

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 12. 6 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

변동성 요인 점검(US Credit)

오늘의 차트

빠르게 확대된 미국 장단기 금리 역전폭, 유지될까?

칼럼의 재해석

미국, 대중국 반도체 규제에 난항

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



▲ 주식시황

Analyst 이종빈

02. 6454-4893

jongbin.lee@meritz.co.kr

변동성 요인 점검(US Credit)

- ✓ 변동성 요인은 경기둔화 전망 의견 차. '신용'은 경기둔화의 폭을 결정할 요소 중 하나
- ✓ 1) 자금 조달, 2) 이자, 3) 만기 부담 측면에서, 신용시장 펀더멘탈은 타이밍의 문제임을 시사. 부담은 내년이 아닌 2024년부터 본격화 되기 때문
- ✓ 부담 본격화되기 전 결국 인플레이션과 금리의 영킨 실타래가 풀리는 것이 가장 중요

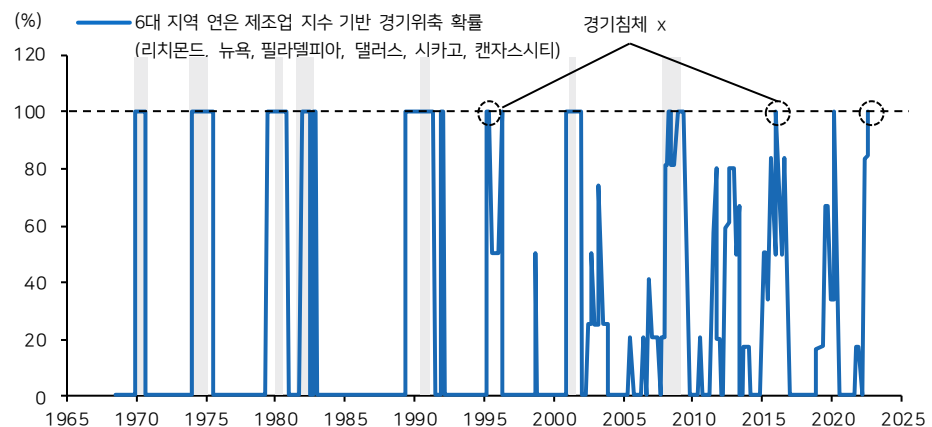
변동성 유발 요인은 경기 눈높이 차이

11월 이후 KOSPI는 9월 이후 낙폭의 상당 부분을 회복했다(2,434.3pt, 12월 2일 기준). 12M Fwd. P/E는 실적 추정치 하향과 맞물리며 11.3배까지 상승했다. 요인은 두 가지, 1) 영국 금융위기 우려 진정, 2) 인플레이션 정점의 확인(10월 CPI)과 연준의 속도조절 의지였다.

시장의 선반영 단계,
선반영 주기는 1~2개 분기

특히 인플레이션 정점 확인이 주효했다. 밸류에이션 반응만 보면 시장은 인플레이션 정점 → 경기둔화 → 연준 속도조절 → 시장금리 하락 → 펀더멘탈 회복 → 주가 상승 중 여러 단계를 한번에 넘어선 듯 하다. 전망 경로에 문제만 없다면 망설일 필요가 없다는 의미다. 최근 시장의 반영 속도가 빨라진 것도 있지만, 과거에도 주가지수의 저점이 기업 실적이나 경기의 저점보다 1~2개 분기 이상 선행하곤 했다(전략공감 2.0 What If: 경기침체가 온다면 2022년 6월 29일 참고).

그림1 내년 경제지표 방향성에 대한 논의보다는



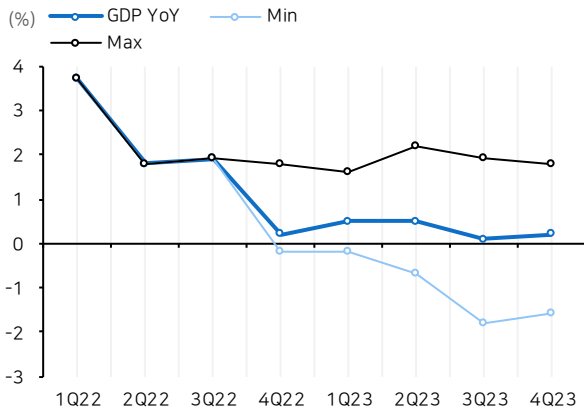
주: 향후 12개월 내 경기침체 확률
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

시장이 상당 부분을 앞선 만큼, 변동성은 전망 경로 내에서 예상치 못한 일이 발생할 때 확대 될 수 있다. 가장 가능성 큰 건 경기둔화의 '폭'이다.

경기둔화의 '폭'에 대한 의견차

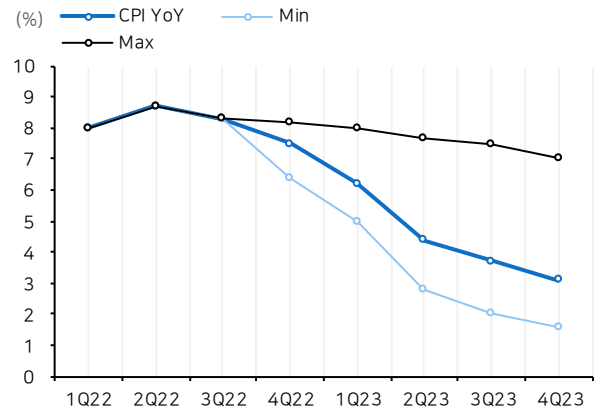
내년 경기가 둔화될 것이라는 데에는 이견이 없다. 기업실적의 감익도 마찬가지다. 다만 그 폭에 대해서는 의견이 갈린다. (그림 2, 3)는 각각 미국 GDP와 CPI의 컨센서스 분포를 나타낸 그림인데, 컨센서스 데이터들의 방향성은 같으나 {Min, Max} 값의 차이는 매우 크다.

그림2 눈높이 차이가 변동성을 결정하고



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 데이터에 따라 전망경로 미세조정 해나갈 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

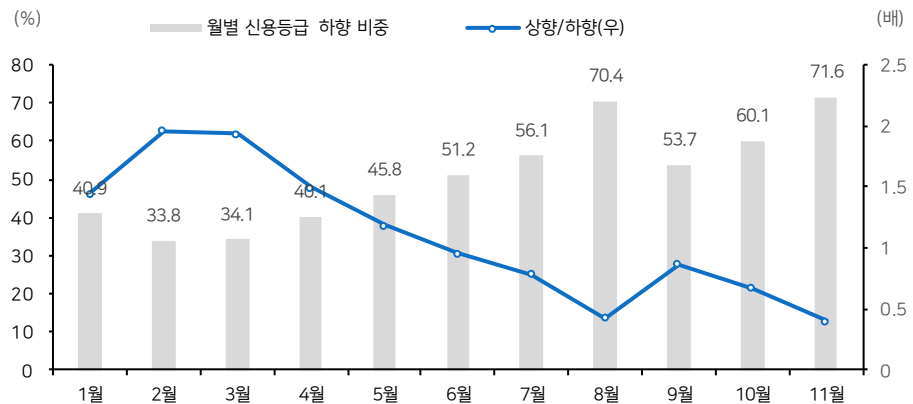
눈높이 차이 원인 중 하나는 Credit Tail-risk 가능성

'신용'

'폭'을 결정 지을 수 있는 변수

경기예에 대한 시각 차에는 Tail-risk에 대한 우려도 큰 부분을 차지한다. 전례 없는 금리 인상 속도와 인플레이션을 겪고 있는 만큼 금리에 대한 우려가 크다. 지수 반등과 100bp가 넘는 국채금리 하락에도 HY(High Yield)나 IG(Investment Grade) 자산의 성과는 두드러지지 않았다. 부도율에 선행하는 월별 신용등급 하향 비중의 상승(그림 4)도 이 같은 우려를 더하는 지표다.

그림4 월별 신용등급 재산정에서 상향보다 하향 비중 높아, 부도율에 선행



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

크레딧 펀더멘탈은 타이밍의 문제임을 시사

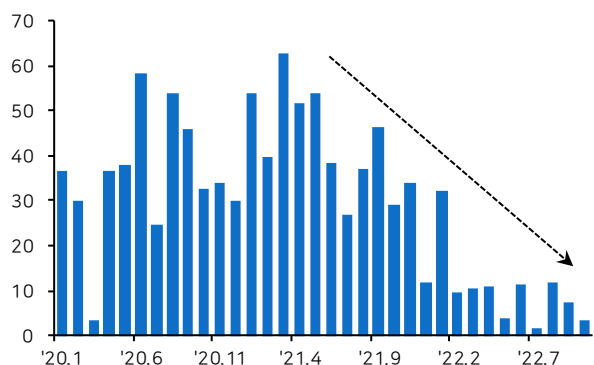
다만 미국 하이일드 기업들의 펀더멘탈 지표는 신용 문제가 결국 타이밍의 문제임을 시사하고 있다.

- 1) 자금 조달
- 2) 이자비용
- 3) 만기 부담

신용에 대한 우려 요인은 1) 기업 자금 조달의 어려움, 2) 이자비용 부담, 3) 만기 부담 세 가지인데, 먼저 자금 조달 관점에서는 2020, 2021년 평시 대비 두배 이상 규모의 회사채가 저금리에 발행됐다는 점을 고려할 필요가 있다. (그림 5)와 같이 2022년 월간 발행량 급감도 중요하지만 Buffer라는 관점에서 저축과 같은 Stock도 중요하게 볼 필요가 있다(그림 6). 기업들이 이 때 보유 하게 된 현금으로 자본 지출보다는 저축에 더 힘을 쏟았다는 점도 주목할 만 하다(그림 7).

그림5 월간 회사채 발행량 급감했지만

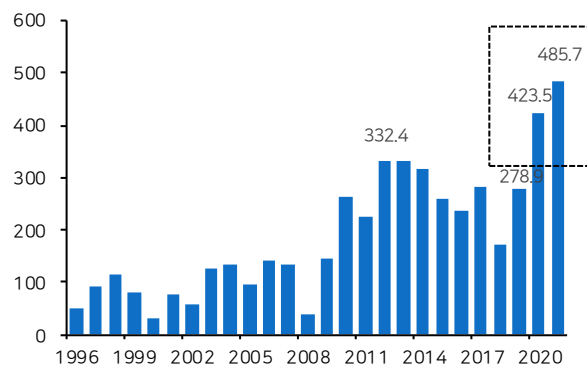
(십억달러) ■ High Yield 발행(월간)



자료: SIFMA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 연간으로 2021년 저금리 발행량 최대

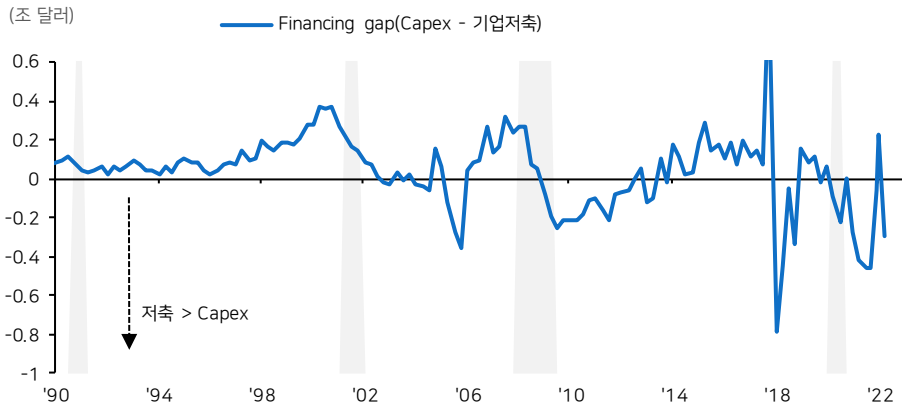
(십억달러) ■ High Yield 발행(연간)



자료: SIFMA, 메리츠증권 리서치센터

그림7 CAPEX 대비 저축이 우세했던 기업 대차대조표

(조 달러)



주: Financing gap = 비금융 기업 자본지출 - 기업 총저축 + 해외 이익잉여금

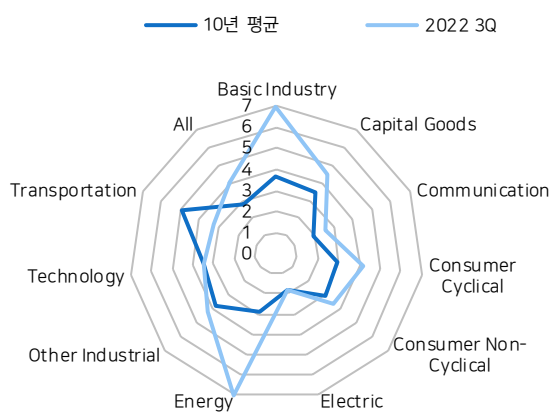
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

재무구조는 아직 안정적

이자 부담도 하이일드 기업들의 이자보상배율을 볼 때, 아직 안정적이다. 업종 전체로 보면 10년 평균 이자보상배율은 2.8이나 2022년 3분기 4.0 정도의 수준으로 개선되었다(그림 8). 업종별로 보면 코로나19 피해로 운송 부문은 악화되었지만 나머지 모든 업종에서 이자 여력은 확대됐다.

현금흐름 대비 부채비율인 Debt/EBITDA 비율도 마찬가지다. 12개월 선행 기준으로 보면 모든 업종에서 부채비율은 안정적이다(표 1). 3분기 확정치 기준으로 보더라도 운송 부문 제외하면 수치상의 재무구조는 양호하거나 10년 평균 대비 개선됐다.

그림8 하이일드 등급 내 이자보상배율 운송 제외 양호



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 Debt/EBITDA 비율도 운송 제외 양호

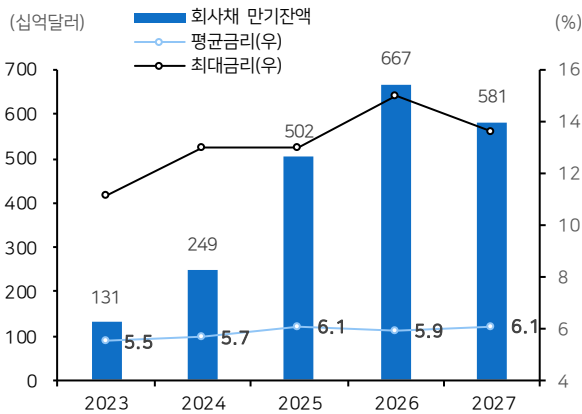
Debt/Ebitda(조정기준)	3Q22	12M Forward	10년 평균
소재	2.7	2.7	3.92
자본재	4.01	3.65	4.35
커뮤니케이션	5.04	4.79	4.95
경기소비재	4.28	4.04	5.4
필수소비재	4.69	4.19	4.77
유틸리티	6.25	4.27	6.24
에너지	2.89	2.18	4.3
기타	3.22	2.42	4.04
IT	4.78	4.22	4.16
운송	10.63	5.65	5.75

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

만기 상환이 본격화되는 시점도 2024년

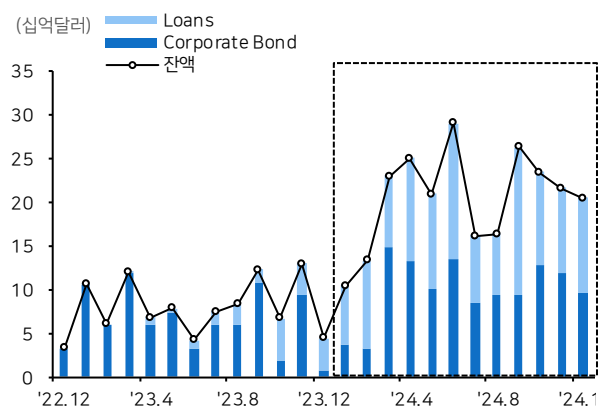
무엇보다 만기 상환 부담이 본격화 되는 시기는 올해나 내년보단 2024년이다. 만기 잔액 기준 2023년은 1,310억 달러에 불과한 반면, 2024년은 두 배 수준으로 뛰며 2025년은 5,020억 달러, 2026년은 6,670억 달러의 만기가 도래한다. 물론 만기 전 채용자 할 수 있지만 고금리 환경에서 쉽게 취할 수 있는 선택지는 아니다. 오히려 인플레이션 정점과 연준의 기준금리 속도 조절로 시장금리 하락이 기대되기에 채용자 시기를 만기까지 늦추는 것이 유리하다.

그림9 본격적인 회사채 만기도래는 2024~2025년



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 월간 미국 회사채 만기 도래 잔액

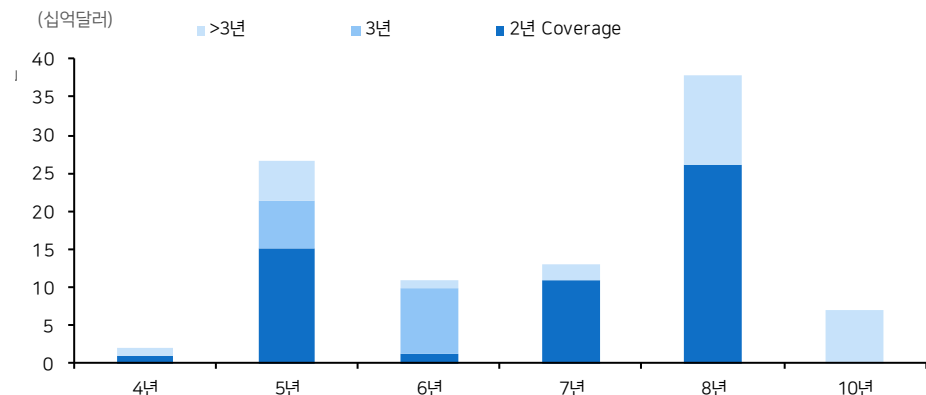


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

신규 발행 시 단기 Call 옵션 조건 붙는 경우 다수

반대로 지금 발행하는 경우엔 단기에 상환하고 낮아진 금리에 채용자 하는 것이 유리하다. 2022년 회사채 발행시장에서 만기 별로 3년 미만의 Call coverage 비중이 늘어났는데, 시장의 금리인하 기대를 반영한 결과다. 2023년 시장의 전망대로 금리의 긴장감이 다소 완화된다면 2024년~2025년에는 지금보다 괜찮은 조건으로 채용자 할 수 있다.

그림11 만기 별 발행량과 Call Coverage 기간 (2022YTD)

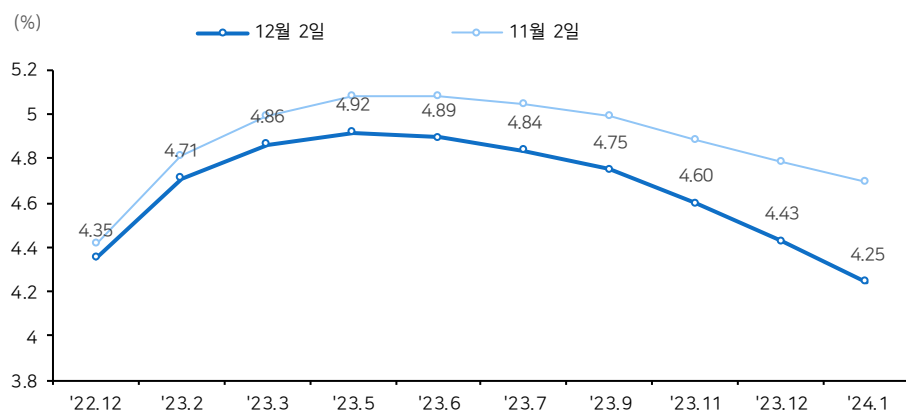


자료: Bloomberg Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

2023년 전망 경로대로
금리 부담 낮아지고 하반기 경기
회복 시 내후년 부담은 경감될 것

정리하면, 미국 신용 부문이 단기간 내에 문제를 일으킬 만한 요소는 아니다. 수치상으로 1) 2020~2021년 저금리로 쌓아둔 현금과 2) 여전히 이자보상배율이 안정적이라는 점, 그리고 3) 만기상환 부담이 본격화 되는 시기가 2024년이라는 점에서 우려는 덜어낼 수 있다고 판단된다. 관건은 2023년 전망 경로 대로 인플레이션이 안정화 되고 연준의 속도 조절과 시장금리 하락으로 크레딧 부문의 긴장감이 완화될 수 있느냐이다. 즉, 크레딧 우려 = 인플레이션 우려이며 이는 곧 인플레이션 안정화 속도의 문제다. 시장이 예상한 만큼의 속도를 보인다면 크레딧은 부수적인 우려로 넘어갈 수 있을 듯 하다.

그림12 연방기금금리 선물에 반영된 시장의 연준 기준금리 기대

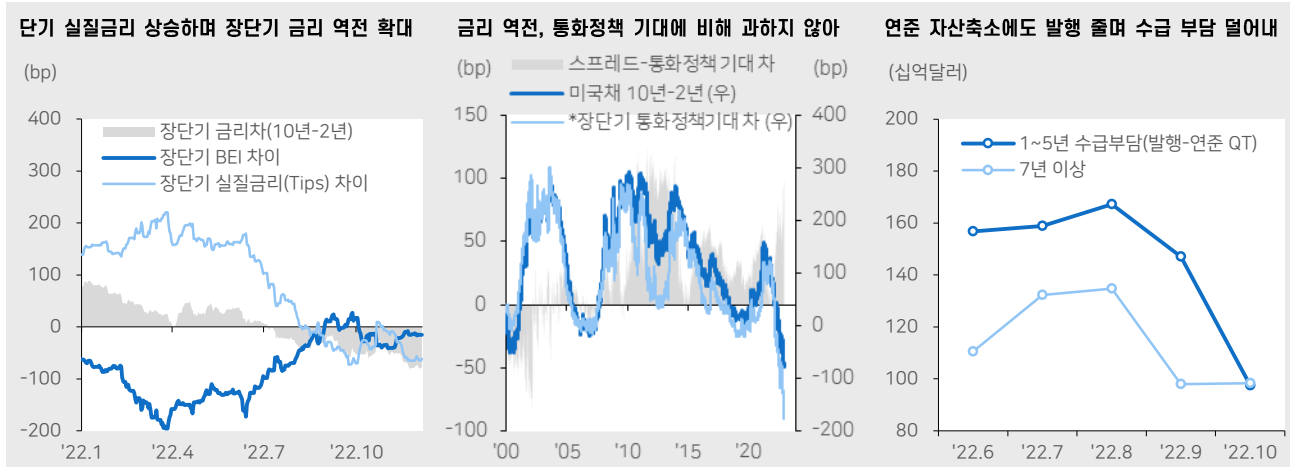


자료: Bloomberg WIRP, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

임제혁 연구원

빠르게 확대된 미국 장단기 금리 역전폭, 유지될까?



자료: Bloomberg, US treasury, Fed, 메리츠증권 리서치센터

주: 장단기 통화정책 기대 차는 통화정책 기대를 반영하는 유로달러 선물 향후 3년 - 유로달러 선물 향후 1년으로 계산

장단기 금리 역전폭 과거 추이
큰 폭으로 넘어서

10년-2년 스프레드가 -70bp대에서 유지되며 2000년대 들어 금리 역전폭이 가장 큰 수준으로 확대되었다. 이로 인해 경기부진 우려가 가시화되고 있는 측면은 인정하나 장기채 금리의 하락폭이 상대적으로 과하다는 우려가 제기되고 있다.

단기 실질금리의 상승세가
장단기 금리 역전으로 이어져

최근 장단기금리 역전은 인플레이션대(BEI)보다 단기 실질금리(TIPs)의 상승세가 기여한 바가 크다(명목금리-실질금리=BEI). 올해 4.9%까지 급등한 단기 인플레이션 기대는 공급망 차질이 완화되며 2% 중반까지 빠르게 하락, 장기 인플레이션대와 레벨이 비슷해졌지만, 단기 실질금리가 상승하며 장단기 역전폭의 확대로 이어졌다. 실질금리는 통화정책 기대와 실질 기간프리미엄(주로 수급)으로 구성되어 있다.

유로달러에 반영된 통화정책 기대
과거에 비해 장단기 금리에 반영
덜 되어 있어

장단기 금리 역전 국면에서 10년-2년 스프레드는 80년대 이후 평균적인 금리 인하 사이클인 2년 정도의 시계를 고려한 향후 3년-1년 유로달러 선물과 연관성이 높다. 과거 장단기 금리가 역전되었던 시기 장단기 금리 스프레드 - 장단기 통화정책의 격차는 좁혀지거나 (-) 전환 되었는데, 이번 국면에서는 오히려 격차가 벌어지며 역전폭이 심화된 통화정책 기대를 장단기 금리차가 과거에 비해 덜 반영하고 있는 것으로 보인다.

장단기 금리 역전폭 확대,
수급적인 요인으로 인한 일시적인
현상 아닐 가능성

또한 수급적인 측면에서 보았을 때도 연준의 QT와 미국채 발행을 고려한 수급 부담이 올해 QT에도 발행이 1년 미만의 단기채 중심으로 이뤄져 수급 부담이 크지 않은 것을 확인할 수 있다. 또한 CFTC 10년 미국채 숏포지션이 아직 청산되지 않아 숏커버링 등에 의한 일시적인 수급의 영향력도 적은 것으로 판단된다. 장단기 금리차가 레벨 측면에서는 역사적으로 평균을 큰 폭으로 넘어서고 있으나 장단기 금리차의 축소보다는 현재 수준을 유지할 가능성에 무게를 둔다.

칼럼의 재해석

이진우 연구위원

미국, 대중국 반도체 규제에 난항 (Bloomberg)

리세 스레이네마허 네덜란드 대외무역 장관이 네덜란드 의회에서 국가안보 보다는 자국의 경제적 이익을 중요시할 것이라는 입장을 밝히며 미국의 대중국 규제 관련국과의 협력이 난항을 겪을 것이라는 우려가 제기되었다. 미국은 전략 경쟁에 본격적 도입하며 기술 패권을 통한 리더십 확충을 국가 전략으로 내세우고 있다. 중국의 반도체 굴기가 미국에 위협요소가 되며 미국은 견제보다는 억압에 나서며 대중국 반도체 규제를 넓혀가고 있다. 이에 네덜란드와 일본, 한국 등 관련국과의 협력이 필수적이나 최근 네덜란드가 자국 기업의 이익을 우선시할 것이라 밝히며 반도체 규제가 쉽지않은 않을 것으로 보인다. 미국의 대중국 반도체 규제가 기업 이익에 미치는 영향이 제한적인 것은 긍정적이나 향후 칩이 부품으로 들어가는 기기의 비용 상승이 나타날 것으로 예상되는 바 고물가/고금리 환경에서 소비자로의 비용 전가가 미국 정책 평가에 다소 부정적인 영향을 끼칠 것으로 예상된다.

네덜란드, 자국 경제적 이익을 우선시

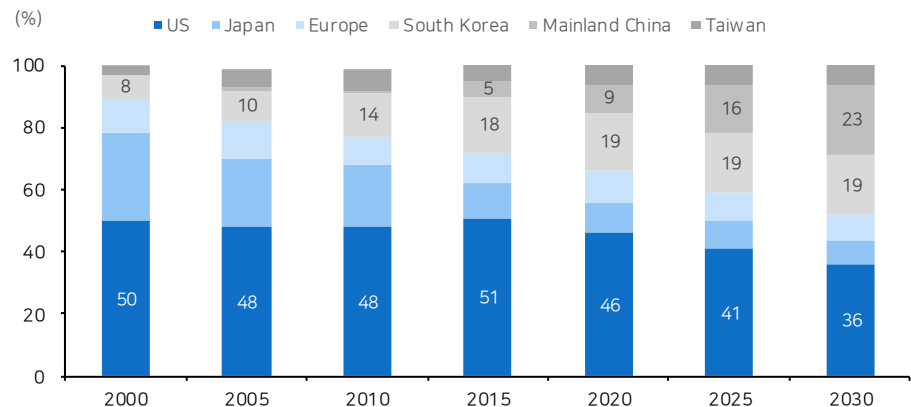
네덜란드, 자국의 경제적 이익 중시할 것

리세 스레이네마허 네덜란드 대외무역·개발협력 장관은 22일 네덜란드 의회에서 국가안보를 지키는 것도 중요하지만 경제적 이익을 지키는 것 역시 중요하며 네덜란드가 자국 기업이 생산하는 첨단 반도체 장비의 중국 판매 허용 여부를 자체적으로 결정할 것이라는 입장을 밝혔다. 이에 미국의 대중국 반도체 규제 관련국과의 협력이 난항을 겪을 것으로 보는 우려가 제기되었다.

반도체 규제 배경:
미국의 반도체 점유율 하락

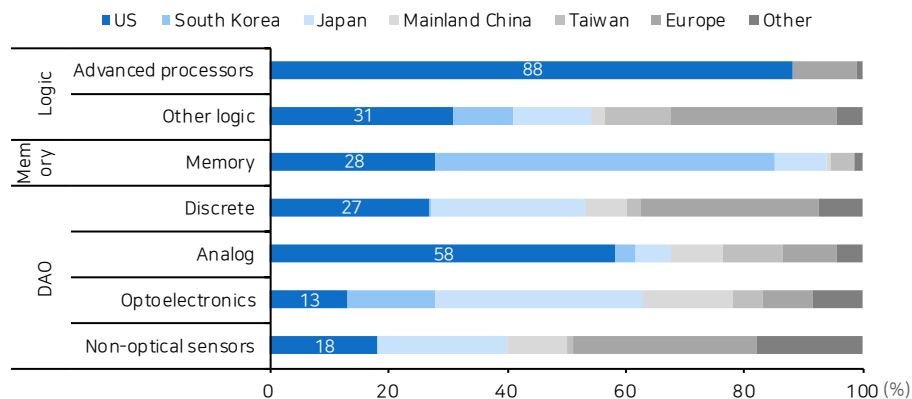
미국의 대중국 반도체 규제 배경은 첨단 기술 패권을 통한 리더십 확충에 있다. 향후 국가 안보는 인공지능, 정보보안, 통신 등 첨단 기술에 기저를 두고 있을 것이다. 다만 첨단 산업의 핵심이라 꼽을 수 있는 반도체 점유율에 있어 미국은 중국의 급격한 성장세에 점유율이 지속적으로 하락하고 있다. 2000년에는 50%의 점유율을 이루었으나 이는 2020년 46%로 하락하였고, SIA와 BCG가 추정한 바에 따르면 2030년에는 36%까지 하락할 것으로 전망하고 있다.

그림1 국가별 반도체 점유율 추이



주: 2025년, 2030년은 추정치. 국가 분류는 본사 위치에 따름
자료: WSTS, SIA, BCG, 메리츠증권 리서치센터

그림2 반도체 종류별 국가 점유율 추이



주: 2020년 기준. 국가 분류는 본사 위치에 따름

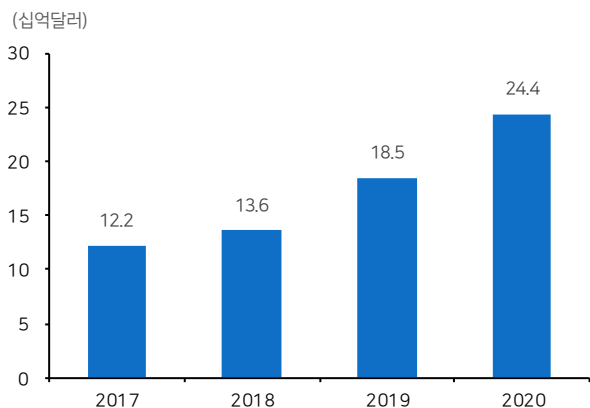
자료: BCG, SIA, 메리츠증권 리서치센터

중국의 반도체 굴기와 미국에 대한 위협

미국의 경우 미래 반도체 핵심 기술이라 할 수 있는 Logic IC 부문, 특히 Advanced Processors에서 88%의 점유율을 기록하고 있다. 반도체 공정별로 나누어 보면 이는 반도체 제조공장 없이 설계만 수행하는 팹리스 기업에 속한다. 다만 미국의 입장에서 안심할 수 없는 것은 중국 팹리스 기업의 성장 속도가 상당히 빠르기 때문이다. 2017년 중국 Top 25 팹리스 기업 매출은 122억달러였으나, 이는 2020년 244억달러로 3년 내에 두배의 성장 속도를 보였다.

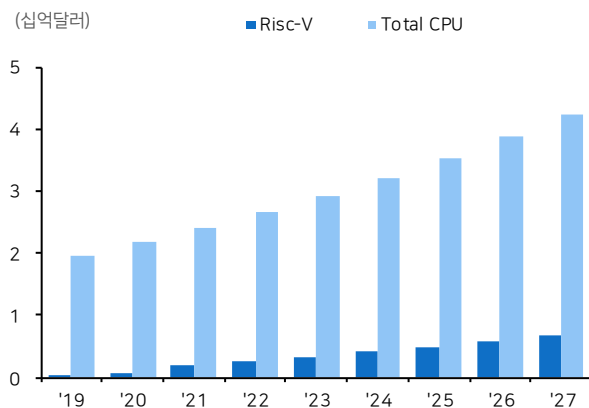
중국은 미국 규제로 반도체 설계에 필요한 IP를 제공받지 못할 것을 우려하여 알리바바, 텐센트 등 IT 기업 및 연구 기관의 컨소시엄을 구성하여 오픈소스 아키텍처인 Risc-V를 기반으로 칩을 개발하고 있다. Semico Research는 Risc-V가 2020년 IP시장 22억달러 중 8천만달러를 차지하며 점유율을 넓혀가고 있다고 밝혔다.

그림3 중국 Top 25 팹리스 기업 매출 추이



자료: BCG, SIA, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Risc-V 점유율 전망



자료: Semico Research, 메리츠증권 리서치센터

미국의 대중국 규제, 의도하지 않은 비용 상승 유발

미국의 대중국 규제 예상보다 순탄하지 않을 것

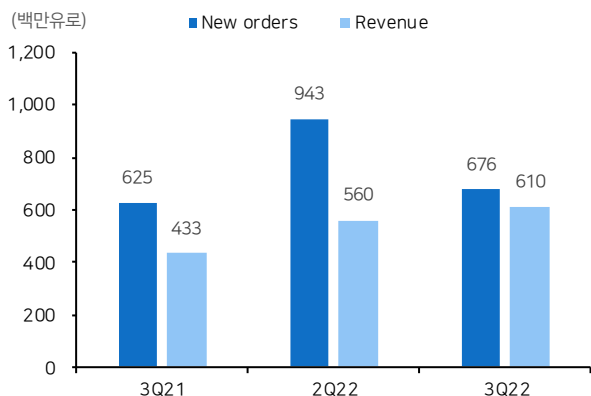
중국의 반도체 굴기가 미국을 위협하는 가운데 미국의 대중국 규제가 난항을 겪는 것은 미국에게는 쉽지 않은 상황이다. 또한 미국의 대중국 규제가 타 국가 및 기업에 대한 고려가 부족한 일방적인 규제라는 비판과 함께 고물가/고금리 경제 환경으로 가게 형편이 어려울 것으로 예상되는 가운데 칩 비용 상승에 따른 기기 가격 인상 및 소비자로의 비용 전가는 의도치 않은 결과를 낳을 수 있다.

규제에 따른 기업 영향은 제한적

그나마 긍정적인 것은 미국 규제에 따른 기업들의 실적 악화 폭이 생각보다 심하지 않다는 것이다. 당초 10월 미국의 중국향 수출 규제 발표 시 ASM은 당사의 매출의 16% 가량 차지하는 중국향 매출이 40% 가량 타격 입을 것으로 예상하였다. 이에 4분기 매출을 6억~6.3억유로로 전망하였다.

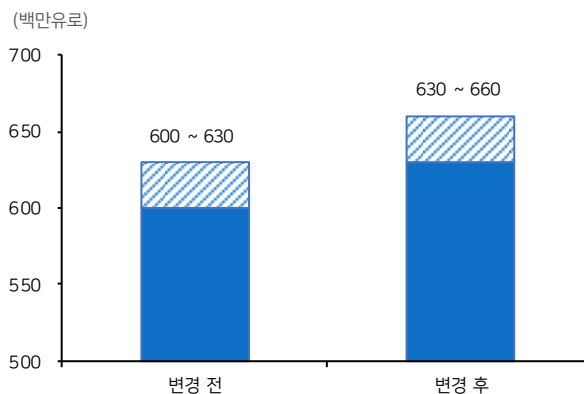
3분기 실적 발표에서 신규 주문이 6.76억유로로 전년동기 대비 8.2% 가량 증가하였고, 순이익 또한 6.10억 유로로 전년동기 대비 40.9% 증가, 2분기 대비로도 8.9% 증가하였다. 중국향 매출에 부정적 영향이 15~25% 정도 될 것으로 전망하면서 4분기 매출 가이드선도 3천만유로 상향하였다.

그림5 ASM 3Q22 실적



자료: ASM, 메리츠증권 리서치센터

그림6 ASM 4Q22 매출 가이드선 변경



자료: ASM, 메리츠증권 리서치센터

기업 이익에 생각보다 심각한 영향을 미치지 않았다는 것에 대해 두가지 가능성이 엿보인다. 첫째는 아직 중국의 최첨단 장비 수요가 크지 않을 가능성과 두번째는 미국이 규제하고 있는 고성능 반도체 장비 수출을 제외하고도 연간 매출 증가가 이를 채워줄 수 있다는 가능성이다.

EUV 장비를 독점 공급하는 ASML도 미국의 대중국 수출 규제가 장비 출하 계획에 미치는 직접적인 영향이 상당히 제한적이라고 밝혔다. ASML의 3분기 실적도 매출 57.8억유로로 전년동기 대비 10% 증가하며 견조한 실적을 보였다.

대중국 반도체 규제 이슈는 소강

스레이네마허 장관은 4일 TV 프로그램에서 미국이 중국과 관련하여 국가 안보와 기술 발전에 대해 우려하고 있음을 이해하고, 중국에 의존하게 되는 결과를 초래하지는 않겠다고 발언했다. 이에 위와 같은 소동은 일단락 되겠으나, 향후 네덜란드가 미-중 양국간의 관계에서 단순히 미국의 대중국 반도체 수출 규제를 조건 없이 따라가지는 않을 것으로 보인다. 자국의 경제적 이득이 보이는 쪽으로 결정하겠다는 의사를 밝히며 향후 미국의 대중국 기술 견제가 순탄하지만은 않을 것으로 보인다.

원문: *Dutch Resist US Call to Ban More Chip Equipment Sales to China*