

meritz Global Catch Mind

4월호

Meritz Research 2023. 3. 31

미국 경기 눈높이 추가 하락, 빅테크가 대안
중국 해외불안 속 상대적 우위, 중국도 TMT

박스권 속 대안 찾기





meritz
Global Catch Mind 4월

박스권 속 대안 찾기

미국: 경기 눈높이 추가 하락, 빅테크가 대안

중국: 해외불안 속 상대적 우위, 중국도 TMT



글로벌 투자전략-신흥국

Analyst **최설화**

02. 6454-4883

xuehua.cui@meritz.co.kr



글로벌 투자전략-선진국

Analyst **황수욱**

02. 6454-4896

soowook.hwang@meritz.co.kr

Contents

Part I	미국: 경기 눈높이 추가 하락, 빅테크가 대안	9
Part II	중국: 해외불안 속 상대적 우위, 중국도 TMT	41
Appendix	글로벌 증시 동향과 이벤트	55

4월 글로벌시장 이슈와 전망 요약



Key Point

- 미국 은행 리스크는 확산은 막은 것으로 보이나 1) 중소기업 규제 강화, 2) 상업용 부동산 문제, 3) 자기실현적 개별 은행 문제 부각 가능성 모니터링 필요
- 1)은 중소기업 대출태도 악화로 추가적인 경기 하방 압력 요인, 1Q23 실적시즌 가이드스 추가 하향 가능성 경계. 2)는 생각보다 은행 익스포저 크다는 점 유의
- 은행 리스크 해소 아니며, 경기 눈높이 추가적으로 낮아질 수 있어 증시 하방압력 우위. 타이트한 유동성 환경에 현금여력 및 건전성 높은 빅테크가 대안이라는 의견
- 현단계 중국증시의 상대적 부진은 연초 높아졌던 경기 회복 속도에 대한 눈높이를 낮추는 과정으로 1분기 실적과 함께 대부분 마무리 될 전망
- 오히려 해외 금융 불안에 외국인자금의 중국증시 유입이 재개되고, 민간 기업들의 혁신 DNA가 자극되며 투자심리 개선으로 연결 중.
이에 본토보다 홍콩증시의 상대적 강세 전망 유지하며, 본토시장은 지수보다는 조정시 TMT(테크/게임/통신) 섹터 중심의 접근 유효



Monthly Global Market Investment Idea

미국

3월 미국 증시는 물가, 경기 지표 확인하며 예상대로 과했던 통화정책 긴축 기대를 되돌렸고 금리 하락에 성장주 비중 높은 IT, 커뮤니케이션, 경기소비재 아웃퍼폼. 은행리스크 부각이 정책 기대 눈높이 낮추는데 일조

은행리스크는 아직 해소되지 않은 것으로 보며, 상업용 부동산 문제/일부 개별은행 리스크 부각 가능성 모니터링 필요. 중소기업 대출태도 악화 및 투자 사이클 회복 지연으로 이어져 경기 저점이 기존에 보았던 것(6월 전후)보다 늦어질 수 있음. 1Q23 실적 시즌 가이드스 추가 하향 가능성 경계

4월 증시는 전반적으로 상방보다는 하방 압력 우위. 금리 추가 급등 가능성 제한. 타이트한 대출환경에 현금여력/건전성 높은 빅테크가 대안 될 수 있다는 의견

중국

4월 중화권 주식시장은 해외대비 강세 흐름을 이어갈 전망.

지난 2~3월의 중화권 증시는 연초 높아졌던 경기 회복 속도에 대한 눈높이를 낮춰가는 과정이며, 이는 1분기 실적과 함께 대부분 마무리 될 전망

오히려 중국이 선진국의 금융 시스템 리스크에서 상대적으로 안전하고, 2분기 경기도 개선된다는 점에서 외국인자금 유입 재개 예상. 알리바바, 바이두를 비롯한 민간기업들의 최신 변화들이 AI 기술 시대에 재부각되며 투자심리 개선 예상

본토대비 조정폭이 컸던 홍콩증시의 상대적 강세 전망. 본토증시는 지수보단 TMT 섹터 중심의 접근이 유효하며 이런 업종 비중이 높은 과창50 지수 선방 예상

글로벌 투자 Dash board

3-6개월 View

- 미국 Neutral
 - 은행 리스크는 지속 중. 중소은행 추가 규제에 따른 경기 저점 지연될 가능성에 추세반등은 아직 나타나기 어려울 것
- 유럽 Neutral
 - 유럽은 은행 리스크에 직접적으로 노출되는 금융업종 비중이 상대적으로 높다는 점에서 경계 지속 필요
- 중국 Overweight
 - 연초의 높은 경기/정책 기대감 조정은 1분기 실적과 함께 마무리 예상, 디지털경제 추진 속 TMT 등 성장주가 우위

글로벌 투자 Dashboard

구분	Underweight		Neutral	Overweight	
	-2	-1	0	+1	+2
MSCI ACWI					
MSCI DM					
MSCI EM					
MSCI US					
MSCI Europe					
MSCI China					

자료: 메리츠증권 리서치센터

Part I

미국 경기 눈높이 추가 하락, 빅테크가 대안

Meritz Global Catch Mind

4월호

글로벌 투자전략-선진국

Analyst 황수욱

02. 6454-4896

soowook.hwang@meritz.co.kr



3월 미국 증시 Review: 통화정책 기대 되돌림 → 금리 하락/나스닥 선전

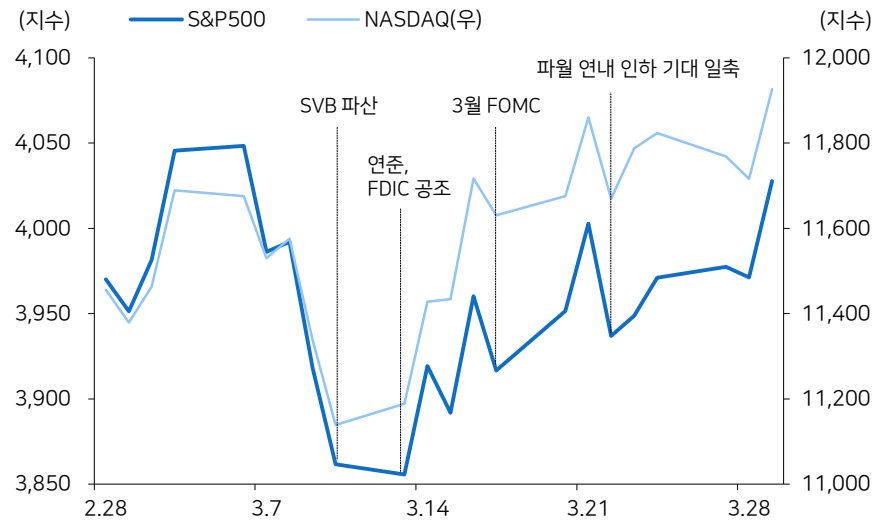
4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

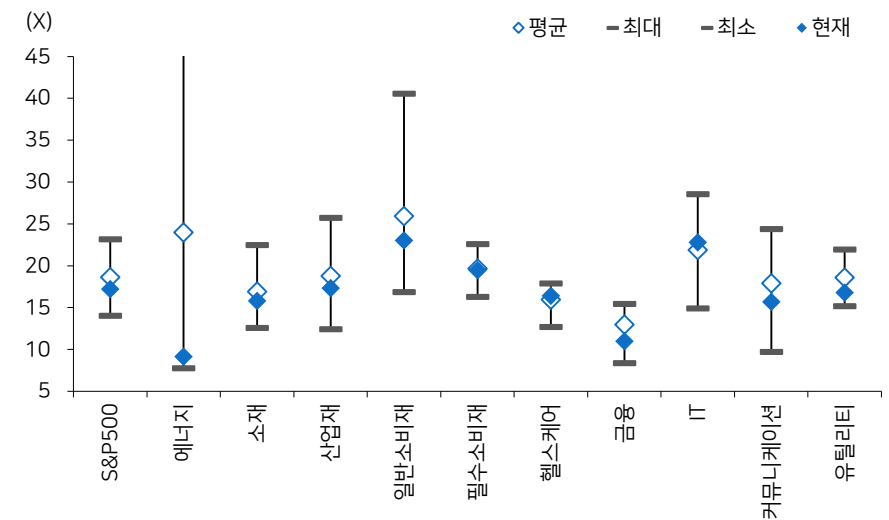
- 3월 29일 기준 S&P500은 전월대비 1.5%, NASDAQ은 4.1% 상승
- SVB 파산에 S&P500은 전고점대비 4.6%까지 하락했으나 당국의 적절한 대응으로 모두 회복
- 3월 발표된 실물지표 둔화 확인되며 과도하게 높아졌던 긴축기대 재차 되돌림
- SVB 사태도 정책기대 되돌리는 데에 일조. 연준 또한 과도한 인하 기대 형성 억제를 위해 노력
- NASDAQ의 상대성과 우수했던 이유는 금리. 미국채 10년 금리는 전월대비 36bp 하락한 3.56%

S&P500과 NASDAQ 지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

S&P500 업종별 12MF PER Valuation 밴드



주: 3월 28일 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

4월 전망 Key Factor: 은행리스크로 낮아진 경기 모멘텀과 실적시즌 시작

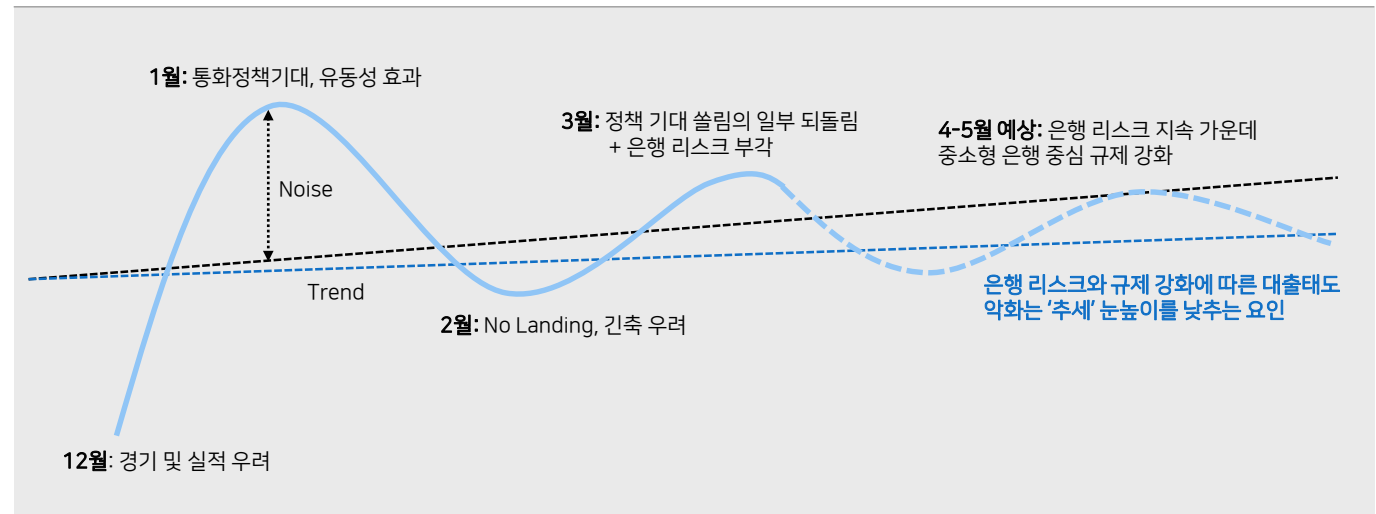
4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

- 통화정책 기대와 적정 정책 경로와의 괴리가 만든 하방 노이즈는 3월에 대부분 해소되었다는 생각
- 3월에 당사가 적정 수준으로 전망했던 통화정책 전망경로로 기대가 다시 수렴(상단 5.25%)
- 새롭게 등장한 변수는 은행 리스크. 이는 추세를 바꿀 수 있는 변수로 판단
- 시스템리스크 현실화 가능성은 낮게 보지만, 은행 규제 강화에 따른 경기 펀더멘털에 작용하는 문제
- 은행 규제 강화는 투자 사이클 회복에 부정적, 당사가 기존에 예상했던 것보다 경기 저점이 지연될 가능성

노이즈와 트렌드의 구분: 은행 리스크는 추세 각도를 바꿀 수 있는 변수



자료: 메리츠증권 리서치센터

은행리스크(1): 은행 규제 강화

4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

- 1980년대 이후 금융위기 이전까지 미국은 완화된 금융 규제 기조 지속
- 2010년 도드-프랭크법 재정, 총자산 500억 달러가 넘는 은행들에 대한 강화된 건전성 기준 적용
- 이후 공화당은 과도한 금융규제가 지역은행 및 소규모 사업자 중심으로 부정적 영향 미친다고 주장
- 트럼프 대통령 당선을 계기로 은행규제 완화 움직임 본격화, 2018년 금융규제 완화법 제정, 감독기준 완화
- 최근 민주당 집권의 행정부에서 나오는 목소리는 이때 규제 완화가 SVB와 같은 부실은행을 만들었다는 것
 - SVB는 자산 규모 미충족으로 2021년, 2022년 감독당국주관/은행주관 스트레스테스트 모두 받지 않음
 - 도드-프랭크 법 기준이었다면 받았을 통합리스크 관리 및 유동성 요건 완화도 SVB 문제 야기했다는 시각

2018년 금융규제 완화법으로 감독기준 완화

	도드-프랭크 법	금융규제 완화법		
은행 총자본 규모	500억 달러 이상	2,500억 달러 이상 혹은 G-SIB	1,000-2,500억 달러	1,000억 달러 미만
은행주관 스트레스 테스트	○	○	X	X
감독당국주관 스트레스 테스트	○	○	○	X
리스크 위원회	○ (100억 달러 이상)	○	○	○ (500억 달러 이상)
통합 리스크 관리	○	○	X	X
유동성 요건	○	○	X	X

주: 2022년 말 기준 총자산 규모 500억 달러 이상 미국 은행 총 45개, 1,000억달러 이상은 31개
자료: Sullivan&Cromwell LLP, 국회입법조사처 재인용, 메리츠증권 리서치센터

당국 주관 미국은행 스트레스 테스트 기준 총자산 규모(아래는 2022년 말 기준)

은행명	총자산 (십억달러)	은행명	총자산 (십억달러)	은행명	총자산 (십억달러)
JPMorgan	3,202	State Street	298	BMO Harris	177
BofA	2,419	Citizen Bank	226	HSBC US	162
Citi	1,767	First Republic	213	Amex	155
Wells Fargo	1,718	Morgan Stanley Priv	210	Northern	155
U.S. Bank	585	SVB	209	Regions Bank	154
PNC	552	Fifth Third	206	Discover Bank	129
Truist	546	Morgan Stanley	201	Signature bank	110
Goldman Sachs	487	M&T	200	First Citizen	109
Capital One	453	Keybank	188	MUFG union	104
TD	387	Huntington	182	Santander	99
BNY Mellon	325	Ally	182	CNB	97

주: 총자산 2,500억달러 이상은 매년, 1,000~2,500억달러는 격년 실시, 1,000억달러 미만 면제
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

중소형 은행 중심으로 자본규제 강화 → 중소기업 자금조달 환경 악화

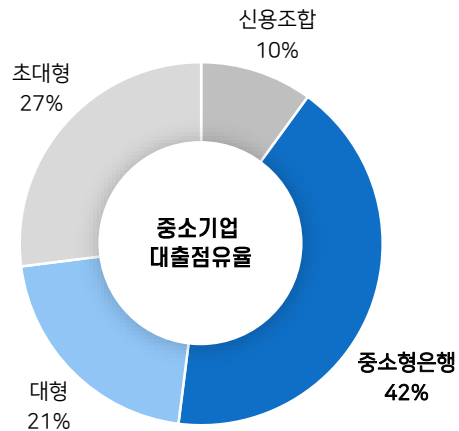
4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

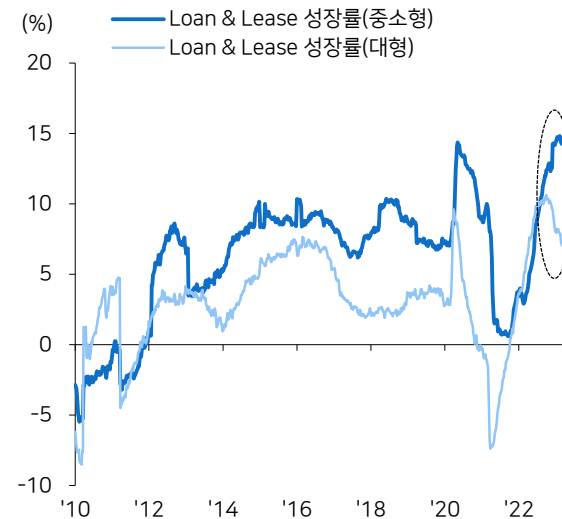
- 5월 1일 Barr 부의장 주도의 감사 결과, 6월 중 미국은행 2023년 스트레스 테스트 결과가 공개 예정
 - 규제 강화의 방향은 1) 규제 사각지대에 있었던 기관들의 유동자산 확보, 2) 자본비율 규제 상향일 것
 - 두 가지 사안 모두 이미 악화되고 있는 경제주체의 신용 이용 가능성과 기업투자에는 부정적 요인
- 총자산 기준 2,500억 달러 이상 은행 적용 규제 수준을 1,000억달러 규모 은행까지 강화하겠다는 내용 보도
- 은행규제 어젠다는 시스템 리스크 경로에서 신용창출 경로로 시각을 이동하는 듯, 경기 둔화폭 확대 요인
 - 블룸버그 컨센 2024년 경제성장률 미국 1.2%이나 SVB 사태 이후 발표되는 추정치는 대부분 1.2% 미만

중소은행의 중소기업향 대출점유율은 42%(2019)



자료: FDIC, National Credit Union, 메리츠증권 리서치센터

경기둔화에도 신용확장의 중심이었던 소형 은행



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

SVB 이후 2024년 경제전망 수정치 (미국)

기관	기준일	2023	2024
Bank of America	2023-03-17	1.0	-0.1
Barclays	2023-03-17	1.2	0.2
Berenberg Bank	2023-03-17	0.6	0.7
Commerzbank	2023-03-17	1.5	0
JPM	2023-03-17	1.7	0.4
Nomura	2023-03-17	1.0	-0.2
SC	2023-03-17	-0.2	1.8
UBS	2023-03-17	0.8	0.4
Unicredit	2023-03-17	0.4	0.9
CS	2023-03-16	1.0	-0.1
Fitch	2023-03-15	1.2	0.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

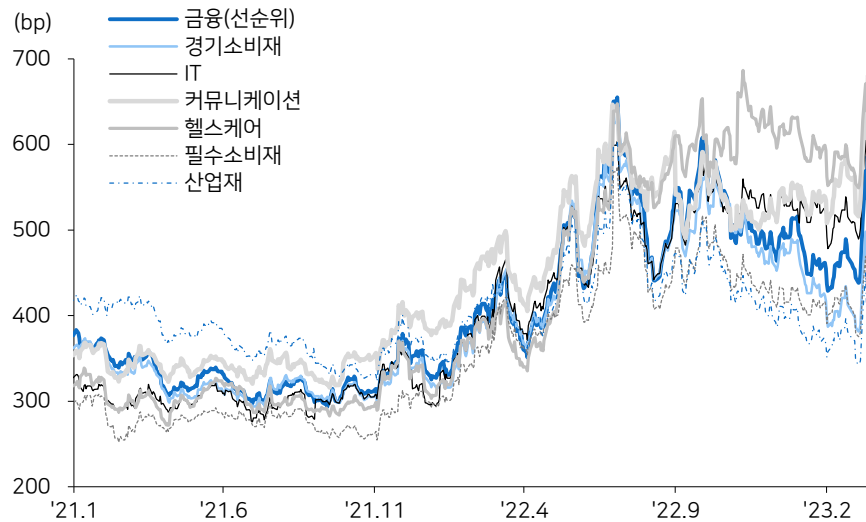
중소기업 자금조달 이슈에 관심 옮겨질 것, 관련 위험지표 트레킹 필요

4월호
bal Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

- 국내 레고랜드 사태에서와 같이 급격하게 중소형 은행 등에서 신용 제공 까다로워질 가능성 높음
 - 중소형 기업 자금조달 이슈 불거질 가능성
 - 하이일드 스프레드는 시스템 위기 우려 안정화에도 불구하고 여전히 높은 수준
- 매크로 무관성으로 성장주로의 수급은 합리적이나 중소형 종목은 앞으로 검증의 단계에 놓일 수 있음

미국 업종별 하이일드 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

EU 업종별 하이일드 스프레드

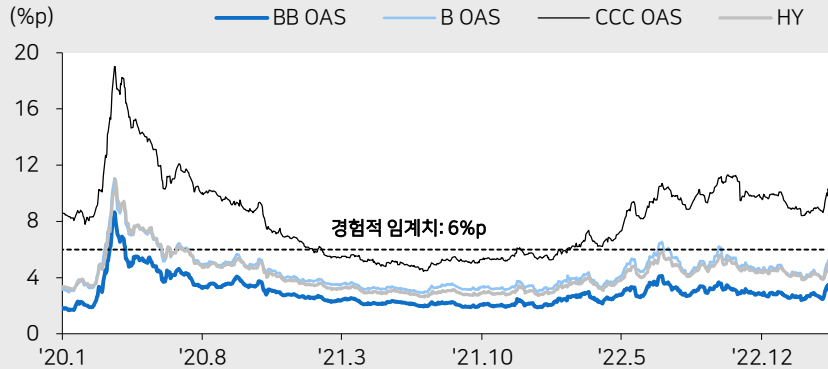


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Monitoring (Credit, 자금 경색 관련 지표)

4월호
Meritz Global Catch Mind

미국 하이일드 등급별 지표

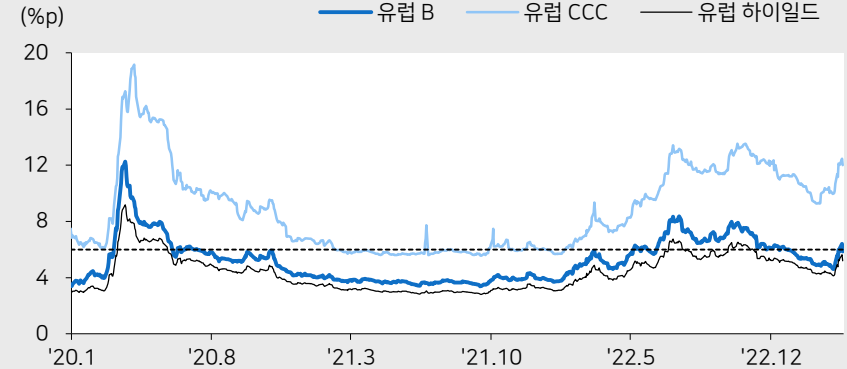


미국 섹터별 하이일드 스프레드 변동

(변동, bp)	현재	1D	1W	2W	1M	YTD
All Sector	534.9	42.4	120.3	67.9	151.9	54.6
Energy	444.7	44.1	112.2	56.3	-44.8	50.0
Consumer Staples	470.4	37.5	93.7	35.4	-123.9	41.5
Industrials	452.3	42.3	109.1	55.7	132.8	45.4
Utilities	361.6	34.6	78.1	43.0	170.1	55.5
Health Care	680.8	41.9	127.7	81.1	367.5	50.0
Communications	655.6	48.0	132.5	68.3	292.3	106.3
Materials	464.0	37.2	103.7	67.4	86.6	53.9
Technology	612.6	41.8	119.2	73.8	264.9	89.4
Financials(Senior)	586.2	49.0	146.8	96.6	-95.3	72.8
Consumer Disc	505.7	40.0	122.8	71.3	133.6	20.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

유럽 하이일드 등급별 지표



유럽 섹터별 하이일드 스프레드 변동

(변동, bp)	현재	1D	1W	2W	1M	YTD
All Sector	422.9	28.6	85.8	71.0	39.9	14.1
Energy	541.5	41.7	123.6	38.7	52.1	31.6
Consumer Staples	722.6	55.6	171.6	163.5	128.2	18.7
Industrials	329.8	16.0	52.9	42.1	10.3	-12.3
Utilities	211.8	6.8	26.6	20.3	20.2	-0.5
Health Care	352.8	25.1	77.5	61.5	39.5	33.5
Communications	424.2	29.7	93.1	80.5	60.9	19.3
Materials	401.9	32.5	85.7	40.6	24.5	10.0
Technology	542.8	27.9	77.4	145.3	195.0	146.1
Financials(Senior)	771.0	44.5	115.6	136.7	89.5	50.9
Consumer Disc	402.9	34.4	99.7	73.5	30.8	11.0

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

투자 심리 위축으로 경기 저점의 지연 가능성을 고려할 필요

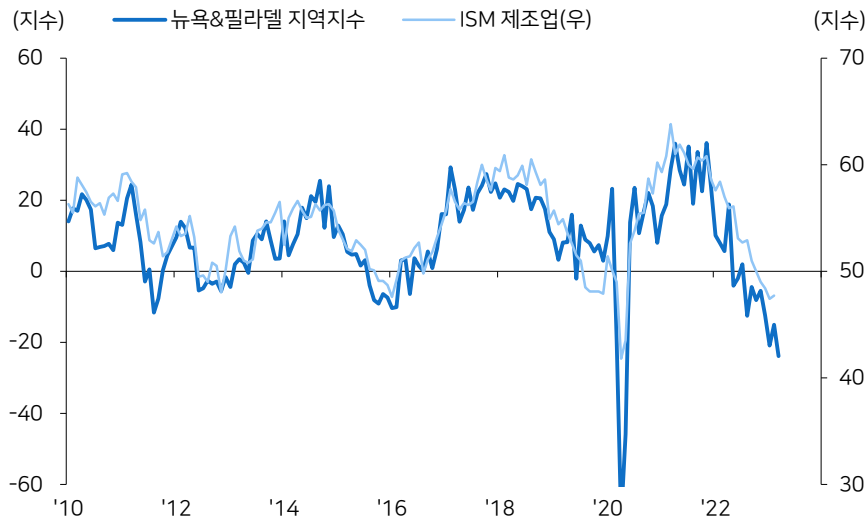
4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

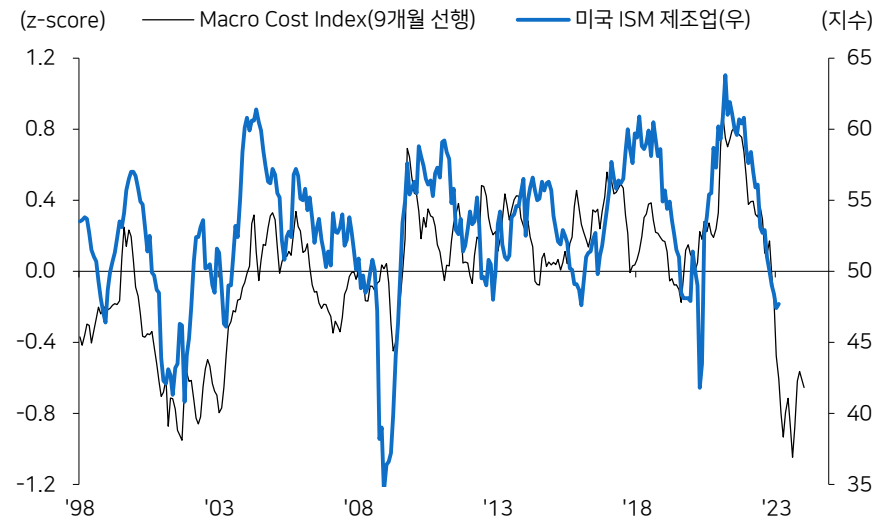
- 중소기업 규제 강화는 대출태도 악화로 이어지며, 여기에 후행하는 민간기업 투자 위축으로 이어질 것
- 3월 30일자 전략공감2.0 "미국 금리인상의 파급 효과: 기업투자와 한국 수출 시사점(이승훈)" 참고
- 기존에 우리가 보았던 경기 저점은 올해 2분기(6월 전후)였으나 새로운 변수 등장으로 지연될 가능성 고려
- 미국 투자 사이클 회복 지연 위험, 은행 규제강화/위험관리로 대출태도 추가 악화 가능성

3월 지역연은 제조업 지수 위축 지속, 경기 둔화 사이클 지속



자료: 각 지역 연은 US ISM, 메리츠증권 리서치센터

거시경제비용에 후행적으로 경기 사이클 하방 압력 지속



주: Macro cost는 금리와 유가, 달러를 정규화하여 지수로 산정
자료: Bloomberg, US ISM, 메리츠증권 리서치센터

1Q23 실적시즌: 가이던스 추가 하향 가능성 경계

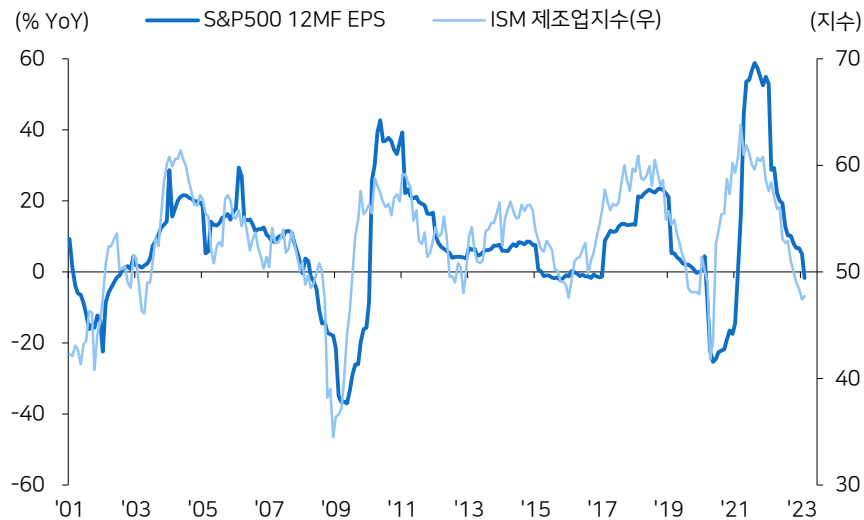
4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

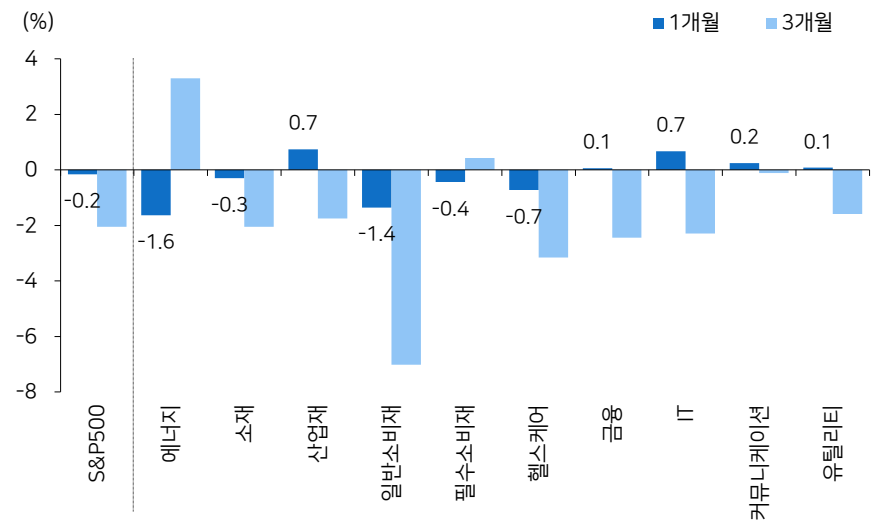
- 투자심리 위축과 경기 저점 지연 가능성은 1Q23 실적시즌에 일부 기업들의 가이던스 추가 하향 유발 가능 - 4월 증시 방향을 상방보다는 하방 가능성을 높게 보는 이유
- 이미 은행 리스크 부각으로 자금조달 여력 악화되며 중소기업 중심으로 투자 심리 위축
- 투자심리 위축 및 경기에 대한 눈높이 낮아진 영향이 이번 실적 시즌에 새롭게 반영될 가능성 경계

경기 둔화 심화에 따른 1Q23 실적시즌 거치며 가이던스 추가 하향 경계



자료: US ISM, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

S&P500 2023 EPS 추정치 최근 1, 3개월 변화율: IT, 산업재 이외 하락 지속



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

경기 모멘텀의 추가 하락은 금리인상기대 상향을 제한

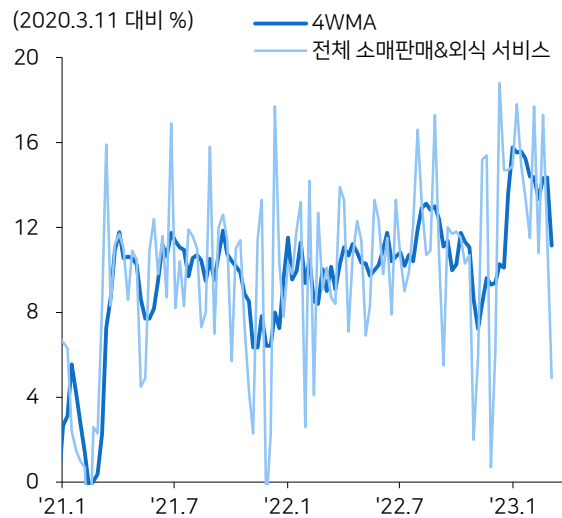
4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

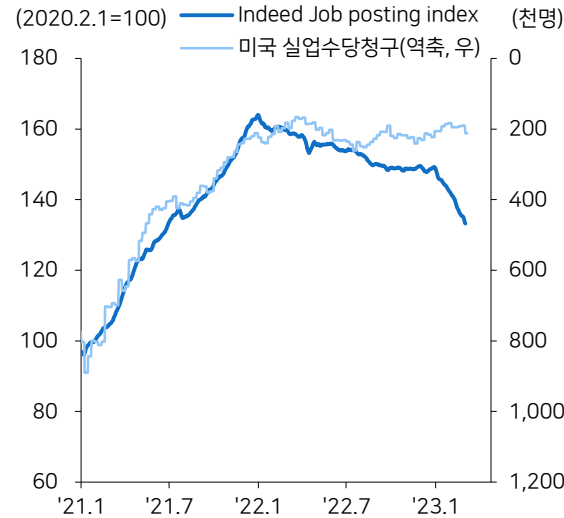
- 1월 수요 견인 인플레이 우려를 유발했던 소매판매 서프라이즈는 계속 예측한대로 재연되지 않을 것으로 예상
- 미국 주간 신용카드 매출은 3월 들어 모멘텀 빠르게 둔화되며 1월 세제혜택 효과를 되돌리고 있음
- 노동시장도 정상화되고 있는 국면. 노동시장 관련 인플레이 우려의 핵심이었던 임금상승률 둔화될 환경 조성
- 일간 기업 구인 데이터 올해 들어 빠르게 감소하고 있으며 기업들의 구인난 언급 빈도도 낮아지는 중
- 미국 빅테크 이어 대규모 해고 이어지는 중(루시드 1,800명, 디즈니 7,000명, 아마존 추가 9,000명)

미국 신용카드 매출 3월 모멘텀 둔화 심화



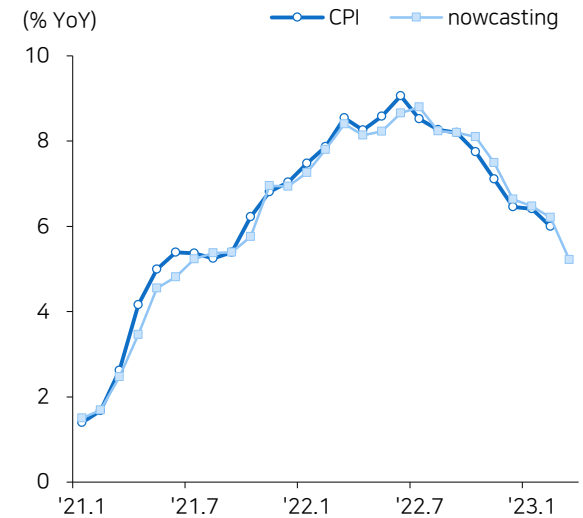
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

일간 기업구인 데이터 올해 들어 빠르게 감소



자료: Indeed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

CPI nowcasting은 우하향 지속 중



자료: Cleveland Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

참고: 연초 미국 일시적 소비 서프라이즈 → 인플레이 우려 유발했던 이유

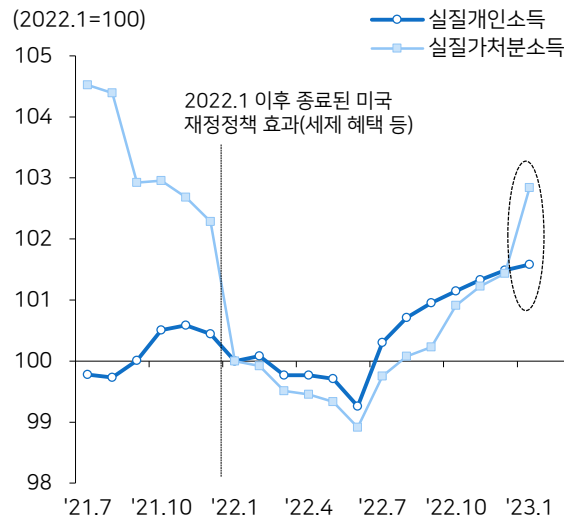
4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

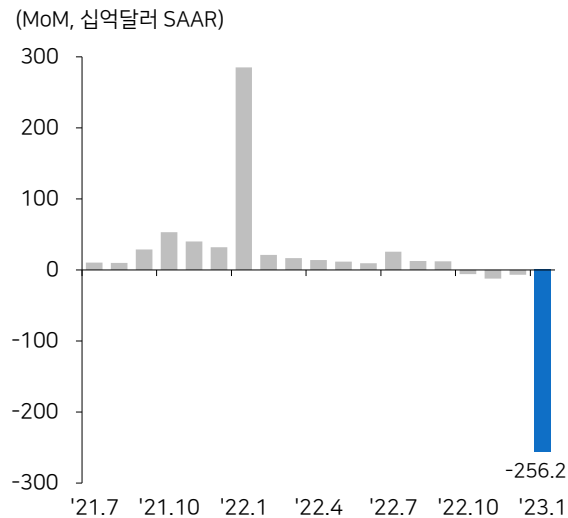
- 미국 1월 가처분소득은 전월대비 2.0% 증가하며 개인소득 증가(+0.6% MoM) 상회
- 핵심은 세제혜택 효과, 개인 과세 금액이 전월대비 7.9% 감소하며 가처분소득 증가효과를 낸 것
- 일부 주정부는 작년 후반 1회 환급 가능한 세금공제 혜택(one-time refundable tax credits) 제공
- 해당 혜택이 올해 1월 집중된 것
- 연간 지속 지급이 예상되는 COLA는 아동 돌봄(Child care) 보조금 감소와 맞물리며 효과 상쇄됨

미국 신용카드 매출 3월 모멘텀 둔화 심화



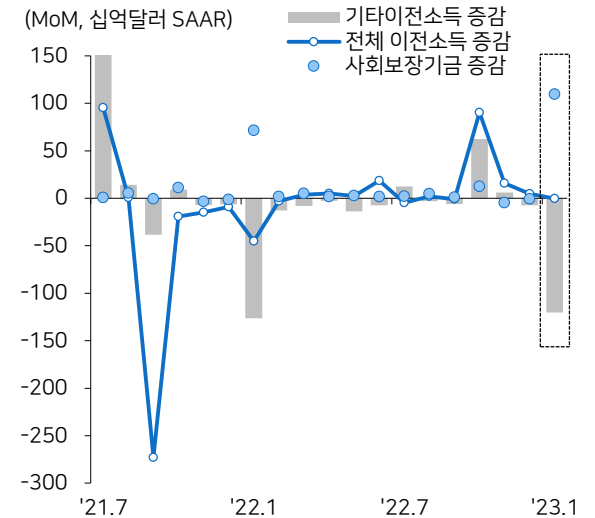
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

일간 기업구인 데이터 올해 들어 빠르게 감소



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

COLA 이전소득은 아동돌봄 보조금 축소로 상쇄



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

3월 중 과도한 인상기대 되돌리며 다시 이른 인하 기대 반영 시작

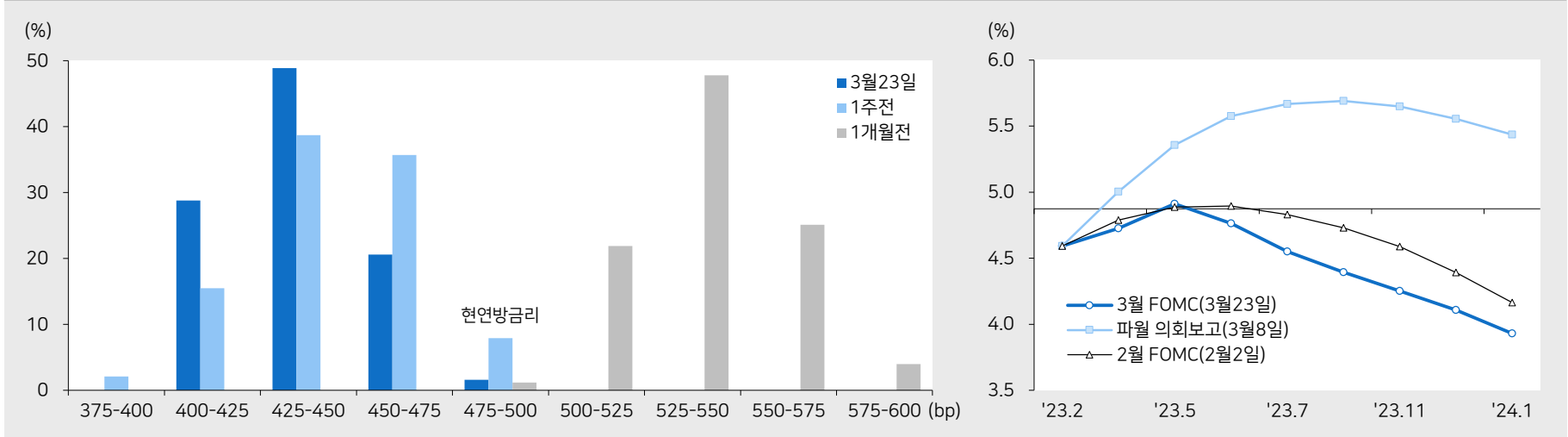
4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

- 통화정책기대는 3월 FOMC에서 5.25% 언급에도 시장은 2분기부터 인하 기대 반영
- 3월 FOMC를 통해 확인했지만 연준은 ‘물가안정과 금융불안’을 동시에 해결해야 하는 딜레마 봉착
- 우리는 현재 금융불안이 시스템 위기가 아니고 경기 또한 심각한 침체를 보진 않으나 불확실성 높아
- 파월 의장의 정책신뢰성에도 상당한 타격, 2월 FOMC 당시 디스인플레이션 언급하였으나 3월 의회 보고 당시에는 타이트한 고용과 양호한 소비기반 50bp 인상 가능성을 거론
- 현재 시장은 통화정책 기대의 급변 속 연내 특히 3분기 이전 인하 가능성까지 반영하고 있는 상황
→ 당사는 4분기 인하 시작 예상, 기대 일부 되돌리는 과정에서 증시 하방압력 소폭 작용될 소지

Fed Watch Tool 반영된 9월 FOMC 전망은 인하 기대 반영 중 & 연방금리 선물 커브는 5월까지 추가인상 가능성 많이 반영하지 못하고 있어



자료: CME Fedwatch, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

은행 리스크(2): 상업용 부동산 리스크 점검

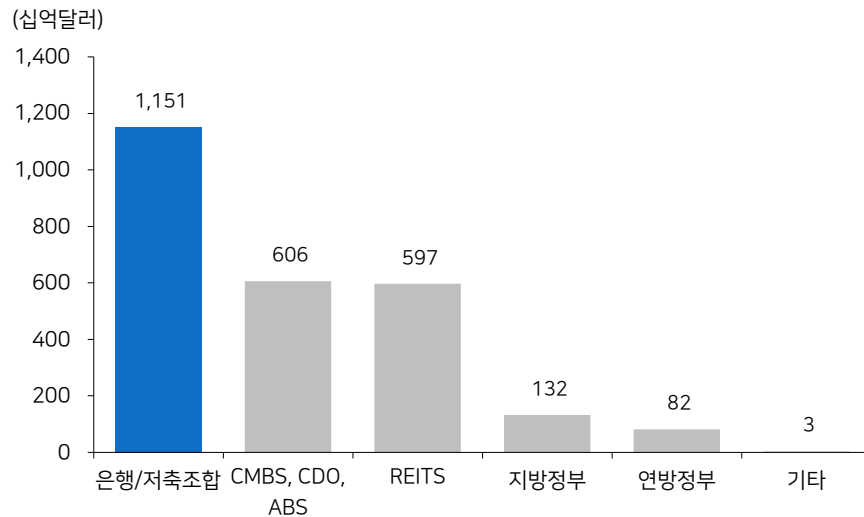
4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

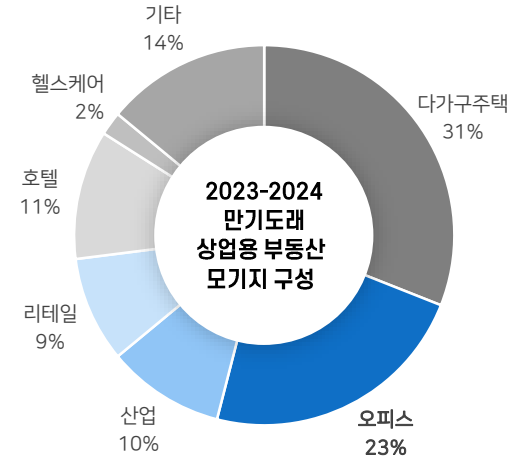
- 미국 상업용 부동산 모기지 대출은 45%를 은행/저축조합으로부터 조달
- 은행의 대출태도 타이팅이 상업용 부동산에 영향을 미칠 수 있다는 것
- 최근 부상하고 있는 우려의 핵심은 만기도래 상업용 부동산 대출 연장이 되지 않을 가능성
- 2023-2024년 상업용 부동산 모기지 만기도래 1.1조 달러 중 23%가 오피스

미국 상업용 부동산 모기지 대출 구성: 45%를 은행/저축조합으로부터 조달



자료: Mortgage Bankers Association, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

2023-2024년 상업용 부동산 모기지 만기도래 1.1조 달러 중 23%가 오피스



자료: Mortgage Bankers Association, 메리츠증권 리서치센터

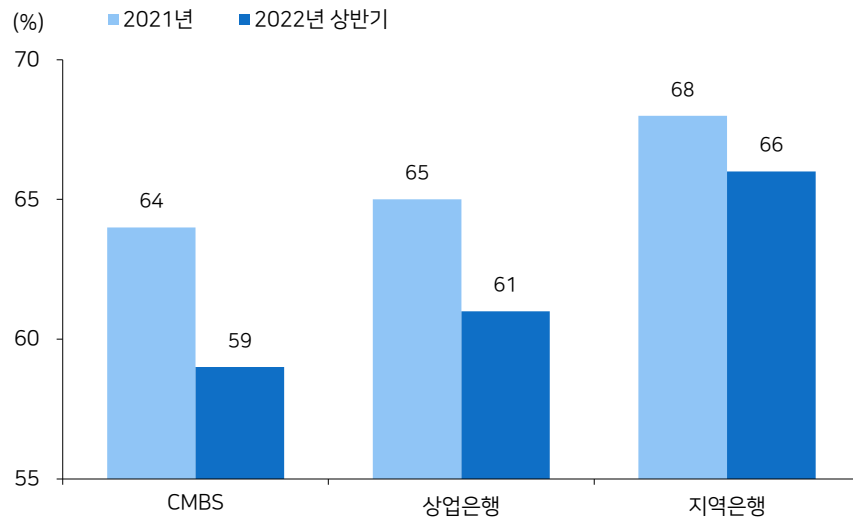
우려의 배경: 은행들의 대출 태도 타이트닝 vs 상업용 부동산 가격 하락

4월호
Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

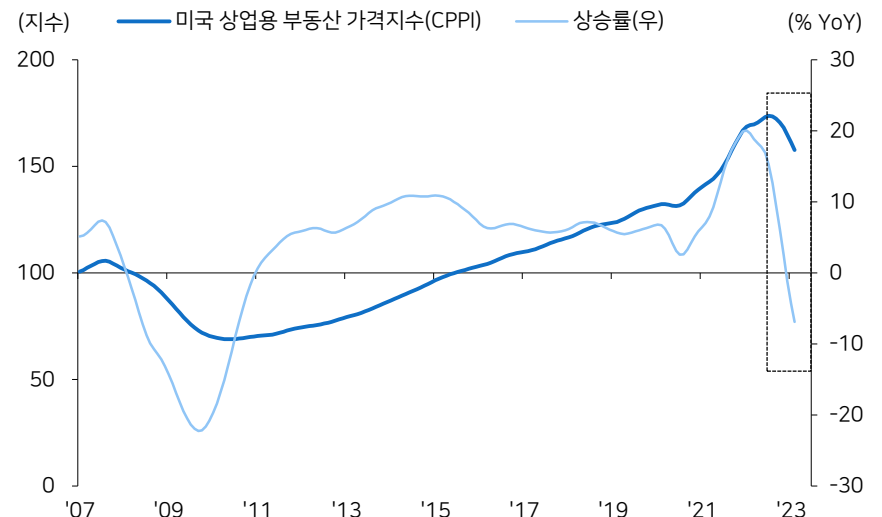
- 미국 상업은행들이 대출태도를 타이트닝하면서 LTV(Loan to Value) 인정비율을 낮추고 있음
- 문제는 이와 동시에 담보자산 가격이 하락하고 있다는 것
- 미국 상업용 부동산 가격(CPPI, Commercial Property Price Index)은 고점대비 9%, 전년대비 7% 하락
- 대출 연장 심사 과정에서 자산가격 하락/대출태도 타이트닝으로 연장 거부 및 자금조달 실패 가능성 확대

미국 상업은행들의 LTV 인정비율 하락: 대출태도 타이트닝



주: 평균값
자료: Goldman Sachs, 국제금융센터 재인용, 메리츠증권 리서치센터

미국 상업용 부동산 가격지수는 2월 기준 전고점 대비 9.3% 하락



자료: RCA, 메리츠증권 리서치센터

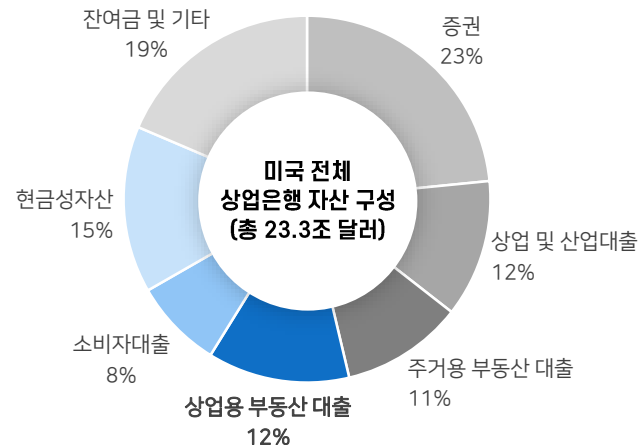
담보 부실이 은행 시스템 리스크로 확산될 가능성까지도 경계

4월호
Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

- 미국 상업은행 총자산 구성 중 12.5%가 상업용 부동산 대출
- 2022년 전반적인 대출 증가 속도 둔화에도 상업용 부동산 대출 모멘텀은 지속
- 담보가치 훼손으로 상업용 부동산 대출 부실이 확산되면 은행 건전성에도 문제가 될 수 있다는 것

미국 상업은행 총자산 구성 중 12.5%가 상업용 부동산 대출



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

2022년 전반적인 대출 증가 속도 둔화에도 상업용 부동산 대출은 모멘텀 지속



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

상업용 부동산 대출 익스포저가 큰 소형 은행 중심의 노이즈 예상

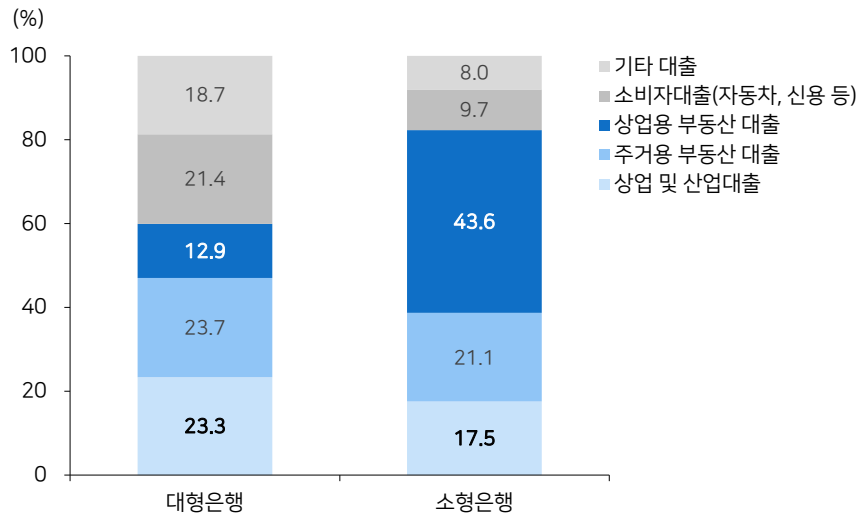
4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

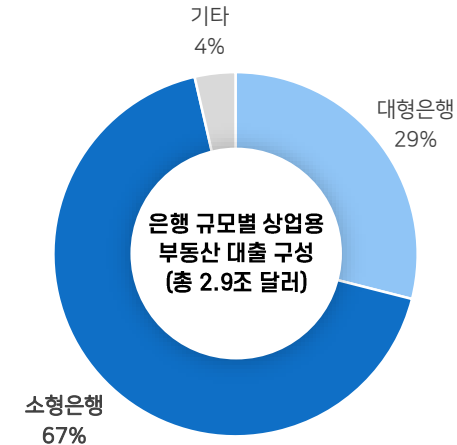
- 규제가 강화될 것으로 예상되는 소형은행의 상업용 부동산 익스포저가 더 크다는 점이 우려
- 대형은행은 전체 대출 중 12.9%가 상업용 부동산 대출인 반면 중소형은행은 43.6%가 여기에 해당
- 전체 은행 상업용 부동산 대출은 2.9조 달러, 이중 중소형 은행 대출이 차지하는 비중은 2/3

은행 규모별 대출 구성 비교: 중소형 은행 상업용 부동산 대출 비중 43.6%



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

전체 은행 상업용 부동산 대출 중 소형은행 비중은 67%



주: 기타는 외국계 은행
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

은행 리스크(3): 은행 문제 확산 가능성 경계, G-SIB 중심의 모니터링 필요

4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

- G-SIB란, 글로벌 은행 시스템에서 중요한 위치를 차지하는 은행을 선정, 선제적 관리하는 시스템
- 1) 글로벌 영업활동 수준, 2) 규모, 3) 연계성, 4) 대체 가능성, 5) 복잡성을 기준으로 scoring 하여 은행 선별
- 크레딧스위스, 바클레이즈는 여기에 해당, 다른 은행들에서 추가 위험 발생 가능성은 계속 유의할 필요

2022년 G-SIB(Global Systemically Important Banks) 리스트 (2022년 11월 발표, 2023년 11월까지 유지)

Bucket 5	Bucket 4	Bucket 3	Bucket 2	Bucket 1
	JP Morgan Chase	Bank of America Citigroup HSBC	Bank of China Barclays BNP Paribas Deutsche Bank Goldman Sachs Industrial and Commercial Bank of China Mitsubishi UFJ FG	Agricultural Bank of China Bank of New York Mellon China Construction Bank Credit Suisse Groupe BPCE Groupe Cr�dit Agricole Morgan Stanley Royal Bank of Canada Santander Société Générale Standard Chartered State Street Sumitomo Mitsui FG Toronto Dominion UBS UniCredit Wells Fargo

자료: Financial Stability Board, 메리츠증권 리서치센터

G-SIB 선정 방법: 지표기준법, 일정 기준에 따라 점수화하여 G-SIB를 선정

부문 (가중치)	설명	개별지표	설명
글로벌 영업활동 수준 (20%)	비교은행 대비 본점 소재국 이외 국가에서 영업활동의 중요도 측정	국가간 청구권	국제청구권과 해외사업장 지역청구권(청구권; 여타 은행에 대한 예치금 및 잔고, 대출 및 선금금, 증권 및 지분 보유분 등)의 합
		국가간 부채	은행의 본국 이외에 소재하는 경제주체에 대한 부채를 포괄
규모 (20%)	특정 은행 영업활동이 글로벌에서 차지하는 비중이 큰 경우 해당 은행의 부실 또는 도산이 글로벌 경제 및 금융시장에 손실 초래 가능	바젤III 레버리지비율 산정기준 총 익스포저	개별 은행 규모 지표는 해당 은행의 총 익스포저 금액을 전체 평가대상은행의 총 익스포저 금액 합계액으로 나누어 산출
연계성 (20%)	특정 은행의 영업활동이 다른 은행과 계약상 의무 등으로 복잡하게 연결되어 있는 경우 해당 은행 부실이 여타 은행 부실 이어질 가능성 높아짐	타 금융기관에 대한 자산	타금융기관 대출 + 타금융기관 증권 보유분 + 역환매조건부 증권 시가평가액 + 타금융기관 대여증권 시가평가액 + 타금융기관 장외파생상품 시가평가액
		타 금융기관에 대한 부채	타금융기관 예치금 + 해당은행 발행 증권 타기관 보유분 + 환매조건부증권 시가평가액 + 타금융기관 차입증권 시가평가액 + 타금융기관 장외파생 시가평가액
		도매자금조달비중	총부채에서 소매자금조달금액(소비자예금과 소매고객 보유한 채무증권의 합)을 차감하여 계산한 도매자금조달금액을 총부채로 나누어 산출
대체가능성 (20%)	개별은행 부실/도산의 충격은 해당은행이 수행하고 있는 기능을 다른 은행이 대체하기 어려울 경우 커질 수 있음	보호예수자산	보호예수기관으로서 보유중인 자산의 가치를 전체 평가대상은행의 보호예수자산 가치 합계액으로 나누어 산정
		지급결제규모	개별은행 지급시스템 결제 총금액을 전체 평가대상 은행 지급결제금액의 합계액으로 나누어 산정
		채권/주식 인수 규모	개별은행 연간 채권/주식 인수금액을 전체 평가대상 은행들의 연간 채권/주식 인수금액의 합계액으로 나누어 산정
복잡성 (20%)	개별은행의 부실/도산의 충격은 사업내용과 영업구조 및 운영의 복잡성에 비례하여 증가	장외파생상품가치	파생상품의 명목가치. CCP를 통해 청산되지 않는 장외파생상품금액에 초점
		레벨3 자산	시장가격이나 모형 등 관찰가능한 수단에 의해 공정가치를 결정할 수 없는 자산
		트레이딩계정 및 매도가능자산 가치	트레이딩 계정에 속한 금융증권 및 매도가능증권 합계액 대비 개별은행의 해당 자산 보유금액 비율

자료: 한국은행(2011) 재인용, BCBS, 메리츠증권 리서치센터

G-SIB 관리목표: 1) 도산 예방, 2) 도산시 손실 최소화

4월호
Meritz Global Catch Mind

- G-SIB의 관리 목표는 크게 두 가지
 - 1) 시스템적으로 중요한 은행의 부실화 혹은 도산 가능성을 축소시키는 것
 - 2) 도산하더라도 그로 인한 금융시스템의 손실 및 충격을 최소화시키는 것
- 이를 목적으로 은행들이 완충자본과 손실흡수 자본을 쌓도록 규제
- 여기에 G-SIB는 일반은행보다 중요하기에 더 많은 완충자본을 쌓고 더 타이트한 손실 흡수력을 가질 수 있도록 통제받음

2022년 G-SIB Dashboard: 항목별 지표 점수화를 통한 G-SIB 선정 및 관리

은행	국적	총점	글로벌영업활동	규모	연계성	대체가능성	복잡성
JP Morgan	미국	447	390	414	436	500	492
HSBC	영국	371	682	283	254	299	336
Citi	미국	367	480	269	244	500	344
BNP Paribas	프랑스	345	603	277	301	226	317
BOA	미국	331	228	330	268	468	362
ICBC	중국	293	132	530	394	191	218
Bank of China	중국	293	259	403	390	197	214
Barclays	영국	281	371	167	203	226	437
MUFG	일본	269	361	311	227	179	268
Goldman Sachs	미국	266	258	172	215	252	436
Deutsche Bank	독일	258	372	125	130	274	387
China Construction	중국	224	59	451	215	192	202
Credit Agricole	프랑스	223	201	245	267	144	258
Morgan Stanley	미국	206	153	135	170	259	311
Agricultural Bank	중국	203	39	435	251	164	126
Soiete Generale	프랑스	201	238	150	222	123	275
UBS	스위스	198	255	99	247	201	190
Mizuho	일본	181	198	197	150	185	174
SMFG	일본	180	246	217	224	62	151
Santander	스페인	174	447	170	136	44	75
Wells Fargo	미국	172	53	210	165	224	209
RBC	캐나다	172	243	136	155	173	151
Credit Suisse	스위스	168	191	88	153	229	180
BNY Mellon	미국	156	65	43	129	500	43
ING	네덜란드	149	395	97	125	46	82
State Street	미국	146	66	30	108	500	27
Standard Chartered	영국	142	288	88	133	77	122
BPCE	프랑스	138	107	161	142	45	237

자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

G-SIB 주요 규제 지표 비교

4월호
Meritz Global Catch Mind

최근 은행 부실 사례에서 확인된 기준에서 G-SIB의 주요 위험 지표

은행명	주가수익률 (%, YTD)	CET1 비율 (%, 최소규제 4.5%)	위험가중자산 대비 TLAC 비율 (%, 최소규제 18%)	CET1 대비 미실현 손실비율 (%)	예금증가율 (% YoY)	예대율 (%)
제이피모간체이스	-6.2	13.6	29.4	-7.6	-5.0	48.5
HSBC 홀딩스	5.1	14.2	30.1	-1.7	-8.2	59.6
씨티그룹	-2.2	12.2	27.3	-5.7	3.7	52.1
BNP 파리바	-2.9	12.3	27.7	-4.8	5.3	88.3
뱅크오브아메리카	-16.0	12.8	29.0	-7.8	-4.6	54.5
바클레이즈	-12.0	13.7	33.5	-30.1	5.1	74.1
미쓰비시 UFJ 파이낸셜 그룹	-7.2	10.4	18.2	-8.8	3.1	49.8
골드만삭스 그룹	-11.6	14.4	43.7	-2.3	5.3	49.4
도이치은행	-17.3	13.4	-	-3.8	2.9	81.5
크레디아그리콜	1.6	11.0	27.2	-8.4	6.0	59.7
모간스탠리	-1.0	15.6	54.9	-6.4	-0.6	51.2
소시에테 제네랄	-9.7	13.3	25.3	-3.5	4.3	96.8
UBS 그룹	-9.9	14.2	33.0	-10.3	-3.1	77.3
미즈호 파이낸셜그룹	-1.6	12.5	24.2	-6.4	3.5	56.1
스미토모 미쓰이 파이낸셜그룹	-2.4	11.2	25.0	-7.1	4.6	57.9
방코 산탄데르	8.3	12.0	25.1	-10.3	11.7	99.4
웰스파고 & 컴퍼니	-8.5	12.0	23.3	-7.7	-6.6	69.6
로열 뱅크 오브 캐나다	0.0	12.6	26.4	2.8	9.8	68.1
크레디트 스위스 그룹	-32.7	14.1	39.5	-3.5	-40.6	113.8
뉴욕멜론은행	-6.5	11.2	30.0	-16.3	-12.7	23.7
ING그룹	-6.3	14.5	30.4	-7.2	3.8	99.9
스테이트 스트리트	-7.5	13.8	27.7	-14.4	-7.7	13.7
스탠다드차타드	1.9	14.0	32.1	-3.9	-2.7	63.2
그루페 BPCE	-	15.8	24.8	-3.4	4.5	121.2
토론토 도미니언 은행	-11.1	16.2	-	-5.6	9.2	68.4
우니크레디트	19.8	16.0	26.9	-1.3	3.2	89.9

주: 1) 그루페 BPCE는 비상장사, 최근 5년간 계속 예대율 100% 이상. 반면 크레디트스위스는 4Q22에 전분기대비 1,250억 달러 예금 인출되며 예대율 상승

2) 지표 확인 안된 중국 G-SIB는 위 표에 정리되어있지 않음, 주가 수익률은 3월 17일 기준 YTD 수익률

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 중소 은행 주요 지표 비교

4월호

Meritz Global Catch Mind

미국 은행업종 내 주요 재무지표: CET-1 대비 미실현 수익률, 예금증가율(YoY), 총자산 대비 만기보유증권

(%)	총자산 (백만달러)	미실현 손익 (백만달러)	CET-1 자본비율	CET-1 대비 미실현 손실비율	예금증가율 (% YoY)	총자산 대비 매도가능증권	총자산 대비 만기보유증권
제이피모간체이스	3,665,743	-17,026.0	13.2	7.8	-5.0	5.6	11.6
뱅크오브아메리카	3,051,375	-16,083.0	11.2	9.0	-4.6	7.5	20.7
웰스파고 & 컴퍼니	1,881,016	-11,590.0	10.6	8.7	-6.6	6.0	15.8
씨티그룹	2,416,676	-7,952.0	12.2	5.7	3.7	10.3	11.1
U.S.뱅크프	674,805	-13,187.0	8.4	31.6	15.1	10.8	13.2
PNC파이낸셜 서비스	557,263	-13,419.0	9.1	33.9	-4.6	7.9	17.1
트루이스트파이낸셜	555,255	-10,542.0	9.0	27.0	-0.7	12.9	10.4
M&T은행	200,730	-721.6	10.4	4.6	24.3	5.4	6.7
피프스 서드뱅크프	207,452	-6,331.0	9.3	40.4	-3.3	24.8	0.0
리전스파이낸셜	155,220	-3,692.0	9.6	30.6	-5.3	18.0	0.5
헌팅턴뱅크세어스오하이오	182,906	-3,544.0	9.4	26.7	3.2	12.8	9.3
시티즌스파이낸셜그룹	226,733	-3,870.0	10.0	20.9	17.1	10.6	4.3
키코프	189,813	-5,704.0	9.1	38.6	-6.5	20.6	4.6
SVB파이낸셜그룹	211,793	-2,580.0	12.1	18.8	-8.5	13.6	43.1
퍼스트리퍼블릭은행	212,639	-300.0	9.2	2.2	12.9	1.6	13.3
코메리카	85,406	-2,903.0	10.0	36.8	-13.3	22.3	0.0
자이온스뱅크프	89,545	-3,033.0	6.6	68.5	-13.5	13.3	12.4
시그니처은행/뉴욕	110,364	-2,231.7	10.4	23.9	-16.5	16.8	7.0
찰스슈왓	551,772	-29,091.0	21.9	95.1	-18.5	26.8	31.4
스테이트스트리트	301,450	-955.0	13.6	6.5	-7.7	13.5	21.5
노던트러스트	155,037	-1,471.1	11.5	15.4	-22.5	17.2	16.1
이스트웨스트뱅크프	64,112	-658.9	12.7	10.4	4.9	9.4	4.7
뉴욕커뮤니티뱅크프	90,144	-599.0	9.1	9.5	67.5	10.1	0.0
OZK은행	27,657	-265.1	11.5	6.8	6.4	12.7	N/A
UMB파이낸셜	38,512	-1,130.2	10.6	36.1	-8.3	18.2	15.2
웨스턴얼라이언스뱅크프	67,734	-676.7	9.3	17.4	12.7	10.7	1.9
팩웨스트뱅크프	41,229	-1,102.2	8.7	38.4	-3.0	11.7	N/A

주: 4Q22 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[참고] 문제가 되었던 SVB 자산구조: 낮은 현금, 높은 채권 구성

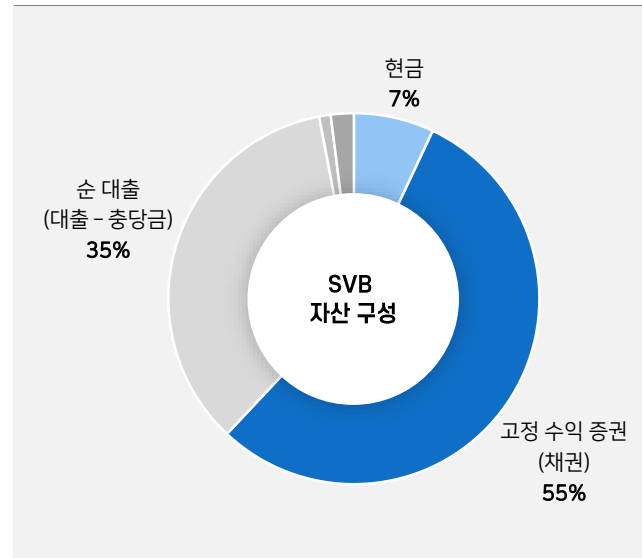
4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

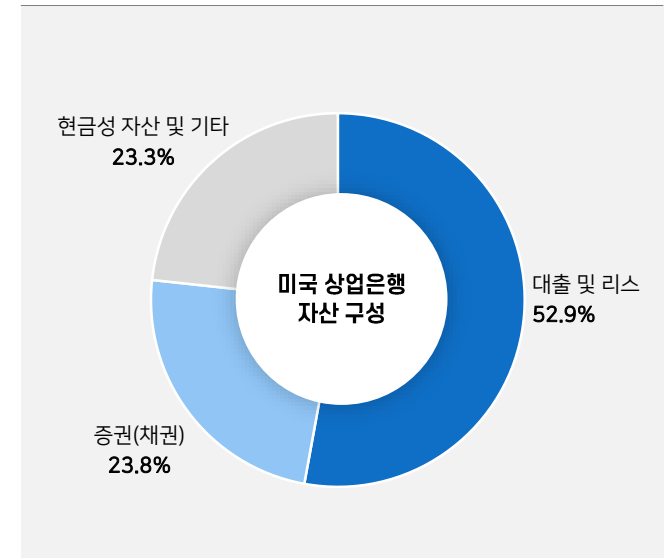
- SVB는 손익 관련 자산중 60.4%, 전체 자산 내에서 55%를 증권(채권)으로 보유 중
- 반면 7%의 낮은 현금 비중을 구성, 35%의 대출 구성
- 예금 대비 대출 비율은 43%(산업 중간값 75%)로 비은행 영업 비중 높음
- 미국 전체 상업은행 평균 대출 53%, 증권(채권) 24%, 현금성 자산 23% 보유하고 있는 것에 대비해 특수함
- 현금 비중이 낮고 채권 비중이 높은 자산 구성이 이번 SVB 사태의 주요 배경이었음

SVB 자산 구성: 상대적으로 공격적인 증권(채권 비중)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 전체 상업은행 자산 구성: 대출 및 리스 중심



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

[참고] SVB 문제 현실화의 원인: 스타트업 현금 소진, 채권 가격 하락

4월호

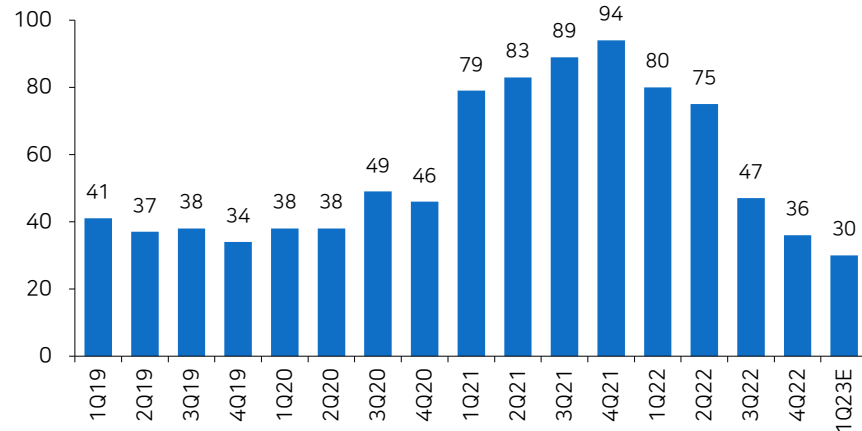
Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

- SVB 사태의 핵심 원인
 - 1) 스타트업 현금 소진에 따른 대규모 예금인출
 - 2) 예금 지급을 위한 채권 미실현 손실의 실현
 - 3) 자금 조달 소식에 따른 신뢰도 저하의 연속적인 발생
- 연준의 지속적인 금리인상으로 스타트업 자금시장은 불황, VC 투자집행금액은 2021년 대비 절반으로 급감
- 스타트업 등 초기 고객들은 임대료 및 임금 지급 위해 예금 인출 시작, 작년 하반기에만 SVB 예금 -13% YoY

미국 VC 투자 금액: 작년 하반기부터 감소세 심화

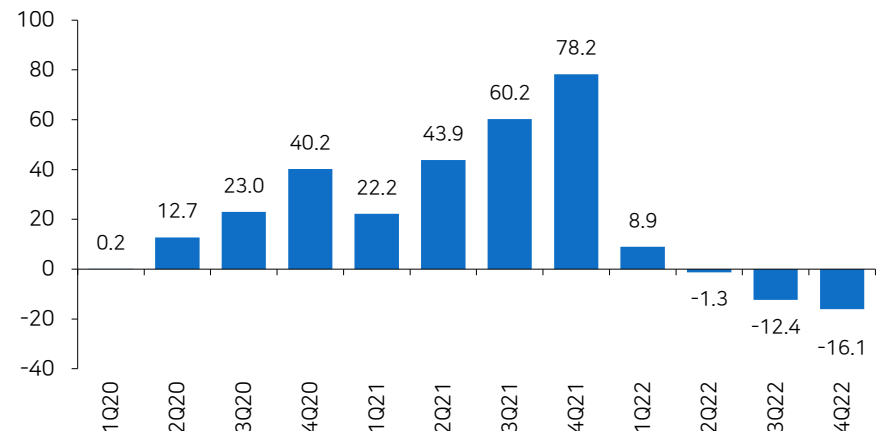
(십억달러)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

SVB 예금: 2022년 하반기 이후 유출 심화

(%)



자료: SVB, 메리츠증권 리서치센터

[참고] 총자산 대비 증권도 유량(Flow)으로 봐야: 찰스 슈왑 문제의 배경

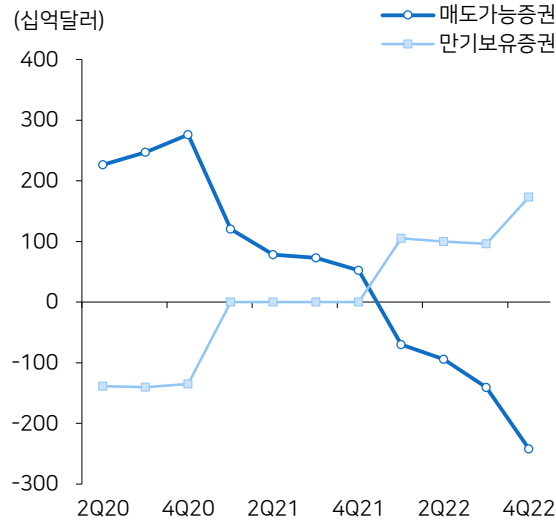
4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

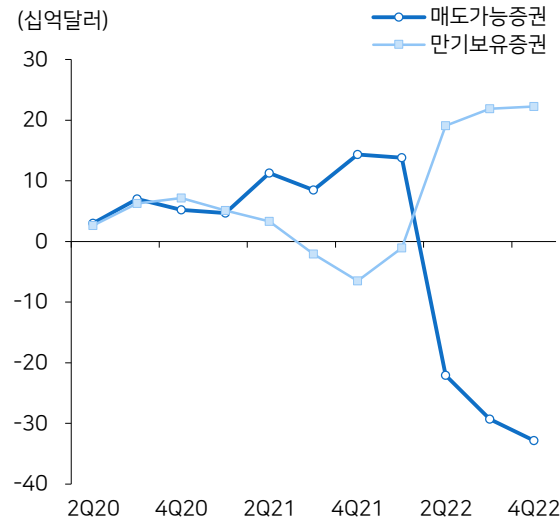
- 자산구조에서 Loan to Deposit 비율 낮을수록 SVB와 유사한 사업구조를 가짐
- 채권 비중이 높아 미실현 손실에 놓일 가능성 높음
- 다만 자산대비 증권 비중 자체만 봐서는 안됨. 1) 2020년과 2021년 저금리 시기 때 자산 취득액이 많을수록, 2) 매도가능증권 설정보단 만기보유증권이 많을수록 자산구조 취약할 수 있음
- 미국 회계 규정 상 만기보유증권에 이자율 스왑을 통한 리스크 헤지가 어렵기 때문
- 찰스슈왑 VS 스테이트 스트리트, 노던트러스트와의 CET-1 차이도 여기에서 비롯됨

Charles Schwab 증권 취득액



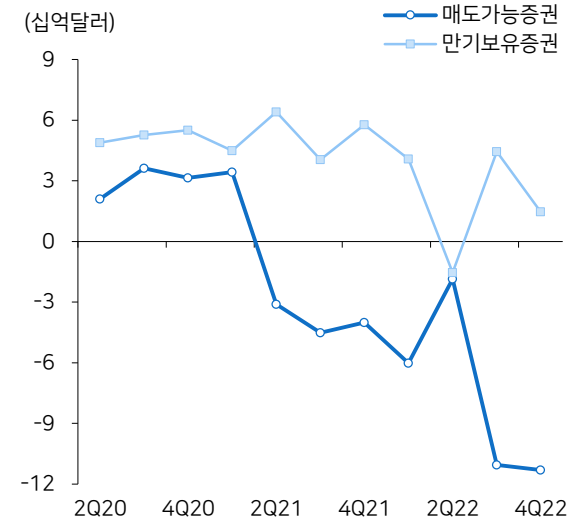
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

State street 증권 취득액



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Nothern Trust 증권 취득액



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

[참고] 크레딧스위스 문제: AT1 자본 상각 구조

4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

- 3월 20일 스위스은행감독청은 UBS의 크레딧스위스 인수 관련, 170억 스위스프랑 AT1 모두 상각 발표
- CS는 바젤III 규제상 상각형 신종자본증권 중심으로 발행, 100% 상각형, 일정조건 발생시 상각처리
- AT1 상각조건(Trigger) 기준은 은행마다 다를 수 있음
- CS의 경우 1) 전액 상각조건 명시되어있으며, 2) 상각순위는 명시되어있지 않음
 - 보통주 자본 상각 이전에 AT1 자본이 먼저 상각된 배경
- CS 상각 조건: Contingency Event, Viability Event 둘다 해당
 - 매각 및 스위스중앙은행의 구제금융이 트리거로 작용한 것으로 판단

BIS 바젤III 자본 구성

구분	구성		자본인정요건
기본자본 (Tier-1)	보통주자본	보통주 자본금, 자본잉여금, 이익잉여금 등	은행손실을 가장 먼저 보전, 청산 시 잔여재산배분 최후순위, 상환되지 않음
	기타기본자본	신종자본증권 등	영구적 성격의 자본증권의 발행과 관련된 자본금 및 자본잉여금, 후순위채권보다 후순위 자본, 조건부 자본 성격의 신종자본증권 등
보완자본 (Tier-2)	후순위채		청산시 은행의 손실 보전 가능

자료: 메리츠증권 리서치센터

기타기본자본(Additional Tier 1, AT1) 국가별 상각 조건 비교

	한국	스위스	유럽 / 영국
전액상각 여부	전액 상각 조건 명시	전액 상각 조건 명시	전액 상각 가능성이 언급되어 있으나, 아래와 같이 상각 순서 명시
상각순위	명시 x	명시 x	CET-1자본 → Tier-1자본

자료: 메리츠증권 리서치센터

[참고] 크레딧스위스 AT1 상각에 따른 시스템리스크 가능성은 크지 않음

4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

- 크레딧스위스 AT1 자본 상각이 다른 은행들의 부실로 이어져 시스템 리스크로 확산될 가능성은 낮음
- G-SIB 및 일반은행이 다른 G-SIB의 비규제 자본 TLAC에 투자하는 경우 같은 투자 규모를 은행의 보완자본에서 차감하도록 하고 있음
- 바젤III 규제 자본 확충을 위해 발행하는게 AT1 자본인데, 타 은행 규제자본 매입으로 해당 은행의 규제 자본이 감소하는 효과를 보게 한 것, 은행의 규제자본 부담 증가로 투자 유인이 낮음
- 다만 G-SIB 부실에 따른 정리 과정에 있음은 인지해야할 것

G-SIB 총손실흡수력(TLAC) 규제 세부내용 중 주요내용 발췌: 투자 제한 조항이 전염효과 방지 조항

구분	내용
1. 목적	G-SIB 도산시 금융안정에 대한 부정적 영향을 최소화하고 은행의 핵심기능을 유지하면서 납세자 부담 없이 정리절차를 진행하기 위한 손실흡수력 및 자본 재확충 수단 확보
4. 모든 G-SIB에 공통적으로 적용되는 최저 TLAC 규제	모든 정리그룹은 2019.1월부터 위험가중자산의 16%, 2022.1월부터 위험가중자산의 18% 이상을 보유해야 함 동시에 2019.1월부터 레버리지 익스포저의 6%, 2022.1월부터 6.75% 이상 보유 단, 당국이 최저 TLAC 기준을 상향조정하거나 레버리지 버퍼를 추가로 설정하는 것은 허용
9. 적격기준	a. 납입 b. 무담보 c. 상계 및 정산지급금지 d. 잔존만기 1년이상 e. 만기전 상환금지 f. 관련당사자로부터 자본조달 금지
10. 비포함 부채	예금보험 보장 예금, 요구불예금 및 단기예금, 파생거래관련 채무, 구조화 채권 등 파생연계 채무, 계약에 의하지 않은 채무, 관련도산법에 따라 선순위 무담보채권자보다 선순위인 부채, 관련법령에 의거 손실분담이 불가능하거나 손실분담시 법적 분쟁 등이 발생할 중대한 위험이 있는 채무
14. TLAC의 사용	정리당국은 계약 또는 법적 근거에 의해 외부발행 TLAC의 손실을 부담토록 하거나 주식으로 전환할 수 있어야 함
15. 투자제한	G-SIB이 여타 G-SIB의 TLAC 수단을 보유시 바젤III 기준에 따라 은행간 규제 자본 상호보유시 적용되는 상호공제법 적용

자료: Financial Stability Board, 메리츠증권 리서치센터

[참고] CS 문제는 단기적으로 진화되는 모습이나 주의 지속 필요

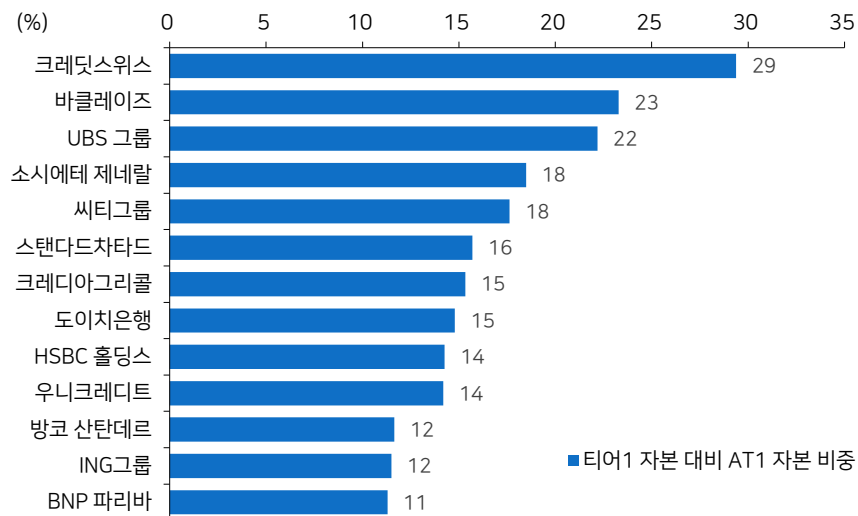
4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

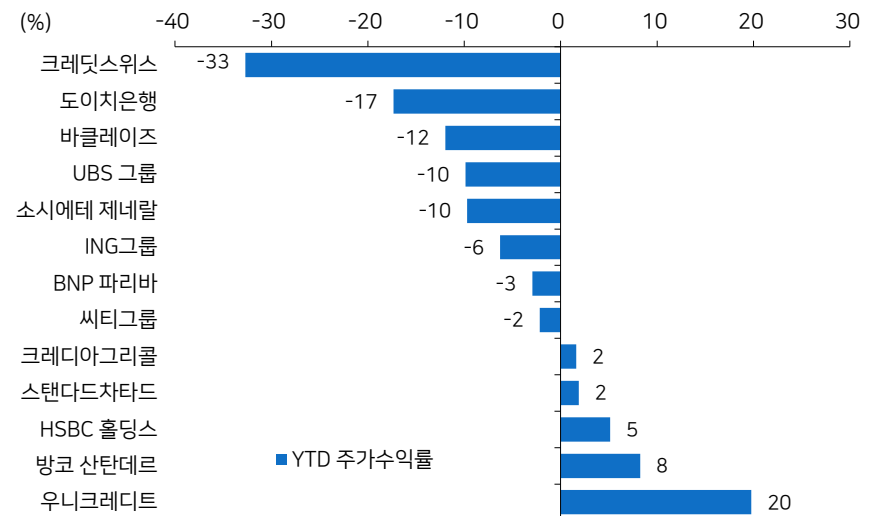
- 크레딧스위스 AT1 상각으로 다른은행의 AT1 채권 가격 하락이 변동성 요인으로 작용할 소지는 있음
- 유럽은행들의 주가 반응도 신종자본으로 자본을 조달한 비율이 높은 은행들의 주가 낙폭이 상대적으로 큼

AT1으로 자본 확충 비중이 높은 유럽은행: 크레딧스위스, 바클레이즈 등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

YTD 주가 수익률에서도 AT1 자본 확충 비중이 높은 은행이 낙폭이 큼



주: 3월 17일 종가 기준

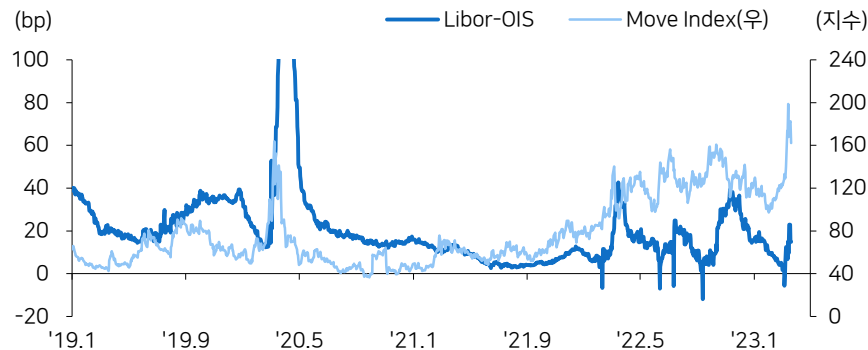
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Monitoring (Flight to Quality, 예금 이탈 신호 지표)

4월호

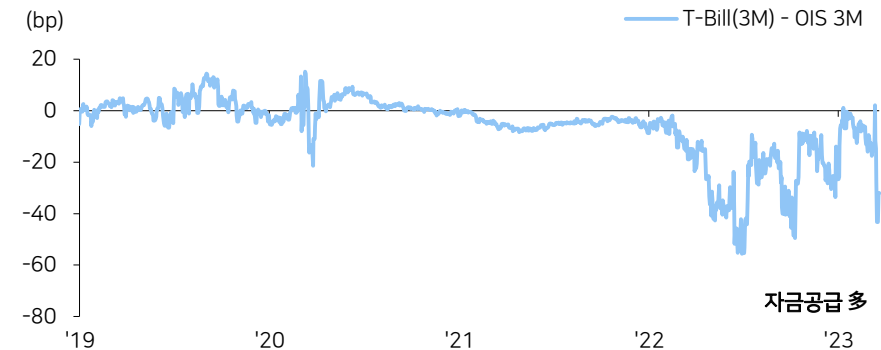
Meritz Global Catch Mind

Libor-OIS, MOVE(채권 변동성): 은행 자금수요 확대 시(예금 이탈) 확대



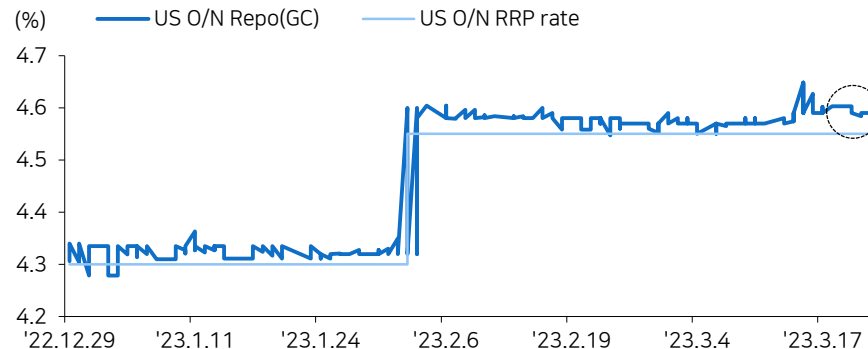
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

단기채 수요 증가(Flight to Safety), MMF로의 자금이전



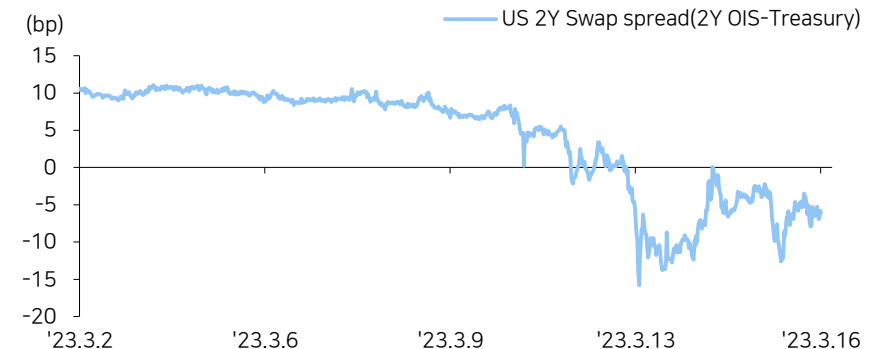
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

O/N Repo > O/N RRP, 단기자금시장 자금수요 증가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

OIS swap spread: (-)의 의미는 단기채에 대한 지나친 과열



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[4월 투자전략] 하방 압력 우위 가운데 우량주가 대안: 빅테크 선호

4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

- 은행 규제 강화에 따른 낮아진 경기 눈높이가 1Q23 실적시즌에 반영 시 증시는 하방 압력이 우위
- 이익 건전성, 유동성 및 부채 상황에서 상대적으로 우위에 있는 빅테크 등 우량종목이 대안이라는 의견
- 건전한 부채 상황, 현금여력 등 자금 상황 안정적인 기업들의 최근 1달 주가 수익률 성과가 좋았음
- Quality Factor(이익 안정성, B/S 건전성, 금융 레버리지, ROE) 우위인 종목 선호
- 부채비율이 낮고 실적 증가세 안정적이며 질적 지표가 우수한 종목
- 3월에도 해당 종목 성과 우수, 5~6월 걸쳐 중소은행 규제 강화 이슈 부각 시 유사한 추세 연장될 가능성

S&P500 시가총액 500억 달러 이상 유동부채 대비 현금비율 상위 기업

기업명	1개월 수익률 (%)	현금비율 (배)	기업명	1개월 수익률 (%)	현금비율 (배)
버텍스 파마슈티컬스	7.9	3.93	메타 플랫폼스	14.7	1.51
액티비전 블리자드	10.6	3.37	부킹 홀딩스	0.8	1.46
텍사스 인스트루먼트	3.5	3.04	프리포트 맥모란	-6.3	1.28
인튜이티브 서지컬	8.8	2.90	마이크론 테크놀로지	2.5	1.24
몬스터 베버리지	1.4	2.66	나이키	-0.5	1.21
리제네론 파마슈티컬스	8.8	2.46	조에티스	-1.2	1.13
엔비디아	13.8	2.03	오라클	2.8	1.12
모더나	5.8	2.01	휴매나	-2.3	1.10
브로드컴	5.9	1.76	마이크로소프트	10.3	1.10
알파벳	12.2	1.64	EOG 리소시스	-1.3	1.08
버크셔 해서웨이	-0.9	1.60	비자	0.2	1.08

주: S&P500 시가총액 500억 달러 이상 기업들의 평균 유동부채 대비 현금 비율은 0.65
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 Quality 지수 내 비중 상위 10개 종목

종목명	비중 (%)	기초 지수 내 비중 (%)	업종
엔비디아	5.38	1.64	IT
마이크로소프트	5.12	5.02	IT
애플	4.83	6.73	IT
홈디포	4.69	0.86	경기소비재
메타플랫폼스	3.92	1.13	커뮤니케이션
비자	3.91	1.02	IT
유나이티드헬스 그룹	3.78	1.26	헬스케어
존슨&존슨	3.75	1.14	헬스케어
마스터카드	3.48	0.87	IT
일라이릴리	2.94	0.71	헬스케어

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[4월 투자전략] 3월 10일 이후 나타난 모멘텀의 연장 가능성

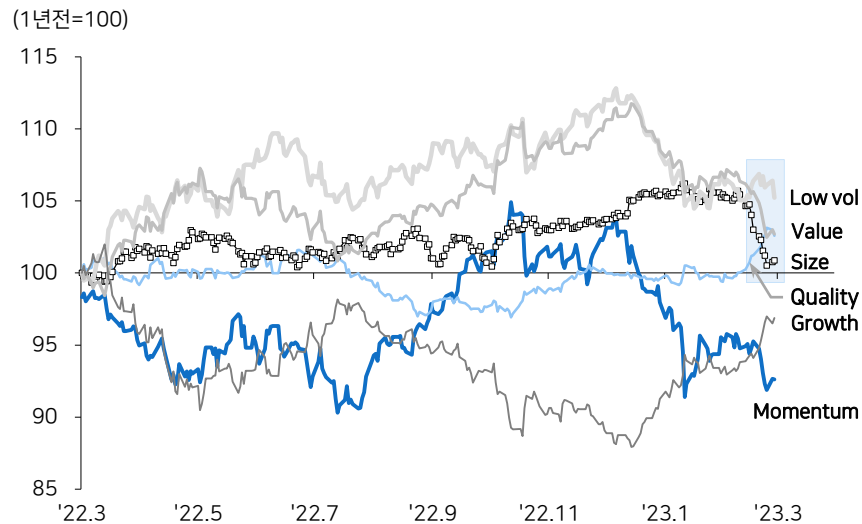
4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

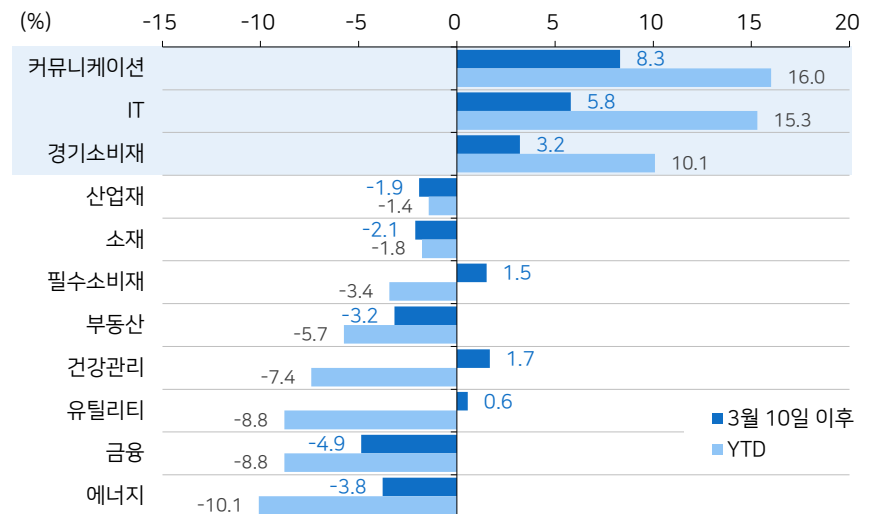
- 3월 10일 이후 미국 스마트베타 Factor의 S&P500 대비 상대강도 비교: Quality, Growth 팩터 아웃퍼폼
- 반면 Size 팩터 언더퍼폼 뚜렷. 이를 종합하면 탄탄한 대형 성장주가 아웃퍼폼했다는 의미
- 업종별 수익률을 비교해도 대형 성장주 비중 높은 IT, 커뮤니케이션, 경기소비재 업종 수익률 아웃퍼폼
- 1) 금리 하락, 2) 중소형 은행 리스크로 해당 은행으로부터 자금조달 부담 적은 빅테크 주가 우위였다는 것

미국 스마트베타 Factor S&P500 상대강도: 퀄리티 팩터 아웃퍼폼



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

S&P500 섹터별 수익률: 3월 10일 이후 IT, 커뮤니케이션, 경기소비재 강세



주: 3월 22일 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[4월 투자전략] 참고: 당사 채권전략 금리 전망(4월 Bond Monthly)

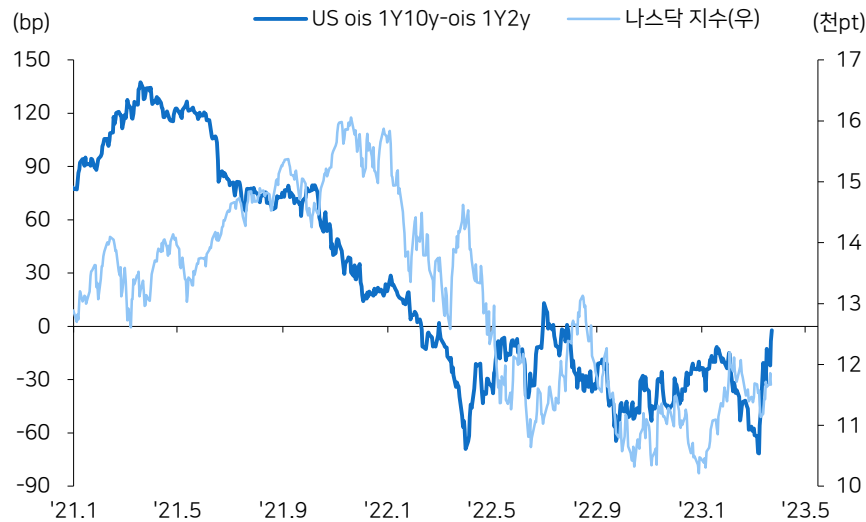
4월호

Meritz Global Catch Mind

경기 눈높이 추가 하락,
빅테크가 대안

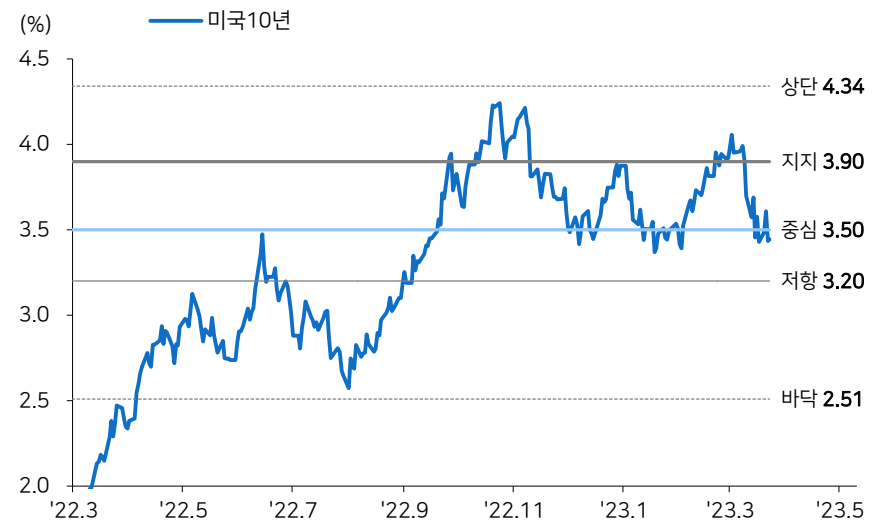
- 미국채10년 기술적 3.2% 단기 저항선, 2분기 중 금융불안 추가 확산되지 않을 경우 당장 깨기 어려워
- FOMC 코멘트에도 제시했듯이 당장은 3% 중반에서 30bp 내외 등락 범위 예상 중
- 1년 뒤 장단기금리차를 보면 최근 완화기대를 반영하면서 개선 흐름 심화
- 벨류에이션 부담 컸던 나스닥 강세의 논리로 작용되며 추가 불안 확산을 제어하는 여건으로 해석
- 시스템 위기와 심각한 침체 국면 아니라면 현재 통화정책 완화기대 정도면 상당폭 진전된 수준

미국 1년 이후 장단기 금리차 확대는 유동성 공급 기대. 나스닥 강세에 영향



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국채 10년 기술적 분석, 3.2% 저항선 돌파시 하방 리스크 반영 시그널



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Part II

중국

해외불안 속 상대적 우위, 중국도 TMT

Meritz Global Catch Mind

4월호

글로벌 투자전략-신흥국

Analyst 최설화

02. 6454-4883

xuehua.cui@meritz.co.kr



3월 증시 예상대로 조정, 월 후반부터 성장주 강세

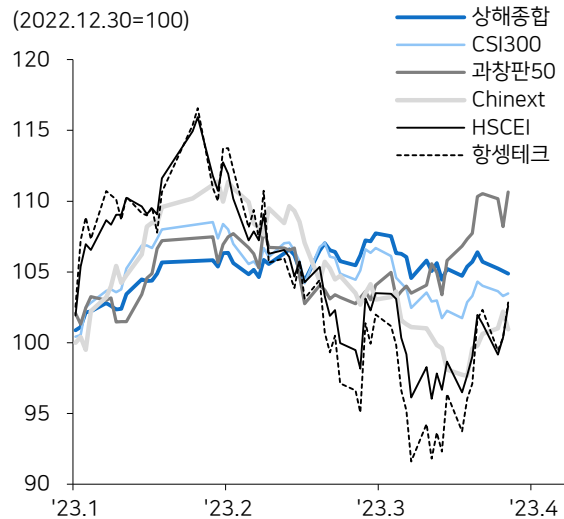
4월호

Meritz Global Catch Mind

Review

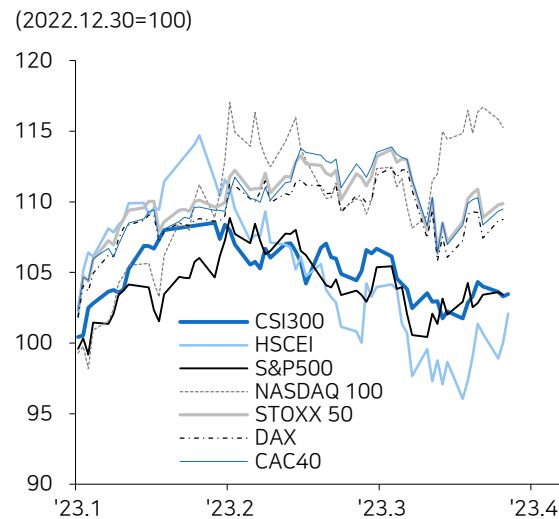
- 3월 중화권 주식시장은 양회 이후 정책 실망감에 예상대로 조정, 단 월 후반부터 성장주 중심 강세
- 29일 기준 상해종합 -1.2% vs. 홍콩H 4.5%, 항셍테크 8.2%
- 단, 선진국 대비 부진한 국면은 여전히 지속
- 29일 기준 나스닥 -1.1%, 유로스탁50 0.4%, 프랑스 1.5%
- 월간으로 IT/통신(Chat GPT 관련) 업종 뚜렷한 상승세, 기타 업종은 차익매물 출회

3월 중화권 증시: 월 후반부터 성장주 강세



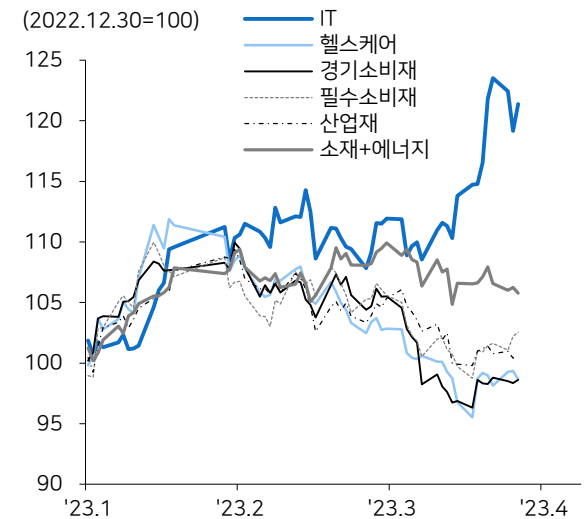
주: 3월 29일 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

선진국대비 부진



주: 3월 29일 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

월간 상승 업종: IT 급등, 기타는 우하향



주: CSI300 섹터별 주가이며, 3월 29일 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

해외발 금융 리스크 제한적(1): 중국계 AT1 채권가격 안정적

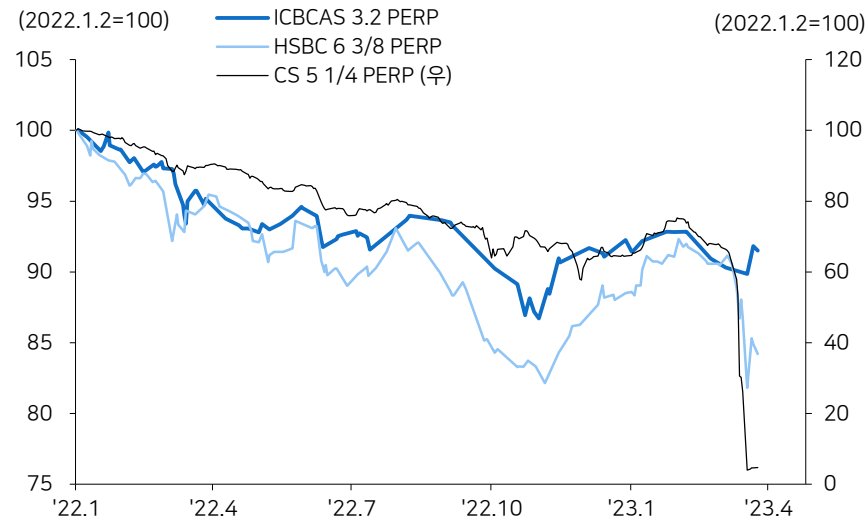
4월호

Meritz Global Catch Mind

4월 중국:
해외불안 속 상대적 우위,
중국도 TMT

- 중국은 3월 중순 미국의 SVB 파산, 유럽 CS의 위기설 등 해외 금융시스템 불안에서 상대적으로 자유로움
- 3월 20일 CS의 AT1 채권 제로 상각처리에 해외 금융기관들의 AT1 채권 가격이 급락했지만, ICBC를 포함한 중국계 금융기관의 AT1(달러 거래) 채권가격 낙폭은 매우 작았음
- 이는 중국 AT1 채권 투자자가 대부분 중국계 운운사와 은행으로, 해외 변동성 충격이 작았기 때문
- 중국계 금융기관들의 AT1 채권보유자 Top18 내 해외기관은 3개, 보유비중은 3.9%

중국 금융주들의 AT1 채권가격, 해외 대비 안정적



주: 3월 27일 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

중국의 채권투자자 구성: 대부분 중국 기관

	운운사	보유금액 (백만달러)	보유비중 (%)
1	Merchants Fund Mgt.	2,171	36.3
2	Fullgoal Fund Mgt.	845	14.1
3	ICBC CS Asset	498	8.3
4	E Fund Mgt.	443	7.4
5	China Merchants Securities	243	4.1
6	China Asset Mgt.	224	3.7
7	PBOC	159	2.7
8	Blackrock	149	2.5
9	China Southern Fund	135	2.3
10	Harvest Fund Mgt.	117	2.0
11	China Universal Asset	116	1.9
12	Hua'an Fund Mgt.	113	1.9
13	Penghua Fund Mgt.	109	1.8
14	GF Fund Mgt.	49	0.8
15	Huatai Fund Mgt.	48	0.8
16	Changsheng Fund Mgt.	45	0.8
17	UBS	42	0.7
18	Lombard China Fund	42	0.7

주: 3월 27일 기준, 음영으로 표시한 곳이 해외기관
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

해외발 금융 리스크 제한적(2): 정부의 유동성 공급

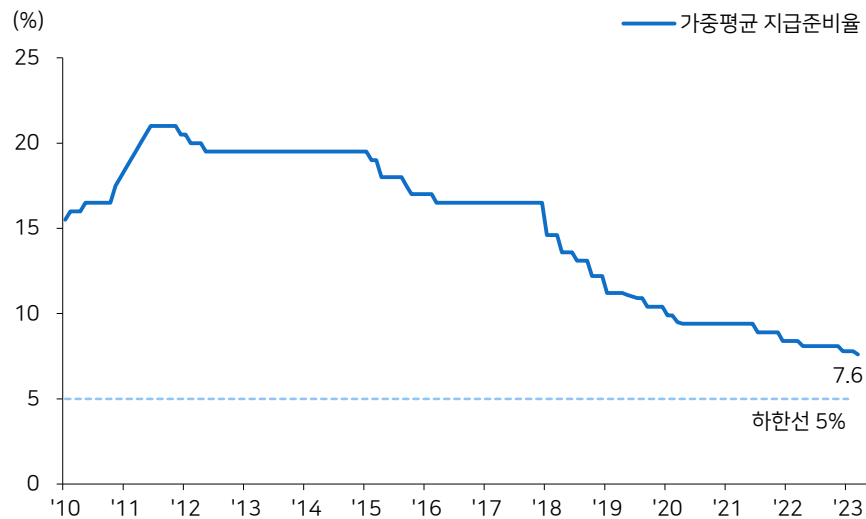
4월호

Meritz Global Catch Mind

4월 중국:
해외불안 속 상대적 우위,
중국도 TMT

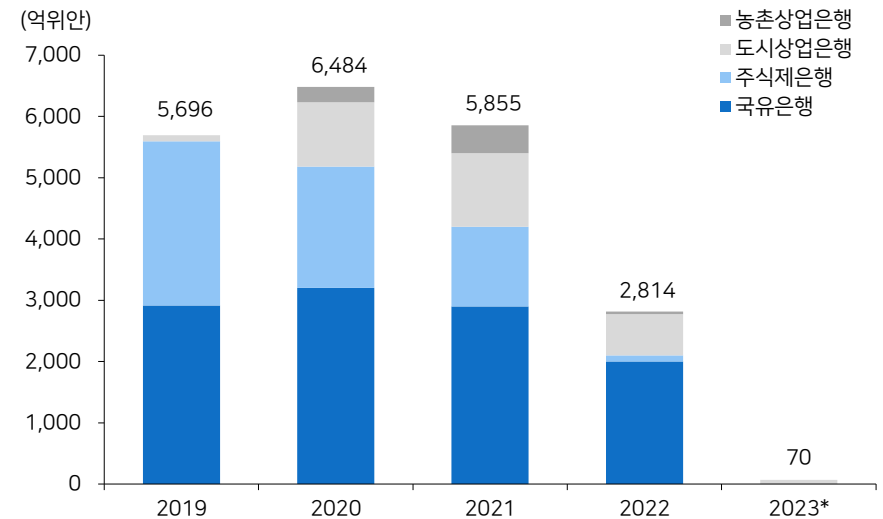
- 또한 미국, 유럽의 긴축과 달리 중국은 리오프닝에도 통화완화 기조 유지, 유동성 공급
 - 3월 17일 인민은행은 상업은행의 지급준비율 25bp 깎짝 인하, 약 5,000억 위안(90조원) 유동성 공급
 - 이번 조치로 가중평균 지준율 7.6%로 하락. 단, 정책 하한선(5%) 대비 추가 260bp의 인하 여력 보유해 필요한 상황에 추가 통화완화를 단행 가능
- 한편 '19년부터 정책당국은 자국 은행들이 발행한 AT1 채권의 유동성을 높여주기 위해 인민은행 어음 스왑(CBS) 프로그램을 실시 → 국내 발행액이 늘어나면서 해외 AT1 차환 증가

지급준비율 인하, 그리고 250bp의 추가 인하 여력 보유



자료: 인민은행, 메리츠증권 리서치센터

중국 국내의 AT1 채권(영구채) 발행액 추이 및 보유잔고 비중



주: 3월 22일 기준

자료: Guangfa Fixed income 자료 재인용, 메리츠증권 리서치센터

해외발 금융 리스크 제한적(3): 부동산 가격 바닥 통과 조짐

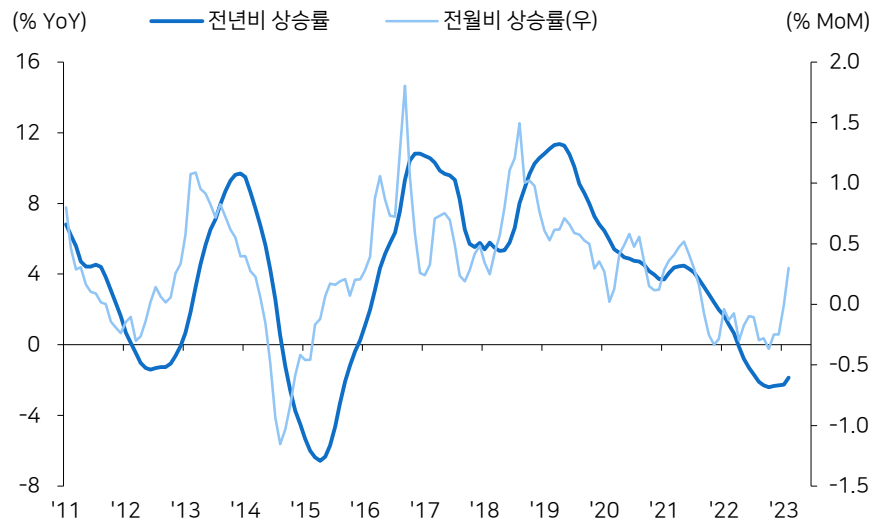
4월호

Meritz Global Catch Mind

4월 중국:
해외불안 속 상대적 우위,
중국도 TMT

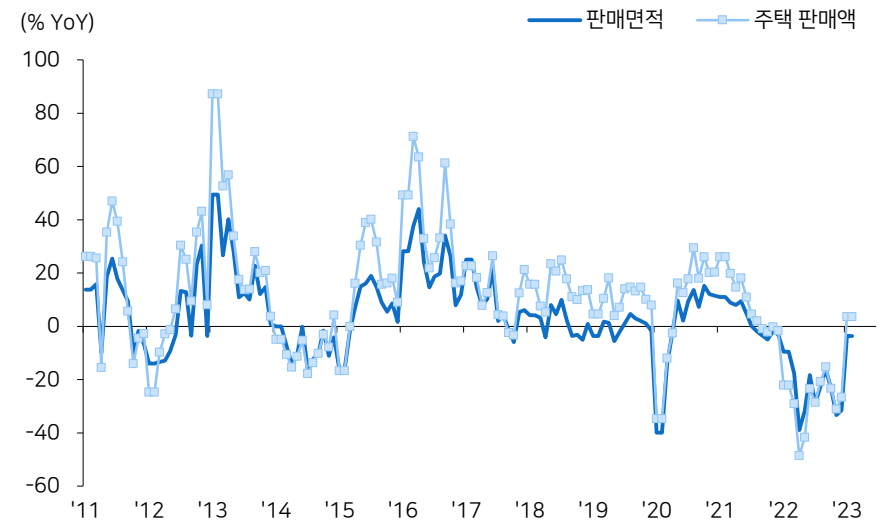
- 한편 중국 금융기관 부실의 뇌관은 기초자산인 중국 부동산 경기의 침체
- 그러나 올해 리오프닝과 정부의 온화적인 부양 기조에서 주택 가격이 바닥을 통과하는 조짐을 나타내는 중
 - 중국의 70개 도시의 주택 가격 상승률(MoM): 12월 -0.25% → 1월 0.0% → 0.3%
- 주택가격이 바닥을 통과하면서 주택 거래량도 완만하게 증가 중
 - 1~2월 주택 판매액은 전년동기대비 3.5% 증가, 판매면적 증가율도 -31.5% → -3.6%로 개선

중국 부동산 가격 상승



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

올해 1~2월 주택 판매액은 전년동기대비 3.5% 증가, 판매면적도 낙폭 축소



주: 2021년은 2020~2021년 2년 연평균 증가율 기준
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

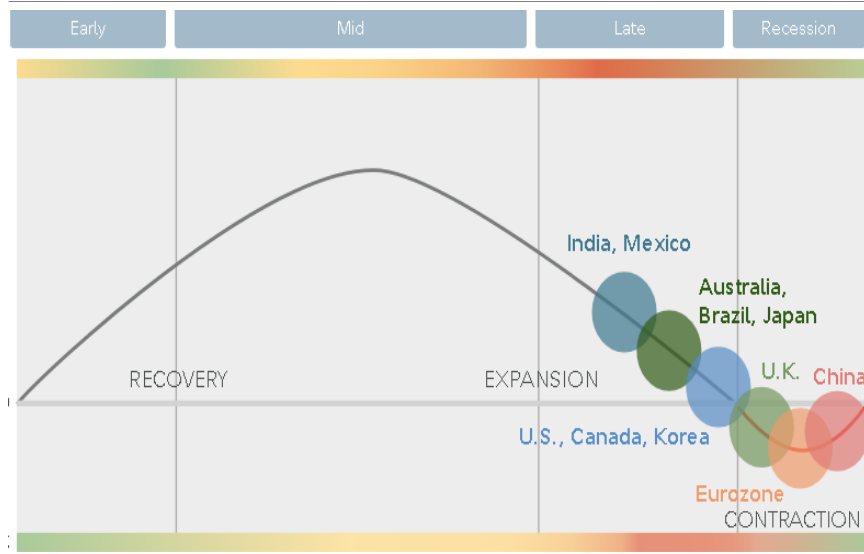
경기 사이클: 해외 둔화 vs. 중국 2Q 큰 폭 개선

4월호
Meritz Global Catch Mind

4월 중국:
해외불안 속 상대적 우위,
중국도 TMT

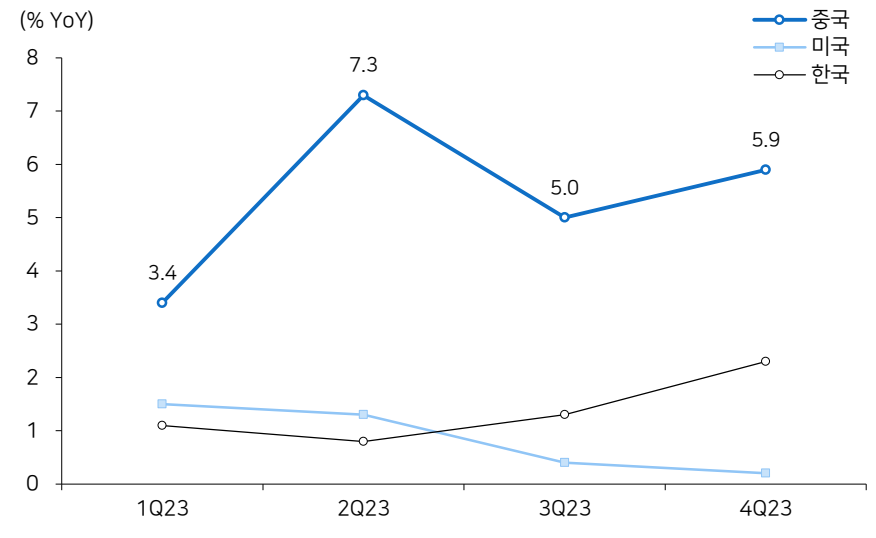
- 게다가 2분기부터는 작년 상반기의 상하이 락다운에 따른 기저효과로 중국 경제지표들이 큰 폭으로 개선될 것으로 예상. 2분기 중국 GDP 성장률은 7.3% YoY가 컨센서스
- 반면 미국 SBV 파산, 유럽 CS 위기는 선진국의 경기 둔화 국면을 더욱 가속화할 가능성 존재
- 이런 차별화된 경기 사이클은 눈높이 조정 과정을 이미 거치고 있는 중국증시의 투자 매력을 높여줄 것

중국 Fidelity Business Cycle: 전세계에서 가장 먼저 Bottoming out



자료: Fidelity, 메리츠증권 리서치센터

국가별 분기별 GDP 전망치: 2분기 중국의 상대적 우위 모멘텀 지속



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

상장사의 이익도 견조, 주식시장은 저평가

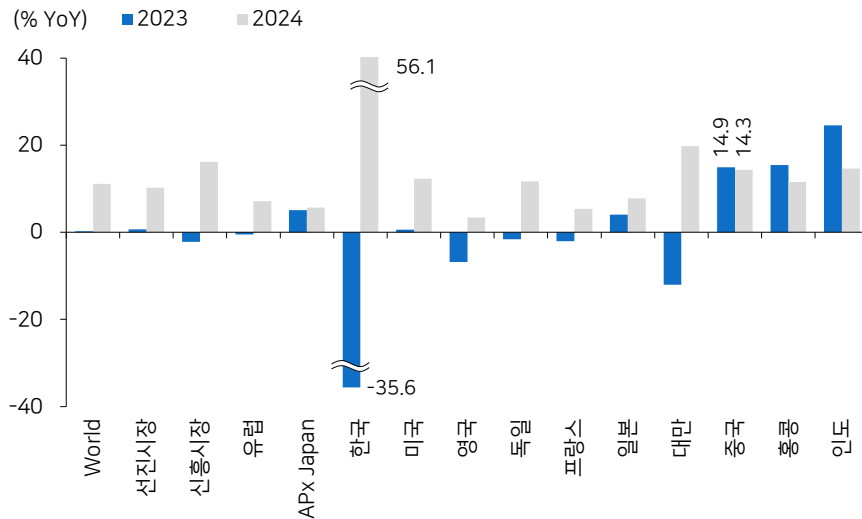
4월호

Meritz Global Catch Mind

4월 중국:
해외불안 속 상대적 우위,
중국도 TMT

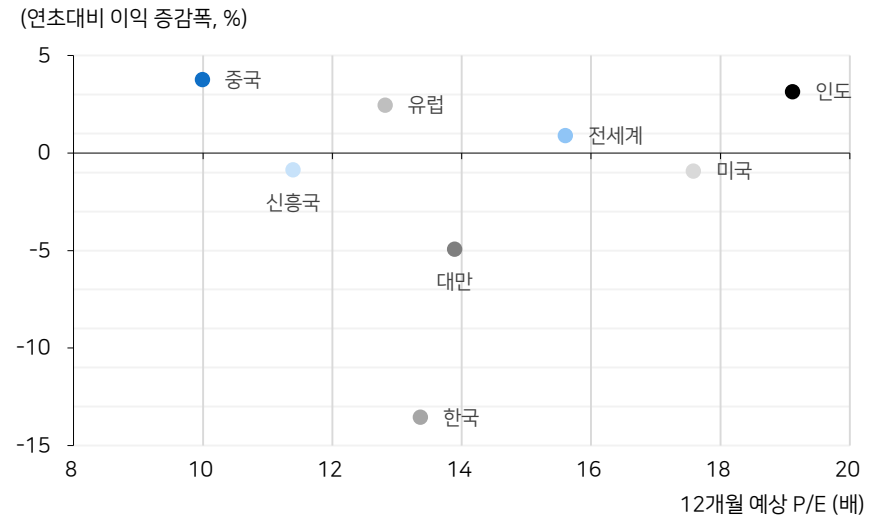
- '23년 연간 기업들의 이익도 전년대비 14.9% 증가할 전망(vs. 기타 국가들은 대부분 감익)
- '24년 연간 예상 이익 증가율도 14.3%로 '23년과 비슷한 수준 유지 전망
- 실적 대비 12개월 예상 PER도 다른 나라에 비해 저평가
- 연초대비 중국 기업들의 이익 전망치는 4% 증가, 반면 12MF PER는 10배로 다른 국가보다 낮아

MSCI 지역 및 국가별 상장사 12MF EPS 증가율 비교: 중국 우위



주: 3월 26일 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

국가별 이익 전망치 증감폭 및 Valuation 비교: 중국 저평가 지속



주: 3월 27일 MSCI 국가별 지수 기준
자료: Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

시스템 리스크가 아니라면 외국인 자금 재유입 예상

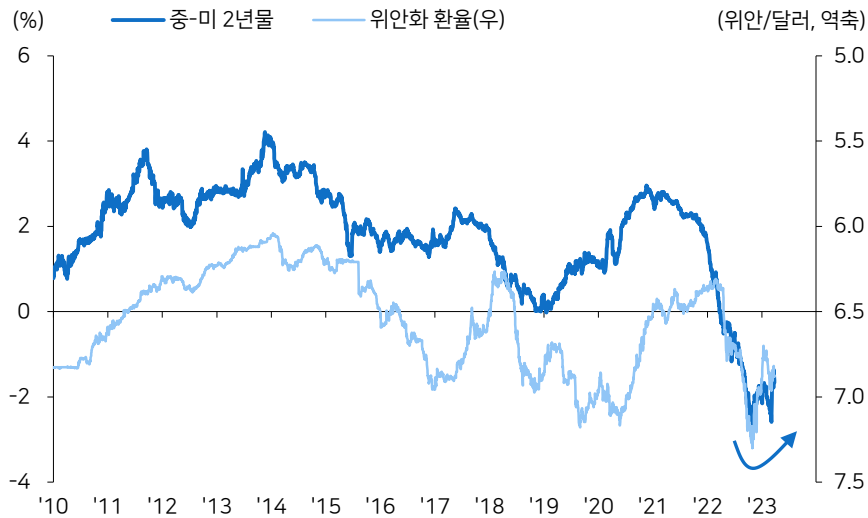
4월호

Meritz Global Catch Mind

4월 중국:
해외불안 속 상대적 우위,
중국도 TMT

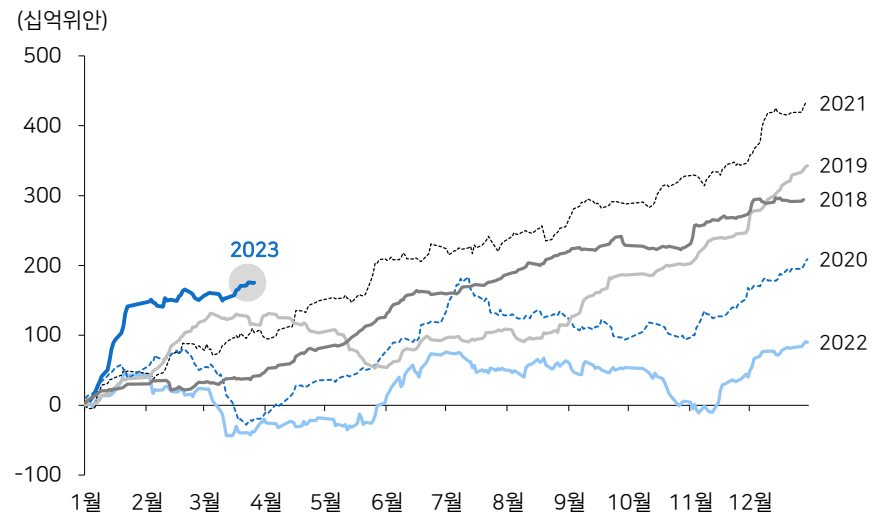
- 향후 해외발 금융 불안이 시스템 리스크로 확산될 가능성이 낮다면 해외자금의 중국 유입은 재개 가능성 커
 - 정책당국의 빠르고 적극적인 대응에 해외발 금융기관 불안이 시스템 리스크로 확산될 개연성 낮아
 - 단, 해외 불안이 선진국 경기 둔화를 가속화할 수 있다는 점에서 선진국이 투자의 좋은 대상은 아닐 것
- 오히려 극단적인 위기 발생이 아니라면 경기 사이클과 가격 측면에서 상대적 우위를 차지하는 중국으로 자금이 다시 유입될 가능성이 높다고 판단
 - 대내외 금리차로 위안화 환율의 추가 급락(절하) 가능성이 낮은 점은 해외자금 유입에 긍정적인 전망

중-미 2년물 금리차 및 위안화 환율: 추가 급락 가능성은 제한적



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

중국A주로의 외국인 자금 순유입: 3월 중순부터 순유입 속도 상승



주: 3월 29일 종가 기준

자료: 중국증권거래소, 메리츠증권 리서치센터

현재 중국증시 왜 못 가나? 눈높이 조정 과정

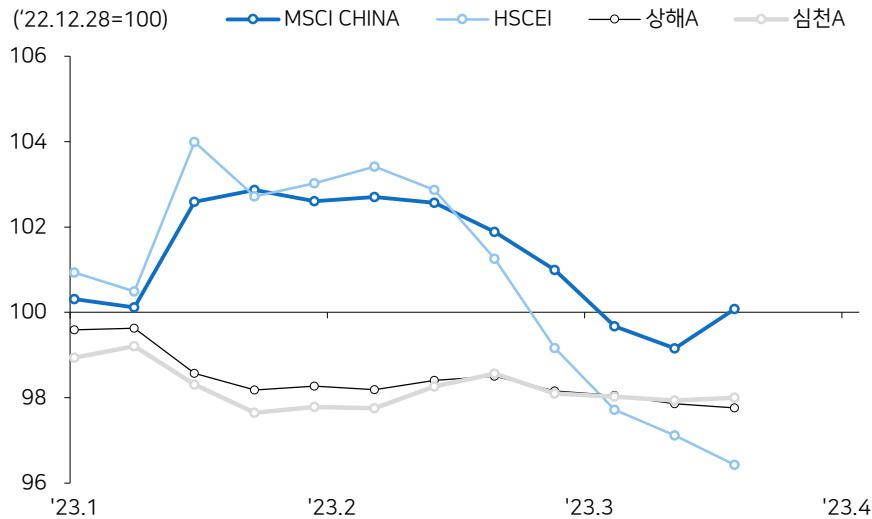
4월호

Meritz Global Catch Mind

4월 중국:
해외불안 속 상대적 우위,
중국도 TMT

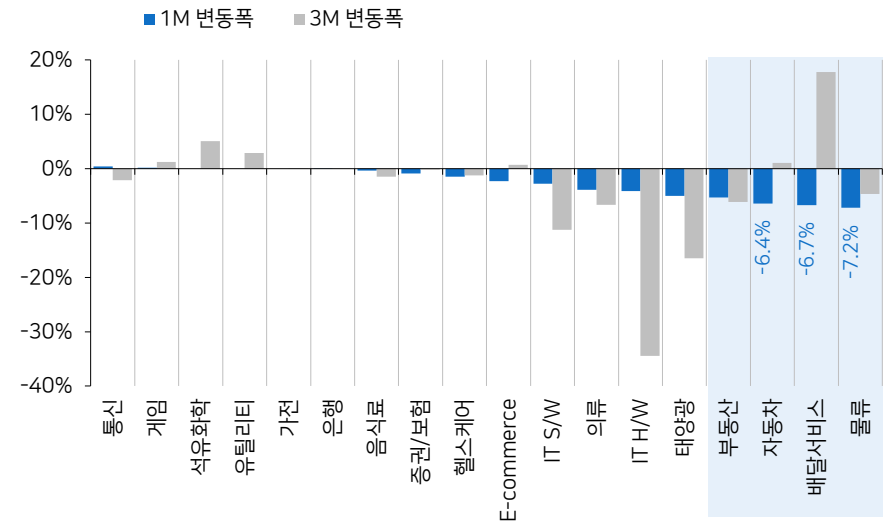
- 여러 긍정적 변수에도 중국증시가 추세적 상승을 못하는 이유는 경기/정책에 대한 눈높이 조정 때문
- 연초에 글로벌 IB들을 비롯해 리오프닝에 따른 중국 소비시장 회복 기대가 컸으나, 현실은 기대 충족 못함
- 특히 자동차를 비롯한 내구재들의 소비가 기대치를 하회해, 소비재 비중이 높은 홍콩증시의 충격이 컸음
 - 홍콩H(HSCEI) 지수의 12개월 예상 EPS는 연초 고점대비 약 8% 하향 조정 중
 - 최근 1개월간 부동산, 자동차, 생활서비스(배달/물류) 등 섹터들의 이익 하향 조정이 컸음
- 해당 눈높이 조정은 절반을 넘었고 1분기 실적까지 발표되며 마무리 될 전망

중국 주요 지수들의 기업이익 비교: 소비재 비중이 큰 MSCI CHINA 하향 조정



주: 3월 27일 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

홍콩H지수 섹터별 전망치 변화: 부동산, 자동차 생활서비스(배달/물류)



주: 업종은 홍콩H(HSCEI)지수 구성종목 기준, 3/27일 전망치 기준
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

3월 경기 회복 현황(1): 1~2월 대비 소비 개선 모멘텀 약화

4월호

Meritz Global Catch Mind

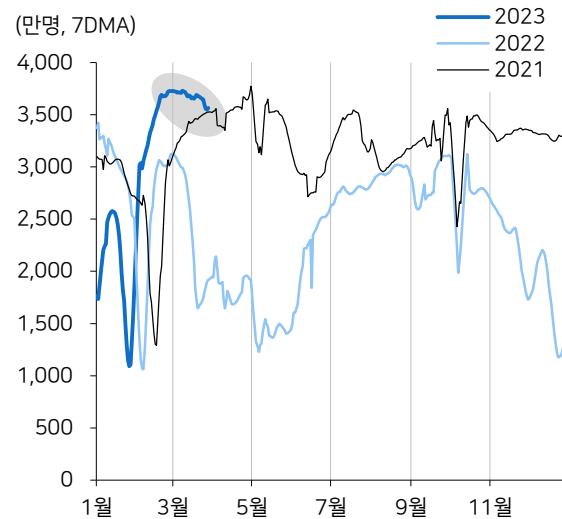
4월 중국:

해외불안 속 상대적 우위,

중국도 TMT

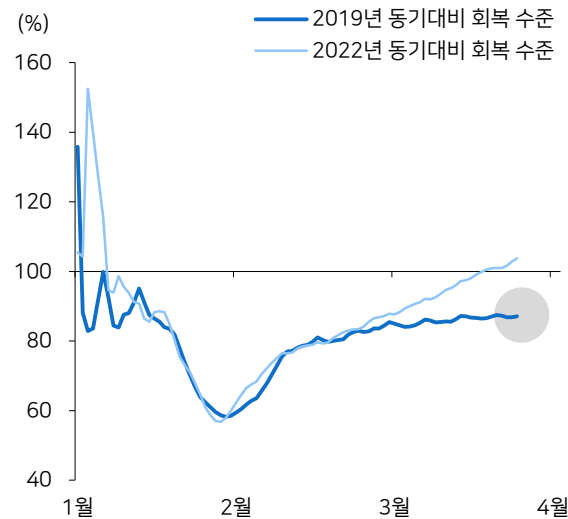
- 중국의 High Frequency Data의 동향을 보면 3월 수요는 1~2월에 비해 개선 모멘텀 약화
 - 4대 주요 도시들의 지하철 탑승자수 등 Mobility가 월초 대비 하락
 - 30개 주요 도시의 부동산 거래면적: '22년 동기 수준을 상회, 단 락다운 직전 수준의 80%에서 회복
 - 3월 19일까지 승용차 소매 판매 월간 누적 대수는 109만대로 전년동기대비 7.6% 감소

4대 주요 도시의 지하철 탑승자수: Mobility 하락



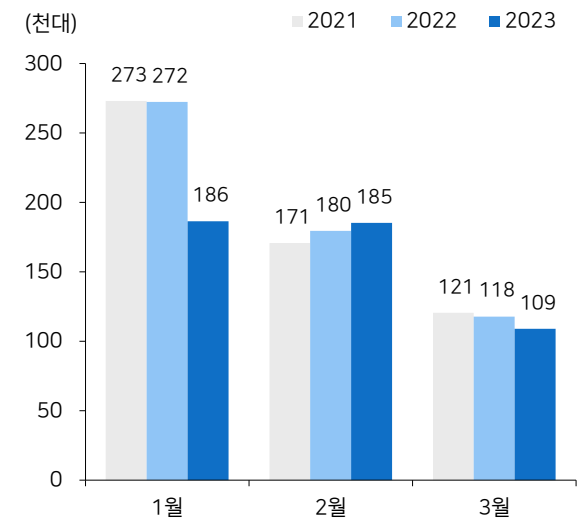
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

30개 도시의 부동산 거래면적: 19년대비 회복



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

3월 승용차 월간 판매량: -7.6% YoY



주: 3월은 3월 1~19일 누적기준
자료: 승용차협회, 메리츠증권 리서치센터

3월 경기 회복 현황(2): 생산 > 수요

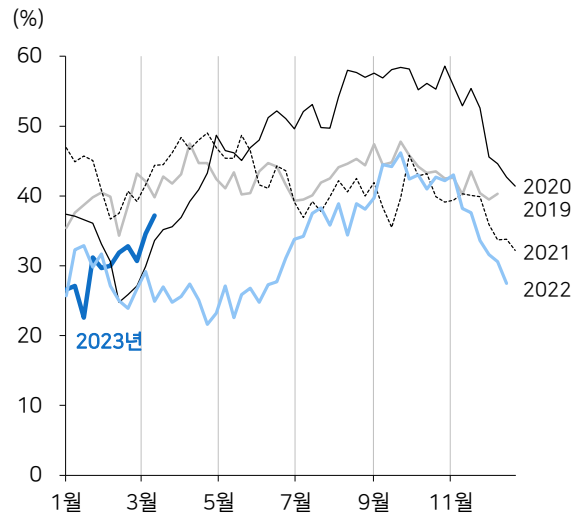
4월호

Meritz Global Catch Mind

4월 중국:
해외불안 속 상대적 우위,
중국도 TMT

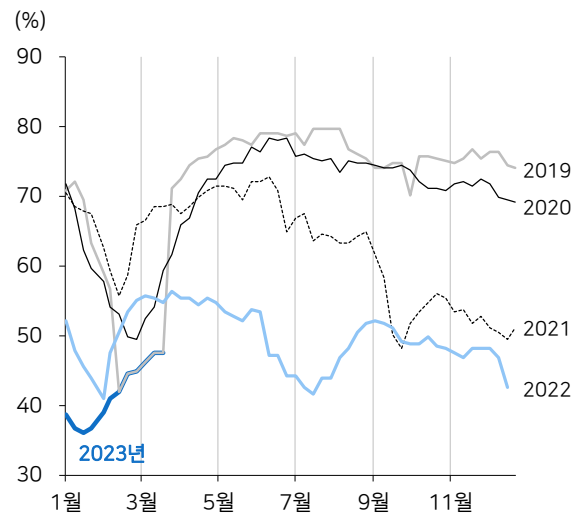
- 앞서 본 3월 수요 개선 모멘텀 둔화에 비해 생산에서의 가동률은 완만하게 상승 중
 - 아스팔트 장비 가동률이 가장 빠르게 회복, 1~2월에 이어 인프라투자가 양호함을 시사
 - 반면 철근공장 가동률과 시멘트 발송 비율 완만하게 반등 중
- 3월 중국 경기는 전반적으로 수요대비 생산이 더 빠르게 회복되고, 이에 물가 상승 압력도 제한적일 전망
- 리오프닝에도 완만한 경기 회복은 중국증시 추세적 상승을 억제하는 요인. 향후 정책당국의 추가 경기 부양책 발표 여부에 관심을 가질 필요가 있음. 따라서 4월 말 정치국회의가 중요

아스팔트 장비 가동률 빠르게 상승



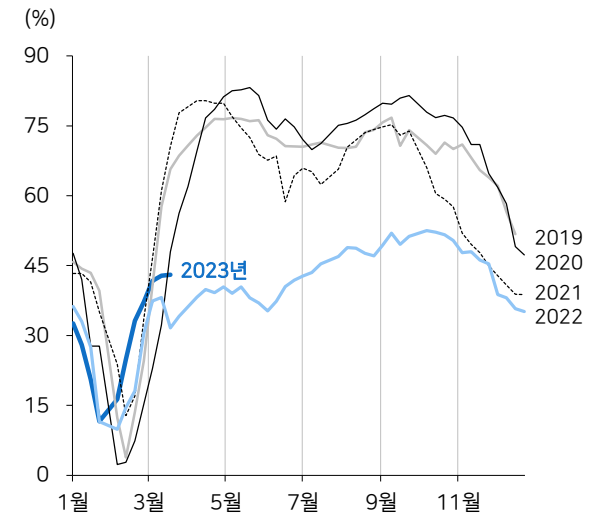
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

철근공장 가동률은 완만하게 반등



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

시멘트 발송 비율 소폭 반등



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

정부의 민심 달래기와 기술 투자: 다시 혁신의 시대로

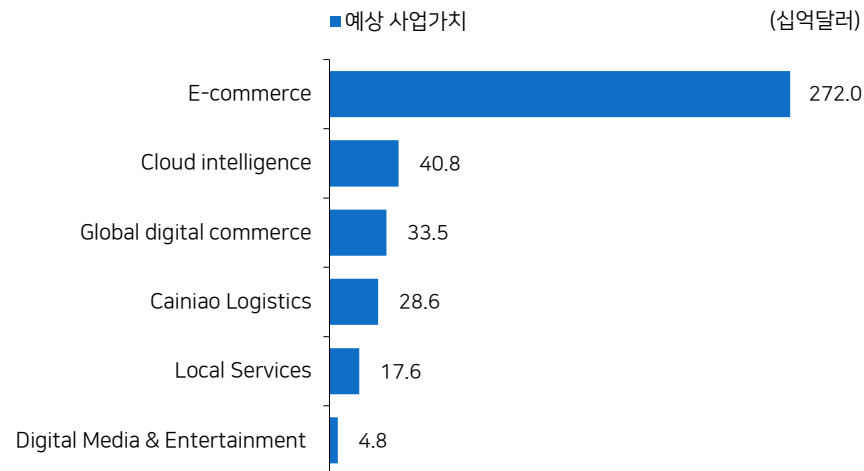
4월호

Meritz Global Catch Mind

4월 중국:
해외불안 속 상대적 우위,
중국도 TMT

- 단 최근 긍정적인 변화는 민간기업들의 혁신 및 자생 DNA가 다시 활력을 찾아가고 있다는 점
 - 알리바바의 6개 사업부 분할 및 독립 상장 추진을 발표
 - 바이두의 어니봇 AI 출시부터 중국의 AIGC(AI Generated Content) 혁신 포럼 대규모 진행 등
- 알리바바 분할 상장 추진은 정부의 정책 기조가 지난 2년간 규제에서 올해 지원으로 바뀌면서 나타난 현상으로 판단. 각 사업부별 예상 사업가치를 합산하면 현재 알리바바 시총대비 50% 상승 여력 존재
- 이는 변화들은 다시 중국 기업인들의 창업, 혁신을 추진하려는 의지를 살릴 수 있고, 이는 중장기적으로 국내 민간경기의 자생력을 회복하는 데 긍정적

알리바바 6개 사업부 독립 사업체로 전환 및 IPO 추진



자료: FT, 메리츠증권 리서치센터

다시 혁신으로: 2023년 중국 AIGC(AI Generated Content) 혁신 포럼



자료: Baidu, 메리츠증권 리서치센터

홍콩증시 전망: 4월 상승세 유지 전망

4월호

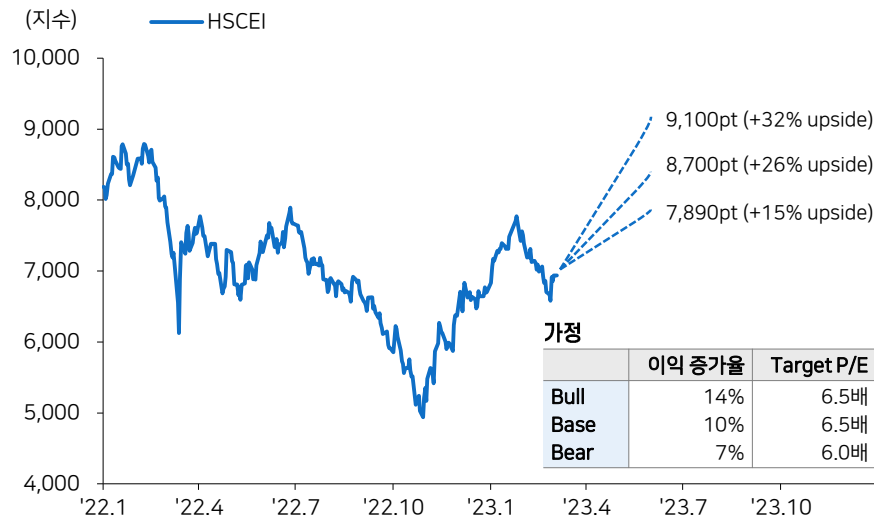
Meritz Global Catch Mind

4월 중국:

해외불안 속 상대적 우위,
중국도 TMT

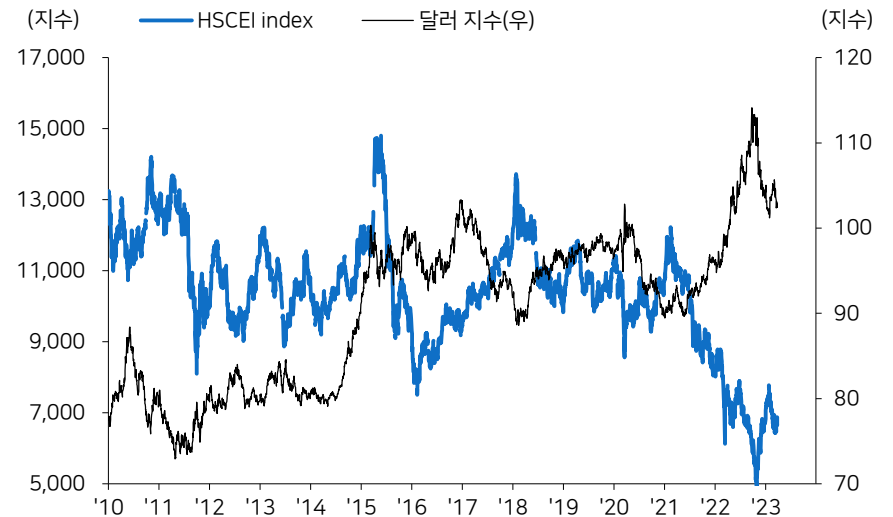
- 4월 홍콩증시는 상승세를 이어갈 전망, 지수 상승여력 기준으로 본토보다 선호의견 유지
 - 1) 해외 금융불안 완화는 외국인 노출도가 높은 홍콩증시에 호재, 또한 높아지는 약달러의 전개 가능성도 달러와 매우 높은 역(-) 상관관계를 갖고 있는 홍콩증시에 유리할 것으로 판단
 - 2) 알리바바를 비롯한 빅테크들의 혁신 추진 모멘텀은 투자심리 개선으로 연결될 전망
- 향후 경기 회복 속도와 해외 금융기관 리스크의 전개 과정은 지속적인 모니터링이 필요

2023년 홍콩H지수(HSCEI) 연간 지수 전망 유지



주: 2022년 EPS 증가율 6%, 3월 29일 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

달러 지수와 홍콩H지수 추이



자료: 홍콩증권거래소, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

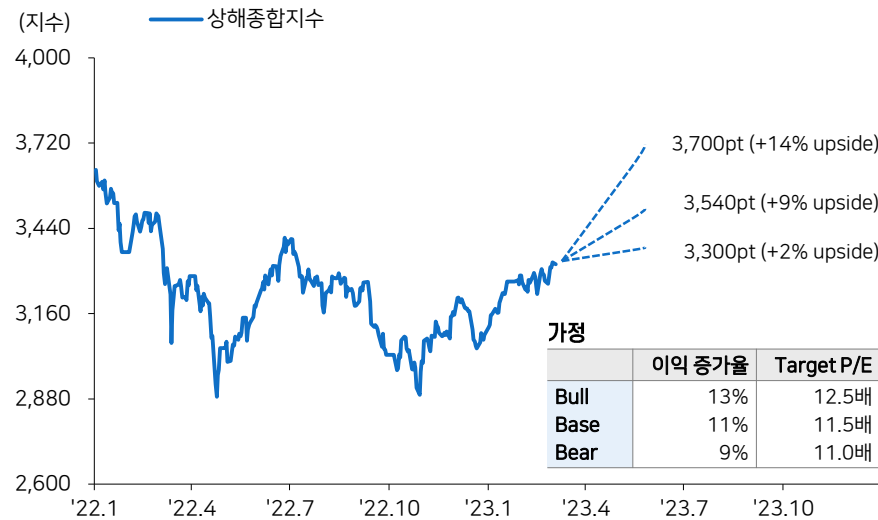
본토증시 전망: 지수보다는 TMT 등 성장주 투자로

4월호
Meritz Global Catch Mind

4월 중국:
해외불안 속 상대적 우위,
중국도 TMT

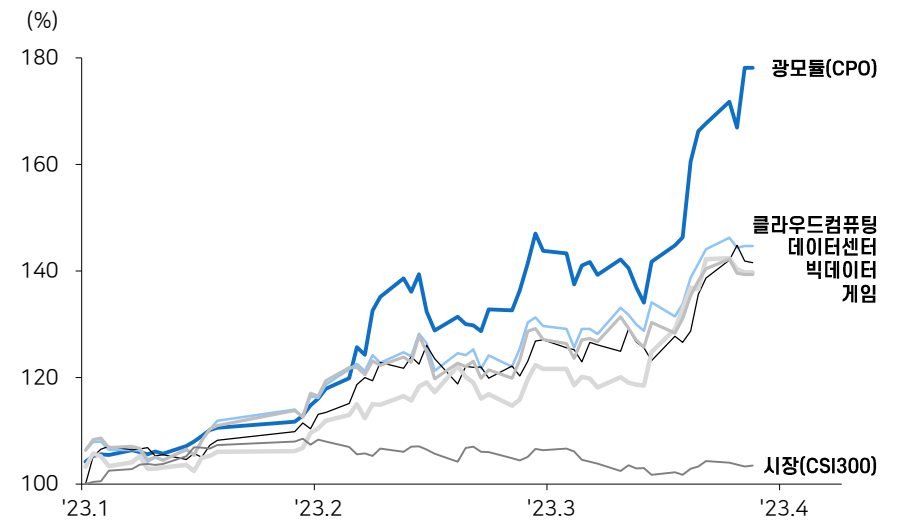
- 4월 본토 주식시장도 완만한 우상향 흐름 예상
- 외국인 자금 유입 및 완만한 경기 회복이 이어질 것이기 때문
- 단 지수보다는 TMT(Tech, Media, Telecom) 중심의 성장주 접근이 유효, 지수 기준으로 과창50 선호
- 미국의 기술견제 강화 속 자국 공급망 구축을 위한 정부 기술 투자 확대와 디지털경제 구축 가속화 중
- 민간기업도 Baidu 어니봇, 알리바바의 사업부 분할, 마윈의 귀국 등이 투자심리 개선으로 연결될 전망
- 단기적으로 과도한 쏠림에 따른 차익매물 출회 가능하며, 큰 폭으로 조정시 매수 기회로 활용 가능

2023년 상해종합지수의 연간 지수 전망 유지



주: 2022년 EPS 증가율 11%, 2월 24일 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

중국 본토 증시에서 기술 자립 및 혁신 테마 강세



주: CPO(Co-Packaged Optics)는 인공지능, 기계어 트래픽에 유리한 패키징 형태의 칩+광모듈
자료: WIND, 메리츠증권 리서치센터

Appendix

글로벌 증시 동향과 이벤트

Meritz Global Catch Mind

4월호

- _ 전세계 자산군별 수익률 비교
- _ 국가/업종별 수익률, EPS 추정치 변화율 비교
- _ 업종별 Global Peer 종목 추가 수익률 비교
- _ 미국 스타일별 수익률 비교
- _ 전세계 자산군별 ETF 수익률 및 자금흐름 현황
- _ 테마형 ETF 수익률 및 자금흐름 현황
- _ 4월 주요 매크로 이벤트

전세계 자산군별 수익률 비교

4월호

Meritz Global Catch Mind

		price (23.3.29)	1W	1M	3M	YTD	1Y	PER	5년 평균 PER
		지수	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(배)	(배)
주식	선진국(MSCI World)	2,739.4	2.0	0.9	4.9	5.3	-11.9	16.2	18.7
	신흥국(MSCI Emerging)	980.1	1.9	1.7	2.4	2.5	-13.8	12.1	12.6
	미국(MSCI US)	3,825.1	2.3	1.3	4.8	5.1	-13.8	18.4	20.5
	유럽(MSCI Europe)	151.3	0.7	-2.1	4.8	6.2	-1.9	12.8	15.7
	일본(MSCI Japan)	1,213.1	1.4	0.0	5.2	5.4	-1.3	13.4	16.4
	중국(MSCI China)	67.1	3.6	3.3	4.3	4.1	-7.9	14.0	13.8
	한국(MSCI Korea)	742.5	1.0	1.3	10.7	10.7	-11.0	15.4	7.6
	브라질(MSCI Brazil)	1,377.0	3.7	-2.3	-6.1	-5.6	-28.4	6.7	13.2
	인도(MSCI India)	1,889.1	-0.8	-1.1	-9.0	-8.7	-6.4	19.7	13.2
	S&P500	4,027.8	2.3	1.5	4.6	4.9	-13.0	18.4	23.1
	CSI300	4,006.1	0.2	-1.6	3.9	3.5	-3.1	13.8	20.2
	KOSPI	2,443.9	1.1	1.3	9.3	9.3	-10.8	13.6	13.8
채권	미국 국채	2,240.3	-0.7	2.3	2.3	2.4	-4.8	-	-
	미국 회사채	3,041.4	-0.6	1.8	2.3	2.5	-6.1	-	-
	유럽 국채	203.6	0.2	2.2	1.7	2.4	-10.3	-	-
	유럽 회사채	229.7	0.5	3.0	2.7	3.0	-9.0	-	-
	EM 국채	346.0	0.3	0.5	1.2	1.3	-6.8	-	-
	EM 회사채	1,088.7	0.1	0.5	1.4	1.4	-4.7	-	-
대체/원자재	WTI(달러/배럴)	73.0	2.9	-5.3	-6.9	-9.1	-30.0	-	-
	금(달러/온스)	1,964.7	-0.3	7.5	8.3	7.7	2.4	-	-
	CRB	2,715.4	2.3	1.1	1.4	2.2	-7.1	-	-
	LME	4,036.3	2.8	0.1	0.7	1.3	-21.0	-	-
	인프라	2,715.4	2.3	1.1	1.4	2.2	-7.1	-	-
	부동산	319.7	3.7	-5.4	-3.3	-2.5	-25.6	-	-

자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국가별/업종별 수익률, EPS 추정치 변화율 비교

4월호

Meritz Global Catch Mind

	주가수익률 (%)				12MF EPS 추정치 변화율 (%)			
	1M	3M	YTD	1Y	1M	3M	YTD	1Y
미국(S&P500)	1.5	4.6	4.9	-13.0	0.4	-0.8	-0.8	-2.3
에너지	-2.9	-7.2	-7.9	6.2	-2.8	-7.2	-7.2	28.0
소재	-4.8	-0.6	0.1	-12.9	0.8	-3.4	-3.4	-13.6
산업재	-2.4	-0.4	0.0	-6.1	0.6	1.0	1.0	5.5
자유소비재	-2.4	9.4	9.7	-27.2	20.1	17.7	17.7	5.3
필수소비재	2.1	-2.0	-1.5	-3.3	1.8	3.6	3.6	3.4
헬스케어	0.1	-6.8	-6.5	-8.0	-0.5	-3.3	-3.3	-8.9
금융	-10.5	-7.1	-6.8	-19.3	-0.4	-1.4	-1.4	2.4
IT	5.8	15.8	16.0	-12.5	0.1	-0.8	-0.8	-6.9
커뮤니케이션	6.5	16.0	16.0	-23.4	1.9	3.8	3.8	-10.0
유틸리티	1.9	-7.4	-6.5	-10.8	0.3	0.6	0.6	8.2
유럽(MSCI EUROPE)	0.0	6.5	7.8	-4.3	0.8	1.6	1.6	5.7
에너지	-6.4	-3.1	-1.8	8.9	-2.9	-6.0	-6.0	24.6
소재	-1.5	1.4	2.5	-13.6	0.4	-1.1	-1.1	-18.3
산업재	0.7	10.4	11.8	-3.1	2.7	2.0	2.0	-4.4
자유소비재	2.8	16.2	18.0	6.3	3.1	4.5	4.5	4.1
필수소비재	4.8	5.8	6.8	-2.5	1.1	0.9	0.9	5.6
헬스케어	4.2	2.6	3.7	-6.0	0.5	0.1	0.1	2.8
금융	-8.8	3.0	4.0	-5.3	2.0	7.5	7.5	17.1
IT	5.0	16.2	18.3	-8.5	1.3	3.4	3.4	7.7
커뮤니케이션	1.8	13.9	15.7	-8.0	2.2	3.7	3.7	3.1
유틸리티	4.0	5.6	6.8	-3.7	1.5	1.7	1.7	4.3
중국(MSCI CHINA)	3.3	4.3	4.1	-7.9	-0.1	3.0	3.0	-7.4
에너지	5.7	12.6	12.1	2.4	-0.6	0.9	0.9	21.3
소재	-2.7	5.9	5.6	-18.0	-1.5	-0.9	-0.9	-21.8
산업재	2.4	4.1	2.9	-8.7	-0.2	-3.6	-3.6	-11.5
자유소비재	1.4	-3.4	-3.0	-9.6	-0.3	7.2	7.2	11.2
필수소비재	0.8	2.0	1.8	-0.2	-1.1	1.6	1.6	-0.2
헬스케어	-3.6	-4.9	-4.7	-12.5	-0.2	4.6	4.6	1.2
금융	2.1	3.9	2.9	-10.7	-0.3	2.8	2.8	-3.6
IT	4.7	10.9	9.9	-14.1	-0.8	-4.8	-4.8	-8.9
커뮤니케이션	12.1	19.2	19.0	3.9	2.8	10.7	10.7	-4.3
유틸리티	-0.9	1.4	0.7	-11.9	1.4	4.8	4.8	2.0

자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

업종별 Global Peer 종목 주가 수익률 비교

4월호

Meritz Global Catch Mind

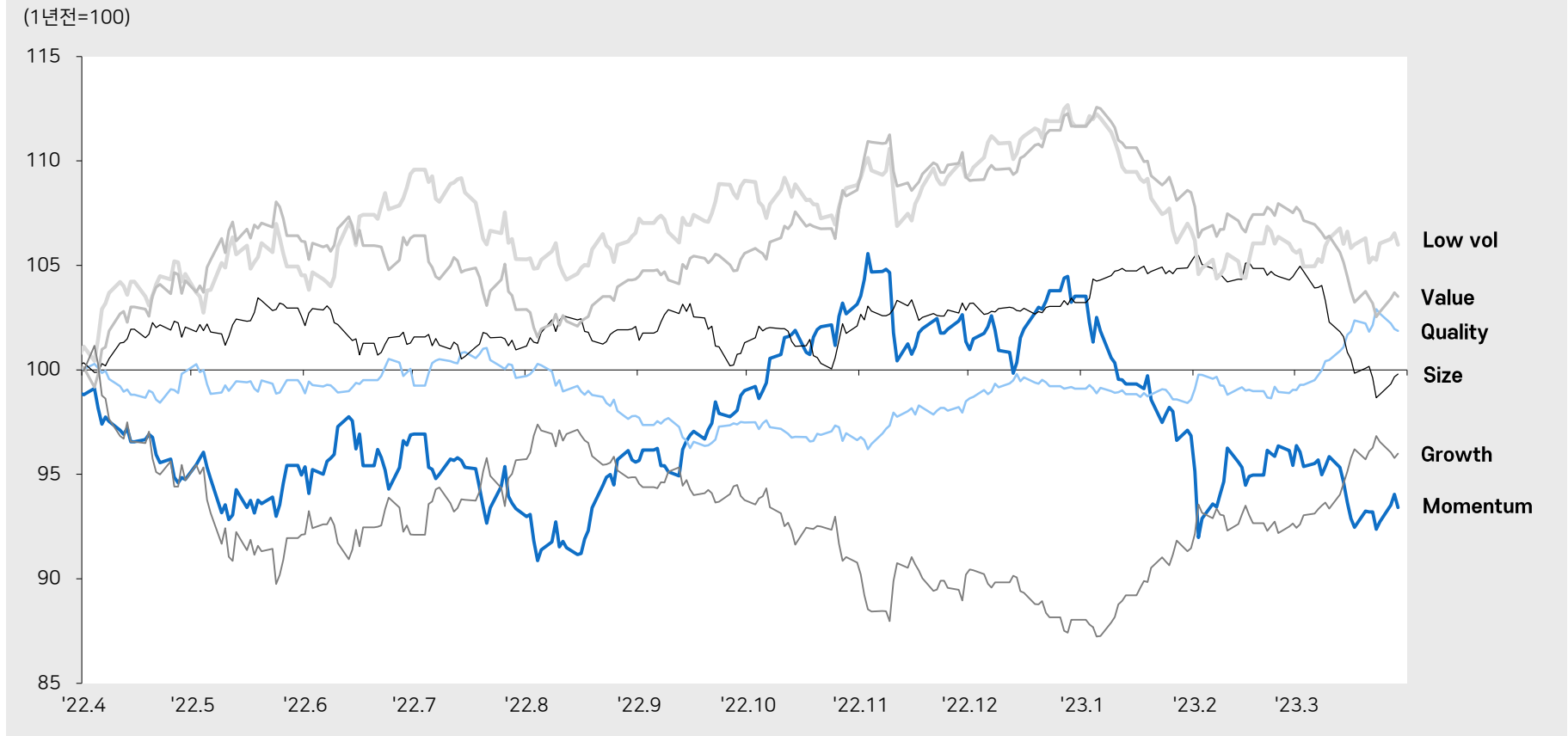
산업	종목명	국가	1W	1M	3M	YTD	1Y	산업	종목명	국가	1W	1M	3M	YTD	1Y
반도체	삼성전자	KR	4.3	3.8	11.1	13.7	-10.7	유통	신세계	KR	-0.5	2.9	-8.3	-4.5	-17.5
	하이닉스	KR	5.7	-1.1	16.3	17.9	-27.6		호텔신라	KR	3.5	-1.7	-6.9	-5.2	-0.4
	micron Technology	US	1.1	2.5	21.0	18.6	-22.6		Amazon	US	-3.3	3.2	18.8	15.8	-40.8
	Intel	US	2.9	17.5	16.1	12.2	-39.7		Walmart	US	2.3	1.5	2.1	1.7	-2.0
	TSMC	TW	1.5	3.3	17.0	17.7	-10.0		Alibaba	CN	4.7	-2.6	-3.9	-2.3	-16.7
	SMIC	CN	-5.6	10.2	4.5	5.7	4.8		PDD	CN	-7.7	-17.0	-10.5	-10.7	64.5
	Huahong	CN	-2.4	12.8	23.3	24.4	5.1		중국중면	CN	-2.9	-7.6	-16.5	-15.5	16.9
IT H/W	Apple	US	-1.0	6.9	25.3	21.5	-10.2	인터넷	NAVER	KR	-0.5	-4.3	10.8	12.4	-40.4
	Xiaomi	CN	8.4	2.4	8.2	11.0	-14.3		카카오	KR	-0.3	-2.7	13.2	14.3	-42.7
	Murata	JP	1.0	5.9	16.9	17.7	-6.8		Meta	US	-0.7	14.7	73.6	66.8	-10.7
	LG 이노텍	KR	7.0	-3.4	1.5	5.9	-31.3		Alphabet	US	-3.7	12.2	17.4	14.5	-28.9
	Luxshare	CN	5.4	-0.6	-6.6	-6.2	-1.8		Tencent	CN	10.1	10.1	22.1	19.2	7.4
	Goertek	CN	4.2	-1.1	24.5	26.7	-37.3	게임	엔씨소프트	KR	-1.8	-14.3	-14.1	-16.9	-19.7
	LG 디스플레이	KR	13.9	6.4	28.6	30.7	-21.7		Activision Blizzard	US	5.8	10.6	10.9	10.2	4.7
2차전지	BOE	CN	2.6	3.8	27.7	28.1	4.3		Netease	CN	5.1	15.8	22.4	22.5	-5.2
	Tesla	US	5.7	10.3	32.2	32.5	32.2	화장품/의류	LG생활건강	KR	-0.7	-12.0	-20.4	-18.6	-30.7
	LG에너지솔루션	KR	-4.2	-8.0	67.9	53.6	-47.1		아모레퍼시픽	KR	0.5	-4.6	5.7	9.3	-10.9
	CATL	CN	-0.3	-2.8	-0.4	-0.2	-17.8		L'Oreal	FR	3.2	6.1	18.7	19.3	9.1
자동차	BYD	CN	-1.2	-5.8	15.8	12.5	-8.7		Proya	CN	0.2	-2.6	7.5	6.1	42.0
	현대차	KR	0.7	0.5	15.0	17.3	2.2		F&F	KR	4.7	0.4	-5.4	-3.5	-6.6
	GM	US	-2.5	-11.5	5.4	2.0	-22.8		휠라홀딩스	KR	-7.2	-10.1	4.5	5.4	12.2
	폭스바겐	GE	-3.0	-10.0	4.8	2.9	-35.6	제약/바이오	Nike	US	-6.2	-0.5	2.8	1.0	-13.4
철강	도요타	JP	2.2	-3.1	-0.7	-0.4	-18.1		Lining	CN	1.1	-11.0	-13.8	-12.3	-6.4
	길리차	CN	4.9	-2.1	-12.2	-12.5	-17.9		Anta	CN	3.7	9.2	9.6	10.4	17.1
	POSCO	KR	6.3	6.6	16.5	22.6	14.0		삼성바이오로직스	KR	-1.5	3.1	-4.0	-2.9	-4.5
화학	Baosteel	CN	-1.4	-4.7	11.4	12.2	-6.5		셀트리온	KR	-3.1	4.1	-8.6	-5.8	-8.2
	Nippon Steel	JP	1.2	-1.5	29.1	30.6	33.1		Pfizer	US	-1.6	-1.4	-20.6	-21.2	-23.7
	롯데케미칼	KR	6.4	4.3	0.8	4.1	-4.0		J&J	US	-1.3	-0.9	-13.5	-13.5	-13.7
	금호석유	KR	-1.4	-9.7	6.8	12.7	-7.1		Biogen	US	1.5	0.1	-1.4	-2.4	27.5
	BASF	GE	0.5	-4.3	-0.3	0.0	-14.3		Hengrui	CN	3.4	-1.1	15.0	11.6	20.2
	Shin-Etsu	JP	4.1	8.1	25.2	27.6	10.7	카지노	Wuxi bio	CN	-1.7	-11.7	-16.4	-19.3	-28.6
에너지	Hengli	CN	6.5	-2.0	8.4	11.3	-21.4		강원랜드	KR	-2.3	-3.7	-17.4	-16.1	-27.8
	S-Oil	KR	2.4	-3.5	-9.7	-6.6	-19.2		샌즈차이나	US	-0.9	-3.1	3.7	1.7	43.1
	GS	KR	-3.8	-9.7	-9.3	-5.0	-56.3		Galaxy Ent.	CN	1.6	-1.1	-1.1	0.0	11.4
태양광	Exxon Mobil	US	0.1	-2.5	-0.4	-2.1	32.3	은행	신한지주	KR	2.9	-7.5	0.1	2.1	-12.3
	Sinopec	CN	-0.2	19.3	25.8	27.5	26.3		JP Morgan	US	-1.3	-10.1	-2.0	-3.2	-8.5
	한화솔루션	KR	na	na	na	na	na		ICBC	CN	1.4	7.9	5.8	5.2	-9.1
음식료	융기실리콘	CN	1.0	-9.9	-6.9	-5.7	-24.6	증권	Goldman Sachs	US	0.4	-8.8	-5.9	-6.6	-5.6
	CJ제일제당	KR	2.1	0.0	-17.4	-15.6	-13.6		CITIC	CN	0.4	1.1	5.8	6.5	-2.1
	코카콜라	US	1.8	4.0	-2.6	-2.7	-0.5	보험	삼성생명	KR	-2.0	-7.8	-12.8	-11.5	-2.6
	스타벅스	US	-1.8	-3.3	0.6	0.0	10.3		United Healthcare	US	-1.0	-7.2	2.0	2.6	-4.2
	Moutai	CN	0.4	-1.8	2.8	3.2	7.4		Ping An	CN	1.1	-3.8	0.0	-0.8	-6.7

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

미국 스타일별 수익률 비교

4월호
Meritz Global Catch Mind

미국 스마트베타 Factor 상대강도



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

전세계 자산군별 ETF 수익률 및 자금흐름 현황

4월호
Meritz Global Catch Mind

3월 자산군별 ETF 자금유입 변화 vs 수익률

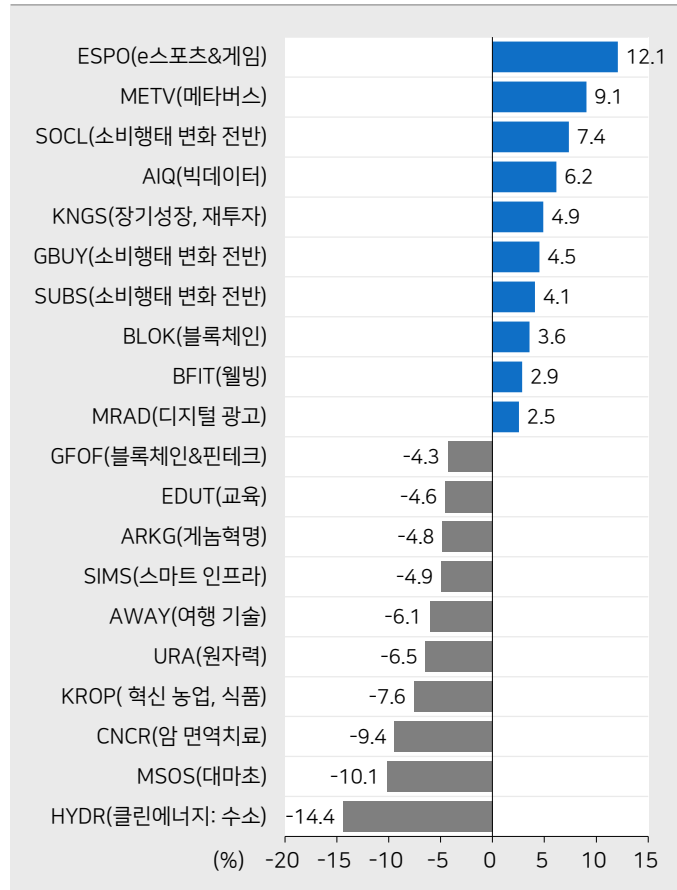
구분	분류	FF (십억달러)	AUM (십억달러)	유입강도 (%)		수익률 (%)
				전월	당월	
자산군	주식 전반	4.4	6,789	0.0	0.1	1.0
	채권 전반	15.5	1,400	-0.1	1.1	2.8
	원자재 전반	1.5	243	0.4	0.6	-3.2
	MM	0.4	10	-0.9	4.6	-4.8
	부동산	-0.1	21	-1.2	-0.6	-5.1
주식	선진/신흥	선진 주식	5,417	-0.2	0.1	0.9
		신흥 주식	431	1.1	0.0	1.7
	지역	북미 주식	5,646	-0.3	0.0	1.1
		유럽 주식	383	1.5	0.2	-2.1
		아시아태평양 주식	741	0.3	-0.1	1.7
		아프리카&중동 주식	2	0.0	1.2	-0.6
	성장/가치	성장주	769	0.2	0.5	4.3
		가치주	785	0.6	-0.4	-2.1
	대/중/소	대형주	4,338	-0.1	0.2	1.7
		중형주	290	0.4	-0.7	-2.7
		소형주	399	0.6	0.1	-4.0
채권	회사채	-7.3	396	-2.6	-1.8	0.9
	물가연동채	-0.5	87	-2.0	-0.6	2.2
	지방채	0.0	92	-1.1	0.0	1.8
	국고채	21.9	382	2.6	5.7	3.6
	모기지	1.2	51	0.6	2.3	1.5
	뱅크론	-0.8	18	-2.4	-4.2	-0.7
원자재	에너지	0.7	13	2.9	5.2	-5.3
	농산물	-0.1	2	-1.4	-3.7	2.1
	귀금속	1.5	197	-0.9	0.8	8.3
	산업금속	-0.1	3	47.4	-3.5	-0.1

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

테마형 ETF 수익률 및 자금흐름 현황

4월호
Meritz Global Catch Mind

테마형 ETF 테마별 수익률 상하위_3월



자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

테마형 ETF 종목별 유출입액 상하위 종목_3월

티커	이름	내용	AUM (십억달러)	유출입액 (십억달러)	유출입강도 (%)
자금 유입 상위					
BOTZ	Global X Robotics & Artificial Intelligence ETF	AI, 빅데이터	1.5	0.07	4.3
KOMP	SPDR S&P Kensho New Economies Composite	신사업 전반	1.7	0.01	0.4
ROBO	ROBO Global Robotics & Automation Index	AI, 빅데이터	1.3	0.01	0.4
FIW	First Trust Water ETF	물 순환	1.3	0.00	0.1
ARKG	ARK Genomic Revolution ETF	게놈혁명	2.0	0.00	0.0
자금 유출 상위					
HACK	ETFMG Prime Cyber Security ETF	사이버보안	1.4	-0.02	-1.3
QCLN	First Trust Nasdaq Clean Edge Green Energy	클린에너지: 전반	1.7	-0.02	-1.3
ARKK	ARK Innovation ETF	신사업 전반	7.6	-0.09	-1.1
ICLN	iShares Global Clean Energy ETF	클린에너지: 전반	4.8	-0.05	-1.1
SKYY	First Trust Cloud Computing ETF	클라우드 컴퓨팅	2.6	-0.03	-1.1

주: 유출입액은 3/1~3/29기준

자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

4월 주요 매크로 이벤트

4월호
Meritz Global Catch Mind

월	화	수	목	금	토
(4월 중) 미국 1Q23 실적 발표 SVB 파산 발 은행권 위기 확산 우려로, 4월 2주차 은행주 실적 발표에 관심 집중될 것					한국 3월 수출입 1 -7.5% YoY 전망. 자동차 수출은 견조하나, 반도체는 다운사이클 심화. 석유/가스 가격은 하락하나, 석탄 가격이 상승하면서 무역적자 지속 전망
미국 3월 ISM 제조업 지수 3 은행권 우려와 별개로 수요가 지탱되고 있음. 전월(47.7)대비 상승할 가능성에 무게	4	5	6	미국 3월 고용동향 7 비농업 고용 +24만 MoM 전망. 시간당 임금 상승률 하락 등 노동시장 과열 완화 징후 계속될 것 삼성전자 1Q23 잠정실적 메모리 사업부 부진으로 컨센서스 하회 예상. 4월 말 실적 발표회에서 추가 감산이 발표될지가 중요	8
10	한은 4월 금융통화위원회 11 동결 전망. 높아진 경기 불확실성과 대외여건 악화로 인해 추가 인상이 부담스러운 상황	미국 3월 CPI 12 시스템 리스크 우려와 임금 상승률 peak-out 등이 물가 하방 압력으로 작용할 가능성 3월 FOMC 의사록 은행권 리스크에 대한 판단 및 향후 추가 금리인상 관련 개별 위원들의 언급에 주목	13	미국 4월 미시건대 소비자심리지수 14 은행권 위기 확산 우려에 소비자심리지수 추가 하락 가능성. 기대인플레이션도 낮아질 것으로 예상	15
17	중국 1Q23 GDP 18 2.9% YoY 전망. 경기회복세가 완만하며 양회에서 대규모 부양책도 부재. 컨센서스(3.2%) 하회	19	20	미국/유로존 4월 S&P Global PMI 21 은행권 우려에도 생산/소비 지탱되는 중. 매크로 불확실성에 하락할 수 있으나, 확장국면은 유지	22
24	한국 1Q23 GDP 25 1.1% YoY 전망. 수출 둔화와 금리인상으로 인한 설비투자 하방 압력이 큼	26	미국 1Q23 GDP 27 0.6% QoQ saar 전망. 연초 견조한 소비/생산에 힘입어 역성장 피해갈 것	BOJ 4월 통화정책회의 28 BOJ 신임총재 주관 첫 회의 총재의 스탠스 및 YCC 정책 관련 언급에 주목. 단, 스탠스 변화 크지 않을 것으로 예상 유로존 1Q23 GDP 0.0% QoQ 전망. 에너지 가격 안정화로 서비스업 확장세는 지속되나, 제조업은 여전히 부진	29

Compliance Notice

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.