

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 9. 27 (수)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

Chart Book

칼럼의 재해석

대중국 사업 전략 전환: Decoupling → De-risking

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 추천 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



▲ 주식 시황
Analyst 이수정
02. 6454-4893
sj_lee@meritz.co.kr

Chart Book

- ✓ Bull Flattening 시점에서 오히려 장기 금리 상승으로 8월 이후 Bear Steepening 전개
- ✓ 주식시장 반등을 위해 EPS 상승 또는 금리 안정 필요
- ✓ DRAM 가격 4분기 반등 여부 확인

금융시장 9월 현재 상황

그림1 미 국채 10년물 금리

9월 FOMC 이후
미 국채 10년물 금리
4.3%대 저항선 상향 돌파



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미 국채 10년물 금리: 1990년 이후

다음 저항선은 2007년 10월의
5.3%대



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미 국채 2년물 금리: 1990년 이후

미 국채 2년물 금리 저항선도
2006년의 5.29%

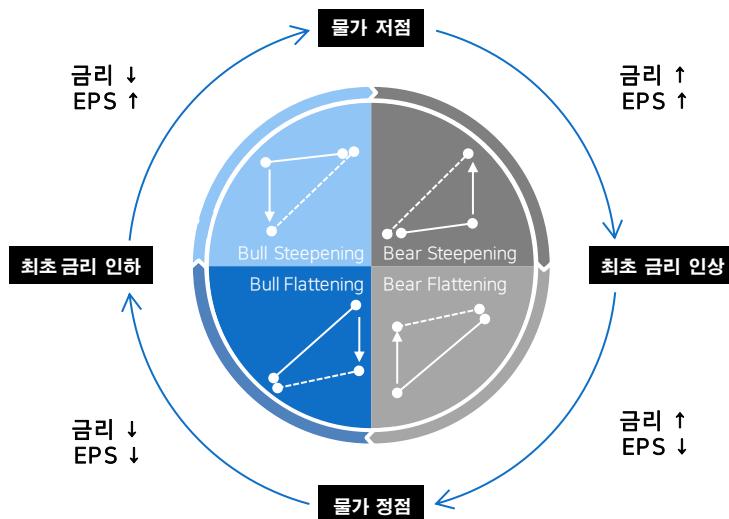


자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림4 채권 투자 사이클

2020년 3월 코로나19 팬데믹
2Q20 봉쇄 Bull Flattening
3Q20 백신 Bull Steepling
1H21 리오프닝 Bear Steepling
1H22 금리 인상 Bear Flattening

물가 정점, 경기둔화로 장기금리
가 하락하는 Bull Flattening 차례



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 미 국채 장단기 금리차(10년 - 2년)

But 경기 연착륙 기대와
확장적 재정정책으로
오히려 장기금리 상승
8월 이후 Bear Steepling 전개

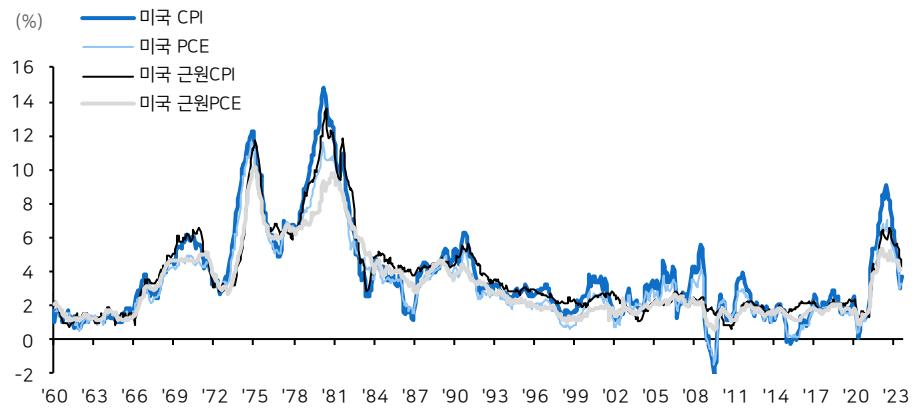
주식시장 반등을 위해
EPS가 올라오거나
금리가 안정되어야 함



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 소비자물가 상승률

미국 균율물가 하향 안정



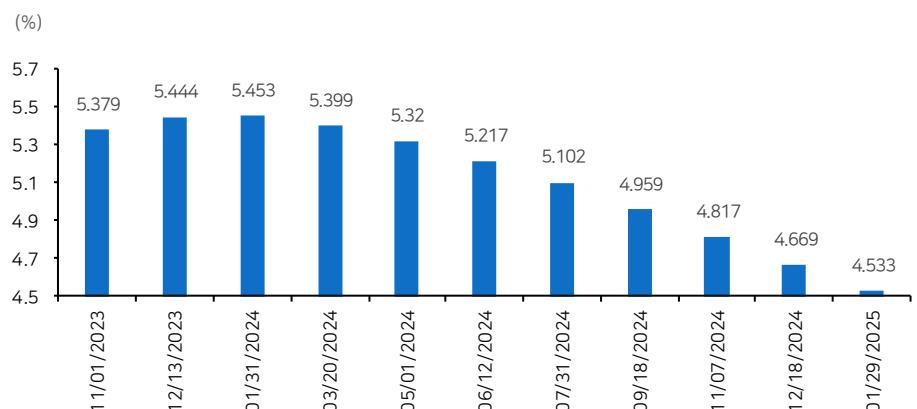
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, U.S. Bureau of Economic Analysis, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 내재 실효금리 전망치(Bloomberg WIRP)

현재 정책금리 5.25~5.5%

현재 내재 O/N 금리 5.328%

11월 FOMC 전망치 5.379%



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 2023년 11월 FOMC까지의 누적 금리 인상/인하 횟수 전망치(Bloomberg WIRP)

9/20 FOMC 이후

11월 인상/인하 횟수 전망치 감소

: 20일 31.03%

→ 21일 28.97%

→ 22일 20.69%

→ 25일 18.62%

→ 26일 20.69%



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

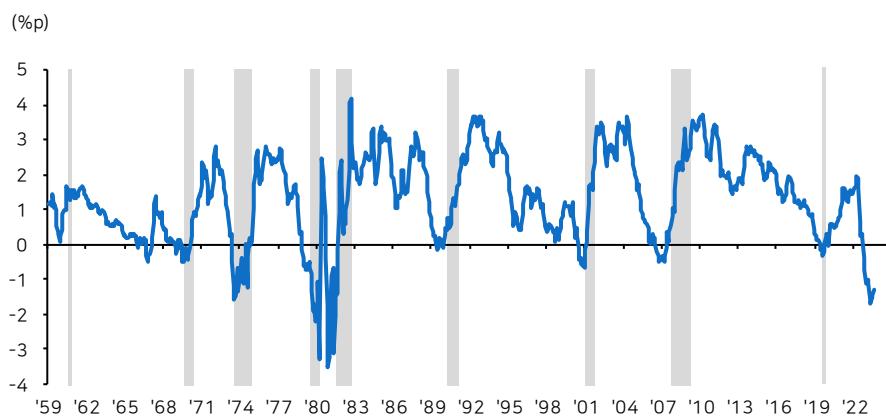
그림9 미국 경기 침체기(회색 음영 표시)와 장단기 금리차(10년 - 3개월 국채 금리) 추이

미국 장단기 금리차(10년-3개월)

2022년 11월 역전

2023년 5월 저점 이후

스프레드 축소



자료: Federal Reserve Bank of New York, 메리츠증권 리서치센터

그림10 장단기 금리차로 예측한 미국 경기 침체 확률

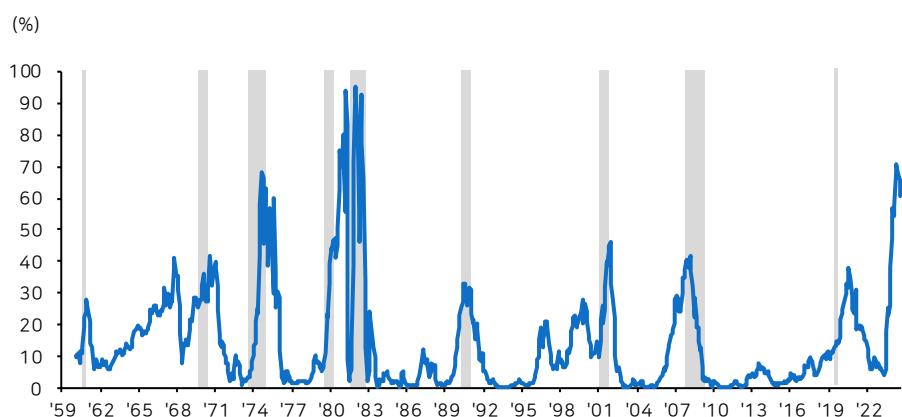
장단기금리차로 예측한 향후

12개월 미국 경기 침체 확률

2023년 9월 23.07%

2024년 5월 70.85%

2024년 8월 60.83%

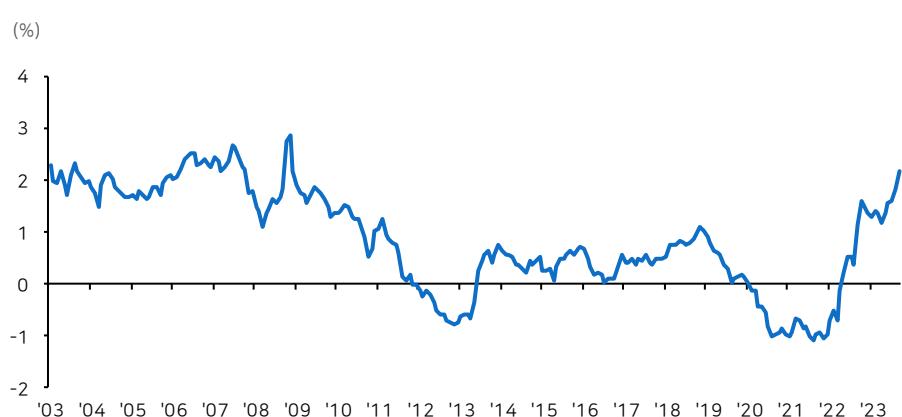


자료: Federal Reserve Bank of New York, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 실질금리(10년물 TIPS)

미국 실질금리

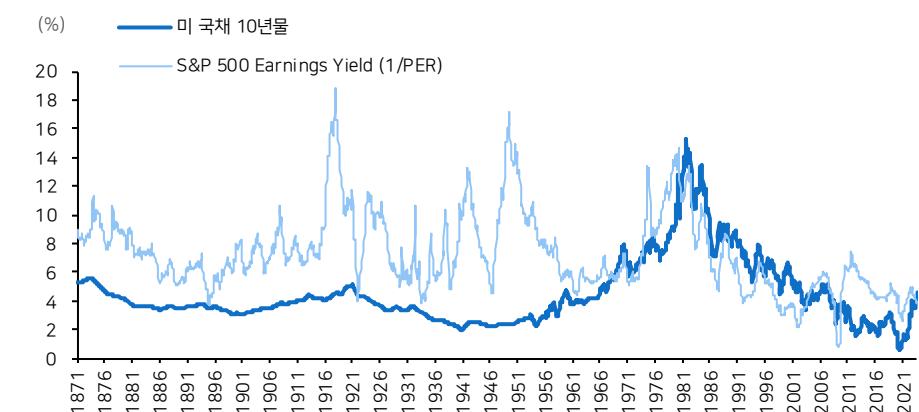
2008년 12월 이후 최고치



자료: Board of Governors of the Federal Reserve System, 메리츠증권 리서치센터

S&P 500 PER 상승(EPS 둔화)
 = Earnings Yield 하락
 Vs. 국채 금리 상승
 → 2023년 8월부터
 국채 금리 > 주식 Earnings Yield

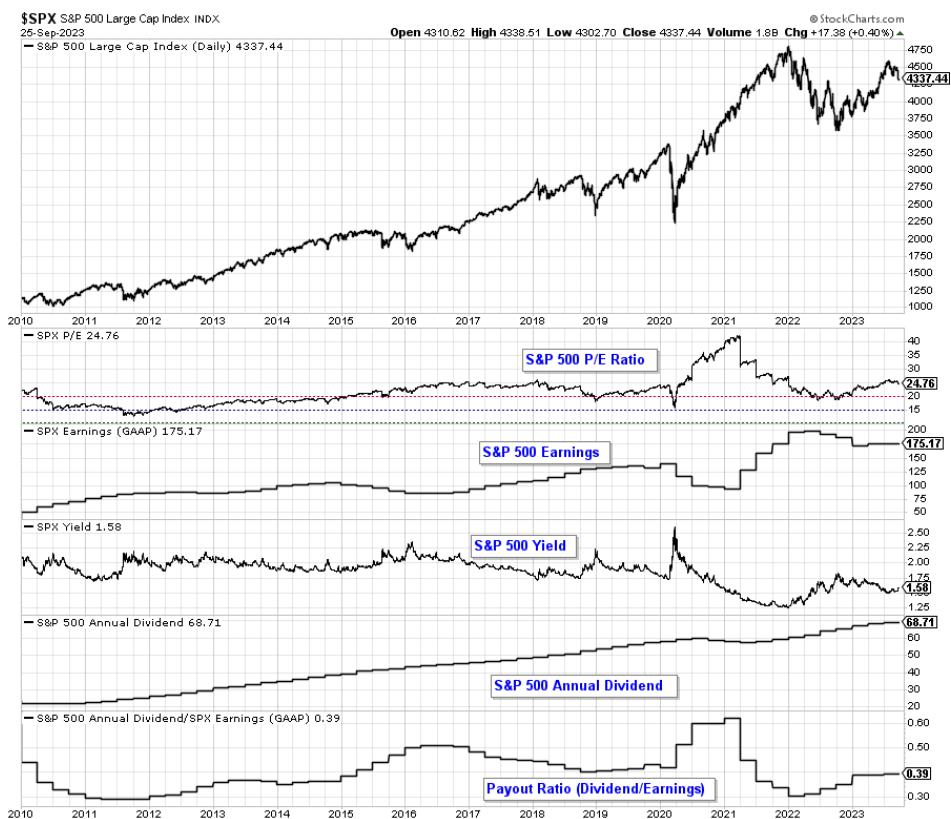
그림12 Fed Model: S&P 500 PER의 역수 = Earnings Yield vs. 국채 금리



자료: Shiller, 메리츠증권 리서치센터

그림13 S&P 500 지수 및 주요 지표

2022년 3분기 이후
 S&P 500 Earnings 감소



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 달러 지수

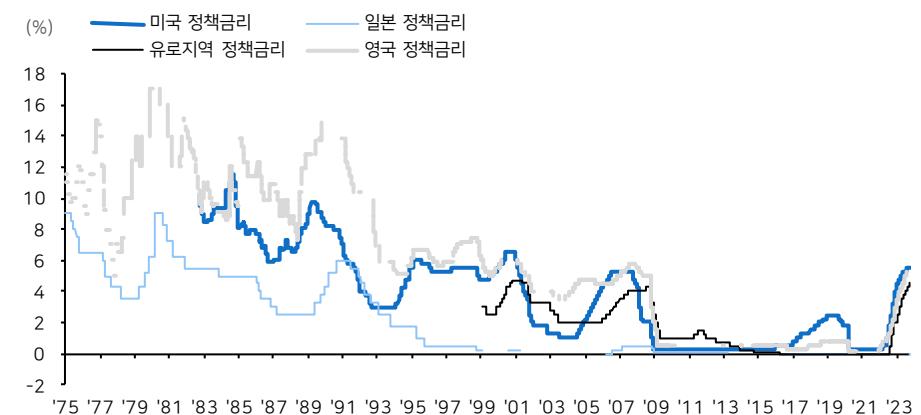
주요국, 특히 일본과의 금리격차에 따른 달러 강세 환경



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림15 주요국 정책 금리

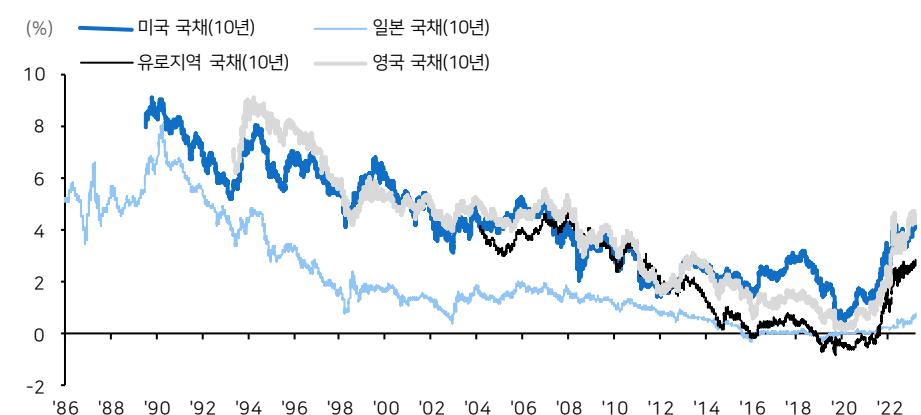
미국 5.5%
유로 4.5%
영국 5.25%
Vs. 일본 -0.1%



자료: Fed, BOJ, ECB, BOE, 메리츠증권 리서치센터

그림16 주요국 국채 금리

미국 4.5%
유로 2.8%
영국 4.3%
Vs. 일본 0.73%



자료: 미국 재무부, 일본 재무성, 유럽연합 통계청, 영국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림17 한국, 미국 정책금리

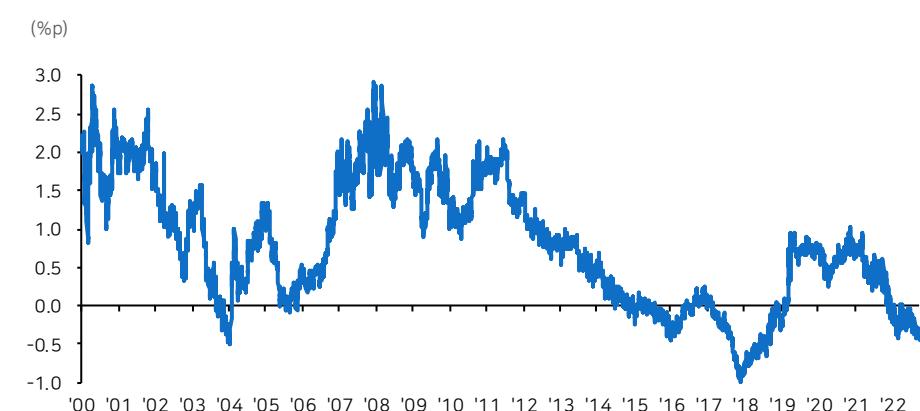
미국 5.5%
한국 3.5%



자료: 한국은행, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림18 한국-미국 간 국채 금리 스프레드(10년)

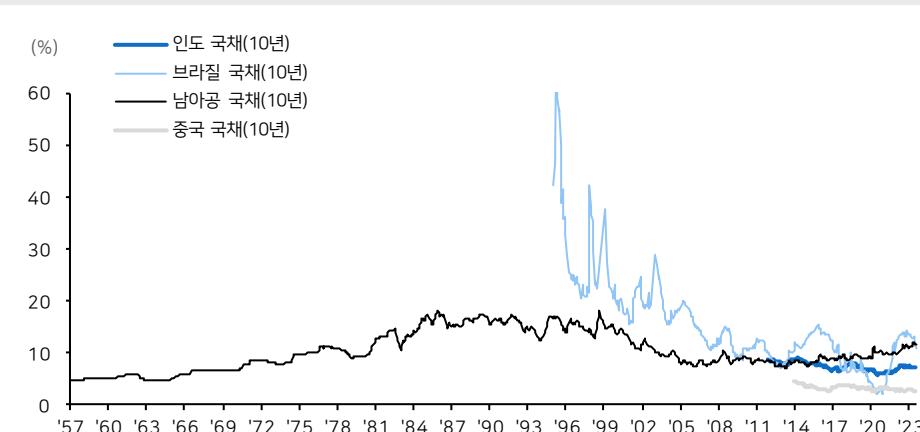
한-미 금리차
2022년 11월 이후 역전



자료: 금융투자협회, 미국 재무부, 메리츠증권 리서치센터

그림19 신흥국 국채 금리

인도 7.1%
브라질 11.6%
남아공 10.8%
Vs. 중국 2.7%



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림20 미국 S&P 500과 Vix, Put/Call 비율

VIX 20pt 이하
 Put/Call 비율 1 미만
 → 금융위기급 하락 가능성 없음



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림21 S&P 500 Fibonacci 되돌림 비율

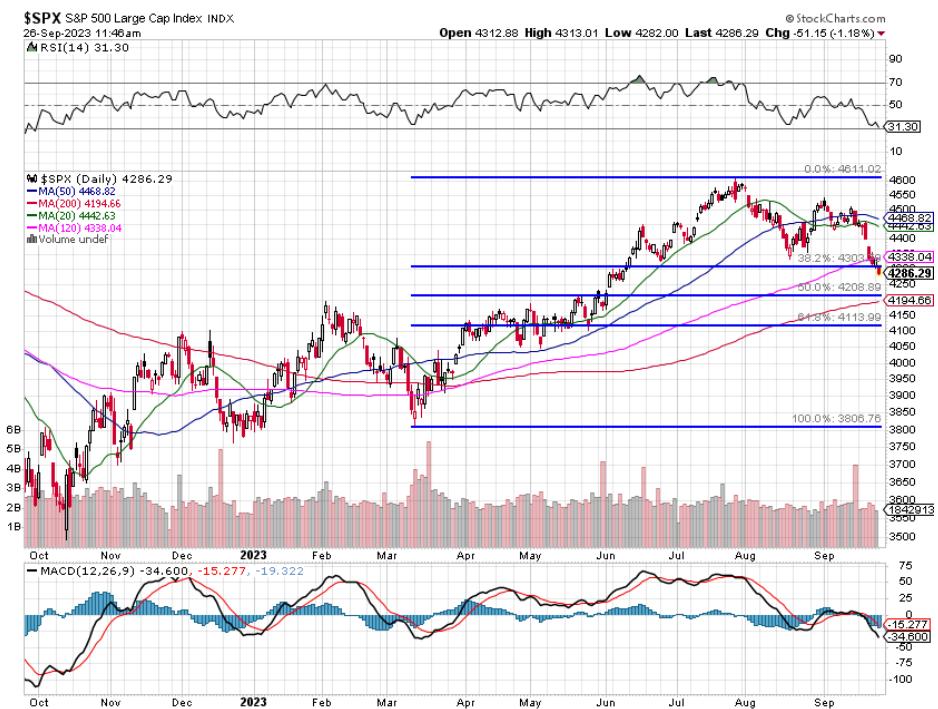
S&P 500 지수

3월 저점 ~ 7월 고점 밴드

38.2% 되돌림 수준 하향 돌파

50% ≈ 200일선이 다음 지지선

4,200pt 수준



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림22 Dow 지수 Fibonacci 되돌림 비율

Dow 산업평균지수

200일 이평선 하향 돌파

3월 저점 ~ 7월 고점 밴드

50% 수준 도달

RSI 30pt 과매도 수준



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림23 NASDAQ 지수 Fibonacci 되돌림 비율

NASDAQ 지수
120일 이평선 하향 돌파
3월 저점 ~ 7월 고점 밴드
38.2% 되돌림 수준 도달
현 수준에서 지지 확인 필요



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림24 필라델피아 반도체 지수 Fibonacci 되돌림 비율

필라델피아 반도체 지수
120일 이평선 하향 돌파
3월 저점 ~ 7월 고점 밴드
50% 되돌림 수준 도달
현 수준에서 지지 확인 필요



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림25 Apple 주가 Fibonacci 되돌림 비율



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림26 Micron 주가 Fibonacci 되돌림 비율



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림27 Tesla 주가 Fibonacci 되돌림 비율



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림28 Nvidia 주가 Fibonacci 되돌림 비율



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림29 Amazon.com 주가 Fibonacci 되돌림 비율



그림32 홍콩 Hang Seng 지수 Fibonacci 되돌림 비율

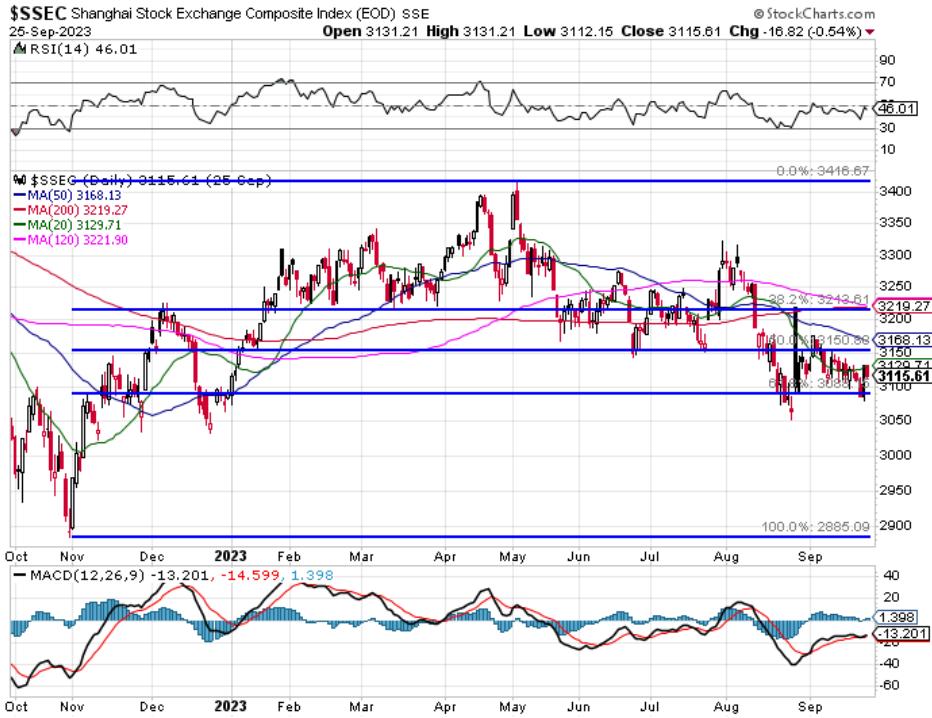
홍콩 Hang Seng 지수
작년 11월 저점 ~ 올해 1월 고점
밴드 61.8% 되돌림 수준 도달



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림33 중국 상해지수 Fibonacci 되돌림 비율

중국 상해지수
작년 11월 저점 ~ 올해 5월 고점
밴드 61.8% 되돌림 수준 도달



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림34 대만 가권지수 Fibonacci 되돌림 비율

대만 가권지수
120일 이평선 하향 돌파
3월 저점 ~ 7월 고점 밴드
50% 되돌림 수준에서 반등



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림35 한국 KOSPI Fibonacci 되돌림 비율

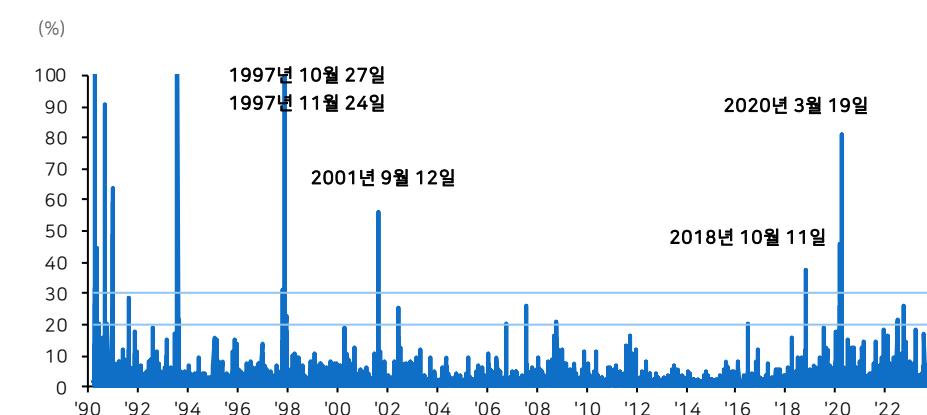
KOSPI
200일 이평선 하향 돌파
3월 저점 ~ 7월 고점 밴드
61.8% 되돌림 수준= 2,470pt에서
지지 확인해야



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

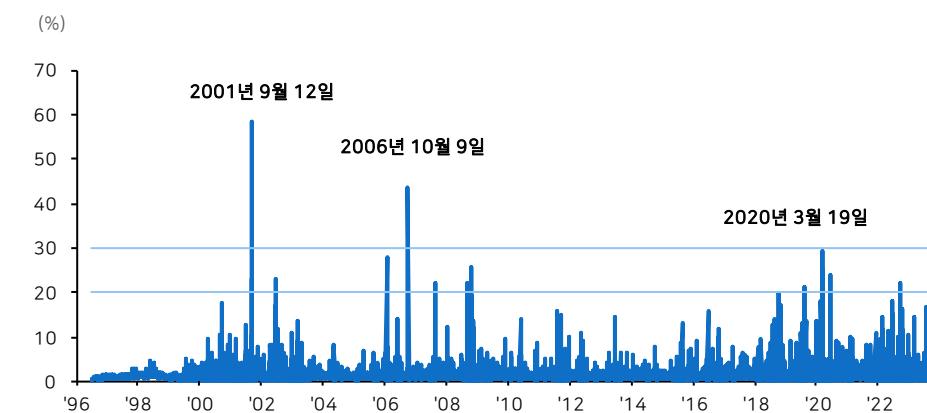
9/26 ADR(등락비율, 20일)
 KOSPI 67%, KOSDAQ 63%으로
 과매도권 도달
 일일 하락종목수/상승종목수 비율
 상으로는 과매수 수준 미도달
 7/26
 KOSPI 17.2배, KOSDAQ 16.8배
 9/26
 KOSPI 4.9배, KOSDAQ 3.6배

그림36 KOSPI 일일 하락종목수/상승종목수 비율



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림37 KOSDAQ 일일 하락종목수/상승종목수 비율



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림38 삼성전자+SK하이닉스 시가총액 비중: 20.9%



주: 9/26 KOSPI + KOSDAQ 합산 시가총액 2,356조원 대비
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림39 2차전지 8종목 시가총액 비중: 12.1%



주: LG에너지솔루션, SK이노베이션, 에코프로비엠, LG화학, 포스코퓨처엠, 나노신소재, 에코프로, POSCO홀딩스
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

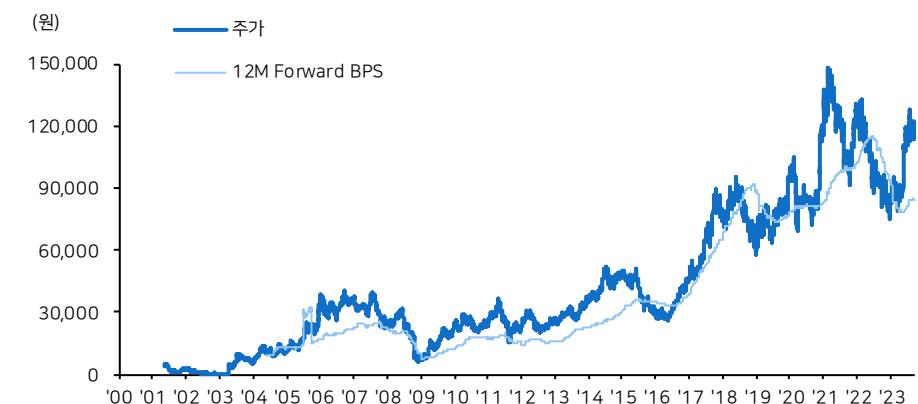
그림40 SK하이닉스 주가와 12개월 Trailing PBR

9/26 SK하이닉스
 12개월 Trailing PBR 1.36배
 12개월 Forward PBR 1.39배



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림41 SK하이닉스 주가와 12개월 Forward PBR



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림42 SK하이닉스 주가와 PBR



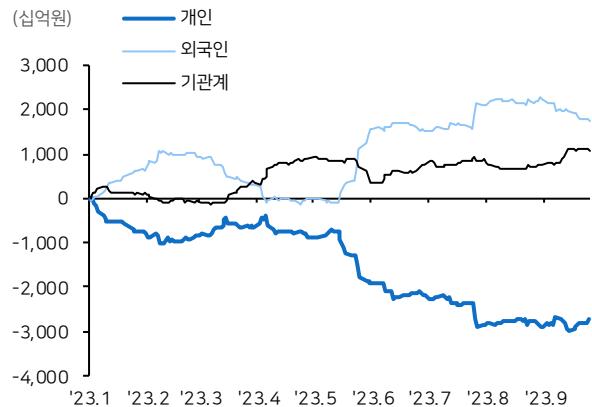
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

표1 SK하이닉스 분기 BPS

	분기 BPS (원)	증감 (QoQ)	분기말 주가 (원)	PBR (배)	비고
BPS 감소가 2개 분기 넘게 연속적으로 진행되었던 사례는 2012년	13,711	318	31,300	2.28	
	14,452	741	25,050	1.73	주가 2011년 4월 고점
	13,960	(492)	21,350	1.53	주가 2011년 8월 저점
	13,300	(661)	21,950	1.65	
당시의 특징은 1) 적자 진입 분기 초기에 주가 저점 나왔다는 것,	14,263	963	29,250	2.05	
2) 주가 저점은 DRAM 가격 저점	14,134	(129)	23,850	1.69	주가 2012년 4월 고점
에 6개월 가량 선행	14,029	(105)	22,750	1.62	주가 2012년 7월 저점
DRAM 가격 4분기 반등 가정하면	13,961	(68)	25,750	1.84	DRAM 가격 저점
2023년 1분기가 주가 바닥	14,396	435	28,750	2.00	
	15,980	1,584	31,200	1.95	
	17,254	1,273	30,250	1.75	
	18,308	1,055	36,800	2.01	
1Q2014	19,506	1,197	36,000	1.85	
2Q2014	20,402	896	48,550	2.38	
3Q2014	22,426	2,025	46,750	2.08	
4Q2014	24,775	2,349	47,750	1.93	
1Q2015	26,272	1,497	45,550	1.73	
2Q2015	27,744	1,472	42,300	1.52	
3Q2015	29,246	1,501	33,550	1.15	
4Q2015	30,142	897	30,750	1.02	
1Q2016	29,479	(663)	28,150	0.95	
2Q2016	30,580	1,100	32,400	1.06	
3Q2016	31,007	428	40,200	1.30	
4Q2016	33,849	2,842	44,700	1.32	
1Q2017	35,463	1,614	50,500	1.42	
2Q2017	39,121	3,657	67,400	1.72	
3Q2017	43,763	4,642	82,900	1.89	
4Q2017	47,897	4,134	76,500	1.60	
1Q2018	51,262	3,365	81,300	1.59	
2Q2018	57,463	6,201	85,700	1.49	
3Q2018	63,247	5,784	73,100	1.16	
4Q2018	68,136	4,890	60,500	0.89	
1Q2019	68,593	457	74,200	1.08	
2Q2019	69,379	786	69,500	1.00	
3Q2019	70,185	805	82,200	1.17	
4Q2019	69,700	(484)	94,100	1.35	
1Q2020	70,151	451	83,300	1.19	
2Q2020	71,827	1,675	85,100	1.18	
3Q2020	73,421	1,594	84,000	1.14	
4Q2020	75,471	2,050	118,500	1.57	
1Q2021	76,149	678	132,500	1.74	
2Q2021	79,768	3,619	127,500	1.60	
3Q2021	85,338	5,570	103,000	1.21	
4Q2021	90,394	5,056	131,000	1.45	
1Q2022	92,139	1,745	118,000	1.28	
2Q2022	97,019	4,880	91,000	0.94	
3Q2022	99,868	2,849	83,100	0.83	
4Q2022	92,004	(7,864)	75,000	0.82	
1Q2023	88,182	(3,822)	88,600	1.00	주가 2023년 1월 저점
2Q2023	83,043	(5,139)	115,200	1.39	
3Q2023E	80,300	(2,743)	115,000	1.43	
4Q2023E	79,094	(1,206)	-	-	
1Q2024E	78,971	(123)	-	-	
2Q2024E	80,568	1,597	-	-	

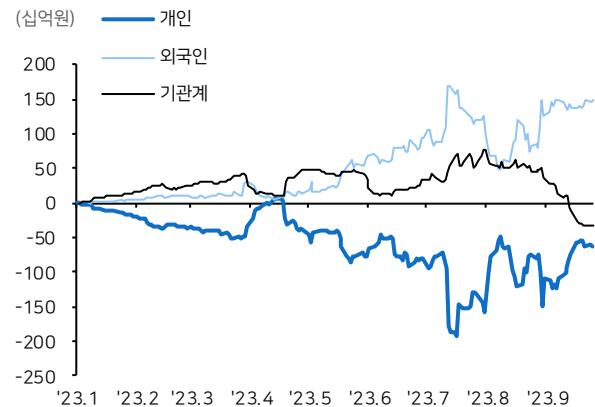
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림43 SK하이닉스 YTD 누적 순매수



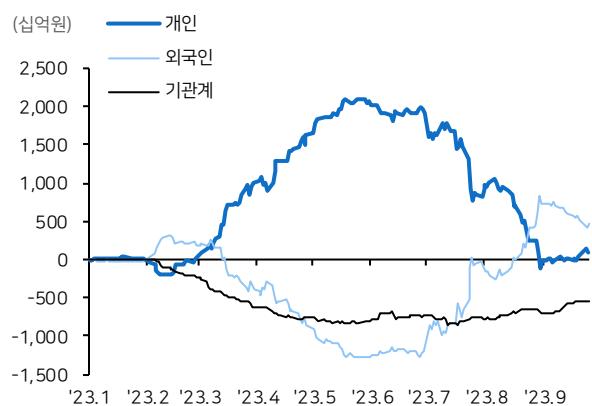
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림44 한미반도체 YTD 누적 순매수



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림45 에코프로 YTD 누적 순매수



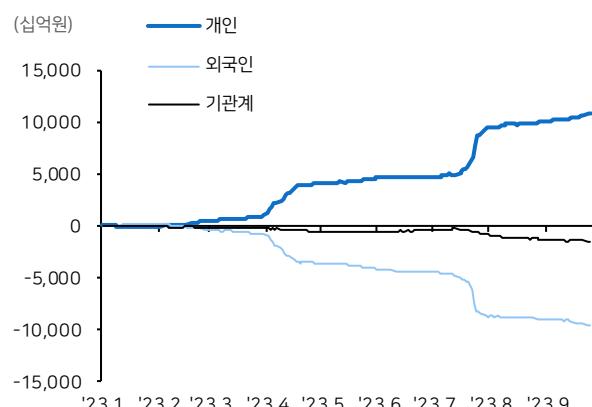
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림46 에코프로비엠 YTD 누적 순매수



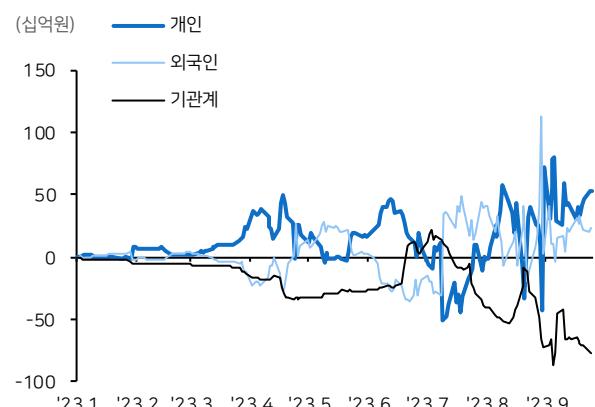
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림47 POSCO홀딩스 YTD 누적 순매수



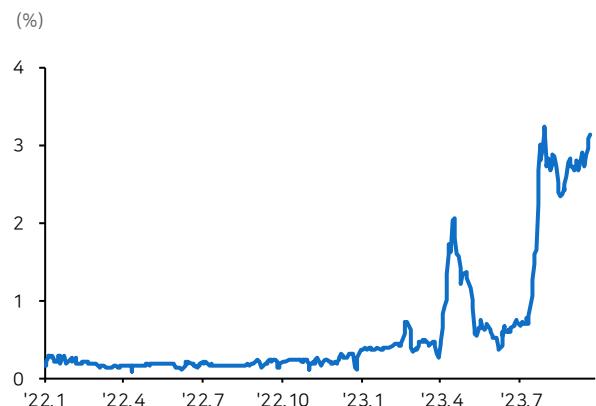
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림48 포스코DX YTD 누적 순매수



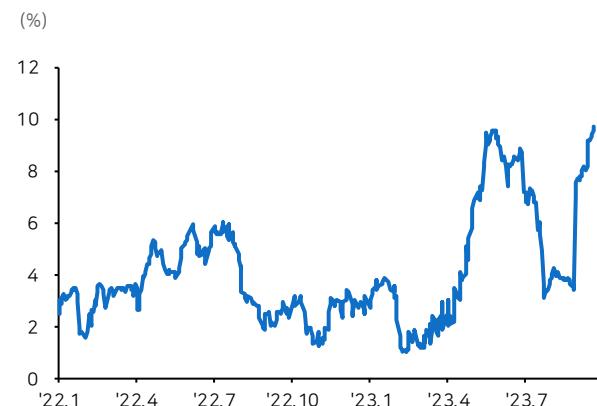
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림49 POSCO홀딩스 유동주식수 대비 공매도 잔고 수량



자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

그림50 에코프로 유동주식수 대비 공매도 잔고 수량



자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

이상현 연구원

대중국 사업 전략 전환: Decoupling → De-risking (Financial Times)

당초 Decoupling 사업 전략은 러-우 전쟁 발발 및 코로나 시기 중국의 셧다운 정책 등을 거치며 중국에 대한 투자 리스크가 커지며 불확실성 감소를 위하여 제기되었다. 다만 최근에는 Decoupling 보다는 다소 완화적인 방법인 "De-risking"이 모색되고 있다. 이는 중국과의 관계에서 사업 파트너로써 배제하기보다는 중국과 중국 외 사업을 분리시킴으로써 리스크를 최소화하는 전략이다. 중국 주재 미국 상공회의소에 따르면 중국 내 미국 기업의 경우 중국 외 지역으로 공장을 이전하지 않겠다는 기업의 비율이 2020년 82%에서 2022년 74%로 감소하였고, 특히 이미 이전 과정을 진행 중에 있는 기업 비율이 7%에서 12%로 증가하였다. 지정학적 이슈가 첨예하게 지속되는 가운데 기업의 공급망 전환 전략은 여전히 느리게 진행되고 있다. 탈위험화가 어떠한 방식으로 구현이 되어야 하는지에 대한 논의 또한 여전히 진행중이다.

대중국 사업 전략 전환: Decoupling → De-risking

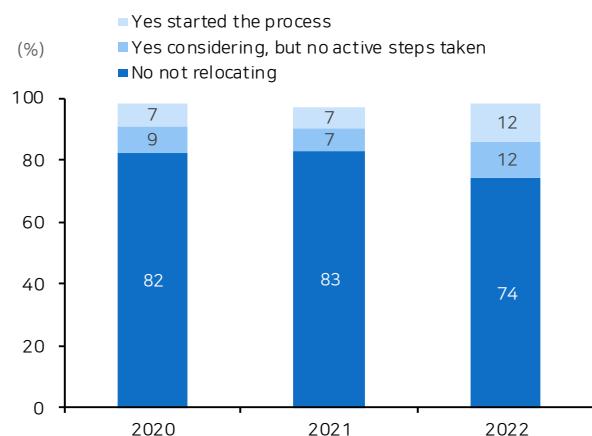
Decoupling → De-risking

중국 주재 미국 상공회의소에 따르면 중국 내 미국 기업의 경우 중국 외 지역으로 공장을 이전하지 않겠다는 기업의 비율이 2020년 82%에서 2022년 74%로 감소하였고, 특히 이미 이전 과정을 진행 중에 있는 기업 비율이 7%에서 12%로 증가하였다. 유럽의 경우도 상황이 크게 다르지는 않다. 중국 주재 유럽 상공회의소 보고서에 따르면 현재 중국 내 투자를 중국 외 지역으로 이전을 시작했다는 비율이 11%로 나타났다.

설문조사 결과에서처럼 글로벌 기업들은 지정학적 이슈 및 코로나 기간 중국 셧다운 등 리스크를 회피하기 위한 결과로써 당초 외교 문제로 Decoupling이 화두에 올랐다. 다만 최근에는 Decoupling 보다는 다소 완화적인 방법인 "De-risking"이 모색되고 있다. 이는 중국과의 관계에서 사업 파트너로써 배제하기보다는 중국과 중국 외 사업을 분리시킴으로써 리스크를 최소화하는 전략이다.

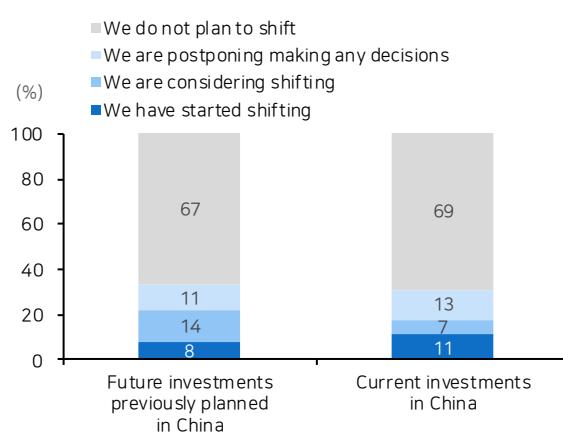
이는 현재 일부사업 매각, 투자결정 지연, 중국시장만의 서비스 제공 등 여러 가지 방안이 모색되고 있으나 아직은 구체적인 사업 전략이 모호한 편이다.

그림1 중국 외 지역으로의 공장 이전에 대한 설문조사_미국



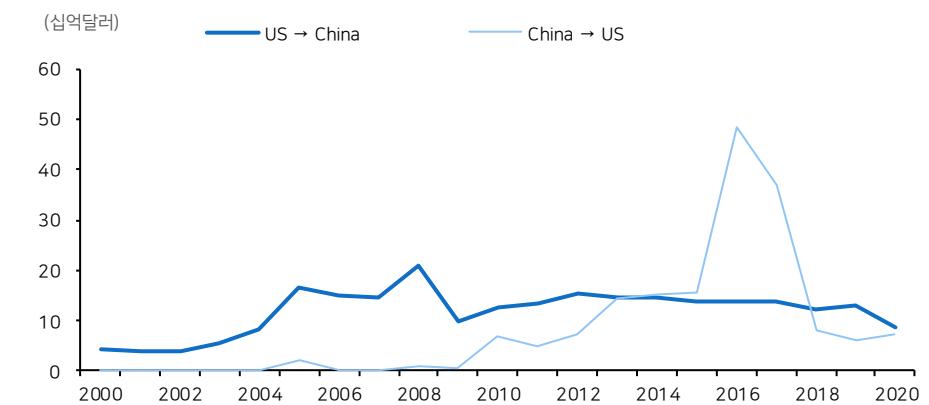
자료: The American Chamber of Commerce in China, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 외 지역으로의 공장 이전에 대한 설문조사_유럽



자료: The European Chamber of Commerce in China, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미-중 간 외국인 직접 투자(FDI) 규모 추이

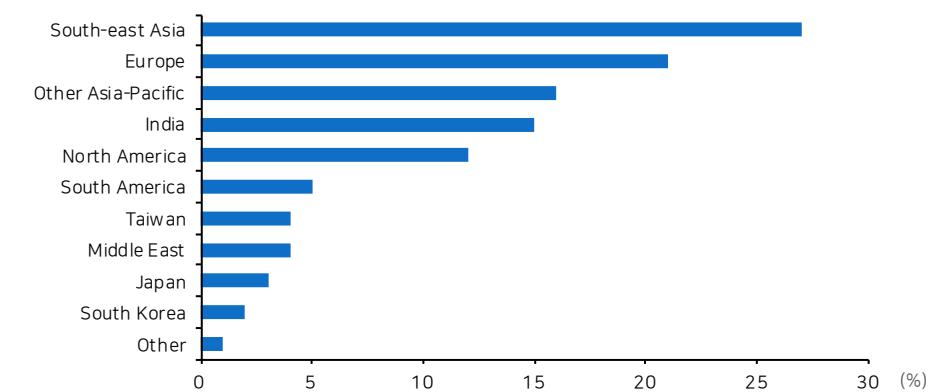


자료: Rhodium Group, 메리츠증권 리서치센터

대중국 사업 전략은 기업마다 상
이하게 진행되는 중

당초 Decoupling 사업 전략은 러-우 전쟁 발발 및 코로나 시기 중국의 셧다운 정책 등을 거치며 중국에 대한 투자 리스크가 커지며 불확실성 감소를 위하여 제기되었다. 다만 여전히 구체적인 사업 전략이 모호한 가운데 애플, 인텔 등 중국향 매출이 높은 기업의 경우 완전히 배제하기보다는 "중국+1" 전략을 채택하였다. 이는 중국 공장을 유지하면서 인도 및 동남아시아 국가 등 다른 지역에 신규 생산 기지를 더하여 공급망을 다각화 & 리스크를 분산하는 전략이다. 또한 아스트라제네카의 경우 중국 사업부를 분사해 홍콩 중시에 상장할 계획을 세우고 있다.

그림4 중국 외의 지역으로 공장을 이전할 경우 고려하고 있는 지역_유럽 기업



자료: European Chamber of Commerce in China, 메리츠증권 리서치센터

지정학적 이슈가 첨예하게 지속되는 가운데 기업의 공급망 전환 전략은 여전히 느리게 진행되고 있다. 탈위험화가 어떠한 방식으로 구현이 되어야 하는지에 대한 논의 또한 여전히 진행중이다. 주요국 중앙은행의 긴축이 지속되는 가운데 이러한 공급망 전환 및 리스크 분산 과정에서 기업들의 차별화된 전략의 성과 여부와 더불어 전환에 따른 비용 증가 여부를 눈여겨 보아야 할 것이다.