



2023. 4. 11 (화)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

미국, 디펜시브로의 변곡점?

오늘의 차트

마카오 카지노 시장 회복 움직임

칼럼의 재해석

미국 반도체 지원법이 넘어야 할 장애물

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



미국, 디펜시브로의 변곡점?

▲ 주식시황

Analyst 이종빈
02. 6454-4893
jongbin.lee@meritz.co.kr

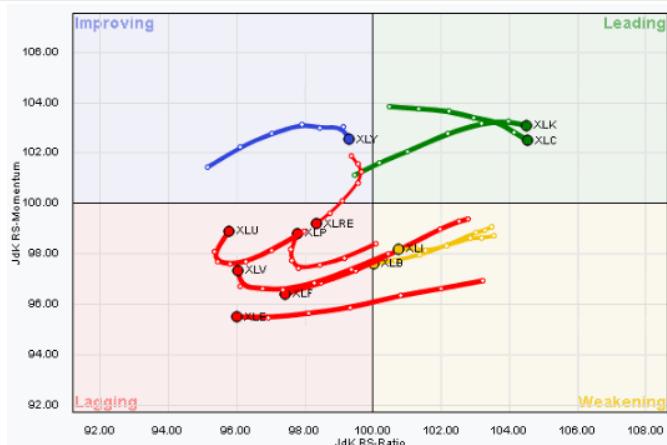
- ✓ 4월 들어 달라진 시장. 미국은 헬스케어, 유틸리티 등 전통 Defensive의 상대적 강세
 - ✓ Style 변화의 신호인가? 경기, 유동성, 크레딧 여건이 시장 스타일에 미치는 영향 점검
 - ✓ 지금은 Large cap, Defensive가 유리한 환경. 보다 장기적 시계에선 Value보단 Growth

Style Rotation의 시작인가?

4월 들어 시장 스타일이 달라진 모습이다. 3월엔 S&P500 기준 IT(+20.1%), 커뮤니케이션(+10.6%) 등 기술 성장주가 강세를 보인 반면 4월엔 헬스케어(+3.1%), 유틸리티(+3.1%) 등 전통적 경기방어업종이 강세다. (그림 1)의 섹터로테이션 맵에서도 이러한 모습이 엿보이고 있다. IT, 커뮤니케이션, 경기소비재는 지는 방향, 유틸리티, 헬스케어, 필수소비재는 성과가 개선되는 방향성을 띠다.

앞으로 시장은 이렇듯 일방향적인 로테이션이 지속될까? 이러한 움직임의 트리거는 5일 ISM 서비스업 지수의 예상치 하회였지만 그동안 경기둔화 방향성에 대한 이견은 거의 없었다. 경기둔화와 정책 속도조절 기대감이 견인한 3월이었기 때문이다.

그림1 미국 업종별 로테이션: IT, 커뮤니케이션 강세에서 헬스케어 유틸리티 반등 도모



주: XLK(IT), XLC(커뮤니케이션), XLY(경기소비재), XLB(소재), XLI(산업재), XLE(에너지), XLV(헬스케어), XLF(금융), XLI(유일리티), XLP(포수수비재), XLF(부동산)

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Top-down Style Rotation 결정요인(경기, 금리)

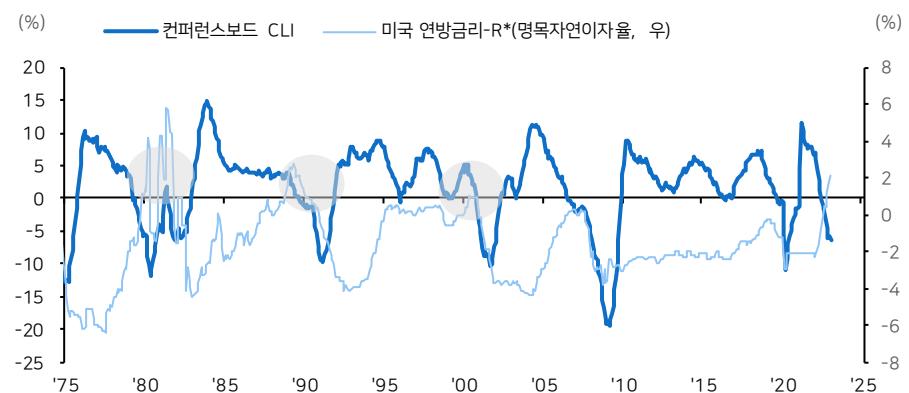
현재 스타일을 쉽게 예상하기 어려운 이유는 금리와 경기가 일반적인 경로와는 다른 행태를 띠고 있기 때문으로 보인다. 투자 시계라는 개념으로 알려져 있듯 시장 색깔은 일반적으로 경기사이클에 연동된다. 회복, 호황, 둔화, 침체의 순서에 맞춰 강세를 보이는 업종들이 정해지는데, 사이클의 위치에 따라 상대적으로 업종별 실적 기대감이 달라지기 때문이다.

경기둔화 국면에선 경기방어적업종들이 상대적으로 강세를 보인다. 실적의 경기민감도가 가장 낮기 때문이다. 반면 기술주와 성장주 IT 업종들은 침체국면 후기와 경기 회복국면 초입에서 강세를 보인다. 금리 하락과 함께 경기가 바닥을 찍고 회복하며 할인율의 하락과 투자 사이클에 대한 기대감이 높아지기 때문이다.

경기사이클로만 보면 디펜시브 업종이 강세를 보이며 IT, 성장 업종은 낙폭의 회복으로 봐야한다. 그러나 금리(할인율) 경로를 고려하면 결론은 오히려 성장주로 기운다. 경기사이클 관점에선 경기둔화 시 금리 하락이 수반되어야 하나 지금은 인플레이션으로 인해 경기둔화 상황에서도 고금리가 유지되다 보니 시장에 경기둔화와 고금리 완화 기대감이 혼재한다.

때문에 시장 패턴도 금리 환경과 경기사이클을 동시에 고려할 필요가 있다. 둘 모두를 활용하면서 스타일에 미치는 영향을 가늠해야한다. 이에 과거 금리 환경을 자연이자율(r^*)과 연방기금금리로, 경기사이클을 컨퍼런스보드의 경기선행지수를 기초로 경기사이클 위치를 나누면 지금과 가장 유사한 시기는 1980년, 1989년, 2000년이다. 긴축의 영역(연방기금금리 $>$ 자연이자율)이면서 경기는 둔화(–)하던 시기다

그림2 미국 긴축 강도와 컨퍼런스보드 경기선행지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

경기, 금리 요인 고려하면 성장, 디펜시브 혼재 될 환경

경기와 금리 요인을 동시에 고려하면 지금은 성장과 디펜시브가 공존할 수 있는 환경이다. 1980년과 1989년 모두 금리인하 기대와 경기둔화를 반영하면서 성장과 디펜시브 모두 가치와 시클리컬에 대비해 상대적으로 성과가 좋았다. 금리인하와 경기둔화를 모두 반영한 결과다.

특징은 스타일에 있어 경기지표 보단 금리의 설명력이 더 높았다는 점이다. 할인율이 중요하게 작용할 수 있는 Value-Growth 뿐만 아니라 Cyclical-Defensive의 경우에도 금리와 더 밀접했다. 금리가 더 설명력이 높다는 점은 지수 반등에서 뿐만 아니라 스타일 측면에서도 지금 메인변수는 결국 인플레이션임을 의미한다. 물가상승률 둔화의 확인만 이어지면 지수 회복과 성장/디펜시브 스타일의 강세는 이어질 수 있다.

이외에도 지금 아웃퍼폼하고 있는 사이즈 스타일은 크레딧 환경이 중요한 변수다. (그림 9)와 같이 하이일드 스프레드가 높아질 때 S&P500은 Russell에 아웃퍼폼 한다. 자금 여건이 부정적일수록 시장의 수급은 상대적으로 자금 접근도가 높은 대형주로 몰린다는 의미다.

그림3 긴축 여건과 가치-성장 상대수익률

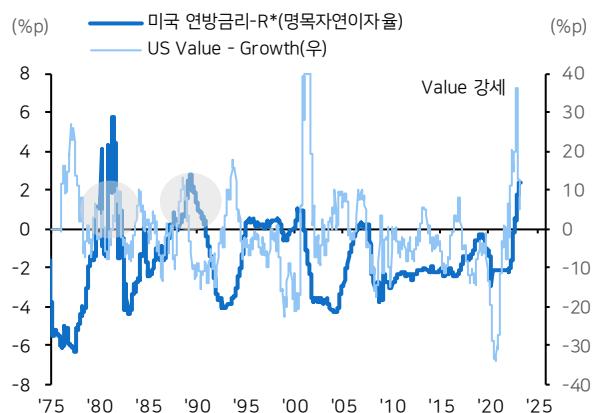


그림4 경기사이클과 가치-성장 상대수익률

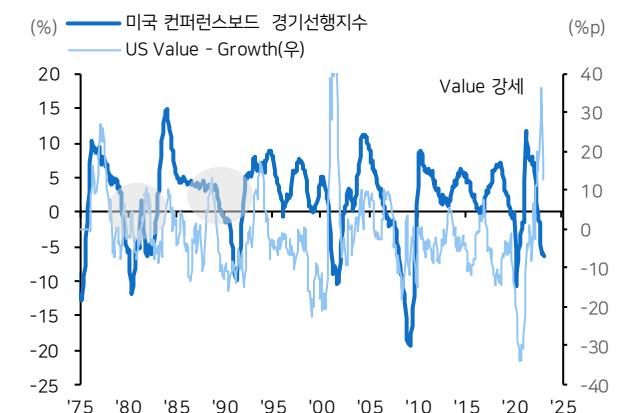


그림5 긴축 여건과 Cyclical-Defensive 상대수익률

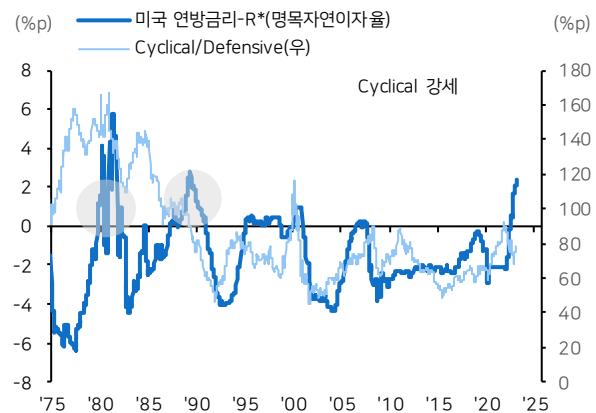


그림6 경기사이클과 Cyclical-Defensive 상대수익률

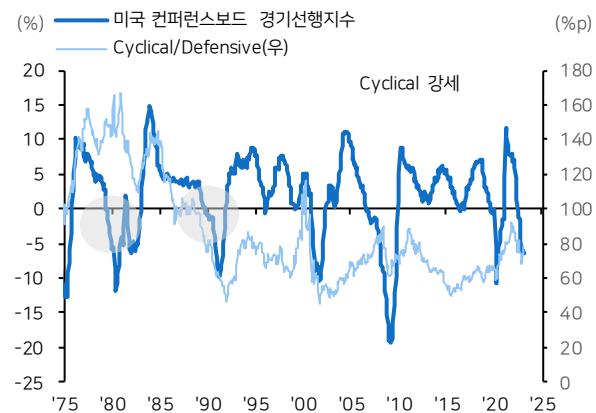


그림7 가치-성장, Cyclical-Defensive 상대수익률

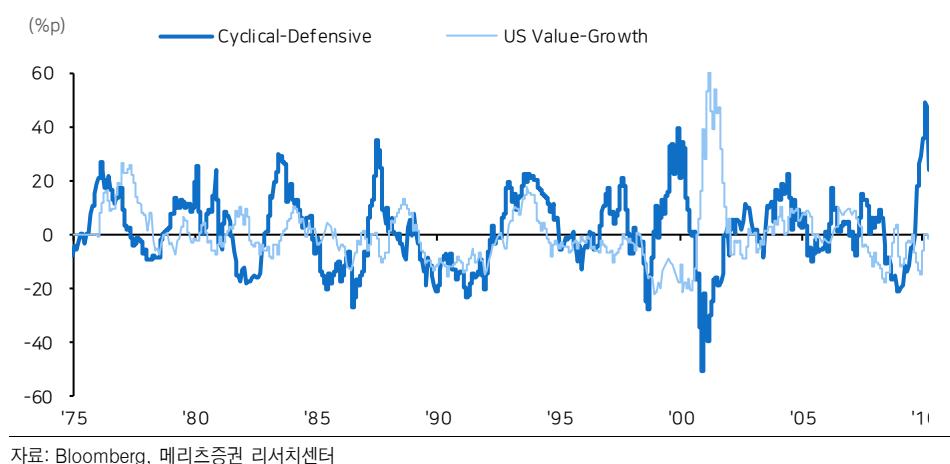
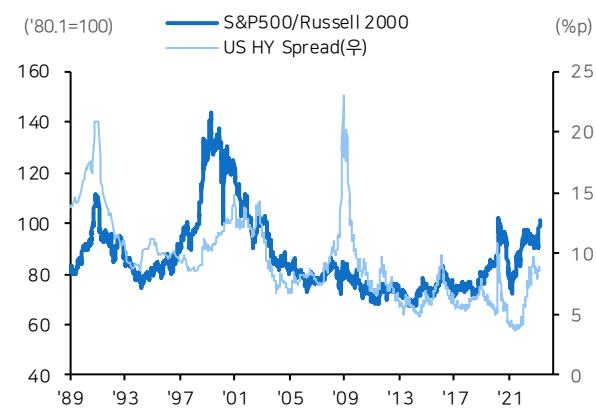


그림8 이익수정비율과 Cyclical-Defensive 상대수익률



그림9 하이일드 스프레드 – 대형/중소형 상대강도



지금은 어떠한가? '대형'이라는 요소 추가(feat. SVB)

종합하면 지금은 성장과 디펜시브가 강세를 보일 수 있는 환경이다. SVB로 하반기 경기에 대한 부담은 높아질 수 있는 반면, 소비둔화 인플레이션 둔화로 금리 기대는 더 높아질 수 있기 때문이다.

SVB 리스크는 이제 시스템적 위기로 인식되고 있지는 않다. (표 1)에서처럼 연준의 재할인 창구에서의 자금은 상환되고 있고 (표 2)처럼 소형은행 예금 감소도 멈췄기 때문이다. 다만 소형은행의 대출은 크게 감소하고 있다. 이번 위기로 은행들이 자발적인 건전화 작업에 나섰다.

이 같은 자금여건의 타이트 함은 위기 인식 감소에도 하이일드 스프레드를 여전히 높은 원인이다. 오는 6월 스트레스 테스트가 나오기 전까지 은행 및 금융기관은 대차대조표가 건전하더라도 쉽게 자금 줄을 열 수는 없을 것이다. 그 때까지 타이트해진 긴축환경으로 인한 경기사이클 둔화는 불가피 하다.

은행 위기에서 비롯된 경기둔화 압력과 금리인하 기대, 중소기업 자금환경의 타이트함(하이일드 스프레드)을 모두 반영하면 지금의 디펜시브 향 일방향적인 로테이션보단 경기둔화의 폭과 금리 인하 기대를 반영하며 대형주, 성장/디펜시브 스타일의 상대적 강세가 혼재된 시기가 될 듯 하다.

표1 Federal Reserve H 4.1: 은행들의 자금창구 이용은 줄어들어

(백만달러)	03월 08일	03월 15일	03월 22일	03월 29일	전주대비	04월 06일	전주대비
Foreign Central Bank	411	472	60,587	55,585	-5,002	40,000	-15,585
재할인 창구	4,581	152,853	110,248	88,157	-22,091	69,705	-18,452
BTFP	-	11,943	53,669	64,403	10,734	79,021	14,618
FDIC 대출	-	142,800	179,800	180,100	300	177,889	-2211
총자산(이하 십억달러)	8,392	8,689	8,784	8,756	-28	8,599	-0.16
RRP	2,560	2,423	2,650	2,633	-17	2,599	-0.03
TGA	312	278	200	163	-37	169	0.01
은행 지급준비금	3,004	3,444	3,370	3,402	32	3,381	-0.02

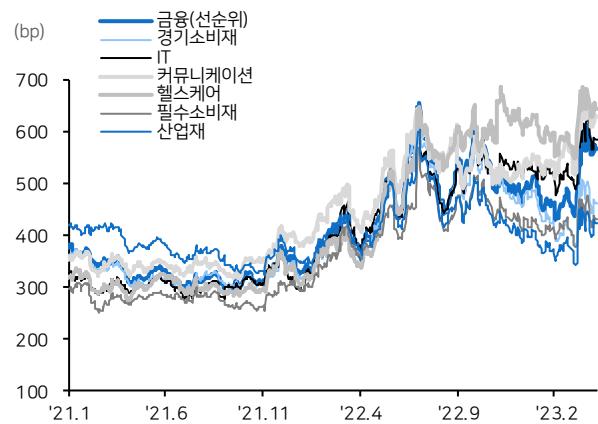
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

표2 Federal Reserve H 8: 소형은행 예금감소 멈추고 차입금은 상환

(백만달러)	03월 08일	03월 15일	03월 22일	전주대비	03월 29일	전주대비
Deposit	5,577.80	5,393.20	5,345.70	-47.5	5,371.40	25.7
장기 예금	506.7	509.9	518.7	8.8	526.6	7.9
기타 예금	5,071	4,883.30	4,827	-56.3	4,844.9	17.9
차입금	402.8	713.5	696.9	-16.6	568.2	-128.7
Bank Credit	5,978.10	5,976.30	5,914.60	-61.7	5,785.20	-129.4

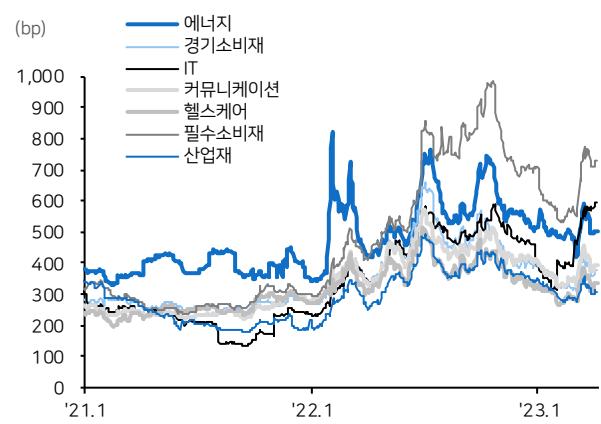
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 업종별 HY Spread



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 EU 업종별 HY Spread

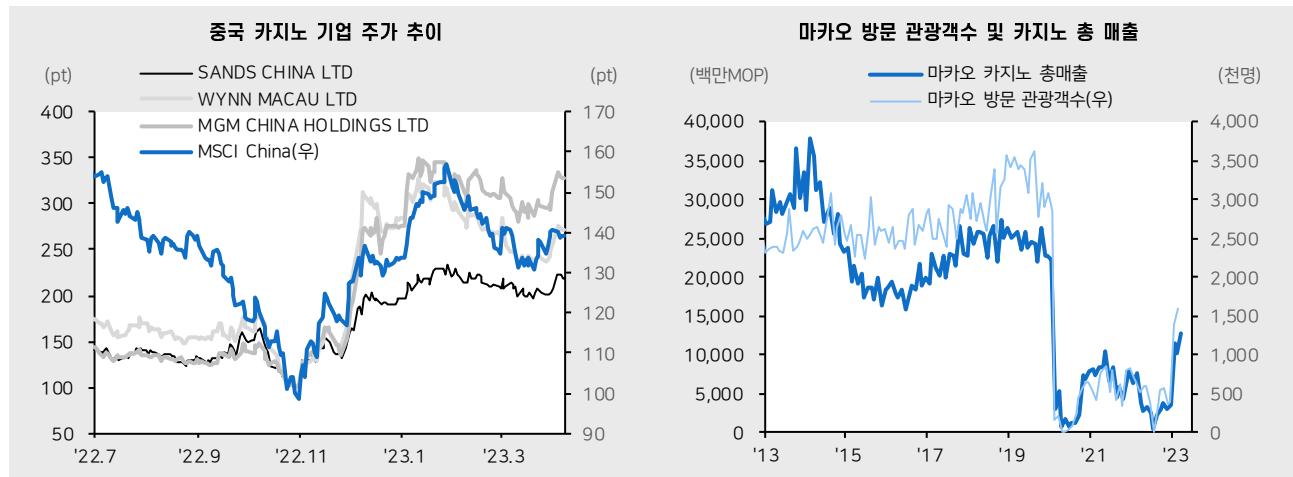


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이진우 연구위원

마카오 카지노 시장 회복 움직임



중국 리오프닝에 카지노 기업 주가 동반 상승

샌즈차이나, 윈 마카오, MGM 차이나 등 중국 카지노 기업 주가는 중국 리오프닝을 기점으로 상승하여 작년 10월 저점대비 2배~3.3배의 수익률을 기록하였다 (4/7 종가 기준). 중국 중시는 2월~3월에 걸쳐 당초 높아졌던 중국 경기 회복에 대한 기대감을 다소 되돌리는 과정에서 전반적으로 조정 국면을 거쳤으나, 카지노 기업 주가 하락폭은 다소 제한적이었다.

마카오 관광 회복에 주가 상승률 가속화

중국 정부가 올해 1월 여행 제한을 해지하면서 마카오 방문 관광객수 및 카지노 총 매출이 증가세를 보였다. 3월 마카오 카지노 총 매출은 12.7억파타카 기록하며 전월대비 +23.4%, 전년 동기 대비 +246.9% 증가하였다. 2월 마카오 방문객 수는 159.4만명으로 전월대비 14.0%, 전년동기대비 +143.1% 증가하였다. 마카오 산업 회복에 대한 기대감에 카지노 기업 주가 또한 최근 1개월 10% 초중반대 상승하며 시장 수익률을 아웃퍼포먼스하였다(vs MSCI China +6.1%).

다만 카지노 사업 의존도 낮추려는 정부 방침 경계

다만 마카오 내 카지노 사업 의존도를 줄이려는 당국 방침에 카지노 사업이 코로나 이전 수준을 회복하고 지속적인 성장을 유지할 수 있을지에 대한 의문이 제기된다. 마카오 정부는 작년 1월 카지노 사업허가권의 유효기간을 기존 20년에서 10년으로 단축하고 허가권을 얻기 위한 최저자본금 또한 2억파타카에서 50억파타카로 대폭 상향하였다.

인력 부족으로 인한 서비스 질 하락 또한 경계하여야

또한 코로나19로 서비스 인력이 대거 유출된 가운데 구인난으로 인한 서비스 질의 하락으로 이에 대한 불만이 속출하고 있다는 점 또한 주의해야 한다. 홍콩, 일본, 한국 등 여행 대체재가 풍부한 환경에서 마카오 카지노 시장 회복에 대한 단편적인 낙관적 기대는 경계해야 할 것으로 보인다.

칼럼의 재해석

김동관 연구원

미국 반도체 지원법이 넘어야 할 장애물 (Bloomberg)

2022년 8월 통과된 미국의 'Chips and Science Act(Chips Act)'는 미국 내 반도체 제조 역량 제고를 목적으로 한다. 총 520억달러 규모로 반도체 생산 설비 투자와 R&D 등을 지원할 예정이다. 하지만 1990년 37%에서 현재 12%까지 하락한 반도체 생산 점유율을 회복하기 위해서는 몇 가지 장애물을 넘어서야 할 것으로 보인다.

미국 내 반도체 공장 건설은 주요 국가 중 가장 오랜 시간이 걸린다. 이는 대기 오염 방지법, 국가 환경 정책법 등 연방법과 각 주의 자체 절차를 거치는데 많은 시간이 들기 때문이다. 또한 반도체 공장 건설 및 제조 관련 노동력이 부족하다. 첨단 분야 투자를 위해 필요한 인력은 30만 명에 달하지만 관련 전공에서 대학원 과정을 등록하는 미국인 학생의 수는 정체되어 있는 상황이다. 마지막으로 반도체 제조 역량과 직접적으로 관련이 없는 여러 사회적 의제를 함께 준수해야 하는 것이 요구된다. 이는 추가적인 시간과 비용을 야기함은 물론 해당 산업 및 기업에 의무를 지우는 것에 대한 근본적인 비판도 수반되고 있다.

상기 제시된 문제점들을 해결하기 위해서는 보조금 지급뿐만 아니라 다양한 조치들이 이뤄져야 한다. 연방 환경법에 따라 반도체 기업들에 패스트트랙 방식을 적용하고, 관련 전공자와 숙련 노동자들에게 부여되는 비자 획득 요건을 확대하는 것 또한 도움이 된다. 이처럼 자금 지원 외에도 적절한 정부의 조치들이 동반되어야 국가적 목표인 반도체 생산 역량 확보가 달성될 수 있을 전망이다.

반도체 생산 역량 제고를 위한 Chips Act

520억달러 규모 보조금 통해

미국 내 반도체 제조 역량 제고

2022년 8월, 미국은 자국 내 반도체 제조 역량 제고를 목적으로 한 'Chips and Science Act'를 통과시켰다. 총 지원 규모는 520억달러로 미국에서 최첨단 및 성숙 공정 반도체 제조시설 투자를 진행하는 기업에 대해 보조금, 대출, 대출보증 등의 방식으로 지원할 예정이다. 첨단 반도체 설계에 있어 미국은 세계 최고의 역량을 자랑한다. 하지만 반도체 생산에서의 미국의 점유율은 1990년 37%에서 현재 12% 수준까지 하락했다. 한가지 이유로는 미국에서의 반도체 생산이 아시아 대비 시간은 25%, 비용은 약 50% 더 많이 소요된다는 점이다. Chips Act의 시행에도 불구하고 미국의 칩 생산 역량을 제고하기 위해서는 상당한 규모의 정책 변화가 필요해 보인다. 해당 법안의 목표를 온전히 달성하기 위해서는 크게 세 가지 장애물을 극복해야 한다.

표1 Chips and Science Act 세부 지원 계획

지원 (기금명)	지원 부문	예산	연도 별 세부내역
CHIPS for America Fund	반도체 제조 지원	390억달러	'22년: 190억달러 '23~'26년: 매년 50억달러
	국립 반도체기술센터, 첨단 패키징 제조 프로그램 등 R&D 지원	110억달러	'22년: 50억달러 '23년: 20억달러 '24년: 13억달러 '25년: 11억달러 '26년: 16억달러
CHIPS for America Defense Fund	반도체 기술 제작 전환 및 인력 교육 위한 반도체 연구 허브 지원	20억달러	'23~'27년: 매년 4억달러
CHIPS for America International Technology Security & Innovation Fund	국제 정보통신기술 보안 및 반도체 공급망	5억달러	'23~'27년: 매년 1억달러
CHIPS for America Workforce & Education Fund	반도체 부문 인력 양성	2억달러	'23~'24년: 매년 0.25억달러 '25~'27년: 매년 0.5억달러

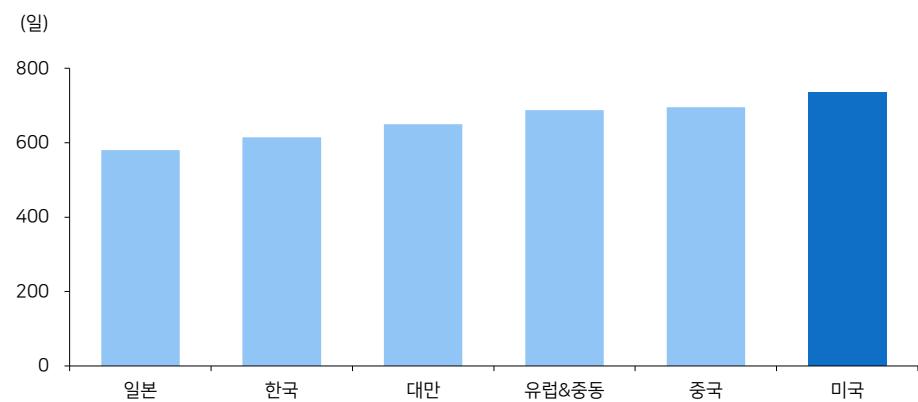
자료: 한국과학기술기획평가원, U.S. Senate, 메리츠증권 리서치센터

Chips Act가 직면한 세 가지 장애물

국가 별 반도체 공장 소요 기간이
가장 긴 미국

첫 번째는 일종의 관료주의의 문제이다. 미국 내에 새로운 반도체 공장을 건설하는 데 소요되는 기간은 1990년부터 2020년까지 38%나 증가했다. 청정대기법 (Clean Air Act)을 통과하는 과정에서 18개월이 소요되며, 미국의 국가환경정책법 (National Environmental Policy Act) 심사는 평균적으로 4.5년이 걸린다. 그 외 6개 가량의 연방법을 거쳐야 하며, 어떤 주에 위치하는 지에 따라 그 방식 또한 상이하다. 이러한 과정에서 수 많은 기관과 협업하며 지역의 이해 관계 또한 검토해야 한다. 이처럼 진행 과정이 길어지는 과정에서 자연스레 비용 증가 또한 수반된다.

그림1 국가 별 신규 반도체 공장 건설 평균 소요 기간

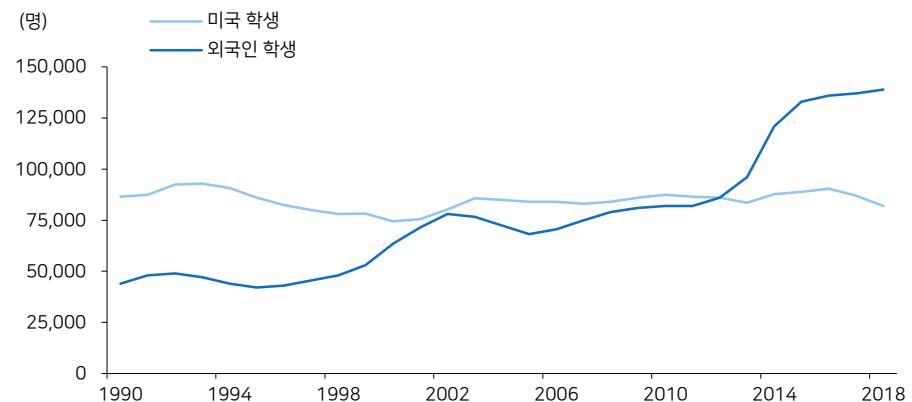


자료: Center for Security and Emerging Technology(CSET), 메리츠증권 리서치센터

반도체 관련 노동자 수요는
늘지만 관련 전공자수는 정체

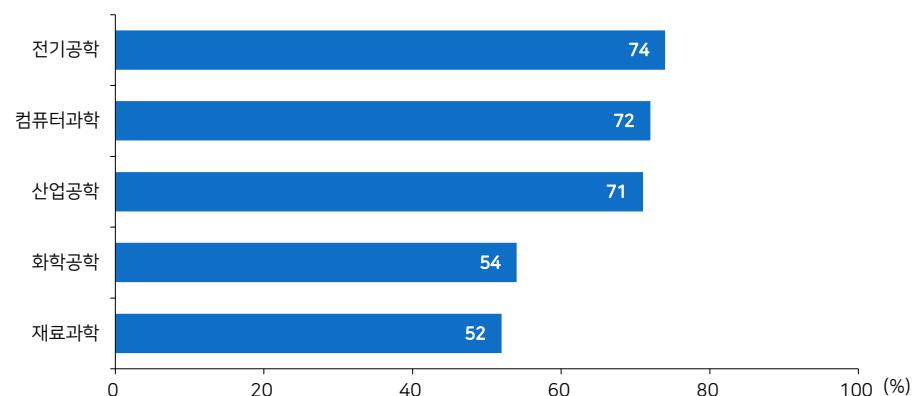
두 번째는 반도체 제조 역량 강화에 필요한 노동력이 부족하다는 점이다. 이는 부분적으로 미국의 이민 시스템 변화에 기인한다. 맥킨지의 연구 결과에 따르면, 현재 미국 내에서 진행 중인 반도체를 포함한 첨단 분야 투자를 완료하기 위해서는 추가로 30만 명의 숙련 노동자가 필요한 상황이다. 한편 반도체 관련 전공 학위를 취득하는 미국 학생의 수는 지난 30년 간 정체되어왔다. 많은 해외 출신 학생들이 반도체 관련 분야를 미국에서 전공하고 있으나 이들이 정착하여 일하는 것은 까다로운 절차와 요건을 필요로 한다. 현재 인텔과 TSMC가 계획하고 있는 신규 공장은 모두 숙련된 노동자를 구하기 위해 분투하고 있다.

그림2 미국 대학 내 반도체 관련 대학원 과정 등록 학생 수 추이



주: 관련 전공에는 전기, 전자, 통신공학, 컴퓨터 과학 등이 포함
자료: National Science Foundation, 메리츠증권 리서치센터

그림3 반도체 관련 분야 대학원생 중 해외 출신 비율



자료: National Foundation for American Policy(2021), 메리츠증권 리서치센터

다양성, 지역 사회 투자 등
사회적 의제에 대한 의무가
부담이 될 수 있다는 비판

마지막 문제는 정치이다. Chips Act 보조금을 받기 위해서는 미국 정부가 정한 '노동력 의제(workforce agenda)'에 포함된 다양한 규칙과 제안을 준수해야 한다. 이는 노동 조합·교육 기관 등 적합한 파트너들과 함께 시행된다. 구체적으로는 교육과 일자리에서의 다양성 제고, 지역 사회 투자, 임직원들을 위한 보육 서비스 등이 포함된다. 해당 의제가 추구하는 가치에도 불구하고, 경쟁력이 낮아 정부의 지원으로 발전을 도모하는 중인 산업에 대해 직접적인 관련이 없는 사회적 가치를 위한 비용 부담을 지우는 것에 대해 비판의 목소리가 제기된다.

전방위적 조치가 이뤄져야 국가적 목표 달성 가능

패스트트랙, 전공자 및 숙련 노동자를 위한 비자 발급 확대 필요

상기 언급한 문제들을 해결하기 위해선 몇 가지 방안들이 시행되어야 한다. 연방 환경법에 반도체 업체들을 위한 패스트트랙을 적용하거나 관련 프로젝트들의 빠른 진행을 위해 법을 개정하는 것이다. 또한 이공 계열 관련 전공자나 숙련 노동자에 발급되는 비자를 확대하고, 관련 분야에서 고급 학위를 취득한 외국인 졸업생의 경우 영주권 할당에 제한을 면제해야 한다.

보조금뿐만 아니라 전방위적 조치가 필요

자국 내 반도체 제조 역량 제고를 위한 노력은 미국뿐만 아니라 중국, 유럽 등 주요 지역에서 이뤄지고 있다. 칩 생산 역량이 산업 안정화는 물론 국가 안보 문제와도 밀접한 관련이 있다는 것을 절감하고 있기 때문이다. 이처럼 국가적인 목표가 되어버린 반도체 제조 역량 확보를 위해선 단순히 자금 지원뿐만 아니라 보다 전방위적인 조치가 뒤따라야 할 것으로 보인다.

원문: *\$52 billion chipmaking plan is racing toward failure (Bloomberg)*