

전략공감 2.0

Strategy Idea

2024년 하반기 전망 시리즈 (해설판)

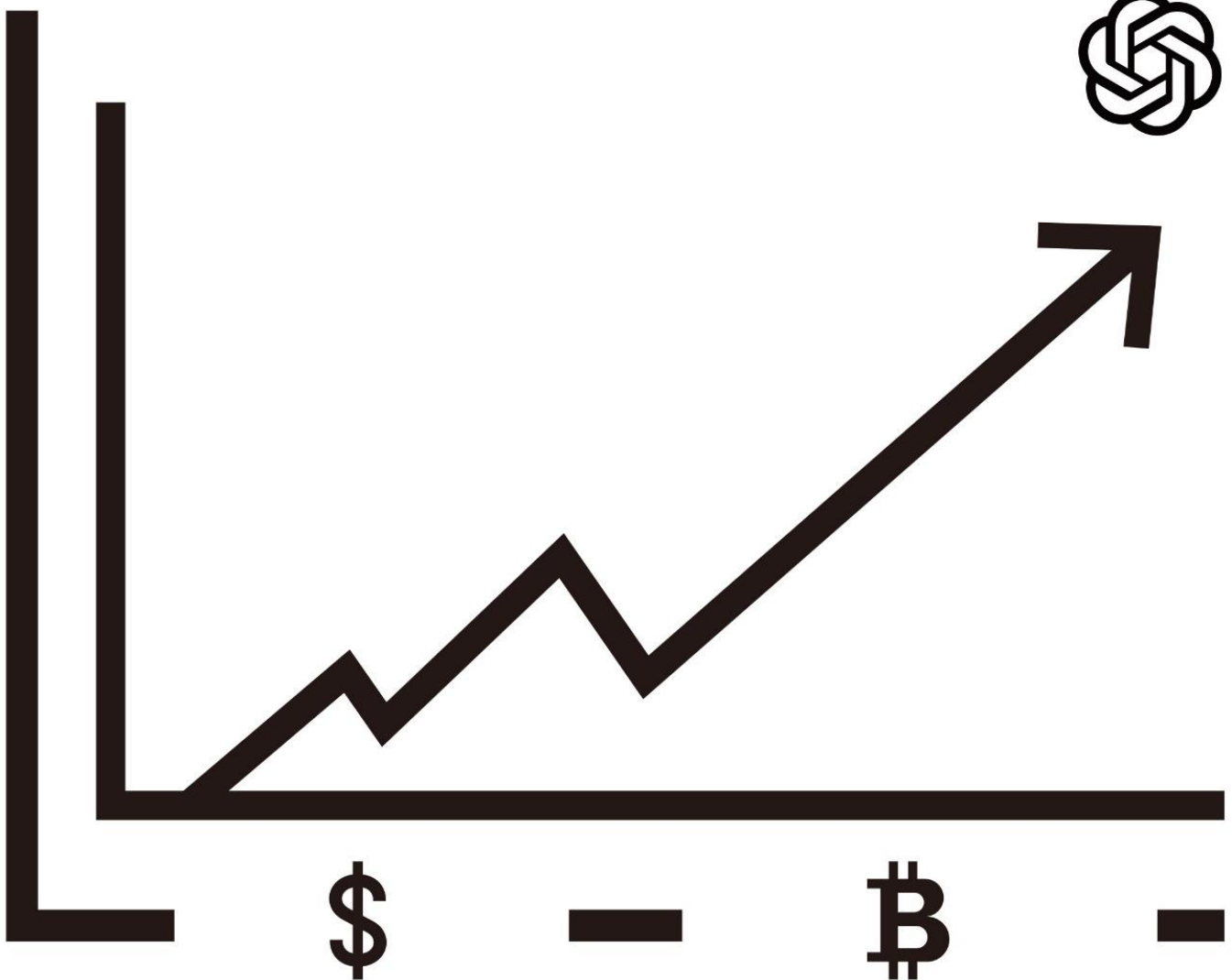
1. 전기전자/IT부품_시-'소비'의 영역으로
2. 금융_우상향에 대한 근거

오늘의 차트

프랑스 총선 이슈로 높아진 CAC 40 내재변동성

칼럼의 재해석

미국 공화당의 불편한 진실: IRA법안의 수혜자



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

본 자료의 원본은 2024년 5월 31일 발간된

[2024년 하반기 전망 시리즈 10 - 전기전자/IT부품: AI '소비'의 영역으로] 임



전기전자/IT 부품

Analyst **양승수**

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

2024년 하반기 전망 시리즈 10 (해설판)

[전기전자/IT부품] AI - '소비'의 영역으로

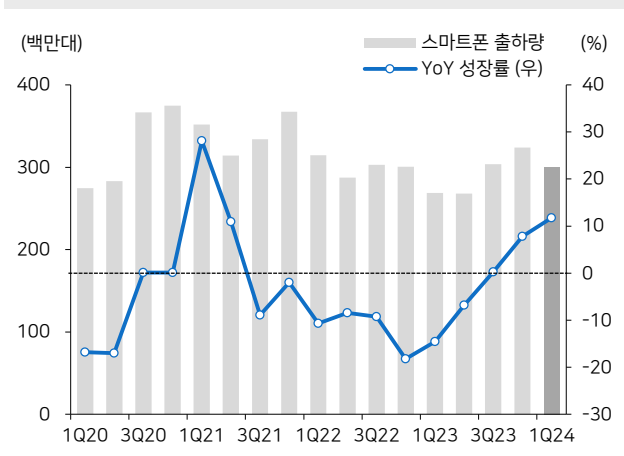
- ✓ 온디바이스 AI 의 등장은 AI '소비' 의 시작을 의미
- ✓ 애플만의 경쟁력으로 온디바이스 AI 시장에서 애플의 역할이 점진적으로 확대될 전망
- ✓ AI 기능 구현을 위해서는 아이폰15 프로 이상의 새로운 하드웨어가 요구 → 올해 부정적인 아이폰 출하 전망의 추세 반전의 기회로 작용할 것으로 기대

Part 1. 상반기 리뷰

1Q24 글로벌 스마트폰 출하량은 3.0억대(-7% QoQ, +12% YoY)를 기록, 작년 하반기에 이어서 양호한 스마트폰 출하 환경이 지속되었다. 삼성이 S시리즈 출하 호조와 인도에서의 A시리즈 출하량 증가로 1위를 탈환하였다. 1Q24 스마트폰 출하량을 지역별로 살펴보면 유럽이 오랜만에 성장률이 플러스로 전환하였다. 작년 하반기 가파르게 성장한 신흥국도 1분기에 성장세를 이어가는데 성공했다.

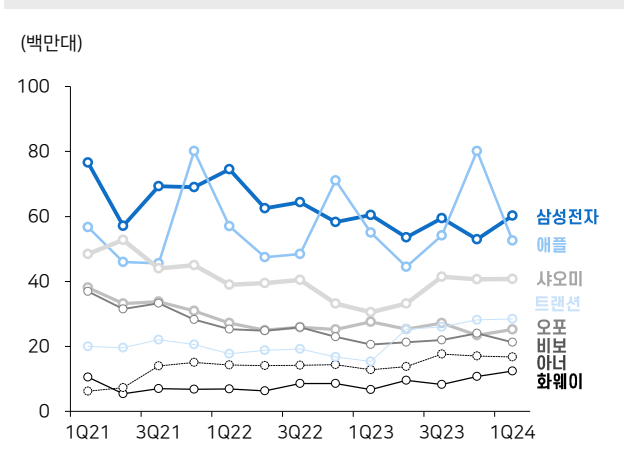
수요 단에서는 아이폰15의 롱테일 수요가 돋보였다. 초기 수요가 부진해, 올해 기대감이 낮았던 아이폰15는 유럽 및 신흥국 중심의 롱테일 수요를 바탕으로 기대 이상의 판매를 기록하였다. 기대 이상의 수요로, 보수적인 빌드업 계획을 진행 중이던 Apple이 2분기 빌드업 계획을 상향하여 관련 업체들의 물동량이 증가한 것으로 파악된다. 이로 인해 통상적인 비수기임에도 애플 밸류체인 업체들의 턴업이 발생 중이다.

그림1 글로벌 스마트폰 출하량 추이



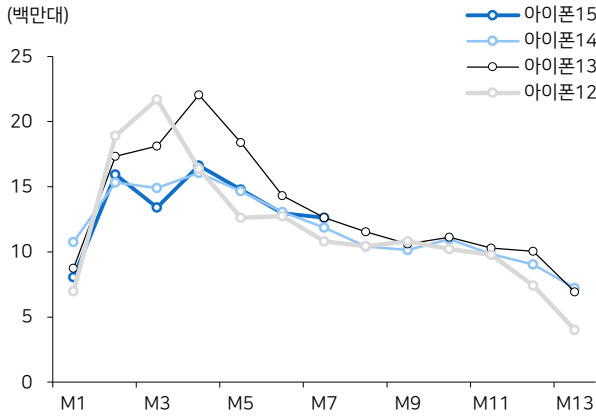
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 업체별 스마트폰 출하량 추이



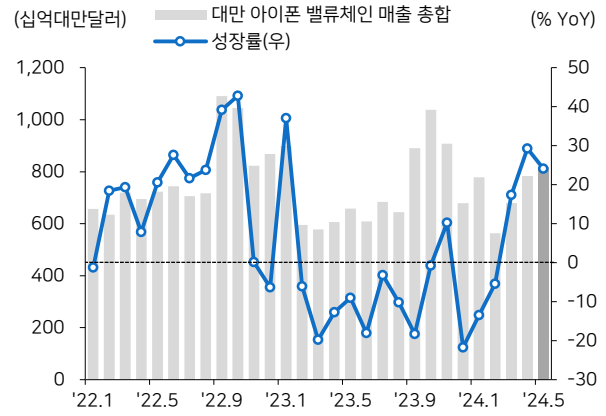
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 아이폰 모델별 판매 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 대만 아이폰 밸류체인 매출 총합



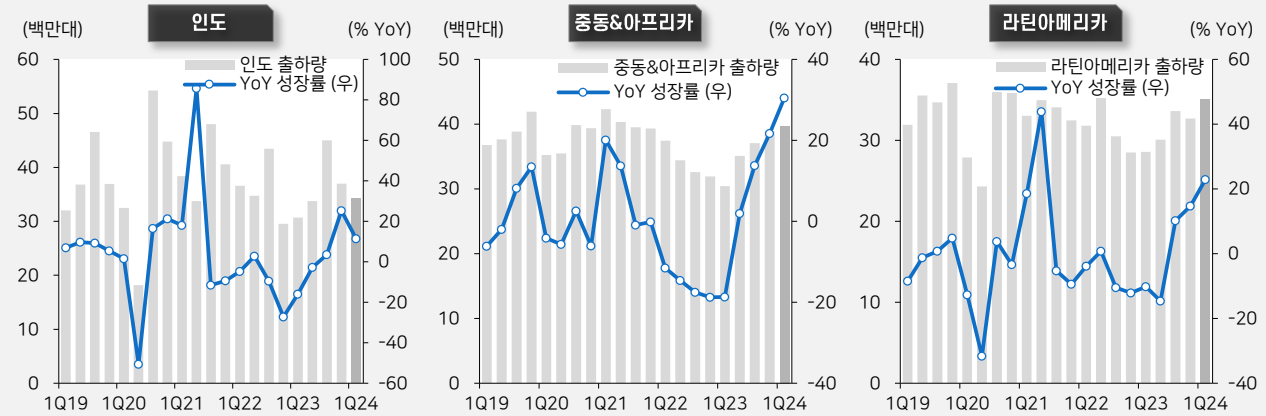
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국, 유럽, 미국 스마트폰 출하량



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 인도, 중동&아프리카, 라틴아메리카 출하량



자료: 메리츠증권 리서치센터

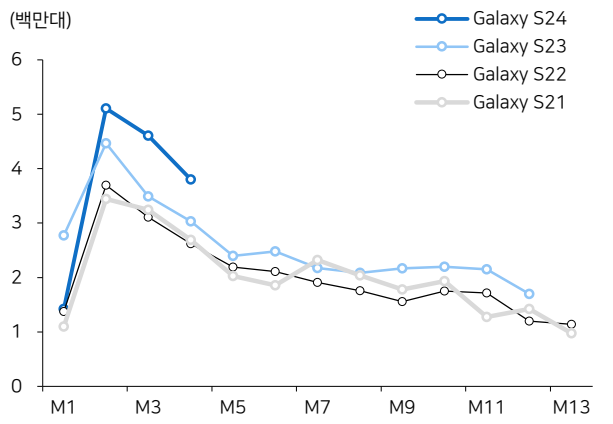
Part 2. AI ‘소비’의 영역으로

Chat GPT의 등장 이후 작년부터 올해 상반기까지 주식시장의 관심은 AI 생산을 위한 기반을 어떻게 마련하느냐로 집중되었다. 동시에 AI 기능은 단순 암산 및 정보 제공을 넘어서 우리의 음성, 영상 분야까지 빠르게 확산 중이다. 해당 시점에서 온디바이스 AI로 브랜딩한 갤럭시 S24의 흥행, Microsoft의 AI PC 브랜드인 Copilot+ 런칭(2025년 10월 Windows10 기술지원 종료) 등으로 인해 온디바이스 AI에 대한 관심이 고조되고 있다. 당사는 온디바이스 AI의 등장이 본격적인 AI 소비의 시발점이 될 것으로 기대하며 주식 시장의 관점도 어떻게 AI를 잘 소비할 수 있을까로 옮겨갈 걸로 예상한다. 금리 인하 사이클에서 내구재 소비가 향상되었다는 측면도 온디바이스 AI 시장 확대 측면에서 유의미하다고 판단한다.

이런 시점에서 애플의 온디바이스 AI 시장 참여는 시장이 가파르게 성장할 수 있는 거대한 트리거가 될 전망이다. 애플이 온디바이스 AI에 적합한 비즈니스 구조를 선 구축해놓았기 때문이다 온디바이스 AI 시장에서 애플의 역할이 점진적으로 확대될 것으로 예상하는데 이유는 크게 3가지이다

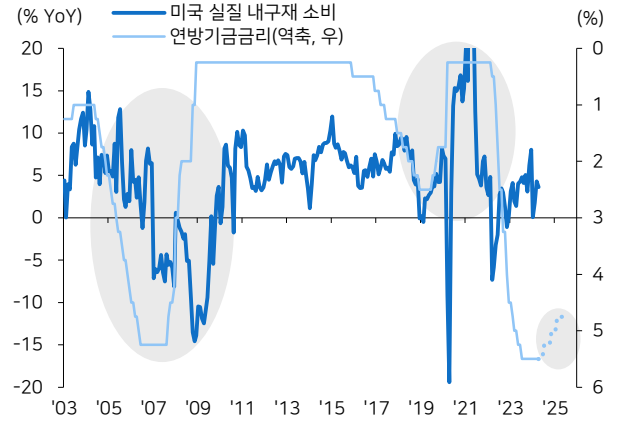
- ① B2B향 소프트웨어 판매가 중요한 클라우드AI 사업자들과 다르게 온디바이스 AI 사업자들은 B2C향 하드웨어 판매를 통해 수익화가 이뤄진다. 해당 측면에서 글로벌 15억명이 넘는 사용자수를 보유하고 있는 애플이 압도적인 판매량을 기대할 수 있는 상황이다.
- ② 소비자 AI 경험 제공 측면에서 하드웨어와 소프트웨어의 융합이 중요하다. 하드웨어 적으로 완성도가 높고, 세트업체 중 유일하게 자체 OS를 보유하고 있는 애플이 소비자 AI 경험 측면에서 앞서 있다고 판단된다. 애플의 생태계 락인 효과가 AI에서도 연장될 것으로 예상된다.
- ③ 하드웨어 판매 외 온디바이스 AI는 구독 서비스 출시를 통한 수익화도 가능하다. 해당 측면에서 애플은 AI와 연동할 수 있는 다수의 서비스 플랫폼을 보유하고 있다. 경쟁사보다 빠른 시점 내 구독서비스 출시를 통한 수익화가 가능하다.

그림7 S시리즈 판매량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 내구재 소비 사이클과 금리 사이클



자료: US BEA, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

WWDC 공개된 애플 인텔리전스에 대해 당일 주식시장은 큰 실망감을 드러냈다. 이는 스티븐 잡스의 아이폰 공개 이후 애플이 아직까지도 혁신 기업이라는 이미지가 강하기 때문이 아닌가 싶다. 해당 측면에서 시장은 온디바이스 AI에서도 애플에게 새로운 혁신을 바랬던 거 같다. 다만 팀쿱의 부임 이후 애플은 혁신보다는 B2C 기업으로서의 지배력 강화, 강력한 SCM 구축 등에 집중해왔다. 즉 애플은 개척자가 아닌 팔로워로서의 차별화된 역량을 입증하던 기업이었다고 이번 WWDC에서의 발표도 이런 애플 스타일과 동행하는 내용이었다고 판단된다.

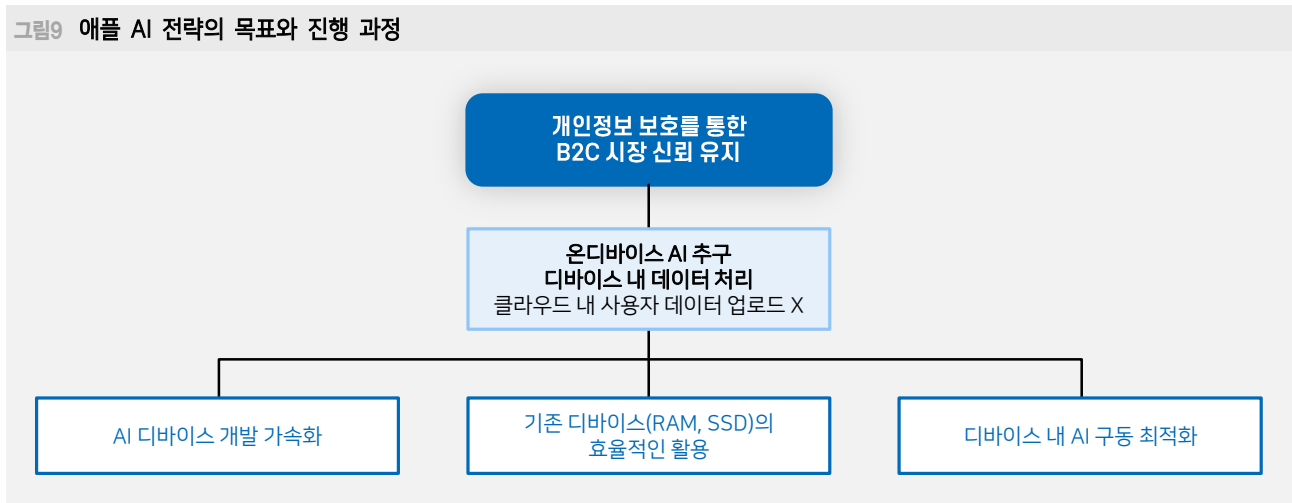
WWDC에서 애플이 공개한 다수의 AI 기능들은 삼성 혹은 중국의 세트업체들이 공개한 것과 유사했기 때문에 새롭지는 않았다. 하지만 애플은 기존 애플앱과의 연동 등 소비자 효용성 및 엔터테인먼트 측면에서 애플만의 차별점을 많이 강조했다. 소비자 입장에서 실제 출시되면 애플만의 차별점이 체감될 것으로 예상한다

Chat GPT와의 협업에 대해서도 논란이 많다. 다만 돌아해보면 인텔 기반의 CPU를 초기 맥북에 탑재했던 것처럼 초기 시장 진입에서의 협업은 애플의 장기 중 하나이다. 이후 시장이 안정화되는 구간에서 본인들만의 기술력으로 장악하는 것이 애플의 숨겨진 장점 중 하나라고 생각된다. 애플은 자체적인 대형 LLM인 AJAX가 있다. 현재는 당연히 학습적인 측면에서 오픈 AI의 Chat GPT 및 구글 Gemini 대비 부족한 상황으로 판단된다. 해당 측면에서 이번 오픈AI와의 협업은 일종의 시간 벌기로 생각된다. 학습을 위해 중요한 건 데이터이다. 애플은 이미 iOS 기반 AI 학습을 위한 수많은 데이터를 확보해왔으나 부족한 건 시간이다. 단기간에는 Chat GPT 탑재를 통해 소비자 효용성을 극대화하고 자체 대형 LLM이 효율화되는 시점에서 독자적인 LLM 생태계를 구축할 가능성이 크다고 판단된다

또한 애플은 많은 시장 참여자들이 AI 관련 우려하고 있는 보안 관련해서도 자사만의 차별점을 강조했다. 애플은 이전에도 개인 정보 보호를 중요시하는 기업이었다. 이번 발표에서도 애플은 AI 전략으로 '개인화'를 강조했다며, 중앙 클라우드가 아닌 개인 디바이스 내에서 데이터를 처리하는 온디바이스 AI를 통해 개인의 정보보안을 핵심적인 경쟁력으로 내세운 애플의 방향성이 AI에서도 확대될 것임을 암시했다. 종합적으로 킬링 포인트는 없었지만 애플다운 발표였다고 판단된다.

주식시장의 입장에서는 이번 발표로 인해 향후 아이폰 신모델로의 교체 수요 및 업그레이드 수요가 신규로 창출될 수 있느냐가 핵심이었다. 해당 측면에서 메모리 탑재량으로 인해 아이폰15 프로 아래로 애플 인텔리전스를 내리지 못하는 애플의 AI 정책의 수혜를 국내 애플향 밸류체인 업체들이 온전히 누릴 수 있을 것으로 판단된다. 화웨이의 등장 이후 중국에서의 주도권 상실 등 아이폰16에 대해서는 부정적인 전망이 계속되어왔다. 즉 애플 인텔리전스로 인해 장기화된 교체주기만 단축된다고 가정해도 수요 단에서는 눈높이 상향여력이 충분하다. 또한 아이폰 교체 주기가 4년까지 늘어난 점을 감안한다면, 올해 하반기 출시 예정인 아이폰 16가 판매될 2025년은 아이폰 12의 교체 주기와 맞물린다. 아이폰 12 성과가 좋았던 것은 매크로 환경도 있었지만 5G라는 새로운 기능이 탑재되었던 시기였고, 아이폰 16도 AI가 처음 탑재된다는 점에서 이전 빅사이클과 닮아 있다.

그림9 애플 AI 전략의 목표와 진행 과정



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 Apple의 자체 LLM 모델 AJAX

Apple Tests 'Apple GPT,' Develops Generative AI Tools to Catch OpenAI

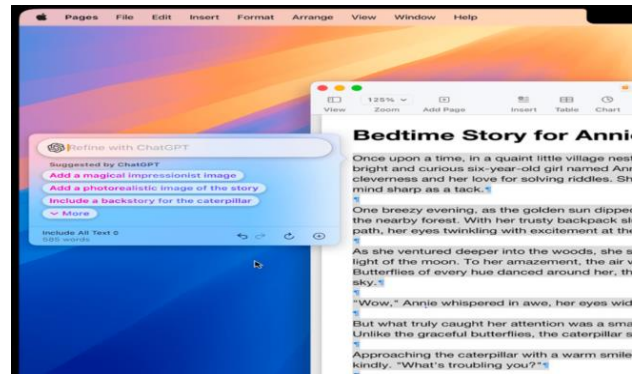
- Company builds large language models and internal chatbot
- Executives haven't decided how to release tools to consumers

Apple has built its own framework, codenamed "Ajax," to create large language models, which are AI-based systems that power offerings like Open AI's ChatGPT and Google's Bard.

Apple's most advanced LLM, known internally as Ajax GPT, has been trained on "more than 200 billion parameters" and is more powerful than OpenAI's GPT-3.5.

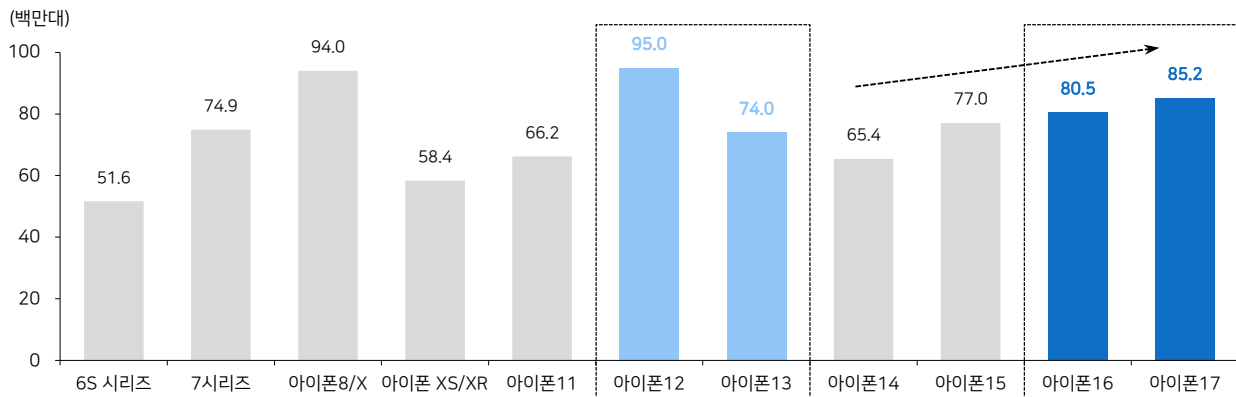
자료: Bloomberg

그림11 Chat GPT를 탑재한 ios18



자료: Apple

그림12 아이폰 모델 별 출시 후 2개 분기 누적 출하량 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

Part 3. 폴더블이 다크호스

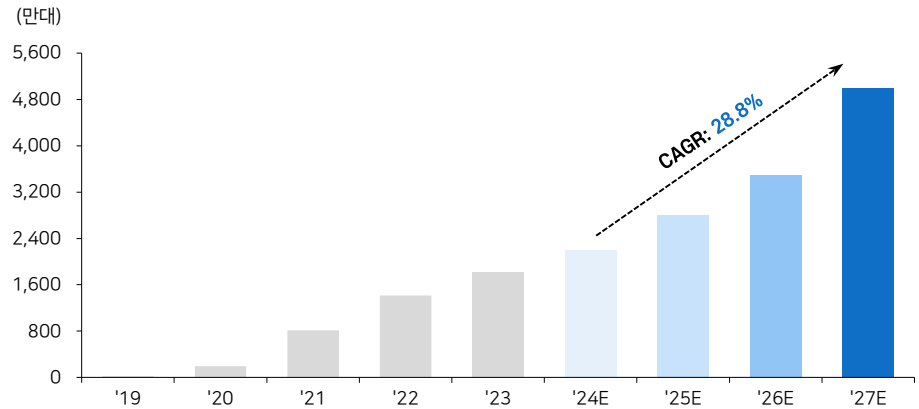
지난 2년간의 흥행 실패로 폴더블 시장에 대한 기대감이 낮다. 기대감이 낮은 만큼 업사이드가 오히려 클 수 있는 구간이라 판단된다. 올해 글로벌 폴더블 스마트폰 시장의 성장은 중화권 세트업체들이 주도할 것으로 예상된다. 가격적인 경쟁력 외에도 최근에 출시된 Vivo의 Fold3, Honor의 Magic V Flip을 보면 하드웨어적인 변화도 중국 업체들이 주도하고 있는 상황이다. 중국 내 반응이 좋음에도 불구하고 아직 전체 출하량 내 침투율이 2% 미만이다. 작년 700만대 출하에서 올해 1,000만대, 내년은 1,500만대 시장으로 성장할 것으로 예상된다.

폴더블 시장을 주도해왔던 삼성은 올해 기대감은 없지만 우선적으로 2분기 조기 양산을 시작했기 때문에 관련 업체들의 2분기 실적이 전년 대비 성장이 나타날 수 있다는 측면에서 긍정적이다. 또한 올해는 기존과 다르게 모델이 하나 더 출시될 것으로 예상된다. 당사는 'Fold Slim'이라 명칭된 중화권 업체들과 유사한 얇은 두께의 폴드 모델로 출시를 예상하고 있다. 처음 출시되는 모델인 만큼 올해 생산 계획은 높지 않고 국내에만 한정 출시될 것으로 파악된다. 다만 긍정적인 소비자 반응이 나타난다면 글로벌 인증 후 내년부터는 다른 국가로도 확대 출시될 가능성이 높다. 그렇게 되면 2모델만 지속적으로 출시되어 눈높이 상향이 제한적이었던 삼성 폴더블 스마트폰 출하량도, 눈높이를 상향할 수 있는 새로운 시나리오가 시작된다는 측면에서 좋게 볼 수 있다.

화룡정점을 찍을 애플의 폴더블 시장 참여는 2026년 대면적 폴더블(아이패드 혹은 맥북), 2027년 초 폴더블 스마트폰 출시를 예상된다. 다양한 벤더들이 해당 시장에 참여하려고 노력 중이나 구체적인 밸류체인이 정해진 상황은 아니다. 다만 애플은 폴더블 디스플레이 가운데의 주름을 없애는 방향성을 추구하고 있다. 이를 위해 향후 폴더블 시장 내 두꺼운 UTG의 활용도가 높아질 것으로 예상된다. 다만 두꺼운 UTG를 사용하면 좁은 곡률반경이 구현이 어려워 접히는 부분의 내구도가 감소하는 문제가 발생한다. 이를 해결하기 위해 최근 애플은 접히는 부분만 추가로 식각하고, 특수 Polymer 소재를 발라 주름을 최소화함과 동시에 내구성을 확보하는 특허를 출원하기도 하였다. 향후 UTG 기술의 변화 과정 속에서 식각 기술을 보유한 업체의 경쟁력이 부각될 가능성이 높다고 판단된다

종합적으로 애플이 폴더블 스마트폰을 출시할 경우 초기 모델은 1,000만대 ~ 1,500만대 → 향후 3,000만대 ~ 4,000만대까지 물량을 확대할 것으로 기대된다. 작년 글로벌 폴더블 스마트폰 전체 출하량이 1,815만대임을 감안하면 애플의 폴더블 시장 참여로 글로벌 폴더블 스마트폰 시장이 2~3배 확장 되는 것은 정해진 방향성이라 판단된다. 시장 확대에 인한 폴더블 밸류체인 업체들의 리레이팅 발생 가능성에 주목할 시점이다.

그림13 글로벌 폴더블 스마트폰 출하량 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 애플 신제품 출시 로드맵 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 자화전자 주가 추이



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2024년 6월 3일 발간된
[2024년 하반기 전망 시리즈 11 - 금융: 우상향에 대한 근거] 임



금융

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

2024년 하반기 전망 시리즈 11 (해설판) [금융] 우상향에 대한 근거

- ✓ 안정적 ROE 및 자본비율 개선 여력 기반 주주환원 확대 역량: 은행 > 보험 > 증권
- ✓ 은행: 안정적인 실적 창출 기반 은행들의 자본비율 개선 여력 유효. 24E CET-1비율 13% 상회하는 은행 (3대 금융지주) 중심으로 추가적인 자사주 매입 및 소각 여력 충분
- ✓ 보험: IFRS17 변동성 축소 및 K-ICS비율 기반 주주환원정책을 제시하기 시작. 내재된 체력 기반 K-ICS비율 200% 상회하는 보험사에게 적극적 주주환원정책 기대 가능
- ✓ 증권: 현 영업환경 상 브로커리지 수익 비중이 높은 증권사가 실적 안정성을 보유. IB사업 부문 우려(부동산PF 및 해외 투자 관련) 완화 시, 적극적 주주환원정책 시행 가능

Intro. 지속가능한 주주환원정책의 근간, 자본비율

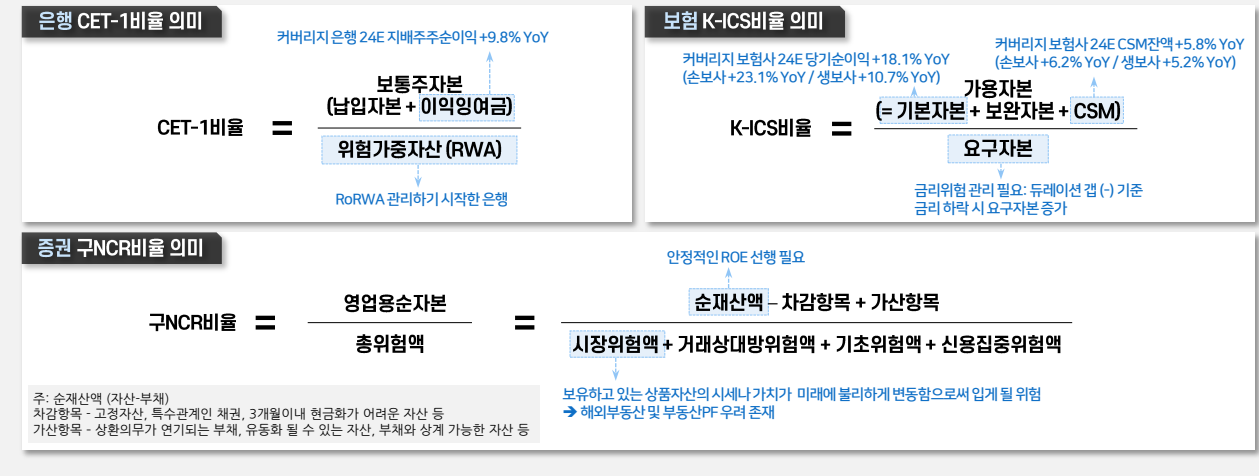
금융, 지속가능한 주주환원정책의 근간은 자본비율이다. 자본비율이 높을수록 1) 안정적인 실적 및 2) 적극적인 주주환원정책을 이행할 수 있기 때문이다.

은행의 CET-1비율은 개선될 여력이 유효하다. 1) 분자 상 커버리지 은행 합산 24E 지배주주순이익은 전년대비 9.8% 증가할 것으로 예상되는 가운데, 2) 분모 상 은행들은 본격적으로 RoRWA를 관리하기 시작하였다.

보험의 K-ICS비율은 금리 영향을 고려해야 한다. 1) 분자 상 커버리지 보험사 합산 24E 당기순이익은 전년대비 18.1% 증가, CSM잔액은 전년대비 5.8% 증가할 것으로 예상되나, 2) 분모 상 금리위험 관리가 필요하다.

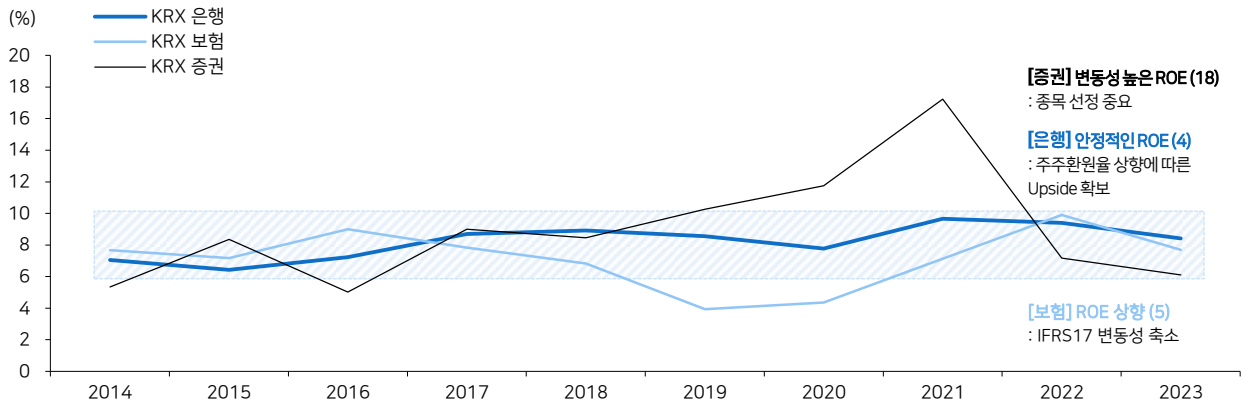
증권의 구NCR비율은 증권사별 수익 구조에 따라 변동성이 상이할 것으로 예상된다. 1) 분자 상 안정적인 ROE가 선행해야 하며, 2) 분모 상 부동산PF 및 해외 투자 관련 비중이 높을수록 시장위험액 변동성이 높아 해당 우려 완화가 필요하다.

그림1 금융 자본비율 의미



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 ROE 추이 및 분산: 증권 vs. 은행, 보험



주: 괄호는 ROE 분산

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Part 1. 은행: 짚어지는 방향성

양호한 은행의 펀더멘털

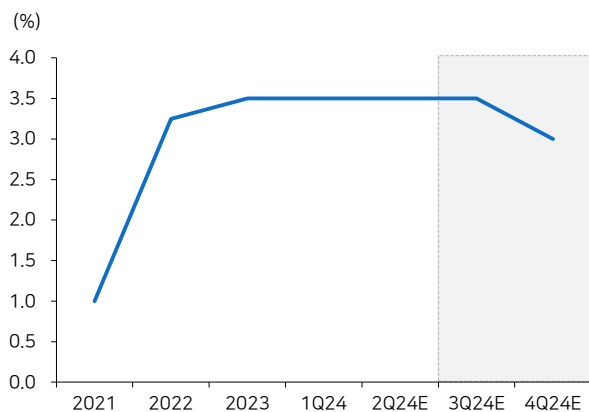
안정적인 실적 창출 기반 은행들의 자본비율 개선여력이 유효하다.

하반기 중 기준금리 하락이 예상되는 점 고려 시, 은행 NIM 하락세는 불가피하다. 2024년 연간 전통은행 평균 전년대비 6bp 하락을 예상한다. 카카오뱅크의 경우 대출성장률 가이드스 하향 조정 (기준: 20% 내외 → 현재 10% 초반)된 점 고려 시, 예대율 하락에 따른 높은 하락폭을 예상한다 (-24bp YoY).

다만 현재까지 누적 적립된 선제적 대손충당금 규모 고려 시, 은행 대손비용률은 전년대비 하락을 예상한다. 커버리지 은행 대손비용률은 2024년 평균 0.48% 추정한다 (vs. 2023년 연간 0.62%). 1) 경상 대손비용률은 연체율 상승 추이 고려 시, 상승세 유지될 것으로 예상하나, 2) 표면적 대손비용률(경상+선제적)은 누적 적립된 선제적 대손충당금 규모 고려 시 감소세를 예상한다. 2023년 중 은행들은 대손충당금 산정 방식인 PD, LGD의 산출 방식이 보수적인 형태로 개선됨에 따라, 2023년 가중평균 기준 (대손비용률 - 경상 대손비용률)은 25bp로 큰 차이를 보이고 있기 때문이다.

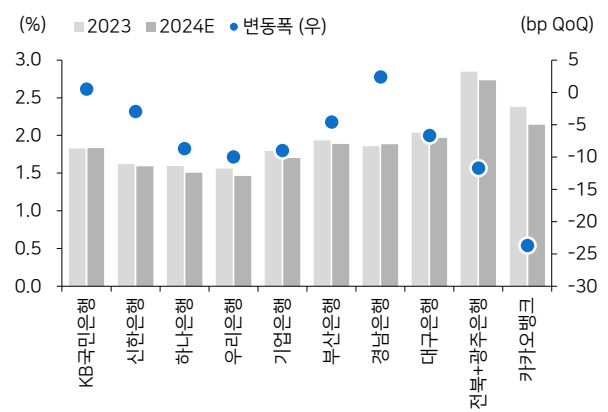
안정적인 실적 창출 기반 은행들의 자본비율 개선 여력은 유효하다. 주주환원정책의 핵심인 자본비율의 경우 2024년 이익 규모만 고려 시 140bp 개선될 것으로 추정한다. RWA 증가율 가정 시 (시중은행 4%, 이 외 6% 단순 가정), 25bp 개선될 것으로 추정한다.

그림3 국내 기준금리 추이 및 당사 전망



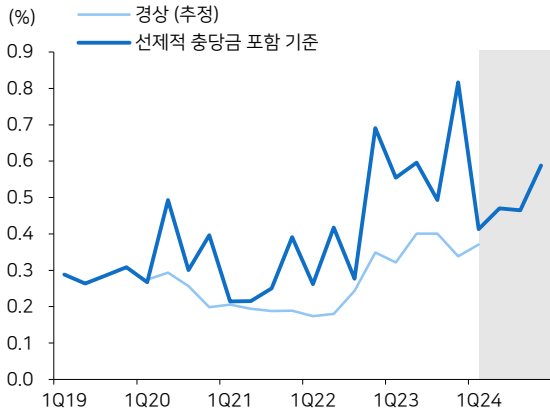
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림4 은행 2024E NIM 전망



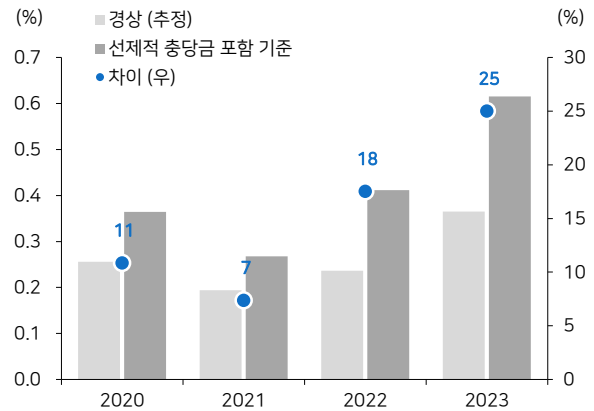
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 은행 대손비용률 추이 및 전망



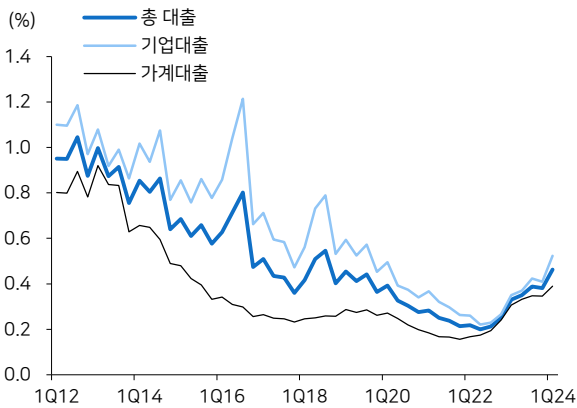
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 연간 은행 대손비용률 vs. 경상 대손비용률 추이



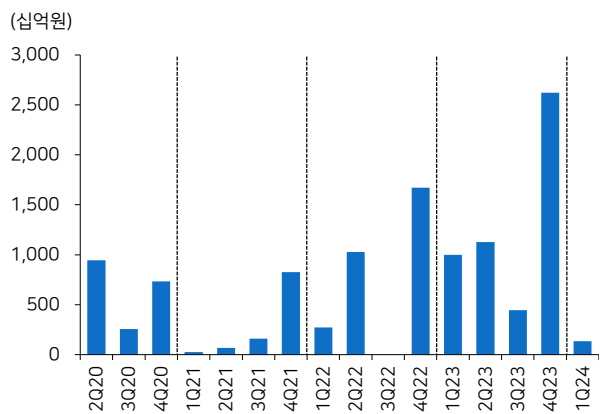
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림7 은행 연체율 추이



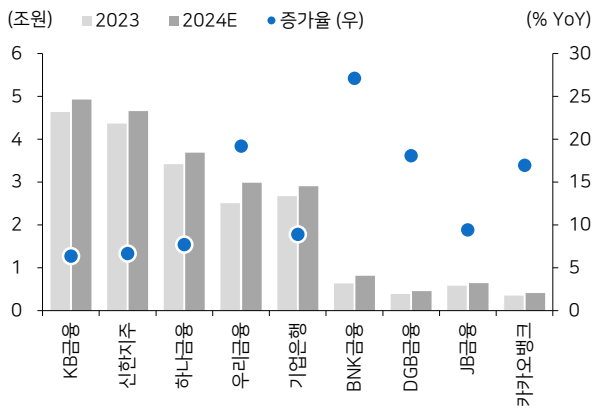
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림8 은행 선제적 대손충당금 적립 추이



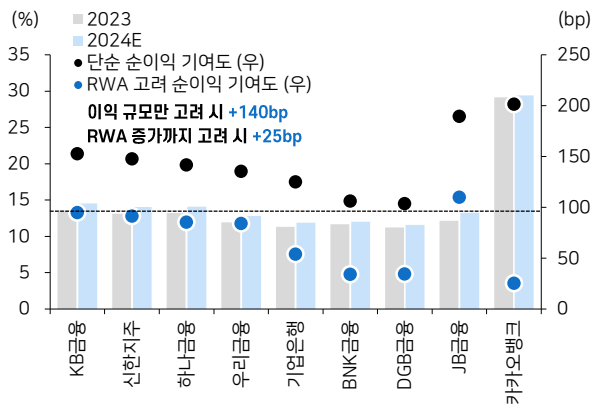
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림9 은행 지배주주 순이익 추정



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림10 은행 CET-1비율 추정 (RWA 단순 증가율 및 이익잉여금 증가분만 고려)



주: RWA 증가율 시중은행 4%, 이 외 6% 가정
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

RoRWA 개선 → CET-1비율 개선 → 적극적인 주주환원정책의 이행

국내은행들은 이미 CET-1비율을 기반으로 명확한 주주환원정책을 제시하기 시작했다. 각 은행 목표 CET-1비율 제시 및 이에 기반한 주주환원성향 증장기 목표를 제시했다 (기업은행 제외).

더 나아가 RoRWA 개선 의지까지 확인되고 있다. 'RoRWA 개선 → CET-1비율 개선 → 적극적인 주주환원정책의 이행'이라는 흐름이 본격화되었다. 1) KB금융은 명목 GDP 성장을 기본 벤치마크로 하는 등 효율적 자산운용 계획을, 2) 우리금융은 자체 자산 성장 4~5% 수준 관리할 것임을, 3) JB금융은 지방은행 특성 고려하여 향후 3년간 연평균 7~8% 수준 관리할 것임을 제시하였다.

현재 지방은행 중 가장 적극적으로 대출자산 포트폴리오를 개선하고 있는 곳은 BNK금융이다. 1Q24 중 CET-1비율이 가장 큰 폭으로 개선되었다 (+31bp QoQ vs. 업종 평균 -3bp QoQ). 이는 RWA 감축 (-0.5% vs. 총자산 +2.2% QoQ)을 통한 수익성 개선에 기인한다. 위험가중치가 낮은 가계대출은 전분기대비 4.0% 증가한 반면, 위험가중치가 높은 기업대출은 전분기대비 1.3% 감소하였다. 이는 은행 NIM이 전분기대비 5bp 개선된 이유이다 (vs. 업종 평균 +1bp QoQ).

표1 국내은행 주주환원정책

	주주환원정책
KB금융	<ul style="list-style-type: none"> CET-1비율 13.0% 초과 자본은 주주환원의 재원으로 활용
신한지주	<ul style="list-style-type: none"> CET-1비율 13.0% 초과 자본은 주주환원의 재원으로 활용 분기 균등 배당 실시: 24년 540원 제시 vs. 23년 525원
하나금융	<ul style="list-style-type: none"> CET-1비율 13.0~13.5% 구간 전년대비 증가한 자본비율의 50% 해당하는 자본은 주주환원의 재원으로 활용 CET-1비율 13.5% 초과 자본은 주주환원의 재원으로 활용
우리금융	<ul style="list-style-type: none"> CET-1비율 11.5~13.0% 구간 총 주주환원율 30~35% CET-1비율 13.5% 초과 총 주주환원율 35% 이상 추진
BNK금융	<ul style="list-style-type: none"> CET-1비율 25년까지 12.0% 이상 개선 예정 중간배당 및 자기주식 취득 정례화
DGB금융	<ul style="list-style-type: none"> CET-1비율 11.0~12.0% 구간 총 주주환원율 30% CET-1비율 12.0~13.0% 구간 총 주주환원율 30~40% CET-1비율 13.0% 초과 총 주주환원율 40% 이상 추진
JB금융	<ul style="list-style-type: none"> CET-1비율 12.0% 초과 시 DPS 안정적 상향 및 자사주 매입/소각 적극 검토 CET-1비율 13.0% 초과 자본은 주주환원의 재원으로 활용 2024년부터 분기배당 실시

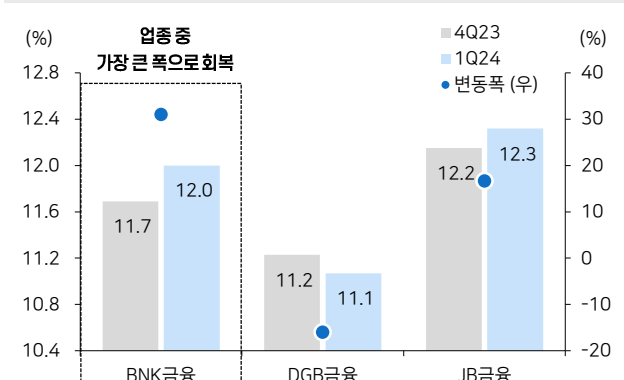
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림11 KB금융 주주환원정책 RWA 관리방안



자료: KB금융

그림12 3대 지방은행 CET-1비율: 1Q24 vs. 2Q23



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

주주환원성향 이상향 지속 전망

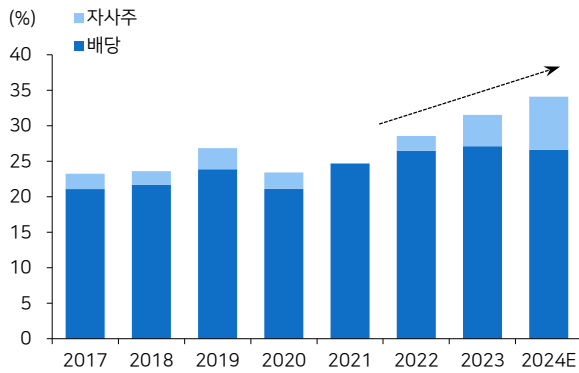
CET-1비율 개선 여력 기반 은행들의 주주환원성향 이상향 지속을 전망한다.

CET-1비율 13% 상회하는 은행들 중심으로 추가적인 자사주 매입 및 소각 여력 충분하다. 2024년 주주환원성향 커버리지 은행은 단순 평균 기준 34% 추정한다 (vs. 2023년 32%). 3대 금융지주의 경우 약 38% 추정한다 (vs. 2023년 36%).

현재 은행들의 주주환원정책은 신뢰성을 확보한 것으로 판단한다. 은행 PBR을 ROE와 주주환원성향 2가지 변수 모두를 활용해 도출할 수 있다. 일본/미국/국내 은행들의 PBR, ROE, 주주환원성향 기반 도출된 추세선 기준 은행 업종 지속가능한 ROE를 9%, 올해 주주환원성향을 약 35%로 가정하게 될 시, Target PBR은 0.52배다 (vs. 카카오뱅크 제외 기준 은행 PBR 0.41배).

업종 내 자본비율 우위가 지속될 것으로 예상되는 KB금융, 경쟁사와의 Valuation Gap 축소 여력 및 시중은행 중 높은 배당매력을 보유한 하나금융을 Top-picks로 제시한다.

그림13 은행 주주환원성향 단순평균 추이



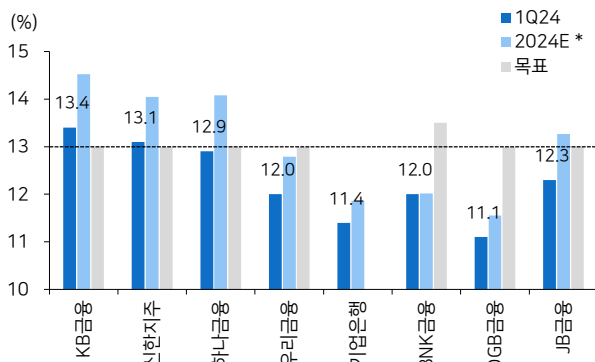
주: 회계기준 기준 자사주 매입·소각 고려
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표2 은행 PBR 민감도 분석: ROE vs. 주주환원성향

PBR (배)	ROE (%)							
	7	8	9	10	11	12	13	
주주환원성향 (%)	30	0.27	0.37	0.46	0.56	0.65	0.75	0.85
	35	0.33	0.43	0.52	0.62	0.72	0.81	0.91
	40	0.39	0.49	0.59	0.68	0.78	0.88	0.97
	45	0.46	0.55	0.65	0.75	0.84	0.94	1.03
	50	0.52	0.62	0.71	0.81	0.9	1	1.1
	55	0.58	0.68	0.77	0.87	0.97	1.06	1.16
	60	0.65	0.74	0.84	0.93	1.03	1.13	1.22
65	0.71	0.8	0.9	1	1.09	1.19	1.28	

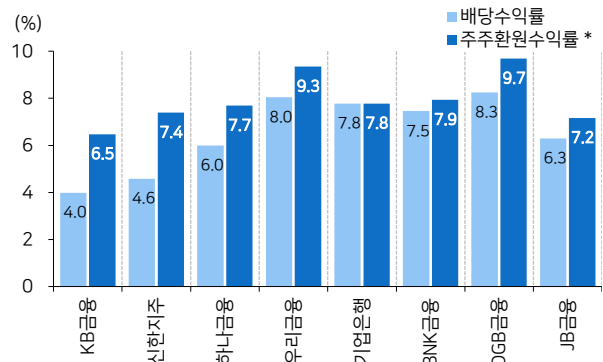
주: 2023년 일본/미국/국내 은행들의 PBR, ROE, 주주환원성향 기반 도출된 추세선을 기준으로 작성
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 은행 CET-1비율



주: *24년 당기순이익 및 RWA 단순 증가율(시중 4%, 이 외 6% 가정)에 기반
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림15 커버리지 은행 배당수익률 및 주주환원수익률 (24E)



주: 5월 31일 종가 기준, *회계기준 추정치
자료: 메리츠증권 리서치센터

Part 2. 보험: 시작된 구체화

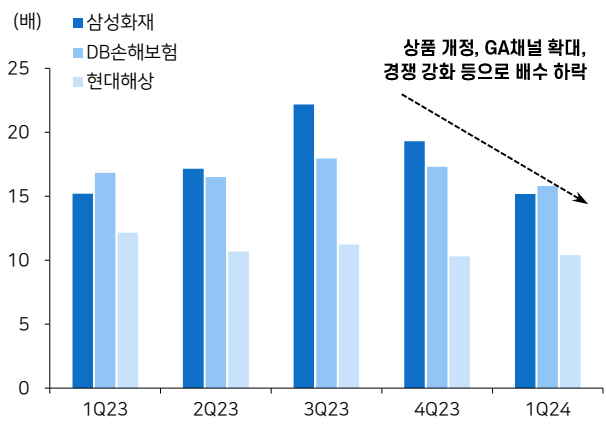
CSM, 질적인 성장의 중요성 부각

보험사별 CSM잔액 증가율에 따른 K-ICS비율 개선세 상이할 것으로 예상된다. 상대적으로 높은 증가율을 보인 보험사 중심으로 K-ICS비율 개선 여력을 보유한 것으로 추정된다. CSM잔액 증가 기반 커버리지 보험사 K-ICS비율의 개선세는 평균 7%p 추정한다 (손보사 평균 +9%p, 생보사 평균 +5%p).

신계약 CSM은 과당경쟁으로 인한 CSM배수 하락으로 전년대비 축소가 불가피한 것으로 판단된다. 생보사의 경우 단기납 종신보험 판매 영향으로 손보사보다 더 큰 폭의 하락세를 예상한다 (손보사 -5.1% YoY vs. 생보사 -13.2% YoY). 업계 공통적으로 1Q 중 CSM배수 하락세를 시현했다. 1Q 중 경쟁 강화, 상품 개정, GA 채널 확대 (ex. 삼성화재 GA매출 비중 30%; +10%p YoY), 종신보험 해지율 가정 변경 등에 기인한다. 특히 생보사는 1) 단기납 종신보험 해지 환급률 상향, 2) 건강보험 중심 포트폴리오 개선을 위한 절판 마케팅 등 과당 경쟁으로 인해 생보사의 하락폭이 확대되었다 (손보사 -1.8배 QoQ vs. 생보사 -4.8배 QoQ).

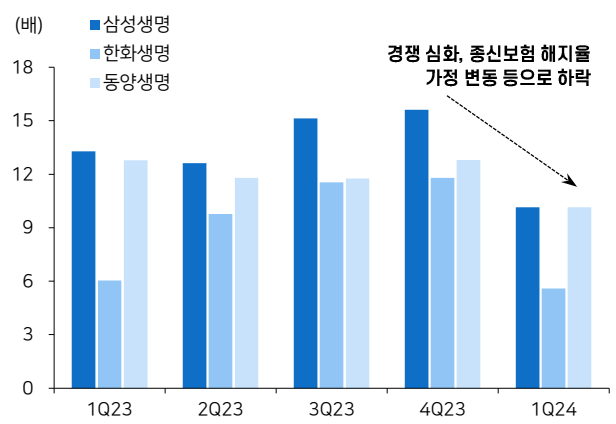
CSM조정은 작년 당국의 계리적 가이드라인 영향 고려 시, 전년대비 변동성 축소 예상된다. 해당 요인을 기반으로 CSM잔액은 전년대비 증가할 것으로 예상되며, 손보사가 더 큰 폭으로 증가할 것으로 예상한다 (손보사 +6.2% YoY vs. 생보사 +5.2% YoY).

그림16 손보사 3사 CSM배수 추이



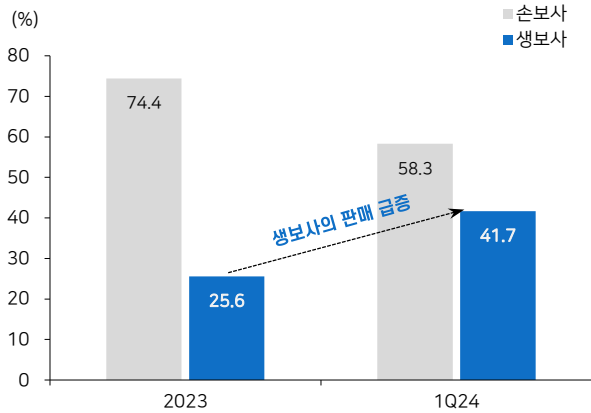
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림17 생보사 3사 CSM배수 추이



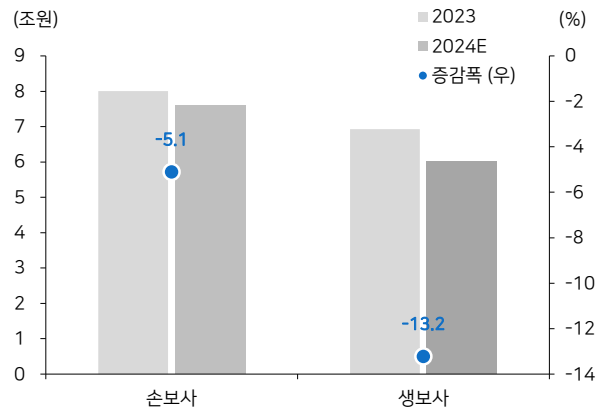
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림18 제3보험 신계약 점유율 (상위 5개사 기준)



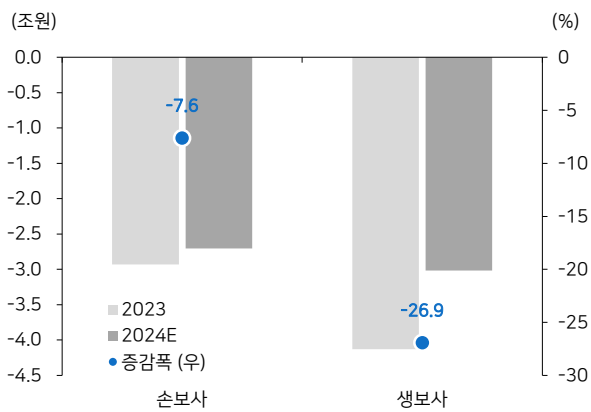
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림19 신계약 CSM 전망: 손보사 vs. 생보사



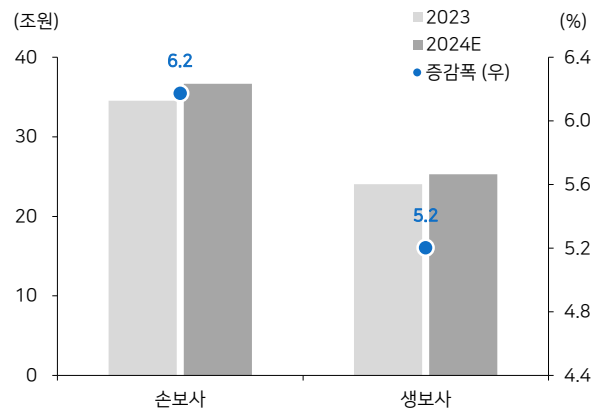
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림20 CSM조정 전망: 손보사 vs. 생보사



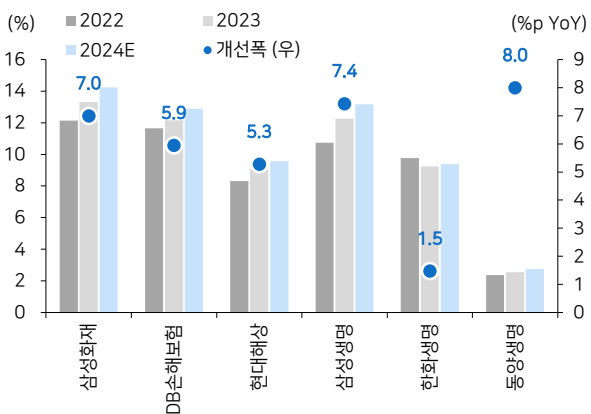
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림21 CSM잔액 전망: 손보사 vs. 생보사



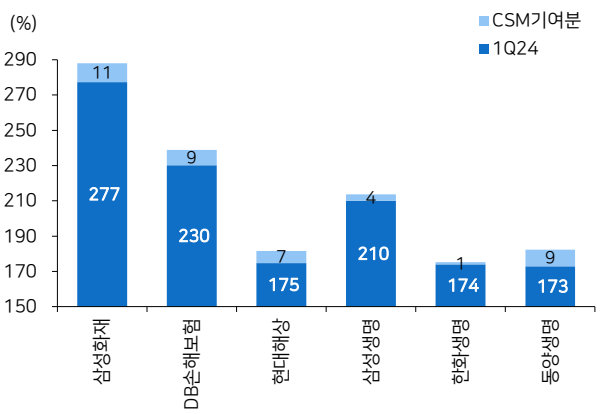
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림22 커버리지 보험사 CSM잔액 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림23 커버리지 보험사 1Q24 K-ICS비율¹⁾ 및 CSM잔액 기여분 추정²⁾



주: 1) 1Q24 중 할인율 제도 반영된 것을 고려, 비교 기준으로 선정
 2) CSM증가분만을 단순 고려
 현대해상 후순위채 5,000억원 발행 고려 (발행 전 1Q24 167.8%)
 자료: 메리츠증권 리서치센터

하향 조정이 불가피한 K-ICS비율

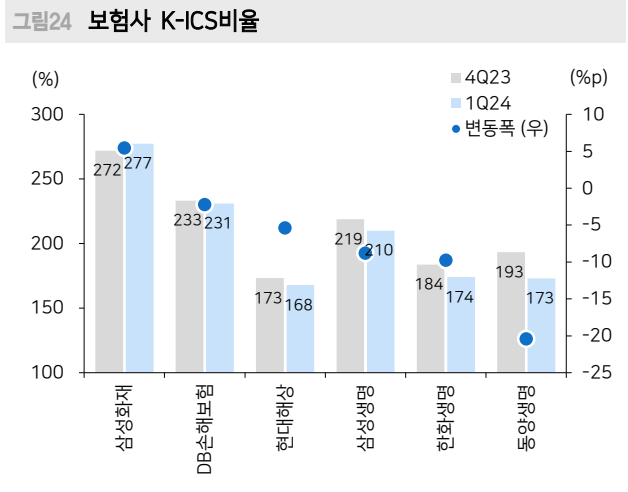
제도 변경, 금리 하락 등으로 인해 보험사들의 K-ICS비율 하향 조정이 불가피하다. 다만 금리 민감도에 따라 보험사별 영향이 상이할 것으로 예상된다.

당국은 IFRS17에 적용하는 할인율을 현실화하기 위해 '2024년 보험부채 할인 요소 적용기준 및 2027년까지 할인율 단계적 적용방안'을 마련하였다. 주요 골자는 할인율 인하이다 (보험부채(최선추정부채 BEL) ↑, 보험계약자산(부채) 순금융손익 ↓ ⇒ K-ICS비율 하락). 해당 제도 변경으로 인해 1Q24 중 보험사들은 K-ICS비율이 하락되었다. 1Q25에도 이와 같은 영향을 예상한다.

앞선 제도 변경과 함께 올해 하반기 금리 인하로 인해 보험사들의 요구자본 증가가 불가피하다. 다만 듀레이션 갭에 따라 보험사별 영향이 상이하다. 1) 삼성화재의 경우 듀레이션 갭 방향성 차이로 금리 인하가 오히려 (+) 요인으로 작용할 것이며, 2) DB손해보험의 경우 듀레이션 갭이 적어 생보사보다 적은 하락폭을 시현할 것으로 예상된다.

요소	개선방안	시행시기	
장기선도금리	조정폭 15bp에서 25bp로 상향	2024년	
최종관찰만기	20년에서 30년으로 확대	2025년	
유동성 프리미엄	개인대출	채권신용등급 매핑방식 대신 신규 대출금리 직접 이용해 산출	2024년
	특수금융	자산평가 위험스프레드 산출방식과 일원화	2024년
	신용위험 스프레드	채권시장 신용경색 등 외부요인을 유동성 프리미엄에서 제외	2027년
	조정비용	자산, 부채 간 현금흐름 미스매칭 특성 고려 조정비용 개선	2026년

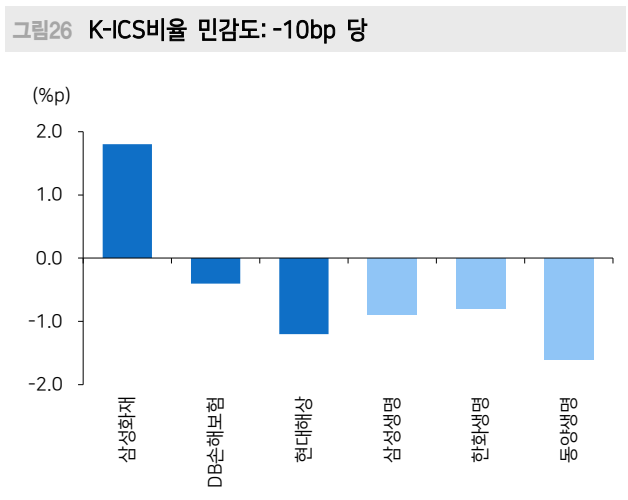
자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터



자료: 각 사



주: 국고채 10년물 기준
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

보험사, 시작된 자본정책의 변화

보험사의 중장기 자본정책이 본격화되었다. 중장기적으로 내재된 체력 기반 K-ICS비율 200% 상회하는 보험사에게 적극적 주주환원정책 기대할 수 있겠다.

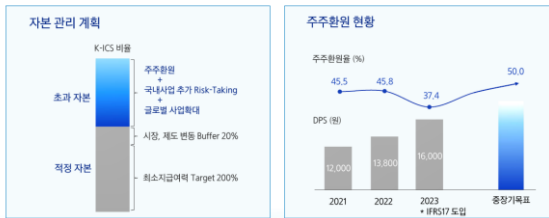
적정자본에 기반한 중장기 자본정책이 구체화되고 있다. 삼성화재는 적정자본 수준을 220% 제시 (vs. 1Q24 277%), 초과분에 대해 주주환원 (중장기 주주환원을 50% 제시) 및 자본투자를 진행 예정임을 발표하였다. 삼성생명 또한 자본비율 관리 방안은 200~220%를 제시하였다. 추후 DB손해보험 또한 2Q24 실적 발표를 통해 자본정책을 구체화할 예정이다.

종합적으로 1) K-ICS비율 (+) 요인인 CSM 및 이익 기여분 (손보사 평균 +30%p, 생보사 평균 +15%p) 및 2) K-ICS비율 (-) 요인인 금리 하락에 따른 변화 요인 고려 시, 200% 상회가 예상되는 보험사는 삼성화재, DB손해보험, 삼성생명이다. 수익성 및 안전성 모두 보유한 삼성화재를, 높은 수익성 대비 Valuation 매력도 (수정 PBR vs. ROE) 보유한 DB손해보험을 Top-picks로 제시한다.

그림27 삼성화재 중장기 자본정책

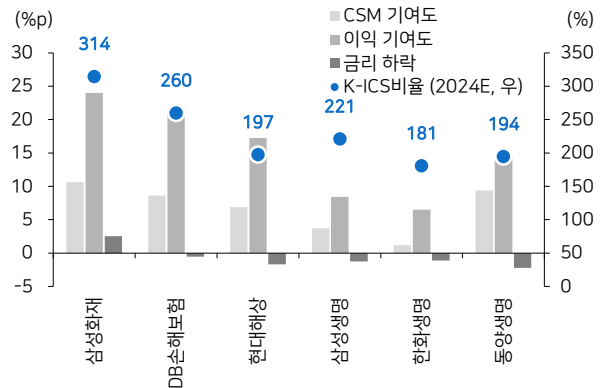
중장기 자본정책 (검토안)

- 초과 자본의 효율성 제고 및 기업 가치 극대화 방향으로 자본정책 수립
- 자본정책 방향
 - ✓ 중장기 ROE, 지급여력(K-ICS) 타겟 설정
 - ✓ 초과자본 활용 계획(주주환원, 자본 투자 등) 및 가이드라인 수립
- ① 주주 환원: 주주환원을 확대 기조로 현금배당, 자사주 매입/소각 등 다양한 옵션 검토
- ② 자본 투자: 수익성(최소 요구 수익률), 성장성, 시너지 감안 효율적 자본 배분



자료: 삼성화재

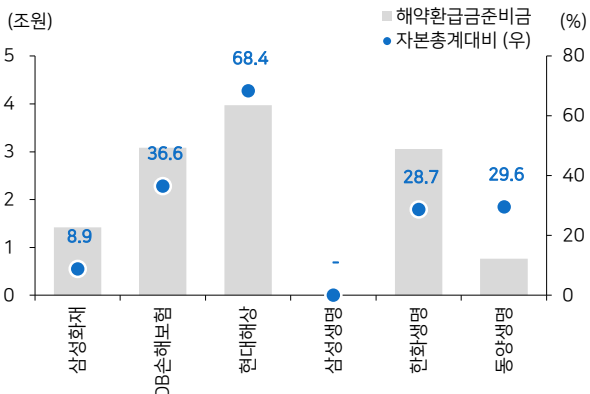
그림28 커버리지 보험사 2024E K-ICS비율: CSM, 이익, 국고채 하락만 단순 고려



주: 할인을 제도 고려, 1Q24 기준 기여도 추정, 현대해상 후순위채 5,000억원 발행 고려 (발행 전 1Q24 167.8%)

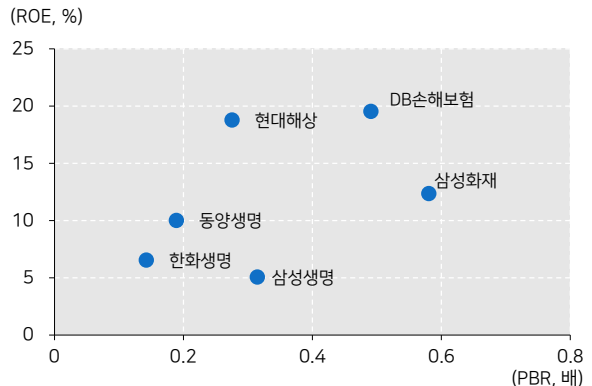
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림29 보험 자본대비 해약환급금준비금 (1Q24)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림30 보험 *수정 PBR vs. ROE (24E)



주: *수정BPS = BPS + CSM - 해약환급금준비금

자료: 메리츠증권 리서치센터

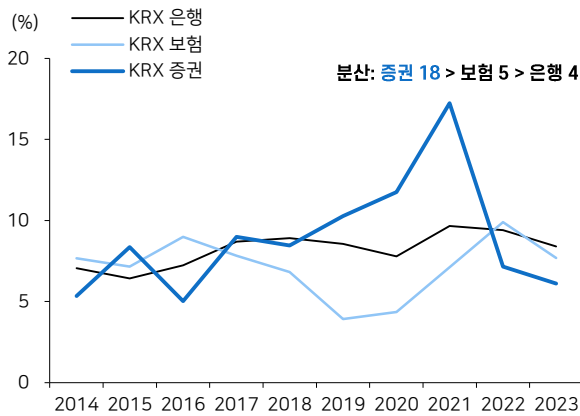
Part 3. 증권: 재정비의 시간

안정적인 ROE, 안정적인 DPS

증권은 사업구조 특성 상 높은 ROE 변동성을 보유하고 있다 (10개년 ROE 분산 증권 18 > 보험 5 > 은행 4). 가시적인 주주환원정책은 안정적인 ROE가 우선되어야 한다.

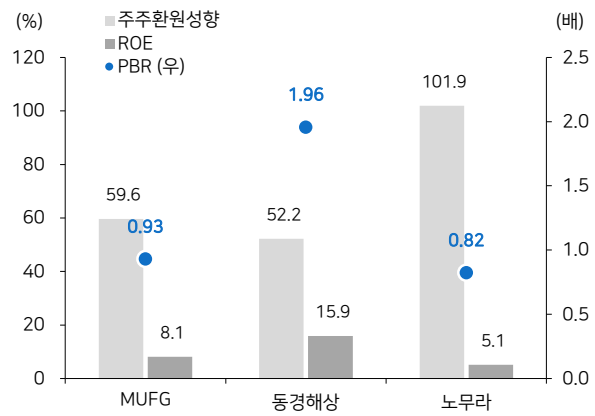
이는 일본 금융주에서도 확인 가능하다. 일본 금융주에서 증권사가 주주환원성향은 가장 높으나 (FY23 노무라 증권사 주주환원성향 102% vs. MUFG 60%, 동경해상 52%), PBR은 가장 낮은 수준이다 (FY23 노무라 증권사 PBR 0.82배 vs. MUFG 0.93배, 동경해상 1.96배). MUFG, 동경해상은 DPS가 안정적인 우상향 기조를 유지하는 반면, 노무라 증권사의 경우 ROE 변동성과 함께 DPS 변동성도 높기 때문이다.

그림31 ROE 추이 및 분산: 증권 vs. 은행, 보험



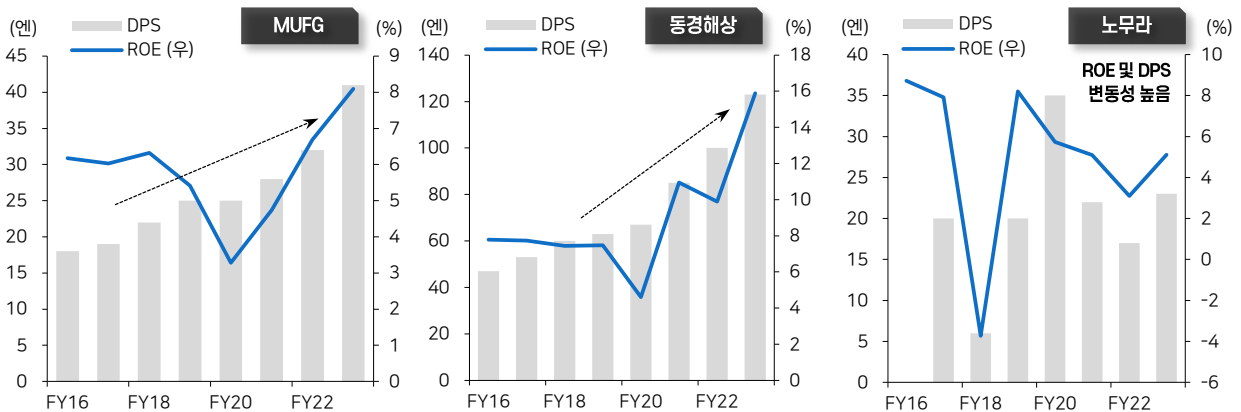
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림32 일본 금융주: PBR, ROE, 주주환원성향 (FY23)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림33 일본 금융주: DPS, ROE 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

안정적인 거래대금, 변동성 축소될 트레이딩, 뚜렷한 회복세의 전통 IB

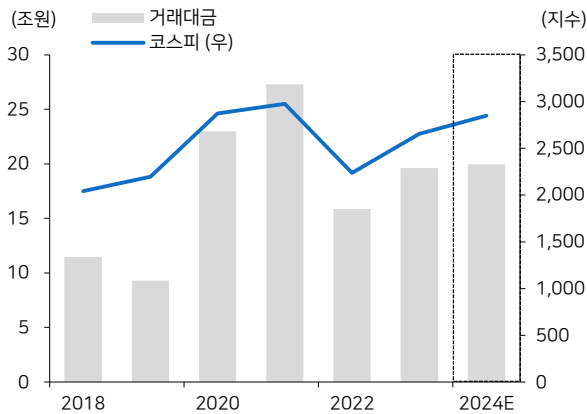
하반기 금리 인하 기반 1) 증권사들의 거래대금 양호한 흐름세 지속, 2) 트레이딩 부문의 손익 변동성 축소, 3) 전통IB 부문의 회복세 지속을 예상한다.

2024년 일평균 거래대금 전년대비 소폭 증가한 수준을 예상한다. 2H24 금리 안정화에 따른 위험자산 선호도 높아질 시, 회전을 회복에 따른 거래대금 상승세를 전망한다. 증시 일평균 거래대금 회복세가 뚜렷하다. 1Q24 일평균 거래대금은 21.4조원으로 전분기대비 29.7% 증가하였다 (vs. 4Q23 16.5조원; -28.6% QoQ). 4-5월 평균 20.5조원으로 양호한 흐름세가 지속되고 있다. 증시 대기자금 성격인 투자자예탁금도 회복세가 뚜렷하다. 4월 기준 57.2조원으로 전년말 대비 24.3% 증가했다(vs. 2015~2019년 평균 23.6조원, 2020년 평균 46.5조원).

하반기 중 금리 인하에 따른 증권사들의 트레이딩 부문 손익 변동성 축소가 예상된다. 증권사들의 보유채권 규모가 확대됨에 따라 트레이딩 손익 변동성 확대되었다 (증권사 보유채권 규모 2023년 252조원 vs. 2018년 대비 38.5%). 1Q23 증시중금리 하락으로 인해 증권사 Trading 및 상품손익 큰 폭의 회복세를 시현한 바와 같이 올해 하반기도 이와 같은 흐름을 예상한다.

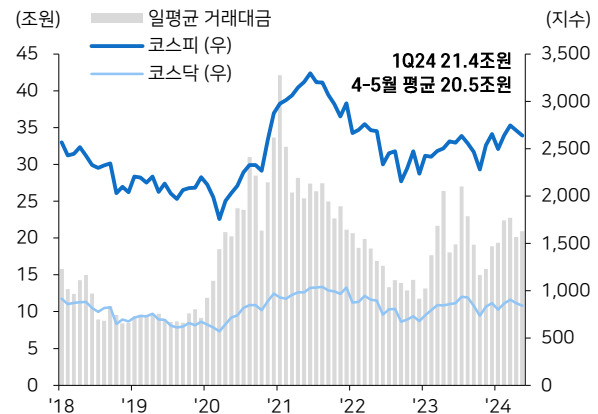
전통 IB 부문의 회복세 기반 증권사의 인수/주선 및 기타 수수료 증가세를 예상한다. ECM 및 DCM 합산 주관금액 1Q24 전분기대비 61.5% 증가했다 (vs. 4Q23 -2.0% QoQ). DCM은 연내 금리하락 기대감으로 일반채 (+25% YoY), 여신전문금융채권 (+33% YoY) 등 발행이 증가하였다. 하반기 중 금리 인하 기조 고려 시 이와 같은 추세가 이어질 것으로 전망한다.

그림34 일평균 거래대금 및 코스피 전망



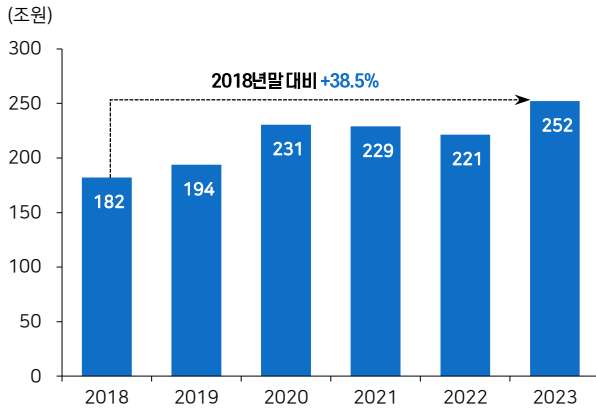
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림35 일평균 거래대금, 코스피 및 코스닥 지수 추이



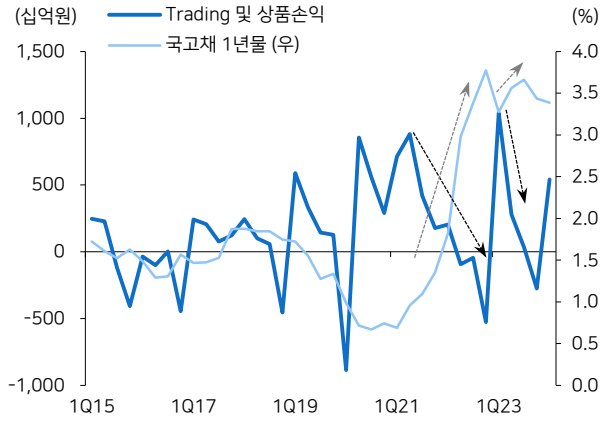
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림36 증권사 보유채권 규모



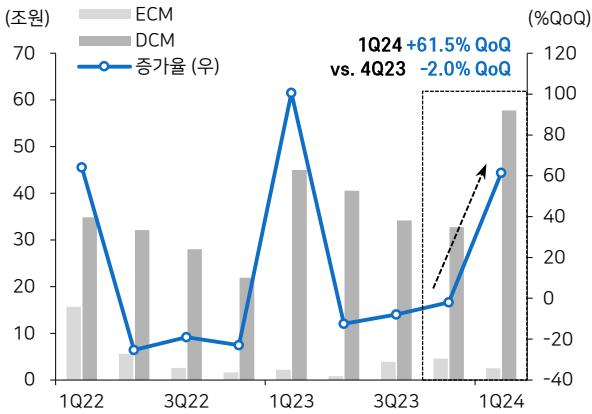
자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림37 커버리지 Trading 및 상품손익 합산 vs. 국고채 1년물



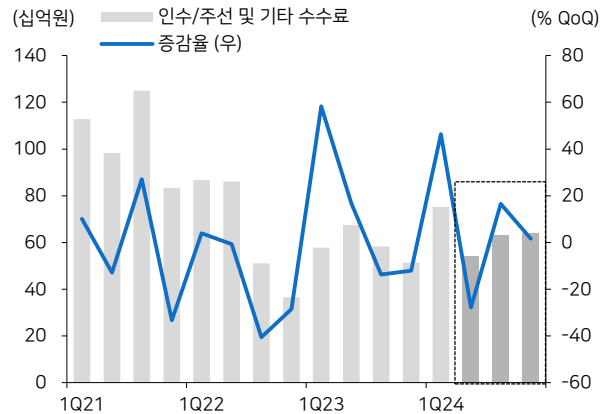
자료: 각 사, 금투협, 메리츠증권 리서치센터

그림38 ECM, DCM 추이



자료: 더벨, 메리츠증권 리서치센터

그림39 커버리지 합산 인수/주선 및 기타수수료 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

vs. 부동산PF 우려 지속

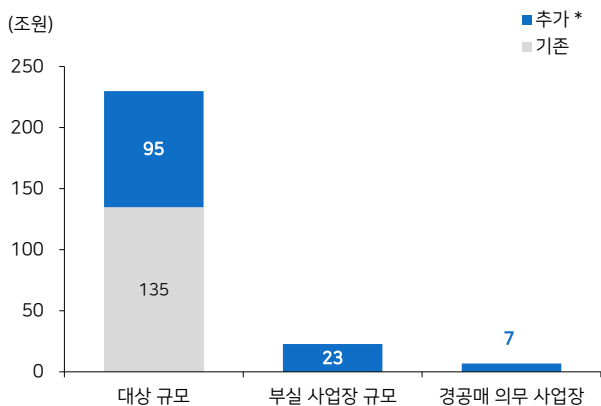
부동산PF에 대한 우려는 여전히 지속되고 있다. 하반기 중 부동산PF 구조조정 진행에 따른 수익 변동성은 불가피한 것으로 판단된다.

금융당국은 5월 13일 '부동산 PF의 질서 있는 연착륙을 위한 향후 정책 방향'을 발표하였다. 1) 정상 사업장에 대해서는 자금공급 강화, 2) 사업성 부족 사업장에 대해 재구조화, 정리를 지원하는 것이 주요 골자이다. 정부는 부동산PF 사업성 평가 대상 230조원 중 5~10%(최대 23조원)를 유의-부실우려 사업장, 2~3%(최대 7조원)를 부실우려 사업장(경공매 의무)으로 평가하였다.

해당 구조조정 방안으로 인해 금융업은 공통적으로 충당금 부담이 발생 가능하다. 금융업 중 브릿지론 비중이 높은 증권사의 경우 충당금 적립 규모에 대한 모니터링이 필요하다. PF사업장 사업성 평가기준 세분화 및 경공매 진행에 따른 충당금 적립률이 확대 가능하기 때문이다 (Ex. 고정이하 30% vs. 회수의문 75%). 물론 해당 과정에서 수익 변동성은 존재하나, 자본대비 손실 규모는 감내 가능한 것으로 판단된다. 또한 기 적립된 충당금 규모도 고려할 필요가 있다 (한국금융지주 약 8%대 추정). 가령 증권사 NPL잔액 2.3조원이 충당금 적립률이 70%로 확대될 시, 해당 규모는 자본총계 대비 2.0% 수준으로 추정된다.

한편 해당 정상화 방안은 충당금 부담, 자본비율 하락 등 (-) 요인만 존재하지 않다. 증권사는 NPL 시장 참여를 통해 신규 사업 기회 창출도 가능하기 때문이다. 한국투자증권, 메리츠증권, NH투자증권 등 부동산PF 관련 펀드를 조성하기 시작하였다.

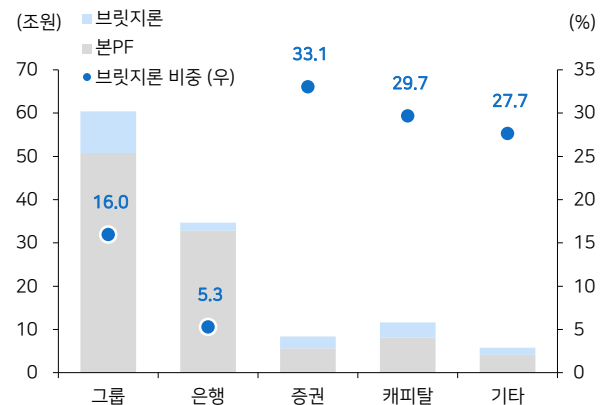
그림40 부동산PF 사업성 평가 규모



주: *브릿지론과 유사한 저축은행 토지담보대출(토담대)과 새마을금고의 관리형 토지신탁 등을 부동산PF 사업성 평가 대상으로 포함

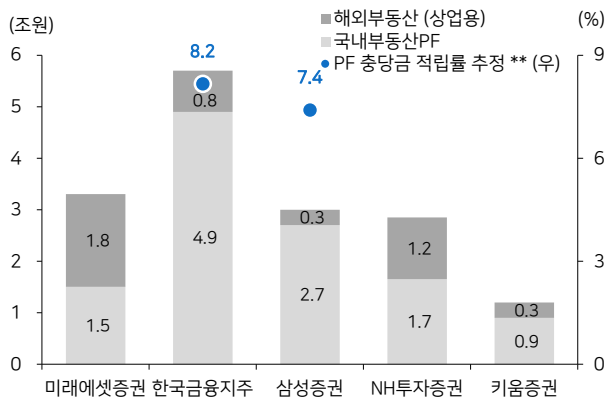
자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림41 커버리지 은행(지주) 합산 PF 익스포저 현황 (1Q24)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림42 커버리지 증권사 PF 익스포저* 현황 (4Q23)



주: *익스포저는 대출 및 신용공여 합산, **이 외 증권사 미제공
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표4 국내 증권사 NPL 대상 추가 총당금 적립 규모 및 자본 대비 영향 추정

(조원)	4Q23		
자본총계	82.4		
PF대출잔액	7.8		
NPL잔액	2.3		
	추가 총당금	자본대비 (%)	
추가 총당금 적립률 (%)	45	1.0	1.3
	50	1.2	1.4
	55	1.3	1.5
	60	1.4	1.7
	65	1.5	1.8

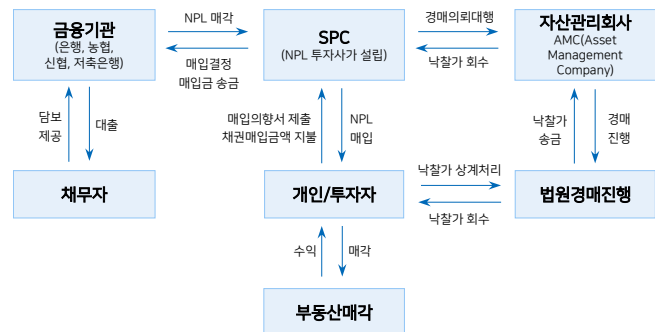
주: 국내 증권사 합산 기준
 자료: Fisis, 메리츠증권 리서치센터

표5 부동산PF 증권사 NPL 펀드 조성 현황

증권사	항목	규모
한국투자증권	TPG 안젤로그든 협업 SSF 조성	7,000억원
메리츠증권	SSF 제1호 펀드 결성 추진	3,000억원
NH투자증권	부동산 기관전용 PEF 조성	2,000억원

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림43 NPL(부실채권) 수익구조



자료: 인베스트조선, 메리츠증권 리서치센터

주주환원정책을 제시하기 시작한 증권사

수익성 변동성이 높은 국면이나, 국내증권사 또한 주주환원정책을 제시하며 변화하기 시작하였다.

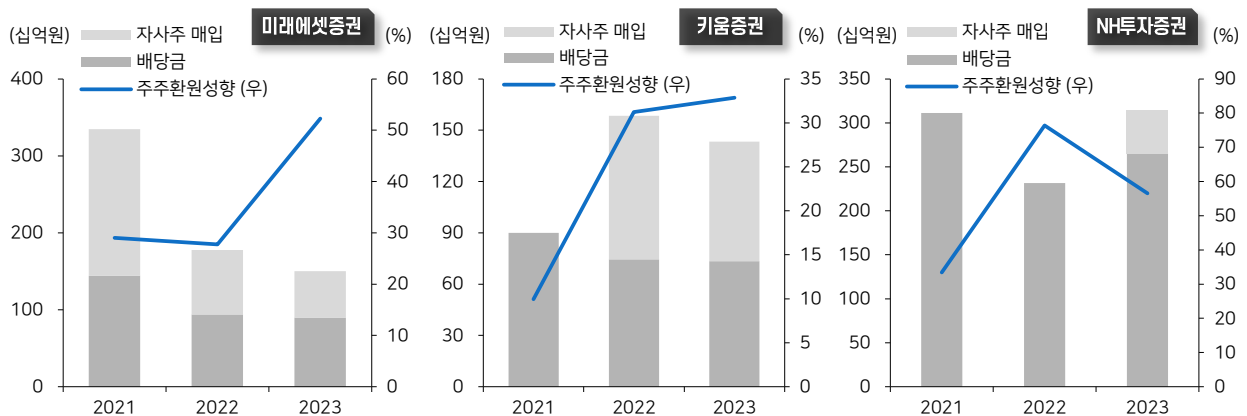
미래에셋증권이 처음으로 주주환원정책을 명문화하였다. 1) FY2021~FY2023 현금배당 및 자사주 소각을 포함한 주주환원성향 30% 이상 유지함을, 2) FY2024~FY2026 현금배당 및 자사주 소각을 포함한 주주환원성향 35% 이상 유지함을 발표하였다.

키움증권도 주주환원정책을 2023년 10월에 발표하였다. 1) FY2023~FY2025 별도 재무제표 기준 주주환원성향 30% 이상을 제시하였으며, 2) 영풍제지 미수금 사태 이후 700억원의 자사주 매입을 발표하여 약속한 주주환원정책을 이행하였다. 더 나아가 3) 3년간 평균 ROE 15% 목표를 제시하며 (별도 기준), RoRWA 전략을 이행하기 시작했다.

NH투자증권도 3월 12일 주주환원정책을 언급하였다. 1) DPS 우상향 기조 유지 및 2) 전년대비 증가한 당기순이익(별도)에서 현금배당과 법정적립금을 차감한 잔여재원의 50% 한도 내 자사주 매입 및 소각을 활용 예정이다.

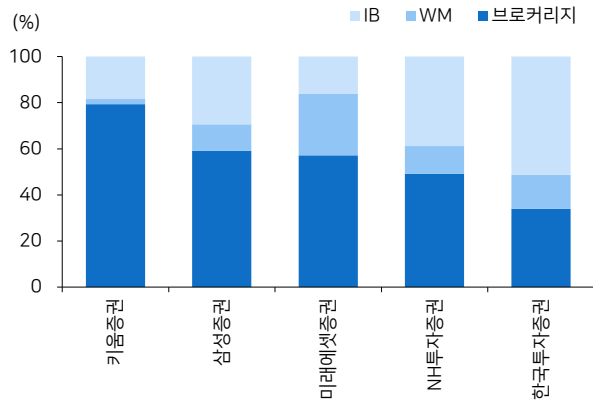
증권사들의 수익구조에 따른 주주환원정책 이행 가능성에 주목해야 한다. 현 영업 환경 상 1) 브로커리지 수익 비중이 높고, 2) 부동산PF 익스포저가 적을수록 실적 안전성을 보유하고 있다. 이는 곧 주주환원에 있어서도 가시성이 높다는 것을 의미한다. 해당 사업구조를 지닌 키움증권과 삼성증권을 Top-picks로 제시한다.

그림44 국내 증권사 주주환원성향 추이



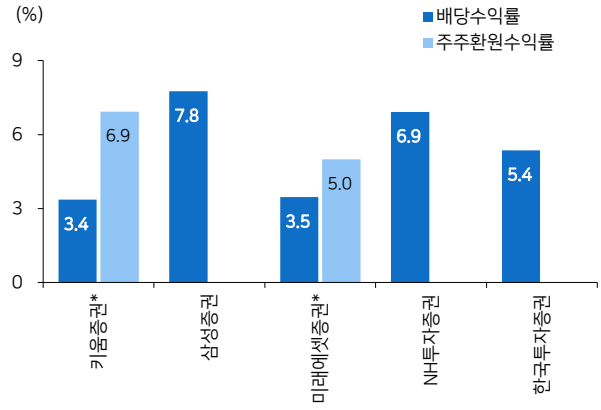
주: 미래에셋증권은 보통주 기준
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림45 증권사 수수료 수익 Breakdown (2023년)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

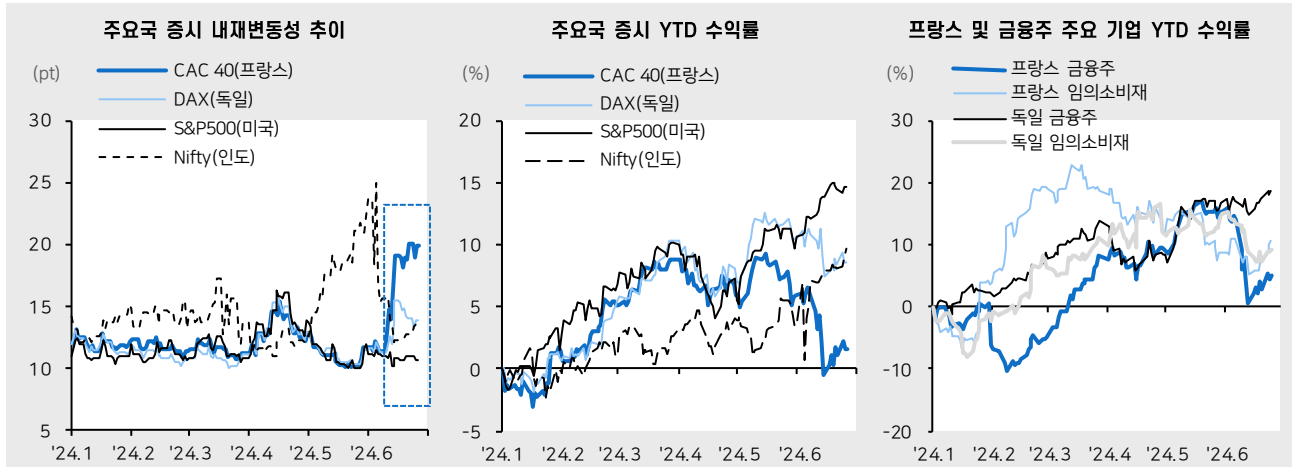
그림46 증권 주주환원수익률 (24E)



주: 5월 31일 기준 *주주환원정책 기반 추정
 자료: 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 이상현 연구원

프랑스 총선 이슈로 높아진 CAC 40 내재변동성



주: Eurostoxx50에 속한 기업 중 프랑스 금융주(BNP파리바스, 악사), 프랑스 임의소비재(케링, 에르메스, LVMH), 독일 금융주(뮌헨 재보험, 독일 증권거래소, 알리안츠), 독일 임의소비재(케링, 에르메스, LVMH) 주가 단순 평균으로 구함
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

프랑스 총선 이슈로 높아진 유럽 주요국 증시 내재변동성

올해 프랑스(CAC 40), 독일(DAX) 증시의 내재변동성(Implied volatility, IVOL)은 미국 증시(S&P500)와 비슷한 추세를 보였으나, 최근 프랑스 총선 이슈로 크게 상승했다. 내재변동성은 옵션 시장가를 통해 변동성 값을 블랙숄츠 모형으로 역추정한 것으로 시장 변동에 대한 시장의 예측을 엿볼 수 있다.

인도의 경우에도 총선 결과 발표 전후로 내재변동성 급등

예시로 4/19부터 6주간 이어졌던 인도 총선 기간 동안 인도(Nifty) 증시의 내재변동성은 크게 올랐다. 6월 4일 개표 결과 여당인 인도국민당이 과반인 272석에 미치지 못하는 240석을 얻는데 그치며 내재변동성은 고점을 달성하였다. 예상 밖의 접전으로 증시가 -6% 급락한데 따른 것이다. 다만 이후 인도 증시는 내재변동성은 평시 수준으로 하락하며 상승 추세를 회복하였다.

프랑스 또한 의회 전격 해산 발표 후 내재변동성 급등

프랑스 또한 에마뉼엘 마크롱 대통령이 의회를 전격 해산하고 조기 총선을 발표한 6월 9일 이후 내재변동성이 크게 올랐다는 점에서 유사하다. 6월 30일 1차 투표를 앞두고 있는 시점에서 프랑스 증시 내재변동성 추이에 대한 주목이 필요할 것으로 보인다.

프랑스와 독일은 특히 금융주에서 차이를 보여

추가적으로 프랑스 총선 이슈에 따른 프랑스와 독일의 시장 반응이 같지는 않다. Euro Stoxx 50에 속한 기업 중 프랑스는 금융주(BNP파리바스, 악사)가 크게 약세 보인 반면, 독일 금융주(뮌헨 재보험, 독일 증권거래소, 알리안츠)는 이슈에 크게 영향을 받지 않는 모습을 보였다. 다만 독일 임의소비재(폭스바겐, 메르세데스 벤츠, 아디다스, BMW)는 프랑스 임의소비재(케링, 에르메스, LVMH)와 동일하게 약세를 보였다. 해당 종목간 차별화 이유에 관심이 필요해 보인다.

칼럼의 재해석 이승훈 연구위원

미국 공화당의 불편한 진실: IRA 법안의 수혜자 (Bloomberg)

바이든 정부의 인플레이션 감축법에 따라, 친환경 기술에 약 2,060억 달러 규모의 투자가 예정되어 있다. 한 가지 주목할 부분은, 정책의 수혜는 공화당 지역에서 크게 나타났다는 점이다. 친환경 투자 금액 중 약 420억 달러가 민주당 지역, 공화당 지역은 약 4배 더 많은 1,610억 달러가 배정되었다. IRA 법안의 시행 전후를 기준으로 보면 공화당 지역으로의 쏠림은 더욱 두드러진다.

바이든 정부에서 IRA 법안이 논의될 당시, 모든 공화당 의원들은 만장일치로 법안 통과를 반대했었다. 심지어 트럼프는 2024년 대선에서 승리하는 경우 IRA 법안의 폐지를 주장하고 있다. 하지만 주장의 실현 가능성은 낮아보인다. 그 이유는 1) IRA 법안을 계기로 공화당 지역이 경제적 이익을 얻음, 2) 애초에 비용이 저렴한 지역이라 선택됨, 3) 미국 법안 폐지가 까다롭기 때문이다.

바이든 정부의 IRA 수혜는 오히려 공화당 지역

바이든 정부의 친환경 투자는 공화당 지역에 집중

바이든 정부의 인플레이션 감축법(Inflation Reduction Act, IRA)에 따라 지금까지 태양광, 풍력, 배터리 등 친환경 기술에 약 2,060억 달러가 진행될 예정이며, 그 중 80%는 EV 및 배터리에 집중되었다. 한 가지 주목할 부분은, 이러한 바이든 정책의 수혜는 공화당 지역에서 크게 나타났다는 점이다. <그림1>을 보면, 친환경 기술 투자 금액 중 약 420억 달러가 민주당 지역에 배정되었다. 반면에 공화당 지역에는 약 4배 더 많은 1,610억 달러가 배정되며 투자 금액의 약 80%가 공화당 지역에 집중되었다.

심지어 대부분이 IRA 이후 투자됨

특히 IRA 법안의 시행 전후를 기준으로 비교했을 때 공화당 지역으로의 쏠림은 더욱 두드러진다. <그림2>를 보면 IRA 법안 시행 이전에 친환경 기술에 투자된 810억 달러 중 240억 달러는 민주당 지역, 570억 달러는 공화당 지역에 배정되었다. 그런데 법안 시행 이후 투자된 1,230억 달러 중 180억 달러만 민주당 지역에 해당되고, 1,050억 달러가 공화당 지역에 투자되었다. 즉 청정기술 투자 규모가 공화당 지역에 집중된 것은 물론이고, 그 금액의 약 70%는 IRA 법안 시행 이후에 투자된 것이다.

그림1 미국 지역 친환경 기술 투자 규모: 공화당 지역 집중

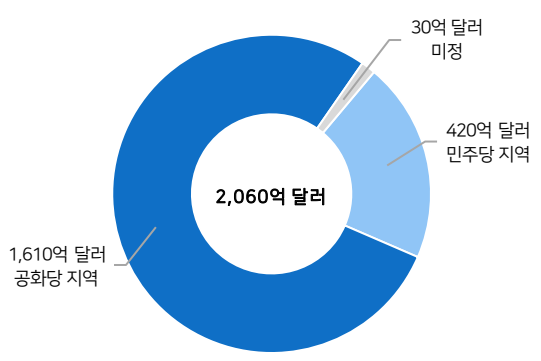
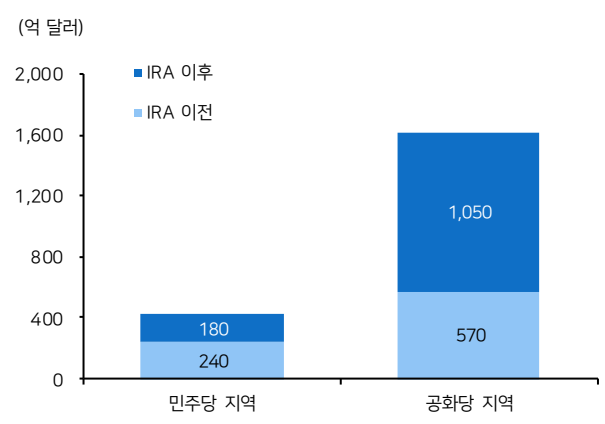


그림2 공화당 지역 투자의 대부분은 오히려 IRA 시행 이후



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

트럼프의 IRA 폐기 주장은 실현 가능성 낮다

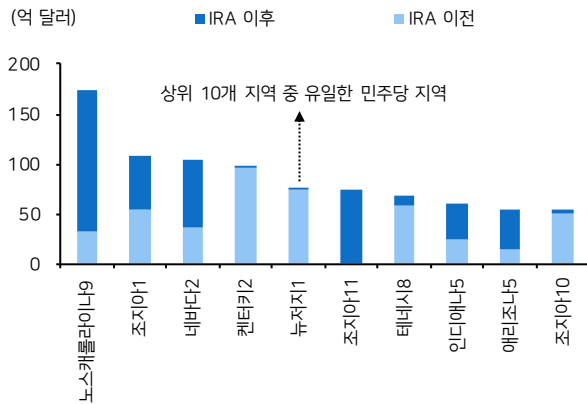
트럼프의 IRA 폐기 주장이 실현 가능성 낮은 이유

바이든 정부에서 IRA 법안이 논의될 당시, 모든 공화당 의원들은 만장일치로 법안 통과를 반대했었다. 심지어 트럼프는 2024년 대선에서 승리하는 경우 IRA 법안의 폐지를 주장하고 있다. 하지만 주장의 실현 가능성은 낮아보인다.

1) 경제적 이득을 얻었다

첫째, IRA 법안을 계기로 공화당 지역이 경제적 이득을 얻었기 때문이다. 친환경 기술 투자 규모 상위 10개 지역 중 9개가 경합주 혹은 공화당 지역이며<그림3>, 특히 리처드 허드슨 공화당 하원의원이 대표하는 노스캐롤라이나 9지역은 총 174억 달러로 가장 큰 규모의 투자를 받았었다. 노스캐롤라이나는 도요타 자동차가 전기차 배터리 공장을 건설 중인 지역인데, 약 139억 달러가 투자되었고 이에 따른 예상 일자리 창출 규모는 5,100명에 달한다. <표1>

그림3 친환경 기술 투자 규모 상위 10개 지역



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 투자 및 일자리 창출 규모

지역	기업	투자 규모(억 달러)	일자리 창출(명)
노스캐롤라이나	도요타	139	5100
노스캐롤라이나	빈페스트	20	7500
노스캐롤라이나	울프스피드	13	1800
조지아	리비안	50	7500
네바다	리튬 아메리카스	29	500
네바다	레드우드 머티리얼즈	35	1709
켄터키	엔비전AESC	20	2000
인디애나	엔텍	15	642
테네시	피드몬트 리튬	6	117

자료: US Department of Energy, 메리츠증권 리서치센터

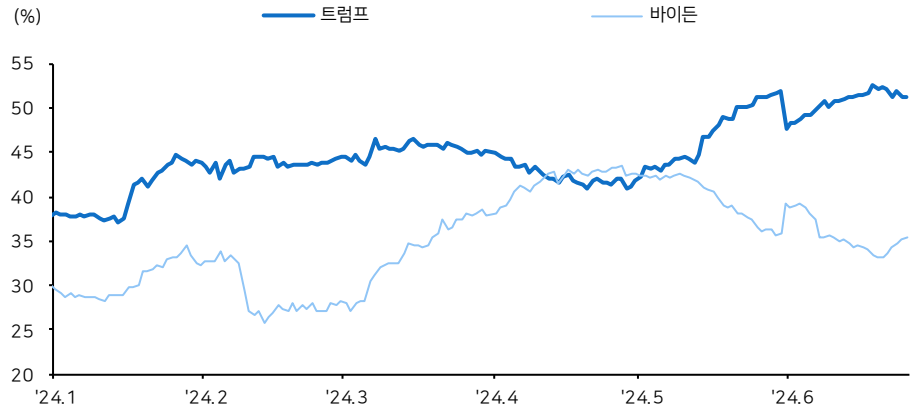
2) 애초에 비용이 저렴한 지역
3) 미국 법안 폐지 까다로움

둘째, 해당 지역에 투자 규모가 컸던 이유는 애초에 친환경 인프라 건설을 위한 토지 비용이 상대적으로 저렴했기 때문이다. 셋째, 미국 법안 폐지 조건이 까다롭기 때문이다. 미국에서 법안을 폐지하기 위해서는 1) 트럼프 당선, 2) 공화당이 상원과 하원 모두 장악, 3) 공화당 내 이탈표 없음이라는 조건을 모두 충족해야 하는데 이는 현실성이 크지 않다.

한편 2024년 11월 미국 대선을 앞두고, 바이든 현 대통령과 트럼프 전 대통령이 6월 27일(현지시간) 첫 TV토론을 진행한다. 두 후보의 대립이 첨예하기에 토론 내용에 대한 시장의 관심도가 높은 상황이다.

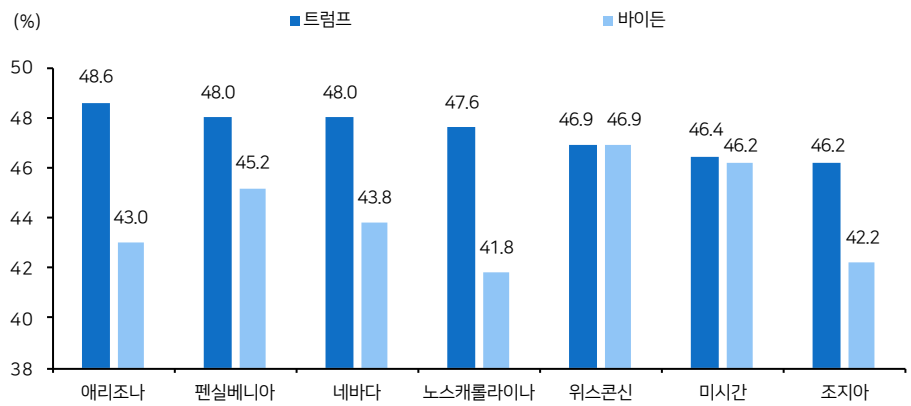
RealClearPolitics에서 취합한 여론조사 평균에 따르면, 트럼프 승리에 베팅하는 비율이 더욱 우세하다<그림4>. 또한 7개 경합주에서 대체로 트럼프가 바이든을 앞서고 있다<그림5>. 하지만 전술한대로 트럼프가 대선에서 승리하는 경우에도, 1) 친환경 투자에 따른 경제적 이득, 2) 애초에 상대적으로 건설 비용이 저렴한 지역, 3) 미국 의회 특성 때문에 바이든 정부의 IRA 법안을 폐기할 가능성은 크지 않을 것이다.

그림4 트럼프 승리에 베팅하는 비율 추세



자료: RealClearPolitics, 메리츠증권 리서치센터

그림5 7개 경합주에서도 트럼프 우위



주: 6월 26일 기준

자료: RealClearPolitics, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Biden Is Giving Red Districts an Inconvenient Gift: Green Jobs (Bloomberg)*