Intelligence ETF	매출 비중의 상당부분이 AI 관련산업에서 발생하는 종목 구성 빅데이터, 네트워크, 사이버보안, 반도체 등 산업 종목 선정	22	0.1

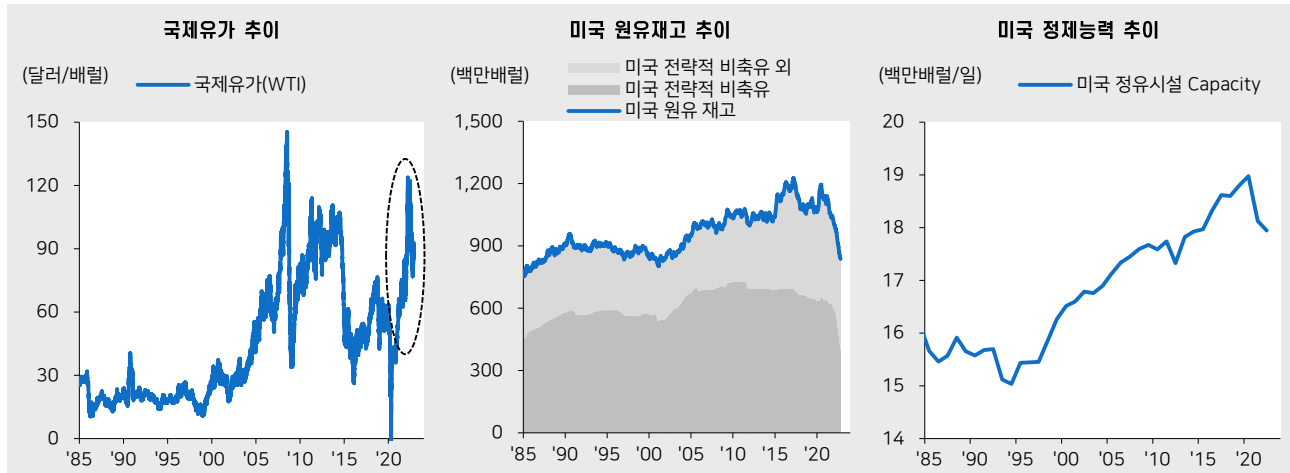
주: 10월 28일 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

박수연 연구원

국제유가, 계속되는 수요와 공급의 줄다리기



주: 오른쪽 차트는 매년 1월 1일 기준

자료: Bloomberg, US EIA, 메리츠증권 리서치센터

원유 수요 감소 우려가 커지면서
국제유가 하향안정화

최근 물가상승률의 하락은 국제유가의 하향안정화와 병행했다. 6월 8일 122.1달러/배럴까지 상승했던 국제유가(WTI)는 11월 11일 89.0달러/배럴까지 약 27.1% 하락했다. 유럽과 중국 등에서 경기둔화 우려 커졌기 때문이다.

그러나 공급 여건 여전히 타이트.
미국은 올해 전략적 비축유
1.8억배럴 방출 계획

그럼에도 여전히 국제유가가 연초대비(76.1달러/배럴) 높은 이유는 원유 공급 여건이 나아지지 않았기 때문이다. 전쟁 발생에 이어, OPEC+는 10월 회의에서 200만배럴/일 감산을 결정했다. 이를 상쇄해온 것은 미국의 전략적 비축유 방출이다. 바이든 행정부는 지난 3월 비축유 1.8억배럴 방출을 결정했다. 대략 66만배럴/일 증산에 맞먹는 규모다. 이에 미국 원유 재고는 연초대비 1.75억배럴이 줄어들었고, 전략적 비축유는 1984년 5월 이후 최저 수준까지 감소했다.

민간 원유 정제능력은 코로나19
이전 수준 하회

이외의 추가 원유 공급은 민간에 의존해야 한다. 하지만 아직까지 미국의 원유 정제능력이 코로나19 이전 수준을 하회한다는 점에서 큰 기대는 어렵다. 코로나19로 정유시설 투자가 감소하면서, 미국 2022년 정유시설 capacity는 2020년대비 5.4% 감소했다.

추가 대규모 전략적 비축유 방출
기대 어려움. 향후 원유 수요/공급
이벤트에 크게 등락할 가능성

그 가운데 원유 수요가 증가할 가능성이 크다. 중국이 방역규제 완화 의지를 밝혔고, 12월 5일부터는 러시아산 원유 가격상한제가 도입될 예정이다. 유가 안정을 위해 바이든 행정부가 추가적인 전략적 비축유 방출을 결정할 수도 있다. 그러나 여유분이 기방출분보다 적다는 것이 문제다. 지난 4월 미국 의회가 밝힌 전략적 비축유 하한선은 2.52억배럴로, 남은 여유분은 대략 1.44억배럴이다. 따라서 향후 상기한 원유 수요/공급 관련 이벤트에 따라 유가가 크게 등락할 가능성이 크고, 무엇보다도 하단이 높을 수 있다는 생각이다.

칼럼의 재해석

최병욱 연구원

MSCI 등 지수제공업체의 불공정 사용료 산정 이슈(Financial Times)

ETF 등 지수 성과를 추종하는 패시브 투자의 비중이 증가함에 따라 패시브 투자에 필수적인 지수 제공업체, Index Providers 규모 또한 꾸준히 성장했다.

지수제공업체의 규모가 확대되고 시장 영향력이 확대되자 이들에 대한 규제 및 감사 요구가 제기됐고, SEC 또한 규제안을 제시했다. 이런 상황 하, 이런 주장을 뒷받침할만한 지수제공업체의 불공정 상품 판매에 대한 연구결과가 발표됐다. 이를 소개하고자 한다.

SEC가 지수제공업체를 투자자문업체로서 규정하고자 하는 근본적인 원인은 특정 증권 지수포함 여부 결정이 매매에 영향을 주고 있다는 것이다. 종목의 지수포함여부가 종목매매결정에 영향을 주기 때문에 이것을 단순히 정보제공이라고 보기는 힘들다는 것이다. 또한 이들이 관리하는 자산 규모가 크게 증가했다는 것 또한 추가적인 규제 배경으로 작용한다.

SEC가 규제하는 내용 중에서 본 자료가 주의깊게 살펴본 것은 투자자문계약이다. 이 내용은 지수제공 수수료의 합리적 기준설정 및 투명성에 관한 규제로, 최근 이에 대한 논란이 제기됐기 때문이다. 영국 투자컨설팅 업체 Substantive Research는 운용사에 따라 비슷한 상품에 대해서도 지수제공업체에 지불하는 비용이 최대 13배까지 차이난다고 발표했다.

이와 같은 기사 및 연구결과 발표는 지수제공업체 규제 정책에 힘을 실어줄 수 있는 배경이 된다고 판단한다

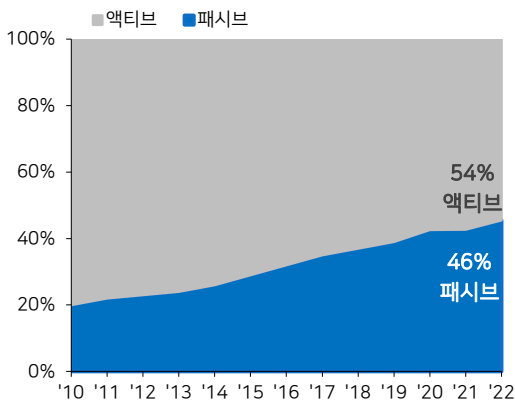
지수제공업체에 대한 규제 시동 속 불공정 판매 논란

MSCI, S&P Global 등
지수제공업체 규제 시동

ETF 등 지수 성과를 추종하는 패시브 투자의 규모 및 비중이 증가함에 따라 패시브 투자에 필수적인 지수 제공업체, Index Providers 규모 또한 꾸준히 성장했다. MSCI, S&P Global, Moody's 등 대표적인 지수 제공업체들은 지난 10년 각각 시가총액이 5~10배 이상 증가했다.

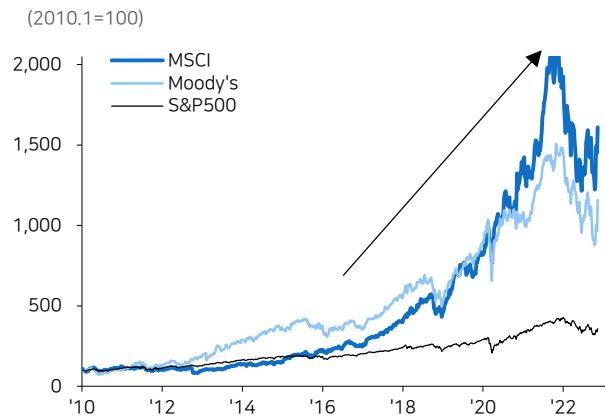
이들 지수제공업체의 규모가 확대되고 시장에 미치는 영향력이 확대되자 이들에 대한 규제 및 감사 요구가 제기됐다. 이에 SEC(미국증권거래위원회)는 6월 16일 지수제공업체를 투자자문업체로 정의하고, 그에 맞는 투자자문법을 적용시키는 것을 골자로 한 규제안을 발표했다. 이런 상황 하에서 최근 이런 주장을 뒷받침할만한 지수제공업체의 불공정 상품 판매에 대한 연구결과가 발표돼 소개하고자 한다.

그림1 패시브 투자 규모 및 비중 추이_2010년 이후



자료: Morningstar, 메리츠증권 리서치센터

그림2 지수제공업체 vs S&P 500 주가추이_2010년 이후



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

SEC가 규제를 추진하는 배경

SEC 규제 추진 배경:

1. 지수포함여부의 주식 영향력
2. 지수제공업체의 급성장

SEC가 지수제공업체를 투자자문업체로서 규정하고자 하는 근본적인 원인은 특정 증권에 지수포함 여부 결정이 매매에 영향을 주고 있다는 것이다. ESG를 예로 들어보자. MSCI ESG Leaders Index에 특정 종목이 포함됐다는 사실은 해당 종목이 ESG 투자대상으로서 적합하다는 판단을 내렸다는 것을 의미한다. 이를 단순 정보 제공이 아니라 투자자문으로 봐야 한다는 것이다.

이들이 관리하는 자산 규모가 크게 증가했다는 것 또한 추가적인 규제 배경으로 작용한다. 패시브 투자가 증가함에 따라 Broad-based Index부터 Specific Index까지 다양한 지수가 개발됐다. 개리 젠슬러 의장에 따르면, 이들이 관리 중인 자산이 10조 달러 이상으로 성장하면서 Index Providers가 시장에 가지는 영향력이 점점 커지고 있다는 설명이다.

상기 문제점으로 인한 피해 방지를 위해 지수제공업체를 투자자문업체로 규정하고, 이에 맞는 법안을 적용한다는 것이 SEC의 입장이다. 상기 법안은 투자자문업자들에게 몇 가지 규제, 감사의무를 받을 의무를 부여한다. 그 중에서 본 자료가 주목하는 것은 지수 사용 수수료에 대한 투자자문계약 조항이다. 최근 지수 사용료 산정 기준이 일관적이지 않다는 연구결과가 발표됐기 때문이다.

표1 미국 투자자문업자법 조항_지수제공업체 적용 예상 내용

	조항	주요내용
제80b-2항	정의	(11) 투자자문업자라 함은 증권에의 가격 또는 증권에의 매수 또는 매도에 대한 투자의 타당성에 관하여 직접적으로든 출판물이나 서면을 통해서든 유상으로 다른 자에게 자문을 행하는 업무에 종사하는 자
제80b-4항	투자자문업자에 의한 보고	(총칙) 투자자문업자의 모든 기록은 수시로 위원회의 대표자에 의해 정기적 조사, 특별조사 또는 위원회가 필요하다고 간주한 바에 따른 조사를 받아야 한다
제80b-5항	투자자문계약	(규정)기금 자본이익의 분배 또는 기금의 자본 평가 및 고객의 기금의 일부에 근거하여 보수를 규정한 경우

주: 각 항 번호 및 내용은 개정연도에 따라 상이할 수 있음

자료: 세계법제정보센터, 한국증권연구원, 메리츠증권 리서치센터

일관성 없는 지수 사용료 산정

고객자산운용사별 일관적이지 않은 지수 사용료 산정기준

10월 31일, 영국 투자컨설팅 업체 Substantive Research가 글로벌 40개 자산운용사를 대상으로 지수제공업체에 대한 연구결과를 발표했다. 연구결과의 핵심적인 내용은 운용사에 따라 비슷한 지수정보상품에 대해서도 지수제공업체에 지불하는 비용이 최대 13배까지 차이난다는 것이었다.

그 이유에 대해서 명확히 알려진 것은 없다. 계약기간이 길수록 할인율이 높아지고, 다른 상품과 같이 제공받으면 추가적인 할인을 제공되는 것이 이유로 보인다. 하지만 할인율 적용 기준 등에 일관성이 없어 투자운용사들이 혼란을 느끼고 있다. 글로벌 S&P 500, MSCI, FTSE 등 지수제공업체들이 비용 기준에 대한 정보를 명확히 제시하고 있지 않기 때문이다.

특히 여러 지수를 동시에 제공받으면 그 할인율이 높아지는 경향 때문에, 소수의 ETF만 운용하는 소형투자자문사의 경우 상당한 부담을 느끼고 있는 상황이다. 상대적으로 지수당 이용료가 높기 때문이다. 예를 들어 영국에 있는 SCM Direct 자산운용사는 FTSE100 등 유명 브랜드를 사용하기보다는 대안 지수를 개발해 비용 및 운용수수료를 낮추기 위한 방법을 활용하고 있다.

이 같은 고객별 사용료의 불일치는 2021년 이후 인플레이션을 거치면서 더 심각해졌다. 지수제공업체가 한정돼있어 가격결정력을 공급자가 가지고 있기 때문이다. 하지만 Substantive Research는 이런 상황의 개선의 여지가 있다고 본다. 소수 지수제공업체는 모든 고객에게 동일한 가격기준을 적용하고 있으며, 장기적으로는 이와 같은 투명성 보장이 지수제공사업의 핵심가치가 될 것이라는 입장이다.

향후 영향

향후 이와 같은 정책에 힘을 실어주는 연구결과가 될 것

SEC가 지수제공업체 규제에 본격적으로 나설 조짐을 보이는 가운데, 이와 같은 연구결과는 특히 중소형 자산운용사들이 지수 사용료 산정 기준에 대한 불만이 상당하다는 것을 가리킨다. 본격적으로 이에 해당하는 연구결과 및 기사가 발표된다는 것은 글로벌적으로 지수제공업체의 규제라는 해당 정책에 힘을 실어줄 수 있는 배경이 된다고 본다.

아직 추후 결정을 위해 시장참여자들의 데이터를 수집하는 단계다. 실제 지수제공업체가 투자자문업자로 규제를 받을 때 어떤 영향이 있을지 정밀한 추정은 어렵다. 이와 같은 시장의 움직임은 패시브 투자 시장에 막대한 영향을 미칠 수 있어 주의를 기울여야 할 사안이라고 판단한다. 추후 면밀한 모니터링을 통해 지속적으로 업데이트하도록 하겠다.

원문: *Asset managers pay vastly unequal fees for using indices*