

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 7. 23 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

정책대응 가세: 완만한 회복 연장에 무게

오늘의 차트

채권시장에서 찾는 추가 위험선호 기대

칼럼의 재해석

레모네이드의 성공적인 보험업 데뷔

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



▲ **경제분석**
 Analyst **이승훈**
 02. 6454-4891
 seunghoon.lee@meritz.co.kr

정책대응 가세: 완만한 회복 연장에 무게

- ✓ 미국은 신규확진자수 계속 늘면서 회복세 악화 징후 출현하기 시작. 그러나 재개된 봉쇄 범위가 작고, 회복 지연에 대응하는 추가 정책대응 가능성 높아, 향후 느린 회복 지속에 무게
- ✓ 유로존은 미국대비 바이러스 통제 우수. 여기에 최근 적극적 재정정책 대응으로 모멘텀 개선 가능성 높임. 예상보다 이른 시점에 타결된 EU공동기금도 회복의 지속 가능성 높이는 요인
- ✓ 달러화의 경기역행적 성격/안전자산 특성 감안시, 회복의 연장 = 추가 약세 가능성에 무게

Prologue - 주식시장 상승의 기저: 세상의 변화 + 경기회복 기대

최근 주식시장에서 어떠한 종목과 업종으로 초과수익을 낼 것인가의 여부는 기술 혁명으로 대변되는 세상의 변화와도 맞닿아 있다. CoVID-19가 재화/서비스 구매의 온라인화 등 비대면 경제의 활성화를 앞당겼고, 공중보건에 대한 관심이 높아지면서 헬스케어가 선전하고 있다. 여기에 해당하는 성장주들을 어떠한 관점으로 바라볼 지에 대해서는 당사 투자전략가인 이진우 연구위원이 전략공감2.0과 전략에세이를 통해 아이디어를 제시하고 있다.

다른 한편에서, 경제주체들과 금융시장 참여자들의 위험선호 지속 여부, 그래서 주식시장 상승세가 이어지는 지 여부는 글로벌 경제가 CoVID-19 충격으로부터 회복하고, 그러한 회복이 지속가능한 지에 대한 기대가 여전히 변수로 자리잡고 있는 것 같다. 금융시장이 1) 백신 임상 결과, 2) 경제지표의 서프라이즈 시현 여부, 3) 정책대응의 강화 여하에 민감하게 반응하는 것과는 무관하지 않다.

오늘 전략공감2.0에서는 앞서 언급한 세 가지 요인들 중 미국과 유럽의 정책대응 강화를 다루면서 정책들의 금융시장 시사점까지 함께 짚어보고자 한다.

미국의 현황과 정책대응

월간 지표만 보면 미국은 안정적 회복인 것처럼 보임

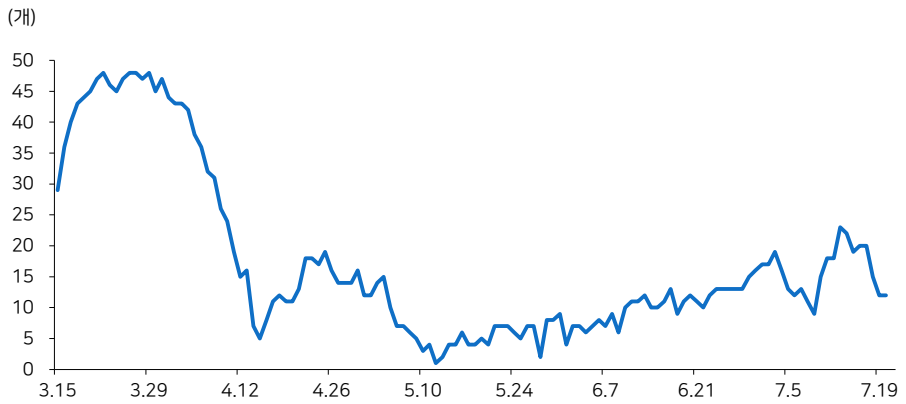
지난 주까지 발표된 미국 지표의 면면을 본다면, CoVID-19 신규확진자수 증가세 확대에도 불구하고 경제가 순항 중인 것처럼 해석될 소지가 있다. 우선, 미국 6월 소매판매가 전월대비 7.5% 증가하며 시장 예상을 크게 뛰어넘었다. 여기에, 7월 경기상황을 가장 먼저 파악할 수 있는 뉴욕/필라델피아 제조업지수까지 17.2와 24.1로 일제히 컨센서스(10.0, 20.0)을 상회하면서, 필라델피아에 이어 뉴욕 지역 제조업 회복세 강화-ISM제조업 지수의 추가 상승 가능성을 시사하였다.

뉴욕/필라델피아 지역 제조업 회복의 의미는?

한 가지 의심해 봐야하는 사안은 뉴욕(뉴욕주, 뉴저지 북부, 커네티컷 일부)과 필라델피아(펜실베이니아, 뉴저지 남부, 델라웨어) 제조업 지수가 커버하는 곳들이라는 점이다. 신규확진자수의 7일 이동평균 기준으로 보면, 7월 20일 현재와 뉴욕과 필라델피아의 신규확진자수는 각각 723명과 857명으로 과거 정점 대비 7.5%와 51.5% 수준에 불과하다.

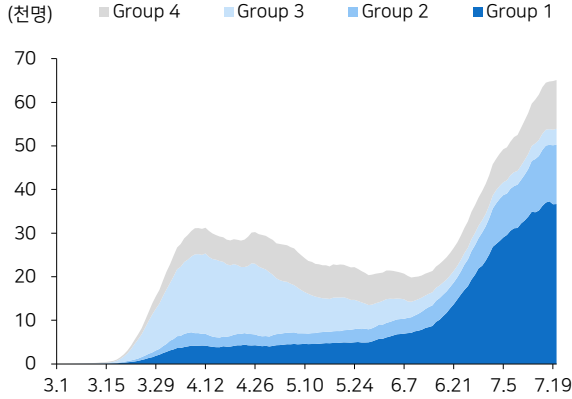
다른 지역의 CoVID-19 여건을 보면, 이들 지역과는 현격한 차이가 있다. 이미 문제가 되었던 캘리포니아, 텍사스, 플로리다, 아리조나(Group 1) 말고도, 알라바마/루이지애나 등 9개주(Group 2)도 신규 확진자수가 일간 1~2천 명 수준을 계속 유지 중이다. 바이러스 통제가 비교적 잘된 Group 3를 제외하고는 신규확진자수가 계속 늘고 있다. 현재 수준이 사상 최고치인 지역도 7월 17일에는 20개주에 달했다(20일 기준으로는 12개주).

그림1 미국 50개주 중 신규확진자수가 사상 최고치를 경신한 지역의 수 (# of states)



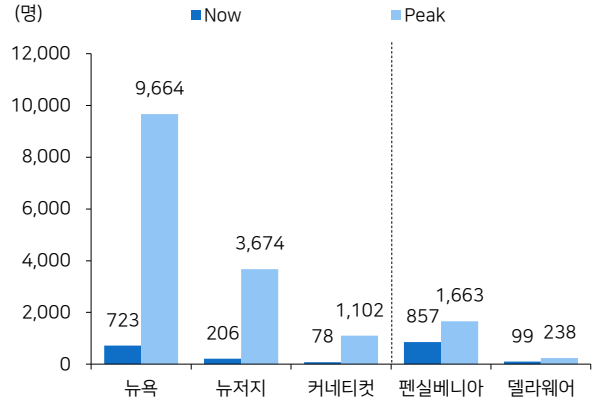
주: 7일 이동평균 기준
자료: CDC, CEIC, 메리츠증권 리서치센터 계산

그림2 미국 신규확진자수(7DMA): Group별로 상황은 상이



주: 그룹의 분류는 각주 참고¹
 자료: CDC, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림3 뉴욕, 필라델피아 연은 관할지역의 신규확진자수 비교



주: 7일 이동평균 기준이며, Now는 7월 20일
 자료: 메리츠증권 리서치센터

미국 전역을 대표하는 경제활동 지표들은 다소 혼조

미국 경제 전반의 회복세는 이어지고 있는가? 긍정적인 신호 한 가지는 주간 100만 건을 여전히 상회하는 신규 실업수당 청구건수와 별개로 연속적인 실업수당 수령 대상의 합인 계속 실업수당 청구건수가 5월 셋째주를 기점으로 완만히 하락하고 있다는 것이다.

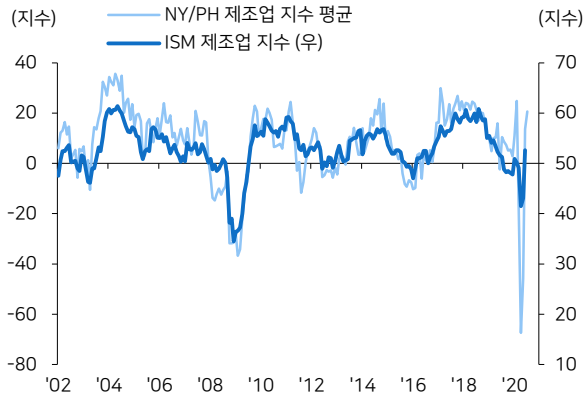
이는 신규로 실업수당을 청구하면서 실업으로 새로이 분류된 수에 비해 실업자 분류로부터 빠져 나오는 수가 더 많다는 것을 의미한다. 고용여건의 개선이 이어지고 있다는 것이다. 문제는, 데이터 집계가 2주 후행하기에 가장 최근 숫자가 7월 첫째주의 것이라는 점이다. 따라서 다른 지표와 함께 살펴봐야 한다.

경기회복세가 주춤해 질 개연성이 커지고 있음

소매점의 동일점 매출을 보여주는 존슨-레드북 인덱스는 6월 첫째주(-9.7%) 바닥을 형성한 이후 7월 둘째주 -5.5%까지 개선되었으나, 셋째주 들어 -7.5%로 재차 악화되었다. 바닥을 찍은 후 범위(-5~-7%) 내 등락이라서 추세 전환 여부에 대한 단정은 어렵다. 뉴욕 연은이 집계하는 주간 경제활동지수는 7월 둘째주 -6.1%에서 셋째주 -6.8%로 내려 왔다. 주간 경제활동지수의 속도치 발표 이후 열흘에 걸쳐 세 차례 수정작업이 이루어짐을 감안하면 이 역시 추세 전환이라 단정짓기는 어렵다. 비교적 확실한 것은 경기회복세가 주춤해 질 "개연성" 이 커지고 있다는 것이다.

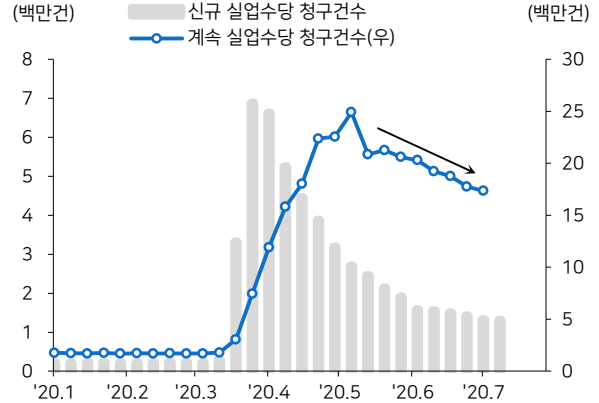
¹ 분류는 다음과 같은 기준으로 하였음
 Group 1: 일간 신규확진자>3,000명 - 캘리포니아, 텍사스, 플로리다, 아리조나
 Group 2: 일간 신규확진자>1,000명 - 알라바마, 루이지애나, 네바다, 노스캐롤라니아, 미시시피, 오하이오, 사우스캐롤라니아, 테네시
 Group 3: 확진자수 정점통과 후 안정 - 뉴욕, 뉴저지, 델라웨어, 일리노이, 미시건, 펜실베이니아, 로드아일랜드, 메사추세츠, 네브라스카, 커네티컷, DC
 Group 4: Group 1-3에 해당되지 않는 기타 지역

그림4 뉴욕/필라델피아 연은 제조업지수와 ISM 제조업지수



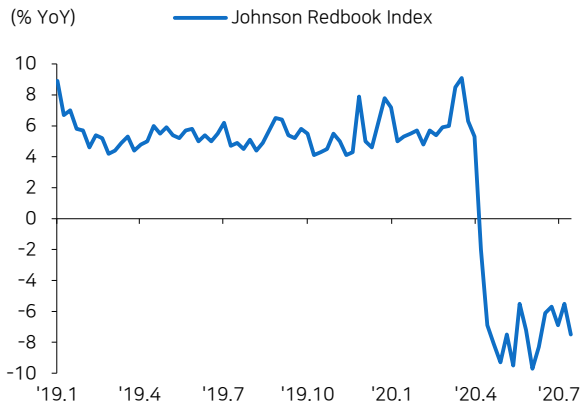
자료: New York Fed, Philadelphia Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 신규 및 계속 실업수당 청구건수



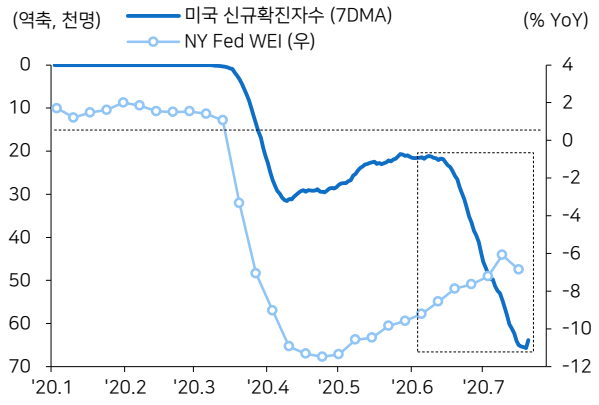
자료: US Department of Labor, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Johnson Redbook Index (주간)



자료: Redbook Research, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 신규확진자수와 주간 경제활동지수



자료: Bloomberg, New York Fed, 메리츠증권 리서치센터

그럼에도 미국 경제의 느린 회복세 연장에 무게를 두는 이유는?

그러나 이 같은 불안한 징후에도 불구하고, 우리는 다음의 이유로 미국 경제가 느린 속도로 회복을 이어 갈 가능성에 무게를 두고 있다.

- 첫째, 캘리포니아 등 확진자수가 급증하고 있는 지역의 락다운이 재개되었으나, 락다운의 영역이 1) 운동시설, 2) 종교시설, 3) 주점, 4) 장내 집회, 5) 필수적이지 않은 인프라 섹터, 6) 퍼스널 케어(네일숍, 마사지샵, 문신 등), 7) 쇼핑시설 등에 국한되어 있기 때문이다. 3~4월과 같은 조업장 폐쇄 및 재택강제와는 거리가 있다. 빠른 회복을 보이는 제조업은 이 같은 봉쇄조치로부터 자유롭다. 또한 봉쇄의 영역에 해당되더라도 쇼핑 등 일부는 온라인으로 대체 가능하다.
- 둘째, 지난 수 개월간 CoVID-19 대응 과정에서 재택근무 환경이 정립되어 생산활동이 이루어지고 있기 때문이다.

- 셋째, 회복 지연에 따른 피해 확대에 대응하는 차원에서의 추가적인 경기부양책이 마련될 가능성이 크기 때문이다. 그간 민주당 주도의 3조 달러 패키지에 강한 거부감을 보여 왔던 백악관과 공화당마저도 자체적인 1조 달러 규모의 부양책을 고려 중이다. 양당은 상원(8월 10일~9월 7일)과 하원(7월 31일~9월 8일) 휴회 기간 전에 합의를 통해 추가 부양책을 결정하겠다는 입장이며, 새로운 부양책이 필요하다는 원론에 대해서는 이견이 없다.

추가 경기부양: 민주당/공화당의 공통분모 및 이견 점검

부양책: 민주당/공화당 공통분모

다음 페이지 표 1~2는 민주당 하원을 통과한 3조 달러 패키지(HEROES Act: Health and Economic Recovery Omnibus Emergency Solutions Act)와 공화당 내에서 검토 중인 경기부양책의 주요 내용을 정리한 것이다. 양당 패키지의 공통분모는 1) 지방정부에 대한 보조금 지급 확대, 2) 개별 가구에 대한 보조금 추가 지급, 3) 중소기업/영세사업자가 고용하는 노동자들이 계속 급여를 받을 수 있도록 하는 조치인 Payroll Protection Program의 확대/연장이다.

민주당/공화당의 차이점

이에 반해 의견 차이가 있는 부분도 상당하다. 개별 가구에 신규로 보조금을 주는 데 있어 민주당은 과거 CARES Act에서 규정한 대로 연소득 75,000달러 이하 가구에 1,200달러를 일시 지급하는 한편, 부양가족 지원을 더욱 강화하자는 입장을 보이고 있다. 공화당에서는 CoVID-19를 겪으면서 저소득 취약계층의 피해가 컸기에 연소득 40,000달러 이하로 지원금 대상을 한정하자는 목소리가 존재한다.

실업급여의 확대에 대해서는 이견이 없지만, 방법론에 대해서는 차이가 존재한다. 민주당은 주당 600달러의 추가 연방실업급여 프로그램을 내년 1월 말까지 연장하자고 주장하는 반면, 공화당은 이를 주당 200~300달러로 줄이는 대신, 해고자가 일자리로 복귀할 때 보너스를 지급하자는 입장이다. 이는 시간당 임금에 비해 실업급여의 액수가 많아서 해고자들의 근로 유인이 저해되고, 도덕적 해이 논란이 있다는 관점에서 비롯된 것이다.

공화당은 또한, 직접 노동자에 대한 지원을 확대하기 보다는 사업주의 세금부담 경감(Payroll tax: 급여세)을 통해 이들이 일자리 창출을 하도록 유도하자는 입장이다. 그러나 다른 한편에서는, 1) 급여세 인하가 정작 도움이 필요한 계층을 커버하지 못하고 2) 급여세로 일부 충당되어 왔던 연방의료 프로그램 재원 문제가 부각될 수 있다는 문제점을 지적한다. 상기 사항에 대한 의견수렴 과정이 마냥 순탄치 않은 것임을 시사하는 대목들이다.

대립 지속보다는 휴회 기간 전 부양책 의결이 가장 합리적

그러나 경기둔화 징후가 표면화되는 과정에서 정책의 실기 내지는 지연은 의도치 않은 피해의 확대와 비용의 증가를 수반할 수 있다. 따라서 논의 과정에서 상당한 내홍이 있을 지라도, 양당이 휴회 기간 이전에 1조 달러 이상의 부양책 마련을 할 가능성은 높다는 판단이다.

| 표1 민주당 HEROES Act 주요 내용 | |
|-------------------------|---|
| 구분 | 내용 |
| 보조금 지급 | 1. 연방기관(Federal agencies) FY20 예산 보조금 지급 2. 1조 달러 규모의 지방정부 보조금 지급 - First responders, Health workers, 교사 등에 급여 지급 3. 개별 보조금 - 연소득 7.5만 불 이하 가구에 1,200달러 일시 지급 (CARES Act와 동일) - 부양가족 지원 강화: 부양가족 3명까지 1명당 1,200달러, 성인 포함(CARES: 500달러/인) |
| Hazard Pay (2,000억 달러) | 대상: 필수근로자(의료인력, 경찰/소방공무원, 사회근로자, 식료품점/식당/보육/우편업 종사자) 시간당 13달러 급여 인상, 연간 20만불 이하 소득자는 1만불까지 지급 |
| 실업급여 | 주당 600달러의 추가 연방실업급여 프로그램을 2021년 1월 31일까지 연장 공연예술가, 자영업자, 파트타임, 계약직 등은 3월 31일까지 연장 |
| Paycheck Protection | Paycheck Protection Program을 확대 중소기업과 비영리단체에 대한 지원 확대 |
| 학자금 대출 | 원리금 상환 유예를 기존 2020년 9월 30일에서 1년 추가 연장 경제적 어려움을 겪는 학생들에 대한 추가 지원 마련 |
| 임대료/부채 | 1. 임차인 상환능력 검증 후 필요시 렌트 바우처 지급 2. 모기지 디폴트와 주택 압류 방지 위한 750억 달러 조성 3. 채무이행연기 및 압류유예 기간 확대 |
| 기타 | 1. 세액 공제 확대 2. CoVID-19 검사/추적 자원 설립, CoVID 개인 비용분담 철회 3. 유급 병가, 가족/의료 휴가, 식량 지원 등 확대 |

자료: Congress.gov, Debt.org, 메리츠증권 리서치센터 정리

| 표2 공화당 부양법안 주요 내용 | |
|---------------------|---|
| 구분 | 항목 |
| 보조금 지급 | 1. 개별 지방정부 및 학교 지원 2. 인당 1,200달러 혹은 그 이상 검토 중, 단 연소득 4만불 이하로 한정 가능성 검토 |
| 실업수당 조정 | 추가 연방실업급여 프로그램 연장 단, 일부 공화당원은 주당 600달러에서 200~300달러로 삭감 원함 |
| 급여세 인하 | 노동자 급여지급시 급여수령자와 사업주가 부담하는 급여세 인하 사업주 세금부담 완화로 추가 고용창출 도모 |
| 일자리 복귀보너스 | 일자리 복귀시 일시에 600달러 이상을 지급 |
| Paycheck Protection | Paycheck Protection Program 연장/확대 |
| 휴가 세액공제 | 휴가시 호텔/식당/테마파크/항공/여행 관련 업종 지출에 대해 최대 4천달러 세액공제 |

자료: Forbes, Debt.org, CNN, 메리츠증권 리서치센터 정리

유럽의 현황과 정책대응

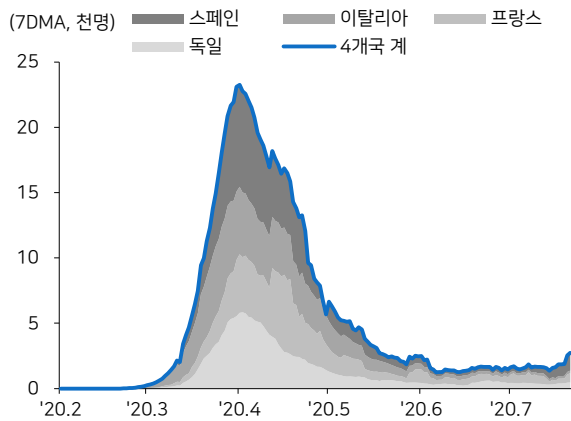
유럽은 미국보다 상황이 양호

유럽은 미국보다는 상황이 양호하다. 미국과는 대조적으로 독일, 프랑스, 이탈리아, 스페인의 신규확진자수 증가세는 4월 정점 대비 현저히 낮은 상태이다. 최근 들어 스페인에서 확진자수가 다시 늘고 있지만 전반적으로는 4~5월 강한 봉쇄에 힘입어 바이러스를 비교적 성공적으로 통제했고, 미국 대비 봉쇄의 강도도 현저히 약화된 상태이다.

유로존 회복에 대한 평가절하 요인들도 완화 중

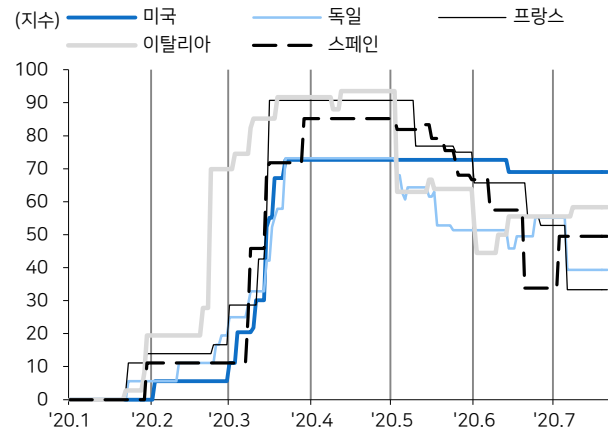
상황이 이러한에도 유로존의 펀더멘털이나 회복의 강도가 미국 대비 평가절하되어 왔던 이유는 1) 재정적자 용인에 있어 소극적이고, 2) 여행의 GDP기여율이 높고, 여행 봉쇄가 가장 나중에 풀릴 가능성 때문에 회복에 제동이 걸릴 수 있다는 시각 때문이었다. 그런데 2/4분기 들어 독일을 위시한 주요국의 재정정책이 적극성을 띠었고, 7월 1일부터 한국 등 15개국에 대한 여행 허용에 들어가면서 관련 우려는 점차 완화될 가능성이 커지고 있다. 아직 필수적 사업목적의 여행을 제외하고는 활성화가 되지 않고 있다는 지적이 있으나, 추이를 좀 더 지켜봐야 한다고 본다.

그림8 유로존 4개국 신규확진자수 추이



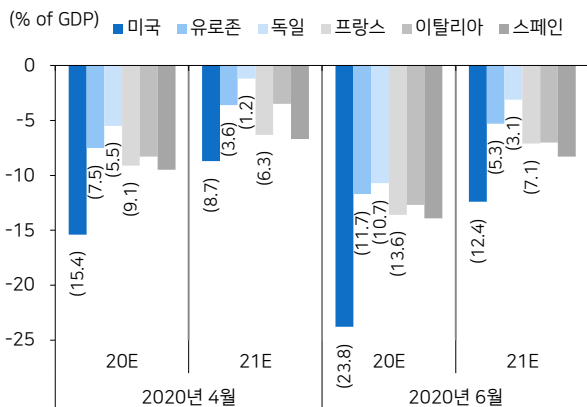
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국과 유로존의 사회적 통제지수



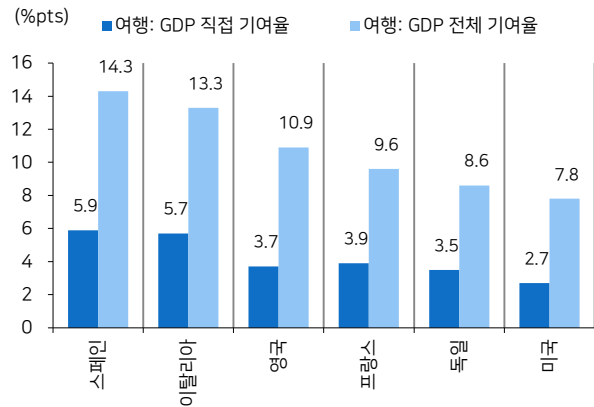
자료: Univ. of Oxford, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 재정적자 전망 변화 (2020~21E, IMF 전망)



자료: IMF Fiscal Monitor 각 호, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국/유로존 주요국 여행의 성장기여율 (2019)



자료: WTTC, 메리츠증권 리서치센터

EU공동기금 전격 합의

EU공동기금도 예상보다 빠른 시점에 합의 도출

여기에 더해, 추가적인 호재가 발생했다. 유럽 정상들이 7월 17~18일 특별 정상 회담 회기를 3일이나 연장시킨 끝에, 유럽 회복기금에 전격적으로 합의한 것이다. 그간 1) 네덜란드, 오스트리아, 스웨덴, 덴마크 등 4개국이 보조금을 조성하여 피해를 크게 입은 이탈리아, 스페인에게 지급(상환 불필요)하는 방안에 대해 강한 반대 입장을 표명하여 왔고, 2) 이 때문에 기금의 조성이 지연(당사 기존 예상: 늦어도 9~10월)될 수 있다는 우려를 불식시켰다. 합의의 골자는 다음과 같다.

합의의 주요 내용

- 첫째, 기존 보조금 5,000억 유로/대출금 2,500억 유로로 나뉘었던 기금의 구성을, 보조금 3,900억 유로/대출금 3,600억 유로로 변경하였다.
- 둘째, 총량 7,500억 유로를 유지하는 가운데에서 기금을 구성하는 프로그램의 규모에도 변경이 있었다. 가장 큰 비중을 차지하고 경기부양적인 성격이 가장 강한 Recovery & Resilience Facility (RRF: 그린/디지털 경제 이행과 관련한 투자/개혁 프로그램)의 경우, 당초 5,600억 유로에서 6,724억 유로로 증액되었다. 이 프로그램에 한해 보조금 규모는 기존 3,100억 유로에서 3,600억 유로로 변경되었다.
- 셋째, 그간 재정부담과 기금 수혜의 불일치를 이유로 반대해 왔던 4개국에 대한 분담금 환급액도 크게 증가했다. 오스트리아의 경우 기존안의 2배에 해당하는 5.6억 유로를, 네덜란드는 기존 15.7억 유로보다 많은 19.2억 유로를 환급받게 된다.
- 넷째, 개별 국가의 대출금 상환부담이 일시에 커질 위험에 대비하기 위해 단일 국가가 수령하는 대출금 규모를 해당국 GNI의 6.8% 이내로 규정하는 한편, 연간으로 EU 전체가 향후 상환받게 되는 대출금 규모도 3,900억 유로의 7.5%인 292.5억 유로로 상한을 적용하였다.

표3 EU회복 기금의 구성: 초안 vs 확정안

| (2018년 불변가격, 십억유로) | 초안 | 확정안 |
|---|-------|-------|
| 1. Supporting Member States to recover | | |
| 1.1 Recovery and Resilience Facility | 560.0 | 672.4 |
| Grants (보조금) | 310.0 | 360.0 |
| Loan (대출)** | 250.0 | 312.4 |
| 1.2 Recovery Assistance for Cohesion and the Territories of Europe - REACT-EU | 50.0 | 47.5 |
| 1.3 European Agricultural Fund for Rural Development | 15.0 | 7.5 |
| 1.4 Just Transition Fund | 30.0 | 10.0 |
| 2. Kick-starting the economy and helping private investment | | |
| 2.1 Solvency Support Instrument | 26.0* | - |
| 2.2 InvestEU | 30.3* | 5.6 |
| 3. Learning the lessons from the crisis | | |
| 3.1 EU4Health | 7.7 | - |
| 3.2 rescEU | 2.0 | 1.9 |
| 3.3 Horizon Europe | 13.5 | - |
| 3.4 Neighbourhood, Development and International Cooperation | 10.5* | 5.0 |
| 3.5 Humanitarian Aid | 5.0 | - |
| Total | 750.0 | 750.0 |

주: * Guarantee 항목으로 분류되었던 것. ** 초안에서 RRF 프로그램 내 대출을 제외한 나머지는 모두 Grant에 해당되는 것이었음

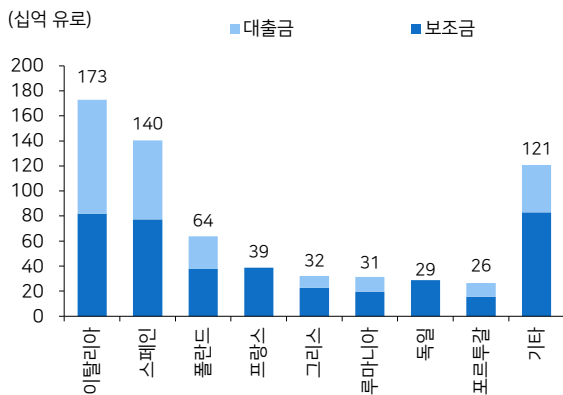
자료: European Commission, 메리츠증권 리서치센터

이탈리아/스페인이 주된 수혜국이
라는 큰 그림 변화는 없음

프로그램에 할당되는 재원의 규모와 보조금/대출 간 비율 조정이 발생했으나, CoVID-19로 가장 큰 피해를 입은 이탈리아와 스페인에 대한 지원규모가 가장 클 것이라는 큰 그림의 변화는 없을 것으로 보인다.

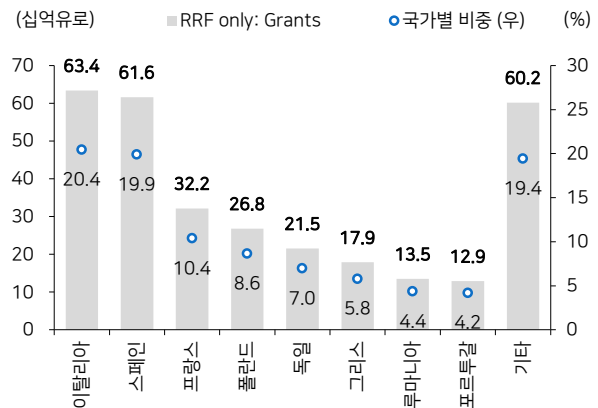
그림 13은, 초안 기준으로 RRF 프로그램 내에서 각국이 수령할 "보조금"을 추산한 것인데, 회담을 거치며 이 프로그램의 보조금 규모는 기존안보다 오히려 확대되었다. 따라서 이 기준으로만 본다면 프로그램 내에서 이탈리아, 스페인, 프랑스 등 주요국이 수령하는 보조금 규모는 더욱 커질 가능성이 있다 (자료가 입수되는 대로 업데이트 예정).

그림12 국가별 대출/보조금 분배 계획 (2018년 불변가액)



주: REACT EU, Recovery/Resilience, Just Transition, Rural Development 포괄
자료: 유럽 집행위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림13 국가별 Recovery/Resilience 보조금 분배 계획



자료: 유럽 집행위원회, "The EU Budget Powering the Recovery Plan for Europe" (5월 27일)

이번 공동기금 합의의 시사점은 다음과 같다(7월 13일 Weekly 내용 보완).

EU공동기금의 시사점 세 가지

- 첫째, 유로존 회복 및 성장의 지속 가능성에 대한 신뢰가 높아질 수 있다. 중단 기적으로 유로존 경제의 회복 속도가 미국보다 더딜 가능성이 높다는 전망에는 유로존의 재정정책 대응이 미국 대비 소극적이라는 점도 한 몫하고 있는데, 2021~22년에 유로존 공동으로 추가 자극을 부여한다는 것으로도 상기 우려는 추가적으로 완화될 수 있다.
- 둘째, 장기적인 관점에서 재정통합에 한 발짝 다가가는 계기가 될 수 있다. 역으로 공동기금 합의에 실패했다면 유로존 존립을 둘러싼 불안이 잔존했을 수 있다. 이는 이번 CoVID-19로 피해를 크게 입은 국가들이 이탈리아, 스페인 등 재정위기를 겪었거나 예산안 편성에 있어 EU의 강한 관리감독을 받는 곳들이기 때문이다. CoVID-19가 지나간 이후 재정규율 강화가 발생한다면 1) 재정긴축과 성장세 위축, 2) EU 통합에 대한 역내 반대여론 등이 빈번히 발생할 소지가 있었다. 보조금(grants)의 도입을 통한 미래 EU 단일시장(single market) 수립/통합, 지역간 분열과 격차(disparities) 방지를 도모한 것은 이러한 측면에서 긍정적이다.

- 셋째, 금융시장 관점에서 이번 합의는 우리가 예상한 대로 1) 성장 모멘텀 개선 가능성, 그리고 추후 분열 소지 차단 등을 반영한 유로화 강세와 2) 독일 국채대비 이탈리아와 스페인 국채 스프레드의 축소를 유발하였다. 후자의 경우 국가 재정건전성 제고에 일조할 수 있다는 기대가 부상한 때문이다. 유로화는 7월 10일 샤를 미셸 유럽 이사회 의장의 절충안 제시와 7월 17일 회담 개시와 더불어 상승하였고, 합의가 이루어진 이후에는 1.157달러/유로까지 상승했다. 회담 직전대비 이탈리아-독일, 스페인-독일 스프레드는 11.5bp와 4.9bp 하락했다.

그림14 연초 이후 달러/유로

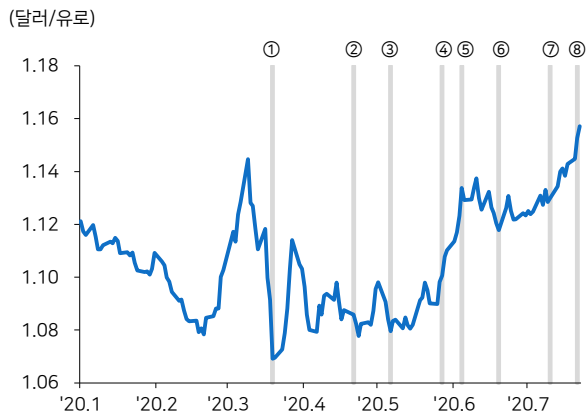


그림15 연초 이후 이탈리아/스페인의 독일 국채대비 spread



주: ① FRB, 주요 신흥국과의 스왑라인 체결 (3/19), ② 이탈리아 신규확진자수 정점(4/22), ③ 독일 현재, PSPP 부분위한 판결 (5/6)
 ④ EU 집행위원회, 공동기금 발표 (5/27), ⑤ ECB, PEPP 규모 증액발표 (6/4), ⑥ EU정상회담에서 공동기금 합의 결렬 (6/17)
 ⑦ 샤를 미셸 EU이사회 의장, EU공동기금 절충안 제시 (7/10), ⑧ EU정상, 공동기금 합의 (7/21)

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[補論] 달러화의 방향은?

달러화에 대한 생각: 정책대응이 회복에 기여하는 모습 확인될 수록 추가 약세 시현에 무게

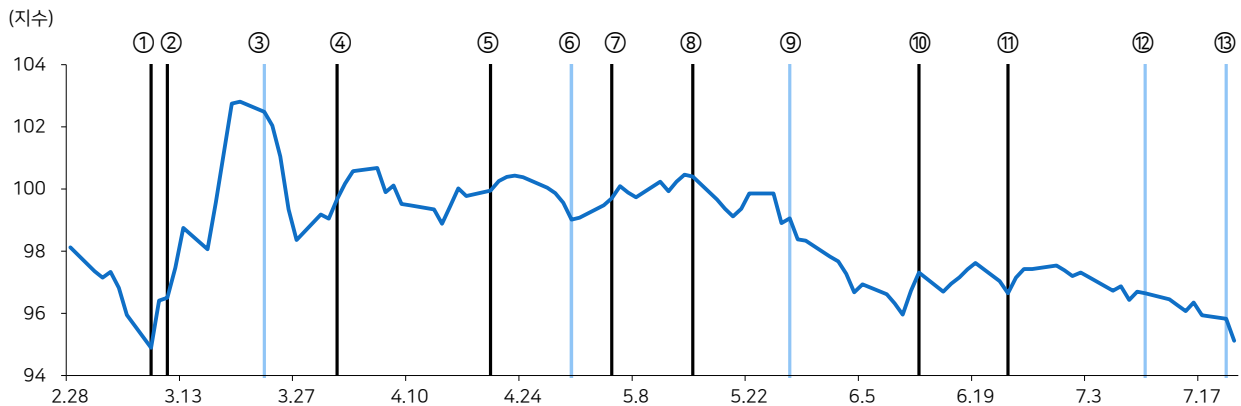
지금까지 미국과 유럽의 상황을 살펴보면, 각종 불안 요인에도 불구하고 우리가 향후 완만한 경기개선에 무게를 두고 사안을 바라보는 이유를 짚어 보았다.

여기까지 논리를 전개하게 되면 항상 수반되는 질문 하나가 바로 "달러화의 향후 향방이 어떻게 될 것인가" 이다. 이러한 질문이 나오는 이유는 1) 유로화 본연의 강세를 견인할 만한 유로존 내 이벤트가 소멸되었고, 2) 방향을 정립해야 하는 변곡점에 도달했다는 시각 때문이다.

필자는 기술적인 부분보다는 달러화가 지니고 있는 본연의 성격에 집중하고자 한다. CoVID-19를 거치면서 달러화는 경기역행적(counter-cyclical)인 성격과 안전자산으로서의 특성을 보여 주었다. 때문에 경기회복을 저해할 수 있는 1) 팬데믹 선언, OPEC 불안, 바이러스 확산 등 이슈에는 강세로 반응한 반면 2) 연준의 무제한 QE, 치료제 승인, 각종 경기부양과 같은 사안에는 약세로 반응하였다. 이는 향후 정책대응이 글로벌 주요국 경제의 회복에 일조하고, 그 결과물로서 지표의 회복이 확인된다면 달러화가 추가적인 약세를 시현할 수 있음을 시사해 준다.

물론 약세 과정에서 국지적인 변동성이 확대될 수 있음은 인정해야 한다. 이를 유발할 요인들은 1) 미국 경기부양책 심의 과정에서의 난항, 2) 미국 내 확진자 증가세 확대, 3) 정책 불확실성을 유발할 수 있는 정치불안 등이다.

그림16 2월 말 이후 달러 인덱스와 변곡점을 유발한 주요 이벤트 (검정: 약재, 파랑: 호재)

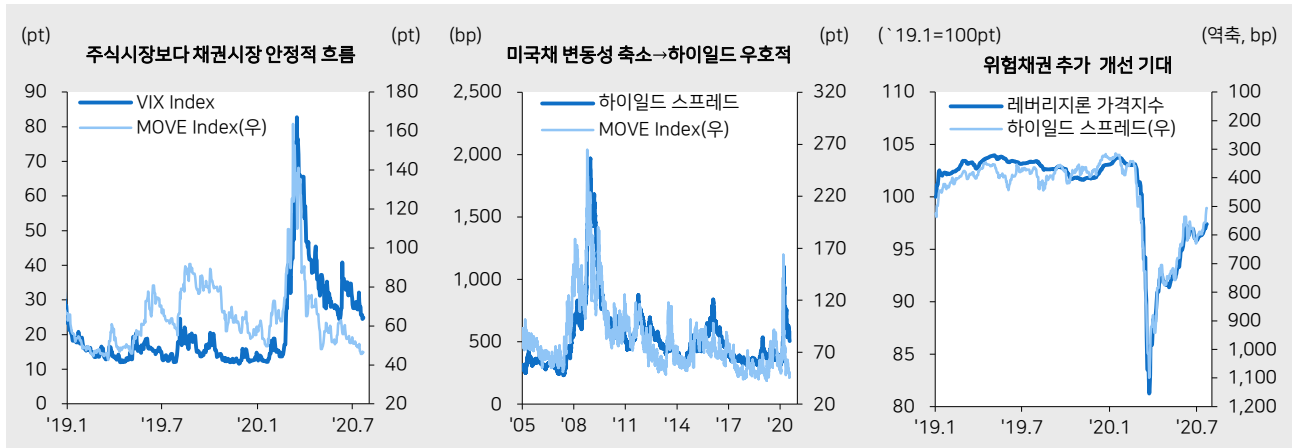


- 주: ① OPEC 감산합의 실패(3/9), ② WHO CoVID-19 팬데믹 선언과 사우디 원유증산 발표 (3/11), ③ 연준, 무제한 QE/회사채 매입 발표(3/23)
- ④ 백악관, CoVID 장기화 우려 (4/1), ⑤ 국제유가 마이너스 기록 (4/20), ⑥ FDA, 렘데시비르 승인 검토 (4/30), ⑦ 독일 현재, PSPP 부분위헌 판결 (5/5)
- ⑧ 영국-EU 브렉시트 이후 미래관계 협상 미비 (5/15), ⑨ EU집행위, 공동기금 제안 (5/27), ⑩~⑪ 미국 내 코로나 재확산 우려(6/12, 6/23)
- ⑫ 샤를 미셸 EU이사회 의장, 공동기금 절충안 제시 (7/10), ⑬ EU정상, 공동기금에 합의 (7/21)

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 윤여삼 연구위원

채권시장에서 찾는 추가 위험선호 기대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

코로나19로 야기된 금융충격은 정책노력 효과로 채권시장 중심의 안정을 되찾아가고 있다. 미국채 변동성을 반영하는 MOVE 지수는 미국채 매도까지 나오며 연중 고점(163.7pt)을 기록한 3월대비 빠르게 안정되며 40pt 중반에 안착했다.

빠른 안정 찾은 채권대비 주식 시장 등락 이어지며 변동성 유지

연초보다 낮은 수준의 변동성을 보이는 채권시장과 달리 주식시장은 변동성 축소가 제한되는 모습이다. VIX 지수는 연 고점(82.7pt)보다 크게 하락해 20pt 중반에 안착했지만 여전히 연초 수준보다 높다. 미국의 신규확진자수 증가 지속 및 정치 불확실성 재부각에 주식은 시장 등락이 이어지며 변동성이 유지되고 있다.

과거 미국채 변동성 축소국면 HY 스프레드, 일드확보 과정속 축소

주식시장 내 회의적 시각에도, 채권시장에서는 위험선호가 지속될 것이라는 단서를 찾을 수 있다. 금융충격이 발생한 시기들을 살펴보면, 미국채 변동성이 높아지는 과정에서 주가지수와 역상관 관계가 높은 하이일드 스프레드는 급격한 투자심리 위축에 확대되는 모습을 보인다. 이후 연준 정책노력이 본격화 되는 기간에는 MOVE가 선행적으로 축소되고 금리가 하향안정화 된다. 투자자들은 안정된 금리 환경과 정책안전판을 바탕으로 일드확보에 나서고 하이일드 스프레드는 축소된다.

채권시장 내 긍정적인 위험선호 환경→주식시장 추가상승 기대

이번 역시 마찬가지이다. MOVE지수가 위험자산 가격 회복보다 선행적으로 진정되었다. 미국채는 수요유입이 있지만 10년 기준 금리가 0.6%초반 수준에 정체되어 있다. 그렇지만 하이일드 스프레드는 충격 이전수준으로 축소되지 못했고 레버리지론 가격지수는 낙폭의 72% 회복한 수준에 그쳐 추가 가격회복 매력이 있다.

7월 들어서도 하이일드 자금유입이 지속되고 있고 발행시장에서는 6월 발행금액이 연내 최고치(578억달러)를 기록했다. 레버리지론 역시 이자지급여건 조정건수가 전월대비 감소하는 등 채권 시장내 위험선호는 이전보다 긍정적이다. 코로나 재확산 속도가 진정되고 채권시장 내 위험선호 지속이 확인된다면 주식 역시 변동성 축소 과정에서 추가적인 상승흐름을 보일 가능성이 크다.

칼럼의 재해석 오형근 연구원

레모네이드의 성공적인 보험업 데뷔 (Business insider)

'20.7.2일, 미국의 보험사 레모네이드(Lemonade, Inc.)가 NYSE에 상장하자 시장은 열광했다. 상장 당일 주가는 132%의 상승을 기록했고, 레모네이드의 시가총액은 IPO준비 당시 산출했던 16억달러를 훌쩍 넘긴 46억달러(7.21일 기준)를 돌파했다.

아직까지도 미국에서 이루어지는 주택보험의 93%가 보험설계사를 통해 판매되고 있는 시장에서 레모네이드는 보험과 기술을 병합하여 보험산업을 판도를 바꾸고 있다. 보험상품 가입은 AI Maya와의 채팅상의 대화를 통해 이루어지며, 평균적으로 13개의 질문 만에 가입이 완료되며 총 소요시간은 3분이 채 걸리지 않는다. AI Jim은 보험금 지급을 담당하고 있으며 사람을 거치지 않고 데이터 기반으로 지급의사가 결정되기 때문에 신청 후 최소 3초 이내로 보험금이 고객의 계좌로 지급된다.

레모네이드는 기술력을 바탕으로 경쟁사 대비 저렴하고 간결한 보험 상품들을 앞세워 젊은 층을 선제적으로 공략하고 있다. 전체 고객 중 약 70%가 35세 미만으로 구성되어 있다. 이들의 대부분은 레모네이드를 통해 생애 처음으로 보험상품에 가입한 것으로 나타났다. 레모네이드는 고객들과 함께 성장하는 것을 주요 사업전략으로 삼고 이를 실행하고 있다.

새로운 보험사의 등장

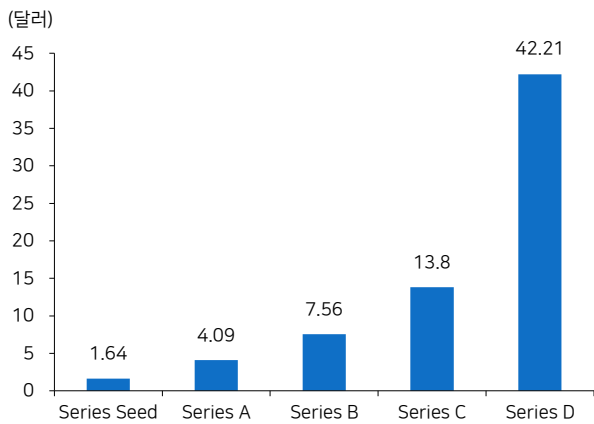
상장 당일 레모네이드 주가
132% 상승

미국의 보험사인 레모네이드(Lemonade, Inc.)는 총 16억달러의 가치를 인정받으며 주당 29달러에 '20.7.2일 NYSE에 상장했다. 이는 약 1년전 소프트뱅크가 투자자로 참여했던 Series D 당시의 가치인 21억달러에도 못 미치는 수준이었다. 하지만 거래가 시작되자 시장은 새로운 보험사의 등장에 열광했고, 상장 당일 주가는 132% 상승하며 69.41달러에 마감하였다. 7.21일 현재 레모네이드의 주가는 84.24달러로 마감하며 시가총액 46억달러를 돌파했다.

레모네이드는 '15년 창립된
신생 보험사

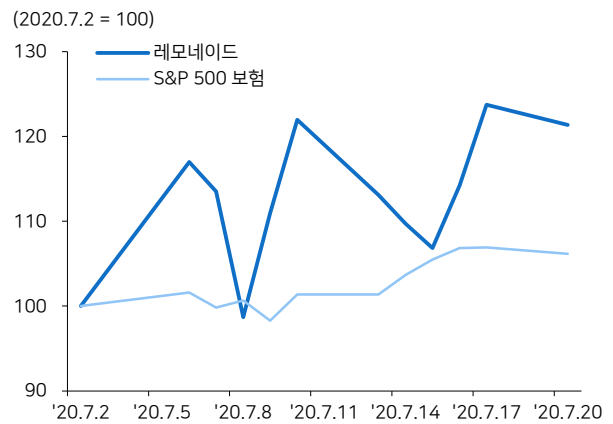
수백 년의 역사를 자랑하는 보험산업의 대형 보험사들이 미처 코로나19의 여파에서 벗어나지 못하고 있는 가운데, 불과 5년 밖에 되지 않은 보험사에게 시장이 이토록 열광하는 이유에 대해 알아볼 필요가 있다.

그림1 상장 전 투자단계별 우선주 주당 가격 추이



자료: 레모네이드, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 보험업과 레모네이드 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

레모네이드, 보험과 기술을 병합하다

보험산업은 디지털화 속도가 가장 더딘 산업 중 하나

오늘날의 보험산업은 그 규모와 업의 특성상 가장 디지털화의 속도가 더딘 산업으로 뽑히고 있다. 아직까지도 미국에서 이루어지는 주택보험의 93%가 보험설계사를 통해 판매되고 있는 이 시장에서 레모네이드는 보험과 기술을 병합하여 보험산업을 판도를 바꾸고 있다.

AI와 머신러닝을 이용해 End-to-End 서비스 경험을 제공

'15년 문을 연 레모네이드는 고객응대 및 보험계약부터 보험관리에 이르는 사업의 전 부문에 걸쳐 AI와 머신러닝을 접목시킨 End-to-End 서비스를 고객에게 제공한다. 이를 통해 기존의 보험사들에 비해 사업비를 혁신적으로 감축해, 주력 상품인 세입자보험의 가격을 최저 5달러에 판매하고 있다.

보험 가입까지 단 13개의 질문과 3분 만이 필요

고객들이 보험상품에 가입하기 위해 모바일 앱을 다운받고, 상품 고르기 버튼을 누르면 판매를 담당하고 있는 AI Maya가 이들을 응대한다. 상품 가입은 채팅상의 대화를 통해 이루어지며, 평균적으로 13개의 질문 만에 가입이 완료되며 총 소요 시간은 3분이 채 걸리지 않는다.

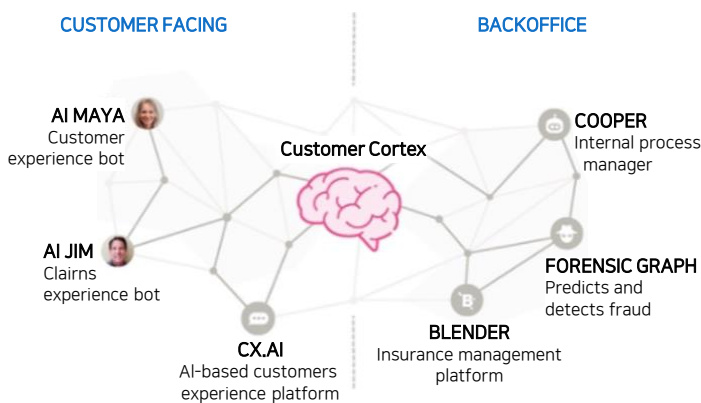
AI의 가장 큰 장점은 처리 속도

레모네이드의 고객들은 보험료 청구 역시 또 다른 인공지능인 AI JIM에게 신청하면 된다. AI를 통한 보험료 청구의 가장 큰 장점으로서는 바로 속도를 꼽을 수 있다. 사람을 거치지 않고 데이터 기반으로 지급의사가 결정되기 때문에 신청 후 최소 3초 이내로 보험금이 고객의 계좌로 지급된다.

고객의 전체 문의 및 요청 중 약 32%를 AI가 직접 처리

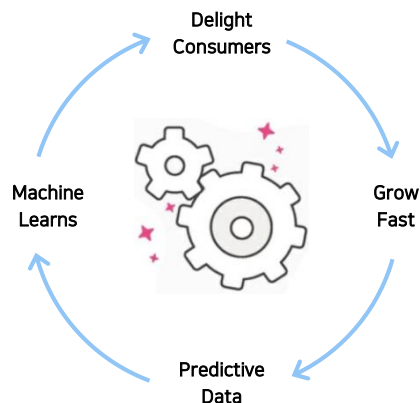
그 밖에도 고객들이 계약을 파기하거나 내용을 수정하고 싶은 경우와 같은 문의사항들을 처리해주는 CX AI가 존재하며, 현재 레모네이드의 전체 문의 및 요청 중 약 32%가 사람의 개입 없이 처리되고 있다. 이 수치는 과거 '17년말 6%에서 2년 만에 5배 이상 증가했으며, 향후 더 많은 데이터가 축적되고 머신러닝이 진행됨에 따라 더욱 발전할 것으로 전망되고 있다.

그림3 레모네이드의 AI 조직도



자료: 레모네이드, 메리츠증권 리서치센터

그림4 레모네이드가 꿈꾸는 기술을 통한 보험업의 선순환



자료: 레모네이드, 메리츠증권 리서치센터

기술력을 바탕으로 하는 레모네이드의 사업모델

재보험을 통해 리스크는 줄이고
중개수수료는 확보

레모네이드가 경쟁 보험사들 비해 갖는 또 다른 차별점은 독특한 사업모델에 있다. '20.7.1일 동사는 보유한 전체 보험의 75% 가량은 총 15개의 재보험사들을 통해 운영할 것이며, 이를 통해 재보험사로부터 달러 당 약 25센트의 중개수수료를 지급 받을 계획을 발표했다. 이는 직접적인 리스크를 줄이는 동시에 자본비용에 대한 부담을 낮춰 최대한 많은 수의 고객을 확보하기 위함이라 추정된다.

전체 고객의 70%가 35세 미만

레모네이드는 앞서 설명한 기술들을 바탕으로 경쟁사 대비 저렴하고 간결한 보험 상품들을 앞세워 젊은 층을 선제적으로 공략하고 있다. 이들이 많이 사용하는 SNS인 페이스북과 인스타그램을 주요 마케팅 채널로 활용하고 있으며, 그 결과 동사의 전체 고객 중 약 70%가 35세 미만으로 구성되어 있다. 이들의 대부분은 레이네이드를 통해 생애 처음으로 보험상품에 가입한 것으로 나타났으며, 레모네이드는 이들과 함께 성장하는 것을 주요 사업전략으로 삼고 이를 실행하고 있다.

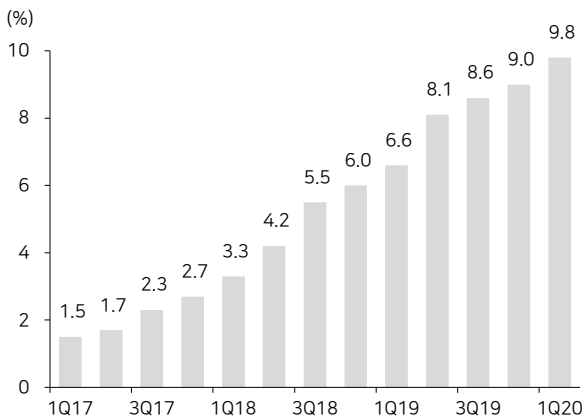
현재 주요 고객층이 40, 50대에
접어들면, 그들이 보유한 자산은
10~15배 증가

미국 연준의 조사에 따르면, 35세 미만 중간 값 미국인들의 순자산 가치는 약 11,000달러이며, 이들이 보험료로 지불하는 연간 비용은 약 60달러에 불과하다고 한다. 하지만 시간이 흘러 이들이 40,50대에 접어들면 그 순자산은 약 10~15배 증가하고, 75세 이후 약 25배까지 증가하며 정점을 찍는다. 자산이 증가함에 따라 이들이 지불하는 보험료 또한 이에 비례해서 증가한다.

전체 주택보험 가입자에서
"Graduate"이 차지하는 비중은
9.8%

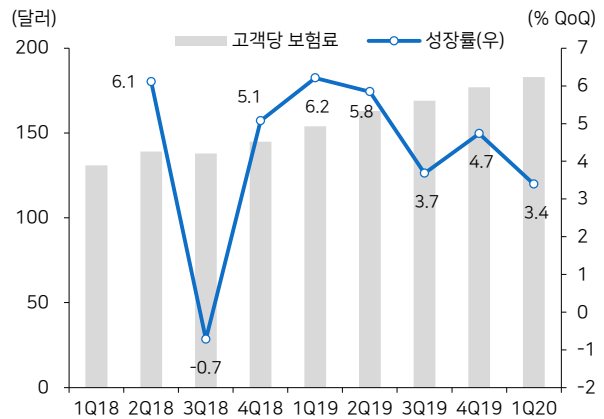
레모네이드는 고객들의 자산이 점진적으로 증가함에 따라 필요한 보험상품이 달라진다는 점을 착안해 새로운 상품들을 단계적으로 출시 하고 있다. 우선적으로 젊은 연령대의 수요가 높은 세입자보험을 통해 확보된 고객들이 시간이 흘러 주택을 소유하게 되면서 주택보험으로 넘어갈 수 있는 환경을 조성했다. 동사는 이러한 현상을 "Graduate"(세입자보험 → 주택보험)이라고 표현하고 있는데, 현재 전체 주택보험 가입자에서 "Graduate"이 차지하는 비중은 9.8%에 달한다.

그림5 전체 주택보험 내 "Graduate"의 비중 추이



자료: 레모네이드, 메리츠증권 리서치센터

그림6 레모네이드 고객당 보험료 추이



자료: 레모네이드, 메리츠증권 리서치센터

그림7 레모네이드의 상품출시 계획



자료: 레모네이드, 메리츠증권 리서치센터

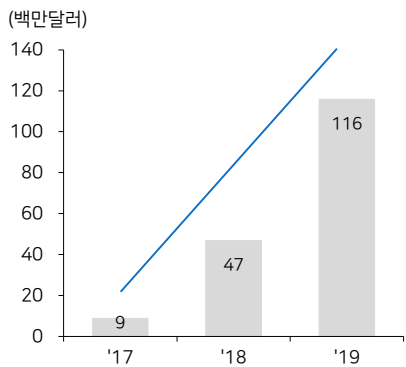
보유 고객들이 성장에 맞춰 필요 보험들을 단계적으로 출시 예정

시간이 지남에 따라 더 많은 고객들이 더 높은 보험료의 상품으로 갈아타는 고객이 늘어나자, 고객당 보험료(Premium Per Customer) 또한 1Q20에 183달러를 기록하며, 전년동기 대비 18.8% 증가했다. 최근 레모네이드는 펫보험을 출시하며 변화하는 고객들의 니즈를 충족시키려 하고 있으며, 향후 자동차, 생명, 우산보험(책임보험 한도 확장)에 이르기까지 다양한 상품을 출시할 계획이다.

단기 실적보다는 방향성에 주목

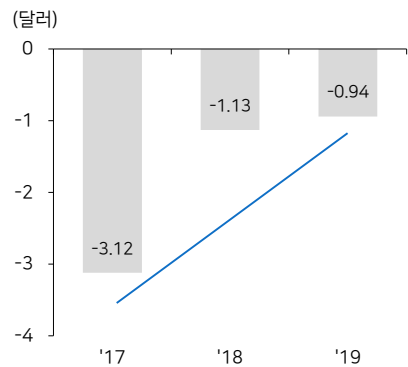
동사는 1Q20에도 3,650만달러의 순손실을 기록하며 흑자전환에 실패했다. 레모네이드의 CEO Daniel Schreiber는 최근 언론 인터뷰를 통해 당분간 이러한 기조는 이어질 것으로 전망 되지만 이는 이미 예정되었던 일이기 때문에 걱정하지 않는다고 밝혔다. 지난 5년 동안 레모네이드는 보험사로서 고객과 함께 성장한다는 것이 무엇인지를 보여주었고, 상장 후 주가를 통해 자신들이 옳았음을 확인 받고 있다. 향후 더욱 더 정교해질 기술력을 통해 한 단계 더 성장할 것으로 기대되는 동사의 행보에 주목해볼 필요가 있다.

그림8 Gross Written Premium(GWP)



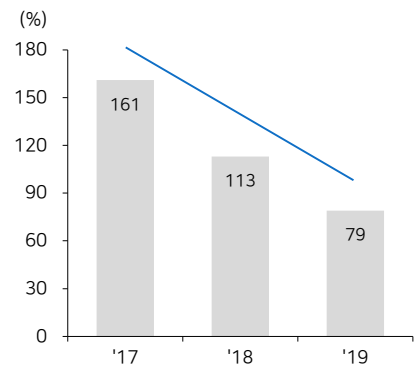
자료: 레모네이드, 메리츠증권 리서치센터

그림9 Net Losses per Dollar of GWP



자료: 레모네이드, 메리츠증권 리서치센터

그림10 Gross Loss Ratio 추이



자료: 레모네이드, 메리츠증권 리서치센터

원문: Lemonade, a tech-driven insurance company, soars 132% in trading debut, Business insider