

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 6. 23 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

코로나19, 2차가 아닌 3차 wave라면?

오늘의 차트

EIA 전망에 반영되지 못한 변수들을 고려한 원유 수급 시나리오

칼럼의 재해석

COVID-19로 드러난 자동차 산업 경쟁력

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ **주식시황**
 Analyst **하인환**
 02. 6454-4893
 Inhwan.ha@meritz.co.kr

코로나19, 2차가 아닌 3차 wave라면?

- ✓ 코로나19: 모두 2차 wave를 우려하지만, 확산 현황을 보면 3차 wave일 가능성이 있다.
- ✓ 2차가 아닌 3차 wave일 경우, 충격은 제한적. 그리고 3월과는 달리 제한적인 금융리스크
- ✓ 투자전략: 불균형이 심화될 업종 전략, 코스피보다는 코스닥이 매력적

지금 이 2차가 아닌, 3차 wave라면?

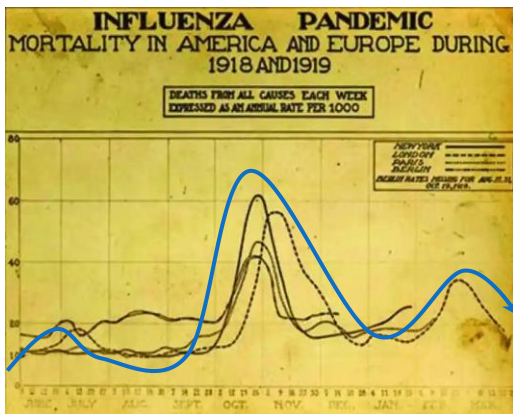
코로나19, 2차가 아닌 3차 wave : 3차 wave라면, 충격은 이전에 비해 훨씬 제한적일 것

금융시장은 지금 코로나19 '2차' wave를 걱정하고 있다. 오늘 전략공감은 과연 지금이 정말 '2차' wave라고 단정지을 수 있을까에 대한 고민에서 시작하고자 한다.

2차 wave를 걱정하는 이유는 스페인 독감 때문일 것이다. 상당수 투자자들은 스페인 독감 사례를 들며, 2차 wave가 올 수도 있지 않냐고 질문했다. 1차보다 훨씬 충격이 컸던 것이 2차였기 때문이다. 그리고 지금 우리는 2차 wave에 직면했다.

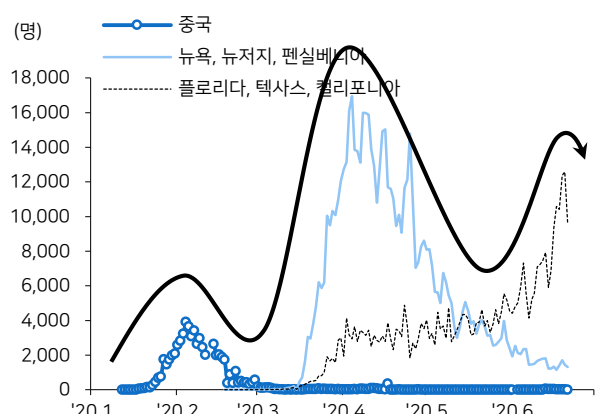
그런데 올해 코로나19 신규 확진을 주도하는 지역을 나눠서 보면, 지금은 2차가 아닌 3차 wave라고 보는 것이 더 합리적이라고 판단한다<그림 2>. 스페인 독감 사례에서 확인할 수 있듯이, 1~3차 wave 중 충격이 가장 큰 것은 2차 wave이다. 3차 wave의 경우 1차보다는 충격이 클 수 있지만, 2차에 비해서는 그 충격이 현저히 적은 것이 특징이다.

그림1 스페인 독감 1~3차 : Peak는 2차 wave



자료: The Guardian, 메리츠증권 리서치센터

그림2 코로나19 신규 확진자 : 지금은 2차가 아닌, 3차?



자료: Bloomberg, 중국 국가위생관리위원회, 메리츠증권 리서치센터

코로나19 재확산 Risk, 주요국 현황 비교

1) 미국 : 그때와 비슷한 정도의 확산

미국 코로나19 확산 현황 : 3~4월과 비슷해 보이지만, 인구수를 고려해 보면 확산 속도는 훨씬 더딘 편

미국에서 코로나19 2차 확산 우려가 확대되고 있다. 주말간 미국 코로나19 신규 확진자는 5월 이후 처음으로 3만명을 돌파하면서 3~4월 정점 수준까지 증가했다. 플로리다, 텍사스, 캘리포니아 등 3개주에서 신규 확진자가 증가하고 있는 것이 문제의 배경이다. 아직 3월 뉴욕, 뉴저지, 펜실베이니아 등에서 확산됐을 때에 비해 신규 확진자 수가 적긴 하지만, 경계할 필요는 있는 수준까지 증가했다<그림 4>.

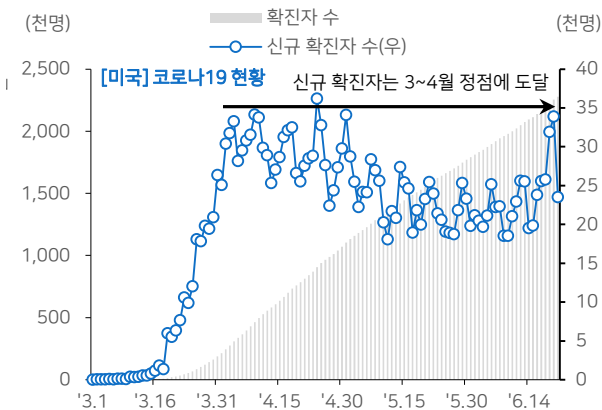
그런데 한 가지 확인해야 할 점은 최근 문제가 되는 지역들(플로리다, 텍사스, 캘리포니아)의 인구수는 미국 내에서 가장 많다는 것이다. 증가라는 '추세'가 문제가 되는 것은 인정하지만, 우리가 헛갈리지 말아야 할 점은 '인구수가 많으면, 확진자 수는 당연히 많을 수밖에 없다'는 것이다. 극단적으로 중국의 확진자 수와 한국의 확진자 수를 절대 비교하는 것은 적절하지 않은 것과 같은 논리다.

따라서 필자는 이전 자료들에서도, 그리고 이번 자료에서도 인구수를 동일하다고 가정할 경우에는 어떠한지를 통해 비교한다. 미국의 각 주별 인구수를 100만명이라고 가정할 경우에 확진자 수는 얼마나 되는지 재계산해서 나타낸 그래프가 <그림 5~6>다. 그래프에서 확인되는 특징은 3월에 확진자가 급증했던 사례(뉴욕, 뉴저지, 펜실베이니아)에 비해 지금 확진자가 급증하는 사례(플로리다, 텍사스, 캘리포니아)들의 확산 '정도'와 '속도'는 훨씬 약하다는 것이다.

3월에 비해 지금, 코로나19 확진자 증가 '강도'와 '속도'가 약한 원인은 무엇일까? 그 답은 우리 주변에서 확인할 수 있다. 이미 누적돼 있는 방역의 경험(방역시스템 구축), 그리고 우리 스스로 조심하는 자세(2월에는 마스크를 벗기 시작했지만, 지금은 마스크 착용) 등이 확산의 강도와 속도를 완화시키고 있을 가능성이 높다.

<그림 5~6>를 통해 지적하고자 하는 바는 코로나19 재확산에 대해 경계할 필요는 있겠으나, 3월에 비해서는 그 충격이 현저히 적을 것이라는 점이다.

그림3 코로나19 미국 전체 신규 확진자 : 3~4월 정점 도달



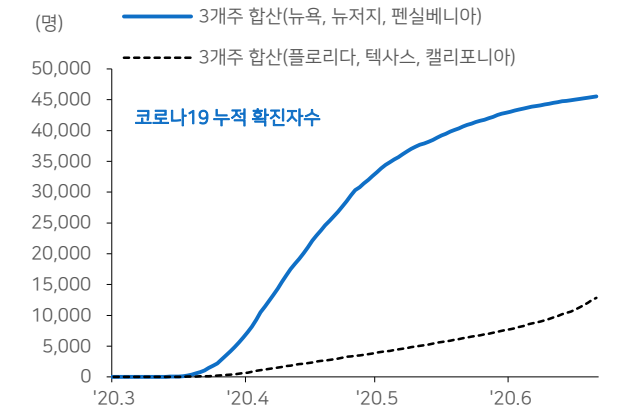
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 내 핵심 주별 코로나19 신규 확진자 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 주별 인구가 100만명으로 동일하다고 가정할 경우?



주) 각 주별 인구 100만명 당 확진자 수 재계산. 이후 3개주 합산
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 주별 인구가 100만명으로 동일하다고 가정할 경우?



주) 각 주별 인구 100만명 당 확진자 수 재계산. 이후 3개주 합산
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

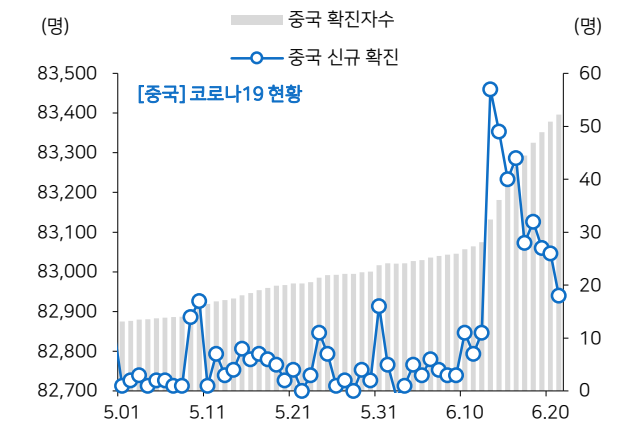
2) 중국 : 그때에 비해서는 확산 속도가 훨씬 더딤

중국 코로나19 확산 현황
 : 1~2월에 비해 확산의 속도는 훨씬 더딘 편

비슷한 현상은 중국에서도 확인 가능하다. 최근 코로나19 2차 확산에 대한 우려는 미국과 동시에 중국에서도 제기됐다. 중국 베이징을 중심으로 한 확산이었는데, 1월과 6월의 신규확진자 증가 속도를 비교해보면<그림 8>, 1월과 같은 걱정은 기우였음을 확인할 수 있다.

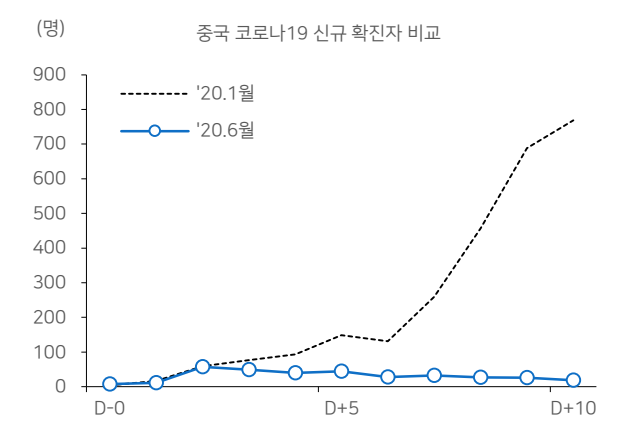
중국의 경우도 재확산의 '강도'와 '속도'가 1~2월에 비해 훨씬 약한 이유는 그동안 구축된 방역시스템, 그리고 사람들이 스스로 조심하기 때문이라고 판단한다.

그림7 코로나19 중국 전체 확진자 현황



자료: 중국 국가위생관리위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림8 코로나19 중국 전체 신규 확진자 : 1월 vs 6월



자료: 중국 국가위생관리위원회, 메리츠증권 리서치센터

3) 신흥국 : 계속해서 늘어나는 신규 확진자

일부 신흥국의 코로나19

: 인도, 브라질, 멕시코

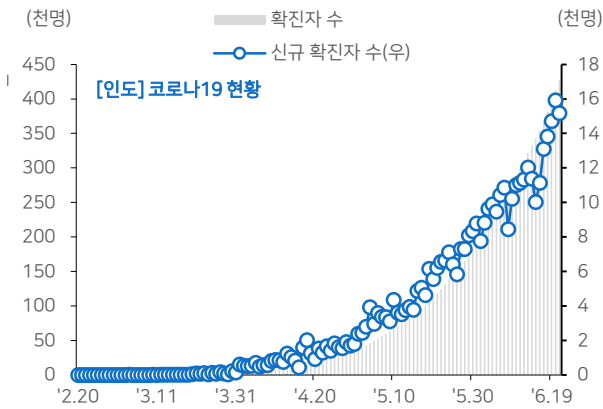
: 단기적으로 한국 증시에 미칠 영향은 외국인 패시브 자금의 신흥국 증시 유입 지연

증시에서 2차 재확산 우려를 나타내는 미국과 중국보다 오히려 걱정해야 할 지역은 일부 신흥국이다. 인도, 브라질, 멕시코 등이 대표적이다. 이들 지역은 '재확산'이라고 부를 수도 없다. 연초 이후로 코로나19 신규 확진자 수가 계속해서 증가하고 있기 때문이다.

전세계 경제에서 차지하는 비중이 높은 국가, 또는 한국의 교역의존도가 높은 국가에서 코로나19가 확산될 경우에는 한국 증시가 직접적인 영향을 받을 수 있다. 미국과 중국은 두 가지 모두 해당되기 때문에 이들 국가에서 코로나19가 재확산되는 것은 한국 뿐만 아니라, 전세계 증시에 위협적일 것이다.

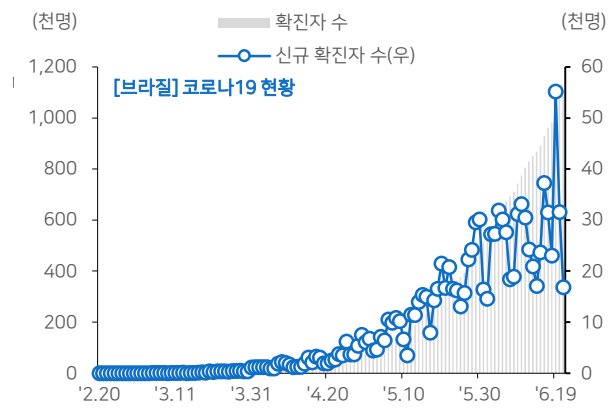
다행히 코로나19 신규 확진자가 계속 증가중인 국가들은 위의 조건들에는 해당하지 않는다. 다만, 수급 관점에서 한국 증시에 영향을 미칠 수 있는 점은 신흥국 증시를 추종하는 패시브 자금의 유입이 지연될 수 있기 때문이다. 위에서 언급한 3개국은 MSCI E.M Index 중 14%를 차지하고 있다.

그림9 코로나19 인도 전체 신규 확진자



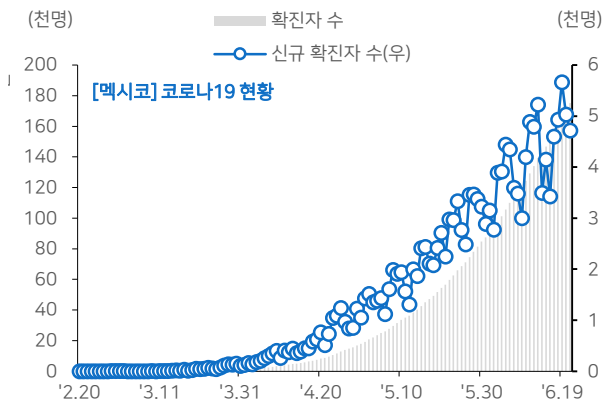
자료: Worldometer, 메리츠증권 리서치센터

그림10 코로나19 브라질 전체 신규 확진자



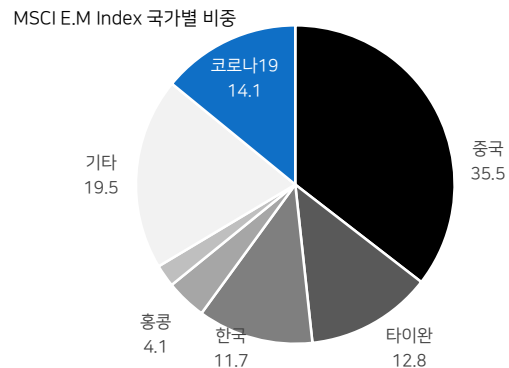
자료: Worldometer, 메리츠증권 리서치센터

그림11 코로나19 멕시코 전체 신규 확진자



자료: Worldometer, 메리츠증권 리서치센터

그림12 MSCI E.M Index 내 인도, 브라질, 멕시코 비중 : 14%



자료: MSCI, 메리츠증권 리서치센터

금융시장 환경 점검

1) 금융리스크로의 확산 가능성 : 3월에 비해 훨씬 안정된 모습, Risk 제한적

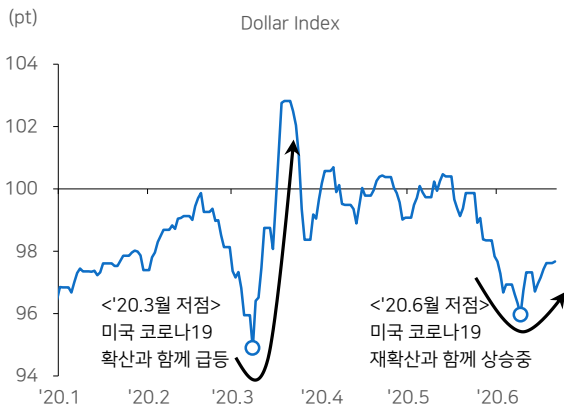
3월과 지금의 가장 큰 차이점
 : 금융리스크로의 확산 가능성이 낮음
 : 재정·통화 정책대응의 결과

2~3월 증시가 급락한 배경은 다음과 같다. 코로나19가 확산되면서 실물경기가 둔화됐고, 이후 금융리스크가 확대됐다. 앞서 코로나19의 경우, 2~3월 확산에 비해 그 강도와 속도가 약할 것이라고 분석한 바 있다. 그렇다면 문제는 실물경기 둔화와 금융리스크 확대인데, 두 가지 요인은 시기별로 다르게 접근해야 한다.

먼저, 실물경기 둔화의 경우 단기간 내에는 증시에 영향을 미치지 않을 것이라고 판단한다. 유동성으로 커버되고 있기 때문이다. 하지만 중장기적인 관점에서는 실물경기가 회복되지 않을 경우, 펀더멘털과의 괴리 때문에 증시의 위험요인이 될 수 있으므로 실물경기가 회복되는 속도를 주시해야 할 것이다.

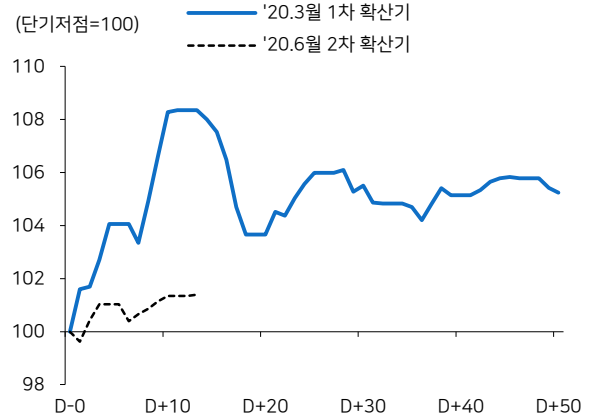
한편, 금융리스크는 단기적으로 증시에 영향을 미칠 수 있다. 유동성 리스크로 확산될 경우, 현금 수요가 급증하기 때문에 증시에서 자금 유출은 불가피하다. 이러한 관점에서 지금의 금융리스크 지표를 보면, 3월에 비해 훨씬 안정된 모습이다.

그림13 달러인덱스 : 미국 코로나19 확산과 함께 상승



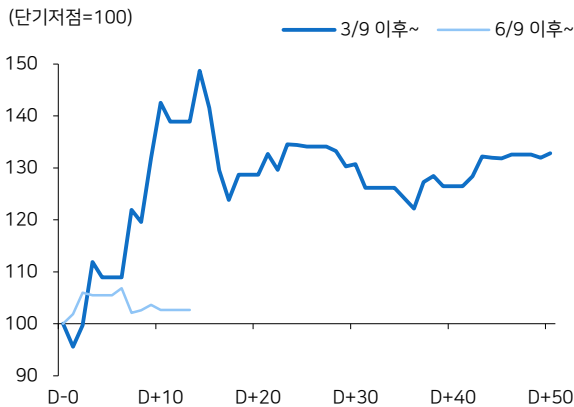
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 달러인덱스 비교 : '20.3월 vs '20.6월



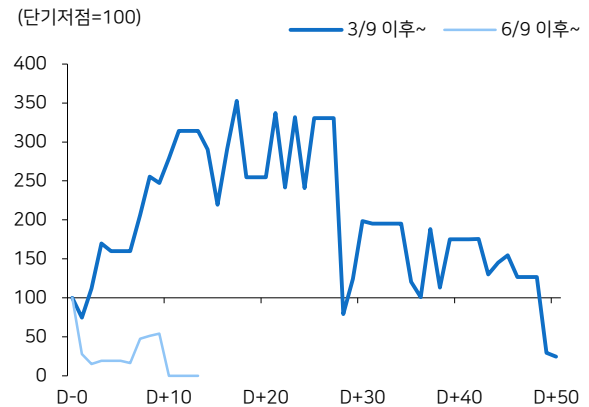
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 JP Morgan EMBI Spread 비교 : '20.3월 vs '20.6월



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 CP금리-OIS Spread 비교 : '20.3월 vs '20.6월



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2) 코로나19가 재확산 된다면? : 마이너스 유가는 다시 오지 않는다

코로나19 재확산 이슈가 부각될 경우, 고민해 봐야 할 이슈는 '유가'다. 이번 폭락장에서 주가 하락보다 더 충격적이었던 것은 '마이너스 유가였기 때문이다. "코로나19가 재확산 되면서 경제활동 재개가 지연될 경우, 또다시 유가 급락으로 이어지진 않을까?", "마이너스 유가까지는 아니더라도 지금 WTI 40\$는 너무 많이 오른 것이 아닐까?" 등과 같은 생각으로 이어질 수 있는 상황이다.

단기적인 유가 움직임에 대해서는 예측하기 힘들겠지만, 긴 시계열 관점에서 참고할만한 그래프를 2개 소개하고자 한다. <그림 17>은 1860년대 이후의 유가 그래프이고, <그림 18>은 1930년 전후와 지금의 유가 추이를 비교한 그래프이다.

수요 측면이 아닌, 공급 측면의 Risk로 인해 유가의 Level-Down 불가피

먼저, <그림 17>을 통해 지적하고자 하는 것은 공급 Risk(새로운 공급원 출현)는 유가의 Level-Down 배경이다. ① 1860년대 미국 필라델피아를 중심으로 원유 생산이 본격화함에 따라(석유왕 록펠러가 이 시대의 인물) 미국의 원유 생산이 급증하기 시작한다. 그리고 유가는 급락했으며, 그 이전의 가격을 회복하는데 100년이 걸렸다. ② 1920년을 고점으로 유가는 하락하기 시작했다. 1920년대는 몰라도 1930년 이후에는 대공황에 따른 수요 위축이 영향을 미쳤을 것이라고 생각할 수 있지만, 이때는 미국 텍사스에서 유전이 발견되고 중동 지역(이라크 등)에서의 원유 생산이 조금씩 이뤄지던 시기다. ③ 지금은 미국 세일오일이 생산되고 있다. 미국은 세일오일 생산에 힘입어 전세계 원유 최대 생산국이 되었으며, 2019년 9월부터는 원유&석유제품 순수출국으로 전환했다. 지금 우리는 유가를 코로나19라는 수요 측면에서는 생각해서는 안되고, 공급 측면에 대해서도 잊지 말아야 한다.

대공황 사례 : 4년간의 경기침체에도 불구하고, 유가의 방향성은 '우상향'

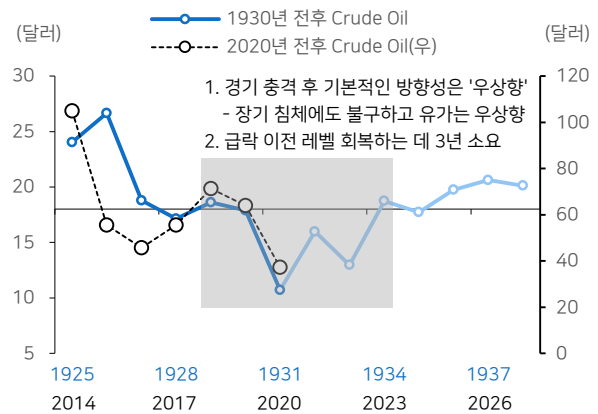
<그림 18>에서 지적하고 싶은 것은 '대공황'과 그 이후 이어진 장기 침체에도 불구하고 유가는 '우상향'했다는 점이다(그래프는 연간 데이터이기 때문에, 단기 변동은 설명하지 않음). NBER은 1929년 8월부터 1933년 3월까지를 침체기간으로 규정한다. <그림 18>을 보면, 같은 기간 유가는 우상향 했다. 1차적인 충격으로 유가는 급락했으나, 그 이후에는 '침체'에도 불구하고 우상향 했음을 알 수 있다.

그림17 원유 가격 : 새로운 공급원 출현 후 Level-Down



자료: BP, 메리츠증권 리서치센터

그림18 1930년 전후 : 장기 침체에도 불구하고 유가 우상향



자료: BP, 메리츠증권 리서치센터

투자전략

1) 주식시장으로의 자금 유입은 지속될 수 있으나, 선별적인 유입이 될 가능성

1920년대의 사례

: 유동성 수요는 자금의 회귀를 초래함.

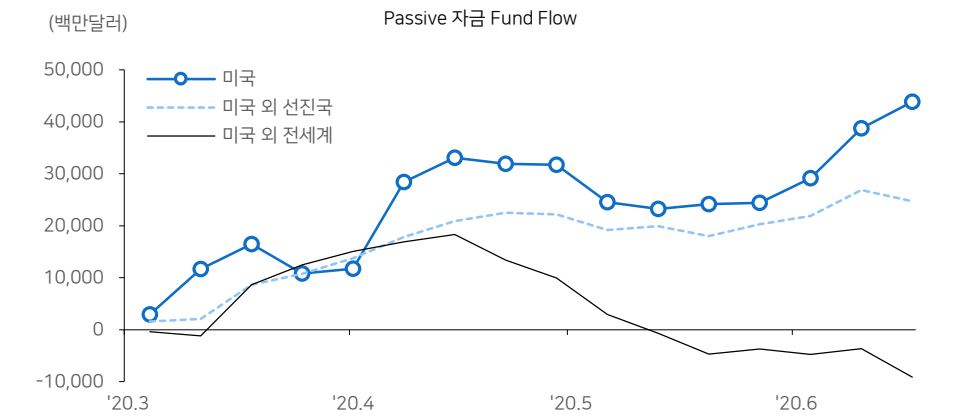
: 미국으로의 자금 집중 가능성

4/28일 발간했던 『전략공감2.0 : 술 권하는 사회』에서 인용했던 그래프를 다시 한번 인용해보자. 1차 세계대전 이후~대공황 직전까지의 자금 흐름을 짚어보면, 당시 세계 금융시장을 주도하던 영국계 투자신탁은 1차 세계대전 직후 미국 증권에 대한 투자 비중을 급격하게 낮췄으며<그림 18>, 1929년까지 점진적으로 그 비중이 감소했다<그림 19>.

결과적으로 보면 미국 증시가 대공황 때까지 역사적인 강세장을 기록했기 때문에 실패한 투자처럼 보일 수도 있겠지만, 당시의 관점에서 보면 어쩔 수 없는 선택이었다. 1차 세계대전 중 유동성(금) 수요가 급증함에 따라 나타난 자금의 대이동이 1차적인 원인이었기 때문이다.

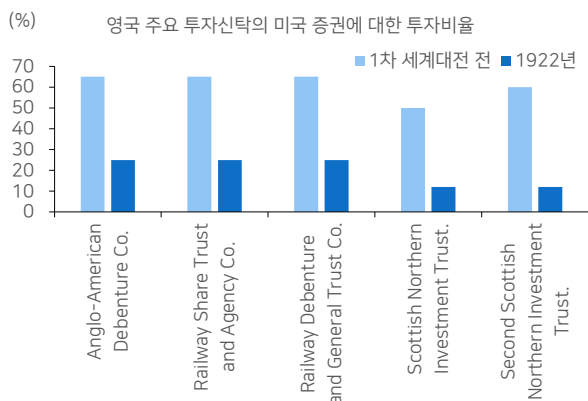
이번에도 비슷한 현상이 나타날까? 코로나19 재확산으로 인해 그 가능성이 높아졌다고 판단한다. 코로나19 재확산은, 정도의 차이는 있겠지만 기본적으로는 유동성(달러화) 수요를 높이는 원인이 될 수 있기 때문이다.

그림19 패시브 자금의 Fund Flow : 미국 중심으로 자금 유입



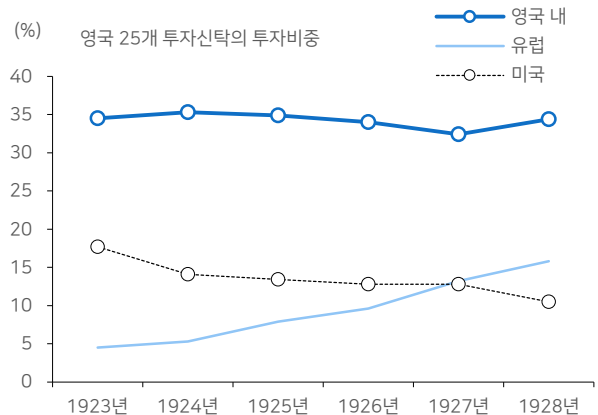
자료: EPFR, 메리츠증권 리서치센터

그림20 영국 주요 투자신탁의 미국 증권에 대한 투자 비율



자료: The Economist(1929), 메리츠증권 리서치센터

그림21 영국 대표 투자신탁의 미국 투자 비중(대공황 직전)



자료: The Economist(1929), 메리츠증권 리서치센터

2) 한국 증시 : 코스피 → 지수는 '기간 조정', 업종은 불균형 심화

한국 증시는 어떻게 봐야 할까? 2가지 관점에서 판단해보자.

코스피 지수

: 밸류에이션 부담 속 '기간 조정'

: 업종간 불균형 심화

(경기민감주에 대한 비중 축소, 언택트 수혜주에 대한 비중 확대)

첫째, 시장 전체의 관점에서는 코로나19 재확산(2차든 3차든) Risk가 부각되는 상황에서 주식시장 전체에 대해 낙관적으로 접근하는 것은 적절치 않다. 특히, 최근 밸류에이션이 이전 고점에 도달한 상황은 투자자들의 경계감을 더욱 높이는 배경이다. 하지만 그렇다고 비관적으로 보고, 하락에 베팅해야 할까? 그보다는 '기간 조정' 가능성이 높을 것이라고 판단한다. 밸류에이션 부담은 주가 하락이 아닌, EPS가 상승을 통해서도 해소될 수 있기 때문이다. 재확산 충격이 이전에 비해 제한적이라면, 경제는 V자 회복은 힘들더라도 완만한 회복세는 지속할 수 있을 것으로 기대한다.

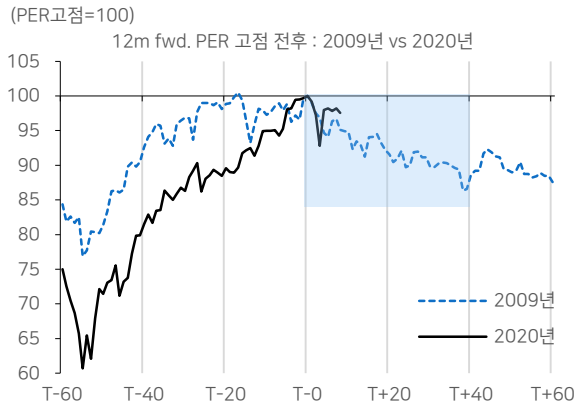
둘째, '기간 조정'의 흐름 속에서 업종간 불균형이 심화될 가능성이 높다. 코로나19가 재확산 된다면, 충격의 정도에 차이가 있을 뿐 영향 자체는 불가피하다. 그렇다면 실물경기 회복 기대감에 올라온 업종들의 경우 투자심리가 위축될 수 있다. 반면, 소프트웨어 업종 등 언택트 수혜주들에 대한 관심은 장기화될 가능성이 높다.

그림22 코스피 12m fwd. PER : 2009년 증시 반등 후에 나타난 PER 고점에 도달



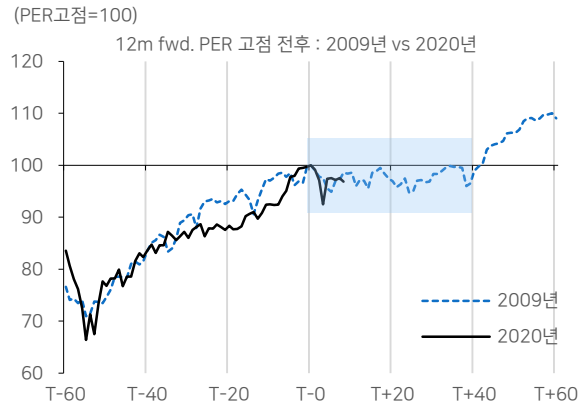
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림23 PER 고점 전후의 PER 비교 : '09년 vs '20년



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림24 PER 고점 전후의 KOSPI 비교 : '09년 vs '20년



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

3) 한국 증시 : 코스닥(바이오) → 상승 속도는 빠르지만, PER 부담이 없다

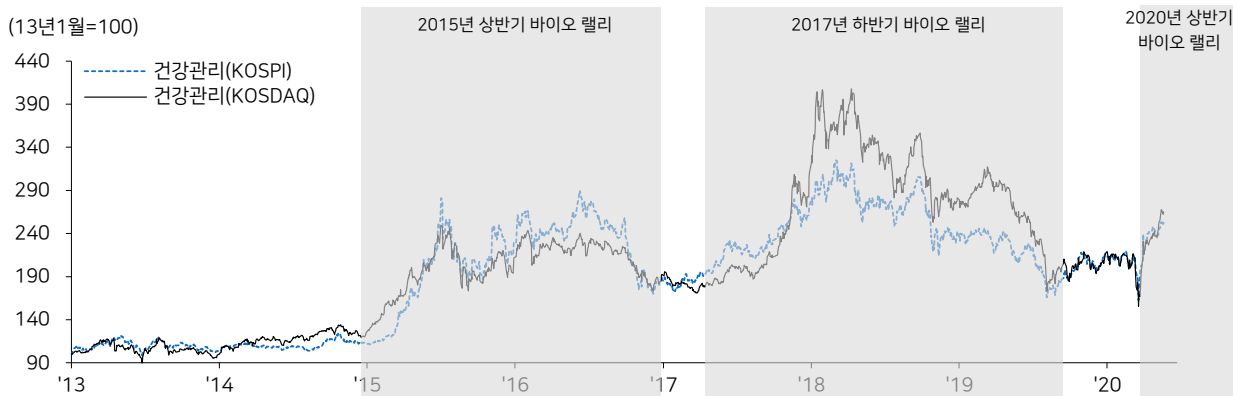
코스닥, 그리고 바이오주
: 상승에 대한 부담이 있지만,
PER은 '15년, '17년 랠리에 비해
훨씬 낮은 수준

최근 코스피와 코스닥의 디커플링이 심화되고 있다. 이는 업종 구성의 차이가 주된 배경일 것이다. 경기민감 업종(은행 등)이 상당한 비중을 차지하고 있는 코스피와 달리, 코스닥은 IT와 바이오 업종의 비중이 60%를 상회한다. 그야말로 코로나19 시기에 최적화된 포트폴리오 할 수 있다.

특히 바이오 업종의 경우, 2015년 상반기와 2017년 하반기에 이어 2.5년만에 다시 찾아온 랠리를 경험하고 있다. 상승 속도가 매우 빨랐다는 점, 그리고 2015년 상반기와 2017년 하반기의 상승폭과 유사한 정도로 상승한 점 등은 과연 어디까지 상승할 수 있을까라는 의문으로 이어진다.

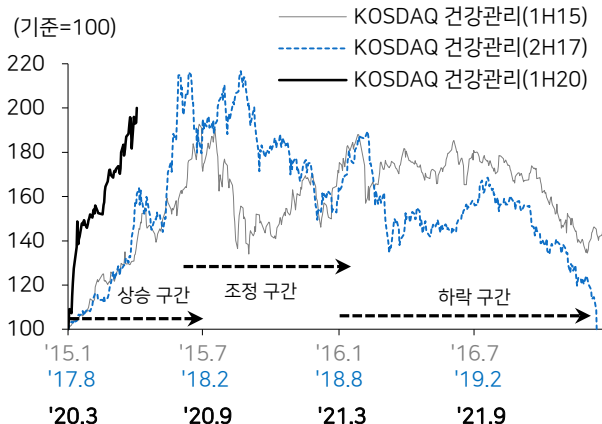
그런데 이전 두 번의 랠리와 이번 랠리에는 중요한 차이점이 있다. 바로 PER이다. <그림 26~27>을 보면 이번 랠리가 상승 속도와 폭 측면에서는 이전 두 번의 랠리와 유사할 지 모르지만, 밸류에이션은 절대적으로 낮은 상황이다. 지금의 PER은 이전 두 번의 랠리 후 폭락했을 때의 PER과 유사한 레벨이다.

그림25 2.5년마다 찾아온 바이오 랠리 : 1H15 → 2H17 → 1H20



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림26 건강관리 업종 : 3번째 버블일까?



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

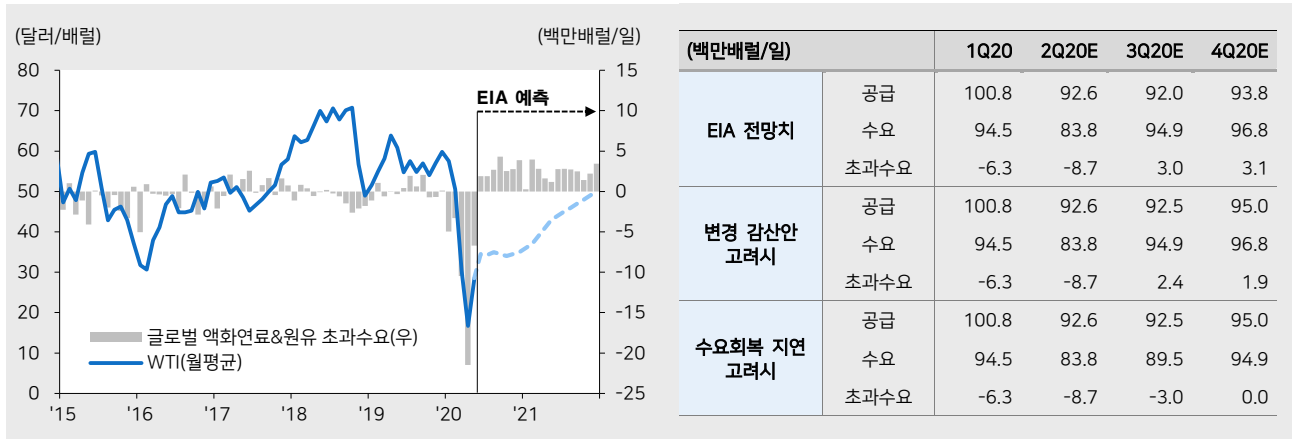
그림27 이전 2번의 버블과 차이점 : PER



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 황수욱 연구원

EIA 전망에 반영되지 못한 변수들을 고려한 원유 수급 시나리오



주: 감산안 변경: 7월 주요 산유국 118만배럴/일 감산 종료, 7월까지 960만배럴/일 감산 연장. 수요회복 지연: 6월 수요 3분기 유지, 기존 회복 경로 1분기 지연
 자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

원유 수급 전망은 유가 예측에 중요한 변수. EIA, '21년말까지 초과 수요에 따른 유가 상승 경로 예상

유가 예측에 있어 원유수급 전망은 가장 중요한 변수이다. 월평균 유가와 월간 글로벌 원유 초과수요 간의 상관계수가 지난 5년간 0.5 이상으로 높은 설명력을 지니기 때문이다. 6월 9일 발표된 미국 에너지정보청(EIA)의 6월 Short-Term Energy Outlook에서는 WTI 국제유가가 2020년 말 배럴당 37.8달러에서 2021년 말에는 50달러까지 완만하게 상승할 것으로 전망하였다. 이는 1) 5월 이후 OPEC+ 감산합의 이행과 2) 글로벌 경기정상화에 따른 원유 수요 회복으로 수급이 개선된다는 예상에 근거한 것이다.

주요 산유국의 자발적 감산 종료 고려하더라도 기존 전망경로에서 3분기 이후 초과 수요 환경 유지

EIA 6월 보고서에 미처 반영되지 못한 내용들로는 1) 5월 이후 시작된 사우디 등 산유국의 자발적 감산(118만배럴/일)이 6월에 종료된다는 점과, 2) OPEC+ 1단계 감산안이 7월까지 연장(960만배럴/일, 기준안: 7월부터 770만배럴/일)된다는 점, 그리고 3) 6월 이후 CoVID 재확산에 따른 경제활동 정상화 지연 가능성 등을 들 수 있다. 1)과 2)를 합산하면 7월까지 EIA전망치 대비 추가 80만배럴/일의 감산을 반영해야 하며, 그 이후로는 1)에 해당하는 자발적 감산분을 계속 차감해야 한다. 이를 고려하여 기존 전망경로에 수정을 가하더라도, 3분기 이후 초과수요 환경은 유지된다(오른쪽 표의 "변경 감산안" 시나리오).

코로나 재확산에 따른 원유 수요 회복 지연에도 공급 조정 가능한 환경에 유가 하방 압력 제한적

한편, CoVID 재확산에 따른 원유수요 회복 지연 가능성에도, 유가 하방 압력은 제한적일 가능성이 높다. CoVID 재확산으로 6월 수준의 수요가 3분기까지 유지된다고 가정하더라도, 하반기는 2분기에 비해 초과공급이 완화되면서 완만히 수급이 개선될 개연성이 크기 때문이다("수요회복 지연" 시나리오). 여기에 OPEC+는, 6월 화상회의에서 원유수급 상황을 월별로 점검하며 추가 대응을 할 수 있음을 밝혔다. 5월까지 OPEC+ 산유국들의 감산 이행률은 87%로, 감산에 대한 산유국 태도가 우호적인 상황이다. 추가적인 충격에 유연한 수급 조정이 가능한 환경이라는 점에서, 경기회복 지연에도 완만한 유가 상승의 "경로"는 유지될 가능성이 높다.

칼럼의 재해석

이다빈 연구원

COVID-19로 드러난 자동차 산업 경쟁력 (McKinsey)

세계적인 투자자 워렌 버핏은 “물이 빠지면 누가 발가벗고 수영을 하고 있었는지 알 수 있다.”는 말을 한 바 있다. 경제가 호황일 때는 모든 기업이 성장하는 것처럼 보이지만 불황기에는 경쟁력이 없는 기업들이 드러난다는 뜻이다. 이번 보고서에서는 COVID-19로 인해 어려움에 처한 자동차 산업에서 밝혀진 ‘발가벗고 수영을 하고 있던’기업과 이후 벌어질 기업간 경쟁력 격차에 대해 다뤄보았다.

그 동안 누가 ‘발가벗고 수영을 하고 있었을까?’. 이미 발표된 1Q20 실적이 그 답을 줄 수 있다. COVID-19 영향이 시작된 지난 1Q20 글로벌 완성차 업체들의 실적을 보면, 일회성 비용을 제외하면 영업이익 흑자를 기록한 완성차 OEM은 Tesla, 현대차, 기아차 등 단 세 곳에 불과했다. FCA, Ford, Honda, Nissan 등은 영업이익이 적자 전환하는 등 약한 체력을 가진 업체들이 드러났다.

글로벌 자동차 산업이 모두 COVID-19로 인한 피해를 입고 유동성 확보에 나섰지만 ‘약한 체력’의 업체들과 ‘강한 체력’의 업체들의 대응 방향은 달랐다. 약한 체력의 업체들은 우선순위인 전기차 투자에 쓰일 재원을 마련을 위해 구조조정을 하고 자율주행과 같은 중장기 미래를 위한 투자를 줄였지만, 강한 체력의 업체들은 이번 위기로 인해 매출로 나온 모빌리티 스타트업들을 인수하며 후발주자와 거리를 더 벌릴 것으로 전망된다. 고용유발계수가 높은 자동차 산업을 살리기 위한 각국 정부의 지원책이 쏟아지고 있지만, 경쟁력이 없는 기업에 대한 지원은 기업 생존기간 연장에 지나지 않는다는 판단이다. 경쟁력이 없는 업체들의 위기를 유발한 COVID-19가 자동차 업계 전반의 지형 변화를 당기는 신호탄이 될 지 지켜볼 필요가 있다.

COVID-19로 어려워진 자동차 산업

COVID-19로 가장 큰 타격을 입은 자동차 산업

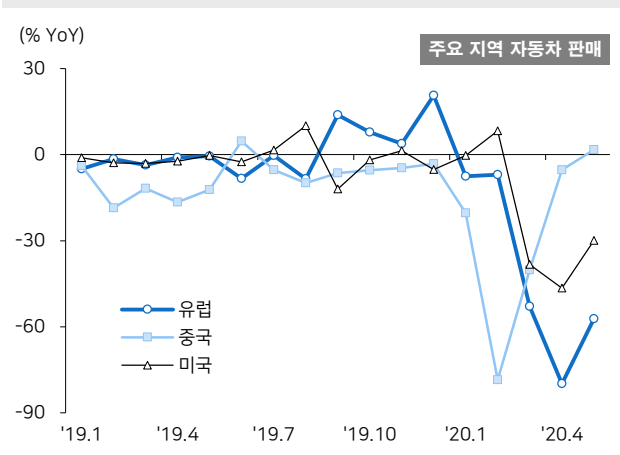
세계적인 투자자 워렌 버핏은 “물이 빠지면 누가 발가벗고 수영을 하고 있었는지 알 수 있다.”는 말을 한 바 있다. 경제가 호황일 때는 모든 기업이 성장하는 것처럼 보이지만 불황기에 들어서면 경쟁력이 없는 기업들이 드러난다는 뜻이다. 이번 COVID-19사태에서도 적용할 수 있는 격언이다. 확산을 막기 위한 경제 봉쇄령으로 모든 산업이 피해를 입었지만, 경제적 측면에서는 고가 소비재인 자동차가 가장 큰 타격을 받았다. 4월 이후 COVID-19확산이 둔화되며 수요는 빠르게 회복되고 있지만, 2분기 자동차 산업 실적 악화는 불가피하다. BNEF는 산업 침체를 반영해 ‘20년 내연기관차 판매가 YoY -23% 하락할 것으로 전망했다. 이번 보고서에서는 COVID-19로 인해 어려움에 처한 자동차 산업에서 밝혀진 ‘발가벗고 수영을 하고 있던’기업과 이후 벌어질 기업간 경쟁력 격차에 대해 다뤄보았다.

표1 COVID-19로 인해 가장 큰 영향을 받은 자동차 산업

섹터	한국		중국		미국		유럽	
	U자형 회복	L자형 침체	U자형 회복	L자형 침체	U자형 회복	L자형 침체	U자형 회복	L자형 침체
통신/미디어/엔터	M	N	M	N	M	N	M	N
반도체	N	M	N	M	N	M	N	M
스마트폰	M	H	M	H	M	H	M	H
자동차 및 부품	H	H	H	H	H	H	H	H
필수/일반 소비재	N	N	N	N	N	N	N	N
럭셔리	M	M	M	M	M	M	M	M
유통(오프라인)	M	H	M	H	M	H	M	H
유통(온라인)	N	N	N	N	N	N	N	N
항공/여행/호텔	H	H	H	H	H	H	H	H
정유/가스/석유화학	H	H	H	H	H	H	H	H
금융	H	H	H	H	H	H	H	H
부동산	H	H	H	H	H	H	H	H
제약바이오	N	M	N	M	M	M	M	M

주: N:중립, M:중간수준, H:높은수준
 자료: Deloitte, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4월 이후 바닥을 지나고 있는 자동차 수요



자료: ACEA, CPCA, Motor Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

누가 '발가벗고 수영을 하고' 있었을까

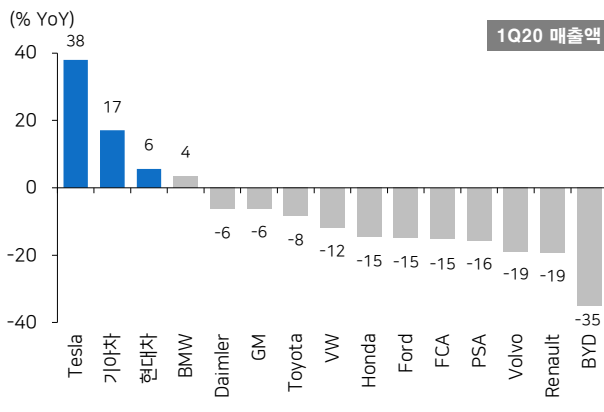
모든 완성차의 우선순위,
'유동성 확보'

COVID-19로 인한 공장 가동 중단과 자동차 수요 급감에 대한 대응으로 모든 완성차 업체들은 공통적으로 가장 먼저 '유동성 확보'에 집중했다. 대출, 신용공여, 회사채 발행 등으로 현금을 마련해 피해가 가장 클 것으로 예상되는 2Q20와 하반기를 버틸 자금을 준비한 것이다. 대표적으로 현대·기아차는 각 6,000억원의 회사채를 발행했고, 폭스바겐과 다임러도 4조원에 달하는 회사채를 발행했다.

1Q20 실적에서 드러난
약한 체력의 업체들

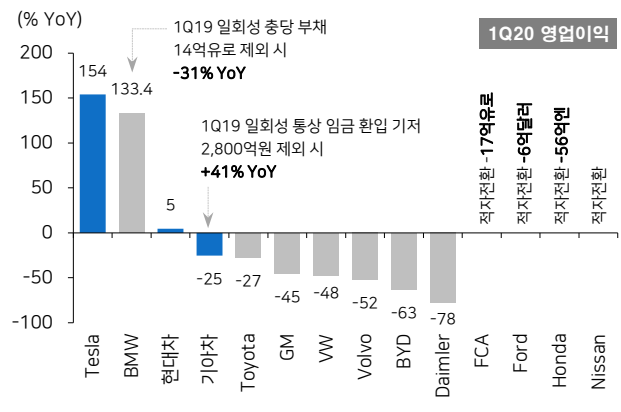
이처럼 모두가 어려워진 상황 속에서 그 동안 누가 '발가벗고 수영을 하고 있었을까?'. 이미 발표된 1Q20 실적이 그 답을 줄 수 있다. COVID-19영향이 시작된 지난 1Q20 글로벌 완성차 업체들의 실적을 보면, 일회성 비용을 제외하면 영업이익 흑자를 기록한 완성차 OEM은 Tesla, 현대차, 기아차 등 단 세 곳에 불과했다. FCA, Ford, Honda, Nissan 등은 영업이익이 적자 전환하는 등 자동차 업체 중 약한 체력을 가진 업체들이 드러났다.

그림2 주요 완성차 중 1Q20 매출이 증가한 기업은 단 4곳



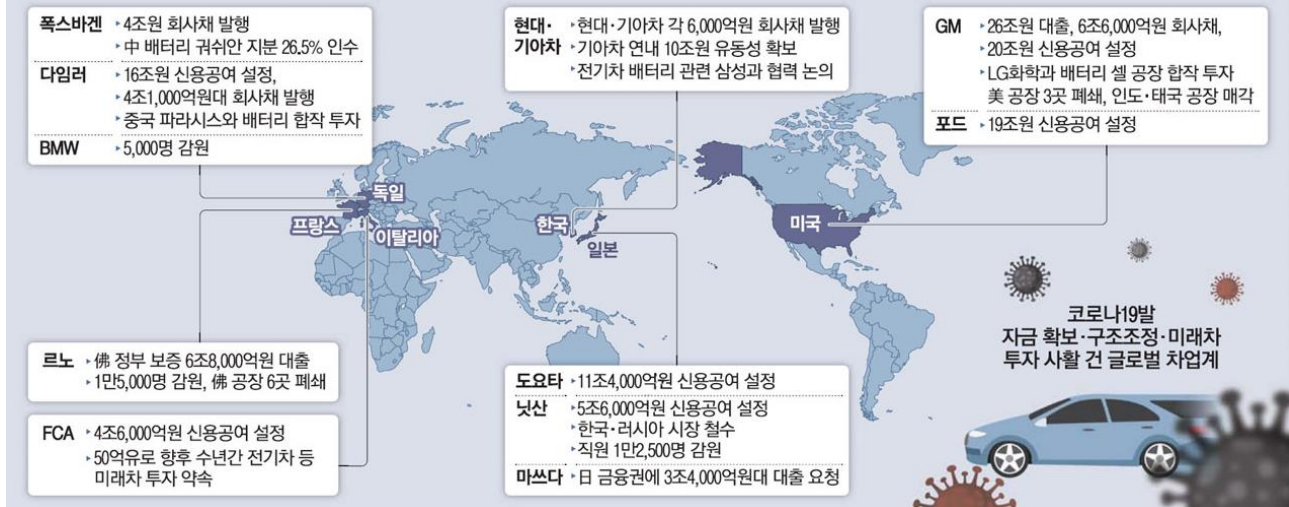
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 일회성 비용 제외 시 영업이익 증가 기록한 기업 단 3곳



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림4 유동성 확보에 나선 완성차들



자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

벌어지는 기업간 경쟁력 차이

약한 체력의 업체들은 구조조정으로 전기차 투자 재원 확보에 급급

글로벌 자동차 산업이 모두 COVID-19로 인한 피해를 입고 유동성 확보에 나섰지만 '약한 체력'의 업체들과 '강한 체력'의 업체들의 대응 방향은 달라졌다. '약한 체력'의 업체들은 전기차에 투자하기 위해 구조조정을 통해 재원을 마련하고 있다. 당장 '20년부터 강화된 유럽 이산화탄소 배출 규제를 충족하지 못하면 발생하는 과징금이 막대해 전기차 판매를 늘려 급한 불을 끄는 것이 우선이기 때문이다. Ford, Renault, PSA, GM, Toyora, Nissan 등 1분기에 적자를 기록하거나 실적 악화를 겪은 자동차 회사들이 전기차 투자를 위한 재원 마련을 위해 구조조정을 단행했고, 자율주행과 같은 중장기 산업 변화에 대한 투자는 축소하고 있다. 반면 '강한 체력'의 업체들은 COVID-19로 인해 경쟁 업체들과 격차를 벌리며 반사이익을 취할 전망이다. 경쟁사들이 미래 모빌리티에 대한 투자를 축소해 뒤쳐지는 동안 자금난에 처한 알짜 모빌리티 스타트업들을 인수할 수 있기 때문이다.

대마불사, 자동차 산업을 살려야 하는 정부

구조조정을 두고 볼 수 없는 정부, 자동차 산업 지원 정책 마련

약한 체력의 업체들이 위기를 맞아 구조조정에 힘쓰는 가운데, 자구를 위한 노력을 편히 볼 수 없는 이도 있다. 바로 각 국의 정부이다. 자동차 산업은 대표적인 제조업으로 고용유발계수가 높은 산업이다. 정부입장에서는 완성차 업체 하나가 사라지면 자동차 부품사를 비롯한 수천 개의 기업들이 타격을 입고 양질의 제조업 일자리 수만 개가 사라지기 때문에 쉽게 포기할 수 없다. 이를 보여주듯 COVID-19로 인한 위기 상황 속에서 각 국은 자국 내 완성차 공장을 유지하고 완성차 업체들을 살리기 위한 지원을 아끼지 않았다.

유럽 국가 중심으로 전기차 지원 및 자국 기업 구제 정책 발표

프랑스는 Renault에 대해 프랑스·독일 공동 전기차 배터리 개발 계획에 참여와 프랑스 내 생산시설 및 인력유지를 조건으로, 정부가 90%이상 지급을 보증하는 50억유로(약 6조6천억원) 규모의 긴급대출을 승인했다. 이탈리아도 정부가 지급을 보증해 FCA에 69억달러(약 8조3천억원) 규모의 대출을 승인했다. 이외에 독일도 전기차 보조금을 상향하는 등 유럽 내 판매량이 많은 자국 브랜드들이 이산화탄소 배출규제로 인한 과징금을 피할 수 있도록 지원을 강화했다.

표2 전기차 투자를 위해 구조조정 및 자율주행차 개발 연기

완성차	내용
Ford	<ul style="list-style-type: none"> COVID-19 대응 위해 80억 달러 현금 조달. 자율주행차 개발 일시 중단 주요 신용평가사들로부터 '정크본드' 수준으로 신용등급 강등
Renault	<ul style="list-style-type: none"> 50억유로 수준의 정부 지원대출 받을 예정 연간 고정지출 20억유로를 감축하기 위해 프랑스 3개 조립공장 폐쇄 추진
PSA	<ul style="list-style-type: none"> COVID-19이전에 결정한 FCA와의 통합일정 박차 (대규모 영업손실 감수) 직원 상당수 무급휴직임에도 배당 강행위해 프랑스정부 지원 대출 포기 S&P가 투자등급을 '정크본드' 수준으로 강등
GM	<ul style="list-style-type: none"> 차량 공유사업 MAVEN 전격 철수. 자율주행자회사(크루즈) 8% 감원 사무직 임금 20% 체불, 핵심차량 외 신차 개발 및 출시일정 연기 160억 달러 규모 회전한도대출, 360억달러 신용공여 통해 유동성 확보
Toyota	<ul style="list-style-type: none"> 일본 내 공장 생산량 급감 미국 앨라바마에 설립할 합작법인 공장 건립 연기 결정
Nissan	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 사업에서 노동자 2만 명 구조조정 예정 (주로 북미/유럽) 중국 우한공장에서 순수 전기차 생산 예정이었으나 지연됨

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표3 자동차 산업을 살리기 위한 지원사격에 나선 국가들	
국가	내용
유럽	통합 클린차 구매기금 예산 200억유로(27조원, 2년간) 신설, 전기차 증산에 최대 600억유로(81조원) 지원, 전기차 부가세 면제
프랑스	<p>총 80억유로(약 10조8000억원) 규모의 자동차 부양책을 발표, '단, 자금 지원은 기업들이 프랑스 내부에 투자할 때만이라고 선을 그음 (프랑스 내 자동차 산업 고용인원 40만명)</p> <p>1) Renault에 대출 지원 (20.05.26)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 프랑스·독일 공동 전기차 배터리 개발 계획에 참여와 프랑스 내 생산시설 및 인력유지를 조건으로, 정부가 90%이상 지급을 보증하는 50억유로 규모의 긴급대출을 승인 <p>2) 전기차 보조금 상향 (20.05.26)</p> <ul style="list-style-type: none"> - BEV 구매 보조금 최대 7,000유로, PHEV 2,000유로 지원. (기간 6/1-12/31, 대수 제한 없음) <p>3) 폐차 인센티브 지급 (20.5.26)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 구 차량을 폐차하고 BEV 구매시 5천유로, 내연기관(신차/ 중고차) 구매시 3천유로 지원
독일	<p>1) 내연기관차 구매자에게 이산화탄소 배출세 부과 (20.05.14)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 2030년까지 195/km 이상의 이산화탄소를 배출하는 차량을 구매하는 사람들에게 두 배의 세금을 부과 - 배출량이 95g/km 이하인 차량 구매자에게 세금 감면. 특히 EV 구매자에게는 면세 혜택이 제공 <p>2) 전기차 보조금 상향 (20.05.08)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 전기차 보조금 최대 6,000유로까지 확대하는 방안을 발표, 전기차 보조금으로 총 56억유로 지원 <p>3) 전기차 충전소 설립에 25억유로 지원</p>
이탈리아	<p>1) FCA에 69억 달러규모 대출 보증</p> <p>2) 민주당에서 10년 이상 된 노후 차량을 폐차하고 유로 6가 적용된 신차를 구매한 사람에게 총 4천유로의 보조금을 지급하는 코로나19 경기부양안 마련 추진중</p>

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

재정투입으로 기업 살리기는 한계가 있어

COVID-19는 자동차 업계 전반의 지형 변화를 앞당기는 신호탄

자동차 산업을 살리기 위한 각 나라의 노력이 지속되고 있지만, 국가가 재정을 투입해서 기업을 구제하는 것에는 한계가 명확하다. 기업 스스로 경쟁력이 없다면 생존 기한을 늘리는 일에 지나지 않는다. 전기차와 자율주행에서 준비가 되지 않은 업체가 정부 지원으로 이제 막 투자를 시작한다고 하더라도, 이미 선두를 점하고 있는 업체와 벌어질 차이를 좁히는 것은 어렵다. 국내 사례를 예로 들면, 13분기 연속 적자를 지속하고 있는 쌍용차는 신차 개발비도 충당이 어려운 상황이다. 정부의 지원으로 전기차 개발을 시작하더라도 경쟁사들을 따라잡기는 어렵다. 이처럼 COVID-19 발생 이전에도 실적 부진을 겪고 있던 중소형 완성차 업체들은 이번 사태로 인해 파산하거나 타 업체에 흡수될 가능성이 높아졌다. COVID-19가 자동차 업계 전반의 지형 변화를 당기는 신호탄이 될 지 지켜볼 필요가 있다.

원문: *The impact of COVID-19 on future mobility solutions - McKinsey*